

大熊市启示录

百年金融史中的超级恐慌与机会

· 原书第4版 ·

ANATOMY OF THE BEAR

Lessons from Wall Street's Four Great Bottoms

华 章 经 典 · 金 融 投 资
R U S S E L L N A P I E R

[英] 拉塞尔·纳皮尔 著 张昊译

RUSSELL NAPIER



机械工业出版社
China Machine Press

华章经典·金融投资

大熊市启示录

百年金融史中的超级恐慌与机会

· 原书第4版 ·

ANATOMY OF THE BEAR

Lessons from Wall Street's Four Great Bottoms

[英] 拉塞尔·纳皮尔 著 张昊 译

RUSSELL NAPIER



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

大熊市启示录：百年金融史中的超级恐慌与机会（原书第 4 版）/（英）拉塞尔·纳皮尔（Russell Napier）著；张昊译．—北京：机械工业出版社，2019.6
（华章经典·金融投资）

书名原文：Anatomy of the Bear: Lessons from Wall Street's Four Great Bottoms

ISBN 978-7-111-62844-6

I. 大… II. ①拉… ②张… III. 股票市场—研究 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2019）第 101241 号

本书版权登记号：图字 01-2019-2300

Russell Napier. Anatomy of the Bear: Lessons from Wall Street's Four Great Bottoms, 4th Edition.
Copyright © 2016 by Russell Napier.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2019 by China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

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 Russell Napier 授权机械工业出版社在中华人民共和国境内（不包括香港、澳门特别行政区及台湾地区）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。

大熊市启示录

百年金融史中的超级恐慌与机会（原书第 4 版）

出版发行：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：冯小妹

责任校对：李秋荣

印刷：北京瑞德印刷有限公司

版次：2019 年 7 月第 1 版第 1 次印刷

开本：170mm × 230mm 1/16

印张：22

书号：ISBN 978-7-111-62844-6

定价：80.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 68995261 88361066

投稿热线：(010) 88379007

购书热线：(010) 68326294

读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

拉塞尔·纳皮尔不是一个哗众取宠的人，这本书里也没有关于道琼斯工业指数能否到 1 万点的预测。然而，他是一位了不起的历史学家、教育家。而且，前 3 版书的正确预言说明了他是一位合格的预言家。2009 年版的前言告诉我们，股市估值已经足够低，而通货紧缩也足够夸张，所以很快会出现大幅熊市反弹。在这一版的前言中，拉塞尔又提出了一个新的问题：自 2009 年以来大多数西方市场的大幅上涨是否已经不属于一次反弹？2009 年是否是历史上的一个熊市谷底，而我们今天的投资市场已经变得非常安全了吗？

拉塞尔对此的回答是否定的。

至少对我来说，在 2009 年，我们无法想象我们现在所处的货币环境。我无法想象英国的利率会在 27 个季度内维持在 300 年来的最低水平上，并且还在继续。我也无法想象无休止的负利率和量化宽松政策。目前还不清楚超级宽松的货币政策是否会毒害我们的经济，导致资本配置不当，使所有东西供过于求。我从来都认为我们的央行银行家们会看清楚，他们自己的政策将造成多大的资产泡沫。他们说这些政策都很好，甚至再多一点

也不会带来任何伤害。

我们大多数人也几乎不可能想象，所有实力雄厚的投资者将如何看待央行。自 2008 年以来，我们选举出来的政府将金融危机管理的权利移交给了美联储、英格兰银行和欧洲央行的非民选官员，尽管理性者认为这不是一件好事（一个国家最重要的事情不应该是其央行会议的记录），然而对于投资者来说，这已经成为一件好事。如果经济衰退被视为央行再次干预的机会，我们不可能有真的坏消息，只会有更高的资产价格。

然而明显的是，这种情况不可能持续下去，由于不断的央行干预，市场变得更加脆弱、动荡：偏离正常交易区间四个标准差的资产数量一直在急剧上升。现在很难想象，当前的基本条件能够支撑一个长期牛市。如果当前估值处于历史区间的高值区间，但公司无法找到提高销售业绩，或是发挥潜力的方法，股票怎么能继续上涨呢？那么又是否会发生通货紧缩呢？

拉塞尔喜欢说，大多数投资者错误地认为股票是一种资产。相反，它们是“资产与负债之间的一小块希望”——通货紧缩（它会收缩你的资产，而不是你的负债）可能会抹去它的价值。这一切可能很快发生，甚至快过你的股票经纪人告诉你，你的股票估值和债券收益率并不强相关，或者告诉你多样化的长期投资组合永远不会失败。

拉塞尔所提的问题：目前的情况属于熊市反弹还是一个大牛市的肇始？这个问题的答案比他在这本精彩的书中讨论的其他熊市更重要。显然，股市崩盘对那些只持有股票的投资者有更大影响。但如今，随着固定福利养老金的消亡、未兑现的供款养老金的增加以及许多西方国家人口迅速老龄化，我们中数以百万的人将比以往任何时候都更多地受到下一次股市大跌的直接影响，我们的财务状况和生活方式将与此休戚相关。

本书的最新版对所有专业人士来说都是必读的，我认为，如果他们不

知道拉塞尔的作品，他们就忽视了对客户的责任。考虑到太多人只关心市盈率，如何根据去年的收益推算下一年收益，以及如何取悦大众，我认为这本书也会成为非专业投资者的必读书。你需要知道拉塞尔认为下一个熊市将在什么时候到来，以防你的基金经理不知道。

美林·萨默塞特·韦伯

2015年11月

| 前 言 |

当本书十年前第一次出版的时候，我的本意只是想给那些试图在股票熊市底部进行投资的人一些实用指导意见。在初版（2005年版）以及2007年版和2009年版中，我基于美国股票市场上四次大熊市底部的分析，加入了一些关于未来美国股票市场走向的预测。这些预测究竟表现如何呢？历史上的四次大底究竟对未来美国股市走向有什么启示呢？

在2005年版中，我做出了以下预测：“只有当道琼斯工业平均指数跌幅超过60%的时候，熊市才有可能终结。”这个预测的方向本身并没有错，然而幅度错了。道指从2005年11月开始爬升，直到2007年10月到达峰顶，然后开始下跌，一直跌到2009年3月的谷底。与2007年10月的峰顶值相比，指数一共跌去了54%。而与2005年11月本书第1版的时候相比，指数只跌去了40%，而不是我所预测的60%。根据本书的估值方法，美国股市在2009年3月已经到了一个合理的价格，但是与我们的预测相比，这个价格还不够低。假如读者依据本书的分析方法，可能会认识不到2009年3月已经可以算作自2000年开始的大熊市的底部。

本书2005年第1版的结论尚未揭示出道指有即将到来的大跌风险，

价格扰动会让美国债券收益率升高，触发经济衰退和美股暴跌。从 2007 年 3 月到 2008 年 7 月，中国发生的通货膨胀导致美国进口中国的产品价格升高了 7%。输入型通货膨胀结合了商品价格上升——这一上升也部分来源于中国——是将美国通胀指数推升到 5.6% 的关键原因。这一通胀的上升减慢了联邦储备局降低利率的步调，加重了 2008 ~ 2009 年的经济衰退和股市暴跌。

正如我们之前所看到的，10 年期的国债收益率和联邦基金利率的上升是 2007 年年末熊市和衰退的重要触发点。因此，推高利率上升的通胀预期也是 2007 ~ 2009 年熊市的重要原因。本书 2007 年版本中预测的美国通胀上升，虽然确实发生了，但是很快也就消失了。原因在于美国股票价格的下滑不仅摧毁了通胀，而且带来了美国自 1955 年以来的首次通缩。通胀预期虽然会推高利率触发熊市，但其自身也是昙花一现，真正的风险是随后而来的通缩，而不是通胀。

本书分析得到的一个重要结论是，一个大熊市通常是通缩——或者至少是正在发生的通缩风险——引发的。本书接着假定，正是这股通缩的力量使得股市见底。事实证明，消费价格总水平在 2008 年 9 月剧跌，正巧在那个时候，道指开始暴跌。

然而，当本书在 2009 年再版的时候，我们有理由开始乐观，“我们将会看到，当通缩风险消失，风险溢价开始收缩，是时候去买入股票了。在 2009 年第一季度末，市场似乎对通缩风险反应过度，因此，这很可能导致一场从 2000 年至 2014 年的大熊市中的显著反弹。”好吧，在 2009 年 3 月 9 日触底的股市中呼吁反弹并不坏——尽管这显然不是一场在 2014 年才触底的长期熊市中的反弹。

本书 2009 年版的前言里提到企业债券价格在 2009 年第一季度末有所回升，同样的回升也发生在铜价和通胀保值类债券上。这三种重要指标的

回升标志着股票市场最艰难的时刻已经过去了。前言总结道，“这三种指标的回升标志着通缩危险的消失，对股市是一个利好消息。”事实证明这个结论是正确的，但是解除通货紧缩的积极影响比笔者在 2009 年预计的要长久得多。

2009 年版的前言虽然已经预期了反弹将长达数年，但并不相信美国的宽松货币政策会持续那么久：“货币供应持续增加，大规模的国债发行，都会损害国债的定价，但美联储的买入会抵消这一损害。宽松的货币政策何时会终止，美国金融市场需要多长时间才能受到纪律约束，这将决定这场长熊市反弹能持续多久。随着美国当局的行为真正在几年后受到纪律约束，华盛顿有可能成功地消除正在压低股票价格的通货紧缩风险。”然而，即使到了 2015 年，市场纪律也没有得到恢复，股市依然在继续走高。虽然 2000 年开始的这一熊市并没有在 2014 年触底，但是它真的在 2009 年触底了吗？2009 年会不会作为另一场大熊市的底部而载入史册？还是说 2000 年以来的这次熊市迄今为止尚未真正触底？

如上所述，美国股市尚未探底到一个足以和历史上的大熊市底部相媲美的低值。2009 年版本的前言认为目前只是一个长期熊市的反弹，原因主要来自于两点：“真正的危险来自结构上的变化——中国消费的增加，以及美国退休潮的来临——这可能会使美国当局自 20 世纪 70 年代以来首次受到纪律约束。

在 2015 年，以上两点结构变化带来的不可阻挡的压力进一步加大了，由此带来的通缩压力也更大了。这种通缩压力最后将使股市估值降低到可以类比 1921 年、1932 年、1949 年和 1982 年大熊市底部的水平。它也将动摇各国央行继续执行复苏手段的信念，正是这些非常规的手段保证了之前超过 6 年的复苏。这尤其会对美国股市带来伤害。各种抗通缩的手段都失败了，它们并没有在 2009 ~ 2015 年成功地产生任何通胀，一切似乎

无可挽回。

中国消费的增加和美国的退休潮究竟如何激起一场通缩，并导致史上第五大熊市大底？主要原因在于消费模式的改变，也在于高储蓄率对最终需求的影响，以及中国和美国采取的金融政策。

说起美国经济，人们总会第一个想起消费。美国的消费社会诞生于 20 世纪 20 年代消费信贷的普遍兴起。大萧条和第二次世界大战暂时使消费主义受到了一点挫折。第二次世界大战后重新崛起的消费者及其消费债务最后定义了美国式增长模式。这一模式尤其得益于婴儿潮一代，这一代人总是想要什么就马上去买，并且经常借债去买。

如果说储蓄是冻结的欲望，那么借贷就是及时行乐。婴儿潮一代在长达几十年的时间里，靠大量借款来及时行乐，这在历史上是前所未有的。事实上，每一个分析师都认为这种消费模式在美国是理所当然的。然而，现在婴儿潮一代已经 51 ~ 69 岁了，他们不仅高度负债，而且可能——仅仅是可能——心满意足了。美联储的数据显示 45 ~ 54 岁的家庭借债比率最高，这个年龄段有 87% 的家庭有负债。而 65 ~ 74 岁的家庭只有 66% 有负债。随着年龄增加，有负债的家庭比率急剧下降。显而易见，如果你想早点退休的话，你必须尽早还清债务，为此你必须开始多储蓄，少消费。

由于婴儿潮一代为准备退休而开始减少消费，这一结构性的变化显著地抑制了美国经济增长，降低了通货膨胀率。这也是为什么美联储试图通过扩大银行信贷，增加货币供应来刺激通胀的种种措施一概无效。在 2009 年版的前言里我们曾经提到这一点，而今天这一趋势更明显了，因为今天婴儿潮一代比 2009 年又老了 6 岁。所以说，无论 6 年来美联储采取了什么样的非常规手段去刺激通胀，这一人口结构的变化最终都会导致抵消其刺激手段，并造成通缩，美国股市也会因此剧烈下跌。

与此同时，美国人口的结构变化也会把中国牵扯进来。中国对美国婴

儿潮消费者，以及世界其他地区消费者的出口，大大促进了中国经济增长。

中国这一政策虽然促进了增长，但也制造了通货膨胀，近期中国国内工资的显著提高就削弱了中国的经济竞争力。中国工资增长与美国婴儿潮一代需求减退同时发生。这些变化产生的影响，加上美国能源产业的增长，其意义深远。由此导致美国经常账目赤字降低，由2006年的占GDP5.9%，到今天的只占GDP2.4%。对于那些将货币与美元挂钩的国家来说，比如中国，美国的低经常账目赤字将使它们被迫在低增长率和货币贬值之间二选一。

2007年版的前言预测中国的银行系统改革将改变中国的经济增长模式，由投资驱动型变为消费驱动型，由此也促进全球的通货膨胀。上文提到的工资增长确实导致了这一改变，但可惜未能如作者所料，这一改变对促进全球通货膨胀效果非常有限。

即使中国的工资水平上升，输入美国的中国产品价格还是下降了。高工资和产能扩张使中国企业付出了高昂的代价，它们的利润率遭到重创。许多中国私营企业家，不再把现金流投入到再生产过程中，而是转投到其他能带来更高收益的地方。所有这些把中国置于一个非常不利的位置，它的货币随着美元升值，由于高工资导致竞争力下降，外贸市场持续萎靡不振，而本地储蓄者又在持续地将资金转移到国外。

以上种种不利情况，尤其是美元对其他货币的持续升值，会促使中国允许它的货币贬值，从而得以实行宽松货币政策，提高经济增长率。这就会加速中国廉价产品的洪流进入全球市场，从而影响那些与中国竞争的公司和国家的债务清偿能力。在这种巨大的通缩压力面前，发达国家的央行将被质疑，它们能否有效地制造通胀，并实现经济成长。对于它们中的许多来说，这种通缩会成为不治之症，股市也会随之加速下跌。

中国对外账户的恶化也会增加美国私营部门的融资成本。原因在于，

中国会减少其对美国国债的购买，导致美国政府的融资变得困难。中国在 1994 年进行货币贬值，使其成为主要对外顺差国，包括中国在内的外国央行购买的美国国债额度持续上升，从占全部发行额的 12% 到 2009 年第一季度的峰值 38%。尤为重要的是，这些所有购买美国国债的行为反过来让外国央行发行了更多的本国货币，用以换取购买美国国债所需的美元。以中国为首的这些外国央行，通过这种方式来实现其货币对美元的持续低估。

这些国债购买行为一直持续到 2014 年，但在 2015 年停止了。自从 2009 年以来，不仅外国央行在举债购买美国国债，美联储从 2009 年第一季度开始，也通过发行美元的方式额外购买了 19 850 亿美元的美国国债，这些新发行的美元以银行准备金的形式存在。这期间所有央行购买美国国债都是通过央行自行举债，而不是通过动用储蓄者的资产。所以我们在 1994 ~ 2015 年各个阶段，都看到储蓄者还是有能力去进行任何其他投资的。

然而，当资助美国政府的义务落到储蓄者身上的时候，他们就不再有能力去投资美国私营产业部门了。这会导致美国私营产业部门自身的股价和企业债券价格下跌，融资成本上升。当这一切在美国继续发展时，中国也会发现其无力放松货币政策去刺激经济增长，因为它不得不通过出售美国国债来捍卫汇率从而收缩其央行资产负债表。因此，美国的消费疲软，加上中国资本外流，会导致中国经济增速降低，美国私营产业部门融资成本走高而增长乏力。当美国通胀率几乎为 0，中国和美国同时增长乏力的时候，一场足以引发历史上那种股票暴跌的通缩就被引爆了。

无论是按照景气循环调整后的市盈率 (cyclically adjusted PE)，还是用托宾比率 (q ratio) 来计算，目前的美国股市已经被严重高估，长期投资回报率非常低。计算表明，即使一位投资者打算持有 10 年的股票，目前美国股市的平均年回报率也不会超过 2%。这与美股平均长期 5% ~ 6% 的回报率

比起来相当差。然而，单纯的计算并不会告诉我们每一年的投资回报率究竟如何。从历史上看，长期的低回报率通常是由表现异常差的个别年份导致的。

本版前言认为其中一个异常差的年份很快就要来了。中国对外账户的恶化会拉低经济增长，最终引发其货币贬值。与此同时，美国也会遭受信贷环境恶化和通缩。这种通缩压力可能很难被抵消，最终股票价格会变得非常低。

这种紧缩之后通常会新一轮高度通货再膨胀，因为即使央行失败，精力充沛的政府也会努力采取极端措施来制造通胀。可以预期的极端措施包括：一笔抹消学生贷款——所谓人民的量化宽松 (QE)，以及事实上的信贷管控和外汇管控。央行是无法实行以上措施的，只有政府才能做到。但政府要这么做肯定会引起很大的内部政治冲突，尤其在美国。发达国家的这些戏剧性措施几乎肯定会带来更高的名义 GDP 增长，而这将伴随着通胀。现在说这一切还为时尚早，但是，如果股票价格便宜，尽管伴随着市场力量的结构性下降，这种通货再膨胀的压力还是会预示新一轮股票牛市的来临。

那些试图评估股票是否真的能够在种种行为下触底的人需要再读一遍这本书。世界已经改变，更多的政府组织参与了进来，其中最为重要的就是中国人民银行。预测这些经济上的转变会引起什么样的政治反应是非常困难的——一直以来都是这样。然而，本书的一个关键教训是，当股票价格足够便宜的时候，它们可以几乎无视一切其他消息。希望本书在将来的几年里被证明是依然有用的，当太多坏消息来临的时候，股市还会一如既往，如同 1921 年、1932 年、1949 年和 1982 年发生的那样。

拉塞尔·纳皮尔

2015 年 11 月

| 致 谢 |

这本书是出于对现有的资本市场的理论和绝大部分金融历史书籍的沮丧而写的。现有的资本市场理论通常漠视历史研究，而大部分金融历史书籍都淡化历史实践中的原理。这本书的目的是提供一个实用的历史金融市场研究。在此过程中，我受到了其他从业人员的启发，他们已经在这个领域做出了卓越的贡献：巴瑞·威格莫尔（Barrie Wigmore）的《大萧条及其余波，20世纪80年代的证券市场》、桑迪·奈恩（Sandy Nairn）的《驱动市场的引擎：从铁路到互联网及其他领域的投资技巧》、约翰·利特尔伍德（John Littlewood）的《股票市场：五十年的资本主义之行》、马克·费伯（Marc Faber）的《明日黄金》，当然还有乔治·古德曼（George Goodman）的《金钱游戏》。如果这本书有以上任何一部作品一半贡献的话，那我这两年的努力就没有白费。如果这本书能说服其他潜在的作者，他们也可以为金融市场的实践史增添一些作品，那么这本书就已经达成了它的目标。

另外，如果不是里昂证券亚太市场执行主席加里·库尔，这本书不可能出现。里昂证券介入出版业务，并且让我来写这本书，这是加里的想法。

如果没有大量的数据，写这本书是不可能的。在整理这些数据的过程中，莫里·斯科特（Murray Scott）指引着我找到正确的方向，他比我所认识的任何人都更了解数据挖掘方法。当一条数据线路似乎已经中断时，理查德·西尔拉（Richard Sylla）无疑是我找到新来源和新方向的向导。当其他一切都失败了，飞往美国似乎必不可少时，纽约公共图书馆（New York Public Library）的工作人员前来援助，我感谢他们为数千英里[⊖]外从未见过的人提供帮助。这本书特别依赖于过往《华尔街日报》的数据。阅读16个月的《华尔街日报》内容是一项巨大的任务，如果不是ProQuest（www.proquest.co.uk）的服务，我可能根本不会想到有这种可能。ProQuest提供远程访问自1889年以来在《华尔街日报》上发表的每一篇文章和广告的机会。虽然对于历史学家来说，ProQuest已经被认为是一种极好的资源，但我认为它对投资从业者的用处还没有得到充分的认可。对于那些寻求投资未来指导的人来说，一个完整可搜索的数据库，包含了《华尔街日报》100多年的文章，是一个极好的资源。

多年来，我一直与一群天才思想家和老师合作，他们为“金融市场实践史”课程（www.didaskoeducation.org）做出了贡献。我有机会向斯图尔特象牙基金会的受托人学习金融市场的知识，并对此做出贡献。该基金会是一家慈善机构，为这门课程的发展和运作以及许多其他项目提供资金。在这项任务中，非常幸运的是，已经有一些最优秀的金融专家参加这个项目。这对我是一个很好的机会，去向很多作者和老师学习，他们合在一起有超过200年的实践经验。关于这本书，我要特别感谢四位课程作者/老师的帮助：迈克尔·奥利弗（Michael Oliver）、戈登·佩珀（Gordon Pepper）、安德鲁·史密斯（Andrew Smithers）和斯蒂芬·赖特

⊖ 1英里 = 1.609 344 千米。

(Stephen Wright)。迈克尔和戈登已经尽了最大的努力，引导我理解这本书中所必需的货币数据。安德鲁和斯蒂芬允许我引用他们书中的话——“华尔街估值”。如果本书中有关 q 比率或货币上的叙述有错误，那一定是我这个学生的错误，而不是老师们的错误。如果想向老师们学习，请与我们一起学习金融市场实践史课程，购买一本《华尔街估值》或戈登·佩珀的《资产价格流动性理论》。

我希望这本书对一般读者来说是容易理解的，但并不一定是这样。就连我的朋友 P.J. 金 (P.J. King) 这样的资深投资专业人士也发现这本书有点难以理解。他以一种直截了当但友善的，也许是科克郡男人独一无二的方式，非常清楚地告诉我需要做什么改动。当然，来自爱尔兰另一端的我并不容易同意所有的改动要求。这就是思想碰撞之所在。编辑蒂姆·克里布 (Tim Cribb) 和西蒙·哈里斯 (Simon Harris) 把我杂乱无章的散文整理成了现在的样子。如果没有蒂姆和西蒙的巨大努力，我很可能仍然在写作或寻找各种主题。我既不具备当编辑的资质，也不具备当编辑的精神。面对我这样顽固的作家，我敬佩他们的技巧和坚韧不拔的精神。

在我读过的每一本书中，作者都感谢他们直系亲属的支持。只有你写了一本书，你才能真正理解为什么这如此必要。我要感谢我的妻子希拉，以及我的儿子罗里和迪伦忍受了我的长期缺席和交谈中频繁地转移话题。我尤其要感谢我的父母几十年来给予我的指导和支持。感谢我的父亲，事实证明，他已经在他位于贝尔法斯特的店铺教会了我大部分我需要的关于生意的知识。感谢我的母亲，她教会了我，生活中有许多事情比生意更重要。

推荐序

前言

致谢

引言 / 1

第一部分 1921年8月 / 13

通往1921年8月的路 / 15

道琼斯工业平均指数：1896～1921年 / 15

与美联储共存：一场全新的球赛（I） / 20

1921年的市场结构 / 33

1921年的股票市场 / 34

1921年的债券市场 / 37

在熊市的底部：1921年的夏天 / 41

正面消息和熊市 / 49

价格稳定与熊市 / 55

流动性和熊市 / 58