

## 雷曼事件反思:那一天,这十年

证券时报记者 吴家明

10年前,全球经济陷入了一场金融恐慌,金融危机爆发的标志性事件就是雷曼兄弟的破产,当时的市场崩跌迄今仍历历在目,让曾经在光环照耀下的华尔街一溃千里。10年的时间过去了,金融市场和各国政府是否吸取了教训?哪些金融领域值得高度关注?

### 那一天

雷曼兄弟可能算不上一家大银行,但其倒台却震动了全球金融体系,甚至引发了全球范围内的金融危机,这一事件彻底改变了人们对于全球经济的思辨。

雷曼兄弟破产的根源在于2007年美国爆发的次贷危机,房地产泡沫破灭,多个市场的资产价格暴跌,雷曼兄弟也未能幸免于难。2004至2007年,雷曼经历了次贷的巅峰时刻,抵押贷款和商业地产被打包成数十亿美元的债券。就在次贷危机蔓延之际,雷曼却迎难而上,大量买进商业和住宅抵押贷款,投资了大量办公楼和公寓楼项目。可以说,雷曼误判了次贷危机的形势。

2008年9月15日,雷曼公司根据联邦破产法第11章申请破产保护,引发了一连串旗下子公司的破产官司和繁琐的跨境诉讼。随着美国政府陷入两难僵局:一面是动用政府财政救助私企的道德风险;另一面则是金融机构“大而不能倒”的系统性风险。两难之中,美国政府冒险放弃救援雷曼,导致投资者信心彻底崩溃,全球股市连续暴跌,金融危机由此进入全面爆发阶段。

巴菲特近日也亲自讲述当时的情景:当时接到一位银行家的电话,对方打算收购濒临破产的雷曼兄弟,希望巴菲特提供担保。巴菲特让他发传真,写清楚详细计划,但最后巴菲特并没有收到传真,雷曼兄弟也破产了。到第二年夏天,巴菲特才在女儿的帮助下,在手机上看到那位银行家当时发来的一些信息。不过,巴菲特表示,即使自己当时看到了消息,雷曼兄弟也未必能起死回生。

对于普通的金融从业者,雷曼事件也是一生难忘的经历。周华于2007年毕业于加州大学伯克利分校金融工程专业。毕业后,周华直接进入当时的雷曼兄弟,成了一名让人羡慕的金融交易员。刚入职的时候我和同事们其实都觉得雷曼岌岌可危,但毕竟雷曼经历了百年风雨,应该还是能挺过这一关。”周华回忆,直到2008年9月14日晚上,雷曼兄弟公司门口人来人往,不少公司员工携带着纸盒甚至拉杆箱走出大楼,更有一些人低声哭泣,相互拥抱告别。”

几经波折,巴克莱集团随后收购雷曼兄弟的核心业务。周华清晰地记得巴克莱收购雷曼后情形:雷曼原来的地毯是绿色,后来变成了巴克莱的蓝色。电脑桌面也换成了巴克莱的桌面。许多原来雷曼的员工都收到一封电子邮件:如果你想留下来,请回复。

### 这十年

10年过去了,这期间全球经济经历了许多重大事件。美国财政部颁布金融业救助标准,美国国会还通过大萧条以来最严厉的金融监管法案,特别是针对“大而不能倒”的现象。但10年之后,全球大规模银行业者的资产变得更大,而不是缩水,而且美国更倾向于放松金融监管的信号。

对于经济,当时的奥巴马政府还颁布了总额达2750亿美元的拯救楼市计划。2008年,美联储出台量化宽松货币政策,随后更推出了多轮量化宽松计划以刺激经济。除了美国,世界范围内超低利率一度盛行。

随后,迪拜危机引发对主权债务危机担忧,希腊爆发的债务危机更引爆了欧债危机。尽管希腊等“欧猪国家”已经逐步走出危机,但欧元区经济仍在低速复苏。

可以说,在雷曼危机爆发10年后的今天,美国经济表现强劲,欧元区复苏态势明显,中国在供给侧结

构性改革的推进中步入新常态,世界经济整体上进入复苏通道。不过,世界经济前景仍然存在着很多不确定性。

的确,发达国家央行实行了多年的非常规货币政策后,多国经济都有不同程度的恢复增长,因此投资者很容易认为诸如量化宽松和超低利率等非常规货币政策是成功的决定。不过,如今美联储已经走上了加息和“退出”之路,强势美元的背景下许多新兴市场国家再现动荡。对于流动性怎么“收”,何时“收”,成为再次摆在各国政府面前的问题。

就在今年,阿根廷和土耳其的货币危机席卷新兴市场,全球贸易阴云笼罩……或许,这正是世界趁着“雷曼事件10周年”的当口纷纷展望引发下一场衰退或危机的导火索。

### 吸取教训

那么,我们准备好迎接下一次危机了吗?近日,前美联储主席伯南克,前财长盖特纳和前财长保尔森联合撰文,提出了这样一个发人深省的问题。文章回应说:“在某些方面是。金融监管改革帮助提高了金融体系的弹性,降低了危机发生的可能。银行和其他主要金融机构的财务状况更为强劲……我们主要担心的是随着时间的推移,这些防御性特质将逐渐消失。在金融体系中不太受监管约束的角落,冒险行为将再度出现。”

作为雷曼破产的见证人和金融危机的亲历者,雷曼前全球首席经济学家Paul Sheard撰文写下了自己学到的教训:从最初开始就尽一切努力阻止金融危机进一步演变,因为危机是非常具有破坏性;由于金融危机的潜在性是现代金融体系设计中所固有的特点,不可能永久地摒弃掉,因而应该设计好“最后贷款人”的功能角色,以快速应对和解决危机。

近年来,以区块链技术为代表的金融科技创新方兴未艾,但这种基于科技的金融创新对很多人来说仍然是一个相对陌生的领域。对于当下的中国金融市场,金融科技正迅速兴起且方兴未艾,而中国在金融科技的市场规模和创新深度方面,均已位居世界前列。国际货币基金组织(IMF)给证券时报记者回复的材料中,IMF总裁拉加德表示,“我们不知道下一次危机将因何爆发,所以要时刻保持警惕,特别是影子银行系统以及金融科技在金融体系中扮演的角色,在鼓励创新的时候也要确保市场稳定。”

当前传统的经济体系比危机发生前更强大,资本化程度更高,流动性更强。同时,全球各监管机构的监管职能和监管能力也更强,管理措施更完善,对于危机的认知水平



也更高。”对于可能引爆下一次危机的原因,拉加德也提到,当前有些国家通过增加关税、限制国外投资来提高贸易壁垒,也会影响全球经济增长,必须对此保持高度关注。

普华永道中国金融业管理咨询主管合伙人张立钧表示,2008年系统性金融风险主要是银行、金融控股公司的“大而不倒”,还有影子银行等问题,到了2018年“大而不倒”逐渐演变成网贷、线上消费金融等“多而不倒”的问题。展望未来,人工智能、云等金融基础设施和区块链、量子计算等领域将成为系统性金融风险的重要领域。

其实,经济金融体系中的繁荣——危机——繁荣类似于自然界的四季更替。吸取危机教训、厘清无形之手与有形之手的边界,或许才是正视金融危之道。

## 世界经济格局已变 金融衍生品监管不能“留白”

证券时报记者 罗曼 胡华雄

雷曼兄弟公司曾是世界最负盛名的投资银行之一,在雷曼兄弟公司最辉煌的时刻,其合伙人任职于100多家公司的董事会,而这些公司又是行业中的领跑者,然而在次贷危机的冲击下,这一世界顶级的大投行不复存在了!

2008年9月15日,雷曼兄弟公司申请破产保护,从而拉开了席卷全球的金融危机的序幕,如今距离雷曼兄弟破产、金融危机已有10年,这10年间的经济格局又发生了哪些变化?

### 世界经济格局变化

德勤中国首席经济学家许思涛在接受证券时报记者采访时表示,首先美国经济复苏很快,受到减税影响,其经济发展在全球一枝独秀;第二,欧洲经济已经走出了低谷,开始进入复苏,但是复苏比较疲软;第三,新兴市场经济发展分化比较大,大多数新兴市场表现失望,比如南非、土耳其出现很多问题,但是也有发展

比较好的,印度和中国这两个大的经济体。但这其中还有一个趋势就是,目前全球债务水平和杠杆率高企,世界经济并没有完全走出低谷,金融与实体经济脱节的问题仍然存在很大的风险。

中泰国际分析师赵红梅向证券时报记者表示,从国家实力对比看,2010年中国的经济体量超越日本,成为世界第二,但“铁公基+房地产”模式的效益逐年降低,货币超发引起的泡沫加大。美国通过让全世界为其金融危买单的模式,率先复苏,并开启“美国制造”回归之路;欧元危机、希腊危机、英国“脱欧”,欧盟局势动荡,经济复苏疲软;新兴市场的美元债在金融危机后不断上升,并将在2019年、2020年迎来到期高峰,面临货币贬值和债务违约的巨大压力。

从世界经济变化看,2009年至2017年全球GDP年平均增速3.41%,低于危机前5年1.7个百分点,其中2016年仅为3.2%,为6年间新低,表明10年间世界经济增长乏力;2012~2016年间,全球贸易年平均增速连年低于3%,低于全球GDP增速,拖累了全球经济增长。

2017年以来,世界经济才显示出复苏态势,GDP增速同比上升至3.76%,贸易增长大幅上升至4.7%,贸易流动增加反映了2017年间全球经济活动的整体反弹,但贸易摩擦升温又增加了贸易的不稳定性。

10年前发生的金融危机所带来的影响不仅是周期性的,也是结构性的。由于政治、经济、社会的原因,各个国家经济政策改革的力度不一样,所以全球范围的经济结构调整不到位,给中长期的经济增长带来了负面影响。”金砖国家新开发银行副行长祝宪表示。

### 加强金融衍生品监管

10年后的今天,对全球金融危机进行重新审视仍然具有镜鉴和警示意义。2008年的金融危机同时也让中国证券业认识到,金融创新不能操之过急,衍生品监管不能“留白”。赵红梅表示,应该加强金融衍生品监管,发挥证券行业的自我规范功能。危机爆发前,美国采取“双重多头”的金融监管体制导致在担保

债务凭证(CDO)、信用违约互换(CDS)这类金融衍生品上出现监管真空,各部门、各产品的监管标准也不统一。因此,必须建立严格规范的系统风险监控法律体系及其实施的保障制度,同时引导行业自律,维护证券行业的健康稳定。

中国保监会原副主席周延礼从监管的角度进行阐述,表示防范和化解金融风险是保证经济平稳健康发展的重要内容。具体来说,以下三点值得重视:第一,加强金融市场的监管,维护金融市场的稳定,是最现实、最具体、最根本的要求。第二,金融监管要立足于促进经济发展的角度来思考。金融一定要坚持服务实体经济发展,一定要优化金融结构,一定要深化金融改革。第三,要注重把握在金融运行当中出现的一些金融风险,如贪快求全、监管制度不执行等。要弥补监管制度方面存在的漏洞,加快完善监管制度,清理金融市场乱象,引导金融业健康稳定发展。

不容忽视的是,目前全球债务水平和杠杆率高企,金融与实体经济脱节存在很大风险,而我国经济目前也处于去

## 一夜破产的情景 历历在目

证券时报记者 李明珠

近期热播的港剧《再创世纪》里,购买了雷曼MINI债的市民在中环举牌声讨赔偿的情景,让人们都回忆起2008年那场席卷全球的风暴在香港登陆的场面。而一晃十年已过去,维多利亚港恢复了往日的平静,形形色色的人群,仍旧来来往往穿梭在中环皇后大道。但对于很多香港人来说,2008年发生的事情犹如昨天,脑海中仍是那抹不去的记忆。

老刘喝了一口咖啡,点燃手中的烟,回忆起2008年的时候,他摇着头用一句“太惨了”来形容,“我那时候差点就破产了,当时准备结婚买房,压力比较大,就想着在股市搏一把,压上全部身家放了10倍杠杆买了股票,知道美国那边已经有次贷危机了,琢磨着就算是真的来了香港,也就是大不了赔一点,但不好彩,庄家出逃,最低时候股票大跌了99%,几乎就是一分不值,本金全赔还倒欠了一屁股债。没有办法,只能把在何文田的几个车位,以不到8000港元的价格全部贱卖给抵押的公司,如果这些车位拿到现在,少说也要几十万个。”如今的他频繁来往于内地和香港,香港股市的失利让他花了更多心思在内地业务开拓上面,“如果没有金融风暴,我可能还能成为个大老板过过舒服日子,也不会像现在这样仍旧劳碌奔波。后来在A股开了户,在洋河股份和华兰生物上面又赚回来几十万。”

而他还不算最惨的,时至今日在中环很多上班的人中,都能常年看到在中环星展银行门口讨说法的老人,举着“银行骗阿婆阿公棺材本,还我养老钱”的牌子,还有一些则在湾仔拉着横幅打着“弱势群体,有谁过问,雷曼苦主,讨回公道”的牌子。

类似这样的老人,被称为香港雷曼迷你债苦主。“当年花300万港元买了雷曼迷你债,而且是2008年4月最后一批买入的投资者,以为是债券再怎么,都会保本。”说到这件事,阿MAY都不愿回忆,“根本不知道是什么结构性的产品,要被赎回,一夜间血本无归。”

记者了解到,当年很多香港银行的销售人员本身学历就很低,并没有什么金融知识,自己都弄不清楚雷曼发行的是什么产品,为了佣金当做理财产品推销,由于最低购买额仅需要4万港元,购买者中不乏低教育水平的投资者,老人、出租车司机都有,而据港媒报道,就连著名歌手张学友、演员曾志伟,也买入了雷曼迷你债损失惨重。

直到2008年9月15日,知名投行雷曼兄弟公司宣布破产,直接导致了与雷曼相关的结构性理财产品被提前赎回,产品中包含的金融资产、抵押品被迫在次贷危机的惶恐市场中低价抛售。香港的投资者才知道自己买的产品是风险最高的衍生产品,根据香港证监会的公开数据显示,香港市场上与雷曼有关的金融衍生品金额高达156亿港元,当中约125.7亿港元为“迷你债”,后者的持有者超过3万人。

雷曼兄弟申请破产保护后,香港证监会和金管局接到了投资者超过27000件投诉。尽管后来有和分销银行达成一定比例的赔偿条款,但并不是所有人都拿到了补偿。

杠杆的阶段,面对未来可能产生的各类风险,监管机构如何事前预防、事中管理以及事后补救,证券公司如何顺应监管环境制定自身的经营策略和目标杠杆率依然值得思考。

对此,赵红梅表示,目前我国金融业的混业经营趋势需要监管机构进行“前瞻性监管”,根据新业态和新产品建立更为全面的系统风险监控框架,加强风险监控分析,提出风险预警;事中要通过提高资金链成本倒逼去杠杆,同时加强执行,全面升级监管力度,落实监管政策,进行重点整治;事后则要加强消费者权益保护,完善问责制度,加强行政处罚的力度和提高信息披露质量。

在当前以净资本为核心的行业监管体系下,资本规模是决定证券公司业务发展实力、盈利能力、抗风险能力与发展潜力的关键因素之一,因此证券公司应根据新的风险资本准备计算公式,保持与业务发展规模相匹配的资本规模水平,在此基础上开发新的服务模式 and 经营方式,提高客户黏性和服务差异化。