

暢銷書《超級強勢股》作者

肯恩·費雪 (Ken Fisher)、菟菟·霍夫曼斯 (Lara Hoffmans) ——著

劉奕吟——譯

跟著肯恩費雪 洞悉市場

面對股市波動，投資大師教你正確解讀市場規律

MARKETS NEVER FORGET

(But People Do) How Your Memory Is Costing You Money—
and Why This Time Isn't Different



99咄「99咄的財經筆記」版主 | Jet Lee「Jet Lee的投資隨筆部落格」版主 | 竹軒「竹軒的理財筆記」版主
林大仁「淺談保險觀念」粉專版主 | 麥克風「麥克風的市場求生手冊」版主 | 陳喬泓「陳喬泓投資法則」版主
雷浩斯 價值投資者、財經作家 | 楊斯榕《人生路引》作者、醫師 | 綠角 財經作家 —— 專業推薦

暢銷書《超級強勢股》作者

肯恩·費雪 (Ken Fisher)、拉拉·霍夫曼斯 (Lara Hoffmans) —著

劉奕吟—譯

跟著肯恩費雪 洞悉市場

面對股市波動，投資大師教你正確解讀市場規律

MARKETS
NEVER FORGET

(But People Do) How Your Memory Is Costing You Money—
and Why This Time Isn't Different

—— 推薦序 ——

了解歷史，面對未知

綠角

你是否覺得通膨升溫、經濟面臨衰退、疫情時極度的貨幣寬鬆，緊接著猛烈的利率調升，全球金融市場正面臨前所未見的挑戰？投資也不知何去何從？

《跟著肯恩費雪洞悉市場》來得正是時候，它是一顆穩定投資人雜亂思緒的定心丸。

全書以長達百年期間的資料，綜觀經濟與金融史。讓讀者從歷史中學得經驗，得到智慧。

譬如，很多人以為，要等經濟穩定之後，再開始投資股市。

這是錯誤的看法。作者在書中多次用歷史資料指出，股市會在經濟落底之前就開始反彈，而且是強力反彈。

譬如2008年金融海嘯。美國在2009年六月經濟才開始復甦，而股市在同年三月就已經開始反彈。等到經濟有起色才行動，會錯過大段上漲。

很多人也以為失業率是用來觀察經濟狀況的重要指標。很抱歉，大多狀況也是錯的。

在經濟開始復甦時，失業率往往還是居高不下。所以媒體報導常有「無就業復甦」的說法。好像在失業率仍高時，經濟就開始回復，是相當特異的現象。

其實這很正常。想想看，假如你自己是企業主，在經濟狀況稍有好轉時，你就會開始招募新員工嗎？承諾他們每月的薪水、勞健保、還有

離職金嗎？

恐怕不會。你比較可能會等到經濟已經回到相當火熱的程度，原有的員工已經忙不過來了。你才會找新員工。

所以想藉由觀察失業率抓住經濟趨勢。或是查看GDP起伏，要預知股市起漲點。後果往往是讓你錯過大段報酬。

股市是集合所有投資人情緒與對未來經濟狀況看法的領先指標。不少人卻以為看一些「指標」，就可以走在更前面一步，預知股市未來發展。恐怕是本末倒置。

還有現在投資人一直很在意的，市場波動加劇，單日波動超過1%的日子變多。作者會讓讀者看到，什麼是真正單天波動日子很多的年代。你知道一年約250個工作天中，超過100個營業日單日波動超過1%有幾個年度嗎？答案恐怕會超過你的想像。

還有今年上半年讓許多人吃驚的投資級債市明顯下跌。書中引用的歷史數字會讓讀者看到，美國公債在過去早已出現過多次下跌。

美國公債是由於發行者是美國政府，幾乎沒有信用風險。但它仍有利率風險。過去許多以為買長期公債，去承擔利率風險就會有好績效的投資人，今年遭受數10%的損失。假如對這種狀況覺得很「吃驚」，那恐怕是對公債的歷史一無所知。

對歷史無知，有時會造成過度的樂觀。像剛才提到的，以為長期公債沒有風險，或是認為某類資產只漲不跌。過度的樂觀造成過度的押注。將大量個人資產投入單一資產類別。然後在風險來到時，面對明顯虧損，不知所措。

對歷史的無知，有時會造成過度悲觀。譬如在經濟衰退、通膨高漲時，以為整體人類將陷入長久的困局，難以走出，金融市場將失去投資價值。於是不敢投入，或是實現損失，離開市場。然後在之後的反彈，錯過大段報酬。

過度樂觀與過度悲觀，都不是參與市場的良好態度。想要以更穩健

的心態，以「我看過這種情況」的心境，面對當代金融市場的變化與挑戰，了解金融歷史是必做的功課。

而想要理解金融史，透過本書作者入裡的觀察跟批判的筆鋒，你將覺得這門金融歷史課真是興味盎然。

在這金融市場動盪，經濟面臨高度不確定性的時代，這本書的推出正是時候。

想要正確的理解市場，你不需要一直貼近的搜集當下市場資訊。有時你需要的是退後一步，用宏觀、全局的角度看待整個金融市場的歷史。

你會發現，在百年歷史洪流中，目前經歷的，也只是一個小小的波浪而已。你會有坦然面對、安心度過的心境。

面對未知的勇氣，就在於對歷史的充分掌握。

— 前言 —

想要投資獲利， 得先找回正確的市場記憶

患上市場失憶症的理由

在我年輕的時候，鮑伯·霍伯（Bob Hope；1903-2003）很有名。他非常非常的幽默有趣！他出現在與平·克勞斯貝（Bing Crosby）合作的《通往……之路》（*Road to*）的電影中（霍伯曾演出52部主要電影）、冒著生命危險跟美國武裝部隊到海外任何發生衝突的地方、上電視、進行單人喜劇表演等，霍伯的身影遍布各地。自1938年以來，他的每一場演出都包含了他的頌歌《感謝記憶》（*Thanks for the Memory*；歌詞由里奧·羅賓 [Leo Robin] 所寫，歌曲由拉爾夫·萊因格 [Ralph Rainger] 所寫，並由霍伯與雪莉·羅斯 [Shirley Ross] 首次錄製）。霍伯非常成功，偉大一詞也不足以形容他。霍伯讓希望永存。過去與現在都是！但遺憾的是，我們的記憶並沒有那麼有效。事實上，當涉及經濟與市場現實時，我們的記憶糟糕無比。

人們忘記了。忘得很多！很常！很快！不久前發生的事情也一樣——而且這種事經常發生。而這會造成投資上的錯誤——通常是極大的錯誤。也許霍伯應該唱《關於我的記憶的惡作劇》（*Pranks for My Memory*）。因為事實上，我們的記憶總會在市場上捉弄我們，而我們永遠學不到教訓。

我們會忘記事實、事件、原因、結果、甚至是感覺。此外，由於我們忘記了，所以我們會傾向過度關注當下與剛發生的過去——行為主義學者稱之為「短視」（**myopia**）。我們經常認為我們所看到的是新

的、不同的、且是有特殊意義的，但其實我們以前已見過完全相同的東西、或非常接近的東西，歷史上類似的例子也比比皆是。

這種整個物種的短視趨勢並非偶然，這是進化的結果。人類經過幾千年的進化，變得能夠很快的忘記痛苦。如果我們沒有進化，我們就不會做出瘋狂的事情，像是用棍子跟石頭去獵捕巨大的野獸，或者在旱災、下冰雹、火災等天災摧毀我們的作物之後，再次耕種我們的土地。而且可以肯定的是，任何女性都不會想生第二個孩子。但幸好我們確實忘記了，而且忘得很快。

忘記痛苦是一種生存的本能，但不幸的是，這意味著我們也忘了教訓。儘管每個人都會忘記，但市場不會。事實上，歷史不會完全重演。每一個熊市都有一組不同的驅動因素，每一個牛市亦是如此。但是，人類的行為不會改變，至少改變得不夠多、也不夠快到足以產生影響。投資者可能不記得他們對過去的事件有多麼恐慌，或多麼欣喜若狂。他們可能不記得自己曾經對債務、赤字、愚蠢的政客、油價起伏、消費者過度支出或不足等有過完全相同的恐懼。但市場非常清楚的記得，雖然細節可能會改變，可是行為通常不會改變。

幾十年來，我一直聽到聰明的商業人士表示，當前的現象是極端的，並將此看法當作事實，但歷史表明，這些現象並不極端，甚至並不少見。在這本書裡面，到處可以見到許多這樣的例子。但是，如果你向某人指出，他當作事實陳述的觀點實際上是錯誤的，那你可能會碰壁，因為他根本不會相信。他們認為他們「知道」。他們從媒體或在網路上得知資訊。他們的朋友也認同這些看法。對他們來說這是事實。然而，這可能是一個錯誤的事實，一個如果我們沒那麼容易忘記的話，應該就很容易能知道的事實。但因為身為獨立個體的我們會忘記，所以由我們所組成的社會也會忘記。

這就是為什麼身為一個群體的投資者，會不斷的犯同樣的錯誤。還認為投資者不容易犯錯嗎？CXO顧問集團（CXO Advisory Group）對所

謂的專家，也就是在各種論壇上公開進行市場預測的人，進行了評估。有些人在做專業的資產管理（就跟我一樣，它們也把我納入它們的專家排名中）；有些人不是，不過他們會提供投資電子報、寫專欄等。但名單上的每個人，某種程度上都是公開做出市場聲明的專業人士。

那麼，CXO評估的這群人，他們預測的平均準確度如何？在我寫這本書時，平均準確度為47%¹（請見第一章，看他們如何評價我）。我從沒見過這個平均準確度能超過50%，而且這份評估的對象還都是專家！這群知名、專業的市場預測者，平均正確率不到一半！如果專家都如此，你就知道非專業的散戶投資者更不可能有更好的紀錄（事實上，非專業投資者的平均準確度可能更糟糕。詳情請見第二章）。

市場教訓被遺忘的危險

為什麼投資者有一半的時間都是錯的？一個很大的原因是：我們會忘記！因此，我們並沒有真正從過去的錯誤中汲取教訓。投資者會因為貪婪或恐懼而不知所措，但他們也忘了貪婪或恐懼在過去沒有為他們帶來好處。他們也會因為現在的感覺似乎更強烈（儘管可能並非如此），而忘記他們曾錯誤的貪婪或恐懼。

他們被事後證明是正常的波動所蒙騙，因為他們忘記自己曾經歷過多次波動。他們根據一些廣為散布的媒體報導，經常反應過度（過於看跌行情，或過於看漲行情），但事後證明，這些報導被過度誇大了，或者完全是錯誤的，而且往往是落後的。為什麼？因為他們忘了媒體也經常重複犯錯，原因完全相同——媒體是由人所組成的。

舉例來說，他們對2008年劇烈的市場波動感到恐懼，但他們在2003年已經歷過類似的情況，在1974年也是，這樣的波動跟任何一段熊市觸底期間的波動都相當一致。此外，他們錯過了2009年觸底後的巨大繁榮，從未想過股市會上漲得如此快，但我們在2003年也看到過類似的情

況，只是程度較輕（還有1975年到1976年那次，以及出現在過去的熊市與新牛市中的一次、一次、又一次，但2002年與2003年只是幾年前的事，投資者至少應該記住那一次！）。

是的，相對於最近的歷史而言，2008年的波動是劇烈的，但與更長時間的歷史相比，波動就沒那麼劇烈了——但投資者通常忘了查看歷史。在我們的世界裡，我們很少從歷史當中學習。首先，歷史對大多數人來說通常很無聊。其次，大多數人的思想很短視，不太相信幾十年前發生的事情會與今天具有關聯。在現實中，市場運作的基本原理不會發生太大的變化，因為那些讓市場運作的人們的互動，長時間下來不會有太大的改變。行為心理學最基本的教訓之一是，人類改變與學習的速度很慢。

還有更多的例子：投資者相信，他們所支持的政黨與他們所喜愛的從政者對股市有利，但近期的歷史告訴我們，沒有哪個政黨對股票的整體表現更有利或更不利（請見第七章）。他們認為，他們喜歡的資產類別長期表現得較好，卻忘了就在不算太遙遠的過去，他們才剛被證明是錯的（請見第六章）。他們這次忘了、上一次也忘記，因為不這樣做就太痛苦了！當然，他們同時也忘了上上一次！他們基於相同的誤會與誤解，不斷犯下同樣的錯誤。

不過幸運的是，投資時你不需要在100%的時間裡都做對，這種事情是不可能的。如果你指望你的財務未來要做到100%的正確，那麼你可能會非常失望，因為事實是，沒有人永遠都是正確的。相反的，你的目標應該是讓正確的時候比錯誤的時候多更多。那些有史以來最優秀的投資者，很多時候都是錯的。投資領域中，如果你在60%的時間裡是正確的，你就是傳奇人物；如果你在70%的時間是正確的，你就是神。只要你正確的時間略高於50%，就表示你可能比大多數投資者（包括絕大多數的專業投資人士）做得更好。

在我看來，改善投資結果的一個好方法，就是降低你的錯誤率。

如果你能更清楚的看待這個世界，並且不陷入那些困擾大多數投資者的相同誤解，你就能開始減少犯錯。實質上，這就是我大部分的書、我的《富比士》（*Forbes*）專欄，以及其他我所撰寫的文章所要表達的內容，也是我一直以來所談的內容：「看看這個世界，試著用不同但更正確（在我看來）的方式看待它，然後決定如何行動或不行動。」而最主要的重點，還是在於降低錯誤率。你可能依然會犯許多錯誤，但沒關係。

有一個很好的方法，能夠讓你更清楚的看待這個世界、降低你的錯誤率，那就是透過穩定且有規律的應用市場歷史（哪怕只有一點點也好），來改善你的記憶力。這本書會告訴你該怎麼做。

歷史是了解市場的實驗室

如果你明天穿著一件綠色襯衫去上班，然後說：「我今天將會贏得100萬美元，因為每個人都知道，在星期二穿一件綠色襯衫，就會贏得100萬美元。」你的同事可能會拿起一個巨大的捕蝶網要抓瘋子。你所預測的結果：(1)沒有歷史先例，(2)也沒有任何現實依據。相信你很清楚的能知道這點。

然而，每當我談到，歷史在資本市場預測上扮演著有力工具的角色時，難免有人會說：「過去的表現並不代表未來！」嗯，這不是你應該審視歷史的原因。你應該利用歷史，把它當作「用來了解合理預期的範圍」的實驗室。舉例來說，當事件X發生時，結果通常是B、C或D，但結果也可能是從A到F的任何一種。所以我知道，任何事情都有可能發生，但是發生A到F這類事情的機率較高，其中發生B、C以及D的機率又更高。而超出這個範圍的事情，發生的機率非常、非常低，所以如果要押注超出範圍的事情會發生，則需要額外的知識。

此外，你也應該考慮可能會影響結果的其他因素，像是經濟領域、

政治，以及情緒驅動因素。也許事件Y正同時發生，這麼一來可能會減少D發生的機率，然後增加B發生的機率。該死的，也許事件Z很可能很快會發生，而這通常幾乎保證Q會發生，所以即使它是離群值

（**outlier**，編按：超出多數或常態的數值），我也應該要把它放進我的機率桶子裡。這就是我希望你們思考的方式——根據機率來看。從基本原理來看，投資是一場機率遊戲，它不是一場確定性的遊戲。

但有趣的是，那些怒斥歷史不是有用指南的同一群人，仍然會十分肯定的說：「這麼高的負債會毀掉經濟、拖累股市。」或者他們會說，「在高失業率的情況下，經濟無法復甦」之類的話。真的嗎？依據是什麼？

想必，如果你很肯定的說：「某種情況會導致另一種情況。」那是因為你曾在過去觀察過，或者可以從歷史去判斷。若不是那樣，那就是可靠的經濟基本面顯示情況必然如此。有道理吧？所以如果很多人說事件X一定會導致結果Y，那麼檢查一下這是否是歷史上大部分時候會發生的事情，也沒什麼壞處。因為如果以前沒有發生過，那麼無論大多數人是否認為它會發生，現在都不太可能發生。

然而，當社會普遍接受特定事件會導致特定結果時，我若說歷史上絕對沒有（零）先例，媒體、部落格圈（**blogosphere**）或社交圈裡大部分的人都會暴跳如雷。我就先不在這裡引用事實與歷史了，因為我們稍後會在書中提到。但常見的情況是，人們當作是新的、比以往更大、比以往更糟糕、且預測必然會導致某種結果的事情，是我們以前見過很多、很多次，而且已被證明不會導致社會普遍預期結果的事實。

利用市場歷史來駁斥普遍持有的觀點，遭到反對者批評。然而，當人們聲稱經濟無法擴張是因為失業率太高時，他們也正試圖做出與歷史有關的斷言。碰巧的是，他們的說法並不成立，因為我們擁有美國與世界各地失業率水準的長期歷史數據，能拿來跟他們的主張相比較。實際

上，高失業率導致經濟放緩或股市下跌的說法，跟神奇的綠色襯衫的說法是一樣的。事實證明並非如此。這在實驗室（即歷史）裡是看不到的，而且如果一間公司的銷售還沒恢復就開始積極招聘，那麼對它來說是沒有經濟意義的。

有時候，奇怪的事情會發生。你穿上你神奇的綠色襯衫，你確實中獎了！萬歲！但是，即使你穿著綠色襯衫去買1千張彩券，也不會有一個頭腦正常的人賭你會再次中獎。中獎是一種「可能的」結果，其機率小到幾乎無法衡量。而且也沒有很好的證據能證明，綠色襯衫在之前的中獎中是重要的驅動因素。穿綠色（我最喜歡的顏色）可能會讓你覺得很好，但它一點也不會改變機率。

這就是為什麼歷史很強大。正如前面所說，投資是一場機率遊戲，不是一場確定性的遊戲。沒有人能確定的說出會發生什麼事（任何持相反觀點的人，很可能正試圖向你推銷一些對你非常不利的東西，或者根本是在奪走你的一切）。因此，雖然投資是一場機率遊戲，但它不只不是一場確定性的遊戲，更不是一場可能性的遊戲。有可能你穿了一件綠色襯衫，就贏了一百萬美元！有可能一顆小行星撞擊地球，就徹底毀滅了我們所知的生命。有可能你買了一檔雞蛋水餃股，結果它變成下一個微軟（Microsoft）。世界上有無數種、幾乎無限的可能性。但你不會因為事情是有可能的，就去賭這些事情會發生。你不能把投資組合建立在無窮無盡的可能性（無論好或壞）之上。如果你老是想著每一種可能性，那你早上很可能就不會起床（編按：只在不停空想而無法行動）。相反的，你必須考慮可能結果的範圍，然後根據機率做出前瞻性預期。你可能會犯錯，且經常犯錯。你應該預料到會發生這種情況。但如果你能建構合理的機率，長期下來，你可能就會開始得到更好的結果（儘管你依然很常犯錯）。

如果你喪失了記憶力，那就會很難做到。但是，如果你記得自己的

記憶力很差，並且能夠訓練自己利用歷史來得知機率，那你就能了解什麼事在未來更有可能發生（或根本不可能發生）。然後，你就可以開始降低你的錯誤率。

漫步在市場的記憶小巷

在整本書中，我引用了一些舊的新聞報導。這些新聞報導是用來進行說明的，因此不會很完整。舉例來說，人們在新一輪衰退的初期，常會擔心出現二次衰退，如果我想證明，二次衰退並不是一種反映獨特新災難的新現象，那麼我就會從舊的新聞報導中，精選出一些歷史引言，來證明人們恐懼情緒的存在。我能找到一句「不可能！二次衰退太瘋狂了！不會有二次衰退」的引言，來反駁每一個實例嗎？當然可以！但我不認為這對你有幫助。

通常，人們會傾向於尋找能再次證實他們確信觀點的事物，然後忽視或不理會那些不支持他們觀點的事物。這是著名的認知錯誤

（cognitive error），研究各種形式的行為主義（包括行為金融學 [behavioral finance]）的人們，稱之為「確認偏誤」（confirmation bias）。我們會尋找證據來證實我們的偏見，並且對跟它相反的證據視而不見。行為主義學者已經證明，為什麼這是人類成功進化的基本條件。人類在正常演化中會面臨殘酷困難的環境，確認偏誤的作法能讓我們更有信心，也讓我們願意不斷更加努力嘗試。但在市場上，使用確認偏誤卻是有害的。

此外，更多投資者天生就傾向於抱持著懷疑的態度去看空市場（bearish，編按：也稱看跌，是指對未來市場抱著悲觀的看法，預期市場會下跌），而不是天生持樂觀態度。但並非所有市場永遠都是這樣，即便是最頑固的熊（市）也會有異常興奮、樂觀的時候（雖然頑固的熊〔市〕變得樂觀時，通常是不好的跡象）。雖然絕大多數情況下，

股市上漲的時候遠遠多於下跌的時候（超過歷史上三分之二的時間），但人們仍傾向於看空勝過看多（**bullish**，編按：也稱看漲，是看空的相反，指樂觀看待市場未來前景），這是違反直覺的。這個概念就是那麼多人無法獲得他們希望的長期投資結果的關鍵原因，因為大多數人往往在不應該感到恐懼時感到恐懼。這就是華倫·巴菲特（Warren Buffett）的那句名言（雖然這句名言不屬於他，但他讓這句話變得很受歡迎）：「當別人恐懼時，你應該貪婪；當別人貪婪時，你應該恐懼。」

我不是在提倡逆向思考主義，這不一定行得通。不能因為大多數人認為某件事會發生，就代表相反的事情將會發生，這只是逆向思考主義的純理論定義。我所提倡的是，不要盲目的從眾。

事實是，大多數人（如果已經抱持看漲或看跌的想法）通常會去尋找、去相信那些支持他們現有觀點的新聞報導與專家。所以，是的，你可以在任何時候找到很多理性的新聞報導，例如：

- 經濟衰退不太可能發生。
- 這可能只是一次修正。
- 全球經濟成長良好。
- 企業利潤穩健，無須恐慌。
-以及其他種種報導。

但如果你沒有記住歷史，且經常被誤導看空市場，那你可能會忽略那些不太危言聳聽的新聞報導，然後去尋找那些支持你想持有的觀點的內容。如果你被誤導看漲市場，情況亦是如此。這就是為什麼，我決定只重點擷取少數報導引言，而不是把它變成一本800頁的學術巨著（此外，去看看歷史也是很有趣的，過去的人們跟我們現在有著同樣的恐懼，而在未來1年、3年、7年、23年，以及189年，人們也還是會有同樣

的恐懼）。

所以，歡迎你對我引用的文句吹毛求疵。我不期望改變大多數讀者的觀點，因為我知道，大多數讀者天生會去尋找能證實他們原有偏見的證據，並且對於跟他們的偏見相牴觸的證據視而不見。

不過，你應該盡情享受自己去尋找過去的新聞報導、標題、引文的樂趣——Google的時間軸功能既有用又非常有趣。《紐約時報》也有大量過去出版物的檔案，你可以在網路上取得。另外，任何像樣的圖書館都會以微縮單片（**microfiche**，編按：用膠卷攝影技術，把書本、報紙、雜誌等出版品上的文字和圖片，複製並集結製作成小膠片方便收藏）典藏大量的過期出版物，雖然不像Google那麼高科技，但肯定會讓人想起大學圖書館裡有隔板的個人閱覽桌（如果你常去的話）。我的重點是，我在這本書裡所寫的情緒或行為，都不是什麼新鮮事。如果你可以開始將歷史當作一種工具，用來對抗有時可能是錯誤的記憶，那你就可以利用這點做為你的優勢。

此外，這是我的第八本書——我簡直不敢相信。雖然我每年的展望會根據我對未來12個月左右的預期，而有所改變，但我最重要的世界觀不會有太大的改變。我堅定的相信資本主義與資本市場定價機制的力量。因此，我認為供給與需求是股票價格的兩個主要決定因素——儘管存在無數個同時影響供給與需求的因素。

因此，如果你讀過我以前的書，你可能會注意到有些圖表在一些書中重複出現（不過會更新到最新的資料）。這是故意的——如果有強而有力的方法能說明某些概念，我不介意重複使用它。但是，我可能會用新的方式來描述圖表，或者在一個全新的情境中使用它。事實上，在這本書當中，我使用了我1987年《華爾街的華爾滋》（*The Wall Street Waltz*）一書中的不少圖表——其中許多圖表都非常好，好到我不得不再次拿出來使用。畢竟，在一本關於歷史有用性的書中，我想我用一點我

自己的歷史才公平。所以，如果你之前已經看過一些圖，我希望你能原諒我，就像有些市場真理，不只在我四十年的職業生涯中持續了幾十年，而是持續了更長、更長的時間。

所以，讓我們開始吧！

同時，感謝記憶。

註釋

1 CXO顧問集團，〈專家截至2011年6月30日的成績〉（Guru Grades as of 2011/06/30），www.cxoadvisory.com/gurus/。

——致謝——

我是個歷史愛好者。我是十九世紀蒸汽時代紅杉伐木史的狂熱愛好者，這跟我對高大樹木的熱愛有關，尤其是紅杉。但我也是市場與經濟史的狂熱愛好者。紅杉是一種愛好，而後者除了是一種愛好，也是我深愛的職業。所以，我一直想寫一本關於利用歷史的書（另一個愛好），而現在似乎是成熟的時機。我以前曾寫過兩本（1987年的《華爾街的華爾滋》與1993年的《100個創造市場的聰明人》[*100 Minds That Made the Market*]），但內容都沒有包含很長的歷史時間，跟這本不一樣。

不僅如此，當我在2011年寫這本書時，我們才剛經歷過一個被許多人稱為歷史性、史無前例的時期——2008年的信貸危機（**credit crisis**，編按：由於支撐經濟體的正常現金流動突然中斷，進而所導致的金融體系崩潰，像是銀行可用於貸款的現金短缺就是信貸危機中的一環。

2008年美國的信貸危機是由全國房地產市場泡沫化的次級房貸所導致）、經濟衰退，以及2007年到2009年的熊市。從許多方面來說，這具有歷史意義的——一個大熊市與高於平均水準的衰退。但從許多其他方面來看，這只不過是另一個熊市。在我們的社會心理，差異往往被過度凸顯，相似之處則往往被輕描淡寫。雖然造成這種社會心理的原因各不相同，但結果幾乎總是如此，投資者進出熊市的行為相當標準。在2010年、甚至2011年（在經濟衰退結束很久之後）投資者依然在說「這次不一樣」，也還在擔心三年前引發經濟衰退的相同事件會發生（儘管市場已經從低點出現歷史性的大幅飆升，且全球GDP〔國內生產毛額〕處於歷史高點）。但投資者一直不相信經濟復甦，且經常認為世界已經不可逆轉的從根本上改變了——儘管事實是幾乎從未改變過。

所以，我認為現在是個好時機，很適合寫一本如何使用歷史的入門

書——不是做為預測未來的靈丹妙藥（這種事情不存在），而是做為投資者添加在不間斷的查詢環節（即資本市場預測）中的另一種工具。

一本書從來不是一個人的工作。而一本由一間資產管理規模（assets under management）達數百億的投資公司的執行長所寫的書，也需要一個強而有力的支援陣容。對我來說，讀書是一項休閒活動，隨著時間的流逝，我發現我對非工作時間的需求愈來愈高。所以，我必須感謝菟菟．霍夫曼斯——她不僅為我和我的公司無止盡的寫作，同時還負責管理一群作家，擔任我公司的每日網路雜誌《市場看守者》

（*MarketMinder*）的責任編輯。為了這本書，我的第八本書，同時也是我們的第五本書，她再次做了繁重的工作，根據我的規範與準則去草擬大綱供我批准，然後提供非常完善的草稿。她做苦活，而我享受著構思、將其風格化的所有樂趣——這是理想的情境。雖然不如含飴弄孫好（沒有比這更好的了），但還是很有趣的。

菟菟也有一份日常工作，然而我似乎每年都會把她從這份工作中拉出來。所以，我必須感謝她的團隊，在她書寫我的書時對她的支持。這些人包含戴夫．埃克利（Dave Eckerly；負責企業溝通部的團隊副總裁，幫助菟菟的團隊進行負載平衡），還有托德．布萊曼（Todd Bliman）與阿曼達．威廉斯（Amanda Williams）——他們也是公司的作家，他們泰若自然的承擔起菟菟一些非書籍寫作的責任（他們自己也是非常優秀的作家）。同時，也要感謝納吉．史里尼瓦斯（Naj Srinivas）、伊莉莎白．迪琳格（Elisabeth Dellinger）、艾希莉．穆斯（Ashley Muth），伊芙琳．契（Evelyn Chea）——也是菟菟的團隊成員，他們承擔了更多菟菟卸下的任務。還要感謝傑克．甘博（Jake Gamble）協助菟菟找出書中的許多引言。另外，我也要衷心的感謝菟菟的丈夫亞倫（Aaron），他必須在每年書籍出版季的期間，面對她在晚上與週末忙得不可開交。

研究分析和產品團隊的團隊負責人麥特．許瑞德（Matt

Schrader），提供了你在這本書中看到的所有圖、表格，以及數據。丹妮爾·林奇（Danielle Lynch）則負責處理大部分的日常資料查證。為我的任何一本書提供資料不是一件容易的事——我們（主要是菟菟）檢查兩次、三次、提出問題、提出挑戰，並進行第二次和第三次的確認。理論是好的，但如果你無法以某種方式證明它，它就站不住腳——為此，我們希望我們的資料是可靠的。丹妮爾勇敢的擔起處理這一切的責任，並且在這個本來就很吃力的過程中，付出巨大的努力。

我公司的平面設計師莉拉·阿米里（Leila Amiri），設計了一個我認為非常酷的封面。品牌部副總裁莫莉·里納許（Molly Lienesch）一直為這本書的定位提供很好的建議。而行銷內容部副總裁兼常駐網路專家費博·歐納尼（Fab Ornani）與行銷部團隊副總裁吉姆·斯莫林斯基（Jim Smolinski），協助我們行銷方面的工作——我的出版商約翰威利（John Wiley & Sons）非常喜歡。

如往常一樣，我非常感謝我優秀的經紀人傑夫·赫曼（Jeff Herman），是他帶領我到約翰威利。說到約翰威利，我必須感謝蘿拉·沃許（Laura Walsh），她是我們非常有耐心的編輯。她與約翰威立團隊的其他成員，茱蒂·霍爾斯（Judy Howarth）、雪倫·波利斯（Sharon Polese）、南希·羅斯柴爾德（Nancy Rothschild）、喬斯琳·科爾多瓦-華格納（Jocelyn Cordova-Wagner），以及圖拉·巴坦切夫（Tula Batanchiev），他們真正的讓這本書成為現在的樣子。忍受我並不是一件容易的事，但他們卻讓這件事看起來非常容易，真的！

我還要感謝傑夫·希爾克（Jeff Silk）與安德魯·特伊費爾（Andrew Teufel），他們兩位是公司的副董事長，也要感謝亞倫·安德森（Aaron Anderson）與威廉·葛雷瑟（William Glaser）。雖然他們沒有為這本書出力，但這四位優秀的男士協助我指導我公司的投資組合，同時幫助我思考。公司的日常業務由共同總裁史蒂夫·特里普利特（Steve Triplett）與達米安·歐納尼（Damian Ornani）負責。如果沒有

這六個人，我的公司不可能像現在這樣成功，如果我的公司不成功，我懷疑根本不會有人想讀那麼多我寫的俳句。我也不認為，我今天能夠花時間來創作這樣的作品。

我把最重要的留在最後。雪洛琳（Sherrilyn），與我結婚41年的妻子。寫書的時間就是遠離她和我家人的時間。我永遠感激她的耐心，也永遠感激她。

肯恩．費雪

加州伍德賽德（Woodside, CA）

洞察市場真實面

1

這次沒有不一樣

讀這一章，你需先知道

- **無就業復甦 (jobless recovery)**：又稱為「失業型復甦」，指明明經濟指標出現好轉，但是失業率卻沒有因此下降，甚至反向提高的狀況。
- **二次衰退 (double-dip recession)**：在初次經濟衰退後，出現短暫復甦，但在完全復甦前，第二次的經濟衰退又再次到來，會對經濟造成持續性的影響。
- **經濟大蕭條 (Great Depression)**：指的是現代世界歷史上最大和最長的經濟衰退，經濟學家和歷史學家通常將其視為 20 世紀最大的災難性經濟事件之一。一般定義的大蕭條為 1929 年至 1941 年間，其中包括 1929 年的股市崩盤和 1930、1931 年發生的銀行業恐慌。
- **價格指數 (price level return)**：只有單純計算股價價差的價格報酬，也就是資本利得。
- **總報酬指數 (total return)**：除了計算股價價差外，也將股利（投資收益）和股利再投資包含在內的整體報酬。雖然總報酬指數更能反映現實，但本書部分仍使用價格指數來衡量歷史趨勢，因為較久以前的總報酬數據較難取得。

——緣起——

集體失憶？充斥新聞的高昂代價：「這次不一樣」

「英語中最昂貴的五個字是，『這次不一樣』。」約翰．坦伯頓爵士（Sir John Templeton；1912～2008）是這麼說的。當然，他只是在談論投資；或者，也許是心靈層面——又或者兩者皆是。

說約翰爵士是個「傳奇」，對傳奇這個詞有些不公平。他是共同基金的先驅，他創立並建立了第一批共同基金大公司的其中之一。他也是全球投資的先驅，他比任何人都更早為客戶做全球投資。約翰爵士的血液裡流淌著冰水（編按：形容表現冷靜不受外在影響），他也真正實踐了這個想法：不要跟從群眾。在巴菲特把這句話變成他的話之前，約翰爵士就知道在別人害怕的時候，他應該貪婪；反之亦然。他從不相信圖表巫術，不管它有多流行。他堅決以基本面為基礎。他相信他所謂的「便宜股」（**bargains**，編按：指的是相對於多數人搶進的熱門股，體質好但乏人問津的冷門股）。

我有幸與約翰爵士見過幾次面，也一直非常關注他（不只是因為我知道，我們共同擁有相隔近半個世紀的同一天生日）。對我來說，他帶給我的影響涉及了非工作的私人領域。在任何情況下，他也都很謙虛、樸素、沉著冷靜、輕聲細語、彬彬有禮、客氣、有紳士風度。他從過去到現在幾乎都是所有人的理想榜樣——不論你是誰。

約翰爵士簡直是一個全能、了不起的人。他捐贈給慈善基金會（很多是他自己設立的）很多錢，其中包括世界上最大的金融獎「坦伯頓宗教獎」（**Templeton Prize in Religion**，編按：成立於1972年，又被稱為宗教界的諾貝爾獎，該獎項是頒發給結合宗教信仰與科學的傑出人士）。他很節儉，寧願開破爛的二手車，也不願坐豪華轎車，且都搭乘

經濟艙。他被封為爵士（由於他無可挑剔），但卻很務實。他玩撲克牌的技巧很厲害，靠贏來的錢送自己進耶魯大學。他（跟我一樣）認為美國政府對他的、你的，以及他員工的錢來說，是個糟糕的管理者，所以他逃往巴哈馬（Bahamas）。他也培養了對投資行業持續的興趣，這在這個高薪行業中造就了成千上萬個好職業——許多聰明人都在約翰爵士的膝下了解這個行業——更別提與他一起投資而變得更富有的無數投資者了。正是他的成功，讓我開始設想成立一間大型投資公司。

他是一位非常有魅力的精神思想家。如果你能得到他那本早已絕版的精神書籍《謙遜之道》（*The Humble Approach*），我向你保證，無論你的精神觀點是什麼，它都會以某種方式影響你的精神觀點。約翰爵士真的是一位非常有深度的思想家。

但在我看來，他最偉大的貢獻之一，是那句令人欽佩的簡短忠告。如果你認為「這次不一樣」，那你極有可能大錯特錯，且幾乎肯定會讓你付出昂貴的代價。

這並不是表示歷史會完全重演，它不會恰好重演，約翰爵士想表達的不是這個意思。但經濟衰退就是經濟衰退，雖然有些經濟衰退會比其他經濟衰退更糟糕——但我們以前都已經歷過。信貸危機並不是什麼新鮮事，熊市也不是，牛市也不是。地緣政治緊張局勢的歷史與人類一樣悠久，戰爭、甚至恐怖攻擊亦是如此。自然災害更不是新鮮事！人們認為現在的自然災害更大、更嚴重、更頻繁的想法，根本不是真的。只有人類的傲慢讓我們相信，我們正生活在一個嶄新、獨一無二的時代。然而事實上，我們其實與以前每一代的人都一樣。從這個意義上來說，約翰爵士明白探究並記住歷史的巨大價值。沒有歷史的錨，你就沒有背景能理解此時此地，也沒有方法能確定什麼是對未來的合理預期。相對於市場大部分從業者的歷史感多局限於其職業生涯長度的世界上，約翰爵士可說是一位歷史學家。

約翰爵士在當時也知道，每一位優秀的投資者當下應該知道的事情

（但他們不知道，因為他們忘記了）：人類進化得不快；我們也進化得不快！在早期的美索不達米亞市場讓我們感到害怕的事情，跟在二十一世紀讓我們感到害怕的事情是一樣的。因為人類本身就是進化很慢的動物，風景會改變，但我們對事物的基本反應卻依然相同。

我們會有同樣的反應，是因為「我們根本記不清楚」。我對這個問題的看法是，在社會上，我們就像嘰嘰喳喳的黑猩猩，沒有記憶。我們在沒有任何歷史感、數據感或分析感的情況下，對任何事情喋喋不休。約翰爵士對這三件事都很敏感，他知道，我們錯誤的認為每一次的經濟衰退都比上一次更令人痛苦。我們認為我們經歷的每一次信貸危機都勝過其他所有的危機（任何認為2008年信貸危機是歷史上最嚴重的人，對十九世紀的歷史都一無所知。零！）。從行為上來說，這是給人類的進化禮物，因為這樣我們才不會在絕望中放棄。

這就是為什麼約翰爵士那句「這次沒有不一樣」的忠告，如此恆久有用。無論事情看起來多麼嚴重、多麼嚇人，我們以前幾乎都經歷過類似的事情。如果你能記住這點，找出那些時間點，並從中汲取教訓，你就更能知道如何做出反應——或不做出反應。你可以知道，它永遠不會像你那如同充滿孔洞的瑞士起司般的猴子記憶，讓你以為的那樣糟糕、那樣嚴重、或那樣持久。

經濟與資本市場的彈性，這次也沒有不一樣，尤其是在已開發國家。人們忘了這點，但約翰爵士從不遺忘。長期熊市這個荒謬的觀點，潛藏在每個角落（請見第四章）。但如果這是真的，如果資本市場沒有超乎尋常的復原力，那麼全球所有公開交易的股票價值，怎麼可能會隨時間的經過不斷增加呢（目前為54兆美元）？¹全球經濟產出目前為63兆美元！²這個數字在2000年時為31兆美元³（儘管2000年代經常被稱為「失落的十年」，但不知怎麼的，全球經濟卻成長了一倍）。1990年的全球經濟產出為19兆美元⁴，到2020年、2050年、2083年，以及3754年，這個數字依然會愈來愈大。具體是多少？我也不知道。如果約翰爵

士還活著，他也不會知道。但在過去的幾十年裡，我只不過聽他說過約40次，這個數字會更高，而且成長率會跟我們以前看到的差不多——頂多多一點點或少一點點。幾乎沒有人相信他的這句話，尤其是當他在熊市或經濟衰退之際時說這句話。然而，他始終是對的。

附註說明一下，我認為，如今人們陷入長期停滯的看法，新聞業的消亡是其中一個原因。從前，新聞業是個嚴肅的事業。要成為一名記者，你要去上學、實習、學習五個W和一個H——何人（Who）、何事（What）、何時（When）、何地（Where）、為何（Why），以及如何（How）。你將所有直接相關的資訊放在第一段，例如：有一個男人在塔爾薩（Tulsa）郊區咬了一隻狗，因為狗偷了他的肋眼牛排。接著，你詳盡說明。編輯知道他們可以「從最後面進行刪減」。第七段裡面不需要詳細說明狗的品種或特徵（三條腿、沒有尾巴的紫色獅子狗）？刪掉。第五段裡面不需要知道這是哪位男子的生日派對？刪掉。

在雜誌與報紙的刊頭欄，以前會有一串本報記者的名單。有些是新手，但更多的是具有經驗的資深老記者。他們是最優秀的，也是該行業的核心。他們見過許多事情。所以，當新手記者說：「天哪！這是有史以來最大的科技泡沫！世界末日到了！」那些資深老記者會說：「你什麼都不知道。1980年的能源泡沫一樣糟糕，甚至更糟！」他們已經有過這種經歷，而且經歷很多次了。

現在，傳統的新聞業正在消失。可以歸咎於網路、歸咎於有線電視、歸咎於任何你想責怪的東西。但這些都已經不重要！傳統媒體正在流失。拿起任何報紙或雜誌，刊頭欄幾乎已經蕩然無存。也許還剩下幾位記者，但在五年前這些人都還不是記者。它們很久以前就開除那些資深老記者，轉而僱用便宜的新記者，通常是那些為了賺點小錢而當記者的年輕人。甚至可能是免費的！線上部落格網站上有大量的免費貢獻者——刊登了人們寫的任何廢話。或者，它們可能直接刊登網路上的內容，然後找幾個必找的社論撰稿人來為內容增添趣味。

但今天大多數寫新聞的人，都還沒有過這種市場經歷。也許2007年到2009年真的是他們見過最大的事。也許，上一次的經濟衰退與熊市期間，他們還在上大學，或者（哎呀！）還在上高中。也許，在上上一次的經濟衰退與熊市期間，他們甚至還沒出生！他們沒有那些經歷。對他們來說，世界真的要毀滅了，他們無法理解我們是如何度過這段糟糕的時光（無論是什麼時候），因為他們以前從未見過這種情況發生——至少當他們成為成年人時從未見過。

我並不是說，這是百分之百的情況。現在仍然有一些實際具有歷史經歷的資深老記者，但所剩無幾。整體而言，我們甚至不記得最近發生的事情。再加上媒體還協助證實我們最荒謬的、宛如猴子記憶的恐懼，這是毫無幫助的。

沒有記憶、沒有背景的新聞業使情況更加嚴重，讓人更難停下來，深吸一口氣，然後問：「我忘了什麼？這種情況以前發生過嗎？我以前見過這種事情或類似的事情嗎？」因為，不只這些新手記者沒有經歷過，你也可能沒有經歷過。

相信「這次不一樣」（當然，當事實並非如此），不僅僅是看錯世界了，還可能會導致嚴重的投資錯誤。在我的世界裡，人們根據自己的世界觀來下賭注——用自己的錢、或經常用別人的錢下賭注。這個想法並不完美，且沒有任何想法是完美的。做好資金管理（無論是為自己還是為他人），意味著在很長一段時間內，做對比做錯來得多。這代表你依然會經常犯很多錯，但若你能更正確的看待這個世界，就會更容易做對比做錯還多。

這很重要，因為正確的看待這個世界，並記住這次沒有真的不一樣，就能避免人們在2009年與2010年犯下的巨大錯誤。此外，當下一次大恐慌、超級牛市、或人人為之瘋狂的一時投資狂熱來襲時，這樣的觀念也能成功的拯救你。

好消息是，「這次不一樣」的心態很容易能看出來。它經常偽裝

成：

- 「新常態」或「新時代」，或者有時候是「新經濟」。不要只因為人們覺得「這次不一樣」，就認為他們覺得一切都很糟糕！有時他們會過於危險的樂觀；有時則很悲觀。
- 「無就業復甦」。每一次的經濟復甦失業率都相對高（直到失業率下降），但沒人記得這點。
- 擔心「二次衰退」——這一直被談到，但卻很少見到。

還有其他反覆出現的情況，但這些是你最可能遇到的情況。所以，我們來檢查一下這些情況吧。

第一種偽裝：新常態

從2009年初開始，「新常態」（與「這次不一樣」的意思相同，但說法不同）一詞開始在媒體上流行。新常態具體的概念，是指在最近的衰退中新出現或新設想的無法克服的糟糕問題，像是產生低於平均水準的經濟成長、市場報酬率差、甚至可能出現二次衰退的新時代。

新常態的基礎是一連串的弊病——有些是真實的，有些則被大幅誇大了：尚未恢復的房地產崩盤、過多的美國聯邦債務、過多的消費者債務。許多人認為，貪婪的銀行家將我們的金融體系推到超出崩潰邊緣，而它已經不可挽回的崩潰了。經濟因為銀行不願意放款而無法復甦，而財源枯竭的消費者無法消費！

（現在，理性的人可能會停下來想一想，你不能既擔心銀行不放

款，同時又擔心每個人負債過多，這並不合乎邏輯。如果你擔心人們負債過多，那麼銀行不放款是件好事！你不能抱怨消費者都肆意、不負責任的花光所有錢，同時又抱怨他們錢花得不夠多。但沒關係，這是幾乎每一次的經濟衰退與熊市，都會伴隨的非理性精神病的現象。）

從政者們也會跟風，聲稱新常態證實了他們想做的任何事情——增稅、減稅、醫療制度社會化等。專家與記者們都在討論新常態，就像他們以前從未聽說過一樣，感到很新奇！不過新常態並不是什麼新鮮事。在每一個週期中我們都能找到這樣的概念。以下是一些來自媒體的歷史範例（以及我的評論）：

- 2009年9月：「適合用於新常態中的字當然是『新』。」⁵
→ 費雪評論：這句話是出自最新一輪的新常態化。
- 2003年12月13日：「工業正開始進入一個新常態，成長會更溫和，但能長期保持。」⁶
- 2003年4月30日：《F@stCompany》的標題寫著：〈歡迎來到新常態〉——並稱其為「有點尷尬又有點奇怪的狀況」，使得企業的獲利能力更具挑戰性⁷。
→ 費雪評論：當這篇文章發表時，經濟衰退已經在一年半之前結束了，而且在一個月之前，還從最近的熊市展開了新一輪大規模的上漲牛市。
- 1987年11月2日：《時代》（*Time*）雜誌封面上寫著：「在華爾街瘋狂的一週之後，世界變得不一樣了。」⁸
→ 費雪評論：不是新常態，而是「這次不一樣」的變體（不，沒有不一樣。全球從**1987年10月**的崩盤與隨後的熊市中復甦，強勁的結束這十年）。

- 1978年1月7日：「『新常態』就在眼前。」⁹
→ 費雪評論：同樣的新常態，不同的國家——這是加拿大的報紙上寫的。
- 1959年6月15日：「我們可以預期，國家會重返1930年代蕭條時期的新常態。」¹⁰
→ 費雪評論：你可能預期它會發生，但它並沒有發生。**1959**年的**GDP**年成長為**7.2%**，**1960**年為**2.5%**，**1961**年為**2.1%**，**1963**年為**4.4%**。¹¹這是正常、良好的經濟成長。雖然有點不穩定，但是，是正常的常態，不是新的常態。
- 1939年10月20日：「目前的情況必須被視為『常態』——也就是一種『新常態』。」¹²
→ 費雪評論：當然，如果新常態意味著**GDP**年化成長率就像**1939**年、**1940**年、**1941**年、**1942**年，以及**1943**年那樣，分別為**8.1%**、**8.8%**、**17.1%**、**18.5%**，以及**16.4%**。¹³

這並不是想表達，在新常態一詞被廣泛使用後的每一段期間，都會有良好的（有時是大幅的）**GDP**成長。只是，這句話往往會在衰退結束前後與之後幾年的復甦中出現——那是人們最悲觀、但實際上是未來最光明的時候。無論如何，它從來不是一個非常新穎的概念，也不是非常有先見之明的概念。

從事實識破**1-1**：股市先於經濟成長的舊常態

最新一輪的新常態似乎根本沒有太大的不同。最新一輪週期在2009

年5月進入高速發展階段，當時彭博（Bloomberg）、路透社（Reuters）、市場觀察（MarketWatch），以及《商業周刊》（BusinessWeek）都刊登出新常態的頭條新聞或報導，或者兩者都有。¹⁴從那時起，新常態一詞就爆發了。在Google新聞中，查看2009年與2010年任何月份當中新常態一詞的搜索結果——你會得到成千上萬的數據。

假設在2009年與2010年，當媒體幾乎一致的對經濟糟糕的新時代感到絕望時，你會認為股市不會上漲嗎？首先，你對經濟狀況糟糕的看法是錯誤的。美國國家經濟研究局（National Bureau of Economic Research，後文皆以NBER簡稱）將衰退結束的日期標示為2009年6月——但一直到2010年9月才公告，這很正常。NBER總是延遲很久才標示經濟衰退開始與結束的時間。

即使沒有NBER的官方聲明，GDP成長也預示著衰退可能已經結束。2009年第二季，美國GDP接近持平——這是第一個訊號。接著，2009年第三季的GDP成長為1.7%，隨後2009年第四季與2010年第一季分別成長3.8與3.9%（均為年化數字）。¹⁵GDP為正值並不是NBER考慮標示經濟衰退結束日期的唯一因素，但它是重要的一個因素。換句話說，我找不到經濟連續兩個季度都為正成長，還被NBER稱為經濟衰退的情況。

如果你根據對新常態的恐懼而採取行動，後果會更嚴重：股市在2009年3月觸底，比經濟衰退還早。接著，股市開始大漲。三個月後，全球股市從底部上漲了44.1%，美國股市上漲了40.2%。¹⁶十二個月後，全球股市上漲了74.3%，美國股市上漲了72.3%。¹⁷這是自1932年以來，觸底後3個月和觸底後12個月的最大反彈幅度。到了2010年年底，全球股市從市場底部上漲了93.3%，美國股市則上漲了93.1%。¹⁸

如果你認為這次不一樣，是一個永遠停滯的時代，而不是每次熊市之後都會出現的正常常態，那麼你就會錯過那次的市場飆漲。對於那些

依然保持投資並做好分散風險的投資者來說，這波上漲可能很快就能抹去先前熊市的大部分損失，其速度之快速遠超出當時大多數人的預期。

這其實不罕見。這很正常——正常的常態——它幾乎一直發生。股市通常在經濟衰退正式開始前就會下跌，反映出未來的低迷時期。然後，在大多數人只設想最壞的可能結果時，市場會知道（我們忘記了，但市場沒有）事情沒有那麼美好，但也不是世界末日。由於現實與感知之間的脫節，股市在經濟觸底之前就先觸底了，並在之後開始突然大幅走高。

表1.1說明了這個現象。熊市與經濟衰退並不會每一次都重疊，但它們常常會重疊。股票在經濟好壞的趨勢中是領先指標。股市會在經濟陷入衰退之前就進入熊市，在經濟復甦之前就開始大幅反彈。至於那些以傳統方式跟衰退重疊的常見熊市，股票幾乎總是會先上漲——而且上漲幅度很大。這都是正常的常態。

表1.1 經濟衰退結束與股市報酬率

熊市 開始日期	牛市 開始日期	經濟衰退 結束日期	從牛市開始到 衰退結束的報酬率	牛市總報酬率
1929/09/07	1932/06/01	1933/03/31	32.57%	323.71%
1946/05/29	1949/06/13	1949/10/31	18.36%	267.10%
1956/08/02	1957/10/22	1958/04/30	11.44%	86.35%
1968/11/29	1970/05/26	1970/11/30	25.85%	73.53%
1973/01/11	1974/10/03	1975/03/31	33.85%	125.63%
1980/11/28	1982/08/12	1982/11/30	35.27%	228.81%
1990/07/16	1990/10/11	1991/03/31	27.00%	416.98%
2007/10/09	2009/03/09	2009/06/30	35.89%	???
平均報酬率			27.5%	
報酬率中位數			29.8%	

資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500（S&P 500）價格指數，湯森路透（Thomson Reuters），美國國家經濟研究局。

這個表當中沒有2001年到2003年的熊市。2001年的衰退很短暫且很

輕微，而熊市持續得比它更久。1987年的熊市沒有伴隨著經濟衰退，1966年跟1961年到1962年的熊市也沒有（經濟衰退早在1961年2月就結束了，隨後的熊市與此無關）。1937年到1942年的大熊市，也比經濟大蕭條（Great Depression）時期（從1937年5月到1938年6月）相對較小的第二次衰退持續得更久。

但是，當熊市與經濟衰退同時發生時，歷史的結果便很清晰易懂——你會希望能在衰退結束之前進行投資。從牛市開始到衰退正式結束之日算起，股票的平均報酬率為27.5%——因為股市在經濟被認為進入成長之前，就已經開始反映即將到來的復甦了。

即使在新一輪牛市開始很久之後，然後新一輪的復甦也開始，並進入擴張階段，人們仍會不斷的說：「這次不一樣」——他們堅定的相信，已經正在進行的復甦永遠不會出現。那些只是正常的常態。

從事實識破**1-2**：不停更新的新常態定義

另一個正常的常態是：當事情變得很明顯沒有那麼糟糕時，那些預示著新常態開始的人不會揮揮白旗說：「哎呀，我們錯了。」相反的，定義可以變形！這一點在2009年到2011年被充分展現。首先，這是企業利潤低的新常態。但企業利潤低的情況並沒有持續很久——從歷史上看，企業利潤成長非常高（多虧了利潤在經濟衰退時大幅下降，因此變得很容易進行比較）。其次，這是高利潤或強勁的經濟增長、但伴隨著高失業率的新常態（例如：「歐巴馬（Obama）擔心就業沒有成長下的高利潤『新常態』」¹⁹、「更高的失業率可能成為新常態」²⁰、或「強勁的成長可能伴隨著高失業率」²¹）。接著又說是消費者支出下降的新常態（例如：「通貨膨脹導致美國人停止消費嗎？」²²）。這樣的變形成為常態。

（再補充說明：另一個錯誤記憶的例子是，人們認為如果消費者支

出沒有強勁反彈，經濟就無法復甦。人們忘記了，美國的消費者支出在經濟衰退中從未大幅下降，因此也不需要大幅反彈——而且很少發生這種情況。消費者支出的彈性驚人，因為其中最主要的部分是日常必需品——即使在困難時期，我們也不會停止購買牙膏和心臟病藥物。我在我2010年出版的《肯恩費雪教你破除50個投資迷思》[*Debunkery*]一書中已說明過這點。)

這就是我所說的「懷疑的悲觀主義」。2009年一整年，良好的基本面開始出現。基本面沒有好得那麼嚇人，只是變得比較好——比預期的好更多。企業利潤大大的超出預期——這是好事！但人們會說：「是啊，但那是因為利潤跌太多了。」有道理！GDP也優於預期，人們會說：「是啊，但它會再次跌落谷底。」每個人都說：「是啊，但是……。」他們拒絕去看任何正面的東西。如果他們真的看到了，那是錯的，或者很快就會變糟糕。在每一次的經濟衰退與熊市之後，我都能看到這樣的事情，你也能看到。如果你開始一窩蜂跟著這樣看待事情，就像2009年那樣，那麼熊市底部很可能就在眼前，或者你剛好錯過它。不管怎樣，糟糕的日子不會永遠持續下去（永遠不會）。正如約翰爵士與巴菲特所知道的那樣，當世界變得極為悲觀時，這可能是貪婪的大好時機。

從事實識破**1-3**：人們長久以來預期過於悲觀

我知道2009年與2010年的悲觀情緒是錯誤的——不只是因為股市反彈得如此強勁（儘管股市是最好的領先經濟指標），而是因為我以前都見過。到了2010年11月——自全球股市觸底後已經過了一年半，全球經濟恢復成長也已經一年多，但是，新聞頭條仍在警告毀滅即將來臨。那個月，我在我每月的《富比士》專欄裡寫了以下內容（〈別被騙人的把戲分散注意力〉，2010年11月4日）：

現在，支持大多數熊市論者的看法其實來自於牛市的事實——即過多的債務到頭來會讓我們自食其果。自去年秋季以來，沮喪與毀滅的市場預測背後的邏輯，已一個接一個的被證明是不實之詞。過多的債務是熊市論者仍然抱持的主要論點。

這也是牛市還有很長一段路可走的原因之一——熊市論者把他們的理由建立在錯誤的論點上。債務末日論者的風格各不相同。一種是銀行業危機的風格，另一種是房地產內部崩潰的風格——通常會聯繫在一起，例如「房地產價格下跌將導致銀行破產，進而引發混亂」。另外，還有一些人指出「財源枯竭的消費者」不能或不願借錢，進而導致復甦乏力或無法帶來復甦，或者最終導致假專家的最愛——二次衰退。²³

不過，我不是在2010年11月寫下這些內容的。我是從我1991年8月5日的《富比士》專欄〈愚蠢的熊市論者〉中，直接抄下這段話。但這段話讀起來，就像是我在11月的那個早晨寫下的，事實上這已是20年後了！

人們依然在為同樣的事情發愁——債務、信貸危機、房地產疲軟、不良銀行，財源枯竭的消費者——他們在1991年也煩惱過！全部再來一次！就像嘰嘰喳喳的黑猩猩，既沒有記憶，也沒有歷史感！1991年在我第一次寫下這些話之後，哪些事情沒有發生？

- 毀滅性災難（儘管這是人們普遍預期的）。
- 美國內爆。
- 世界末日。
- 標準普爾500指數下跌至零點。

那麼，發生了什麼事？

- 全球經濟幾乎連續活躍了十年。
- 歷史性的大牛市。
- 以上兩者主要由美國所帶領。

我在1991年寫下這些話，因為我自己自1974年開始，就在不同程度上從事這個行業，在那之前的幾十年裡，我見證我父親在這個行業的工作，我目睹了同樣的事情一再的發生。身為市場與經濟史的愛好者與學者，我知道這裡並沒有什麼新現象：當全世界都認為未來的事情只會是暗淡無光的時候，這並不會成為事實。事實上，這可能（但不一定）意味著相反的情況（很快或已經）會成真。

所以，我不一定知道1990年代在歷史上會是極好的年代。但我確實知道，所有人擔心的事情不太可能發生，而且幾乎可以肯定，市場已經反映出所有人的擔心。畢竟，這就是市場應該做的——將所有眾所周知和被討論的恐懼與希望都反映在價格上，因此，只有意想不到的事情才有力量在未來推動市場大幅變動。

2009年與2010年的人們，忘記了我們以前曾經歷過經濟衰退、信貸危機，以及巨額債務時期。雖然已經經歷過很多次！從古至今，經濟衰退很常來臨，令人們感到很糟。他們認為世界永遠不會變好了。然而，世界確實變好了，而且成長超過先前的高點，並繼續往上成長。然後，在未來的某個時候，經濟會再次衰退。這樣的情況會重複、重複、再重複。擴張週期往往比人們預期的還要長，而且總是在不規律的時間間隔達到新的產出高點。

2011年，沒有獲得任何媒體關注的一個簡單事實是，全球GDP在年中創下歷史新高。在我寫下這個事實時，幾乎沒有人知道或相信這件事。兩年後，GDP達到歷史新高是個正常的常態故事——但媒體沒有報導，也不會報導。那是常態。

那些相信「這次」真的不一樣的人，肯定對人類有悲觀的看法，但我並不這麼認為。這次不一樣（從全球範圍來看），代表人類不再受到利潤所激勵。利潤動機（**profit motive**，編按：指的是經濟主體或企業傾向於追求符合自己最大利益的驅動力）是既美好又使人愉快的事。它帶來絕妙的東西，像是救命的藥物與醫療設備、愈來愈小卻愈來愈強大的電腦、每個人必須擁有的智慧型手機和平板電腦等科技玩具，它也帶來更好的房子、更安全的汽車，甚至是平凡的東西，像是更好但更便宜的運動鞋。利潤動機是推動金融創新的動力，讓更多人買房、貸款上大學、買車等。我不認為這一切會停止——人類的聰明才智幾乎是無限的。約翰爵士幾十年來幾乎一直在談論這個問題。當我們遇到障礙（成長放緩、監管、疾病、愚蠢的立法）時，最終我們會以一條創新之路繞過它。但那些認為這次不一樣的人顯然認為利潤動機已經到了停止的時候了，並預期會有一個暗淡無光的未來。

儘管長期以來不斷有頭條新聞說：「『這次不一樣』，我們進入了一個新常態。」

但我們得到的只是恢復成長的普通舊常態——這個成長是多變的，且通常比任何人預測的還要強勁。

如果人們不再遺忘，他們就不會如此驚訝。如果他們記得，他們可能會少犯一些代價昂貴的錯誤，比如在歷史性的市場飆漲期間在場邊旁觀。

有些人讀了這些內容可能會產生誤解，認為我是一個不相信衰退會很糟糕、或熊市會發生的天生樂天派。這是錯誤的結論。衰退或熊市肯定會發生！但這些情況是常態，不是新常態。它們只是生活的一部分，並且會帶來傷害。但出於某種原因，人們不相信經濟擴張與牛市也會發生。它們會在經濟衰退之後發生，是正常起落的一部分。擴張期幾乎總是比衰退期更長、更強勁。如果你一生只看到糟糕的時刻，因為恐懼而

畏縮不前，那麼你很可能在經濟持續運轉、資本市場創新高並持續往上時，錯過更頻繁、更持久、更強勁的時刻。

我不知道下一次的經濟衰退何時會到來。我無法很肯定的預測。但我幾乎可以保證，在它來臨之後——當股市可能已經觸底並強勁反彈，以及經濟衰退幾乎結束（或者已經結束了，但人們還不知道、沒看到、沒感覺、或不相信）時——你將再次聽到一些新常態概念的變體。而且這種情況可能會持續一年到三年，甚至遠遠超過官方承認衰退結束的時間。這就是它運作的方式——幾乎總是如此。

事實證明**1-4**：經濟具有週期性

人們往往會忘記，每一次經濟衰退之後都伴隨著擴張。但人們就像是嘰嘰喳喳的黑猩猩，沒有記憶，或對好的一面沒有歷史感。還記得「新經濟」這個名詞嗎？這個流行語在1998年末與1999年、2000年一整年、甚至直到2001年都很流行，並且永遠的被記錄在2000年1月的《商業周刊》封面故事上：〈新經濟：它在美國發生了。它會走向全球嗎？〉。²⁴

對於那些不記得的人來說，新經濟是新常態的對立面——但驅動它的是人類同樣無法記住的近期歷史。新經濟的概念是，科技行業市值的超高速成長是可永遠持續的——在其他行業也是可能的。利潤無關緊要——這是好事，因為許多高速發展的科技公司根本沒有利潤。新經濟的擁護者認為利潤最終會到來。或者也許不會來！如果你有源源不斷的投資者願意向你投錢，誰還需要利潤呢？

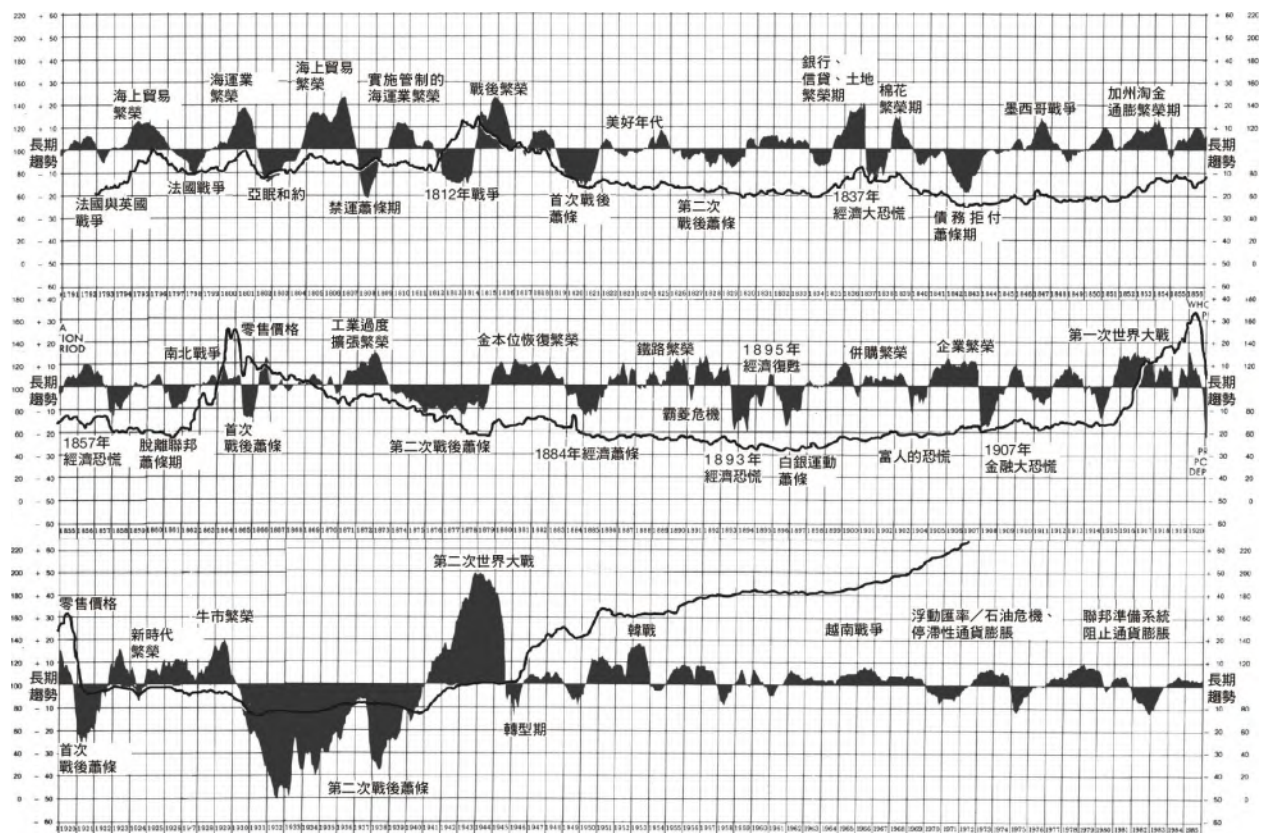
事實證明，我們最終都還是需要利潤。新經濟幾乎完全是1970年代末期能源繁榮發展的重演。但人們也忘了那段歷史（2000年3月6日，我在《富比士》專欄一篇標題為〈重溫1980年〉的文章中寫下，2000年的科技泡沫與1980年的能源泡沫，有著怪異而令人害怕的相似之處。當時

我懷疑我們正處於或接近高點，不過我的市場擇時能力〔就在全球科技股真的到達高點的幾天前〕純屬偶然）。

無論是正面或負面，如果全世界都在虛張聲勢的談論著新經濟或新常態，那麼這可能代表整個社會存在著傳染力很強的健忘症——這是正常的常態。

圖1.1是一張很好的圖，偶爾可以回顧一下。它很舊，但它呈現了回溯至1970年的商業活動週期。你能從中了解到的主要資訊是：收縮有時候會較大或較小，而擴張則會有很大的變動。但經濟是具有週期性的——無論在美國還是其他地方。經濟從來不會永遠走下坡。我也不相信未來會發生。

圖1.1 1790年到1986年的美國商業活動



資料來源：Ameritrust Corporation，1986年1月。

第二種偽裝：無就業復甦

即使在每個理性的人都承認經濟衰退已經結束之後，你還是會看到頭條新聞和新聞報導說：「這可能不是經濟衰退，但感覺確實像衰退！」但經濟衰退是什麼感覺呢？經濟衰退事實上並不是一種「感覺」，根據NBER表示：

經濟衰退是經濟活動在整個經濟中的顯著下降，持續幾個月以上，通常可以在實質GDP、實質收入、就業、工業生產，以及批發和零售銷售中看到。

這段話沒有提到任何與感覺有關的內容。當然，當經濟活動放緩時，可能會讓你覺得相當糟糕。但是，當經濟活動明顯好轉時，為什麼人們依然覺得是衰退呢？

我猜，很大一部分原因是失業。失業率在每一次衰退中都會上升，而且在衰退結束後還會繼續上升。這是事實。失業是很令人焦慮不安的。對未來的不確定性讓人感到更糟。所以，當更多的人失業時，會有更多人同時感到很糟。更重要的是，當失業率上升時，會有更多人擔心他們也許很快也會失業，因此他們也覺得很糟。

有趣的是，在確定經濟衰退的日期時，NBER引用了就業率而不是失業率，這在統計學上是兩種截然不同的東西——跟許多人普遍認為的大相逕庭。失業率一直是一個落後很久的指標，而且由於官方統計資料的計算方式很奇怪，因此它跟就業率沒有直接關聯。就業統計數字旨在衡量有多少人工作，因此就業率是有工作的人數相對於總勞動力。但是，官方的失業統計數字沒有衡量沒工作的人數。政府計算失業數據的方法，是計算某一個時間點找工作的人的數量。

在經濟復甦初期，有些人找到了工作，其他人也看到這個情況，變得更樂觀並開始尋找工作——這也助長了經濟擴張期間會保持很久的高

失業率。這就是為什麼在職員工人數會增加，失業率也會上升——每一次經濟擴張都是這樣（尤其媒體似乎從來不記得這一點）。

但在經濟成長非常強勁的時期，人們也可能真的失業。對那些人來說，這依然讓他們覺得很糟。所以，感覺不一定是最好的經濟指標。

不過，「這不是經濟衰退，但感覺確實像衰退」的觀點，通常會以「無就業復甦」的字眼出現在媒體上。事實是，每一次復甦的就業成長都相對較低，有時多一些，有時少一些……有時甚至沒有成長。這不是什麼新鮮事——但投資者、專家、從政者，以及所有人都經常忘記。如果你經歷過不只一次的經濟衰退，那你一定聽過這個說法（但也許你已經忘了）。當你聽到第三次「無就業復甦」時，你應該開始記住：

「哦，是啊！他們老是這麼說。而且不管說的人是誰，他們通常是錯的。」

Google有一個有趣的工具，可以讓你得到搜尋關鍵字的時間表。你可以看到某些名詞的流行程度與使用情況。當然，有時某些名詞會出現，且完全是在胡說八道。但是像「無就業復甦」這樣的名詞，是相當有針對性的搜尋。只要你願意去搜尋看看，你就會發現，在每一次經濟衰退結束時，它的人氣就會飆升。

例如，在2009年6月結束的經濟衰退之後：

- 2010年2月5日：標題為〈分析師表示：這就是我們所說的無就業復甦。〉²⁵
- 2010年6月10日：「勞動力市場強勁復甦的希望正在消退。我們可能會處於另一次的無就業復甦。」²⁶
→ 費雪評論：寫這篇文章的記者可能還沒有意識到，從來就沒有過真正的無就業復甦，所以要處於「另一次」的無就業復甦

是相當困難的。

而在2001年的經濟衰退之後：

- 2002年7月6日：標題為〈高失業率反映緩慢的復甦〉這篇文章還說：「政府昨天公布，上個月的失業率微幅上升到5.9%，經濟似乎已經陷入無就業復甦，類似1990年代初期的緩慢成長……從某種意義上說，衰退已經結束，但復甦尚未開始。」²⁷
→ 費雪評論：這是雙重錯誤，因為大多數讀到這篇文章的人應當都會知道，**1990**年代整體而言是極好的十年！
- 2002年11月2日：「有些聯邦準備銀行的行長擔心，企業擴張的速度沒有期望中的那麼快——基本上，美國陷入了無就業復甦」。²⁸
- 2003年10月：「我們從我們的成員那裡感覺到，『新常態』很可能是經濟成長但就業只會有微幅成長。」²⁹
→ 費雪評論：同時提到新常態與無就業復甦。

但是，我們並沒有處於無就業復甦。失業率最終還是下降了，只不過一如既往的落後了。人們只是忘記了——甚至連聯邦準備銀行的行長也忘記了。

在1991年的經濟衰退結束之後：

- 1993年1月19日：「如果你把這兩個月加在一起，它證實了我們已經知道的事情，這是一場無就業復甦。」³⁰
→ 費雪評論：當然，**1990**年代並非就業沒有成長。
- 1993年5月8日：「勞工部長羅伯．萊克（Robert Reich）週五表示，4月份的就業數據是『明顯的證據』，證明經濟仍處於『無就業復甦』。」³¹

勞工部長們特別容易忘記。形形色色的從政者們幾乎都是最糟的罪魁禍首。我認為他們是故意忘記的。

然後，有時會發生這種情況：工作回來了，但不是合適的工作。

- 1993年9月7日：標題為〈更多的工作，但不是好的工作〉這篇文章說：「起初，我們迎來無就業復甦。現在，我們迎來『不快樂的復甦』。這是經濟政策研究所（Economic Policy Institute）發布的一份新報告的名稱，這份報告認為，幾乎沒什麼理由慶祝1990年代創造的各種工作機會。」³²

這產生了一些後續的問題：經濟政策研究所是誰，又憑什麼決定哪些是合適的工作？它們認為你的工作是合適的工作嗎？你在乎嗎？你認為它們會因為對1990年代早期（全球經濟擴張之歷史性時期的開始）所創造的就業機會表示異議，而受到其他智庫的嘲笑嗎？我猜，它們也忘

記它們說過這件事。智庫也忘了吧！通常，智庫都思考得太少、失敗得太多。

不過，工作在1990年代回來了。別忘了，在整個1990年代，失業率在2000年9月下降至3.9%的低點³³——這十年對股市與經濟來說都是極好的十年（再次回想一下，就業與失業並沒有直接關聯，但有時它們似乎有直接關聯，而且通常在經濟擴張的後期——在下一次衰退前不久）。

我們繼續往回看。在1980年代初期的兩次衰退之後：

- 1983年6月4日：「眾議院議員稱當前的復甦是疲弱的：『你幾乎可以稱之為無就業復甦。』」當中的眾議院議員是指當時的田納西州眾議院議員吉姆·庫珀（Jim Cooper）。³⁴
→ 費雪評論：正如我所說的，從政者們的記憶特別糟糕。

你可以找到無數個例子。《紐約時報》引用了1938年的一句話：「觀察家們懷疑我們是否正在經歷一場『無就業復甦』。」³⁵

根據我們所能找到的經濟週期與失業率的數據來看，在每一次的衰退中，失業率的改善都落後於經濟復甦。再說一遍，這是正常且健康的現象，不是奇怪和令人擔憂的。如果記者們記得上一次（以及上上一次、上上上一次）這一切是如何發生的，那他們大概就不會寫這麼多令人恐慌的頭條新聞，而投資者也不會如此驚慌。

從事實識破：企業僱用員工的時機較落後

現在，先把失業拋在腦後，想一想就業，這更重要，這是NBER在

決定我們何時處於衰退、何時不是處於衰退時會考慮的東西。假裝你是一位執行長。你們產品的銷售正在放緩。也許，此時衰退即將到來，或者已經來臨了——你可能還不能確定，這是理所當然的，因為官方標示的經濟衰退日期是落後的。

銷售急遽下降，但你不想裁員，當然，沒人想裁員。於是，你沉潛以待，你削減成本，不再搭飛機出差，每個人都必須進行電話會議。你找到了讓你的產品更便宜的方法。銷售仍持續下降。你竭盡所能節省成本，但是過了一季或兩季之後，你知道你必須裁員了。如果你不這麼做，你的整間公司可能會崩潰。為了保住你的公司、保住你的客戶，以及一些員工，你需要裁員。

情況持續惡化一段時間，但你擁有基本的員工，他們不斷創新方法以提高生產力。你只能勉強度日。然後，有一天，銷售額趨於穩定。也許你已經度過最糟糕的階段，又或者還沒。也許，你擔心每個人都在談論的二次衰退（但這很少發生，我們將在稍後討論）。那麼此時，你會開始僱用新員工嗎？

不。那太瘋狂了。你的董事會會炒了你。你的員工已經學會在更少人的情況下將就——你不需要僱用新人，所以你不會去僱用。接著，銷售額開始成長。你對未來抱持謹慎樂觀的態度，但你仍然沒有僱用新員工。因為生產力提高，你的員工可以應付銷售的攀升。你的盈餘也會增加，因為那些在低成本的情況下增加的銷售，能大幅提高利潤。但你依然沒有僱用新員工，因為利潤在之前的緊縮中下降很多，你想先重新填滿你的金庫。

銷售真的開始進步了，你的團隊也開始有些支應不暇。但你還是不確定，經濟衰退真的結束了嗎？最後，在幾季過後，你確信情況確實好轉了。你發現經濟衰退在三個季度前就結束了，不過你基本上是根據你的銷售情況來得知這點的。你的銷售經理走過來對你說：「聽著，我們現在白白錯過賺錢的機會了。我們沒有足夠的員工來完成所有訂單，而

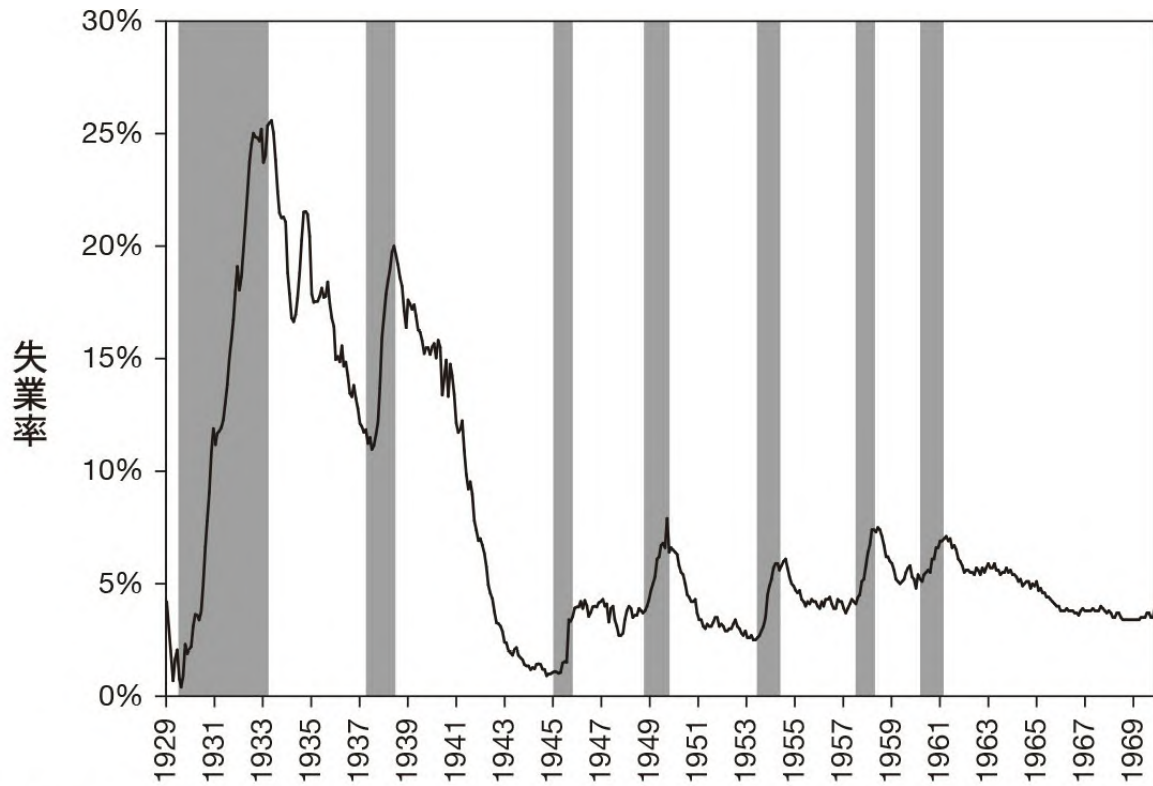
且我們的銷售人員也無法達成所有的銷售拜訪。」很好！現在，你開始僱用新員工。

但即便如此，這也不是一夜之間就能實現的！也許你從臨時工或合約工開始，因為即使情況看起來很好，但也可能很快又變糟糕——合約工更容易僱用，也更便宜。如果情況再次惡化，你可以更容易的讓他們離開——你依然保持理性謹慎。也許你會等幾個季度之後，才開始僱用長期的固定員工，因為這些員工更難僱用，成本也更高。此外，招聘、面試、僱用，以及培訓新員工也需要花時間。

這幾乎是大部分執行長僱用新員工的方式。他們不會想：「天哪。我的銷售額下降了。經濟很糟糕。但我會盡我的公民義務，去僱用一群人，因為總統希望我這麼做，這樣他才能看起來很好，即使這麼做會讓我破產。」只有從政者們認為企業應該這樣運作，因為他們大多數人從未有過真正的工作。不是的，這不是現實世界的運作方式。

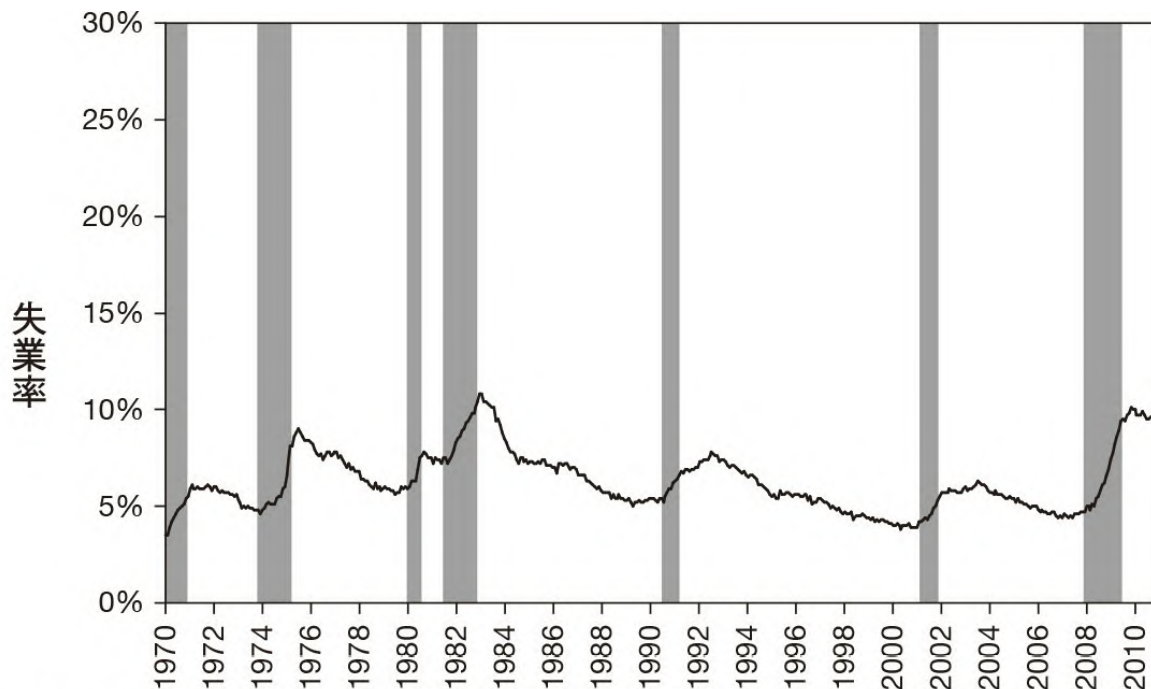
這就是圖1.2與圖1.3所呈現的——自1928年12月（我們最早可取得的每月數據）以來的經濟衰退（陰影長條狀區域）與失業率（線）。我經常使用這個圖，通常我會把所有數據放在一個圖中。但是，為了呈現出落後的時間長度，因此在這裡，我把它分成兩張圖。

圖1.2 1929年到1970年的失業率與經濟衰退



資料來源：美國勞工統計局（US Bureau of Labor Statistics）、美國國家經濟研究局，資料期間為1928年12月31日到1969年12月31日。

圖1.3 1970年到2010年的失業率與經濟衰退



資料來源：美國勞工統計局、美國國家經濟研究局，資料期間為1969年12月31日到2010年12月31日。

請注意，失業率在經濟衰退之前或之後的一小段時間內，就開始上升了。但縱觀歷史，毫無例外的，每當經濟衰退結束，失業率卻仍持續上升。有時候會持續好幾個月；有時候會超過一年或更長的時間！但在經濟衰退結束之後，失業率才會到達高點，而且可能保持高失業率很長一段時間。而在之後它會下降——有時比較快，有時比較慢，但它終會下降。

在經濟衰退期間與之後，人們也經常抱怨官方的失業率是假數字，實際上人們並未充分就業或擁有不合適的工作。但情況也一直是如此！即使是在經濟最好的時候，人們也未充分就業，由政府提供的官方失業率數字始終是靠不住的。你可以接受現實，或者去抗議。但對結果來說都是一樣的，因為事實正是如此。

可以肯定的是，當我們下一次經歷經濟衰退時，失業率在衰退結束後依然會上升一段時間。除此之外，頭條新聞將會抱怨這是無就業復甦。等著瞧吧。

這是一個值得記住的重要教訓，因為人們往往會錯誤的認為（正如你現在所知道的那樣）經濟在高失業率的情況下不會成長。這種想法看似合乎邏輯，但基於先前提到的所有理由，這種想法從來都不是正確的。此外，人們也總認為，在經濟開始復甦之前股市不會上漲。這個想法雖然似乎也是合乎邏輯，但從來都不是正確的。這是完全相反且錯誤的（正如本章前面所說），而且代價高昂。如果你只是一味等待，直到確認失業狀況一切都好，那你就會錯過機會。在資本市場上，確認的代價通常很高。尤其是在現在這個時代！

表1.2呈現的是，如果你在歷史失業率到達高點時（也就是正好在失業率開始下降之前）買進美國股票，未來12個月所獲得的報酬率（請注意，要做到這點，你必須知道它是高點——而你只能在回顧的時候才能知道。我不知道有誰曾經成功並多次的大聲說出高點。我也不知道你為什麼想這麼做）。這張表也顯示，如果你在高點前6個月買進股票，未來12個月的表現是如何，也就是在當每個人都稱其為無就業復甦以及仍然「感覺」像衰退時。絕大多數情況下，如果你在失業率到達高點之前買進股票，報酬率會更好，且差距會很大。從歷史失業率高點來算，未來12個月的平均報酬率為14.8%，相比之下，如果你在失業率高點前6個月買進股票，報酬率則高達31.2%——報酬率高達兩倍。

表1.2 失業率與標準普爾**500**指數的報酬——股市領先，就業落後

失業率高點	標準普爾500 未來12個月的報酬率	失業率高點 前6個月	標準普爾500 未來12個月的報酬率
1933/05/31	3.0%	1932/11/30	57.7%
1938/06/30	-1.7%	1937/12/31	33.2%
1947/02/28	-4.3%	1946/08/30	-3.4%
1949/10/31	30.5%	1949/04/30	31.3%
1954/09/30	40.9%	1954/03/31	42.3%
1958/07/31	32.4%	1958/01/31	37.9%
1961/05/31	-7.7%	1960/11/30	32.3%
1971/08/31	15.5%	1971/02/26	13.6%
1975/05/30	14.4%	1974/11/29	36.2%
1980/07/31	13.0%	1980/01/31	19.5%
1982/12/31	22.6%	1982/06/30	61.2%
1992/06/30	13.6%	1991/12/31	7.6%
2003/06/30	19.1%	2002/12/31	28.7%
2009/10/31	16.5%	2009/04/30	38.8%
平均值	14.8%		31.2%

資料來源：美國勞工統計局、Global Financial Data, Inc，標準普爾500總報酬指數，截至2011年5月1日。

如果你了解這段歷史，你就會知道，如果失業率在經濟復甦初期未能下降，你不必恐慌。你會知道，等到失業率下降時再投資，代價可能會非常高。但事實上，絕大多數投資者都不知道這點——因為他們已經忘記他們之前經歷過很多次的事情。但如果你了解，你也會知道失業率上升不會阻止經濟復甦，也不會打擊股市。因為從未有過這樣的先例。然而，專家與從政者會說這是真的，因為他們不記得這從來都沒有發生過。

第三種偽裝：二次衰退

很少有什麼事情，能像對二次衰退這種近乎神話般的東西感到恐懼，導致人們突然的、短視的記憶喪失。2010年一整年，頭條新聞都是

如此重複談及二次衰退——我就不必再重複了。2011年，它們再次出現。2010年年中，全球股市開始大幅修正，一部分是擔心歐元區

（**Eurozone countries**，編按：指在歐盟中使用歐元的國家）國家的債務會蔓延開來，一部分則是擔心美國（以及全球）會出現二次衰退。

當然，實際上並沒有發生二次衰退。即使在歐洲，整體受到葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘及西班牙竭盡全力拖垮整個歐盟的情況下，也沒有出現二次衰退。儘管出現了兩次大幅度修正，但在2010年結束時，美國與全球股市分別上漲了15.1%與11.8%，且美國與全球經濟每一季都實現了正成長。³⁶2010年，基於對二次衰退的擔憂而大舉撤離股市的投資者都犯了錯，而且是無論絕對或相對而言，都是代價很高的錯誤。因此，藉由研究一點歷史來對抗短期記憶，是可以預防這種情況的發生。

就像新常態一樣，人們很容易忘記對二次衰退的恐懼並不是什麼新鮮事。這種恐懼會在經濟衰退後定期出現。在2001年的短暫、輕微的衰退之後，美國經濟一直持續成長，直到2007年12月，也就是說，沒有二次衰退。但是，你依然會看到如下列的標題：

- 2002年7月13日：「股市暴跌引起了人們對『二次』衰退的恐懼。」³⁷
- 2002年8月1日：「乏力的表現激起了人們對二次衰退的擔憂。」³⁸
- 2002年8月2日：「市場被二次衰退的可能性嚇壞了。」³⁹

2001年12月，《紐約時報》有一則標題進行了警告，〈衰退，接著

是繁榮？也許這次不是〉這篇報導提到：「但是，復甦的規則如今可能有所不同——不是因為911事件，而是因為經濟發生根本性的變化。」⁴⁰（我用粗體呈現出「這次不一樣」的情緒）。

但是，根本性的變化是什麼？根據這篇文章，在最近幾十年裡，經濟擴張的時間變得更長，而經濟衰退的頻率與嚴重程度也變得更低了。因此，這應該意味著，經濟在沒有大幅衰退的情況下，缺乏持續復甦的活力⁴¹。這讓我感到困惑，你也應當感到困惑。

的確，最近幾十年來，經濟衰退的頻率比二十世紀前半期還低。首先，這可能只是統計數據的一個古怪之處。有時候事情會比平均水準更長，有時候則會更短。這就是平均值的意思。但經濟擴張的時間愈來愈長，也說明了科技在企業管理中的作用愈來愈大。現在，當公司懷疑有問題時，可以使用科技與電腦更快的做出反應（例如，逐步減少庫存），並在它們有信心時迅速增產。這是好的根本性變化，而不是讓我們未來的經濟在本質上更乏力的變化。

接著，在1991年3月結束的經濟衰退之後，1991年7月有一個標題警告〈二次衰退令人擔憂〉。⁴²這篇文章表示：「即使這種情境沒有發生，分析人士仍認為，美國面臨的各種問題，從銀行系統的壓力到負荷過重的消費者債務，將使這次的擴張成為美國史上最弱的一次。⁴³」其中包括「大約2%」的溫和年成長率的（新常態）預測⁴⁴。是的，這時（1991年年中）正是美國有史以來最長、最強勁的擴張之一和大規模牛市之前！

那個時期的其他新聞標題如下：

- 1991年8月11日：「Fed擔心會有二次衰退。」⁴⁵
- 1991年8月13日：「零售銷售額反彈。經濟學家關注『二次衰

退』。」⁴⁶

→費雪評論：這個標題是來自英國（英國沒有陷入二次衰退），這是我所說的「懷疑的悲觀主義」的好例子。你可以發現，好消息（例如：零售銷售額反彈）被忽視了。

- 1991年12月4日：「國家經濟停滯在二次衰退的邊緣。」⁴⁷

奇怪的是，我發現在1980年7月到1981年7月之間，也就是1980年代初期僅有短暫12個月間隔的兩次衰退（可以合理的被視為二次衰退），關於二次衰退的新聞標題反而很少。我甚至發現1981年2月有一個新聞標題表示，二次衰退不會到來：〈經濟學家停止對經濟衰退的預測〉。⁴⁸接著，在1981年3月，路易斯·魯凱瑟（Louis Rukeyser）寫道：

現在看來，所謂的二次衰退已經走向天空中的理想樂土……44位頂尖商業經濟學家最新的共識預測是，1981年的前3個月將呈現穩健的實質成長（超過2%），第二季的表現不會比持平更糟，下半年將強勢恢復經濟擴張——最終年底將達到4%的成長，遠遠高於近年來的整體成長率。⁴⁹

結果美國經濟在1981年7月到1982年11月陷入衰退⁵⁰。我沒有在找魯凱瑟的碴——完全沒有。經濟預測是非常困難的，有個笑話說，經濟學家在過去兩次的經濟衰退中預測出了十一次的衰退。而且，當你經常寫作分享或在電視上發表預測聲明，那麼你可能會犯錯，有時甚至會錯很多！

我知道這一點——我在《富比士》已經寫了超過27年的每月專欄。每個月，我通常都會挑選一些股票（除了我完全看空的那些時期）。我

會做出市場預測或重申市場預測，或者以其他方式思忖一些產業或行業的方向。我曾犯錯過，而且錯得很多！而當我犯錯的時候，我經常在部落格圈被批評，或受到其他專家的抨擊。但我不介意——我預料到會有這種情況。

不管是股票、經濟、足球比賽或小麥收成，對任何事物做出任何公開預測的人都知道，人們（尤其是愛批評挖苦別人的人）會在他們做錯的時候無止盡的抨擊他們，然後在他們做對的時候完全忽視他們。如果你的自尊心需要人們為了你做對時而祝賀你，那你就不要寫作、不要從事資產管理，當然也不要這兩件事都做。我不太需要祝賀（從來沒有那樣過），所以我已經成功的擁有很長的寫作與財富管理職業生涯。

然而，在我漫長的職業生涯中，我很幸運、也很感激我對的時候比錯的時候還多。第三方研究公司CXO會對做出公開預測的市場「專家」（gurus，它們的專有名詞）進行排名。多年來，我一直是它們評估對象中最準確的預測者之一——它們根據我在《富比士》上選擇的股票來衡量，這些股票大致上反映了我對公司私人客戶投資組合的展望。我在《富比士》上挑選的股票（自從它們在1996年開始衡量以來），十五年來只落後標準普爾500指數三次，打成平手一次，我挑選的股票贏了十一次。這樣的結果尚可接受。截至2010年年底，我所選的股票的年化報酬率為10.5%，相較之下，標準普爾500指數的年化報酬率為5.2%⁵¹（《富比士》的衡量方法是，在我的專欄發表的當天，對標準普爾500指數進行相同金額的假設投資，並對我的選股扣除1%的交易成本，但不必對標準普爾500指數扣除交易成本，然後以年底的表現進行比較）。除此之外，我的公司長期以來一直在全股票投資組合上，擊敗標準普爾500指數與MSCI世界指數（MSCI World Index）。*1這對於我的職業生涯來說是相當不錯的，我對此很滿意，雖然我曾經犯錯，也預料到會經常犯錯（並且在覺得它們會永遠持續下去的那個時期經常犯錯），但整體而言，從長期來看，我為我的客戶與讀者做得很好。

所以，我不是在批評魯凱瑟。他是一位優秀的紳士，在很多方面他是電視財經新聞的先驅。他讓我上他的節目，那時我還是個無名小卒。他就是那樣的人。

但諷刺的是，在1981年年中，很少有人提到二次衰退即將到來——正好在這種情況真的會發生的極罕見時刻。而那個時候大名鼎鼎的魯凱瑟，卻積極表達對二次衰退的不屑（儘管另一次衰退正在逼近）。資本市場上與專業評論者的事蹟，可說是非常的古怪和諷刺。

但在大部分的其他衰退之後（當新的衰退沒有那麼快出現時），很容易可以發現有無止盡關於二次衰退的廢話，但實際上二次衰退並沒有發生。就像1975年2月，福特政府的一名成員說：「現在很可能會經歷『二次衰退』。」⁵²然後，經濟衰退在一個月後結束了，經濟擴張一直持續到1980年1月⁵³。這樣的情況不斷、不斷的持續出現。

從事實識破：缺乏官方定義且少見的二次衰退

不要問「什麼時候出現過二次衰退？」取而代之，更好的問題可能是：「二次衰退究竟是什麼？」

NBER將二次衰退定義為.....開玩笑的，它們沒有對二次衰退做出定義，也不會確認它是否到來。完全沒有。二次衰退很像停滯性通貨膨脹（**stagflation**，編按：通常是指經濟成長停滯同時伴隨通貨膨脹的現象）——是一個沒有官方定義的專有名詞，很多人會擔心和認為它即將到來，但它卻不像媒體標題所暗示的那樣經常出現。儘管如此，你還是會認為，當我們看到二次衰退時，能透過某種官方方式知道二次衰退。

當（大多數）人們說二次衰退時，他們的意思是我們處於衰退中，成長一點點，然後又退回到衰退的狀態，因為我們無法擺脫從衰退開始起的所有問題。但由於二次衰退沒有正式的定義，我們應該用多長的時間段做為中間的成長期呢？有些人說12個月。但是當這種情況未發生

時，二次衰退的間隔就會不可思議的被推到18或24個月。見鬼了，那為什麼不用三年或四年呢？按照這種邏輯，2007年到2009年可以算做是1930年代經濟大蕭條的第十四次衰退——十四次衰退！天哪！

12個月或更短的時間似乎是合理的——1980年1月與1981年7月開始的兩次衰退，符合在兩次衰退之間間隔12個月的資格（請見表1.3，該表列出了NBER標示的經濟週期）。不過，第一次衰退只持續了7個月，第二次持續了14個月。根據NBER現有的資料，從1854年開始，衰退平均持續16個月。如果把1980年代的兩次衰退合在一起，你會得到一次持續時間比平均值還長一些的衰退，不過中間有短暫中斷，出現了一次成長。值得注意的是，它是股市經歷一輪令人驚嘆、持續近十年的牛市，以及巨大的經濟擴張的開端，接著在1990年代幾乎又重複一次，因此，二次衰退並沒有造成股市長期的失敗。

表**1.3** 美國自**1854**年以來的經濟週期

景氣循環		持續時間（月）	
高點	低點	收縮期 （高點到低點）	擴張期 （前次低點到這次高點）
	1854年12月	—	—
1857年06月	1858年12月	18	30
1860年10月	1861年06月	8	22
1865年04月	1867年12月	32	46
1869年06月	1870年12月	18	18
1873年10月	1879年03月	65	34
1882年03月	1885年05月	38	36
1887年03月	1888年04月	13	22
1890年07月	1891年05月	10	27
1893年01月	1894年06月	17	20
1895年12月	1897年06月	18	18
1899年06月	1900年12月	18	24
1902年09月	1904年08月	23	21
1907年05月	1908年06月	13	33
1910年01月	1912年01月	24	19

（續）

景氣循環		持續時間（月）	
高點	低點	收縮期 （高點到低點）	擴張期 （前次低點到這次高點）
1913年01月	1914年12月	23	12
1918年08月	1919年03月	7	44
1920年01月	1921年07月	18	10
1923年05月	1924年07月	14	22
1926年10月	1927年11月	13	27
1929年08月	1933年03月	43	21
1937年05月	1938年06月	13	50
1945年02月	1945年10月	8	80
1948年11月	1949年10月	11	37
1953年07月	1954年05月	10	45
1957年08月	1958年04月	8	39
1960年04月	1961年02月	10	24
1969年12月	1970年11月	11	106
1973年11月	1975年03月	16	36
1980年01月	1980年07月	6	58
1981年07月	1982年11月	16	12
1990年07月	1991年03月	8	92
2001年03月	2001年11月	8	120
2007年12月	2009年06月	18	73
平均			
（所有週期次數）			
1854年～2009年 （33個週期）		16	42
1854年～1919年 （16個週期）		22	27
1919年～1945年 （6個週期）		18	35
1945年～2009年 （11個週期）		11	59

資料來源：美國國家經濟研究局，截至2011年5月31日。

在1980年之前，美國最近一次的二次衰退……不是經濟大蕭條。經濟大蕭條與後一次的衰退是兩次明顯不同的衰退（順帶一提，也是兩次截然不同的熊市）。第一次衰退很殘酷，從1929年8月開始持續了遠高於平均值的43個月（提醒你一下，也讓平均值變得更高）。然後，我們迎來了超過四年的持續成長——50個月。平均成長週期持續38個月（受到十九世紀與二十世紀早期，一些較短的週期影響而產生偏差，使平均值變得較短），因此1930年代中期的成長週期，持續時間明顯高於平均值！這不是二次衰退。從整體與平均來看，這是一個可憐的時期——但不是一個長期始終停滯的時期。

在1980年之前，你必須回到1918年，才會遇到間隔12個月或間隔更短的二次衰退。那次的經濟衰退從1918年8月開始，持續了7個月（很短）。10個月後，新的一次衰退始於1920年1月，持續了18個月。考慮到第一次衰退如此短暫，成長的間隔也很短，也許——我不是在批評NBER——但只是也許，當時的資料不如近代的資料準確，而那次可能只是一次時間很長的衰退，而不是二次衰退。我們真的不清楚。不過無傷大雅！

在那之前，從1910年開始，你會遇到24個月的衰退、12個月的成長，以及另一個從1913年1月開始的23個月的衰退。無論你是怎麼看待聯邦準備系統（**Federal Reserve System**，簡稱**Fed**，編按：中文簡稱為聯準會，是美國的中央銀行體系）的，在1914年Fed成立之前，貨幣政策（**monetary policy**）都是悲慘的，或者更確切的說，貨幣政策根本就不存在，因此，在此之前我們經歷了更多的衰退（也經歷更多的銀行恐慌）。而在1910年之前，你遇到的二次衰退……一次也沒有。我在美國這個世界上最大的單一經濟體，沒有找到二次衰退。

讓我們回顧一下。自1854年以來，我們經歷了三次的二次衰退。在

Fed成立之前與成立初期，有兩次接踵而來（其中一次在我看來是具有爭議的，歡迎NBER隨時可以來信指教）。另一次則是始於1980年。在33個週期內出現了三次二次衰退——10%的發生率。

也許，你認為18個月的間隔就有資格。好——那再多加兩次二次衰退。最後一次始於1893年，這之前的一次是1865年，兩次都是在Fed成立之前。

下次當你聽到有人預測會發生二次衰退時，請問問他，是否願意在發生機率為10%的事情上下大賭注？而且大部分發生的時間，都是在我們擁有中央銀行之前。這並不是說機率低的事件不會發生。它們會！但如果你指望會發生二次衰退，你最好有一個好的理由——一個可以解釋絕大多數週期沒有二次衰退的理由。否則，你的錯誤記憶會讓你像在拉斯維加斯押注黑色25一樣。

小結一下：人們傾向於記得與期待那些從未或很少發生的事情。他們會忘記經常發生的事情。他們在每個週期的相同階段，尋找像新常態這樣的概念。他們總是在每一次新的經濟擴張下，對失業率感到恐懼。他們經常害怕二次衰退，但這幾乎很少發生。還有很多，但核心問題是：我們的記憶有缺陷。有很多東西我們沒能正確的記住，而這一切證實了約翰·坦伯頓爵士這句話的真實性：「英語中最昂貴的五個字是，『這次不一樣』。」

快速結論

歷史告訴我們，人們總是記不清或是傾向記得那些很少發生的事，並對各種週期現象感到恐懼，每當相信「這次不一樣」時，不僅僅是看錯世界了，還可能會導致嚴重的投資錯誤。

*1 費雪投資私人客戶部（Fisher Investments Private Client Group，簡稱FI PCG）全球總報酬（簡稱GTR）策略始於1995年1月1日，並以摩根士丹利資本國際（Morgan Stanley Capital International，簡稱MSCI）世界指數做為對照，進行管理。從成立到2010年12月31日這段期間，FI PCG GTR組合的表現報酬率（扣除顧問費、佣金，以及其他費用，並反映股利與其他收益的再投資）超過了MSCI世界指數與標準普爾500指數的總報酬率。過去的表现不能保證未來的報酬。投資股票市場涉及虧損的風險。

註釋

- 1 美商彭博財經有限責任合夥企業（Bloomberg Finance, L.P.），截至2010/12/31。
- 2 國際貨幣基金（International Monetary Fund），世界經濟展望資料庫（World Economic Outlook Database），2011年4月。
- 3 參考資料同上。
- 4 參見附註2。
- 5 比爾·葛洛斯（Bill Gross），〈在通往新常態的「道路」上〉（On the 'Course' to a New Normal），《Pimco投資展望》（Pimco Investment Outlook），2009年9月。
www.pimco.com/EN/Insights/Pages/Gross%20Sept%20On%20the%20Course%20to%20a%20New%20Normal.aspx（存取）。
- 6 〈科技轉變帶給志願者活力〉（Tech Turnaround Energizes Volunteers），《夏洛特觀察報》（Charlotte Observer），2003/12/13。
- 7 〈歡迎來到新常態〉（Welcome to the New Normal），《快公司》（Fast Company），2003/04/30，www.fastcompany.com/magazine/70/3dlet.html（2011/08/08存取）。
- 8 《時代》雜誌封面，1987/11/02，www.time.com/time/covers/0,16641,19871102,00.html（2011/08/08存取）。
- 9 〈以現實主義衡量經濟，而非悲觀主義〉（Measuring the Economy by Realism, Not Pessimism），《卡加利先驅報》（Calgary Herald），1978/01/07。
- 10 〈經濟如何成長〉（How Economies Grow），《紐約時報》，1959/06/15。
- 11 美國經濟分析局（US Bureau of Economic Analysis），〈GDP相較於前期變動百分比，以2005年美元計算〉（Gross Domestic Product Percent Change From Preceding Period in Chained 2005 Dollars），截至2011/05/26。
- 12 〈生產得更多，還是用得更少〉（Produce More or Use Less），《華爾街日報》（Wall Street Journal），1939/10/20。
- 13 美國經濟分析局，〈GDP相較於前期變動百分比，以2005年美元計算〉，截至

2011/05/26。

14 達金．坎貝爾（Dakin Campbell），〈Pimco的伊爾艾朗表示，「新常態」代表溫和的成長〉（Pimco's El Erian Says 'New Normal' Means Muted Growth），彭博，2009/05/12，[www.bloomberg.com/apps/news?](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=abR5NmnbwCQ&refer=home)

[pid=newsarchive&sid=abR5NmnbwCQ&refer=home](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=abR5NmnbwCQ&refer=home)（2011/08/08存取）；珍妮佛．阿布蘭（Jennifer Ablan），〈Pimco稱全球成長放緩是「新常態」〉（Pimco Says Slow Global Growth the 'New Normal'），路透社，2009/05/12，

[www.reuters.com/article/2009/05/12/businesspro-us-pimcooutlook-](http://www.reuters.com/article/2009/05/12/businesspro-us-pimcooutlook-idUSTRE54B3UA20090512)

[idUSTRE54B3UA20090512](http://www.reuters.com/article/2009/05/12/businesspro-us-pimcooutlook-idUSTRE54B3UA20090512)（2011/08/08存取）；山姆．馬穆迪（Sam Mamudi），〈繁榮時代已經結束〉（Boom Times Are Over），《市場觀察》，2009/05/28，

www.marketwatch.com/story/pimcos-gross-boom-times-are-over（2011/08/08存取）；伊爾艾朗（Mohammed El- Erian），〈金融危機後的生活〉（Life After the Financial Crisis），《商業周刊》，2009/05/21，

www.businessweek.com/magazine/content/09_22/b4133073646280.htm（2011/08/08存取）。

15 美國經濟分析局，截至2011/07/29。

16 湯森路透（Thomson Reuters），MSCI世界指數（MSCI World Index）淨報酬率，資料期間為2009/03/09到2009/06/09；標準普爾500總報酬指數，資料期間為2009/03/09到2009/06/09。

17 湯森路透，MSCI世界指數淨報酬率，資料期間為2009/03/09到2010/03/09；標準普爾500總報酬指數，資料期間為2009/03/09到2010/03/09。

18 湯森路透，標準普爾500總報酬指數，資料期間為2009/03/09到2010/12/31。

19 艾莉森．菲茲傑羅（Alison Fitzgerald），〈歐巴馬擔心沒有就業成長下的高利潤「新常態」〉（Obama Fears 'New Normal' of High Profits Without Job Growth），彭博，2010/11/07，www.businessweek.com/news/2010-11-07/obama-fears-new-normal-of-high-profits-without-job-growth.html（2011/08/08存取）。

20 湯姆．勞姆（Tom Raum），〈更高的失業率可能成為新常態〉（Higher Jobless Rate Could Be New Normal），《企業報》（Press-Enterprise），2009/11/07，www.pe.com/business/local/stories/PE_Biz_S_vanish08.3362a99.html（2011/08/08存取）。

21 約書亞．贊布倫（Joshua Zumbrun），〈強勁的成長可能伴隨著高失業率〉（Strong Growth Could Come With High Unemployment），《富比士》，2009/07/15，www.forbes.com/2009/07/15/federal-reserve-economy-business-washington-unemployment.html（2011/08/08存取）。

22 史蒂芬．甘戴爾（Stephen Gandel），〈通貨膨脹導致美國人停止消費嗎？〉（Is Inflation Causing Americans to Stop Spending?），《時代》，2011/03/28，<http://curiouscapitalist.blogs.time.com/2011/03/28/is-inflation-causing-americans-to-stop->

spending/ (2011/08/08存取)。

23 肯恩·費雪，〈別被騙人的把戲分散注意力〉(Don't Be Distracted by Monkey Business)，《富比士》，2010/11/04，www.forbes.com/forbes/2010/1122/investing-portfolio-strategy-ken-fisher-monkey-business.html (2011/08/08存取)。

24 麥可·J. 曼德爾 (Michael J. Mandel)，〈新經濟：它在美國發生了。它會走向全球嗎？〉(The New Economy: It Works in America. Will It Go Global?)，《商業周刊》，2000/01/31，<http://nybw.businessweek.com/bwplus/icstory00.htm> (2011/08/08存取)。

25 〈分析師：這就是我們所說的無就業復甦〉(Analyst: This Is What We Call a Jobless Recovery)，《達拉斯日報》(Dallas Business Journal)，2010/02/05，www.bizjournals.com/dallas/stories/2010/02/01/daily35.html (2011/08/16存取)。

26 〈申請失業救濟人數微幅下降，貿易逆差擴大〉(Jobless Claims Fall Slightly, Trade Gap Widens)，《路透社》，2010/06/10，www.reuters.com/article/2010/06/10/us-usa-economy-joblessclaims-view-idUSTRE6592R120100610 (2011/08/16存取)。

27 大衛·里昂哈特 (David Leonhardt)，〈美國6月份失業率為5.9%；微幅上升〉(US Jobless Rate at 5.9% in June; A Slight Increase)，《紐約時報》，2002/07/06，www.nytimes.com/2002/07/06/business/us-jobless-rate-at-5.9-in-june-a-slight-increase.html?scp=6&sq=david+leonhardt&st=nyt (2011/08/16存取)。

28 蘇·克卡夫 (Sue Kirchoff)，〈經濟報告顯示，復甦步履蹣跚〉(Economic Reports Suggest Recovery Faltering)，《波士頓環球報》(Boston Globe)，2002/11/02。

29 〈CFO調查：經濟復甦加速〉(CFO Survey: Economic Recovery Accelerating)，SmartPros.com，2003/10/01，<http://accounting.smartpros.com/x40789.xml> (2011/08/16存取)。

30 羅伯·A. 羅森布萊特 (Robert A. Rosenblatt) 與斯圖爾特·西爾弗斯汀 (Stuart Silverstein)，〈美國12月的失業率下降0.4%；分析師表示，經濟狀況黯淡〉(State's December Jobless Rate Dips 0.4%; Analyst Says Picture Is Bleak)，《洛杉磯時報》(Los Angeles Times)，1993/01/19，http://articles.latimes.com/1993-01-09/news/mn-1034_1_jobless-rate (2011/08/16存取)。

31 美聯社 (Associated Press)，〈失業率保持在7%〉(Jobless Rate Holding Fast at 7 Percent)，《Times-News》，1993/05/08，<http://news.google.com/newspapers?id=n90iAAAAIBAJ&sjid=0yQEAAAAIBAJ&pg=6312,1930260&dq=jobless+recovery+robert+rei> (存取)。

32 茱莉亞·勞洛 (Julia Lawlor)，〈更多的工作，但不是好的工作〉(More Jobs, But Not Good Ones)，《今日美國報》(USA Today)，1993/09/07。

33 美國勞工統計局 (Bureau of Labor Statistics)。

34 凱西·帕汀 (Kathy Partin)，〈庫珀表示，項目削減是有害的，但經濟才是真正的問題〉(Cooper Says Program Cutbacks Hurt, But Economy Is the Real Problem)，《每日新聞》

(Daily News), 1983/06/04, <http://news.google.com/newspapers?id=0SNCAAAAIBAJ&sjid=qaoMAAAAIBAJ&pg=3632,3820285&dq=economy+is+the+real+pro> (存取)。

35 〈無就業復甦?〉(Jobless Recovery?), 《紐約時報》, 1938/11/27, <http://query.nytimes.com/mem/archive/pdf?res=F30713FF3A581A7A93C5AB178AD95F4C8385F9> (2011/08/16存取)。

36 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間為2009/12/31到2010/12/31; 湯森路透, MSCI世界指數淨報酬率, 資料期間為2009/12/31到2010/12/31; 美國經濟分析局; 國際貨幣基金。

37 〈股市暴跌引起了人們對「二次」衰退的恐懼〉(Stock Market's Nose Dive Fuels Fears of 'Double-Dip' Recession), 《華盛頓時報》(Washington Times), 2002/07/13。

38 蘇. 克卡夫, 〈GDP季成長1.1%, 乏力的表現激起了人們對二次衰退的擔憂〉(GDP Grew a Weak 1.1% in Quarter Anemic Showing Stirs Worries of Double-Dip Recession), 《波士頓環球報》, 2002/08/01。

39 美聯社, 〈市場被二次衰退的可能性嚇壞了〉(Markets Spooked by Possibility of Double-Dip), 《今日美國報》, 2001/08/02。

40 大衛. 里昂哈特, 〈衰退, 接著是繁榮? 也許這次不是〉(Recession, Then a Boom? Maybe Not This Time), 《紐約時報》, 2001/12/30, <http://select.nytimes.com/gst/abstract.html?res=F50C1FFE34550C738FDDAB0994D9404482> (2011/08/16存取)。

41 參考資料同上。

42 美聯社, 〈二次衰退令人擔憂〉(Double Dip Recession Is Feared), 《塔斯卡盧薩新聞報》(Tuscaloosa News), 1991/07/26, <http://news.google.com/newspapers?id=PDgdAAAAIBAJ&sjid=xKUEAAAAIBAJ&pg=5012,6049403&dq=double+dip+recession&hl=> (存取)。

43 參考資料同上。

44 參見附註42。

45 安. 斯沃森 (Anne Swarden), 〈Fed擔心會出現二次衰退〉(Fed Fears Double-Dip Recession), 《公報》(The Bulletin), 1991/08/11, <http://news.google.com/newspapers?id=v45TAAAAIBAJ&sjid=loYDAAAAIBAJ&pg=1409,5328108&dq=double+dip+recession&hl=> (存取)。

46 約翰. D. 麥克萊恩 (John D. McClain), 〈零售銷售額反彈〉(Retail Sales Bounce Back), 《每日電訊報》(The Telegraph), 1991/08/13, <http://news.google.com/newspapers?id=NxJgAAAAIBAJ&sjid=MZQMAAAAIBAJ&pg=6473,2393112&dq=double+dip+recession&hl=> (存取)。

47 美聯社，〈國家經濟停滯在二次衰退的邊緣〉（National Economy Stalled on Brink of Double- Dip Recession），《洛迪新聞報》（Lodi News-Sentinel），1991/12/04，
<http://news.google.com/newspapers?id=U5czAAAAIBAJ&sjid=HTIHAAAAIBAJ&pg=6556,4195055&dq=double+dip+recession&hl=en>（存取）。

48 美聯社，〈經濟學家停止對經濟衰退的預測〉，（Economists Backing Off on Recession Predictions），《Youngstown Vindicator》，1981/02/16，
<http://news.google.com/newspapers?id=NxdcAAAAIBAJ&sjid=JIUNAAAAIBAJ&pg=3817,83991&dq=double+dip+recession&hl=en>（存取）。

49 路易斯．魯凱瑟，〈二次衰退到底發生了什麼？〉（Whatever Happened to the Double- Dip Recession?），《Milwaukee Journal》，1981/03/22，
<http://news.google.com/newspapers?id=62caAAAAIBAJ&sjid=yCsEAAAAIBAJ&pg=6890,1651394&dq=whatever+happened+to+the>（存取）。

50 美國國家經濟研究局。

51 直到2010/12/31。績效表現是假設的，反映了《富比士》雜誌根據肯恩．費雪在《富比士》雜誌上的選股，進行的模擬交易的計算，並跟同期間的標準普爾500指數相比較。假設的績效表現是根據未進行的交易，而不是根據肯恩．費雪或費雪投資的實際績效表現。《富比士》的計算方法完全是以日曆年為基礎，並假設讀者購買肯恩．費雪在《富比士》上公布的每一檔選股1萬美元，然後立刻扣掉1%的假設經紀佣金。為了進行比較，也在同一日期投入1萬美元，購買標準普爾500指數型基金，沒有假設的佣金，也沒有其他費用。另外，假設的績效表現不包含稅或其他成本（如果有的話）的影響。舉例來說，2004年，肯恩．費雪一整年在《富比士》推薦了51檔股票。如果每檔股票投入1萬美元，總投資將是51萬美元，到2004年底將增值到57.4萬美元，增值12.6%。在沒有假設佣金的情況下，在各個不同時間投資相同資金於標準普爾500指數，到2004年年底價值總計為54.8萬美元，報酬率為7.6%。用這種方法，肯恩．費雪在《富比士》上挑選的股票，在1998年時跟標準普爾500指數持平；在1997年、2002年，以及2008年落後於標準普爾500指數；在1996年、1999年到2001年、2003年到2007年、2009年，以及2010年擊敗標準普爾500指數；整體而言，從1996年到2010年底，以平均年化報酬率5.3%擊敗標準普爾500指數。

52 〈關於語言：二次衰退或死貓反彈？〉（About Language: Double Dip or Dead- Cat Bounce?），《紐約時報》，1991/11/10，www.nytimes.com/1991/11/10/magazine/about-language-double-dip-or-dead-cat-bounce.html?src=pm（2011/08/16存取）。

53 美國國家經濟研究局。

洞察市場真實面

2

獲得平均報酬很困難

讀這一章，你需先知道

- **牛市 (bull market)**：牛市是市場經歷長時間的上漲，普遍接受的定義是上漲 20% 以上，或在第一次下跌 20% 之後與第二次下跌 20% 之前。特點是樂觀、投資者具有信心和預期強勁的經濟成長。
- **熊市 (bear market)**：熊市是指市場經歷長時間的下跌，熊市發生在市場從近期高點下跌幅度超過 20% 時，通常伴隨著負面的投資者情緒和悲觀的經濟前景。
- **V 型反彈 (V-bounce)**：是指在市場大跌之後，沒有經過橫向整理打底的階段，隨即快速且強力的彈升，走勢會 V 字型。通常 V 型反彈會出現在熊市之後，受市場情緒與現實的差距所驅動。

——緣起——

實際上，股市報酬的差異很大

牛市不是平均的（熊市也不是）。實際上，平均報酬率非常、非常少見。你可能認為這個概念很容易記住——但這是投資者經常會很快就忘記的東西。股市報酬的差異很大，而接近平均水準的報酬只發生在一小部分的年份。

人們通常認為牛市年份應該是穩步上升，而不是劇烈波動的年份（詳見第三章）——這通常暗示著：「嘿！牛市此時在奔跑！是時候投入所有錢！」從另一方面來看，如果熊市以一種禮貌、有序的方式下跌——每天就一點點，讓我們確信熊市正在進行，不會造成太大傷害，並給我們充裕的時間退出——我們都會喜歡它。

人們也許會說：「這太愚蠢了！每個人都知道市場是不穩定的。」那麼，為什麼報酬率的變異性會讓人們如此激動呢？在牛市的過程中，大跌的日子經常發生，然而，即使只有一天或連續幾天大跌的日子，也會讓人們驚慌失措。全面的修正——快速下跌10%到20%或者更多，但反彈的速度同樣快——就更別提了，這讓人們相信牛市已經結束（但還沒有結束）。同樣的，在熊市中，逆勢反彈也會愚弄投資者，進而使他們感到自滿。

這就是偉大羞辱者（The Great Humiliator，簡稱TGH——適合股票市場的名字）在作怪。更糟糕的是，不管人們投資了多少年，許多人似乎仍然會忘記，即使是在整個牛市的過程中，報酬率每天、每月、每年都有很大的變化。忘了這件事，你就會愚弄自己，讓自己錯過極大幅度的上漲。

市場平均值是很有用的工具，但是在牛市與熊市中，每一週、每一個月，以及每一年絕不是平均的。在這一章中，我們來看看投資者是如何忘記這些概念的：

- 牛市本質上高於平均值。
- 早期牛市確實高於平均值。
- 正常的報酬率是極為極端的。
- 即使在牛市中，年報酬率也可能變化很大——包括小幅上漲，當然也包括小幅下跌。
- 由於年報酬率不是平均的，因此雖然實現平均報酬在戰術上很容易，但在心理上是非常、非常困難的。

我們都忘了1：牛市報酬高於平均值

市場平均值失憶症的一個常見症狀是：在新牛市的第一階段——第一年或甚至前兩年——新聞標題幾乎都一致聲稱「不是牛市！」或出現類似的言論。許多（也許是大多數）專家不想要因為太看好市場而顯得愚蠢。他們說，這不是新的牛市，而是長期熊市中的逆勢。大聲疾呼「這只是熊市反彈！」的情況，最常發生在從熊市底部開始的第一次、最初的大規模反彈期間——儘管這樣的大漲十分正常（人們只是忘記了）。而且，在我們從經濟（幾乎老是落後）得到確認之後，它們還會持續很長的時間。

但人們會擔心，在歷史上出現過的正常牛市向上波動（是的，波動性也可能上升），實際上是任何時候都可能發生的熊市反彈。例如：

- 2009年3月26日：在這篇文章中，一位金融服務業的執行長警

告：「這是熊市反彈，不是別的。」¹

→費雪評論：哎呀——它是別的。從全球來看，熊市早在**17**天前就已經觸底，而牛市在我寫本文的時候還在繼續。

- 2003年5月8日：「艾略特波浪（Elliot Wave）國際公司的霍赫伯格（Hochberg）也表示，這只是另一個熊市反彈。」²

→費雪評論：但它不是。全球熊市早在兩個月前出現雙重底（**double-bottomed**，編按：是指連續兩次下跌的低點約處於同一水平線，是屬於反轉將看漲的型態趨勢），而另一個熊市在接下來的四年多裡都沒有出現。

- 1996年8月3日：「我的感覺是，這只是一次熊市反彈。」³

→費雪評論：這個論點的時間很奇怪，它正好發生在長達十年牛市中間，沒有絲毫熊市的跡象。股市在**7**月份小幅回檔，甚至還不足以成為修正，然後強勁反彈。這是正常的牛市波動，不是熊市。

- 1990年12月28日：「自9月、10月觸底以來，市場普遍遵循我們的熊市反彈預測。」⁴

→費雪評論：實際上，**1990**年代的超級牛市始於**10**月——比這句話早了兩個月。

- 1985年5月6日：「我仍然認為經濟衰退潛伏著……但持續下降的利率也許能緩解對經濟衰退的擔憂，足以帶來健康的熊市反彈。」⁵

→費雪評論：**1982**年8月開始的牛市一直持續到**1987**年8月，在**1987**年因為短暫的熊市而暫停，接著持續到**1990**年7月。

- 1962年11月1日：「……簡單的事實是，這類突然的劇烈上漲，代表了典型的熊市反彈行動。」⁶

→費雪評論：更確切的說，是新的牛市行動。開始於**1962**年6月的牛市一直持續到**1966**年2月。

有趣的是，人們經常認為對新一輪牛市保持謹慎是明智的。儘管歷史告訴我們，如果你以成長為導向，錯誤的看空可能會對長期報酬率造成更大的傷害，但人們還是認為，看得太空而犯錯，比看得太多而犯錯還要好（詳見第七章）。

大牛市在任何階段的報酬率，都不該讓你感到意外或害怕。為什麼？因為牛市的報酬本質上高於平均值。我希望這樣的贅述對你來說是非常可笑的，因為這是基本中的基本。

然而，令人驚訝的是，當我這麼說的時候，許多人都會大笑，稱我是戴著眼罩的死多頭。我不是！在長時間下，我更看漲，因為股票上漲的頻率更高，而且從歷史來看，與流動性（**liquidity**，編按：用來表示金融領域中某項資產買入和賣出的容易程度。現金常被用來衡量各種市場的流動性，例如：股票難以在市場上轉換成現金時，就是缺乏流動性）類似的替代投資相比，股票產生的報酬率更高。我曾多次看空整個市場——特別是在1987年、1999年，以及2001年到2002年熊市的時間。我曾看空某些投資類別，同時看多其他類別。我有時也曾錯誤的看漲，但我不是死多頭。

不過，人們不記得，牛市確實會帶來高於平均值的報酬率。大多數人都記得，在很長一段時間之下，平均而言股市一年的報酬率大約為10%。有些人可能會抱怨說，這是不正確的，除非你把股利也計算在內才是正確的（你為什麼不計入股利？）。或者，你必須考慮通貨膨脹（是的，但是通貨膨脹對所有東西的影響都一樣——所以要不要考慮它，由你決定——它對所有相對的資產類別的報酬率，也會產生同樣的衝擊）。一般來說，許多不相信股市長期表現會優於平均值的人，傾向於相信長期熊市。

事實上，自1926年到2010年年底，標準普爾500指數的年化報酬率為9.8%。⁷自1970年以來（我們擁有良好的全球股市資料時），全球股市的年化報酬率為9.6%。⁸而那些長期平均包含了牛市與熊市——記住這點是很重要的。這當中當然也包含了大熊市！不知為何，人們總是沒注意到這點。平均數就是所有東西的平均值。這很基本，然而，當投資者經歷了低迷的年份時（這是現實生活中發生的事），他們通常會覺得不景氣的一、兩個年份毀掉了一切，他們永遠不會經歷到任何像是長期股票報酬這樣的東西。

也許他們沒有經歷那樣的報酬！但可能不是因為他們受到下跌年份的傷害（這點在本章後面會詳細說明——整體而言，投資者無法達成長期股票平均值報酬的一個主要原因，是他們在錯誤的時間進出市場且沒有堅持策略）。長期報酬率一直都包含下跌的年份，也將會繼續包含下跌的年份。下跌的年份是生活中的現實。只要你能好好的分散風險（即不要將大量資金配置在少數幾檔股票上，也不要大量投資於一個或少數幾個產業），並堅持適當的策略，那麼歷史會告訴你，股市中的壞年份會被後來更大、更頻繁的好年份所淹沒。因此，如果你是一個長期、以成長為導向的投資者，並且能理性的分散風險，你就不應該過度關注偶爾下跌的年份。為什麼？因為牛市的時間更長、更強勁——就其本身性質而言，它們高於平均值。

表2.1與表2.2列出了過去13個牛市與熊市。請留意平均持續時間的差異。熊市平均持續21個月。請記住：平均值永遠只是平均值！熊市可能更長，也可能更短。平均而言，它們累積下跌了約40%。現在看一下表2.2中的牛市，它們平均持續57個月（有些持續更長，有些更短），平均累積漲幅高達164%！這是價格報酬率，如果你計入股利，報酬率會更高（此處我沒有計入股利，因為我們沒有1926年以來良好的總報酬率日資料。但價格報酬率足以說明我要說的重點）。

表2.1 標準普爾500指數最近的13個熊市

開始	結束	持續時間（月）*	年化報酬率	累積報酬率
1929/09/07	1932/06/01	33	-51.5%	-86%
1937/03/06	1942/04/28	62	-16.3%	-60%
1946/05/29	1949/06/13	36	-10.9%	-30%
1956/08/02	1957/10/22	15	-18.1%	-22%
1961/12/12	1962/06/26	6	-45.7%	-28%
1966/02/09	1966/10/07	8	-31.7%	-22%
1968/11/29	1970/05/26	18	-26.0%	-36%
1973/01/11	1974/10/03	21	-31.7%	-48%
1980/11/28	1982/08/12	20	-16.9%	-27%
1987/08/25	1987/12/04	3	-77.1%	-34%
1990/07/16	1990/10/11	3	-60.6%	-20%
2000/03/24	2002/10/09	30	-23.3%	-49%
2007/10/09	2009/03/09	17	-44.7%	-57%
平均值		21	-35.0%	-40%

* 關於持續時間，一個月以30.5天計算。

資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500價格指數。

表2.2 標準普爾500指數最近的13個牛市——更長、更強勁

開始	結束	持續時間（月）*	年化報酬率	累積報酬率
1932/06/01	1937/03/06	57	35.4%	324%
1942/04/28	1946/05/29	49	26.1%	158%
1949/06/13	1956/08/02	85	20.0%	267%
1957/10/22	1961/12/12	50	16.2%	86%
1962/06/26	1966/02/09	43	17.6%	80%
1966/10/07	1968/11/29	26	20.0%	48%
1970/05/26	1973/01/11	32	23.3%	74%
1974/10/03	1980/11/28	74	14.1%	126%
1982/08/12	1987/08/25	60	26.6%	229%
1987/12/04	1990/07/15	31	21.0%	65%
1990/10/11	2000/03/24	113	19.0%	417%
2002/10/09	2007/10/09	60	15.0%	101%
2009/03/09	??	??		??
平均值		57	21.2%	164%

*關於持續時間，一個月以30.5天計算。

資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500價格指數。

歷史論據：13個牛市超出平均的表現

當牛市開始時，人們特別容易被高報酬嚇到。似乎太多了、太快了——特別是當他們依然害怕之前熊市中那些讓他們嚇壞的事情時。如果他們不記得，股票每年帶來的報酬率並不是安全、可預測的10%，那麼新一輪的牛市（無論他們經歷過多少次）真的會讓他們陷入短視恐懼的失控狀態中。人們基本上天生懼高，因此當股市在可怕的熊市過後，上漲到超過他們的預期時，他們就會擔心股市會跌回來。此外，由於人類對損失的厭惡勝過對獲利的喜愛，因此這種懼高的情況就更加可怕了。

大多數人都明白，當股票下跌25%時，上漲25%並不能讓它們回到損益平衡，要回到損益平衡，股票必須上漲33%。要收回40%的跌幅，股票必須上漲67%。因此，當股票大幅下跌時，就像2007年10月到2009年3月全球股市下跌57.8%那樣⁹，要回到之前的高點就需要上漲137%。

在2009年及之後，我經常聽到的一句老話是：「如果股票平均每年上漲10%，我可能需要八年時間才能達到損益平衡——超過這個平均值的漲幅就別想了！」這確實很無望。只是，如表2.2所示，股票在牛市中通常不會平均上漲**10%**，而是平均每年上漲**21.2%**。在熊市過後，你可以期待未來幾年的報酬率至少會顯著高於**10%**——無論高於或低於**21%**。

歷史也表明，愈無情、愈快速的熊市，最初從底部反彈的速度通常都愈快。例如，在2009年3月9日（熊市低點）之後的最初12個月，全球股市飆升了74.3%，美國股市則飆升了72.3%。¹⁰報酬率非常巨大，且遠遠超過任何人在那個非常艱難的熊市底部時期的猜測。在股市下跌期間，我們的恐懼使我們難以理解股票可能會大幅上漲。我們的錯誤記憶讓我們看不到那樣才是正常的事實，而非異常。

我們都忘了2：牛市來得總是又快又猛

但如果你曾經歷過幾次市場週期，你就不會對這樣的大繁榮感到驚訝——你也不會被愚弄，以為這只是熊市反彈。事實上，你應該預料到大會有大反彈（不過，大多數人沒有預料到）！2009年2月16日，我在《富比士》專欄〈預期呈現V型〉中寫道：

熊市之後通常是牛市，呈現V型。下跌幅度愈陡、愈大，隨後的牛市也會愈劇烈、愈大。在過去的一個世紀裡，這種模式的少數例外，是出現了跟創造與促成熊市的力量完全不同的負面力量。

例如，從1932年7月到1937年3月，股市上漲了324%。在衰退引發的大熊市與隨後21個月的局部復甦之後，股市在1939年遇到了全新的麻煩。歐洲的戰爭使股市跌得比1938年年初經濟衰退時的低點還低。

這種情況可能再次發生，就像在經濟上突然出現小行星的意外一

樣。但是，如果沒有這樣意想不到的事情，我們應該會得到正常的V型模式，向上的波動就像以往一樣，將會淹沒熊市後期的任何起伏變化。¹¹

事實證明，後來我們得到了V型反彈。當時我的市場擇時能力（離底部只有三週）只是運氣。我預料會有V型反彈，但不（也無法）知道它什麼時候會開始。我怎麼知道會有V型反彈？因為我經歷過40年的熊市，也研究過歷史。我強迫自己記住。我知道（並且經常告訴讀者與客戶），你必須看透平均值，以平均值的組成來看。這麼一來，即使你沒有經歷過幾次熊市或擁有錯誤的記憶，你也會知道牛市的復甦會來得又猛烈、又快速。

表2.3列出了新牛市的最初3個月與最初12個月，在美國股市的歷史數據。牛市最初3個月的平均價格報酬率為23.1%，而第一年的平均價格報酬率為46.6%。所以對照表格來看，基本上，牛市第一年的平均價格報酬率，大約是牛市年平均價格報酬率的兩倍（從歷史資料來看，它仍然高於整體平均水準），且其中一半的價格報酬率可能在最初的3個月！並非每次都是如此，但是如果你一秒鐘都不想錯過的話，這已足以讓你了解可能的狀況。除此之外，它還能很快的消除很大一部分的熊市損失。

表**2.3** 美國股市新一輪牛市的最初**3**個月與最初**12**個月的表現

開始	結束	最初3個月的報酬率	最初12個月的報酬率
1932/06/01	1937/03/06	92.3%	120.9%
1942/04/28	1946/05/29	15.4%	53.7%
1949/06/13	1956/08/02	16.2%	42.0%
1957/10/22	1961/12/12	5.7%	31.0%
1962/06/26	1966/02/09	7.3%	32.7%
1966/10/07	1968/11/29	12.3%	32.9%
1970/05/26	1973/01/11	17.2%	43.7%
1974/10/03	1980/11/28	13.5%	38.0%
1982/08/12	1987/08/25	36.2%	58.3%
1987/12/04	1990/07/16	19.4%	21.4%
1990/10/11	2000/03/24	6.7%	29.1%
2002/10/09	2007/10/09	19.4%	33.7%
2009/03/09	??	39.3%	68.6%
平均值		23.1%	46.6%

資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500價格指數。

今天的許多投資者應該還記得，從2002年10月的底部開始的強烈、快速的飆漲（2003年3月再次測試低點，然後再次暴漲）。也許他們被1990年的急遽上漲愚弄了——只有6.7%。但一整年就足以彌補這個不足，更不用說整個1990年代了。許多經歷過的較年長人們應該還記得，1987年與1982年熊市結束後的超迅速反彈。

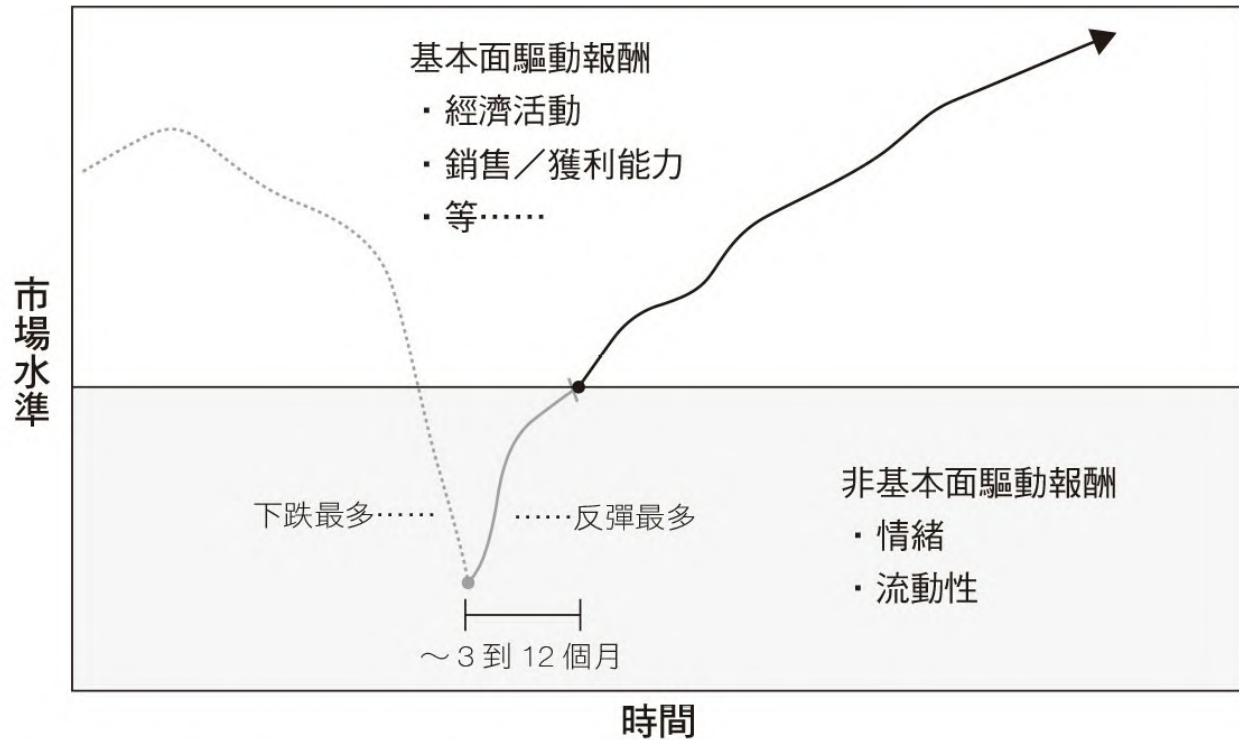
歷史先例很有說服力，但是還不夠。即使是最有說服力的歷史模式也毫無意義，除非你找到其背後的根本原因。股市想要從熊市底部V型反彈是有根本原因的。熊市的早期階段是由基本面惡化所推動。也許此時，經濟活動正在放緩，銷售與企業獲利能力也在放緩。股市預見它的到來，開始在價格上反映出經濟放緩的情況，慢慢的微幅下跌——用折磨人的頂部欺騙人們。此時新聞標題也經常宣稱：「這只是修正，快逢跌買進。」

在熊市的後期，市場情緒開始跟上糟糕的基本面。流動性通常會枯

竭——可能會導致信貸緊縮，甚至像2008年那樣造成徹底的危機（雖然不會每次都如此）。在熊市的最後階段，當從政者們試圖「解決」他們認為導致經濟低迷的任何問題時，你往往也會聽到許多政治遊說（願上天保佑我們）。不幸的是，考慮不周的立法或監管，或兩者都是，常常是造成熊市的重要甚至主要的原因——像是2007年10月的財務會計準則第157號（FAS 157，該準則在很大程度上導致了隨後的熊市與信貸危機）。所以，從政者們的政治活動帶來的威脅使股市更恐慌，因為市場預見到了一些新的削弱經濟的愚蠢政治行為。市場情緒開始變得非常負面，於是股市下跌得又猛又快——遠超過基本面的合理反應。歷史上確實有三分之二的熊市損失，發生在熊市期間的最後三分之一——即V型的左邊。熊市最後階段的損失也高於平均值。

圖2.1是假設的熊市底部——經典的V型。大多數熊市都是雙重、甚至三重底部——但經過一段時間後，它就會轉化成V型。是什麼因素促使V型另一半的形成？基本面不好，但沒有大多數人認為的那麼糟。此外，在一個完全不可預測的時刻，猛烈、快速的下跌會變成猛烈、快速的飆升。通常是流動性急劇逆轉，使得情況有利於股市。此時不斷增加的流動性，加上不像人們所擔心如災難般糟糕的現實，創造了熊市後期近似鏡像的景象，一個「V」型。

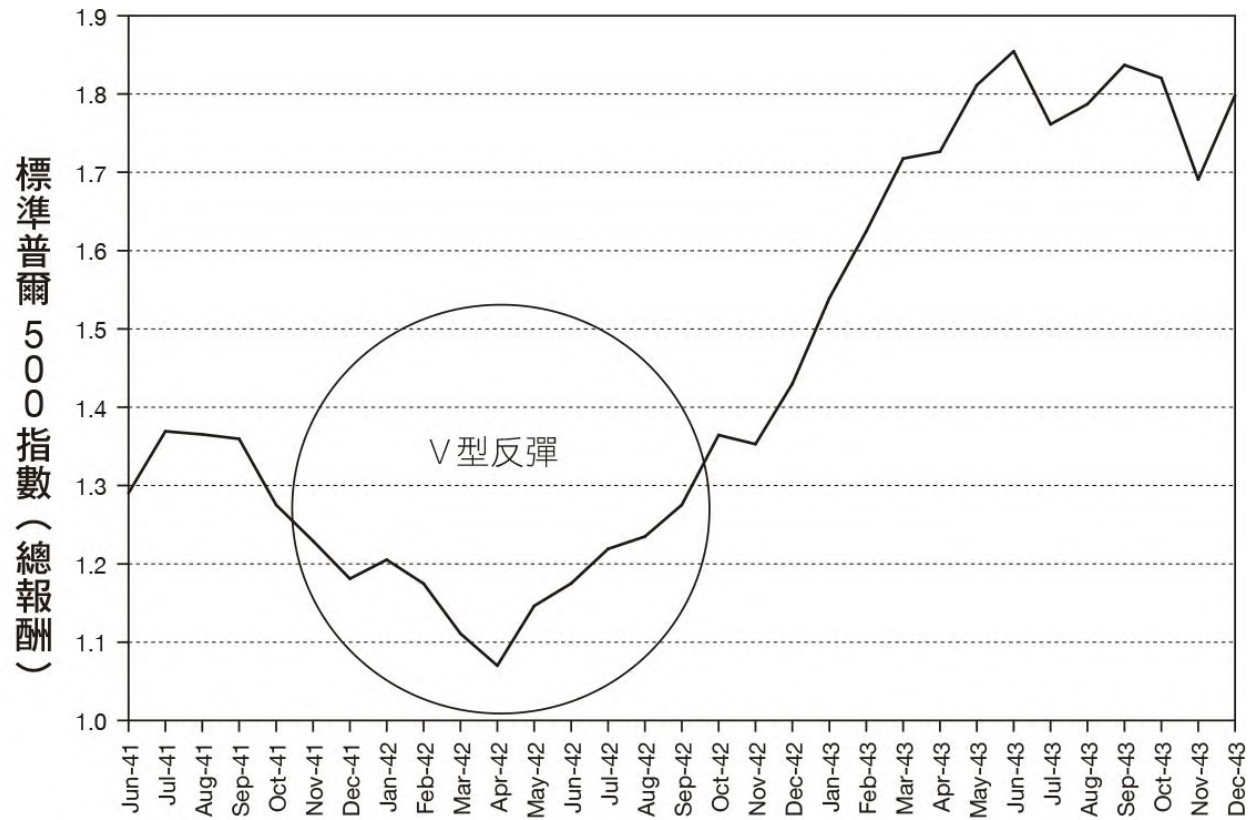
圖2.1 假設的V型反彈



註：僅限說明使用，未按比例繪製，不能被視為預測。

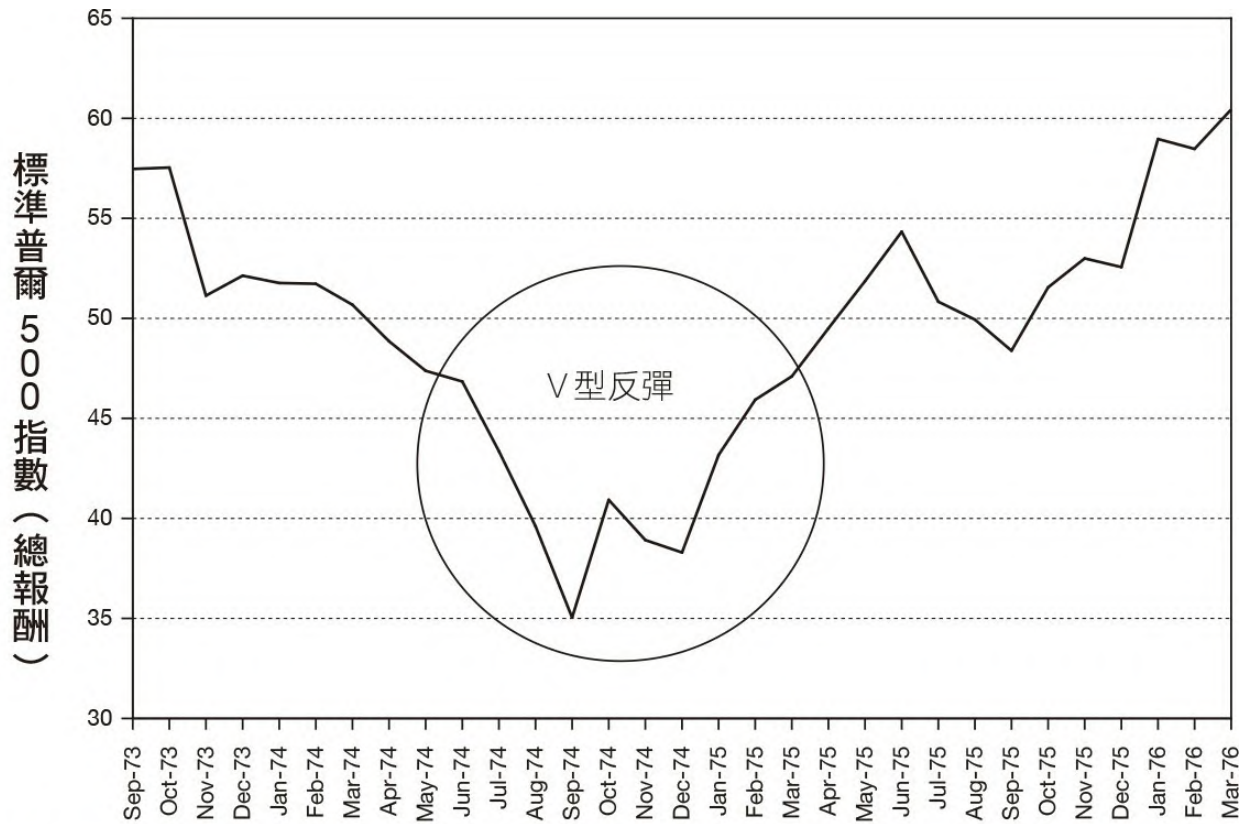
這表示熊市跌幅愈大，回升幅度通常也愈大。因此，即使是巨大的熊市損失，也能比許多人常認為的更快收復損失。圖2.2、2.3、2.4，以及2.5所呈現的是真正的V型反彈——在1942年、1974年、2002年，以及2009年的熊市結束之後。

圖2.2 真實的V型反彈——1942年



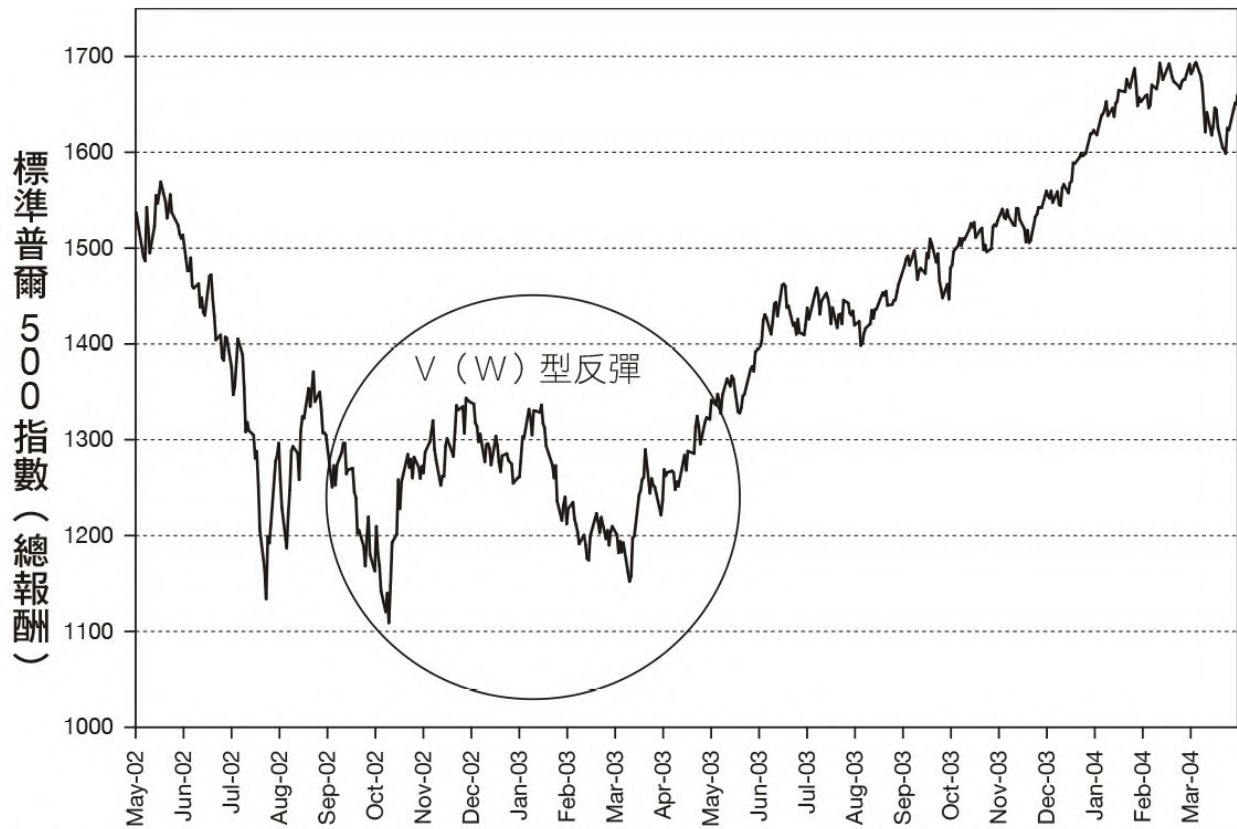
資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數（月資料）。

圖2.3 真實的V型反彈——1974年



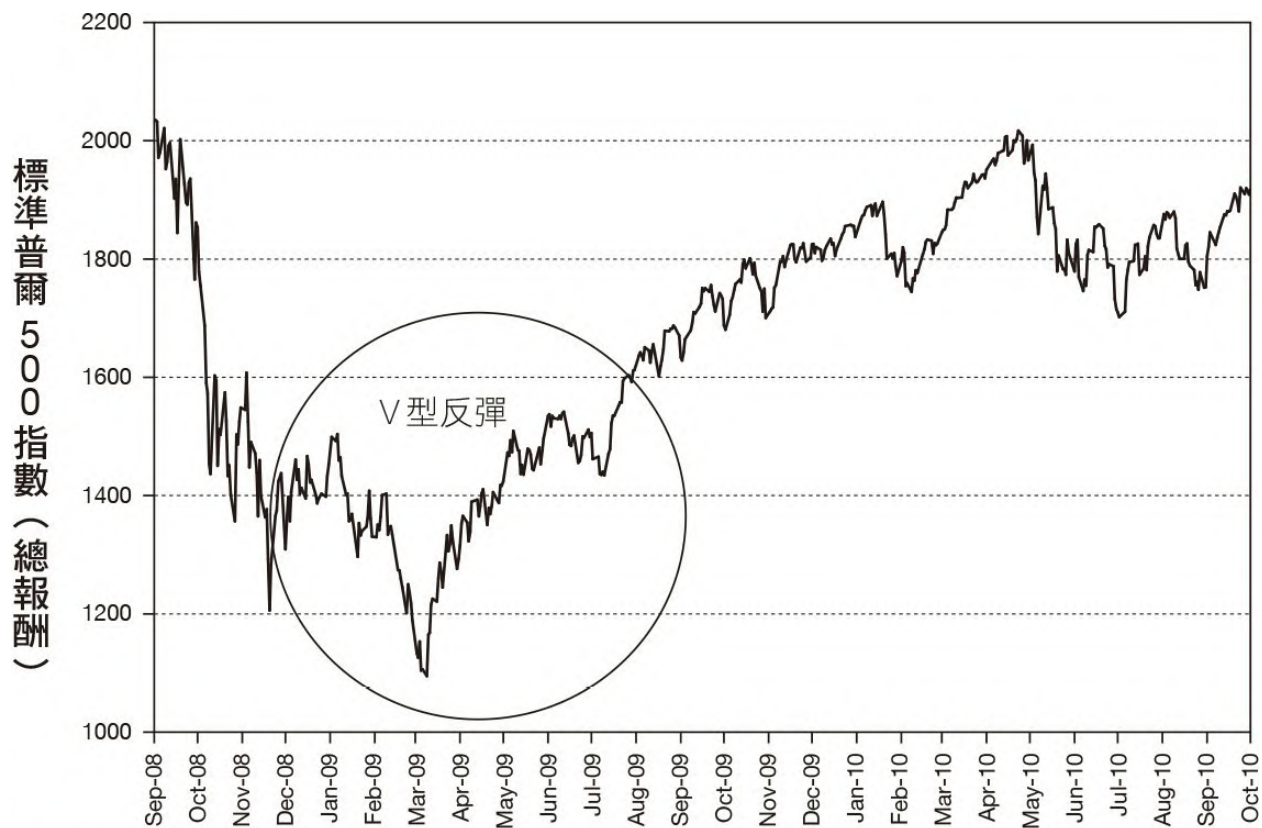
資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數（月資料）。

圖2.4 真實的V型反彈——2002年



資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數（月資料）。

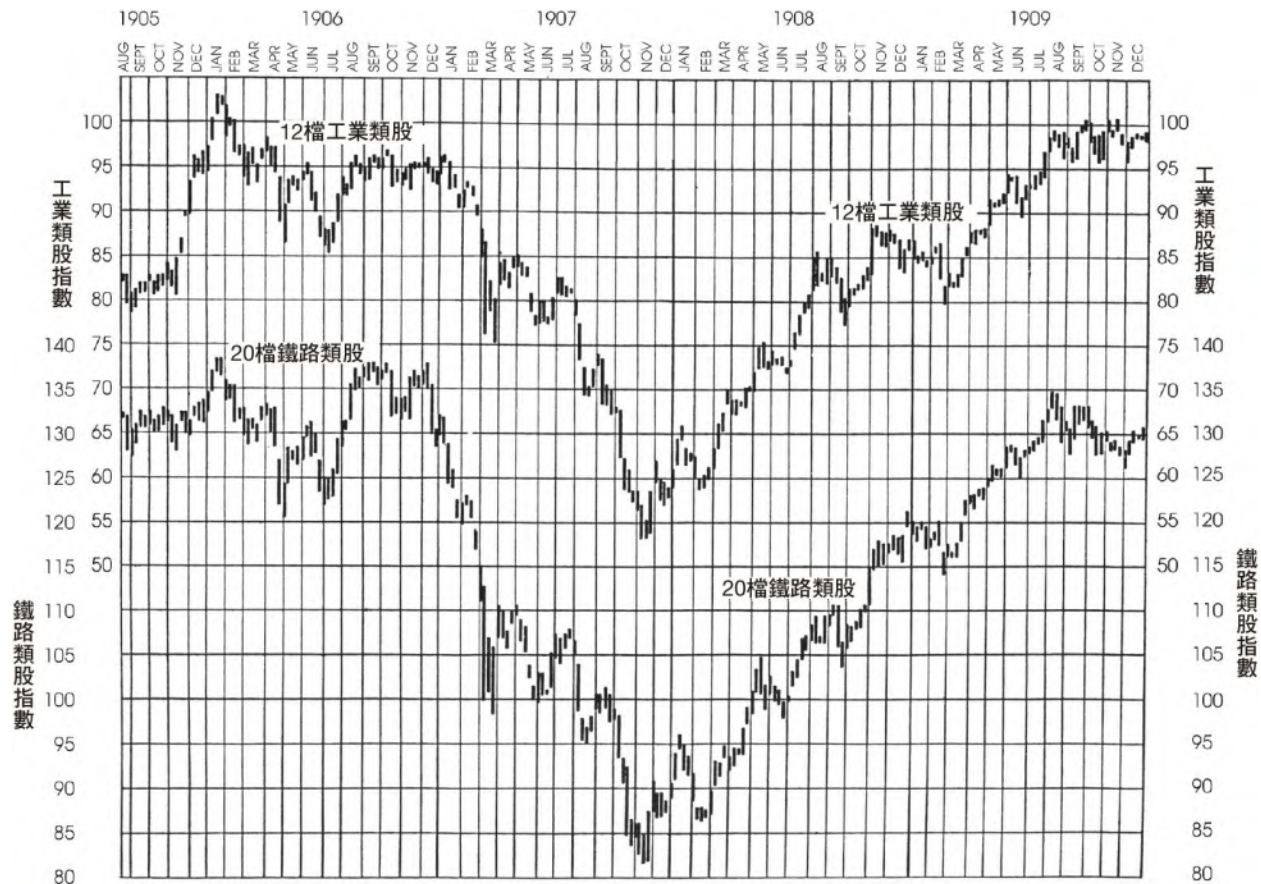
圖2.5 真實的V型反彈——2009年



資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數（月資料）。

這會一直保持下去。圖2.6是我1987年出版的《華爾街的華爾滋》書中的一張圖表。這張圖呈現了1907年金融大恐慌（Panic of 1907）之際與後來的工業與鐵路類股。股票價格形成了一個幾乎完美的V型——最初反彈的速度和形狀，跟熊市最後階段的速度和形狀幾乎一致。在2008年與2009年時，有許多專家說，金融危機「這次不一樣」，從歷史上來看，更像1907年的金融危機——他們的結論是，在這樣的金融危機中，隨後的報酬率會更低迷。但如果他們研究1907年金融危機結束後的一段時間，他們將會得到結論，此次的危機最終是以完美的V型復甦告終。

圖2.6 1907年金融大恐慌——歷史性的V型



資料來源：菲立普·L·柯瑞特（Philip L. Carret），〈投機的藝術〉（The Art of Speculation），《巴隆周刊》（Barron's），1927。

有些讀者可能會錯誤的認為，這代表他們應該關注熊市過後的損益平衡點。事實上根本不該如此。如果你是一個有成長目標的長期投資者（也就是大多數讀這本書的人），你應該完全忽略各種基準，像是損益平衡、高點、指數的整數價格等。相反的，你應該把重點放在，你的策略是否對你的長期成長目標有意義，而不是去想上週、上個月、或去年的股市表現。

V型反彈反而表明股市報酬率不是平均的。如果你在熊市期間沒有持有股票，並試圖準確掌握進入底部的時機，那就別費事了。因為一旦你不小心眨眼，你就有可能會錯過它，錯過從底部開始的巨幅飆漲。此外，整個牛市的報酬率（本身高於平均值），應該能弭平熊市的損失——無論你參與整個牛市還是只參與一部分。

費雪建議：每個牛市你都不該缺席

歷史表明，牛市始於一聲巨響。所以，如果你錯過了這部分，你是否應該袖手旁觀剩下的部分，避開下一隻熊，然後參加下一次的煙火呢？這樣是不對的。

首先，並不是所有的牛市都是這樣——像1990年代那場大規模牛市一樣，是從相對的稀稀落落開始的。另外，如果你因為錯過了最初的飆漲而缺席了牛市，你怎麼知道何時進入下一個牛市呢？我的猜測是，如果你袖手旁觀，你可能也不會在熊市觸底時那段極度無望、可怕的日子裡再次進行投資，而這段時間只有在股市大幅上漲後才能得知，實際上也是投入所有資金的大好時機。上一次讓你感到害怕的東西，下一次也會讓你感到害怕。

牛市通常比大部分的人意識到得更持久、更強勁。所以，如果你錯過了最初的大幅上漲，雖說就沒那麼完美了，但這也不是讓我們以缺席來懲罰自己的理由，因為牛市也許還會進行很多年。

歷史論據：股價大幅上漲不表示一定會下跌

記住大牛市的報酬是正常的，而且它本身並不可怕，對你有幫助嗎？你會知道要當心牛市期間經常聽到的「太遠、太快」的概念。尤其會在牛市的前一、兩年出現，也就是牛市一開始大幅度飆升的期間——事實上，牛市的任何階段都可能被「太遠、太快」的擔憂所困擾。但這不代表牛市必須停下來。為什麼？因為（跟我一起說）牛市比人們記憶中的更持久、更強勁，而且從本質上來說它高於平均值。

一般來說，股票本身不會走得太遠、太快。它們可以大幅飆漲，這並沒有什麼不對。有些大幅度的飆漲確實會自己逆轉——比如1980年的

能源泡沫或2000年的科技泡沫——但這些崩盤所依據的是不支持超高評價的基本面，而非特定的價格水準。股票價格大幅上漲不表示它們一定會下跌。事實上，大多數時候，它們會以不規律的方式不斷上升，但人們老是會忘記。舉例如下：

- 1958年10月18日：「國家的頂尖實業家們對商業前景的擔憂，已經被高度樂觀的情緒所取代，而有些人擔心復甦可能走得太遠、太快……股票市場已經瘋狂了。」¹²
→ 費雪評論：不！這個持續了一年的牛市還有三年多的行情。
- 1959年4月19日：「證券交易委員會透過主席愛德華·N·蓋茲比（Edward N. Gadsby）警告說，懷疑股票市場走得太遠、太快了。」¹³
→ 費雪評論：再說一次，**1957年到1961年**的牛市依然還在繼續，而且表現得很好。
- 1962年7月13日：「從這些資料與其他資料來看，有些分析師傾向於認為市場已經走得太遠、太快了。」¹⁴
→ 費雪評論：新的牛市一個月前才剛開始，並持續到**1966**年。
- 1975年1月29日：「在預期價格下跌的情況下出售借來的股票——交易員顯然確信市場走得太遠、太快了。」¹⁵
→ 費雪評論：這段牛市行情才三個多月而已，它足足持續了**74個月**，上漲了**126%**。¹⁶
- 1982年8月14日：「分析師表示，許多交易員認為，最近債券與股票市場的反彈都已經走得太遠、太快了。」¹⁷
→ 費雪評論：已經？這段牛市才過了兩天！它一直持續到

1987年，直到碰上著名的又短、又急的熊市，在此之前上漲了**229%**。¹⁸

- 1984年8月13日：「分析師表示，許多交易員似乎認為，在過去兩週的反彈中，股市已經走得太遠、太快了。」¹⁹
- 1986年1月2日：「詹森表示，債券與股票市場都已經走得太遠、太快了，有些回跌早該發生了。」²⁰
→ 費雪評論：不——這輪牛市還有一年半以上的行情要走。此外，美國股市在**1986年**上漲了**18.6%**，全球股市大幅上漲了**41.9%**。²¹
- 1992年5月20日：「投資者陷入困境……他們認為市場被高估了。他們擔心股市已經走得太遠、太快了。」²²
→ 費雪評論：著名的**1990年代**牛市行情持續了八年多，美國股市帶給投資者的總報酬率為**546%**，全球股市則為**242%**。²³
- 1995年3月29日：「很明顯的，這幾天投資者變得愈來愈緊張不安，尤其是機構投資者，他們擔心市場走得太遠、太快了。」²⁴
- 1997年2月27日：「聯準會（Federal Reserve Board）主席艾倫·葛林斯潘（Alan Greenspan）在週三表示，過去兩年股市的大幅上漲可能已經走得太遠、太快了。」²⁵
→ 費雪評論：人們稱讚艾倫·葛林斯潘大聲說出股市的「非理性繁榮！」但問題是，他在**1996年12月5日**說出這句話後，牛市又持續超過了三年多，而全球股市又上漲了**75.7%**，美國股市又上漲了**115.6%**。²⁶
- 2003年7月1日：「市場行情走得太遠、太快了，因此投資者可以預期會有7%至8%的回檔。」²⁷
→ 費雪評論：此時已經進入新一輪牛市四個月，全球股市在一年內上漲了**33.1%**。從**2002年**到**2007年**高點，全球股市整體

上漲了**161.0%**。²⁸

- 2009年9月19日：「股市一直在飆升。它可能走得太遠、太快了。」²⁹
→ 費雪評論：不是這樣的——從3月開始的這輪牛市行情還在不停的奔跑，在我寫本文時也還在跑。
- 2009年10月15日：「儘管週三華爾街上演了慶祝行情，但分析師表示，這波反彈可能已經走得太遠、太快了。」³⁰

補充說明

人類天生的懼高本能

我們對高報酬的恐懼，一部分是源於我們大腦的發展方式。在行為金融學中，我們稱之為認知錯誤懼高症（**cognitive error fear of heights**）。我們從前的祖先很早就知道，從高處墜落會立即致命，或者至少會變成殘廢（實際上如同死了一般）。所以，我們天生會害怕任何看起來太高的東西。當涉及到實際的高度與自然現象時，這種本能是救生用的（現在依然是）。但在市場上這種本能是行不通的。

我們常透過隱喻來表達自己想說的東西。我在整本書都是這麼做的！但是，從你可能摔下來而斷了一條腿的高度意義上來說，報酬率並不「高」——你明白這點。整體市場價格可能、也確實會到達一定的水準，然後回落，然後——不規律、帶有波動性的——到達並超越過去的高點，然後繼續上漲。然而，當股價到達一定水準時，許多投資者會將它們框在一個「高度很高」的框架中。我們的大腦發展成，自然而然會害怕任何高的東西最終都會掉下來——也

從高智慧高度的地方掉下來。真糟糕！這種思維方式可能會導致各種投資錯誤——像是太早退出，錯過了股票進一步上漲的幾個月（如果不是幾年的話），嚴重損害長期結果。

你看，相同的短句一次又一次的出現，但我們似乎總是認為它們是新的。

根本就沒有「太遠、太快」這回事。沒有牛市只能上漲多少就必須再次下跌這回事。它們在特定的一週、一個月、或一年裡的升值幅度也沒有上限。事實上，在任何特定的年份中，大部分的報酬率可能只是幾週的結果——也許是幾天！你根本不知道那些日子什麼時候會到來。當它們發生時，它們將是巨大的，也可能會讓人感覺太多、太快了。市場在短期內是非常難以預測的，而這是正常的（順便說一下，熊市的情況也完全相同）。

那些說牛市已經走得太遠、太快的人不記得：如果股市報酬是預料中那樣的緩慢，那麼它們的報酬可能就不會那麼高了。它們不會！它們會被認為風險更低——進而降低上漲潛力。如果你想要更可預測的報酬，你就必須接受更低的風險，因此也就必須接受更低的整體報酬——你可以從購買階梯型公債並持有至到期、或以類似的作法獲得這樣的報酬（是的，你必須持有它們至到期日，因為公債的價值短期內可能、也確實會損失）。

除此之外，熊市也可能高於平均值——就像2007年到2008年的熊市一樣。有趣的是，在熊市期間，普遍存在的情緒是認為股票只會永遠下跌——或至少不會上漲。相反的，在牛市的任何時刻，你很少會看到普遍存在樂觀的情緒。在情緒極端的時候，你確實會變得亢奮——而這通常是非常糟糕的跡象。但是這個糟糕的跡象就像極端的、一致的看空情緒，通常是美好日子即將到來的好跡象。

股票價格可以漲到很高，然後下跌一段時間。但它們不會只因為價格高就下跌。投資者已經多次目睹這一切，只不過他們忘記了。當有人說「太遠、太快了」的時候，請忽略它。除非評估的基礎是不樂觀的基本面，而這些基本面不被重視，且重要性勝過現有的樂觀基本面，否則當有人說「太遠、太快了」時只是在告訴你，他們的記憶有多短。

我們都忘了**3**：正常的報酬不是平均而是極端

我相信你一定聽過或讀過，經過一段時間的波動（這很正常，詳細內容在第三章）後，投資者應該等到市場表現得更「正常」時再投資。我從事這個行業將近40年。我未來的職業生涯遠不及過去的輝煌。我在《富比士》上定期撰寫投資專欄已經超過27年，而且還在持續。我曾寫過學術論文與書籍，並為個人與機構管理過數百億美元。我曾演講、參加研討會、上電視。我寫了八本關於投資與個人理財的書。我從各方面接觸資本市場與投資者。而我從沒見過市場表現得正常。

事實上，這不是真的。市場在任何時候都表現得很正常，我的意思是，市場非常多變，而那正是正常的。但這並不是人們所說的希望市場表現「正常」的意思。他們的意思是他們想要某種訊號：「解除警報！大家進來吧！」或者「這裡危險！該退出了！」想要市場表現得很平穩。他們希望報酬不要那麼多變，希望它更可靠。如果你在等著這件事，那你會等很長一段時間。因為在市場做著非常難以預測的事情時——可能包括在一時間內提供所推測出來的報酬——正常的報酬不是平均的，而是極端的。

表2.4是我經常給客戶和讀者看的一張表。它將股票總報酬率分為高報酬（超過20%）、0%到20%之間的平均報酬，以及負報酬。我之所以慷慨的將平均報酬這個分類的範圍定得比較寬，是因為我猜大多數人

（理所當然的）認為，超過10%就是高於平均值。但為了建立範圍更廣的分類，我用這種方式描述。

表2.4 平均報酬率不是常態：正常的報酬率是極端的（美國）

標準普爾500指數年報酬率範圍			自1926年來發生次數	頻率	
	>	40%	5	5.9%	} 高報酬（占37.6%的時間）
30%	to	40%	13	15.3%	
20%	to	30%	14	16.5%	
10%	to	20%	17	20.0%	} 平均報酬（占34.1%的時間）
0%	to	10%	12	14.1%	
-10%	to	0%	12	14.1%	} 負報酬（占28.2%的時間）
-20%	to	-10%	6	7.1%	
-30%	to	-20%	3	3.5%	
-40%	to	-30%	2	2.4%	
	<	-40%	1	1.2%	
總次數			85		
簡單平均數			11.8%		
年化平均數			9.8%		

資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1925年12月31日到2010年12月31日。

首先（人們忘記這點的速度也總是快到讓我驚訝），你可以看到股票正報酬的次數遠遠大於負報酬——大約超過2.5倍。那些認為長期熊市是持續性威脅的人（第四章），要不是記憶有很大的缺陷，就是衡量報酬的方式非常扭曲，又或者是兩者皆是。其次，最常見的結果（占37.6%的時間）是股票上漲超過20%。平均報酬則是第三常見的結果。但是我把平均定義得非常寬。自1926年以來，美國股市正好落在平均範圍（9%到11%）內的次數只有三次——分別是1968年（股市上漲11%）、1993年（10.1%），以及2004年（10.9%）。³¹自1970年以來，全球股市落在平均範圍內的次數只有兩次——在2005年上漲10.0%，以及在2007年上漲9.6%。³²

整體來看，最不常見的是負報酬。此外（雖然這點很容易被忘記）歷史也告訴我們，大幅下跌的年份會發生，但是非常罕見。諷刺的是，當我們經歷了下跌年份時，人們會傾向於預期它們還會出現，然而歷史表明，當你曾經歷過下跌年份，你（通常）會有很長一段時間不會再遇到它們。年報酬率低於-20%的年份只出現過六次——占7.1%的時間。所以，是的，它們會發生。下跌的年份是極度痛苦的。但隨著時間的經過，即使是巨大的下跌，也會被市場長期之下帶來的更大、更充足、更極端的上漲所淹沒。

我們都忘了4：牛市中也有低於平均值的報酬

現在，我將徹底推翻我自己。整體而言，牛市的報酬確實高於平均值。但這不代表所有牛市年份的報酬都高於平均值。市場的年報酬率變化很大，這表示觀察平均值當中的組成是很重要的——一直都是。即使在牛市當中，也有低於平均值的年份。

偉大羞辱者那個扭曲的騙子，喜歡盡其所能用更多的錢、用更長的時間，來羞辱更多的人。熊市是偉大羞辱者的最好體現，但偉大羞辱者總是想方設法以各種方式羞辱投資者。修正就是一個很好的方法，可以用來嚇人們，讓他們在不該賠錢的時候——當市場迅速下跌10%至20%或更多，然後迅速逆轉上漲至新高時——賠錢，懲罰那些恐慌並低價賣出的人。

補充說明

小幅下跌不可怕

如果你是一個有股票類成長需求的長期投資者，而你預期未來12個月股市將小幅下跌，那麼你是否應該大幅撤離股市？就為了

那一小會兒的下跌？我說，不用麻煩了。如果你相信你正處於持續進行的牛市，而不是加速的熊市——或者即使你懷疑它是熊市，但還沒有堅定的看法——那麼離開通常是不值得的。

為什麼？首先，你可能是錯的！如果你離開股市，股市卻小幅上漲，那怎麼辦？或大幅上漲怎麼辦？如果你有長期的成長目標，那麼錯過上漲是你對自己所做最有害的事情之一。假設你錯過**15%**的上漲。那要用很多來彌補——未來的**15**年，你必須以平均每年**1%**的幅度擊敗市場（扣除費用），才能回到你什麼都不做所能得到的結果。否則，只好讓自己接受更差的整體長期結果。

此外，你必須完全準確的做出預測。光是要區分小幅上漲與小幅下降的預測已經夠困難了。然後，還要考慮交易成本，或許還有稅務，這些可能都會有損收益。另外，如果你錯過了完美的進場時機，你可能會剝奪自己未來的報酬。在我看來，這通常不值得。太不完美了。

但是，偉大羞辱者羞辱你的另一個簡單方法是，讓你處於暫停的一年。如果每一個牛市年份都只是大幅上漲，那也太容易了（同樣，「太容易」可能意味著長期下來整體報酬率較低。所以我們不會真的希望投資變得太容易）。在任何一年裡，股票都可能出現以下四種情況之一：可能是大幅上漲、小幅上漲、小幅下跌、或大幅下跌——這四種情況都會發生。大幅下跌是熊市年份；大幅上漲是牛市年份——但小幅上漲也是。而且，即使是在持續進行的牛市年份裡，你也可能會經歷小幅下跌的一年。有時候，小幅上漲跟小幅下跌之間的差異，只是年底牛市真正再起前的一點情緒波動。小幅下跌仍可能是牛市年份。

歷史論據：牛市第三年的暫停漲幅與中等報酬

從歷史來看，暫停年份（指在整個牛市中表現普通的年份、或甚至微幅下降的年份）會不規律的穿插在大幅上漲的年份中。歷史表明，牛市的第三年經常是暫停年份（雖然它們不一定會是，而且第二、第四、第五等年份也很容易小幅上漲或小幅下跌）——像是1960年、1977年、1994年，以及2005年——暫停年份會在下一次牛市飆升之前出現。表2.5列出持續進行牛市的第三年。

你可以看到，自1926年以來，第三年通常是小幅上漲或小幅下跌。很少會大幅上漲，但從沒有大幅下跌。然後，在上述這些情況下，牛市在第四年與之後年份再度出現。暫停年份（無論是第三年還是其他年）是正常的，發生的次數多到足以不再讓人感到震驚了，然而人們會忘記，他們的大腦會出問題。大聲疾呼「太遠，太快了！」的專家覺得自己的說法被證明是正確的——短暫的正確。但是，因為擔心暫停年份而退出市場，證實了即將來臨的熊市可能搶走你的錢——而且是巨額的錢！看一下表2.5中最右邊的整體市場價格報酬率一欄。從歷史上來看，被第三年的暫停嚇得退出股市，意味著常常會錯過整體牛市報酬的一大部分。

表2.5 暫停的第三年

牛市					整體牛市報酬率
開始日期	結束日期	第一年	第二年	第三年	
1932/06/01	1937/03/06	121%	-4%	1%	324%
1942/04/28	1946/05/29	54%	3%	25%	158%
1949/06/13	1956/08/02	42%	12%	13%	267%
1957/10/22	1961/12/12	31%	10%	-5%	86%
1962/06/26	1966/02/09	33%	17%	2%	80%
1966/10/07	1968/11/29	33%	7%	-10%	48%
1970/05/26	1973/01/11	44%	11%	-2%	74%
1974/10/03	1980/11/28	38%	21%	-7%	126%
1982/08/12	1987/08/25	58%	2%	13%	229%
1987/12/04	1990/07/16	21%	29%	-7%	65%
1990/10/11	2000/03/24	29%	6%	14%	417%
2002/10/09	2007/10/09	34%	8%	7%	101%
2009/03/09	??	69%	15%	??	??
平均值		47%	11%	4%	164%

資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500價格指數。

費雪建議：面對停滯的市場不必沮喪

對於偉大羞辱者來說，暫停年份特別令人高興。想同時讓堅定的牛市論者與堅定的熊市論者受挫嗎？給他們一個表現普通的年份，就可以讓每個人都感到沮喪。

更令人沮喪的是，基本上，這些通常都是好年份。沒有任何跡象表明這些年份應當是普通年份。經濟成長通常很好（投資者很容易忘記，在經濟成長良好、甚至非常強勁的背景下，也可能出現中等的報酬）。更確切的說，暫停年份通常是情緒趕上現實的影響。牛市的第一部分（回顧圖2.1）是由流動性驅動的，但也受到市場情緒跟現實之間的巨大差距所驅動。熊市的損失會讓市場情緒普遍低落。情緒趕上現實是推動V型反彈的主要力量。

但在一段時間的高報酬之後，情況會有點改變。雖然不像開燈或關

燈一樣簡單，不過投資者的情緒有所改善。他們的高報酬讓他們感覺良好，也許他們開始能設想一個不那麼黯淡的未來。市場情緒已不再普遍都很糟糕。也許會有一群新的看漲的人！人們沒有普遍都興高采烈，但整體與平均而言，情緒好轉了——更接近現實。而如果情緒跟現實之間沒有那麼大的差距，你就失去了一個推動股市走高的主要動力。

那就是暫停。它不是壞事——它是好事。它可以讓情緒重置。也許這是基本面過渡的一年。走出暫停的另一端，領先的資產類別通常會改變，例如，先前由小型股領漲，然後換大型股接手。也許，先前是週期性股票領漲，然後是人們認為不吸引人、枯燥的藍籌股在牛市的前期接手。不過，基本面不是那麼獨立的情緒。

任何一個暫停年份的美妙之處，在於它結束的時候，會擺脫過度樂觀的情緒。人們認為，高報酬牛市的時代已經結束，或者可能會擔心新的熊市即將到來，因為盈餘沒有以令人驚嘆的程度超出預期。此時，人們也會忘記。暫停年份的部分力量，是因為人們很快就習慣了巨額報酬與巨幅利潤成長。但這都是正常波動的一部分。

因此，當報酬率變得普通的時候，你會看見沒那麼樂觀、甚至完全看空的情緒會再次興起。這再次造成了現實跟預期之間的差距，並為牛市的下一個上升段提供了更多動力。

從歷史來看，表現普通的牛市年份並不少見。它們會出現，然而人們不記得，或缺乏工具能確認他們對中等報酬的恐懼是否正確。但就像大幅下跌的年份不會傷害長期股票平均值，而且實際上是這些平均值的一部分一樣，中等報酬的年份也是如此。它們在歷史上發生過且這種小幅上漲與小幅下跌，都是市場可以預期出現四種情況的兩種。

當我在2011年年中寫這本書時，我一直預測2011年很可能是典型牛市的第三年，會有中等的報酬率——停滯不前的趨勢，並伴隨著大量的波動。這最終是真的嗎？誰知道呢。但我對2011年的建議，跟牛市通常的演變方式是一致的。我試著利用我的記憶與歷史做為優勢。

我們都忘了5：投資者情緒讓平均報酬難以達成

若你能從骨子裡知道報酬是多變的，並且不要忘記，就可以讓你免於恐懼或貪婪的追逐熱潮。但還有一個更有用的應用。如果長期來看市場的平均報酬率在10%左右，而牛市報酬高於平均水準，那麼你的投資組合獲得大約10%的年化報酬率肯定很容易，且出入不會太大，對吧？事實上，這很難。從戰術上來說，不難，這很容易。但在情感與心理上，沒有什麼比這更困難的了。

許多投資者都有一個明確的擊敗市場的目標。但事實是，平均而言，投資者不僅沒有擊敗市場，他們甚至沒有接近市場。如果你能真正的接受，為什麼投資者連平均報酬率都得不到，那麼經過一段時間後，你可能會開始改善自己的績效表現。

當然，許多讀者會說：「但我高於平均水準！」也許你是！就像烏比岡湖（Lake Wobegon）的孩子們（編按：指人們傾向高估自己的能力，稱為烏比岡湖效應）一樣，大多數投資者（駕駛也是）都認為，他們高於平均水準（這是不可能的）。我希望你確實高於平均水準。然而，不管這本書的許多讀者承認與否（或者，他們是否知道如何正確衡量報酬率——這是一個常見的問題），真正的情況很可能是他們跟股票的長期平均水準相差甚遠。

不相信我嗎？每年，位於波士頓的達爾巴研究公司（Dalbar Inc.），都會發布一份關於投資者行為的研究報告，特別關注績效表現相關的研究。2011年該公司的研究顯示，在截至2010年的20年當中，平均而言，股票共同基金投資者包括所有交易成本的年化報酬率為3.83%。³³

相比之下，以標準普爾500指數為例（達爾巴研究中的投資者應該

會使用該指數做為基準指標），它的年化報酬率為9.1%。³⁴讓我換一種說法，如果你20年前把100,000美元投入標準普爾500指數放著不管，你將擁有大約571,000美元，但股票投資者20年後平均而言只擁有212,000美元——只有前者的37%。

為什麼相較於投資者的基準指標，投資者會落後得那麼嚴重？因為他們在錯誤的時間進出市場。達爾巴公司估計，共同基金投資者平均持有共同基金的時間只有3.27年（如果你想了解更多，在我2010年出版的《肯恩費雪教你破除50個投資迷思》一書中，我對這部分內容有更全面的描述）。大多數長期、以成長為導向的投資者所相信的，是「買進持有」的概念。他們為了這個概念到底是什麼意思、該怎麼做而爭吵。但很少有人會爭論平均持有一檔共同基金3.27年（有時更少！）是否就是買進持有。

許多跟我交談過的投資者都說：「既然買進持有標準普爾500指數ETF那麼容易，為什麼我還需要僱用基金經理人呢？設置好，然後忘記它吧！」我同意！但根據我的經驗，很少有人能真正做到這點。這正是達爾巴公司所觀察到的——絕大多數情況下，人們都無法設置好然後忘記它，尤其是在他們認為能做到、而且這件事很容易的情況下。

這是尋求優秀的專業人士協助時，未被重視的價值。儘管不是每個基金經理人都能擊敗市場，甚至與市場並駕齊驅。長期而言，很少有人能做到。但是，一個優秀的專業人士應該要能夠指導你，制定一個合適的長期策略，然後幫助你堅持你的目標，而不是在局面看似艱難的時候，或者相反的，在你覺得自己錯過其他地方的熱門表現的時候（也就是追逐熱潮），在市場上進進出出。也許你的報酬率不是平均每年10%——也許在一些專業人士的幫助下，你可以有紀律的堅持一個策略，使你在扣除交易成本的長期之下，獲得7%或8%的年化報酬率。這個結果仍然比達爾巴公司觀察到的投資者的平均表現更好。

現在，我們說句公道話，他們所衡量的共同基金投資者，可能並沒

有把被動式投資當作目標。但如果他們積極的買賣共同基金，我猜他們的目標不是「嚴重落後於市場」。你會設想，他們最終會發現自己做得很糟糕，然後選擇一檔像樣的基金，待著不動。這樣做的話，他們很可能無法擊敗市場。他們甚至可能無法跟市場相比，但他們落後市場的程度，至少可能不會像他們平均每3.27年買賣一次一樣嚴重。

投資者不僅在市場上進進出出，而且他們還在錯誤的時間點這麼做。也許不是徹底錯誤的時間，但依然是不好的時間。大幅下跌的年份會讓投資者害怕，認為長期的股票平均水準是無法實現的。他們會感到恐慌，並以極端的方式降低風險（跟他們的長期目標不一致）。大幅上漲的年份也會造成損害——逐漸產生過度自信，或許還有貪婪，因此他們會逐漸拉高風險（也跟他們的長期目標不一致），但通常會立刻受到傷害，且傷害程度會比他們在下一次衰退時遭受到的還嚴重。他們重複、重複、再重複。這一切最終都會傷害到報酬。

更糟糕的是，他們忘記了。他們忘記在1990年代後期追逐熱潮帶來的嚴重傷害，接著在2002年過後，過度的趨避風險也奪走了他們的報酬。然後，他們再次追逐熱潮，並在2008年後反射性的反應過度，錯過了歷史性的觸底反彈。他們沒有從過去的錯誤中汲取教訓，因為他們忘記市場報酬率不是平均的。報酬率的變異性很大——這是正常的。記住這點，你就能夠比一般的共同基金投資者做得更好，畢竟他們的報酬遠遠落後於市場平均（如果他們停止在錯誤的時間點進出市場）。

快速結論

歷史告訴我們，市場報酬率不是平均的，且具有很大的變異性，記住這點，你就不會在錯誤的時間進出市場，錯過好的報酬。

註釋

- 1 亞歷山德拉．特溫（Alexandra Twin），〈蓄勢反彈〉（Recharging the Rally），《CNN 金錢》（CNN Money），2009/03/26，
http://money.cnn.com/2009/03/26/markets/markets_newyork/index.htm（2011/08/10存取）。
- 2 亞當．謝爾（Adam Shell），〈許多人懷疑，這次的股市反彈是否能持續下去〉（Many Wonder If This Stock Market Rally Is Sustainable），《今日美國報》，2003/05/08，
http://www.usatoday.com/money/markets/us/2003-05-07-markets_x.htm（2011/09/12存取）。
- 3 大衛．克雷格（David Craig）與貝思．貝爾頓（Beth Belton），〈在經濟放緩的同時，道瓊在四天內上漲245點〉（As Economy Slows, Dow Jumps 245 in Four Days），《今日美國報》，1996/08/03。
- 4 〈華爾街起伏不定〉（Wall Street Runs Hot, Cold and Down），《芝加哥論壇報》（Chicago Tribune），1990/12/28。
- 5 保羅．賈維斯（Paul Jarvis），〈投資者琢磨著「高點模式」〉（Investors Ponder 'Peaking Pattern'），《班戈每日新聞報》（Bangor Daily News），1985/05/06。
- 6 傑克．萊弗勒（Jack Lefler），〈最重要的市場問題：貨真價實的上漲是買點嗎？〉（Paramount Market Question: Upswing Real Thing, Is It a Buying Point?），《戴託納海灘早報》（Daytona Beach Morning Journal），1962/11/01。
- 7 Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數（年化），資料期間為1925/12/31到2010/12/31。
- 8 Global Financial Data, Inc.，MSCI世界指數總報酬率，資料期間為1969/12/31到2010/12/31。
- 9 湯森路透，MSCI世界指數淨報酬率，資料期間為2007/10/31到2009/09/09。
- 10 湯森路透，MSCI世界指數淨報酬率與標準普爾500總報酬指數，資料期間為2009/03/09到2010/03/09。
- 11 肯恩．費雪，〈預期呈現V型〉（Anticipate the V），《富比士》，2009/02/16。
- 12 斯特林．F．格林（Sterling F. Green），〈對商業前景的擔憂消失了〉（Apprehension Over Business Outlook Gone），《蓋茨堡時報》（Gettysburg Times），1958/10/18。
- 13 羅伯特．E．貝丁菲歐德（Robert E. Bedingfield），〈股票市場如何運作〉（The Stock Market: How It Works），《紐約時報》，1959/04/19。
- 14 〈儘管尾盤下殺，股市仍上漲〉（Stocks Post Rise Despite Late Selling），《芝加哥論壇報》，1962/07/13。
- 15 〈紐約證券交易所史上第二大的成交量〉（Volume Is Second Heaviest in History of NY Exchange），《匹茲堡郵報》（Pittsburgh Post-Gazette），1975/01/29。

- 16 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間為1974/10/03到1980/11/28。
- 17 美聯社, 〈市場溫和上漲〉 (Market Posts Moderate Gains), 《薩姆特每日早報》 (Sumter Daily Item), 1982/04/14。
- 18 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間為1982/08/12到1987/08/25。
- 19 美聯社, 〈股票市場〉 (Stock Market), 《阿古斯新聞》 (Argus-Press), 1984/08/13。
- 20 〈市場隨著新一年的利潤銷售而下跌〉 (Market Dips With New Year Profit Sales), 《民主聯合報》 (Union Democrat), 1986/01/02。
- 21 湯森路透, MSCI世界指數淨報酬率, 資料期間為1985/12/31到1986/12/31。
- 22 〈收盤高點: 道瓊指數上漲了21.96點至3,397.99點〉 (A Closing High: Dow Rises 21.96 to 3,397.99), 《紐約時報》, 1992/05/20, <http://select.nytimes.com/gst/abstract.html?res=F10613FD3F5D0C738EDDAC0894DA494D81> (2011/08/10存取)。
- 23 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間為1990/10/11到2000/03/27; 湯森路透, MSCI世界指數淨報酬率, 資料期間為1990/09/28到2000/03/27。
- 24 美聯社, 〈股市承受債券的拋售〉 (Stocks Withstand Bond Sell-Off), 《密爾瓦基新聞報》 (Milwaukee Sentinel), 1995/03/29。
- 25 阿特·潘恩 (Art Pine), 〈葛林斯潘對市場的飆漲發出警告〉 (Greenspan Warns of Market's Surge), 《洛杉磯時報》, 1997/02/27, http://articles.latimes.com/1997-02-27/business/fi-32822_1_stock-market/2 (2011/08/10存取)。
- 26 湯森路透, MSCI世界指數淨報酬率, 資料期間為1996/12/05到2000/03/27; Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間為1996/12/05到2000/03/24。
- 27 〈專家展望〉 (Experts' Outlook), 《達拉斯晨報》 (Dallas Morning News), 2003/07/01。
- 28 湯森路透, MSCI世界指數淨報酬率, 資料期間為2002/12/31到2003/12/31; MSCI世界指數淨報酬率, 資料期間為2002/10/09到2007/10/31。
- 29 傑夫·薩默 (Jeff Sommer), 〈最近的反彈真的是非理性繁榮嗎?〉 (Is the Recent Rally Irrational Exuberance?), 《紐約時報》, 2009/09/19, www.nytimes.com/2009/09/20/business/economy/20mark.html (2011/08/10存取)。
- 30 帕翠斯·希爾 (Patrice Hill), 〈道瓊指數暴漲超過10,000點; 經濟持續低迷〉 (Dow Rages Over 10,000; Economy Struggles), 《華盛頓時報》, 2009/10/15, www.washingtontimes.com/news/2009/oct/15/dow-rages-back-over-10000/ (2011/08/10存取)。
- 31 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間為1925/12/31到

2010/12/31。

32 Global Financial Data, Inc., MSCI世界指數淨報酬率，資料期間為1969/12/31到2010/12/31。

33 〈投資者行為的量化分析〉（Quantitative Analysis of Investor Behavior），Dalbar Inc.（2011年3月）。

34 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數（年化），資料期間為1990/12/31到2010/12/31。

洞察市場真實面

3

股市沒有變得更不穩定

讀這一章，你需先知道

- **波動性 (volatility)**：市場在一段時期內上升或下降的統計性趨勢。通常是用標準差來衡量，標準差高代表波動的變異性大，標準差低則表示波動小接近平均值。
- **滾動報酬率 (rolling return)**：也可稱為滾動週期報酬率 (rolling period return)，指的是在投資期間中每隔特定的時間頻率重新計算報酬率，像是一年滾動報酬率、三年滾動報酬率等，可用於檢查持有期間的報酬狀況，比單一時間點的報酬更能反映投資者實際經歷。
- **黑天鵝 (Black Swan)**：黑天鵝指的是極其罕見的事件，且後果嚴重。黑天鵝事件可能會對市場和投資產生負面影響，從而對經濟造成災難性破壞，它無法事先預測，即使使用穩健的模式也無法阻止。

——緣起—— 市場波動沒有預測模式， 所以一有波動，就讓人誤以為變得更劇烈

「現在」是一個更不穩定的時期嗎？看新聞、看電視——很可能會有人說是。幾乎每年都是如此（這是「這次不一樣」的變形，有更多的證據表明投資者擁有錯誤的記憶）。但如果你搭乘時光機回到1年、5年、10年、17年、32年、147年前，你可能還會聽到人們說：「嗯，現在變得比以前更不穩定了！」

這種認為股市愈來愈不穩定的看法，不需要等到熊市的底部才會出現。毫無疑問的，在波動劇烈的熊市底部時期，人們對股市本身變得更不穩定的擔憂確實會增加。但即使是在波動性相對較低的年份（是的，波動性本身是多變的），你也會發現，由於波動性的影響，人們會覺得股市正變得愈來愈失控。

首先，股市是不穩定的。這點無法逃避。波動性可能令人恐懼，但市場劇烈波動的事實不應該讓人感到意外。它現在是不穩定的，過去也一直是，將來也會一直是，直到永遠都是。你也會希望它是。稍後再詳細介紹。

在2011年與2012年讀這本書的讀者，可能依然對2008年到2009年年初糟糕的市場環境記憶猶新。接二連三的壞消息似乎沒完沒了。銀行即將破產、政府反應難以預料的混亂、股價跌入谷底、失業率飆升。有幾個月的時間，確實感覺像世界末日到了。當然，2009年是極好的復甦年（美國股市上漲了26.5%，全球股市上漲了30.0%），2010年也是（美國股市上漲了15.1%，全球股市上漲了11.8%）。¹

但其實2010年經歷了一次大幅的市場回檔，隨後是全面的修正。世界發現，歐洲的周邊經濟體比人們普遍認為的還弱——這威脅到歐元的存在！接著，5月6日發生「閃電崩盤」（也被稱為「2：45的崩

盤」），這被概括性的歸因於一系列的技術故障——在短短幾分鐘內經歷大盤暴跌。股市盤中一度下跌將近10%，但之後就扭轉了午盤大部分的跌幅（但當天收盤仍然下跌）。那是場非常可怕的經歷。

但這是否證明了，現在的股市本質上更變化無常？市場更不穩定呢？當然不是。2008年的確是動盪的一年，但2009年也是！過了幾年之後，人們不記得了——他們只記得2008年很可怕，而2009年大幅上漲。但漲或跌，都是波動。

事實是，有些年份比其他年份的波動更大——一直都是這樣。有些星期或月份的波動甚至更大。但是，儘管過去幾十年來，人們普遍一直認為現在的市場比過去更不穩定，不過卻沒有明顯的趨勢表明，市場整體而言變得更不穩定——只不過是一直存在的波動性的正常變異。此外，一年的波動性即使高於或低於平均水準，也不一定代表出現麻煩了——股票可以以高於或低於平均的波動水準來上漲或下跌。市場波動沒有預測的模式，它一直是這樣，只是人們經常忘記。所以，讓我們用一些歷史來糾正這個記憶缺陷。這樣做，我們可以知道：

- 波動性到底是什麼（人們不一定知道！）。
- 波動性本身就相當不穩定。
- 無論你如何切割，股市都不會變得更不穩定。
- 在特定的時間內，股票的波動性可能比債券小。
- 最後，如果你想要獲得報酬的長期成長，波動性是好事，而不是壞事。

我們得記住1：上漲和下跌都是市場波動

許多人在2008年、2009年，以及2010年抱怨，股市現在的波動性更大了。雖然肯定會有波動，但那些波動性並沒有超出熊市、與隨後大反彈的歷史正常水準（詳見本章後面部分）。

- 2010年10月1日：「最重要的是，市場比往常更不穩定。美聯社—CNBC在8月與9月進行的民意調查發現，大約五分之三的投資者因為市場的波動性，對買賣個股的信心下降。」²
→ 費雪評論：記住，股市在**2009**年大幅上漲，在**2010**年也是一個好年份。此外，民意調查涉及感覺，而感覺並不是股市良好的前瞻性指標。
- 2009年7月31日：「雖然不可否認，所有這些被大肆宣傳的創新讓市場變得更有效率，但我們有充分的理由懷疑，它們也讓市場變得波動更大、更不穩定、更不公平。」³
→ 費雪評論：我不確定「更不公平」是什麼意思。但沒有證據能表明，股市本身的波動更大。這只是「這次不一樣」的一種變體。

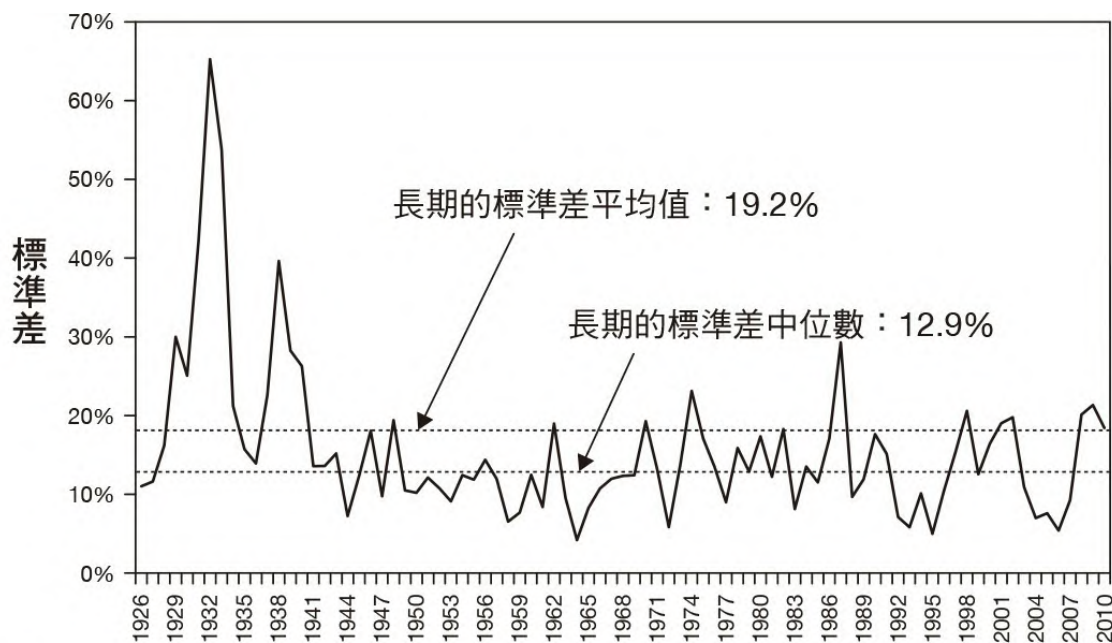
也許，人們認為「現在」是波動更大時期的部分原因，在於對波動是什麼有小小的誤解。一般來說，人們認為下行波動是不好的，而上行波動根本不是波動！它就是「好的」。但波動性沒有「不好」或「好」，它就是波動。

通常，行業中的專家都使用標準差（standard deviation）來衡量股市的波動度。如果你還記得大學統計學課教的標準差（後文皆簡稱

SD），你可以直接跳過這部分內容。標準差就跟它的名稱聽起來一樣，用來衡量某個東西偏離它的期望平均值的標準。它可以用來衡量單一股票、產業、整體市場的歷史波動度，任何你有足夠數據的東西都能衡量——舊金山的晴天或波特蘭的雨天。SD低代表結果跟平均值相差不大；SD較高代表變異性較大。

截至2010年年底，標準普爾500指數總報酬自1926年以來的年SD為19.2%⁴（這是根據月報酬率計算的。你也可以根據年報酬率來衡量SD，但你得到的數據會較少。當然也可以改用日報酬率來衡量，但業界大部分都用月報酬率來計算）。但這也包括了兩個經濟大蕭條熊市劇烈波動的年份，它們拉高了平均值。自1926年以來，SD的中位數為12.9%（請見圖3.1）。

圖3.1 波動性是不穩定的，且沒有上升的趨勢



資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1925年12月31日到2010年12月31日。

補充說明

如何計算標準差

以下是計算普通標準差的方法，供那些沒有學過統計學基本知識（或者幾乎不記得）和非常好奇的人了解。了解計算可以幫助你理解什麼是標準差，以及什麼不是標準差。

先擷取一系列數據，計算其平均值（即簡單的算術平均）。

然後，計算每個數據點跟平均值之間的差值，並將每個差值平方。

把這些平方相加，除以數據的數量。將這個計算結果取平方根，你就能得到標準差。

更好的方法是，將數據輸入到Excel試算表中，讓Excel為你完成計算工作。科技是很了不起的。

有幾件事要記住：標準差始終是回顧過去。它是一個非常有用的工具，但標準差並不能告訴你，任何東西在未來會有多麼劇烈的波動或多麼穩定，它只能描述股票在過去的平均表現。它是一個相當不錯的依據，但不是一個有用的預測工具。

標準差為零，表示從歷史上看，報酬率從未變動過。實際上，那就像是把現金藏在你的床墊裡（忽略長期之下受通貨膨脹侵蝕的影響）。你不需要歷史標準差來告訴你，股票的波動相當劇烈。我之所以再一次提到它，是因為股票市場的波動性本身就很不穩定。有些年份的市場波動性遠高於平均值；有些年份的波動性則遠低於平均值。另外，有些年份則兩種情況都會發生在同一年。平均值就是平均值，而圍繞在它周圍的變異性可能很大。

我們得記住2：波動度大不代表股市一定會下跌

有紀錄以來（以SD衡量）波動最大的一年是1932年，這一年包含了美國歷史上最嚴重熊市的底部。這可能不會令你驚訝。這一年的SD為65.24%⁵——月報酬率的變化很巨大，所以，股票大概也下跌得非常多，對吧？錯了——1932年，股市僅下跌了8.41%。⁶沒有很好，但也不算是災難。這只是可怕的雲霄飛車旅程的終點，以整體有點平淡的一年做為結尾。波動第二大的年份是1933年——SD為53.8%，股票大幅上漲了54.4%！⁷波動度大不代表股市一定會下跌。在經歷了1930年代的劇烈波動之後，2009年的SD為21.3%——遠高於中位數——股市上漲了26.5%。⁸1998年SD為20.6%，儘管年中出現了一次大幅修正，但這一年股市仍上漲了28.6%。⁹2010年，SD為18.4%，股市上漲了15.1%。¹⁰是的，波動性大也會帶來下跌年份，但並非總是如此，也不足以讓你不自覺的對高於平均值的波動性感到恐懼。

反之亦然。波動度較低不一定代表高報酬。1977年SD為9.0%，遠低於平均水準，但股市仍下跌了7.4%。令人驚訝的是，1977年的報酬率幾乎與1932年相同，但波動度卻低很多。¹¹1953年，SD為9.1%，但股市下跌了1.2%。¹²2005年SD為7.6%，而股市只上漲了4.9%。¹³當SD接近長期的中位數（範圍從12%到14%）時，報酬率的變異也非常巨大！1951年SD為12.1%，美國股市飆升了24.6%。¹⁴1973年SD為13.7%，美國股市卻下跌14.8%。¹⁵我們的大腦可能不清楚這樣的事實，但波動性並不能預測未來的報酬率，或其他任何事情。

在雞尾酒會上，你肯定可以用下面的問題難倒所有人，包括99%的投資專業人士。問問他們哪一年的波動更大，是2008年還是2009年？我猜大多數人都說是2008年。但不是，事實上是2009年，儘管2008年是糟糕的一年，而2009年是不錯的一年。2008年的SD為20.1%，2009年為21.3%¹⁶（當他們不相信你的時候，指出此處內容告訴他們）。如果你還記得，2009年美國股市整體上漲了26.5%，但其中包括大跌到3月9日的低點，然後一路大幅飆升了67.8%到年底，那你就不覺得奇怪了。¹⁷劇烈

波動！整體而言也巨幅上漲。

為了避免你的雞尾酒會夥伴感到憤怒，你可以向他們指出，我們計算波動性的方式，正是學者、金融專業人士、甚至記者認為正確的方式。這不是什麼奇特的分析。但是對此，我們之所以存在這樣的感覺，是因為我們的記憶很糟糕。此外，我們毫無歷史感。

回顧歷史**2-1**：造成波動性上升的原因

如前所述，波動性增加或減少不會自動轉化為更差（或更好）的報酬率。但無論是情感上還是心理上，波動性的增加很難處理，這可能會導致投資失誤。投資者經常逃離股市以避免波動，但這麼做讓他們失去了潛在的未來報酬。因此，如果波動性整體而言是上升的，那麼從行為與情緒的角度來看，這可能是值得關注的事。不過，跟傳統觀點相反的是，沒有任何統計證據表明，波動性本身正在增加。回顧一下圖3.1——它呈現了波動性從多到少的不規則變化，沒有跡象表明它長期有上升的趨勢。完全沒有！

人們擔心網路、貪婪的銀行家，以及擔保債權憑證（**collateralized debt obligations**，編按：對債券、貸款等資產進行結構重組，重新分割投資回報和風險，以滿足不同投資者需要的創新性衍生證券產品）等繁複的工具會增加波動性。美國債務信評降級、查理·辛（Charlie Sheen）或女神卡卡（Lady Gaga）等事件，有很多事情值得擔憂，但沒有跡象表明波動性有上升的趨勢。然而，大多數人在他們骨子裡卻認為波動性有上升。

其他被指責造成波動性上升的因素為科技，像是高頻交易（**high-frequency trading**，編按：指利用科技程式進行交易，以高速、大量的方式賺取市場中出現的短暫微小價差）。2010年《新聞週刊》

（*Newsweek*）有一篇文章寫道：「一眨眼間數十億股的交易，使得糟糕

的股票市場比以往任何時候都反應更快——也比以往任何時候都波動得更劇烈。」¹⁸這是不錯的觀點，很容易看出他們為什麼會相信，但這只是無腦的廢話。有什麼證據表明，2010年的波動性明顯比以往任何時候都還高？沒有。

高頻交易、網路等同樣的因素，在2003年、2004年、2005年、2006年，以及2007年也完全存在，當時的SD相對較低。在1987年SD到達相對高點時，這些東西都不存在（當然，銀行家是貪婪的，但我相信，我們並不想生活在一個沒有利潤驅動的銀行家的世界）。1998年網路還剛起步的階段，是另一個SD的相對高點，當時美國股市上漲了20.6%。¹⁹這些東西在1948年（SD為19.41%，股票上漲了5.1%——SD高，但報酬率中等）甚至沒有被想到過。²⁰

換個角度看。由於眾多原因，經濟大蕭條的波動非常劇烈——下行與上行波動都是。其一是相對缺乏流動性與透明度。當時沒有那麼多股票，也沒有那麼多交易，市場參與者也少很多。資訊的傳遞更緩慢，所以價格發現（price discovery）更困難。當時除了最大的幾檔股票之外，所有股票的買價與賣價之間的價差占總價格的百分比，比現在還要大許多，因此在有人接受買價或賣價之間的跳動下，會使交易價格占總價格的百分比擴大。綜合上述所有因素，先不管其他總體驅動因素（例如：極為失敗的貨幣政策、財政失誤、瘋狂的非法貿易政策、糟糕的經濟、大量的不確定性、希特勒的崛起、休伊·朗 [Huey Long]，以及更多其他因素），你就會得到更大的波動性。

同樣的，即使在今天，交易清淡的市場通常也更具波動性——像是雞蛋水餃股、微型股（通常是同一種股票）、或非常小的新興市場股。由於現在公開交易的股票數量大幅增加，參與者數量也大幅增加，以及資訊更容易即時獲取，因此整體而言，市場波動性本來就應該比交易清淡的經濟大蕭條時期更低。我並不是說，下週你一覺醒來股市的波動性就會減少——完全不是（如果你期望會發生那種事，那你會非常失

望）。只是我們不太可能遇到像1930年代那種劇烈的震盪，今天也不太可能在交易清淡的市場，還看到劇烈的波動。

回顧歷史**2-2**：被禁止的洋蔥期貨交易

人們也喜歡將股市、油價、你講得出的東西的波動性都歸咎於影子投機者。但當人們責怪投機者時，卻很少說誰是投機者。你，身為一個投資者，猜測價格會走高而做投機買賣。那麼，你就是個投機者唷！

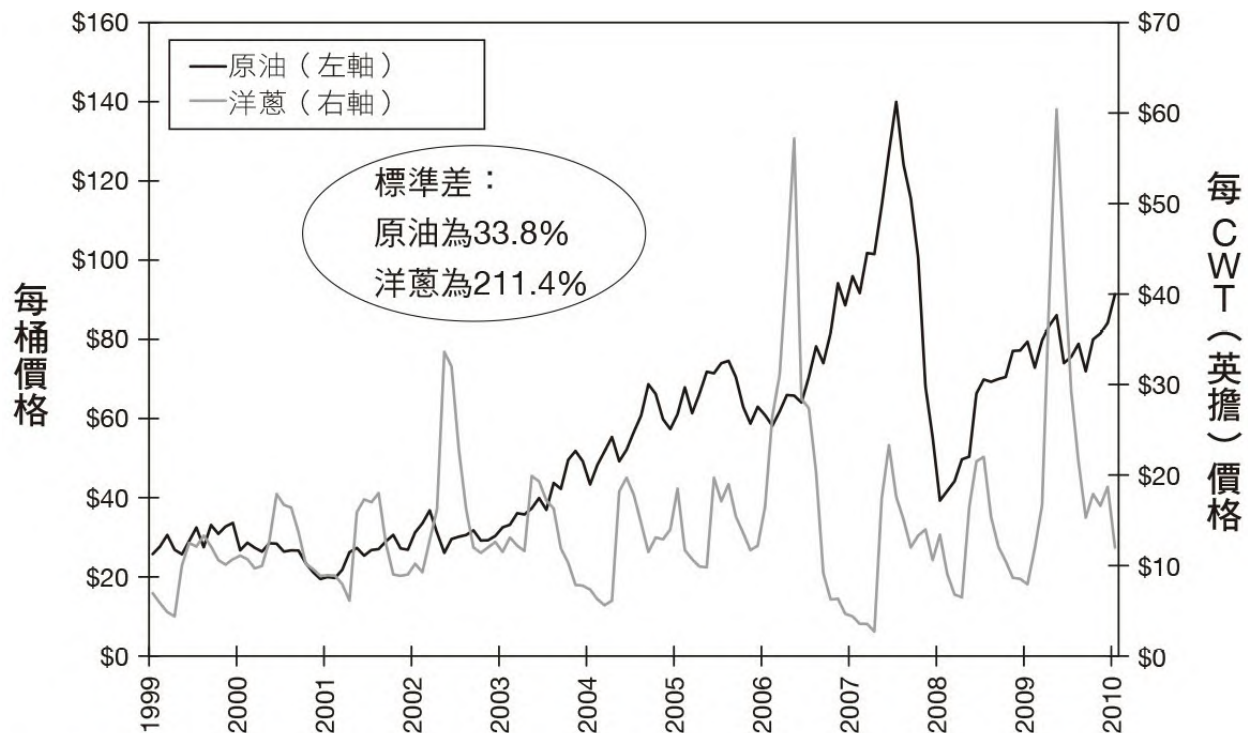
不過，他們通常指的是那些進行期貨（讓人們押注未來價格走向的合約）交易的人。交易期貨有無數正當的理由。企業一直在使用期貨來平緩波動大的商品的投入成本。航空公司會買進石油期貨來平緩旅客的成本。農民為了為飼料穀物、肥料等而使用期貨（我們都知道農民是多麼失控、不計後果的魔鬼）。

如果你想知道沒有投機者的世界是什麼樣子，你只需要看看不起眼的洋蔥。1958年，洋蔥種植者說服了密西根州眾議院議員傑拉德·福特（Gerald Ford，是的，也就是後來的共和黨總統福特），投機者正在壓低洋蔥價格。因此，洋蔥期貨交易過去是被禁止的——甚至在今天也是！美好的自由市場只存在於過往。不知為何，福特與農民們不理解投機者提供極為重要的目的——提供流動性與透明度。而他們對市場的參與，實際上可以降低波動性。

你認為油價的波動很大嗎？看一下圖3.2，石油價格與洋蔥價格的對比。隨著更頻繁、更巨大的繁榮與蕭條，洋蔥價格的變化更大（剝了這顆洋蔥，你會哭的，真的）。別只相信你的眼睛——2000年到2010年，石油的SD為33.8%，但洋蔥的SD為211.4%！²¹這是一件值得哭的事情——其波動性是股票的10倍。如果股票波動那麼大，你還會喜歡股票嗎？你不會。所有人都歡呼投機者幫忙減輕了市場的波動。那些認為投機者創造了波動性，而不是減少波動性，想要禁止投機者的無知、傲慢

的政客們，讓他們見鬼去吧（感謝馬克．J．佩里博士 [Dr. Mark J. Perry] 與約翰．斯托塞爾 [John Stossel] ）。

圖3.2 波動性與洋蔥？



資料來源：Global Financial Data, Inc.，西德州中級原油（West Texas Intermediate Oil Price）價格（美元／桶）與農民的洋蔥平均價格（美元／CWT〔約50公斤〕），資料期間為1999年12月31日到2011年4月30日。

我們得記住3：劇烈的日波動是正常的

你可以看到，根據標準差，股票的波動性並沒有比較高。但我的感覺是，這種像書呆子才會關注的標準差，不是人們體會波動的方式。那些最擔心市場波動的人，不會每年、甚至每月檢查一次市場水準。他們強烈的感受到每天的波動（變化很巨大）、或甚至一天內的波動（可能更多變）。正如我在我2006年出版的書（《投資最重要的3個問題》

[*The Only Three Questions That Count*]）中所說，2%標準差是市場所

稱的星期二。那5%呢？是星期五。

舉例來說，在2008年與2009年，單日的變動很巨大。2008年9月29日，標準普爾500指數（大部分美國投資者會關注的指數）下跌了8.8%！隔天，該指數反彈了5.4%。10月13日股票上漲11.6%！兩天後，美國股市下跌了9%。這種劇烈的波動一直持續到年底。即使在2009年一整年，一天有3%、4%的波動也不算罕見（你會以為它們是洋蔥）。²²

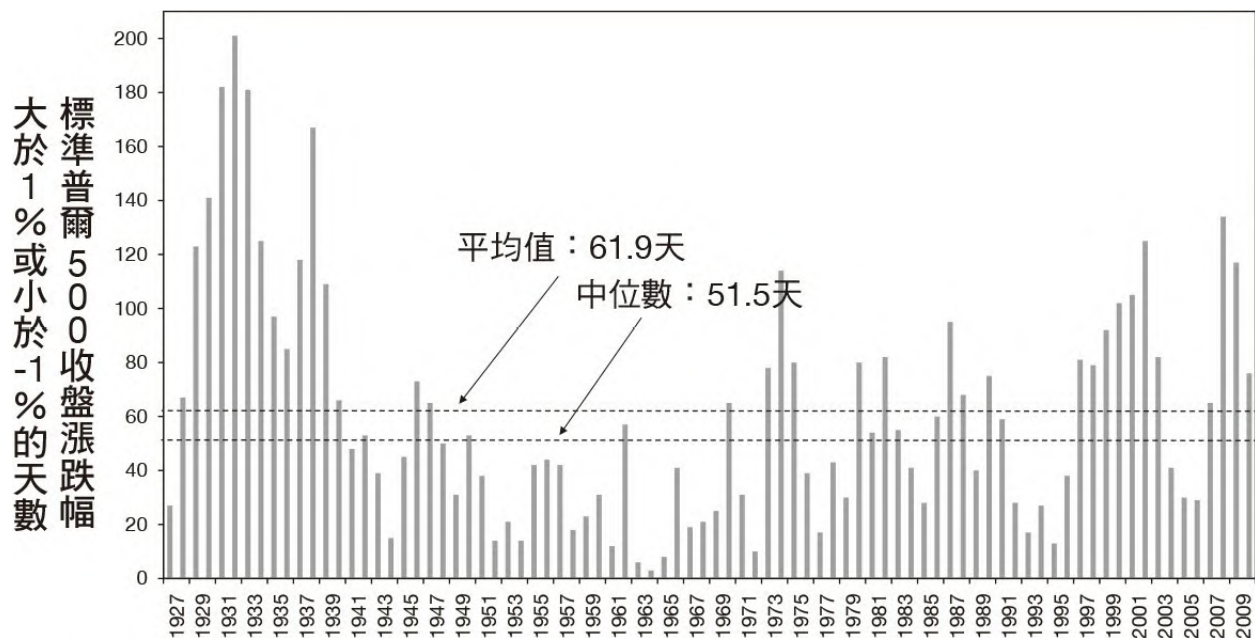
瘋狂、痛苦的劇烈波動，對很多人來說很難度過。但是，如果你對錢的目標是在十年後、或更長的時間之後能照顧你——也許很困難——那麼人們就不應該關心這些日常的變動（只要他們不是不正常的過度集中在某些範圍有限的類別）。但是人們會關心日常變動，這把他們嚇壞了。對許多人來說，這種超短期的波動可能會讓人感到不安，讓他們很難堅持任何一種長期成長策略。從2008年到2009年，儘管每日報酬率變化無常，但是沒有證據表明，日波動性正在增加。日波動性的變化一直都是非常大。

我們先把更技術性的波動性衡量指標擱在一邊不談，大多數人都同意每日1%或1%以上的跌幅是很大、很劇烈的變動。當然，波動是雙向的，因此1%的正向變動也是很大的波動。從歷史來看，我們可以衡量日波動率超過1%的次數，包括上漲與下跌。

圖3.3顯示，每年日波動率為1%或以上的平均天數為61.9天（這張圖是從1928年開始，因為在那之前，我們沒有良好的日報酬率資料。我再次使用美國股票的價格報酬資料，因為它的歷史比較長）。平均值就是平均值，但其實有些年份的變動幅度大許多，有些年份的變動幅度則小許多。在經濟大蕭條時期，日波動率大的天數占很大部分，因此51.5天的中位數也是一個有用的指標。然而，同樣沒有證據表明，日波動幅度大於1%或小於-1%就代表報酬率更好或更差。1980年代整體而言是很棒的十年，除了1987年10月的股市崩盤經歷一段短暫的糟糕時期，而

1980年代的平均天數就在中位數附近劇烈跳動。1997年、1998年，以及1999年擁有高於平均值的日波動率大的天數，也擁有非常好的報酬率（分別為33.4%、28.6%，以及21.0%）。²³1996年的日波動率大的天數則低於平均，而報酬率仍然上漲了23.0%。²⁴

圖3.3 大幅度的每日市場波動是正常的



資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500價格指數，資料期間為1928年1月1日到2010年12月31日。

這不是什麼新鮮事——它只是某件人們忘記了、但市場沒有忘記的事情。1963年日變動幅度1%的天數遠低於平均值，標準普爾500指數上漲了22.7%。²⁵1936年、1937年以及1938年的天數都遠高於平均值，股市報酬率則分別為32.8%、-35.3%，以及33.2%。²⁶因此波動性不具可預測性。

你可能會認為，從理論上來講，一個長期的市場參與者應該在經歷幾年劇烈的日波動後，會注意到它們有時是不好的，但通常是好的，然後開始記住：「劇烈的日波動本身不一定是長期問題的徵兆。」但是同

樣的，他們忘記了，因為每日的波動太痛苦了。

費雪建議：停止每日過度關注波動

我給那些深受大幅度日波動所困擾的人的建議是：在交易時段關掉電視和網路，或者把控制權交給別人。完全忽略每日、甚至每月的報酬率，或者建立某種控制機制，防止你對短期的大幅波動做出反應。我的猜測是，如果那些每天關注市場的人（不是專業人士——專業人士當然必須每天關注）能夠強迫自己只關注每季的報酬率，三年內他們就會看到相對報酬率有明顯的改善。他們就比較不會做出本能反應的決定，也比較不會在錯誤的時間在市場上進進出出。單就這一點就可以提高績效表現（回顧第二章）。當然，大多數人永遠不會這麼做，因為我們大多數人天生就是短視的。

圖3.3也顯示，日波動率並沒有明顯的上升趨勢。是的，從1990年代後期到2000年代初期，你會看到一段較為動盪的時期——但沒有任何跡象表明趨勢發生了很大的轉變。而且，由於沒有明確的證據顯示，較大的日波動率會自動轉化為較差的年報酬率，因此，如果你遇到連續幾年的大幅波動，也沒什麼關係。這是一個值得記住的重要教訓，因為只關注價格走勢會分散你的注意力，使你無法去關注真正推動股價上漲或下跌的根本因素。這個教訓可以防止你做出那些以恐懼為依據（或以貪婪為依據）的本能反應決定——長時間下來，這些決定會帶來糟糕的平均結果。

我們得記住4：長期看來，股票負報酬的期間比債券少

然而，對有些人來說，日常波動實在是太痛苦了。他們承認每天的

價格變化是正常的，也是生活中的現實，不是不尋常的，也沒有不知不覺的增加。但是對有些投資者來說，他們就是無法無視市場的波動。

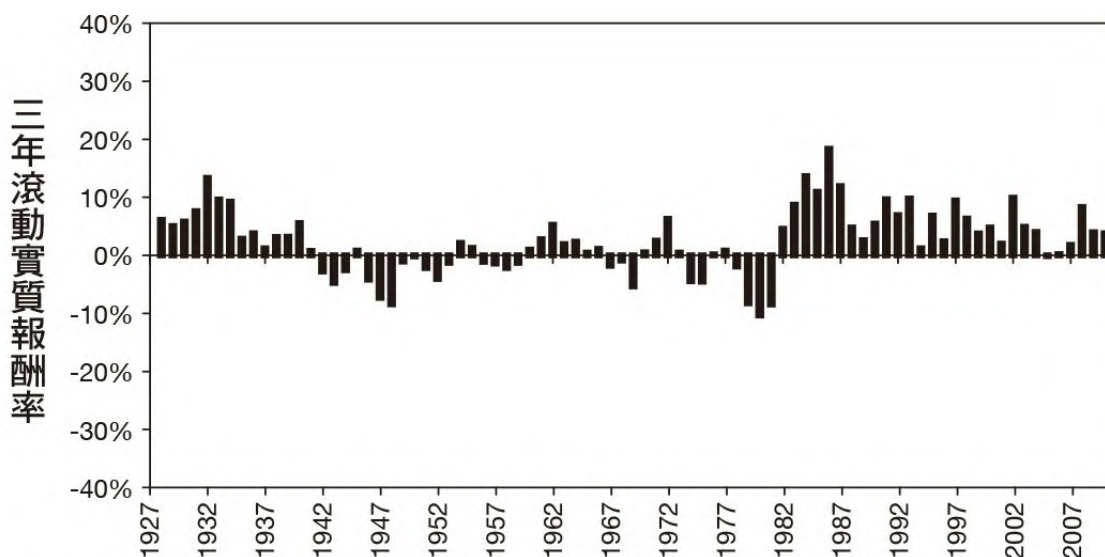
但許多投資者需要一定程度的成長，才能實現他們的長期目標。具體的成長幅度取決於你的個人情況、投資時間長度、報酬率目標、現金流需求，以及許多其他因素。但只是坐在塞滿現金的床墊上，不是許多投資者可以接受的解決方案，而當他們察覺沒有足夠的財務成長時，往往已是投資者發現得太晚而來不及採取行動。

如果你需要一定程度的財務成長——因此大部分時間你需要定期配置一些股票——而你又無法對市場的每日波動置之不理，那就試著用長遠一點的角度去思考。在第四章（前面部分），我會告訴你，增加你觀察的時間，就能提高股票為正報酬的可能性。不過，有些人願意用高報酬的可能性，來換取波動性較小的資產類別（例如：債券）帶來的短期舒適感。相當合理，但儘管股票短期內的波動很大，只要給它一點時間，從歷史上來看，股票不僅比債券有更高的報酬，而且負報酬的期間也更少。

股票負報酬的期間比債券少？是的——如果你給它們一點時間的話。那究竟是多少時間？

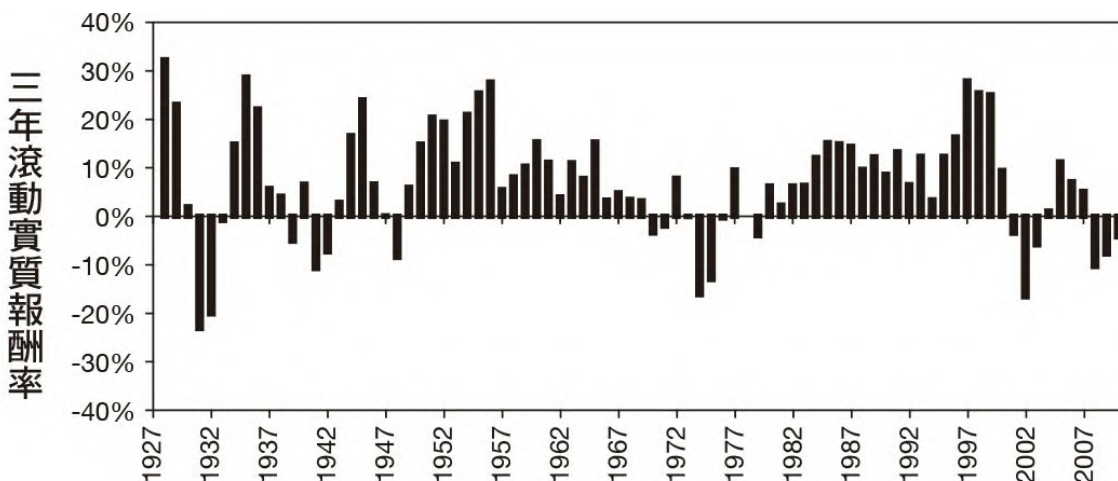
圖3.4呈現的是10年期美國公債的三年滾動實質報酬率。人們忘記了，債券、甚至是美國公債的價值短期內可能損失，也確實會損失。任何在自由市場上交易的東西都有損失的風險。我所見過的每一種投資產品的資訊揭露都是這麼說的。如果你沒有看到這樣的警告，那你就要小心了（稍後會詳細介紹）。美國公債不只出現三年報酬率為負的情況，而且已經連續出現好幾次。這不是大多數人對波動性較小的資產（像是美國公債）通常會有的看法。但是，要讓債券多年的報酬為負，唯一需要的就是多年不斷上升的長期利率。而且從目前的歷史低水準來看，不難想像在不久的將來，我們可能會在幾年或更長的時間裡遭遇這樣的環境。

圖3.4 十年期美國公債（三年滾動實質報酬率）



資料來源：Global Financial Data, Inc.，美國十年期政府債券總報酬指數（USA 10-year Government Bond Total Return Index），資料期間為1925年12月31日到2010年12月31日。

圖3.5 美國股市（三年滾動實質報酬率）



資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數，資料期間1925年12月31日至2010年12月31日。

圖3.5呈現的是美國股市的三年滾動實質報酬率（同樣的，我在這裡使用美國股市的資料，因為當中有時間更長、更好的資料，當然，我

也希望我們的實驗室未來有更多的資料）。是的，股市的下跌期間更大，但從歷史上看，股市三年期間內下跌的情況實際上更少。而且股市上漲時期的報酬完全勝過債券的報酬。股市帶來了更好的報酬、更少的負報酬期間——如果你給它們一點時間的話。另外，這些數據沒有顯示出任何有意義的模式，能說明股市波動性的增加（或減少）——只顯示出我們一直擁有波動性的正常變異性。

你可能會覺得股票的波動很劇烈。你是對的。但是歷史這個強大的實驗室告訴我們，如果你能想的更長遠一點，它們就會變得沒那麼劇烈。這樣做，你的相對行為表現將隨著時間的拉長而可能得以改善。不要忘記這個教訓。

我們得記住5：經濟有波動也是正常的

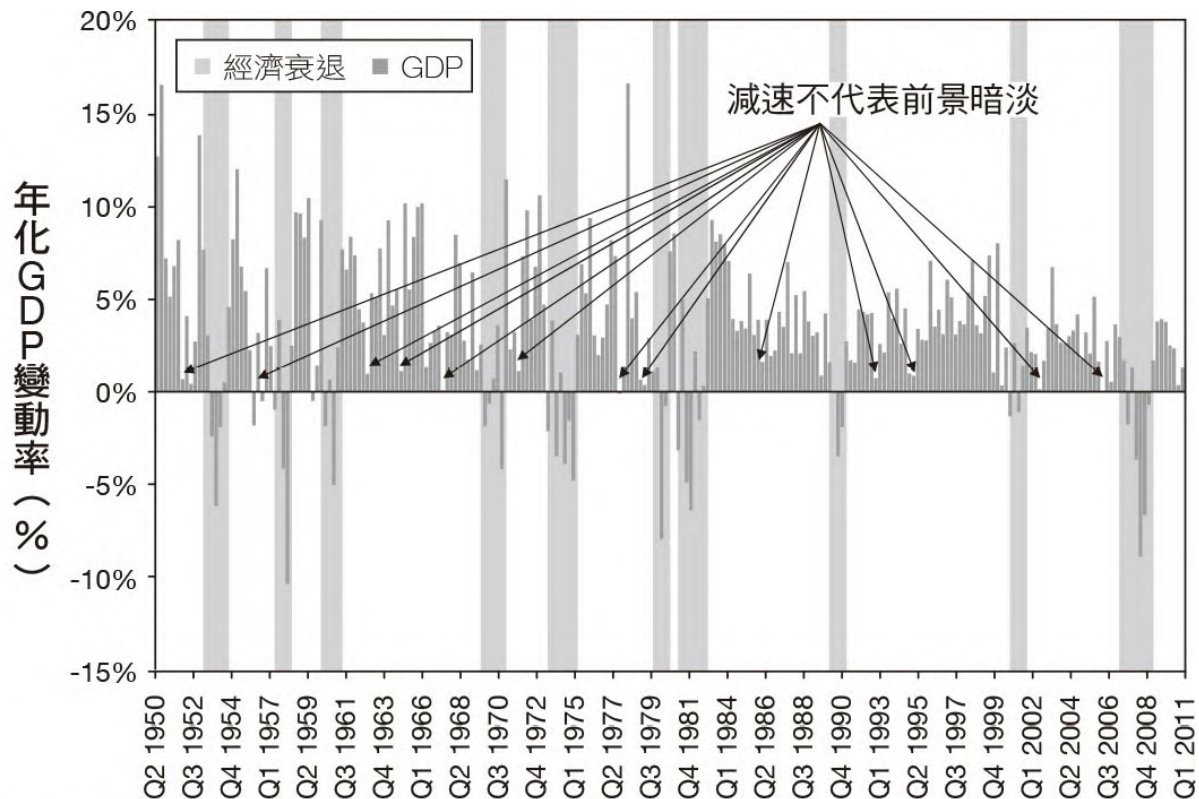
不只資本市場有波動性，經濟成長的速度也會加速和變慢——甚至在擴張時期也是！基本上，在每一次的擴張期間都有這種情況。這是正常的，不是異常的。如果每一季的GDP成長沒有巨大的變化，那就是不正常的。然而，每次我們經歷一季或兩季的經濟成長放緩（如同我們在2011年年初遇到的），人們就會恐慌，認為我們正走向衰退（或者是人們經常談到、但是很少見到的二次衰退——請見第一章）。但是，沒有證據表明，一季或兩季的緩慢成長（甚至是個別季度的負成長）就代表著衰退必然隨之而來。人們只是習慣性的經常忘記。

就像資本市場一樣，如果經濟以穩定、可預測的速度擴張，就會容易得多，也對人們更友善。如果收縮也是穩定的，也會更容易。但經濟太複雜了，不可能做到這點。不僅如此，我們應該要記住，GDP統計數據儘管有時很有用，但它是一個政府編制的統計數據，因此自然是不可靠的。舉例來說，它有計算淨出口——出口減去進口。這代表如果你是

一個淨進口國——就像美國，這就對你不利。如果有任何證據表明，淨進口國在經濟本質上是不好的，那就沒問題——但是沒有這樣的證據！首先，全球貿易平衡。其次，長期淨出口的國家（像是德國與日本）沒有長期成長高於平均值的紀錄。事實上，情況恰好相反！此外，**GDP**成長率在事後很長一段時間還會定期的、經常的被重新調整。而且這個數字本質上是回顧性的——它被發布時是落後的，至少被重新調整兩次，它只是過去經濟成長情況的簡要說明。它現在不具預測能力，也永遠不具預測能力。

圖3.6呈現的是1950年以來的季度GDP成長率——陰影條狀處為衰退。經濟成長率有時候波動得非常劇烈，而且無法預測。如果減速預示著未來的衰退，那麼1993年第一季0.7%的成長就預示著衰退。但事實並非如此——第二季、第三季以及第四季的成長率分別為2.6%、2.1%以及5.4%。²⁷1995年第一季與第二季的成長率再次放緩——分別為0.9%與1.0%——但隨後的五年又出現充滿活力（儘管變化很大）的成長。你可以在過去60年的每一次擴張中，一次又一次的看到這種模式。GDP成長率通常會在一次擴張中放緩好幾次，就像1990年代中期的擴張中所發生的那樣。

圖3.6 經濟成長的波動很劇烈



資料來源：美國國家經濟研究局，美國經濟分析局，截至2011年6月30日。

在1960年代的經濟大擴張中，經濟成長率的變化非常巨大——1962年第四季、1964年第四季、1966年第二季，以及1967年第二季的緩慢成長（分別為1.0%、1.1%、1.3%，以及0.1%）並沒有帶來厄運。²⁸即使是偶爾出現的單四季度的負成長，也不代表馬上就會出現衰退——就像1956年與1959年那樣。²⁹

從另一個角度來看：強勁的成長也不具預測性。例如，1952年第四季與1953年第一季的13.9%和7.7%的巨幅成長，卻跌入了經濟衰退的深淵。³⁰縱觀歷史，你會看到非常大的單一季度成長——但從來不會有人說：「萬歲！這註定會繼續下去！」在1978年第二季創下單季16.7%的成長率的紀錄之後，沒有人（我所能找到的）這麼想過——在任何其他大幅成長的單一季度之後，也沒有人這麼想過。如果人們知道高成長率是不具預測性的，那為什麼他們不會認為，較慢的成長是同一枚硬幣的

另一面呢？部分原因正如我們已經討論過的，因為他們對損失的害怕，勝過他們對收益的喜愛。還有，他們單純不記得了——當你不記得的時候，即使你以前見過這些點很多、很多次，你也無法將這些點聯繫起來。

我們得記住**6**：波動可以防止投資騙局

也許你更喜歡一個沒有波動的世界。但是一個沒有波動的世界，是投資報酬很可能連通貨膨脹的侵蝕力都無法擊敗的世界。為了獲得報酬，你必須承擔風險——經常被視為波動。也許你的投資目標不需要太多的成長——那很好！但是如果你想要更高的報酬，你就必須橫下心忍受一些波動。如果你想要更低的波動性，那也沒問題——你只需要調低你的期望報酬。如果你根本不希望有任何波動，那你就必須滿足於你的銀行支付給存款的低利息。

如果有某種能獲得類似市場的報酬率，但實質上波動低於市場的神奇投資的話，那就太完美了。如果它真的存在，每個人都會知道，世界上每一位基金經理人都會投資它。見鬼，這樣就不會有基金經理人了——每個人都可以自己投資！但歷史並不支持這種東西的存在。至少不是合法的。

伯納·馬多夫（Bernie Madoff）的受害者們，在幾乎沒有年波動的情況下，每年獲得大約10%的虛構報酬率——有些人甚至持續了將近20年或更久！這就是為什麼有那麼多人湧向他，也湧向所有龐氏騙局的作惡者（正如我在2009年的書《投資詐彈課》中所記錄的）。人們只是喜歡沒有波動的每年10%的概念——好到不像是真的！但好到不像是真的，往往是最終毫無防備的一擊。現在，隨著馬多夫被判在監獄裡冷靜150年，他的許多受害者似乎能收回他們一部分的初始投資（減去假裝

的10%年報酬率）。這對他們來說是件好事——金融龐氏騙局的受害者通常一分錢也看不到。但對他的其他受害者來說，就沒那麼好了，他們可能會被迫被沒收或吐出數十億美元，因為他們在贖回時得到的，是他們現在知道是非法獲得的虛構報酬。他們跟其他任何人一樣都是受害者——他們不知道領到的錢不是合法屬於他們的，而是從新的受害者的存款中領取的。不管從哪方面考慮都很醜陋。但是，如果沒有平穩、穩定的報酬保證，龐氏騙局的作惡者永遠也無法踏上一壘。讓自己習慣波動，實際上可以為自己預防這類欺詐。

在一場曠日費時的法律戰之後（如果你夠幸運能夠負擔聘請一個好律師，或者夠不幸成為大型騙局的一部分，政府就會指派律師給你），收回你在龐氏騙局的大部分初始投資，並不是一個很棒的長期成長策略。

但是，以股份為基礎的龐氏騙局，不是希望避免波動性的投資者會被欺騙的唯一騙局。我在2011年寫這本書時，伊拉克第納爾（dinar）騙局很流行。在這個騙局中，詐騙犯通常經由電子郵件或網路廣告接近潛在的受害者（對作惡者來說容易受騙的人），向他們提議用美元兌換第納爾貨幣。他們承諾能從實力變強的第納爾中獲得大量的報酬。如果你在伊拉克有合法的生意，可以合法兌換第納爾。然而，大部分在網路第納爾兌換的煽動完全是騙局。此外，向你承諾透過任何貨幣匯率套利，可以獲得巨額報酬的任何人，要不是詐騙犯，就是妄想狂或無能的人。全都是不好的。

然後是ATM（自動提款機）售後回租的騙局。在這個騙局，詐騙犯會替你購買ATM，然後你把機器回租給他們，由他們管理這台機器，以換取一些每期的保證報酬。如果你想的話，你可以合法的購買ATM機器並管理它們——機器的價格通常在2,000美元到5,000美元之間，但那跟這不一樣。你知道這是一場騙局，因為這些騙子告訴你，這些機器的價格為12,000美元或更貴，而且他們保證每個月都有利潤。沒有人

能向你保證報酬——即使是美國公債也不能。我很肯定，有些人在不知情的情況下參與了這樣的騙局，每月都在收支票。他們可能不知道的是，他們收到的報酬很可能都是來自新來的上當者，一旦新的容易受騙者中斷，或者當局讓這場騙局停下來，這個系統就會崩潰。犯罪者通常會帶著你大部分的錢，去到一個不會被引渡的海外地方。

如果有一個你不認識的人寄電子郵件給你，告訴你他的父親是一位坐牢的王子，他希望你能幫他從某個第三世界國家弄出2,500萬美元，而你所需要做的只是匯5,000美元——這就是一個騙局（這就是聯邦調查局[FBI]所謂的預付金騙局：你給我一小筆錢，我以後會給你更多——只是你永遠得不到更多）。一般來說，如果有人提供你一些「好到不像是真的」的提議，並向你保證任何事情——我不能保證這一定是一場騙局，因為我跟騙子不同，我不能保證任何事情。但類似的騙局一直都存在。而你知道嗎？我們都忘記了。

沒有什麼比任何形式的報酬保證更能讓你害怕了。保險公司之所以可以合法的保證年金支付與人壽保險理賠，是因為州和聯邦監管機構要求他們，需擁有一定水準的現金儲備來支付這些支出；或者他們已事先告訴你，這些支付只有在公司有償付能力的情況下才有效。

你可能認為這些騙局範例大家早就知道了——很好。但是，許多優秀、聰明的人已經因為這些騙局和其他騙局，損失了大量的錢。他們在每個週期中都被騙。在這個週期也會，在下一個、下下一個也會。事後，人們總會說：「我早該知道。」但是，貪婪是很強大的——因為你可以在幾乎沒有風險的情況下快速賺錢。然而，我們記憶力衰退的力量更強大（如果你懷疑有人聯繫你是為了進行詐騙，那麼FBI的網站是你確認的最佳來源——www.fbi.gov/scams-safety/fraud。他們列出常見的欺詐行為，以及如何判斷你是否是潛在目標。編按：台灣可撥打**165**反詐騙專線）。

波動性是好的，因為長期之下，歷史告訴我們這點——要獲得更高的報酬就需要它。真實的波動也是一個相當好的跡象，表示你的投資至少是合法的——而不是跟龐氏騙局有關。有時候，透過你的錢得到的報酬，比來自於你的錢的報酬更為重要。除非你認為自己特別擅長找到龐氏騙局，從中獲利，然後在騙局垮掉或當局停止它之前退出，而且你確信自己不會被視為同謀，或是你所有的收益不會被收回，此外，你也特別擅長把你的錢跟自己轉移到國外，到美國政府與法院無法到達的某個地方——否則，要獲得像市場一樣的成長，你就必須接受一些波動。如果一件事好到不像真的，那它很可能不是真的。

我們得記住7：世界已經歷過各種波動

人們之所以擔心「現在」是波動更劇烈的時期（無論「現在」是什麼時候——下星期、下一年、2047年），部分原因跟世界本身正變得更不穩定、更可怕的觀點有關。每天晚上，晚間新聞都在報導世界變得更不安全——地緣政治緊張局勢升高。我們內部的政治異議比以往任何時候更多。有些人說，世界本身正在分崩離析，我們面臨的自然災害也比以往任何時候都還多，例如：日本地震、颶風、龍捲風等。

許多人聲稱，「黑天鵝」事件（不太可能發生且完全不可預測的偏離鐘形曲線之事件）正變得愈來愈頻繁。變得流行的黑天鵝，這跟黑天鵝本身是非常、非常罕見的最初概念相違背。然後，有些人說，投資者必須在很可能發生的基礎上，為這些最不可能的事件做好準備，儘管黑天鵝的本質就是它的不可預測性。那麼，你該如何預測與投資那些極不可能、也不可預測的事情呢？投資不是確定性的遊戲，也不是可能性的遊戲；它是一場機率遊戲。

再說一次。投資不是確定性的遊戲，也不是可能性的遊戲；它是一

場機率遊戲。我認為如果你讓自己連續說這句話200次，會使你成為更好的投資者，因為它可能會被灌輸到你的大腦，這樣你就不會忘記。它也許會讓你記得回顧歷史，看看什麼是經常發生的事，什麼是不經常發生的事，好讓你跟可能發生的現實機率保持一致。

舉例來說，某個人可能會根據2017年一顆小行星跟地球相撞、毀滅我們所知的生命這個遙遠的可能性進行投資。那會是一隻很大的黑天鵝！但是，更大的機率是沒有小行星撞地球這樣的事，當99.9999999974%更有可能發生的事件成為現實時，你囤積罐頭食品和後院的地堡裡埋金條的策略，並不能真正幫助你實現你的目標。

事實是，世界一直是個危險的地方——人們也一直擔心「現在」會變得更危險。我們始終面臨地緣政治局勢緊張、大宗商品價格波動、供應中斷、颶風、龍捲風，以及地震等問題。許多人把日本2011年發生的可怕悲劇事件（地震與毀滅性的海嘯）稱為黑天鵝。

這是歷史性的大地震——生命的喪失是無法說明的悲劇。不過，日本位於被稱為環太平洋火山帶的主要隱沒帶上。他們知道他們會發生大地震，而且事實上，他們也許是世界上對非常大的地震準備得最充分的國家。儘管2011年4月日本大地震的破壞力如此大，基礎設施的破壞程度卻低於原本可能的程度，部分原因要歸功於日本非常嚴格的建築法規。沒有什麼能減輕悲劇性的生命損失，但日本將會重建得更堅固，因為他們知道，事實上另一場地震會再次襲擊他們。

但人們擔心它會壓垮市場。實際上它沒有。當卡崔娜颶風（Hurricane Katrina）淹沒紐奧良與密西西比州部分地區時，人們曾擔心它會壓垮市場。他們忘了，市場那天是上漲的。

戰爭、恐怖攻擊、核突發事件、自然災害，這些都不是黑天鵝。它們是破壞性極大的，也可能是毀滅性的，我們希望它們在未來很少發生，但它們在歷史上曾經發生過。它們是不可預測的，所以你無法預測它們，也無法圍繞它們建立投資組合策略，但它們並非完全不會發生。

好消息是，儘管市場波動劇烈，但歷史表明，它們的復原力也很強。市場知道（儘管人們忘記了），雖然這些事件很可怕，但我們總是能克服困難。我們脫離、重建、然後繼續。雖然如此，利潤動機還是很強，人類的聰明才智從未消失。因此，無論遭遇怎樣的挫折，人類都會繼續前進，我們的經濟與資本市場亦是如此。

這不僅僅是我對人性的樂觀看法。事實上，歷史證明了這一點。人們認為「現在」比過去任何時候都更艱難，但事實是，歷史上從來沒有過無聊的時刻。表3.1列出歷史上的一些重大事件與市場的年度報酬率。你認為地緣政治現在很緊張？那1939年德國入侵波蘭的時候呢？或者當我還是孩子時，俄羅斯的代理人古巴將飛彈對著我們的腦袋，我們美國學生因此需要在桌子底下進行飛彈演習的時候呢（我一直不太明白，如果他們真的向我們投下一顆核彈，那桌子該怎麼保護我們——但當時我還是個孩子，不該問這樣的問題）？

表**3.1** 從不無聊的時刻

年份	事件	全球股市報酬率
1934	經濟蕭條；首次保證金規定；希特勒宣布自己是德國元首	2.6%
1935	西班牙內戰，義大利入侵北非；希特勒拒絕凡爾賽條約；社會安全法建立	22.8%
1936	希特勒占領萊茵蘭（Rhineland）	19.3%
1937	貨幣政策收緊；資本支出與工業生產嚴重下降；經濟衰退	-16.9%
1938	世界大戰的烏雲密布；華爾街醜聞曝光	5.6%
1939	歐洲戰爭占據了新聞頭條；德國跟義大利簽署10年軍事協定	-1.4%
1940	法國落入希特勒之手；不列顛戰役（Battle of Britain）；美國開始徵兵制	3.5%
1941	德國入侵蘇聯；珍珠港事件，美國向日本、義大利、德國宣戰	18.7%
1942	戰時價格管制；中途島之戰（Battle of Midway）	1.2%
1943	美國對肉類與起司實行定量配給；羅斯福凍結物價與工資	19.9%
1944	消費品短缺；同盟國入侵諾曼第；布列敦森林體系（Bretton Woods system）建立	-10.2%
1945	羅斯福過世；戰後衰退預測；入侵硫磺島；原子彈被空投到日本	11.0%
1946	1946年就業法案通過；鋼鐵與造船廠工人罷工	-15.1%
1947	冷戰開始	3.2%
1948	柏林封鎖；美國政府沒收鐵路以避免罷工；以色列建國	-5.7%
1949	俄羅斯成功試爆原子彈；共產黨在中國取得勝利	5.4%
1950	韓戰；麥卡錫與紅色恐慌（Red Scare）	25.5%
1951	超額利潤稅	22.4%
1952	美國沒收煉鋼廠以避免罷工；聯邦所得稅最高級距為92%	15.8%
1953	俄羅斯試爆氫彈；經濟學家預測1954年會出現蕭條	4.8%
1954	道瓊指數超過300點——人們普遍認為市場太高了	49.8%
1955	艾森豪生病	24.7%
1956	埃及奪取蘇伊士運河	6.6%

（續）

年份	事件	全球股市報酬率
1957	俄羅斯發射史普尼克1號（Sputnik）人造衛星；財政部長韓福瑞（Humphrey）警告會出現經濟蕭條，艾森豪總統也認同	-6.0%
1958	經濟衰退	34.5%
1959	卡斯楚（Castro）在古巴奪取權力	23.3%
1960	俄羅斯擊落U-2偵察機；卡斯楚沒收美國的煉油廠	3.5%
1961	豬羅灣入侵事件（Bay of Pigs invasion）失敗；綠扁帽（Green Berets，美國陸軍特種部隊）被派遣至越南；柏林圍牆建立	20.8%
1962	古巴飛彈危機，毀滅全球的威脅；約翰·甘迺迪（JFK）打擊鋼鐵價格，嚇壞華爾街	-6.2%
1963	南越政府被推翻；甘迺迪總統遇刺	15.4%
1964	東京灣事件（Gulf of Tonkin）；紐約發生種族暴動	11.2%
1965	民權遊行；謠傳詹森心臟病發作；財政部對黃金投機發出警告	9.8%
1966	越南戰爭升級，美國轟炸河內	-10.1%
1967	紐瓦克和底特律發生種族暴動；詹森簽署了巨額國防支出法案；以阿六日戰爭（Six-Day War）	21.3%
1968	普韋布洛號（USS Pueblo）遭扣押；新春攻勢（Tet Offensive）；馬丁·路德·金恩（Martin Luther King）與羅伯特·甘迺迪（Robert Kennedy）遇刺	13.9%
1969	貨幣緊縮，市場下跌；基本放款利率創歷史新高	-3.9%
1970	美國入侵柬埔寨，越南戰爭蔓延；貨幣供給減少；賓州中央鐵路公司（Penn Central）破產	-3.1%
1971	工資價格凍結；美國結束布列敦森林體系的匯率，結束金本位	18.4%
1972	美國歷史上最大的貿易逆差；美國在越南港口布下地雷；尼克森（Nixon）訪問紅色中國	22.5%
1973	能源危機，阿拉伯石油禁運；水門事件；贖罪日戰爭（Yom Kippur War）；副總統安格紐（Agnew）辭職	-15.2%
1974	40年來最急遽的市場跌幅；尼克森辭職；日圓貶值；富蘭克林國民銀行（Franklin National Bank）倒閉	-25.5%
1975	紐約市破產；經濟形勢烏雲密布	32.8%
1976	經濟復甦放緩；石油輸出國家組織（OPEC）提高油價	13.4%
1977	市場暴跌；社會安全稅提高	0.7%

(續)

年份	事件	全球股市報酬率
1978	利率上升	16.5%
1979	石油價格飆升；三哩島核電廠事故；伊朗占領美國大使館	11.0%
1980	利率達歷史高點；紐約的健康危害（愛河事件〔Love Canal〕）；卡特（Carter）停止出口穀物到蘇聯	25.7%
1981	經濟開始急遽衰退；雷根（Reagan）遭遇槍擊；能源產業開始崩潰；愛滋病首次被發現	-4.8%
1982	40年來最嚴重的經濟衰退，利潤暴跌、失業率飆升	9.7%
1983	美國入侵格瑞那達；美國駐貝魯特大使館發生爆炸事件；華盛頓公共電力供應系統（WPPSS）發生歷史上最大規模的地方政府債券違約	21.9%
1984	聯邦赤字創紀錄；美國聯邦存款保險公司（FDIC）援助伊利諾大陸銀行（Continental Illinois）；AT&T的壟斷被分拆	4.7%
1985	美國跟蘇聯的軍備競賽開始；俄亥俄銀行關閉並停止運營；美國成為最大的債務國	40.6%
1986	美國轟炸利比亞；伯斯基（Boesky）承認內線交易；挑戰者號（Challenger explodes）太空梭爆炸；車諾比核災；稅務改革法案（Tax Reform Act）通過	41.9%
1987	單日市場跌幅創歷史新高；伊朗門事件（Iran-Contra）調查指責雷根	16.2%
1988	第一共和銀行（First Republic Bank）倒閉；美國起訴巴拿馬總統諾瑞加（Noriega）；泛美航空（Pan Am）103號班機爆炸事件	23.3%
1989	儲蓄與貸款援助計畫開始；天安門事件；舊金山大地震；美國在巴拿馬部署軍隊；柏林圍牆倒塌；日本人買下洛克斐勒中心（Rockefeller Center）	16.6%
1990	伊拉克入侵科威特，為波斯灣戰爭埋下伏筆；消費者信心急遽下降；失業率上升	-17.0%
1991	經濟衰退；美國開始對伊拉克發動空襲；失業率上升到7%，蘇聯解體	18.3%
1992	失業率繼續上升；人們對經濟感到擔憂；貨幣供給收緊；激烈的選舉競爭	-5.2%
1993	加稅；經濟復甦仍不確定，擔心會發生二次衰退	22.5%
1994	試圖國有化醫療保健；中期選舉中的共和黨革命	5.1%
1995	美元貶值引起恐慌；奧克拉荷馬市爆炸案	20.7%
1996	擔心通貨膨脹；前南斯拉夫各共和國衝突；Fed主席艾倫·葛林斯潘發表「非理性繁榮」演講	13.5%

(續)

年份	事件	全球股市報酬率
1997	十月的科技股小崩盤與環太平洋危機	15.8%
1998	俄羅斯盧布危機；亞洲金融風暴（亞洲流感）；長期資本管理公司（Long-Term Capital Management）破產	24.3%
1999	千禧年恐慌與修正；金融服務現代化法案（Graham-Leach-Bliley）通過（刪除1933年格拉斯－史蒂格爾法案〔Glass-Steagall〕的部分內容）	24.9%
2000	網路泡沫開始破裂；有爭議的總統選舉（布希控高爾案，懸空票）	-13.2%
2001	經濟衰退；911恐怖攻擊；減稅；美國在阿富汗的衝突開始	-16.8%
2002	企業會計醜聞；對恐怖主義感到擔心；與伊拉克之間的緊張關係；沙賓法案（Sarbanes-Oxley）通過；巴西勉強避免了違約	-19.9%
2003	共同基金醜聞；在伊拉克發生衝突；嚴重急性呼吸道症候群（SARS）	33.1%
2004	擔心美元疲軟與美國三重赤字；印度洋地震、海嘯奪走20多萬人的生命	14.7%
2005	跟北韓和伊朗因為核武器問題而關係緊張；卡崔娜颶風；油價飆升至70美元	9.5%
2006	北韓進行核武器試驗；擔心房地產泡沫；持續在伊拉克戰爭；對Fed新主席感到擔憂（柏南克〔Bernanke〕）	20.1%
2007	油價創歷史新高；次級房貸證券化的惡果迫使美國的銀行募集資金；主權財富基金的崛起	9.0%
2008	全球金融恐慌；自1930年代以來，股市經歷最大的日曆年跌幅	-40.7%
2009	全球通過大規模財政刺激計畫；全球央行利率處於歷史低點；對美國醫療保健有重大討論	30.0%
2010	歐豬五國的主權債務恐慌；擔心二次衰退；五月股市「閃電崩盤」；民主黨失去眾議院多數席位；醫療保健改革通過；金融改革通過；巴塞爾資本協定Ⅲ（Basel Ⅲ）銀行業改革通過	11.8%

註：1970年到2010年的報酬率為摩根士丹利資本國際（Morgan Stanley Capital International，簡稱MSCI）世界指數，該指數衡量24個已開發國家精選股票的表現，包含股息與預扣稅。1970年以前的報酬率由Global Financial Data Inc.提供，並模擬了包含股息的世界指數回溯至1934年時計算的表現。

資料來源：Global Financial Data Inc.，湯森路透。

人們抱怨2011年的通貨膨脹率很高（儘管遠低於長期平均水準）。那1979年或1980年，當兩位數的高通貨膨脹被視為生活中的現實，而且幾乎所有人都認為通貨膨脹將從此開始上升呢？1979年股市上漲了11.0%，1980年更是大幅上漲了25.7%。當時全世界都在擔心日本福島核子反應器的放射性落塵，然而電廠圍阻體結構並沒有倒塌，釋放的輻射也只有1986年車諾比核事故的極小部分——車諾比核事故的威力是投在廣島的原子彈的400倍（1986年股市飆升了41.9%。核災融化市場的能力也不過如此）。縱觀歷史，股市時不時在下跌。但整體而言，資本市場最終會持續不規律的上漲，並在這過程中大幅增加了全球整體財富。這就要回到約翰爵士的那句忠告。

人類的天性就是記錯歷史，然後說：「我當時沒那麼害怕。那其實沒那麼痛苦。」我們的大腦以這種方式進化，幫助我們在狩獵採集的時代生存下來。波動性也是一樣。歷史告訴我們，「現在」不是本質上波動更劇烈的時候——波動本來就有起有落。因此，我們忘記了長久以來的波動。即使你經歷過很多次劇烈的波動，也很容易在5年或10年內就忘記。但如果你忘記了，後果自負。在一個整體來說還不錯的年份裡，你也許會因為一些正常的波動而做出本能反應，讓自己失去沒人知道會有多少的未來報酬。或者，最壞的情況是，你可能發現自己把畢生積蓄都匯給了一個詐騙犯。無論是哪一種，兩者的結果都不好。

我並不是在試圖鼓動所有人都100%投資股票——完全不是。一個合適的資產配置決策需要考慮大量的因素。然而，我看到太多的人因為現實中非常正常的波動性，而被嚇得放棄合適的投資。不要忘記：波動性是正常的，也是不穩定的。

快速結論

歷史告訴我們，記憶會辜負我們，別被波動嚇得放棄合適的投資，因為，波動性的不穩定是正常的。

註釋

- 1 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數；湯森路透，MSCI世界指數淨報酬率，資料期間為2008/12/31到2009/12/31以及2009/12/31到2010/12/31。
- 2 戴夫·卡本特（Dave Carpenter），〈股市能帶動第四季成長嗎？〉（Can Stocks Put Together a Fourth- Quarter Drive?），MSNBC.com，2010/10/01，www.msnbc.msn.com/id/39446887/ns/business-stocks_and_economy/（2011/10/10存取）。
- 3 史蒂芬·波爾斯坦（Steven Pearlstein），〈華爾街的塵埃尚未落定，但歷史已經在重演〉（The Dust Hasn't Settled on Wall Street, But History's Already Repeating Itself），《華盛頓郵報》（The Washington Post），2009/07/31，www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/07/30/AR2009073004115.html（2011/08/10存取）。
- 4 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數。
- 5 參考資料同上。
- 6 參見附註4。
- 7 參見附註4。
- 8 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數，資料期間為2008/12/31到2009/12/31。
- 9 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數，資料期間為1997/12/31到1998/12/31。
- 10 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數，資料期間為2009/12/31到2010/12/31。
- 11 參見附註4。
- 12 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數，資料期間為1952/12/31到1953/12/31。
- 13 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數，資料期間為2004/12/31到2005/12/31。
- 14 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數，資料期間為1950/12/31到1951/12/31。

- 15 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間為1972/12/31到1973/12/31。
- 16 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間為2007/12/31到2009/12/31。
- 17 湯森路透, 標準普爾500總報酬率, 資料期間為2008/12/31到2009/12/31以及2009/03/09到2009/12/31。
- 18 馬修·菲利普斯 (Matthew Philips), 〈快速、鬆散, 以及失控〉 (Fast, Loose, and Out of Control), 《新聞週刊》, 2010/05/31, www.newsweek.com/2010/06/01/fast-loose-and-out-of-control.html (2011/08/10存取)。
- 19 參見附註4。
- 20 參見附註4。
- 21 Global Financial Data, Inc., 西德州中級原油價格 (美元 / 桶) 與農民的洋蔥平均價格 (美元 / CWT), 資料期間為1991/12/31到2011/04/30。
- 22 湯森路透, 標準普爾500總報酬率。
- 23 參見附註4。
- 24 參見附註4。
- 25 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬率, 資料期間為1962/12/31到1963/12/31。
- 26 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬率, 資料期間為1935/12/31到1936/12/31、1936/12/31到1937/12/31, 以及1937/12/31到1938/12/31。
- 27 美國經濟分析局。
- 28 參考資料同上。
- 29 參見附註27。
- 30 參見附註27。

洞察市場真實面

4

長期熊市不存在

讀這一章，你需先知道

- **展望理論 (prospect theory)**：強調投資者實際上不是絕對理性，通常會根據收益和損失來進行決策。在相同的收益與損失下，損失對我們的情感影響更大。
- **價格加權 (price-weighted)**：將市場中所有股票價格加總起來然後再除以所有股票的數量。與之相對的是市值加權 (capitalization-weighted)，則是把股票的市值加起來再除以所有股票的數量，是比較客觀常見的使用方法。
- **市場修正 (market correction)**：修正是指證券、資產或金融市場的價格下跌 10% 或更多，修正期間可以持續數天到數月，甚至更長時間。雖然在短期內會造成損害，但修正能調整被高估的資產價格並提供買入機會。

——緣起——

平均而言，熊市通常不會持續到兩年

你是否聽過這句話，「這只是長期熊市中的週期性牛市？」如果沒有，那太好了。你可以跳過這一章。如果有，請繼續閱讀。

長期熊市理論上就是一個非常、非常長的熊市，可能持續十年，過程中會有起伏與波動。舉例來說，那些相信長期熊市的人，並不認為2007年到2008年是一個高於平均水準的熊市，而是一個持續多年——也許十年或更長的時間——的熊市的一部分。哎呀！

至少從歷史上看我不認為長期熊市存在，不值得過度緊張。大熊市跟短於或低於平均水準的牛市連在一起？沒錯！在一段很長的期間內會有大量的波動，而點對點的整體表現是持平或下跌？完全沒錯——2000年就是那樣。但是，熊市會持續十年？十七年是普遍（非常不正確的）引用的具體情況？不。如果真的是，你也無法預測任何事情會持續這麼久。人們很快會忘記：即使在看似整體平穩的較長時期內，也總有較短的（也許可持續幾年）向上波動間隔——足以讓人們暈頭轉向，讓大多數人相信天堂就在前方。但總的來說，我在歷史上找不到長期熊市。

奇怪的是，那些相信長期熊市的人傾向於將牛市（沒錯，整個牛市）視為整體下行趨勢中的反趨勢——經常稱之為「長期熊市中的週期性牛市」，或甚至是「熊市反彈」。因此，任何上漲時間都不足以證明投資是正確的。

的確，你會在熊市中遇到反趨勢的反彈——就像在牛市中你會遇到修正一樣。但整個牛市是反趨勢？《金融時報》（*Financial Times*）的這句話很好的描述了這個想法：「我很清楚的記得2003年到2007年的熊市反彈——是的，那就是……」¹當時全球股市上漲五年有161%的漲幅，是熊市反彈？²（美國股市也上漲了121%！³）如果再過兩年又多上漲

30%，這些人依然會認為這是長期熊市中的週期性牛市嗎？

現在，讓我們來澄清一下。如第二章的圖2.1所示，熊市平均持續21個月。經濟大蕭條後期的大規模熊市影響了準確性，拉高了平均值，這個熊市持續時間幾乎是第二久熊市的兩倍。不過，即使是有紀錄以來最長的熊市，也只持續了5年多一些——而且那是75年前的事了。

平均而言，熊市通常不會持續到兩年。牛市持續的時間則很長——平均為57個月。從另一個角度來看：牛市的平均時間幾乎跟經濟大蕭條以來最長的熊市一樣長！如果你認為熊市會持續很長的時間，那麼你所預期的事情是歷史上非常少見的事情（而如果你自己曾經經歷過一點點投資歷史，那麼你很容易就能記住這點）。

通常，確定「長期熊市」需要進行一點「資料挖掘」，也可以稱為捏造。相信這些資料需要：(1)非常短暫的記憶，(2)完全無視歷史。相信長期熊市的人希望你從長期角度思考，但從這樣做的結果來看，對我來說，很明顯的是長期熊市並不存在，但長期牛市實際上可能存在。然而，預測這兩種情況都是徒勞的（在第六章會有更多解釋）。在本章中，我們將研究：

- 是什麼影響了長期看空者他們看待世界的方式。
- 兩個罪魁禍首——長期看空者最常指出的兩個時期。
- 長期牛市存在嗎？

錯誤的熊市觀點1：人性傾向關注危險的事物

研究表明，人類的大腦在幾千年前天生就更關注危險的事物，而不

是不危險的事物（來自丹尼爾·康納曼 [Daniel Kahneman] 獲得諾貝爾獎的展望理論 [prospect theory]）。這就是為什麼人們對搭飛機旅行的恐懼，遠超過對開車旅行的恐懼——儘管在每個國家，每年開車死亡的人比搭飛機死亡的人多更多。

投資也是如此。雖然長期熊市很難找到，但長期看空者卻不難找，你可以很輕易的在電視上與報紙上找到他們，這跟那些偏向看漲的人的作法正好相反。長期看空者犯錯的時候比對的時候多——除了在熊市期間，但歷史上熊市占的時間比牛市少許多。然而，他們被證明是正確的——出於某種原因，人們很快就會忘記在超過三分之二的時間裡他們都看跌，他們在那時都是錯的。

我的猜測是，長期、永恆的看空者會被媒體大肆渲染，因為人類天性傾向於不假思索的相信懷疑論者。人們是悲觀主義者。他們不會白白稱電影評論者為評論家，他們肯定不會稱他們為電影分析師。稱他們為評論家，是因為評論在大多數人看來，是老練、聰明的，甚至是科學的！另一方面，人類傾向於把樂觀主義者看作是容易受騙的人——過分樂觀的人似乎沒有意識到我們周圍的所有麻煩，吹著口哨過著玫瑰色的生活（約翰爵士幾乎一生都被視為樂天派）。

請注意，在資本市場上，歷史堅定的站在更為樂觀的這一邊（意思不是資本市場為永恆的牛市，而是牛市占的時間比熊市更多）。但尖酸刻薄的悲觀主義者，總能有一些具有很強說服力的東西。

另外，成為一個堅持己見的看空者十分容易。如果股票大幅上漲，你可以說：「這只是長期熊市中的一次調整。」它們爬得愈高，就有可能跌得愈慘——而下跌的設想比讓人感覺很好的機會，更讓人們感到害怕。不知道為什麼，比起如果你看錯而讓人們遭受下跌，如果你看錯而錯過上漲，人們會對你更寬容——儘管歷史表明，長期而言，因為看跌而犯錯對長期結果的破壞性，比因為看漲而犯錯的破壞性更大。我認為這就是行為主義者所證明的觀點：在情感上，人們對損失的厭惡程度

是他們享受收益的兩倍。

當一個熊市權威也許更容易，但是，身為一個投資專業人士，靠管理他人的錢財謀生的話，長期而言，看漲比不看漲更能獲得利潤（對公司與客戶來說都是）。為什麼？歷史表明，股票正報酬的時候比負報酬的時候更多（這是你已經從第三章就得知的內容，我在本章後面會以更多的方式讓你了解）。這很簡單。如果股票長期表現得更好而非更差，而你一直是堅持主張的看空者，你就會錯過那些上漲——從長期來看，你會失去你大部分的客戶。這就是為什麼，很少有堅持主張的看空者會經營管理大量資金的公司。是的，有時會出現看空情緒，但堅持主張的看空者最終會被拋在後面，然後資金管理業務就會化為烏有。因為雖然有時候應該看跌行情，但更多時候應該看漲行情。

錯誤的熊市觀點2：使用不對的指標和時間來觀察

過去有兩個時期普遍被認為是長期熊市，第一個是1965年到1981年，是著名的（但相當錯誤的）「報酬率為零的17年」。第二個（也是較近期的）是「失落的十年」（aughts），也就是2000年到2009年這十年。

這兩者是否為長期熊市，取決於你如何衡量、如何定義熊市。舉例來說，從1965年到1981年，股市的年化報酬率只有0.01%——如果你用組成怪異、價格加權且不包括股利的道瓊工業平均指數（Dow Jones Industrial Average，又稱the Dow）來計算。⁴

但你為什麼要這麼做？沒有嚴肅的學者或訓練有素的專業人士會這麼做。這個行業把包含股利再投資的指數稱為總報酬指數，是有原因的——這些通常是他們用來衡量市場的指數。股利是你的總報酬的一部分，因此應該被計算在內。當然，很久以前的每日總報酬數據可能很難

獲得。在這本書中，我偶爾會使用價格數據（即不包括股利）來衡量非常普遍的歷史趨勢——但這只是因為，有時候我無法獲得該現象或該時期可靠的總報酬數據。這是歷史數據的限制，且一般來說總報酬數據更能反映現實。

當你把股利計算在內，道瓊工業平均指數的年化報酬率為4.5%——在本該持平的期間，累積了111%的報酬率。⁵雖然低於平均水準，但不是熊市，而且仍有111%的報酬率！換句話說，在這17年，你的錢增加了一倍再多一些！

還有一個問題是：道瓊指數做為衡量長期經濟結果的標準，本質上是不可靠且有問題的。為什麼？它是價格加權，而不是市值加權。同樣的，今天沒有嚴謹的學者或受過正式訓練的專業人士，會使用價格加權指數，因為它們不能反映經濟現實。更重要的是，在這些通常被認為是「長期熊市」的時期，有大量正確計算的指數可以使用（事實上，你完全可以辯稱，當有人指著道瓊指數進行中期或長期報酬分析時，他們是在無意中告訴你，他們從未接受過正式訓練。如果他們有受過正式訓練，他們不會在沒有仔細解釋道瓊指數根本不準確、或無法反映任何經濟因素的情況下使用它）。

我在我2006年的《投資最重要的3個問題》一書中，花了一些篇幅論述價格加權指數的謬誤，並在我2010年的《肯恩費雪教你破除50個投資迷思》一書中，進一步論述這個問題。簡而言之，在像道瓊指數這樣的價格加權指數中，一檔股票對指數報酬的影響，取決於純表面的變化，也就是它的股價相對於指數中其他股票的平均股價。一檔股價為100美元的股票，其影響力是一檔50美元的股票的两倍，可是50美元的股票可能是一間實際規模（即市值）大10倍的公司。

人們不願相信這點，因為道瓊指數經常被媒體引用——但這就是事實。如果你有一個由兩檔股票組成的價格加權指數，其中一檔股價為100美元，另一檔股價為50美元，如果100美元的股票下跌5%、50美元

的股票上漲10%，那麼指數不會發生任何變化。但如果你以相等的金額持有這兩檔股票，你會從這兩檔股票的價格變動中獲利2.5%。

除了前面提到的沒有計入股利的問題之外，1965年到1981年所發生的情況是，在道瓊指數當中，價格較高的股票表現不如價格較低的股票。因此，身為指數的道瓊，它的表現竟比持有30檔道瓊股票的經濟報酬還差——這根本是本末倒置的指數。真荒謬。

此外，這真的相當瘋狂，股票分割（以及反向分割，這種情況對於那些大到足以被納入道瓊指數的股票較少見，但仍然會發生）會對指數報酬產生非常真實的影響，因為影響到股票的每股價格。在這些組成怪異的指數中，每股股價相對於指數中其他股票價格的高低相當重要。在某些年當中，指數報酬率可能是完全受被分割的股票與沒有被分割的股票的關係所影響

簡單的說，如果分割的股票比沒有分割的股票表現更好，那麼指數的表現可能比持有相等金額股票的績效表現更差。反之亦然！關於任何形式的中、長期報酬分析，你應該「永遠」完全忽略任何的價格加權指數，並選擇更能反映現實的市值指數（這說明了為何道瓊公司多年來一直沒有創造新的價格加權指數，因為意識到其中的缺陷）。

簡單的事實與例證是：標準普爾500指數（市值加權指數）從1965年到1981年的年化報酬率為6.3%（總報酬），累積報酬率為180%。⁶是的，這著名的17年的報酬是低於長期平均水準，但不是災難，更不是長期熊市。這不代表那段期間不好。請記住第二章的內容，要得到一個平均值，你必須擁有高於它與低於它的東西。因此，總會有高於和低於平均水準的時期——對任何的、所有的時間序列來說都是如此。2011年，10期美國公債的收益率遠低於3%，過去10年的表現整體為持平，因此對2011年的非常多人來說，17年能獲取6.3%的年化報酬率似乎還不算太糟。

不過，假設出於某種原因，你想使用天生有問題的指數來衡量，且

不將股利進行再投資。那麼這17年也依然不是長期熊市。為什麼？因為熊市是指證券價格整體下跌的時期，不是指低於平均水準、但上漲的時期。此外，很難找到、也可能找不到長期下跌的股價。

熊市的正式與技術性的定義是，在一段較長的時間內下跌超過20%。這是為了將它跟市場修正區別開來，市場修正是指在較短的時間內（幾個星期、甚至幾個月）下跌10%至20%。修正幾乎每年某些時候都會發生。2010年就有過一次——後來全球股市全年上漲了11.8%。⁷在2011年年中又經歷了一次修正。股市可能下跌得又快速、幅度又大，但也可能迅速收復。在牛市的過程中，修正是正常的（即使幅度很巨大），而且不會影響整體報酬——只要你不恐慌，不要在相對低點賣出。

但根據定義，熊市的規模更大，時間也更長。10年的股市負報酬在哪裡？從歷史上看，這種情況非常、非常少——而且如果你再等一段時間，它們就會隨著股市的反彈消失。唯一真正持續了很長一段時間的，是始於1929年的熊市。

但如果你想製造一種長期低報酬的假像，那很簡單，你可以使用不包含股利的價格加權指數。即便如此，從1965年到1981年，道瓊指數也恰好持平而不是下跌。另外，這也忽略了這當中的巨大波動。在那段期間當中，美國出現了三個明顯的牛市——大到足以讓你頭暈目眩。它不是在一段長時間內持續為負報酬，它只是一個整體報酬為正的一段長期、天旋地轉、瘋狂的旅程。

從歷史改觀**2-1**：2000年代只是負報酬但不是熊市

接下來是「失落的十年」。這十年不算是熊市，但確實為負報酬。從2000年到2009年年底的10年期間，標準普爾500指數的年化報酬率為-0.95%，MSCI世界指數的年化報酬率為-0.24%。⁸若納入新興市場，

MSCI所有國家世界指數（MSCI ACWI）的年化報酬率為0.89%。⁹

大致上持平（微幅上漲或微幅下跌），取決於你的投資範圍。持平沒什麼值得慶祝的。但同樣的，持平不是大幅下跌，也不能反映2000年代的真實情況。2000年開始了一個非常大的熊市（第二次世界大戰以來第三大的），2002年到2007年則是一個正常規模的牛市，接著是另一個巨大的熊市（第二次世界大戰以來最大的），然後是2009年的大繁榮，開啟了另一個牛市，在我寫本文時還在繼續（儘管在這十年，遇到了五十多年來三個最大的熊市中的其中兩個，但這十年期間的表現只不過持平。這是市場具有驚人恢復能力的證據——今天似乎很少有人意識到這點，因為我們的記憶太短暫了）。

此外，2000年代中期的牛市並不是微不足道的——持續了五年！牛市平均持續大約60個月。我總是說，不要被平均值愚弄，但很意想不到的是，這次正好是平均水準。五年是反趨勢嗎？這是整個大學加上一年研究所的時間。想想那是多少時間啊！這段時間長到足以讓你的孫子出生、學習滑雪、騎馬、閱讀基礎知識，以及發現聖誕老人其實是你的兒子或女兒。這段時間是相當長的。

更重要的是，如果你從2002年到2007年都退出市場，你不會說：「唷，錯過這段期間我無所謂，因為我知道這是一個長期的熊市。」你會說：「天哪，我錯過了一場巨大、長達數年、上漲了161%（全球）或121%（美國）的股市繁榮。」¹⁰只有在回顧過去時，你才能知道十年期間的整體表現是持平的，而且整體表現持平並不是熊市。

從歷史改觀**2-2**：把長期熊市顛倒視為長期牛市

另一種看待這個問題的方式是，把整個論點顛倒過來，它就會立刻變得真的很愚蠢，讓永恆熊市論者的邏輯就會瓦解。如果永恆的熊市論者能忽略四、五年的整體上漲，將其視為長期熊市中的反趨勢反彈，那

麼為什麼更短的熊市不能被視為長期牛市中的反趨勢修正呢？

沒人提出過這樣的事。從來沒有人說熊市只不過是長期牛市中的修正。甚至沒有人談論長期牛市。在我們文化的白話中，存在著「長期熊市」的說法；卻不存在「長期牛市」的說法。這說明了我們的偏見。儘管在漫長的歷史中，股市上漲的時間遠多於股市下跌，但我們從來沒有創造過長期牛市這個詞。就連約翰爵士也沒說過這幾個字。這應該能告訴你一些關於我們社會認知失調的事情。我們尋找下跌、害怕下跌，並把它們擺在意識的最前方，但我們的記憶無法回憶起長期上漲與進步的長河。

任何人都可以挑選一個特定的時間段，從一個點到另一個點，然後得到持平或負的報酬率——同時忽略這當中所有錯過會讓你非常痛苦的向上波動。但是，讓我們以不同的方式來玩相同的遊戲。將時間往前或往後移幾年。

如果我們重新聚焦在1965年到1981年的這17年，並再加上幾年的時間——讓它成為一個美好整數的20年！從1965年到1984年，股市上漲了342.3%（年化報酬率為7.7%）。¹¹不是太寒酸。見鬼了，再加上五年——從1965年至1989年，股市上漲了1,015.2%，年化報酬率為10.1%——就高於平均水準了。¹²長期熊市馬上變成了長期牛市（記住，它從一開始就不是熊市，因為使用正確計算的指數，它的報酬率會低於平均值，但是是正的——不是負的）。

對於大多數長期、成長為導向的投資者來說，25年是一個相當合理的投資長度（稍後說明為什麼）。你可以在2000年代玩同樣的遊戲——從1990年中期到後期開始，整體而言，你會得到正報酬。我不知道接下來幾年會發生什麼，但我猜，在未來，你可以再加上20幾年，然後得到同樣的效果。

從更長期來看，即使是最糟糕的時期，歷史（不使用道瓊、價格加權、時髦、不能反映現實的指數——尤其是如果沒有對股利進行再投

資)也能迅速轉化為整體表現為正報酬的趨勢。

在一本大量使用歷史做為工具的書中，你可能會對我（反覆的）說「過去的表现不能代表未來的結果」感到驚訝。它不能！歷史是做出前瞻性預期的有用工具。但它絕對不是保證。你知道這點，大多數投資者也明白這點。然而，令人驚訝的是，在2009年與2010年，許多人引用過去的整體低迷，做為未來一段時期將會很糟糕與持平的原因，並聲稱這是大舉撤出股市的一個原因。媒體不斷的大喊著，美國將迎來「失落的十年」，就像1990年代的日本。這與歷史背道而馳（我將在後面說明）。股票報酬愈差的時間愈長，你就愈有可能很快進入一個未來股票報酬良好的時期。但這不是我們短視的記憶希望運作的方式。舉例來說，在2009年與2010年，很容易可以找到像這樣的媒體引用：

- 2009年9月27日：「然而，在截至2009年2月的20年期間，債券的表現比股票高出0.40%，這個消息是不可能沒注意到的。我之所以知道這點，是因為在那幾週內，我辦公室的電話都是客戶打來的，他們想要退出股票市場，把所有的積蓄都投入債券市場，因為他們聽到了關於股市『失落的十年』的說法。」¹³
→費雪評論：這是關於投資者行為的傳聞式證據，但很可能反映了許多人的感受。我們剛經歷一個持平的時期，這讓人們對未來的時期感覺不好。
- 2010年9月31日：「在這種形勢下，人們對美國『失落的十年』的恐懼很快就會變成現實。」¹⁴
- 2010年10月11日：「除非政策制定者意識到金融危機造成的創傷的嚴重性，否則已開發經濟體可能面臨『失落的十年』的風險。」¹⁵

要確定「失落的十年」，你就必須在1999年年底做出這個決定。但在1999年，當科技狂熱流行的時候，非常、非常少人（我找不到一個）會說：「未來十年將是糟糕的。」相反的，你聽到的是「評價不重要」、「這是新經濟」等的說法。《商業周刊》曾刊登過著名的封面宣傳「新經濟」——在2000年1月31日，距離科技股的高點和大熊市開始只有一個多月的時間。¹⁶這篇封面文章並沒有考慮到，這個經濟快速成長的時代是否即將結束。這篇報導表示，科技熱潮很快就會在美國之外被複製，還會擴展到全球！

我2000年3月在《富比士》專欄發表的科技熊市的呼籲（請見第一章）純屬運氣，時間點就在全球科技股真正到達高點的前幾天。但我並不是說未來十年會持平——我一直都是預測未來12到18個月的市場情況，最多24個月。即便如此，在當時我的預測也是非常孤獨的——無論我的悲觀情緒持續多久（專業人士也會變得過於興奮——儘管這種情況發生的頻率比他們變得過於陰鬱更低）。

沒有人在1999年或2000年預測未來十年的表現將持平，這凸顯了試圖做出長期預測的謬誤（詳細內容請見第六章）。儘管很多人嘗試過，但除了那些認為股市整體而言應該會隨著時間上漲的人，我從未見過有人這麼做。但即使是他們，也不知道股票在未來某年上漲的背後細節——這超出了資本主義的基本原則。這些資本主義的基本原則，使股票在長期之下上漲的可能性，大於下跌的可能性。

此外，這也應該提醒你，剛過去的事情與接下來發生的事情沒有多大的關係。舉例來說，現在回想起來，沒有人會說，1990年代整體熱烈的表現是看多2000年代的好理由。同樣的，2000年代整體持平的表現，也不會是看跌未來十年的理由！剛過的過去永遠無法預測不遠的將來。用這樣的方式思考會很輕鬆（但通常代價很高），因為我們對剛過去的

事情太熟悉了。而且如果過去的一段時間能夠以任何方式預測未來一段時間，那麼股票市場將是單向的，但事實並非如此。

錯誤的熊市觀點3：情感上看空

想想這個問題：如果我們處於一連串的長期熊市，那美國股市的市值是如何達到16兆美元的？那全世界股市的市值又是如何達到54兆美元的？¹⁷正報酬的反趨勢要持續多久，才能不再算是長期熊市？因為假如五年是反趨勢的話，那我不知道不是反趨勢的熊市必須持續多久。六年？七年？十二年？二十七年？還是永遠？如果你把時間拉得夠長，從定義上來說，就不可能證明永恆的熊市論者是錯誤的。

這並不是要你一直當個非常可笑的看多者的理由。事實上，也會有股票報酬率比較沒那麼耀眼的年份（如第二章所述），而且短期的報酬可能是令人痛苦的負報酬（像是2007年到2009年初），這的確是有適合看跌的時機。但事實是，在歷史上，股市整體上漲的時候遠遠大於下跌的時候。

從日復一日的股價漲跌來看，也許看起來似乎不像是那樣——這也許就是為什麼人們會這麼快的忘記這點。表4.1列出日、月、年、滾動一年、滾動五年等交易期間，以及股票價格報酬為正報酬或負報酬的次數。股票（再次使用美國股票的長期歷史數據）日報酬為正的次數大約占53%的時間——比拋硬幣的機率好一點點。正報酬往往也會連續出現，負報酬也是，所以當我們處於負報酬更多的陣痛時期時，人們會更容易忘記股票更常為正報酬，而非負報酬。

表4.1 股票在歷史上為正報酬的頻率

	期間內的次數			期間內的百分比	
	正報酬	負報酬	總合	正報酬	負報酬
日報酬*	11,375	10,098	21,473	53.0%	47.0%
日曆月報酬	635	385	1,020	62.3%	37.7%
日曆季報酬	230	110	340	67.6%	32.4%
日曆年報酬	61	24	85	71.8%	28.2%
滾動一年報酬（月資料）	736	273	1,009	72.9%	27.1%
滾動五年報酬（月資料）	835	126	961	86.9%	13.1%
滾動十年報酬（月資料）	847	54	901	94.0%	6.0%
滾動二十年報酬（月資料）	781	0	781	100.0%	0.0%
滾動二十五年報酬（月資料）	721	0	721	100.0%	0.0%

* 日報酬數據之資料期間從1928年1月31日到2010年12月31日，以價格指數為基礎。

資料來源：Global Financial Data，標準普爾500指數，資料期間為1925年12月31日到2010年12月31日。

將你的觀察時間延長一點，歷史上有62.3%的日曆月份是正報酬。同樣的，正報酬月份往往會聚在一起，負報酬也是，所以你通常會在熊市期間看到一連串負報酬月份。但你必須有非常短暫的記憶力，才會不記得歷史上有71.8%的日曆年是正報酬。正報酬占的時間超過三分之二！滾動一年為正報酬的時間為72.9%，滾動五年為86.9%，滾動十年為94%，而歷史上每一個滾動二十年的期間報酬率皆為正。這是非常多的向上波動，而大多數投資者——甚至是專業人士——都有一些相當糟糕的記憶。尤其是專業人士！而且別忘了，即使在少數幾段整體而言為負報酬的較長時期內，它們也包含了較短的大幅正報酬的間歇期——它們不是不斷持續下跌的十年期間。

如果有人爭論未來一段時間將是長期負報酬，那麼他們所爭論的事情，在歷史上很少發生（如果真會發生的話）。因為你找不到一個滾動20年的巨大、負的熊市報酬！所以，如果他們也找不到，他們就必須解釋，為什麼未來一段時間會非常強勁的逆勢而行，會發生一件幾乎從未

發生過的事件，或有史以來第一次發生的事件。他們也必須解釋，為什麼他們突然發現一種可以做出長期預測的方法，而在專業的資產管理的歷史上，還沒有人能成功做到這一點，除非是偶然的巧合。那是一個非常艱難的任務。

從歷史改觀**3-1**：連續十年負報酬很少發生

整體而言，負報酬的十年期間非常罕見——這種情況的出現只占6%的時間。如果你想把你的未來建立在發生機率占6%的事情上，那就準備在大約94%的時間裡都是錯的。更重要的是，這幾段時間的負報酬平均而言沒那麼低。大多數都很接近持平。平均而言，它們的累積跌幅只有-14.2%，年化報酬率只有-1.6%。¹⁸這可說是持平而已，表現不是很好，但也不算是災難，而且所有負報酬期間的報酬率，都很集中在這個平均值附近。

最糟糕的十年期間（截至1939年8月）累積跌幅為-40.2%，年化報酬率為-5.0%。¹⁹再說一遍，無論如何都不算很好。但它本身（如同很多人認為）並不是一個能讓我們對未來抱持消極想法的理由（也沒有理由假設，2007年到2009年的負面影響，意味著會帶來更多未來的負面影響）。請注意，接下來的十年裡，也就是從1939年到1949年，整體而言表現很好，不只累積上漲了138.4%，還彌補了前十年的負報酬，且遠不止如此。²⁰

毫不意外的是，歷史上超過一半的負報酬的十年期間，最終都是在終結經濟大蕭條的大熊市中結束的。而那些在經濟大蕭條期間結束的十年期間表現的確很糟——平均為-16.4%。其餘的負報酬的十年期間，則零星的出現在2008年與2009年的熊市底部期間，還有兩次是在2010年的年中大修正期間結束的——它們的平均負報酬只有-11.4%，年化報酬率為-1.24%。很接近持平。其他時候都沒有負報酬，它們就是這麼稀有

（只占十年期間的6%）。

最大的問題是：未來十年將會是什麼樣子？我不知道。我從來不會預測得那麼遠。然而，歷史可以提供我們一些指引，我們可以透過思考以前發生過的事情來決定機率。思考一下過去表現為負報酬的十年——表4.2。在負報酬的十年之後，接下來的每一個十年期間都是正報酬。沒有證據表明，一個下降或持平的十年，預示著接下來也是下跌的十年。將來可能會發生，但目前還沒有，所以可能性不大。事實上，下跌之後帶來上漲是正常的。那些緊接在下跌後的期間平均累積報酬率為156.2%，年化報酬率為9.7%——幾乎是平均值而已。²¹

表**4.2** 歷史上負報酬的十年之後，接著的是正報酬的十年

期間的 結束時間	過去十年的報酬率		未來的十年報酬率	
	累積	年化	累積	年化
1937/12/31	-1.3%	-0.1%	151.7%	9.7%
1938/03/31	-26.0%	-3.0%	205.9%	11.8%
1938/04/30	-18.0%	-2.0%	174.9%	10.6%
1938/05/31	-22.4%	-2.5%	209.3%	12.0%
1938/08/31	-2.9%	-0.3%	127.4%	8.6%
1938/09/30	-3.6%	-0.4%	117.2%	8.1%
1938/11/30	-11.7%	-1.2%	99.5%	7.2%
1938/12/31	-8.6%	-0.9%	98.6%	7.1%
1939/01/31	-19.4%	-2.1%	113.9%	7.9%
1939/02/28	-16.3%	-1.8%	99.4%	7.1%
1939/03/31	-27.4%	-3.2%	138.0%	9.1%
1939/04/30	-28.9%	-3.4%	134.8%	8.9%
1939/05/31	-21.1%	-2.3%	113.2%	7.9%
1939/06/30	-33.5%	-4.0%	127.6%	8.6%
1939/07/31	-29.4%	-3.4%	118.6%	8.1%
1939/08/31	-40.2%	-5.0%	138.4%	9.1%
1939/09/30	-26.7%	-3.1%	109.9%	7.7%
1939/10/31	-9.7%	-1.0%	119.7%	8.2%
1939/11/30	-0.9%	-0.1%	131.7%	8.8%
1939/12/31	-1.0%	-0.1%	136.6%	9.0%
1940/01/31	-10.1%	-1.1%	149.8%	9.6%
1940/02/29	-11.3%	-1.2%	151.1%	9.6%
1940/03/31	-16.9%	-1.8%	149.8%	9.6%
1940/04/30	-16.5%	-1.8%	162.7%	10.1%
1940/05/31	-35.3%	-4.3%	258.9%	13.6%
1940/06/30	-16.4%	-1.8%	213.9%	12.1%
1940/07/31	-16.8%	-1.8%	207.5%	11.9%
1940/08/31	-15.2%	-1.6%	209.7%	12.0%
1940/09/30	-1.3%	-0.1%	223.7%	12.5%
1941/02/28	-4.5%	-0.5%	291.3%	14.6%
平均值	-16.4%	-1.9%	156.2%	9.7%

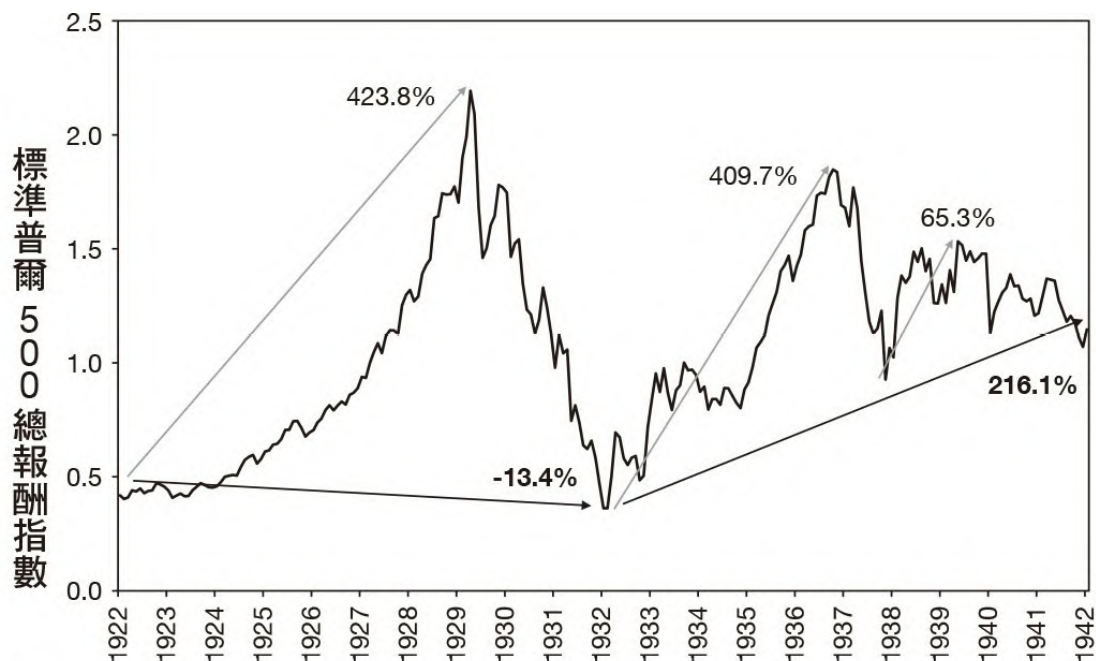
資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1925年12月31日到2010年12月31日。

在負報酬的十年之後，最糟糕的十年是1939年1月到1949年1月這段期間，但股市仍上漲了98.6%，年化報酬率為7.1%²²——低於平均水準，但大致上還不錯。此外，這段負報酬的十年期間，表現並沒有那麼差，整體跌幅只有-8.6%，年化報酬率為-0.9%。²³負的或持平的十年期間不能預示未來一段時間也會是負報酬或持平——這從來沒有發生過。可能發生嗎？當然有可能，但可能性不大。

記住，在這些十年期間當中，沒有一個是直接下跌的。圖4.1、4.2、4.3、4.4呈現的是一些著名的持平到負報酬的十年期間。所有的十年期間，甚至是1929年到1939年當中都發生過合理的牛市期。每一個負報酬十年期間接下來的十年也都表現很好，雖然波動很大，但整體而言很好。

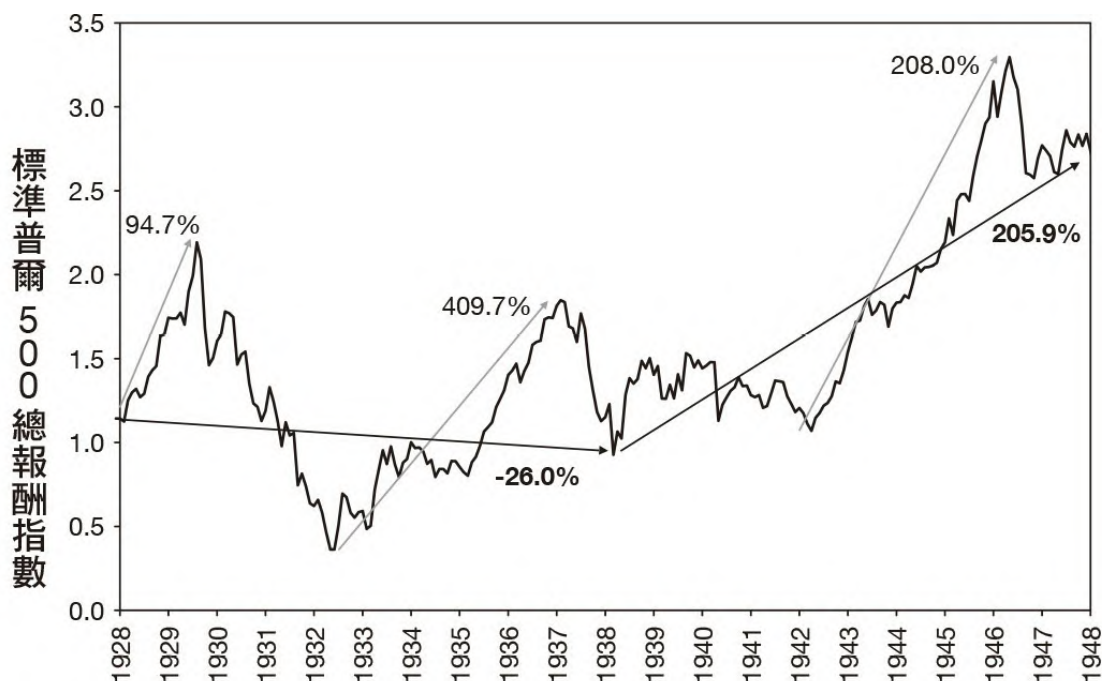
過去的表現永遠不能代表未來的結果。如果你預期最近的一段時期會重複——特別是基本上無法預測的十年期間——那你很可能會犯下代價高昂的錯誤。

圖4.1 負報酬十年、正報酬十年——1922年到1942年



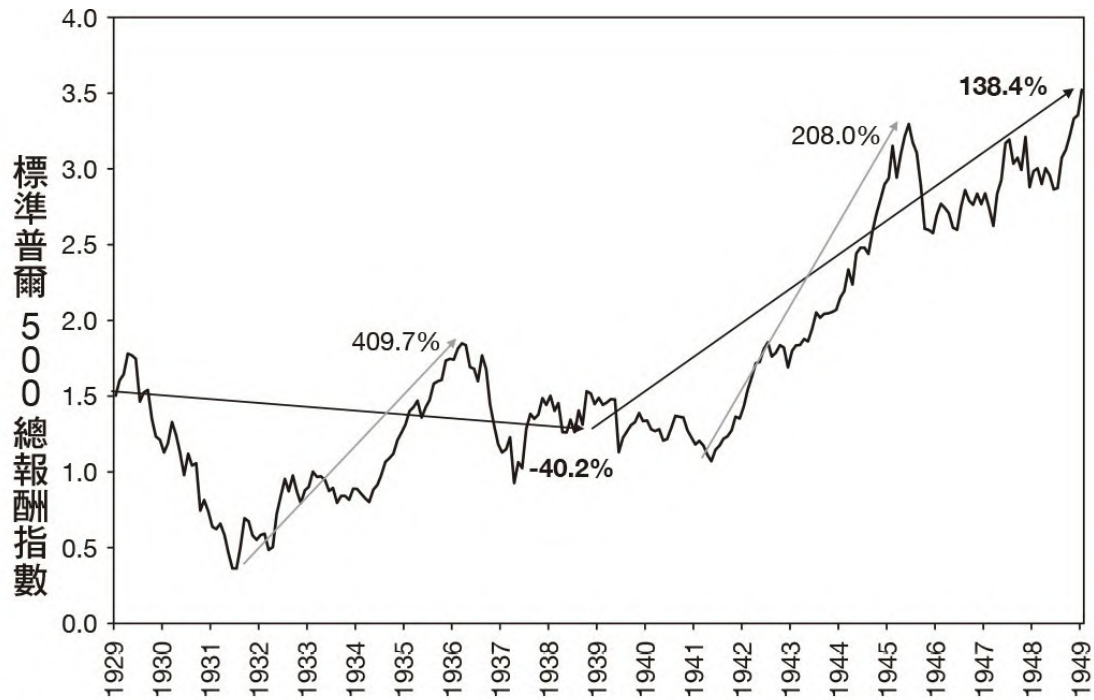
資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1922年5月31日到1942年5月31日。

圖4.2 負報酬十年、正報酬十年——1928年到1948年



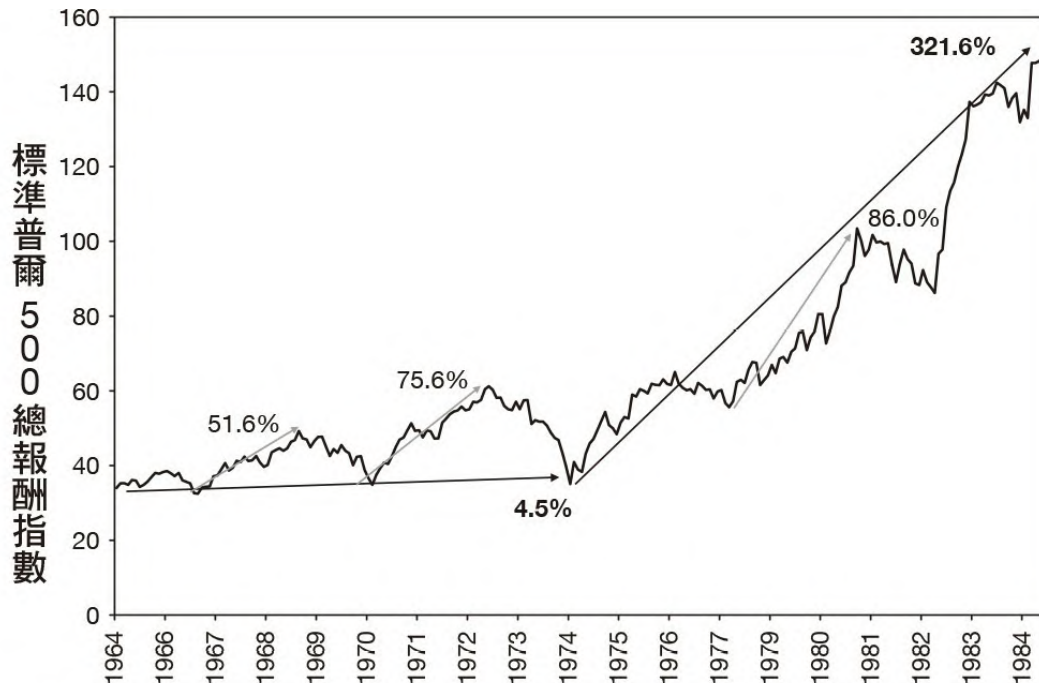
資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1928年3月31日到1948年3月31日。

圖4.3 負報酬十年、正報酬十年——1929年到1949年



資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1929年8月31日到1949年8月31日。

圖4.4 負報酬十年、正報酬十年——1964年到1984年



資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1964年9月30日到1984年9月30日。

從歷史改觀**3-2**：股市長期為正報酬且優於債券

一個不加掩飾的事實是，在較長的「長期」期間內，絕大多數股票都是正報酬。從過去的經驗來看，沒有夠長時間持續的消極情緒，能支持人們不間斷的追逐和執著於多年的長期熊市。有可以發生嗎？當然！但一如既往，投資是一場機率遊戲。在投入你的錢之前，你至少要考慮一下，你所期望的是不是一個外部機率。

不只有歷史先例，也有基本理論為基礎，證明股票在一段較長的期間擁有正報酬的可能性，長期來看，股票也壓倒性的擊敗其他流動性類似的資產類別——比如債券。表4.3呈現的是股票與債券在20年滾動期間的平均表現。

表**4.3** 股票與債券——二十年期間

20年滾動期間的平均總報酬率

美國股票 889%

美國債券 246%

債券在20年期間的表現優於股票時的平均總報酬率

美國股票 243%

美國債券 262%

資料來源：Global Financial Data Inc.，美國股票為標準普爾500總報酬指數；美國10年期政府債券總報酬指數，資料期間為1925年12月31日到2010年12月31日。

在歷史上的大部分時間（20年滾動期間的97%時間）裡，股票的表現都擊敗債券，而且幅度很大。在20年滾動期間，股票的歷史累積報酬率平均為889%，債券為246%——平均而言，股票以3.6比1的優勢擊敗債券。債券有兩個時期的表現確實優於股票，但幅度並不大——債券以1.1比1的平均差異擊敗股票，且股票依然為正報酬。如果你對發生率只有3%的事情下賭注，你不會有太多收穫。即使目前很多人都偏愛收益率低於3%的美國長期債券，但未來你也不太可能獲得太多收益（尤其是如果長期利率在未來某個時間點大幅上升的話）。

甚至在更長期的時間下，根本就不用比。表4.4列出了30年滾動期間的結果。平均而言，股票報酬率為2,473%，債券報酬率為532%——股票以4.6比1的平均優勢擊敗債券。此外，以30年的時間長度來看，債券從未擊敗過股票。

表4.4 股票與債券——三十年期間

30年滾動期間的平均總報酬率

美國股票 2,473%

美國債券 532%

資料來源：Global Financial Data Inc.，美國股票為標準普爾500總報酬指數；美國10年期政府債券總報酬指數，資料期間為1925年12月31日到2010年12月31日。

費雪建議：調整合適的投資時間長度

你可能認為30年是很長的一段時間。但在我看來，許多人對投資時間長度的想法是錯誤的。他們可能會想：「我60歲了，我打算65歲退休，我只有5年的時間能投資，所以我的投資時間是5年。到那時候，我必須徹底改變我的投資方式，大大的遠離股市。或者，只有5年的時間，我應該現在就開始大幅撤離股市！」在我看來，把年齡當作投資策略唯一或主要的考慮因素，這種千篇一律的方法是完全錯誤的。它完全忽略了關鍵的個人因素，像是你對錢的最終目標是什麼、你的收入需求是多少、你的期望報酬是多少、你對風險的容忍度是多少……等。

另外，對許多投資者來說，這可能會讓你失去更高的報酬——這意味著也許你以後必須認真的控制你的生活方式。你的投資時間長度不應該等同於你距離退休的時間有多長。在我看來，更合適考慮投資時間長度的方式，是你需要你的資產持續存在多久的時間——對大部分的人來說，是他們與配偶的一生（讀到這裡的男士們，請記住，你的妻子有可能活得更久。請你也要為此做好準備，這樣你能增加她深情懷念你的可能性，而不是在守寡時詛咒你的名字）。

你可以在我2010年出版的《肯恩費雪教你破除50個投資迷思》一書中，讀到更多關於投資時間長度的內容，但對於60歲的一般男性來說，計畫再活25到30年並非不合理。平均預期壽命正在變長，而不是變短，而且由於持續進行中的醫療創新、改善的健康狀況等原因，預期壽命可能還會繼續延長。另外，我猜現在大多數50、60歲的讀者，可能比他們

的父母在相同年齡時還更活躍，也更健康。然後，如果一個60歲的男人跟一個50歲的健康女人結婚，那麼投資時間長度會突然變長很多。如果你的投資時間更長且需要成長，那麼對你有利的是績效較優的股票而非債券。我並不是說你必須一直100%投資股票——除了投資時間長度，還有其他的考慮因素。當然也有徹底看跌的時候，但是你的投資時間愈長，在大多數時候考慮投資更多的股票就愈有道理。

從很多方面來看，在大多數情況下，看空在情感上總是比看多更容易。如果你看空而看錯了，你可以說：「好吧，至少我沒虧錢。」在某種程度上這是真的，就像我們在本章前面看到的那樣。如果你的投資時間較短，或者你的長期目標是「在絕對金額的基礎上絕不虧錢，管他的通貨膨脹」，那麼永遠看空也許是合適的。但如果你是以長期成長為導向——無論成長的程度如何——那麼看跌且持有極少的股票、或不持有股票，並且在很長一段時間都沒有經歷類似股票的上漲，可能會對長期的結果造成相當大的損害。

快速結論

歷史告訴我們，股票正報酬的情況比負報酬的情況多更多，只是我們的錯誤記憶經常忘記這點。

註釋

- 1 大衛·羅森伯格（David Rosenberg），〈債務推動的熊市反彈中沒有免費的午餐〉（No Free Lunches in Debt-Fuelled Bear Rally），《金融時報》，2011/02/14，www.ft.com/intl/cms/s/0/6563dda4-3845-11e0-8257-00144feabdc0.html#axzz1Mk78n3Oc（2011/08/10存取）。
- 2 湯森路透，MSCI世界指數淨報酬率，資料期間為2002/10/09到2007/10/31。
- 3 湯森路透，標準普爾500總報酬指數，資料期間為2002/10/09到2007/10/09。

- 4 Global Financial Data, Inc., 道瓊工業平均價格指數, 資料期間為1964/12/31到1981/12/31。
- 5 參考資料同上。
- 6 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間為1964/12/31到1981/12/31。
- 7 湯森路透, MSCI世界指數淨報酬率, 資料期間為2009/12/31到2010/12/31。
- 8 湯森路透, 標準普爾500總報酬指數與MSCI世界指數淨報酬率, 資料期間為1999/12/31到2009/12/31。
- 9 湯森路透, 標準普爾500總報酬指數與MSCI所有國家世界指數總報酬率, 資料期間為1999/12/31到2009/12/31。
- 10 湯森路透, MSCI世界指數淨報酬率, 資料期間為2002/10/09到2007/10/31; 標準普爾500總報酬指數, 資料期間為2002/10/09到2007/10/09。
- 11 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間為1964/12/31到1984/12/31。
- 12 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間為1964/12/31到1989/12/31。
- 13 格雷格. S. 費雪 (Gregg S. Fisher; 和肯恩. 費雪沒有關係), 〈股票對上債券, 以及靜態基準的荒謬〉 (Stocks Versus Bonds and the Absurdity of Static Benchmarking), 《投資新聞》 (Investment News), 2009/09/27,
www.investmentnews.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20090927/REG/309279981 (2011/08/10存取)。
- 14 史蒂芬. 佛利 (Stephen Foley), 〈再過不久, 對美國失落的十年的擔憂就會成為現實〉 (It Won't Take Much for Fears of a Lost American Decade to Become Reality), 《獨立報》 (The Independent), 2010/07/31,
www.independent.co.uk/news/business/comment/stephen-foley-it-wont-take-much-for-fears-of-a-lost-american-decade-to-become-reality-2040075.html (2011/08/10存取)。
- 15 賽門. 肯尼迪 (Simon Kennedy), 〈Pimco的伊爾艾朗表示, 工業經濟面臨『失落的十年』的風險〉 (Pimco's El-Erian Says Industrial Economies Risk 'Lost Decade'), 《彭博商業周刊》 (Bloomberg Businessweek), 2010/10/11, www.businessweek.com/news/2010-10-11/pimco-s-el-erian-says-industrial-economies-risk-lost-decade-.html (2011/08/10存取)。
- 16 麥可. J. 曼德爾, 〈新經濟〉 (The New Economy), 《商業周刊》, 2000/01/31, www.businessweek.com/careers/content/jan1990/b3666002.htm (2011/08/10存取)。
- 17 美商彭博財經有限責任合夥企業, 截至2010/12/31。
- 18 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間1925/12/31到

2010/12/31。

19 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間1929/08/31到1939/08/31。

20 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間1939/08/31到1949/08/31。

21 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間1925/12/31到2010/12/31。

22 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間1938/12/31到1948/12/31。

23 Global Financial Data, Inc., 標準普爾500總報酬指數, 資料期間1928/12/31到1938/12/31。

洞察市場真實面

5

政府債務不會拖垮經濟

讀這一章，你需先知道

- **槓桿（leverage）**：槓桿是一種利用借來的錢（也就成是債務），來增加潛在回報的投資策略。
- **信用評級（credit rating）**：由專業機構對國家、銀行、券商、基金、債券及上市公司等進行信用評級，評估其信用狀況或償債能力。通常由高至低為AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C，而評級在BBB以上為投資等級、以下的則為投機等級。
- **歐豬五國（PIIGS）**：是國際經濟學者和媒體對葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘及西班牙，這五個歐洲債券信用評級較低的經濟體的集合稱呼，該縮寫取自五國國名第一個英文字母，且因與英文中豬（pig）的拼音和讀音類似，而帶有貶低意味。

——緣起——

人們總是帶有感情來理解債務，而非理性

這一章無疑會激怒許多讀者，因為它將告訴你，你對某個東西的記憶是錯誤的，甚至可說是愚笨遲鈍的，人們對這個東西的感覺非常堅定，而且幾乎不會改變他們對這個東西的想法，它就是政府債務。如果你對某個東西的感覺很堅定，但事實上你對這樣東西的記憶有嚴重的錯誤，那是很可怕的，而這個嚇人的後果通常是帶來憤怒。

我也很清楚，有些人讀了這本書，只會吸收一、兩句話，然後忽略其他內容。那樣很膚淺。但話說回來，我寫本書的目的本來就不是為了那些人，因為他們可能永遠不會也不想試著改善他們的記憶。正如貝爾訥的（Bernesian）心理學家所說的，他們總是只看他們想看的東西。

對許多人來說，債務是一個帶有感情的問題，幾乎無法理性且單純的討論它！每一次我談到它，不管我說了什麼，大多數人在離開時依然會相信他們想相信的東西，也就是他們過去相信的，然後在電視上、書報上、部落格上抨擊我不切實際、是惡魔，或者還有更糟的形容。

他們不明白的是：(1)我不在乎別人怎麼說我；(2)這個訊息非常重要，也非常少有人能理解，因此我願意被那些不理解的人公開和廣泛的嘲笑；(3)透過抨擊我，實際上他們可能會引導一些人去聽我最初說的話，而其中的一些人可能會閱讀、理解、並真正改變他們的想法。我把這看作是公共服務，所以，從這點來看，我很感謝他們。

這不應該是一個帶有感情的問題，但它確實是（媒體也利用了這一點——有關債務的誇張標題肯定是成功的暢銷商品）。擔心全世界過度負債是投資史上最常見、最反覆出現的擔憂之一。這不是什麼新鮮事。穿越時間的長河，人們對債務的擔心總是週期性的出現又消失——人們只是忘了今天的擔憂沒那麼與眾不同：

- 1868年9月15日：「殖民地已經過度負債；國家的大部分財富，都被用來支付英國資本家公共與私人債務的利息。」¹
→ 費雪評論：這句話來自紐西蘭的報紙。在這之後，它們（與我們）似乎都過得不錯。
- 1972年3月12日：《時代》雜誌有一期的封面問：「美國將要破產了嗎？」²
→ 費雪評論：嗯，我們當時沒有破產。
- 1983年：《時代》雜誌的另一個封面警告：〈債務炸彈：全球面臨借貸快速成長的危險〉³。
- 1988年2月18日：「過度負債的消費者今年很可能會削減開支。這為經濟衰退埋下了伏筆。」⁴
→ 費雪評論：結果又經歷了兩年的擴張、一次輕微的衰退，以及整個**1990**年代巨大的市場與經濟繁榮。
- 1991年11月22日：「然而，企業也普遍被視為過度負債。」⁵
→ 費雪評論：再說一次，從全球**1990**年代整體而言是相當不錯的十年來看，包括企業的獲利能力、經濟成長，以及股市都是。
- 2001年4月2日：「經濟繁榮中存在著風險—過度負債的房屋擁有者可能承擔了過多的債務。」⁶
→ 費雪評論：提醒你一下，**2001**年的經濟衰退結束於幾個月後，熊市也大約在一年後結束。距離**2007**年到**2008**年熊市的開始還有**6**年多的時間。
- 2011年3月15日：「這是當前過度負債的已開發國家所遭遇的難題，即潛在的經濟災難。」⁷
→ 費雪評論：我們可以等著看.....。

我們可以用類似的標題填滿整本書。儘管人們對債務的擔憂不斷湧現，但世界仍在繼續運轉，整體上變得更富有，股市的趨勢也是上漲（沒有規律的）。是的，債務曾在某些時候、某些地方襲擊，但總的來說，儘管有這些擔憂，世界還是在前進。只要回想幾年前，你就會發現這是真的。即使在2008年嚴重的信貸危機之後，正如我所寫的，企業利潤到達了歷史高點，全球的GDP亦是如此（正如第一章所指出，全球GDP從2000年到2010年實際上增加了一倍）。2011年與2012年的讀者可能會認為真是瘋了——希臘和歐豬五國不是證明了太多的債務會害死你嗎？不完全是——它們證明了太多的社會主義在財政上是致命的。如果希臘（和其他歐元區國家）現在與過去都更傾向資本主義，它們就會有更多的成長，世界也會更有信心，認為它們的經濟不會陷入困境太久。它們可以擺脫債務問題，並且擁有更低的利率——讓它們的債務更容易負擔！稍後再詳細說明。

我經常寫些關於投資者的大腦，在債務問題上是如何失控的，以及如果他們只要研究一點歷史，他們就不會那麼憤怒的文章。批評者喜歡指責我，說我愛債務，而且我對債務的司空見慣是很危險的。根本不是。實際上我不希望政府無止盡的增加債務——但更多是因為我更喜歡一個更小的政府。我從骨子裡相信，你們這些讀者在花錢方面，比任何從政者都更聰明。我希望你多花你的錢，而讓政府少花你的錢。當你花你的錢的時候，你會做出對你有意義的選擇。你選擇創業，或者向其他公司買東西。你買股票、你買債券，你用其他方法存錢。你送孩子上學，花錢讓他們矯正牙齒。你做任何對你有意義的事。也許你輕率的揮霍了一些錢。一切由你決定！請注意，輕率是旁觀者的看法。但是，即使你恣意揮霍你的錢，那也是你的選擇，你享受其中（大概），並從中受益。而你的輕率行為（拉斯維加斯之旅、一瓶400美元的葡萄酒、一

輛古董車）的接受者，則可以從你所花的錢中獲得好處。雖然你在金錢方面的記憶力可能比你想像的還要更差（這本書的重點），但你所做出的花錢選擇卻遠比任何政府還要好，不論是地方政府、州政府、或聯邦政府、國內政府或外國政府。

當政府花你的錢的時候，它們不會考慮如何讓你受益。它們只會考慮，這樣做能對那些可以提供它們資金、幫助它們再次當選的人，能帶來什麼好處。

人們也認為我對債務的看法具有特定意識形態。奇怪的是，我經常被共和黨黨員指控是堅定的民主黨支持者，反之亦然。事實上，我兩者都不是，而且我對兩個黨的從政者的厭惡程度是一樣的。我認為表明自己是共和黨或民主黨支持者的人很好——我只是無法忍受任何一黨的從政者。我是一個對從政者有著均等厭惡的人。

費雪建議：從公司與個人角度看債務

我猜大多數讀者都理解，在公司層面來說，一定程度的槓桿具有基本的經濟效益。你應該要知道，很多公司一直很負責任的在使用槓桿。或許它們借錢來建一座新的工廠，並假定工廠的長期稅後報酬高於它們的借款成本。這是理性的作法，但不一定是對的，也許是錯的。不過我猜，大多數讀者會認為，由於理性的公司承擔這些風險，使我們處於一個有贏、有輸且長期之下社會整體變得更好的世界裡，那麼承擔這種理性的風險在社會上是可以接受的。

是的，有時公司也會不負責任的使用槓桿——沒有人會否認這點。當公司這麼做的時候，盈餘就會減少，甚至可能會破產。接著，股票會暴跌，股東們會生氣。然後，也許執行長會被解僱、被詆毀、被拉到國會聽證會前面。不負責任的使用公司債務會面臨現實世界的後果。正當的企業主知道這點，他們也希望將公司可能因不良決策而毀掉的風險降

至最低，以保有其多年努力經營的企業。然而，這都有賴於企業如何操作槓桿。

這種槓桿的好處很顯而易見。沒有它，許多公司就無法成長、無法做研究、無法增加生產線、無法僱用員工或創新。執行長們會理性的權衡，比較槓桿的成本與增加支出換來的未來收益，並決定什麼程度的債務水準是合理的。

不管有人說什麼，世界上並不存在一個適合所有公司、甚至所有行業的神奇債務水準。有些行業就是必須比其他行業有更多的負債。如果你是一間礦業公司，很難靠自己進行探勘，然後再開採新礦。這可能需要花好幾年的時間，也需要大量大型、重型的設備，以及大量的勞動力——這些全都是資本密集型的成本。但成果是值得的。礦業公司就是比服務型公司需要更多的債務。在那裡，僱用聰明的人和為他們提供棲身之所的成本相對來得有限。

由於大多數人都明白這點，公司債務通常不會讓他們感到如此困擾。困擾他們的是個人債務，更重要的是政府債務。這本書並不是要鼓吹你或其他人應該欠多少債。這取決於你、你的配偶、你的債權人，以及任何你喜歡的精神導師。但這跟公司債務是同一個概念——負責任的使用債務，帶來的好處是真實的。你（可能）使用槓桿買了房子、車子，也許還能上大學。為大學教育而負債可能是非常具有經濟效益的。然而，我們都確信，負債過多會帶來現實世界的後果——儘管人們普遍這麼認為，但沒有以事實為基礎的證據能證明，整個社會都在不計後果的過度負債。

舉例來說，近年來，美國的整體債務償還占收入的比例一直在穩步下降，自1995年以來從未如此低過。⁸很少有人知道這點，媒體也幾乎從未提及過。

無庸置疑，有些讀到這些內容的人會說：「好吧，沒錯，但是這次

不一樣。」人們總是認為這次不一樣（請見第一章）。人們不記得，就在上個月、上一年、過去十年，他們有過相同的擔憂，但這些擔憂都沒有實現，或者沒有像人們擔心的那麼嚴重。人們擔心全球負債過高已經不是什麼新鮮事了。縱觀歷史，人們本身也會遇到麻煩。甚至是災難性的麻煩！但從社會的層面來看，我們會繼續前進。

這一章主要把重點放在政府債務，因為人們最擔心的是政府債務會拖累經濟，造成股市下跌，並讓國家成為一片廢墟。在這一章，我們將討論：

- 人們有多麼擔心預算赤字，但歷史表明，他們應該擔心的是盈餘。
- 檢視政府債務的漫長歷史有助於正確看待它。
- 已開發國家違約的情況極為罕見；新興國家則不然。

我們的恐懼1：赤字會害股市下跌

請試著填空看看。從歷史上來看，美國聯邦預算赤字對股市__，而盈餘則對股市_。

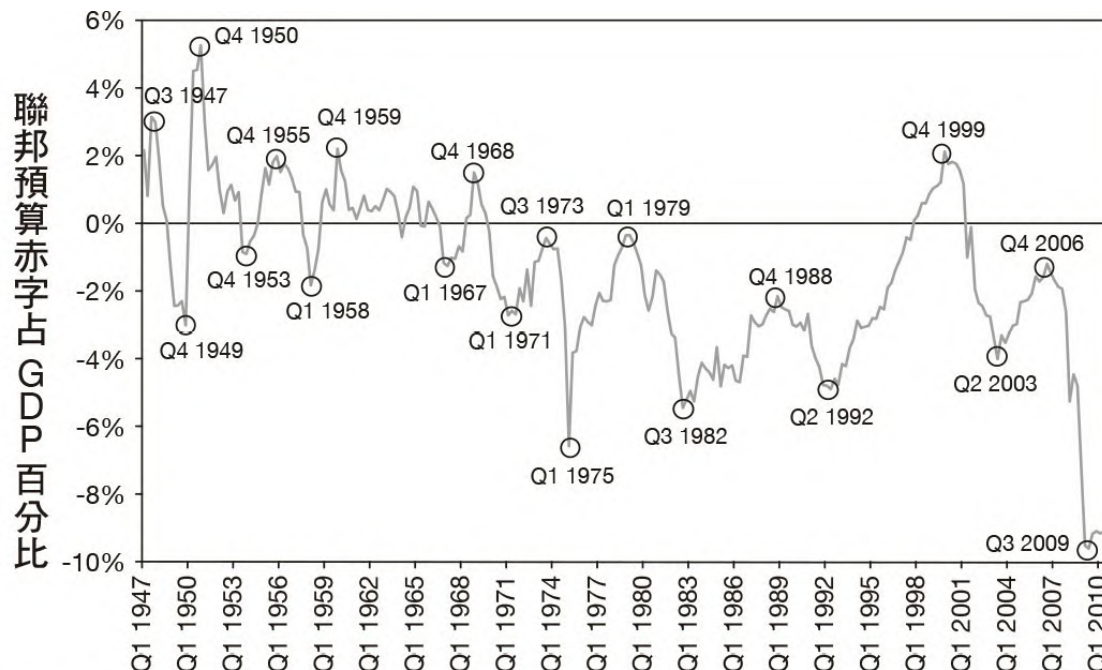
如果你的答案先是有利，然後是不利，那麼恭喜你，你可以跳過這一節其餘的部分。如果你的答案是相反的，那請繼續閱讀以下內容。

在政治上，兩黨都在攻擊赤字。他們把責任推到對手身上、上屆政府身上，以及除了自己以外的任何事情上。但如果他們了解一些基本的經濟基礎，或許他們就不會如此熱衷於推卸責任了。

圖5.1呈現的是美國聯邦預算餘額占GDP的百分比。我標示出相對

高的點（預算盈餘）與相對低的點（赤字）。然後，表5.1列出了在相對高點與低點之後，隨後12、24，以及36個月的報酬。

圖5.1 美國聯邦預算餘額占GDP的百分比



資料來源：Global Financial Data, Inc.，美國經濟分析局（US Bureau of Economic Analysis），截至2011年3月31日。

大多數人會本能的預期，在出現大量赤字後，股市報酬會表現得更差，而在出現大量盈餘後，股市報酬會表現得更好。一個重要的教訓是：永遠不要依靠本能反應來相信任何事情！歷史這個有用的實驗室告訴我們，事實恰好相反。在達到盈餘高點的12個月之後，股市平均報酬率為-1.3%。在24個月之後，股市的累積報酬率只有0.1%，在36個月之後，累積報酬率只有7.1%。從表格中能看出，不只是幾個較大的負報酬拉低了平均水準，在出現大量盈餘後，報酬率的變異性也很大。

盈餘到達高點比出現大量赤字之後的變異性更大。在赤字低點後的12、24，以及36個月的報酬率幾乎都是正的。而且報酬率好很多——12個月後的累積報酬率為20.2%，24個月後為29.7%，36個月後為35.1%。

如果你的本能反應是在赤字激增時賣出——只因為你擔心赤字——那麼你很可能做出錯誤的舉動。反過來也是如此：大量的盈餘不一定代表未來的一切都很明朗（另一個重要的教訓是：不要根據一項因素來做出在市場上的行動——資本市場太複雜了）。

表5.1 標準普爾500指數在赤字與盈餘高點後的報酬率

盈餘高點		標準普爾500指數隨後的價格報酬率			赤字高點		標準普爾500指數隨後的價格報酬率		
日期		12個月	24個月	36個月	日期		12個月	24個月	36個月
1947年第三季	年化	2.6%	1.6%	8.8%	1949年第四季	年化	21.8%	19.1%	16.6%
	累積	2.6%	3.2%	28.8%		累積	21.8%	41.8%	58.6%
1950年第四季	年化	16.5%	14.1%	6.7%	1953年第四季	年化	45.0%	35.4%	23.4%
	累積	16.5%	30.2%	21.6%		累積	45.0%	83.3%	88.1%
1955年第四季	年化	2.6%	-6.2%	6.7%	1958年第一季	年化	31.7%	14.7%	15.6%
	累積	2.6%	-12.1%	21.4%		累積	31.7%	31.4%	54.5%
1959年第四季	年化	-3.0%	9.3%	1.8%	1967年第一季	年化	0.0%	6.1%	-0.2%
	累積	3.0%	19.5%	5.4%		累積	0.0%	12.5%	-0.6%
1968年第四季	年化	-11.4%	-5.8%	-0.6%	1971年第一季	年化	6.9%	5.4%	-2.1%
	累積	-11.4%	-11.3%	-1.7%		累積	6.9%	11.2%	-6.3%
1973年第三季	年化	-41.4%	-12.1%	-1.0%	1975年第一季	年化	23.3%	8.7%	2.3%
	累積	-41.4%	-22.7%	-2.9%		累積	23.3%	18.1%	7.0%
1979年第一季	年化	0.5%	15.7%	3.3%	1982年第三季	年化	37.9%	17.4%	14.8%
	累積	0.5%	33.9%	10.2%		累積	37.9%	37.9%	51.2%
1983年第四季	年化	27.3%	9.0%	14.5%	1992年第二季	年化	10.4%	4.3%	10.1%
	累積	27.3%	18.9%	50.2%		累積	10.4%	8.9%	33.5%
1999年第四季	年化	-10.1%	-11.6%	-15.7%	2003年第二季	年化	17.1%	10.6%	09.2%
	累積	-10.1%	-21.9%	-40.1%		累積	17.1%	22.3%	30.3%
2006年第三季	年化	3.5%	-20.2%	-7.7%	2009年第一季	年化	8.0%	??	??
	累積	3.5%	-36.3%	-21.4%		累積	8.0%	??	??
平均值	年化	-1.3%	-0.6%	1.7%	平均值	年化	20.2%	13.5%	10.0%
平均值	累積	-1.3%	0.1%	7.1%	平均值	累積	20.2%	29.7%	35.1%

資料來源：Global Financial Data, Inc.，美國經濟分析局，標準普爾500價格指數，截至2011年3月31日。

從歷史來看這就是事實，從全球角度來看亦是如此（在我2006年出版的《投資最重要的3個問題》一書中，我指出在德國、日本以及英國，赤字、盈餘和股市之間也存在同樣的關係）。每當開始出現大量赤字時，你都會聽到同樣的聲音，說大量的赤字意味著厄運。然而，平均而言，厄運並沒有實現。這樣的情況不斷重複。不過，沒有人從他們過去對這個想法的誤解中汲取教訓，因為他們忘記得太快了。

事實證明：有債務才能讓金錢流動

當一個政府出現赤字時，它們被迫借錢——然後把錢花掉。若它們不必花錢，它們就不會借錢。正如前面說的，當政府花錢的時候，它們

花得非常愚蠢。此外，當政府、你、或任何一個人借錢與花錢時，這筆金錢在第一年平均會被轉手六次（這是在美國——情況會根據國家的不同而有所不同）。

所以，政府借錢並愚蠢的花錢，像是花在無關緊要的子彈頭列車，還有給從政者們的豪華轎車車隊。但無論你認為這些事情有多愚蠢，這些錢都會流向這三個地方的其中之一：個人、機構、或政府單位。沒有其他可能性。這些接受者拿著那些錢，然後再花一次——那些錢主要流向另一個個人或機構，一次又一次。「貨幣轉手的速度有多快」這個概念被稱為流通速度（velocity）。每一次錢轉手，就有人受益，錢轉手愈多次，經濟中流通的錢就愈多，受益的人就愈多。

雖然我希望政府不要愚蠢的花錢，把大部分的事情都留給私部門就好，但從經濟層面來看，有時候政府借錢然後花錢，比不借錢與不花錢更好。證據就在股市——在大量赤字之後，股市表現得相當不錯，在盈餘之後，股市則持續低迷。

費雪建議：不以政治立場來判斷

這可能會讓許多讀者想起，2008年信貸危機後的財政刺激——可能會讓你憤怒到發瘋或非常高興，這取決於你的意識形態。但是，投資是一種最好在沒有意識形態的區域進行的遊戲（請見第七章）。

歐巴馬在2009年的經濟刺激計畫做得好嗎？

這一點也不重要！他們能做得更好嗎？嗯，不能。若是由你和我來做可能可以做得更好，但他們是從政者，肯定會做些卑鄙的事。他們還能做得更糟嗎？我想當然可以，我可以想像更糟的情況。但無論如何，他們做的事都是很愚蠢的。不過，不管你當時是同意還是不同意，這對你的投資組合來說都不重要。你不能改變你的經濟政策。也許你是一位頂尖的經濟顧問，歐巴馬（或任何一位總統）會傾聽你的意見，並對你

言聽計從（可能性不大）——那麼這就不適用於你。然而，對於其他人來說，根據自己認為政策是對或錯來練習股市預測的觀點，並沒有什麼好處。在雞尾酒會上爭論這個問題，沒問題。但是請將它排除在你投資組合的決策之外。

身為投資者，你的工作不是無止盡的抱怨你所認為的政策錯誤，也不是因為認同你最喜歡的從政者而祝賀自己。你的工作是考慮最可能發生的事情，以及考慮可能產生的後果。並且考慮大多數人認為最可能發生的事情，以及你是否認為這反映了現實。此外，考慮如果現實與預期相當一致或不一致時會發生什麼——因為在未來12到24個月，影響股市走勢的是預期與現實之間的差距。

重要的是試著弄清楚，預期是太悲觀還是太樂觀，然後在預期的差距中找到機會。由於許多投資者經常被意識形態和對債務的反射性恐懼所蒙蔽，因此他們忽略了這點：巨額預算赤字不一定會帶來災難性後果。事實上，它們可能是好的股市報酬即將來臨的訊號。反之亦然！

不要認為這意味著，你應該試著進行市場擇時，掌握赤字低點。我不知道你會怎麼做，然而，你應該把它理解為，你不應該只因為擔心出現巨額赤字就自動退出股市。歷史表明，那種作法不太奏效。事實上，那樣做會很糟糕。記住這點，因為下次我們看到赤字大幅膨脹時，權威人士將會警告厄運即將到來。他們不會說：「太好了！我們突然想起上次發生這種事的時候，結果一切都很好。」

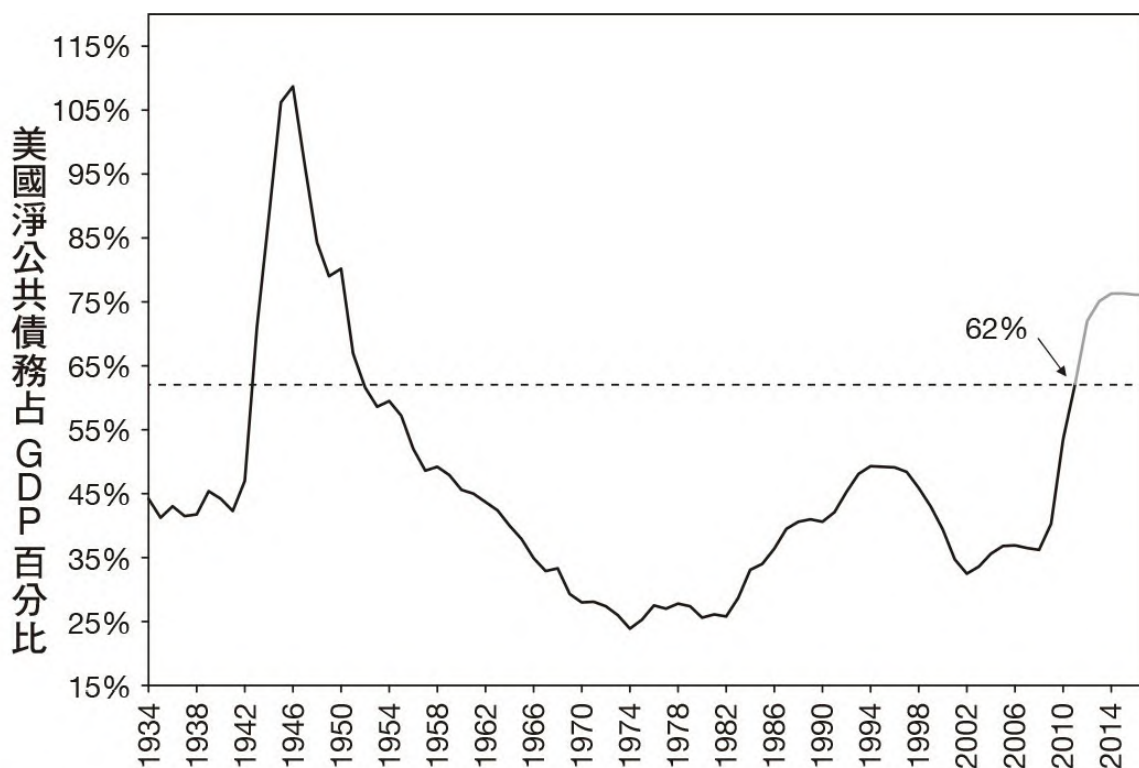
我們的恐懼2：巨額政府債務會禍延子孫

人們討厭赤字而喜歡盈餘的一個主要原因，在於赤字會增加政府的整體債務，而盈餘可以用來減少債務。人們真正討厭的是總債務。討厭、討厭、討厭、討厭、討厭、討厭！

你會聽到從政者們（兩黨都是）聲稱，我們的孫子、孫女將背負債務，而我們如此揮霍無度，難道我們不都是可怕的人嗎？或者指責反對黨，難道不是一群禍害孫子、孫女的混蛋嗎？不要投票給他們，投票給我！我愛孫子、孫女。

當負債曾被視為不道德的時候（在許多文化中曾被視為不道德，目前在一些文化中也依然被視為不道德），對債務的擔心就在我們的心中根深柢固了。但同時，這也是短期的記憶錯誤。我們可以用歷史來證明這點。但在這之前，先來個快問快答：上個世紀我們的債務最低點是什麼時候？最高點又是什麼時候？圖5.2為美國聯邦淨債務占GDP的百分比，資料最早回溯至我們有可靠數據的時候——來看看你的猜測是對的嗎（當我展示這張圖給人們看時，大多數人通常都答錯）？

圖5.2 美國淨公共債務占GDP的百分比



資料來源：Treasury Direct，美國國會預算局（Congressional Budget Office），2011年5月發布。

圖5.2呈現的是淨債務，即公眾持有的債務，包括你、公司、州和地方政府、外國投資者、外國政府等。它不包括政府內部的債務，像是一個聯邦政府機構欠另一個聯邦政府機構的債務——因為這種債務實際上會自己相互抵消（這就像是，不把你從你的配偶那裡借的五塊錢計入家庭資產負債表上，因為你知道你們最終也許會彼此相互抵銷）。

最近，債務水準有所上升——這個消息不會讓任何讀者感到震驚。但我們仍遠低於第二次世界大戰期間的高峰水準。有些人可能會說：「是的，但那是用來資助戰爭的，所以那不一樣。」事實上，它沒有不一樣。債務就是債務。債務不關心它是否被視為在道德上是正確的（對抗納粹），或是在道德上是模稜兩可的（「可以立刻動工」的財政刺激）。重要的是它存在，它有一定的利息需要支付。放款人會要求得到償還。就是這樣罷了。

還記得1940年代後期與1950年代嗎？對許多美國人來說，這是一段非常懷舊的時期——不管他們是否經歷過。它見證了郊區發展、買房買車熱潮、技術創新，以及醫療進步的繁榮。它見證了電視節目的激增，當時有很紅的木偶電視節目《好迪啍迪秀》（*Howdy Doody*）和貓王（*Elvis*），我本身則喜歡艾克（*Ike*）和瑪麗蓮（*Marilyn*）。那段期間沒有（也不會以這種方式被記住）經歷嚴重的經濟緊縮時期，沒有因為1940年代高債務水準的罪過而付出代價。而在1970年代的低債務水準後，1980年代到1990年代是另一個債務相對較高的時期，但1980年代與1990年代的經濟相當活躍，股市連續兩次出現近十年的繁榮。有趣的是，人們回憶起淨債務較低時，是因為當時的經濟更低迷。

我完全不是想表達，較低的債務會導致經濟低迷，或者較高的債務會帶來經濟繁榮。我的意思是，由於人們對債務問題感到擔憂，你可能會認為我們可以學到一些經驗，認為在過去的某個時刻，美國的高債務水準無疑造成了大範圍的經濟不良影響。但我沒看到這樣的事情。沒有證據表明，美國較高的債務水準會導致未來的經濟成長放緩，反之亦

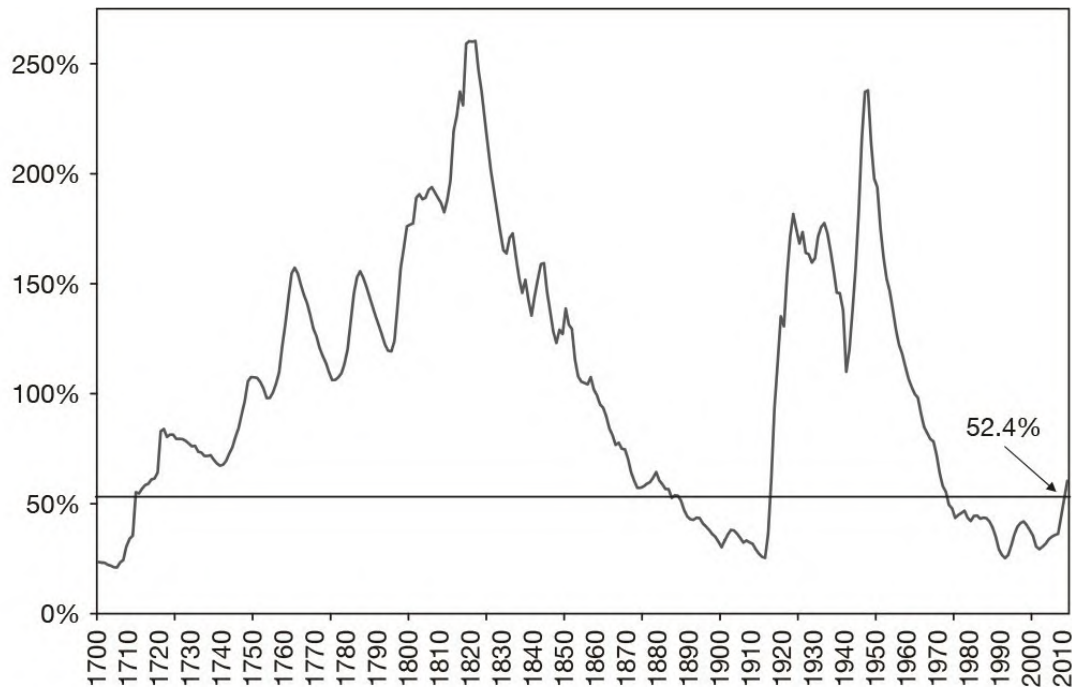
然。不僅一次也沒有，其他西方已開發國家亦是如此。

事實證明**2-1**：英國在高度負債下開啟工業發展

讀過美國歷史的學生應該會記得，美國曾經一度沒有債務。1835年，安德魯·傑克遜（Andrew Jackson）用出售西部土地的收益，償還了美國所有的債務。接下來的一段期間充滿經濟活力、穩定、以及世界和平。我開玩笑的！實際上，這造成了1837年經濟大恐慌與1837年到1843年的大蕭條——這使得任何近代的經濟衰退看起來都像是在公園裡散步一樣輕鬆。這是美國歷史上最嚴重的三次經濟衰退之一（另外兩次分別始於1873年與1929年）。

也許80年的歷史對你來說還不夠。或者，你可能認為美國是獨一無二的，其他一些已開發國家的歷史可以證明，絕對的債務水準是有問題的。好吧！圖5.3是我最喜歡的其中一張圖——它呈現的是自1700年以來，英國債務占GDP的百分比。那些英國人可是非常謹慎的經濟數據管理者。

圖**5.3** 英國債務占**GDP**的百分比（**1700**年到**2011**年）



資料來源：英國財政部（HM Treasury），UKpublicspending.co.uk，截至2011年6月。包含整個2011年的預算預測。

首先，可以注意到，它們近期債務水準占GDP的百分比，與美國沒有太大的差異。其次，英國在1940年代、甚至整個1950年代也擁有很高的債務水準，由於有很多與戰爭相關的重建工作要做，債務水準比美國高許多。在戰後時期，英國的經濟成長曾經有很長一段時間落後於美國，但多虧了英國的高債務水準，它沒有成為燃燒的廢墟。事實上，在過去的三十年裡，它的GDP成長速度幾乎與美國完全相同，只是有些年份多一點、有些年份少一點——但可以肯定的事實是，兩個國家的成長速度是類似的。更重要的是，英國在1950、1960，以及1970年代的落後，很可能與柴契爾夫人時代之前強烈的社會主義傾向有關，與債務負擔的關係不大（這點我再怎麼說也不為過，畢竟社會主義者在經濟成長方面做得不好）。

但重點是：在十八世紀與十九世紀的大部分時間裡，英國的債務水準都遠遠高於今天。從1750年到1850年，債務幾乎一直高於GDP的100%，在那段期間內，也有一半的時間債務都高於150%，並且曾到達

250%以上的高峰！當時英國離陷入經濟困境還很遠。那時的英國無疑是世界上占主導地位的經濟體，也是創新的領導者。全球工業革命始於英國（比美國還要早許多），英國也是全世界革命性的製造業實踐的中心。那時候，消息是透過徒步、騎馬、信鴿傳播的，後來才有了火車。如果英國人在馬背上傳送訊息的同時，其債務水準能高於GDP的100%長達一整個世紀，且仍保有全球經濟與軍事強國的地位，那麼我認為美國也許能勉強接受它當前的債務水準——或者甚至更高的債務水準——因為真正重要的是債務的負擔能力。

事實證明**2-2**：美國債務增加但成本降低

當債務變得無法維持時，專家們喜歡給出一個明確的水準。將債務水準設定為90%、100%、或160%、或.....、或.....、或.....、或.....，它常會變來變去（提醒你一下，英國在比這還高的債務水準下存活下來了）。

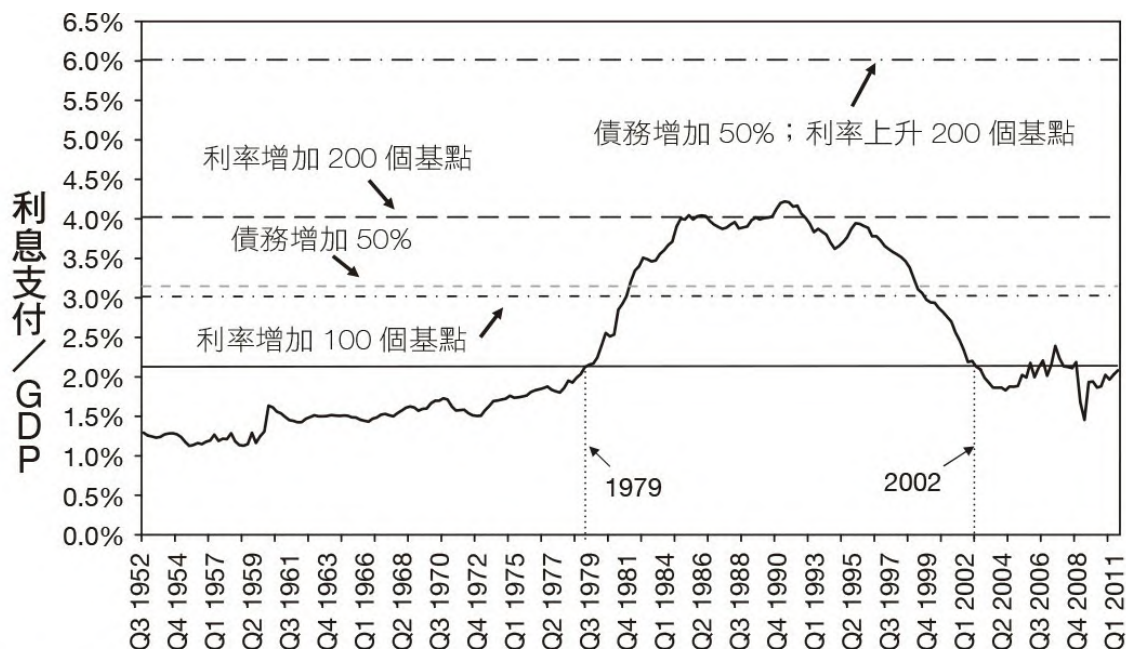
如同前述，每間公司的債務水準的差異很大，會根據公司、行業的不同而有所差異。從公司層面來看，沒有一個合適的債務水準，那為什麼對國家來說就有一個合適的債務水準呢？從本質上來說，那些擁有所有理想特質、可以帶來未來成長程度更高的國家，能夠承擔更多的債務。為什麼？它們通常更有能力負擔債務的償還。但是，出於我們已經看到的原因，預測未來的成長率始終是件棘手的事。

是的，在某些時候，債務水準可能無法維持。我不知道這對美國來說意味著什麼，因為我們還沒有看到過。但那個水準是指債務變得無法負擔的時候。而對於美國來說，即使在它目前相對較高的水準上，我們的債務依然是非常負擔得起的。歷史上也是如此！很容易可以看到！但讓我驚訝的是，很少有人思考過這些證據。你不會看到任何報紙或雜誌會刊登、沒有從政者會引用、沒有製造恐慌的人會容許，但它是不容爭

辯、不折不扣的事實。

圖5.4呈現的是，美國聯邦債務利息支付占GDP的百分比。目前，這個比例只略高於2%，低於1979年到2002年的整體水準。那個時期包含了1980年代與1990年代的兩次超級牛市，以及整體充滿活力的經濟成長。從1984年到1996年，聯邦的債務利息支付水準幾乎是現在的兩倍（正如我在2011年所寫的）——而且沒有任何不良影響。讓我再重申一遍：美國聯邦債務的利息支付占我們經濟規模的百分比，是20年前的一半！

圖5.4 美國聯邦債務利息支付占GDP的百分比



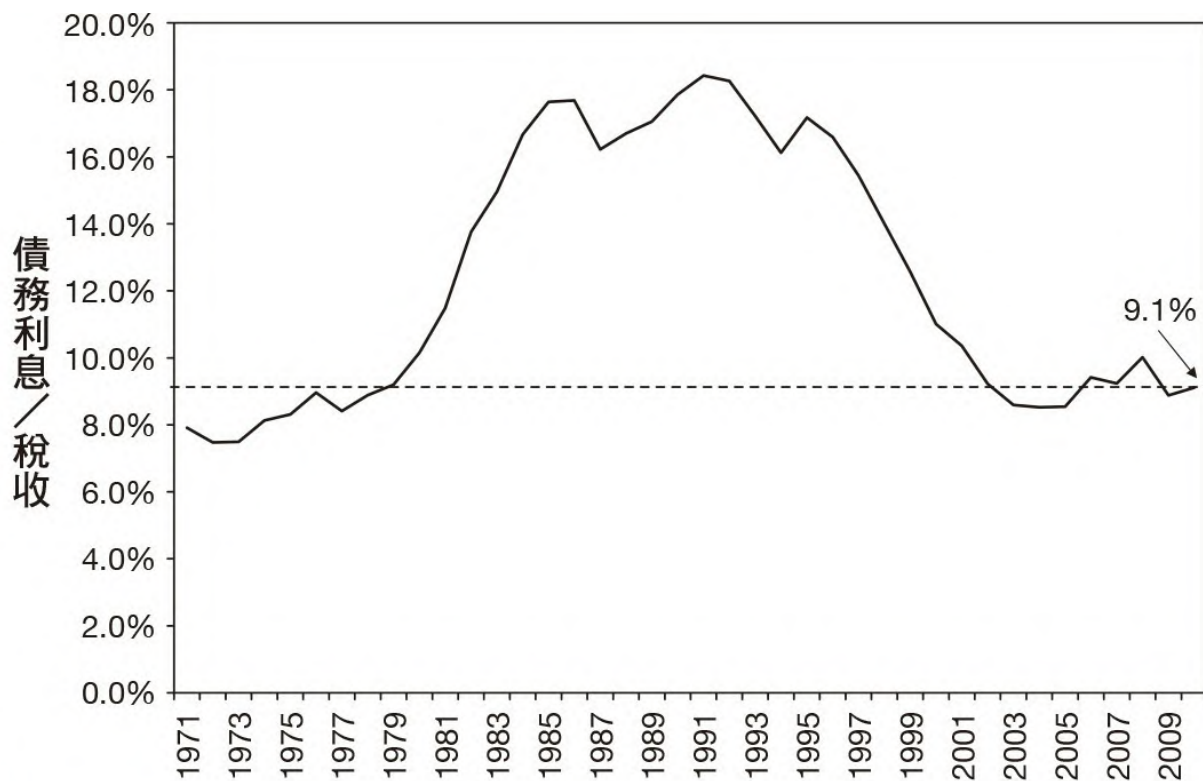
資料來源：湯森路透，聯邦準備資金流向（Federal Reserve Flow of Funds），美國經濟分析局，美國財政部（1952年第三季到2011年第一季）。

為什麼我們有更多的債務，但債務成本卻更低？嗯，一部分原因是因為經濟規模變得更大，另一部分原因則是因為利率很低，還有部分原因是政府比以前持有更多自己的債務，而它只不過是支付給自己。但跟20年前相比，我們今天更負擔得起我們的債務。這是簡單的事實。

我們的債務會變得更貴嗎？當然。再看一次圖5.4。如果利率從現在偏高的水準上升一個百分點，或者債務相對於GDP增加50%，那麼債務的利息成本將大約為GDP的3%——這是1980年代與1990年代大部分時間的水準。如果利率完全升至2%，將到達一個在過去仍沒有被證明會有問題的水準。若你用這種方式來思考債務的償還能力，那麼情況似乎就沒有那麼糟糕。

我們再用不一樣的方式來看——聯邦債務的利息支付占聯邦稅收的百分比（圖5.5）。同樣的，9.1%的水準是20年前的一半，它跟圖5.4所呈現的現象幾乎完全相同。我們現在比20年前更能負擔得起我們的債務，這意味著我們並沒有陷入人們所認為的債務危機。這肯定是樂觀的。

圖5.5 美國聯邦債務利息支付相對於稅收



資料來源：美國國會預算局，截至2010年12月31日。

我們應該無止盡的增加債務嗎？不。最終，如果我們繼續增加債務，讓投資者對美國經濟的可持續性感到不安，那麼這可能就會導致利息上升，進而使我們更難以承受我們的債務。但目前我們還沒有處於讓許多人氣憤得嘴角冒泡的危機階段。

有趣的是：我在2011年寫本文時，標準普爾剛將美國的信用評級從AAA下調至AA+（另外兩家評級公司穆迪 [Moody's] 與惠譽 [Fitch] 剛重申了AAA的評級，但是在這三間傀儡評級機構之間有很強烈的集體式思維——穆迪和惠譽最終可能也會效仿）。美國公債利率發生什麼事了？它們下跌了——下跌到歷史低點附近。而美國公債價格上漲了。這實在是太美好了。事實上，即使是國會在爭論新的債務上限的同時（自1917年以來，這個專制的上限已經被上調了103次，未來也還會被上調很多次），美國公債利率在2011年全年仍隨著債券價格的上漲而下跌（波動很小）。

想一想。如果世界真的覺得美國現在的違約風險更高，那麼它會要求更高的利率來借錢給我們。然而，利率卻更低，這使得債務的利息成本更便宜。我們還有很長一段路，才會跨過一個在過去一點都不讓人煩惱的債務利息成本點。

這只是2011年的情況。但近年來，儘管美國債務相對於GDP的比重一直在上升，但利率卻一直保持在相當低的水準，甚至還有所下降。這就是市場告訴我們的，儘管從政者們喜歡抱怨我們的債務，我們的記憶也辜負我們，但市場知道，我們離災難還很遠著呢。

我們的恐懼3：高債務就會違約

債務在2010年與2011年是一個特別敏感的話題，另一個原因是——歐豬五國。在2010年之前，豬只是用來燒烤的食物。但在2010年，希臘

出乎意料的承認，它們做過一些帳面手腳，而且債務比之前意識到的多更多。這導致投資者更加關注歐元區其他周邊經濟體。葡萄牙、愛爾蘭、義大利，以及西班牙的財政狀況也不佳，不過西班牙沒那麼差，義大利的情況也比較好。它們被戲稱為可愛的歐豬五國——儘管它們的處境並不可愛，所有人都擔心這些小豬會使歐元區崩潰。

理由也很充分，因為歐元區沒有辦法處理財政狀況非常糟糕的成員國。它們無法驅逐那些未能達到歐元區要求的財政基準（債務占GDP的百分比、赤字規模等）的成員國——而且馬斯垂克條約（**Maastricht Treaty**，編按：該條約也是歐盟的前身）以及隨後建立歐元區的條約也沒有紓困框架。

舉例來說，希臘不可能用印鈔票來產生通貨膨脹，藉此擺脫它偏高的債務（這也不是最好的解決方案，但至少是因絕望而不顧一切的國家，以前曾使用過很多次的一種選擇）。為什麼？因為希臘與德國、法國，以及其他14個歐元區成員國使用同一種貨幣。

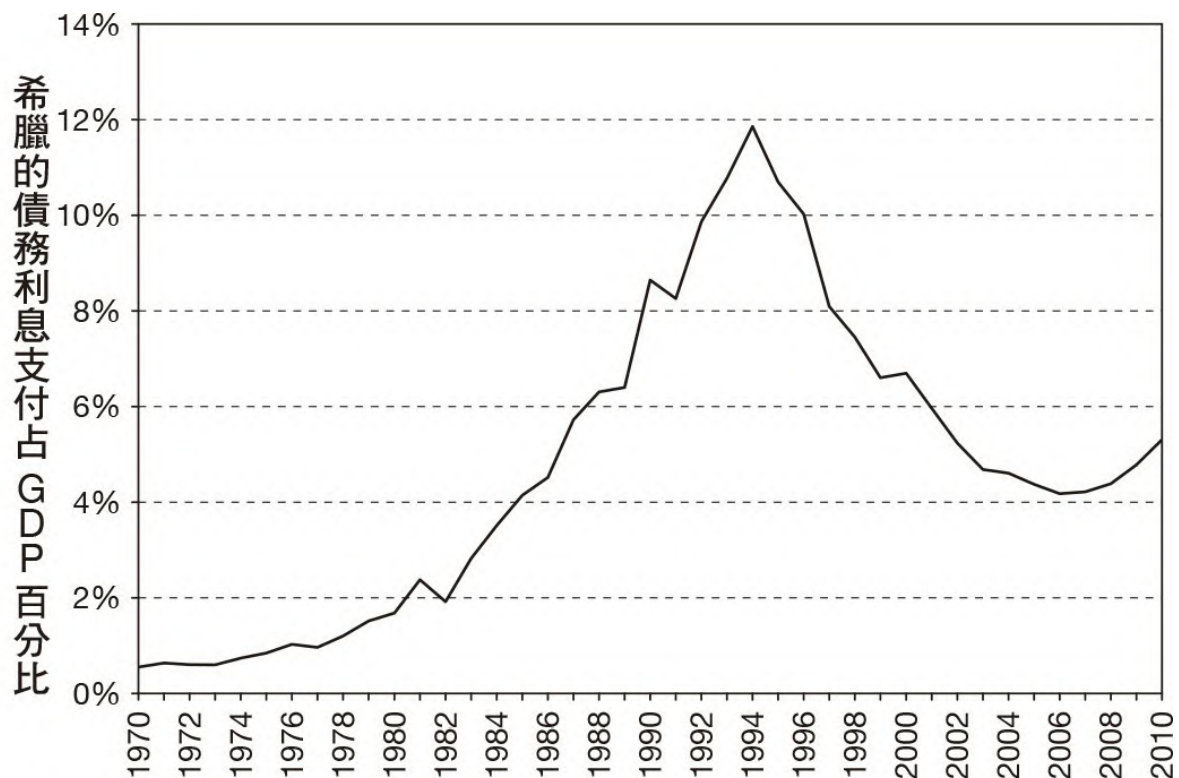
人們無止盡的談論著危機的蔓延，以及可能再次發生的信貸危機。更糟糕的是，人們擔心如果希臘違約，這可能意味著歐元將以一種非常激烈、無序的方式終結——這是一個具有非常重大影響的全球性負面因素。但我相當懷疑這種情況是否會發生——至少不會發生在2010年或2011年。此外，歐元區其他成員國怎麼可能會允許呢？

無論德國與法國如何看待歐元，沒有人會希望任何與貨幣相關的重大事件，以突然、無序的方式發生。因此，歐洲中央銀行、國際貨幣基金（IMF），以及歐盟共同籌資了1兆美元來支持歐豬五國——這滿足了它們在2013年的所有債務融資需求（不包含義大利，義大利的整體狀況較好）。這為歐元區爭取到時間來梳理它的（許多）問題，並制定出往後的計畫——這意味著不會真的出現無序的違約，而歐元也會存活下來，至少到2013年。

只是突然之間，人們看見四處都是違約。頭條新聞醒目的寫著：「美國是下一個希臘嗎？」嗯，不是。根據圖5.4。美國與希臘不同，美國從未違約過。我無意冒犯希臘，但它們違約的時間比沒違約的時間更長。上一次實際上是在1990年代中期，但我們忘記了。

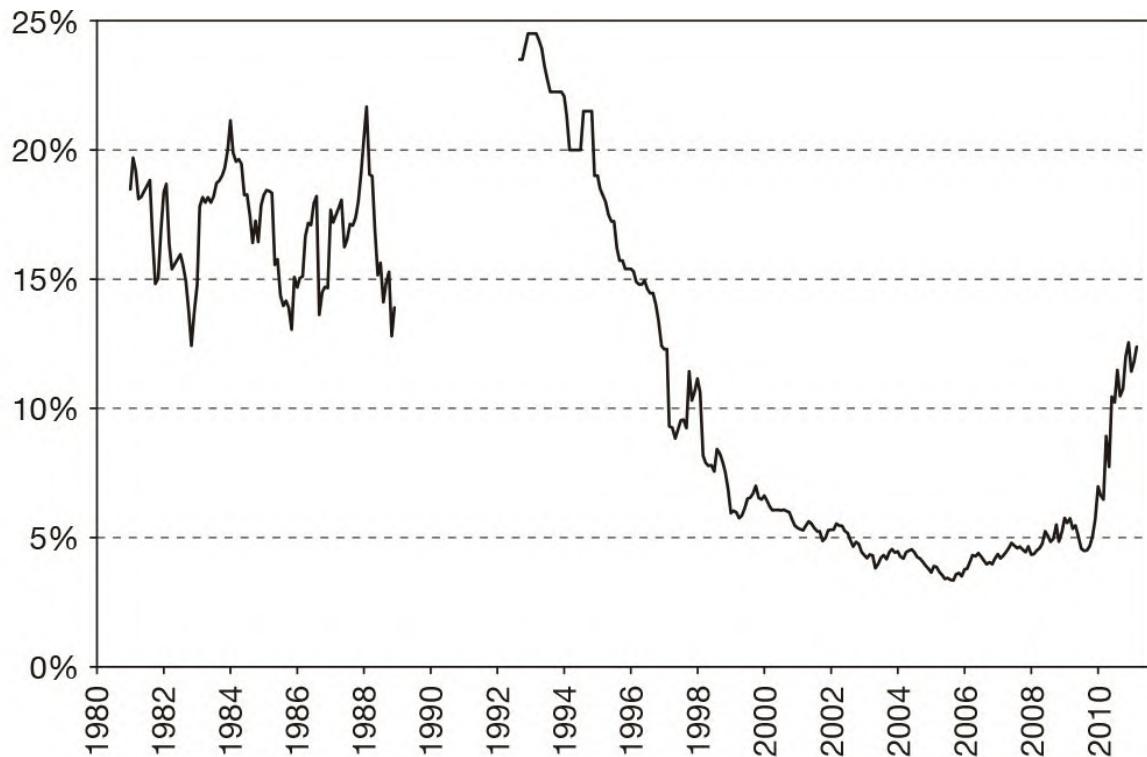
更重要的是，如果完全坦白的話，希臘本可以負擔得起它們的債務，但它們只是不想做出要避免違約所必須做的艱難選擇。圖5.6顯示了希臘債務利息成本占GDP的百分比。1993年，希臘每年支付占其GDP 12%的利息。2010年，當希臘債務危機浮出水面時，這個數字還不到12%的一半。而從1989年到1992年的大部分時間，希臘沒有發行長期債務（請見圖5.7）。零！沒有！無！沒有人願意借錢給它們——因為有違約風險，所以不願意相信它們的錢長達10年。因此，希臘必須為3個月期的債務支付18%與19%的利息！

圖5.6 希臘的債務利息成本占GDP的百分比



資料來源：湯森路透。

圖5.7 希臘十年期主權債利率



資料來源：Global Financial Data, Inc.，截至2011年7月31日。

如果希臘當時負擔得起它們更高的短期債務利息成本，那麼如果現在世界強迫它們這麼做，它們應該也能負擔得起。而且它們的處理方式是有選擇的。它們可以出售國有資產；又或是，它們可以削減公務員的退休金。令人驚訝的是，希臘有40%的GDP是來自公部門，且有25%的希臘工作者是為政府工作！少一點社會主義，然後多一點自由市場資本主義，可能會對解決希臘的困境大有幫助。

在圖5.7中，值得注意的是，當希臘在1990年代初期無法獲得長期融資時，這迫使它們在數年內縮減規模，進而提高了債務利率。因此，如圖5.6所示，希臘的整體借貸成本下降了。自由市場的紀律很嚴格。但它們在1990年代曾這麼做過，所以如果全世界對它們施壓，它們現在也能做到。是的，自由市場的紀律如今是很嚴厲的，更高的利率和憤

怒、騷亂的青少年和公務員，這些在政治上都很難處理，沒有人不害怕那些青少年。

也就是說，對希臘違約的恐懼可能已經攪亂了歐元區，甚至可能是全世界。因此，歐元區國家被對希臘的擔憂嚇到，而希臘選擇了更簡單的方式——紓困。如今，每個人都希望得到紓困。

出於對希臘的同情（我不是很同情），它們陷入了奇怪的境地，因為歐元區成員國的身分，意味著它不能做出符合自身最佳利益的單方面貨幣政策決定。但低度開發國家的違約幾乎不是什麼開創性、完全不可預見的事件。我們過去一再見到。希臘違約與債務重組是常見的事。南美國家把它變成一個完美的習慣。此外，再說一次，這些國家的違約全都與絕對或相對的債務水準無關，而是與債務的相對負擔能力有關。

事實證明：雖然有債，但世界各國很少違約

但美國違約呢？當我們的債務負擔得起的時候就不會違約。但是永遠不要說不會。儘管如此，由於人們擔心美國會發生類似希臘的債務危機，你可能會認為，主要的已開發國家在一定水準的債務、債務成本等方面，存在一些違約的模式。但是我找不到這樣的模式。一個也沒有！也許這就是人們所害怕的東西——對未知的恐懼。

2011年夏天，由於從政者們在為新的債務上限（一個完全武斷的指標——在已開發國家中，只有丹麥有這個指標）爭論不休，專家們不斷在談論美國債務的違約。簡直一派胡言。美國從未有過違約的危險。我們每個月的稅收收入用來支付利息綽綽有餘。所有關於違約的言論，都是典型的無意義的政治恐嚇言論。

身為一個國家，美國從來沒有違約過——一次也沒有。有些市政府有過。大城市的違約很少見，但曾經發生過——1975年的紐約市、1978年的克利夫蘭、1994年的橘郡。也許整個加州也很快就會違約——也許

這是件好事，因為這些地方在違約後似乎都醒悟了，也表現得更好了。但是美國整體從來沒有過，從現在開始的很長一段時間也不會，因為就歷史上來看我們的債務是相對負擔得起的。

更重要的是，當人們想到「違約」時，他們會想到「損失所有錢」。但這種情況很少發生。違約可以只是延遲支付利息；或者，政府未能償還一些，但補上了其餘的。許多市政府會按照合約，將存款存進與市政債務綁定的償債基金——如果它們未能支付償債基金，即使投資者按時得到利息，它們也算違約。我並不是想掩蓋違約的嚴重性，但違約並不一定意味著，投資者會像你從媒體看到的而想像的那樣，一定會失去一切。

正如人們所預料的，美國地方政府債券違約最嚴重的時期是經濟大蕭條時期。在1929年到1937年之間，大約有4800個市政府拖欠7%的未償還債務。⁹雖然不少，但不是大範圍的災難。真正令人驚訝的是，在那段非常糟糕的時間裡，後來的債務回收率高達99.5%。¹⁰我嚴重懷疑你是否曾在媒體上讀過這個訊息，這是它們不喜歡刊登的好消息。換句話說，在近代全球經濟最糟糕的時期，地方政府債券的投資者，只損失了他們的地方政府債券投資的0.5%。

在2010年結束時，人們對地方政府債券違約的擔憂特別強烈（下次衰退之後也會如此）。為什麼？州預算缺口擴大，導致人們擔心各州無法履行它們的義務。但是，州預算缺口在衰退後的一段期間總是會擴大，因為所得稅、公司稅，以及營業稅等收入會下降。在收入下降（導致赤字）的同時，州（與地方）政府也會在稅收增加的假設基礎上，投入更高的支出水準。接著，當經濟復甦時，收入的回升較為落後，州的稅收也是。到了那時候，各州政府通常才會意識到它們必須削減開支，否則會完蛋——因此，出乎意料的較高的稅收加上放緩的支出，有助於縮小財稅差距。這樣的過程會重複、重複、再重複。

到了2011年年中，在2009年與2010年普遍存在的違約擔憂基本上已

經消失了，因為（如同通常發生的情況）投資者意識到，各州的所得稅收入高於預期，有助於填補預算缺口。這種情況在每一次經濟衰退後也都會發生，人們只是忘記了——人們感到恐慌，擔心發生大規模違約，但從來沒有實現過。毫無疑問的，有些市政府確實違約了。但永遠不會像頭條新聞所預測的那樣大規模。

在美國以外的地方，加拿大與澳洲也從未違約過。第二次世界大戰以來，已開發歐洲國家沒有違約。俄羅斯在1998年違約——它是一個大國，但未被歸類為已開發國家。摩爾多瓦在2002年違約——但沒有人認為摩爾多瓦是已開發國家。烏克蘭在1998年違約，俄羅斯在2000年再次違約。就這些。

一個主要的已開發國家會違約嗎？當然。但在恐慌之前，至少先檢查一下，這個國家的債務負擔能力。因為即使一個國家的債務占GDP的400%，但總利息只占GDP的1%，那麼它們的債務負擔可以多一倍，且如果利率變動不大，它們很可能不會違約。因為，債務負擔能力很重要。

費雪建議：用無債務災難來調適恐懼

即使目前的債務恐慌情緒消退，但是擔憂會在未來的某些時刻捲土重來，相信我。如果當前升高的債務水準沒有造成災難性的後果，整體而言，投資者不會記得，而且他們會有跟現在一樣的擔憂。

如果你因為擔心「債務過多」而考慮對投資組合策略做出重大調整，那麼這是一個很好的練習，你可以試問：「沒有債務的世界會更好嗎？」

如果我們沒有債務，有些人可能會認為那很理想。人們會支付現金買任何東西。公司和政府也是！我們不會輕率的花我們沒有的錢。表面上看起來沒什麼問題。

但是，一個沒有債務的世界，就是沒有美國公債或其他政府債務的世界。沒有公債，我們實際上就沒有貨幣政策。全球中央銀行無法正常運作，不會像它們現在這樣。我很難想像，在沒有美國公債（以及其他政府債券，像是英國政府公債、德國長期公債等）的情況下，怎麼擁有貨幣政策。如果沒有美國公債（銀行準備的主要組成部分），我們該如何擁有一個能夠輕易放款的現代銀行體系？我猜我們可能得恢復金本位（**gold standard**，編按：金本位是指以黃金為貨幣的制度。在金本位下，每單位的貨幣價值等於相對應重量的黃金），但出於無數個理由，我不提倡金本位（你為什麼想要將全球的貨幣供給，跟一種有限的、工業用途的金屬掛鉤？那些認為金本位可以幫助政府解決貨幣政策的人，請先想一想要維持跟黃金掛鉤的貨幣會涉及哪些內容吧）。但即使我們這麼做，在我們使用金本位的時候，我們依舊擁有美國公債。

一個沒有政府債務的世界，可能會比我們現在的世界更糟糕——就像安德魯·傑克遜消除所有政府債務之後的情況一樣（編按：時任美國總統的安德魯·傑克遜雖在**1835**年將美國債務歸零，但後續卻導致了**1837**年的金融危機）。我們不想再那樣做了。你真正的問題應該是，我們負擔得起的整體債務有多高，在這方面，至少在2011年與2012年的此時此刻，我們非常負擔得起我們的整體債務。

快速結論

歷史告訴我們，人們所擔心的大規模違約，從來沒有實現過，他們忘記了，高債務不會拖垮經濟或股市，沒有償債能力才會。

註釋

- 1 《每日南十字報》（The Daily Southern Cross），1868/09/15，2。
- 2 〈美國要破產了嗎？〉（Is the US Going Broke?），《時代》，1972/03/12，www.time.com/time/covers/0,16641,19720313,00.html（2011/08/09存取）。
- 3 〈債務炸彈：全球面臨借貸快速成長的危險〉（The Debt Bomb: The Worldwide Peril of Go-Go Lending），《時代》，1983/01/10，www.time.com/time/covers/0,16641,19830110,00.html（2011/08/09存取）。
- 4 〈美國的增值稅〉（Value-Added Tax for US），《洛杉磯時報》，1988/02/18，http://articles.latimes.com/1988-02-18/local/me-43252_1_tax-increases-tax-reform-value-added-tax（2011/08/09存取）。
- 5 麥克阿瑟（McArthur），〈布希希望美國用借錢的方式走向繁榮〉（Bush Wants US to Borrow Its Way to Prosperity），《多倫多星報》（Toronto Star），1991/11/22。
- 6 斯蒂芬妮．安德森佛瑞斯特（Stephanie Anderson-Forest）、安．特麗絲．帕爾默（Ann Therese Palmer）、道格拉斯．羅布森（Douglas Robson），以及勞拉．科恩（Laura Cohn），〈再融資有助於重振經濟嗎？〉（Will Refis Help Refloat the Economy?），《商業周刊》，2001/04/02，www.businessweek.com/magazine/content/01_14/b3726009.htm（2011/08/09存取）。
- 7 伊恩．維倫德（Ian Verrende），〈日本的災難性經濟餘震〉（Japan's Catastrophic Economic Aftershock），《世紀報》（The Age），2011/03/15，www.theage.com.au/business/japans-catastrophic-economic-aftershock-20110314-1bugs.html?skin=text-only（2011/08/09存取）。
- 8 美國聯邦準備系統，資料截至2011/01/01。
- 9 喬治．H．亨普爾（George H. Hemple），〈戰後國家與地方債務的品質〉（The Postwar Quality of State and Local Debt），美國國家經濟研究局，1971，www.nber.org/books/hemp71-1（2011/08/09存取）。
- 10 參考資料同上。

洞察市場真實面

6

沒有永遠最好的投資類別

讀這一章，你需先知道

- **股價營收比**（price-to-sales ratio，PSR）：是將公司股價與其收入進行比較的估值比率，計算方法是用公司股價除以公司的銷售總額（即總收入）。低比率可能意味著股票被低估，而高於平均水準的比率可能表示股票被高估。
- **本益比**（price-to-earnings ratio，PE、PER）：是衡量公司當前股價相對於每股盈餘（EPS）的估值比率，計算方式是以公司現在股價除以每股盈餘。通常做為股票是便宜或昂貴的指標。
- **股票風險溢酬**（equity risk premium，ERP）：是投資者以無風險利率投資股票市場時獲得的超額收益，就像是美國國庫券（T-bill）或債券等無風險投資中所獲得的報酬。投資股票市場有一定的風險，但也有可能獲得豐厚的回報，因此，投資者在投資股票市場時會獲得更高的溢價。

——緣起—— 在某些情況下， 某些投資類別在某段時間上具有優勢

有一群投資者非常真誠的相信，小型股天生在所有時間都會表現得最好。還有另一群人對小型價值股也有同樣的看法。誰是對的？

有些人認為大型股是最好的；不，大型成長股是最好的——穩定又安全；不，科技股是最好的；不，高股息股票是最好的；不，德國中型工業股是最好的。說出一種投資類別，不管它的範圍多大或多局限，總會有其追隨者，對他們普遍接受的觀念堅信不疑，對他們的權威信仰絕對篤信。

但這不是盲目的信仰（所以他們會說服你）！他們可以向你展示數據，證明他們的類別是最好的！有時他們真的可以證明。或許，以較短的時間來看。或許，用奇怪方式去定義這個類別。或許，使用有缺陷的指標。或許，做一些其他虛假的計算。總會有無數種方法可以改動（或扭曲）數據來證明——儘管是虛假的。

現在，在某些情況下，某些類別在歷史上具有優勢。舉例來說，回溯到我們有足夠數據的時候，小型股的表現優於整體市場！自1926年2月以來，小型股的年化報酬率為12%，相較之下，整體市場的年化報酬率為9.9%。¹在你把「小型股萬歲！」刺在你的額頭上之前，你需要知道，這樣優於整體市場的表現，忽略了1930年代與1940年代小型股普遍存在的巨大買賣價差，這個價差有時甚至高達購買價格的30%。只是短期的買進與賣出這些股票，就拿走了報酬的一大部分，但這些並沒有計入長期的指數報酬中。此外，小型股往往會從熊市底部大幅反彈。若忽略從熊市底部開始的四次最大的小型股飆漲（1932年～1935年、1942年～1945年、1974年～1976年、2002年～2004年），那麼大型股整體而言是擊敗小型股的，而且通常是在令人苦悶的長時間後勝出。

即使你能計算出這些從底部開始的反彈是何時（很難做到），也還有很多其他的方式，能獲得實際上優於小型股的巨額報酬。但是，大型股擊敗小型股的時間長得足以讓你發瘋。只要看看歷史上最長的牛市，你就會發現它們都是由大型股主導的。此外，在大多數大熊市的下跌中，小型股的表現都比大型股更差。再說一次，如果你能掌握進出市場的時機，那麼小型股與大型股的爭論就變得多餘了。

相信某一個類別本身的長期表現更好，同樣是有缺陷的短期記憶的錯——瀏覽歷史有助於消除這種錯誤看法。更重要的是，相信某一個類別的優異表現，是缺乏對資本市場運作方式的基本理解。

就像這本書提到的許多記憶災難一樣，這不僅僅是對歷史的錯誤記憶。相信某個類別的優勢，並嚴格堅持一個規模 / 風格 / 產業 / 無論你怎麼定義的類別，可能會導致一些嚴重的錯誤，像是過度集中在一個領域，而放棄了提高績效表現與管理風險的機會。它也可能導致投資者長期落後於整體市場。而長時間的落後會使你的大腦想要犯更嚴重的錯誤，像是追逐熱門投資、放棄合適的長期策略、恐慌與低價拋售等。

在這一章，我們將研究：

- 為什麼沒有哪一個類別天生就是比較好的。
- （在市場上）長期的愛就像長期預測一樣，兩者都是錯誤的。
- 理性的投資者如何成為熱門投資的追逐者。
- 理性的利用歷史，去了解某些類別何時更有可能表現得更好。

我們不該忘1：最好的投資類別會更替

我自己對小型價值股有點感情。我的職業生涯就是從那裡開始的。很久、很久以前，我曾促成小型價值股成為一種機構投資風格，以及現在常用的六種投資風格的定義為：大型成長股、大型價值股、中型價值股、中型成長股、小型價值股，以及小型成長股。

這也許令人難以置信，但直到1980年代後期，小型價值股才真正成為一個明確的投資類別，且過去幾乎沒有人能專業的管理小型價值股。我的第一本書《超級強勢股》（*Super Stocks*）於1984年出版，這本書介紹了我創造與捍衛的一種評價方法——股價營收比（price-to-sales ratio，簡稱PSR，在那本書和我所撰寫關於PSR的文章之前，根本沒有關於它的文獻。在此之前它不存在。）

PSR的真正目的是找出規模較小、估值過低的股票，也就是小型價值股。其中的想法是，如果你能找出那些遇到困難、沒有盈餘（因此經常沒有本益比 [P/E ratio]）的體面公司，當盈餘反彈時，它們的股價也會反彈。就像是超級股票！

做為一種預測工具，PSR曾在很長一段時間內都很有效，但後來它變得沒那麼有用了（如果你想知道更詳細的細節，我在我2006年的書《投資最重要的3個問題》中寫過這個問題）。如今，這個比率被廣泛使用，在網路上隨處可見，因此也就變得沒那麼有用了。這部分是我的錯——我寫了一本關於它的書，並在我的《富比士》專欄（我從1984年開始寫）與其他地方推廣它。任何廣為人知的東西都會失去力量——不僅包括資訊，也包括投資工具、方法，以及評價。為什麼要推廣它？我不認為自己有那麼聰明，能想出別人想不到的東西，所以我預期PSR會失去動力。它在評估股票與同類股票的價值時依然很有用——比如本益比、股價淨值比，以及任何估值。有時候，它做為預測工具的能力比其他工具更強（通常是在人們認為它沒有很強的預測能力的時候）。但就其本身而言，無論是PSR還是其他任何估值，都無法告訴你一檔股票什麼時候更有可能、或更不可能表現優於整體市場。

儘管我對小型價值股有感情，但我現在和以前都不認為它天生比其他類別更好。它有領先的時候，也有落後的時候，就像所有的股票類別一樣。歷史證明了這一點。出於充分的理由，從根本上說，所有結構適當的股票類別，長期之下都應該獲得類似的報酬。為什麼？

事實真相**1-1**：供給與需求會驅動優勢

股票價格，就像在自由市場上買賣的其他東西一樣，是由供給與需求驅動的。學校教你們，供給與需求的變化是渴望的函數。人們有多渴望在某個價格下擁有某樣東西？供應商就有多渴望在某個價格下提供某樣東西給你？除了理性的特質外，渴望也有情感特質。

在非常短期內——比如未來12個月左右——供給會相對穩定。公司進行首次公開發行或新發行股票時，供給會增加；公司破產、股票購回、進行以現金為基礎的併購時，供給則會減少。當估值（**valuation**，編按：指表現股價被高估或低估的指標）較高的時候，公司會理性的變得更渴望發行新股票——對它們來說，這是便宜的錢。當它們看到所有的同業都這麼做時，它們也會在情感上更渴望這麼做。但發行新股票需要花費很長、很長的時間，這跟監管職能和其他投資銀行的要求有關，而且公司必須揭露它們的意圖。股票購回與合併也不會憑空發生。因此，在未來12個月（最多24個月），你可以很好的估算出股票的供給將會如何——這些數字很難有很大的變動。因此，短期內，股票需求的變化通常會推動股價上漲與下跌。而需求是變幻莫測的，且可能會產生快速的增加或減少的變化。

但從長期來看，股票供給可以無止境的擴張或收縮——勝過其他所有的驅動因素。3年、5年、7年、10年，以及37年後的股價會怎樣，跟未來供給壓力的關係遠大於其他因素。從長期來看，供給完全難以預測。

事實真相**1-2**：投資優勢類別的變動

為什麼難以預測？投資銀行家就是其中一個原因。在2011年，投資銀行家幾乎受到普遍的謾罵，不管你對他們有什麼看法，他們提供了一種非常基本的社會服務，幫助企業進入資本市場——通過股票或債券發行。或者，他們透過幫助公司來完成合併與收購。如果沒有資本市場與發行股票或購回股票的能力，企業就無法募集資金，也就無法成長或優化它們的資本結構與股東價值。而你希望公司能成長，因為成長才使能夠僱用員工、創新、做研究、創造新玩意，以及發明拯救生命的藥物。如果你喜歡僱用員工與開發出消除兒童疾病的疫苗的公司，那你可以依然不喜歡投資銀行家（你自己也不必成為其中一員），但你至少應該勉強讓他們存在。

當某個類別的股票熱起來時（如果你感興趣，我在我2010年的書《肯恩費雪教你破除50個投資迷思》中，對此進行了更全面的描述），對這類股票的需求就會增加（想想1990年代末期的科技股與1970年代末期的能源股）。投資銀行家們看到了這個需求，並致力於透過幫助公司發行股票來滿足這個需求，不論是新公司或舊公司。如果做得好，這對他們來說是能夠獲得豐厚利潤的。新公司意識到，市場對這個資產類別的需求，使它們更容易募集資金——所以它們想要上市。更成熟、已經上市的舊公司也意識到，它們可以輕易的募集資金來推出新的產品線，或許還能在這個目前熱門的類別中展開競爭。或者，它們可能會募集資金去收購一間規模更小、更新的公司——會有同樣的結果。

投資銀行家們不斷發行這個熱門類別的股票，直到供過於求——需求下降，價格也隨之下降，導致它們所代表的公司想要退出。有時候，價格會突然下跌（像是1980年的能源泡沫、或2000年的科技泡沫）。有時候，價格下跌得比較慢。但隨後，對不同類別的需求增加，投資銀行

家也會創造新的供給來滿足這個需求。與此同時，隨著公司購回股票、破產、或被其他公司以現金收購的方式併吞，目前冷清的類別的過剩供給也會被清除。這個過程會重複、重複、再重複。

因此，隨著需求從一個類別移到另一個類別時，供給幾乎可以永遠且不規律的無限擴張與收縮。此外，沒有什麼內在的因素，能讓投資銀行家們傾向於增加（或減少）特定類別的供給。組成良好的每一個類別，都將沿著自己不確定的道路前進，但最終在很長的一段時間之下會獲得相當相似的報酬。任何波動都與無法預測的供給變化有關。或者，你會看到一些奇怪的現象，例如早期小型股的買賣價差。

這就是為什麼對任何一個類別的永恆偏愛是沒有結果的。是的，某些類別可以在很長一段時間之下領先於整體，長到足以讓很多人認為它會永遠持續下去——這通常發生在它逆轉方向並開始落後之前。但你對某個特定類別的偏好（在一個整體多樣化的投資組合中），應該由你的前瞻性評估所驅動，也就是在未來12至18個月（最多24個月），基於怎樣的基本面而青睞這個類別。它不應該由這樣的信念所驅動：X類別更好「只因為.....」。

圖6.1以不同的方式呈現了這點。它呈現的是一些各種投資類別的年度表現，包括：美國大型股、美國小型股、成長股、價值股、外國股票、債券（巴克萊綜合債券指數）。對你來說，它應該看起來像一件大雜燴拼布被，因為它就是一件大雜燴拼布被。居於領先者位置的類別會輪替，既很頻繁且有時非常激烈。有些類別可以長時間很熱門，比如從1995年到1998年的大型成長股，當時它成為表現最好的股票。最好的未必會變成最差的——有時候類別單純是不規律的變化，且不存在明顯的模式，即使是在這20年中，也沒有證據表明哪一種類別能年復一年的對你最有利。

圖6.1 沒有哪種投資風格永遠是最好的

1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
羅素2000 成長指數 51.2%	羅素2000 價值指數 29.1%	MSCI 歐洲遠東 指數 32.6%	MSCI 歐洲遠東 指數 7.8%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 39.4%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 25.7%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 33.5%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 41.0%	羅素2000 成長指數 43.1%	羅素2000 價值指數 22.8%	羅素2000 價值指數 14.0%	巴克萊 綜合債券 指數 10.3%	羅素2000 成長指數 48.5%	羅素2000 價值指數 22.2%	MSCI 歐洲遠東 指數 13.5%	MSCI 歐洲遠東 指數 26.3%	MSCI 歐洲遠東 指數 11.2%	巴克萊 綜合債券 指數 5.2%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 34.6%	羅素2000 成長指數 29.1%
羅素2000 指數 46.0%	羅素2000 指數 18.4%	羅素2000 價值指數 23.8%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 3.9%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 37.6%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 23.9%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 33.4%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 28.6%	羅素2000 成長指數 35.9%	羅素2000 價值指數 11.6%	羅素2000 價值指數 8.4%	羅素2000 價值指數 -11.4%	羅素2000 指數 47.3%	羅素2000 指數 20.2%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 9.3%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 23.5%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 10.3%	羅素2000 價值指數 -28.9%	羅素2000 成長指數 34.5%	羅素2000 指數 24.9%
標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 44.1%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 9.5%	羅素2000 指數 18.9%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 1.3%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 37.2%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 23.0%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 31.8%	羅素2000 價值指數 20.0%	羅素2000 價值指數 27.0%	羅素2000 價值指數 6.5%	羅素2000 價值指數 2.5%	羅素2000 價值指數 -15.9%	羅素2000 指數 46.0%	羅素2000 指數 18.3%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 4.9%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 19.7%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 7.1%	羅素2000 價值指數 -33.8%	羅素2000 指數 31.8%	羅素2000 價值指數 24.5%
羅素2000 價值指數 41.7%	羅素2000 成長指數 7.8%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 16.6%	羅素2000 價值指數 -0.6%	羅素2000 成長指數 31.0%	羅素2000 價值指數 21.4%	羅素2000 價值指數 31.5%	羅素2000 價值指數 16.3%	羅素2000 價值指數 21.3%	羅素2000 價值指數 -3.0%	羅素2000 價值指數 -9.2%	羅素2000 價值指數 -16.2%	羅素2000 指數 38.6%	羅素2000 指數 15.3%	羅素2000 價值指數 4.7%	羅素2000 價值指數 18.4%	羅素2000 價值指數 7.0%	羅素2000 價值指數 -35.5%	羅素2000 價值指數 27.2%	羅素2000 價值指數 17.1%
標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 30.5%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 7.6%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 13.4%	羅素2000 價值指數 -1.5%	羅素2000 價值指數 28.5%	羅素2000 價值指數 16.5%	羅素2000 價值指數 22.4%	羅素2000 價值指數 8.7%	羅素2000 價值指數 21.0%	羅素2000 價值指數 -9.1%	羅素2000 價值指數 -9.6%	羅素2000 價值指數 -20.5%	羅素2000 指數 31.8%	羅素2000 指數 14.3%	羅素2000 價值指數 4.6%	羅素2000 價值指數 15.8%	羅素2000 價值指數 5.5%	羅素2000 價值指數 -37.0%	羅素2000 價值指數 26.5%	羅素2000 價值指數 15.1%
標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 22.2%	巴克萊 綜合債券 指數 7.4%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 10.1%	羅素2000 價值指數 -1.8%	羅素2000 價值指數 25.7%	羅素2000 價值指數 11.3%	羅素2000 價值指數 12.9%	羅素2000 價值指數 1.2%	羅素2000 價值指數 4.7%	羅素2000 價值指數 -14.2%	羅素2000 價值指數 -11.9%	羅素2000 價值指數 -22.1%	羅素2000 指數 28.7%	羅素2000 指數 10.9%	羅素2000 價值指數 4.2%	羅素2000 價值指數 13.4%	羅素2000 價值指數 1.9%	羅素2000 價值指數 -38.5%	羅素2000 價值指數 21.6%	羅素2000 價值指數 14.1%
巴克萊 綜合債券 指數 16.0%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 4.5%	羅素2000 價值指數 9.8%	羅素2000 價值指數 -2.4%	羅素2000 價值指數 18.5%	羅素2000 價值指數 6.0%	羅素2000 價值指數 9.7%	羅素2000 價值指數 -2.5%	羅素2000 價值指數 -0.8%	羅素2000 價值指數 -22.2%	羅素2000 價值指數 -19.5%	羅素2000 價值指數 -30.2%	羅素2000 指數 26.8%	羅素2000 指數 6.3%	羅素2000 價值指數 2.4%	羅素2000 價值指數 11.4%	羅素2000 價值指數 -1.6%	羅素2000 價值指數 -38.9%	羅素2000 價值指數 20.6%	羅素2000 價值指數 7.8%
MSCI 歐洲遠東 指數 12.1%	羅素2000 價值指數 -12.2%	標準普爾/ 花旗集團 主要成長指數 0.2%	羅素2000 價值指數 -2.9%	羅素2000 價值指數 11.2%	羅素2000 價值指數 3.6%	羅素2000 價值指數 1.8%	羅素2000 價值指數 -6.5%	羅素2000 價值指數 -1.5%	羅素2000 價值指數 -22.4%	羅素2000 價值指數 -21.4%	羅素2000 價值指數 -30.3%	羅素2000 指數 4.1%	羅素2000 指數 4.3%	羅素2000 價值指數 2.3%	羅素2000 價值指數 4.3%	羅素2000 價值指數 -9.8%	羅素2000 價值指數 -43.4%	羅素2000 價值指數 5.9%	羅素2000 價值指數 6.6%

資料來源：湯森路透。2

(本圖註釋2)

更令人驚訝的是，不需要花太多時間就能看到，沒有哪一個類別是最優秀的。只要查閱幾年的歷史，就能消除這種錯誤的信念。相信一個類別是最好的，意味著你真的必須忽略非常近期的歷史——我們知道很多投資者都這樣做。

從圖6.1中得到的另一個重要結論是：如果你沒有基本面理由就去偏愛某樣東西（除了它已經很熱門），那麼你實際上是在追逐熱潮。有時候這麼做還能有效一段時間！但通常不會有效（本章後面詳述）。

我們不該忘2：長期預測是錯的

永恆偏愛某個類別的另一個問題是——它與長期預測類似。長期預測很少奏效（稍後會更詳細介紹），但人們仍在嘗試做這件事，而且他們的嘗試經常得到媒體的廣泛關注。為什麼？我的猜測是，那些喜歡說「股票將在未來10年裡做到X、Y，以及Z」的人，知道投資者普遍短視，甚至再過幾年之後，投資者就會忘記他們的預測。因此，對預言者來說，做出大膽、長期、不會實現的預言對他們沒有什麼害處。因為很

少有人之後會回頭檢查（記者們也幾乎從不這麼做）！

我可以很有信心的說，你可以放心的忽略任何超過24個月的預測，因為想知道從現在起的3年、5年、7年、10年、或37年後哪一個類別是最好的，你必須知道在這段時間結束時（距離現在很長的時間），投資銀行家們會增加哪個類別的供給，或者哪個類別的供給會減少。怎麼會有人知道這些呢？未來3年、5年、10年，以及37年，投資銀行家（執行長與財務長、投資者和任何參與股票供給變動業務的人）將對遙遠的驅動因素做出何種反應？沒有人可以預測。

當然，未來任何一種資產類別、規模、風格、產業、行業等，都可能領先很長一段時間。但現在沒有方法能預測到。我總是警告投資者，不能因為某樣東西已經領先很長一段時間，就認為它現在必須停止領先。這跟人們錯誤的應用股市趨勢的想法一樣。許多人認為，如果牛市持續的時間過長——比平均還長——牛市就必須結束。不！（請見第二章）平均值背後存在巨大的差異，任何一種單一類別都可能有基本面因素，甚至是變動的因素，來支持它在遠高於平均水準的長時間下有更好的表現。但是，根本沒有辦法知道哪個類別在未來10年會領先，除非你知道某個類別未來10年的股票供給，相對於其他類別的股票供給的情況（也就是說，你無法知道）。

事實真相**2-1**：未被預期到的工業革命

1894年，有人在《泰晤士報》（*The Times*）上預言，到了1944年，倫敦的街道將被九英尺厚的馬糞肥料掩埋！馬車的普及使它成為必然（很顯然的，根本沒有馬糞肥料）。³

如果你在過去的70年裡沒有去過倫敦，請放心，它沒有被九英尺厚的糞便覆蓋。一種叫做引擎的小東西，化解了這個不可避免的事情。人們常傾向於幻想汽車出現之前的世界，彷彿那時的社會是生活在一個乾

淨、田園詩般、無碳的烏托邦（這樣想的人可能從來沒有在農場待過）。馬糞肥料並不是非常環保。它對我們的水供應很不利。更重要的是，在十九世紀晚期的大都市地區，人們深受呼吸道疾病之苦，原因之一就是吸入糞便。有許多的馬糞被踢來踢去，飄在空中。你認為汽車會排放大量的溫室氣體嗎？它們跟馬、牛，以及其他牲畜的屁比起來差得遠了。即使在今天，世界上最大的碳排放也不是來自汽車，而是來自牲畜。因此，相信世界正變得更髒，而不是更加乾淨，是非常短視的。

也許有些人對人性的看法比我更悲觀。但我恰好相信利潤動機是社會公益的強大引擎——包括改善我們的環境。歷史始終表明，資本主義國家的環境比共產主義、社會主義、或任何形式的專制極權政府都還要乾淨。隨著資本主義社會變得更加富有，它們也變得更加創新，也更加乾淨。沒有人會真的喜歡一種需要巨大撿糞鏟的交通工具。

真正的環保愛好者不會為未來擔心。他們會受到任何尚未想像到的創新所啟發，而這些創新將使我們的世界更乾淨、更快速、更強大。他們不會害怕工業，而是會欣然接受工業，因為工業能讓社會更富有。歷史也表明，更富裕的社會是一個更好的環境管理者。

這些跟投資有什麼關係？這跟投資者試圖進行長期預測時所犯的短視錯誤是一樣的。他們根據當前的假設進行長期的賭注，而當前的假設可能會發生徹底的變化。倫敦沒有被馬糞肥料覆蓋——有人發明了汽車！當時沒有人會想到這點，就像沒有人知道從現在起的5年、10年、或20年後，會有什麼因素影響各種資產類別的股票供給一樣。

事實真相**2-2**：股票風險溢酬的失敗預測

學術界有它自己無謂的長期預測的形式，通常稱為股票風險溢酬（equity risk premium，簡稱ERP）。這個概念並沒有錯——你在股票上承擔額外的波動風險，你就應該在長期之下獲得一些高於無風險利率

（像是美國公債）的溢酬。我不知道有哪個頭腦清醒的人會不同意這個粗略的理論。但是當你試圖用它來預測時，事情就會變得很滑稽。

要計算過去的ERP很容易——計算一段時間內股票的年化報酬率，並計算美國公債同一段時間的年化報酬率，然後再兩者相減（有些人說應該使用1年期利率；另一些人則說使用10年期利率——但這都想得太細了）。由於股票是長期投資，我傾向最好使用10年期，但你可以隨時吹毛求疵，這個年份期限不會影響真正的結果。從1926年到2010年底，美國股市的年化報酬率為9.8%，10年期美國公債為5.3%——所以自1926年以來，美國股市的股票風險溢酬為4.5%。⁴很公平——你因為額外的波動獲得了不錯的平均溢酬。正如你期望的一樣。

許多學術ERP的問題是，它們試圖計算一個未來的ERP。因此，如果10年期公債利率目前為3%，有人預測10年期ERP為2.5%，那麼他們認為股票未來10年每年平均報酬率為5.5%，這不算非常糟糕，但是遠低於平均水準。請注意，根據我的經驗，我所見過的大多數ERP預測的未來股票報酬率通常都很低，不過並非總是如此。這些只是從業者本身偏見的延伸，或是他們產生偏見時的思維模式，或者兩者皆是。悲觀傾向的學者傾向於做悲觀的預測，而樂觀傾向的學者則會做出樂觀的預測。整體而言，當社會趨向悲觀時，ERP往往會比社會樂觀時來得低。

更重要的是，在1990年代結束時，非常流行（對有些人來說）預測未來10年的股票會有很高的報酬，因為過去10年的股票報酬率都很高（如第四章所述）。當然，那種情況並沒有發生。而現在（如同我在撰寫此書的2011年），大多數ERP模型的預測都相當不樂觀。它們只是在向前預測我們剛經歷過的事情——這不是一個很好的預測方式。

相信未來ERP（以及其他長期預測模型）的人通常都很短視。我從未見過任何模型能經得起反覆的回溯測試。即使可以，它也只有少數週期是正確的，而不是大多數，而且通常只是湊巧。

事實真相**2-3**：本益比的錯誤預測

所有的ERP模型都有一些常見的致命缺陷（不管它們有多麼不同）。首先，它們就像馬糞肥料的預測一樣，我所見過的大多數學術ERP模型，都是根據當前、甚至過去的情況進行未來的預測。這些模型用當前的股利殖利率、當前的通貨膨脹率、過去10年的平均每股盈餘，來減去當前的債券收益率，然後以某種方式將其混合，得到一個未來的預測。當然，過去10年的平均每股盈餘不能說明任何未來的情況，當前的通貨膨脹率、股利殖利率、債券收益率、或可能包含在ERP組合中的任何當前或過去的因素，都不能說明未來的情況。如果過去能預測未來，那麼股票就是單向的。但它們不是。

其次，它們似乎忽略了其他形式的歷史——甚至是最近的歷史。大多數ERP模型通常會給出溫和的預測——2.0%、2.5%、3.0%。但從長期來看，10年的實際股票風險溢酬的變化很大。表6.1呈現的是，以10年為單位的歷史股票風險溢酬。首先，你會注意到實際的10年股票年化報酬率本身就很多變（第三章）。1950年代股票的年化報酬率為19.3%，1990年代為18.2%。整整十年為負報酬的情況則很少見，1930年代股票年化報酬率為-0.1%，2000年代為-0.9%，表現較為持平。但是，ERP本身的變化很大。1960年代與1980年代的ERP，都接近4.5%的長期ERP平均值——儘管股票報酬率本身不是「平均值」。

另一個要點是，許多投資者擔心，2000年代表現平平的十年預示著股市將面臨長期的問題。但是，看看在過去的負報酬時期之後，ERP有長時間都是非常高的（回想第四章）。

這也是一些著名的本益比預測模型失敗的原因——它們的目標是預測5年與10年後的長期報酬率。那些認為現在的本益比（或過去的平均值）足以說明長期股票報酬的人並沒有意識到，首先，本益比本身是不具預測力的。不可能！為什麼？

一個重要的原因是（人們往往很快就會忘記）：本益比有兩個會變動的變數。本益比高可能是盈餘暫時下降的結果。而當一檔股票（行業、產業、或整個市場）的盈餘非常低迷時，這可能是買進的好時機（例如，本益比在2009年年初達到歷史高點——買進的好時機）。但這只是其中一個原因，本益比高本身不能說明未來的風險或報酬率。

但同樣重要的是，本益比並不能預測長遠未來的股票供給變化。我從未見過ERP模型或任何其他長期預測模型，試圖考慮長期的供給變化。在不考慮供給的情況下試圖做出長期預測的任何人，他們其實是在告訴你，他們對資本市場不了解，而不是他們對資本市場很了解。在很大程度上，他們不言而喻的假設，在長期之下供給的整體變化將與過去的長期變化一樣，這可能是真的，也可能不是真的，或者連接近事實都無法。

表6.1 十年的歷史ERP

十年	10年期公債 年化報酬率	標準普爾500指數 年化報酬率	ERP
1930年代	4.0%	-0.1%	-4.1%
1940年代	2.7%	9.0%	6.3%
1950年代	0.4%	19.3%	18.9%
1960年代	2.8%	7.8%	5.0%
1970年代	6.1%	5.8%	-0.3%
1980年代	12.8%	17.5%	4.7%
1990年代	8.0%	18.2%	10.2%
2000年代	6.6%	-0.9%	-7.6%

資料來源：Global Financial Data, Inc.，美國10年期政府債券總報酬指數，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1929年12月31日到2009年12月31日。

我們不該忘3：即使看起來安全，依然是在追逐熱

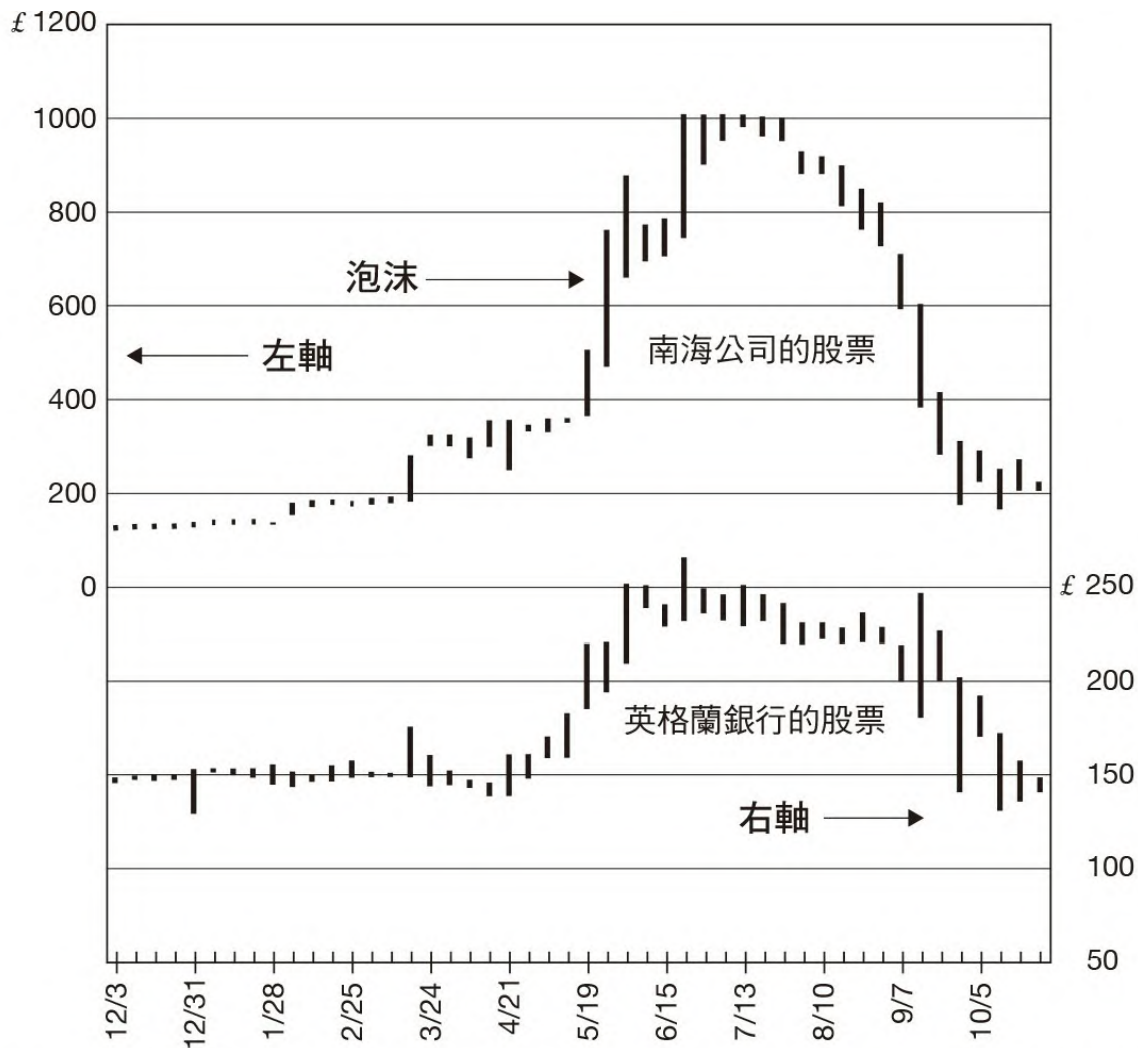
潮

另一個關於長期偏愛的問題，只要稍微研究一下歷史就可以解決——人們有強烈的傾向，相信近期表現良好的東西本質上更安全（這也被稱為追逐熱潮）。

在冷靜、理性的大白天之下，大多數人會說，他們知道，不能因為某樣東西表現得好，就代表它更安全。但是追逐熱潮一直都在發生，通常是在某樣東西表現得特別好之後。想想在1980年泡沫破滅之前的1970年代後期的能源業、1990年代後期的科技業，以及2005年與2006年的住宅房地產。也許還有現在的黃金。

這不是新的問題——人們忘記泡沫並非現代市場所獨有的。回想一下著名的「鬱金香泡沫」（tulip bubble，編按：是歷史上最早的泡沫經濟。當時市場對鬱金香球根的熱潮變成投機行為，人人搶買球根轉賣賺取財富，使得球根價格高漲出現泡沫化現象），在1636年短短幾個月的時間裡，鬱金香的價格飆升——比一般工人的年收入高出好幾倍。1637年，價格暴跌。同樣的，在1720年，我們曾經歷南海泡沫，如圖6.2所示。

圖6.2 南海泡沫，1719年12到1720年10月



資料來源：詹姆斯·E·羅傑斯（James E. Rogers），《英國的農業與物價史》（*A History of Agriculture and Prices in England*），1703–1793（紐約：Clarendon Press，1902）。

1711年，財政大臣羅伯特·哈利（Robert Harley）特許成立南海公司（South Seas Company，簡稱SSC），自己成為管理者，並授予該公司南海貿易（基本上是太平洋）的獨家權利，南海貿易狂熱開始升溫。要評估商業潛力是不可能的事。誰能夠評估一個完全無法知道的東西的價值呢？但狂熱就是建立在無法精確描述的現象之上的。

比起貿易，哈利勳爵與他的推動者可能對做交易更感興趣。隨著1719年股市的飆升，他們策劃了一個計畫，將全部的英國債務換成南海公司的股票——再加上未來的（白日夢）利潤。政客們很愛它，誰不想

要不勞而獲呢？

愈來愈多人買進南海公司的股票——政府的參與為它帶來了可信度。在投機狂熱的推動下，股市整體而言也在上漲。圖6.2也顯示，通常表現相當平穩的英格蘭銀行（Bank of England）的股票也陷入了狂熱。不過，英格蘭銀行的股價在這段時間只上漲了33%，而南海公司的股價則大漲了225%。

隨著這些情況的發展，愈來愈多投資者湧向南海公司的股票。南海公司發行了更多的股票，因為對它們來說，它們只是在印錢。在這段時間裡，其他類似的企業也利用這種狂熱開始營運。

但南海公司不希望新興競爭公司搶走潛在投資者。由於所有的國會議員都投資於南海公司，於是他們說服國會取締所有沒有皇家特許的公司。問題是，沒有人知道誰是或不是特許的。所以除了最大的那些股票之外，其他所有股票都大幅下跌。南海公司是特許的，因此一開始並沒有下跌。但虧損慘重的投資者，尤其是那些靠保證金買進股票的投資者，很快就需要變現那些股價沒有下跌的公司——像是南海公司與英格蘭銀行。他們受到了我稱之為「同情拋售」的打擊（這種情況在今天的所有熊市中仍會發生）。問題是，南海公司沒有合理的業務能讓它在拋售中維持經營。最後它們（還有其他許多公司）破產了。哦，好吧！泡沫破裂了，接著，又進入了下一個循環。

如果你想閱讀一本關於泡沫的精彩歷史，以及為什麼我們總是會週期性的出現泡沫，那就閱讀查爾斯·麥凱（Charles MacKay）的優秀著作《異常流行幻象與群眾瘋狂》（*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*）吧。我猜投機泡沫可以追溯到最早的美索不達米亞的市場。只要人類存在，泡沫狂熱就會不時的出現，也總會有追逐熱潮的人。

費雪建議：遵循模式具有風險

事實是，如果你知道你是在追逐熱潮，你就不會這麼做了，對吧？沒有人會。每個人都知道追逐熱潮是不好的。但是，追逐熱潮的人並不是因為他們知道這是有風險的才去做，他們追逐熱潮是因為認為熱門的資產類別本質上更安全而且表現永遠更好。

這是一種很難克服演化的行為。很久以前，人類學會遵循模式來生存，例如：我看見我的朋友吃了這些莓果，他沒死；我也吃了這些莓果，我也沒死。我也許應該繼續吃這些莓果，而不是吃那些讓另一個朋友吃了之後病得很重的莓果。遵循模式是安全的。

同樣的，如果某樣東西持續帶來好的報酬，我們的大腦會告訴我們：「看看那個模式。那意味著更安全。」（當然，這與我們擁有短期的記憶有關——而且是不好的記憶。如果我們還記得上一次追隨熱門投資時發生什麼事，那麼我們就不會再這麼做了。）或者，如果我們不認為它本質上更安全，我們會想：「我最好趁現在還不錯的時候進去，而且我會知道什麼時候該離開。」

但是不會一直以那樣的方式發生，也不是普遍如此。人類的行為反應一團亂，這就是資本市場如此難對付的部分原因。通常，如果某樣東西運作良好，就會引發另一種進化的反應——懼高。但是渴望在模式中看到安全性，同樣是一種根深柢固的強烈反應。這兩種反應都會導致代價高昂的錯誤。

事實真相**3-1**：住宅房地產不會總是安全

被普遍視為「安全」（當它們不安全時）的資產類別會變來變去。住宅房地產就是最近的一個例子。2011年與2012年的讀者可能會說：

「是的，好吧，現在每個人都知道住宅可能是一項糟糕的投資。」除了在2005年與2006年，你大概讀過投資者將401(k)計畫變現，然後在邁阿密與拉斯維加斯購買公寓大樓的事——甚至是未開發的土地！

人們喜歡把矛頭指向房地產價格的上漲。前Fed主席艾倫·葛林斯潘是最受歡迎的代罪羔羊——因為他讓利率很長一段時間都維持在如此低的水準。我不知道我們是否能這麼直接的責怪他。自1980年代早期以來，全球利率一直呈下降趨勢。較低的利率意味著借錢更便宜，這表示人們可以買得起更多房子。這很明顯，但這不是唯一的因素。

在我看來，其中一個主要因素是1997年稅法的修改。在1997年之前，房屋擁有者在出售住宅房地產時可以獲得終生一次的資本利得減免——單身人士25萬美元，夫妻50萬美元。後來改為每兩年減免一次。在稅法修改之前，人們傾向於在自己的房子住更長的時間。或者，如果他們搬家，他們會把收益轉到下一個房地產。隨著稅法的改變，人們突然有了出售房屋的動機——稅務員不會來找他們。人們忘記降低資本利得稅會增加賣出的動機，而且往往會刺激更多的賣出。股票與許多人所想的相反，在資本利得稅下降後的短期內通常表現不佳，因為賣家會等到稅率下降後才賣出，然後立刻全部拋售。

當時，美國的GDP也持續成長。所以每十年就有更多的人買得起房子。此外，由於房價在長期之下以如此穩定的方式上漲，貸款也很容易，因此人們普遍認為房地產是安全的。它是有形的——不像那些難應付的股票，現在只不過是數字的1和0。

房地產的問題是，即使是在最好的時期，它也是一筆巨大的單筆交易，並且有巨大的交易成本、持續存在延遲的維護成本與稅。此外，如果你的資產淨值的很大一部分，被綁在一種單一類型的資產上（一間房子），而沒有地區上的多樣性，那也可能存在風險。你不會把你所有的錢都投在一檔股票上吧？現在很多人都是事後諸葛才明白這點，但很多人當時並不這麼認為。他們只是把房地產看作是，長長一列不會虧損的投資清單中最新的一個。事實上，不會虧損的投資最終也還是會虧損。

事實真相**3-2**：不動產在美國各地的漲跌消長

另一個問題是，許多人（依然）認為，始於2005年與2006年（往前或往後推，取決於你住哪裡）的住房價格疲軟是不尋常的，而且是史無前例的！需要非常短暫的記憶才能忘記這點，是的，房地產可能貶值，也確實貶值了。我記得在1980年，人們有著跟2000年年中一樣的感覺——房地產是鋼鐵般的投資。我記得有一個在我辦公室附近做一些維護工作的19歲孩子，他給了我一些關於在哪裡可以買到便宜土地的建議。他引用威爾·羅傑斯的話對我說（他才19歲！）：「買地吧！不會再產生更多土地了。」這讓我想起了投資者伯納德·巴魯克的另一句名言：「當乞丐、擦鞋童、理髮師，以及美容師都能告訴你如何致富時，是時候提醒自己，沒有什麼比相信自己可以不勞而獲的幻覺更危險了。」

在1980年之前，農村的房地產一直以每年15%的速度成長，部分原因是尼克森、福特、卡特執政期間的螺旋式通貨膨脹，推高了農產品的價格。但幸運的是，當時的Fed主席保羅·伏克爾（Paul Volcker；由卡特任命，接著由雷根再次任命）成功的結束了通貨膨脹的死亡螺旋。在他上任時，通貨膨脹率在十位數的後段（high teens；約為17%～19%）。當他卸任時，通貨膨脹率為個位數前段（low single digits；約為1%～3%），而且呈下降趨勢——這個趨勢反映了全球的情況，並持續了幾十年。

這點加上政府縮減了一些愚蠢的價格支持與農場貸款計畫，有助於終結農產品的通貨膨脹，但使農田看起來沒那麼有吸引力。圖6.3是另一個我喜歡的舊圖表，呈現的是1981年到1985年每英畝農場地產的變化。

圖6.3 1981年到1985年每英畝農場不動產的平均價值變化

有一些地區表現不錯。德州的價格在此期間有所上漲，但每年漲幅不到10%——比之前極快的上漲速度來得低。從全國範圍來看，整體價格暴跌。愛荷華州下跌了49%。伊利諾州下跌了42%。重要的事實是：如果每個人都相信某件事會賺大錢，那麼它大概不會。為什麼？如果每個人都相信它，那麼他們可能已經把他們的錢花在它上面，這意味著沒有更多的購買力能推動價格上漲。

還有更多的例子。商業房地產在1990年代崩盤。日本的房地產在1990年代與之後表現得很糟糕。紐約市在1970年代經歷了房地產衰退，而丹佛（Denver）在1980年代也下跌。舊金山的房地產在1990年代初期到中期的科技繁榮之前，一直停滯不前。你可以找到規模較小、區域化的房地產，具有繁榮而不是蕭條的例子——因為房地產通常是地域性的（雖然1980年代的農田蕭條與最近的一次崩盤明顯是全國性的）。

www.qitubk.com 奇兔電子書下載

相當平淡無奇的長期投資。從我們所擁有的可靠數據來看（自1978年起），投資於房地產的1美元將成長到16.65美元。⁵然而，同樣的1美元投資於全球股市將成長到23.22美元，投資於美國股市將成長到32.99美元——幾乎多一倍！⁶

不過，房地產報酬率使用的是，衡量機構投資者投資於大部分商業房地產的指數。同一段時間的住宅房地產價格的年化報酬率只有4.5%——換句話說，1美元的投資只變成4.30美元。⁷現在，這只是平均值，個別市場的漲幅會更大（也會更小）。不過，這只是把你的主要住房當成像股票一樣的投資，所會遇到的問題之一。你大概沒有擁有地理上多樣化的投資組合，能降低地點的風險。即便你這樣做了，平均報酬率看起來也沒那麼誘人。

那麼，為什麼人們普遍認為房地產——也就是他們的家——是一項好的長期投資呢？嗯，可能是因為這是一筆很大的投資，還有槓桿的力量。大多數人不會用現金購買房地產，他們會大量借錢，支付20%或更少的頭期款！

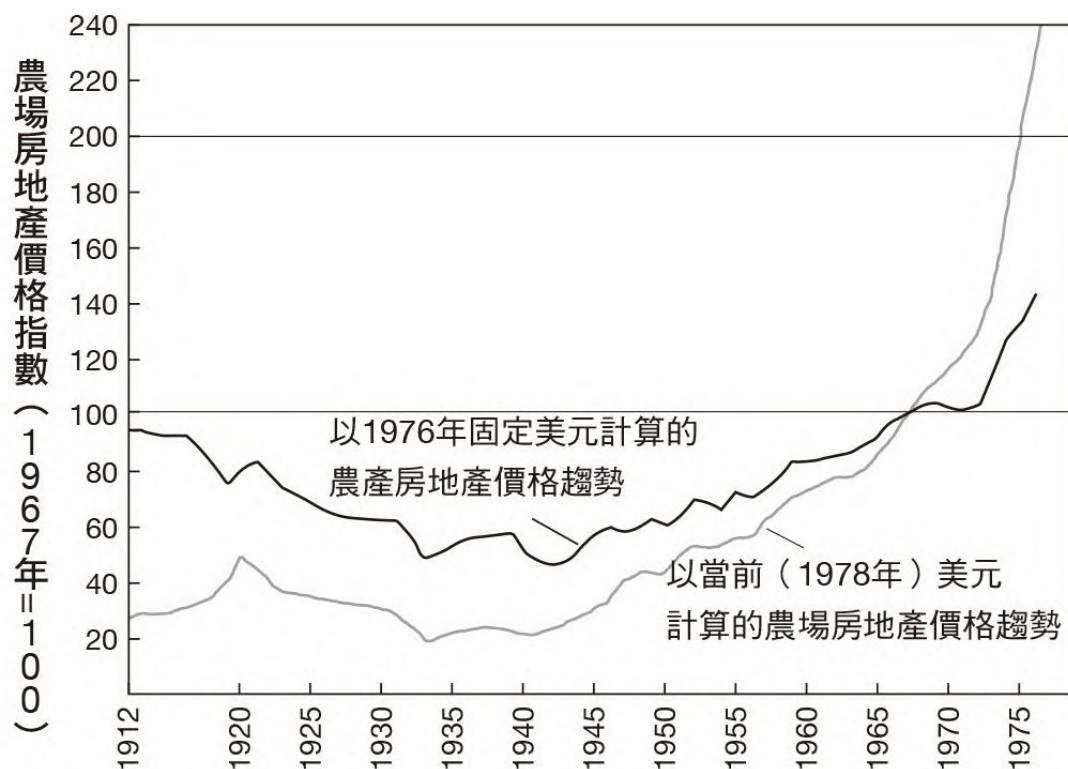
如果你買了一間25萬美元的房子，支付20%的頭期款（5萬美元），並在五年後賣掉，房子也許已經增值到27.5萬美元。總成長幅度為10%，年化報酬率只有大約2%，比你從國庫券獲得的可能報酬率還低。甚至比通貨膨脹率還低。但是，那不是真正的報酬率。因為你只付了5萬美元的頭期款！這2.5萬美元的獲利為50%的投資成長，年化報酬率約為8.5%，相當不錯！

這忽略了買賣的交易成本，交易成本可能超過4%。再說，你也不是免費住在那裡的——你需要支付利息。此外，你還得支付房產稅與管理費用，你必須修理屋頂、刷內部的油漆、維護草坪等。這些都是許多屋主在計算他們的獲利時，會忘記考慮的成本。是的，如果你沒有房子，你就得付房租——也許這會比你的利息與維護費用更多或更少——但是當你把房子當作投資，而不是一個舒適的棲身之處時，這些成本就應

該被考慮進去。不過，是槓桿作用讓房地產的獲利顯得特別高，而讀者們都很清楚，槓桿可能會對你不利。

圖6.4是另一個我喜歡的老舊圖表，圖中呈現的是，1912年到1976年的農場價格，分別以固定美元（1967年）計算，以及使用圖表建立時（1978年）的當前美元計算。從1912年到1975年，以當前美元計算，你的平均年報酬率只有3.3%——尚未扣除財產稅。這大約等於通貨膨脹率，或是你從美國公債中得到的收益。以固定美元計算，在整個期間內幾乎沒有實質、經通貨膨脹調整後的增值（再說一遍，尚未扣除財產稅，這意味著你可能會有損失）。

圖6.4 1912年到1976年，美國農場房地產價格趨勢



資料來源：羅利巴洛（Raleigh Barlowe），《土地資源經濟學：房地產經濟學》（*Land Resource Economics: The Economics of Real Estate*），紐澤西州恩格爾伍德克利夫斯（Englewood Cliffs, NJ）：Prentice Hall, Inc.，1978。

這張圖也證明了，房地產可以當作通貨膨脹避險的觀點是錯誤的。

如果你在1912年買進，並在1942年時需要賣出，那麼你會損失40%。這不是通貨膨脹避險，這實際上是一個長期的熊市（請見第五章）。要達到損益平衡，你必須等到1968年。若將交易成本、財產稅，以及維護費都計算在內，你可能永遠不會達到損益平衡。

是的，擁有房地產是有價值的。對我們大多數人來說，它可能是棲身之處的價值。當然，房地產還有其他無形價值。是的，還是有很多成功的房地產投資者，但我見過的最好的投資者，都擁有非常多樣化的投資組合，無論是產品（商業、住宅、混合用途、工業）還是地理位置都是。

儘管房市低迷在今天仍記憶猶新，但人們的記憶卻很短暫。下次房地產循環成為熱門、不會虧錢的投資時，別忘記了。我不在乎它是科技股、房地產、黃金、豬五花肉、馬來西亞令吉（ringgit，也就是馬幣）、還是其他任何東西，如果你認識的每個人都認為某樣東西是「不可能虧錢的」，那麼它就有可能將會虧錢，且也許來臨的速度很快。

事實真相**3-3**：黃金熱不會永遠繁榮

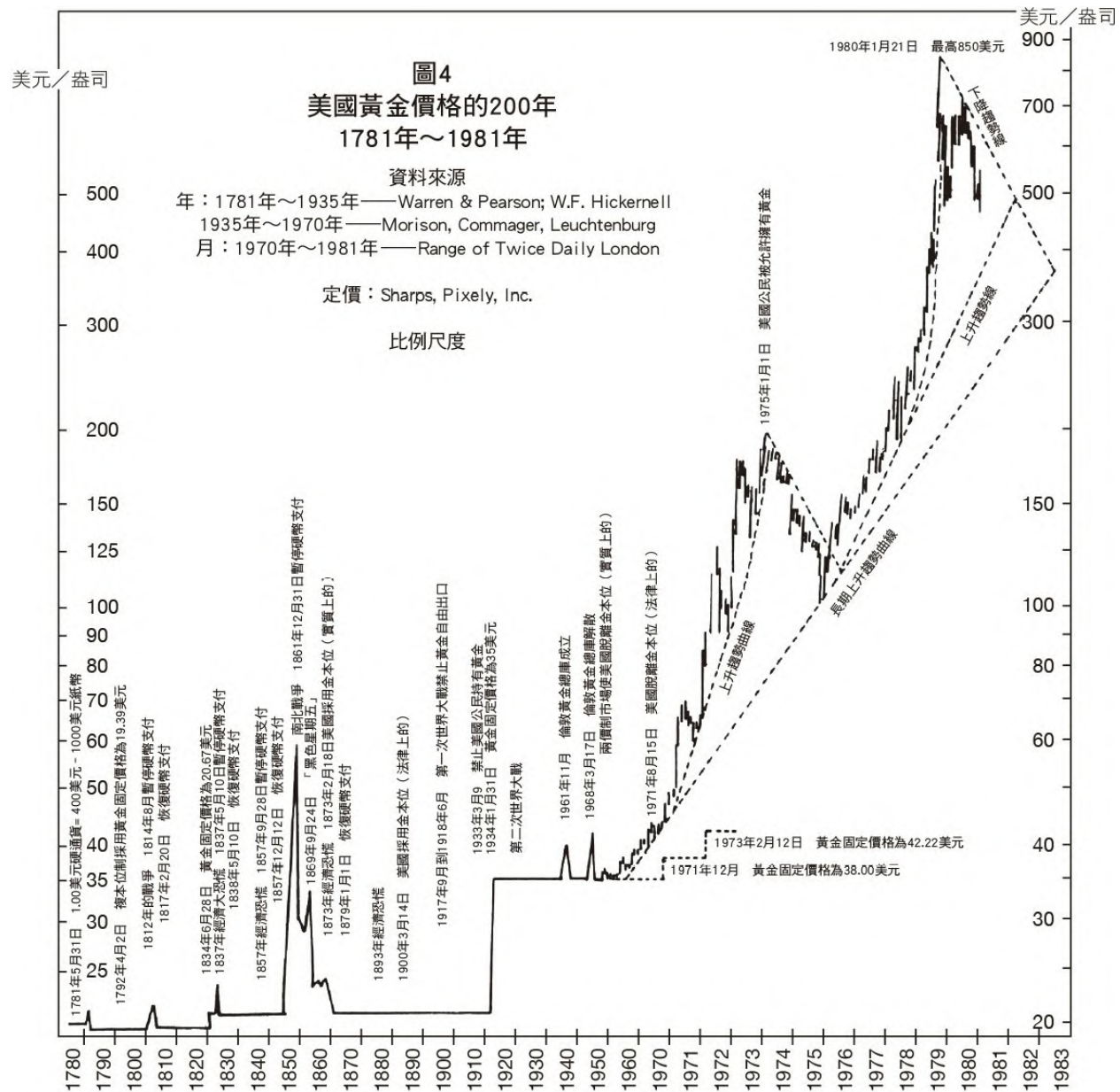
雖然長期預測很困難，但預測當前炙手可熱的資產類別何時會降溫也很困難。為什麼？因為即使某樣東西領先很長一段時間，它也可能繼續下去。某樣東西一直很熱門不代表它一定會降溫。如果沒有其他基本理由支持購買決定，那麼永遠沒有理由去購買某樣東西本身。

當我在2011年寫本文的時候，黃金一直超級熱門。人們喜歡認為黃金有某種內在價值，但它是一種商品，就像其他任何商品一樣——稍微撬開一點你的記憶就能證明這點。人們願意為它支付多少它就價值多少——而大宗商品是出了名的波動大，容易陷入繁榮或蕭條。黃金也一樣。這基本上永遠都是正確的。

我喜歡圖6.5，因為它凸顯出一些要點。首先，它呈現出回溯至

1780年的一些黃金的大繁榮與蕭條。繁榮很少、間隔很長，且結束得很快。另外，在那段時間的大部分時間裡，黃金價格是固定的！直到1973年底，黃金才開始真正自由交易。全世界實際上在1971年脫離金本位，但黃金價格的管制一直持續到1973年年底，部分原因是為了緩解這段過渡期。

圖6.5 1781年到1981年美國黃金價格的200年



資料來源：版權所有©1981 週期研究基金會。

我也喜歡這張圖是因為它有點欺騙成分——即使欺騙也可以是有教育意義的。圖的左邊大約占了170年，右邊大約占了30年。當黃金開始自由交易時，它就像子彈一樣起飛——先是一輪繁榮，再來是一輪小崩盤，然後是另一輪繁榮。

那些喜歡黃金並聲稱它是一種很棒的價值儲存、一種很好的通貨膨脹避險和 / 或一種很好的這種或那種東西的人，只是根據40年來像樣

的、自由交易的數據做出這種結論的。這沒關係！你必須使用你擁有的數據，你甚至可以從更小的數據池中學習。所以，讓我們看看數據是怎麼說的。

圖6.6呈現的是，黃金在自由交易期間的情況（從1973年布列敦森林體系瓦解後停止管制開始）。在圖6.5中，你可以看到1970年代相同的兩個短暫的繁榮。然後是蕭條，接著是1982年的小規模繁榮。然後……什麼都沒有。任何在1980年代與1990年代進行投資的人都應該記住——在過去的22多年裡，黃金一直是橫向波動的，有一些小幅上漲，但從未超過1980年的高點，更別提1983年的高點了。這是比股市以往任何時候（請見第4章）都稍微長的橫向持平的趨勢。如果你在1978年到1982年這段時間的任何時候買進，你在20多年的時間裡，基本上都處於橫盤或是橫盤然後下跌（請參閱我2010年出版的《肯恩費雪教你破除50個投資迷思》一書，了解更多關於為什麼黃金是最好的擇時議題的細節）。

圖6.6 黃金的繁榮與蕭條週期

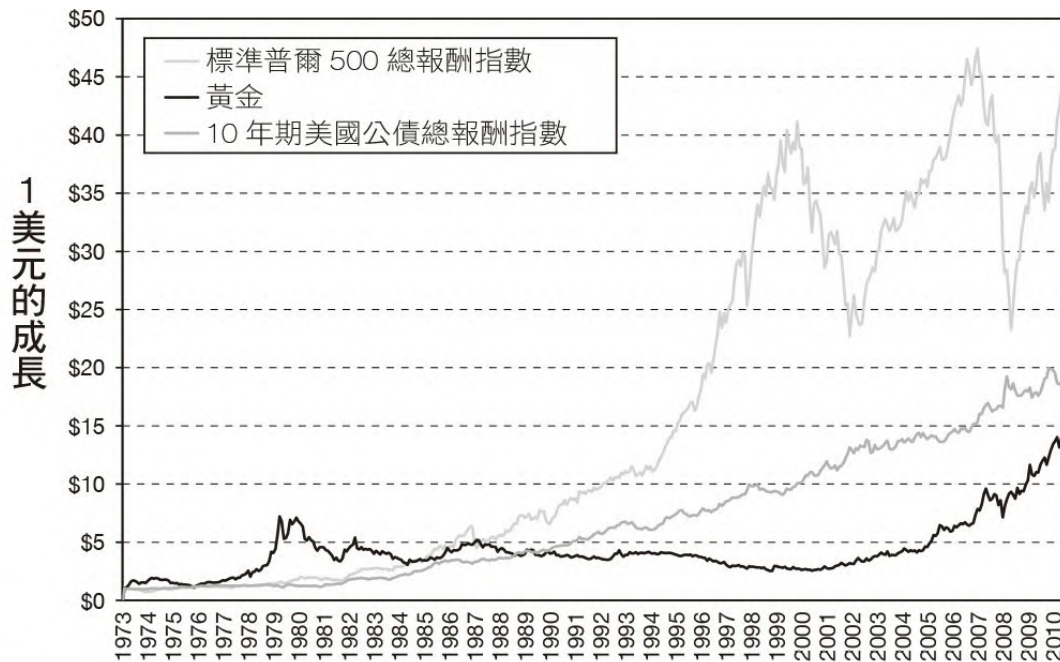


資料來源：Global Financial Data, Inc.，黃金價格——紐約（美元／盎司），資料期間為1973年11月30日到2011年6月30日。

然後，從2005年開始，連續出現了三次短暫的繁榮。因此，自由交易黃金的歷史告訴我們：繁榮、橫盤、繁榮、蕭條、繁榮、痛苦的長期橫盤和下跌趨勢，然後再次繁榮。

另一種思考方式是圖6.7，它呈現出美元在全球股市、美國股市、美國公債，以及黃金中的成長。是的，股票的波動很大，但更多時候它們是正向的波動（請見第三章）。儘管波動性大，再加上2000年代整體平淡無奇的報酬，股票的報酬率依然高出許多。

圖6.7 1美元在股市、債市，以及黃金上的成長（1973年到2010年）



資料來源：Global Financial Data, Inc.，黃金價格——紐約（美元／盎司），標準普爾500總報酬指數、美國10年期政府債券總報酬指數，資料期間為1973年11月30日到2010年6月30日。

一個更令人震驚的發現是，在黃金真正自由交易的整個時期當中，美國公債的報酬率高於黃金。然而，黃金的波動性高許多（請見圖6.6）。儘管如此，你還是希望獲得更好的長期報酬。但你沒能得到。

不，要做好黃金投資（以及大多數工業金屬和大多數大宗商品），你通常必須掌握好繁榮與蕭條的時機。如果你想試一試，問問你自己：「我最後一次做得不錯的、短期的市場擇時是什麼？」然後誠實的再問你自己：「最後一次我做錯的短期的市場擇時是什麼？我錯的次數比對的次數多嗎？還是對的次數比錯的次數多？」

舉例來說，你是否在1990年代中期購買過美國科技股？然後在2000年3月有做空科技股？你是否曾在2001年做空全球股票，然後在2003年3月再次買進，並且一直持有到2007年？你是否在2007年1月，也就是上次油價飆升之前買進石油，並在2008年7月賣出？你是否在2008年秋季買進新興市場股票？或是在2009年年初市場情緒低迷時買進全球股市？你是否在2008年4月賣出歐元、然後買進美元？然後在2009年3月反過來

操作？在熊市觸底後的一年左右，你是否超配原物料、能源，以及非必需消費品，因為它們在熊市時跌幅最大，在新的一輪牛市中的反彈也最大？

如果你沒有在各種類別的劇烈變化中做對這些，那你憑什麼認為你能掌握下一次黃金繁榮的時機呢？或者掌握下一次黃金蕭條的時機呢？如果你在市場擇時上不是一位久經考驗、對的時候比錯的時候多的老手，那就不要費心去掌握黃金的進出場時機了。

費雪建議：採取長期被動投資能有更好報酬

或許這對你來說不成問題。你不會掌握進出場時機。相反的，你可以對黃金持被動態度，只是等待未來可能出現的長時間橫盤整理結束。但如果是這樣的話，那麼為什麼不被動的投資於長期報酬優異、有可能擁有更好的未來長期報酬的資產類別呢？在圖6.7所示的時期內，股票表現遠優於黃金（幾乎所有時期都是如此）。投資於美國股市的1美元變成了43.84美元，投資於全球股市的1美元變成了27.40美元，而投資於黃金的1美元只變成了14.82美元。⁸就連美國公債的表現也優於黃金——投資1美元變成19.25美元⁹——報酬率更高，且波動更小！如果你有能力掌握在20年裡表現很糟的東西，你就有能力掌握傳統上更常為正報酬、而非負報酬的東西，而且在更短的期間內，也更有可能是產生更好的報酬。

黃金是下一個崩潰的資產類別嗎？不知道。我不會試圖去對黃金進行市場擇時，因為在沒有太多長期收益證據的情況下，這是極其艱難的。我知道我不知道如何掌握黃金的進出場時機。如果你真的認為自己是個夠厲害的市場擇時高手，因此能夠掌握好進出黃金市場的時機——那麼好吧，你不需要我的任何建議（再說，不管你對你的擇時技巧的看法是否正確，你肯定不會接受我的任何建議）。

無論是黃金、白銀、豬五花肉、房地產、還是能源、科技、日常消

費品或非必需品等股票類別，都不要被愚弄，認為長期表現好就代表著長期風險更低。未來永遠是未來，風險永遠存在。某樣東西一直很熱門只是意味著，它過去很熱門。這與未來的風險或報酬無關。

我們不該忘4：歷史能幫助你產生合理預期

長期來看，股票的表現是否更有可能優於債券、現金、房地產，以及黃金？很有可能——強大的歷史先例、財務理論，以及基本的商業基礎都表明，情況應該如此。但在股票這個更廣泛的資產類別中，長期押注於範圍較窄的類別，可能會讓你某些時期表現得相對較好，但也會在某些時期（有時候很長）表現得相對較差。

這是長期的。當然，短期表現的分散程度可能非常大——如果你能做到很好的掌握進出場時機（即使不完美，但是很好）這點，可以帶來很大的獲利。請注意，如果你沒有時間、興趣、或專業知識，你不需要去進行市場擇時來掌握領先的資產類別的變化。只要對股票保持相當被動的態度——如果你有紀律的話——長期下來，你可能會獲得比大多數投資者更好的報酬（請見第二章）。

但如果你想獲得額外的投資組合報酬，歷史是個有用的工具，可以用來判斷某樣東西是否有可能在未來12到24個月領先（再次強調，它是一個很好的工具，但只是做出未來預期的一個工具。要確定範圍較窄的資產類別的表現是否有可能相對較好，你還需要考慮大量的經濟、情緒，以及政治因素）。

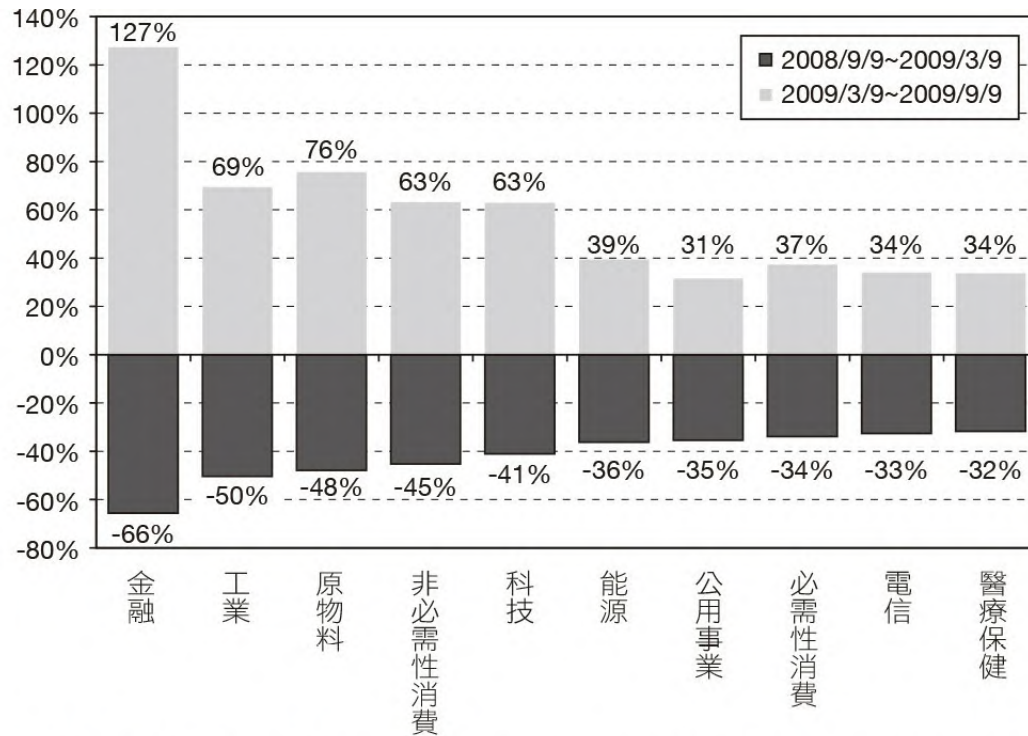
但歷史可以告訴你，剛走出熊市底部時，持有小型股通常是個不錯的選擇。當然，這需要你能夠很好的掌握熊市底部的時機——如果你能做到這點，你就真的不需要去對範圍更窄的資產類別進行市場擇時。不過，在熊市接近尾聲與新一輪牛市的早期階段，小型股通常會表現得相

對較好。

另一方面，在牛市的成熟階段，你會希望持有更大型的股票。牛市愈成熟，你就愈應該選擇更大型的股票。當然，歷史本身並不能告訴你，牛市是處於早期還是更成熟的階段，因為牛市持續的時間是不可預測的（請見第二章）。不過，根據歷史先例，在牛市早期持有小型股，然後在後期持有大型股是有望成功的。

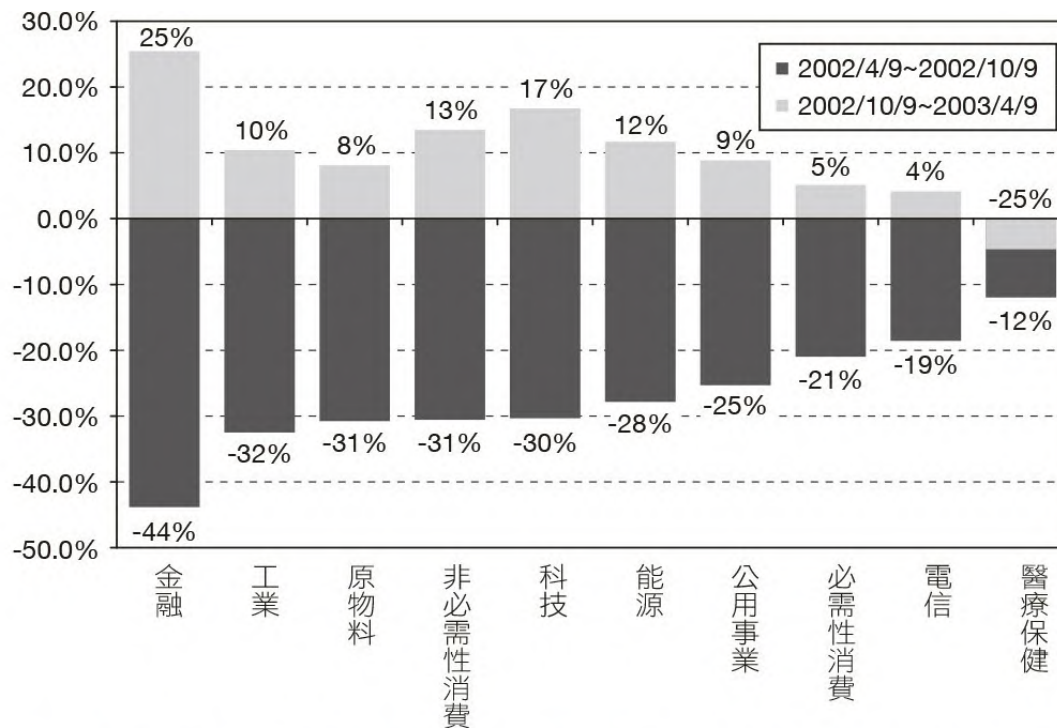
另外，歷史告訴我們，在熊市結束時，你應該持有在熊市最後階段跌幅最大、範圍較窄的資產類別的股票。它們往往會在牛市的早期階段大幅反彈。圖6.8與圖6.9呈現的是，進入與走出最近兩個熊市底部的產業表現。你可以看到結果幾乎一致，那些在熊市底部的6個月當中表現最差的產業，在之後的6個月表現得最好。

圖6.8 下跌最多的類股反彈最大——2009年



資料來源：湯森路透，MSCI金融指數（MSCI Financials Index）、MSCI工業指數（MSCI Industrials Index）、MSCI原物料指數（MSCI Materials Index）、MSCI非必需消費指數（MSCI Consumer Discretionary Index）、MSCI科技指數（MSCI Technology Index）、MSCI能源（MSCI Energy Index）、MSCI公用事業指數（MSCI Utilities Index）、MSCI必需消費指數（MSCI Consumer Staples Index）、MSCI電信指數（MSCI Telecommunications Index）、MSCI醫療保健指數（MSCI Health Care Index），皆為價格指數，資料期間為2008年9月9日到2009年9月9日。

圖6.9 下跌最多的類股反彈最大——2003年



資料來源：湯森路透，MSCI金融指數、MSCI工業指數、MSCI原物料指數、MSCI非必需消費指數、MSCI科技指數、MSCI能源、MSCI公用事業指數、MSCI必需消費指數、MSCI電信指數、MSCI醫療保健指數，皆為價格指數，資料期間為2003年4月9日到2003年4月9日。

所以，如果你真的認為你正處於熊市的尾聲，你就會很清楚知道應該大量買進哪些產業。

歷史（與基本面）也表明，一般來說，如果你預期長期利率跟短期利率之間的利差會縮小（所謂的殖利率曲線平坦化），那麼成長股往往會表現得比價值股更好。另外，如果你預期會出現相反的情況——長期利率跟短期利率之間的利差變得更大（所謂的殖利率曲線陡峭化）——那麼價值股通常會表現得比成長股更好。

由於殖利率曲線愈陡峭，就意味著短期利率跟長期利率之間的利差就愈大，從本質上來講，利差就是銀行可以從放款中獲得的利潤。利差愈大，潛在利潤就愈大，銀行就愈想放款更多。銀行積極放款的環境往往有利於價值型公司——它們通常透過借款來募集資金，而不是透過發行股票來募集資金。當公司募集更多資金時，它們這麼做可能是為了成

長與增加未來的利潤。價值股喜歡這樣。

當殖利率曲線變得相對平坦時，銀行就沒那麼熱衷於放款了。價值股不喜歡這樣。但是投資銀行家（當然）很樂意幫助公司透過發行股票來募集資金。在這種情況下，成長股票具有優勢，因為雖然它們可能也確實會借入資金，但它們通常更容易透過發行股票募集資金，因此，在銀行不太積極放款的環境下，市場往往會更青睞成長股。

以上只是少數幾個例子（你可以在我2006年的書《投資最重要的3個問題》與2010年的書《肯恩費雪教你破除50個投資迷思》中，找到更多的例子）。你可以用無數個其他方式利用歷史，來幫助你做出前瞻性的預期。一旦你養成這個習慣，這並不難。使用歷史數據並考慮當時存在的條件，以及它們是否與你今天看到的情況相似。看看它們是如何發揮作用的，以及範圍較窄的資產類別是如何受到影響的。這不能告訴你現在將會發生什麼。沒有什麼能告訴你！但它可以幫助你產生合理的預期，並決定未來12個月左右的可能性。

但是，如果你想知道股票或任何類別在5年或10年後的走勢，你就必須擁有夠多的運氣和神奇的八號球。除非你知道如何預測遙遠的未來的股票供給變化（如果你知道的話，打個電話給我，然後告訴我）。

快速結論

歷史告訴我們，沒有永遠最好的投資，更不要認為長期表現好就代表著長期風險更低。未來永遠是未來，風險永遠存在。

註釋

- 1 伊伯森顧問公司（Ibbotson Associates），小型股總報酬指數與標準普爾500總報酬指數，

資料期間為1926/02/01到2010/12/31。

2 羅素2000指數（Russell 2000）、羅素2000價值指數（Russell 2000 Value）、羅素2000成長指數（Russell 2000 Growth）、MSCI歐澳遠東指數（MSCI EAFE）；巴克萊綜合債券指數（Barclays Aggregate）、標準普爾／花旗集團主要成長指數（S&P/Citigroup Primary Growth）、標準普爾／花旗集團主要價值指數（S&P/Citigroup Primary Value）、標準普爾500價值指數（S&P 500 Value），資料期間為1990/12/31到2010/12/31。除了MSCI歐澳遠東指數為淨報酬率，其他指數的報酬率都是總報酬率。標準普爾／花旗集團主要價值指數衡量的是，投資於美國大型股中價值風格的表現。該指數是將市值前80%的美國股票，根據風格劃分成價值指數所構成的。標準普爾／花旗集團主要成長指數衡量的是，投資於美國大型股中成長風格的表現。該指數是將市值前80%的美國股票，根據風格劃分成成長指數所構成的。

3 傑瑞米．華納（Jeremy Warner），〈高能源價格不一定代表著厄運〉（High Energy Prices Need Not Mean Doom），《雪梨晨鋒報》（Sydney Morning Herald），2011/01/21，www.smh.com.au/business/high-energy-prices-need-notmean-doom-20110120-19y2e.html（2011/08/09存取）。

4 Global Financial Data, Inc.，美國十年期政府債券總報酬指數，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1925/12/31到2010/12/31。

5 伊伯森顧問公司，NCREIF房地產總報酬指數（NCREIF [美國國家不動產投資信託協會] Property Total Return Index），資料期間為1977/12/31到2010/12/31。

6 湯森路透，MSCI世界指數淨報酬率，資料期間為1977/12/31到2010/12/31；Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1977/12/31到2010/12/31。

7 美國聯邦住宅金融局的FHFA房價指數（FHFA Home Price Index；所有交易，季資料），資料期間為1977/12/31到2010/12/31。

8 Global Financial Data, Inc.，MSCI世界指數淨報酬率、標準普爾500總報酬指數、黃金價格——紐約（美元／盎司），資料期間為1973/11/30到2011/06/30。

9 Global Financial Data, Inc.，美國十年期政府債券總報酬指數，資料期間為1973/11/30到2011/6/30。

洞察市場真實面



不同政黨對經濟與市場的影響 都一樣

讀這一章，你需先知道

- **共和黨（Republican Party）與民主黨（Democratic Party）**：為美國兩大政黨。一般來說，因共和黨較支持對商業有利的自由市場政策、經濟自由主義、並且限制政府規模和政府管制，所以有共和黨有利市場的說法。
- **華府社交政治圈（Beltway）**：為美國政治慣用語，原本指美國環城高速公路，而該條公路正巧環繞美國華府，被衍伸暗指為聯邦政府內部人士的代稱。華府社交政治圈炎症（beltwayitis）就是指這些內部人士、團體，將其利益置於美國公民之上的行為。
- **複合平均成長率（compound average growth rate, CAGR）**：指一項數據指標在特定時期內的年度成長率，也可以用來衡量該指標的成長性。該項數據較不受期間內的波動影響，方便進行同類型的快速比較。

——緣起——

我們傾向找更多證據， 來支持自己喜愛的政黨更好

想看投資者的記憶徹底失靈的樣子嗎？那你可以問問他們的政治觀點。人們有無數個理由（不管是否被誤導）喜歡一個政黨勝過另一個政黨。而你經常會聽到X黨對股票和 / 或經濟更好，Y黨則是災難。

事實根本不是如此。被黨派偏好蒙蔽的投資者可能會錯過非常真實的模式，這些模式不是由意識形態驅動的，而是由非常基本的因素驅動的。

令人驚訝的是，只要粗略的回顧一下最近的歷史就能防止人們記錯。但是，那些特別意識形態化的人可以找到「是的，但是」的方法來繞過它，例如：「是的，我更喜歡X黨，當我的X黨候選人當選時股票大跌。但是，你必須考慮長期的平均值。」問題是，當你考慮長期的平均值時（大多數人不會這麼做），這依然是錯誤的。

人類大腦的運作方式是，你傾向於記住跟你預先設定的偏見相符的事情、年份、以及選舉，忽略或忘記與你的偏見相矛盾的年份與選舉。如果有人指出你錯了——即使他們能證明——你往往會想要透過重新建構另一個時間框架、另一個例外的理由、或者其他一些不可靠的事情來迴避。

這種被稱為重新框架（reframing）的戰術，是一種常見、自然的防禦機制，當股票表現不像人們的偏見告訴他們的那樣時，人們經常藉此來解釋過去。這只是投資者記憶有缺陷的另一種表現，也是行為主義者所說的確認偏誤中常見的認知錯誤的一個例子。

但只要把你的記憶延長一點，學習一點市場歷史，你就能克服這個問題。這樣做你就會發現：

- 從長期來看，沒有哪一政黨比另一個政黨實質上對股票更好或更壞。
- 被意識形態蒙蔽的人們錯過了一個有用的預測工具，這個工具有助於做出更好的前瞻性預期。
- 沒有哪個政黨更好，但有時候黨派確實很重要——只不過變化無常。
- 這並不奇怪；其他國家也同樣會受到政治的影響。

我們應知道1：市場不具有意識形態

正如在第五章中提到的，我偶爾會被那些不喜歡我說的話的人，指責為民主黨和共和黨的堅定支持者。我兩者都不是——我也不認為自己是獨立的——而且我已經很長一段時間沒有宣稱效忠某個政黨。兩個政黨我都不喜歡，兩黨也都有很多可以批評的地方（很少有可以讚許的地方）。

撇開我的個人意識形態不談，我是民主黨支持者、共和黨支持者、還是其他什麼變態，這都無關緊要（從定義上看，正式的黨派都是邪惡的。我指的是黨派本身，而不是那些認同他們的普通公民，他們基本上都是正常、可愛的人）。身為一名資產管理者，我的目標是成為意識形態不可知論者。為什麼？政治偏好只是另一種偏見。在投資方面，偏見是致命的。它們會使你的分析帶有偏見，讓你對特定事情視而不見，同時過分重視其他事情。

偏見並不是缺點，它們是正常的，只是我們大腦進化的方式。偏見是認知捷徑（cognitive shortcut）——是我們應該遵循模式的一個分支。

但就像長期愛上一個資產類別會導致重大的投資錯誤一樣（第六章），因為相信自己與一群人大致想法一致而愛上一群人，也是同樣危險的。

你可能熱愛你的政黨，事實上，它們也可能以愛回報你（以他們邪惡的方式）——尤其是如果你經常捐款的話。但兩黨通常都不會以愛回報你的投資組合。

我不確定你現在是否會相信，但我希望你很快就會相信。你可能會相信其他事情——例如：「我的政黨不會以愛回報我的投資組合，但另一個政黨真的討厭我的投資組合。」我希望你也能改變想法。關於資本市場的運作方式，兩黨都沒有多少把握。事實上恰好相反，真的。

我們應知道2：不論哪個政黨執政，股市都一樣

那些強烈支持共和黨的人往往認為共和黨對企業更友好，因此對經濟與股市更有利。堅定的民主黨支持者會說，他們的政黨對經濟與市場方面是最好的。他們都是錯的。歷史表明，從長期來看，兩個政黨實質上對股市都沒有更有利。然而，這並不能阻止人們記錯這點：

- 1992年9月10日：「有些分析師建議現在就撤出，因為民主黨的比爾·柯林頓（Bill Clinton）在11月的勝利將導致市場暴跌6個月（華爾街更喜歡共和黨政府，因為共和黨政府被認為對企業更有利）。」¹
→ 費雪評論：股市幾乎在整個柯林頓政府執政期間都在上漲。
- 2009年8月16日：「以道瓊工業平均指數的簡單價格上漲來衡量，民主黨總統比共和黨總統對股市更有利。」²
→ 費雪評論：哎呀，正好跟前面的引文相反。此外，正如第四

章所討論的，如果你必須使用一個有缺陷的指數（像是道瓊工業平均指數）並忽略股利，那麼你的假設可能就站不住腳。

- 1971年12月12日：「如果道瓊工業平均指數在選舉日之前的星期一，比1972年年初還要高，那麼尼克森總統無疑將再次當選。但如果道瓊工業平均指數低於今年的第一天，那麼民主黨很可能會接任總統職位。」³

→費雪評論：這.....毫無合理性可言。

- 1996年10月31日：「《今日美國報》 / 美國有線電視新聞網（CNN） / 蓋洛普民意調查（Gallup Poll）發現，民主黨被認為更有能力處理大多數關鍵議題，如：經濟、教育，以及醫療保險制度。」⁴

→費雪評論：好吧，但是民意調查只是衡量人們的感覺與錯誤的近期記憶，而感覺總是改變得很快。

- 2010年9月21日：「此外，根據皮尤（Pew）民意調查，公眾對哪個政黨對美國經濟更有利的看法，已經轉向支持共和黨。」⁵

→費雪評論：看到了嗎？感覺改變了，變得很快。不要相信感覺——無論是你自己的還是別人的。

許多人很難接受我說兩個政黨都沒有更好——因為他們確信他們支持的政黨更好。甚至把它看得很重！我再說一遍，認同任何一個政黨都是正常的、好的，而且大多數美國人都這麼做。投票給任何一個政黨，都不會讓你成為一個更好或更壞的人或投資者。

在歷史上，有許多優秀、長期成功的投資者都曾投票給任何一邊（儘管投資者通常更傾向於共和黨，原因我稍後解釋，但同樣的，這並

不重要）。危險之處在於透過意識形態的稜鏡來做出前瞻性的預期。

我無法告訴你，在巴拉克·歐巴馬（Barack Obama）上任時，有多少共和黨的支持者告訴我，由於他和民主黨將採取的行動，市場將在他的領導下變得糟糕透頂。值得注意的是，市場在他上任的幾週內就觸底回升了，而且到目前為止，市場在他任期內的表現明顯優於平均水準。這怎麼回事（我們稍後會看到）？

無論你是喜歡還是討厭白宮裡的那個人，或者認為多數黨是一群罪犯，這都不重要，對你的投資組合來說無關緊要。在此，2011年與2012年的讀者將會記得關於歐巴馬健保（ObamaCare）的激烈辯論。喜歡也好，討厭也好——你的感覺對股票一點都不重要。你認為應當發生的事也不重要。歐巴馬健保（或任何其他立法）可能會讓你眼花繚亂，或者讓你想向天空揮舞拳頭。但是，請把這些都從你的投資決策中移除，因為它們沒有很重要。我知道你很難相信。也許你始終無法相信，但那是你的問題。

當然，當你決定投票給誰時，這对你個人來說很重要。但是，當談到投資時，不要對你認為是錯誤的決定、或你希望我們做出的政策方向咬牙切齒，不要焦躁不安，而是問：

- 完全擺脫我的政治偏見和我希望發生的事情，在未來12個月左右，可能出現的一系列結果是什麼？
- 使用我可以使用的所有工具，我認為最有可能的是什麼？最不可能的是什麼？介於兩者之間的是什麼？
- 大多數人認為可能發生的是什麼？
- 我理性認為可能出現的結果跟人們的預期之間，是否存在巨大的差距？
- 如果可能出現的結果真的發生了，那麼在未來12個月左右，意外的上漲或下跌會對股市產生什麼樣的影響？

這才是對股市更重要的。而不是根據誰在美國總統辦公室，使得有些人快樂，而另一些人痛苦。再次以歐巴馬健保為例，就像所有的立法一樣，它創造了贏家，也創造了輸家。你對它的感覺不會改變這一點。相反的，你應該專注於找出哪些行業與公司可能會贏、哪些會輸，然後看看你是否能把握住這些機會。歐巴馬健保的部分內容也許會被推翻，許多部分也可能會改變。哪些？這可能會對股市產生什麼樣的影響？當你戴上你的資產管理者的帽子時，那就是你應該關心的事。

同樣的，預測未來12到24個月的市場，主要是關於形成一系列可能的結果、了解大多數人的預期、然後了解預期跟可能的未來現實之間的差距（無論好或壞）。

這就是為什麼，市場會在經濟成長乏力或企業利潤下降的情況下飆升。這就是為什麼即使經濟成長強勁，市場也會經歷糟糕的一年。這與發生了什麼、或你希望發生什麼無關。它跟大多數人的期望、以及優於或差於預期的現實發生時他們會如何反應有關。如果大多數人預期經濟狀況很糟糕，那麼即使是表現平平或不冷不熱的成長也是優於預期，因此股票會上漲。如果人們的預期過於美好，那麼即使情況不錯，股市也會表現平平。

所以不要再想：「我喜歡這個傢伙。我認為他對經濟是最友好的。另一個傢伙是個白癡，而且可能討厭小狗！」你可以在家裡、在雞尾酒會上、在政治集會上、在推特（Twitter）上、在任何地方說這些話。但在做投資決策時，要將意識形態排除在外。這是致命的。

我們應知道3：立法才會影響經濟與市場

表7.1呈現的是，自1926年（開始有標準普爾500指數數據的時候）

以來的美國總統，他們任期的每一年與每年的股票報酬率。整體而言，共和黨總統任期內的股市平均年漲幅為9.3%，民主黨總統任期內為14.5%。⁶

表7.1、總統任期的異常現象

總統	黨派	第一年		第二年		第三年		第四年	
柯立芝	共和黨	1925	N/A	1926	11.1%	1927	37.1%	1928	43.3%
胡佛	共和黨	1929	-8.9%	1930	-25.3%	1931	-43.9%	1932	-8.9%
羅斯福－1	民主黨	1933	52.9%	1934	-2.3%	1935	47.2%	1936	32.8%
羅斯福－2	民主黨	1937	-35.3%	1938	33.2%	1939	-0.9%	1940	-10.1%
羅斯福－3	民主黨	1941	-11.8%	1942	21.1%	1943	25.8%	1944	19.7%
羅斯福／杜魯門	民主黨	1945	36.5%	1946	-8.2%	1947	5.2%	1948	5.1%
杜魯門	民主黨	1949	18.1%	1950	30.6%	1951	24.6%	1952	18.5%
艾森豪－1	共和黨	1953	-1.1%	1954	52.4%	1955	31.4%	1956	6.6%
艾森豪－2	共和黨	1957	-10.9%	1958	43.3%	1959	11.9%	1960	0.5%
甘迺迪／詹森	民主黨	1961	26.8%	1962	-8.8%	1963	22.7%	1964	16.4%
詹森	民主黨	1965	12.4%	1966	-10.1%	1967	23.9%	1968	11.0%
尼克森	共和黨	1969	-8.5%	1970	3.9%	1971	14.3%	1972	19.0%
尼克森／福特	共和黨	1973	-14.7%	1974	-26.5%	1975	37.2%	1976	23.9%
卡特	民主黨	1977	-7.2%	1978	6.6%	1979	18.6%	1980	32.5%
雷根－1	共和黨	1981	-4.9%	1982	21.5%	1983	22.6%	1984	6.3%
雷根－2	共和黨	1985	31.7%	1986	18.7%	1987	5.3%	1988	16.6%
老布希	共和黨	1989	31.7%	1990	-3.1%	1991	30.5%	1992	7.6%
柯林頓－1	民主黨	1993	10.1%	1994	1.3%	1995	37.6%	1996	23.0%
柯林頓－2	民主黨	1997	33.4%	1998	28.6%	1999	21.0%	2000	-9.1%
小布希－1	共和黨	2001	-11.9%	2002	-22.1%	2003	28.7%	2004	10.9%
小布希－2	共和黨	2005	4.9%	2006	15.8%	2007	5.5%	2008	-37.0%
歐巴馬－1	民主黨	2009	26.5%	2010	15.1%	2011	—	2012	—
平均		8.1%		9.0%		19.4%		10.9%	

資料來源：Global Financial Data，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1925年12月31日到2010年12月31日。

但是，等一下……我剛才不是說過兩黨都沒有更好、也沒有更差嗎？沒錯，整體而言，股市在共和黨總統領導下的平均報酬率更差。但這主要跟經濟大蕭條時期的第一次大熊市的巨大波動、接著在羅斯福第一個任期內的大規模反彈有關。而這些都是很久以前的事了。如果不考慮那樣搖擺不定的情況，平均報酬率就更接近——11.1%比13.6%——這不足以讓投資者在實體市場上做出賭注⁷（另一個觀察股市平均值時要記住的技巧是：如果你剔除離群值，數字發生了很大的變化，那麼就要重新考慮一下，直接的平均值是否是進行市場押注的有力理由）。

但是，也許你認為民主黨更好依然是事實。是的，不過如果你拋開胡佛（Hoover）與羅斯福，那麼共和黨比民主黨執政的年份多更多。它們沒有處於公平競爭的環境。如果你停止尋找意識形態上的優勢，然後關注這些數字中的驚人模式，你會看到一些真正的一致性。

表7.1將報酬依照每位總統任期的第一、第二、第三，以及第四年劃分。現在，先忽略個別年份；看平均值就好。第一年與第二年的平均值分別為8.1%與9.0%，第三年與第四年的平均值分別為19.4%與10.9%。⁸

這是個有趣的模式。現在來看一下個別年份，總統任期的後半段（第三年與第四年）幾乎都是正報酬。自1939年以來（很小的負報酬），第三年沒有出現過一次負報酬。第四年只有四個年份下跌。此外，報酬率雖然不是每一次都是兩位數的正報酬，但經常是。

現在看看前半部分。報酬率的變化較大，第一年的變化比第二年更大一點——但差異不大。從歷史上來看，第一年與第二年出現下跌的可能性高許多，而第三年與第四年出現下跌的可能性小許多（當然，也有明顯的例外——沒有一種適用於所有情況的模式）。

但那又怎樣？在處理像資本市場這樣混亂的事情時，奇怪的模式總是會發生。人們喜歡在圖表與價格圖中尋找模式。模式只不過是一個奇

怪之處，你不應該根據它進行市場押注——除非有一個以良好基本面為基礎的合理解釋。

在這裡，有一個很好的基本面解釋——與立法的風險趨避增加或減少有關。立法——不管它是如何表述的，也不管它有多少頁——通常會導致金錢的再分配、財產權或監管的改變。從政者們喜歡把立法宣傳為一種非常好的社會進步。然而，他們真正做的事情是，把某樣東西從擁有或即將擁有的人那裡拿走，然後送給其他人。

大量的學術研究證明，人類對損失的厭惡程度是對收益的喜愛程度的兩倍以上；也就是說，對25%的收益的良好感覺，跟對10%的損失的糟糕感覺是一樣的。⁹對美國人來說確實是這樣。對歐洲人來說，對損失的厭惡程度甚至更高。因此，當立法的風險增加時（通常在總統任期的前兩年會出現這種情況），那些吃虧的人對損失的厭惡程度，遠遠超過那些受益的人對利益的喜愛程度。因為我們是公開的做這件事，這感覺就像搶劫，任何沒有直接參與其中的人都擔心他們接下來會被搶劫，因此這導致了整體的風險趨避情緒上升，報酬率變化更大，平均值更差，如同你在表7.1中看到的那樣。但是，當立法的風險趨避情緒下降時（就像通常在第三年與第四年發生的），從歷史上來看，股票的報酬更一致的為正報酬。

歷史案例：任期下的政治風險趨避

造成前半部分與後半部分立法風險趨避分歧的背後是什麼？是國會同意與不同意的事。

政治（politics）這個詞，正如你所知道的，是來自拉丁語的poli與tics，poli的意思是許多，tics的意思是「小型吸血生物」。在我看來，地方政府當中有很多優秀的人。但國家政治完全是不同的遊戲。我所見到的是，即使是最理性、最善意、心理最健康的公務員，也會在去了華

盛頓後，在五年內成為一位吸血生物。而吸血生物一生中唯一的目的就是再次當選，或者當選更高的職位。他們做或不做的任何事情，最終都是為了競選、人氣，以及募集他們可以用來資助（他們希望的）無止盡的競選活動的資金。

為什麼他們這麼喜歡成為吸血生物？不知道。也許他們在小的時候被摔到頭。我無法解釋。也許在這些女士與先生們之中，有些人確實患有某種錯覺，認為他們以某種方式在「幫助人類」。但我認為主要是因為他們的自負。華府社交政治圈（Beltway）存在某種東西，會使人們感染華府社交政治圈炎症（beltwayitis），並激發吸血生物跳起他們的怪異舞蹈。

我離題了。一位吸血生物只是想再次當選或當選更高的職位。總統是頂端吸血生物。他無法當選任何更高的職位，而且他真的、真的很想再次當選（而且非常像吸血寄生蟲）。他的工作最多只有八年。他只有一次連任的機會，所以他想確保連任成功。而通常連任的情況會發生，如同我們所看到的。

頂端吸血生物可能根本不懂資本市場是如何運作的（從來沒見過懂的人），但令人驚訝的是，他們對政治歷史相當了解。他們知道，在現代總統的歷史上，總統在中期選舉中幾乎總是會輸給反對黨一些（2002年的中期選舉中，小布希〔George W. Bush〕是100年來第一位扭轉這個趨勢的共和黨總統，但他的政黨在2006年慘敗——正如歷史所表明的那樣）。

因此，總統知道不管他將會通過什麼最重大的立法（也就像是他執政時的皇冠寶石），都必須在他任期的頭兩年通過（我說「他」是因為到目前為止他們都是男性），因為當他失去相對權力時，他可能會在後半段任期內面臨更大的硬仗。

此外，總統也知道，「做事」會惹惱某些人——比如有價值的中間選民。總統不可能只靠基本盤支持者選出來的，還需要中間選民的選

票，因此他必需表現得比其他候選人來得沒那麼糟。所以，在頂端吸血生物經過他頭兩年的一陣忙亂之後，到了國會裡充滿敵意、幾乎不可能完成太多工作的第三年與第四年，他們通常會坐下來，盡可能少惹惱人們（有時候會產生適得其反的結果——如果世界形勢不好，他就無法在充滿敵意的國會有所作為）。相反的，他花時間將他的不作為歸咎於反對黨（例如：「我本可以給你們免費的小東西，但我的對手不讓我這麼做。所以，再次選我，並且選更多我的夥伴，然後踢掉這些討厭小東西的失敗者，下次就會有更多免費的小東西！」）。

這不僅僅是理論，它在歷史上是也成立的。大多數重大的立法都是在總統任期的前兩年通過的，而後兩年的立法日程則安靜許多。當頂端吸血生物失去相對權力、立法更少通過時，我們的政治風險趨避就從前半部分的最高水準，降到後半部分的最低水準。股票整體而言是這樣，這就是為什麼從歷史上來看，第三年的市場報酬率幾乎一致為正且平均報酬率最好，而第四年的平均報酬率也非常好。

第四年，為了選舉會再出現一些政治活動（稍後再詳細說明）——吸血生物開始喋喋不休的說，如果他們當選他們打算做什麼。這可能會有點嚇到股市。但整體來說，在政治活動之路有許多吸血生物的情況下，華盛頓並沒有發生太多事情，這是實質性的正面因素。

想想最近。在歐巴馬總統任期的第一年，我們承擔了國民健保與隨之而來的所有爭議。在第二年，進行了所謂的金融服務監管改革（又名陶德－法蘭克法案 [Dodd-Frank]）。在第三年，他們沒有通過任何重要的法案（除了提高債務上限——這個問題始終引起爭論，但永遠會通過）。這是因為在2010年中期選舉之後，國會在很多問題上無法達成一致。因此，沒有太多法案通過，而政治風險趨避也隨之下降。

政治風險趨避的上升與下降，可能是一個重要的驅動因素——無論好或壞。但其他的驅動因素也確實很重要，所以這絕不應該成為你看漲或看跌的唯一理由。但這個模式非常普遍，足以讓你想在第三與第四年

變得更加樂觀，並意識到在第一與第二年的政治風險趨避會增加。

費雪建議：關注被忽視的政治影響

看看前兩年的情況。是的，前兩年的平均報酬率比較低，但這與波動性有更大的關係，而不是普遍的低報酬。回頭看看表7.1。在第一年與第二年，當報酬率不是負的時候，它們經常非常大，為兩位數的正報酬。雖然不是每次都是，但足以表明，你不能直接假設第一年與第二年的報酬率一定很糟糕。

在那些年當中發生了什麼？如果政治風險趨避在一年內因為某種原因而下降，市場通常預期它會上升——例如，陷入嚴重僵局的國會或其他一系列事件，使吸血生物對重新分配你的錢的熱情降低，意外的正面驚喜可能會帶來更好的報酬。再說一次，永遠要看平均值底下，去了解它們的組成。

記住，這個模式的力量在於，它通常很少被關注，而且經常被忽視。如果你突然聽到很多人在談論它，那就是它現在可能沒那麼有影響力的訊號。過去偶爾也會發生這種情況，但因為我們的記憶很短暫，通常只需要一年的時間，人們就會不再對它著迷，並且忘記它。一旦發生這種情況，你就會知道，它又有用了。

我們應知道4：市場受到選舉年和當選年操縱

在投資時擁有意識形態是危險的，且總體來說，政黨並不重要——但在某些時候是重要的。並不是因為某一個政黨本質上更好或更差，而是因為資本市場只不過是人們在做決定，有上億個人們在做上億個決定。

人天生就有偏見——正如我們在這本書中反覆看到的那樣。但是，

如果你沒有偏見，並且能夠判斷出其他投資者的偏見何時會影響他們的決策（進而影響市場），你也許就能更清楚的看這個世界，也可能從中獲利。

偏見在這個週期的第一年與第四年，也就是就職年與選舉年，扮演著特殊的角色。正如前面提到的，根據我的經驗與無數的民意調查，投資階層往往更傾向於共和黨（如果你是共和黨支持者，我這麼說並不是為了讓你高興，如果你是民主黨支持者，我這麼說也不是為了讓你生氣。這只是一個觀察——記住，投資時你應該放棄自己的意識形態）。

共和黨從政者認為自己更親商。當他們競選時，他們會說一些有利於商業的事情，並承諾一些有利於商業的改革——市場通常喜歡這樣。民主黨則被認為對商業沒那麼友好，對非市場導向的社會事業更感興趣——市場不太喜歡這樣。所以，在選舉年（第四年）當我們選出共和黨黨員時，股市平均上漲15.6%，但當我們選出民主黨黨員時，股市平均只上漲6.7%（請看表7.2）。¹⁰簡單的事實是——在其他條件相同的情況下——如果你提前知道我們將選出一位共和黨總統，那可能會成為更看漲選舉年的額外動力（比起如果你提前知道我們將選出一位民主黨總統）。

表7.2 反常的相反結果

	選舉年（第四年）	就職年（第一年）
民主黨勝選	6.7%	14.9%
共和黨勝選	15.6%	0.8%

資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1925年12月31日到2010年12月31日。

噢！有證據表明共和黨黨員更好嗎？

沒有。事實很簡單。當我們選出一位共和黨黨員，市場在選舉年表現得很好，但在就職年的表現就沒那麼好了。而恰好相反——當我們選出一位民主黨黨員時，市場在選舉年表現得沒那麼好，但在就職年表現得相當好。這是怎麼回事？

一旦共和黨黨員當選，他就不再是候選人，而是總統，他會開始考慮連任。他需要中間選民與邊緣民主黨黨員來取得連任——他知道他的共和黨基本盤已經跑不掉了。一位共和黨總統不能指望一系列放鬆管制、降低稅收、或任何他承諾過的事情。他必須與自己的政黨鬥爭，就像歐巴馬總統在2011年必須與民主黨的自由派鬥爭一樣！市場發現，他並不像他們希望的那樣親商。他不是他們的親商捍衛者。不，更確切的說，他只是一個從政者，所以共和黨總統的就職年變動更大，平均只有上漲0.8%。¹¹再看看表7.1中的數字，唯一一個在就職年有正報酬的共和黨總統是老布希（George H.W. Bush），其餘的人100%都是負報酬！

但是民主黨總統！他也只是個從政者。他發誓要追捕華爾街的肥貓、為小人物而戰，這在選舉年把市場嚇死了，導致選舉年的市場平均報酬率下降。但是，他也想再次當選，而且不想惹惱華爾街的那些肥貓（他們為競選活動提供了大量的捐款）。如果他想有一絲機會再次當選，那麼他也必須走中間路線。做出決定的是中間選民。然後讓市場感到驚喜的是，民主黨總統並沒有它們擔心的那樣對商界不友好，在民主黨總統任期的第一年，他們的平均報酬率為14.9%。¹²報酬率的波動也更小。除了羅斯福任期的第二年與第三年（經濟大蕭條期間）之外，卡特是唯一一個第一年的報酬率為負的民主黨總統（只下跌了7.2%）¹³——他後來也輸掉連任。

想想歐巴馬總統。他非常符合這個模式。如果你是共和黨支持者，你肯定不喜歡他。但是請注意，他的健保法案比他最初提出的少多了。金融服務監管改革也是如此。事實上，他的民主黨基本盤支持者如今對

他並不太滿意（正如我在2011年所寫的那樣）。這是很正常的。同樣的事情也發生在比爾·柯林頓任期的第一年。但是，在典型的形式下，歐巴馬總統在選舉年的股市報酬率很差，而他就職年的股市報酬率很好。這是正常的模式。

因此，如果你認為共和黨會勝選，那麼你有理由在選舉年更看好股市，而如果你認為民主黨會勝選，那麼你有理由稍微謹慎一點（同樣的，永遠要考慮到其他經濟與情緒驅動因素）。然後，在就職年的情況則相反。如果你是共和黨支持者，關鍵教訓是：不要犯我在2009年看到許多人所犯的錯誤，也不要因為你非常不喜歡這位民主黨的新總統，就認為市場就不會大幅上漲。它可能會上漲，而且通常會上漲，因為恐懼先在選舉年就開始了。正如我們在第一章中所說，市場會提前反應，而非事後反應。

歷史案例4-1：新當選與連任的績效差異

在2011年與2012年讀到這本書時，有些人可能會恐慌，認為如果歐巴馬總統再次當選，這可能會對2012年的股市不利。但此時歷史也是很好的指南，且事實並非如此。

我不知道他是否會勝選，在我寫本文的時候還太早了，沒有頭緒。我可以說，現任者非常難擊敗。在標準普爾500指數的歷史上，有14位現任者曾試圖連任。只有三位失敗——福特、卡特，以及老布希。福特除了他的眾議院席位，以前從來沒有贏過任何選舉——而且他所參選的選區，只要獲得共和黨提名就能得到國會席位，因為那些選區非常傾向共和黨。此外，他是一個實力較弱的全國性候選人，沒有參與大型競選的經驗（稍後再詳細介紹他）。

卡特就是這樣選上的——他的對手福特是一個非常弱的候選人。這是卡特好運的地方。卡特不好運的地方在於，他競選連任時的對手不只

是痛苦指數，更重要的是，他的對手還是共和黨歷史上最優秀的競選者之一雷根（Ronald Reagan）——後來被稱為「偉大的溝通者」。

老布希對抗的是開始於他任內的經濟衰退，但他幾乎沒有採取任何措施來改善經濟衰退。經濟衰退也在他的任期內結束，但人們並未普遍意識到或接受轉折點已經出現（請見第一章，了解在所有經濟衰退結束後這點是真的）。事實上，布希曾因為說經濟衰退已經結束而受到嘲笑——儘管他是對的，而公眾是錯的，但在投票時這並不重要。此外，布希總統的對手也就是把「我能感受你們的痛苦」掛在嘴邊的比爾·柯林頓，普遍被認為是民主黨史上最優秀的競選者之一。柯林頓不理睬布希的抗議，善加利用了公眾對經濟衰退已經結束的懷疑，回想他的競選口號：「問題在經濟，笨蛋。」布希一點也不笨，但柯林頓很成功的讓他看起來很笨。

現任者很難打敗。人們經常指出歐巴馬的支持率很低——在2011年8月只有39%（根據蓋洛普民意調查）。許多人說他註定失敗，因為沒有人能在支持率低於44%（或類似的數字）的情況下再次當選。好吧，倘若明天是選舉日這才重要。在我寫本文時，離選舉日還有一年多的時間眾所皆知這中間可能會發生很多事，支持率的波動是很大的。今天的支持率毫無意義。這只是記憶如何讓我們失望的另一個例子：人們不記得總統支持率的變化會有多大。

在比爾·柯林頓第一個任期的這個時候，他的支持率比較低，雷根也是，但他們兩人都輕易的贏得連任了。杜魯門（Harry Truman）在這個時候的支持率比較高，但在他第一個任期的整個期間支持率卻只有33%，而他再次當選。¹⁴你知道在第一個任期時，誰的支持率更高嗎？老布希與詹森（Lyndon Johnson；他自己選擇不參加連任競選）。

但這對市場來說意味著什麼呢？正如我在2011年所寫的，我還沒準備好對2012年的股市進行預測，但有一個對市場有利的正面驅動因素，你幾乎肯定沒聽說過：我們要不就讓民主黨總統連任，要不就重新選出

一位共和黨總統——這樣的權衡對股市來說是特別的甜蜜點。

回到我之前所說的，關於股市在選舉年對民主黨與共和黨的反應：當我們在選舉年選出一位共和黨總統時，市場通常表現良好，而當我們選出一個民主黨總統時，市場通常會害怕。但這種影響在第一個任期的選舉中被放大，在第二個任期的連任選舉中被削弱。當我們新選出一位共和黨總統時，市場抱持的希望會特別高——在那一年股市的平均報酬率為18.8%（請見表7.3）。而一位新選出的民主黨總統會讓人害怕——股市平均下跌2.7%。

表7.3 新當選與連任——選舉年的甜蜜點

	民主黨	共和黨
新當選	-2.7%	18.8%
連任	14.5%	10.6%

資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數。

但是，那個在他最初的選舉年讓市場很害怕的民主黨總統，在他尋求連任時，已經不再那麼可怕了。我們熟悉他。我們也許喜歡他，也許不喜歡，但我們已經熟悉他了。如果我們再次選他，那是因為我們一致認為他畢竟沒那麼糟糕——就像我們在1996年再次選比爾·柯林頓時，股市上漲了23.0%。¹⁵

民主黨連任的那些年，股市的歷史平均漲幅為14.5%（請見表7.3）。¹⁶不如我們在選舉年第一次選出共和黨總統的時候好，但比我們再次選出共和黨總統的時候更好，那時平均報酬率為10.6%。¹⁷在選舉年時，市場對現任共和黨總統的第二次親商把戲，沒有太深刻的印象。它們心裡已經知道他只不過是另一個政客。因此，無論我們再次選民主

黨總統還是重新選共和黨總統（我們將在2012年選擇其中一個），這都是一個強大的正面驅動因素。

這個模式說明了表7.3中的基本驅動因素。表7.4也呈現出相同的就職年的模式。新當選的民主黨總統並不是徹頭徹尾的社會主義者，讓市場真正鬆了一口氣，因此在他就職的那一年，市場平均上漲了22.1%。¹⁸然而，新當選的共和黨總統卻不如媒體大肆宣傳的那樣親商，因此在他就職的那一年，股市平均下跌0.6%。而這些影響在第二個任期都很平淡。對於連任的民主黨總統來說，在就職那一年股市平均表現還不錯，但不算很好，平均上漲了8.9%。¹⁹共和黨總統的第二個就職年的平均表現平平，但也不是負的，平均報酬率為2.7%²⁰——很明顯，在這些平均值當中仍然有很大的變異。帶著這些總結回到表7.3。你會在這個趨勢中看到一致性。是的，很明顯有些民主黨總統就職年的股市表現比其他人更好，有些比其他人更差。沒錯，老布希的就職年是共和黨就職年的一個例外，低於平均水準。但是你會看到高度的一致性，而這個一致性是我們應該加倍注意這個基本面力量的原因。

表7.4 新當選與連任——反常的相反結果

	選舉年（第四年）	就職年（第一年）
民主黨新當選	-2.7%	22.1%
共和黨新當選	18.8%	-0.6%
民主黨連任	14.5%	8.9%
共和黨連任	10.6%	2.7%

資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數。

在這些真實歷史的資料中，你看不到共和黨整體上比民主黨好，或者相反。你可以感覺到市場的預期很重要，意識形態的偏見也會發揮作用，但這些影響是短暫的（有時對於做出未來12到24個月左右的前瞻性預期，也很有幫助）。

我們當中有許多人都非常喜歡政治，且長久以來都熱切的關注著這個舞臺。但我們錯過了政治傳遞給我們的訊息，因為我們的記憶辜負了我們。我們忽略了最基本的模式，也就是總統任期的第一年與第二年的變化很大（大幅上漲或下跌），而第三與第四年則是非常看好市場的因素。我們忽略了，在選舉年選出一位共和黨總統對股市是有利的，但在就職年是更看跌市場的，此外，如果我們再次選他為總統，會是一個較小但類似的因素。我們忽略了，在選舉年選出一位民主黨總統對市場是不利的，但在就職年則是看漲市場的，不過當他再次當選時，選舉年與就職年都是更看漲市場的。這些基本模式全都已經在我們眼前跳了幾十年的舞，沒有太多的改變，且有很高的一致性，但我們卻錯過了它們。我們錯過它們，部分原因是在選舉中困擾我們的同樣的記憶問題，部分原因是我們非常堅定的相信自己的政治觀點，以致於當政治觀點對我們不利時，我們會視而不見。

總統與股票市場的歷史很容易獲得與編輯。但我猜，大多數投資者甚至都不去嘗試，因為他們早就對政治拿定主意了。由於他們不研究歷史，因此他們必須依賴他們如瑞士起司般的空洞記憶——我們知道這對他們的分析能力有什麼影響。不管你喜歡或討厭，那個可能成為下一個頂端吸血生物的男人或女人——記住，總體而言，沒有太多證據能證明他天生對整體股票更不利。

某些政策是否會損害經濟成長、公司獲利能力、創業和 / 或擴展業務的動機？當然。我永遠不會反駁這點。但我沒有看到任何證據表明，任何一黨能壟斷經濟上的愚蠢行為（請記住，這是投資全球的全部理由）。

讓我們來簡單的看一些政治愚蠢行為的例子。2002年7月，一位共和黨總統與國會簽署了沙賓法案（**Sarbanes-Oxley bill**，編按：政府對於公開公司的財務報表進行管控），使之成為法律，這是過去十年裡，成為法律的最愚蠢、最反市場的法案之一，至今仍是我們國家的一大禍害。陶德－法蘭克（編按：政府強化監管金融機構）是一項同樣愚蠢、效果類似但影響較小（到目前為止）的法律，在2010年由一位民主黨總統與國會通過成為法律。兩黨完全控制，帶來了兩個同樣愚蠢的法案。這是來自不同政黨的類似結果。我可以繼續舉例下去，但愚蠢行為並不是任何一黨的專利。

歷史案例4-2：美國政黨的地區效應

當我在2011年寫這本書時，2012年的總統競選正在升溫。我不知道共和黨提名的候選人會是誰，對選舉結果也沒有任何預測。雖然我接受過一些正規的政治學培訓，但我不認為自己擅長預測選舉的結果。但相反的，事後了解發生什麼事情是相當容易的。

真的嗎？讓我向你展示一種你可能根本不知道的事後現象。這不是對2012年選舉的預測，而是再次表明，我們經常會忽略由我們非常了解的事物組成的一致模式，因為我們失敗的記憶無法將這些點連接起來。在這個模式中，有四個例外，它們能有助於證明規則的例外。

(1)共和黨提名西部候選人

首先，自1948年杜威（Thomas E. Dewey）以來，每一位共和黨總統候選人（除了一位），都有重要的、真實的西部根源。

唯一的例外是傑拉德·福特——他出生於內布拉斯加州，但長期擔任密西根州國會議員，根本不被認為是西部人。他是以一種非常不尋常

的方式成為總統的，先是被任命而不是當選為副總統——然後總統辭職，而不是死在辦公室裡。正如前面提到的，福特是一個實力較弱的全國性候選人。做為1976年的在任總統，福特在黨內提名中幾乎輸給雷根，這在現代政治中是前所未聞的事件。這說明了，共和黨黨員有多麼不喜歡不是西部人的候選人（很自然的最後他輸了）。此一例外證明了規則。

所有其他共和黨總統候選人都有著堅實的西部根基——自從紐約的杜威與他的勁敵羅伯特·塔夫脫（Robert Taft）之間的傳奇之戰以來。杜威是東北部的自由派共和黨黨員。來自中西部的塔夫脫代表的是該黨的保守派和宗教派。杜威贏得了1940年代的競爭，但塔夫脫勢力最終贏得了大戰。杜威在1952年艾森豪（Dwight Eisenhower）被提名為總統候選人的過程中，發揮了重要作用，而艾克（Ike；譯註：艾森豪的暱稱）——一個在德州出生、在堪薩斯州長大的西部人——具有西部傾向（或者，也許更確切的說，反東北的自由派共和黨黨員資格，是塔夫脫的追隨者所能接受的）。

來自南加州的尼克森被視為極右翼候選人。他其實不是那樣；無論如何，政治大多是幻想。說到幻想——即使在1968年與1972年，當他實際上是紐約人的時候，他以加州人的身份參選。尼克森明白黨內的分裂，也知道他必須被視為西部人，因為該黨的精神核心在那裡。高華德（Goldwater）、雷根、老布希和小布希、杜爾（Dole）、馬侃（McCain）全部都是西部人！是的，老布希出生在東北部，也可以說是一位溫和的共和黨黨員。但他早在擔任雷根的副總統八年之前、在他被提名之前，他就在德州建立了永久、穩固的根基（穿著靴子也感到很舒適）。

有趣的是，這些西部候選人中沒有一個是來自西北部、洛磯山脈（Rocky Mountain）或平原州的——除了堪薩斯州。但堪薩斯在美國歷史

上有它自己獨特的政治意義，很少有人欣賞（請參見附錄）。

共和黨支持者天生就不信任北部人，共和黨政治的自由派代表人物是杜威、納爾遜·洛克菲勒（Nelson Rockefeller）、比爾·斯克蘭頓（Bill Scranton）、約翰·林賽（John Lindsey），以及最近期、2011年的領先者（到目前為止——隨著這本書的出版，事情可能很快會有變化）米特·羅姆尼（Mitt Romney）。這一切都要追溯到杜威與塔夫脫之爭，跟最終南方的共和黨黨員會支持誰有關。南方的共和黨黨員最終是該黨的關鍵選票——他們大多不信任東北部的溫和派。他們將提名誰？我不知道，這也不是我的重點。

更重要的是，凡事都有第一次，總會有不同的情況發生，可能就是現在。每條規則都有例外。如果共和黨繼續它們一貫的作法，它們將會選擇像瑞克·裴利（Rick Perry）這樣有西部背景的人——一個知道如何穿靴子，且能馬上分辨出響尾蛇與其他蛇的差異的人。但也許不是。隨著時間的經過，政治也可能發生變化，長期存在的模式也許不再有效——現在或未來幾年都會發生變化。

我相信我能理解為什麼共和黨總是選西部人，但我不確定我是對的。不管我是對還是錯都無法證明，我膚淺的政治觀點也不重要。如果我不能很有說服力的證明它，那就沒有理由推動這個理論。

我們可以肯定的是，這個模式是存在的，而且不知道為什麼存在。我們也可以肯定的說，沒有人注意到！這個模式已經持續超過60年了——但你從來沒有讀過。它就在我們面前，並且反覆的發生，而我們的記憶與分析還不夠好到足以注意到它。這是人們忘記與無法處理的跡象——即使是他們知道的與遵循得很好的事情。

(2) 民主黨提名東部候選人

相比之下，民主黨在提名它們的總統候選人時，採取了完全不同的

作法——這是另一個非常明顯的模式，也是最沒被注意到的。除了三個例外，在100多年的時間裡，民主黨從來沒有提名過，任何一位基本上不是來自密西西比東部政治基地的人。它們不喜歡西部人。曾注意過嗎？是的！南部人？是的——這是共和黨不喜歡的（除非你想把德州歸在南部，但我把它當作西南部的一部分）。東北部人？是的。中西部？是的。但從來沒有真正的西部。並不是西部人都沒有參選——他們有——只是他們走不了多遠。我猜大多數人都沒有注意到，即使這些模式就在我們面前。但我們失敗的記憶使我們看不到它們。而且還是在一個我們很多人都非常關注的話題上！

三個例外再次證明了這個規則。杜魯門是其中一個。羅斯福（Franklin D. Roosevelt）去世後，他做為羅斯福的第三任副總統入主白宮。有點像共和黨的傑拉德·福特，被認為是一個非常弱的候選人。雖然他當選副總統，但在羅斯福去世時，他只在位82天——他沒有太多在職經驗來為他的最高職位做準備，當時正值二次世界大戰期間，美國處於非常危險的狀態。所以，他是密西西比東部規則的一個例外。但是，他成為總統的方式很罕見，而且他是以堪薩斯城為根基的從政者，並不是來自密西西比偏遠西部的地方。如果他沒有成為總統，在後來的日子裡，他幾乎肯定不會以自然的方式獲得提名。

詹森是一個更大的例外，但也不算太大。一個來自德州真正的西部人！他證明了所有西部人引以為豪的特質，刻苦努力、自力更生、粗野嬉鬧、極為獨立（這是我引以為豪的！）。他跟杜魯門和福特一樣，都是通過副總統的途徑成為總統的。1964年，他以現任總統身分獲得提名，跟杜魯門和福特一樣。如果不是這樣，不清楚他是否會被提名。

第三個例外是韓福瑞（Hubert Humphrey），1968年詹森退出競選時，時任的副總統韓福瑞獲得了提名。在尤金·麥卡錫（Eugene McCarthy）在新罕布夏州的初選中以意外強勁的表現擊敗他之後，詹森意識到他的基本盤不夠強大，無法獲得提名並贏得大選。同樣非常罕

見！在那個年代，加州的初選比現在重要許多，這更增加了不尋常的特點。像是在加州贏得初選後，羅伯特·甘迺迪在成為提名的領先者的當晚被暗殺。

如果羅伯特·甘迺迪沒有被殺，韓福瑞是否能獲得提名還很難說。他可能不會獲得提名，而且在當時的民意調查中明顯落後。一個比較不重要、但有趣的點是：韓福瑞的政治根據地在明尼蘇達州，恰好在密西西比以西兩英里處——是這個規則的一個例外，但比較不重要（提醒你一下，後來韓福瑞輸了大選）。

除此之外，民主黨只選擇密西西比以東的人。近期以正常方式獲得提名的例外是，來自內布拉斯加州的威廉·詹寧斯·布萊恩（William Jennings Bryan）——這是很久、很久以前的事了——而且也不是很偏遠的西部（關於布萊恩，請參見附錄，以了解他在著名的《綠野仙蹤》[Wizard of Oz] 中的角色）。

再說一遍，這些只是我的理論，無法用科學的方式證明，因此其實不是很重要。就像共和黨一樣，未來的基本面可能會改變，我們可能會看到這個現象逐漸消失。

但這裡有兩個非常有說服力的模式擺在你面前——你永遠都在關注政治，也知道選舉的結果。但大多數人沒有看到清晰的模式。我們現代人的大腦有時就是不擅長辨認出簡單的模式，因為我們的記憶與我們的分析無法同步得很好。歷史是克服我們失敗記憶的好方法——也能讓我們開始看到更有意義的模式，例如，總統任期分析可以用更基本面的因素來解釋。

我們應知道5：其他國家的執政者都和美國相同

儘管已經舉出政治風險趨避對市場的影響，你可能仍然會想：「好

吧，這很有趣，但它也許只是偶然的怪事。」沒錯，除非其他地方有可信的證據表明，吸血生物可能、也確實影響資本市場與經濟。

如果你認為美國從政者很像吸血蟲，他們無法與世界上其他地區的從政者相提並論。例如，我們可能會抱怨美國腐敗的政治領導人，不過，中國實際上仍然是共產主義國家。他們只有一個政黨——共產黨。他們或者……嗯，沒人。很明顯！

共產黨的從政者非常、非常想保住他們的工作。這與美國不同，在美國，如果總統或國會議員惹惱了一大群人，他們就會被趕下台，然後繼續透過巡迴演講或遊說活動獲得巨額費用。在共產主義國家，當人們被開除時，他們通常會被關進監獄或者死掉。

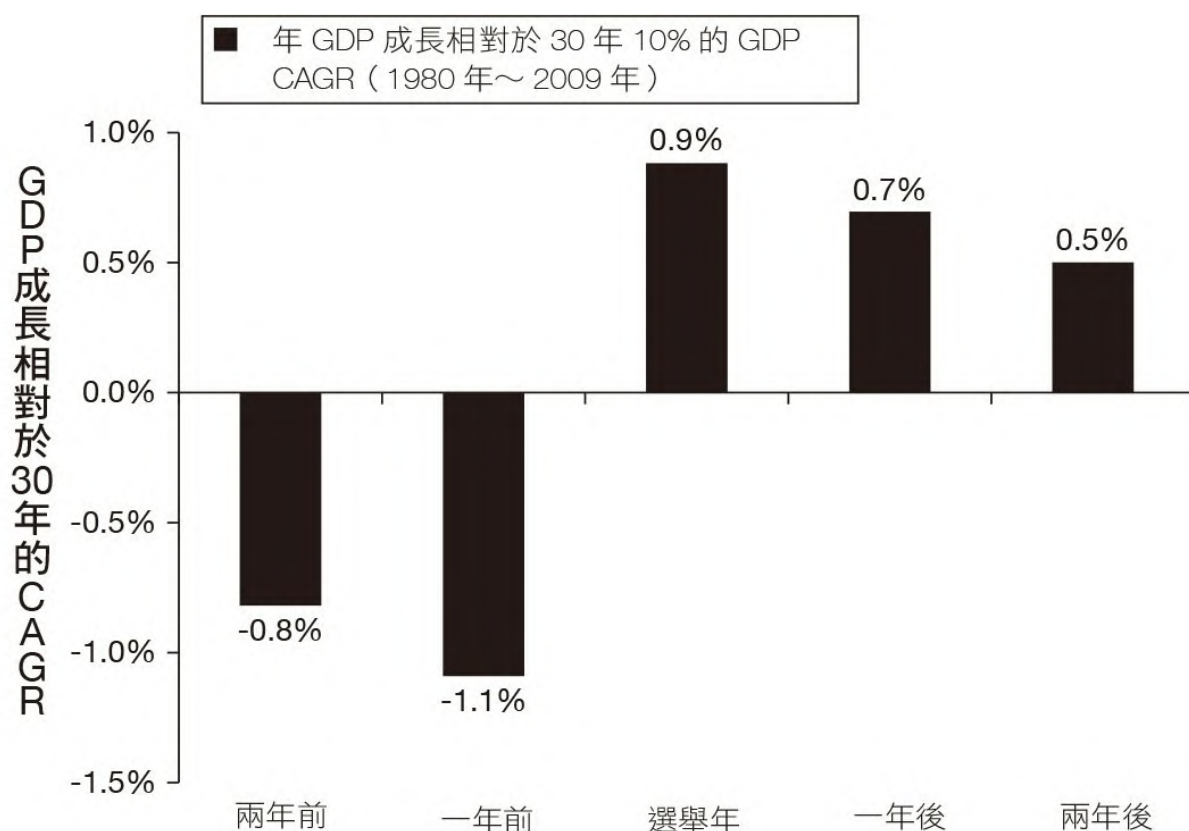
中國雖然近年來做了一些自由市場改革，但依然是由上而下控制的經濟制度。雖然美國的從政者（以及其他已開發國家的從政者）幻想自己能夠控制經濟，但中國政府實際上才是能夠控制經濟的——相當大的程度（在你認為這聽起來很美妙之前，請記住……那可是共產黨啊）。

中國的全國人民代表大會（National People's Congress；簡稱NPC）的選舉週期為五年，也是中國政府僅有的立法機關。中國的國家主席是由代表大會選出的，儘管它不是非常透明——關於誰將成為下一任國家主席，有許多閉門爭論仍在繼續。除此之外，全國人民代表大會代表的地方選舉，跟美國眾議院與參議院議員的選舉沒有太大的區別——儘管代表自然只有共產黨。不過如果你不喜歡它們的政綱，那你最好不要告訴別人。

為了將國內動亂降至最低，並讓民眾普遍容易控制，政府會在選舉年竭盡全力推動經濟成長。這個鮮為人知的事實，推動了對政客們有益的經濟週期。他們創造它，並從中受益。為了玩這場遊戲，他們總是在前一年拉低成長與通貨膨脹，這樣他們就可以在不推高通貨膨脹的情況下，在選舉年重重的加大刺激力度。這有點像他們用大量的酒精催生一個大型派對，並在人們喝醉或開始宿醉之前進行投票。

圖7.1呈現出這個效果。在過去的30年裡，中國的複合平均成長率（compound average growth rate; 簡稱CAGR）相當高——平均約為10%。但選舉年的平均成長率比這高出0.9%，而選舉前一年的平均比該平均值低1.1%。他們猛踩煞車，然後猛踩油門。就我個人而言，我認為這是一件愚蠢的事情，但他們已經這樣做了很長一段時間，他們的文化也激勵他們繼續這樣做下去。

圖7.1 中國的任期週期與經濟成長



資料來源：湯森路透。

我們應知道6：政治與經營企業不同

我不認為從政者們是出於惡意而誤入歧途（至少在民主國家不是。

在共產主義與社會主義的國家裡，可能是有預謀的。這只是我的觀點）。這就是我跟許多意識形態的人不同的地方，他們認為他們討厭的男人（或女人）是想要害他們，而他們喜歡的男人（或女人）是一個神聖的天才。相反的，我認為大多數從政者都對經濟知之甚少、在政治上很精明，而且是完全以自我為中心、自私自利的自戀狂。

大多數職業從政者（大多數在國家辦公室工作的人，通常都是一心想飛黃騰達的人）不會每天做出影響私人企業獲利能力的決定。他們員工的生計不是掌握在他們的手中。他們不必對希望看到利潤、股東價值等成長的董事會負責。如果他們在一段合理的時間內不能創造利潤，他們不會被解僱。是的，他們要對選民負責（在某種程度上）。但取悅選民跟經營一間盈利的企業根本無法相提並論（想想很多、很多、很多的從政者，他們做過非常糟糕的事情，卻沒有被解僱，而且事實上，他們有很長的職業生涯）。

因為大多數職業從政者都沒有經營過企業，也沒有在私部門工作過一段時間（如果曾經有過的話），所以他們不會深入了解那些影響著全球經濟的無數、瘋狂、近乎不可思議的因素。我看不懂任何從政者的大腦（也不想懂——讓人毛骨悚然），但他們似乎一面倒的相信，經濟是很容易被推動或拉到一個或另一個方向的東西，或者是可以以某種方式被控制的東西。他們可以透過監管消除大部分風險。他們想讓你相信這點，這樣你就會再次投票給他們，他們說著：「投給我，我會保護你。另一個人想偷你的錢，想踢你的狗！」

對於那些曾經經營企業的吸血生物來說，這對他們來說是好事。但我猜，到了他們在華盛頓的第五年，他們已經忘了這些教訓（吸血生物的記憶比大多數投資者更短暫）。他們的記憶似乎被公眾當下的念頭所淹沒，因為一切都會回到贏得33%支持率就能獲得一半以上的票數。他們不再像執行長那樣思考，試圖增加股東價值、僱用更多的人。他們的想法就像職業從政者：「我應該給誰好處，這樣他們就會給我競選捐

款，讓我呆在這個舒適的辦公室裡？」

你可能認為有些從政者很壞，是的。但總體來說，他們不就是試圖幫助社會的公務員嗎？也許，這可能是某些人的動機（至少在最初是這樣）。但如果你想幫助社會，為什麼不創辦一間僱用一群人、給他們高薪的公司呢？並且 / 或者生產一些比競爭對手更便宜的有用的東西——為人們省下一大筆錢？或者研究救命的疫苗、癌症治療、糖尿病治療、醫療設備？或者提供有價值的服務——管理資金或借錢給其他想要創業的人，像是生產疫苗、更便宜的運動鞋、更安全的汽車、很酷的軟體、省錢小東西的人？在增加社會財富、提高生活品質等方面，私部門所做的社會公益，比政府過去或將來所做的還要多很多。

我非常為我的祖父亞瑟．L．費雪（Arthur L. Fisher; 1875～1958）感到驕傲，他是醫學博士。他是約翰霍普金斯醫學院（Johns Hopkins School of Medicine; 1900屆）第四屆畢業生。約翰．霍普金斯（Johns Hopkins）來自一個富裕的家庭（他們擁有種植地與一些其他的生意），他透過創業和明智的投資，使他的財富呈指數成長。他在1873年去世時留下一大筆財產，並留下了很多遺贈，其中包含一筆用來創辦一間醫院的遺贈。他留下幾個指令——醫院應該尋找最優秀的人才，並做為一個持續研究的平台。此外，醫院將為所有種族的窮人提供免費服務，這在當時是一件令人驚喜的事情。這發展成今天的約翰霍普金斯醫學院，從事開創性研究的世界級機構，拯救與改善全球各行各業人們的生活。它幾乎每年、且連續多年名列世界頂尖醫院。它在幾乎所有類別的排名中，都名列前10名的醫院。它的醫學院也同樣很頂尖。

沒有人讓約翰．霍普金斯利用體面的人生開端，去建立一個私人企業關係網。基本上，沒有政府命令他把所有的財富都交給私人慈善事業。他這麼做是因為他就是這樣的人。即便你想，你也無法量化他對世界的影響。儘管我很喜歡約翰．霍普金斯（這個機構與這個人），但我意識到還有無數其他的例子。在我看來，約翰．霍普金斯在最初僅僅是

為了致富的願望上所做的貢獻，比任何1萬名從政者加起來的貢獻都還要持久。沒有富人就沒有慈善事業。世界上絕大多數的慈善機構，都是來自美國的富人。

先忘掉霍普金斯的慈善事業，或者其他慈善事業，想想那些成功的企業家在經營他們的企業時所做的好事。首先，看看富比士400富豪榜（*Forbes 400*）的創辦人與執行長們。試著統計一下：他們有多少員工，他們付給他們多少錢，他們付給他們多少福利。然後再想想他們的股東——他們一小部分的所有權為他們增加多少財富。然後再想想與這些企業互動的所有企業——它們如何透過賣給它們中間產品、或從它們那裡購買關鍵軟體（或桌椅，或會計服務等）而獲益（再想想那些企業的員工與股東等）。然後試著去統計，他們公司生產的產品讓世界帶來多少更好、更快、更便宜、更酷、更健康，以及更有趣的結果。你無法統計。這是難以想像、難以理解的。

舉個簡單的例子：如果沒有微軟，我無法經營我的公司。我做不到。此外，我坐在一台思科（Cisco）的IP電話旁邊，看著戴爾（Dell）的螢幕打字，同時一邊使用我的黑莓機（BlackBerry）接電話。我先不談這些，但是，比起任何一個沒收他們（和你）的收入，並利用這些收入來教訓我們應該使用哪種燈泡的從政者，世界難道不是因為那些創辦與經營私人公司的私部門公民，而變得更好的嗎？

也許你不同意。好吧！你可能認為我對從政者的看法憤世嫉俗過頭了，或者太超過了。再說一遍，當我說這些話時，我並不太在乎別人對我的看法。是的，我可以接受也許我錯得離譜。我只是在表達一些無法以量化方式證明的觀點。儘管如此，我還是希望這一章能让你相信，如果你能在涉及市場的時候——就是在做投資決定的時候——停止意識形態思維，你就能開始看到歷史的教訓，而歷史教訓在未來可能會被證明，比佩戴競選徽章更能為你帶來獲利。

在政治領域，就像所有其他與市場相關的現象一樣，我希望我已經

讓你明白「金錢不會忘記，但人會忘記，而且這次可能也沒有太大的不一樣」的概念。

快速結論

歷史告訴我們，在投資時擁有意識形態是危險的，且總體來說，政黨並不重要，因為資本市場是由人們在做決定。

註釋

- 1 〈股票報告：今天的股市處於優柔寡斷的狀態〉（Stock Report: Today's Stock Market Resides in the State of Indecision），《新聞論壇》（News Tribune），1992/09/10。
- 2 〈兩黨为了更好的華爾街結果而戰〉（Parties Battle Over Best Wall Street Results），《艾斯伯瑞公園報》（Asbury Park Press），2009/08/16。
- 3 尼克·普洛斯（Nick Poulos），〈股市走勢能預測總統大選嗎？〉（Does Stock Market Action Predict Presidential Vote?），《芝加哥論壇報》，1971/12/12。
- 4 理查·貝尼迪托（Richard Benedetto），〈在民意調查中，民主黨在關鍵議題的得分更高〉（In Poll, Dems Score Better on Key Issues），《今日美國報》，1996/10/31。
- 5 丹尼·金（Danny King），〈對富人增稅對美國經濟是有益還是有害？〉（Would Higher Taxes for the Wealthy Help or Hurt the US Economy?），《每日金融報》（Daily Finance），2010/09/21，www.dailyfinance.com/2010/09/21/expiring-tax-cuts-for-wealthy-americans/?icid=sphere_copyright（2011/08/09存取）。
- 6 Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1925/12/31到2010/12/31。
- 7 參考資料同上。
- 8 參見附註6。
- 9 丹尼爾·康納曼與阿莫斯·特莫斯基（Amos Tversky），〈展望理論：風險下的決策分析〉（Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk），《計量經濟學》（Econometrica）47（2）（1979年3月）：263–292。
- 10 Global Financial Data, Inc.，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1925/12/31到

2010/12/31。

11 參考資料同上。

12 參見附註10。

13 Global Financial Data Inc.，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1976/12/31到1977/12/31。

14 〈總統支持率追蹤者〉（Presidential Approval Tracker），《今日美國報》，www.usatoday.com/news/washington/presidential-approval-tracker.htm（2011/08/30存取）。

15 Global Financial Data Inc.，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1995/12/31到1996/12/31。

16 參見附註10。

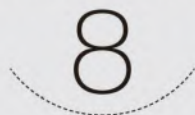
17 參見附註10。

18 參見附註10。

19 參見附註10。

20 參見附註10。

洞察市場真實面



世界一直都相當全球化

讀這一章，你需先知道

- **保護主義 (Protectionism)**：保護主義是指政府限制國際貿易以幫助國內產業的政策。保護主義政策的實施通常旨在改善國內經濟的經濟活動，但也可以出於安全或質量問題而實施，像是提高關稅、進口配額、產品標準和補貼都是該主義的主要政策工具。
- **低配 (underweight)**：當預期某項資產類別回報會低於相同資產類型的市場平均報酬時，而減少持有該資產的比例，具有投資戰術上的考量。
- **資本利得稅 (capital gains tax)**：是針對買賣資產獲得的利潤（資本收益）所徵收的稅，這些資產可以是股票、基金、債券、房地產、貴金屬等。
- **負稅率 (negative tax rate)**：相對於政府針對所得所徵收的正稅率，負稅率是指政府給予低於某一特定標準所得的家庭或個人補貼的比例。

——緣起——

全球化不是現在才開始，它一直都在

你經常從媒體上聽到這樣的話，「世界比以往任何時候都更加互連！」或者「.....在這個日益全球化的世界裡.....」。

這基本上是對的——現在的世界比10年前更緊密相連，那時又比10年前更緊密相連，以及10年前的那時又比10年前更緊密相連。奇怪的是，人們對「現在」世界有多麼緊密相連如此興奮。這就像人們說「現在」是一個波動更大的時代（第三章）。他們只是注意到世界有多麼全球化嗎？要認為這是一個新現象，需要有非常短期的記憶，並且完全無視非美國的數據與歷史。事實是，世界一直都相當的全球化，既比大多數人認為的更全球化，也比大多數人想像的時間還要更長。

忘記這一點會導致重大的投資錯誤。美國股市只占全球股市的43%。¹然而，一般的美國投資者，平均只將他們投資組合的14.4%投資於海外。²雖然情況已經有所改善。在1990年，美國還只有122檔全球型共同基金。³先不提ETF——它們直到1990年代中期才出現。現在，美國有2,758檔全球型基金，⁴但投資者還沒有達到他們能夠（或應該）達到的全球化程度。

當然，誰的共同基金是第一檔真正以全球基礎進行投資的？約翰·坦伯頓爵士，他的傳奇不只建立在他的遠見、他對未來進步的肯定、他不受大眾影響而能夠跳出思維框架的能力上，而且還建立在他的全球視野上。他清楚的看到，這是一個全球投資的世界，有著巨大的機會，而美國人卻沒有重視，甚至完全錯過了（當他開始這樣做時）。

許多美國人不僅會避開購買國外股票，而且他們甚至很少會去考慮它，除非是重大事件，像是2010年與2011年的歐豬五國，或是在某些類別變得很熱門之後，像是2009年與2010年的新興市場。

不僅僅是美國投資者。至少美國投資者在世界上占了很大一部分。

英國人也傾向於只投資英國（只占全球市值的8.3%！）⁵，德國人一樣只投資德國（占全球市值的3.5%），日本人更是毫無疑問的只投資日本（占全球市值的7.8%）⁶，同樣的，不丹人也只投資不丹。你明白我的意思吧。

很多人害怕投資國外，就像害怕外國人一樣。而且不僅僅是個人，許多專業人士把國外股票當作一種單獨的資產類別像是國外股票、國外債券、國外貨幣！很多人如果推薦國外股票，也只會推薦少量的配置（也許10%，最多20%）。但是，美國以外的股票卻占了全球的57%！⁷

許多投資者（希望不是你）沒有看到的是，國外的經濟體與資本市場並沒有那麼令人陌生。今天的世界不只是更緊密相連了，它一直都是這樣，而且總是在缺乏規律的斷斷續續中，變得愈來愈緊密相連。人們只是忘了這點，或者他們只是不知道要去看。如果你現在還不適應，那麼情況只會變得更糟，因為今後世界將變得更加緊密相連。但是，我們互連的時間比我們意識到的時間還要長——超過150年，這是我們的記憶沒有好好幫助我們的150年。

這聽起來像是語義學，但我不喜歡在投資時使用「國外」這個詞，我喜歡「全球」。國外意味著我們相對於他們，而全球則是更全面、更由上而下、更流暢的方式。這不是「國外還是國內」兩者其一的投資選擇。相反的，你應該以每一種可能的方式，進行全球性思考。為什麼？

- 全球力量發揮作用的時間，比大多數人所能理解的還要更長，我們有證據能證明這點。
- 忽視全球可能意味著，忽視影響投資績效表現的重要因素，即使你是單一國家的投資者。
- 歷史告訴我們這點，走向全球意味著，增加管理風險與提高績

效表現的機會。

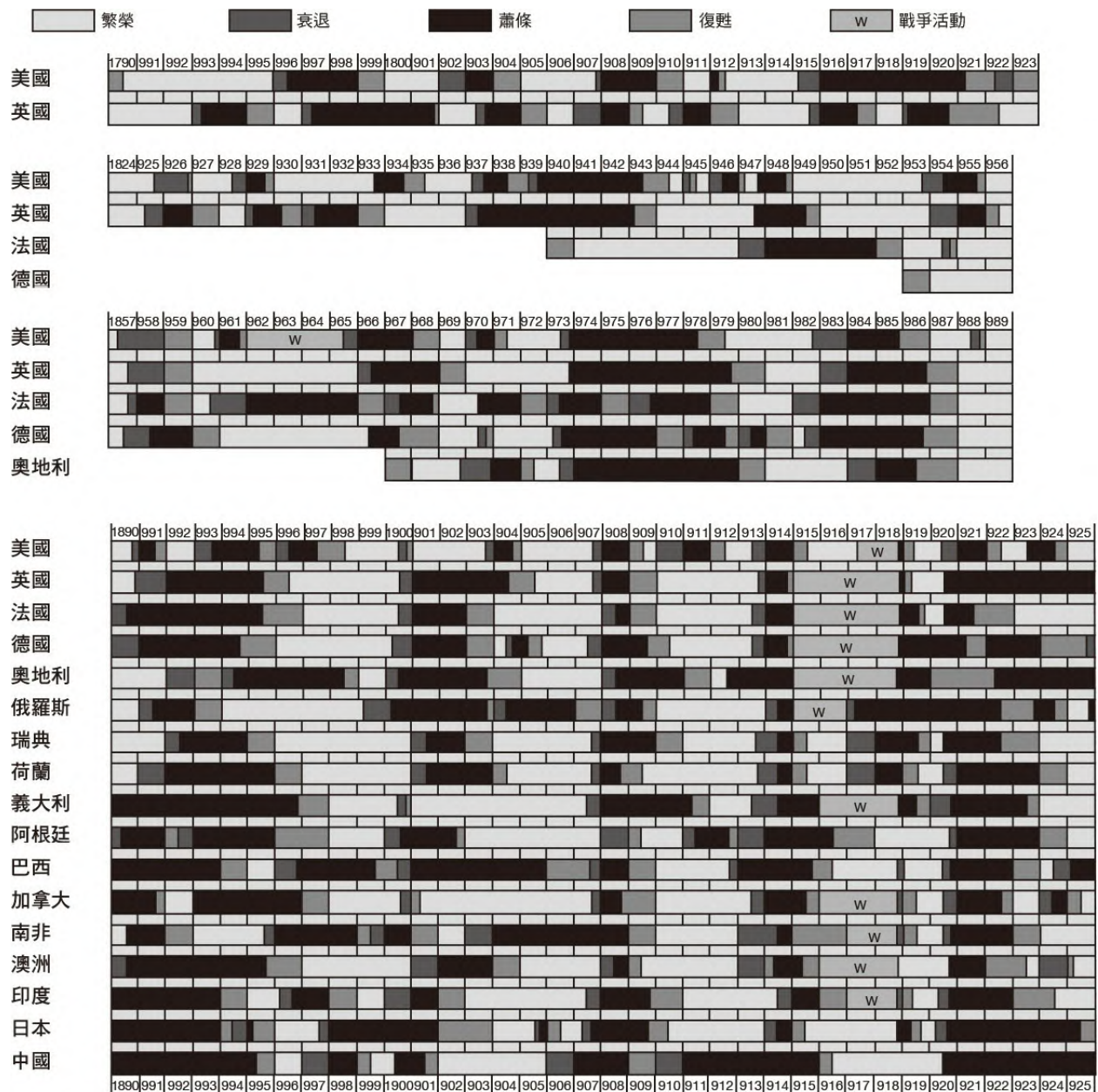
我們需了解**1**：世界很小，同步移動但反應時間不同

我學了很多歷史。我希望你們在這本書中能體會到這點，特別是在前一章的結尾。而讓我感到驚訝的是，即使是非常優秀的歷史學家，也傾向於認為全球化是在第二次世界大戰後開始的。這在歷史上是荒謬的。部分原因可能是因為從第一次世界大戰開始，我們確實經歷了短期、全球性的極端保護主義趨勢，在我看來，該趨勢最終導致了斯姆特—霍利關稅法案（Smoot-Hawley Tariff Act，編按：該法案是**1930**年美國針對**2**萬多項進口物提高關稅，引起其他國家採取報復行動，進而使得美國經濟大蕭條）的災難。但是，即使個別國家試圖建立理論上的（在某些情況下是實際的）障礙，企圖中止全球化，它們也無法阻止全球總體力量跨越國界。早在第一次世界大戰之前，世界就已經高度全球化了，這是最容易被忽略的一點（但並非一直像唐納德·布德羅博士 [Dr. Donald Boudreaux] 描述的那麼好，他在2008年出版的《全球化》 [Globalization] 一書，對於有興趣了解今天的全球化經濟如何運作的人來說，這是一本快速、簡單的必讀書籍）。

圖8.1是我1987年的書《華爾街的華爾滋》中的另一張圖。這張圖是來自米契爾（Wesley C. Mitchell）的一本書——他在1920年成立了美國國家經濟研究局（NBER），該機構負責記錄經濟衰退、經濟擴張，以及一系列的其他經濟數據（本書大量使用了這些數據）。米契爾也管理了美國國家經濟研究局25年，並成立了美國統計學會（American Statistical Association）。他（還有羅傑·巴布森 [Roger Babson]）被

認為是最先實現經濟統計標準化的人。在此之前，經濟分析大多就像是把手指放在氣流中感受然後猜測風向（我猜，在很大的程度上現在依然是這樣，尤其是對於沒有接受過正規訓練的大多數人來說）。

圖8.1 1790年到1925年不同國家的景氣循環——世界同步移動



資料來源：米契爾，《景氣循環，問題及其背景》（*Business Cycles, The Problem and its Setting*），麻薩諸塞州劍橋，美國國家經濟研究局，1927年。

圖表呈現的是，回溯至1790年主要已開發國家的經濟週期，首先是美國與英國——因為這兩個國家有最好的數據，可以追溯到最遠的時間。1840年我們加入法國，1853年又加入德國。把你的眼光移到這張圖。黑色條狀（衰退或蕭條）通常會累積。淺灰色條狀（擴張）也是如此。是的，有些國家會領先，有些國家的擴張時間則更長，或停留在衰退中的時間會更長。你會預料到有些國家領先，有些國家落後——如同現在依然會發生。但是，當世界上其他地區都在成長時，這會拖著個別國家一起，反之亦然——如果少數國家得了流感，那麼其他國家至少會流鼻涕。今天的情況多半相同，而且不可否認的是，相同程度還更多一些（這是在1927年發表的圖，如果今天的人們不能理解我們有多麼緊密相連，想像一下當時的人們會如何看這張圖）。

從圖8.1中還可以看出一些重點：即使是主要大國也無法逆轉這個趨勢。除非你生活在荒島上，沒有與人進行貿易——就連古巴也沒有這樣——否則你無法抗拒全球趨勢。就像古巴一樣，試圖孤立自己只會導致災難。中國在毛澤東的「大躍進」期間經歷了這個教訓（既不偉大、沒有飛躍、也沒有前進）。他強制執行集體主義與自給自足。不從做得更好、更便宜的國家進口鋼鐵，毛澤東強迫公民在後院建熔爐，冶煉廢金屬。結果呢？數千萬人死於饑餓。你不會想生活在一個沒有互連的世界裡。而在美國的你，更不會想要如此。

另一個重點是：從政者們喜歡把經濟成長歸功於自己，然後把經濟低迷歸咎於對手。這招厲害。看看那張圖。如果經濟衰退在全球蔓延，他們也無法阻止。主要國家的從政者所能做的就是採取行動，使國內的結果相對於全球其他地區稍微好一點；但景氣循環仍會跟著世界一起走。經濟衰退是全球性的；經濟擴張也是。

不要認為這意味著如果你看到一個國家陷入衰退，你就應該自動採取防禦措施。世界傾向於朝著同個方向發展——但不是完全一致，也不是完全以相同的速度發展。此外，當世界正快樂的前進時，一個國家可

能做自己，並且內爆——尤其是較小的國家。在每一個經濟週期中，各個國家總會以不同的速度發展。每一次經濟擴張時總會出現一些有問題的地區，全球經濟收縮時也會有一些表現相對較好的地區。但如果世界正大步的朝著一個方向發展，這表示主要的全球驅動因素在一定程度上影響著每個人。如果全球正向上或向下發展，大多數主要國家也會朝那個方向前進只會有高一點或低一點的程度差別而已。

現實層面：資本市場不分國內外

各經濟體之間有著緊密的連結，資本市場也是如此，而且時間已經比我們能夠有效衡量的還要更長。圖8.2呈現的是，過去四十年美國與非美國已開發國家的股市年報酬率。報酬率的大小可能不同，但方向很少不同。當出現分歧時，它也會很快的恢復。

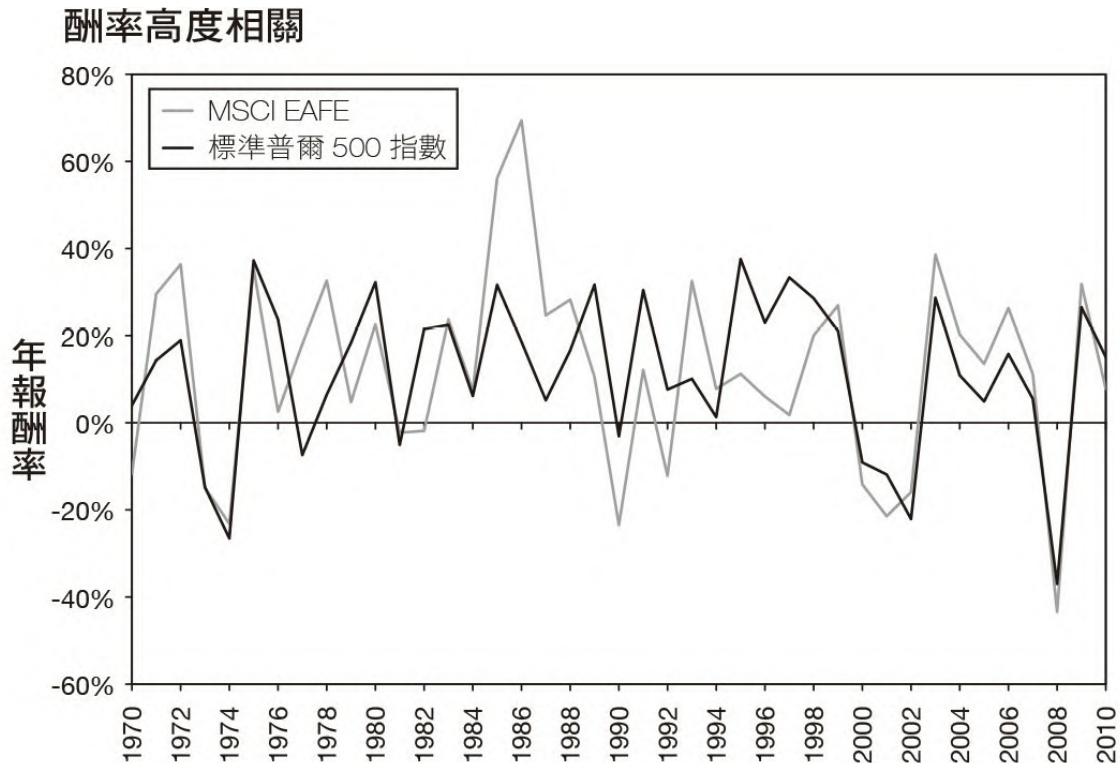
人們通常認為國外股票的風險更大。但如果這是真的，那美國與非美國股市的表現就不會如此相似。如果是這樣的話，當美國股市上漲時，國外股市就會下跌，或者橫向盤整，至少不會如此密切相關。

另一個與第六章有關的有趣重點是：回溯至我們所能取得的非美國數據時，國外股市的年化報酬率為9.4%，美國股市的年化報酬率為10.0%，兩者非常接近。⁸為什麼？雖然路徑不同，但金融理論認為，結構良好的類別在一段時間內應該獲得相似的報酬率，就像這些類別一樣。

圖8.2呈現出超過40年的股票歷史，這是相當長的一段時間。但我怎麼能如此肯定，影響股市的因素很久以前就是全球性的呢？圖8.3有一個很好的早期範例——1929年崩盤之前與之後的倫敦、紐約、柏林，以及巴黎證券交易所。

圖8.2 標準普爾500指數與MSCI歐澳遠東指數（MSCI EAFE）的年報

酬率高度相關



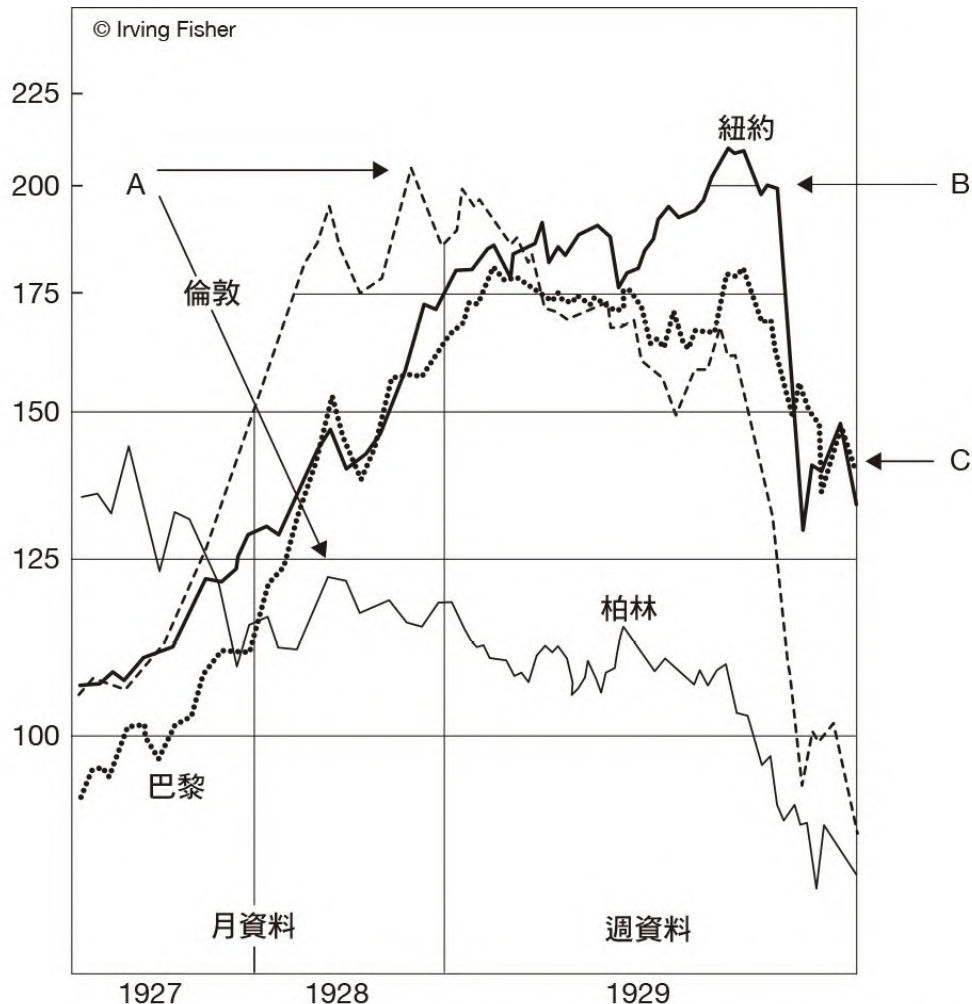
資料來源：湯森路透，標準普爾500總報酬指數，MSCI歐澳遠東指數（淨報酬），資料期間為1969年12月31日到2010年12月31日。

同樣的，在我1987年的《華爾街的華爾滋》一書中，使用了這張圖——在1987年，幾乎沒有人敢喊出「全球第一」的口號。但這張圖表及其歷史充分說明了，即使你只投資國內，也需要從全球角度思考問題。關於1929年大崩盤與經濟大蕭條，你一般讀到的大部分內容，通常都集中在美國股市與美國經濟上，就好像我們是一座孤島，糟糕的事情只發生在美國。這完全是虛構的。它是一個高度全球化的現象，在當時全球的股票交易所都大幅下跌，而且它是從美國以外先開始，這是美國國內幾乎從未教過的一部分歷史。

請看圖8.3。注意，早在1928年，倫敦與柏林就率先到達高點了！在1929年大部分的時間裡，巴黎股市呈橫向盤整，而紐約股市仍在上漲。這些國家的市場已在警告我們，然而，狹隘的美國人卻沒有注意

到。放眼全球是有好處的，即使你永遠不會擁有任何海外資產，也應該思考海外正在發生的事情，這些事可能很快就會來到美國。

圖8.3 巴黎、倫敦、柏林，以及紐約股市，1927年到1929年



資料來源：歐文·費雪（Irving Fisher），《股市崩盤與之後》（*The Stock Market Crash and After*），紐約：麥克米倫出版社（The Macmillan Company），1930年。

這張圖最初來自歐文·費雪（Irving Fisher；1867～1947）的一本書。很多人（錯誤的）以為我們是親戚，但其實不是。他是1920年代最著名、最受尊敬的美國經濟學家。他也許是被稱為新古典派經濟學家的先驅，他們完全相信自由市場。後來，他的同類學派被凱因斯經濟學派

取代了首要地位幾十年。

他經常被認為是正式提出貨幣數量學說（quantity theory of money）的人，這是二十世紀經濟學的重要基石。通貨膨脹專家與經濟學家都知道這個學說的公式是 $MV=PQ$ 。M是貨幣供給量，V是貨幣流通速度（貨幣在經濟中流通的速度——換句話說，是一年當中貨幣轉手的次數），P是物價水準（你可以想成是通貨膨脹），Q是交易的總量。不要試著輸入實際價值——這純粹是理論，但它是好的理論，而米爾頓·傅利曼（Milton Friedman）認為，這是他所說的「通貨膨脹在任何地方、任何時候都是一種貨幣現象」這句話的推動力。這句話的意思是，通貨膨脹是由過多的貨幣供給、或過快的流通速度、或兩者一起造成的。

人們喜歡說通貨膨脹是由許多奇怪的事情引起的。比如石油價格、貿易赤字、預算赤字。這些都與貨幣供給量或貨幣流通速度沒有直接關聯。歸根究底，通貨膨脹是由於過剩的貨幣四處流動，而沒有被經濟活動吸收而引起的。大多數貨幣主義論者會說，如果你創造的貨幣比商品多，那麼流通速度最終會正常化，你會得到更高的通貨膨脹（然後還有很多關於在不同環境、對外貿易的各種影響下，貨幣流通速度有多快的爭論，但我們現在不需要討論這些，因為它不是我們主題的核心，我們討論的是記憶相對於市場現象是如何運作的）。

但歐文·費雪的書《股市崩盤與之後》講述了史上最糟糕的市場預測。這本書在1930年出版，當中有費雪認為股價將很快上漲的觀點。哎呀！從那以後，公眾對他就不友好，並且大肆嘲笑他。即使在40多年前，當我還是一名年輕的經濟學學生時，人們對他早期的貢獻也只給予有限、勉強的尊重，但卻在其他方面破壞他的聲譽。

但事實是，他從來都不是一個傑出的預測家——學術界的經濟學家很少是。他也有點怪異。由於對抗肺結核，他成了留著小山羊鬍的健康狂人。身為一個積極的素食者（這不是怪異的部分），他寫了一本關於

健康、飲食，以及運動的全國性暢銷書《如何生活：以現代科學為基礎的健康生活守則》（*How to Live: Rules for Healthful Living Based on Modern Science*）。

這都是1929年之前的事。但他相信各種瘋狂的觀點，像是局部性敗血症（focal sepsis）這個荒謬的觀點，認為精神疾病來自我們牙齒根部和其他地方的傳染性物質。他也是一位優生學主張者。在1930年代的發展過程中，他之所以受到如此嚴重的嘲笑，部分原因並非1929年的崩盤。由於希特勒的出現，優生學主張者在美國與全球大部分地區變得非常不受歡迎。

關於他的局部性敗血症幻想，其中一件令人啼笑皆非的事情是，當他的女兒被診斷為精神分裂症時，他讓一位局部性敗血症醫生，開始從她身上取出一部分內臟器官，直到她最終死去。真是瘋狂的經歷，感謝上帝賜予我們現代醫學，今天不會發生那樣的事。哦，對他在1930年代的人氣沒有幫助的最後一點是，他一直是位狂熱的禁酒主義者。

不管怎麼說，儘管他的方式有點瘋狂，但他確實做出了非常出色的觀察，認為海外市場首先下跌，紐約證交所的股票也可能受到海外變現的壓力。有可能真是這樣！如果你一直關注海外市場，你可能已經看到它的到來。再看一次圖8.3，A點顯示的是英國與德國股市的高點；紐約與巴黎大約同時在B點到達高點，然後重重的下跌到C點。

崩盤是全球性的，隨之而來的經濟大蕭條也是——這點大部分經濟學家與歷史學家很少提到（如果他們知道的話）。同樣的驅動因素也帶著地方特色出現在全球。

美國案例：關稅保護政策的災難

舉例來說，現在人們普遍認為災難性的斯姆特—霍利關稅法案——創造了新的關稅，並提供數百種商品的現有關稅——是經濟大蕭條的主

要驅動因素之一。很多人認為，1929年的崩盤導致了經濟大蕭條。不，他們忘記了。當時的市場跟現在的市場沒有什麼不同。它們的反應先於經濟發展，反映出它們預期的一系列災難性政策。斯姆特—霍利關稅法案直到1930年才通過，但胡佛在競選時就主張提高農產品關稅，以「保護」美國農民。早在法案通過之前，國會就已經在辯論了——眾議院在1929年5月中就已通過了一個版本！全球市場預見了它的到來。

愚蠢的保護主義政策每次都帶來更多愚蠢的保護主義政策。斯姆特—霍利關稅法案引發了全球的報復性關稅。如果說人們忘得快，那從政者就忘得非常快。當你價格更貴時，會發生什麼事？人們想要的會更少！從政者們愚蠢、隨意的徵收關稅，使全球貿易變得更昂貴，進而使全球貿易減少——在1929年到1934年，全球貿易下降了整整三分之二。⁹這嚴重的損害了全球的經濟成長。但簡單的說，美國不可能擁有不是雙邊（最少）的貿易壁壘戰爭。美國提高關稅，其他國家也這麼做。其他國家提高關稅，美國也這麼做。

同樣的，在1928年到1933年之間，Fed相當奇怪的從經濟中抽走三分之一的貨幣供給。如今，大部分的人都明白，對抗經濟活動放緩、避免通貨緊縮、避免經濟衰退帶來的最嚴重影響的一種方法是，增加貨幣供給。想想費雪的方程式，如果V因為經濟放緩而放緩，你可以透過增加M（貨幣供給）來平衡這個方程式（也許還能阻止通貨緊縮的死亡螺旋）。這是個遠稱不上完美的科學，但你肯定不應該在速度放緩的時候把錢抽走。

災難性的貨幣政策加上傻子，保護主義的從政者們有效的將情況嚴重惡化，使原本可能是一場正常的經濟衰退變成經濟大蕭條。這正是全球股市所預見的（如果你不只對貨幣政策如何影響經濟大蕭條有興趣，也對它如何影響現代美國的經濟政策有興趣，那你一定要閱讀米爾頓·傅利曼的《美國貨幣史》[*A Monetary History of the United States, 1876～1960*]）。

許多人也認為，二戰期間跟戰爭有關的生產結束了經濟大蕭條。如果是這樣，為什麼在戰爭結束後，美國與全球的經濟沒有再次陷入大蕭條？事實上，恢復長期經濟活力的一個重要因素是，全球社會默默的同意斯姆特—霍利關稅法案是一派胡言。自1944年的布列敦森林協定開始，全世界開始全面性、平均性的降低關稅。自那以後，局部的愚蠢行為有時還是會爆發，但整體而言，自第二次世界大戰結束以來，世界貿易穩步趨向更自由，而早已存在的全球化也依然未減弱。有趣的是，嚴格來說，斯姆特—霍利關稅法案在美國依然存在。從政者們很難承認他們錯了。

我們需了解2：正確看待世界，才能更好管理風險

所以，許多人對世界的看法是錯誤的，因此看不到（或忘記）這麼長時間以來世界有多麼的全球化。那又如何？它會導致嚴重的投資錯誤，並且失去管理風險與提高績效表現的機會。

儘管許多人認為國外投資存在風險，但真正的風險可能是不投資國外。特別是如果美國的未來出於某種原因而沒那麼好。但是，即使你是單一國家的投資者，無論是美國、英國、德國、日本還是不丹，忽視全球意味著忽視嚴重影響你的本國股票的因素。

現實層面：單一國家投資者受全球因素影響

假設你決定只投資美國。你是美國人，你住在這裡，在這裡工作，你「了解」這裡。難道這不是代表自己的國家才是最重要的嗎？不一定。大部分的總體驅動因素都完全是全球性的。在國外發生的事情可能對這裡有影響，反之亦然。如果世界其他國家都正在強勁成長，那麼美國很難往相反的方向發展——無論你在國內看到什麼糟糕的事情、愚蠢

的從政者（抱歉多餘了）、無數的社會問題、糟糕的教育、破碎的家庭等。當涉及經濟、資本市場、公司盈餘等，這是成立的。同樣的，如果世界其他地區陷入衰退，即使美國做了你認為正確的事情，它也無法避免衰退，頂多它受到的衝擊會比其他國家小一些。

是的，確實存在著一些會單獨影響個別國家的驅動因素——稅率、監管、貨幣政策（在一定程度上）等。但在很多情況下，個別國家特有的驅動因素，可能會滲透出去影響其他國家，比如監管或稅的改變導致跨國公司改變經營方式與地點，或者具有全球性影響的美國總統任期的異常現象。不過，一個驅動因素的國別性愈強，它在全球範圍內的重要性就愈小。假如你是一個全球投資者，也許國家特有的負面驅動因素，是在投資時低配（underweight）那個國家的理由。但你必須永遠先思考全球，個別國家只能擺在遙遠的第二位。即使你是單一國家的投資者（我不建議這樣做），全球發生的事情可能也將會影響當地股市的表現。

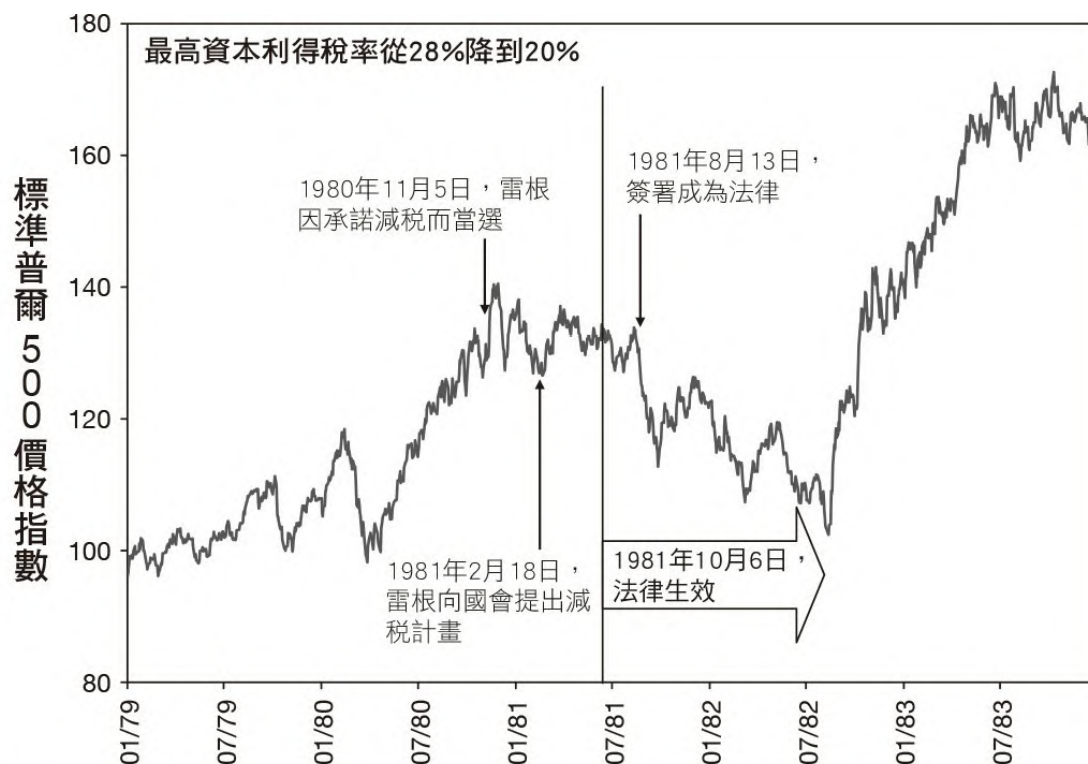
美國案例：國內稅率調整無關股市，全球情勢才有關係

意思是：注意你對本地事務的重視程度比全球事務高多少。一個好例子是——稅率變動。從政者們喜歡辯論稅的問題，大談他們的提案有多麼聰明，如何讓他們成為聖人，而他們的對手是可怕的人，他們想要破壞就業、憎恨窮人、憎恨孩子或憎恨你。

幾乎每次我們在稅的政策上爭論時，人們就會喋喋不休的假設這個預料中的必然結局：絕大多數的投資階層認為，增稅會損害股市，而減稅是神奇的市場靈丹妙藥。不是這樣的，事實上，從歷史上來看，稅率變動為市場帶來的結果是好壞混雜的。基本的原因，我認為是因為全球居於第一位，當地是第二位。即使美國不做一些愚蠢或聰明的事情，它也無法抵抗全球趨勢。

圖8.4、8.5、8.6，以及8.7呈現的是，一些主要的資本利得稅率變動的歷史。1981年（圖8.4）資本利得稅率從28%調降到20%。人們可能會認為股市會大幅上漲，但是股市沒有大幅上漲。在這個稅率成為法律之後的12個月，股市下跌了22%。¹⁰1987年（圖8.5）資本利得稅率調回到28%。標準普爾500指數一路飆升，直到1987年崩盤，而這次的崩盤也與稅率變動無關。

圖8.4 1981年經濟復甦法案——降低資本利得稅



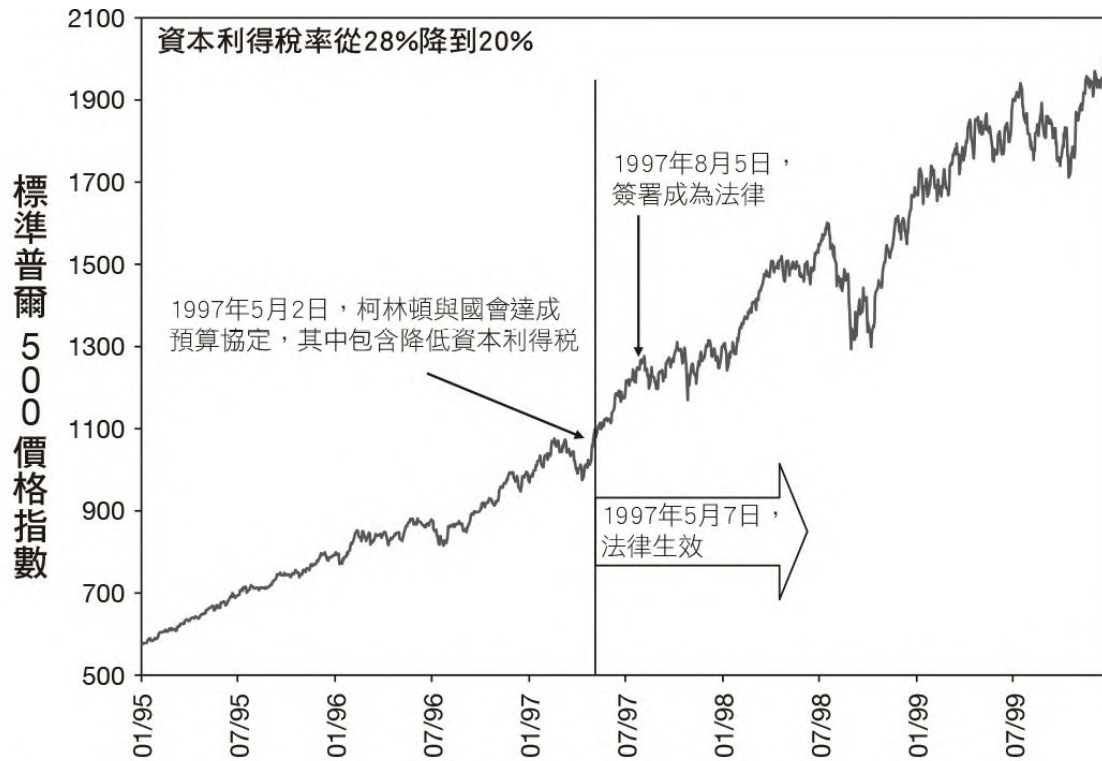
資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500價格指數，資料期間為1978年12月31日到1983年12月31日。

圖8.5 1986年稅務改革法案——提高資本利得稅



資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500價格指數，資料期間為1983年12月31日到1988年12月31日。

圖8.6 1997年納稅人減稅法案——降低資本利得稅



資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500價格指數，資料期間為1994年12月31日到1999年12月31日。

圖8.7 2003年就業與經濟增長減稅協調法案——降低資本利得稅



資料來源：Global Financial Data, Inc.，標準普爾500價格指數，資料期間為2000年12月31日到2005年12月31日。

1997年（圖8.6）資本利得稅率再次從28%降到20%，股票也持續著它們的牛市攀升。2003年（圖8.7）資本利得稅率被降到15%。股市最初大幅下跌，隨後開始了為期五年的牛市，這與稅率變動也沒有太大的關係。

所以，股市在減稅之後大幅下跌，在加稅之後大幅上漲，然後在兩次減稅之後繼續原本的走勢。這告訴你，雖然從政者、專家、你的鄰居，以及你的姐夫希望你認為稅務政策的改變極為重要，且跟市場的健康有巨大的相關性，但它們通常是一種漸進式的變化，其影響只是非常有限的單獨因素。全球形勢對股市的影響可能更重要。在上述的每一個實例中，美國都只是朝著全球股市的方向走——有真正非常緊密相關的數據。在這些期間當中，根據週資料，美國股票與非美國股票之間的相關係數從未低於98%。這是簡單的事實。

就我個人而言，我認為減稅是重要的，而且在任何實施減稅的地方，幾乎總是能帶來漸進式的正面經濟影響（也有一些小例外，比如降低現有的負稅率[negative tax rate]，或者當降低的稅率引起經濟學家所說的不經濟的替代效應，但這些都不是本書的核心論點，所以我就不討論這些了）。但歷史表明，市場的影響是沒有定論的。或許更重要的是，美國（或英國、德國、日本或不丹）的稅務政策很少會滲透出去對其他國家產生影響。也許激進的稅務政策的改變，會使公司重新定居到一個對商業更友好的地方，但是一個國家的損失就是另一個國家的收益，因此在全球的層面上沒有太大的實質性差異。

稅務的改變可能會對小範圍的類別產生差異，比如特定的行業使其產生贏家與輸家，但也許也會造成無效率。舉例來說，如果英國用懲罰性稅務打擊銀行，可能會使非英國銀行相對更具吸引力。但這並沒有改變銀行業在世界上的整體需求或角色。這些都是吹毛求疵的細節。對更大範圍的市場來說，更總體性、全球性的驅動因素通常會淹沒單一國家的稅務政策，尤其是在稅務改變相當微小的情況下。

舉例來說，如果全球企業獲利能力大幅下降，如果貨幣流通速度突然放緩導致通貨緊縮，或者如果全球經濟即將陷入衰退，那麼即使大幅降低企業與個人所得稅，也可能沒有太大的幫助。相反的，你可能討厭增稅提議，但是如果全球企業獲利能力成長良好，世界經濟也在穩步向前，那很可能意味著，不管有沒有增稅，你的國家都被拖著前進。

因此，當頭條新聞在抱怨一項稅收政策——或任何其他地方特有的問題——是世界末日時（或者相反的，說某件事是非常有希望的），要知道它是不太可能產生許多人所擔心（或希望）的影響。它太小了，也太侷限於當地了。不要忘記，全球因素會席捲而來。忽視全球，你就要自負後果。

費雪建議：投資者應在全球分散風險

更重要的是，未能正確看待世界的投資者，會錯過更好的管理風險與提高績效表現的機會。正如我在2011年所寫的，由於新興市場股票在2009年與2010年的出色表現，國外投資在某種程度上更受歡迎。我猜當新興市場開始落後於整體市場時（這最終將會發生——領先的資產類別一直在輪替），一大批對非美國投資不熟悉的投資者將會回歸。他們將會再次認為國外投資「風險太大」了。

太糟糕了！大多數投資者都知道，就連投資隨機的一籃子股票，其風險都比投資一檔股票還要小。那一檔股票可能上漲1000%！這有可能發生。但是其他的全都是風險。大量的學術研究證明了多樣化的好處及幾千年的經驗證據。人們對多樣的理解往往是它適用於各個產業。那麼，為什麼人們看不到全球化投資是合理的下一步呢？不是在新興市場這樣的非美國類別已經熱了一段時間之後，而是一直如此？你真正應該買的是（就像約翰爵士那樣）那些還沒有流行起來的類別。

我在2006年（《投資最重要的3個問題》）與2010年（《肯恩費雪教你破除50個投資迷思》）出版的書中，詳細闡述了全球投資的許多好處。此外，我的同事亞倫·安德森在2009年寫了一本很棒的書，名為《買下全世界》（*Own the World*），講述了全球投資的原因與方式。如果你對全球化不太了解，我推薦這三本書，我不需要在這裡重複這些資訊——這超出了本書的範圍。

簡而言之，學者與專業人士都同意，你投資的範圍愈廣，你就愈有機會分散股票特有的風險。沒有比全球範圍更廣的範圍了。畢竟，你無法做到銀河間的範圍。所以，走向全球，你就能增加另一個風險管理層面——分散國家特有的風險。如果你跟許多人一樣，擔心美國的未來不如過去好，那麼走向全球是合乎邏輯的。然而，這些人之中有許多人是¹最不傾向於投資海外的人，因為他們錯誤的認為，如果美國表現不好，那麼世界其他地方也會如此。

但想想世界末日之外的好處吧。如果當地有災難性的稅務政策，你

就不會受到太大的傷害。如果未來的總統選擇查理．辛擔任Fed主席，你可以低配美國股票，且長期來看依然可以從持有股票中獲益。或者，如果其他國家任命查理．辛，那麼你可以低配那個國家。

走向全球不能保護你免於遭受系統性風險——當市場急劇下跌時。但它確實提供了一個在更大的範圍分散風險的機會。

簡單來說，這就是風險管理的一面。在績效表現方面，你投資的範圍愈廣，你就有愈多的機會押注可能提高績效表現的市場。如果你認為德國工業可能會表現相對強勁，那就加大對德國的投資。如果你喜歡巴西的銀行，那就多配置一些比重在那裡。你不必做對所有賭注——這種事是不可能的。如果你缺乏信心，你根本不需要下任何賭注，你可以單純對你管理的全球指數保持中立，並且保持被動，只要有全球股票投資部位就行（長期下來，你可能仍比大多數投資者做得更好，如第二章所述）。

但如果長期下來，你對市場的押注正確的多於錯誤的，跟你的基準指標相比，你就會開始增加價值。當然，這是很困難的事！但是跟單一國家這樣比較小範圍的類別相比，走向全球會帶給你更多的機會。即使是像美國這麼大的單一國家也是！

我喜歡給投資者看表8.1，因為儘管我談了很多全球投資，但是非常關注單一國家的人有時候並不明白這點——績效表現的領先國家會改變。改變會很大，而且一直在變。你在第六章的圖6.1中會看到相同的基本故事。個別國家的情況也一樣，所以永遠不要忘記考慮全球。全球第一，當地第二。這張表列出了過去20年表現最好的五個國家。前五名通常有很大的差異。美國很少進入前五名。如果你願意的話，我們有一個風險管理與提高績效表現機會的世界。

表8.1、過去20年表現最好的前五名股票市場

年份	1		2		3		4		5		美國股市 報酬率
2010	希臘	90.4%	英國	10.3%	香港	9.2%	奧地利	6.7%	挪威	1.1%	-2.1%
2009	香港	49.5%	澳洲	35.6%	美國	31.3%	新加坡	25.0%	紐西蘭	20.8%	31.3%
2008	香港	32.3%	瑞士	18.1%	美國	7.4%	新加坡	6.3%	荷蘭	3.4%	7.4%
2007	香港	116.7%	芬蘭	83.2%	紐西蘭	70.0%	新加坡	68.0%	瑞士	46.7%	10.1%
2006	芬蘭	52.5%	挪威	24.1%	日本	21.6%	瑞典	18.8%	愛爾蘭	14.5%	2.0%
2005	瑞士	45.0%	美國	38.2%	瑞典	34.1%	西班牙	31.2%	荷蘭	28.9%	38.2%
2004	西班牙	41.3%	瑞典	38.0%	葡萄牙	36.4%	芬蘭	34.7%	香港	33.1%	24.1%
2003	葡萄牙	47.4%	瑞士	44.8%	義大利	36.4%	希臘	36.2%	丹麥	35.0%	34.1%
2002	芬蘭	122.6%	希臘	78.1%	比利時	68.7%	義大利	53.2%	西班牙	50.6%	30.7%
2001	芬蘭	153.3%	新加坡	99.4%	瑞典	80.6%	日本	61.8%	香港	59.5%	22.4%
2000	瑞士	6.4%	加拿大	5.6%	丹麥	3.7%	挪威	-0.4%	義大利	-0.8%	-12.5%
1999	紐西蘭	9.5%	澳洲	2.7%	愛爾蘭	-2.7%	奧地利	-5.0%	比利時	-10.2%	-12.0%
1998	紐西蘭	26.1%	奧地利	17.3%	澳洲	-0.3%	義大利	-6.3%	挪威	-6.7%	-22.7%
1997	希臘	69.5%	瑞典	66.1%	德國	64.8%	西班牙	59.2%	奧地利	57.8%	29.1%
1996	奧地利	72.3%	挪威	54.5%	希臘	46.1%	比利時	44.9%	愛爾蘭	43.1%	10.7%
1995	加拿大	28.9%	挪威	25.7%	日本	25.6%	丹麥	25.3%	奧地利	25.2%	5.7%
1994	西班牙	50.2%	葡萄牙	48.4%	愛爾蘭	47.6%	新加坡	46.7%	挪威	46.3%	15.3%
1993	芬蘭	50.1%	香港	41.2%	德國	35.9%	希臘	32.9%	挪威	32.4%	6.0%
1992	日本	-29.1%	瑞士	-29.9%	美國	-37.1%	西班牙	-40.1%	法國	-42.7%	-37.1%
1991	挪威	88.6%	澳洲	76.8%	新加坡	74.0%	瑞典	65.9%	香港	60.2%	27.1%
1990	瑞典	34.8%	丹麥	31.1%	香港	23.2%	新加坡	22.2%	加拿大	21.2%	15.4%

資料來源：湯森路透，個別國家報酬率，資料期間為1989年12月31日到2010年12月31日。¹¹

（本圖註釋¹¹）

快速結論

歷史告訴我們，全球驅動因素可能會席捲全球，在進行投資時，你應該把全球放在第一位，把當地置於第二位。

註釋

- 1 湯森路透，MSCI所有國家世界指數，截至2011/06/30。
- 2 美國投資公司協會（The Investment Company Institute），截至2010/12/31。
- 3 湯森路透。
- 4 晨星（Morningstar），截至2011/08/01。
- 5 湯森路透，MSCI所有國家世界指數，截至2011/06/30。
- 6 湯森路透，MSCI所有國家世界指數，截至2011/06/30。

- 7 湯森路透，MSCI所有國家世界指數，截至2011/06/30。
- 8 湯森路透，MSCI歐澳遠東指數淨報酬率，標準普爾500總報酬指數，資料期間為1969/12/31到2010/12/31。
- 9 美國國務院（US Department of State）。
- 10 Global Financial Data, Inc.，標準普爾500價格指數，資料期間為1981/08/13到1992/08/13。
- 11 湯森路透，MSCI澳洲指數（MSCI Australia）、MSCI奧地利指數（MSCI Austria）、MSCI比利時指數（MSCI Belgium）、MSCI加拿大指數（MSCI Canada）、MSCI丹麥指數（MSCI Denmark）、MSCI芬蘭指數（MSCI Finland）、MSCI 法國指數（MSCI France）、MSCI德國指數（MSCI Germany）、MSCI希臘指數（MSCI Greece）、MSCI香港指數（MSCI Hong Kong）、MSCI愛爾蘭指數（MSCI Ireland）、MSCI義大利指數（MSCI Italy）、MSCI日本指數（MSCI Japan）、MSCI荷蘭指數（MSCI Netherlands）、MSCI 紐西蘭指數（MSCI New Zealand）、MSCI 挪威指數（MSCI Norway）、MSCI 葡萄牙指數（MSCI Portugal）、MSCI新加坡指數（MSCI Singapore）、MSCI西班牙指數（MSCI Spain）、MSCI瑞典指數（MSCI Sweden）、MSCI瑞士指數（MSCI Switzerland）、MSCI英國指數（MSCI UK）、MSCI美國指數（MSCI USA），全部皆為總報酬指數，資料期間為1989/12/31到2010/12/31。

—— 總結 ——

過去不具預測性，但能避免錯誤率

那麼，讀者們，我現在要跟你們說再見了。我期待這本書對你來說有點娛樂性，但也有教育意義，希望你能讓你有所收益。我也希望你能明白，過去永遠不具預測性。

讀完這本書，你就明白了。我還可以印製一本一萬頁的書，一遍又一遍的只重複「過去永遠不具預測性」這句話，挨家挨戶向人們支付100萬美元去讀它、把它記住——但依然會有一些部落客會說：「費雪是瘋子，並認為預測股市只需要市場歷史！」

所以，我再說一遍，過去無法用來預測。某件事在過去以某種方式發生，不代表它在未來一定會以這種方式發生。如果你只依靠歷史（還有圖表）來確定市場的方向，你可能會迷失方向，而且經常迷失。

相反的，市場的歷史是一個實驗室。是你的假說的試驗場。如果整個世界都說：「嗯，X正在發生，我們都知道這表示Y接下來一定會發生。」那你不必太相信！你可以檢查一下X與Y在歷史上是否有很好的相關性。如果它們沒有，現在也不太可能相關——除非你找到一個好的、基本面的理由，能有力的反轉這種可能性。有時候，整個世界都是對的，X有時候會導致Y。但在我漫長的職業生涯中，更多時候人們所期望的事情不會發生。或者即使發生了，原因也與人們普遍認為的不同。或者純粹是巧合，不是你想賭的東西！

另外，如果全世界看到X都期待會出現Y，但是你從檢驗歷史中得知Y在X之後經常不會發生（或者從來沒有發生過），那麼你可以跟他們對賭，往往會贏得勝利。你可以更進一步看看在X之後會發生什麼！或者了解導致Y的真正原因是什麼。但要做到這點，你必須先學會把歷

史當作實驗室。利用歷史來做出合理的預期，並以此為基礎，利用你對當前經濟、政治、情緒驅動因素的理解，來決定你認為最有可能發生的事情是什麼。

然後，也要記住，不會因為某件事看起來有可能發生，就代表它一定會以那種方式發生。資本市場極為複雜。有時候，會發生一些非常意想不到的事情。有時候，你對歷史的解讀也可能是錯的！但由於投資是一場機率遊戲，不是一場確定的遊戲，因此你必須從建立合理的機率開始。

另一個需要記住的關鍵事項是：無論你的分析有多好，無論你對歷史的理解有多透徹，你偶爾還是會犯錯。也許會錯很多，但沒關係，正如我在這本書中反覆說過的，100%的準確度是不可能的，也不應該被期望。如果你的投資目標要求100%的準確度，那你會感到失望，也許你應該調整你的預期。但如果你能定期研究相關市場的歷史，做為你分析的一部分，那你就能開始更清楚的看這個世界，並且開始改善你的錯誤率。這是歷史教我們的。

在這本書的最後，我要對你們說的是，記住，你對上述所有現象的記憶力都很糟糕——但是你並不孤單，每個人的記憶力都很差！雖然我已經一再向你們展示，但人們還是經常無法回想起、或在他們已經見過很多次的事物中看出模式，雖然現在知道了，但當你把這本書放下時，人類也有很大的傾向會忘記這點。不要讓這種事情發生。把這個事實建立到你的日常生活中：你的市場記憶很可能很糟糕，儘管你已經經歷過相當多的歷史，你依然需要研究歷史。貨幣與市場永遠不會忘記，但人們肯定會。這次、下次、你這輩子的任何一次，這一點都不會不一樣。

祝你投資愉快。

讀完這本書，你應該要知道

1. 過去永遠不具預測性。
 2. 只依靠歷史（還有圖表）來確定市場的方向，定會迷失方向。
 3. 利用歷史來做出合理的預期，絕不因為某件事看起來有可能發生，就代表它 一定會以那種方式發生。
 4. 投資是一場機率遊戲，不是一場確定性或可能性的遊戲，因此必須從建立「合理的機率」開始。
 5. 無論你分析得有多好，無論你對歷史的理解有多透徹，你還是會犯錯。
 6. 貨幣與市場可能永遠不會忘記，但人們肯定會。這次、下次、你這輩子的任何一次，這一點都不會不一樣。
-

—— 附錄 ——

《綠野仙蹤》的政治隱喻

政治是資本市場的重要驅動因素，而堪薩斯州對美國政治也具有重要的政治意義，不僅僅是因為它產生了兩位共和黨總統候選人。

《綠野仙蹤》的故事中桃樂絲（Dorothy）的家鄉堪薩斯，一直是美國民粹主義的典型代表。今天，大多數美國人都認為這個故事只是兒童的童話。它實際上是一部沉重、具象徵性的民粹主義的貨幣寓言，講述了金本位與自由鑄造銀幣運動（the free silver movement）之間的政治衝突。以下是我2006年出版的《投資最重要的3個問題》一書的摘錄，這本書詳細描述了《綠野仙蹤》中奧茲國更深層的一面。當然，李曼·法蘭克·鮑姆（L. Frank Baum）在撰寫最初的故事時，認真的選擇堪薩斯，是因為其為美國民粹主義的中心。

綠野仙蹤與黃金盎司

你知道在李曼·法蘭克·鮑姆動筆寫《綠野仙蹤》（1900年出版，後來在茱蒂·嘉蘭 [Judy Garland]、雷·博爾格 [Ray Bolger]，以及伯特·拉爾 [Bert Lahr] 等人主演的電影中成為不朽之作）時，他並沒有打算寫一個奇妙的兒童故事嗎？是真的，他把它當成是尖銳的政治諷刺作品與貨幣寓言，包含了1890年代的經濟辯論與政治人物。

不要只在電影中尋找隱藏的含義。這部1939年的電影，確實是有意在黑暗時期製作的一部輕鬆愉快的電影。回到原文，在1900年，沒有人會錯過桃樂絲的銀色鞋子背後的含義（不過在彩

色電影中，紅色鞋子看起來更好）。你應該馬上就明白，「oz」指的是一盎司黃金。下面是鮑姆想表達的真實故事。

1890年代到二十世紀初期，支持金本位的人與支持複本位（編按：將黃金與白銀同時做為貨幣依據的制度）或甚至銀本位的人之間，展開了激烈的辯論。美國在1879年回歸金本位之後，隨之而來的是一段嚴重的通貨緊縮時期——全國性的物價與工資下跌。各式各樣的政策災難（包含國內與國外），在1893年經濟恐慌與隨後的全球蕭條中達到高峰。這不是我們最嚴重的蕭條之一，但也不是完全不重要。儘管我們現在知道罪魁禍首不只一個，而且美國的經濟困境是更大的全球趨勢的一部分，但在美國，金本位也受到了應有的譴責。

解除白銀鑄造限制的強烈支持突然受到歡迎。威廉·詹寧斯·布萊恩與他那低沉有力的嗓音在「自由鑄造白銀」運動中，扮演著首要核心角色。批評者認為這本質上是嚴重的通貨膨脹。支持者則認為，一定程度的通貨膨脹是健康的。大眾媒體經常把這場鬥爭說成（且被大大的簡化）是「人們」（他們將從銀本位與上升的通貨膨脹中受益）與東部銀行利益（它們將從現狀中受益）之間的鬥爭。順帶一提，「普通人」對上「大企業」的故事，至今仍在上演。有趣的是，有些事情永遠不會改變。

鮑姆在這樣的背景下精心構思他的故事，展現出他對自由鑄造白銀運動的支持，以及民粹主義者對格羅弗·克里夫蘭（Grover Cleveland）、威廉·麥金萊（William McKinley）等眾多金本位夥伴的厭惡。他創作的所有人物，對世紀交替的觀眾來說都很熟悉。

桃樂絲，一個來自貧瘠的堪薩斯州（民粹主義運動的發源地）、貧窮但勇敢的農家女孩，是我們普通人。她有勇氣，代表了美國的核心——天真、善良、年輕、充滿活力，以及懷抱希望。奧

茲國的城市象徵著美國本身，尤其是東部，尤其是曼哈頓——被黃金與金本位所蒙蔽並執著於此的土地。當然，還有黃磚路！黃色代表黃金！

東方女巫是擁護黃金的前民主黨總統格格羅弗．克里夫蘭，在民粹主義觀點中是個十足的惡棍，因為他在1892年當選總統（第二次當選——記得嗎，他在1885年到1889年也是總統，然後在1888年輸給班傑明．哈里森〔Benjamin Harrison〕），1893年經濟恐慌爆發時，他正在執政。他是惡棍也因為他是支持金本位、拋棄民粹主義的民主黨黨員，而在民粹主義的觀點中，民主黨黨員應該反對支持金本位的共和黨黨員。就在克里夫蘭在政治上被消滅時，龍捲風（自由鑄造白銀運動）把桃樂絲的房子捲到東方女巫那邊，只留下珍貴的銀色鞋子。當然，生活在奧茲國東部郊區、盲目順從的一群小矮人（Munchkin），並不了解銀色鞋子的力量。小矮人甚至在地圖上找不到堪薩斯州，他們是鄉下的東方人，所以他們讓桃樂絲去找女巫。

首先加入她的是稻草人——被低估的西部農民，實際上相當精明。他對白銀的爭論一無所知，因為來自奧茲國的人認為他太單純了，無法理解如此複雜的話題——直到桃樂絲與她的銀色鞋子解放了他。下一位是鐵皮人。殘酷的東部利益使普通工人機械化，偷走他們的手藝，也因此偷走他們的心。就像1890年代的許多人一樣，這位曾經精力充沛、健壯的勞工失業了（生鏽了，無法舉起他的斧頭）。最後，膽小的獅子也加入行動。獅子不是別人，正是威廉．詹寧斯．布萊恩本人，1896年與1900年的民主黨總統候選人——兩次都輸給了威廉．麥金萊。

布萊恩確實有威嚴的咆哮聲，但他終究是個失敗者，沒有獅子般的能力或勇氣。在1890年代後期，隨著經濟的改善，他的支持者分裂了。有些人認為，他應該把重點放在當今其他緊迫的政治問

題上。另一些人則更希望他繼續擔任白銀之戰的旗手，其他次要的都只是對東部利益的恐嚇。他失去了勇氣。他沒有獅子的心。

巫師居住的翡翠宮殿，當然是白宮——充滿了默許的官僚。巫師似乎很友好，想要幫助他們，但他卻把這四個朋友送進西方女巫的巢穴，她對他們的目標來說不是朋友。巫師本身實際上是馬庫斯·阿朗佐·漢納（**Marcus Alonzo Hanna**），許多人認為他是麥金萊總統任期的「幕後藏鏡人」。來自俄亥俄州的漢納是美國歷史上的終極幕後政治領袖。他大大的控制了共和黨的政治，也在很大程度上控制了**1890**年代的麥金萊。巫師的角色沒有真正的權力只有幻想，比喻政治全是幻想。

西方的邪惡女巫是威廉·麥金萊總統，也來自俄亥俄州。一個來自俄亥俄州的人怎麼可能是西方的壞女巫呢？很簡單，如果你從鮑姆的觀點出發，認為一切都被邪惡的紐約市的銀行業利益所控制，那麼紐約的哈德遜河（**Hudson River**）以西的一切都是「西方」。那時，把明尼蘇達州與威斯康辛州稱為「西北」的一部分是很常見的。這也是為什麼西北航空（**Northwest Airlines**）的總部設在明尼蘇達州——這個詞的演變過程也一樣。今天我們依然稱俄亥俄州為中西部。相比之下，在本地用語中，「中東」在美國並不存在。

麥金萊堅定的支持黃金、支持關稅，在民粹主義觀點中比克里夫蘭更糟糕（他對波多黎各、關島、菲律賓，以及夏威夷的吞併，並沒有讓他贏得敵人的好感，他們認為他是個貪婪的帝國主義者）。這個女巫急於在桃樂絲得知銀色鞋子真正的力量之前，從她那裡得到銀色鞋子，並試圖通過一系列的試驗（上述吞併與美西戰爭 [**Spanish- American War**]）殺死她（也殺死自由鑄造白銀運動），目的是分散這四個朋友，以及他們身為團結的團體所擁有的力量。南方的好女巫葛琳達（**Glinda**），揮動她的魔杖解決了四個

人的問題，就像是來自南方的支持，在民粹主義運動最終消失之前支持了它，而桃樂絲回到堪薩斯州，沒了她的銀色鞋子。

這個故事充滿了更多的政治與貨幣寓言。飛猴、被控制的溫基國的人們（在米高梅電影公司 [MGM] 的版本中找不到）、罌粟田（金色的）、甚至是巫師贈予我們的英雄的禮物（給絕對禁酒的獅子一點「勇氣」液體——布萊恩是一位著名的禁酒主義者），都逃不過鮑姆讀者的眼睛——他們知道其中的含義。

不相信我嗎？休·羅科夫（Hugh Rockoff）在1990年發表了一篇精彩的論文，標題為〈綠野仙蹤是一部貨幣寓言〉（The 'Wizard of Oz' as a Monetary Allegory），你可以在網路上或當地圖書館裡找到。羅科夫深入探討了更多有關經濟、貨幣、政治氣候對應於人物與故事本身的細節。讀一讀那篇文章，再重讀鮑姆的經典之作。它會讓你大開眼界。有時候，就連你最喜歡的童年故事也不是你想像的那樣。

資料來源：休·羅科夫，〈綠野仙蹤是一部貨幣寓言〉，《政治經濟學期刊》（*Journal of Political Economy*）98（1990年8月）：739-760。

跟著肯恩費雪洞悉市場：

面對股市波動，投資大師教你正確解讀市場規律

Markets Never Forget (But People Do) : How Your Memory Is Costing You Money—and Why This Time Isn't Different

作者：肯恩．費雪（Ken Fisher）、菡菡．霍夫曼斯（Lara Hoffmans）

譯者：劉奕吟

責任編輯：賴玟秀

編輯協力：楊伊琳、施宏儒

總編輯：陳雅如

行銷企畫：徐緯程、段沛君

版權專員：劉子瑜

業務部：康朝順、葉兆軒、林姿穎、謝淑英

管理部：蘇心怡、陳姿杼、莊惠淳

封面設計：張天薪

內頁設計：王信中

電子書製作：菩薩蠻數位文化有限公司

法律顧問：証揚國際法律事務所 朱柏璵律師

出版製作：樂金文化

發行：方言文化出版事業有限公司

劃撥帳號：50041064

通訊地址：10046台北市中正區武昌街一段12號9樓

電話：（02）2370-2798

傳真：（02）2370-2766

印刷：緯峰印刷股份有限公司

出版日期：2022年8月

ISBN：9786267079447（EPUB）

"Markets Never Forget (But People Do): How Your Memory Is Costing You Money--and Why This Time Isn't Different"

Copyright © 2021 by Kenneth L. Fisher. All rights reserved

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

All Rights Reserved. This translation published under license with the original publisher John Wiley & Sons, Inc.

Orthodox Chinese language edition published by BABEL PUBLISHING COMPANY © 2022



樂金文化 方言出版集團
BABEL PUBLISHING GROUP

版權所有，未經同意不得重製、轉載、翻印

Printed in Taiwan