

一群投机天才的崛起与陨落

营救华尔街

WHEN GENIUS FAILED

畅销书《巴菲特：一个美国资本家的成长》作者

[美] Roger Lowenstein 著

孟立慧译



上海远东出版社

一群投机天才的崛起与陨落

营救华尔街

WHEN GENIUS FAILED

[美] Roger Lowenstein 著

孟立慧译

 上海远东出版社

©2000 by ROGER LOWENSTEIN

This edition arranged with MELAINE JACKSON AGENCY, L. L. C.
through Big Apple Tuttle-Mori Agency, Inc.

Simplified Chinese edition Copyright:

2003 SHANGHAI FAR EAST PUBLISHERS

All rights reserved.

本书由权利人授权上海远东出版社独家出版。

未经出版者书面许可,本书的任何部分不得以任何方式复制或抄袭。

营救华尔街——一群投机天才的崛起与陨落

著者(编者)/(美)Roger Lowenstein

译者/孟立慧

策 划/匡志宏

责任编辑/王 绮

装帧设计/张晶灵

版式设计/李如琬

责任制作/晏恒全

责任校对/周国信

出 版/上海远东出版社

(200336) 中国上海市仙霞路 357 号

<http://www.ydbook.com>

发 行/新华书店上海发行所

上海远东出版社

制 版/南京展望照排印刷有限公司

印 刷/商务印书馆上海印刷股份有限公司

装 订/上海望新印刷厂

版 次/2003 年 1 月第 1 版

印 次/2003 年 1 月第 1 次印刷

开 本/787×1092 1/18

字 数/333 千字

印 张/17

插 页/2

印 数/1-5 100

图字: 09-2002-643

ISBN 7-80661-663-2

F·153 定价: 49.80 元

图书在版编目(CIP)数据

营救华尔街:一群投机天才的崛起与陨落 / (美) 洛
温斯姆(Lowenstein, K.) 著; 孟立慧译. —上海: 上海远
东出版社, 2002

ISBN 7 - 80661 - 663 - 2

I. 营... II. ①洛... ②孟... III. 证券交易 - 资本
市场 - 史料 - 美国 IV. F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 096894 号

Past may be prologue, but which past?

——HENRY HU

作者致谢

长期资本管理公司(Long Term Capital Management, 缩写 LTCM)的历史,可能永远也不会会有一个定论。在开始执行本书写作计划时,我得到了一些机会,对长期资本管理公司的两位合伙人——艾里克·罗森菲尔德和戴维·马林斯——进行了几次正式的采访。但不久,这种正式的合作关系就画上了句号。此后,我花了不少工夫,试图与这两位受访者重新合作,并希望能够有机会,对长期资本管理公司的创建人约翰·麦利威瑟和该公司的其他合伙人进行采访,但最后都毫无结果。有意思的是,在我整个研究写作过程中,艾里克·罗森菲尔德对我通过电子邮件和电话提出的几乎是无休无止的大量问题,大部分都慷慨地做出了回答。此外,长期资本管理公司各个级别的许多员工,私下都给予我许多帮助,使我对长期资本基金的内部运作机制和许多合伙人鲜为人知的奇闻轶事,有了比较清楚的了解。对于他们所提供的这些帮助,我从内心深处表示感谢。

本书资料的另一个来源,是我对华尔街各大投资银行所进行的采访,其中包括6家在长期资本管理公司的崛起和最后的大营救行动中扮演重要角色的投资银行巨擘:贝尔斯登、高盛公司、J. P. 摩根银行、美林证券、所罗门美邦和瑞士联合银行。没有这几大银行中许多人的帮助,本书的完成完全是不可想像的。

许多著名的经济学家,如彼得·伯恩斯坦、尤金·法马、约翰·吉尔斯特、布鲁斯·雅各布斯、克里斯托弗·梅以及马克·鲁宾斯坦,成为了我研究写作本书的又一重要源泉。他们帮助我进入了一个充斥着期权(Option)、对冲套利(Hedging)、钟形曲线(Bell Curves)、肥尾(Fat Tail)——长期资本基金*赖以进行投机的最基本的要素——等术语的世界,并对这一世界有了一些饶有趣味的了解。

除此以外,长期资本管理公司几位合伙人于1999年1月准备的一份机密备忘录,提供了长期资本基金在整个经营期内几乎所有的信息和数据,包括基金资本、总资产、财务杠杆和月度收益,并对投资者最终的结果进行了描

* Long-Term Capital Portfolio, 缩写 LTCM, 亦称 Long-Term Capital Fund。由于本书原文在绝大多数场合中,都只使用 Long-Term 这一简单提法,故很难分清到底是指长期资本管理公司还是指长期资本基金。鉴于这两者是完全不同的两个主体,而两者的作用和行为存在着很大的差异,因此,在翻译时,译者只能根据内容,加以区分。不当之处,请读者谅解。——译者注

述。事实上,这份备忘录绝对是一份价值连城的资料,本书所引用的许多数据,即来源于该份备忘录。最后,我还要对纽约联邦储备银行给予我的热情支持,表示衷心的感谢。

众所周知,撰写刚刚过去的历史是一件非常困难的事情。而撰写长期资本基金交织着失败和失落的历史,就更加困难了。长期资本管理公司的许多合伙人对本书这样的写作计划感到不爽是一件很自然的事,他们对出版描述自己的公司像“泰坦尼克”号一样横遭灭顶的书籍毫无热情,这也在意料之中。正因为如此,本书很多信息和数据提供者不愿透露他们的名字,所以,本书有不少资料并没有注明信息来源,尽管只要有可能,我都进行了注明。在此,我敬请读者给予理解。

在此,我要对维肯·伯巴利安表示我最衷心的感谢。他不仅在追究事实真相方面,而且还以他出色的洞察力,给了我极大的助益。我两位亲爱的朋友内尔·巴尔斯基和杰弗里·塔能巴姆,以及我无与伦比的父亲路易斯·洛文斯坦不知疲倦地反复阅读了本书的原稿,并给了我许多很有价值的意见和建议,使本书增色良多。此外,我的经纪人梅兰尼·杰克逊、编辑安·戈多夫以十分职业的态度和很高的水准,帮助我将本书从一个很粗的写作计划,最终形成现在这样一个完整的作品。而且,在我写作遇到困惑的时候,他们的及时出现,就会像一盏明灯为我指明道路一样,令我豁然开朗,使困难迎刃而解。另外,我的三个孩子麦特、扎克和阿里一直给我以激励。可以说,有许多人,或者在专业方面,或者在个人方面,都给了我很多很大的帮助,我对他们的感激无可言喻。

目 录

作者致谢

引言

1998年9月23日下午,纽约联邦储备银行10楼会议室,聚集了纽约联邦储备银行总裁威廉·麦克多诺、十几家大银行的巨头们和纽约证券交易所主席。大家是齐心协力,挽狂澜于将倾?还是坐看情况发展,博一下最终结果究竟会怎样?银行家们陷入了困境……

..... 1



长期资本管理公司崛起华尔街



投机天才麦利威瑟

不管交易是赢还是输,他的表情永远都那么的冷漠。他具有一种常人所不具有的能力,可以很好地控制大部分交易员都无法控制的两种情绪:贪婪和恐惧。这使得他在一群极端自私自利的人当中,显得像贵族一样卓尔不群。

..... 9



对冲基金

两位学术大师、一位前联储副主席、一群华尔街最能赚钱的对冲套利高手,加上12.5亿美元的资金,长期资本管理公司开始了令华尔街为之艳羡、为之嫉妒、为之揪心的历程。

..... 33



旗开得胜

没有动用自己一分钱,做了 20 亿美元的交易,只是因为许多机构害怕,只想持有流动性最高的资产。尽管美国政府不会为 29 又 1/2 年以后到期的公债,比 30 年以后到期的公债多付哪怕一分钱。

.....53



常胜将军

28~59% 的年度收益率,4 年总计 185% 的回报率。
哪里可能发生亏损呢? 诺贝尔经济学奖获得者威廉·夏普问道。

.....77



欲取欲求

37 亿美元的资本、1400 亿美元的资产总额,高达 30 倍的财务杠杆! 华尔街所有银行都在争先恐后地向他们提供资金,而且,不需要支付任何保证金。

.....97



耀眼的诺贝尔奖

罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯荣获 1997 年度诺贝尔经济学奖。放眼全世界,谁与长期资本管理公司争锋?

117

长期资本管理公司陨落华尔街



“中央银行”

他们把自己看做为一家金融保险公司,他们为形形色色的风险提供保险。而抛空市场波动幅度,就是他们最主要的手法。他们真的是波动幅度交易的“中央银行”吗?

149



坠落深渊

一天之内,他们就亏掉了 5.53 亿美元!这意味着,长期资本基金的资金总额,从年初时的 46.7 亿美元,直线下降到了现在的 29 亿美元。终日打雁的人,终于被雁啄了眼睛。

173



推波助澜

模型是机械的,而人,尤其是华尔街的交易员们则充满着贪婪和恐惧。硬币并不是随机掷出去的,或至少是由同一双不怀好意的手掷出去的。

195



联储在行动

沃伦·巴菲特出价了。华尔街心情紧张地关注着事情的进展……谁是赢家?谁又是输家呢?

225

大结局

华尔街是一个容易将教训丢置脑后的地方。1999年12月份,也就是在长期资本管理公司输掉了整整45亿美元、几乎将华尔街整个拖入深渊、并将他自己打入万劫不复之地的15个月以后,约翰·麦利威瑟筹到了1.5亿美元的资金,其中大部分来自于长期资本基金以前那些命运坎坷的投资者。约翰·麦利威瑟终于从千磨万难中站了起来,重新扬帆远航了。

265

附录一 主要人物姓名英中文对照表 286

附录二 主要机构名称英中文对照表 289

导 言

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。建于1924年的这座纽约地标性建筑平时悄无声息,在它那些生气勃勃、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。在这个区域之中,各种各样的折扣商店和午餐店星罗棋布,证券经纪行和银行举目可见。紧邻着纽约联邦储备银行的,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。几个街区之外,你可以看到J. P. 摩根银行的身影。从J. P. 摩根银行往西,一直到哈德逊河滨,美林证券赫然在目。而在哈德逊河对岸,美林证券众多有钱的大客户就居住在那里。与众多银行摩天大楼开放、大气的空间格局格格不入的是,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。它那特点鲜明的拱形窗上安装了铁窗,在它的主入口处,安放着一只铸铁黑色警卫岗亭,与“自由”大街的名称,相映成趣。



纽约联邦储备银行与紧邻的大通曼哈顿银行

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。由于在位置上紧邻华尔街,因此,纽约联邦储备银行一向被视为是位于华盛顿的、由莫测高深的艾伦·格林斯潘领导的联邦储备委员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·麦克多诺时常会走到银行家与证券交易员中间,与他们倾心交谈,希望藉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够听到一些可能会对市场,或更加极端地说,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,是民众的仆人;而另一方面,它又和华尔街的大老板们把手言笑,相聚甚欢,是一个在民主式混乱市场上封闭得很深的政府官僚机构。因此,对于威廉·麦克多诺来说,不管情况如何变化,



纽约联邦储备银行戒备森严

不到万不得已,他都必须隐忍不发。因为,他的任何干预行动,哪怕是一个很小的干预行动,都会极大地引发一场市场危机,或者更危言耸听一点,引发一场市场战争。但是,到了1998年初秋,威廉·麦克多诺出手干预了,而且,出手不凡。

麻烦发端于小事情,但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英里的康涅狄格州格林威治的一家合伙制私人投资管理公司。这家公司雇用了约200名雇员来管理的长期资本基金,仅仅只有100名投资客户。在美国,听到过长期资本基金这个名字的人,100个中绝对不会超过一个。事实上,仅在5年之前,这家公司及其管理的基金还根本不存在。

但1998年9月23日下午,长期资本基金绝对不是一个小角色。为了解决长期资本基金所带来的问题,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。有史以来第一次,银行家信孚、贝尔斯登、大通曼哈顿、高盛、J. P. 摩根、雷曼兄弟、美林证券、摩根斯坦利添惠、所罗门美邦等银行业巨头的头头脑脑们,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当中的一个或几个。纽约证券交易所主席、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,美国股市正处在有史以来最大的一个“大牛市”之中,尽管由于受8月份俄罗斯无法按期清偿其卢布债务而导致国际债券市场出现大量未清算盘的影响,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情况已出现过许多次了)。但是,这并不是威廉·麦克多诺召集这次会议的原因。

长期资本基金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以前所罗门兄弟公司赫赫有名的交易员约翰·麦利威瑟,一位以行事谨慎、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,向长期资本基金提供了大量的资金。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,该公司的核心是一群天资过人的博士级对冲套利交易员,许多人曾担任过大学教授,其中更有两名诺贝尔奖获得者!他们是一群聪明绝顶的人,他们自己都



J. P 摩根大厦

很清楚这一点。

4 年以来,长期资本基金一直是华尔街艳羡的对象。这一对冲基金的年度回报率高达 40% 以上,从无亏损记录,从不大起大落,一句话,几乎没有任何风险。这些聪明绝顶的超人显然有能力将这个充满不定性的世界,在形式上变成一盘严谨、冷酷无情的赌局,而他们,则是现代金融业所能提供的、不作第二人想的出色人选。



贝尔斯登

在短短 4 年中,这家并不十分引人注目的对冲基金累计积聚了令人瞠目结舌的 1 000 亿美元的巨额资产——所有的资产都是从银行借来的! 从现在在威廉·麦克多诺会议室里围桌而坐的银行家那里借来的! 但是,负债累累并不是长期资本基金所面临的最大问题。这一对冲基金所造成的后果最坏的问题是,他们签订了数以千计各种各样的金融衍生工具合约,这些合约又在华尔街几乎每一家银行,无休无止地扩散出无穷无尽的合约,而所有这些合约都在赌一件事——证券市场价格的涨跌。最要命的是,经过这样的层层扩散,所涉及到的金额已经达到了一个令人不可想像的天文数字——1 万亿美元!

如果长期资本基金倒闭而无法履行合约,那么,坐在这间会议室里的所有银行家将立即成为合约的单方面持有人,因为合约的另一方将不复存在。换句话说,他们将马上陷入不可能承受的巨大风险之中。毫无疑问,所有在场的银行家一定会争先恐后地将手持的这些根本没有债务人的合约进行套现,并大肆甩卖长期资本基金所提供的一切担保品。

自市场诞生之日起,恐慌就随之而生。但是,金融衍生工具相对来说还是比较新的。金融管理当局一直对这些新创造出来的金融衍生工具所具有的潜在风险,抱有极大的疑虑,因为它将全美国所有的金融机构,紧紧地连接在了一条非常复杂的相互作用链上。金融管理当局的官员们一直在担心,一旦这条作用链上的某一个环节出现断裂,市场将面对一个什么样的局面呢? 威廉·麦克多诺担心,一旦这种情况出现,市场就会停摆,交易就会被迫停止,整个金融体系就会崩溃。

喜欢咬雪茄的贝尔斯登首席执行官詹姆斯·凯恩郑重宣布,如果长期资本基金不能提供至少 5 亿美元的现金,贝尔斯登将停止为长期资本基金办理一切清算交割手续。毫无疑问,这将迫使长期资本基金立即停止所有的运作。如果放到年初,詹姆斯·凯恩的这番话无疑会让人笑掉大牙,因为长期资本基金当时的资产净值高达 47 亿美元。但现在,经过过去 5 个星期的折腾,或者说,在俄罗斯政府宣布暂停清偿其卢布债务以后,长期资本基金日复



长期资本管理公司向索罗斯与巴菲特开了口

一日地,已经蒙受了难计其数的巨大损失,其资产净值也已经下降到了最低点。在詹姆斯·凯恩看来,长期资本基金连一天都撑不下去了。

长期资本基金这家对冲基金已经向大名鼎鼎的“股神”沃伦·巴菲特筹过钱了,也向乔治·索罗斯开了口,还找过美林证券。一家又一家,他们找遍了所有他们想得起来的银行,但现在,他们实在已经无路可走了。这也就是威廉·麦克多诺像一名教父一样,将在座这些相互竞争、相互敌视的银行业巨子召集到一起的原因。因为,如果这里的每一家银行都争先恐后地抛出他们所持有的未清偿债券的话,势必会引发全球性的金融恐慌;而如果他们能够步调一致行事的话,这样一种灾难性的结果或许还能够得以避免。因此,尽管威廉·麦克多诺并没有直截了当地挑明这层意思,但他的意图是很清楚的:要求所有在座的银行能够提供总数达 40 亿美元的紧急援助资金,来共同挽救濒临绝境的长期资本基金。并且,威廉·麦克多诺希望在座的银行家们能够现在就做出这样的决定和努力,因为,明天可能就已经来不及了。

但是,在座的银行家们大都认为,长期资本基金带给他们的麻烦已经够多的了。而长期资本管理公司那些神秘兮兮、自高自大的数学家们一向都视华尔街的每一个人为无物这一点,也早已经让在座的这些银行业巨子感到忍无可忍了。如对长期资本基金的成长发展贡献良多的美林证券,长期以来一直希望能和长期资本基金建立一种互利互惠的合作关系,其他许多银行也都有这种想法,但都被长期资本管理公司毫不客气地拒绝了。因为长期资本管理公司的教授们只喜欢按照自己设定的条件进行交易,而他们设定的条件和银行能够接受的条件相比,简直相差了十万八千里。所以,从心底里来说,银行家们并不愿意对这样一家平时目中无人、到了走投无路的时候却要别人来伸援手的公司提供帮助。

另一方面,银行家们自身也已经被长期资本管理公司弄出的麻烦搞得焦头烂额了。如高盛公司的首席执行官乔·柯兹纳就受到公司合伙人的质疑。他们一方面对公司近几个月来的业务亏损感到极为不满,另一方面,他们并不希望用自己已经捉襟见肘的资金,去为一个竞争对手提供帮助,而这一点,和乔·柯兹纳的看法是很不相同的。同样,旅行者/所罗门美邦的董事长桑迪·威尔也因为长期资本



高盛公司的乔·柯兹纳

基金而蒙受了巨大的损失。威尔担心的是,长期资本基金所造成的损失可能会危及旅行者金融公司和花旗银行的合并,而威尔本人则将此合并视为其职业生涯的顶峰。就在最近,威尔刚刚裁撤了他自己的套利部门——也就是约翰·麦利威瑟赖以发迹的部门——他可不想成为任何其他人的救星。



不想当救星的桑迪·威尔

威廉·麦克多诺环视了一下会议桌旁的这些银行界大佬,发现他的这些客人或多或少都面临着麻烦,因为在座的许多银行都是长期资本基金的客户,而这些银行的股票价格都在急剧下跌。银行家们和威廉·麦克多诺一样忧心忡忡,生怕由亚洲货币贬值发端、进而波及俄罗斯、巴西,现在轮到长期资本基金的全球性金融风暴会就此一发不可收拾,并最终席卷整个华尔街。

雷曼兄弟公司董事长理查德·福德正在竭力澄清一个与雷曼兄弟公司有关的传闻,他表示,雷曼兄弟公司绝对没有在与长期资本基金进行的交易中承担过大的风险,雷曼兄弟公司也绝对不会因为这些风险而破产。而瑞士银行业巨头——瑞士联合银行——的代表戴维·索洛则认为,瑞士联合银行已经在这趟浑水中陷得太深了,他们非常愚蠢地向长期资本基金投了很多钱,并因此已经造成了“泰坦尼克”式的巨大损失。托马斯·拉布莱克的大通曼哈顿银行为向长期资本基金发放的一笔总额为5亿美元的银团贷款提供了担保,托马斯·拉布莱克希望,在考虑投资更多的钱之前,长期资本基金能够先还清这笔贷款。



瑞士联合银行

身材肥胖的美林集团董事长戴维·柯曼斯基,是在座所有人中最忧心忡忡的一位。就在短短的两个月之内,美林的股票市值就已经蒸发了将近一半,190亿美元的财富,就这样随风而去了。而且,美林的债券交易同样也蒙受了很大的损失。现在,美林的信用等级正处于一个非常危险的边缘。

自己个人也向长期资本基金投资了近100万美元的戴维·柯曼斯基非常清楚,一旦长期资本基金破产,一定会带来不可想像的灾难性后果。但他也同样清楚,眼前这个会议室中充满了对长期资本基金的敌意和憎恨,要这些银行业巨头向长期资本基金伸出援手的希望,事实上非常渺茫。

戴维·柯曼斯基知道,标新立异的贝尔斯登董事长凯恩将是这盘棋局中至关重要的角色。负责对长期资本基金所有交易进行清算的贝尔斯登,要比在座的任何其他银行都更清楚这家对冲基金的实际情况。因此,就在其他银行家坐立不安地在椅子上不停变换坐姿的时候,戴维·柯曼斯基的副



美林证券董事长戴维·柯曼斯基忧心忡忡

手赫伯特·艾利逊悄悄地征询了凯恩的立场。

凯恩非常明确地表示,贝尔斯登绝对不会再向长期资本基金提供一文钱!

此言一出,令华尔街的精英们举座失色。整个会议室,陷入了一片令人绝望的寂静!

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

长期资本管理公司崛起华尔街

THE RISE AND FALL OF LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT
WHEN GENIUS FAILED THE RISE AND FALL OF LONG TERM CAP
ITAL MANAGEMENT WHEN GENIUS FAILED THE RISE AND FALL
F LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT WHEN GENIUS FAILED
THE RISE AND FALL OF LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT
WHEN GENIUS FAILED THE RISE AND FALL OF LONG TERM CAP
ITAL MANAGEMENT WHEN GENIUS FAILED THE RISE AND FALL
F LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT WHEN GENIUS FAILED
THE RISE AND FALL OF LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT WHEN

1

投机天才麦利威瑟

我要做的交易，在决定聘用你时就已经完成了。

——约翰·麦利威瑟

如果说,约翰·麦利威瑟在所罗门兄弟公司得到什么秘诀的话,那应该就是:千万不要放弃你的损失,直到它转变为你的赢利。那么,约翰·麦利威瑟是在什么时候得到这一秘诀的呢?1979年,一家名叫J. E. 艾克斯坦公司的证券自营商面临倒闭。满面愁容的艾克斯坦来到所罗门兄弟公司,与所罗门兄弟公司的一群人——其中还有几个合伙人——一见面,当时,年仅31岁、仪表堂堂的交易员约翰·麦利威瑟也在这一群人当中。“我有一笔好生意,可惜我自己没有能力做好它。怎么样,你们愿意接手做下去吗?”艾克斯坦开门见山地说道。

情况是这样的:艾克斯坦交易的是国库券期货——所谓国库券期货,就像它的名字所表示的那样,是一种在未来某一特定的日子,以某一固定价格交付美国国库券的合约。一般来说,国库券期货的价格要比正常的现券价格略低一些。在一笔典型的对冲交易中,艾克斯坦会买进国库券期货,卖出现券,然后,等这两种价格渐渐地趋于一致。由于大多数人愿意为未来获得国库券而付出的价格和现在立即拥有国库券现券所愿意支付的价格是一样的,所以,认为现券价格和期货价格最终会趋于一致的观点是有道理的。这种交易有一个诀窍,这一诀窍也就是艾克斯坦、长期资本基金,以及所有对冲基金管理人在从事对冲套利时所遵循的一项原则。艾克斯坦并不清楚这两者的价格究竟是会上升还是会下降,事实上,艾克斯坦根本就不关心是升还是降,对他来说,惟一需要关心的是,国库券期货和国库券现券之间的相对价格会发生什么样的变化。

通过买进国库券期货,抛空国库券现券(赌现券价格下跌),艾克斯坦其实对两场赌局都下了注,两场赌局的结果正好“一正一反”。根据两种价格的上升或下降,他就可以从一场赌局中赢钱,而在另外一场赌局中输钱。但是,只要相对比较便宜的资产——期货——的价格比现券价格多涨一点点(或者少跌一点点),艾克斯坦在赢钱赌局上得到的利润,就会比在输钱赌局上出现的亏损多很多。这,就是对冲套利的基本概念。

艾克斯坦用这种方法赌了很多次,通常都获得了成功。随着他赚的钱越来越多,他的赌注下得也越来越大。但由于某些原因,在1979年的6月,市场出现了不合逻辑的异动:期货的价格高过了现券!由于相信市场价格最终一定会回归常态,所以,艾克斯坦还是下了很大的赌注。但是,他所预期的

× 实际上,抛空证券就是卖掉借来的证券,以后再按规定的时间向证券出借人归还所借的证券,因为抛空者相信,到需要归还该证券时,该证券的价格会出现下跌,这就是所谓的“高抛低吸”原则。抛空者只是将其顺序颠倒了一下,变成了“先高价卖出借来的证券,再用低价买来的证券归还所借的证券”。

期货与现券价格将趋于一致的情况并没有很快出现,相反,两者之间的价差越来越大。结果,艾克斯坦被要求立即增加保证金,否则到期将被强行平仓。因此,艾克斯坦急于想把手中的交易作一了结。

就在这件事情发生之时,约翰·麦利威瑟刚刚在所罗门兄弟公司内,负责成立了一个套利部门。他一下子就意识到,艾克斯坦的做法是很有道理的,因为或早或晚,这两种价格一定会趋于一致。但另一方面,所罗门兄弟公司必须用数以千万计美元的自有资金来冒这个险,而此时,所罗门兄弟公司的总资本才2亿美元!当时,所罗门兄弟公司的合伙人们都非常紧张,但最后还是决定接手艾克斯坦所有的交易。在接下来的几个星期中,期货和现券的价差变得越来越大,所罗门兄弟公司的账面上出现了极其惨重的亏损。当时,在所罗门兄弟公司一位名叫艾伦·法恩的合伙人的办公室外,有一本专门记录所罗门兄弟公司自有资金盈亏的账簿。每天下午,几乎所有的公司合伙人都会跑过去看一看,今天又亏了多少。但是,约翰·麦利威瑟却一直非常冷静地认为,这些交易最终一定会给公司带来可观的利润。对此,所罗门兄弟公司的执行合伙人约翰·戈特弗伦德对麦利威瑟说:“我们都希望如此。不然,你就得滚蛋。”

事实证明,约翰·麦利威瑟的坚持是正确的。期货价格和现券价格最终趋于了一致,所罗门兄弟公司因此狠狠地赚了一把。在当时那个年代,从事金融期货交易的人非常少,但是,约翰·麦利威瑟对此极为了解。翌年,约翰·麦利威瑟被提升为合伙人,更重要的是,他所在的微不足道的、名称有点说不清楚的“国内固定收益对冲套利部”,现在拥有了运用所罗门兄弟公司自有资金、自主进行对冲套利交易的完全自由。事实上,约翰·麦利威瑟找到了他可以毕生为之奋斗的事业。

约翰·麦利威瑟生于1947年,在芝加哥南部罗斯兰地区的小镇罗斯摩尔长大成人。这一地区的大部分居民都是爱尔兰人后裔,信仰天主教,支持民主党,是芝加哥市长理查德·戴利的忠实支持者。约翰·麦利威瑟的父母有三个孩子,他们家是一个大家庭的一部分,约翰·麦利威瑟的父亲共有4

个堂兄弟,都住在同一条街上。事实上,这里几乎所有的邻居都属于同一个家族,都是亲戚,约翰·麦利威瑟认识这里的每一个人。小镇的中心是一片篮球场,球场边有一家专卖苏打水的商店和一个教堂,形成了一个自给自足的天地。罗斯摩尔镇的东面是伊利诺斯中央铁路的铁道线,它的北面有一排红色的栅栏,栅栏外是一片弃置不用的列车车辆场和几家废弃的旧工厂。简而言之,这里即便还称不上是贫民窟,那也绝



麦利威瑟的老家

对不是一个富人区。约翰·麦利威瑟的父亲是一名会计师,母亲则在教育部门工作,是一对非常严肃的父母亲。他们一家住在一栋用肉桂木和土砖建造的砖木房子里,屋前有一片修剪得整整齐齐的草地和一个小花园。和大部分邻居的孩子一样,约翰·麦利威瑟也被父母送进了当地的教区学校上学(极少数没有这样做的人家被戏称为“公立家庭”)。习惯穿浅蓝色衬衣、打深蓝色领带的约翰·麦利威瑟先是被送入圣约翰小学就读,毕业后进入蒙代尔天主教教会中学学习,这两所学校的老师都由奥古斯丁派教士担任,纪律极为严明。调皮的男孩子经常受到老师们的戒尺惩戒,更捣蛋的,还会被强制趴在地上上课。约翰·麦利威瑟在如此环境下,接受了极其严厉的教育,所以,养成了一种近乎天然的秩序感。他的一位理发师儿子的朋友就回忆道:“我们根本就不敢在学校胡闹,因为老师会下狠劲地惩罚我们,那感觉就好像要把你打入十八层地狱一样。”因此,对罗斯摩尔镇的年轻人来说,他们的未来只有3种选择:上大学、当警察、坐牢。所以,约翰·麦利威瑟早就为自己的未来做好了打算,他所有的朋友也全都一样。

作为一个聪明绝顶的学生,约翰·麦利威瑟的人缘非常之好,一直风顺水地向着成功的方向迅跑。他曾因为数学成绩特别突出,获得过全美荣誉学会奖——而数学,正是一个债券交易员赖以成功的不二法门。或许,正是由于数学具有一种天然的秩序感,一切都感受得到种种严格的限制,所以,约翰·麦利威瑟才会在其中感到自由自在,因为可以不用害怕行差踏错,而招来戒尺的伺候。尽管约翰·麦利威瑟有一点点口吃——许多人都对他的这一特点记忆犹新——但这一点从来也没有给他日后的发展带来什么麻烦。约翰·麦利威瑟是一个把感情埋藏得很深的人,他把自己所有的感情,都紧紧地包裹起来,深藏在自己的心中。约翰·麦利威瑟是一个聪明绝顶的人,是一个广受欢迎的人,但他从来不愿意到处出风头。事实上,约翰·麦利威瑟恰到好处地表现出来的,仅仅只是一个普通人。但是,如果约翰·麦利威瑟不是表现出只是一个普通人的话,那么,他可能早就被打入地狱了。

约翰·麦利威瑟很喜欢赌,但他只在赢面已经很有把握的情况下才下赌注。事实上,赌博就是约翰·麦利威瑟头上的一片天空,因为在赌博当中,约翰·麦利威瑟可以充分地利用他自己的优势,将他谨慎冒险的天性,发挥到极致。约翰·麦利威瑟学会了赌马,还从爱玩扑克的祖母那里,学会了玩21点。有时候,约翰·麦利威瑟也会赌一把芝加哥小熊队的棒球比赛,但是,每次下注之前,他都会详细了解芝加哥当天的气象情况,以弄清楚棒球场当天



平易近人的约翰·麦利威瑟
(摄于1987年)

的风向和风力。约翰·麦利威瑟第一次玩投资时只有 12 岁。他所有的同学、伙伴,甚至约翰·麦利威瑟自己,都不会想到,这个谨慎羞怯、满头褐发的小男孩,后来会凭着自己的努力和钻研,成为华尔街霍雷肖·阿尔杰式的英雄*,成为华尔街的光荣。“约翰和他大哥上高中时就会买卖股票来赚钱了。”约翰·麦利威瑟的母亲几十年后回忆道:“是他父亲教他们的。”而事实确实如此。

但非常有意思的是,约翰·麦利威瑟最后之所以能够离开罗斯摩尔镇,靠的并不是投资,而是他对高尔夫球所拥有的热情。打高尔夫是罗斯摩尔镇每一个男孩最普通的游乐,从很小的时候起,约翰·麦利威瑟就开始经常到各个公共高尔夫球场去打球,这在当地的孩子来说,绝对是不同寻常的。在蒙代尔天主教教会中学,约翰·麦利威瑟成为了学校高尔夫队的主力,为蒙代尔天主教教会中学夺得过两届芝加哥郊区天主教联盟高尔夫锦标赛的冠军。他还经常不辞辛苦地搭乘火车或长途汽车,到位于芝加哥南部的佛洛斯摩尔乡村俱乐部当球童。俱乐部管理人很看中这位勤快、讨人喜欢的年轻人,经常安排他为俱乐部最富有的那些会员当球童,让他可以多一点机会多赚一点钱。果然,在俱乐部一位成员的推荐之下,约翰·麦利威瑟获得了齐克·伊文斯奖学金——一项以 20 世纪初一位著名高尔夫球选手命名、专为高尔夫球球童提供深造机会的奖学金。在得到这笔奖学金后,约翰·麦利威瑟选择了位于伊利诺斯州密歇根湖畔伊文斯顿——距罗斯摩尔镇仅 25 英里、但绝对属于另外一个世界的、著名的西北大学。至此,在约翰·麦利威瑟的生活中,表现出了两种相互冲突的特质:首先,他具有一种来源于宗教固有价值 and 道德认定的团队——包括邻居和教区——的归属感,并认为秩序和习俗本身就是美德;其二,约翰·麦利威瑟学会了要取得某种优势,就必须有相应的付出,就像在学习高尔夫球的过程中,肯定会打出令人难堪的低分一样。

从西北大学毕业以后,约翰·麦利威瑟在一所中学教了一年数学,然后进入芝加哥大学攻读工商硕士学位。在这里,他和后来成为其华尔街主要竞争对手的农民之子乔·柯兹纳成了同班同学。在此期间,约翰·麦利威瑟一边攻读学位,一边在 CAN 金融公司兼任金融分析师,直到 1973 年顺利取得学位。翌年,当时还是一家小公司、以后却在世界债券市场上呼风唤雨、叱咤风云的所罗门兄弟公司,录用了这位 27 岁的、有着一副健美身材、一双迷人眼睛、一对动人酒窝的约翰·麦利威瑟。

* 美国儿童文学作家所描述的靠自我奋斗发迹的英雄。——译者注。

一直到20世纪60年代之前,债券交易一直是一项非常无聊的工作。投资者通常通过他/她所在地银行的信托部门买进债券,以追求固定的收益。只要债券发行机构不违约,只要投资者对所购买的债券没有更多的想法,投资者大都会对购买债券感到满意,很少有投资者会非常积极地去进行债券交易。管理债券投资组合以求更高回报,或尽力跑赢指数这些理念,根本就不存在。事实上,当时也根本没有这种指数(这其实未尝不是一件好事)。当时,债券市场的主导人物是所罗门兄弟公司的西德尼·霍莫尔——《利率史话——公元前2000年至今》(*A History of Interest Rates: 2000 BC to the Present*)的作者。这位哈佛背景的古典派人物是一位绅士风度十足的学者,而这种人现在几乎早已在华尔街绝迹了。

霍莫尔时代的 market 特色(至少与现在的市场相比),可以用一个词来表述,就是“固定关系”:因为所使用的货币是固定的,所使用的汇率是受到控制的,连黄金的价格都是固定的(每盎司35美元)。但是,20世纪60年代末席卷西方国家的大通胀,一下子就摧毁了这个原本相对太平的世界。随着通胀率的不断攀升,利润水平也不断上升,那些票面息率为4%、买进时还非常吸引人的所谓金边债券,如今的价格至少跌掉了一半以上。1971年,美国政府终于放开了对黄金价格的管制,以后,阿拉伯国家发动了石油禁运。在这种情况下,如果债券持有人依然对债券能够带来稳定收益抱有幻想的话,那么,宾夕法尼亚中央铁路公司的倒闭案,则毫不留情地摧毁了这种幻想。此时,大多数债券投资者都已经蒙受了极其惨重的损失,他们再也不对那些固定收益感到心满意足了。于是,逐渐逐渐地,各国政府都被迫取消了固定利率制,并放弃了对货币的管制。一句话,“固定关系”的世界不复存在了。

于是,几乎是在突然之间,黄金成为了万众瞩目的焦点,钱也成了炙手可热的商品。各地的期货交易所纷纷为各种各样的金融产品,如国库券、债券和日元等,设计新的合约。一时间,市场上新的金融衍生工具、新期权、新债券交易大行其道。而此时,专业的证券投资组合经理人也开始醒了过来,并希望能够在这一市场上大显身手。到了20世纪70年代末,像所罗门兄弟公司这样的证券公司,开始以西德尼·霍莫尔之流绝对无力想像的方式,对债券进行分拆和组合交易。他们所使用的方式包括:先将各种各样不同的抵押品集合到一起,然后,再把它们分拆成比较容易交易的小块证券,在市场上进行交易。

另一种引发巨大变革的事物,是电脑的普及和应用。一直到20世纪60年代末,任何一名交易员想要得到一种债券的价格,他都不得不去翻阅厚厚的一本蓝皮书。1969年,所罗门兄弟公司聘用了一位名叫马丁·莱波维



所罗门公司

茨的数学家,并为他配置了所罗门兄弟公司的第一台电脑。于是,马丁·莱波维茨成了有史以来最受欢迎的一名数学家。当债券市场变得越来越热以后,所罗门兄弟公司的交易员们再也没有时间去翻那本厚厚的蓝皮书了,而是都围在马丁·莱波维茨和他的电脑旁,以得到他们想得到的债券价格。现在,他们所需要得到价格的债券,在数量上已经增加了一倍还多。到了20世纪70年代初,所有的交易员都拥有了属于他们自己的便携式计算机,从而大大加快了债券市场的交易速度。

就在整个债券市场变得一片混乱之际,约翰·麦利威瑟加入了所罗门兄弟公司的资金调度室,即以“债券回购”为世人所知的一个部门。出现在他面前的,早已不再是那个可以准确预测、风险很小的市场了,而是一个变幻不定、充满机会的市场,是一个可以为一个年轻有为、目光锐利的分析人员提供极大机会的市场。但是,刚刚抵达纽约、刚刚在曼哈顿一家体育俱乐部租好住房的约翰·麦利威瑟对此并不了解。不过很快,约翰·麦利威瑟就发现,债券这玩意,实在就是为他量身订做的。对于具有数学天赋的人来说,债券具有天然的吸引力,因为决定债券价格的许多基本要素都是可以量化的。基本上,有两个基本要素决定了债券的价格,其一是债券本身所附有的息率。如果今天你只能以10%的利率将钱拆借出去,那么,你一定愿意多付一点溢价来购买债券,因为这样,你就可以得到12%的收益率。问题在于,你愿意付出多少溢价?这取决于债券的到期时间、还本付息的时间、你对债券到期时利率水平的预期(如果你有预期的话),以及聪明的债券发行人为所发债券附加的各种不同的发行条件,如可以在到期前提前赎回,或可以转换成股票,等等。

其二是发行人不能清偿所发债券的风险。在大部分情况下,这并不是一个完全可以量化的因素,而且,这种风险发生的可能性并不很大,但并不是说,这种事情永远不会发生。比如说,通用电气的债券风险很小,但与美国政府债券相比仍然大得多;惠普公司债券的风险又要比通用电气大许多;而亚马逊网上书店债券的风险,又要比惠普公司大许多。因此,如果要债券投资者将钱投给亚马逊网上书店,他们就会要求得到比借给通用电气高得多的利率;同样,如果要他们把钱借给玻利维亚,提供给他们利率就一定要比借给法国的高许多。所以,债券交易的核心,就是决定利率究竟需要高多少,而其重点,则在于债券交易所带来的利差水平。债券的风险越大,债券所提供的利差,即该种债券的收益率,也就是与美国政府债券利率这一基准利率(假定美国政府债券为零风险债券)的差额,也就越大。尽管存在一些个别的例外。

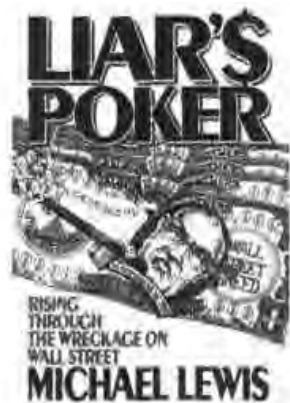
但利差一般都会随到期时间的延长而增加；换言之，投资者对两年期债券收益率的要求，一定会比 30 天期的高，因为两年期债券所具有的不确定性，也一定比 30 天期债券大得多。

以上这些规则，就是债券交易的全部要素。这些要素，主导着全世界所有债券不同的收益率和不同的利差水平。它们就像宗教的教义一般，精确而毋庸置疑。对约翰·麦利威瑟来说，好运就这样推也推不掉地来到了自己的面前。债券，哦，可爱的债券，就是他约翰·麦利威瑟天生的绝配。于是，急于学习和债券有关的一切知识的约翰·麦利威瑟，就像一名好奇的神学院学生一样，向他的上司提出了一连串的问题。他的上司感到了约翰·麦利威瑟在这方面所具有的巨大潜力，就果断地把他调去参与政府机构债券交易。此后不久，纽约市政府就几乎违约，无法及时清偿其所发行的债券。于是，许多政府机构发行的债券利差都开始急剧扩大。这时，约翰·麦利威瑟认为，市场现在的判断是错误的。在他看来，不可能所有的政府机构都会出现同样的问题，于是，他动用了所有他能够动用的资源，尽一切可能地买进这些政府机构债券。不出所料，利差逐步逐步缩小了，约翰·麦利威瑟旗开得胜，一下子就为所罗门兄弟公司赚进了数以百万美元计的利润。

约翰·麦利威瑟于 1977 年负责创立的套利部门的建立，是所罗门兄弟公司进行转型的一个极为重要但又不那么明显的里程碑。事实上，这个部门就是日后长期资本基金的一个原型，是 20 世纪 90 年代中期以后，长期资本基金亦步亦趋加以模仿的一个预演，也是约翰·麦利威瑟学会习惯承担巨大风险的一个极大的实验室。尽管所罗门兄弟公司长期以来一直在从事债券交易，但它的业务重心主要放在替客户买卖债券之类相对很安全的债券经纪业务之上。而约翰·麦利威瑟领导的套利部门则利用所罗门兄弟公司的自有资金，进行风险很大的债券交易，所以，这两者是截然不同的。由于这是个全新的业务领域，约翰·麦利威瑟不管是在所罗门兄弟公司之内还是在公司之外，都几乎找不到对手，所以，他这个部门所获得的利润，是极其丰厚的。就像艾克斯坦所从事的交易一样，约翰·麦利威瑟经常赌利差 (spreads)，即赌期货合约和现券，或者两种债券之间的利差会趋于一致，有时候也赌这种利差会进一步扩大，但主要是赌利差会趋于一致。约翰·麦利威瑟的对手，通常都是些保险公司、银行或投机者。不过，约翰·麦利威瑟并不十分清楚，事实上，他根本不关心谁是他的交易对手。有时候，这些交易对手也会因为害怕而撤回他们的资金，从而导致利差进一步扩大，从而使约翰·麦利威瑟蒙受损失，或至少是暂时的损失。但只要约翰·麦利威瑟拥有足够的资金，能够撑下去，就一定可以获得长期回报。总而言之，利差最后是一定会缩小

的,他已经从艾克斯坦的交易案例中看到了这样的教训,只不过,他应该在以后长期资本基金的经营过程中,牢牢地记住这个教训。与此同时,约翰·麦利威瑟还可以从艾克斯坦的交易中汲取另外一个很有价值的教训,那就是:一次很有可能输掉的交易最后是可以翻盘的(当然,其前提是这笔交易最初的判断是正确的),但是,这种翻盘很可能会来得太晚了,根本就不会给这个交易员带来任何实质性的好处——换句话说,在这种翻盘到来之前,这个交易员,就像艾克斯坦一样,早已经破产了。

到了20世纪80年代初,约翰·麦利威瑟已经是所罗门兄弟公司最耀眼的年轻明星之一了。这位长着一张羞怯而又无情的扑克脸的年轻人,将一个交易员能够具有的交易技巧,发挥得淋漓尽致。在他加入所罗门兄弟公司前面试过他的所罗门兄弟公司合伙人威廉·麦金托什说:“约翰有一副铁石心肠,你根本猜不到他到底在想什么。”约翰·麦利威瑟以前的同事、《说谎者的扑克牌》(*Liar's Poker*)一书的作者迈克尔·刘易斯在他的书中,对约翰·麦利威瑟做了入木三分的描绘:



《说谎者的扑克牌》

不管交易是赢还是输,他的表情永远都是那么的冷漠。我想,他确实有一种常人所不具有的能力,可以很好地控制大部分交易员都无法控制的两种情绪:贪婪和恐惧。这使得他在一群极端自私自利的人当中,显得像贵族一样卓尔不群。

但《说谎者的扑克牌》有一个很大的瑕疵,就是用了很大的篇幅对约翰·麦利威瑟的一个传闻做了一番浓墨重彩的渲染:约翰·麦利威瑟胆大包天地用扑克,与大名鼎鼎的戈特弗伦德豪赌了一把——赌注1000万美元!这绝对是凭空杜撰!事实上,约翰·麦利威瑟绝对不是一个鲁莽冲动的人,而是一个工于心计、精于算计的赌徒。他绝不会向别人透露他的内心世界。他要么不出手,出手就务求必中。即便在共事这么多年以后,他的同事们依然都对约翰·麦利威瑟的背景、他的过去以及他的家庭,不甚了了。他的一位同事曾这样评价过约翰·麦利威瑟:“他是一个自我画地为牢的人。”一件真实的事,可以为这句话作一个注脚:就在长期资本基金事件成为全世界媒体的头版头条之时,《纽约时报》的一位专栏作者想了解约翰·麦利威瑟是否有兄弟,以便从他兄弟的身上,探究一下约翰·麦利威瑟的内心世界。但因为约翰·麦利威瑟把自己隐藏得实在太好的缘故,这位专栏作家在询问

了他的好几位所谓的“朋友”以后,很搞笑地宣布:约翰·麦利威瑟根本就没有兄弟,而是一名独子!然而,尽管不露声色是成为优秀证券交易员必备的前提条件,但约翰·麦利威瑟还缺少一种像他在高中时代发展起来的那种非常良好的人际关系,而正是这样一种极其重要的人际关系,才使得他那些如所罗门兄弟之类的前辈,能够傲然同跻,名扬后世。

约翰·麦利威瑟的答案非常简单:更多地雇用那些更加聪明、能够将市场视为一门严谨的科学的交易员,而不是一群废物来进行交易。在他看来,学术界到处都可以找到数学天才,这些年来,他们发表了许多大部分人都看不懂的市场分析文章。此后,华尔街开始招募这些数学天才,但大多数人仍然只局限于做研究工作,因为人们认为,只有在研究室中,他们才不会受到其他人的伤害。在华尔街,这些数学天才被戏称为“数字虫”,人们普遍认为,这些人并不适合从事属于人类的“交易游戏”。但约翰·麦利威瑟却并不这么认为。所罗门兄弟公司政府债券交易部门的负责人小克雷格·科茨,是一名非常典型的交易大厅交易员:身材高大、长相英俊,和蔼可亲,喜欢和客户打成一片。尽管他在上大学时曾经受到过除名的处分,但这位篮球好手对他所从事的交易充满了热情——他用他的整个身心来从事交易。但是,小克雷格·科茨们所具有的这种热情,却正是约翰·麦利威瑟想要清除掉的东西。他更喜欢学者们用那种严谨、高度量化的方式来处理市场交易活动。

也许,华尔街的大多数行政人员永远都不会明白,学术世界究竟是怎样的一个世界。但是,约翰·麦利威瑟这位拥有芝加哥大学 MBA 学位的数学老师,却对这一世界乐此不疲。也许,这才是他最大的优势。1983 年,约翰·麦利威瑟与哈佛商学院的一位助理教授,在麻省理工学院受过严格训练的、性格十分讨人喜欢的艾里克·罗森菲尔德通了一次电话,请他推荐几位学生。艾里克·罗森菲尔德的父亲是麻省康考德市一位小有成就的理财经理,他本人则是一位电脑奇才,当时就已经使用计量方式进行投资了。但是,由于不善言辞,艾里克·罗森菲尔德讲起课来总是干巴巴的,所以,聪明绝顶的他一直在哈佛郁郁不得志。加上他长得十分瘦小,带着一副大大的眼镜,从远处看上去,活像一只四眼老鼠,所以,学生们对他的态度非常不好。“他们对他非常恶劣。”艾里克·罗森菲尔德日后的一位同事回忆说。因此,正在为学生批改考卷的艾里克·罗森菲尔德接到约翰·麦利威瑟的电话,知道年薪可以有 30 000 美元以后,立即毛遂自荐。10 天后,艾里克·罗森菲尔德就到所罗门兄弟公司的债券套利部门上班了。

约翰·麦利威瑟招兵买马的行动并没有就此停止。就在艾里克·罗森菲尔德加盟后不久,他又招来了好几位水平很高的专家学者:伦敦经济学院

金融硕士、伊朗裔美国人维克多·哈格哈尼；曾经帮助比尔·克林顿竞选阿肯色州州长的麻省理工学院金融博士、阿肯色人格利高里·霍金斯；艾里克·罗森菲尔德哈佛商学院的同事、麻省理工学院博士、思路极为清楚、极具数学头脑的经济学家威廉·卡拉斯科。但在所有这些专家学者当中，最乏味但也是最聪明的人，当数麻省理工学院双博士劳伦斯·希利布兰德了。最初，聘用劳伦斯·希利布兰德的是所罗门兄弟公司的研究部门，一个公认为最适合劳伦斯·希利布兰德这种“数字虫”呆的地方。但约翰·麦利威瑟很快就把劳伦斯·希利布兰德调进了他负责的债券套利部门。而正是这些人，组成了长期资本基金日后的核心。

出乎所有人意料的是（不包括约翰·麦利威瑟），这些书呆子很快就融入了华尔街。他们把有史以来所有能够得到的债券价格，一古脑儿地输进了他们的电脑，并对所有债券的历史表现及其相互关系，进行了分类和剖析。在此基础上，他们建立了一个模型，用以对债券未来的价格走势进行模拟。然后，一旦市场价格出现些许背离，他们就可以从模型中得到警告。

当然，这一模型并不会“命令”他们进行交易，模型只是提供了一个背景性的论据，让人的大脑去进行思考。他们把一个非常复杂的世界，搞得极其简化：2年期公债的收益率也许和正常的10年期债券的收益率非常接近；与某种外国债券相比，在正常情况下，某两种债券之间的利差非常小。事实上，模型将市场极其复杂的变化，压缩成了一个非常清楚的科学结论。正如约翰·麦利威瑟套利部门的一名成员所说的那样：“模型把债券世界各种要素的变化——收益率曲线形态、股票波动幅度形态、利率波动形态——告诉我们。而所有这些变化，都是金融市场对这些要素彼此发生冲突所做出的回答。”他们是这么说的，也是这么认为的。在他们看来，每一种价格都是对市场变化的一种“表述”，如果两种价格之间存在冲突，那么，套利的机会就会出现。

如果没有两个令人兴奋的条件的话，约翰·麦利威瑟及其套利部门的这种实验注定会遭到失败。但是，他们拥有了这两个条件，并获得了很大的成功。

其一，这些教授确实绝顶聪明，并极为精通套利交易。而市场，尤其是那些新的金融衍生工具市场，机会俯拾皆是。这些教授认为，机会是由于市场缺乏效率而形成的。如果一个市场效率很高，所有的价格都是正确的，那么，所有的人都不会去进行交易。但由于他们从事交易的市场仍然是一个不完善的市场，价格往往并不那么正确，所以，市场机会确实很多。更加重要的是，这些教授们从学术界引进了一条金科玉律：随着时间的推移，所有的市

场都会变得越来越富有效率。

他们尤其相信,市场具有一种倾向,即风险较大和风险较小的两种债券之间的利差,会变得越来越小,这一观点是很符合逻辑的。因为利差反映的是变数较大资产所具有的不确定性,既然市场会变得越来越有效率,那么,高风险债券价格的波动幅度就会变得越来越小,其价格也就会越来越稳定,所以,投资者要求得到的风险溢价(risky premium)也就会变得越来越小。例如,在20世纪80年代初,互换交易(swaps)——一种金融衍生工具——的利差,约在两个百分点左右。“他们看到出现这种情况后说:‘这绝对是不正确的,这些债券绝对没有这么大的风险。’”约翰·麦利威瑟套利部门的一名新成员回忆说:“他们认为,肯定会有某种力量使市场恢复效率。”

事实上,互换交易的利差真的缩小到了一个百分点,最后更缩小到四分之一个百分点。华尔街所有的证券公司和投资银行,包括由越来越小心谨慎的小克雷格·科茨所领导的所罗门兄弟公司政府债券交易部门,都在从事这种互换交易。约翰·麦利威瑟套利部门与他们这些人的差别在于,他下的赌注很大。如果市场价格走势一旦和他们的预期相背离,这些套利者,尤其是自信心爆棚的劳伦斯·希利布兰德,就会几乎是不假思索地将赌注加倍。由于有电脑模型作为他们的后盾,他们对市场价格走势的判断要比别人准确得多,几乎到了百发百中的程度。只要给他们充分的时间和充足的资金,这些学院派年轻天才就可以战无不胜。事实上,经常到大专院校和学术机构去网罗人才的约翰·麦利威瑟也开始相信,这些天才可以无往不利!

其二,这些教授拥有一顶很好的保护伞,他们根本就不担心公司内部的你争我斗,而且,有足够的资金让他们进行交易。但对于约翰·麦利威瑟来说,这项试验进行得非常不容易,因为这些教授都是些稀奇古怪的人。如出身于新泽西樱桃山一个工程师家庭的劳伦斯·希利布兰德,极不善于社交,简直就是学术界的阿尔·戈尔(美国前副总统,以不善社交著称)。哪怕只回答一个最简单的问题,他都会用一种机械、刻板的语言,做出数学式精准的回答。一次,一位非套利部门的交易员想说服劳伦斯·希利布兰德买进一种证券并卖出另外一种证券,可没想到,劳伦斯·希利布兰德用一种大人教育小孩的口吻回答说:“你要知道,它们的价格错得太离谱了。”这位同事一下子给他气晕了,立即用交易大厅非常习惯的方式回敬了劳伦斯·希利布兰德一句:“我也正在想‘太离谱’了。”平心而论,与交易大厅里那些趾高气扬、目中无人的交易员来说,这些教授确实更像是安安静静的学者。为套利部门建立了许多交易模型的威廉·卡拉斯科,具有台式模型所有的特征:循规蹈矩,行事谨慎;而艾里克·罗森菲尔德则有一点不那么讨人喜欢的幽默感。但由

于公司里的大多数同事都没有念过大学,更没有几个麻省理工学院的硕士或博士,所以,他在公司里一般都显得比较拘谨、比较沉默。

约翰·麦利威瑟在让这些学者融入华尔街这一方面,确实是一个天才。以后,所罗门兄弟公司的竞争对手们纷纷群起而效尤,从而形成了华尔街的一个潮流。“他把一群被企业界视为白痴的人带入了华尔街。”所罗门兄弟公司当时的一位投资银行家杰·希金斯指出:“如果没有约翰,他们今天可能还只能在贝尔实验室里玩他们的计算尺呢。他们自己很清楚这一点。”

这些教授在将复杂的交易活动简化为再简单不过的加减运算方面,有着超群不凡的能力,他们能够将火腿三明治分解成好几个风险组分,却对一次再正常不过的对话感到无能为力。但是,约翰·麦利威瑟提供了一个安全、自我封闭的避风港,让他们尽量发挥出自己的才能。他非常巧妙地把他们领导的套利部门,变成了一个与其他部门不相往来的独立王国。也正是因为约翰·麦利威瑟的缘故,这些原本根本就不认为有必要与其他人亲密相处的学院派交易员们,却在所罗门兄弟公司的套利部门中,变成了亲密无间的同事和朋友。

约翰·麦利威瑟有时候会说:“我们星期天一起打高尔夫球。”他没有也

不需要说的一句话是:“我希望你也能参加。”许多人,像劳伦斯·希利布兰德和艾里克·罗森菲尔德等,以前从来没有打过高尔夫球,但他们很快就学会了。此外,约翰·麦利威瑟还培养起这些书呆子对赛马的热情,甚至还搞来了几匹纯种马。很自然地,他会把他的交易员们带到赛马场去疯狂一下。更让人吃惊的是,他竟然每年都和他的交易员们,带着他们的妻子,一



去赛马场疯狂

起到安提瓜岛去度假。他不仅希望在交易时间内拥有这些交易员,他还想随时随地都拥有这些交易员。他无微不至地对待这些交易员,但也为他的部门筑起了一道保护栅栏,就像他故乡罗斯摩尔镇那道红色栅栏一样坚固无比的栅栏。

约翰·麦利威瑟最经典的一招是,他把赌博变成了他们这个部门共有的一种特性。周末打高尔夫球时,他们会千方百计设计一些极有意思的赌局,来提高打球的乐趣;他们会去赌马;也会花上一天的时间,集体去大西洋城赌一把。他们还赌美国总统大选的结果。总之,只要他们对什么东西感兴趣,他们就会赌上一把。更有意思的是,他们在赌体育比赛时,赌的不是比赛的输赢,而是,比赛的分差!

约翰·麦利威瑟很喜欢看这些交易员玩“撒谎者扑克”——一种按美元钞票序号大小出牌的游戏。他喜欢通过这种游戏对他的交易员进行测试,因为他认为,这种游戏可以锻炼人的本能反应。当这些交易员打出臭牌时,约翰·麦利威瑟就会发火,并威胁要炒他们鱿鱼。刚开始的时候,他们只是打打玩玩,玩到后来就玩真的了。有时候,他们一玩就是几个小时,一场牌可以输赢几万美元。艾里克·罗森菲尔德在自己的抽屉里放了一个信封,里面有好几百张美元现钞。然后,只要看到哪几张钞票出现得太频繁,他们就把这些钞票弃之一边,改用电脑选号的方式,继续玩他们的游戏。套利部门的这些大男孩似乎对赌博着了迷:“你千万不要和约翰·麦利威瑟他们部门的人一起去吃晚饭,他们不赌出谁来买单,牌局是停不下来的。”所罗门兄弟公司的首席财务官杰拉尔德·罗森菲尔德回忆说。约翰·麦利威瑟是一个很好的玩家,长着一张扑克脸的艾里克·罗森菲尔德(和杰拉尔德·罗森菲尔德没有任何关系)也是个中好手。而劳伦斯·希利布兰德则是一个正人君子,虽然说话不那么利索,但根本就不会说谎,经常很长时间不吭一声。对于不了解内情的人来说。这位留着淡淡小胡子、实际上绝顶聪明的劳伦斯·希利布兰德,在很多时候、很多地方,简直就是个多余的人。一次,有人问他,在抵押担保部门(劳伦斯·希利布兰德进行交易的部门)碰到老婆会不会让他感到尴尬。他的回答非常直截了当:“我从来不和老婆讨论工作。”

在约翰·麦利威瑟的领导下,套利部门总共12名成员之间的关系非常密切。他们使用的两排桌子,就在所罗门兄弟公司嘈杂喧闹的交易大厅中央,这种场景,几乎和汤姆·沃尔夫在他的小说《浮夸的篝火》(*The Bonfire of the Vanities*)所作的描写一模一样。套利部门的一名抵押担保交易员兰迪·希勒因为实在忍受不了这样一种环境气氛,最终选择了离开。而另外一名离职而去的同事,则被这些学者交易员视为叛徒。约翰·麦利威瑟甚至要求所有的人都和这名同事断绝一切来往。事实上,从这个部门建立以后,很少有人选择离开。而留下来的人,大都对约翰·麦利威瑟非常崇拜。他们在谈论起他的时候,总是使用一种很认真、很严肃的口吻,就好像犹太人谈论将他们的祖先带到巴勒斯坦的摩西一般。但是,约翰·麦利威瑟并没有对这样一种状况有什么反应,而是给他们更多、更有价值的东西。他的兴趣和好奇心,对这些教授产生了很大的激励作用,引发他们对自己提出更大的挑战,以把他们的工作做得更好。而在约翰·麦利威瑟这一边,他用真诚来回馈教授们的努力工作。他从来不对教授们有过疾言厉色,尽管即使有也不会有什么;另一方面,对于教授们来说,G. M. (约翰·麦利威瑟名字的缩写)就是永不失败的代名词,比任何两个字母都真实可信。

尽管约翰·麦利威瑟在楼上有一间单独的办公室,但他一般都在交易大厅中,和其他人挤在一张很小的桌子上。在进行欧洲美元交易的过程中,约翰·麦利威瑟一面向教授们追根究底地提问题,一面一根接一根地抽烟。事实上,他一直在有意无意地用谦虚,来遮掩自己极其巨大的野心。他非常喜欢说他从来不用不比 he 聪明的人。另外,他几乎从来不谈论他自己,别人对此并不注意,但实际上,他对别人所做的事情非常关心。有意思的是,约翰·麦利威瑟自己从来不做模型,但却能非常准确地把握模型所表达的内容。他很信任这些模型,因为这些模型是由他的伙伴们建立起来的。一次,交易员安迪在一宗抵押担保交易中蒙受了很大损失,提出希望能够加倍下注以摊薄成本,约翰·麦利威瑟大方地表示了同意。“难道你就不打算多了解这笔交易吗?”安迪不解地问道。约翰·麦利威瑟一句真诚的心里话,让安迪感动得五内俱铭。他说:“我要做的交易,在决定聘用你时就已经完成了。”

1981年,约翰·麦利威瑟与来自加利福尼亚的一名相当严肃的女骑手咪咪·莫瑞结了婚。婚后,他们小两口住在纽约上城东区约克大道的一套两居室公寓里。根据一位同事的说法,他们特别想要孩子,可一直未能如愿。除了咪咪·莫瑞,所罗门兄弟公司就是约翰·麦利威瑟另一个家,就连吃午餐时,他也不会离开办公桌。事实上,他的午餐时间好像也是教授们用模型定过型的。所罗门兄弟公司为所有员工提供使用瓷器的午餐,而在很长一段时间中,每天一到固定的时间,侍者就会给他端来他所要的午餐:一个用白面包做的腊肠三明治、两只苹果,并在银色的餐具之下,放上一张账单。约翰·麦利威瑟会吃掉一个苹果,然后将另外一个苹果随便送给哪一位同事。其他同事有时会要一份中餐,如果有人不小心将浆汁溅到了他的桌子——他宝贵的领地,他就会半开玩笑地大声嚷嚷起来:“看,我只能放弃我的桌子,回上面的办公室去了。”

在华尔街纯种白人银行家中显得特立独行的约翰·麦利威瑟,更认同与自己一样成长起来的教会学校学生,而无法和那些富有的行政人员打成一片,尽管他自己也已经跻身其间。与20世纪80年代那些神气活现、经常上报纸社交版的金融家们不同,约翰·麦利威瑟很不喜欢曝光(甚至将自己的照片从所罗门兄弟公司的年报中撤了下来),并拒绝吃任何法国式食品。每次去日本东京,他都只吃麦当劳果腹。他把自己看成是华尔街一个圈外人,因此,也把他的套利部门打造成了一个与这个圈子格格不入的小群体:有向心力、彼此忠诚、保护严密,就像他在罗斯摩尔镇所拥有的世界一模一样。他和他的教授们都用学校顽童的昵称,如牧师、酋长、国王、老鹰等,来彼此称呼。

尽管约翰·麦利威瑟确实对市场了如指掌,但对于一个交易员来说,他

所获得的名声却多少有些言过其实。事实上,他真正的本事在于以一种非常低调的方式塑造人。每当他面对一群人讲话的时候,他就会显示出明显的不安,甚至会有些语无伦次,而听者就必须打起十二分的精神,才能完整地理解他所说的事情。但是,他对他的同事,却一直抱有极大的信心,而且从来都不加掩饰。这,对于他的交易员来说,无疑是一帖最好不过的兴奋剂。这些人本来就有非同一般的自信心,而约翰·麦利威瑟的信任,让他们更加如虎添翼。此外,约翰·麦利威瑟不断向劳伦斯·希利布兰德和其他交易员提供所罗门兄弟公司资金的做法,让这些教授对自己的资金地位有了一个错误的判断,使他们误以为自己永远可以得到更多的资金。

随着套利部门赚钱越来越多,约翰·麦利威瑟的地盘也变得越来越大,连老对手小克雷格·科茨都归入到了他的麾下。事实上,所罗门兄弟公司所有的债券交易,包括政府债券、抵押债券、高收益公司债券、欧洲债券,以及日本债券购股权证,现在都由约翰·麦利威瑟掌管。这种情况非常合乎逻辑,因为只有这样,教授们才可以把他们的模型应用于所有新的交易领域。但这样一来,所罗门兄弟公司其他部门的人开始感到不自在起来;更何况,约翰·麦利威瑟经常会让他的两位教授——劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈格哈尼——到所罗门兄弟公司的伦敦办事处和东京办事处去看一下,而这两位呆头呆脑的老兄会在人家的地头上,趾高气扬地大声宣布:“这笔交易做得很不错,但下的注太小了,至少应该增加10倍。”不是2倍,而是10倍!说这话时候的那种感觉,好像他们就是常胜将军!当时,劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈格哈尼都才20多岁,而他们神气活现的对象,年龄都要比他们大一倍多,但他们仍然会说:“嘿,不要做这笔交易,我们比任何人都精通这些交易。我们套利部门的人会把这些交易做得很漂亮的。”

劳伦斯·希利布兰德是一个特别让人感到不舒服的人。他看上去正式而彬彬有礼,但却像对待自己的下属那样对待那些交易老手,用他那种数学式的精密来激怒他们。一次,他试图说服一些石油交易员,用与他赌债券价格走势相类似的方法来赌石油价格的走势。就在劳伦斯·希利布兰德讲得摇头晃脑,而这些交易员听得半信半疑的时候,劳伦斯·希利布兰德突然高举双手,大声宣布:“你们要考虑下面这些假定……”那样子,简直就像是高高在上地发布命令,而且要下面的人勒石以记。

交易员们的生活充满着紧张与刺激。他们整天不得空闲,时而对着电话大声咆哮,时而隔着交易大厅呼呼喝喝,时而对着电脑屏幕紧张不已。就在这种受到控制的混乱之地的中心,约翰·麦利威瑟的套利部门似乎形成了一种充满神秘、享受特权的亚文化。每天的一半时间,他们用一种只有他们能



交易员的紧张生活

够理解的、神秘而又充满学术术语的语言,来讨论交易活动,而另外一半时间,他们要么高声谈笑,要么就玩撒谎者扑克游戏。他们身穿便宜西装,态度潇洒自若,往往好像在不经意之间,就完成了最佳交易时间的选择。而与此同时,其他人时时刻刻不断努力工作,却还未必能获得他们所获得的结果。这是一个私密性极强的部门,他们似乎完全掌握了约翰·麦利威瑟用刻意保持神秘来保护自己的作风。尽管所罗门兄弟公司要求所有的交易员都必须开诚布公,与其他同事共享自己所掌握的信息,但教授们对此却根本不当回事。他们的这种态度和做法,引起了小克雷格·科茨和其他很多人的不满。套利部门将交易大厅中传播的所有信息一网打尽,却对他们自己部门的研究成果严加保密。一次,所罗门兄弟公司的竞争对

手培基证券公司挖走了所罗门兄弟公司的一名抵押债券交易员,这件事被公认为是对所罗门兄弟公司的漂亮一击。“他想要的第一件东西是什么呢?”培基证券当时的一位经理大笑着回忆说:“是分析方法?还是更好的电脑系统或者软件?不,都不是。他需要的是几把锁,能把他的文件柜锁起来!这充分反应了他们为人处世的态度!”正是由于他们对约翰·麦利威瑟绝对忠诚,套利部门与任何其他人都保持了一种泾渭分明的立场;而正是这种立场,使得日后的长期资本管理公司与华尔街所有其他的人,形成了一种非常危险的疏远感。劳伦斯·希利布兰德是这些人中最有代表性的一个,过于追求保护隐私的他甚至拒绝所罗门兄弟公司替他拍照!

由于所罗门兄弟公司其他部门的业绩不佳,约翰·麦利威瑟及其套利部门的影响力越来越大。劳伦斯·希利布兰德向公司施加压力,要求公司裁撤投资银行部门,理由是该部门获得的奖金与他们的贡献不成比例。随后,他开始宣称,套利部门不应该分摊公司自助餐厅的费用,因为他们所有的人都不在那里用餐。与他右倾、自由主义色彩浓烈的作风相配的是,劳伦斯·希利布兰德抱怨,他们被一些垄断性的供应商绑住了手脚,好像所罗门兄弟公司的每一个交易员或其他员工都应该自己解决自己的午餐。事实上,从更深一层来看,这其实表现出了一个事实,就是劳伦斯·希利布兰德及其

套利部门的同事,对所罗门兄弟公司其他部门工作人员(通常年纪都更大一些)毫不尊重。“他们就好像呆在太空舱一样。”希金斯这样评价约翰·麦利威瑟和他套利部门的成员,“他们不呼吸其他所有人都呼吸的空气。”

劳伦斯·希利布兰德和艾里克·罗森菲尔德不断地对约翰·麦利威瑟表示,套利部门应该得到更多的报酬。他们认为,所罗门兄弟公司对所有部门平均分配红利的办法,是典型的大锅饭。他们认为,既然所罗门兄弟公司赚的钱大部分都来自于套利部门,因此,他们,而且只有他们,应该得到最多的回报。

1987年,一位名叫罗纳德·佩雷曼的外来者提出,要恶意收购所罗门兄弟公司。戈特弗伦德对此非常担忧,因为他很清楚,一旦罗纳德·佩雷曼的恶意收购计划得逞的话,所罗门兄弟公司作为一家值得信赖的银行的声誉,就会一去不复返。(事实上,所罗门兄弟公司的许多公司客户也可以在罗纳德·佩雷曼的恶意收购名单上,找到自己的名字。)为了击败罗纳德·佩雷曼的恶意收购计划,戈特弗伦德将所罗门兄弟公司的控股权,卖给了独立的友好投资者——大名鼎鼎的亿万富翁沃伦·巴菲特。一向用非常精确的数学方式来评价事情的劳伦斯·希利布兰德,对这一事件的最后结果非常不满,他认为,所罗门兄弟公司在这桩交易中吃了大亏。尽管他对自己的诚实形象非常在意,但这位少年得志的27岁天才却并不了解,所罗门兄弟公司的无形资产,诸如它的道德形象,其实都是有价的,是可以卖大价钱的。为了阻止这桩交易,他真的飞往奥马哈,企图说服已是所罗门兄弟公司董事之一的沃伦·巴菲特撤回其投资,但遭到了沃伦·巴菲特的断然拒绝。

约翰·麦利威瑟试图安抚这些年轻人,并重塑他们对公司的忠诚。就在交易员们的抗议声不断高涨之际,约翰·麦利威瑟邀请了劳伦斯·希利布兰德和艾里克·罗森菲尔德与公司资深合伙人威廉·麦金托什共进晚餐,以深入了解所罗门兄弟公司的历史。作为一名深受爱尔兰天主教传统影响的自由派民主党人,约翰·麦利威瑟对公司的整体利益有一种比较深切的感觉,并愿意舒解他手下那帮人不可调和的强硬立场。一方面,他请这些交易员们放弃对冲套利部门应该离开所罗门兄弟公司的想法,并告诉他们:“我对这里的人是忠诚的。不管怎么说,你们现在的想法很贪婪。我请你们好好考虑一下住在哈莱姆的那些人吧!”另一方面,他向所罗门兄弟公司施加压力,要求公司清理门户,但并不是说完全置其他部门于不顾。每当他碰到问题的时候,心思缜密的约翰·麦利威瑟都会跟所罗门兄弟公司的首席财务官打招呼:“我们手上有一笔大交易,但我想先告诉你,这笔交易可能发生比较大的亏损。”实际上,在1987年的金融市场大崩盘中,约翰·麦利威瑟的套利部门

就已经出现过一天1.2亿美元的巨额亏损。所罗门兄弟公司的其他人对约翰·麦利威瑟及其套利部门究竟在做些什么,其实并不很了解,对该部门的财务杠杆规模,其实也并不十分了解,但他们都毫无保留地信任约翰·麦利威瑟,甚至连他在公司内部的手下也喜欢他。然而,没过多久,这种情况就结束了。

在其年轻教授们持续不断的压力下(这些年轻人并不是轻言放弃的人),在1989年,约翰·麦利威瑟说服戈特弗伦德接受了一个分配方案:套利部门将得到全部交易利润的15%,作为该部门的固定比例红利。但是,在劳伦斯·希利布兰德扬言不予支持以后,这一方案无疾而终了。同往常一样,约翰·麦利威瑟提出的这个方案并没有把自己包括在内,并告诉戈特弗伦德,他可以按照他认为公平合理的数字,向他本人支付报酬。就在这一年中,套利部门获得了大丰收,劳伦斯·希利布兰德甚至得到了2300万美元的红利。尽管劳伦斯·希利布兰德仍然乘火车上下班,开的也依然只是一辆很普通的凌志车,但关于劳伦斯·希利布兰德获得巨额红利的消息还是在公司内部不胫而走,迅速传播开了,尤其是因为其他部门都没有这样一种分配模式,所以,这一消息在所罗门兄弟公司内部引起了极大的争议。正如巴菲特的搭档、所罗门兄弟公司的董事查理·门格所言:“所罗门兄弟公司那些激进一点的人都快气疯了。”

在这些快要气疯的人当中,一位名叫保罗·莫泽尔的34岁交易员的态度尤为激烈。保罗·莫泽尔原是套利部门的一员,两年前被迫离开这一赚钱的部门,转而负责政府债券业务。保罗·莫泽尔身材瘦削,两眼长得很近,举止非常热情。1991年,即劳伦斯·希利布兰德获得巨额红利后的第二年,保罗·莫泽尔走进了约翰·麦利威瑟的办公室,向他承认了一件骇人听闻的事情:他向美国财政部提交了一份假标书,并在政府债券拍卖时多买进了一部分未得到批准的政府债券。

感到极度震惊的约翰·麦利威瑟立刻问保罗·莫泽尔:“就这一件事吗?你还有什么东西瞒着我吗?”保罗·莫泽尔回答说:“没有了。”

约翰·麦利威瑟立刻向戈特弗伦德通报了这件事。他俩和其他两名所罗门兄弟公司的高层管理人员一致认为,事态非常严重,但他们却并没有对此采取什么补救行动。尽管对保罗·莫泽尔非常不满,但约翰·麦利威瑟依然对他以礼相待。事实上很难想像,一贯团体利益至上的他,还会采取其他什么方法来处理这件事和这个人。在他看来,保罗·莫泽尔工作一向勤勤恳

愚,只是不小心摔了一跤,所以,他尽力维护保罗·莫泽尔,并仍然让他负责政府债券交易。事实证明,这是一个极其严重的错误,一个不是因为道德原因,而是由于约翰·麦利威瑟基于其独一无二的诚心而带来的判断失误。实际上,保罗·莫泽尔是一名十分摇摆不定的交易员,他行为处事的方式,更多地受到好奇心的驱动,而不是基于对利润的实际可行的预期。而且,他一而再、再而三地破坏了行规,已经对他的上司约翰·麦利威瑟乃至整个公司的声誉,带来了极大的伤害。必须加以说明的是,保罗·莫泽尔这些极其愚蠢的犯罪行为,其实很容易被他的上司所发现,因此,作为所罗门兄弟公司债券交易主管的约翰·麦利威瑟,几乎很自然地连想都没有想过,要对他手下的交易员是否有人会欺骗美国财政部进行了解。但是,约翰·麦利威瑟在事情已经发生以后却没有采取相应措施的做法,确实让人感到不解。几个月以后,即到了1991年8月份,所罗门兄弟公司发现,保罗·莫泽尔对约翰·麦利威瑟也撒了谎,因为事实上,他还有其他许多犯罪事实没有交代。所罗门兄弟公司立即将情况向美国财政部和联邦储备委员会做了通报,这引起了两大机构的极端愤怒。这一丑闻引爆了一场震动,而这种震动的程度似乎远远超过了保罗·莫泽尔所犯罪行本身。华尔街之狮戈特弗伦德因此被迫引咎辞职。所有这一切都说明了一个真理:绝不能欺骗美国财政部!

沃伦·巴菲特急匆匆地从奥哈马飞抵纽约,就任所罗门兄弟公司新的首席执行官(虽然只是一个过渡)。他立刻将所罗门兄弟公司那些人心惶惶的行政人员召集起来,并询问道:“我们还有没有办法挽救约翰·麦利威瑟?”当然,约翰·麦利威瑟是公司赚钱最多的人,并且是大家公认的道德模范,更何况,他手下的那批交易员都在不惜一切代价地保护他,认为约翰·麦利威瑟在事情发生后,立即将整件事情的经过向他的上司做了汇报。但是,与丑闻有关的所有人员,无一例外地都受到了极大的压力。终于有一天,第一个将约翰·麦利威瑟带入所罗门兄弟公司的合伙人麦金托什来到了他位于42层楼的办公室,向他宣布,为了顾全大局,约翰·麦利威瑟必须立即离开所罗门兄弟公司。就在套利部门的那些交易员知道这件事情之前,他们的头——约翰·麦利威瑟——已经辞职了。事情的发展,实在出乎约翰·麦利威瑟的意外,对他来说,这简直就像是一部超现实主义的电影。更加糟糕的是,由于他的大名频繁地出现在了报纸的头版头条,使他感到遭受了更大的伤害。“我是一个很害羞、很注意自我反省的人。”约翰·麦利威瑟后来对《商业周刊》如此表示。更令他感到遗憾的是,他被人抛弃了,尽管他认为,自己并没有做错什么。这一段被聚光灯包围的痛苦经历,令约翰·麦利威瑟变得更加自我封闭,直到后来长期资本基金



沃伦·巴菲特匆匆赶来

再次出现遗憾为止。与此同时,在套利部门内,永远值得他们怀念的约翰·麦利威瑟,成为了他们心目中的十字军战士。劳伦斯·希利布兰德和艾里克·罗森菲尔德将约翰·麦利威瑟的办公室完全保持了原样:他的高尔夫球杆、他的电脑、他的办公桌,一切都和他在时一模一样。给人的感觉就是,约翰·麦利威瑟正在度过一个长假。所罗门兄弟公司新任首席执行官德瑞克·莫汉极其敏感地意识到,只要这批崇拜约翰·麦利威瑟的交易员留在所罗门兄弟公司一天,约翰·麦利威瑟就是他绕不过、躲不开的竞争对手。果不其然,仅仅一年以后,就在约翰·麦利威瑟彻底解决了保罗·莫泽尔丑闻所带给他的全部后遗症以后,已成为所罗门兄弟公司套利部门和政府债券部门负责人劳伦斯·希利布兰德和艾里克·罗森菲尔德,就开始到处游说,希望公司能把约翰·麦利威瑟请回来,成为所罗门兄弟公司的联合首席执行官。*

德瑞克·莫汉是一位非常聪明的官僚,他怎么可能让这样的事情发生。更何况,他当时正在一门心思地把所罗门兄弟公司改造成一家能够提供全方位服务的全球性投资银行。在他看来,套利部门只是他计划中运营体系的一个环节而已。此时,已取代约翰·麦利威瑟在所罗门兄弟公司地位的劳伦斯·希利布兰德极力反对德瑞克·莫汉的这项计划,他希望公司能够解雇一批投资银行人员,并对套利部门进行整顿。就在此时,劳伦斯·希利布兰德在抵押债券上的一大笔投资出现了灾难性的态势,账面亏损额高达4亿美元。一般情况下,交易员大都会认输。但在不同凡响的劳伦斯·希利布兰德看来,好戏才刚刚开始。他极为冷静地建议公司加倍买进以摊低成本!由于劳伦斯·希利布兰德对自己所负责的交易极有信心,所以,他可以忍受别的交易员根本不能承受的痛苦。他坚持认为,市场就像一只变形的“机灵鬼”(“Slinky”,一种装有弹簧的玩具,会自动翻筋斗下楼梯),总有一天会反弹的。据说,劳伦斯·希利布兰德以前只有一次最终是输掉的,这就证明,他绝对不是一名赌徒,但是,他过于自信、总认为自己永远不会出错的毛病,对他的将来造成了极大的影响,最后终于酿成大祸。对于劳伦斯·希利布兰德加倍买进以摊低成本的建议,所罗门兄弟公司的管理层认为实在是太过分了,但同意劳伦斯·希利布兰德将手头已经开展的交易继续下去。最终,这笔交易果然不出劳伦斯·希利布兰德所料地赢利了。但是,这件事也提醒了所罗门兄弟公司的管理层,在劳伦斯·希利布兰德喋喋不休地抱怨公司其他部门成为

* 美国证券交易委员会提起了一项民事诉讼,指控约翰·麦利威瑟对保罗·莫泽尔疏于督导,犯有玩忽职守罪。约翰·麦利威瑟没有接受也没有拒绝这项指控,但同意接受美国证券交易委员会提出的“停止证券交易资格3个月,并罚款50000美元”的处罚。

公司包袱的同时,他自己的套利部门却只会在账面遭受损失时,不断地向公司伸手要资金,以摊低自己的成本。在套利部门到底动用了公司多少资金、他们所从事的交易到底有多大的风险这一点上,公司管理层很难同意劳伦斯·希利布兰德的观点,而后者为此向他们进行了为时几个小时的长篇解释。但事实上,问题非常简单:如果哪一天“机灵鬼”真的弹不回来了,那么,套利部门究竟会给公司造成多大的损失呢?显然,沃伦·巴菲特和门格对劳伦斯·希利布兰德满口数学语言的解释非常不满。最后,沃伦·巴菲特同意把约翰·麦利威瑟请回来,但不是像劳伦斯·希利布兰德所希望的那样,成为整个公司的联合首席执行官。

约翰·麦利威瑟当然不能接受以这样的条件重返所罗门兄弟公司。保罗·莫泽尔丑闻让他成为所罗门兄弟公司最高主宰的美梦彻底破灭了,但另一颗更大梦想的种子,却在这里萌发。头发像波浪一般卷曲、眼睛深邃得让人无法捉摸的约翰·麦利威瑟,果断地中止了与所罗门兄弟公司的所有谈判,开始筹划建立一个崭新的、完全独立的套利基金,也许就是一个对冲基金。立刻,他就开始向自己一手创建的、热爱着套利部门,展开了挖角行动,这一年,约翰·麦利威瑟 45 岁。



对冲基金

先生,我热爱两面下注。

——亨利·菲尔丁(英国小说家),1736年

你尽可以大胆预言,但切记,千万不要忘记两面下注。

——奥利弗·温德尔·霍尔姆兹(美国医学家、散文作家),1861年

20世纪90年代初,就在约翰·麦利威瑟另起炉灶、东山再起的时候,投资业也正好步入黄金时代。与以往任何时候相比,参与投资的美国人越来越多,股价也日高一日地攀升至令人咋舌的高点。以前公认的股指点位被一而再、再而三地突破。新纪录不断产生,旧藩篱不断倾颓。投资者眼花缭乱,却并不感到满足。这是一个黄金时代,但也是一个令人提心吊胆的时代。美国人在股票自动行情机前面打发他们的闲暇时间,而股票自动行情机则将股票市场每时每刻的变化,清清楚楚地呈现在他们的前面。不管是在健身房中,还是置身于机场,或是在单身酒吧里,电视屏幕上到处充斥着关于股票行情的报道。专家们不断预测市场会出现修正行情,甚至警告说会出现崩盘,尽管事实一再证明,他们的预测是错的,但他们的呼声绝对是不应该被忽视的。投资者虽然都很贪婪,但他们绝对很谨慎。那些一辈子都想不到会如此美梦成真的投资者们,现在需要有一个去处,让他们能够进行再投资。而在他们的心目中,这应该是一个即使股市真的发生崩盘也不会让他们蒙受损失的好地方。

当时,世面上富人多如过江之鲫。真的要感谢股市的这个大牛市,它让这个世界上600多万人的身价,超过了100万美元,成为了“百万美元富翁”,而这些人资产总额,更是超过了17万亿美元!至少,对于这幸运的600多万投资者来说,对冲基金绝对是一个很好的投资方向。

从证券法角度来说,其实并不存在对冲基金这种形式或机构。而从实务角度来看,对冲基金是一种以有限合伙人形式、以套利为目的进行证券互换交易的机构投资者。事实上,从20世纪20年代起,就已经有数量很少的一部分对冲基金在进行运作了。其中,以“价值投资之父”著称的本杰明·格雷厄姆运作的一个基金,可能就是最早的对冲基金之一。与主要由亲戚朋友组成的共同基金不同,这种有限合伙人制基金大都在华尔街的阴影底下进行运作,这些基金都是私人基金,大部分都是为富人而设计的投资集合(investment pool)。一般说来,这些基金都没有受到非常严格的监管。它们不需要在证券交易委员会进行注册,而只有一部分对冲基金需要向设在华盛顿的另一家机构——商品期货交易委员会——进行报备。它们大都不公布自己的证券投资组合,可以根据自己的需要(或者说根据银行愿意贷给它们的资金额度)进行融资。(事实上,两者之间往往并没有什么差别。)对冲基金和共同基金另一个不同之处是,对冲基金的投资组合可以非常集中,而无需像共同基金一样,要考虑投资组合的多元化。实际上,对冲基金在随心所欲地选择各种各样的投资工具,如期权、各种金融衍生工具、抛空,或者非常高的财务杠杆等方面,几乎是完全不受约束的。

为了获得这样一种极大的自由度,对冲基金的客户被局限于少数几个经过选择的投资者之上,实际上,他们的运作方式更像是一家私人俱乐部。从法律上来说,这些基金的合同投资者不得多于 99 个(可以是自然人投资者,也可以是机构投资者),每个投资者的投资额不得少于 100 万美元;如果有哪家对冲基金需要突破这一界限,那么,它的规模可以扩大,但每个投资者的投资组合价值必须在 500 万美元以上,每家基金的投资者不得多于 500 个。这一规定基于这样一种逻辑前提:既然这些基金只向一小群百万富翁和机构开放,那么,就不需要动用像证券交易委员会那样的政府机构去费心费力地对它们进行监管。这一规定假定,所有这些百万富翁和机构都很清楚他们正在做些什么。如果他们对自己的所作所为不了解,一旦出现损失,那也是他们自己的事,不至于对社会公众产生影响。



外汇投机专家
乔治·索罗斯

直到现在,大部分对冲基金经理依然都不为人所知。但在 20 世纪 80 年代和 90 年代期间,几家大基金的经理在市场上创下了非常响亮的恶名,其中最著名的要算是来自匈牙利的移民、外汇投机专家乔治·索罗斯了。1992 年,索罗斯旗下的“量子基金”以极其强悍的抛空手法,硬生生地突破了大名鼎鼎的英格兰银行的防线,迫使英格兰银行对英镑实施贬值,并从中赚了整整 10 亿美元的利润。几年以后,索罗斯因迫使东南亚国家货币全面且大幅度贬值,最终导致整个东南亚国家经济全面陷入崩溃,而受到世人的谴责(可能并不公平)。正是由于乔治·索罗斯和其他几名曝光率很高的对冲基金经理,如朱利安·罗伯逊、迈克尔·斯坦因哈特等人的强悍表现,对冲基金在市场上留下了一个到处“兴风作浪、惟恐天下不乱”这样典型的投机者形象。迈克尔·斯坦

因哈特曾经夸口说过,他和他的伙伴们已经是前卫资本主义最后的堡垒之一了。而在一般人的眼中,对冲基金就是那种要么大赚、要么大亏的风险承担者。在 1998 年版的《韦伯斯特大词典》中,对冲基金被定义为:用风险度很高的方法进行对冲交易的基金。

尽管在市场上,对冲基金有着大手笔交易的名声,但事实上,大部分对冲基金的操作手法都非常简单,而这却正是对冲基金最吸引人的地方。“对冲基金”一词,是从“从输赢两个方面对同一个人下注”这句话中衍生出来的,它的意思就是,通过向对手下注,将可能发生的投机风险降低到最小程度。该词最早指的是用来作为城市公园边界或界线的栅栏。以前从来没有人想到过,可以将这个词用在投资基金上。一直到 1949 年,约翰·麦利威瑟真正的祖师爷阿尔弗莱德·温斯洛·琼斯组织了一个全部由合伙人组成的合伙人制基金为止。当然,在此之前,早已有类似的基金存在了,但这位澳大利亚出

生的、大名鼎鼎的《财富》杂志作家,却是真正运作一个平衡(或者说经过对冲)的投资组合的第一人。当时,由于担心自己所持有的股票价值在市场下跌时出现缩水,琼斯决定用对冲——即一面买进一面卖空——的方式,来弱化市场因素所带来的影响。和大多数投资者一样,他买进他自己认为便宜的股票,抛空他自己认为价格高估的股票。至少从理论上来说,琼斯所持有的股票组合是“平衡”的。世界上发生的任何一个事件,不管是战争、舞弊,还是气候变化,都只会让他投资组合中的一半涨、另一半跌。所以,其净收益水平的高低,仅仅只取决于他自己选择相对最好和相对最差股票的能力。

这种做法是一种比较保守的做法,尽管赚得不多,但亏起来也一样不会多。在20世纪90年代,这种做法对那些神经过敏的投资者有着极大的吸引力。与胆大包天的乔治·索罗斯迥然不同的是,大部分现代对冲基金都把高收益率和高稳定性,放在同样重要的地位。长期以来,他们都希望能够获得非常可观的回报,却绝不亦步亦趋地追随市场大盘的走势。理想化一点来说,他们应该能够在大市都赚钱的时候赚得比别人更多一些,而在市场出现逆转时、大多数人都亏钱时,亏得比别人少一点。

有一段时间,美国人非常热衷于比较投资回报率,就像他们当初热衷于计算不断上升的住宅价格一样。尽管当时人们对对冲基金的了解并不清晰,但这并不妨碍他们将对冲基金视作为他们最看好的投资形态,因为在他们看来,在正常的市场风险幅度范围之内,对冲基金似乎是一条可以让他们规避风险、早日发财致富的康庄大道。以前,人们会在烧烤会上谈论建立共同基金来进行投资,但现在,共同基金已经太普通了!对于那些有办法的人,那些夏天去汉普顿避暑,那些用沃尔霍斯的画作来装饰自己居家的人,以及那些经常出没于艺术盛会和慈善晚餐会的人们,投资对冲基金已经成为了一种地位的象征,这意味着,他们已经成为了华尔街最精明能干、最富有潇洒的那一群人中的一分子。当人们在谈论投资时,还有什么比把自己的资金交给一位精明能干的年轻对冲基金经理来打理更让人得意呢?尤其是这位年轻的基金经理还为某某名人打理投资的时候。对冲基金已经成为了富有和杰出的一种象征。令人啼笑皆非的是,对冲基金经理们收取的很高管理费,反而加强了他们的这种地位:因为大部分人都同意这样一种逻辑:没有金刚钻,怎么敢揽瓷器活?因此,这种情况就造成了这样一种现象:对冲基金的经理们不仅将投资者的一大块利润放进了自己的口袋,而且,还贪得无厌地要求得到投资者一定百分比的资产!

正是由于这些原因,美国如雨后春笋般地冒出了无数个对冲基金。1986年,美国证券交易委员会做过一次调查,当时,美国共有215家对冲基金。到

了20世纪90年代,这一数字可能超过了3000家(没有任何人搞得清楚确切的数字),而且,这些基金的投资风格和所投资的资产品种也大都各不相同。在这些基金中,大多数的规模都比较小,所涉及的资金总额约在3000亿美元左右,大大小于总资产额高达32000亿美元的共同基金。但是,投资者都希望能够有更多的对冲基金出现,希望这些对冲基金能够在平淡无味的投资渠道之外,为他们提供一个人胆而又安全的投资通道:一个不会冒最大风险、而是追求最大确定性的投资通道;一个不靠大声嚷嚷、而是靠聪明睿智取胜的投资通道。而所有这些特征,正是约翰·麦利威瑟心目中理想的对冲基金所必须具有的。

受阿尔弗雷德·琼斯的启示,约翰·麦利威瑟认为,长期资本基金应该在债券市场上,专注于“相对价值”的交易。因此,长期资本基金应该在买进某些债券的同时,卖出另外一些债券。他们赌的是两种债券之间利差的扩大或缩小。如果意大利的利率比德国高很多,那么,这就意味着,意大利的债券价格要比德国的来得便宜。这时,如果一位交易员买进意大利债券,同时抛空德国债券,而意大利债券和德国债券之间的利率差最后缩小的话,他就会获得盈利。这就是证券交易的相对低风险策略,因为不同债券的价格一般都是同升同降的,而利差的变动则不像债券价格本身那么大。正像阿尔弗雷德·琼斯的基金一样,从理论上来看,不管市场是升是降,甚至崩盘,长期资本基金都不会受到影响。

但与阿尔弗雷德·琼斯的做法不同的一点是:约翰·麦利威瑟从一开始就打算,长期资本基金将利用其自有资金20倍、30倍,甚至更多倍数的财务杠杆,来开展自己的交易,而这是长期资本基金战略不可或缺的一部分,因为,他们买进和抛空的债券之间的利差通常都非常小,如果要由此获得巨额利润,就必须在巨大的财务杠杆帮助下,进行无数次数量极其巨大的交易。对于任何一个到过赌场的人来说,这一战略都有着不可抵挡的诱惑力。正好像跷跷板可以帮助小孩跷起体重比自己大得多的大人一样,财务杠杆可以帮助你大大加强自己的“力量”,亦即自己的赢利能力,因为它可以让你像使用自己的钱一样,用借来的钱生钱。当然,出现亏损的可能性也同样加大了。如果由于某种原因,长期资本基金的投资战略失败,那么,他所蒙受的损失相对就会大得多,损失发生的速度也会快得多。事实上,甚至会危及他们自身的生存,尽管这种情况的发生几率非常之小。

1993年初,约翰·麦利威瑟给美林证券当时的董事长丹尼尔·图利打了个电话。还在为受保罗·莫泽尔丑闻牵连而愤愤不平的约翰·麦利威

瑟开口就问道：“我是一个废物吗？”丹尼尔·图利回答说，当然不是。丹尼尔·图利让约翰·麦利威瑟与美林证券专门负责为对冲基金募集资金的人员保持联系。没过多久，美林证券就同意担任指定承销商，为长期资本基金募集资金。

约翰·麦利威瑟制定了一个极其野心勃勃的计划。他希望即使没有所罗门兄弟公司巨大的资金实力、巨额的银行授信额度、完善的信息网络，以及7000名员工的支持，长期资本基金也能够在全球交易和获得无与伦比的市场地位这两个方面，至少达到所罗门兄弟公司套利部门的水平。为所罗门兄弟公司效力如此之久、贡献如此之大，最后却落得个被扫地出门的下场，一想起这一点，约翰·麦利威瑟就感到愤愤不平。他渴望能用创建一个更好的套利机构的方式，来证明自己的清白和无辜。

从一开始起，约翰·麦利威瑟就希望大手笔地为自己募集到25亿美元的基金（一般的基金都是从这一数字的1%，即2500万美元起步的）。事实上，长期资本管理公司所做的任何一件事情都是大手笔的：它所收取的管理费要比其他基金高得多：除按2%的比例，每年向投资者收取固定的资产管理费以外，约翰·麦利威瑟和他的合伙人们还向投资者收取其全部利润25%的利润分成。（与此相对应的是，其他基金一般只收取1%的资产管理费和2%的利润分成。）这样高的收费标准，约翰·麦利威瑟认为，是为了能够保持其进行全球性交易的能力。但实际上，这只不过反映了约翰·麦利威瑟对进行全球化运作的渴望。

更有甚者，长期资本管理公司还坚持，所有的投资者都必须承诺：三年之内不得撤资。在对冲基金这一领域中，这一规定绝对是闻所未闻的。但事实上，这一规定是很有道理的。如果市场出现逆转迹象，那么，长期资本基金就会拥有一笔真正的“长期资本”，就可以像银行对储户一样说：“明天再来吧。”此外，它还要求投资者要给予他们充分的信任，这主要是因为约翰·麦利威瑟根本就拿不出什么正式的追踪记录，来让投资者了解。因此，尽管投资者多少都知道，所罗门兄弟公司近几年的盈利主要都来自于它的套利部门，但对它为什么能够获得盈利却并不清楚；而且，即使是对套利部门的工作能够赚多少钱有所了解的投资者，也对它究竟是如何赚到这些钱的，感到有些莫名其妙。对于他们来说，模型啦、利差啦、各种各样稀奇古怪的金融衍生工具啦，所有这些东西实在是太专业了，他们根本就无法理解。何况，对于投资由因保罗·莫泽尔丑闻受到证券交易委员会处罚、刚刚从困境中脱身的约翰·麦利威瑟创建的这样一个基金，投资者都还存在很大的疑虑。

就在美林证券开始为募集资金制定计划的同时，约翰·麦利威瑟的老搭

档们则纷纷离开了所罗门兄弟公司。1993年初,艾里克·罗森菲尔德首先追随约翰·麦利威瑟而去,紧接着,伊朗裔犹太人维克多·哈格哈尼也辞职而去。令人惊讶的是,他挂冠而去的消息,竟然在所罗门兄弟公司的交易楼层,赢得了一片喝彩声。7月,格里高利·霍金斯也辞职了。现在,约翰·麦利威瑟的团队就缺劳伦斯·希利布兰德一人了,而后者在所罗门兄弟公司的竭力挽留之下,陷入了两面为难的境地。于是,约翰·麦利威瑟与他的顶尖交易高手们一起,开始策划一系列计划。说句实话,约翰·麦利威瑟对他的老同事是绝对很真诚的,他很诚心地向老上司戈特弗伦德发出邀请,希望他能够同意出任长期资本管理公司的董事会非执行主席,条件是,戈特弗伦德放弃向所罗门兄弟公司追讨他认为欠他的酬劳。尽管一直为人所忽视,但事实上,所罗门兄弟公司套利部门之所以能获得如此巨大的成功,和戈特弗伦德有着十分密切的关系:他经常会在市场气氛过于乐观的时候,向那些年轻的交易员们做出非常重要的提示。当然,在长期资本管理公司,约翰·麦利威瑟自己会管好他的部下。

约翰·麦利威瑟非常希望能够建立起一个无论是戈特弗伦德,还是那些聪明能干的年轻交易员们都无法很好传递的品牌形象。他需要一种能够让投资者正确评判其大胆计划的优势。因此,他对他的团队进行了重新整合和

包装,使整个团队显得不仅是一群债券交易员,而且是一群经验丰富的金融高手。因为这一次,约翰·麦利威瑟要募集的是整整25亿美元,而不是去网罗一名默默无闻的年轻助理教授。于是,约翰·麦利威瑟这一次将目光转向了最高级的学术界,转向了哈佛大学的罗伯特·默顿教授,一位在金融界举足轻重、被许多业内学者视为天才的权威级学者;一位为华尔街培养了包括艾里克·罗森菲尔德在内的好几代交易员的泰斗级人物。其实,在20世纪80年代初期,艾里克·罗森菲尔德就已经说服罗伯特·默顿教授,担任了所罗门兄弟公司的顾问,因此,他与整个套利部



哈佛大学的罗伯特·默顿

门的人员,都早已建立起了非常和谐的亲密关系。更加重要的是,罗伯特·默顿教授的名字,就是一把开门的钥匙,不仅可以从美国,而且还可以从欧洲甚至亚洲,为约翰·麦利威瑟的长期资本基金,带来源源不断的投资资金。

罗伯特·默顿教授的父亲罗伯特·K·默顿,是哥伦比亚大学一位专事研究科学家行为、非常著名的社会科学家。就在他的儿子出生以后不久,罗伯特·K·默顿先生创造了一个新的概念:自我实现预言。他认为,银行储户因为害怕银行倒闭而纷纷挤兑,就是“自我实现预言”现象最好的证明。而他的儿子、后来大名鼎鼎的罗伯特·默顿教授,恰好成为了他父亲这一预言

的一个极好的证明。在纽约郊外赫德逊河畔哈斯廷斯长大的罗伯特·默顿，很早就显露出他出众的天赋，运用系统性方法来研究他感兴趣的任何一件事情。罗伯特·默顿是一个狂热的棒球迷和汽车迷，他可以很清楚地记得每一个棒球手的平均击球次数，还对每一款美国汽车的引擎尺寸了如指掌。后来，在他玩扑克的时候，他可以眼睛只盯着灯光，而与他学生做成约定，并轻而易举地完成定约。就像效仿他父亲研究过的那些科学家一样，罗伯特·默顿教授，正如一位作家日后描述的那样：“在他自己周围满世界寻找秩序。”

当他还在加州理工大学念本科的时候，他对另外一种东西产生了莫大的兴趣，那就是投资。当时，罗伯特·默顿经常在早晨6点半纽约股市开市的时候*，赶去当地的证券经纪行。在那里，他花上几个小时的时间，来进行交易和关注市场！天如人愿的是，罗伯特·默顿后来转入了著名的麻省理工学院学习经济学。20世纪60年代后期，经济学家刚刚开始将金融转变成一种可计量的方法。对于在大名鼎鼎的保罗·萨缪尔森门下工作的罗伯特·默顿来说，这无异于一片充满生机的新天地。当时，经济学家刚刚开始构筑模型，来描述市场在任何一个时间节点上的形态——至少是理论上应该具有的形态。此时，罗伯特·默顿取得了一个牛顿式的开创性成果，即建立了一个价格模型，以反映在一系列微细时间段内的价格变化。罗伯特·默顿将这一模型命名为“持续时间金融”模型。许多年以后，法国兴业银行的一名金融衍生工具专家斯坦·乔纳斯观察说：“金融业大部分人所做的所有事情，都只不过在为罗伯特·默顿20世纪70年代所做的工作提供注脚。”现在，罗伯特·默顿教授当年讲课时所用的蓝色油印讲义，已成了很珍贵的收藏品。

20世纪70年代初，罗伯特·默顿教授开始致力于研究这样一个问题，即如何才能确定一个公式，来为股票期权“正确”定价。（这一问题后来被另两位经济学家费舍尔·布莱克和马尔隆·斯科尔斯解决了。）为了把握股票期权和实际股票之间所存在的关系，罗伯特·默顿教授设计了一个形态非常优美的数学模型，彻底解决了这一难题。但是，他一直等到两位同行的论文发表以后，才很有风度地将自己的成果公诸于众。从此，这一模型一直以布莱克-斯科尔斯模型名扬天下。但在当时，由于根本就不存在一



布莱克-斯科尔斯模型的创立者费舍尔·布莱克（左）和马尔隆·斯科尔斯（右）

* 加利福尼亚的时间要比纽约晚3个小时。——译者注。

个非常活跃的股票期权市场,所以,很少有人对所发生的这一切感兴趣。凑巧的是,就在这一模型问世前一个月,芝加哥期权交易所正式允许股票期权挂牌交易。不久,得克萨斯仪器公司就在《华尔街日报》上刊登广告称:“你现在可以用我们的计算机计算布莱克-斯科尔斯值了。”事实上,这是金融衍生工具革命的真正发端,以前,从来没有哪一位教授,能对华尔街产生过这样重大的影响。

20世纪80年代,约翰·麦利威瑟和其他许多交易员一样,就像交易股票和债券一样,开始很熟练地交易这些全新的金融衍生工具。与实际的证券相比较,金融衍生工具只是一些从股票、债券,或者其他金融性资产中衍生出价值的合约,这也正是这些合约被称为衍生工具的原因。例如,股票期权——即在某一规定时间段内,以某一特定价格购买某种股票的权利——的价值,将随着目标股票价格的波动,而发生相应的涨跌。

罗伯特·默顿教授欣然接受了长期资本管理公司的邀请,因为在他看来,这给了他一个在现实世界中验证其理论的极好机会。最近,罗伯特·默顿教授辩称,金融衍生工具已彻底打破了本来在投资银行、商业银行,以及其他金融机构之间所存在的界线。而在他帮助创造出来的这一无边无际的金融衍生工具世界中,只要能够订立一个适当的合约,任何人都可以承担融资或提供证券所带来的风险,在这一过程中,起作用的是其功能而非其形式。这,早已在抵押债券市场上得到了明确的证明。这一市场原本一直由本地银行主宰,但现在,这一市场的贷款资金,主要由大量只购买了很少数量的证券化抵押资产的、彼此之间毫无关联的投资者所提供。

事实上,罗伯特·默顿教授并不认为长期资本基金是一个对冲基金。他和其他许多合伙人一样,对对冲基金这一名称嗤之以鼻,而是把长期资本基金视为一个像银行一样为市场提供资金的、具有很强艺术性的金融中介机构。两者的差别在于,银行将从储户那里借来的钱贷给当地的居民和企业。银行在其资产(亦即其贷款)和债务(亦即其存款)之间进行平衡。其所获得的利润,即来自于它向借款人收取的费用与向储户支付的费用之间所存在的微薄利差;同样,长期资本基金以抛空某种债券的方式“借钱”,而以买进另外一种债券的方式“贷款”。所不同的是,买进债券的市场需求相对比较弱,因而,其利息收益率也就相应地会高一些。因此,长期资本基金就如同一家银行,它的收益,同样也来自于利差。尽管这些描述有些过于简单化,但长期资本基金的确是用投资于风险较大的债券(这意味着收益也比较高)的方式,向市场“提供流动性”。事实上,银行除了能够向市场提供流动性以外,它还能做些什么呢?真要感谢罗伯特·默顿教授,他让狭隘的对冲基金开始在一个

更加广大的平台上,给自己定位!

不幸的是,罗伯特·默顿教授的加盟,并没有给基金销售带来很明显的作用。他的想法太书生气了,而且还一直惦记着哈佛的那些课。但到了1993年的夏天,约翰·麦利威瑟又网罗了一位学术明星,即马尔隆·斯科尔斯。尽管有不少学术界人士认为,马尔隆·斯科尔斯的分量要比罗伯特·默顿教授小得多,但因为布莱克-斯科尔斯模型缘故,马尔隆·斯科尔斯在华尔街的名气极大。由于马尔隆·斯科尔斯同样也在所罗门兄弟公司工作过,所以,他同样和约翰·麦利威瑟以及他的团队非常熟悉。至此,由于有了两位得到过诺贝尔奖提名的金融界重量级人物的加盟,长期资本基金在业内的地位,一下子就变得无比高大起来(就像拥有了迈克尔·乔丹和穆罕默德·阿里一样)。“这简直就是一支梦之队。”一位最后向长期资本基金投资的资金管理经理如是说。



又一位学术明星
马尔隆·斯科尔斯

1993年秋,美林证券急匆匆地召集了一批投资者。几辆加长的豪华房车载着几位重量级投资者,来到了位于纽约曼哈顿南端的美林证券总部。美林证券首先对长期资本管理公司的情况,进行了一番演示。这些投资者在承诺一定保守秘密后,离开了美林证券。随后,美林证券特派员和长期资本管理公司的各位合伙人分成几个小组,开始进行资金募集路演。他们路演的足迹,遍及纽约、波士顿、费城、塔拉哈西、亚特兰大、芝加哥、圣路易斯、辛辛那提、麦迪逊、堪萨斯城、达拉斯、丹佛、洛杉矶、阿姆斯特丹、伦敦、马德里、巴黎、布鲁塞尔、苏黎世、罗马、圣保罗、布宜诺斯艾利斯、东京、香港、阿布扎比,以及沙特阿拉伯。长期资本管理公司为每一位投资者设定的投资下限是1 000万美元。

路演刚刚开始的时候,情况非常不妙。约翰·麦利威瑟表现得像一名政客一样,说起话来欲言又止,好像他所说的每一句话都会泄露他们天大的秘密一样。“所有的人都希望能够看到约翰·麦利威瑟,可他就是不说话。”美林证券的戴尔·梅耶不满地抱怨说。而保守的艾里克·罗森菲尔德同样也非常低调,搞得投资者个个昏昏欲睡。格利高里·霍金斯,这位罗伯特·默顿教授的学生表现得更差,竟然指望用一大堆希腊字母和代数符号,来说服投资者掏钱投资。长期资本管理公司的合伙人都不知道如何用故事来打动投资者,他们的演示,看上去更像是数学教授在给学生讲课。另外,长期资本基金这个名字,也让许多投资者感到没有什么兴趣,只有认真的罗伯特·默顿教授很喜欢这个名字。事实上,投资者有很多理由拒绝对长期资本基金进行投资:首先,约翰·麦利威瑟竟然不可思议地拒绝向投资者透露他的投资策略;其次,许多人对长期资本管理公司准备用如此高的财务杠杆进行运作

大表震惊(奇怪的是,约翰·麦利威瑟非常小心地对此作了透露。);其三,像洛克菲勒基金会、洛沃斯公司这些大的机构投资者,则对长期资本管理公司将要收取的高额管理费感到不可理解。一句话,长期资本基金的整个计划并未经过市场检验,尤其是对那些专门向机构投资者提供咨询意见、并能够决定大笔资金投向的专业投资顾问来说,更是如此。

一直在为长期资本基金争取重量级投资者的约翰·麦利威瑟前往奥马哈,与大名鼎鼎的沃伦·巴菲特共进牛排晚餐。约翰·麦利威瑟心里很清楚,只要沃伦·巴菲特愿意投资长期资本基金,那么,其他的投资者就会跟进。沃伦·巴菲特像以往一样,高高兴兴地接待了约翰·麦利威瑟,并客气地对他进行了一番鼓励,但就是不愿签发支票。

在遭到美国最富有的投资者的断然拒绝以后,约翰·麦利威瑟与乔·柯兹纳进行了接触。长期以来,乔·柯兹纳一直很妒嫉所罗门兄弟公司拥有一个非常出色的套利部门,并一直希望在高盛公司内部建立一个能够与之抗衡的相应部门。乔·柯兹纳表示,高盛公司有兴趣成为长期资本基金的大投资者,也可以考虑将长期资本基金合并进高盛公司。但这两种可能最后都没有实现。瑞士联合银行对约翰·麦利威瑟的计划观察了很久,最后也没有参与投资。而未能得到这些大银行的支持,确实令人感到沮丧。事实上,尽管外表一副不太在乎的样子,但约翰·麦利威瑟一直在担心,他与所罗门兄弟公司之间的关系总有一天会被切断。所以,他迫切需要有一家大机构来为他撑腰。

为了将这种需要转化成优势,约翰·麦利威瑟开始寻求一些外国银行作为长期资本基金的外部合伙人,以便让长期资本基金更具国际化色彩。约翰·麦利威瑟希望每一个这样的外部合伙人——他称之为“战略合伙人”——能够包销1亿美元的投资额度,并在其本国市场上加以消化。这个计划是非常典型的约翰·麦利威瑟式计划,包括将投资者称为“战略投资者”以取悦于这些投资者等。事实上,至少从理论上来看,这种做法确实能够让长期资本基金和这些外国银行获得双赢的结果。所以,罗伯特·默顿教授非常喜欢这个计划,在他看来,这个计划完全可以证明他的理论,即旧的机构体系是完全可以突破的。约翰·麦利威瑟这一计划的第二个好处是,在美林证券争取客户的同时,约翰·麦利威瑟可以集中精力与国外大银行进行有针对性的洽谈。

此时,美林证券的资金募集工作有了比较大的进展。它设计了一个很有创意的“分支”基金系统,让长期资本管理公司能够以不同的基金形式,向不同税负、不同法律地位的投资者进行筹资。在这些“分支”基金中,一种专门

吸引普通美国投资者；另外一个基金则专门为免税养老基金而设计；而为日本投资者专门设计了将利润与日元进行对冲的一个基金；此外，他们还为欧洲的机构投资者设计了一种只能将资金投资于交易所上市股票的基金方案。（后来，这一基金在爱尔兰证券交易所挂牌上市。）

但是，所有这些“分支”基金都只是一个幌子，都不保留募集来的资金，而是通过账面上的技术处理，把所有的资金输往它们共同的核心基金——注册于避税天堂开曼群岛的长期资本投资组合。无论从哪个角度来说，长期资本投资组合都是惟一的一家基金：它是买卖债券和持有资产的主体，而长期资本管理公司则负责这一基金的运作。长期资本管理公司注册于特拉华州，性质为合伙制企业，其所有人为约翰·麦利威瑟及其合伙人，以及其中部分合伙人的配偶。尽管这样一种非常复杂的组织结构，让很多人对之望而却步，但却受到大部分合伙人的热烈拥戴。在他们看来，他们驾驭复杂交易的能力，就是他们对其他交易员的优势之一。当然，从形式上看，长期资本管理公司的合伙人们既不在开曼群岛，也不在特拉华州，他们的办公地点，都在康涅狄格州的格林威治，和英国伦敦。

在刚刚开始进行市场推广时，长期资本管理公司的这些合伙人就遇到了一个很好的机会。那天，在他们的律师托马斯·贝尔——辛普森-撒切尔-巴特莱特律师事务所的合伙人之一——的办公室里，艾里克·罗森菲尔德兴奋地跳起来说道：“快来看看这个，看看所罗门兄弟公司都做了些什么！”他把一张纸扔在大伙面前，那是所罗门兄弟公司的一张收益报表。所罗门兄弟公司已经正式决定，将套利部门这些年来获得的利润公诸于众了。现在，长期资本管理公司的合伙人们终于可以理直气壮地对外宣传他们以往的辉煌业绩了。所罗门兄弟公司公布的这份收益表显示，在过去5年中，套利部门每年为公司带来5亿美元的利润，占其利润总额的大部分。但即使如此，他们还不足以说服投资者将钱投给他们这个基金。最主要的问题在于，尽管美林证券一再劝说，但约翰·麦利威瑟及其合伙人始终对他们的投资战略守口如瓶。更有甚者，他们连交易案例都不肯向投资者透露。所以，即使投资者有兴趣投资长期资本基金，但他们始终没有任何办法了解合伙人究竟会怎样处理他们的投资。毕竟，在当时来说，大多数人对债券套利并不了解。

美林证券负责长期资本基金筹资案的老烟枪主管艾迪森·米切尔，一直都在试图说服约翰·麦利威瑟说清楚他的投资战略，但约翰·麦利威瑟好像根本不记得是他需要筹集这笔资金，始终不肯加以披露，甚至在与艾迪森·米切尔私下相处时，也严守自己的口风，绝口不透露他自己联系的银行名称，好像这一切都牵涉到国家机密一般。面对这样一个把自己保护得严严实实

的客户,艾迪森·米切尔极为尴尬,他甚至连将这一基金卖给自己的老板都做不到,更何况卖给其他投资者了。因此,尽管艾迪森·米切尔向美林证券建议说,公司应该成为长期资本基金的战略合作伙伴,但遭到负责美林证券资本市场业务的戴维·柯曼斯基的断然拒绝。他只同意将美林证券从长期资本基金筹资案中所获的1500万美元手续费拿出来,投入长期资本基金,其他一切免谈。

在路演途中,一个包括马尔隆·斯科尔斯、格利高里·霍金斯,以及若干美林证券人士在内的小组,辛辛苦苦地去了趟明尼阿波利斯,对保险业巨擘康塞考公司进行了一次访问。当他们筋疲力竭地赶到康塞考公司后,马尔隆·斯科尔斯立即开始向他们解释,长期资本基金如何能够在哪怕是效率相对比较高的市场上,获得巨大的利润。突然,康塞考公司一个30岁左右的金融衍生工具交易员安德鲁·乔说道:“市场并不会给你那么多机会,你根本就不可能从国库券市场上赚到那么多钱。”这位仅有金融硕士学位的年轻人,似乎对大名鼎鼎的布莱克-斯科尔斯模型的发明者并不买账。被激怒了的马尔隆·斯科尔斯马上从皮靠椅上站了起来,怒气冲冲地对安德鲁·乔大声吼道:“你就是原因!就是因为有你这样的笨蛋,我们才能赚到那么多钱!”对此,康塞考公司感到极为不满,会议很快就不欢而散了。美林证券的人要求马尔隆·斯科尔斯赔礼道歉,但格利高里·霍金斯觉得事情很好笑,一直捧着自己的肚子在那里狂笑不止。

平心而论,马尔隆·斯科尔斯是长期资本基金最好的基金销售员。投资者们至少都听到过他的大名,有的甚至还上过他的课。马尔隆·斯科尔斯是



斯科尔斯是很好的基金销售员

是一个个性固执的人,他非常外向,也十分健谈。他用一个非常生动的比喻来解释长期资本基金的基金获利方式:长期资本基金是在成千上万笔交易中,每笔赚非常微薄的一点点利差,而这些利差是其他人看都不要看的(或者说根本就看不到的),就像吸尘器吸掉的钱,都是别人看不到或者根本不在意的一样。有趣的是,在他进行解释时,他会将一枚硬币抛到半空中,以加深大家的印象,而在这样一些场合之中,这种小动作绝对是无伤大雅的。即使在涉及基金神秘的细节问题时,马尔隆·斯科尔斯也总能用一连串的数学概念和术语轻而易举地绕过去,并使提问的人像

一个小学生般感到没有面子。“他们用马尔隆来对付你。”康塞考公司投资部门的负责人麦克斯威尔·波布利兹这样说道。

作为加拿大安大略省一名牙医的儿子,马尔隆·斯科尔斯的举止行为并不像一名成绩斐然的学者。满脑子创业想法的他,曾经和他的兄弟一起,涉

足过许多行业。他们干过出版,也卖过刺绣缎纹布。1962年大学毕业以后,不知疲倦的马尔隆·斯科尔斯在芝加哥大学找到了一份暑期工作:担任电脑程序员。当时,马尔隆·斯科尔斯对电脑几乎一窍不通,商学院的那些教授们对电脑的力量刚刚开始有所了解,正在拼命地建设数据库,尤其注重与股票市场价格有关的研究。而马尔隆·斯科尔斯的电脑编程工作之糟糕,令这些教授们大为光火,只能让他随时待命,同时自行做一些市场研究工作。

就此,马尔隆·斯科尔斯陷入了一群保守学者的包围之中。尤金·法马、莫顿·米勒等学者,正在发展一种后来成为现代金融学核心理论体系:效率市场假说(Efficient Market Hypothesis)。这一假说的前提是,股票价格永远是“正确”的,因此,没有任何人能够正确把握市场未来的走势,因为市场走势一定是“随机”的。当然,如果要股票价格保持“正确”,市场所有的参与者就必须是理性的,其所获得的信息也必须是充分的。事实上,这一假设设定了一个前提条件:全世界所有的交易场所和证券经纪行的营业所,或至少能够决定价格的那些人,都像劳伦斯·希利布兰德一样,只付“值得”的价钱,从来不多付或少付一分钱。据在芝加哥大学与马尔隆·斯科尔斯一起从事研究工作、后来一手将自己所创立的对冲基金断送干净的维克多·内德霍夫说,马尔隆·斯科尔斯当时是“漫步理论派”的一位追随者,而所谓的“漫步理论”认为,市场决不会犯错。一次,一名不动产经纪人劝他在学校附近的海德公园买房,并对他说,此处的房地产价格一定会在一年之内上涨12%。皮肤黝黑、喜欢长篇大论的马尔隆·斯科尔斯立马对这位经纪人进行了一番说教。他说,如果真像这位经纪人所说的那样,那么,这里早就不会有房子了。但是,尽管马尔隆·斯科尔斯对这一理论确信不疑,但他自己却从来不认为自己不能打败市场。20世纪60年代末,他把自己所有的工资全部投入股市,自己则靠借钱度日。当市场狂跌时,马尔隆·斯科尔斯不得不恳求银行展延贷款,以免被强行平仓而遭受巨大损失。最后,他所购买的股票终于止跌回升了——这并不是长期资本管理公司的合伙人最后一次认识到,一家友好的银行可以具有多大的价值!

罗伯特·默顿是一位真正集大成的理论家,而马尔隆·斯科尔斯则是一位寻找正确方法来对理论进行检测的高手。罗伯特·默顿说话做事都会有所保留,而马尔隆·斯科尔斯则咄咄逼人,追根究底,语不惊人誓不休。这两个人碰在一起,不断地进行脑力震荡。尽管并不是每一次都能够看到曙光,但许多震荡确实闪现出了创造性的光芒。由于马尔隆·斯科尔斯在实务方面所具有的超凡脱俗的能力,他对所罗门兄弟公司做出了极大的实质性贡献,并帮助所罗门兄弟公司建立了一个专门从事金融衍生工具交易的子公

司。此外,马尔隆·斯科尔斯还是一名非常出色的税务专家,对美国和国外的各种税法都非常熟悉。在他看来,税务简直就是一项大规模的智力游戏:“根本就没有人在真正纳税。”马尔隆·斯科尔斯相信,人们一定会竭尽所能地利用一切方法进行避税,尽管这种看法并不符合芝加哥学派把人视为经济机器人的观点。在长期资本管理公司,马尔隆·斯科尔斯带头倡导了一项极其聪明的计划:让合伙人延期10年再来分配应得的利润,以此来进行合法避税。他把这一计划所有的细节全部告诉了他们的税务顾问。但最终,这一计划并没有得到其他合伙人的响应。在长期资本管理公司中,几乎所有的合伙人都很喜欢马尔隆·斯科尔斯的热情与生活情趣。他一直在不停地重塑自我,并不断追求新的运动方式,如滑雪等等。而且,由于受约翰·麦利威瑟的影响,马尔隆·斯科尔斯对打高尔夫尤为热衷。

随着马尔隆·斯科尔斯的加盟,长期资本基金的资金募集工作越来越像样了。他们将一个巨大的诱惑放在投资者面前,告诉他们,每年30%的投资回报率(而且是扣除长期资本管理公司所收取的管理费以后)并不是一件可望不可及的事。更有甚者,尽管这些合伙人也很清楚地提醒投资者,投资是有风险的,但他们却十分强调,他们会很好地分散并规避这些风险。由于他们的投资组合遍及全球,所以,他们认为自己的鸡蛋已经放在了很安全的地方,没有任何一个市场的变化可以把他们的基金拉下马!

长期资本管理公司的合伙人们,对那些最挑剔的投资者展开了人盯人的说服攻势,经常邀请这些投资者到他们位于格林威治河岸汽船街装饰非常朴素的总部去,有些投资者甚至受邀去了有7~8次之多。在长期资本管理公司,身穿卡其休闲裤和高尔夫T恤衫的合伙人们,看上去一个个自信满满的。事实上,这些人早已在所罗门兄弟公司赚到了数以千万美元计的钱,而且,他们向投资者们保证,他们一定可以在长期资本基金,将这一赚钱的神话演得更加出色、精彩。在这些聪明绝顶、精灵古怪的人面前,投资者尽管对约翰·麦利威瑟们将如何运作这一基金不甚了了,但却不知不觉地把自己的信条忘得一干二净了。“这是一个非常优秀的黄金组合,他们确实知道如何才能赚大钱。”瑞士银行家、长期资本基金的投资者雷蒙·巴尔说。到了1993年,尽管长期资本管理公司尚未正式开张,准备工作的进展也十分缓慢。但投资者承诺的资金却已开始陆续到位。当劳伦斯·希利布兰德终于离开所罗门兄弟公司,加入他们这帮老兄弟的队伍以后,长期资本管理公司这些合伙人的士气,高涨到了一个令人难以置信的高度。对于他们来说,罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯的存在,可以大幅度增加长期资本基金的市场号召力;而劳伦斯·希利布兰德则是一名真正能够让长期资本基金的收银机转个不停

的赚钱高手。

约翰·麦利威瑟还向他的两位长年高尔夫球球友——所罗门兄弟公司的行政管理人员理查德·利希,和自己创建过一家债券经纪行的密友詹姆斯·麦克恩蒂——提供了合伙人的位置。在约翰·麦利威瑟的这些交易员之中,这两人处处显得有些格格不入。待人友善、随和的推销员理查德·利希负责与华尔街银行家打交道,这恰恰是那些颀头倔脑的交易员最不擅长的;而詹姆斯·麦克恩蒂的作用则让人感到一头雾水。他在卖掉债券经纪行后,过着让人看不懂的豪华生活:乘直升飞机回他在汉普敦的家;乘私人飞机去格林纳达度假。所有这一切,让他得到了一个“酋长”的绰号。与那些呆头呆脑的书呆子交易员截然不同,出生于纽约布朗克斯的詹姆斯·麦克恩蒂是一个很老派的交易员,他完全凭自己的判



高尔夫球场

断和胆识进行交易。但约翰·麦利威瑟就是喜欢有这样一些朋友在他的身边,与他们在一起让他感觉很放松,甚至变得有些喜欢社交了。因为,和约翰·麦利威瑟一样,理查德·利希和詹姆斯·麦克恩蒂都是爱尔兰人后裔,他们让约翰·麦利威瑟感觉很自在。另外,他们也是约翰·麦利威瑟最为珍视的资产——位于爱尔兰西南海岸、草皮修剪得平整如镜的沃特维尔高尔夫球场——的两名合伙人。

1994年年初,约翰·麦利威瑟网罗进一名让所有人大吃一惊的人物——美国联邦储备委员会副主席、仅次于大名鼎鼎的联储主席艾伦·格林斯潘的——戴维·马林斯。与长期资本管理公司的许多合伙人一样,戴维·马林斯也是罗伯特·默顿在麻省理工学院的学生,后来在哈佛大学执教时,与艾里克·罗森菲尔德成为很好的朋友。作为美国中央银行的一名高级银行家,戴维·马林斯让长期资本管理公司得到了得天独厚的与国际性银行打交道的机会。此外,戴维·马林斯还是联储负责处理保罗·莫泽尔丑闻的关键人物,这也就意味着,约翰·麦利威瑟在华盛顿留下的纪录,并没有受到什么玷污。

和约翰·麦利威瑟一样,戴维·马林斯同样也从十几岁起就开始涉足投资了。他的父亲是阿肯色大学的校长,他本人在哈佛任教时很受学生欢迎。具有讽刺意味的是,他是以处理金融危机专家的身份,开始其政府官员生涯的。如果没有这一次的角色转换,长期资本基金若干年以后的危机处理负责人,可能仍然是戴维·马林斯。在1987年股市大崩溃以后,戴维·马林斯帮

助白宫起草了一份内容极其精辟的报告,将股市大崩溃归咎于新的金融衍生工具市场所产生的抛售雪球效应。此后,他加入了美国财政部,协助起草了旨在对美国濒于破产的储蓄和信贷机构提供帮助的一项法律。作为一名政府管理者,戴维·马林斯敏锐地认识到,市场并不是一台可以正确确定价格的机器,而是会周期性地、非常危险地发生一些失控的行为。“我们的金融系统节奏很快,到处都充满创造力。它现在的这种设计,令它在一段时间以后,一定会出现一些或大或小的差错。”戴维·马林斯在跳槽到长期资本管理公司前一年评论说。在对他未来服务的基金了解得越来越深入以后,戴维·马林斯提出了一种观点:联储至少部分的使命,应该是解决那些受到困扰的私人机构所普遍面临的“流动性问题”。

说话喜欢绕弯子、声音很柔软、一身银行家打扮、人绝对聪明的戴维·马林斯,一度曾被认为是艾伦·格林斯潘的接班人。当他决定加入长期资本管理公司的时候,他以前在财政部工作时的上司尼古拉斯·布雷迪感到非常不解:他和那帮家伙混在一起干吗?与之相反的是,投资者对戴维·马林斯的加入显得极为高兴,因为这至少可以证明一点:联储副主席和他们对后市看法是一致的。事实上,通过网罗像戴维·马林斯这样一名联储高官,长期资本基金这样一家私人基金,史无前例地获得了全世界许多国家和地区的官方或半官方资金。就在戴维·马林斯加盟长期资本管理公司后不久,该公司就获得了来自于新加坡政府投资公司、泰国盘谷银行、科威特政府养老基金和中国的香港土地发展署、台湾银行的一大批资金。更令人称奇的是,意大利中央银行的外汇管理局竟然也向长期资本基金投资了1亿美元。在意大利中央银行外汇管理局负责外汇交易业务的皮埃兰多尼奥认为,长期资本基金并不是一家对冲基金,而是一家拥有“崇高声望的投资机构”。

私人投资者更是为长期资本基金有如此之大的能量所震慑。在他们看来,一大批最优秀的金融专家,一位现任的联储第二号人物,这样的组合,怎么可能不在华尔街猜测格老政策变化动态的游戏中占得先机呢?因此,大量私人投资者涌向了长期资本基金。在日本,住友银行签订合同,向长期资本基金投资1亿美元;在欧洲,德雷斯頓银行、列支敦士登环球信托银行、尤利乌斯·贝尔银行(瑞士的一家私人银行),都将价值3000万至1亿美元的基金,卖给了他们富有的客户。而一家由国际银行家埃德蒙德·萨夫拉经营的神秘机构——纽约共和公司——对长期资本管理公司的人员阵容和这些人以往所取得的成就极为佩服,并对该基金未来的赢利能力极感放心,一下子就投资了6500万美元。此外,长期资本管理公司还与巴西最大的投资银行——加兰蒂亚银行——签订了投资合约。

在美国本土,有一连串的各界重量级名人和机构,排在了长期资本基金的投资者名单之上:好莱坞著名经纪人迈克尔·欧维兹;运动鞋巨子、耐克公司首席执行官菲尔·奈特;麦肯锡公司的多位合伙人;纽约石油巨子罗伯特·贝尔夫。在贝尔斯登的首席执行官詹姆斯·凯恩看来,与长期资本管理公司所能赚到的那么多钱相比,付给他们的管理费简直就是小菜一碟。而让詹姆斯·凯恩与其他投资者一样感到安心的是,约翰·麦利威瑟和他的合伙人也将在长期资本基金中,投资1.46亿美元。(艾里克·罗森菲尔德等人还把孩子们名下的钱也投了进去。)由于这些教授在学术界非常著名,因此,长期资本基金在大学校园里面的销售进行得非常顺利。圣约翰大学、耶和華大学各投资了1000万美元,而匹兹堡大学投资了500万美元。在谢克尔高地,完美顾问公司将他们富有的客户,一古脑儿地拉进了长期资本基金。完美顾问公司的总裁泰伦斯·苏利文在读研究生的时候,曾经拜读过罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯两位大教授的鸿篇巨著。他认为,长期资本基金的经营风险是小之又小的。

在企业界,佩恩·韦伯证券公司认为,可以从长期资本管理公司学到许多投资想法,所以,决定对长期资本基金投资1亿美元。其董事长唐纳德·马龙个人还另外追加了1000万美元。另外,其他对长期资本基金进行投资的企业还有:布莱克·戴克公司养老基金、纽约大陆保险公司以及总统人寿保险公司。

1994年2月底,长期资本管理公司正式开张营业。约翰·麦利威瑟、艾里克·罗森菲尔德、格利高里·霍金斯、理查德·利希等,购买了一批足够喝上好几年的高级勃艮第红酒,以示庆祝。参加这一庆祝盛典的,除了长期资本管理公司的11位合伙人外,还有约30名交易员和其他员工,以及一套太阳微系统公司生产、广受交易员和工程师欢迎的、价值1000万美元的SPARC工作站。从最后的结果来看,长期资本基金共募集资金12.5亿美元,尽管还远远没有达到约翰·麦利威瑟一开始预定的目标,但这一数字,仍然创下了历史最高纪录!



旗开得胜

他们(长期资本管理公司的那些合伙人)确实是世界上最好的金融专家。

——《机构投资者》

上帝对长期资本管理公司是十分眷顾的。他们在最佳的时间筹得了大笔的资金,又在马云笼罩华尔街的最佳时刻杀入市场。投资者都喜欢风平浪静,但令人啼笑皆非的是,市场机会却总在动荡不定中出现。在价格非常平稳的时候,市场交投就会变得清淡无味;而市场价格坚冰一旦被打破,坚冰下面的波涛就会汹涌澎湃,势不可当。一会儿,证券A的价格随波跳水,一会儿,证券B的价格顺水而上。两种债券的价格本来明明亦步亦趋,不一会,就变得东西异途,分道扬镳,致使原来一直很好预测的利差,一下子变得无从把握。于是,就在突然之间,投资者感到了无所适从,底气不那么足或缺乏安全感的投资者,就会不计成本地斩仓而去。如果如此行事的投资者人数非常众多的话,市场就会被极其沉重的抛压扭曲得完全变形。而对于那些头脑清醒、手中握有大量资金的投资者来说,最好的市场机会来临了。

1994年,正当约翰·麦利威瑟刚刚完成其资金募集工作之时,艾伦·格林斯潘也正好开始为美国经济可能过热而感到担心。这时,刚收拾好东西准备离开联邦储备委员会、跳槽去长期资本管理公司的戴维·马林斯,对格老提了一个建议:联储应开始收紧银根。于是,就在银行利率达到历史最低水平,也就是投资者认为市场时机最佳的2月份,艾伦·格林斯潘5年来第一次宣布,提高银行短期贷款利率。此举立即震动了整条华尔街。但是,如果格老的本意只是希望市场能够冷静下来的话,那么,他的希望是完全落空了:相对于艾伦·格林斯潘只将银行短期利率水平调高0.25个基点而言,债券价格出现了暴跌(当然,债券价格本来就是以一定的幅度,随银行利率进行反向变动的),其跌幅远远超过了人们的预料。由此,许多投资者纷纷开始斩仓出逃。

到了5月份,即长期资本管理公司正式进场搏杀两个月以后,30年期国库券的收益率,从其最高峰值7.6%跌到了6.5%,整整下跌了16%,而这,对于相对比较平稳的固定收益证券来说,绝对是一个极其巨大的变化。与此同时,欧洲债券市场同样也受到了极大的冲击。在这种情况下,许多不同的投资者,包括一些债务压到脖子的对冲基金在内,都开始大量抛售手中持有的债券,纷纷撤离这一市场。在欧洲债券上押下重注的迈克尔·斯坦因哈特这下子彻底慌了神,因为他是依靠巨额财务杠杆来进行交易的,银行利率每上升1个基点,迈克尔·斯坦因哈特就要蒙受700万美元的损失。最后,在短短的4天之内,一向喜欢虚张声势的迈克尔·斯坦因哈特共替他的投资者亏掉了8亿美元;由于国际货币市场突然转向而蒙受惨重损失的乔治·索罗斯,则在两天之内,替投资者输掉了6.5亿美元。

对于约翰·麦利威瑟来说,这绝对是一个天大的利好消息。一天上午,就在市场抛单最为集中的时候,约翰·麦利威瑟经过一位交易员旁边,眼睛紧紧盯着这位交易员的电脑屏幕说:“举白旗投降的人越来越多了。”约翰·麦利威瑟很清楚地知道,急于抛售手中资产的投资者,是绝对不会考虑得非常清楚的。而在他们如饥似渴地逃离市场的过程中,市场利差一定会大幅度放大,这时,约翰·麦利威瑟们进场捡便宜的机会就出现了。“在债券市场上,价格异乎寻常的高企……通常就会导致市场价格波动幅度的放大。”在一封写给投资者的信中,约翰·麦利威瑟这样解释道:“而这种利差的扩大,就给长期资本管理公司的利差缩小预期和其他相对价值交易,创造了更多的机会。”在相对平稳的两个月以后,长期资本基金的资产增值了7%,并开始大量获利。对于此时此刻的约翰·麦利威瑟来说,其他那些对冲基金因为过度利用财务杠杆而惶惶如丧家之犬的情况,是根本不可能在长期资本基金身上发生的。但是,1994年,在长期资本管理公司刚刚起步几个月后发生的那场债券危机,其实有很多东西是非常值得长期资本管理公司好好深思的。

评论家们开始关注国际债券市场之间所存在的关联性,《华尔街日报》观察到,“一些看似毫不相干的市场所发生的危机,往往都在美国国债市场上引起连锁反应。”欧洲债券大跌、银行家信孚出现交易亏损的消息、阿斯金资本管理公司(一家以不动产抵押债券为主要经营内容的大型对冲基金)的倒闭,以及墨西哥主要总统候选人遇刺,等等,无一例外地都会对刚刚因为艾伦·格林斯潘的讲话而开始进行适度调整的美国国债市场,产生负面影响。

于是,几乎就在突然之间,全球各地的市场变得更加一体化了——这是一种对长期资本基金极其重要的变化。这意味着,一个市场的发展动向,将会很快地扩散到另一个市场。一个原本非常孤立的下跌事件,很可能会引发一场全面的市场灾难。而由于根据客户个人偏好度身定做的大量金融衍生工具的存在,纽约的投机者就可以对日本的金融市场豪赌一番;而远在阿姆斯特丹的投机者也可以对巴西市场押下重注。所有这一切,都使一个地方的麻烦,得以像瘟疫一样,迅速向世界其他地方蔓延。而对于那些终日眼睛不离开电脑屏幕的交易员来说,市场之间——如美国抵押债券和法国政府债券——的差异根本就不存在。金融衍生工具将所有品种的证券,都用表示风险大小的“点”,捏到了一起。看到交易员们在不断地清偿债务,瑞士信贷第一波士顿银行的经济学家尼尔·索斯向《华尔街日报》的记者解释道:“你不是在卖出你应该卖出的数量,而是在卖出你能够卖出的数量。”投资者只要对一种证券使用财务杠杆,他事实上就对其拥有的所有其他证券失去了控制。

有一条真理,值得所有投资者铭记在心——不同的证券原本是毫无关联的,但一旦被同一位投资者所拥有,这些证券就会在某些艰难时刻被连结成一体。而且,当不同国家的金融界战士都持有相同的证券品种时,国家的疆界就会消失。因此,对分散投资以获取安全的概念——亦即长期资本基金证券投资的安全基础——实在应该进行认真的反思。

迈克尔·斯坦因哈特将其所蒙受的损失,归结为“在突然之间丧失了流动性”。数年以后,长期资本管理公司同样引用了这样一个理由。但是,“流动性”就像是一个稻草人,只要市场出现跳水,投资者就一定会很无奈地发现,几乎不会有人在这个时候进场接盘。正像凯恩斯所说的那样,对社会这样一个整体来说,其实根本就没有什么“流动性”,认为市场有责任保持一定的流动性,或认为只要有卖就一定会买的想法,是错误的。但对于1994年的危机来说,其罪魁祸首不是别人,就是财务杠杆。如果你没有举债,你就不会被人强行平仓,就不会破产,而这完全和“流动性”无关。相对应的是,一家利用了财务杠杆的企业可能会被迫平仓,那样,累计起来的亏损,就可能把这家企业完全击倒。财务杠杆经常会引发这种毫无道理可言的动态变化,其所具有的危险性绝对是很难以想像的。

长期资本管理公司的幸运是双重的。其一,在它大量资金投入市场之前,市场的价格利差已经被放大了;其二,在市场机会真的出现时,长期资本管理公司是极少数几家有能力把握好这些市场机会的企业之一。长期资本管理公司所做的交易都是一些很好的交易,尽管还不能说这些交易都毫无风险,更不能说这些交易好得可以不顾一切地去利用财务杠杆,但从总体上看,这些交易确实十分聪明合算,而且机会多多。所以,几乎从一开始起,长期资本基金就已经开始赚钱了。

在长期资本基金最早进行的几笔交易中,就有一笔涉及到30年期美国政府公债的交易。政府公债(所有期限的政府公债)的发行者是美国政府,其目的是为美国联邦政府的财政预算提供资金。在市场上,每天都有价值1700亿美元以上的政府公债在进行着交易。从全球范围来看,美国政府公债一直被认为是风险最小的投资工具。30年期政府公债有一个非常有趣的现象,由于人们普遍认为这种公债非常安全,且收益率也比较高,所以,每次在30年期政府公债发行6个月或更长一段时间以后,投资者就会把这些公债放入保险柜,长期持有。随着30年期政府公债在外流通的数量越来越少,这种债券的交易也变得越来越困难了。现在,财政部



每半年发行一次这种债券。在华尔街,离到期日尚有 29 又 1/2 年的老债券,被称为“非当期债券”(off the run),而新发行的债券则被称为“当期债券”(on the run)。由于缺乏“流动性”,市场一直认为“非当期债券”的价值比较低。所以,它的成交价格会打一点折扣。(也就是说,你可以用较低的价格购买“非当期债券”,或者说,“非当期债券”的收益率要更加高一些。)而用套利者的术语来说,利差就出现了。

1994 年,长期资本管理公司很敏锐地观察到,利差出现了异常的扩大现象。1993 年 3 月份发行的 30 年期政府公债的交易收益率是 7.36%,但到了 8 月份,即该期政府公债发行后 6 个月,该期政府公债的收益率就已经跌到了 7.24%,亦即整整跌掉了 12 个基点。每个星期的星期二,长期资本管理公司的合伙人都会参加一个风险管理例会。在早期举行的一次会上,几位合伙人认为,公司应该买 12 个基点的差距一定会缩小。但问题在于,仅仅认为“便宜的债券就是有吸引力的债券”是远远不够的,他们应该交代清楚,利差存在的原因究竟是什么?这,对于搞清楚利差究竟是会继续保持原样,还是会进一步扩大而言,是至关重要的。事实上,对于这一案例来说,利差其实是一个非常可笑的因素,毕竟,美国政府不会为 29 又 1/2 年以后到期的公债,比 30 年以后到期的公债多付哪怕一分钱。但是,许多机构就是害怕,他们只想持有流动性最高的资产,而拒绝接受任何其他债券。因此,长期资本管理公司相信,这些机构不正确的要求,导致了市场的扭曲,而扭曲的市场又带来了许许多多的市场机会。也就是说,正是这些机构愿意为“当期债券”支付更高的价格溢价,长期资本管理公司那些在所罗门兄弟公司时就老于此道的合伙人们,才会高高兴兴地照单全收。他们把这样一种交易称之为“扣合交易”(snap trade),意即这两种债券的利差水平,经常会在几个月之内,趋于一致。事实上,长期资本管理公司之所以能够从中赚钱,就是因为它愿意持有那些流动性较差的债券。

“我们的大部分交易都是为别人提供流动性。”艾里克·罗森菲尔德指出:“我们买进所有人都希望赶紧脱手的呆滞品种。”但显而易见的是,艾里克·罗森菲尔德并没有考虑过会出现这样一种情况,即由于长期资本管理公司倾向于在每一个市场上都买进这种流动性较差的资产,所以,这些资产彼此之间其实并不是完全独立的,因此,它和掷硬币游戏的完全独立性是不完全一致的。事实上,如果真的出现“所有人”都想赶紧脱手的话,它所持有的资产完全有可能是“全体跳水”的。

12个基点的利差是很小的,通常不会给人带来任何麻烦。对于价值1 000美元的两种债券来说,它们的价格差就是15.8美元。即使几个月后,这一价格差缩小了2/3,长期资本管理公司买进1 000美元债券所能赚的钱,也只有10美元,或者说,几个月的利润率只有1%。但如果使用财务杠杆的话,这些看上去毫不起眼的利差,就会成千上百倍地得到放大。正是因为约翰·麦利威瑟心里本来就打算这样做,所以,长期资本管理公司买进了10亿美元较便宜的“非当期债券”,同时卖出了10亿美元价格较高的“当期债券”。这是一个非常惊人的数字。长期资本管理公司的合伙人们几乎把他们的全部家当都押上了。但情况并没有这样严重,他们根本就不会输掉全部家当,因为,他们在买进一种债券的同时,也卖出了一种债券,所以,不管是赢还是输,他们仅仅只是在赌两者之间的差额会变得越来越小,而且,正如前面指出过的那样,债券利差的变化幅度,远要比债券价格本身的变化幅度来得小。就像你的住宅房价可能会跌得很厉害,但你邻居房子的价格同样也会跌得很惨。当然,至少在较短的时间范围之内,利差进一步扩大的风险是存在的。既然两种债券之间的利差达到了12个基点,那又有谁能够保证,它肯定不会扩大到14个基点,或在某些特定的市场条件下,甚至达到20个基点呢?

以精于计算为招牌的长期资本管理公司,在经过仔细计算以后得出结论:持有一种债券同时抛空另一种债券的风险,只有同时持有两种债券的1/25。于是,他们立刻决定,将财务杠杆放大25倍,进行买进/抛空式的对冲套利。但是,这种杠杆乘数效应确实有可能带来25倍的收益,但正如我们前面已经指出过的那样,它同样可以带来25倍的亏损。因为,只要你举债,你就会面对风险。这在任何情况下都是一样的。在长期资本基金这一案例中,它用向华尔街银行——可能是好几家银行——借来的钱,买进10亿美元较便宜的“非当期债券”,而它抛空的10亿美元价格较高的“当期债券”,同样也是从别人那里借来的。

其实,有更加众多的方方面面涉及进了这样一宗交易,尽管这仅仅只是长期资本管理公司最最简单的运作方法之一。在买进这些“非当期债券”以后,长期资本管理公司很快就把债券借给了华尔街其他的公司,而这些公司会用现金对长期资本管理公司做出担保,随后,长期资本管理公司马上就用这笔现金对他们借入的“当期债券”进行担保。在华尔街,这样一种短期担保贷款被人们称之为“回购融资”。

这一交易的动人之处在于,长期资本基金的现金流量始终是保持平衡的,它为买进10亿美元“非当期债券”而付出去的,和它抛空10亿美元“当期

债券”而收入的钱是相等的。换句话说,长期资本基金实际上没有动用自己一分一毫的现金,做了20亿美元的生意。*

正常来说,向美林证券这种投资银行借入债券,需要多一点担保。比如,借1000美元国库券,可能需要提供1010美元的担保。而其他风险较大的债券,需要的担保就会更多一些。最初这10美元相当于总额1%的保证金,即所谓的“拔毛费”(haircut),就是市场万一出现上升时,美林证券保护自己的一种方式 and 手段。这部分保证金的作用,就是对你可以进行的交易规模做出限制。如果没有保证金的约束,交易规模就可能开无轨电车,回报就可能会高得离谱,当然,风险也就会大得可怕。

从一开始起,长期资本管理公司就压根没打算过支付这笔保证金,他们的政策是,最好不要支付这笔保证金,如果实在不行,就要求大幅度降低保证金比例。作为这一政策的始作俑者,约翰·麦利威瑟在交易所、高尔夫球场、台球室、赛马场等竞争意味很浓的地方,长袖善舞地施展着他很难抗拒的魅力。而比较善于社交、为人比较随和的艾里克·罗森菲尔德和理查德·利希这两位合伙人,则不断地和众多银行展开周旋,有时候,劳伦斯·希利布兰德也会加入其中,一起与银行进行周旋。在任何情况下,艾里克·罗森菲尔德和理查德·利希都会客气而坚定地坚持,长期资本管理公司具有极为良好的市场感觉和判断力,各方面的控制也非常可靠,所以,根本就没有必要支付这种保证金,也绝不与任何不接受其条件的企业进行交易。于是,美林证券第一个签订城下之盟,同意长期资本管理公司可以在交易中,免交保证金。既然有人开了头,后面自然就会有人跟进。高盛公司、J. P. 摩根银行、摩根斯坦利添惠,以及几乎所有的银行,都很快就与长期资本管理公司签订了协议,同意后者免交保证金。惟一不买长期资本管理公司账的佩尼·韦伯公司,后来确实没有与长期资本管理公司做过任何生意。“只要你想跟他们做生意,你就不会有任何选择。”约翰·麦利威瑟最为尊敬的手之一、高盛公司的乔·柯兹纳回忆说。

尽管长期资本管理公司的交易大都非常复杂,而且数量动辄以千万笔记,但所使用的战略战术却不超一打。一些交易,如国库券套利等,涉及的是实实在在的证券;而另一些交易,如金融衍生工具交易,则根本就与具体的

* 事实上,保持这种状态并非完全不需要成本。这样一个非常简单的交易,共涉及4个不同的付款流程。长期资本管理公司既向别人收取抵押担保的利息,又向别人支付抵押担保的利息(支付利率要比收取利率略高一些)。由于它所持有的债券的票面利率是7.36%,而抛空的债券的票面利率是7.21%,所以,它还是可以稍微弥补一些赤字的。但从总体上来看,长期资本管理公司每个月都要承担几个基点的成本。

证券无涉,它们只是长期资本管理公司与银行及其他形形色色的对手,赌未来不同市场价格走向的工具而已。

有一个例子可以说明这一情况:一位红袜队球迷和一位扬基队球迷在赛季开始前就约定,对方球队每得一分,就付给对手1 000美元。实际上,长期资本管理公司所进行的金融衍生工具合约交易,与这一例子非常相似,只不过决定输赢的换成了债券、股票等的价格变化而已。这些金融衍生工具并不会在长期资本基金的资产损益表中出现,它们也不是通常意义上的“债务”,但只要市场走向与长期资本管理公司的预期发生背离,所造成的后果就会和真正的“债务”毫无二致。而由于长期资本管理公司可以不支付保证金,所以,它在进行金融衍生工具交易时,事实上不需要投入任何自有资金。

尽管并非一直如此,但长期资本管理公司在进行“回购融资”时,经常能够获得相同的条件。而且,借给他们的贷款期限,通常要比借给其他基金的期限来得长。因此,长期资本管理公司在处理交易事务时,可以比别人更加从容不迫。更有甚者,即使银行要求长期资本管理公司立即归还贷款,它也并不总是能够马上如愿的。“他们让所有人都钻进了他们的套子。”一家大投资银行的一位高级行政人员颇有些无可奈何地指出。

这就是约翰·麦利威瑟市场营销战略所获得的巨大成功。只要银行家们头脑清醒地好好想一想,他们就会发现,长期资本管理公司其实是他们的“善财童子”。对于银行来说,长期资本管理公司根本不是一家急吼吼需要贷款的新公司,而是一家汇聚了众多著名学者和顶尖交易员的明星企业,是一家如罗伯特·默顿所言,属于新世纪的“金融中介机构”。因此,几乎所有人都相信,长期资本管理公司拥有无可比拟的、优异而几乎不会犯错的技术,而银行也都像媒体一样,有着同样的想法。《新闻周刊》更是喋喋不休地向读者宣称,长期资本管理公司的这些博士们将为华尔街带来一个“电脑新纪元”。“从来没有如此众多的精英学者拥有如此多的资金来进行投资。”《新闻周刊》在长期资本管理公司成立尚未满一年的一篇封面报道中这样写道。如果一个新纪元真的来临,没有人愿意与之擦肩而过。在这个时刻,长期资本管理公司就像一名初次踏入社交圈的迷人公主,首次在水银灯下亮相,所有的银行都争先恐后地希望能与她共舞一曲。

对于银行来说,要找一个理由来解释为什么放宽对长期资本管理公司的信贷条件并不是一桩难事。毕竟,银行是得到担保的,而且,长期资本管理公司会在每一个交易日快要结束的时候,以现金方式对每天所发生的损益进行结算。此外,长期资本管理公司的业务红火得不得了,发生违约的可能性简直微乎其微。只有在长期资本基金不可想像地突然出现巨额资金亏损、并被

迫对其所有资产进行清偿、从而使流动性出现很大问题的情况下,银行手里的担保品的价值才会受到威胁,银行才有可能蒙受巨大损失。

同样,许多银行的高管,如高盛公司的乔·柯兹纳、美林证券的丹尼尔·图利等,都很喜欢约翰·麦利威瑟,因而都要求公司尽量满足长期资本管理公司的要求。但是,长期资本管理公司真正的卖点并不在此,而在于它与世界各地的强势交易员之间所存在的那种密切联系。和长期资本管理公司做生意的公司,有可能获得与市场走势有关的内幕消息——这在债券市场上完全是合法的——作为其额外收获。“要想让你想邀请的人来参加你的晚会,最好的办法就是告诉他,这个城市所有有头有脸的人都会参加这个晚会。”一位为长期资本管理公司提供无保证金和无担保贷款的苏黎世银行家说:“每一个人都在说,好吧,就这样吧!不过,只要有人拿到保证金,那我们也要。”这就是长期资本管理公司的聪明所在。在开始与任何一家新银行打交道时,长期资本管理公司的合伙人们就会对这家新银行的人说:“如果我给你们保证金,那我们就要给所有的银行保证金。”于是,他们就理所当然地谁都不给了。(在一些风险特别大的交易中,他们确实也会同意付一点保证金,但这种做法不仅次数很少,而且,所支付的保证金金额也非常少,仅仅只具有象征意义。)

由于银行本身也在从事套利交易,因此,约翰·麦利威瑟一直将他们视为主要竞争对手。事实上,与其说长期资本基金和其他对冲基金,比如索罗斯的量子基金,有什么共同之处的话,倒不如说它更像那些投资银行,如高盛公司的自营交易部门。当时,华尔街正在慢慢地将业务重心从研究市场及客户服务,转向获利丰厚的自营交易。因此,在长期资本基金及为其提供资金的银行之间,出现了资金争夺战。

曾经在华尔街主要投资银行——所罗门兄弟公司——工作多年的约翰·麦利威瑟,很快就意识到,投资银行都是些靠不住的主,他们经常把长期资本管理公司的生意据为己有。事实上,大多数投资银行都已采取了类似的战略战术。因此,作为一次预警,长期资本管理公司把一组交易的不同部分,交给不同的经纪行来执行。比如,摩根斯坦利添惠执行其中的一部分,美林证券执行另外一部分,而剩余的部分则由高盛公司来做,没有一个人可以看到整个交易的全貌,甚至连长期资本管理公司的律师都被蒙在了鼓里。有时候,他会听到合伙人们在莫名其妙地谈论什么“第三号交易战略”,好像长期资本管理公司正在发展自己的核工厂一样。

在长期资本管理公司所有的合伙人中,劳伦斯·希利布兰德最为坚持不向银行透露任何交易策略,而且,坚决不对交易条件作任何让步。有时候,他

会打电话告诉自营商,买进1亿美元债券,但在挂掉电话后,他又会非常粗鲁地告诉美林证券的人说:“我考虑了一下保证金的事,你应该知道,我们是绝对不付保证金的。”美林证券的销售员凯文·邓利维有时一天会和劳伦斯·希利布兰德通上两、三次电话,希望能从聪明绝顶的劳伦斯·希利布兰德口中,找到长期资本管理公司交易策略的一些蛛丝马迹。但劳伦斯·希利布兰德的口风紧得不得了,根本就不可能从他嘴里了解到任何东西,以至于凯文·邓利维几乎根本无法为长期资本管理公司的业务提供服务。“你根本不可能将你自己的想法和长期资本管理公司的策略结合起来。”留着一个军人式平头、说话直来直去的老资格纽约客凯文·邓利维评论道:“这确实是非常少见的,他们根本就不把华尔街放在眼里。拉里从来不跟你谈论策略问题,只是告诉你,他要做什么!”

长期资本管理公司将其业务进行了拆分,选择不同的银行为不同的业务提供特别的服务。而且,还非常刻意地与所有银行保持距离。为了不对某一家银行产生依赖,长期资本管理公司开始与高盛公司主要交易垃圾债券,与J. P. 摩根银行进行政府债券及日元互换交易,与雷曼兄弟公司进行抵押债券交易。美林证券是长期资本管理公司最大的金融衍生工具的交易伙伴,但它在长期资本管理公司的回购融资清单上,排名非常靠后。为了保证这一分而制胜战略的顺利实施,长期资本管理公司为每一种交易选择的银行,都是在各自领域中专业成就最高的。但在实施这一战略的过程中,长期资本管理公司也丧失了与一些银行建立更加紧密、更有持续性关系所能够带来的利益。例如,J. P. 摩根银行对长期资本管理公司极有兴趣,非常希望能够与长期资本管理公司建立一个关系更加紧密的工作联盟。但由于长期资本管理公司根本无法与他人建立起一种彼此信任的关系,这一愿望最终没能实现。“如果不了解他们的想法和需求,你怎么可能向他们提出意见和建议呢?”一家华尔街大银行的风险管理主管十分困惑地说。作为套利者,长期资本管理公司的合伙人们倾向于将每一场遭遇战,都视为一宗孤立的交易,其结果要么是赢,要么就是输。所有的关系也都是一种交易——只要有人出更高的价格,所有谈好的东西都可以重谈或干脆取消。合伙人们惟一信任的紧密联系,仅仅只存在于长期资本管理公司内部,就像他们在所罗门兄弟公司的套利部门时一模一样。

他们是一群非常有意思的人——聪明绝顶、性格内向、离群索居、自制力极强。要想对他们实施各个击破,简直就是痴人说梦。连他们各自的想法,也经常是如出一辙的。瑞士银行负责债券与外汇交易的主管安德鲁·斯西利亚诺,一直对这种几乎是不可思议的现象啧啧称奇。一次,安德鲁·斯西

利亚诺打了一个电话给长期资本管理公司驻伦敦办事处主任维克多·哈格哈尼。一两个月后,他又打电话给远在美国本土格林威治的约翰·麦利威瑟和艾里克·罗森菲尔德,向他们了解事情的进展。美国这边的反应,几乎与维克多·哈格哈尼完全一样,令安德鲁·斯西利亚诺感到,他根本就不是在与远在美国的约翰·麦利威瑟和艾里克·罗森菲尔德说话,他的说话对象,就是在伦敦的维克多·哈格哈尼!

但是,长期资本管理公司内部并不总是铁板一块的。一个由约翰·麦利威瑟和劳伦斯·希利布兰德、艾里克·罗森菲尔德,以及维克多·哈格哈尼组成的小团体,控制着所有其他的合伙人。就像在所罗门兄弟公司一样,最高层的几位合伙人所获得的酬劳最多,核心圈内的这些人拿走了超过一半的收入,而且,这一小组的成员还掌控着公司的表决权。另外一些合伙人,如马尔隆·斯科尔斯,就经常为了不能得到更多的钱和更多的授权,而怒气冲冲。但对于核心圈子里的这几个人来说,这些都没有用。他们在一起已经那么多年了,彼此之间就像一家人一样,排他性和紧密的联盟,早已成为了他们的第二天性。

如果长期资本管理公司真的能够变成为一个人的话,那么,最具代表性的人物非劳伦斯·希利布兰德莫属。由于受日积月累的判断错误和眼光比较狭窄的影响,许多经验非常丰富的交易员可能会变得愤世嫉俗和玩世不恭,但劳伦斯·希利布兰德则不然。不管在什么情况下,劳伦斯·希利布兰德都是那么镇静,那么自信。他是一位不知疲倦的工作狂、一位天生的套利者;他对模型的信任,几乎已经到了迷信的程度;他相信模型告诉他的价格走势,从来不会对模型提供的数据表示出丝毫的怀疑。与艾里克·罗森菲尔德讨厌根据理论要求在价格正在下跌时出售资产进行对冲以规避风险正好相反,劳伦斯·希利布兰德对这一理论深信不疑,并一直严格照此执行。劳伦斯·希利布兰德的同事们都对他非常尊敬,最明显的一点就是,只要有人需要别人帮忙出出主意,他们就会去找劳伦斯·希利布兰德。他是一位心思非常缜密的人,但他的回答,常常像一块未经雕琢的水晶,外行很难从中受到很大的启发。“拉里的思想可以让你得到非常明亮的光芒。”所罗门兄弟公司的德瑞克·莫汉说。和其他合伙人一样,劳伦斯·希利布兰德看问题的角度同样也是非黑即白,只不过他的程度更加严重。他是一个很值得信赖的人,知错必改。但是,他也有着十分明显的弱点,就是视野比较狭窄,对金融以外事务的无知,简直到了登峰造极的地步。在自由派色彩极为浓厚的劳伦斯·希利布兰德看来,如果家门口的道路上有一个洞,你就一定要花钱把它修好。所罗门兄弟公司的那帮老伙计一直拿他的这种想法开玩笑。此外,与长期资

本管理公司的其他合伙人相比较,劳伦斯·希利布兰德并不把钱看得很重。他认为,自己从事这一行业的全部原因,就在于这种交易本身能够给他带来的那种挑战性,那种汹涌澎湃的激情。而且,除家庭外,劳伦斯·希利布兰德几乎对任何事情都没有特别人的兴趣。如果说有人能够将劳伦斯·希利布兰德从他那十分封闭的世界中稍稍拉出来一点的话,那个人就是约翰·麦利威瑟。劳伦斯·希利布兰德与约翰·麦利威瑟的关系极为亲密,他对约翰·麦利威瑟有着一种几乎类似于儿子对父亲般的情感。同样的情况,还存在于艾里克·罗森菲尔德身上。

外人很难理解约翰·麦利威瑟在这个小团体中的分量。他根本不像明星,因为他只要面对聚光灯就会变得手足无措;他说起话来有时会有些语无伦次,而且很明显,与别人对视会让他感到很不舒服;他从不谈论自己的私生活,即使对他的密友也同样如此。就在组建完长期资本管理公司以后,约翰·麦利威瑟和夫人咪咪·莫瑞搬离了曼哈顿,住进了威斯恰斯特县北沙龙镇一幢占地68英亩,内有一座专为其夫人咪咪·莫瑞使用的面积达15000平方英尺的全加热室内马场、价格高达270万美元的豪宅。这座豪宅坐落在他们惟一的一位邻居、著名演员戴维·莱特曼家后面3/4英里处。为了让自己的家更加私密,约翰·麦利威瑟不惜花巨资对豪宅进行重新翻修,使用了大量的石材,将整所房子围了起来。这足以证明,约翰·麦利威瑟希望把生活完全掌握在自己手中,以免遭受市场波动的影响。

尽管他也加入了他家附近的天主教教会,也曾上教堂做过几次天主教礼拜,但是,约翰·麦利威瑟从不和人谈论自己的宗教信仰。他的自控能力简直到了刀枪不入的地步,即使在他那帮俨然是一家人的交易员面前,他也从来没有敞开过自己的心扉。每当长期资本管理公司举行例会的时候,约翰·麦利威瑟永远都是最安静的一个,他非常欢迎合伙人能够开诚布公,哪怕是相互争论,但他自己则经常只是在最后说上几句,或者干脆一言不发。

长期资本管理公司的总部设在一幢4层玻璃幕墙大楼的底楼。从格林威治富人区沿一条商店林立的商业街步行而来,要经过长岛湾一长列维多利亚风格的住宅。长期资本管理公司数十位正在慢慢成长起来的交易员和战略分析师,围坐在交易大厅中进行工作。而公司的合伙人和一些非合伙人则手碰手、肩蹭肩地挤在一张放满电脑和报价屏幕的半圆形大桌边,进行着工作。在他们的办公室里,有前一位房客留下的一套厨房用具,但这些合伙人还都是挤在办公桌上吃午餐。对于这些人来说,食物几乎没有任何意义。

约翰·麦利威瑟和罗伯特·默顿,以及马尔隆·斯科尔斯都拥有自己的办公室(后两位从来不参与进行交易),但约翰·麦利威瑟大部分时间都泡在

交易大厅之中。交易大厅是一间用桃花芯木装饰起来的大屋,透过房间那扇全景式落地大窗,可以看到窗外湖面上水光潋滟、百舸争流的悦目场景。在公司中,除了严肃古板的戴维·马林斯外,其他合伙人的穿着都非常休闲。交易大厅中到处都是交易员们的交谈声,但秩序非常井然,和纽约那些混乱不堪的交易大厅完全不一样。偶尔,老伙伴们也会回想起他们一起在所罗门兄弟公司时的那段日子,也会坐下来,打上几圈“撒谎者扑克”。

除了只限于合伙人参加的星期二风险管理例会之外,每周三,长期资本管理公司都会举行一个向公司全体同仁开放的研讨会。而通常,长期资本管理公司的所有合伙人还会在星期四的下午,对某一特定的交易展开专题讨论,而这时,通常住在坎布里奇的罗伯特·默顿会通过电话参加讨论。这些会议大大加强了整个公司的向心力和凝聚力,但也让公司的大多数同仁甚至许多合伙人都知道了,自己可能永远都成不了这个核心圈的一份子。一位新交易员一直很担心,自己的交易活动会被媒体发觉,从而害他失去这个美差。在格林威治,大部分员工,甚至一些高级交易员,经常都对公司的交易情况不甚了了,有时甚至不得不给伦敦的交易对手打电话,来了解公司正在买进什么,卖出什么。长久以来,长期资本管理公司的同仁们从来没有受邀去过公司合伙人的家,给人的感觉是,公司有一条不成文的规定,严禁合伙人与员工走动得过于热乎。除了曾经是大学曲棍球运动员的理查德·利希有时还会在办公室和员工们闲聊几句,偶尔开开玩笑以外,其他合伙人对员工从来都是冷冰冰的,不苟言笑。他们人都彬彬有礼,但让他们感兴趣的只有他们自己和他们的工作。而负责市场分析的分析师、负责公司法律事务的法务工作人员,以及财务人员,则是长期资本管理公司的二等公民,他们全都挤在后面的一间房间里,而台球桌也放在那里。

和华尔街的每个人一样,长期资本管理公司员工的工资都很高。高级职员每年可以赚1~2百万美元。但是,他们会有一种来自于公司的压力,要求他们将每年得到的红利和奖金,重新对基金进行投资。不过,他们大部分人都迫不及待地想这样做。具有讽刺意味的是,这被外界普遍认为是在长期资本管理公司工作的一大好处。而事实上,长期资本管理公司的大部分员工,都把自己的大部分收入,重新投给了长期资本基金。

不出所料,长期资本管理公司手中的“非当期债券”和抛空的“当期债券”之间的利差迅速地缩小了。长期资本基金就像变魔术一般,一下子赚了令人瞠目结舌的1500万美元,而且,没有用自己的一分钱!正如马尔

隆·斯科尔斯所承诺的那样,长期资本管理公司只要看中有地方可以赚,哪怕只有一分钱,他们就可以利用财务杠杆,成百、成千、上万、上亿倍地,把每一分钱赚到手。不错,其他许多公司都在从事同样的交易,“但我们能够融到更多的钱。”长期资本管理公司一名员工解释说:“长期资本管理公司其实是一家不折不扣的融资公司。”

长期资本管理公司宁愿稳赚一分钱,也不愿冒险去赌一元钱。因为它可以利用财务杠杆,像一名以薄利多销为宗旨的杂货商一样,将这稳赚的一分钱,放大成万上亿倍。当然,并不是所有的一分钱都是稳赚不赔的。像著名基金经理迈克尔·斯坦因哈特最近就提醒说,在你利用财务杠杆的时候,你就不能犯错,因为受到的惩罚实在太大了。但是,在1994年,长期资本管理公司几乎成为了李探花,“飞刀一出,例无虚发。”事实上,长期资本管理公司的几乎每一次交易,都产生了点石成金的效果。

长期资本管理公司将其安全性最高的交易,称为“趋同交易”(convergence trade),因为债券都会有一个特定的到期日,而在到期日这一时点上,它的市场价格一定会和它的票面价格趋于一致。其他所有的交易都被称为“相对价值交易”(relative value trade),在这些交易中,债券的市场价格可望与其票面价格趋于一致,但却无法得到保证。

1994年的债券市场危机,为房屋抵押证券的巨额相对价值交易埋下了种子。所谓的房屋抵押证券,其实就是一大堆以房屋抵押集合基金所提供的现金流为担保的借贷合约,这听起来好像非常乏味,其实极有意思。在任何一个特定的时间节点上,需要得到清偿的房屋抵押证券余额都高达1000亿美元之巨。那么,房屋抵押证券有意思在哪里呢?由于聪明的投资银行家将住宅业主所偿还的抵押贷款的本息分成了两个相互独立的集合:其一是住宅业主所支付的利息;其二是住宅业主所支付的本金。你只要仔细想一想——长期资本基金确实对这一课题进行过非常仔细的研究——每一个集合的价值(相对于另一个集合而言),都是根据住宅业主提前偿还其贷款的比例而变化的。如果你要进行转贷款,你就会将所有的贷款余额一次付清,因此,就不会再有现金流入利息集合;如果你还是按计划逐月还贷,你支付利息的时间可能就会长达30年。因此,如果有比较多的人进行转贷款,仅付利息证券(interest-only securities,简称IOs)的价格就会下跌;而如果很少有人一次付清贷款余额,仅付利息证券的价格就会上升。与之相对应的是仅付本金证券(principal-only securities,简称POs)。由于转贷款的比例会迅速

发生变化,所以,投资仅付利息证券或仅付本金证券可以让你输赢很多钱。

1993年,当长期资本基金尚在募集资金之时,美国正经历着一场大规模的转贷款热潮。由于房屋抵押贷款的利率自越战以后第一次降至7%以下,那些从来不对其房屋抵押贷款作第二种打算的生育高潮时期出生的孩子们,猛然间发现,如果对其房屋抵押贷款重新进行融资安排的话,他们每个月至少可以少付几百美元。因此,能够获得最低的房屋抵押贷款利率成为了一个值得夸耀的话题,许多人纷纷为自己的房屋抵押贷款重新进行融资安排。就在那一年之中,大约2/5的美国人为其房屋抵押贷款重新进行了融资安排,甚至于,还有不少人重新安排了两次!于是,很自然地,仅付利息证券的价格出现暴跌,事实上,这一价格的跌幅远远超过了它应该下跌的位置。在此情况下,除非有人假设,全体美国人明天会一起继续对其房屋抵押贷款重新进行融资安排,如果情况并非如此的话,那就意味着仅付利息证券的价格已经超跌了!其实,不管是约翰·麦利威瑟、劳伦斯·希利布兰德、艾里克·罗森菲尔德、维克多·哈格哈尼,还是格利高里·霍金斯,他们个人都买进了大量的仅付利息证券。

1994年,长期资本管理公司开始进行交易。此时,仅付利息证券的价格依然非常便宜,因为人们普遍担心,新一轮的转贷款热潮会再度席卷而来。这时,威廉·卡拉斯科设计了一个能够预测提前还贷的模型;与此同时,为人友善、长着一头卷发、有着边远地区人特有魅力的抵押证券交易员格利高里·霍金斯,则在不停地用现实数据与模型分析数据进行对照。结果发现,仅付利息证券的价格实在是低得太离谱了。格利高里·霍金斯困惑了:“到底是模型不对,还是这个机会太好了?”条理非常清晰的威廉·卡拉斯科再次对模型进行了一番检查,但模型还是发出了强烈的“买进”指令。于是,长期资本管理公司再次动用了极其庞大的财务杠杆,大量买进仅付利息证券。据估计,长期资本管理公司共买进了价值约20亿美元的仅付利息证券!

现在,情况就很清楚了。当利率上升时,人们对转贷款想都不会去想;而当利率下降时,人们就会蜂拥前去寻找他们的房屋抵押贷款经纪人。这就证明,转贷款与利率水平直接相关,赌仅付利息证券,其实质就是赌利率涨跌!但是,长期资本管理公司的合伙人们并不想对利率走势进行预测(尽管他们偶尔也会做一两次),因为这样一种赤裸裸的投机,让他们感到心惊胆战。事实上,利率的决定存在许多变数,而长期资本管理公司这些合伙人所擅长的,是对一些非常确定的东西做出相对价值判断,这种判断通常不存在很多的不确定性。

简单来说,长期资本管理公司仅仅是凭感觉,认为仅付利息证券的价格

已经非常便宜了,所以,他们通过买进国库券来对这些仅付利息证券进行对冲。(因为国库券与利率的关系和仅付利息证券正好相反。)这样一来,他们就可以不用费心费力地对利率走势进行预测了。于是,合伙人们确定了一个特定的错误定价债券的风险所在,然后将其他所有的风险与之进行对冲。举例来说,如果海法甜橙比富士苹果便宜,他们就会用一系列的交易,而不是某一种特定的交易,来进行对冲。他们根本不会买进所有的甜橙,也根本不会卖出所有的苹果。

这一年的春天,利率开始猛升,长期资本管理公司手持的仅付利息证券价格也随之狂涨,当然,所持有的国库券价格就跌了。这也就是说,长期资本管理公司在国库券上亏了一点,但却在仅付利息证券上大赚了一票。以后,在1995年利率下跌的时候,他们所持有的国库券价格大幅攀升。曾经在1993年重新进行过融资安排的人们,这一次却并没有拥着挤着去进行转贷款。所以,长期资本基金原来在仅付利息证券上所获得的利润,并没有太多的回吐,因此,仅此一项,长期资本基金就获利数亿美元。好戏开始了。

凡事都是说起来容易,做起来难。在长期资本管理公司的所有经营活动中,最难的,就是要能够发现这几分钱在哪里。长期资本管理公司一直在寻找能够“配对”的交易,有时甚至是好几对交易。这些“配对”交易整体上必须十分“平衡”,“平衡”得足以达到安全的程度,但其中的一两对交易又必须“不平衡”。因为只有这样,这些“配对”交易总体才有可能赚钱。用另外一句话来说,在任何一种战略之中,长期资本管理公司只能承受一两种风险,仅此而已。最为人所知的是所谓的“收益率曲线交易”——在某一个特定的国家,某一特定存期的利率有时会出现失衡现象,比如说,中期利率会大大高于短期利率,而和长期利率非常接近。这时,长期资本管理公司就会展开一系列的对冲套利活动,买这种利率失衡现象会很快消失。

观察这种复杂交易最好的地方,是国际债券市场。不管是欧洲债券市场,还是第三世界债券市场,都不具备美国债券市场那么高的效率,其原因就在于这些市场没有一些精通电脑、善于挖掘市场机会的套利者(如长期资本管理公司的那些教授们)。对长期资本管理公司来说,这些尚待开发的市场,就是他们激动人心的围场。1994年,美国发生的金融危机,很快就波及到了大西洋的另一面,德国、法国、乃至英国政府公债,以及这几个国家公债期货之间的利差,都扩大到一个令人难以置信的地步。此时,长期资本管理公司敏锐地抓住时机,果断进场,获利后迅速了结。此外,长期资本管理公司也涉足信用利差水平一如既往高企的拉丁美洲市场。但是,他们在拉丁美洲市场上的持仓规模并不大,因为长期资本管理公司还在努力寻找可以赚几分钱

的地方——毕竟,这儿分钱并非躺在大街上,让你唾手可得的。随后,艾里克·罗森菲尔德在日本找到了几毛钱,就是将日本股票购股权证与日经期权指数进行对冲,以谋求套利。这就是长期资本管理公司进入股票市场的发端。

20世纪90年代中期,由于对欧洲货币联盟的看法全然不同,欧洲几乎成了国际债券交易员的竞技场。人们对前景的不确定性越来越表示担心——法国、德国、意大利,以及那些历史悠久的老牌国家,真的会放弃他们的法郎、马克、里拉?合并他们的货币?改用新铸的欧元吗?——大部分人都极表怀疑。对于这一点,每一个交易员的看法都不一样,而这种充满不定性的氛围,是长期资本管理公司最乐意见到的。许多投资银行都把注下在意大利、西班牙等相对比较弱势国家所发行的政府公债上,因为他们认为,这些债券的市场表现将强于德国等国家的政府债券。他们的依据是,一旦货币统一得以实现,欧洲各国的利率水平很快就会趋于一致。因此,长期资本管理公司也买进了一些这类债券,但数量非常有限。因为和往常一样,长期资本管理公司的合伙人们并不愿意对一个——从经济学角度来说,基于太多不确定风险的理论——交易,下很大的赌注。很明显,长期资本管理公司的专家们精于细节,但在地缘政治趋势的预测与把握上,毫无优势可言。更何况,美国大多数合伙人都是十分典型的欧洲怀疑论者。在他们看来,尽管欧洲各国都在努力效仿美国的许多做法,但由于欧洲国家政府对经济的干预太多,所以,整个欧洲大陆的经济显得无望而一片暮气。因此,尽管长期资本管理公司的一位瑞士合伙人汉斯·赫舒米德建议说,公司应该对货币统一后利率将趋于一致这一主题进行更多的投资,但却遭到了美国合伙人们的一致反对,其中甚至还包括了自由思想极为浓烈的伦敦办事处主任——维克多·哈格哈尼。

维克多·哈格哈尼喜欢专注于一个单一国家市场的战略,这样,各种各样的风险因素就相对比较小一些。例如,他用英国政府发行的两种相当于美国国库券的所谓的“金边债券”来进行对冲套利,其中的一种“金边债券”因税赋条件较差而相对便宜得多。而在英国政府改变税收政策以后,长期资本基金立马就赚了2亿多美元。

此外,维克多·哈格哈尼还经常做一个国家不同期限债券的收益曲线对冲套利交易。比如,他会买进德国10年期政府公债,而抛空5年期政府公债。这种交易需要很好的数学底子,并对当地的经济发展趋势有好的把握。但有一点是可以肯定的,这种交易不需要对德国经济与其他国家的经济,比如说西班牙的经济,进行比较。

在众多媒体对长期资本管理公司的大量报道中,维克多·哈格哈尼一直

被记者们所忽视,其原因部分在于此人非常低调。在绝大多数报道中,记者们浓墨重彩渲染的,大都是约翰·麦利威瑟的领导才华,以及罗伯特·默顿和斯科尔斯的“模型”。但事实上,维克多·哈格哈尼绝对是长期资本管理公司的一位重量级选手。在长期资本管理公司几位最主要的合伙人中,约翰·麦利威瑟负责主持公司的发展,艾里克·罗森菲尔德负责公司的日常运作,而维克多·哈格哈尼和资历更深一些的劳伦斯·希利布兰德,则对公司的交易活动影响力最大。这两人具有很多相同的特点:极度聪明,具有极高的数学天赋。他们两人经常用一些代码进行交谈,令旁人丈二和尚摸不着头脑。

尽管这两位交易负责人更多时候是以团队方式进行交易的,但是,维克多·哈格哈尼的胆子无疑要比劳伦斯·希利布兰德大得多。作为一名天生的交易员,维克多·哈格哈尼对于市场波动和市场心理走向的感觉极其敏锐。一旦模型发现有某种证券价格出现了偏差,而公司又认为已经把握了这种偏差之所以发生的原因以后,劳伦斯·希利布兰德的一贯做法就是放手做下去,而自信心极强的维克多·哈格哈尼则首先会赌某种证券的价格偏差会越来越大。长期资本管理公司开业时才32岁的维克多·哈格哈尼(当时,劳伦斯·希利布兰德刚刚34岁,艾里克·罗森菲尔德40岁,连约翰·麦利威瑟也只有46岁)皮肤黑黑的,留着一撮胡子,立场观点很容易发生摇摆。他虽然十分健谈,但决不像劳伦斯·希利布兰德那样直来直去。在他和你说话时,你有时根本就搞不清楚他究竟是认真的,还是在开玩笑。也许是因为他的出身和背景的关系,年轻的维克多·哈格哈尼有时候会显得比较莽撞,极为自信。

作为一名伊朗进出口商和一名美国女子所生的儿子,维克多·哈格哈尼最担心的就是,政治变化会让最佳的商业计划最终化为泡影。在他十几岁的时候,他和他非常崇拜的父亲一起在伊朗呆了整整两年,直到礼萨·巴列维国王被推翻以后,他和他的父亲才被迫流亡海外。在所罗门兄弟公司工作的时候,他在伦敦和东京都呆了很久,在那里,他经常要求当地的交易员使用套利部门开发出来的模型,并不断要求这些根本还摸不着头脑的交易员们加大交易规模。就在欧洲国家谈论货币联盟最为起劲的时候,维克多·哈格哈尼回到了伦敦,并加入了长期资本管理公司。

在英国,维克多·哈格哈尼特意避开了伦敦的华尔街:伦敦金融城。并在伦敦最活跃的时装区——梅菲尔区安顿了下来。维克多·哈格哈尼办公室的气氛非常轻松,他经常鼓励员工和他一起交换意见,进行脑力振荡。他手下的交易员和分析师的工作时间都非常长,但一方面受到长期资本基金迅速成长的业绩的鼓舞,另一方面也被他们的老板所感动——维克多·哈格

哈尼每天都骑自行车上下班！每天交易结束以后，交易员们会一起涌到交易大厅旁的台球桌旁，而维克多·哈格哈尼则在那里，对前去打球的同事提出挑战。（约翰·麦利威瑟也是如此。他每次到伦敦，都会找人较量球技。）与长期资本管理公司其他交易员截然不同的是，维克多·哈格哈尼经常邀请同事去他的住所共进晚餐。就在长期资本基金旗开得胜的5月份，维克多·哈格哈尼把伦敦办事处的全体成员，包括秘书在内，统统召集到一起，向他们传授赚钱的秘诀。而在古板、神秘的格林威治总部，这根本就是不可想像的事情。

维克多·哈格哈尼最大的交易是意大利政府债券——一个大胆甚至有些鲁莽的选择。意大利的金融情况就像意大利的政治一样，糟糕透顶。由于担心意大利会止付其政府债券，加上很多人对意大利共产党的势力越来越大感到忧心忡忡，因此，意大利的利率水平被推高至一个极高的高度——竟然比德国的利率水平整整高了8个百分点——利差大得吓人。而与此同时，意大利的债券市场仍然在不断地扩大，因为为了吸引投资者，意大利政府依然还在大量发债券。对于一名债券交易员来说，这绝对是一片千载难逢的良田沃土。很显然，一旦意大利政府违约，投资者就会蒙受极大的损失。但是，如果意大利政府不违约呢？

由于意大利的税法非常繁琐，而且还有两种意大利政府债券——一种是浮动利率债券，另一种是固定利率债券——因此，意大利市场是一个非常复杂的市场。但奇怪的是，意大利政府却被迫（为一个对其缺乏信任的债券市场所迫）支付甚至比被广泛交易的利率衍生工具——即所谓的“互换利率”——还高的利率。由于互换利率与私营银行利率非常接近，因此，这等于是在说，债券市场对意大利政府的信用评级，甚至比私营银行还低。

维克多·哈格哈尼认为，与他们为其他风险所支付的价格来说，市场过高估计了意大利政府的违约风险。和他一贯的大胆一样，他向长期资本管理公司总部提出建议，对意大利债券市场投入巨资，进行大规模的套利交易，以从他认定的这种定价错误中牟利。事实上，这是一种非常典型的计算博弈，因为，一旦意大利政府违约，长期资本管理公司的交易对手就可以一走了之，而长期资本基金就会连衣服都输光。对于那些对意大利政府心存疑虑的美国合伙人来说，他们最担心的就是这一点，而一向对风险避之惟恐不及的合伙人威廉·卡拉斯科尤其感到担心。为此，长期资本管理公司的合伙人们激烈辩论了好几个小时。

简单来说，这一套利交易的基础，是对罗马政府的极端不尊重。但对长期资本管理公司而言，一切都应该是非常简单的。最后，维克多·哈格哈尼

终于说服了长期资本管理公司的这帮合伙人,大量买进意大利政府的固定利率债券,并大量抛空意大利固定的利率互换合约;与此同时,他还出人意料地买进了大量的意大利政府浮动利率债券,当然,他也抛空了其他东西来与之进行对冲。维克多·哈格哈尼此举绝对聪明,因为很少有人会持有这样一种流动性非常之差的有价证券。刚开始的时候,长期资本管理公司对买进的所有意大利政府债券都进行了对冲,并为这些债券购买了巨额的意大利政府违约保险。(有些甚至还买了第二份保险,以防止保险公司破产。)但随着长期资本基金所持有的意大利政府债券的数量不断增加,长期资本管理公司再也无法承担这越来越大的保险费开支了,于是只能孤注一掷。一位圈内人士这样估计说,如果意大利政府真的违约的话,长期资本基金可能会输掉一半以上的资本金。

实质上几乎不受任何监管的长期资本管理公司,并没有将长期资本基金所承担的巨大风险向其投资者进行通报。事实上,他们根本就没有告诉他们的投资者,他们究竟在哪里进行投资,又是如何进行投资的,而只是敷衍了事地将大概的情况告诉他们。约翰·麦利威瑟给投资者的例行信件,总是泛泛地对市场价格波动幅度的数字进行一番罗列,但对基金真实的所作所为却从来不提。他用一种非常冷漠而客观的话语,掩饰自己因不向投资者披露基金的真实状况所带来的不安:“与我们的投资者保持沟通,是我们贯彻始终的行动准则。”他干巴巴地宣称说。而一旦在他的信中透露了一些芝麻绿豆大的事情,约翰·麦利威瑟就会大惊小怪地千叮咛万嘱咐,要求投资者千万一定要保守秘密。就好像长期资本基金是一棵长在密林中的树,一点也见不得阳光一样。而长期资本管理公司的合伙人们也都会竭尽全力地躲避新闻界的采访,甚至还发生过这样一件事——为了不让自己的照片在媒体上曝光,长期资本管理公司的合伙人还出钱买回了登载在《新闻周刊》上的照片肖像权!

尽管长期资本管理公司确实对风险非常关注,但是,该公司在管理上却存在一个相当大的漏洞。与银行用独立的风险经理来对所有的交易员进行监管不同,长期资本管理公司的合伙人们都是自我监管的。尽管这种做法在某种程度上减少了许多大公司与身俱有的僵化,但是,却让所有的人都有了不按牌理出牌的可能性。在长期资本管理公司中,交易员们也需要得到风险管理委员会的批准才能启动交易,但劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈格哈尼两人,却会尽一切努力,死缠烂打地来说服风险管理委员会同意他们所有的交易动议,更加重要的是,他俩有的是办法来做到这一点,而其他交易员

在筋疲力尽的时候,肯定会放弃自己的动议。人们大都认为,约翰·麦利威瑟对长期资本管理公司的这种状况,负有很大的责任。他最致命的弱点在于,他不能在需要的时候,与其他人展开必要的争辩。因此,在长期资本管理公司中,缺少一名像约翰·戈特弗伦德一样的“奶妈”,交易员们只能自己把握自己。

长期资本管理公司的合伙人们一直在花费大量时间关注自己所做的交易,而意大利政府债券,现在就成为了他们最后的研究样本。维克多·哈格哈尼请来了多名对意大利市场情况极为清楚的资深专家,以帮助他了解意大利市场的情况。一开始,他聘用了一名同样出身于麻省理工学院的意大利前财政部官员、现任哥伦比亚大学教授——最初作为顾问,后作为全职工作人员加入——的阿尔伯托·吉奥瓦尼尼,来帮助他建立起一个关系网络。为了两头兼顾,阿尔伯托·吉奥瓦尼尼一直在伦敦和罗马两地之间奔波(回罗马是为了与家人见面,并拜访一些意大利官员)。但他的工作并没有让维克多·哈格哈尼感到满意,所以,后者又聘用了另一位毕业于麻省理工学院、能讲一口流利意大利语、对意大利情况极为了解的杰拉尔德·捷诺特(其父亲是前任瑞士驻意大利大使)。“维克多一直很看好意大利。”他的一位助理指出。当然,长期资本管理公司也打进了意大利中央银行,后者向长期资本基金投资了1亿美元,还借了1.5亿美元给长期资本基金。

长期资本管理公司的方法非常数量化,因此,人们都怀疑这些数字会有很大的误差。但是,该公司的模型依据意大利政府债券的历史形态与对可能遇到的风险所进行的预测表明,现在的价格“非常便宜”。因此,他们假定,在一切条件都不发生变化的前提下,未来的发展将和过去一模一样。于是,长期资本管理公司开始义无反顾地在意大利进行了一场豪赌。但是,长期资本管理公司所使用的模型并无秘密可言。“你只要看一看《金融日报》,就可以知道人们是怎样使用这类模型的了。”所罗门兄弟公司驻伦敦的一名对长期资本管理公司意大利交易案例甚表敬佩的交易员指出。“所有修过大学一年级数学的学生,都可以做这些事。”事实上,其他公司的交易员做这类交易已经好多年了,在长期资本管理公司开始介入这一市场的时候,意大利政府债券的利差水平已经开始缩小了,其他多数公司都觉得,市场机会已经过去了,如所罗门兄弟公司就希望将其所持有的意大利政府债券全数脱手。事实上,维克多·哈格哈尼买进的第一批价值10亿美元的意大利政府债券,就是所罗门兄弟公司卖给他的。在许多人心目中,长期资本管理公司拥有一只不同寻常的黑匣子,而这种看法绝对是错误的。所有其他华尔街公司都有麻省理工学院的毕业生,绝大多数银行都在使用同样的模型,而且,同样都是在利差

水平高达数十个基点的债券市场上,运用这些模型。

长期资本管理公司的优势并不在于这些模型,而是:其一,长期资本管理公司的合伙人在阅读模型方面拥有极其丰富的经验,因为他们已经在这方面浸淫了许多年;其二,长期资本管理公司拥有更强的资金运作能力。在长期资本管理公司刚刚起步的第一年中,艾里克·罗森菲尔德就与多达30家银行开展了“回购融资”业务,并与20家银行开展了金融衍生工具交易业务,更重要的是,所有这些融资的成本都很低,条件也非常优厚。正是由于资金非常充裕,再加上其合伙人的极度自信,致使长期资本管理公司的交易规模极其巨大,而且,他们做多的时间要比所有其他公司都长。“我们比任何其他人都更看重小钱。”长期资本管理公司的一名交易员说:“我们认为,我们完全可以利用更大的财务杠杆,更多地进行对冲。”

不过,至少有一个人对长期资本管理公司举债无度的做法,勇敢地提出了质疑。总部设在马萨诸塞州坎布里奇、由一系列小型对冲基金组成的鲍波斯特集团的一名普通合伙人萨瑟·卡拉曼在致投资者的一封信中表示,他接到一家由多位所罗门兄弟公司前任交易员组成的对冲基金——毫无疑问,萨瑟·卡拉曼所指的就是长期资本管理公司——的邀请,但他拒绝了。萨瑟·卡拉曼对华尔街越来越不顾后果的趋势感到非常担忧。投资银行将资产分拆成很小的部分,如仅付利息证券和仅付本金证券等,然后再对这些资产碎片的价格高低进行博弈。更加严重的是,这些做法极大地激发了投资者利用财务杠杆进行信用扩张的欲望。而随着两位数收益率时代的一去不复返,投资者们,尤其是那些新兴的对冲基金,都迫切希望能够通过大量举债的方式,来获得更多的利润。但是,萨瑟·卡拉曼很想搞清楚,投资者们怎么能够保证,市场永远都会拥有充分的流动性呢?他很担心,如果投资者对可能发生的突发事件视而不见的话,那么,一旦这种情况出现,市场就会崩溃,而投资者精心策划的计划,也就会一败涂地。这,早已经为历史所证明了。因此,萨瑟·卡拉曼警告说:“一般来说,成功的投资者总是先让自己能够避开百年不遇的特大洪水,但现在,人们却认为,这种想法已经过时了。”在谈到由多位所罗门兄弟公司前任交易员组成的对冲基金——长期资本基金——的情况时,萨瑟·卡拉曼指出,以长期资本管理公司所利用的财务杠杆规模而言,只要犯一个错误,它的资本就会受到很大的影响。而“如果同时发生两个错误的话,后果就不堪设想了!”



常胜将军

从严格意义上来说,如果世界一成不变的话,那么,一切风险都不会存在。

——莫顿·米勒,经济学家,
诺贝尔经济学奖获得者

1994年,长期资本基金在其开始运营后的第一年中,就获得了高达28%的年收益率。在扣除合伙人所收取的管理费用以后,所有投资者的账户上,都增加了20%以上的净收益。在债券投资者平均收益全面亏损的情况下,长期资本基金的这一成绩,简直就是一项奇迹!到了10月份,在长期资本基金第一年初战大捷已成定局的情况下,约翰·麦利威瑟向他的投资者发出警示说:千万不要期望年年都有这样高的收益率,长期资本基金也一定会有发生亏损的年景。约翰·麦利威瑟强调说:“很显然,长期资本基金在一年之内发生巨额亏损的可能性,同样很大。”在基金界,这是一种惯例。一个好的基金经理如果真的了解他的工作,真的了解前面肯定会有难熬的日子,他们就一定会给投资者发出这样的警示;如果他们够诚实,他们就一定会让投资者了解这一点,或至少让投资者降低自己的期望值。

但是,约翰·麦利威瑟的这封信,远要比基金经理通常给投资者的信深刻得多。在由长期资本管理公司两位学术明星罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯签发的一份附件中,长期资本管理公司不仅揭示了发生亏损的可能性,而且,还计算出了这种亏损发生的几率,以及这种亏损可能达到的程度。正如一本《牌经》会告诉读者,在一副牌中拿到同花顺子的概率是5.81%一样,两位教授指出,长期资本基金出现亏损的几率是:资本亏损额至少达到5%以上的时间几率是12%,即每100年会有12年出现亏损。而约翰·麦利威瑟则在信中指出,他认为,长期资本基金可能发生的资本亏损额将达到10%或者15%,甚至20%。

当然,长期资本管理公司通过改变其假设条件,可以对这种亏损发生的几率进行操控,因此,约翰·麦利威瑟的信中,就像《每日马经》一样,列出了好几种可能出现的亏损状况。这样做的重点是,约翰·麦利威瑟希望投资者能够清楚,长期资本管理公司对于出现亏损的预测是非常精确的,是要告诉投资者,教授们拥有别人根本不具备的秘密武器,或者说,教授们对世界的看法是与众不同的,因为,普通的投资者是不会做、也不可能做出这样一种精确缜密的预测的。绝大部分投资者心里都很清楚,自己所投资的证券早晚都是会下跌的,但如果让他明白地说出跌的几率有多大,他们就一脸茫然了。事实上,约翰·麦利威瑟在这封信中,向投资者表达了长期资本管理公司一种与世人截然不同的世界观。你可以想像一下,如果你孩子上学的小学有一名学生出现了一种可能会致命的症状,这时候,你最希望得到一些警告,或得到一些预防这种疾病的建议。但当这家小学的校长告诉你,你的孩子有19%的几率感染上这一疾病、有12%的几率必须请假一星期、有2%的几率会不治身亡时,你一定会觉得这些几率非常可笑了,而且,还非常的冒昧可气。事

实上,你这时候最应该了解的,是学校医生的看法和建议,尤其是,他可能会使用哪一种药物。

其实,约翰·麦利威瑟的这封信,谈到了很多关于长期资本管理公司的“药物”理念。在这封信中,约翰·麦利威瑟根本就没有提到哪些交易或投资是他们正在做的,因为他认为根本就没有这个必要。投资者只要知道长期资本管理公司在投资或者交易时最注重的两个问题——其一是:预期平均收益是多少?其二是:任何一个财政年度中与市场平均收益相比的差异是多少?——就可以了。举一个例子来说,一把骰子(两只)出现的平均点数是7,而任何一把骰子的平均数与标准平均数之差不会超过5(因为每一把骰子的点数都不可能小于2,也不可能大于12)。因此,一把骰子掷出7点或在7点上下2点的数字出现的可能性,其发生的几率高达2/3。

所以,如果有人邀请一个感觉非常好的投资者在5~9的范围内下注或进行投资时,他一般都会接受。但是,你不可能永远都掷得到5~9的点数,所以,你不能一把赌得太大。但是,如果要你赌一百万把的话,你就可以二话不说地把你所有的一切,包括房子,一起押上。你可能输掉第一把,也可能输掉第二、第三把,但在上百万次以后,你仍然输的可能性几乎等于零。如果不信的话,你大可一试。

但是,计算投资几率就困难多了。事实上,生活中绝大部分事情都是不可预测的(灵验的算命先生毕竟只有凤毛麟角之数)。我们可以断言,如果我们以80美元一股的价格买进IBM公司股票的话,我们获得利润的可能性,肯定要比我们以每股90美元买进大得多。但这种情况就像你小孩有两个最好的同学同时患病一样,他感染这种疾病的机会,一定比一个同学患病大得多。但这种机会究竟有多大呢?事实上,我们根本就没有足够的事实来对蒙受市场损失或受到感染进行量化。

请注意:在一股IBM股票(或一种传染病)和一副骰子(两只)之间,存在着一个非常关键的差别。对骰子来说,它是有风险的(因为毕竟有可能只掷出一个两点),但它没有任何不确定性,因为我们很清楚地知道,掷出7点和其他点数的几率各有多少。但投资则全然不同,因为它不仅存在风险,而且还存在不确定性。其风险在于,IBM的股价有可能下跌,而其不确定性在于,股价如何才会下跌,以及跌到什么程度。有许多因素——包括政治、经济、管理以及竞争——都会对IBM的股价产生影响,而我们对之毫无办法。

了解了所有这些东西以后,我们就可以知道,长期资本管理公司的这封

信,其实表示了一种巨大的飞跃。教授们一方面指出,市场存在风险,另一方面,他们又以量化数据,来描述发生亏损的几率及其所具有的不确定性。对于约翰·麦利威瑟及其交易员们而言,资金管理并不是一门需要一系列判断的“艺术”,而是一个可以精确量化的“科学”。“大体上来说,在相当长的一段时间中,”约翰·麦利威瑟在信中指出:“投资者的资本每5个月就可能会有1个月出现约5%或以上的亏损;而每10个月就可能会有1个月出现10%甚至20%的亏损。”而且,每50年中,只有一年会出现投资组合缩水20%以上的情况。但是,罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯根本就没有提到,还存在出现更大损失的可能性。

这种似乎充满神奇色彩的预测方法,其实非常简单。正如在掷骰子时,其最关键的数字是7及其变化数一样,对于长期资本管理公司来说,其最关键的数字就是债券价格通常的变化幅度,或所谓的“波动幅度”。只要将成千上万的债券价格输入电脑,长期资本管理公司的交易员们就可以了解这些债券波动幅度的历史记录,即债券价格过去的波动幅度到底有多大。随后,就可以得出一个基数(由对不同债券每天、每月,以及每年的价格变动幅度进行计算而来),而这个基数,就是长期资本管理公司交易员们对未来风险进行评估的一个基础。长期资本管理公司的新闻发言人彼得·罗森泰尔,曾经得意洋洋地对这一预测方法做过一番解释:“价格波动幅度和风险之间互为函数。因此,这两者都是可以进行量化的。”这就是让约翰·麦利威瑟、罗伯特·默顿、马尔隆·斯科尔斯,以及长期资本管理公司其他合伙人顶礼膜拜的忠实信条。

他们的证券组合,看起来就像是一顶装满了几千对数字的帽子,每一对数字都代表了一个价格波动幅度,以及他们在一个特定的交易中期望获得的利润。“他们整天都只想着那顶帽子里的数字。”曾在所罗门兄弟公司套利部门任职的罗伯特·斯塔维斯指出。他们不仅关注着这一对对彼此独立的数字——如仅付利息证券、意大利政府债券,等等——而且,还一直在考虑各对数字之间的关联性及其相关系数。不动产抵押债券的最终结果会和意大利政府债券一样吗?一种交易赚钱会导致另一种交易发生亏损吗?所以,合伙人们一直在根据这些债券的收益和价格波动幅度,调整单种债券和整个债券组合的持仓比重。用罗伯特·斯塔维斯的话来说:“他们每天都在不断地对整个组合进行调整。”

约翰·麦利威瑟旗下的交易员们,非常关心如何才能将风险减少到最小限度。其做法是:先把债券价格的波动幅度设定在一个特定的水平之

上,然后再来看整个基金在这一条件之下的运行情况。如果整个组合表现太过平静,他们就借入更多的资金,来提高价格的波动幅度;如果价格波动幅度过大,他们就缩减其财务杠杆,使基金趋于平稳。有意思的是,他们并没有先设定一个收益率,而是先设定了一顶“帽子”。他们深信,在大多数时间中,这一波动幅度都会随着股票市场的实际变动上下浮动。如果波动幅度过大,那就意味着风险过高了;而波动幅度如果过小,又意味着他们把很容易赚到的钱拱手让给了别人。“对任何一位具有和他们一样的理论背景的人来说,价格波动幅度和利润是一回事。波动幅度的增加,就意味着利润的增加。”美林证券曾帮助长期资本基金募集资金的达利·梅耶指出。

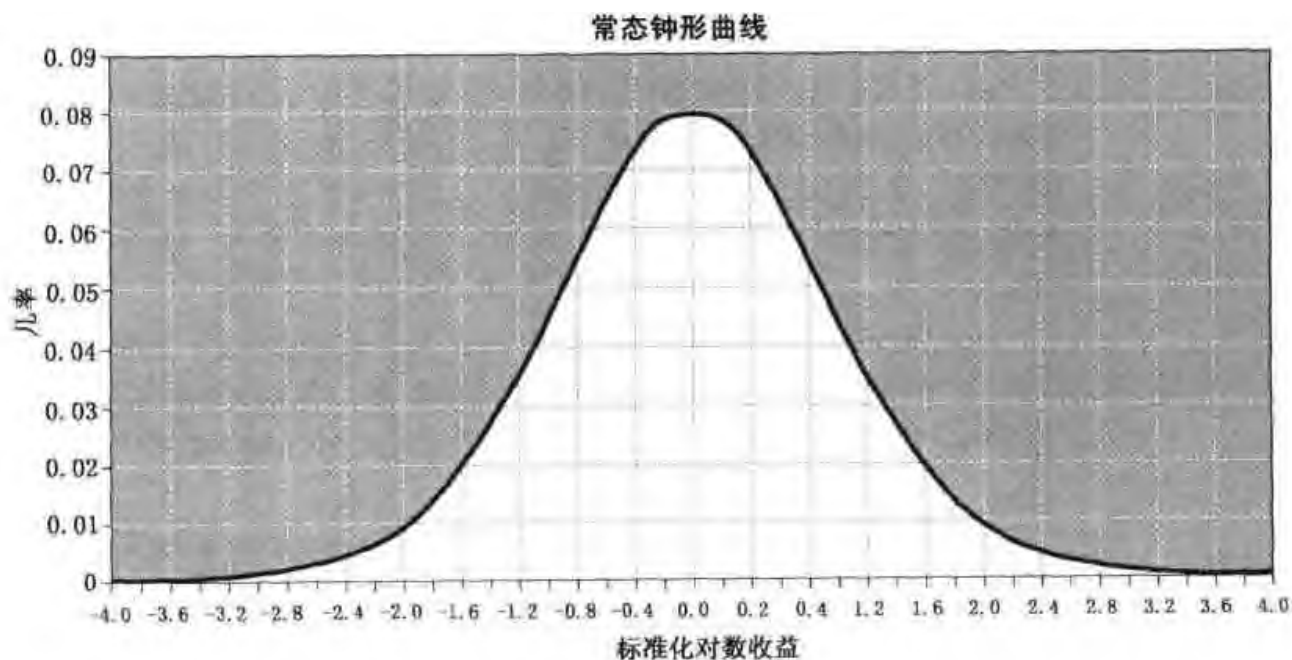
如果有人认为这根本就是一件不可思议的事,那么,其惟一的原因就在于,在20世纪90年代,这一方法风靡了整个华尔街。交易大厅接受了校园中对量化不确定性的信仰;银行风险管理经理像对待圣经一样控制价格波动幅度。有人问J. P. 摩根银行的一位高级管理人员,他是如何来定义风险的。这位高管非常轻松地回答道:“风险就是围绕中间值上下浮动的波动幅度。”现代华尔街最感自豪的是,人们可以从《华尔街日报》上每天刊载的股市收盘价中,对未来的市场走势做出可靠而精准的预测,而这种自豪感,主要就来自于罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯的重大影响。华尔街每一家投资银行、每一个交易大厅,都有曾经受教于罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯乃至其学生和信徒的年轻博士。这些投资银行一方面每年都要花几千万美元,聘用那些从事研究的分析师,即所谓的股票挑选者,来挑选股票;一方面又雇用大量金融专业毕业生担任交易员,根据“市场是有效率的市场,股票价格永远是正确的,因此,选择股票是错误的”这样一种假设,用银行的资金进行充满风险的投资。

长期资本基金的许多投资者,同样也对这种信条非常了解。如在参加长期资本管理公司会议时留下大量笔记的泰伦斯·苏利文就相信,除非发生一些异常的事件——如百年不遇的特大洪水——否则,长期资本基金根本就不可能出现大问题。当然,泰伦斯·苏利文也很清楚,价格有时确实也会与正常走势发生背离,使整个市场出现不利于长期资本基金的转变,从而导致长期资本基金出现亏损,但从统计学角度来看,发生这种情况的几率实在微乎其微。其实,泰伦斯·苏利文早在匹兹堡大学商学院求学时就已经学过这些东西了。和其他许多著名大学一样,匹兹堡大学商学院同样深受罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯理论的影响。

除了偶尔提供一些咨询意见外,罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯从不参与长期资本管理公司的具体交易,也从不像外界许多人认为的那样,为长期资本管理公司不同的交易设计具体的模型。但是,罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯确实是长期资本管理公司的“投资理念之父”。正如马尔隆·斯科尔斯在长期资本管理公司开业时所指出的那样,“长期资本管理公司并不只是一家基金,而且是一家金融科技公司。”更加具体一点来说,长期资本基金是通过数字来控制风险的一项实验,而这一实验的核心概念就是:价格波动幅度。在长期资本管理公司各位合伙人的内心深处,价格波动幅度概念早已取代了财务杠杆概念,成为了风险的化身。事实上,长期资本管理公司的许多交易,都在试图最大限度地追逐利差,因为在他们看来,这些利差反映了市场对未来价格波动幅度风险的错误看法,而这种风险是他们考虑的惟一因素。从根本上来说,长期资本管理公司所采用的这种战略,直接来源于布莱克-斯科尔斯公式。

这一公式是在一个新的物理学发现的基础上建立起来的。很早之前,统计学家就注意到了“大数法则”的存在。简而言之,如果你有足够多的随机事件作为样本,你就可以发现,它们的分布是按照一个非常熟悉的钟形曲线进行的。其中的绝大部分落在钟形曲线的平均数附近,而在两个绝对值附近的分布则明显下降。这种分布被称为“常态分布”(normal distribution),数学术语称之为:“对数常态分布”(log normal distribution)。

篮球教练大都很清楚,在正常情况下,100位学生中约有60~70人的身



高都是差不多的,另外有几名矮个,也会有几名高个,而这几名高个中,他也许可以找到一名中锋。如果他很幸运的话,他还有可能找到两名前锋。但是,他绝对不可能在一条大街上,找到 20 名 7 英尺身高的人。当然,这当中有这样一个假设,就是所有的家庭都毫无关系,不然的话,这些样本就是无意义的了。正像彼得·伯恩斯坦所说的那样,自然界原本的状态,只不过是许多随机事件的无序组合而已。

对于费舍尔·布莱克、罗伯特·默顿,以及马尔隆·斯科尔斯来说,金融市场的价格变化同样也是随机的。^{*} 没有任何人能够对某一特定的价格做出预测。但在一个足够长的时间段中,他们就可以假设,所有这些价格的分布和任何其他随机事件——如掷硬币、掷骰子,以及学生身高——的分布函数,都是一样的。事实上,无论是意大利政府债券市场,还是当期国库券市场,都非常符合钟形曲线的分布形态:大部分时间内的价格变动幅度都相当小,而少数几天价格的剧烈涨跌,表明市场出现了强烈的波动。

他们相信,如果典型的价格变动数——即价格波动幅度——是可知的,那么,股票、债券,或任何其他金融资产在某一时间段内可能出现的价格上升或下跌的幅度,也是可以推出来的。用来解布莱克-斯科尔斯公式的微分方程式,是从物理学那里演变过来的。这一物理方程式可以描述物理世界中的许多奇迹,包括奶油在一杯咖啡中扩散的方式。在这一扩散中,任何一个分子的行动都是随机的,但在一个群体中,分子会从这个群体所处的中心部位,以一种可以预见的方式进行分布。因此,奶油绝对不会向同一个方向扩散。布莱克-斯科尔斯公式指出,价格同样也不会(可预见地)一直向同一个方向走下去。在为某种期权进行定价——就是为在一个确定的未来买进某种股票的权利确定履约价格——时,与之有关的,就只有这种股票价格的波动幅度,或者说这种证券价格可能具有的上升幅度。^{**} 从直觉上来看,某种证券价格的波动幅度越大,该种证券的价格就越可能大于确定的履约价格。

但是,布莱克-斯科尔斯公式提出了一个非常关键的假设:单种证券的价格波动幅度是不变的。如果说,IBM 股票期权的价值完全取决于 IBM 股票价格的波动幅度,那根本就是毫无意义的,除非所有的人都对 IBM 股票价

^{*} 布莱克-斯科尔斯公式明确指出:“我们假设,股票市场和期权市场的理想状况是……在一段相当长的持续时间内,股票价格的走势是随机的。”

^{**} 早在布莱克-斯科尔斯公式问世前,人们对决定股票期权价格的其他几个因素——包括期权的有效期、利率水平,以及股票现行价格与期权履约时的股票价格之间的利差——就有了很深入的了解。

格的波动幅度到底代表什么有一个共识。因此,教授们认为,价格波动幅度是一种证券内在不可变更的特性。就好像你有一双蓝眼睛一样,IBM股票的特点就是,它的价格天生就有一定幅度(X)的波动。对于你我而言,过去的市场变动充斥着太多的不谐和音——或者说随意性,所以,以后不太可能会再度发生,最好的办法就是把它忘得一干二净。但对费舍尔·布莱克、马尔隆·斯科尔斯,还有罗伯特·默顿来说,这些变动具有很深刻、而且是可以预见未来的重要作用。市场每一次的上升或下跌,都隐含着预测未来风险的线索。事实上,费舍尔·布莱克、马尔隆·斯科尔斯,以及罗伯特·默顿们认为,市场的每一步,都应该是有效率的,而且应该是理性的。

罗伯特·默顿将这一假设更向前推进了一步。他认为,价格波动幅度是持续不变的,所以,交易价格具有“时间连续性”,换句话说,价格是不应该出现跳跃的。在罗伯特·默顿看来,市场应该像上好的咖啡一样非常平稳,而价格就像奶油一样,有规律地进行运动。例如,罗伯特·默顿教授说,IBM的股价不会从每股80美元一下子跌到每股60美元,而是经过 $79\frac{3}{4}$ 、 $79\frac{1}{2}$ 、 $79\frac{1}{4}$ 这几十个停顿,一路跌下来的。

在每一个不可细分的时段中,交易员们都会对IBM期权价格进行调整,以使IBM的期权价格与IBM股票价格保持同步。而同时持有IBM股票和IBM期权的交易员则可通过机敏的买进或卖出手法,使自己手中的IBM股票组合,保持一种无风险的平衡状态。简而言之,根据罗伯特·默顿的假设,交易员完全可以在毫无风险的情况下,进行套利。在市场非常平静的条件下,这一假设确实是与市场实际相吻合的,但仅此而已。1987年,一种被称为“证券组合保险”(portfolio insurance)的投资工具被推介给各大机构投资者,以使这些机构投资者能够在市场一路下跌时,通过持续不断的抛空,将损失降低至最低限度。但是,正是在这种证券组合保险的推波助澜下,本来已经非常脆弱的市场终于崩溃了,最终造成了令世人难忘的“黑色星期一”。那天,市场表现非常缺乏“连续性”,想通过证券组合保险一路抛空以减少自己损失的人,根本就无法跟上整个华尔街的恐慌性抛售,最终落得个血本无归。

罗伯特·默顿的无风险套利假设,是长期资本管理公司(以及其他许多公司)对冲战略最重要的理论基础。当然,合伙人们在所罗门兄弟公司套利部门时,也是根据同样的风险假设进行操作的,尽管期间也有一些小亏损,但最终取得了奇迹般的成功。这令这些合伙人大受鼓舞,信心上升到了一个无以复加的高度。一般来说,他们在所罗门兄弟公司所进行的交易,大都是

按照预先设计好的风险概率来进行的。因此,所罗门兄弟公司套利部门这艘船以前没有遇到过大风大浪,没有搁过浅,并不能保证他们已经对这些情况都做过仔细而可靠的计算了,就能够保证长期资本基金这艘船以后也不会遇到大风大浪,不会搁浅了。毕竟,大风大浪发生的机会是相对很少的。

罗伯特·默顿理论之所以能够吸引人,其原因并不在于这些理论大部分都是错误的,而恰恰是这些理论非常接近于真理。英国著名评论家 G. K. 切斯特顿写到,生活是逻辑学家们的陷阱,因为生活大部分时候都是符合常理的,但并不永远都是合乎情理的:

生活看起来似乎比其实际更加数学化,也更有规律;生活的精密性是非常明显的,而它的不精密性则是隐藏着的。这种隐藏着的不精密性,随时随地都在等待时机。只要时机一到,它就会如脱缰之马,狂奔千里。

罗伯特·默顿就是这一陷阱的牺牲品。他的“时间连续性金融”理论,似乎把整个金融业都放进了一个小球之中。在他那篇非常著名的论文中,罗伯特·默顿几乎解决了所有的金融问题,或者至少为这些问题提出了解决方案。这些问题包括:如何评价垃圾债券,存款保险费率多少才合理,以及你能够想到的任何问题。他的理论几乎无所不包,而且充满着他孜孜以求的优雅与秩序。“并非所有美妙无比的科学道理都是实用的。”他非常自得地写到:“但在这里,我们把两者完美地结合在一起。”而在 20 世纪 70 年代曾在麻省理工学院师从罗伯特·默顿教授的艾里克·罗森菲尔德看来,罗伯特·默顿教授绝对是一个“不可思议的数学家”。他指出,仅罗伯特·默顿教授一篇未经公开发表的论文,就足以引来其信徒们的无数讨论文章。当然,罗伯特·默顿整个研究的基础是所谓的“漫步理论”假设,而“漫步理论”与物理学密切相关。艾里克·罗森菲尔德就承认说,他和其他许多罗伯特·默顿理论的信徒,就经常会到物理图书馆,去查找那些物理学公式,看看能不能将这些公式应用到金融业中来。

在跟随罗伯特·默顿教授求学时,艾里克·罗森菲尔德扮演的角色是开发金融软件,而这是将数学和华尔街联系到一起的一座桥梁。他和他的朋友米切尔·卡柏,都是苹果 II 型电脑迷,当时,专为苹果 II 型电脑设计的软件非常少。米切尔·卡柏认为电脑很酷,而艾里克·罗森菲尔德则用电脑量化系统来进行投资,对橄榄球赛的结果下注。1978 年,正在撰写论文、大部分时间都泡在学校电脑中心的艾里克·罗森菲尔德问米切尔·卡柏,能不能帮他

编一个可以在苹果Ⅱ型电脑上运行的电脑程序。米切尔·卡柏完成了,并意识到了这一成果可能具有的重大价值。于是,他俩合作成立了一家名为微金融系统的小公司,两人成为了这家公司的合伙人,并推出了一套很实用的、名为“微旋”(Tiny TROLL)的桌面绘图及统计软件,并卖出了数千套,赚进了好几十万美元。

以前做过DJ和冥思灵学教师的米切尔·卡柏觉得,他已经找到下一波机会了。于是,他策划了一个成立第二家企业的计划,并邀请艾里克·罗森菲尔德一起参加。米切尔·卡柏一下子就抓住了金融学的要害,他对艾里克·罗森菲尔德所介绍的股票价格变化,与他自己在麻省理工学院学到的分子运动如此相似,感到莫大的兴趣。但是,在他选修了罗伯特·默顿教授的金融课以后,他就做出了自己的判断:与其说计量金融学是一门科学,还不如说是一种信仰,一种被模型的力量蒙蔽了一切的思想教条。对于那些极度偏好秩序的学者们来说,这种信仰有着极大的吸引力。但一旦市场偏离了模型规定的轨道,就会让他们严重地迷失自己,根本就不知道自己身在何处。于是,米切尔·卡柏放弃了这种软件,开始组建大名鼎鼎的莲花电脑开发公司,并最终成为电脑软件行业的一代宗师。而艾里克·罗森菲尔德则在哈佛大学谋得了一个教职。他用从“微旋”软件那里赚来的钱,投资了两件事,其中之一是租了一条游艇,但首航即告沉没,结果亏了不少钱。

米切尔·卡柏并不是认为罗伯特·默顿的计量金融学不适合现实世界的第一个人,也绝对不是惟一的一个人。罗伯特·默顿在麻省理工学院的恩师、大名鼎鼎的保罗·萨缪尔森,就在长期资本管理公司组建时,向罗伯特·默顿提出过同样的问题。作为有史以来第一位金融学诺贝尔经济学奖得主,保罗·萨缪尔森认为,“时间持续性”仅仅只是一种理想化的状态,而在实践中,交易员们动辄是用秒、分、小时,来对所发生的事件进行分析并做出反应的。当他们无法对事件做出准确的分析和反应时,市场缺口就会打开。受热后的分子是不会越出界线的,但IBM的股价却一定会越线。“对于长期资本管理公司来说,这是非常重要的。”萨缪尔森指出:“正如你们所知,布莱克-斯科尔斯公式的基础是确定性,而不是扑克牌的出牌几率是什么样的。这个公式所强调的确定性,又取决于是如何在大千世界万事万物中取样的。事实上,是所选取的样本给出了这样一个对数常态分布的过程。当时(即长期资本管理公司成立),我即对此有所保留。”

扑克牌之美,在于它的一切都是已知的:一副牌有52张,但仅仅只有52张。人寿保险与此略有不同:由于世界在不断增加新人,所以,精算师只能依靠样本来进行工作。因此,精算工作绝对不是尽善尽美的,但它毕竟是人

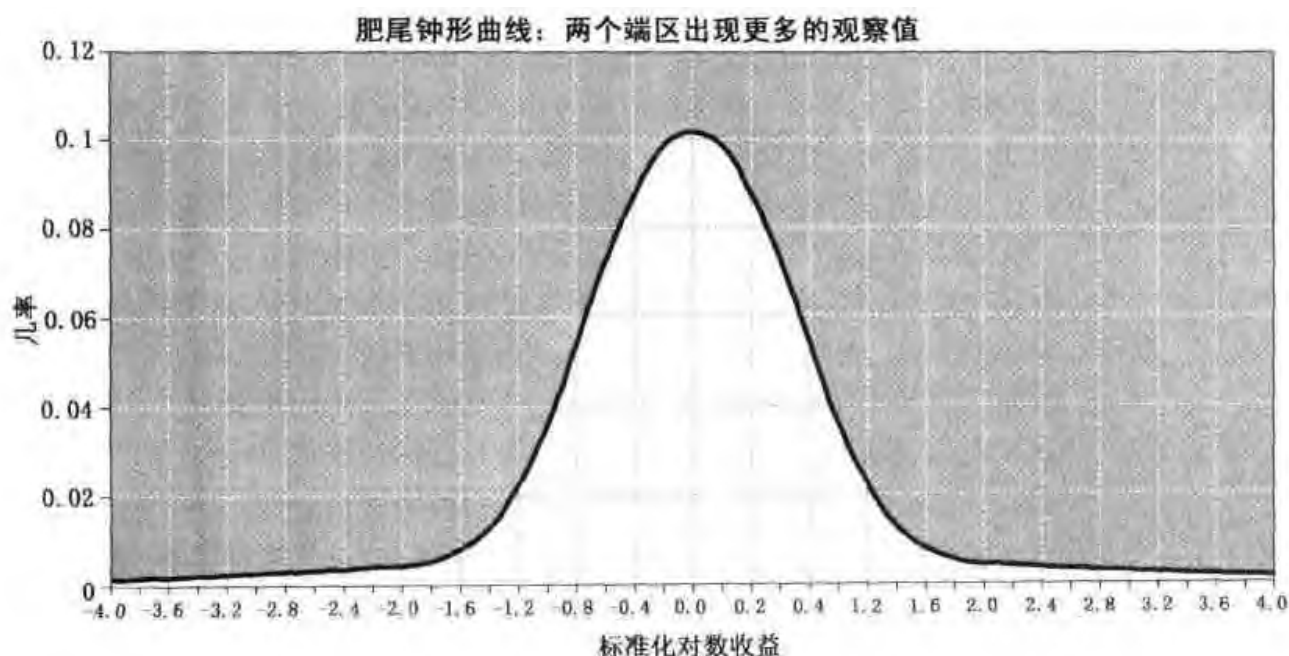
寿保险得以开展的最主要的一个环节。因为精算工作所选取的样本是非常巨大的,而死亡率的变化非常缓慢。但在市场上,我们永远也不能保证样本是完整的。20世纪20年代的交易世界是一个样子,而大萧条以后的交易世界又完全是另外一个样子。到了20世纪70年代的高通货膨胀时期,市场状况又变了一个样子,而到了20世纪90年代的泡沫经济时代,情况再次发生了极大的变化。那么,在这些截然不同的变化中,究竟哪个年代的情况是“常态”呢?我们又怎么能够知道,下一个阶段会怎样变化呢?现在,让我们把目光聚焦在一家企业身上。IBM公司所处的,是一个动态的、不断发生变化的世界。该公司的管理者需要面对的,是一个新的可能性和新问题层出不穷的世界,面对的是不断推陈出新的产品,而所有这一切所带来的风险,都是不可能进行量化的。如果这家大蓝筹公司的管理者一味依赖以往的经验,来评估未来可能遇到的风险,那么,等待他的,一定是被炒鱿鱼!

尤金·法马——马尔隆·斯科尔斯的论文导师——也很想了解,他的昔日弟子到底在搞些什么名堂。尤金·法马对将期权公式转化为一个模型极表赞赏,但是,把别人的钱全权信托给这样一个模型是另外一回事。20世纪60年代初,尤金·法马曾写过一篇关于道·琼斯30种工业股票指数成份股票价格变动的论文,并在论文中发现了一个极其重要的现象:对于每一种股票来说,价格变动至极端值的时间,要远远多于常态分布条件下应有的时间。在尤金·法马的股票世界中,大部分人都是平均身高,但每20个人中就一个巨人或者侏儒。这个世界有着太多的极端值或“界外值”,而这种情况是随机分布学说所无法解释的。正如尤金·法马指出的那样:

如果价格分布群是严格按照常态进行分布的,那么,平均来说,每一种股票……一个偏离中间值5个标准差的观察值,每7000年才会出现一次。但事实上,这样一个观察值每3~4年就会出现一次。

从图形上来看,尤金·法马所论述的股票价格变化形态,更像是一条两端肥大的钟形曲线(即所谓的“肥尾”钟形曲线),代表了在极端值两端(即所谓的“尾”)有太多的事件发生。尤金·法马的论文——毫无疑问,尤金·法马一定与马尔隆·斯科尔斯讨论过他的论文——对于长期资本基金的未来,有着很多很重要的启示。与布莱克-斯科尔斯模型的理想化市场相反,尤金·法马警告说,在现实生活中,人们遇到的都是“时间上不持续”的价格变动(即那些非常恶劣的跳跃式价格变动),而且,发生大量亏损的几率会更大

一些。从本质上看,这样的市场风险更大。



在长期资本管理公司成立之前,已经有连篇累牍的研究论文证明,所有金融资产的价格都在像尤金·法马所研究的股票那样进行变动。不动产抵押证券的价格确实如模型所预测的那样进行变化,但总有一天会毫无征兆地偏离图形的轨迹。正如尤金·法马所说的那样,“生活总存在肥尾。”就在约翰·麦利威瑟写信给其投资者的几个月后,墨西哥比索崩溃,在投资者中间造成了极大的恐慌,并从得克萨斯州到火地岛,引发了一连串的连锁反应。与此同时,由于阿根廷和委内瑞拉的市场都不是独立的市场,所以,这两个市场也同时发生崩溃。一直到前高盛公司套利交易员、当时任美国财政部长的罗伯特·鲁宾组织了一次营救活动后,市场信心才重告恢复。

如果你很放松地注意观察市场的话,你就会发现,股票(或债券)价格的波动幅度其实相当大,这些股票(或债券)的价格经常会出现狂升暴跌现象。“黑色星期一”就是这种现象的一个最好的注解。当时,市场在没有任何利空消息的情况下,突然暴跌 23 个百分点。后来,经济学家们经过计算后指出,即使从证券市场开业之日算起,按正常的历史波动幅度计算,市场的累计跌幅也超不过那天的单日跌幅。事实上,从理论上来说,即使将历史重复 10 亿次,出现这种大崩溃的几率仍然几乎是“不可能”的。但是,不管理论如何假设,它毕竟是发生了! 因此,很显然,过去的波动幅度并不能让投资者对出现这种类似的情况做好准备。也不会在发生这种崩溃时,向投资者提出警示。

其实,有一个理由可以说明,为什么金融市场要比掷骰子更容易出现极

端值——金融市场出现极端值的几率,要比发生“百年不遇”的暴风雨大得多——后来,长期资本管理公司的合伙人们也把他们失败的原因归咎于此。随机事件最关键的条件在于,(在掷硬币时)所有的投掷都是独立于前一次的,硬币不会记得前3次掷出的是人头,对于这一次而言,其几率依然是50对50。但市场是有记忆力的。有时候,某种趋势之所以得以继续的原因,就在于交易员们希望(或害怕)这种趋势继续下去。有时候,投资者们会像奴隶一样跟从这种趋势,只是因为他们认为,其他人也会像自己一样行事,而绝没有其他原因。这种交易动力与逻辑评估股价毫无关系,也与高效率市场上的理性投资者不相合拍,但这就是人性。当市场出现3次投掷错误时,第4次投掷一定不可能完全是随机的了。一些交易员也许会因为蒙受了巨额损失,而被迫进行抛售,这时,其他投资者就会开始感到恐慌,就会对他们落井下石——就像长期资本管理公司开业那年春天国库券的表现一样。因此,我们可以说,哪里有人性存在,尤金·法马所发现的那种现象就有可能出现,甚至可能会变得更加严重,就像“黑色星期一”一样。*

在罗伯特·默顿的“时间连续性金融”理论中,这种人性的表现是完全阙如的。尽管他也曾经指出过,他的模型所代表的是一种理想化的状态,但他的论文中充斥着完美无缺的价格和理性的投资者,连文字也是呆板干涩,毫无感情色彩。就好像他要把生活中所有的感情因素彻底剥离,或至少减少到可以控制的程度一样。罗伯特·默顿教授对其研究所倾注的热情,对他的学生产生了极大的影响。就个人来说,这位头发卷曲,脸部饱满的教授为人非常正统,甚至非常冷淡。除了那辆法拉利外,学术讨论就是他惟一的天堂,在这上面,他从不吝惜时间,尤其不吝惜与学生一起进行讨论的时间。但是,他从来也不会与学生进行教学和长式的讨论,更不会改变他的想法。“听罗伯特·默顿教授上课,跟听比利·格雷厄姆讲道没什么两样。”他的一位学生回忆说。

拥有传道士般热情的罗伯特·默顿教授,根本就不相信投资者有能力像计算机一样精打计算,更不相信他们还有能力处理其他事务。而且,他对投资者所表现出来的感情用事,也极为不屑一顾。因此,他对20世纪80年代从其理论中派生出来的“证券组合保险产品”非常看好,根本就不顾这一产品曾经给那么多人带来过极其惨痛的损失这一事实。甚至在他使用“投机”一词时,他也会非常地小心翼翼,就怕把该词用错了地方。事实上,每次提到

* 非常有趣的是,尤金·法马把他剩余的学术生涯,全部用来鼓吹“效率市场假说”。他争辩说,“黑色星期一”是对一家公司价值变化的理性调整(但怎么能在一天之内呢?)。而在另一方面,劳伦斯·萨默斯(现任美国财政部长)在大崩盘后告诉《华尔街日报》:“效率市场假说是经济学理论有史以来最大的错误。”

“著名的凯恩斯和他那些精彩绝伦的文章”时,罗伯特·默顿都会对这位经济学家在文章中所使用的一两个人性化词语进行一番指责。罗伯特·默顿的一大毛病就是他的信仰近乎于偏执,从而使他不可能做出任何的妥协。当美国经济学家罗伯特·席勒胆大包天地提出,市场的波动幅度很高,因此,根本就不适于套用完美市场模型时,罗伯特·默顿教授的反应是可想而知的:“我们根本不需要再来说一遍这一结论的重要性。如果席勒对市场效率的质疑是成立的,那么,现代金融经济理论的基石,就会完全动摇。”

当然,长期资本管理公司的交易员们心里非常清楚,这一模型并不是十全十美的。“我们很清楚,我们不能机械地套用这一模型,”以前曾担任过所罗门兄弟公司套利部门交易员的罗伯特·斯塔维斯说:“但不管怎么说,这都是我们最好的一个模型了。你只要看看那些只靠胆识横冲直撞的老式交易员吧,再看看这个模型、这些数字,你就会知道,你最后肯定会跑赢那些只靠胆识横冲直撞的老式交易员的。”

长期资本管理公司的交易员们都不是精于计算的机器人。他们每周都要花上好几个小时,对模型所给出的提示是否准确,以及是否要按照模型给出的提示进行操作等,进行热烈的讨论。他们同样也意识到了“肥尾”问题,要对模型所没有预见到的情况进行预见,并甚至想对模型按照“肥尾”分布进行调整。长期资本管理公司的大多数交易都是低风险的,但这些交易仍然并不是没有风险的,而且这些风险的大小程度也不是都可以精确量化的。数学的问题在于,它往往会高估自己在处理各种本身具有极大不确定性的事件时的能力。“以莫妮卡·莱温斯基为例,当她拿着一只比萨饼走进比尔·克林顿的办公室时,谁能够想到,后面会发生什么样的事情呢?”曾经拒绝投资长期资本基金的康塞考公司的马克斯·伯布利兹指出:“如果用数学来进行预测的话,你就会得出结论:她有38%的可能性与比尔·克林顿发生关系。当然,这看起来好像很灵光,但所有的一切均纯属臆测而已。”

到了20世纪90年代中期,不管是在华尔街还是在格林威治,这种差异都不可避免地丧失殆尽了。各大银行,不管是美林证券、J. P. 摩根银行,还是银行家信孚,都在广泛地使用计算机系统,对其银行一天、一个月、一年的交易究竟会造成多大的损失,进行反反复复的计算。甚至连联邦储备委员会都对这种名为“涉险值”(value at risk)的程序大表赞赏。抛开这一程序复杂繁琐的外表不提,“涉险值”最根本的问题在于,“如果市场像以前一样变化的话,我们的损失会有多大?”但是,如果市场没有像以前一样变化呢?马克·吐温说得好:“历史是不会重演的。”

在1995年墨西哥金融危机之前,“涉险值”程序一直在起作用。但就在

人们最迫切需要它对未预期到的事态发展进行评估时,它却一筹莫展了。“涉险值”程序就像在没有暴风雨的时候每天购买的保险一样,它所能够预测的,只不过是有一个正常的交易日中可能蒙受的损失大小,而不是在出现像墨西哥比索大崩溃时对市场做出正确的预测。在耶鲁大学任教的外汇交易员戴维·德罗萨认为,“涉险值”程序“最多也只是船舶沉没前能够看到的最后一座灯塔而已”。而最早开发“涉险值”模型(名为“风险计量模型”)的J. P. 摩根银行也不得不承认,这一模型存在致命的缺陷。在1994年10月(也就是约翰·麦利威瑟写信给投资者的那个月)公布的一份文件中,J. P. 摩根银行承认,市场根本就不像掷硬币那样随机或独立,而市场本身的波动幅度非常大。尽管如此,J. P. 摩根银行和其他华尔街银行仍然都在大规模地使用这一“涉险值”程序。因为,“根本就找不到任何可以替代这一程序的有效解决方案。”J. P. 摩根银行解释说,似乎这样,“涉险值”程序所固有的缺陷就可以置之不顾了。

在所有使用“涉险值”程序的企业中,长期资本管理公司是最有代表性的一家。教授们提供的附录,就像是罗伯特·默顿教授讲课的笔记,信心十足地告诉投资者,股票市场的价格事实上是独立(也就是随机)分布的。此外,他们还非常强调,长期资本管理公司对投资收益的预期是:一个月与下一个月的收益呈负相关,也就是说,如果这个月的交易出现了亏损,那么,下个月的交易就会赚钱,依此类推。因此,连续出现亏损的几率几乎是不存在的。“一个季度的低收益之后,一定会出现一个季度的高收益。”罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯表示。从相当长的一个时间段来看,这种说法是有道理的,是合乎逻辑的,因为在相当长的一段时间中,市场会对自己的错误进行自我修正。但是,如果在错误的价格得到修正之前,这种价格错误就进一步——非常严重地进一步——加剧的话,就像发生在20世纪70年代艾克斯坦身上的情况那样,那会出现一个什么样的局面呢?约翰·麦利威瑟的信,以及罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯的附录,对这一问题根本就无片语提及。

长期资本管理公司的合伙人理念的核心宗旨是:市场会非常稳定地变得更有效率、流动性更高,在时间上也更具有“连续性”——正像罗伯特·默顿教授所预测的那样。由于有越来越多的投资者都在寻找定价错误的证券,而市场信息的传播也变得越来越快,因此,投资者花在纠正价格偏差上的时间就会越来越少——这是很顺理成章的事。在大多数时间中,事实确实就是如此。一个效率更高的市场,就是一个波动幅度较小的市场(这个市场不会发生“黑色星期一”),这样日复一日,市场的风险就会越来越小,利差水平也

就会越来越小,而这,就让一直认为利差水平最终都会趋于一致的合伙人的信心,大大地得到了提升。事实上,他们的信心得到了太大的提升,以至于在进行这类交易时,不顾一切地加大其财务杠杆,扩张其信用额度。

尽管全球的投资者都因为墨西哥比索崩溃引发的金融危机,而蒙受了重大损失,但长期资本基金却并未受到影响。而且,它那令人感到艳羡的成功,仍然还在继续。事实上,到了1995年,长期资本管理公司前一年交易所播下的种子,现在都开始开花结果了。所以,长期资本基金1995年的业绩,比1994年更好。现在,意大利已不再是欧洲一个不听话的问题孩子了,反而被世人公认为整个欧洲大陆的设计中心,比德国更具创意,比法国更不受传统的束缚。随着其他交易员纷纷意识到意大利所具有的成长潜力,罗马的债券市场开始大幅扬升,而长期资本基金的财源也就开始滚滚而来了。

正是在意大利政府债券市场和仅付利息不动产抵押债券(IOs mortgage)这两个战场上大获全胜,1995年,长期资本基金未扣除手续费前的收益率,达到了令人称奇的59%,即使在扣除手续费和提成以后,这一水平也达到了不可想像的43%!而其中,至少一半以上的收入,来自于欧洲市场。在它开始经营的头两年中,长期资本基金令人不可思议地赚进了16亿美元,其中的6亿利润即来自于意大利。所有人都认为,这是基金有史以来最迅速、给人印象最深刻的一次开局。而对于每一位投资长期资本基金的投资者来说,他们当初投下的每一块美元,现在都增加了0.71美分,而且,这一收益已经扣除了长期资本管理公司收取的手续费和提成。因此,所罗门兄弟公司陷入困境的消息,一点也没有让约翰·麦利威瑟感到什么不安。事实上,所罗门兄弟公司在1994年蒙受了非常巨大的损失,市面上出现了很多谣传——所罗门兄弟公司很快将被易手。

约翰·麦利威瑟惟一担心的是,长期资本管理公司手中掌握的波动幅度还不够大,不够充分。长期资本管理公司一直在告诉投资者,他们要对可能发生的亏损做好心理准备,但在头两年中,除了有一个月出现了不到1%的亏损外,长期资本基金在其他所有的月份中全都获得了赢利。“哪里会赔呢?”一位投资者不解地问道。对于威廉·夏普——诺贝尔经济学奖获得者、长期资本基金一位投资者的投资顾问——来说,长期资本基金的回报之高,令人感到有些太顺利了。“我们很直截了当地问他们:‘风险到底在哪里?’”威廉·夏普回忆说。马尔隆·斯科尔斯回答说:“我们的目标是,将风险度(价格波动幅度)控制在与标准-普尔500指数相当的水平之上。”他说:“但我

们在做到这一点方面,还存在不少困难。”

有了如此出色的业绩,又有美林证券的帮助(又是美林证券),长期资本基金一点也没有问题地再次募集到了10亿美元的资本。约翰·麦利威瑟高兴得差一点给自己颁发了一张奖状。在写给投资者的一封信中,约翰·麦利威瑟指出,长期资本管理公司的合伙人已经增加到了16名之多,员工人数也增加到了96名,其中有一半员工从事交易和战略分析与研究。他更强调说,公司的特点非常令人振奋——长期资本管理公司的大部分员工都会两种以上的语言,绝大部分人都拥有博士学位,并掌握了非常复杂的“金融技术”。此外,约翰·麦利威瑟还对自己做了一次预测,并认为,长期资本基金将是他自己一生事业的最高峰——一曲伟大的、配器优良的风险追逐交响乐。

加上新投资者投入的10亿美元,长期资本基金的资本权益,在短短两年时间中翻了3番,达到了36亿美元。与此同时,长期资本基金的资产价值同样也达到了令人瞠目结舌的1020亿美元。因此,早在1995年底,长期资本基金的财务杠杆就已经达到了28比1。当然,长期资本基金总的资产收益率——包括其自有的和拆借而来的——并没有前面所说的那么高,而是只有2.45%左右。事实上,如果不利用财务杠杆的话,这一数字就是长期资本基金利用自有资金所能赚到的利润率了。但即使这一数字也是过高的,因为它并没有将长期资本基金庞大的金融衍生工具交易计算进去。长期资本基金的金融衍生工具交易不计入它的资产负债表,但是,这些交易很必然地会增加长期资本基金交易的风险度。(无论是买进一种债券,还是赌其价格的涨跌,它都会给你带来潜在的收益或亏损。)而且,这些游离于资产负债表之外的交易,更多的是增加了长期资本管理公司所承担的风险。

如果将长期资本基金的金融衍生工具交易一并计入其资产负债表的话,它的现金收益率就很可能在1%以下。实际上,具体的数字并不重要,重要的是,长期资本基金高达59%的收益,几乎都来自于财务杠杆所发挥的惊人威力。从这一角度来说,威廉·夏普所提出的“风险到底在哪里?”这一问题,确实是长期资本管理公司所无法回答的。以现金投入长期资本基金的投资者,他们的风险是现金转化为投资后所具有的风险,但长期资本管理公司从来不对这一风险做任何承诺。而它们的金融衍生工具交易根本不需要事先投入现金,长期资本管理公司每天只需要根据市场的涨跌,向其清算银行——即贝尔斯登——以现金清算其盈亏,即收进或付出盈亏差额即可。取其运营资金而代之的是,长期资本管理公司假设将其资本分成为几份,以对每宗交易提供支持。这些所谓的“风险资本”所代表的,就是长期资本管理公司认为必须保持、以备不时之需的资金。艾里克·罗森菲尔德回忆说:

尽管并没有要求我们缴纳保证金,但我们内部仍然有一套风险管理流程,对我们可能需要的运营资金进行计算。我们在每一笔交易时都会问:“如果我们处境很不利的話,我们应该缴纳多少保证金?”

由于长期资本管理公司的策略变得越来越多样化,因此,该管理公司的手笔也越来越大。长期资本管理公司倾向于将其所有的资产组合视为一个整体,因此,它们希望每一个“风险美元”都能带来更大的交易规模。当然,这一理论的基础是,所有利用财务杠杆开展起来的交易同时出现崩盘的可能性几乎是不存在的,就像保险公司永远也不可能想像,会发生所有客户同时提起理赔的情况一样。

事实上,长期资本管理公司确实是把自己看成一家金融风险保险公司。在实践中,它通过持有流动性很差、风险一般也非常大的债券,来获得较高的收益(升水)。而这种较高的收益(升水)则来自于非当期债券、仅付利息不动产抵押债券、意大利政府债券,以及类似证券所含有的巨大利差。当然,保险公司必须要在一段时间以后才能确定,他们所收取的保费是否充分或者合理,而如果没有非常严重的暴风雨的话,不动产和自然灾害保险公司是一定可以赚钱的。但在这一个好年头甚至几个好年头过去以后,人们就会发问,究竟是这家公司好呢?还是它太幸运了?它收取的保费足够吗?它卖给海边小木屋的便宜保单太多了吗?它对一旦发生理赔的情况考虑得是不是太少了一点?如果说,长期资本管理公司的每一笔交易都是一份“保单”的话,那么,长期资本管理公司签发的保单数量,以及总有一天要面对的赔付额,都在不断地随着财务杠杆的增加而增长。问题在于,合伙人们应该扪心自问一下,要赚到59%的收益有多么困难?如果暴风雨真的来临的话,他们将面对什么样的赔付要求?这些赔付要求到底会是什么样的?

5

欲 取 欲 求

这个小团体……试图将最好的金融理论与
最好的金融实践,紧密地结合到一起。

——罗伯特·默顿

随机发生的坏月份、暴风雨季节,似乎一直都没有到来。长期资本基金不仅一直在奇迹般地获利,而且,获利情况非常稳定,完全与自然法则相背离。现在,信心越来越高涨的合伙人们开始将线放得更长了,也就是说,他们进一步扩大了对财务杠杆的利用。到了1996年春天,长期资本基金的资产总额,进一步飙升到惊人的1400亿美元。比其自有资本整整高了30倍!尽管99%的美国人仍然并不了解长期资本基金,但事实上,这家基金已经成为比全美最大的共同基金——诚信麦哲伦基金——还要大2.5倍的对冲基金了,而与第二大的对冲基金相比,长期资本基金的规模更是大了整整4倍!现在,约翰·麦利威瑟、劳伦斯·希利布兰德、维克



长期资本基金的倒金字塔

多·哈格哈尼,以及和公司一起控制的资产,远比雷曼兄弟公司和摩根斯坦利添惠大得多,与所罗门兄弟公司也已经在伯仲之间了。尽管长期资本管理公司还只有20多个交易员,尽管长期资本管理公司仅有短短的两年历史,但它的规模,已经大大超过了华尔街许多老牌机构。他们就像由一群专家控制的导弹一样,充满着神秘感,人们根本就无法想像,它究竟会爆发出多大的能量。

但是,对于其银行来说,长期资本基金并不是一个秘密。不过,在长期资本基金事件发生以后,媒体一再报道揭示,华尔街长期以来一直忽略了长期资本基金飞速增长的资产总额和财务杠杆比例。美林证券在日后披露的一份新闻稿中指出:“一直到(1998年)9月21日,我们才第一次对(长期资金管理公司)的持仓规模和利用财务杠杆的程度,有了一个比较完整的了解。”美林证券董事长戴维·柯曼斯基个人也声明说,长期资本管理公司极其缺乏“透明度”的做法,让他一直被蒙在鼓里。事实上,华尔街所有银行和金融机构的首席执行官们在知道了长期资本管理公司利用财务杠杆的程度以后,同样都感到极度震惊。

严格地说,这可能就是事实。戴维·柯曼斯基和高盛公司的首席执行官乔·柯兹纳很有可能确实不了解这些情况,但他们手下的人却不可能不知道这些情况。长期资本管理公司每个月都向其投资者报告该基金所拥有的总资产和总负债,而每个季度也都会将这些数字向他们的银行进行一次通报,还要把这些数字向商品期货交易委员会报备。但其金融衍生工具的总量,每年却只向投资者、银行和商品期货交易委员会通报一次。这种频率实在是太低了,根本就无法反映长期资本管理公司这家增长极其迅猛的企业的全貌。

但是,对任何一名关心这些数字的人来说,他们仍然能够从该基金公布的数字中,看出许多蹊跷。1995 年底,长期资本管理公司披露说,该基金当年的金融衍生工具的总规模达到了 6 500 亿美元之巨,这可绝对不是一个小数目。但是,正如商品期货交易委员会的女主席布鲁克丝丽·波恩坦承的那样,“这些警示根本没有引起我们的重视。而且,我们都很清楚,这些信息是到处都可以得到的。”长期资本管理公司的外部法律顾问托马斯·贝尔比所有其他人更加准确地指出:“每个人手里都有报表,问题在于,没有一个人将所有的蛛丝马迹串连起来。”

但是,这仍然还不是事情的全貌。就其自身来说,长期资本管理公司在披露信息时所使用的含混不清的语言,使这种信息披露大有一种说了等于没说的感觉。而除了“利率互换”或“政府公债”这样一些非常宽泛的概念之外,投资者根本就无法知道,他们所持有的究竟都是些什么东西。而且,他们对金融衍生工具的信息披露更是语焉不详。就好像用不动产做抵押向银行贷款,却不告诉银行这些不动产都是些什么不动产一样。到底是阿巴拉契亚山区的不动产呢?还是贝弗利山上的不动产?

对于某些特定的资产,如不动产抵押债券或意大利政府债券,每一家银行都只知道自己为长期资本基金提供的融资规模和相对应的风险。比如,高盛公司就一点也不知道当时所罗门兄弟公司也在提供同样的融资;J. P. 摩根银行也根本不清楚,美林证券和他们提供的融资几乎是一模一样的。因此,从理论上来说,在任何一种特定的交易中,每一家银行都对长期资本管理公司的融资规模和财务杠杆所知甚少。但在具体的实践中,银行完全可以对长期资本基金的状况做出更好的评估。实际上,债券对冲套利这一世界是很小的。银行当然很清楚,他们怎样才能得到更多、更准确的信息。当然,如果得到的信息证明,应该降低与长期资本基金的业务往来比重,他们是很容易采取行动,与长期资本基金划清界限的。

但是,所有的银行都在为得到更多(不是更少)的对冲基金业务,而争得不亦乐乎。在大牛行情已经持续了五个年头以后,所有银行手中的资金都极其充裕,因此,对华尔街来说,对冲基金就是消化这些资金的最佳通道。银行通过一种所谓的“出租资产负债表”的做法,来达到他们自己的目的。顾名思义,所谓的“出租资产负债表”指的就是,银行将其巨大的借款能力转移给信用等级相对较差的对冲基金使用,而银行则对这类服务收取服务费,服务费的比例非常低,每 100 美元才收几个美分而已。由于长期资本管理公司每年交给华尔街的这类服务费有 1~2 亿美元之多,所以很自然地,就成为了华尔街大银行们纷纷青睐的对象。“银行为得到这 20 个基点(0.2%)的服务费而

闹得不可开交。”而这些费用根本就不可能抵御潜在的风险。当时任雷曼兄弟公司交易经理的约翰·苏科指出。

当时,向长期资本基金提供融资的银行有55家之多。在长期资本管理公司合伙人无懈可击的纵横捭阖之下,各家银行纷纷白相杀价。“正常情况下,借给客户的利率应该比伦敦银行同业拆放利率(LIBOR)高200个基点,但是,银行借给长期资本管理公司的钱,其利率只比伦敦银行同业拆放利率高50个基点。”总部设在巴塞尔的瑞士银行债券经理、对金融衍生工具交易极为熟悉的安德鲁·斯西利亚诺说。他非常担心长期资本管理公司会大占瑞士银行的便宜,因为这家管理公司惯会用尽一切手段来挤压对手的生存空间。

长期资本管理公司非常巧妙地充分利用了银行急于赚取服务费的心理,迫使他们提供对长期资本基金最为有利的贷款条件。他们在进行交易时只缴纳极少的保证金,并拼命压缩银行这个庞然大物正常的利润空间。他们很清楚,银行绝对不会停止它们的幻想——长期资本基金最终将给它们带来巨额利润,就像历经坎坷却依然充满希望的父母双亲,总会给不听话的小孩子吃糖一样。对于长期资本基金这个小孩来说,至少在融资方面,美林证券和所罗门兄弟公司就是他们最大的糖果提供者。所罗门兄弟公司更是将长期资本管理公司视为其最大的客户,尤其是在欧洲互换利差交易这一领域之中。但是,由于所罗门兄弟公司和长期资本管理公司之间所存在的极为错综复杂的关系,因此,两家公司一直小心翼翼地保持着适当的距离。



美林大厦

而另一方面,美林证券则摆出一种独霸长期资本基金不放的架势。长期资本管理公司当然很愿意看到这种局面,也很愿意投桃报李地与这些银行进行合作——当然,按照长期资本管理公司的条件进行合作。约翰·麦利威瑟很快就与美林证券当时的董事长丹尼尔·图利交上了朋友,并很快将这种关系扩大到了整个家庭。甚至于,约翰·麦利威瑟还让丹尼尔·图利成为了他在爱尔兰凯利郡沃特维尔高尔夫俱乐部的成员。对于这位魂牵梦绕爱尔兰故土、连签名也要用绿色的丹尼尔·图利来说,这无疑使本来就已经建立起来的业务联盟更加巩固了。而丹尼尔·图利的下属们很快就清楚,老板已经把长期资本管理公司看作为一个非常重要的特殊客户了。因为丹尼尔·图利多次强调说:“维护并进一步加强与长期资本管理公司的关系,这不仅是销售员的任务,而且是整个公司需要重点考虑的大事。”

与此同时,约翰·麦利威瑟与戴维·柯曼斯基以及赫伯特·艾利逊——



戴维·柯曼斯基与丹尼尔·图利

随时准备接替丹尼尔·图利位置的两位美林证券高层——的关系也搞得非常之好。很喜欢、也很擅长营造小团体氛围的约翰·麦利威瑟将美林证券的这几位大亨带到他拥有赛马的贝尔蒙特马场。通常,约翰·麦利威瑟会问许多问题,并让其客人不停地进行交谈。赫伯特·艾利逊注意到,约翰·麦利威瑟可以记住许多答案——甚至记住许多小事情,如艾利逊太太的名字,等等——就好像他可以记住许多交易的细节一样。约翰·麦利威瑟是一位非常好的倾听者。在这个竞争如此激烈的行业环境中,约翰·麦利威瑟永远都表现得那样的举止得体。“你根本就没有办法不喜欢他。”赫伯特·艾利逊如此评价说。

长期资本管理公司对美林证券高层进行诱惑的最高潮,是每年一度、每次为期3天的沃特维尔高尔夫球对抗赛。沃特维尔高尔夫球场在国际高尔夫球界享有很高的名声,曾接待过包括“老虎”伍兹在内的众多高尔夫高手。每年的这一盛事,双方都各有十几名高层人员参加。美林证券的高层甚至还会让几位长期资本管理公司的合伙人和他们一起搭乘私人飞机前往沃特维尔,当然,两家公司各付各的账。沃特维尔是一个非常美丽的爱尔兰滨海乡村,有着极其漂亮的天然草皮,环境极其宁静优美。每年9月份举行的这一赛事的邀请很奇特,是一件用爱尔兰绿、白、橙三色印刷有“沃特维尔国际杯”和高尔夫球比赛记分表的衬衫,这在美林证券高层管理人员中非常抢手。比赛间隙时间,这些高尔夫球手会三三两两地结伴去钓鱼;晚上,迎接他们的是美味气派的盛宴大餐;夜晚,他们住的是温馨舒适的乡村旅馆(当然,各种设施绝不输于五星级大酒店,每天早上还免费提供美味可口的爱尔兰风味早餐);清晨,他们可以独自驾车观赏海滨风情。在海风微拂的晨曦中,尽情享受大自然。



“老虎”伍兹是高尔夫高手

对约翰·麦利威瑟来说,沃特维尔是一个很重要的象征,象征着他从佛洛斯摩尔乡村俱乐部一个小小的球童,终于有了现在这样的地位与成就。在沃特维尔,他是一位非常热情好客的东道主,对比赛投入了极大的热情,对每一杆都做了非常仔细的记录,还时不时地不忘让赫伯特·艾利

逊注意,在比赛间隙,他会带客人去钓鱼,晚上,迎接他们的是美味气派的盛宴大餐;夜晚,他们住的是温馨舒适的乡村旅馆(当然,各种设施绝不输于五星级大酒店,每天早上还免费提供美味可口的爱尔兰风味早餐);清晨,他们可以独自驾车观赏海滨风情。在海风微拂的晨曦中,尽情享受大自然。

对约翰·麦利威瑟来说,沃特维尔是一个很重要的象征,象征着他从佛洛斯摩尔乡村俱乐部一个小小的球童,终于有了现在这样的地位与成就。在沃特维尔,他是一位非常热情好客的东道主,对比赛投入了极大的热情,对每一杆都做了非常仔细的记录,还时不时地不忘让赫伯特·艾利

逊在分数上占点便宜。但在约翰·麦利威瑟这位主力的率领下,长期资本管理公司每年都获得了“沃特维尔国际杯”的胜利,这更进一步加深了美林证券那帮银行家对长期资本管理公司合伙人竞争精神的印象,并对这帮套利交易员与其炉火纯青的交易水平不相上下的高尔夫球技,留下了非常深刻的印象。美林证券的风险经理丹尼尔·拿波利不无讥嘲地对这些合伙人的高尔夫球技做了这样的评述:“如果想拿一个高尔夫博士的话,他们一定会拿到的。”而美林证券负责外汇交易的斯蒂芬·贝洛蒂有一天跑到马尔隆·斯科尔斯的身边,半开玩笑地问道:“马尔隆,你是智慧多一点呢?还是钱更多一点?”马尔隆·斯科尔斯马上回敬道:“当然是智慧了!不过,钱也越来越多了!”

随着业务关系越来越密切,长期资本管理公司开始向美林证券要求得到更多的融资支持。长期资本管理公司负责银行关系的理查德·利希对美林证券表示,如果要长期资本管理公司进一步扩大交易规模,美林证券就应该向他们提供更多的“资产负债表”。就这样一步一步地,美林证券的资金蓄水池为长期资本基金打开了。到了1996年,美林证券向长期资本基金提供了高达65亿美元的回购融资(几乎相当于美林证券的资产总额),以及大量的金融衍生工具交易融资。除了爱尔兰沃特维尔那个令人难忘的周末外,目前还不清楚,美林证券在与长期资本管理公司的业务往来中,是否得到了什么好处。长期资本管理公司经常用拼命压低交易对手报价的手法,来压缩其经纪商的正常利润空间,尽管其经纪商常常发出抱怨,但长期资本管理公司根本就不会做出一丝一毫的让步。

一次,由于与从事高风险交易的对冲基金的业务往来越来越多,美林证券回购交易部门有人拒绝批准向长期资本基金提供更多的信贷。但就在下一次爱尔兰“沃特维尔国际杯”举行之前不久,这位信贷员就听到一名销售员火气很大地说:“我马上要去见理查德·利希。我可不想让双方都觉得尴尬。怎么样,再借给他们5亿美元吧!”信贷员坚持他的意见,但这名销售员勃然大怒地吼叫道:“你必须照我说的做!否则,我们的生意就玩完了!”

竭力想讨好长期资本管理公司这个大客户的美林证券销售员很清楚地知道,与长期资本管理公司进行交易的前提就是,向他们提供更多的融资,从而使美林证券得以了解长期资本基金的委托交易流量。当然,由于美林证券只能看到每宗交易的一面,所以,这些信息到底有多少价值是很值得怀疑的。而且,使美林证券融资和销售部门之间原本存在的紧张关系,出现了向长期资本管理公司倾斜的状况,因为所有的美林证券员工都

很清楚,长期资本管理公司是一个“很特别”的客户。为了更好地利用美林证券,长期资本管理公司在美林证券上上下下,发展了许许多多的朋友,而且对这些朋友的照顾非常到位。这些关系上到美林证券经纪人出身的董事长丹尼尔·图利,他对美林证券能够从长期资本管理公司那里拿到如此巨额的交易感到非常自豪。甚至连一向吹毛求疵的赫伯特·艾利逊也受到长期资本管理公司的极大感染,要求下属注意扩大与长期资本管理公司的业务往来。“所有人都为他们的绝顶聪明而倾倒”。美林证券的销售员邓利维回忆说:“就像肯尼迪总统的核心智囊团一样,他们是最好、最聪明的一群人。”

但是,美林证券高层最终还是感到了不舒服,这倒并不是因为长期资本管理公司在美林证券所使用的财务杠杆越来越庞大,而是,美林证券每年只能从与长期资本基金的交易中,获得区区2500万美元的利润。不管从两家公司的关系来看,还是从两家公司的业务规模来说,2500万美元利润都是一个令人感到寒碜的数字。于是,美林证券融资部门开始提出质疑:既然美林证券的资产负债表资源十分珍贵,那为什么要浪费在长期资本管理公司这样一个根本得不到什么好处的客户身上呢?

美林证券主管大机构业务(包括长期资本管理公司业务)的赫伯特·艾利逊,最后不得不私下将约翰·麦利威瑟请来,语带讽刺地建议说,如果让美林证券也能从两家之间的交易中赚一些钱的话,对美林证券可能会更好一些。像其他与长期资本管理公司打交道的人一样,赫伯特·艾利逊也感觉到,长期资本管理公司的那些合伙人将交易赢利或亏损的每一种可能性都已经算遍了,就是没有考虑过这些交易对于全局的影响。他把他的想法非常坦率地告诉了约翰·麦利威瑟。

约翰·麦利威瑟对赫伯特·艾利逊的话做出了很有感情的回应。但长期资本管理公司却依然千方百计地挤压着美林证券的利润空间,对美林证券的呼吁根本就置若罔闻,有时候甚至还对这个主要盟友的要求进行冷嘲热讽。一次,长期资本管理公司甚至利用了一份贷款文件上存在的一处法律漏洞,赚了美林证券700万美元,而美林证券却因此亏了700万美元。为此,美林证券的一名高管向约翰·麦利威瑟提出了抗议,而后者皱着眉头说:“对于此事,我一无所知。”但约翰·麦利威瑟最终还是没有将这笔钱退回美林证券。

“约翰·麦利威瑟是一个非常真诚的人。”美林证券一名高管说,“他对世界的看法就是:有人赢,有人输。”

令美林证券感到羞辱的是,长期资本管理公司的那些合伙人拒绝与美林证券分享公司的秘密,却要求从美林证券主承销的债券中分一大杯羹,而这

是投资银行提供给她最佳客户的一项特殊待遇。更加离谱的是,长期资本管理公司居然想向美林证券推销一种由马尔隆·斯科尔斯设计的购股权证。发行这种权证的目的,是为了能够以很便宜的代价,向长期资本基金注入更多的资金,同时让购买这一购股权证的人——这里是美林证券——承受极大的风险。因此,美林证券很快就对长期资本管理公司的这一要求予以了拒绝。此时,虽然整个市场依然牛气十足,但美林证券已经开始回收部分资产负债表业务,尽管它仍然是长期资本管理公司最大的银行之一。

美林证券一直垂涎于长期资本基金的清算交割业务,但始终为长期资本管理公司所拒绝,因为约翰·麦利威瑟将这块业务交给了贝尔斯登的文森特·马东——一位在所罗门兄弟公司时就与之结下深厚友情的好朋友。清算经纪行需要承担许多非常重要的工作,如簿记和交易交割办理,等等,是一项油水比较大的业务。因此,相应地,贝尔斯登向长期资本管理公司提供的条件也极为优厚,并希望藉此能够从长期资本管理公司那里得到更多的交易业务。此外,贝尔斯登还向长期资本管理公司的好几位合伙人提供了个人融资,使他们很容易地筹措到了资金,以增加对长期资本基金的投资。但是,长期资本管理公司很快就发现,贝尔斯登并不是一盏省油的灯,绝对不是他们可以颐指气使的。

例如,贝尔斯登拒绝在不提供保证金的情况下,向长期资本基金提供更多的融资。而以前,极其熟悉市场行情的贝尔斯登曾在同样的情况下,拒绝了非常渴望进行外汇交易的列支敦士登王子的类似要求,更不要说为一家风险极大的对冲基金破例了。“我们所有的决定都一清二楚。”贝尔斯登的一名高管回忆说,“没有保证金,就不做生意。”更有甚者,贝尔斯登对其投在长期资本基金上面的本金甚感担忧。因为对于一家清算经纪行而言,最重要的清算功能,就是能为客户提供即日融资(intraday credit)。而对长期资本管理公司这样一家每天都有成百上千笔交易的公司来说,贝尔斯登事实就等于是它的银行。贝尔斯登不仅掌握了长期资本基金的许多资产,而且,还代表长期资本管理公司与遍布世界的交易方进行资金方面的收付。

没有这样一家清算经纪行,长期资本管理公司将寸步难行,至少不可能拥有其原来的灵活性和速度。此外,主要清算经纪行都拥有未经通知即可停止提供清算服务的权利,而在短时间内,任何一家公司都很难找到一家新的经纪行。因此,长期资本管理公司对贝尔斯登的依赖,要远远大于任何其他公司。在华尔街,贝尔斯登是一家很另类的经纪行。其年逾古稀的董事长艾伦·格林伯格对充斥摩根斯坦利添惠和美林证券的官僚气息极度不屑。他仍然坐镇在交易大厅,在电话中与人亲切地问候寒暄。他最出名的举动是,



贝尔斯登世界总部

他会在大庭广众之下,训斥雇员不要浪费文件夹。艾伦·格林伯格的老搭档、贝尔斯登的首席执行官詹姆斯·凯恩,因在非常困难的20世纪70年代对纽约市债券大胆做市而一举成名。在约翰·麦利威瑟年轻的时候,他也经常采用相类似的做法。在艾伦·格林伯格和詹姆斯·凯恩无所畏惧的管理之下,贝尔斯登的作风极为务实,在任何时候、任何地方,都永远只把贝尔斯登的利益放在第一位。而这,恰恰是长期资本管理公司最感担心的。

1994年,即长期资本管理公司刚刚落地之时,一家在不动产抵押债券市场上蒙受了巨额损失的对冲基金——阿斯金资本基金,就在贝尔斯登追加保证金的要求声中,颓然倒闭了。自此以后,意识到贝尔斯登掌握了所有底牌的长期资本管理公司,

一直为此事耿耿于怀,久久不得平静。到了1996年以后,长期资本管理公司的合伙人们,开始采取行动,试图扭转这种不利的局面了。

长期资本管理公司最想要的,是可以从贝尔斯登那里得到一份契约化的承诺,即便在长期资本基金遇到大麻烦的时候,贝尔斯登也一样会为该基金提供清算服务。但是,贝尔斯登对自己的安全性非常担心,因为如果它做出这样的承诺的话,它就要为哪怕已经资不抵债的基金提供清算服务,而这样做的结果就是,它可能不得不因为在破产前孤注一掷的对冲基金“最后的疯狂”,而赔上自己的本金。简而言之,贝尔斯登和长期资本管理公司都在算计着对方可能对自己造成的伤害程度。

经过好几次会议,双方总算达成了一个大致的协议:贝尔斯登基本上同意为长期资本基金提供持续的清算服务,条件是长期资本基金必须在贝尔斯登的账面上保持不低于5亿美元的保证金。尽管长期资本管理公司的各位合伙人都对这一协议表示接受,但他们都想在协议正式签订之前,能够解决其他一些尚存的问题,主要就是在长期资本基金陷入危机时——这也许是合伙人们所具有的先见之明吧——能够保证长期资本基金依然拥有一部分灵活性。在读完有关阿斯金资本基金破产案的报道后,劳伦斯·希利布兰德意识到,如果长期资本基金真的出现问题的话,贝尔斯登很可能会以跳水价格,将长期资本基金的资产进行套现。此外,它还可以将长期资本基金的持仓情况对外进行公布,从而引发另一轮大规模的抛压。因此,劳伦斯·希利布兰德非常希望能够在合同上列明,一旦双方发生争议,

如贝尔斯登泄露长期资本基金的机密等,长期资本管理公司能够对贝尔斯登保留有足够的主张权利。

劳伦斯·希利布兰德这种典型的冷冰冰作风,让贝尔斯登的人大感头痛。贝尔斯登资深信贷官员迈克尔·阿历克斯认为,劳伦斯·希利布兰德是一个极难对付的对手,尽管他的很多考虑后来被证明是很有用处的。讨人喜欢的艾里克·罗森菲尔德也参加了与贝尔斯登的谈判。与劳伦斯·希利布兰德坚持自己的观点不同,他似乎比较容易接受贝尔斯登的立场。整个讨论就像是一场诉讼辩论,劳伦斯·希利布兰德一直在那里大声雄辩,滔滔不绝。在这种情况下,双方越谈越僵,根本就达不成任何协议。劳伦斯·希利布兰德终于将长期资本管理公司最希望得到的清算协议,彻底地搅黄了。

无法与贝尔斯登签订清算协议一事,一直是长期资本管理公司的一个心腹之患。而约翰·麦利威瑟也会定期地重新过问这件事情。就像长期资本管理公司用高尔夫周末来搞定美林证券高层的关系一样,约翰·麦利威瑟和他一些部下,会和贝尔斯登的首席执行官詹姆斯·凯恩及其同事文森特·马东一起,定期地打打扑克,其地点不外乎两个,一是在格林威治长期资本管理公司的办公室里,一个是在詹姆斯·凯恩位于林阴大道的公寓里。一贯非常活络、伶牙俐齿的艾里克·罗森菲尔德经常会肆无忌惮地对詹姆斯·凯恩进行冷嘲热讽,而这时候,约翰·麦利威瑟就会适时地出来打圆场:“杰米,清算协议那件事,你可要多帮帮忙哟。”而此时,詹姆斯·凯恩就会不置可否地回答说:“喔,再看看吧。”

长期资本管理公司也对大通曼哈顿银行施加了很大的压力。一时间,长期资本管理公司大有将整个华尔街一网打尽之势,因为其合伙人非常正确地意识到,现在这个业绩蒸蒸日上的时机,正是他们达成这一目标的最佳时机。1994年,因为感到长期资本管理公司还是一个新手,所以,大通曼哈顿银行拒绝成为长期资本管理公司的交易伙伴。而到了1996年,当约翰·麦利威瑟再度造访大通曼哈顿银行的时候,该银行态度立变,给予了约翰·麦利威瑟相当高的礼遇。当然,约翰·麦利威瑟在大通曼哈顿银行同样也有着相当有力的奥援,即大通曼哈顿银行负责向华尔街客户提供信贷的全球信贷主管、一表人才的戴维·弗鲁格。喜欢穿吊带裤、说话直来直去的戴维·弗鲁格曾经在莫泽尔丑闻中,向约翰·麦利威瑟提供过很好的建议,当时,他



大通曼哈顿银行

还向正陷于四面楚歌的所罗门兄弟公司提供了一笔紧急贷款。现在,1996年,戴维·弗鲁格再次同意向长期资本管理公司的互换利差交易——通常,这种交易的一方同意向另一方支付固定利率,而另一方则根据市场利率的变动,赚取(或亏损)固定利率与市场浮动利率之间的利差——提供融资;此外,大通曼哈顿银行还同意向长期资本管理公司的收益率曲线交易——固定收益率交易员最拿手的又一种交易——提供支持。为了巩固与这一新盟友的关系,长期资本管理公司向大通曼哈顿银行出售了价值2000万美元的基金份额。

但是,长期资本管理公司最想要的却是——合伙人,一家能够在其有不时之需、尤其是有特殊需要甚至于紧急需要时,提供大量现金的合伙人银行。在与美林证券、贝尔斯登、现在又是大通曼哈顿银行的无休无止的谈判中,合伙人们深切地感受到,他们迫切需要一家像以前的所罗门兄弟公司那样,能够为他们提供毫无保留支持的银行。戴维·弗鲁格对合伙人们的这种想法深以为然,并组织了一个很大的银团,向长期资本基金提供了一笔数额高达5亿美元的循环贷款——换句话说,长期资本管理公司可以根据自己需要,随意使用这笔备用贷款。而对长期资本基金更有利的是,这家银团对该对冲基金表现出了不同寻常的信心,同意长期资本管理公司不需要为这笔贷款缴纳任何保证金或担保。

有了这一笔庞大的循环贷款以后,长期资本管理公司开始回过头来,进一步搞好与大通曼哈顿银行的关系。长期资本管理公司的各位合伙人们纷纷出动,向大通曼哈顿银行推销一种非常奇特的购股权证,即他们向美林证券推销不果的那种购股权证。这种购股权证实际上就是一种期权,长期资本管理公司的合伙人们希望这种购股权证,能够将其已经全部投入到基金资产组合之中的个人财务杠杆,再进一步地加以扩大。因为,许多合伙人都希望,其中尤其以劳伦斯·希利布兰德为甚,能进一步增加他们个人对长期资本基金的投入。从他们的所作所为来看,尽管他们在与贝尔斯登谈判清算协议时,对自己在遭受危机时应该得到的保护争得很厉害,但当他们将自己的钱投入到这一基金中去时,他们却又表现得无所畏惧,好像根本就不存在任何的失败可能。

这种购股权证有可能会让大通曼哈顿银行承担非常巨大的风险。根据马尔隆·斯科尔斯的计划,长期资本管理公司合伙人每年将付给银行1500万美元的权利金,实际数字将根据当时的利率水平来加以确定。作为回报,大通曼哈顿银行将保证支付长期资本管理公司2亿美元基金份额的利润,而不管这一利润到底是多少。如果基金的收益情况保持很高水平的话,那么,

大通曼哈顿银行就会出现很大的缺口。(当然,从理论上说,大通曼哈顿银行可以通过买进长期资本管理公司的部分基金份额,来对这一风险进行对冲。)而在长期资本基金收益率不佳的情况下,大通曼哈顿银行就可从其投资中获利。

但是,如果长期资本基金价值下跌了呢?根据罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯提出的期权理论,在长期资本基金价值下跌的时候,大通曼哈顿银行只需要进行很少量的对冲就可以避险了,换句话说,一旦长期资本基金价值下跌,大通曼哈顿银行可以通过逐步卖出相应的基金资产来降低自己的风险。

但是,这种做法真要实施起来并不容易,因为长期资本基金的资产都是秘密的,而其合伙人是绝对不会将之公诸于众的。戴维·弗鲁格对长期资本管理公司这帮合伙人的傲慢感到非常惊讶,在他看来,这帮家伙想把长期资本基金的全部风险都转嫁给大通曼哈顿银行,却还不让大通曼哈顿银行知道风险究竟在哪里,“我们怎么可能进行对冲避险呢?”戴维·弗鲁格满腹狐疑地问道。而大通曼哈顿银行负责对冲基金业务的主管也同样觉得不可理解。

但长期资本管理公司并不打算放弃这种购股权证,因为其中有一个很重要的原因,就是这种做法在税收方面很有作用,而这正是劳伦斯·希利布兰德特别看重的:根据这种做法,合伙人可以将所有的利润都视作为资本利得,就可以将应缴的资本利得税递延至购股权证到期日再行缴纳。这种设计是马尔隆·斯科尔斯最得意的地方:由山姆大叔(美国政府)来负担长期资本管理公司合伙人扩张财务杠杆的利息。

长期资本管理公司几乎向所有的银行都推销过这种购股权证,约翰·麦利威瑟甚至还为此专门拜访过大通曼哈顿银行的首席执行官沃尔特·谢皮利。最后,劳伦斯·希利布兰德想出了一个办法:让马尔隆·斯科尔斯以向大通曼哈顿银行管理人员教授期权理论为由,来推销这一购股权证。但是,戴维·弗鲁格并非易与之辈,他根本不愿与这一购股权证的发明人进行面对面的正面交锋。“你很容易就高估了这些希腊字母(即期权交易员经常挂在嘴上的阿尔法、贝塔、伽马这3个希腊字母)。”他的反应是,“而现在,这里只需要一个希腊字母,那就是‘高傲’!”

那么,戴维·弗鲁格所指的“高傲”究竟是什么呢?长期资本管理公司合伙人的言谈举止并不特别显得傲气十足,但是,他们的骨子里却处处透露出一股哈佛大学或麻省理工学院出身的人惯有的傲慢之气。在他们看来,他们才是世界上最聪明的人,“你知道,为什么我们能挣这么多钱吗?”一次,格利高里·霍金斯这样问他在所罗门兄弟公司的一位老朋友。“因为我们太聪明

了。”另外有一次,格利高里·霍金斯甚至向他同事的太太讲起了生物学——那位女士的专业正是生物学——最后,那位女士给了他一个结论:狗屁不通!

到了1996年,长期资本管理公司已经发展到拥有100多名员工的规模了,所有的合伙人也都已经积累了相当可观的财富。从长期资本管理公司开始经营之日起,合伙人就没有抽走外部投资者所缴纳的25%管理费及他们应该提取的提成,而是将这些钱全部投进了长期资本基金。由于税务人员根本就碰不到这样的运作方法,所以,这些钱就滚得更快了。就在长期资本基金运行到第三年年底的时候,长期资本管理公司合伙人在基金中所占的资产总值,已经达到了14亿美元的规模。与他们最早投入长期资本基金的1.5亿美元相比,整整增长了9倍!在这么短的时间内聚敛了如此巨额的财富,而且全部财富都来自于债券利差交易,这绝对是一桩令人不可思议的事情。而长期资本管理公司做到了。这些合伙人当初做出的不断加倍下注的决定,使他们几乎在一夜之间,就跻身于超级富翁之列。与其他企业巨子通过不断卖出企业股份来赚钱的做法完全不同的是,约翰·麦利威瑟、劳伦斯·希利布兰德、艾里克·罗森菲尔德,以及长期资本管理公司的其他合伙人们,把挣得的每一分钱都留在了牌桌上,只是在需要用钱的时候,才会赎回一点点基金份额。在他们的眼中,长期资本基金就是他们的个人支票账户!

按华尔街大人物的标准来看,长期资本管理公司各位合伙人的生活都算不上什么奢华,也都不喜欢过分招摇。对其中最为大手大脚的格利高里·霍金斯空运装饰设计师去装修其萨拉托加老家(格利高里·霍金斯在那里有一个纯种马的种马场)的做法,他们大都很不以为然。而格利高里·霍金斯提出的,公司应该购买一架公务飞机的建议,也遭到了所有其他合伙人的冷遇。但是,所有这些合伙人多多少少都有其自己的一些奢侈嗜好,如约翰·麦利威瑟拥有自己的良种赛马,而且,除沃特维尔之外,他还拥有另外三家高尔夫俱乐部——纽约温福特高尔夫俱乐部、纽约辛考克高尔夫俱乐部,以及加利福尼亚斯帕波音特高尔夫俱乐部——的会员证。此外,他还对名车有着特殊的爱好(昂贵的法拉利跑车是约翰·麦利威瑟的最爱);而住在威斯恰斯特水岸豪宅中的艾里克·罗森菲尔德则对美酒情有独钟。他对各种各样的美酒都如数家珍,家中更藏有多达10 000瓶以上的直接从法国运来的葡萄美酒。好像是为了给自己温文尔雅的仪表增加一点威仪吧,艾里克·罗森菲尔德这位前哈佛大学教授,每次到外地出差,都会带上一瓶正宗的沃基多红酒或其

他牌子的勃艮第美酒。而对劳伦斯·希利布兰德来说,金钱只意味着他能够更好地离群索居。为此,他在格林威治附近,投入210万美元购买了一片面积达15英亩的林地,并花了400万美元,在上面建造了一座面积达3万平方英尺的豪宅。但所有这些,都对合伙人的银行账户没有造成任何影响,对这些合伙人而言,他们生活的中心是赚钱,但赚钱并不会给他们的生活方式带来多大的改变。对于他们来说,金钱仅仅只是一张记分卡,仅仅只是他们出类拔萃的交易技巧的一个证明。而对于罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯来说,财富只会使他们的学术成就进一步在世界范围内得到认可。

公司内部围绕如何进行分配的争论,是一个亘古不变的话题。像在所罗门兄弟公司一样,报酬问题肯定会引出一连串的紧张关系。事实上,汽船路的气氛并不像给外界的印象那么随和,围绕控制权、分配权和大额资产组合的争论,每一次都会在长期资本管理公司内部产生很严重的紧张气氛。脾气暴躁的马尔隆·斯科尔斯一心想成为公司内部举足轻重的核心人物,因此,对戴维·马林斯横竖看不顺眼,这两位大牌学者都认为自己要比对方更加聪明。而为人比较随和、比较容易与人相处的南方人格利高里·霍金斯,则对行事神秘、处处想占人上风的劳伦斯·希利布兰德深恶痛绝。即使是负责公司内部运营事务的艾里克·罗森菲尔德,也时时会感受到来自约翰·麦利威瑟的压力。事实上,约翰·麦利威瑟每过一段时间就会唠叨一番:“艾里克应该想些办法,赚一些钱了。”好像艾里克·罗森菲尔德光打理公司内部事务还不够一样。

这些套利交易员对其他人不直接带来利润的贡献,一概都视而不见,他们只看重金钱和直接利润。或许,这就是他们不顾一切、一门心思,只想将自己拥有的资产净值最大化的一大原因。他们绝对不想放弃马尔隆·斯科尔斯设计的购股权证的一大原因,也是希望能够藉此将他们个人的财务杠杆最大化,以便于他们最大限度地积聚财富。所以,合伙人们对这种购股权证的喜好,几乎已经到了爱不释手的地步了。

正像他们以前死缠烂打美林证券、贝尔斯登,以及大通曼哈顿银行一样,现在,他们将推销这种购股权证的目标,锁定在了瑞士联合银行身上,这是一个非常有意思的选择,因为,瑞士联合银行以前已经拒绝过他们两次了。第一次是在1994年,也就是长期资本管理公司刚刚开始起跑时,瑞士联合银行就拒绝向该基金进行投资;第二次,约翰·麦利威瑟和维克多·哈格哈尼再度找上了瑞士联合银行,希望能与该行开展债券及互换利差交易。但瑞士联合银行对这类交易的财务杠杆规模心存疑虑,所以,再一次拒绝了长期资本管理公司的建议。

然而,长期资本管理公司依然不屈不挠地对总部设在苏黎世的瑞士联合银行施加压力。更重要的是,他们在瑞士联合银行内部有一个非常重要的关系,即以前曾在所罗门兄弟公司任销售员的纽约布鲁克林人容·塔纳博姆。此人比劳伦斯·希利布兰德晚一年加入纽约的所罗门兄弟公司,后移驻东京。在东京,容·塔纳博姆的主要工作,就是做套利部门在东京的分销商。以后,他又被调往伦敦,并在那里与约翰·麦利威瑟有了许多来往。刚开始的时候,容·塔纳博姆对约翰·麦利威瑟,或者说对他手下的交易员们,怀有很大的疑虑,但经过了许多年以后,容·塔纳博姆不但成为了长期资本管理公司的好朋友,而且,还成为了长期资本管理公司最坚定的拥护者之一。

作为瑞士联合银行负责对冲基金业务的主管,容·塔纳博姆一直在说服他的老板给长期资本管理公司一个机会。而与此同时,瑞士联合银行本身也正处在一个痛苦的转型期之中。长期以来,作为一家恪守瑞士银行业传统的老牌主要银行,瑞士联合银行一直是一家非常典型的瑞士银行。他们从来不从哈佛大学、麻省理工学院选用他们所需要的人才,他们所有的重要成员,几乎都来自瑞士联邦军队。他们所有的副总裁,都只能在3种抛光木材(即桃花芯木、胡桃木和松木)中选择一种,来装饰自己的办公室。当时,一向安于现状的瑞士联合银行很惊讶地发现,国际金融界已经不再像过去一样安逸悠闲了,而是更加现代化、更富有进取精神了。在早已实现了现代化的竞争对手——瑞士银行,因为大力发展金融衍生工具业务(这正是瑞士联合银行所忽视的),而迅速取自己老大地位而代之的强力刺激下,瑞士联合银行于20世纪90年代中期开始,决定向自己的对手展开反击。为此,他们聘用了一批野心勃勃的交易员,并任命素有“瑞士银行界王子”美称的马西斯·加比亚拉维塔担任瑞士联合银行的首席执行官。马西斯·加比亚拉维塔甫一上任,就给了手下交易员完全的自主权,目的就是要在最短的时间内,夺回瑞士联合银行的老人地位。就在瑞士联合银行急欲取得进展的情况下,1995年9月,容·塔纳博姆终于说服了瑞士联合银行的董事会,同意接受长期资本管理公司成为该银行的交易伙伴。为此,瑞士联合银行还从美林证券挖来了一名出生于马来西亚的交易员T.J.林,全权负责该行的金融衍生工具交易事务。于是,到了1996年,长期资本管理公司终于在阿尔卑斯山麓,占据了非常牢固的一席之地。

几乎是在一夜之间,长期资本管理公司就成为了瑞士联合银行最大的客户。在成为瑞士联合银行交易伙伴的第一年,长期资本管理公司就给瑞士联合银行带来了1500万美元的收益。但是,和长期资本管理公司一贯的风格一样,他们留给交易伙伴的利润率之低,简直到了任何人都难以忍受的地步。

瑞士联合银行与长期资本管理公司进行交易的收益率,往往只有0.5%。而在大宗与日本购股权证有关的交易中,长期资本管理公司更是将瑞士联合银行的收益率,压到了22.5个基点,连1/4个百分点都不到。为此,瑞士联合银行一向不太插手具体业务的金融衍生工具交易主管拉米·戈德斯坦愤愤不平地提出了抗议:“容,他们根本不是什么客户,他们简直就是我们的对手!”一头银发的耶鲁大学博士、前以色列伞兵向容·塔纳博姆大声叫道:“忘了我的电话吧!我可不想和长期资本管理公司的这帮家伙再做什么交易了!”

但是,对瑞士联合银行来说,与长期资本管理公司的交易才刚刚开始。随着内部控制的日益松弛,瑞士联合银行开始出现走钢丝现象。其实,颇有领袖风范、极具牛仔冒险精神的拉米·戈德斯坦,就是这种倾向的始作俑者,因为当时,急于为银行赚钱的拉米·戈德斯坦做了许多笔风险极大的股票期权交易。而与此同时,容·塔纳博姆则开始考虑,如何才能将与长期资本管理公司的业务合作关系,进一步向利润更高的产品方向靠拢。于是,瑞士联合银行开始帮助长期资本管理公司设计一些与赋税相关的产品方案,这,又使容·塔纳博姆和他在所罗门兄弟公司时的好友马尔隆·斯科尔斯,再次重逢了。

由于长期资本基金所具有的极具吸引力的赢利能力,瑞士联合银行开始对当初拒绝投资该对冲基金的决定感到了后悔。“喔,上帝!这是我们有史以来所犯的最人的错误!”当初拒绝过长期资本管理公司邀约的瑞士联合银行固定收益、外汇,及金融衍生工具交易主管汉斯·彼得·保尔痛苦地说道。由于长期资本基金业已停止吸纳新的资金,因此,投资之窗显然已经关闭。事实上,真有不少有钱的瑞士人已经用超过原价10%的溢价,向长期资本基金的一些原始投资者,购买了一部分基金份额。于是,在1996年7月,知道容·塔纳博姆与格林威治这些合伙人关系很密切的汉斯·彼得·保尔向前者询问,是否有可能让瑞士联合银行对该基金进行投资。

现在,轮到长期资本管理公司对瑞士联合银行感兴趣了。他们开始竭力讨好容·塔纳博姆,并打破了不能吸收新资金的规矩,向他个人提供了一部分基金份额,碍于瑞士联合银行的规定,容·塔纳博姆并没有接受这些基金份额。当时,长期资本管理公司曾考虑过另外成立一家名为长期资本管理公司-X的子基金,专门从事高风险交易和拉丁美洲市场上的交易。对于挫折感很强的马尔隆·斯科尔斯而言,这绝对是一个摆脱劳伦斯·希利布兰德控制的好机会(他实在对劳伦斯·希利布兰德感到忍无可忍了)。由于这个计划,长期资本管理公司邀请前古巴驻伦敦大使之子、毕业于哈佛大学的J. P.

摩根银行副董事长罗伯托·门多萨,成为该公司的合伙人。随着该计划的不断推进,马尔隆·斯科尔斯开始与容·塔纳博姆探讨他加盟长期资本管理公司-X的可能性。在马尔隆·斯科尔斯看来,此举能够进一步加强长期资本管理公司与瑞士联合银行的关系。10月份,马尔隆·斯科尔斯祭出了最后的一根胡萝卜。他告诉容·塔纳博姆说,长期资本管理公司同意让瑞士联合银行大举投资长期资本基金,条件是瑞士联合银行愿意购买长期资本管理公司合伙人的购股权证!

到了这一年的秋天,瑞士联合银行的董事长兼首席执行官马西斯·加比亚拉维塔,在拉米·戈德斯坦的陪同下,对格林威治进行了一次拜访。尽管他们非常希望能够和长期资本管理公司扩大业务往来,但对容·塔纳博姆与长期资本管理公司的关系太过密切而感到有些顾虑。“我们真的有些搞不清楚,容到底是你们的人还是我们的人。”其中的一位半开玩笑地说道。为了打消他们的这种顾虑,约翰·麦利威瑟解释道:“容实在是一个好人。”

长期资本管理公司对马西斯·加比亚拉维塔和拉米·戈德斯坦的到访极为重视,简直把他们当成了失散已久的兄弟。除了罗伯特·默顿在哈佛有课之外,所有的合伙人都聚集到了格林威治,参加了与瑞士联合银行两位高层的会面。(惟一的例外是维克多·哈格哈尼。尽管他也从伦敦飞了回来,但一直在办公室进进出出,忙着处理一些紧急事务。)当马西斯·加比亚拉维塔问起欧洲统一货币的前景时,约翰·麦利威瑟和戴维·马林斯做了一个小小的演讲,这给瑞士客人留下了极其深刻的印象:全世界只有长期资本管理公司一家拥有一名现任央行高官!在这一次聚会上,长期资本管理公司的各位合伙人几乎没有谈到购股权证的事情。但是,容·塔纳博姆在11月份写了一个计划,并把这份计划呈报给了他的上司。这份计划的基本思路直接来源于布莱克-斯科尔斯模型。根据这一模型,决定股票期权价格的关键因素,就在于股票价格的波动幅度,而长期资本基金当时的状况出乎所有人意料地稳定。事实上,1996年正是长期资本基金状况最最稳定的一年。因此,在这种情况下,任何一名根据布莱克-斯科尔斯模型原理进行操作的交易员,都会愿意支付略高一点的溢价,来购买长期资本基金的期权。事实上,马尔隆·斯科尔斯甚至还很有风度地稍微提高了这一溢价的水平。换句话说,根据“长期资本基金的收益率将不断保持稳定”这样一个假设,瑞士联合银行购买了这些购股权证以后,立即就能够获得2500万美元的利润。但是,头脑十分清醒的拉米·戈德斯坦非常惊讶地看着容·塔纳博姆,断然拒绝道:“容,你知不知道,我们亏起来可要比这多好几倍啊!”这笔交易的关键,其实就在于布莱克-斯科尔斯模型所使用的假设:股票价格波动幅度是持续不变的。

一旦长期资本基金在这一购股权证的7年有效期中出现大起大落的话,瑞士联合银行就会蒙受极其巨大的损失。

容·塔纳博姆写的这份报告技巧十分高超。他都是在一些相对的限制性条件下,来描述长期资本基金这一购股权证所能够提供的好处。报告对瑞士联合银行可能成为长期资本基金合伙人,以及从长期资本基金能够为瑞士联合银行所带来的交易流量等许多方面,进行了充分的描述。“长期资本管理公司给瑞士联合银行带来的最大的好处是,他们可以大大减少我们在资产组合管理、风险管理,以及资金动态配置等诸多方面的学习进程。”容·塔纳博姆在他的报告中这样写到。如果容·塔纳博姆是真的相信他所写的这些东西的话,那他就是华尔街惟一相信这些东西的人了。但是,当时,他处心积虑地想成为长期资本管理公司的一分子已有10年时间了(从所罗门兄弟公司套利部门算起)。他非常喜欢回忆他和劳伦斯·希利布兰德——“金融界最聪明的人”相识的经过。当然,容·塔纳博姆只是一名销售员,并没有权力批准任何一项大的交易。到了1996年年底,尽管仍然还没有签订任何协议,但是,马尔隆·斯科尔斯所设计的购股权证,总算找到了在瑞士联合银行高层交易员和经理人员面前露脸的机会。

1996年,长期资本基金的收益率高达57%(扣除手续费和利润提成后的收益率也达到了41%),绝大部分收益都来自于利用财务杠杆进行的利差交易,包括日本可转换公司债券利差交易、垃圾债券利差交易、互换利差交易,以及意大利政府债券利差交易。同样,当法国政府公债价格刚开始超过德国政府公债价格时(这表示法国的通货膨胀风险要小于德国),长期资本管理公司的合伙人们就非常聪明、同时也十分成功地对德国政府公债价格会小幅回升下了注。1996年,长期资本基金当年的利润总额高达21亿美元之巨。当时,几乎没有人了解这一情况,即这一小群不知为谁、不知其做什么的交易员、分析师以及研究人员,他们所创造的利润,要比麦当劳、美林证券、迪斯尼公司、施乐公司、美国运通公司、西尔斯百货公司、耐克公司、朗讯公司,或者吉列公司这些美国经营业绩最好、最著名的企业所创造出来的利润,都要高得多!

而且,更加重要的是,他们的波动幅度非常之小。整个1996年之中,长期资本基金没有任何一个月出现过超过1%的月度亏损额。对于劳伦斯·希利布兰德、维克多·哈格哈尼,还有格利高里·霍金斯来说,这样的业绩证明,资产组合分散化的经营方式是正确的。事实上,该基金对分散交易这一运作手法的运用,真的就像演奏交响乐一样,几乎已经到了炉火纯青的地步。同时,也和罗伯特·默顿模型中独立的掷骰子和扑克牌随机出牌的几率,达

到了几乎完全一致的极高水平。“我们根本就不会让风险(可解读为波动幅度)过高。”长期资本管理公司的交易员们这样告诉他们的朋友,好像不如此不能让别人敬畏于他们自己的教条一样:“我们充分了解分散化的力量。”

在整个长期资本管理公司内部,只有比所有这些交易员经过更多风浪的约翰·麦利威瑟,才从更加稳健一些的角度,来看待这些成绩。在伦敦举行的当年年终午餐会上,约翰·麦利威瑟当年在所罗门兄弟公司的一名老部下科斯塔斯·卡普拉尼斯对长期资本基金前三年所取得的成绩极表赞许,但是,约翰·麦利威瑟拒绝了他的赞扬。他非常谦虚地表示,至少需要6年时间,才能说一家基金的运行模式是不是真的取得了成功。或许,他直观地觉得,长期资本管理公司合伙人们所取得的成功中,不乏有幸运的成分在内。在如此情况下,约翰·麦利威瑟的这番话,不失为一剂清醒剂。就好像存心要打破这样一个令所有人志满意得的气氛一样,长期资本管理公司要求其投资者(现在已经达到了100人之数)同意,将来只能分批赎回他们在长期资本基金中的投资。如果有人不接受这个条件的话,他们现在就可以全额赎回其全部投资。当然,没有一个人愿意这样做。此举,给长期资本基金增加了一层额外的保护:即使在遭遇不测的情况下,长期资本基金也至少能够不发生挤兑!

事实上,来自于银行以及竞争对手基金的资金,当时正在大量涌入对冲套利业务领域,这也是约翰·麦利威瑟不敢过分看好这一市场的一大原因。约翰·麦利威瑟心里很清楚,这些新的增量资金,一定会迫使利差水平进一步降低。而正是由于这种利差幅度的存在,长期资本基金才有可能获得如此令人瞩目的业绩。因此,可以说,现在出现的这种局面,肯定会使发现新机会的可能性,变得越来越微乎其微。

约翰·麦利威瑟在这一年将要结束之前写给投资者的一封信,再次证明了他是一位十分谨慎的人。在1996年一年中,长期资本基金的表现,约翰·麦利威瑟写到,要比“许多重要的交易战略所预期得更好”。而作为其结果,“1996年的收益水平,远远超过了长期资本管理公司年初时的预期”。

约翰·麦利威瑟的担忧,一点也没有夸张。由于长期资本管理公司现有交易的利差水平已经大大缩小了,因此,能够为未来提供的利润空间相应地大大缩小了。此外,长期资本管理公司不可能在很短的时间内找到新的交易机会,从而确保获得和基金资本扩张相适应的利润。在这封信中,约翰·麦利威瑟非常谨慎地预言道,火箭终将重新回到地球上来:“我们现在——不一定非常准确——的判断是,1997年的收益率可能要比1996年来得低,尽管实际结果可能与我们甚至包括出现亏损的预期,会有比较大的出入。”



耀眼的诺贝尔奖

尽管披着科学的外衣,但是,经济学依然更像是一门艺术,而不是一门科学。

——罗伯特·库特纳

不管长期资本管理公司是否愿意向外界透露,对冲套利的秘密还是被外界了解了。到了20世纪90年代,几乎所有的华尔街投资银行都或多或少地进入了这一领域。而且,大多数投资银行还都设立了独立的套利部门,并专门指定了交易员,来搜索有利可图的套利机会。受格林威治惊人利润的诱惑,所有的投资银行都像长期资本管理公司那样,在努力寻找能够为其带来巨额利润的那“几分钱”。于是,不可避免的情况出现了:一度对他们有极大吸引力的利差,消失了。因此,市场开始了对成功者的讨伐。以前,长期资本管理公司一直苦于遭到别人的跟进模仿,而现在,这些跟进模仿者的速度更加快了。只要市场一出现利差,这些跟进模仿者就会蜂拥而上,像蝗虫一样将其吞噬干净。“所有的人都千方百计地赶上我们。”艾里克·罗森菲尔德抱怨道,“我们不可能不进行交易,但只要我们一动,哪怕你再小心翼翼,机会也会立马消失得无影无踪。”

从本质上来说,约翰·麦利威瑟非常愿意长期资本管理公司能够不断开创新局面。早在所罗门兄弟公司时,这帮人就很热衷于跑马圈地。他们不是已经从互换利差交易扩大到抵押证券交易了吗?他们不是已经在垃圾债券和欧洲债券市场上纵横驰骋了吗?回过头看一下,这些变化,只是他们小试牛刀而已,并不能让他们重新起飞。但是合伙人们的经验——至少对他们来说——似乎完全和“不熟不做”的警言背道而驰。他们对自己的模型非常信任,任何一片处女地,都会在他们的模型下面,得到淋漓尽致的开垦。

1997年,成立高风险投资基金——长期资本管理公司-X的计划正式告吹。(经过长时间的仔细考虑,J.P. 摩根银行的高级管理人员罗伯托·门多萨,正式拒绝成为长期资本管理公司的合伙人。)为此,合伙人们希望可以各种方式来扩大母体基金,甚至可以考虑公开上市。从长期资本管理公司的观点来看,证券业务有一个非常不好的地方,就是人人都可以做。所有的人都可以买进某一种债券,或干脆直接跟风。由于合伙人们近乎隐士的风格,与这个市场乱哄哄的民主做派格格不入,因此,他们越来越倾向于做一些流动性比较差、比较长期的金融投资业务,来避开其他跟风者的抄袭。

当时,罗伯特·默顿正在与拉沃洛国民银行——一家拥有庞大代客理财业务的意大利银行——商讨成立一家面向散户投资者的合资共同基金。按照罗伯特·默顿的想法,此举可以将拉沃洛国民银行对公众的影响力,和长期资本管理公司无与伦比的学术造诣完美地结合起来,向公众提供金融产品。对理想市场怀有真诚信念的罗伯特·默顿,一直希望能将“最合适的投资组合”介绍给大众。当时,供职于长期资本管理公司的一位意大利人吉奥瓦尼尼受命担任罗伯特·默顿的副手,专门负责协调工作,并被派往意大利

寻找临时办公地点,准备与拉沃洛国民银行进行合作的各项细节。当时,J. P. 摩根银行正在努力推进长期资本基金的进一步多元化,因为 J. P. 摩根银行的高层认为,长期资本管理公司的这些合伙人应该发挥他们的“智力杠杆”,亦即不要将他们的智慧和办法,仅仅局限在一般性的对冲基金业务之上。于是,就在无声无息之际,长期资本管理公司的合伙人们开始寻找开展保险业务的可能性。

就在这些大项目进展十分缓慢的同时,长期资本管理公司就已经感觉到了很直接的压力——为手中掌握的大量资金寻找出路。到 1997 年时,长期资本基金手中的资本,已经超过了 50 亿美元,如果长期资本基金想要保持它以前那样高的收益率的话,就必须用手中的资金去进行投资。但是,长期资本管理公司却一直苦于找不到合适的投资机会。情急之下,长期资本管理公司贸然地进入了商业物业抵押证券市场,一个和用住宅进行抵押的仅付利息证券或仅付本金证券完全不同的市场。长期资本基金的能量大得惊人,几乎一夜之间就改变了这一市场,使其年发行量从 300 亿美元,一下子抬高到了 600 亿美元。不出所料的是,劳伦斯·希利布兰德并没有假装对这一领域很在行,而是认为,他们可以发挥的优势,就在于融资。“他们有本事在风险非常小的情况下,赚到很小的利差。”一位专门从事商业物业抵押证券业务的银行家回忆说,“尽管利差非常小,但长期资本管理公司能够利用的财务杠杆却非常庞大。”这就是长期资本管理公司最基本的标准交易模式:在所有能够赚小钱的地方,利用财务杠杆赚大钱。

但是,与股票市场相比,商业物业抵押证券仅仅只是小菜一碟而已,股票市场才是更加激动人心的新天地。而且,由于股票市场是一个更加开放的市场,因此,大部分拥有像长期资本管理公司合伙人一样的数学头脑的人,大都不会轻易去碰这一市场。你可以使用非常纯粹的数学方法来为一种债券进行定价,但你在评价一种股票时,绝对会带上主观的看法。华尔街(以及学术界)曾开发过很多公式来预测股票市场,但无一成功,不管这些公式多么神秘,多么严密。从短期来说,股票价格经常会随交易员们的情绪波动而波动,但从长期来看,股票价格又和公司业绩的变化息息相关,而公司业绩又存在太多的不确定性,因而,几乎不可能对股票市场的价格进行准确预测。它需要用人脑,而不仅仅是数学,来对电脑根本无法搞清楚的东西做出判断。经济学家伯顿·梅基尔曾经说过:“连万能的上帝都搞不清楚,股票正确的价格-收益比应该是多少。”但是,长期资本管理公司知道,或者他们至少这么认为:只要用他们的模型套一套就可以了。

维克多·哈格哈尼以前曾经对股市,尤其是欧洲股市,进行过较深入的

研究。他认为,对一家拥有必要的计量化技巧的企业来说,股市是一个很成熟的投资领域。更重要的是,它不需要对某一种特定股票进行非常繁琐的细节分析。而艾里克·罗森菲尔德更是早在所罗门兄弟公司时,就已经考虑过用股票进行套利的可能性了。而作为罗伯特·默顿的忠实信徒,艾里克·罗森菲尔德所追求的,应该是像掷骰子般的随机投资,而我们很难想像,股票之间的利差水平,会随着不动产抵押债券利差或欧洲债券利差水平的扩大而同时扩大。股票是一个非常不一样的市场,长期资本管理公司进入这个市场的原因,并不是要对业务范围进行小小的延伸,而是要开展一项非常冒进的、风险很大的试验!

维克多·哈格哈尼对“双牌市场”上的配对股票交易(paired shares trade)非常关注。所谓“双牌市场”,就是一家公司同时有两种不同的股票在市场上挂牌。在欧洲,这种公司非常之多。如大众汽车公司就有“普通股”和“优先股”两种股票在市场上挂牌,后一种股权所拥有的表决权更大一些。而另外一家很著名的汽车厂商 BMW 的情况也基本相同。除此之外,维克多·哈格哈尼还对业务相互关联公司的配对股票交易,如意大利电信公司和意大利移动通信公司(意大利电信公司的子公司)的股票,或路易·威登和迪奥公司的股票,怀有极大的兴趣。由于种种原因,每一对特定股票中,肯定会有一种股票的价格要比与其配对的另外一种股票的价格低一些。因此,维克多·哈格哈尼确认,完全可以在股票市场进行套利交易。于是,在维克多·哈格哈尼的全面掌控之下,戴维·莫迪斯特(又一位由麻省理工学院培养出来的经济学家)设计了一个股票交易模型,就此,长期资本管理公司开始进入了股票套利交易领域。“戴维·莫迪斯特完全根据维克多的指令进行操盘。”一位了解内情的内部人指出,“维克多说,‘抛空这种股票’,戴维·莫迪斯特就去抛空这种股票。”

配对股票交易并不是真正意义上的对冲套利交易,因为,交易的两边绝对不会完全一致。大众汽车公司优先股的股价,永远都会高于其普通股的股价。(因为不管是在德国,还是在欧洲其他国家,所有公司的管理层都绝对不会像美国公司的管理层一样,认为公司平等对待所有的股东是天经地义的。)但是,究竟应该高多少才算合理,则从来没有人精确地进行过计算。这里有一个非常极端的例子:大众汽车公司的优先股股价比其普通股股价高了40个百分点,这实在是一件很离谱的事。但是,这种价差不仅能够一直持续下去,而且,还有继续扩大的迹象。所以,戴维·莫迪斯特设计的模型对此一筹莫展。正是由于这样一种不确定性的存在,因此,绝大部分交易员都将配对股票交易的规模控制在一定的范围之内。但急于为自己手中的资金寻找出

路的长期资本管理公司则不然,一向对交易规模有自己明确的打算。他们就像是一个拿着百元大钞买东西不要找零的暴发户一样,早已没有了精打细算的习惯。

维克多·哈格哈尼和戴维·莫迪斯特总共找到了15对可以进行配对交易的股票。此后,维克多·哈格哈尼立即以极大的手笔,开始了这一领域中的搏杀。在这些配对股票之中,他最喜欢的是荷兰皇家壳牌石油公司的股票。荷兰皇家壳牌石油公司是一家英荷合资的石油豪门,由两家上市公司控股,即荷兰的荷兰皇家石油公司和英国的壳牌运输公司。尽管这两家公司的全部收益均来自同一个利润源——荷兰皇家壳牌石油公司,但是,从历史上看,英国壳牌运输公司的股价,一直要比荷兰皇家石油公司低8%左右,而且,英国壳牌运输公司股票流动性,也要比荷兰皇家石油公司股票差很多。这两家公司是由两群完全不同的投资者所掌握的,因此,根本就无法找出很好的理由,来说明这种差异的合理性。而随着欧洲一体化的不断发展,维克多·哈格哈尼认为,国与国之间的差异将越来越小,因而英国壳牌运输公司和荷兰皇家石油公司股票价格之间所存在的差异,也一定会趋于一致。而这也是人家非常普遍的看法。

但是,维克多·哈格哈尼所下的赌注也实在吓人了一点:长期资本管理公司在这两家公司的股票上面,整整押上了23亿美金!一半买进英国壳牌运输公司股票,一半抛空荷兰皇家石油公司股票。当然,没有任何人可以保证,两种股票之间的价差一定会趋于一致。而从实践看,这样巨大的交易规模,对长期资本管理公司所持两家公司的筹码,具有很强的锁定性,因此,其流动性是很差的。与一般看法有所不同的是,其实流动性差并不一定是坏事,除非你被迫斩仓。但对于长期资本管理公司这种财务杠杆非常巨大的机构来说,被迫斩仓的情况最容易出现在这类公司身上。正如我们前面所说的那样,高度利用财务杠杆的投资者的累计亏损速度,是非常非常惊人的。因此,理性地说,长期资本管理公司是不应该进行如此巨额交易的。然而,维克多·哈格哈尼根本无视出现这种情况的可能性,用借来的巨额资金,开始了一场豪赌。尽管,由于他父亲的身体非常不好(后来于当年年底去世),加上债券套利市场竞争格局的变化又十分巨大,维克多·哈格哈尼当时的精神压力很大,心情也很不好。但无论如何,对英国壳牌运输公司和荷兰皇家石油公司这两家公司下如此大的重注,肯定是没有道理的,除非维克多·哈格哈尼已经开始认为,自己是不可战胜的。“维克多·哈格哈尼这一注下得实在太大了。”一家华尔街银行的高层说道。当时,高盛公司也在做同样的交易,它也认为这是一桩很不错的买卖。但问题在于,长期资本管理公司的交

易规模,比高盛公司还整整大了10倍!

与此同时,在大西洋这一边的美国,劳伦斯·希利布兰德也在股票市场上忙碌着。早在1995年年初,长期资本管理公司就做过一些购并题材股票套利交易(merger arbitrage,亦称风险套利,risk arbitrage),赌一宗业已公开宣布的购并案最终会获得成功。例如,就在1995年,西屋电器公司同意收购哥伦比亚广播公司。当天一开市,哥伦比亚广播公司的股价就跳空飙升了20%,达到了每股78美元,但仍然比西屋电器公司每股82美元的收购价低了4个美元。因此,一旦这宗购并案最终获得成功,那么,在消息宣布后立即买进哥伦比亚广播公司股票的人,就能够轻轻松松地得到5%的利润。当然,如果这宗购并案最终不成功,那么,哥伦比亚广播公司的股价,就会从哪里来到哪里去。而事实上,有许多已经宣布过的购并案,最终都没有成功。

由于不管什么事情都有可能破坏一宗购并交易,因此,购并套利者必须对购并双方所有的一切——所处的行业、财务状况、反托拉斯及其他法规,以及市场基本面——都有非常清晰而完整的了解。由于这种交易需要非常广泛的经验和知识,所以,一定要有一批专家来专门从事这类交易。这些专家都是千挑万选过的,他们拥有极其出色的专业技能,能够从成千上万个购并案例中,筛选出极少数最有可能成功的购并案。然而,长期资本管理公司所采用的方法则全然不同。教授们声称,他们对某一种单独的股票并不很了解,事实上,他们假定股票价格的未来走势是随机的,所以,他们并不想去选择最有成功可能性的那些股票。他们要做的是,买进具有市场代表性的一篮子股票,或买进被认为是最有可能实现购并的、因而也就是最安全的股票。

合伙人们也考虑过要聘用一名风险套利专家,但最后却不了了之了。与此同时,劳伦斯·希利布兰德在市场上,连续不断地买进了许多购并题材股票,而且,买进手法极为凶狠,手笔极大,尽管至少有6名以上的合伙人对他的做法越来越感到不满。罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯反对说,购并套利交易的风险极大(尤其是介入规模如此巨大),其原因也非常明显,因为长期资本管理公司所介入的,是一个没有专家支持的市场。尽管约翰·麦利威瑟及其交易员们对债券市场有着极其深刻的了解和认识,但在风险套利交易市场,约翰·麦利威瑟及其交易员们却毫无优势可言,事实上,优势尽在长期资本管理公司的对手一边。

长期资本管理公司内部对风险套利交易的争论变得越来越激烈,而约翰·麦利威瑟处理这一争论的方式,却像是在主持一个研讨会,让所有的观点意见都有充分的讲话余地,他本人则绝不参与争论。从某种意义上来说,这种做法绝对是错误的。但经过这样长时期而且成果累累的合作之后,约

翰·麦利威瑟实在不愿对他的两位一切都挂在脸上的交易主将——劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈格哈尼——进行干预。约翰·麦利威瑟的错误在于,他把人情看得比资产组合更重,对于一个风险管理者来说,这是一个足以致命的错误。

“这是我们整个合伙事业中争议最大的一宗交易。”艾里克·罗森菲尔德承认道。“许多人都感到,我们不应该介入像风险套利这种对信息极为敏感的交易,因为我们并不擅长做这类交易。”

当时,如果长期资本管理公司中深孚众望的艾里克·罗森菲尔德对这一交易提出反对的话,那么,长期资本管理公司很可能就不会介入风险套利这一领域了。(因为,约翰·麦利威瑟极少不事先征求艾里克·罗森菲尔德的意见就独自做出重大决定。)但是,艾里克·罗森菲尔德同样决定站在劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈格哈尼一边。于是,其他人只能闭口无言。

经验丰富的风险套利者很快就意识到,有新竞争者进入这一领域了,而且,这个竞争者不仅手笔很大,而且还挑三拣四——即艾里克·罗森菲尔德所说的,“对信息不敏感。”在一轮大规模的买进之后,长期资本管理公司将市场上所有购并题材股票的价格,全部抬高到了一个几乎完全没有价差的水平。而和往常一样,长期资本管理公司只需要赚一点点价差就够了,因为他们仍然希望通过利用财务杠杆来赚钱。人们都对长期资本管理公司横扫华尔街一角——一个许多老手苦心经营多年的角落——的大胆举动感到惊讶不已。他们的这一举动,不仅在一夜之间改写了这一领域的游戏规则,而且,还向他人表明:长期资本管理公司就是老大,只要我走到哪里,那里就必须由我来制订游戏规则。

一天晚上,劳伦斯·希利布兰德、约翰·麦利威瑟,还有戴维·马林斯三人,和华尔街一位非常出色的风险套利者丹尼尔·提舒一起共进晚餐。作为著名投资家拉里·提舒之子,丹尼尔·提舒对长期资本管理公司的印象是,他们只是用数学观点来考虑风险套利业务。但事实上,劳伦斯·希利布兰德是从价差角度来对待所有的金融问题的。风险套利交易的价差一般可以达到4~10个百分点,比债券套利的利差水平高很多。“我们的生意要比他们的生意有吸引力得多,因为他们的那些债券套利交易,充其量也只会1~2个基点的赚头。”丹尼尔·提舒指出:“惟一的麻烦在于,如果你在政府公债上犯错的话,利差水平可能只出现一个半个基点的变化。但如果你在风险套利交易上犯错的话,你的资产就可能输掉一半。”简而言之,购并题材股票套利交易的价差比债券套利交易的利差大得多的原因,就是因为购并题材股票套利交易可能蒙受的损失要比债券套利交易大得多。丹尼尔·提舒临走时感

到,长期资本管理公司的这帮家伙根本就不知道自己在做些什么。他们既没有经验,财务杠杆又极大,而对于购并题材股票套利交易来说,这是一个风险最大的组合。在知道长期资本管理公司卷入购并题材股票套利交易以后,长期资本基金的投资者、来自谢克尔高地完美顾问公司的泰伦斯·苏利文感到非常震惊,他认为,长期资本管理公司在他们完全陌生的道路上,走得太远了。

除哥伦比亚广播公司之外,长期资本管理公司持仓数量最大的购并题材股票是 MCI(1996 年,MCI 同意与英国电讯公司进行合并)。但是,西屋电器公司购并哥伦比亚广播公司和英国电讯公司购并 MCI 这两大购并,都需要得到政府的批准,而等待批准的时间,又都比市场预期来得更长。在西屋电器公司购并哥伦比亚广播公司案例中,长期资本管理公司持续不断地买进哥伦比亚广播公司的股票,将该公司股票的价格一路推高,甚至比西屋电器公司的购并出价只低 62 美分!另一方面,长期资本管理公司在这一案例上财务杠杆比例达到了 20:1 的幅度,而且没有对这一购并交易做过深入的研究!“你们这是在推土机前面捡钱。”一位关系很好的资金经理提醒艾里克·罗森菲尔德说,并暗示说,这样做,总有一天会吃苦头的。但是,西屋电器公司与哥伦比亚广播公司购并案的最终成功,给了长期资本管理公司合伙人,尤其是劳伦斯·希利布兰德和约翰·麦利威瑟很大的信心,并促使他们积极介入更多的此类交易,最多时竟然达到 30 宗之多。

读者可能会问,长期资本管理公司怎么可以拆借这么多钱来用于购买股票呢?因为在联邦储备委员会一项以“规则 T”(即所谓的“保证金”)规定,对经纪商提供给客户用于股票交易的拆借资金有一个严格的限定,在过去 25 年中,联储设定的保证金贷款上限,是不得超过全部投资的 50%。

在长期资本管理公司买进股票时,它当然必须遵守“规则 T”。但是,在大多数情况下,长期资本管理公司建仓时,并不真正买进股票,而只是签订一些限定股票价格行为的金融衍生工具合约而已。例如,长期资本管理公司如果希望 3 年内在哥伦比亚广播公司股票上赚取 1 亿美元的利润,它可以与其他一些机构,如瑞士银行,签订一份“互换”合同。在这份合同中,长期资本管理公司同意每年向该银行支付一笔固定的费用,作为这 1 亿美元的利息;而瑞士银行则同意向长期资本管理公司支付全部可能的赢利。(即长期资本管理公司真的买进这些股票所能够赚取的全部利润,不管这些利润是多少。而如果该股票的价格在这 3 年中出现下跌的话,长期资本管理公司也必须将所

有的差额全部赔偿给瑞士银行。)而最有可能的是,瑞士银行在与长期资本管理公司签订这样一份合同以后,会真的买进这些股票来进行避险,但长期资本管理公司已经完全不在意了。

长期资本管理公司和约翰·麦利威瑟在意的是,他们可以以这种方式,买进大量的哥伦比亚广播公司股票,而不必动用大量的资金,也不必将这些交易信息向管理当局进行披露。尽管“规则 T”对保证金贷款上限有极其严格的规定,但长期资本管理公司和瑞士银行的这一做法,仍然是绝对合法的。因为联储的保证金贷款上限规定所针对的是“买进”股票,但长期资本管理公司并没有买进任何东西,它只是对这一股票的未来价格走势做出自己的判断,尽管其最终的盈亏结果,和买进这一股票并无二致。

华尔街用股票互换交易来规避联储“规则 T”的做法,已经延续 10 年了。但近年来,这一交易的规模有日益扩大的趋势。此外,银行帮助企业规避贷款保证金规则的各种做法,也变得越来越露骨了。金融衍生工具出现的原因,并不是为了可以规避贷款保证金规则。在 20 世纪 70 年代末和 80 年代初,投资银行家普遍认为,单纯的合约——或协议、金融衍生工具,不管什么名称——交易,从风险转移角度来说,要比真正买进或卖出资产有效得多。举例来说,在金融衍生工具尚未问世之前,大多数家庭只能求助于固定利率的按揭贷款来购买房屋。即使屋主愿意碰碰运气(即假设未来的利率风险很小,愿意采用浮动利率来安排按揭贷款),现实中也不可能操作。因为银行只能向他、向所有人,提供固定利率按揭贷款。这种做法的理由其实非常简单,因为银行取得资金的利率同样也是固定的。但如果使用金融衍生工具的话(罗伯特·默顿最喜欢这种做法),银行就可以将固定利率贷款转变为浮动利率贷款了。这一做法的基本思想是,对于每一位客户来说,一定有其他客户与他有着完全不同的需求。比如说,一家打算在许多年中每年都借入大量资金的公司,会倾向于可预见的固定利率贷款,因为每一年都不相同的利率,会让这家公司感到非常头疼。这时,一个家庭如果已经借入了固定利率按揭贷款的话,这家公司就可以与这一固定利率按揭贷款进行互换贷款了。而正是由于金融衍生工具的出现,这些做法都变得可操作了。(他们可能并不十分了解,银行天然就是这类互换交易的中介人。)

现代首例互换交易出现于 1981 年。当时,IBM 有大量以瑞士法郎和德国马克计价的债券在欧洲市场上流通,而 IBM 本身希望能将这些债券转换为用美元进行计价。此时,刚刚加盟所罗门兄弟公司的耶鲁大学博士戴维·斯文森建议说,也许可以说服另外一些资金需求者发行一种债券,这种债券除了用美元计价之外,其余条件均和 IBM 以瑞士法郎和德国马克计价的债

券一模一样,而这一债券最好的人选就是世界银行,因为只有世界银行才需要以各种各样的货币来持有债券。为了赢得世界银行的同意,所罗门兄弟公司向世界银行提供了非常优惠的发债条件,其利率水平比市场利率还要低一些。债券发行以后,两个发债人就将各自的债券进行了互换。最后,IBM 持有了以美元计价的债券,而世界银行则持有了以瑞士法郎和德国马克计价的债券。世界上首例互换交易就此诞生了!

这项业务刚刚萌芽时的成长是极其缓慢的,但后来出现了爆炸性的增长。此后不久,银行纷纷对所有可以进行互换交易的外汇、利率支付、股票,以及其他与未来现金流量有关的交易品种,开展了互换交易。到了 1990 年,光利率互换交易这一种衍生工具的未清偿余额,就达到了 2 万亿美元的规模。而到了 1997 年,整个金融衍生工具的交易额,更是达到了令人不可思议的 22 万亿美元!但是,伴随这一业务爆炸性成长而来的是,银行的财务报表变得越来越含混不清了,因为金融衍生工具的交易活动,从来就不会以非常清晰的方式向外界进行披露。而随着此类交易的爆炸性增长,银行资产负债表披露的负债占其实际负债的比例变得越来越低了。到了 20 世纪 90 年代中期,许多中型银行的资产负债表上,甚至出现了许多根本不知所云,也根本无法解释的科目。

也许,银行家们太忙于赚钱了,以至于根本顾不上考虑这些迅速发展的交易究竟有哪些风险,还存在哪些问题。有少数几个人,如 20 世纪 80 年代在所罗门兄弟公司任职的经济学家亨利·考夫曼就提出过警示,但他们的声音,完全被人忽略了。亨利·考夫曼回忆说:

“我还记得,约翰·麦利威瑟的套利部门那时还刚刚成立,所罗门兄弟公司还刚刚开始开展利率互换交易业务。当时,我们一直存在这样一个问题,就是我们应该为这类交易设定一个什么样的限制。昨天的交易规模还才只有 10 亿美元,今天就已经增加到了 20 亿美元,明天又增加到 50 亿美元。我们根本就不可能建立起一个分析系统,告诉我们可以走多远。”

到了 1995 年,当约翰·麦利威瑟的这帮交易员们正兴高采烈地在长期资本管理公司大显身手的时候,长期资本基金的金融衍生工具交易额,已经达到了 6 500 亿美元。但仅仅 2 年以后,这一数字就翻了一番,达到了 12 500 亿美元。由于长期资本管理公司在信息披露上一贯的藏藏掖掖作风(事实上,所有人都一样),外界根本就不可能根据某些特定的交易,来准确地了解

长期资本基金金融衍生工具交易所面临的风险的真实状况。而且,由于许多金融衍生工具交易都经过了对冲避险,所以,一宗交易所具有的风险,往往又和另一宗交易的风险相互抵消,因此,要想准确无误地算出长期资本基金金融衍生工具交易所具有的风险程度究竟多大,简直就是天方夜谭。我们能说的只是,这一风险的增加速度极为惊人,而且已经到了和华尔街休戚与共、生死相关的地步了。在这一领域中,由于银行不需要动用很多资金,就能通过E-mail与隔壁的客户签订大量的金融衍生工具交易合同,所以,整条华尔街都怀着令人难以置信的热情,卷入到了这一信心游戏之中。于是,华尔街从此变得更加唇亡齿寒起来。

对于这种情况,金融管理当局越来越感到忧心忡忡。到了20世纪90年代中期,华尔街对每年发生一两次“金融衍生工具交易冲击”已经有些熟视无睹了。今天还好好的银行或机构,明天就可能因为隐藏着金融衍生工具交易风险而变得乌云压顶。奥康纳、银行家信孚、霸菱银行、德国石油公司、住友株式会社,以及其他许多机构,都在突然之间爆发出了重大亏损。随着出现巨额损失机构数量的不断增加,金融管理当局开始感到,每一次这样的冲击,都可能在华尔街引起牵一发而动全身的影响,一家机构出现巨额亏损,就可能会让整个金融系统陷入瘫痪。他们担心,一旦某一家与华尔街各家银行关系非常错综复杂的机构出现问题,华尔街就有可能陷入滚雪球效应之中,就会让整个华尔街陷入万劫不复之地。这种担心也许可能有些杞人忧天,但绝非没有道理。用美国前财政部长尼古拉斯·布雷迪的话来说:“每次哪里失火,那些家伙(金融衍生工具交易员)就一定在那里游荡。”

早在1994年年初,即长期资本管理公司刚刚开始交易的时候,纽约联邦储备银行就已经对对冲基金如此容易地得到信贷资金(包括金融衍生工具信贷),感到焦虑不安了。1994年4月,纽约联邦储备银行执行副总裁切斯特·菲尔德伯格在致区内各银行首席执行官的一封信中,提醒这些银行家,千万不要忘记自己在谨慎行事方面所承担的历史责任。“对客户实行信贷限制,是银行进行信贷风险管理最基本的手段和方法。”切斯特·菲尔德伯格警告说。出于这样一种忧虑,1997年,联储部分官员与多家大银行的主管进行了会晤,专门对银行和对冲基金的关系问题进行了一次深入的讨论。联储金融检查人员要求银行必须加强对对冲基金账户的监控。但出乎意料的是,他们在向联储提交的报告中却声称,这些银行已经改善了对对冲基金的管理和监控。

对于金融衍生工具的态度,从对新型金融工具几乎具有天衣无缝的艺术性颇感倾心的艾伦·格林斯潘开始,联邦储备委员会的决策者们一向都倾向

于采取自由放任的方式来进行管理。在公开辩论场合中,艾伦·格林斯潘和以花旗银行约翰·里德为首的一帮私营银行家同声共气,对所有要求加强金融衍生工具交易信息披露的计划,表示坚决反对。甚至在一家对冲基金越来越习惯于利用互换交易以规避联储关于保证金的“规则T”时,格老依然视而不见。更加令人难以置信的是,格老根本没有想办法去完善那些保证金制度,使之能够有效地对金融衍生工具交易进行监管,反而打算彻底取消所有的保证金制度。1995年,艾伦·格林斯潘在国会听证会上所作的证词,听起来绝对就像是一位私营银行家的口气,通篇讲话的中心意思非常简单:交易越多(也就是借贷越多)越好,因为更多的交易自然会增加市场的流动性。



艾伦·格林斯潘在听证会上

如果我们取消了这些融资限制,便可以让更多的交易商和经纪商拥有更多的融资通道,就可以增加他们的交易安全性和稳固性,因此,就可以进行更加有效的流动性管理……对交易商和经纪商来说,联邦储备委员会并不认为介入证券信贷交易监管,就可以达成某些公共政策目标。

增加市场的流动性,确实可以让市场车轮的运转变得更加顺畅。但是,艾伦·格林斯潘忽略了一个非常关键的问题,就是,如果市场流动性过多的话,整个市场的运行一定会出轨。因为,过多的交易一定会鼓励投机,而过度投机就会让市场出现动荡,就会引发抛压。而一旦出现大量抛压,不管市场有多大的流动性,都无法得到有效的消化。但是,艾伦·格林斯潘并不是第一个受到这种引诱的人:只要市场多一点流动性,那么,市场崩溃就永远不会出现。

除了联储之外,能够对金融衍生工具融资幅度进行限制的,就只有银行自己了。但是,华尔街从来不会在市场一片看好之时,对自己进行反躬自省的。当时,银行自己的资产负债表也不断膨胀,其资产负债表上的财务杠杆,也已经达到 25:1 了。如果不想在流动性中泥足深陷的话,银行就必须为其巨额资金寻找出路,而对冲基金显然就是最好的选择。“人们总是只看到事情好的一面。”银行家信孚的交易员和对冲基金经理斯蒂夫·弗雷德海姆指

出,“现在,我可以借到我需要的所有资金,而且,利率还一直在往下降。我还会接到银行打来的电话,‘嗨,伙计,我又为你准备了5 000万美元。现在,给你准备的资金已经有1亿美元了。’”由于银行都在争先恐后地争取对冲基金,所以,他们都不声不响地降低了他们的要求,并对可能带来巨大风险的消息充耳不闻。到了1996年,华尔街每天交易的回购融资已经达到了5 000亿美元,而外汇和利率互换交易的规模,也达到了2 000亿美元之巨。

没有任何一个借款人需要全面评估自己所面临的所有风险,也没有任何一个资金提供者会要求进行这种评估,因为对每一个客户,尤其是长期资本基金,所面临的风险程度,所有的银行都是心中雪亮的。而且,每一家银行都没有认真地考虑过这样一个非常危险的事实,即该客户可能正与十几家银行发生同样的关系。“你与他们的业务往来规模可能变得极其巨大。”瑞士银行的经理安德鲁·斯西利亚诺回忆说,“你可能认为自己是他们最大的资金提供者。但实际上你可能只名列第十。你根本就不敢相信,他们的交易规模会有如此巨大。”

瑞士银行对长期资本基金有着一种微妙而又强有力的影响。对金融衍生工具太精通的人,会让格林威治那些超级明星留下深刻的印象,因为他们对以前的历史一直耿耿于怀。1977年,当时商品交易员们还刚刚开始应用罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯发明的期权公式,以交易黄豆为主的两兄弟爱德华·奥康纳和威廉·奥康纳就成立了一家公司,专门进行期权投资。后来,奥康纳公司成为了交易金融衍生工具最成功的企业之一。1986年,该公司聘用了一位名叫戴维·索洛的计量化交易员。此人毕业于麻省理工学院,是一位话很少、用词极其准确、非常聪明能干的电气工程师。1987年,股市大崩盘,大多数期货交易员都蒙受了极其惨重的损失。这时,奥康纳公司意识到,自己的公司太小了,需要更多的资本才能应付市场的变动和竞争。当时,花旗银行、银行家信托,以及瑞士联合银行都有机会并购这家公司,但这几家银行都与这家公司擦肩而过。最后,在1991年,瑞士银行终于买下了奥康纳公司。对瑞士银行来说,这绝对是一项极为大胆的举动。因为瑞士银行是一家官僚主义盛行的银行,银行只雇用瑞士公民,因此,也只有瑞士公民可望得到晋升。在瑞士三大银行中,数瑞士银行的作风最为保守。当时,瑞士银行的国际部主管马塞尔·奥斯佩尔极想改变这样一种状况。马塞尔·奥斯佩尔16岁时,就以半工半读的方式进入了瑞士银行,后来,又到美林证券接受过一段时间的培训。马塞尔·奥斯佩尔很清楚,瑞士银行一定要进行现代化,不然的话,就会重蹈杜鹃鸟时钟的覆辙。他利用奥康纳公司来冲击巴塞尔那种古板落伍的文化,并引进美国式的激励机制,对长期业绩极为优

异的交易员进行奖励。1995年,在马塞尔·奥斯佩尔的安排推动下,瑞士银行再次买进了英国最大的投资银行——华宝银行。从此,瑞士银行与固步自封的传统彻底决裂了。

就在马塞尔·奥斯佩尔积极建立一个规模远远超过瑞士联合银行的金融衍生工具交易基地之时,瑞士联合银行的卡比亚拉维塔才刚刚意识到,瑞士银行已经在金融衍生工具交易这一领域,远远地走在瑞士联合银行的前头了。对他来说,要想迎头赶上,为时已晚了!与安静、略带几分羞涩的马塞尔·奥斯佩尔相比,魅力十足的卡比亚拉维塔说起话来声音非常响亮。当他知道瑞士银行已经迎头赶上甚至还超越了瑞士联合银行以后,感到非常震惊,并急于挽回落后的局面。于是,他马上开始与长期资本管理公司建立密切的联系。在他看来,在金融衍生工具交易这一领域,没有比长期资本管理公司更加合适的合作伙伴了。而为了更好地开展这方面的合作,卡比亚拉维塔决定,接受马尔隆·斯科尔斯发明的购股权证。这一购股权证计划曾经遭到瑞士银行的拒绝,但在瑞士联合银行,这一计划却被一层层地推向了银行的最高层。仍然在为错失投资长期资本基金良机而后悔不迭的交易员T.J.林和瑞士联合银行金融衍生工具交易主管保尔,都对这一购股权证计划表示出了极其热烈的欢迎。瑞士联合银行的风险管理经理斯蒂文·舒尔曼也对这一计划打开了方便之门。连负责交易事务的沃纳·博纳杜尔也表示了同样的意见。于是,剩下的,就只有卡比亚拉维塔如何来操作这件事了。1997年,如饥似渴的瑞士联合银行终于同意向长期资本管理公司购买其朝思暮想要推销出去的购股权证。在这一交易中,瑞士联合银行单方面承担了极大的风险,而作为回报,长期资本管理公司同意让瑞士联合银行成为长期资本基金最大的投资者。双方签订的合约条款规定,长期资本管理公司的合伙人们将在未来7年中,向瑞士联合银行支付2.89亿美元的固定利润,而作为回报,瑞士银行则同意为长期资本管理公司价值8亿美元的总资产在今后7年中的所有赢利(不管多还是少)买单。为了给这一交易进行对冲避险,瑞士联合银行购买了价值8亿美元的长期资本基金权益。最后,作为一项额外的甜头,合约还规定,瑞士联合银行有权另外向长期资本基金投资2.66亿美元。这就是长期资本管理公司购股权证交易最基本的内容。用瑞士联合银行销售员容·塔纳博姆的话来说:“如果我们认购他们股票的收益,他们就同意我们购买相当于长期资本基金总额1/3的基金份额。”

容·塔纳博姆的主管上级认为,这一交易简直妙不可言。瑞士联合银行那些欣喜若狂的部门经理甚至为了这笔交易花落谁家而争得不可开交,最后,这笔交易落到了沃纳·博纳杜尔负责的固定收益部门头上(这种非常奇

怪的安排的唯一理由,就是沃纳·博纳杜尔和卡比亚拉维塔的私人关系非常之好)。然后,这一交易的一部分又被转给了瑞士联合银行的国债交易部门——后者竟然为此额外支付了5%的溢价!瑞士联合银行这些经理们打的如意算盘是,他们可以将长期资本基金的投资进行二次包装之后,再出售给那些有钱的投资客户。同时,他们还竭力与约翰·麦利威瑟搞好关系。如卡比亚拉维塔与约翰·麦利威瑟一起到香港参加世界银行年会——国际金融业界一年一度的盛会时,就到处炫耀他和约翰·麦利威瑟之间存在一种联盟关系。

而此时,在长期资本管理公司内部,劳伦斯·希利布兰德和马尔隆·斯科尔斯之间,爆发了一场非常激烈的争吵。两人为这些购股权证应该如何分配到每个合伙人的头上闹得不可开交。这一计划是马尔隆·斯科尔斯设计的,但劳伦斯·希利布兰德的钱最多,因此坚持要求得到最多的份额。通过将合伙人可能的收益转化为资本利得,合伙人可以大大减少自己的税负,但合伙人看中的并不仅仅只是这一点,他们更在乎这一购股权证所具有的获利潜力。一旦基金净值上升,这一购股权证就会让他们的财富像乘上火箭一样,扶摇直上。当然,如果基金利润不佳,合伙人也会蒙受2.89亿美元的损失。不过,对于渴望成功者来说,最看不到的就是失败的可能性。在交易最为顺利的时候,长期资本管理公司的合伙人们迫不及待地脱掉了他们的旧衣服——他们一以贯之的小心和谨慎,而这,正是他们能够获得成功的关键所在。

许多合伙人都把他们的一家——当投入了长期资本基金。但前联邦储备委员会副主席戴维·马林斯却是一个例外。此时此刻,他表现出了银行家所特有的谨慎和小心,坚持没有去碰购股权证。不然,用安德鲁·斯西利亚诺的话来说,“这帮家伙对他们自己的做法信心百倍,简直把裤子都押上去了。”此外,合伙人们还与另外一家银行做了一笔比较小的购股权证交易,交易的对方还是一家瑞士银行,即瑞士信贷银行。

这一切,对于长期资本管理公司的合伙人来说,似乎还远远不够。为了更加充分地利用财务杠杆,他们变本加厉地用长期资本管理公司的名义,向三家银行——大通曼哈顿银行、富利银行和法国里昂信贷银行——拆借了1亿美元的资金,并将这些资金投入了长期资本基金。他们雄心勃勃,迫切地希望让1百万美元变成10亿美元;他们没有了任何的顾忌,浑然忘了世上还存在风险。对于一帮自诩为理性信徒的学者型投资者来说,他们对自己优势的信任,已经到了一种狂妄自大的地步了。他们坚信,只要自己能够成为全世界最富有的人,就可以证明,他们就是世界上最聪明的人。

就好像是要试试自己的运气一般,劳伦斯·希利布兰德个人也向法国里昂信贷银行借了2400多万美元投入了长期资本基金,并因此和法国里昂信贷银行达成了一个协议:长期资本管理公司的所有合伙人,都可以以其在长期资本基金中的权益为担保,向法国里昂信贷银行进行个人融资。于是,汉斯·赫舒米德个人向该行借了1500万美元,其他合伙人也借了一点。此外,还有一些合伙人则通过长期资本基金的清算经纪行贝尔斯登进行了个人融资。由于长期资本基金本身的财务杠杆已经大得不能再大了,现在,长期资本管理公司及其合伙人——尤以劳伦斯·希利布兰德为甚——又纷纷开始扩大自己的财务杠杆,致使整个状况出现了杠杆不断撬动杠杆的连锁反应。和穷人小钱不赌大输赢不同,早已富得流油的劳伦斯·希利布兰德能赢的已经不太多了,但一旦输掉,就可能让他血本无归!

瑞士联合银行的购股权证,为长期资本基金募集了整整10亿美元,而且,这还是在时机最不好的情况下募集到的数额!所谓的时机不佳,是因为当时长期资本基金正在为其已有的资金寻找合适的投资出路,并正在同对冲套利领域中出现的越来越多的竞争者,展开激烈的厮杀。1997年上半年,长期资本基金的收益率(未扣除长期资本管理公司收取的费用),才刚刚达到13%。(尽管与其他基金相比,这依然是一个了不起的数字,但远远低于长期资本基金前几年的平均数。)与此相对应的是,长期资本基金所利用的财务杠杆幅度(与前一样未计算金融衍生工具交易),也从30:1下降到了20:1。这些数字表明,投资机会越来越少了。一些持怀疑态度的合伙人,包括马尔隆·斯科尔斯在内,对长期资本基金的投资组合,越来越感到不满。

当时,长期资本基金惟一的亮点是日本,因为那里的赢利情况非常之好,而这一成绩的取得,很大程度上应归功于43岁的戴维·莫迪斯特,一位头发灰白的前学者。戴维·莫迪斯特、艾里克·罗森菲尔德,以及一名年轻交易员卡尔·赫滕洛彻一起,利用日本人不熟悉期权,并对期权错误定价的弱点,设计了一系列的股票套利交易。长期资本管理公司的模型,清清楚楚地指出了日本市场上的定价错误,从而使之成为了长期资本基金极为丰厚的利润源泉。戴维·莫迪斯特这位来自加州伯克利的风趣诙谐的理论家,经常和一组人马一起值班到凌晨1点,即东京股市收盘的时候。过不多久,就在格林威治开始进入梦乡的时候,另一组人马会赶来接替他们,守候伦敦股市开盘,因为日本的购股权证是在伦敦挂牌的。“我们有许多像戴维·莫迪斯特这样干起活来很拼命的交易员。”艾里克·罗森菲尔德回忆说。一直到1997年6月长期资本管理公司东京办事处成立以后,这些交易员才恢复了正常的作息间。长期资本管理公司东京办事处有两位负责人,一位是长期资本管理公司

从高盛公司挖来的模型专家、麻省理工学院获奖数学家黄启福(音),另一位则是以前所罗门兄弟公司的互换业务交易员阿尔金·克里斯纳玛查。

这几年来经常去东京的约翰·麦利威瑟,对长期资本管理公司在日本开设办事机构感到非常高兴。作为一家在东京开展业务的西方对冲基金,长期资本管理公司在日本很受欢迎。以前在联储任职时曾指导过日本政府官员的戴维·马林斯,现在则以长期资本管理公司合伙人的身份,继续在日本开展同样的工作。不管在哪里开展业务,长期资本管理公司的触角都能伸到最高层。因为,事实上,长期资本管理公司最大的资源,就是他们那些合伙人所拥有的关系和声望。

即便在日本,长期资本管理公司也做成了一笔引起很大争议的交易。1997年,日本长期公债的收益率达到了仅有2%的极低水平,几乎接近见底。此时,长期资本基金下了一个很大的“赤膊”注,即没有经过对冲的注,博这一收益率一定会上升。显然,这是一种非常典型的“多/空博利交易”(directional trade,即只博单边升降的交易),而不是对冲套利交易。许多合伙人对这一交易提出了质疑,因为对长期资本管理公司来说,这类交易是完完全全的投机。但是,越来越掌握公司交易大权的劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈格哈尼,根本就不把那些弱势合伙人的疑虑放在眼里。而由于这一交易的结果非常之好,这些合伙人的话很快就消失得无影无踪了。

在7月份举行的长期资本管理公司1997年年会上,合伙人们承认,他们对债券市场日益缩小的利差水平感到非常忧虑。为了不损害长期资本基金离岸基金的法律地位,这次会议不得不移师美国境外举行。他们将这次会议的会场放在了加拿大多伦多机场的宾馆中,以便长期资本管理公司的合伙人们可以在一天之内往返。只有4名合伙人(即理查德·利希、戴维·马林斯、艾里克·罗森菲尔德,以及马尔隆·斯科尔斯)和25位投资者参加了此次年会。刚开始时,会议气氛有些凝重,因为利差缩减的速度,要比合伙人预料的来得快得多,因而,利润空间已经大大缩小了。尽管像往常一样不大说话,但艾里克·罗森菲尔德还是在有意无意中透露了一个消息:长期资本基金将涉足股票交易。听了艾里克·罗森菲尔德的这句话以后,这一群人马上兴奋了起来。一位投资者大声问道:“听说你们是最大的风险套利玩家,是吗?”对于这样的问题,艾里克·罗森菲尔德只能应付一下了事。但是,投资者马上有了一种感觉:长期资本管理公司打算收场了。“你们会退钱吗?”一位投资者大声嚷嚷道。艾里克·罗森菲尔德照样安抚了这位投资者一通。

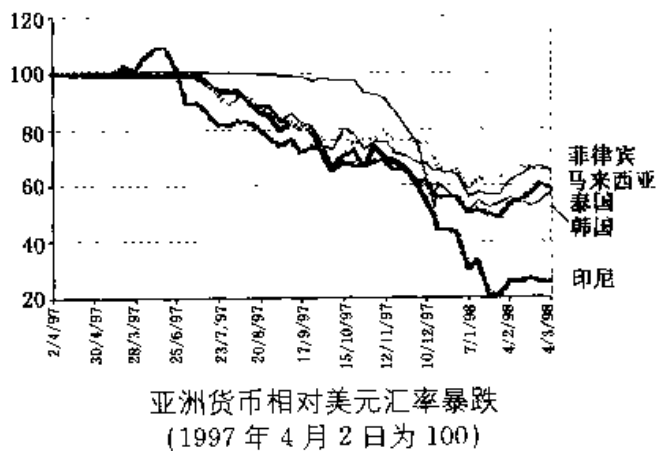
“好吧。如果你们要退钱的话,千万不要退我的钱。”这位投资者说道。

就在套利交易前景十分严峻之际,两位著名的金融教授,来自哈佛大学的安德烈·史莱弗和来自芝加哥大学的罗伯特·维史尼,在权威的《金融日报》上发表了一篇论文。两位名教授在论文中指出,对冲套利交易所具有的风险,远要比其信徒们所说的高得多。这是学术界对长期资本管理公司喊出的第一声反对意见。两位教授颇有先见之明地警告说,如果那些吵吵闹闹的交易者(noise trader,意指信息掌握不充分的投机者)将证券价格推离其真实价值的话,像长期资本基金这样的对冲基金就会遭到灭顶之灾。对于那些离奇的现象,两位教授预测到,在这样一种情况下,对冲基金很可能会经历“一个反向的价格变动”,从而不得不在市场非常低迷的时候,出货套现。在这篇论文正式发表之前,罗伯特·默顿就已经读到了该篇论文的初稿,但他并不以为然。在坎布里奇举行的一次学术会议上,他更是以一种轻蔑的语气表示,市场是绝对不会被什么人打败的!

随后,7月份,即长期资本管理公司与瑞士联合银行的购股权证交易完成数周以后,国际市场就出现了大震荡。饱尝金融违约之苦的泰国政府终于允许泰铢汇率自由浮动,并立即引发泰铢一天之内狂跌了20%,而这种跌势又马上波及到了菲律宾、马来西亚,以及韩国的货币。作为对此巨幅下跌的回应,J.P. 摩根银行的新兴市场专家卡利米·阿布杜尔·莫塔阿尔发表声明指出:“我们认为,市场的抛售反应过份了。”

但不管怎么说,这种跌势依然还在继续。很快,一向坚挺的新加坡元,也受到了巨大抛压的冲击,只有印度尼西亚这只亚洲最大的“老虎”似乎还能左支右撑。但是,仅仅只过了一天,印尼盾就跌掉了5个百分点。在短短的一个月都不到的时间里,学者们口中的“亚洲奇迹”就已经变成了“亚洲危机”:繁荣时期建造的玻璃幕墙摩天大楼,现在变得门可罗雀了;工厂也停工了。马来西亚总理马哈蒂尔·穆哈默德对海外“投机大鳄”,尤其是臭名昭著的乔治·索罗斯提出了极其严厉的指责,认为就是这些投机者出卖了“亚洲四小虎”。

马哈蒂尔所指责的对象是正确的,但对他们所犯罪行的指责却并不正确,因为外国人在航船即将沉没时弃船逃生的行为并没有什么不对。对这场



危机来说,最应该受到指责的应该是,他们提供了太容易获取的短期融资,从而使这艘本来就危机四伏的破船得以全速前进。在美国财政部长罗伯特·鲁宾动用大量资金向发生危机后的墨西哥提供援助的鼓励下,西方银行和投资者将大量资金投入亚洲,不仅极大地推动了投机性投资的增加,而且还更进一步助长了这一地区所存在的贪污腐败行为。事实上,罗伯特·鲁宾才是这一危机的始作俑者。正是在他罔顾该地区公司信息披露和市场监管极不完善的事实、一味要求亚洲各国解除对资本项目流动的限制以争取外资流入的不断压力之下,亚洲金融风暴才会如此迅速而迅猛地爆发并蔓延开来的。“事实非常简单,就是最精于此道的西方银行,将大量的钱借给了那些印度尼西亚公司,而银行却对这些公司的财务状况一无所知。”世界银行总裁詹姆斯·沃尔芬森指出。

尽管西方舆论界和投资者一再重复同样的错误,但西方的银行家们却从来没有从中吸取过教训:今天是发展中国家遭殃,明天,就会轮到他们自己。1996年,尽管这些国家的经济已经趋缓,但还是有多达930亿美元的外资涌入印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、韩国以及泰国。而现在,同样的资金,正在大举逃离同样的国家,从而导致全球市场出现恐慌。用长期资本管理公司的观点来看,亚洲市场的登峰造极和它的一落千丈,都具有同样的指导意义:过于宽松的(这也是对冲基金最希望看到的)资金环境,会导致出现盲目的过度投资,然后,风云就会突变。此时,艾伦·格林斯潘最喜欢的流动性就会消失得无影无踪,而危害就会四处扩散。市场之马一旦脱了缰,谁也不知道它究竟会向何方。

这一年夏末,长期资本管理公司得到了一个坏消息:经过重新谈判,MCI与英国电讯公司购并案的价格低了许多。于是,MCI股价立即开始狂泻,一夜之间,长期资本基金就亏掉了整整5亿美元!市场对长期资本管理公司发出了第一个信号:他们正在钓鱼的水域危机四伏!在亚洲,由于长期资本基金的投资主要都集中在日本,所以,他们非常幸运地避开了这次来势猛烈的金融风暴。事实上,这一年的9月份是长期资本基金业绩最为辉煌的一个月份——他们获得了整整3亿美元的利润!

然而,长期资本基金的远景依然不甚明朗。就在长期资本管理公司的合伙人结束了与美林证券高层一年一度的沃特维尔高尔夫聚会,回到格林威治后不久,该公司就宣布了一个令人震惊的减资决定——出于公司合伙人的某种担心,长期资本基金所有外部投资者必须收回其一半的资金。“基金的资

金实在太多了。”约翰·麦利威瑟解释道。当时,长期资本基金掌握的资金接近有 70 亿美元,几乎已经和强大无比的美林证券持平了。为了说明此举所具有的积极意义,约翰·麦利威瑟补充说:“造成长期资本基金资金过剩的主要原因是——过去几年来,基金所获得的赢利大大超过了合伙人的预期,而基金的大多数投资者又都将所获得的赢利重新投入了基金。”

但事实上,长期资本基金不得不面对这样一个极为严峻的考验:利差水平已经大为缩小了,因此,好的投资机会变得越来越难以找到了。欧洲统一货币的启用已经只是一个时间问题了,在欧洲能够赚到的钱,也早已落袋为安了;而随着边界的消失,意大利政府债券和德国政府债券之间所存在的利差,只用了短短的 6 个月时间,就从 2 个百分点缩小到了 $3/4$ 个百分点。

长期资本管理公司的计划是:到 1997 年年底,将 1994 年开业之前投入长期资本基金的原始投资在该年度所获得的全部利润,以及以后投入的全部资本金及其应分配的利润,一次性全部退还给投资者,但长期资本管理公司及公司员工的投资并不在此列,此外,还不包括那些比较大的战略投资者,如台湾银行等。另外,长期资本基金清算经纪行贝尔斯登的首席执行官詹姆斯·凯恩也不在此列。所有投资者都要求将他们的钱留在长期资本基金之中,但无一例外地都被长期资本管理公司拒绝了。他们对约翰·麦利威瑟们的这一决定极度愤怒,纷纷指责长期资本管理公司无视投资者的利益,一心只为自己打算。“这实在是太可恶了。”一位投资者跑到美林证券,大声咆哮道,“在他们最需要钱的时候,是我们支持了他们。现在倒好,把我们一脚踢掉了。”

这一计划,在长期资本管理公司内部也引起了很大的争议。约翰·麦利威瑟的朋友、思想十分传统的“酋长”詹姆斯·麦克恩蒂就认为,不应该把钱退给投资者;而两位学术大师——罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯——更是对这一计划提出了强烈的批评,并认为,此举将对长期资本管理公司作为一个优秀资金管理者的声誉,带来极大的损害。此外,由于这两位学术大师在长期资本管理公司中所持有的股份比例,要比他们在长期资本基金中所拥有的投资大得多,因此,他们当然知道,长期资本基金的资金规模越大,他们的获利就越好。与此相反的是,劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈格哈尼这两位长期资本基金中拥有大量投资的最主要的交易员,并不希望外部投资者分享他们的利益。和往常一样,这一次,占上风的依然是劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈格哈尼。对此,马尔隆·斯科尔斯感到非常生气,认为劳伦斯·希利布兰德每次都要占一些便宜,从来不以其他合伙人为念。

事后来,外部投资者当初苦苦哀求留在长期资本基金的举动,极具讽

刺意味,他们当时被迫撤回自己的资金,后来反而成了一个千载难逢的天赐良机。事实证明,一旦长期资本管理公司有了可以在全世界范围内进行运作的规模和资金实力,他们就开始对为他人管理资金这件事不感兴趣了,所以,就必须把外部投资人统统扫地出门。有意思的是,长期资本管理公司甚至史无前例地对自己员工用红利进行的转投资,都收起了管理费!长期资本管理公司那帮合伙人之所以这样做的原因,只有一个词,那就是——贪婪。但他们最后所伤害的,恰恰正是他们自己!

长期资本管理公司的合伙人拼命争辩说,向投资者退回资金的主要原因,是由于公司对后市的前景不甚乐观。马尔隆·斯科尔斯指出,具有讽刺意味的是,就在长期资本管理公司在向投资者退钱的时候,新的投资者却不断涌入这一领域。这说明,面对利差水平不断收缩的局面,长期资本管理公司采取了一种非常小心谨慎的做法。但事实是,长期资本基金的资产规模并没有一丝一毫的缩减,因为在他们退钱的同时,他们所利用的财务杠杆却扩大了许多。换句话说,退钱这一举动只减少了其资产所具有的资金支持,并没有减少其资产规模!也就是说,长期资本管理公司在市场机会几乎丧失殆尽、其本身又拥有7600宗交易的情况下,反而进一步扩大自己的财务规模的这种举动,几乎和追逐太阳的伊卡尔斯毫无二致。

此外,通过迫使外部投资者收回资金,长期资本管理公司的合伙人再一次利用财务杠杆,扩大了自己长期在长期资本基金当中的份额。现在,他们通过利用个人财务杠杆、公司财务杠杆,以及基金本身财务杠杆三位一体的相互关系,极大地、同时也是极其危险地扩大他们的资金规模。当然,所积欠的债务也达到了一个惊世骇俗的水平!

就在约翰·麦利威瑟通知投资者,长期资本管理公司将退还他们的资金
的6天以后,长期资本管理公司的发祥地——所罗门兄弟公司爆发出了一场危机。在经过莫泽尔丑闻、约翰·麦利威瑟的出走,艾里克·罗森菲尔德、维克多·哈格哈尼、格利高里·霍金斯以及劳伦斯·希利布兰德的尾随而去等一系列打击之后,所罗门兄弟公司曾多次尝试重建其投资银行业务,但却再也没有获得过赢利。现在,所罗门兄弟公司的套利部门所面临的是和长期资本基金以前所面临过的相同的问题。在该年年初,所罗门兄弟公司的高管层一致同意,所罗门兄弟公司需要注入一大笔新的资金,否则,该公司将面临沦为二流投资银行的危险。

通过伯克希尔·哈撒维公司而成为所罗门兄弟公司第一大股东的沃

伦·巴菲特，一直反对向已经出现颓败迹象的公司注入新资金，此时，他再次提出，应该趁它尚未掉价时，赶紧把所罗门兄弟公司卖掉。所罗门兄弟公司首席执行官德瑞克·莫汉也非常明确地表示，如果没有新资金注入的话，惟一的选择就只有把公司卖掉了。“沃伦一心只想把公司卖掉。”所罗门兄弟公司的一名董事如此说。

要卖掉所罗门兄弟公司，卖给谁最合适呢？德瑞克·莫汉找到大通曼哈顿银行，但遭到了拒绝。他又和旅行者集团——兼营保险业务和证券经纪业务的美邦公司的母公司——的董事长桑迪·威尔（美国企业重振雄风的代表性人物之一）取得了联系。作为纽约布鲁克林一名西装生产商的儿子，桑迪·威尔最初开设的是一家只有4个人的小型经纪公司，后来通过合并，与业界巨子谢尔森·雷曼公司搭上了关系，最后，他把公司卖给了美国运通公司，并因为丧失了权力而黯然地离开了公司。然后，在20世纪80年代末90年代初期，桑迪·威尔东山再起，控制了一家小型的信贷公司，并通过这家公司购并了美邦公司和旅行者公司，桑迪·威尔一直都不喜欢对冲套利交易，因为在他看来，这种做法的风险实在太大了。但是，桑迪·威尔一直梦想着能够建立起一家顶尖的投资银行，以提高经纪商在华尔街的社会地位。他有些动心了：将所罗门兄弟公司和美邦公司结合在一起，可能是一个很不错的主意。

在与德瑞克·莫汉共进午餐以后，桑迪·威尔回了一个电话给所罗门兄弟公司，坚持提出，如果旅行者集团和所罗门兄弟公司进行合并的话，新公司的主导权必须由旅行者集团掌握。沃伦·巴菲特才不在意谁来主持新公司呢，他在意的只有一件事：所罗门兄弟公司能不能卖个好价钱。桑迪·威尔出价90亿美元购买所罗门兄弟公司，用股票支付。此举将沃伦·巴菲特从他认为最麻烦的生意中解脱了出来。老奸巨猾的沃伦·巴菲特为此将桑迪·威尔大大赞扬了一番，称赞他是一位“能够为股东创造价值”的天才。与此同时，桑迪·威尔的部属对他的这一举动感到大惑不解，因为他们根本无法了解桑迪·威尔为什么要花这么大的价钱，去购买一家算不上顶级的公司，尤其是这家公司最主要的利润来源是对冲套利，而这一业务本来是桑迪·威尔最最讨厌的。旅行者集团内部甚至有人开玩笑说：“桑福德用90亿美元换来了沃伦·巴菲特的一张纸，赞扬他是一个多么伟大的投资家。然后就像一个在糖果店里的小孩子一样，把这张纸拿给所有的人看。”将长期资本管理公司与其发祥地——所罗门兄弟公司进行比较，是一件很有意思的事情。不管从哪个方面来看，约翰·麦利威瑟都已经超过了他的老东家。从资本这一层面来说，长期资本基金已经超过了70亿美元，而所罗门兄弟公司

的资本才只有 50 亿美元；从利润层面来看，在 1996 年整个一年之中，长期资本基金的利润达到了 21 亿美元，而所罗门兄弟公司的利润才只有 9 亿美元；从业务层面说，所罗门兄弟公司尽管还拥有有一个有利可图的套利部门，但它试图全面发展投资银行业务的计划却破产了，而长期资本管理公司尽管从一开始就宣称要分散投资，但在实际操作中，却始终固守自己的专业阵地，而这一决定是迄今为止长期资本管理公司所做的最佳决定之一。这两家公司都非常清楚，对冲套利交易业已进入了一个非常艰难的时期。但是，两家公司对此发展态势的态度及采取的做法是截然不同的。沃伦·巴菲特通过将所罗门兄弟公司与旅行者集团这样一个更加多元化的伙伴进行合并的方式，将所罗门兄弟公司股东主要集中在对冲套利交易及其他投资银行业务上的利益分散化了，并且，他们还掌握了更大的旅行者集团的相当一部分股份。而长期资本管理公司合伙人们所采取的做法是完全相反的。他们退还了长期资本基金外部投资者的绝大部分资金，进一步扩大了公司合伙人在长期资本基金当中的份额，从而成倍地扩大了长期资本管理公司及其合伙人在长期资本基金当中，对对冲套利所下的赌注。极具讽刺意味的是，沃伦·巴菲特将一个失败的投资者变成了 90 亿美元，而长期资本管理公司的合伙人们则将一个无坚不摧的常胜将军，变成了一个巨人——一个豪赌未来的巨人！

10 月份，一个激动人心的消息传到了长期资本管理公司：罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯荣获 1997 年度诺贝尔经济学奖！正在哈佛大学讲课的罗伯特·默顿受到了学生们长达 3 分钟的鼓掌欢呼。但是，罗伯特·



罗伯特·默顿与马尔隆·斯科尔斯
的诺贝尔经济学奖证书

默顿谦逊地警告说：“知道如何预测风险，就认为可以消除风险的想法，是绝对错误的。”而马尔隆·斯科尔斯则在接受他故乡《渥太华公民报》的名人专访时，非常坦率地指出，外界对金融衍生工具是非常怀疑的。《渥太华公民报》毫不留情地询问道：“你是否认为自己应该对 1987 年的股市崩溃负责？”马尔隆·斯科尔斯显然对此问题毫无准备，他吞吞吐吐地回答说：“喔，不，我不认为自己要负什么责任。你说阿尔弗雷德·诺贝尔应该为第一次世界大战负责吗？因为他发明了黄色炸药。”然而，在《渥太华公民报》记者的一再追问之下，马尔隆·斯科尔斯承

认，在市场出现反向异动时根据其理论——即动态对冲理论，也就是一路杀跌——进行操作的那些交易人，确实对市场产生了雪上加霜的影响，尽管马

尔隆·斯科尔斯把这种情况产生的主要原因归咎于“缺乏流动性”——一个最俗不可耐的借口。而对于长期资本管理公司的情况,平常就十分善于用深入浅出的语言来描述极其复杂的金融理论的马尔隆·斯科尔斯,用一种令人耳目一新的语言介绍说:“我们的工作就是在全世界范围内寻找最合理的投资机会,我们的模型能够很轻松地找出那些定价过高或者过低的交易品种。然后,我们就会对一些不确定的因素,如一些市场因素,进行对冲,以达到规避风险的目的。”

在学术界,罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯受到了极其热烈的喝彩。“对于任何一种情况,6个经济学家会有7种观点”的规则,并没有在布莱克-斯科尔斯理论上面得到体现。不管是在其他许多课题的研究中,还是在实际操作过程中,布莱克-斯科尔斯理论都得到了非常充分的应用。罗切斯特大学的芝加哥学派经济学家格雷格·贾拉尔声称:“布莱克-斯科尔斯理论是我们迄今为止看到的最优雅、最精确的模型之一。”然而,现实真会有那么精确吗?不过现在,这些问题已经不那么重要了。《经济学家》评论道:“从1973年起,罗伯特·默顿先生和马尔隆·斯科尔斯先生所做的工作,就是给风险确定一个价格。”《华尔街日报》的一位作者更是认为,罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯荣获诺贝尔奖足以证明,《华尔街日报》长期以来一直倡导的信念是正确的。“瑞典皇家科学院给出的结论非常清晰:市场是有效的。”

在这时候大谈特谈自己的信念是蛮奇怪的一件事。当时,全亚洲的货币和股票市场所面临的,都是一片山雨欲来风满楼的景象。今天的震中可能是泰国,明天就可能是马来西亚,而后天就可能会轮到印度尼西亚。1997年10月1日一天之内,印度尼西亚盾就跌掉了6.5个百分点,马来西亚林吉特也下跌了4.5%,菲律宾比索则下跌了2.2%。两天以后,印度尼西亚盾再次下跌了8.5个百分点。尽管亚洲国家自己为金融危机播下了种子,但它们没有一个对这一危机的爆发做过准备,更不清楚危机会向哪里扩散。最后连拉丁美洲市场也受到了极大的波及。在互联网时代,所有的市场都被一个无形的网络联结到了一起,纵使两个交易所之间远隔千山万水,但它们的利益,却是紧紧连在一起的。到了10月底,全亚洲大部分公司都开始无力清偿其到期债务本息了,如此一来,衰退的幽灵更加令人恐惧了。随后,国际投机炒家开始将目标对准香港港元。中国香港特区政府对此极为震怒,果断地将隔夜拆借利率史无前例地提高了300%。一周之内,香港股市急剧下挫了23%。

现在,美国投资者开始担心,亚洲金融危机会演变成一场全球性的经济

衰退,因此,美国市场也开始出现向下调整的趋势。在夏季曾经上摸 8 300 点高度的道·琼斯工业指数,在整个 10 月份的大部分时间里,都持续出现了下跌。万圣节前夕的那个星期五,道指下跌了 100 点,跌到了 7 715 点。10 月 27 日星期一——又一个黑色星期一来临了——来自亚洲的金融危机,终于叩响了美国金融市场的大门。这一天,全球市场在香港股市的领跌之下(香港股市当天跌掉了 6% 的市值),开始全面下跌。在大洋的另一侧,纽约证券交易所刚一开盘,大量抛盘就迫不及待地涌了出来。由于抛盘数量实在太多,致使盘中不得不出现了两次短时间的休市,以期投资者能够稍稍冷静一下,但根本就无济于事。那些为了防止股票价格下跌而购进大量股票期权的投资者,此时则借机大量抛空股票。此情此景,和 10 年前的“黑色星期一”根本就没有什么两样。罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯理论所描绘的那个精灵,又一次从封闭的瓶子中逃了出来。和往常一样,这一连锁反应引起的抛压——即罗伯特·默顿在其模型中预见过所谓的“动态对冲避险”——使整个市场情况更加雪上加霜。这一天,道指创纪录地下跌了 554 点,整整下跌了 7 个百分点。从美国到亚洲,从欧洲到拉丁美洲,全世界所有的市场都出现了狂跌。就这一天,全世界所损失的财富,就达到了 12 000 亿美元之巨!两天以后,在布鲁金斯学会发表的一篇演讲中,尼克·布雷迪对金融衍生工具市场上隐含的巨大财务杠杆进行了极其强烈的指责,他认为,这种巨大的隐性财务杠杆的存在,更进一步加剧了市场的跌势。

我听到过种种说法,认为金融衍生工具交易和动态对冲避险可以降低交易成本,同时可以增加市场的纵深度。但是,在某些极端的情况下,这些做法所带来的危害,要远远大于它给市场带来的价值……上个星期出现的因过度利用财务杠杆所导致的巨大抛压,值得我们每一个人三思。

这一次,长期资本管理公司使出浑身解数,再次避开了市场上密集的枪林弹雨。10 月份和 11 月份,长期资本基金的业绩好不容易打平,这在当时来说,绝对是一个了不起的成就。事实上,对于长期资本基金而言,当时的亚洲市场绝对是一个充满机会的市场。随着市场的波动幅度越来越大,长期资本管理公司开始在金融衍生工具交易上下注,因为他们认为,市场一定会很快稳定下来,也就是说,股票价格的波动幅度一定会趋于缩小。从当时来看,这一赌注的风险是非常大的,所罗门美邦 10 月份之前刚刚做过一次相同的交易,结果大败亏输,损失了 1.1 亿美元。不过,对长期资本管

理公司来说,抛空价格波动幅度(就是赌价格波动幅度会缩小)是一件再普通不过的事情了。从他们以往的经验来看,他们几乎所有的赌注,押的几乎都是价格波动幅度会缩小。当市场动荡不安的时候,花钱买安全总是第一位的,而当市场稳定以后,利差水平就一定会逐渐降下来。“在我们的交易当中,大部分都属于价格波动幅度交易。”艾里克·罗森菲尔德指出。在大多数情况下,长期资本管理公司都会赌市场波动幅度会趋于缩小,市场价格水平终会趋于一致。

长期资本基金新的大投资者瑞士联合银行博的也是价格波动幅度会缩小。这些交易和其他许多非常复杂的交易一起,最后给该行带来了灾难性的后果。一则对瑞士联合银行非常不利的传闻在市场上不胫而走:瑞士联合银行由拉米·戈德斯坦负责的金融衍生工具交易部门,在1997年出现了6.44亿美元的巨额亏损。而拉米·戈德斯坦本人1996年刚刚获得过1100万美元的红利。而其他交易,如日本可转换债券的交易,也发生了很严重的亏损。(长期资本管理公司对这一交易的理解确实要远远超过瑞士联合银行。)面对这种巨额亏损,以前一直力保拉米·戈德斯坦的瑞士联合银行董事长兼首席执行官马西斯·加比亚拉维塔终于意识到,他最喜欢的这位交易员已经给银行造成了无可挽回的巨大损失。于是,11月份,马西斯·加比亚拉维塔终于解雇了拉米·戈德斯坦。

到了12月份,马西斯·加比亚拉维塔终于低下了自己的头颅,承认瑞士联合银行已经丧失了瑞士银行界的领导地位,并转而谋求与竞争对手瑞士银行进行合并。尽管马西斯·加比亚拉维塔将保留其董事长的位置,合并后的新银行也将保留瑞士联合银行的名称,但毫无疑问的是,瑞士银行才是这次合并的大赢家。来自巴塞尔方面的人员占据了大部分重要岗位,并将其更加保守的企业文化加诸于苏黎世。具有讽刺意味的是,通过这次合并,瑞士银行成为了长期资本管理公司购股权证的接受者,而这正是他们以前所竭力拒绝的。

在瑞典的斯德哥尔摩,罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯正式住进了富丽堂皇的大饭店(Grand Hotel),从这座有着一座美丽非凡的旋转楼梯的大饭店向外眺望,古老的斯德哥尔摩风情尽收眼底。在有1200名身穿正式晚礼服嘉宾出席的诺贝尔奖颁奖晚宴上,罗伯特·默顿、马尔隆·斯科尔斯和他们的家人、几位朋友、瑞典国王、王后、几位王子,还有王后的母亲坐在一起,从瑞典全国各地挑选出来的服务员用银盘送上了烟熏鲑鱼。



瑞典国王为罗伯特·C·默顿颁奖



瑞典国王为马尔隆·S·斯科尔斯颁奖

罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯两人非常兴奋,尤其是罗伯特·默顿,就好像要证明自己真的是在这里一样,一个劲地问他的客人:“还满意吗?”他举起手中的酒杯,简短地向大家表达了自己衷心的感谢,并对英年早逝的费舍尔·布莱克不能和他们一起分享这一刻的光荣与荣耀,表示了自己的惋惜和遗憾。

罗伯特·默顿在瑞典皇家科学院发表的演讲主题,主要集中于其期权理论在许多实际交易领域——从浮动利率不动产抵押贷款和学生就学贷款担保,一直到弹性健康保障计划——中的应用。“‘类期权’结构很快就会遍地开花。”罗伯特·默顿断言说,尽管他所说的东西并没有非常直接的因果联系。罗伯特·默顿指出,自己最大的贡献在于证明了,布莱克-斯科尔斯理论所规定的动态交易“能够在连续不断的交易条件下,提供完美无缺的对冲避险”。而他说这番话的时间,仅仅比道指大跌 554 点的那一天,晚了 2 个月。

虽然诺贝尔颁奖大典充满了欢乐的气氛,但两位诺贝尔奖获得者的内心深处,却一直忧心忡忡地关注着长期资本基金的未来。尽管马尔隆·斯科尔斯信心十足地告诉他以前的导师尤金·法马,长期资本管理公司非常小心谨慎地把赌注押在了数以千计的交易之上,但他还是决定,不把他获得的 50 万美元的奖金投入到长期资本基金中去。极具讽刺意义的是,这些出身于象牙塔之中的学者,似乎比那些老练的交易员,对风险更加敏感。不管是罗伯特·默顿还是马尔隆·斯科尔斯,他们都把自己的生活安排得非常好。马尔隆·斯科尔斯开的是一辆白色的

宝马车(BMW),而对汽车近乎痴迷的罗伯特·默顿开的则是一辆顶级的黑色积架跑车(JAGUAR);马尔隆·斯科尔斯在格林威治租了一套能够将水景一览无余的豪宅,而罗伯特·默顿则染了红头发,离开了妻子,搬到了波士顿附近一套非常时髦的高级住宅之中。不过,与其他富有的合伙人相比,他们两位的财富要少得多,也没有像其他那些身价高达数百万美元的合伙人那样,受到很大的伤害。

作为一个局外人,而不是直接参与交易的交易员,他们所追求的愿景,和劳伦斯·希利布兰德之流是完全不同的。两位诺贝尔奖获得者心里十分清楚,长期资本管理公司现在的业务运作方向,已经离他们的专业方向越来越远了,而且,可能在一个最不适当的时候,大量增加了基金所承担的风险。此外,罗伯特·默顿对长期资本管理公司的报酬结构尤其感到不可接受,因为这一结构是完全向劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈格哈尼等人倾斜的。而作为一名期权专家,他非常了解,这些合伙人有着充分的动机,驱使他们拼了命似地冒险孤注一掷,也就是经济学家所说的“道德危机”。早在所罗门兄弟公司时期,这些交易员就表现出一种为了赚钱而不断扩大规模的倾向,现在,这种倾向不仅没有消退,反而有增无减。事实上,这种倾向正在越来越严重地损害这些交易员和其他合伙人的关系。一向小心谨慎的模型设计员威廉·卡拉斯科对此也非常担心。1997年年底,他将自己的资金撤出了长期资本基金。而从所罗门兄弟公司时期就是对冲套利部门一员的兰迪·希勒则不太吉利地告诉他的朋友说,他认为,长期资本基金早晚一定会出事。

1997年年底,就在长期资本管理公司向长期资本基金的投资者退还27亿美元资金的同时,长期资本基金的财务杠杆,却以从18:1的水平,火箭一般地上升到了28:1(依然不包括金融衍生工具交易)。因此,尽管公司的前景从来没有像现在这样不明朗,但长期资本管理公司的合伙人们还是决定,将长期资本基金的财务杠杆提高到刚开业时那段黄金时期的水平。如果算上金融衍生工具交易的话,那长期资本基金的财务杠杆水平还要高得多。

1997年,长期资本基金竭尽全力,总算达到了25%的收益率(扣除长期资本管理公司收取的各项费用后,这一水平也达到了17%),是长期资本基金开业以来最差的一个年份,但如果考虑到越来越恶化的市场状况的话,这一水平其实更令人叹为观止。对长期资本基金原始投资者来说,他们当初投下去的每一个美元,现在都得到了1.82美元的回报,而且,依然还保持着他们在长期资本基金中的那一美元投资。由于他们奉行的高收费政策及相应的税赋递延安排,长期资本管理公司合伙人们个人资本的增加极为迅速,整整增加了36个百分点,达到了19亿美元,约占到了长期资本基金全部资本的40%。现在,合伙人们简直个个都已经成为亿万富翁了。

尽管这并不是一个进行扩张的好时机,但长期资本管理公司还是在这一年的年底,将他们的办公室,搬进了他们豪华舒适的新总部。新总部的前面有一个洗车场,其位置在格林威治并不很起眼,但是,却反映了合伙人们日益膨胀的自我定位:长期资本管理公司是华尔街众多银行当中最棒的一家。为了与这一自我定位相一致,他们在新总部中设置了一个很大的交易大厅,

大厅里放置了三排面对面的交易桌,所有的桌子都非常符合人体力学,其高低角度都是可调节的,而且,还预留了一排位置,以便日后的进一步扩展。此外,长期资本管理公司还在新的总部中,设置了一个面积达3 000平方英尺的健身房,里面设有男女分开的更衣室,还配备了一名专职教练。新总部的最里面是一间很大的房间,房间里侧放着两个桌球台;角落里有一间很大的房间,那就是约翰·麦利威瑟的办公室。长期资本管理公司的新总部还有几间会议室和一个图书馆,并像以前的所罗门兄弟公司一样,拥有一个规模很大的信息资料处理中心。另外,长期资本管理公司的新总部还拥有一台功率极大的备用发电机,据说,这台发电机的发电量,可以将整个格林威治的夜空,照得如同白昼。不过,由于这一年的业绩实在有些差强人意,所以,合伙人们取消了在办公室举办圣诞节晚会的计划。而且,很明显,大家的情绪都有些低落。

戴维·马林斯认为,长期资本管理公司1997年排除了不计其数的困难和风险,其工作表现是极其出色的。“我们预料到亚洲有可能会出现金融危机,因此,我们早已安排了相应的策略和措施。”戴维·马林斯说道。不过,长期资本管理公司的教授们还是忽略了,亚洲金融危机所带来的另一种情况——即在市场出现大问题的時候,各地、各类市场之间的关系会变得更加密切,所有资产的市场表现可能会出现不共退不同进的局面。——可能更加重要。此时,即1997年圣诞节前夕,媒体都报道了一则消息:标准·普尔刚刚降低了俄罗斯政府债券的信用等级。不过,此时此刻,这一消息并未引起人们的注意!

长期资本管理公司陨落华尔街



“中央银行”

长期资本基金所得到的信贷条件,显然是非常优厚的,尽管该基金所承受的风险相当之高。

——帕特里克·帕金森

19 98年初,长期资本管理公司开始大量抛空股票波动幅度。99.99%的美国人根本无法理解的这种交易,正是艾里克·罗森菲尔德和戴维·莫迪斯特们最为擅长的第二类基本功。与其他金融资产相比,股票波动幅度是长期资本基金最主要的交易产品,也正是对这种产品所进行的大量交易,最终使长期资本基金走上了不归路。所谓的股票波动幅度,来源于布莱克-斯科尔斯模型。这一指数基于一种假设,即在相当长的一段时间内,股票价格的波动幅度都是稳定的。例如,股票市场一年的波动幅度一般都在15%~20%之间,尽管在某些时间段内,股票市场的价格波幅会比较大,但最终,它总会回归正常状态——至少,格林威治的数学家们相信会如此。股票波动幅度的走向,受到看不见的大数法则的引导。大数法则认定,自然万物均呈常态分布,一群牛中有棕色的牛,也会有斑点的牛;股票市场有交投平淡、微涨微跌的时候,也会有崩盘的一天。而对于长期资本管理公司的教授们来说,这绝对符合他们对市场的看法,这就是他们的金科玉律。事实上,他们的这种看法源自于莫尔顿人对市场的一种观点,即认为市场其实就是一台效率很高的机器,它会将市场上所有随风飘动的随机事件全部吞下,经过高温定型以后,再吐出一个新的价格。一旦模型告诉他们,市场对股票波动幅度的看法有错,他们就会毫不犹豫地将整个基金作为赌注,全力一搏。

其实,市场上根本就不存在一种名为“股票波动幅度”的股票或证券,因此,也不存在哪一种方法可以直接赌“股票波动幅度”,但是,确实有一种方法可以间接地赌一把“股票波动幅度”。请记住,根据布莱克-斯科尔斯公式,股票期权定价最关键的要素,就是潜在资产的预期波动幅度。一旦目标资产出现较大幅度的增长,股票期权的价格就会上扬。因此,如果您知道了股票期权的价格,反过来就可以预期市场的波动幅度。

用一个例子可能更容易说明这一问题。不存在什么直接的方法可以赌佛罗里达明天的天气究竟会怎样。但在某些特殊的季节,橙汁的期货价格会因为受到降霜的影响,而出现波动。事实上,一个经验老到的交易者完全能够从橙汁期货异常的高价中,嗅到甜橙产量因受到寒冬的影响而出现大幅下降。而如果一名交易者相信市场对于天气的判断是错误的话,那么,他就可以尝试抛空橙汁期货,从而获取利益。

与此基本相同的是,在长期资本管理公司看来,市场对股票期权价格将出现约20%波幅的预期是不正确的。他们认为,由于实际的波幅将只有15%左右,所以,股票期权的价格早晚一定会下跌。因此,长期资本管理公司

开始抛空股票期权,尤其是那些名列标准-普尔 500 指数和欧洲各主要证券交易所各大指数的股票期权。用他们的术语来说,长期资本管理公司的教授们“正在抛售股票期权波动幅度”。

而在股票期权交易的另一面,参与交易的人们可能并不了解这一点。但实际上,他们所购买的,也正是这样一种“股票期权的波动幅度”。我们可以来看一下这些交易者的情况。一般而言,股票期权的购买者都是些证券投资者,他们愿意付出一些小钱,以规避市场可能出现的风险。另一方面,长期资本基金大肆敛聚这些证券投资者所付出的这些小钱,并承诺在市场出现反向波动时做出补偿。实际上,长期资本管理公司可以对两个方向出售这种保险(期权)——市场价格剧升或市场价格剧跌。

而对于这些对市场的认识远远不如长期资本管理公司的购买者来说,他们并不清楚期权价格是正确的还是错误的。他们就像那些拥有海滩豪宅却担心飓风会将豪宅毁于一旦的富豪一样,愿意不惜代价地购买保险,以图个心安。因此,在亚洲金融危机尚在肆虐、股票价格不断跳水的那些日子里,投资者的心态如丧家之犬一般,惶惶不可终日,就不难理解了。当时,几乎没有人相信专家们提出的意见,尽管有人认为,只要再出现一个危机,所有的危机就会全部烟消云散。因此,一点也没有什么奇怪的,人们普遍愿意花更多的钱,以使自己得到保护。所以,在这种情况下,股票期权的价格自然而然地就大幅度地上升了。在察觉到投资者的这种恐惧心理以后,欧洲的机构投资者推出了专门用以规避股票价格下跌的衍生工具——不会下跌的证券。而为了在股票真的下跌时为自己提供保护,这些欧洲的机构投资者也为自己购买了保险。所有这些,在长期资本管理公司看来,就是在人为地抬高股票期权的价格。

如果长期资本管理公司的判断无误——如果股票期权的价格真的太高了——那么,这些保险就是以很高的溢价卖出去的。而在股票期权 5 年的有效期中,这种高溢价一定会有回归价值的一天。许多对冲基金事实上都在开展这项业务,向投资者提供市场保险。而这种做法本身绝对并不愚蠢,用他们的话来说,“既然有人傻乎乎地愿意出这么高的溢价来购买保险,那我们为什么不卖给他们呢?”

但无论怎么说,这种交易都是极其危险的。首先,准确地预测市场波动幅度是一件难度很大的事,整个过程充满着各种各样的不确定因素,除非你相信,历史是预见未来最可靠的风向标。但问题是,谁能预见亚洲金融危机何时爆发呢?即便真有人能够做到这一点,他是不是也能预见市场会发生多大的振荡呢?他能说清楚市场的波动会达到一个什么样的幅度吗?这种

事情,简直就像预测佛罗里达何时会受到寒霜的袭击一样。

其二,即使对市场波动幅度的预测是正确的,长期资本基金仍然有可能在股票波动幅度交易中蒙受损失。因为有效期相对很长的股票期权并不是在交易所内进行交易的,长期资本管理公司必须为投资者量身定做股票期权交易合约,然后将合约卖给像 J. P. 摩根银行、所罗门美邦、摩根斯坦利添惠,以及银行家信孚这样一些大的商业银行和投资银行。所以,这类带有神秘色彩的合约交易的市场本身非常狭小,只有很少一部分“玩家”可以通过“约定”的方式,参与这样一种交易。因此,这一市场先天就没有平衡可言。而像 J. P. 摩根银行这样的银行之所以渴望向长期资本基金购买这种“波动幅度”,是因为他们本身也在向更多的零售投资者出售类似的这种保险。简而言之,有一群自然人和一些机构投资者组成一个买方集合。这也就是为什么,“股票波动幅度”的价格总是要比数学家认为合乎逻辑的水平高一些的原因。而在销售一方,只有很少很少的“玩家”参与其间。只要没有人愿意出售这种保险,或者证券投资者忽然之间非常迫切地需要购买这种保险,“股票波动幅度”的价格就会自然而然地被抬得更加高企。

此外,长期资本管理公司必须每天根据股票期权的价格走势进行清算,以现金方式收取或支付与合约约定值相比较的损益额。因此,即使对股票期权的长期价格走势的判断非常准确,但仍然必须有足够的支付能力,来应对短期内可能发生的巨额现金损失。而要在长达 5 年的时间内,时时刻刻保持因巨额交易所带来的有时可能是极其巨大的支付能力,这实在不是一件很轻而易举的事情。尤其是,在某一个特定的交易日内,可能会出现没有任何人出售股票期权的情况,这时,像 J. P. 摩根银行这样的银行就会把资产价格抬高到他们认为合理的任何一个高水平之上。所以说,长期资本管理公司不仅仅在赌股票期权价格“波动幅度”的最终结果,事实上,他们还在赌每一个交易日可能发生的期权价格“波动幅度”,而后者是由其他投资者愿意支付的价格来决定的。实际上,他们赌的是,其他那些不那么理性的投资者不会将股票期权价格炒得很高。而所有这些极其纯粹的投机行为,和长期资本管理公司合伙人所信奉的投资信条,是完全背离的。长期资本管理公司自己置身到了一个短期风险极其巨大的冒险投机之中,而完全舍弃了他们自己最大的长处——通过精确的数学模型来获得属于他们,并且只属于他们和他们同类人的市场优势。

长期资本管理公司抛空股票期权的价格,是以市场价格每年的波动幅度为 19% 作为基准的(市场行话称为卖出每年 19% 的市场波动幅度)。随着期权价格的上升,长期资本管理公司持续不断地向外抛空,而其他证券公司或

投资银行则少量抛空。但长期资本管理公司并不仅限于如此。负责美国市场交易的劳伦斯·希利布兰德和艾里克·罗森菲尔德在格林威治、负责欧洲市场交易的维克多·哈格哈尼和赫希米德在伦敦,都在不停地进行抛空。这样,市场价格的波动幅度每增加一个百分点,长期资本基金在美国和欧洲市场上的损失,就会各增加4亿美元,而这个数字,占到了全球市场全部损益的四分之一。摩根斯坦利添惠为此给长期资本管理公司起了一个外号:股票波动幅度交易“中央银行”。

事实上,股票波动幅度交易,是长期资本管理公司最主要的业务。在很多利差交易中,长期资本管理公司都会间接地表达其对股票波动幅度的看法。长期资本管理公司的合伙人都相信,市场投资者肯定会随着时间的推移而变得更加理性,更加稳定,更有效率,一句话,就是会变得像他们一样。因此,信用利差会变得越来越小。“我们一直都这样坚信。”艾里克·罗森菲尔德说。而股票波动幅度交易,就是这种信念的一个具体表现。事实上,这种信念,在长期资本管理公司那些罗伯特·默顿模型的信徒中,占了绝对的上风。“麻省理工出身的人,都喜欢抛空股票波动幅度。”20世纪80年代在所罗门兄弟公司工作的一名石油交易员安德鲁·豪尔这样解释道:“学术界对假设大数常态分布的布莱克-斯科尔斯模型有着一种莫名其妙的偏好,他们将这一模型视为他们的神父。”

1998年前几个月,市场态势发展得非常平稳。国际货币基金组织(IMF)对韩国实行资金援助的计划,旨在使亚洲国家摆脱因金融危机而造成的困境。在欧洲,欧元计划的提出也已经快一年了,投资者的乐观情绪正在

日益高涨。而在美国,道·琼斯指数也创造了新高。由于投资者的信心重新得到了恢复,因此,债券利差变得越来越小。1998年初,A级债券(实力雄厚的大公司,如福特汽车公司所发行的债券)的收益率要比美国国库券的收益率还高75个基点。而到了2月份,这种收益差缩小到了70个基点。

尽管看上去好像没有什么直接的关系,但这种情况反映了大多数人对市场的看法,就是去年秋天那场来势汹汹的危机,终于结束了,然而事实上,一场更大的危机正在悄悄酝酿之中。1997年10月,就在亚洲金融危机爆发之后,美林证券曾命令其债券交易员全面减持债券,尽管后来他们重新增加了债券的持有量,但在



IMF 在华盛顿的总部

1998年初,他们的交易活动还是很正常的。这个世界对危机的发生和结束,早已经见怪不怪了。美国和国际货币基金已经挽救了墨西哥、泰国,还有韩国,“已经没有人相信,亚洲金融危机会进一步扩大了。”美林证券的一位风险管理经理在解释为何将公司资金大量投入交易时说。随着这种雨过天晴的看法在银行交易柜台前的不断蔓延,信用利差不可避免地变得越来越小了。

在长期资本管理公司内部,上上下下的感觉都非常轻松。尽管整个基金的财务杠杆规模扩大了很多,各位合伙人也投入了巨额的私人资金以抵偿到期的贷款,但他们所卷入的风险程度似乎还在可以承受的范围之内。有估计表明,光劳伦斯·希利布兰德一人的价值就高达5亿美元之巨,而约翰·麦利威瑟本人也值好几亿美元,更重要的是,所有的合伙人似乎都对基金的投资组合非常了解,认为足可以规避巨大的风险。根据他们的模型,长期资本基金单个交易日所蒙受的损失,无论如何不会超过4500万美元,而对于一家资金总额数百倍于此的公司而言,这一损失实在是微不足道的。此外,根据同样的模型,该基金连续蒙受巨额亏损——在一个交易月之内亏损掉其资金总额的40%——的几率几乎根本不存在。(迄今为止,他们在一个交易月内出现的最大的持续亏损额,也仅占其资金总额的2.9%。)事实上,这些数据表明,只有在出现所谓的10个西格马事件——每10次交易就出现一次亏损,而这种情况的出现概率仅为10的24次方分之一,从统计学角度来说,这种情况几乎根本就不可能出现——长期资本基金才会在一年之内,将其资本总额亏损殆尽。

如果说,长期资本管理公司的合伙人感到有些担心,那么在当时来说,并不是因为担心会出现亏损,而是担心找不到足够有利可图的投资方向来进行投资。由于寻找合适投资方向的压力越来越大,他们开始愈来愈多地涉足那些难以捉摸、风险也相应很大的市场,如巴西和俄罗斯的债券市场,以及丹麦的不动产抵押债券市场。但是,负责巴西和其他新兴债券市场交易的马丁·西格尔其实并不十分适合负责长期资本管理公司的这摊子业务,这位老派的交易员对长期资本管理公司的交易模式其实并不十分清楚。只不过由于他在所罗门兄弟公司工作期间,曾经在对墨西哥电话公司的投资案中为约翰·麦利威瑟赚过很多钱,所以,根据约翰·麦利威瑟一贯的作风,就在长期资本管理公司中,给了他一个职位。

除此之外,长期资本管理公司还放弃了其视为金字招牌(即分散投资组合)的谨慎对冲套利策略,开始豪赌价格波动幅度。马尔隆·斯科尔斯对此感到十分沮丧,对公司在挪威克郎上所下的重注尤其表示不满。他争辩说,长期资本管理公司应该回归他们自己的模型,管理公司在挪威没有任何“信

息优势”可言。而就在大约一年多以前,维克多·哈格哈尼曾为了一项要求公司在希腊市场上进行投资的建议大光其火:“你怎么可能对这样的经济抱有信心呢?”现在,面对同僚的质问,维克多·哈格哈尼却不住地为自己的做法进行辩解。他认为自己绝对不会输,并不停地催促他的同僚,直到他们同意为止。

而在股票市场上,长期资本基金就陷得更深了。要知道,有太多的高科技公司为自己的员工建立了股票期权计划,并以很低的价格对外兜售期权购买权。长期资本管理公司购买了许多这样的期权购买权,其中不乏微软、戴尔、通用电气这样质地良好企业的期权购买权。随后,长期资本管理公司便在标准-普尔 500 指数交易系统为这些期权购买权进行卖出对冲,主持这一交易的是戴维·莫迪斯特,但设计这些交易仍然是维克多·哈格哈尼。后来,戴维·莫迪斯特的一位助手非常惊讶地发现,戴维·莫迪斯特竟然也在大肆抛空那些质地优良的大公司,如微软、戴尔、通用电气等公司的期权购买权,而且,这些抛空似乎还来自于维克多·哈格哈尼的奇思怪想。对此,戴维·莫迪斯特解释说:“这是维克多(维克多·哈格哈尼的名字)布置下来的交易,他就喜欢这样的交易,并要我必须执行。”甚至于,戴维·莫迪斯特还毫无必要地补充道:“维克多就是维克多,我还能说些什么呢?”

至此,长期资本管理公司已经失去了对将资金投入某些地方进行严格控制的能力了。在一宗典型的投机案例中,长期资本基金通过抛空股票期权的方式,赌美国股市下跌。当时,长期资本基金一位对统计数字极为敏感的证券研究人员阿兰·申耐尔根据模型计算出的股市波动趋势,建议全线买入有可能加入标准-普尔指数的股票(一旦这些股票加入标准-普尔指数,许多投资组合就会大量增持这些股票)。

劳伦斯·希利布兰德对这一交易非常感兴趣,但却对阿兰·申耐尔所建议的模型和所推荐的股票不屑一顾,自己挑选了一些其他公司的股票,并坚持大量买进每一种股票,最后,长期资本基金在这些股票上投入的资金竟然高达 20 亿美元之巨。当一位同事问阿兰·申耐尔,到底发生了什么事时,阿兰·申耐尔无奈地挥了挥手,回答说:“他(指劳伦斯·希利布兰德)把我推荐的股票全部枪毙了。”

除此之外,劳伦斯·希利布兰德还大量抛空由“股神”巴菲特经营的伯克希尔·哈撒维投资公司的股票,因为他认为,与该公司投资的每一家企业的经营业绩相比,伯克希尔·哈撒维投资公司的股价早已大大超升了。但是,由于伯克希尔·哈撒维投资公司的许多资产是属于私人的,劳伦斯·希利布兰德根本无法买到



伯克希尔·哈撒维公司

这些资产,因此,他对该股票进行的套利是没有什么效果的。而且,尽管劳伦斯·希利布兰德精于计算,但他脱离自己最擅长的专业优势,转而想从亿万富翁巴菲特身上赚钱,显然自视过高了。毫无疑问,这是一宗不能说是明智的交易。更何况,即使最后能够从这宗交易中赚到钱,长期资本管理公司所下的赌注也还是太大了。在一笔可能会带来亏损的交易中,长期资本管理公司重资购买了斯塔伍德酒店管理公司发行的垃圾债券,投资总额高达4.8亿美元之巨,比例更高达15%。事实上,这家不动产运营商本身的资产状况已经被高估了。

尽管长期资本管理公司的交易比以往任何时候都需要小心谨慎地加以评估,但令人费解的是,该公司合伙人的每周风险评估例会,却不可思议地变得越来越像是一次例行公事。他们不再像以往,如对意大利债券进行对冲套利那样,很有耐心地仔细研究、分析自己所进行的交易。虽然从表面上看,他们的争论依然很激烈,但结论却是早已决定了的。马尔隆·斯科尔斯对公司在多桩交易中的持仓量提出异议,而事实也证明,长期资本管理公司日后在那些数量极大的交易中,确实遇到了出货困难的问题。而对于长期资本管理公司这样一家交易量巨大的公司而言,这种状况无疑是非常值得担心的。除马尔隆·斯科尔斯外,罗伯特·默顿、戴维·马林斯,以及詹姆斯·麦克恩蒂等人也对公司的做法提出了批评,但他们都没有以退出公司这样一种激烈——或许是惟一可以让约翰·麦利威瑟和艾里克·罗森菲尔德阻止劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈格哈尼这两位公司头号交易员继续为所欲为——的手段,来阻止公司这种毫无理智可言的抛空行为。

遗憾的是,劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈格哈尼并没有认真听取他们几位的反对意见。长期资本管理公司那些年轻的同事对维克多·哈格哈尼的做法并不感到奇怪,但却对劳伦斯·希利布兰德的所作所为百思不得其解。一位同事揶揄聪明能干、做事情喜欢追根究底的戴维·莫迪斯特是“拉里执行奴隶”,此话让戴维·莫迪斯特感到极其愤愤不平。这位在波士顿长大的长期资本管理公司资深交易员对文艺复兴时代有着极其强烈的偏好,他喜欢艺术、喜欢文学,还喜欢戏剧。但是,戴维·莫迪斯特对金融的兴趣,更多的是在学术方面,而不在于具体运作。事实上,戴维·莫迪斯特一点也不喜欢公司资深合伙人的独裁管理方式,更不喜欢他们对他无时不在的控制。在他1998年正式晋升为长期资本管理公司合伙人之前,他曾经想过离开长期资本管理公司。因为在他看来,公司已经背离了原本小心谨慎的经营风格,完全成为了两名资深合伙人的工具,所谓的合伙人制也已经只剩下了一个名称。因此,在这样一家资本管理公司继续工作下去,基本上已经失去

了意义。

而此时,华尔街对长期资本管理公司的内部矛盾却浑然不知,事实上,各大银行仍在源源不断地向该公司提供大量资金。美林证券依旧喜滋滋地以极低的资金成本,向长期资本管理公司在巴西的投资提供巨额融资,尽管巴西存在着极其巨大的市场风险。后来,美林证券回购部门的人发现,长期资本管理公司在巴西的投资风险很大,于是,他们开始紧张起来,并把情况向美林证券专门负责对冲基金融资业务的信贷官员罗伯特·麦克唐纳做了汇报。但罗伯特·麦克唐纳对部下的汇报仅仅付之一笑:“我们早和这些家伙上床了。如果他们出了事,那我们也就玩完了。”

确实,当时存在不少可能,可以让事情往好的方向发展。事实上,美林证券对长期资本基金的信心非常高。4月1日,123名美林证券的高管人员分别以个人的名义,买下了美林证券对长期资本基金的大部分投资,作为他们在美林证券所获得的管理层效益收入。光接替图利出任美林证券董事长的戴维·柯曼斯基一人就投入了80万美元,所有高管人员总共投入的金额,高达2200万美元。具有讽刺意味的是,美林证券在比任何时候都要高的高点,将长期资本基金这只烫手的山芋,扔了出去——扔给了美林证券自己的高管人员!让这些高管人员在几个月以后,美美地坐了一回过山车!

美林证券的例子在华尔街并不少见。他们向其客户提供大量融资的意愿,不仅是华尔街心气浮躁、失去其一贯谨慎从事风格的一个写照,更反映了华尔街急于打开新兴市场股票承销市场的一种心态。当时,俄罗斯普遍被视为是资本家的下一个金矿。“每个人都在说,‘亚洲完了,让我们换个地方吧。’事实上,投入这些市场的资金量非常巨大。”后来担任美林证券欧洲和英国债券市场负责人的理查德·邓恩指出。在这种情况下,拒绝提供贷款确实需要异乎寻常的勇气,因为这意味着把生意直接送到竞争对手的手上。但是,“我们对保护我们自己所需要的保证金比例所作的判断确实是不正确的。”邓恩承认。“但这并不是我们在长期资本基金一家身上犯的错。整个市场都在逼迫我们,如果有人告诉你,你正在丢掉生意,那么,真的需要很大的勇气才有可能站起来说:这笔生意我不做!当时,整个华尔街都在犯错!”

4月份,一直在为未经深思熟虑就购并所罗门兄弟公司、导致整个磨合期问题不断而头痛的桑迪·威尔,突然宣布了一项号称是有史以来最大的金融业购并计划——旅行者集团与花旗集团合并!这一交易反映了华尔街存在一股极为浓烈的乐观主义情绪。此时,30年期国库券的收益率跌破了6%,这不由人不想起约翰·麦利威瑟年轻时那个稳定而纯真的债券市场。明天一定会更好的强烈信念,加上普遍存在的信贷意愿,使得对信用最差的

借款人的贷款利率都一跌再跌,而利差水平也相应地跌到了历年以来的最低点,即使是信用等级为A的公司债券,其利差水平也从年初的75个基点,跌到了区区60个基点。这种利差水平不断缩水的现象,仿佛为长期资本基金的资产损益表,打了一剂强心针。其结果是,第一季度表现平平的长期资本基金,4月份获得接近3%的赢利。到了4月底,市场利差水平降到了最低点,反映出市场信心达到了最高峰。这时,长期资本基金的资产总额也达到了创纪录的最高峰值——令人瞠目结舌的1340亿美元!也就是说,仅仅在短短的4年之内,如果不算公司合伙人提取的交易提成和管理费的话,长期资本基金的资产净值足足增长了4倍!即使扣除公司合伙人提取的交易提成和管理费,当初投入长期资本基金的1美元,也变成了2.85美元,换句话说,在短短50个月之内,长期资本基金的资本收益率达到了惊人的185%!

长期资本管理公司的荣耀并没有就此止步。理查德·利希率领几位合伙人,在避税圣地百慕大群岛,注册成立了一家资本额达2亿美元的再保险公司,这反映了长期资本管理公司把自己视作为一家金融保险公司的定位。现在,长期资本管理公司的合伙人们打算为形形色色的风险,如强风暴、地震、飓风等,提供保险了。不过,他们与意大利拉沃洛国民银行(BNL)合资成立一家共同基金的计划搁浅了。但长期资本管理公司的合伙人马上就找到了新的投资方向:私募股权(private equity)。在他们看来,世界上还有什么东西可以难倒他们呢?

但是,就在这样一种状态下,市场将遇到麻烦的征兆还是慢慢地显现了出来,尽管这种征兆很零乱、很不起眼、彼此之间似乎也没有什么关联。雷曼兄弟公司负责金融衍生工具业务的约翰·苏科,是少数几个头脑还算清醒的人之一。他认为,华尔街正在玩火,特别是在金融衍生工具的财务杠杆上面玩火。4月底,约翰·苏科在一次由独立新闻发行人詹姆斯·格兰特赞助的投资研讨会上发了言。在回答提问时,约翰·苏科断言,某些甚至所有华尔街大银行的那些年事已高的高层管理者,对自己手下那帮26岁左右的年轻交易员带来的巨大的交易风险,几乎毫无办法可言。不过,为了给自己留一个台阶,他补充说,雷曼兄弟公司的情况要好得多。但不管怎么说,他的发言,还是给歌舞升平的华尔街敲响了警钟。然而,可悲的是,尽管他已经为自己留了一点转圜的余地,可约翰·苏科还是因为在大庭广众之下指责华尔街的大佬们不能及时掌握情况,也没有办法控制手下交易员们所带来的风险,而被迫从雷曼兄弟公司辞职。

与约翰·苏科持有相同看法的劳埃德·布兰克芬是高盛公司的一名合伙人,他同样对整个金融系统巨大的财务杠杆表示忧虑。他提醒在纽约联邦

储备银行负责交易事务的彼得·费舍尔说,人们正在浪费大量的时间,寻找潜藏着的像墨西哥危机那样可能引发其他金融危机的威胁。劳埃德·布兰克芬认为,下一次即将来临的灾难,不会是某一个特定市场爆发危机,而是,信用危机!劳埃德·布兰克芬抱怨说,正是由于人们不能区分风险的大小程度,所以才会出现这种信用利差日益缩小的情况。现在的情况非常可怕,市场上所有的债券,几乎都成了国库券!

而对于银行家信孚的斯蒂夫·弗雷德汉姆来说,他最近的新加坡、中国香港之旅,为他敲响了警钟。鉴于墨西哥很快就从金融危机的打击中得到了复苏,因此,他原本希望亚洲也能很快复苏,但他在亚洲的所见所闻令他感到震撼:竟然有那么多的大玩家正在抽走他们的资金。在香港一家私人俱乐部的一次午餐会上,一家大银行的银行家几乎在突然之间,就修改了一宗交易的交易条款,以降低自己银行在亚洲所冒的风险。斯蒂夫·弗雷德汉姆几乎是带着极度沮丧的心情回到美国的。“此后,我们就开始大量抛空。”他回忆说。由于美国债券市场的信用利差几乎到了已经不能再小的程度,因此,他们认为,这已经是他们惟一可行的方法了,尤其是,如果已经极度脆弱的亚洲市场再有什么闪失的话。

起初,这种观点并没有在华尔街引起共鸣。但慢慢地,其他华尔街交易员也开始得出同样的结论。各大银行和证券公司开始抛售手头持有的那些风险较大、流动性较差的债券品种,也就是长期资本基金投资组合中数量最多的那些债券品种。有意思的是,尽管各大银行和证券公司并未对他们的抛售行动进行协调,但在市场上造成的抛压效果,却不能不让人感到,这完全是一次事先协调好的行动,因为大部分交易跑道一般都掌握在这些大证券公司手中。约翰·麦利威瑟可能对市场的这种动向有所警觉,所以,他特地对瑞士银行的经理安德鲁·斯西利亚诺进行了一次拜访。约翰·麦利威瑟对安德鲁·斯西利亚诺说,他正在寻找可以将合伙人的资金向非基金领域,比如股票、不动产进行投资的渠道,因为长期资本管理公司的这些合伙人实在太专注了,约翰·麦利威瑟补充道,全然不知长期资本管理公司的这些合伙人刚刚错过一次可以将部分资金撤回的机会。

在当时的市场上,最感紧张不安的金融企业,莫过于旅行者集团了。该公司的老板们刚刚了解到,新近购并进来的所罗门兄弟公司的那些固定收益套利交易员的年终红利收入依旧高达令人咋舌的1 000 万美元,有的甚至更高一些,对此,他们大感震惊。桑迪·威尔和他的副手杰米·戴蒙一度曾对由劳伦斯·希利布兰德倡导的所谓“明星体制”颇为倾心。在所罗门兄弟公司(当时已改名为所罗门美邦)实行的这种体制下,套利交易员可以以一个固

定的比例,得到其所创利润的一部分,作为该交易员的年终红利。但是,由于这些交易员并不会因为给公司带来亏损而受到惩罚,因此,交易员们不惜动用公司一切可以动用的资金,来追求利润的最大化,而毫不顾及可能给公司带来的巨大风险。所以,桑迪·威尔和杰米·戴蒙现在改变了他们的观点,并认定,套利就是一种经过包装的赌博。因此,他们不看好长期资本管理公司这个所罗门美邦最大的客户,也就在情理之中了。就在购并案完成后不久,杰米·戴蒙要求长期资本管理公司提供更多的信息,但遭到了约翰·麦利威瑟的拒绝,其理由是,所有这些消息都是长期资本管理公司的机密。于是,与格林威治毫无关系的杰米·戴蒙发出了威胁:如果长期资本管理公司不愿提供必要的信息,所罗门美邦将立刻中止与长期资本管理公司的所有商业往来。面对这样一种极其严重的警告,约翰·麦利威瑟惟一能够做的就是:乖乖就范。于是,一个全新的格局开始形成了。

作为所罗门美邦套利事务的两位共同负责人之一,罗伯特·斯塔维斯一直想效仿长期资本管理公司,介入股票交易。但却遭到了所罗门美邦全球证券交易负责人、罗伯特·斯塔维斯的新上司斯蒂文·布莱克的坚决反对。罗伯特·斯塔维斯一门心思想扩大股票价格的波动幅度,但斯蒂文·布莱克却让他无法施展。就这样,长期资本管理公司变得越来越冒进,而所罗门美邦的套利部门却变得越来越小心谨慎。如果约翰·麦利威瑟能够把长期资本管理公司控制更好一点的话,它本来也可以更加小心一点的。

4月份,所罗门美邦的套利部门出现了2亿美元的亏损,从而在所罗门美邦内部,引发了一场对该部门未来命运的严肃讨论。罗伯特·斯塔维斯告诉桑迪·威尔,他应该对未来更进一步的亏损做好充分的准备,但这绝对不是桑迪·威尔愿意听到的消息,因为桑迪·威尔深知,华尔街只看重企业的短期收益,而他本人则最看重旅行者集团的股票价格涨了还是跌了。出于对利差幅度越来越小的担心,旅行者集团的经营管理层做出了一个合乎逻辑、但却让约翰·麦利威瑟绝对难以接受的决定:大大收缩所罗门美邦套利部门的业务规模。对于所罗门美邦来说,惟一的利好消息,就是随着旅行者集团和花旗集团正在进行当中的合并,使所罗门美邦套利部门的重要性,大大降低了。在讨论出现亏损可能性的过程中,桑迪·威尔用很平和的口气说:“我喜欢把企业做大,只有这样,我们才会在发生这种事情时,不致感到苦恼。”作为花旗集团的一部分,桑迪·威尔现在终于如愿以偿了。此时,作为主要的资金提供者,所罗门美邦的一位主管打电话给长期资本管理公司,想了解他们究竟在交易中使用了多少自有资金。回答是“几乎没有”。这,多少让以前从来没有对套利交易做过如此深入分析研究的所罗门美邦感到松了

一口气,因为事情已经非常明显,这两家企业都过于依赖于利用财务杠杆进行操作了,而至少,所罗门美邦已经开始缩减其业务规模了。

5月份,与长期资本管理公司使用模型得出的预测相反,套利利差水平变得越来越大了。在债券上进行套利的机构和套利交易员,大都出现了亏损,更糟的是,这种情况引发了一轮虽然还比较和缓、但却很难止住的抛压。像所罗门美邦这样一些因蒙受亏损而出现资金减少的企业,其由电脑控制的资金-资产比率的波动幅度,已经超过了原本设定的合理水平,因此,纷纷被迫出售更多的资产。“由于人们纷纷套现,债券价格的波动幅度也同步扩大。”所罗门美邦在伦敦的一名交易员回忆说,“而这种情况又迫使更多的人开始大量套现。”

然而,这种状况还仅仅是一个开始。事实上,情况要比桑迪·威尔想像的糟得多。一股暗流向抵押债券市场涌去,而1994年的债券市场危机,就是从这里爆发的。由于以抵押担保品为基础发行的债券出现了大幅下挫,致使对冲基金不得不减少其他证券,如新兴市场证券的持仓量。因此,几乎就在一夜之间,亚洲国家所存在的金融危机再度爆发。亚洲“四小虎”中最大的印度尼西亚,由于国际货币基金组织的资金援助计划没有能够带来理想的效果,结果引发了一场声势浩大的街头骚乱,最终直接导致执政长达32年的总统苏哈托的下台。事实上,引发这场革命的不是别人,正是那些外汇交易员。他们不仅击溃了印尼的货币,而且还宣告了一个以贪污、腐败和独裁著称的王朝的终结。

所有人对投机者的下一个目标都很清楚,那就是俄罗斯。针对这种传言,俄罗斯中央银行行长谢尔盖·杜比宁宣称,俄罗斯卢布的安全性是毋庸置疑的。为了强调这一点,杜比宁补充道:“卢布绝对不会贬值。”到了5月底,俄罗斯央行决定,将卢布银行利率提高3倍,以阻止资金外逃。此时,俄罗斯的金融体系事实上已经接近土崩瓦解了。与此同时,美国的经济增长已经出现了趋缓的迹象,而对于债券价格来说,这种迹象绝对是一个利好。随着国库券收益率的不断下降,国库券和其他债券品种,如公司债券之间的信用利差,开始变得越来越大。这一趋势和长期资本管理公司所下的重注完全出现了背离,因此,1998年5月,成为了长期资本基金有史以来最黑暗的一个月份,其资产总额损失了6.7个百分点。

尽管即将成为长期资本基金最大投资者的瑞士银行(当时已经与瑞士联合银行实施了合并)对这些亏损情况并不很清楚,但它还是开始紧张起来。在对购股权证组合进行了仔细的重新审核以后,瑞士银行的金融衍生产品交易主管蒂姆·弗雷德里克森打电话给银行经理安德鲁·斯西利亚诺,向他提

出警告：“事情不太妙了。”对于瑞士银行来说，这些对购股权证组合所存在的最根本的问题是，这些组合根本就没有进行过对冲，因此，在市场一片看跌的情况下，这些投资就完全暴露在风险之中了。对于蒂姆·弗雷德里克森的这一提醒，安德鲁·斯西利亚诺回忆说：“当时，这个问题就像是一个肿瘤，如果它发作的话，那我们的情况就真的很不妙，但是，长期资本基金以前从来没有发生过这种情况。”

6 月份，瑞士联合银行负责购股权证销售的容·塔恩博姆辞职，从而为后来的戏剧性演变留下了脚注。更重要的是，信用利差还在不断放大。更加令人担心的是，长期资本管理公司表现非常活跃的所有市场，都出现了这种利差不断扩大的现象。而且，这一麻烦并不只针对某一种特定的证券品种，而是出现了全面的信用收缩，因为市场已经形成了一个共识，就是市场风险被大大低估了。在这种情况下，投资者开始更强调安全性，所以，他们愿意以更高的代价购买国库券（亦即他们愿意接受比较低的收益率，同时倾向于甩掉那些风险比较大的债券）。

詹姆斯·麦克恩蒂——约翰·麦利威瑟的朋友，长期资本管理公司一位与众不同的靠直觉而不是靠电脑进行交易的合伙人——敏锐地觉察到，市场风向发生了变化。他不厌其烦地向公司其他合伙人提出敦促，要求他们采取措施，以降低基金所面临的风险。但不幸的是，詹姆斯·麦克恩蒂的意见根本没有得到其他合伙人的重视，反而被其他合伙人视为不合时宜的老派赌徒。自打搬到康涅狄格以后，由于不再需要天天面对华尔街那些喉舌们的纠缠，因此，长期资本管理公司的合伙人们越来越特立独行了，但是，他们也因此失去了从交易员那里得到有时有些琐碎的市场信息的机会。他们发现，要摆脱詹姆斯·麦克恩蒂的聒噪是一件很容易的事，尤其是因为“酋长”自己也亏过不少钱。詹姆斯·麦克恩蒂越来越感到沮丧，一天下班以后，他和长期资本管理公司的首席律师詹姆斯·里卡兹正好在格林威治的“豪斯奈克”酒馆里碰上，而詹姆斯·里卡兹第二天正好要去爬阿拉斯加麦金利山。“等你回来的时候，这个世界说不定已经变得不像样子了。”詹姆斯·麦克恩蒂极为悲观地预言道。

而此时，在华尔街，许多和詹姆斯·麦克恩蒂有一样感觉的交易员，都在讨论“质量为上”——亦即持有政府公债。到了6月中旬，30年期国库券的收益率跌到了自美国政府于1977年首次发行30年期国库券以来最低的5.58%。“国库券市场上的每一个人都在担心，害怕抛空国库券这只杠铃，最

终会压到自己头上。”瑞士信贷第一波士顿银行的战略家马休·阿莱克西对《华尔街日报》如是说。但是,长期资本管理公司却是这一市场上的另类,他们依然每天都在市场上,大量抛空国库券!国库券是长期资本基金抛空的当家债券品种,他们以此来对他们所持有的高风险债券进行对冲。随着国库券收益率的不断下降,与高风险债券品种之间的利差水平越来越大,不动产抵押债券与国库券收益率之间的利差,从96个基点上升到了113个基点,公司债券与国库券的利差,也从99个基点上升到了105个基点,而垃圾债券与国库券之间的利差水平,更是从224个基点上升到了266个基点,甚至连一向比较安全的非当期公债与国库券之间的利差,也从6个基点上升到了8个基点以上。总而言之,高风险债券的市场溢价已经全线上升,长期资本基金在每一个市场上,都出现了大幅亏损。

那么,为什么所有这些客户都那么担心风险呢?这是因为,亚洲金融市场再一次出现了动荡。在日本,日元的坚挺,将日本经济拖入了长时间的衰退,从而导致日本债券收益率一降再降,这与长期资本管理公司所下的赌注正好相反。由于日本是东亚经济的火车头,日本进口商减少从亚洲其他国家的进口,直接导致了整个地区经济出现衰退。在印度尼西亚,印尼盾贬值达85%以上;在韩国,股票市场市值在一天之内缩水了8%。恐惧情绪在整个东亚地区蔓延,而危机,则每天都在不同的地方上演。

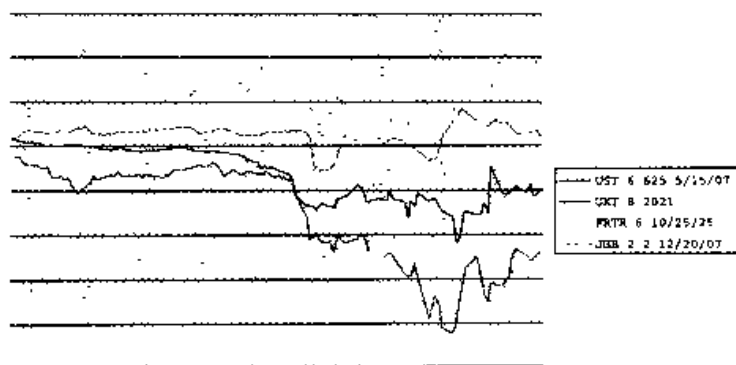
而从俄罗斯传来的不祥声音也变得越来越大。6月份,高盛公司费尽九牛二虎之力,才以12%的利率,替俄罗斯成功发行了12.5亿美元的5年期政府债券。(对于俄罗斯来说,这一利率水平是相当低的。)高盛公司的这次发行承销,应该说获得了极大的成功,最主要的,是它成功地让投资者相信,俄罗斯的经济问题不会继续恶化下去了。但就高盛公司而言,它根本就不关心俄罗斯的经济是否会继续恶化,它只在乎一件事——这一次成功的主承销,让它的口袋里多了数以千万计的美元!此外,高盛公司还因为这一次承销的成功,让俄罗斯政府在一个最令高盛公司满意的时间,清偿了欠它的2.5亿美元债务,因为它让俄罗斯政府获得了清偿其债务的能力。当时,这家有着百年历史的投资银行正在准备上市,因此,它非常希望俄罗斯政府能够及时清偿欠它的债务。事实上,这家打算在该年秋天上市的老牌投资银行,没有过多久,就亲眼看到了它一手鼓噪出来的俄罗斯乐观情绪的破灭。于是,它很快就把手头尚存的俄罗斯债券全数抛出,以和它费尽心机兜售给投资者的那张白纸,彻底告别。到了6月底,外国市场纷纷开始大量抛售由高盛公司、J. P. 摩根银行以及德意志银行所发行的俄罗斯债券,一时间,1年期俄罗斯债券的市场利率,竟然冲到了90%这一令人难以置信的水平。

在这样一种情况下,美国经济也开始出现掉头向下的迹象,而股市则立即随之出现了波动,同时,股票期权价格出现大幅上扬。对于长期资本基金来说,最为关键的是,这意味着股票期权价格的波动幅度上升到了27%的高水平。由于长期资本管理公司是在远远低于这一幅度的价格水平上抛空股票期权的,因此,长期资本基金立马出现了巨额亏损。总之,6月份,长期资本基金的资产亏掉了10个百分点,成为了长期资本基金成立以后损失最大的一个月。从整个1998年上半年来看,长期资本基金的资产总额总共亏掉了14%之多,基金有史以来第一次出现了持续性亏损。

与此同时,所罗门美邦的套利部门也出现了巨额亏损。本来,桑迪·威尔曾经宣称,所罗门美邦完全有能力承受这样一种结果。但事到如今,他也顾不得自己曾经说过的话了,决定将这个从来不讨他喜欢的部门的所有债券套利业务全部结束。也许有人会提出这样一个问题:既然桑迪·威尔不喜欢所罗门兄弟公司的套利部门,那又为什么要并购所罗门兄弟公司呢?毕竟,所罗门兄弟公司最赚钱的,就是它的套利部门。但不管人们怎么说,所罗门美邦开始积极地对其套利部门所拥有的资产进行了套现。由于所罗门美邦套利部门的大部分业务都和长期资本基金重叠,因此,所罗门美邦为求套现而给市场造成的巨大抛压,更进一步导致了长期资本基金资产的大幅缩水。有人甚至认为,正是由于所罗门美邦的这一举措,才最后导致了长期资本基金的走向深渊。而对约翰·麦利威瑟来说,尽管长期资本基金的日子拖得比他的缔造者更加长久一些,但这位缔造者的阴魂,始终在他的身边,挥之不去。

和所罗门美邦一样,长期资本管理公司抛空的,也是十分简单的互换利差(*swap spread*),这种利差,是从一种被广泛交易的标准利率中衍生而来的。而所谓的利率互换指的是,在任何一个特定的时点上,银行、保险公司,以及其他投资者都需要根据一个基准利率为其借款支付利息,但他们也可以对他们所借的贷款进行互换,而他们愿意为此支付的利率,就是所谓的LIBOR利率(即伦敦同业拆借利率)。这一交易的原理是,由于LIBOR利率是随时会发生波动的,没有任何人能够很清楚地知道它会走向哪里。因此,一般来说,每个国家的利率互换都以该国的政府公债作为基准,进行小幅的上下浮动。因此,互换利差一直都是信贷需求市场的一个基本指标。互换利差上升,意味着投资者愿意承受较大的风险,也愿意接受未来较大的利率波动幅度。

1998年4月,美国当时的互换利差在48个基点左右。就近年来的历史来看,这个水平相当之高。(尽管在最近的1990年大衰退时,这一数字曾达到过84个基点的高点,但在20世纪90年代的大部分时间中,美国的互换利



美国、英国、法国与日本债券的互换利差

差水平一直保持在 35 个基点左右。)由于长期资本管理公司一直认为,在可见的将来不会发生衰退,因此,他们对这一利差的幅度收缩下了很大的赌注。在欧洲,长期资本管理公司的处境更加微妙。在英国,互换利差的幅度高达 45 个基点,而德国的互换利差只有区区 20 个基点,两者之间的差距异乎寻常的大。这种现象的出现确实

有其自身的经济动因,但是,无论如何,这只是一种暂时的现象,而不是出自于自然。^{*}因此,长期资本管理公司认定,两者之间的差距必然会缩小,并为此押下了重注。

长期资本管理公司在这两个市场上所下的重注似乎不无道理,但从历史上看,这种做法并非毫无风险。互换利差市场是一个深不可测的市场,非常适合于运用模型来进行操作。但是,正像许多其他交易所反映的情况那样,长期资本管理公司在这方面的交易规模之大,绝对不是一件正常的事。而且,由于所罗门美邦开始对其互换利差交易进行大规模套现,长期资本基金在两个市场上都开始出现亏损,因为,美国市场的互换利差扩大到了 56 个基点,而英国和德国市场上互换利差水平,也出现相同的扩大趋势。

更糟的是,随着所罗门美邦退出美国套利市场的消息公诸于众,7 月份,一份由所罗门美邦高层起草的备忘录被泄露给了《华尔街日报》,该报随之对这份报告进行了披露:“套利交易的赢利可能性已经大大降低了,而与此同时,市场风险和市场波动幅度仍在不断扩大。”因此,不同企业的交易员们很自然地纷纷开始抛售互换利差合约以及其他套利合约。因为他们担心,他们会在所罗门美邦的巨量抛压下,惨遭蹂躏。

不幸的是,长期资本管理公司的合伙人们极大地低估了市场二号选手退出这一市场的严重性。在他们的心目中,其他套利者一定会填补因所罗门美邦退出市场而留下的巨大空白。所以,当一位资历尚浅的交易员向艾里克·罗森菲尔德表示自己的担忧时,还遭到了后者的好一顿训斥。艾里克·罗森菲尔德坚持认为,一切都尽在合伙人们的掌握之中。7 月份,就在瑞士银行和瑞士联合银行合并以后不久,安德鲁·斯西利亚诺对约翰·麦利威瑟进行

^{*} 由于英国政府很少举债,所以,英国政府公债的利率相当之低,而相应的利差就相对很大。而相反的是,由于德国政府不断发行政府公债,所以,德国债券市场的利差非常小。

了一次拜访。约翰·麦利威瑟将长期资本基金最近所出现的亏损情况向斯西利亚诺进行了通报,引起了后者极大的震惊。但是,约翰·麦利威瑟却显得非常自信。他对安德鲁·斯西利亚诺解释说,他们早就预料到,会有这两个月的市场最坏阶段,只不过,出现长期资本基金在所有的市场和交易品种上全线尽墨这样一种情况,还是让他们感到有些意外。但即使如此,约翰·麦利威瑟很冷静地补充说,长期资本管理公司现在拥有足够的优势,可以在很低的价位上,进行回补。但不管约翰·麦利威瑟如何巧舌如簧,早就被长期资本管理公司搞得头疼的安德鲁·斯西利亚诺,立即向瑞士联合银行的首席风险管理官费利克斯·费舍尔做了汇报。安德鲁·斯西利亚诺认为,长期资本基金的亏损情况如果进一步持续下去的话,瑞士联合银行将立刻面临极大的风险。但是,不知道由于什么原因,这两人都没有把这一情况向瑞士联合银行的更高层管理部门发出警告。

长期资本基金的清算经纪行贝尔斯登同样也对长期资本基金出现严重亏损表示了极大的关注。但到了7月份,长期资本基金又开始出现复苏迹象。“由于我们能够看到该基金每天的损益表,因此,我们早在7月初就已经了解到,该基金的经营情况出现了明显的好转。”贝尔斯登的马尔克·阿历克斯指出,“情况是这样的,长期资本管理公司对其使用的所有模型进行了一次重新审视,并得出结论,6月份应该是最不正常的一个月份了。”

约翰·麦利威瑟非常小心地以他自己的名义,将长期资本基金的亏损情况,向美林证券的赫伯特·艾利逊和其他的主要合作伙伴做了通报。从总体上来看,他的声音非常松弛。在一封给长期资本基金所有投资者的报告中,约翰·麦利威瑟写道:“未来的情况可望出现好转。”而与此同时,约翰·麦利威瑟又重新表现出了对高尔夫的热衷,过去出现的那些损失根本就没有降低他的激情。用一位高尔夫球友的话说:“他非常镇静自如。”

最能表现长期资本管理公司继续拥有极大自信的,莫过于他们继续招募新人了。一向对新技术情有独钟的长期资本管理公司合伙人,在这个夏天中,一下子招进了8名软件设计高手,使长期资本管理公司的员工,达到了190人的最高峰。

事实上,长期资本管理公司也卖出了不少资产,以适应其日益捉襟见肘的现金流,但出售规模相当之小。而且,尽管长期资本管理公司出售了一些与价格直接涨跌相关的部分交易品种,但合伙人们仍然坚持保留其主要的、与利差缩放相关的交易品种,如股票价格波动幅度、互换利差以及荷兰皇家壳牌石油公司所发行的债券,等等。更有甚者,他们还对这些品种进行了增持。总的来说,长期资本基金的资产仅仅从1340亿美元,下降到了1280亿

美元,而且,其财务杠杆甚至还有所上升,达到了令人恐惧的31倍!而从长期资本管理公司所使用的模型来分析,该公司单个交易日现在能够承受的损失,已从原来的4500万美元,下降到了3400万美元。但是,这种风险评估方法是非常机械的,它是用已经过去的股票价格波动幅度,来评估未来可能会出现的风险。像往常一样,长期资本管理公司的合伙人们在驾驶长期资本基金这辆汽车时,眼睛只看反光镜里面折射出来的景象。

7月份,市场状况依旧动荡不安。在俄罗斯,卢布贬值的阴影始终挥之不去,因此,短期债券的收益率飙升到了令人咋舌的年利率120%的极高水平。对此,全球投资者——眼睛一眨不眨盯着CNN或布隆伯格,似乎永远不需要睡觉的那些交易员们——的态度是:俄罗斯是一个心腹之患,但迄今为止还在一个可控范围之内。一位精通俄罗斯事务的观察家认为,俄罗斯央行可以轻而易举地停止兑换美元,从而达到制止外汇出逃的目的。“人们根本就不会在乎。”他补充说,“倒霉的只有那些对冲基金。”

人们不会在乎的原因是,只要一有风吹草动,货币管理当局立刻就会毫不犹豫地做出反应。7月份,在美国财政部长罗伯特·鲁宾的敦促下,国际货币基金组织会同好几个国家一起,提出了一个向俄罗斯提供226亿美元的援助计划,以缓解俄罗斯面临的到期债务清偿问题。一时间,所有的问题好像都可以解决,或者至少可以缓解了。(所有的援助资金都被俄罗斯的那些新权贵中饱了私囊,并被偷偷转移到了国外。)当时,高盛公司还在苦口婆心地劝诱投资者,将他们所持的短期债券调换成20年期俄罗斯债券,给人的感觉好像是,高盛公司认为,未来20周的俄罗斯局势,要比未来20年的更加模糊不清。但投资者根本就不吃这一套,他们果断停止了对俄罗斯政府信用的分析和判断,他们再也不相信那句“核国家绝对不会违背誓言”的老话了。当时,和20世纪70年代和20世纪80年代初,花旗银行董事长沃尔特·拉尔斯顿以“主权国家不会赖债”为理由,将大量贷款借给拉丁美洲国家,最后蒙受惨重损失的情况,几乎一模一样。

对于俄罗斯政府的信用,旅行家集团的桑迪·威尔和吉米·蒂蒙在别人尚还茫然不知的时候,就已经嗅到了不妙的味道,“桑福德痛恨俄罗斯。”旅行家集团负责伦敦交易事务的一位交易员说,“他一直认为,俄罗斯是一个无法无天的地方。”事实上,国际货币基金组织的一名官员早在6月份,就已经与所罗门美邦进行了接触,希望所罗门美邦能对莫斯科伸出援手。国际货币基金组织派往莫斯科的代表团团长则用另外一种说法,试图说服所罗门美邦。他表示,美国政府是绝不会听任一个核大国违背其誓言的。但是,桑迪·威尔和吉米·蒂蒙绝对不会让自己去等候可能永远也不会到来的意外

惊喜,更何况,他们认为,俄罗斯根本就不会给他们带来任何好处。因此,尽管桑迪·威尔对地缘政治极感兴趣(对俄罗斯尤甚),但他还是坚持认为,对于一家投资银行来说,这绝对不是一个好去处。所以。一直到最后,所罗门美邦都没有对国际货币基金组织的要求做出回应。

不幸的是,长期资本管理公司再一次与所罗门美邦采取了背道而驰的立场。维克多·哈格哈尼和格里高利·霍金斯接受了俄罗斯不会——更不可能——听任自己国家货币崩溃的说法。(经济学家们正在不遗余力地向几乎所有的对冲基金,其中也包括长期资本基金,推销这样一种观点。)长期资本管理公司心里当然很清楚,违约的可能性始终是存在的,但教授们深信,如果莫斯科真的违约的话,他们的模型一定可以事先做出预警。而对于维克多·哈格哈尼来说,所有这一切都是顺理成章的。“我们凭经验行事。”他后来对整个投资组合进行总体评价时说:“如果你不愿根据从以往的经验中得出的结论行事的话,那最好的办法就是把钱拿在手上,什么也别去做。”但是,模型真的能够对一个国家——不仅是这个国家的市场,而且还包括它的政治家、它的立法者、它的精神——做出准确的预测和判断吗?对于长期资本管理公司这样一些书生气十足的交易企业来说,俄罗斯实在是一个令人伤心的实验室。其所具有的不确定性几乎是根深蒂固的。维克多·哈格哈尼所掌握的历史知识,应该已经很清楚地将这一点告诉了他。(丘吉尔早在1939年就已经向世人宣告:“我无法预测俄罗斯的行为,因为那里是一个非常神秘的世界,是一个让所有人无法猜透的迷。”)而在1998年,俄罗斯的情况和丘吉尔所说的几乎完全一样,根本不存在可以用计量经济学方法进行事先预测的任何可能性,即使是格林威治屡试不爽的电脑,也一样毫无用处。

其实,联邦储备银行委员会早就意识到,银行对从过去经验中得来的预测过于依赖所具有的危险性。在一封致银行的公开信中,联邦储备委员会的一位高级官员警告说:“银行应该坚决杜绝这种把一切活动建立在假设基础上的倾向,千万不要认为,过去几年中出现的那种异乎寻常的良好经济环境还会一成不变地延续下去的假设是正确可靠的!”尽管这封公开信针对的是商业贷款,而不是资本市场,但这封信一针见血地指出,有必要很好地对诸如破产、违约等“另类情形”进行重新考虑,而不应该一味地假设,未来的市场将会是现在情况很好的市场的无限延伸。与这一思路非常清楚的警示相反的是,联邦储备委员会主席艾伦·格林斯潘,却仍在对金融衍生工具市场的繁荣大唱赞歌。7月30日,就在参议院农业、营养和森林小组委员会举行听证会的前夕,艾伦·格林斯潘还在宣称,金融衍生工具的交易员们“用对交易双方进行仔细评估的方法,对信用风险进行了极其有效的管理”。根据艾伦·

格林斯潘一贯的讲话方式,他的话只能这么理解:在格老看来,美林证券或摩根斯坦利添惠这些投资银行,已经在非常小心谨慎地对长期资本基金这样的一些客户,进行重新评估了。事实上,这一观点很快就被证明是大错特错的。

7月中旬以后,长期资本基金的经营业绩更加显得有气无力了。整个7月份的业绩勉强勉强地刚好打平,而欧洲和美国的股票价格纷纷掉头向下。到了8月初,俄罗斯的债券市场再次大跌,而华尔街各大银行和对冲基金都在大量抛售手持俄罗斯债券的传闻甚嚣尘上。与此同时,无论是在东欧、拉丁美洲,还是在亚洲,全球市场全部陷入沉重的卖压之中。现在,俄罗斯已不再是尽在掌握之中了。

到了8月的第二周,俄罗斯市场终于风云突变。由于受国内外汇大量外逃的影响,俄罗斯外汇储备日益枯竭,政府财政预算入不敷出,加之俄罗斯最主要的出口商品——石油的价格暴跌了33%,因此,俄罗斯政府于8月13日做出决定,立即对卢布实行控制。另一方面,由于所有的银行都不可靠,而且缺乏偿付能力,因此,整个银行系统陷入了瘫痪。在此情况下,莫斯科股票市场被迫休市。就在休市前一天收盘时,整个股市的市值就跌去了6%之多,而全年的跌幅更达到了惊人的75%。与此相对应的是,短期利率水平则整整上升了200%。在短短的两个半月之内,长期资本管理公司当初高高兴兴从高盛公司手中买下的俄罗斯债券的价格,就几乎遭到了腰斩。

尽管俄罗斯政府一再宣布卢布绝不贬值,但全世界所有的人都预期卢布会贬值。就在这样一种极度危急的情况下,俄罗斯国家杜马拒绝了国际货币基金组织提出的改革方案,随后,议员们便纷纷开始休假。尽管俄罗斯政府一再请求杜马紧急复会,但遭到了议员们的断然拒绝。极具讽刺意味的是,俄罗斯政府的众多高官,包括俄罗斯当时的总统鲍里斯·叶利钦在内,也都在他们的黑海海滨别墅,悠悠闲闲地度着假,就好像这些极为棘手的问题会

自动得到解决一样。对于长期资本管理公司来说,所发生的这一切问题,都不是可以用模型加以解决的。

而在美国和欧洲,市场同样也利空消息满天飞:俄罗斯经济出现重大危机、亚洲经济虚弱得不堪一击、伊拉克拒绝接受全面武器核查、人民币可能贬值,克林顿总统深陷与莫妮卡·莱温斯基绯闻之中,等等,不一而足。因此,随着投资者大量撤离俄罗斯和亚洲市场,以安全性著称的美国国库券,再度成为了市场的宠儿。于是,30年期国库券的收益率,下降到了5.56%的历史新低水平。



利空消息满天飞引发华尔街恐慌

于是,很自然地,信用利差进一步扩大了。事实上,自4月份债券套利到达峰顶以后,A级信用债券的利差水平已经从60个基点扩大到了90个基点,同时,美国的互换利差水平也已经大幅上扬。因此,华尔街所有银行的套利部门都开始全线撤退,大量资金纷纷从债券套利市场夺路而逃,就像当初逃离亚洲市场一模一样。这一趋势刚刚开始出现的时候,联邦储备委员会还表示出了些许乐观情绪,因为利差开始有所回缩,银根也开始有所放松。但在俄罗斯市场崩盘以后,联储的神经开始紧张起来了。

8月份,长期资本基金出现了亏损——令人不安的是,过去的4个月中已经有3个月出现亏损了。此时,长期资本管理公司的合伙人们再也不能对华尔街的动向无动于衷了。他们终于意识到,所罗门美邦的大量套现,已经成为了他们的心腹大患。于是,维克多·哈格哈尼向所罗门美邦提出一个报价,希望能够以20亿美元的代价,一次性买断所罗门美邦套利部门持有的所有未清偿资产——长期资本管理公司的意图非常明确,就是要冻结这部分资产,防止它继续流向市场,从而导致市场抛压进一步加剧。但所罗门美邦的那些家伙认为,维克多·哈格哈尼简直就是在开玩笑,长期资本基金现在怎么还有能力来讨论这么大规模的交易呢?但同时,他们也对长期资本管理公司表示出了他们的敬意,因为,迄今为止,长期资本管理公司没有采取任何进一步的攻击行动。在此期间,长期资本管理公司的首席财务官罗伯特·舒斯塔克每天都与惴惴不安的贝尔斯登公司通一次电话。一天,J.P. 摩根银行听到一个谣传,说长期资本管理公司已开始着手大量套现,或至少正在尝试进行套现。与此同时,这一传闻也传到了雷曼兄弟公司的耳边。尽管长期资本管理公司确实曾经怠慢过这家规模比较小的投资银行,但这一次,它却希望能够不遗余力地取悦雷曼兄弟公司。“他们特地赶到我们公司,并诚恳地告诉我们,他们希望能够和我们公司扩大合作。”雷曼兄弟公司负责固定收益业务的主管杰弗里·范德比尔特说,“我很清楚地记得,当时,他们的流动性几乎已经枯竭殆尽。他们真的非常希望能够得到新的融资。”但是,由于以前提供的回购融资已经一再展期,所以,华尔街的各大银行,包括雷曼兄弟公司在内,开始要求长期资本管理公司的教授们,提供保证金。

于是,几乎就在突然之间,长期资本管理公司的合伙人们开始为自己的利益担心起来,纷纷给自己的顾问和律师打电话,征求意见。长期资本管理公司在伦敦的一位名叫汉斯·赫舒密德的合伙人,当时正准备与一位加利福尼亚女子结婚,打算购买一幢位于马里布的住宅。由于他在长期资本基金投

了很多钱,而这些钱又都是借来的,所以,乍一听到这样一个难以置信的消息以后,立刻有一种天崩地裂的感觉。于是,他立即决定:房子不买了。

8月中旬,依然信心十足的约翰·麦利威瑟按照原订计划,前往中国旅行。长期资本管理公司的合伙人们普遍认为,他们现在有足够的理由可以感到乐观:利差水平已经扩大到了一个不可能再进一步的程度,惟一的可能就是,利差水平很快就会开始缩小。但是,他们的乐观事后被证明是错的。8月中旬,长期资本管理公司进一步增加了俄罗斯债券的持仓量,而且,除了对一部分债券进行过对冲以外,还有相当大数量的债券根本就没有进行过对冲。当时,尽管俄罗斯和金融局势依然困难重重,但政府已经重新掌握了控制权。不过,全世界依然都在观望,俄罗斯下一步将走向何方?而就在此时,维克多·哈格哈尼和另外一名研究员、前斯坦福大学教授艾曼·辛迪,却买进了更多的俄罗斯债券,给人的感觉,就好像他们已经对俄罗斯未来的发展有了充分的把握一样。现在,什么诺贝尔奖,什么大学博士,一切都无关紧要了,长期资本管理公司的教授们,已经再也顾不得身份、面子了,他们赤膊上阵,开始了长期资本管理公司的最后一搏。用长期资本管理公司一位交易员的话来说,“公司开始直接把宝押在俄罗斯上了,而且,一赌到底。”另一位交易员则沮丧地表示,“这哪里还有我们一贯做法的影子?!”



坠落深渊

问题在于：长期资本管理公司的灾难，到底是一个特殊的、孤立的个案，是自然世界发生的一次偶然事件，还是布莱克-斯科尔斯模型本身所具有的缺陷所造成的不可避免的后果。这一幻想是否给所有的市场参与者都带来了一种假象，就是所有的风险都是可以同时规避的。

——莫顿·米勒，诺贝尔经济学奖获得者

整个8月中旬,长期资本基金都处于极度困难之中。不过大可安慰的是,或早或晚,其他基金或所有资本企业的日子都不会好过。但是,它的声望还在,它的资金还在,它的总体业绩依然光彩夺目。金融界所有的人,都依然对长期资本基金这块金字招牌,感到无比的艳羡,无比的尊崇。只要一谈起长期资本基金,“天才”、“不可思议”之类溢美之词,就会喷涌而出。就普通大众而言,人们对长期资本基金并不十分了解,但在圈内,长期资本基金的名头就大得惊人,如雷贯耳。事实上,约翰·麦利威瑟及其合伙人要的就是这种效果,而且,希望保持得越久越好。他们从来没有想到过,他们会在如此重大、甚至具有历史意义的事件中,扮演如此重要的角色;也从来没有考虑过,自己的财富会发生如此巨大的变化;更没有考虑过,事态会以这样一种方式,在这样一种情况下,如此迅速地发展。就在1998年夏末,华尔街众多金融家纷纷前往汉普顿度假的时候,长期资本管理公司的合伙人们依然还在华尔街最有前途、最成功,同时也是最受人尊敬的投资者之列。长期资本基金还拥有36亿美元的资金,其中有2/5的资金依然还属于这些合伙人。但无论如何想像不到的是,只过了5个星期,所有这些资金就全部化为乌有了!

1998年8月17日,星期一。俄罗斯政府宣布,他们将延期偿还他们所欠的所有债务。俄罗斯政府做出了一个非常简单的决定,他们将优先支付工人的工资,而将应该偿还给西方债权人的钱延期支付,并不在海外市场支撑卢布汇价。简而言之,他们决定放任卢布贬值。而且,至少对相当一部分到期债务来说,俄罗斯政府违约了,而以前他们曾经一再保证,这两种情况都绝对不会发生!经过一段时间的沉默以后,俄罗斯政府再度宣布,他们将延期偿还相当于135亿卢布的到期债务。俄罗斯政府的这一下,不仅使国际金融界的游戏规则变得荡然无存,更严重的是,俄罗斯金融危机的程度,甚至比拉丁美洲债务危机达到最高峰时还要严重;而且,即使在危机最为严重的时候,拉丁美洲各国政府也没有完全抛弃自己的本币。

至少在最初时刻,市场反应还是一片静寂。但很快,墨西哥和巴西债券就应声而跌了;日本和其他新兴金融市场的地位也被进一步动摇了;但在美国,道·琼斯指数不跌反升,且升幅高达150点。于是,根据自1992年以来一直延续下来的传统,美国各大银行很快宣布,暴风雨很快就会过去,一切都不会造成太大的麻烦。大通曼哈顿银行——其股价在6周之内几乎跌掉50%——的首席信贷官罗伯特·斯特朗充满信心地对一位华尔街分析师说:“我不认为俄罗斯会对大通曼哈顿银行或其他美国银行造成很大问题,”确

实,就俄罗斯的债务总量来看,并不是什么了不起的问题,不过只是又一个委内瑞拉而已。

但事实是,俄罗斯绝对不是另一个委内瑞拉!由于人们普遍认为,核国家是不会违约的。所以,等到俄罗斯真的违约以后,整个市场的一个信念——国际金融警察会在出现问题时挺身而出,将一切灾难消弭于无形——就这样一去不复返了。这一次,没有任何人采取过有效的行动,来解决俄罗斯的债务危机。国际货币基金组织没有,罗伯特·鲁宾没有,甚至连7国集团也没有。“国际货币基金组织和7国集团商量了老半天,最终做出的决定却是:袖手旁观。”国际货币基金组织的一位前任高级官员莫里斯·戈德斯坦评论说。这一事实就好像一股西伯利亚强冷风,将全球金融市场吹了个透心凉。俄罗斯政府的违约,不仅将长期以来一直在投资者头脑中根深蒂固的一个假设——哪里有危机,安全保障网络就会在哪里出现——无情地击得粉碎;更加重要的是,它还戳穿了一个“危险的道德泡沫”,而自从罗伯特·鲁宾对墨西哥金融危机大施援手以后,这一泡沫就一直存在。于是,自俄罗斯金融危机以后,越来越多的投资者得出结论认为,没有一个新兴市场是安全可靠的。

星期四,也就是俄罗斯金融危机发生后的第二天,全球市场一片狼藉。东欧和土耳其股市极度低迷;加拉加斯股票市场大跌9.5%,致使委内瑞拉人陷入恐慌,纷纷抢购美元;在巴西,股指跌去了6%;即便在德国,由于俄罗斯的动荡可能危及其东部边境,因此,股市也应声下跌了2%。

于是,投资者不仅纷纷从新兴市场大举抽身,而且,也开始从所有可能出现投资风险的市场上撤退。这一事件引起的恐慌证明,亚洲金融风暴所带来的后遗症,远远没有被投资者所遗忘。其结果就是,互换利差——信用市场最基本的风向标——就好像脱了缰的野马一样,拼了命似地向上狂升。在英国,巴克莱银行要求其所有交易员,将所有的互换利差抛空合约一律予以平仓,即使这些交易员像长期资本管理公司的合伙人们一样,认为互换利差已经高到不能再高的程度也罢。巴克莱银行放弃互换利差抛空合约这一举动,令原本已经高高在上的互换利差,进一步雪上加霜。^{*}但是,巴克莱银行管理层根本就不在乎他们此举会给市场带来什么样的后果,他们只有一个念头,就是尽一切可能,迅速远离充满风险的是非之地。

巴克莱银行采取行动的第二天,也就是1998年8月21日星期五,全世界所有的交易员都开始不顾一切地逃离这是非之地。亚洲和欧洲股市全体

^{*} 要逃离这一市场,交易员就必须进行补仓,因此,就会造成现券价格上扬。

跳水。到中午以前,美国道·琼斯指数重挫 280 点,不过,下午涌出的人量回补盘,使大盘收复了大部分失地。但是,市场波动幅度如此大幅度的放大,一下子就使长期资本基金蒙受了数以千万美元计的巨大损失。

然而,这一事件对市场信用造成的打击,远要比看得到的损失更大。国库券价格出现巨幅上涨,而这种巨幅上涨,很明显不是因为恐慌本身,而是由投资者焦躁不安的心理所驱动的。仅仅就在几个月之前,投资者对不同债券之间的风险差异还不甚在意,现在,却成为了他们考虑问题的惟一出发点。就这样,一个鲜花盛开的世界,在受到俄罗斯金融危机、日本经济衰退,甚至至于克林顿与莫妮卡·莱温斯基绯闻案的连续打击和影响下,一下子就变得满目疮痍了。于是,在全世界每一个市场上,投资者只要一样东西,那就是安全性最高的债券:在美国,就是 30 年期国库券;在德国,就是 10 年期政府公债。由于全世界的投资者只想要安全的债券(越安全,也就是收益率越低越好),只想迫不及待地抛售掉所有不安全的债券(越不安全,也就是收益率越高的债券,就越要早点抛掉),从而导致市场信用利差越来越大,甚至达到了前所未有的程度。于是,长期资本基金每时每刻都在发生巨额亏损,亏损的数额每分钟以百万美元计!

而在格林威治,在 8 月 21 日这个金色的星期五,长期资本管理公司的办公室里几乎空无一人。大多数合伙人都在度着他们最后的幸福假期。那天早晨,天气非常闷热,员工们都在百无聊赖地慢慢闲逛。一再提出警告却一再被其他合伙人忽略的詹姆斯·麦克恩蒂,负责在公司留守,而另外一名合伙人、曾经为长期资本管理公司设计过许多电脑模型的威廉·卡拉斯科则在紧张地一页接一页地翻阅着电脑上显示的市场行情,心情十分异样地关注着市场的动向。就在他不停地查阅政府债券、抵押债券,以及外国债券等全部信用市场行情的过程中,他突然发现了一个令他不敢相信的情况:美国互换利差的振幅达到了 20 个基点。威廉·卡拉斯科很清楚,在任何一个交投活跃的正常交易口中,美国互换利差的振幅在 1 个基点上下。但在这一天早晨,这一振动幅度达到了不可思议的 20 个基点!收盘时分,美国互换利差最终上升了 9 个基点,达到了 76 个基点,比 4 月份时的 48 个基点,进一步上升了 28 个基点,比 7 月份上升了 12 个基点。

威廉·卡拉斯科简直不敢相信自己的眼睛。他连忙找来交易员马特·扎麦斯和公司负责回购融资事务的马尔克·雷斯曼,向他们宣布了这一消息。其中一位痛苦地大骂了一声:“他妈的!”长期资本管理公司的交易员们

从来没有遇到过这种情况,事实上,这种情况也只在1987年和1992年发生过两次。由于长期资本管理公司电脑模型所使用的数据库,根本就没有追溯到那么远,所以,面对这样一种情况,他们只能一筹莫展。这时,长期资本管理公司的一名分析师打了一个电话到一位交易员的家里,问他:“能猜一下现在的互换利差是多少吗?”当这位分析师将答案告诉这名交易员时,这位交易员竟然破口大骂:“去你妈的!以后再也不要打电话到我家了。”

就在那个星期五一,长期资本基金在所有的市场上全军覆没。信用利差一路狂升,抵押债券的利差扩大为121个基点,而仅仅在几周以前,这一水平还只有107个基点。与此同时,高收益率债券的利差水平也从269个基点,上升到了276个基点。甚至于连非当期债券的利差水平,也从8个基点,升到了13个基点!尽管从绝对值角度来看,这样一些数字并不十分起眼。但对长期资本基金所使用的财务杠杆及其所带来的持仓量来说,其影响确实是极其惊人的。

此外,即使在那些看似毫无关联的市场上,长期资本基金也遭到了重创。他们持有的风险很高的俄罗斯和巴西债券价格再度暴跌,而且,其跌幅要比长期资本管理公司抛空的那些相对比较安全的债券大得多。事实上,就在这一天,发生的所有情况都透出一股子邪门劲。长期资本管理公司莫名其妙地购买了一家正计划与泰勒布斯公司合并的电讯公司——西耶纳公司的大量股票,并将该股票一直握在手上,一直到市场价格与收购价格的差额只剩下0.25美元时,仍然没有脱手。同样也是在8月21日这个星期五,两家公司宣布,并购将被推迟,西耶纳公司的股价立即大幅狂泻,从每股56.75美元的高位,一路狂跌到每股只有31.25美元,整整跌去了25.50美元!为此,长期资本基金损失了1.5亿美元。许多年以前,艾里克·罗森菲尔德就警告过,风险套利就好像是在正在驶过来的推土机前拾钱,总有一天会被推土机碾得粉碎。

现在,每一个市场都出现了亏损。这些亏损来得如此之快,来得如此之迅猛,令长期资本管理公司的合伙人措手不及、不知所措。于是,就在突然之间,他们失去了对局面的控制,仿佛科学之神拂袖而去,冥冥中一双无形之手主宰了他们的一举一动。在格林威治,主要的几位成员都在十分紧张地打着电话,试图和分散在全世界各地的合伙人取得联系。当时还在意大利的维克多·哈格哈尼听到消息后立即赶回了伦敦;而刚刚赶到伊达荷太阳谷、准备与家人共度两周温馨假期的艾里克·罗森菲尔德,屁股未坐热就急忙红着眼睛赶回了纽约。当时,约翰·麦利威瑟正在中国旅行。当其他合伙人联系上他的时候,他正在兴致勃勃地吃着晚餐,一听到这一噩耗,他马上决定,取消

所有其他安排,立即赶乘第二天最早的航班回家。就在离开北京之前,约翰·麦利威瑟给长期资本管理公司最主要的交易伙伴——高盛公司的首席执行官乔·柯兹纳的家里打了个电话:“我们损失很大。”约翰·麦利威瑟通知他说:“不过,一切都还算好。”

然而,一切都已经不行了。长期资本管理公司的数学模型告诉他们,基金每天的亏损额不能超过3500万美元,可就在8月份这个星期五一天之内,他们就亏掉了5.53亿美元,占其资金总额的15%!这意味着,长期资本基金的资金总额,已经从年初时的46.7亿美元,直线下降到现在的29亿美元了!因为自4月底以后,长期资本基金的资产,早已经损失了1/3强!

出于对其最主要客户蒙受如此惨重损失的担心,贝尔斯登主管信贷风险的高管马尔克·阿历克斯连忙给长期资本管理公司的首席财务官罗伯特·舒斯塔克打来了电话。罗伯特·舒斯塔克非常耐心地将公司资产的流动性情况,向马尔克·阿历克斯做了一番非常详细的介绍。后者对罗伯特·舒斯塔克极为冷静的态度感到非常惊讶,根本看不出他和其他合伙人与几个星期前有什么不一样。“长期资本管理公司的这些人真的是一些极好的人玩家。”马尔克·阿历克斯心里暗暗嘀咕。

灾难发生两天以后,即1998年8月23日星期日,长期资本管理公司所有合伙人在会议室围桌而坐。在公司总部的玻璃幕墙外,可以看到喷泉正迅疾地射向一只鱼鹰铜雕。就好像是已经有了一丝不祥的预感一样,约翰·麦利威瑟请公司的首席律师詹姆斯·里卡兹,将现在发生的情况可能带来的法律后果,向各位合伙人提出意见和建议,并记录在案。由于有过莫泽尔丑闻那一段经历,约翰·麦利威瑟非常清楚,有些事情一旦被公诸于众,再来寻求法律援助就已经为时过晚了。因此,自这个星期天之后,长期资本管理公司任何一位合伙人与他人会面,出身于宾夕法尼亚大学、约翰·霍普金斯大学,以及纽约大学三大名校的詹姆斯·里卡兹律师,就一定在场!

约翰·麦利威瑟要求公司旗下的每一位专家,都必须立刻对自己精通的交易领域的现状以及对未来的走势判断,向他提交一份报告。于是,劳伦斯·希利布兰德、格里高利·霍金斯、戴维·莫迪斯特分别对风险套利市场、巴西市场,以及股票市场,提出了自己的意见和看法。甚至连远在伦敦的维克多·哈格哈尼,也通过电话方式,对英国的利率互换债券和荷兰皇家壳牌石油公司的债券行情,进行了汇报。令人沮丧的是,尽管各位合伙人看上去都表现得非常坚强,但他们的结论却让人不寒而栗:长期资本基金所持资产的市场需求根本不存在!与此同时,从正在东京的合伙人那里也传来了令人失望的消息,他们的结论与上述结论几乎完全一样:根本找不到任何购买

者！在这样一种令人几近绝望的气氛中，长期资本基金已经不可能在不对市场产生毁灭性影响的前提下，全身而退了。本来，合伙人们还心存指望，其他套利者可能会认识到他们自己所看到的价值，但是，他们的失败，让所有人都裹足不前了。现在，长期资本基金就像一名即将远征的将军，却发现自己陷入了进退两难的困境。

根据自己的直觉，约翰·麦利威瑟和其他几位高级合伙人一致倾向于采用这样一种策略：吸收新资金，充实长期资本基金，等待市场出现转机。他们依然确信，利差水平终有趋于一致的那一天，就像约翰·麦利威瑟年轻时接手艾克斯坦的交易最终大获全胜一样。显然，约翰·麦利威瑟年轻时代的壮举，让他几乎从不犯错的职业生涯，产生了一个神圣不可侵犯的信条：利差水平一定会趋于一致。

然而，由于长期资本基金的资本出现了大幅亏损，该基金的财务杠杆已经高得吓人了，因为，现金丧失的速度，要远远比财务杠杆提高的速度来得快。因此，为了降低基金所面临的风险，合伙人们不得不在市场上出售部分资产。但是，市场购买者现在只需要风险最低的债券，而长期资本基金手头根本就没有这类债券。对于长期资本基金来说，可以从市场上套现的另一类可出售资产是购并概念套利股票，长期资本基金拥有令人惊讶的价值 50 亿美元的这类股票，其中不乏花旗银行/旅行者集团和 MCI/世界通信公司的股票。（继 MCI 之后，世通同样也未能完成与英国电讯的合并。）在合伙人看来，这些购并案最终都能够实现。（他们是正确的，这几宗购并案最后都完成了。）但是，这些股票在长期资本基金的投资组合中，所占的比例实在太小了，正所谓杯水车薪，怎解燎原烽火？而且，一旦这些购并案像西耶纳公司与泰勒布斯公司购并案一样，最终落空的话，长期资本基金的损失可能就会远远超过 5 亿美元之谱。以长期资本基金目前的情况来看，这绝对是一个根本无法承受的巨大风险。



沃伦·巴菲特很仔细地听
罗森菲尔德的游说

在同一个星期天的晚上，艾里克·罗森菲尔德与正在奥马哈家中的沃伦·巴菲特通了电话。艾里克·罗森菲尔德因 1991 年发生莫泽尔丑闻后，努力帮助所罗门兄弟公司度过危机、重振声誉，而受到沃伦·巴菲特的赏识。现在，艾里克·罗森菲尔德认为，没有比沃伦·巴菲特能够接盘长期资本基金购并概念套利股票组合更好的办法了。他很清楚，这位大名鼎鼎的亿万富翁就喜欢大手笔，而且以前也做过高风险的套利交易。更重要的是，由于利差水平已经大到不能再大的程度了，所以，价钱方面是很有吸引力的。

沃伦·巴菲特很仔细地听着艾里克·罗森菲尔德的游说。但他很快就注意到一个情况：自己已经脱离购并概念套利股票业务很久了，速度也已经跟不上了。于是，他做出了决定：不考虑接盘。不过，他还是很体贴地问了一句：还有什么是他可以做的吗？

艾里克·罗森菲尔德没有回答。他也实在想不出长期资本基金有什么东西是沃伦·巴菲特可以做的。

第二天，也就是1998年8月24日，长期资本管理公司的合伙人开始分头寻找资金注入。凭着他们在这个圈子中极为广泛而深厚的人际关系，凭他们以前曾经获得过的辉煌业绩，也凭着他们所具有的极高声望，没有任何办不成的事。格里高利·霍金斯一位在索罗斯基金工作的朋友，帮助安排约翰·麦利威瑟和乔治·索罗斯以及他的首席战略顾问斯坦利·德鲁肯米勒共进早餐。约翰·麦利威瑟和乔治·索罗斯两人的背景完全不同，个性差异也非常之大。作为一个来自匈牙利的移民，乔治·索罗斯的东欧特性对他的一举一动都有着极大的影响。他看起来很像一只灰色的猫头鹰，表情严肃，不苟言笑，而且，很容易陷入一种哲学论文式的思绪之中。而约翰·麦利威瑟则是典型的美国中西部人，随和、谦逊、不矫情。可以像一名农场代理一样，在大街上到处游逛。两人所信奉的投资理念也完全不同：长期资本管理公司将市场视为一个稳定的系统，所有的市场价格都会以一个理性的均衡价格为基准，进行上下波动；而乔治·索罗斯则不然。在这位大投机者的眼中，市场是有机的，根本不可能对它进行预测。他认为，市场反映了正在发生的一切事件，并与之互动。市场绝对不是一个抽象乏味的系统。他解释说：你认为存在一条钟形曲线，而这是错误的。现实中，你会遇到许多不可捉摸的事件，而你根本不可能凭以前的经验做出预测。俄罗斯出现的金融危机就是这样一种“不可捉摸的事件”。在这次危机中，乔治·索罗斯旗下的基金共亏损了20亿美元，而在长期资本管理公司那些教授们的曲线上，同样也没有预见到会发生这种事情。



索罗斯不苟言笑

约翰·麦利威瑟冷静而颇有说服力地争辩道，长期资本基金涉足的那些市场，一定会触底反弹。对于那些富翁来说，机会极大。乔治·索罗斯毫无表情地听着，但斯坦利·德鲁肯米勒却不时向约翰·麦利威瑟提出一些问题。他敏锐地感觉到，这是能够迅速弥补乔治·索罗斯在俄罗斯蒙受损失的一个很好的机会。最后，乔治·索罗斯直截了当地做出了承诺：只要长期

资本管理公司能够另行募集到5亿美元资本进行资产重组,他就愿意在8月底之前,也就是一周以后,向长期资本基金投资5亿美元。

于是,艾里克·罗森菲尔德打电话给J.P. 摩根银行,后者一直希望能够和长期资本管理公司建立一种更加密切的合作关系。接到艾里克·罗森菲尔德的电话后,J.P. 摩根银行立即安排了两组人马,一组负责债券,一组负责股票,对长期资本管理公司的账户进行仔细核查。此前,J.P. 摩根银行一直在和长期资本管理公司讨论,如何才能挽救该公司所持有的这些资产,以使损失最小化。很自然而然地,长期资本管理公司也找了J.P. 摩根银行的副董事长罗伯托·门多萨求助,以前,长期资本管理公司曾经邀请这位副董事长成为公司的合伙人。不过,尽管罗伯托·门多萨与长期资本管理公司的合伙人,尤其是罗伯特·默顿、戴维·马林斯,以及艾里克·罗森菲尔德关系非常好,但他对长期资本管理公司怎么会陷入如此大的麻烦,却百思不得其解。艾里克·罗森菲尔德直截了当地告诉罗伯托·门多萨:“我们需要一大笔钱。”他的直率,让罗伯托·门多萨大吃一惊。出于可以理解的理由,J.P. 摩根银行提出,要了解长期资本基金的证券组合情况。约翰·麦利威瑟请劳伦斯·希利布兰德向罗伯托·门多萨介绍一下基金互换利差的持仓情况,但遭到了小心翼翼的劳伦斯·希利布兰德的拒绝。他几乎是含着眼泪,语无伦次地表示,对自己费心费力建立起来的证券组合已经无话可说了。以前,他是过于自信了,才出现这样借贷无度的局面,才使得原来似乎尽在掌握之中的世界开始崩塌了。现在看来,个人破产已经是板上钉钉的事了,所有可以挽救基金、挽救各位合伙人的可能性,现在,都因他所犯下的错误而烟消云散了。

但这一次,约翰·麦利威瑟坚持了自己的主张:劳伦斯·希利布兰德必须披露一些情况的真相。于是,这位套利高手战战兢兢地向罗伯托·门多萨做了一次介绍。听完他的介绍以后,罗伯托·门多萨这位长期资本管理公司各位合伙人的朋友,很诚恳地承诺说,J.P. 摩根银行(或其客户)愿意拿出2亿美元来支持长期资本基金渡过难关。现在,长期资本基金还有3亿美元的资金缺口,但看起来,这笔资金并不是那么容易解决的。因此,长期资本管理公司的律师詹姆斯·里卡兹甚至已经起草好了文件,随时随地准备倒闭。

8月25日星期二,约翰·麦利威瑟又打了两个电话。一个是打给美林证券的总裁赫伯特·艾利逊的。在电话中,俩人聊了一会很快就要到来的沃特维尔之行,不过,约翰·麦利威瑟告诉赫伯特·艾利逊说,本来已经定下来的高尔夫周末聚会,恐怕要取消了。他向赫伯特·艾利逊透露说,长期资本

基金的资金已经下降到只有 27 亿美元了。但约翰·麦利威瑟仍然坚持说，长期资本基金依然拥有足够的资产流动性，事实上，资产流动性根本就不是问题。其实，即使约翰·麦利威瑟的这番表态真的发自于内心，但和长期资本基金财务杠杆极高的现实相较，根本就是风马牛不相及的两码事。这说明，约翰·麦利威瑟依然对他们的模型深信不疑，因为模型已经发出信号：市场将很快翻转为大牛行情。

尽管如此，约翰·麦利威瑟解释说，长期资本管理公司将于本月底，向其投资者汇报基金出现的大幅亏损。如果他能够向投资者证明，新的增量资金正在源源不断地注入基金，情况就会好得多。接下来，约翰·麦利威瑟话锋很自然地一转，强调指出，现在正是对长期资本基金进行投资的最佳时机。他暗示说，一位大投资者——赫伯特·艾利逊猜测，他说的是乔治·索罗斯——已经进来了。或许，美林证券是否也考虑一下，在 8 月底之前，向长期资本基金投资 3~5 亿美元？尽管赫伯特·艾利逊个人很喜欢约翰·麦利威瑟，但他心里很清楚，宴无好宴，这个邀请并不那么好玩，况且，要在一周之内筹集这些钱，并不是一件很容易的事。

约翰·麦利威瑟的另一个电话则打给了旅行者集团有“所罗门美邦缔造者”之称的杰米·蒂蒙。约翰·麦利威瑟建议说，长期资本基金和所罗门美邦与其在套利交易领域拼得个两败俱伤，还不如将两家的证券组合合并在一起，进行统一管理。约翰·麦利威瑟提出这种办法，颇有点让长期资本基金重回娘家的感觉。事实上，与约翰·麦利威瑟一样出自所罗门兄弟公司的好几位合伙人，都已经纷纷打电话向所罗门美邦，恳请以往的朋友伸出援手。他们表示，基金现在迫切需要 10 亿美元，而且已经拿到许多了。

但是，长期资本基金现在的处境是，他们的地盘正在变得越来越小，而不是正在收复失地，因为市场走势依然和长期资本基金的期望相背离。与星期一相比，星期二的抵押债券利差又跳升了 4 个基点，到了 8 月 26 日星期三，这一数字再次提高了 3 个基点。更要命的是，与此同时，高收益率债券的利差水平更是上升了 25 个基点之多。随着利差的一再扩大，长期资本基金一度异常丰裕的现金流，几乎已经枯竭了。该基金每天输掉的钱，远要比他们能够筹集到的钱多得多。面对这不可止遏的亏损和自己无能为力的窘境，长期资本基金的交易员们绝望了，他们此时此刻的心情，就好像是集中营中的孩子，困惑、无助、极度沮丧。“真是太不可思议了。”其中的一位交易员说，“我们每一天都在发生大量亏损，而且，根本看不出任何停止的迹象。”基金陷入了绝境。

长期资本管理公司非常清楚，现在，只有一条路可走，就是斩仓！但是，

由于市场抛压依然极其严重,所以,它根本就做不到这一点。当时的市场情况是,一方面,金融衍生工具市场的发展令人吃惊,但另一方面,信用市场的流动性却极度缺乏。事实上,有一种情形是永远也不会预先想到的,就是所有的人都想在同一时间退出市场,而这,恰恰就是长期资本管理公司的模型所忽略的,当亏损日益严重且不可阻遏时,像长期资本管理公司这样一些靠高额财务杠杆支持的公司,就会被迫斩仓,以免遭受没顶之灾,而当斩仓都找不到买主的时候,价格就会超过钟形曲线设定的极端值。例如,新闻公司债券的收益率,一直比国债的收益率高110个基点,然而现在却上升到了180个基点,尽管该公司的基本面并未有一丝一毫的变化。因此,从长期来看,这一利差幅度是很荒唐的。但是,对于那些大量运用财务杠杆进行操作的基金来说,他们根本就不可能用长期观点来看待市场的变化,因为他们极有可能根本就撑不到那么久。

每年的8月底,都是市场交投特别清淡的时候。而在1998年的8月底,市场几乎已经完全看不到交投了。新债券发行更是几乎完全停止,连早已定好时间的发行都被取消了。所有的原因都如出一辙:市场根本无人购买!所有的小投资者、市场跟风者、时髦的对冲基金、新的套利者,以及规模较小的以欧洲为基地的交易者,都纷纷停止了利差交易业务,或干脆将资金全部撤回。

由于担心其客户的亏损雪球越滚越大,银行也纷纷抽紧了对对冲基金的银根,连银行家信孚的对冲基金经理史蒂夫·弗雷德海姆也接到了要求追加保证金的电话,他的贷款经纪人一改往日对他提出的资金要求有求必应的做法,要求他增加保证金。史蒂夫·弗雷德海姆接到这个电话,再看看自己已经跌得不像样子的债券资产,一下子呆住了,因为他的债券资产的市值,早已远在其贷款余额之下了。由于有太多的债券根本就无法套现,所以,他只能出售那些还能卖掉的资产,包括巴西、土耳其、泰国、美国的抵押债券,以及高收益率债券,等等。事实上,出售何种资产并不重要,重要的是,他被迫出售了这些资产。此时,所有的资金都在从高风险资产流向风险较低的资产,而不管其实际价值究竟如何。其实,史蒂夫·弗雷德海姆本人的操作手法同样也是如此,只是受到条件的限制,程度上稍微小一点而已。加上华尔街数以千计像史蒂夫·弗雷德海姆一样的人都同样如此,因此,对于危机的恐惧,就像罗伯特·默顿之父所总结的那样,真正成为了“自我实现的预言”。而随着价格的暴跌,银行撤消了对对冲基金的支持,在这种情况下,对冲基金唯一能够做的一件事就是:抛!

而一直与长期资本基金及任何其他对冲基金保持距离的旅行者集团董

事长桑迪·威尔更是告诫其部属,一定要在与对冲基金的业务往来中注意降低风险。因为即使在其自己交易员们的大规模套现过程中,所罗门美邦的债券套利和俄罗斯业务,也蒙受了很大的损失。因此,据说桑迪·威尔要求手下,将与所罗门美邦有业务的对冲基金的数量,从500家锐减至20家!与此相仿的是,沃伦·巴菲特也要求他的手下,对伯克希尔·哈撒维公司与对冲基金的业务往来进行严密的监控,一定要将风险控制在最低限度。一遇紧急情况就会本能地抓住现金不放的沃伦·巴菲特,现在迫切需要了解伯克希尔·哈撒维公司的保险子公司,是否对互换利差交易握有足够的担保。

同样,高盛公司对自己在互换利差交易中所涉及的风险极为担忧,其中,与长期资本管理公司的业务往来风险是其担心的焦点。约翰·麦利威瑟离开北京前打给他的电话,让高盛公司的董事长乔·柯兹纳警觉起来,现在,他回电给约翰·麦利威瑟,并向后者提出警告:“我们没能得到足够的反馈,这将给你的信用状况带来负面影响。”高盛公司希望能够从一向守口如瓶的长期资本管理公司那里了解一些事实真相,但没想到,长期资本管理公司一直到现在,依然吞吞吐吐地不肯将信息与高盛公司共享。事到如今,长期资本管理公司还指望能够像平时一样开展其业务,但该公司再也不像以前那样有大量资金作为其后盾了。最终,在高盛公司和其他银行的不断施压之下,长期资本基金的实际情况,慢慢地开始走漏了出来。

1998年8月26日星期三,美林证券的赫伯特·艾利逊给约翰·麦利威瑟打来了电话,通知他,美林证券不会向长期资本基金提供资金。迄今为止,美林证券对长期资本基金真实情况的了解,仍然还是一头雾水。赫伯特·艾利逊补充说:“约翰,我不敢确定你们要募集新资金的真实原因,但我的感觉告诉我,你们出了大问题。”

离乔治·索罗斯给出的期限只有5天时间了,而市场走势却变得越来越对长期资本基金不利。股票波动幅度再度跃升了两个点位,达到了29%的极高水平,而与此同时,拉丁美洲债券的市场表现却更加疲软。更重要的是,西方银行纷纷开始承认,在俄罗斯蒙受了巨大损失。瑞士信贷第一波士顿银行和纽约共和国民银行这两家在俄罗斯最为冒进的银行表示,它们在俄罗斯的业务出现了巨额亏损。一家由总部设在佛罗里达西棕榈滩的第三离岸顾问公司(III Offshore Advisors)负责运作、曾经非常时髦的专门从事卢布债券的投资基金——高风险机会基金(High Risk Opportunities Fund),宣布倒闭。在这种情况下,纽约联邦储备银行总裁威廉·麦克多诺紧急取消了原定赴怀俄明州杰克逊维尔参加联储夏末退休年会的计划。由于市场空头气氛日益浓烈,威廉·麦克多诺实在不敢心有旁骛。

越来越感到绝望的约翰·麦利威瑟和艾里克·罗森菲尔德分别给沃伦·巴菲特打电话。在长期资本管理公司部分合伙人的眼中,沃伦·巴菲特是一个十恶不赦的家伙,因为正是由于他的缘故,约翰·麦利威瑟才会被迫离开所罗门兄弟公司。所以,他们极其怨恨这位为人非常和善的亿万富翁,尤其是沃伦·巴菲特对他们引为骄傲的模型根本就不屑一顾,只是一味地买进普通股。正如我们前面所提及的那样,长期资本管理公司的合伙人甚至还抛空了沃伦·巴菲特的伯克希尔·哈撒维公司的大量股票,并因此蒙受了1.5亿美元的损失。但是,不管怎么样,从天生的投资者这一角度,沃伦·巴菲特和长期资本管理公司的这些合伙人之间,还是存在着一种惺惺相惜、彼此尊重的关系,尽管他们之间的取向存在很大差异。现在,长期资本基金需要资金,而在美国,除了比尔·盖茨之外,没有人比沃伦·巴菲特更有钱了。

沃伦·巴菲特同意与劳伦斯·希利布兰德见面。于是,8月27日星期四,后者搭飞机飞往奥马哈,而此时,长期资本基金的资金已经降到只剩25亿美元了。这天早晨出版的《纽约时报》指出:“本次市场灾难已经可以和历史上最令人痛苦的几次金融危机比肩了。”就在劳伦斯·希利布兰德登机的时候,他得到消息说,东京日经指数再次大跌3个百分点,达到了12年以来的最低点。“现在,最重要的就是不能惊慌失措。”日本大藏相宫泽喜一呼吁说。也就在这一天,俄罗斯股价下跌了17个百分点,比年初时整整下跌了84%!事实上,全世界几乎所有的股市都出现了暴跌:伦敦下跌了3个百分点,西班牙跌了6个百分点,而巴西更是整整下跌了10%!

与此同时,美国股市也与全球股市同步下跌。道·琼斯指数下跌了357点,跌幅达到了4%。由于消费者普遍担心全球经济将就此步入衰退期,消费者物价指数也创下了21年来的最低纪录。第二天出版的《华尔街日报》将这一情形称之为:“全世界都在要求增加保证金。”所有人都希望能够尽快抽回自己的资金。由于受在俄罗斯极其愚蠢的投机行为最终遭到没顶之灾的影响,投资者已经成了惊弓之鸟,他们拒绝接受任何形式的风险,哪怕这种风险是非常合情合理的也罢。因此,国库券的收益率水平降到了5.53%的水平,这是自林登·约翰逊总统以来的最低水平。而A级债券,由大蓝筹公司——福特汽车公司向全球发售的公司债券——的收益率,整整比国库券高了115个基点,尽管福特公司的信用安全性和4月份相比并无差异,而当时的信用利差仅只有60个基点。这时,投资者惟一考虑的,只有一件事,就是投资的安全性。他们只要债券能够安全地到期,而根本不在乎它的价格高低。

星期四,沃伦·巴菲特与劳伦斯·希利布兰德在奥马哈机场碰头,并立即陪他去了自己位于奥马哈音乐广场对街一幢大楼中一间非常朴素的办公室。劳伦斯·希利布兰德还是像往常一样显得十分井井有条。他首先承认,长期资本基金的损失非常大,但同时他又表示,事态已经得到了控制。显然,他不想让自己的失望影响沃伦·巴菲特。这位顶尖的套利交易员将长期资本基金的资产组合向沃伦·巴菲特做了很详细的介绍,并强调说,这一资产组合未来的上升空间非常巨大,而且,现在已经可见端倪了。只不过因为个人负债的原因,他现在实在是别无选择了。由于长期资本管理公司现在迫切需要筹集资金,劳伦斯·希利布兰德表示,他们愿意将费用降低一半。

对于沃伦·巴菲特来说,所有这一切都不够充分。用他的观点来看,长期资本管理公司的费用本来就高得离谱。不管怎样,他的兴趣实在不是很大,至少目前不大。最后,沃伦·巴菲特拒绝了劳伦斯·希利布兰德的出价,并对他的到来表示感谢。可劳伦斯·希利布兰德需要的,并不是他的感谢。

劳伦斯·希利布兰德离开了奥马哈。临行前,他打了电话回格林威治。可那里传来的消息更糟。长期资本基金的资金已经降到了22亿美元。在过去的4年中,长期资本基金赚钱的速度比任何人都快,但就像电影回放时出现的恐怖镜头一样,他们亏钱的速度也快得无与伦比。此后,又发生了一件不可思议的事情。第二天,也就是8月28日星期五,长期资本基金竟然又在交易中赚钱了。这天,由于市场信用利差出人意料地出现了缩小,致使长期资本基金的资产价值上升了1.28亿美元,出现了好几个月以来的第一次上升。这不由使长期资本管理公司的合伙人们多少产生了一丝希望——期盼已久的大逆转马上就要开始了?!

但是,除了长期资本基金以外,合伙人另外还有一个忧虑需要迅速引起关注:就是他们自己所拥有的长期资本管理公司同样也面临着非常严重的现金流量问题。长期资本管理公司现在欠好几家银行,包括富利银行、里昂信贷银行、大通曼哈顿银行,以及劳埃德银行总共1.65亿美元,而这些银行,其中以富利银行表现最为激烈,一直在抱怨说,该公司糟糕的业绩表现已经构成了违约,因此,他们坚决要求长期资本管理公司立即归还全部贷款。但是,长期资本管理公司手中并没有这些现金——绝大部分资金早就调到长期资本基金去充实合伙人的投资了。事实上,长期资本管理公司已经到了资不抵债、即将面临清算破产的边缘。如果此事一旦公开,不管是公司也好,还是基金也好,肯定就会在恶性循环中,难以超生。

一些合伙人,包括汉斯·赫舒密德在内,都对其个人负债感到了一种极度的忧虑,并认为,长期资本管理公司应立即将其持有的部分基金份额脱手,以偿还欠银行的债务。但是,长期资本管理公司的律师詹姆斯·里卡兹很严肃地提醒他们说,如果内部人现在套现,而外部投资者却毫无选择,以后,就会产生很大的麻烦。绝对不想再度冒犯证券交易委员会(SEC)的约翰·麦利威瑟立即表示同意。而且,他还意识到,一旦合伙人抽走资金的话,那他就不再也不可能要求其他投资者注入新的资金了。因此,不管最后结果如何,合伙人的钱一分也不能从基金中抽走。

长期资本基金同样也存在着严重的现金流量问题。随着8月份的即将过去,合伙人感到,来自于清算经纪行贝尔斯登的压力已经越来越大了,而且,它对长期资本基金资产总值的下降极其注意。但是,由于劳伦斯·希利布兰德采取了极为强硬的谈判战术,长期资本管理公司并没有和贝尔斯登签订任何协议,所以,这就意味着,只要贝尔斯登愿意,它随时随地都可以中止对长期资本基金的交易提供清算。因此,从现在来看,劳伦斯·希利布兰德的战术变成了弄巧成拙的典型。对长期资本管理公司而言,这意味着它时时刻刻都必须看贝尔斯登的脸色行事。

资金运作的策略之一,是将长期资本基金与不同银行的交易进行配对。但是由于没有一家银行能够掌握长期资本基金经营情况的全貌,而且,所有的银行对长期资本基金大部分交易都已进行过对冲这一点都不掌握,所以,每一家银行现在都向长期资本管理公司提出了追加保证金的要求。长期资本管理公司也想把所有的交易转移到同一家银行,但所需要的工作量大得惊人:这类交易的数量竟然达到了6万个之多。

长期资本管理公司早期的分隔策略,现在成为了它极其沉重的负担(劳伦斯·希利布兰德坚持不让银行了解长期资本基金交易全貌的做法,现在令长期资本管理公司如芒刺在背)。在该基金业绩辉煌的峰顶时分,劳伦斯·希利布兰德和其他交易员的作风极其傲慢,现在,长期资本管理公司为这种作风还债的时刻到来了。此外,合伙人们也想过,把尚存的27亿美元全数返还给投资者(但遭到了“酋长”詹姆斯·麦克恩蒂的反对)。更加糟糕的是,他们竟然想迫使投资者接受他们的做法,这样一来,他们所面临的资金问题固然可以得到解决,但是,投资者一定不会再相信长期资本管理公司了,得到新增资金的机会也就一去不复返了。更加雪上加霜的是,银行本身也都面临非常严重的压力。这再次证明了一个永远不会过时的悖论:在你最需要钱的时候,最有可能的资金来源都在为自己缺钱而感到苦恼。(在长期资本基金这一案例中,乔治·索罗斯以及所有的投资银行和机构投资者,几乎都面

临着同样的问题。)

合伙人现在越来越感觉到,长期资本基金快要保不住了。他们非常老到的风险管理经验,现在根本就不起作用了。(这种经验和他们以前所取得的辉煌业绩并无直接关系。)"到了8月底,我们真的绝望了。"艾里克·罗森菲尔德后来承认说。现在,他们的说话变得越来越没有自信了,他们已经在蒙受羞辱的路上,越走越远了。因为太富有,所以他们才找来了太多的麻烦。作为最新加入长期资本管理公司的一位合伙人,戴维·莫迪斯特斯的合伙人资格,现在已经一钱不值了。

显示长期资本管理公司合伙人越来越绝望的另一个迹象是,他们纷纷采取行动,尽一切可能地使自己的个人财产免受长期资本基金问题的影响。曾经拥有5亿美元身价的劳伦斯·希利布兰德,连在支付自家豪宅的装修款时,都令人惊异地用了他太太的支票账户。而约翰·麦利威瑟也毫不落后,为了自己日后的生活免受债权人的穷追猛索,他悄悄地把自己名下惟一的一项不动产——位于加利福尼亚佩帕海滩的20英亩土地,过户给了他的妻子(他在威斯切斯特的地产早就归入其妻咪咪名下了)。

由于极需有人援手,约翰·麦利威瑟给他的一位老朋友文森特·马东(贝尔斯登第一个与长期资本管理公司打交道的人,现已退休)打了一个电话。不久,与长期资本管理公司那帮温文尔雅的教授显得格格不入的、体重重达300多磅的文森特·马东,头颈上挂着金项链、小指上带着金戒指、身穿黑色丝绸衬衫,敞胸露怀地来到了长期资本管理公司的办公室。与约翰·麦利威瑟手下的木讷的合伙人完全不同,文森特·马东认为,市场就是人性的体现——内心充满波动,而且随时都会崩溃。

"你们现在情况怎么样?"文森特·马东直截了当地问道。

"我们跌了一半。"约翰·麦利威瑟回答说。

"你们完蛋了。"文森特·马东很快就得出了他的结论,好像他的结论根本就不需要什么解释。

约翰·麦利威瑟的声音里,第一次流露出一丝惊慌:"你胡说八道!我们现在还有20亿美元。我们还会有另外一半,那就是乔治·索罗斯!"

文森特·马东忧伤地笑了起来:"你已经跌掉一半了,别人一定会想,你会一路跌下去。他们现在只会落井下石,怎么可能让你有机会重整旗鼓呢?你们真的完蛋了!"

文森特·马东离开长期资本管理公司后不久,约翰·麦利威瑟和"酋长"詹姆斯·麦克恩蒂一起,来到附近约翰·麦利威瑟和其他从华尔街出来的人平常最喜欢去的那家小餐馆吃饭。喝着 he 最喜欢的金托尼饮料,眼睛看着

“酋长”詹姆斯·麦克恩蒂,约翰·麦利威瑟突然没头没脑地用一种一点起伏都没有的声音说:“你是对的。”“酋长”詹姆斯·麦克恩蒂抬起眼睛看着他。“我应该早一点听你的。”约翰·麦利威瑟忧伤地继续说道。

外 界事后对长期资本管理公司这帮人的齐心协力有许多评论,事实上,这也是他们惟一的一个选择了。他们之间的关系越密切,他们与其他人交往的愿望就越来越淡,而他们的关系也就越加亲密。此时此刻,他们更是把曾经有过的怨忿和不快,一股脑儿地抛在了一边,尽量避免指责和埋怨。他们天一亮就来到办公室,一直工作到深夜才回家。好像只要他们亲力亲为,噩梦就会结束一样。

他们可以连续不停地打好几个小时的电话,试图将自己手上的交易套现,或与老的投资者进行联络,或寻找新的投资者,并与银行进行周旋。艾里克·罗森菲尔德和理查德·利希则在想方设法地提高员工的上气。他们告诉员工:“一切都会好起来的。我们还有充足的流动资金,而且,新的资金也马上就会进来。我们只需要缩小规模,因为现在所承受的风险太大了一点。”与此同时,其他合伙人则一直呆在会议室里寻找脱身之路。他们拉下了窗帘,以防止别人偷窥。他们的会,一开起来就没完没了。会议结束以后,合伙人纷纷走出会议室。其间,一些员工想向他们报告一些消息,但合伙人大都没有反应,连对自己的下属都不理不睬。受伤最重的劳伦斯·希利布兰德更是一言不发地走出了办公室。

到 了8月份最后一个周末,长期资本基金的情况,甚至比约翰·麦利威瑟与乔治·索罗斯会面时更糟。华尔街所有掌握实权的人,都去度暑假了。这几周以来,除了星期五这一天之外,长期资本基金依然日复一日地每天亏掉几千万美元。依然抱有希望的约翰·麦利威瑟,仍然在毫不放弃地猛打电话。

约翰·麦利威瑟的一个电话问美林证券的丹尼尔·拿波利,请他谈谈他的看法,认为市场跌势何时才能遏止。好像丹尼尔·拿波利或其他什么人真的会知道这一点一样。随后,他又打了一个电话给瑞士联合银行派驻东京的经理安德鲁·斯西利亚诺。

“你们银行有谁想要投资吗?”约翰·麦利威瑟问道:“这些交易的价格都是错误的。我们认为机会很大。”而为了保持自己的冷静,约翰·麦利威瑟补

充说,长期资本管理公司相信,就在这几天中,会有10亿美元的新增资金注入长期资本基金。

尽管瑞士联合银行是长期资本基金最大的投资者,但安德鲁·斯西利亚诺还是说出了自己的疑惑:“你们亏掉25%了吧?”

“不对,至少亏了45%。”约翰·麦利威瑟冷冷地回答说。

安德鲁·斯西利亚诺一下子厥倒。他很想知道,究竟是谁会这么不知死活地要投10亿美元给长期资本基金。但是,他非常清楚,那个人绝对不会是他!

8月29日星期六,约翰·麦利威瑟给1993年为美林证券主持长期资本基金募集案的银行家艾迪森·米切尔打了个电话。此时,艾迪森·米切尔已经搬到伦敦,并为德意志银行在那里建立起了一个全球债券业务网络。现在,艾迪森·米切尔和德意志银行能否再为长期资本基金筹集资金呢?

艾迪森·米切尔回答说,这似乎不大可能。

约翰·麦利威瑟已经把所有的朋友都找遍了。在他最需要钱的时候,华尔街变得充耳不闻了。

8月31日星期一,这个月即将结束。曾经出面购买当地股票进行救市的香港特区金管局,突然宣布不再对证券市场提供支持。又一个安全网决了堤。当天,香港股市大跌7%,而这,立刻带动华尔街下滑。同一天,道·琼斯指数猛跌512点,下跌了7个百分点,达到了7539点的新低,与7月中旬相比,市值整整跌去了19%。美国财政部长罗伯特·鲁宾立即停止在阿拉斯加钓鲑鱼,并发表了一项声明,“美国经济运行非常良好”,希望能够使市场恢复冷静。但事与愿违的是,罗伯特·鲁宾此举反而加剧了市场的不确定性,因为没有任何一家主要媒体对此做出反应。《华尔街日报》更是指出:“即使收益率如此之高,市场上也看不到什么买家。”是的,美国经济的表现确实十分良好,但在金融市场上,由于过度利用甚至滥用财务杠杆,整个华尔街的神经都已经麻木了。像罗伯特·默顿模型那样一些冷静、不会感情用事的交易工具,早已被他们抛到了九霄云外,即使他们还有这些工具的话。现在,所有的人都开始手足无措了。

长期资本基金重兵压阵的市场,是此次崩盘的重灾区。股票价格波动幅度突破了30%大关。国库券收益率再度下降,信用利差进一步扩大。投资级债券的利差水平更是在一天之内,从133个基点上升到了162个基点。其实,人们可以从如此高的利差水平中得出结论:那一天,债券市场根本就没有人在那里进行交易!债券市场有效地被封闭了,已经没有人能够进行交易了,或者说,根本就没有造成什么了不起的损失。那种情形,跟炸弹袭击没有

什么两样。交易员的眼睛紧紧盯住电脑屏幕,但屏幕上却空空如也,根本就看不见买家的踪影。“8月31日是不寻常的一天。”瑞士信贷第一波士顿银行的债券战略家科蒂斯·萨姆波说:“交易那么少,你必须靠想像才能了解,这些交易在哪里。”对于一家迫切需要减持总资产的基金来说,这个8月的债券市场,是所有能够想像得到的最最惨不忍睹的:“债券市场干脆消失无踪了。”

1998年的8月份,是有信用利差历史记录以后最为悲惨的一个月。过去,信用利差不断的扩大,意味着整个经济即将出现崩溃。但这一次却全然不同,经济根本就没有任何会进入衰退的迹象。债券市场的崩溃,完全是由华尔街自己一手造成的,和主流经济根本毫无关系。因为在华尔街,到处都充斥着太多的乐观情绪(以及对财务杠杆的过度利用),一旦出现问题,恐慌就出现了,大家慌不择路,最终导致崩盘。

在整个8月份中,3/4以上的对冲基金都出现了巨额亏损,其中以长期资本基金最甚。仅仅在这令人色变的一个月之中,约翰·麦利威瑟们就整整损失了19亿美元,相当于其资本总额的45%,从而使长期资本基金的资金余额只剩下了区区22.8亿美元。继续争取乔治·索罗斯的投资已经是不可能了,而长期资本基金的资产组合却风险依旧。现在,该基金的资产总额高达1250亿美元,为其以前总资产的98%,比其净资产整整高了55倍!还不包括它所拥有的巨额金融衍生工具——如股票波动幅度、互换利差等财务杠杆极高——的那些交易额!!!很显然,在这种情况下,这样高的财务杠杆是谁都无法支撑得住的。如果它的资产价值继续减少,这样高的财务杠杆很容易就可以把剩下的22.8亿美元,眨眼之间化为乌有。更令人难以接受的是,这样高的财务杠杆根本就不可能降低,因为长期资本基金的持仓规模实在太大了,而且,市场的流动性也早已丧失殆尽了。

现在,长期资本管理公司的合伙人们,正处在一个他们一点都不了解的陌生地方,而这个地方,是那些电脑模型从来没有探索过的。用罗伯特·斯塔维斯基的话来说,长期资本管理公司的合伙人们遇到了“一种一点都不了解的市场波动幅度”。从理论上来说,出现像8月份这样一种巨额亏损的几率几乎是不存在的。而用数学家的观点来看,这种事情在整个宇宙中发生的可能性都微乎其微。但是,它确实实实在约翰·麦利威瑟们的身上发生了,而离开约翰·麦利威瑟写信给基金投资者的时间,连4年都没有到!当时,他在信中信心满满地保证,罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯模型绝对能够非

常精准地对基金所面对的风险进行评估。只可惜,用长期资本管理公司合伙人的术语来说,“(所有交易的)关联系数趋向于 1”了!也就是说,所有的交易都同时出现了亏损。硬币并不是随机掷出去的,或至少是由同一双不怀好意的手掷出去的。



推波助澜

他们现在只会落井下石，怎么可能让你有机会重振旗鼓呢？

——文森特·马东

19 98年9月初,约翰·麦利威瑟被迫向投资者们通报了长期资本基金所蒙受的惊人损失。在致投资者的一封信中,约翰·麦利威瑟吞吞吐吐地写道:

正如大家所了解到的那样,自8月份俄罗斯金融崩溃事件以后,市场波动幅度急剧扩大……令人非常遗憾的是,长期资本基金投资组合的资产净值,因此而出现了大幅度的下降……仅8月份一个月,降幅就达到了44%,从而使今年以来的总降幅达到了52%。这一巨幅亏损令我们极感震惊,因为这更是你们——我们的投资者——的巨大损失。如果与基金以往的波动情况进行参照的话,这种损失就更加令人感到震惊。

但是,接下来,约翰·麦利威瑟又在信中,对长期资本基金的前途表示了乐观。是的,他的这种观点确实是他内心世界的真实写照,但这也正好表明,长期资本管理公司合伙人们对市场的看法,与外部世界的现实是多么的格格不入!在信中,约翰·麦利威瑟表示,长期资本基金的病因,早在1998年初就已露端倪了。当时,市场信用利差已经扩大,而长期资本管理公司仍一直将宝押在利差水平一定会缩小之上。由于投资者纷纷对几乎已经没有流动性的证券望而却步,致使利差水平进一步扩大,用约翰·麦利威瑟的话来说,就是“投资者向流动性蜂拥而去”,因而导致长期资本管理公司“在此事发生以后,所有不同的投资策略都一致出现了亏损(即相关系数为1)”。言下之意就是,长期资本管理公司在“事情发生之前”,就已经采取了措施以避免出现这种一致性的亏损,而这,显然是不正确的。

约翰·麦利威瑟在信中所做的分析,事实上否认了外界对长期资本管理公司的一项指责,即在這一事件发生的过程中,长期资本管理公司有人犯错,包括没有在1997年底市场机会已经非常稀少的情况下,及时缩减资产负债表的规模。换句话说,约翰·麦利威瑟并没有将长期资本基金的这次大败,归咎于长期资本管理公司本身,而是指责市场故意和他们作对。

在这封信中,约翰·麦利威瑟向长期资本基金的投资者们保证,他们“已经采取了必要的措施,来降低长期资本基金所面临的风险,并将这种风险控制长期资本基金资本所能够承受的范围之内”。但他的这种说法,明显是对投资者的一种误导,因为长期资本基金当时出售的资产非常有限,而且,其财务杠杆的比例更是已经高达55:1!这说明,约翰·麦利威瑟根本就无视这样一个现实。最好的解释也只能是,在劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈

格哈尼的强烈影响下,约翰·麦利威瑟根本不认为,他们手中的这些资产具有极大的风险!“在我们所采用的许多最佳投资策略中,我们已经看到了很大的赢利机会。”约翰·麦利威瑟指出。他同时表示,长期资本基金的资产现在已经具有了“很大的流动性”。也许,他的这一观点是正确的,问题是,约翰·麦利威瑟忽略了合伙人们所拥有的长期资本管理公司,此时已经遇到了极其严重的现金流量问题。

1998年9月2日,长期资本管理公司向其所有的基金投资者发出了一份机密传真,而其中的一位投资者将这份传真透露给了金融新闻社的布隆伯格,后者又将之公诸于众,此时,甚至还有投资者尚未收到这份传真。这一消息的走漏,给长期资本基金带来了致命的一击。《华尔街日报》发表在显著地位的一篇关于金融危机的深度报道中,提到了长期资本基金所蒙受的损失。紧接着,著名的网络财经专栏作家詹姆斯·科拉玛在一篇用词非常尖刻的评论中表示,也许,“天才”一词还是应该留给莫扎特,而不是什么套利者!

尽管这些负面报道对长期资本基金造成了极大的压力,但仍在等待出现转机的长期资本管理公司合伙人们,现在都从汉普敦赶了回来。对于他们来说,8月份只是一个意外而已。“因为大家都度假去了嘛。”合伙人们互相安慰着说,“我们一定会扳回来的。”但是,就在约翰·麦利威瑟的信发出后的第二天,一个很坏的信号再次出现在长期资本管理公司面前:穆迪信用评级公司调低了巴西政府债券的信用等级。这意味着,全球债券交易机构在将金融危机从一个国家扩散到又一个国家以后,现在,轮到了巴西!此时,外汇投机大鳄将利齿对准了巴西。一开始,圣保罗像莫斯科一样,声称将坚决捍卫巴西货币,而对长期资本管理公司而言,这绝对就是俄罗斯的翻版!

不可避免的事再度发生了:银行抽紧了巴西的银根。9月4日星期五劳工节前夕,美林证券总裁赫伯特·艾利逊召集了一次会议,对美林证券在新兴市场回购融资业务所面临的风险进行评估。会上,以前坚决支持与长期资本管理公司发展合作关系的赫伯特·艾利逊提出一个问题,美林证券为什么向长期资本管理公司在巴西的业务提供融资。“你说什么?赫伯特!”赫伯特·艾利逊的一位手下大惊失色。他十分委屈地表示,这完全是因为赫伯特·艾利逊以前对长期资本管理公司的特殊照顾而造成的。“这完全是因为你的缘故!”这位下属愤愤不平地说道。赫伯特·艾利逊笑了起来,并息事宁人地表示,以后再也不要让类似的事情发生了。

现在,银行不仅对对冲基金忧心忡忡,而且,还得面对自己的巨额损失。高盛公司、摩根斯坦利添惠、所罗门美邦、美林证券,以及其他所有拥有巨额债券资产的投资银行,现在的处境和长期资本基金都差不多,只是在程度上

有所不同而已。他们也像长期资本管理公司一样,通过抛空美国国库券的方式,对其资产组合进行了对冲,因而现在也同样面临着利差水平不断扩大、资产价格不断下跌的窘境。在所有这些投资银行当中,高盛公司蒙受的损失最为惨重,而且,他们还面临着公司将于下个月公开上市这道坎,因此,对市场熊市最为担心。同样感到忧心忡忡的还有所罗门美邦,因为桑迪·威尔非常担心公司套利部门出现的巨额亏损,会危及旅行者集团与花旗集团的购并。而这宗购并案即将于10月份完成。于是,在威尔的严厉指令之下,所罗门美邦处置所持资产的行动,几乎已经到了不顾一切的程度。多谋善变的维克多·哈格哈尼对此感到非常沮丧,因为他曾经想购买所罗门美邦剩余的所有资产,以阻止其市场狂抛行为。长期资本管理公司的其他合伙人认为,维克多·哈格哈尼的这一想法简直就是痴人说梦,因为长期资本管理公司根本就没有能力来采取这种行动。他们甚至认为,维克多·哈格哈尼没有采取一切必要的手段,对基金的资产进行妥善的处置,给人的感觉是好像他个人非常喜欢用全部筹码一搏高下一样。当时,维克多·哈格哈尼在伦敦,依然每天骑自行车上下班,就好像什么事都没有发生。

合伙人们还注意到一个情况,就是长期资本基金的交易筹码,要比任何其他公司都跌得深。比如说,垃圾债券曾经出现过一段时间的反弹行情,但奇怪的是,偏偏长期资本基金持有的那些品种仍然跌势依旧。同样,英国的互换利差也要比德国的互换利差来得大,而这恰恰和长期资本管理公司所下的赌注相反。在德国互换利差水平一直在45个基点左右徘徊的时候,英国的互换利差水平却一路狂升到了82个基点。这种情况绝对有违于经济学原理,“这实在没有道理。”长期资本管理公司的一位交易员抱怨说。如果说,英国出现这种情况是由于人们追逐低风险投资品种的结果的话,那么,从道理上来说,德国也一定不会免俗。但是,不管有没有道理,华尔街的交易员们像逃离即将沉没的破船一样,争先恐后地逃离与长期资本基金重仓持有的品种,却是一个不争的事实。

这已经不再是一个纯粹的巧合问题了。由于到处筹措资金,长期资本管理公司被迫向外界透露了一部分持仓情况,有时甚至还不得不将自己整个的资产组合对他人做出说明。颇具讽刺意味的是,这个以前一向以行事诡秘、深藏不露著称的对冲基金,在市场最为危急的关头,却变得几乎全透明了。正如贝尔斯登的文森特·马东后来所说的那样,市场是一个欺软怕硬的东西。而随着约翰·麦利威瑟致投资者的那封信被公诸于众,整个华尔街都知道长期资本基金已经陷入了困境,而且,还知道了它的困境所在,因此,对手们纷纷抢在长期资本基金之前,对他们认为长期资本基金持有重仓的品种进

行平仓,以免落了后手。“人们一闻到味道不对,便纷纷开始逃逸。”当时在所罗门美邦任职的交易员科斯塔斯·卡普拉尼斯回忆说,“所有的人都不想对长期资本管理公司进行攻击,而只是为了挽救自己。”但是,由于这些行为对长期资本基金造成了极大的伤害,因此,负责与华尔街各大银行进行联络的理查德·利希感到非常伤心,就好像别人都是为了对长期资本基金落井下石才这么做的。还是劳伦斯·希利布兰德说得对,一旦没有了秘密,你就变成了一个赤条条一览无余的人!

约翰·麦利威瑟也许真的感觉到,长期资本基金的流动性已经有了极大的改善。但贝尔斯登却并不这么认为。因为长期资本基金的资产,即存放在贝尔斯登“盒子里”的现金和有价值证券的价值,依然日复一日地在缩水,所以,贝尔斯登已经越来越对继续为长期资本基金提供清算服务感到不快。但是,更让贝尔斯登感到不满的是,长期资本管理公司每天下午负责向贝尔斯登通报当天交易结果的首席财务官罗伯特·舒斯塔克,不断地低估该基金所蒙受的损失。当然,罗伯特·舒斯塔克并非有意瞒报损失,而是因为长期资本管理公司必须每天都对其交易情况,尤其是对那些还没有公开挂牌的金融衍生工具交易的情况,做出评价。由于长期资本管理公司必须从其他公司的交易员那里得到交易的结算价格,而有些投行为了自身的安全、有些则纯粹为了占便宜,纷纷低报这些交易的结算价格。因此,罗伯特·舒斯塔克不得不在对这些交易进行重新计算以后,才能把准确的数据报给贝尔斯登。

贝尔斯登的信贷经理马克·阿历克斯感到,现在已经到了向长期资本管理公司摊牌的时候了,因此,便向罗伯特·舒斯塔克提出,只要长期资本基金放在贝尔斯登那个“盒子里”的资产价值低于5亿美元的下限,贝尔斯登就要停止为长期资本基金提供清算服务。而且,马克·阿历克斯特别指出,长期资本基金必须为原本由贝尔斯登提供融资的部分期货合约寻找新的融资,因为行事一向非常小心谨慎的贝尔斯登绝对不愿替长期资本基金承担任何风险。

来自贝尔斯登的这种巨大压力,使长期资本管理公司的回购融资经理马克·雷斯曼陷入了困境。马克·雷斯曼是长期资本管理公司专门负责资金调度的一名重要人物,他最主要的工作,是为长期资本基金所持有的债券资产,寻找合适(或最佳)的融资。在长期资本管理公司职员中最具天才特色的马克·雷斯曼年仅33岁,曾经是一名出色的喜剧演员,是“曼哈顿愚人喜剧

俱乐部”的一名台柱。(纽约亦被称为“愚人村”,该俱乐部的名字也可读作“纽约喜剧俱乐部”。——译者注。)但在1998年9月初,负责长期资本管理公司资金调度的马克·雷斯曼已经没有任何心思再发挥他的喜剧天才了,因为比长期资本管理公司任何人都了解基金实际情况的马克·雷斯曼已经非常清楚,正如他对一位同事所说的那样,如果不能在月底之前筹到新资金,回购融资交易就会被停止,长期资本基金的末日就会到来。

长期资本管理公司所有的员工,都有充分的理由为自己担心。他们已经将自己的大部分资金都投入到基金中去了,但却对合伙人正在采取何种措施来挽救基金一无所知。在公司遇到如此困难的时候,这些员工才是长期资本管理公司的无名英雄。他们依然长时间地拼命工作,即使知道自己的前途已黯淡无光也照样不改初衷。此时此刻,员工们很自然地对合伙人产生了不满,但他们并没有将这种怨气带到工作中来。即使与合伙人一起工作,他们也一样不去探听合伙人的秘密。合伙人每次关起门来开会,他们一如既往地静静地工作,从来不去听听他们到底在讨论些什么。只有在散会以后,他们才会向合伙人询问一下:“喂,伙计,事情怎么样了?”而他们得到的回答永远都是千篇一律的“我们正在解决”。在这种遍寻答案无着的情况下,员工发明了一种“领带指数”,即打领带的合伙人人数越多,员工们受骗的可能性越大;大型会议越多,公司问题越大。

事实上,合伙人非常担心员工们会离公司而去。现在,长期资本基金除了缺乏流动资金以外,其他的也已经什么都没有了。所以,他们再也承受不了这样一个打击了。9月份的第一周,富利银行要求长期资本管理公司归还贷款,这充分说明了,长期资本管理公司的处境已经摇摇欲坠了,光一个富利银行就足以让长期资本管理公司破产了。因为,一旦这种事情真的发生,长期资本管理公司所有的交易伙伴立刻就会声称,长期资本管理公司的互换利差交易违约,进而导致管理公司全面破产。

但是,即使在发生这种前所未有的危机的情况下,合伙人还是从长期资本管理公司的资产组合中,以贷款的方式,向他们私人拥有的长期资本基金抽调了3800万美元现金,以便能够向员工支付到1998年年底的工资。不过,这一令人狐疑的计划得到了外部董事的批准,因为他们很清楚,一旦长期资本管理公司不保,长期资本基金立刻就会倒掉。然而,尽管这一借款计划是得到批准的,但这种做法本身,依然存在很严重的利益冲突问题,因为在事实上,合伙人是从长期资本基金抽资了,或者从技术上来说,他们用借款的方式,从长期资本基金借走了他们自己的部分投资,却没有给予其他投资者以相同的机会。从这个意义上来说,合伙人滥用了投资者对他们的信任和委

托。对于长期资本基金而言,这绝对是一个不祥之兆。

但是,情况的恶化远未就此止步。仍然在富利银行威胁之下的长期资本管理公司,竟然说服了大通曼哈顿银行的戴维·弗鲁格,同意接收富利银行约4600万美元的贷款余额,并将长期资本管理公司欠该行的6200万美元已到期贷款予以展期。对于大通曼哈顿这一“令人难以置信的慷慨举动”,艾里克·罗森菲尔德表示由衷的感谢。现在,长期资本管理公司欠大通曼哈顿银行的未归还贷款余额,达到了1.08亿美元;与此同时,欠里昂信贷银行和劳埃德银行的贷款余额也分别达到了5000万美元和7000万美元。此外,长期资本管理公司还欠自己所管理的基金——长期资本基金3800万美元。

于是,筹集资金再一次成为了长期资本管理公司的头等人事。9月6日星期日,也就是劳工节的前一天,约翰·麦利威瑟打电话给美林证券的三巨头。接到电话以后,图利警告美林证券的理查德·邓恩,利用假期时间,对美林证券在长期资本基金业务中所面临的风险进行一次彻底的查核。现在,美林证券已经不光考虑自己在长期资本基金中所面临的风险了,理查德·邓恩甚至已经在认真地考虑,万一长期资本基金倒闭,会给美林证券乃至整个华尔街带来的影响了。他们非常担心,一旦灾难真的降临,整条华尔街有没有可能从一条拥挤不堪的羊肠小道上逃出?出于这种担心,美林证券立即指派销售员邓利维和信贷经理鲍伯·麦克多诺,对长期资本基金的实际情况,进行全面深入的了解。与长期资本管理公司各位合伙人一向关系很不错的邓利维单刀直入地向合伙人们问道:“你们到底怎么样了?”合伙人们用乐观的口气回答说,尽管基金出现了一些问题,但基金的流动性还是很不错的。后来,邓利维告诉他的同事说,这帮家伙纯粹是在闭着眼睛说瞎话。

不过,约翰·麦利威瑟和他的长期资本管理公司可不认为他们是在胡说八道。他们真的相信,由于利差已经大得不能再大了,所以,千载难逢的机会很快就要到来了。“我们做梦都在想,我们等待已久的大好机会马上就要到来了。”艾里克·罗森菲尔德说。他们缺少的,只是可以用来抓住这一机会的资金。现在,约翰·麦利威瑟所处的地位,和当初艾克斯坦所处的地位几乎一模一样,他告诉纽约联邦储备银行总裁威廉·麦克多诺说,长期资本基金正在寻找新的资金注入。以前,由于约翰·麦利威瑟和所罗门兄弟公司的其他管理人员都受到过向联邦储备银行报告太迟的指责,现在,他不想重蹈覆辙。从8月底一直到9月份,长期资本管理公司的合伙人们一直都在为是否能够筹集到新资金而忐忑不安。在谋求新资金的时候,他们对长期资本基金所面临的现金流量问题拼命回避,而是一再强调,新投资者如果现在进入的话,他们一定可以获得极其丰厚的回报。J.P. 摩根银行的罗伯托·门多萨

支持长期资本基金 2 亿美元的承诺现在依然有效,他甚至把那些蓝筹投资人的名单都摊给了长期资本管理公司的那些合伙人,通用电气公司大名鼎鼎的首席执行官、神奇的杰克·韦尔奇的大名赫然其中。然而,由于罗伯托·门多萨一直忙于其他事务,所以根本无暇顾及长期资本基金的这档子事。简单来说,罗伯托·门多萨很想帮长期资本基金这个忙,但长期资本管理公司的合伙人们,则对罗伯托·门多萨究竟是一个最有效的依靠,还是只是一根象征性的救命稻草,感到非常怀疑。当然,合伙人自己手里也掌握了一些潜在的投资者,如马尔隆·斯科尔斯就与个人电脑奇才迈克尔·戴尔取得了联系,而后者也派了一组人马到长期资本管理公司来检查了账目;随后,得克萨斯州著名投资人巴西斯及其追随者也向长期资本基金表达了投资意向。有意思的是,整个过程和 1993 年长期资本基金首次募集资金时的情景极为相似。

尽管他们自己并不了解这样一种变化,但是,长期资本管理公司合伙人丧失了他们本来一直具有的常胜将军心态,却已是一个不争的事实了。他们的历史纪录虽然光彩照人,但他们毕竟也只是一些凡夫俗子,并不具备回天的力量。而没有这种力量的长期资本基金,是和其他任何基金并没有多大分别的。为了吸引出版业巨子兹夫兄弟的加盟,约翰·麦利威瑟终于低下了他那一直高扬的头颅,愿意将长期资本管理公司所收取的高得吓人的管理费下调,但一下子不可能将面子一抹到底的约翰·麦利威瑟依然坚持,这种下调的有效期只有 3 年!这种姿态也许曾经起过作用,但现在,约翰·麦利威瑟只能暂时下调管理费的报价,却生生地将兹夫兄弟可能的投资拒之于门外。在华尔街,这是一种很常见的现象,当基金管理者收费很高的时候,投资者往往会挤破大门;而当他主动降低收费费率时,投资者却会将他一脚踢开。

另外一组合伙人则对老虎基金的基金经理朱利安·罗伯逊——一个大型对冲基金的营运人,进行了拜访。但是,不久以后就被披露在日元交易中遭受 20 亿美元惨重损失的朱利安·罗伯逊,并不想再卷入一场投机,更何况,长期资本基金的情况,也没有能够让他感到眼睛一亮,因此,这位行事谨慎的南方人并没有受到长期资本管理公司合伙人的诱惑。在他看来,长期资本管理公司根本没有让他感到满意的专业人员来操作这些交易。长期资本管理公司的合伙人们再一次地空手而归了。尽管他们一次又一次地努力着,一次又一次地与那些有钱的大佬进行商谈,但是,带给他们的,却是不断的失望。

现在,连长期资本基金原来的投资者也开始以更加严厉的目光来看待长期资本管理公司了。匹兹堡大学的财务董事马龙·皮斯亲自飞到格林威治,

来和两位学术泰斗罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯会面。两位教授对长期资本基金最近蒙受的巨大损失闭口不提,反而大谈特谈长期资本基金所具有的赢利潜力。销售天才马尔隆·斯科尔斯更是充满信心地强调说,长期资本基金肯定可以在9月份,筹集到10亿美元的新增资金。而到年底,另外还会有10亿美元的新资金注入长期资本基金。但是,马龙·皮斯拒绝投入更多的资金。

“我们进入了一个梦一般的佳境。”受聘担任长期资本基金一位投资者私人投资顾问的斯坦福入学教授威廉·夏普以前这样表示。但现在,夏普教授已经从梦中惊醒过来了。当他以前在斯坦福大学的同事马尔隆·斯科尔斯打电话给他,要求他投入更多的资金时,威廉·夏普教授表示了极大的担心。当时,威廉·夏普教授的客户、一位非常富有的美籍华人,已经准备好再向长期资本基金投入2000万美元了,但威廉·夏普教授告诉这位客户,这样做的风险将会很大。最后,他们同意先投入1000万美元,在长期资本管理公司所说的大资金进来之后,他们再将另外的1000万美元投进来。事实上,他们那边已经将资金都准备好了,只等汇款了,但马尔隆·斯科尔斯这边却将事情耽搁了下来,因为长期资本管理公司的合伙人们心里很清楚,这些小资金根本就无济于事。

而在大资金注入方面,约翰·麦利威瑟继续在和美林证券的赫伯特·艾利逊、德意志银行的埃迪森·米切尔、大通曼哈顿银行的副董事长唐纳德·莱顿,以及瑞士联合银行负责一个资产运营机构的加利·布林逊软磨硬缠。所有这些华尔街大亨都有足够的能力来调动长期资本基金所急需的资源,但是,所有这些大亨没有一个是易与之辈,他们早就闻出长期资本基金的味道不对了,尽管长期资本管理公司的合伙人们还在那里喋喋不休地唠叨着,长期资本基金的前景是多么的美好。因此,长期资本基金的资产越掉价,这些大亨的耐心就越好。他们深知,随着时间的流逝,“千载难逢”机会的价钱将会越来越便宜。

令人难以置信的是,长期资本基金所处的市场一直在不断地下跌。风险套利交易的价差,已经扩大到自1987年大危机后最大的幅度了。首次上市公募业务几乎完全停摆,使即将上市的高盛公司高层寝食难安。与此同时,B级信用债券的收益率与蓝筹公司债券的收益率之间的利差,从1年前的200个基点,猛升到了570个基点。而短期股票市场保险的价格(即所谓的股票价格波动幅度)也涨了1倍。“整个市场上空阴云密布。”《华尔街日报》引用一位期权交易员的话说。而海外市场的价格,也同样反映出了投资者的恐慌心态。新兴市场债券的利率指数比美国国库券高了1700个基点,而1年以

前,这一数字还只有300个基点。艾伦·格林斯潘不祥地警告说,美国不要指望自己可以成为一个麻烦不断的世界中的一片繁荣绿洲。这是一个充满危险的大熊市,它根本不在乎你持有的是一些什么样的资产。

长期资本基金在全世界各地都进行了大量的风险投资,而且在所有的对冲交易中,该基金持有的都是那些风险很高的资产,亦即每一个国家最不安全的那几种债券。可以这么说,长期资本基金对同样的结果、在不同的地方,重复赌了几百次,现在,所有的赌局都输了。

1998年9月10日星期三,是一个惨不忍睹的日子。这一天,互换利差再度攀升了7个基点,与此同时,其他利差也都有不同程度的扩大。这一天,还发生了另外一幕惨剧:全球星公司(Globalstar)一枚满载12颗通讯卫星的火箭脱离轨道后爆炸,所有的通讯卫星在片刻之间烟消云散了。巧的是,长期资本基金正好也持有全球星公司的债券,当这一消息传到格林威治的时候,长期资本管理公司的合伙人绝望得笑了起来:连老天爷都在和他们过不去了。在一次风险管理会议上,交易员们围坐在圆桌旁,一个接一个地汇报着他们的交易结果。当所有的交易无一例外出现亏损的事实明白无误地摆上桌面以后,戴维·马林斯辛辣地讽刺说:“我们到底还能不能赚钱?哪怕只有一天也好嘛!”但事实就是事实,自9月份至今,长期资本基金一直没有赚过一分钱,一天也没有!市场就是和他们对着干,所有人都在忙不迭地卖出——长期资本基金并不孤单!

长期资本基金所持的仓位实在太庞大了,它周边的小鱼变现的每一种债券都能看到结果,但它却像一条被水虎鱼团团围住的鲸鱼一样,孤立无助。那巨大无比的仓位,使长期资本基金陷入了一个进退两难的绝境。现在,只要他们将某一持仓量巨大的品种,如互换利差的一小部分向市场抛售,整个市场的价格就会一落千丈,从而使这一品种其余部分的价值,也随之大大下降。打从所罗门兄弟公司时代起,维克多·哈格哈尼一直在敦促他的同事,两倍、三倍地加大赌注,现在,他终于尝到了恶果。

10日午后,合伙人们的心理防线终于被打破了:长期资本基金的资产净值跌破了20亿美元大关。这天晚上,约翰·麦利威瑟接到了贝尔斯登的执行副总裁沃伦·斯派克特打来的电话——一个他现在最不愿意接的电话:长期资本基金在贝尔斯登盒子里的资产价值一度跌破了5亿美元,尽管该基金在收市前及时进行了补仓。显然,约翰·麦利威瑟解释说,长期资本管理公司负责交易的一些合伙人已经采取了措施,以补足贝尔斯登所要求的资金要求,而没有任何濒临破产的企业会愿意继续支付这些款项。但是,沃伦·斯派克特显然并不愿意听这些解释,他郑重地告诉约翰·麦利威瑟说,贝尔

斯登将于星期天派遣一个小组到长期资本管理公司,对该基金的资产负债表进行检查。否则,贝尔斯登将从下周一开始,停止为长期资本基金提供清算服务。

第二天,也就是9月11日星期四,约翰·麦利威瑟给刚从威尼斯庆祝完结婚周年的高盛公司董事长乔·柯兹纳打了一个电话。在电话中,约翰·麦利威瑟向乔·柯兹纳传递了一个很简单信息:长期资本基金现在马上就需要筹集一大笔钱,10亿美元已经不够了,长期资本基金如果还想继续生存下去的话,他们最起码还需要筹到20亿美元的资金。接着,约翰·麦利威瑟又打电话通知纽约联邦储备银行总裁威廉·麦克多诺,长期资本基金正在为自救而不遗余力地努力着。

星期天,贝尔斯登的小组来到了格林威治。长期资本管理公司做出了它有史以来态度最好的行动,这个一向眼睛朝天的客户,如今显得格外合作。它主动地出示了所有的资产负债表,并在工作台上摆放了一些三明治。简单寒暄以后,劳伦斯·希利布兰德十分耐心地将每一笔交易,都向贝尔斯登的查账人员进行了说明。从约翰·麦利威瑟和艾里克·罗森菲尔德两人都从头至尾参加了这个查账过程来看,长期资本管理公司对贝尔斯登发出的威胁是相当认真的。艾利克斯对长期资本管理公司合伙人所表现出的态度留下了极其深刻的印象,但对长期资本基金的持仓规模则大惑不解。第二天,贝尔斯登行政会议做出决定,长期资本基金必须保持5亿美元资产净值的规定,必须不折不扣地得到执行。会后,艾利克斯立即将这一决定向罗伯特·舒斯塔克作了通报。如果这一底线再次被突破的话,游戏就会自动结束。

与贝尔斯登相比,长期资本基金最大的投资者——瑞士联合银行的日子更加难过。以前属于瑞士银行的金融衍生工具交易高手戴维·索洛发现,合并前的瑞士联合银行在金融衍生工具领域所蒙受的损失简直惨不忍睹,但此时为时已晚了。戴维·索洛经过仔细分析后发现,与长期资本基金进行的购股权证交易,使瑞士联合银行承担了极大的风险,而其潜在的回报可能只有区区8个百分点——当然,他们当时根本无法预料到会发生这种情况。“关于对冲、价格波动幅度以及溢价的一切讨论,都是极为可笑的。”索洛在9月14日发给前瑞士银行总裁、现任瑞士联合银行首席执行官的马塞尔·奥斯佩的一封紧急电子邮件中写到。在谈到其购并伙伴时,戴维·索洛颇具深意地补充道:“批准这一交易的是瑞士联合银行的执行委员会,其中许多人现在就坐在你的位子边上。”

几乎就在同时,约翰·麦利威瑟、艾里克·罗森菲尔德,以及理查德·利希一起,专程对雷曼兄弟公司进行了拜访。该公司负责债券交易业务的杰

夫·范德比尔特立即向他们三人求证,自己所听到的关于长期资本基金陷入困境的传闻是否属实。“在回答这个问题之前,我们想首先讨论一下通过你们私募股权部门募集部分资金的可能性。”约翰·麦利威瑟若无其事地说,“我们去年返回了一部分钱,现在,我们看到了20年来最好的投资机会。”雷曼兄弟公司的主管们对长期资本管理公司这种冷静得近乎冷酷的态度大感惊讶。不过,面对严峻考验的约翰·麦利威瑟最终还是露出了马脚,他让艾里克·罗森菲尔德将长期资本基金的资产组合向东道主做一下解释,但在艾里克·罗森菲尔德刚开始解释后不久,就把他的话打断了。这种对自己信赖有加、有时甚至视如己出的合伙人不耐烦的表现,在约翰·麦利威瑟身上是很少出现的,雷曼兄弟公司对此感到极为不满。

事 事实上,长期资本管理公司并非已经彻底走投无路了。他们现在惟的一条生路就是:1996年以大通曼哈顿银行为首的银团授予他们的9亿美元循环信用额度(最初只有5亿美元,后来提高到9亿美元),而这一额度是长期资本基金随时随地都可以动用的。一般来说,这样一种融资安排都会有一个限制性条款,即在借款人面临重大亏损——所谓的“重大反向变动”时,资金提供者可以随时取消这种融资安排。但当时,以大通曼哈顿银行为首的银团急于要和长期资本基金建立业务合作关系,因此在签订合约时取消了这一条款。不过,如果在某一个会计年度末,长期资本基金的资产净值下跌一半以上的话,这一循环透支额度依然还是可以取消的。因此,尽管以大通曼哈顿银行为首的银团拼命想用长期资本基金的资产净值已经下跌了一半以上这个理由,以使自己能够免于兑现当初的循环融资安排,但事实上,上一个会计年度的截止期是1998年的7月31日,当时,长期资本基金的现金流量还非常的充裕,因而从技术上来说,长期资本基金是完全可以利用这一融资安排的。由于以大通曼哈顿银行为首的银团当时与长期资本基金签订的合约上存在许多语焉不详之处,因此,长期资本基金当时并没有动用这一循环投资额度。不然的话,以大通曼哈顿银行为首的银团无论如何都必须向即将倒闭的长期资本基金提供9亿美元的贷款。

但是,在长期资本管理公司内部,合伙人们却为是否应该动用这项循环融资安排展开了激烈的争论。戴维·马林斯认为,如果基金的倒闭是不可避免的话,那为什么还要把银行也拖进来陪葬呢?这样一笔额外的贷款,只会把事情搞得更加复杂化。约翰·麦利威瑟、格里高利·霍金斯,以及两位诺贝尔奖获得者——罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯——都同意戴维·马

林斯的观点。而劳伦斯·希利布兰德、维克多·哈格哈尼、理查德·利希,以及艾里克·罗森菲尔德,则对这一观点表示了非常强烈的反对。他们坚持主张动用这一额度。如果不动用这一额度的话,他们强调说,还有什么方法能够补足长期资本基金在贝尔斯登的“盒子”呢?威廉·卡拉斯科、詹姆斯·麦克恩蒂,以及罗伯特·舒斯塔克也都对此表示赞同。长期资本管理公司的律师詹姆斯·里卡兹则指出,如果长期资本管理公司没有尝试所有能够尝试的挽救途径的话,长期资本管理公司就可能必须对长期资本基金的投资者承担责任。“现在还没有到做最后决定的时候。”约翰·麦利威瑟最后做了结论,从而结束了这场论战。他们还没有到真正饥不择食的时候。

至少,长期资本管理公司的合伙人还可以指望高盛公司,还能指望乔·柯兹纳。现在,到了9月中旬,他们已经是长期资本基金最后的指望了。身材高大、留着胡子的乔·柯兹纳看起来一点都不像是一名金融家。出生于伊利诺斯州的乔·柯兹纳大学时代曾打过篮球,并与其幼儿园时期的同学结为夫妇。1975年,即约翰·麦利威瑟加入所罗门兄弟公司的第二年,乔·柯兹纳加入了高盛公司的债券交易部门,成为了一名非常优秀的交易员,尽管作为一名交易员,他的名声远没有约翰·麦利威瑟来得响亮。乔·柯兹纳非常坦率地承认,自己对约翰·麦利威瑟非常佩服,而且一直将约翰·麦利威瑟领导下的所罗门兄弟公司套利部门视为自己的榜样。虽然乔·柯兹纳后来在高盛公司获得了青云直上的机会,但他还像以前一样,非常容易相处。在到处都是西装革履的华尔街,乔·柯兹纳一件宽松的毛衣,让他获得了极高的回头率。

The logo for Goldman Sachs, featuring the company name in a white, serif font on a black rectangular background.

作为华尔街最后一家私人综合性投资银行,高盛公司和长期资本管理公司的相似之处颇多。他们的合伙人行事都非常神秘,而且,这么多年来,彼此之间的关系也都非常密切。高盛公司的文化特点是谨慎,非常非常的小心谨慎(这里所指的,并不是高盛公司位于纽约百老街85号总部大楼中那种令人肃然起敬的沉静

气氛)。迄今为止,高盛公司一直是以其对蓝筹公司客户无微不至的照顾而闻名华尔街的。作为一家一直主张开展关系银行业务(*relationship banking*)的投资银行,高盛公司从来都不赞成进行恶意收购,甚至从不开展自营业务,因为该公司一直认为,一旦你开展了自营业务,你就一定会和你的客户发生利益冲突。但到了20世纪80年代和90年代以后,这一观念因为已经不再符合潮流,而遭到了弃用。此后,高盛公司的两任董事长——斯蒂芬·弗里德曼和后来成为美国财政部长的罗伯特·鲁宾,都信心十足地大力拓展了公司的自营业务,而在此过程中,随着高盛公司作风的改变,公司与客户发生利

益冲突的例子也变得屡见不鲜了。1994年,在债券市场崩盘时,高盛公司和现在的长期资本管理公司采取了一样的做法——根据价格波动幅度的统计模型来设定风险限额——并同样蒙受了极大的损失。高盛公司发现,它自己利用巨大财务杠杆持有的巨大仓位,早已被其他交易员了解得一清二楚了,如果不接受这一损失的话,它根本就不可能抽身而退。这一风波发生以后,合伙人们一致决定,高盛公司必须采取措施,重振旗鼓。于是,便在1994年秋天,要求在危机过程中接任高盛公司董事长的乔·柯兹纳,对高盛公司的合伙人制度及其业务进行全面重组。经过一段时间的努力,高盛公司果真东山再起,而且,公司的合伙人一致认为——又和长期资本管理公司的情况一样——必须增加自己的资金实力。于是,他们便开始筹划将高盛公司公开上市。与此同时,乔·柯兹纳再次强调,证券交易业务是高盛公司获利最为丰厚的主营业务。



高盛公司

以前,乔·柯兹纳一直很想与约翰·麦利威瑟联手,现在,他终于在非常有利的位上,与约翰·麦利威瑟以及他的长期资本管理公司进行对话了。乔·柯兹纳同意向长期资本基金提供资金,但是有一个条件,即高盛公司将得到长期资本管理公司一半以上的股权和整个公司交易战略的决策权,并有权为长期资本基金的投资风险设定限度。高盛公司的这些条件,无异是向长期资本管理公司提出了一个购并邀约。高盛公司表示,如果长期资本管理公司能够接受这些条件的话,那么,该公司将立即向长期资本基金注入10亿美元的资金(其中包括部分自有资金和部分客户的资金),并承诺将帮助长期资本管理公司另外再筹集10亿美元的资金。事实上,只要高盛公司能够振臂一呼,向全世界宣称自己和长期资本基金共同进退,长期资本基金所拥有的各种资产的价格,就有可能止跌回升。面对这样的条件和态势,约翰·麦利威瑟实在找不出任何理由说不!

两家公司很快就敲定了这一交易,前提是高盛公司先为长期资本基金解决钱的问题,而按照惯例,长期资本管理公司必须接受一次彻底的资产评估。为了更好地完成这项交易,以免长期资本基金的资产价值在交易完成之前进一步受到损失,高盛公司必须尽一切努力加速行动。在从9月14日起的一周里,长期资本管理公司向高盛公司提交了大批档案资料,并委派艾里克·罗森菲尔德和罗伯特·默顿率领4名员工前往百老汇。罗伯特·默顿首先用诗一般的语言,对两家公司合并所具有的战略价值称颂了一番,随后,高盛公司方面就开始向长期资本管理公司提出了一连串的问题。紧接着,高盛公司外部法律顾问行——沙利文-克伦威尔律师事务所——的6位律师,鱼贯

走入会议室,开始对长期资本管理公司这几位合伙人和员工,轮番进行询问。

同一时间,在格林威治这边,高盛公司派出的人员也在进行着地毯式的检查。长期资本管理公司的人员几乎都糊涂了,根本就搞不清楚高盛公司究竟派了多少人来格林威治进行检查,因为来的人实在太多了。在这些入当中,最主要的一名高盛公司人员当属雅各布·戈德菲尔德,高盛公司一位聪明能干但极其难缠的交易员。为了查找证据,雅各布·戈德菲尔德从长期资本管理公司的电脑上,将长期资本管理公司长期以来一直视若珍宝的交易合约数据,一股脑儿地下载到了自己的笔记本电脑上(后来,高盛公司完全不承认曾经发生过这件事)。与此同时,高盛公司在纽约的交易员们,却在市场上抛掉了许多和长期资本管理公司所持完全相同的交易合约。这一天结束时,高盛公司派至长期资本管理公司交易柜台的几位交易员,趾高气扬地对长期资本管理公司的交易员提出,要购买该公司持有的这些交易合约。高盛公司这种大耍两面派的做法,充分暴露了投资银行极其丑恶的嘴脸。而对于约翰·麦利威瑟及其合伙人而言,高盛公司此举,无异是在他们面前,对长期资本基金实施了强奸!

星期一,也就是高盛公司那帮家伙进驻长期资本管理公司那一天,市场股票价格的波动幅度达到了骇人听闻的 32 个百分点!到了星期二,这一数字再创新高,竟然达到了 33 个百分点!而这一数字每攀升一个百分点,长期资本基金就会损失 4 000 万美元,而其整个投资组合的资产价值,也会同比比例地减少。现在,长期资本管理公司所有的交易,从丹麦的不动产抵押债券,到大众汽车公司的股票;从车站赌场和斯塔伍德公司发行的垃圾债券,到壳牌运输公司的股票,无一例外地都出现了极其严重的下跌。尤其是长期资本管理公司以比荷兰皇家石油公司股票价格低 8% 的价格买进的那部分股票,其利差更是扩大了 14 个百分点。更加令长期资本管理公司伤心的是,在 1998 年大部分时间中,一直为长期资本基金赚钱、被长期资本管理公司合伙人视为最可靠的意大利政府债券的价格,现在也出现了大幅度的下跌!

此时,在全世界所有的市场上,所有资产的价格变动方向,都和长期资本基金发生了背离。长期资本管理公司的首席律师詹姆斯·里卡兹向其同事描述道:“这简直就是逼长期资本基金走向死亡的交易。”现在,长期资本管理公司所有交易的相关系数都趋于了“1”,也就是说,长期资本管理公司所掷出的每一把骰子,都是“幺二”。这种情况,是数学家们从来没有预见到的,在他们看来,随机的市场分布应该呈大数分布状态,也就是白羊和黑羊、正面和反面的分布应该是常态的,绝对不应该有日复一日都发生亏损的情况出现。

教授忽略了一个事实,一个他们实际上非常了解的事实:在市场上,两

条尾巴一般都是比较肥大的。置身于格林威治富丽堂皇的玻璃幕墙宫殿中，远离了喧嚣尘上的纽约交易大厅的教授们浑然忘记了：现场的交易员是不会随时随地都按随机牌理出牌的，他们也不是像劳伦斯·希利布兰德这样机械的逻辑学家。他们为贪婪和恐惧所驱使，很可能会不由自主地采取一些很常见的极端行动，或者说，他们的心态会很快发生变化，变化的幅度也会很大。比如，就在1998年的夏末，债券市场交易员们的心态就被笼罩在一片恐惧之中，对于高风险债券的态度，更是避之惟恐不及。长期资本管理公司的这些教授们并没有把这一因素考虑进去，只是根据市场以前发生过的经验——而不是未来可能发生的状况——来构筑他们的模型，全然忘记了，现实生活中的每一个交易员，都是一个活生生的人，他们掠夺成性、占有欲极强，而且，还十分善于自我保护。一句话，教授们全然忽视了一个非常非常关键的因素——人性因素！

约翰·麦利威瑟将高盛公司进行抢先交易，即利用他们所获得的内部消息（从长期资本管理公司电脑上下载的相关交易信息），抢在长期资本管理公司之前进行交易一事，向纽约联邦储备银行的彼得·费舍尔提出了投诉。事实上，高盛公司在整个9月份的交易非常活跃，关于高盛公司大量抛售与长期资本基金一致的互换利差交易合约和垃圾债券交易合约的传闻，早已传遍了整个华尔街。据说，高盛公司的那些高收益率债券交易员为此还得意了好一阵子。

但是，采取这种做法的绝非高盛公司一家。到了这个时候，长期资本基金的持仓情况，早已成为了一个公开的秘密。就在这几个月之内，所罗门美邦已经将长期资本基金持有重仓的那几种合约品种全部出清了；德意志银行更是完全退出了互换利差交易。而另一方面，从来不做股票波动幅度交易的美国国际集团（AIG），却出乎意料地介入了这一领域。那么，是什么原因促使他们大量买进这类合约的呢？许多人认为，AIG此举，摆明了是要趁火打劫长期资本基金。此外，J. P. 摩根银行和瑞士联合银行此时也开始大量买进股票波动幅度交易合约。很显然，所有这些交易行为都具有极强的掠夺意味。这种游戏的历史几乎和华尔街本身一样悠久了——如果长期资本基金还有能力忍受足够的痛苦，也就是他们还有油水可以被榨出来，长期资本管理公司就必须认输，对他们抛空的合约进行补仓，而持有这些仓位者就将获得丰厚的利润。

但是，这些交易的规模远没有人们所想象的那么大，当然更没有格林威

治后来推测的那么大。不过,在当时这种情况下,长期资本管理公司合伙人们断言,认为一切都是共谋的结果,也是很容易理解的。当然,他们的这种指责,自然也含有将造成损失的原因归咎于他人的意图。对于这些一向目空一切的合伙人来说,只有认为是别人的共谋让他们大败亏输,才能让他们的心情稍稍得到一些安宁。

然而,一个非常简单的事实是,一直到9月中旬,华尔街的银行原则上并没有对长期资本基金的生死担过心,因为当时他们都自顾不暇。由于所有的银行都持有和长期资本基金相同的合约,所以,他们抛售这些合约的唯一目的,应该就是为了自保。由于一直在考虑自己公司几星期后的上市问题,所以,在这些交易中损失最为惨重的高盛公司急于将这只烫手的烂山芋扔出去,以免损失进一步扩大,于情于理都是很顺理成章的事情。

不过,不管银行是为了保护自己还是为了从长期资本基金身上赚钱,对长期资本基金来说,两者造成的后果其实是完全一样的。也就是说,两种不同的动机导致了同一种行为,即大量抛售长期资本基金重仓持有的那些合约,如长期资本管理公司的一名交易员就曾亲眼看到他以前在学术界最好的朋友,正在大量抛售长期资本基金重仓持有的那些合约。事实上,所有的交易员都很清楚,如果长期资本基金垮掉的话,整个局面立即就会变得混乱不堪。此时,谁能够跑在前面,谁就会最安全。“如果你认为有哪一个大户会被迫出局的话,你应该做的第一件事就是,抢跑道抢先出局。”高盛公司驻伦敦的一名交易员说,“我们很清楚,底线在哪里。这并不犯法。”

除了美国有强制性的“反内部交易法”之外,世界上任何地方都没有相类似的法律,因此,利用未经公开的信息开展内部交易的现象是非常普遍的。开展自营交易的投资银行,如所罗门美邦和高盛公司等,都公开宣称,他们会根据客户的委托数量,来确定自己的自营业务方向。换句话说,一旦所罗门美邦和高盛公司投资银行获悉其客户将进行何种交易,他们就会极其迅速地跟进,在大部分情况下,甚至是抢先进行同样的交易。这也就是高盛公司先辈为什么会拒绝开展自营交易业务的原因,因为这种做法与客户利益的冲突实在太大了。但到了1998年,高盛公司已经成为了一具野心勃勃的交易机器,以前那些温文尔雅的银行家,早已被他们的后人忘得一干二净了。当然,如果高盛公司或其他任何投资银行一方面凭借其所获得的信息优势开展交易活动,一方面又向其客户提供投资银行服务的话,从理论上来说,还是有可能触犯反欺诈法律规定的,但是,要证明这种罪名是很困难的。对乔·柯兹纳而言,他从来不否认:“高盛公司交易员在市场上的所作所为,对长期资本基金造成了相当大的损害,但我们并无选择,因为我们首先要做的,就是要保

护我们自己。所以,我不会为此向任何人道歉。”

不过,对于高盛公司在获取长期资本基金交易信息资料后,改变了公司交易策略的传闻,乔·柯兹纳却始终加以否认。他不无揶揄地补充说,凭高盛公司所拥有的市场地位,他对任何关于高盛公司不当得利的指责,都感到非常奇怪。

由于长期资本管理公司的交易都非常令人不可思议,而且极其专业化,因此,它现在完全成为了一只羔羊,任人宰割。例如,有能力开展股票波动幅度交易的,只有那几家拥有自营业的大投行,包括 J. P. 摩根银行、所罗门美邦、瑞士联合银行、兴业银行、银行家信托,以及摩根斯坦利添惠。而所有这些大银行对长期资本管理公司大量抛空股票波动幅度的事实都非常清楚。因此,他们心里非常明白,长期资本管理公司迟早都要对这些合约进行回补。所以,所有这些银行一律采取了囤积居奇的策略。绝望之下,长期资本管理公司打电话给兴业银行,要求该行对长期资本基金手中的大量抛空仓位出价,但是,这家法国银行开出的价码,简直要让人吐血——仅比市场价格高 10 个百分点!但更加令长期资本管理公司绝望的是,除了兴业银行以外,根本就找不到第二家银行。正是因为市场上根本就没有买家,所以,股票波动幅度的价格,就不可避免地一路攀升上去了。

在正常情况下,一个自由的市场是会自动挤压这种泡沫的。例如,1980 年,当亨特兄弟试图操纵白银市场价格时,曾经将白银价格抬升到每盎司 50 美元的高位。随后的情况就是,人们四处寻找银器,回炉后向市场进行返销。但当所有的白银抵达市场后,银价立即大跌至每盎司 5 美元,于是,亨特兄弟不得不宣告破产。但是,相比之下,股票波动幅度的稀缺程度要比白银高得多,因为事实上它是一种无形的东西,根本就没有其他的供应来源。“股票波动幅度是真正可以采用逼空手法操作的一个交易品种。”长期资本管理公司一位很懂行的员工说,“市面上总共才有那么 4~5 家自营商,而他们都持仓惜售。”

随着长期资本基金的亏损越来越大,核心合伙人和一般合伙人之间也就很自然地出现了越来越明显的分化。较小的一些合伙人开始指责劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈格哈尼使他们的财富化为乌有。从来就不曾成为好朋友的格里高利·霍金斯更是和劳伦斯·希利布兰德翻了脸,马尔

隆·斯科尔斯干脆和劳伦斯·希利布兰德打起了冷战。心情郁闷的合伙人不仅对劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈格哈尼的投资决策深表不满,他们趾高气扬、独断专横的做事风格,更让这些合伙人深恶痛绝。马尔隆·斯科尔斯认为,劳伦斯·希利布兰德从来就不是一名真正的合伙人,因为他从来没有信任过任何其他合伙人。而具有讽刺意味的是,马尔隆·斯科尔斯对劳伦斯·希利布兰德的评价,恰好也就是长期资本管理公司在其他银行心目中的形象。与此同时,一直为背痛所困扰、到公司来的次数已经越来越少的詹姆斯·麦克恩蒂,一直在责怪约翰·麦利威瑟不肯听他的警告。难道,他背部的疼痛,就是长期资本管理公司合伙人濒临绝境的一个征兆?

相对于他们日益绷紧的神经和长期资本基金日益巨大的损失来说,合伙人们的这种反应,绝对是人性一种最普通的流露。他们损失的不仅仅只是金钱和财富,更重要的是,他们好不容易建立的地位和声誉,也随之丧失殆尽了。而前途一片光明的约翰·麦利威瑟,更是遭受了他职业生涯的第二次失败。对于其他的交易员来说,不管日后会取得什么样的发展,但他们在长期资本管理公司这一段大起大落的经历,势必将陪伴他们一生。而艾里克·罗森菲尔德这位对长期资本管理公司倾注了大量心血的人,受到的打击是无可估量的。他在极其郁闷时发出的那一声声撕心裂肺般的喊叫声,充分说明了他不堪忍受的内心痛苦。

艾里克·罗森菲尔德的教授、名声卓著的诺贝尔奖得主罗伯特·默顿,同样也沉浸在极度的痛苦之中。他最忧心的不光是自己财富的损失,他更加担心的是,自己在现代金融学领域呕心沥血建立起来的地位,会随着长期资本管理公司的破产而一去不复返。每念及此,老迈的罗伯特·默顿就禁不住悲从中来,禁不住涕泪纵横。无论从哪个方面说,罗伯特·默顿教授都是一个人好人。同样,马尔隆·斯科尔斯也很清楚,一旦长期资本管理公司垮台,人们就会用一种极其异样的眼光来看待他,他们所获得的诺贝尔奖,就会黯淡无光。巧的是,就在长期资本基金开始一落千丈时,马尔隆·斯科尔斯刚刚完成了他长期以来的一个心愿:衣锦还乡,荣归故里。在他的老家——加拿大安大略省的汉密尔顿,这位诺贝尔奖得主受到了父老们最最热烈的欢迎。不过,这些听众当时还对长期资本基金的问题一无所知。马尔隆·斯科尔斯肯定对他所受到的热情接待感到受之有愧。当他在演说中回忆起自己的童年时代时,马尔隆·斯科尔斯几乎难以自持。

在所有的合伙人中,戴维·马林斯也许是前景最为黯淡的一个。这位一度有可能接替艾伦·格林斯潘担任联邦储备委员会主席的干练的老资格银行家,现在,再也没有可能一圆自己的梦想了。“一着棋错,满盘皆输”这句

话,用在戴维·马林斯身上,是再也恰当不过了。

尽管气氛极其紧张压抑,但绝大部分合伙人都能够控制住自己的情绪,尽量不把心里的怨气暴露出来。他们还在一起工作,竭力克制自己的冲动,以免公开发生争执。事实上,在这种情况下,他们的表现是非常难能可贵的。这也是他们彼此之间,尤其是在核心合伙人之间,长期形成的一种互相约束的结果。他们嘴中可能会有些唠叨,但决不会影响工作。如果有人应该为此负责的话(尤其在那些较小的合伙人看来),那也应该是约翰·麦利威瑟,因为他对公司的管理不力。但是,却没有一个人愿意当面责备约翰·麦利威瑟!

一般来说,约翰·麦利威瑟一直将自己的情感埋藏得很深。尽管长期资本基金蒙受了极其惨重的损失,但他依然保持着那份难得的冷静。事实上,在长达15年的时间中,艾里克·罗森菲尔德几乎从来没有看到过约翰·麦利威瑟有过愤怒的时候。面对每天工作15个小时、每周工作7天这样常人根本无法想象的巨大工作压力,约翰·麦利威瑟只有在短暂的闲聊时间里,才有机会略微放松一下自己。一天夜里,当时已经是深夜2点多了,约翰·麦利威瑟和理查德·利希、艾里克·罗森菲尔德,以及劳伦斯·希利布兰德几个人在一起闲聊。在谈到如果公司能够渡过这道难关、得以幸免的话,准备如何对公司进行重新命名时,约翰·麦利威瑟略带自嘲地说:“我们可以叫‘无保证金资本管理公司’。”这句话一出,在场的合伙人全都大声笑了起来。对他们来说,不管情况有多糟,约翰·麦利威瑟的幽默,总是能够让他们的精神振作起来。随后,约翰·麦利威瑟吹着口哨补充道:“呵,我们这次可把那些瑞士人整惨了。”他指的是瑞士联合银行——长期资本基金最大的投资者——的那帮人。约翰·麦利威瑟开玩笑说:“看样子我们再也不能踏上瑞士的土地了。以后,只要我们一下飞机,他们就会把我们送进监狱了。”

就 在高盛公司四处张罗资金的同时,他们发现了一件约翰·麦利威瑟从来没有提到过的事情。长期资本管理公司早已和高盛公司所指望的那些客户,包括沃伦·巴菲特、乔治·索罗斯、迈克尔·戴尔,以及沙特阿拉伯王子阿尔瓦利德联系过了,而且,均遭到了拒绝。乔·柯兹纳对此非常不满。事情已经到了这个地步,还有什么不好意思说的呢?

现在,长期资本基金每天的亏损额仍然在数百万美元以上。合伙人们依然还在拼命地对手中掌握的资产进行配对,但收效甚微。尽管他们存放在贝尔斯登“盒子”里的资产勉强还能保持5亿美元的水平,但随着损失的不断增

加,加之市场价格不断跳水,离开贝尔斯登所规定的底线,已经越来越接近了。此时,长期资本管理公司希望能够将手持的仓位一次性降价销售给几家大银行,但美林证券和高盛公司已经一点胃口都没有了,因为他们自己相同的仓位就已经压得他们喘不过气来了。

到了9月中旬,长期资本管理公司的合伙人能够指望使市场发生逆转的,只有三件事情了:其一,美国国会能够批准向国际货币基金组织提供更多的资金援助;其二,国际货币基金组织能够同意向巴西提供资金援助;其三,艾伦·格林斯潘宣布降息。在这三件事情当中,艾伦·格林斯潘宣布降息是最重要、但也是最难以预测的一件事。

事实上,联储对信用利差不断扩大的情况,同样也感到忧心忡忡,长期资本基金发生巨额亏损、基金面临倒闭之事,也一直在困扰着纽约联邦储备银行。也是在9月11日,路易斯安那州众议员、共和党人理查德·贝克向艾伦·格林斯潘提出警告说,某些对冲基金对上市银行造成的损害,已经变得越来越严重了。从其手下一名曾在J.P. 摩根银行任过职的工作人员那里得知内幕信息的理查德·贝克众议员在写给艾伦·格林斯潘的一封公开信中警告说:“我注意到这样一种情况,那些不受监管的对冲基金经常利用巨大的财务杠杆,而这,可能就是那些受到良好监管的金融机构市值最近大幅度下降的主要原因。”至此,危机完全被公诸于众了。9月15日,乔治·索罗斯在众院银行委员会作证时警告说,俄罗斯所发生的危机,很可能导致出现全球性的信用崩溃,并对银行“努力培育一条金融衍生工具交易链”进行了猛烈的抨击。他的这种说法,很像是从与长期资本基金所进行的秘密交易中得到启发而来的。

第二天,即9月16日,艾伦·格林斯潘也来到同一个地方作证。他向众院银行委员会表示,他绝不会在这个时候考虑降息,从而将市场所有的期待,打得粉碎。令人难以置信的是,格老仍然坚持认为,对冲基金这类小混混式的投资者所带来的风险是极其有限的。他的话很明显地表示出,联邦储备委员会主席对实际情况所知非常有限。“对冲基金受到放款银行非常严密的监控。”艾伦·格林斯潘断言说。在了解长期资本基金的实际情况后,人们很难不得出这样的结论:艾伦·格林斯潘要么根本就不了解事态真相,要么就是故意对其所见所闻充耳不闻。不过,美国财政部长罗伯特·鲁宾至少指出,多年来的好光景,已经使许多银行家把他们最根本的小心谨慎的行为准则忘得一干二净了。“已经过了5~6年、甚至7年好日子了。”罗伯特·鲁宾

同样也是在对众院银行委员会作证时说：“人们在放贷时自然就不会那么小心翼翼了。”

金融界充满着因果循环。你的行为越鲁莽，你所受到的惩罚就越厉害。长期资本基金的债权人尴尬地发现，正是自己以往对该基金的过度纵容，以及对许多事情所采取的视而不见的态度，才使得现在所面临的危机变得越来越严重了。一般来说，一位客户出现违约时，债权银行通常都会握有该客户所缴纳的保证金。但长期资本管理公司却经常不缴纳一分保证金。银行愿意在不缴纳任何保证金的前提下，向长期资本基金提供大量融资，从而使长期资本管理公司能够毫无顾忌地大肆扩大其所利用的财务杠杆，肆无忌惮地扩张其信用。现在一旦长期资本管理公司倒闭，所有的债权银行都将一无所获。

不出所料，债权人对他们自己所制造出来的危急局面极感恐惧。“我们根本想不到这些家伙会出现这种麻烦。要知道，这些人可都是风险管理专家啊！难道你不知道，风险管理理论就是他们发明的？是他们教会我们如何进行风险管理的。”很喜欢和长期资本管理公司合伙人们一起去爱尔兰打高尔夫球的美林证券风险管理经理丹尼尔·拿波利如此反应说：“天哪，我们是在与诺贝尔奖得主打交道啊！”特别具有讽刺意味的是，只有这些绝顶聪明的人，才有可能把华尔街搞得如此狼狈，其他人根本就没有可能融到这么多的资金，更不要说会产生如此巨大的泡沫了。

此时，长期资本基金的银根被越抽越紧了。对长期资本基金的筹码颇有兴趣的通用再保险公司——正在与沃伦·巴菲特的伯克希尔·哈撒维公司讨论合并事宜的一家保险公司——就认为，应该逐日计算长期资本基金的资产价值。通用再保险公司设在伦敦的一家子公司专门负责金融衍生工具交易的主管托尼·伊利亚，曾经向长期资本基金的日元利率互换交易提供过融资，现在，却在半夜里把长期资本管理公司驻东京的人拖起来，要求他们追加保证金。

甚至连当初主动向长期资本管理公司提供资金的 J. P. 摩根银行，现在也开始严密调查自己在长期资本基金中所承受的风险究竟有多大了，因为他们必须及早做好准备，以应付长期资本管理公司很可能发生的倒闭。“这肯定会成为一个真正的丑闻。”J. P. 摩根银行的一名高管表示。宣告破产并不能阻止金融衍生工具的交易对手扣押抵押担保品，因此，一旦长期资本管理公司真的申请破产，它就会发现，传真机里一定会一刻不停地传来四五十个

交易对手主张其权利、并宣布扣押其抵押担保品的通知。事实上,只要长期资本基金多达7000多宗的交易合约出现一笔违约,交易额高达14000亿美元的所有合约,就会自动地、接二连三地发生违约。说得极端一点,到了这个时候,连动一下破产的念头,都有可能被视为违约!长期资本管理公司的律师绝口不提“破产”一词,连他们彼此之间的讲话,都像小孩子玩游戏一样,刻意避开这个词。他们有时会说:“如果哪个基金亏了很多钱,你认为他们会申请‘那个’吗?”不管情况到底会怎么样,约翰·麦利威瑟自己心里最清楚:要想挽救基金的话,只剩下最后一个星期的时间了。

长期资本基金的发源地——所罗门美邦——一直对采取救援行动避之惟恐不及。但到了星期三,也就是9月16日,所罗门美邦也跳进了这个圈子,开始采取行动。该银行派了一组人马,包括股票风险管理主管罗伯·阿德利安、金融衍生工具交易主管安迪·康斯坦因,以及桑迪·威尔的儿子马克·威尔在内,一起来到了格林威治,希望参加由高盛公司和其他几家银行一起参加的会议。但当他们于下午4点钟赶到格林威治时,会议已经结束了。罗伯·阿德利安注意到,长期资本管理公司办公室安静得可怕,许多房间大门紧闭,整个交易大厅空无一人。维克多·哈格哈尼将他们引入一间办公室,直截了当地向他们宣布说,现在只剩下一个问题还没有谈妥。“我们需要钱。”他非常坦率地指出。

维克多·哈格哈尼提出,可以让他们看一看长期资本基金的账册(如今这早已是众人皆知的秘密了)。但深知其父亲对对冲套利深恶痛绝的马克·威尔很清楚,并不想让所罗门美邦卷得太深,因此很客气地回绝了。接着,他们就打道回府了。

第二天,所罗门美邦又派了一个级别更高的小组来到格林威治。该小组由史蒂夫·布莱克、托马斯·马赫拉斯,以及彼德·赫尔希组成。此时的维克多·哈格哈尼看上去好像受了很大的惊吓,因为在过去的5天当中,长期资本基金又亏掉了5.3亿美元,而更加让他感到揪心的是,这种一落千丈的跌势,一点都看不到有任何停止的迹象。9月10日星期四,长期资本基金亏损了1.45亿美元;星期五,该基金又亏掉了1.2亿美元。而在接下来的一周中,这种跌势也一点没有停止。星期一,长期资本基金的亏损额为5500万美元;星期二,这一额度上升到8700万美元;到了星期三,这一亏损额度再次上升到1.2亿美元。维克多·哈格哈尼只能痴痴呆呆地看着这些亏损不可抗拒地一天天侵蚀着长期资本基金的资产,一点办法也没有。他实在无法理

解,长期资本管理公司所使用的多元化投资策略为什么会如此不堪一击!对于8月份所出现的亏损,维克多·哈格哈尼是可以理解的,但是,在市场完全应该得到恢复的9月份再出现这样的亏损,则令他百思不得其解。在美国,互换利差令人震惊地攀升到了83个基点;在英国,同样的互换利差竟然上升到了绝对不可思议的88个基点!长期资本基金仅仅在这两个品种上所持的重仓,就足以让它破产了。维克多·哈格哈尼言辞激烈地指责华尔街,尤其是高盛公司,联手打压已经陷入孤立无援困境的长期资本基金,并最终使长期资本基金落到了如此凄惨的境地。

尽管每个人对高盛公司都恨之入骨,但他们又不得不将逃生的惟一希望,寄托在高盛公司身上。整整一个星期,艾里克·罗森菲尔德和其他合伙人一直都在和高盛公司进行电话联系,但结果却让他们越来越感到绝望。尽管高盛公司刚开始时非常乐观,但却一直没有募集到所需要的资金。现在,根据长期资本管理公司的计算,它所需要的资金总量,已经远远不止20亿美元了,而是整整增加了一倍,达到了40亿美元之巨。9月17日星期四早晨,约翰·麦利威瑟、劳伦斯·希利布兰德、艾里克·罗森菲尔德,以及罗伯特·默顿一起来到高盛公司,催促高盛公司抓紧办理此事。乔·柯兹纳和高盛公司身材非常瘦小的首席财务官约翰·泰恩一起,亲自出马接待了他们。

艾里克·罗森菲尔德率先开口。他花费了很多的口舌,就表明了一个意思:“你们已经是我们的最后希望了。”

星期四晚些时候,约翰·麦利威瑟再次将长期资本基金的情况向纽约联邦储备银行总裁威廉·麦克多诺进行了通报。饶有讽刺意味的是,就在这一天,长期资本基金竟然赚了钱,这是进入9月份以后,长期资本基金账面上第一次出现赢利,尽管区区600万美元的利润根本就不能起什么作用。最主要的是,这一赢利来得实在太晚了,金额也太少了。现在,长期资本基金的资产净值已经下降到只有15亿美元了。从俄罗斯政府违约之日算起,时间仅仅过去了1个月,而长期资本基金的全部资本,就已经十去其六了。这也是华尔街有史以来损失最为惨重的一个案例。

星期五,长期资本管理公司总算等到了高盛公司的回音,但结果却让他们大失所望。高盛公司首席财务官约翰·泰恩告诉他们说,很少有人能够向长期资本基金投入他们所需要的那么大量的资金。也许,沃伦·巴菲特是一个很合适的人选,乔治·索罗斯也可以,但长期资本管理公司早已和他们联系过了,而他们也都不加以拒绝。同样的情况,在高盛公司名单上的所有投资者身上,都一样出现了。就在这天一清早,高盛公司的投资银行家彼得·克劳斯再次和沃伦·巴菲特谈了此事,但沃伦·巴菲特再次重申了对劳伦

斯·希利布兰德所说的那番话,他对投资长期资本基金毫无兴趣。而其他人都回绝了高盛公司的建议。因此,约翰·泰恩指出,从高盛公司的立场来说,此事已经结束了。约翰·泰恩在这里令人厌恶地表达了他自己的一种看法:长期资本基金完了。

但事实上,高盛公司并没有就此放弃。就在那天,彼得·克劳斯和沃伦·巴菲特就这件事谈了许多次。对沃伦·巴菲特而言,他最讨厌的是长期资本管理公司那种非常复杂的合伙人制度。他对长期资本基金旗下拥有许多各种各样的子基金,以及长期资本管理公司那些错综复杂、剪不断理还乱的细节,一点也提不起兴趣。沃伦·巴菲特之所以在数十年前就放弃合伙人制度的原因,部分就在于此。现在,他更不会去参与别人的什么合伙制了。不过,沃伦·巴菲特表示,如果只是购买长期资本基金那些几乎已经跌去六成价格的投资组合,而不考虑保留约翰·麦利威瑟,他的公司和他手下的那些人,或许还能考虑考虑。在对这一想法进行整理以后,沃伦·巴菲特和彼得·克劳斯开始讨论由伯克希尔·哈撒维公司和高盛公司,或许还加上美国国际集团,联合买下长期资本基金资产的可能性。与此同时,彼得·克劳斯将他所取得的些微进展向乔·柯兹纳做了汇报。整整一天,高盛公司上上下下都在围绕着由伯克希尔·哈撒维公司和高盛公司,或许还加上美国国际集团,联合买下长期资本基金资产这一方案,以及其他几个能够挽救长期资本基金方案,进行着紧张思考和运作。

而在长期资本管理公司,整个的情况正在变得越来越糟糕。贝尔斯登的来信再次提醒他们,一旦他们存放在贝尔斯登“盒子”里的钱低于5亿美元的底线,贝尔斯登就会毫不留情地中止为长期资本基金提供清算服务。这很清楚地表明了贝尔斯登的态度:他们真的想与长期资本基金一刀两断了。现在,剩下的惟一出路就是和大通曼哈顿银行进行谈判了。虽然从法律上说,长期资本管理公司认为自己可以随时随地调用那笔循环贷款,但合伙人们还是希望能够得到大通曼哈顿银行的同意。于是,戴维·马林斯打电话给戴维·弗鲁格。后者已经在接手富利银行的贷款上狠狠地帮过长期资本基金一把了,这一次,他还会帮忙吗?

作为银行家中的翘楚,戴维·弗鲁格心里十分清楚,如果大通曼哈顿银行及其他银团成员发放这笔贷款的话,那就意味着这些钱将像肉包子打狗一般,有去无回了。而如果不放这笔贷款的话,那么,大通曼哈顿银行及其他银团成员就必须承担违约责任。此外,戴维·弗鲁格还担心,如果长期资本基

金真的垮掉的话,势必影响整个华尔街,而华尔街正是大通曼哈顿银行最大的客户来源。于是,他打了一个电话给大通曼哈顿银行的董事长沃尔特·希普莱。在电话中,戴维·弗鲁格说:“我不认为我们还有什么其他选择。”

正在此时,长期资本基金所在的市场再度剧跌。令人不可思议的是,股票波动幅度竟然跃升到了35%;美国互换利差则扩大到了84又1/4个基点,而且,仍然还在继续扩大;不动产抵押债券的利差再度扬升了7个基点,垃圾债券的利差也再度上升了5个基点。与此同时,道·琼斯指数则下跌了218点,而日本股市更是创造了1986年以来的历史新低。

星期五晚上,艾里克·罗森菲尔德给J.P. 摩根银行的彼得·汉考克打了个电话。彼得·汉考克和艾里克·罗森菲尔德一样,都住在蒙马隆奈克,而且两人的孩子上的还是同一所学校。这位平常一直都很和善的套利者显然非常生气,认为贝尔斯登不应该在这个时候釜底抽薪,好像长期资本基金连一个星期都撑不下去了一样。事实上,长期资本基金的信贷额度早已用尽了(当然,除了尚有争议的大通曼哈顿银行的那笔循环贷款额度之外),而关于其持仓仓位的各种各样的传闻(其中大部分是错误的,或至少是夸大其词的),使其最后的结局变得更惨了。

突然间,艾里克·罗森菲尔德冒出了一个念头。他向彼得·汉考克建议道,能不能给高盛公司的约翰·泰恩打个电话。迄今为止,这是第一次有人提议银行可以协调他们各自的行动。当天晚上,彼得·汉考克就和约翰·泰恩通了电话。

就在同一个星期五晚上,高盛公司负责与沃伦·巴菲特洽谈长期资本基金事务的银行家彼得·克劳斯,正和他的妻子一起,带着他的一位客户,在纽瓦克听贝多芬音乐会。就在幕间休息的时候,彼得·克劳斯通过投币电话给奥马哈打了个电话,在电话的那端,沃伦·巴菲特向彼得·克劳斯介绍了他这次旅行的一些情况。挂上电话后,彼得·克劳斯继续回去听他的贝多芬,连一个字都没有向他的妻子和客户提起。而在奥马哈,沃伦·巴菲特给即将被伯克希尔·哈撒维公司并购的通用再保险公司的约瑟夫·布兰顿打电话说:“有个地方出大事了,他们无路可走了。”这位亿万富翁警告说:“除非他们提供抵押担保或保证金,否则任何理由都不要接受。”随后,他就乘上飞机,飞赴西雅图,和以比尔·盖茨为首的一群人会合,一起去阿拉斯加和西部几座国家公园,度为期两周的假期了。

现在,美梦——沃伦·巴菲特出手拯救长期资本基金——就快要成真了。无巧不成书的是,7年以前,也是沃伦·巴菲特出手拯救了所罗门兄弟公司。但乔·柯兹纳认为,现在更重要的是要把联储一起拖进来。为此,他

打了一个电话给纽约联邦储备银行总裁威廉·麦克多诺,后者正在竭力游说其他人银行出手拯救长期资本基金。这些银行家一致认为,长期资本基金所带来的麻烦,肯定会对市场产生严重影响。他们都担心,一旦长期资本基金完全垮掉的话,整个金融市场就会陷入困境。

因为都有着这种担心,乔·柯兹纳提议,由高盛公司将长期资本基金的投资组合向联储作一个简要的介绍。约翰·麦利威瑟同意向联储介绍长期资本基金的投资组合情况,以利联储能够掌握情况。但他认为,应该由长期资本管理公司自己来进行介绍。于是,星期六,前联邦储备委员会副主席戴维·马林斯打电话给威廉·麦克多诺,邀请联储派员赴格林威治听取情况介绍。

当然,对于如何解决长期资本基金这个问题,威廉·麦克多诺已经考虑很久了。他自己很清楚,联储早晚都得插手这件事。同时,他也很清楚,这种做法一定会给联储招来铺天盖地的强烈批评。人们一定会说,管理当局一会儿是保护者,一会儿又成了某些人的教父。威廉·麦克多诺并不希望自己成为公众关注的焦点,在他能够用威胁采取某种行动,或让别人替他采取某些行动的时候,他的权威是最有效的。当然,从威廉·麦克多诺的角度来说,最理想的方法是,华尔街那些最有影响力的私营银行能够自己找到解决问题的方法。他和纽约联邦储备银行的主席约翰·怀特海德商量过谁能做这件事。以前,花旗银行的沃尔特·瑞斯顿或高盛公司的古兹·利维都在华尔街有很强的号召力。当然,一个世纪之前的J. P. 摩根,更是华尔街一呼百应的人物。但今天,好像没有一个人能够担此重任。最后,威廉·麦克多诺和约翰·怀特海德一致同意,华尔街没有一个人能做好这件事。华尔街有很多出类拔萃的银行家,但再也没有老摩根了。因此,尽管联储只同意听取长期资本管理公司的汇报,不会起什么非常积极的作用,但对威廉·麦克多诺而言,这第一步已经迈出去了。

会议安排在星期天。但威廉·麦克多诺原计划星期六飞去伦敦。由于担心取消计划会引起市场猜测,所以他决定按原计划飞去伦敦,而由他的副手彼得·费舍尔代替他前往格林威治。在飞往伦敦之前,威廉·麦克多诺将情况向联邦储备委员会主席艾伦·格林斯潘和财政部长罗伯特·鲁宾简短地做了一番介绍,并告诉他们,长期资本基金募集新资金的企图,已经完完全全地破灭了。

但高盛公司仍然没有完全放弃努力。事有凑巧的是,瑞士联合银行负责金融衍生工具交易事务的戴维·索洛刚好到纽约来参加一位朋友的婚礼。乔·柯兹纳连忙与他取得了联系,并问他,瑞士联合银行是否有意参加挽救

长期资本基金的行列。戴维·索洛回答说：“好啊。你们不知道我们是长期资本基金最大的投资者吗？我并不认为我们的利益有什么不同。”闻听此言以后，乔·柯兹纳简直怔住了。一直到今天为止，长期资本管理公司没有一个人告诉过他这件事。他实在感到疲倦了。他一直在想方设法挽救长期资本基金，最后却发现，自己仍然被他们蒙在了鼓里。

星期六，乔·柯兹纳通过手机，与正在阿拉斯加峡湾的沃伦·巴菲特取得了联系。那里的信号很不好，有时候会中断很久。“当时，他们正在进行漂流。”乔·柯兹纳回忆说，看得出来，他对这一情形很不满意。“电话信号一直断掉，有时候两三个小时都说不上两句话。”而被比尔·盖茨强行拉去度假的沃伦·巴菲特，从来没有这样亲近过大自然。“船上的家伙想过去看麋鹿，而我只想用卫星电话与外界取得联系。那里的通讯条件可真够吓人的。”

不管情况如何变化，沃伦·巴菲特的态度仍然没有任何变化。他同意由高盛公司处理全部细节问题，但绝对不接受由长期资本管理公司继续管理他的投资，更不愿意与约翰·麦利威瑟再发生任何瓜葛。表达完他的意思以后，沃伦·巴菲特的手机信号再度中断了。

10

联储在行动

市场很有可能……出现停摆。

——纽约联邦储备银行总裁

威廉·麦克多诺

联邦储备系统创立于1913年。联储创立的原因有很多,其中最主要的一个原因是,当时,人们对由私人银行家来领导金融市场已经完全失去了信心。在联储建立之前,美国联邦政府根本就没有任何有效的武器来对整个经济周期的发展进行掌控,也缺乏有效的政策工具对华尔街周期性发生的危机进行调控。当时的情况是,政府官员们经常迫不得已地奔走在私营银行家之间,卑躬屈膝地向他们寻求帮助。而到了所谓的“快速发展时期”(Progressive Era),也就是1890年至1917年美国30年高速发展时期,民众对由大公司组成的托拉斯越来越没有了信任感,对法律法规的期待却一直有增无减,而且普遍希望政府成立一家能够代表公众利益的银行。因此,联邦储备系统首先是代表公众利益的一个政府机构,而联储每天的工作,都与私营银行和华尔街有着极其密切的关系。因此,联储所要起到的作用是非常微妙的:它既要对整个银行系统进行有效的管理,又不能成为私营银行家们的庇护所;它必须保护整个金融市场的正常运作,又不能与其负责监管的银行走得太近(因为这往往会导致过分的保护)。

联邦储备系统最为世人所知的,是它位于华盛顿的管理委员会,也就是通常所说的联邦储备委员会,而联邦储备委员会最主要的工作,就是对利率进行有效的调控。一般来说,联邦储备委员会主席是美国首席通货膨胀斗士,从某种意义上来说,也是美国经济的掌控者。从1987年起一直担任联邦储备委员会主席的艾伦·格林斯潘,可能是有史以来最受人尊敬的联邦储备委员会主席了,因为在他任职的大部分时间中,美国经济的表现一直非常好。如果说,艾伦·格林斯潘在媒体面前的表现无可挑剔的话,那么,这种表现也只是对他作为美国经济成功掌门人的形象,锦上添花了一点花而已。

比外界所了解的更多的是,艾伦·格林斯潘对联邦储备委员会各分支机构——尤其是对纽约联邦储备银行——的依赖程度非常之高,因为这些分支机构——尤其是纽约联邦储备银行——不仅是华盛顿总部了解市场的信息来源;而且还是联储许多政策决定的传递者和执行者。像牛一样强壮有力的纽约联邦储备银行总裁威廉·麦克多诺,一直与私营银行家保持着极为密切的联系,并将这些银行家的所见所闻,随时随地向艾伦·格林斯潘进行汇报。威廉·麦克多诺的副手、48岁的彼得·费舍尔是一位从哈佛大学法学院毕业以后直接进入联储工作的老官僚,他主要负责联储交易部门的工作,并负责对美国政府价值4500亿美元的证券投资组合进行监管。当艾伦·格林斯潘需要收紧或放松银根时,彼得·费舍尔及其工作人员就会通过买



美联储倚重的纽约
联邦储备银行

进/卖出更多的证券,来执行格老的指令。

身高6英尺3英寸、长着一头灰色卷发的彼得·费舍尔,早在长期资本基金出现危机之前,就很注意那些对冲基金了。在彼得·费舍尔看来,对冲基金只是经济越来越向专业化发展的又一个迹象而已。许多以前由商业银行承担的工作,如借款与投资等,现在都转而由更加专业的机构,比如说由对冲基金,来承担了。例如,20世纪80年代,拉丁美洲政府无力偿还其所欠的贷款时,所造成的损失是全部由几家大银行来承担的。而到了20世纪90年代,当墨西哥政府无法偿付其到期贷款时,其所造成的损失,就是由数十家对冲基金和共同基金来承担的。(说得更加确切一些,是由这些基金的投资者来承担的。)因为这些基金取代了商业银行的地位,承担了向新兴市场提供资金的职能。其实,彼得·费舍尔对于对冲基金的这种看法,和罗伯特·默顿的观点非常一致,因为罗伯特·默顿一直坚持认为,长期资本基金原则上就是一家银行。

但不管怎么说,长期资本基金始终不是一家银行,而联储对对冲基金并不拥有管理权。如果彼得·费舍尔想查看长期资本基金或任何一家对冲基金的账目的话,那么,从理论上来说,不管是谁都可以拒绝他的这种要求。在平常的工作中,彼得·费舍尔会定期地与一些对冲基金交易员进行交流,许多人会毫无保留地与彼得·费舍尔交换他们对市场的看法,而所有交易员都对联储的权威表示认同。就在这个星期日,彼得·费舍尔收到了一个邀请。

住在新泽西麦佩伍德——一个离格林威治很远的中产阶级住宅区——的彼得·费舍尔,取消了原定观看其8岁儿子和6岁女儿踢足球的计划,搭乘其助手迪诺·科斯所开的吉普车,前往格林威治。在长期资本管理公司的办公室里,他们碰到了加里·甘斯勒——美国财政部长罗伯特·鲁宾以前在高盛公司的合伙人之一、现在的美国财政部部长助理,和另一位联邦储备理事会官员。

长期资本管理公司的办公室非常安静,大部分SUN工作站都无人使用。戴维·马林斯将客人带到会议室,长期资本管理公司其他合伙人已经在会议室等待他们很久了。就在他们经过一间办公室的时候,彼得·费舍尔注意到,雅各布·戈德菲尔德带着高盛公司的一帮人,正在对长期资本管理公司的档案资料进行非常仔细的检查。

一阵简单的寒暄过后,劳伦斯·希利布兰德向这些官员们出示一份连长期资本管理公司大部分员工都没有见过的机密文件,即后来非常出名的“风险汇总表”。外人之所以很难理解长期资本基金的原因之一,就是它所持有的许多合约都同时有许多宗交易组合而成,而其所进行的金融衍生工具交

易,更是由许多份合约集合而成的,其中每一份合约所具有的风险,或多或少都会由其他合约进行抵冲。通过对长期资本基金在每一个单个市场上所面临的风险进行汇总,这份“风险汇总表”使长期资本基金的整个投资组合变得非常简单明了了。

彼得·费舍尔就像一位病理学家研究X光报告一样,对长期资本管理公司提交的这份报告进行了仔细的研究。在听取了劳伦斯·希利布兰德所作的简单扼要的汇报以后,他的心里就已经很清楚了——长期资本基金已经病入膏肓了。在这份“风险汇总表”中,每一种风险都被单独排在一列,然后再根据不同的风险类别归入不同的风险框。例如,第一个风险框是“LT003”,所代表的是“USD”(FI/US),也就是以美元计价的固定收益证券。第一个风险框的第一栏所记录的是:

USD_Y-shift...2S-10S@45...-2.80...5Y-sh...14.00

这一栏所给出的是,在2年期和10年期之间的收益率曲线非常平稳的情况下,长期资本基金所承受的风险状况,而当时的利差水平是45个基点。这一利差水平每发生5个基点的变化,长期资本基金就可以赚取(或损失)280万美元。长期资本管理公司为这宗交易设定的期望值是一年中会发生5次这一水平的波动,也就是说,根据他们的模型,长期资本基金在这宗交易中所能承受的风险幅度,绝不能超过1400万美元。

第二栏中所记录的“USD_Z+D+shift”则表明,长期资本基金在短期利率变化上所承受的风险幅度。看到第五栏时,彼得·费舍尔发现了一个令人警觉的数字。在“USD-互换利差交易”这一栏中,长期资本管理公司表明,它在这宗交易所设定的风险上限是2.4亿美元。然而,这一设定的基础是:互换利差的波动幅度保持在每年15个基点的历史平均水平之上。而在1998年,互换利差的波动幅度已经达到了40个基点,因此,长期资本基金为这宗交易所设定的风险上限,就显得极为可笑了。在第一个风险框中,总共有25个这样的栏目——这还只是第一页,而整份“风险汇总表”总共有15页之多。这表明,长期资本管理公司所交易的合约数量,实在多得惊人。

翻到国际市场交易那几页,劳伦斯·希利布兰德向彼得·费舍尔指出了长期资本管理公司所进行的各种各样的交易,包括英国的债券和互换利差交易、丹麦的不动产抵押贷款交易、新西兰的互换利差交易、香港地区的债券交易,以及在瑞典、瑞士,和德国、法国、比利时所做的各种各样的风险交易。此外,彼得·费舍尔还看到了长期资本管理公司在意大利、西班牙,以及荷兰市场上所从事的大量债券交易。

接下来,彼得·费舍尔看到了更多的交易记录,这些项目都和长期资本

管理公司在股票市场上进行的投资交易有关。当他看到“股票波动幅度交易”栏下有那么多交易项目时,彼得·费舍尔着实被吓呆了。然后,他又查看了长期资本基金在新兴场所涉及的风险。这些市场从巴西、阿根廷、墨西哥、委内瑞拉、韩国、波兰、中国、中国台湾、泰国、马来西亚,一直到菲律宾,几乎囊括了所有的新兴市场。尤其值得注意的是,和俄罗斯有关的交易整整占了三个栏目,其中之一包括了“俄罗斯硬通货走势”。这表明,长期资本管理公司在俄罗斯进行了直接针对外汇走势的交易,而这,绝对是十足的投机!

刚开始查看长期资本基金“风险汇总表”的时候,彼得·费舍尔还对那么多的交易怎么会同时崩盘感到很奇怪。越往下看,他对此事就越明白:长期资本基金所有的交易都是相互关联的,而且从一开始就相互关联。“他们在全世界所有市场上都进行互换利差交易。”彼得·费舍尔豁然开朗。而加里·甘斯勒也有类似的想法:在危机发生时,所有交易的相关系数不可避免地会趋于1,也就是说,所有的交易一定会牵一发而动全身。他们搞不懂,为什么长期资本管理公司这些人会对这种简单得不能再简单的道理,感到如此的不可思议!

在结束了对“风险汇总表”的说明以后,合伙人们又开始对另外一份文件进行说明。这份文件主要从交易对手的角度出发,来分析长期资本基金所承受的风险程度。从理论上来说,交易对手是受长期资本基金抵押品所保护的。但事实上,如果长期资本基金突然倒闭的话,所有的交易对手都会不约而同地试图卖出自己所拥有的抵押品,而这些抵押品的价值就会十分必然地出现暴跌。此外,长期资本基金所有的互换利差交易对手甚至会成为“裸露合约”的单边持有者,因为合约的另一方已经不再存在了。此时,所有的互换利差交易对手就会拼命争取使自己所持有的合约不再有效,于是,就会给市场带来极大的震撼,其效果,将和银行发生挤兑一般无二。如果这种情况真的出现的话,根据长期资本管理公司的说法,长期资本基金最大的17个交易对手,包括美林证券、高盛公司、J. P. 摩根银行,以及所罗门美邦等各大投资银行在内,就会蒙受总额超过28亿美元的骇人损失。

彼得·费舍尔睁大眼睛看着这些数字,心里想到:“如果在正常情况下,这些损失并不是不可接受的。”但现在的问题在于,市场早已虚弱不堪了,一切都陷入了混乱之中。于是,彼得·费舍尔在心里,将可能出现的损失调高到了30~50亿美元。但即使这个数字也仍只是猜测而已。现在,市场上摇摇欲坠的绝非只有长期资本基金一家,而是整个华尔街!谁也不知道这些损失会否动摇整个金融系统的根本?也不知道金融系统的临界点到底在哪里?

彼得·费舍尔看到的東西越多,他的心里就越感到害怕:“我当时根本就不担心市场交易会出现大幅度的下降。”他承认说,“我只担心一件事,就是市场会停摆!”

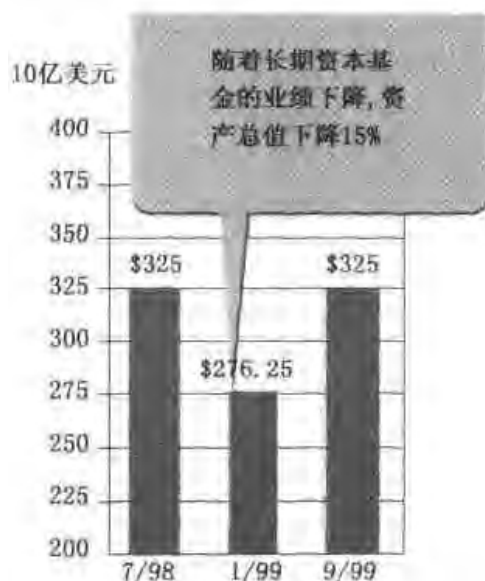
在来访者对整个情况有一个大致的了解以后,大家开始讨论有无解决办法。加里·甘斯勒指出,1990年,垃圾债券大王德累塞尔·伯恩汉姆·兰伯特公司申请破产,极大地缓解了债券市场当时所存在的恐慌气氛。

但在长期资本基金这一案例中,长期资本管理公司的律师詹姆斯·里卡兹解释说,长期资本基金申请破产不能阻止任何事情的发生,反而只会催促交易对手争先恐后处置长期资本基金所有的抵押担保品。此外,德累塞尔·伯恩汉姆·兰伯特公司所涉及的只有垃圾债券一个品种,根本没有涉及任何金融衍生工具交易。所以,长期资本基金的情况远要复杂得多。到了这个时候,彼得·费舍尔心里已经很清楚了,彻底解决这些交易的可能性已经没有了,而找买主买下长期资本基金的可能性也几乎不存在了。此时,已经没有任何人愿意碰这些股票波动幅度交易了。“也就是说,这是一个全新的典型例子?”加里·甘斯勒不快地说道。

合伙人们对来自贝尔斯登的压力特别忧心忡忡。彼得·费舍尔总结道,长期资本基金迫切需要的,是一个能够松一口气的喘息空间。经过一番你来我往的脑力震荡,这些套利交易者和政府官员终于形成了一个想法:如果各大银行4天后,即星期四,对长期资本管理公司作一次访问的话,长期资本管理公司所出示的资产组合,能否给他们哪怕只有一点点信心?在用很短的一段时间研究长期资本基金的资产组合以后,可以在下个星期日,让这些银行对长期资本基金所拥有的资产进行竞拍。这样,在再下周一市场做出反应时,长期资本基金实际上已经不再存在了。

但是,詹姆斯·里卡兹提醒说,这一计划存在一个问题:长期资本基金剩余的资产价值只有15亿美元了。除掉存放在贝尔斯登“盒子”的5亿美元现金和有价值证券,以及存放在其他保证金账户中的现金,长期资本基金能够动用的资金,总共只有区区4.7亿美元了。现在,长期资本基金每天都在损失数以千万美元计的资金。不管从何种可能性来说,长期资本基金都可能撑不到星期四。

此时,已经是星期日下午4点了。还有几个小时,东京股市就要开盘了。他们花了整整6个小时,试图解决这一问题,但最后还是一无所获。这时,官



对冲基金掌握的全球资产
(资料来源: Tremont Advisers)

员们来到了隔壁的一间房间,加里·甘斯勒向财政部打了个电话。再过6个星期,国会中期选举就要开始了,而迄今为止,经济问题一直是政府最感自豪的一大亮点,所以说,政府最不希望出现的,就是金融危机了。重新回到会议室以后,彼得·费舍尔告诉这些合伙人:“你们很冷静,我们现在也冷静,但华盛顿却快要疯了。”然后,他把手伸向约翰·麦利威瑟。约翰·麦利威瑟握住他的手表示,不管发生什么事,他们一定努力争取用最好的方法来解决这个问题。“谢谢!”彼得·费舍尔说,“你们是第一个事先向我们进行通报的公司。”

星期天下午,乔·柯兹纳与还在阿拉斯加峡湾度假的沃伦·巴菲特通了一次电话,后者对是否要出手帮助长期资本基金依然犹豫不决。当晚,乔·柯兹纳和彼得·费舍尔通了一次电话,并告诉他,不要指望私营部门会提供什么帮助。此时,彼得·费舍尔有了一个想法:“我们如何才能撑到下个周末?”他第一次提出,他想邀请一批银行家参加一个会议,大家来讨论一下有没有什么更好的办法。对沃伦·巴菲特购买长期资本基金已经感到绝望的乔·柯兹纳,对彼得·费舍尔的这一想法大表赞赏。

J. P. 摩根银行也有同样的想法。在过去的24小时中,J. P. 摩根银行驻东京和伦敦的分析师们,一直在下载高盛公司和联储人员看到过的那些交易档案。J. P. 摩根银行的分析师很有意思地发现,除了规模极其庞大以外,长期资本基金的交易并没有什么特别之处。此外,外界一直认为,长期资本基金仅仅只是一个债券交易基金,没有一个人会想到,它的股票交易量也会那么大。

此时,J. P. 摩根银行想到了解决长期资本基金问题的两种选择。其一是听任长期资本基金倒闭。这样一来,所有的银行都会立即没收长期资本基金所提供的抵押担保品。如果采取这种做法的话,华尔街各大银行各自的损失,分别都将达到5~7亿美元之巨;其二,是由J. P. 摩根银行买下长期资本基金所有的交易合约。但这又会引发另一个问题。J. P. 摩根银行很清楚,其他银行都曾看到过长期资本基金的投资组合资料,如果有哪家银行胆敢吃进这些合约的话,那么,这家银行的下场,一定会和长期资本基金相同,因为整个华尔街一定会集中火力向这家银行开火。所以,如果要这样做的话,惟一的一条路就是,华尔街所有的银行都参与进来。

星期天下午,与J. P. 摩根银行想法相近的乔·柯兹纳给美林集团董事长戴维·柯曼斯基打了电话。一半俄罗斯东正教犹太人血统、一半爱尔兰天主教血统的戴维·柯曼斯基是一个土生土长的纽约布朗克斯人,此时,他正在准备迎接日落后到来的岁首日(犹太新年)。“长期资本管理公司遇到大麻烦

烦了。最多还有一两天,他们肯定就要破产了。”乔·柯兹纳在电话中有些紧张地告诉戴维·柯曼斯基。他提到,高盛公司的人现在正在格林威治查看长期资本管理公司的账册,但他同时指出,看到这些账册的人绝对不止高盛公司一家。乔·柯兹纳没有提到的一件事是:此刻,高盛公司正在和沃伦·巴菲特一起,考虑对长期资本基金提出收购报价。

戴维·柯曼斯基很客气地告诉乔·柯兹纳,自己正在度假,这件事先由他非常相信的副手、美林证券的总裁赫伯特·艾利逊来处理,随后就挂断了电话。其实,乔·柯兹纳当时正在打高尔夫球。到了晚上10点30分,乔·柯兹纳和赫伯特·艾利逊取得了联系。就这样,华尔街各大银行的银行家们相互之间都取得了联系。正是因为这些银行家对长期资本管理公司这样一个狂妄自大的客户百般阿谀奉承,并漫不经心、肆无忌惮地为之提供大量的融资,才最终导致了这样一个大溃败。本能告诉他们,他们应该尽一切可能地对长期资本管理公司落井下石,但现在,他们开始发现,这样做很可能会把他们自己一起拖入深渊。经过反反复复的讨论,他们得出结论:他们必须联合起来做一件违反自己本意的事——同心协力,突破重围!

9月21日星期一,又是一个损失极其惨重的日子。这一天,美国互换利差升到了87个基点,英国的互换利差更是上升到了95个基点。当期债券和非当期债券——美国政府发行的两种最为安全的国库券——之间的利差,竟然不可思议地攀升到了19个基点。(仅仅在一个月之前,这两种债券之间的利差,一直都还保持在6个基点左右。)在市场上,所有的价格都变得看不懂了,就好像所有的交易员都联合起来,大肆抛售一切和长期资本基金有关的交易合约,哪怕听到的只是—些有关长期资本基金的骇人听闻的传闻。与此同时,银行也都纷纷调整了金融衍生工具交易合约的清算价格,而且,还尽一切可能来扣押属于长期资本基金的抵押担保品。所有这一切,都让长期资本基金陷入了一个“屋漏偏逢连夜雨”的极端困境。在东京,所罗门美邦的一位管理人员史蒂夫·布莱克听其手下的交易员在议论,高盛公司正在大肆抛售长期资本基金所持有的交易合约;而高盛公司则说,所罗门美邦在伦敦就是这么干的!

大约到了中午,一笔小小的交易,竟然将股票价格波动幅度整整抬高了3%,达到了38个百分点!此时,期权市场所隐含的波动幅度,已经达到了一个灾难性的程度,几乎到了每个月都有可能崩溃一次的地步了。对于艾里克·罗森菲尔德来说,这种情况简直是不可想象的。惟一可以解释的就是,交易员都知道长期资本基金已经岌岌可危了,所以,才这么不顾一切地



有一半犹太血统的
戴维·柯曼斯基

进行疯狂的抛售。但是,这种极为明显的人为现象,却使长期资本基金再度损失了1.2亿美元。正如文森特·马东所预言的那样:俄罗斯危机将长期资本基金推上了一条不归路,而这些交易员最后对长期资本基金执行了死刑。

在9月21日星期一这一天之中,长期资本基金整整损失了5.53亿美元!与该基金在整个8月份中的损失正好相当!如果用百分比来表示的话,这一损失的幅度之大更加惊人:它将长期资本基金整整1/3还多的资产净值,蒸发得无影无踪了!现在,长期资本基金剩下的资产净值,只有不到区区10亿美元了!而此时,该基金名下的资产总额,依然还高达1000亿美元之巨。换句话说,长期资本基金所利用的财务杠杆——即使仍然将金融衍生工具交易剔除在外——已经达到了100:1!这在投资史上,绝对是一个令人无法理解的数字!现在,只要长期资本基金再出现哪怕只有1%的亏损,破产就不可避免了!

虽然确切的亏损数要到晚上收盘以后才能知道结果,但早在这天中午,长期资本管理公司的合伙人们就已经知道,大势去矣!长期资本管理公司的律师詹姆斯·里卡兹打电话给贝尔斯登的执行副总裁沃伦·斯佩克特,威胁他说,如果贝尔斯登胆敢停止为长期资本基金提供清算服务的话,长期资本管理公司一定会对它提起诉讼。因为詹姆斯·里卡兹自己很清楚,长期资本基金已经输无可输了。紧接着,詹姆斯·里卡兹给大通曼哈顿打了个电话,要求他们按照循环融资协议的规定,立即向长期资本基金提供5亿美元资金!

仅仅只过了几分钟时间,参与该银团的24家银行的指责怒骂声,就响遍了整个华尔街。但是,詹姆斯·里卡兹和长期资本管理公司的财务主管布鲁斯·威尔逊则坚持认为,这些银行除了向长期资本基金提供贷款之外,根本就别无选择。但是,在客户危在旦夕的情况下,这些银行是否还会信守承诺呢?对此,大通曼哈顿银行诚信坚定的戴维·弗鲁格表示,大通曼哈顿银行一定会信守这一承诺。此外,他还向其他有关的23家银行一一发了电传,告诉他们说,在他看来,他们也应该像大通曼哈顿银行一样,向长期资本基金提供这笔贷款。于是,长期资本基金得到了4.75亿美元的贷款,而且,绝大部分贷款当天就划入了长期资本基金的账户。在所有24家银团银行中,只有里昂信贷银行一家没有向长期资本基金提供贷款。这笔贷款并不能改善长期资本基金的净资产情况,而是放进了贝尔斯登的那个“盒子”里。但是,它确实让长期资本基金赢得了几天苟延残喘的时间。

而在联储这一方面,彼得·费舍尔一直在用电话与高盛公司的乔·柯兹

纳和约翰·泰恩、美林证券的赫伯特·艾利逊,以及J. P. 摩根银行的董事长道格拉斯·沃纳保持着热线联系。这些电话让彼得·费舍尔终于确定了一件事,就是从私营银行那里筹集资金已经完全没有可能了,更加重要的是,市场已经到了全面崩溃的边缘。现在,他越来越感到,三家最大的投资银行必须采取一些一致的行动,才有可能挽狂澜于将倾。这一天,赫伯特·艾利逊一直在和乔·柯兹纳商议这件事。不像某些交易员那样好勇斗狠的赫伯特·艾利逊偏向于共同采取行动以挽救危局,而对沃伦·巴菲特这张王牌念念不忘的乔·柯兹纳也愿意如此行事,但只限于作为一种不到万不得已不用的最后手段。星期一,乔·柯兹纳给保险业巨子、美国国际集团(AIG)董事长莫利斯·格林伯格打电话,邀请他参与沃伦·巴菲特和高盛公司对长期资本基金的收购行动。因为美国国际集团拥有许多金融衍生工具交易方面的专家,因此,如果有这位第三者加盟的话,沃伦·巴菲特和高盛公司这一收购组合将变得空前强大。当时,沃伦·巴菲特仍然还在旅行之中,根本就无法与之取得联系。但是,他的战略思想是非常明确的,那就是:买进长期资本基金所有的证券组合,并让全世界都知道,这些资产现在掌握在强力人物手中,从而使这些资产的价格实现回升,再将这些资产出手。

在J. P. 摩根银行这方面,一个由副董事长罗伯托·门多萨和银行全球债券事务主管彼得·汉科克、银行股票交易主管克莱顿·罗斯组成的小组,正在慎重地考虑独自采取行动的可能性。很有意思的是,在长期资本基金诞生过程中起了最重要作用的美林证券,在三大投资银行中,对整个事态的发展了解得最不充分。星期一,赫伯特·艾利逊花了整整一天的工夫,希望能够加快这一进程。这天下午,他派一个小组乘直升机前往格林威治,以了解他的客户现在的情况到底惨到什么程度了。岁首日仍在工作的劳伦斯·希利布兰德和艾里克·罗森菲尔德向来访者介绍了长期资本基金的投资组合(所有的人都已经很清楚了)。约翰·麦利威瑟依然还像以前一样,非常镇定,态度甚至还极其优雅。“我们对市场的判断出现了失误。”他承认说。

不过,约翰·麦利威瑟仍旧认为,长期资本基金的交易并没有问题,只要它能够渡过眼前现金流断裂这个暂时的难关的话。从内心来说,约翰·麦利威瑟非常希望长期资本基金能够继续生存下去。此时的约翰·麦利威瑟就像一位拥抱着心爱爱人的男子汉,一心只希望他那架即将坠落的飞机,能够顺利地通过这场暴风雨的巨大考验,安全地降落在一望无际的平原之上。然而,摆在他面前的现实却是:银行不断要求追加保证金、交易员们冷酷无情的狙击、满天飞传的谣言和传闻,以及高盛公司的

惟利是图……

美林证券的小组成员都给长期资本基金包罗万象的交易组合,尤其是在股票和欧洲债券互换利差交易上极其巨大的持仓数量吓呆了,因为欧洲债券互换利差交易的流动性要比美国债券差得多。“你们不知道这些仓位是非常惊人的吗?”美林证券的里卡尔德·邓恩不解地问道,但长期资本管理公司的那些交易员对此却充耳不闻。美林证券的小组成员都对高盛公司的交易员戈德菲尔德出现在格林威治感到不可理解。而戈德菲尔德正全神贯注地注视着电脑屏幕,连瞧都没有瞧他们一眼。

伦敦时间的星期天晚上,也就是格林威治时间的下午时分。瑞士联合银行负责债券与外汇交易的主管安德鲁·斯西利亚诺做出决定,马上搭乘协和式飞机飞往纽约,亲自到长期资本管理公司看一看,实际情况究竟怎么样了。巧的是,他在飞机上碰到了正好回公司的维克多·哈格哈尼。尽管在飞机降落时都感到有些不适,但两人却毫无睡意。出了机场以后,两人合乘一辆房车赶往格林威治。当时,约翰·麦利威瑟、艾里克·罗森菲尔德正在会议室里,和罗伯特·默顿、马尔隆·斯科尔斯这两位诺贝尔奖得主进行着密谈。而高盛公司的人员依然还留在长期资本管理公司的办公室中,就好像占领军已经建立起了桥头堡一样。会议室中弥漫着一股困兽犹斗的气氛,合伙人们实在受不了高盛公司那些交易员不停地用手机与纽约进行联系的那副样子,尽管他们根本不知道那些交易员究竟在谈些什么。在合伙人的心目中,长期资本基金被银行出卖了,这个念头一直困扰着这些合伙人。在与高盛的关系结束之后,长期资本管理公司又把一腔怒火发到了贝尔斯登的身上,指责他们不诚实,有意向外界泄露长期资本基金的机密信息。合伙人们忘了,他们自己以前是多么的桀骜不驯,现在却一味地质疑朋友们为什么要如此无情地抛弃他们。

艾里克·罗森菲尔德一遍又一遍地端详着长期资本基金的资产组合,几乎看了有一百多遍,一笔一笔地对每笔交易可能的前景进行估计。作为惟一的一名局外人,安德鲁·斯西利亚诺意识到,从一开始起,就没有一个人对他的存在提出异议。现在,长期资本管理公司已经毫无秘密可言了。事实上,安德鲁·斯西利亚诺受到了合伙人们非常奇怪的热烈欢迎。作为他们与外界联系的一座桥梁,合伙人们以前避之惟恐不及地回避安德鲁·斯西利亚诺,可现在,他们非常需要他。合伙人们恳请安德鲁·斯西利亚诺向他们提供帮助,让外界了解他们的仓位都是非常合理的,现在所缺的只是现金而已。

他们仍然在继续抛售所持有的资产,但与此同时,一种错误的感觉在他们的言语之中弥漫扩散,一种复仇的情绪正在他们中间滋生:一旦长期资本基金能够获得新的资金,他们手中所持有的资产价格就会企稳,那些与长期资本基金作对的龌龊机会主义者,就得跪地求饶。

到了星期一,市场传言将所有的价格下跌全都归咎于来自格林威治的抛售。而主流媒体却对此保持沉默。自约翰·麦利威瑟9月21日致投资者的信之后,媒体上没有出现过任何与兵败如山倒的长期资本基金有关的消息,因为华尔街所有的评论家都把他们的注意力,转移到即将披露的克林顿总统和莫妮卡·莱温斯基之间的性丑闻录像带上面去了。许多人相信,这卷录像带的公布,将使市场出现重挫。但在彼得·费舍尔看来,性丑闻和华尔街受挫毫无关系。他认为,长期资本基金的问题,才是金融市场的心腹大患。

在与多家银行进行过磋商以后,彼得·费舍尔得出结论:华尔街是愿意参与一项救助计划的。但由于银行家之间所存在的互不信任和相互竞争,没有任何人愿意冒险出来挑这个头。所以,这件事只能由联储出面了。一直没有放弃赌注的乔·柯兹纳,也有和彼得·费舍尔相似的想法。在他看来,即使高盛公司的方案不可行,他也不希望让所有的银行对长期资本基金的资产组合进行公开竞标。他最希望的是能够在联储的保护伞下,与其他银行一起,联手采取行动。而美林证券的赫伯特·艾利逊则不断催促彼得·费舍尔,希望联储能够站在中立的立场上,将立场各不相同的银行聚集到一起,共同采取行动。由于时间已经无多,彼得·费舍尔决定邀请三大银行的人来联储总部,与他共进早餐。

彼得·费舍尔对三大银行的人表示,自己和威廉·麦克多诺并不担心长期资本基金所遭受的损失,甚至也根本不担心其他银行可能遭受的损失。如果17家银行总共损失30~50亿美元的估计是正确的话,那么,每家银行3亿美元左右的损失是完全可以承受的。即使这些银行无法承受这一损失,但华尔街这些私营银行既然可以将其股东的钱投入巨大的风险之中,他们就没有任何理由要求联储向他们提供帮助。

彼得·费舍尔担心的是一个更加宽泛的概念,即所谓的“系统风险”:长期资本基金一旦崩盘,而债权人又草率无序地纷纷套现,整个金融体系就会受到极大的危害,而这种危害是不可能只发生在几家大的参与者身上的。后来,艾伦·格林斯潘使用了“捆绑式市场”一词,对这种可怕的前景进行了描述。也就是说,如果不采取断然行动的话,交易就有可能停止,市场就有可能停摆。威廉·麦克多诺也同样担心,这么多的市场出现亏损,而蒙受巨额损失的参与者数量又那么惊人,一旦长期资本基金崩盘,就很可能引发一场极

其惨烈的杀跌惨剧,从而导致利率出现巨幅波动,并进而引发新一轮巨额亏损。“市场就可能出现一两天,甚至更长时间的停摆。”

自大萧条之后,尽管有时也会出现一些萧条的征候,但美国再也没有经历过类似的考验。然而,对发生金融危机所抱有的恐惧心理,就像害怕发生自然灾害、担心大量电脑出现故障,以及出现其他相类似的现象一样,一直是文学作品的一大热点。简单地说,没有任何人能够确定,出现系统风险就一定意味着发生危机,毕竟,系统风险是一个很抽象也很难进行界定的概念。当然,从管理者的角度来说,必须采取一切必要的措施以避免这种情况出现,是理所当然的一件事情。就在彼得·费舍尔准备好和他的客人见面之时,亚洲部分国家和地区已经步入了经济衰退(如果还算不上萧条的话);俄罗斯则肯定已经出现了萧条;而南美洲则正在萧条的边缘上徘徊。在美国,巨大的信用利差说明,贷方已经越来越惜贷了,而这恰好正是萧条最为明确的一个标志。此前一天,即9月21日,美国国库券的收益率探底5.05%。一位经济学家在《华尔街日报》上撰文指出:“现在,国库券收益率已经成了恐惧心理的一个衡量尺度了。”因为人们普遍害怕持有除国库券以外的任何一种债券。从瑞士到巴西,再到新加坡,世界各地的股市都在一路下滑,几乎无一能够幸免。从华尔街一步步爬上来的彼得·费舍尔当然注意到,和1929年大萧条前夕华尔街出现大崩溃时的情况截然不同的是,当时的美国经济早已经陷入了萧条,而这一次,美国经济依然充满着活力。事实上,大多数美国人并没感受到会发生金融危机——用美国财政部长罗伯特·鲁宾的话来说——半个世纪以来最严重的金融危机。但在联储的心目中,发生这种危机的可能性肯定存在。

当天早晨7点30分,彼得·费舍尔所请的客人——美林证券的戴维·柯曼斯基和赫伯特·艾利逊、高盛公司的乔·柯兹纳和约翰·泰恩,以及J.P. 摩根银行的罗伯托·门多萨——全部到齐了。从这些公司的股价走势中,就可以看得出这些高管当时的心情,而所有这些客人的心情都可以用一句话来概括,那就是愁绪万千。当时,美林证券的股价为每股54美元,而就在7月份,该公司的股价还高高地挂在每股108美元的水平之上,比现在整整高了一倍;而同病相怜的J.P. 摩根银行的股价则跌掉了40%;高盛公司至今仍然没有上市,因此,乔·柯兹纳的心情是他们之中最坏的了。在这种市道下,高盛公司是根本不可能顺利发行股票的。

彼得·费舍尔开门见山地告诉各位客人,星期天他在格林威治呆了整整

一天,对长期资本基金的情况有了一个比较全面的了解。他很坦率地表示,自己对“系统风险”非常担心。在座各位银行家纷纷表示,自己也有同感。美林证券的处境就非常不妙,倒不是因为长期资本基金的影响,而是它在债券交易上蒙受的巨大损失。一直刻意回避对冲套利交易的美林证券,做梦也没有想到过,自己竟然是如此的脆弱,如此的不堪一击。尽管与美林证券相比,J. P. 摩根银行的情况要好得多,但这个秋季的账面情况同样也非常难看。高盛公司的经营状况更加惨不忍睹,当然要比长期资本基金的情况好得多。在8、9两个月中,高盛公司的交易亏损数额非常惊人,竟然高达15亿美元!因此,对于彼得·费舍尔关于“系统风险”的那番说词,他们根本就不需要从全球资本主义的立场上去加以考量,只要看看他们自己现在的处境,他们就对之深信不疑了。

三家银行都提出了自己的解决方案。乔·柯兹纳透露了一个消息——高盛公司知道可以找到一个大买家。而且,被高盛公司称为“大户先生”的这位买家已做好了所有的准备,正在伺机而动;J. P. 摩根银行的罗伯托·门多萨提出了一项比较全面的计划:让与长期资本基金签有债券交易合约的银行,得到长期资本基金的债券交易合约,而让与长期资本基金签有股票波动幅度合约的银行,得到长期资本基金的股票波动幅度合约。但是,本人也在长期资本基金中拥有投资份额的戴维·柯曼斯基则认为,罗伯托·门多萨的计划太复杂了,真要执行起来,恐怕要耗费很长的时间。他表示,自己和赫伯特·艾利逊倾向于组成一个银团,由该银团向长期资本基金注入新的资金。

但是,如果长期资本基金的资产价格继续不断下滑的话,所有这些方案都是无法操作的。这些银行家首先必须停止继续抛售长期资本基金所持重仓的做法。其中一位银行家承认,确实存在对长期资本基金落井下石的做法。戴维·柯曼斯基很粗暴地说道:“好啊,只要把那些雅皮叫到这里,让他们闭上嘴就行了。”显然,他的矛头是直接指向乔·柯兹纳的。事后,戴维·柯曼斯基表示,自己当时并不是特别针对什么人说的,只是听说过高盛公司的交易员将长期资本基金的所有交易数据下载到自己电脑里去的事情,而高盛公司并不承认曾经发生过这种事情。但不管怎样,关于高盛公司对长期资本基金进行投机的传闻一直在华尔街高层中流传。“我并不清楚谁能够证明此事属实。”戴维·柯曼斯基说,“但问题是确实存在的。”

早餐会一直持续到上午9点30分。与会的银行家一致同意,派遣两个小组到格林威治,对J. P. 摩根银行方案的可行性进行研究。其中,一个小组负责债券,另一个则负责股票。而由赫伯特·艾利逊领导的第三个小组,将在美林证券内,对组建银团向长期资本基金注入新资金的方案,进行深入的

研究。此外,他们还一致同意,邀请长期资本基金最大的投资者——瑞士联合银行,一起参加他们的行动。

约翰·麦利威瑟泰然自若地对银行家们的到来表示了欢迎。而劳伦斯·希利布兰德则显得非常憔悴,神情十分紧张。显然,长期资本基金出现的巨额亏损,对这位交易大师产生了极其重大的影响,更何况,劳伦斯·希利布兰德本人的财务杠杆,也已经高得离谱了。现在,长期资本管理公司和来访银行家们的谈判,只是走过场而已了。合伙人现在最担心的是,自己会不会受到起诉;而银行家们最担心的是,要在市场变化如此迅速的情况下,把长期资本基金整个资产组合的价值完全算清楚,是一件非常困难的事情。在对该基金的资产组合做出了相当保守的估价后,银行家们得出了一个估价。就许多合约而言,银行家们给出的价格几乎已经接近于零值了。维克多·哈格哈尼被银行家们开出的价码给震怒了。“非常感激你们能来这里。”他用一种近乎指责的口吻向美林证券的一位银行家说道:“我们不能认为你们是对的。你们应该做的,就是向我们进行投资。”维克多·哈格哈尼此时的表现,就像是一名掉进水里的人要和岸上救他的人谈条件一样,在他的内心深处,他并不认为自己会就此沉没。

但是,到了第二天,也就是9月23日星期二,长期资本基金再次蒙受了巨额亏损,这一天的亏损额达到了1.52亿美元,此时,长期资本基金的资产净值已经只剩下7.73亿美元了。贝尔斯登的首席执行官詹姆斯·凯恩向彼得·费舍尔指出,长期资本基金还拥有足够的现金可以保证他们撑过星期二,但星期三,他们就会有问题了。24小时能做些什么呢?于是,J.P. 摩根银行方案被枪毙了。而此时,乔·柯兹纳本人也对“大户先生”能否及时出现表示了怀疑。于是,剩下来的,就只能看赫伯特·艾利逊的了。

在美林证券那些主要由股票经纪人出身的高管组成的管理团队中,55岁的投资银行家赫伯特·艾利逊显然是比较另类的一个。戴维·柯曼斯基是最典型的美林人,个人色彩极其浓烈,是一位极有分量的股票经纪人。销售员出身的戴维·柯曼斯基从来没有上过大学,而赫伯特·艾利逊本科毕业于耶鲁大学哲学系,后在斯坦福大学获MBA学位。与戴维·柯曼斯基之流相比,赫伯特·艾利逊要书生气得多。身材矮小、秃顶、戴一副眼镜的赫伯特·艾利逊并不是一个呼风唤雨之人,而是一个非常讲究细节的人。撇开他个人所具有的野心不说,能够爬到美林证券第二把手的位置,赫伯特·艾利逊绝对是个了不起的人物。他非常聪明,具有打破原有格局、重新进行调整以取得更高效率的超人本领。星期二下午,赫伯特·艾利逊和几位银行家一起,在美林证券一间看得到自由女神像的会议室里,拍板决定了一项计划。

下午4点,就在四位银行家与彼得·费舍尔召开电话会议的时候,赫伯特·艾利逊拟订了一个仅有3/4页纸的银团合作大纲。

赫伯特·艾利逊拟订的方案要想发挥作用,就必须得到华尔街大部分主要银行的支持。此外,他向彼得·费舍尔解释说,将这些银行家聚集到一起的惟一办法,就是由联储出面来召集一次会议。彼得·费舍尔同意了。尽管联储后来坚持说,自己并未对任何一种方案表示过支持,但事实上,联邦储备委员会是根据美林证券的方案采取行动的。下午6点左右,彼得·费舍尔和他的助手们分别给12家银行——和美林证券、J.P. 摩根银行、高盛公司,以及瑞士联合银行一样,这些银行都是长期资本基金最大的交易对手——打了电话,并向他们宣布,今晚8点,将在纽约联邦储备银行举行一次紧急会议,请他们的主要负责人准时出席。还在伦敦世界金融管理者大会上作金融衍生工具风险演讲的威廉·麦克多诺,一直通过电话与彼得·费舍尔保持着联系。在夜幕刚刚降临伦敦之时,威廉·麦克多诺就乘上了飞机,急匆匆地赶回了纽约。

晚上7点,也就是会议开始前的一个小时,四大银行的银行家们就和彼得·费舍尔先碰了一次面。赫伯特·艾利逊的计划,是要求与会的16家银行每家提供2.5亿美元的资金。约翰·泰恩坚持认为,提供的资金总额不能低于40亿美元,因为任何低于这一数字的资金量,都会使长期资本基金再次受到非常严重的攻击。但是,银行家们对所有的事情都没有表示同意。他们提出了很多疑问:这些资金是这些银行在长期资本基金中拥有的权益呢?还是像大部分已经成为惊弓之鸟的银行家所认为的,只是一种临时性的短期贷款?是否还允许长期资本管理公司的合伙人继续留下来?还是可以把所有这些合伙人一股脑儿地全部炒掉?如果允许他们留下来的话,谁将对长期资本基金拥有控制权?乔·柯兹纳非常强烈地坚持说,长期资本管理公司的合伙人必须交出对长期资本基金的控制权。一直到晚上8点20分,四大银行的头脑们还在为这些问题争执不休。而此时,其他银行的首席执行官们,开始陆续抵达纽约联邦储备银行,一些人已经在会议室外等候了。

彼得·费舍尔中断了讨论,起身打开了那扇巨大的木制大门,邀请在门外等候的各位来宾进来。彼



赫伯特与银行家碰头
美林证券大厦



纽约联邦储备银行的会议室

得·费舍尔心里很清楚,这绝对是一次令人叹为观止的聚会,华尔街所有最引人注目的头面人物,几乎全都聚集在这里了,他们是:所罗门美邦联合首席执行官德瑞克·莫汉、大通曼哈顿银行总裁托马斯·拉布莱克、贝尔斯登首席执行官詹姆斯·凯恩、瑞士信贷第一波士顿银行首席执行官艾伦·惠特、摩根斯坦利添惠董事会主席菲利浦·普塞尔,以及来自雷曼兄弟公司和英国巴克莱国民银行的高级行政人员。而四大银行出席会议的人有:戴维·柯曼斯基、赫伯特·艾利逊、乔·柯兹纳、约翰·泰恩、道格拉斯·沃纳、罗伯托·门多萨、克莱顿·罗斯,以及戴维·索洛。12家银行总共派出了25位银行家出席此次会议,与会者清一色都是中年男性。尽管这些银行家彼此都非常熟悉,但对这么多人在接到通知后的这么短的时间里,赶到这样一个地方来参加会议,人们还是感到非常不可思议。他们更不习惯在墙上众多著名历史人物画像的注视下,排排坐在高背皮靠椅里面,开这样一个会议。最终,J.P. 摩根银行的道格拉斯·沃纳率先愉快地打破沉默说:“嘿,孩子们,我们要去参加野餐会了,每个人先交2.5亿美元。”

尽管与这些客人相比,彼得·费舍尔的收入几乎微不足道,但他还是请各位大亨注意,因为他代表了已经受到严重威胁的公众利益。彼得·费舍尔只讲了几分钟,在讲话中,彼得·费舍尔指出,联储非常愿意看到,私营部门能够找到一个解决方案,以避免出现混乱无序的套现现象,从而使整个金融体系不致受到危及。除此之外,他对所有的细节问题一概采取中立态度,不发表意见。用赫伯特·艾利逊的话来说:“就好像他只是将场地借出来一样。”当然,彼得·费舍尔做的事远远不止这些。联储是不会每天都邀请华尔街这些头头脑脑来做客的,与会者对此非常清楚。

仔仔细细地环视了整个会场以后,托马斯·卢索的第一个想法就是敬畏,就是油然而生一种跻身其中的满足感。随着讨论的不断深入,雷曼兄弟公司的这位首席法律事务官员不由得产生了一个颇具讽刺意味的念头:“当你进入非常高的高层以后,你究竟还能对下面发生的那些具体事务了解多少?”在座的所有人都知道如何勤勉工作,但没有一个人知道如何应付现在这种紧急危机。

赫伯特·艾利逊简要地将他的计划作了一下介绍,而每一家大银行的人员,都对这一计划说了一大堆好话。戴维·柯曼斯基说:“尽管这并不是我解决资金问题的首选方案,但在目前这种情况下,这无疑是一个正确的方案。”戴维·柯曼斯基没有说的是,一旦长期资本基金倒闭,美林证券已经溃不成军的债券交易,一定会进一步走向深渊。其他银行也有同样的担心。但雷曼兄弟公司表示反对,他们认为,不应该要求他们和那些规模更大的银行按一

样的比例出资。他们问道,为什么不能按各家银行承受的风险程度来分摊资金呢?对此,约翰·泰恩反驳说,这种做法太复杂了,现在已经根本没有时间这样做了。现在,每家银行都开始为争取自己的特殊利益而努力了。大通曼哈顿银行的托马斯·拉布莱克指责说,是贝尔斯登引发了这场危机,而且,据他所知,他们至今一直没有放松过对长期资本基金的压力,而贝尔斯登仅为长期资本基金提供清算服务,每年就可以净赚3 000万美元。自己也是长期资本基金投资者的贝尔斯登首席执行官詹姆斯·凯恩,对此引人注目地一言不发。

随后,所有的银行家都把矛头转向了长期资本管理公司。格林威治的那帮家伙拿走了他们想拿走的所有东西。四年来,长期资本管理公司的那些合伙人目空一切,从这些银行那里拿走了效益最好的交易,而且,从来不掩饰自己强烈的优越感。现在,这些合伙人的预言终于落空了,而这些银行家觉得,自己以前实在是太可笑了,他们被这些合伙人耍了。不少银行家愤愤不平地表示,应该毫不留情地将这些合伙人炒鱿鱼。为什么要给这些人钱呢?赫伯特·艾利逊和乔·柯兹纳不停地用电话将会议的进展向约翰·麦利威瑟进行通报,每个电话至少要有两家银行的代表同时接听,以杜绝内部交易的一切可能性。知道自己已经成为各家银行的众矢之的以后,约翰·麦利威瑟的心情非常难过。他喃喃地说:“不管做什么事情,只要需要我做的,只要我能够做的,我一定尽力而为。”

对长期资本基金的情况最为了解的高盛公司约翰·泰恩,将长期资本基金资产组合所具有的风险,向在座的各位银行家进行了详细的介绍。与会者一致同意,所有的投资都必须以股票权益的方式进行,但除了四大银行之外,没有一家银行做出明确的承诺。大多数银行认为,如果长期资本基金现在倒闭的话,他们蒙受的损失将远远少于2.5亿美元。为什么还要把好端端的钱扔进这样一个吉凶难卜的基金里去呢?赫伯特·艾利逊解释说,如果长期资本基金真的破产的话,其影响要比俄罗斯政府的违约行为更大,后果也将更加严重。他强调说,长期资本基金所拥有的资产规模已经超过了1 000亿美元,如果加上金融衍生工具交易的话,其所拥有的各类交易规模已经超过了10 000亿美元!

除此之外,长期资本基金所持有的股票交易合约数量更加惊人。如果不是因为股票期权可以提供保险的话,许多投资者根本就不会涉足其间,而长期资本基金正是这种期权保险最大的供应者。因此,一旦长期资本基金出局的话,这些投资者很可能会从股票市场上抽身而逃,而在座的银行家没有一个人愿意看到股市进一步下跌。此时,戴维·弗鲁格很明显地感觉到,会议

室里的空气非常凝重,一股强烈的恐惧在会议室里蔓延。这时,他突然想到,今天是他的生日,不料却身不由己地在这里参加这个令人沮丧的会议。

晚上大约 11 点钟的时候,彼得·费舍尔提议说,今天的会议到此为止。明天上午 10 点继续开会。随后,赫伯特·艾利逊和美林证券的同事汤姆·戴维斯一起,回到了办公室,对银团协议的各项条款进行审订。为了解决一些细节问题,他们三番五次地与守在格林威治彻夜不眠的约翰·麦利威瑟通电话。大约到了半夜 1 点左右,赫伯特·艾利逊将他们所取得的最新进展,向乔·柯兹纳和罗伯托·门多萨作了通报,因为赫伯特·艾利逊不希望星期三又有什么意外出现。凌晨 3 点,也就是巴黎股市开盘的时候,赫伯特·艾利逊将新的条款传真给长期资本基金在巴黎的交易对手。然后,他才回家。第二天,他需要得到每一家银行的承诺,但他不能肯定,这些银行是否能够给他所需要的承诺。在此之前,还从来没有人在一天之内筹集到 40 亿美元的资金!

与此同时,美林证券意识到,事情越是匆忙,就越是需要得到律师的协助。于是,供职于美林证券外部法律顾问斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所的菲利普·哈里斯律师,进入了他们的视线,因为菲利普·哈里斯律师不仅是一名很好的投资基金专业律师,而且,在长期资本基金刚开始募集资金的时候,他还曾经为长期资本管理公司提供过法律服务。不过,菲利普·哈里斯律师认为,自己需要得到专家的帮助。凌晨 2 点 30 分左右,菲利普·哈里斯律师打电话叫醒了斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所的合伙人格里戈利·米尔莫尔。一头银发、说话声音非常柔和、戴一副金丝边眼镜的格里戈利·米尔莫尔时年 50 岁,是一名极其出色的破产法专家。他以前是一名钢琴家,后来在斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所的邮务室找到了一份工作,以后,他才去读的法学院。“出事了。”菲利普·哈里斯律师说道,“我们需要你。”

格里戈利·米尔莫尔答应说,他明天一早就会赶到。

“不。”菲利普·哈里斯说,“我们现在就需要你!”

格里戈利·米尔莫尔洗了个澡,穿上衣服,启动了他那辆沃尔沃轿车,在纽约最安静的时刻,来到了曼哈顿。凌晨 3 点 30 分,格里戈利·米尔莫尔走进了斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所总部所在的那幢黑得发亮的摩天大楼,开始进行工作。

星 期三一清早,刚从伦敦赶回来的威廉·麦克多诺就来到了纽约联邦储备银行他自己的办公室。狭窄的路上,手推车毫不客气地和大房车夺

路抢道。纽约联邦储备银行大楼在高处威严地耸立着,它那高大的外墙连接着一个空旷的大阳台。给人的感觉是,这一建筑既能传播宫廷欢乐的气氛,又能传递那种城堡式的威严与无情。在办公室里,威廉·麦克多诺通过电话,将长期资本基金危机向他的欧洲央行同行作了通报。而他的副手赫伯特·艾利逊正在接听贝尔斯登首席执行官詹姆斯·凯恩打来的电话。詹姆斯·凯恩表示,贝尔斯登不愿参加任何形式的救助行动,因为公司在长期资本基金危机中承受的风险非常有限。赫伯特·艾利逊恳切希望詹姆斯·凯恩能看得更远一些,思路更开阔一点。但詹姆斯·凯恩极其悲观地对赫伯特·艾利逊说,“如果你想把这件事做成的话,你就不能让所有的人都排排坐,吃果果。”

上午10点,昨天与会的那些银行家,又重新回到了会议桌旁。这一次的人数要比昨天晚上多很多,一共有45名华尔街名人出席了周三上午的会议,将这些人的名单汇编起来,简直就是一本华尔街名人录:旅行者集团/所罗门美邦董事长桑迪·威尔、美林证券董事长戴维·柯曼斯基、高盛公司首席执行官乔·柯兹纳、大通曼哈顿银行总裁托马斯·拉布莱克、J. P. 摩根银行董事长道格拉斯·沃纳、瑞士信贷第一波士顿银行首席执行官艾伦·惠特、雷曼兄弟公司董事长理查德·福德。对长期资本基金巨量股票波动幅度交易合约感到忧心忡忡的5家瑞士、英国和法国银行的高管,以及纽约证券交易所主席里卡多·格拉索,也参加了这次会议。此外,德意志银行的埃迪森·米切尔通过可视电话参加了会议。当这些银行家步入会议室时,他们不约而同地注意到了墙上悬挂在一架古钟上方的乔治·华盛顿画像,而在他的画像两边的,则是威廉·麦克多诺历届前任的画像。不过,他们很快就发现,会议室内那张优雅的黑边樱桃木会议桌实在太小了一点,根本无法让与会者全都坐下。

纽约联邦储备银行大楼是1935年经济大萧条时,从一个经营发生困难的不动产所有者那里买下来的,而会议室则是后来加盖的。有人开玩笑说,20世纪30年代的那场大萧条是联邦储备系统一手策划的,其原因就是他们看上了这幢大楼。尽管这只是一个玩笑,但其中确实潜藏着一个极其微妙的事实:1929年,联储没有果断地采取必要的措施,来抑制扩张过度的保证金融资以及由此而引发的股票人投机,因此,一个本来完全有可能避免股市崩盘乃至可能避免发生大萧条的机会,就这样因为联储的犹豫不决,而白白丧失了。现在,长期资本基金的崩盘,从性质上和1929年的情况非常相似,尽管规模要小得多。威廉·麦克多诺已经决定,一定不能让1929年的情况,在他的手里重演。

但是,威廉·麦克多诺本人并没有在会议室里露面。纽约联邦储备银行的这位总裁,正和四大银行的首席执行官们一起,等候在贵宾室里。他们就好像是联合国安理会,会议室里的那些银行则好像在开联合国大会。这个早晨温熙如春,那些从来没有等人习惯的首席执行官们,已经开始感到不耐烦了。

上午10点25分,身材魁梧、长着一头稀疏银发、两道浓眉、现年64岁的芝加哥人威廉·麦克多诺,突然出现在会议室中,并宣布会议将被延迟到下午1点才举行。他略带神秘地补充道:“并不是所有的渠道都已经用尽了。”但却拒绝详加说明。在座的首席执行官们被弄得云里雾里的,很有点若有所失的感觉。正如他们后来所了解到的那样,就在四大银行首席执行官们加入



巴菲特准备出价

会议约10分钟以后,乔·柯兹纳和约翰·泰恩两人就把威廉·麦克多诺拉到了一边,告诉他事情有了新进展——沃伦·巴菲特准备出价了。“我还以为大家都在一条船上呢。”戴维·索洛非常生气地说。但是,不管别人有什么反应,威廉·麦克多诺可不会错过这个天赐良机。他最希望看到的结局是,私营部门能够自己找到解决问题的办法,而与联储无关。在这一消息得到确认以后,威廉·麦克多诺给正在蒙大拿州农场的沃伦·巴菲特打了个电话。沃伦·巴菲特承认,他正准备出价。而在大会议室中,各家银行首席执行官们的脸上,都现出了一种厌恶的表情。他们对高盛公司一直在背后搞小动作感到非常愤怒。甚至连戴维·柯曼斯基都感到,乔·柯兹纳实在玩得太过火了。

就在高盛公司投资银行家彼得·克劳斯准备起草书面文件时,沃伦·巴菲特给仍在格林威治焦急等待的约翰·麦利威瑟打了一个电话:“约翰。”沃伦·巴菲特用他那绝对不会让人听错的鼻音说道:“你很快就会收到一份对你们所有资产组合的报价,上面有我的名字。我只想先告诉你,那确实就是我。”接到这个电话以后,约翰·麦利威瑟没有明确表态。

就在高盛公司紧锣密鼓地忙得不可开交的时候,发生了一个小小的插曲。11点40分左右,约翰·麦利威瑟从传真机上撕下了一页纸,上面写道:伯克希尔·哈撒维公司、美国国际集团(AIG),以及高盛公司,愿意出价2.5亿美元,购买长期资本基金额定全部资产。如果长期资本管理公司同意接受这一条件的话,这三家公司将另外再向长期资本基金注入37.5亿美元的资金,以稳定整个基金的运营。在所有这些资金中,伯克希尔·哈撒维公司将单独出资30亿美元。

沃伦·巴菲特的如意算盘是:用2.5亿美元的代价,买下一家年初资产

净值尚高达 47 亿美元的对冲基金，在这一天结束的时候，由于再度蒙受了较大的损失，长期资本基金的资产净值已经下降到只有 5.55 亿美元了。但是，哪怕长期资本基金的资产净值一直不停地在往下降，沃伦·巴菲特的出价还是太低了。几周前还有数百万身价的合伙人们，不仅将变得不名分文，而且还会被毫不留情地扫地出门。为防止约翰·麦利威瑟拿着他的报价，四处寻找出价更高的买主，沃伦·巴菲特只给了约翰·麦利威瑟不到 1 个小时的时间。他在报价上规定了一个截止日期：中午 12 点 30 分之前，长期资本管理公司必须对他的报价做出回答。拿着这页报价，约翰·麦利威瑟向詹姆斯·里卡兹询问道：“我们怎么回答这份报价？”

对约翰·麦利威瑟来说，这一计划实在太难以接受了。他对高盛公司和美国国际集团的做法尤其不能接受。他们先是釜底抽薪，对长期资本基金重仓持有的交易品种大肆打压，然后又乘长期资本基金溃不成军之际，对之趁火打劫。最让约翰·麦利威瑟无法接受的是，这一计划触到了约翰·麦利威瑟职业生涯最痛的地方：将他自己的公司，和他自己的工作一起，统统输给了沃伦·巴菲特！但无论如何，长期资本管理公司的合伙人们还是对这一计划进行了仔细的研究。当天一直与合伙人们在一起的瑞士联合银行负责债券与外汇交易的主管安德鲁·斯西利亚诺，对合伙人们认真解决问题的态度，留下了极其深刻的印象。他深信，长期资本管理公司最先考虑的一个问题，就是要找到一个能够避免出现全局性灾难的、非常清晰可行的解决方案。而沃伦·巴菲特的方案，至少可以解决这个大问题。

不幸的是，詹姆斯·里卡兹看出了这一方案所存在的问题。沃伦·巴菲特在报价中所使用的词语出现了错误——报价所针对的是长期资本管理公司（即长期资本基金的管理公司）名下的全部资产，而不是长期资本基金名下的全部资产——而所有人都很清楚，这绝不是沃伦·巴菲特所要的。高盛公司外部法律顾问行——沙利文-克伦威尔律师事务所——的律师约翰·米德向詹姆斯·里卡兹解释说，沃伦·巴菲特所要的是长期资本基金的资产组合。在这一组合的资产，如债券、股票，等等，当然是随时可以出手的，但这一组合中的金融衍生工具资产，却不是随时可以套现的，因为这必须征得交易对手的同意。此外，沃伦·巴菲特提出的条件之一是，长期资本基金所有资产的融资状态必须保持不变。这样一来，正像詹姆斯·里卡兹所读到的那样，沃伦·巴菲特就必须先买下拥有这些组合的公司，即在开曼群岛注册的一家合伙制公司——长期资本投资组合。但是，长期资本投资组合也只是长期资本基金极其复杂的重叠式架构的一个中继站而已，它的所有权掌握在 8 家子基金和一般合伙人手中，而且，按照詹姆斯·里卡兹的说法，根据当初所

签订的合伙制协议,如果不对协议进行修改的话,长期资本投资组合公司是绝对不可以转卖的。而要修改这个协议的话,就需要得到8家子基金全部投资者的同意。换句话说,詹姆斯·里卡兹认为,沃伦·巴菲特提出的方案是根本不可能操作的。

但是,詹姆斯·里卡兹提出,可以换一种方法来推进沃伦·巴菲特方案——伯克希尔·哈撒维公司可以在目前的这种结构下,简简单单地只对长期资本基金进行投资。而作为长期资本基金最大的投资者,沃伦·巴菲特同样可以炒掉约翰·麦利威瑟和所有的合伙人。换句话说,他完全有权不让长期资本管理公司继续管理、运作长期资本基金。

但是,约翰·米德并没有得到可以改变报价内容的授权,而沃伦·巴菲特本人根本就联系不上。事实上,所有的人心里都非常清楚,沃伦·巴菲特很想拿下长期资本基金。以前,只用一张纸就可以做成一笔极其复杂的交易的能力,一直是沃伦·巴菲特招牌式的魅力之一,而这份只有5段内容的报价,显然也不可避免地打上了他独特的印记。然而,这一次,沃伦·巴菲特的报价太简单了,甚至可以说太草率了,根本就没有考虑到长期资本基金一些极其与众不同的地方。此外,高盛公司投资银行家彼得·克劳斯对长期资本基金的结构不够熟悉,从而使整个报价出现了偏差,可能也是一个非常关键的原因。总之,沃伦·巴菲特的此次报价,完全失败了。

高盛公司的外部律师约翰·米德手里的选择已经不多了。12点20分,约翰·米德通知詹姆斯·里卡兹,报价已被取消。后者转身走进了约翰·麦利威瑟的办公室,并对他说:“沃伦·巴菲特的插曲结束了。”于是,约翰·麦利威瑟立即拿起电话与威廉·麦克多诺取得了联系,并将情况向他做了解释。现在,威廉·麦克多诺是他最后的希望了。“好吧。”威廉·麦克多诺说道,“我马上召集各家银行继续讨论。但我不知道他们还肯不肯回来。”

后来,外界有传闻认为,约翰·麦利威瑟是故意将沃伦·巴菲特的报价耽搁掉的,因为在他看来,与威廉·麦克多诺打交道能够得到的结果,肯定会比沃伦·巴菲特的报价要好。尽管这种说法有一个前提,约翰·麦利威瑟对极其复杂而又迅速变化的整个事态发展,有着非常全面而完整的了解和把握。但有一点是可以确定的,约翰·麦利威瑟确实没有尝试过解决任何法律问题。而这些极其复杂的事情通常都是在事后,绝大多数都是在主要的几个问题已经用协议的方式得到解决以后,才有可能加以解决的。但是,沃伦·巴菲特的报价缺乏适当的弹性本身,也是这一报价最终流产的一个主要原因。那个星期三的中午,约翰·麦利威瑟根本就不可能认为,沃伦·巴菲特会接受报价单之外的任何其他条件。也许,正是由于沃伦·巴菲特提出的条

件过于苛刻,加上约翰·麦利威瑟和沃伦·巴菲特个人之间存在的互不信任,才使得约翰·麦利威瑟没有继续努力来说服沃伦·巴菲特。不过,约翰·麦利威瑟有一点是非常清楚的:如果要想让赫伯特·艾利逊提出的银团救助计划有机会成功,参与该计划的银团代表就必须回到纽约联邦储备银行的那间会议室去,而且,一定要快!

下午1点,银行家们闷闷不乐地回到了纽约联邦储备银行的会议室。高盛公司的那段小插曲告诉他们,相互之间的信任感是多么的微不足道。说实在的,他们根本就不想回到这个会议室来,因为他们大部分并没有在长期资本基金进行过投资。在摩根斯坦利添惠董事长菲利浦·普塞尔看来,即使长期资本基金倒闭,也不会给摩根斯坦利添惠带来什么了不起的风险;旅行者集团/所罗门美邦董事长桑迪·威尔则认为,所罗门美邦刚刚关掉了自己的套利部门,为什么还要拿出钱来帮助一家相同的对冲基金呢?因此,桑迪·威尔根本就没有回来继续出席会议,而只是派了所罗门美邦的共同首席执行官德瑞克·莫汉和杰米·戴蒙代表他出席会议;同样,瑞士信贷第一波士顿银行对这一会议也啧有烦言;大通曼哈顿银行总裁托马斯·拉布莱克更是直截了当地表示,只有在长期资本基金归还了那笔循环贷款之后,大通曼哈顿银行才会考虑参与此次救助活动。尽管赫伯特·艾利逊和戴维·柯曼斯基一直希望能够达成一项协议,但现在,他们也不由得对是否依然有此可能,表示出了怀疑。

除此之外,银行家们还对是否存在所谓的“系统风险”,有着很大的分歧。这是怎么说都有道理的一件事,银行家们可不想为了这个只是存在可能性的事情,就把2.5亿美元的资金从口袋里掏出来。雷曼兄弟公司就明确表示,自己不愿意出这笔钱,因为有关它自己出现不稳定的传闻,都已经沸沸扬扬地传遍了整个华尔街,而且,它自己的资金成本也在迅速上升。雷曼兄弟公司董事长理查德·福德直截了当地向乔·柯兹纳发问道:“高盛公司所谓的买家是否因为谈不拢价格而没有了下文。如果情况确实如此的话,那银团又有什么理由要比那位神秘买家出更高的价格。”显得有些尴尬的乔·柯兹纳表示,谈不拢的原因并不完全是因为价格,而是存在许多法律方面的因素。与会的首席执行官们冷冷地听着他们的问答,不知道他们到底应该相信什么。在所有人当中,威廉·麦克多诺显得最为沉默。

现在,该是赫伯特·艾利逊出面的时候了。这位擅长用数字说话的人决定,由在场的银行家进行投票来解决这一问题。于是,银行家信孚表态,愿意参与救助行动……巴克莱银行也同意加入。

此时,所有人的目光都集中到了无精打采地靠在同事、贝尔斯登执行副

总裁沃伦·斯派克特身旁的詹姆斯·凯恩的身上,感到非常不自在的贝尔斯登首席执行官无奈地表示说:“我们今天早晨已经说过了,我们不愿意加入这一行动。”他的话讲完以后,会议室陷入了一片令人窒息的沉默。之后,与会的首席执行官们异口同声地要求詹姆斯·凯恩给大家一个说法。这种架势让詹姆斯·凯恩显得更加坐立不安。“作为长期资本基金的清算经纪行,贝尔斯登一直承担着一定的风险。”詹姆斯·凯恩说。但这肯定是不正确的。长期资本基金有价值5亿美元的现金和其他资产掌握在贝尔斯登手中,因此,无论从哪方面来说,它的风险都是最小的。“他们的看法和全世界都不一样。”一名与会者非常刻薄地说道:“他们只关心自己的利益。”出于共同的利益,这些原本相互间一直在勾心斗角的银行,猛然间都把矛头指向了贝尔斯登。摩根斯坦利添惠董事长菲利浦·普塞尔脸红脖子粗地大声咆哮道:“一家主要华尔街银行不参与此次活动是根本无法接受的。”就好像贝尔斯登打破了大家的默契一样。“他们将来一定为此付出代价的。”赫伯特·艾利逊简直已经怒不可遏了。

威廉·麦克多诺将贝尔斯登的几位银行家请进他自己的办公室。“你们总应该说些什么吧。”威廉·麦克多诺不悦地指出,“戴维·柯曼斯基简直快气得发疯了。”过了一会,戴维·柯曼斯基脸涨得通红地走了进来,对着詹姆斯·凯恩大声吼叫道:“你他妈的到底想干什么?”詹姆斯·凯恩迟疑了一阵,很尴尬地回答说:“我们什么时候成了伙伴了?”戴维·柯曼斯基将他那条林登·约翰逊似的手臂伸向詹姆斯·凯恩,沃伦·斯派克特连忙上前挡在两人中间,才使詹姆斯·凯恩逃过了戴维·柯曼斯基250磅的冲击。

詹姆斯·凯恩很明显地被激怒了,他觉得自己被当成了一个不诚实的人。他对戴维·柯曼斯基说道:“你回去告诉他们,你对贝尔斯登是不是已经了解很多年了?贝尔斯登是不是一家值得尊敬的经纪行?我们只是说,作为一家清算经纪行,我们对那些让我们感到不舒服的事并没有什么特别的了解,所以,我们选择不参与这个行动而已!”随后,他们一起回到了会议室,并分别对自己的想法作了陈述。

此后,会议的焦点又转回到了长期资本基金的身上,乔·柯兹纳表示,长期资本管理公司的合伙人并不是不可取代的。“我们不需要这些家伙。他们是这些麻烦的罪魁祸首。”乔·柯兹纳说。没有人真正同情约翰·麦利威瑟。但瑞士信贷第一波士顿银行首席执行官艾伦·惠特认为,赶走约翰·麦利威瑟及其合伙人很可能会是一个大错误。如果华尔街将所有这些资金全部投进这个基金的话,当然需要有人来运营这个基金。而格林威治的那些家伙,显然要比任何人都了解长期资本基金。

乔·柯兹纳坚持,银团至少要取得长期资本基金的全部控制权,包括解雇约翰·麦利威瑟及其他合伙人的权力。而且,有必要签订合同来约束这些合伙人,并对交易权限进行非常严格的监管。有意思的是,乔·柯兹纳从一个极端跑到了另一个极端,他开始鼓吹留用约翰·麦利威瑟作为他的合作者,而且,坚持要利用他。事实上,乔·柯兹纳对长期资本基金的问题看得比任何人都清楚:该基金既没有控制,也没有监管,交易员就是该基金的老大。因此,他坚持认为,如果不能将责任分清楚的话,高盛公司不会出一分钱。随后,乔·柯兹纳立即给约翰·麦利威瑟打了个电话,确定他愿意接受这一条件。否则,高盛公司将退出所有的行动。

其他人都非常清晰地感到,乔·柯兹纳身上承受了非同一般的压力。就在这间会议室里,乔·柯兹纳的副手约翰·泰恩曾用手机接听过一个电话,尽管没有人听到约翰·泰恩究竟在说些什么,但抑制不住的愤怒很明显地写在他的脸上。显然,高盛公司亏大了。他们公开上市的计划已经搁浅了,合伙人对此极为不满。看来,乔·柯兹纳已经腹背受敌了。

除乔·柯兹纳之外,其他的银行家也陆陆续续地离开会议室,出去打电话。欧洲银行的代表纷纷打电话回总部,将这里所发生的事情向总部进行汇报;而美国银行的代表则纷纷赶回了自己的办公室,也许,一些银行家还给他们的交易员打了电话。就这样,和会议有关的一些细节,慢慢地开始在华尔街传开了。

在长期资本管理公司,整个办公室就像无线电一样寂无声息。他们的市场依旧还在不断下跌,尤其是他们的股票波动幅度交易,跌得非常惨,最新的数字竟然已经达到了41%!但不管怎么样,这一切都早已不重要了,因为公司很快就要保不住了。现在,所有的交易几乎都已经停止了,桌上的电话一直静默着,已经没有人给他们打电话了。这几个星期以来,所有的人,所有的合伙人,嘴巴里所讨论的,一直只有纽约联邦储备银行会议室里正在发生的那件事。

所有的合伙人都一直在那间玻璃幕墙会议室里等候着消息。每隔一段时间,赫伯特·艾利逊和乔·柯兹纳就会打电话过来,向约翰·麦利威瑟问几个问题。合伙人从这些问题中,揣摩会议会有些什么进展。而在会议室外,一群非合伙人员工则目不转睛地盯着电视屏幕,希望能够看到有关这一事件的报道。下午3点左右,CNBC率先报道了纽约联邦储备银行会议室里所发生的情景,而且,将整个事情的经过,事无巨细地做了披露。这时候,维克多·哈格哈尼正好走了出去,负责回购融资事务的雷斯曼迎上前来说:“他们准备出手挽救你们了。”维克多·哈格哈尼向他表示了感谢后,就走

开了。

而在纽约联邦储备银行会议室中,与会者关注的焦点,已经转到资金层面上来了。赫伯特·艾利逊原来打算16家银行每家出资2.5亿美元。但几家法国银行坚持每家最多只能出1.25亿美元;雷曼兄弟公司也坚持只能提供1亿美元的资金;贝尔斯登则坚持到了最后,一毛钱也没有出。无奈之下,赫伯特·艾利逊将所罗门美邦和花旗集团算成了两家,但由于花旗集团马上就要和旅行者/所罗门美邦合并了,所以,根本没有派人出席这次会议。大通曼哈顿银行的戴维·弗鲁格坚持认为花旗集团应该出席这次会议,但所罗门美邦的共同首席执行官德瑞克·莫汉让他少管闲事。

下午4点以后,机会变得越来越小了。已经筹到手的资金,离40亿美元的目标还差得很远。别无选择的赫伯特·艾利逊只能将每家银行的出资额提高到3亿美元,这让乔·柯兹纳感到非常尴尬,因为他必须打电话给高盛公司的合伙人,以征得他们的同意。摩根斯坦利添惠的彼得·卡尔切斯冷笑着朝他说道:“哎,你这是什么意思啊?你可是老板啊!”在场的所有银行家都以为,乔·柯兹纳是故意找借口想溜!但事实上,乔·柯兹纳实在是冤枉的。他确实认为,作为华尔街主要银行之一,高盛公司理应把这个责任承担起来。但尽管他是这么想的,高盛公司缺乏历史感的合伙人却并不以为然。他们对参与此次救助活动非常勉强,尤其是因为高盛公司自己也很需要资金。更重要的是,高盛公司内部的派系斗争,实在把他们搞得自顾不暇。对于乔·柯兹纳的处境,赫伯特·艾利逊心里非常清楚:他一方面对长期资本管理公司把他弄到这样一种地步感到很气愤,另一方面,又要在高盛公司合伙人压力下,做他自己认为必须要做的事情。此时此刻,乔·柯兹纳只能无奈地和约翰·泰恩大眼瞪小眼。过了一会,约翰·泰恩放下了电话,对乔·柯兹纳悄悄地耳语了几句。最后,乔·柯兹纳无可奈何地向大家说道:“实在对不起,我们公司合伙人实在不同意。”

尽管未能得到有力的支持,但乔·柯兹纳依然还是硬着头皮干了下去。现在,11家每家拿出了3亿美元,加上法国几家银行和雷曼兄弟公司的3.65亿美元,总数已经达到了36.65亿美元,如果算上长期资本基金剩余的那些资产净值的话,40亿美元也差不多了。但是,这些钱当中有多少是需要给长期资本基金原始投资者的呢?许多人主张一分钱都不给,但赫伯特·艾利逊认为,应该给长期资本管理公司那些合伙人一点动力,毕竟,银行的这些资金还需要他们来进行管理。

剩下来的问题,就是这些钱到底将投在长期资本基金中多少时间了。银行家们希望归还这批资金的时间越短越好。但这样一来的话,这个银团就会

被市场上所有的其他竞争者认为是一个临时性的组合,其他人就会把该银团作为自己的攻击目标。为了让市场觉得可信,银团就必须保留足够的实力。最后,银行家们一致同意,这笔资金应该按照三条原则进行运作:首先是降低长期资本基金所承受的风险水平;其二是保证将资金尽快地归还新投资者;第三,才是想方设法赢利。对所有这些银行家来说,能够全身而退就已经是上上大吉的了。

下午5点15分,赫伯特·艾利逊通过电话,将这些条件向约翰·麦利威瑟进行了通报:一个由14家银行组成的银团将向长期资本基金注入36.65亿美元资金,作为交换,该银团将获得长期资本基金90%的权益,而其余10%、价值约4亿美元的权益,则归长期资本基金现有投资者所有。但是,长期资本管理公司合伙人所享有的权益,将被他们本人及长期资本管理公司所积欠的债务所抵消。简而言之,合伙人们一度高达19亿美元的个人资产,将被一笔勾销,而其中的大部分,都是在最近5个星期中消失的。有关新协议的细节还有待进一步斟酌,但有一点是十分明确的:至少在未来的3年之内(也就是在银团所希望的时间限度内),长期资本管理公司的管理费将被大大降低,而且,交易的自由度也将受到严格的限制。

戴维·柯曼斯基认为,对手们总算做了一件了不起的事情,尽管他们挽救的不仅仅只有约翰·麦利威瑟和他的长期资本基金,而且,也挽救了他们自己。确实地说,这些银行家选择了宁愿损失3亿美元的风险,也不去面对不知道最后结果会怎样的种种不确定性。这一事实同时也表明了,银行家们已经失去一搏高下的欲望了。

当晚7点以后,银行家们向众多记者散发了一份新闻稿,这种新闻稿以一种意想不到的方式,对整个事态的后续发展产生影响,因为它向外界宣示,整个事情已经全部了结了,但事实上,这一极其复杂的交易远没有尘埃落定。

这份新闻稿浓墨重彩地对联邦储备系统在此次救助行动中所起的作用,作了重点的描述。第二天出版的《纽约时报》在报道中称,联储此次将“大了就不能倒”的说法,应用在一家风险极高的投机性对冲基金的身上。《时代》周刊则在发表的封面文章中,刻意隐瞒了根本就没有公共资金卷入这一救助行动的事实,从而立即将联储推上了一个非常不利的地位。文章暗示说,联储甚至是默不出声地向一家私营的、而且根本就不受联储监管的对冲基金伸出援手的做法,是很不严肃的一件事。一名前财政部官员也在其他场合非常尖锐地提出:“如果乔治·索罗斯碰到了麻烦,那又怎么办?”《华尔街日报》则在社论中指出,此次救助行动,实际上是联储10多年来一直奉行的、保护私营投资者免受其所犯错误影响的一贯政策的一个延续,这种政策,就其结果

而言,是在鼓励私营投资者今后犯更大的错误。

就在救助行动开始以后的第二天,马上就有消息指出,政府已经启动了一项不仅仅针对长期资本基金,更把目标对准了所有对冲基金的调查。就像是为了证明对冲基金能够造成的危害到底可以多大一样,瑞士联合银行非常低调地宣布,该行已经注销了它在长期资本基金的全部投资。瑞士联合银行董事长兼首席执行官马西斯·加比亚拉维塔一度把与长期资本管理公司的“战略伙伴关系”视为瑞士联合银行振兴的希望所在,但最后,这种合作却以瑞士联合银行损失7亿美元而告终结。

评论家们对长期资本管理公司那些目空一切的富豪交易员、神秘兮兮的数学家,以及备受尊敬的诺贝尔奖得主的轰然倒地,普遍都感到有些幸灾乐祸。伦敦《金融时报》写道:“如果戴维·马林斯真那么喜欢解决危机的话,他现在一定感到很开心。”而一般人的反应基本上都认为,这一事态实在是太恐怖了,居然要劳驾联储出面,才能挽救约翰·麦利威瑟这些“撒谎者扑克”的英雄。

对约翰·麦利威瑟来说,那又是另外一种恐惧了。至少在他自己的心目中,从所罗门兄弟公司时代的保罗·莫泽尔丑闻以后,他所做的一切事情,无一不把自己的声誉和职业生涯放在第一位,而现在,所有这一切都全部垮掉了。为人行事一向低调内向的约翰·麦利威瑟,现在一下子成为了一个千夫所指的、高傲、贪婪,而又优柔寡断的华尔街投机商,他和他那些忠心耿耿的套利交易员一起,写就了这一具有历史意义的崩盘事件,写就了这一差一点对整个金融系统产生重大危害的历史性事件。一时间,大批摄影记者云集格林威治,平常非常宁静的长期资本管理公司办公室,被载有电视转播设备的直升机的轰鸣声,吵得鸡犬不宁。稍可安慰的是,外界并没有认为约翰·麦利威瑟本人在道德操守和诚实方面,存在什么问题。不然的话,这个9月末,一定会成为他一生的噩梦。面对这令人不安的情景,他依然保持着他一贯的冷静,尽管有人说,那只是为了掩饰他内心的不安。在此期间,约翰·麦利威瑟只是通过他的新闻发言人向外界发表了只有一句话的声明,在这份声明中,他只是淡淡地对银团所给予长期资本基金的资金支持,表示了感谢。

事实上,银团交易远还没有达到板上钉钉的程度,因为他们还有一大堆棘手问题需要解决。首先一个问题就与约翰·麦利威瑟和他那帮交易员有关,银团如何掌握对他们的控制程度?第二个问题则和长期资本基金风雨飘摇的融资情况有关。当初银团同意向长期资本基金注入资金的一个条件就是,长期资本基金所有的债权人都同意放弃他们对长期资本基金的债权要求;否则的话,即使注入再多的资金,只要一个地方出现违约,就可能演变成

一场多米诺骨牌游戏,从而拖垮整个基金。一想起这种可能性,银团的各位银行家就感到不寒而栗。

此外,参与银团行动的每一家银行,都还需要对长期资本基金的情况进行仔细的评估,充分掌握该基金的全面情况,以便说服其各自的董事会批准实施这一计划。完成这些程序以后,他们还需要签署一份正式的合同。而按照原来确定的计划,所有这些手续都必须在9月28日星期一之前全部办理完成。而现在,离开预定的日子只有5天时间了。在一般情况下,办理完这些手续需要好几个月的时间,而此时的长期资本基金依然命悬一线。“这简直是一场疯狂的追逐赛。”长期资本管理公司外部法律顾问辛普森-撒切尔-巴特莱特律师事务所的律师汤姆·贝尔说道:“就是在比,到底是全部手续先完成呢?还是长期资本基金的资金先用光。”

美林证券外部法律顾问斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所,顺理成章地成了银团的法律顾问。而美林证券则向高盛公司的外部法律顾问沙利文-克伦威尔律师事务所发出邀请,请他们成为银团的共同法律顾问。高盛公司并不希望它的律师为其他人提供服务,但却坚持要让沙利文和克伦威尔律师事务所的律师约翰·米德全程参与全部的相关谈判。这种安排导致出现了一个非常有趣的现象:就在斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所的律师格里戈利·米尔莫尔为整个银团运筹帷幄的时候,约翰·米德则在为高盛一家公司全力争取利益。头发略带灰白、现年46岁的约翰·米德长着一张柔和的长圆脸,有着一副肉鼓鼓的双下巴,给人一种绝不轻易妥协的感觉。从谈判一开始起,约翰·米德就摆出了一副态度非常强硬的架势,不断提醒格里戈利·米尔莫尔,一定要在合同中尽一切可能地对长期资本管理公司合伙人进行严格的限制,以保证银团的利益。对于银团来说,约翰·米德的这一提醒是很有必要的,因为在整个过程中,长期资本管理公司的合伙人们一直在处心积虑地想把他们在市场上输掉的东西,从谈判桌上多赢一些回来。令人不可思议的是,约翰·麦利威瑟和他的那帮搭档们,竟然早已准备好了发起一个新对冲基金的计划,而这,确实也是合伙人们能够东山再起的惟一机会了。荒唐的是,在他们的眼里,长期资本基金就好像是他们做坏的一单交易一样,是可以随时随地抛诸脑后的。

就在这时,一场暴风雨正在长期资本管理公司的交易大厅中酝酿。同样也在这场危机中血本无归的长期资本管理公司员工们内心的怒火,很快就在公司里爆发了。公司现在出现了崩盘,所以,他们需要公司对他们做出解释,但合伙人们仍然不愿对未来进行讨论,并显示出一种根本于事无补的样子。一名即将结婚,却在这场危机中失去了全部投资的年轻交易员马特·扎麦斯

冲到一位合伙人的办公室中,大声咆哮道:“为什么不给我答复?”另外一名员工从报纸上得知,合伙人们多多少少都得到了一些补偿以后,感到极度愤怒,火冒三丈地朝着坐在角落里的戴维·莫迪斯特吼道:“你没有什么东西可说了吗?”

从星期五开始,斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所的律师们开始进行谈判,而此时离截止期只有3天时间了,来自十几家银行的70名律师涌进了美林证券的那间大会议室。这时候,律师们很惊讶地发现,他们一本正经坐下来要谈的那份协议,根本就连影子都还没有呢!而且,引起意见分歧的问题实在也太多了一点。就在律师们紧锣密鼓的讨论过程当中,市场再度出现狂泻,致使长期资本基金的资本金减少到了4亿美元。与1月1日相比,整整跌掉了91%!

约翰·米德所做的会议笔记表明,参与行动的各家银行都非常担心,长期资本管理公司合伙人的个人债务(以及长期资本管理公司的债务),会阻碍整个救助行动的顺利实现。“长期资本管理公司大约还需要1.22亿美元的现金,才能够让这些合伙人偿还其个人债务,同时能够让长期资本管理公司偿还其欠长期资本基金的3800万美元以及其他一些债务。”另外,约翰·米德还记录到,各家银行对这一投资依然有着很大的戒心。J.P. 摩根银行表示,该行希望能够得到某种形式的保证,让该银行在3年以后赎回其投资;大通曼哈顿银行坚持,5亿美元的循环贷款必须在截止日之后的第二天就归还给该银行;银行家信孚和德意志银行则要求在负责监管长期资本基金运营的“监管委员会”中,占有一席之地;摩根斯坦利添惠和高盛公司则希望,万一参与此次行动的各家银行成为被告的话,能够安排某种形式的连带责任保证;等等,不一而足。无论从哪个方面来看,星期一之前要解决所有的问题,并办理好所有的手续,简直是天方夜谭。

约翰·米德的笔记中没有记录下来的是,他自己一个人提的问题,就要比所有其他律师加在一起的问题还要多。这位代表高盛公司利益的律师要求剥夺约翰·麦利威瑟及其合伙人对长期资本基金的日常经营控制权,因为他们无可避免地将受到投资者的起诉,而且还将因此承担全部法律责任。此外,他还坚持要求,此次救助行动,甚至将来与此相关的一切行为,都应免于承担相应的法律责任。

到了星期五晚上,尽管这两天来几乎没有睡过一个囫囵觉,但头脑依然十分冷静的格里戈利·米尔莫尔还是将一些基本条款整理了出来:号称“一

号监管合伙人”的银团,将向长期资本基金投入资金,为期三年;长期资本管理公司所收取的手续费将被大幅度削减;而银团将以1美元的象征性价格,受让长期资本管理公司一半的股权。

约翰·麦利威瑟及其合伙人仍将负责长期资本基金的日常运作,但必须向银团委派的一个“监管委员会”进行汇报。“监管委员会”的银行家将常驻格林威治工作,并与其派出银行保持非常密切的联络。所有事务的最终决定权,将由一个由各家银行派员参加的董事会所掌握。

星期六一早,这份合同的副本就被送到了长期资本管理公司合伙人们的手上。拿到这一文本之后,合伙人们心中的不满立即就爆发了出来。他们纷纷指责说,这简直就是一份卖身契,剥夺了他们所有的一切——红利、奖金、法律保护,以及重起炉灶的自由!已经习惯于富豪生活的合伙人根本无法想像,区区25万美元年薪的日子怎么过!他们在泡沫中生活得太久了,浑然忘记了他们现在的处境——他们已经破产了!就在这个星期三,约翰·麦利威瑟还在向银团的救助行动表示感谢,而到了星期六,他们却拒绝在合同上签字,因为他们觉得自己完全没有被放在眼里。

此举势必将带来一个非常严重的后果:如果没有长期资本管理公司合伙人的签字,银团就无法向该基金投入资金,而银团早已对外公布了这一行动。与银团相反的是,合伙人们早已经输无可输了,他们暗示道,他们完全可以让基金自生自灭,自己去寻求个人破产法的保护,然后,等雨过天晴之后,再到华尔街找一份年薪百万美元的工作。詹姆斯·里卡兹好说歹说,总算让合伙人们的怒气平息了下来。詹姆斯·里卡兹向他们保证说,合同最后文本的条件,一定会比手上这份好得多。随后,一群人就浩浩荡荡地向斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所出发了。

位于曼哈顿中区的这家第一流的律师事务所,专门在33楼腾出了两大间会议室和一长溜私人办公套间,供希望进行最后冲刺的律师和银行家们使用。星期六早晨,总数多达140名的律师急急忙忙地回到了这犹如炼狱的地方,希望能够把长期资本基金纷繁复杂的资产、它的债务、它的结构,以及它的管理公司,都理出一个比较清晰的头绪出来。

斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所的律师在第一间宽敞明亮的会议室里(后来被称为“律师室”),接受代表各家银行的律师们的提问。负责这项工作的格里戈利·米尔莫尔律师向每一位走进会议室的律师说:“把你们的问题丢给我来处理吧。”

格里戈利·米尔莫尔的处境其实非常艰难。美林证券——银团事实上的领导者——认为,所有事情都必须如期完成,而这种态度对讨价还价极为

不利。要想在 72 个小时之中,拿出一个让 14 家银行和所有合伙人都能接受的合同,格里戈利·米尔莫尔自然必须进行大量的折衷和妥协。在这一天快要结束的时候,代表银行利益的律师们开始感到,格里戈利·米尔莫尔对长期资本管理公司做出的让步实在太大了。就在大家努力寻求一致意见的当日,这位一直都非常和善的律师表示:“我希望能够代表长期资本管理公司的要求说几句话。”

约翰·米德显得非常不屑一顾地说道:“他们还能提什么要求?星期一,他们就要破产了。”尽管约翰·米德的火暴脾气让格里戈利·米尔莫尔的工作变得更加艰难了,但他通过督促格里戈利·米尔莫尔强化谈判立场的方法,确实为银团获得了更大的利益。

这天中午,约翰·麦利威瑟、维克多·哈格哈尼、艾里克·罗森菲尔德、理查德·利希、罗伯特·舒斯塔克和詹姆斯·里卡兹一起,在斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所出现了。必须从一群怒气冲冲的银行家们中间穿过的合伙人们,表现出一副毕恭毕敬、满怀歉疚的态度,不断地轻声向在场的各位道着谢。与平常全然不同的是,这些一向穿着打扮非常随意的套利高手们,全都西装革履。而平常一直西装革履的律师和银行家们,却都穿得十分随意。这些谦逊的合伙人们被带进了第二间会议室(后来被称为“审判室”),回答银行家们所提出的大量问题。所有这些问题主要都非常注重发掘实情,因为只有对长期资本基金有了更多的了解,银行才敢于将钱投入到长期资本基金中去。一度以神秘著称的合伙人们,这次表现得非常合作,就好像渴望挖掘他们很久以前深埋在地下的藏宝一样。一直到下午很晚的时候,他们才离开了斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所。

到了现在这个时候,时间可是真的越来越紧迫了。而此时,大部分主要问题依旧没有得到解决。约翰·米德要求长期资本管理公司合伙人们为其表现提供个人担保,并要求新资金(即银行所投入的资金)能够豁免法律责任。另外,约翰·米德还对长期资金管理公司合伙人所搞的公司间贷款提出了质疑,并要求合伙人们归还这些贷款。

另一方面,合伙人们同样也有问题没有解决。他们坚持要将残剩下来的那些资金,留给应付诉讼之用;他们也不愿意看到有一些银行家整天呆在格林威治,对他们指手画脚;此外,合伙人们还对银团要求他们承诺留下来工作 3 年,同时还要他们放弃自己投资的要求,表示了强烈的不满。

此外,银行家们还必须对即将破产的长期资本管理公司采取一些行动。仍然希望与合伙人们保持关系的高盛公司主张,将长期资本管理公司关门了事算了,但此举惹恼了大通曼哈顿银行,因为长期资本管理公司尚欠该行很

多钱没有偿还,所以,高盛公司的这一看似非常聪明的建议,使大通曼哈顿银行感到极其不快。“我们退出此次行动。”大通曼哈顿银行全球信贷主管戴维·弗鲁格愤然表示。美林证券的银行家汤姆·戴维斯连忙给赫伯特·艾利逊打电话说,这笔交易马上就要黄掉了。于是,就在转眼之间,事态发展急转直下了。

在意识到问题很多、时间太少后,美林证券制订了一系列计划,以应对不测。该银行向长期资本管理公司签发了回购融资违约通知书,并将通知书快寄到开曼群岛,交给了长期资本管理公司在当地的代理人。随后,在周末,美林证券在世界各地的经理们都从总部得到了如何对长期资本基金进行清算的程序通知。他们认为,一旦长期资本基金宣布倒闭,其他对冲基金也一定保不了,到时候到底会发生些什么情况,只有老天才知道。但有一点很清楚,就是这一过程一定非常非常痛苦:获得资金的渠道将完全消失,而没有一家经纪公司能够在这种情况下活下去,即使是像美林证券这样的业界大佬,到时候也一定吃不了兜着走。

星期六晚上,斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所名誉合伙人约瑟夫·弗洛姆给格里戈利·米尔莫尔打电话,了解事情的进展。但他听到的话令他感到非常沮丧。“这是有史以来第一个能够一下子把我们和四分之三客户关系搞砸的案子。”约瑟夫·弗洛姆向格里戈利·米尔莫尔指出,“绝对不允许把事情搞砸。”

律师们(其中包括斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所指定参与这一案例的25名律师)都去附近的宾馆休息了,留下了一房间吃了一半的三明治、纸杯和冷咖啡。但格里戈利·米尔莫尔还没有离开,还在用铅笔对合同文本做最后的润色。在他的身后,还有几位代表各家银行利益的律师没有离开,还在那里七嘴八舌地提着各种各样的意见和建议。房间内,打印机就像一只夜猫子一样,一刻不停地向外吐着修改好的文件。凌晨4点过后,格里戈利·米尔莫尔终于躺在自己办公室里那张灰色面料的躺椅上,睡着了。但他的心里面,还牵记着约瑟夫·弗洛姆的那句话:“绝对不允许把事情搞砸。”

星期日一早,赫伯特·艾利逊就赶到了斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所,并开始在两间大会议室之间的一间小房间里坐镇(这间房间日后被人称为“银行家室”)。上午已经过去一半时间了,围着桌子坐在这间房间里的银行家已经肩膀挨着肩膀了,赫伯特·艾利逊表示,希望救助计

划能够重新开始。

长期资本管理公司的合伙人们也回到了斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所。约翰·麦利威瑟和一些合伙人在一间大会议室里坐了下来，而劳伦斯·希利布兰德则和他的私人律师一起坐在旁边。身负巨债的劳伦斯·希利布兰德很想知道，自己是否应该不让救助行动进行下去，然后宣布自己破产，从而让自己无债一身轻。当然，这种做法的结果就是把整个基金一起拖下水。

劳伦斯·希利布兰德的恶劣想法提醒了各位银行家，要达到预期目标的机会是多么的渺茫。他们并不情愿对合伙人个人提供帮助，让他们继续留下来的，只是对后果不堪设想的担心，才让他们继续留在了这里。赫伯特·艾利逊认为，如果在救助业已公之于众后，长期资本基金再出现崩溃的话，那么，对市场所带来的冲击一定会更大，比以前更加大得多！此外，美林证券的信誉也将因此而丧失殆尽。另一方面，长期资本管理公司的律师们对赫伯特·艾利逊心里的这种想法了如指掌，并把这一想法当作自己最有用的利器。“银团对我们说：‘除了接受我们的条件以外，你们根本就没有其他选择了。’”当时担任长期资本管理公司律师的贝尔回忆说：“我们给他们的回答是：‘除了接受我们的条件以外，你们同样没有其他选择。’”尽管认识到这一点的人并不很多，但债权人受到债务人牵制的情况，在许多时候都并不稀奇。

在星期日大部分时间当中，在与戴维·弗鲁格一起驱车从康涅狄格赶来，在大通曼哈顿银行副董事长威廉·哈里逊的带领下，银行家们尝试着能够列出一个债权展期的明细表。在所有这些债权中，与日本野村证券、意大利共和银行，以及意大利外汇管理局有关的问题最为棘手。这几家机构都在长期资本基金中拥有大量贷款余额。银行家们坚持说，除非这三家机构同意将其在长期资本基金中的贷款展期，否则，他们是不可能将资金投进来的。

接下来就是法国里昂信贷银行的问题了，该行正在逼迫长期资本管理公司立即归还欠它的5 000万美元贷款。美林证券的理查德·邓恩打电话给法国里昂信贷银行驻巴黎的一位高级管理人员（巴黎早已经是星期天华灯齐放的晚上了），请该行能够网开一面，大力支持。但这一次，他们遭到了拒绝。西方国家所有的银行都好商量，惟有法国人的交道最难打。法国里昂信贷银行坚持要求长期资本管理公司立即归还这笔贷款，毫无商量余地。因此，为了拯救长期资本基金的这家管理公司，大通曼哈顿银行再次做出了牺牲。当时，长期资本管理公司将有一笔为数1.04亿美元的管理费进账，大通曼哈顿

银行同意用这笔钱来归还长期资本管理公司的所有债务,包括归还法国里昂信贷银行的这笔贷款和其他的公司间借款,并对长期资本管理公司欠大通曼哈顿银行自己的1.08亿美元贷款给予展期。

这种令人称赞的无私行为,本来完全可能将整个局面扭转过来。但没完没了的高盛公司却又开始在那里节外生枝了。就在星期天傍晚的时候,高盛公司扔出了一颗炸弹,该公司内部律师罗伯特·凯兹宣布,如果大通曼哈顿银行不对5亿美元循环贷款进行展期的话,高盛公司将退出救助银团。他表示,高盛公司不可能将钱投入到长期资本基金,而让大通曼哈顿银行把这些钱拿回去。事实上,这一问题整个周末来一直困扰着许多银行家,他们当然十分乐意看到高盛公司出来开这一炮。

戴维·弗鲁格再一次愣住了,对于充当好人角色这件事,他感到很厌倦了。其他银行家对高盛公司的目的非常清楚,也从心里表示认同,却又都非常担心,这样一来,整个救助行动将会受到严重影响,甚至有可能根本就进行不下去了。雷曼兄弟公司的律师鲁索转向罗伯特·凯兹说道:“你在吓唬人。”可罗伯特·凯兹只报之以一笑。这时,大通曼哈顿银行很清楚地表明了自己的态度,他们将退出这一救助计划。对大通曼哈顿银行的这一招,罗伯特·凯兹的反应是:“那就算了。”当时,已经是星期天晚上7点钟了。

这时,在自己汉普敦滨海豪宅中度完周末的乔·柯兹纳回到了纽约。他用手机将电话打到了会议室,并反复强调说,除非大通曼哈顿银行对5亿美元循环贷款进行展期,否则,高盛公司绝不会投一分钱。这时,早已失去耐心的戴维·弗鲁格再也忍不住了。“乔。”他怒吼道,“别怪我不客气了。你他妈的高盛公司可以他妈的自己玩自己去了。”汽车正堵在长岛路上的乔·柯兹纳什么也没说,高盛公司那些口不择言的合伙人,让他对这种话已经习惯了。现在,那帮合伙人正在千方百计地迫使他退出银团。

在与乔·柯兹纳通过话以后,罗伯特·凯兹很无奈地表示:“看来,我们今晚是得不到什么结果了。”高盛公司暂时退出了。罗伯特·凯兹说,周一早晨6点30分,高盛公司的行政委员会就将举行会议,并对这一问题做出最终决定。现在,轮到所罗门美邦的高管史蒂夫·布莱克发火了。他愤怒地说,高盛公司真正想要的,只不过是再在一切都明朗之前再拖上12个小时,以便他们可以在即将开盘的日本市场上,再进行一番交易而已。“他们妄想!”史蒂夫·布莱克气愤地说。

很有讽刺意味的是,银团内部引起最大分歧的问题,并不在于长期资本基金,而在于他们自己。银行家信孚的董事长弗兰克·纽曼没有参加会议的原因,就是因为对高盛公司、美林证券,以及大通曼哈顿银行前几次开会时,

将自己排除在外的做法感到非常生气。而在事情进展得最不利的时候,从来没有平息过的关于高盛公司抢先交易一些细节的恶劣传闻,又在华尔街沸沸扬扬地传开了。这时,旅行者集团董事长桑迪·威尔打电话给赫伯特·艾利逊说,高盛公司的交易员们又在故伎重演了。赫伯特·艾利逊将罗伯特·凯兹拉到一边,并用电话和乔·柯兹纳通了话。但高盛公司的这两位高管都否认了这一传闻。赫伯特·艾利逊告诫罗伯特·凯兹说:“如果我们当中有人退出的话,整个行动计划就会垮掉。你们真的愿意看到这一计划垮掉吗?”

赫伯特·艾利逊并不认为乔·柯兹纳是在吓唬人,因为乔·柯兹纳的合伙人已经让他感到烦不胜烦了。在有两家银行威胁要退出这一计划的时候,赫伯特·艾利逊很直觉地抓住了这一计划能否成功的关键所在:如果大通曼哈顿银行不接受高盛公司条件的話,高盛公司真的会退出这一行动。赫伯特·艾利逊劝道,总要有人来迁就一下高盛公司那帮坏小孩的。当然,威廉·哈里逊和戴维·弗鲁格也很清楚,一旦有人退出的后果会怎么样。所以,他们还是做出了让步,同意对5亿美元的循环贷款的还款期进行展期。乔·柯兹纳在征询了几名合伙人的意见后马上决定(好像太快了一点),他已经得到了合伙人的支持。当晚9点钟,高盛公司重新回到了银团。

但银团的各位银行家还需要得到参与大通曼哈顿银行5亿美元循环贷款银团的其余23家银行的同意,此外,他们还需要得到日本野村证券、意大利共和银行,以及意大利外汇管理局三家机构将其在长期资本基金中的贷款展期的同意承诺,否则,他们还是不可能将资金投进来。另外,参与救助银团的法国巴黎巴银行,也还没有表示过最后的确认意见。赫伯特·艾利逊在房间里到处游走,看有谁跟这些银行特别熟悉,然后就开始打电话,根本就不管当地是什么时间。一直到午夜之前,赫伯特·艾利逊才离开了一小会儿。

而在格林威治,詹姆斯·里卡兹还在费尽心机地和斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所的律师们,通过电话进行着艰苦的谈判。在这一段时间中,维克多·哈格哈尼曾一度冲出会议室,就好像是神经错乱一般,大声咆哮道:“你们都给我记住了。我们终有一天会把这个宝贝买回来的。”用什么东西来买回这个宝贝呢?詹姆斯·里卡兹心里嘀咕道。午夜过后,詹姆斯·里卡兹终于说服了银团,同意向长期资本管理公司合伙人发放红利。一直到凌晨3点,詹姆斯·里卡兹才离开办公室回家。尽管还没有把所有的东西全部搞定,但律师们都希望,能够在星期一上午10点以前,顺利结束全部工作。

但是,富利银行、共和银行,还有丰业银行,拒绝在同意债权展期的协议书上签字。于是,与这几家银行关系很好的花旗银行副董事长威廉·罗德

斯,和大通曼哈顿银行副董事长威廉·哈里逊一起,花了星期一的整整一个上午,来说服这些银行。威廉·哈里逊心里非常清楚,他们必须在星期一上午,把这件事搞定。

银行家们在斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师事务所中,占了一间会议室,而长期资本管理公司的合伙人们则占据了另外一间会议室,门口站着一名守卫。赫伯特·艾利逊则在两个会议室之间急急匆匆地来回穿梭,定时地向约翰·麦利威瑟询问有关合伙人的一些情况。在过道中,维克多·哈格哈尼正好碰上了所罗门美邦的史蒂夫·布莱克。“真不敢相信会发生这种事情。”维克多·哈格哈尼认为,他们的交易已经飞走了,它们现在已经属于银团,再也不属于他们这些合伙人了。史蒂夫·布莱克为维克多·哈格哈尼感到很难过。

大约 11 点钟左右,约翰·麦利威瑟派人告诉赫伯特·艾利逊说,合伙人们为自己给大家带来的麻烦感到非常抱歉,并希望能够为银团提供力所能及的帮助,但合伙人仍然还有分歧。大部分合伙人都已经筋疲力尽了,希望能够尽快签掉这份协议。但劳伦斯·希利布兰德则还是不愿意。

这一天,长期资本基金仍然出现了亏损。银行家们一直紧紧盯着贝尔斯登,心里面想着,不知长期资本基金能不能撑过这个星期一。而在一片风声鹤唳之中,高盛公司取消了自己公开上市的计划。对于乔·柯兹纳来说,这可真是雪上加霜了。一方面,他已经同意向长期资本基金投入 3 亿美元,但在另一方面,他却没有能够为自己的公司筹集到资金。

一直为自己被排除在核心圈子外感到愤愤不平的银行家信孚的董事长弗兰克·纽曼,此时也开始出意外了。星期一下午 3 点,这位缺乏安全感的银行家出乎所有人意料地宣布,银行家信孚退出救助银团。

这下,赫伯特·艾利逊可真急了。尽管他手中掌握的筹码已经很少很少了,但他还是拿出了——一个筹码:同意银行家信孚在监管委员会中占有一席之地。弗兰克·纽曼勉强地接受了赫伯特·艾利逊的条件,同意重新回到救助银团行列中来。

下午 5 点钟,银团终于一致同意,合伙人可以动用长期资本基金剩余下来的资金,应付以后可能发生的法律诉讼及其相应的开支费用。5 点 30 分,所有被炒鱿鱼的合伙人都不会丧失其在基金和长期资本管理公司中的投资,主动离职者也将照此办法处理。但仍然感到不太满意的约翰·麦利威瑟表示:“合伙人们还不愿意在协议上签字,除非银团同意,合伙人们在离开以后仍然可以成立一家新的基金。”现在,成立一家新基金已经成为他们最主要的目标了,这样,他们就可以和长期资本基金完全脱离了。

赫伯特·艾利逊很清楚,除非能够捆住这些合伙人的手脚,否则,这些银行是不会把 36.5 亿美元拿出来的。于是,他把约翰·麦利威瑟拉到一边,向他解释到,他绝对不能把这一条写到协议里去。而且,每一位合伙人都必须做出留在长期资本管理公司继续效力 3 年的承诺。如果银团不能让市场相信,他们的投资将是长期的话,市场是不会对他们有信心的。但这一次,赫伯特·艾利逊也冒了一个很大的险。他告诉约翰·麦利威瑟说,合伙人们一定可以自由离开。约翰·麦利威瑟把赫伯特·艾利逊的话当成了一个承诺。现在,他已经得到了所有他能够得到的东西。

债权展期问题也全部得到了解决。与此同时,联储也得到通知,在 6 点 30 分正常作息时间以后,不关闭其电子汇兑系统。联储准备好随时对从 14 家银行划入的总额达 36.5 亿美元的资金,做出处理。

合伙人们已经做好了签字的准备。他们站在宽大的会议室后面,而劳伦斯·希利布兰德则在阅读这份合约,阅读这份非常复杂、似乎只有律师才能读懂的合约。合约文本的空白处,到处都是铅笔所写下的修改,有许多句子被划掉了,还画上了许多箭头。这一切,似乎都在为过去 3 天里的混乱,留下一个耐人寻味的注脚。詹姆斯·里卡兹和其他两位律师试图向劳伦斯·希利布兰德解释合约的具体内容,但被劳伦斯·希利布兰德拒绝了。他不想听别人怎么说,他只想自己阅读。但詹姆斯·里卡兹地看到,劳伦斯·希利布兰德的眼中,流下了伤心的眼泪。劳伦斯·希利布兰德不想签字,他伤心得嚎啕大哭起来。合约中没有一样东西属于他劳伦斯·希利布兰德,还不如宣布破产呢。约翰·麦利威瑟连忙把劳伦斯·希利布兰德拉到一边,要他考虑整个团体的利益。但是,从来不考虑别人,甚至连公司的午餐费都不肯承担的劳伦斯·希利布兰德,现在已经无法偿还自己的债务了,所以,他连约翰·麦利威瑟的话也不听了,仍然拒绝签字。随后,赫伯特·艾利逊也走了过来,对劳伦斯·希利布兰德说:“银团所做的一切,都是为了能够恢复投资者对整个系统的信心,绝对不想毁掉任何一个人。”这时,约翰·麦利威瑟对劳伦斯·希利布兰德说道:“拉里(劳伦斯的爱称),还是听贺伯(赫伯特的爱称)的话吧。”劳伦斯·希利布兰德擦了擦眼泪,终于在合约上签了字。显赫一时的长期资本基金,终于落到了由 14 家银行组成的银团手中。

大 结 局

联储自己把市场推向了一个任何风险管理和亏损防范机制都无法控制的极端困境。其最后的结局就是，也只能是——市场一路盘旋下滑，直到深渊。

——摘自 1999 年 1 月长期资本管理公司机密备忘录

对于长期资本管理公司的各位合伙人来说,出现大量亏损并最终导致长期资本基金全面崩溃这一事件,绝对是一场悲剧。仅仅就在几个月之前,在他们贪婪本性的驱使下,合伙人们才刚刚强迫长期资本基金的外部投资者收回了他们的资金,可一转眼,长期资本基金就因为严重缺乏资金而最终导致崩溃。这当中的辛酸苦辣,也只有他们自己品尝了。这一事件基本告一段落后进行的盘点表明,长期资本管理公司这些华尔街的精英们总共亏掉了大约 19 亿美元的财富。其中,劳伦斯·希利布兰德个人身价一度高达 5 亿美元之多,但一觉醒来,却发现一切都已物是人非了。于是,这位最野心勃勃的交易员不得不依靠他太太黛博拉的财产度日;而且,还要苦苦哀求兴业银行不要逼他宣布破产,希望在未来的日子里,能够归还自己所积欠的 2 400 万美元债务。而其他大部分合伙人都至少损失了 90% 以上的财产,因为他们几乎都将自己的全部家当,投进了长期资本基金。幸亏由联储牵头、赫伯特·艾利逊主持的接管工作进行得还比较顺利,所以大部分合伙人仍然要比一般美国人富裕得多。一般来说,金融界永远只以成败论英雄,但奇怪的是,在 20 世纪最后几年中,失败者同样也受到了庇护。最明显的是,即使在他们的财富早已化为过眼云烟的情况下,长期资本管理公司的合伙人也一样将他们的豪宅保留了下来(其中甚至还包括劳伦斯·希利布兰德)! 尽管他们从来没过过挥金如土的日子,但由于他们令人瞠目结舌的亏损方式,却在公众的心目中,被永远地贴上了不负责任的投机者的标签,并将他们在华尔街同僚中千辛万苦建立起来的声誉,输得个一干二净。但有一点是需要特别指出的,尽管他们输得几乎一无所有,但他们输得非常坦荡,不存在一丁点道德方面的遗憾。

长期资本管理公司的基金经理艾里克·罗森菲尔德将他视若珍宝的窖藏红酒都拿出来拍卖了。其中不少名酒被美林证券的康拉德·沃尔德斯塔特给拍走了。此情此景,令艾里克·罗森菲尔备感难受,因为作为接管监督委员会的一名成员,康拉德·沃尔德斯塔特不仅接管了他所有的投资组合,现在,连他宝贝似的红酒都没有放过。更惨的是,艾里克·罗森菲尔德心中还有着不足为人道的隐痛。因为在他的怂恿之下,他妻子那些并不怎么富有的娘家亲戚,有很多人都将钱投进了长期资本基金,结果搞得血本无归。不过,艾里克·罗森菲尔德还是能够以一种很平和的心态,来面对这样的惨败。一次,以前在所罗门兄弟公司一起工作的老同事比尔·麦金托什打电话给他,问他能够为他做些什么。艾里克·罗森菲尔德半开玩笑半认真地回答说:“给钱就好!”

其他合伙人要么变得极其沉默寡言,要么变得脾气暴躁,一个劲地为自

已辩护。长期资本管理公司两名王牌交易员之一的维克多·哈格哈尼,就一直为他无休止地坚持采用孤注一掷的方式进行豪赌,从而导致长期资本基金迅速崩溃一事感到内疚。“对于维克多·哈格哈尼个人来说,这绝对是一个极大的悲剧。”维克多·哈格哈尼一位能言善辩的朋友指出,“现在,这个噩梦每天都在缠绕着维克多,无论如何都挥之不去。”

长期资本基金倒闭一事,在美国传媒界引发了一轮报道热潮。在所有的相关报道中,没有一个人对长期资本管理公司的合伙人表示过同情。《时代》



周刊称他们“最聪明也最像捐客”,并指出,人们普遍对这一事件感到“愤怒和震惊”。许多媒体都在头条位置,对这些天才的坠落进行了深度报道。《旧金山纪事报》用了这样一条非常醒目的标题:《我们很富有,所以我们保持沉默》。而罗伯特·默顿家乡的《波士顿环球报》则认为,整件事情的处理具有一种“快刀斩乱麻式地(但也是充满疑点)解决一个‘长期问题’”的特征。大部分媒体都认为,联

储介入救助华尔街投机者的行动,绝对有违联储必须遵守的公平公正的行为准则。在费城,《调查者》报非常尖锐地问道:“一家对冲基金出了问题,就要让所有的投资者来分担损失,这公平吗?”与此同时,《迈阿密先驱报》则指出:“胆子越大,着陆就越安全。”该报很辛辣地将长期资本管理公司的这些合伙人比喻为一群“穿着帮宝适的有钱小孩”。

罗伯特·默顿更担心的是,长期资本基金的倒闭,将对现代金融学理论以及他个人千辛万苦在这一领域中获得的学术地位,造成极其沉重的打击。尽管他非常勉强地默认,自己所发明的模型确实遭到了失败;但他仍然坚持,现在更迫切需要做的一件事就是,尽快设计出一种更加精确、更加复杂的模型。这种极其依赖公式化模型的想法,必然会继续为他带来不可避免的巨大风险。

与罗伯特·默顿一起荣获诺贝尔奖的马尔隆·斯科尔斯,则在长期资本基金倒闭一周之后,与旧金山的一位律师,在纽约非常豪华的皮埃尔大酒店,举行了再婚的婚礼。但即使在喜庆的婚礼上,马尔隆·斯科尔斯也抹不去这一灾难带给他的阴影。在婚礼上,约翰·麦利威瑟和艾里克·罗森菲尔德一刻不停地跑到一边去接听电话;而莫顿·米勒则用非常委婉的语气,将马尔隆·斯科尔斯数落了一番,并很惊讶地发现,马尔隆·斯科尔斯现在终于意识到,要想打败市场是一件多么危险的事情。不过,马尔隆·斯科尔斯还是保持了他一贯的能说会道和幽默感。在婚礼上,他当着众多宾客的面,大声

说道,现在,他宁愿随他妻子的姓,也不愿他妻子跟他的姓。

而长期资本管理公司的一号人物——约翰·麦利威瑟,则一直保持沉默,从来没有在公开场合谈论过那个“极端事件”——长期资本管理公司合伙人对长期资本基金破产的内部说法。极欲避开媒体镁光灯、非常害怕记者守在其家门口的约翰·麦利威瑟,采取了那个毫无隐私可言的时代很少有人做得到的一种做法:对自己的悲剧一言不发。确实,正像他对赫伯特·艾利逊所说的那样,他对所发生的这一切感到非常遗憾。或许,他对自己的一切感到不可思议:为什么自己一生谨慎投资,从来没有出过什么风头,最终竟然会成为过度投机的代表?但是,真正的约翰·麦利威瑟不应该一直耿耿于怀于过去。长期资本管理公司犯了大错,它本来根本不应该是这样的!

9月29日星期二,也就是救助行动开始实施的第二天,艾伦·格林斯潘宣布降息。不过,此次降息并没有让长期资本基金或其新的持有者获得喘息的机会。就在救助行动开始实施之时,美国互换利差扩大到了96又1/2个基点,英国的互换利差也上升到了120个基点。与此同时,长期资本基金在8%的利差水平上买进的荷兰皇家石油公司和英国壳牌运输公司的股票,其利差水平更是扩大到了22%!与此相对应的是,德国大众汽车公司两种股票之间的利差水平,同样也达到了60%——长期资本基金购买时的水平还只有40%——而且,还在不断地继续扩大。

在注入36亿美元新资金以后,长期资本基金的跌势并未因此止住。就好像虽然已经拉动了降落伞却没有把它打开一样,跳伞者的身体一直在保持下坠。在此后的头两个星期当中,参与救助长期资本基金的银团共损失了7.5亿美元。对于该银团来说,最最不愿意看到的事情,偏偏还是发生了。

到了10月中旬,整个华尔街似乎都染上了长期资本基金的毛病。美林证券、银行家信托、瑞士联合银行、瑞士信贷第一波士顿银行、高盛公司,以及所罗门美邦,也就是救助银团最主要的几家参与者,都接二连三地出现了大幅度亏损,其亏损额几乎和长期资本基金的亏损额相等。由于公众对这一救助行动有所警觉,因此,投资者都对华尔街如此草率地救助一家对冲基金的举动感到不可理解。迫不得已之下,各家银行纷纷减弱了他们对救助银团的支持力度。有意思的是,不久前还为华尔街各色人等所津津乐道的长期资本基金,现在已经成了无人问津的烫手烂山芋。

事实上,尽管这些银行所面临的风险确实很大,但远没有大到那些好事者所宣称的那种程度,出现“长期资本基金第二”的风险,事实上根本就不存

在。但是,长期资本基金(或任何一家对冲基金)的所作所为,对华尔街产生了极大的负面影响。由于大多数资金非常充裕的银行都没有经受住长期资本基金获利甚丰的诱惑,并大都在自己内部设立了相类似的对冲套利部门,而且还模仿了长期资本基金的交易策略,因此,在长期资本基金倒闭之后,同样的噩运就降临到了这些银行的身上。于是,他们在债券对冲套利市场、俄罗斯市场,以及金融衍生工具市场上的各类交易,都纷纷亮起了红灯,蒙受了极大的损失。这些银行之所以蒙受如此惨重损失的原因,在于他们对长期资本基金太熟悉、太看好了。因为熟悉,因为看好,所以,他们群起而模仿长期资本基金的交易策略。事实上,这才是这些银行真正的风险所在。

对于美林证券来说,1998年的8、9、10三个月,绝对是该公司历史上的滑铁卢,因为就在这短短的三个月中,美林证券的股价跌掉了三分之二。虽然还不像长期资本基金跌掉92%的资产净值那么严重,但其损失之惨烈,仍然让所有的人为之咋舌。尽管戴维·柯曼斯基和赫伯特·艾利逊对他们退出自营交易之举颇感自豪,但是,美林证券的债券交易部门依然还是出现了近10亿美元的巨额亏损。由于他们非常担心自己公司的信用评级会受到很大的压力,在赫伯特·艾利逊的主持下,美林证券采取了一系列非常激进的降低成本做法,并大刀阔斧地裁掉了3500名员工,其中绝大多数来自于债券交易部门。到了10月中旬,不仅长期资本基金再度泥足深陷,连救助银团最主要的几家参与银行,也就是华尔街挑大梁的几家银行,也都在其中愈陷愈深了。

现在,艾伦·格林斯潘再也不能置身事外了。10月15日,联储宣布再次降息,此举表明,艾伦·格林斯潘将会持续不断地降息,直到整个金融系统的流动性恢复到正常为止。受此利好消息刺激,华尔街股市应声暴涨,债券利差几个月来首次出现了收缩,而债券对冲套利交易也出现了相当可观的赢利。在格林威治,长期资本基金的资产组合终于化险为夷了。经过了长达6个月的痛苦、震惊、折磨,差一点全军覆没之后,长期资本基金终于止住了亏损,而这时候,他们已经整整亏掉了50亿美元。一场凶猛的风暴,终于过去了。*

像

所有的类似情况一样,长期资本管理公司的大败亏输,造成了极其广泛的影响。并对长期资本基金的投资者、长期资本管理公司的员工、该基

* 2000年,在对冲基金崩溃的一场余波中,乔治·索罗斯和老虎基金同样也遭到了极其惨重的损失。老虎基金在那场危机中,宣告破产。

金的交易对手,以及他们在华尔街的朋友们,带来了各种各样的后果。在挽救长期资本基金过程中出力最多的赫伯特·艾利逊,因为在主持美林证券的大裁员中树敌过多,在这场危机结束、大家对以前的痛苦稍稍淡忘以后不久,就遭到了美林证券内部说他反应过度的指责,失去了接替戴维·柯曼斯基的资格。随后,赫伯特·艾利逊便辞去了美林证券的工作,加入了参议员约翰·麦凯恩的总统竞选班子。而美林证券的风险管理经理丹尼尔·拿破利则成了公司蒙受巨额损失的替罪羊,遭到了撤职处分,随后便请了长假。

高盛公司首席执行官乔·柯兹纳则一直和长期资本管理公司保持着一种忽冷忽热的浪漫关系。高盛公司让长期资本管理公司了解到,只要价格合适,沃伦·巴菲特仍然非常希望能够接下长期资本基金这个盘子。乔·柯兹纳还给阿尔瓦利德王子打过电话,询问这位沙特富豪是否有兴趣参加另一次出价。但到了10月底,长期资本基金各方面的情况终于稳定下来以后,救助银团就再也不需要高盛公司那些来去匆匆的银行家了。

高盛公司又重新开始忙乎自己公开上市的事了。这一次,他们计划将上市时间安排在1999年5月份。但是,曾经将自己的职业生涯先后押在股票上市和约翰·麦利威瑟身上的乔·柯兹纳,却没有等到高盛公司公开上市那一天,便宣告下台了。1999年1月份,合伙人们在高盛公司举行的董事会上,决定将乔·柯兹纳解职。

一直视约翰·麦利威瑟为自己合伙人的乔·柯兹纳,在离职后再一次向约翰·麦利威瑟伸出了手。1999年春天,两人开始携手募集资金,希望能够从华尔街银团所有者那里,重新买下长期资本基金的控制权。但这个计划最后流产了。于是,从高盛公司公开上市中获得2.3亿美元的乔·柯兹纳,告别了华尔街,转而专心致志地参加了新泽西州民主党参议员的竞选。在高盛公司这个尔虞我诈、你死我活的公司中,一生充满矛盾的乔·柯兹纳,不失为一个为人高尚的人,一个在惟利是图的世界中还能清楚地看到自己在更加广阔的天地中所处地位的人。尽管约翰·麦利威瑟一直是他的竞争对手,而且,还是一个令他非常失望的竞争对手,但无论如何,乔·柯兹纳一直都没有放弃他对约翰·麦利威瑟的尊敬和喜欢。

瑞士联合银行输得就更惨了。不仅在长期资本基金中的投资分文不剩,连拉米·戈德斯坦负责的那些金融衍生工具交易,也让他们亏得血本无归。此后不久,一度被视为瑞士银行业王子,同时也是瑞士联合银行摇摆不定战略制定者的瑞士联合银行董事长兼首席执行官马西斯·卡比亚拉维塔,即告引咎辞职,由作风更加谨慎的前瑞士银行首席执行官马塞尔·奥斯佩尔接任。上任以后,马塞尔·奥斯佩尔立即着手清理门户,而长期资本管理公司

的老朋友安德鲁·斯西利亚诺很不幸地成为了此次清洗的牺牲品。有意思的是,安德鲁·斯西利亚诺是瑞士联合银行第一个对长期资本管理公司购股权证提出疑问的人,而他遭受清洗的原因竟然就是——他未能将这一看法反映给银行的决策层!

银行家信孚则在俄罗斯市场上遭遇了滑铁卢,此前,该银行一直是俄罗斯市场最大胆的以卢布计价的证券买家。而与此同时,该行在巴西及其他新兴市场上的投资,都惨遭失败。就好像要对其自视甚高的董事长弗兰克·纽曼嘲讽一番似的,该行最后被迫卖给了它的竞争对手——德意志银行。在此过程中,弗兰克·纽曼那说不清道不明的自尊心,还差点使长期资本基金的救助行动归于失败,但不管怎样,弗兰克·纽曼还是为自己的出局争得了大约1亿美元——一笔绝对不配获得的奖励金!

旅行者集团/所罗门美邦的董事长桑迪·威尔则依然像以往一样,扶摇直上。花旗银行和旅行者集团的购并非常顺利地按原计划实施了。而一直为谣言所困的雷曼兄弟公司,也很快地从流言中恢复了正常。大通曼哈顿银行——如果没有该行的大力支持,长期资本基金早就垮掉了——的贷款最后拿回来了,也总算是全身而退了。事实上,真的要感谢这一次的救助行动,才让长期资本基金得以应付后来一次又一次的追缴保证金,才能够将所有积欠的债务全额清偿。

长期资本基金绝大多数的外部投资者都全身而退了。颇具讽刺意味的是,这种现象的产生,正是因为他们1997年底被迫赎回其投资。在这些投资者当中,38名最早投资长期资本基金、并在1997年底赎回其全部资金的投资者,是最为幸运的。在他们投资长期资本基金的4年当中,他们平均每年获得了18%的投资回报率,尽管这一数字要比同期的股票价格指数略有不和,但已经很高了。另外,在1998年危机发生之前,还有大约30多位投资者将他们在长期资本基金中的投资全额套了现,因此,他们的收益就更加可观了。

而一些待遇比较优惠、获准在长期资本基金中保留较多投资的那些外部投资者,最后反而都亏了钱。具有讽刺意味的是,几乎将长期资本基金推下深渊的贝尔斯登首席执行官詹姆斯·凯恩,也在这些“幸运的”亏损者之列;同样,在外部投资者中投资最多的美林证券董事长戴维·柯曼斯基也是这些“幸运”亏损者之一。在所有与长期资本管理公司进行过业务往来的银行中,约有12家银行勉强获得了1位数的回报,而另外12家银行,其中最引人注

目的有瑞士联合银行、瑞士信贷第一波士顿银行,以及德累斯登银行,则蒙受了很大的亏损。

尽管这些外部投资者有赚有亏,但长期资本基金总的损失还是非常惊人的。即使将长期资本基金风头最劲的前4年所获得的赢利加在一起进行计算,长期资本基金的累计亏损也大得骇人。截至1998年4月份为止,最初投入长期资本基金的每1美元投资累计增值了4倍,达到了4.11美元。但到了救助行动开始的时候——仅仅只过了5个月时间——最初投入长期资本基金的每1美元投资就只剩下区区33美分了。如果将长期资本管理公司所收取的管理费用加以扣除的话,结果就更加令人沮丧了:最初投入长期资本基金的每1美元投资累计增值到了2.85美

元。但到了救助行动开始的时候,这1美元投资就只有23美分了。因此,从投资净值角度来说,这个有史以来最伟大的对冲基金(其运营者的智商也是最高的),将其每1美元的投资亏掉了77美分,而在同一时间,一般的股票投资者都将他们的投资整整翻了1倍!



如果你在1994年3月交给长期资本基金1美元……

和 华尔街大多数银行的员工一样,长期资本管理公司员工们的报酬,主要也来自年终的奖金。而长期资本管理公司员工大都将这部分奖金作为投资,投进了长期资本基金之中,最后都落了个血本无归。“我们亏掉了自己所有的钱。”长期资本管理公司一位担任分析师的员工说。“我们落了个一场空。”另外一名债券交易员这样表示自己的悲伤。

10月份,长期资本管理公司的员工组织了一次活动,要求将他们以后获得的奖金全部放入一个信托基金,以保证这些奖金不致被滥用。这些员工还为这一信托基金设计了一个确保其透明度的机制,因为他们指责说,长期资本管理公司的那些合伙人就习惯于暗箱操作。但是,长期资本管理公司合伙人那些鬼鬼祟祟的习惯根深蒂固,是很难加以改变的。一次,就在合伙人与全体员工一起开会的时候,一名员工向合伙人们问道:“请解释一下,我们为什么要呆在这里,而不能另谋出路?”这时,一位合伙人回答说:“这个问题问得好。我们过几天再回答你。”事实上,这些天资聪颖、工作极为努力的员工们,从来就没有得到过合伙人们的信任。

救助行动开始1个月以后,长期资本管理公司解雇了33名,也就是近1/5的员工。此后,员工人数开始不断减少。长期资本管理公司向这些被解

雇的员工提供了一个不太优厚的离职补偿办法,但即使这一办法也仍然只是约翰·麦利威瑟公司(J. M&Co.)的一个空心萝卜——离职员工必须签署一份保密协议,声明绝对不会泄漏长期资本管理公司的任何情况,才能获得这一办法所提供的补偿。给人的感觉是:长期资本管理公司的合伙人非常害怕有人将他们不可告人的秘密泄露出去!

就在长期资本基金刚刚开始稳定后不久,合伙人们就开始对自己的待遇感到不满。尽管从名义上来说,他们依然是这一基金的合伙人,但实际上,他们所有的行动都受到华尔街银团老板的控制,他们就像小孩刚上学的妈妈一样,对长期资本基金所有的仓位紧盯不放。投资新交易当然是不可能的了,银团最关心的只有一件事:就是赶紧拿回他们的钱!这让那些以为还可以像以前一样运作基金的合伙人感到非常失望。在银团的指示下,他们只能不断减仓套现,并不断降低基金所承受的风险。维克多·哈格哈尼花了大量时间,但始终没有完成多少交易,致使监管委员会对他是否服从指令产生了怀疑,还专门派了一个小组赶赴伦敦,以确保还没有完成交易的原因,确实是因为还没有达到目标收益率。

经过最艰苦的 11 个小时的谈判以后,银团同意,保证向合伙人支付平均 50 万美元的红利,作为他们继续留在长期资本管理公司工作一年的报酬。不然的话,他们就和一般雇员没有什么区别了。而他们与银团之间所存在的分歧,也理所当然地以更合银团胃口的方式得到了解决。现在,长期资本基金所有的权利,都控制在银团手中了。但银团显然还没有感到满足,他们还想进一步加强对这些自说自话惯了的对冲套利员的控制,以维护长期资本基金的形象。因此,他们严令合伙人不得对外发表对银团的想法。这表明,银团已经完全失去了对这些合伙人的信任!

长期资本管理公司一向以合理避税自得,而美国国内税务局在全球范围内对该公司及其下属机构展开了全面调查。该项调查主要集中在长期资本管理公司 1996~1997 年两年的经营活动上,并将持续整整 18 个月,至今尚无定论,所以,不排除长期资本管理公司合伙人可能被迫缴巨额税款的可能性。

此次危机发生以后,合伙人之间原本紧密无间的关系,终于出现了裂痕。一些合伙人开始相信,如果真为公司考虑的话,劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈格哈尼两人最好还是走人为妙,这不仅由于两人给公司带来的巨额亏损,更重要的是,他们两人目空一切、控制欲极强的个性,让几乎所有的合伙

人都感到难以忍受。约翰·麦利威瑟听到了格里高利·霍金斯、詹姆斯·麦克恩蒂、戴维·莫迪斯特,以及戴维·马林斯等人发出的这种抱怨,但却并没有打算对劳伦斯·希利布兰德和维克多·哈格哈尼采取行动。为了和平解决这一问题,约翰·麦利威瑟召开了好几次合伙人会议,希望能够和和气气地解决彼此之间的芥蒂。很显然,约翰·麦利威瑟对他的两位老朋友、老部下、王牌交易员实在是太放任、太忠诚、太包容了,对其他合伙人产生了很大的负面影响。最后,格里高利·霍金斯找到了约翰·麦利威瑟,并向他表示,如果劳伦斯·希利布兰德不走的话,那么,他就马上离开。一向沉默是金的约翰·麦利威瑟听了格里高利·霍金斯的话后,向他说了一句:“那祝你好运!”便转身离开了房间。

在救助行动开始后的翌年,感到不爽的合伙人都在征得银团的同意后,陆续离开了长期资本管理公司,其中大多数人都凭借着以前的老关系,重新开始了自己正常的工作生涯。就像在政界一样,在华尔街东山再起是一件非常普通的事情。或许,不管是大选还是经济周期,公众的记忆力,就是这一循环周而复始的起始点。

对于这一经历极感痛苦的马尔隆·斯科尔斯则与他的新婚妻子简一起,回到了旧金山湾区,开始了自己的写作生涯。有时候,他也到斯坦福大学开一些讲座。后来,他和以前在长期资本管理公司任东京办事处主管的黄启福两人一起,受聘为得克萨斯大企业家巴斯管理资金。而罗伯特·默顿则在哈佛大学继续他的执教生涯;就在救助行动开始一年之后,凭着他在长期资本管理公司历经艰辛得来的第一手经验,罗伯特·默顿受J. P. 摩根银行之邀,担任了该行的风险管理顾问。

长期资本管理公司中最聪明能干的模型设计员戴维·莫迪斯特,则在摩根斯坦利添惠担任了负责股票交易事务的执行董事。而前任联储副主席戴维·马林斯,做出了他一生当中的第三次职业生涯转变,成为了几家通过网络提供专业金融服务的新公司的顾问。格里高利·霍金斯和詹姆斯·麦克恩蒂则拟定了一项计划,打算重新成立一家投资基金。除了从来不吝啬贡献自己想法——包括对长期资本基金,并保持了所有和长期资本基金有关的详细笔记——的马尔隆·斯科尔斯外,所有离开长期资本管理公司的合伙人,很快就从公众的视线中消失了。

约翰·麦利威瑟从来没有怀疑过,他和他那帮从所罗门兄弟公司一起出道的兄弟们,总有一天能够重起炉灶,再募资金,重新成立一家基金。于是,几乎就在银团救助协议墨迹刚干的时候,约翰·麦利威瑟就和他的那帮铁杆追随者们一起,开始和银团所规定的各类限制,发生碰撞了。他们不断缠着

他们的监管者,要求允许他们募集新的资金,更有甚者,约翰·麦利威瑟甚至开始对一直劝他们再等一等的赫伯特·艾利逊也责怪起来了,还指责赫伯特·艾利逊没有信守自己的诺言,好像银团救助计划是本来就欠他们的一样。

到了1998年底和1999年初,长期资本管理公司的合伙人们开始上路,对他们的投资者进行拜访。从表面上看,他们此行的目的是要向投资者解释长期资本基金为何惨败的原因,但事实上,他们真正的目的,是为了给以后的二次筹资打基础。当赫伯特·艾利逊得知,约翰·麦利威瑟在欧洲向投资者散发了一份关于这一事件经过的说明,并以此揭开了他二次创业的帷幕时,简直快要昏过去了。

“这些家伙真的以为可以把他们自己赎回去吗?”一位参加了救助银团的银行家不解地问道。很显然,他们真的认为是可以的。在他们放手一搏前接受的一次公开采访中,合伙人们很理想化地表示,自己这样做的目的只是为了赎罪,并把自己描绘成一群天资绝顶聪明的超理性主义者,所不幸的是,他们所置身的,是一个不可理喻、贪婪腐败的社会。

在许多场合,合伙人们都表现出了一种勇于承担责任的架势。他们表示,自己已经在很多地方向投资者、向世人表示了自己的歉意。但却从来没有说清楚过,他们究竟错在哪里!通常,约翰·麦利威瑟公司都拒绝承认,造成这场危机的主要原因,就是因为他们过度利用了财务杠杆,从而导致其资产组合规模扩张过度。甚而至于,他们连自己的基本投资策略出现了偏差这一点都不愿承认。与此相反的是,在开了一次又一次的会以后,合伙人们开始将矛头转向了其他公司的交易员,指责正是由于他们不合情理、且极其恶劣的交易,才使长期资本基金落到了今天这个地步。在他们看来,长期资本基金的危机其实并不是由内而外发生的,而完全是由外部因素造成的。尤其是8月份出现的市场流动性大幅度降低,及由此而来的9月份争先恐后的套现,才使得长期资本基金成为了市场的替罪羔羊。

就在联储那场具有历史意义的会议召开一周年之际,马尔隆·斯科尔斯在世界饭店“纽约之窗”(New York's Windows on the World Restaurant)举行的一次讲话中,非常中肯地辩解道,当时,信用等级很低的债券的利差水平,已经扩大到仅仅用存在违约风险根本就无法解释的程度了。因此,他总结说,这种利差当中一定有某种“流动性利差”存在,也就是投资者为持有流动性较好的债券而愿意付出的溢价。不过,马尔隆·斯科尔斯的这种观点,颇有一点因果循环的味道在里面:只要价格下跌,人们就会把这种现象归咎为缺少买方,从而导致出现市场流动性降低。就像马尔隆·斯科尔斯自己指

出的那样,事实上,市场上确实发生了某种事态,导致投资者因为担心事态进一步加剧而远离了市场。很自然地,每一个投资者都指望国际货币基金组织能够向发展中国家和地区提供援助,但 IMF 根本就没有力量同时向所有人伸出援手。

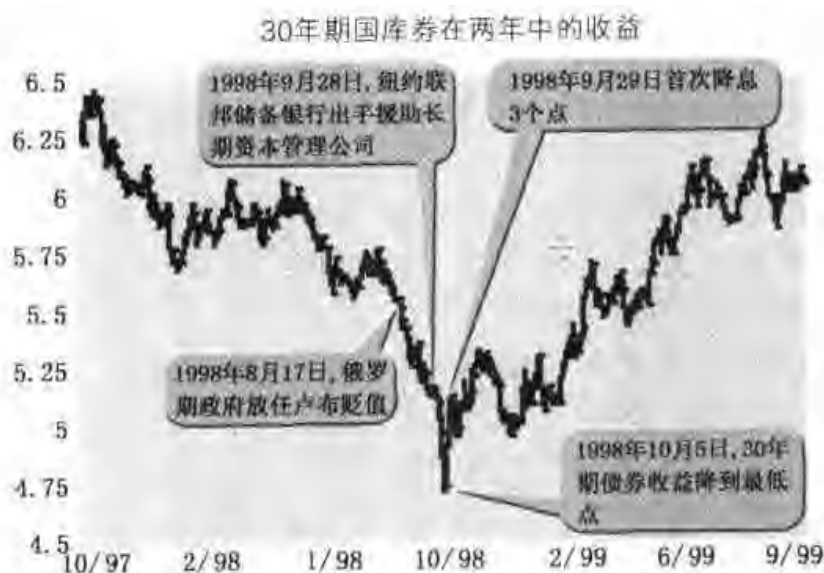
我可以用这样一个例子来说明这个问题。一位父亲生了好几个儿子。每一个儿子都认为,父亲一定会在自己最需要的时候,向自己伸出援手。但是,如果他的一个兄弟这时也需要帮助的话,这位父亲可以用来帮助这个儿子的资源就会变得非常有限;而且,即使这些有限的资源,也是属于所有儿子都可以分享的。因此,这种帮助,从价值角度来说,是会发生递减的。这也正是8月份市场流动性出现降低的部分原因。当时,由于另一个儿子,即俄罗斯,没有能够得到充分的支援,其结果就是,所有其他的儿子——欠发达国家和地区——的信用状况,就变得岌岌可危了。

马尔隆·斯科尔斯表示,他现在对学术界和实际工作部门没有把这种“恐惧压力下的市场流动性丧失因素”纳入模型,也没有对这一因素可能对市场价格造成的影响进行深入探讨,感到非常非常的遗憾。但很显然,流动性仅仅只是问题的一种外在表现形式,而不是造成这种问题的根本原因。在这样一些竭力为自己自圆其说的话语中,我们根本就找不到任何关于长期资本基金为何将自己置于这种巨大风险之中的原因的分析。一个以每小时30英里速度开车的人,还能对路上留有一片残雪发发抱怨,但一个以时速100英里飙车的人,是完全没有权利指手画脚的。

马尔隆·斯科尔斯回避了一个很关键的问题,就是学术界和实际工作部门为什么会忽略这种长期以来一直存在、而且表现非常明显的流动性风险。即使在长期资本基金遭受了历史性的重大损失之后,他们仍然坚持认为,自己并没有犯什么原则性的错误。他们一直争辩说,长期资本基金之所以出现危机的主要原因,是因为自己遇到了一次百年不遇的大风暴。“我对此深信不疑。”艾里克·罗森菲尔德在危机发生以后解释说,“我认为,我们遇到了一些以前从来没有遇到过的情况。”当然,这种情况确实存在,但却并不是百年不遇的,而是发生过很多次了。墨西哥发生过,华尔街也发生过;股票市场发生过,债券市场发生过,白银市场也发生过;泰国发生过,俄罗斯发生过,巴西也同样发生过。碰到这种类型的金融危机的人,通常都只会自认倒霉。在金融史上,非同寻常而价格又出现超跌的“肥尾”现象层出不穷。那些希望根

据对历史价格数据的研判来进行交易的人,其结果只能是颗粒无收。

不管他们有没有从这次惨剧中得到教训,合伙人们始终坚持——就像在救助行动开始前一样——市场利差实在太大了,现在正是投资的大好时机,再也不会比现在有更好的投资机会了,因为模型就是这么说的!就此一点而言,市场已经用无可辩驳的事实证明了,他们是完全错误的!至少,在救助行动进行了一年以后,市场仍然无法证明他们的观点是正确的。当时,尽管华尔街已经复苏,但长期资本基金这块对冲套利的招牌,却依然毫无起色。1998年第四季度至1999年年初,在新拥有者的主导下,长期资本基金吃完了最后一席丰盛的晚餐。到了1999年夏天,美国互换利差再度急剧扩大,达到了112个基点,甚至超过了上一年的最高点。百年不遇的特大洪水,两年之中就出现了两次!



1999年9月28日,救助行动刚好满一周年。美国互换利差水平还保持在93个基点的水平之上,而同时,股票波动幅度的水平在30%左右,比长期资本基金进入这两个市场时的水平来得更高。在救助行动开始后的第一年中,长期资本基金获得了10%的利润,总算让所有的人都出了长长的一口气。随后,参与救助银团的各家银行纷纷赎回了他们的36.5亿美元的投资,并加上了一些

利润。出于实际操作上的一些原因,从2000年年初开始,长期资本基金开始清盘套现。

长期资本基金所存在的问题,并不仅仅就是一个流动性问题,而是它的整个投资战略出现了错误。而整个世界(当然更包括长期资本基金)对1998年信用状况的看法,实在过于乐观了。有证据表明,至少有两个因素对长期资本基金的溃败产生了极大的作用:其一是长期资本管理公司本身对市场的看法出现了偏差,而这种偏差所造成的影响,在9月份以后得到了明显的释放;其二,为了保护自己不受长期资本基金的拖累,其他交易员大幅度减少了市场交易活动,致使整个市场的流动性消失得无影无踪。

艾伦·格林斯潘非常坦率地承认,联储一手主导的对长期资本基金所采取的救助行动,事实上对人们将来更加大胆的涉足风险,起到了一个不良的鼓励作用,而且,很可能会导致发生同样事件的可能性增大。“可以非常确定的一件事是,联邦储备系统的介入,肯定会带来某些道德风险。”艾伦·格林斯潘表示。但是,他断言说,这种负面影响根本不能与“一旦长期资本基金突然倒闭所引起的市场价格极度扭曲可能造成的风险同日而语。

如果我们孤立地来看长期资本基金危机事件的话,就有可能得出结论:联储的介入是正确的。就好像一个原来精神非常健康的人突然变得神经兮兮以后,医生一定会给他使用镇静剂一样。但是,系统崩溃的后果是立刻就能够看见的,而服药成瘾的风险则是潜在的。我们应该从实际情况出发来看待长期资本基金这个案例:它并不是一个孤立的事件,而是过去政府机构(或国际货币基金组织)出手救助私营机构的一系列事件中最新发生的一个事件。在过去10年当中,发生这类事件的范围已经扩大到了各种各样的领域之中,包括储蓄贷款;大型商业银行向不动产机构提供大量的超额贷款;墨西哥、泰国、韩国,以及俄罗斯市场(一项资金援助计划一度已经快要启动了)上的投资者;现在,则是与长期资本基金有关的既得利益者。有一点是可以肯定的,就是联储卷入的程度非常有限,也没有使用过一分钱的政府资金。但是,如果没有联邦储备委员会背后所具有的巨大权力和影响力的话,参与此次救助行动的各家银行,是不可能走到一起来的,而长期资本基金的破产,也就是不可避免的。在此情况下,所有相关的银行和其他人所蒙受的损失,就可能会大得多,尽管可能不会像有些人想像的那么大。长期资本基金所承受的风险是巨大的,对华尔街各家银行所造成的损失是各不相同的。经过一段时间以后,巨大的抛压总是会平息的,而市场也总是会趋于稳定的。尽管现在已经无从稽考这种可能是否真会发生,但从当时的情况来看,肯定还会有银行出现倒闭。

允许发生这些损失的目的,只能是为了防止其他大多数人和机构承担更大的风险。现在,特别是在经历了长达10年之久的繁荣和大牛行情之后,提醒大家注意:乐观终将付出代价,而这毕竟不是一件坏事。然而,会不会有人从长期资本基金的软着陆中得出另外一种联储所不愿看到的结果呢?当其他不听话的孩子遇到长期资本基金这种情况,也理所当然地认为联储应当出手救助呢?公平一点来说,考虑到1998年9月份那种非常棘手的状况,联储出手救助的决定是完全可以理解的,但这样一来,却丧失了一个向市场传递一个重要信息——市场需要严明的纪律——的大好机会。

威廉·麦克多诺一直在为他所采取的行动进行辩解,尽管他对长期资本

基金的得以幸免感到很不高兴,甚至还有点不安。在救助行动过去一年以后,威廉·麦克多诺终于不叶不快地袒露了他的心声:“长期资本管理公司已经濒临破产了。我可以向你保证,我非常乐意看到这一结果。”

艾伦·格林斯潘更加严重、其影响也更加深远的错误是,他一直忽略了一个非常重要的关键之处——必须将金融衍生工具置于联储的严密监管之下,并要求对其交易信息进行披露。在危机发生之前,艾伦·格林斯潘一直认为商业银行有能力进行自我约束。而到了危机发生的6个月之后,他仍然只是出台了一项避重就轻的管理规则。他那种一贯反对加强信息披露——因为他一直认为,让投资者成为他们自己最好的监管者,是自由资本市场最好的朋友——的观点,不禁让人联想到格老那句深受作家阿尔恩·兰德影响的名言:“管理的根本就是,要武装军队。”事实上,对他来说,只有像俄罗斯那样缺乏透明度的市场,才需要依靠士兵来保卫。

如果说,长期资本基金事件证明了什么东西的话,那就是:在传统证券领域效率很高的信息披露系统,并不适合于金融衍生工具交易。直白一点地说,投资者可以对资产负债表上所显示出来的风险非常了解,但却无法掌握金融衍生工具交易所具有的巨大风险。尽管有许多披露标准确实得到了改变(艾伦·格林斯潘和银行都对此表示了反对),但漏洞仍然十分巨大。而随着金融衍生工具使用的日益频繁,制度上所存在的这些缺陷,总有一天会让我们付出代价。

除了改进金融衍生工具交易的信息披露制度之外,对于是否应该对每家企业承受风险的限度做出限制,也是一个引起强烈争议的问题。管理当局对大通曼哈顿银行或花旗银行的贷款余额是有限制的,这些银行的贷款余额不得超过其资本金的一定比例。管理当局这么做的理由是,银行的经营历史不断证明,只要有可能,他们一定会冒超越自己承受能力的风险。如果银行的贷款需要进行限制的话,那为什么银行就可以在其他领域中——只要以金融衍生工具的形式——根据另外一个系统的规则,去随心所欲地承受他们愿意承受的风险呢?

如果将联储奉行的政策视为一个整体的话,那么,那种不发生危机就放任自流、一发生危机就挺身干预的双重政策,确实会对人产生严重的误导作用。政府应该强调预防,而不是积极干预。最好的办法是,政府可以为受到监管的机构,如银行,事先制定规则。而对不受监管的对冲基金所造成的危机进行干预,那就是另外一件事了。

白宫成立了一个由不同政府部门(包括联储在内)组成的、名为“总统金融市场工作小组”的蓝带小组,对长期资本基金事件展开了专题研究。该小

组在提交的报告中得出一个结论：“长期资本基金危机所提出的一个最主要的政策性问题是，如何才能对过度利用财务杠杆进行更有效的限制。”此外，报告还意识到了金融衍生工具日益重要的作用。报告指出：“用资产负债表本身来衡量财务杠杆的利用程度，并不能完全反映资产负债表所承受的风险。”但是，报告在如何应对这些现象方面，却表现得相当软弱无力。它确实提出，必须加强对对冲基金信息披露的监管，并要求采取更加强有力的风险和信贷管理政策，同时还要求采用更加严格的管理标准。但是，这份于1999年4月份公布的、措辞非常谨慎的报告，并没有导致国会采取任何行动，因为国会早已将他们对长期资本基金案例的兴趣，转移到其他地方去了。“在去年9、10月份的时候，这绝对是一个热门话题。”众议院银行委员会发言人戴维·伦克尔于1999年夏天指出，“但现在早已提不起兴趣了。”

市场上，对对冲基金趋之若鹜的景象，早已经成为明日黄花了。长期资本基金危机尽管只涉及到一家对冲基金，但其始作俑者，却是那些华尔街大银行。他们在荷包满满的时候，随心所欲地放松标准，而当救助行动开始以后，他们又可怜兮兮地把自己描绘成深受长期资本管理公司合伙人暗箱操作的受害者。在多家银行都宣称无辜受到牵连以后，这种说法就更加甚嚣尘上了。（戴维·柯曼斯基就是其中之一。就在走出纽约联邦储备银行大楼以后不久，他就在电话里告诉一位朋友说：“当我看到他们的持仓量之后，他妈的连膝盖都发抖了。”）但没过多久，这种说法就不攻自破了。每一家银行对自己与长期资本管理公司所做的每一笔交易的风险都了如指掌，而另一方面，就连傻瓜都看得出来，长期资本管理公司肯定也在与其他银行，做着与他们一模一样的交易。

受联储委派参加了“总统金融市场工作小组”工作的帕特里克·帕金森，在长期资本基金事件发生的几个月以后，向参议院的一个小组委员会作证说：

长期资本基金所得到的信贷条件，显然是非常优厚的，尽管该基金所承受的风险相当之高……交易对手从长期资本管理公司那里得到的一些信息显示，与其所拥有的资本额相比，它所持有的证券和金融衍生工具的仓位是极其巨大的。但即使如此，还是几乎没有人，如果真的有的话，能够真正了解长期资本管理公司真实的风险状况。

于是，问题就出来了：这些银行家为什么愿意将大量的资金贷给长期资

本管理公司呢？在1999年年初举行的一次公开研讨会上，共和党前任主席沃尔特·维纳曾发表过这样的观点：因为这些银行别无更好的选择。或者说，没有勇气对已经含在嘴边的肉说“不”。“如果你想加入这个俱乐部的话，你就只能按照长期资本管理公司的规则玩下去，而且根本就没有什么讨价还价的余地。要么玩，要么不玩。”而几乎所有的银行都选择了“玩”，因为他们都非常贪婪，对长期资本基金的业绩，其合伙人的声望、学历和知名度又非常的仰慕。“我们当时都让这些超人给迷住了。”沃尔特·维纳承认说。在华尔街的历史上，长期资本管理公司是一个绝无仅有的例子。他们就像一枚熠熠发光的火箭，掠过金融界上空；半人半机器的合伙人们，把一个充满不确定因素的世界，简化成了一种严格而毫无感情的概率。教授们就像是遥远未来的来访者，拥有一种能够在一个阴云密布的市场上，发现随机出现的好运或者噩运的超凡能力。

对于投资者来说，长期资本基金事件所引出的教训也是很多、也很深刻的。与其所蒙受的巨大损失相比，长期资本基金此前所获得的利润，早已被人淡忘了。就像一家到处收取小额保费，到头来一场暴风雨就让它赔得吐血的保险公司一样，从某种意义上说，长期资本基金前几年所获得的那些赢利并不都是赚来的，而是，借来的。一旦情况发生变化，这些赢利迟早还得还回去。没有任何一种投资，包括互联网，能够只凭其在半个周期中的表现，就对其做出一个全面的评价。

事实上，长期资本管理公司已经看到了这种周期性的变化，但却莫名其妙地拒绝采取措施以消除自己的隐患。当利差收缩以后，该基金的业务风险明显加大的时候，长期资本管理公司却仍在不断扩张自己对财务杠杆的利用，就好像不断的借款可以让一宗不太有吸引力的业务变得更好一些一样。另外，如果长期资本管理公司在管理上不出现那些比较大的问题的话，它的悲剧本来也是可以避免的。而它最主要的管理问题就在于，没有一个独立的审核机制对交易员的工作进行监管。其结果就是，虽然所有的合伙人每次都参加了长期资本管理公司的风险管理会议，但他们却没有能够阻止交易员所做的那些风险极大的交易，而且，最终还默许了这类交易。从这个意义上来说，所有的合伙人都应该受到谴责。

长期资本管理公司对多元化这一非常时髦，但却明显被高估的投资理念深信不疑。但正如凯恩斯所指出的那样，对某种方法了解的人越少，这种方法的胜算就越大。长期资本基金危机证明了，放在许多篮子里的鸡蛋，也是

会同时被打破的。此外,长期资本管理公司自欺欺人地认为,自己所承受的风险是经过很好分散的,但实际上,他们只是在形式上这样做。基本上,该公司在大多数交易中,都将赌注押在了信用等级很低的债券上。因此,在市场出现周期性逆转、银根抽紧以后,出现问题也就一点都不奇怪了。有案可稽的历史记录表明,这种情况每隔一段时间就会出现一次。而这就是为什么长期资本基金所有交易都会齐刷刷跌入谷底的原因所在。

对长期资本基金从1998年1月1日到出现崩盘这一段时间中,不同交易品种上的亏损额进行一下比较,是一件饶有意思的事情:

俄罗斯及其他新兴市场:	4.3 亿美元
在发达国家进行的直接交易(如直接抛空日本债券):	3.71 亿美元
股票配对交易(如大众汽车和壳牌石油):	2.86 亿美元
收益曲线对冲套利交易:	2.15 亿美元
标准-普尔 500 种股票指数交易:	2.03 亿美元
高收益率债券(垃圾债券):	1.00 亿美元
购并对冲套利交易:	基本持平

这7个品种交易所蒙受的亏损额总计达到了16亿美元,这实在是一个令人惨不忍睹的结局。但是,长期资本基金事实上是可以避免这些损失的。

现在,我们来看看长期资本基金损失最为惨重的两种交易所蒙受的亏损额:

互换利差交易:	16 亿美元
股票波动幅度交易:	13 亿美元

事实上,正是这两种交易所发生的巨额亏损,才将长期资本基金拖入了万劫不复的境地。该基金在这两种交易上所持的仓位,实在过于庞大了,而这,绝对是他们不谨慎从事的一个写照。对于长期资本基金而言,这两种交易仓位的庞大程度,将该基金赖以生存的市场效率完全毁掉了。但是,这种情况本来并不可怕。然而要命的是,长期资本基金的财务杠杆已经被放大到了30:1的极高水平,而且依然没有将他们在金融衍生工具交易上所利用的财务杠杆计算进去。所有企业都可以把生意做得很大(但因此而来的必定是该企业的流动性变小),也可以利用财务杠杆(但只能控制在一个小心翼翼的

限度之内),但如果一家企业同时具有这两种特征的话——即财务杠杆极度放大,而流动性又很差——这种投资者无异就是在玩俄罗斯左轮游戏,也就是说,你对市场的最终判断必须是绝对准确的。而且,还一定要确保每一天都准确无误。不然的话,你只要有一天犯了错误,你就不得不出局。而长期资本管理公司错就错在对自己太自信了,认为市场发展一定不会和他们的预期相差太远。所以,对他们来说,8、9月份所出现的状况,绝对是无法理解的。

在罗伯特·默顿和马尔隆·斯科尔斯效率市场学说的影响下,长期资本管理公司的那些教授们,确实真的相信,市场价格将根据模型所显示的方向和水平进行变动。教授们这样认为,模型确实可以对市场行为的极限做出预测。但实际上,模型能够告诉你的,从市场的历史数据来看,什么东西才是合理的,什么东西才是可以预测的。教授们忽略了一个非常重要的因素,就是人并不永远都是非常理性的,包括交易员在内。长期资本基金的崩盘,就是这一事实的一个活生生的教训。不管模型说什么,交易员们永远也不会成为一台受芯片控制的机器。他们很容易受到其他人的影响,而且还会竞相模仿。在很多情况下,他们会跟在别人的屁股后面,你买我也买,你抛我就抛。

即使交易员对市场的判断都是正确的,他们也很难判断市场究竟会涨到什么程度或者跌到什么程度。市场价格和利差水平的变动,和公司、政府以及文明程度的不同是密切相关的。这种变动所具有的不确定性,并不比影响经济活动的社会状况少多少。对掷骰子的预测,可以精确到小数点以后几位数,但要对俄罗斯市场进行预测,就简直是不可能的一件事,而交易员们将对俄罗斯做出什么样的反应,就更加难以预测了。和掷骰子不同的是,市场所针对的并不仅仅只有风险这样一个可以进行计算的概念,它还会对更加广泛的不确定性做出反应。不幸的是,相对于风险因素而言,不确定性是一个更加无法确定的因素,根本就无法用数字来加以表述。

教授们搞混了这一极其重要的差别。在他们看来,量化模型可以放之四海皆准,就好像它可以将无常的人生变得很有规律一样。他们从来没有对自己的想法产生过怀疑。即使在遭受这样重大的失败以后,他们也没有对自己进行过深刻的反省。

最具讽刺意味的是,教授们的所作所为,都是为了分解风险,最后将风险降到最低水平,而不是要在克服风险的过程中,进行投机。(至少他们自己这样坚信。)在这一点上,长期资本管理公司并不是绝无仅有的一家企业。事实上,长期资本管理公司是20世纪最典型的几家基金管理公司之一,是交叉运用金融经济学和电脑程序化两个新兴学科的一次绝好尝试。不管是投资银

行还是交易部门,所有人都认为,从市场价格和波动幅度变动的历史数据中,确实可以推断出明天可能出现的价格和波动幅度趋势。这就是长期资本管理公司所犯的最基本的错误,而它所造成的巨额损失,更将现代金融学所具有的缺陷,暴露无遗。

美林证券在其 1998 年年报中,对这一问题作了最为深刻的检讨:“美林证券使用量化风险评估模型,以帮助检测美林证券所承受的市场风险程度。”这一段文字暗示了,美林证券已经开始对这一模型所具有的危险,有了一定的认识。同样在 1998 年年报中,美林证券补充道:“这些模型给我们带来的虚假安全感,要比实际情况大得多,因此,在使用这一模型时,必须非常慎重。”如果说,华尔街可以从长期资本基金危机中得到什么教训的话,那么,这就是。下一次,如果再有一个罗伯特·默顿提出一个可以管理风险和预测概率的模型的话,如果再出现一台拥有足够内存、可以完整地将过去的数据储存起来的电脑的话,投资者最应该做的一件事就是,迅速跑向与之相反的一边。

华尔街是一个很容易将教训丢诸脑后的地方。1999 年 11 月,主要由约翰·麦利威瑟、维克多·哈格哈尼、劳伦斯·希利布兰德、理查德·利希、艾里克·罗森菲尔德,以及阿尔金·克里斯纳玛查组成的 JWM 合伙公司(JWM Partners),开始向投资者发售“第二相对价值机会基金”。从该基金的销售文件中得知,该基金将把财务杠杆的利用比例,控制在 15:1 这样一个“比较合理”的水平之上,而且,对整个基金运作的控制将更加严谨。此外,该基金还将启用一套“风险控制系统”,主要用来“在可行的范围内,帮助投资公司确保 1998 年所经历过的那种极端状况不再发生”。但是,针对以往教训所设计的量化风险控制系统能否真的确保将来不再重蹈覆辙,这始终是一个很大的疑问。不过,对于约翰·麦利威瑟们而言,JWM 的成功起步,毕竟是一次令人惊讶的东山再起,也是华尔街赖以出名的特色之一。1999 年 12 月份,也就是在长期资本管理公司输掉了整整 45 亿美元,几乎将华尔街整个拖入深渊,并将他自己打入万劫不复之地的 15 个月以后,约翰·麦利威瑟筹到了 1.5 亿美元的资金,其中大部分来自于长期资本基金以前那些命运坎坷的投资者。约翰·麦利威瑟终于从千磨万难中站了起来,重新扬帆远航了。



约翰·麦利威瑟在华尔街重新扬帆远航

附录一：主要人物姓名英中文对照表

(按字母先后次序排列)

- Alix, Michael: 迈克尔·阿历克斯
 Allison, Herbert: 赫伯特·艾利逊
 Bauer, Hans-Peter: 汉斯·彼得·保尔
 Bell, Thomas: 托马斯·贝尔
 Bernstein, Peter: 彼得·伯恩斯坦
 Black, Fischer: 费舍尔·布莱克
 Buffett, Warren: 沃伦·巴菲特
 Cabiallavetta, Marhis: 马西斯·加比亚拉维塔
 Cayne, James: 詹姆斯·凯恩
 Chi-fu Huang: 黄启福(音)
 Coats, Craig, Jr.: 小克雷格·科茨
 Corzine, Jon: 乔·柯兹纳
 Dimon, Jamie: 杰米·戴蒙
 Dubinin, Sergei: 谢尔盖·杜比宁
 Dunleavy, Kevin: 凯文·邓利维
 Dunn, Richard: 理查德·邓恩
 Fama, Eugene F.: 尤金·法马
 Fisher, Peter: 彼得·费舍尔
 Freidheim, Steve: 斯蒂夫·弗雷德海姆
 Gensler, Gary: 加里·甘斯勒
 Goldfield, Jacob: 雅各布·戈德菲尔德
 Goldstein, Ramy: 拉米·戈德斯坦
 Greenspan, Alan: 艾伦·格林斯潘
 Gutfreund, John: 约翰·戈特弗伦德
 Haghani, Victor, J.: 维克多·哈格哈尼
 Harrison, William: 威廉·哈里逊
 Hawkins, Gregory: 格里高里·霍金斯
 Hilibrand, Lawrence: 劳伦斯·希利布兰德
 Homer, Sidney: 西德尼·霍莫尔
 Hufshmid, Hans: 汉斯·赫希米德
 J. F. Eckstein: J. F. 艾克斯坦
 Jones, Alfred Winslow: 阿尔弗莱德·温斯洛·琼斯
 Katz, Robert: 罗伯特·凯兹

Keynes, John Maynard: 约翰·梅纳德·凯恩斯
Komansky, David: 戴维·柯曼斯基
Krasker, William: 威廉·卡拉斯科
Kraus, Peter: 彼得·克劳斯
Krishnamachar, Ajun: 阿尔金·克里斯纳玛查
Labreque, Thomas: 托马斯·拉布莱克
Leahy, Richard: 理查德·利希
Lim, T. J.: T. J. 林
McDonough, Robert: 罗伯特·麦克多诺
McDonough, William J.: 威廉·麦克多诺
McEntee, James J.: 詹姆斯·麦克恩蒂
McIntosh, William: 威廉·麦金托什
Mattone, Vincent: 文森特·马东
Maughan, Deryck: 德瑞克·莫汉
Mead, John: 约翰·米德
Mendoza, Roberto: 罗伯托·门多萨
Meriwether, John W.: 约翰·麦利威瑟
Merton, Robert C.: 罗伯特·默顿
Miller, Merton H.: 莫顿·米勒
Milmo, J. Gregory: 格利高里·米尔莫尔
Mitchell, Edson: 艾迪森·米切尔
Modest, David: 戴维·莫迪斯特
Mozer, Paul: 保罗·莫泽尔
Mullins, David: 戴维·马林斯
Napoli, Daniel: 丹尼尔·拿破利
Newman, Frank: 弗兰克·纽曼
Ospel, Marcel: 马塞尔·奥斯佩尔
Pflug, David: 戴维·弗鲁格
Rickards, James: 詹姆斯·里卡兹
Rosenfeld, Eric: 艾里克·罗森菲尔德
Rubin, Robert: 罗伯特·鲁宾
Samuelson, Paul: 保罗·萨缪尔森
Scholes Myron S.: 马尔隆·斯科尔斯
Sharpe, William F.: 威廉·夏普
Shustak, Robert: 罗伯特·舒斯塔克
Sciliano, Andrew: 安德鲁·斯西利亚诺
Solo, David: 戴维·索洛
Soros, George: 乔治·索罗斯
Spector, Warren: 沃伦·斯派克特
Stavis, Robert: 罗伯特·斯塔维斯

Steinhardt, Michael: 迈克尔·斯坦因哈特
Sullivan, Terrence: 泰伦斯·苏利文
Tannenbaum, Ron: 容·塔纳博姆
Thain, John: 约翰·泰恩
Tully, Daniel: 丹尼尔·图利
Warner, Douglas: 道格拉斯·沃纳
Weil, Sanford I.: 桑福德·威尔(即桑迪·威尔)
Wolfensohn, James: 詹姆斯·沃尔芬森

附录二：主要机构名称英中文对照表

(按字母先后次序排列)

American International Group (AIG):	美国国际集团
Askin Capital Management:	阿斯金资本管理公司
Banca Nazionale del Lavoro (BNL):	拉沃洛国民银行
Banker's Trust:	银行家信孚
Bank Julius Baer:	尤利乌斯·贝尔银行
Bank Nova Scotia:	丰业银行
Bank of England:	英格兰银行
Bank of Taiwan:	台湾银行
Barclays:	巴克莱银行
Bear Stearns:	贝尔斯登
Berkshire Hathaway:	伯克希尔·哈撒维公司
Brookings Institution:	布鲁金斯学会
Chase Manhattan Bank:	大通曼哈顿银行
Chicago Board Options Exchange:	芝加哥期权交易所
Ciena Corporation:	西耶纳公司
Citicorp:	花旗集团
Citicorp/Travelers:	花旗/旅行者集团
CNA Financial Corporation:	CNA 金融公司
Commodity Futures Trading Commission (CFTC):	商品期货交易委员会
Conseco:	康塞考公司
Continental Insurance of New York:	纽约大陆保险公司
Credit Lyonnais:	里昂信贷银行
Credit Suisse:	瑞士信贷银行
Credit Suisse First Boston:	瑞士信贷第一波士顿银行
Deutsche Bank:	德意志银行
Domestic Fixed Income Arbitrage Group:	国内固定收益套利交易部门
European Monetary Union:	欧洲货币联盟
Federal Reserve Bank of New York:	纽约联邦储备银行
Federal Reserve Board:	联邦储备委员会
Fleet Bank:	富利银行
Goldman Sachs:	高盛公司
Government of Singapore Investment Corporation:	新加坡政府投资公司
High Risk Opportunities Fund:	高风险机会基金

Hong Kong Land & Development Authority: 香港土地发展署
 Hong Kong Monetary Authority: 香港金管局
 House Banking Committee: 众院银行委员会
 Internal Revenue Service: 美国国内税务局
 International Monetary Fund (IMF): 国际货币基金组织
 J. P. Morgan: J. P. 摩根银行
 JWM Partners: JWM 合伙公司
 Lehman Brothers: 雷曼兄弟公司
 Lloyds: 劳埃德银行
 Long-Term Capital Management (LTCM): 长期资本管理公司
 Long-Term Capital Portfolio (LTCP): 长期资本投资组合 (即长期资本基金)
 Merrill Lynch: 美林证券
 Moody's Investors Service: 穆迪信用评估公司
 Morgan Stanley Dean Witter: 摩根斯坦利添惠
 New York Stock Exchange (NYSE): 纽约证券交易所
 Presidential Life Corporation: 总统人寿保险公司
 Prudential-Bache: 培基证券
 Quantum Fund: 量子基金
 Relative Value Opportunity Fund II: 第二相对价值机会基金
 Republic New York Corporation: 纽约共和公司
 Royal Dutch Petroleum: 荷兰皇家石油公司
 Royal Dutch-Shell: 荷兰皇家壳牌石油公司
 Salomon Brothers: 所罗门兄弟公司
 Salomon Smith Barney: 所罗门美邦
 Securities and Exchange Commission (SEC): 证券交易委员会
 Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom: 斯卡登-阿尔普斯-斯拉特-弗洛姆律师
 事务所
 Société Générale: 兴业银行
 Standard & Poor's 500: 标准-普尔 500 指数
 Sullivan & Cromwell: 沙利文-克伦威尔律师事务所
 Sumitomo Bank: 住友银行
 Swiss Bank: 瑞士银行
 III Offshore Advisors: 第三离岸顾问公司
 Tiger Management: 老虎基金
 Travelers / Salomon Smith Barney: 旅行者/所罗门美邦
 Treasury Department, U. S.: 美国财政部
 Union Bank of Switzerland: 瑞士联合银行
 World Bank: 世界银行

两位诺贝尔经济学奖得主、前美联储副主席与华尔街最成功的
演绎金融市场有史以来最扣人心弦的悲剧性故事

F837.125
L08.2

长期资本管理公司 (LTCM)

一家仅仅存活5年的基金管理公司，却是迄今为止最有影响的套利基金；
一度是华尔街备受推崇的明星，最终却引发了华尔街历史上的一场灾难；
一群曾将不确定的世界视为冷血赌局的投机天才，最终却输得一败涂地；
一个有史以来最生动的资本市场案例，足以让投资者、基金管理人及监管当局深思。

内容丰富、表达清晰……讲述金融市场内外的风险与成功、傲慢与失败，是一部引人入胜的作品。

——《纽约时报》

Roger Lowenstein的笔下是一个有关极度贪婪与傲慢的故事……他用自信的手揭开了套利世界的神秘面纱。

——《商业周刊》

一本引人注目的好书……从某种意义上说，长期资本管理公司的故事带有非常强烈的理想化寓言特征……此外，由于该基金长期以来一直隐藏在神秘之中，所以，它的崛起非常引人注目……而它的陨落也就更加引人入胜。

——《华盛顿邮报》

令人信服的深度报道，非常清晰的叙述评析……Roger Lowenstein先生对长期资本管理公司故事的描述，情节内容清新，人物个性鲜活，且具有极强的戏剧性……他尤其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。

——Barron's

对长期资本管理公司所做的一次大盘点：清晰、有趣、睿智而且信息丰富。本书的特点是：叙述充满戏剧性；对金融世界的解析非常到位，所涉及的内容又非常复杂。在本书所描述的长期资本管理公司故事背后，潜藏着和数理、统计、社会情景相关的许多非常严肃的问题。最至关重要，本书描绘了一幅金融文化的群像图：控制着绝对不同寻常的一大笔资金的，事实上是一群非常普通的人。

——《华盛顿月刊》

ISBN 7-80661-663-2



9 787806 616635 >

www.ydbook.com

ISBN 7-80661-663-2

F·153 定价：49.80元

封面
书名
版权
前言
目录
正文