

探讨金融投机的经典之作
《纽约时报书评》《华尔街日报》佳评如潮

投机狂潮

[英]爱德华·钱思乐 著
齐思贤 译

- ⊕ 从17世纪30年代荷兰的郁金香球茎炒作风潮，
- ⊕ 到20世纪80年代末期的日本不动产狂飙，
- ⊕ 投机已成为最有魔力的经济活动。
- ⊕ 本书从轻松有趣及发人深思的角度，
- ⊕ 探讨各种市场炒作模式、非理性的跟风，
- ⊕ 及围绕在这股风潮四周的众生贪痴。

Devil Take The Hindmost

Edward Chancellor

西南财经大学出版社

《华尔街日报》畅销财经类书籍
《福布斯》杂志推荐：2007年度最佳商业书籍之一

投机狂潮

【美】爱德华·钱德勒 著
王德胜 译

- ◎ 全球金融危机爆发前最畅销的书籍
- ◎ 全球金融危机爆发后最畅销的书籍
- ◎ 全球金融危机爆发后最畅销的书籍
- ◎ 全球金融危机爆发后最畅销的书籍
- ◎ 全球金融危机爆发后最畅销的书籍
- ◎ 全球金融危机爆发后最畅销的书籍

Devil Take
The Hindmost

Edward Chancellor

中信出版社·中信集团

投机狂潮

[英]爱德华·钱思乐 著
齐思贤 译

Devil Take The Hindmost

Edward Chancellor

西南财经大学出版社

"Copyright: 1998 BY EDWARD CHANCELLOR

*This Edition Arranged With GILLON AITKEN ASSOCIATES
Through Big Apple Tuttle-Mori Agency, Inc., and
Beijing International Rights Agency*

Simplified Chinese Edition Copyright:

**200X SOUTH-WESTERN UNIVERSITY OF FINANCE AND ECO-
NOMICS PRESS**

All Rights Reserved.

本书著作权合同已向四川省版权局登记。

登记号: 图字 21-2000-006 号

责任编辑: 李 才

封面设计: 大涛视觉传播设计事务所

书 名: 投机狂潮

作 者: (英) 爱德华·钱思乐 译者: 齐思贤

出 版 者: 西南财经大学出版社

(四川省成都市光华村西南财经大学内)

邮政编码: 610074 电话: (028) 7353785

排 版: 西南财经大学出版社激光照排中心

印 刷: 西南财经大学印刷厂

发 行: 西南财经大学出版社

全 国 新 华 书 店 经 销

开 本: 850mm×1168mm 1/32

印 张: 9.75

字 数: 212 千字

版 次: 2000 年 11 月第 1 版

印 次: 2000 年 11 月第 1 次印刷

印 数: 5000 册

定 价: 20.00 元

ISBN 7-81055-676-2/F·555

1. 如有印刷、装订等差错, 可向本社发行部调换。
2. 版权所有, 翻印必究。

作者简介

爱德华·钱恩乐(Edward Chancellor)

曾在剑桥大学和牛津大学研读历史，20世纪90年代在拉扎兄弟(Lazard Brothers)投资银行工作，目前是英国《金融时报》和《经济学人》杂志的自由撰稿人。

责任编辑


李 才

前 言

最后一只老鼠

当我年轻的时候，别人叫我赌徒；等我活动范围扩大以后，就变成了投机客；现在，大家称我是银行家。其实我始终如一，做同样的事。

——银行家凯索尔 (Sir Ernest Cassel)

投机的问题，从没有像今天这样引人注目。现在很多的金融和经济新闻，如外汇危机、股市泡沫、崩盘及科技创新，幕后都隐藏着投机的因素。在美国，每天有数百万投资散户进出股市，20世纪90年代美国经济繁荣，应该是大量热钱流入股市的结果。热钱使新公司能够取得资金，老公司能够合并，同时鼓励企业投资，投资者也敢花掉部分从股票上赚来的钱。一个景气大泡泡已经在我们眼前吹起，它能否稳定自然值得忧虑。

谈到投机问题，看法不一。许多政治人物，包括好几位亚洲人士都警告，全球经济已经变成投机分子挟持的人质。他们认为投机客是寄生虫，被贪婪和恐惧驱使，制造金融危机，并且借机养肥自己，国家若要富裕，必须管好这头野兽。这些人

是本位主义者，也是情绪的奴隶，时而高兴、时而沮丧，充分反映了群众心智有限的一面。但另有一些人，主要是西方经济学家，看法截然不同。他们主张，投机基本上是一种动力，是资本主义适当运作不可缺少的力量。根据这种观点，投机客扮演着新信息导向的角色，不论是最新的通货膨胀数字或飓风影响咖啡收成，都通过他们反映在价格上。如果没有投机者的存在，市场会充满瓶颈，经济危机更常出现。此外，像网络之类的新科技，开始之时都得仰赖股市投机者才能起步。这些经济学家表示，压制投机者，资本主义将丧失活力。

投机该如何定义？

尽管引发无穷的讨论，投机仍是一个含混不清的概念。18世纪末期，投机只是具有经济内涵，但即使如此，这个名词也极不精确。当时担任英国议员的银行家柯布鲁克（Sir George Colebrooke）囤积用作染料的明矾想垄断市场，结果失败破产。英国作家华尔波尔（Horace Walpole）在一封1774年5月1日写的信中，形容柯布鲁克是“投机买卖的受难者”。两年后，亚当·斯密在《国富论》中谈到突然致富时说：“有时这是所谓的投机买卖造成的。”然而亚当·斯密口中的“投机商人”不是金融操作者，而是“从事不正常、非现成或大家所熟知的生意”的企业家，今年买卖谷物，明年交易茶叶，看好哪一门生意有获利潜力，就投入哪门生意，一旦利润减少，立刻跳到另一行去。

对亚当·斯密而言，投机客的定义是：随时准备追求短期利益的人，这种人的资金不时流动，不像规矩的生意人，资本多少是固定不动的。凯恩斯承袭了此观点，他形容“企业”是“预测固定资产一辈子产能的活动”；“投机”则是“预测市场心

理的活动”。

投机常被定义成从市场价格变动牟利的企图，因此，为了预期投资利益而放弃现行收入，当然是投机行为。投机是积极行为，投资则是消极行为。按照奥地利经济学家熊彼得（J. A. Schumpeter）的说法，“投机客和投资者的不同，从见到股票价格变动的利润有无交易意图即可分辨。”但两者间区别只在一线之间，有时失败的投资会被扣上投机的帽子，而成功的投机摇身一变就享有投资之名。华尔街的一位幽默人士许卫德（Fred Schwed）说过，分辨投资和投机，就好像告诉烦恼的青少年爱情和热情是两回事，即使他了解两者确实不同，但还是无济于事。许卫德最后作出结论：投资和投机可以分开，前者的第一目标是保存资本，后者的原始目的则是增加财富。他说：“投机是种用钱滚钱的努力，可能不会成功；投资则是防止钱变薄的努力，通常应该奏效。”

这种定义上的困扰，也发生在区别投机和赌博上。坏的投资可能被认为是投机，而执行不善的投机，常常被说成赌博。美国金融家巴路克（Bernard Baruch）有次被财政专家摩根（Pierpont Morgan）当面斥退，只因他用“赌博”一词来形容某项商业计划。巴路克认为“没有任何投资不含风险或赌博成分”。投机心理和赌博几乎是一体两面，两者都有危险的使人沉溺其中的惯性，都梦想发财，经常会有欺骗行为，而要成功，必须能够控制情绪。

投机对不同的人代表不同的事情，不过它还是有其原始的哲学意义，简言之，它是指在没有扎实的事实基础上做出反应或推论的一种行为。根据17世纪的定义，投机者必须是极度喜欢观察和研究的人，炒作金融的人要像炼金术士一样，不断建构深奥难解的理论，试图把纸变成黄金，因而正常情况下不

会成功。投资者偶尔也会寻求占星术协助，即使今天，纽约也有一个占星家基金，基金经理人保证“运势来到自然赚钱”。人面对不确定时，难免向不可知的力量求助。

金融的不确定，名字就叫“风险”，经济学家据此区分赌博和投机。赌博刻意制造新的风险，目的在娱乐刺激；投机则设法在资本运用过程中不可避免的风险中寻求获利机会。换句话说，赌徒在一匹马身上下注时，他替自己也替庄家制造了风险；而投机者买进某种股票时，只是把现存的风险转手而已。投机风险比投资要高。保险分析专家葛拉罕（Benjamin Graham）宣称，投资要求“保留安全空间”，即使碰上事先无法预见的不利情况，也能够保住本钱。信息不全或冲动的投资，都较花时间分析获利潜力的投资来得投机。葛拉罕还说，借钱买股票通常是投机。资本家面临的选择，一端是谨慎投资的风险，另一端是大胆的赌博，而投机介于两者之间。

现代经济理论主张市场本身有其效率，投机者只不过是理性的经济媒介，意图扩大自己的财富，投机的历史颇为无趣。在有效市场的世界，没有所谓的动物本能或群众直觉，也没有贪婪或害怕，或者随波逐流的投机者及“非理性”的投机泡沫。然而投资者在不同年代的活动，在我看来多姿多采、动机多样，而且结果非比寻常，经济学家描述的任何活动都无法相比。我的方法比较接近麦凯（Charles Mackay）。他是狄更斯的朋友，《非常普遍的幻想和群众疯狂》（Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowd, 1841）一书的作者，最先叙述当时郁金香投机热潮、密西西比投资风潮和南海发财美梦的经过。麦凯认为，疯狂投机是社会偶尔向大众幻想及群众疯狂屈服的证明，“前人说得好，我们不妨把人想成牲口，会成群发疯，恢复理智的时候，却又清醒如常。”

麦凯对于投机热潮的叙述，是迄今唯一看得到的记载。虽然我认为现在是更新这一经典作品的时候了，但我无意总述一部投机史，因为这样的一本书可能庞杂重复，永远没有办法收尾。我将专心处理现代主要经济强国的投机事件，从17世纪的荷兰共和国到20世纪80年代的日本，都有过如今天的投机情形。我相信唯有放进社会脉络里，才能真正看清投机的面目。投机史不能只描述经济事件，还须涉及社会发展状况。政治人物对投机的态度和作为特别重要，因为管制市场的法律都由政府掌握和执行。很多时候我们发现，政客会刺激投机，以从中得利。更重要的是，我希望保持麦凯的热情，这样读者才会赞同他的观察，即投机问题能够激发的兴趣，恐怕有的小说家都不敢企望。想想看，整群人摆脱理性的束缚，疯狂地追逐发财梦，拒不承认美梦不会成真，直到被鬼火诱人迷途陷入泥沼无法脱身为止。这样的情景会乏味或无意义吗？

目 录

前 言	最后一只老鼠	(1)
	投机该如何定义？	
第一章	泡沫世界	(1)
	——金融投机的起源	
	早期的金融投机 维嘉的困惑 郁金香炒作风潮	
	吹泡沫：投机的寓言及传奇 傻人傻事？ 投机嘉年华	
第二章	交易所胡同的股票经纪业务	(24)
	——17 世纪 90 年代时空重现	
	信用就是金钱 股票市场早期的沉浮 资本市场早期的	
	赌博 头饰及裙摆 丑闻及贪污 英格兰银行首度	
	出招 投机典范	
第三章	勿忘“南海”教训	(48)
	第一个泡沫 南海公司的计划 南海公司的正史及	
	内幕 最后一只老鼠 无法无天 南海投机客 女	
	性投机客 一定要更好，否则世界会颠三倒四 突	
	然惊醒 时间能够治愈所有伤痛 理性泡沫	

第四章 傻瓜的金子…………… (78)

——19 世纪 20 年代的新兴市场

南美洲采矿热潮 国内事业 国会和投机风潮 不信任的洪流 南美洲忧郁 交易及投机循环

第五章 黄金铁道…………… (100)

——1845 年的铁路公司风潮

运河风潮 铁路大王赫德森 1844 年的铁路法案
风潮重现 铁路公司套利者 火车失控 铁路大王退位 前路漫漫

第六章 镀金时代的投机…………… (126)

——被骗、被诳、也被蛊惑

美国早期的投机史 战争和投机 新的交易所,老式的“泡沫” 剥削华尔街 古德的“黑色星期五” 库克的“黑色星期四” 挪用公物、投机及炒作

第七章 “新纪元”结束…………… (159)

——1929 年股市大崩盘及灾后余震

寅吃卯粮 抛售股票 投机客基金 帮股票大吹大擂
选股 融资的魅力 群众的疯狂 天谴 陷入大萧条
后记:新典范在 20 世纪 20 年代重现华尔街

第八章 牛仔式资本主义…………… (199)

——从布雷顿森林协议到垃圾债券大王米尔肯

金融革命 自由经济思潮东山再起 衍生性金融商品
革命 里根革命 交易员的崛起 米尔肯的发迹 华
尔街来了一位“金融希特勒” 十月崩盘 官场腐败及
储贷业危机 80年代结束

第九章 神风资本主义 (243)

——日本 20 世纪 80 年代的“泡沫”经济

赢得和平 企业投机 土地飙涨 广场协定 “金权”
政治 日本股市的价值 日本股市的炒作 投机客的
人际网络 泡沫夫人 新的镀金时代:从社会角度来
看泡沫经济 奇怪的莫内:艺术市场的泡沫 高尔夫
球俱乐部会员证“疯”潮 泡沫幻灭 分崩离析——日
本银行体系的崩溃 日本体系的危机

第十章 结论:误尽苍生的经济学家..... (281)

流行跟风式的投机 危险的衍生性金融商品 避险
基金大热卖 暮鼓晨钟 第三级

第一章 泡沫世界

——金融投机的起源

夜幕低垂，惺忪睡眠为梦境所惑，在光天化日之下，大地又布满黄金；我们的双手贪婪地触摸战利品，争夺金银财宝，脸上淌着汗水，内心深处却充满恐惧，担心有人知道金子的藏身之处，会抖出我们满怀的实物；蒙蔽心智的喜悦稍纵即逝，现实随之而来，吾心汲汲于所失，执着追寻那过眼云烟……

摘自佩特罗尼乌（Petronius Arbiter）所著
《萨蒂利孔》（Satyricon），约公元50年

以物易物、互换有无是人类与生俱来的特点。预卜未来更是另一个根深蒂固的本性。两者结合，就构成金融投机行为。19世纪美国知名交易师基恩（James R. Keene）曾经说过：“生命就是一场投机，投机精神根本是人类在娘胎里就具备的。”历史上最早的投机行为可以追溯到约公元前二世纪共和国时期的古罗马时代。当时，罗马的金融制度已经具备现代资本主义的多

项特征：罗马律令允许自由转移财产，以致市场蓬勃发展；而金钱借贷则必须支付利息；此外只要银行出具证明，即可在罗马帝国全境向换汇商兑换外币或要求支付。笔笔资金通罗马，就像后来的阿姆斯特丹、伦敦及纽约。信用的观念已经形成，船只及其他财产的保险也初具雏形。罗马人热衷累积财富，同时伴随财富炫耀及一掷千金的挥霍之风，随处可见博局。

拉丁文的“投机客”是指“注意危险”的岗哨。不过，古罗马时代的金融投机客却被称为“财务官”(quaestor)，意思是寻找者。有时候又把投机客称为“希腊仔”(Graeci)或“希腊人”。他们的聚会地点是靠近卡斯达庙附近的“论坛”(Forum)，在此众人以现金或信用方式，来买卖收税公司的股票和债券等产品、意大利其他省区的农场和不动产，还有罗马及其他地区的住宅和商店、船只和仓库、奴隶和牛。罗马喜剧作家普拉托斯形容“论坛”充斥着妓女、店东、债主及有钱人。他尤其指出两种不受欢迎的人，一种是“一味吹嘘的人”，另一种则是“草率、多话、心怀恶意的家伙，他们不分青红皂白就大肆中伤造谣”。由上所述，我们找到后世股票市场中多头及空头的始祖。

罗马帝国把许多政府功能都外包出去，包括收税、建造寺庙，甚至连资本家公会也外包。和现代的股份公司一样，资本家公会是独立于会员公司的法人机构，所有权以股份区分。他们也设有管理部门并公开公布账目，有时候也会召开股东大会。许多公会的规模相当大，雇用好几万名奴隶。股权分为两种：一种是大资本家持有、具有执行能力的大额股权；另一种则是小额股权。处理未登记的小额股权方式也较不正式，就像现代的“店头市场”股市。资本家公会在罗马帝国全境都设有快速通报体制，可以收集情报、协助他们计算如何在拍卖大会上出价并计算现有产业股权的价值等。

虽然没有证据证明股份的售价,也无法得知股市中的行为,但我们的确知道,股份的价格会上下波动。罗马执政官瓦提尼尔斯被控贪污时就被问及:“你是否在股价最高的时候强索股票?”西塞罗也提及“股王”(Partes carissimas)的概念,并宣称,购买公共企业的股票就是赌博,保守人士往往唯恐避之不及。股票不仅吸引政治人物也吸引了大资本家。希腊大史学家波利比奥斯(Polybius)就写道:“拥有股票已经成为全民运动:整个意大利境内,监察官为兴建及修复公共建筑物发出的外包合约不计其数,除了从可供航行的河川课征规费外,港口、花园、矿场、土地等,只要是罗马政府控治下的任何交易行为都可外包给私人。这些活动都由私人经营,可以这么说,很少有人不和这些外包合约发生瓜葛,也很少有人不从中牟利。”佩特罗尼乌(Petronius Arbiter)描述共和国末期时写道:“邪恶的高利贷及拜金主义当道是双重漩涡,让市井小民葬身其中……四肢百骸无不神魂颠倒,就像罹患大病一样,后续问题如影随形,终于如疽附骨。”也许,这正是描述史上第一次投机“风潮”,只是还没有充分的证据。

罗马资本家公会在帝国时期逐渐没落,但房地产、大宗物资及货币的投机行为并未中断。公元3世纪,政府以行政命令发行信用货币,这些货币虽然内含价值,但得依赖一般大众对它的信心,货币危机从此频频出现。卡里亚(Caria,今土耳其境内)的马拉沙市议会指控,“由于有人囤积硬币,本市的安全受到少数人士的恶意及恶行所危及,他们攻击并抢夺整个社区。拜他们所赐,投机行为进入我们的市场,本市因此无法确保日常生活必需品的充分供应,因此许多市民,甚至整个社区都受到物资匮乏之苦。”这实在是一首现代挽歌。

早期的金融投机

基于实务及理论上的理由，中古欧洲的文化不利于金融投机。封建制度废除了许多罗马时代的金融交易，以现货交易取代现金交易。圣汤玛斯·艾奎纳斯指出，“卖得比真正价值贵、买得比真正价值便宜”都是不公平及不合法的作为，中古世纪的教育人士遵从他的教诲，重提亚里斯多德“公道价格”的观念。高利贷也受到谴责。投机牟利不但败德，也危及国家整体。圣奥古斯丁把不知节制地求财、争权及好色列为三大罪。在他所谓的“天国”中，没有留给投机客的空间。遭到饥荒威胁时，城邦会介入，供应粮食，禁止囤积居奇。这些对囤积和投机的责难与日俱增，当代政治人物起来谴责投机客的恶行时，他们不知不觉地让中古世纪僧侣的学术偏见借尸还魂。

中古世纪末期，意大利几个城邦开始发行可以交易的政府证券。威尼斯从13世纪中叶就开始在里亚托买卖政府证券。投机风潮也应运而生：1351年，有关当局通过法令，禁止散布谣言打击政府基金价格；1390年、1404年及1410年分别都有人试图禁止政府出售债券期货；共和国总督及公爵议会也试图禁止“内线交易”。佛罗伦萨、比萨、维罗纳及热那亚14世纪时也都出现过政府债券的交易市场。意大利城邦把收税的权力外包给蒙提（Monti），这些公司的股本被分割成可以买卖的股票（Luoghi）。这些早期的股份公司和罗马时代的公会极为类似。

北欧的定期交易会源自古罗马时代的论坛（fora）及酒神节庆典，只有这个时候，可以抛弃许多中古世纪对交易及金融的限制。事实上，它们就是股票市场的雏形。15世纪的勒普齐格（Leipzig）交易会中，可以买卖德国矿场的股票；在巴黎附近举