

HZ BOOKS
华章经管

WILEY

超级金钱

Supermoney

华章经典 · 金融投资

A d a m S m i t h

《金钱游戏》
的姊妹篇

巴菲特、萨缪尔森
共同推荐

〔美〕 亚当·史密斯 著



机械工业出版社
China Machine Press



超级金钱

Supermoney

中国金融出版社

北京



中国金融出版社



中国金融出版社

超级金钱

Supermoney

华 章 经 典 · 金 融 投 资
A d a m S m i t h

〔美〕 亚当·史密斯 著

李月平 曲绍宏 译



机械工业出版社
China Machine Press

Adam Smith. Supermoney

Copyright©1972 by Adam Smith.

Foreword copyright©2006 by John Wiley & Sons, Inc.

Preface copyright © 2006 by John Wiley & Sons, Inc.

This translation published under license. Simplified Chinese Translation Copyright © 2007 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2006-3882

图书在版编目（CIP）数据

超级金钱/（美）史密斯（Smith, A.）著；李月平等译. —北京：机械工业出版社，2007.5

（华章经典·金融投资）

书名原文：Supermoney

ISBN 978-7-111-21237-9

I. 超… II. ①史… ②李… III. 股票—资本市场—研究—美国 IV. F837.125

中国版本图书馆CIP数据核字（2007）第043150号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037）

责任编辑：李 玲 版式设计：刘永青

北京牛山世兴印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2007年5月第1版第1次印刷

170mm×242mm·11.75印张

定价：32.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

本社购书热线：（010）68326294

投稿热线：（010）88379007

译者序

Preface

本书的作者亚当·史密斯（Adam Smith）曾就职于普林斯顿大学经济学系顾问委员会，是在美国乃至全世界极富盛名的投资教育家和实践者。《超级金钱》最早出版于1972年，本书是2006年最新版。虽然成书已经30余年，但本书所蕴含的金融智慧和远见卓识使其仍然保持着旺盛的生命力，因此我们特地将这本享誉欧美的著作翻译过来，献给广大的中国读者。

本书既是一本深入浅出的投资读物，也是一部妙趣横生的金融传记。作者犀利的眼光、细致入微的观察、轻松诙谐的文笔，将读者带回到美国资本市场的“沸腾岁月”，重温那个时代的躁动与不安。在作者的笔下，金融界呼风唤雨的大人物褪去了光环，走下了神坛，像老朋友一样向读者娓娓道来。本书向读者展示了许多对立的投资理念，但没有武断地判明优劣，因此，本书虽不是一本结论鲜明的教科书式的读物，个中寓意却更值得读者细细品味。

全书共分为4章。第1章提出了“超级金钱”的概念，在美国股市经历“沸腾岁月”的背景下从一个全新的视角阐释了投资者进入股票市场的原因。第2章则将目光投向了金融机构，作者由表及里，深刻地剖析了商业银行和经纪公司在金融动荡中陷入危机的缘由，指出了危机的罪魁祸首——混乱的机构管理以及对金融工具的不当使用。在第3章中，亚当·史密斯将20世纪60年代末70年代初美国资本市场上的众生相栩栩如生地呈现在读者面前，并借大卫·巴布森之口对投资界的蛀虫和小丑进行了无情的嘲讽，

而在本章的最后一节，亚当·史密斯将当时还不为人所知的沃伦·巴菲特推到了舞台中央，彰显出过人的远见。第4章揭露了公司管理者和会计师的作假伎俩，并对意图在资本市场上获取“超级金钱”的投资者提出了忠告和建议。

目前我国的资本市场正在经历不断改革和完善，新的金融工具陆续浮出水面，这样的形势对投资者的鉴别能力无疑提出了更高的要求。美国是资本市场发展较早的国家，拥有世界上最大的金融市场和种类众多的投融资工具，因此，借鉴美国投资者留下的经验和教训对我国的股民乃至金融机构都是大有裨益的，希望本书的翻译和出版能够帮助中国投资者从纷繁复杂的资本市场中辟出一条蹊径。

本书由李月平和曲绍宏负责翻译，由谔龙审校，参加本书翻译工作的其他人员还有南开大学的于凡、杨乃芬和王廷婷。其他参与录入和查找资料等辅助工作的还包括刘一君、何志宏、张巍、邓姗姗、汪静月、黄东升、王超、王灏等。在此我们谨向上述所有参与本书出版工作的人员表示衷心的感谢，同时也要感谢机械工业出版社华章公司的大力支持。

在本书的整个翻译过程中，译者和各位工作人员倾注了大量的时间和精力，尽心尽责，反复推敲，力争做到准确合理，但译稿中不妥或者错误之处在所难免，欢迎读者批评指正。

李月平

2007年3月22日，于天津南开大学

前言

Preface

《超级金钱》同其前一本书《金钱游戏》(Money Game)一起,为我们讲述了美国股票市场一段“沸腾岁月”的故事。沃伦·巴菲特是当今世界上最负盛名的投资大师,而在巴菲特成为成功投资和金融智慧的典范之前,正是《超级金钱》一书让他第一次走进了人们的视线。在这本书中,作者亚当·史密斯专程到奥马哈去会见这位威尔·罗杰斯式的人物,并让他登上了电视节目“亚当·史密斯的金钱世界”。在“沸腾岁月”中,巴菲特无疑是个异类,他对未来做出了正确的判断,平静地放弃并关闭了麾下的投资基金。巴菲特将他的热情投入到一家惨淡经营的新英格兰纺织企业——伯克希尔·哈撒韦公司(Berkshire Hathaway),这家公司后来成为了有史以来最为成功的投资机构。

《超级金钱》和《金钱游戏》所描述的投机年代始于20世纪60年代初,到1968年接近尾声。不过接踵而至的却是又一波起因截然不同的投机风潮——股票市场在1973年初被推到顶峰,随后,那个年代的泡沫破灭了。到1974年秋天,市场比鼎盛时期下跌了50%,甚至低于15年前,也就是1959年时的水平。

两本书都拥有热情洋溢并且消息灵通的读者,赢得畅销书的地位绝非浪得虚名。在这两本书中,投资仿佛变成了舞台剧,而作者亚当·史密斯则像描写舞台人物一样细致入微地讲述着鲜活、生动的轶闻趣事。从本质上讲,《金钱游戏》研究的是单个投资者的行为,《超级金钱》侧重于描述机构投资者的活动,集中研究“超级货币”的使用——“超级货币”是来自市场升值和股票期权

的收入，它是“沸腾岁月”的关键词。

在那个狂野不羁的年代，这两本书迅速成为了投资经典。回过头来审视，它们对下一个疯狂时代的到来提出了警告，30年后，事实被它们言中。20世纪90年代后期出现了新经济泡沫，随之而来的是一场灾难——股票价格暴跌50%，历史出现了惊人的相似。毫无疑问，桑塔亚纳（Santayana）的警告十分正确——“那些忘记过去的人必将重蹈覆辙。”

在这次灾难性的崩塌之后，投资者们又一次奋力地寻找着方向，这激发我们出版新版的《超级金钱》。该书讲述了一段特别吸引人的历史，它风趣幽默又不失睿智，为那些没有经历过“沸腾岁月”的投资者提供了有益的教训，而对那个年代的过来人而言，这是一部辛酸的回忆录。用约吉·贝拉（Yogi Berra）的话说（尽管可能是杜撰的）就是“一切似曾相识”。

尽管过程很痛苦，但能够从《超级金钱》中学到东西还是让我觉得自己十分幸运。在那个年代，无论是从个人角度还是职业角度，我都是众多失败者中的一分子，不过我鼓起勇气和力量继续投入战斗。经过这次磨难的洗礼，我修正了自己对合理投资的想法，因此，当新经济的泡沫在世纪之交膨胀到极点时，我成为了敦促投资者避免将资产集中于高科技股票的少数人中的一员，我建议人们将资产多样化，并且把其中的很大一部分以债券形式持有。

对我而言，能够认识杰里·古德曼（Jerry Goodman）并与他长期共事也是一件幸运的事情。我们定期接受《机构投资者》（*Institutional Investor*）杂志（杰里·古德曼是创刊者之一）的访问，一起参与家喻户晓的公共广播网络电视节目“亚当·史密斯的金钱世界”。20世纪70年代，我们一同供职于普林斯顿大学经济学系顾问委员会，他那些强有力而且有凭有据的观点是我们每年圆桌讨论的热门话题。毋庸置疑，杰里高超的思维能力和出色的写作技巧实在是结合得天衣无缝！我只能以赛场领域的平局来安慰自己（确切的平局：几年前在普林斯顿壁球球场，我们在比赛中打成2:2，又在决胜局中战成7:7，而就在此时停电了，比赛就此结束）。

经历了过去55年间金融市场变迁的人并不多，这其中包括“沸腾岁月”和最近的新经济泡沫，作为为数不多的亲历者之一，我为自己能为这本著作的2006年再版写作前言而倍感荣幸。在这里，我将首先讨论“超级金钱”时代的越轨行为，然后描述随之而来的残酷惩罚，最后讲述关于“非比寻常的大众幻想和群众性癫狂”的最近例子，这样的例子在金融市场的发展历程中俯拾皆是。当然，如果明天的投资者能够从前辈的磨难中真正吸取教训，那么将来也就不会再有泡沫的出现。不过，这或许只是一种奢望。

► 第一部分：超级金钱时代

在古德曼的书中，那个时代的金融界接近，有时甚至已经丧失了理智：感性认知凌驾于现实之上，关于利润的短暂错觉（毫无计算和预期可言）战胜了资产负债表和贴现现金流的真相。在那个年代，投资者把“概念”和“趋势”看做检验投资优劣的试金石，而不管支撑这些“概念”和“趋势”的数据是否真能站得住脚。正如古德曼在他的新版书的介绍中所说：“……人们认为金融市场上发生的事情是合理的，因为衡量这场游戏的标准是数字，而数字是有限且明确的。”

在金钱游戏与超级金钱的时代，感性认知能够击溃现实要“归功”于财务骗术的花招，这些花招使得表面情况看起来要比实际好很多。亚当·史密斯向我们展示了夸大公司利润是多么容易：“将加速折旧改为直线折旧以减少折旧费用……改变对存货的计价……将研究支出资本化，不作为费用处理……在融资和购买（会计）上做手脚……处处着眼于股票，不必在意现实的经济情况。”与此同时，那些公共会计师则安静地坐在一边冷眼旁观，任由游戏继续。那个时代最受尊敬的会计师，安达信（Arthur Andersen）前主席伦纳德·斯佩塞克（Leonard Spacek）几乎是在孤军作战：“我的行业居然能够容忍如此公然的作假，这实在让我难以想象，我们怎么能够面对公众……财务报表简直成了轮盘赌的赌盘。”然而，他的话被当成了耳旁风。

投资界全盘接受了这样的愚弄，并且深信不疑。1968年1月，后来成为机构经纪公司Donaldson分析员的勒夫金（Lufkin）和詹雷特（Jenrette）在《机构投资者》杂志上发表文章声称：“短期投资有时也许确实比长期投资更安全，股票的价格运动比大多数研究所依据的‘基本情况’更重要……投资组合的经理是在购买股票，而不是在‘投资’某家公司。”

然而，现实最终还是占了上风。当这一刻到来时，位于泡沫前沿阵地的股票崩溃了，高高在上的神像被证明只不过是泥偶。下面是摘自《超级金钱》的一个表：

	后 果	
	最高点	最低点
National Student Marketing	36	1.5
Four Seasons Nursing Homes	91	0
Parvin Dohrmann	142	14
Commonwealth United	25	1
Susquehanna	80	7
Management Assistance	46	2

这些股票曾经是共同基金经理的最爱，而金钱游戏中玩得最起劲儿的人也是短期内最大的赢家。从20世纪40年代初开始，亚瑟·威森伯格出版公司（Arthur Wiesenberger & Co.）每年推出《投资公司》（*Investment Companies*）手册，而在1966年的版本里，它甚至专门为这样的基金单独设置了一个类别——“最大资本收益”基金（maximum capital gain, MCG），以将它们和传统的“长期增长，收入第二”基金（long-term growth, income secondary, LTG）及“增长与当前收入”基金（growth and current income, GCI）区别开来。在“沸腾岁月”，这几种基金在收益率上的差异令人瞠目：GCI基金为116%；LTG基金为151%；MCG基金令人惊奇地达到285%。

在“沸腾岁月”的初始年份，市场上有22家MCG基金，最多时达到143家。令人惊讶的是，在1966年完成首次公开发行之，杰拉尔德·特塞（Gerald Tsai）的曼哈顿基金被归为LTG基金类别。这次发行吸引到2.5亿美元的资金，几乎占到当年流入权益基金的总现金流的15%，这家基金的资产在两年后迅速膨胀到5.6亿美元。特塞是一位高深莫测的经理，在1958~1965年管理富达资本基金期间，他取得了296%的收益，而同期保守型权益基金的平均收益率为166%。《新闻周刊》（*Newsweek*）的一篇文章这样表达对特塞的崇拜：“散发出沉静的气质……令人目眩的业绩……没有人像他这样拥有如此巨大的影响力……共同基金的国王。”而在特塞的眼中，自己“实际上非常保守谨慎”，他甚至否定“沸腾基金”的存在。

在1963~1968年的泡沫时期，其他“沸腾基金”同样取得了出色的业绩。随着标准普尔500指数上升了大约99%，富达趋势基金上升了245%，温菲尔德基金上升了285%，而企业基金则火箭般蹿升了643%。但是在1968年的高峰过去以后，这些基金让人大跌眼镜——1969~1971年期间它们的收益实际上低于面值。但不管怎样，凭借在快速增长期间的非凡表现（别管是怎么做到的），截止到1971年，这些基金的业绩记录仍然令人目眩。

陷入市场疯狂的并不仅是共同基金。如果说基金经理的贪财之心至少还能为人所理解，那么非营利机构也参与进来就有些蹊跷，甚至连慈善机构福特基金会也在煽风点火，它声称“从长远看，谨慎让大学付出的成本比鲁莽或过多承担风险更高”。这个为鲁莽行为摇旗呐喊的家伙居然是罗切斯特大学的捐赠基金。《超级金钱》描述了福特基金会的做法：“购买所谓的大公司并不将它们出售”，构建由IBM、施乐和伊士曼-柯达占据主导地位的投资组合。该投资组合的单位价值（见本书附录）从1962年的2.26美元上涨到1967年的4.95美元，并在1971年达到5.60美元——加起来共获益150%。一切真的这么轻而易举吗？

真希望那个时候我就能明白现在才明白的道理。受到“沸腾”的蛊惑，我也不假思索地跳进了漩涡。1965年，惠灵顿管理公司主席和创建者沃尔特·L·摩根（Walter L. Morgan）

引导我做了“必要的事情”，使我1951年加入的公司脱离了学院派的束缚，迈入新的时代。我迅速与波士顿资金经理桑代克（Thorndike）、多兰（Doran）、佩因（Paine）和刘易斯（Lewis）策划了一次合并，他们的Ivest基金是那个年代表现最好的“沸腾基金”之一，合并于1966年完成。1967年，初出茅庐的我向员工宣布：“我们是排头兵。”——截止到1966年12月31日的5年间，我们的总收益超过了行业中其他任何一只共同基金。到目前为止，一切进展顺利。

那次合并的故事在1968年1月的《机构投资者》杂志上被放在了显要的位置，而这本杂志的主编正是乔治J.W.古德曼。《奇才们接管了惠灵顿》一文描述了新的合伙人如何将惠灵顿从传统的“平衡”投资路线转向一条崭新的“当代”路线。在惠灵顿基金1967年的年报中，它被新任投资组合经理沃尔特 M.卡伯特（Walter M. Cabot）描述为“动态保守主义”：

时代不同了，我们决定使投资组合更好地与现代概念相契合。我们选择“动态保守主义”作为自己的宗旨，强调重视那些在时代变迁中展现出强大适应和获利能力的公司。（我们已经）将普通股头寸所占的比例从64%调整到72%，并明显侧重于成长型股票，减少对传统基础行业的投资。一只保守的投资基金也应该积极地追逐收益，寻求资本增值、潜在利润和增长的股息……（它）需要想像力、创造力和灵活性。我们将投资于市场中许多成长型的企业。在投资中，动态和保守并不矛盾，因为强有力的进攻就是最好的防守。

当整个共同基金行业中最保守的一家机构也开始“积极地追求收益”时，很明显“沸腾岁月”应该已经走到了尽头。事实上，它的确结束了。不幸的是，在随后到来的“大屠杀”中，基金强有力的进攻却被证明是最差劲的防守。

► 第二部分：惩罚到来

当感知和现实之间存在差距时，二者的弥合只是时间问题。但现实是如此倔强，它无法容忍那些花招儿，提升现实与感知一致变得不可能，所以感知必须低下头来面对现实。

1968年，“沸腾岁月”结束了，紧接着在1969年和1970年期间股市下跌了5%。新一代的激进投资者遭受的损失甚至更加严重（平均30%）。而在1971年，股市上涨了14%，市场的复苏很快抵消了此前的下滑。1972年股市再次上涨19%，市场的回暖还在继续。在这两年间，市场和MCG基金一共获得了35%的总收益。

泡沫阶段的最后这两年折射出股票市场从“沸腾岁月”到“漂亮50”时代的微妙过渡，

但那次转型并没有使得其他更加保守的权益基金从中获益。为什么？因为泡沫开始从整体规模较小的概念股向一些已经成立一段时间的大公司，即罗切斯特投资组合强调的“巨型公司”转移。人们有时将这些公司称为“漂亮50”，有时也把它们叫做“纯洁圣女”。同样，这些公司的股票价格也脱离了现实的经济基础，它们的市盈率高达惊人，用某些人的话来说，“不仅折现了未来，甚至折现了来世”。

然而，随着1973年的到来，游戏走到了尽头。在随后的两年中，积极基金平均下跌了近50%，其中富达趋势基金下跌了47%，企业基金跌落了44%（温菲尔德基金在1969~1970年期间下跌了50%，甚至没有支撑到“大屠杀”的到来）。特塞的曼哈顿基金运作得更加糟糕，下跌了55%。截止到1974年12月31日，曼哈顿基金给出了整个共同基金行业最糟糕的业绩记录：股东资本累计损失了70%。与此同时，作为一名失败的投资者和成功的企业家，特塞将他的公司出售给CNA保险公司。到1974年，曼哈顿基金已经萎缩了90%，只剩下5400万美元的资产，这家盛极一时的投资机构逐渐成为一个空壳，被市场无情地扔进了垃圾堆。

而在罗切斯特大学，不管基金经理们的动机有多么高尚，捐赠基金的价值仍然直线下跌。“沸腾岁月”泡沫和“漂亮50”泡沫的到来一度将基金的单位价值从1964年的3.17美元提升到1972年的7.20美元，然而随着泡沫的破灭，这个数字在1974年跌回到3.13美元，甚至低于10年前基金成立之初的水平。

那时，我的脸也涨得通红。对于自己做出的糟糕决策，我先是羞愧，继而恼怒。我和“沸腾岁月”中大部分的基金经理并没有什么不同。不需承担超额的风险就能获取超额收益，这是多么愚蠢的想法！我甚至曾经幼稚地相信，我有足够的智慧来挑战历史留下的教训，是能够持续取得超额收益的经理。我还曾经试图用不合时宜的营销手段去拓展惠灵顿基金的“生产线”（在资金管理领域，我对这个词语十分憎恶，而现在这种说法是恰当的，因为基金领域现在也是一种资金营销，或者说产品生产）。总之，和那个时代的许多人一样，我也陷入了“非同寻常的幻想”之中。

最终，我努力寻求并设法完成的合并并没有解决惠灵顿基金的问题，反而使情况更加恶化。尽管公司在“沸腾岁月”取得了昙花一现的成功，但事实证明这不过是黄粱一梦。从商业角度看，合并在最初的5年成效显著，然而不论是我，还是激进的投资经理，最终都让基金的股东们大失所望。在1973~1974年的熊市期间，股票价格下降了惊人的50%，而标准普尔500指数在这两年内的总收益（包括股息）为-37%。

大多数权益基金的表现甚至更加糟糕。在同一时期内，Ivest亏损了55%的价值。作为

主席，在1974年写给股东的公开信中，我尴尬地承认：“到本财政年度的8月31日，基金的净资产价值下跌了44%……与标准普尔500指数下降31%相比……我们认为基金的业绩不能令人满意。”（基金的一位成员对我的坦诚惊恐不已，不久后他退出了董事会。）我们也曾经设立过其他的积极基金，但当结算日到来时，人们发现它们的业绩同样远逊于标准普尔500指数的水平：开发者基金，-52%；摩根增长基金，-47%；“信托”权益基金，-47%。最后一只基金于1978年破产，而“利用技术市场分析”进行投机的技术基金甚至在更早之前就已歇业。

就连我们皇冠上的钻石——惠灵顿基金——也陷入了窘境。尽管这只基金在早期增加了权益资产的比例，并且在投资组合中塞满了“市场中出类拔萃的成长型公司”，但在1973~1974年期间，基金亏损高达26%。从1966年合并完成时计算，这家基金的业绩记录已经接近平衡型基金的最低水平。同期平衡型基金的平均收益率为23%，而惠灵顿基金的累积总收益率（包括股息）几乎是零——只有可怜的2%（投资组合经理卡伯特于1975年离开公司，成为哈佛捐赠基金的经理）。

一周接一周，商业环境每况愈下。糟糕的业绩让曾经合作无间的伙伴之间出现了裂痕，不同的个性、冲突的观点以及每个成员的自负和掌权的欲望使得团体内部的矛盾日趋尖锐。不出意外，我和新合伙人之间渐行渐远。不过他们在董事会拥有更多的投票权，于是他们把我解雇了，在我“自己的”公司里。

我辜负了股东，并且毁掉了自己的职业生涯，并不是因为被解雇，而是我一开始就不应该跳进激进投机的陷阱。生活是公平的，我犯下大错并为之付出了高昂的代价。我十分沮丧，事业摇摇欲坠，但是我并没有被击败。有人告诉我说，当一扇门在你面前关上，总会有一扇窗户为你打开。我决定自己去打开那扇窗户，重新上路，并改变共同基金的运营结构——原先的结构要为“沸腾岁月”共同基金业的惨痛失败负重要的责任，我决心让这个行业成为更好的投资选择。

不过要怎样实现这个目标？简而言之，为什么共同基金要让外面的公司来管理它们的事务——这似乎成了行业中一条不成文的规定。当资产达到一定规模时，基金完全有能力管理自己并从手续费中中小赚一笔。为什么不创造出一种结构，使得共同基金真正成为“共同”所有的基金？它们不应该为外来的顾问所左右——顾问的目标只是为其所代表的利益群体赚取最高的可能收益，而共同基金应该在最低的可能成本下为自身股东或所有者牟利。基金不应该以产品营销为运营的根本，它们应该关注整体市场，而不只是关注其中的热门产业。投资的经营理念应该建立在长期投资的基础上，而不应该被短期投机的谬论蛊惑。

于是，1974年9月24日，我们走出了“沸腾岁月”和“漂亮50”年代的放纵与疯狂，在灾难过后的废墟上建立起先锋投资集团公司。

具有讽刺意味的是，解雇我的那些原先的合作者——那些应该对业绩负有直接责任的人——没有付出任何代价，他们完全控制了惠灵顿基金的管理工作，并且在1982年出现的巨大牛市上获取了丰厚的回报。不管怎样，他们从大崩溃阶段的经历中学到了很多东西，并最终使惠灵顿基金回到了它成立之初的样子——一个健全的、令人尊敬的、保守的资金管理者。

► 第三部分：另一个泡沫

《超级金钱》中最吸引人的一则轶事出自纽约城的一次年度投资会议，这次会议吸引了大约1500名信托人员和基金经理（据推测1970年的这次会议由《机构投资者》杂志主办）。杰里·古德曼负责会议的组织和协调，他写道：“如果先前的赢家能够站出来承认他们的罪过，那么在经历了大熊市之后最糟糕的一年以后（就当时而言），我们将得到一次很好的心灵净化。”也许这的确会是一次灵魂的洗礼，但是人们在会议上并没有听到多少坦白。不过直率的新英格兰人戴维·巴布森（David Babson）还是让人们意识到了自己犯下的错误，他将那个时期的股票市场描述为“一次全国范围的掷骰子游戏”。作为一位投资经理，他的理念植根于勤奋和常识，他笃信“美德将笑到最后”。

巴布森不留情面地对人们提出了批评，描述了专业投资者如何“深陷于投机中不能自拔”，他甚至还开出了一份名单，指名道姓地抨击那些曾经不可一世而后又重重跌落的股票（从80美元到7美元，从68元到4美元，从46美元到2美元，从68美元到3美元，等等），并且建议与会的部分经理离开这个行当。尽管古德曼向他提出了警告（“戴维，你戳到了听众的痛处”），巴布森还是将他的眼中钉一一列了出来：“那些购买糟糕的新发行股票和其他垃圾股票并兴风作浪的新一代投资经理，大发其财的承购人……把一批新手吹捧成投资天才的金融媒体……这些人在管理别人的金钱时毫无责任感可言。”巴布森最后总结道：“在美国金融史上，1967~1969年的欺骗堪称绝无仅有。就像1929年的那场灾难一样，这场骗局毁掉了整整一代人，也许在很久很久以后类似的情况才会再次出现。”

不难想象，听众们并没有把巴布森的话太当回事。尽管巴布森没有预见到泡沫的迅速死灰复燃（“漂亮50”时代），他的其他观点却是正确的。从1929年到“沸腾岁月”开始的1965年，过去了整整35年，而在这次灾难过后35年，又一个泡沫出现了，这一次，投资者

仍然没能吸取历史的教训，继续重蹈先行者的覆辙。

新旧泡沫的起因在某种程度上有相似之处。用戴维·巴布森的话说：“会计师们为了提升股票业绩而胡作非为，将根本不能算作利润的项目归为利润；‘现代’公司的财务主管们把公司养老金看做新的利润增长点……梦想一夜成为百万富翁的共同基金经理用所有能够想象得到的方法粉饰自己的业绩……证券分析师们忘记了职业道德，任意胡编乱造，导致他们服务的机构被一群骗子拖入泥潭。”查尔斯·埃利斯（Charles Ellis）在1968年就洞察了这样的事实：“投资组合经理们购买股票，他们并不‘投资’于公司。”如今，这个死灰复燃的幽灵又重新回来困扰我们（当然，事情也发生了一些改变，经理们并不仅仅购买股票，他们同时也以史无前例的凶猛残暴在市场上进行着交易）。

事情改变得越多，它们就越是保持原来的样子——如果你能得出这样的结论，那么你就真正懂得了我的意思。不过，每个泡沫也都有专属于自己的特征。20世纪90年代末的那次泡沫就向人们展示了一些新的元素。在这次泡沫中，人们戴上了玫瑰色的眼镜：“美国人的胜利、战事的平息、新技术浪潮的到来、生产率的迅速提升、真正的全球化市场、公司结构的改变——在一体化的世界中，开放的社会推动着一个完美的循环。”随着2001年的到来，人们开始为新纪元感到兴奋（尽管大多数人在2000年1月1日庆祝世纪的更迭）。“信息时代”、科技革命、激动人心的“新经济”，种种因素似乎都在昭示着一个无比光明的未来。于是，投资者又一次丧失了他们的洞察力。

这一切并不让人感到惊奇。毕竟，早在公元前2世纪，罗马演说家加图（Cato）就曾经警告过我们：

在人类的本性中一定存在着大量导致愚蠢的基因，否则人们怎么会在上当1000次之后仍然掉进同样的陷阱。过去的幸带来的创痛还没有从记忆中消失，人们却又忍不住朝着灾难之源迈进。

在经历了早前的泡沫之后，我已经将加图的警告铭记于心。2000年3月底，股票市场膨胀到极点，当时我正在筹备一次演讲，警告波士顿的机构投资者不要“落入人类本性中的愚蠢基因设置的圈套……专业投资者如果忽视今天的市场疯狂中四处充斥着的泡沫，那么他们就是在无视自己作为受托人的责任，玷污客户资产管理者的名誉。”

“怎样才算对得起这个荣誉？”我问道，“我们应该认识到，我们做出的所有预期和假设……股票市场的收益在短期内完全无法预知，除非我们对25年之后世界的了解比对现在的了解还要深刻，在长期中进行预测也许更加困难。问题是，对未来的预期往往与未来的实际情况相去甚远。人们有时坐在马鞍上朝希望前行，有时又被贪婪和恐惧驱使。不，

并不存在所谓的‘新范式’，希望、贪婪和恐惧构成了市场的永恒法则。”

在这次演说中，我还提出：“不论使用哪种定价指标进行衡量，如今的股票风险都达到了史无前例的高度。”我提醒人们，如果股息率降到3%以下，市盈率大大高于20，权益总市值达到全国国内生产总值（GDP）的80%，那么就意味着市场已经冲到了顶点。“然而今天，”我发出警告，“股息率只比1%高一点……股票的售价几乎是前一年盈利的32倍……而权益的总市值已经快要达到GDP的200%。显然，如果过去的数据确实能够说明问题，那么在这个大牛市中，人们已经把风险抛在了脑后。”

我同样注意到了“沸腾岁月”和科技泡沫的相似之处。在我的演说中，我列示了下表，以对比两个时期中激进型基金的收益和基金从投资者那里吸引到的资本流入。

“沸腾岁月”与科技泡沫时代的比较

5只大型“沸腾”基金		5只大型科技基金	
1963~1968年		1997~2000年	
基金收益	344%	基金收益	403%
标准普尔收益	<u>99%</u>	标准普尔收益	<u>92%</u>
比率	3.4x	比率	4.3x
1963年资产	2亿美元	1997年资产	56亿美元
1968年资产	<u>34亿美元</u>	2000年资产	<u>400亿美元</u>
增长	17x	增长	7x
1969~1974年		2000~2005年	
基金收益	-45%	基金收益	?
标准普尔收益	<u>-19%</u>	标准普尔收益	2
比率	2.4x	比率	?

我得出结论：

让我说得直白一些：我认为市场将会迎来一次惨痛的下跌，也许在我筹备这篇演说稿的10天之前这次下跌就应该发生。从米尔顿·弗里德曼到罗伯特·席勒（《非理性繁荣》的作者），再到《纽约人》杂志的约翰·卡西迪以及史蒂文·莱乌托尔德、杰里米·格兰瑟姆、杰里米·西格尔^①、朱利安·罗伯逊、加里·布林森和艾伦·格林斯潘，他们都对这样的情况深感忧虑。等到10年之后我们也许会发现，今天的股票市场不过是在为《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》（*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*）^②书写新的篇章。

① 杰里米·西格尔所著《投资者的未来》已由机械工业出版社出版。

② 该书见机械工业出版社出版的《投机与骗局》。

事实证明，在我写作这篇演说稿的2000年3月10日，市场已经开始跌落（这是一个巧合，毕竟，虽然我们也许能知道股票市场将会发生什么，但我们却无法确知发生的时间）。我在上表的右下角处留下了三个问号，这三个问号的答案是怎样的？它们再次证明，最近和以前的泡沫有着惊人的相似。尽管在2000~2005年期间标准普尔500指数的收益只下降了7%，但大型科技基金的总收益却是令人难以置信的-58%。正如马克·吐温所说：“历史也许不会简单地重复，但总是前后呼应。”

那么，亲爱的读者，从这本书中学习历史吧。跟随作者重温一段狂野不羁的往事，正如图警告的那样，这样的历史在反复不断地上演。在这本书中，亚当·史密斯将过往的教训栩栩如生地呈现在我们面前。如果你愿意的话，你也可以从我本人的失败中学到一些东西。最后，时刻铭记约翰·梅纳德·凯恩斯在70年前说过的话：

对于大多数成熟老练的投资者而言，他们真实的私人目标……是运用自己的智慧预期几个月后的价格……而投资的社会目标应当是击败那些给我们的未来蒙上阴影的黑暗力量——时间与无知。

约翰 C. 博格尔
宾夕法尼亚瓦利福奇

2006年1月11日