

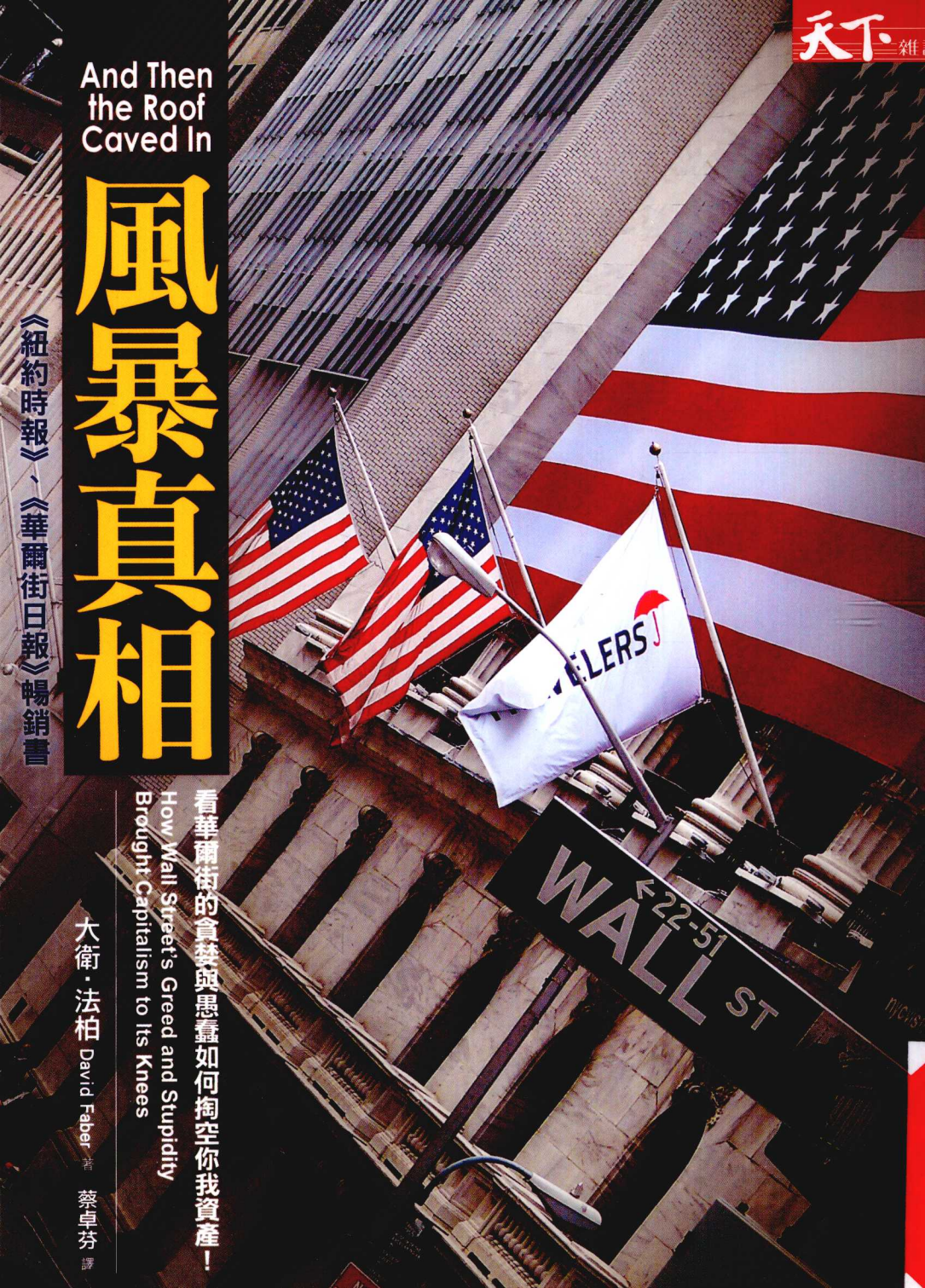
And Then
the Roof
Caved In

風暴真相

《紐約時報》、《華爾街日報》暢銷書

看華爾街的貪婪與愚蠢如何掏空你我資產！
How Wall Street's Greed and Stupidity
Brought Capitalism to Its Knees

大衛·法柏 David Faber 著 蔡卓芬 譯



人

風暴真相



風暴真相

看華爾街的貪婪與愚蠢如何掏空你我資產！

And Then The Roof Caved In

How Wall Street's Greed and Stupidity Brought Capitalism to Its Knees

作者／大衛・法柏 (David Faber)

譯者／蔡卓芬

責任編輯／傅叔貞、王慧雲

審稿／戴德昇

封面設計／陳則緯

封面攝影／狄 英

發行人／殷允芃

出版者／天下雜誌股份有限公司

地址／台北市 104 南京東路二段 139 號 11 樓

讀者服務／(02) 2662-0332

傳真／(02) 2662-6048

天下雜誌 GROUP 網址／<http://www.cw.com.tw>

劃撥帳號／0189500-1 天下雜誌股份有限公司

法律顧問／台英國際商務法律事務所・羅明通律師

印刷製版／中原造像股份有限公司

裝訂廠／政春實業有限公司

總經銷／大和圖書有限公司 電話／(02) 8990-2588

出版日期／2010 年 1 月 6 日第一版第一次印行

定價／300 元

Original Title: AND THEN THE ROOF CAVED IN

Copyright © 2009 by David Faber

Complex Chinese translation copyright © 2009 by CommonWealth Magazine Co., Ltd.

Complex Chinese language edition published in agreement with David Faber c/o Waxman

Literary Agency, Inc., through The Grayhawk Agency

ALL RIGHT RESERVED

書號：BCCF0168P

ISBN：978-986-241-084-4 (平裝)

(英文版 ISBN：978-0-470-47423-5)

天下網路書店：<http://www.cwbook.com.tw>

天下雜誌出版部落格：<http://blog.xuite.net/cwbook/blog>

天下讀者俱樂部 Facebook：<http://www.facebook.com/cwbookclub>

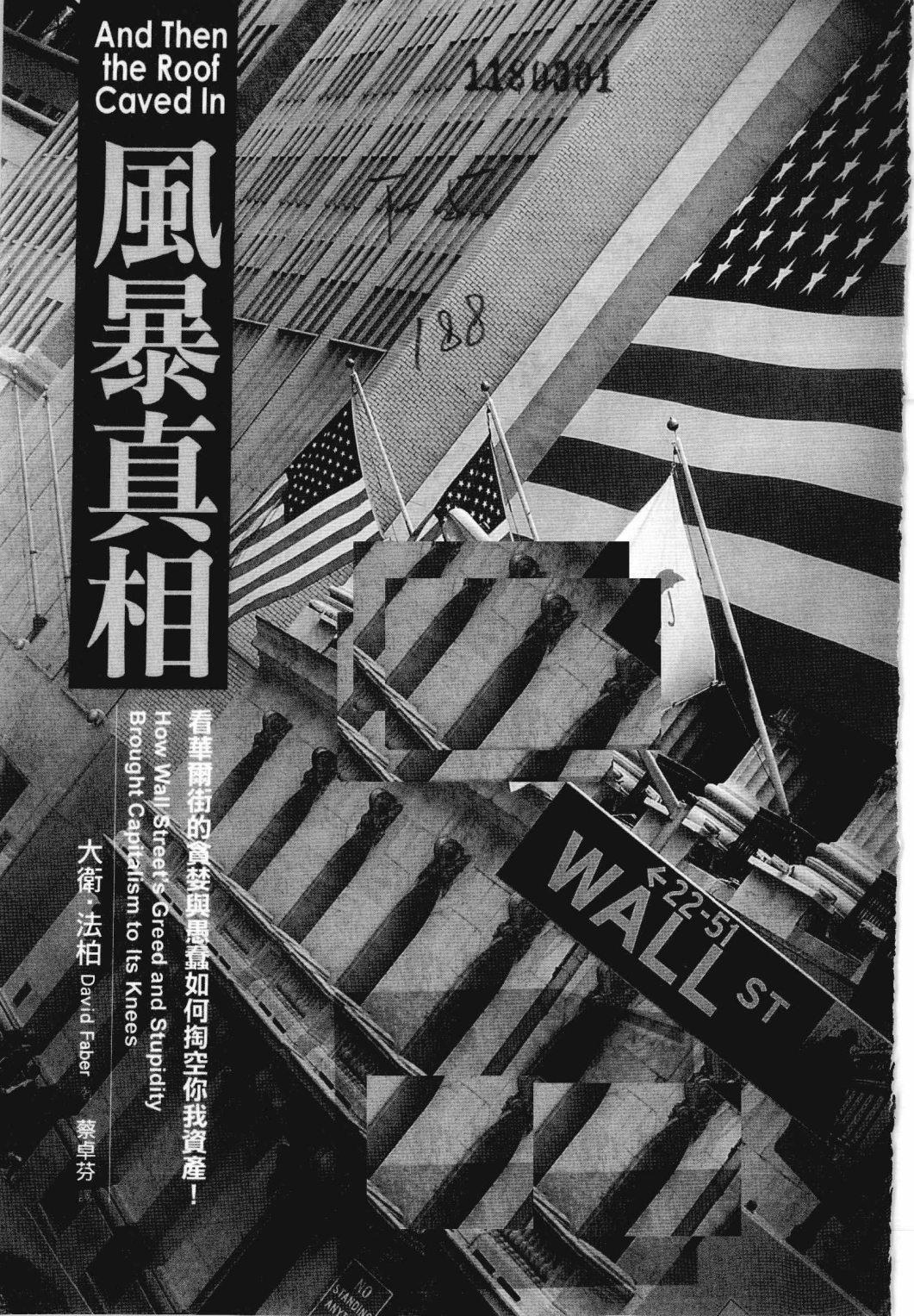
And Then
the Roof
Caved In

風暴真相

看華爾街的貪婪與愚蠢如何掏空你我資產！
How Wall Street's Greed and Stupidity
Brought Capitalism to its Knees

大衛·法柏 David Faber

蔡卓芬



目錄

序曲

風暴前夕

5

第一章

從一個泡沫到另一個泡沫

21

葛林斯班有所不知，他的降息政策已使商業活動如猛虎出閘。

第二章

人人都想有個家

35

這是計劃利用銀行的展延方案，為自己開展事業，而引爆次級房貸危機的故事。

第三章

蓬勃發展的次級貸款

47

二〇〇三至二〇〇七年間爆發的次級房貸問題，大部分被貸出來的錢並非用於購買新屋，因為大多數人只是將現有房屋的房貸做為再融資工具。

第四章

門戶洞開

對葛老來說，次級房貸一直以來只稱得上是小型的利基市場。因此，當葛蘭林區針對次級房貸的危險提出警告時，葛林斯班並未多加理會。

第五章

幕後的推手

糟糕的房貸產品快速繁衍，加上華爾街的購買意願，創造出根本不該出現的房貸需求，這是之前的利率循環從未出現過的現象。

第六章

共謀

投資銀行打造一份MBS交易，希望債券的特定比例能獲得AAA評等；信評業者則負責告訴他們，該怎麼做才能達成目標。

第七章

雪上加霜的證券化

之所以有那麼多的CDO獲得AAA信用評等，是因為「有太多方法，可以把爛貨變成AAA評等的產品」。如果你只負責遵照規則、並不考慮規則的精神，那麼，要做出這種評等並不難。

第八章

挪威那爾維克一遊

當信用危機於二〇〇七年夏季爆發時，所有與CDO相關的產品都有如風中殘燭，其中也包括那爾維克購買的爛貨——即便這項產品並未直接連結美國的房貸市場。

第九章

未來早已被出賣的美林

歐尼爾在美林待了二十多年，並於二〇〇二年當上執行長。他增加獲利的方式是讓美林承擔更多風險，衝入隨時可能崩盤的房貸市場。

第十章

紙牌堆砌的房子

巴斯花了好幾個月的時間研究美國的房貸市場，確定貸市場一定會終結。這是由屋主、房貸貸款業者、華爾街銀行家與銀行的監理單位手上紙牌堆砌出來的結果。

第十一章

然後，屋頂塌了

當房價不再上漲，再融資的自由被收回，有房貸卻突然發現自己無能力繳款的人一時也找不到退場策略，只好不再償還房貸貸款。

尾聲

海嘯來襲

序曲

風暴前夕

時

間回到二〇〇八年的九月十四日。我結束一天的奔波，回家與家人團聚，一方面希望能癱在沙發上放空，一方面卻覺得不大可能。我試著盡可能說服自己，這個星期天很不尋常。我一直緊張地等待這一刻，等到星期五離開辦公室，終於能夠開始撥電話找人談話，了解過去二十二年來我所報導的金融世界，為何成了過去式。

當我週五離開財經新聞頻道CNBC總部時，雷曼兄弟（Lehman Brothers）投資銀行顯然已深陷泥淖。過去幾個月來，我不斷報導雷曼兄弟面臨困境、情勢每況愈下的新聞。自從信用崩盤的問題爆發後，它即不斷與信心危機奮戰。雷曼從事的是金融業，隨時都在與其他企業進行巨額的金錢交易，必須隨時與生意夥伴維持互信。從信任消失的那一刻起，雷曼隨即無力履行義務，只好關門大吉，一如前例：同業貝爾斯登（Bear Stearns）投資銀行。雷曼的投資者與主要往來企業憂心忡忡，擔心雷曼的資產負債表隱匿了實情。雷曼的抵押借款業務向來龐大，儘管不斷對外保證與地產相關的資產都已用恰當的價值計價，很多人仍抱持懷疑。

二〇〇八年一整年，儘管受謠言與懷疑所擾，雷曼仍不時擊劃著美麗未來。然而，雷曼始終無法完全瓦解大家對它資產負債表真實性的疑慮。就像癌症雖然已緩解、似乎

受到控制，實際上仍潛藏在體內一樣。對雷曼而言，癌細胞就在最後幾週帶著仇恨反撲。當我週五下班時，情勢似乎已很清楚，這家屹立一百一十四年的投資銀行已難逃被出售的命運。即便買賣談不攏，也沒有跡象顯示雷曼將持續營運。所有情況只意味著一件事：破產。

我把電話拉到腿上，電視正轉播著足球賽；不知何故，我其實希望一切都煙消雲散。當我檢視聯絡名單、決定撥打的對象時，腦中回到三個月前我與雷曼投資銀行執行長理查·富爾德（Richard Fuld）會談的畫面。我和富爾德多年未見，都卻不約而同地認為當時是重逢的好時機。於是，六月的某個下午，我前往富爾德位於曼哈頓中城的辦公室，希望能更完整了解由他領軍了十四年的雷曼究竟是怎麼了。會面的前一天，雷曼才發布消息，指出第二季財務虧損高達二十八億美元，但剛募得六十億美元。雷曼的狀況實在不好，卻擺出希望有人能救亡圖存的姿態。

整場會面多是富爾德在發言。他似乎努力地提出新說法，解釋為何公司在未來一年仍能持續成長。我恭敬地坐著，聽他談論雷曼的全球加盟與各種房地產金融以外的生財之道。富爾德是個硬漢。然而，當我倚向椅背、聆聽他高談闊論，如何領導雷曼創下豐

功偉業，他似乎又變得遙不可及，彷彿全球最新的金融局勢跟他並無太大關聯。事實上，在當時的氣氛下，大家對所有金融企業都抱持懷疑態度。

就在會談快結束時，我問富爾德，為何他會批准豪擲一百五十億美元，收購將大幅增加公司房地產持有部位的大型房地產投資信託公司 Archstone。雷曼大可退出這筆交易。退出交易固然可能損及商譽，但既然房地產市場前景不明，這麼做反而能挽救數十億的潛在損失，以及各界對這筆交易損失金額的無止盡猜測——這些猜測只會讓外界對雷曼的償付能力更沒信心。富爾德似乎很訝異我提出這個問題。他說，「這是不錯的交易。直到現在我們還是這麼想。」我真的覺得，我的提問有可能激起他自我反省、甚至批判。然而，這就是富爾德。他真的如此相信。就在會談後兩天，富爾德開除了長年追隨他的雷曼第二號人物喬·格雷戈利（Joe Gregory），以及財務長艾林·卡蘭（Erin Callan）。

接連響起的幾通緊急電話讓我稍微跟上事件的進展。雷曼已與美國銀行（Bank of America）及巴克萊集團（Barclay's）談論收購，但直到本週仍無結論。關鍵原因在於：美國政府當時明確表態不會介入承擔雷曼的不良資產。由於欠缺政府奧援，原本有興趣

的買家疑心又起。前兩天還看起來未必發生、幾個月前和富爾德會談中也打聽不太出來的事，現在卻變得大有可能：雷曼兄弟銀行正瀕臨破產邊緣。

對我職涯中最漫長的一夜來說，這還只是個開端。就在那個星期天傍晚的幾週前，我正在長期追蹤另一家出現驚人衰退的公司；這家公司的知名度雖不及雷曼兄弟高，但這個案例對檢視全球金融體系的體質卻相當重要。AIG (American International Group，美國國際集團) 是全球最大的保險公司之一，莫理斯·葛林柏格 (Maurice Greenberg) 帶領 AIG 在保險界稱霸一方，締造無人能及的成績。葛林柏格撰寫的法規在全球許多國家主導了交易與保險的進行。多年來，AIG 在美國蟬聯多屆「最具價值的財金公司」，市值一直維持在一千五百億美元左右。二〇〇六年，高齡八十一的葛林柏格因公司交易問題遭紐約州檢察長艾略·史皮茲 (Elliott Spitzer) 起訴，被迫離開 AIG。此後，AIG 即不復往日風光。許多葛林柏格任內承受的風險，只有他自己了解，很少人真正關心、了解 AIG 的財務狀況。

身為記者，我習慣跟隨消息來源走。當全世界追著雷曼兄弟急速衰退的新聞跑時，我發現自己對 AIG 的發展更有興趣——因為我有一群認識多年、在 AIG 辛勤工作

的朋友。AIG當時已深受一連串季報損失所苦，股價急遽下跌。就在那個星期天晚上的幾週前，AIG的市值已下跌了五百億美元。許多投資人與交易雙方當時的注意力還在雷曼兄弟銀行破產的可能性上，幾乎沒人想像得到，同樣的命運有可能也降臨AIG。

那天晚上，有一通電話我永遠忘不了。當時，我嘗試撥打電話，希望從消息來源身上得到對當晚事件的看法；話筒那端傳來相當鎮定的聲音，是個在AIG工作多年的人。

我問他，雷曼破產的事件會引發保險業者的憂慮嗎？他回答，「這不是他們擔憂的事。」我接著問，「何以見得？」他說，「因為他們已自身難保。」我想一定是我聽錯了。「此話怎講？」對方回答，「你認為呢？」

我猜的沒錯，今晚將是漫長的一夜。

AIG經營的保險事業雖然受到法律的嚴格管制，但也透過旗下未受管制的業務

與現代金融體系裡的財務工具連結。多年來，AIG 的信用評等向來維持 A A A 的最高肯定，AIG 也因此得以用只較美國聯邦政府稍高的成本貸款。正因為貸款的成本不高，AIG 灑錢做了不少蠢事，積極參與「CDS」(CDS，credit default swap)市場就是其中的代表作。

AIG 的辯解是，CDS 其實是一種保險形式。AIG 提供買家 CDS 的保險，可當成債務工具的避險方式，不論是公司債、車貸或是讓 AIG 悔恨許久的次級房貸。任何被保險方認為可能出現違約的契約，就有提供 CDS 的可能。投資人認為的違約風險愈高，CDS 的價格就愈高。在 CDS 市場失去控制之前，AIG 在這項商品上獲利頗豐，跟華爾街其他企業沒什麼兩樣。這部分在第六章裡有更多介紹，在此可說的是，AIG 並未妥適估算所有售出的信用違約交易風險有多大。

我撥出更多電話。我與另一個知道企業內部情況的消息來源聊了很久。根據他的說法，AIG 在本週五已無法展延商業本票。這是非正式的閒聊，我無法在報導中引述，但這項消息讓我了解 AIG 的情況有多糟。商業本票市場主要提供高信用品質的企業進行短期籌資。在市場裡，企業可以用三十天、六十天或九十天為期，籌措幾十億

資金；待還款期限一到，多數企業只會繼續以三十天、六十天或九十天為期「展延」票據。當沒人願意購買某家公司的本票時，代表該公司「軋」不出票來，問題於焉產生。現在，我了解為何 AIG 正「自身難保」了。只要無法在商業本票市場裡借錢，公司的資金將會迅速燒光。

事情發展至此，似乎是我打電話回電視台的好時機。CNBC 的週日通常相當安靜，因為 CNBC 週末不播現場節目。雖然電視台內仍有一堆人在辦公、也有一些製作人在預錄隔天早上的節目，無論如何，電視台總部的星期天晚上是個寂寥的地方。然而，那天不一樣，大家已忙成一團。我只知道，現場直播節目將從晚上八點開始播出。顯然，我已不能任由在足球賽為背景音效之下，坐在沙發上回報最新消息。我洗了澡、穿上西裝，直奔辦公室。

晚上六點前，新聞已陸續從各方湧入。來自《華爾街日報》與《紐約時報》的報導令人傻眼。報導指出，雷曼投資銀行向美國聯邦準備理事會或財政部的遊說失敗，政府將不對雷曼進行紓困。另一則完全被我漏掉的報導指出，美國銀行已結束和雷曼才剛展開不久的合作探詢，開始研議其他的可能；而買下美國最大、最重要的券商「美林」

(Merrill Lynch)，則幾乎要拍版定案了。我於是了解，美林證券害怕一旦雷曼聲請破產自己將步上後塵，因此決定以出人意料的价格，倉促完成這筆交易。

既然雷曼與美林的新聞已被本台記者與其他同業廣泛報導，我決定專注在 AIG 上。我坐在辦公桌前，伸伸懶腰後，開始撥打另一輪電話。財經線跑了二十幾年，我曾採訪一九八九年德崇證券 (Drexel Burnham Lambert) 破產案，報導過一九九〇年的儲貨崩盤。我運氣夠好，一九九八年的避險基金「長期資本管理」(Long Term Capital Management) 風暴，以及二〇〇二年的世界通訊 (Worldcom) 舞弊案都讓我碰上了。我也報導過九〇年代的科技泡沫榮景與二〇〇〇年代初期的科技起飛。而現在，我仍堅守崗位，關注三項各自獨立，卻很有可能是近十年來最重大的金融新聞，並且發生在一個晚上。

記者與消息來源的關係一向錯綜複雜，「持續追蹤」是唯一不變的法則。在與四、五個人通完電話、進一步了解事件的來龍去脈並獲得更多不同的看法後，我通常會回頭尋找最初的消息來源，試著套套對方的話，並且告知自從上次與他通完電話後，我又獲得了更多訊息。我覺得這是明智的做法。「我已經知道這些，你能再跟我談談這件事

嗎？」而且，既然知道 AIG 已絕望地嘗試募資，且與私募基金以及華倫·巴菲特（Warren Buffet）接觸過，我決定再打給最初提供我訊息的消息來源。

他向我證實，AIG 正與私募基金和其他可能的金主洽談。AIG 打算抵押旗下一些業務以取得短期「過渡貸款」，等到這些業務售出後再償還。然而，相關的接觸與會談並不樂觀。AIG 需錢孔急，但其他企業卻希望花時間了解 AIG 真實的財務狀況，再決定是否投入資本。消息來源告訴我，AIG 不得不轉而向聯邦準備理事會求援，寄望美國央行能提供兩百億美元的過渡貸款。然而，當時的財政部和聯邦準備理事會才剛決定放手讓雷曼倒下，對 AIG 的請求自然是裝聾作啞。

當晚，CNBC 的現場直播節目從傍晚播到午夜。然而，就在節目收播後不久，美林證券即宣布即將被美國銀行收購。又過了幾小時，雷曼兄弟銀行聲請破產。反倒是 AIG 沒有大動作，因為它的資金尚未用罄。

到了週一，一群 AIG 的高階主管和顧問湧進美國聯邦準備理事會位於紐約的辦公室。AIG 的財務狀況愈來愈糟，壞消息紛至沓來，往來的企業認為 AIG 的前途