

[美] 巴顿·比格斯 (Barton Biggs) 著 崔传刚 译

癫狂与恐慌

巴顿·比格斯论金融、经济与股市

全球第一投资策略师、华尔街传奇投资家、
《对冲基金风云录》作者绝笔之作



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

癫狂与恐慌

BIGGS ON FINANCE,
ECONOMICS AND THE STOCK MARKET
Barton's Market Chronicles from
the Morgan Stanley Years

巴顿·比格斯论金融、经济与股市

【美】巴顿·比格斯 (Barton Biggs) 著
崔传刚 译

图书在版编目(CIP)数据

癫狂与恐慌: 巴顿·比格斯论金融、经济与股市 /
(美)比格斯著; 崔传刚译. —北京: 中信出版社,
2016.3

书名原文: Biggs on Finance, Economics, and the
Stock Market

ISBN 978-7-5086-5684-7

I. ①癫… II. ①比… ②崔… III. ①金融市场—研
究 IV. ①F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第274025号

Copyright © 2014 by Barton Biggs

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, entitled Biggs on Finance, Economics and the Stock Market, ISBN 9781118572306, by Barton Biggs, Published by John Wiley & Sons.

No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

Simplified Chinese translation Copyright © 2016 by CITIC Press Corporation

本书仅限中国大陆地区发行销售

癫狂与恐慌——巴顿·比格斯论金融、经济与股市

著者: [美]巴顿·比格斯

译者: 崔传刚

策划推广: 中信出版社(China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 北京鹏润伟业印刷有限公司

开本: 880mm×1230mm 1/32

印张: 15.25 字数: 350千字

版次: 2016年3月第1版

印次: 2016年3月第1次印刷

京权图字: 01-2014-2309

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

书号: ISBN 978-7-5086-5684-7 / F·3538

定价: 65.00元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

序言

BIGGS ON FINANCE,
ECONOMICS AND
THE STOCK MARKET

Barton's Market
Chronicles from
the Morgan Stanley Years

投行研究的先行者和探索者

在变动不居的金融市场上进行卖方的研究，是一个十分富有挑战性的研究领域。首先，投行的研究需要时刻接受市场和投资者的严苛的评价，在激烈的投行研究竞争中，在汗牛充栋的各种研究报告中，投资经理能够不从邮件中删去一个投行研究员的报告已属不易，要这位基金经理保留这份报告并且认真阅读，那基本上已经属于凤毛麟角，如果还要这位基金经理保留这份报告哪怕只是一年，这份报告估计就是精品中的精品了。

因此，如果市场在一位投行研究员过世之后，把他 40 年前写的一些报告搜集整理起来，研究覆盖的时间横跨 30 年，那稍稍有一定从业经验的读者就会知道，这样的投行研究员，即使其报告也会受到这样那

样的批评，但基本上就可以归属于所谓大神级别的了。

投行的研究员会经常说，投行研究是一门遗憾的艺术，写出去的报告，过上半年或者一年再看，常常会让作者羞愧，因为市场本身的变化常常是难以捉摸的。投行研究也常常不容易得到买方和读者的称赞，常常是说错了被调侃，说对了往往容易被市场遗忘。

这本书中搜集的，就是这样一位在华尔街的投行研究中处于先行者和探索者地位的研究员的一系列评论文章。我们也许并不一定完全赞成他的研究结论，同时他的研究报告也并不是每一篇都是那么准确，但是，其在研究报告中体现出来的思考和智慧，却一直对投资有程度不同的参考价值。

比格斯先生的研究报告经历了数十年岁月的磨洗和锤炼，今日读来，仍常常被市场提及和称道。本书收录了比格斯生平的大量研究成果，纵向上跨越自 20 世纪 70 年代中期到 21 世纪初的 30 年时间，横向上覆盖了欧、美、亚多个国家的资本市场和经济发展历程，研究方向囊括政治、经济、军事、人文等多个领域，其研究持续时间之长、横跨领域之多，在卖方研究中并不多见。

在比格斯纵笔写出大量研究报告的时期，恰恰是全球资本市场经历爆炸式高速发展的时期，经济环境更是经历了天翻地覆的变化，不同的投资研究理念与方法相继涌现，并相互碰撞、相互影响。我们可以简单回顾一下比格斯写出这些报告的世界经济环境、各类投资研究理念的发展脉络以及投行研究部门的发展历程与功能定位等，这样更有助于我们分析比格斯的这些研究报告。

本书收录的比格斯投资研究报告起自 20 世纪 70 年代中期。当时，美国经济正处在严重的滞胀之中，通货膨胀高企，经济增长乏力。1969~1980 年的 11 年时间里，接连三位美国总统（尼克松、福特和卡特）持续采用增加开支扩充需求的方式来刺激经济，但实际效果并不理想。美国 CPI（消费者价格指数）同比增幅在 60 年代平均不足 2%，到 1969 年增至 5.5%，并在 1974 年达到了阶段性高点 11%，此后略微回

落，但在1979年再次大幅提升至11.3%，1980年更是达到了13.5%。与此同时，经济增速较60年代出现了显著的回落，并在1974年、1975年以及1980年录得了负增长。1974年和1979年的两次经济衰退促使人们反思当时占据主导地位的凯恩斯学派。当时，连续三届美国政府的实践表明，凯恩斯的需求管理规则在经济滞涨的大环境中明显失效了。在这样的大背景下，强调放松管制的一系列思潮涌现，其中包括货币学派、供给学派等。里根总统在1981年提出“经济复兴计划”时便强调，他的计划与过去美国政府以需求学派为指导思想的政策决裂。以弗里德曼为代表的一批经济学家也建立了主流货币学说。依照弗里德曼的货币学说，美国70年代恶性通胀的根源便是货币供应过量，1979年开始执掌美联储的沃尔克主席对此深信不疑。他一上任便决心终止高企的通货膨胀，控制联邦储备系统的货币供应，允许利率提高。这一系列政策在当时受到了人们的广泛质疑，甚至是嘲讽和谩骂，美国经济更是在1982~1983年间经历了严重衰退，很多拉美国家相继爆发了严重的债务危机。但后来的历史表明，这次衰退是纠正前期需求刺激政策所必须付出的代价，美国的通胀从此被控制下去，经济也步入了一个新的发展阶段。整个80年代中后期可以说是全球经济发展的一段黄金时期。美国、欧洲、日本以及包括中国在内的很多发展中国家的经济都得到了长足发展。受到冷战时期积累下来的大量财政赤字拖累以及国际政治局势剧烈变动的冲击，美国经济在1990年遭遇了一次不景气，但持续时间并不长。美国政府通过增税和降低政府开支等方式有效降低了政府部门的杠杆比率，美国经济也从1992年开始恢复了快速增长，并一直延续至2001年互联网泡沫破裂。与之形成鲜明对比的是日本经济，1989年该国私人部门的债务泡沫破裂，政府债务水平持续走高，但日本政府没有采取适当的货币供应政策来刺激增长。更为严重的是，过于保守的货币政策导致日元大幅上涨，使得该国经济进入了通缩状态，持久的通缩进一步蚕食国民收入的实际增长，使得私人部门的杠杆率一直居高不下。此后，日本经济经历了“失落的二十年”。另一方面，自20世纪90年

代初到 21 世纪初，拉美经济的发展也遭遇了瓶颈。很多拉美经济体在国际资本大规模撤退的冲击下显得格外脆弱，墨西哥、巴西、阿根廷等国先后爆发了较为严重的金融危机，很多国家的经济出现了持续衰退。

自 20 世纪 70 年代以来，投资研究领域发生了翻天覆地的变化。导致这种变化的原因主要有二：其一是金融市场的发展和金融产品的创新，其二是数学模型、金融工程和计算机、互联网技术的广泛运用。自 20 世纪 70 年代初布雷顿森林体系崩塌后，一个规模庞大的现代外汇市场应运而生，各国证券市场的相互联系也更为紧密。在债券市场方面，资产支持证券（ABS）和房地产抵押贷款支持证券（MBS）自 20 世纪 80 年代开始呈现出爆炸性增长态势。而金融工程学的飞速发展又引爆了金融衍生品创新的热潮，期权、互换、掉期等各类产品相继被创造出来，这使投资研究的对象变得空前复杂。另一方面，数学模型和计算机技术的广泛运用使得量化的投资研究成为可能。

本书收录的文章大多是比格斯在摩根士丹利任职时期写就的研究报告。很多华尔街投行刚开始建立研究部门的时候，其功能定位非常纯粹，简言之就是服务于传统投行业务的开展。这里说的传统投行业务，主要是指一级市场承销、并购重组等投资顾问业务。无论是为企业提供投资顾问服务，还是向买方推销证券，都需要撰写基本的研究报告。随着业务规模不断扩大，华尔街投行发现，有必要把部分与业务相关的研究工作独立出来，投行的研发部于是纷纷建立起来。但随着投行自有资金的快速积累，越来越多的投行开始设立投资部，专门从事自有资金的投资运作。在这样的大背景下，研究部门也将投资研究工作放在了十分重要的位置上，他们同时为自营业务和买方客户提供投资建议。总体上说，投行研究部门大致可分出三个业务条线。第一是为一级市场业务提供支持，发掘项目机会；第二是进行卖方研究，向投资者公开研究报告，确立研发品牌，支持经纪业务，推介相关证券；第三便是买方研究，旨在为投资者或自营部门提供量身定制的专业投资建议，并通过销售研究报告或投资业绩提成的方式实现收入。当然，各家投行研究部门

的工作重心和工作风格有所不同，投资研究所擅长的领域各异，在三条业务线上分配的精力也不尽相同。比格斯先生作为摩根士丹利研究部门的创立者，对其投资研究风格的深刻影响一直延续至今。他在分析市场大势时，强调立足于市场趋势，选出牵动市场发展的核心转变要素进行详细研究，进而对市场未来的走势做力所能及的推测。这种研究风格，一直影响着今天许多投行研究的产品。

因此，重新阅读比格斯的这些报告，可以帮助我们思考美国金融市场走过的起伏里程，可以透视美国投资研究理念的变迁，还可以看到投行研究的兴起和演变的源流。

（文中观点仅代表作者个人作为一名研究人员的意见，不代表任何机构的看法。）

巴曙松

研究员、博士生导师
中国银行业协会首席经济学家
香港交易所首席中国经济学家

2015.8.30

对于许多中国投资者而言，巴顿·比格斯（Barton Biggs）的名字并不陌生，这倒不是说中国的投资者有多么了解美国投资界，而是因为比格斯的代表作《对冲基金风云录》在中国实在太有名。许多读过比格斯“对冲基金”系列的投资者无不为其深邃的投资洞见所倾倒，亦为其睿智风趣的语言风格所折服，一册读完，既大呼过瘾，也常常感觉意犹未尽。

对于这些意犹未尽的读者，呈现在眼前的这本《癫狂与恐慌：巴顿·比格斯论金融、经济与股市》可谓出版者送来的最好礼物。2012年，比格斯因细菌感染引发并发症不幸去世，悲痛之余，比格斯生前的一系列珍贵文稿也逐一被发掘整理出来。这些文章多数是比格斯在摩根士丹利工作数十年间为投资人撰写的简报，是他本人在职业黄金期的真实所见、所感与所思。虽时间略久远，但对于有心的投资者而言，这些内容恰恰是更好理解比格斯投资思想的入门材料。

如果说《对冲基金风云录》是比格斯对本人一生投资经验之浓缩，

是开在最高处的最艳丽的花朵，那么，眼前的这本书则是比格斯投资实战的写真集，是原本四散于各处，如今却被有心串联起来的珍珠。从此书中，比格斯的忠实读者可以轻易发现很多《对冲基金风云录》的原始资料，也必然再次发现比格斯的投资知识之丰富，实在非一本风云录所能涵盖。以我拙见，比格斯的这本论集更像是一本投资的百科全书，是每一个投资者应放在案头、时常翻阅的投资手册。

比格斯出生在大萧条时期的美国，他的父亲，威廉·比格斯也是当时极为有名的投资者。不过，在大萧条到来之前，他的父亲却也和费雪一般，过分乐观地估计了牛市，以至于犯下重大错误。

虽成长于投资之家，成年后的比格斯却并不怎么喜欢投资。即便在 18 岁时，他就从父亲那获赠一个价值 15 万美元的投资组合，他最终还是选择去耶鲁英语系就读——或许他当时的梦想只是成为一名作家。然而造化弄人，就如同著名投资人马丁·索斯洛夫在怀念比格斯的文章中所说，他们虽然立志写作，但最终却无法以写作糊口，还是干起了买卖股票的事。比格斯听了父亲的话，开始阅读格雷厄姆和多德的投资经典《证券分析》，之后他进入纽约大学的商学院读 MBA（工商管理硕士）。自此，如同格雷厄姆放弃文学梦想，成为价值投资教父，比格斯也逐渐远离了文学，转而逐步成长为投资界的一颗明星。

毕业后比格斯正式开始了证券投资生涯，并在 1965 年正式成为一名对冲基金管理者。对冲基金于 20 世纪 50 年代在美国兴起，在 60 年代初期逐步鼎盛，比格斯算是这一行业最早的开拓者之一，其投资业绩也十分卓著：五年的时间里，他的对冲基金业绩上升 133%，而同期的标普 500 指数只上涨了 19%。

自 1975 年，比格斯进入了摩根士丹利，并一直在那里工作至 2003 年。这近 30 年间，伴随着金融市场的崛起，摩根士丹利的大扩张，比格斯的职业生涯也迎来最黄金的时期：他抓住了 80 年代开始的大牛市，成功地开拓了新兴市场，预言了包括网络泡沫在内的多次大股灾。这些卓然业绩成就了比格斯，使他荣登美国第一分析师的宝座，然而

谦虚的他在回顾这段荣耀时却也淡然：“我们不是天才，我们只是占尽天时地利而已。”

当然，比格斯也不是神，因为只要是投资人，就必然会犯错误。比格斯的父亲如此，比格斯自己也同样如此，例如在2008年时他对市场的错误判断就一直为人所诟病。但好在比格斯最后还是靠在2009年的抄底扳回一局。

2003年后的比格斯自立门户，但显然投资已经逐渐成为一种爱好而非工作。这时的他也逐渐有了时间整理自己的文稿，并重新捡起自己当初的文学梦想。2006年，他的《对冲基金风云录》出版，这是一本夹杂着真实与虚构的投资故事书，问世之后迅速成为经典。接下来几年他还出版了另外几种关于投资的书籍，亦是半真半假的文字风格，但其中所奉行的投资核心思想却始终如一。

如之前所言，比格斯的自著的确是其投资思想的精华，而如果读过这本后人为其整理的作品，你势必能发现原来这些始终如一的投资思想其实早有渊源。不但如此，读过此书亦能让你发觉，比格斯之前的著作只是一家餐馆里的招牌菜，而实际上这家餐馆里所提供的好菜不计其数。

从译者角度看，我对比格斯的尊崇不仅仅来自他丰富的投资思想，亦来自其渊博的阅读和多彩的文笔。从历史到经济，从诗歌到数学，从体育到金融，比格斯的知识跨度之大令我震惊，因为在我的固有成见里，分析师并非是这样的知识广博者，而对于翻译而言，这既增加了我的工作难度，也让我备感欣喜。关于文笔更不必多说，毕竟比格斯有英文系的底子，否则谁能想到一个股票分析师能写出如此多动人、风趣亦增加翻译难度的句子？至少中文圈的分析师，举目所及，笔下不是哗众取宠过于轻浮，就是言之沉沉毫无生气，这大概也是因为我们没有中文系出身的分析师的缘故吧！

翻译此书，既是一项挑战，也是一项荣耀。比格斯本身就是我的偶像之一，此次能与其近距离神交，是我的福气。这要感谢中信出版社马

霖女士的信任，让我得以有机会成为此书的译者。也要感谢我的妻子，没有她的支持，我不会抽出时间从事这一工作。

最后，受时间和个人水平所限，书中难免存在不足之处，欢迎批评指正。

崔传刚

2015.9.20

引言

BIGGS ON FINANCE,
ECONOMICS AND
THE STOCK MARKET

Barton's Market
Chronicles from
the Morgan Stanley Years

2012年，巴顿·比格斯的不幸离世让很多人怅然若失。对于这些人而言，一个失去了比格斯卓越启迪之声的世界简直无法想象。大家都感到比格斯的离去是一种损失，要求我们整理比格斯生前文稿的声音也此起彼伏。热衷比格斯作品的人们极少能记住他那些文章的发表时间或是标题，但又都能不约而同地说出类似“我要找的就是他极度看涨那一篇”这样的话。而当我们的团队满心欢喜地翻阅历史文档，阅读巴顿·比格斯这位华尔街的真正智者时，他那清新而又充满预见性的文章又让人陷入了一种喜悦又内疚的矛盾心情中。

21世纪的信息娱乐专家们通过各种媒介对着我们大声喧哗。但与他们的杂乱声音不同，比格斯给我们的的是一个别样的世界。这本书所收录的文章，大约横跨了1980~2000年这20年的时间，而这20年，恰巧又是股市成为大牛市的20年。大牛市的崛起使得人们退休金账户和401k账户上的账面财富急剧膨胀，然而大牛市的崩溃却让人们伤心欲绝。这就是一个市场的轮回，对此巴顿心知肚明。巴顿明白，比起任何量化数

据，人类心理学知识和哲学知识才是做出真正富有洞察力的市场分析的必需品。他喜欢将“市场先生”比作一个精心的施虐狂，或者是一个狂躁抑郁症患者。他也像一位治疗师一样，尝试着去理解与接受市场先生这样一位看起来缺乏理性的伙伴，放弃了试图去改变他或者控制他的徒劳念头。沿着这一方向，他让我们发现，原来“市场”是一面认识自我的镜子，对于那些有足够勇气从事市场方面工作的人而言，“市场”不但会让你获得金钱回报，更会从根本上促进个人的卓越成长。

比格斯终其一生都在追求自我教育并且充满无穷的求知欲，而他自己就是良好教育与无穷求知欲的产物。他兴趣宽泛，饱览群书。有一次，他仅在一小段话里就总结概括了大约 27 种报纸、杂志以及评论的内容，而他对此驾轻就熟。他的博学使他的文风十分生动，而且经常可以称得上是优美。为了启迪读者，他会引用哲学家约翰·洛克来论证明智的判断之于成功投资的重要性，用诗人 W·H·奥登的诗句来阐述股票市场的哲学，或者用 W·B·叶芝的“血染的潮流横溢”来形容 1987 年的股市大崩盘。与秉持单一思维去研究走势图和定量模型不同，比格斯所做的是坚持写投资日记并检视我们自身的偏见与性情。“认识你自己，认识你自己的弱点。研究你自身情绪与行为的历史。”他这样写道。

这是一个肆意燃烧生命的人。无论是攀登乞力马扎罗山，对大学橄榄球队的腐败经济状况大发雷霆，还是研究政府政策的全球影响，比格斯都相信，努力工作与坚持原则是最重要的事情。他以讽刺的笔调来描绘“扳机吉姆”等人物，借此来对那些投机思想予以无情嘲弄。他的预测以其前瞻性和卓尔不群而闻名于世。

在 20 世纪 80 年代早期，比格斯就准确预见到美国通缩即将结束，大规模经济繁荣也将随之到来。而当时他的同行们都在强烈指摘美国的经济前景。1989 年，他宣称日本市场将反转向下，而当时的市场观察者们以及大众都认为日本成为世界经济的主导者已经是无法动摇的事情了。

比格斯还热衷于泡沫和恐慌的研究，他对历史事件进行详细分析，

并力图发现其中的共性。他写道：“想到人性几无改变以及事件总是在一遍又一遍地重复，就觉得非常有趣。”他在1997年就宣称网络泡沫将破灭。这或许比真正的泡沫到来早了几年，但是就泡沫的量级和破裂的影响方面，他的说法切中要害。“投资界最危险的一个说法就是‘这次不一样’。”他这样写道。从内心而言，比格斯坚信基本内在价值，这既是他的个人观点，也是职业观点。他同样坚信，在一个“投资者会成群结队跃入金融崩溃之悬崖”的世界中，逆向投资具有重要的价值。

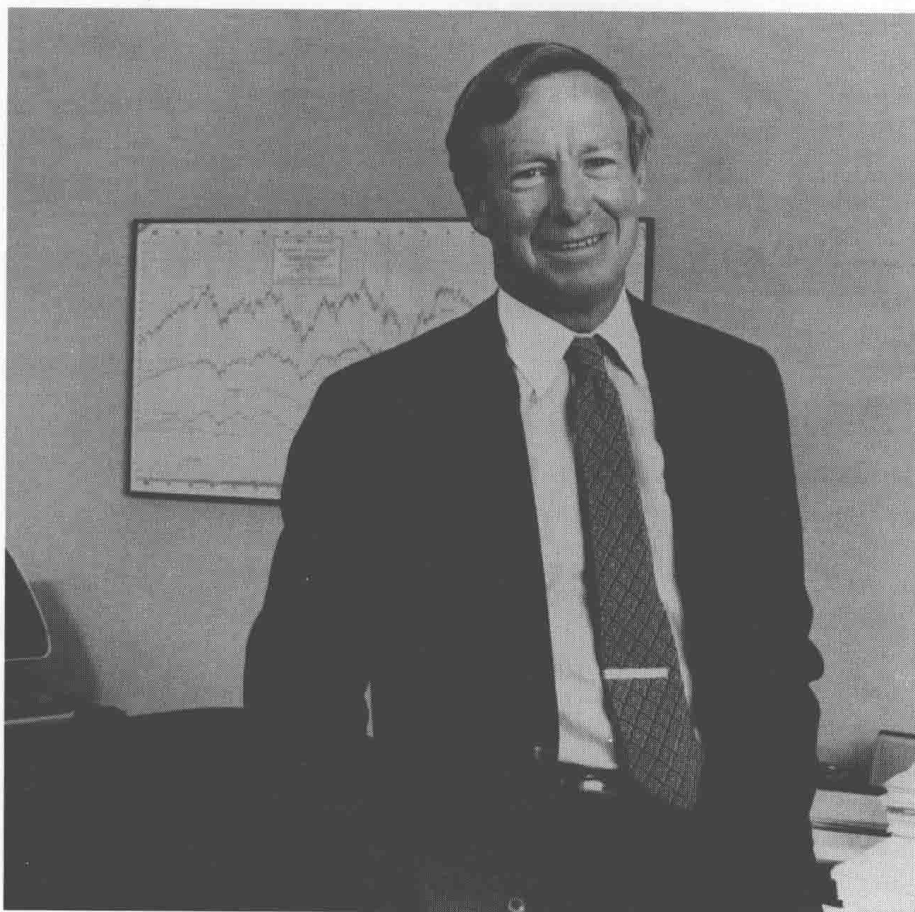
阅读比格斯的著作，我们会惊讶于他思想的超前。在当年，美苏冷战僵局使得人们的思维普遍被束缚于“我们-他们”的二元对立世界模式中，但比格斯超越了这一束缚，可谓当时最为名副其实的全球策略师之一。他洞察到了像阿富汗这样的全球战争导火索，也在“9·11”事件发生的数十年之前就观察到了宗教极端主义日益增长的威胁。在1989年，他提出“投资组合的绿色化”并指出环保活动将走向兴盛的潮流。同年，他还预测到医疗开支将飞速膨胀，而医疗保健系统也将问题丛生。时至今日，我们仍然在与这样一个充满弊病的系统做斗争。

他还是“新兴市场”这一资产分类的推动者。当他足迹已踏遍科威特、新加坡、泰国、印度、巴西以及阿富汗这些地方的时候，多数的华尔街人士都还没有在地图上找到这些国家。

在某种意义上，比格斯或许太超前于他的时代了。不过，以长远的眼光看，尽管强烈的市场波动会在短期内不断出现，但不可逆转的宏观大势会持续数十年。用凯恩斯的话就是：“市场延续非理性状态的时间比你我能撑住的时间还要长。”既然世界还有机会追赶上比格斯的思想，那么无疑今日比格斯的前瞻思想也会显得比之前更加具有吸引力。

詹姆斯·戈尔曼

摩根士丹利主席兼首席执行官



巴顿·比格斯

“我们经常忘记市场先生是一位精心的施虐狂，他用尽各种办法折磨我们，并以此为乐。”

——巴顿·比格斯

我们的挚友与同事巴顿·比格斯的离世，让这个世界仿佛少了几分色彩、深度以及雄辩。

我们永远怀念他。

序言 / IX

译者序 / XV

引言 / XIX

第一部 太阳底下无新事

第一章 市场的历史与长期观点

追寻历史，寻求好用的文字处理软件 / 007

康德拉季耶夫与长周期 / 009

虚假战争 / 013

以史为鉴 / 015

历史、市场死亡与股市崇拜 / 020

第二章 火与冰

火与冰之辩 / 027

冰期悄然而至 / 032

世界经济只有过热之忧？ / 036

第三章 泡沫与恐慌

疯狂、惊恐和崩溃 / 039

郁金香狂热 / 042