

贝尔斯登

华尔街的荣耀、贪婪与毁灭

HOUSE OF CARDS

A TALE OF HUBRIS AND WRETCHED EXCESS
ON WALL STREET

[美] 威廉·D. 科汉 / 著 曹琬郡 / 译

 华夏出版社
HUAXIA PUBLISHING HOUSE

贝尔斯登

华尔街的荣耀、贪婪与毁灭

HOUSE OF CARDS

A TALE OF HUBRIS AND WRETCHED EXCESS ON WALL STREET

[美] 威廉·D. 科汉 / 著 曹琉郡 / 译

 华夏出版社
HUAXIA PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

贝尔斯登：华尔街的荣耀、贪婪与毁灭 / (美) 科汉著；曹琬郡译.——北京：华夏出版社，2010.10

书名原文：House of Cards:A Tale of Hubris and Wretched Excess on Wall Street
ISBN 978-7-5080-5923-5

I. ①贝… II. ①科… ②曹… III. ①金融危机-研究-美国 IV. ①F837.125.9

中国版本图书馆CIP数据核字 (2010) 第168012号

HOUSE OF CARDS:A Tale of Hubris and Wretched Excess on Wall Street

Copyright© 2009 by William D. Cohan

All rights reserved

版权所有，翻印必究

北京市版权局著作权合同登记号：图字01-2009-6851号

出版发行：华夏出版社（北京市东城区东直门外香河园北里4号 邮编：100028）

经销：新华书店

印刷：北京世界知识印刷厂

开本：720X1030 1/16开

装订：三河市李旗庄少明装订厂

印张：25

版次：2010年10月北京第1版

字数：490千字

印次：2010年10月北京第1次印刷

定价：49.00元

本版图书凡印刷、装订错误，可及时向我社发行部调换

致谢

如果没有双日出版公司那么多敬业的专业人士的帮忙，说实话，完成这本书是无法想象的。排在这个单子最前面的是我的朋友和编辑比尔·托马斯，他在2008年3月的某天醒过来，看到他的退休基金惨跌，决定必须要写一本关于2008年金融危机来龙去脉的书。史蒂夫·鲁宾是我另外一个旧交，也是双日出版公司的前出版商，他对本书的完成至关重要。我对他们二位怀有深厚的感激之情。我也非常感谢我的新出版商桑尼·梅塔。

从这里开始，按姓氏字母顺序，我要感谢来自双日出版公司的米利沙·安·达纳兹克、戴维·德雷克、约翰·丰塔纳、克里斯·福图纳、丽贝卡·加德纳、菲莉斯·格兰、苏珊娜·赫兹、丽贝卡·霍兰、科里·亨特、艾莉森·里奇、凯茜·特拉格和休·沃尔高。同时我也要感谢伦敦的团队：海伦·孔福尔和佩恩·沃格勒。

一些原属贝尔斯登的员工也对我写这本书帮助很大。特别是保罗·弗里德曼、罗伯特·厄普顿、汤姆·弗莱克斯纳、唐纳德·当、史蒂夫·比格利特、道格·沙伦、汤姆·马拉诺、萨姆·莫利纳罗、法雷斯·努杰姆、戴维·格拉瑟、埃德·利维、文森特·泰塞、弗雷德·萨莱诺、托尼·诺韦利和叙泽特·法萨诺。在这里要特别感谢贝尔斯登的资深首席执行官，也是贝尔斯登的灵魂人物——吉米·凯恩，感谢他的真知灼见和慷慨精神。

其他非属贝尔斯登的员工也同样给予我很大帮助，其中包括弗兰克·E. 施拉姆三世、桑迪·刘易斯和芭芭拉·刘易斯夫妇、罗金·刘易斯、蒂姆·盖特纳、卡尔文·米切尔、苏珊·麦克劳克林、加里·帕尔、罗金·科恩、史蒂夫·施瓦茨曼、彼得·罗丝、拉里·萨默斯、艾伦·姆钦、约翰·古特弗罗因德、小哈罗德·C. 迈耶、加里·科恩、肯·威尔逊、戴维·所罗门、迈克尔·杜威利、卢卡斯·冯·普拉格、彼得·特鲁尔、安迪·梅里尔、萨姆·海曼、约翰·安杰洛、帕特丽夏·凯

恩、菲利普·奥尔德、罗素·罗伯茨、迈克尔·莱丁、罗迪·博伊德、贝内特·西德卡、梅雷迪恩·惠特尼、盖伊·莫斯科夫斯基、劳丽·卡普兰、安妮·诺顿、亚历山德拉·莱贝撒尔、杰伊·梅尔策博士、埃林·卡伦、费利西娅·格吕梅和斯蒂芬·科恩。毫无疑问，还有很多其他人对我写这个故事起到至关重要的作用，但他们不愿透露姓名。他们心里都明白我指的是谁，当然我十分感谢他们。

对我来说，在这八个月的全力冲刺中，一些不同寻常的普通朋友让我坚持了下来。他们总是会在恰当的时候让我开怀一笑或者给我一句建设性的批评。他们是：戴维·苏皮诺和琳达·帕金森·苏皮诺夫妇、杰米·肯普纳、唐·爱德华兹和安妮·爱德华兹夫妇、阿尔·加纳、杰弗里·利兹、杰里米·萧列度、戴维·雷斯尼克和凯茜·克莱马夫妇、艾伦·坎托和帕特·坎托夫妇、吉尔·休厄尔、安迪·萨文和考特妮·萨文夫妇、约翰·巴特里克、杰尔姆·巴特里克和 M. D. 巴特里克夫妇、汉密尔顿·梅尔曼、戴维·韦布、基特·怀特和安德烈娅·巴尼特夫妇、玛丽·默菲特和邦尼·亨特夫妇、赛思·伯恩斯坦、马克·丹尼尔、弗雷迪·沃尔德、亚当·里德、约翰·布罗迪、安迪·塞韦、卡罗尔·卢米斯、肖恩·塔利、杰夫·利德尔、帕蒂·马克思、罗伯特·道格拉斯、格温·格林、彼得·戴维森和德鲁·麦吉夫妇、约翰·莫里斯和马西娅·圣托尼夫妇、杰夫·斯特朗和克丽·斯特朗夫妇、迈克·坎内尔、约翰·弗兰纳里和特蕾西·弗兰纳里夫妇、罗伯特·圣菲尔德和弗朗辛·圣菲尔德夫妇、安迪·韦森菲尔德和劳伦·韦森菲尔德夫妇、艾伦·古德施塔特和阿曼达·古德施塔特夫妇、亚历山德拉·彭尼和丹尼斯·阿什博夫妇、斯图尔特·爱泼斯坦和兰迪·爱泼斯坦夫妇、约翰·费尔德曼、埃斯特·纽伯格、杰伊·温思罗普和路易莎·温思罗普、斯图·琼斯和巴布·琼斯夫妇、迈克尔·凯茨和弗兰·凯茨夫妇、吉姆·辛普森和休·辛普森夫妇、杰伊·科斯特利、杰伊·佩洛夫斯基、埃里克·奥塞尔、查理·贝尔和休·贝尔夫妇、里克·范·宰尔、史蒂夫·梅凯尼克和莉奥拉·梅凯尼克夫妇、斯图尔特·里德、蒂姆·查格和尼娜·查格夫妇、约安·奥索夫斯基、布赖斯·伯索尔和马尔科姆·柯克、蒂娜·布朗和哈里·埃文斯爵士夫妇、约翰·吉莱斯皮和苏珊·奥尔良夫妇以及杰玛·奈克。我也要感谢我和我妻子的亲属们：整个富特家和舒特金家，我的父母苏珊娜和保罗，我的兄弟彼得和杰米，以及他们的妻子和家人，感谢你们不断给予我的巨大支持。我再次感谢你们。

我的好朋友同时也是文稿代理人乔伊·哈里斯非常看好这本书，她一如既往，成了本书最忠实的拥趸。我把无尽的感激之情和无限的爱意送给她。

最后，再次特别强调，在这段孤独的旅程中，我挚爱的家人德布·富特、特迪以及昆廷·科汉给了我温暖的关怀。

毋庸置疑，书中任何与事实相左的错误，包括遗漏或者多余，我要负全责，与他人无关。

目
录

致谢/1

第一部分 来龙去脉：三月的日子

第一章 终极捕螂盒/2

第二章 一场骗局/11

第三章 “贝尔斯登并没有发生困难!” /28

第四章 挤兑/41

第五章 夜间的军队/47

第六章 蜂拥而至/59

第七章 惊慌失措/69

第八章 道德风险的价格? 2 美元/79

第九章 美联储的营救（在贝尔斯登被收购之后）/93

第十章 守灵之夜的疯狂/100

第十一章 炼狱深处/114

第十二章 “我们才是真凶” /124

第二部分 前因后果：风雨八十五年

第十三章 赛/133

第十四章 “王牌”/140

第十五章 吉米/147

第十六章 五月花革命/154

第十七章 商业哲人/167

第十八章 住房抵押贷款证券的兴起/185

第十九章 “恶霸总会屈服”/189

第二十章 数学神童与棒球明星/199

第二十一章 “我们都去野餐，门票为 2.5 亿美元一张”/208

第二十二章 从头部开始腐烂的鱼/225

第三部分 第二次镀金时代的终结

第二十三章 2010 年的 10% 战略/239

第二十四章 凯恩和斯佩克特的资本积累计划之争/252

第二十五章 乔菲的泡沫/260

第二十六章 “整个次贷市场都在举杯庆贺”/278

第二十七章 “如果有欺诈，我们就得赔钱”/293

第二十八章 一个愚蠢决定/316

第二十九章 纳什维尔/328

第三十章 凯恩的反叛/349

第三十一章 绝望的时代呼唤轻率的计划/366

尾声 危机四起/374

The page features several playing cards scattered around the edges. At the top, there are the top corners of a King of Spades, a King of Clubs, and a King of Hearts. On the left side, there are the bottom corners of a King of Spades, a King of Hearts, and a King of Clubs. At the bottom right, there is the bottom corner of a King of Spades.

第一部分 来龙去脉：三月的日子

- 第一章 终极捕螂盒
- 第二章 一场骗局
- 第三章 “贝尔斯登并没有发生困难！”
- 第四章 挤兑
- 第五章 夜间的军队
- 第六章 蜂拥而至
- 第七章 惊慌失措
- 第八章 道德风险的价格？2 美元
- 第九章 美联储的营救（在贝尔斯登被收购之后）
- 第十章 守灵之夜的疯狂
- 第十一章 炼狱深处
- 第十二章 “我们才是真凶”

第一章 终极捕螂盒

2008年3月5日上午10点15分，在佛罗里达州奥兰多北部，距华尔街2500英里远的一个不起眼的办公室内，传来了叹息声，预示金融界即将爆发一场大灾难。此时此刻，在铁轨附近，贝内特·西德卡向世界宣布美国第五大投资银行、伟大的贝尔斯登公司陷入了困境，巨大的困境。在帮助投资者了解金融世界的财经网站明耶威尔上，西德卡写道：“是的，我们面临着巨大的信用解约，所有经纪人的信用违约掉期正在极度膨胀，尤其是雷曼和贝尔斯登。”

48岁的西德卡是亚特兰大财务咨询公司的总裁，该公司是一家拥有35亿美元资产的投资管理公司和对冲基金。为确保雷曼和贝尔斯登的短期负债获利，也就是华尔街俗称的“信用违约掉期”，西德卡每天观察他的彭博资讯页面。这两家公司的信用违约掉期从2007年夏开始稳步增长，到2008年2月则加速增长。信用论党曾在华尔街风行六年，而如今西德卡则在呼吁着信用论党的终结。他说：“我已经说了好几年，但我开始关注它是那年秋天。如果你开始关注它，如果你的资产负债表上有这些不良资产，你应该怎么办？通常会你削减你的股利，增加股本，收缩资产负债表。但他们却反其道而行，用了更高的杠杆率。在一年内，雷曼的杠杆率从25倍提高到了35倍。而后他们又宣布以每股65美元回购股票而以38美元卖出。我的意思是，他们不知道自己在干什么。他们甚至因此得到了奖赏。这让我觉得很恶心。”

西德卡掌握了他那个年代一些破产事件的第一手资料。他曾在垃圾债券之王迈克尔·米尔肯的老东家德崇证券工作，1990年公司破产清算时，股价从每股110美元跌为零，一夜间他几乎损失了所有的公司股票（德崇证券虽然是一家私人公司，但是其股票因为内部原因而进行了估值）。“这确实让我很吃惊，”他解释说，“这绝对不是不是一个29岁的青年所想要的失败。”西德卡的很多德崇证券同事从花旗银行借

贷买入德崇证券的股票，而最终落得巨额的银行贷款和毫无价值的股票。“我认识一些人，他们背负成百上千万美元的债务，虽说手中有大量的股票，但一文不值。”他说。他们要不就是还清债务，要不就是宣告个人破产。“这就是每个人都撤资以后所出现的局面。”他补充道。

后来他又到凯德皮博德公司工作，也亲历了这家有 130 年历史的公司的分崩离析。因为以上这些以及在华尔街其他公司的经历，西德卡对华尔街的债务和一些做事方式形成了合理的怀疑态度。从 2007 年的夏天开始，他开始确信许多背负着巨大债务包袱的经济行业将不会有好下场。“我已经在电脑上观察了好几屏的股市变动，我感觉要出事了。”他说。

西德卡提醒他的客户和明耶威尔的读者，贝尔斯登和雷曼的问题在于这两家公司的资产负债表上都有巨额的由住房按揭抵押支持的证券存货。这些抵押的违约率尽管仍然很小，但是随着潜在的抵押担保品，也就是国民住房的价值快速下降，违约率也会同时上升。西德卡不能不注意到这个双重厄运的影响已经开始扩散到卷入抵押品行业的其他小型公司中。他已经可以看到紧勒在信用市场上的这根绳索了。“看看桑恩伯格抵押公司正在发生什么吧。”他写道。桑恩伯格抵押公司是一家公众交易的抵押贷款提供商，专门从事把高于 41.7 万美元的次优抵押推销给富有的债务方的业务。桑恩伯格抵押公司已经被其债权方的追加保证金通知给“吞没”了。“这家公司原以为在它所提供的 247 亿美元的抵押组合中只有 0.44% 的违约率，但是它所拥有的债券遭到了连续重击。结果呢？被债权方追加保证金通知。最糟糕的是公司原本准备卖掉一些债券来处理追加保证金一事，但却失败了。这就是有进无出的终极捕螂盒。”

桑恩伯格抵押公司总部位于新墨西哥州圣菲，它的经历看似是在碰壁，但还是有点让人觉得惊讶，毕竟它拥有很低的客户违约率和很高的信用质量。然而，桑恩伯格的问题并不在于它的客户不能支付抵押品的利率和本金，而在于公司不能再筹集资金满足日常的经营。因为桑恩伯格以往通过巨额按揭获取融资，但其贷方不再喜欢以巨额按揭作为附属担保品，从而导致了其流动性问题。^①

商业银行的储户存款可以为经营者提供资金，而像桑恩伯格一类的金融机构以及雷曼、贝尔斯登一类的纯投资银行却没有储户存款可以利用，所以他们只能通过其他途径维持运营：少数情况下会通过发行长期证券，例如债权或者优先股等，来融资；大部分情况下通过无担保的商业票据市场或者隔夜回购市场获得短期的、通常是隔夜借款，而回购市场的借款是受到资产负债表中各类证券和其他资产担保

① 证券交易委员会桑恩伯格抵押贷款文档。

的。这些十分常规的借款已经日复一日地重复了大概 30 年，而且运行很好。一旦这些公司维持正常运营所依赖的债券或机构被察觉出问题，公司的资金就会像撒哈拉沙漠的雨水一样蒸发掉。那些著名的华尔街证券公司，例如高盛、摩根士丹利、美林、雷曼和贝尔斯登，他们肮脏的小秘密就在于每家公司都通过这种方法筹集资金，而且每家公司离资金危机通常只有 24 小时之隔。这种日常生存的关键就是华尔街的管理者在市场中维持公司蒸蒸日上的声誉的技巧。

桑恩伯格的融资方式和投资银行很相似。但在 2008 年 2 月中旬，桑恩伯格正处于一个非常困难的时期，它难以在市场中保持认同度，这是因为其短期借款是由资产负债表中的抵押贷款来支撑的，一些是优质抵押贷款，即借给低风险贷款者的钱；另一些是次优抵押贷款，比优质抵押贷款的风险略高，投资者相应会获取更高的收益率。桑恩伯格 99.56% 的抵押贷款运营良好。

但这都是无关紧要的，关键是市场上对抵押相关的资产认同度正在急速恶化。而桑恩伯格、贝尔斯登和雷曼这些公司用抵押相关的资产作为附属抵押物在隔夜回购市场获得资金，所以这个认同度给他们带来了潜在的危机。

桑恩伯格的困境始于 2 月 14 日，在地球的另一端，瑞士最大的银行瑞士联合银行报告了 2007 年第四季度季报，除了投资美国抵押损失的 137 亿美元外，还有 113 亿美元的亏损。^② 在这笔巨额呆账中，瑞士联合银行承认在次优抵押贷款上有 20 亿美元的损失，更糟糕的是有 266 亿美元的额外敞口。4 月 1 日，瑞士联合银行的资深总裁马塞尔·奥斯佩尔在被迫离职前的致股东书中写道，“美国房市突然严重的衰退”使得 2007 年成为“公司历史上最困难的时期之一”。

瑞士联合银行的喷嚏意味着桑恩伯格与其他公司一样患了重感冒。^③ 通过降低自己手中次优抵押贷款的账面价值，瑞士联合银行对市场其他参与者施压，要求他们开始在他们的账面价值上重估次优抵押贷款。对桑恩伯格（以及贝尔斯登）而言，次优抵押贷款是他们短期借款的唯一附属担保品，所以 2 月 14 日后不久，公司的债权人发出了追加保证金通知，要求在短期借款上追加“额外 3 亿美元”的保证金。一开始，桑恩伯格用手中的现金去补足追加保证金，但这并不能安抚债权人的不安。公司在 3 月 3 日向美国证券交易委员会的报档中写道：“当 2008 年 2 月 27 日补足了追加保证金后，桑恩伯格抵押公司发现其高质量的、AAA 评级的优质抵押证券市场价值仍在持续下跌。”优质抵押贷款的再一次贬值导致了新的 2.7 亿美元的追加保证金，其中包括摩根士丹利的 4 900 万美元、2 月 28 日 JP 摩根的 2 800 万美元和高盛的

② 证券交易委员会，2008 年 2 月 14 日。

③ 证券交易委员会桑恩伯格抵押贷款文档。

5 400 万美元。

然而这一次，桑恩伯格“只留下了有限的流动性”去应对这些新的或未来的追加保证金了。从2007年12月31日到2008年3月3日，桑恩伯格已经收到共17.77亿美元的追加保证金，但只能偿付其中的11.67亿美元，或者说大约65%——非常糟糕的表现。3月7日，公司宣布账面上已出现“明显超出有效流动性”的6.1亿美元。“这些事件让人们觉得若无重大重组行为或额外的新资本注入，公司的持续经营能力将引起广泛质疑。”公司股票在2007年5月曾以每股28美元多交易，而在2008年3月3日收盘价只有4.32美元，当日跌了51个百分点。桑恩伯格的首席执行官拉里·戈德斯通解释说：“从去年夏天开始的这场抵押品融资市场混乱因为市值计价会计准则而变得更加严重。市值计价会计准则要求公司对预不出售的资产进行未实现的资产减值。”到3月10日，桑恩伯格的股价已经降到每股69美分。

戈德斯通对于其公司处境的解释几乎就是西德卡所谓的“终极捕螂盒”的官方版本。抵押证券的贬值恶性循环至少在一年前就已经出现了，而现在已经达到了渐强音的状态，并开始影响整个资产层面，已经不只是所谓的次级抵押贷款一类最低级和最有风险的抵押贷款，还影响到了更可靠的、表现良好的抵押贷款。“抵押贷款”几乎成了“有毒废弃物”的同义词，或者说像有些人所讽刺的“金融埃博拉病毒”。^④

诚然，其他公司同样面临着严重的与抵押贷款相关的问题。“我发现整个市场远比我想象的还要糟糕。”戈德斯通在2008年12月对《华盛顿邮报》的记者说，“如果瑞士联合银行如此这般，那么高盛会如何？花旗会如何？其他公司又会如何？”例如，佩洛通资本合伙人公司，它是一家拥有18亿美元资金的朝气蓬勃的对冲基金，于2005年6月由高盛前合伙人荣·贝勒创立。贝勒早在几年前就在金融圈里出了名，因为他在高盛的秘书在他及另一位合伙人斯科特·米德毫无察觉的情况下盗走了430万英镑。这位秘书被定罪之前，贝勒发现自己的银行账户“少了一两百万”，^⑤并告诉陪审团事有蹊跷。2007年，佩洛通的资产担保证券基金给投资者的回报率是87%并被《欧洲保值》杂志誉为年度“最佳固定收益基金”。但是自从该基金投资的次优抵押贷款直线下降后，该基金在2008年2月停止交易。^⑥而次优抵押贷款的价值陡降是紧随着瑞士联合银行在2月14日宣布其减值而发生的，瑞士联合银行的声明同样也造成了桑恩伯格的困境。和桑恩伯格一样，佩洛通不断面临华尔街债权者的追

④ 雅虎讨论区，2008年3月2日。

⑤ 《关注：宇宙之魂的一天》，《独立报》（英国），2004年4月25日。

⑥ 荣·贝勒致投资者书，2008年2月28日。

加保证金通知，但与桑恩伯格不同的是，佩洛通在救援计划执行前为了支付追加保证金，现金已经告罄。为此，贝勒个人损失了6 000 万美元。

贝勒的困境在华尔街引起了一场病毒效应。闰日2月29日成了该基金破产的厄运之日。在别的年度，破产将会发生在3月1日，即第二季度一开始，而这次却发生在第一季度末。市场对佩洛通所拥有的证券的重新估值意味着华尔街公司，例如贝尔斯登，也不得不对他们所拥有的证券考虑这些新的计价方法，并将其体现在第一季度的数据中。贝尔斯登原计划向市场证明其在2008年第一季度是盈利的，而佩洛通的破产让贝尔斯登不得不重估其盈利能力。

“2月29日是佩洛通失利之日，”贝尔斯登的高级常务董事和固定收益部门的首席运营官保罗·弗里德曼说，“佩洛通要面临巨大的破产清算，而我们和其他公司的高质量的金融资产也跌得惨不忍睹。有很多关于交易商资产负债表的谣言，说他们没办法卖掉它，而我们必须及时卖掉手中持有的佩洛通的金融产品，并完全摆脱它。所以我们现在遇到了和佩洛通相关的很多高质量的证券和相当高质量的交易对手——佩洛通的方方面面。佩洛通是2007年名噪一时的市场骄子。但十周后，它却破产了，成为了一个历史数据。我觉得至少我们公司的每个人和其他公司的某些人都在关注着2月29日：‘好吧，现在该为我们的资产定个什么价位？’因为这是一个破产清算。和佩洛通终止关系后进行定价，这对公司本身来说就是一个巨大损失，但没准下周我们都无法终止这种关系，那就更糟了。厄运才刚刚开始。”

弗里德曼出生在纽约州的斯克内克塔迪，1977年毕业于科尔盖特大学，并获得经济学学位。毕业后去了一家会计师事务所——当时著名的八大会计师事务所之一——工作，做完审计崇德证券的工作后便离开了。崇德证券正是贝尔斯登破产前倒闭的最后一家华尔街重要公司。他发现自己从这些事情中了解了华尔街的一些事，并申请了这份错误的工作——1981年3月，弗里德曼申请了贝尔斯登的住房抵押贷款证券的相关工作，但他对这份工作一无所知。也许是命中注定的，弗里德曼面试失败后，听说运营部门提供了另外一个职位，他立即接受了那份工作。他干了一段时间，但并不喜欢后台的工作。一天，他告诉自己的老板他很讨厌目前的工作。“大约一个多小时后，我参加了交易席的面试，”他说，“并开始转做交易助理，并最终在住房抵押贷款证券刚兴起的时候成为了抵押交易的交易员。干了几年，但表现平平。”不久，他开始做固定收益部门主管的助理，尽管那段时期固定收益部门的主管一直在更换，但他在这个助理职位上一干就是20年。

伴随着桑恩伯格和佩洛通的追加保证金通知，出现了另一个明显的困境预兆，凯雷集团旗下公开交易了七个月的220亿美元对冲基金在阿姆斯特丹也遭遇了追加保证金通知。凯雷集团由戴维·鲁宾斯坦创立，是一家总部设在华盛顿的拥有810亿

美元资金的投资公司。很多有良好社会关系的政客都曾在凯雷任职，包括乔治·H. W. 布什、詹姆斯·贝克和法国总统萨科奇同父异母的兄弟奥利维尔·萨科奇。鲁宾斯坦多年来精心经营公司，努力提高其声誉，并取得了相当大的成功。尽管与政界有着千丝万缕的关系，但凯雷仍是华尔街最受尊重的私募股权投资公司之一。凯雷公司宣称：“我们的使命是成为全球最优秀的股权投资公司，利用凯雷投资专家团队敏锐的洞察力，在一系列投资决策中获取超额回报，同时维护我们自身及投资者的良好声誉。”^⑦ 而在3月5日，这场全球的信用危机开始侵蚀凯雷的“良好声誉”。在阿姆斯特丹交易所上市的一家名为凯雷资本有限公司的基金公司，因大量投资于越来越难以估价的住房抵押贷款证券而陷入严重困境，而凯雷集团拥有其15%的股份。

2月28日到3月5日的那一周，该对冲基金收到了债权者的追加保证金通知，要求其对外公告增加6000万美元的担保。公司支付了这些追加保证金。但在3月5日，13家资金合约方中的7家进一步要求增加3700万美元的担保。凯雷资本只满足了其中3家的要求，这导致其他4家发出了违约通知。

也是在3月6日，纽约联邦储备银行第九任主席和首席执行官蒂姆·盖特纳在帕克大道的对外委员会，就不断蔓延的金融危机发表了演讲。盖特纳曾经辅佐过三位美国总统和五位财长，目前担任副财长，辅佐财长劳伦斯·萨默斯和罗伯特·鲁宾处理国际事务。在这些杰出的听众面前，盖特纳用十分明晰的语言详细阐述了当前这场金融危机的起因。他解释了一系列非常规因素如何共同产生作用并侵蚀了国家的经济基础：给不具备偿还能力的人无限制地开放信贷，允许他们购买房屋、汽车和其他他们无法负担但却认为自己需要的商品和服务；房地产价值具有历史意义的、持续的增长；华尔街的一股“急速革新”促成了信用风险的产生、交易和理论上的保值。他说那些保险政策，也就是可怕的违约信用掉期，给投资者制造了一种假相，以为他们的投注保值了。他说：“这些金融工具使得投资者买保险或者保障措施来应对更巨大的个人信用风险，例如，房屋所有权违约和公司的违约。”但是“保险业的标准在这期间不断恶化，问题也就越来越大”。投资者并没有充分意识到他们的风险是不能被对冲的，因为他们预测的未来市场是充满流动性和相对稳定性的。“这种对于一个更稳定的未来的信心会导致更高的杠杆率和更大的不良经济世界的风险敞口，”盖特纳说，“这些因素的相互作用使得整个金融系统千疮百孔，脆弱不堪。”

他说每个人都对产生的风险视而不见。“正如通常瞬息万变的时期一样，这段时期的风险集中度比表面上看起来的还要明显。”他说，“银行和投资银行卖出保险服务（也就是信用违约掉期）来确保那些看似低概率的事件，即便在价钱很低的时候

⑦ 凯雷资本的网站。

也如此操作。同样是这些机构，用他们所保留的资产从融资类担保者和其他面临同样风险的公司购买了保险。此次危机暴露了美国甚至全球金融机构中风险管理惯例中的诸多弊病。”演讲结束后，盖特纳回答了听众的一些例行问题，然后对宾客们说了句“我该走了”，就匆匆离去，继而听众席爆发出一阵笑声。

第二天，盖特纳前一天被迫离开的原因浮出水面。在开市之前，盖特纳和他的联邦储备委员会（简称“美联储”）同事宣布了两项非常规的措施，这两项措施的目的是为了向市场注入额外资本金，这样能在短期融资中“应对不断加重的流动性压力”。联邦政府通过以下两种方式向银行系统注入了2 000亿美元：一是给银行和证券公司（实际上有两种不同的贷款项目，各1亿美元，一种是给银行的，一种是给债券公司的）发放低利率的为期一个月的贷款，二是允许他们以住房抵押贷款证券和其他风险更大的贷款作为担保品。几个小时后，美国劳工部宣布2月份大约减少了6 300个工作岗位，^⑧远远超过了预期。“戈多已经来了。”^⑨爱德华·亚德尼写道。亚德尼是一位经济学家，曾获得普利策奖。他原本是华尔街最坚定的乐观派预测者之一。他说：“我曾经一度支持这个混乱不堪的场景，但是信用危机持续不断地恶化，已经变成彻头彻尾的信用紧缩，给整个实体经济带来重创。”

3月7日，凯雷对冲基金遇到了瓶颈，因为越来越多的追加保证金通知汹涌而至，尽管它享有华盛顿凯雷集团1.5亿美元的信用额度，但仍无法补足。该基金公共交易的股份已被停牌。“尽管在上周公司仍确信自己有充足的流动性，但本周来自债权方的额外追加保证金通知和增加担保的要求将远远超过周三收到的追加保证金通知。”公司的首席执行官约翰·斯图姆博在一份声明中写道，“公司认为这些额外的追加保证金和增加担保的要求将很快耗尽公司的流动性并减少公司的资本。管理层正密切关注局势并在为公司考虑各种可行的方案。”九天之后，该基金被强制破产清算并最终被解散。

* * *

对于那些3月上旬还相信西德卡所言的人来说，贝尔斯登和雷曼兄弟的信用违约掉期价格正在传递着一个潜在的灾难性的流动性困境信号。^⑩而这个困境恰似桑恩伯格、佩洛通和凯雷所面临的：贝尔斯登和雷曼的账面上分别有大约60亿美元和150亿美元滞销的次优抵押贷款。其他人，例如位于科罗拉多州博尔德市的史密斯布里登资产管理公司的债券基金经理约翰·斯布罗注意到贝尔斯登的掉期交易“已经

^⑧ 《纽约时报》，2008年3月7日。

^⑨ 同上。

^⑩ 《华尔街日报》，2008年3月10日。

失控了”，^⑩而且在1月份已经两倍于购买摩根士丹利债务的类似担保的成本，四倍于担保德意志银行的成本。

“雷曼和贝尔斯登，”西德卡在3月的专栏里接着写道，“据报道，雷曼有两倍的资本金在交易住房抵押贷款证券上，以及几近五倍的资本金在‘难以定价’的证券上。‘难以定价’在我看来等同于难以销售……贝尔斯登的实际情况就更糟糕了。它已经激怒了如此多的客户，以至于它的商业模式已经被完全被破坏了。如果你让它卖出自己‘难以定价’的债券，它又能怎样呢？况且它已经没有能力卖出去了。因为没人可以消化吸收这笔‘难以定价’的债券。所以恶性循环就此产生了。”

西德卡解释了雷曼和贝尔斯登的债务担保成本——违约信用掉期——会在一个月内激增的原因。贝尔斯登债务的担保要比雷曼的成本高，这意味着市场认为贝尔斯登的违约风险要更高。2007年上半年，贝尔斯登每1000万美元的债务的保险费为5万美元，然后保险费缓慢上升，到3月5日每1000万美元债务的保险费已高达35万美元。“在我看来，他们已经破产了。”他得出这样的结论，“我为在那里工作的朋友感到伤心，但我在崇德证券的时候也曾看着自己的股票一夜归零。是的，这是完全可能发生的，而且很快。”看来西德卡并不相信贝尔斯登在前天，也就是3月4日的公告，公告上说公司将在3月20日公布其2008年第一季度的财务状况，其中包括公司有173亿美元的“有效流动性”资金，在第一季度有11.5亿美元的利润（在上一年度的第一季度，公司盈利55.4亿美元）。贝尔斯登看似没有出现什么异常，但公司内部的实际状况却不容乐观。

⑩ 《澳大利亚人报》，2008年5月29日。