

## 第 2 章

# 大众疯狂

10月，是投机做股票特别危险的一个月份，其他特别危险的月份是7月、1月、9月、4月、11月、5月、3月、6月、12月、8月和2月。

——马克·吐温 (Mark Twain)

《傻瓜威尔逊》(*Pudd'nhead Wilson*)

在历史上，每出现一次壮观的经济热潮，一个最显著的特征便是贪婪的欲望一时间会恣意泛滥。在疯狂追逐金钱的过程中，市场参与者将价值的坚实基础抛诸脑后，转而沉迷于靠不住却又令人发狂的臆想：以为自己也能建成空中楼阁，在短时间内大发横财。这种想法在历史上曾风靡一些国家。

投机心理好比上演荒诞剧的剧场，本章将为你呈现曾经演出的几场大戏。演出当中，一些空中楼阁分别在以下几个基础上建立起来：荷兰郁金香球茎、英国南海公司等新股发行泡沫、美国老牌绩优蓝筹股。在每一次狂潮中，都有一些人在一些时间里赚了钱，但最终能够

毫发未损地全身而退者寥寥无几。

在这种情形下，历史确实给我们上了一课：尽管空中楼阁理论能够很好地解释这样的投机狂欢，但要猜透变化无常的大众的反应，却是个极其危险的游戏。1895年，古斯塔夫·勒庞（Gustave Le Bon）写了一部论述大众心理的经典著作，他在书中指出：“在群体中积聚的是愚蠢，而不是让人明智的常识。”看来读过这本书的人并不多。纯粹依靠精神支持而火箭般蹿升的市场行情，都已无可避免地屈服于金融万有引力定律。高不可攀的价格可能会维持数年之久，但最终总会掉头向下。价格下落如地震般突如其来，而且狂欢愈烈，宿醉愈深。不顾后果建造空中楼阁的人很少有足够的机智灵活，能预计到行情会突然出现反转，并能在一切轰然坍塌之时脱身而逃。

## 郁金香球茎热

郁金香球茎热是历史上最为壮观的快速致富狂欢之一。想到这种狂热发生在17世纪初古老而宁静的荷兰，你的脑海中会浮现出更加生动的极度疯狂的画面。1593年，一位新获任命的植物学教授把一些原产于土耳其的稀有植物从维也纳带到莱登（Leyden），由此引发了导致这场投机狂潮的几件事。荷兰人对花园里的这种新品花卉非常着迷，但对教授开出的价钱可不感兴趣（他原本希望卖掉这些球茎，好好赚一笔）。一天夜里，有个窃贼闯入教授家中，盗走了这些球茎。随后，窃贼以低于教授向人们开出的价格把这些球茎卖掉，不过他的赚头却更大。

在此后十年左右的时间里，郁金香成了荷兰花园里一种广受欢迎但价格昂贵的花卉。许多郁金香花朵感染了一种叫作花叶病的非致命

病毒，正是这种病毒触发了疯狂的郁金香球茎投机热潮。花叶病致使郁金香花瓣上长出对比强烈的彩色条纹或者说“烈焰”。荷兰人大为欣赏受到感染的球茎，称之为奇异球。在很短的时间内，大众的欣赏口味趋于一致，因此球茎越奇异，拥有球茎的代价便越大。

渐渐地，郁金香球茎热开始了。起先，球茎商只是尽量预测来年最受欢迎的杂色款式，就像服装生产商预测大众对衣料、色彩、裙摆长短的口味一样。后来，他们囤积大量存货以期望价格上涨。郁金香球茎的价格开始疯涨，球茎越昂贵，视之为明智投资的人便越多。查尔斯·麦基（Charles Mackay）在其著作《大癫狂：非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》（*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*）中，按时间顺序描述了这一热潮的发展过程，并指出荷兰的一般行业因人们投机郁金香球茎而被弃置一旁：“贵族、市民、农夫、机工、海员、男仆、女佣，甚至烟囱清扫工和老年女裁缝都不亦乐乎地涉猎其中。”每个人都想象着人们对郁金香的激情会永远持续下去。

说价格不可能再涨的人看到亲戚朋友大发其财，便在一旁大为懊恼。加入暴富行列的诱惑实在难以抗拒。从1634年到1637年年初，也就是在郁金香热的最后几年，人们开始以物易物，拿土地、珠宝、家具之类个人财产换取郁金香球茎，因为球茎会使自己变得更加富有。球茎价格变成了天文数字。

金融市场具有一种超强禀赋，当增加投机机会的方法存在真实需求时，市场必定会提供这种方法。能使郁金香投机者的金钱发挥最大效用的金融工具是“要求选择权”（call options），这种选择权类似于今天股票市场上流行的“看涨期权”。

要求选择权赋予持有人在某一确定时间以某一固定价格（通常接近于当前市价）购买郁金香球茎（要求交割）的权利。选择权持有人

在订立合同时支付一笔选择权费，这笔费用大概相当于当前市价的15%~20%。例如，一只郁金香球茎的当前市价为100荷兰盾，购买一份一只球茎的要求选择权时，购买者只需支付20荷兰盾。如果球茎价格涨到200荷兰盾，选择权持有人就会执行选择权：以100荷兰盾的价格买入球茎，同时以当前市价200荷兰盾卖出。行权后，他便获得80荷兰盾的利润（100荷兰盾的升值减去他为选择权支付的20荷兰盾），也就是说，他的资金增值了4倍。若直接在市场上买卖球茎，他只能让资金增值1倍。使用要求选择权让人们能以少得多的本钱参与市场买卖，同时从投入的本钱中获取更大的回报。要求选择权提供了一种杠杆投资方法，可以放大投资的潜在回报，同时也会放大投资的潜在风险。这种金融工具有助于确保市场的广泛参与性，今天也是如此。

这段历史充满了亦悲亦喜的剧情，其中就发生过以下这样的事情。一名返航归来的水手告诉一位富商一船新货到岸的消息。为了酬谢水手，富商请他吃一顿上等的红鲱鱼早餐。水手看到商人的柜台上放着自以为洋葱的东西，多半是觉得洋葱放在丝绸和天鹅绒之间极不协调，居然拿来当作吃红鲱鱼的佐料给吃了。他做梦也想不到，这只“洋葱”本可以养活整整一船的船员一年，因为它实际上是一只价格昂贵的郁金香球茎，芳名叫作“永远的奥古斯都”。水手为这款开胃品付出了惨重代价——东道主翻脸不认人，以重罪起诉，让他在牢里待了好几个月。

历史学家经常重新诠释过去。有些金融史学家就重新审视了多次金融泡沫中的事实，认为泡沫时期的定价可能也存在相当大的合理性。彼得·加伯（Peter Garber）是这些修正主义史学家中的一位，他认为17世纪荷兰郁金香球茎的定价比现在普遍认为的要合理得多。

加伯提供了一些很好的事实资料，而我也打算说郁金香球茎热

时期球茎的价格结构没有任何合理性。例如，加伯揭示，“永远的奥古斯都”郁金香球茎是一种特别稀有的、美丽的球茎，即便在郁金香狂热发生之前数年，价格就已经很高了。此外，加伯的研究还表明，即使在球茎价格全面崩溃之后，个别稀有的球茎依然价格不菲，虽然价格只是顶峰时期的一小部分。但是，加伯未能合理解释这样的现象：1637年1月，郁金香球茎以20倍的速度上涨，而在2月，价格下降的速度却更快。显然，正如一切投机狂潮中都会发生的那样，价格最终升至如此之高，以至有人认定应该谨慎从事，于是便卖出自己的球茎。很快，其他人也跟着卖出球茎。像雪球滚下山坡一样，球茎贬值的速度越来越快，刹那间，恐慌攫取了所有人的心。

政府部长纷纷发表官方声明，说郁金香球茎价格毫无下跌的理由，但是，没有人听得进去。交易商破产倒闭，拒绝履行购买郁金香球茎的承诺。政府出台一个计划，准备以10%的面值解决所有的合同执行问题，而当球茎价格跌破这一标准时，计划也宣告受挫。价格继续下跌，一跌再跌，直至多数球茎变得几乎一文不值，其卖价还不如普通洋葱。

## 南海泡沫

假设你的经纪人给你打电话，推荐你投资一家新公司，这家公司既无销售额又无盈利，只是有着了不起的前景。“经营什么业务？”你问道。“抱歉，”经纪人解释说，“无人知道是什么业务，但我能保证你赚大钱。”“骗人的把戏！”你说。对，你说得没错。然而，在300年前的英国，这可是当时最热门的一次新股发行。正如你所猜想的那样，投资者的损失极其惨重。这一故事说明欺诈如何能使贪婪的人们

更为急切地舍弃自己的金钱。

在南海泡沫发生的时代，英国人已具备了抛却钱财的条件。国家经济的长期繁荣已造成储蓄很多而投资出路很少的局面。当时，人们认为拥有股票犹如拥有一种特权。例如，直到1693年，只有499人因拥有东印度公司的股份而受益。他们获得回报的方式有多种，尤其是股利免税。这些人当中也有女士，股票是当时英国女士能够以自己的名义拥有的数种财产形式之一。为了恢复大众对政府有能力履行偿债义务的信任，南海公司（South Sea Company）于1711年宣告成立，同时这也满足了大众对投资工具的热切需求。该公司承担了近1000万英镑的政府借据债务（government IOU）<sup>①</sup>，作为酬报，该公司被授予与南海地区通商的垄断权。大众认为南海公司会在这种贸易中赚取巨额财富，因而对该公司的股票情有独钟。

从一开始，南海公司就以牺牲他人作为代价来获取利益。只要持有由南海公司承接的政府借据，无论是谁都可以直接将借据兑换成南海公司的股票。事先知道这一计划的人悄悄地、尽可能多地快速吃进每份卖价低至55英镑的政府借据，然后在南海公司注册成立时交给南海公司，按借据面额换成价值100英镑的南海公司股票。在南海公司董事中，没有任何人拥有任何从事南美洲贸易的经验，不过，这并不妨碍他们迅速装备好贩运非洲奴隶的船只（贩卖奴隶是南美洲贸易中最有利可图的生意之一）。但事实表明，即便这样的生意也没带来利润，因为船上的奴隶死亡率非常高。

然而，南海公司的董事深谙在公众面前树立形象的艺术。他们在伦敦租下一座令人赞叹的房子，在董事会会议室里摆上30只黑色的

---

① IOU是一种书面债务凭证，上面载明何时偿还所借具体款项，并常注明IOU三个字母，意思是“I owe you”。——译者注



西班牙加套座椅，山毛榉材质的骨架和镀金铆钉使座椅看上去端庄气派，不过坐上去可不舒服。与此同时，墨西哥维拉克鲁斯（Vera Cruz）急需的一船公司羊毛却被送到西班牙的卡特赫纳（Cartagena），因乏人问津烂在了码头上。此后数年里，虽然作为“红利”而发放的股票股利带来了股票稀释的影响，并且英国与西班牙的交战导致了贸易机会暂时减少，但南海公司的股价仍能维持不跌，甚至还在温和上涨。约翰·卡斯维尔（John Carswell）写了一本精彩史书——《南海泡沫》（*The South Sea Bubble*），他在书中对南海公司的一位董事和主要发起人约翰·布伦特（John Blunt）进行了描述，“他继续过着这样的生活：左手拿着招股说明书，右手捧着祈祷书，从不让右手知道左手的所作所为”。

在英吉利海峡对岸，一位名叫约翰·劳（John Law）的英国流亡人士组织成立了另一家股份公司。此人的宏大人生目标是用国家支持、地区代理机构网控制的流通全国的纸质货币取代金属货币，并创造更多的流动性。为了推动目标实现，他收购了一家名叫密西西比公司（Mississippi Company）的濒临破产企业，接着又将密西西比公司建成一家集团企业，该集团企业是有史以来规模最大的股份公司之一。

密西西比公司吸引了整个欧洲大陆的投机者，也引来了他们的资金。“百万富翁”一词正是此时被创造出来的，这也难怪，因为密西西比公司的股价仅仅在两年之内便从100法郎涨到2000法郎（即使股价如此疯涨并没有任何合理的原因）。曾经有一个时期，这家法国密西西比公司的股票膨胀到总市值超过全国金银价值总和的80倍。

与此同时，在英吉利海峡的这一边，沙文主义开始在英国的某些豪宅名邸之中潜滋暗长。为什么所有的钱就该源源不断地流向法国

的密西西比公司？英格兰应拿什么予以反击？答案便是南海公司。该公司的前景正开始显得稍有好转，尤其是1719年12月传来了一个好消息。该消息称与西班牙的战事行将结束，因而往来南美洲的贸易通道将畅通无阻。据说，墨西哥人正在等待机会挖空自己的金矿，以换取充足的英国棉花和羊毛制品。这正是自由企业制度的最佳表现时机。

1720年，南海公司那帮贪得无厌的董事决定充分利用自己的声誉，主动提出为金额达3100万英镑的全部政府债务提供融资。这实在是大胆之举，不过公众喜欢。与此有关的一项法案正式提交议会讨论时，南海公司的股票立即从130英镑涨到300英镑。

作为酬谢，形形色色促成法案通过的朋友和支持者都免费获得一定数量的股票奖励，当股价上涨时，股票可“回售”给公司，个人便能将利润收入囊中。在收到谢意的人当中，就有乔治一世的情妇，以及该情妇的个个都与国王长相惊人相似的“侄女”。

1720年4月12日，即法案立法通过五天后，南海公司以每股300英镑的价格发行新股。新股认购可以采用分期付款的方式——首付60英镑，余下部分分8次付清，非常轻松。即使国王本人也无法抗拒诱惑，认购了总价达10万英镑的股票。其他投资者蜂拥而至抢购股票，甚至有人为此大打出手。为了缓解大众对股票的渴求，南海公司董事会宣布增发新股，这次发行价是每股400英镑。但是，大众饥饿难耐，贪得无厌。不出一个月，股价涨到550英镑，而且仍在上涨。6月15日，又一次增发新股的方案出台了，这次付款方式更加轻松——首付10%，并且一年之内不用另行支付。股价直抵800英镑。上议院半数议员和下议院过半数议员签署通过该方案。最后，股价飙升至1000英镑，投机热潮达到巅峰。

即便是南海公司也不能满足所有想与自己的金钱分离的傻瓜的需



求。投资者寻找其他新的风险项目，希望一开始便能参与其中。正如今天的投机者寻找下一个谷歌一样，18世纪初的英格兰投机者寻找的是下一个南海公司。公司发起人顺势而为，组织并向市场推出大量的新股发行，满足大众贪得无厌的投资渴望。

日子一天天过去，新的融资计划不断提出，从大量进口西班牙公驴（虽然英国已有充足的供给）到变咸水为淡水，聪明的、荒谬的融资计划应有尽有。同时，募集资金的用途也日益含有某种欺诈成分，譬如用锯屑制造板材。近100个不同的融资项目推向市场，规模一个比一个大，一个比一个具有欺骗性，但每一个又都给人可获得巨大收益的希望。很快，这些新发项目便赢得了“泡沫”之名，一个人们能想出的再恰当不过的别名。

公众似乎照单全收，发行什么新股便买什么新股。这一时期，新设公司募集资金的用途可谓五花八门：建造抵御海盗的船舶，促进英国马匹繁殖，从事人类毛发交易，为私生子建立医院，从铅中提取银，从黄瓜中提取阳光，甚至还生产永动轮。

然而，最佳创意奖最应授予一位佚名人士。此人发起建立了一家公司，“该公司从事一项极具优势的事业，但无人知道是什么事业”。招股说明书承诺的回报闻所未闻。早晨9点，认购股票的名册一打开，一群群来自社会各阶层的人们争相抢购股票，差点儿挤破了大门。不到5个小时，就有1000位投资者掏钱认购了该公司的股票。这位发起人还算不贪，立即关门大吉，动身前往欧洲大陆。他从此人间蒸发，杳无音信。

这些泡沫公司的投资者并非都相信自己认股的公司发行方案切实可行。人们“太心知肚明了”，不至于那么轻信。然而，他们信奉“博傻”理论——相信价格总会上涨，买家总会找到，自己总会赚钱。因此，多数投资者认为自己的行为最理性，他们期待着“在上

市交易后”，也就是在股票首次发行后的交易市场上卖出股票，获利了结。

老天爷要毁灭谁，必先将谁嘲弄一番。一盒“南海”扑克牌的发行，表明投机热潮已趋近尾声。每张牌上印有-家泡沫公司的讽刺漫画，画下都有一段贴切的韵文。其中-张牌上画的是帕克机器公司。据说，这家公司生产的机器既能发射圆形和方形加农炮弹，又能发射子弹。帕克公司声称它制造的机器将为战争艺术带来革命性变化。有人曾这样描述了帕克机器公司：

稀世发明所要毁灭的人群，  
乃同胞愚人，非异国敌人。  
无惧可恶机器，吾之友朋，  
谁若遭殃，唯因持其股份。

很多泡沫被刺破时，并未挫伤人们的投机热情，然而，随着南海公司在8月被刺破一个不可修复的小孔，滔天洪水也就滚滚而来。这个小孔是由南海公司的董事和高管亲手刺破的。他们意识到市场上的股价与公司的实际前景之间已无任何关联，便在当年夏天将手中的股票抛售一空。

消息泄露之后，股价应声下挫。很快，股价便如开闸之水，激流直下，恐慌占据了市场。图2-1显示了南海公司股价蔚为壮观的涨跌景象。政府官员徒劳地做着恢复市场信心的努力，大众信心全面崩溃的局面几乎无可挽回。与此情形相似的是，当大众认识到纸币过量发行不会创造实际财富而只会造成通货膨胀之时，密西西比公司的股价也跌得只剩下可怜的一点点。在南海泡沫中损失惨重的人包括艾萨克·牛顿，他惊呼道：“我可以计算天体的运动，却算不出人们的疯狂程度。”这就是空中楼阁。

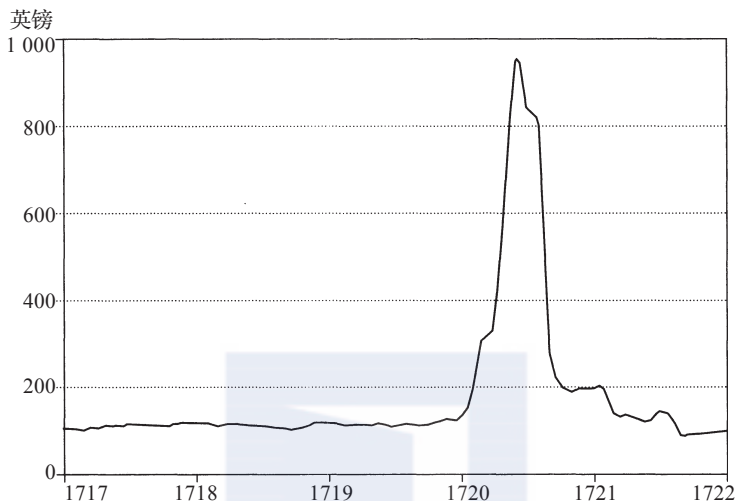


图 2-1 英国南海公司股票价格 (1717 ~ 1722 年)

资料来源: Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism* (Cambridge University Press, 1990).

为了保护公众将来免受伤害,英国国会通过《泡沫法案》,禁止公司发行任何股权凭证。在此后长达一个多世纪的时间里,一直到1825年该法案废除,英国市场上的股权凭证相对较少。

## 华尔街溃败

无可否认,荷兰郁金香球茎热和英国南海公司等泡沫已消散于久远的历史云烟之中。在更成熟、发达的现代,同类事情是否会发生呢?让我们将目光转向时间更近的事件。20世纪20年代,美国这个机会之乡也轮到自己掀起投机的狂潮。在重视自由和增长的环境中,我们制造了世界文明史上一波最为壮观的经济繁荣和一场最为严重的经济崩溃。

当时的社会经济条件对投机狂潮的横空出世再有利不过了。整个国家一直在经历着无与伦比的繁荣发展。人们无法不信赖美国的

工商业。卡尔文·柯立芝 (Calvin Coolidge)<sup>①</sup>说：“美国的事业就是工商业。”资本家和商人被喻为传教士，几乎被奉若神明。人们甚至做出了反向比喻，纽约一家广告代理公司 BBDO (Batten, Barton, Durstine & Osborn) 的布鲁斯·巴顿 (Bruce Barton)，曾在《无人相识的人》(The Man Nobody Knows) 中写道，耶稣是“第一商人”，他的道德说教故事是“有史以来最强有力的广告”。

1928年，投机股市变成了一项全民消遣。从1928年3月初到1929年9月初，股市达到的涨幅竟与1923至1928年年年初相等。大型工业公司的股价有时每天会上涨10%或15%。表2-1显示了一些股票的上涨幅度。

表 2-1 一些大型工业公司的股价涨幅

股票名称	1928年3月3日 开盘价(美元)	1929年9月3日 最高价(美元) <sup>①</sup>	18个月最高价涨幅 (%)
美国电话电报公司	179.5	335.625	87.0
伯利恒钢铁公司	56.875	140.375	146.8
通用电气公司	128.75	396.25	207.8
蒙哥马利沃特公司	132.75	466.5	251.4
全美现金出纳机公司	50.75	127.5	151.2
美国无线电公司	94.5	505	434.5

①所列数值已按1928年3月3日后股票分割和所收股权价值做出调整。

并非“每个人”都在股市中投机。融资买入股票(保证金交易)的融资额，确实由1921年的10亿美元增加到了1929年的近90亿美元。不过，1929年，大约仅有100万人通过保证金交易持有股票。然而，投机精神至少像前面描述的几次热潮发生时一样广泛存在，其深入人心的程度毫无疑问是有过之而无不及。更为重要的是，股市投机

① 卡尔文·柯立芝(1872—1933)美国第30任总统。他信奉“无为而治”的政治哲学，认为“少管闲事的政府是最好的政府”。——译者注

成了文化中心。约翰·布鲁克斯（John Brooks）在《戈尔康达之行》（*Once in Golconda*）<sup>①</sup>一书中，记述了一位英国记者刚到纽约时做出的评论：“人们会谈论禁酒、海明威、空调、音乐、赛马，但无论怎样，最后总会谈到股票市场，而人们一谈到这个话题，就立刻严肃正经起来。”

不幸的是，股市中有数百个操盘手正带着微笑，很乐意为大众建造空中楼阁助上一臂之力。股票交易的操纵行为越来越恶劣，不断刷新着寡廉鲜耻的纪录，最能说明这一点的便是联手做庄。有庄家曾操纵美国无线电公司的股价，短短4天之内便将股价拉升61%。

联手做庄一方面要求参与的人密切配合，另一方面要求完全漠视投资大众。一般说来，当若干个交易者操纵某只股票而串通一气时，运作便启动了。他们选定一个庄主（此人这方面的运作能力应颇为高超），并相互承诺不得通过私下操作来出卖其他成员。

庄主在几周的时间里暗中买入股票，逐渐积累大量筹码。若有可能，庄主还会购买一份期权，以便后来可以按当前市价买入大量股票。接下来，庄主会尽力拉拢这只股票的做市商作为盟友。

联手做庄的成员有了做市商的支持，便可以了解股票行情的实时变动。股票交易所里的做市商是经纪人的经纪人。如果一只股票的现时成交价是每股50美元，你向自己的经纪人发出每股45美元买入的限价指令，那么一般情况下，你的经纪人会将这一指令传给做市商。一旦股票跌至45美元，做市商便执行限价指令。所有买入价低于市场价或卖出价高于市场价的限价指令，都会被做市商记录在据说很私密的“本子”上。这样你就明白了做市商对庄主来说为何能有那么大的利用价值。本子上的信息提供了买入价低于市场价或卖出价高于市

① 戈尔康达现在已是一片废墟，曾是印度的一座城市。据传说，每一个穿过戈尔康达城的人都成了富人。

场价的所有限价指令。尽可能多地了解大众玩牌者手中的牌总是有帮助的。现在，真正有趣的情节马上就要出现了。

一般情况下，此时庄主会让团伙成员进行对敲操作。比如说，哈斯卡以每股40美元的价格卖出200股给西德尼，西德尼再以40.125美元的价格卖回给哈斯卡。接下来重复同样的过程，对敲的股数变成400股，对敲价变成40.25美元和40.5美元。再接下来对敲股数是1000股，对敲价是40.625美元和40.75美元。所有这些交易都记录在遍布全国的自动报价机的纸带上，交投活跃的假象就传递给了成千上万涌入全国各地证券营业部的盯纸带者。这种由所谓的虚卖（wash sales）所营造的交投活跃的气氛，给人以重大利好即将出现的印象。

此时，杜撰投资小贴士的写手和股市评论员会在庄主的指使下，谈论上市公司可能会迎来哪些振奋人心的发展。庄主还会尽力确保公司管理层对外公布的信息越来越利好。倘若这一切都进行得一帆风顺，加上1928～1929年几乎无处不在的投机氛围，那么纸带显示的交投活跃假象与操控的消息面两相配合，必然会引来大众入场。

大众一入场，混战便开始，这正是“拔掉浴缸塞子，悄然放水”的时候。一边是大众买入股票，另一边是庄家卖出股票。庄家把股票回吐给市场，起先派发得很慢，然后不等大众回过神来越抛越多。坐完过山车，联手做庄的一干人等将丰厚的利润收入囊中，留下大众手握一把骤然缩水的股票徒唤奈何。

然而，要欺骗大众，也未必非得拉帮结伙联手做庄不可。很多人，尤其是公司高管和董事，靠一己之力也干得很不错。就拿艾伯特·威金（Albert Wiggin）来说吧，他是美国当时第二大银行大通银行的头儿。1929年7月，看到股市攀升到令人眩晕的高度，威金先生忧心忡忡，对投机做多不再感到安稳。（据传言，他与人联手炒作本



银行的股票，已赚了几百万美元。) 由于认为本银行股票的前景尤为暗淡，他卖空了 42 000 余股大通股票。卖空 (selling short) 是一种如果股价下跌便能赚钱的交易方式。操作时需卖出当前非你所有的股票，并期望以后以更低的价格将其购回。卖空时也希望“低买高卖”，只是操作顺序正好相反。

威金对时间的把握恰到好处。在他卖空大通之后，大通的股价立即开始下跌。秋季股市崩盘的时候，大通股票更是直线下挫。11 月平仓时，威金从这次操作中净赚数百万美元。显而易见，利益冲突并未给他带来什么麻烦。说句公道话，应当指出在此期间他在大通股票上一直保持着净多头寸<sup>①</sup>，仍是银行的股东。不过，倘若依据今天的证券法规，则不允许公司内幕信息的知情人交易本公司股票，从中牟取短期波动的利润。

1929 年 9 月 3 日，股市平均指数达到顶峰，这一高点在此后的 25 年里一直未被突破。“无穷无尽的繁荣链条”不久就会断裂；一般的工商业活动数月前已开始滑坡。第二天，股市横盘整理。又过一天，9 月 5 日，股市急剧下跌，人称“巴布森崩盘”(Babson Break)。

“巴布森崩盘”之所以得名，是为了纪念罗杰·巴布森 (Roger Babson)。他是一名财务顾问，来自马萨诸塞州的维尔斯利，身体瘦弱，蓄着一撮山羊胡子，长着一副小鬼般的面孔。9 月 5 日这天，巴布森在一个金融午餐会上说：“我要重申去年和前年的此时此刻我曾说过的话，就是崩盘迟早会来临。”对这位著名的“维尔斯利圣人”所做的最新声明，华尔街的专业人士报以惯有的嘲笑。

巴布森的声明意味着几年来他一直在预言崩盘将至，而事实还未证明他是正确的。不过，当天下午 2 点，当巴布森的话被引用在“包

① 净多头寸是指投资者名下持有的股票股数大于融券借来的股票股数，反之则为净空头寸。——译者注

罗广泛的”纸带(道·琼斯金融新闻纸带是当时全国每家证券经纪公司必备的设施)上时,市场开始大幅跳水。在最后一小时的交易时段里,人们发疯似地交易,美国电报电话公司下跌6个点,西屋电气下跌7个点,美国钢铁下跌9个点。这是预言应验的时刻。一个月前还让人完全难以想象的股市崩盘,在“巴布森崩盘”发生后,突然间成了人们讨论的共同话题。

股市的信心动摇了。9月里,股市上不好的日子要比好日子多得多。有时候市场会急剧下挫。银行家和政府官员向国人保证没有任何担忧的理由。内在价值理论的先驱者之一、耶鲁大学的欧文·费雪教授亮出了不久便成不朽的观点,他说股市已达到一个看似“永不跌落的高位平台。”

到了星期一,即10月21日,上演经典的股市崩盘的舞台业已搭就。股价下跌已导致证券经纪公司要求保证金客户追加更多的保证金。这些客户要么没有资金追加,要么不愿意追加,都被迫卖出股票。这又进一步打压了股价,导致更多的保证金追加要求,最后导致股市呈现恶性循环的抛压之势。

10月21日,交易量陡增至600万余股。自动报价机远远来不及传输股市行情,在全国各地的证券营业部里,无数的人看着纸带滴答滴答地流泻着,个个诚惶诚恐,无不灰心丧气。股市收盘后过了近1小时40分钟,自动报价机才记录完最后一笔交易。

费雪教授坚强不屈,拒绝承认股市下跌,认为这只是“靠保证金投机的极端狂热分子造成的市场震荡”。他进而宣称经济繁荣时期的股票价格尚未赶上股票的真实价值,因此还要走高。他相信,别的且不论,单单禁酒制度带来的好处就尚未在股市中反映出来,这种制度已使美国工人的生产效率更高、更值得信赖。

10月24日即后来所谓的“黑色星期四”,市场成交量接近1300

万股。有时每笔交易会使得价格下跌 5 美元、10 美元。很多股票在几小时之内猛跌 40 个点、50 个点。次日，赫伯特·胡佛（Herbert Hoover）总统做出他的著名诊断：“美国的一般工商业……处在健康而繁荣的基础之上。”

1929 年 10 月 29 日，星期二，是纽约证券交易所（NYSE）历史上灾难最为深重的一天。交易所内的恐慌程度只有 1987 年 10 月 19 日和 20 日可与之相比。当天的成交量达 1640 万股（1929 年 1600 万股的日成交量，相当于 2014 年数十亿股的日成交量，因为现在纽约证券交易所的上市股票更多了）。股价几乎直线下跌，且跌势不止，表 2-2 显示了 1929 年秋天及其后几年里股价下跌的幅度。到 1932 年股市触底时，除了“没有风险”的美国电报电话公司只损失了 75% 的市值之外，大多数蓝筹股都跌去 95% 以上。

表 2-2 几家大型工业公司股价跌幅

股票名称	1929 年 9 月 3 日 最高价 (美元) ①	1929 年 11 月 13 日最低价 (美元)	1932 年最低价 (美元)
美国电话电报公司	304	197.25	70.25
伯利恒钢铁公司	140.375	78.25	7.25
通用电气公司	396.25	168.125	8.5
蒙哥马利沃特公司	137.875	49.25	3.5
全美现金出纳机公司	127.5	59	6.25
美国无线电公司	101	28	2.5

①所列数值已按 1929 年 9 月 3 日后股票分割和所收股权价值做出调整。

对这次灾难性崩盘做出最佳概括的，或许是娱乐业周刊《形形色色》（*Variety*），它以“华尔街溃败”为题做了大力报道。投机狂潮已然死寂，数十亿美元的股票市值，连同数百万人的梦想灰飞烟灭了。股市崩盘之后，历史上最具灾难性的经济大萧条便接踵而至。

这次又有修正主义史学家指出，20 世纪 20 年代末股市疯狂飙

升，看起来非常怪异，但自有其合理之处。例如，小哈罗德·比尔曼 (Harold Bierman, Jr) 在《1929 年的伟大神话》(The Great Myths of 1929) 一书中说：没有极好的预见能力，显然看不出 1929 年的股票已定价过高。毕竟，一些心智很高的人，如欧文·费雪和约翰·梅纳德·凯恩斯，都认为股票定价合理。比尔曼进而提出，倘若不出台不合时宜的货币政策，当时弥漫股市的极度乐观情绪，甚至可以说是很有道理的。在他看来，美国联邦储备委员会为教训投机者而提高利率的政策引发了崩盘。比尔曼的论述中至少有些真理的成分，而且，今天的经济学家也常将 20 世纪 30 年代经济萧条之所以如此严重的责任归咎于美联储的货币政策，认为这一政策使得货币供应量急剧下降。尽管如此，历史教导我们股价急剧上涨之后，很少会出现股价逐步回归相对稳定状态的情形。即便经济繁荣持续到 20 世纪 30 年代，20 年代末的股价上涨也绝对难以为继。

此外，封闭式基金份额（第 15 章将涉及有关内容）的反常表现提供了确凿证据，证明 20 世纪 20 年代股市广泛存在着非理性行为。封闭式基金的“基本”价值取决于基金所持证券的市值。自 1930 年至今的大部分时间里，这类基金都按其资产价值 10% ~ 20% 的折扣进行交易。然而，从 1929 年 1 月到 8 月，一般的封闭式基金都按 50% 的溢价交易。此外，一些最知名基金的溢价更是高得离谱。高盛交易公司 (Goldman Sachs Trading Corporation) 的交易价是其资产净值的两倍，三角大陆公司 (Tri-Continental Corporation) 的交易价是其资产净值的 256%。这就意味着你可以去找经纪人以当前市价替你购买股票，比如美国电报电话公司的股票，你也可以通过基金以 2.5 倍于股票市值的价钱，购买美国电报电话公司的股票。正是非理性的投机热情驱使这些基金的交易价远远超过基金所持证券的市场价值。

## 小 结

为何记忆如此短暂？为何这样的投机狂潮看起来与历史的教训如此隔绝？我给不出确切的解答，但我确信伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）<sup>①</sup>言之有理，他说研究这些事件可以帮助投资者为其将来在市场上生存下来打下基础。根据我的个人经验，在市场上不断输钱的人，正是那些未能抵制郁金香球茎热一类事件且被其冲昏头脑的人。其实，要在股市赚钱也并不难。真正难以避免的，是人们受到诱惑时，情不自禁地将自己的资金投向短期快速致富的投机盛宴之中。这一教训如此显而易见，然而又常常为人们所忽视。



---

① 伯纳德·巴鲁克（1870—1965），华尔街著名投资大师，在第一次世界大战期间及第二次世界大战前后曾任五位美国总统经济顾问。《在股市大崩溃前抛出的人：巴鲁克自传》已由机械工业出版社翻译出版。——译者注