

上海市“十三五”重点出版物出版规划项目

世界经济危机研究译丛

The Great Myths of 1929 and the Lessons to Be Learned

1929 年大迷思

应该吸取的教训

小哈罗德·比尔曼 (Harold Bierman, Jr.) 著

沈国华 译



上海财经大学出版社

上海市“十三五”重点出版物出版规划项目

世界经济危机研究译丛

1929 年大迷思

——应该吸取的教训



著
译



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

1929 年大迷思:应该吸取的教训/(美)小哈罗德·比尔曼(Harold Bierman, Jr.)著,沈国华译. —上海:上海财经大学出版社, 2017. 10
(世界经济危机研究译丛)
书名原文: The Great Myths of 1929 and the Lessons to be Learned
ISBN 978-7-5642-2636-7/F. 2636

I. ①1… II. ①小…②沈… III. ①金融危机-研究-美国-1929
IV. ①F837.125.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 212751 号

☐ 责任编辑 李成军
☐ 封面设计 张克瑶

1929 NIAN DA MI SI

1929 年大迷思

——应该吸取的教训

小哈罗德·比尔曼 著
(Harold Bierman, Jr.)
沈国华 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)
网 址: <http://www.sufep.com>
电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销
上海景条印刷有限公司印刷装订
2017 年 10 月第 1 版 2017 年 10 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 6.875 印张(插页:1) 146 千字
印数:0 001—3 000 定价:45.00 元

图字:09-2017-669 号

The Great Myths of 1929 and the Lessons to be Learned

Harold Bierman, Jr.

Translated from the English Language edition of *The Great Myths of 1929 and the Lessons to be Learned*, by Harold Bierman, Jr., originally published by Praeger, an imprint of ABC-CLIO, LLC, Santa Barbara, CA, USA. Copyright © 1991 by Harold Bierman, Jr.. Translated into and published in the Simplified Chinese language by arrangement with ABC-CLIO, LLC. All rights reserved.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means electronic or mechanical including photocopying, reprinting, or on any information storage or retrieval system, without permission in writing from ABC-CLIO, LLC.

2017 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

我还是认为应该永远把有益的事业铭记心中,哪怕是就这样记住其中的少数部分。

——约翰·肯尼斯·加尔布雷思(John Kenneth Galbraith),
《大崩盘》(*The Great Crash, The Journal of Portfolio
Management*, Fall, 1979, p.62)

致 谢

EXPRESS

许多人为本项目的完成做出过贡献,其中提供特别帮助的有康奈尔大学约翰逊(Johnson)管理学院图书管理员贝特西·安·奥利佛(Betsy Ann Olive)、唐·谢德克尔(Don Schedeker)和林恩·布恩(Lynn Broen),纽约联邦储备银行档案部的罗丝玛丽·A. 拉森比(Rosemary A. Lazenby),康奈尔大学的同事塞缪尔·施密特(Seymour Smidt)、杰洛米·哈斯(Jerome Hass)和莫林·欧哈拉(Maureen O'Hara),与笔者共同完成本书第一章的卡尔顿学院(Carleton College)经济学教授、犬子 H. 斯科特·比尔曼(H. Scott Bierman),以及负责本书文稿打字和校样修改的巴伯·吉尔(Barb Guile)。迪克·康韦(Dick Conway)曾提醒笔者关注那篇激励我完成本研究的文章。弗洛伦斯·凯尔索(Florence Kelso)为本书做了索引。笔者在这里一并向所有为本书能与读者见面做出过任何贡献的人士表示感谢!

目 录

CONTENTS

致谢 / 001

1

引言 / 001

2

1929 年大迷思 / 005

1929 年以前 / 008

股票投机 / 011

迷思与寓言故事 / 014

两个遗漏的主题 / 016

3

背景描述 / 020



4

如何破解迷思 / 030

经济基本面 / 033

1920~1929 年的产值和生产率 / 034

股票自身的高价值 / 036

市场价位的数据证明 / 045

股票价格与价值分析 / 048

施金的研究 / 054

生产与就业 / 055

附录 1 / 057

附录 2 / 061

附录 3 / 063

5

美国无线电公司 / 067

1929 年 3 月的媒体 / 071

6

纽约联邦储备银行与联邦储备委员会之间的争执 / 075

附录 1 / 104

附录 2 / 106

7

1929 年股票市场的跌宕起伏 / 114

投资信托 / 124

当能知道未来时 / 126

《斯姆特—霍利关税法案》 / 128

1929~1932 年的股市崩盘 / 129

8

1931 年的听证会 / 132

9

破解迷思的真相披露 / 141

10

保证金交易、集合基金、卖空交易与 1929 年崩盘 / 157

保证金交易 / 157

集合基金 / 161

卖空交易 / 168

威廉·克拉波·杜兰特 / 170

1929 年股市崩盘 / 172

市场价位与信贷 / 174



11

1987 年的股市崩盘 / 178

相关指标计算 / 183

投资组合保险与程式交易 / 184

与 1929 年的比较 / 185

12

应该吸取的教训 / 187

1929 年的大迷思 / 194

佩德森的论文 / 196

我们应该吸取的教训 / 198

参考文献 / 205

1

引言

参议员格拉斯(Glass):“惠特尼(Whitney)先生,我是否可以就这一点向您请教一个问题:有多少在证券交易所做股票投机的普通股民知道他们在做的股票的实际内在价值?”

——美国参议院银行与货币委员会
举行的证券交易所行为听证会

“说股票投机就像投掷硬币,当然可笑。我知道,股票投机需要更多的技能。不过,我一直无法确定股票投机需要多少技能。”

——小弗雷德·施韦德(Fred Schwed, Jr.),《客户的游艇在哪里?》
(Where Are the Customers' Yachts?)

1929年是20世纪20年代最重要的一年。在大多数人的心目中,1929年标志着纽约股市的崩盘,也意味着美国经济大萧条的开始,而且还代表着美国前所未有地经历的十年繁荣时期的结束。

1955年,约翰·肯尼斯·加尔布雷思出版了他那本可读性非常



强、读起来也很享受的经典著作《1929 年大崩盘》* (*The Great Crash*, 1929)。读者在看了这本深受欢迎的书以后很可能会认为, 谁要是再依葫芦画瓢写一本关于 1929 年大崩盘的书就未免有点愚蠢。确实如此, 所以, 我不打算依葫芦画瓢, 并且还会得出不同的结论。

本书描述了 1929 年的经济形势以及导致那年 10 月股价暴跌的事件。本书的结论是: 对于美国来说, 20 世纪 20 年代是一个经济繁荣的非常时期, 而 1929 年股票市场也远远没有明显陷入了困境。不过, 1929 年确实发生了一些非常严重的事件, 我们应该尝试着弄清那年到底发生了什么。

20 世纪 20 年代, 美国的经济确实让一些优秀人士取得了国际级的成功。像本杰明·斯特朗(Benjamin Strong)、欧文·D. 杨(Owen D. Young)和阿尔弗雷德·斯隆(Alfred P. Sloan)这样的优秀人士取得成功的故事着实令人欢欣鼓舞。那么, 是哪里出了问题并导致纽约股市崩盘呢?

请读者准备好和我们一起去寻找事情的原委, 还要重新评价那些造成 10 年经济萧条、很可能是导致绝望和动荡的温床并且最终导致第二次世界大战的事件。

对于想了解 1929 年的各种各样的当事人和眼花缭乱的事情的读者来说, 有几个很好的资料来源, 而约翰·肯尼斯·加尔布雷思的《1929 年大崩盘》(1961) 就是一个非常全面、简洁明了、极有趣味的资料来源, 戈顿·托马斯和马克斯·摩根—威茨(Gordon Thomas and Max Morgan-Witts)的《泡沫破灭之日》(*The Day the Bubble*

* 《1929 年大崩盘》中文精装版由上海财经大学出版社于 2017 年出版。——译者注

Burst, 1979)也是数据翔实、内容丰富的资料来源。《泡沫破灭之日》虽说篇幅有点长,但读起来很是有趣。托马斯和摩根—威茨描写生动,就像亲历过这些事情,躲在门后偷听当事人通话那样。在托马斯和摩根—威茨出《泡沫破灭之日》的同一年,汤姆·夏赫曼(Tom Shachtman)出版了《美利坚崩溃之日》(*The Day America Crashed*, 1979)。这两本书主题相近、内容迥异,但都在书后列出了详尽的参考文献。夏赫曼几乎采用一天一章外加后记的形式,详细地记述了1929年10月24日和之后5个星期每天从早晨5:00到下午6:00所发生的每一件事情。巴里·A. 威格莫尔(Barrie A. Wigmore)在《股市崩盘与其后:1929~1933年美国证券市场纪实》(*The Crash and Its Aftermath: A History of Securities Markets in The United States, 1929~1933*, 1985)中如实描述了美国证券市场的一段历史,并且提供了很多关于135家公司的财务信息。那么,1929年到底发生了什么?时任美国总统赫伯特·胡佛(Herbert Hoover)把当时不断上涨的股市价格看作由联邦储备委员会的失误造成的投机性泡沫:“这其中的一朵云彩就是十年的持续发展促成的不断高涨的乐观情绪,而联邦储备委员会把这种情绪转化成了证券交易所的‘密西西比泡沫’。”¹不过,美国人当时乐观情绪高涨,可以说是事出有因。其实,1929年并没有什么“泡沫”可以破灭,联邦储备委员会也没有制造什么泡沫,但却为摧毁股市价值做出了贡献。

在美国参议院银行与货币委员会举行的听证会上,参议员格拉斯要求惠特尼说出做股票投机并知道自己所买股票实际内在价值的投资者的比例。惠特尼(和其他人都)不能区分股票投机者和投资



者。同样,在 1929 年,并没有人知道如何具有一定可信度地确定股票的实际内在价值(其实,确定股票价值至今仍然是一种挑战)。就像小弗雷德·施韦德坚持认为的那样,选股比投掷硬币需要更多的技能,但到目前为止仍没人明白:我们必须多掌握多少技能才能选股,或者说才能确定何时市场价位过高(何时必须做出卖出决定)或者过低(何时必须做出买进决定)。投资者因为“知道”市场价位过高或者过低而过度自信是十分危险的,就像下面这段对话所说的那样:

投资者:“我开始对股市有感觉了。”

投资者的朋友:“快吃阿司匹林,你可能感冒了。”

今天我们做出的很多金融决定严重受到我们对过去发生的事情的理解的影响。对于我们来说,重要的是应该设法弄清 1929 年的实际经济形势以及股票市场上发生的事情。笔者力争使本书保持“朴素、简洁”的风格,以免重要的信息因被埋没在花哨的修饰中而为读者所忽视。

注释:

1. Herbert Hoover, *The Memoirs of Herbert Hoover* (New York: Macmillan, 1952), p. 5.

1929 年大迷思

“谁杀死了知更鸟？灾难的预言家们现在该满意了吧？”

——1929 年 11 月 16 日《华尔街杂志》(*The Magazine of Wall Street*)

我们在弄清 1929 年股市崩盘的问题上犯了很大的错误，就连“1929 年股市崩盘”这种说法也是不准确的。当时，股市的最大跌幅并不是出现在 1929 年 10 月，而是出现在此后的 2 年里。1929 日历年，纽约股市在上一年大涨 37.9% 以后只损失了 11.9% 的市值。1929 年 12 月，包括约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)和欧文·费雪(Irving Fisher)在内的很多经济学专家、学者都认为金融危机已经过去。到了 1930 年 4 月，道琼斯工业股平均指数已经收复了很大一部分上一年 10 月因大盘下跌而失去的阵地。

有些作者对炫耀自己的聪明才智比分析事实真相更感兴趣，他们对 1929 年秋季发生的事件的轻率阐释加剧了我们的误解。笔者将通过本书来证明，有很多理由可以认为股市在 1929 年并没有被明



显高估,1929 年秋天持有股票并在 12 月买进股票是明智之举(不可否认,这种投资策略在当时会被认为大错特错)。

笔者想在书中思考两个问题:一是 1929 年 10 月股市是否处于不合理的高位;二是股市崩盘是否在所难免。我们将介绍一些并非基于某种高估假设的对股市初始下跌所做的解释。我们无力全面解释 1929 年秋天股市下跌的原因,参考具体的特定事件并不能充分说明市场心理的变化状态。

本书的目的并不是要确定 1929 年秋天的股市下跌触发了 20 世纪 30 年代的经济大萧条,而是要更加精确地记述 1929~1932 年的股市崩盘,以便我们能够更好地理解当前的股市行情,并且更加准确地预测股市的未来走势。

现在的通常做法是把 1929 年 10 月前的股市作为一种泡沫事件或者投机狂潮来描述。综观经济史,有很多事件被定义为泡沫事件。历史上,通常用交易者非理性的假设来解释金融市场上出现的价格泡沫(价格大涨后出现的大幅下跌)。譬如说,C. P. 金德尔伯格(C. P. Kindleberger)采用以下方式来解释泡沫:“偏离正常、理性的行为导致所谓的狂热或者泡沫的逐利性投机。‘狂热’这个词重在强调非理性,而‘泡沫’则预示着破灭。”¹

近来,引入理性预期假设的经济学模型证明了存在理性价格泡沫的可能性。当某种产品或者资产的本期价格是这种产品或资产价格预期变动的函数——无疑是金融市场上的一种现象——时,就有可能出现价格泡沫。这类经济学模型的一个重要变体坚持认为,“太阳黑子”式的变量,即与经济基本面没有关系的变量,也能影响经济

的均衡条件,除此之外还会导致价格泡沫。

虽然有先验的理由可以怀疑“太阳黑子”是导致价格变动的重要决定因素,但是,对价格还会继续上涨的预期引发价格上涨的可能性在理论上(至少根据理性预期模型)是站得住脚的。²

R. P. 弗勒德和 P. M. 加德尔(R. P. Flood and P. M. Garder)已经完成了一项关于价格泡沫存在性的经验研究。³ 他俩没能拒绝德国 20 世纪 20 年代发生的恶性通货膨胀中不存在价格泡沫的假设。他俩在探讨了价格总水平的变化速度问题以后,也适度谨慎地对更加专业化的资产市场进行了推测:

“经济学界关于泡沫存在性的传统做法就是比较关注像郁金香泡沫、南海泡沫、密西西比泡沫和 1929 年股市崩盘这样的市场事件,但就是没人验证这类在现有理性预期文献中定义的泡沫事件是否真正存在过。”⁴

很多所谓的泡沫事件,其实就是一些值得关注的没有取得成功的经济冒险行动或者诈骗高手极力兜售的设计巧妙的骗局。著名的“南海泡沫”事件就是以上两个因素合并产生作用的结果。

“南海泡沫”事件(1711~1721 年)发生在英格兰。这个事件起始于一家合法企业[持有拉美国家贸易垄断特许状的南海公司(South Sea Company)],但却以强行抛售几乎一文不值的证券而告终。南海公司第一艘开往拉丁美洲的货轮于 1717 年被西班牙人击退。1718 年,英格兰陷入与西班牙交战的状态,而南海公司原先的贸易垄断特许状就因此失去了它的价值。面对存在理由的丧失,南海公司就对自己持有的英国政府债券进行重新包装。由于有新资本