

金融往事

恐慌、危机和迟来的复苏

PANICO
The Story of Modern
Financial Insanity

『说谎者的扑克牌』『大空头』作者

[美] 迈克尔·刘易斯

我们不可能奢望这个经济时代没有欺骗
我们不可能要求华尔街节制自己的欲望
当一个疯狂的金融时代尘埃落定时
当华尔街的雅皮士时代走向没落时
我们迎接的下一个金融王者又会是谁？



中信出版社 CHINA CITIC PRESS



PANIC 金融往事

恐慌、危机和迟来的复苏

「美」迈克尔·刘易斯
李浩 陈

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

金融往事：恐慌、危机和迟来的复苏 / (美) 刘易斯著；李浩，陈超译. —北京：中信出版社，2011.5
书名原文：Panic: The Story of Modern Financial Insanity
ISBN 978-7-5086-1839-5

I. 金… II. ①刘… ②李… ③陈… III. 金融—经济史—世界 IV. F831.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 218201 号

Panic: The Story of Modern Financial Insanity

Anthology copyright © 2009, Michael Lewis and McSweeney's

Introduction copyright © 2009, Michael Lewis

Simplified Chinese translation edition © 2011 by China CITIC Press

ALL RIGHTS RESERVED.

本书仅限于中国大陆地区发行销售

金融往事——恐慌、危机和迟来的复苏
JINGRONG WANGSHI

著 者：[美] 迈克尔·刘易斯

译 者：李 浩 陈 超

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：北京通州皇家印刷厂

开 本：787mm × 1092mm 1/16 印 张：21.5 字 数：318 千字

版 次：2011 年 5 月第 1 版 印 次：2011 年 5 月第 1 次印刷

京权图字：01-2009-3715

书 号：ISBN 978-7-5086-1839-5 / F · 1848

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。

<http://www.publish.citic.com>

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

服务热线：010-84849283

服务传真：010-84849000

PANIC

The Story of
Modern Financial
Insanity

序

探秘华尔街黑洞

次级抵押市场发生的无休止的崩溃事件中，令人印象深刻的莫过于“公平”二字，我们几乎无法清晰界定谁是受害者，谁又是罪犯。数以百万计疏于防范金融风险的普通民众已经损失了数十亿美元，但同样也包括华尔街曾经的“明星”，他们都将宝押在了相同的赌注上：“只升不跌的不动产”。与那些住在洛杉矶与圣迭戈之间的郊外荒地上的低收入者丢掉了他们美轮美奂的住宅类似，美林公司（Merrill Lynch）前CEO斯坦·奥尼尔也因同样的原因被解职，即都忽视了一件看起来似乎不可能发生的事：金融危机。回顾起来，一小部分在次级抵押债券市场上损失了上百亿美元的华尔街商人看起来与走在大街上的人一样的天真和愚蠢，但我们可以换一个视角来看待这个问题，首先走在大街上的人遵循着同样愚蠢的法则，而这个法则曾经是这些华尔街商人在过去数十年中的座右铭。

如果一定要挑出这些法则第一次露出弱点的时刻，那就非1987年的股市危机莫属。这个时代中所发生的各次金融恐慌断断续续地出现在此次危机之前、之中和之后。“黑色星期一”是第一波：一场看起来会导致灾难性

社会和经济后果的动荡最后却根本没有什么严重的影响。互联网泡沫的破灭、亚洲金融危机和俄罗斯政府债券引发的长期资本管理公司（Long-Term Capital Management）在对冲基金市场上的失败，所有这些极端案例都被浓缩成一段捕风捉影的短期金融历史，而且这些案例在高峰期似乎有一种能改变我们所熟知的世界的力量，但事实证明没有一个事件对美国的经济或普通市民的生活构成了威胁。

但 1987 年的崩溃也有一些其他的意味——这场危机不是由不动产，甚至不是可预见的经济问题引起，而是根源于日益复杂的金融市场。加利福尼亚大学伯克利分校的两个教授发明的投资组合保险策略，已经被看起来很明智的投资者所广泛采用。投资组合由华尔街最有影响的布莱克—斯科尔斯期权定价模型（Black-Scholes Option Pricing Model）发展而来，该模型基于交易者会通过持有空头头寸并在市场下跌时增加持有来规避市场风险的假设。几乎每一个员工的持股计划都将布莱克—斯科尔斯期权定价模型作为行动的准则。处于美国股票市场中并有风险意识的养老基金经理无须打电话给华尔街掮客，只需在斯坦福 500 种股票指数市场上买入看跌期权（一种以事先设定的价格卖出以减少潜在损失的期权）即可。（基金经理们可以根据标准普尔下跌的情况卖空从而以低价创设自己的卖出期权，因此，理论上说可以避免所有的市场风险。）

多么完美无缺的理论！除了当市场在持续下跌并且没人愿意买入，以致无法卖空时才略微显出疲态，然而，如果有太多的投资者在市场下跌时清仓，却恰恰会导致其实一直想避免的灾难。他们抛售的预期推动了市场的下滑，触发更大的抛售浪潮，并最终将市场推向无底的深渊。这就是在 1987 年 10 月 19 日那天所发生的，在真实的世界所呈现的崩溃与恐慌中，布莱克—斯科尔斯的理论显得如此的不切实际。甚至最大的投资组合保险公司（Leland O'Brien Rubinstein Associates，由发明投资组合保险理论的两教授利兰德[Leland]和鲁宾斯坦[Rubinstein]联合创建并运营）都试图抛售但同样没有成功。

令人不解的是，布莱克—斯科尔斯期权定价理论的失败却没有引起华尔街哪怕是一丁点儿的质疑。“如果你要反对这个理论，”一位长期浸淫在深奥

的金融期权理论的投机商说道，“那就是在为自己的愚蠢作注脚。”数学是这样的高深，学者们是如此的聪明，一个没有数学学位的人是不可能去终结这个理论的。但在1987年的股灾之后，那些在华尔街大型公司里销售抵抗金融风险产品的零售商却从中多少嗅出一些异样的气息。结果是通过市场的联动——包括股票、货币、债券市场——用于抵抗金融风险的保险产品的价格上升了，再加上布莱克—斯科尔斯期权定价理论的失败，所有这些至少反映出两种新的思潮：其一，价格的巨大波动越来越频繁，这超出了布莱克—斯科尔斯模型的假设框架；其二，通过股票市场本身的买卖行为无法制造出一个期权，因为市场不允许。当你非常迫切地希望买入或卖出时，别忘了其他人也怀有同样的想法，所以必然会削弱你本应有的优势。

“没人再去相信所谓的假设。”说这句话的人是约翰·西奥，他是费马资本管理公司（Fermat Capital）的合伙人，这家公司管理着超过20亿美元的巨灾债券。（主要是类似于飓风、地震引发的巨灾的看跌期权。）“很难相信有人——是的，包括我——曾经相信过，这有点儿像当火灾危险忽大忽小时不断地增加或减少自己的保单金额，当有一天你的房子着火了，你会给保险公司打电话说要增加保额吗？”

这很有意思：应对金融灾难的保险所依据的基础理论在真正的恐慌发生时却无法发挥作用。少数明智的投资者抛弃了理论，而市场本身却还在继续，而且实际上这种理论的影响还通过种种奇异的途径在迅速蔓延。到2006年底，根据国际清算银行的估计，金融衍生市场拥有415万亿美元的资金——415万亿缺乏令人完全满意的定价模型支撑的有价证券，除此之外还有外汇贸易期权、员工认股权、抵押债券以及只有上帝才知道的其他地方存在的数万亿美元等，这些大概都是用布莱克—斯科尔斯模型的某些版本来定价的。投资者想知道他们购买的产品的理性价格，即使这需要信仰的某种飞跃。西奥说：“模型创造了市场，市场追随着模型，所以市场出现后身处其中的人，至少一部分人已觉察到布莱克—斯科尔斯模型并未起到作用。对于一些特定的风险——稀少而极端案例中的风险——该模型不是错了一点，是大错而特错。因为市场的出现乃至繁荣的唯一原因是人们认为布莱克—斯

科尔斯模型能公平地定价。”

但布莱克—斯科尔斯模型名不符实，价值万亿的有价证券被定价时并未考虑到潜在的金融危机和恐慌。问题是，直到最近也没有人敢大声地抱怨这个模型。世俗之人也许对僧侣抱有某些疑虑，却不愿意表达出来，然而现在随着次级市场危机的爆发，对“神”的反抗正在酝酿形成。

其中一个领导者是畅销书《黑天鹅》(*Black Swan*)和《随机致富的傻瓜》(*Fooled by Randomness*)的作者纳西姆·尼古拉斯·塔勒布(Nassim Nicholas Taleb)，一家大型法国银行曾经的货币期权交易员。塔勒布肯定地指出了他个人第一次对布莱克—斯科尔斯理论感到疑惑的日期：1985年9月22日。当时，来自日本、法国、德国、英国以及美国的中央银行行长们表达了抑制美元的意图——让美元相对其他国家的货币贬值。每天，塔勒布都会收到一张从他所在的公司发过来的交易形势清单，然后从一个矩阵中，他能知道在各种外汇波动中他所管理的业务的盈亏。在9月22日那天，当宣布美元贬值的声明发布后，他赚钱了，但他自己却毫不知情。“我不清楚自己所面临的形势，”塔勒布说，“因为这个变动在矩阵之外。”法兰西银行的风险分析程序认为如此巨大的货币贬值平均数百万年才发生一次，因此不值得考虑。

塔勒布在那天赚到的一大笔钱并不能归功于周密的计划，而且也没有让人感到高兴。“从巴黎来的身着黑色西装的人告诉我，成功的唯一解释是我很好地规避了风险。”但这并不符合事实，他们错误地估计了金融市场中风险的本质。“从那以后我开始重新评估相关历史，”他说，“从而发现这种情况无时无刻不在。”塔勒布困惑于期权市场的定价方式，因为著名的布莱克—斯科尔斯理论总是低估了极端和小概率事件所带来的风险。他将赚得的利润几乎全买了灾难保险，按照布莱克—斯科尔斯理论，这种买卖是赚钱的生意。当1987年10月19日那天到来的时候塔勒布准备好了，“那是我作为交易员回报的97%”，他说。

过去的两年里，塔勒布在曾经刊登布莱克—斯科尔斯模型的理论期刊上与人合著了两篇论文，用相同的逻辑（数学）正面抨击了该模型，并且极力

呼吁收回曾颁给迈伦·斯科尔斯 (Myron Scholes) 和罗伯特·默顿 (Robert Merton) 的诺贝尔奖。“我要向默顿和斯科尔斯声明”，塔勒布说，“你们这些家伙就是寄生虫，没有给市场带来任何有用的东西。你们试图教鸟如何飞行，看着它们飞，然后把这看成是一种荣耀。”

不止如此，塔勒布还讽刺这些训练鸟如何飞行的理论只会让飞行更加困难。如同约翰·西奥——如同许多既懂得布莱克—斯科尔斯模型，又熟谙市场运行规律的交易员一样——塔勒布认为模型产生了错误的导向：让投资者觉得理解和正确评估了复杂的金融风险，但实际上却不是这样，从而导致人们不理智地去寻找更多发财的机会。在后布莱克—斯科尔斯时代，这些公司比任何人都急切地想避免暴露在金融风险面前，并且提高金融保险的估价。确实，如果还没有人对错估的风险感到太多的慌乱，那只能是因为受害者都是切实经历了寒风的华尔街大公司，约翰·西奥说：“证券公司占了受害者的大多数，这是至今没有对布莱克—斯科尔斯模型的错误形成共识的主要原因。”

因为卷入了数百万从没听说过布莱克—斯科尔斯模型的欣喜而健忘的普通人，次级抵押债券市场的崩溃在某些方面并不同于一般的金融危机。然而，恰恰就是布莱克—斯科尔斯模型给了他们进行高空作业会带来危险的理由，其后跟随的是借给他们钱的抵押经纪人以及资助抵押经纪人的贷款银行。布莱克—斯科尔斯已经不仅仅是一种理论，更是如何看待金融风险的思想。不仅是华尔街公司，还包括大量的不动产小投机商——另外房主也不例外——都以过于低廉的价格卖出看跌期权来防范极端和小概率事件带来的风险。许许多多全身心地沉浸在他们已投资领域的人深受危机带来的痛苦，但又哭诉无门。金融危机变得越来越频繁，那些被认为一千年才发生一次的事情也似乎每隔几年就会出现。这一切应该用金融系统的风险被严重低估以及人类贪婪的天性这样的理由来解释吗？

不过，我们还是超越个人之见，超越这本著作企图阐述的理论，追根溯源，从头开始吧。

PANIC

The Story of
Modern Financial
Insanity

| 目录 |

序 探秘华尔街黑洞 / VII

第一部分 全新的危机

1

驾驭野牛 / 6

崩溃的 1987 年：芝加哥的“影子市场”让自由落体粉墨登场 / 11

布兰迪报告 / 15

黑色星期一：1987 年 10 月 19 日的灾难 / 18

说谎者的扑克牌：从华尔街废墟中腾飞 / 23

小投资者的孤独 / 28

雅皮士最后的祭奠 / 32

凭何复兴 / 34

计算机引发了灾难？ / 38

崩溃考验市场：大量专家观点，但没有答案 / 40

中断交易 / 44

崩溃启示录：不要被恐惧所左右——来自黑色星期一的最大教训 / 46

来自于崩溃后 / 51

第二部分 外国人疯了

55

共同基金季报：冒险的前景还不错 / 60
泰国对货币投机者发出警告 / 62
泰国商业奇迹都破灭了么？ / 62
拯救亚洲 / 65
对罗布·约翰逊的采访 / 74
金融与经济：曲线救国还是背道而驰 / 82
推动俄罗斯体系 / 85
采访杰弗里·迪·塞克思 / 87
知识分子如何破产 / 97
亚洲危机 10 年，我们仍未摆脱危险 / 115
亚洲的漫长复苏路 / 118
网络趋势追踪，通向毁灭之路 / 123

第三部分 最新的新恐慌

127

网景增加原始股发行量 / 132
承销商提高网景价格 / 132
尚未盈利的网景通讯股受到华尔街追捧 / 133
网络热如何使公司股价一路狂升？ / 137
新新金钱观 / 143
降温：华尔街正在努力，防止网络狂热最终演变成灾难 / 153
资金飞速消耗 / 159
来自《互联网经济：卖出的最好故事》 / 175
高价研究！提醒投资者：股票及网络公司的研究分析师并不像你们想象的那样是独立的！ / 182
探索网：网络公司向超级杯橄榄球赛一掷万金，但他们仍旧声称自己触地得分 / 185
世界上最笨的网络公司 / 193
金融专栏：如何从江湖骗子变成大人物 / 195
网络公司：我们学到了什么？ / 198
为经济繁荣辩护 / 203

第四部分 人们的恐慌

223

如何靠房地产致富 / 228

摇晃的根基：房价上涨，评估师被置于刺眼光线下 / 240

下一次崩盘 / 246

投机泡沫渐长，房地产业无所畏惧 / 255

泡沫破灭之音 / 259

抵押信贷市场危机：原因及后果听证 / 267

次贷感伤曲 / 271

3A 的失败 / 273

选自《红鼻子驯鹿：鲁道尔夫》 / 286

贝尔总裁应对危机惹争议 / 288

华尔街首席执行官的无知会置你于死地 / 296

贝尔流感是如何传播的？ / 299

华尔街交易商吸取次贷的教训 / 303

钱没了之后 / 306

对冲基金因真相被歪曲而紊乱？谎言罢了 / 308

交易商次贷盈利数十亿 / 311

致谢 / 319

术语汇编 / 321

第一部分
全新的危机

PANIC

The Story of
Modern Financial
Insanity

| 引 言 |

对于这部分文字的写作动机很简单，就是回顾最近的金融恐慌，继而管中窥豹，探讨金融市场到底是如何运作的。自从20世纪80年代初以来，新的因素令金融市场变得更加复杂，对此，市场中仅有少部分经纪人略有觉察。限于篇幅，本书描述的对象是那些在报纸上能看到、事后得到不厌其烦的分析和研究的金融恐慌案例，每部分都由一到两个一旦发生就会流言四起的事件开始，随后尽可能抓住事件刚发生时所表现出来的奇特现象。1987年股市崩溃后，美国政府成立了专门的委员会撰写相关报告，但不只如此，还有很多其他的非正式的研究报告，都提示出了这一新事物：看似毫无规律的恐慌。

出于揭秘这一首次出现的新型恐慌，以及随之发生的其他事情的本质，本文结合相关评论、杂志报道、相关著作、经济

论文、政府报告以尽可能贴近事实的方式对上述事件作出了准确的描述。由于那些新闻都是以自己的立场来报道的，因此，对这些繁杂的资料进行事后分析就像一位顾客走进自助餐厅一样，不仅需要智慧还需要一定的嗅觉，这样才能发现最有用的东西。作家埃里克·文纳在1987年的股市崩溃之后想出了个绝妙的主意：在电话里问那些金融业内人士在崩溃前他们的所思所为。结果有如此多的人都是在等待崩溃！（不然他们为何富有？）另一方面，经济学家富兰克林·爱德华兹在一篇近3 000页关于探讨崩溃原因的文献的前言中承认：“无人知道底线在哪儿。”

回顾那天及之后所发生的一切，你会发现实际上存在两个金融市场。首先，是敏感的华尔街，渴望、贪婪、焦虑、狡猾是华尔街赌徒们共同的标签，癫狂的心理使得他们不屑于通过普通的方式来致富。其次，是理论上隐藏着的华尔街，这里的异人和异事看起来或多或少都更具理性和易于理解。在恐慌刚刚发生时，这种区别还不是非常的明显，一切都貌似正常得不能再正常了。然而恐慌来了，继而是混乱，良好的秩序被戏剧性地颠覆。最后处于金融食物链顶端的家伙们迅速跌到了谷底，以往持有正确观点而被仰视的人受到了鄙视，之前边缘化的群体则站在了舞台的中央，那些在过去四年里一直强调伟大的时代是个幻想和谎言的人轮回般地谢幕走下舞台，于是市场重新洗牌，一切从头开始。

如此往复，当情况改变时，新的疯狂呈现出不同以往的全新特点。1987年10月的崩溃就是一个再好不过的例子：一场

没有任何明显经济缘由的金融创伤，让那些被公认是危机专家的人大伤脑筋。经济恐慌史学家和经济学家约翰·肯尼斯·盖尔布雷斯（John Kenneth Galbraith）说，他曾希望恐慌之后的经济不要像“大危机”（指1929年的那次金融危机）之后那样令人痛苦不堪。很多人以为世界会发生大的变化：资本主义将会终结，或者至少是雅皮士会没落。持这种观点的人之中就有埃里奥特·杰尼威（Eliot Janeway），一个从华尔街分析家转行的社会学家，他接受《纽约时报》记者理查德·梅斯林（Richard Meislin）采访时说，这些雅皮士们根本就没有做好迎接严冬的准备，他们会感到别扭。然而当巨变来临时，这些雅皮士的适应能力是如此的强，强到已经准备好去创造更多的危机。

1987年的崩溃标志着“金融无理性时代”的到来，从此恐慌成了家常便饭，虽然对很多人来说这似乎是一件事情的结束，但其也是另一种开始。

最终，一系列的连锁反应出现了，例如，由久经沙场的华尔街商人销售的巨灾保险的定价市场变得更加变化莫测，牵一发而动全身。同时，我相信世人对金融市场的一切都给出了不同的注解。仔细梳理崩溃前的金融新闻，你会发现种种后无来者的天真的说法，至少在美国是这样。比如，那时有个股市天才叫罗伯特·普莱切特（Robert Prechter），他的远见在很多媒体上受到广泛的关注（有趣的是，在这些关注人群中有人曾经是最好的评论家但他们却不愿意看到自己写的东西被再版）。仍然记忆犹新的是，作为一个新手的我被告知，要想真正理解股市，首先必须懂得艾略特波浪理论（Elliott Wave Theory）。之后崩溃发生了，罗伯特·普莱切特并没有预测到这一切，而我也仍然对艾略特波浪置若罔闻，但其他研究波浪理论的学者们发

誓说他们用理论预测到了崩溃。然而不知何故，在1987年10月19日后就再也听不到关于艾略特波浪的声音了。可以这么说，每一个时代都存在波浪理论，正如每一个波浪理论也拥有属于它们的时代。

读者们会注意到这些恐慌具有共同的特征。1987年的崩溃将艾伦·格林斯潘推上了美联储主席的宝座，而这本书结束时爆发的次级抵押市场危机又结束了格林斯潘时代。同时，时势还造就了另一批在之后的20多年里一直处于市场混乱之中的人，其中之一就是狂热的学者罗伯特·席勒（Robert Schiller），他的警告和评论甚嚣尘上。另一位则是约翰·梅利威瑟（John Meriwether），一位研究深奥的数量策略的操盘经理。我的前老板在赚钱和赔钱方面的能力同样突出，这次也没能远离1987年的崩溃而深陷其中。

1987年的股市危机同时也是我在本书中要介绍的现代金融市场难以置信的紊乱的起点。当市场在不受羁束地下跌时，我仍在华尔街工作，正考虑是否要抽身出来写本相关的书。在1987年10月19日那天，我站在华尔街最大的股票交易所旁边，心烦意乱。我将当时的所看所想写进了我的第一本书，当然也包括在本书中。崩溃和恐慌是趣事之源，但当我成了专职记者后就有些后悔去记录这一切了。出于怀旧的心理，在本书的每一部分都对这些事件有所涉及，同时希望读者们也能跟我一样对此兴趣盎然。

驾驭野牛

{ 斯蒂芬·科普^①
《时代》杂志，1987年7月27日 }

当那些聪明而有实力的机构投资者用 100 000 份额的股票交易例行公事般地将华尔街搅个天翻地覆时，股市操盘手凯瑟琳·伯纳并不感到惧怕，也不担心被高技术的程序交易员所左右，他们经常借助计算机的庞大运算能力将道琼斯平均指数颠来倒去。实际上，伯纳不仅维持了她所谓的“小康生活”，而且还有能力资助自己的孙子和曾孙。作为 80 岁的休斯敦人，伯纳非常勤勉，研究金融新闻，每天上午和下午去拜访她的票据贴现经纪人，在充分掌握市场动态的基础上精心设计自己完美的投资组合。“我也不是那么的聪明，只是掌握了一些常识而已。”伯纳说道。她曾经是艺术家和药剂师，机构投资者们注意到现在伯纳对石油和制药业的股票比较感兴趣。

到 1987 年 8 月 13 日为止，在 20 世纪 80 年代持续了 5 年之久的疯狂牛市已经让数百万美国人大赚而特赚，其中就有伯纳。他们怀着日益膨胀的自信心回到了 19 世纪 70 年代曾经逃离的市场。休斯敦安德伍德·纽豪斯公司（Houston's Underwood Neuhaus）的经纪人查理·纽豪斯评论道：“牛市持续时间越长，就会产生越多的乐观者。”在这 10 年的前半段，根据纽约证券交易所的研究，拥有私人公司股份或投资于共同基金的美国人从 3 020 万增加到了超过 4 700 万。尽管其中半数的人只投资于一家公司或一只基金，但另外大约 2 300 万股民却将选股作为沉迷其中的嗜好。

这些股市中的散户竭尽全力寻找利润之源，但这个时代所有的优势属于

^① 史蒂芬·科普在 2001 年 1 月成为《时代》杂志的副主编，在该杂志社，他主要负责商业类文章的撰写。在加入《时代》杂志之前，他获得了威斯康星大学伊奥克莱尔分校的新闻学学士学位。