

丛书总序

每当面对重大转折与变革时，人们便会习惯性地回顾历史，以大历史的视野来看待正在发生的大事件，希望从历史发展的逻辑中，找出当下前进的方向，如此便会在面对繁荣时少一些疯狂，在面对衰退时少一些恐慌。

如今，世界经济正在经历一个这样的转折时代，繁荣与衰退，几乎在一夜之间接踵而至，从美国次贷危机开始，许多人失去工作甚至栖身之所，几乎所有的经济学家都在谈论：“危机从何而起，最糟糕的阶段已经过去还是尚未到来，我们又将如何走向复苏？”对于这些众说纷纭的问题，或许只有历史才会给出令人满意的答案，因此，我们编写了这套“经济史上那些事”系列丛书。

展现历史前进的动力，揭示重大事件的经济根源，是我们编写这套书的一个出发点。

信贷业的繁荣，促成了古巴比伦的富有与辉煌；而长达3个世纪的通货膨胀，使古罗马的经济最终崩溃，帝国也就此消亡。每一页人类社会的历史虽然几乎都写满了战争、权力和政治，但如果揭开这些激烈冲突的历史表象，我们就会发现，在那些历史上的转折时期，起决定作用的，往往是经济的力量。几乎可以说，一部人类社会发展史，就是一部经济思想史。物价的涨跌、信贷的兴衰、人们对黄金的贪婪和追逐……不仅对于我们现代人的生活正在产生着重大的影响，而且也曾在历史上的历次变迁中，充当了重要的角色。经济，这只看不见的“手”，无声地决定着财富的分配、王朝的更迭。

因此，在这套丛书中，我们以近百年乃至上千年的世界历史为背景，

回顾那些或繁荣或萧条的动荡年代，关注那个时代的重要人物和事件，再现当时的百姓生活。分别探讨了信贷、黄金、物价、股票等经济要素在历史上曾经发挥的作用和扮演的角色。

过去是现在的动因，而未来会怎样，又取决于我们现在的抉择。思考和分析经济史上那些大事件在现代经济社会中的投影，是本套丛书关注的另一个重点。

从几千年前信贷业刚刚出现时起，金融家们逐利与冒险的性格至今未变；而从“南海泡沫”到1929年大萧条，再到最近20年来的一系列金融危机，人们的疯狂与恐慌也似乎总是交替出现。本套丛书将对历史的回顾与总结，延伸到了对于当前经济形势与问题的思考，以及对于未来发展的预期，希望能够帮助读者在回顾历史的过程中，明确自己的位置，稳定自己的心态，找到走出当前面临的危机的出路。

最后，还需要强调的一点是，这套“经济史上那些事”系列丛书，是写给每一个对历史感兴趣，又对现在的经济形势感到困惑的读者的，不需要太多的经济学背景知识。为此，我们在编写过程中，秉持了用故事讲历史、从历史谈经济的原则，并没有过多的理论和概念讲解，而是代之以富含经济学意味的生活故事、历史事件，以期使读者在阅读本套丛书时，获得一次轻松愉快的经济思想历史之旅。

吴宇晖

吉林大学经济学院经济学教授、博士生导师

前言

“假如你爱他，你就劝他去炒股，因为那里是天堂；假如你恨他，你就劝他去炒股，因为那里是地狱。”

对于冒险家而言，股市是天堂；对于贪婪者来说，股市是地狱。

国内 A 股市场，从 2005 年 6 月的 998 点上涨到 2007 年 10 月的 6124 点，总共用了 28 个月；而从 6124 点跌至 2008 年 11 月的 1683 点，则只用了 13 个月的时间。在这 3 年多的时间里，无数中国股民坐着股市的“过山车”，体验了旅行于天堂与地狱之间的感觉。

道·琼斯指数，从 1906 年首次公布时的 40.94 点达到 1929 年 9 月的 452 点，用了 20 多年的时间，而从 452 点跌回 41 点，却只用了不到 3 年的时间，其中仅 1929 年 10 月 29 日一天，跌幅就达 22%。当时纽约一家酒店的前台接待语也改成了：“先生，您是来跳楼的，还是来住店的？”

这正应了犹太民族的那句老话：从富裕到贫穷只需要一瞬间，而从贫穷到富裕，却需要一生的时间。

A 股的“过山车”也好，1929 年的“黑色星期二”也罢，如果放在更加宽广的历史视野中，都只能算是百年股市惊涛骇浪中的一抹浪花。在世界股市跌宕起伏的数百年历史中，从来不缺少一夜暴富的传奇，但也不乏倾家荡产的悲剧。

从 1602 年荷兰东印度公司发行第一支股票开始，人们就对这种价格随时都在涨跌中的证券表现出了极大的热情。先是在街边零散交易，之后是坐进咖啡馆详谈，直至坐进交易所，建立遍布全球的交易网络。如今，没人知道每天有多少人在买进和卖出股票，但几乎人人都知道，股市对世界

经济的巨大影响力。

“密西西比”泡沫让无数法国人倾家荡产，“南海泡沫”让英国人在一个世纪里对股票噤若寒蝉，而 1929 年的大萧条、1987 年的“黑色星期一”，乃至新世纪的华尔街金融海啸，都在无情地告诉股市中的人们：疯狂总是以崩溃结尾，暴涨之后是更加迅速而剧烈的暴跌。

本书所要向您展示的，正是这些曾无数次在那些疯狂的年代上演的传奇与悲剧，回顾那些繁荣与萧条，再现那些曾经在股市上掀起波澜的历史人物，使读者从中感悟股市涨跌背后的力量，更加深刻地理解这个交织着贪婪与恐惧的大市场。

如今，人们依旧疯狂，悲剧仍然在不断上演，涨跌也将一直延续。但是我们希望，本书所展示的内容能够让您更加平静地面对当前的股市。在繁荣突然来临时，多一些理性的思考；在市场快速跌落时，少一些无谓的慌张。

目录 Contents

第 1 章	股市伊始:17 世纪初至 17 世纪中后期	1
	哥伦布与荷兰东印度公司	3
	出身于金融世家的败家子	9
	伦敦胡同里的咖啡馆	15
	英国南海公司泡沫的破灭	21
	资本主义的血液	26
	附 英国金融史上的两次“大爆炸”	30
第 2 章	纯真年代:17 世纪末至 20 世纪 20 年代初	33
	从《梧桐树协议》到“唐塔咖啡厅”	35
	美国建国之父——亚历山大·汉密尔顿	39
	昂贵的拍卖会“座位”	40
	道和琼斯的重大发明	42
	附 纽约证券交易所简介	47
	东京股票交易所简介	48

第 3 章	百年起伏:20 世纪 20 年代至 20 世纪末	51
	都是汽车惹的祸	53
	经济已进入“新时代”	60
	1929 年大崩盘	63
	“三杯马提尼酒的午餐”	70
	电子狂潮、联合浪潮与概念热潮	76
	稳妥的原则	83
	养老基金冲击了股票市场	88
	快速变化的电脑、电信技术和不变的人性	93
	巴菲特是怎样成就的	97
	附 美国证券交易委员会简介	102
	牛市与熊市的由来和历史	103
第 4 章	烽烟四起:20 世纪 90 年代	105
	墨西哥:冰冻三尺,非一日之寒	107
	泰国:“坏小子”一发威,东盟小虎成病猫	110
	中国香港:一波未平,一波又起;东方之珠,黯然失色	115
	韩国:大马不死,不攻自破	124
	日本:“无情”泡沫,引火烧身;塞翁失马,焉知非福	130
	硝烟中成长的中国股市	137

第 5 章	身临其境:21 世纪以来	145
	美国次贷风暴:全球股市一个都不能少	147
	越南:“最高的利率,最差的股市”	155
	“6000 到 2000”:金融危机,我们准备好了吗	160
	“入市有风险,投资需谨慎”:炒股,您真的准备好了吗	164
	附 几则投资哲学	167
参考文献		173
后记		177

第1章

股市伊始：

17世纪初至17世纪中后期

1602 年，世界上第一家股份有限公司——荷兰东印度公司正式成立。从此，股票在筹集资本和分散风险的需要中诞生，股票交易和股票市场相继得到发展，并最终促成了证券交易所的出现。

随后，法国和英国分别掀起了投机股票的热潮，给金融和经济带来巨大灾难，股票也因此沉寂了许多年。工业革命后，股票这一融资方式在资本主义国家得到广泛采用，为世界经济的发展作出了不可磨灭的贡献。

哥伦布与荷兰东印度公司

黄金真是一个奇妙的东西，谁有了它，谁就要什么有什么。黄金甚至可以使灵魂升入天堂。

——克里斯托弗·哥伦布

葡萄牙人在非洲海岸、印度和整个远东寻找的是黄金；“黄金”一词是驱使西班牙人横渡大西洋到美洲去的咒语；黄金是白人刚踏上一个新发现的海岸时所要的第一件东西。

——恩格斯

13 世纪之前，世界各大洲之间的联系仍不密切，大部分地方几乎处于孤立的状态。

13 世纪，意大利人马可·波罗跟随其父亲和叔叔，途径中东，历时四年多来到中国，在中国游历了 17 年，回国后写成《马可·波罗游记》，记述了他在东方国家的见闻。书中对中国、日本等国金银财富的描述激起了

欧洲人对东方的热切向往。马可·波罗的中国之行及其游记开辟了中西方联系的新时代，给中世纪的欧洲带来了新世纪的曙光，同时对15世纪欧洲的航海事业起到了巨大的推动作用。

15世纪，随着商品经济的发展，西欧逐渐由银本位制过渡到金本位制，金银成为财富和权力的象征，然而欧洲的金银产量无法满足王公贵族和商人的需求，他们疯狂地到处寻找黄金和白银。《马可·波罗游记》无疑为饥渴的欧洲人指明了前进的方向。然而15世纪早期，西方通往东方的商路被途经的意大利、阿拉伯、拜占庭和波斯所控制，货物需要经过多次转手才能运抵西欧，奥斯曼土耳其帝国兴起后，又对过往商品征收重税，因此，西欧的王公贵族和商人迫切希望另辟一条直接通往中国和印度的新航路。

在这样的背景下，15—17世纪，欧洲发起了广泛的跨洋运动，开始了大航海时代，西班牙和葡萄牙凭借其强大的海上实力成为探索新航路的领先者。

1487年，葡萄牙人巴托洛缪·迪亚士率船沿非洲西海岸南下，途中遇到风暴，返航时发现了非洲好望角。

1492年，意大利航海家哥伦布在西班牙王室的支持下，带着给印度君主和中国皇帝的国书，率领船队从欧洲向西航行，历经70昼夜的艰苦航行，终于发现了陆地。哥伦布认为自己所到的地方就是印度，于是称当地居民为“印地安人”。

1501年，意大利学者亚美利哥通过对南美洲东北部沿岸的考察，确认哥伦布发现的陆地不是印度，而是一块新大陆，并以自己的名字为其命名：亚美利加洲。那时没有人会料到，在哥伦布直至逝世都认为是印度的这片新大陆上，在几个世纪以后诞生了世界上经济最发达的国家和全球第一金融中心。

地理大发现不仅是地理学上的重大突破，更重要的是，它加强了世界各大洲之间的联系，新航路的开辟形成了众多新的贸易路线，欧洲的海外贸易大大增加，殖民掠夺随之而来。殖民掠夺为西欧的资本原始积累提供了重要源泉，促成了西欧封建制度的瓦解和资本主义的兴起，使西欧的经济社会发生很大变化。

16 世纪，大航海时代的先驱者葡萄牙和西班牙，同时也是最早开始海外殖民的掠夺者，他们在殖民地抢劫金银和贵重物品，用不值钱的商品换取象牙、宝石和珍珠，进行欺骗性贸易，赤裸裸的殖民掠夺使葡萄牙和西班牙攫取到巨额的财富，成为这一时期的殖民霸主。然而可惜的是，掠夺而来的巨额财富并没有被用来发展本国的工商业，进而转化为生产所需的资本，而是被封建贵族挥霍一空，日益增加的进口又使得这些财富最终流出国外。经济落后的葡萄牙和西班牙很快被后起的荷兰所取代。

早在 16 世纪，荷兰的工商业就已经达到较高的发展水平。从捕鱼业开始，荷兰就已经形成了海上贸易的传统，并且历来注重商业和贸易。在地理大发现之初，荷兰在葡萄牙、西班牙和欧洲其他国家之间从事中间贸易，赚取了丰厚的利润。荷兰所造的船只成本较低，吃水较浅，载重量大，适合远途航行，且运费低廉，凭借这种优势，荷兰的商船队驶向了当时人类所能到达的各个角落。

到 17 世纪，整个欧洲一半以上的商船属于荷兰，荷兰由此赢得了“海上马车夫”的称号。大量商品在此集散，阿姆斯特丹也因此成为欧洲重要的商业港口，对外贸易成为荷兰主要的经济来源，为商业积累了大量资本。同时，荷兰的工场手工业发展迅速，纺织、造船、皮革以及木材加工等行业已经比较发达，产品大量销往国外，资本主义的经营方式在农业生产中也得到推广，农产品逐渐商品化。

资产阶级革命成功后，荷兰最终发展成为西欧拥有强大海上实力的商

业国家。凭借不断增强的经济实力，荷兰加快了海外殖民扩张的步伐，先后夺取了东南亚、非洲和美洲的大片殖民地，取代了葡萄牙和西班牙的殖民霸主地位，殖民扩张又为荷兰资本主义经济的发展提供了重要的资本，此时的荷兰逐渐成为西欧海上实力最为强大、资本主义最为发达、世界上最为富庶的国家。

与葡萄牙和西班牙不同，荷兰主要通过商业公司对殖民地进行掠夺，其中最著名的就是荷兰东印度公司，全称荷兰联合东印度公司，它具有海外贸易的垄断权，可以自组军队，铸造货币，代表国家宣战、签订条约等，而其更主要的任务是开发和经营殖民地，寻找新的贸易机会。可以说，荷兰东印度公司就是荷兰在殖民地的代表。它主要在东南亚地区活动，先后占据了大片殖民地，为荷兰带来了源源不断的财富。

然而相对于荷兰东印度公司的殖民史，我们更加关注的是它对于人类经济史的贡献。荷兰东印度公司是世界上第一家股份有限公司，并发行了人类历史上的第一张股票。在当时的历史背景下，股份有限公司这一特殊的企业组织形态的诞生具有一定的必然性。

海外扩张过程中，恶劣天气、疾病、海盗、糟糕的生活条件等潜在的威胁使每一次海上航行都包含着众多未知因素，如果船只遭遇不幸，投资者就会血本无归。特别是对于荷兰制造的结构简单、没有武器装备的船只而言，远洋航行虽然可以带来超额利润，但必须铤而走险。同时，远洋所需资金数额庞大，船主即使有能力独自承担，也不愿独揽风险。早在古罗马时期，进行海上贸易的人们就懂得了将许多人的财产组合到一起，共同支付航海所需的费用，并在航行成功后按出资比例分配报酬，但每次航行结束后，这群投资者也随之散去了，没有形成正式的组织。荷兰东印度公司的成立，使这一传统的共同出资、共担风险、共享收益的组织方式成为一种企业制度，使股票成为了一种投资工具。

1602 年，荷兰东印度公司以股份公司的形式成立，它在阿姆斯特丹、泽兰、鹿特丹、代夫特、荷恩和恩克森 6 个省市筹集了接近 650 万荷兰盾的初始资本，其中阿姆斯特丹占 57%，鹿特丹最少，只占 2.7%，公司在上述 6 个地方设立办公室，普通投资者通过各地商会持有股份。荷兰东印度公司给予投资者带有公司抬头的证明，投资者凭借持股证明参与利润分配，这种持股证明就是最早的股票。

公司董事会中掌握实权的有 17 人。最初的投资者中，以小企业家居多，此外还有不少外国人，当时的荷兰政府主要为荷兰东印度公司提供特许权和军事援助，并将这些权利折合为 25 000 荷兰盾入股。因此，国家的间接参与是荷兰东印度公司进行殖民扩张的一大特点。

全新的企业形态、可观的利润前景、遥远国度中巨额财富的魅力和政府的积极参与，使荷兰东印度公司发行的股票获得了巨大成功，股票被人们看做是大有前途的新鲜事物，渴望财富的人们纷纷将自己的积蓄投入到这项收益与风险同样巨大的活动中，几乎每一个荷兰人都去购买东印度公司的股票，甚至包括阿姆斯特丹市市长的佣人。很快，荷兰东印度公司的股票被抢购一空。

由于股票发行数量不能满足所有潜在投资者的需要，股票交易随即产生。希望获得股票的人可以从持有股票的人手中购得股票，而需要用钱的人也可以通过出售股票换回现金，这样，双方都得到了满足。股票交易的出现保证了资金的长期性和稳定性。有交易必然就存在交易价格，并随着供求关系的变化而变化，而供求关系又受到公司经营情况、投资收益和投资者预期等因素的影响。1604 年，当荷兰东印度公司的第一批船队启程时，它的股票价格已经高出了面值的 30% 左右，而在公司成立 100 年的时候，股票价格已经上涨了 1000 倍，不断波动的交易行情为人们提供了新的获利机会。

随着股票交易的盛行，世界历史上第一个股票交易所于1609年在阿姆斯特丹诞生。当时阿姆斯特丹的股票交易所中，就已经活跃着1000多名股票经纪人。他们虽然没有穿上红马夹，但是固定的交易席位已经出现了。大量的股息收入从这个面积不超过1000平方米的院子，流入荷兰国库和普通荷兰人的腰包，仅英国国债一项，荷兰每年就可获得超过2500万荷兰盾的收入，价值相当于200吨白银。荷兰东印度公司的股票除了经历过一段短暂时期的下跌之外，持续上涨了近百年的时间。在公司最初成立的80年间，红利分配总额已经达到初始资本的15倍，而在1602年公司成立到1782年公司停发股息的180年间，股息分配总额是股本的36倍，股息最高曾达到40%。

通过公开发行股票，荷兰东印度公司将分散的社会财富变成了对外扩张的资本，风险也随之落在了众多的投资者身上。凭借股票，荷兰东印度公司不断走向繁荣。到17世纪中叶，荷兰联省共和国的全球商业霸权已经牢固地建立起来。此时，荷兰东印度公司已经拥有15 000个分支机构，贸易额占到全世界总贸易额的一半。悬挂着荷兰三色旗的10 000多艘商船游弋在世界的五大洋上。

在东亚，他们占据了中国的台湾，垄断着日本的对外贸易；

在东南亚，它占据了安汶岛、巴达维亚、锡兰和马六甲等殖民地，并在巴达维亚建立了第一个殖民据点；

在非洲，他们占据了毛里求斯、开普敦以及要塞好望角；

在大洋洲，他们用荷兰一个省的名字命名了一个国家——新西兰；

在美洲，他们占领了巴西，并在哈得逊河口建立了一个定居点，称为“新荷兰”，后来在曼哈顿形成了更大的居民点，称为新阿姆斯特丹，作为荷兰东印度公司在北美洲的总部，今天，这座城市的名字叫做纽约。

在荷兰东印度公司的运作下，荷兰的殖民势力日益扩大，金融实力不

断增强。17 世纪后半期，荷兰在与英、法的战斗中连续失败，殖民势力随之衰退，1799 年，荷兰东印度公司解散。

荷兰东印度公司开创了人类历史上股票发行及股票交易的先河，并通过运作这种企业组织形态和筹资方式为其带来了持续近一个世纪的辉煌。

出身于金融世家的败家子

他出身于金融世家，却被世人称为金融骗子；

他提出的金融理论得到当代经济学家的认可，却使法国的金融体系走向崩溃；

在他死后，人们为他写下了这样的墓志铭：

“这里长眠着那个著名的苏格兰人，他的计算技巧无人匹敌，他用简单的代数规则，让法国人民变得一贫如洗。”

他就是在法国名噪一时的败家子——约翰·劳

1671 年，约翰·劳出生在苏格兰爱丁堡的一个金融世家，刚满 14 岁就被父亲带到自家的银行工作，他对银行业务和数字表现出了极大的热情和浓厚的兴趣，在算术上显示出了过人的天分。此外，约翰·劳还接受了良好的政治经济学教育。1688 年，父亲去世后，他开始四处闯荡。1694 年，他在伦敦与情敌威尔逊的决斗中杀死了对方，被判终身监禁后逃往荷兰。此后，又在德国、匈牙利和意大利等国游荡多年。在此过程中，他对欧洲各国的金融制度以及贸易状况进行了深入的研究，为他以后金融理论的提出奠定了基础。他在 1700 年出版了《建立贸易委员会的建议与理由》，1705 年写成《货币与贸易研究：国家货币供给的建议》。同时，他在欧洲的许多赌场中也声名显赫。

1716年初，法国国王路易十四去世，继位的王子年仅七岁，奥尔良公爵被指定为摄政王。由于路易十四在位时对外连年发动战争，加之生活腐化堕落，他留下的是一个国库枯竭、债台高筑、财政濒临崩溃、经济萧条的国家。面对这种局面，摄政王下令重新铸造货币来获取收入，同等面值的金属货币，重量只有原来的 $\frac{4}{5}$ ，货币贬值使得经济秩序更加混乱，就在法国经济陷入极度困难之际，约翰·劳带着他的金融理论来到了法国。

约翰·劳提出由于货币供给不足和货币贬值，金属货币已经无法满足法国的需要，他建议摄政王成立一家银行，发行纸币来辅助金属货币。同当代经济理论相似，他认为在就业不足的情况下，增加货币供给可以在不提高物价水平的前提下增加产出，实现充分就业。纸币本位制优于金银本位制，因为金属货币的发行受到金银产量的限制，而金银的储量有限，相比之下，纸币本位制更加灵活。为缓解财政危机，摄政王欣然接受了约翰·劳以纸币辅助金属货币的计划。

1716年5月5日，在法国政府的特许下，约翰·劳在巴黎成立了一家名为“劳氏公司”的私人银行，资本为600里弗尔，分为12000股，每股500里弗尔，可以用金属货币和国库券购买。政府授予“劳氏公司”银行发行货币的特权，以法国王朝的信誉做保证，以税收和土地等不动产作抵押，以便利用其发行的货币来帮助政府偿还债务。银行同时经营票据贴现和存款业务。为建立纸币的信用，约翰·劳规定纸币可与金属货币自由兑换，并可用来支付国债和缴纳税收，发行后价值保持不变。由于金属货币通常会因为政府的干预而贬值，而约翰·劳一再强调“如果一个银行家在发行纸币时没有足够的担保可以满足所有的要求，他就只有死路一条”。劳氏货币得到了人们的认可。在摄政王的操纵下，法国政府不断宣布金属货币贬值，“劳氏公司”银行经营得非常成功，资产迅速增加。

货币供应量的增加刺激了经济的发展，使得萧条的经济逐渐恢复，约

翰·劳的信誉也与日俱增。

这时，约翰·劳开始了他的另一个计划，正是这个计划造成了著名的“密西西比泡沫”，并促成了后来的金融危机。

1717 年 8 月，约翰·劳取得了在北美密西西比河流域和密西西比河西岸路易斯安那州的垄断开发特权，据说那里遍地金银，密西西比公司由此成立。公司资本 1 亿里弗尔，分为 20 万股，每股 500 里弗尔，允许投资者用国库券按照面值购买公司股票，而当时国库券的市场价格只有面值的 30% 左右，这意味着购买股票本身就可带来 200% 的利润。加之劳氏银行所带来的积极影响和密西西比公司光明的发展前景，人们对约翰·劳和他的公司充满信心，股票非常受投资者的欢迎。但是投资者的钱并没有真正用于公司经营，而是用来偿还皇室债务。

随后，约翰·劳成立西方公司。1718 年，该公司取得烟草专卖权。1718 年 11 月，约翰·劳成立塞内加尔公司，主要负责对非洲的贸易。1718 年 12 月 4 日，“劳氏公司”银行被收归国有，更名为皇家银行，约翰·劳仍担任该银行的主管。国有化后，摄政王便操纵皇家银行发行了 10 亿里弗尔纸币，而这些纸币是否具有充足的金属货币支持已经不是约翰·劳所关心的事情了，没有金属货币支撑的信用扩张暗含着危机。1719 年，法国政府授权密西西比公司在东印度群岛、中国、南太平洋诸岛等地进行贸易，公司更名为印度公司。垄断性的海外贸易将会为公司带来巨额利润。

1719 年 7 月 25 日，约翰·劳用 5000 万里弗尔向法国政府购买了皇家造币厂的承包权。为此，印度公司公开增发 5 万股股票，每股 1000 里弗尔，同样允许以国库券按照面值购买，约翰·劳承诺给予丰厚的红利。独一无二的贸易特权、皇家银行的保证、印度公司的官方背景以及约翰·劳的信誉和承诺都赋予印度公司股票极大的价值，使它看似稳赚不赔、十分抢手。由于发行数量有限，投资者昼夜排队抢购新股，约翰·劳的住处日

夜挤满了渴望发财的人们，他们想尽各种办法乞求约翰·劳将股票卖给自己，贵族、军人、学者……谁也无法抗拒利润的诱惑。股票的市场价格很快上涨到 1800 里弗尔。

由于当时法国的税收体制很不健全，不仅对法国王室贵族免税，还存在其他漏洞，尽管政府不断提高税率，仍无法获得多少财政收入。1719 年 8 月，约翰·劳以每年向政府支付 5300 万里弗尔的条件取得了农田间接税的征收权，多余税收则归印度公司所有。1719 年 8 月，约翰·劳又取得法国直接税的征收权。此后，约翰·劳对税制进行了一系列改革，并取消王室贵族的免税待遇，税收总额大大增加，印度公司早期发行的股票价格乘势上升到 3000 里弗尔。但约翰·劳也因此侵犯了许多王室贵族的利益。

面对公众不断高涨的热情和尚未还清的国债，印度公司在 1719 年又连续三次大规模发行新股，共计 30 万股，每股价格均为 5000 里弗尔。要使社会完全吸收增发的 30 万股股票，需要 15 亿里弗尔货币，股票需求的增加引起货币需求的增加，几乎每次大规模的股票发行都伴随着大规模的货币发行。1719 年 7 月，皇家银行发行 2.4 亿里弗尔货币；1719 年 9 月，皇家银行再次发行 2.4 亿里弗尔货币，而此时的金属货币已经不足纸币发行总额的半数。新股一发行便被抢购一空，股票价格持续上涨，最高达到 18 000 里弗尔。猛涨不落的印度公司股票还吸引欧洲其他各国的资金大量流入。货币的急速扩张必然引起通货膨胀，精通金融理论的约翰·劳不会不知道这个简单的道理，只是贪婪的天性盖过了一切，通货膨胀的滞后让法国人民还沉浸在投机的热潮中。

此时的法国，人口不断增加，到处都在忙着从事生产，工人工资不断提高，全国呈现出一片虚假繁荣的景象。

1720 年初，约翰·劳被任命为主计长和监督长，成为法国的特聘专家，印度公司接管皇家银行，约翰·劳同时掌握着政府财政、货币发行、海外

贸易和殖民地的开发。他的事业达到了顶峰，而麻烦也在这年出现了。

孔蒂亲王因为购买新股遭到拒绝而怀恨在心，随后带着数量惊人的纸币来到皇家银行兑换金属货币。虽然这次事件在摄政王的干预下平息了，但敏感的人似乎察觉到了危机的来临。同时，纸币的大量发行使法国的通货膨胀率从 1719 年的 4% 迅速上升到了 23%，人们的信心动摇了。越来越多的人将纸币兑换成金属货币、外币以及贵重物品，并悄悄运往国外，金属货币的大量流出使得纸币信用难以维持，印度公司股票也面临下跌的危险。

1720 年 2 月，法国政府颁布法令，禁止民间个人拥有超过 500 里弗尔的金属货币，同时赋予印度公司进行海上贸易的特权来稳定股票价格，这引起了其他商人的抗议。约翰·劳便将股票价格强制固定在 9000 里弗尔，并提出了禁止金属货币流通的大胆设想，所有交易只能以纸币进行。随后，皇家银行在 1720 年 3 月发行纸币 3 亿里弗尔，1720 年 4 月发行 3.9 亿里弗尔，1720 年 5 月发行 4.38 亿里弗尔，但没有金属货币支撑的纸币在人们看来成了废纸一张，约翰·劳已经无计可施。1720 年 5 月，约翰·劳发布股票贬值令，计划将印度公司股票价格分阶段从 9000 里弗尔降到 5000 里弗尔，这导致了民众彻底的恐慌，人们纷纷大举抛售印度公司股票。从此，印度公司股票开始了持续一年的暴跌，跌幅达到 95%，投资者损失惨重，法国的金融体系崩溃，经济陷入萧条和混乱。

1720 年 10 月，政府宣布收回印度公司的所有特权，并且所有面值在 1000 到 10 000 里弗尔的纸币在一年以后将不再具有任何价值。印度公司消失了，此时的约翰·劳成了过街老鼠。1720 年年底，他在人们的谩骂声中逃离了法国。法国又回到了金属本位的货币制度。由于约翰·劳将一生的收入都投资在了法国，1729 年他在威尼斯于贫困交加中死去。

“星期一，我买股票去；
星期二，我赚了几百万；
星期三，我买家具；
星期四，我买好衣衫；
星期五，我跳舞去；
星期六，我进了乞丐收容站。”

这首讽刺诗形象地展现了那个疯狂投机的年代中法国人民的生活。

马克思曾经评价约翰·劳既是骗子又是预言家。说他是骗子，是因为这个昔日的救世主却使法国人民变得一贫如洗；说他是预言家，是因为他的金融理论中包含了许多 20 世纪经济学家的思想。

回顾这段历史，纸币辅助金属货币的计划确实符合法国当时经济萧条的情况，而且约翰·劳也了解纸币存在的基础是信用，不管是政府信用还是与金属货币自由兑换的信用，但后来他逐渐背离了最初发行纸币时的原则——“如果一个银行家没有必要的资金来支持自己发行的纸币，他就只有死路一条”。新增的货币并没有真正投入生产和贸易，股票市场融得的资金也没有用于所谓的密西西比开发计划，它们都只是政府偿债的工具。股票价格被一个经营特权和虚幻的利润前景托得越来越高，又被一个个现实砸向了低谷。由于印度公司由最初的密西西比公司发展而来，人们把这次股票市场的投机事件称为“密西西比泡沫”。

如果没有摄政王的操纵，如果约翰·劳能一直保持清醒的头脑，如果法国王室和民众在面对财富时不是那么贪婪，如果纸币与股票市场真正服务于实体经济的发展，也许法国经济不会再次陷入危机。

伦敦胡同里的咖啡馆

伦敦证券交易所在世界三大证券交易所（纽约证券交易所、东京证券交易所、伦敦证券交易所）中历史最久，已有 200 多年的历史。伦敦证券交易所的前身，是 17 世纪末伦敦金融城交易街上主营咖啡饮品业务的露天市场中，一家名为乔纳森的咖啡馆（Jonathan's Coffee-House）。

在纽约、东京、伦敦这世界三大证券交易所中，最古老的是伦敦证券交易所。要了解这个以国际化著称的交易所的历史，还得从咖啡讲起。

咖啡最早盛行于中东地区，1615 年，威尼斯商人把咖啡从中东带到了欧洲，这种饮品很快便在欧洲的上流社会风靡起来。随后，意大利的威尼斯出现了欧洲第一家咖啡馆。

英国饮用咖啡的历史稍晚于意大利，但这种“煤烟”饮料同样受到了英国人的喜爱。工业革命后，它不再是上流社会的专属，也成为工人阶级生活中不可或缺的一部分。1652 年，伦敦首家咖啡馆开业，几年过后，伦敦已有大大小小上千家咖啡馆，咖啡馆也渐渐成为人们习惯性的社交场所。买一杯咖啡，人们便可以在此消磨时光、谈天说地、交流思想。久而久之，每家咖啡馆都有特定的人群光顾，露天市场的乔纳森咖啡馆就是专门买卖股票的商人们聚集的地方。

早期的股票并没有完善的流通市场，也没有独立、正式的交易场所。在伦敦古老的皇家交易所中，股票与其他商品混同在一起买卖，随着股票交易的日趋频繁和交易量的增加，股票交易商们开始将股票交易独立出来。

1698 年，有个叫约翰·卡斯塔因（John Castaing）的人在乔纳森咖啡馆张贴了一张股票和其他商品的价格表，意欲在此进行股票交易。这是伦

敦最早期的有组织的证券交易活动。从此，一些由于“行为不轨”被皇家交易所驱逐出来的人，开始在街道和附近胡同里的咖啡馆进行股票交易，尤其是乔纳森的咖啡馆。



乔纳森咖啡馆

1761 年，150 名股票经纪人和交易员自发在乔纳森咖啡馆成立俱乐部，专门从事股票交易。1773 年，乔纳森咖啡馆迁到斯威丁街的柴思胡同，并且打出“证券交易所”的牌号，他们在屋内设置一块登记有各个公司股票行情的木板，咖啡屋的服务员则充当自营商之间的信差，证券交易正式由露天迁入了室内。在新乔纳森咖啡馆里，股票交易商正式成立了英国第一家证券交易所。就这样，伦敦胡同里的一家咖啡馆成了今天伦敦证券交易所的前身。

1801 年，伦敦证券交易所正式获得政府批准，成为伦敦第一家具有现代化管理规范的证券交易所，这里开始有了定期的交易活动。1802 年，证券交易所搬至“嵌环庭院”新址。1854 年，证券交易所重建。在很长一段时间里，伦敦证券交易所并不是英国惟一的股票交易所，在英国的其他城

市，证券交易所相继成立。到 1914 年第一次世界大战前，英国共有 22 家地方性证券交易所。此后，英国的证券交易所进行了多次重组。1967 年，英国各地交易所合并组成 7 个区域性的交易所。1972 年，英国女王为新落成的交易面积达 23 000 平方英尺的 26 层伦敦证券交易所大厦剪彩。1973 年，伦敦证券交易所完成了对英国格拉斯哥、利物浦、曼彻斯特、伯明翰和都柏林等地 11 个证券交易所的合并，成为大不列颠及爱尔兰证券交易所。1991 年，这家历史悠久的证券交易所正式更名为伦敦证券交易所。1995 年，该交易所又分为了两个独立的部分，一部分归属于爱尔兰共和国，一部分归属于英国，后者就是今天的伦敦证券交易所。2004 年，伦敦证券交易所搬到位于伦敦佩特诺斯特广场、靠近著名景点圣保罗大教堂的新址，英国女王伊丽莎白二世主持了当天的开盘仪式。



伦敦证券交易所新址大楼

股票与股份公司相伴而生，随即出现证券交易和证券市场，证券市场发展到一定阶段便出现了对独立、集中、固定交易场所的需求，证券交易

所应运而生。证券交易所的出现使得股票交易迅速发展，为英国工业革命的开展提供了重要的融资渠道，促进了英国经济的繁荣，英国逐渐成为国际金融中心。

从传统的面对面交易到电话交易，从电话交易到电子交易，伦敦证券交易所在不断发生变革。进入 20 世纪 70 年代，随着世界经济形势的变化，美国逐渐成为国际金融中心，加之英国人保守的思维模式，使得伦敦证券交易所的竞争力逐渐下降。在这一背景下，1986 年 10 月，伦敦证券交易所再次改组，内部设有英国股票、国际股票、金边债券、公司债券和期货五个市场，同时进行了一系列重大变革，措施包括改革固定佣金制；允许大公司直接进入交易所进行交易；放宽对会员的资格审查；允许批发商与经纪人兼营；佣金的最低交易量被废止；个人会员终止投票权；证券交易全部实现电脑化；与纽约、东京交易所联机，实现 24 小时全球交易。^① 同年 11 月，英国颁布《金融服务法》。

1997 年，英国金融服务监管局成立，负责监管金融市场。同年，伦敦证券交易所开始使用股票交易电子系统。2000 年，经股东投票决定，伦敦证券交易所转变为一家股份有限公司。2001 年 7 月，伦敦证券交易所在自己的主板市场挂牌上市。

这些改革措施使伦敦证券交易所发生了根本性的变化。电子化的交易系统打破了证券交易在时间和空间上的限制，将伦敦证券市场与纽约、东京两大证券市场连为一体，跨境交易更为便捷和高效。交易制度的放宽吸引了更多的投资者，相关法律法规的出台使得证券市场更加有序。伦敦证券交易市场变得更加开放、自由和透明。

与世界其他证券交易所相比，在伦敦证券交易所上市的证券种类最多。

^① 李俊辰. 伦敦金融城——金融之都的腾飞 [M]. 北京：清华大学出版社，2007.

伦敦证券交易所最大的特点在于国际化，自创立以来，伦敦证券交易所已经迎来了众多的国际参与者，其外国公司股票的交易量和市值都超过了本国公司的股票，平均每天有上百亿美元的外国公司股票在此交易，选择在伦敦证券交易所上市的外国公司数量超过世界上其他任何一家证券交易所，而这一队伍还在不断壮大，这是世界上其他证券交易所无法比拟的。

伦敦证券交易所能够吸引全球公司前来上市，自然有其独特的优势所在。首先，伦敦证券交易所具有专门面向国际股票的交易和信息系统，包括国际股票自动对盘交易系统和 SEAQ 国际证券电子自动报价系统。这些专为国际股票建立的系统在外国上市公司与世界各地投资者之间发挥着重要的桥梁作用。其次，伦敦证券交易所是世界上最大的股票基金管理中心。在伦敦证券交易所上市意味着可以有更多的机会利用大型机构投资者丰富和宝贵的资本来源，而且活跃于伦敦证券交易所的机构投资者多从事中长期投资，稳定的资本来源有助于增强上市公司的流动性。可以说，在伦敦证券交易所上市就意味着同国际金融界建立了联系。第三，伦敦证券交易所具有多层次的交易市场和交易平台，可以满足不同公司和投资者的需求，为上市公司和投资者提供了更大的选择余地。伦敦证券交易所的股票交易市场分为挂牌主板市场、挂牌二板 AIM 市场（Alternative Investment Market）、科技板市场（Off-Exchange）、挂牌三板 OFEX 市场以及国际股票市场。

挂牌主板市场是资本比较集中的市场，也是吸收资金的主要渠道，主要面向大型企业，对上市公司的要求较为严格：每一家申请上市的公司都必须指定一家保荐人，保荐人通常是投资银行、股票经纪行、律师事务所或会计事务所，同时保荐人必须达到某些资格要求，负责联络公司与英国上市管理署，并在公司的上市过程中给予指导；公司通常要有至少三年的全面经营记录，但也允许某些经营记录不足三年的特殊类型公司在达到某

些附加要求的情况下上市；公司的市值至少达到 70 万英镑，而且至少有 25% 的股票被社会公众持有；上市公司必须为独立经营实体，具有能为公司经营记录承担责任的高层管理人员，尤其是要有一个控股股东；上市公司必须按要求编写招股说明书，使投资者可以据此做出决策；上市公司必须遵守母国交易所和金融服务监管局的规则等。此外，在上市成功后，公司还要履行一系列的持续性义务，包括定期提供财务报表，在上市一年后保持充足的流动资金等。

伦敦证券交易所里最具特色的当然不是挂牌主板市场。鉴于主板市场对上市公司的要求，一些新成立的小规模、高成长型企业可能无法在主板市场实现融资，挂牌二板 AIM 市场就是专门为这类公司而设立，被称为伦敦创业板市场。

AIM 市场成立于 1995 年，运作相对独立，拥有专门的管理人员和制度。它对上市公司没有行业、规模、资金实力、经营年限、持股比例等的限制，对全世界开放。但上市公司需要及时充分地披露信息，并且在上市前后需要一直拥有指定保荐人，其公开的会计报表要符合英国、美国或者国际会计准则，对于主营业务盈利记录不足两年的新兴公司，拥有其 1% 或更多 AIM 市场股份的董事和雇员，必须承诺至少在公司上市后的一年内，不出售任何股份。AIM 市场的上市公司由伦敦证券交易所监管，主要依靠保荐人的监督和上市公司的自律。在此，保荐人的作用就显得尤为重要，保荐人要充分掌握被保荐公司的实际情况，协助上市公司办理上市手续并提供必要的信息和指导，确保投资者的利益。AIM 市场为具备发展空间的小型企业提供重要的融资途径，许多在此上市的公司最后都成功进入了主板市场。

顾名思义，科技板市场主要针对计算机硬件、计算机服务、互联网、半导体、软件和电信设备这 6 个行业，其他行业的公司如果能证明公司的

发展主要依靠技术创新，也可以申请在该板块上市，如医药和保健行业的公司。科技板市场设立于 1999 年，主要面向创新型的科技企业。科技板市场的推出为注重科技型行业的投资者提供了方便，在需要融资的科技型企业 and 科技投资者之间建立了直接的联系。其中，作为科技板市场的重要组成部分，科技板医药市场是世界上惟一一个专门服务于医药和保健类科技公司以及该领域投资者的证券交易市场。

挂牌三板 OFEX 市场也是伦敦证券交易所中一个特殊的组成部分，它主要满足世界范围内更为初级的中小企业的融资需求，对于未能进入挂牌主板市场和挂牌二板 AIM 市场的企业来说，他们还可以选择在 OFEX 市场进行股票交易，获得所需资金。OFEX 市场于 1995 年建立，是一个非正式的交易市场，由一家家族公司创办，但同样受英国金融服务监管局监管。

不同层次的交易市场为更多的企业提供了通过股票募集资金的机会，提供了进一步发展和成长的机会，提供了认识公司价值的机会，也为投资者提供了更多发现公司潜质的机会。近年来，伦敦证券交易所不断加强在中国的推介活动，吸引中国企业去伦敦上市。

除此之外，伦敦证券交易所的优势还体现为具有竞争力的上市成本和优良的监管制度。与其他世界知名证券交易所相比，伦敦证券交易所收取的年费和上市费是最低的，这无疑大大吸引着国际投资者，特别是在海外市场首次进行挂牌交易的中小企业。坚持信息披露的原则保证了上市公司的透明度，保证了投资者的利益和股票交易市场的健康发展。

英国南海公司泡沫的破灭

在英国中央银行的博物馆，悬挂着一幅英国著名艺术家威廉·休加德于 1727 年公开发表的作品，英国英格兰银行博物馆馆长约翰·凯沃斯这样讲述画中所表现的内容：“诚实女神的雕像被打碎，并且受到了酷刑折磨，

荣誉女神遭到鞭打，象征着所有优良品质的毁灭。我们还可以看到纪念碑，象征着这座城市的堕落。柱子上这些人，就是南海公司愚蠢的投资者。在画的左下角，主教们正在赌博，赌博这种投机行为，也正是南海事件的实质所在。”

南海事件是英国资本市场历史上的一起过度投机事件，可以说它是法国“密西西比泡沫”的再次上演，但又更胜一筹。

17 世纪末至 18 世纪初的英国正处于经济的繁荣时期，私人储蓄不断膨胀，投资机会却相对不足，大量闲置资金需要寻找出路；同时，由于连年战争，英国政府负债累累，巨额国债急需弥补。在这种背景下，1711 年，投机家和冒险家哈里·耶尔创立了一家合股公司——南海公司。

既然法国政府可以用发行股票的方式偿还债务，英国当然也可以。南海公司首先认购了价值约 1000 万英镑的国债，取得了政府的支持，英国政府决定对南海公司经营的酒、醋、烟草等商品实行永久性退税政策，并给予其对南美洲的贸易垄断权。由此，南海公司成了一家贸易特许公司。

1720 年初，南海公司通过贿赂政府官员取得了管理英国国债的特权。事实上，由于当时南美洲主要是西班牙的殖民地，南海公司在该地区的贸易并没有为其带来可观的利润，仅凭贸易，南海公司并不具备承揽巨额国债的实力，之所以能不断筹集到数额庞大的资金，它依靠的是股票。

早在刚刚获取贸易特许权之后，聪明的哈里·耶尔就开始编造种种有利于南海公司的好消息：“南海公司在墨西哥和秘鲁发现了巨大的金银矿藏，源源不断的金银将要流回国内！西班牙马上就要放弃智利、秘鲁沿海的港口，而英国马上就要取得这些港口并进行贸易！南海公司可以租用无限量的船只，将英国的羊毛、棉花等加工品运到南美，他们愿意用全部的金矿来交换……”

南海公司经营国债的法案获得国会通过之前，就已经在街头巷尾广为

流传。诱人的投资回报前景激起了英国公众存在已久的投资欲望，人们对这些消息深信不疑，对南海公司的发展充满了信心，伦敦交易街里挤满了盲目抢购南海公司股票的人群，股价开始上扬，英国掀起了投机的狂潮。

1720 年 3 月，当国会通过南海公司经营国债的法案时，南海公司股票的价格已经从最初的 129 英镑上升到 400 英镑左右，股票价格的迅速上升更加坚定了投资者的信念。1720 年 4 月，南海公司先后两次公开发行新股，为刺激新股发行，南海公司允许分期付款购买股票，即投资者当时只需支付股票价格的一部分，便可以认购股票，两次新股发行共为南海公司筹集到了上千万英镑的资金。不久，南海公司又承诺国债持有者可以将尚未兑换的国债年金转换为南海公司的股票。面对数额固定的国债年金和价格持续飞涨的股票，当然后者更受欢迎。结果，一半以上的国债被转换成了股票。

分期付款认购股票和允许国债转换为股票的举措使南海公司股票持有者的队伍更加壮大，源源不断流入的资金将南海公司这个泡沫越吹越大。1720 年 6 月，南海公司第三次公开发行新股，这次发行同样允许分期付款方式。面对第三次新股发行，投资者的热情依然不减，而此时，南海公司的股票价格已经高达 1000 多英镑，这次发行为南海公司筹集了几十万英镑的资金。短短半年之内，南海公司的股票价格就从 129 英镑飙升至 1000 英镑以上，涨幅高达 700%，对于现在的任何一个投资者而言，这几乎是不敢相信的事情，而这一股价也早已远远背离了南海公司的真实业绩。但是，对巨额财富的幻想淹没了英国公众应有的质疑和理性，社会各阶层，上至国王、议员、贵族，下至一般的家庭主妇，都涌入了南海公司股票交易的汹涌人流，甚至连著名的物理学家牛顿也未能免俗，可以说，政府的参与为南海公司的股票增添了许多分量。



抢购南海公司股票的人们

然而，是泡沫总会破灭。就在南海公司股票的价格越炒越高的时候，需要筹集资金的民间企业也纷纷发行股票，许多公司采用同南海公司一样的方法，投机炒作、吸引投资。一时间，股票供给骤然增加，这些民间公司的股票价格也纷纷上涨，与公司的实际经营情况严重脱节。这自然影响到南海公司的股票价格，南海公司如果想要继续抬高股价，就必须吸引更多的资金流入，股票供给的增加为投资者提供了多样化的投资选择，挤占了部分社会资金，损害了南海公司的利益。

为了稳定股票价格，南海公司开始利用各种手段游说国会，希望国会禁止民间企业发行股票，与南海公司相勾结的国会显然也不希望看到南海公司的股票价格下跌，同时，泡沫公司的泛滥也会危及英国的金融安全。

1720年6月，英国国会通过了《反金融诈骗和投机法》，即民间俗称的《泡沫法》，并于8月18日正式实施。法案规定，在没有议会法案或者国王特许状所给予的法律权利的场所，禁止以公司名义行事、发行可转让股票或转让任何种类的股份，政府将严惩非法的证券交易。

《反金融诈骗和投机法》的颁布严重打击了新出现的泡沫公司，暂时稳定了南海公司的股票价格，这些新成立不久的民间合股公司纷纷解散，许多公司发起人带着筹集的股本逃之夭夭，公司的欺诈行为相继曝光，持有这些公司股票的人们不得不抛售手中的股票，却已找不到买主。与此同时，法国传来了股市崩盘的消息，法国密西西比泡沫破灭，震撼了整个英国，这大大影响了英国公众投资股市的信心，许多投机者不知所措。面对突如其来的风暴，疯狂的投资者们开始清醒了，他们将怀疑的目光投向了南海公司。而此时的南海公司依然在做垂死挣扎，1720 年 8 月甚至还第四次发行新股，并采取种种优惠措施吸引资金，但此时的股票已无人问津，英国股市岌岌可危。

面对恐慌，一些知情的内部人士和政府官员开始赶在丑闻暴露之前大举抛售南海公司股票，真相被揭开，之前有关南海公司神化般的谎言被一一戳穿，股民们这时才发现南海公司的真实经营情况与哈里·耶尔所吹嘘的一切相去甚远，只有从事的奴隶贸易曾为其带来些许利润，惊慌的人们也开始疯狂抛售手中已几乎一文不值的南海公司股票。此后，南海公司股票持续数月暴跌，股价一落千丈。1720 年 12 月，股价跌至 124 英镑，南海公司曾经价值 1.64 亿的资产迅速缩水到 6100 万英镑，不知情的投资者损失惨重，仿佛一夜之间暴富，又一夜之间倾家荡产。事后，在南海事件中损失上万英镑的牛顿说：“我可以准确地计算出天体的运动规律，但我却无法计算出股票市场的变化趋势。”英国政府看到南海公司大势已去，便依据《泡沫法案》没收了南海公司的资产。1720 年底，持续了一年的南海公司泡沫彻底破灭了。

然而，南海事件所造成的影响却没有就此结束，随之而来的是政府信用缺失、经济萧条、社会动荡。人们谈股票而色变，没有人愿意再去购买股票，民众对投资股票信心的丧失使得英国股票市场的发展停滞了将近一

个世纪，这无疑严重影响了英国资本市场和经济的发展。

有人这样记录南海泡沫事件：

“政治家们忘记了政见；律师们忘记了本行；批发商们忘记了生意；医生忘记了病人；店主忘记了自己的商店；一贯讲信用的债务人忘记了债权人；牧师忘记了布道；甚至女人们也忘记了自尊和虚荣！”

回顾整个南海事件，导致南海公司泡沫破灭的直接原因是《反金融诈骗和投机法》的出台。南海公司的积极游说和国会的最终通过都有着同一个目的，就是限制民间泡沫公司蔓延，稳定南海公司股价，但没想到搬起石头砸了自己的脚，得意忘形的他们似乎忘记自己也是一个泡沫，不管怎样，《泡沫法》确实发挥了应有的作用。然而，南海公司骗局的实现离不开公众的追捧和政府的参与，很大程度上是人们的非理性预期推动了南海公司股价的蹿升，而非理性预期具有自我实现的机制。当南海公司对外宣传自己的辉煌业绩时，股民们并没有去掌握足够的信息，便毫无保留地相信了，政府的介入无疑是一粒有效的定心丸，人们认定南海公司的股票价格会涨，于是纷纷抢购，需求的增加理所当然推动了股价的上涨，此时，股民们对自己的判断也更加深信不疑，于是对股票的需求进一步扩大，正是这样一个心理过程，加剧了南海公司泡沫的膨胀。当面对公司欺诈行为的曝光和法国股市的崩溃时，股民的预期改变了，大量的抛售使得股价回落到了真实的水平。

南海公司泡沫结束了，但“泡沫”一词和泡沫现象却延续至今。

资本主义的血液

假如必须等待某个单个资本增长到能够修建铁路的程度，那么恐怕直

到今天世界上还没有铁路。但是，通过股份公司，瞬间就把这件事完成了。

——马克思

18 世纪，英国最先开始工业革命，随后工业革命扩展到整个欧洲大陆，19 世纪传播到北美，并发展为科技革命。以蒸汽机的改良为开端，工业革命使西欧资本主义社会发生重大变革：人口向城市转移，城市化进程开始，形成工业资产阶级和无产阶级两大对立阶级，东西方差距扩大等，但最根本的还是生产组织形式的改变。工业革命后，工业生产取代商品贸易成为资本主义经济的主导，资本主义工业化历程开始。使用机器的工厂取代了手工作坊，资本主义完成了从工厂手工业向机器大工业的过渡，机器和工厂的出现使规模生产成为可能。生产资料和劳动力在工厂中进行集中而有组织的生产，专业分工不断加强，生产协作更加紧密，生产各环节逐渐成为一个整体，各企业、各部门联系增多，生产力得到巨大发展，资本主义从此进入社会化大生产阶段。

在资本主义享受工业革命带来的众多好处时，矛盾也随之暴露。社会化大生产以分工协作、组织化、集中化和规模化特征，大批量的生产需要合理调动整个社会的人、财、物等资源，并辅之以科学化的生产管理。随着资本主义大工业的发展，企业生产经营规模日益扩大，此时生产所需的资本投入已经远远不是单个资本家所能承受，规模生产与资本短缺之间的矛盾日益突出，成为制约资本主义企业发展的瓶颈。与生产社会化一样，资本需求的扩大最终带来了资本的社会化，股票这种存在已久的筹资方式以其特殊的优势在资本社会化过程中发挥着关键的媒介作用，股份制公司随之成为企业的重要组织形式。

股票是筹集资金的有效手段，通过发行股票，企业可以广泛吸收社会闲置资金，在较短的时间内使分散的资本走向集中，进而转化为巨大的生

产资本，实现单个资本无法完成的经济目标，并通过股票市场的二级流通，保持资金的长期性。更广泛地说，股份制可以实现生产要素的整合，采用管理经验、技术、特许权等其他形式参股，使更多的资源得到有效利用，通过股票还可方便实现企业间的收购和兼并，把不同层次、不同水平、不同行业、不同地区的生产力组合成高层次的生产力，使社会中有限的生产要素流向更适合的行业，提高资源利用率，优化资源配置，从而为社会创造更多的财富。除了迅速筹集资金，股票的另一特点是分散经营风险，最初的股票就是伴随远洋航行中分散风险的需要而产生的，这一作用在资本主义工业化时期同样显得十分重要。工业革命和科技革命使技术发明、技术革新以及科技成果不断涌现，在将这些新技术应用于工业生产时，由于发展前景不明朗，必然存在风险。同时，采用新技术、新设备的行业相应需要较高的投入。通过成立股份制公司发行股票来化解风险，即使经营失败，每个投资者承担的风险也十分有限。这促使更多的人愿意去寻找新机会、开拓新产业，特别是高新技术产业，科技和经济因此而获得大发展。此外，股票融资使企业经营状况与众多股民的利益息息相关，为企业优化发展提供了监督和动力。可以说，股份制在很大程度上承载了社会化大生产的发展。

美国学者巴特尔曾认为股份有限公司是当代最伟大的发明，它的意义甚至超过了蒸汽机和电力的发明。

马克思曾经在《资本论》中写道：“假如必须等待某个单个资本增长到能够修建铁路的程度，那么恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是，通过股份公司，瞬间就把这件事完成了。”这段话是马克思在目睹了英国的铁路修建过程后所发出的感慨，它使我们深刻体会到了股票在资本主义历史上所发挥的作用。

从英格兰北部小城达灵顿通向史达克顿的铁路是人类历史上最早的公

共铁路线，它修建于 19 世纪 20 年代，目的是运送乘客和货物，修建这段铁路所需的费用约为 10 万英镑，这笔巨额开支在那个时代是任何个人都无法承担的，于是达灵顿—史达克顿铁路公司想到了股票，仅仅用了一年的时间，铁路便修建成功，这里驶出了人类历史上第一列火车。这条铁路的成功修建使新的交通方式得以实现，不但大大降低了商品运输的成本，也为铁路公司带来了巨额利润，更重要的是，它为以后铁路建设的大规模开展做出了示范。到 19 世纪中期，英国已经利用股票这种融资方式修建了长达 5000 英里的铁路，通车里程达到 13 000 多英里，铁路的出现带动了采矿等行业的发展。同时，英国还利用同样的筹资方式建成了总长达 2200 英里的运河系统。1862 年，英国出台《股份公司条例》，确立了股份制度的法律地位。

19 世纪后半期，股票逐渐在工业体系中确立了统治地位，钢铁、煤炭等支撑资本主义发展的支柱性行业均得益于股份制的采用。1770 年，英国的煤产量为 600 万吨，1800 年为 1200 万吨，到 1861 年已经增长到 5700 万吨，铁矿的产量也从 1770 年的 5 万吨增长到 1861 年的 380 万吨，英国开始成为“世界工厂”。

在步入社会化大生产的其他资本主义国家，股票同样发挥着不可替代的作用。1902 年美国钢铁公司成立时，利用股票募集了高达 14 亿美元的资本，可见那时的股票市场已经十分发达。

股票为经济发展提供了必需的资本。可以说，如果没有股票的存在，小企业就很难转变为大企业，实现规模经济效益，大企业也很难转变为垄断企业，进而促使经济不断前进；如果没有股票的存在，工业革命的成果也很难得到广泛应用，进而转化为先进的生产力。同时，我们也应看到，企业利用社会资本所创造的巨大财富也在不断地充实着这种融资渠道，二者的良性循环使股票成为资本主义大经济体的血液。

附

英国金融史上的两次“大爆炸”

1986年，伦敦证券交易所就交易方式进行了“门户开放式”的重大改革，被誉为伦敦金融城的一次“大爆炸”。

20世纪70年代以后，英国经济发展缓慢，英国国际金融中心地位被美国所取代。进入20世纪80年代特别是保守党上台执政后，保守党实行的积极促进竞争和推进市场经济的政策使英国经济有所发展。特别是经过了20世纪80年代中后期这次“大爆炸”的洗礼，伦敦金融城和伦敦证券交易所的发展已有超越纽约华尔街和纽约证券交易所之势。

20世纪70年代末80年代初，现代经济学者对政府监管的效用提出质疑，在这样的思潮下，西方各国掀起自由金融体制改革的浪潮。这次“大爆炸”发生的时间是1986年10月27日。当天，伦敦证券交易所宣布废除固定佣金、修改会员规则以开放进入市场的通道等一系列重大改革。“大爆炸”前几周，伦敦证券交易所就已改组为伦敦国际证券交易所，面貌为之一新，其下设5个市场：英国股票市场、国际股票市场、金边债券市场、公司债券市场、期货市场。这5个市场，除期货市场外，均通过屏基自动报价系统与屏基自动交易系统进行操作。屏基市场（Screen-based Market）系统的场内终端机耗资1200万英镑建成。会员证券商（包括加入交易所成为会员的外国证券商）通过电脑操作，或近在咫尺，或远隔重洋，与屏基自动报价系统和屏基自动交易系统直接联网，在无声无息中即完成了跨交易所与跨境的证券交易。由此，位于伦敦金融城的伦敦证券交易所就将纽约、东京的证券市场连为一个国际统一的证券交易市场。

接着，英国政府又在伦敦金融城“大爆炸”10 天后的 1986 年 11 月 7 日出台了《金融服务法》。该法借鉴了美国相关的法律法规，并引入了有关“中国墙”（Chinese Wall）的规范，以此来协调券商与客户的利益冲突。

同时，《金融服务法》顺应证券市场的发展要求，将过去严格分开的证券经纪商与批发商合二为一，取消最低佣金制度，实现证券交易系统的电子化以及允许银行修改会员规则以开放进入市场的通道，使得金融机构和外国证券公司能直接入市交易，打破了金融机构间的业务界限，有效地促进了市场的全面竞争，使英国证券市场发生了根本性变化。同时，这场改革使英国的银行业可以从事其他业务，包括证券及其他投资等，极大地刺激了伦敦金融城资本市场的发展。

这场“金融大爆炸”可以说是伦敦金融城证券市场乃至世界证券市场发展进程中划时代的重大事件。

继 1986 年改革之后，伦敦证券交易所又于 1997 年 10 月 20 日进行了第二次规模宏大的改革，即“二次大爆炸”（Big Bang II），伦敦金融城如此持续不断地改革，的确引爆了全球范围内一浪高过一浪的金融自由化风潮。这一年，英国成立了英国金融服务监管局，负责对银行、证券机构、投资公司、保险公司的审批和审慎监管，并负责对金融市场、清算和结算体系的监管，这标志着英国正式开始实行全能型的混业监管模式。

相隔 10 年的两次“大爆炸”，每次都使得伦敦金融城放开金融服务领域的号角向世界吹响，大量国际资本随之涌入。同时，伦敦金融城作为全球主要金融中心的地位也在逐步确立和巩固。据统计，目前世界财富 500 强中有近 400 家企业在伦敦金融城设有分支机构或办事处。约 500 家外国公司在伦敦证券交易所挂牌上市，外国公司的股票交易量甚至超过世界最大的纽约证券交易所。根据欧金（伦敦）投资有限公司的统计，截至 2004 年，已有 300 多家外国银行在这里开业经营，外汇日交易量高达 6370 亿美

元，欧元债券交易量约占全球的 70%。

也正如美国法学教授诺曼·波塞（Norman Poser）指出的那样：“‘大爆炸’的涟漪已扩及欧洲及欧洲之外。”“大爆炸”是建立世界性资本市场竞争制度的一个重要步骤，其影响已为美国、日本和其他各国所接受。日本政府在 1996 年宣布对金融体系进行了所谓的“日本版大爆炸”（Japanese Version of Big Bang）改革。

节选自《伦敦金融城——金融之都的腾飞》

第2章

纯真年代：

17世纪末至20世纪20年代初

美国有一个古老而充满敌意的说法：华尔街是这样一条街，他的一端是一条河，另一端是一座坟墓。

——《客户的游艇在哪里》

从地理位置上来看，华尔街的确是一条长不过 500 米的小街，它的最东边是纽约的东河，最西边是华尔街的三一教堂和一片墓地，美国第一任财政部长汉密尔顿就安葬于此。华尔街的名字 Wall Street，是早年定居纽约的荷兰裔移民为抗击英国人入侵而修建的一道木栅栏墙。这样一条普通的小街如何孕育全球最大的股票交易市场，又是如何见证世界股市的百年兴衰的？让我们一同回顾。

从《梧桐树协议》到“唐塔咖啡厅”

我们，在此签字者——作为股票买卖的经纪人庄严宣誓，并向彼此承诺：从今天起，我们将不为任何人以低于 0.25% 的佣金费率买卖任何股票；同时，在任何交易的磋商中，我们将给予会员以彼此的优先权。

——《梧桐树协议》

400 年前，华尔街只不过是一条泥泞的小路，连接着罗斯福车道，中间穿过古老的三一教堂，延伸到纽约市中心。当时的纽约还是荷兰的殖民地，居住的都是荷兰移民，这些定居的荷兰人为了防止印第安人和英国人的入侵骚扰，修建了一条宽达 12 米的原木墙，“Wall Street”由此得名。那时的荷兰移民给纽约起名叫新阿姆斯特丹，人们通常习惯于把阿姆斯特丹委员

会的成立当做华尔街纯真年代开始的标志。

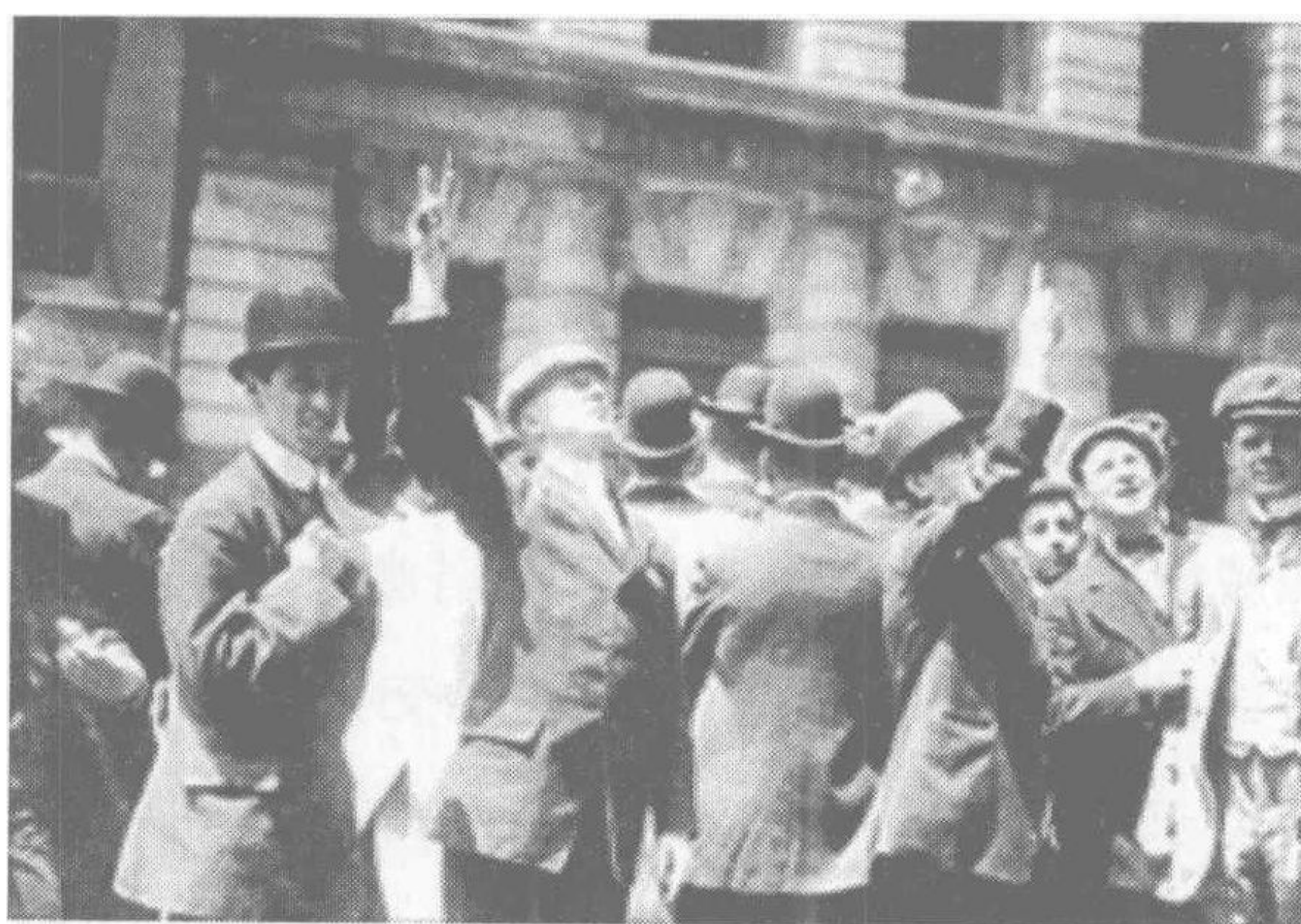
从某种意义上来说，华尔街应该感谢荷兰人，因为正是荷兰人把他们特有的商业精神在那个时期传给了华尔街。这个地理位置上并不起眼的欧洲小国也一举成为当时最发达的国家之一，国家强大了之后，他们就开始寻求扩张之路，占据北美的同时，也把资本主义的商业精神一并带了过去。这种商业元素在北美迅速生根发芽，给北美地区注入了新鲜的血液，带来了新的发展契机。像现在为人们所熟知的股票操纵技术——卖空（short selling，即向经纪人借入卖出自己并不持有的股票，等到股票价格下跌的时候再买入还给经纪人）、对敲（syndicate，一群人相互之间买卖一支股票，以操纵股票的交易量进而操纵价格）等都是荷兰人发明的。

1776年，美国建国。乔治·华盛顿担任第一届总统，而当时的财政部长是亚历山大·汉密尔顿。由于独立战争刚刚结束，汉密尔顿决定发行国债以解决国家财政赤字，首批发行了面值为8000万美元的国债，全部用于偿还美国在战争中欠下的巨额债务。就这样，债券的买卖交易出现了。1791年，在汉密尔顿的倡导下，美国成立了建国后的第一家银行——美国银行，并发行了第一支股票。

此时，虽然人们有了可以交易的股票、债券，交易的品种和花样也越来越丰富，但是还没有一个固定的交易场所。不过此时市场上逐渐出现了这样一群人，他们专门为买卖股票和债券的人服务，充当他们的中介，靠着收取一定的手续费来赚钱，这就是最早期的经纪人，和现在市场上经常提起的经纪人的角色差不多。随着经纪人的业务逐渐增加，他们需要一个固定的地点办公，来完成这些股票和债券的交易。由于当时还没有形成固定的交易场所，所以经纪人们大多聚集在华尔街的街头或咖啡厅进行交流、买卖股票和债券，也有些人会在报纸上刊登广告表示自己对某些股票或债券感兴趣。这些咖啡厅则为经纪人提供了早期的交易场所。

随着经纪人队伍的不断发展壮大，在他们中间逐渐出现了一批比较成功的经纪人。在 1792 年，约翰·萨顿和他的同伴本杰明·本及其他经纪人决定在华尔街建立一个拍卖中心，集中进行股票的买卖交易，这个拍卖中心就是纽约证券交易所的前身——纽约股票交易委员会。该拍卖中心成立后，如果有顾客想把股票卖掉，它可以先把股票存放在拍卖中心，由专门的经纪人来保管。等到有另外的人想买这支股票的时候，经纪人再把顾客存放的股票卖出去，当然，经纪人在中间要收取一定的费用，也就是佣金。

但是好景不长，不久这个体系很快就被打破了。因为当时有相当一部分经纪人仍然在拍卖中心外面交易，于是场外交易的经纪人会偷听场内经纪人的报价，以获取关于价格的最新信息，然后在场外以更低的价格卖掉，还可以收取比场内交易更优惠的手续费。在拍卖中心交易的场内经纪人很快就察觉到了这种现象，为了防止这种不公平的情况发生，场内经纪人发起了一项协议，这就是著名的《梧桐树协议》（Buttonwood Agreement）。



签订《梧桐树协议》的 24 名经纪人

资料来源：纽约证券交易所网站

美国独立战争期间，大多树木用来生火，曼哈顿街道上树木贫乏，因而华尔街 68 号院这棵尚存的梧桐树就格外引人注目，树阴下成了良好的集会场所。1792 年 5 月 17 日，24 位证券交易商（场内经纪人）在位于华尔街 68 号门口的这棵梧桐树下签订了一个协定，史称《梧桐树协议》。他们之间达成了一项协议，规定 24 个签约者进行股票和债券的买卖时，大家都以统一、固定的比率提取佣金，规定每笔证券的出售，不能收取低于千分之 2.5 的佣金。这些人被认为是纽约证券交易所的原始会员。从此以后，这些人每周都会有几个上午，在这棵梧桐树下聚会，严格遵守着他们之间的协议：只在会员间进行交易，不准外人参加，交易按规定收取佣金。

《梧桐树协议》在华尔街历史上的地位是不言而喻的，这个看似不起眼的事件被视为华尔街正式起步的标志，让此前一直默默无闻的华尔街迈出了走向辉煌历史舞台的第一步。《梧桐树协议》类似于一个自律文件，规范着交易者的行为，保护着经纪人的利益，避免内部的恶性竞争。无论该协议是否真的是在这棵树下签订的，这棵在 1792 年时已有了几百年历史的巨大梧桐树，从此成为华尔街的标志，直到 1865 年 6 月 14 日在一次暴风雨中被刮倒。但是“梧桐树”这一名称却被保留了下来。一直到今天，《经济学人》的权威金融专栏仍然被命名为“梧桐树专栏”。

在一段时间里，人们在这棵梧桐树下聚会，商谈着股票的买卖。1793 年，在华尔街和威廉街的西北角建成了“唐塔咖啡厅”（The Tontine Coffee House），距离签约的梧桐树 30 米左右，股票交易由梧桐树下转到了室内。唐塔咖啡厅恰巧位于华尔街的联邦大厅和三一教堂的中间，从更深层面上来看，它将宗教与政治联系了起来。唐塔咖啡厅借鉴了英国乔治王时代的建筑风格，由一家旅馆和一间咖啡厅两部分组成。投资者们在旅馆里设立了办公室，置办了简单的办公设备，完成交易后，累了就在咖啡厅里休闲娱乐。在起初交易活动不是很频繁的时候，投资者们甚至悠闲得整天打赌

来消磨时间。

唐塔咖啡厅是由意大利的一家公司——唐塔投资公司出资修建的，它是后来华尔街高楼大厦的雏形。这间咖啡厅起初面积很小，但是后来发展很迅速，移迁到了现在的华尔街 40 号，场所变得愈加宽敞了。到了 1817 年，华尔街上的股票交易已十分活跃，咖啡厅和拍卖行有限的空间已经不能满足日常的交易活动。1817 年 3 月 8 日，签订《梧桐树协议》的原始会员们租了一套房子，自发成立了“纽约证券和交易管理处”——纽约证券交易所的前身，创建了正式的章程——《纽约证券和交易管理处协议》，至此，一个集中的证券交易市场基本成型。管理处中间经历了数次的搬迁，直到 1863 年才在位于纽约证券交易所的现今地址建起了属于自己的一幢大楼，算是正式落户，并在同一年开始使用现在的名称且一直沿用至今，而纽约证券交易所如今的大楼是在 1903 年修建完成的。

美国建国之父——亚历山大·汉密尔顿

亚历山大·汉密尔顿，既是美国的开国元勋，也是当年华尔街上响当当的人物，他其实并不是美国人。1755 年，汉密尔顿出生于西印度群岛的丹尼斯岛，17 岁跟随家人来到美国。后来因为在独立战争中的优秀表现，在美国建国后被总统华盛顿看重，加入到华盛顿的“智囊团”中。他发表了很多专著，制定了很多法规，为后来的财长做出了很好的榜样。

美国建国初期，百废待兴，汉密尔顿也急于振兴美国经济，于是在当时提出了一项计划，即债务偿还计划。却不曾想到，他提出的这个看起来很完美的债务偿还计划却使华尔街陷入了美国建国以后的第一场丑闻之中。

战后的美国经济萧条，货币贬值严重。于是，汉密尔顿提出发行新币以替换旧币的计划。在这个消息正式发布之前，华尔街上就有经纪人从居民手中以低于面值的价格收购旧币，而在这个计划实施后，财政部规定人

们可以用旧币的面值兑换新币。而此前一无所知的民众已经把旧币便宜地卖给了经纪人，因此而蒙受了巨大的损失。由此，人们不禁怀疑汉密尔顿提前透露了这一消息给华尔街的经纪人。不然，这些经纪人是怎么知道政府会以面值兑换新币的呢？尽管没有确凿的证据证实人们的怀疑，但这的确使他的声誉一度受到影响。

不过，汉密尔顿的债务偿还计划毕竟带来了美国经济战后的首次繁荣，使这个刚刚建立的国家进入了新的发展轨道。经济的增长使银行和信贷市场也热闹了起来，人们对股票、债券的热情逐步高涨，纽约的各种金融活动也活跃起来。这对从事股票买卖的经纪人来说无疑是最好的消息，他们摩拳擦掌、跃跃欲试，感觉在华尔街大显身手的机会来了。1784年，汉密尔顿在纽约成立了第一家银行——纽约银行，华尔街的繁荣伴随着纽约银行的成立，逐步奠定了纽约在美国金融市场不可撼动的地位。

昂贵的拍卖会“座位”

说起“会员”这个名词，如今我们都不陌生，如超市、百货大楼、健身场所、KTV等都会向顾客发放会员卡。人们手持各式各样的会员卡，享受发卡单位提供的会员价格和会员服务。然而提起股票交易所里的会员，大家可能并不熟悉。我们经常从电视里看到世界各地的股票交易所中穿着同样颜色马夹忙碌着的人们，他们正在处理着来自投资者的买卖股票的信息。这些人就是交易所里的会员。和日常生活中会员的意思差不多，在交易所里工作的人大都持有交易所的会员资格，没有这个资格是不能在交易所工作的。

《梧桐树协议》签订时，就规定只有会员才可以在集中的场所交易。每天早晨，那些会员们都会接到通知，被告知当天所有可以拍卖的股票的名称。紧接着，他们就会报出自己的买入价和卖出价，买入价就是他们从普

通公众手中买入股票的价格，卖出价就是他们对外卖出股票的价格，中间的买卖价差算是他们的利润来源之一。这时候，只有会员才有资格进行交易，才有权利获得交易股票的信息。但是，协议刚刚生效的时候，这种拍卖资格的取得是有代价的——他们必须付出 25 美元的会费才能取得相应的特权。这种特权费后来被提高到 400 美元。这就是今天纽约证券交易所会员席位的雏形，由于当时只有少数人能够支付得起这笔钱，因此会员资格也被称之为“昂贵的拍卖会座位”，尽管人们并不是真正坐在座位上进行交易。

这些“昂贵的拍卖会座位”之所以这么贵，是因为交易席位和上市交易的股票类似，数量非常有限。正是因为这种有限的交易席位，后来才出现了专门拍卖交易席位的市场，就像我们今天的物品拍卖一样，人们公开竞价，出价高的就可以获得席位，出价低的只能黯然退场。《梧桐树协议》本意是为投资者创造一个公平、公正的交易环境，实际上更像是一个金融投资领域的卡特尔组织，即它要求投资者必须在缴纳昂贵的费用以后，才能进入到这个有组织的俱乐部交易，这种规定好像是专门为有钱人设立的，因为高昂的费用把一些没有钱的人无情地排斥在交易厅之外，被拒之门外的经纪人通常很难维持基本的生存，很多经纪人遭遇了破产，也有很多经纪人转行去做了别的职业。

这种运作方式被一直延续下来，直到 1836 年纽约证券交易所成立，仍保留着这一规则。现在的纽约证券交易所是全球交易量最大的交易所，在交易所执行交易的经纪商们仍然要缴纳高昂的费用，才能获得交易大厅的席位。

“席位”一说是从“拍卖会座位”延伸出来的，最早源自 19 世纪早期。1868 年，纽约证券交易所更名以后，将交易大厅内的席位数量固定为 533 个，定义为“交易席位是证券经营机构在证券交易所进行交易的固定

位置”，其实质是包括了一种交易资格的意义，即取得了交易席位后才能从事实际的证券交易业务。它是由在交易所内拥有席位的个人所共同拥有的公司组织，在交易所内拥有席位也就意味着拥有了在交易大厅进行买卖证券的资格。这也意味着有新会员想在大厅交易，只能从现有会员手中购买席位。在一般情况下，随着交易活动的日趋频繁，席位费用也会上涨。后来，席位慢慢增加了一些以后，纽约证券交易所于1953年将席位数量最终确定为1366个。现在交易席位通常就是指交易所大厅中的座位，座位上有电话等通信设备，经纪人可以通过它与自己的顾客和别的经纪商联系，把交易与成交信息传达给外部人。证券商参与证券交易之前，首先必须购买席位，席位购买后只能转让，不能撤销。拥有了交易席位，就相当于拥有了在交易大厅内进行证券交易的资格。随着科学技术的不断发展，交易方式也不断演化，由最初的手工竞价模式发展为现在的电脑自动撮合，交易席位的形式也发生了很大变化，已逐渐演变为与交易所撮合主机联网的电脑报盘终端。

纽约证券交易所历史上最昂贵的席位是在1929年售出的，当时售价为62.5万美元，相当于现在的600多万美元。很长一段时间内，纽约证券交易所会员通过投票来决定席位的申请者，此事后来交由申请委员会负责，再后来便由纽约证券交易所职员接手。

我们通常所说的非会员经纪公司是没有资格在纽约证券交易所执行交易的，但是他们可以在“三级市场”上交易上市的股票，也就是在场外购买和出售在证券交易所上市的股票。

道和琼斯的重大发明

提起道·琼斯指数，想必所有的人都不陌生。每天的财经新闻中，它是无法缺席的身影。道·琼斯股票指数是当今世界上最有影响力、适用范

围最广的股票市场指数之一，是每天美国股票市场走向的风向标，世界股市的晴雨表，受到全球投资人士的普遍关注。

道·琼斯指数作为华尔街的脉搏，见证了美国股市的百年兴衰。这个带给亿万人惊喜和恐慌的数字，事实上是以它的两位创始人的名字命名的，他们就是仅仅小学毕业、自学成才的查尔斯·亨利·道和毕业于布朗大学的爱德华·戴维斯·琼斯，道·琼斯指数是他们两人智慧的结晶。



查尔斯·亨利·道



爱德华·戴维斯·琼斯

查尔斯·亨利·道（1851—1902），出生在美国康涅狄格州的斯特林。他在很小的时候，就梦想成为一名优秀的职业记者。1872 年，只念过小学的查尔斯·亨利·道在一次偶然的机会中，认识了萨缪尔·鲍尔斯。后者是《共和党人报》的著名编辑，在他的指导下，道成为马萨诸塞州斯普林菲尔德《共和党人报》的一名记者，那一年他刚刚 21 岁。1875 年道为了谋求更好的发展，离开了斯普林菲尔德，来到罗得岛州的普罗文顿斯，进入到《普罗文顿斯晨星和晚报》报社，继续着他的记者生涯。但是，很不幸的是，这家报纸两年后就倒闭了。不过他很快就找到了下一个雇主，成为《普罗文顿斯日报》的专职记者。在《普罗文顿斯日报》工作的那段时间里，道开始转向财经新闻的调查和写作，这时他才开始正式接触有关经济、投资方面的专业知识。1879 年，他有幸被选中跟随一些金融方面的专家和投资者，去科罗拉多州的里德维尔做行业调研。里德维尔位于美国的

西部，矿产资源丰富，这里便成了道人生的转折地。同年，道来到了纽约，成为纽约克尔曼通讯社的一名记者。在这里，他结识了未来的合作伙伴——爱德华·戴维斯·琼斯。那时，琼斯刚刚从著名的布朗大学毕业，年轻气盛。据说，琼斯留着两络很有个性的胡子，脾气很暴躁；道则是性格安静沉稳。很难想像，这两个性格迥异的人最终会成为合作伙伴。他们彼此之间互相欣赏，一个受过良好的教育、才华横溢，有抱负；一个社会经验丰富、踏实勤奋。性格上的互补，注定了这将会是一个完美的组合。

道曾经有过一段很奇特的经历，那就是他在纽约股票交易所大厅工作了一段时间。爱尔兰人罗伯特·古德鲍蒂当时从都柏林来到美国，由于纽约股票交易所要求每一位会员都必须是美国公民，于是道成了他的合伙人。因为罗伯特·古德鲍蒂还没有加入美国国籍，所以在拿到我们今天所说的“绿卡”之前的那段时间里，道代替他掌握着股票交易所中的席位，并在大厅里执行各种指令。当古德鲍蒂成为美国公民以后，道随即退出了交易所，重新回到他更热爱的报纸事业上来。那一时期，华尔街的规模正处在急剧的扩张中，绝大多数的银行、经纪人公司、保险公司和商品交易所都把总部设在华尔街。这段经历使道对华尔街、对金融有了更加深刻的认识 and 了解。他以记者特有的敏锐目光察觉到，股票价格经常被华尔街的大机构投资者们所控制和垄断，从而引起股价的暴涨和暴跌，给一些小的、个人投资者造成巨大损失。道已经认识到，市场中急需需要一个组织，把更好、更可靠的信息带到这个在混乱中成长的金融世界里。他认为，市场中缺少有价值的信息，怎样才能找出一个方法，来把握市场的总体运行趋势，使价格不再被垄断集团所掌控，这才是市场中真正需要的。

在认识了爱德华·戴维斯·琼斯之后，他们的想法不谋而合。1882年11月，他们一起筹建属于自己的公司——道·琼斯公司（Dow & Jones Company），也就是后来的道氏公司。起初，公司经营的主要业务是提供股

票信息服务，由于每天的信息量非常多，他们想到了可以把关于华尔街的金融信息登记到报纸上，然后再分发出去。他们租了一间地下室作为办公地点，公司的办公条件也相当简陋，每天向大家公布的股市信息都是道亲自用手工编辑完成的，然后再通过市内的快递把报纸送到每一位读者的手中。报纸最初定名为《顾客晚报》。时间长了以后，道开始关注于对股票的收盘价格进行研究，感觉可以发明一个反映市场总体走势的晴雨表，即以股票平均指数来表现市场在一天内的总体波动趋势。于是他们想到了用少数有代表性的股票的平均价格来表现整个市场的整体走势，共同创建了一整套分析市场供求关系和价格指数的情报系统——道·琼斯指数问世了。道·琼斯股票指数是世界上历史最为悠久的股票指数，它的全称为股票价格平均数。第一次编制的指数，选取的样本只是包括 11 支具有代表性的铁路公司的股票，计算方法也很简单，采取了算术平均的方法，把样本中股票的当天收盘价格加起来，再除以样本个数就可以了，计算公式为：股票价格平均数 = 入选股票的价格之和 ÷ 入选股票的数目。

自 1897 年起，道·琼斯股票价格平均指数开始分成工业与运输业两大类，其中工业股票价格平均指数包括 12 种股票，运输业平均指数则包括 20 种股票，并且开始在道·琼斯公司出版的《华尔街日报》上公布，《华尔街日报》现在隶属于美国报业集团，它的编制也是由美国报业集团旗下的道·琼斯公司完成的。

1916 年，道·琼斯工业指数中的股票数目增加到 20 支。12 年以后，也就是 1928 年，指数中已包括 30 家上市公司的股票。迄今为止，这一数目没有再发生变化。不过，由于某些公司在这一期间会破产、摘牌，所以构成样本的这 30 家上市公司在不断地调整中，经常会有一些公司被剔除出去，被别的公司所替代。在现在的工业平均指数中，只有通用电气（General Electric）是道在首次进行计算时就包含的。虽然名称中保留“工业”

两个字，但是从现在的股票构成来看，道·琼斯指数已经与工业二字完全没有关系了。

1929年，道·琼斯股票价格平均指数又增加了公用事业类股票，使其所包含的股票达到65种，并一直延续至今。目前，道·琼斯股票价格平均指数共分四组，第一组是工业股票价格平均指数，由30种有代表性的大工商业公司的股票组成，且随经济发展而变大，大致可以反映美国整个工商业股票的价格水平，这也就是人们通常所引用的道·琼斯工业股票价格平均数。

第二组是运输业股票价格平均指数。它包括20种有代表性的运输业公司的股票，即8家铁路运输公司、8家航空公司和4家公路货运公司。

第三组是公用事业股票价格平均指数，是由代表着美国公用事业的15家煤气公司和电力公司的股票所组成的。

第四组是平均价格综合指数。它是综合前三组股票价格平均指数，以65种股票计算得出的综合指数，这组综合指数为优等股票提供了直接的股票市场状况。

在上述四类指数中，以道·琼斯工业指数（DJIA）最为著名，是道·琼斯指数的代表。

现在的道·琼斯股票价格平均指数是以1928年10月1日为基期，因为这一天收盘时的道·琼斯股票价格平均数恰好约为100美元，所以就将其定为基准日。而以后股票价格同基期相比计算出的百分数，就成为各期的股票价格指数，所以现在的股票指数普遍用“点”来做单位，而股票指数每一点的涨跌就是相对于基准日的涨跌百分数。

在道·琼斯指数公布后，美国证券市场上又先后出现了很多股票指数。现在，最有名的当属标准普尔500指数，这是通过上市公司市场价值加权计算得出的指数，包含了美国证券交易所的所有上市股票。标准普尔500

指数是由标准普尔公司 1957 年开始编制的。最初的成分股由 425 种工业股票、15 种铁路股票和 60 种公用事业股票组成。从 1976 年 7 月 1 日开始，其成分股改由 400 种工业股票、20 种运输业股票、40 种公用事业股票和 40 种金融业股票组成。它以 1941 年至 1942 年为基期，基期指数定为 10，采用加权平均法进行计算，以股票上市量为权数，按基期进行加权计算。与道·琼斯工业平均股票指数相比，标准普尔 500 指数具有采样面广、代表性强、精确度高、连续性好等特点，被普遍认为是一种比较理想的指数。

附

纽约证券交易所简介

纽约证券交易所是目前世界上规模最大的有价证券交易市场。在美国证券发行之初，尚无集中交易的证券交易所，证券交易大都在咖啡馆和拍卖行里进行，1792 年 5 月 17 日，24 名经纪人在纽约华尔街和威廉街的西北角一间咖啡馆门前的梧桐树下签订了《梧桐树协议》，这是纽约交易所的前身。到了 1817 年，华尔街上的股票交易已十分活跃，于是由市场参加者成立了“纽约证券和交易管理处”，一个集中的证券交易市场基本形成。1863 年，管理处易名为纽约证券交易所，此名一直沿用至今。

由于第一次世界大战的爆发，交易所在 1914 年 7 月被关闭，但同年 11 月又重新开放，各种债券的自由交易，有力地支持了美国参与一战。

1929 年 10 月的“黑色星期四”导致美国股票市场崩溃，股价下跌引起的恐慌又引致了美国经济的大萧条。交易所随后推出的恢复投资者信心的计划，重振了资本市场，对于美国经济的复苏和发展功不可没。1971 年 2 月 18 日，纽约证券交易所成为非营利性法人组织。2005 年 4 月，纽约证

券交易所宣布收购电子交易运营商 Archipelago 控股公司，从非营利性法人组织转化为营利性公司，合并后的新公司名为纽约证券交易所集团公司，集团的股票在纽约证券交易所上市。2006 年 6 月 1 日，纽约证券交易所宣布与泛欧证券交易所合并组成纽约 - 泛欧证券交易所。2007 年 4 月 4 日，纽约 - 泛欧证券交易所正式成立，总部设在纽约，由来自 5 个国家的 6 家货币股权交易所以及 6 家衍生产品交易所共同组成，其上市公司总数约 4000 家，总市值达 28.5 万亿美元，日平均交易量接近 1020 亿美元。

在 200 多年的发展过程中，纽约证券交易所对于美国经济的发展、社会化大生产的顺利进行、现代市场经济体制的构建起到了举足轻重的作用，也是世界上规模最大、对世界经济有着重大影响的证券交易所。

东京股票交易所简介

东京证券交易所发展的历史虽然不长，却是世界上最大的证券交易中心之一，是日本股票交易量最大的证券交易所，占日本全国交易量的 80% 以上。如果按上市的股票市场价格计算，它已超过伦敦证券交易所，成为仅次于纽约证券交易所的世界第二大证券市场。

东京证券交易所的前身是 1879 年 5 月成立的东京证券交易株式会社。由于当时日本经济发展缓慢，证券交易不兴旺。1943 年 6 月，日本政府合并所有证券交易所，成立了半官方的日本证券交易所，但成立不到四年就解体了。

第二次世界大战前，日本的经济虽有一定的发展，但由于军国主义向外侵略，重工业、兵器工业均由国家垄断经营，纺织、海运等行业也由国家控制，这种战争经济体制带有浓厚的军国主义色彩。那时，即使企业发行股票，往往也是被同一财阀内部的企业所消化。因此，证券业务难以发

展。日本战败后，在美军占领下，日本证券交易所于 1946 年解散。1949 年 1 月，美国同意东京证券交易所重新开业。随着日本战后经济的恢复和发展，东京证券交易所也发展繁荣起来。

东京证券交易所对于买卖交易制定了许多详细的规则。其中，最基本的是交易市场的集中原则和竞争买卖的原则。市场集中交易原则，即把尽可能多的有价证券买卖集中于证券交易所交易（部分债券例外），旨在形成公正的价格；现货交易原则，即只进行现货交易，不准进行期货交易。

在东京证券交易所交易和买卖的有价证券，事先要经过东京证券交易所的上市资格审查。经审查认为符合上市标准的，呈报大藏大臣认可，方能上市。对于上市的有价证券，交易所还要不断地进行严密的监督和审查，以决定其是否可以继续上市。

第3章

百年起伏：

20世纪20年代至20世纪末

都是汽车惹的祸

1918 年，第一次世界大战结束以后，世界经济进入了人们意料之中的衰退阶段。但是，出乎人们预料的是，美国经济在经历了仅仅两年的衰退之后，自 20 世纪 20 年代初开始迅速进入高速发展时期。而美国经济发展的晴雨表——华尔街，也步入了其 200 多年历史中高度繁荣的阶段。从 1920 年至 1928 年大熊市到来之前，美国股市的道·琼斯指数上涨了 3 倍，标准普尔指数也在几年的时间内上升了 2 倍多，美国股市步入“大牛市”。其中，汽车工业股作为带动美国股市的龙头股为此次牛市作出了巨大贡献。

然而，在美国汽车工业快步向前发展的同时，华尔街上关于汽车股的“闹剧”也开始上演。

闹剧之一就是掌控通用汽车公司的传奇人物威廉·C. 杜兰特，在仅仅 7 个月的时间里，因为其“善良”的行为，而失去了这艘“航母”的控制权，落得依靠保龄球馆的收入维持余生。

闹剧之二是华尔街有史以来最具戏剧性的“斯图兹汽车股票事件”，从中，人们不仅观看到了一部没有导演的股市闹剧，而且更加领略到了股市内深藏的“玄机”。

威廉·C. 杜兰特与通用汽车公司

威廉·C. 杜兰特 1861 年出生于美国马萨诸塞州波士顿市，他的外祖父是美国内战末期和战后初期担任马萨诸塞州州长的哈瑞·H. 克罗伯。生活条件优越的杜兰特从小就表现出了不安分的特性。在经过了木柴厂和富林特保险公司的重重磨练之后，1886 年，杜兰特组建了属于自己的第一家



营销天才杜兰特



执掌通用的杜兰特

马车制造公司。凭借着自己的销售天分，杜兰特出色地完成了公司规模扩张的任务，他的个人财富从刚开始的 2000 美元发展到了 200 万美元，“挖”到了创业中的第一桶金。对于他的销售天分，他的朋友是这样评价的：“杜兰特可以把沙子卖给阿拉伯人，然后还能把筛沙子的筛子卖给他们。”

20 世纪初，汽车的稳定性、安全性还相当差，人们大多对汽车这种现代工具望而却步。因此，汽车行业在发展初始陷入了一种举步维艰的境地。尽管此时的别克汽车公司已经在发动机的生产方面初见成果，然而面对并不景气的行业背景，别克汽车还是无法逃脱销售无望、资金短缺、供应商停止供货的困境。1904 年，在对汽车行业前景进行充分考察的基础上，杜兰特果断决定，将所有资金从马车制造业退出，斥巨资进入与马车制造业毫不相关的汽车行业。但是，随后发生的事实无疑证明了杜兰特走在了时代发展之前，并准确地预测到了未来交通工具的发展趋势。

1904 年 11 月 1 日，杜兰特正式走马上任，成为别克公司的董事长，并持有 65% 的股份。在杜兰特接手别克公司最初的几年里，公司的发展并没有想像的那样顺利，杜兰特甚至一度被停职。但是经过了 4 年的苦心经营，1908 年，别克公司成功实现改造，成为当时美国最大的汽车制造商，年销售量达到 8000 多辆。

杜兰特是个不折不扣的乐观主义者，在别克汽车的生产大步前进的过

程中，他越来越意识到，汽车行业的快速发展必然需要生产设备和人员的大量增加，而完成这项任务最简单最省钱的办法就是将现有的一批汽车生产厂商联合。但是别克作为当时汽车业发展的后起之秀，过快过大地扩张必然容易引起行业内其他企业的防御和反抗。这时，作为一个经验丰富的企业家，杜兰特显示出了他特有的聪明和灵活应变能力。1908 年，新泽西州的乔治·E. 丹尼尔及他的朋友以不到 2000 美元的资金组建了一家名叫“通用”的汽车公司，在这个公司成立一个月之时，别克公司的董事长杜兰特找上门来，在“通用”的内部会议上表示自己愿意将别克公司“卖”给“通用”，并且他本人乐意为“通用”效力。在 3 天之后，“通用”就以近 400 万美元的价格“收购”了别克公司，杜兰特也如愿成为了“通用”的“一把手”。从此，杜兰特带领他的通用汽车公司开始了其传奇的辉煌史。

1909 年，杜兰特以股票换股票的方式，分别取得了别克、奥兹、凯迪拉克、奥克兰等 10 家汽车公司、3 家卡车公司和 10 家零部件公司的控股权或相当比例的股份，建立起了他的汽车帝国。但是，他的过于乐观也让他付出了巨大的代价。在并购中花的冤枉钱且不说，他对汽车形势的过度看好，让他忽略了需求的变化，而且没有建立正式的资金储备制度。1910 年，美国经济遇到暂时的衰退，通用汽车公司陷入了深深的财务危机，不得不靠银行家的介入来维持生存，公司股权被托管，杜兰特也由此暂时失去了通用公司掌门人的地位。

天生乐观的杜兰特在失去了通用的控制权之后，又重新组建了雪弗莱公司。1915 年，杜兰特凭借着其独创的大众营销策略，使得雪弗莱的 490 型汽车一炮打响，雪弗莱公司的业绩直线上升。东山再起的杜兰特还是对通用念念不忘，利用在雪弗莱公司赚到的钱购买通用汽车的股票，以股票换股票的形式甚至说服当时财富在美国首屈一指的杜邦公司投资通用汽车，雪弗莱最终“拿到”了通用汽车的控制权，杜兰特再一次完全掌握了通用

汽车。在随后的日子里，通用汽车的业绩以常人难以想像的速度增长。

1920 年，通用汽车公司的股价约为 42 美元，杜兰特创造的传奇业绩使他在通用汽车公司拥有的几百万股股票的市价达到 1 亿美元以上。可惜好景不长，当年 4 月份，作为龙头股的汽车股票开始领跌，以营销专长著称的杜兰特开始坐不住了。作为通用汽车的掌门人，他认为自己有责任保护投资者和员工的利益，让他们在股灾中不受损失。所以，他开始了自己的救市行动。利用当时 10% 的保证金制度，杜兰特要求经纪人大规模收购通用汽车的股票，以借此造成股票供不应求的假象，提高股价。但是，这时市场下跌的力量大得惊人，局势不是杜兰特一个人所能改变的。到 10 月份时，通用汽车的股票价格只有 17 美元，而杜兰特还在疯狂收购通用汽车的股票。由于在保证金制度下，购买股票的投资除保证金之外的剩余部分需要经纪公司垫付，经纪公司会要求杜兰特不断提供抵押品，当他无法提供更多抵押品的时候，经纪公司会把他的股票强行低价抛出。仅过了 10 天，通用汽车的股票跌到每股 14 美元，杜兰特不得不借钱以维持资金的周转。但噩梦远没有结束，在接下来的 11 月中，股票像着了魔似的疯狂下跌，不断要求增加保证金的通知单像雪片一样飞来，通用汽车公司陷入深深的金融危机而不能自拔。这时最为着急的不是表情平静的杜兰特，而是一度被蒙在鼓里的杜邦公司和摩根银行——通用汽车公司的头号投资者们。在华尔街巨大的谣言中，在杜兰特始终稳而不乱的态度中，他们有些摸不着头脑。在一轮又一轮的股票下跌中，两大巨头不得不放弃观望的态度，插手到通用汽车的内部事务中来。因为他们明白，一旦杜兰特的股票被低价大规模地抛出的话，不仅对他们在通用汽车的巨额投资产生影响，而且会对整个股市产生难以想像的灾难性后果。于是，他们决定给杜兰特以巨额资金，让他从自己试图拯救整个股市的“善行”中抽身。

至此，股市中一个潜藏的巨大危机得以化解，同时，杜兰特创造的神

话也就此结束。曾经在他账户上的近亿资产在不到一年的时间里化为乌有。作为创造了通用汽车公司这艘实业航母的天才，经过了十年辉煌之后，最终以落寞谢幕。难怪有人说：股市是创造精英的摇篮，也是埋葬精英的坟墓。

艾伦·A. 赖恩与斯图兹汽车股票

艾伦·赖恩在华尔街的历史上并不是巨头人物，人们对他更多的评价是一个“导演”，认为他自编自演了华尔街上著名的“斯图兹汽车股票事件”，其中，最引人注目的是，他把华尔街的核心会员甚至是一些华尔街的巨头拉下水。不过，在这场表演中，他失去了自己的地位和全部财富，也生动地演绎出了股票市场中由内部人主导的“一切皆有可能”。

艾伦·赖恩的父亲是 19 世纪末 20 世纪初著名的金融家托马斯·赖恩。据不完全估计，托马斯·赖恩临终前的财产已达到 2 亿美元，出生在这样一个金融豪府，艾伦·赖恩继承了父亲足智多谋、雷厉风行的办事风格，并在 1915 年接手了父亲在华尔街的席位，组建了艾伦·赖恩公司，准备在华尔街大展拳脚。

20 世纪 20 年代，美国斯图兹汽车盛行，就像中国 20 世纪 50 年代上海流行的老爷车一样，斯图兹汽车成为美国那个年代的象征之一。1916 年，正值中年的赖恩在事业上进入巅峰时期，拥有近 3000 万美元的个人资产不说，他还控制了在当时具有时代意义的上市公司——斯图兹汽车公司。随后，1920 年初，汽车股继续在股票市场上领涨，斯图兹汽车也在跑步中前进：1 月初，股票价格还稳定在 90 ~ 100 美元，但是从十几号开始，股票价格开始每天都上涨，直至冲破该股票的历史最高点，高达 120 多美元。很多中小股民开始考虑斯图兹继续上涨的空间有多大，有的甚至开始抛售这支股票。但是，股市往往是难以预测的，斯图兹汽车股价在 1920 年 2 月份刚刚开始的时候就突破了 130 美元的大关，这也引起了许多认为这支股票

必然下跌的卖空投资者的兴趣。大量的资金陆续开始进入，准备进行一场没有硝烟的战争。卖空投资者从拥有股票的一方借入股票，在该股票价位高的时候将股票卖出，等股票价格下跌以后再以低价买入该股票还给股票持有人。如果某支股票有大量的卖空投机商进入，必将造成该股票被大规模抛售，进而这支股票价格将在市场压力下下跌。遗憾的是，斯图兹汽车就遇到了这样的“空袭”。

面对突如其来的“空袭”，继承了父亲不服输性格的赖恩，拖着病体、打着吊瓶，亲赴第一线，指挥着这场“血拼”，不肯轻易被空头的势力吓倒。这时，华尔街上已经开始出现大量抛售斯图兹汽车股票的苗头，为了殊死一搏，赖恩开始不顾一切地大量买入股票。戏剧慢慢地进入白热化的阶段。几乎华尔街空头每卖出一股斯图兹，赖恩就买入一股。这就意味着，一旦赖恩掌握了所有的斯图兹股票，那么，所有的空头就不得不从赖恩那里按照他的要价买入该股票，来补上借入股票的亏空，即通常我们所说的平仓。然而，此时所有的卖空投机者都认为，赖恩即使有吃下所有买单的野心也没有这样做的实力，毕竟跟华尔街的富豪们相比，赖恩的财富还是少得可怜。但是，他们没想到的是，赖恩不仅把他所能动用的活动资金都用来买入该股票，而且不惜动用其他的公司财产和个人财产做抵押，从各方筹钱持续“战斗”。赖恩不惜血本地投入也换来了市场天平的倾斜，3月份，斯图兹汽车股票继续一路高歌向上直冲，到3月下旬，股价一度冲破200美元，迅猛上涨。许多原本准备在这场鹬蚌之战中得些渔翁之利的中小投资者已经陆续开始离开“战场”，转而成为观战叫好的旁观者。3月份即将结束的一个星期，斯图兹汽车公司股价又创造了一个神话，从200美元逼至400美元。4月初，股价就以392美元的天价摆在卖空投机者的面前，而赖恩现在已经成为了华尔街上斯图兹汽车股票的唯一拥有者。也就是说，卖空投机者不得不在一二百美元卖出股票的基础上，再以高达四百美元的

天价将股票买回，以完成证券交易所规定的卖空者必须平仓的要求。这也就意味着，卖空的巨头的损失至少是自己投资额的两倍以上，这样的行为如果继续下去结果就是卖空投资者的自焚。

当在既定的规则下没有解决办法时，改变规则是唯一的出路。1920 年 4 月初的几天，赖恩突然被告知，他的斯图兹汽车股票将被摘牌，也就是说，他所有的关于斯图兹汽车股票的财富将在顷刻间消失，而卖空巨头也不必再买入股票进行平仓。形势似乎开始出现一边倒的局面，华尔街握有实权的卖空者处于绝对有利的位置。但是，赖恩继续着他的宣言：要么高价位买入股票平仓，要么大家鱼死网破。交易所里卖空的力量还在悄无声息的行进中，买入的力量还在不断地收购每一股斯图兹股票。没有人知道这场“战斗”的结果会是怎样。

卖空的投资巨头，用出了最后的杀手锏：改变对斯图兹汽车股票交易合法性的判决。1920 年 4 月 5 日，华尔街最高交易权力机构——纽约股票交易所管理委员会宣布，他们全体一致认为斯图兹汽车股票的交易不合法，决议中止该股票的一切交易行为。这个宣言暗示了所有卖空巨头不必平仓，而这直接触及了华尔街自建立以来奉行的“卖空的必须买回来”这个亘古不变的游戏规则，也是他们落在赖恩手中的把柄之一。即使他们以内幕操作的形式改变了游戏规则，也不敢让公众知道小股民的财富怎样被巨头们玩弄于股掌之中，总之，巨头们需要在公众面前表现出自己公平公正的一面。

作为商界老手的赖恩当然知道卖空巨头们的心思，他也清楚地知道自己手里握有多大的谈判筹码。赖恩发表声明，提出交易所所有必要与他进行谈判，以免给不想让人知道真实身份的卖空投资人造成“重大的损失”。交易所没有任何的回应。人们像关注自己手中的股票价格一样关注着这场闹剧的每一步变化。

一个星期之后，赖恩正式提交辞呈，申请退出交易所。这份辞呈不仅表示他与交易所的关系彻底决裂，也表示从此以后他再也不受交易所各种规则的约束，同时也是这场战争升级的序幕。作为一个单枪匹马与机构作战的战士，赖恩的弱势反而引发了大众的同情之心。不久，赖恩将一份卖空斯图兹汽车股票的交易所核心会员的名单公之于众，很快，舆论压力开始形成。有的批判政府监管不足，有的批判交易所制度不完善，但是更多的批判直指涉及其中的交易所成员，丑闻接连不断被曝出，甚至出现“揭老底”的势头。在舆论的强大压力下，这些卖空巨头不得不放弃抵抗，承认他们曾经帮客户卖空过该股票。无论措辞如何都无法掩盖他们承认的事实，为了平息事件，交易所发表声明：买卖合同的最终结算由当事人协商解决。

4月24日，赖恩决定在“路边市场”为卖空者平仓。赖恩与卖空者的股票价格谈判始终处在僵持阶段。最后，卖空者觉得集体选择一个大家可以接受的平均价位——550美元。人们拥挤到赖恩的办公室看最后决定者的意见，面无表情的赖恩沉思了几秒钟，随后以微微点头宣告了这场战斗的结束并以150万美元的净收入赢得了这场战争的最终胜利。

然而，故事的结局并不像人们期望中的那样圆满。赖恩在这场规则之战中赢得了金钱，却也失去其在交易所的世袭会员资格。一个“路边市场”根本没有力量支持斯图兹股票如此大额的交易。在1920年末股市的暂时衰退中，赖恩手中的股票根本无法抛售，随着股市的大跌，他的财富被淹没在股市衰退的大潮中。1922年，斯图兹汽车公司宣布破产，又一颗股票巨星陨落。

经济已进入“新时代”

生活在20世纪20年代美国人，感受到了美国自第一次世界大战以

后，经济迅猛发展给人们带来的“不一样的生活”。媒体上到处都在宣扬，美国经济进入了“永久”发展的新时期，由于此时美国执政的总统是柯立芝，所以这个时期也被称为是“柯立芝繁荣的新时代”。

柯立芝繁荣时期的资金来源于第一次世界大战中美国所聚敛的巨额财富。一战初期，交战双方所需要的大量军用物资都需要一个中立的国家来生产，而且这个国家要有足够的实力来生产这些军工产品及重工产品，而美国恰好处于合适的中立地位。同时，美国还借此机会向英法两国放出贷款。一战结束时，美国已经从资本输入国成为资本输出国，而且伴随着欧洲国家在战争中实力的削弱，美国的相对实力逐步增强，并接替英国成为资本主义世界的金融中心。一战期间资本的积累为柯立芝繁荣奠定了经济基础。

这样巨额的资金需要巨大的市场来吸收。这时，对于美国国内来说，便捷的生活设施的建设和生活的改善，为民用生产领域吸收投资提供了广阔空间。一战中军用设备的大量生产使得生产设备、生活设施的发展受到限制，而战争中积累的巨额财富恰好能够在这些领域发挥作用。并且，随着新技术的突破，美国出现了一个更新生产设备、扩大生产规模以及新技术开发的热潮，在此期间，美国还大力推行“工业生产合理化运动”。

而在世界范围内，一战使得欧洲国家的经济遭受重创，急需资本恢复生产。美国借其在一战中积累的资金，借机向欧洲输出资本和商品，并且推行“金元外交”的政策，使美元取代了英镑在世界经济中的主导地位。与此同时，在拉丁美洲的发展中国家，美国以“萝卜加大棒”的政策，排挤欧洲国家的资本，使得发展中国家成了美国垄断资本的主要投资场所。在加拿大，美国利用其经济势力的渗透，取代了英国一直以来的优势地位，成为加拿大的主要投资者。

如果能有时空机器穿梭到 20 世纪 20 年代之前，你会发现坐着豪华的

大马车，穿着欧洲宫廷式的华丽礼服是地位的显现。但是，就在到 20 世纪 20 年代初，短短的几年之间，你身边的马车突然之间少了许多，换之的是喷着烟雾、四个轮子在马路上飞驰的汽车。你的马车已开始被人笑为老土，汽车成了时尚的代名词，通用汽车公司这样的汽车制造“航母”已经开始启航。汽车行业在工业发展中展现出最灿烂的笑容，在 20 年代的 10 年时间里，美国汽车的生产量增加了 5 倍。汽车工业成为了当时美国经济发展的“发动机”^①。汽车工业的繁荣发展也带动了上下游产业的发展。制造汽车离不开辅助性行业的支持，造车需要钢铁等原材料，美国钢铁公司这时候已经开始初具规模，美国钢铁公司的股票在这个时期从曾经一度不足 100 美元，上涨到 262 美元的最高点。社会发展对钢铁的巨大需求也让股票投资者相当看好这支股票的投资潜力。除了大规模的原材料需求，燃料供应、公路设施的完善等也刺激了相当多的行业的高速发展。

与汽车行业并行前进的还有建筑业。在第一次世界大战中，美国国内的建筑业因为受到大资本投入的军工、重工工业的排挤，几乎处于停滞的状态。而一战之后，美国的大量资本正好可以投资于投资数量大、投资周期长、收益率高的建筑业。1919 年，美国建筑业的总产值为 120 亿美元，而到 1928 年就增长到了 175 亿美元。但是，作为一个庞大的行业，其对整个经济的影响是远远高于其本身的产值的。建筑业的扩张首先带来的是就业的增加，作为用工量最大的行业之一，它的快速发展带动了大量高低不同层次的用工需求。同时，建筑业的发展还带动了建材行业、装饰行业的快速增长。

20 世纪 20 年代的美国经济按照自己的节奏向繁荣的方向阔步前进。1921 年，美国的国民生产总值不到 600 亿美元，而到 1928 年就增长到近

^①（美）戈登著，祁斌译：伟大的博弈 [M]．中信出版社，2005．

900 美元，增幅接近 50%。人均国民收入也增长了 30%，但是经济的迅速增长却伴随着几乎为零的通货膨胀率。也就是说，人们增加的收入是实实在在的拿到手的财富。人们手里有了更多的钱去享受更好的生活，当然也有了更多的钱去进行投资理财。充足的资金供应量构成了经济一轮轮循环上升的巨大动力。就像我们经常说的简单的真理，“有了钱才能发展，发展了才能更有钱”，此时的美国，就处在这样一种良性循环之中。

在 20 世纪 20 年代之初，美国股市总体上并没有像预想的那样高速上涨，这不禁使许多人怀疑“股市是经济的晴雨表”这个观点的正确性。但是随着时钟的指针转到 1926 年，美国的股市像被注入了一针兴奋剂，突然开始发力向上直冲。以道·琼斯工业平均股票指数为例，1926 年时还在 160 点左右徘徊，到 1927 年就冲到了 200 点以上，并在 1927 年年底时冲破了 300 点大关。更令人惊奇的是，1928 年其峰值为 381 点。在短短的 4 年之内，增长了 128%！各板块的股票都在以令人瞩目的速度向上疯涨，这一轮牛市的涨幅超过了所有人的预期。当时许多经济学家都对这一轮股市的过快增长表示了担心，要求美联储对此采取行动来纠正股市。

1928 年 1 月，美联储的贴现利率为 3.5%，1929 年 8 月份调高到 6%。这是自 1921 年来的最高点。利率的调整成功地抑制了股市泡沫的发展，但是与此同时，股市的繁荣期也开始宣告结束。这一轮美国股市的上涨是由美国经济的繁荣所带动的：初始，其上涨的幅度与经济增长的范围相一致，处于合理的增长范围之内，但是后期，由于大量资本的注入，使得股票价格的涨幅超过了其公司业绩的真实涨幅，是靠市场虚拟出来的信心支持，最终必然步入衰退。

1929 年大崩盘

1929 年一个普通炒股者的日记是这样记述的。

8月15日 晴 大涨

现在无法用言语表达我的喜悦之情，我把家里所有能拿出来钱都用来投资在股票上。账户上的数字每天都在变化，1000美元变成了现在的5000美元。我的邻居艾迪一直夸我有理财的天分，我想是的，我的确有着不一般的理财能力。我买的这三支股票都在大涨，每天我要做的事就是看今天的股市怎么样，我的股票又涨了多少。噢，对了，忘了说了，我买的皮格-文格公司股票已经涨了两倍多了。

杰森的工作我已经劝他辞职了，我不忍心看亲爱的每天在外面忙碌，看人脸色，挣的工资却没有我一支股票挣得多。杰森说现在外面的形势一片大好，像他这样的职业经理人，根本不愁找个像样的工作。我也相信如果我是个男人，我一定是一个很好的财务管理人才，看看我们家现在的状况，我账户里的数字已经可以买套小房子了。噢，对了，小杰森说想要部最时兴的汽车，我现在可以给他买好几辆了。我已经答应他，给他买辆最时兴的斯图兹汽车，他说开着去见朋友肯定特有派。现在的我已经可以给我的儿子买他最想要的东西了。

我还是需要研究一下股市，每次我买的股票的涨幅都不是最高的，为什么我总是没有办法买到最好的股票呢？按照外面的说法，股市没有任何封顶的迹象，我也觉得这种势头是应该的。美国的经济发展还是向着最好的方向走，股市跟着经济的节奏，只能高涨，没有任何别的可能性。所以杰森担心股市会有大震荡的想法完全是多余的，根本没有这样的趋势显现。照着现在我的钱的涨法，过不了多久我就会成为富翁，我可以坐在那里盯着股票做最悠闲的富人了。其实钱是最好赚不过的，不是吗？

9月3日 阴 涨

股市不像原来一样呼呼地往上涨，偶尔也会下跌，但是跌得并不是很

厉害。杰森开始很担心，他总是劝我收手，我总觉得没有必要。股市只是暂时地震荡一下而已。看，今天的道·琼斯指数已经涨到了 381 点，我可从来没有见过这么高的点位。我的股票跟买入时的价格相比，还有好多的盈余呢。再说，美国的经济哪有这么容易就衰退下去，只要美国的经济不会大落，股市就不会有大的波动。

杰森开始着手去外面找工作，但是他说工作并没有他想像的那么容易找了。要人的单位变得越来越少，我说那是因为他太长时间呆在家里了，已经失去了原有的一些敏感性了。只要他出去工作一段时间，他就会发现，其实外面的世界还是像原来一样好。他总是过于悲观。

艾迪说她的股票已经开始抛出，因为她听她的丈夫的一个在华尔街做投资顾问的朋友说，股市的好形势已经到头了。股市应该会掉转头向下跌的方向走了。我问她消息的可靠性有多大，她说反正这个叫巴布森的人是在华尔街工作。我让杰森找朋友打听这个人到底有多大的来头，也许他的一句话会影响整个股市也不一定。但是得到的答案是：没听说过这个人。我不得不说艾迪这样的人根本不适合炒股，听到什么小道消息就信以为真。

9 月 5 日 晴 惨跌

今天我的每一支股票都在惨跌，通用汽车跌了将近 10 美元。下午刚开始的时候的确吓了一大跳，艾迪跑来跟我说：“跌，跌，大跌。”我以最快的速度冲到交易大厅，大盘已经开始跌得不像样子，我紧紧咬住嘴唇好让自己不尖叫出来。我详细查看了每一支股票，跌，跌，大跌……我一直紧紧盯着大盘，直到看到眼睛都酸了。今天惨不忍睹，我损失了将近 300 美元。

我跟杰森描述了这一天股市的走势，杰森说，他注意到了，最后的时候成交量大得可怕，很多人已经开始了不同的行动。他说他的朋友，在大

通国民银行工作，已经跟随他的上司卖空了手中自己银行的股票。也就是说，他们觉得他们自己的股票会跌。可是，他们一直保持着业内几乎是最好的业绩，他们的股票没有理由会不涨。杰森说，他分析股市可能要到顶了，所以有预见的人已经开始做好了股市跌的准备。

我还是觉得从长期来看股票是不会大跌的。今天的《华尔街日报》也是这么说的，我还把报纸拿给杰森看，很多华尔街投资巨商都在发表自己的观点：“股市发展势头良好，美国牛市还将继续。”当然他们也没有说得那么绝对，他们说股票有的也会跌，这是公司管理水平和业绩造成的，不会影响大局。

9月25日 晴 跌

我的股票一直在跌，我不知道要如何做了。还好，我的股票还是盈利的，可是，我的钱已经蒸发了五分之一了。杰森一个劲地让我退出，我们开始因为股票而意见不合。我觉得他还是过于谨慎，华尔街的人们都在说，这个秋天还是一个牛市。我不能因为暂时的波动就放弃赚钱的大好时机。

可是，话虽这样说，我的心里还是没底，我觉得好像股市有些什么不对劲儿的地方，可是又说不出哪些地方不对。杰森说外面的工作已经越来越难找了。

10月15日 晴 跌

我的股票还是在跌，已经开始有点慌了。杰森开始跟我争吵，他要抛售所有我们手中的股票，他说这样下去我们将一无所有，我的股票已经跟我买入的价格持平。他说道·琼斯指数已经降了接近100点，每天都在跌的形势已经开始显示出熊市的迹象。我还在拿出《华尔街日报》跟他叫板，我说：“看，他们说会涨。”可是我已没有勇气每天去盯着大屏幕，我们全家的生活费一点点从屏幕上消失。

我对杰森说，我会退出股市，但是我想保留一点点资金在股市中，这样我觉得生活还有一点事情可以去做。杰森抛售了我们绝大部分的股票，我想，今天我会失眠。

10 月 24 日 晴 惨跌

杰森说今天的形势可怕得已经无法用惨这个词来形容。开盘的时候，股市还算平静，甚至股指还一度出现了近期难以看到的坚挺。但是从 10 点开始，大量的卖单开始涌入，在仅仅过了 10 分钟之后，股票的交易速度达到了前所未有的高度。卖，卖……跌，跌……杰森说整个股市陷入了疯狂的境地，股票的价格像瀑布一样直冲而下，越来越多的人挤到交易窗口要求卖出股票……股市陷入一片恐慌，股票下跌要求投资者增加保证金，而无法缴纳保证金的人只能被迫抛售股票，新的抛售引起新的下跌，股票处在恶性循环之中。

我听到的时候脸都变得没有血色，看着杰森那张蜡黄的脸，我才知道了什么叫做股市的风险。杰森说，11 点多的时候他试图进入交易所卖出我们仅有的一点股票，但是交易所人太多了，门前挤满了观望的人，门内满地的凌乱，到处是哭泣、尖叫、绝望的人们。在转头的一刹那，杰森说他亲眼看到有人从窗口向下飞过，然后就是一片惊叫，他看到了只是一滩血迹，黑得让人毛骨悚然。后来又是一片尖叫，而后还是……交易所里炸开了锅，耳朵里到处都是股市即将崩盘的噩耗。杰森说，他听说今天上午仅仅一个小时就有十几个投资者相继跳楼。

我的通用汽车股票价格已经仅有 18 美元，还不到我买时的三分之一。杰森说今天一天股票的交易量竟然达到 1289 万股，我的概念里，这已经是个我接受不了的天文数字。

就在今天，我突然意识到股票跟死亡竟然有这么密切的联系。

10月28日 晴 惨跌

杰森说今天是“黑色星期一”，在经历了24日的股票疯狂下跌以后，我觉得自己对下跌这个词已经开始变得麻木。

但是，今天去股票交易所的所见还是让我震惊。卖单一摞摞地堆积在一起，它们的高度已经远远地超过所有的交易员的高度总和。所有的股票都在往下狂跌不止，我亲眼看到大屏幕上道·琼斯指数从312点往下滑，300、294、285……我闭上眼睛不敢去看，耳边充斥着悲痛欲绝的哭声和惨叫声，还有连绵不断的“卖、卖、卖”的叫声。我想我一定是吓哭了，当我睁开眼睛的时候，我看到了自动报价机在不断地打出所有交易的报价单，嗡嗡的声音让我觉得这是在恶梦中，一切都荒谬得难以置信。

我费了半天劲才从交易所里挤出去，脸上的泪水根本顾不上擦。然后我就见到了一个人从我的面前径直摔下来，我的眼前一片漆黑，后来的事情我就不再知道了。杰森跟我说，今天的道·琼斯指数以260点收盘，仅仅一天之内股市就蒸发了近百亿美元的市值。我们的股票，只剩十分之一。

“黑色星期一”就这样在不知不觉中拉开了大萧条的帷幕，不知道有多少人在这场股市崩盘的灾难中失去了积攒多年的财富，甚至是生命。

随之而来的还有华尔街的“特产”——谣言。关于股市，各种各样的谣言充斥着美国的每一个角落。

星期二，股市继续狂泻不止，从开盘开始，卖单还是像雪片一样飞来，有人形容说，如果将这些卖单铺在地上，可以将整个华尔街垫高10公分。经纪人耳边响起的声音还是“卖，卖，卖……”整个交易所依然是一团乱麻。最终道·琼斯指数收盘时又大跌11.73%，收于230点，交易量达到了1600万股。对于大多数的股民来说，这时的财产只剩年初的十分之一不到。



1929 年股市崩盘中领取面包的人群

从 1929 年到 1932 年三年之间，美国股票的道·琼斯指数从 380 多点几乎是直线下跌到最后的 42 点。伴随股市崩盘而来的是美国经济陷入一轮深层次的持续较长时间的经济危机。股市的崩盘造成了许多投资机构的倒闭，而投资机构的倒闭带来的是银行巨额资产的流失。一些中小银行在这场经济危机中相继破产，作为美国经济发展的血液，银行系统的危机深深地影响了美国经济的前进速度。美国经济开始陷入衰退的洪流之中，生产停滞导致工人失业，失业导致人们的收入下降，没有钱就无法买生活用品，没有需求，企业生产的东西就卖不出去，企业开始新一轮的生产下降，引发新一轮的失业，如此形成恶性循环。在经济自身陷入恶性循环的时候，美联储的货币政策又起到了雪上加霜的作用。1929 年，美联储上调基础利率，使得货币供给量大幅缩水，利空的消息也使原本已经脆弱不堪的股票市场更加不堪一击，增大了股票市场的下跌力度。

美国经济的大萧条也引起了世界经济的迅速下滑，据不完全统计，全世界失业人口一度达到 5000 万，全世界的财富损失至少上千亿美元。“新

时代”在一片哭嚎声中落幕。

“三杯马提尼酒的午餐”

1945年8月，第二次世界大战的战火终于熄灭。美国作为战胜国之一，不仅得到了大量的战争赔款，更重要的是，像第一次世界大战的情况一样，在本土没有遭受任何损失的情况下，美国得到了出售军火带来的所有好处。然而，战争中的军工生产严重制约了民用生活设施的发展，大量的居民生活需求得不到基本的满足，民用部门亟待大量资金“输血”。恰好，战争带来的巨额资本积累正需要一些投资领域进行消化，两者一拍即合。由此，美国经济在经历了20世纪30年代的重创之后，再次进入新的爆炸式繁荣时期。

令人遗憾的是，这一次股市并没有像往常一样跟着经济大局的步伐前进。直到1949年的最后一天，道·琼斯指数也仅从二战时的100点上涨到200点，之后就一直徘徊在200点上下。奇怪的是，这时上市公司的利润至少已翻了两番，而股票的价格却几乎没有什么突出的表现。又有人说，“股票是经济晴雨表”的说法不灵了。

因为金融家在历史发展的过程中始终扮演着不讨大众喜欢的放债者角色，所以在美国经济发展史上，华尔街与政府的关系一度既微妙又或多或少有些敌对的意味。

1953年，将领出身的艾森豪威尔登上总统的宝座，也许是与以往总统不一样的出身，华尔街与美国最高执政机构在二战以后的紧张关系开始缓和。1954年年初，艾森豪威尔总统宣布美国将实行平衡财政政策，简单地说就是达到财政的收支平衡。在此之前，由于美国的货币发行制度，美国财政绝大部分时间是支出大于收入，即我们通常所说的财政赤字。为了达到财政收支平衡的目的，政府需要采取必要的措施来增加财政收入，如提

高税率扩大税收；同时，财政支出也需要适当减少，例如公共支出会有所减少。根据宏观经济学有关理论，政府支出的增加对国民收入的增加有促进作用，同样地，政府支出的减少也将影响国民收入。税收的增加和财政支出的减少，使国民的可支配收入减少，消费随之减弱，消费的降低带来生产需求的下降，生产性投资也随之减少，投资的下降引起利率的下降。由于利率与证券有天生的反向关系，利率的下降将给股市带来极大的利好消息。所以，艾森豪威尔总统发布的公告给一直低迷的股市打了一针兴奋剂。

除了直接的刺激政策之外，投资力量的加强也为 20 世纪 50 年代中期华尔街新牛市的形成注入了新鲜血液。在此，我们不得不介绍一下华尔街此时的两大投资天才：查尔斯·梅丽尔和本杰明·格雷厄姆，正是这些巨星的出现，照亮了华尔街前进的道路。

查尔斯·梅丽尔

有人说，梅丽尔是为股票而生的。可以说，梅丽尔改变了华尔街前进的方式，他创造的新的经纪业务模式彻底改变了华尔街的每一家经纪公司。

第一次世界大战后，梅丽尔拥有了自己的第一家公司——美林公司。在 1929 年初股市持续飙升的时候，梅丽尔敏感地意识到，股票的大幅上扬已经越来越与主体经济发展的势头相违背。但是，超级乐观的股市预测，一轮又一轮的大涨“预言”，曾经一度让梅丽尔怀疑自己是不是换上了抑郁症。随后的半年证实了梅丽尔准确的判断力，而早在 1929 年上半年他就已经劝他的客户离开股市。

大萧条之后，梅丽尔着手组建梅丽尔—林奇—皮尔斯—菲纳—比恩经纪公司。在这家公司里，梅丽尔对经纪业务模式进行了质的改革。在以往的经纪公司里，客户经理的主要责任是帮助客户进行股票的买卖，由于他们的收益只来自于客户买卖股票时收取的佣金，所以很多客户经理根本不

顾及股市的风险，极力怂恿股票知识极为微薄的客户购买风险极高的股票。长此以往，客户的利益得不到基本的保障，经纪公司与客户的矛盾逐步深化。而且，以往经纪公司雇佣客户经理的时候并不是看重资历经验等方面的条件，而是看应聘者的人脉广不广，所以经纪人的客户往往不是自己的老主顾就是自己的朋友，加之本身的专业知识不足，很多客户经理甚至就是靠华尔街传出来的各种“小道消息”帮助客户进行投资研究的。

随着股市规模的加大，这种小规模、非常不规范的经纪公司已经不能适应股市发展的要求。梅丽尔以其专业的视角，对经纪业务模式进行了大刀阔斧的改革。

他挑选了一批具有金融专业背景的职业客户经理人，并对他们进行了严格的专业基础知识培训。在此基础上，他彻底改变了客户经理的报酬体系。他像对其他体力劳动者的计薪制度那样，给客户经理以固定的基本工资，在此基础上再以适当的比例提取佣金作为奖励。这样就改变了他们完全靠佣金度日的状态。

在基本的改革进行完毕以后，梅丽尔在他最擅长的领域——营销中开始大做文章。营销的精髓是用最好的方式将你自己最好的一面展现给大家。梅丽尔不仅做到了，而且做得相当出色。在梅丽尔的宣传中，他巧妙地强调了自己的经纪公司具有经过最严格专业训练、具有最专业证券知识的客户经理，同时还提供了一些其他经纪公司所没有提供的服务，比如关于股票的基本知识讲座等。

此外，梅丽尔还试图改变华尔街在人们心目中的形象，但是凭借一个人的力量，想改变近 200 年华尔街留在人们心中的形象几乎是不可能的。

本杰明·格雷厄姆

现在炒股的人很少有没听说过格雷厄姆的，他的出名归功于两点：一是格雷厄姆凭借其出色的分析判断能力创造出独具一格的证券分析方法，

并且在股市实战中经受住了实践的检验；二是因为他的爱徒——“股神”沃伦·巴菲特。

在 20 世纪 40 至 50 年代，投资者投资股票凭的是感觉和掌握的仅有的“小道消息”。而格雷厄姆的做法在那时的人们看来，多少有些“玄妙”，人们经常看到他一个人坐在那里，手里拿着一堆一堆的报表，然后就开始在电脑上、纸上写写算算，经过一番“折腾”之后，格雷厄姆就开始大举买入某支股票然后长期持有。

杜邦公司股票事件便是一个例证。20 世纪 20 年代初，杜邦公司的股票市价 35 美元，而股市经历暂时衰退后，被杜邦公司接管的通用汽车公司的股票市价是 43 美元。格雷厄姆以敏锐的眼光意识到，股市出现了短暂的套利机会：通用汽车公司只是杜邦公司的一个子公司而已，而子公司的股票市价大于母公司的价值，说明这里面有两种可能，要么是杜邦公司股票在市价低于其真实的价值，要么是通用汽车的股票被高估了。格雷厄姆调来了两家公司的相关财务资料，对这两家公司的资产进行了评估。

对于上市公司资产评估，格雷厄姆有着自己的一套方式和方法，他认为，在评价时最重要的是公司的营运资金和现金，在这当中，净流动资产是重中之重。净流动资产是公司的流动资产减流动负债，是公司可以迅速变现的资产，也是公司在日常营运中的安全保障。其次是固定资产的评价，这是公司长期发展的潜在力量。格雷厄姆的另一个创举就是加入了商标声誉等企业无形资产的价值测估。

在对杜邦和通用汽车进行系统的分析之后，格雷厄姆认为，杜邦公司存在着股票被低估的极大可能性，但是对通用汽车股票是否被高估无法做出精确的判断，毕竟市场中存在着许多未知的因素。因此，格雷厄姆大量买入杜邦公司股票，为了防止缓冲风险，同时他还卖空了通用汽车公司的股票。同时，凭借着扎实的专业分析能力和出色的口才，他成功地说服了

他的重要客户，建立了同样的投资组合，他从中抽取所获利润的 20% 作为佣金。

在最初的半年里，这两支股票并没有过多的变化，杜邦公司的股价一直稳定在 35 至 40 美元，而通用汽车股票也呈现出相当稳健的势头。格雷厄姆的客户甚至开始怀疑他的分析能力。但是仅仅又过了两个月之后，市场像是在突然之间觉醒。杜邦公司的股票开始向上高速攀登，不到半年的时间股价几乎增加了 70%。而通用汽车的股票几乎没有什么变化，只是在原来的价格上平仓。结果，格雷厄姆狠狠地大赚了一笔，也由此名震华尔街。

格雷厄姆影响“股神”巴菲特的一个相当重要的理念是，做股票需要“耐性”。格雷厄姆也做短线，但是更多的时候他做的是一种长期投资。格雷厄姆认为，股市是需要一定的时间来震荡从而最终走向正轨的。

经过了 1929 年至 1933 年的大萧条，股市终于开始反弹。格雷厄姆按照他的挑选法则，在混乱的股市中发现了大量符合其投资标准的潜力股。在这一轮投资中，格雷厄姆奠定了自己在华尔街投资界不朽的地位。直到现在，他在 20 世纪 40 年代写的书还被股票投资者奉为最经典的股市教科书。

除了上述华尔街的两位传奇人物之外，纽约股市在 20 世纪 50 年代大举反弹的另一股重要力量是养老基金和共同基金的迅速崛起。

作为社会保险的一种补充形式，养老基金因为其不同于普通商业保险的特殊性质而普遍受到社会大众的认可，基金规模迅速扩大，成为华尔街不得不重视的一股新的投资力量。

从 1940 年开始，共同基金被认为是能够最好地保护中小规模投资者利益的基金形式，而受到大多数普通基金投资者的青睐。由此，共同基金的规模也开始迅猛增长，在 20 世纪 50 年代中期达到近 50 亿美元的规模。

经济的发展，“巨星”的加盟，在 20 世纪 50 年代中期，华尔街这艘股市航母终于在沉寂了 20 年以后重新启航。1954 年 2 月 13 日，道·琼斯纽约指数以 294.03 点收盘，创下了自 1929 年底股市暴跌以来的最高点。自此之后，股市开始了 20 世纪 50 年代的辉煌时期。

二战之后，美国经济的繁荣发展使美国社会积累了大量的资本，加之新的投资势力的增长，使这场“牛市”一发而不可收。仅在 1954 年年底，道·琼斯指数就超过了 20 世纪 20 年代的股市最高点，直逼 400 点的关口。而又仅过了两年，1956 年 5 月 12 日，道·琼斯指数首次突破 500 点。股票价格以年均 10% 以上的速度向上疯涨，日均股票交易量超过 200 万股，是自 1929 年股市崩盘以后的历史新高。股市的“黄金时代”给了经纪公司的职业客户经理以暂时享受的机会。这时候的客户经理常常可以惬意地享受“三杯马提尼酒”的午餐，所以 20 世纪 50 年代的纽约股票市场也被称为是“三杯马提尼酒的时代”。



图 3-3 20 世纪 50 年代纽约股市交易大厅的繁荣景象

图片来源：<http://news.sina.com.cn/c/2007-06-27/152613323158.shtm>

这一时期的股市上演了一幕幕传奇。

在这段股市的黄金时间里，股票的价格翻一番已经不再是什么稀奇的事情了。后来有人描述，在那时候的股市中能买中一支下跌的股票的概率跟现在买彩票中大奖的概率几乎一样。20 世纪 50 年代是美国计算机领域高速发展的时期，也是在这个阶段，当今 IT 行业领头羊之一的 IBM 公司步入了其最擅长的领域。1954 年，IBM 的股票价格仅在 20 美元上下徘徊。但是，在随后的几年，IBM 公司的业绩像 IT 行业的其他企业一样，开始了直线式的上涨。所不同的是，其他公司的股票是伴随着公司业绩的上涨形势同步上涨的，只有 IBM 是在公司业绩仅增长了不到两倍的时候，股价却增长了接近 5 倍，到 60 年代股市危机再次袭来时，IBM 的市值几乎是原来的 10 倍，也就是说 IBM 股价的增幅接近 900%！这样的事情只有到 20 世纪 90 年代末时，在郭士纳接任垂死挣扎的 IBM 之后才再次出现过——IBM 的股价在 10 年之内上涨了 1000%。

华尔街 200 多年的历史告诉我们：股市没有永远的繁荣。在经过了 10 年的大牛市之后，20 世纪 60 年代，世界又陷入了一片消沉之中。

电子狂潮、联合浪潮与概念热潮

电子狂潮

20 世纪 50 年代中期，美国迎来了长达 10 年的大牛市，直至 20 世纪 60 年代，美国股市进入前所未有的“疯狂期”。这时的美国经济正处在高速发展期，以电子工业为主的高新技术产业成了带动经济增长的主要动力。与经济的发展相对应，以电子工业股为代表的高新技术产业股票成为股市中的龙头，变成了大多数投资机构和投资者追逐的目标，这一现象被称为 20 世纪 60 年代的“电子狂潮”。

由于投资者对市场前景，特别是高新技术产业的发展潜力充满信心，

使得以电子工业股为主的高新技术产业股票成为市场中的“亮点”。在 20 世纪 60 年代，“成长”成为华尔街最为流行和最具神奇色彩的词语。在股市中，预期将有高收益率和高增长的股票被称为是成长股，而在当时的美国股市中，凡是与高新技术有关的行业，例如生产半导体、光学仪器等仪器仪表装置的上市公司，都因为其行业的性质而备受追捧，投资者认为其产品具有广阔的前景，所以该企业的发展潜力无限，进而将其列入成长股系列。

这一阶段发生变化的不仅是股市疯狂上涨的形势，变化更多的是人们的观念和在股市中的投资理念。

市盈率是衡量上市公司股价的一种指标，它在一定程度上可以反映股票市价的真实值，在特定的公司情况下，过高或过低的市盈率都不利于企业的发展，但市盈率在某种范围内可以测度企业的发展潜力。在传统行业中，一般企业的市盈率是 5 ~ 10 倍。而在 20 世纪 60 年代前期，高科技上市公司的市盈率则达到 50 ~ 1000 倍，这在以往的衡量标准中是难以接受的。但是，在那时特殊的股市背景中，在投资者的“疯狂”追逐中，这些传统的观念被改变了。当时，就连一直以稳健著称的 IBM、德州仪器公司的市盈率也达到了 80 多倍，而在狂潮过后，其市盈率又都恢复到正常的 20 ~ 30 倍。股市被一种美好的前景预期所笼罩，投资者的投资理念也慢慢地偏离了理性的轨道，以往的以市盈率倍数为核心、将公司价值的分析建立在对未来现金流预测分析基础上的基础理论被投资者所抛弃，取而代之的是激进的只注重投资者的信心因素，主张“顺潮流而为”的空洞理论。在此理论的指导下，不理性的投资者认为他们之所以高价买入某支股票，是因为其背后的上市公司的高科技含量产品将有很好的增长前景，那时其他买家将为此而以更高的买价将其股票买走。在这种理念的指导下，疯狂的投资者甚至以为他们手中的股票可以在一夜之间翻番，最为可怕的是，疯

狂的股市竟然让这种疯狂的念头成了真。经过了特殊的实践检验的错误理论被疯狂的人们奉为真理，接下来的一切，只能够更加疯狂。

20 世纪 60 年代初期，人们对“电子”的概念就是深奥的高科技，“电子”成为了大多数商家的“卖点”，在股市也不例外。为了满足投资者对电子工业股的疯狂追求，发行机构不断地发行新股票。在英语单词中，电子以“electronics”来代表，所以凡是跟电子有关系的企业一般在名字中都会含有“tron”这样的词缀。

在 20 世纪 50 年代末的时候，追逐电子股的投资者还是在寻找真正的以电子产品为主的上市公司，但是到 60 年代初期，疯狂的市场行为和投资理念让投资者失去了理智，后者开始将关注点转移到了股票或上市公司的名字上。那时候，只要上市公司或股票中含有近似于“tron”的词语，就会被认为是电子股，就会被认为是具有无限发展前景的股票。而为了满足投资者和机构对股票的强烈需求，众多的新股开始不断发行，尤其是名字中包含“tron”的所谓电子股。对于当时的股票承销商来说，最难解决的问题不是如何将这些新股发行出去，而是如何在失去理智的购买者中分配这些所谓“价值连城”的股票。据相关机构统计结果显示，在 1959 年到 1962 年期间纽约股市上发行的新股超过了以往任何年代。

曾经有人将 20 世纪 60 年代的美国股市称为“太空时代”。不仅是指股票的发行量和股价呈火箭般的速度上行，而且还点出了当时更名的公司或股票的数量也像坐了火箭般上涨，有些名字改的在现在看来几乎是不可思议。

当时有家在美国生产留声机和唱片的公司，本名叫做美国音乐协会，其英语名字是“American Music Guild”。为了赶上发行股票的热潮，该公司决定更名上市。在电子狂潮席卷股市的时候，任何跟电子股沾边，甚至只有名字沾边的股票都能在股市中卖个好价钱。所以该公司决定将其公司名

称改为“Space Tone”（太空之音），仅仅因为“tone”和“tron”有相似之处。也正是这样的没有任何联系的相似，使盲目崇拜高科技的投资者将其列为成长股的行列。公司的股票以 2 美元的发行价上市，在不到两个星期的时间内，该公司的股票就上涨到近 14 美元，其涨幅接近 600%！但是，这还不是当时股市中最荒诞的故事。在接下来的日子里，比上述情况更令人匪夷所思的事情还在继续发生着。

在 20 世纪 60 年代，最有名的案例莫过于“鞋带公司”了。当时美国东部有一家以制造鞋带为生的小上市公司，在近 40 年的加工制造历史中，其市盈率从未超过 10 倍。然而，当电子狂潮席卷美国时，公司的高层决定对公司的名字进行“修正”，将原来的“鞋带公司”（Shoelaces. Inc）更名为“电子及硅助燃公司”（Electronics and Silicon Further - Burners）这个风马牛不相及的名字。而就是这个疯狂的更名让该公司的市盈率数十倍地疯涨。按照当时市场对高科技的崇拜倾向，公司名字中的电子和硅（Electronics and Silicon）这两个词非常符合投资人的投资心理，仅仅这一点就可以使公司的市盈率增长 15 倍。而更为不可思议的是，助燃（Further - Burners）这个当时谁也不懂的词，竟然也能够让投资者为之疯狂。在电子狂潮的后期，股市中弥漫着这样一种风气，凡是貌似科技而且大众都读不懂的东西都属于高科技。所以，像“助燃”这样的名称能够使公司的市盈率再翻一番，因此，借助于“电子和硅”、“助燃”，该公司当时的平均市盈率由 6 倍翻至 42 倍。最终，改名后的公司市盈率保持在 60 倍左右。然而随着泡沫的破裂，该公司的市盈率又降至不足 4 倍。^①

投资的狂潮带动了整个股市的疯狂上涨，20 世纪 60 年代成了一个几乎

^① 上述案例引自 [美] 马尔基尔著，张伟译，漫步华尔街 [M]，北京：机械工业出版社，2008。

所有股票都发疯上涨的年代。这背后除了非理智的投资者对电子产品的盲目崇拜之外，还有一些人为操作的原因。由于股价上涨似乎成为那个年代必然的趋势，一些股票的非正常上涨往往被人们所忽略，这就给幕后操作者以可乘之机。例如母亲饼干（Mother's Cookie）这样的普通股票，其股价在发行当天上涨了1倍多。后来的调查表明，在20世纪60年代，一些承销小盘股票的投资银行，会将大量的承销股票持有在手中，使得股市中只有很少的股票在流通。由于存在大量的新股认购需求，这些流通的股票必然被推到很高的价位上，所以股票在发行初期价格持续大幅上涨就不足为奇了。

电子狂潮中存在着太多不理智的因素，市场的非正常发展必将结束。1962年，疯狂的股市高涨最终走到了尽头，爆发了恐怖的抛售浪潮。在短短5个月的时间内，大量的股票缩水，母亲饼干（Mother's Cookie）的股票最终跌到7美元，不足发行价格的一半。所谓的高成长股最终也证明了它们的“脆弱性”，其跌幅远远超过大盘的跌幅，“电子繁荣”的美梦以破灭结束。

联合浪潮

投资者对股票价格的判断实质上来自于对上市公司的预期，投资者之所以会对股票充满信心是因为其对上市公司高增长的预期，在20世纪60年代高科技股受到重挫慢慢恢复以后，市场急需新的概念或方法作为市场信心的“接力棒”。而此时，被遗忘许久的“并购”又成为众多公司的“新宠”。

早在19世纪末20世纪初的时候，经济领域中就出现了世界上的第一次并购浪潮，这时的并购只是简单地存在于同行之间。为了扩大生产规模，降低单件产品的成本，众多原本是竞争关系的、生产几乎相同产品的企业之间相互兼并，以寻求在经济规模上的优势。

1915 年到 1930 年间，企业意识到仅仅通过扩大生产规模所能降低的成本有限，而且，随着生产规模的过度扩张，管理的开支也随之加大。所以，企业家开始寻找新的降低生产成本的方式，其中最具特色也是被众多企业所付诸实践的方式是联合上下游的企业，组成新的覆盖产业链的大型公司。这种类型的公司通过降低与上下游企业的谈判费用等方式，降低了企业的生产成本，从而提高了公司的利润。这被称为是第二次并购狂潮。

第三次并购狂潮发生在 20 世纪 60 年代，此次并购狂潮发生的原因与上述两次不同，其根本动力来自于企业的兼并过程会带来股票收益的增长。此次并购主要表现为大的垄断公司之间相互并购，从而产生了一批跨行业、跨部门的超大型企业，即我们现在所说的多元化企业。企业的兼并会直接影响股价，而股价的上涨给投资者带来的信息是并购公司的业绩将高于并购以前，所以投资者乐于投资并购之后的公司，而投资者需求的增加又引起股价的进一步上升，从而有越来越多的上市公司加入到了并购的行列之中。

有这样一个有趣的故事。在这次并购狂潮中有一家叫做自动漂洗公司的企业，在 1967 年第二季度仅仅两个月的时间内，就并购了 4 次，被它收购的都是市盈率较低的企业。在并购后，公司的销售业绩增加了 14 倍，与此同时，公司的每股收益急剧增加，更令人觉得不可思议的是，公司的市盈率增长到 50 多倍，股票的价格在四年之内从 8 美元涨到 73 美元！

其实，采取并购行动的上市公司股价的上涨并非来自于其经营管理水平的上升，而是来自于并购中的财务技巧以及金融策略的改变，即我们现在所说的“资本运作”。但是，由于市场中传达的乐观信号过于强烈，使得投资者对于并购的期望值过高，因此不可避免地隐藏着危机。

在 1968 年前后，并购浪潮中领袖企业的季度公告发布以后，企业的收益远远低于市场中的高预测值，这引起了市场投资者的怀疑和震动。从此，

市场对并购企业的疯狂程度开始下降，此次并购浪潮也开始急剧降温。

概念热潮

电子狂潮、联合浪潮的大起大落使得投资者几近疯狂，从本质上来说，20 世纪 60 年代股市中的绝大部分电子股和并购狂潮中部分大型上市公司的股票已经脱离了原有的轨迹，不再是以上市公司的业绩作为投资的支撑点，而是以某种股市中的炒作题材作为投资的惟一出发点，即我们所说的 20 世纪 60 年代的概念狂潮。

概念股票是指在特定的时期具有某种特别内涵的股票，而这种内涵通常与该时期的特点相适应，成为投资者选股和炒作的题材，使得具有该内涵的股票成为股市的热点。例如我们现在经常提到的金融股、资产重组股和期货概念股等都属于概念股的范畴。就本质上来说，概念股是对股票所在行业可能的经营业绩增长的提前炒作。而 20 世纪 60 年代的概念股狂潮投资者已经脱离了以往的投资理性。一般来说，在较为理性的环境中，投资人会对概念类股票的产业前景、投资前景和投资机会进行细致的分析研究，以判断未来该行业及上市公司的增长潜力。但是，那时的概念已经成为了股市的“神话”，就像前文提到的电子股，由于“概念”的广告放大效应，本来业绩平平、自身没有多大吸引力的股票，一旦被纳入某个概念之中，就会在一夜间成为股市中的“明星”，备受投资者的追捧。

这段时期最有名的案例是施乐公司的概念股票。该公司的概念是利用静电复印技术大规模生产一种新型的复印机，这种复印机将会在复印机历史上，甚至是办公自动化历史中产生革命性的作用。由于当时的复印机大多数还停留在以银盐照相直接影印为基础技术的层次上，不仅购买复印机的成本高昂，而且复印所需要用的纸张也有特殊的要求，导致复印机的使用成本也居高不下。在这种情况下，复印机成为了少数大公司的“专用物品”，复印技术的改革成为复印行业的焦点。1939 年，在美国复印行业出

现了一条爆炸性的新闻：卡尔逊利用其发明的静电复印技术，研究出了一台复印装置模型。这台复印装置在技术成形后将大大降低复印机的成本，不仅复印机本身的价格会有大幅降低，更重要的是它对纸张的要求大大降低。然而从静电复印装置研制成功到世界上第一台静电复印机的诞生，经历了一个漫长的过程，直到 1959 年，美国施乐公司研制生产的第一台落地式办公用全自动复印机才正式面世，成为世界办公用复印机历史上的里程碑。在此期间，凭借着静电复印机这个真实、可信、革命性发明的故事，施乐公司的股票吸引了相当多的业绩优良的基金经理，一时间概念股成为了众多投资者的目标。

但是，概念公司特别是小公司，存在着公司规模扩张太快、负债过多、管理失效等问题，公司的经营管理风险远远高于其他公司。所以，当 1969 年的熊市来临时，概念股的跌幅远远高于大盘的跌幅，使得“神话”破灭，也给迷信概念的投资者以重击。

稳妥的原则

“漂亮 50”是指 1973—1974 年熊市来临之前，纽约股市上广受欢迎的近 50 支蓝筹股，它们是如此地受到追捧以至于其股价一度高到了荒谬的程度。

20 世纪 60 年代的三大狂潮让“跟风”的投资者在经历了账户上的数字大涨之后，又在 60 年代末 70 年代初的股市大崩盘中经历了实际财富的大幅缩水。在无数次“血”的教训之后，到 20 世纪 70 年代，经历过大风大浪的投资者开始恢复以往理性和稳健的投资原则。就像是人在自己一生中所要经历的不同的时期一样，华尔街也在经历着不同的成长过程。如果

说20世纪60年代的华尔街像是一个风风火火、敢闯敢拼却也同时没有太多经验、在生活的磨练中摔了不少跟头的青年人的话，那么20世纪70年代的华尔街则是一位在吃了不少苦头以后慢慢成长成熟起来的、稳重的中年人。

60年代末70年代初纽约股市的大崩盘，让投资于股市狂潮的投资者“摔了一个大跟头”。道·琼斯指数在一年半的时间内狂跌200多点，而概念股投资者的损失远远高于市场的平均值。“吃了亏”的投资者开始在投资时变得小心翼翼，以往被“时尚”投资者所推崇的只注重投资者心理的潮流理论被慢慢抛弃，取而代之的是以市盈率为核心的、以未来现金流预测分析为基础的公司价值理论。同时，上市公司的长期发展历史、发展前景也被纳入到投资者的分析之中。与此同时，普通的中小散户投资者也被70年代初到来的股市危机“吓怕了”，股票市值的大幅度缩水使得他们的财富在一夜之间蒸发，股市泡沫的破裂也让他们看清楚了一些机构的囤积股票、哄抬股价等交易伎俩，所以在选择交易商、基金经理时，“可靠”就成了首要的要求。

加之20世纪70年代美国经济的宏观背景，当时的美国在经历了五六十年代的黄金发展期之后，虽然有越南战争和平解决与尼克松连任等利好消息，但是其经济还是出现了明显的下滑趋势。从1971年开始，美国经济陷入了长达13年的滞涨期。特别是整个70年代，年均消费者价格指数——衡量日常消费品价格平均上涨程度的指标，大多数时间超过9%，甚至一度超过10%，而且当时美国的国民生产总值曾经出现了负增长的现象。面对逐渐恶化的宏观形势，渐渐回到理性状态的投资者开始寻求不同于五六十年代的投资策略。

在稍显衰退的经济环境中，在刚刚经受了股市崩盘的打击之后，中小散户在选择基金经理时，倾向于保守的策略。投资者的这种投资倾向直接

导致了基金经理和机构选择股票时的谨慎态度。在股市中，有这样一类股票，它们背后的上市公司在其所属行业内占据支配性的地位，并且这些公司有着被历史证实的优良业绩。同时，这些股票在市场上成交活跃，红利优厚，这类大公司的股票被称做“蓝筹股”。蓝筹股因为其总股本大、流动性高，在长期中有着令人信服的增长业绩，再加上持续增长的股利，使得其在任何时候都是被“谨慎的投资者”所乐于接受的，特别是在 20 世纪 70 年代，这个华尔街追求稳妥的“中年人时代”。

这时人们普遍的想法是，蓝筹股背后的大公司有着悠久的历史 and 庞大的体系，巨大的规模和经过历史检验的较为完善的经营管理体制，保证了它们在一般情况下是不可能倒闭的。而且，从长期来看，这些股票已经显现出了其持续的高增长性，所以它们在很多方面非常符合投资者，特别是机构投资者的需要。

首先，这些股票都是大市值的，任何单个投资者大规模地买卖这种股票一般来说都难以导致价格的波动，机构投资者可以较为容易地买入卖出，普通投资者不必担心有机构操纵股价，导致小投资者利益受损。

其次，投资于这样的股票可以使基金经理获得谨慎的名声，在经过了 60 年代过于“积极”的投资期之后，人们倾向于把自己手中的钱投到“保守”的基金之中，所以这时的基金经理会利用宣传自己的谨慎态度来博得投资者的偏好，从而获得更多的资金来源。而且，这些蓝筹股还为机构投资者提供了一种“安全毯”，即这些股票背后大企业的实力是如此雄厚，以至于没有人会怀疑投资于其上是否需经过深思熟虑和细致的考察，即使在非常特殊的情况下这些公司破产倒闭，那么更多的关注将会放在宏观或行业的因素上，而机构投资者缺乏分析判断能力的事实也会被忽略。所以，机构投资者相当喜欢这种有收益时证明其能力的杰出、有亏损时则由大形势来解释的股票。

最后，在 20 世纪 70 年代特殊的投资者心理背景下，投资于蓝筹股是被认为最简单、最省劲的投资途径。因为在一般情况下，股票买卖时机的把握对机构投资者来说是最考验其能力的地方，但是在这个时期，这些蓝筹股被普遍认为在长期中是高成长性的股票，所以无论在任何时期，无论在任何价位买入这些股票，都被认为是明智的做法。有人这样描述华尔街当时的机构投资者的状态：

“买了蓝筹股，投资者大可以一边打着高尔夫球，一边等着实现长期回报。”^①

这些在 20 世纪 70 年代被追捧的股票主要包括 IBM、施乐、雅芳、柯达、麦当劳、宝丽来、迪斯尼等至今仍鼎鼎有名的四十多支大公司股票，即当时最为时髦的“漂亮 50”。在 60 年代，这些股票曾因为保守的表现而被大多数的投资者所忽略，仅仅过了几年之后，它们又重新成为了股市中被追逐的焦点。因为太“热门”，所以购买这些股票就成了投资者的“一锤子”买卖，“看好就买，不再犹豫”成了当时投资者最真实的写照。正是因为有大量的机构投资者和普通投资者的大规模追逐，这些股票的价格以不同于以往的、令人难以置信的速度增长着。例如，以电子产品著称的索尼公司股票，在通常情况下只有二三十倍的市盈率，但是在 1972 年竟然达到了创纪录的 92 倍市盈率。与此同时，在宝丽来、麦当劳、迪斯尼等数家大型企业的股票上也发生着同样的事情。当时，这近 50 支蓝筹股的平均市盈率为 42.7 倍，是市场平均值的两倍还多。更为令人津津乐道的故事是，以时尚产品为主的雅芳公司的股票市值竟然超过了当时美国的所有钢铁公司的市场价值。

① [美] 马尔基尔著，张伟译：《漫步华尔街》[M]，北京：机械工业出版社，2008。

“漂亮 50”的行情后期，由于股市投资者的过度追逐，慢慢演变成了一种新的“概念”行情，人们极力想要避开的情况在大多数人的“逃避”之中又自己回来了。就像上文所说的类似于索尼、迪斯尼、麦当劳那样的大型企业，其成长是持续稳定的，几乎不可能支撑八九十倍的市盈率，但是由于众多的投资者、大量的资金追逐着这些相对而言较少的股票，所以必然引起股票价格的上升，但这时股票价格的上升其实是一种虚高。

这一轮蓝筹股的投资热潮在 1972 年达到高潮，特别是在 70 年代美国股市有所衰退、其他股票都开始走低的时候，这些蓝筹股“一路高歌”、向上疯涨的形势尤为引人注目。当时《福布斯》杂志曾有这样的评价：“什么支持了‘漂亮 50’的高涨？是流行的错觉和公众的错觉！”一针见血地指出了当时的问题所在。

然而，“乐极生悲”似乎是股市中亘古不变的真理，“漂亮 50”也不能逃脱。在经过了 1972 的高峰期后，蓝筹股价格开始直线下降，索尼等企业的市盈率曾一度降到十几倍，不足最高时的四分之一。蓝筹股的狂跌又引起了市场中新一轮的大跌。1972 年，标准普尔指数还有近 20% 的上涨率，但是仅仅 1973 年就下跌了近 15%，而到 1974 年竟有 26% 的跌幅。1973 年到 1974 年纽约股市的崩盘，直接导致了近一半财富的蒸发，市场此后步入了长达 10 年的大熊市，被认为是美国股市继 1929 年股市崩盘之后时间最长、影响最大的一次熊市，也被戏称为“熊市之母”。有人对此期间的相关数据做过统计，认为以当时最高点的市值计算，经过 70 年代熊市的大跌之后，持有蓝筹股的投资人至少要经过 12 年才能将损失的财富赚回来。

对稳妥的蓝筹股投资最终并没有获得稳妥的回报，问题不在于股票本身，而是投资者在后期对股票的理性分析不足。“漂亮 50”只是股票市场的一部分，但是却吸引了几乎股票市场上全部资金的追逐，没有足够市场分析的投资必然会遭到市场的惩罚。以致后来的人们是这样描述“漂亮

50”的概念的：“‘漂亮 50’是指 1973—1974 年熊市来临之前广受欢迎的近 50 支蓝筹股，但是它们是如此地受到追捧以至于其股价一度高到了荒谬的程度。”

养老基金冲击了股票市场

假若你是 20 世纪美国股市的一名普通投资者，你会慢慢发现，自己是华尔街股票“零和”游戏中的一条“小鱼”，而在你的身边，有各种各样的“大鱼”：保险公司、养老基金、共同基金等等。这些机构投资者在华尔街的历史上扮演着极为重要的角色，构成华尔街这部商业大片中最精彩的部分。所以，下面的这一部分将向您讲述关于养老基金的来龙去脉和它在股票市场上不容忽视的作用。

养老基金与我们平时所说的养老金并不是一个概念，养老金指的是退休人员所领取的生活费，就像现在我国离退休人员每月领到的生活费，是属于社会保险中的养老保险制度。养老基金实际上是在西方社会特别是欧美国家极为盛行的私人养老制度的产物，它在本质上属于一种非正式的养老金制度，但是由于美国的养老保险覆盖面广、标准较低，所以这种非正式的养老金制度作为一种重要的补充手段得以流行于美国社会。据调查，在美国，养老保险制度覆盖了 96% 的雇员，但是其提供的养老金却仅为社会平均工资的 44%，远远低于发达国家的平均水平，甚至低于一些发展中国家的水平。就现今的美国社会而言，美国的养老保险制度采取的是随收即付的财务制度，但是在收取的时候，会衡量支出情况而保证社会保险基金略有结余。这些社会保险基金按照美国的法律是不允许投入股市的，而只能由独立于政府的信托基金管理并购买国债，所以这笔基金几乎对资本的形成没有直接的作用。

而养老基金是以如下的方式来运行的：相关机构发行基金股份，规定

多少美元一股，或者是发行某种凭证，凭借着这种凭证，持证人可以按照某种方式获得利润，以此方式来获得社会上私人养老保险的大部分资金，然后将这些资金委托给专业的管理机构投资于实业、证券或其他方面。因此，这些投资机构往往面临着使这些基金保值增值的压力，只有当这些基金有实际的收益时才会有更多的资金注入。也就是说，养老基金与其他共同基金相似，必须是以获利为前提的。

美国养老基金主要有三大来源。

一是雇主既定收益计划。它是指在公司收益中，雇主必须向退休者支付一定水平的退休金，所以，一般来说，雇主会在信托基金中建立一个基金项目，以赚取收入并支付未来的退休金。美国的《雇员退休收益保障法》明确规定：养老基金必须由专业的托管机构实施严格的托管，并鼓励将养老基金用于多样化经营中。经营养老基金的机构投资者必须以资产的保值增值为首要目标，因为提供基金来源的雇主公司虽然不能对基金进行直接的管理，但是它们享有对委托的机构投资者“用脚投票”的权利，也就是说，委托的机构投资者若是不能保证基金的必要收益率，那么雇主公司有权停止对该基金的投资或更换委托投资者，这就对受委托的机构投资者产生了投资收益压力，他们必须经过慎重考虑之后才能决策，而且要为决策提供必要的解释。这同时也提高了养老金的安全系数。

二是雇主雇员既定贡献计划。它是指养老基金中的本金由雇主、雇员按照固定的比例缴纳，然后由专业的机构投资者进行管理的一种养老基金形式。在这其中，最为有名的是颇受欢迎的“401K 计划”。“401K”这个词来源于美国 20 世纪 80 年代的税法修改和相关免税条款的出台，当时新颁布的《国内税收法案》第 401K 节规定：雇员可以将其一部分税前工资存到一个储蓄计划中，这部分储蓄可累计至退休后使用。这种延期付税的雇员储蓄计划受到越来越多的人的推崇，慢慢地演变成一种新的养老金计

划，并发展成为确定型缴费计划的主要形式。到 20 世纪 90 年代，“401K 计划”的资产规模较之 80 年代翻了两番，在养老基金中占有相当大的比例。到 20 世纪末，参加“401K 计划”的美国人超过了 4000 万，共积累养老基金 1.7 万亿美元。同时，在它良好的示范作用下，与之相类似的其他部门的养老计划也有所发展，比如为地方政府雇员建立的“457 计划”，为事业性单位雇员建立的“403B 计划”等。

三是公共雇员的养老基金。这些养老基金主要是为地方政府雇员或事业单位雇员所设立的。这些基金虽然在总养老基金中所占的绝对比例不是很大，但是近年来其发展势头良好，增长迅速。其中最有名的是加利福尼亚州的公共雇员退休基金系统。该退休基金由其投资委员会（专业投资机构）进行全权管理。这个由政府提供的“准官方”养老基金实际上是私人基金的性质，但是加利福尼亚州的相关法律明确规定了基金投资可以接受的风险水平，并明确了其目的是在多样化的投资前提下，为其成员谋取长期的经济利益，同时不为其他的政策目标和利益集团所干扰。

该类养老金的来源较为稳定，特别是雇主与雇员的既定贡献养老基金计划催生了美国现代化的养老基金制度，使得养老基金每年都会有固定数量的资金投入。这些固定的现金流入使得养老基金的资金预算较为容易，与其他形式的共同基金相比，其投资策略更容易制定。同时，养老基金有长达几十年的“存储期”。这些特点使得养老基金成为了最适合于长期理性投资的一种投资形式，其资产从 20 世纪 50 年代的 140 亿美元，迅速扩展到 20 世纪末的近 9 万亿美元，其资产总额已经超过了美国 GDP 的年均值。因此，这些数额巨大的资产的投向就成了影响国民经济的一个重大的问题，如何实现资产的保值增值就成了雇员雇主的机构投资者共同关心的问题。

总地看来，美国养老基金的投资去向主要分为两个大的阶段。

第一个阶段是 20 世纪 50 年代至 20 世纪 70 年代，当时的经济大环境主

要处于二战之后经济的高速发展时期，由于普遍的高效益使得养老基金的资金筹集相对较为容易，且此时期的养老基金处于发展的初期，主要强调的是基金的安全性，所以养老基金主要用于购买美国国债或存入银行“吃”利息。由于养老基金的初始规模不大，经营管理水平不高，再加上其所处的上升的经济环境，所以此时对管理者的增值压力不大。

第二个阶段是 20 世纪 80 年代至今，美国经济虽然基数很大，但是其增长速度开始出现了明显放缓的迹象，因此养老基金的资金来源也受到一定的限制。同时，经过了初期的建设，美国养老基金的运营也步入其成熟化的阶段，风险的可承受性增加、运营观念的变革和市场化操作手段的提升使得养老基金的投向突破了原有的束缚，逐渐倾向于高风险高收益的资本市场。所以，从实质上来说，美国养老基金市场化的初始目标是实现其增值保值的目的，以确保未来退休人员的生活质量，但是在后来的股市中，养老基金的作用已远大于此。

20 世纪 80 年代养老基金进入美国股市以后，机构投资者的规模呈直线式上升，其在股市中的控股比例高达 34%，而到了 90 年代则又升至 48%，几乎掌握了股市中一半的财富。其中，养老基金的地位尤为引人注目。养老基金在整个机构投资者中所占的比例近 50%，其投资在股市中的资产占总市值的 20% 以上，成为美国股市中当之无愧的第一大机构投资者。据有关数据统计，20 世纪 90 年代初，美国养老基金投资于股市的总市值为 8682 亿美元；而到 90 年代末，其在股市中的资产规模就迅速增加到 2 万多亿美元，在仅仅十年的时间内价值增长了 2 倍多。如此巨大规模的资金投入到股市中，不可能不产生震动性的影响。

资金规模巨大的养老基金对股市的影响与普通个体投资者的影响方式差别很大。对于普通投资者来说，他们是采用“用脚投票”的方式：如果企业经营不善导致股票不再值得持有，那么该投资者将会抛售股票，当市

场中的大量投资者都因为企业业绩不佳而选择抛售时，公司股票的价格将下跌，企业这时就容易成为被收购兼并的对象。因此，个体投资者的投资选择给了上市公司提高生产管理能力、增加企业价值的潜在压力。在这样的条件下，公司与股市之间形成了一种良性的循环。

而对于资产数额庞大的养老基金来说，他们若大量地持有某支股票，则很难在不影响股票价格的条件下顺利地将股票抛售出去。因此，养老基金大多数时候对于股市的影响建立在更强的控制权之上。例如，某些养老基金的投资者对某一公司股票的持股比例达到一定程度以后，会掌握公司的部分治理权，从而向董事会施压，迫使其对经营不善的公司的经营战略和关键人员做出重新安排。在 20 世纪，养老基金曾迫使通用电气公司、柯达公司等大型上市公司更换其不称职的高级管理人员，可见其在股市中的影响力已不再是买卖股票所带来的股价升降这个较浅的层次，而是深入到上市公司内部管理的根本层面了。

前文所提到的加利福尼亚公共雇员退休基金，控制着价值约为 4950 亿美元的公司股票，相当于全部上市公司股票价值的 8.4%，是全美最大的机构投资人之一，对金融市场和证券市场能够产生明显的影响。该基金每年都发布业绩差的公司名单，强迫有关公司改组董事会或撤换经理人员。由此可以看出养老基金在上市公司业绩改进方面所产生的重大作用。

此外，养老基金具有资金来源的长期性和稳定性的特质，而且其资本转换的速率快、质量高，这使得它为股市提供了企业发展所需的优质资金，带动了资本市场的繁荣。从另一个方面来说，资本市场的良性发展需要市场参与者对市场有足够的信心，而养老基金这种优质资金在一定程度上是提高投资者信心的必要保证，也是推动企业投资行为的动力之一。这种促进作用表现在股市上，就是股市的进一步繁荣。20 世纪 90 年代，美国的纳斯达克股指上扬了 1180%，养老基金的促进作用功不可没。

快速变化的电脑、电信技术和不变的人性

中国有句古话叫做“吃一堑，长一智”，但是这句话用在人性贪婪的本质，似乎并不那么奏效。20 世纪五六十年代对概念股、电子股、并购股的疯狂追求，70 年代对“漂亮 50”看似理智实则疯狂的追逐，80 年代对生物技术股的过度迷信，本质上来说都是由于人本性上的贪婪所导致的，而当 90 年代 IT 热潮遍布全球的时候，这种不可抵抗的人性的弱点又一步步显现出来。

20 世纪 90 年代后期，随着计算机技术、网络技术的飞速发展，互联网逐渐成为了人们生活中不可或缺的一种工具。在互联网刚刚出现之时，其作用被无限地夸大，以至被鼓吹到只要有了互联网就没有办不到的事情。当时舆论媒体讨论最多的就是互联网无所不能的功能，按照他们的说法，只要有了网络，人们就可以不再出门，完全无纸化地远程办公，所有食品及各种生活用品送货到门，交流不再需要见面，不再需要移动电话而只需要通过互联网免费地视频沟通，连旅游等休闲项目都不必本人亲自去而只需在网络中免费享受等等。也许是现实的生活太过繁忙劳累、枯燥无味，而描述的前景又太过完美、太具有吸引力，所有的人都相信互联网行业所具有的潜在价值是无限的，其带来的巨大效应足以改变整个世界，甚至有人将它描述为“永远增长”的行业。

的确，自 90 年代后期开始，美国互联网用户的数量以每年近两倍的速度增长着。巨大的市场潜力与较低的市场进入门槛，吸引了众多的资金投入其中，尤其是相似产业中的很多中小公司将资金和技术投入转到了利润率较高的互联网，使得该行业本已激烈的竞争更加残酷。那时，像雅虎、谷歌、亚马逊书店这种以互联网为依托的大型企业，在网络热潮中成为了行业中的“领头羊”，其股价在一年之内翻了近 10 倍。如此高的收益率吸

引了大多数投资者的眼球，在这些事实面前，人们越来越相信，网络必将有非常大的发展潜力，而且其发展将成为新一轮经济快速增长的最大动力。在这些观念的指引下，在抢占大公司的股票不成的情况下，投资者转而盯上了与互联网有关的其他中小企业。巨大的需求与刚刚开始兴起的网络股的供应量显然不在一个水平上，供需极不均衡必然要引起股票价格的大幅上升。前文提到的互联网几支大盘股股价的狂涨就是其中的例子之一。

在当时，美国还有一个极为有名的互联网公司的案例，显示了当时网络股的火爆程度，以及投资者为互联网行业所设计的宏伟、壮观的“空中楼阁”。

Netcom 公司是 20 世纪 90 年代中期上市的第一家中小型互联网公司，以提供互联网服务作为其公司的主要业务。1996 年，其网络用户就达到了 50 万人，成为当时美国最大的互联网提供商。

Netcom 公司在最初上市时经营的主要业务是提供一种“人人可得”的超低价服务，即用户只要每月交付 19.95 美元的费用，就可以无限量地享受其提供的所有网络服务。公司的高层对他们这种服务的收益情况是这样解释的：由于他们的超低价可以吸引大量的顾客，在规模经济下，分摊到每位顾客头上的成本就少之又少，所以即使在如此低的服务费下，公司还是有很大的利润可赚的。看似正确的结论让所有的投资者信服，即使在最初上市时该公司还未盈利的情况下，投资者还是普遍认为，该企业作为互联网行业的先锋，必将产生非同一般的业绩。在这种理念的支持下，不到一年的时间，该公司的股票从 16 美元上涨到 90 美元，上涨了近 5 倍！其总市值也超过了 10 亿美元。但是，与当时提供综合互联网服务的其他公司相比，该公司的服务存在着其致命的弱点。比如现在规模依然庞大的美国电话电报公司，他们借助于本身大规模的网络化服务设备和巨大的营销市场，可以为顾客提供包括互联网服务、电话等在内的一揽子服务，而且

可以为顾客提供综合账单，使人们的生活更为便利。而与此相比，Netcom 公司所提供的服务就单调得多，而且作为新公司，其初始成本必然相对较高，加之行业间的竞争压力，使得其潜在利润率不断下降。而且，Netcom 公司在涉及其服务理念时触及了经济学中的一个禁忌，这就是提供服务的边际成本绝不能为零，否则会出现搭便车的现象而最终导致使用的无效率。具体到该公司就是，因为人们更多使用互联网的服务不会再额外付费，所以导致人们无限度地使用该服务，而当这种过度服务到达一定程度时，拥挤的客户使用的数据流量就会挤爆系统，最终导致网络的彻底崩溃。

开始时 Netcom 公司的首席执行官开玩笑说，在这样低廉的价格下，即使客户们享受不到互联网服务，他们也还可以享受公司提供的观看电视剧的服务。但是事情绝没有他描述的那么简单，由于公司系统的承载能力有限，他们不可能在短时间内改变这一限制，所以他们不得不放弃低价位竞争的策略，转而将重点放在了互联网的商业性服务商上。但是一直以来的经营方式和内容就决定了其不可能在该领域中有较大的发展。自公司成立上市起，其业绩就几乎一直处于亏损状态，而其业绩的直线下降最终引起了人们的怀疑，股价开始迅速下跌，在不到半年的时间降到了 8 美元的历史最低点。后来，该公司被一家电话公司以每股 23 美元的价格收购，使这起互联网的闹剧落下帷幕。^①

站在今天回顾历史，我们作为一个“局外者”，很容易看到那时股市中网络股所潜藏的与之前相似的泡沫成分，但是身处于当时“局中”的投资者，因为太相信无所不能的网络了，以至于又在新一轮技术的“迷信”中丧失了理智。这时的投资者再一次抛弃了理性的投资理念，市盈率已没人

^① 上述案例引自 [美] 马尔基尔著，张伟译：《漫步华尔街》[M]。北京：机械工业出版社，2008。

去计算和关注，各种常用的技术分析也被抛于脑后，投资者想做的只是建造一座关于互联网的豪华大厦，而这座大厦的地基是否稳固，甚至有没有地基都已经不再是人们关注的重点。人性的贪婪又一次在股市中显露无遗，人们认为只要大家都相信是真的，股票的价格就会涨，就会有利可图。在这样的环境中，似曾相识的一幕又开始在股市中演绎。

20 世纪 90 年代，纽约股市中的荒谬故事与五六十年代的电子狂潮如出一辙，但是“聪明非凡”的投资者还是在老地方摔了跟头，而且比起原来有过之而无不及。

90 年代末期有一家 CD 公司，它通过在晚间电视节目中公布免费的求购电话号码来出售怀旧的流行音乐光盘。虽然说公司的业绩不是特别突出，但是它特殊的营销方式还是受到了美国大众的首肯，公司顺利上市，发行价约为每股 2 美元。在随后刮起的网络热潮中，它突然宣布将通过互联网这种最时尚的方式来销售光盘。只是这一点小小的包装就“迷惑了世人的眼睛”，该公司的股价一下上涨到每股 40 美元，其市场总价值一下就涨到了 2.5 亿美元。而更令人瞠目的是，该股票每天的成交量竟然是其普通股流通总量的数倍，而且曾经在一个星期内，股票转手了 30 多次，可见其抢手程度。

但是，好景不长，互联网的销售方式并没有像人们预期的那样带动公司业绩火箭般地上升。1998 年，该公司股价跌回了每股 10 美元左右的正常值。

同样的事情还发生在一家叫做“网络音像”的公司，其实这家公司做的是几乎被当时做烂了的项目：在网络上播放各电台和电视台的节目，从中收取费用。按照当时互联网发展的程度，这项技术的成本相对较高，加上大量的公司之间的竞争，该项目的盈利空间几乎为零。在不合时宜的运作下，公司曾一度处于亏损状态。1998 年上半年，公司高层做出了一个重

要决定，以“广播.com”的名称上市并发行股票，由摩根士丹利公司做主承销商。在这样大张旗鼓的高姿态上市的背景下，首发日当天，公司股价就从 18 美元蹿升至每股 74 美元，成为了当时股市上最为抢眼的明星之一，而其业绩却没有任何质的上升。但是，当时被股价所迷惑的投资者根本不去在意公司的真实价值，而只是一味地追求其短暂的股价暴涨。更为荒谬的是，这样没有实际业绩支撑的公司，在次年年初时，股价竟然升到了 300 美元以上的天价。

这样的关于网络股价格的荒谬故事比比皆是，60 年代的狂潮历史再次上演。但是对于网络这种本身价值就难以准确衡量的虚拟产品来说，股市对其评价在多大程度上是合理的最难以认定，再加上由于人们的盲目崇拜所造成的股市心理泡沫混杂其中，就更难以让人分辨其真真假假。所以，在一定程度上，20 世纪 90 年代的股市网络泡沫比以往的情况更加难以把握，产生的负面影响也大得多。

当 21 世纪初越吹越大的网络经济泡沫被挤破以后，网络股也被打入冷宫，伴随着的还有疯狂的投资者瞬间蒸发的巨额资产和投资者理性的再次回归。但是，与以往的股市狂潮不同的是，在 20 世纪 90 年代的网络狂潮中，的确产生了一些互联网企业最终的赢家，他们如今依旧在美国股市中呼风唤雨。

巴菲特是怎样成就的

《福布斯》杂志公布的 2008 年度全球富豪榜的情况如下所示。

1. 沃伦·巴菲特 美国 77 岁 620 亿美元
2. 卡洛斯－斯利姆·赫鲁家族 墨西哥 68 岁 600 亿美元
3. 比尔·盖茨 美国 52 岁 580 亿美元

沃伦·巴菲特这个名字用家喻户晓来形容一点都不为过。很多人很好奇巴菲特这个股市中的“神”有着怎样的神力，才能在动荡的股市中所向披靡、无往不利。巴菲特却说：“我之所以成为世界首富是因为我花得少。”

巴菲特自己也说他“爱钱”。1930年，巴菲特出生于美国的奥马哈市，从小就表现出了对数字和“钱”非同一般的天分。5岁的时候他家门口就摆着一个小架子，上面摆着各式各样花里胡哨、口味众多的口香糖，一个瘦瘦矮矮的小男孩坐在凳子上，向来回路过他家门口的人们做着他的生意。这就是巴菲特的第一笔投资。上学的时候，他带着大伙儿到高尔夫球场边捡球，然后毫无成本地转手倒卖，由此他成为了小伙伴中的大款。中学时，他发现弹子机很火，可是作为一个孩子，他没有足够的资金开设自己的游戏机店。这时，他突发奇想，把游戏机租给理发店的老板，于是又火了一把。

11岁时，他买了生平的第一支股票；17岁时，凭借着过人的天分，巴菲特进入了宾夕法尼亚大学学习金融和管理专业。但是，不安分的他不到两年就厌倦了教授们所讲授的“空理论”，然后毅然退学。转年他又考入哥伦比亚大学的金融学专业，在这里他遇到了对他有着知遇之恩的格雷厄姆。格雷厄姆的投资思想在巴菲特这里又得到了新的升华。格雷厄姆反对短期投机，主张通过分析企业的资产、盈利状况来评价股票。巴菲特在继承老师的理念的基础上，对股市投资有着自己的新见解。他认为股票的本质是一种价值投资，想要把这种投资做好并不难，只要做到三点：（1）把股票看做像实物资产一样的微型的商业单元；（2）像对待你的朋友那样去看待股市的波动；（3）在低价位上购买股票。其实，做到这三点并不难，任何一个稍懂股票的人都能明白其中的道理，但是能那样坚持下去的人恐怕全世界只有巴菲特一个。所以，世界上只成就了一个“股神”。

20 岁的时候，巴菲特申请进入哈佛大学被拒之门外，而几十年后，哈佛大学邀请巴菲特去做讲座。巴菲特的投资哲学其实很简答，简单到很多人都不认为这是真理。巴菲特认为投资最根本的事情不是看明天赚了多少钱，而是去找寻可以赚钱的工具——一家值得投资的公司。巴菲特判断一家好公司的标准也很简单：“那些业务清晰易懂，业绩持续优秀并且由一批能力非凡、能够为股东利益着想的管理层经营的大公司就是好公司。”业务清晰看企业的管理能力，业绩看企业的财务报表，为股东利益着想只需要看股东权益报酬率、账面价值增长率。由此，巴菲特给自己设定了 8 个投资企业的最简单的标准：^①

1. 消费性的垄断企业；
2. 传统产品，简单、易了解、前景看好；
3. 公司有稳定的经营史；
4. 经营者理性、忠诚，始终以股东利益为先；
5. 财务稳健；
6. 经营效率高、收益好；
7. 资本支出少、自由现金流量充裕；
8. 股票价格合理。

在巴菲特的成功特质中，最显著的一点就是他不贪婪。巴菲特像他的导师（格雷厄姆）一样，只在自己熟悉的领域内、对自己熟悉的股票“下手”。

20 世纪 90 年代，高科技网络股在股市高速起飞的时候，巴菲特像透明人一样不为所动，他说自己不懂高科技股，没法投资。

一年后，高科技网络股创造的传奇席卷了大多数“时尚人群”的全部

^① 引自 <http://hi.baidu.com/richen06/blog/item/bd6165d9cfc6622c11df9ba2.html>

家当。巴菲特对自己最著名的一段描述是这样的：“我买完一支股票，就假设次日股市关闭或者在五年之内股市不再开放。”但是，不关注股票并不代表不关注股票背后的公司，初始的权益报酬率、营运毛利、负债水准、资本支出、现金流量都是巴菲特每年必须要检查的项目之一。

任何看到股市的短暂波动就开始心动的做法，在巴菲特看来都无异于赌博。他说：“短期股市的预测是毒药，应该把它摆在最安全的地方，远离儿童以及那些在股市中的行为像小孩般幼稚的投资人。”

在 20 世纪 50 年代的美国股市牛市中，巴菲特的个人资产由 30 万涨到 400 万。1966 年，当整个美国都在为股市的疯涨而疯狂的时候，巴菲特却失望之极。因为在隐藏着巨大泡沫的股市中，他再也找不到符合他标准的潜力股了。因此，与其他疯狂的投资者不同的是，他抛掉了手中所有的股票。这时候，他手中的财富涨到了 2500 万美元。

1969 年，股市新一轮的股灾爆发，所有的股票都大跌。整个美国的经济又开始陷入低迷期，而巴菲特的眼睛又开始冒光，在股市的低谷中，他又发现了大量的“黄金股”。由于这一时期美国的电子通信技术还不是特别的发达，巴菲特认为，作为信息传播的咽喉，报刊业的发展将会有前所未有的突破。在股票最低潮的时期，巴菲特大量收购了《波士顿环球》和《华盛顿邮报》的股票。到 1980 年初，这两支股票就上涨了 10 倍，巴菲特投入的 1000 万美元变成了一个亿。1980 年，巴菲特用当时最流行的财务分析方法计算出可口可乐的公司价值被严重低估了，它的股票价格至少还有 2 倍的上涨空间。巴菲特用他所有的资产——1.2 亿美元，买下了可口可乐 7% 的股份。五年之后，巴菲特的“豪赌”赢得了辉煌的收获，可口可乐的股价翻了 5 倍，巴菲特一举成名。

1994 年，伯克希尔·哈撒韦工业帝国已变成巴菲特庞大的投资金融集团。20 世纪 60 年代，华尔街股票的平均收益率是 10% 左右，而巴菲特的

股票平均每年增值 26.77%，高出股市平均值 17 个百分点。

21 世纪的最初几年，对巴菲特来说是个并不有利的开端，2000 年 3 月 11 日，巴菲特在伯克希尔·哈撒韦公司的网站上公开了当年的年度公司业绩。财务数据显示，该公司的纯收益从 28 亿美元下降到 15 亿美元，股价也下跌了 20%。然而在 2006 年，巴菲特做了有史以来最大胆、最具规模的一次海外投资。在中东地区不稳定的政治局势下，中东的外商投资陷入了一片空白，但是中东地区所蕴藏的巨大市场是相当值得开发的一块宝地。

2006 年 5 月，以色列国内开始陆续有消息传出，巴菲特旗下的伯克希尔·哈撒韦公司计划要在以色列收购几家公司。以色列的媒体开始大量报道有关股神的传奇历史。以色列国内的投资形势急剧好转。9 月，巴菲特亲自前往以色列考查当地的市场，此举在以色列引起了一系列的轰动效应。甚至，以色列的总理都为巴菲特的此行发表讲话。在这样的背景下，巴菲特斥资 40 亿美元购买了以色列伊斯卡尔金属制品公司 80% 的股票。这是以色列历史上最大的一笔海外投资，也是巴菲特在海外进行的最大规模投资。巴菲特的这次投资也在中东地区引起了相当大的轰动，国际经济专业分析人士开始关注以色列的经济潜能。据统计，自 2006 年以后，以色列的经济以每年 5% 以上的速度增长着。巴菲特的投资收益也正在向着他预测的方向发展着。

当华盛顿大学的学生问到巴菲特为什么能够在股市中长盛不衰的原因时，巴菲特的答案只有两个字：习惯。

把鸡蛋放在一个篮子里

当你第一次接触到风险这个词的时候，恐怕你听得最多的一个比喻是“不要把鸡蛋放在一个篮子里”。在投资组合理论中，科学适当的资产组合可以有效降低风险。这是放之四海而皆准的原则。但是对于巴菲特来说，不熟的股票不做，没有研究透的股票不做，而人的精力总是有限的，巴菲

特不可能对过多的股票都有很深的研究。所以他选择了只“投资”于自己最熟悉的股票，并且几乎是全仓持有。

投资不同于投机，若是后者当然是股票的种类越多越好。对巴菲特来说，投资是一种艺术，但更是一门科学。

只做自己熟悉的和做得了的事

巴菲特的每一句简短的话都可以让人思考许久：“我工作时不思考其他任何东西。我并不试图超过七英尺高的栏杆，我到处找的是我能跨过的一英尺高的栏杆。”巴菲特形容自己是个绝对的、彻底的现实主义者，只对现实感兴趣，从不抱任何幻想，尤其是对自己，特别是对股票。

正是巴菲特的现实主义让他在面对虚无的诱惑时不为所动，也逃过了贪心的惩罚。很多人说，巴菲特不是不贪，而是大贪，是贪到一定境界的一种升华。

细细品来，每一个经济大家都是哲学家也是艺术家。他们让世界用数字信服着他们的哲学和他们的艺术造诣。

附

美国证券交易委员会简介

美国证券交易委员会 the U. S. Securities and Exchange Commission，缩写为：SEC。

20 世纪 20 年代，由于证券市场上的公司通过不公开向投资者提供相关信息的手段来获得巨额利益，由此导致了美国 1929 年 10 月的股市崩盘，投资者的利益遭到巨大损失。于是美国国会分别通过了 1933 年证券法（the Securities Act of 1933）和 1934 年证券交易法（the Securities Exchange Act of

1934)，确认在证券交易中要公允地公开企业状况、证券情况等，以投资者利益为首要考虑因素。根据《1934 年证券交易法》于当年成立的美国联邦政府证券交易委员会，旨在监督证券法规的实施。当时的美国总统富兰克林·罗斯福（Franklin D. Roosevelt）任命约瑟夫·肯尼迪为首任证券交易委员会主席。证券交易委员会的总部设在华盛顿特区，拥有 5 名由总统提名、国会通过的委员，4 个部，18 个办公室，有职员 3100 多人。另外全国还有 11 个分支机构。

为了保证交易委员会的独立性，委员会成员不得有三人以上来自同一政党。美国证券交易委员会的管理条例旨在加强信息的充分披露，保护市场上公众投资利益不被玩忽职守和虚假信息所损害。美国所有的证券发行无论以何种形式出现都必须在委员会注册；所有证券交易所都在委员会监管之下；所有投资公司、投资顾问、柜台交易经纪人、做市商及所有在投资领域里从事经营的机构和个人都必须接受委员会监督管理。

牛市与熊市的由来和历史

牛市，也称多头市场，指证券市场行情普遍看涨，延续时间较长的大升市。此处的证券市场，泛指常见的股票、债券、期货、选择权、外汇、可转让定存单、衍生性金融商品及其他各种证券。

熊市，也称跌市、淡市、空头市场、卖空市场等，指行情不景气并且延续时间较长的下跌市场，通常当市场跌幅在 20% 以上时为熊市。

“牛”和“熊”这两个名词最早出自 1785 年英国的一本叫做《小街交易所指引》的书中。这里的“小街”指当时的伦敦证券交易场所。但是，当时书中的“牛”、“熊”的意义跟现在不同。

荷兰的郁金香交易所，早在 17 世纪中叶就已经发明了保证金制度，但

是1785年的伦敦，买股票似乎仍不用缴纳保证金，“牛”可以身无分文就买进股票，希望在必须缴款前卖出获利。根据当时的作法，一个人即使全部财产不到10英镑，也可以在伦敦的证券交易所大笔买入股票。例如，这个人可以在3月时购买价值4万英镑、在5月交割股款的股票，融资倍数高达四五千倍。这个人在结算前，可以想尽办法，把自己买进的股票卖出去，解脱肩上超级沉重的负担。如果整个市场牛群聚集，他就找不到接手的人，就会遭到重大亏损，因此在付款之前，他必须跑遍整个交易所，从一家号子逛到另一家号子，找人接手，他心中充满希望和恐惧，表情阴晴不定，情绪低落，满脸不高兴，脾气不好，跟牛的行为差不多，因此这种交易人被称为“牛”。

而“熊”是指实际放空的人，也就是卖出一批股票或公债，同意在未来的某一个时间交出他实际上没有的东西，因此他不断地要找人，希望低价买进他未来必须交出来的证券，因此对所有不幸的新闻、坏消息、能够压低证券价格的谣言等等，他都会很高兴，十足表现出幸灾乐祸的样子。

因此，当时要分辨“牛”和“熊”很容易。表情沉重、忧郁的人一定是“牛”；不断东张西望，而拿坏消息吓人的人一定是“熊”。“牛”希望股价上涨，“熊”希望股价下跌。后来的人因此把上涨的股市叫做牛市，下跌的股市叫做熊市。

第4章

烽烟四起：

20世纪90年代

墨西哥：冰冻三尺，非一日之寒

在经历了 20 世纪 80 年代的债务危机后，墨西哥逐渐活跃，并随着其自身经济实力的不断发展壮大，打算在拉丁美洲的舞台上大展身手。但是“福兮，祸之所倚”，由于实行了不恰当的经济政策，导致其货币——墨西哥比索被严重高估，高估的货币成为墨西哥 1994 年 12 月—1995 年 2 月金融危机的导火索。

在 1993 年之前，墨西哥国内的通货膨胀非常严重，通货膨胀率已经高达三位数。为了彻底解决通货膨胀，墨西哥政府决定推出新的币制。

当时的政策是这样的，推出新币制之前，比索与美元比率是 1：3000，把旧币去掉两个零，比索与美元的比率就变成了 1：30。但是外界普遍认为，比索的这个新的比价被高估了，不符合墨西哥当时的经济发展，墨西哥的这种新币制的推出过于激进，相当于一口吃了个胖子。墨西哥政府把外界的舆论当做耳边风，没有听从经济学家的建议，没有进行进一步的调整。

冰冻三尺，非一日之寒

墨西哥金融危机全面爆发的深层次原因就是货币的币值。从 1991 年开始，在外汇市场上，比索面临巨大的贬值压力。好在墨西哥政府暂时有效扭转了贬值的趋势，总算是有惊无险。而 1994 年可谓墨西哥的多事之秋，这时的比索就没有这么幸运了。从 1994 年年初开始，比索就面临新一轮的贬值压力。刚开始，比索的稳定主要是靠政府的外汇储备勉强支撑。随着贬值压力的加大，外汇储备“弹尽粮绝”，国库亏空；同时，国际市场上美

联储从 1994 年开始持续加息，引发全球加息热潮，墨西哥国内的资本都急于逃出这片是非之地，给自己找个更好的归宿；国内的政治局面也赶来凑热闹，不断有暴乱和武装暴动发生。此时的墨西哥政府可谓内忧外患，金融危机一触即发。

噩梦终于拉开了序幕

1994 年年末，墨西哥人正在为迎接圣诞节狂欢，墨西哥政府突然宣布比索贬值 15%，消息是深夜发布的，浇醒了无数狂欢中的人们。这一幅度远远超出了投资者的预期，犹如向外汇市场上抛出的一颗定时炸弹，急剧恐慌的投资者脑子里只有一个想法，那就是抓紧把手中的比索——这块烫手的山芋甩出去，越远越好、越快越好。据统计，墨西哥的外汇储备在这一消息宣布的两天之内就蒸发了 40 ~ 50 亿美元。金融危机的爆发终究由预期变成了事实。

比索的贬值直接引发了资金的外逃，进而导致了股市的大跌。12 月 20 日，墨西哥股票价格指数下降了 6.26%；21 日，继续下跌 3%。作为墨西哥的前三大贸易伙伴之一，美国人开始沉不住气了。有经济学家研究表明，墨西哥市场的稳定关系到北美自由贸易区的稳定，如果墨西哥金融危机照这样的恶劣形势任其发展下去，美国在墨西哥的贸易额将下降 100 亿美元。

众所周知，美国人很喜欢用明天的钱满足今天的需求，美国的财政赤字是比较严重的，贸易额的下降无疑会恶化国家的财政赤字。因此，美国当然不会坐视不管，很快就展开了初步的救援计划。12 月 22 日，克林顿政府决定向墨西哥提供 60 亿美元的资金支持，1995 年 1 月 3 日又追加了 90 亿美元。巨额资金的到来并没有使墨西哥国内的情况发生任何根本性的好转。1 月 10 日，墨西哥股市又一路狂跌 11%，后来被人们称为“黑色星期二”。其股票市场在 1994 年 12 月 20 日至 1995 年 1 月 10 日期间，股票价格按照美元市值蒸发了将近 50%。

美国的克林顿政府决定对墨西哥展开深度救援，随即准备向墨西哥再提供 400 亿美元的政府担保贷款，我们知道，美国总统的提议是要拿到国会上讨论的，只有占大多数的议员同意时，决议才能得以实施。克林顿总统没有预料到，他的二次救援计划遭到了国会议员们的强烈反对。无奈之下，为了克服国会的阻力，克林顿政府不得不采取折衷方案，绕过国会直接从国家外汇平准基金（ESF）^① 中提出 200 亿美元，注入墨西哥外汇市场，以挽救一泻千里的比索。

国际货币基金组织也向墨西哥及时伸出了援助之手，同意为墨西哥提供 178 亿美元的贷款；加上国际清算银行和其他国家的支持，墨西哥总共获得了 500 亿美元的国际资本用以稳定金融危机。至此，危机正式宣告结束。

危机过去之后，西方媒体给墨西哥金融危机起了一个很生动的名字，叫“龙舌兰酒效应”。意思是说随着全球一体化的发展，当一个国家或地区发生经济危机时，危机的影响并不会仅仅局限在这个特定的国家或地区，而是会波及它的贸易伙伴国，慢慢地渗透到更多的国家和地区，由一个受害者，变成多个地区跟着遭殃。

墨西哥当时盛产龙舌兰酒，因此财经记者们把墨西哥经济危机对全球经济造成的影响称做“龙舌兰酒效应”。很多年以后，金融学家还是谈“酒”色变，可见危机的恐怖程度。到了后来巴西金融危机的时候，由于巴西的桑巴舞闻名全世界，人们就把它叫做“桑巴舞效应”。阿根廷危机对世界经济的影响则叫做“探戈舞效应”。

根据墨西哥的官方统计，金融危机造成直接经济损失 700 亿美元，占

^① 外汇平准基金（Exchange Stabilization Fund），美国财政部发起的一个可以不通过国会直接获得大量资金的计划，以稳定美国同其他国际货币的汇率。

国内生产总值的 16%，经济也滑落到 6 年前的水平。值得庆幸的是，比索贬值后，价值重新回归到真实水平，币值的稳定使墨西哥经济获得了真正的发展，增强了国内商品在国际上的竞争力，出口额大幅度增加，国家外汇储备连年增加。墨西哥政府实施了一系列的经济改革，金融市场很快稳定下来，走上了健康的发展道路。随着经济的好转，股票市场也从低迷中走了出来，进入了新一轮的大牛市，股票指数持续走高。1996 年，主要股票指数曾连续七天突破历史纪录；1997 年 7 月，连续 44 次刷新历史纪录，并突破 5000 点大关，证券市场上的外资总额达到 534 亿美元，比 1996 年底上升 55.3%。到了 2000 年，股指曾一度突破 8000 点。人们相信在经历了暴风雨洗礼后的墨西哥国民经济将以比往日更加理性和稳健的步伐向前迈进。

墨西哥作为 20 世纪 90 年代的新兴市场，爆发这样大规模的经济危机让很多人难以置信。总结这场金融灾难，我们不难发现，危机的发生绝不是偶然的。当比索的汇价远高于其真实价值的时候，发生贬值是迟早的事情。同时，币值的高估影响了墨西哥产品的出口，体现在贸易额上就是逆差，即出口少，进口多，因此相应地造成外汇储备不足，危机发生时腰包里自然没钱应付。此外，任何一位领导人都不希望自己国家出现贸易赤字，墨西哥政府也不例外。他们依靠引进外资来弥补贸易上的逆差，过早地放松了对资本市场的管制，加快了金融自由化进程，目的就是让国外资金进入墨西哥的道路更加畅通一些。危机警示我们，过早地放松资本管制和放开本国金融市场，对发展中国家来说并不安全，后果甚至可能是灾难性的！

泰国：“坏小子”一发威，东盟小虎成病猫

这场金融危机发展到现在，已经远远超出了大多数人的预期。谁也无

法预料明天又会有哪个国家遭殃，谁也不知道一觉醒来，自己的国家会面临什么样的局面，谁也不知道自己该做些什么，迷惘、惶恐、无助、困惑……充斥着国家和人们心灵的各个角落，每个人也都在心中默默祈祷：让我们静静地等待吧，或许，只有等待，等待时间告诉我们一切，等待时间把这一切抹平。

在东南亚货币危机之前，泰国有“亚洲小虎”的美称。在 1985 年至 1995 年近 10 年的时间里，泰国的 GDP 保持着 8% ~ 9% 的高增长率，个别年份曾达到 10%。作为一个新兴的经济体，全球经济增长的新的引擎，它自然吸引着全世界资本的目光。

有一句话是这么来描述游资的，它们“要么锦上添花，要么落井下石，而不会雪中送炭”。的确是这样，资本的本性就在于追逐利润的最大化，哪里有利润就往哪里跑，当他们盯上了泰国时，大量的国际资本（尤其是日元）流入泰国。此时的泰国人正满怀雄心壮志地致力于进一步加快经济增长，增加国内居民人均收入，加快金融市场的开放程度和对外开放的进程。问题恰恰就出在金融市场过早地对外开放上面，泰国政府从 20 世纪 90 年代开始逐步开放了资本市场，这样来自全世界各个国家和地区的“热钱”就可以更加肆无忌惮、毫无障碍地流入泰国，为后来的危机埋下了隐患。

我们知道，世界上只有少数资本市场发达的国家实行浮动汇率制度，绝大多数国家和地区实行的是固定汇率制度，也就是说一国货币与其他国家货币的兑换比例是固定不变的，并且一国政府有责任维持这个固定的比率，泰国也不例外。泰国货币从 20 世纪 80 年代开始实行盯住美元为主的盯住汇率政策，即实行一种固定汇率制度。伴随着国外热钱的大量流入，如果游资要想进入泰国市场投资，必须要先在外汇市场上把外币兑换成泰

铢。这导致国际市场对泰铢需求量大增，一时间泰铢供不应求。供求关系一旦失衡，必定会影响泰铢的价格即汇率。

泰国中央银行为了维持泰铢兑美元的固定比价，不得不提高国内货币市场的利率，拉大与国际市场利率的差额。在国际金融学中，有一种投机行为——套利，即利用两个国家利率的差额来获取利润。显然，泰国国内利率和国际利率的差异满足了套利的条件，而且这种套利是无风险的，于是更加助长了国际游资的大量流入，泰国国内的企业也纷纷从国际市场上大量借入资金进行这种无风险的套利行为。最终结果是1997年6月，泰国私人部门的短期外债高达980亿美元，而当时泰国的外汇储备不过380亿美元。

如果大量流入的国际资本能够在泰国国内找到好的投资渠道进而进行长期投资，问题可能就不会像后来那么严重了。不巧的是，泰国是一个以劳动密集型产业为主的国家，没有什么高科技企业，也没有什么高附加值的产品。^① 这些巨额资本找不到可以投资的项目，只能进入到股票市场，或者投资房地产。资金的进入使股票价格飞速上涨；还有大量资金热衷于开发楼盘，把房价一并炒了上去。这些高速增长的价格都与当时的泰国经济不相匹配，经济不过是表象的虚假繁荣，或者说是一种典型的经济泡沫，薄薄的一层膜，一弹即破。

这时候，“坏小子”索罗斯闪亮登场。他早就盯上了泰国货币，认为泰国货币在当时的经济条件下被大大地高估了。只是我们后来才知道，索罗斯的野心并不仅仅局限于泰国，他心中有一个更加宏伟的计划——席卷东南亚。之所以把泰国当成他的第一个猎物，与上面提到的泰国金融市场的开放程度——允许国际资本的自由流入流出以及泰国国内经济的虚假繁荣

^① 王伟旭，曾秋根．人民币汇率挑战与变革选择．北京：光明日报出版社

是分不开的。他认为泰国是东南亚地区最容易攻下的堡垒，然后计划再以迅雷之势横扫东南亚，以泰国为跳板“吞食”整个东南亚。

以索罗斯为首的国际炒家的攻击计划分三步走。第一步，支付泰铢利率借入泰铢；第二步，卖出泰铢换成美元；第三步，将换入的美元再以美元利率借给别人。

在大量抛售泰铢买入美元时，市场上泰铢供应量的增加，必然导致泰铢兑美元的贬值。而这时候，国际炒家已经把泰铢换成美元。另一方面，货币供应量增加时，货币的价格即利率也会下降，这样更加符合国际炒家们的心意，因为他们可以用更低的利率借入泰铢，以相对较高的利率借出美元，获得套利利润。

在索罗斯攻击泰铢的时候，股票市场会出现怎样的反应呢？美国股票大师保罗·麦肯有一句话：“做股票要看利率行事。”前面提到过，泰国政府为了应对索罗斯抛售泰铢，采取了加息的措施。利息升高之后，投资者会把钱从股票、债券市场中撤走，转而存进银行。如果有大量的游资流出的话，股票市场内资金紧张，股市流动性不足，股价自然会下跌进入熊市。相反，如果政府降低利息，人们把存在银行的钱投资到股票和债券，股市就会因资金充裕而进入牛市。

当时泰国的外汇储备是 300 亿美元，区区 300 亿美元根本无法抵挡市场上大量抛售的泰铢，国库的外汇储备很快就用完了，一个国家没有了外汇储备，后果自然可想而知！

1997 年 5 月，越来越多的投资者跟风一般纷纷抛售泰铢，泰国中央银行也下了血本，用 40 亿美元挽救泰铢，只是一切都已经晚了。面对严重的外汇短缺，在以排山倒海之势压来的买盘面前，泰国政府看到大势已去，无力回天，不得已放弃了实行 14 年的盯住美元的固定汇率制度，于 1997 年 7 月 2 日宣布实行有管理的自由浮动汇率制度。所谓有管理的浮动汇率

制度是指政府不对外汇市场进行任何的干预，完全听任汇率随市场供求情况的变动而自由涨落。宣告这一政策的当天，泰铢贬值 20%。10 月，泰铢继续单边下滑，累计跌幅达到 36%，成为全球表现最差的货币。

泰国经济泡沫的刺破，泰铢的大幅度贬值，使其国内资本如同惊弓之鸟纷纷撤出泰国市场。许多正在兴建的大型投资项目停产，房地产价格崩溃，银行呆坏账浮出水面。货币危机转变为银行危机，进而演化成一场全面的经济危机。作为一国经济状况的晴雨表，泰国股市难逃一劫，股市的泡沫也被吹破。在泰铢大幅度贬值期间，泰国股市同样出现了暴跌的行情。1997 年 8 月 31 日，泰国证交所的上市公司市值减少了 24.06%，与 1996 年同期相比，仅仅 8 个月就下降了 60%。本来资金充裕的股市面临资金短缺，股市与汇市的相伴暴跌也就不难理解了。

人民愤怒、无奈、悔恨、疑问，这个国家究竟是怎么了？人们的不满情绪日益高涨，开始有居民在曼谷示威游行，要求总理辞职，政府应该对他们直线下降的生活负责任。1997 年 10 月 19 日，泰国财政部长他依·比亚达辞职加剧了政治局面的不稳定，使本来就风雨飘摇的经济形势越发萎靡不振。泰国股市从 1992 年至 1994 年经历了牛市，从 1996 年下半年开始，泰国投资者的噩梦就开始了，股市持续性杀跌最低到达 200 点的低位，下降了将近 9 成，无数的投资者倾家荡产。

与墨西哥一样，泰国也在危机中损失惨重，国库里的外汇储备被人白白抢走了不说，金融体系的崩溃、人们信心的匮乏使这个曾经的小老虎变得弱不禁风。不过，泰铢的贬值也给了泰国一次危机过后喘息的机会，改善了泰国的贸易环境，实现了贸易顺差，国库又慢慢充实起来。经过一系列的经济体制改革，股票市场也开始回暖。可是，泰铢贬值后就再也没有升上去。

泰国的惨痛经历再次告诉我们：过早开放资本市场对新兴经济体来说

是不适用的，发展中国家要审慎对待国内的金融自由化进程，把握好资本市场对外开放的节奏，切莫步伐迈得过快、过大。

中国香港：一波未平，一波又起；东方之珠，黯然失色

1998 年 3 月 19 日，当时的朱镕基总理在第九届全国人大一次会议的记者招待会上，回答香港凤凰卫视中文台记者吴小莉的提问时说：“去年发生亚洲金融危机，10 月份香港也发生了股灾。但由于香港经济结构比较完善，经济实力较强，有 980 亿美元的外汇储备，特区政府领导有方，采取措施得力，已经克服了一个又一个的困难。但如果在特定情况下，万一特区需要中央帮助，只要特区政府向中央提出要求，中央将不惜一切代价维护香港的繁荣稳定，保护它的联系汇率制度。”朱镕基总理的这段话，就像是为香港注入了一支强心剂，重新激发了香港人特有的信心与热情，讲话的当天，香港恒生指数就上扬了 300 点。^①

风云变幻的股市是智者的博弈场。以索罗斯为首的金融大鳄把香港作为此次东南亚之行的最后一站，都说好戏还在后头，事实证明的确如此。在成功逼迫泰铢贬值，菲律宾、马来西亚和印尼先后失守后，他们已经积累了巨额的资本，可以说对中国香港已抱着势在必得的心态，想导演好这最后一场戏，掠夺完这一桶金之后，满载而归。

索罗斯在香港打了一套组合拳，总共对香港市场发动了三次进攻，但是这套招数在香港特区政府的强烈阻击下打得异常艰难。在这个过程中，香港特有的联系汇率制度面临空前的考验。

香港的汇率制度比较特殊，采取的是联系汇率制度。联系汇率制度是

^① 静炎，赵文明．索罗斯空袭香港 [M]．北京：中华工商联合出版社，1999.

一种以十足美元为准备，与美元保持固定汇率的制度。这项制度自 1983 年 10 月 17 日开始实施，当时测定的联系汇率是 1 美元兑 7.8 港元，由此便一直沿用了下来。联系汇率制度可以说是整个香港特区金融制度的基础，自从在香港实行以来，联系汇率制度以其强大的自我调整能力，被视为一种近乎完美的汇率制度，几乎无懈可击，也从来没有人攻克过它。但是这种自信恰恰成为对居心叵测的国际炒家的一个致命诱惑，不怀好意的国际投资势力自然不会放过这条大鱼，他们认为联系汇率制度没有想像中那么强大，也想通过击垮香港的联系汇率制度，在自己的赫赫战绩中画上最浓重的一笔，赢得这枚最耀眼的“勋章”。

众所周知，香港股市的起伏涨跌是由“恒生指数”来反映的。恒生指数制定于 1964 年 7 月 31 日，简称“恒指”。香港人民永远不会忘记 1987 年 10 月份全球股灾对香港恒指的影响，在那次股灾中，香港恒生指数创下单日下跌 1120.7 点的全球单日下跌纪录，股市因此停市四天。香港股市在 1987 年的股灾之后，经过四年的休养生息，逐步恢复了元气。于 1992 年重装上阵，再次显示了它强大的生命力。从 1987 年 10 月至 1997 年 9 月，恒指由 4000 点一直上升到 1997 年 8 月的历史新高 16 820 点，共上升 896.7%。而同期的美国股市上升 394%，英国股市上升 298.7%，法国股市上升 225%，新加坡股市上升 227.4%。香港股市在世界股市中的排名也直线上升，跃居世界第六大股市。“树欲静而风不止”，这种暴风雨前夜般的祥和，平静得让人不安，隐约中似乎一场酝酿中的危机正在悄悄向股市袭来。

索罗斯在香港市场上又施展了他惯用的伎俩。1997 年 8 月初，他在市场上散布谣言，称联系汇率制度即将不保，港元即将遭遇贬值，香港经济将进入寒冬，令市场上的投资者心惊胆战，恐慌情绪迅速蔓延至整个香港。不管是外汇市场还是股票市场，都被这些负面消息的阴霾笼罩，投资者们

在这样一种气氛下惶惶不可终日。

除了散布谣言之外，这次在香港的操作手法与以往略有不同的是，“索罗斯们”在外汇市场和股票期货市场同时展开攻击，一面冲击港币的汇价，以击溃香港的联系汇率制度；一面拼命地沽空股指期货，以击垮股市。

1998 年 6 月—7 月，当“索罗斯们”看到恒生指数攀升至 8000 点高位的时候，估计心中正在窃喜，脑子里已开始打香港的算盘。第一招是利用他们旗下的基金沽空恒生指数（其和卖空惟一的不同点在于，卖空可以选择几支股票，而沽空恒指是将构成恒生指数的 33 支股票全部卖空），建立了大量的恒指空仓头寸（也就是大笔的资金投入沽空港股）。我们知道，卖空多是在不看好股市的情况下操作的，量子基金之所以建立恒生指数的空仓，就是因为它们预计港股在受到冲击后恒生指数必然会大幅下跌。如果恒生指数真的下跌，他们就可以低位买进恒生指数的股票，还给当初卖给他股票的人。而恒指期货合约的价格是每点 50 港元，也就是说，如果建的是空仓，恒生指数每下跌一个点，每张合约就可以给做空者带来 50 港元的利润。

利用股票市场和期货市场中的股指期货是索罗斯在这次金融危机中用到的第二招。

股指期货是一种最简单、最原始的金融衍生产品，同卖空的作用原理差不多，都要对市场做出正确预期时才可以赚钱。索罗斯用一部分资金持续性买入股票（尤其是指数股），不计较成本。而在股指到达一定高位时，再开出大量股指期货的卖空单。接着，从高位开始，拼命地把股指压低，抛出的股票当然也会赢利，但不是主要利润来源。真正的盈利重头在于股指期货的空单。当然，这种操作是要借助市场跟风力量的，“团结就是力量”这句话在这种情形下充分体现出来，全体市场参与者都会成为推动

力——涨时助涨、跌时助跌。

现在回想起当年的情形，仍然触目惊心。

让我们先来回顾一下外汇市场的狙击战。

1997年8月5日，炒家们一天之内累计抛售了200亿港元，香港特区金融管理局扮演着香港“中央银行”的角色，运用香港特区政府的财政储备接住了这200亿港元，也就是说，香港金融管理当局用外汇储备买入了这部分被抛售的港元，这样使港元在外汇市场上的价格得以保持稳定。这一举动使国际炒家的锐气和斗志大大受挫。

就在第二天，炒家们又抛售200亿港元，金融管理局再一次照单全收，而且采取了更加积极的招数，把新吸收进来的港元不放到金融管理局，而是放到香港的各家商业银行内，这样就使银行用于发放贷款的资金增多，松动了银根，减少了市场上利率上升的压力，有效稳定了利率和银行间同业拆借利率。

外汇市场上短兵相接，股票市场也受到了牵连。投资者的信心不足，上市公司公布的业绩不佳，香港股市于1997年8月6日开始下跌，仅在当日开盘时就跌了100多点，全天总共降了212点，跌幅达3%。

到了8月10日—14日，国际炒家们继续疯狂抛售港元，同时在股指期货市场上展开新一轮的投机活动。纵观这几天的股市行情，在外围市场下跌的波及和牵连下，香港股市也遭遇了寒流，冷风吹凉了香港的股票市场，8月10日恒指一路跌破7000点，11日跌破6800点，13日恒指跌去200.02点，收于6600点。10月16日，随着外资资金大量抛售港股，香港股市继续下挫，恒指下跌了452点，恒指于250日均线失守。250日均线是一年中最重要的心理关口，是市场的底线，更被业内人士普遍认为是牛市和熊市的分水岭。恒生指数就这样一路下跌，冲垮了股民心中构筑的最后一道防线！

“索罗斯们”通过在外汇市场上抛出投机性的港元，冲击港元的汇率，逼迫香港特区政府升息，进而使香港股市下跌。但是他们没有想到的是，香港特区政府竟然如此顽强，港元汇率根本就没有发生急剧贬值，他们也就无法从香港外汇市场上赚得什么便宜。因此这些国际炒家们只好采取了声东击西的策略，一面继续攻击汇市，一面暗下功夫，随时准备在股票市场和期货市场上大展拳脚。待到形势渐渐明朗起来，人们发现国际炒家们看似攻击港元没有成功，但在股市和期货市场上却利润丰厚。显然，香港特区政府把更多的精力和时间花在了稳住联系汇率制度，稳定外汇市场上面。

整个行动蓄谋已久，索罗斯们早已经计划好了“明修栈道，暗渡陈仓”，汇市上的操作不过是为了转移香港特区政府的视线而已！

因此，外汇市场硝烟弥漫的同时，股票市场上角逐的帷幕已悄然拉开。^①

第一回合

8 月 13 日，恒指跌至 6660 低点后，香港特区政府决定调动多方资金入市，与对手展开针对 8 月股指期货合约的争夺战。8 月 14 日，香港特区政府携巨额外汇基金进入香港股市和期货市场。在股市开盘前半个小时，香港特区证监会主席梁定邦接到当时香港特区政府财政司司长曾荫权的电话通知，为捍卫香港联系汇率，打击国际炒家，香港特区政府决定对股市、期市进行干预。当天下午，香港金融管理局局长任志刚亲自坐镇香港证券交易所，香港特区政府救市的战役正式打响，香港金融管理当局正式和炒家们展开了针锋相对的斗争。投机资本的目的是要打压

^① 参见 <http://zhidao.baidu.com/question/2678509.html>.

指数，香港特区政府则是要守住指数，迫使投机家事先高位沽空的合约无法于8月底之前在低位套现。

香港特区政府入市后大量买入投机资本抛空的8月股指期货合约。这一天，香港特区政府动用了大约40亿港元，把恒生指数从6500点的低位拉了回来。这些钱不问期货合约价格，通过三家证券公司的操作，把抛空的期货合约全部买下来，促使当天的交易量达到81亿港元，恒生指数不负众望，以7824点收盘。香港特区政府的这次行动干净利落，足见其救市的坚定决心。香港的市场还是比较自由和开放的，一直奉行的是“积极不干预市场”的政策，这次由金融管理当局出面，入市解围的行动在香港历史上还是第一次。

但金融狙击手们仍不甘心，转而又向外围市场施加压力。他们在8月16日迫使俄罗斯宣布放弃保卫卢布的行动，造成8月17日美欧股市全面大跌。然而，令他们大失所望的是，8月18日恒生指数没有发生大的下跌行情，在收市时只微跌13点。

第二次交手

双方在8月25日至28日展开了转仓大战，目的就是让投机资本付出高额代价，知难而退。27日和28日，投机资本又在股票现货市场倾巢出动，企图将指数打下去。香港特区政府在股市死守的同时，经过8天惊心动魄的大战，在期货市场上将8月合约价格推高到7990点，结算价为7851点，比入市前高1200点。8月27日、28日，香港特区政府将所有卖单照单全收，结果27日交易金额达200亿港元，28日交易金额达790亿港元，创下香港股市最高交易额纪录。

1997年8月27日，8月份股指期货结算前夕，特区政府摆出更加强势的姿态。虽然当天全球金融消息极坏，美国道·琼斯股指下挫217点，欧洲、拉美各国股市分别下跌3%~8%，香港股市面临严峻考验。但是香港

特区政府一天注入约 200 亿港元，将恒生指数稳托上升 88 点，为最后决战打下了坚实的基础。

8 月 28 日是期货结算日，可以说胜败在此一举。因为炒家们手里有大批期货合约到期必须要出手，否则，过了这一天这些合约就相当于白纸——一文不值。若当天股市、汇市能稳定在高位或继续突破，炒家们将损失数亿甚至十多亿美元；反之，香港特区政府前些日子投入的数百亿港元就相当于扔进大海。当天双方交战场面之激烈远比前一天惊心动魄。全香港的人都在揪心地等待着最后的结果。香港特区政府成功顶住了国际投机者空前的抛售压力，最后闭市时恒生指数为 7829 点，比金融管理局入市前的 8 月 13 日上扬了 1169 点，增幅达 17.55%。

时任香港特区政府财政司司长的曾荫权立即宣布：“在打击国际炒家、保卫香港股市和货币的战斗中，香港特区政府已经获胜。”香港市场人士估计，香港特区政府在这两星期托市行动中，投入资金超过 1000 亿港元，集中收购了香港几大蓝筹股公司的股票，预计香港特区政府目前持有相当于香港股市 2100 亿美元总市值 4% 的股票，成为多家香港蓝筹股公司的大股东。

香港期货交易所于 8 月 29 日推出三项新措施：1. 由 1997 年 8 月 31 日开市起，对于持有一万张以上恒指期货合约的客户，征收 150% 的特别按金，即每张恒指期货合约按金由 8 万港元调整为 12 万港元；2. 将大量持仓呈报下限要求，由 500 张合约降至 250 张合约；3. 呈报时亦须向期交所呈报大量仓位持有人的身份。

8 月 31 日，在香港特区政府终止扶盘行动后恒指猛跌 7.1%，但其跌幅比市场人士预期的少。恒生指数下滑 554.70 点，闭市报收 7257.04 点，全场成交总值仅 66 亿港元，不到前一个周五的历史新高纪录 790 亿港元的十分之一。而有些投资者原本预测该指数可能大泻 15%。

但投机资本并不甘休，他们认为香港特区政府投入了约 1000 亿港元，

不可能长期支撑下去，因而决定将卖空的股指期货合约由8月转仓至9月，与香港特区政府打持久战。从8月25日开始，投机资本在8月合约平仓的同时，大量卖空9月合约。与此同时，香港特区政府在8月合约平仓获利的基础上乘胜追击，使9月合约的价格比8月合约的结算价高出650点。这样，投机资本每转仓一张合约要付出3万多港元的代价。投机资本在8月合约的争夺中彻底失败。

第三回合

香港特区政府在9月份继续推高股指期货价格，迫使投机资本亏损离场。9月7日，香港特区政府金融管理部门颁布了外汇、证券交易和结算的新规定，使炒家的投机活动受限，当日恒生指数飙升588点，以8076点报收。同时，日元升值、东南亚金融市场的稳定，使投机资本的资金成本和换汇成本上升，投机资本不得不败退离场。9月8日，9月合约价格升到8220点，8月底转仓的投机资本要平仓退场，每张合约又要亏损4万港币。9月1日，在对8月28日股票现货市场成交结果进行交割时，香港特区政府发现由于结算制度的漏洞，有146亿港元已成交股票未能交割，炒家得以逃脱。

在此次连续10个交易日的干预行动中，香港特区政府在股市、期市、汇市同时介入，力图架构一个全方位的立体防卫网络，令国际炒家无法施展其擅长的“声东击西”或“敲山震虎”的手段。

具体而言，香港特区政府方面针对大部分炒家持有8000点以下期指沽盘的现状，冀望把恒生股指推高至接近8000点的水平，同时做高8月期指结算价，而放9月期指回落，拉开两者之间的空档。这样，即便一些炒家想把仓单从8月转至9月，也要为此付出几百点的“入场费”，使成本大幅增高。在具体操作上，香港特区政府与国际炒家将主要战场放在大盘蓝筹股上，主要包括汇丰、香港电讯、长实等股票。这些股票股本大、市值高，

对恒生指数涨落举足轻重。

以汇丰为例，该股占恒生股指的权重达到 30%，故成为多空必争之股。至 1999 年 8 月底，香港特区政府当时购入的股票经计算，账面盈利约 717 亿港元，增幅 60.8%，恒生指数又回升至 13500 点。国际炒家损失惨重，香港特区政府入市大获成功。据称，仅索罗斯就赔了 8 亿美元。

这场金融大战整整进行了 10 个交易日，1997 年 8 月 28 日，国际投机者在香港遭受重创后不光彩地走了。在这期间，香港特区政府“以其人之道，还治其人之身”，在股市、汇市、期市与国际投机者之间展开了殊死搏斗。香港特区政府不仅维持了汇率的稳定，而且保住了联系汇率制度，使恒生指数在逆境中上升了 1200 点。国际投机者的离开宣告着这场危机的正式结束，也预示着香港金融危机的终结。

这场较量虽然以香港特区政府的艰难取胜而告终，但我们也要清晰地认识到香港特区政府的胜利是用“血”的代价换来的。香港特区政府干预股市和期市两周，虽然将恒生指数推高了 1200 点，却动用了相当于将近千亿美元的港元，占了当时香港外汇储备的 14%。索罗斯旗下的量子基金损失了 20 亿美元，占其资产总额不到 1%。可能真的不能用胜利和失败来评价双方的角逐，在这场狙击与反狙击中，没有真正的赢家，也没有彻彻底底的失败者。但它所带给人们的震撼并不仅仅局限于这场危机本身，而是留下了更多的问题值得我们去思索。

联系汇率制度的去留成为危机过后香港各界人士关注的焦点。香港特区政府认为最好还是保留联系汇率制度。如果要改变汇率制度，香港的金融市场必将面临一场大的洗牌，尤其是香港刚刚经历了严重的冲击，汇率制度的改革可能会引发新的动荡。香港特区政府本着稳定的原则，坚持了联系汇率制度。最近十几年的事实证明，香港特区政府的選擇是正确的，

香港经济一直保持着健康的发展势头。

韩国：大马不死，不攻自破

有这样一种说法，韩国人民在 10 年前，曾把自家的金银首饰拿出来捐献给国家，以帮助国家度过危机。没错，这正是东南亚金融危机时韩国街头上演的真实一幕。

韩国作为世界第 11 大新兴经济体，世界第 12 大出口国，也是东亚继日本之后第二个加入“富人俱乐部”——国际经济合作组织（简称 OECD，由 24 个发达国家组成，韩国于 1996 年正式加入）的国家，是一个在 35 年里由贫穷走向富裕的国家。1988 年汉城（首尔）奥运会之后的 10 年时间里，韩国更是取得了不俗的经济增长，是“亚洲四小龙”中发展势头最强劲的一个。然而正当韩国人还在为他们所取得的成就与荣誉而津津乐道的时候，刚刚席卷泰国的金融危机裹挟着灾难铺天盖地汹涌而来。韩国继泰国之后成为金融危机的又一个重灾区。

汉江边上的奇迹是怎样在这场金融危机中瓦解的呢？这还得从韩国当时著名的起亚集团破产案说起。

起亚集团是韩国的一家汽车生产厂商，资产规模在其国内排名第八位，拥有 5000 家下属企业，是真正的“超级集团企业”。

1996 年 7 月 15 日，起亚集团因无力偿还 10 亿韩元的债务而被银行宣告为破产对象。但是韩国政府并不希望这个曾经财大气粗的企业就这样倒下去，他们太了解这家企业对韩国经济增长的贡献了，如果它倒闭了，失业的工人怎么办？经过多方协商，韩国政府从中斡旋，安排起亚集团的贷款银行将贷款的 30% 转化为股权。这就相当于给起亚集团找了一个新的股东。可是起亚集团并不买账，他们不同意更换自己的管理层，工会为了保护工人的利益，策动 20 000 名工人罢工，在这种情况下，地方法院只好冻

结了起亚集团及其子公司的所有财产，引发了汉城（首尔）股票市场和外汇市场的双双下跌。在法院冻结起亚集团财产的当日，汉城（首尔）股票市场综合指数下跌了 11 点，于 667 点收盘。在其后的几天里，这种趋势继续蔓延，在几天的时间里，股市就跌落到 640 点的历史低点，而汇率由 890 韩元兑 1 美元跌到了 913.07 韩元兑换 1 美元。这时候，外界普遍认为，韩国经济可能即将陷入危机之中了。

1996 年 10 月，韩国双菱商务公司宣布倒闭。

11 月，高丽证券公司倒闭，这是 1963 年以来韩国首家倒闭的券商。

12 月，资产规模排名韩国第 12 位的汉纳集团因无力偿还银行贷款而宣告破产。

一系列倒闭案的发生，无一不对风雨飘摇的韩国金融市场造成一波又一波巨大的冲击。

1997 年 10 月中旬，形势开始更加恶化。汉城（首尔）股市综合指数支持不住，跌破了 600 点的“心理防线”。11 月的韩国金融市场再掀波澜，股市持续低迷，历史新低不断出现，韩元的汇率也是连续创造新低。11 月 10 日—11 月 14 日，股市一直在 500 ~ 520 点之间徘徊，并创下一天下跌幅度最大的纪录：60.9%。

股市底线被突破，韩国政府面对紧急局势，决定挽回投资者的信心，实施救市措施。内容包括由政府出资，向韩国面临资金压力的投资银行提供优惠利率的特别贷款。对于其他类型的金融机构，韩国政府也解囊相助，以解决他们流动资金不足的问题。此外，韩国股市进一步开放。从 12 月份起，韩国提高了外资拥有韩国上市公司的股份比例上限，从原来的 23% 提高到 26%。允许企业一年发放两次红利，对来自日本、德国和中国香港地区的投资者免征所得税。

但是悲观的投资者并没有理会这些信息。1997 年 11 月 16 日，国内外

持有者的大量抛售，推动了韩国股市一轮又一轮的卖盘，当天综合指数以 579 点收盘。17 日，韩国总统下了一道死命令，要求经济顾问委员会必须采取进一步的有力措施，挽救韩国的破产风潮和岌岌可危的股市，当天，股市随即有所回升，报收 585 点。

经济顾问委员会很快就讨论出一套韩国振兴金融市场方案，但由于反对党的抵制，方案并没有被通过。在强大的卖盘压力下，1997 年 11 月 17 日，韩国中央银行不得不宣布，韩国央行放弃对韩元的干预，韩元汇价连续两天跌停。不过也有分析人士指出，这是韩国中央银行变相向国会施加压力，要求反对党让步，以尽快推行新的金融振兴方案。受到韩元汇率的影响，汉城（首尔）股市在稍有好转后又杀了个回马枪，股市暴跌 4.3%。

1997 年 11 月 19 日，韩国总统接受韩国财经院院长江庆值及其高级助理的辞职，韩国不得不推迟公布金融稳定方案，这使得市场顿时失控。当天，汉城（首尔）股市开盘就跌，跌幅达 11.65 点。曼谷股市、雅加达股市等东南亚其他国家股市也应声下跌，日本股市更是重挫 884.11 点，成为 1997 年以来日经指数最大单日跌幅，下挫至 16 000 点以下，以致日本大阪交易所宣布，因交易系统发生问题，日经 225 期指暂停交易。

韩国总统马上物色了合适的财长人选，新任财政部长林昌烈临危受命。都说新官上任三把火，这位新任“管家”马上宣布了一揽子的救助计划。但是市场同样对他的言论没有足够重视，因为此时的市场正处在对韩国外汇储备几近枯竭的极度恐慌之中。有数据表明，韩国在这一时期的外债高达 1000 多亿美元，当年年底要偿还的债务利息总额就有 200 多亿美元，韩国政府能还得起吗？拿什么还？全球的新闻媒体都瞄准了韩国，认为韩国金融市场的瘫痪不会就这样收场的。许多人甚至认为，韩国政府不过是在空手救市，市场上投资者的信心在现实的连番轰炸下彻底崩溃了。

1997 年 11 月 20 日，在林昌烈救市计划出台次日，韩国股市经历了历

史上触目惊心的“黑色星期四”。汇市开盘刚刚 15 分钟，就跌到了 10% 的下限，韩元兑美元最后收市报 1139 韩元兑 1 美元，创下了单日最大跌幅的新纪录。

市场上的信心涣散在股市上同样体现得淋漓尽致，汉城（首尔）股票综合指数下跌了 2.82%，跌至 488 点。这一天，人们疯狂抛售韩元，抢购美元，银行发生有史以来最严重的挤兑风潮，黄金也同时受宠，当天的金价一天内上升了将近一成。一位市场分析人士指出：“此刻很难用本国措施来挽回市场的信心了，只有国际货币基金组织给予援助，韩国的形势才会好转。”“黑色星期四”正式宣告林昌烈这位韩国新管家的新政策的失败，这第一把火还没来得及烧就被无情的市场给浇灭了。

1997 年 11 月 22 日，韩国总统金泳三召开非常经济对策资讯委员会会议，确定了向国际货币基金组织（IMF）申请 500 亿美元救援资金的计划，从而成为继泰国和印度尼西亚之后，第三个在本次金融危机中向国际货币基金组织寻求救援的国家。韩国政府正式宣布国家陷入经济危机。消息一经传出，市场马上做出了正面的回应，韩元兑美元的汇价开始回升，从开市时的 1200：1 上升到 1056：1。股票市场综合指数也止住了下跌的趋势，较前一日上升 17.66 点，报收 506.07 点。

市场在消化了这一消息之后，有人开始担心在国际货币基金组织这个“外人”的监管下，韩国会有更多的企业面临破产，由此带动新的股市下跌。果然，11 月 24 日股市下挫 4.04%，收市报于 485.43 点，跌掉了前天的涨幅。

其实，申请国际货币基金组织的援助实属无奈之举。韩国人也爱面子，他们刚刚加入了“富人俱乐部”还不到一年的时间，就去向国际货币基金组织请求援助，怎么说也不是一件光彩的事情。韩国在此之前曾试图向日本和美国请求资金援助，只是这两个国家没有伸出援助之手。在走投无路

的情况下，韩国才做出这一决定。俗话说，天底下没有免费的午餐，接受国际货币基金组织援助的前提就是要同时接受它那些苛刻、严格的贷款条件，这一举措是不是韩国政府病急乱投医呢？会不会治标不治本呢？与国际货币基金组织的谈判是一个艰难的过程，韩国人都在翘首企盼着，人们对谈判前景的担忧令市场更加动荡不安。

与国际货币基金组织的谈判可以说是步履维艰。韩国官员代表和当时的国际货币基金组织总裁讨价还价，很难达成一致意见。根据当时韩国电视台的报道，双方主要在1998年韩国经济的增长率和基金组织要求韩国关闭12家投资银行上存在严重的分歧。

1997年12月1日，韩国股市以376.56点收盘，韩元汇率进一步下滑到1185韩元兑1美元的水平。焦头烂额的林昌烈在这样的压力之下，向记者宣布：“意见的分歧正在逐步缩小，双方很快就会达成共识。我们的谈判已经进入最后的阶段，估计很快就会有结果。”

12月3日，谈判结果终于出来了。在征得三位总统候选人的同意后，国际货币基金组织决定向韩国提供570亿美元的紧急援助。但是贷款的发放不是一次性的，而是分批发放的。也就是说，国际货币基金组织会先提供55.6亿美元的贷款，剩下的贷款的发放情况要看韩国接受贷款后，履行协议条款的情况而定。无疑，这激起了韩国民众的愤怒。但是却取得了一定的成效，在消息公布的当天，汉城（首尔）股市大涨7%停板（7%是韩国股市涨停板的上限），达到405.81点。韩国政府同时宣布9家存在财务问题的金融机构停止营业，或者合并。

只是第一批贷款实在是杯水车薪，其数额远远满足不了韩国的需求，12月3日股市的反弹也仅仅是昙花一现，再加上基金组织贷款的分批发放，韩国人对贷款条款的不满和怨恨，以及对国际货币基金组织干预韩国金融体系的无奈，全部在股市上体现了出来。从12月8日开始，韩国股市和汇

市再次转入下跌的轨道。当天，股市下跌 4.8%；汇市更惨，韩元兑美元的比价跌去了整整 9.32%。

然而祸不单行，国际信誉评级机构——标准普尔公司偏偏在这个紧要关口落井下石。它的做法虽然很简单——仅仅是调低了韩国企业的信用等级而已，但是威力却很大，韩国市场本来就信心不足，标准普尔公司甚至把韩国外汇债券信用等级也调低了四个档次，列入了“垃圾债券”的行列。这像是一枚重磅炸弹，足以把本来已经不堪一击的韩国市场彻底击垮。韩国汇市一开市，4 分钟的时间里，就再次到了跌停板的边缘——1271：1 的水平。而股市自然不会消停，也下挫 7.5%。

韩国经济，真的已经彻底崩溃了吗？世界普遍的看法是，韩国的灾难必然会危及日本经济，日本经济下滑会连带美国，这样，美国如果受到牵连，那就意味着整个世界的情况都不太妙了。据美国《华尔街日报》的一篇报道，苏黎世—肯帕财务公司的经济战略专家黑尔表示，韩国的经济灾难直接危及它的邻国——世界第二大经济体日本。部分经济学家警告说，韩国金融危机可能会导致国际偿付制度的崩溃，更严重的话还有可能导致世界经济大萧条。这些连带关系引起了美国的关注和紧张。

事态发展至此终于算是迎来了转机。1997 年 12 月 24 日，国际货币基金组织和以美国为首的七大工业国决定修改救援方案，提前向韩国发放贷款，短期内共发放 100 亿美元。同时，七大工业国家还同意，韩国企业欠其各国银行的债务可以延期偿还。国际货币基金组织还会在 12 月 30 日提前发放一批总额 20 亿美元的贷款，以美国为首的七大工业国家将于 1998 年 1 月提供 80 亿美元的资金。

紧急救助资金的到来，大量债务的延期偿还，像是为韩国注入了新的血液，给市场注入了新的信心。对韩国人民来讲，这是危机爆发以来听到的最好消息。

此后，韩国股市和汇市逐步走出了崩溃的边缘，开始止跌企稳，韩国有望在1997年底走出危机。韩国人估计之前会很难相信，他们国家的货币会一夜之间变得一文不值，金融体系会面目全非，更不愿意承认他们引以为豪的“汉城（首尔）模式”有一天竟成为灾难的根源。

韩国此次危机的主要原因是由于“汉城（首尔）模式”本身的先天不足——外债过多。截至1997年，韩国的外债总额为1045亿美元，与此同时，外汇储备不过292亿美元，这种严重的不对等才是危机的真正症结所在。随着韩元的贬值，韩国企业要还债就要拿出更多的韩元去兑换外币，这样外债数目的绝对值便会不断上升。企业还债负担加重，无力偿还银行贷款，连带着银行也纷纷关门。

美国《财富》杂志估计，由于韩元的贬值，某些债务人的负担一下子增加了5倍以上。^①进入20世纪90年代以后，高负债成为发展中国家寻求经济增长支撑点的一个比较普遍的现象，韩国危机告诉我们，经济发展过程中要自力更生，过多依赖外债将是致命的弱点！

1997年亚洲金融危机使韩国经济受到重创，“汉城（首尔）模式”彻底失败，“大马不死”的神话彻底被打破，韩国经济此后低迷了10年之久。亚洲金融危机使韩国举国上下深刻反思，韩国政府更是积极吸取教训，但是他们对自己国家今后的发展道路仍然充满信心、依然乐观。今天的韩国也正在以这样的姿态和信心前进和发展着。

日本：“无情”泡沫，引火烧身；塞翁失马，焉知非福

1986年，经过长期的日元升值，日本政府一直主张和实行的扩张性货币政策最终带来了灾难性后果——房地产泡沫破灭，银行大量资金被套。

^① 王洛林，李扬．金融结构与金融危机 [M]．北京：经济管理出版社，2002年版．

这些都是后来危机爆发的催化剂，1990 年日本股市暴跌，1991 年房地产价格的大幅下跌，标志着日本金融危机全面爆发。

日本的金融危机还要从 1985 年签订的《广场协议》说起。

第二次世界大战后的日本经济经历了长达 30 年的持续增长，在 20 世纪 80 年代达到了顶峰。然而正当日本人为了更加美好的未来而不懈奋斗的时候，大洋彼岸的美国人却不觉得美好和舒服。美国从 80 年代开始，就经历着严重的贸易逆差，而这其中的主要来源正是日本。因此美国亟需找寻些借口解决和日本的贸易逆差问题。于是，以美国财政部长贝克和美联储主席保罗为首的代表团，开始与日本财长进行谈判。谈判的内容无非就是表达他们对当前日本对美国的贸易顺差的不满，日本出口的产品太便宜了，损害了他们的利益，日本政府应该采取措施缓解一下这个问题。

怎么解决呢？

方法很简单，只要日元升值就可以了。货币的升值会使本国产品变得相对昂贵，外国商品变得相对便宜，进而减少出口，增加进口。这样一来，日本出口到美国的东西会变得贵一些，出口减少，美国对日本的贸易逆差问题自然就解决了。迫于美国的压力，1985 年 9 月，日本与美国签订了《广场协议》，当时的日本财长竹下登表示愿意协助美国，入市干预美元兑日元的汇价。日本政府开始在市场上公开抛售美元，导致美元兑日元汇价大幅度贬值。《广场协议》后的三个月时间里，美元对日元的兑换比例迅速下跌了 20%，由原来的 1 美元兑 250 日元下跌到 1 美元兑 200 日元。但是让日本政府没有想到的是，美元兑日元却由此开启了其长达 10 年的“跌跌不休”之路。

然而任何事情都具有“双面性”，没有绝对的好与坏，日元的升值同样被事实证明是一把“双刃剑”。日元的升值即美元的贬值，对日本出口贸易的影响是不利的，但是货币的升值有一个好处，就是会吸引大量的国际资

本涌入国内。随着这部分资本流入日本国内市场，极大地带动了日本投资的增长，进而拉动了 GDP 的增长。进一步来讲，这些国际资本大部分都被投资到了日本的股票市场和房地产市场，从而使这两个市场异常繁荣起来。

与此同时，《广场协议》后日元的升值超出政府的预期，使得日本政府不得不转过头重新审视，考虑抑制日元的升值势头。于是政府开始在市场上大量抛售日元买入美元，造成日元货币供应量的增长，供给大于需求，多出的货币没有地方安家，最后还是进入房市和股市，进一步助推了股票市场和房地产市场的膨胀。股票和房子的价格飞涨，其他消费品的物价也争先恐后地向上攀爬。

就这样，国外资本和国内货币的双重动力，牵引着日本的股票市场和房地产市场飞速前进。据统计，1985—1990 年，日本股票和住宅用地价格的增长率分别为 31.1% 和 15.6%。1986 年，日本股票市场开始进入牛市，日经指数达到 13 000 点。到了 1990 年初，日经指数飙升到了 38 915 点的高位。东京股票交易所上市公司的总市值甚至曾一度取代纽约，成为当时世界上最大的股票交易市场。

后来人们喜欢用“泡沫经济”来形容那个时期日本经济的“蓬勃”发展。日本国内的百姓确实在股市的“非理性繁荣”中赚得了不少钱，实现了个人财富的增加。他们感到兴奋，不认为这样下去会有什么不好。他们有些得意忘形了，当然没有也不会注意到当时的股票市场市值已经是国内 GDP 的 3.3 倍，这说明股价的大幅度增长没有实体经济基础作为支撑，这种上涨不过是一种泡沫，正如人们的美梦般虚幻易碎，迟早是要破灭的。

果然，日本正在上演的“神话”很快便曲终人散。就像 2007 年的中国经济形势，与股市繁荣相伴而生的是物价上升，日本政府为了抑制通货膨胀，于 1990 年起进入加息周期。利率的增加导致股市和房市泡沫迅速粉碎。日本的泡沫经济亦迅速破灭，各种资产，不管是股票还是房产，价值

都大幅度缩水。股票市场在 1990 年初到达顶峰后便开始进入熊市，日经指数从 1990 年初的 38 915 点下降到了 1992 年的 14 309 点，跌幅高达 63.2%，日本股票市场总市值收缩到 2.84 万亿美元。在明媚的春天过后，日本正式步入了漫长的“寒冬期”。

其实，早在亚洲金融危机之前，日本经济已经持续低迷了 7 年的时间。日本经济在 20 世纪 90 年代本就疲软，没有什么活力，可以这样说，即使没有亚洲金融危机的冲击，日本经济也不会再有什么奇迹发生。亚洲金融危机的爆发，对日本如同是伤口上撒盐，后果无疑是致命的。日本虽然不像其他东南亚国家，受到索罗斯的正面攻击，但是外围市场的乏力对处于亚洲经济核心地位的日本来讲，却足以使其陷入经济危机的致命沼泽而毫无招架还击之力。

内忧外患之下，亚洲金融危机很快就在日本国内引起了化学反应。日本金融危机最先是从小金融机构的破产倒闭开始的。从 1990 年，由于日本国内经济总体不景气，不少银行和证券公司纷纷面临巨大的经营困境。这些金融机构大多都是靠股市和房地产发家的，但随着市场泡沫的相继破碎，这些金融机构的日子一天比一天难过，时间长了，自然捉襟见肘。经济又看不到好转的迹象，所以先后破产。

1997 年 11 月，日本十大证券公司之一——三洋证券倒闭。三洋作为著名的证券公司，其倒闭是极具标志性意义的事件，同时这也与房地产价格的下跌密切相关。早在此前房市很火爆的时候，三洋证券旗下的财务公司发放了大量的按揭贷款，但是随着日本政府的加息，房价下跌，越来越多的人无法偿还贷款，致使公司贷款无法收回，形成了巨额的呆坏账，资不抵债，最终难逃破产的厄运。

同月，在日本北海道地区市场占有率最大的银行——大型北海道拓殖银行宣告破产。该银行由于出现了储户挤兑的现象，资金周转短缺而被

迫宣告破产。

不久，更大的“炸弹”投向了日本市场。1997年11月21日，山一证券总经理召开全体董事会会议，总经理野则正平含泪宣布：公司由于高达3.3万亿日元的负债，不得不向政府申请破产。并于24日召开记者见面会，正式对外界公布了这一消息。因为当时的山一证券马上就要迎来它的百岁生日了，所以此消息一经发布，日本举国上下一片哗然，就连专业人士也觉得不可思议。山一证券是日本第四大证券公司，这也是迄今为止日本历史上最大的破产倒闭案。在此后不到一个月的时间里，又先后有三家银行破产倒闭，日本国内恶劣的金融环境，与亚洲金融危机相互渗透影响，更加大了危机的破坏力，这也标志着1997年东南亚金融危机已经完完全全地蔓延到了樱花树下。

山一证券的悲剧不仅仅发生在日本国内，在国际市场上也引发了很强烈的反应。山一证券宣布破产当天，日本股市全面下跌，日经指数下跌了854.05点，以15 867点收盘。美国纽约股市道·琼斯指数下跌113点。同时，受山一证券破产的影响，欧洲各国股市也上演了不同程度的跳水。其中，伦敦股市下跌1.8%，巴黎股市下跌2.1%，法兰克福股市下跌3.3%。

山一证券的倒闭使很多人担心，日本金融体系存在着很大的问题，而山一证券的破产只不过是冰山一角。今天是一个山一，明天恐怕还会有更多的“山一”出现。山一证券的倒闭致使很多持有山一股份的银行提取坏账准备，对银行经营产生了不利影响，银行股价的下滑又进一步拖累大盘。

日本对本国的金融机构一直以来奉行的是保护政策，即每当出现问题的时候，日本政府总会进行救援，而且不会追究责任。然而随着银行呆坏账问题日趋严重，日本政府有些力不从心，感觉政府的财力根本无法支撑巨大的支出，财力上的不足使政府意识到不能总是一味依靠救援来解决问题。因此，在这种压力下，日本放弃了保护小银行的政策，任其破产。当

时的日本首相桥本龙太郎曾在亚洲金融危机之前提出了要进行日本金融“大爆炸”式的改革，力求在日本建立起自由化的金融制度，争取在 2001 年前处理好银行的不良资产业务。然而事实却是，日本银行处理不良贷款的计划刚刚起步，就被亚洲金融危机绊了一下而不得不搁浅。亚洲金融危机的爆发加剧了日本股市的动荡，银行股的业绩更是欠佳，损害了银行的资本充足率，减缓了注销不良贷款的脚步。

随着事态的发展，山一证券的倒闭对日本来说已不仅仅局限于经济层面了，甚至波及到了政治领域。当时就有消息称，山一证券涉嫌非法交易丑闻。在野党也对自民党施加压力，要求日本首相桥本龙太郎自动辞职。

政局的不稳定反过来又加剧了日本国内经济形势的动荡。一波未平，一波又起。金融机构破产的风潮开始向其他产业转移了。1997 年 12 月 18 日，日本最大的食品公司——东食公司宣布破产。东京股市应声下跌 5%，美国纽约股市下跌了 1.15%，欧洲各国股市平均下跌了 2%。最惨的是道·琼斯工业股票指数，狂跌 269 点。越来越多的人不看好市场，纷纷抛售股票，市场充斥着恐慌情绪。12 月以后，日经指数跌破了 15 000 点大关，几乎所有的交易日都以绿盘收场，绝大多数股票呈现下跌的趋势。

受到周边市场的影响，1997 年 10 月，日本的出口开始下滑。我们知道，消费、投资和出口是拉动经济增长的三驾马车。如今消费和投资在泡沫破灭时就已经走下坡路了，对于日本来讲惟一的希望——出口，现在也无法支撑住日本经济了。“屋漏偏逢连夜雨”，截至 1997 年 11 月，日本出口额比上一年同期下降了 20% 多，其中对东南亚出口的下降占了很大的比例。失业率也出现了上升的趋势，达到了 3.5%。金融机构倒闭后，金融服务业纷纷裁员，而且随着危机的蔓延，裁员会慢慢向其他行业转移，最终

导致整个国家经济的萧条乃至瘫痪。

有人说，从世界经济层面来看，日本是亚洲金融危机中最大的失败者。要评选 1997 年的十大流行词语，“泡沫经济”肯定入选。正是“泡沫经济”为日本金融危机的爆发提供了温床，泡沫的破碎让日本人民接受了“血”的教训。

日本的经验教训表明，日元升值在带来其国内金融市场资金充裕、欣欣向荣的同时，出口的减少造成传统制造业急剧衰退。如此看来，资本市场繁荣的背后是要以实体经济的损失为代价的。如果人们真正认清“泡沫经济”的短暂性和本质特征，中国股市从 6000 点的高位下挫也就不难理解了。

让日本陷入如此悲惨境地的原因还在于日本国内金融体制的不健全。日本的经济泡沫破灭后，银行系统内有大量的呆坏账无法收回。日本对股市和汇市的双双下调，致使金融机构的坏账问题更加严重，从而造成股市的进一步下跌。同时，日本企业在这段时间大量破产，使经济形成了恶性循环。

1997 年是日本战后 50 年时间里经济最为困难的一年。经济体制中的隐患由来已久，只不过在这场危机中得到了充分的暴露而已，那段不堪回首的往事已成为整个日本民族不愿提及的隐痛。

亚洲金融危机显示，政府对金融部门和投资过程的干预是不适当的。^①在危机之前，政府所进行的自由化改革，是不成功的。正如纽约大学斯特恩商学院的鲁里埃尔·鲁比尼所言，亚洲人没有学到多数西方经济学家认为他们应该学到的教训，这并不是要否认亚洲经济体已经出现实质性的结

^① 王洛林，李扬．金融结构与金融危机 [M]．北京：经济管理出版社，2002.

构改善，尤其是在金融体系的资本化和监管方面。^①

危机引发了关于资本自由化的大讨论，尤其是在发展中国家，大部分都面临经济安全隐患，随时有被别人偷袭的可能，当一个国家的经济安全受到威胁时，是不是还应该继续走自由化的道路。尤其在 2008 年美国经济危机的影响下，中国宏观经济也显现出不少问题，金融体系不够健全，抗风险能力脆弱，金融资产价格不稳，股市持续低迷，实体经济下滑，国际资本流动风险增加。在及时总结美国经济危机经验教训的同时，对 10 年前亚洲金融危机的深刻反思是我们未雨绸缪的最好、最生动的教科书！

硝烟中成长的中国股市

中国股市有多么火？从中国人平时的问候语中就可见一斑，以前中国人打招呼说的是“吃了吗”，而现在则成了“买股票了吗”或“买基金了吗”。朋友聚会同事聚餐，股票成了讨论最多的话题。中国已经掀起了一股全民炒股的热潮，据保守估计中国股市约有 1.3 亿个股票账户，将近 6000 万的股民组成了中国浩浩荡荡的散户大军，此外，还有近 3 千万的基金账户。

从 1984 年第一支股票诞生，到 2008 年拥 1584 支股票，中国股市在近 20 年的风雨历程中，在牛市与熊市交替之中摸索前行，参与股市的各种力量，从上市公司、投资者、投资机构到中介机构、监管机构都在不断地成熟强大。在经过了不断地磨练之后，中国股市在中国经济高速增长的背景下，正在一步步成长为世界股市中不可忽视的中坚力量。

1984 年 7 月，上海证券交易所还没有成立，在上海的一家不大的建筑前面贴出了一个告示：发售飞乐音响和延中实业股票。当时几乎没有人

^① 曾剑秋，王熔雁，王志红：《金融危机与中国》[M]。北京：新世界出版社，1998。

意这个告示，而就是这一个小告示，开始了新中国股市第一次股票发售，也奏响了中国股市的华美乐章。1986年10月14日，纽约证券交易所董事长约翰·范尔森访华期间，邓小平曾赠其一张价值50美元的上海飞乐音响股份有限公司的股票，从一个更高的层次上肯定了中国股市的地位，也向世界宣告了中国发展股份经济的决心。这张股票现在仍珍藏于纽约证券交易所内。

这时的股票主要是由中国人民银行批准后由银行部门代为发售，但是在交易体制不健全的情况下，人们发现手中的股票无法过户、无法交割。所谓的股票价值只能看在眼里却拿不到手中，股票像是一个握在手中的魔鬼。在这样的环境下，交易所应运而生。也是在这个时候产生了许多“糊墙纸的富翁”，因为股票不能卖，所以人们想不到自己手中认购的股票有什么样的价值，所以在装饰房子的时候，很多人把它们用来糊墙。而等到股票可以上市交易时，人们才突然发现原来那些“糊墙的纸”竟然如此值钱，许多人因此一夜之间成了人人羡慕的“万元户”。

1990年12月1日，深圳证券交易所开始试营业。作为中国股市第一家“吃螃蟹”的交易所，深交所选择了谨慎的“默不作声”的开业方式，仅仅将其称为“试营业”，甚至连正式的开业典礼都没有举行。直到1991年7月3日，深交所才举行了正式的开业典礼，正式步入中国股市。深交所刚刚开业时只有五支股票在其市场上交易，即我们所说的“深五股”——深发展、万科、原野、金田、安达，其股价都在1990年短短一年的时间内翻了至少一番。其中，万科、原野的增幅竟然高达380%！这样高的利润率必然引来大量股民的追捧，而后股市的迅猛发展就说明了这一点。

上海证券交易所的开业与深圳证券交易所截然相反，1991年7月3日，上海交易所在当时上海最豪华的饭店——浦江饭店的孔雀厅内正式营业，开业典礼上的开市礼乐用的是中国最传统的乐器——锣，所以中国股市的

开始一直被称为中国股市的“开锣”。

在上交所开业的当天，就有 30 种证券上市，包括 5 种国债、8 种企业债券、9 种金融债券和 8 支股票。这 8 支股票也被称为“老八股”：飞乐音响、延中实业、爱使股份、真空电子、申华实业、飞乐股份、豫园商城、浙江凤凰。像深市中的“深五股”一样，沪市中的“老八股”也演绎了一段段中国股市最初的传奇。

在上交所开张之前，这些股票经历了短暂的价格下跌，但是，在开张之后不久，这些股票就开始了传奇式的价格攀升过程。以豫园商城为例，该公司是在上海著名风景区豫园附近设立的一家以经营小商品、旅游纪念品、土特产、黄金首饰为主的小型商城，因为人们对它非常熟悉，所以成为了当时股市中的最爱，但是其市值在开始时也只有 5800 万元。上海证券交易所当时为了控制股票价格过快增长，规定一天之中股价上涨幅度限定在 1 元之内，而且成交量要在 5 手以上才能涨价，后来上涨幅度放宽到每天可上涨 7 元。但是当时大家都只愿意买而很少有人愿意卖，所以每天的成交量甚至只有 1 手。因此，证券公司只好无奈采取“对倒”的方式，即自己买、自己再卖，使得成交量看起来达到要求，以促使股票获得涨价。即使是每天如此小幅度的价格上涨，最终还是引起了股票价格的疯涨，豫园商城面值为 100 元的股票曾涨到近 900 元的高价。1991 年 7 月 15 日，上证指数开始正式发布，此时的股指从发布当天报收的 133 点开始，经过了两年多的持续上扬，最终上升到 1429 点的高位。股市的总市值从开始的 3.2 亿元增长到 558.4 亿元，增长了近 200 倍。

随着股市的逐步发展，股市中的股票数量在逐渐增加，证券公司也随之增多，有人说，从黄埔穿红马夹的人数的增多就可以反映出股市受追捧的程度。因为，在上海证券交易所刚刚成立的时候，交易方式极为简单，由身穿红马夹的交易员进场报单，最初只有 40 多个红马夹，而仅

仅过了一两年之后，黄埔到处都是穿着红马夹工作的人，可见当时股市的火热程度。

仅到 1992 年下半年，中国股市就由刚刚接触期进入了疯狂上涨期。在上海，“人人说股成风”，“老八股”依旧供不应求，新股上市也有限，加上当时涨停板的取消，使得许多股票都爆出了天价。最有名的是当时刚刚上市的轻工机械，在 1992 年 5 月 20 日以 36 元的价格收盘，第二天就以 195 元的天价高开，而更为不可思议的是到下午收盘，价格竟然涨到了 205.5 元！就是在这样的情况下，深市的新股发售发生了震惊全国的“8·10 风波”。

1992 年 8 月 7 日下午，中国人民银行深圳分行、深圳市工商局、公安局、监察局联合发布的《1992 年新股认购抽签发售公告》发布在深市的各大传媒上。按照规定，深市将采用认购抽签表的方式向社会公众发行面值 5 亿元的新股，并且在 8 月 9 日、10 日两天集中发售。根据公告要求，只要有足够多的身份证，就可能买到原始股，而买到原始股就意味着在股票的初级市场中以较低的价格买入股票后，可以无任何风险地在股票的次级市场中高价将其卖出。

巨大的利润引起了人们的兴趣。当时，深市邮局曾收到一个大包，重达 17.5 公斤，里面全是身份证，共计 2800 张！公告发布的当天下午便有人开始排队。1992 年 8 月 8 日，深圳的街头就开始出现了浩浩荡荡的人群，许多人倾家出动，带着凳子、床、席子、自行车、纸箱、报纸、砖头，加入到前不见头后不见尾的买抽签表的长龙之中。各种消息漫天飞舞，等待的人们开始焦躁不安。“黄牛党”也参与其中，一边是抽签表售完的通知，一边是黄牛的高价倒卖。最终在 8 月 10 日，不吃不喝不睡排了几天队却没有买到抽签表的人们愤怒了。他们涌到深圳市政府门前，并与治安人员发生冲突，焚毁了公安人员的值勤巡逻车。这场风波让所有人都意识到了成

立全国性证券监管机构的重要性。1992 年 10 月 26 日，证监会迅速成立，使中国股市走上了制度化、法制化的轨道。

20 世纪 90 年代的中国股市是全国性股票市场初步成型和逐步发展的时期，这一时期，股市行情也是起起落落。从 1992 年 5 月开始，股市中就出现了衰退的迹象，而且短时间内 30 多支股票的突然增加，也给投资者带来了较大的心理冲击，给资金提供方面以巨大的压力，所以股市一路下滑，到 11 月中旬，股指就跌到了 386 点，不到最高时期的 30%。但更让人觉得不可思议的是，在中国股市第一次大熊市之后，股市只用了仅仅 3 个月的时间就恢复了过来，更是涨到了 1558 点的当时历史最高点。但是由于对股市的过度乐观，使得股市中新股的发行速度过快。1992 年中国股市共有股票 54 支，而到 1993 年时增加到 177 支，1994 年又增加到 287 支，如此迅速的股票扩张速度使得市场中资金极为紧张，最终导致了 1993 年 2 月—1994 年 7 月股市的“倒退”。股指曾一度跌回 325 点，直接造成了股市中近 200 亿元的资金缩水。

直到 1996 年 1 月，股市的行情才开始有所反弹，这时深发展、四川长虹、深科技、湖北兴化等绩优股开始领涨大盘，股指开始迅速回升，上证指数又到了 1510 点的高位，而深成指在这一次牛市中创造了从 924 点狂升至 4522 点的神话，股市再次成为人们关注的焦点。但是此时的绩优股过度投机已经造成了股市泡沫，这与美国股市 20 世纪 70 年代对蓝筹股的盲目追求引致股市的大衰退相似，中国的股市也经历了一场持续两年的大熊市，但是，即使在这样的背景下，中国股市的总市值还是上升到 1998 年 2 万亿元、1999 年 4 万亿元的新高度，股市在国民经济中的作用已不可小视。

1999 年俗称的“5·19”行情将上证指数推高到 2000 点以上，并创出 2245 点的当时历史最高点，这股行情的原动力来自与世界同步的网络概念狂潮，也是在这一轮的大牛市中，证券投资基金出现了较大的发展。在散

户投资者特别是投资基金的拉动下，沪深两市曾创出两天内交易额达 833 亿元的天量。

新世纪开始的几年，是中国股市牛熊更替、波澜壮阔的一段时期。从 2001 年开始，中国股市就出现了迄今为止调整时间最长的一轮大熊市。此轮熊市的开始来源于市场最关注的股权分置问题。因此如何解决股权分置问题也就成了阻止此轮下跌的突破口。2005 年 6 月 6 日，五部委联合发布《上市公司股权分置改革的指导意见》，提振了股市的信心，终于使这轮从 2245 点下滑到 998 点的大熊市得到逆转。同时，在这次深层次的股市调整中，市盈率的理性回归也为下一轮的牛市奠定了基础。2005 年的这一轮大牛市是中国股市历史上所从未见过的。上证指数上涨到 6124 点的高度，同时中国股市的总市值达到 32.46 万亿元的历史峰值。从图 4-1 和图 4-2 中可以看出在这一轮牛市中所有的大赢家。



图 4-1 2000—2007 年基金规模增长与沪指走势

图表来源：新浪网

如此大规模的股市在国民经济中发挥的作用已经越来越明显。中国股市这条巨龙已经开始抬头，但是 2008 年的世界金融危机也让这条巨龙受到

巨大的威胁，中国股市将何去何从，已是世界关注的焦点。

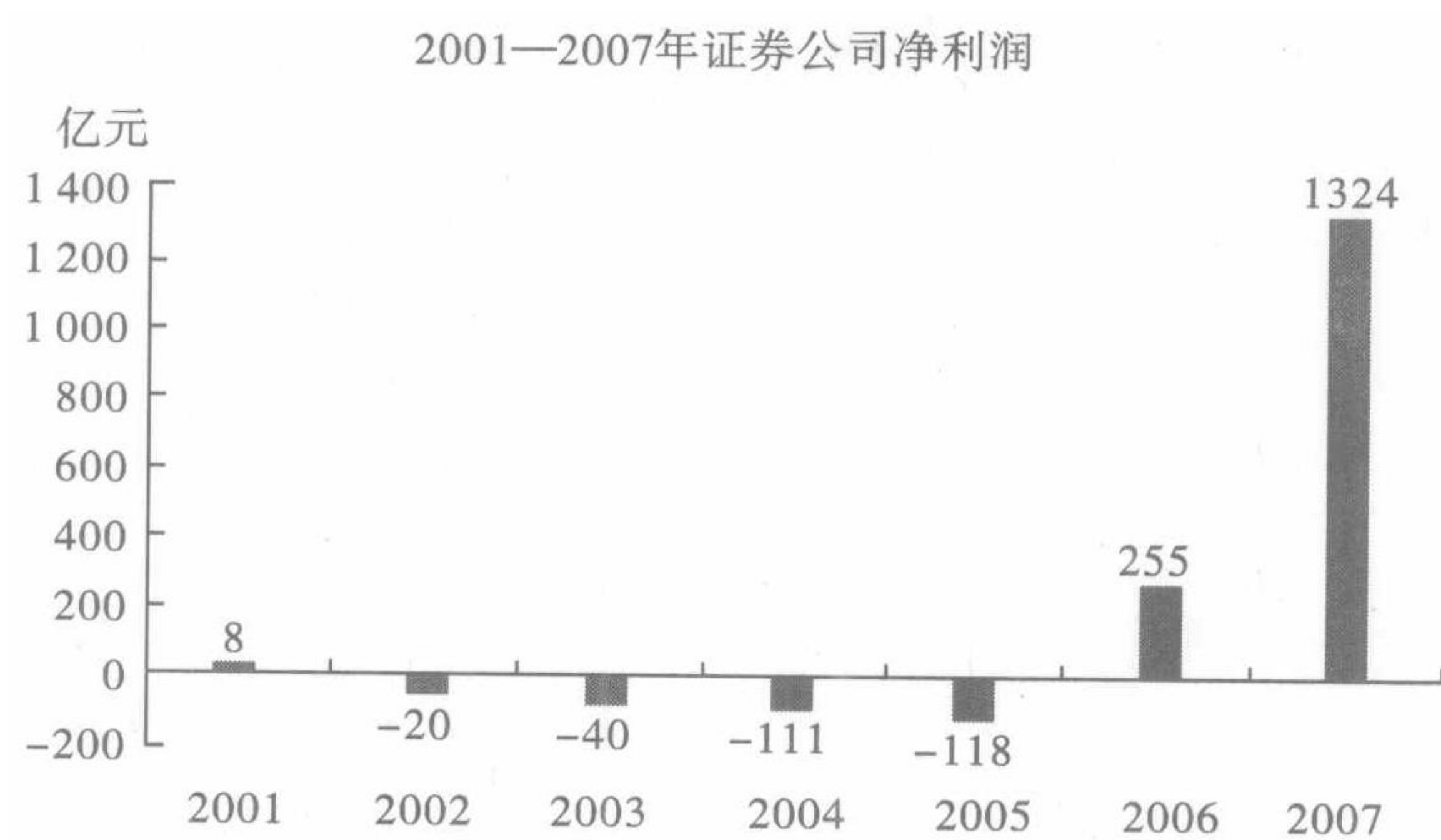


图 4-2 2000—2007 年证券公司净利润

图表来源：新浪网

第5章

身临其境：

21世纪以来

21 世纪以来，发生在我们周围的许多重大经济事件让人触目惊心，有的已经过去，有的还正在发生，这些风波让人们意识到股票市场并不是风平浪静的地方，对于大多数人来说，悲伤的情绪似乎总是多于喜悦，有时看似与股票市场毫不相关的事情也会引起股票市场的动荡，风险可谓无处不在。随着上一波牛市的退去，曾经狂热无比的投资热潮也开始慢慢消散，面对重新回归的理性，每一位投资者都应该认真想想，炒股，您真的准备好了吗？

美国次贷风暴：全球股市一个都不能少

凡是买了美国次级债的国家，就要被迫为美国的次贷危机“埋单”，正所谓美国股市打个喷嚏，全球股市都感冒。

——《环球》

2007 年 2 月，汇丰控股为在美国的次级住房抵押贷款业务增加 18 亿美元的坏账拨备；美国最大的次级抵押贷款机构——美国国家金融服务公司（Countrywide Financial Corp.）收缩贷款；美国第二大次级抵押贷款机构——新世纪金融公司（New Century Financial）公布 2006 年第四季度盈利预警。此后，“亏损”、“裁员”、“破产”、“股市下跌”、“注资”、“救市”、“降息”这些词汇不断出现在人们面前。这场由美国次级住房抵押贷款引发的危机逐渐显现，并迅速向全球金融市场蔓延。

美国的次级抵押贷款业务早在 20 世纪 80 年代就已经出现，但直到

2007 年初，这种业务才由于暴露出的种种问题而被人们熟知。

在美国，抵押贷款根据借款人的信用状况来发放，许多人因为有过延迟付款、破产之类的不良信用记录，或者因为收入较低、信用记录不全等原因而无法达到标准抵押贷款机构要求的信用评分，从而无法获得抵押贷款。面对巨大的市场需求，美国出现了服务于这类人群的次级抵押贷款。“次级”的称谓源于借款人较差的信用和较低的收入。与优良的借款人相比，次级借款人要承担更高的利息，并接受浮动利率和提前还款罚金。

从 2000 年开始，美国政府为刺激经济发展，采取了降低利率的宽松货币政策，4 年之内连续降息 25 次，联邦基金利率从 6.5% 降到 1%，房地产市场一派繁荣，房价持续上涨，到 2006 年涨幅已高达 80%。过高的房价使次级贷款机构和借款人都认为，即使出现还贷困难的情况，抵押房产不断上升的价值也足以弥补贷款金额，并可获得额外收入。次级抵押贷款市场迅速发展，贷款机构对借款人的信用要求和首付标准也不断降低，甚至出现零首付的情况。

次级贷款天生就具有较高的风险，对于这一点，抵押贷款机构心知肚明。为了分散风险，增加资金的流动性，次级贷款业实行了证券化。投资银行等金融机构将零散的次级贷款打包，以此为抵押发行债券等投资产品，即通常所说的次级债，借款人的还款现金流就是这些债券的最初收益来源。评级机构对大部分次级债券给予了“AAA”级的评价，诱人的高收益率使次级债券受到了商业银行、对冲基金、养老基金、保险公司等机构投资者的极大欢迎，他们还利用次级债券作为抵押进行再融资，次级抵押贷款通过证券化将风险分散到了全世界。

次级抵押贷款曾经帮助许多美国家庭购买了住房，但在房地产业繁荣的时期，虚假信息泛滥，贷款机构盲目降低了贷款条件，向不合格的借款人提供贷款，高风险的次级抵押贷款又衍生出各种证券化产品，评级机构

将这些证券化产品认定为投资级，这些都为日后危机的爆发埋下了隐患。

如果房地产价格可以像人们预期的那样一直上升，也许这场危机就不会发生，但经济不会无限期增长。2004 年下半年到 2006 年，美联储连续 17 次加息，基准利率从 1% 上升到 5.25%，房地产开始持续降温，整个住房抵押贷款市场受到严重影响。市场利率的提高使采用浮动利率的次级借款人不堪重负，无力偿还贷款，违约率日渐上升；房地产泡沫的破灭使抵押品不断贬值，出现房屋销售困难；贷款机构无法收回贷款，纷纷破产；次级债券价格开始下跌，投资次级债的金融机构损失惨重，资产大幅缩水，陷入流动性困境。

之后我们看到的便是：2007 年 3 月，美国新世纪金融公司宣布濒临破产，美股大跌，道·琼斯指数下跌 2%，标准普尔 500 指数下跌 2.04%，纳斯达克指数下跌 2.15%。2007 年 4 月，新世纪金融公司申请破产保护，揭开了美国次贷风暴的序幕，2007 年下半年，次贷危机骤然增强。

2007 年 7 月，标准普尔和穆迪信用评级机构分别下调 612 种和 399 种抵押贷款债券评级；美国第五大投资银行贝尔斯登旗下两支涉足次级债券的基金倒闭。

2007 年 8 月，德国工业银行估计损失 82 亿欧元；美国第十大抵押贷款公司 American Home Mortgage 申请破产保护；澳大利亚麦格里银行、法国最大银行——巴黎银行、日本第二大银行——瑞穗银行、全球资产规模最大的金融服务公司——花旗集团、中国主要商业银行——工商银行、中国银行、建设银行相继宣布卷入次级债；美国国家金融服务公司表示，次贷风暴已经影响到高质量的住房抵押贷款；全球央行开始频繁为金融系统注资；英国最大的商业银行——巴克莱银行向英国央行借入紧急储备金；美国主要次级抵押贷款公司 Ameriquest 不再接受新的抵押贷款申请；8 月 17 日，美联储将窗口贴现利率从 6.25% 下调至 5.75%。

2007年9月，英国北岩银行、英国第五大抵押贷款机构诺森罗克银行遭遇挤兑狂潮；9月19日，美联储将联邦基金利率下调50个基点至4.75%；美联储和欧洲央行继续为金融系统注资。

2007年10月，标准普尔评级机构下调1700支次级债券评级；美国接近7万人申请破产；美国第三大投资银行——美林、日本最大证券公司——野村证券、欧洲最大投资银行集团——瑞银集团相继公布亏损；美林证券CEO斯坦利·奥尼尔辞职；10月31日，美联储再降息25个基点。

2007年11月，花旗集团出售4.9%股份，CEO查理·普林斯辞职。

2007年12月，美国第二大投资银行——摩根士丹利公布第四季度与次级债券相关的损失达94亿美元，为72年历史上首次季度亏损；瑞银集团出售10%股份；12月6日，英国央行降息25个基点；12月18日，欧洲央行向金融系统注资3480亿欧元，并额外向欧元区银行体系提供5000亿美元的两周贷款；12月19日，美联储向金融市场注入200亿美元，为期28天。

2008年1月，花旗集团公布2007年第四季度亏损98.3亿美元；全球知名金融公司摩根大通公布2007年第四季度亏损35.88亿美元；瑞银集团公布2007年第四季度亏损125亿瑞士法郎；美国银行和美联银行公布2007年第四季度盈利降幅分别高达95%和98%；1月22日，美联储将联邦基金利率下调至3.5%；1月30日，联邦基金利率再度下调50个基点至3.0%；至1月底，美联储已将窗口贴现利率降至3.5%。

2008年2月，标准普尔评级机构再次下调次级债券评级；美国总统签署为期两年、总额为1680亿美元的刺激经济方案；英国将诺森罗克银行收归国有。

2008年3月，摩根大通最终以11亿美元收购贝尔斯登；3月17日，美联储下调窗口贴现利率至3.25%；3月18日，联邦基金利率降至

2.25%；各大央行继续向金融系统注资。

2008 年 4 月，国际货币基金组织估计全球因次级贷款损失约 10 000 亿美元；瑞士央行向市场注资 60 亿美元；欧洲央行注资 150 亿美元；加拿大央行注资 4.95 亿加元；4 月 30 日，联邦基金利率降至 2%。

2008 年 5 月，美国决定建立一个总额 3000 亿美元的抵押贷款保险基金，并向房屋所有者提供资助。

2008 年 7 月，美国证券交易委员会限制卖空房利美、房地美、雷曼兄弟等主要金融公司的股票；布什总统签署规模为 3000 亿美元的住房市场援助法案。

2008 年 8 月，美联储决定将联邦基金利率维持在 2%。

2008 年 9 月，股价已经跌去 90%，总债务为 1630 亿美元的雷曼兄弟公司申请破产保护，成为美国历史上倒闭的最大金融公司；美国联邦住房金融管理局宣布出面接管美国两大房地产抵押贷款公司——房利美和房地美；美国政府接管美国最大的保险公司——美国国际集团（American International Group, AIG）；美国银行宣布以 440 亿美元收购美林公司。

2008 年 10 月，美国通过 7000 亿美元救市计划；欧元区国家通过大规模救助计划；韩国政府实施大规模金融救援计划；各大央行接连宣布降息。

.....

金融机构为获得流动资金开始抛售所持证券；评级机构不断下调次级债评级；金融机构的接连亏损、破产导致金融恐慌，证券市场遭到重创。正如《环球》杂志的文章所说：“凡是买了美国次级债的国家，就要被迫为美国的次贷危机‘埋单’，正所谓美国股市打个喷嚏，全球股市都感冒。”

美国的次贷危机自 2007 年初爆发之后愈演愈烈，逐渐扩散到全球金融市场，几乎每隔一段时间，人们就可以听到股市大跌的消息，从美国到欧

洲、到亚太地区……全球股市无一幸免。

2007年，受次贷危机影响，全球重要股指的跌幅都在12%到24%之间。日经指数下跌23.6%，7月份，日经指数从18 000点迅速泻至15 000点，并一度下探至14 837.66点，之后始终在15 500点附近徘徊；法国巴黎CAC40指数下跌20.7%；道·琼斯30种工业股票平均价格指数下跌14.8%；标准普尔500指数下跌13.6%；德国法兰克福DAX30指数下跌12.2%，该指数在7月从8100点的高位瞬间跌破7500点后一直无法突破8000点；英国《金融时报》100指数下跌12.1%，该指数在7月刚刚升至全年最高点6754.10点，8月便跌至全年最低点5821.70点。

进入2008年，股市持续下跌趋势，波及范围更加广泛。

因美国商品零售数据显示美国经济陷入衰退，加之花旗银行宣布2007年第四季度亏损98.3亿美元，2008年1月15日，道·琼斯30种工业股票平均价格指数下跌2.17%；同日，秘鲁和巴西主要股指的跌幅均超过3.5%。1月16日，印尼雅加达综合指数下跌6%；中国香港恒生指数下跌5.37%，为6年来最大单日跌幅；马来西亚KLSE综合股指下跌3.5%；日经指数下跌3.35%；澳大利亚S&P/ASX200指数跌2.5%；韩国首尔综合指数下跌2.40%。

2008年1月21日，金融股领跌全球股市。欧洲股市在盘中出现暴跌，其中，德国法兰克福DAX40指数下跌6.8%，创下2001年以来的最大跌幅；法国巴黎CAC30指数下跌5.8%；英国《金融时报》100指数下跌4.4%。截至收盘时，印度敏感指数下跌7.41%，为4年来最大单日跌幅；新加坡《海峡时报》指数下跌6.0%；中国香港恒生指数下跌5.5%，为6年来最大单日跌幅；我国上证综合指数下跌5.1%，为半年来最大单日跌幅；日经指数下跌3.9%；韩国首尔综合指数下跌2.9%；澳大利亚S&P/ASX200指数继续第11个交易日的下跌，当日跌幅2.9%，这是自1982年

以来持续下跌时间最长的一次。

2008 年第一季度的下跌使全球股市市值蒸发接近 40 000 亿美元。

2008 年第二季度，亚洲股市普遍表现很差。越南基准指数（VN 指数）下跌 24%，我国上证指数下跌 23.2%，巴基斯坦 Karachi 100 指数下跌 18.3%，菲律宾 PHS 综合股价指数下跌 17.4%，印度敏感指数下跌 12.1%，新西兰 NZX-50 指数下跌 7.5%，泰国基准 SET 指数下跌 5.1%，马来西亚 KLSE 综合股指下跌 4.8%，印尼雅加达综合指数下跌 4.7%，中国香港恒生指数下跌 3.5%，斯里兰卡 Colombo 全股指数下跌 3.1%，韩国首尔综合指数下跌 1.3%，新加坡《海峡时报》指数下跌 1.2%，澳大利亚 S&P/PSX200 指数下跌 1.2%。^①

受雷曼兄弟公司破产影响，2008 年 9 月 15 日，道·琼斯指数重挫超过 500 点，标准普尔指数下跌近 5%，创下“9·11 事件”以后的最大单日跌幅。全球股市随即出现连锁反应，9 月 16 日，英国《金融时报》100 指数下跌 3.9%；法国巴黎 CAC30 指数下跌 3.8%；德国法兰克福 DAX40 指数下跌 2.7%；韩国首尔综合指数下跌 6.1%；中国香港恒生指数暴跌 1052 点，跌幅达 5.44%；日经指数下跌 5.1%，为三年来的最低点；台北加权平均指数下跌 4.55%；新加坡《海峡时报》指数下跌 3.3%。

2008 年 10 月 6 日，欧洲银行业开始集中爆发危机，法国巴黎 CAC30 指数下跌 9.0%；德国法兰克福 DAX40 指数下跌 8.1%；英国《金融时报》100 指数下跌 6.5%。美国道·琼斯指数下跌 5.47%，继 2004 年 10 月 26 日以来再次跌破 10 000 点大关；标准普尔 500 指数下跌 6.55%；纳斯达克指数下跌 7.02%。亚太地区股市跌幅纷纷超过 4%，其中印尼股市创下 6 年来最大单日跌幅，高达 10%；中国沪深股市双双下跌约 5%。

^① 引自 <http://cn.reuters.com/article/asiaNews/idCNChina-1541220080630>)

.....

2008 年全球股市下跌情况，如表 5-1 所示。

表 5-1 2008 年全球股市跌幅榜

股指	2007 年最后 交易日点位	2008 年最后交易日点位	跌幅
冰岛 OMX15 指数	6322. 4	352. 16（到 12 月 30 日）	94. 43%
俄罗斯 RTS 指数	2290. 51	625. 42（到 12 月 30 日）	72. 67%
越南指数	927. 02	315. 62	65. 95%
中国上证综指	5261. 56	1820. 81	65. 39%
中国深证成指	17700. 62	6485. 51	63. 36%
印度孟买股市 30 种股票 综合股价指数	20286. 99	9716. 16（到 12 月 30 日）	52. 1%
新加坡《海峡时报》指数	3482. 3	1770. 65（到 12 月 30 日）	49. 15%
中国香港恒生指数	27812. 65	14387. 48	48. 27%
标普澳洲 200 指	6421	3591. 4（到 12 月 30 日）	44. 07%
法国 DAX 指数	5614. 08	3217. 13（到 12 月 30 日）	42. 7%
日经 225 指数	15307. 78	8859. 56	42. 12%
美国纳斯达克指数	2652. 28	1550. 7（到 12 月 30 日）	41. 53%
巴西博维斯帕指数	63886. 1	37550. 31（到 12 月 30 日）	41. 22%
韩国首尔综合股价指数	1897. 13	1124. 47	40. 73%
德国 CAC40 指数	8067. 32	4810. 2（到 12 月 30 日）	40. 37%
加拿大 S&P/TSX 指数	13833. 06	8830. 72（到 12 月 30 日）	36. 16%
美国道·琼斯指数	13264. 82	8668. 39（到 12 月 30 日）	34. 65%
英国富时 100 指数	6456. 9	4392. 68（到 12 月 30 日）	31. 97%

引自 <http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/economics/20081231/17395708792.shtml>

越南：“最高的利率，最差的股市”

2000 年 7 月，胡志明证券交易所开市，有 22 家企业挂牌交易，总市值约为 1.44 亿美元。此后，越南基准股指（VN 指数）从 100 点一路上升。2006 年，越南股指涨幅高达 144%，为亚洲之最，牛气冲天的越南股市吸引了大批国内外投资者争相入市。2007 年 3 月，越南股指登上 1170.67 点的历史最高纪录，总市值超过 200 亿美元，上市公司接近 200 家。当投资者还在为刚刚出现的大牛市感到欣喜若狂时，越南股市正在悄悄创造着新的历史纪录。2007 年 10 月，越南股市调转方向，从 1106 点开始了持续地下跌。2008 年以后，越南股市累计跌幅高达 66%，股票平均市盈率也从 30 多倍降到了不足 10 倍，成为全球表现最差的股市，并创下有史以来时间最长的连续下跌纪录。2008 年 5 月 28 日，在股市连续下跌 17 天之后，胡志明证券交易所以交易系统突然出现技术故障为由休市三天，但仍未能阻止下跌之势。

短短一年时间，越南股市从高峰跌到了谷底，可谓冰火两重天。面对越南股市一泻千里的悲惨遭遇，仍有许多机构投资者继续看跌。到底是什么样的原因让投资者对越南股市如此缺乏信心？

近年来，在改革开放的背景下，越南经济取得了巨大成功，被普遍看作亚洲蓬勃向上的经济体。2000 年以后，越南的国民生产总值增长率始终保持在 7% 以上，2005 年以后甚至超过了 8%，增速仅次于中国，国民生产总值在 2007 年达到 713 亿美元。2008 年上半年，越南国民生产总值增长率在 6.6% 左右，越南政府预计年底国内仍可实现 7% 的高速增长。

但持续的高速增长背后必然存在经济过热。2008 年以后，越南的经济问题开始凸显，导致股市跌去近七成。

首先，为了扶植国有企业的发展，改善基础设施建设以吸引外资，越

南政府近几年不断加大社会投资。2002—2007 年，越南社会投资总额占国民生产总值的比例逐年递增，分别为 33.2%、35.4%、35.5%、35.6%、35.7% 和 40.6%，巨额的投资使政府财政赤字常年保持在国民生产总值 5% 的危险水平。2007 年，政府财政赤字为 50 亿美元，占国民生产总值的 7%，2008 年第一季度的财政赤字比 2007 年同期增长了 78%。同时，为使企业获得低息贷款，政府采取了宽松的信用政策，银行信贷规模飞速增长。2007 年信贷增长 54%，2008 年第一季度的信贷投放比上年同期又增加了 65%，远远超出越南央行将全年信贷增长率限制在 30% 之内的目标。随着股市和房地产热潮的逐渐退去以及经济紧缩的来临，银行将面临偿还危机。

在投资的带动下，越南国内需求变得十分旺盛，造成进口持续增加，贸易逆差迅速扩大。2002 年，贸易逆差仅为国民生产总值的 1.7%，2007 年就已高达 17.4%，当年进口总额 627 亿美元，占到国民生产总值的 88%，贸易逆差 124 亿美元。2008 年，越南贸易状况进一步恶化，截至 5 月底，就出现了 144 亿美元的差额。政府财政和经常账户的双赤字也让越南的外债规模不断扩大，世界银行估计的数字为 240 亿美元，超过了政府持有的外汇储备量。

其次，越南国内物价明显上升，2008 年前 5 个月的平均通货膨胀率为 19%，5 月份的居民消费价格指数（CPI）更是达到 1992 年以来的最高水平——25.2%，在亚洲仅次于斯里兰卡，其中谷物价格同比上涨 67.8%。至此，两位数的通货膨胀在越南已经连续维持了 7 个月，并且日益严重。究其原因，除了经济过热带来的需求增加以外，主要是国际油价和原材料价格的上涨造成了输入型的通货膨胀，2007 年加入世界贸易组织以后的价格调整也使得粮食等价格出现大幅提高，物价上升使得囤积居奇现象十分普遍，2008 年 4 月，越南就出现了抢购大米的风潮，进一步加剧了通货膨胀。

居高不下的通货膨胀率和贸易赤字使越南盾面临巨大的贬值压力。2008 年 3 月，政府将汇率的日浮动区间从 0.75% 扩大到 1%。之后，越南盾急速贬值，两个月内越南盾对美元的汇率下跌 2.7%，国际远期外汇交易市场预期，到 2008 年底，越南盾的贬值幅度可能会达到 30%。恐慌的人们将大量越南盾兑换为美元和黄金，由于对美元的需求增加，政府实行了外汇管制，投资者又纷纷涌向黑市抢购美元。6 月底，越南政府再次放宽越南盾对美元汇率的日波动幅度，升至 2%。

在股市下挫的同时，房地产市场也呈现出下跌趋势，房屋成交量明显萎缩，与 2007 年底相比，房价下跌幅度在 20% 到 50% 之间。虽然越南的房地产市场规模很小，还不足以对经济造成大的冲击，但房地产市场的低迷和股市的暴跌都反映了资产市场的动荡，为过热的经济敲响了警钟。

2008 年 5 月，标准普尔评级机构将越南的长期外汇评级列为“负面”，惠誉评级机构将越南主权债券的评级从“稳定”下调至“负面”；6 月，穆迪降低了越南的信用评级展望，其他一些投资机构也对越南的发展前景做出了悲观的评价。同时，越南政府在 6 月将当年的预期经济增长率由年初的 8.5% ~ 9% 下调至 7%。经济增长速度的放缓和股市、楼市等资产价格的下跌严重打击了投资者的信心，大量资金开始外流。由于越南政府一直以来鼓励外资流入，并且开放了资本项目，放松了对金融市场的管制，2007 年流入越南的资金达到 178.56 亿美元，2008 年上半年外资流入趋势有增无减，其中当然不乏国际游资，一旦资金出现大规模撤离，越南的经济一定会遭遇一次大灾难。

面对越南经济存在的问题，政府的反应是缓慢的，他们不愿中途放弃大规模的建设项目和对国有企业的改革，不愿就此打住经济的快速增长势头，不愿过早打击民众乐观的投资情绪，因而有力的紧缩措施迟迟没有推出，国内信贷依然在放大，经济依然在升温，政策取向的不明朗对投资者

的心理预期造成了负面影响。

其实早在2007年底，越南的居民消费价格指数（CPI）就已经达到了12%的高水平，如果政府不是犹豫不决，而是及时采取有效的宏观调控措施，也许后来人们就不会把越南比做1997年亚洲金融危机爆发前的泰国。

2008年5月中旬，越南国家银行将越南基准利率由8.75%调升至12%，再贷款利率和贴现利率同步调升至13%和11%，并要求商业银行增加法定存款准备金。此前一个月，越南国家银行已经将商业银行的存款准备金率提高到了12%，部分银行随之将贷款利率设在了18%。尽管基准利率大幅提高了325个基点，但还是没有跟上物价上涨的步伐，如果把通货膨胀率考虑进去，越南的实际利率仍然为负。2008年6月，越南国家银行再次上调基准利率，由原来的12%提高到14%，成为亚洲最高的利率水平。同时，再贷款利率调至15%，贴现利率调至13%，商业银行的最高贷款利率调至21%。由于越南的居民消费价格指数仍然存在很大的上行压力，政府表示还会考虑进一步加息。此外，从6月11日起，官方市场越南盾兑美元的汇率由16 139调至16 461，汇率的调整缓解了越南盾的贬值压力，在黑市中，越南盾兑美元的汇率已经超过了18 000。

一系列紧缩措施的出台表明了政府对抗通货膨胀的决心，受到了投资者的欢迎，也取得了积极的成果。

2008年7月，越南股市一直处于上涨状态，回升近30%，许多机构投资者重新入市。越南国家证券委员会在4月和6月曾两次扩大证券交易所股票的日涨跌幅度，从1%提高到3%，刺激了股市的流动性；8月14日，随着越南股市“七连阳”的出现，越南国家证券委员会决定自8月18日起将股市日涨跌幅度升高至5%，交易限制的放宽将使越南股市向着更加健康的方向发展。除了股市有所反弹之外，2008年上半年国民生产总值增长率在6.7%左右，经济增长的目标不难实现。7月，越南出口比上年同期增长

37%，贸易逆差逐渐缩小，居民消费价格指数出现 2008 年以来的最小涨幅，政府表示争取在 2009 年底将通货膨胀控制在 10% 以内，多家银行开始下调越南盾和美元存款利率，民众对经济的信心开始恢复。

当越南经济出现众多不稳定迹象的时候，人们都在担心越南会不会遭遇国际游资的大规模冲击？这是不是第二次亚洲金融危机的开端？危机是否会再次波及东南亚甚至整个亚洲？

随着宏观经济积极转变的出现，人们的担忧慢慢消散。其实越南的情况并没有人们想像得那么糟糕，因为越南的资本市场并没有完全放开，金融市场的结构也比较简单，除了股票和债券之外，还没有出现金融衍生产品，流入越南的资金主要从事直接投资，国际投机资本对越南的影响十分有限。越南的外债大部分都是长期债务，虽然外债总额较高，但每年的外债偿还数额还处在安全区域。前面已经提到，越南的房地产市场规模很小，房价在 2006 年才开始上涨，而且政府对住房信贷规模和首付比例都做了严格的限制。从大的方面来看，与 1997 年亚洲金融危机前的泰国相比，越南爆发危机的可能性很小。

面临越南经济出现的动荡，人们的担忧并不是杞人忧天，因为亚洲很多国家都不同程度存在着经济过热、通货膨胀等现象，中国的居民消费价格指数就曾经居高不下，人民币曾经面临升值压力，国际游资曾经对人民币虎视眈眈，国际收支曾经出现出口大于进口、资金流入大于流出的双顺差现象……

虽然越南这次并没有陷入危机，但却为全世界敲响了警钟，谁也无法保证下一个出现问题的国家也会如此幸运。^①

① 本节数据主要引自新浪网、新华网等

“6000 到 2000”：金融危机，我们准备好了吗

从 2005 年底到 2007 年，我国经历了前所未有的大牛市，股票市场仿佛成了只赚不赔的地方，笑脸相迎的老股民和排队等待开户的新股民成了证券交易所里司空见惯的场景。人们聚到一起，谈论最多的话题便是股票：“你的股票涨了多少？你看好哪支股票？最近赚了多少？……”许多股民用在股市上赚来的钱买了房子和车，并热心地向其他人传授炒股经验，全国上下掀起了入市炒股的浪潮，谁也不想错过这次千载难逢的机会，我们可以从一些真实的数字中体会到市场的牛气和人们投资的热情。

2006 年，年初上证综指以 1163.87 点开盘，年末收于 2675.47 点，涨幅高达 130.43%。上证综指在年内可谓是一路直上创出了 2698.90 的历史新高，距离 2700 点的整数关口只差一步之遥，期间的最低点和最高点分别出现在第一个交易日和最后一个交易日。沪市全年总成交额为 91 912.32 亿元，增幅高达 84.65%。其中，A 股成交额为 57 245.11 亿元，增长 200.32%，B 股成交额为 571.49 亿元，增长 219.77%，股票成交额为 57 816.60 亿元；权证成交额为 14 941.1 亿元，增长 747.45%；基金成交额为 777.35 亿元，增长 398.74%；相比之下，债券等产品成交额有所下降。日均成交额 381.38 亿元，增幅高达 85.42%。投资者开户数新增 242.72 万户，累计达到 4098.96 万户。年末，沪市已经拥有上市公司 842 家，上市股票 886 支，市值 71 612.38 亿元，增长 210.06%；流通市值为 16 428.33 亿元，增长 143.22%。上市股票平均价格为每股 6.97 元，上涨 51.5%，上市公司平均市盈率为 33.3 倍，增长 103.93%。

深证成指 2006 年末收于 6647.14 点，涨幅高达 132.12%。深市全年股票成交额为 32 652.29 亿元，增长 164.02%；基金成交额为 978.3 亿元，增长超过 400%；权证成交额为 4958.46 亿元，增幅高达 1065.42%；债券成

交易额同样有所下降。全年股票上市公司新增 52 家，总市值为 17 791.52 亿元，增长 90.61%；流通市值增加 4699.40 亿元，增幅 121.51%。上市股票平均价格为每股 7.49 元，上涨 71.19%，上市公司平均市盈率为 32.72 倍，增长约 100%。

截至 2006 年底，沪深两市合计拥有上市公司 1421 家，上市股票 1507 支，总市值达到 89 403.9 亿元，比 2005 年增长 175.68%，约占国民生产总值的 50%；股票成交额突破了 90 000 亿元，比 2005 年增长 186.22%；权证成交额达到 19 899.56 亿元，接近 20 000 亿元；投资者开户数接近 8000 万。

2006 年对于股民们来说无疑是丰收的一年，沪深两市的多数指标都出现大幅上升，不断创出历史新高，进入 2007 年，中国股市牛气依旧，这一年也成为广大股民心目中最难忘的一年。

2007 年的第一个交易日，股市就迎来开门红，沪深两市都曾站上 2847.61 点和 6954.64 点历史新高位，上证综指收于 2715.72 点，比 2006 年最后一个交易日上涨 1.5%，深证成指收于 6705.34 点，比 2006 年最后一个交易日上涨 0.88%，沪深两市在当天还创下了 1218.61 亿元的史上最高单日成交量，此后日成交量的纪录不断被刷新，4 月 24 日超过 2000 亿，5 月 30 日达到 2757 亿元。2007 年刚刚过去 1 个月，两市总市值就突破 100 000 亿元，投资者新增开户数超过 300 万户，几乎相当于 2006 年一年的新增数量。

此后，在频频震荡的伴随下，股市继续高歌猛进。2007 年 10 月 16 日，上证综指飙升到了 6124 点的历史最高位，投资者开户数也早已超过了 1 亿户。在这辉煌的时刻，股民们已经完全沉浸在大牛市的喜悦之中，民间股神、冲破万点的豪迈口号层出不穷，牛市的喧嚣盖过了一切。2007 年年底，上证综指收于 5261.56 点，全年涨幅 96.66%，深证成指收于 17 700.62 点，

涨幅 166.29%，两市市值突破 300 000 亿元。

中国船舶 300 元的两市最高股价，*ST 金泰的连续 42 个涨停板……连 ST 类股票也能带来上亿元的收益，2007 年的中国股市在继续创造着神话。但这一年给股民留下的并不只是红色的记忆。

2007 年 2 月 27 日，受传闻影响，股市进行了第一次阶段性调整，在持续高涨之后出现放量暴跌，上证综指开盘 3048.83 点，收于 2771.79 点，下跌 8.84%，创下 1996 年底以来的最大单日跌幅，深证成指开盘 8620.86 点，收盘 7790.82 点，下跌 9.29%，沪市 845 支股票下跌，深市 608 支股票下跌，上万亿元市值一日蒸发。

5 月 30 日，证券交易印花税由 1‰调整为 3‰，同时，在严查内幕交易的打击下，沪深股市应声下跌，跌幅均超过 6%，其中，上证综指下跌 282 点，为历史最多单日下跌点数，两市超过 900 支个股跌停。此后股市持续 5 天暴跌，近 70% 的股票随之跌停 5 天，市值蒸发约 200 000 亿元，大批散户被套。

9 月 11 日，国家统计局公布 8 月份居民消费价格指数比上年同期上涨 6.5%，受紧缩预期影响，上证综指下跌 4.51%，收于 5113.97 点，深证成指下跌 4.4%，收于 17 129.39 点，沪市 804 支股票下跌，深市 633 支股票下跌，两市 129 支股票跌停。

11 月 8 日，受周边股市普跌和 10 月居民消费价格指数再创新高的影响，上证综指开盘 5559.15 点，收盘 5330.02 点，下跌 4.85%，深证成指开盘 18 181.11 点，收盘 17 465.46 点，下跌 4.21%，两市上涨个股仅 118 支。

这一次次突然袭来的快速下跌好像一盆盆冷水，泼向不断升温的股市，提醒股民们不要忘记“股市有风险”这个不变的道理，相信在目前庞大的股民队伍里，有不少人对股市并不了解，对国家政策的用意也一无所知，

风险意识淡薄，只看到别人在股市里赚得盆满钵满，便踊跃入市，却忽视了即使在牛市背后也隐藏着风险，而在“赚钱效应”驱动下的非理性投资行为也增加了股市的风险。

股市的红火与经济基本面向好有很大的关系，从 1996 年开始，我国就进入了国内生产总值的高增长时期，年均增长率超过 8%。2003 年，国内生产总值增长率达到 10%，此后便一直保持着 10% 左右的增长率，远超过发达国家和其他新兴市场。2006 年，我国国内生产总值超过 200 000 亿元，比上年增长 10.7%，仅次于美国、日本和德国，居世界第四，居民消费价格指数上涨 1.5%，并没有出现明显的通货膨胀。2007 年，国内生产总值达到 246 619 亿元，增速高达 11.4%。在经济快速发展的背景下，上市公司的盈利快速增长，商品和资产价格迅速上升。

自从 2005 年 7 月，中国人民银行宣布人民币不再单一盯住美元，而是实行以市场供求为基础、盯住一篮子货币的有管理的浮动汇率制以来，人民币的强烈升值预期吸引了大量资本涌入，这些资本流向了股市和楼市，巴菲特、索罗斯等世界著名的投资家也对中国股市表示出了极大的兴趣。尽管如此，中国股市的迅速蹿升并不完全依靠实体经济的增长，也存在着非理性的自我膨胀现象，我们可以从激增的股民数量中看到这一点。跟风操作、追涨杀跌的行为让股市达到了鼎沸的状态，连一向稳健的基金也开始了疯狂的短线操作。其实，在股市一片欣欣向荣的时候，已经有很多人质疑过股市是否存在泡沫，以后还有多大的上升空间，对上市公司的估值是否合理，但这种善意的提醒在坚决做多的情绪下并没有换来人们足够的重视，股民们还在期待着股市为他们带来更多的利润。

仔细想想，2007 年国内生产总值虽然继续突飞猛进，但消费价格指数上涨了 4.8%，涨幅比上年提高了 3.3 个百分点，自 2007 年 8 月开始，月消费价格指数的涨幅均在 6% 以上，中国已经面临着通货膨胀的压力，宏观

经济政策的收紧必然对股市造成负面影响。

2007年年末，上证综指的涨幅比上年下降了34%，在经历过多次暴跌之后，许多股民仍然没有树立忧患意识，对2008年的股市他们还抱有乐观的期望。进入2008年，在消费价格指数继续攀升、宏观经济政策紧缩、美国次贷危机、大小非解禁、雪灾、震灾等意外灾害的影响下，股市的走势让众多股民大跌眼镜。4000点，3000点，2000点，上证综指连连失守，屡创新低，不到一年时间，跌幅超过60%，完成了过去将近5年的跌幅，20多万亿元的市值化为泡影。众多利好消息的出台和千呼万唤的奥运市始终未能改变股市的命运，期待股市重回6000点的梦想终于破灭了，股民们的笑脸变成了一张张苦脸，高喊抄底的人们似乎总也抄不到股市的底，因为前面总会有一个更深的洞在等待着他们，于是人们开始猜测究竟跌到多少点才是真正的底。

股市依旧是人们谈论最多的话题，但感觉却完全变了味道，跌停、套牢、反弹、救市成了最熟悉的词汇。应该说，中国股市的暴跌既是对宏观经济增长放缓和全球金融危机的反映，也是对自身泡沫和投资者不良心态的反映。许多股民并不关心上市公司的业绩，不注重长期价值，今天买了股票，明天就想赚钱，股市跌了就等待政府救市，风险意识淡漠，这样并不利于股市的健康发展。

由于未来一个时期，我国的宏观经济形势和全球的金融形势还具有很大的不确定性，大小非解禁的高潮也即将到来，面对股市存在的危机以及可能触发的金融危机，我们不禁要问一下从未经历过大风大浪的自己：准备好了吗？

“入市有风险，投资需谨慎”：炒股，您真的准备好了吗

所谓你不理财，财不理你。在上一波大牛市到来之际，越来越多的人

将多年积累的资本投到股市，成为了一名投资者。在股票市场中，穷人想要变富，富人想要变得更加富有，很大程度上，人们入市就是为了赚钱。

在上一轮牛市中，确实有不少人赚得盆满钵满，但这并不代表你就真正能够驾驭股票这种投资工具，《行走在钻石与玻璃之间——史军投资札记》中有句话写得好：“不能因为这一阶段鱼潮汹涌、伸手就能抓到鱼，就以为自己是老渔夫了。”无论你已经股票市场中摸爬滚打过多少年，无论你曾经有过多么辉煌的投资史，我们都需要不断揣摩，不断进步。当然，牛市中也不是人人都赚钱，到了熊市更是赔多赚少，可见投资股票并不像有些人想的那样是不劳而获的买卖，也需要头脑和原则，成功的投资者巴菲特曾经说过：“投资者的劳动就是阅读和思考。”其实，细心观察生活，就可以发现许多投资机会，粮食涨价了，农业股就跟着走强；中国举办奥运会了，旅游、酒店、饮食类的股票就迎来了一波行情，这样的例子不胜枚举。

总地来说，股市是少数人赚钱、多数人赔钱的地方，在那里你可以一夜暴富，也可以顷刻间变得一无所有。风险是所有投资者入市前必须要认清的一样东西，因为只有把风险摆在第一位，你才会时刻提醒自己去控制风险，才会避免让冲动和贪婪淹没了理性。但遗憾的是，很多人都是在输得血本无归后才意识到股市原来真的有风险，而且风险是如此巨大。

对于风险，不同的人有不同的理解。专业的说法将风险划分为系统风险和非系统风险，其中系统风险是指由利率、汇率、通货膨胀、宏观经济政策、经济周期、金融危机、意外灾害、战争等因素引起的，让所有投资者都面临损失可能性的风险，系统风险无法避免，但不同行业对系统风险的敏感程度不同，因而投资者遭受损失的程度不同。非系统性风险由特殊因素引起，只会对个别股票或个别投资者造成影响，可以通过分散投资加以消除，如企业经营不善、行业不景气等。

普通投资者对于风险的认识更加具体，大多来源于切身的体会。有人认为在背后操纵股票价格的庄家最为可怕，庄家利用了股市中艰难生存的小股民，最后却把他们变得一贫如洗。有人认为上市公司提供虚假财务报表，隐瞒真实的业绩最为可怕，资产、利润、市盈率、每股收益……分析半天原来只是白忙活。而本书认为，股市最大的风险来自投资者自身素质的差异和由于人性的弱点而产生的操作失误。这句话可能更概括地反映了现实中的情况。

在熙熙攘攘的股市中，还是普通投资者占了多数，而普通投资者又大体可以分为以下几类。

第一类人或是听信网络、电视、报刊、投资咨询机构中股评专家们的点评，投资所谓即将暴涨的“黑马”；或是利用“一旦拥有，尽享牛市”的炒股软件；或是依靠消息；或是等待朋友荐股，而不具备独立判断的能力。不过要知道，股评专家们几乎从不购买自己推荐的股票；如果真有既简单又能准确捕捉每次上涨信号的炒股软件，我们就不会在股市中看到一幕幕凄惨的场景了；而廉价的消息大多没有价值，作为普通投资者，你获得的消息早已世人皆知，恐怕传来传去变了味道也无从知晓，而真正有价值的内幕消息又有几个人能够得到？要想在股市中长久地生存下去，我们可以信赖的只有自己。

第二类人可以说是经典股市理论的信仰者，比如K线理论、均线理论、趋势线理论、各种技术指标等，他们往往精通其中的一种或几种，并用这些理论指导每一次投资，可奇怪的是，学会了这些神秘的理论，在股市中有时还是照样赔钱。有人说，我们国家是政策市，技术分析根本没有用。其实不然，政策虽然可以影响股市，但股市不可能一直依靠政策来维持，随着股票市场的不断完善，政策市会离我们越来越远。应该说经典股市理论是对过去交易经验的总结，并不能准确预测未来，它们可以为你的决策

提供参考，为理性投资提供帮助，但却不是制胜的秘笈，毕竟，股市中不存在放之四海而皆准的金科玉律。

第三类人说来不可思议，但却真实地存在着。他们还没有搞清楚股市到底是什么，就被不断推高的股市热潮卷了进来，或许凭借运气和天赋，抑或是灵感，他们能在股市中尝到些许甜头，但最终还是要如数奉还，就当为进入股市交了学费。

在股市中生存，一定的技术分析方法是必要的，但很多时候心态比技术更加重要，从众、贪婪、侥幸和赌徒的心理都是非常可怕的，而心态只有经过时间的历练才会慢慢成熟。人人都知道投资股票的本质是低吸高抛，但就是这么简单的四个字，又有多少人能运用得游刃有余呢？在此暂且不论投资的多少条禁忌，炒股的多少条法则，本书在最后，将摘录一些投资类书籍中的警句与大家分享，相信每个人都会从中收获适合自己的东西，不再让股市中极少数不犯错误的人，去赚大多数犯错误的人的钱，而是让多数人都能从经济和上市企业的增长中分享一份财富。

附

几则投资哲学

频繁交易是投资大忌。

可以说股票市场中的战斗，更多的在于自己和自己斗，理性与感性斗，克制与面子之间的战斗。

你总能在低点买进，那就是有人在“错误”地卖出；你总能在高点卖出，那就是有人在“错误”地买进。

时间是优秀企业的朋友，是平庸企业的敌人。

是充分思考亏损的可能性，还是想像着自己能够赚多少钱，你的投资决策和后果会截然不同。

进入投资这个领域也是如此，如果是为了获取短期的利益，为了暴利，你对这个市场的理解以及你的操作手段、你的心态，都真的和进入赌场一样。

很多时候，购买好企业未必是好投资，如果你以很高的极不合理的价格买入，你可能要牺牲很长时间才能获得收益。

股票价格长期来看与企业收益是一致的。

投资者最好的老师就是自己。

在股权投资市场里，聪明的投资者能够领悟同样的策略——聚焦。

牛市会“卖”股，熊市会“捂”股。

预测者有一个聪明的办法来对付预测的不准确性，那就是经常预测，就如同抛硬币，次数多了，就接近50%。而且更要命的是，作为听众总会倾向于记住对的、忽略错的，于是乎，经常预测的预测者的“正确率”就会大幅度地提高。

假设你真的能够预测股市，你也未必能够赚到钱。因为，让你赚钱的其实不是大势，而是你投资的某一支股票。

在股票市场也是，一次赚钱、一年赚钱可能不难，难的是一辈子能够在这里生存赚钱。

喜欢听消息的人，不妨看看巴菲特对小道消息的态度：避之如瘟疫，唯恐不及。

多少人，买来卖去，对的兴奋，错的忘掉，到头来算账，白忙的居多。

选择企业定投，需要识别企业的能力，这些能力大多来自于对经济大画面的理解，和对生活的细心观察，来自于常识。

慢悠悠，不用天天盯着股票，不是累，是轻松自在。

一个人只有在股市中真正失去资金之后，才能学会正确的市场之道。

经历了这样的大涨和大跌市，不少人感慨，其实我买得还是挺对的，就是没有卖。俗话说得对啊，会买的是徒弟，会卖的才是师傅。

研究那些涨了很多的股票，找到共同特征，那些特征或许是帮助你实现财富增值的“阶梯”。

速效的心态导致的恰恰是更加缓慢的进展。

煎熬，也许就是投资者最大的成本！一定比例的现金，也许是慰藉煎熬的良药。

清醒地观察你下单时脑中“滑过”的印象，你的投资成败基本决定于此。如果你想的是：我买了 5000 股，价格 18 元，如果每股赚 10 元的话，我能赚 5 万元，如果赚 20 元，30 元——这就是危险信号。你的投资将陷入幻想和情绪的“沼泽地”，能不能出得来，都很难说了。

本来想得很明白，可是一旦坐到电脑前，就控制不住自己，这是人性的弱点。一个出色的人的出色的品质是克制。

第一：错了，要卖。第二：价格理想，要卖。第三：发现更好的，要卖。

股市有一种魔力，很容易让人变贪婪。所以，如果你能够抵抗这种魔力，你就比很多人都强。

关键在于心态的转变：（1）换位思考，对着你持有的股票，你想一下，如果你现在持有现金，还买不买这支股票？如果回答是不买，那就该考虑卖出了。（2）去掉心里的幻想，如果我卖出了，再涨了怎么办？其实这也是贪婪的一种。知足常乐好。

快一点儿，再快一点儿赚钱，成为很多人的“魔咒”。

（以上摘自《行走在钻石与玻璃之间——史军投资札记》）

错误的投资信念

1. 迷信“权威”。即便我不会预测市场，总有其他人会，而我要做的只是找到这么一个人。
2. 迷信“内部消息”是赚大钱的途径。
3. 迷信工具。以为投资要依靠一种能确保投资利润的系统。

成功投资者的习惯

1. 相信最高优先级的事情永远是保住本金，这是他的投资策略的基石。
2. 他有他自己的投资哲学，这种哲学是他的个性、能力、知识、品位和目标的表达。
3. 只投资于自己懂的领域。
4. 从来不做不符合他标准的投资。可以很轻松地对任何事情说“不!”。
5. 当他找不到符合他标准的投资机会时，他会耐心等待，直到发现机会。
6. 在做出决策后即刻行动。
7. 几乎从不对任何人说他在做些什么。对其他人如何评价他的投资决策没兴趣也不关心。

失败投资者的习惯

1. 唯一的投资目标就是“赚大钱”，结果，他常常连本钱都保不住。
2. 没有投资哲学，或相信别人的投资哲学。
3. 没有标准，或采纳了别人的标准，无法对自己的贪欲说“不!”。
4. 总是寻找那种能让他一夜暴富的“绝对”好机会，于是经常跟着

“本月热点消息”走，总是听从其他某个所谓“专家”的建议，很少再买入之前深入研究的投资对象，他的“调查”就是从经纪人和顾问那里或昨天的报纸上得到最新的“热点”消息。

5. 他认为任何时候都必须在市场中有所行动。

6. 迟疑不决。

7. 不忍放弃赔钱的投资，寄希望于“不赔不赚”，结果经常遭受巨大的损失。

8. 总在谈论他当前的投资，根据其他人的观点而不是现实的变化来“检验”自己的决策。

9. 以赚钱为目标，认为投资是致富的捷径。

——《巴菲特与索罗斯的投资习惯》

想像不会为你赚钱，而静观其变却能赚钱。

假如一个投机者能够在自己投资失误的交易上迅速止损，那么即使他在 10 次交易中只有三四次的正确几率，他也能够赚到大钱。

所有人都知道的事情已经不值得你去知道了。

市场上根本就没有好股票和坏股票这回事，只有那些价格在上涨的股票和价格在下落的股票。

（以上摘自《至高无上——来自最伟大证券交易者的经验》）

参考文献

1. 李俊辰. 伦敦金融城——金融之都的腾飞 [M]. 北京: 清华大学出版社, 2007.
2. [美] 理查德·比特纳著, 覃扬眉、丁颖颖译. 贪婪、欺诈和无知美国次贷危机真相 [M]. 北京: 中信出版社, 2008.
3. [美] 查尔斯·R. 盖斯特著, 吕彦儒, 崔世春, 李成军译. 贪婪的智慧——从为人不齿到受人尊敬的投机史 [M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2006.
4. [美] 斯蒂芬·李柏, 格伦·斯特拉西著, 刘伟译. 即将来临的经济崩溃 [M]. 北京: 东方出版社, 2008.
5. 朱晓翔著. 股市什么时候垮 [M]. 北京: 中信出版社, 2008.
6. 中央电视台《中国财经报道》栏目组. 次贷飓风的未解之谜 [M]. 北京: 机械工业出版社, 2008.
7. 程超泽. 警惕! 中国股市虚拟大崩盘 [M]. 北京: 北京大学出版社, 2007.
8. [美] 约翰·波伊克著, 荣军译. 至高无上——来自最伟大证券交易者的经验 [M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2006.
9. [澳] 马克·泰尔著, 乔江涛译. 巴菲特与索罗斯的投资习惯 [M]. 北京: 中信出版社, 2005.
10. 史军. 行走在钻石与玻璃之间——史军投资札记 [M]. 北京: 经济日报出版社, 2008.
11. [美] 约翰·S. 戈登著, 祁斌译. 伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起 [M]. 北京: 中信出版社, 2005.
12. [美] 杰弗里·B. 李特, 路西恩·洛兹著, 俞卓菁译. 解读华尔街 [M]. 上

海：上海财经大学出版社，2004.

13. [美] 马德森著，林华译. 创业史诗——杜兰特创建美国通用汽车公司之路 [M]. 北京：华夏出版社，2006.

14. [德] 马丁，[德] 霍尔纳格著，王音浩译. 资本战争：金钱游戏与投机泡沫的历史 [M]. 天津：天津教育出版社，2008.

15. 徐滇庆，于宗先，王金利. 泡沫经济与金融危机 [M]. 北京：中国人民大学出版社，2000.

16. [美] 霍华德·M. 瓦赫特尔著，李满，纪肖鹏译. 梦想大道：华尔街拓荒百年 [M]. 北京：中信出版社，2005.

17. 钟铁夫，黄文泉. 华尔街二百年股市风云录 [M]. 上海：百家出版社，2003.

18. [美] 乔治·索罗斯著，刘丽娜，綦相译. 索罗斯带你走出金融危机 [M]. 北京：机械工业出版社，2008.

19. [美] 德罗萨著，朱剑锋，谢士强译. 金融危机真相 [M]. 北京：中信出版社，2008.

20. 孙兆东，张志前，涂俊. 越南危机 [M]. 北京：中国经济出版社，2008.

21. [美] 马丁·S. 弗里德森著，田风辉译. 似火牛年：华尔街股票历史上的非凡时刻 [M]. 北京：经济科学出版社，2004.

22. [美] 托马斯·科斯纳著，万丹译. 资本之城 [M]. 北京：中信出版社，2004.

23. [美] 小罗伯特 G. 海格士多姆著，朱武祥，樊勇译. 沃伦·巴菲特之路：世界最伟大的投资家的投资策略 [M]. 北京：清华大学出版社，1998.

24. [美] 劳伦斯·A. 克尼厄姆著，王庆，徐隽译. 向格雷厄姆学思考向巴菲特学投资 [M]. 北京：中国财政经济出版社，2001.

25. [美] 杰里米 J. 西格尔著，李月平等译. 投资者的未来 [M]. 北京：机械工业出版社，2007.

26. 程超泽. 大拐点：站在中国大牛市的新起点上 [M]. 上海：东方出版中心，2004.

27. [美] 詹姆斯·P. 奥肖内西著, 王丹, 徐翌成等译. 华尔街股市投资经典 [M]. 北京: 经济科学出版社, 1999.
28. 袁方主编. 十年股市风云 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2001.
29. 郑学军. 中国股市的结构与变迁 [M]. 北京: 人民出版社, 2002.
30. 刘建和, 缪仁炳. 中国股市价格形成机制: 基于信息、投资者行为和量价关系的实证 [M]. 北京: 经济管理出版社, 2005.
31. [美] 欧奈尔著, 户才和译. 笑傲股市 [M]. 北京: 中国财经出版社, 2007.
32. [美] 马尔基尔著, 张伟译. 漫步华尔街 [M]. 北京: 机械工业出版社, 2008.
33. [美] 约翰·肯尼斯·加尔布雷思著, 沈国华译. 1929 年大崩盘 [M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2006.
34. 宋鸿兵. 货币战争 [M]. 北京: 中信出版社, 2007.
35. 本杰明·格雷厄姆, 戴维·多德著, 邱巍译. 证券分析 [M]. 海南: 海南出版社, 2004.
36. [美] 威廉·F. 夏普著, 赵锡军译. 投资学: 第五版 (上、下) [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 1998.
37. 洪晓斌. 股市中国 [M]. 北京: 改革出版社, 1997.
38. [美] 布鲁克斯著, 万丹译. 沸腾的岁月 [M]. 北京: 中信出版社, 2006.
39. [美] 杰弗里·B. 里特, 路西恩·洛兹著, 俞卓菁译 [M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2006.
40. [美] 斯坦哈特著, 杨新兵译. 我不是多头 [M]. 北京: 中国青年出版社, 2008.
41. [美] 查里斯·吉斯特著, 敦哲, 金鑫译. 华尔街史 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2004.
42. [美] 盖斯特著, 向桢译, 华尔街投资银行史: 华尔街金融王朝的秘密 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2005.
43. [美] 瓦赫特尔著, 李满译. 梦想大道——华尔街拓荒百年 [M]. 北京: 中

信出版社, 2005.

44. [美] 盖斯特著, 黄一义, 成卓, 谭晓青译. 百年并购 [M]. 北京: 人民邮电出版社, 2006.

45. [美] 查尔斯·R. 盖斯特著, 韦伟, 樊吉社, 丁朝泉译. 百年华尔街 [M]. 北京: 中国财经出版社, 2000.

46. 周建波, 康伟. 巴菲特战略投资理念研究及在中国证券市场应用研究 [J]. 学术交流, 2003, (04).

47. 咎胜锋. 从格雷厄姆、费雪到巴菲特——价值投资理念的分析 [J]. 黑龙江金融, 2004, (04).

48. 翟金林. QFII 的投资理念 [J]. 银行家, 2003, (02).

49. 王梁燕, 黄宏辉. 本杰明·格雷厄姆之理性投资观 [J]. 技术经济与管理研究, 2005, (04).

50. 陈平路. 美国公共养老保险体系的发展趋势 [J]. 统计与决策, 2006, (22).

51. 仲艳平. 信守诺言——美国社会养老保险制度改革思路 [J]. 中国劳动保障, 2003, (02).

52. 郑秉文. 围绕美国社会保障“私有化”的争论 [J]. 国际经济评论, 2003, (01).

53. 耿辉. 认识华尔街——资本市场的效率 [J]. 经营与管理, 2002, (05).

54. 子均. 解读华尔街 [J]. 当代世界, 2002, (09).

55. 翟林瑜. 信息、投资者行为与资本市场效率 [J]. 经济研究, 2004, (03).

56. 徐旭初. 机构投资者和资本市场的效率 [J]. 世界经济研究, 2001, (06).

57. 卢华. 中国股票市场制度变迁与投资者行为研究 [D]. 复旦大学, 2004.

58. 王尧基. 论中国股市思想发展的几次突破及意义 [D]. 复旦大学, 2003.

59. 王洛林, 李扬. 金融结构与金融危机 [M]. 北京: 经济管理出版社, 2002.

60. 曾剑秋, 王熔雁, 王志红. 金融危机与中国 [M]. 北京: 新世界出版社, 1998.

后 记

阳光下本没有新鲜的东西，历史总是惊人地相似，人类生活的今天，其实正是历史上的昨天。2008 年以来，美国的次级信贷危机升级为金融危机，终于席卷全球。任何参与到经济全球化链条上的国家都难以幸免，只是由于每个国家的具体情况不同，受到的冲击程度也大不相同，就好像流感病毒蔓延之时，不同人的反应会大相径庭。

伴随着欧美经济的大幅下滑，作为经济晴雨表的股市自然无法幸免于难，股市指数犹如过山车一样剧烈波动。市场中充斥着恐惧，人人如同惊弓之鸟，任何微小的信息都会带来巨大的连锁反应。这种非常时刻，很多人茫然无措，不知道经济将走向何方，中国经济这列隆隆作响的巨型列车将如何越过寒冬，驶向温暖的春天？

“以古为鉴，可知兴替”，虽然历史没有给我们准备答案，但是了解历史会让我们做出正确的判断，让我们不再空虚迷惘、手足失措。正如奥地利经济学家约瑟夫·熊彼特曾经说过的：“要想成为一个伟大的经济学家，必须先要掌握历史、统计和经济理论这三项重要的经济分析技术。”

严格计算起来，中国股票市场发展的历史只有十几年，但是西方国家股市的历史却可以追溯到几百年前。因此，本书立足于用人物和故事说历史，为读者呈现世界股票市场的百年发展史，帮助读者读懂、总结和发现其中的规律，以期对驻足在众多不确定性面前的人们能有所启示。也正因如此，这本小册子才得以面世。

在本书的编写过程中，吴勇民、孙立冰、许梦博、丁文、关力双、刘

婧、许罕多、梁翠翠参与了提纲拟定、资料整理以及写作和统稿工作，在此一并表示感谢。由于作者学识所限，书中难免存有疏漏之处，敬请读者批评指正。

罗斯丹 许天厚

2009 年春节于吉林大学