

逃不开的经济周期

历史，理论与投资现实

拉斯·特维德 (Lars Tvede) 著 董裕平 译



BUSINESS
CYCLES

HISTORY, THEORY AND INVESTMENT REALITY



中信出版社 CHINA CITIC PRESS

逃不开的 经济周期

历史，理论与投资现实

拉斯·特维德 (Lars Tvede) 著 董裕平 译

BUSINESS CYCLES

HISTORY, THEORY AND INVESTMENT REALITY

珍藏版

图书在版编目 (CIP) 数据

逃不开的经济周期: 历史, 理论与投资现实 / (挪威) 特维德著, 董裕平译. —北京: 中信出版社, 2012.11

书名原文: Business Cycles: History, Theory and Investment Reality

ISBN 978-7-5086-3521-7

I. 逃… II. ①特… ②董… III. 经济周期论 IV. F037.1

中国版本图书馆CIP数据核字 (2012) 第 212249 号

Business Cycles: History, Theory and Investment Reality by Lars Tvede

Copyright © 2006 by John Wiley & Sons, Ltd.

Simplified Chinese translation copyright © 2012 by China CITIC Press

Authorised translation from the English language edition by John Wiley & Sons, Ltd.

All Rights Reserved.

逃不开的经济周期: 历史, 理论与投资现实

著 者: [挪威] 拉斯·特维德

译 者: 董裕平

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: 北京画中画印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 27.5 字 数: 356 千字

版 次: 2012 年 11 月第 2 版

印 次: 2013 年 1 月第 2 次印刷

京权图字: 01-2008-1119

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-3521-7 / F · 2718

定 价: 69.00 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

楚格州是瑞士最小的州。虽然面积很小，但充满了瑞士风情。放眼望去，山坡上散布着木质农舍，牧牛的铃声在山间飘荡。夏天的时候，许多房子旁边还会点缀上各种美丽的花。

它位于阿尔卑斯山麓，从这里向南可以远眺瑞吉山和皮拉图斯山的壮美。如果你置身其间，就可以看见西边耸立着秀美的少女峰和艾格峰。山谷中的河流汇入了当地的楚格湖。湖的东岸是古老的楚格镇，建于 11 世纪，镇上还保留着古老的木屋、狭窄的街道、富有浪漫气息的教堂，还有当年防御用的城墙和塔楼，人们还为湖上的船只建造了一个小小的码头。

岁月的洗礼极大地改变了这个地方。在漫长而暖和的夏天，生活变得纷扰忙乱。许多小小的户外咖啡馆挤满了欢乐的人群，这里有庆典、露天集市、音乐会，湖上偶尔还有壮观的焰火表演。预示着夏天快要结束的第一个信号是暴雨的到来。你会看见寂静的闪电划过远处的天空——不是几道闪光，而是几百道。闪电渐渐从远处逼近，轰隆隆的声音很快就打破了原来的寂静。当闪电出现在楚格镇上空的时候，几乎每道闪电都会击中湖面或者山坡。顷刻之间，风雨交加，而后又是一片明媚。秋天过后，会有一段阴暗多雾的天气。当雾散天清的时候，你就会看到白雪皑皑的山峰，此刻，冬天已经来了。

就在 1998 年年初一个晴朗而寒冷的冬日，我沿着苏黎世班霍夫街前行，准备去和朋友尤根·奇德克（也是自 2005 年以来我的合作伙伴）共进午餐。我们喜欢约在中央广场的餐馆见面，主要聊聊世界经济的状况与金融市场的前景。尤根是一位对冲基金经理，正在这个市场上努力打拼。像往常一样，我先点好午餐，然后问：“情况怎么样？”“还有好多没有处理完。这次将是一场巨大的崩溃。”他回答道，“俄罗斯的股票市场像滚落的石头一样下挫。

尽管俄罗斯拥有 1.5 亿人口，但其经济规模比瑞士还要小一些。”“比瑞士还要小？”

“是呀。俄罗斯整个股票市场的价值大约相当于美国一些互联网公司的市值。亚太地区则是一团糟，有一些地方看起来像要努力建设成为新的曼哈顿。而今，那里的建筑物虽然屹立不动，却早已是人去楼空。这就像古老的经济周期又发作了。”

我们一边享用着午餐，一般聊着危机的细节和经济周期的理论，喝完咖啡之后，我们便一起离开了餐馆。在外面互道再见的时候，我问他还有什么建议。“这是一次危机，你知道。而且这是一次很大的危机。不妨等等再看吧。”他回答道。户外寒冷刺骨，他说话时呼出的热气似乎都结成了冰霜。最后，他说完话，脸上竟然露出了很明显的喜色：“不过天气很可爱。”而后我们相互咧嘴笑了笑就分手了。

当我看到他走向自己的办公室时，我觉得他刚才说过的那些话仿佛已经凝结成冰，正在班霍夫街上飘荡，而且带着令人心寒的消息：“这是一次危机，你知道。而且这是一次很大的危机。”他所说的某个信息可能马上转过街角，进入瑞吉斯拉斯街，与其他所有忧心忡忡的商界人士所发表的言论混合在一起。或者它可能径直来到湖边，飘过湖面的小船，轻声向人们嘟囔着：“这是一次危机，你知道……不过天气很可爱。”

那天晚上，我回家的时候，没有脱外套就走进了花园，坐在树下的椅子上。这是一个异常漆黑的夜晚，雪花无声地飘落。我曾经非常喜欢这样寂静的冬夜，来自晴朗天空的雪花在我身边轻盈曼舞。我抬头望得见远处皮拉图斯山顶上滑雪酒店的灯光，而在我的脚下，是那些威严的游船亮着航行灯从湖面上划过。这真是一派非常神奇景象。

我的思绪又回到了午餐时讨论经济周期的情景。我看到如此多的老练商人，因为不懂得经济衰退而变得身无分文。就连经济专家也感到这是一个难题——有多少人能说自己真正理解了这个问题呢？当出现暴跌的时候，许多人相信我们再也恢复不了了，而当出现繁荣的时候，有些人认为这种景象会

永远持续。经济周期问题是非常复杂的。让我感到好奇的是，这种现象究竟是从什么时候开始出现的？在石器时代肯定不会有任意的经济周期。那么它们是从1929年大危机开始的吗？显然不是，时间比这可要早得多。有可能是亚当·斯密时代吗？也不是，我们还要往前追溯。于是，我认为很可能是在欧洲市场经济引入纸币的时候，经济周期现象就真正成为了重要的问题。

把纸币引入欧洲的人是约翰·劳。这一举措刺激了一个非常巨大的信用市场的发展。信用市场对造成经济周期现象具有巨大的作用。因此，也许这就是经济周期现象真正成为重要问题的关键所在。

我深入地研究了约翰·劳。他是否真正理解自己引入的纸币呢？现在看来，他很可能没有理解。他怎么可能理解呢？我尽力想象着他的模样。他像我曾经看过的古老版画中的样子吗？他一定是高个子吧。在我的心里，他的一幅肖像已经渐渐浮现出来——轮廓修长的高个男子。在太阳王（路易十四）的时代，他的鞋子看上去有些女性化，上面满是各种装饰物。我闭上眼睛，静静地斜靠在椅子上，仿佛看见约翰·劳一副赌徒的模样。我似乎看见一个自信而傲慢的年轻人，站在早晨的阳光下。肯定在一个公园，因为旁边树木葱茏。隔着一段距离，一群人正望着他。他们都穿着同样颇为滑稽的文艺复兴风格的衣服。然而，约翰·劳只是站在一侧，陷入了沉思。现在，我已经把他看得清清楚楚，甚至注意到他脸上流淌的细小汗珠。他似乎并未察觉到，而只是一直牢牢地盯住某一个点。他如此固执盯着的是另一个人。他死死地盯着，然后我看到他迅速地伸手去拿一件东西……

序 言 / VII

第一篇 发现经济周期——繁荣与崩溃

- 第 1 章 密西西比泡沫 / 3
- 第 2 章 现金支付危局 / 19
- 第 3 章 经济危机——商业的苦恼 / 27
- 第 4 章 1837 年美国经济危机 / 45
- 第 5 章 繁荣的终结 / 55
- 第 6 章 萧条的唯一原因就是繁荣 / 65

第二篇 经济周期的规律

- 第 7 章 又到经济危机爆发的时间了吗 / 79
- 第 8 章 究竟什么是经济周期 / 99
- 第 9 章 商业萧条与货币稳定 / 105

- 第 10 章 病人膏肓的经济 / 113
- 第 11 章 大萧条 / 123
- 第 12 章 创新与经济周期 / 137
- 第 13 章 有关货币的问题 / 149

第三篇 经济周期的隐藏决定力量

- 第 14 章 经济周期的图景 / 163
- 第 15 章 三种周期模式 / 185
- 第 16 章 蝴蝶效应 / 193
- 第 17 章 趋势与心理 / 207
- 第 18 章 网络爆炸 / 225

第四篇 经济周期的精髓

- 第 19 章 理论与现实的背离 / 235
- 第 20 章 亚当·斯密的 3 个问题 / 245
- 第 21 章 周期的主要驱动力 / 251
- 第 22 章 中央银行的挑战 / 265

第五篇 经济周期与资产价格

- 第 23 章 周期之母：房地产市场 / 303

- 第 24 章 收藏品投资 / 333
- 第 25 章 贵金属交易 / 349
- 第 26 章 商品期货投资 / 367
- 第 27 章 债券、股票与基金 / 379
- 第 28 章 世界最大的市场：外汇交易 / 391
- 第 29 章 经济周期和市场循环 / 399

- 跋 心跳之声 / 419
- 附录 1 经济周期理论重要事件一览 / 421
- 附录 2 历史上大规模金融危机一览表 / 427

BUSINESS CYCLES

第一篇

发现经济周期——繁荣与崩溃

第 1 章 密西西比泡沫

他站在那里，手里紧紧握着一把剑。即将要出现的一幕着实让人恐惧，他就要和一个 23 岁的年轻人进行一场决斗。这个年轻人名叫约翰·威尔逊，是这个镇上一个大家族的子弟。就在此刻，威尔逊的马车来了，除非威尔逊突然改变主意取消，否则决斗已经无法避免。约翰·劳为什么要接受这样一场决斗呢？他为什么要冒失去自己年轻生命的危险呢？他真的很愚蠢吗？实际上，他只要原谅自己，就可以退出决斗，绕开这个麻烦，或者只要离开伦敦一段日子，所有事情也就随着时间的流逝被人忘却了。然而，约翰·劳不是那样的人，他遇到麻烦时，从来不会逃避，就像他一看见机会总要伸手抓上一把一样。于是，当约翰·威尔逊向他提出要决斗的时候，劳就立刻准备直面这场挑战。

赌场上的数学天才

约翰·劳非常健谈，而且衣着讲究。尽管脸上有一些出水痘留下的疤痕，但看上去还是显得颇为睿智，况且他身材伟岸（有 6 英尺高，合 1.8 米），仪表堂堂，非常富有魅力。在故乡爱丁堡，姑娘们都知道他是“花花公子劳”。从 14 岁到 17 岁，他在父亲的会计行里学习银行业务，在此期间他展露出了超常的数学才华。1688 年，他的父亲故去，留下这个 17 岁的儿子，还有银行与金匠业务的收入。在爱丁堡，约翰·劳几乎不曾错过任何一次机会，然而，他想要的实在太多，这个小城已经无法满足他的欲望。

于是，他决定离开苏格兰去伦敦。到了伦敦，刚刚安顿下来，他就开始频繁光顾赌场。在赌场里，他的数学才华可以派上大用场，没过多久，他就在赌桌上赢了相当可观的一笔钱。很快，这个英俊潇洒的苏格兰青年在伦敦出名了，而在一大群崇拜者中，女士们显得格外突出。这不禁让人感叹：生活真是太奇妙了！

但是，日子慢慢地过去，约翰·劳也在不知不觉之间变成了一个无可救药的赌徒。他在赌场上玩得越来越大，直到有一天，他受到了上天的惩罚：因为输得太惨，他只好抵押房产来还赌债。

屋漏偏逢连夜雨。也就在这一年，当威尔逊提出决斗时，他竟然愚蠢地接受了。可是，这样一场严肃的生死决斗，却仅仅是因为他和威尔逊女朋友的一次小小的调情。当时的约翰·劳虽然也只有26岁，但是似乎已经作好了赴死的打算。

逃 亡

这场决斗因残酷的死亡戛然而止。威尔逊一下马车，便提着剑直奔约翰·劳而来。约翰·劳仅仅是迅速地作了防卫性突击，却意外地刺中了威尔逊。威尔逊受了致命伤，没过一会儿就倒在了地上。然而，就在这天晚上，警察逮捕了劳，随后他被指控犯有谋杀罪，他的案子是和其他26名被告一起进行听证审理的。在历时3天的听证审理过程中，法庭不允许他雇用辩护律师或者自己出庭作证，他唯一的辩护方式就是当庭宣读一份书面陈词。第三天，判决结果出来了。大部分被告——准确地说，是21名被告——由于犯有偷窃罪而被判处烙手印，一人被判处流放，其余5人则被判处绞刑。在这5人之中，有一个是强奸犯，还有3人是由于造假而犯罪，最后一个就是约翰·劳。

幸运的是，判决书上的谋杀罪名后来被改成了过失杀人，于是绞刑也被减轻为处罚金。威尔逊的兄弟对此极为不满，提出了上诉，结果案子悬而

未决，劳仍然被关在监狱里。但是，在上诉定讞之前，劳就已经作好了逃走的打算——至于他是如何逃走的，并没有明确的记载。当时的公报曾刊载过一则逮捕他的告示，对他作了这样的描述：

约翰·劳船长，男，苏格兰人，26岁，身材高挑瘦削，皮肤黝黑，6英尺高，脸上有明显的麻子，鼻子很大，谈吐不凡，说话嗓门很高。

由于这些描述和实际的情形相差太远，因此，我们可以推测，这张告示反而帮了他的忙，使他能够顺利逃亡。无论这个情况是真还是假，但不争的事实是他的确设法从英格兰穿越海峡逃到了欧洲大陆。

新的货币

约翰·劳在欧洲大陆游历了多年，每到个国家，上午的时间一般都用来研究该国的财政、贸易以及货币与银行方面的业务，晚上则是泡在当地的赌场里。大概是1700年，他在29岁的时候返回了故乡爱丁堡。在爱丁堡，他开始推销自己早在欧洲大陆游历期间就逐渐形成的理念：国家要繁荣，就要发行纸币。他本人对此深信不疑，因为相比传统的金币或银币，纸币进行交易会带来极大的便利。1705年，他出版了《论货币和贸易：兼向国家供应货币的建议》。他在这本册子的开头写道：

有几种办法可以挽救处于货币严重短缺困境的国家。当然，要进行正确判断，而且要符合最安全、有利与可行的原则，就应该研究清楚以下问题：1.要查明货币的性质以及为什么白银比其他物品更适合充当货币。2.要研究贸易，以及货币对贸易所产生的深远影响。3.要对已经采用的用于维护和增加货币供应量的办法以及现在所提到的这些问题加以检验。

这本册子的促销工作做得较好，许多地方都张贴了宣传海报，列出了他所提建议的要点。它的确写得很好，说理非常清楚，让人容易理解。例如，

约翰·劳对价格与价值的区别作了这样的解释：

水的用处很大，但价值很小，因为我们拥有的水量远远大于需求量；钻石的用处很小，但价值很大，因为对钻石的需求量太大，远远超出了供应量。

再比如他对纸币的描述：

商品交换的目的不是获得货币，而是获得商品的价值。货币的用处就是购买商品，而白银作为货币并无更多的用处。

当时苏格兰的经济正处于不景气时期，劳相信自己看到了问题的症结所在：经济不景气与货币有关。这本册子还提出了一种从未有过的说法——“货币需求”。劳试图向读者说明，由于货币供给量太少，所以货币的利率就太高。解决的办法就是增加货币供给量。他声称，扩大货币供给量能够降低利率，而且，只要国家以全部生产能力运行，就不会导致通货膨胀。

他还提出了另外一项建议：在苏格兰建立一家“土地银行”。该银行可以发行银行券，但发行银行券的价值绝不超过国家所拥有土地的价值。持有银行券的人可以获得利息，并且有权选择在特定时间将银行券兑换成土地。这个新的方案有两方面的优点：

- 它将减轻国家的负担，即避免为了适应经济增长而购买越来越多的贵金属来铸造钱币。
- 它将使国家更容易管理流通中的货币量，以便适应国家需求的变化。

这个建议非常好，产生了很大的轰动效应，同时也引发了争议。批评者嘲弄这是一个“沙滩银行”，将会破坏国家的命脉。但是，另外有一些人则支持劳的想法，最后，议会也对这个问题进行了严肃的辩论。然而，事情也就到此为止，大部分议员最终还是拒绝了这个方案。约翰·劳对此感到非常失望，再加上他又得不到英格兰法庭对他过失杀人罪的赦免（当时的英格兰与苏格兰

是两个不同的国家)，于是，他又回到欧洲大陆。这一次，他重操赌博的旧业。几年之后，他的赌技在各欧洲国家的首都已经闻名遐迩。他已经历练得很有城府，为人处世变得非常小心谨慎，并且已经拥有大量的财富。

约翰·劳就这样在佛兰德斯、荷兰、德国、匈牙利、意大利、法国等地度过了14个春秋。有许多地方的人认为劳给青年人带来了坏的影响，也正是这个原因，他被逐出了威尼斯和热那亚。他还树敌不少，一方面是由于他太精于算计，在赌桌上总是赢钱，另一方面是由于他总是喜欢和女人们厮混，而这些女人有时也与别的男人来往。有一次，他遇见一个叫凯瑟琳的女士，虽然她已经结婚了，但还是喜欢上了劳，最终她离开了丈夫，跟着劳私奔到意大利。后来，他们在一起生育了孩子。他还和一些有权势的上层人士来往，其中就有法国的奥尔良公爵。菲利普·奥尔良和约翰·劳一样，长得非常英俊，而且富甲天下，有权有势，很是迷人。与劳相比，在玩弄女人方面是有过之而无不及。

但在劳的心里，还一直挂念着有关纸币的想法。他确信欧洲的繁荣需要纸币信用。大约1708年，他在法国的法庭上向一位检察官提出了建立土地银行的计划。然而，这个建议再一次被拒绝。之后，他又在意大利作过尝试，结果同样被拒之门外。

要繁荣，就需要纸币

然而，历史往往又是滑稽的，有时正是某个非常奇怪的巧合决定了一个国家的命运。挥霍无度的“太阳王”路易十四在1715年死去，继承法国王位的国王年仅7岁。于是，劳的朋友菲利普·奥尔良有机会登上了历史的舞台，作为年幼国王的叔叔，他成了摄政王。奥尔良大公不像劳那样懂得银行与高级财政事务，他对此几乎是一窍不通，但与欧洲其他国家的领导人不同，他开始认真考虑劳的设想。

大公要自己承担这样的责任并不是一件容易的事。由于路易十四对珠宝与宫殿的兴趣远大于预算平衡，在他挥霍无度之后，法国的财政已经是摇摇

欲坠。以下是关于这个国家的几个关键数字：

国家债务：	20 亿里弗尔 ^①
年财政收入：	1.45 亿里弗尔
付息之前的年支出：	1.42 亿里弗尔
付息之前的盈余：	300 万里弗尔

当一个国家的债务差不多达到每年财政收入的 14 倍时，日子就会特别不好过。法国 20 亿里弗尔的债务中大部分是从大约 40 个私人银行家那里借来的，这些银行家也负责收税。当时的情形实在已经糟糕透顶，因为每年需要支付的债务利息就高达 9 000 万里弗尔，相当于利率为 4.5%。如果财政盈余在付息之前就只剩区区的 300 万里弗尔，那你如何能支付高达 9 000 万里弗尔的债务利息呢？那时候，诺阿耶公爵被新任命为财政大臣顾问，他后来对当时的实际情况作了记载：

我们发现，加上王室的财产，国家的财政收入几乎被无比庞大的费用和巨额账单消耗光了。正常税收早就被提前吃完，而各种拖欠的债务还在逐年累积，各种债券、收费条例、预支摊派的名目如此繁多，把这些加总起来几乎是一个天文数字。

圣·西蒙大公后来在他的回忆录中这样写道：

没人还有付款的能力，因为谁也拿不到薪金……

既然情况如此糟糕，那奥尔良大公还能干些什么呢？按照古代欧洲的传统，他可以有以下 5 种选择：

- 宣布国家破产；
- 竭尽能事进行大规模征税；

^① 里弗尔 (livre)，古时的法国货币单位及其银币名称。——译者注