



THE BIG SHORT

Inside the
Doomsday Machine

大空头

《说谎者的扑克牌》作者
华尔街风云变幻的力作
8周长踞《纽约时报》
畅销书排行榜

金融市场诡谲多变，
一群天才如何洞见
疯狂投资行为背后的虚假繁荣，
击败华尔街，创造了如好莱坞大片
般跌宕起伏的股市传奇？

Michael Lewis

【美】迈克尔·刘易斯◎著
何正云◎译



中信出版集团 · CHINA CITIC PRESS

**THE
BIG SHORT**
Inside the
Doomsday Machine

大空头

Michael Lewis
[美] 迈克尔·刘易斯◎著
何正云◎译

图书在版编目 (CIP) 数据

大空头 / (美) 刘易斯著 ; 何正云译 . — 2 版 . — 北京 : 中信出版社 , 2015.5

书名原文 : The Big Short

ISBN 978-7-5086-5111-8

I. 大… II. ①刘… ②何… III. 证券投资 - 经验 - 美国 IV. F837.125

中国版本图书馆CIP数据核字 (2015) 第 068189 号

The Big Short: Inside the Doomsday Machine by Michael Lewis

Copyright © 2009 by Michael Lewis

Simplified Chinese translation copyright © 2015 by China CITIC Press

Published by arrangement with Writers House, LLC

All rights reserved

本书仅限于中国大陆地区发行销售

大空头

著 者 : [美] 迈克尔 · 刘易斯

译 者 : 何正云

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 : 北京楠萍印刷有限公司

开 本 : 880mm × 1230mm 1/32

印 张 : 11 字 数 : 236 千字

版 次 : 2015 年 5 月第 2 版

印 次 : 2015 年 5 月第 1 次印刷

京权图字 : 01-2010-3136

广告经营许可证 : 京朝工商广字第 8087 号

书 号 : ISBN 978-7-5086-5111-8 / F · 3358

定 价 : 49.00 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 : 010-84849555 服务传真 : 010-84849000

投稿邮箱 : author@citicpub.com

如果一个人还没有形成任何成见，就算他再笨，他也能够理解最困难的问题。但是，如果一个人坚信，那些摆在他面前的问题他早已了然于胸，没有任何的疑虑，那么，就算他再聪明，他也无法理解最简单的事情。

——列夫·托尔斯泰，1897年

金融市场大洗牌时期的反思

资本市场大幅动荡的时期，是一般的公募基金等机构投资者忧心忡忡的日子，同时，也是卖空者经历漫长的等待之后将一展威力的时期。在不少伙伴被清洗出市场的时候，卖空者往往正处于职业生涯的巅峰时期。中国读者熟知的卖空投资人吉姆·查诺斯（Jim Chanos）就是其中极有代表性的一位，电影《华尔街2》中也可以找到多位卖空者的身影。本书作者迈克尔·刘易斯则从债券市场的角度，为我们描述了一位冷静思考者的观察结果。

全球金融危机爆发以来，虽然各国积极联手应对，但是到目前为

止，全球经济依然在危机的冲击下步履蹒跚，复苏艰难。不过，这也给了金融界一个难得的反思与总结的机会，特别是一些有大量一线市场操作经验的思考者，他们的总结与反思更是具有独特的价值。

迈克尔·刘易斯曾任所罗门兄弟公司的债券交易员，他的成名之作《说谎者的扑克牌》一度被金融市场公认为描写20世纪80年代华尔街文化的经典名作之一，成为许多商学院推荐的必读书目。在《大空头》中，作者充分发挥专业特长，将美国次级抵押贷款债券及其衍生品的起源、发展直至演变为金融危机的过程融入有趣的故事当中，将次贷担保债务权证、夹层担保债务权证、信用违约掉期等产品的操作技巧和手段娓娓道来。同时，作者也全景式地描绘了一个行业和其中形形色色的人物与故事，次贷市场的金融机构、评级机构、投资者等为了自身利益，形成了混乱的交易网，从一个角度揭示了危机的原因和真相。然而，正如书中和电影中所揭示的，深知这其中蕴藏巨大风险的人却往往在市场的狂热时期被视为精神病患者，不得不接受心理医生的治疗。

始于格林斯潘时代的低利率、高流动性和资产价格保护政策，现在看来是此轮危机的根源。低利率引来了美国的一批新借款人，他们在房贷中介的怂恿下开始买房自住，由此，巨额资金涌入次级房贷市场，流向信誉不良的借款人。在《大空头》中，年收入14 000美元的采摘草莓的墨西哥人，在身无分文的情况下购买了一套价值72.4万美元的房子。

与此同时，金融市场的反监管动机催生了新的银行业务模式，即从“借出和持有”的模式转变为“发起和销售”的模式，商业银行发放贷款，随后将其转售给其他机构，如对冲基金和结构型投资工具机构，所有华尔街的大银行都深陷于次级贷款的游戏之中。2007年年末全球的衍生品金额高达596万亿美元，是同期全球GDP（国内生产总值）的12倍。这种交汇不仅产生了空前的资产泡沫，而且最致命的是，这些利用结构化投资载体创造的按揭贷款证券化产品是表外业务且不受监管，它通过银行中介市场将这些泡沫向全世界扩散。

在这样一个风险迅速积累和传播的过程中，诚如《大空头》所描述的，银行、投资者、中央银行以及相关金融监管部门中的多数都低估了动态衍生市场的复杂性，而沉迷于这个市场表面上的低波动性。几乎所有的美国人都相信房价会持续走高，次级抵押贷款市场的崩溃是不可能的，因为这个灾难太大了。

大空头在这样狂热的市场氛围下，显得多么偏执、孤独，并且承担了多么巨大的压力。

故事还在继续演绎，盛宴还在进行，越来越多的机构参与进来，似乎可以一直持续下去。

但是，泡沫终究会破灭，在市场迅速逆转的时期，市场一方面以十分惨烈的方式清洗狂热的参与者，同时也以极高的回报来奖励那些如秃鹰般已等候多时的卖空者。

一旦风险开始显现，《大空头》将金融机构规避风险比作用鞭子

游戏，那些了解更多信息的金融机构想尽办法将衍生品转让给市场中不太了解这些产品的其他机构。本书将华尔街上尔虞我诈、弱肉强食的特性展现得淋漓尽致。

尽管凯恩斯认为投资如同选美，需要考虑多数人是如何判断的，但是，在市场的转折时期，以遗世独立的勇气站在市场大多数人对面的，一定是屈指可数的少数参与者。这就是金融市场的魅力所在。

因此，在众多反思金融危机的著作之中，《大空头》确实有其独特的价值，特此推荐。

巴曙松

研究员

国务院发展研究中心金融研究所副所长

博士生导师

中国银行业协会首席经济学家

哥伦比亚大学高级访问学者

敲门的小鬼

一直到今天，我都没有搞明白，为什么华尔街的投资银行居然愿意付给我几十万美元，让我给那些成年人提供投资建议。当时我24岁，对于猜测哪些股票和债券价格会涨、哪些价格会跌没有任何经验，也没有特别的兴趣。华尔街的核心工作在于配置资本：决定把钱给谁和不给谁。请相信我，当我为投资者提供那些建议的时候，我并没有第一手的信息。我从来没有学习过财务课程，也从来没有经营过一个企业，甚至从来没有一笔可以自己管理的存款。我在1985年莫名其妙地进入所罗门兄弟公司并得到了一份工作，1998年又莫名其妙地

揣着大把的钱离开了，而且，尽管我就这段经历写了一本书，但整个事件直到今天在我看来仍然荒谬绝伦——这也是我能够轻而易举地摆脱金钱诱惑的一个原因。我当时想，这种局面是无法持续下去的。很快，人们就会把我以及很多与我类似的人看成骗子。很快，“大清算”就会到来，当华尔街醒悟过来的时候，数百名——如果没有数千人的话——像我一样拿别人的钱去豪赌，或者说服其他人进行那样的豪赌的年轻人，就会被驱逐出金融界。

当我坐下来写那本记述我自己经历的书《说谎者的扑克牌》时，我还处于一种在收入不错的状况下认为应该急流勇退的年轻人的精神状态。我只是草草地写下几句话，然后把它塞进一个瓶子里，留给那些很久以后将经过这里的人。除非某些内部人士把发生的一切记录在案，否则，我想，未来谁也不会相信这样的事情居然曾经发生过。

在那个时候，几乎所有关于华尔街的文字都与股票市场有关。从华尔街出现伊始，股票市场就是华尔街的衣食父母。我的书主要是讲债券市场的，因为华尔街正围绕着美国不断增长的债务进行更大范围的资产包装、销售和组合。关于这方面的业务，我认为也是不可能持续发展的。我认为，我正处在一个伟大国家丧失了金融理智的时期，有义务为它撰写一部有关20世纪80年代的时代风貌的作品。我期望未来的读者在读到所罗门兄弟公司的首席执行官约翰·古特弗罗因德（John Gutfreund）在1986年搞垮一个企业的同时，却拿到了310万美元的时候，会有一种惊讶的感觉。我期望他们在读到所罗门兄弟

公司的抵押债券交易员豪威·鲁宾 (Howie Rubin) 跳槽到美林公司后立刻使公司亏损了2.5亿美元的时候会瞠目结舌。我期望他们在知道华尔街曾经有过这种事情的时候会感到震惊：首席执行官们对债券交易员们正在操作的债券所具有的复杂风险，居然仅有一点点模糊的认识。

我能够想到的只有这些了，我从来没有想过的是，未来的读者有可能回想这些事件中的任何一个，或者回想我的奇异经历，并且表示“太离奇了”。多么天真的想法。我从未怀疑过20世纪80年代的金融状况将持续20年以上，也从未怀疑过华尔街与普通经济生活的差异会从程度上的不同发展为性质上的区别。一个普普通通的债券交易员每年居然能够拿到4 700万美元，而且居然还有一种被欺骗了的感觉。在所罗门兄弟公司的交易大厅中出现的抵押债券市场——这在当时似乎是一个绝佳的创意——居然导致了历史上最彻底的金融性经济灾难。就在豪威·鲁宾因为亏损2.5亿美元而成为一个令人生厌的名字的20年之后，摩根士丹利公司的一位也叫豪威的抵押债券交易员居然仅在一笔抵押债券交易中就亏损了90亿美元，而且这件事被捂得密不透风，除了摩根士丹利内部很小的一个圈子之外，根本没有其他人听说过他做了什么，以及为什么这样做。

在坐下来写第一本书的时候，我并没有什么大的抱负，只是想为读者讲述一个不寻常的故事。如果你灌了我两杯酒，然后问我这本书可能会对世界产生什么影响，我或许会以这样的话来敷衍你：“我希

望那些正在思索自己今后人生道路的大学生能够读一读这本书，并且认识到贪慕虚荣是很愚蠢的，从而放弃成为金融界人士的热情，甚至是那一点点的兴趣。”我希望，俄亥俄州立大学的那些真正想成为海洋学家的聪明孩子能够读一读我的书，而后把来自高盛的工作邀请函扔进垃圾篓里，扬帆出海。

然而，这一信息基本上被忽略了。在《说谎者的扑克牌》一书出版6个月后，我收到了无数来自俄亥俄州立大学学生的信件，他们都知道，我是否能与他们分享有关华尔街的其他秘密。他们把我的书当成引导大家进入华尔街的指南了。

在我离开20年之后，我在等着看华尔街的大结局，这个结局是我早已料到的。天文数字般的红利，看不到尽头的流氓交易员队伍，击垮了德雷克塞尔·伯纳姆（Drexel Burnham）的丑闻，毁掉约翰·古特弗罗因德并终结了所罗门兄弟公司的丑闻，紧随我的老东家约翰·梅里韦瑟（John Meriwether）的长期资本管理公司的崩溃而出现的危机，以及互联网泡沫，一次又一次，金融体系以一种目光短浅的方式让自己名誉扫地。然而，处于问题中心的华尔街大银行却仍然保持着增长势头，同时增长的还有它们支付给那些从事着没有任何社会效益的工作的26岁年轻人的薪水。美国年轻人反金钱文化的叛逆一直没有出现，当你能够轻易地将自己所拥有的那部分变现时，为什么还要费心去推翻你父母的世界？

从某种角度说，我不能再等下去了。我猜想，可能还没有大到足

以摧毁这个体系的丑闻或者逆转存在。

随后，迈瑞迪斯·惠特尼（Meredith Whitney）出现了，而且新闻不断。惠特尼是一个名不见经传的金融行业分析师，为一家不知名的金融公司工作，这家公司叫作奥本海默公司（Oppenheimer and Co.），而从2007年10月31日起，她不再默默无闻了。那一天，她预测说，由于花旗集团对其业务管理不当，可能需要削减其红利，或者面临破产。很难说清楚在某一个具体的日子里，造成股票市场内部变化的原因是什么，但是，有一点非常清楚：2007年10月31日，是迈瑞迪斯·惠特尼造成了股票市场上金融股的崩溃。到当天收盘时，一个以前根本没有人听说过或许随时可能被解雇的女人，让花旗集团的股票价格下跌了8%，让美国股票市场的总市值蒸发了3 900亿美元。4天之后，花旗集团首席执行官查克·普林斯（Chuck Prince）辞职。两周之后，花旗集团削减了它的红利。

从那一刻开始，迈瑞迪斯·惠特尼成了E·F·赫顿（E.F. Hutton）第二，当她开口的时候，大家都会仔细倾听。她的意思非常明确：如果你想知道这些华尔街公司的真正价值，只需要对这些公司所持有的那些举债购入的毫无价值的资产进行认真冷静的研究，然后再想想它们从抛售这些资产中能够拿回什么，就一清二楚了。在她的眼里，这些大公司中那一大群拿着高薪的人几乎一文不值。在整个2008年，她都紧盯着那些银行家或者经纪人的各种声明，他们用各种减值或增资来掩盖自己的问题，但是她一针见血地指出：你们错

了。你们仍然没有正视由于你们管理不善所造成的严重问题。你们还是没有承认在次级抵押债券上数十亿美元的亏损。你们的债券价值与你们的人生价值一样虚无。竞争对手指责惠特尼被高估了，博主们则讥笑她太幸运。总体上说，她是对的。但是，不可否认的是，在一定程度上她是猜测的，她根本没有任何途径去了解这些华尔街公司内部的情况，更不要说它们在次级抵押贷款市场中亏损的程度了——这一点，连首席执行官们自己都不知道。“如果不是这样，他们就都是骗子，”她说，“但是我认为他们对此真的一无所知。”

现在看来，显而易见的是，迈瑞迪斯·惠特尼没有挫败华尔街。她只是非常清楚而且非常大声地表达了自己的观点，对社会来说，这个做法要比纽约总检察长针对华尔街腐败案所采取的各种行动更具有煽动性。要是单靠丑闻就能击垮华尔街的投资银行的话，这些银行早在很多年以前就不复存在了。这个女人并没有说华尔街的银行家腐败，而是说他们愚蠢。这些以配置资本为本职工作的人显然连怎么管理好自己的事情都不知道。

我承认，有时候我会想，要是我一直坚持做下去，某种灾难就有可能由我造成。处于花旗集团旋涡中心的那些人，与我在所罗门兄弟公司共事过的那些人是完全一样的；其中有几个还是我在所罗门兄弟公司培训班的同学。有时候，我无法控制自己：我给迈瑞迪斯·惠特尼打了电话。这要回溯到2008年3月，正好在贝尔斯登公司破产前，当时经济形势还不是非常明朗。我想，如果她是对的，现在就应该是

金融世界退回到它在20世纪80年代初摆脱的那个“盒子”里去的时刻。我非常好奇地想知道，她说得是否有道理，而且我也想知道，这个用自己的预测击毁了股票市场的年轻女人是从哪里冒出来的。

她在1994年来到华尔街，毕业于布朗大学英文系。“我到了纽约，当时我甚至不知道有研究员这种职业。”她说。她最终在奥本海默公司得到了一份工作，她的运气好得令人难以置信：培训她的那个人不仅帮她建立了事业的基础，还帮助她形成了自己的世界观。那个人的名字，她说，是史蒂夫·艾斯曼（Steve Eisman）。“在我发表了有关花旗集团的声明之后，”她说，“所发生的最美妙的事情之一是艾斯曼打来了电话，而且告诉我，他为我感到非常骄傲。”因为以前从来没有听说过史蒂夫·艾斯曼这个名字，所以我对此并没有多想。

但是，随后我读到了这样一则新闻，名不见经传的纽约对冲基金经理约翰·保尔森（John Paulson）为他的投资者赚了大约200亿美元，他自己则赚了将近40亿美元。在华尔街，还从未有人在如此短的时间内赚到如此高昂的利润。另外，他是通过对赌拖垮花旗集团以及其他所有华尔街大型投资银行的次级抵押贷款债券而赚到这些钱的。华尔街的投资银行就像拉斯韦加斯的赌场一样，它们也设定赔率。跟它们玩零和游戏的客户有时会赢，但是绝不会是系统性的，而且永远也不可能让赌场破产。然而，约翰·保尔森曾经是华尔街的客户，这完全就是同样不自量力的迈瑞迪斯·惠特尼的故事的翻版。赌场做出了错误的判断并设定了错误的赔率，这个错误非常严重，而且至

少有一个人已经发现了。我再一次给惠特尼打了电话，问她是否知道有人预知了次级抵押贷款灾难，因而提前做好了准备并从中赚取了财富。在赌博流行起来之前，还有谁注意到轮盘赌的结果其实是可以预测的？在现代金融业的黑箱内部，还有谁掌握了这部机器的缺陷？

随后就到了2008年年末。这时，出现了一长串而且还在不断加长的专家名单，他们都声称自己早就预测到了灾难的发生，但是真正做到的人其实很少。这些人中，有勇气按照自己的想法去下注的更是少之又少。要在众人皆醉的时候保持清醒而又不显得幼稚，并不是一件容易的事情，你必须确信金融新闻中所说的绝大多数内容都是错误的，确信那些重量级的人物不是在撒谎就是在诱哄。惠特尼飞快地说出了十几个人的名字，主要是由她亲自提供咨询服务的投资人。约翰·保尔森赫然在列，而在名单最前面的则是史蒂夫·艾斯曼。

目 录 ||| THE BIG SHORT |||

推荐序 金融市场大洗牌时期的反思 // IX

序 敲门的小鬼 // XIII

第一章 末日机器的引擎

天才型人物 // 3

天生的导师 // 7

将负债变成产品销售 // 10

审计的黑箱 // 14

末日机器的引擎 // 17

真实的金融界 // 21

坏事随时会发生 // 26

开辟债券市场 // 30