

## 前 言

彼得·L·伯恩斯坦

这本书里讲述的传奇故事概括了发生在大约 300 年前的如烟往事。但是，时值今日，这些描述听起来仍然如此生动、鲜明，恍惚就发生在昨日，又仿佛就发生在今天。这两本书之所以能够对读者保持长盛不衰的吸引力，是因为世事变化得越多，它们看起来就越恒久不变，越经得起时间的考验。在我们的现代市场之中，没有什么东西看起来与当时有巨大的差异——不论是令人眼花缭乱的术语，还是机构投资者的绝对优势，不论是超载的信息，还是全球一体化，甚至那些对金融理论影响深远的洞察和感知，都不足以使得现代市场截然地区别于 300 年前。

显而易见，当今市场行为的绝大部分特征都与 17 世纪的市场行为没有什么差异。投机者仍然在投机，而对风险采

取回避态度的人仍然在套期保值。但是，17 世纪的市场与我们今天看到的市场之间存在的令人触目惊心的相似之处并不仅仅在于投资者的行为。就连交易的工具和结算的机制都几乎没有由于岁月的流逝而发生丝毫的改变。

这就对我们提出了一个有趣的问题。我们当代的市场是否并不如我们希望的那样复杂奇妙呢？换言之，那些早期的市场是否并不像我们原来被引导着相信的那样简单，而是复杂得多呢？我把这个问题留给读者，让他们自己来回答。

这里上演的不太引人注目的悲剧，究其根源，乃是来自于漫长的人类历史之中那短短几百年独有的特性。400 年前，马凯和德·拉·维加讲述的事件是根本不可能发生的，因为直到 400 年前，人们仍然不需要金融市场。对于诸如亨利八世、主教裘力斯二世或者国王查尔斯五世之类的 16 世纪的巨人们来说，金融市场压根儿就没有任何意义。这两本书令人惊叹不已的特性，就在于它们揭示出了这样一个事实——尚且处于历史萌芽阶段的市场就已经可以舞拳弄棒，演绎那些当代读者十分熟悉的行为了。

事实上，直到 17 世纪为止，有记载的绝大部分历史都表明，整个社会的财富供给都增长得非常缓慢。财富的所有权时有转换，但是，这些换手之中绝大多数都是被迫进行或者是由于死亡而发生的，并不是金融交易。直到 16 世纪，哥伦布掀起了海外探险淘金的真正热潮，新的财富才开始流

向欧洲——新土地上的产品，新的原材料供应，新的动物资源，更不用说那数量多得数不胜数的黄金和白银了。紧随着所有这一切到来的，是山崩地裂、开天辟地式的技术发展。伟大的技术进步最终导致了工业革命的发生。

现在，一个家庭甚至一个国家可以变得更加富有，在这个过程之中，它不必使其他的家庭和国家变得更加贫穷——这是经济和社会特征最本质的变化。开天辟地头一遭，财富的积累不必再依赖于世袭继承或者剥削掠夺——最低限度，这些剥削和掠夺发生在远离欧洲海岸的遥远的土地上，姑且可以忽略不计吧。随着财富的积累，企业成为了所有权的推动力量。从这一刻开始，高贵就开始走向了穷途末路。请大家注意，《困惑之惑》问世的年代，1688年，正是英国抛弃了斯图尔特王朝，为建立起君主立宪制迈出重要的第一步的时候。这一与过去的戏剧性决裂，事实上正昭示着新纪元的开端。’

企业需要资本金——也就是说，必须通过融资来解决企业的资金问题——这笔资金的数量通常都非常巨大，远非任何一个企业家独自所能筹措。行使有形资产金融要求权的市场能够满足这种需求。这些市场的发展速度之迅速，随时准备涌入市场的流动性财富供给之充足，雄辩地证明了欧洲的人民在17世纪发财致富的过程之中，步伐是多么快速有力。

金融求偿权一旦产生、存在，仿佛就迫不及待地希望主

宰自己的生活，远离它们赖以产生的基础资产。这就是马凯和德·拉·维加要告诉我们的故事所包含的警示意义，他们俩在金融市场游戏开始之后如此迅速地发现了这一内涵。这些故事看上去与金融史上其他的故事如此相似，足以证明这些警示意义经得起时间的考验。使我印象深刻的，是这一特性露出庐山真面目的速度。

我同样要向读者指出的是，这卷书作之中包含的宝贵财富并不只有两篇，而是三篇。马丁·福里德森的绪论并不仅仅是马凯和德·拉·维加作品的附件和点缀，而是您将要读到的这本书中不可或缺的一个重要的组成部分。在阅读这部关于过去岁月中的财富、贪婪与欺骗以及金融创新的值得关注的历史时，这三个部分将为您带来许许多多的快乐与愉悦。

## 绪论：在无意识的领域里

最近，当《金融时报》的一位编辑选择有史以来最优秀的十部作品时，他列出的名单之中，最前面的两本就是约瑟夫·德·拉·维加的《困惑之惑》和查尔斯·马凯的《惊人的幻觉和大众的疯狂》。

这位编辑决定按照年代顺序来编排他选择的作品，这使得德·拉·维加（1688年）和马凯（1841年）在排名上占据了决定性的优势。但是，即使没有这样的优势，这两部值得尊敬的古老作品仍然可以当之无愧地在关于证券市场的最有价值的几部作品之中金榜题名。它们俩同时或者各自出现在名为“投资者必读书单”、“每一位投资者都需要的图书馆”以及“帮助培养理财感觉的礼物”等等的文章之中。

投资者之所以到现在仍然钟爱德·拉·维加的“困惑”和马凯的“幻觉”，是因为市场从来没有停止过蒙蔽和欺诈。1987年10月19日，当道·琼斯工业平均指数暴跌508点时，

观众的反应是目瞪口呆、不知所措，和 1720 年南海泡沫破灭时他们的先辈们的反应几乎一模一样。同样地，投资者也不能理解，日经 225 种股票的平均指数怎么会在进入 1990 年后巨幅暴跌。以至于 90 年初的日经 225 指数居然会比 9 个月后的价值高上 91%。

查尔斯·马凯将这样离奇古怪的波动归结为群众不正常的、过度的兴奋间歇性爆发的结果。与此相反，约瑟夫·德·拉·维加却凭借自己锐利的目光透视到了市场狂乱动荡的背后。他运用诡计多端的投机商那样的手法来描述价格的起伏动荡。

如果你立下雄心壮志，要对股票市场中频繁发生的奇怪的、不稳定的行为作出充分的理解，那么，这两种解说都值得仔细地研究。从马凯的和德·拉·维加的经典著作《幻觉》和《困惑》之中，我们可以提炼出关于投资的伟大真理和至理名言，这些名言警句被市场上最伟大的权威人士们奉为无价之宝。

举例来说，《惊人的幻觉和大众的疯狂》就是伯纳德·巴鲁克 (Bernard Baruch) 最喜欢的一本书。这本书现在所拥有的赫赫声名，大都来自于这位名满天下的金融家。它在 1932 年能够再版发行，就有巴鲁克的敦促之功，并且，巴鲁克还为这本书写了一篇绪论。约翰·坦普顿 (John Templeton)，当今最成功的投资家之一，同样对马凯的作品推崇备

至，尊敬有加。

如果您热衷于阅读财经新闻的话，您不可能不注意到对《惊人的幻觉和大众的疯狂》一书一贯的褒扬。在《福布斯》的字里行间，各种各样的专栏作家都对它给予了高度的评价，称之为“与[投资]行业有关的最重要的一本书，”一部“每一位投资者都应当收藏在自己的藏书室里，”所有投资于证券市场的人都必须阅读”的作品，并且这篇论著之中有许多段落都“常常被聪明的金融家作为最喜欢的文字而引用。”在其他出版物上发现的典型描述还包括“关于经济中的愚蠢事件的著名作品，”被推荐给“所有那些认为‘这次会不一样’的人”阅读参考，并且是“一本你但愿自己在[1987年]股票市场暴跌之前就已经拜读过的作品。”另一位评论员仅仅描述了自己观察的结果，“如果一个人在华尔街工作，不管他或者她工作的时间有多长，最终都会被指定去阅读这样一本书，《惊人的幻觉和大众的疯狂》。”

在首次出版一个半世纪之后，马凯对于投机泡沫的描述被自动地与每一次新的兴旺与衰退联系在一起。近年来出现的、使得专家们对《惊人的幻觉和大众的疯狂》产生出浓厚兴趣的事物包括黄金、墨西哥股票、商品公司股票、住宅费用、日本的土地价格、垃圾债券以及巴林证券（Baring Securities）的崩溃。

马凯的影响远远没有局限于金融市场的范围。一次媒体

调查表明，《惊人的幻觉和大众的疯狂》出现在与计算机病毒的保护、最高法院克莱伦斯·托马斯( Clarence Thomas )法官的听证会、哈雷彗星、赌场赌博的增殖、十几岁孩子们喜爱的变异海龟——忍者神龟( Ninja Turtles )和高能别动队( Power Rangers )有关的文字之中。评论家们在马凯叙述的有趣事件和各种各样的偶发性事件之间划上了平行线，比如说暴力性影片出人意外地获得的票房上的成功、要求消除暴力的运动、关于破坏臭氧层的讨论、被化学药品污染的水果引发的惊恐以及为提高污水处理水平而进行的各种努力等等。1992年问世的一本书，书名就叫作《庞氏骗局，来自火星的入侵者——更加惊人的幻觉和大众的疯狂》( Ponzi Schemes, Invaders from Mars & More Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds )，尝试着探索“当个体不再对自己承担责任的时候将会发生什么。”

说马凯的书作现在已经成为了传奇，实在算不上言过其实。在重新演绎这部作品的时候，这个故事被放大了、修饰了，也就不可避免地有断章取义之嫌。尽管有人认为《惊人的幻觉和大众的疯狂》问世于1852年，但是，有些资料准确地暗示出它第一次面世的时间是1841年，1852年是它第二版问世的时间。1991年的一篇文章将《惊人的幻觉和大众的疯狂》列为时尚经典著作，并且将它描述为1956年以来不再发行的作品。然而，其他的作家却提到了1974年、

1976年、1980年和1985年再版的版本（出版丛书 Books in Print 现在列示的出版日期为1980年、1986年和1991年），加剧这些混乱的因素之一是初版和第一版之间书名上的差异——第一版的名称为《关于惊人的幻觉的回忆录》，后来变成了《关于惊人的幻觉和大众的疯狂的回忆录》。而在1932年的版本中，书名里“回忆录”这几个字被删去了。

根据绝大多数文字记载，伯纳德·巴鲁克1929年就是谨遵马凯的教导才保护了自己巨大的财富，使之逃过了那场巨大的股灾。相反，有一家期刊声称，伯纳德·巴鲁克被市场的强大诱惑力所迷惑，忘记了自己向别人提供的有理有据的良好建议，反而在股票市场崩溃之前再度卷入了投机的洪流之中，因而损失惨重。事实上，伯纳德·巴鲁克从股市崩溃之中逃脱出来的时候，他的大部分财产都完好无损地得以保全。不过，按照一位传记作家所言，他发现，要成为一位世界末日的预言家，就要让人们忽略他自己的观点。与此相应，巴鲁克在公开的声明之中变换了腔调，表现得对后市更加看好，认为市场将更加牛气冲天。由此也就产生了两种相互对立的传说。一方面，巴鲁克的崇拜者们认为他准确地预见到了1929年的股市崩盘——其中一部分功劳要归功于他回忆起了《惊人的幻觉》中描写的前辈们的前尘往事。相反，另一方面的自由主义历史学家们却引用巴鲁克的乐观主义言论作为证据，论证的恰恰是马凯所描述的那种市场极度

疯狂的状态。

各种不同的资料来源对这位《惊人的幻觉和大众的疯狂》的作者所进行的描述和记载也各不相同。有的说他是一位 19 世纪的高级律师，有的说他是一位英国的编年史作家，还有的说他是一位苏格兰的新闻记者。事实上，当苏格兰出生的马凯从格拉斯哥大学（Glasgow University）获得博士学位之后，在自己的名字后面加上了“LL.D.”（法律博士），但是却从来没有专职从事过法律业务。比起作为新闻记者的马凯来，作为一名诗人和一位歌曲作者的马凯，名声一点也不逊色。不过，名利逝去如过眼烟云，以至于有一段引用的文字之中竟然把他的名字写成了“伯纳德·马凯”。

除非是出类拔萃的投资著作，否则不可能引发、激起如此持久的、以讹传讹式的信息流。《惊人的幻觉和大众的疯狂》显然是不同凡响的异类，这一点可以从许多资深投资管理人的言谈之中窥见一斑——他们在接受采访的时候屡次谈到自己永远将这本书保留在手边，随时随地查阅借鉴。另一个不那么明显的理由就是这本书经历数百年的世事变迁而魅力不减、风采依然，受欢迎的程度有增无减。毕竟，马凯并没有为交易制定规则，也没有为计算、衡量证券的价值提出公式。与典型的投资手册大相径庭的这样一部作品居然能够无一例外地出现在投资者的阅读书单上，实在是一件奇怪的事情。

当然，马凯所描述的事件具有内在的、本质的吸引力。读者必定会被他对荷兰郁金香球茎引起的疯狂、密西西比计划以及南海泡沫所作的精彩描述深深吸引，逗得捧腹大笑。但是，这些故事除了单纯作为娱乐消遣以外，还有着更加丰富、深远的意义和内涵。对于每一位希望通过证明大多数人的错误来取得成功的人来说，阅读马凯的作品都将会受益匪浅。所有的投机者都属于这样一个群体，此外，还有那些就财经问题以外的更加广泛的范围内存在的问题提供意见和建议的人们。在马凯的书里，他们找到了论据，足以论证多数人的意见也可能是错误的。

《惊人的幻觉和大众的疯狂》所讲述的主题并不仅仅局限于指出群众的行为有时候是非理性的，而是更加深远。根据马凯的描述，群众的臆想与疯狂很容易被人们识别出来，只要个体拥有常识，并且依据常识进行判断即可。如果这个断言正确的话，个体就可以凭借自己的常识，利用大多数人的臆想与疯狂而获取巨大的利润。马凯毫不怀疑这个断言的真实性。他绘声绘色地描写了如此之多的、形形色色的错误判断，以至于稍有头脑的人都可以一目了然，洞悉其中的谬误。

在 19 世纪中期，财经评论家们的生活比现在简单得多，这一点是毋庸置疑的。那个时候，数学家路易斯·巴切利尔 (Louis Bachelier) 还没有计算出股票价格的运动遵循的是毫

无规则可循的“随机漫步”。这个结论对于预测市场未来的状况的可行性提出了怀疑，尽管市场有时候表现为向一个方向或者另一个方向的过度“超调”（overshot），但是，要准确预知市场未来的走向仍然是不太可行的。此外，在马凯去世之后又过了很长一段时间，经济学家们才开始对投机泡沫的现实性提出了质疑。新的理论指出，价格的剧烈波动即使一望而知其荒谬，也仍然可能反映出资产价值的真实变化。后来，作为对这种理论的反应，一群无效市场理论学派（Inefficient Markets）学者们重新提出了人们的狂热与愚蠢对于市场所具有的重要性。直到那个时候，晦涩难解的数学方法一直占据着主导地位，使得试图剖析市场的思想、意念的想法显得无足轻重，黯然失色。

这并不是说，马凯在进行史诗般的叙述方面的专长在讨论之中失去了自己的地位和价值。不过，从他那时开始，争论的层次已经大大提高了。分析家们养成了一个令人头痛的坏习惯，他们不再将出版物上的描述作为权威性的资料来源毫不犹豫地加以引用，而是染上了“考据”癖，一定要不厌其烦、认真仔细地核实其背后的事实真相。在这一变化的过程之中，19世纪更加谨慎严格的研究方法并没有使马凯处于有利的地位。

布朗大学（Brown University）的彼得·M·加伯（Peter M. Garber）的分析表明，马凯费尽周折，才从二手资料中搜

集整理出了自己关于郁金香球茎引发疯狂炒作的历史。亚伯拉罕·芒汀（Abraham Munting）的“关于郁金香躁狂症的 1000 页资料汇编”（folio volume of one thousand pages upon the tulipomania）事实上只不过是一部以植物为主题的论著，其中与荷兰郁金香狂潮事件有关的文字，加起来也不过 6 页而已。更有甚者，加伯竟然直截了当地指责马凯剽窃了一位名叫乔安·贝克曼（Johann Beckmann）的作家 18 世纪末期的作品，抄袭了他的描述，并且补充说道，马凯的版本又转而被 P.T. 巴纳姆（P.T. Barnum）所抄袭。更加具有破坏性的是加伯对于《惊人的幻觉和大众的疯狂》难以计数的热心读者所钟爱的轶事提出的怀疑，它引发了轩然大波。加伯的研究指出，那位吞吃了一颗极其珍贵身价万金的郁金香球茎，而自以为吃掉了一头洋葱头的水手，也许是在 1634—1637 年的投机狂潮之后的某个时刻享用自己这顿昂贵奢侈的午餐的。

这样的琐屑异议并不是加伯评头品足的真正目的之所在。醉翁之意不在酒，他竟然将矛头指向了那个核心问题，怀疑在马凯所记录的年代之中，郁金香价格是否真的有过非理性的爆发式上扬。通过对市场运动一丝不苟、过于琐屑的研究考察，加伯指出，在以前和以后的日子里仅仅有少数几种类型的郁金香球茎的价格出现过相当巨大的波动。不受约束的投机显然只能影响更加普通的种类，这些种类的郁金香

在 1636 到 1637 年冬天是在旅馆之中设立的非正式期货市场上进行交易的。

根据加伯的全部观点，有一点难道不是显而易见的吗——如果一个简简单单的 *Semper Augustus* 球茎的售价为 5 万美元的话，事情显然太过头了。但是，实情并非如此。加伯指出，最近就有一批数量很少的百合花球茎卖到了 50 万美元。一个特别美丽的郁金香球茎拥有一种独特的能力，能够将自己特有的色彩和花型传递给自己的后代。哥伦比亚大学的弗雷德里克·S·米什金 (Frederic S. Mishkin) 注意到，有时候，一个郁金香球茎可以产生成百上千万的后代。最后的结果就是，即使这样过上 100 年，来自于原来那个郁金香球茎的单个后代子孙的价格只是它的老祖宗的一个极其微小的部分，作为老祖宗的那只郁金香球茎仍然应当卖到一个十分高昂的价格，这个价格是完全合乎情理的。理由就是，所有这成百上千万个孙子辈、曾孙子辈的郁金香球茎现在的价值都来自于原来的那只郁金香球茎祖宗，而子孙们现在的价值加在一起可是一个实实在在的天文数字。

就在加伯努力破除郁金香躁狂症的神话之时，伊利诺斯大学厄尔巴那分校 (the University of Illinois - Urbana) 的拉瑞·D·尼尔 (Larry D. Neal) 对关于“南海泡沫” (the South Sea Bubble) 的传统解释提出了挑战。一直以来，人们都将“南海泡沫”解释成“不过是一种疯狂的热情，或者说，是一场

大规模的诈骗”。在尼尔的评价之中，南海公司通过将政府因战争支出形成的债务转换成为流动性高的、利率低的证券，创造性地服务于一个颇有益处的目的。尼尔认为，南海公司之所以误入迷途，只不过是因为走得太远了，并且对于前景过于乐观，向公众承诺了超出自己能力以外的回报。

不过，任何学术上的暴露都不可能抑制投资者对《惊人的幻觉和大众的疯狂》的喜爱。只要人们拿自己的金钱来下注，赌自己具有远见卓识、见地超越于大多数人之上的能力，他们就会珍爱马凯的理论——大多数的人有时候也会精神错乱，换言之，真理有时候只掌握在少数人手中。投机者总是会赞同基普林（Kipling）的看法，“如果你周围的人都丧失了理性、头脑发昏的时候，你仍然能够保持冷静，拥有清醒的头脑，[那么]地球以及你想要的每一样东西都是你的了。”

不论它是否迎合当今所有的经济理论和学术标准，《惊人的幻觉和大众的疯狂》在推荐给投资者的阅读书单上总是拥有一席之地，不可动摇。这本书切入了一个永恒的问题的核心部分：是否存在明确的、没有误导的标志，能够指出正确的买入或者卖出的时机？

马凯的叙述构成了一个强有力的案例，当某种价格趋势过头了的时候，调整后的分析就是多余的了。尽管如此，价值被“显而易见地”高估的市场有时候会一发而不可收拾，

变得更加高估。因此，在约瑟夫·德·拉·维加对事物进行冷静计算的方面加以关注之中，加入马凯对群众的臆想与疯狂的强调，是一个不错的主意。

《困惑之惑》的作者将自己的视线集中于一个较小的范围之中，从小处着手，作大文章。他聚焦于自己的时代，聚集于某种单一证券的交易，那就是荷兰东印度公司的股票。此外，德·拉·维加从一个诗人兼商人的特异体质者的视角来透视和感知这一事件，并且，这个特异体质者还生长于阿姆斯特丹的一个由不堪忍受西班牙宗教法庭的迫害而背井离乡来到荷兰的难民组成的社区。不过，三个世纪之后，《困惑之惑》却表现出了自己具有的普遍性，因为它所描述的交易策略从来没有落后于时代，一直被奉为时尚。

作为一个范例，德·拉·维加将股票市场的参与者划分为三种不同的类型。这三种参与者在我们的时代里仍然可以看到。某些投资者仅仅收取股利，而“并不关心股票价格的变化”。其他的投资者则致力于根据对短期内经济和政治前景的预测制定保守的交易策略。第三类群体则由那些彻头彻尾的投机者组成。

德·拉·维加还将基础分析（*fundamental analysis*）从技术分析之中区别出来，并且对基础分析加上了这样的标签——“对于股票交易本身的看法。”他确切地阐明了现在通行的基本原则——根据谣言和传闻买进，而在消息公布证实之后派

发。（“对于某种事件的预期对交易产生的影响远远超过这个事件本身。”）而时下非常时髦的说法——“博傻理论”（Greater Fool Theory）描述的正是德·拉·维加的主张——投资者没有必要警惕过高的价格。（“因为他们了解这样一个事实，那就是，只要有人，就会有许多的投机者，总是会有人愿意以更高的价格买下你手中的那些热山芋，解除你的忧虑……”）当代的短语“知情的投机者”（smart money）恰当地描述了德·拉·维加所称的那些吸引“成群结队的跟风者的”、聪明狡猾的投机者。

读罢《困惑之惑》，会给人们留下这样一个鲜明而又独特的印象——在过去 300 年中，证券交易的任何创新都具有一种偶然的性质。在股票市场诞生之后不足一个世纪，远期交易（the forward sales）和期权交易（option trading）就已经成为了固定、完善的日常操作。对于零股交易者而言，还存在着抽象的、虚拟的所谓“ducaton 股票”，每一份这样的股票具有的名义价值都是一份真正的股票的十分之一。

在德·拉·维加的时代里，也已经出现了证券管理者。事实上，他们已经采用了某种打击市场操纵行为的办法，而那种办法现在已不再使用了。市场监护宣布卖空为非法，但是，却并没有劳神费力去敦促这一规则的执行。相反，他们允许这类交易之中亏损的一方通过“求助于弗雷德里克”而拒绝履行合约。