

投资银行应当为这场金融危机承担必要责任。金融业暴利时代也许一去不返，但华尔街的全盛时期并未结束。投行模式可以调整，通过恰当监管和风险控制，回归常态生存并追求合理利润并非难事

## 投行的回归

——专访摩根士丹利董事长约翰·麦克

□ 本刊特派记者 胡采苹 发自纽约

摩根士丹利 (Morgan Stanley) 或许是最有资格谈论监管法案的华尔街投资银行，75年前，它即因美国的银行分业监管法案而生。

2008年金融海啸席卷华尔街，命运选择了约翰·麦克 (John Mack) 带领摩根士丹利与之对抗并得以保全。在新一轮美国金融监管改革启动之际，作为这家老牌投行的董事会主席，麦克8月26日在纽约接受《财经》记者专访，总结危机教训，解析投行未来。

摩根士丹利的总部大楼，坐落于热闹的百老汇大街时代广场一侧，底层外墙屏幕即是滚动的纳斯达克交易行情。大楼40层，连接麦克办公室的宽阔走廊里，挂满了岳敏君等中国当代艺术家的作品。

一场金融海啸，洗刷掉无数华尔街精英。像麦克这样，从1972年加入摩根士丹利，前后在同一家公司任职超过30年的人，过去有1969年加入雷曼兄弟、后任雷曼董事长的傅尔德 (Richard Fuld)，以及同样在1969年加入贝尔斯登、后任贝尔斯登首席执行官的肯恩 (James Cayne)。然而2008年之后，同行们四散而去，仅留麦克继续经历金融业的雨雪风霜。

这不是一个人的传奇，而是华尔街的传承。麦克坦陈，曾经呼风唤雨的投

资银行，应当为金融危机承担必要责任。金融业暴利时代也许一去不返，但华尔街的全盛时期并未结束。投行模式可以调整，通过监管和风险控制，回归常态生存并追求合理利润并非难事。

回顾华尔街历史，危机如影随行，机构生生灭灭，适者浴火重生。

1929年10月28日华尔街发生股灾，史称“黑色星期一”，道琼斯指数从1929年9月3日的381.17点，跌至1932年7月8日的41.22点。美国随后以数年经济大萧条的代价，为股灾埋单，数万人无家可归，失业率高达25%。

股灾成因众说纷纭，一种合理解释是，银行信贷部门过度借贷给证券部门炒股，造成指数不断攻顶的幻觉，美股最终崩盘。1933年出台的《格拉斯-斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall Act)，因而要求商业银行与投资银行分业经营。

1895年创立的摩根银行 (JP Morgan & Co.)，最早历史可追溯至1799年) 选择了商业银行一途，成为现在的摩根大通银行；而摩根银行创始人约翰·皮蓬·摩根 (John Pierpont Morgan) 的孙子亨利·摩根，则带领祖父留下的投资银行部门出走，在1935年和伙伴哈洛得·士丹利 (Harold Stanley) 成立摩根士丹利。

73年后，百年券商雷曼兄弟倒闭

隔天，即2008年9月16日，摩根士丹利股票迅速成为沽空对象，股价从每股33.3美元下跌到22.89美元，当日跌幅31%；其债券信用违约掉期合约 (CDS) 交易水平迅速上涨，一天之内从429点一路冲到728点，比雷曼兄弟崩溃前更高，危机不断恶化，摩根士丹利亦面临倒闭威胁。

最困难时，保尔森曾向中国金融监管高层求助，麦克亦与中国投资公司接触。不过，他始终拒绝各种条件严苛、可能需要大幅裁员的并购提案。麦克直言：“如果把公司卖掉是不对的，我就绝不会那么做。”

在最危机的时候，摩根大通银行的董事长兼首席执行官杰米·戴蒙 (Jamie Damon) 当时打电话给摩根士丹利其他高管，麦克知情后回电：“你不是想作交易 (指买下摩根士丹利) 是什么？”他告诉戴蒙：“不要找我的首席财务官、不要找我的总裁，你就找我。”

麦克后来在沃顿商学院演讲时提及，日本三菱UFJ银行集团提出入股要求，麦克正与东京连线谈判，时任纽约联储行长的盖特纳 (现任美国财政部长) 每隔三四分钟就打来电话，要求他把摩根士丹利卖给摩根大通银行。麦克说：“我叫秘书跟他说，去他的盖特纳。”沃顿商学院听众满堂大笑叫好。

本刊记者 何刚 摄

2010年8月26日，在纽约曼哈顿百老汇大街时报广场附近摩根士丹利总部大楼，摩根士丹利董事长约翰·麦克接受了《财经》记者的专访。麦克喜爱艺术，公司走廊墙壁上悬挂着中国当代艺术家岳敏君的油画作品。





日本三菱 UFJ 银行最后施予援手，收购摩根士丹利 20% 股权；另一方面，美国政府亦强制摩根士丹利和高盛转型为银行控股公司，随后美联储施以资金援手，摩根士丹利总算涉险过关，仍是仅次于高盛的第二大投行。

相交多年的老友形容，麦克是一个“有原则的人” (man of principle)，答应的事情，一定做到。接受《财经》专访时，65 岁的麦克用“严厉，但是公平 (Tough, but fair)”来形容自己。

### 不可避免被卷入危机

当时没有哪家华尔街公司能免疫。这不是盖特纳或任何个人的错，当时的形势非常复杂，我们迷失了方向

《财经》：这两年来，您领导公司渡过危机遇到的最艰巨挑战是什么？

麦克：最艰巨的挑战是，面对如此多的负面消息，如何让所有员工保持积极、乐观、向上的心态。与他们沟通，让他们参与公司运作，让他们了解公司正在采取的一切措施。

挑战是，要让商业伙伴保持信心，相信我们会在风浪中成为幸存者，这也是极其艰苦的工作。因为市场上每天都有流言，此起彼伏，难以消弭。

第三，如你所知，我们和美联储主席伯南克、时任财政部长保尔森、时任纽约联储行长盖特纳之间多有交流。他们当时希望我把公司卖出去，想让高盛和花旗银行做交易，也就是说，他们想“去掉”硕果仅存的两家投资银行。但我的回答很明确：如果把公司卖掉是不对的，我就绝不会那么做。接着，日本公司介入，我们逐步得到恢复。

《财经》：两年之后，也许是深入回顾和检讨危机的好时机，美国的金融系统、华尔街到底出了什么问题？

麦克：首先要说的是，问题非常复

杂，不仅是华尔街公司的事。我们需要回溯到 20 世纪 60 年代末和 70 年代初，当时人们开始通过一种名为“Ginnie Mae”的机制对抵押贷款进行集中打包。接下来，电脑和资产证券化的发展改变了金融业的法则，越来越多的抵押贷款和其他证券被打包处理。其后数十年，金融风险持续积聚、逐渐增强。

期间，房地产市场不断上涨。贷款者无所顾忌地把资金投入其中。克林顿时代的住房与城市发展部长希斯诺斯 (Cisneros) 曾说，每个美国人都有权拥有自己的住房。这就给抵押贷款市场带来更大压力，至今没人深入讨论房利美和房地美的问题，包括这两家机构提供的贷款质量的下滑，以及房屋资产质量的极度弱化。这是问题之一。

另一个问题是，华尔街进行的过度杠杆化交易，确是我们犯下的过失之一。我们借了太多的债，冒了太大的风险，毫无疑问，在这件事上，我们负有责任。第三点是，衍生品市场并没有相应的交易所和清算机构 (clearing house)。因为缺乏这方面的机制，处理衍生品问题就变得很复杂，花了很长时间，也造成了很多困惑。

还有一点，监管者没有很好地跟上潮流，把握和理解市场的变化，也使问题变得复杂。当然还有许多其他原因。我想说的是，这确实是华尔街的责任，我不想把责任推给监管者。华尔街的日常交易变得太复杂了，对于我们创造出来的很多证券，我们自己都难以理解，或难以以低风险方式运作它们。

《财经》：作为华尔街顶级金融机构的领导人，您曾怀疑自己可能有所过失吗？

麦克：当然，我们所有人都必须扪心自问。但难题在于，当时没有哪家华尔街公司能对此免疫。JP 摩根也许比其他公司拥有更多的缓冲机制 (cushion)，

除了这点区别，其他的银行或投行，包括巴克莱、苏格兰皇家银行等外国银行，都没有多大区别。

我想说，不论在欧洲还是美国，回顾过去，我们都曾希望当时能少进行点杠杆交易，能少拥有一点流动性低的资产……

《财经》：你认为当时是不可避免地卷入危机？

麦克：确实是不可避免的。在 2007 年年底我曾给时任纽约联储行长的盖特纳打电话。当时我们都向私募股权公司 (Private Equity Firms) 提供了贷款，那些贷款的杠杆化程度很高，是八倍杠杆交易。我们很愿意向它们贷款。我们只是略微有些不安。这些交易能带来很大的经营收入和服务报酬，于是我们放手进行这样的交易。

一旦这些私募股权公司从四五家华尔街公司或银行获得了 8 倍杠杆交易，就会要求进行 10 倍杠杆交易。当他们提出这样的要求时，我们表示愿意合作，盖特纳当时也是这么想的。但还没等我和盖特纳放下电话，另一家公司就已经取代了我们，同意进行 10 倍的杠杆交易。

当时的竞争很激烈，你可以拒绝一两项交易，但如果拒绝了四五项这样的交易，分析师就会责备你，员工可能离开你。因此我觉得监管者必须更多地介入进来，予以约束。不过，这不是盖特纳或任何个人的错，我只能说当时的形势非常复杂，我们迷失了方向。

### 面对新监管

雷曼兄弟给我们的一个重大教训是，需要筹钱时，手上的抵押贷款证券卖不出去。所以我们现在有流动性高的资产、更多的资本金和较低的杠杆率

《财经》：两年之后，如何评价美国刚刚通过的《多德 - 弗兰克法案》？哪

些条款将对华尔街产生重大影响？

麦克：如果你要我指出对金融体系的健全性和安全性影响最大的条款，将是涉及美联储作为监管者的条款。

我们赞同法案的很多内容。对于衍生品和掉期交易，确实需要建立一个清算机构。现在仅仅一部分掉期有清算机构的设置。该法案的其他条款还有待议定，这可能需要三年时间，很多条款需要解释和细化。总体上，我认为这个法案会带来积极效果。

《财经》：许多人相信，美联储将成为权力最大的监管机构之一？

麦克：已经有来自美联储的监管者进驻我们大楼，他们有自己的办公室，每天都来上班。这并不是我们得到的特殊待遇，摩根大通、花旗等华尔街公司都是这样。我不知道准确的数字，估计现在就有大约 150 名监管者驻扎在我们这幢大楼对面。他们对所有风险进行监控，不论是运营风险还是市场风险，他们发现有问题的做法，会立即阻止。

《财经》：过去在摩根士丹利没有这样的监管者？

麦克：没有，我们当时受美国证券交易委员会 (SEC) 监管，而他们不会入驻我们这里。SEC 的资金和人手都不足，他们可能心有余……

我们还是谈谈美联储的职权吧。美联储不仅仅是中央银行，它还负有维护银行系统健全与安全的职责。SEC 更多是针对公司治理结构和公司行为的监管机构，同时确保证券公司在对待投资者时保持开放和诚实。这与美联储的职责不同。

《财经》：在美联储的监管下，你们公司会发生什么变化，会不会有更高的资本充足率要求？会有哪些实质性的影响？

麦克：我们的资本充足率会更高。摩根士丹利的产权比率 (equity ratio) 也许是全行业最高的。我们已经降低了杠杆化的程度，美联储也注意到了这一点。在 2007 年的市场最高峰，我们的杠杆化程度一度高达 30 倍。到了 2008 年年中，我们把杠杆率降低到了 22-23 倍，现在杠杆率大体是 14-17 倍。

和过去相比，摩根士丹利的股本权益 (equity capital) 大大增加了，新增资本金不仅来自三菱 UFJ 集团，也来自新股发行。我们举借了更多的长期债务。美联储紧密关注这些变化，确信我们在增加资本金，降低杠杆率。

另一个受到很多关注的事实是，我们减持了很多流动性差的资产，现在拥有流动性更高的资产组合。如果再爆发危机，能很快把这些资产卖出去，筹集很多现金。

雷曼兄弟给我们的一个重大教训是，需要筹钱时，手上的抵押贷款证券卖不出去。所以我们现在有流动性高的资产、更多的资本金和较低的杠杆率。美联储和 SEC 都会监督我们在这些方面的行动，不过 SEC 的监督力度没有美联储那么强。

### 投行暴利年代结束

如果我们还继续过去十年里的高杠杆率，那会是一种过度的放纵。这个行业过去是失控了

《财经》：增加资本金，降低杠杆率，利润率是否不如以往？

麦克：毫无疑问是这样。但 1986 年摩根士丹利股票上市时，我们告诉投资者，每年将获得 15%-20% 的股东回报率 (ROE)。我们后来做到了，而且没有冒很大风险。

危机之后，ROE 高达 35% 的暴利年代，的确一去不复返了，但我认为这个行业仍能实现 15%-20% 的常规

ROE。这样的股东回报率已经非同凡响。如果我们还继续过去十年里的高杠杆率，那会是一种过度的放纵。

《财经》：这是否也意味着，华尔街的全盛时期 (heyday) 已经结束了？

麦克：那要看你如何定义“全盛时期”。我的看法是，如果公司能获得 15% 到 20% 的股东回报率，如果你能在承销、并购、私人财富管理业务上面获得领先地位，例如我们的摩根士丹利美邦公司 (Morgan Stanley Smith Barney LLC)，这是美国最大的证券经纪和个人财富管理公司，那么我们仍然会是好公司。

我不认为华尔街全盛时期已经结束，我觉得这个产业过去是失控了，现在只是回到它应有的轨道，比较像 20 世纪 80 年代和 90 年代早期的样子。

《财经》：以前商学院毕业生最想进投行工作，但现在似乎许多人把对冲基金当成更好的选择？

麦克：商学院学生想进对冲基金并不是金融危机造成的，25 年来对冲基金一直是很好的选择，这不是新鲜事。

放在大一点的脉络来看，回到 1996 年、1997 年、1998 年的哈佛商学院，学生还没毕业就可获得硅谷的工作机会，很容易去网络公司工作。

我不认为商学院学生的选择很有指标意义，他们总是跟着积极分子走，积极分子去生物技术公司，大家就去生物技术公司；积极分子去科技公司，大家就去科技公司；积极分子来华尔街，大家也跟着来。

以前我在瑞信时，总看见一大堆人来来去去。我对同事说，他们总不能把每个人都抢走吧，总有年轻人进入这个产业，整体的流动是正常的，我不认为这是人才枯竭。有更多年轻人从华尔街回流到其他产业，有何不好？



## 投行模式并未失败

在金融产业，有一件事情是很确定的，每过一段时间，华尔街就会有所改变。投行的商业模式结构改变了，受惠较大的可能是对冲基金和私募股权基金

《财经》：在金融海啸期间，华尔街失去了雷曼兄弟、贝尔斯登，美林被并购了，剩下的两家投行，摩根士丹利和高盛都转为银行控股公司。这是否意味着投资银行商业模式的失败？

麦克：我不认为投行的商业模式失败了，而是结构改变了，从30倍的杠杆交易，回到15倍的杠杆交易；从较多的非流动性资产，回到较多的流动性资产。当你的杠杆倍数越小，风险就越小，我们会更专注于风险管理，不只是关注市场风险，也关注操作风险。

不能只根据这两年的情况，就判断投行的商业模式是失败的。1975年买卖股票的佣金比率变为固定的；而之前佣金比率可以讨价还价，我们有更大的利润空间。当时实施固定佣金比率，很多人也觉得那就是华尔街的末日。

但是后来我们发现，股票成交量放大了，买卖一张25元的股票，原来可能获得15美分交易佣金，佣金固定后则不到1分钱，但是我们每天交易量几十亿股。有些特殊的股票我们的佣金低至0.1美分，但是每天交易几亿股，获得的佣金总量更大。但那时大家都说，固定佣金比率会改变华尔街生态。

《财经》：您很有信心投行未来会找到新的获利模式？

麦克：在金融产业，有一件事情是很确定的，每过一段时间，华尔街就会有所改变。1975年时，摩根士丹利的业务基本上在美国，很少量来自欧洲；但是现在我们的业务来自世界各地。

你看财富分配的情况，现在中国有多少新生财富出现？世界在改变，获利



金融严寒席卷华尔街，貌似繁荣的证券交易大厅实际上同落满积雪的斜对面联邦大厅前的塑像一样，萧索清冷。

模式会随着世界改变而改变，即使利差慢慢缩小，交易量却可能变大。

《财经》：但随着新的监管法案出台，许多创新金融产品如CDS、太复杂的资产证券化设计遭到禁止，会不会限制投行的创新？

麦克：我不这样想，更谨慎的监管才是重点。我们发明了很多新产品，买卖的人其实并不了解这些产品，甚至设

计的人也不懂得如何管理新创产品的风险。

我和美联储前主席沃尔克（Paul Volker，沃尔克规则制定人）谈论过这件事，有些金融商品太复杂，而现在“复杂”已经得到控制，事情正在往健康的方向发展。

《财经》：许多人认为“沃尔克规则”对投资银行限制最多，对你们的影响如

何？

麦克：会受到一些影响，不过影响不大。我们会维持目前的私募股权基金头寸，保持这些投资头寸占资本金3%左右的规模，其他大部分业务都会保留。其实，那些并非受到客户委托而进行的自营业务，从三年前我们就已经在讨论其分拆问题。

《财经》：目前你们的自营与私募基金占核心资本的比例是多少？

麦克：小于2%。

《财经》：“沃尔克规则”会有利于哪些竞争者？

麦克：受惠较大的可能是对冲基金和私募股权基金，投行未来势必要卖出超过“沃尔克规则”限制的对冲基金和私募股权基金业务，百仕通（Blackstone）、KKR、凯雷（Carlyle）、德太（TPG）可能会买下投行卖出的这部分业务。

未来留在投行内部的这部分业务将变得很小，由于交易量和弹性变小，经营这些业务的人会流失，投行的人才优势会慢慢转向私募基金产业。

举个例子，如果现在摩根大通、高盛或我们要做一笔直接投资交易，必须先通过美联储审查，他们要确认，这笔投资完成后，我们的整体交易头寸是否还在核心资本的3%以下，而做同一笔交易，纯粹的私募股权基金会比投行容易得多。

《财经》：您提到会把“沃尔克规则”限制经营的部分卖出，什么时候？

麦克：我们已经在做了，只要能够谈到双方满意的条件，可能很快就会成交，但此项交易规模并不大。

规模不是问题，风险是一个很小的公司，也可以做大量的风险

交易，导致很大的影响；一个很大的公司，也可以做较小的风险交易

《财经》：新法案中另一个引人瞩目的问题是金融机构“大而不倒”，这次危机是否告诉我们，金融机构真的不能太大？

麦克：外界常常随意谈论华尔街公司“大而不倒”，但这并不是华尔街特有的现象，汽车业也有类似麻烦。比如对通用汽车、克莱斯勒，美国政府都曾采取救助措施（bailout），防止其倒闭。

对保尔森、伯南克甚至当时的小布什总统而言，核心问题是不能让经济崩溃，而不是不能让金融机构或汽车公司倒闭。我认为“太大而不能倒”，是指这个公司如果倒闭了，可能造成国内经济、全球经济的重大影响。我认为并不存在银行天生就有“大而不倒”的特质。

《财经》：是否应当鼓励公司规模变小？

麦克：一个很小的公司，也可以做大量的风险交易，导致很大的影响；一个很大的公司，也可以做较小的风险交易。尤其是在目前，像摩根士丹利这样的全球化企业，现在的资产负债表已经变小，杠杆倍数变小，风险不见得大。

我不认为新法案是在鼓励小公司，毕竟这是一个全球化的经营环境，例如中国对我们就非常重要，一个不够大的公司如何支撑全球经营格局？

《财经》：根据新的监管要求，你们的经营策略会有改变吗？

麦克：我们筹资时会募集较长期的债券；我们还降低了杠杆率和非流动资产的比例。

全球化即是本地化  
我们终究是在一个全球市场之中，需要较为全球化的监管架构。全球发展必须

融入当地的经营环境，这本来就是全球化公司需要适应的地方

《财经》：美国新的监管法案可能成为国际监管的一致标准吗？

麦克：我不确定。但是我们终究是在一个全球市场之中，需要较为全球化的监管架构，这个架构不会是美国的架构、欧洲的架构、中国的架构或日本的架构，而是我们在某些重点原则问题上协调一致，或许是基于美国的法案，也可能是IMF（国际货币基金）、G20（20国集团）峰会讨论出的对策，或巴塞尔协议III。

《财经》：如果全球的金融监管规则都逐渐紧缩，这会影响你们的发展战略吗？

麦克：全球发展最重要的是本地化（localized），必须融入当地的经营环境，这本来就是全球化公司需要适应的地方。例如我们在中国和中金公司的合作，就曾经相互给予很多协助。

我们在中国的发展战略也很开放，希望能和华鑫证券合作，得到A股的营业执照，我们现在有信托业务执照、商业银行执照以及基金业务执照。我们的CEO高闻（James Gorman）的想法和我一样，也希望能够尽量做到中国本地公司所能做到的一切。

《财经》：用一句话形容自己，您会说什么？

麦克：严厉，但是公平（Tough, but fair）。

《财经》：盖特纳、保尔森、伯南克这三个人都曾经在金融危机中给您很大压力，如何评价他们？

麦克：他们三个人我都喜欢。我曾经在保尔森新书面世时与他对话，那时候我说过：“保尔森是一个英雄。”