

A Demon of Our Own Design

MARKETS, HEDGE FUNDS,
AND THE PERILS OF FINANCIAL
INNOVATION

金融的魔鬼

为什么我们的创新带来的却是危机

[美] 理查德·布克斯塔伯 (Richard Bookstaber) ◎著
黄芳◎译

危机各有各的原因，本质却相似

若想了解我们为何
会身处一个危机频发的时代，
本书不可不读



中信出版社 · CHINACITICPRESS



A Demon of Our Own Design

MARKETS, HEDGE FUNDS,
AND THE PERILS OF FINANCIAL INNOVATION



金融的魔鬼

为什么我们的创新带来的却是危机

[美] 理查德·布克斯塔伯 (Richard Bookstaber) ◎著

译 彭兴韵 刁琳琳 王乐◎译校



YZLI0890146170

中信出版社

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

金融的魔鬼：为什么我们的创新带来的却是危机 / (美) 布克斯塔伯著；黄芳译.

—北京：中信出版社，2012.1

书名原文：A Demon of Our Own Design

ISBN 978-7-5086-3130-1

I. 金… II. ①布… ②黄… III. 金融危机—研究—美国 IV. F837.125.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 231019 号

A Demon of Our Own Design by Richard Bookstaber

Copyright © 2007 by Richard Bookstaber

Simplified Chinese translation edition © 2012 by China CITIC Press

ALL RIGHTS RESERVED.

金融的魔鬼——为什么我们的创新带来的却是危机

JINRONG 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

策划推广：中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行：中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司

开 本：787mm × 1092mm 1/16

印 张：15.5 字 数：238千字

版 次：2012年1月第1版

印 次：2012年1月第1次印刷

京权图字：01-2007-5169

书 号：ISBN 978-7-5086-3130-1/F · 2511

定 价：39.00 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。

网 站：<http://www.publish.citic.com>

服务热线：010-84849555

投稿邮箱：author@citicpub.com

服务传真：010-84849000

引言

A DEMON OF OUR OWN DESIGN
Markets, Hedge Funds,
and the Perils of Financial Innovation

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 年后的美国长期资本管理公司（LTCM）对冲基金大崩溃。其实，这一说法并不完全正确，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，我所做的不能改变整个市场环境，而我所引起的后果也绝对不是故意的，就好比你不会故意让投资者损失成千上万亿的资金。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，或多或少属于偶然。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”（数量金融师）。宽客可以借助数学模型和计算机大规模数据处理能力，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公司管理全公司的风险。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，在所罗门兄弟公司，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整个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，世界上最大的一些金融机构几乎都被摧毁了。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，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。

我们从促成许多经济崩溃事件发生的市场环境中便可略见一斑。1987年美国股市大崩盘前，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以进行市场投机的交易行为），此外还有什么新鲜的呢？而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作出的反应进行比较。“9·11”恐怖袭击事件后，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3周后，道指就恢复到“9·11”恐怖袭击事件之前的水平。我们还可以回想一下1963年肯尼迪总统遇刺事件或1941年的珍珠港遭袭事件，虽然这些事件影响深远，但市场的反应却只不过像打了一声唿。

现代市场危机还面临另一个麻烦：持续恶化。20世纪两次最大规模的市场泡沫发生于过去20多年间：第一次是日本的股市泡沫，即1986~1990年早期，日经指数上涨至股市泡沫产生前的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。其中，亚洲金融危机横扫泰国、印度尼西亚和韩国，之后又给俄罗斯和巴西造成沉重打击。危机带来的损失，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破灭后的安然公司、世通公司以及泰科公司等。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60亿美元的损失。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。近几十年来，在世界范围内，风险逐渐减小，至少在实体经济方面是如此。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 and 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，但其影响却在逐步减弱。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。

有充分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401(K)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。

劳动力更加多元化，其中，受雇于科技和服务等非周期性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，工业化国家还非常依赖能源，以至于一次石油危机就会造成全球经济衰退。现在，高油价虽会导致怨声载道，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，它们理应为市场创造出更加公平的竞争环境，投资者的收益和华尔街专业投资人士的投资回报之间的差距也理应缩小。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，交易成本也是 30 年前的 1/10。此外，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，各方得到的回报也相当不均等。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 年中，标准普尔 500 指数的平均年标准差较之 50 年前的水平要高出许多。尽管外围的经济风险显著下降了，但金融市场的总风险还是增加了，对于美国而言，这是金融系统设计缺陷的关键症状。风险理应降低，事实上并没有。

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 亿美元增长至超过 2 万亿美元，增长 6 倍，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，如果对冲基金能够获取非同寻常的高回报，那就一定以其他人付出相仿的金额为代价。或许，你就是其中一员。

这并非我们预想的发展方式。在 20 世纪其他产品和服务的发展中，我们吸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装置。相反，金融市场在过去 30 年中虽取得了结构设计的大幅改善，但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，但市场的崩溃恰恰来源于此。我们试图改善金融市场的状态，却直接导致金融市场的结构性风险，而风险的源头正是我

们通常认为的创新。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。为了使市场更符合这些欲望，我们采取了许多措施，从而加快了市场活动的速度，增加了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，我的目的是想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创新带来公平的竞争环境，以及广泛且同步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，不无讽刺的是，更多监管或许反而使风险成倍增加。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，它使我们付出的种种努力付诸东流。

目录

A DEMON OF OUR OWN DESIGN
Markets, Hedge Funds,
and the Perils of Financial Innovation

导 言	
V 市场风险的矛盾性	
第 1 章	
001 1987 年的魔鬼们	
第 2 章	
023 城里的新治安官	
第 3 章	
039 所罗门兄弟公司的兴衰	
第 4 章	
063 所罗门兄弟公司，收而毁之	
第 5 章	
081 长期资本管理公司在杠杆循环中毁灭	

第 6 章

107 金融巨头

第 7 章

123 复杂性、紧耦合和正常事故

第 8 章

143 对冲基金的美丽新世界

第 9 章

183 蟑螂和对冲基金

第 10 章

213 对冲基金的存在主义

结 语

223 创造是为了毁灭？

229 致 谢

230 注 释



第1章

1987年的魔鬼们

A DEMON OF OUR OWN DESIGN
Markets, Hedge Funds,
and the Perils of Financial Innovation

1984年夏天，我加入摩根士丹利，它那时仍沿用1935年以来的独家合伙人制。公司的投资银行家统治着公司业务的诱人领域，而我则进入了固定收益部门——债券部。固定收益领域最不吸引人，当然，除非你在固定收益研究部门（FIR）工作，而我正是在这里度过了我的华尔街岁月的最初几年。

但是，鲍勃·普拉特想要完全改变这种状况。他曾是不起眼的保险业中层主管，后来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“不起眼”是指他曾供职的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1982年进入摩根士丹利时，固定收益领域才刚刚脱离僵化停滞状态。之前，那些刻板的簿记员把分类账堆在办公桌上，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年代初，大量其他公司都已经赶上数学运算的新浪潮。所罗门兄弟公司的马蒂·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公司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，普拉特想利用固定收益研究跨越另一道障碍。身为歌剧的狂热爱好者，普拉特想象自己是文人雅士，因此他不喜欢处理债券等一大堆琐事。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，并推进其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门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，并由奥尔登·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，但一次机遇过后，他立即给我重新安排了职位，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，这个新策略不久为投资界带来了意想不到的标志性变化。人们设计这种投资策略，是为了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

的最低价值，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价值，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。因为对冲会随时间推进而增加或减少，所以这种对冲又被称为动态对冲。

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—肖尔斯公式一样，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。该公式采用物理学中热传导微分方程的数学知识，使用随机微积分的新方法，而学术界核心人物深受吸引，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。

在加州大学伯克利分校的海恩·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），并销售他们的技术。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，向投资组合保险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支付 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上了保

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，经理人可以既锁定收益，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一点非常诱人，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，也使大量竞争者紧随其后，包括我在内。直至1987年，投资组合保险已经是影响交易决策的推动力，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。我在摩根士丹利就是牵头领导这一业务领域的。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，而我正属于这类人。准备好此程序后，我和普拉特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，即充当信托人的角色。在摩根士丹利，能够完成这项要求的只有资产管理部（MSAM），而成就此项目的关键在于得到负责资产管理部的巴顿·比格斯的认可。那时，比格斯才50岁出头，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，一边踏着健身车，一边钻研调研结果。有段时间，我特意选择和他一致的锻炼时间，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。

自从比格斯加入后，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。

这项业务涉及平时几乎互不相关的一些部门。我当时在固定收益部门，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）。我曾无数次前往公司正在快速发展的日本办事处，每次都在那里获得十几个客户。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，在 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（与道指 30 相仿）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。从 1982 年开始，到 1987 年 8 月股市大崩盘前达到顶峰，道指经历了大牛市，点数几乎上升至原来的 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，到 1987 年，市场以指数速率向前推进，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，股市似乎变成了一个迥异的世界。道指从8月底开始就已经下跌了近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，股市在两天内下跌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。

随着那一周一天天过去，股权类产品交易引起了大量关注。在摩根士丹利，固定收益交易员和销售人员在从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，交易柜台为了给购入的每只债券寻找新买家而必须将其拿出来供客户挑选。围观市场失势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”。这个告示隔阻了乌合之众，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点开盘时就遭遇一连串的抛售。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，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，但无力阻挡抛售狂潮。那天收盘时，股市遭遇了历史上最大的单日跌幅——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。一夜之间，这种恐慌就在全球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教条式的当代经济模型来对崩盘加以解释。那一周发生的事件和出现的公告都被搜寻出来，用于分析引发暴跌的具体原因。新闻报道带有一些消极色彩（它们本就如此）：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