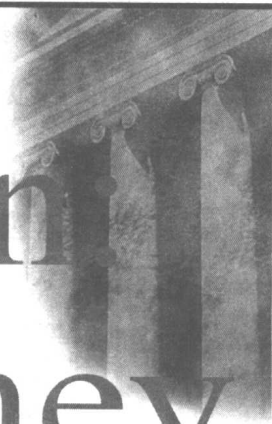

悲观博士 考夫曼论 货币与市场

作者：(美) 亨利·考夫曼

译者：孙 忠

Kaufman
On Money
& Markets



海南出版社

FL10/25

前 言

对我来说，长途飞行一向是蒙头大睡的好机会。但在不久前飞往东京的航班上，亨利·考夫曼的回忆录却帮我驱走了所有的睡意。这是一本引人入胜的著作。

我不能断言自己对本书的评论是独立无偏见的。亨利作为我的老朋友和备受信赖的专业同僚已经有 40 年了。我们年岁相仿。我们也在同一家机构中——纽约联储银行，它多年来一直向初出茅庐的金融经济学家们传授华尔街的生存之道——开始自己的职业生涯。在那以后，我们虽然不再是同事，但却从事着类似的工作。在许多方面，我们的想法不谋而合。

但是，即使没有上述背景，我仍然认为这本书是一部值得一读的重要作品。它为我们描绘了有关华尔街及其机构和人物的生动画面。它对全球金融前景——既充满希望又险象环生——的分析值得特别的注意。更重要的是，它讲述了一个动人的故事，一个在美国实现梦想并且回报梦想的故事。

亨利·考夫曼出生在德国的田园乡村，他是无数个在纳粹恐怖统治下失去正常生活的孩子中的一员。他的家庭突然发现自己不得不适应极为陌生和困难的纽约生活，而他们不富裕。像许多同时代的难民一样，亨利对这段艰苦的日子闭口不谈，至少不对那些没有类似经验的朋友们谈论——他们是令人羡慕的幸运儿，生活中一帆风顺，“平静而和谐。出生于条件优越的家庭……从小就为他们准备好发展的道路。”

ON MONEY AND MARKETS

这可能是对美国中产阶级的一种极为简单化的归纳，但是毫无疑问的是，逃出大屠杀的经历远远超出了大多数美国人的理解能力。人们不禁会想，亨利·考夫曼以及那些具有相似背景的人所经受的独特挑战为他们本人的生活带来了不同寻常的色彩。美国比其他任何国家都更好地结合了宽容和道德信念。他们也同这个尊重法律及个人自由的国度之间建立了深厚的情感。

在本书中，一个被反复讨论的主题是交易性证券公司和货币管理公司追求竞争、繁荣和成长的愿望同公平对待客户、保持高水平的财务标准和尊重由管制和监督所反映出来的广泛的公众利益之间内在的紧张。每一个读过本书的人都可以体会到亨利·考夫曼的自豪，他是金融市场分析的先锋，开创了一家主要投资银行的强大而独立的研究队伍，他为自己能够成为这家伟大的交易公司的合伙人而自豪，他也很清楚自己作为高级主管人员所负有的责任。他坦率地承认，自己在担负个人的和职业责任的同时感受到越来越大的压力，因为公司的竞争更为激烈，他所在的公司也和同行一样陷入了保持短期利润的迷途，而非个人化的新技术又往往被滥用。最后，亨利选择了在他自己所有的小公司里度过职业生涯的余下的几年。在那里，他感到心安理得，它所带来的另一个好处则是可以按照自己的心愿对有关公共政策的紧迫问题发表评论——还有像我们所看到的，撰写一部回忆录。

本书中相当大的一部分篇幅用来阐述和探讨对全球金融市场的脆弱及其过热的危险的长期的担心，以及由此而来的对更为有效的国际化管制和监督方法的需要。在我看来，他正确地提出了应当注意所谓现代风险管理和交易技巧的缺陷与不确定性的问题，后者更多地是建筑在数学构造而不是对金融市场个

性和人性的充分理解的基础上，总是倾向于引起狂喜和绝望等极端性的反应。你可以质疑他关于机构改革的建议是否现实可行，但是，无论是政府还是市场参与者都应当充分理解亨利在这里令人信服地证明了的危险因素，这可谓是关系重大。

过去 20 年里，华尔街出现了从未有过的繁荣景象，为那些擅长运用金融工具投资的人带来了巨大的财富。金融创新，全球化和诸多管制条例的解除从根本上改变了金融市场的面貌。有关新时代的各种理论以及对一帆风顺的投资前景的预期——这对那些在美国有史以来最大的股票牛市中成长起来的一代人特别有吸引力——丰富了世界历史。

但是，警铃已在四面响起。拉美债券危机卷土重来，近来在亚洲经济四小虎之间扩散的金融崩溃，日本股票市场泡沫破裂后持续的经济下滑，10 年前美国储贷协会与银行机构为免于破产而苦苦挣扎的情景犹在眼前——所有这一切都为亨利的分析和关心提供了注释。以此而论，本书应当成为那些将前途和财富系于金融体系表现的人士的必读书。但本书的价值远不止于此，它是一个引人入胜的故事，一首长篇叙事诗，主人公以屠夫的儿子成长为对金融以及纽约的教育与文化事业做出重大贡献的人。

亨利在书里几乎没有提到他对母校——纽约大学斯特恩商学院——的回报，该校的主楼就是用他的名字命名的。他对当前经济学教育远离实际工作的状况深为忧虑，为此向该校捐赠了特别教席旨在向学生教授经济史以及让他们有机会了解企业和政府工作的人士的想法（作为斯特恩商学院的首位亨利·考夫曼访问教授，我本人深感荣幸）。亨利对教育的热心超越了国界的限制，他对留学生交换以及以色列的教席同样给予了支持。不仅如此，纽约市有许多艺术及人文机构也受益于亨利

ON MONEY AND MARKETS

及其夫人的信念——生活中应当有远远超出经济学含义的更重要的价值。广泛的兴趣和思考的深度为亨利·考夫曼人生之路打上了鲜明的标记。

保罗·沃尔克
美国联储前任主席

目 录

前 言	(1)
第一章 从纳粹德国来到新世界	(1)
在德国农村度过童年	(2)
乌云压顶	(5)
新美洲之路	(12)
第二章 走进华尔街	(21)
在产业银行界学习行业规则	(22)
从商业银行业到中央银行业	(26)
加入所罗门兄弟公司	(33)
第三章 市场的成长与转变	(47)
战后金融市场的戏剧性增长	(48)
信贷的证券化	(56)
金融市场的全球化	(61)
机构和资产组合管理	(64)
第四章 金融衍生品革命	(69)
增长的动力	(70)

ON MONEY AND MARKETS

共识	(73)
分歧与盲点	(77)
政策含义	(83)
第五章 华尔街的公司化潮流	(87)
华尔街上的合伙制	(88)
所罗门兄弟公司：从合伙制到公司	(89)
证券公司开办的借贷业务	(95)
第六章 所罗门的成长苦恼	(101)
菲布罗—所罗门合并	(101)
歧路	(105)
大胆的杠杆化成长	(107)
离开所罗门公司：一个痛苦的决定	(109)
第七章 全球商业与金融的美国化	(115)
经济民主化的观念	(117)
美国独特的经济民主	(119)
全球金融市场的美国化	(124)
金融业务关系的非个人化	(130)
第八章 金融预测的兴起	(135)
盯住联储和基金的流动	(136)
信贷及相关指标的评论	(142)
建立所罗门公司全球研究网	(145)
一不小心成了权威	(149)

变量的权衡	(150)
第九章 预测与大牛市	(155)
1974 年, 收益曲线爬上顶点	(155)
1981 年 10 月: 长期利率上了天	(158)
90 年代, 勇敢的利率世界	(172)
保持客观态度	(176)
“末日博士”的由来	(182)
第十章 联储走上舞台中央	(187)
重建权威和工作重点	(188)
凯恩斯主义和货币主义	(191)
捕捉难以捉摸的货币目标	(196)
第十一章 联储政策的弱点	(205)
联储落后于经济中的结构性变化	(205)
“最后的贷款人”——为了谁?	(212)
股票价格与财富效应	(215)
变化的步骤	(221)
第十二章 管制与监督改革的紧迫需要	(227)
切实可行的监管改革的基本要点	(229)
改革国际性的监督和管制体制	(235)
关于国内改革的建议	(240)
应当避免的做法	(242)
通过管制来平衡利润和责任	(245)

第十三章 金融危机的教训	(251)
大萧条的遗产	(251)
1966 年的危机	(255)
宾夕法尼亚中央铁路公司的破产	(259)
石油危机及其隐蔽的效应	(264)
第十四章 80 年代和 90 年代金融过热的教训 ...	(273)
国债的膨胀及其后果	(274)
审思 1987 年股灾	(276)
公司债券和兼并狂热	(279)
银行业的麻烦	(285)
90 年代的金融动荡	(287)
第十五章 经济和金融中的偏向	(295)
影响财政和货币政策的偏向	(297)
金融预测中的偏向	(300)
影响投资者行为的偏向	(304)
错误的假设和谬论	(306)
第十六章 被忽视的教训	(311)
致政府当局	(311)
对金融机构的教训	(320)
投资者应当记取的教训	(322)
历史的回音	(331)
第十七章 新世纪的金融机构	(337)

目 录

放权	(338)
集中化与“集成式机构”	(339)
因特网和金融市场	(346)
金融机构经理所面临的挑战	(348)
 第十八章 展望未来	 (353)
近期我们所面临的风险	(353)
利率变化的前景	(360)
欧元、美元和日元	(363)
金融市场的新气象	(366)
世纪展望	(368)
 参考文献	 (375)
 亨利·考夫曼演讲、论文及访谈录	 (385)

第一章 从纳粹德国来到新世界

我们别无选择。正如我父亲所警告的那样，犹太人已经不能在德国再待下去了。

对某些幸运儿来说，生活就像一段平和悦耳的弦律，每一个音符的位置都是可以预测的。他们出身于锦衣玉食之家，早就为自己准备好了人生的规划。有的人可以追随父母的事业，成为医生、律师，或进入家族企业谋职。终其余生，他们生活在同一个社会圈子里。其中有不少人会青梅竹马的伙伴缔结姻缘。存在于邻居、朋友以及熟人之间牢不可破的关系为他们的生活带来了稳定感。

同我自己的生活经历相比，这幅图景的反差该有多么强烈啊！我出生在一个德国小村庄，村里面每个人互相之间彼此都认识。不幸的是，在这种环境中常见的祥和安宁却没能持续多久。我是1927年生人，童年时光倒还过得惬意，接下来就碰上20世纪人类最不堪回首的浩劫：大屠杀。所幸我们总算活着逃出了温宁（Wenings），11个月之后来到了美国。这是一个剧烈的转变，不仅仅是从一个国家到另一个国家，而且也是从一个农家小屋搬到世界上最大的都市里来——纽约城。当我们到这里的时候，我对华尔街一无所知，当然，它对我也一样。

在德国农村度过童年

我生在温宁，这是一个偏僻的镇子，位于德国上黑森区 (upper Hessen district)，人口大约为 1200 人。农民们住在镇里，土地都在镇外，收成要用马车拉回镇上。最近的铁路线在另一个镇上，拥有汽车的本地人不多。山路崎岖，就连骑自行车也不是一件容易的事。

我们是个大家庭，同外公外婆，还有一位外叔祖住在一起。我的父亲和祖父都是屠夫兼牛贩子，经常在区内旅行买卖牲畜。偶尔他们也会把牛带回家来宰杀，对这种场面我总是惟恐避之不及。又因为我们家族经营的是一家可息屠宰场，必须按犹太教仪式的要求宰牛，用的是一把大刀，而且要迅速地一刀致死。血流喷涌的场面和随后的分割操作让我心惊胆战，从小到大，我怎么也无法适应这种血腥的屠宰仪式。

我们的房子不算大。一边是屠宰场和肉铺，另一边则是起居室和外祖父外祖母的卧室，还有厨房。楼上有几间卧室，包括我父母的卧室，一间起居室，不知什么缘故从没用过。取暖和做饭用的都是大肚子火炉，同镇上大多数人家一样，我们没有室内厕所。不过我们倒是拥有两样现代化的设备：电灯和电话。童年时代的家和我今天在新泽西的居室有如天壤之别：6 间盥洗室、中央空调、4 台电视，每间房里都有电话。可是，在 20 年代，我们觉得自己还挺富足，也不知道还有其他的生活方式存在。

外祖父的家族在这个小镇里生活了 100 多年。我的外祖父，名叫丹尼尔·罗森塔尔，他是一个极为勤劳的人，个子高大，举止笨拙，令人肃然起敬。我把他叫做奥帕。一般来说，

奥帕是个心平气和的人，但是，一旦发起火来，他会变得像火山喷发一样爆烈。不幸的是，20年代早期的超级通货膨胀不仅毁掉了他的财产，也毁掉了他的精神。在通货膨胀之前，他拥有20万马克财产，足可以保障他过舒适的生活，至少他自己是这样想的。问题在于，他的绝大多数财产都是存款或给农民的贷款，用土地或其他抵押品担保。通货膨胀发生后，借款人送来整篮整篮不值钱的钞票偿付债务。外祖父把这些故事讲了又讲，它们成了我最早的经济学与金融学教材。

外祖母一心呵护外祖父，寸步不离他的身边，严格限制饮食，以降低他的高血压：有的时候不许吃肉，有的时候只能吃水果，大蒜则从不间断。用现代营养学的标准来看，这份食谱看来对延年益寿极为有利。外祖父1945年去世，享年79岁。奥帕家里只有两个弟弟，而奥玛——德语祖母的意思——则是11个姊妹大家庭中的老大。她是那个大家庭里的女族长。我是独子，但却从未感到孤独，因为奥玛总在我身边。不论生活如何起起落落，甚至在我们变成了一个大家庭之后，我在她眼里永远是一个需要照顾的孩子。她为我准备专门的饭菜。我的第一辆自行车就是她给的礼物。在纽约的时候，我已经上了大学，每当周末熬夜之后，她总会把早饭送到我的床上，直至生命中的最后几年。

我父亲来自一个大一些的镇子，叫做下奥登巴赫，靠近哈瑙，今天已经并入了法兰克福市郊。他家里有四兄弟，我不常见到祖父和祖母。父亲家里有好几个人——祖母、一位婶婶、一位叔叔和两个堂兄——死于大屠杀。父亲是个颇有风度的人，待人如己，极为友善。我从未发现他们的行为有违父母之道或夫妻情义。我母亲1901年生于温宁，是家里的独女。她是一个美丽的女子，性格外向，善于交朋友。她总是在我需要

帮助的时候出现在我身边，对她的父母也极为孝顺。

1931年，我4岁时，得了小儿麻痹症。我还记得那是在一个夏日，我拖着动弹不了的左腿回家哭诉剧烈的头痛。母亲立刻把我带到法兰克福，在那里做了第一次手术，两年后又做了第二次手术。在手术住院期间的痛苦日子里，母亲从早上9:00直到下午5:00寸步不离我的床头，她常大声念通俗的德国儿童故事给我听。我至今还能回忆起其中几篇我最爱听的——包括马克斯和莫里茨，还有斯塔夫彼德。

出院后，我至少有好几个星期动弹不得，腿上绑着石膏，无法到户外活动。我没法和同龄孩子一起玩耍，也不能正常地上学就读。有几年时间，我不得不拄着拐杖走路。直至今今天，我一直安着一个特别的假膝，每当疲劳时，左脚总是使不上力。很难说早年的残障对我的个性有什么影响，我可以肯定的是，它加强了我对家庭的依赖，特别是我的父母。尽管我确信自己后来克服了疾病加诸于我的种种不利影响，当时可没人敢打保票。

如果不算小儿麻痹症带来的痛苦，我在温宁度过的童年时光在今天看来堪称美好的回忆。在星期五的晚上或星期六的早上，我常常陪外祖父参加犹太教仪式。镇上大概有60~70个犹太人，全都信奉正统犹太教。我还记得每逢像罗什·哈沙那（犹太历新年）这样的重大宗教节日，总会有许多美味的新鲜食品——苹果、李子，还有精致的糕饼，这些东西在家里面堆得高高的，有时甚至在早饭时间就可以吃到。在苹果收获的时候，奥玛为我专门做了一个美味的苹果沙立（类似于深碟苹果派），就着安息日膳食一起吃。生活的节奏颇为闲适。有时父亲或外祖父也会套上马车或雪橇带上我去邻近的镇子旅行。我还可以同邻居的小孩一起玩耍。看样子，我会在这个平静的村

庄里慢慢长大。

乌云压顶

1933年，纳粹上台，这幅平和的景象被打破了。虽然我自己温宁的日子过得很平静，但在德国，年轻人却越来越不安分。协约国强加给战败德国的《凡尔赛和约》包含了一条“战争罪”条款，指责德国挑起战争。它还强迫德国偿付巨额战争赔款，数额高达1320亿金马克。协约国的关税壁垒令德国无法通过出口筹集足够的资金偿付战争赔款。1920年，马克对美元的汇率为4.2:1，到了1921年初，这个比率下降为64:1。紧接着，德国政府开足马力印钞票，马克市值一落千丈，近乎一文不值。1923年，德国无力偿付赔款，法国以此为借口强占了鲁尔区。与此同时，德国陷入了暗杀和预谋暗杀的恐怖之中，矛头指向了新的魏玛政权。

1924年，根据道威斯计划，赔款总额降低了，法国也终止了对鲁尔的军事占领。此后，德国进行了一连串的改革，稳定了经济，恢复了增长。德国重返欧洲大家庭。然而仇恨并没有得到化解，甚至根本就是无法掩饰的。希特勒把第一次世界大战的失败归罪于犹太人，随着时间的推移，他的反犹立场也越来越暴露。

在这之前早已有许多德国犹太人移民美国，不过很可能是由于宗教迫害的缘故。他们往往是商人，其中一些人来到华尔街，组建了几家华尔街最有权势的投资银行。在南北战争之后的岁月里，J&WS公司将德国的金钱导向美国的铁路建设，其工作性质类似于当年那位高贵的德雷克塞·摩根为英国投资者提供的服务。这家公司在纽约、旧金山、新奥尔良、伦敦、

巴黎和法兰克福都设有办事处，由 J&WS 八兄弟中的一人充任头头。库恩、罗布、莱曼兄弟和高盛——在我抵达美国海岸时，它们都已经成了华尔街上响当当的投资银行。不过，我那时对此还一窍不通。

我的意思当然不是说犹太人已经被德国社会完全接受了。那里也存在着反犹势力。不过，许多德国犹太人在科学、艺术、商业，甚至政府工作中取得了突出的成就。德国犹太人还在战争中服兵役，我父亲就参加了第一次世界大战。事实上，比起绝大多数东欧的国家，犹太人同德国社会的结合要密切得多。

在 20 年代末，世界性大萧条波及德国。1930 年 3 月，230 万德国人陷入失业，两年后，这个数字上升为 600 万。尽管在 1928 年的选举中，纳粹党只得到 12 个席位（共产党人获得 54 个席位），但两年后纳粹就赢得了 107 席，而共产党则下降为 77 席。纳粹党吸引了大批的失业者，他们加入了该党的半军事化组织。到 1932 年，纳粹冲锋队员超过了 100 万，他们穿着硬挺的制服行进在大街上，发出威胁的叫嚷。

1932 年 7 月，纳粹党在大选中赢得 37% 的选票，在议会中夺取了 230 个席位。希特勒要求当总理，这一要求被当时的总统兴登堡所拒绝。11 月举行了一次新的选举，纳粹的支持率下降为 33%，议会席位回落到 196 个。一时间似乎德国的民主力量开始反击得手，事态的发展很快就打碎了人们的幻想。兴登堡面对国内的动荡局势一筹莫展，不得不请求希特勒出面组阁，后者欣然接受。1933 年 1 月 30 日，希特勒就任德国总理。3 月份又举行了一次选举，纳粹党夺得 44% 的选票。希特勒如今大权在握。似乎是上天的旨意，就在这个月（1933 年 3 月）F·D·罗斯福在华盛顿宣誓就任总统。20 世纪最大一场战

争中你死我活的强敌几乎在同一时刻登上了历史的舞台。

希特勒就任总理那年，我还只有 5 岁，还在小儿麻痹症的病痛中挣扎。可是，就连我也感觉到某些不对头的事情发生了。农民们不肯把牛卖给父亲和外祖父。按犹太教仪式屠宰牲畜被宣布为违法。犹太人动辄得咎，但在那时，我们还没有意识到大难已经临头。

希特勒重整军备的政策在很大程度上帮助德国摆脱了大萧条，他的权力和威信也不断增加。随着时间的流逝，纳粹的思想病毒逐渐渗透到了几乎所有德国人的头脑中，连孩子也不例外。到了 1935 年，同学里已经没有人肯陪我一起玩了。幸运的是，我的老师是个颇有正义感的人，他禁止在课堂上发生反犹的事端。

形势在不断地恶化，反犹活动愈演愈烈。越来越多的当地人穿上了纳粹的制服。小孩子们则穿着希特勒少年团的制服。小的犹太社团的成员晚上不敢上街。欠钱的农民开始拖延不还。“肮脏的犹太人”的詈骂不绝于耳。

我父亲遭到逮捕，在纳粹手里扣押了一阵子。他们风闻他藏了一支小手枪，这是他从第一次世界大战的战场上带回来的。富于讽刺意味的是，就在 1934 年他还获得一枚“Ehrenkreuz Für Frontkämpfer”奖章（奖励战争中在先锋部队里服役过的人）。事实上，他所在的骑兵连曾突破马恩河。家里人用 1 万马克的贿赂换回了父亲的自由。

父亲竭力劝说母亲和外祖父外祖母尽早离开温宁。他经常在晚餐上提起这一话题。希特勒上台之后，他的请求更加频繁也更加迫切了。可是，外祖父和外祖母却不为所动，他们在这个小镇上已经深深地扎了根。何况，作为 60 多岁的老人，他们不能想像在别处该怎样生活。但是父亲毕竟对现实环境的严