

理想论坛图书馆



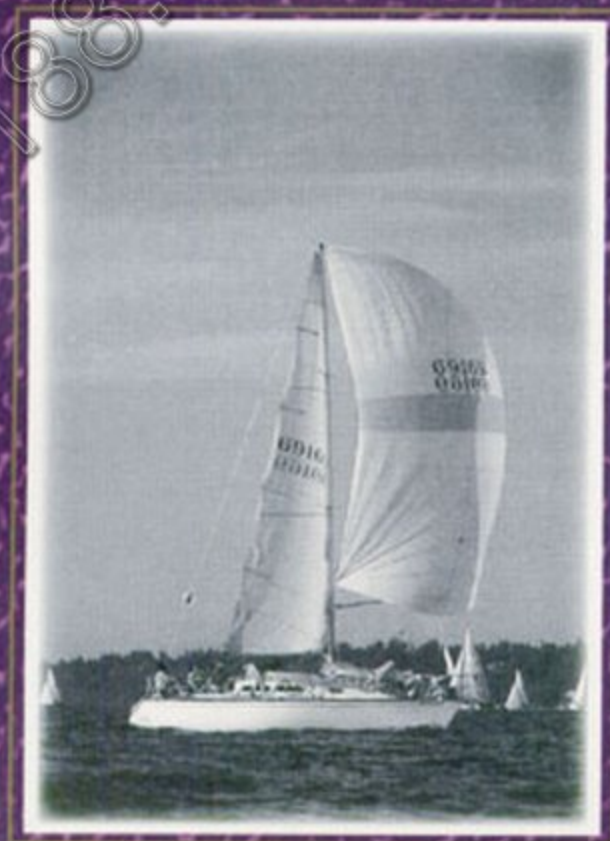
理想在线证券网

www.55188.com

理想图书馆特供书籍，请阅读后，妥善保存或删除，不得对外传播，否则因此带来的后果将由传播者自行承担。

客户的游艇 在哪里

小弗雷德·施维德



Where Are the Customers' Yachts



海南出版社

客户的游艇 在哪里

小弗雷德·施维德 著
吴全昊 译



Where Are the Customers' Yachts



海南出版社

FR01/3707

Where Are the Customers' Yachts?

by Fred Schwed, Jr.

Copyright © 1940, 1955, 1955 by Fred Schwed, Jr.

Foreword © 1955 by John Wiley & Sons, Inc.

中文简体字版权© 1999 海南出版社

本书由 John Wiley & Sons 授权出版

版权所有 不得翻印

版权合同登记号: 图字: 30-1999-21 号

图书在版编目 (CIP) 数据

客户的游艇在哪里 / (美) 施维德 (Schwed, F.) 著;

吴全昊 译. - 海口: 海南出版社, 1999.11

书名原文: Where Are the Customers' Yachts?

ISBN 7-80645-625-2

I. 客… II. ①施… ②吴… III. 股票 - 证券交易 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 70395 号

客户的游艇在哪里

(美) 小弗雷德·施维德 著

吴全昊 译

责任编辑: 孙 忠

※

海南出版社 出版发行

(570216 海口市金盘开发区建设三横路 2 号)

全国新华书店经销

北京印刷一厂印刷

1999 年 12 月第 1 版

1999 年 12 月第 1 次印刷

开本: 850 × 1168 毫米 1/32 印张: 7.5

字数: 130 千字 印数: 8000 册

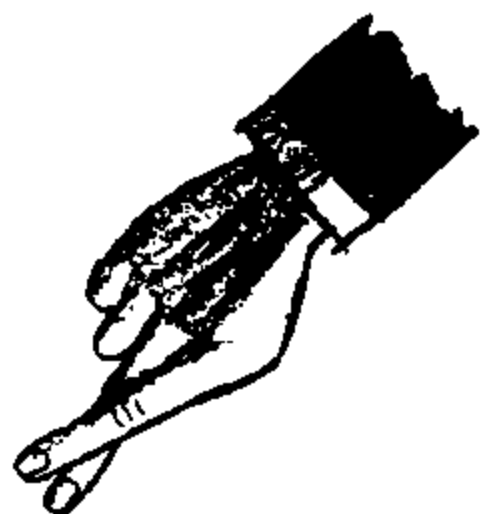
ISBN 7-80645-625-2/F · 52

定价: 19.80 元

很久很久以前，在那个可爱的萧条时期，一位外乡人正在参观纽约金融区的奇观异景。当他们到达巴特利时，一位向导指着一群停泊在港口的豪华船只说道：“瞧，那些就是银行家和经纪人的游艇。”

“那客户的游艇在哪里呢？”天真的游客

——一个古老的故事



本书所涉及的理论未经“权威”人士认可，
但已被历史证实！



目 录

序 言

1955 年牛市版前言

第一章：引 言 19

金融预测的合理性

对预言的狂热

牛市何时崩溃

第二章：金融家和占卜者 43

大银行业——如果能在其中任职真不错

一些重要的助理人物

预测繁荣的结果

华尔街的语义学派

制表者

报酬

“挣钱”的困难

不需思考的艺术

一个小能力测验

第三章：客户——一群鲁莽的人 77

形形色色的客户

如何招揽客户

保证金帐户

决堤时应该怎么办

一些历史案件及诊断

以造钱为业

第四章：投资信托公司——承诺与业绩 99

别再重复自己的错误了

困难出在哪里

通向地狱的公司结构

“最佳”证券的麻烦

75 万美元的呆鸟

致歉

神奇的投资公司

第五章：卖空者——黑心的家伙 123

辩护的观点

另一种辩护

熊是否存在有何不同

熊市袭击行为

第六章：买入、卖出、套利和喧嚣·····	143
期权是什么（基本情况）	
为赌博辩护	
陷阱	
第七章：“美好的”旧时光和“伟大的”	
船长们·····	159
大人物的智商	
分析投机活动	
对可能性的简要分析	
在劫难逃	
“他们”	
操纵者	
一盆硬币	
第八章：投资——问题很多、答案很少·····	181
富人的麻烦	
一个绝妙的小建议	
价格与价值——我们的特别市场公开信	
现金作为长期投资的手段	
生活的方式和基本帐户	
第九章：某些年份的改革及反对意见·····	203
是被偷了还是丢了	

没人喜欢交易专家	
管制的范围和局限	
并不充分的结论	
关于作者.....	225
译者后记.....	227

序 言

我一直认为，当我第一次偶然发现这本有趣的小书时，作者的幽灵就缠上了我，吸引着我。我当时正漫无目的地翻阅着普林斯顿大学图书馆的藏书，并且已经得出结论：关于20年代华尔街的书籍对于一个想描写80年代华尔街的人来说是毫无用处的。但是当我把最后一本积满灰尘的大部头著作放回原位时，却发现旁边有一本题目新颖、品味更高的书。我拿起它，一口气读到底。

早在伯顿·麦凯尔完成《在华尔街漫步》以前，小弗雷德·施维德就已经在那里漫步了。作为一名被普林斯顿大学开除的四年级学生（原因是在晚上六点钟以后还把女孩留在自己的宿舍里），他于20年代初来到了华

客户的游艇在哪里？





Introduction

尔街。他只在华尔街工作了十多年。关于这段经历也只写过一本书，但是这本书是超凡脱俗的。它对华尔街的介绍妙趣横生，时至今日仍然如此。当不计其数的“有趣的”著作现在已经变得毫无趣味和不知所云时，它仍然令我们感到有趣。我认为这种生命力主要来自于它与我们今天的经历仍然息息相关。

施维德所作的是用极其浅显的语言全面抓住了投资行业的疯狂的本质：人们普遍相信，在这个行业中有人能教你如何让很少的钱迅速增值。如果说存在一个指导性原则的话，它将是“选择有利可图的投资机会的工作本身并没有胜任与否之分，因为几乎不存在可见的供给来源。”但是仍然有许多人在提供投资建议，更多的人在接受它。我们对此应持何种态度呢？小弗雷德·施维德亲眼目睹了投资行业的内幕，他的感觉与其说是愤怒，倒不如说是感到可笑。他写道：“经纪人以其对未来的知识来影响他的主顾，不

Where Are the Customers' Yachts?



过，他首先要说服他自己。在此不得不提到，最糟糕的莫过于（1）他勉强说服了自己；（2）他轻易说服了自己——通常这样更令人气愤。”

施维德并没有与自己笔下的人物同流合污，而是对其进行嘲讽，这或许不仅与华尔街有关，还与他的性情有关。他的父亲是一位卖空交易商，在 20 年代的牛市期间陷于破产。他或年后的大部分时间居住在康涅狄格州的罗威顿市，并称之为“南诺福尔克的雅典。”他酷爱高尔夫球，喜欢边喝酒边工作，只写过几部作品，现在最著名的是《小男孩沃奇》。1960 年的《纽约时报》刊登了他的讣告和一张曾用作防尘护封的自画像：“体重曾达 182 磅；在二战前拍摄的许多照片中都是棕色卷发；我的一切都归功于母亲，少部分则来自于其他人；喜欢高雅的笑话，只要它不会让人感到窒息。”

他一定会对自己的著作感到高兴。

迈克尔·刘易斯

客户的游艇在哪里？



1955 年牛市版前言

本书于 15 年前首次问世，当时的金融市场状况以及作者本人的状况与今天大相径庭。法语中有句话 *plus ça change, plus c'est la même chose*，我从未像今天这样对它的含义感到信服。

经过 15 年时间而未被遗忘的书籍并不多见，但是就我所知，许多了解 1940 年华尔街的人仍能回忆起这本书。这些人也并非都曾买过*或读过这本书，甚至连阿诺先生的漫画也未曾一顾。我游历多年，知道有很多人听说过本书却从未买过一本。无论何时，当我漫不经心地在谈话中提及《客户的游艇在哪里?》时，听者鲜有不为之眼睛一亮的。

* 这是在新版中最可信的评语，可以记录在案

客户的游艇在哪里?

Introduction

这种生命力应全部归功于本书的题目——仅仅八个字代表了全书的内容。借此机会，我想谈一谈促使我完成本书的最初动机：

这个题目所依据的小故事见诸纸端的时间早于本书。1927年，当我在华尔街谋到第一份差事后不久，就听说了这个笑话，与我有过同样工作经历的人莫不如此。它在我的潜意识中埋藏了十几年。归根结底，它并不是那种可以在大公司宣扬的笑话，因为那里的每个人都早已熟知此事了。后来我把它放入初稿之中，我的编辑杰克·古德曼先生又把它抽出来，并坚持要以此作为本书的主题。我记得自己当时曾表示强烈反对，却像往常一样徒劳无功。我最近从精通版权法的兄弟处得知，书名是不能注册版权的，因此我打算为本书起个好名字——《芬兰美洲桔历险记》。

Where Are the Customers' Yachts?

就在本书出版并被大肆宣传之后，我收到很多来自老华尔街人士的信件，他们称我为剽窃者。其中的一位很有礼貌，可是其效果与别人相比却毫不逊色。这位老绅士不辞辛苦、随信寄来一份《闲谈者》杂志的影印本，这是旧金山的一种出版物，出版于我出生那年。我惊奇地从中发现，名声仅次于威尔逊·米兹纳的智者特拉维斯先生曾经在嘴里嘟哝过这句话。我知道特拉维斯先生有点口吃，这使他在寒风凛烈的天气里打着冷颤向水族馆走去时说的话更加耐人寻味了。如果具备正常的文学修养，这个题目应读作“客—客—客户的游艇在哪里呢？”

有一点是很清楚的：我决走剽窃的这个笑话从一开始就具有它内在的价值。如果笑话本身不具有这种价值，那么无论我是否参与其中，它都不会流传辛个多世纪。

我最喜欢的书评（实际上是我在所有人写的所有书评中最喜欢的一个）来自于弗兰

客户的游艇在哪里？





克·萨利文。我从未与萨利文先生见过面，但是他的书评却使我们这两位经济学者有过一段简短的书信往来。他在书评中写道：

[施维德先生] 认为华尔街人士是无可救药的浪漫主义者，本质上属于儿童。难道我们不都是这样吗？我在 1937 年以 40 美元的价格买进了宾州铁路公司的股票，而当时并未怀疑自己是个成年人……

……华尔街的命运或许更多地掌握在这种奇异的哲学家手中。如果我是 J·P·摩根，并且没有理由怀疑自己不是，成将道请小弗雷德·施维德作为我的合伙人。”

于是我坐下来认真地给弗兰克·萨利文写了回信，烦请《纽约先驱论坛报》转交。

“亲爱的萨利文先生：

非常感谢您对在下所作的出色评价。

Where Are the Customers' Yachts?



然而我希望在此尽快与您讨论的话题却与文学毫无关系。

您在书评中提到，如果您是J·P·摩根先生，将邀请我作为您的合伙人；而且您还暗示，您很有可能就是摩根先生本人，我对此很感兴趣。

我并不想对您有所保留。我目前任职的行业还远没有达到人们所期望的火爆程度，能成为摩根的合伙人将会是我职业生涯中的一个特别重要的成就，至少也是向上升了一个台阶。因此我发现我的未来已经与您的身份密不可分。

我希望您能仔细地考虑一下并最终确定自己的身份，是杰出的金融家摩根，还是出色的喜剧作家萨利文。当然，如果事实证明您没有一副黑色的大胡子，我们所有的梦想都将化为泡影。

如果您能帮我解决这个问题，我也将留给您一个职位。如果在未来的某一天事

客户的游艇在哪里？



实证明我是奥格登·瑞德夫人，我将聘请您作为《纽约先驱论坛报》的首席特约评论员，薪水由您自己决定。当然，薪水也必须合理，这一点相信您不难理解。

您真诚的”

我很快收到了萨利文的回信，事实证明他的真正身份就是萨利文。回信让人感到非常失望，我随即把它放到了一边。但是我至今仍记得其中的主要内容。他很客气地写道，让我成为奥格登·瑞德夫人已经超出了我的能力范围；然而如果我愿意做些更容易的事而把宾州铁路公司普通股份格提升回 40 美元，他聘万分感激。

此处有必要说说宾州铁路公司的股票，它当时的份格在 1 1.25 到 1 1.50 美元之间。我感到十分沮丧，一股寒流通及全身，忍不住自言自语道：“啊，这个倒霉的家伙。”

当我在 1955 年春天写这篇文章时，发

Where Are the Customers' Yachts?



现自己似乎已经为他把股价提升回 40 美元了。

当人们第一次向我建议在今天适时推出本书的新版本时，我也曾颇费了一番心思：是的，我将仔细地重新阅读自己的作品，对那些未能完全经受住时间酸性检验的现点加以修改——毕竟已经过去了整整 15 年。但是经过再三考虑之后，我决定大胆地对自己说一句：“保留原文！”已经存在的东西还要让它继续存在下去，其中包括对一家全国最著名的银行机构名称的拼写错误（不知他们是否仍在使用那个校对员？）。

本书的这个版本应该以回忆录的形式如实地记载 15 年前发生在我身上的事，在那之前，我已经在那片艰苦的庄园里辛勤耕耘了将近 15 年。回忆录不需修改，否则只会削弱它的写实价值。我要作出最诚实的选

客户的游艇在哪里？



择，这也是最轻松的。*

华尔街在本书完成的那一年非常萧条，股票价格几乎达到了第一次世界大战以来的最低点。很少有人会对较低的股票价格感到心动，因此当时的公众对华尔街的兴趣就如同对网球场的兴趣一样，只有少数传统的富贵家族才会对低价格或网球感兴趣。在这种情况下，交易传送机的纸带运动就像一条悄无声息的小溪，经纪人们也有时间下十五子棋甚至埋头写作了。

但是我在骑着摩托车任职于那片庄园的日子里，几乎着遍了发生在那里的任何事，也几乎每次都感到无比惊诧。首先，我有幸看到了所谓的“不可思议的二十年代”的最后三年（但是为什么至今仍把它称为不可思议的呢？）。随后，我突然得到一个雅座，得

* 1955年注：唯一的例外是在1955年的版本中增加了一些脚注，此处即为一例。

Where Are the Customers' Yachts?



以欣赏到大崩溃的到来。在短短的三个月时间里，我看到了发生在我国历史上的生动、悲惨而富于戏剧性的一幕。此后不久，我又被迫成为一名不情愿的大萧条的旁观者和参与者。这次的遭遇要悲惨得多，太多的戏剧性效果变成了一场乏味的梦魇。这是一场可怕的恶梦，也并不让人觉得有趣。与人们的普遇看法不同，重要人物们（许多是好人）对此也感到束手无策，正如任何梦魇者在恶梦惊醒前的感觉一样。接着，新总统——我比较欣赏的一个人——通过无线电波说出了有史以来最具效力的八个单词，重新恢复银行的作用（关闭银行的也是他，理由也很正当）。像任何梦魇一样，这次梦魇也在眨眼之间结束了。

大约过了4年，在1937年下半年又出现过一次小恐慌，只是规模较小没有掀起风浪。此后4年中，华尔街风平浪静并且日复一日地保持原状，直到发生珍珠港事件。请

客户的游艇在哪里？

Introduction

注意，我此处所说的仅限于华尔街，外面的世界则变化极大。

此后不久我就离开了华尔街，而且我确信股价在第二天就开始回升；它们以后一路上涨，只出现过几次微不足道的波动。或许这种变化和我的离开并无任何关系。

我从未以职业人士的身份再回华尔街，却以顾客的身价不时地光顾那里。有人或许认为这期间最大的不同是我不再会因为到那里而领到工资了。然而事实并非如此，真正的不同在于华尔街对我的态度变了。现在当我于 11 点半漫步走进经纪人办公室时，不会再有发狂的上司训斥我的拖拉和愚蠢，虽然我作为一名顾客经常是二者兼备的。我在这股时期总能得到人们彬彬有礼的热情招待，然而即使是满怀敬意的招待有时也免不了与刻意奉承掺杂在一起，尤其是当我的言谈举止流露出可能会买卖 50 股某种股票的时候。

Where Are the Customers' Yachts?



如果说在旧版本中除去一处拼写错误和某些不成熟的评论之外还有什么可以指责的，那或许就是关于投资信托公司的一章。我在讨论中似乎有些自以为是，可是自从我对它们大加讽刺之后，这些公司的价值一直在稳步上升。

这些公司的发展比同一时期任何个别股票的剧烈上涨都重要得多。它们中的绝大多数（现在数量很多）都是“开放型”投资公司，现在被称为“共同基金”。

共同基金的发展并不是因为投资者一时的冲动，它的管理者派出许多工作努力又能言善辩的销售人员，四处开拓新的领地、并不仅局限于对股市感兴趣的沿海地区和大城市。他们走家串户，向人们解释自己公司的优势并回答人们的问题。如果得到任何有利的暗示，他们还会再来拜访，如果没得到这种暗示，他们也会再来。他们与寿险推销员相比毫不逊色。你应该还记得那些家伙：最

客户的游艇在哪里？



Introduction

初只不过有些讨厌，然后越来越烦人，最后让你签了一份保单。可是在十年或二十年之后，你会对这份保单感到高兴，因为你是这样一个有责任感的公民和一家之主。

十五年过去了，我们可以说共同基金的销售员们甚至比寿险推销员更能给自己不情愿的客户带来实惠，至少到目前为止是这样。

我注意到我曾在第 48 页的脚注中保护过自己，认为“投资信托公司”是一种不令人满意的不恰当的结构，应该对此加以改进。现在这件事已经完成了，却没有人对我表示感谢。更滑稽的是，就在我对它进行讽刺的时候，却成了一家优秀的投资信托公司的股东。这个公司是“封闭式”的，这些股票也不是由销售员卖给我的。我根据自己的判断（或一对冲动）在纽约股票交易所买下了它们。几年后它们的价值不止上涨了一倍。我认为这很荒唐，又通过纽约股票交易

Where Are the Customers' Yachts?

所把它们卖给了某些不知名的人（他们是追求运气的傻瓜）。这次我仍然是根据自己的判断采取行动，我的计划是当价格跌到一个可接受的水平时再买回来。

事卖上我再也没买回它们，因为它们从未下跌过。我不想在此讨论它们上涨到什么程度，因为我自己第二次交易的评价已经超过了英语的正常表达范围

噢！

或许没有读者会粗鲁地问一位评论金融问题的专业作者，为什么他对钱了解得那么多却没有钱。然而许多读者心里或许都存在这种疑惑。他们需要得到某种解释，既傻并不正确。

就我而言，我不仅肤浅地写过一些金融问题，还在成年后的大部分时间里与普通股打过实际的交道。高级证券很少能引起我的兴趣。到写这第文章的时候，普通股市场已

客户的游艇在哪里？



Introduction

经持续上涨了 15 年并已达到古罗马以来的新高度，但是我还没有搞到一辆卡迪拉克。

我把这种平庸的成绩归结于年轻时受到的影响。那时我的交易桌对面是一位玩世不恭的爱尔兰老人，而且我暗地里对他的这种思想极为欣赏。我经常有幸听他自言自语地重覆那个最喜欢的逻辑：“创造证券的最初动机是什么呢？它们的产生就是为了卖出去，那么就卖掉它们吧。”

自此以后，我一直都在战战兢兢地买进股票，当出现利润时再兴高彩烈地卖出去（当然，绝不会少于六个月。我并不是无政府主义者）。我在当时认为自己得到了生命中最可爱的奖赏，不需做任何事就可以挣到一些钱。然而很久以后的事实证明，我本应该在买进之后就像一个肥胖而愚蠢的农民一样紧紧地抓住不放，那么我今天的财富将超过自己贪婪的梦想。

Where Are the Customers' Yachts?

第一章

引 言

“小诗人有节制的咳嗽声”

——G·B·S

俗 话说：“华尔街的一端是阴阳河，另一端是坟墓。”

这句话很精辟却并不完善，它遗漏了二者之间存在的幼儿园，这正是本书所要讲述的内容。

多年来，我一直在从交易台的有利角度观察着这条街每个工作日内的活动。我们可以在这个交易台上接触到除回光仪之外的任

客户的游艇在哪里？



何一种联系方式，通过这些难以置信的网络，我们一直在相互交换报价、指令、虚伪、小骗局、谎言和荒唐。前四种是从事经纪人业务所必备的，谎言则是例外现象，而且从长期来看也是无利可图的。

本书的主旨是考查荒唐——一种像密西西比河无法抗拒的流水一样终年在流动的商品。华尔街的专业人士在处理工作中的报价和小骗局方面是胜任的，有时甚至是无与伦比的。当心情好的时候，他们还会加上自己的“想法”，仍然能让人觉得他们是在完成一种重要的工作。我们也不要忽视来自客户、立法者、新闻界和公众的荒唐事。

我记得自己在华尔街工作的第一天(1927年初)就听到了许多傻事，当时我还没亲眼见过，此后的一段时间里也没见过。这或许是因为我(还有许多人)所受到的专业教育中有一门课详细讲述了人文艺术，尤其强调19世纪的浪漫诗人。但是我并不认为那些接受商业训练的男孩们会比我们这些

Where Are the Customers' Yachts?





热爱美好事物的人更早地从梦中惊醒。

在工作的第一天,我的任务是四处走走,熟悉环境。我看到一位绅士在 11 点钟买进了 200 股股票,又在 2 点半卖了出去。他很高兴地向我述说他的利润——560 美元。我本能地站在那瞧着他进行交易,眼睛瞪得很大,心里有一种莫名的兴奋。在市场结束交易之后,我红着脸问一些股市的学究们:这笔钱是从哪来的,他挣的钱是不是别人损失的?许多人都都不加思索地告诉了我,却没有一个答案是正确的。一位灰白头发的长者和蔼而简单地解释道,这个人挣的钱是“空方”损失的。一位年轻些的人对我说,这种说法很傻(的确如此)。没有人受到损失,它只不过是伴随着美国繁荣而出现的自然增长(显然,它至少在我眼皮底下用几个小时增长了 560 美元)。第三个人很自信地说,这位客户挣钱只不过是跟上了“明显表现出来的趋势”。第四个人用修剪得很好的手指拍拍我的胸脯强调说道:“年轻人,牛可以挣钱,熊可以挣钱,但

客户的游艇在哪里?





是猪却挣不到钱!”

这句话虽然语出惊人,也很有趣,却似乎与我的问题毫无关系。经过一段时间,我发现它是非常错误的。我此后常常听到这句话,它是一种唱给客户听的水手起锚歌,以便更生动地鼓励客户进入市场再一无所有地退出来。

上面这些回答简明地表达出一些金融思想,不妨称之为会议室经济学。统计部门的经济学要深奥(至少复杂)得多,但是读者不会在本书中学到什么,因为我不想讨论经济学的深奥性,更何况我也不懂。我在处理那些自己从不明白的问题时采用的方法是把它们跳过去,虽然这并不是金融作者们所习惯采用的方法。

请记住,如采有人让我为国家繁荣下定义或者为实现繁荣出谋划策或者分析它与目前我国黄金贮备量的关系,我也可以像任何人一样立即侃侃简谈。但是我说的都是别人的思想而不是我自己的,而我自己得出的观

Where Are the Customers' Yachts?



点基本上已经在刚形成时说完了。我本人并不是“深刻的思想家”，但是我曾无数次与这种人共进午餐。全国洗衣店协会的权威数据将显示，每一个经济学派都曾在桌布上写过大量的数字，以向我证明使用金融手段的办洗。有时是为了拯救我们的国家，有时只是为了拯救我。

关于华尔街的书籍有两种：要么是让人赞叹的，或者是让人惊呼“我的天”的；要么是报复性的，或者高呼“把歹徒赶走”的。毫无疑问，前者完成的时间较早，后者的完成时间较晚，分界线大约是 1929 年 10 月。他们的分析都带有偏见，而且那种高尚的职业——深刻地思考——仍然只是低级的猜测。本书试图避免走它们的老路，作者对任何经济学派都不感兴趣，即不倾向于莫斯科，也不倾向于利益。*

读者将会发现本书缺少统计的证据，没

* 这太糟糕了。

有这样的句子：“在这个问题上我们应该注意到，一个出色的商业管理学派的可靠数据表明，在 1938 年第一季度，来自股利或租金的收入达 218350626.55 美元，占四口人以上（至少有一人领取工资）家庭总收入的 8.25%”，以及诸如此类的话。

我们不能认为数据会说谎，但是金融文章所使用的数据似乎有一个坏习惯，即有力地表明一部分真相而忽略其他部分，我们对此已有所了解了。例如你几年前作为超保险投资而买进的优先股。当时推销员对你说这种股票的利润比它的股利高 50 多倍，但是有一天你会发现它的利润还不到股利的 5 倍甚至 1 倍。显然推销员和他的数据都忘了指出那些级别高于优先股的巨大的债务。

当然，无论事情多复杂，如果我们确信自己拥有全部数据以及能对此产生重要影响的全部相关脚注，那么我们肯定能从中发现什么，即使是瞎猜。

从叙述的角度看，我们将试图大胆地按

Where Are the Customers' Yachts?



照本来面目描述华尔街的人和事。我们已经从前面说过的两种著作中听到过描述,更有大量的描述出自于交易所的主席们、大银行和大公司的发言人们、新旧交易商们和证券交易委员会(SEC),来自于象牙塔中思想深邃的著作以及从哥伦布广场和联盟广场传来的非正式却充满激情的演讲。毫不奇怪,他们不可能全是正确的;但奇怪的是他们竟没有一个是正确的。最好的解释是,他们中的一些人不知道自己在说什么,而知道的人又没有全部说出来或者不相信自己所知道的事。借用一个摔跤中的术语,他们并没有和我们“对齐”,左右都没有对齐。

金融预测的合理性

从理论上讲,我们的当务之急是提出一个很简单的问题,但是它的含义却比参议院调查更可怕。它关系到华尔街的一项重要业

客户的游艇在哪里?



Introduction

务——预测价格运动。与这些预测有关的问题是：

1. 它们是否很不错？
2. 它们是否还可以？
3. 它们究竟有没有用？
4. 它们与报纸上的天气预报比起来怎么样？
5. 它们与赛马中的小道消息相比又如何？

研究这些问题的最好办法是立即搭乘一辆进城的地铁(所有的地铁都到华尔街：它可真是个重要的地方)，出现在世界上最深、最陡、最著名的峡谷中，穿过那些从不停歇的大转门，登上高速电梯扶摇直上。几分钟后，我们就能到达悬崖边上，面对着这条富有的街道，准备寻找第一个金融预测。

我们来到一个舒服的大厅，各种奇妙的图形和数字在半透明的墙上壮观地滑动着。

Where Are the Customers' Yachts?





我们愈发困难地经过接待员、漂亮的秘书和有学者气质的年轻助理，来到了 S·雨果·比格的闪闪发光的办公桌前。

这个预测是：“看起来午饭后将出现一次小反弹。”预测看是指令执行助理约瑟夫·威森海默，这个年轻人只读过两年高中。他正面对报价器嚼着口香糖，着上去很精明；周围的客户们听着智者的金科玉律，那神情像是不懂事的少女。此时认为他不正确的人绝不会超过半数。当决定命运的时刻到来时（午饭结束后），市场很可能会高涨——或下跌或原地不动。

我们现在又离开了这个可爱的地方，走进一个更具教堂而不是离业气息的房间。我们愈发困难地经过招待员、漂亮的秘书和有学者气质的年轻助理，来到了 S·雨果·比格的闪闪发光的办公桌前。我们在此找到了第二个预测，它是由比格先生本人报出的，即将通过各种渠道传播出去。他的结论是：

“……因此越来越明朗的是，在今后 15 年中时那些股利很低却具有诱人的转换特征的合理的可转换证券的投资需求将会在有远见的投资者身上体现出来，致使传统的证券

客户的游艇在哪里？





形式受到冲击。”

现在的问题是：哪一种预测更可笑？要知道它们或许都是正确的，并且都已促成了数十亿美元的证券交易。

或许你更倾向于选择第二种预测，因为它听起来更可笑。

我认为这并不公平。年轻的约瑟夫不知道使用这些长单词，但是他认为自己的话中包含着某种含义，并认为这些含义和比格先生的含义一样明确。后者曾就读于哈佛商学院并选修过英国文学，因此能让自己的话听起来更可笑。但是既然二者所说的话都没有事实的或能表明原因的依据，我认为他们是一样的。

此外应该声明，他们都不是骗子。

如果你问约瑟夫为什么会在午饭后出现小反弹，他的回答将是十分肯定的。他格说自己发现交易量在熊市中不断下降，铁路股票价格正稳定地停留在略高于前次最低点的

Where Are the Customers' Yachts?



位置上,而且“他们”(姑且不管“他们”是谁)*正开始囤积以备反弹。“但是反弹不会太大”,他还会这样说,这表明他在本质上并不是目空一切的乐观主义者,而更像是那种旧式的银行家。“‘他们’不想让市场失控。”

引人注目的是,这种秘诀被广泛地使用着,不仅在纽约,而是在全国各地的大厅里。似乎某个人已经为各种毫无意义的话创造出一种世界语。

如果你问比格先生,使的15年观点的预测基础是什么,他给出的理由之多将会让你后悔提出这个问题。但是他还应该知道更多。如果他能从自己种奇的事业中走出来,换个角度观察这个事业及其发展的全部历史,他将被迫承认一个可悲的事实:能知道某种证券两年(比15年少得多)以后的情况的金融专家少得可怜,大部分人在预测短期的情况时都经常出现大的错误。

* 详见第六章

客户的游艇在哪里?





然而他并未说谎,我们的另一位朋友也没有。我能对此进行解释,因为我不仅与经济学家共进过午餐,还时常与精神病医生共进晚餐。不成熟的人都希望梦想成真,并倾向于把梦想视为现实。在本例中,认为金融的未来是无法预测的观点太不受欢迎了,在华尔街人士的意识中根本找不到立足之处。但是我们希望孩子有一天会长大,能够知道与自己的梦想对立的现实是什么。

然而这个要求对于浪漫的华尔街人士未说太高了——他们都是浪漫主义者,无论歹徒还是慈善家都如此,否则他们根本不会选择这样一种梦想的职业。他们仍然在为自己或自己帮助的人做着征服者的梦、反叛者的梦和权力之梦。

有些人用多年时间设法摆脱了这些梦,但他们永远无法放弃一个最终的梦:金融业的兴衰中包含着一个意义丰富的可预测的秘密——“仔细的研究”可以从中得出某种结论;它能告诉初学者何时出现反弹,或者让找

Where Are the Customers' Yachts?



机者得到最好的机会大赚一笔,或者保证一笔遗产会为几代人安全地得到 4% 的回报。所有这一切都是无法预测的,你可以从个人经历或其他人的经历或者从有责任感的书籍的实例中很容易地得到验证。但是这杯茶太苦了,华尔街的人喝不下。

对预言的狂热

华尔街的雏形是一棵梧桐树,买者和卖者在树下交易。这棵树完全具备一个市场的本质功能,它是一个公认的可以进行金融活动的地方。人们建立了一些必要的交易程序,但是经纪人很快驻进了街边的一家咖啡馆,经纪人业务的预测活动开始加入进来。随后出现的情况是,预测几乎使经纪人业务陷于灭顶之灾。

负责管理轮盘赌桌的人并不宣称自己了解数字出现的规律,他只负责保证合现下注

客户的游艇在哪里?





Introduction

以及赌场不会被欺骗——这是个要求很高的工作。

然而我们很难在华尔街找到一个只想管钱的人,无论是最老的合伙人还是最年轻的“跑腿的”都莫不如此。由此造成了许多痛苦的长期后果,其原因则来自于人和经济两个方面。

一方面,客户们有一个很不好的习惯——询问金融情况的未来。如果你尊敬地问某人一个难题,你将肯定会得到一个详细的答案,而真正的答案却是最难得到的——“我不知道。”

男人一般都喜欢在吃早餐时告诉自己的妻子和孩子,阿道夫·希特勒下个月将有何行动。这是无伤大雅的。但是他很容易由此发展下去,进城告诉人们美国钢铁公司下个月将有何行动,这很可能会使某个人失去一生的积蓄。

在经济方面有一点是不可否定的:你对金融的预测越多,你的生意和得到的委托也

Where Are the Customers' Yachts?



越多。我们都知道这根本不是正确的行动方法,但是我不知是否有许多华尔街人士会坐下来冷静地问自己:“现在让我想想,我今天应该设计一个什么样的荒唐故事告诉他们呢?”在了解别人的内心和思想时,我不认为你能确保自己正确。然而就我多年的观察来看,正常的思维过程似乎要单纯得多。经纪人以其对未来的知识来影响他的主顾,不过,他首先要说服他自己。在此不得不提到,最糟糕的莫过于(1)他勉强说服了自己;(2)他轻易地说服了自己——通常这样更令人气愤。

跑腿的人(在金融区跑来跑去传递证券和帐单的年轻人——有时也有老点的)对未来价格的看法至少不会比老合伙人少,虽然他们不会因此挣到任何钱。你可以在电梯里听到他们的话,就像在为电梯服务生进行免费投资咨询一样。但是最能证明预测者的忠诚的是,他们总是亲自品尝自己配制的药。SEC 目前仍然在制定新规则,试图限制这种

客户的游艇在哪里?

Introduction

剖腹自杀式的验证行为。

当一位伟大而精明的金融家去世后，遗嘱执行人们要清理保险箱。他们经常会发现，在某个角落里堆放着许多最没有希望的证券，它的名字都早已被人遗忘了。虽然这些执行人的遗产可能永远达不到这种证券的1/10，他们还是对此感到奇怪和有趣。“天啊”，他们说，“这个老头持有这些乱七八糟的东西到底为什么呢？”。

牛市何时崩溃

读者或许已经发现，我在反驳金融预测的合理性时并没有使用最著名的例子——二十年代末的情况。那是本世纪最大的计算错误，威斯伯鲁克·佩格勒先生总是称之为“绝妙的荒唐时代”。我避免使用它有几个原因。首先，它太容易也经常被那些十年前受到欺骗的人提起；其次，它并不金是华尔街的

Where Are the Customers' Yachts?



男人一般都喜欢在吃早餐时告诉自己的妻子和孩子，阿道夫·希特勒下个月将有何行动。

错,而是历史上最大的全球性错误之一,正如人们认为世界是扁平的,或者认为让病人流血就可以治好任何病一样。

有人认为,既使在二十年代末也还是有些精明的华尔街人士看到市场太高涨了。这当然没错,但是他们中的许多人并未因此而逃离苦海。据说安德鲁·梅隆先生曾嘟哝出类似于“绅士们更喜欢债券”的话,但是我们不知道这是他事前的建议还是事后的聪明。罗格·巴布森先生几年中一直预测到这次崩溃,而这也不过表明他几年中一直大错特错,而后又突然正确了而已。股市中总有许多熊——“墨守陈规的人”,他们在日常工作两耳不闻窗外事。其中许多人屈服于宇宙的力量,在那个时代的后期变成了牛;那些在崩溃时仍然处于空方的人却过早地平仓了(谁又不是如此呢?),当价格难以置信地降到更低时,他们又用利润买进了股票(谁又不是如此呢?)。不久以后,那些使用保证全帐户的人加入了“溃洁工”的行列,这个虚构的组织在

客户的游艇在哪里?



Introduction

早些时候已经接收了一些投机者。“清洁工”俱乐部不是排他性的,到 1932 年,每个曾经进行过投机活动的人都成了它的会员。

Where Are the Customers' Yachts?

第二章

金融家和占卜者

列 举华尔街各种不同的职业将是一个漫长而乏味的工作，次级职能部门更是数不胜数。例如，同样是通过电话交易，政府债券和房地产债券的交易技巧却极不相同。（1929年，我认识的一个男孩负责清理大交易台上的电话线，每周可以得到25美元的报酬。如果这不算繁荣，什么是繁荣呢？）

让我们考虑一些更广义的分类。我们可以从上而下地考查——这是华尔街常见的一种从业方法。首先是精华部分——真正保守的银行家。

客户的游艇在哪里？





大银行业——

如果能在其中任职真不错

保守的银行家是一种令人难忘的怪人，适度的饮食、生活和思考使他周身散发出健康的光芒。他静静地坐着，在一天中以各种音调和各种含义说“不”。他处于金融帝国的权力顶峰，或者接近顶峰，后者在这种谨慎、精明而合理的领导下走到今天，而它的财富和声誉却已快回到了1900年。

他在一年里只说几次“是的”。他的原则是把“是的”留给那些富有的公司，如果他说“不”，其他银行家将迅速说“是的”。他的工作可以被视为只把钱借给那些没有借钱压力的人。在困难时期，每个人都需要钱，他却极力避免贷款，通常又把美国政府视为例外。

与此类似，在繁荣时期，他又成了一个

Where Are the Customers' Yachts?



极其自由的贷款者，以至于多年以后，当满怀敌意的调查委员会问他当时的想法时，他都想不起来了。

虽然如此，我仍然相信他的工作是最出色的。多年过去了，他一直未受到指控——甚至没出现过任何丑闻；一些帐户根本没发生损失，另一些帐户的损失也至少是逐渐地而不是突然形成的。当有人向这个伟人征求投资建议时，他将立即指出一个 3A 等级的证券。这种投资的收益将很少，但是只要投资者像银行家这么富有，就不会出现问题；它的价值下降的可能性很小，却没有任何上升的可能。如果生活花费上涨，投资者或许会发现支付房租和日用品开支很困难，但是他却没有任何必要再拜访银行家了：他的债券价格仍然固定在与买进价相比不算太低的水平上。

真正保守的银行家不会受繁荣的狂热的引诱而从事不谨慎的投机活动。这不禁让我想起了一位医生时另一位同行的评论：“他

客户的游艇在哪里？



对那些能给病人造成伤害的药知道得不多。”他端坐着度过了 1926、1927 和 1928 年，却不幸地在 1929 年走进市场。他最初足够谨慎，就像一位老佣人躲在自己房间里试着涂口红一样。（眼看着那些不知轻重的年轻人在三年里一直挣钱，这对最顽固的人也有所影响。）但是他后来又退了出来，虽然损失了一大笔钱，却没有人因此而身败名裂。他很遗憾自己竟然有恢复人性的时候，于是重新拣起了 30 年的老政策：注意地听，然后说“不”。

追溯到几代人以前，当武力是一种明智的选择时，最初的人们被一些更现实的生意联系起来——例如，向印第安人出售烈酒。现在他们富有的子孙们无所事事地坐在那里，或许并没有表现的那么愚钝。我怀疑他们也认为买卖证券是一种可怜的行当，至少对客户来说是这样。但是他们并没出版小册子向公众解释这一切，只是在不影响委托业务的前提下尽量避免自己参与进去。

Where Are the Customers' Yachts?

在这些功成名就的大银行家下面是形形色色的小银行家们。后者很不幸，必须更经常地说“是的”，因为理想的借款者（不需要钱的人）不会去找他们，他们的客户需要钱。小银行家们必须不时地为此奔波，否则就会关门（上帝不允许）回家休息。像任何华尔街人士一样，银行家也无法不做任何事。普通的华尔街人在无利可图的时候也只能暂时休息一下，然后他将突然地、冲动地去做一些事后证明银本无利可图的事。他并不是个懒惰的人。

生意兴隆的经纪人总是希望通过努力工作成为日子不好过的银行家，这不太容易理解，或许是一种向上爬的社会动机吧。有这样一个经纪人，他多年来一直在努力取得各种小额委托，突然有一天我们发现他有幸成为一个小银行家。他筹集到 50 万美元资本（大部分来自子他本人和他的岳母），并以此为基础试图生产和推销一种新的汽车燃料。它比汽油更便宜，而且无味、不易燃烧，但

客户的游艇在哪里？



是后来人们发现它无法让汽车跑起来，除非天气很温暖并且没有风。

一些重要的助理人物

公众几乎没有机会亲自接触到大银行家，因为公众中的富人少得可怜。一个穷人要想通过富人的接待员这一关还不如从针眼里穿过去容易。我们现在列举的一些金融人士则更容易接触到，他们是合伙人，客户的人*、交易部门的主管以及统计员们。即使是这些人也有一种倾向，即重要的合伙人只与大客户打交道，而不太成功的客户的人则急于向任何人说点什么。很少接到电话的客户的人也并不是呆呆地坐在那里，他还有其

* 我正在为“客户的人” (customer's man) 寻找一个新名字，就在写这句话时，我想到了“注册代表”，但是我并不想使用它，因为“注册代表”太多了。

Where Are the Customers' Yachts?



他兴趣（例如大学橄榄球赛）并以很低的声音与朋友们在电话里讨论这个话题。此外，他的仪表和办公室也会显得很清洁。

所有这些人都有值得完成的工作，不幸的是，他们不仅完成这些工作，还热衷于对未来进行预测。统计员应该收集统计数据、电话交易员应该忙于从事电话交易，合伙人在为自己的客户服务时还会遇到许多困难的管理问题。客户的人的正常工作是让自己的客户知道正在发生什么和已经发生过什么，但是正如我前面说的那样，他还坚持要把自己对将会发生什么的预测加入进来。其他人也几乎都是这样，于是由此造成的财产据失比日本人的战争造成的损失还要大。

合伙人有自己的办公室（有的还用硬本装饰得很好），他可以在那里形成自己的想法；面客户的人却不得不在人员众多的大厅里进行思考。习惯于坐在大厅里的客户通常是一种喜欢对同伴高谈阔论却不属于任何俱乐部的人，这就使大厅变成了一个很难进行

客户的游艇在哪里？

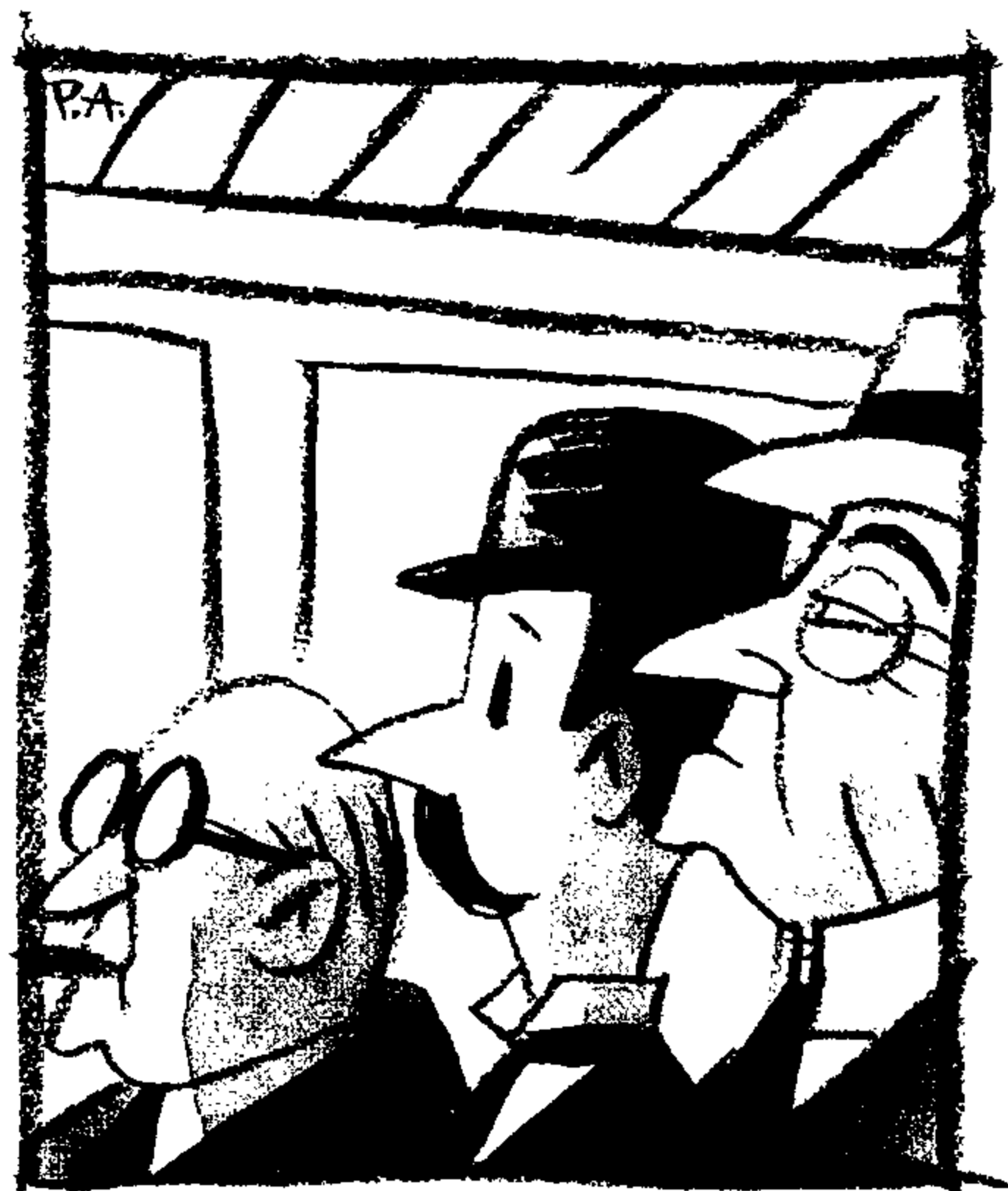
深刻思考的地方。然而客户的人却能设法在这里得出与合伙人一样的可怜的结论。

我真的很佩服那些能成功地“创造市场”和“通过电线”进行交易（即电话、电报和电传打字电报）的人，这是一种技术性工作，要求工作者具有较高的记忆力、数学水平、名誉以及制造骗局并发现骗局的能力。水平较高的交易员能够对自己正在交易的证券在未来 5 到 20 分钟内的情况作出分析，这种短期的分析是合理的，因为大量的信息一直在通过各种线路蜂拥而至。然而只要能得到一刻的闲暇时间，他们就会试图分析 5~10 个月以后的情况，在这个方面他们的无知与其他人完全一样。

交易大厅的下而是线计员们充满学者气的安静的房间。这里没有报价器的噪音，也不允许喋喋不休的客户们进入，“思考者”的局围是未自于各地的最新消息和大部头的参考书。他们手中都拿着游标卡尺，每个人都知道这个仪器要比潜水器科学得多。他们

Where Are the Customers' Yachts?





习惯于坐在大厅里的客户通常是一种喜欢对同伴
高谈阔论却不属于任何俱乐部的人。

详尽地分析各种“特殊条件”，并最终对某家公司的全部情况都知之甚详，或许只留下一个细节问题，即在这个财务年度开始后不久，这家公司就申请了 77B 表格。*

当一个统计员努力取得了高深莫测的美名时，他就已经获准毕业并成为一名经济学家了。有一位经济学家无论走到哪里都拿着许多公文包，他的公文包是财务界里最肥大、最重的。他特别受欢迎，到处出席会议，但是他的体格并不健壮，只好让跟班们提着公文包。有一次我在电梯里遇到了其中的一个小跟班，公文包让他疲惫不堪，就像一匹忧郁的拉着车的马。

“这些是 Z 先生的吗？”我问道。

“啊—嗯。”他有气无力地说。

“听着，”我说，“我有个好主意。你们为什么不在拉锁上贴一张纸条呢？那么你们

* 新政时发明的一种温和的破产形式，但最终仍需破产；现在被称为《钱德勒法案》的第十章。

客户的游艇在哪里？



就能知道他是否打开过这些公文包了。”

“我们做过了，”忧郁的跟班说道。“他没有打开过。”

有些统计员必须每周甚至每天写一封“市场公开信”。这种谋生方式很艰苦，因为它不仅要求不断地进行预测，还要求把这些预测放进报纸让任何感兴趣的人检验。有时这些信被退回来时会附带一瓶芥来，人们建议作者把芥来抹在信上，然后吃掉它。紧张而敏感的统计员在有过几次这样的经历之后也会设计出一种散文风格，让十九世纪的德国形而上学主义者们羡慕不已。下面是我从《华尔街日报》剪下来的一则最喜欢的文章，我曾拿着它四处炫耀，现在已经模糊得难以辨认，正如它当时的莫测高深一样。《华尔街日报》发表它时为它起了个有问题的题目——“市场的思想——”

一家著名的经纪人公司认为：“从4月份最低点开始的缓慢上涨使道-琼斯工业平均指数从121点左右上涨到139点，这段时

Where Are the Customers' Yachts?





期的市场运动具有技术性反弹的特征，几乎未出现强势运动的压力。正如人们所预期的那样，就在即将到达 140 点时出现了阻力；但是经过一天的下跌之后交易量开始萎缩，而目前的市场似乎正在形成某种模糊的联合运动，成许是在寻找强势力量，以鼓励大规模的买方力量并最终突破阻碍。”

如果有思想的读者愿意倒着读这段话，将会发现它最初的清晰程度并不会受到损害。我曾经从“而目前的市场似乎”开始用吉它为它伴奏，发现效果极其惊人，可以被用作超现实主义芭蕾舞的主旋律。

预测繁荣的结果

当他们表达自己的观点时，统计员和经济学家与合伙人和客户的人会在基本结论上达成一致。如果把这些结论归纳起来，其基本原则可以大致表述为：当价格上升时买

客户的游艇在哪里？



进，当保证金帐户工作人员坚持要卖时卖掉。

喜欢思考的华尔街人士显然不可能不按这个原则行事。他当然不能在下跌时买进，因为下跌时的“条件”非常可怕。当货运装车数刚刚达到新低点、失业率达到顶峰，并且钢铁生产能力还不到正常水平的一半时，无法让一个经验丰富的华尔街人士买进股票；当某个大人物（“我当然不能对你说出他的名字”）刚刚自信地告诉他中西部某个大承销机构出现严重问题的时候，你也无法让他买进股票。

然而对每个人来说，价格只有在这些时候是低的。当“条件”很好时，有远见的投资者买进股票，但是此时的股价也很高。随后，在没有任何人敲响警钟的情况下，“条件”开始变差，股价也随之下跌。保证金帐户工作人员将会给所有有远见的投资者发来电报，上面只有一个财务建议；他可能从未在华尔街得到过这样的建议，因为其中投有

Where Are the Customers' Yachts?



任何“如果”和“但是”。

华尔街的语义学派

古老而罪恶的高买低卖原则能长期存在下来，有两句常见的话起到了重要作用。这两句话是对“市场正在干什么？”的常见的回答——“它正在上升”，或“它正在下跌”。我希望能在为“客户的人”找到新名字之前看到某个人能为这两句话找到合适的替换语。我最好的想法是说：“到目前为止，交易价格一直在不断上涨”。但是这句话太啰嗦了。

“它正在上升”被用到特定时刻的活塞、电梯或高尔夫球身上是合适的。它不仅暗示这些东西一直在上升，还表示它们至少在一段时间内将继续上升，因为促使它们起动的作用力仍然在某种程度上起作用。但是它用到股票市场上就不合适了，后看不是有形的

客户的游艇在哪里？



Financiers & Seers

东西，不服从于推动力和惯性的牛顿定律。不幸的是，我们大多数人都不知不觉地接受了这种错误的类比，因此我们只在“上升”时买进，或者只在“下跌”时卖出。但是当市场剧烈地“上升”时，并没有任何理由相信下一次报价更可能上升而非下跌。若非如此，孩子们就不会问祖父为什么会在法罗赌牌*中一次输两局了。

制表者

我故意把一小群狂热的图表分析者们留下来单独考虑。他们的事业就是预测未来；如果做不到这一点，他们就不得不寻找别的工作了。长期预测是他们存在的理由。

作者并不相信他们能如何精确地预测未

* 法罗赌牌：一种猜测庄家一组牌出现顺序下赌注的纸牌游戏——编者注

Where Are the Customers' Yachts?



来，也没有发现他们的方法中有什么可以证明这方面能力的东面。然而有些人内心里相信这些图表，更多的人则采取一种奇怪的中立态度。例如，安杰斯少校* 在介绍了几个美国的图表体系之后，以十分不确定的语气得出结论：“所有这些理论都是部分正确的，没有一个能永远正确。因此它们是危险的，虽然有时也很有用。”这句话也同样适用于以抛硬币决定是否买卖股票的行为——只不过“很有用”似乎对两种行为都不适用。图表理论的真正“有用”之处在于拉拢某种类型的客户，但是安杰斯少校并未提到这一点。

虔诚的图表分析者根本不关心“条件”——洪水、饥荒、虫灾或战争，他只是

* L·L·B·安杰斯少校是最坦率和最引人注目的公众预言家之一，曾经得出过许多著名的预测。就我所知，他很少使用图表。引言摘自他的著作《为增值而投资》。

客户的游艇在哪里？





紧紧抓住图表（最简单的那种），其中描绘了市场整体或某种商品的价格运动。他研究的图表完全不同于新闻发报器。他宣称自己可以从其中辨认出一种能够再现的行为方式，而某些波峰、波谷和波动能告诉他这种行为将何时再现。他的技术用语包括“新浪头的形成”、“双重顶点”、“双重低点”以及“裂痕的消失”。

这是对图表最大胆的表述。问题可以被夸大得过分复杂，事实上也经常如此。观察图表中的装车数量、银行清算率、政府债券收益率和太阳黑子数量也是必须的。

总是有许多可怜的人在忙于验算轮盘赌中的数千个数字，试图寻找某种重覆出现的规律。不幸得很，他们经常会找到它。

我这样一个冷漠的公民并不打算也没有义务解释图表分析中的技术秘密。我曾经多次对自己进行解释，但是或许我遗漏了某个核心的因素，以至于无法对整个理论解释清楚。在这方面我并不孤单，比我更聪明的人

Where Are the Customers' Yachts?



也经常无法（或不愿意）对这门科学研究得更深。作为一门科学，应该说图表分析与占星术有一个共同的基础，然而图表分析者大多数是受过教育的人，太多的思想信条使他们无法严肃地看待占星术。

问题的难点似乎是缺少某种因果关系。例如，研究者无论多么仔细地观察道-琼斯平均指数图，他能确定的只是一段被清楚画出的过去情况的历史。认为由已知曲线可以有效地猜测出未知曲线的观点必须以这样一个假设为基础，即“历史能够再现”。历史的确能以某种模糊的方式再现，但是这种再现是缓慢而沉闷的，其中含有不计其数的意外变化。图表分析者试图使用类比方法比较精确地预测每月的某至更短期内的价格，这就如同农民的日历一样，后者大言不惭地要预测今后 365 天中的天气。虽然这些日历的编辑们通过考察过去得出结论：每个夏天都会热，每个冬天都会冷，但是他们在预测每天的太阳黑子时根本就是胡说八道。

客户的游艇在哪里？

有一次，我对一个正在向我解释其理论的图表分析者说，既然我不是他的客户，他不妨向我说些真话。然而我犯了一个社会性的错误：他深深地受到了伤害，似乎我对他信仰的宗教说了什么不敬的话一样——或许正是这样。

我在私下里的研究得出的最终结论是，图表分析是用复杂的方法得出一个简单的规律：当价格上升很长时间以后，还将继续上升很长时间；下降的时候也如此。

这很简单，却并不正确。如果想验证它的错误，最好的办法是拿一张图表进行分析。

华尔街普遍存在一种感觉，即图表分析者是一些神秘人物，却不知为何大部分人都一无所有。然简破产的图表分析者永远不会怀疑自己的方法——他比你遍到的任何信仰崩溃的人都更虔诚。如果你竟不知趣地问他为什么会这样，他会很诚实地告诉你，他只不过犯了一个人们常犯的错说，没有相信自

Where Are the Customers' Yachts?



己的图表。这种纯结的想法使他感到安慰；失去钱财倒无所谓，但是让他改变对自己钟爱的图表体系的信仰则是无法忍受的。

报酬

任何时候对任何商业工作的讨论都会遇到一个人们普遍感到好奇的问题，我们现在就谈谈它——那些家伙的报酬是多少？这个问题与任何人都没有关系，因此每个人都很感兴趣。正如一个人在听别人用复杂的词汇解释了相对论以后的反应一样：“爱因斯坦先生就靠这个生活吗？”

我不知道华尔街的人们能挣多少钱，也想不出一个可靠的方法打听出来，因此我的回答是：

华尔街（包括周围的南拉萨尔街、蒙哥马利街、市场街、斯泰特街和沃纳特街等）是一个社区，那里有超过 1 万人的年收入超

客户的游艇在哪里？



过1万美元。这意味着1亿多美元，而那里的孩子们认为这不算什么。

上面这些话仅是为了反映一种观点，一种有争议的观点，即华尔街是地球表面上收入最高的地方。这些话也有些像诗，因为其中的细节基本上是不正确的，作者毫不费力地想出了这些数字。

这些数字目前可能是错的，但是有些年份里的数字还会更高。十年前，我们可以比较自信地说，有25000人的年收入超过了25000美元。在那以后的年份里，能挣到比这更少的钱的人都少了很多。

不仅数字是模糊的，“挣钱”这个词的使用也是不那么单纯的。从一般意义上说，“每年挣1万美元”暗指这些钱是通过工资和（或）佣金挣来的。然而有很多钱不是“挣来的”——是赢来的，因此我们还应该记住有赢即有输。

考虑到所有这些因素，我们可以明确指出，华尔街是地球表面报酬最高的地方，也

Where Are the Customers' Yachts?





可能不是。

“挣钱”的困难

少数天才们“挣”的钱实际上超过了1万美元。例如，少数人拥有智者的声誉，他们可以直接通过咨询活动挣到巨额的工资。某些合伙人和客户的人拥有许多忠心耿耿的客户，他们可以从佣金中挣得大量的收入（假定他们本人远离发出指令的窗口）。

现在让我们分析这样一个似乎生活得不错的人。他是纽约股票交易所大厅里的那种“2美元经纪人”，他的生意“干净”，没有可疑的或昂贵的小把戏；他的一切收入都来自于为其他经纪人执行指令而得到的小额佣金。他的办公室只是一张桌子，有一两个办事员，因此日常成本是微乎其微的。一家较大的经纪人公司为他进行银行业务的“清算”，收费也很合理。他拒绝从事投机活动，

客户的游艇在哪里？





害怕自己会上瘾。他从不与公众打交道，因此从不关心市场的走向。

由于他的工作是有效率的、可靠的并极受欢迎，因此他的生意很好，在过去十年中平均每年的净利润是 2 万美元。但是，他十年前为取得会员资格支付了 30 万美元（不久后，会员资就翻了一番），而现在的会员费却不超过 10 万美元了。因此在经过十年的执着而成功的工作之后，我们必须提出这样的问题：

- (1) 他挣了多少钱？
- (2) 如果拿着 30 万美元呆在家里，他现在又会怎么样呢？

上而这个例子是非常而单的，然而华尔街和那里的公司的会计问题却绝不是这样的。记帐员和指令执行助理们可以从工费中减去午饭的花销从而确定自己挣了多少钱，但是除此之外的所有会计问题都要繁乱得

Where Are the Customers' Yachts?





多。

一家大公司拥有许多合伙人、许多会员席位、雄厚的获利能力、巨大的资本成本、惊人的日常管理成本和各种各样的证券。每天晚上，这些“笼中”的工作者只有在帐面“平衡”之后才能回家，然而确定公司是在挣钱还是在赔钱通常是一项非常困难的工作。

我听说一家银行机构有个土政策：如果出现了6美分以上的“误差”，记帐员就不能回家。谁都不可能说出这些误差在数百万美元中的真正价值是多少。

不需思考的艺术

有人说会计不是科学而是艺术。一位老绅士的现点就是这样，虽然他没有明确表达出来。他在中西部某个城市拥有规模可观的百货公司。我把他个人的会计方法（无论是

客户的游艇在哪里？



否有价值)推荐给那些迷惑的华尔街合伙人或从业者们。

这位老人被他的儿子和审计师们搞得很心烦,因为他们试图向他证明:虽然商店的生意似乎很红火,但实际上却在赔钱。他们为了证明这一点,对会计底帐和报表进行了详细的分析。最后,老人说话了。

“听着,我40年前推进城的小推车还保留着,就放在第六层的贮藏室里。上去看看它吧,检查检查它吧,然后你看到的一切就都是利润了。”

自1938年以来,不受欢迎的证据表明,会计甚至不是艺术而只是一种思想状态。那一年出现了两个令人赞叹的会计事件——麦凯森-罗宾斯公司和州际纺织厂。这两家公司都曾经名噪一时,凭借的是每个人都以为存在而事实上根本不存在的资产。只有两个人是例外,他们自己创造出这些资产,其成本不过是一支钢笔,一点墨水和一些精明的骗术。如果这些资产的不存在性没有被发

Where Are the Customers' Yachts?





如果拿着 30 万美元呆在家里，他现在又会怎么样呢？

现，或许它们的公司的股票就不会出现剧烈的暴跌了。

说到这里，问题就应该从会计师手中转交给玄学家们解决了。伯克利主教*曾经提出过一个经典问题：如果一棵大树在林中倒下时没有人听见，那么它会制造出噪音吗？他的回答是不会，我认为这完全正确。如果主教活到现在，我相信他一定会对这个问题感兴趣：如果一家大公司倒塌时没有人知道，那么它会对任何人造成财务上的伤害吗？

一个小能力测验

作为本章的附录，我想在此谈谈什么样

* 贝克利主教：(1685~1753) 爱尔兰基督教新教主教、唯心主义哲学家，认为“存在即被感知”。著有《视觉新说》等——编者注

客户的游艇在哪里？

的年轻人应该以金融为职业，什么样的人不应该。华尔街总是有许多累赘（他们从事其他职业或许会有所成就），他们根本不知道或然性和风险的规则，对数学也知之甚少。可以毫不夸张地说，进入华尔街的年轻人应该具备一些特殊的心理素质，绝不是在吸烟室里听一个完整的有关罗斯福夫妇的故事那么简单。

当然，如果你能言善辩且很有魅力，总可以在华尔街出人头地。你能卖出大量的证券，完成大交易，把大公司联合起来。即使你在达到这种完美境界时表现得很笨拙，你也仍然大有市场。然而，如果你能欺骗，吸引、引诱或斥责别人，你也可以在任何商业领域获得巨大的成功。因此，如果你万一不能现实地对风险作出判断，在其他领域发挥这些天才或许会更好。不妨去卖吊臂桥或组织一次革命。

用下面六个问题进行自我测试，如果你在回答时不得不犹豫一下，那就算答错了。

Where Are the Customers' Yachts?





(1) 你能十分清楚地说出玩一个有二个零点的轮盘赌的目标是什么吗？（如果不能，就别妄想成为金融家了，去玩轮盘赌吧。）

(2) 如果一个人连续四次掷出了硬币的正面，你认为他在第五次时更可能掷出什么呢，正面还是反面？（如果你认为他更可能掷出正面或反面，去从事室内装潢吧，你具有成功的天份。）

(3) 你在何时认为再买一张牌形成顺子是合理的？（答案——当你在为赢大豆面玩牌的时候）

(4) 如果你正确回答了问题（3），那么你知道在为赢钱面玩牌的时候是可以随时拒绝再买牌的吗？（如果不知道，拿着钱果在家里做个吝啬鬼吧。）

(5) 如果一种股票不分红利而是以 2:1 的比例拆股，股东能得到多少好处呢？（如果你认为股东能得到好处，那么加入我们的销售队伍吧，可千万别靠近交易部门。）

客户的游艇在哪里？



(6) 商业公司的基本目的是什么？这个问题尤其适合那些想进入银行界的年轻人，因为他们面前将不断出现一批批的商业人员，他们必须为其中少数人提供帮助而对其他人说“不”。答案很重要也很明显：它们的基本目的是挣钱。几乎任何人都明白这一点，却只有少数可贵的年轻人知道它的真正含义。

大多数商人认为他们经商是为了挣钱，这是他们经商的主要原因，但是他们更经常地是在欺骗自己。实际上有许多别的事对他们更有吸引力：例如生产一种好产品或提供一种出色的服务，解决就业问题，使某个行业发生革命性变化，使自己出名或者为自己在傍晚的闲谈找到谈资等。我发现有这样一种商人，他们的当务之急是向竞争者证明他们才是精明的而竞争者不过是些该死的笨蛋——这能带来一定程度的心理满足，但是根本不能挣到钱。我还见过一些人，他们的主

Where Are the Customers' Yachts?

要兴趣竟是向合伙人们表明这一点。

因此，只有在你知道商业的目的是挣钱、并且明白它的真正含义的时候，你才能为自己打一个高分。

客户的游艇在哪里？

75





第三章

客户——一群鲁莽的人

我们可以把客户大致定义为任何愿意拿出一笔钱的人。缺少客户是经纪人业务中一种可怕的疾病：首先佣金消失而管理费用却相应增加，随后将不可避免地出现更糟的事——经纪人整天无所事事，最终会对玩15子棋*也感到厌倦了，于是他们开始用自己的钱搏击市场。这就像沙龙服务员在清淡季节自己饮酒一样，其结果是一样的。我认识一些即将开办公司的合伙人，他们相互

* 15子棋：一种双方各有15枚棋子、掷骰子决定行棋格数的游戏——编者注

客户的游艇在哪里？



Customers—That Hardy Breed

发誓绝不用自己的帐户经营。然而每个人都有有一种成为客户的渴望，经纪人也不例外。如果他们是股票经纪人，还有能力拒绝股票交易的诱惑，但是也允许别人为他们进行奇妙的皮革或黄金投机，而自己置身事外。我曾经听到一位股票交易所会员非常恼火地抱怨自己的合伙人，他说：“除了一件事以外，我们都相处得很好。每次当我出去吃饭时，都金有个街边经纪人溜进来，向亨利出售一些东西！”

形形色色的客户

除了满怀希望的个人以外，还有许多种客户。储蓄报行和人寿保险公司是一种客户，而且是你能找到的最好的客户。它们的业务量很大，同时你永远也不必向它们催要保证金，因为可恶的旧政府不允许它们充分发挥出自己的投资天才。此外还有各种各样

Where Are the Customers' Yachts?

的公司，它们也是很不错的客户，尤其是投资信托公司和火灾保险公司。

大遗产继承者或富婆也是一种令人满意的客户。富裕的家庭喜欢为自己的一两个男孩子建立基金，并认为找个强有力的管理者是很不错的投资。如果经纪人公司每周向这个年轻人支付 150 美元，那将意味着家里为他投资 25 万美元。然而，这个年轻人最好能有些奇思怪想，而且生性懒惰而不是雄心勃勃。否则他更可能试图亲手把遗产翻一番，而这可能就意味着遗产的消失。一个好工作值很多钱，但是工作本身并不代表着全部钱财。

客户的绝大多数都是个人，其顶部是有钱人和富裕的商人（假设他们知道自己在干什么），在底部则是众多的小帐户，有些满怀希望，有些则陷入绝望之中。这些人几乎没有银行存款也没买人寿保险，却有一个致命的习惯——持有 1000 美元的普通股，相应地持有 400 美元左右的债务再加上利息费

客户的游艇在哪里？



Customers—That Hardy Breed

用。

后一种情况在几年前更普遍，后来当局采取措施禁止了小帐户通过保证金帐户进行买卖的行为。我经常听到一种说法：这是个自由的国家，如果富人可以尽快致富，那么穷人为什么不能呢？这种说法很有道理，但是我仍然不敢苟同，因此拒绝对此进行深入的讨论。

如何招揽客户

我前面说过，得到富裕的客户的最简单方法是生在这种家庭。如果做不到这一点，单身的华尔街年轻人可以与之联姻——我知道很多这样的例子，所需的只是求婚而已。有些这样的客户在经过长期的求婚之后逐渐失去了作客户和作新娘的吸引力。

如果还不行，可以像医生招揽病人或律师招揽苦主那样用神秘的方法得到客户，可

Where Are the Customers' Yachts?





以四处招摇，让人们发现你的天才。例如，如果你是桥牌高手，就能得到客户，因为这表明你有能力处理复杂问题并从中挣到钱。奇怪的是，精通高尔夫球也能达到这个效果，虽然它只能证明你的腰很有力量、很柔软。

不熟悉这些游戏的人只能带上金丝边的眼镜，让自己的样子表现得更精明些。所有的经纪人都会在谈话中加入一些有趣而激动人心的故事，大肆宣扬他们如何在一次大跌前两周抛售了金部证券，并在年初上涨以前囤积了大量股票。他们似乎能从华盛顿（我相信他们是指华盛顿特区而不是乔治·华盛顿本人）得到秘密情报。

百老汇街的交通之所以如此缓慢，是因为它挤满了客户的人，现在回顾起来，这些人在过去十年中从来发生过一次错误。

我在 1928 年认识了一个名叫托尼的客户的人，他在招揽客户时有自己的秘诀。这不是个非常好的方法，却是他自己的。这个

客户的游艇在哪里？



Customers—That Hardy Breed

方法是在最靠近门的地方办公，只要有陌生人出现在门口，托尼就吩咐助手去问地是否需要服务。这似乎有些像钓鱼，但是托尼在1928年能够这样做。例如，有一天来了一位年轻人，手中拿着一个奇怪的东西。托尼飞快地迎了上去。

“我能为您做些什么吗？”他礼貌地问道。

“是的”，年轻人说，“我想见一个约我来的人，他说能在电话中放一种东西，使谈话内容只让谈话者听到，而且这种东西更卫生。”

“对不起，请再说一遍好吗？”

“我想见一个约我来的人，他说——”

“对不起，这个人刚出去吃午饭，”托尼说道。“你不想坐下谈谈吗？”

年轻人愉快地坐下来，于是托尼卖给他200股阿纳康这公司的期权。一次卖空活动和一次不会获利的合作就这样开始了。

Where Are the Customers' Yachts?

保证金帐户

美国人认为保证金帐户交易是一项特别有吸引力的小发明。与此相应的美国规则是，男人在成家（甚至在住进去之前）时应该做的第一件事就是借债。他必须为抵押购房支付6%左右的利息，如果他不能设法用一大批钱取得超过6%的回报，就不应该去经商。这又是一个我不能也不愿深入讨论的问题。

这种思想很容易被应用到保证金帐户交易上去。既然我们认为花1000美元以10美元的价格买进100股联合铸币公司股票是聪明的和有利可图的，那么花1000美元买进200股不是更好吗？如果我们能找到一个善良的经纪人以相同的钱买进300或400股不是还要更好吗？

答案是否定的，但是我只发现一种办法

客户的游艇在哪里？



Customers—That Hardy Breed

能证明这一点——去试试看。

在试验的过程中，你必须使用真实的货币，而不能是“思想上的赌注”。像人生中任何一种感情经历一样，失去一笔重要钱财的全部滋味是无法用语言表达的；艺术无法让一个单纯的少女真正理解作妻子和作母亲的感觉，有些事是不能用言语或图画向一个处女说清楚的。我在此所说的任何话也无法近似地描述当你失去一大笔钱时的真正感觉。

保证金帐户的要求现在已经统一了，但是以前的许多客户通常都要拜访不同的经纪人公司，以使用最少的保证金买到最多的股票。当他们最终找到“便宜货”以后，通常无需等待，而是立即就获得了套上刑具的特权。埃迪·坎特多年前这样说道——“他们让我买这种股票防老。它真是妙极了，我在一周内就变成了一个老人。”一些客户希望找到宽松的保证金帐户要求，他们实际上是保守型的人，即只打算在取得些许利润后立

Where Are the Customers' Yachts?





有些事是不能用言语或图画向一个处女说清楚的。

即退出，同时还希望限制损失的数量（这一点在他们的意识里比较模糊）。见好就收很容易办到，但是在损失还很少时忍痛割爱就只是个良好的愿望了。客户们会发现自己不断地赔钱，直到全部赔光为止。

我曾经听一位旧式的经纪人描述过这种普遍现象，他说：

“他们在大中央车站登上 20 世纪有限公司的列车。他们只打算到第 125 街去看望祖母，但是他们首先应弄明白的是，自己正在以每小时 70 公里的速度遍过印第安那州的福特韦恩市。”

决堤时应该怎么办

如果收到保证金帐户清算电话，你可以有多种选择，但是没有一种是好的。或许最好的选择是“自然本能”的方法——拿起电话，告诉经纪人顺着电话线爬上去，或者随

客户的游艇在哪里？



Customers—That Hardy Breed

便怎么去使用电话线吧，你不会再给他任何钱了。这不仅能使你感到解脱，还能带来一些明确的好处。经纪人将把你的股票全卖掉，然后把剩下的零钱邮给你。由于这些钱太少，无法送进银行，你不妨用它做些真正有用的事，例如为厨房的地板加一块油布。如果卖出的股票又立即开始上涨，你可以停止阅读全融消息而解决这个困难。

第二种方法是得到更多的钱（上帝知道你总得到它），然后再投入进去。人们称之为“参与筑堤”的方法。由于某种原因，一个处于饥饿状态的人为保证金帐户筹集1000美元要比增加晚饭的费用更容易，这是很奇怪而可怕的事。这种方法通常是可行的，也是自杀者常用的方法。

第三种方法尤其受欢迎，即许多像鸵鸟一样的客户采用的“把头埋进沙里”的方法。只要从报纸上看到自己的股票下跌，他们就拒绝听电话或签收电报，避免听到正式

Where Are the Customers' Yachts?



客户——一群鲁莽的人

的消息，有时甚至变成了缅因州的木头*。然而他们这样做的结果却往往不尽如人意，最后经纪人总是像对待采用第一种方法的人那样把他们的股票全部卖掉；只不过这个结果会稍晚一些出现，这又意味着客户不仅没了零钱，反而欠经纪人一些钱。

有时在经过一段时间以后，鸵鸟型的客户会起诉经纪人，声称后者未及时通知自己进行清算。如果这时的客户在缅因州的木头后面藏得足够隐蔽，他或许仍然没得到及时的通知。客户可以在低级法院的陪审团面前如愿以偿，因为陪审团一般对这些案件的了解只是，他们不喜欢经纪人。但是如果涉及到很多钱，经纪人将进行上诉，没有陪审团的高级法院就不会再偏袒客户了。

我认识一位英国文学教授，他经常会收到由收件人付款的帐户清算通知。他不仅会

* 缅因州45被森林覆盖，以出产木材闻名，故此处引用。——编者注

客户的游艇在哪里？

补足要求的保证金，还会支付电报的费用。虽然我对收到保证金帐户清算通知后该怎么办没有一个普遍适用的建议，但是我绝对不认为你应该为电报付费。

一些历史案件及诊断

有一定思想的客户总是无法摆脱这样一种观念，即金部活动只是经纪人与客户之间的一场战争，看看最终是哪一方取走另一方的钱。有些人还相信，他在 1929 年损失的钱最后成了经纪人的财尸。在经过仔细的解释之后，他们仍然暗地里这样认为，似乎这些公然欺诈行为是不可能完全消失的。

一位豪爽的客户在 1928 年的行动至今仍让我佩服不已。当时市场出现了少有的低潮，他也收到一个要求追加 700 美元保证金的通知。这意味着经纪人公司很乐意得到 700 美元，因为它可以防备以后的麻烦，甚

Where Are the Customers' Yachts?



至在市场下跌之前还可以挪用其中的 400 美元。这个客户激动地说：“好的，好的，不要注销我的帐户，我去想办法！”很快，西部联盟公司的一位送信员送来了 500 美元和一张纸条，上面说剩下的钱很快就到。中午时分，又到了 100 美元，下午 1 点半则是可怜的 25 美元。在三点的时候，经纪人几乎要把他忘记了，他却又来了。

“你胜了，”他像打玩最后一粒子弹的小魔王彼利*那样绝望地说。“我搞不到剩下的 75 美元。我投降了。”

还有一位客户，他很精明，并且非常富有。他在 1929 年初的财产有 750 万美元**基本上是在过去三年中挣来的。他的聪明之

* 小魔王彼利：(1859~1881) 美国新墨西哥州歹徒，真名 William H. Bonney，从少年时期起即长期结伴杀人越货，最后被诱捕击毙——编者注

** 这是一笔数量不少又容易导致愚蠢行为的钱，这样的例子并不少见。

客户的游艇在哪里？



处在于：用 150 万美元购买了自由国债，然后郑重其事地把它们交给妻子。“亲爱的，”他说，“这些债券现在属于你，不再是我的了。它们代表着我们今后所需的一切花销。我还会继续投机挣更多的钱，但是如果万一我再向你要回这些债券，绝对不能把它们交给我，因为你知道那时我已经疯了。”

六个月后，他需要追加保证金以保护他的 600 万美元，他相信那 600 万美元只是暂时消失而已。他找到妻子，后者拒绝了。然而他是个能言善辩的人——他要回了债券，暂时性的。

所有像猎犬一样走在前而的客户都有一种常见的精神疾病：易于恐惧症，或“害怕拥有任何现金”。

有这种病的客户总是尽可能多地持有证券，当他们卖出股票获利时，会急忙买进其他股票填补帐户的空白。奇怪的是，他们通常是一种很节俭的人，不肯为吃喝和暂时的娱乐浪费钱财。如果某天晚上玩桥牌时（每

Where Are the Customers' Yachts?



张牌 1/4 美分) 输了 17 美元, 他回家后很可能感到很沮丧。或许同一天股市的轻微震动使他的权益资本减少了 500 美元, 但是这对他来讲并不算什么, 他所钟爱的股票仍然还在。每当市场剧烈下跌时, 他们也会跟着破产, 这几乎已经成了一条公理。

对他们而言, 任何时候在帐户中保留一部分可观的现金金额都是无法忍受的。万一股票上涨呢? 于是他们最终一无所有, 只剩下一些用脏的旧钱。

以造钱为业

最早的客户从何而来? 或许我的介绍使人们认为作一名客户并不有趣。从长期的金融角度讲, 约略而言大抵如此, 有关这方面的统计数已经清楚地表明了这一点。

但是人不能仅靠吃饭活着, 成为一名客户也有其他的诱人之处, 为使它更好听, 我

客户的游艇在哪里?



Customers—That Hardy Breed

们不妨称之为精神价值。它产生于这样一种环境：

我们的社会面临着一个可怕的事实，即很少有人能拥有一种能力或天才，并凭借出卖此物每周获得 100 美元。例如，一个优秀的销售员或一个出色的杂技演员可以轻松地挣到这些钱，但是这种人太少了。

虽然如此，一个真正拥有 2500 美元或 25 万美元资本的人也希望凭借其资本、再加上自己的才智和努力，得到这些收入甚至更多。他非常愿意“工作”；实际上，他是在不知疲倦地工作。只有“工作”（从事一项事业）才能维护他在世上的尊严。只有这样，值在俱乐部的忠告才能对孩子们产生作用，他才能在傍晚回家时对妻子讲些什么。不必对此嗤之以鼻，这些价值和日用品一样必不可少。

我为“工作”加上引号是为了把这样一种事业与“某项工作”区别开来，后者意味着作一名排版工、销铁搅炼工、商店巡视员

Where Are the Customers' Yachts?



或侦探以混口饭吃。有资本的人很少从事这种工作，我作为其中的一员，能理解他的立场。

有资本的人要充当一家公司的业主或合伙人。公司需要他的资本，或许也需要他的服务；然而无论他的服务是否有必要，他都要坚持这样做。所有这些公司——生产胸罩或签发海洋保险单——都是投机性的。这就是说，他自己的努力对公司的成败很重要，但是他所处的经济环境更重要。他的资本被以某种方式用于购买某种商品，然后他为这种商品提供服务，四处寻找买主，最后获得利润。但是即使他全心全意地投入到所有这些工作中，如果这些商品价格上涨，他的利润会更多；如果价格下降，他的损失也越多。虽然他把所有时间都用于激动人心的投机活动中，但是表面上并非如此，因为他整天都忙得像海狸一样——他在“工作”。

现在活跃在华尔街的客户通常是有资本的人，他和那些住在城郊的朋友一样，也希

客户的游艇在哪里？

望自己的资本能带来丰厚的回报；此外，他还愿意并渴望成为一个大忙人。与后者一样，他在电话中的声音也简洁简神秘——他的担心只会有过之简无不及——有些时候他甚至出席新闻发布会。他与城郊的朋友之间的区别只在于他遗漏了两个步骤。

首先，他不必了解（或一知半解）生意技巧的复杂性。几乎每个人都可以在几周之内学会任何发出、限制或“停止执行”指令以及与此有关的一切奇妙的行话。

股票经纪人也用自己的资本购买商品，并且希望由此带来合理的利润，例如买进100股AT&T公司的股票。只是他在持有股票期间遗漏了提供服务的忙碌过程。他既来对它进行提炼，也未对它进行分销，更未为它缝几个扣眼。他只是希望这些商品的市场马上上涨，住在市郊的人也同样如此。

“正常的”企业家和股市客户之间在道德上或经济上有什么区别吗？他们都不愿意为3%的利润而投资、也不愿意呆在家里或

Where Are the Customers' Yachts?



客户——一群鲁莽的人



从事业余爱好。公司的会计数据和客户的帐户一样，都难以得到合理的解释。他们都强烈地感到，自本世纪初以来，呆在家里或远离任何一种办公室是平庸之人的明智选择，但是这种生活太乏味了。

决定在钱伯斯街附近用自己的钱疯狂地造钱的人根本无法预测自己的命运，他只能保证一件事：只要还有钱用于造钱，他就不会感到乏味。

客户的游艇在哪里？



第四章

投资信托公司

承诺与业绩

投 资信托公司* 的基本思想几乎是完美无缺的，但是众所周知，它们在美国的实际活动要么令人失望，要么是一场灾难。这就使得研究理论承诺与实际业绩之间

* “投资信托公司”是个让人感到不快的名字，这些公司不值得“信托”，而且“信托”在金融界已经太陈旧了。出于准确和宣传方面的考虑，如果把它们重新命名为“投资公司”或“集团投资公司”可能会更好。

客户的游艇在哪里？



Investment Trusts

的差距成了一项有趣的工作。乔治·艾德曾讲过这样一位高尔夫球选手，他学完了一整套课程，“最后在理论上完美无缺，但是他的得分在每一轮比赛后都不得不藏起来不让别人知道。”

这个基本思想并不漠生：正常的个人没有能力决定自己的金融命运——他可以用一生时间很轻松地证明这一点。糟糕的是，他买不到最好的金融建议，除非他很有钱。（我们估且假设存在一种最好的金融建议。）

我们显然不是魔术师，于是我们把钱集中起来，雇佣一批职业专家进行猜测活动。他们很可能也不是魔术师，但是他们具备猜测所需的一切条件——经验、声望、经过训练的职员、内部信息以及不可限量的研究资源。既然我们集中的资本通常都在1亿美元左右，因此我们也有能力为他们的能力付出代价。这笔钱对我们来说是很便宜的，只要他们有这个能力。

人们认为他们有这个能力，至少可以比

Where Are the Customers' Yachts?



我们自己做得更好。如果有人试图说服他们购买某处钾盐矿的股票，他们不必像你我一样从别处获得第四手的信息。他们可以派矿山工程师到科罗拉多亲眼看个明白，同时派其他人分头调查钾盐的需求状况。

或许他们正考虑投资于一家大公用事业公司，后者有许多子公司，子公司又有子-子公司，其后还有子-子-子公司，其公司结构就像福塞茨的家族树一样。当你我试图分析这种情况时，我们得出的不过是一些旁枝细节的结论。但是投资信托公司有许多ΦBK（优秀大学毕业生联谊会）*，它们可

* 此处作者对美国高等教育的一个侧面提出质疑。私人捐助的学院和大学总会遇到一个很大的投资问题。它们会接受经济学教授的建议吗？当然不会。它们甚至根本不去问他们，因此没有人知道如果问了会怎样。这个问题是由一些精明的委托人和校友负责的。结果又如何呢？多年过去了，许多债券都拖欠着，于是精明的委托人们让校长辞职，然后急急忙忙地增加捐款。

客户的游艇在哪里？



Investment Trusts

以像求解 π 那样轻松地得出整体性结论。如果有什么无法理解的事，它们可以直接给公用事业公司总裁 D·H·大亨先生打长途电话询问，后者将与它们一起讨论。这种询问在通过大亨先生的秘书们的层层保护网时，就像 BB 型汽枪子弹穿过黄油堆一样畅通无阻。

别再重复自己的错误了

如果投资信托公司的这个基本思想能够显示出一半的效果，那么正常的投资者实际上就没有理由购买除它之外的任何证券了。这个问题是可以再次用高尔夫球运动来解释：如果赢得乡村俱乐部 B 级锦标赛的桂冠对你非常重要，而且规则允许你以合理费用雇佣吉恩·萨拉赞替你击球，那么你再坚持自己击球不就成了一个狂妄自大的傻瓜吗？

这是一个无懈可击的类比，只有一点除

Where Are the Customers' Yachts?



外。萨拉赞先生在高尔夫球方面比你我都出色，而且他每次走向第一个球座时都能表现出这种超群的能力。但是我们的历史迄今为止还不能证明，在管现证券组合方面存在这种超群的能力。

我还未提到信托公司另一个有力的论据——“分散经营”。这个理论认为购买了信托公司股票和普通投资者的不必“把所有的鸡蛋放在一个篮子里”，但是它只是听起来更合现而已。高度分散的证券组合的价值应该不会非常迅速地下降，因为“鸡蛋”不会同时变坏（这也使它的价值不会非常迅速地上升）。但是这种安全措施并不是特别有效的。当钢铁和汽车股票剧烈下跌时，分散组合中的所有股票几乎都会随之下跌。高等级债券可以不受丝毫影响，“现金在手”当然更不错，但是在那些可悲的时刻，几乎没有一家公司持有许多这两种证券。

普通的小投资者需要进行一定程度的分散经营，但是他完全可以自己完成这个工

客户的游艇在哪里？





作，把每种股票买 100 股变成买 5 股。由此增加的费用是微不足道的。如果他的资金少得连手续费都付不起，那么他所需的分散经营就只是用一部分钱支付人寿保险，把一部分钱存进银行，剩下的钱放进右手的裤兜里而已。

困难出在哪里

如果投资信托公司的实际功能与理论功能相一致，那么它们将成为公众福利的一笔巨大的财富，基金将成为重要性仅次于健康和权利的个人所有物。为得到保护，一个人可以分别雇佣律师和医生，这肯定能对他有所帮助；为解决精神问题，他可以雇佣精神病医生，得到帮助的机会也不错；至于管道出了问题，他可以雇管道工来解决。那么在存在投资信托公司的情况下，他为什么不能雇一个比较胜任的人来解决钱的问题呢？

Where Are the Customers' Yachts?

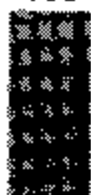


我个人猜测（读者现在或许已经很清楚），他不能只是因为他几乎雇不到这种胜任的人。选择有利可图的投资机会的工作本身并没有胜任与否之分，几乎不存在可见的供给来源。如果存在，大投资信托公司早就把它发掘出来了，因为它们时刻准备着、愿意为此付出任何代价。管理合同中有关管理者工资的条款通常都表示，如果管理者能一直创造好的业绩，将得到丰厚的回报。显然，如果他们真有某种聪明才智，早就主动贡献出来以得到这些回报了。

许多人并不同意以此解释业绩让人不满的原因，因此我将试图采取其他办法进行解释。当然，最流行也是最主要的一种解释是不诚实的。有一些金融作者混饭吃的办法是十年如一日地拍打一匹死马；即从不中断地解释形形色色的偷盗行为，后者产生于一伙人用数百万美元取得另外数百万美元的控制权的时候。

这种双重经营的机会在所有的信托公司

客户的游艇在哪里？



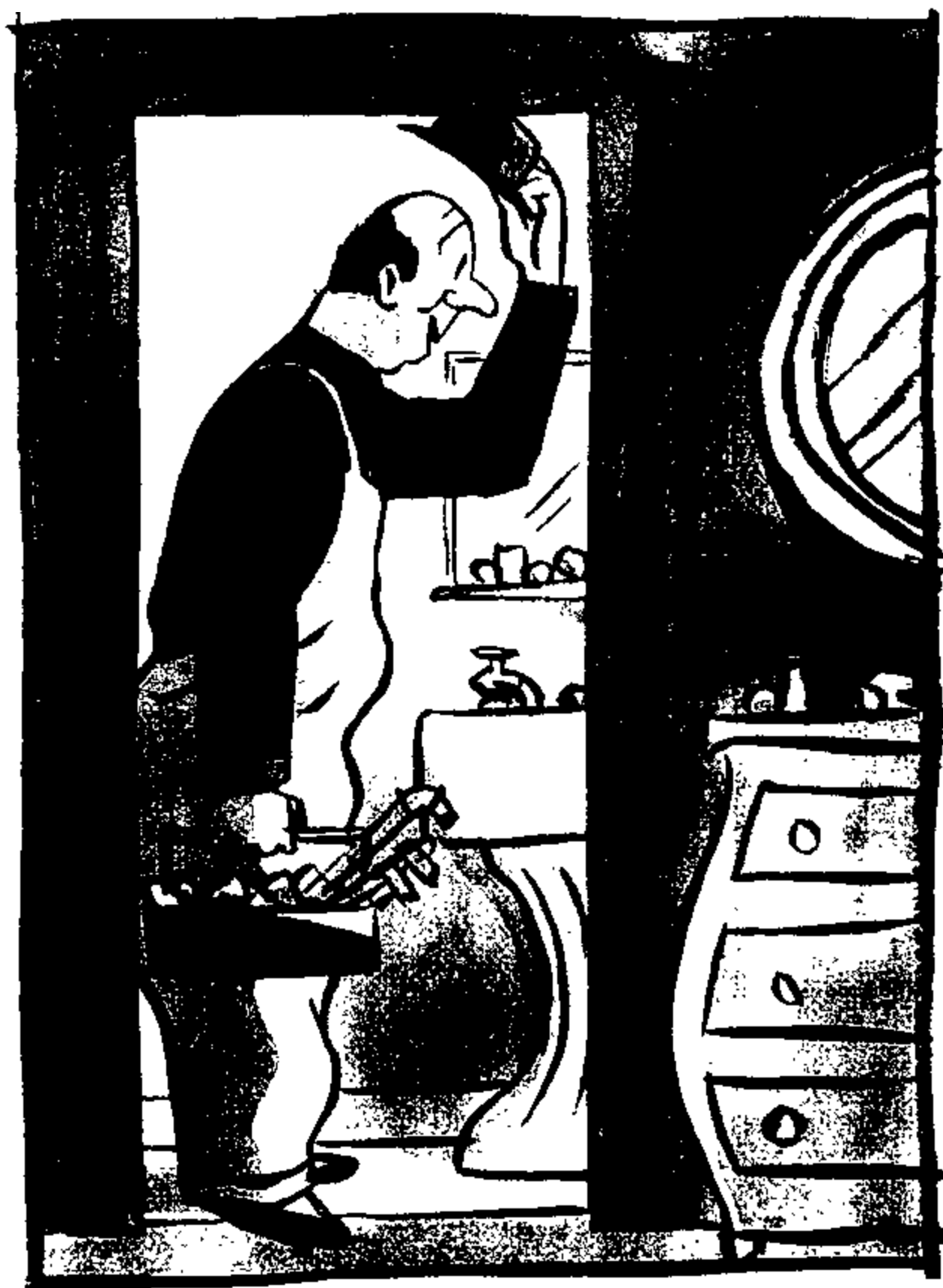


都存在。你可以任意指出一个你认为诚实的管理当局，然后你将和遗产继承人遇到同样的问题。这个遗产的执行人有三个（都是他的叔叔）——一名律师、一名经纪人和一名房地产商。由于种种原因，他们也可能对继承人不利；和信托公司管理者一样，他们也会受到“利益冲突”的引诱。例如，如果信托公司成为一家银行机构的会员，后者就会不由自主地把自己创造的又无法卖给别人的证券出售给信托公司；如果它与股票交易所的会员公司结为同盟，后者就会引诱它大量交易股票以得到佣金的好处。如此种种，无穷无尽，令人作呕。

这一切是不可否认的，但是我知道许多今天的信托公司，我认为它们的诚实性是毋庸置疑的。（如果你想私下里向我咨询这个信息，请带着钱来。）不幸的是，我不能保证它们的头脑是否还清醒。证券交易委员会（SEC）的许多作法已经把信托公司的管理者们吓得半死。此外我们还应该看到，一家业

Where Are the Customers' Yachts?





至于管道出了问题，他可以雇管道工来解决。

绩不错、历史悠久的信托公司的管理者拥有一份责任重大、报酬丰厚令人妒忌的工作；可以比较有把握地认为，他们不会全都受到偷盗行为的引诱。几乎没有人纯粹因为恶作剧而成为小偷，更主要的原因是他们自己的个人贪念。二十年代的幻觉已经被我们抛弃了。*

近年来实施了许多有思想有远见的法律以防止信托公司过度泛滥，而且它们都对投资者有利。可悲的是，没有法律能防止愚蠢的行为。我不想把“我的基金”（我喜欢这样认为）交给一个聪明的骗子或一个诚实的傻瓜管理，但是如果不得不这样做，我宁愿选择骗子。在回收令和一名警察的帮助下，我还可能从前者那里收回我的钱，但是我能

* 这是我说的。本书毫无疑问是署名发表的，它写于1940年1月。如果我们现在又投入到可爱而具有毁灭性的繁荣之中，读者有权得意地嘲笑我的愚蠢。

客户的游艇在哪里？



Investment Trusts

从后者那里收回的将只是一个真心实意甚至声泪俱下的道歉。

我们也和穷人一样总是背着税收的重负。信托公司利润的税率现在是非常诱人的 18% * ——这显然来自于这样一种理论：即公司是没有灵魂的，因此也不会在意这种谋杀性的税收。于是信托公司首先纳税，然后幸运的投资者在取得利润时还要为同样一笔利润再纳税。赌赛马的人称之为难以击败的赌注登记簿。

信托公司应该越大越好，因为这将使它的经营成本所占的比例越来越少，甚至可以忽略不计。然而规模越大，投资困难也就越大。买进 5 万股的头寸非常困难，通常更难以卖出去。如果报纸上说这种股票上涨 20 点，信托公司的帐面将会出现 100 万美元的利润，但是实际实现这些利润显然不会如此

* 不适用于“开放型”的信托公司，它们另有麻烦。

Where Are the Customers' Yachts?

简单。

英国和苏格兰的信托公司的成绩要好于美国。它们的历史更长，或许正是这种成熟的经验再加上国民情绪和观点的不同使得二者在成绩上相差悬殊。国外的信托公司更像是投资公司——它们的目标是保护资本、获得收入。然而美国的信托公司却不能确定自己的目标，因此也无法坚持它。很多信托公司也渴望取得收入而不是资本利润，于是美国的股东们着急了。信托公司的股票之所以被创造出来，最主要的目的就是要卖出去。要想向美国人出售一种商品而不对其中的小拉链作出承诺是很困难的。

通向地狱的公司结构

迄今为止，我们一直在讨论管理型信托公司——由管理者董事会通过分析或其他方法决定应该怎么做。二十年代后期异军突起

客户的游艇在哪里？



的“固定型”信托公司* 也值得一提，它也是一个好想法带来坏结果的例子。它的基本思想是排除人性缺点的干扰，我们必须承认：这个干扰应该排除。它是这样建立起来的；首先一劳永逸地决定一个“最佳”证券的名单，然后买进它们形成组合，此后任何人都不得再接触它们。此外还附加一个条件，一旦它们停止支付股利就立即把它们抛售出去。这种方法可以自动地避免愚蠢和不诚实的行为。

或许你还来听说过这种方法造成的巨大灾难。早在这些优秀股票停止支付股利之前，其价格就已经下跌了；而当它们实际停

* 目前存在的所谓“固定型”信托公司与此处所说的形式上严格固定的信托公司不同。其中一些公司被称为“特殊行业”信托公司，它们的证券组合中只包含一种类型的证券，例如化学股票、银行股票或铁路债券。这种在一个行业广泛投资的方法似乎很合理，然而事实究竟怎样，你可以在 5 到 10 年之内得到权威性的答案。

Where Are the Customers' Yachts?



止支付的时候，这些僵硬的信托公司又不得不立即卖掉。更糟的是，一些可恶的人能认识到即将发生的一切，在信托公司之前卖空了股票。

“最佳”证券的麻烦

这种自动导致自我毁灭的方法现在已成为金融历史中的一个脚注了，但是选择“最佳”证券的思想仍然值得仔细研究。“最佳”等级的投资对象随着时间的推移而不断变化，可惜的是，这种最佳实际上只不过是流行的代名词——最活跃的、人们谈论最多的、上涨最迅速从而价格也是最高的证券。它是一种时髦的东西，像欧仁妮礼帽或打蜡的胡子一样。当裙衬磨破以后，就买进运河债券；当噪音被认为动听时，就买进铁路和交通证券。认为工业股票在二十年代后期风靡一时还是低估了它，最近几年盛行的则是

客户的游艇在哪里？

政府公债和收益率几乎为零的免税证券。在这两次主要的流行趋势之间点缀着许多不同时期的小宠物——“战争宝贝”^{*}、汽车股票、广播股票、银行股票、房地产抵押证券以及可转换证券。

这就是我们在为固定组合选择“最佳”证券时遇到的基本问题，实际上，无论出于何种目的选择证券都会遇到这个问题。经过一定时期，这种购买流行证券的普遍习惯将不可避免地带来不好的结果，越富有的买主受到的影响也越大。它还同样适用于管理型信托公司、保险公司、信托帐户、经纪人和投资顾问的建议以及个人的行为。

本书不打算对新证券的承销发行作任何讨论，但是此处必须指出，这个领域也存在这个基本问题。当外国债券普遍受欢迎时，

^{*} 战争宝贝 (War babies)，专指战时发行的证券——编者注



银行家就非常喜欢承销外国的新债券*；从黄金股票到播种机改良债券的每一种证券都是如此。这有两个简单的原因；首先他们只有在这种时候才有机会卖出证券，其次他们也只有在这种时候才会相信自己是正确的。

有一个关于信托公司官员的故事**，他同时在一家大银行和信托公司任职。有一次他偶然地在报纸的股票栏目上摇晃钢笔，然后吩咐手下们检验一下，如果不采纳专家意见而由墨水的污点决定公司的证券组合，结果会怎样。手下们的分析表明，这将使实际损失大大减少。银行选择流行的证券，而墨

* 鲁里坦尼亚王国利率为 7% 的 5000 万美元外部黄金贷款债券就是这样发行出去的。你当然还记得这件事。当时的王国总理在扣除承销费之后得到 4400 万美元，却由于一时冲动把它们全部送给了一个金发女郎。（译者注：鲁里坦尼亚王国为安索尼·霍普在 1894 年出版的《赞达的囚犯》中虚构的一个中欧王国）

** 弗雷德·C·凯利《如何谨慎地赔钱》

客户的游艇在哪里？

水的选择至少是公正的。我对这个文学故事的真实性只有一个疑问，即信托公司的官员们是否愿意承担风险进行这种实验或者公布实验的结果。

1937年出版的一个小册子* 为我们提供了一个更清楚的例证。它分四个不同时期选取了1901年到1926年间股票交易所中最流行的20种股票和债券，每次选取的标准是当年交易量最大的证券。然后计算它们当时的买进成本，并与1936年末的价值进行对比。结果相当差，现在又过去了三年，这个结果也变得更差了。

75 万美元的呆鸟

在恐怖的1929年恐慌期间，某家管理信托公司的董事会召开了一系列的紧急会

* 统计者为布朗兄弟哈里曼公司

Where Are the Customers' Yachts?



议。一天深夜，脸色苍白、无精打采、犹豫不定的董事们围坐在大圆桌周围，努力地躲避别人的目光。他们所有的信条都已经被击溃了。

突然，有人平静而坚定地说：“不必再说事情发展到何处程度了。它和它（指当天的某种优秀股票）报收于 200 点，而就在二个月之前还是 350 点呢。或许这听起来不可思议，但是我相信它很可能会跌到 150 点。如果我们能在 150 点买进 1 万股，你们难道不认为这是千载难逢的大便宜吗？或许这根本不会发生，但是我们难道不应该为这个机会做好准备吗？”

这个强有力的建议立刻使会议室重新燃起了希望之火。人们一致同意这个观点，他们的脸上也开始有了血色。

“把它记下来，”有人对出席会议的 20 岁的指令执行助理说：“以 150 点的价格买进 1 万股它和它。未完成前不得取消指令。”

小伙于听话地伏下身来记录，但是他同

客户的游艇在哪里？

117



时把嘴动了动。他的声音很低却能让人听到，话里绝对带有一些可恶的嘲弄色彩——“呆鸟”。

于是每个人的信心都立刻受到了打击。讨论又不知不觉地开始了，并最终放弃了这个建议。我个人对这件事的估计是，这个小小的噪音为信托公司保住了 75 万美元。但是没有人会感谢这个小伙子，因为没有人敢承认他与取消这个毁灭性指令的决策有任何关系。

致歉

在试图解释美国的信托公司为什么迄今为止还没有实现其理论上的伟大承诺时，我前面只提到了它们的缺陷。这不是一种公正的讨论方法，但是我希望尽量让读者免于遇到乡村法官的难题，后者可怜地说：“如果你们两个年轻人一起说，那么我怎么能拿

Where Are the Customers' Yachts?



定主意呢？”

信托公司的优点有很多，但是它们读起来却没有缺点这么有趣了。公平地说，我们绝不能忘记这样一个事实，即它们几乎是完全在那个可怕的十年中艰难成长起来的。如果信托公司在 1929 年末都像猴子那样愚蠢地管理自己的钱。现在就会四处寻找更好的人为自己管钱了，你认为呢？

我总认为今天的情况已经比 5 年或 15 年前的糟糕时候好多了。时间和情况的改善为今天购买信托公司股份的人带来了几个具体的好处。投资经理们已经被迫接受过一些教训，经过愚蠢的洗礼之后，信托公司变得更清洁、更聪明了。快要上吊的人会说：“这将是对我的一个有力的教训。”如果教训还不够清楚，我们现在还拥有个不知疲倦的 SEC（证券交易委员会），它正在时刻防止信托公司的官员们出理定期的神经崩溃。

如果你相信这些，就应该把一部分基金投资于普通股；如果你坦诚地问我：“你相

客户的游艇在哪里？



信一家著名的信托公司能比我更好地选择和交易股票吗？”我的回答将是肯定的——我宁愿如此，虽然这或许并不是赞扬。人们现在普遍认为，当你生病时，最好找医生解决而不要自己根据医学大百科抓药。用医学和证券交易进行类比并不准确，但这也是一种普遍看法。信托公司的支持者们认为，它们正在努力地向专业化迈进。“现在正是大好时机！”一个来自天边的声音说。

神奇的投资公司

根据历史记录，我必须更正前面的一句话，即所有的信托公司在繁荣和崩溃时都像猴子一样愚蠢，这句话的准确率是 99% 和 44%。

曾经有两个小信托公司达到了人们今天梦想的境界，它们的管理者都是已故的约翰·W·波普。准确地说，当时正是难以置信的

Where Are the Customers' Yachts?

120



金融时期 1929—1931 年，它们与其他信托公司没有一点相似之处，例如它们挣到许多钱而别人却赔了许多钱。年轻的波普先生的才智和哲学也与我前面说过的华尔街人士格格不入。他对 1930 年 12 月 30 日以前的情况讲述得非常简单，他所有的钱都以现金和银行贷款形式存在，奇怪的是，贷款的数量从未变过。他的讲述中有一段话令人难以置信（我是凭记忆写下来的）。

“本公司的管理者认为，精心挑选的分散的证券组合经过一段时间后并不会增值。”（黑点是我加上的。）

他的经营业绩比这个原则更惊人。他的信托公司通常只持有一种股票的很大头寸，而且是空方头寸（几乎所有的信托公司都极力避免出现空方头寸）。当然，在这段时间里公司的利润明显下降，每月甚至每天都如此。

客户的游艇在哪里？



约翰·波普在 1931 年突然死亡，当时他仍然很年轻——他是金融界的济慈或雪莱。因此他的惊人业绩能否保持到今天，以及他是否能像过去那样继续成为一个杰出的例外人物就成了一个永远无法解开的谜。

Where Are the Customers' Yachts?

第五章

卖空者—— 黑心的家伙

我 看过一本小说，其中有一个既可恶又可恨的富翁。作者不仅介绍了他的种种恶行，还特别指出了他的第一笔财富的来历。他“在大恐慌时期卖空股票使自己富裕起来，却把成千上万人推进了贫穷和破产的深渊。”

这段话清楚地表明了人们对卖空者模糊而普遍存在的愤恐之情。（这种愤怒只存在于恐慌时期及其后一段时期——在繁荣时期，卖空者得到的关注和卖官者一样。1929年10月以前，除了他们的家人以外没人反

客户的游艇在哪里？



The Short Seller - He of the Black Heart

对卖空者，因为他们的家人不想破产。)

虽然这种普遍存在的感觉很模糊，它的两个含义却很清楚。第一，熊市攻击者与高利贷者* 或偷珠宝的人有些相似——只要你愿意做不道德的事，致富是很容易的。第二，它能给全社会造成伤害。

在分析这两种观点之前，我必须先说明人们把一般性灾难对象化的古老倾向。当“成千上万人陷入贫穷和破产的深渊”时，只有那些有思想的人会问：“我们怎么了？”流行的喊声是“谁让我们遇上了这种事？”随之而来的是——“让我来抓住他！”公众的反应就像一群拿着绳子的愤怒的暴徒——

* 我不想得罪全国高利贷者协会，但是我认为任何年轻的笨蛋都可以从事高利贷这个古老的职业并轻松地获得成功。高利贷或许是一种最合理的获利职业，它要求从业者具有聪明的大脑、努力工作、还要有一个坚持的性格（不一定是好性格）。至于偷珠宝的行为，我没有得到过可靠的信息。

Where Are the Customers' Yachts?



样。他们的做法与古时候迷信的水手寻找划过天际的灾星或古撒冷城*开会决定是谁让母牛死去时的做法如出一辙。

受伤害的人无法抓住不合理的信用膨胀或万有引力定律，于是他们更满足于让（例如）财富的完美代表 J·P·摩根先生到华盛顿接受调查，由一些比较卑做的人提出很多他无法圆满回答的问题。

然而，摩根先生和大银行家们并不是完美的替罪羊：毕竟，要想把他们的不智或犯罪活动与我们自己的苦难联系起来是很不容易的。他们或许使美国的信用出理了混乱（每个人都知道它的含义，即使他不能对此进行解释），或许他们还做过更糟糕也更难以理解的事。

然而，我们自己的苦难是十分清楚的：我们用保证金帐户买进几百股广播公司的股

* 古撒冷城是今耶路撒冷的古城。话出《圣经》——编者注

The Short Seller - He of the Black Heart

票，可是保证金却不见了。我们最初从连襟那里听到一个小道消息，而他又是从一个在烧蛤野餐会上认识的大人物那里听到的。后者虽然也是个大人物，但是与摩根先生比起来就大渺小了，而且他也从未见过摩根先生或其他“强盗大亨”们的而。

卖空者们又如何呢？我们现在已经快说到问题的本质了。就在我们满怀希望地、积极地买进股票并希望情况向好的方向发展时，这些残忍的家伙却在卖出，而且他们并不拥有自己要卖的股票！他们希望情况向坏的方向发展，他们认为价格将下跌并帮助它下跌。多么残忍！多么邪恶！多么玩世不恭！为什么这个社会对待他们比对待那些亲自烧毁自己投保的房子的人还要仁慈？

辩护的观点

我在叙述这些反对卖空者的观点时尽量

Where Are the Customers' Yachts?

保持了高涨的情绪，因为这是唯一合适的叙述方法。这些观点是 100% 情绪化的。

老资格的华尔街人士总是滔滔不绝地介绍卖空者的经济（甚至社会）功能，从而达到为后者辩护的效果。根据他们的说法，卖空者的出现使市场更狭窄、更稳定，他“为剧烈下跌的冲击加上了缓冲垫”；他听起来像是一个为穷人送去糖果的好心的妇人；他是熊，为了更好的生活而努力工作，与此同时他还帮助牛（他们的比例是 100:1，而且也是他的对手）过上了好日子。这是遇事过分乐观的人的典型观点，也是经纪人公司中普遍的话题。

毫无法疑问，熊的确为市场变得“更狭窄”作出了贡献。（买卖双方狭窄的市场中的交易价格极为接近。听华尔街人士讲过以后，人们很可能会认为狭窄的市场是人类最珍贵的幸事之一。）要证明熊使市场变狭窄的程度有多大是比较困难的，因为他很少进入一个不狭窄或不活跃的市场。在宽敞的

客户的游艇在哪里？

◆◆◆◆◆ The Short Seller – He of the Black Heart

市场上卖空要承担损失的风险，而且如果你这样做，很可能会像孩子们说的那样“洗个可怕的澡”。在下跌期间，卖空势力的出现肯定会在一定程度上“缓冲压力”，但是这并不足以称之为人类基本福利的一个因素。

贾斯蒂斯·霍姆斯先生曾以哲人的语气这样为卖空行为辩护：

“……当然，现代市场中的合约并不局限于即时清结的销售活动。人们努力地预测未来，并根据自己的预测签订合约。有能力的人进行的这种投机活动是社会根据可能性作出的自我调整……。”

这些话说的是谷物卖空行为而不是股票卖空行为，此处引用它更重要的是因为它的雄辩性而不是它的相关性。

另一种辩护

纽约股票交易所多年来一直在为其中的

Where Are the Customers' Yachts?



空方势力仔细地编制图表，它能表明卖空者每周（无论情况好坏）卖出了多少、平仓了多少。作者在分析过这些数据（每个人都能得到它们）之后发现了以下这些并不让人激动的事实，然而这些事实反过来却成了卖空者真正需要的辩护之辞。

首先也是最重要的一点是他们的影响力很小，这本身是一个很好的辩护却难以让卖空者接受。由于许多技术方面的原因，他们在市场中所占的精确比例无法得到公正的评价，* 但是这个比例很小。我要说的是，他们的影响力（无论好坏）正如水滴落入桶中

* 根据权威而不可靠的数据，空方头寸在市场总交易中的比例在 1939 年是 3.65%。这似乎完全证明了我的观点，然而事实并非如此，它的主要价值只是表明这种欺骗性的不完整的统计数据成了争论中的一种自由使用的武器。（亲爱的读者朋友们，这就发生在我手中拥有实际数据的时候！）

有许多不同的隐性因素使统计数据在评价卖空者的影响力时丧失了合理性。有些因素使评价结果偏高，有些因素使评价结果偏低，还有些因素只是表明这个问题是不能精确评价的。

客户的游艇在哪里？



The Short Seller - He of the Black Heart

一样是微不足道的。

这应该不是一个惊人的消息。名符其实的卖空者来自于一个人数很少的阶层——职业交易者，而且其中只有少数人能成为熊。这个职业虽然并不是罪恶的，却也真的有些残忍和不正常。卖空一种股票首先必须克服一些复杂的心理因素的影响。

客户偶尔也会受到引诱从事卖空活动。但是只要完成了卖空指令，他就立即变得非常可怜，直到再买回股票为止，最终赢利与否并不重要。由于某种微妙的原因，他一想到自己欠别人一些自己还不拥有的股票就感到无法忍受。当然，他很习惯于欠别人一些自己还不拥有的钱，相比之下，这种情况对他根本没有影响。当他很随便地从经纪人手中借钱买股票时，即使股票跌 5 点他也会比较钱定；但是在卖空股票，只要股票上涨 3/4 点他就立即绝望了，因为他认为股票可能上涨到 1000 点，虽然几乎没有股票达到过

Where Are the Customers' Yachts?



卖空者——黑心的家伙

这种高度。而当他买进股票时，却从不考虑它可能降至0点，虽然有许多股票最终都实现了这个数值。

除此之处，他在卖空时还有一种莫名的不安全感：或许他会被警察抓起来。我认为这种感觉来源于一个经典的而行诗：

卖出不属于自己的东西的人
如果不把它买回来就要去坐牢

这首打油诗既不特别出色也不特别正确，却在丹尼尔·德鲁大叔的年代一直流传下来，任何听过它的投机者都无法再忘掉了。现在应该有一些诗人站出来，从另一个方面提出警告。那么下面这首诗怎么样？

买进股票却无力支付的人
绝不是可以高呼“万岁”的人

客户的游艇在哪里？



The Short Seller - He of the Black Heart

它很押韵，也很正确，但是一首可怕的打油诗是不会受到欢迎的。

熊是否存在有何不同

市场不会剧烈下跌或许是反对卖空行为的人的主要理想，可是要实现这个理想却像从生活中免除大灾难一样值得怀疑。我们可以表明，取消卖空行为并不能防止这些灾难出现。这是历史的经验，你只需看看在卖空行为受到禁止、不可能出现、受到限制或得到允许时的市场的情况就会明白了。如下所示：

1. 独裁主义总是迫不及待地禁止卖空行为，因为不允许存在职业的悲观主义看是他们的绝对原则。无论读看对极权主义哲学怎么看，我都不相信他们会对他们的证券市场条件感到忌妒。

Where Are the Customers' Yachts?



2. 房地产是一个巨大的投资媒介，但是其中从未有过任何卖空行为，因为不可能现在借来房地产到未未还清。那么投机性的房地产市场的稳定性怎么样呢？它的价格经常上涨，当这种运动结束以后，又开始下降。实际上更形象的说法是，房地产繁荣之后的价格根本不是“下降”，而似乎是蒸发掉了。

小麦、黄铜或胡椒这些商品可卖空，习惯上也是如此。在繁荣之后，它们的价格也会产重下跌。这两种下跌之间无法用统计资料进行可靠的对比，但是我通过观察发现投机性房地产市场的下跌比商品市场的下跌更加无序。

3. 与这个问题有关的每一件事几乎都在纽约股票交易所的大厅里受到了全面的检验。卖空者在 1933 年以前可以随意行动，我们在那种体制下经历过鲁莽的繁荣和自杀性的恐慌，此外还有那些令人乏味的时期。从那以后，卖空者的活动受到了巨大的限

客户的游艇在哪里？

The Short Seller - He of the Black Heart

制，以至于那些单身的姑妈们也无法再报怨他们的罪恶了。随后出现的情况与以前并没有什么区别，只不过乏味的紧张状态更加明显而已。而后者似乎也并没有为我国经济作出什么有益的贡献。*

4. 我们在任何时候都可以把含有卖空行为的股票运动和不含有卖空行为的股票运动进行对比。在两种情况下都要选择一个公司历史业绩出色的股票。不活跃的上市股票根本无法引起卖空者的兴趣，许多在“场外市场”交易的重要证券也是如此。

万一市场普遍下跌，情况会怎样呢？让我们把含有卖空行为的，交易活跃的著名股票称为特拉华美国流行股票（交易大厅里的孩子们亲昵地称之为“流行股票”），把另一

* 当市场萧条达到一定程度以后，有些经纪人就开始挨饿了。但是对另一些人来说，无论美国经济会怎样，这似乎都是一种完美的结局。

Where Are the Customers' Yachts?

种等级相当却很少有交易活动的股票称为音乐联合会股票。没有人敢卖空后者的 100 股股票，因为可能一周内都不会出现一位卖主（也没有买主）。两种股票的报价都是 75。这就是说，流行股票的实际交易价格就是 75；而音乐联合会股票以 75 的价格进行的最近一次交易发生在前天，它现在的报价是 75—80（前者是买方要求的价格，后者是卖方要求的价格）。

现在出现了市场的普遍下跌，其原因只有在暴风雨过后才能看得清楚。无论如何，报价器已经像可怕的长臂猿一样震动了。流行股票迅速下跌，留下一条光滑的轨迹；在价格达到 70 以下时出现了一次小反弹，几乎每次报价都以 $1/8$ 的价差上升。它的麻烦的伙伴音乐联合会股票却很镇静，仍然保持在 75—80 的价位上。

经过 1 小时的间歇之后，下跌的狂潮开始了，市场也“从床上掉了下来”。流行股

客户的游艇在哪里？

135



The Short Seller – He of the Black Heart

票继续以递减的规模演奏着自己的装饰音，迅速跌破了 70 大关；它甚至来不及停下来对惊慌失措的旁观者们挥挥手，就一直滑到了低音部。这个灾难的消息最后传到了市郊的俱乐部，一些音乐联合会股票的持有者认为此时卖出股票较好，然而他们得到的报价有些问题：60 - 75。由于他们不想以 60 的价格卖出股票，音乐联合会股票仍然没有出现实际的变化，除了这个已经改变的不令人慌意的报价。

经过两三个星期，当灾难停止、市场平稳以后，你很可能会发现两种股票的报价都悄悄降到了 55。此时我们很同情音乐联合会股票的持有者，因为他们几乎没有机会卖出股票。然而，另一种情况也同样可能出现，即下跌运动仅持续了三天，三周之后两种股票的报价又悄悄地回到了 75。此时我们同情的对象又变成了众多的流行股票以前的持有者们。他们在三天时间里像被蛇弄得眩晕的

Where Are the Customers' Yachts?





鸟一样惊慌失措地看着报价 $1/8$ 、 $1/4$ 地下跌，当价格达到 $64 \frac{3}{4}$ 时，他们一面从苍白的嘴唇里说着恶毒的话，一面又利用流行股票著名的流动性把它全部卖了出去。

熊市袭击行为

我故意把熊市袭击的可怕问题故到最后讨论。在讨论任何公众反对的卖空行为时，每个人都会认为熊市袭击行为超出了人类活动的合理范围；至于他们众口一辞的措责是否都发自内心，我就不得而知了。

熊市袭击行为是对价格进行更加残酷的折磨，在价格已经被实际的经济灾难严重扭曲时进行卖空。这种袭击就是落井下石。

袭击者的其他行动更具一些技术性特征，也不那么引人性目。其中之一就是努力把其中股票的价格压低几点，希望能挤出某

客户的游艇在哪里？



The Short Seller - He of the Black Heart

些“停止损失”的指令。如果能达到目的，这种股票价格还会降低（至少短期内如此），从而为袭击者带来获利的机会。即使没有“停止损失”的指令出现，价格的下跌也通常会使一些持有者感到害怕并卖出股票。这至少可以算是袭击者的假说。

另一种代价更高的行动也能带来更大的利润，即促使价格降低到可以发出保证金帐户清算通知的程度。由于许多通知是得不到答复的，因此在经过 24 小时以后，股价应该出现另一次剧烈下跌。这个现象通常极为明显，以至于袭击者的这个观点或许可以被称为“理论”了。

目前人们普遍对这些行为大加指责，没有人愿意为其求情，正如没有人敢为盗墓者说好话一样。然而我想披上防弹衣谈谈以下几点：

首先，我们不应该忘记，无论你对它的道德性怎么看，熊市袭击行为都不是一件容易事。从长期来看，它成功与失败的次数大

Where Are the Customers' Yachts?

体相等。有时他们在市场达到谷底时跳出来摘星星，结果这一小群悲观的歹徒立即陷入了毁灭之中。当然，国会不会去调查是谁使他们遭到这个命运，没有人为他们着想。如果你仍然认为这是挣钱的摘径，不妨带一大笔钱去试试看。如果你真发了大财，还不妨把利润分一半给穷人以减轻你的负担。

更重要的问题是：当袭击者们成功地把股价进一步压低时，受害的是谁？谁又因此赔钱？

答案是那些希望价格上涨而用保证金帐户买进股票的人。他们的保证金消耗尽以后，经纪人可以把股票都卖掉——他们也是唯一的发出停止损失指令的人。他们希望得到很多利润，当然也应该知道自己可能承受很大的损失。袭击者在从事这个令人沮丧的事业时就明白了这一点。

借钱买股票的人没有权利把自己视作积极的社会慈善家。他也同样希望作个聪明的

客户的游艇在哪里？



The Short Seller – He of the Black Heart

或幸运的人，或二者兼得。想用刀剑谋生的人如果死于刀剑之下，也没有什么好大惊小怪的。

我们又如何向那些因为卖空行为而受到损失的真正的投资者们交待呢？

我并不相信袭击者的任何行动会使投资者的股票受到伤害* 当袭击者结束活动的时候，市场会出现一个买主和一个卖主，因为他必须买回自己卖出的每一股股票。那么投资者先买后卖不是对自己最大的伤害吗？

珀金斯寡妇是一位真正的投资者，她拥有（已经很久了）50 股通用汽车公司股票和 15 股美国电话公司股票。当袭击者们（在命运的帮助下，或者他们推动了命运）进入市场以后，这两种股票在两周内下跌了 12 点，

* 我不相信那些流传甚广的错误的悲观谣言，它们是在犯罪，也不相信那些流传甚广的错误的乐观论调，因为存在着 S. E. C。

Where Are the Customers' Yachts?





而她并没有急着进城卖掉股票。她或许还未听到这个灾难，这也是很可能的。袭击者或许能推动市场价格的下落，但是他们并不能取消股利。

如果假设她还拥有两种不活跃或未上市的股票（没人会袭击它们），情况又怎样呢？例如，10股德汀宁火神公司股票、10股亚拉巴马大南方公司股票和2股纽约第一国民银行股票。虽然它们远离战火，却毫无疑问要等比例下跌，跌幅不会比受到袭击的两种股票更高，也不会更低。

如果这些对熊市袭击行为的评价让读者们感到气愤，我要在此指出，我不过是开了个玩笑。这个问题完全是学术性的，因为纽约股票交易所近几年实施的明确规则已经使熊市袭击行为失去了存在的可能性。你自己也可以看到这些规则的奇妙效果。也就是说，如果你的显微镜比我的先进，你还能发现他们。

客户的游艇在哪里？

141



第六章

买入、卖出、套利和喧嚣

在 华尔街一个隐蔽的角落里，存在着一种俗称为“收据”的期权交易。这种交易的规模并不大，也并不重要，却具有几个有趣的特点。期权经纪人是否符合经济的需要还处于争论之中，但是他们至少存在，而且很忙碌。头发灰白、声音嘶哑是这个行业常见的职业病，没有任何职业会像这样吵吵嚷嚷、喋喋不休。

这种喧嚣场而是期权业务固有的特征。在普通的股票交易中，一方提供市场，指出自己愿意交易的界限；另一方通常会相应指出自己是否愿意买卖以及交易数量和愿意接

客户的游艇在哪里？



受的价格。但是期权交易绝不会这么简单，它首先要对交易进行简单的介绍，然后还必须对其他六七个问题进行讨价还价。股票期权的概念产生于国外，而且它在那里的重要性至今仍然远远超过美国，因此交易时的喧嚣中掺杂着很浓的外国口音，如波兰、荷兰、德国、法国和布期克期（美国纽约市行政区名——编者注）等。

当期权交易者不在电话里叫喊时，他们正在四处寻找客户。这意味着向可能的买主指出期权是很值得买进的，并向可能的卖主指出期权是很值得卖出的。我甚至听过他们在一次谈话中同时指出了这两种观点，当时他们很激动，（激动是期权经纪人正常的精神状态，即使是在家里吃晚饭时也如此）。他们相信这种悖论，因为这是他们事业的种髓。

因此买主做得很好，卖主做得很好，更不用说经纪人也做得很好。许多例子表明，这三种人都能从交易中获利。人们不禁感到

Where Are the Customers' Yachts?





奇怪，为什么不让失业者相互买卖期权从而解决失业问题，却让他们整天在公园的长凳上发愁呢。

期权是什么（基本情况）

已经对期权的机制很清楚的读者可以跳过这一节，其他读者在仔细研究了下面的内容以后，也应该可以在一定程度上澄清对它的认识。这个问题很像平纳克耳*牌戏，不深奥却很复杂。如果你真想了解期权，就必须花一点钱去买。那么过 30 或 90 天以后，无论结果如何，你都可以比在这里学到更多的知识。

* 平纳克耳牌戏：仅用 9 点以上的牌，两幅计 48 张，按各人所持的各组牌点计分。——编者注

客户的游艇在哪里？

145



puts, Calls, Straddles & Gabble

期权有三种：买入期权、* 卖出期权和套利期权。要想用普通的语言描述它们，就如同描述旋转楼梯时不用手势一样困难。下面我们就来研究这个问题，用一个比较典型的交易来说明：买进某种“买入期权”。（并没有真正典型的例子，它的变化是无穷无尽的。）

假设你得到可靠消息说某种现价为 50 的股票将剧烈上涨，并且你已决定买进 100 股进行投机。正常的方法是凑足 3000 美元（或更多）通过保证金帐户买进，然后祈求它上涨。如果它没有上涨反而下跌了，可以想见你将损失全部或大部分投资。

但是假如换一种方法，你可以要求经纪人以买入期权的形式进入市场。事实上你可

* 本章的买入期权与另一种买入期权不同，后者是把许多股票交给（而不是卖给）有影响的个人，希望他们能运用自己的说服、推销或操纵能力（或三者兼而有之）把股价抬得更高。

Where Are the Customers' Yachts?



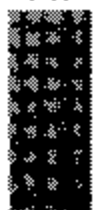
以仅花 137.50 美元购买一个 30 天期的价格为 $52\frac{3}{4}$ 的买入期权。这看起来太棒了，简直不是真的（实际上也不是），于是你买了。

现在你的情况又如何呢？

重要之处在于，无论股票的运动结果有多差，即使价格跌到零，你的全部损失也只有 137.50 美元，与 3000 美元差得太远了。如果股价上涨，你可以在 30 天内随时以 $52\frac{3}{4}$ 的价格从经纪人手中买进 100 股股票，然后到股票交易所以更高的价格卖掉，其中的价差在扣除佣金和已经支付的 137.50 美元以及其他小费用之后就成了你的利润。此后你需要做的只是决定，是应该去佛罗里达渡假还是应该替连襟的阑尾炎手术付费。

“卖出期权”与此刚好格反。当你买进它以后，只有在股票价格剧烈下跌时才能获利。类似地，你的损失也仅限于期权的价格，通常也是 137.50 美元。

客户的游艇在哪里？



“套利期权”是指同时买进上述两种期权。它的价格较高，但是当你拥有它时，你不必再为股价是上涨还是下跌而担心，只要它发生变化就可以了。当然，股价的运动必须比较剧烈而且在限定的期间内，否则你也无法获利。

我前面讲的是“30 天期的‘规定价格’期权”，其价格为 137.50 美元。另一种“90 天期的市价期权”也同样值得一提，它需要你花 550 美元购买一个三个月期的买入期权，在此期间你可以随时“按市价”（本例为 50）从经纪人手中买入 100 股股票。如果股票价格涨到 56 以上，你就开始挣钱了。这种期权被认为是比“规定价格”期权更好的挣钱方法，这是个争论中的问题，我不想深入研究它。

下面我想谈谈拥有期权可以为你带来的种奇的获利机会。例如，如果你的买入期权获利很早，你应该对这种股票卖空而不应该立即使用期权。那么一旦股价下跌，你在补

Where Are the Customers' Yachts?



足空方时就会获利，同时还拥有几个星期的期权。这种机会可以被反复地利用，就像已申请专利的衬衣领子一样，在用过以后只需拿湿布擦一下就可以再用了。如果股票持续上涨，你只需使用一下对 100 股股票的买入期权，然后再补足空方，所得的利润也可以让你感到满意。

我前面所讲的只是如何用期权进行不掺假的投机，而期权经纪人提出的正当的或“合法的”用法还有一种完全不同的功能——限制投机的损失。

损据他们的说法，购买期权是对真实的股票市场头寸进行套期保值的一种手段。假定你持有 100 股股票，并同时购买同等数量的卖出期权，你肯定能减少自己在这个交易中的损失。同样地，如果你在股市中拥有空方头寸，也可以购买相应的买入期权保护自己。这种保护持续的时间就是期权规定的期间——30 天、60 天、90 天，有时会更长。

毫无疑问，上述方法为投机者取得了保

客户的游艇在哪里？

puts, Calls, Straddles & Gabble

险，实际上是“定期”保险。但是像任何保险一样，它也需要花钱购买，于是出现了一个简单的问题：保险的价格是否与得到的保护相适应？不幸的是，这个问题无法用数学方法解决，只能用实验的方法去验证，而后者通常要花很大的代价。

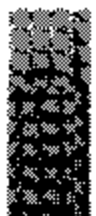
为赌博辩护

本书的作者竟然对期权的投机性用法感到着迷，这太可恶了。我不知道还有什么人会对这种赌博方式报有好感，但是让我们把它与那种被普遍采用的投机方法——通过保证金帐户购买（或卖空）股票——对比一下吧。

首先，期权是一种真的“不可救药的”股票赌博方式。如果一个人有 1500 美元，他无法在市场上买到超过 100 股的中等价位的股票；但是如果他对即将发生的事有足够

Where Are the Customers' Yachts?

150



的把握，可以买到 1000 股 30 天期的期权。假设在一个月內，股票价格向正确的方向前进了 10 点，那么期权买主将获利 10000 美元，而保证金帐户买主花同样的钱却只获利 1000 美元。（如果他只根据自己能够支付的水平用 1500 美元买股票，得到的利润将少于 500 美元。）

这个可爱的小故事并非不可能发生，但是我从未亲身经历过这种事。

我的第二个观点很奇怪，是关于道德问题的。当一个人购买期权时，他必须支付一定的赌注，如果冒险不成功，这笔钱也就永远地消失了。然而这是他在此次冒险中打算付出的全部代价，至于随后表现得愚蠢还是明智都不会使他陷得更深。另一方面，保证金帐户买主经常认为自己只不过在参加一次有限额的赌博，此后情况越来越糟：他开始变得歇斯底里起来（他起初并没想到），不断投入越来越多的钱，最终输掉了全部家当（他起初也没想到）。前面曾经说过，这就属

客户的游艇在哪里？

于没有在第 125 街走下二十世纪有限列车的例子。

我这种谈论道德问题的方法是令人讨厌的，那么不妨看看流行的反对期权买主赌博行为的观点。保证金帐户买主说：“我的确拿出一大笔钱真实地购买了一些股票，我满怀希望地、积极地、爱国地加入到一家公司的事业之中。而你们这些期权买主只不过是使用一些复杂的方法与另一些人对不久以后的股价进行赌博而已。”

然而进一步的分析表明，这两种投资者在作用上的差异并没有这么大。保证金帐户买主也和期权买主一样从未见过自己的股票，他并不真正拥有它，因为它并未注册到他的名下；他可以设法获准出席股东大会——但是他并不想这样做，即使这样做也不会有任何成就。这两种人都能在帐面上取得股利（如果发放股利），但是股利却不能装进他们的腰包。出卖期权的经纪人所代表的客户有两种：即持有股票的人或急于买进股票的人。

Where Are the Customers' Yachts?





当市场萧条达到一定程度以后，有些经纪人就开始挨饿了。但是对另一些人来说，无论我国经济会怎样，这似乎都是一种完美的结局。



陷阱

如果理解力强的读者现在认为购买期权是一种可靠的挣钱方法，那将是很可怕的。但是这种方法的代言人非常少，因此我主动站出来指出，它至少和更被人们承认的那些投机方法一样值得称道。

期权交易在人们的梦想中具有无限的吸引力。我们都知道许多股票在一个月內上涨过10点以上，在三个月內的涨幅更曾达到50点以上。然而当一个人不再做梦却试着交易时，似乎总会遇到一些问题。

买进一些期权的客户很快就会发现，他的成本比最初预想的要高出很多。佣金、印花税以及令人失望的执行情况都会使他感到沮丧，然而这还只是小麻烦。在正确的时机和正确的市场运动中选择正确的股票是很困难的。然而让我感到悲哀的是，最大的困难

客户的游艇在哪里？



***** Puts, Calls, Straddles & Gabble

出现在所有这一切都已成功地完成以后。

期权经纪人喜欢向人们指出期权“变成钱”以后的种种“经营”优势。这的确是事实；聪明的小孩可以用多种有趣的方法摆弄钢结构的玩具，而期权的玩法就更神奇了。但是由于某种微妙的原因，任何玩法通常都会出错。

例如，假设我们的 30 天期 100 股期权在一周之后挣到了 3 点的利润。我们是否应该做最简单的事，即什么也不做，等待股价上升 10 点呢？或许可以，但是股价也可能再次下跌并永远不会再反弹，这样我们获利的机会就一去不复返了。那么我们是否应该卖空这 100 股股票呢？如果这样做，当股价继续上涨时，我们就只能得到 300 美元利润而不是最初设想的 1000 美元，这是何等愚蠢啊！只卖空 50 股股票怎么样呢？这种做法很吸引人，无论股价怎么运动我们都可以多得到一些利润。但是它为我们得到的利润只有可能的利润的一半，因此我们并不准备

Where Are the Customers' Yachts?

156



这样做。

因此当我们偶而在正确的时机买到正确的股票时，经常的结果却是我们只能得到很少的利润（有时根本没有利润），此外还会为胃溃疡打下良好的基础。

总而言之，我要给你留下一个建议：当你下次得到一个可靠而及时的小道消息时，就进入期权市场。我并不是说你必须购买一个买入期权，但是你至少应该考虑到一点：毕竟还有一群绅士似乎愿意打赌股价在随后30天或90天内不会上涨得那么高。

客户的游艇在哪里？



第七章：

“美好的”旧时光 和 “伟大的”船长们

要 想找出美好的旧时光好在哪里，必须先确定它出现在什么时候。一些想法简单却并不坦率的华尔街人士认为，它是指证券交易委员会出现以前的岁月，当时还未取消十诫，人们也可以产生渴望。啊，那段日子里最重要的规则就是“佣金不打折”、“不要攻击专家”以及“不要在交易时间内在大厅里吸鸦片”。

更准确也更诚实的看法是，美好的旧时光先仅仅是指繁荣年代，例如 20 年代末、20

客户的游艇在哪里？

The Good Old Days and the "Great" Captains

年代以前的几年和 19 世纪末。推算下来，1936~37 年也是一次小繁荣，不是吗？当时的证券交易委员会简直就是在陪我们赌博，它摇晃我们的手臂，站在我们背后，并在下注的时候提出建议；它经常去倒烟灰缸，却从不提供啤酒和三明治。它当然不是繁荣的起因，也没有为繁荣提供养料，而且我并不相信它与繁荣的结束有什么关系。繁荣取决于自己。

我们在清醒的时候都知道繁荣并不是好事，但是几乎所有人都在内心深处渴望繁荣再来。“下次的小狂欢将不会使我们受到任何伤害”，这是一种普遍存在的想法。这也是人之常情，因为我们在前一次繁荣中表现得非常愚蠢；如果年纪足够老，或许已经连续三次这样愚蠢了。我们要么进入得太晚，要么退出得太晚，要么就两者兼而有之。但是既然我们已经有经验了，就让我们再经历一次美好而可靠的繁荣吧！

Where Are the Customers' Yachts?

大人物的智商

关于那些伟大的投机者在美好的旧时光中的壮举，流传着许多可歌可泣的故事。我不想讨论他们的道德问题，因为已经有人充满感情地圆满完成了这个工作。我更感兴趣的是他们的才智，人们普遍认为他们的才智非常高。

这些人凭借股票致富（也经常赔钱），对它们进行交易和操纵、抛售它们并经常用它们制造混乱。洛克菲勒和卡内基不属于这种人，他们把主要精力故在了石油和钢钱这些现实的事业之中，对华尔街的兴趣则是次要的。然而真正的投机者产生于华尔街与百老汇街的交叉处附近，并且几乎从不远离那里。他知道在某些蛮荒之地（例如泽而城）有真正经营的公司，但是他并不认为这很重要。真正吸引他的是，根据公司存在的这个

客户的游艇在哪里？

The "Good" Old Days and the "Great" Captains

模糊概念可以发行某种票据，并且凭借这些票据可以玩多种有趣的游戏。他并不简单地通过工人、管理、产品、市场和专利的因素来理解公司，而是更简单地把诺福尔克西方铁路公司视作 NFK，把美国钢铁公司视为 X。他最清楚的是，如果他想玩游戏，总可以发现一个广阔的 X 市场而不是 NFK 市场。

不能理解最终的现实是大小投机者们的一个突出的智力缺陷。他是一个不可救药的浪漫主义者，通常又自以为是。他的思维敏捷、积极，不知疲倦，同时又以一种奇特的方式表现得很精明。这就是说他在任何事上都很精明，只是日复一日地让自己处于破产的威胁之下。他似乎和鹅妈妈一样，认为把摇篮放在树尖上是合适的。

缺乏现实性的投机者不理解钱的真正含义，这是最大的悲剧。他不知道钱是什么（但是他的书记员知道），认为它是经纪人报表中右侧的一项；他不知道能用钱做什么（你我都知，还能很轻松地告诉他），认为

Where Are the Customers' Yachts?

“美好的”旧时光和“伟大的”船长们

它的用处是让某种活跃的普通股“向上划一条大线”。

如果一个人挣到 3000 万美元，然后又把它全部赔掉甚至欠下债务，你还能说这个人相当聪明吗？如果这个人希望娱乐一下，而损失掉 2950 万美元，我绝不会表示反对，因为他并未受到实际的伤害、也不需要别人同情。然而这是很罕见的。当他们真正开始行动时，会投入自己拥有的一切——还有一些自己没有的东西。

这些人的运气通常都不好，甚至很差，但是他们能再骗来一大笔资金重新开始。这并投有你我想像中那么困难，因为华尔街的观点认为，能够挣到 3000 万美元再赔掉 3500 万美元的人是个了不起的孩子和难得的业务伙伴。（有趣的是这通常是真的。虽然他在一定对期内的净收益是损失 500 万美元，但是他毫无疑问能使人损起精神并让一个公司“活跃起来”。）

我知道这并不公平。没有人愿意向你我

客户的游艇在哪里？

~~~~~ The "Good" Old Days and the "Great" Captains

提供这么多的信用，虽然我们的业绩比他强得多，你我从未损失过 500 万美元——是的，先生，我们不会做这种事。从数字上讲，我们的成绩比他高出 500 万美元，此外还在多年中每周都收到报酬。但是他有一个我们无法相比的优势，即：他欠债主的钱太多了。他的债主们认为（或许是错误的），自己收回“纪念品”的最佳方法就是让他再得到银行贷款重新开业。我们的债主各不相同，有牙医、有裁缝，还有金融公司，他们根本没有这种想法。

我现在想把对智力的考察再深入一步，提出第二个问题：如果一个人带很少的钱进入华尔街投机，挣到 3000 万美元，并且至今还一分银也没有赔掉，你认为他的智力如何呢？我个人认为他也是个傻瓜。为了挣到第二个不太重要的 100 万元，他必须用第一个宝贵的 100 万美元去冒风险。他显然是这样做的，并且不断地如此。虽然他每次都侥幸成功，却无法改变这个事实。那么他在每

Where Are the Customers' Yachts?



“美好的”旧时光和“伟大的”船长们

次冒风险时又在想些什么呢？对这个问题的  
仔细研究使我这个属于小资产阶级的人感到  
毛骨悚然。

现在应该轮到读者提出一个中肯的问题  
了。他会公正而略带粗鲁地问：“你坐在那  
张桌子旁，鼻子上贴满了墨迹，你又有什么  
权力去指责一个挣到 3000 万美元的人的智  
力呢？”我认为我的权力和棒球迷一样，后  
者在北方队的游击手接住一个飞快的地滚球  
却把它投向错误的垒位时喊到：“你这个大  
笨蛋！”球迷有权表达自己的合理观点，虽  
然如果让他去当游击手，他根本接不住球，  
或许能用喉节把它拦住；无论如何，他肯定  
不会把球投向错误的垒位。

## 分析投机活动

我们前面一直在研究大投机活动作为一  
种职业是否合适。现在我想分析另一个不同

客户的游艇在哪里？

## \*\*\*\*\* The "Good" Old Days and the "Great" Captains

的问题：当投机者进行投机时，他们的活动中有多少来自于智慧、远见和经验，又有多少属于纯粹的猜测呢？他们肯定不会承认自己是在猜测，否则他们就必须放弃这个给自己带来巨大乐趣的职业了。如果他们真像我怀疑的那样凭猜测或第六感觉行事，那么他们在为自己的感觉找到深奥的理由时就成了世界上最好的解释专家。

例如“纸带分析家”。我多年来一直在观察这些献身于一种奇怪职业的人。他们宣称，从报价器中缓缓走出的纸带可以告诉初学者许多别人无法理解的复杂故事。据说旧时的投机者们都把纸带分析作为自己的一种成就，正如我们认为阿图罗·托斯卡尼尼能演奏钢琴一样，虽然我们从未亲眼见过。

在我看来，纸带分析是很肤浅的，因为它几乎没什么好分析的。纸带按照发生的顺序记录大厅的交易，表明交易的数量和价格，但是它并不能表明谁是买主和卖主、他们在买卖时的想法或者他们下一步打算做什

Where Are the Customers' Yachts?



“美好的”旧时光和“伟大的”船长们

么，也不能说出即将在欧洲、华盛顿或“干旱尘暴区”（指美国和加拿大西部大平原）发生什么事。纸带分析家们会反驳说，我不知道的有关纸带的事可以写成厚厚的一本书。他们认为自己在对价格分析了多年之后事已经具备了一种“交易直觉”。<sup>\*</sup>我曾听人夸耀地说，当市场下跌时，他闭上眼睛也可以“听”得出来。你的小侄子也可以完成这一壮举，因为报价器在市场下跌时会形成一种特殊的声音。但是我不明白他们既使睁开眼睛又怎么能预测到下跌的严重程度或持续时间呢？

有一个众所周知的故事。一个精明的投机者和纸带分析家得到可靠消息让他买进某种铁路股票。然而他的第一个行动却让旁观者大吃一惊——他卖空了1万股股票。事实证明，他只是在用这个昂贵的代价“检验市

---

\* 请随便看看心理学家们对“直觉”的流行的错误解释。

客户的游艇在哪里？



The “Good” Old Days and the “Great” Captains

场”，以确定消息是否真实。他观察纸带，发现市场“平静地收下了他的贡品”，于是终于相信了。然后他又调转枪口，不仅买回了卖空的股票还额外买进了 5000 股，并且立即就开始获利。

这个故事对我来说就像梦一样，而且我发现这种交易方法并未流传到今天。毫无疑问，它至少曾出现过一次，那些狂妄的人什么事都做得出来。如果投机者再表演这种绝技，我绝不会妒忌他。（但是我很想成为他的经纪人。）

至于投机者的活动中有多少是纯粹的猜测（被掩盖起来），又有多少是理性的，我不知道该如何给它下定论。（要知道，我们讨论的是投机者而不是骗子。骗子的工作是现实的，只要他真被别人骗过，他就根本不是投机者。我们所讨论的投机者进行活动的根据是纸带分析、图表分析、统计分析、内部信息、交易直觉以及所有类似的工具。）

我们不妨假设他的全部活动（或几乎全

Where Are the Customers' Yachts?



“美好的”旧时光和“伟大的”船长们

部活动)都是猜测。但是人们会反驳说这不可能,因为总是有少数人能挣大钱,他们是投机者而不是骗子。他们人数不多,但是他们存在,而且一直都存在着。他们赢了。难道这还不能证明成功的投机者并不全靠运气吗?我认为答案是否定的,而且这也正是我产生疑问的原因。

### 对可能性的简要分析

如果让许多人相互进行一种纯靠运气决定输赢的游戏,就能用数学方法表明将发生什么,必然会发生什么。这是很有趣的,但是读者必须自己决定它是否可以和华尔街的投机行为相提并论。具体方法如下:

同时找到 40 万人参加比赛(这大体等子美国想成为投机者的人数)。把他们一字排开、两两相对,分坐在几公里长的长条餐桌的两旁。每个人都和对面的人玩一种纯靠

客户的游艇在哪里?

169



The "Good" Old Days and the "Great" Captains

运气的游戏，例如抛硬币。20 万人与桌对面的 20 万人较量。

如果读者喜欢数学，应该停下来自己算算将发生什么事，否则：

裁判发出第一场比赛开始的信号，于是 40 万枚被抛出的硬币在阳光下闪闪发光。记分员列出表格，发现 20 万人赢了，20 万人输了。然后开始第二轮比赛，起初的 20 万赢家中又有一半人赢了，于是有 10 万人连续赢了两次，同样数量的人则很不幸，剩下的人更加不幸。我们此后将简单地把目光放在赢家身上。（毕竟，谁也不会对失数者感兴趣。）

第三轮比赛开始了，于是 10 万名连赢两次的人中又有一半成功了。这 5 万人在第四轮过后减少到 25000 人，在第五轮后则是 12500 人。这 12500 人现在已连赢五次，无疑会自认为是抛硬币能手，觉得自己对此有一种“直觉”。然而在第六轮比赛中，6250 人失望了并惊讶地发现自己终于还是输了，

Where Are the Customers' Yachts?

“美好的”旧时光和“伟大的”船长们

或许其中一些人会开始进行国会调查。但是获胜的 6250 人还要继续比赛，直到还剩下不足 1 千人。这群人至此已连赢 9 次，多数人至少已在地方上小有名气。人们开始从较远的地方跑来向他们请教预测正反面的方法，他们也会谦虚地向人们解释自己是如何成功的。最终只会留下十几个人，他们已经连赢了 15 次之多，他们被视为专家，是历史上最伟大的抛硬币能手，是永远不会输的人，已经有人开始为他们著书立传了。

当然，认为股票投机与抛硬币相似是荒唐的。我知道股票投机需要技巧，但是我从不知道这些技巧又有多少。

## 在劫难逃

当一个投机者春风得意时，他的确能给人一种战无不股的感觉。旁观者对此赞叹不已，就连他自己也深信不疑。同行、对手和

客户的游艇在哪里？



## The "Good" Old Days and the "Great" Captains

夜总会侍者们对他的敬意是发自内心的和感人的。但是当他开始走下坡路时，不久前还如此明显的才智哪去了呢？是谁闯进了他的头颅扰乱了他的精明的思维？

有时他能在到达谷底之前再次崛起，有时则不能。如果是后一种情况，终有一天他会把最后一件苏尔卡牌衬衣的领子也磨破了。这时以前经常能在一天内轻松挣到几千美元的他将发现，要想在一年内挣到这么多钱都是非常困难的。达通常是个短暂的周期。他曾经不太体面地向周围的穷人们告别，或许仅过了几年时间，他又很尴尬地试图回到他们中间，并发现他们并没有多大兴趣听他讲述自己的经历。

萨克雷在《名利场》中生动描写了一个破产的投机者，它表明这类人在一个世纪中并没有丝毫改变。老塞德利先生也不是个现实主义者，他非常强烈地感到，拿破仑这个恶棍从爱尔巴逃出来并把所有的法国人召集到自己旗下，主要是为了使他——塞德利先

Where Are the Customers' Yachts?



“美好的”旧时光和“伟大的”船长们



生——无法在交割日履行义务。

多数伟大的投机者都有贫穷的一天，或者多次接近于这种情况。海蒂·格林是个有趣的例外，她从未失败过，迅速发迹起来，而且越未越富有。但是格林夫人是个比较现实的人，既是女人又很吝啬，伟大的投机者们几乎不具备其中任何一个条件。

“他们”

此处的“他们”一词是英语中最泛泛的含义，正如华尔街常见的用法一样：“他们正在囤积黄铜”，“他们正在获利”，“他们打算把克莱斯勒公司的股价抬到票面价值以上”以及“他们不会让市场在共和党赢得大选之前失去控制”。

“他们”是谁？他们是伟大的投机者和操纵者或者是地狱的魔鬼，或者两者兼而有之。大约一代人以前，“他们”似乎是有形

客户的游艇在哪里？





## The "Good" Old Days and the "Great" Captains

的存在物，是丹尼尔·德鲁、是科尼利厄斯·范德比尔特，是杰伊·古尔德、是吉姆·菲斯克以及其他一些罕见的人物。当时的市场还很小，“他们”却很大；他们用黄金价格或埃利铁路公司（在当时也并非值得妒忌的财产）的股票进行神奇的游戏，使追随者们致富又破产并相互进行较量。

但是 20 年代末的市场非常巨大，“他们”虽然经常被人提起，能力却已经非常有限了。是迈克·米汉先生抬高了广播股票的价格，还是广播股票抬高了迈克·米汉先生的名望？同样的问题也可以适用于卡坦先生、米歇尔先生、利沃莫尔先生、杜兰先生和费雪六兄弟以及无数令人敬畏的名字。显然，当他们各自的宠物开始下跌时，多数人都试图阻止它。他们的行为就好像兢兢业业地卧在铁轨上拉响汽笛以阻止一辆飞速行驶的火车一样。

Where Are the Customers' Yachts?



“美好的”旧时光和“伟大的”船长们

过去的十年中根本没出现过伟大的投机者\* 或操纵者，但是“他们”这个词的使用次数却没有减少，这一定是在说地狱的魔鬼了。

## 操纵者

关于股票操纵行为的文章和争论已经很多，我不想再增加更多的内容。这种职业的理论基础是一个比较不错的假设，即人们喜欢购买正在“上涨”的股票。因此操纵者们选择自己认为被低估的而且容易制造好消息的股票，然后努力让它“上涨”。他们还四

---

\* “卖掉它们”史密斯先生可能是个例外。由于一直明确反对任何好的金融观点，他显然在投机方面获得了巨大成功。在那漫长的三年时间里，官员们正式通知人们全国的基本情况是很好的，但是史密斯先生却一直不屑地说：“卖掉它们！它们根本就毫无价值。”他永远也不会成为“他们”中的一员。

客户的游艇在哪里？





## The "Good" Old Days and the "Great" Captains

处传播好消息，并努力说服自己相信它的真实性，没准事实也会证明它是真的。

如果操纵者们抬高股价的方法是虚抛（即非真实交易，除佣金外不需任何成本），我认为这是违法的，他们在监狱里呆一段时间也不为过，虽然他们本身都是些可爱的家伙。如果他们在虚抛时还传播虚假信息，这当然也是违法的，应该加重量刑。但是如果他们的方法是真实地买进股票并为此付了钱，我只希望他们走运，因为他们只需要运气。

在完成第一步行动之后，他们拥有了大量的股票，而且这些股票是在价格上涨时买进的。此时容易受骗的公众应该蜂拥而至，以更高的价格从操纵者手中买走股票。但是容易受骗的公众也会经常像吃多了的鲑鱼一样时此不理不睬。万一如此，那些起初自以为是了不起的操纵者的经营者们将会在某天清晨醒来时发现自己竟已被迫成了投资者。

Where Are the Customers' Yachts?



“美好的”旧时光和“伟大的”船长们

与我前面提到的其他令人讨厌的行为一样，操纵行为也不是一条容易的致富之路。我还记得许多年前的一封信。十几个人集资建立了一个很大的基金并把它交给一个经理，希望他抬高某种股票的价格，然而他却根本没有成功。他买进了许多股票，但是股价仍然下跌，于是他给每个人写了一封信，不厌其烦地解释自己是如何不走运，并要求每个人再拿出 5 万美元。他向他们保证，有了这笔钱他就能火中取栗，用可观的利润弥补损失。其中的一封回信是这样写的：

亲爱的×××先生：

随信附上您在 15 日来信中索要的五万美元支票一张。您根本不需要采取那种道歉的语气。我相信您已经尽了最大努力，而且我的阅历足可以理解您遇上了无法预见的困境。我相信我们的事业将如您所说走向繁荣，因此我仍然是您——忠实

客户的游艇在哪里？





The “Good” Old Days and the “Great” Captains

的

又及：如果我能傻得再给你这个（!!  
删节!!）寄去五万美元的支票，我肯定会这么写。

### 一盆硬币

毫无疑问，20 年代的美好时光已经永远地过去了。如果你认为这个结论太悲伤，不妨问自己两个问题：

1. 你真的相信自己希望当时所有的有钱人重新拥有这些钱吗？
2. 罗马在其最辉煌的时候又有多壮观？

20 年代末的穷人很少，至少在白领和硬领阶层是这样，这是最理想的局面了。当时也很少有体面、品味或廉耻，我们几乎实现

Where Are the Customers' Yachts?



“美好的”旧时光和“伟大的”船长们

了每个锅里一只鸡的目标，而且正朝着更高尚的文明迈进。每个人在每个周日的早晨都会因昨晚在乡村俱乐部的舞会上饮酒过多而头晕，在服一片溴塞尔泽止痛片之后，再到户外打高尔夫球（起源于苏格兰的运动），每洞 50 美元，还有人在旁伺候。

1929 年，一辆豪华的俱乐部客车每个工作日的早晨都会驶进宾夕法尼亚火车站。火车进站后，形形色色的百万富翁坐到了客车的前面，他们刚才一直在打桥牌、读报纸、相互比富。在靠近门的地方有一个白银制成的盆子，里面放着许多硬币，每个需要乘地铁进城的人都会拿一个。他们不需要为此支付什么，这并不是钱——它只是一种像羽毛牙签一样不花钱的便利服务。它只是 5 分钱而已。

关于 1929 年 10 月突然来临的毁灭存在着多种解释，而我更喜欢认为，愤怒的上帝耶和華恰好在 10 月份看到了这个盆子。可

客户的游艇在哪里？

179



鼎砥投资论坛 The "Good" Old Days and the "Great" Captains

以理解，他突然感到很心烦，踢倒了美国的金融结构以确保这个装满免费硬币的盆子永远地消失。

Where Are the Customers' Yachts?

180



## 第八章

# 投资—— 问题很多、答案很少

**投**资和投机被认为是两种不同的事情，谨慎的人应该从事其中的一个、躲避另一个。这就如同向失足少年解释爱情与狂热的区别一样。他也知道它们不同，但是这种区别似乎还不足以解决他的问题。

投资和投机这一对定义通常是错误的，但是这无关紧要，因为经济学已经发展到了不能再引起混淆的地步。因此：

投机是努力把小钱变大钱的行为，或许是不或功的；

客户的游艇在哪里？



投资是努力防止大钱变成小钱的行为，  
应该是成功的。

如果你带 1000 美元走进华尔街并试图在一年内把它变成 25000 美元，那么你就是投机。如果你带 25000 美元去那里并试图在一年内用它挣 1000 美元（购买 4% 的债券），那么你就是在投资。在第一种情况下你不成功的可能性大约是 25:1，在第二种情况下你不成功的可能性很小，大约是 1:25。\*

因此它们的区别变成了一种程度上的区别而不是性质上的区别。当然，债券推销商

---

\* 当然这些可能性只是很粗略的近似值。但是如果你愿意并且能找到所需的笨蛋，这里倒有一个不公平的赌博：让一位投资者写下他所知的最安全的 25 种公司债券的名单（每一种都分属于不同的公司），然后和他打赌这些债券在此后 5 年中不会都支付利息。

Where Are the Customers' Yachts?



不可能说：“来吧，先生，买这些债券吧。它们将使您获得4%的收益，而它们破产的可能性还不到1/25。”推销商努力避免用这种可怕的词语去推述自己的债券，他更喜欢采用更正规更传统的思维方式。因此普避股是投机性的、优先股的投机性就少一些，公司债券比较安全，而抵押债券是绝对安全的。不幸的是，这种观点总是存在着大量的例外情况，人们每年都会发现一些公司的普通股要比某些抵押债券安全得多。

## 富人的麻烦

有钱人觉得自己应该能以合理的租金把钱租给需要它的人，而且不应该有任何损失的危险。马克思主义者认为这种行为是非常可恶的。无论如何，这种行为现在正变得非常困难，后者肯定会觉得很高兴。

安全投资的问题目前似乎特别严重，其

客户的游艇在哪里？







## Investment - Many Questions and a Few Answers

实它从来就不简单，虽然有时看起来好像是这样。巨大的家族财富几乎都不会长久——有时继承者把钱全花光了，而更多的时候是在投资的过程中损失掉了。例如，一个世纪以前，向最保守的投资看出售运河债券是非常容易的事。这些债券很有说服力也很合理：运河是当时最好和最便宜的货运工具，资易不能投有它，修建一条与之相竞争的运河是困难而昂贵的等等。我们都知道运河债券后来的遭遇，以及铁路债券目前似乎面临的遭遇。当有人发明出一种工具，能让汽车飞跃河流的时候，你所拥有的优秀的收费桥梁债券又会如何呢？

信托公司和投资顾问们提醒我们，我们的投资（即使是最保守的投资）不会自己照顾自己，必须时刻关注它们。他们从未说过比这更真实的话，但是在我看来至少“关注”这个词的便用是不幸的。它不禁让我想起，客户的人遇常保证替你“关注”某种你刚刚投机的股票。他兢兢业业地信守着自己

Where Are the Customers' Yachts?



的承诺，关注着纸带中的每一次报价；如果股票疲软，他甚至都不出去吃午饭，匆匆地吃一个三明治以后又继续盯着纸带看。如果下跌很严重，他会更努力地关注它，眼睛开始有些向外突出。但是股票在他的关注下一点儿也不自觉——继续往下跌。显然，关注一下烧水的水壶比关注证券更见效。

我们现在还不知道投资顾问们的关注效果如何，在投资咨询界投有票房纪录也投有平均得分率。我个人的研究方法是向许多投资顾问了解他们客户的成绩如何，他们都回答说自己的客户成绩很不错，当然还要感谢你关心这些等等。这就是研究这个行业存在的实际局眼。你不能要求他们把帐本拿来供你研究，因为他们会相当直接地告诉你，客户的事与你无关。

（在进一步研究这个问题之前，我最好指出自己是在与哪些人交谈。读者必须明白，当我提到投资顾问时，我只是指那些是投资顾问的投资顾问，正如格特鲁德·斯坦指出的那样。

客户的游艇在哪里？



## Investment - Many Questions and a Few Answers

目前这种公司还不足 100 家，不幸的是，同时还存在着几千个强盗，他们现在都自称为投资顾问。这不是真正的投资顾问的错；这无疑是对他们的一种微妙的奖赏。有些这样的绅士们（强盗）采用了一种古老的经典方法在自己与客户之间分配基金，即在一天的工作结束以后，他们把所有的钱抛向空中，贴在天花板上的任何东西都属于客户。）

真正的投资顾问所坚持的原则似乎是合理的和重要的。它是庸俗的，也就是说，它与顾问们所得的报酬有关。他们报供建议得到固定的收入，不像多数经纪人和交易商那样以佣金或交易利润的形式收费；他们也不试图向客户出售某些自己拥有的而此时恰好没人想购买的证券。因此有钱人至少可以相信，自己得到的建议是真诚的，没有受到患得患失的利害关系的形响。这就使有钱人的问题减少到了两个：

Where Are the Customers' Yachts?





这的确是事实；聪明的小孩可以用多种有趣的方法摆弄钢结构的玩具，而期权的玩法就更新奇了。

1. 是否存在一种始终有用的金融建议？

2. 如果存在，哪个投资顾问能提供它？

尽管顾问们的收费方法是最理想的，有时也会在收取合理费用时遇到奇怪的麻烦。有时许多富人会联合起来派其中一位前去咨询，相应地付费，然后他们都可以使用这个建议。如果你不相信有的百万富翁竟会追求这种蝇头小利，就应该出去见见更多的百万富翁。有时建议虽然可能很不错，但是听起来似乎并不怎么样。曾经有个大房地产商到投资顾问那去咨询，回来后显得有些困惑。

“他们让你做什么？”朋友问道。

“他们让我统统卖掉，然后把钱都投入政府债券中去，只留下 3500 美元。”

“他们让你用这 3500 美元做什么呢？”

“他们让我把它交给他们。”

一个绝妙的小建议。

我准备免费向所有的有钱人提供一个终

客户的游艇在哪里？

生投资计划，它不仅能保住房地产，还会让它大大增值。像任何伟大的思想一样，它也很简单：

当每个人都在股市繁荣期间争相购买普通股时，把你的所有普通股都卖掉，然后用所得收入购买保守的债券。你卖出的股票肯定还会上涨，但是别理它——静静地等待萧条，它迟早会到来的。当萧条——或恐慌——已经成为一次全国性灾难时，卖掉债券（或许会有损失）买回股票。股票肯定还会下跌，但是仍然不必理它，等待下一次繁荣。如果你能在一生中坚持重复这种作法，那么在死去时将会得到作富翁的快乐。

回顾一下金融的历史就会发现，这个建议会让每一代人都受益非浅。然而令我感到悲哀的是，我从未见过任何人使用这种方法。它看起来似乎像滚动圆木一样容易，而

Where Are the Customers' Yachts?



事实并非如此。当然，主要的困难是心理因素，它要求在债券普遍不受欢迎的时候购买债券，而在股票普遍失宠的时候购买股票。

我怀疑真的有少数人采用了类似的方法，虽然我从未有幸见过他们，因为当傻瓜们以可怕的价格卖出股票时肯定有人购买它——这个事实经常被公众和金融记者们忽略了。在一次可怕的恐慌的第二天，一位经验丰富的记者在报纸上发表了诗一样的评论，他写道：

随着开市钟声的响起，出现了强劲的卖方力量，并且交易量和强度在整个上午稳步上升。中午时分，由于空方平仓的影响出现了一次极其短暂的反弹。但是新的卖方力量很快又使市场完全陷入混乱之中；最后一小时，权益资丰开始巨额抛售，极丰不理价格或价值了。

公众阅读报纸，也就读到了上面这段话，于是他们会认为在这灾难性的一天中每个人都在卖却没人购买，除了那些人数很少

客户的游艇在哪里？





的空方（他们也很可能是不存在的）。当然，这是绝对错误的。如果那一天可怕的抛售量是 7365000 股，那么买进的数量也是可以计算的——7365000 股。

价格与价值——

我们的特别市场公开信

我们现在应该谈谈价格与价值的问题了，因为任何金融作者如果不解释这个棘手的问题都会被取消工会会员资格。我不想概括地泛泛而谈，我要深入进去为你分析世界最著名的一种股票的价格和价值。它就是美国钢铁公司普通股，它的密友们称之为“钢铁”、“大钢铁”或“大 X”。

首先谈谈价格。我恰好对此很了解：我可以毫无畏惧地说，它昨天的报价是  $57 \frac{5}{8}$  -

Where Are the Customers' Yachts?



58，最后交易价是  $57\frac{3}{4}$  \*。之所以会出现这个价格是因为在昨天下午 3 点左右某个人（或许是位专业人士，或许是布鲁克林的一个妇女）愿意以  $57\frac{5}{8}$  的价格买进至少 100 股，而另一个人（或许是另一位专业人士，或许是布鲁塞尔一位长着粉瘤的胖男人）愿意以 58 的价格卖出。天知道他们当时的动机是什么，因此你可以发现美国钢铁公司股票价格是由非常偶然的形式决定的。只有一点是对价格有利的——它是当时全世界最确定的数字。

现在让我们再看看这个永恒的真现——价值。我们将检查一下公司的利润，进而再把它应用到近十年来的普通股上。真想不到！损失比利润还要多！甚至在一股时期内优先股也无法保持获利。现在他们又发行了大量的债券。那么战争会给它带来什么影响

---

\* 资料来源：今天早晨的报纸。

客户的游艇在哪里？

193



呢？你会发现  $57\frac{3}{4}$  的价格是多么愚蠢——足足比价值高出  $17\frac{3}{4}$  以上，人们应该回想一下，除了南部邦联的货币，还有谁能支付这么多。

但是，我们也不应匆忙地下结论，而应该考虑到许多其他因素，采取一种更广泛的视角。钢铁工业是基础行业中的基础，而美国钢铁公司 40 年来一直是该行业中不可否认的巨人——是不可再造和无可匹敌的。它在上一次萧条时期的损失总和还比不上它在 1930 年以前任何一个获利年度的利润，而且再次获得这样巨大的利润也不需增加太多的投入。那么战争会给它带来什么影响呢？看看它发行的巨额债券，整个融资工作进行得多么轻松，条件多么优惠！如果考虑到这些和其他令人鼓舞的因素，我们很难理解为什么这种金融界最适宜的股票没有达到  $157\frac{3}{4}$  的价格。如果我们提出  $257\frac{3}{4}$  的价格，又有

Where Are the Customers' Yachts?

194



谁能说我们不现实？它的价格曾经比这还要高一些，当时许多经验丰富的人还是认为很便宜。

我这样分析过美国钢铁公司普通股的真实价值之后，你就完全不必再重复这个工作了。这实际上并不困难，钢铁工业是容易现解的，它的全部事实和数据都发表在《铁器时代》上。在其他行业，这么精确的数字是不可能得出的。例如，分析化学公司就困难得多。投资者在考虑过其他一切因素后，仍然无法得知那些戴着绿色眼罩在实验室工作的科学家们会在何时发现从废弃的塑料包装纸中提取维他命 - V \* 的方法。

我将用下面这个大约发生在 1928 年的小事来结束时价格和价值的讨论。当时有个身材魁梧，红脖子的德州人和许多人一起加入了发行股票的行业，他给这个行业带来一

---

\* 饮食中必须有这种维他命才能长出山羊胡子。

客户的游艇在哪里？



种强烈的德州口音和僵化的思想。这一次他刚刚以 760 美元的价格向一位客户卖出了 20 股诚信信托公司的股票，而当时任何其他地方的价格都是 730 美元。这个客户（一个大笨蛋）也刚刚发现这一点，返回来向他提出抗议。德州人打断他的话说道：“你根本没有正确理解这家公司的政策。这家公司为客户选择投资机会时依据的不是价格，而是价值！”

## 现金作为长期投资的手段

对于那些至今仍来从本书找到一个令自己满意的投资计划的有钱人来说，这里还有一个方案，至少带有一定的独创性。它是由一个债券交易商在某天午后告诉我的，当时我们正在讨论一个令人伤心的话题——债券投资的漫长历史。这个人在过去的 30 多年中一直在用别人的钱交易债券，在花自己的

Where Are the Customers' Yachts?



钱时他总是很谨慎。

我最后说：“太令人失望了！告诉我，麦克，如果你今天拥有属于自己的 25 万美元，你会怎么做？”

他回答得特别迅速，因此我能想到他已经对这个不可能发生的事考虑过很多次了。

“我将把它换成现金装到 25 个信封里，每个信封 1 万美元，然后再把信封放到银行的保险箱里。我听说，我需要的这种小箱子每年只需花 6 美元。每年的年初我都会拿出一个信封，而且我假定自己不会再活 25 年以上。这将使我每周有 200 美元，但是既然人活着总得干些什么，而且我喜欢赌博，我将每周靠 100 美元生活，拿另外 100 美元去赌赛马。这将使我的生活真正充满乐趣。大部分时间我会每周靠 100 美元生活，但是偶尔也会有 1000 美元。此外，我还能嘲笑那些税收人员，何乐而不为呢？”

“但是赌赛马失败的可能性至少和股市中一样大，”我提醒他说。

客户的游艇在哪里？



“还会更糟，”他愉快地说。“但是赌赛马至少还可以得到乐趣。”

## 生活的方式和基本帐户

“基本帐户”通常带有一些黑色和宗教的色彩，它是一种图表的归集，债券专家们可以通过它迅速算出你在各种债券投资中获得的准确收益。一个好的投资顾问应该能把他的手指沿着图表上升到收益“相当于特定投资者要求的安全程度”的高度，他的手指应该就停在那，像魔杖一样。

他的手指能向图表右侧滑多远对于投资者来说是至关重要的。这不仅是个数学问题——它还闯入了哲学的范畴。投资者的生活、自由和福祉都与此息息相关。

我要说，“照顾好你的小钱，大钱就会自己照顾自己了”这句话的正确性

Where Are the Customers' Yachts?



超过 50%——大约是 5/8 正确。“照顾好你的 100 万美元，小钱就会随之而来”，这句话至少也同样正确。

作为一个民族，英国人比我们更早遇到资本投资问题，因此在这方面也比我们更成熟。当你问及一个人的财富时，英国人和美国人的回答是很不一样的，你注意到了吗？美国人说：“如果他的财富有 100 万元我也不会奇怪。”英国人说：“我很奇怪他每年能挣到 5000 英镑。”英国人在谈论和思考财富时的习惯方法当然更能抓住问题的本质。一个人的真正财富是他的收入而不是在银行的余额。此时此地的 10 万美元可能比不同时间不同地点的 20 万美元更好。（有的时候，一船土豆、一些斧子或玻璃珠可能会比这两笔钱更好。）

投资问题的重点经常被认为是如何正确地选择证券，我认为把重点放在投资者打算如何使用自己的收入上会更好。最初的错误

客户的游艇在哪里？



出现在后者，错误地选择证券在很大程度上是由于最初的哲学观点不正确造成的。那个赌赛马的绅士提出的奇怪的投资计划并不高尚，但是它是谨慎的，因此也是可行的，只要“投资者”能对自己信守诺言。

假定一个家庭在基本的收入之外还有 10 万美元可用于投资。他们似乎应该可以依靠它得到略高于 3000 美元的年平均收益，而且安全性也是合理的。（不，我不甚明白“合理的安全性”意味着什么，但是我们投资界的人都使用这个概念。）

如果这个家庭照此投资，我认为他们的主要问题不是关注投资，而是关注他们自己。只要他们能根据这个收益调整好自己的物质需要和社会地位，就能够得到这种合理的安全性。但是或许有一天这个家庭会觉得无法再忍受下去，除非让小波拉去读一个时髦的学校。为实现这个愿望，他们必须把收益提高到 5500 美元。或许这个家庭对波拉受教育的想法是不实际和不现实的，但是这

Where Are the Customers' Yachts?



个问题更应该与他们的牧师或心理医生讨论，而不应该找投资经纪人。

然而，如果他们坚持这样做，经纪人能立刻为他们设计出更多的收益。我们假设他已经完成了这项工作。他只是卖掉保守的债券，用风险更高的证券取而代之而已。小波拉带着可爱的箱子上学去了，我们可以想见她得到了多么神奇的社会恩赐。她可能还会迫切需要它，因为到她毕业时，她的婚姻中肯定还要含有社会恩赐。

客户的游艇在哪里？

## 第九章

# 某些年份的 改革及反对意见

**前**一章明确指出，最大的投资错误是力求以合理的风险取得过高的收益。能对此提出异议的人并不多。但是这也仅说对了一半，或者仅有 1/4。我们研究的对象似乎不承认任何 100% 正确的真理。

还有一种相反的情况，在过去的五年中表现得尤其明显。代理人们（包括受托人、遗产执行人和律师）有一种极力使客户的基金但持安全的倾向，以至于根本就不提供任何有益的服务。与前面讲的不同，他们会把那个家庭的 10 万美元变成收益几乎为零的

客户的游艇在哪里？

投资；在那个家庭提出要求时，他们会让后者自己经营（如果它能发现某种不太昂贵的游戏）。他们显然认为自己把钱放到了一个安全的地方并没有从中偷走任何东西，他们是以以此来收取费用的。

华尔街在近几年掀起了一次强烈而必要的改革浪潮，刚刚提到的这种倾向可以被视为它的小成就（也是比较不幸的成就）之一。那种几乎不能为客户带来任何收益的顾问并没有为客户做什么，他只是在避免让自己承担责任。他宣称自己必须回避责任。因为在他正确的时候并没有得到更多的收入，如果他现在犯了错误，可能会轻易地使自己名声扫地。他说自己甚至有可能被那些身穿黄铜纽扣蓝上衣的身材魁梧、不苟言笑的人传唤出去。我相信他有些夸张，但是也有一走道理。

是被偷了还是丢了？

本书至此一直回避了两个内容丰富的话

Where Are the Customers' Yachts?

法，他们随时准备向你透露自己所知的别的内部人士的不诚实行为。面对“投资者”遭受的巨大损失，他们在潜意识里告诉自己，作一个不择手段的人要比作一个成年时从事令人迷惑的职业的人更好。

我认为华尔街的欺诈行为是一个被夸大的现象。华尔街人士和偷香肠的人同样心黑。二者或许包含着同样多的违法因素，但是华尔街的情况更为壮观。它的数额巨大，具有更多的趣味性。最好的一点是，它为公众提供了一个掩盖自己的愚蠢行为的借口。

一些愤怒的作者总是不知疲倦地损出在华尔街被偷走的上百万美元。但是如果说这几百万美元是被偷走的，还不如说几十亿美元被弄丢了。公众没有被骗走任何东西——这只是糟糕的运气和糟糕的头脑结合在一起去努力完成某种从一开始就不可能完成的工作而已。

当然，华尔街有许多种偷钱的方法，从偷 12.50 美元（对 100 股股票收取的“1/8”

Where Are the Customers' Yachts?



的费用)到逾 100 万美元(对原本不应该承销的 2500 万美元的债券收取的 4% 的承销费)。在这个问题上有不计其数的变形,随着技巧和环境越来越复杂\*,孰是孰非也更加难以确定了。

## 没人喜欢交易专家

例如,让我们考虑几个关于交易所大厅的“交易专家”的道德和法律问题。州长委员会、SEC 和其他机构对他们已经关注很久了,然而有些道德上的复杂性会让由苏格拉底和托马斯·阿奎那\*\*负责的调查委员会感

---

\* 不诚实的华尔街人士几乎都不喜欢明目张胆地挪用钱财(直接翻别人的箱子找钱)。这或许是因为它太简单了。

\*\* 阿奎那(1225~1274),中世纪意大利神学家和经验哲学家,他的哲学和神学称托马斯主义。——编者注

客户的游艇在哪里?



到束手无策。其中包括交易专家必须做什么和必须不做什么，以及他在何时必须做和必须不做这些事。

如你所知，交易专家是指经营某种股票“帐户”的人。他在帐户的左侧填入收到的买方指令，在右侧填入卖方指令。一旦买卖双方的指令相互吻合，他就执行交易并相应地收取佣金。他的这种工作是完全正当的，或许可以发明一种机器来完成同样的工作。

但是交易专家有时也会加入交易，用自己的钱冒风险，为自己买卖股票。每个人都同意，在必要的时候他必须这样做。如果他不这样做，许多交易将无法执行，有时股价将会与实际价格相差很多。因此人们一直在努力制定公平的规则，以表明他的行动何时是“必要的”，何时是在盗取他人财富。然而立法的结果是令人沮丧的混乱，这些法律难以理解、更难以应用。许多交易专家们认为这些冗长的措辞的实际含义是，交易专家自己的指令有助于形成一个有序的市场。但

Where Are the Customers' Yachts?







如果下跌很严重，他会更努力地关注它，眼睛开始有些向外突出。

是在执行这种造福公众的职能时，他实际上又要特别小心，不能为自己挣太多的钱。（如果他损失太多的钱则没人会表示反对。）

我这里有一个极端的例子能说明一个交易专家的问题，它清楚地介绍了 1931 年 10 月 19 日发出的一件大事（比交易专家常见的难题要大得多）。那一天股票交易所开市的时候很可怕，（由于认真的管制）我们今天应该不会再遇到这种情况了。当开市钟敲响以后，股价如潮水一股狂跌不止，各种难以置信的事都出现了，而其中一个出色的交易似乎是由纳什·凯尔文内特股票的交易专家执行的。前一天的平均股价是 11 美元，而他却报价 5 美元并买进了 8300 股，然后在随后的 23 分钟里没向市场报放任何股票，虽然在此期间市场曾经强劲反弹。他或许在股价达到 8 美元后开始卖出，而第二天股价又回到了以前的 11 美元。由于这些有趣的活动，纽约股票交易所的州长委虽会禁止他在三个月内执业。这个决定引起了如下四种

客户的游艇在哪里？

Reform - Some Yeas and Nays

观点：

(1) 上帝——竟有这种罪恶勾当！把这个恶棍赶出去！

(2) 他们吊销了他 90 天的执照，不是吗？这就像丹尼尔断案一样。一个在 23 分钟里挣到 3 万美元以上的人肯定也想帝上妻子和孩子到某个地方呆上三个月，休息一下，花掉一些钱。

(3) 他们究竟为了什么而“惩罚”他呢？仅仅因为他报价 5 美元？那天上午 10 点的时候情况是很可怕的，难道州长委员会提出过 6 美元的报价？难道他们没提出过 4 美元的报价？难道 SEC 的报价不会是 3 美元？难道你，亲爱的读者，没有棍出 1 美元的报价？你只能在极短的时间里下决心，而且你在 1937 年 10 月恰好能有 8300 美元吗？

或许这个判罚的重点在子，他在 23 分钟里没有向一个上涨的市场投入任何股票。这个指责可能更合理，虽然 23 分钟相对于买主持有股票来说并不算很长。作者不能对

Where Are the Customers' Yachts?



此进行任何真正合理的判断，我们唯一的指责标准似乎就是他在这么短的时间里挣了太多的钱。我们可以大致得出结论，“判罚”与“罪行”是相适应的。

(4) 万一在这决定命运的 23 分钟里市场进一步下跌，而纳什·凯尔文内特的股价跌到 2 美元以下，又有谁会因为他损失 3 万美元而惩罚他呢？

## 管制的范围和局限

林肯·斯蒂芬斯精辟地指出，任何改革都会多少带有一些令人失望特点。我记得在 SEC 成立以前，股票交易所的管理当局成功地使急需改进的道德水平有效地提高了。他们永远地取消了古老的“信封架”。这是一个非正式的回扣体系，你也可以称之为暂时的贿赂。某些交易所职员有权把佣金业务交给其他经纪人。他们决定这种分配时应该以

客户的游艇在哪里？

Reform - Some Yeas and Nays

服务的效率为依据，但是不知从何时开始，他们中的一些人开始以“信封”——只是装上现金的信封而已——为依据了。这些信封由那些接到业务的经纪人公司每周悄悄地塞给他们。

股票交易所决定让这种丑行消失，并且完全有效地做到了。这项改革无论从哪方面说都是必要的，尽管如此，熟悉内幕的旁观者仍然能发现一些令人遗憾的社会后果。那是个糟糕的年份，除去这种小勾当之外，大部分职员都只能得到做薄的工资。信封里有现金，得到它的职员如果愿意，可以用这笔钱为孩子看牙。但是在信封成为禁忌的情况下，“娱乐”取代了它的位置。当时招待这些职员的唯一方法是让后者到西福蒂斯俱乐部玩一次，在那里宾主双方彻夜不眠。实际上，如果没有一方最终毫无知觉地躺进出租车，招待是不会尽兴的。这笔钱没有为孩子看牙，却最终刺激了爸爸的肾脏，它总是要花掉的。

Where Are the Customers' Yachts?

SEC的目标则要比这种事更广泛、更重要。虽然对它的官方宗旨有多种说法，但是它却是在愤怒的民众的要求下成立的。这些民众极其愤慨，要求采取措施防止如此众多的公民在华尔街损失如此众多的金钱。（总有一些机构在努力地防止我们的公民们在其他领域遭受损失——例如赛马、赌博、黄金交易、房地产交易以及他们自己不成功的贸易事业。）这完全是一种人性的正常冲动，无法控制。它努力地想把一点真理放入一句最荒谬的话里：“上帝用微风轻拂着迷失的羔羊。”\* 你知道他没有这样做，不信看看你自己。

如果华尔街人士有机会重新选择，我不认为他们中的大多数会希望回到过去的时光中去。这个大多数也有良知（和你完全一

---

\* 这里并没有亵渎神灵的意思。这句话并非引自《圣经》，而是出自劳伦斯·斯特恩的《情感历程》。

客户的游艇在哪里？

215





## Reform - Some Yeas and Nays

样，不管你信不信），他们正在像炼狱中的灵魂一样呼号。但是我相信他们报怨的不是改革的最初原则，而是改革带来的细节问题。这是个急需解决的复杂问题；我只想在此选取几例，以表明在满怀希望的计划（或许偶尔也会漫不经心）与实际发生的事实之间存在的一些矛盾。

SEC是很难得到正确评价的。例如我的观点就有失偏颇，因为我迄今为止一直与华尔街有联系。但是来自美国中部的某个人的观点也不会特别有用。我有时怀疑自己从SEC观察到一种乐于报复的心理，这不是一个管理机构应该采取的态度。警察应该保持城市的秩序，毁掉这个城市并不是他的职责。

我很久以前就已经见过诚实的经纪人偷取 1/8 佣金或报行家偷取 100 万美元的行为。这是一种伟大职业的或就，我们现在也应该有一个权或机构来完或这个工作了。但是我希望 SEC 在执行这个功能时少一点激

Where Are the Customers' Yachts?



情。难道他们不能让自己的程序和公开性更接近于计量部门的方法而少用一些联邦密探在寻找公众之敌时所用的方法吗？

或许委员会最重要的工作是详细审查新证券的发行。这项改革是最公正的，已经被实施了。华尔街人士觉得这种审查将使承销工作变得太困难，但是委员会认为公众应该知道发行新债券或新股票的每一个细节。委员会采取行动已经有几年了，那么情况怎么样呢？

并没有多大的改观。1936~1937年处于繁荣时期，经过详细审查的新证券非常抢手，华尔街人士的担心有些多余了。随后出现了衰退，又回到以前的罪孽深重的情况之中。牛市结束以后，一些经过审查的新证券也让投资者在认购后的几周内损失了大量钱财。

在这一点上有个有趣的细节。在 SEC 出现以前，新证券的认购书中通常包括一份两页纸的传单，其中印着一张不准确的资产负

客户的游艇在哪里？





债表、对近年来赢利情况的简要介绍，或许还会加上一些鼓舞士气的话。这个传单并来介绍投资者应该知道的情况，但是它有一个极大的好处：投资者能有兴趣读它。现在经过正常注册的发起书文本无所不包，和本书的篇幅一样长，却无聊得多。聪明的人都会对它敬简远之。我猜想能把它通读一遍的人不会比读完埃德蒙·斯潘塞的《仙后》的人更多。

长期以来，SEC 一直致力于维持一个“有序的”市场。这是值得称赞的，但是它在这方面并未取得多少成绩。只有不景气的市场才是有序的。我想海事委员会也希望维持一个有序的海面，但是当天空乌云翻滚、电闪雷鸣时，任何委员会在维持有序性方面都是一样的。

SEC 毫不迟疑地和公众联合起来，对那些不友善的卖空者加以指责。从这一点上我们可以看出，它不仅想要一个有序的市场，还想要一个永远稳步上涨的市场。当然这种

Where Are the Customers' Yachts?



想法是绝对愚蠢的，正如伏尔泰认为一个社会的成员相互清洗衣物就能自食其力一样。我毫不怀疑委员的委员们至少能像我一样明白事理，但是大多数公众却不能，而委员会代表着公众，它的权力归根结底是由公众赋予的。我怀疑委员们有时是在用他们自己也不太相信的规则竭力取悦公众。我们不能违背人之常情要求他们对公众说：“现在别在为那些你们不太明白的事情操心了。”\*

实际上，SEC的一个主要目标是努力达到“让权资公众得到完备信息”的理想状态。这是绝对值得称赞的，而且进步是可以保证的，虽然它必定是缓慢的。然而正如解决一个奇妙的悖论一样，让我们考虑一下，如果所有投资公众在一个不可思议的清晨醒来时发现自己已得到了“完备信息”，情况又会如何呢？这肯定意味着有序市场的终

---

\* 这些话只是非正式的——只有外行人才会费心阅读。委员会从未向我坦白它们内心的想法。

客户的游艇在哪里？

Reform - Some Yeas and Nays

结，因为无论牛市恐慌还是熊市恐慌总会出现一个。每个人都知道应该买还是应该卖，无论出现哪种情况，每个人都将同时做同一件事，而没有人成为交易的另一方！像赛马一样，有序的市场是以个人观点不同为基础的。

华尔街需要 SEC，正如棒球运动在 1919 年以后需要兰迪斯主席一样。但是对棒球感兴趣的人却比对华尔街感兴趣的人更现实；棒球迷们不会希望兰迪斯法官在保证比赛的诚实性之外再做什么，不会要求他改进防守或进攻的质量。然而，大部分公众都希望 SEC 能使投机和投资变得更安全。

这些满怀希望的人们就像是玩牌的好心人一样，后者会在游戏开始时说：“伙计们，如果我们认真玩牌，每个人都能赢一些钱。”

并不充分的结论

后蒙性著作有一个惯用的结构。作者首

Where Are the Customers' Yachts?

220



先尽可能真实地解释与其研究对象有关的条件和问题，然后在结尾部分提出“一个有创见的方案”，或指出“我们应往何处去？”就像一本代数书给出答案一样。感兴趣的读者将迫不及待地读这个部分，因为它能一劳永逸地指出政府下一步将做什么或美好生活是什么样的。这种结构所依据的观点是值得商榷的，它认为知道问题的人也必定知道答案。

如果本书不能提出一些重大问题，它将是失败的，例如：

- (1) 美国的金融机制是否应该抛弃？
- (2) 是否应该进一步修补它，如果是，又应该修补到何种程度？
- (3) 资本主义走到尽头了吗？
- (4) 为了立即为妻子刚买的别克汽车付款，应该购买哪种价格为 5 美元的活跃股票呢？

没有哪个机构中的哪个经济学助教不能迅速而全面地回答这些及类似的问题，如果

客户的游艇在哪里？

的狂热会促使医生在病人身上试验所有的药品，但是杀死病人不过是一个技术性的错误。毕竟，医生根本不会遇到病人完全康复的危险。

对第四个问题的回答留给那些第一流的特殊人物们。你只需剪下息票，填好它，再加上 2 美元钞票，就能收到一个信封，里面放着这种股票的名字。

在结束本书时，我必须提醒你我在华尔街工作，并向你保证我的机构绝对与我讲过的别的机构不同。或许你正在寻找一个长期、复杂的投资方案、它既保守又自由，它能使你免受通货膨胀和通货紧缩的影响，它能让你晚上安心睡觉。如果真是这样，请到我的办公室来，我们将给你一个方案。我将亲自负责把你的请求转达给水晶球观测部的部长。





## 关于作者

当我们第四次请求作者谈点有关自己的新情况时，他起初拒绝了。后来他打了个响指说道：“噢，对了，我几乎忘了一个小问题。”

施维德先生解释说，如果这本可怕的书再版以后竟恰好让世界证券市场下跌，他将不会谦虚地否认这是自己的功劳。然而，他希望能让所有因此而赔钱的人相信，他真的、很遗憾。

另一方面，如果真的出现这种情况，他也希望能得到卖空者的感谢。目前的“空方利益”（他这样理解）中有一位居住在北布莱特保罗的绅士，他不久前才和妻子及几个孩子从屋前有冬青树的漂亮的家里搬到熟食店的楼上。

客户的游艇在哪里？







## 译者后记

关于华尔街的著作不计其数，但是像本书这样的却不多见。

作者本人就是华尔街的一份子，亲眼目睹了华尔街的兴衰荣辱和其中存在的形形色色的人和事，有资格对华尔街进行评价。但是我们可以看到，他选取的视角与众不同，既不歌功颂德，也未无情打击，而是把所有的看法融入到嘻笑怒骂的幽默之中，让人在愤怒之中得到启迪，在欢笑之余感到心酸。“客户的游艇在哪里？”一个平凡的笑话，一个不凡的道理。在他看来，华尔街的预测就如同占卜，金融家是占卜的巫师，客户则是可怜的傻子。傻子也有傻子的的好处，他可以迷信于占卜看的巫术，把自己的下场归罪于他人。于是卖空者成了黑心的家伙，期权成了纯粹的赌博、操纵者是不可饶恕的，而且

客户的游艇在哪里？

没人喜欢交易专家。

这是个笑话，整个华尔街都是个笑话。那里的人则是孩子，是天真浪漫的一群，他们身处笑话之中，又站在笑话之外对里面的人指指点点。这或许是人性的悲哀，但是在疯狂的股市中，在投机之时，利益相关者是无法自拔的。

由此我想到了自己的祖国，想到了我们的股民们。当他们对着我滔滔不绝地讲解市场走势的时候，看着他们神情激昂地幻想着利润的到来，我知道他们是自信的。这并不是我的悲哀，因为我不是股民。但是我相信有些人在读过本书后是会感到悲哀的。投资是个疯狂的职业，因为所有的人都只相信一个虚无的上帝——自己。股票是社会文明进步的标志，但是享受这种文明并不容易，多一些理智或许会更好。（如果这是可能的。）

因此我向全国的股民推荐这本书。如果它可以使你受到启发，那将是我国股市的一大幸事；即使它让你觉得荒唐（荒唐的事还

Where Are the Customer's Yachts?

228



少吗?)),也千万别扔,至少里面还有些很不错的笑话。

本书的文风如此,也让译者在翻译时感到很吃力,虽然在翻译的过程中经常会被逗乐。建议读者在阅读时加以体会,尤其是那些看似不通的地方,因为作者往往在那里反映了自己的观点。虽已尽力而为,唯恐仍有不当之处,恳请读者不吝指正。

译者

1999年3月

客户的游艇在哪里?

229



## 理想论坛图书馆



理想在线证券网

www.55188.com

理想图书馆特供书籍，请阅读后，妥善保存或删除，不得对外传播，否则因此带来的后果将由传播者自行承担。