

《巴菲特传：一个美国资本家的成长》作者又一力作

《财富》推荐的75本商业人士必读书之一

美国《商业周刊》年度最佳图书

拯救 华尔街

长期资本管理公司的崛起与陨落

[美] 罗杰·洛温斯坦(Roger Lowenstein)◎著 孟立慧◎译

WHEN
GENIUS
FAILED

《对冲基金风云录》作者
巴顿·比格斯
鼎力推荐

重庆出版集团
重庆经济出版社

拯救 华尔街

长期资本管理公司的崛起与陨落

WHEN GENIUS FAILED

The Rise and Fall of Long - Term Capital Management

〔美〕罗杰·洛温斯坦 (Roger Lowenstein)

孟立群 译

廣東省出版集團
廣東新華出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

拯救华尔街 / [美] 罗杰·洛温斯坦著; 孟立慧译. —广州: 广东经济出版社, 2009.3
ISBN 978-7-5454-0059-5

I. 拯… II. ①洛…②孟… III. 投资公司—企业管理—研究—美国 IV. F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 210406 号

版权登记号 图字: 19-2009-002 号

WHEN GENIUS FAILED: THE RISE AND FALL OF LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT

by ROGER LOWENSTEIN

Copyright © 2000 by Roger Lowenstein

Simplified Chinese edition copyright © 2009 by Grand China Publishing House

This edition arranged with MELANIE JACKSON AGENCY, L.L.C.

through Big Apple Tuttle-Mori Agency, Labuan, Malaysia.

All rights reserved.

No part of this book may be used or reproduced in any manner whatever without written permission except in the case of brief quotations embodied in critical articles or reviews.

本书中文简体字版通过 **Grand China Publishing House (中资出版社)** 授权广东经济出版社在中国内地出版并独家发行。未经出版者许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分内容。

出版发行	广东经济出版社(广州市环市东路水荫路11号11~12楼)
经销	广东新华发行集团
印刷	深圳市美嘉美印刷有限公司
开本	787毫米×1092毫米 1/16
印张	20.5印张
字数	335千字
版次	2009年3月第1版
印次	2009年3月第1次
书号	ISBN 978-7-5454-0059-5
定价	39.80元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

发行部地址: 广州市水荫路11号11楼

电话: (020)38306055 37601950 邮政编码: 510075

邮购地址: 广州市水荫路11号11楼直销部

电话: (020)37601950 37601509 邮编: 510075

图书网站: <http://www.gcbook.com>

广东经济出版社常年法律顾问: 屠朝锋律师、刘红丽律师

· 版权所有 翻印必究 ·

封底无“短信中夹防伪标”均为盗版
短信查伪中奖方法见本书最后一页

权威推荐

WHEN GENIUS FAILED

巴顿·比格斯 摩根斯坦利资产管理公司董事长

与投资相关的书籍，95%都毫无价值可言。但过去许多年来，这一领域中确实也出现了一些称得上伟大的著作。我选择这些书的标准是：对如何投资有非常重要的真知灼见，并有助于了解资金管理的情感因素，或加深对投资人贪婪兽性的理解。我可能一年最多只在我的书架上加一本新书。现在我的书架上，加上了洛温斯坦先生的这本书……对于每一个严肃认真的投资者、投资经理、以及交易者来说，这绝对是一本值得认真阅读的好书。《拯救华尔街》一书能扩大并加深读者对风险的认识和理解，是一本非凡而发人深思的作品。

《出版商周刊》(Publishers Weekly)

1998年9月中下旬，美联储召集了华尔街的各大投资银行注入巨资以拯救一个出现了重大危机的对冲基金。这项36亿多美元的救助计划公诸于众以后，人们都十分惊讶为什么会有这么多相对独立的银行会联合起来救助一个私人合伙制基金？言简意赅的答案是：这些银行担心该基金的崩溃将摧毁整个证券市场。而复杂的答案则可以在洛温斯坦所讲述的“难以消化”的细节中找到。而这一答案甚至可能会让那些连拿200美元来赌博都瑟瑟发抖的人们更加恐慌。

长期资本管理公司在1994年2月以12.5亿美元的资本开始营业，依靠其合伙人的天才和声誉，运用数学模型来进行连本带利的赌博并不断取得令人瞠目结舌的好成绩。洛温斯坦表示，这种迅速而巨大的成功在强化了基金的黄金梦的同时，也使得其投资人的自信过度膨胀。该书中，洛温斯坦将长期资本管理公司在1994—1997年那段成功时期的复杂的投资组合以及大量的贷款分列出来，同时，他把该公司由于原有的利润中心干涸而一步一步开始涉足的冒险行为都阐述得一清二楚。

这是一个引人入胜的故事，洛温斯坦先生将他的叙述与大量的数据、散文般的文体含糊地结合起来，使该书读起来有一种诗一般的朦胧感觉。

《纽约时报》(*The New York Times*)

本书内容丰富且引人入胜，思路清晰明朗，全面讲述了套利市场的成功和隐藏在其背后的风险、傲慢与贪婪，是一部不可多得的好作品。

《商业周刊》(*Business Week*)

在洛温斯坦的笔下，我们可以看到一个集贪婪和傲慢于一体的真实故事……他用他光彩炫目的才华为我们揭开了套利世界的神秘面纱。

《巴伦周刊》(*Barron's*)

令人信服的深度报道，非常清晰的叙述评析……洛温斯坦先生对长期资本管理公司故事的描述，情节内容清晰，人物个性鲜活，而且有极强的戏剧性……他出色地解释了导致长期资本管理公司起初获利丰厚、其后灾难重重的对冲套利交易的本质。

《华盛顿邮报》(The Washington Post)

本书真的可以说极具吸引力……长期资本管理公司在某些方面存在很多的谜团，很久以来，它都令人感觉到云雾缭绕。然而，本书的脱颖而出，却让世人能够清晰地看清它的幻灭，这非常令人着迷。

《华盛顿月刊》(The Washington Monthly)

本书结构清晰、内容风趣，情节引人入胜。作者文笔细腻而又不失幽默。此外，本书还囊括多学科的丰富内容：数学、金融学、管理学、统计学、社会学……最重要的是，他在书中向大家展示的普通大众如何运作巨额资金的金融模式，实在令人过目难忘，并且发人深思。

《纽约观察者》(The New York Observer)

洛温斯坦之所以能创作出如此扑朔迷离而又高水准的纪实故事，这和他作为记者的公正客观的心态是分不开的。他是一个天才，他那独有的敏锐客观的眼光，一针见血的叙述……总能令人眼前一亮。

《国际经济》(The International Economy)

想象一下这样一幕剧：一群极度聪明、控制惊人财富的华尔街巨头们，围坐在一起激烈争辩，来探讨拯救整个金融体系……你被吸引了吗？赶紧行动去看一看这本书吧。

《纽约时报书评》(The New York Times Book Review)

洛温斯坦，著名的金融专栏记者，他揭示了长期资本管理公司的种种投资战略……就是这些战略，使长期资本管理公司迅速成为华尔街的宠儿，但也导致了它最终的覆灭……

《图书馆杂志》(*Library Journal*)

这是一部奇妙的、关于一家在1998年9月获得了美联储36亿美元救助的合伙制对冲基金公司——长期资本管理公司的崛起、倒下以及复出的编年史。本书创作的主体建立于对6家主要参与援救长期资本管理公司的银行高层人物的采访。

作者洛温斯坦用高明的技巧和通俗易懂的笔调来帮助读者更加深入地了解这家基金公司的内部操作及各个合伙人之间的细微差别；关于市场的错误假设，电脑模型对于金融交易的影响以及监管的重要性等。

TheStreet.Com

这绝对是一本出色的、发人深思的经典读物。

Booklist online (本书2000年在该网站上排名前10位)

文笔流畅，内容更是引人入胜，实在是一部很好的著作。

salon.com (被誉为“互联网最佳报纸”)

洛温斯坦用通俗易懂的简洁方式阐述了在金融领域所发生的如此惊天大事件。然而，很少有人能够像他那样娴熟地进行论述。

令人眩晕的惊叹和遗憾

1998年9月23日，纽约。美联储会议室的空气几乎要凝固了。围坐在桌旁的是华尔街所有大银行的高管们，以及纽约证券交易所的主席和欧洲大型银行的代表。他们被召集起来是为了讨论一个非同寻常的议题：如何拯救一家在当时还仍然被同行格外艳美的对冲基金公司——长期资本管理公司（Long-Term Capital Management, LTCM）。罗杰·洛温斯坦的作品《拯救华尔街》讲述了长期资本管理公司所达到的不可思议的高度和这家公司戏剧性的陨落，以及美联储所采取的前所未有的救助行动。

洛温斯坦在这部著作中分析了围绕着长期资本管理公司的诽谤、学术研究与权威的关系，并以外科手术一样的精密度揭示了在它背后的层层数据。这一基金的神秘创建者，约翰·麦利威瑟为所罗门兄弟公司（1910年，由3个所罗门兄弟与人合伙组建。它是华尔街著名投资银行，20世纪80年代被誉为“华尔街之王”，90年代末被旅行者集团（现属花旗集团）并购。——译者注）效力了将近20年，在那里他通过雇佣顶级的经济学家组建了享有盛名的套利部门。在引起了美国证券交易委员会（SEC）的愤怒后，他离开了所罗门兄弟公司并迅速开始了下一个冒

险之旅。他怂恿了他在以前公司的同事，其中甚至包括前美联储副主席戴维·马林斯，来和他一起创立一家可以把其他所有的对冲基金都打败的对冲基金。

长期资本管理公司在1994年首次开始交易，尽管这些博士们缺乏社会技能并瞧不起那些达不到他们的智商高度的潜在投资人，他们依然募集了12.5亿美元。这个基金想要慢慢渗透进成千上万的交易中，对此该公司的合伙人之一——诺贝尔经济学奖获得者马尔隆·斯科尔斯曾说：“就像真空的5分硬币一样不会引起其他人的注意。”而他们的确也成功了，在最开始的2年，公司赚了16亿美元，在扣除合伙人的巨大开销之后，依然保持了40%的利润率。到了1996年的春天，它甚至已经拥有了1440亿美元的资产。但是它的结局也来得非常之快，洛温斯坦详细地描述了长期资本管理公司在1998年的每一个月中业绩下滑的细节，而这一切就在当年的8月达到了一个毁灭性的顶峰。同时他还详细描述了在这一时期其合伙人们那引人入胜的举动。

套利市场是非常复杂的，因此，洛温斯坦采用慢节奏在整本书中详细地分析了各种复杂而又十分吸引人的投资活动。然而，这个故事令人好奇的地方，隐藏于它那令人眩晕的节奏中（并不是指在这个基金短暂的生命中获得和失去的令人瞠目结舌的资金数目）。洛温斯坦那流畅、亲和而又引人入胜的笔触将整个故事讲得极其到位。这本书也很适合那些一直以来都对美联储所扮演的令人争议的角色好奇的人们来读。

长期资本管理公司简介

WHEN GENIUS FAILED

《华尔街日报》称长期资本管理公司为“华尔街最激勇的代表之一”。

《金融时报》将它形容为“以为自己聪明绝顶、不可能失败的基金”。

《商业周刊》将它的崩溃归结为“长期资本的火箭科学在发射台上发生爆炸”……

一、长期资本管理公司营造的海市蜃楼

1. 四大天王之一。美国长期资本管理公司创立于1994年，总部设在离纽约市不远的格林威治（Greenwich），是一家主要从事定息债务工具套利活动的对冲基金。

自创立以来，长期资本管理公司一直保持骄人的业绩，公司的交易策略是“市场中性套利”，即买入被低估的有价证券，卖出被高估的有价证券。其主要活跃于国际债券和外汇市场，利用私人客户的巨额投资和金融机构的大量贷款，专门从事金融市场炒作。它与量子基金、老虎基金、欧米伽基金一起被称为国际四大“对冲基金”。

2. 梦幻组合。掌门人约翰·麦利威瑟，被誉为能“点石成金”的华尔街债券套利之父。他聚集了华尔街一批证券交易的精英加盟：1997年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯，他们因期权定价公式荣获桂冠；前美国财政部副部长兼美联储副主席戴维·马林斯；前所罗门兄弟公司债券交易部主管艾里克·罗森菲尔德。这个精英团队内

荟萃了职业巨星、学术巨人、政界巨头、公关明星，真可称之为“梦幻组合”。

3. 骄人业绩。两位诺贝尔经济学奖得主将金融市场的历史资料、相关理论的学术报告和市场信息有机地结合在一起，通过电脑进行大量数据的处理，形成一套较为完整的电脑数学自动投资系统模型，建立起庞大的债券及衍生产品的投资组合，进行投资套利活动，他们凭借着这个优势，在市场上一路高歌。

1994—1997年，长期资本管理公司业绩辉煌骄人。1994年成立之初，资产净值为12.5亿美元，到1997年末，上升为48亿美元，净增长2.84倍！1994—1997年每年的投资回报率分别为：28.5%、42.8%、40.8%和17%。尤其是在1996年，长期资本管理公司持有大量意大利、丹麦、希腊政府债券，而沽空德国债券，该公司模型预测随着欧元的启动，上述国家的债券与德国债券的息差将缩减，结果市场的表现与模型的预测惊人的一致，长期资本管理公司获得巨大收益。

4. 致富秘籍。长期资本管理公司以“不同市场证券间不合理价差自然性生灭”为基础，制定了“通过电脑精密计算—发现不正常市场价格差—资金杠杆放大—入市图利”的投资策略。他们利用电脑处理大量历史数据，通过连续而精密的计算得到两种不同金融工具间的正常历史价格差，然后结合市场信息分析它们之间的最新价格差。如果两者出现偏差，并且该偏差正在放大，电脑就立即建立起庞大的债券和衍生工具组合，大举套利入市投资；经过市场一段时间的调节，放大的偏差会自动恢复到正常轨迹上，此时电脑指令平仓离场，获取偏差的差值。

5. 法宝之瑕。但是不能忽视的是，这套电脑数学自动投资模型也有一些致命之处：

- ① 模型假设前提和计算结果都是在历史统计基础上得出的，但历史统计永不可能完全涵盖未来现象；
- ② LTCM 投资策略是建立在投资组合中两种证券的价格波动的正相关的基础上。

尽管它所持核心资产——德国债券与意大利债券的正相关性为大量历史统计数据所证明，但是历史数据的统计往往会忽略一些小概率事件，亦即上述两种债券的负相关性。

6. “阴沟翻船”。1998年，金融危机降临亚洲，长期资本管理公司模型认为：发展中国家债券和美国政府债券之间利率相差过大，因此他们预测：发展中国家债券利率将逐渐恢复稳定，两者利差将会缩小。

但是，小概率事件发生了。同年8月，由于国际石油价格下滑，俄罗斯国内经济不断恶化，俄政府宣布卢布贬值，停止国债交易，投资者纷纷从发展中国家市场退出，转而持有美国、德国等风险小、质量高的债券品种。

俄罗斯金融风暴迅速引发了全球金融动荡，结果它所沽空的德国债券价格上涨，它所做多的意大利债券等证券价格下跌，它所期望的正相关变为负相关，导致两头亏损。它的电脑自动投资系统面对这种原本忽略不计的小概率事件，不断错误地放大金融衍生产品的运作规模。它利用从投资者那里筹来的22亿美元作为资本抵押，买入价值约1250亿美元的证券，杠杆比率高达60倍，由此造成公司的巨额亏损。它从5月俄罗斯金融风暴到9月全面溃败，短短的150天时间内资产净值下降了90%，出现了43亿美元的巨额亏损，仅余5亿美元，已走到破产边缘。

1998年9月23日，美联储出面组织安排，以美林证券（Merrill Lynch）、高盛（Goldman Sachs）、摩根为首的14家国际性金融机构注资36.65亿美元购买了长期资本管理公司90%的股权，共同接管了该公司，从而避免了它倒闭的厄运。

二、公司兴衰启示录

投机市场中不存在百战百胜的法宝，任何分析方法与操作系统都有缺陷与误区。长期资本管理公司的故事就是最有说服力的证据。以下是它的兴衰史给我们带来的启示，希望我们能从中学到什么。

1. 投机市场中不可能出现神圣，任何人都会犯错误。长期资本管理公司，拥有世界上第一流的债券运作高手约翰·麦利威瑟和艾里克·罗森菲尔德；拥有世界上一流的金融天才罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯；拥有国际上一流的公共融资人才戴维·马林斯。这个“梦幻组合”中每个人物都应对公司的重挫负有责任。因此，投资者不应迷信任何人，要有独立思考的能力。

2. 投机市场中不存在制胜法宝，任何分析方法与操作系统都有缺陷与误区。长期资本管理公司曾经以为自己掌握了致富秘籍，在国际金融市场上屡屡得手，自信满满。可是偏偏出现了他们所忽视的小概率事件，使其造成巨额亏损近乎破产。因此，投资者运用任何方法或工具在证券市场上进行运作时，必须认识到它们有时可能会出错，会使你错失一些机会。

3. 在投机市场上生存与发展，控制风险是永恒的主题。正因为证券市场上任何人、任何方法都可能出错，所以控制风险是投资者始终应牢记在心的铁律。如果你所依赖的方法或工具，在出错时仅仅使你错失一些赚钱机会的话，这并不要紧。如果它们出错时，有可能会令你伤筋动骨、全军覆没甚至负债累累，这样的风险就必须严格控制了。

4. 再复杂的金融模型也会受制于模型风险和参数风险，甚至模型越复杂、越高深，此类风险就越大。因此，模型应经过压力测试，并通过判断来调节。我们总是习惯于做事后诸葛亮，但应该想到，判断和抗压试验不能避免，因为它可以用于减轻这种灾难。

5. 应当跨业务线将所有共同风险敞口加总。许多大型银行不同业务部门都在俄罗斯债券危机中陷入危机，但仅仅是在长期资本管理公司危机曝光之后才意识到这些危机的共性。例如，这些银行在它们的套利交易柜台上持有俄罗斯债券，它们在贷款业务中给俄罗斯公司提供商业贷款，又通过其经纪业务贷款给长期资本管理公司，从而间接接触到俄罗斯危机。这些银行的风险管理部应事前发现这些共同联系，进行汇报或者降低风险集中度。

导 言

WHEN GENIUS FAILED

救 LTCM= 救市？

纽约联邦储备银行坐落于华尔街心脏地带的一座灰色石基的大平台之上。这座建于1924年的纽约地标性建筑平时悄无声息，在它那些生机勃勃、富于企业家精神的邻居的遮盖之下，人们几乎感受不到它的存在。在这个区域中，各种折扣店和午餐店星罗棋布，证券经纪公司和银行举目可见。紧贴在纽约联邦储备银行旁边的，是一家修鞋店和一家日本烧烤店。再过去一点，是大名鼎鼎的大通曼哈顿银行。在几个街区之外，你可以看到J.P. 摩根公司的身影。从J.P. 摩根公司往西一直到哈德逊河畔，美林证券大厦赫然在目。在哈德逊河对岸，美林证券众多有钱的大客户就居住在那里。与许多银行摩天大楼开放、大气的格局格格不入的是，纽约联邦储备银行这座佛罗伦萨文艺复兴主义气息极为浓厚的建筑前，却一直戒备十分森严。它那个性鲜明的拱形窗上安装了铁窗，在它自由街的主入口处，安放着一座铸铁锻造的黑色警卫岗亭，与“自由”大街的名称，相映成趣。

纽约联邦储备银行是美国中央银行——联邦储备系统的一个发言人，也是它最主要的发言人。由于其紧邻华尔街，因此，纽约联邦储备银行一向被视为是位于华盛顿的由高深

莫测的艾伦·格林斯潘领导的联邦储备理事会了解市场动态最重要的耳目。

高大魁梧的纽约联邦储备银行总裁威廉·麦克多诺经常会走到银行家与交易员中间，与他们倾心交谈，希望借此掌握银行家和证券交易员茶余饭后、口耳相传的一些谈资。在这里，威廉·麦克多诺特别希望能听到一些可能会对市场，或极端地说，对整个金融系统造成不利影响的谈论。但不管他听到些什么，威廉·麦克多诺都只能躲在幕后。因为联邦储备银行一直是一个备受争议的机构。一方面它是一个立法管理者，是人民的公仆；另一方面它又和华尔街的大富豪们把手言笑，



美联储前主席艾伦·格林斯潘

相聚甚欢，是一个在民主式混乱市场上极其封闭的政府官僚机构。因此对于威廉·麦克多诺来说，不管情况如何变化，不到万不得已，他必须隐忍不发。因为他的任何干预，哪怕是一丁点的干预，都会极可能引发一场市场危机，或危言耸听一点，都会引发一场市场战争。但到了1998年初秋，威廉·麦克多诺出手干预了，而且出手相当不凡。

麻烦发端于小事情。大灾难往往发端于小麻烦，这句话真的屡试不爽。茶叶被倾倒入海，公爵遭到暗杀，战火即将被点燃，危机就此爆发，世界从此面目全非。而此时此刻的导火线就是长期资本管理公司，总部设在离华尔街大约40英里（1英里=1.6093千米。——译者注）的康涅狄格州（Connecticut）格林威治的一家合伙制私人投资管理公司。这家大约由200名雇员来管理的长期资本管理公司只有100名客户。在美国，听到过长期资本管理公司这个名字的人，100个人中绝对不会超过1个。事实上，仅仅只在5年前，这家公司及其管理的基金根本还不存在。

但1998年9月23日下午，长期资本管理公司绝对不是一个小角色。为了解决它所带来的问题，威廉·麦克多诺召集了联邦储备银行所管辖的十几位银行大亨来进行讨论。

银行家信孚 (Bankers Trust)、贝尔斯登 (Bear Stearns, 成立于 1923 年, 是华尔街第五大投资银行。在 2008 年的次贷危机中严重亏损, 濒临破产而被收购。——译者注)、大通曼哈顿、高盛、J.P. 摩根公司、雷曼兄弟公司 (Lehman Brothers)、美林、摩根斯坦利添惠 (Morgan Stanley Dean Witter, 提供包括证券、资产管理、企业合并重组和信用卡等多种金融服务, 后改名为摩根斯坦利。——译者注)、所罗



威廉·麦克多诺

门美邦公司 [Salomon Smith Barney, 1997 年所罗门兄弟公司与旅行者集团 (Travelers Group) 的 Smith Barney Inc. 合并, 组成所罗门美邦公司, 所罗门美邦公司现隶属于全球最大金融控股公司花旗集团 (Citi Group)。——译者注] 等银行业巨头的头脑们齐聚纽约联邦储备银行 10 楼会议室, 不是为了讨论援助拉丁美洲国家, 而是为了讨论如何拯救他们自己其中的一个或几个, 这是有史以来的第一次。

纽约证券交易所主席和欧洲各大银行的代表也参加了这次会议。由于从来没有这么多大人物在这里参加过会议, 纽约联邦储备银行甚至都无法凑齐足够的高背皮靠椅, 最后只能让后来的几位金融业巨子, 蜷缩在钢折椅上, 参加了这次会议。

尽管威廉·麦克多诺本人是一名为公众服务的政府官员, 但此次会议的举行是极为秘密的。公众所了解的情况是, 美国股市正处在一个史无前例的“大牛市”之中, 尽管由于受 8 月俄罗斯无法按期清偿其卢布债务而导致国际债券市场受到大量未清算的影响, 美国证券市场在初秋出现了轻微回调 (其实, 股市出现初秋回调这种现象已出现过许多次了)。但是, 这并不是威廉·麦克多诺召集这次会议的原因。

长期资本管理公司这家债券交易基金正濒临倒闭。这家对冲基金的基金经理是前所罗门兄弟公司赫赫有名的交易员约翰·麦利威瑟, 一位因行事谨慎、为人随和而广受银行界欢迎的中西部人。正是由于或者说主要由于他的缘故, 许多银行才会以十分优惠的条件, 向长期资本管理公司提供大量的资金。事实上, 约翰·麦利威瑟只是长期资本管理公司的一位前台人物, 该公司的核心人物是一群天资过人的博士级