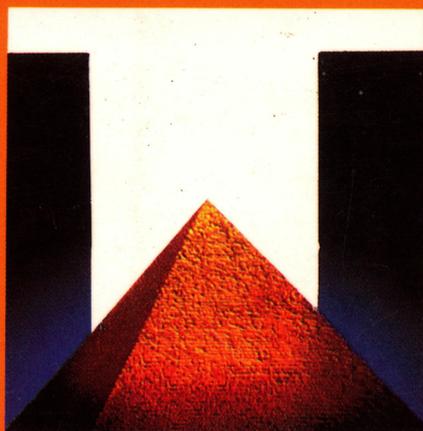


金融煉金術

The Alchemy of Finance



George Soros 著
俞濟群·黃嘉斌 譯

寰宇財金 32

金融煉金術

The Alchemy of Finance

Georges Soros 著

俞濟群·黃嘉斌 譯

THE ALCHEMY OF FINANCE by George Soros.

Copyright © 1987, 1994 by **George Soros.**

Chinese language edition arranged **with**

Lescher & Lescher Ltd. through

Big Apple Tuttle-Mori Agency, Inc.

Chinese language copyright © 1995 Internatioanl Publishing Co.

謝 辭

在本書的發展階段，有許多人閱讀過全部或部份文稿。名單無法逐一詳列，但是我要感謝他們所提供的一切幫助和批評。Byron Wien 尤其盡力，在本書發展的三階段閱讀文稿並提出批評。我也特別感激 Antonio Foglia 為臨場實驗篇編製的圖表。Larry Chiarello 則提供了數字。

我也要對在實驗期間為量子基金績效做出貢獻的小組成員致敬，他們包括：Bill Ehrman, Gary Goldstein, Tom Larkin, Robert Miller, Steven Okin, Joe Orofino, Stephen Plant, Allan Raphael, and Ann Stires.

目 錄

謝辭	3
序	7
前言	11
導論	19
第 I 篇 理論	
第一章 反射理論	3
反均衡	3
不完全理解的問題	8
社會科學的問題	10
參與者的偏頗	18
反射的概念	20
反射與均衡	22
第二章 股票市場的反射現象	25
第三章 外匯市場的反射現象	53
第四章 信用與管制的循環	67
第 II 篇 歷史的透視	
第五章 國際債務問題	79
第六章 放款的集體制度	93
第七章 雷根的大循環	101
第八章 銀行體系的沿革	111
第九章 美國寡頭深化的現象	123

第Ⅲ篇 臨場實驗

- 第十章 起點：1985年8月137
- 第十一章 第一階段：1985年8月—1985年12月145
- 第十二章 控制期間：1986年1月—1986年7月197
- 第十三章 第二階段：1986年7月—1986年11月241
- 第十四章 結論：1986年11月299

第Ⅳ篇 評估

- 第十五章 金融煉金術的領域：實驗之評估313
- 第十六章 社會科學的困境325

第Ⅴ篇 處方

- 第十七章 自由市場與管制335
- 第十八章 邁向國際中央銀行343
 - 匯率347
 - 國際債務349
 - 石油353
 - 國際貨幣359
- 第十九章 制度改革的矛盾363
- 第二十章 1987年大崩盤367
- 結語385
- 附註391
- 附錄 歐洲解體的展望395

序

473,000,000:1。這是喬治·梭羅斯身為量子基金（Quantum Fund）基金經理人，從1968年到1993年其投資紀錄的勝算。他的投資紀錄是對「隨機漫步假設」所提出一項無懈可擊的反駁。

在1970年代與1980年代末期的狂熱期間，以交易員身份而言，《金融煉金術》是一部革命性的作品。記住，這是指標與順勢操作的全盛時期。這是技術分析（研究價格走勢的預測工具）達到巔峰狀態的時期。我們這一代的交易員，配備著各種價格圖形與電腦圖表，用它們預測未來的價格。在資訊嚴重超載的環境下，我們每天坐在螢幕前，讓閃爍的亮光與不斷變化的數據迷惑了。艾略特波浪理論可能是唯一的例外，其它有助於人們瞭解社會、政治與經濟事件的智性作品顯然被淡忘了，反而認為任何事物都是迅速變遷過程中的一部份而已。

對我而言，《金融煉金術》是黑暗中的一道曙光。它讓我向後退一小步，然後向前邁進一大步，複雜而繁瑣的現象從此豁然開朗。在這個時代，龐大的資金不斷換手，從1979年韓特（Hunt）兄弟軋空白銀市場，到1989年KKR併吞RJR Nabisco，梭羅斯的反射理論是第一個現代非技術性的嘗試，它描述並預測在過程中參與者之間的互動。這是本書傑出之處。它描述極端點與市場均衡點之間的動態軌跡。這對一般投資人尤其重

要。在大行情發生前，我們曾經幾次正確地在底部附近做多，而在頭部附近放空？但是，因為我們對大行情的軌跡缺乏瞭解，使我們不能堅持這些部位（以及報酬率）。梭羅斯使我們領悟這個重要的軌跡，使我們對於投資更具有信心。任何成功的投資便可因此而完成70%。

當我像每一位投資人一樣，陷入不可避免的連續虧損，我會拿起《金融煉金術》，再度拜訪梭羅斯先生。研究他如何處理不利的走勢，對於投資人如何突破偶而遭遇連續虧損的困境，它具備絕佳的教導功能。勝利有傳染性。本書充滿交易行為的各種例子，而這是每位投資人所希望模倣的對象。非常重要地，梭羅斯的知識使他對自己的判斷具有信心與力量，即使在最艱困的時期，也能堅持其部位。在此層面上，《金融煉金術》與李費佛（Edwin Lefèvre）的《股票作手回憶錄》（Reminiscences of a Stock Operator）一樣，都是有關市場的經典作品。正因為如此，梭羅斯應該要留意了！在有關第二次世界大戰的電影「巴頓將軍」（Patton）中，我最喜愛的一幕是當美國的喬治·巴頓將軍（George S. Patton）花費數週的時間，研讀其德國對手隆美爾元帥（Erwin Rommel）的著作後，而在突尼西亞的坦克大會戰中擊敗隆美爾。巴頓從指揮所觀察戰場而發覺他會勝利時，他大叫：「隆美爾，你這個聰明的混蛋。我讀了你的書！」說得好。

《金融煉金術》也是討論近期政治與經濟史的絕佳作品。在事件發生的六年前，他便提出如何整治美國儲貸銀行業大災難的藍圖；而在1987年股市大崩盤發生的前兩年，他便預測了該事件。梭羅斯是當代偉大的市場預測者。

歷史可能把梭羅斯先生形容為投機客，他在1992年扳倒英格蘭銀行（而將英國人從衰退中拯救出來）。其數十億美元的戰果是一般人不能錯過的故事。梭羅斯先生本人可能希望以偉大的經濟學家、甚至是科學家的身份名留青史。但是，他將以更重要的理由留在我的記憶中，在此他並未得到應有的評價。他真正關懷人類的生存情況，並且嘗試去改善。他無數而重要的博愛行為將使他成為歷史上的偉大布施者。目前，他即使已經62歲，仍從事六個基金會的活動，充滿年青人的精力與工作倫理，為其宗旨而在全世界各地每天工作18小時。他不僅僅開支票，這是任何富人都能夠辦到的。他更是親自動手的工作狂，實際影響那些比他更不幸的人的生活品質。目前，他是偉大的象徵。

Paul Tudor Jones II

前言

《金融煉金術》初版發行已歷經多事的七年。我的投資基金量子基金繼續維持卓越的績效。雖然受到1987年大崩盤的影響，但過去七年來，股東每年的平均獲利率仍有35.8%。量子基金已經孕育出一批子嗣，有些基金的表現甚至比生金蛋母鵝的表現更傑出。1989年開始，我們決定分派部份盈餘給股東，有些是以現金方式派發，有些則是以新成立基金的股份分派。結果，我們目前管理了七個基金，總淨值超過100億美元。

我已經逐步減少基金的管理工作。我非常幸運地能夠透過《金融煉金術》而認識史坦利·朱肯米勒（Stanley Druckenmiller）。當時他正在管理另一個基金，他因為閱讀本書而希望見我。我們開始討論，最後他加入了我的公司。開始的時候，他發覺很難與我共事。我雖然對他充分授權，但因為我的存在而使他受到牽絆，他發現在加入我的公司之後，工作績效降低。非常幸運地，我逐漸被捲入導致共產主義瓦解的革命過程。在整個共產主義陣營中，我設立了基金會的網路，而且這涉及許多的旅行，而且有些地方的通訊十分簡陋。1989年夏天，我告訴史坦利，他必須全權負責基金的管理工作。此後，我們之間便不存在任何的困難了。

我成為教練，而他成為參賽者。我們的績效提升了，而且展開一段持續成長的期間。在過去三年的每一年，我們的獲利

都超過50%。雖然我們曾經有過兩段類似的輝煌時期，但根據龐大的基金模規而言，這次的表現稱得上是絕佳的。朱肯米勒不僅是一名優秀的基金經理人，也是一位好夥伴。在他的領導下，我們因而能夠擴大並改善我們的管理團隊，呈現前所未有的深度。結果，我發現我慈善活動的報酬也反應在基金業務的榮景上。這片榮景使我能夠極速地拓展基金會的網路。

我曾經參與促使共產主義瓦解的各種活動，但這是另一則故事，而必須在他處描述。事實上，有關這項主題，我已經撰寫了兩本書：1990年的《解放蘇維埃體制》（Opening the Soviet System），以及《承銷民主》（Underwriting Democracy）。我需要在此處說明一點，我在東歐所從事的慈善活動，其指導哲學與我在金融市場的活動是相同的。讀者稍後即可瞭解，我將金融市場的發展視為歷史過程。這使得我的理論極適用於類似共產主義瓦解的歷史過程。我確實運用了我的理論，而且——整體而言——它使我比大多數人更能正確地預期事件的發展。猶如我所發現，金融市場的繁榮—崩解過程與蘇維埃體制的興衰，兩者之間存在著極度的相似性。

極為諷刺地，我成為知名人物，並不是因為我在東歐所從事的種種活動。而是因為英國在1992年9月16日退出「歐洲匯率機制」（Exchange Rate Mechanism），我曾經因此而獲得的豐厚利潤。我立刻成為風雲人物，最初是在英國，隨後是在世界各地。當人們得知量子基金集團取得紐蒙特礦場（Newmont Mines）的大部份股權之後，黃金價格隨之飆漲。雖然我未就黃金表達任何看法，各種看法卻加諸於我。我曾經嘗試澄清誤會，但毫無用處。雖然我不曾追求巨匠的地位，但是當一切強

加於我，我便不能漠視它了。事實上，我欣然接受，因為這可以使我在政治議題上有更重的發言份量。但是，情形並不如表面那般簡單。當我表示，德國中央銀行的高利率政策將變成反效果時，市場立即迫使德國馬克走低。但是，當我批評歐洲對波斯尼亞的政策，人們不是忽略我的看法，便是告訴我不要多管閒事。我在法國的事件中尤其感到窩囊，我刻意避免投機法國法郎，因為我不希望為那苟延殘喘「歐洲外匯機能」之崩潰負責。但是我還是承受了罵名。法國政府憎恨我的建議，其程度更甚於對我的投機行為的憎恨。這意味投機客應該從事投機行為，而不要發表任何意見。

我身為金融巨匠的惡名使《金融煉金術》大為暢銷，因此而產生了新的版本。我必須承認，自從撰寫本書之後，我的思想出現了很大的演化，但我所關注的主題仍是歷史過程、而非金融。在本文中，我無法摘要說明我的觀點，我需要另外寫一本書。只要時間允許，我會這麼做，但我要提出一個重要的論點，以便本書的內容能夠符合我目前的思想。

在《金融煉金術》之中，我把反射理論描述成始終有效的理論。在某一種層面它是正確的，因為反射之中最重要的雙向回饋機能可以隨時運作；但在另一種層面卻是錯誤的，因為它並非隨時運作。事實上，在大多數情況，它十分微弱，所以我們可以安然地忽略它。我們可以將情況區分為接近均衡的條件與遠離均衡的條件，就前者來說，某種修正的機能可以防止認知與實體（perceptions and reality）之間出現過度的背離，以後者而言，反射的雙重回饋機能處在運作中，除非既存的條件或制度出現顯著的變化，否則認知與實體便不會趨於一致。在

第一種情形下，古典經濟理論是適用的，而認知與實體之間的分歧可以視為雜訊而加以忽略。在第二種情形下，均衡理論便無關連了，而我們面對了單向的歷史過程，其認知與實體的變化都是無法反轉的。我們必須區分這兩種事物的狀態，因為一種狀態是正常的，另一種則是反常的。

接近均衡的條件與遠離均衡的條件間的區別，將在《金融煉金術》中闡述。在第一章結尾，我將變化區分為平凡的（humdrum）與歷史的（historical），但我低估了這項區分的重要性。我稱其為「重覆定義的」（tautological）。我現在認為這是一項錯誤。所以會有重覆定義的問題只是我沒有更深一層地探討，而以重覆定義掩飾事件結構的基本差異。

在科學方法所檢視的多數現象中，一組條件會隨著另一組條件而出現，而不論任何人對它們的想法如何，情形都是如此。在社會科學所研究的現象中，包括金融市場在內，都存在著富有思考能力的參與者，而使問題變得更複雜。猶如我所要顯示的，「參與者」的觀點在本質上是偏頗的。一組條件並不會直接導致另一組條件，而是在客觀而可觀察的條件與參與者的觀察之間，會不斷地交互影響：參與者的決策並非奠基於客觀的條件本身，而在於對條件的解釋。這是一個重要的觀點，而且影響深遠。這就引進了不可決定（indeterminacy）的因素，使得主體不能遵循通則（generalizations）—預測（predictions）、解釋（explanations）的方式加以處理，然而這卻是使得自然科學享有崇高名聲的方式。正因為其破壞力如此嚴重，所以一般社會科學，尤其是經濟學理論，都儘力消除或忽略此不可決定性。我反對這種努力，試圖發展替代方法，

並以參與者的偏頗做爲起點。

回顧從前，我可能過份強調了我的觀點。在許多情況下，將參與者的偏頗視爲既定，而且忽略它可能產生的不可決定性，研究仍可以產生豐盛的結果。唯有在某些方面和在某些特殊的情況下，不可決定性才會變得重要。當對未來的預期會影響目前的行爲——金融市場即是如此——其重要性才會顯現。即使是在金融市場，某種機制也必須觸動，參與者的偏頗才會影響市場價格，甚至於影響所謂的基本面，而基本面卻被視爲市場價格的決定因素。我顯然沒有把這一個觀點說得足夠清楚。本書的內容經常被概括地描述爲：參與者的價值判斷總是偏頗的，而目前的偏頗會影響市場價格。如果這是我想要說的一切，則不值得用一本書的篇幅來討論。我的觀點是：在某些情形下，偏頗不僅影響市場價格，而且影響所謂的基本面。這才是反射變得重要的時刻。它並非無時無刻存在著，可是一旦出現，市場價格會遵循不同的模式。它們也扮演不同的角色：它們不僅反應所謂的基本面；它們本身也會成爲基本面之一而塑造價格的演化。這種遞迴（recursive）關係使得價格的演化變得不可決定，也使得所謂的均衡價格變得不相干。

沒有人會否認個人參與者會持有偏頗的觀點行事；但是時下的見解主張參與者的偏頗可以忽略，而將其視爲是暫時的脫軌，或所謂的隨機漫步。這是我不同意之處。在《金融煉金術》一書中，我利用認知與實體間的不斷交互影響，提出了歷史的一般理論（general theory of history），但我現在認爲，區分接近均衡的條件與遠離均衡的條件，則能夠更有效地表達我的觀點。這並不意味一般理論有任何錯誤；它只意味反射的概

念如果保留給雙重回饋機制實際運作的情況，則此概念更具有意義。

《金融煉金術》致力於這方面的研究。最明顯的範例便是淨值的融資效果，股票價格暫時的高估會透過以高價發行股票的方式轉化為每股盈餘。在我所討論的大多數案例中，參與者的偏頗涉及其思想上的實際錯誤。舉例來說，1970年代末期，國際銀行家貸款給開發中國家過多的資金，理由是他們無法認清其用以衡量債務國信用等級的所謂負債比率具有反射性，即負債比率會受到其貸款行爲的影響。但是，偏頗未必就會牽連到實際的錯誤。如同我在第三章所做的說明，自由浮動匯率制度在本質上是不穩定的，因為它會受到順勢操作投機行爲的影響，而投機客卻能夠順勢採取正確的策略。

根據大眾的反應下判斷——主要是指那些僅稍微瀏覽或完全未閱讀本書的新聞記者——我對反射意義的解釋並不成功。在我的論證中，似乎只有第一部份——即目前的偏頗會影響價格——算是有目共睹的。第二部份——在某種情形下，目前的偏頗會影響基本面，而且市場價格的變化會導致市場價格的變化——則似乎未受到注意。

這項錯誤至少有一部份應該歸咎於我。既然反射會改變事件的結構，我則試圖提出反射結構作為描述市場價格演化之普遍而有效的方式——如同凱恩斯的《一般理論》，其中沒有反射是一項特例。將反射視為特例可能更恰當，因為促使反射具有意義的條件，其實是間歇存在的。一旦反射的意義充分地被瞭解，並且體會到現有智慧的不足，則提出反射一般理論的時

機便告成熟。

我有我的理由。我並不是在金融市場觀察到反射現象的，而是在進入金融市場之前，以抽象的哲學概念來發展它。換言之，在我成爲一名成功的金融投機客之前，我曾是一位失敗的哲學投機客。顯然地，我成爲哲學家的敗筆又被帶到本書，因爲我未曾清晰地陳述反射的概念——它能夠被觀察、而且能轉化成利潤。當人有了新發現，他便會誇張其重要性，這是可以理解的傾向。這也是我在處理反射時所犯的錯誤。在提倡反射的一般理論時，我的步調可能過快，所訂的目標可能過高。我宣稱經濟學理論是錯誤的，而且社會科學是錯誤的譬喻。這些主張稍嫌誇張。既然遠離均衡的條件僅會間歇地出現，經濟學理論也僅是間歇地錯誤。自然科學與社會科學之間的分野未必像本書中所描述地那般明確。這些修正無損於反射的概念，反而更凸顯其意義。

反射概念形成之後，其適用範圍似乎也擴大了。所有金融市場的價格演化皆可視爲反射的歷史過程。在《金融煉金術》一書中，我便是以這種方式分析雷根（Reagan）的「大循環」（Imperial Circle）。本書出版之後，我又發現其它的範例，例如：柏林圍牆倒塌後的「德國大循環」（German Imperial Circle）（參閱附錄：《歐洲解體之展望》）。但是過度延伸反射的概念也可能具有危險性，我也曾經爲此付出代價。金融市場的走勢可能會出現長期的休眠狀態，行情似乎不呈現反射的韻律，反而更像遵循「效率市場理論」（efficient market theory）所主張的隨機漫步。在這種情形下，除了探索反射的假說，最好什麼也不做。

將反射視為是間歇性的現象，而非普遍有效的條件，開拓了豐腴的領域。舉例來說，其本身會凸顯一個問題：接近均衡的條件與遠離均衡的條件，此兩者如何區分？劃分的準則是什麼？我已經就此問題做過許多思考，我也開始有了答案。我是否能夠適當地將它表達出來，這必需等到下一本書才能見分曉。它是有關價值的問題，並非只與金融市場有關，它關連到一般的社會。我的下一本書——如果能夠完成——將會討論歷史的理論，而非金融的理論。在附錄中，我提供了一個範例解釋如何將金融市場的繁榮－崩解（boom-bust）過程，運用在更廣泛的歷史過程上，該附錄是我在1993年9月29日的一篇演講稿，其標題為《歐洲解體之展望》（Prospect for European Disintegration）。

導論

就實質面來說，本書是我一生之作。它涵蓋了許多我最關切的課題，並將我智識發展的兩股主流——一為抽象的，一為務實的——融合為一。

首先出現抽象的層面。自從我意識到自己的存在，我便熱切地想要瞭解它，而且我認為，自我的瞭解是我所知的核心問題。瞭解自我——*gnote aucton ; nosce te ipsum*——是一件不可能的事。為了得到任何程度的知識，我們必須能夠判別主體與客體的分野；但在此，兩者卻相同。人之所思乃其所思考的一部份；因此，人的思考缺乏其所能用以判斷的獨立參考點——它缺乏客觀性。

在大學時代，我主修經濟學，但我發現經濟學理論非常不令我滿意，因為它無法掌握這項問題；事實上，經濟理論極力逃避此一問題。經濟學企圖成為一門科學。科學應該是客觀的，但是當客體——經濟過程的參與者——缺乏客觀性，它便很難成為一門科學。

當時，我深深受到卡爾·波普（Karl Popper）科學方法觀念的影響。我接受他大部份的論點，卻有一項例外。他的觀點傾向於他所謂的「方法的統一」（unity of method）（註1）。——亦即，適用於自然現象研究的方法與準則也適用於社會事