

我们努力改善金融市场设计，却导致了市场崩溃
我们试图提高金融市场效率，却引入了市场的结构性风险
我们设法推行貌似公正的监管改革，却使投资风险倍增
我们采取诸多措施来满足众多的投资欲望，却加剧了市场的复杂性

复杂性下潜伏着大灾难！

危机爆发不可避免！

华尔街的惊世预言，三个月后就变成了现实！

我们自己 制造的魔鬼

市场、对冲基金以及金融创新的危险性

[美] 理查德·布克斯塔伯◎著
Richard Bookstaber

A DEMON OF
OUR OWN DESIGN

Markets, Hedge Funds, and the Perils of Financial Innovation



中信出版社
CHINA CITIC PRESS

A DEMON OF OUR OWN DESIGN



Markets, Hedge Funds, and the Perils of Financial Innovation

我们自己 制造的魔鬼

市场、对冲基金以及金融创新的危险性

[美] 理查德·布克斯塔伯◎著
Richard Bookstaber

黄芳◎译

彭兴韵 刁琳琳 王乐◎译校

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

我们自己制造的魔鬼 / (美) 布克斯塔伯著; 黄芳译. —北京: 中信出版社, 2008.11

书名原文: A Demon of Our Own Design

ISBN 978-7-5086-1363-5

I. 我… II. ①布…②黄… III. 金融-经济管理-研究 IV. F83

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 168333 号

A Demon of Our Own Design by Richard Bookstaber

Copyright © 2007 by Richard Bookstaber

Simplified Chinese translation edition © 2008 by China CITIC Press

ALL RIGHTS RESERVED.

我们自己制造的魔鬼——市场、对冲基金以及金融创新的危险性

WOMEN ZIJI ZHIZAO DE MOGUI

著 者: [美] 理查德·布克斯塔伯

译 者: 黄 芳

译 校: 彭兴韵 刁琳琳 王 乐

策 划 者: 《比较》编辑室

出 版 者: 中信出版股份有限公司 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

经 销 者: 中信联合发行有限责任公司

承 印 者: 北京通州皇家印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 15.5 字 数: 238 千字

版 次: 2008 年 11 月第 1 版 印 次: 2008 年 11 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2007-5169

书 号: ISBN 978-7-5086-1363-5 / F · 1480

定 价: 38.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84264000

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84264033

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

市场风险的矛盾性

有人说，是我引发了 20 世纪晚期两次最重大的金融危机——1987 年的美国股市大崩盘，以及 11 年后美国长期资本管理公司（LTCM）对冲基金大崩溃。其实，这一说法不完全正确，我只是与这两次危机密切相关。如果说华尔街是一个经济发电站，那么我绝对是其中的操控者之一。那个时候，我做了什么，在整个市场环境中无关紧要，而我所引起的后果也绝对不是故意的，就好比你不会故意损失投资者成千上万亿的资金。这正是本书的核心——这种现象将会再次发生。如今，我们构建的这一金融市场是如此复杂，交易速度是如此之快，以至于明显是孤立的行为，甚至看似微小的事件都可能引发灾难性的后果。

我遭遇这些金融灾难的经历，或多或少纯属偶然。在麻省理工学院获得经济学博士学位之后，我默默地安身于学术界。之后不久，我所感兴趣的领域——期权理论——成为华尔街的革命中心，华尔街变得倾心于“宽客”（即数量金融师）。宽客可以借助数学模型和大规模计算机处理能力，开发金融产品和交易模型。1984 年，我被说服加入不断涌向金融界的学者大潮，前往纽约，满足金融界对数量金融人才的需求。在华尔街，我最初也是主要研究金融产品。然而，随着金融衍生品——一种

有着无穷变体的金融构想的出现，我从数据资料中走出来，开始开发和交易这些被设计用来冲销风险的新产品。之后，我先后在摩根士丹利和所罗门兄弟管理全公司的风险。1987年10月，在摩根士丹利，我参与了市场低迷期的恢复行动；1998年，在所罗门兄弟，我协助启动对美国长期资本管理公司的危机管理。

我遭遇的首次危机，即1987年的股市大崩盘，造成道琼斯工业平均指数（以下简称“道指”）下跌逾20%，它在一天内摧毁的市场价值超过世界经济在过去两年创造的价值总和。长期资本管理公司对冲基金的崩溃，使外汇互换市场和信贷市场变得相当不稳定，而这两个市场恰恰是世界金融体系的支柱。在此过程中，它几乎摧毁了世界上最大的一些金融机构。虽然这些危机令人愕然，但我们认为，它们是不可避免的。毕竟，市场有风险，而且我们也是自担风险进入这个市场的。让我们聊以自慰的是，人们会把这些不可思议的损失归咎于自然力量和不可避免的经济不确定性。

然而，事实并非如此。更多时候，危机并非由突如其来的经济衰退或自然灾害造成。实际上，过去几十年内发生的所有不幸都可以在金融市场本身的复杂结构中找到根源。

我们只要看看促成许多经济崩溃事件的市场环境，便可略见一斑。1987年股市大崩盘前，几乎很难看出市场有什么异常之处。华盛顿那边传出少许负面评论，也出现了一些合并套利交易困难。合并套利交易就是交易员通过猜想未来公司合并事件进行市场投机的交易行为。此外还有什么新鲜消息呢？长期资本管理公司危机的引爆点仅仅是非常遥远的一起事件，即俄罗斯违约事件。我们可以将这些情况与市场对震撼全美的事件做出的反应进行比较。“9·11”事件后，股市关闭一周，重新开市时道指下跌了10%。这一跌幅相当大，然而三周后，道指就恢复到“9·11”之前的水平。我们还可以回想一下1963年肯尼迪总统遇刺事件或1941年的珍珠港事件。虽然这些事件的影响深远，而市场的反应却只不过像是打了一声嗝。

现代市场危机还面临另一麻烦：持续恶化。20世纪出现的两次最大规模的市场泡沫发生于过去20年。第一次是日本的股市泡沫，即1986~1990

年早期，日经指数涨至股市泡沫破灭前的3倍，却在接下来的9个月中被腰斩。第二次是美国的互联网泡沫，纳斯达克指数在一年多一点儿的时间上涨了4倍，却在此后一年内以同样的速度下跌，最终暴跌近75%。

雪上加霜的是，同期还发生了3次重大的货币灾难：1992年欧洲货币体系的货币危机，1994年席卷拉美的墨西哥比索危机，以及1997年的亚洲金融危机。亚洲金融危机横扫泰国、印度尼西亚和韩国，之后冲破亚洲区域给俄罗斯和巴西造成沉重打击。亚洲金融危机带来的损失让大部分市值蒸发，其规模相当于亚洲四小虎在此前10年繁荣增长时期积聚的财富总和。在此期间，美国长期资本管理公司似乎经历了同等剧变，但它却在1998年冒着损失1000亿美元的风险集中投资了一只价值30亿美元的对冲基金。尽管长期资本管理公司破产了，但在之后发生的一些令人震惊的公司惨败案例面前，它还是小巫见大巫，其中包括互联网泡沫崩溃后的安然公司、世通公司以及泰科公司等案例。更有甚者，在没有任何征兆的情况下，2005年的可转换债券崩溃了，阿马兰斯（Amaranth）基金在2006年9月遭受了60亿美元损失。这还只是金钱的问题。

日益恶化的市场危机和金融不稳定性的一个奇异方面在于，这些事件并未反映出实体经济的基本面。¹事实上，当资本市场的风险增加时，我们生活于其中的实体经济却在朝着相反的方向运行。近几十年，在世界范围内，风险逐渐减小，至少在实体经济方面如此。在美国，国内生产总值的波动率稳步下降，年波动率只是50年前的一半。个人可支配收入也是如此。随着经济生产率和收入稳定性的提高，以及借款途径多样化、筹借金额规模化——想想你家住房权益的信贷额度——消费的年度波动率较之于20世纪中期下降了1/3。而且，虽然经济衰退仍然会发生，但其影响在逐步减弱。在欧洲也出现了同样的情况，其国内生产总值和消费在过去50年中日趋稳定。

有充足的理由可以解释经济稳定性的提高。在美国，联邦政府提供失业保险和社会保障，大部分企业支持401k计划，许多企业或公司还提供养老金。世界各国政府通过大量补贴稳定商品和农产品价格。随着经验的积累和研究的深入，以及不断改善协调配合和实时获取数据资料，货币政策和财政政策也得到了改善。

劳动力更加多样化，其中，受雇于科技和服务这类非周期行业的人员比例比以往高出很多。经济部门自身也更加多样化。在 20 世纪早期，根本没有科技、电信、传媒或医疗保健部门。工业经济完全围绕少数高度集中、大规模的工业企业运行。煤矿工人或钢铁工人的一次罢工就会严重损害整个国家的经济运行。即使到了 20 世纪 70 年代，工业化国家还如此依赖于能源，以至于一次石油危机就会造成全球经济衰退。现在，高油价虽会让民怨载道，却几乎没有带来实质性的痛苦。

同样，社会进步和分工细化降低了风险，它们也理应为市场创造出更加公平的竞争环境。你和华尔街投资专业人士的投资回报之间的差距理应减少，但是事实并非如此。当然，诱人之处在于：更广泛的投资者能够更快获取信息，对内幕交易和信息非公开披露施加了各种限制条件。交易成本是 30 年前的 1/10。充足的流动性和金融产品的创新，使得在更多领域进行交易成为可能，这些产品包括各种各样的互换、期权、天气期货、交易所交易基金（ETFs）以及鲍伊债券（Bowie bonds）。有了这些改进，我们离完全市场的概念越来越近，所有的完全市场理应不会为一小群投资者和交易者提供任何获取暴利的机会。

然而，那种情况看起来并未发生。市场仍然不稳定，并且各方得到的回报相当不均等。虽然经历了 40 年的发展，实体经济风险也下降了一半以上，但是在过去 20 年内，标准普尔 500 指数的平均年标准差较之 50 年前的水平高出许多。尽管外生的经济风险显著下降了，但金融市场的总风险还是增加了，对这个国家（指美国）而言，这是反映金融系统设计缺陷的关键症状。风险理应降低，然而却没有。

其间，日益庞大的对冲基金继续获取大量的高额回报。在过去 5 年中，对冲基金管理的资产从 3 000 亿美元增长 6 倍至超过 2 万亿美元。而且，这还不包括高盛或德意志银行这类公司的交易室操作的准对冲基金资产。然而，这只是一场零和游戏。所以，如果对冲基金能够榨取非比寻常的高回报，那么，就一定有其他人付出相仿的金额作为代价。或许，你就是其中一员。

这并非我们料想的发展方式。在 20 世纪其他产品和服务的发展中，我们汲取了许多方面的教训，从建筑与桥梁的结构设计，到炼油厂或发电

厂的运转，再到汽车和飞机的安全设置。相反，金融市场在过去 30 年见证了结构设计的大幅改善，但结果却导致更加频繁而严重的崩溃。

尽管我们努力改善市场的设计，但市场崩溃的产生恰恰来源于此。我们试图改善金融市场状态，却直接导致金融市场的结构性风险：风险的源头正是我们通常认为的进步。我们有着众多投资欲望，如快速交易的能力、全球金融市场的一体化、普遍且及时的市场信息以及大批期权等。为了使市场更符合我们的这些欲望，我们采取了许多措施，从而加大了市场活动的速度和金融衍生工具的复杂性，因此不可避免地引发种种危机。复杂性下面潜伏着大灾难。

在此，我的目的是为了了解释，为什么我们似乎正确行事，却总是事与愿违。市场继续开发着用于满足投资者需求的新产品。监管部门必须寻求方法来确保这些进步带来公平的竞争环境，以及广泛且同时的信息发布和价格透明度。然而，不知何故，这些改革使我们的投资更具风险。而且，讽刺的是，更多监管或许反而使风险成倍增长。看起来，市场中似乎存在一个未被制服的魔鬼，一个我们自己制造的魔鬼，它使我们所做的种种努力付诸东流。

目 录

导言| 市场风险的矛盾性 /V

■第1章| 1987年的魔鬼们 /1

■第2章| 城里的新治安官 /25

■第3章| 所罗门兄弟的兴衰 /41

■第4章| 所罗门兄弟，收而毁之 /65

■第5章| 长期资本管理公司在杠杆循环中毁灭 /83

■第6章| 金融巨头 /109

■第7章| 复杂性、紧耦合和正常事故 /123

■第8章| 对冲基金的美丽新世界 /141

■第9章| 蟑螂和对冲基金 /181

■第10章| 对冲基金的存在主义 /211

■结 语| 创造是为了毁灭? /221

注释| /227

致谢| /237

第 1 章

1987 年的魔鬼们

1984 年夏天，我加入摩根士丹利，它那时仍采用自 1935 年就开始的独家合伙人制。公司的投资银行家们统治着公司事业的诱人领域，而我则进入固定收益部门——债券部。固定收益是最不吸引人的领域——当然，除非你在固定收益研究（FIR）部门工作，而我正是在这个部门度过了我的华尔街事业的最初几年。

但是，鲍勃·普拉特想要完全改变这种状况。作为前中层保险业主管，他从原来不起眼的位置，被提拔为摩根士丹利固定收益研究部门的负责人。这里所讲的不显眼是指，公平人寿保险公司这家庞大机构，其总部坐落于第七大道和 52 街的交界处，离位于第六大道和 50 街交界处的摩根士丹利办公楼不远。当普拉特在 1982 年进入摩根士丹利时，固定收益领域才刚刚稍微脱离僵化停滞状态。之前，那些像涂了绿眼膏似的簿记员，把分类账堆在斯蒂尔凯斯牌办公桌上，跟踪债券息票的付款情况。

然而，固定收益世界很快成为由数学知识带来的金融革命的先锋力量。美国政府定期发行到期期限从 30 天到 30 年不等的各种债券。其中，由于将资金绑定更长时间具有相应风险，所以长期债券的利率一般高于短期债券。如果将不同期限的利率用曲线的形式绘出，就形成了人们熟悉的收益率曲线。虽然各种债券的价格及其收益率会随着通货膨胀、经济衰退和战争等环境的变化而有所不同，收益率曲线上的每种利率都有较大的灵活性，但它们的变动与其相邻期限利率的关系却可以用数学方式加以描述。

在摩根士丹利的关键时期

那些突然涌向华尔街的宽客们的工作，就是探索收益率曲线上的相关性，并开发数学模型，用于从债券投资组合或债券交易操作中获取高于那些思想僵化的投资者的投资回报。至 20 世纪 80 年代早期，大量其他公司都已经赶上数字运算的新浪潮。所罗门兄弟的马蒂·莱博维茨已经组建了一个高端的强大团队，负责固定收益组合投资策略和收益率曲线交易。这个团队为所罗门兄弟几年后进军自营固定收益证券交易奠定了坚实的基础。

在摩根士丹利，普拉特想要利用固定收益研究跨越另一道障碍。身为歌剧狂热爱好者的普拉特，想象自己是一位文人雅士，因此他不喜欢处理一大堆最基础的债券这类琐事。他对固定收益研究满怀憧憬，希望将其从停滞不前的交易员手中解放出来，并推进它扮演具有声望的投资银行角色。普拉特曾屡次向我说明，这个想法要求在投资银行内部创立一个投资银行。他将开发出客户愿意花钱投资的产品。然后，作为对他们所获得服务的补偿，这些客户将与摩根士丹利进行交易，而利润明确归于固定收益研究部，因此固定收益研究部将成为卓越的利润中心。为了实现这一目的，普拉特聘请了哈佛毕业的、由物理学家转行为保险精算师的吉姆·蒂利管理保险业务，聘请养老基金专家杰里米·戈尔德负责养老基金，以及奥尔登·托伍斯联络各银行及储蓄机构。他们每个人都领导各自的小团队，致力于从事客户咨询业务和开发新业务。最初，普拉特在 1984 年将我引进他的部门，成为部门的分析骨干，但一次偶然的机遇，他立即给我重新安排职位，让我承担利润中心的任务。

布莱克-肖尔斯公式

这个机遇来自一个名为“投资组合保险”的新型投资策略，这个新词组不久为投资界带来了意想不到的标志性变化。人们之所以设计投资组合保险这种投资策略，是为了用其防止股票投资组合跌落至预设的最低价值以下。这种策略利用对冲方式进行运作，例如，做空标准普尔 500

期货。如果投资组合的价值上升，并超过预设的最低值，那么，对冲将会被减少，从而使投资组合能够获得更多的市场收益。如果投资组合的价值下降，对冲将被增加，因此，如果投资组合的价值最终刚好跌落至最低值，它就能被完全对冲。通过这种方式，当有需要时，投资组合能够得到对冲；而当投资组合价值和最低价值之间存有缓冲时，它又不会遭受市场风险。因为，对冲随时间推进而增加或减少，这种对冲被称为动态对冲。

投资组合保险的对冲方式，是以费希尔·布莱克、罗伯特·默顿和迈伦·肖尔斯的理论研究为基础的。他们的理论成果都集中体现于布莱克—肖尔斯公式，它使得为期权定价成为可能。没有其他任何经济学公式像布莱克—肖尔斯公式一般，为金融界带来了如此重大的影响。默顿和肖尔斯都因此获得了诺贝尔经济学奖（费希尔·布莱克在此奖颁布的几年前去世）。这个公式所蕴涵的理论和数学知识被学术界欣然认可。采用物理学中热传导微分方程的数学知识，以及使用随机微积分的新方法，该公式吸引着学术核心人物，他们似乎从数学的神秘性中得到了疯狂的乐趣。

尽管其推导异常深奥，但布莱克—肖尔斯公式是将数学优势运用于经济学的罕例，它来得正是时候，并可立即适用。首先，存在需要这类定价工具的适销对路的市场——1973年开业的芝加哥期权交易所（CBOE）。也正是在这一年，报界推荐了布莱克—肖尔斯公式，默顿的更为完备的期权定价推导也在这一年发表。¹其次，虽然这个公式要求先进的数学知识和计算机处理能力，但它确实以机械论学说的方法奏效了。

在伯克利加州大学的海恩·利兰和马克·鲁宾斯坦这两位金融学教授的努力下，这个公式为金融界带来了投资组合保险。²他们与其营销合伙人约翰·奥布赖恩一起，于1981年创办了一家管理公司——LOR合伙人公司（利兰、奥布赖恩和鲁宾斯坦合伙人公司），销售他们的技术。该公司的技术在此后几年内就被编成电脑程序，为世界上最大的一批投资银行服务。每日伊始，LOR合伙人公司通过运行布莱克—肖尔斯模型，向投资组合经理人客户传递对冲指示，经理人据此操作对冲。LOR合伙人公司凭借这项服务，每年获取相当于被对冲资产0.15%的收益。例如，

一只 10 亿美元的养老基金每年需交纳 150 万美元的费用。

LOR 合伙人公司的策略得到了成功实施，它似乎确实为投资组合购买了保险，因为它以已知的成本防止了损失。它甚至还采用了保险业的术语，将最低限额价值与投资组合当前价值之间的差值称为扣减额，而将反复买卖股票中报单与成交之间的价格变动所产生的费用称为保险费。

有了投资组合保险，资金经理人可以锁定收益，而又不放弃持续增值的机会。许多投资组合经理人和养老基金都认为这点非常诱人，尤其是鉴于股票市场的巨大增值已为他们的投资组合带来的影响。LOR 合伙人公司迅速聚集了价值数十亿美元的客户投资组合，也引来了大量竞争者紧随其后，包括我在内。至 1987 年，投资组合保险已经是影响交易决策的推动力，已有超过 600 亿美元的资产利用这项技术进行对冲。

我的保险推销员生涯

投资组合保险采用的基本期权技术众所周知，所以其他公司也能顺利效仿 LOR 合伙公司进入市场，提供此类对冲顾问服务。我在摩根士丹利带头领导这一业务领域。开始启动投资组合保险之前，需要几个月时间进行电脑编程和测试。虽然更广泛的投资群体认为这种技术非常复杂，然而，任何接受过良好期权理论培训的人都会发现，这是相对简单的应用程序，我正属于这类人。准备好此程序后，普拉特和我在公司内部传播和推销这个设想。投资组合保险要求我们代表客户承担对冲职责，即充当受托人的角色。在摩根士丹利，能够完成这项要求的只有资产管理部（MSAM）。成就此项目的关键在于，得到负责管理资产管理部的巴顿·比格斯的认可。那时，巴顿才 50 出头，但随着公司注入一批新鲜血液，他已经成为元老级人物。他几乎每天都在合伙人餐厅内与客户共进早餐或午餐，下午在公司的健身房弥补那些时间，虔诚地一边踏着健身车，一边钻研调研结果。有段时间，我特意安排能够和他契合的锻炼时间，并向他说明投资组合保险能为拓展摩根士丹利资产管理部的产品系列带来的一大堆好处。最后，他终于被打动了。

自从巴顿加入后，我们用了几个月时间向潜在客户进行令人头大的产

品介绍。在此之前，我接受培训时常常会想，每个学期都讲这样一成不变的课程一定乏味至极；然而后来我却走上了这条路，一个月要反反复复地进行几十次大致相同的讲解。有那么几次，我觉得自己仿佛只是在简单地呼气，我说出的那些话仿佛只是肌肉记忆的结果。但是我付出的那些努力换来了出乎意料的快速回报。在不到一年的时间内，我手上已经掌握了超过30亿美元的对冲资产。这在当时是一笔相当大的数目。

这项业务卷入了平时几乎互不相关的一些部门。我当时在固定收益部，向投资银行业务客户推销一种股权类投资产品，之后，作为摩根士丹利资产管理部的信托人管理这项程序。我为公司的一些蓝筹客户操作投资组合保险程序，其中包括克莱斯勒汽车公司、福特汽车公司和吉列公司。

这种策略被认为处于市场创新的最前沿。投资组合保险并不购买现有证券，而是在合成工具的全新世界中领路，合成工具就是利用动态交易策略创立的动态金融工具。事实上，那时的日本人经常抄袭西方的创新成果，然后对其进行改进，他们预订这种策略主要是为了对其进行反向设计（在一次来访中，一位日本客户带来了一堆电子制表软件，这些软件系统地追踪我们的每日交易变动，进行反向测试，从而推断出我们的对冲模型的工作原理）。我曾无数次前往正在快速发展的公司日本办事处，最后都在那里获得十几个客户。几乎在所有案例中，他们将程序运用于价值1亿美元的投资组合——这个数目对他们来说只是沧海一粟，也是他们认为需要用来向我请教这种程序的最低数额。

利用动态对冲策略，我合成了一些创新的金融工具。例如，我与维克拉姆·潘迪特合作（他之后晋升为机构销售和交易部的主管人，再之后于2005年菲尔·珀塞尔任职期间痛苦地离开公司），采用了XMI指数期货（相仿于道指30）和日本的日经期货，在美国和日本的证券市场发行首批远期期权。我们发行这些作为本金，也即意味着摩根士丹利处于价值上百亿美元的期权持仓的另一方，并采用投资组合保险的动态对冲方法保持账面平衡。

为救生艇奔走

股票市场已经成熟，并存在许多需要保险的地方，这有利于投资组合保险的发展前途。从1982年开始，到1987年8月股市大崩盘前抵达高峰，道指经历了大牛市，几乎上升至原来的3倍。美国凭借行业间的共同协作赢得了持续5年的经济增长。至1987年，市场以指数率向前推进，道指从年初到8月底上升超过40%。

然而，到了10月中旬，市场的第一批裂缝开始显现，而投资组合保险提供的保护开始看上去像个不错的点子。10月16日收盘后，股市似乎变成了另一个完全迥异的世界。道指从8月底开始就已经暴跌了近500点，卷走了几乎半年的收益。之后，下跌变成了自由落体般地暴跌。10月19日大崩盘的前一周内，股市在2天内下跌4%。10月14日，星期三，道指一天下跌95点，创历史纪录。而在10月16日，星期五，又出现了一个新纪录——暴跌100多点。

随着这个星期一天天过去，股权类产品交易吸引了大量关注。在摩根士丹利，固定收益交易员和销售人员，散开在从32楼到证券交易大厅楼层的楼梯间，观看那种发狂般的场景。股票市场内部设置了股票、期货和期权的挂牌交易行情，通常比固定收益市场安静得多，因为在固定收益市场，交易柜台为了为购入的每只债券寻找新买家而必须将其拿出来供许多客户挑选。围观这个市场失事的人群扩大了危机心理，这最终导致摩根士丹利股票投资部主管安森·比尔德贴出告示，声明“未经许可，闲人免进”。这个告示搞定了乌合之众，但却无法阻挡摩根士丹利的董事总经理们。

10月19日，星期一，在交易大厅观看的人可算是大饱眼福了。期货市场在9点开盘时就开始一连串地抛售。半个小时后，纽约证券交易所开市，在芝加哥的标准普尔期货抛售的带动下，纽约证券交易所也出现了恐慌性的抛盘。买卖之间严重失衡，以至于许多股票甚至还未开盘，其价格就承接前一周的下跌而一泻千里。此情此景，让大部分投资者呆若木鸡。少数胆大者决定“抄底”，其中有一个人在道指每下跌100点后就向我们的期货交易柜台递交一次买单，但无力阻止抛售狂潮。那天收盘时，股市

遭遇了历史上最恶劣的单日下跌幅度，跌幅超过 22%。标准普尔期货的遭遇更为惨烈，跌幅将近 29%，所以，通常联结期货日均价格和标准普尔现货市场的程序交易无法满足期货交易所的抛售需求。一夜间，这种恐慌就在全世界其他股票市场蔓延开来。在纽约股市开盘后的 18 个小时内，相当于数年内国内生产总值之和的财富被席卷一空。

在 1987 年股市大崩盘后，大量报道试图运用有效市场理论以及以信息为基础的当代经济教条模型来对崩盘加以解释。这一周发生的事件和出现的公告都被搜寻出来，用于分析引发这次暴跌的具体原因。新闻报道带有一些消极色彩，它们本来就一直如此。10 月 19 日的前一周内，商品交易市场出人意料地发生亏损；在两年多的时间内，30 年期债券收益率首次上升超过 10%；美国众议院筹款委员会通过一项法规，对所谓的绿邮（greenmail）征税。周末，财政部长詹姆斯·贝克提出警告，美国或许会停止支持美元，从而引发了日本和欧洲的美元抛售行为。

但是，所有这些分析——不论是孤立的还是综合的——都不够突出，不足以成为重新审视市场的可靠根据。1987 年的股市大崩盘，并不单单是对新信息做出理性反应的结果。什么样的信息会致使 10 月 19 日的市场下跌超过 20%，但在次日早上又猛涨 12%，又在接下去几个小时内下跌 10% 呢？这也不仅是从众心理的问题。没有什么因素使极为分割的市场投资者会在星期一早上一觉醒来后，决定不惜代价地抛售股票。事实上，是一批集中的特定公司在 16 日和 19 日引发抛售狂潮。

可能是因为投资组合保险已经脱离学术圈，所以学界也无法对这次崩盘追根溯源，尽管他们到处探寻大崩盘的究竟，却唯独不在发源处寻找。其实，你不需要是个天才，就能明白，大崩盘的根源在于市场非流动性，以及大获成功的新型投资组合保险策略造成的意外副产品，而我则是普及和实行它们的一个推手。

阅读保留条款

不幸的是，LOR 合伙人公司虽然创造并吸引了无数市场推销“投资组合保险”这个词汇，却并没有对其加以完全精确的说明。毕竟，投

投资组合保险并不是真正的保险，只是试图创造一种类似于保险的保护措施，是一种动态对冲策略。这种策略有着任何对冲策略的所有潜在缺陷。要根据期权定价理论计算出预定对冲成本，则对冲参数，尤其是基础证券的波动性必须计算无误，而且股价变动，尤其是股价不会跳跃式变动的统计假设也必须正确。更为重要的是，市场必须具有流动性。如果投资者无法轻易调整对冲，那么将满盘皆输。1987年10月正是这种情况。

如果只是一个小的投资组合采用这种投资策略，流动性则不成问题。但如果市场内的所有人都试图这么做，那将演变为一场噩梦。就像一艘游轮上的所有人都试图挤入唯一的救生艇，则救生艇就会下沉；市场也是如此。在1987年10月19日的星期一上午，所有操作投资组合保险程序的人，都从上周五的创纪录下跌中推导计算机运行命令。一些公司遭遇完全出其不意的打击，所以向标准普尔期货交易所注入满满一卡车般的大量卖单。但其他这类卡车已经在一周前就上路了，从远离证券交易所的遥远地带高速前进，驶入期权和期货市场。那些遥远地带更多的是根据流言和个人关系，而不是根据计算机和数学模型进行操作。

风险套利：山顶的雪球

那天，没有人知道，但从事风险套利的人已经开始将雪球滚下山坡。不是因为他们真正关心其他人，而是即使是这些套利者，如果他们事先知道别的情况，也会想尽一切方法逃离。在20世纪80年代的企业并购的鼎盛时期，套利者极其贪婪，演绎着鲨鱼捕食鲨鱼的场景。他们在“谁将接管谁”上下赌注。此事业中最出名的一些人包括后来被逮捕的伊万·伯斯基和成为财政部长的罗伯特·鲁宾。

摩根士丹利的风险套利交易室，既没有其他公司的交易室那么透明，也没有它们那样丰厚的利润。由于我们是投资银行中从事套利交易的部门，我们从事的每笔交易都不会满仓，因此在持有本金仓位方面受限。设立风险套利部门更多的是为了收集信息，而不是为了赚钱。投资银行家巴里·阿勒代斯负责管理这个部门。哈佛血统的他毫不矫饰，经