

无休止的贪婪和恐惧，戏剧性的崩溃和英勇的救援，
一部现代金融体系成长、崩溃和再平衡的历史。

崩溃和救援

美国股市百年跌宕启示录

[美] 斯科特·内申斯 (Scott Nations) 著 赵立光 译

A HISTORY OF THE
IN FIVE CRASHES

1929

1907

崩溃和救援

美国股市百年跌宕启示录

[美] 斯科特·内申斯 (Scott Nations) 著

赵立光 译

图书在版编目 (CIP) 数据

崩溃和救援：美国股市百年跌宕启示录 / (美) 斯科特·内申斯著；赵立光译。--北京：中信出版社，2018.7

书名原文：A History of The United States in Five Crashes

ISBN 978-7-5086-8919-7

I. ①崩… II. ①斯… ②赵… III. ①股票市场-经济史-美国 IV. ①F837.129

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 089031 号

A HISTORY OF THE UNITED STATES IN FIVE CRASHES by Scott Nations

Copyright © 2017 by Scott Nations

This edition arranged with INTERCONTINENTAL LITERARY AGENCY LTD (LTA)

through Big Apple Agency, Inc., Labuan, Malaysia.

Simplified Chinese translation copyright © 2018 by CITIC Press Corporation

ALL RIGHTS RESERVED

本书仅限中国大陆地区发行销售

崩溃和救援：美国股市百年跌宕启示录

著 者：[美] 斯科特·内申斯

译 者：赵立光

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)

承 印 者：中国电影出版社印刷厂

开 本：880mm × 1230mm 1/32 印 张：12 字 数：244千字

版 次：2018年7月第1版 印 次：2018年7月第1次印刷

京权图字：01-2018-3385 广告经营许可证：京朝工商广字第8087号

书 号：ISBN 978-7-5086-8919-7

定 价：59.00元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题，本公司负责调换。

服务热线：400-600-8099

投稿邮箱：author@citicpub.com

序 言

《崩溃和救援：美国股市百年跌荡启示录》记录了美股自1907年以来的五次崩盘，每次股市崩盘的催化因素不同，但是市场从繁荣狂热到泡沫幻灭的韵律总是相似的。上百年来，改变的是股价、上市公司和投资者结构，不变的是人性的贪婪与恐惧。正如作者在书中所言，人们总是有太多的贪欲，却缺少足够的恐惧。

这本书的中文版面世时，恰好是美股过去8年的牛市的转折点。2018年1月26日，道琼斯指数历史性地收盘于26 597点时，谁曾想之后两周它会如水银泻地一般跌去10%。似曾相识的一幕仿佛正在重演。2018年和1987年的经济金融环境有诸多相似：劳动生产率从2008年金融危机后的谷底缓慢回升；金融周期正处在稳健的扩张期，企业和家庭仍有加杠杆空间；私人投资刚刚启动不久，不存在1999—2000年泡沫破灭前的过度投资现

象；新一轮的技术革命仍在萌芽状态，投资回报率的长期趋势性下降使得大量低成本的资金被用于股票回购，而不是要素型资本的投资；与 1984—1987 年股市的繁荣相似，过去几年美股的增长主要由股票回购支撑，金融危机后连续量化宽松创造了低利率环境，支撑了美股大牛市；美联储正在加息周期中，长期下降的流动性溢价面临反转；被动投资占比提升驱动了权重股估值提升。

作者在回顾美股百年历史时提到：美股的历次崩盘都无一例外地存在金融工具的影子——1907 年的信托公司，1929 年的杠杆投资信托基金，1987 年的投资组合保险，2008 年的抵押贷款支持证券。其实 2018 年也不例外。2017 年极低的波动率和风险溢价对于潜在风险没有任何警示作用，因为各大基金广泛使用的风控指标 VaR 是基于历史回溯数据，而非向前的审慎思考。也许主动式投资还能包含一些对风险的主观考核，然而被动 ETF（被动型指数基金）、SmartBeta（聪明贝塔）、主动式量化等一系列基于波动率指标来进行资产配置的投资方式盛行，VaR 的负反馈机制如同当年的程序化交易。一旦机器人占领了整个酒会，当音乐停止，就是各类交易挤向出口互相踩踏之时。

《崩溃和救援：美国股市百年跌宕启示录》给我们提供了一个观察美股百年历史的重要视角——崩盘和灾难，这对股票投资者和政策制定者来说都是永不过时的警醒，因为了解股市崩溃的原因，也是在了解我们自己，了解人性的贪婪与恐惧，了解政治和社会，以帮助我们在下一次崩溃到来之前能够有所准备。然而

美股的百年历史，不只有崩盘的轮回往复和人性的贪婪与恐惧，它也是一部关于金融、产业和经济的历史。历史总会以不同的方式重蹈覆辙，改变的是技术，不变的是新技术替代旧技术，新产业替代旧产业，新经济替代旧经济。从历史的维度看，很多牛股的诞生是因为它们恰如其分地站在了产业变迁的风口上，所以了解技术和产业的变迁史，对投资而言至关重要。

比如 20 世纪 70 年代的滞胀曾让美国传统制造业、交运仓储、建筑业、零售业步履维艰，但同时还有一批弱小的产业，虽然不为人所关注，却在逐渐成长，如计算机、移动通信、信息服务、生物科技等，这些新兴产业成了美股在 1980 年之后腾飞的基石。了解美股的历史对研究中国经济转型和市场投资也具有宝贵价值。当前中国的经济转型类似于美国的 1975—1985 年——从旧经济重资本产业驱动转向新经济轻资本产业驱动，当时的美国正处于 70 年代滞胀的后期和 80 年代信息技术革命的初期，旧经济行业通过并购重组来提升效率，新经济行业也在孕育着机会，这些或许能为中国股市的当下和未来投资机会提供一些参照。

宋雪涛

2018 年 5 月 1 日 于北京

自序

股市暴跌往往来势凶猛，十分恐怖，令人心颤，也会引发经济和社会动荡。每一次股市崩盘，都会有无数故事发生。这就好比汽车相撞、飞机坠毁，原因肯定是多方面的。股市暴跌直接导致大量财产损失，人们的生活由此改变。同样令人印象深刻的是股市暴跌背后的那些真实故事。在绝境中，总有勇士奋起，他们能充分意识到股市低迷的原因，寻找新的契机，警示股民随时可能发生的崩盘现象，并竭尽全力阻止愈演愈烈的下跌趋势。

我们投资股市的原因有多种，无论是投资养老基金还是教育基金，都是出于好的目的。然而，令人意想不到的是：我们投资养老基金，却给社会提供了更多的就业机会；我们投资教育基金，却创造了更多可以学习的技术。投资所产生的影响远不止这些。这些投资在世界范围内得到广泛利用，解决了许多实际问题，开创了新的产业，世界经济得以发展。美国投资者可能比世

界其他任何国家的投资者都要受益更多。

市场上发生的故事，包括现代股市暴跌，基本上都是些令人神魂颠倒的故事。一些人预见到股市暴跌即将来临，另一些人却丝毫未察觉，反而为股票下跌推波助澜；一些人蓄意制造股市危机，还有一些人则只是愚蠢或鲁莽地投资股市。

另一种既让人着迷又让人恐惧的故事是，大多数造成股市暴跌的责任人打着为公众谋利益的幌子去操纵股市。一位总统标榜自己只想获得更多的权力而不想成为获取财富的罪犯；一位公务员说，他只想帮助一个朋友渡过难关赚点钱，结果却亏了钱；一位学者发明了一种巧妙的方法，这种方法本应把大部分风险从投资中挤出来，但却制造了另一种巨大的新风险；还有一些人口出狂言，认为所有美国人通过投资都可以买得起房子；甚至有人认为，自动化会使股市交易更加快捷、高效。对于这些人，那些处于崩溃中心的人毫无例外地警告说，他们设定的交易路线是危险的。通过阅读本书，我们能了解发生在投资者身上的真实故事以及他们的忠告，以便我们在今后投资股市时能留意风险，避免或哪怕只是减少损失。

然而本书的话题并不只是讨论某个人在股市中遭遇的阴谋，毕竟股市对投资者的影响深远。假如一个投资者于 1899 年 12 月 31 日投资 1 美元给道琼斯工业指数，那么在 1929 年华尔街股市风暴到来之前，他的投资收益已经增加到 156.88 美元。如果那个投资者能避开 1987 年 10 月 19 日那场股市大崩盘，他的 1 美元投资将升值到 202.71 美元。如果那个投资者能够躲过 2008 年

那5天的“股市倒霉日”，那么他的1美元投资将变成319.24美元，收益十分可观。

遗憾的是，股市崩溃的代价不仅是财产损失，它会给人们带来更多的恐惧感，使人们从此不敢再投资股市，这对创造就业机会和经济发展产生了不利影响。股市崩溃还会产生不可预知甚至让人迷惑的诸多问题。例如，20世纪70年代初，人们对股市缺乏信心，纷纷拒绝投资，造成股市持续低迷，这直接导致了1987年10月19日的“黑色星期一”。我们会通过本书了解这些内幕。

即使所有防范措施到位，股市危机也不能避免。股市崩溃是市场运作方式和参与者们共同作用的结果。股市中的人为因素促使人们无休止地沉迷于股市，制造了一个无与伦比的棱镜，从中可以折射出下一次危机爆发的序幕，尽管危机尚需数年。随着时间的流逝，我们往往忘记了以前的教训。因具体情况的变化，我们忽略了这样一个事实：造成股市危机的原因不是单一的，但我们往往认识不到，并因此蒙受财产损失。其实每一次股市崩溃都是许多人为事件聚在一起所导致的，尽管每一次危机都与以往的危机有所不同。就算我们明白这些事实，也做出了很大努力，仍然无法阻止危机的到来，就如同我们不能消除交通事故。无论汽车性能多么先进，司机开车多么小心，人毕竟是人，也许在组装成千上万个部件时，某个重要部件出错，抑或在操作某个具体部件时失误，或许两个原因都有，甚至可能因为某一天的天气很糟糕，或者司机醉酒驾车，都会产生致命的影响。

我们确信，股市将会再次崩盘，这可以在对股市继续萎靡的

理解中找到答案，尽管五次现代股市大崩盘都惊人地雷同，而且应该教会了我们一些知识。几次大崩盘的特征都十分相似，一些现象对我们来说应该是显而易见的，包括股市的大幅升值。准确地讲，股市升值的过程和持续回落的过程同样普遍。在股市强劲的十年里，有两年的时间，股民大举买入是很常见的，结果导致股市最终崩溃。另外还有一些不那么明显的共同点，包括我们过度相信我们能理解的新金融措施，结果发现这些措施在股市最脆弱的时候注入了不确定性，产生重大影响。政府也会适时出现，通常会致力于消除“真正的不平等”，比如以工业垄断扼杀竞争或滥用杠杆收购。政府往往选择最糟糕的时机进行干预，比如一直等到金融压力让政府的支持者们难以承受为止。当外部的催化——通常是自然的或地缘政治的——推动体系超越了临界点，就会造成股市崩溃。每一次崩溃前经常出现的警告似乎特别有先见之明。我们为什么就是不听呢？

考虑到共性，我们如何让自己陷入这样的境地，使自己确信这次危机不同于以往？通常是因为坚信政府的新策略，认为许多风险已经从股市中被挤压出去了。

20 世纪 20 年代，投资信托公司承诺对资产进行专业化管理、投资多样化，认为两者可以减少或消除风险，然而恰恰相反的是，投资信托却增加了风险。20 世纪 80 年代，出现了一种令人惊奇的资产配置的新方法，它被称作投资组合保险，只要承诺保证一个最低水平，之后组合价值就不会下降，然而下降的深度和广度反而加剧了。30 年后，投资银行家和机构投资者被这种资

产配置的方法所诱惑，他们相信抵押贷款支持证券的价值不会跌到某个水平以下。

在我们观察这些危险是如何形成时，我们发现，那些不可知或不可预见的因素是引爆崩盘的催化剂。1907年，它像地震一样随机发生，而2010年，就好比在一个遥远的地方发生的一场骚乱。每一次的催化剂最初似乎都与金融无关。但是，我们现代社会的经济与金融关系紧密，比如我们的西海岸发生地震时的保险赔付，中东地区的原油价格波动和地缘政治动荡，或者是欧洲的共同货币对一个正面临暴力瓦解的国家的救助。这些不可预知的催化剂对金融行业非常重要。

可以观察到的因素对预见股市崩溃是必要的，但只有这些还不够。即使我们不能确定崩盘什么时候发生，我们也应该能认识到崩盘什么时候可能发生。如果没有任何一种催化剂的介入，结果可能就是多年的股市低迷、糟糕的股市回报，而不是那种晴天霹雳般的股市风暴，造成人们的财产大量蒸发而看不到何时股市会出现复苏。

我们很容易相信，我们当前的金融世界和几年前的金融世界存在很大差异，有些人说这是社会的进步，总以为下一场股市崩溃不太可能发生。不幸的是，正是这些不被重视的变化导致了下一次的崩溃。1907年，支付保险索赔这样简单的事情可能需要几周时间。为了弥补1906年旧金山大地震造成的损失，黄金必须在伦敦装船（因为承保人大多数是英国的），然后向西航行。1914年巴拿马运河开通以前，这样的航行需要数周的时间。唯一

缩短航程的方式是经由波士顿或纽约港，将船上的黄金装上火车，经过几天的行程，最后运抵旧金山。

2010 年，即使是完成最复杂的金融交易，时间也已经缩短到几分之一秒。芝加哥或纽约的交易员知道他们可以在 20 毫秒（1 秒的 $1/50$ ）左右完成一项交易。可是，与通信公司建立昂贵的微波发射塔后的时间相比，20 毫秒的时间似乎也很长，发射塔建成后，执行交易的时间会再缩短 5 毫秒。这种变化对股市的影响是巨大的，以往人们最关心的是哪只股票更值钱，现在更加关心的是怎么以最快的速度买进或卖出。

这种速度上的进步自身也带来了问题。股市依赖几乎瞬间就能够完成交易的电子交易系统，这显然是一种退化，因为很短的交易延迟，人是感觉不到的。这种新出现的问题导致一种新形式的崩溃。

爱因斯坦说，想象力比知识更重要，因为知识局限于我们所知和理解的东西。他的这句名言对分析过去几次股市大崩盘的原因具有参考价值。想象力还让我们懂得：即使玩家变了，但只要游戏没变，我们就依然能够想象股市会如何再次崩盘。

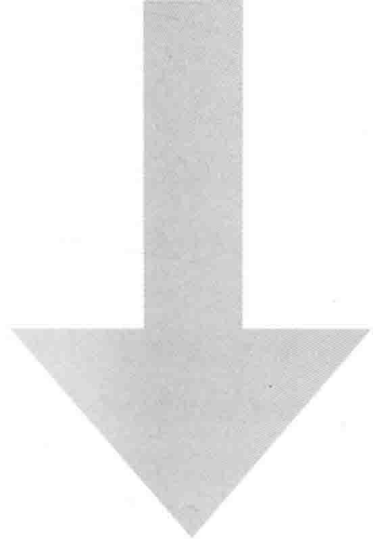
这本书讲述了 1907 年、1929 年、1987 年、2008 年和 2010 年美国股市崩溃的原因、危机的过程以及这几次大崩溃的共同点。20 世纪 30 年代美国人想知道，股市是否能重新回到 1929 年 9 月 3 日的水平，而经过大萧条、第二次世界大战以及长达 25 年的政府干预，股市最终还是恢复到了那个水平。美国股市危机后每次都能恢复到原来的水平，但是真正的危险并不是金钱方面的

损失，而是在这段时期内，人们不愿意继续投资股市，不再参与股市的复苏，人们的生活方式、养老金以及教育由于经济的低迷深受影响。

这些故事很吸引人，但写这本书的目的是想让投资者能深刻领会究竟什么原因促成了股市的崩溃，因为投资者这些年来为世界经济做出了很大贡献。俗话说“有备无患”，我们应该对此给予更多的关注。

目 录

序 言	1
自 序	5
大恐慌(1907 年)	1
大崩溃(1929 年)	63
黑色星期一(1987 年)	133
金融风暴(2008 年)	201
闪电崩盘(2010 年)	277
后 记	327
鸣 谢	337
参考文献	339



大恐慌
(1907年)

几十年来，美国人已经习惯性地接受了他们的总统都是年纪较大的人，而1901年9月15日早晨，美国人一觉醒来，惊奇地发现一位精力充沛、充满活力的人在7800万美国人中初露锋芒，西奥多·罗斯福（Theodore Roosevelt）在威廉·麦金利（William McKinley）总统遇刺身亡后当选美国新总统。

麦金利连任两届总统，在位期间很受欢迎。即使按照现在的审美标准来看，58岁时候的他也一点都不显老。他个子虽然不高，只有5英尺7英寸（约1.70米），但是他胸肌发达，双肩宽厚，大腹便便，那时候这样的形象就是健康和富有的标志。但在1901年9月6日，距离麦金利卸任总统还有三年时，他在纽约布法罗泛美博览会的欢迎队伍中遭到枪击。事发前三天，一个叫里昂·乔尔戈斯（Leon Gzolgosz）的28岁无政府主义者，花4.50