

Economist on Wall Street

華爾街上的經濟學家

Peter L.
Bernstein

投資大師伯恩斯坦金融三部曲

交易活動暗藏著什麼訊息？
為什麼股票上升時的交易量總是比下跌時更大？
為什麼選股不能選前景看好的股票？
伯恩斯坦對市場敏銳的觀察和判準，禁得起時代的淘漚，
如今我們擁有的資訊比當年更多，
然而當年這位投資大師在極有限的資訊中做出選擇的方法，
沒有有效期限。

港台書

F-830.5
20148

Economist on Wall Street

華爾街上的經濟學家

Peter L.
Bernstein

投資大師伯恩斯坦金融三部曲



Copyright © 1970, 2008 by Peter L. Bernstein. All Rights Reserved.

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Published simultaneously in Canada.

Originally published by The Macmillan Company in 1970.

Traditional Chinese translation rights © 2012 by Faces Publications, a division of Cité Publishing Ltd

企畫叢書 FP2242

投資大師伯恩斯坦金融三部曲：華爾街上的經濟學家

Economist on Wall Street

作者 彼得·伯恩斯坦 (Peter L. Bernstein)

譯者 田唯、穆瑞年

編輯總監 劉麗真

主編 陳逸瑛

編輯 林詠心、賴昱廷

發行人 涂玉雲

出版 臉譜出版

城邦文化事業股份有限公司

台北市中山區民生東路二段141號5樓

電話：886-2-25007696 傳真：886-2-25001952

發行 英屬蓋曼群島家庭傳媒股份有限公司城邦分公司

台北市中山區民生東路二段141號11樓

客服服務專線：886-2-25007718；25007719

24小時傳真專線：886-2-25001990；25001991

服務時間：週一至週五上午09:30-12:00；下午13:30-17:00

劃撥帳號：19863813 戶名：書虫股份有限公司

讀者服務信箱：service@readingclub.com.tw

香港發行所 城邦（香港）出版集團有限公司

香港灣仔駱克道193號東超商業中心1樓

電話：852-25086231或25086217 傳真：852-25789337

E-mail：citehk@hknet.com

馬新發行所 城邦（馬新）出版集團 Cite (M) Sdn Bhd

41, Jalan Radin Anum, Bandar Baru Sri Petaling,

57000 Kuala Lumpur, Malaysia.

電話：603-90578822 傳真：603-90576622

E-mail：cite@cite.com.my

一版一刷 2012年8月

城邦讀書花園

www.cite.com.tw

ISBN 978-986-235-200-7

翻印必究 (Printed in Taiwan)

售價：250元

(本書如有缺頁、破損、倒裝，請寄回更換)

目錄

新版序	005
初版序	009
新版前言	013
初版前言	021
第一章	優先順序是……025
第二章	市場的感受……031
富布賴特聽證會：因禍得福？／萬里長征的一小步／ 機構投機者／機構交易活動過頭了沒？／解剖熊市／ 交易量告訴我們什麼？／交易活動的全新規模／黃金 危機與證券市場／成長型公司 vs. 成長型股票	
第三章	通貨膨脹與經濟……085
叫賣通貨膨脹／財政赤字與通貨膨脹的相關性分析／ 通膨與股價：天大的迷思／再訪通貨膨脹／稅收能夠	

且應該抑制通膨嗎？／一九六九年的我們，可以像一九六八年一樣輝煌嗎？／通貨膨脹：錯誤的藥方

第四章 黃金與國際收支 119

黃金依然完好如金／黃金線路：從斯克內塔第到倫敦／歷史的記憶／貶值、赤字以及幻覺／共同市場：挑戰還是救贖？／美元仍然是老大嗎？

第五章 你能錯得多離譜 145

美國證交所：未來發展的前景

第六章 經濟學家變身投資組合經理人 149

現代養老基金投資策略／對股權的狂熱崇拜完結了嗎？／你見過瓊斯先生嗎？／關於投資組合規畫／如何在賦稅轉換時不造成金錢損失

第七章 我的哲學與幻想 181

「繁榮的代價」：通膨或通縮？／工作是必要的嗎？／商業抓得住未來嗎？／邪惡的企業集團：迷思，還是現實？／黃金是唯一讓我們保持誠實的東西嗎？／一個謙遜的提議／一個自負的建議

F 830.5
20148

港台書

Economist on Wall Street

華爾街上的經濟學家

Peter L.
Bernstein

投資大師伯恩斯坦金融三部曲



Copyright © 1970, 2008 by Peter L. Bernstein. All Rights Reserved.

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Published simultaneously in Canada.

Originally published by The Macmillan Company in 1970.

Traditional Chinese translation rights © 2012 by Faces Publications, a division of Cité Publishing Ltd

企畫叢書 FP2242

投資大師伯恩斯坦金融三部曲：華爾街上的經濟學家

Economist on Wall Street

作者 彼得·伯恩斯坦 (Peter L. Bernstein)

譯者 田唯、穆瑞年

編輯總監 劉麗真

主編 陳逸瑛

編輯 林詠心、賴昱廷

發行人 涂玉雲

出版 臉譜出版

城邦文化事業股份有限公司

台北市中山區民生東路二段141號5樓

電話：886-2-25007696 傳真：886-2-25001952

發行 英屬蓋曼群島家庭傳媒股份有限公司城邦分公司

台北市中山區民生東路二段141號11樓

客服服務專線：886-2-25007718；25007719

24小時傳真專線：886-2-25001990；25001991

服務時間：週一至週五上午09:30-12:00；下午13:30-17:00

劃撥帳號：19863813 戶名：書虫股份有限公司

讀者服務信箱：service@readingclub.com.tw

香港發行所 城邦（香港）出版集團有限公司

香港灣仔駱克道193號東超商業中心1樓

電話：852-25086231或25086217 傳真：852-25789337

E-mail：citehk@hknet.com

馬新發行所 城邦（馬新）出版集團 Cite (M) Sdn Bhd

41, Jalan Radin Anum, Bandar Baru Sri Petaling,

57000 Kuala Lumpur, Malaysia.

電話：603-90578822 傳真：603-90576622

E-mail：cite@cite.com.my

一版一刷 2012年8月

城邦讀書花園

www.cite.com.tw

ISBN 978-986-235-200-7

翻印必究 (Printed in Taiwan)

售價：250元

(本書如有缺頁、破損、倒裝，請寄回更換)

目錄

新版序 005

初版序 009

新版前言 013

初版前言 021

第一章 優先順序是……025

第二章 市場的感受……031

富布賴特聽證會：因禍得福？／萬里長征的一小步／
機構投機者／機構交易活動過頭了沒？／解剖熊市／
交易量告訴我們什麼？／交易活動的全新規模／黃金
危機與證券市場／成長型公司 vs. 成長型股票

第三章 通貨膨脹與經濟……085

叫賣通貨膨脹／財政赤字與通貨膨脹的相關性分析／
通膨與股價：天大的迷思／再訪通貨膨脹／稅收能夠

且應該抑制通膨嗎？／一九六九年的我們，可以像一九六八年一樣輝煌嗎？／通貨膨脹：錯誤的藥方

第四章 黃金與國際收支 119

黃金依然完好如金／黃金線路：從斯克內塔第到倫敦／歷史的記憶／貶值、赤字以及幻覺／共同市場：挑戰還是救贖？／美元仍然是老大嗎？

第五章 你能錯得多離譜 145

美國證交所：未來發展的前景

第六章 經濟學家變身投資組合經理人 149

現代養老基金投資策略／對股權的狂熱崇拜完結了嗎？／你見過瓊斯先生嗎？／關於投資組合規畫／如何在賦稅轉換時不造成金錢損失

第七章 我的哲學與幻想 181

「繁榮的代價」：通膨或通縮？／工作是必要的嗎？／商業抓得住未來嗎？／邪惡的企業集團：迷思，還是現實？／黃金是唯一讓我們保持誠實的東西嗎？／一個謙遜的提議／一個自負的建議

新版序

我認識彼得·伯恩斯坦已有三十五個年頭了，彼此既是職場同事，也是社交夥伴。在那些漫長的歲月中，這位非凡人物不斷展現過人的才智和個性，顯得如此與眾不同。任何共事過的人都知道，彼得才華橫溢、風度翩翩，做事極有原則。我們這些與他密切合作過的人還知道，此人頗為執著、驕傲，性情幽默，有時卻又難免暴躁。總的來說，在我們漫長而深入的交往中，他的這些性格特點始終讓我對他敬佩有加。

我最初遇到彼得是在一九七〇年代初，當時我是卡特—伯林德—韋爾—李維特（Carter, Berlind, Weill, and Levitt, CBWL）經紀公司的合夥人。這是一家以零售業務為主的公司，同時做一些市場調查，正在努力躋身於機構和投資銀行的行列，希望在那個領域占有一席之地。當時我已聽說過彼得，他是華爾街一位頗有影響的人物——與我們這些羽翼未豐的企業相比尤其如此。如果能夠說服彼得和他的公司加入，對我們來說可是驚人的戰略之舉。我滿懷勇氣，找了一位朋友哈爾·埃德爾斯坦（Hal Edelstein，當時是伯恩斯坦—麥考利〔Bernstein-Macaulay〕公司的合夥人），想知道他那家規模不大但頗被看好的投資諮詢公司是否願意與CBWL建立合作關係。當哈爾表示對此一建議有些興趣時，我立即請求我們的資深合夥人亞瑟·卡特（Arthur Carter）

和我一起說服彼得將伯恩斯坦—麥考利公司與我們公司合併。我們相信，彼得的個人威信，再加上他公司擁有的高聲望客戶群，這些提升企業形象的因素，或許會為我們打開通往機構和高檔市場之門——那原本可能是我們這樣的小公司永遠無法企及的。

卡特的魅力和堅持最終得到回報，伯恩斯坦—麥考利公司加入我們的企業，並且在多年後成為花旗集團（Citigroup）旗下的美邦（Smith Barney）經紀業務部門的前身。在合併前後的蜜月期，彼得的一些性格特質讓我覺得失望，另一些卻又令人甚感可愛。彼得一再堅持伯恩斯坦—麥考利公司應擁有一定的獨立性。那些多為專業和養老基金的高檔客戶，按他的話說，絕不能成為「CBWL包銷業務的傾銷市場」，他們也不一定要採納CBWL分析師的投資建議。他認為零售經紀業務中存在著多層面的利益衝突，他對這件事的堅持簡直到了頑固的地步。彼得的正直自然是無可置疑的，他為公司定下一種經營有道的基調；很遺憾，在今天華爾街上的許多辦公室裡，已經很難看到這種道德感了。

隨著CBWL的成長，彼得漸漸成為管理階層中舉足輕重的人物——在一群野心勃勃、衝動行事、立志在華爾街闖出一片天地的人之間，彼得的意見始終顯得明智而極有分寸。隨著兩家公司的合併，我們建立起一種高度分權的關係，彼得選擇和我們的經紀人以及分析師站在一起。彼得漸漸成為許多客戶會議和晚餐上的中心人物——成為我們的團隊中一個非常寶貴的要素。我清楚記得，就在公司開始進入成長期的時候，投資銀行家懇求彼得將客戶的錢投資在諸如Tech AeroFoam, Arlen Properties和Omega Alpha之類的公司中。「這與客戶利益不一致，」彼得咕噥道，這讓銀行家十分失望，他卻以此保住客戶的利益。還有一次，桑迪·韋爾（Sandy Weill）帶來了一項業務，Topper玩具公司引起

了彼得的注意。儘管彼得和桑迪都擁有高人一等的分析能力，他們卻沒有注意到該公司有一項不當的會計帳目，即將一批回收產品計入銷售收入。這筆玩具交易最終為公司許多最好的客戶帶來巨大的財務損失，對公司的聲望也是一個重大打擊。令人讚賞的是，彼得沒有責備任何人，而是承擔了自己應負的責任，要知道由此帶來的壞名聲，足以讓任何一個從事風險管理業的人一敗塗地。

除了驚人的理解力和高超的分析技巧，彼得為人還十分友善。他很快就成為最受全體雇員尊敬和喜愛的合夥人，並時常運用自己鮮明的個人風格緩和緊張的氣氛以成功達成交易。

舉例來說，公司最早的合夥人之一克拉倫斯·鐘斯（Clarence Jones）試圖開展一些非洲和加勒比國家的銀行業務時，彼得成了此一新業務的骨幹。彼得與那些尚比亞人據理力爭的場面是我職業生涯中最溫馨的回憶，每次回想起這位博學多聞卻又充滿靈氣的經濟學家全力說服後者使用CBWL—海頓史東公司（Hayden Stone）的服務並為其承銷債券時，我都倍感親切。還有一次，我們收購了一家瀕臨倒閉的公司做為我們在比佛利山的首家分公司，必須迅速採取行動，說服被收購公司的12位經紀人留在CBWL。彼得和我，以及新分公司的經理赫布·拉納（Herb Rhaner）飛往西部，搬出一堆道理，鄭重地勸告新雇員加入我們的團隊。他們很感興趣，之後邀請我們當晚在一家夜總會見面。我們心懷忐忑，想不到那一晚大家跳舞、喝酒，非常愉快。總之，是彼得和善可親的參與讓我們順利完成任務。

事實上，與合夥人打成一片對成長中的公司頗為重要，而且這種關係很快就成為公司文化的一部分。彼得是我們家的常客，我和妻子也常常到他的府上拜訪。的確，我永遠忘不了第一次前

往他位於薩頓廣場（Sutton Place）附近的公寓拜訪的情景。要知道我認識的彼得可是威廉斯學院（Williams College）前經濟學教授，他對資料一絲不苟，對待客戶的委託嚴肅認真；此外，他還是一位精明能幹的生意人。所以，想像一下當我一踏入他的公寓有多驚訝吧！展現在我眼前的是地板上兩隻上竄下跳的兔子和用大量陶瓷兔子裝飾得舒適漂亮的房間。從那一刻起，彼得便有了「兔人」的綽號（不過人們從來沒有當著他的面叫過）。在我看來，這樣頑皮的性情和才華一起成為彼得性格的一部分，讓他成為一個如此非凡的人。能與此人為友，我感到萬分榮幸。

美國證券交易委員會前主席
亞瑟·李維特（Arthur Levitt Jr.）

初版序

我第一次見識到彼得·伯恩斯坦的經濟學觀點，大概是在幾年前的一個夏天。當時他和妻子要去度假，託我照顧他的寵物兔。由於之前從未有過照顧和餵養兔子的經驗，我戰戰兢兢地接下這件苦差事。我知道很多人不認為兔子是最好的寵物，牠們個性倔強，不像狗那麼忠誠。不過普羅斯佩羅（Prospero）——這是個好名字，取自伯恩斯坦的第一部著作《繁榮的代價》（*The Price of Prosperity*）——很快讓我改變了看法：這隻兔子和我接觸不久後就開始像一頭幼犬那樣嬉鬧不止，有時甚至會在我呼喚牠的名字時跑上前來。可見伯恩斯坦並不認為兔子反應遲鈍。在未經廣泛考察時不盲目接受既有觀點，或許正是伯恩斯坦思維方式的基礎。

此外，以一種非比尋常且不受約束的動物做為寵物，大概也算得上是伯恩斯坦的典型風格。事實上，伯恩斯坦就是個非比尋常又特立獨行的人——從本書中打破常規的寫作方法可見一斑——說他非比尋常，是因為在我認識的人中，鮮有幾位像他那樣既擁有實踐經濟學家的高超技巧，又是管理他人財富的專業投資經理人；說他特立獨行，是因為他的理念就是始終對他人普遍認同的看法提出質疑。

正如讀者將在本書看到的，伯恩斯坦擅於挑戰真理。他根據

經驗證據進行考察，形成自己獨特的觀點；而那些不擅追根究柢的人往往會忽視這些觀點。本書就是作者持續質疑各種經濟學知識，特別是股市中經濟學知識的思考結晶。

伯恩斯坦引人深思的思考過程早有先例：幾十年前，伯恩斯坦的前輩——德高望重的經濟學家凱因斯（John Maynard Keynes）也是這樣做的。在他的《一般理論》（*General Theory*）中，凱因斯描述了專業投資的過程，認為要在投資領域獲得成功就像在選美比賽中脫穎而出一樣。他的觀點是：選出你自己認為最漂亮的姑娘是不夠的，選出評審推選的最漂亮姑娘也還是不足。確切地說，凱因斯寫道，我們已經到達第三個層次，即「傾注全部心智，力圖預測一般人期待的普遍意見是什麼。」

正是在這第三個層次，我們才開始理解伯恩斯坦作品的核心內容究竟是什麼。在他看來，一個觀點或信念被人們普遍接受這一事實本身就非常可疑——至少應該受到嚴格的質疑。此一質疑最終產生的成果就是他所寫的各類文章，包括黃金在國際貨幣事務中的真正角色、政府赤字對物價究竟意味著什麼，以及從長期來看通貨膨脹對股價的影響等。所有這些，讀者都能在本書中一睹為快。

在我看來，伯恩斯坦的作品中最引人注目之處，是深入淺出，將晦澀深奧的經濟學觀點表達得淺顯易懂。他能夠隨意擷取一個複雜的概念並解釋得通俗易懂，既使得一般讀者易於理解，又令專業人士興味盎然。不過和許多該領域的作家不同，伯恩斯坦避免對事物做出感性的反應，他從本能上傾向於提出一個理性且符合邏輯的觀點。

做為作家兼經濟學家，伯恩斯坦的觀點在甘迺迪政府時期頗具影響力。在那個時代，政府的財政責任是保持經濟穩定運行，

「新經濟」本身的信用水準也無法和現在相提並論。政府提出的削減稅收的最大絆腳石是美國國會，該立法機構對經濟政策的新走向不甚明瞭（這一情形屢見不鮮）：具體而言，就是與人們普遍接受的觀點相反，即使在繁榮時期，也可以利用減稅刺激工業創造新高。因此就需要伯恩斯坦和他的老友兼同事羅伯·海爾布倫納（Robert L. Heilbroner）展開積極行動，撰寫一本書向公眾以及國會解釋政府的救市舉措。《政府支出入門》（*A Primer on Government Spending*）就這樣問世了，一面世便大為暢銷。該書經歷了漫長的寫作期，兩位作者從每天清晨六點便開始筆耕不輟，寫作完成後，僅用了幾周就由藍燈書屋（Random House）出版了。之後這本書提交給每位參議員和眾議員，為減稅法案最終順利通過鋪平了道路。

如今，每個人都追求一種所謂的「投資績效」——在此過程中，投資經理人竭盡全力使自己的績效高於其他所有人，並傾向於將與客戶的私人關係降至最低。然而貫穿整本書的信條其實非常簡單——正如他曾經對一位記者所說：「我們覺得自己的客戶是人而不是錢，整個遊戲的宗旨是讓他們快樂。」在此一個人觀點的背後，我們感受到一種強有力的社會理論。貫穿伯恩斯坦著作始終不斷出現的主題是：經濟學和投資的最終結果是，人們必須透過某種方式獲得衣食住行的基本原料。為達此一目標，他一直宣導提高稅率、增加政府支出，以及聯邦政府必須加強對經濟的控制。此一觀點理所當然地令伯恩斯坦成為華爾街的標新立異者。

過去十年中，我以學生、雇員、同事和朋友的身分結識了伯恩斯坦，本書的大部分撰寫工作都是在那十年間完成的。十年間，我對伯恩斯坦的了解與日俱增，也希望本書的讀者像我一

樣，將接觸和了解伯恩斯坦的思想看做一個啟迪思考、開闊眼界的經歷。

《機構投資者》創始人、美國金融出版家
吉伯特·卡普蘭（Gilbert E. Kaplan）