

一張圖看懂 10位投資大師的 致富之道

商業周刊
——
著

大師投資法則不複雜，
一張圖就能輕鬆懂！

圖解

科斯托蘭尼的「雞蛋理論」、霍華·馬克斯的「第二層思考」、彼得·林區的「雞尾酒會理論」……。向大師學習獨到的選股眼光，學習投資與人生最重要的事。



專文導讀

王之杰

商業周刊數位內容編輯部 總編輯

好評推薦

施昇輝

《只買4支股，年賺18%》
暢銷作家

關又上

又上成長基金 經理人

www.qitubk.com 奇兔電子書下載

商業周刊

金商道



推薦序

投資與人生的見林與見樹

闕又上

投資領域的學習，見林重要，還是見樹重要？如果都重要，何者為先？本書的十位大師，幾乎都有著作，何不就直接閱讀他們詳細論述的書呢？

這原是我的疑問，讀完本書後有了不同的看法。這有點像李安拍攝《臥虎藏龍》有一場景安排的用意，把章子怡和楊紫瓊的一場對決，放在武館裡而且關起門來打，藉此把中國十八般武藝的兵器，好好介紹了一番，這樣老外才能夠知道，中國武術的博大精深和派系之多，所以人稱之為「江湖」。投資也有「股海」之稱，海大於湖，派別之多自是令人眼花撩亂，投資者的學習，若一開始就能一睹見林的全貌，再依自己的能力和喜好，鑽研所中意的學派，這時再一窺堂奧，更有其效益。

十位大師的投資哲學和操作手法，有些相似而多數卻南轅北轍，如不經比較，一頭栽進，原本想的是停車借看楓林晚的相思林，卻發現盡是高聳，看得令人脖子酸的高山冷杉。敗興倒不至於，因各有其美。但時間有限，若不能好好專研一家之長，使其發揮得虎虎生風，而淪為樣樣通、樣樣鬆，不僅不能獲得投資成果，繳了昂貴的學費，還和想過的生活大不同，那就不如一開始見林，有了宏觀的全貌，了解真想尋幽探訪的位置，再好好徜徉其中，這會更見樂趣和收穫。

你要不信，看一下這十位大師的操作風格和投資哲學，有許多是大相逕庭，因為彼此的背景不同，面對的環境不同，這些差異性，投資者要是事先不做一個了解和對比，就可能畫虎不成反類犬。

例如，以新興國家市場為投資標的墨比爾斯強調「分散持有」，而有股神推手之稱的蒙格則偏好「核心的集中投資」，因為新興國家股市

的流通性不如成熟的已開發國家，公司規模的大小，面對全球市場的競爭利基，都還達不到世界級的標準，在這種情況下，分散持有是對風險的控管。

投資該不該有停損的操作？那要看你問的是哪一位大師？有技術分析成分的威廉．歐尼爾，他的停損落在切入點的七%，未經練習或有一定功力的人，股市一個震盪很容易就觸及而出場。像台灣的績優公司台積電，自從一九八七年上市以來，成長超過四十倍，不懂操作者，左邊一個停損、右邊一個停損，在停損機制中被砍得面目全非，慘不忍睹。成長學派的彼得．林區，卻告訴投資者：「股價下挫，永遠不是賣出股票的好理由，當公司基本面還是很好，股價卻下跌時，不但要抱緊持股，最好逢低加碼。」林區說：「投入股市需要堅定的意志，因為股市總是把意志不堅定的人拿來墊背。」

歐尼爾與林區的操作幾乎是完全相反，兩者投資哲學不同，切入點也完全不同，林區對公司的營運和財務報表等基本面不僅知之甚詳，可以說鉅細靡遺，這就不是歐尼爾靠資料庫的篩選可以比擬，那個基本功夫下的深淺是不一樣的。

再者，葛拉漢所考慮有「安全邊際」來保護投資，和科斯托蘭尼的所謂「投機」，兩者對投資報酬的期望和目的不同，這些不同的操作風格，不經比較就容易見樹而不見林，投資者也就此可能誤入。

不同的投資哲學和操作手法，所需要投入的管理時間也大不相同，可以說，大師的成功手法可以學習，可以靠近，但是要做自己，特別是要和自己想過的生活作結合。

至於主動投資好？還是被動投資？在我看來兩者都好，各有其適合的對象。想要參與經濟的成長，但用最少的時間和成本，那麼約翰．伯格的指數基金投資法，這種被動的操作就是最好選擇，如果還能搭配資產配置（asset allocation）的概念，將會表現得更虎虎生風，有興趣的讀者可以藉此深入延伸探討這個議題。

想要獲得超額的投資報酬者，主動投資的操作自然是不可迴避的選項之一，本書中多數的大師都是這個主動操作的學派，難嗎？林區說，股票的漲跌比一般人想像簡單得多，他是以業餘投資者散戶的方式來思考選股的策略，話雖如此，讀者也可別忘了，台上三分鐘台下十年功，他的績效可是每週超過八十個小時所換來的，這還不包含他的經驗和天資。

那誰是你心儀的大師，也可模仿的呢？一次呈現十位大師的投資哲學和風格，正是本書的價值之一，就算不喜歡投資的讀者，也可以藉這本書發現成功者的特質，許多大師竟然是跨領域的，例如：蒙格原是學習法律；墨比爾斯竟然是學習藝術；也有熟悉音樂的高手……。有趣的是，這些大師對藝術、哲學、歷史和音樂都有涉獵，這提供了他們在投資分析和決策時的另類養分，不容小看。

其中油神布恩·皮肯斯的經歷也很精彩，年近七十的他一夜之間失掉健康、婚姻和事業，人生最後峰迴路轉，油神最後所做的彌補算精彩，但也引我些許沉思，一開始如果就有這樣的人生高度，會不會少一點遺憾呢？還是我們人生注定就是在跌跌撞撞中成長，在見樹見林反反覆覆中體悟，投資與人生有著許多相似之處啊！

除了大師們的相異之處外，成功的投資有其共同點嗎？當然有，讀完本書你就會發現被提到最多的四點：一、做你最熟悉的；二、學會情緒控管；三、以簡馭繁；四、有勝算時的奮力一擊和加碼，還有更多的相同點留待讀者來發掘。

這本書的精彩之處，重點不在談投資技巧之「術」，而是投資的「心法和觀念」，一如廣告一則，鑽石恆久遠一顆永流傳，心法和觀念亦如是。

本文作者為財務規畫師（CFP）、美國又上成長基金經理人，二〇一

四年第一季美國大型成長基金第一名、至一六年底過去五和八年的年均複利分別是一二．五％和一七％。二〇一四年路透專訪〈無名小子如何擊敗華爾街〉，一六年《紐約時報》採訪〈巴菲特的布局說明蘋果已成熟〉，著作《每年十分鐘，讓你的薪水變活錢》、《你沒學到的巴菲特——股神默默在做的事》。

推薦序

大師重紀律，老師講技術

施昇輝

這是一本最適合當今大多數人閱讀習性的書。只要看完這一本，就不必再去讀這十位大師各自寫的書，因為體貼的編輯已經帮大家整理出他們畢生的投資精華，讓你不只用最少的時間，更只要花最少的錢，就能一窺大師們最重要的核心理念和最寶貴的投資經驗，C P 值高到破表。

貫穿所有「大師」的投資心法，其實就是「紀律」這兩個字。他們堅持的信念，多半和他們的人生態度和價值觀息息相關，也因為如此，由信念轉換成的操作紀律，他們才能很自然地去遵循。

大多數投資人從來不曾探究自己的投資理念，只想透過「技術」來達到投資獲利的目的，財經媒體上才會出現這麼多的投顧「老師」，來滿足大家的需求。每個人的人格特質、投資習性和風險承受能力都不相同，怎能用同一套技巧來因應詭譎多變的投資市場？

嚴守紀律表現在「大師」的投資行為上，其實就是「耐心」兩個字。他們從來都不以追求短期績效為目標，也就不會心存僥倖，一定會等到最適當的時機才默默進場，然後在行情絢爛中悄悄出場。反觀大多數投資人都信奉投顧「老師」的邏輯，不是一味追逐強勢股，就是每天殺進殺出來因應輪動快速的主流個股，結果呢？券商爽賺手續費，投資人卻賠多賺少。

「大師」耐心等待時機，其實是非常孤獨的，而且絕對違反人性。未列名本書十位大師，但地位更崇高的股神巴菲特說得好：「別人恐懼時，必須貪婪；別人貪婪時，必須恐懼！」道盡了股市贏家的終極秘技。

不只價值型投資大師重視長線趨勢，連最擅長投機操作的科斯托蘭尼也不例外。他最著名的遛狗比喻，提到男子帶狗在街上散步，狗跑前跑後，最終都會回到主人身邊。男子就是經濟局勢，狗則是證券市場。長遠來看，經濟局勢和證券市場所發展的方向相同，但在過程中，卻有可能選擇完全相反的方向，因此就會出現投資或投機的機會。

我不是大師，只是一位喜歡分享如何自在投資的大叔，但在看完本書之後，卻也在這些大師身上看到自己的影子。只要秉持適合自己的信念，然後嚴格遵守紀律之後，投資就會變得非常簡單。

請記得，技術是門道，但紀律才是王道；老師是專家，但大師才是贏家。

本文作者為《只買4支股，年賺18%》暢銷作家

導讀

為何沒有巴菲特？

《商業周刊》數位內容編輯部總編輯

王之杰

拿到這本書時，可能有不少讀者會有這樣的問號：要論投資大師，曾為世界首富的巴菲特，竟然沒有列名？

過去十年，因為採訪關係，我從一個門外漢，開始一點一滴了解巴菲特及波克夏集團，完成三次股東會親身採訪及一份碩士論文之後，我發現，巴菲特能把一個小紡織廠，變成一個大帝國，憑藉的就是堅守幾個簡單原則，而這幾個金律，大多不是其獨創，而是股神把別人的智慧，化約為一生謹守的投資哲學。

「安全邊際」（margin of safety），是哥倫比亞大學的教授班傑明．葛拉漢傳承給弟子巴菲特最重要的概念，葛拉漢的名著《智慧型股票投資人》（*The Intelligent Investor*）整本書，幾乎都圍繞著這個觀念，波克夏幾個重要的投資法則，包括「護城河」理論，都是從安全邊際這個理路下發展出來。

「內在價值」（intrinsic value），也是巴菲特重要的啟蒙概念，但在認識波克夏帝國副董事長查理．蒙格之前，巴菲特一直偏執地認為，「便宜」才是內在價值最重要的表徵，非低價股不買，成了波克夏早期的潛規則，但隨著公司越來越大，便宜標的越來越難找，最後是蒙格的出現，才讓巴菲特「戒掉了只買『菸屁股』公司的壞習慣」。

「克服恐懼」，「別人恐懼時，必須貪婪；別人貪婪時，必須恐懼！」這句反著人性操作的名言，已經成為巴菲特投資哲學的重要代表。巧合的是，橡樹資本管理公司（Oaktree Capital Management）董事長霍華．馬克斯，也總是強調「第二層思考」的重要。在其《投資最重

要的事》一書中，有這樣的說法：「.....第一層思考會說：『這是一家好公司，就買這支股票吧！』第二層思考則會說：『這是一家好公司，但每個人都認為這家公司很好，所以這不是好公司。這支股票的股價被高估，市價過高，所以賣出！』」

還有德國投機大師科斯托蘭尼的雞蛋理論，也是希望投資人能在景氣、資金及人心的迷霧中，找到投資的定錨點，以克服恐懼設下的投資陷阱。

如此看來，誰能說這本書裡沒有巴菲特？

Chapter 1

新一代價值投資大師 霍華．馬克斯

從垃圾債中找黃金

誰寫的書讓巴菲特看了兩遍？誰的投資備忘錄又是華爾街每年必讀的文件，媲美巴菲特每年給波克夏股東的信？

那就是美國投資界新一代價值投資大師，橡樹資本管理公司董事長暨共同創辦人霍華．馬克斯（Howard Marks）。每逢金融危機前夕，都可以看到他大聲疾呼投資人要小心。例如他在二〇〇〇年精準預言科技股的泡沫即將破滅；在金融海嘯前兩年就開始警醒投資人，小心過熱行情。

雖然極為重視風險，但馬克斯最有名的投資成就，卻來自投資冷門商品，不管是可轉換債券（可將債權轉換成股票的證券），還是垃圾債券（不符合投資等級的債券），他都能發掘其中被人忽視的價值，進而取得高額報酬。這也讓馬克斯迅速累積財富，《富比世》估計他的身價有二十億美元，在全球富豪榜中排名一千零三十名。

馬克斯原是第一花旗銀行（First National Citibank，花旗銀行的前身）的資深副總裁，後來先後成立西部資產管理公司（TCW）與橡樹資本，他的創業，自然也是以發行主要投資垃圾債券的基金起家。與市場同業走不同的路，表現也不同凡響，截至二〇一六年的二十八年來，橡樹資本的平均年化報酬率達到一八．九％，同個時期代表美國股市的標準普爾五百指數績效只有一〇．一％，代表世界股市的M S C I 全球指數只有四．七％。這意思是說，如果拿出一萬元交給橡樹管理，二十八年後會變成一百零七萬元。

如今橡樹資本已經是世界級的投資公司，在全球十三個國家、十八個城市有超過九百位專業經理人，管理的資產規模也超過千億美元。馬克斯也透過橡樹資本固定撰寫投資備忘錄給客戶，吸引包括巴菲特與華爾街的投資人注意，馬克斯更將投資理念寫成《投資最重要的事》（*The Most Important Thing*），二〇一一年出版後，迅速成為價值投資法的投資經典。

投資的本質就是「無常」

相較於許多投資大師從小就展現生意頭腦，思考如何賺錢，小時候的馬克斯顯得不那麼特別，就連大學畢業，都還不確定自己是否真要往投資界發展。他一九四六年出生在紐約的中產階級家庭，屬於美國嬰兒潮世代最早期出生的人，父親是會計師，媽媽是猶太人，但是從小並非受猶太教的教養，而是基督教的科學教育長大。父母都是在美國生活的第一代人，也很鼓勵他多念書，他不但是家族裡第一個拿到大學文憑的人，而且還一直是個好學生，大學與研究所讀的都是名校，也因此扎實吸收投資理論，形塑自己的投資哲學。

大學時的馬克斯進入華頓商學院，學習基本的投資理論與基本面分析，這是他開始接觸投資世界的地方。他曾在二〇〇六年三月的投資備忘錄裡提到，當時在學校修習的日本研究課程，讓他了解投資的本質，就是「無常」。馬克斯說：「早期日本文化有項珍視的價值是『無常』。對我來說，『無常』的典型定義是理解『法輪的轉動』，這暗示著接受必然出現的起伏改變……。換句話說，無常是指週期會起起伏伏，事情會來來去去，環境也會在不受我們控制下改變，因此我們必須理解、接受、配合，而且做出回應，這不就是投資的本質嗎？」

馬克斯大學畢業時正好越戰開打，他選擇繼續念研究所。如果說華

頓商學院教的是投資的基本馬步，那芝加哥大學教的就是嶄新的投資技術。當時的芝加哥大學剛好是新時代投資理論的研究重鎮，最有名的就是財務經濟學家尤金·法馬（Eugene Fama）提出的效率市場假說（Efficient-Market Hypothesis, EMH），以及資本資產定價模型、隨機漫步理論等等，這些都是當代主流的投資理論。

雖然馬克斯在多篇文章中曾表示，並不完全同意效率市場假說的看法，但是他在這裡接觸到與華頓商學院完全不同，卻很重要的投資理念，兩大主流投資理念融會貫通下，也因此孕育出獨特的投資方法。

霍華·馬克斯大事紀

- [1946] 0歲：在美國紐約出生，是最早的嬰兒潮世代
- [1967] 21歲：在擅長財務金融的華頓商學院取得科學經濟學位
- [1969] 23歲：取得芝加哥大學企管碩士，主修會計和行銷，並獲得學校頒發給優秀行銷領域學生的「George Hay Brown行銷獎」；進入花旗銀行的前身第一花旗銀行，擔任投資分析師，開啟投資生涯
- [1978] 32歲：在花旗銀行支持下，發行冷門的可轉換債券與高收益債券基金，獲得優異報酬
- [1985] 39歲：參與創辦西部資產管理公司（TCW），開始撰寫投資備忘錄
- [1995] 49歲：創立橡樹資本管理公司
- [2000] 54歲：在1月的投資備忘錄中預言科技股泡沫
- [2005] 59歲：橡樹資本與紐約一家基金管理公司參與中國銀行的投資，投資金額7.5億美元，是在中國第一次為人所知的投資案例
- [2007] 61歲：橡樹資本與復盛創辦人李後藤以8.52億美元收購復盛100%股權下市，在當時是台灣少見私募股權基金併購上市公司的案例
- [2008] 60歲：金融海嘯期間，橡樹資本募集109億美元的基金購買不良債務，快速擴張
- [2011] 65歲：出版《投資最重要的事》，迅速成為價值投資法的經典書籍

[2012] 66歲：橡樹資本在紐約證券交易所上市

[2013] 67歲：橡樹資本獲得上海市金融辦授予合格境內有限合夥人（QDLP），是獲得首批試點資格的六家全球投資管理人之一。第一支QDLP基金在2015年成功募集10億人民幣

[2015] 69歲：參與中國第一起不良資產收購，並在北京進行商業不動產投資

[2016] 70歲：《富比世》雜誌估計身價達20億美元，在全球富豪榜中排名1030名

專注另類投資

畢業後，馬克斯進入第一花旗銀行擔任股票分析師，正式開始第一份投資業工作，到了一九七四年，已成為股票分析團隊的主管。當時的股票市場深受國際政治與經濟危機衝擊，像是一九七〇年代的石油危機與經濟停滯、美國績優股漂亮五十（Nifty Fifty）股價崩盤等等，就算是深具價值的績優股，也抵擋不了下跌趨勢。

一九七八年，馬克斯轉到基金管理部門，負責可轉換債券和高收益債券，這段時期的經驗，對於他之後的投資策略有很重要的影響。在當時，這兩個債券都是市場上的冷門債券，主流投資人都不會注意。可轉換債券是一個很小，而且被低估的市場，因為這種債券提供股票和債券的雙重好處，投資人在股價低時可以保留債券，賺取利息收益；如果股價變高，則可以將債券轉換成股票，享受股價上漲的好處。因此只有體質不佳的大集團、鐵路公司和航空公司在無法發行一般債券的時候，才會被迫發行可轉換債券吸引投資人，但是一般投資人並不認為這樣的防禦性商品值得投資。所以一九八四年《商業週刊》（*BusinessWeek*）有篇提到馬克斯的文章強調：「真正的男人不會買可轉換證券，只有像馬克斯這樣的膽小鬼才會便宜買進。」

至於高收益債券則有著「垃圾債券」的稱號，因為這種債券不符合大多數投資機構必須投資在「投資級以上」或「評等A級以上」的最低

投資要求。而且如果垃圾債券違約，基金管理人很難逃過尷尬和指責，畢竟他們事先知道這樣的投資有高風險。

就在這個時候，馬克斯遇到當時的垃圾債券天王麥可·米爾肯（Michael Milken），從此對垃圾債券改觀。他回憶米爾肯的話：「如果你買進 A A A 級債券，結果只有一種，就是只會下降，不可能變得更好。相反，如果買入 B 級債券而且最後沒有違約，可能會帶給你意想不到的高報酬。」

為什麼會這樣？馬克斯在《投資最重要的事》書中提到，重要的不是買什麼，而是花了多少錢買的。關鍵不是買到好東西，而是東西買得好，所以投資人應該問的是：「怎麼有人會在沒有參考價格的情況下，就否定某一類已經發行的潛在投資商品呢？」

對馬克斯來說，如果有個債券都沒人有，那需求和價格就只會往上抬升，只要其他投資人決定從「完全不投資」改為「勉強持有」，那原本持有的債券就會得到非常好的績效。就在這樣的背景下，馬克斯獲得花旗銀行支持，在一九七八年籌資發行兩檔可轉換債券與高收益債券基金，不但獲得很高收益，也奠定他價值投資天王地位。

離開花旗集團後，馬克斯在一九八五成立西部信託公司，擔任投資長，到了一九九五年，與西部信託的四個同事出來創立橡樹資本，以另類資產為主要投資標的，包括不良債權、高收益債、私募股權、非投資等級貸款（Leveraged loans）、夾層融資（Mezzanine Finance），也專注在房地產、新興市場、日本股票、基礎設施等專業化市場。

雖然相較於其他私募股權基金成立得晚，但是橡樹資本卻藉著二〇〇〇年美國科技股泡沫破滅，與二〇〇八年全球金融危機快速崛起。可以想見，金融危機促使申請破產與陷入困境的企業數量增加，從危機中尋找具有價值的投資機會正是橡樹資本的專長，這也反應在投資表現上，不但投資報酬率平均每年將近二〇%，管理的資產規模也突破一千億美元，躋身美國八大私募股權基金巨頭。到了二〇一二年四月，橡樹

資本還在紐約證券交易所公開上市，目前市值高達七十億美元。

在西部資產管理公司時期，馬克斯偶爾撰寫備忘錄給客戶，這個習慣延續到橡樹資本時期，除了定期藉由備忘錄來闡述投資哲學，還藉此解釋金融運作方式。到了二〇一一年，以過去的備忘錄為基礎，馬克斯寫下《投資最重要的事》，一出版就掀起熱潮，不但巴菲特、先鋒投資集團創辦人約翰．伯格盛讚，二〇一二年還邀請喬爾．葛林布萊特

（Joel Greenblatt）、克里斯多夫．戴維斯（Christopher C. Davis）、賽斯．卡拉曼（Seth A. Klarman）等三位當代華爾街著名的投資人，以及哥倫比亞大學商學院副教授保羅．喬森（Paul Johnson）對書中內容進行評註，等於在一本書中，一次學習五個投資大師的投資心法。

投資哲學**1**：第二層思考

馬克斯的投資哲學集結濃縮在《投資最重要的事》中。他認為，成功投資就是要比市場的其他人表現得更好。要做到這一點，不只要有好的運氣，還需要有卓越的洞察力，而這樣的洞察力就是馬克斯所說的「第二層思考」。

什麼是第二層思考呢？馬克斯認為，第一層思考只需要考量對未來的看法；第二層思考比較深入、複雜，會考慮很多事情，像是未來可能產生的結果會落在哪些範圍？我認為會出現哪個結果？我的看法正確機率有多高？大家有哪些市場共識？我的預期與市場共識有多大落差？這項資產的市價與市場共識認為的價格有多吻合？價格所反映出的共識心態是過於樂觀，還是悲觀？等等問題。

舉例來說，當第一層思考的人說：「這是一家好公司，就買這支股票吧！」第二層思考的人會說：「這是一家好公司，但每個人都認為這家公司很好，所以這不是好公司。這檔股票的股價被高估，市價過高，

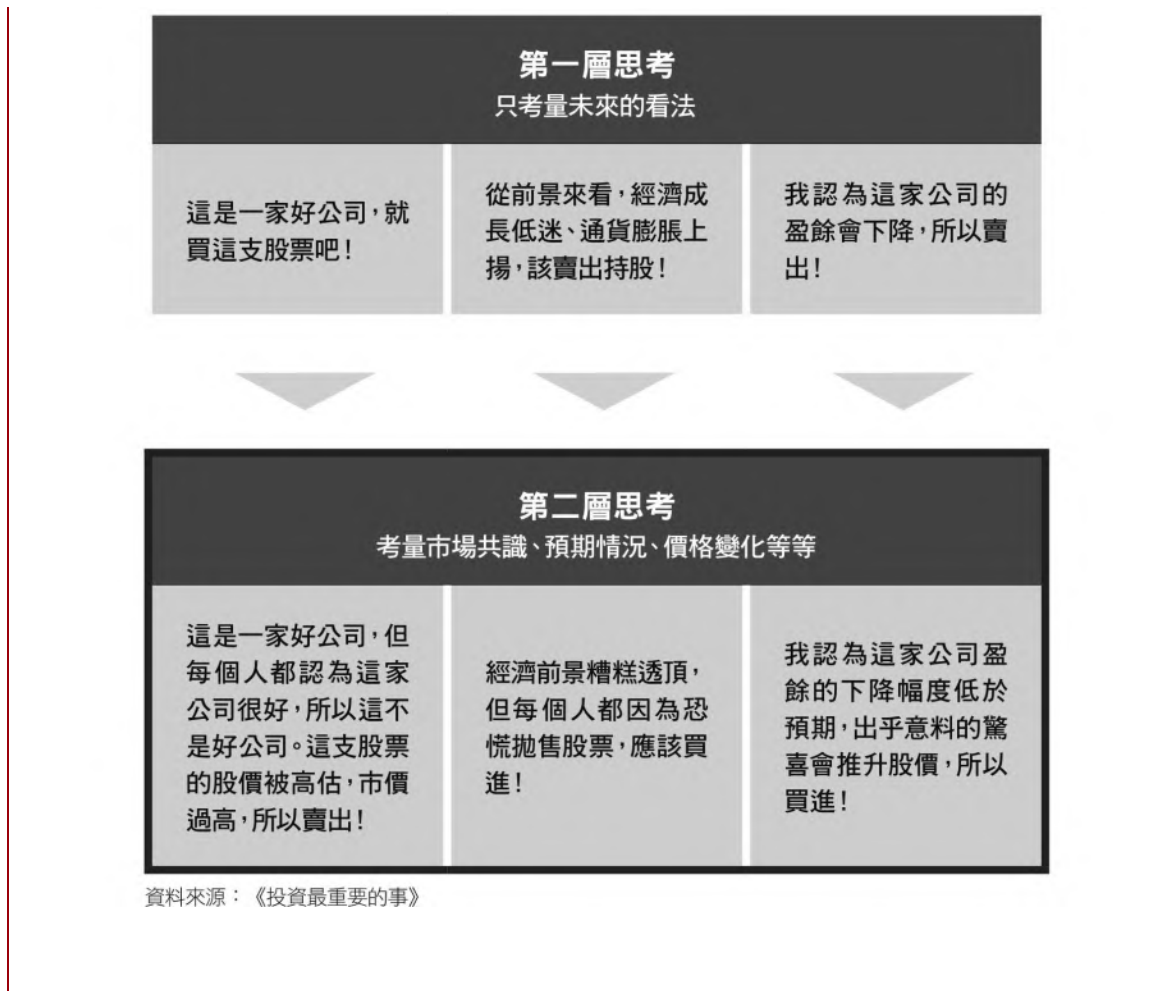
所以賣出！」

第一層思考看到公司不錯，就決定買進，但是第二層思考會更進一步的再觀察市場的共識（大家都覺得公司很好）、股價狀況（因為大家都覺得很好，使得股價已經反映公司很好的情況），才做出結論（市價過高，所以賣出）。

馬克斯認為，第一層思考的人會尋找簡單的公式和容易的解答，這也意味著每個人都可以輕易做到相同的思考，所以通常會得出相同的結論，但這不可能取得卓越的投資成果，因為如果大家的看法都一樣，那就表示投資績效都會相同，也就不可能打敗大盤，因為不可能每個人都打敗大盤。

霍華．馬克斯的第二層思考

投資需要更有洞察力的思考，要達到卓越的投資績效，你的預期、市場投資組合也必須與一般人不同，而且你的看法要比市場共識更正確，這就是第二層思考的人最好的描述。



因此，想要打敗大盤，就必須要當個第二層思考的人。不只要比市場共識更深入思考，還要做出正確的預測，這樣才可能有出色的績效。在二〇〇六年的投資備忘錄中，馬克斯這樣說：「你不可能做著別人都在做的事，還要期待表現比他們好……不應該把與眾不同當成目標，而該把它當成一種思考方式。為了與其他有所區別，與眾不同能幫助你擁有不一樣的想法，並用不同的方式處理那些想法……只有採取與眾不同的行為，你的表現才會與眾不同，而且只有你的判斷比別人卓越時，才會有高於平均的表現。」

投資哲學2：在無效率市場中尋找機會

效率市場假說是許多學者專家奉行的投資理論，這個假說強調，在市場有效率之下，當出現新訊息時，股價會迅速反應市場對這些訊息的重要性所產生的共識，因此沒有任何投資人能夠從新訊息中獲利。但是馬克斯認為，就算市場可以快速反應新訊息，也不表示這些訊息會正確反應在資產價格上。也就是說，即使股價可以即時反應消息面的效率市場，也可能錯估資產價值。

但是即便如此，因為每個人都擁有相同資訊，也受到相同心理面影響，要持續擁有與市場共識不同的看法，而且這個看法還要比共識更正確，並不容易。所以一個擁有第二層思考能力的投資人，會專注在存在錯誤定價或無效率的市場，這是績效超越市場的必要條件。馬克斯認為，一個無效率市場至少會出現下面一項特徵：

一、市場價格常常是錯的。因為資訊的取得和分析非常不完整，市場價格往往會遠遠高於或低於實質價值。

二、一個資產的風險調整後，報酬可能比其他資產的風險調整後報酬相差甚遠，因為資產常常被評估為不公平的價格，所以風險調整後的報酬相對於其他資產可能明顯偏高（有如免費的午餐），或是偏低。

三、有些投資人的表現始終比其他人好，因為存在明顯的錯誤定價，還有參與的投資人有不同的技巧、洞察力和取得的資訊，可以規律找出錯誤定價的資產來獲利。

所以要成為成功的投資人，必須專注在無效率市場，比別人擁有更優秀的洞察力，這樣才有機會發掘出便宜或價格過高的市場，從中獲利。

投資哲學3：買得好，就等於成功賣出一半

馬克斯最受矚目的投資策略，就在於從一般人覺得不好的資產中套利。為什麼他可以從看似高風險的資產中獲利？重點就在於判斷資產的價值。他在二〇〇三年的一篇備忘錄中提到：「價值投資人必須把價格當成是一個起點，事情一再證明，無論一個資產有多好，只要用太高的價格買進都會變成不好的投資。」相對的，如果你用「非常低價」買進一個爛資產，那還是很便宜；只要等到那個爛東西的價格回升時，就會賺錢。

因此他認為，沒有一種資產或投資天生就有高報酬，只有在價格是對的時候才有吸引力。所以橡樹資本的投資理念是：「買得好，就等於成功賣出一半。」也就是說，不用在乎會花多少時間去思考要以哪個價格、什麼時間或是透過什麼途徑賣出股票，如果買得夠便宜，最後這些問題自然會有解答。

馬克斯認為，想要獲利，通常會有四種方法：一種是從資產的真實價值成長中獲利，但這通常需要大量的專業知識，而且你的意見要比別人好，與眾不同才有機會達成；第二種則是利用槓桿操作，也就是用融資買進投資標的。但這並不會增加獲利的機率，只是增加獲利或虧損的幅度，而且當資產價格下跌或沒有流動性時，有可能遇到斷頭的危險。

另外，還可以想辦法以超過資產價值的價格來賣出獲利，但這要依賴買家出現不理性的行為；最後一種則是以低於價值的價格買進，等待資產價格朝著價值接近。對馬克斯來說，第四種方法是最可靠的獲利方法，因為這只需要市場上的投資人清醒回到現實就好。所以在一九九四年的備忘錄中，馬克斯特別提到：「最安全，而且獲利潛力最大的投資，就是在沒有人喜歡的時候買進，等到投資標的受歡迎之後，它的價格只有一條路可去，那就是上漲。」

投資哲學4：聰明承擔風險

風險是馬克斯特別重視的議題，他之所以能在垃圾中尋找黃金，靠的就是判斷能否承擔風險，畢竟投資面對的是不確定的未來，沒有人能確定自己知道未來，所以避免不了風險。因此，想要讓投資長久成功，就必須正確處理風險。

那什麼是風險呢？財經學者常把風險與波動性連結起來，認為價格波動越大、風險越高，因此需要更高的投資報酬率才能吸引投資人。但是馬克斯認為，波動性與風險最沒有關係，在二〇〇六年的備忘錄中，他定義自己認為最重要的風險：「我認為投資人不願意投資的主要原因，是擔心資金虧損，或是報酬低到無法接受。對我來說，『我需要更多上漲潛力的投資標的，因為我害怕虧錢。』比起『我需要更多上漲潛力的投資標的，因為我害怕價格波動。』的說法更為合理。沒錯，我確信，最重要的『風險』就是虧錢的可能性。」

但要事先確認有沒有可能虧錢通常是不可能的，而且總是會有意想不到的風險出現，就算自認為已經以「最差狀況」來預測，但還是可能出現更糟的結果，大家可以想見金融海嘯時，有誰預料到全球股市都嚴重下跌呢？為什麼會如此？馬克斯認為，因為「最差的狀況」通常指的是「過去見過最差的狀況」，這並不意味「未來最差的狀況」。

那該如何為了獲利，聰明承擔風險呢？馬克斯舉了人壽保險的例子來說明，既然人都會死，為什麼保守的壽險公司敢為壽命提供保險呢？因為這些公司做到了四件事：一、他們知道每個人都會死，所以會考量各年齡層的死亡率；二、他們有能力分析這個風險，所以會利用健檢來評估投保人的健康狀況；三、他們有能力分散風險，所以會確保有不同年齡、性別、職業和居住地的人投保，藉此分散風險，不會因為單一個案或系統性的風險造成大幅虧損；四、他們確定承擔這個風險可以得到不錯的收入，所以精算各年齡層、各健康條件的平均死亡率，制定能夠獲利的保費。

同樣的情況可以用在投資上。馬克斯提到，橡樹資本買賣有些人稱

為的高風險資產，就是在做相同的事，橡樹資本會雇用技術高超的專業人士來分析投資標的的風險，並適當分散投資組合，而且只有在報酬率遠遠夠高時才會投資。

這意味著在考量風險問題時，不是要規避風險，而是要控制風險。控制風險的目的是避免虧損，但是規避風險很有可能也規避了報酬。所以不能對大部分的事情都做最壞的準備，為一個世代會發生一次的事情做好準備就夠了，不需要用為未來幾百年才可能發生一次的事情做好準備。馬克斯認為，真正成功的投資人應該是「在對的時機、對的形勢和對的價格歡迎風險」。

投資哲學5：熟練接住掉下來的刀子

所以想要當個第二層思考的優秀投資人，需要對抗市場共識，在大部分人都犯錯的時候，做出與眾人相反的事，也就是反向投資。

在投資市場很容易看到瘋狂的買家或恐懼的賣家，急於買進與賣出，結果讓股價處於無法持續的高點或離譜的低點。這時該做的就是採取反向行為，在群眾討厭時買進，在群眾喜歡時賣出。馬克斯認為，一生只會出現一次的市場極端，似乎每隔十年就會出現一次，投資人可以好好把握。

但是反向投資並不容易，因為很多時候市場沒有高估或低估到值得參與，不然就是處於高估或低估的時間很長，長到眾人都說你是錯的，你會非常痛苦，甚至開始懷疑自己的判斷是不是正確。

馬克斯認為，要怎麼知道反向操作是合理的，基本上可以判斷兩件事：一個是對「好得不像是真的」抱持懷疑，一個則是對「糟得不像是真的」抱持懷疑。

在金融海嘯發生前，前景一片看好，但是馬克斯卻在二〇〇七年四

月的備忘錄中討論「每個人都喜歡的投資」，因為這些投資「好得不像是真的」，投資人應該要避開。他認為，必須要小心應對每個人都喜歡的投資，這可以從四個角度來看：一個是因為這項投資一直表現很好，所以大多數的人似乎認為，直到現在都有傑出表現，就是未來也會有傑出表現的預兆。實際上，更有可能的情況是，直到現在的傑出表現已經反映未來情況，因此這是未來表現欠佳的預兆。

第二是這項投資的價格很有可能已經被吹捧到某個程度，未來上漲的空間相對較少；第三則是這項投資已經被徹底開發，而且有太多資金流入，沒有太多便宜標的留下來；最後一個則是如果群眾改變集體心態，轉而退場，就有價格下跌的顯著風險。

所以，馬克斯認為，如果要有優異的投資表現，就必須看見或賞識一些優點（而且還沒有反映在價格上），而且這個優點後來證明是對的（或至少會被市場接受）。

經歷過金融海嘯衝擊的人，可能對「好得不像是真的」大有感觸，但是要了解「糟得不像是真的」卻不是那麼容易。想想金融海嘯那年，股票動輒虧損一半以上，當時有很多投資人很快拋售持股，希望能降低風險，但是如果沒有在隔年進場布局，可能錯失市場大幅反彈的成果。

馬克斯就提到，「很多在二〇〇八年第四季蕭條時期購買的不良債券，十八個月後得到五〇%至一〇〇%、甚至更高的報酬率。在那樣艱難的情況決定買進是極端困難的事，但是當我們了解到，幾乎沒有人在說：『不，事情沒有那麼糟。』的時候，做出買進決定就很容易。在那個時刻，保持樂觀並出手買進就是反向投資的基本表現。」

所以卓越的投資人會勇於反向投資，雖然刀子落下來，還是要在還沒完全落地時，熟練接下刀子，因為當刀子落地，表示已經塵埃落定，不確定性都解決了，那也表示沒有便宜標的可以考慮；但是也要小心，如果太快接下刀子，可能會因此受重傷。小心熟練地接住掉下來的刀子，是成功投資人在最低風險下獲得最高報酬的方法。

如果盤點現存的投資大師，要像馬克斯一樣經歷過一九七〇年代經濟危機、二〇〇〇年至二〇〇一年網路泡沫、二〇〇七年至二〇〇八年金融海嘯，而且還在投資市場存活下來的專業投資人已經不多，加上還瞄準不良債券這樣的另類投資更是少之又少。馬克斯充分展現價值投資的專業，持續從眾人覺得的垃圾中挑出黃金，也打造出別人難以模仿的投資策略。

霍華．馬克斯投資心法

- 要達到卓越的投資績效，你必須對於「價值」擁有與眾不同的觀點，而且必須做出正確的判斷，這不是容易的事。
- 投資便宜標的，不需要要求投資標的擁有高品質，事實上，如果品質低到讓投資人害怕避開，反而更是便宜標的。
- 買得好，就等於成功賣出一半。
- 確認風險往往是從了解投資人掉以輕心、過於樂觀與對某個資產出價過高開始。換句話說，高風險主要來自高價買進。
- 「普遍相信沒有風險」就是很少見的高風險，因為只有投資人適當規避風險，預期報酬才會內含適當的風險溢酬。
- 大部分投資人決定一件東西是否有高風險，看的是品質，而不是價格。
- 你必須做的事不只是與群眾做出相反的事，還要知道群眾為什麼是錯的。只有這樣你才能強力堅持自己的看法，加碼更多看似錯誤，而且虧損可能高於獲利的投資標的。

Chapter 2

華爾街教父 班傑明．葛拉漢

精準估算投資價值

一個人的出生年代，會影響一個人的思考觀點；一個人的思考觀點，也可能改變一整個世代的思維方法。在華爾街市場，被後人尊稱為「價值投資之父」的班傑明．葛拉漢（Benjamin Graham），正是這樣深具時代影響力的證券哲學家。

葛拉漢一八九四年出生於英國倫敦，一歲跟隨父母親移民美國紐約。父親是瓷器進口商，一九〇三年之前的葛拉漢生長在富裕家庭，受到良好教育。九歲時父親撒手人寰，母親獨力撫養葛拉漢三個兄弟，加上叔叔、伯伯揮霍家產，因此家道中落。這個重大轉變影響葛拉漢一輩子的投資思想。

母親投資慘賠，使他極厭惡投機

當時美國股市正展開一波強勁多頭。一九〇一年到一九〇七年投機風潮大盛，大投機家傑西．李佛摩（Jesse Livermore，一八七七年至一九四〇年）就躬逢其盛，二十五歲遠從波士頓跑到紐約大展身手，不到三十一歲就躋身百萬富翁，成為華爾街家喻戶曉的風雲人物。他從一個號子裡的擦黑板小弟起家，到叱吒華爾街的金融大亨，一生八次大起大落，最後自殺結束一生。

受到時代風潮影響，葛拉漢的母親為了支撐家計，不但變賣家產，還融資買進熱門的鐵路股。不料，一九〇七年美股崩盤，李佛摩因為放

空股市而贏得「華爾街大空頭」的稱號，同時間，葛拉漢全家卻因母親斷頭出場跌入愁雲慘霧中。

母親的投機失敗，很可能是葛拉漢日後極為厭惡投機的遠因。在命運捉弄下，學業難以為繼的葛拉漢，高中畢業便進入農場工作，從事務農、餵豬與打掃農舍的粗重工作。但十六歲的葛拉漢並沒有被命運打倒，酷愛讀書的他，仍私下自修古希臘文。

一年半後，葛拉漢憑著工作積蓄與過去優異的學業成績，順利申請進哥倫比亞大學就讀。他在文學、哲學與數學表現突出，靠著獎學金在短短兩年半內修完大學學業，以榮譽畢業生和全班第二名的成績畢業，並在校長力薦下步入華爾街。擔任證券經紀商紐伯格公司（Newburger Henderson & Loeb）負責手抄黑板的交易員助理是葛拉漢的第一份工作，週薪十二美元。這年葛拉漢二十歲，從此之後，他再也沒有離開過華爾街，直到八十二歲止，長達六十二年的歲月都奉獻給證券投資事業。但才工作兩個月，葛拉漢就面臨投資生涯中第一個市場危機：在歐洲爆發的第一次世界大戰，美國股市也從當年八月休市至十二月底。

如果葛拉漢早十年或晚十年出生，美股兩波多頭風潮可能都會讓他像李佛摩一樣成為標準投機客。但初入華爾街的平淡歲月，加上家道中落的務農生涯，卻將葛拉漢形塑成務實、實事求是與不過度冒險的理性投資者，而紐伯格公司恰好也是嚴格遵循理性投資紀律的專業證券商。在紐伯格，葛拉漢扎實學到了華爾街早期飽經風霜人士所終身奉行的簡單投資哲學，那就是少碰財務報表灌水的公司，並聚焦在公司實際所能發放的股息、股利身上。

一九一四年冬天，因為股市休市，葛拉漢只好從接受投資人報價、在黑板上抄寫價格的小弟，轉調為債券業務員與市場研究員。當時，華爾街的證券研究相當簡單，只從公司財報追蹤盈餘狀況，但從事債券分析的工作，日後卻養成了葛拉漢對風險溢酬（risk premium）的嚴謹計算能力。

什麼是風險溢酬呢？就是指投資人因承擔較高風險所要求的報酬率補償。比如說，投資股票的價格波動風險高，投資人買股票的投資報酬率若沒有高過債券一定差距以上，就不值得冒險。如何分析該把錢投資在股票或債券，便牽涉到風險和報酬之間的理性權衡與計算。

霍華．馬克斯大事紀

- [1894] 0歲：出生於英國倫敦
- [1895] 1歲：全家移民美國紐約
- [1903] 9歲：喪父
- [1907] 13歲：美股崩盤，葛拉漢的母親因融資買股票而慘遭斷頭，家庭財務陷入困境
- [1914] 20歲：以優秀成績從哥倫比亞大學畢業，在校長力薦下，進入證券經紀商紐伯格公司擔任交易員助理，後任債券業務員與分析師
- [1920] 26歲：成為紐伯格公司的合夥人
- [1923] 29歲：離開紐伯格公司，成立葛蘭赫基金，資金規模 50萬美元
- [1926] 32歲：與朋友合夥成立葛拉漢．紐曼基金
- [1928] 34歲：在母校哥倫比亞大學商學院擔任推廣教育班講師，開始講授投資學
- [1929] 35歲：華爾街股市崩盤，因融資投資而瀕臨破產
- [1934] 40歲：與學生陶德合著《證券分析》，揭櫫投資與投機的差異；同時，他的百老匯劇本《小龐帕多》演出一週即下檔
- [1937] 43歲：出版《葛拉漢教你看懂財務報表》，建議投資人嚴格篩選財務報表健康的企業；同年也出版《儲備與穩定》，建議設立以國際商品為貨幣儲備的機制，可惜未受重視
- [1939] 55歲：出版《智慧型股票投資人》，確立價值型投資法則
- [1954] 60歲：華倫．巴菲特進入葛拉漢．紐曼基金公司服務
- [1956] 62歲：宣布退休，搬至加州，並任教於UCLA
- [1960] 66歲：因找不到合適接班團隊，葛拉漢解散經營超過20年的葛拉漢．紐曼公

司

[1972] 78歲：新編《智慧型股票投資人》面世，為今日市面所見之版本

[1973] 79歲：葛拉漢親手潤修的《證券分析》第五版面世

[1976] 82歲：於9月21日逝世，並留下超過300萬美元遺產

一個人的命運，除了受時代風潮牽引，初入職場時的導師，也往往會對年輕人帶來深遠影響。有一回，葛拉漢興匆匆跑去跟老闆建議買進C-T-R（Computing-Tabulating-Recording Co.）公司的股票，這是一家為美國統計局提供打卡機、卡片分類機與圖表繪製機器的公司。葛拉漢認為，從公司帳面價值與產品潛力來看，非常適合投資。不過撈過界向老闆推薦股票的葛拉漢，不但沒得到肯定，還被潑了一桶冷水。老闆對葛拉漢解釋，C-T-R的債券利率只有六%，股價已被高估，而且公司財報並不可靠，甚至說：「班，別再跟我提起這家公司了，我不會用十尺長的竿子去碰它的。」（這是當時他老闆最愛用的表達方式）。

因操作績效佳，被拔擢為合夥人

但葛拉漢自認投資眼光沒錯。葛拉漢曾為了工讀休學一學期，專門幫美國快遞公司進行研究，因此曾經使用過C-T-R公司非常先進的計算機產品，對C-T-R很有信心，而C-T-R正是日後鼎鼎大名的IBM前身。被潑冷水後的葛拉漢冷靜思考：「老闆經驗老到、事業成功，為何會對C-T-R如此挑剔？」從此葛拉漢更加認真學習如何判讀財務報表，並養成凡事挑剔的觀察力、質疑力與思辨力。這次經驗讓葛拉漢發現，分析師對企業盈餘成長率的樂觀預測，以及將盈餘成長寄望在不可知的未來，都是投資的大敵。

學了一次乖後，葛拉漢從此嚴謹依循財報原則，去發掘公司價值被

市場低估的股票。後來他撰寫一篇密蘇里太平洋鐵路公司的投資報告，大獲賞識，幫公司賺了不少錢，他也從債券業務員升任證券分析師，開始受到重用。之後，他更憑實力被紐伯格公司拔擢為合夥人，從事資產管理工作。

葛拉漢的操作績效非常好，舉例來說，他當時發現古根漢探勘公司（Guggenheim Exploration Company）手中握有其他四家礦業相關公司的持股，以合併報表計算，古根漢的每股價值應有七六．二三美元，但當時的交易價格卻只有六八．八八美元。於是葛拉漢放空其他四家價格被高估的礦業公司股票，同時買入古根漢探勘股票，進行無風險套利，穩穩賺取這七．三五美元的價差。只要發現公司的市場價格遠低於內在價值，葛拉漢就會積極進行套利。這時，葛拉漢雖未完整建立「價值投資法」，但已經有了雛形。

股災險破產，更淬煉出投資哲學

一九二三年，隨著美股多頭再起，葛拉漢自立門戶，創立第一個私人基金——葛蘭赫公司。雖然初試啼聲，但操作績效非常優異，可惜，一九二五年因與合夥人意見不合而清算解散。

一九二六年，他和大學同學紐曼（Jerome Newman）合夥成立葛拉漢．紐曼基金（Graham Newman）。他們以二十五萬美元起家，至一九二九年初的基金規模已成長至二百五十萬美元。一夕之間，葛拉漢成為華爾街寵兒，多家上市公司老闆都希望葛拉漢為他們操盤合夥基金。但葛拉漢認為，當時美股股價已過高，均予以婉拒。

在華爾街打滾了十多年後，葛拉漢回到母校執教鞭，擔任哥倫比亞大學商學院推廣教育班講師。一九二八年，葛拉漢開了一堂有關證券分析與財務學的課程，第一次開課便吸引了一百五十名學生慕名而來。

一九二九年十月二十九日，美股發生「黑色星期二」股災，葛拉漢．紐曼基金也因過度融資而嚴重受創，資產縮水四分之三。葛拉漢苦撐三年才解決財務危機，直到一九三七年後才恢復以前的資產水準。從此之後，葛拉漢再也不曾在股市跌倒過。

這一段全球股災與美國經濟大蕭條的經歷，雖然讓葛拉漢瀕臨破產危機，卻也淬煉出他完整的投資哲學。

一九三四年，四十歲的葛拉漢在學生暨助理教授陶德（David Dodd）的協助下，將課堂教學內容整理成一本日後轟動股市、影響全球投資觀點的經典名著《證券分析》（*Security Analysis*）。在這本書中，葛拉漢清楚點出：「投資行為必須經過透徹分析，確保本金的安全與適當報酬。不符合上述條件的行為，即是投機。」

這本被喻為「投資聖經」的巨著，前瞻性地提出「安全邊際」投資法則，並積極導入科學實證精神。這在證券市場宛如橫空出世的神諭，是世界上第一次有人將證券投資視野，從追求變化莫測的股價，導向分析真實可靠之企業內在價值的完整論述。葛拉漢「價值投資法之父」的稱號，因此奠基。

當時的華爾街投資人仍驚魂未定，對於滿地的低價股連碰都不想碰。為了讓更多投資人理解何種公司具有投資價值，葛拉漢緊接著在一九三七年又出版《葛拉漢教你看懂財務報表》（*The Interpretation of Financial Statements*），教投資人看懂乾淨、健康、且未被灌水的企業財報，並勇敢買入被低估的股票。

一九四九年，葛拉漢將長期管理有價證券的經驗，整理成另一本更具傳世價值的名著《智慧型股票投資人》。這本書將投資焦點從選股技術轉移到證券管理、投資策略、分散風險與安全保障，可說是葛拉漢畢生投資的心血結晶。

為了將科學研究精神導入證券市場，葛拉漢也積極奔走，爭取開設訓練、考試及資格審核，並將證券分析師提升為像律師、會計師一樣的

專業工作者。他說：「對於證券分析師，我們若沒有一套評分方法，當然也就無法得知他們的平均打擊率。」

現今證券分析師必須擁有專業執照，甚至頂著像合格財務分析師證照者，還可享有極高的市場聲譽，都必須歸功於葛拉漢的努力爭取。今日的年輕分析師可能不會再去讀葛拉漢的經典名著，但若要通過證券分析師考試，所有教科書卻幾乎都是葛拉漢投資觀點的翻版。舉凡今日大眾所熟知的本益比、營業利益率、帳面價值、股東權益報酬率等分析觀點，以及基金投資人所必須明白的積極型、穩健型與防禦型投資策略與分散風險原則等，幾乎都可看到葛拉漢所提倡的價值型投資法影子。

破例錄用巴菲特，造就一代股神

除此之外，葛拉漢對華爾街的另一個巨大貢獻，就是作育英才，培養出眾多青出於藍且更勝於藍的投資大師。當代著名的基金經理人如華倫．巴菲特（Warren Buffett）、約翰．聶夫（John Neff）與湯姆．芮普（Tom Knapp）等都是親炙葛拉漢的學生。其餘未上過課，卻標榜葛拉漢價值投資法的華爾街徒子徒孫，更是不勝枚舉。

一九五四年，有個年輕人因為上了葛拉漢的課，深深景仰老師的風範，懇求以無給職方式進入葛拉漢．紐曼基金公司服務，但葛拉漢卻以這位年輕人的「價值被高估」而婉拒，經過年輕人苦苦哀求，葛拉漢才破例錄用。這個年輕人就是日後的股神巴菲特，兩人不僅是師生、事業夥伴，日後更成了莫逆之交。

葛拉漢的價值投資法，就是買入「價格」低於「價值」的東西，而且買入價格越低越好。「價格」與「價值」的缺口，就代表投資的安全保障或邊際。巴菲特則精簡詮釋為：「以四十美分的價格買進一美元的紙鈔。」

在《證券分析》出版五十週年時，巴菲特特別撰文說，價值型投資法是一種「領悟」與「頓悟」，這和智商或商學院的訓練無關，但這麼單純的概念，華爾街眾多人士就是無法領悟，甚至展示各種績效紀錄也無法讓這些人接受。

一九五六年，葛拉漢帶著超過二十年長勝不虧的紀錄宣布退休。一九六〇年，葛拉漢·紐曼基金清算解散。自一九三三年起，葛拉漢·紐曼基金就沒有賠過錢，甚至從一九四八年起到葛拉漢退休為止，每年都有超過一一%的分紅，而基金清算後的投資報酬率更高達近七〇〇%。

如果要用一句話來說明葛拉漢的投資哲學，最適當的話莫過於：「投資不該是一場遊戲一場夢。」

投資不該是一場遊戲，指的是投資的態度應該理性且嚴謹；至於投資不該是買一個夢，則是指投資人應放棄追逐反映未來盈餘的「股價」，而該把焦點多放在公司當前實際營運所能創造的「價值」身上。

理性且安全計算一間公司的合理價值，然後尋找目前股價被低估甚多，即風險非常小、報酬率卻非常明確的標的物，就是葛拉漢對投資的基本哲學。綜觀葛拉漢的所有投資書籍，可以歸納整理出下列十二條投資哲學。

投資哲學1：智慧型投資，避開投機

對葛拉漢來說，投資的定義是：「投資行為必須經過透徹分析，確保本金的安全與適當報酬。」接著他大筆一揮，把其他不符合這種態度的投資方法，統統稱為「投機」。

葛拉漢當然明白，專業的投機者也必須計算股價漲跌的風險和機率。但他稱這種人為「智慧型投機者」，知道應該理性停利、停損。不過葛拉漢認為，投機的最大風險是獲利基礎來自於預測未來的股價，然

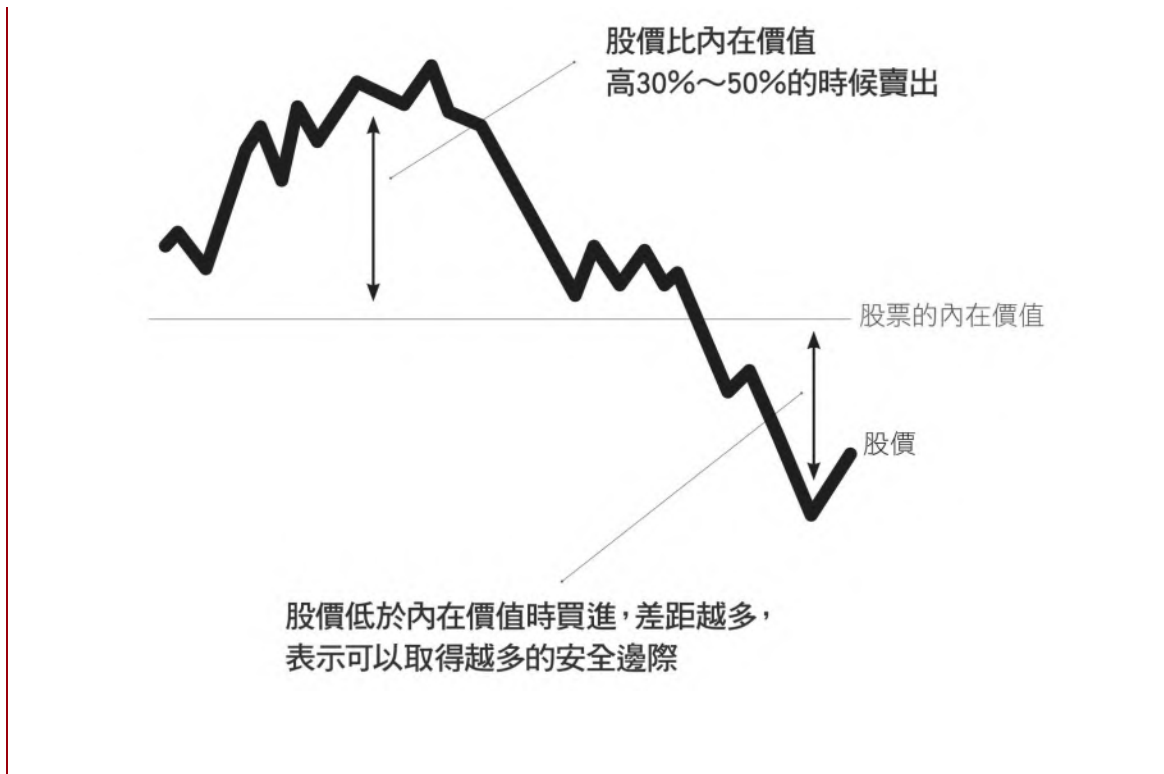
而「人們介入華爾街越深，會越懷疑行情預測或掌握時效的可信度。」因為葛拉漢認為，多數想透過研判最佳進出時點，好低進高出股票者，最終都將敗給高深莫測的市場價格。

由於市場價格充滿投資人的情緒，葛拉漢認為，聰明的投資人不應該將焦點放在波動的價格，只有根據邏輯推理與可靠的判斷準則，投資人才可能靠智慧享有堅如磐石般的獲利。相對於股價像虛無飄渺的空中樓閣，葛拉漢強調可被計算出來的投資價值，也因此，價值投資法也稱為「磐石理論」。

葛拉漢的磐石理論

找出股票內在價值，低點買進、高點賣出

對葛拉漢來說，控制投資風險比追求報酬重要，所以要根據企業財報，淘汰掉財報造假的投機公司，並理性算出合理的帳面價值，再淘汰掉股價高過價值的股票。



投資哲學2：像男人買車一樣仔細檢查

有智慧的投資人應該像買汽車一樣，先踢踢車胎，再打開引擎蓋看一看，必須先確認汽車內部運作沒有問題，才能思考價格是否物超所值。如果光看便宜就直接買車，一定容易吃大虧。

葛拉漢認為，投資人應該先知道一家公司的價值，才有辦法知道該支付多少價格，才能獲得令人滿意的報酬。

至於如何檢驗一家公司的價值呢？仔細閱讀財務報表，可說是股東責無旁貸的責任。因此，葛拉漢還寫了《葛拉漢教你看懂財務報表》一書，目的就是想要告訴投資人，投資就是成為一家公司的股東，而所有的財務報表都是為了告訴投資人，一家公司到底值多少錢？能賺多少錢？葛拉漢相信，企業財務報表，能反映一家公司的內在營運狀況。當然前提是企業財務報表必須真實才行。

投資哲學3：像女人買雜貨般精打細算

很多人常以為價值型投資法就是長抱一檔股票，終生不賣出。事實上，這是巴菲特後期的價值投資法，不是葛拉漢。

葛拉漢認為，買股票應該和女人上雜貨店買東西一樣精打細算，這是指培養一個量化習慣，將每一檔股票都定出一個合理的價值，並在股價非常便宜時買進，變得太貴時賣出。

葛拉漢認為，股票不像香水，沒必要珍藏，也沒必要用高價去購買最流行的香水品牌。對葛拉漢來說，在證券市場市場就像在雜貨店買東西，投資人永遠要用撿便宜的心態去挖寶。

相對的，如果有人要高價收購好股票，投資人也要記得拿出來賣掉。

投資哲學4：投資像經商，不要妄想超額利潤

對葛拉漢來說，投資就像經商，必須以經營企業的態度來看待投資。在《智慧型股票投資人》的最後一章提到，證券投資的成功法則和經商必須依循的商業原則一模一樣，沒太多差異。

經商最重要的是要了解自己的生意，而且別妄想獲得超過正常利息與股息之外的超額報酬。其次是別仰賴其他人來經營你的事業，除非你能鉅細靡遺的監督公司績效，或者找到可信任的人。

第三是別貿然做生意。做生意一定要周詳考量，評估獲利機會，同時避免獲利有限而虧損甚大。

第四是有勇氣運用知識與經驗，並且依據事實做出判斷後，就要果斷行動。投資人若沒有執行理性決策的勇氣，一切投資評估也是枉然。

投資哲學5：避開老闆會搞投機的公司

投資人在選擇股票時，絕對要先避開大股東或公司經營者本身就在搞投機的公司。葛拉漢很清楚，早年資訊不透明的時代，公司經營者如何與市場派上下其手，共同坑殺散戶。

或許母親的投機失敗，也是葛拉漢避投機股唯恐不及的原因。在葛拉漢眼中，投機股可分兩種：一種是內生型，表示公司財報灌水、信用評價很差；另一種是外部市場型，是投資人共同看好公司的信用及盈餘成長潛力，不斷哄抬股價，最終走向破滅。

對葛拉漢來說，嚴格避開公司誠信不佳與財報灌水、騙人的企業，是選股的第一要務。

投資哲學6：不要挑成長股，預測未來只會帶來過高風險

風險是葛拉漢腦袋裡的最大敵人，為了避開風險，葛拉漢認為「未來」這種不明確的東西一點都不會替報酬加分，反而會增加投資的風險。

葛拉漢認為，要成功買對企業，一定要具有精確看準未來的能力。但話說回來，不管多麼謹慎，任何人都很難精確預測未來，而且「預測」所造成的傷害可能高於能創造的利益。

《葛拉漢教你看懂財務報表》書中特別強調，產業的展望、市場行情、通貨膨脹或經濟榮枯、人為的市場影響力與投資大眾的「口味」等因素，都會影響證券價值，但這些因素卻無法以精確的比率和邊際安全性來衡量。

既然評估未來充滿高度的不確定性與風險，葛拉漢認為，投資人何不理性地評估過去經營績效突出，且獲利模式長期穩定的公司呢？拿成長股與穩健績優股相比，葛拉漢認為，看得到的績效會比看不到的成長來

得可靠！

投資哲學7：最安全的績效是過去已經發生的績效

對葛拉漢來說，未來永遠是天邊遙不可及的一場夢。即使公司夢幻般的產品已經近在眼前，葛拉漢也不會把無法量化評估的東西列為公司實際可鑑價的「價值」。這或許是受到第一任老闆的影響，使得他對於企業創新、品牌商譽等無形資產都吝於給予過高評分。像一九二六年之後，C-T-R 公司已改名為IBM，甚至掛牌上市後成為高成長股，葛拉漢也只是冷冷觀察，並不會積極買入。

在葛拉漢眼中，最合乎邏輯的績效是過去已經發生的績效，而不是未來還沒到手的盈餘成長率；最合理的股價，應該是合理反映公司帳面價值的價格。他對於IBM 的本益比從一九三〇年代的七倍飆升至一九五七年的四十二倍，甚表不認同。

葛拉漢的理由是，當IBM 以七倍的帳面價值，而非七倍的本益比出售時，結果就等於IBM 完全沒有帳面價值。這意思是說，假如IBM 清算解散，每位原始股東能拿回每股十美元的價值，但市場投資人卻想要以高出七倍的行情，用七十美元價格去買只值十美元的東西，這豈非腦筋有問題？

葛拉漢抨擊，完全憑藉對IBM 未來獲利能力與前景的信心，導致華爾街經常願意用買七間公司的錢來買一間公司。但在葛拉漢眼中，未來卻是非常不牢靠的價值，因為股價過高，遲早會回到它的內在價值。

在葛拉漢眼中，一個過去營運績效良好，且實際有派發股息、股利給投資人的企業，在評估新年度與特定一段年度的績效才具有客觀、理性且明確的依據。

投資哲學8：找出企業的內在價值

企業的合理價值又是什麼？事實上這並沒有標準答案，端賴投資人識貨與鑑價的眼光。葛拉漢認為，只要檢視財務報表，投資人就能歸納出一個企業目前的情況與未來的潛力。

葛拉漢並非無視於公司的產業地位與獲利成長能力，但他非常強調要從目前財務報表上的數據來檢視未來獲利能力。他指出，企業的資產價值、盈餘的趨勢以及經營階層因應瞬息萬變情勢的能力等，都應列入評估證券價值的因素。

公司有形的帳面價值，很好計算，但未來性與無形資產，很難估價。為了不高估「未來」，「普通股的售價應該大約是當期盈餘的特定比率」（合理本益比），就成為一種實用的評估邏輯與概念。

簡單來說，一個是從財務報表估算出合理價值，另一個是從盈餘分配能力推算出合理股價。這兩者都是簡單計算公司價值的方法。從財務報表推估合理價值，就是計算公司淨值，然後在合理股價淨值比的情況下，以接近一比一或更低於一的股價淨值比去投資一間公司的股票。

從盈餘分配能力推估合理股價，則是本益比。比如一間公司每年能配出一元股息，那麼十倍本益比就是以十元價格投資這間公司，並獲得每年一〇%投資報酬率。當投資人以十五元投資時，本益比將被提高至十五倍，投資報酬率也將降至六．六%。

投資哲學9：計算股價被低估的安全邊際

葛拉漢完全不關心「本夢比」，只專注「本益比」，而且是真實的「益」，與合理的「本」。他認為，以低於合理價值的水平買入股票，長期而言，就可以獲得傑出的報酬。

至於股價要多低才算便宜？這也沒有標準答案。但為了安全起見，

投資人應在買入價格與合理價值間保留一個緩衝區間，而且越大越好。如此，即使股價出現大幅波動，投資人也有足夠的時間與空間來反應，並做適當處置。

這個股價與價值的安全區間，就是葛拉漢所說的「安全邊際」，也正是價值投資法的精髓所在。晚年的葛拉漢很想協助投資人簡化選股流程，因此他簡單列舉挑選廉價股的兩個條件：

一、挑選本益比七倍以下的股票。

二、挑選公司財務狀況良好的股票（如企業資產應是負債的兩倍以上，股東權益應占公司總資產的五〇%以上）。

事實上，七倍本益比不是毫無根據，而是以債券殖利率兩倍的倒數計算出來的。葛拉漢非常堅持，投資股票的風險高過債券，故股息殖利率若沒有債券的兩倍，投資人不應冒險投資。

在葛拉漢活著的年代，美國債券殖利率約為七%，七乘以二得到十四，一百除十四等於七倍本益比。若以目前低利率來看，假設債券殖利率為三%，三乘以二得到六，一百除六，當前可挑的廉價股的合理本益比應可為十六倍。

投資哲學**10**：以理性選股，別害怕「市場先生」

投資人只要理性選股且大膽進場後，就不必在意股價波動。基本上，股價波動對真正的投資人只有一個重要意義，亦即讓他聰明地在股價下跌時買進，大幅上揚時賣出。至於其他時間，最好忘了股市的存在，把注意力集中在股息多寡與公司的營運狀況。

在《智慧型股票投資人》第八章中提到，投資人進入股市時，應該想像自己是和市場先生做生意，必須小心謹慎，因為市場先生會任意發洩一時的狂熱或恐懼情緒。

書中說到，假設你和市場先生是企業上的合作夥伴。每天，市場先生都要毫無例外向你報價。有時，市場先生情緒高昂，眼前一片光明，此時他會報出很高的價格。有時，市場先生受到打擊，眼前一片漆黑，困難重重，這時他的報價就極低。

葛拉漢說：「市場先生還有一個惹人憐愛的特點：他不介意遭受冷落。」如果無人理睬市場先生的報價，他明天又會回來重新報價。市場先生的情緒化反應並無用處，但他每天的報價單卻很有用。如果市場先生表現愚蠢，你完全有權忽略他或利用他，但切記不可被他牽著鼻子走。

葛拉漢的結論是：「如果投資人面對毫無理由的市場下挫、股價下跌，總是驚慌失措，棄股而逃，或者總是無端地擔心，那就是毫無道理把自己的優勢轉為劣勢。」

投資哲學**11**：安全套利，只要獲利五〇%就出場

買了股票以後，並非就不賣出。葛拉漢通常會設定股價上漲超過合理價值太多時，就要賣出。他設定的目標是五〇%，但這並非絕對標準，一般投資人也可以設定獲利三〇%就出場。

第二個出場法則是持股不要超過二到三年。葛拉漢認為，當我們買入一檔廉價股後，應設定好出場的獲利目標，同時設定持股期限。如果在期限內沒有達到五〇%的獲利目標，投資人就該果斷賣出。

換句話說，葛拉漢屬於目前所謂「波段操作型」投資人，而非長期持股型投資者。對葛拉漢來說，波段操作屬於投資的一環，因為重點在於，投資人是「透過透徹分析，確保本金的安全與適當報酬」。

投資哲學**12**：透過大數法則、投資組合來分散風險

投資人理性選股，且在低於價值的價格進場後，並不代表絕無投資風險，諸如公司破產、倒閉或產業意外消息，都可能讓投資人蒙受損失。為了確保安全，像保險公司一樣採用大數法則就能有效控制風險。

一檔價值型股票或許還會被市場不確定因素重創股價或配息，但三十檔、五十檔或一百檔價值型股票加起來，就能在一段時間中創造出永遠正報酬的獲利績效。

原因是：投資組合的加總結果，一定會忠實反映出理性精算出來的風險與報酬關係。因此，葛拉漢非常強調投資組合。他認為，投資人不應重押在一、兩檔廉價股上，而應該分散持有二十、三十檔以上的低價績優股，如此才能確保不論市場價格如何波動，總和的風險溢酬表現都不會太差。

葛拉漢認為，在股市中永遠存在風險，沒有風險就沒有股市，任何一個投資者要想成功，都需要依靠行之有效的技巧來規避風險並進而獲利。他警告投資人如何不被股市風險燒焦，那就是：待在中間地帶是最安全的（*In medio tutissimus ibis.*，拉丁文）。

葛拉漢是出身英國倫敦的猶太人，身上揉合著猶太人對金錢計算的精明，以及英國人多疑、理性與世故的盤算。另一方面，葛拉漢又像多數懷抱淘金夢而到美國闖天下的移民後代一樣，有著開朗、樂於分享與積極開創未來的勇氣。葛拉漢的投資哲學是從正確的投資態度開始，而上述的十二條投資原則，則是留給華爾街分析師與廣大投資人的寶貴資產。

班傑明．葛拉漢投資心法

- 在華爾街成功要有兩個條件：一、你必須正確思考；二、你必須獨立思考。

- 不可在同一個帳戶進行投資與投機買賣，你的思考也不可混淆於兩者之間。
- 必須明智地在過去的事實，與未來的可能性之間取得平衡。
- 證券市場不會永遠偏離既定的軌道，而是會維持在一個連續性軌道上。
- 市場報價只是為了方便，投資者可以加以利用，也可以忽略。
- 投資人以合理的價格買進績優股是不會犯錯，或犯下大錯的。
- 任何一檔股票從買進到第二年結束以前，若未達到預定目標，不管成本多少都該脫手。
- 當整個市場都過高時，買進被低估的股票就不智了。
- 如果普通股是好的投資標的，那麼也會是好的投機標的。

Chapter 3

股神推手 查理．蒙格

尋找價格合適的偉大企業

如何把一個破敗紡織廠，打造成資產十二兆台幣的企業帝國？股神華倫．巴菲特主持的波克夏公司（Berkshire Hathaway），用超過五十年的時間告訴世人答案：一條電話線。

沒錯，這條電話線的一端，是在美國中西部小城奧馬哈（Omaha）掌舵的巴菲特，另一端是長住在洛杉磯的二當家查理．蒙格（Charles Munger）。

巴菲特與蒙格兩人相距兩千五百公里，不常見面、興趣相異，不靠祖蔭，也沒有歃血為盟的換帖拜把儀式，憑著一身本事及獨到眼光，靠著電話溝通，讓五十二年前破敗的波克夏紡織廠脫胎換骨，成為資產價值十二兆元的企業帝國、史上效率最高的賺錢機器。因此，如果奧馬哈是波克夏真正的總部，那麼在洛杉磯市中心的蒙格辦公室，就是另一個隱形的總部、腦力及智慧的中心。每當巴菲特碰到難題，「幫我接查理！」電話通常就會撥向洛杉磯這頭。巴菲特說，因為蒙格，「讓我從猩猩到人類……，如果我不認識他，我會比現在窮得多！」

九十多歲的蒙格比巴菲特大六歲，同樣出身奧馬哈，兩家人住得很近，卻彼此不認識，也許是天意安排，他們竟曾前後在巴菲特爺爺開的雜貨鋪當過小學徒，同樣受過巴菲特爺爺「斯巴達」式的管理教育。蒙格回憶：「這份工作要求勤奮、精確、長工時……，讓我及巴菲特在日後遇上不順心，都能從容應對！」

出身法律世家，在第二次世界大戰後退伍，蒙格進入哈佛法學院，

畢業後隨即在洛杉磯展開律師生涯。三十五歲那年，蒙格面臨人生最大的轉折，在一個故鄉士紳安排下，他認識了巴菲特，兩人一見如故，從此成為逾半世紀的合作夥伴。

給股神巴菲特的禮物

如果夥伴關係，是由一連串的「給」與「受」組成，那麼，在巴菲特從「猩猩」到「股神」的進化過程中，蒙格這個亦師亦友的夥伴，給了他三個最重要人生禮物：戒貪、勇氣及遠見。蒙格協助巴菲特克服了所有投資人可能都會犯的貪婪、恐懼及短視的壞毛病，逐漸邁向不凡，讓巴菲特說出：「我對查理的感激，無以言表！」的肺腑之言。

第1樣禮物：戒貪

雖然惺惺相惜，但一開始，蒙格的投資思維，卻帶給巴菲特相當大的衝擊，因為「蒙格主義」衝撞的是他最尊敬的恩師班傑明·葛拉漢。身為首席高徒，巴菲特一直謹守葛拉漢學派崇尚的「菸屁股哲學」：再好的標的，一定要等價錢低到不能再低的程度，才能買進，出脫時才能大撈一票。「菸屁股哲學」的背後其實是貪念作祟，但蒙格始終反對這種「撿便宜貨」的見解，他認為，只要謹守「安全邊際」原則，平價好貨，比便宜爛貨，更值得投資！要擴張，就必須找到價格合適的「偉大企業」。

一邊是恩師，一邊是一見如故的夥伴，巴菲特承認，確實令人相當掙扎，他把這段自我「進化」的過程與影響西方文明的「新教徒革命」相提並論。他說，一天得聽蒙格這個馬丁路德的「新教」言論，一天又得聽葛拉漢這個「教宗」的正統思想。不過最後是「現實」讓巴菲特站到蒙格這邊。一九七〇年代，巴菲特當初低價買進的「菸屁股」公司波

克夏紡織廠，在國外廉價紡織品的競爭下，面臨關廠、裁員風暴，在求售無門的狀況下，最後只得結束虧損多年的紡織製造。

在一九七〇年代初期，美國的中產階級崛起，股市欣欣向榮，連家庭主婦上美容院也是滿口股票經，一點也看不出「危機重重」，但巴菲特不得不承認，「蒙格把我從葛拉漢的局限理論中拉了出來，這是股強大的力量……，他擴大了我的視野。」巴菲特從此就像打通「投資」的任督二脈一樣，戒掉「菸屁股」的習慣後，波克夏規模開始快速成長，五十年來，巴菲特口中會下金蛋的金雞，包括時思糖果（See's Candy）、可口可樂、箭牌口香糖（Wrigley）及柏林頓鐵路運輸公司（BNSF），都不是菸屁股股票。「追求價值而非價格」這個概念，成為波克夏文化的基石。

查理．蒙格大事紀

- [1924] 0歲：出生於內布拉斯加州奧馬哈市
- [1933] 9歲：在巴菲特爺爺雜貨店工作
- [1948] 24歲：從哈佛法學院畢業，在洛杉磯Wright & Garrett律師事務所工作
- [1959] 35歲：在朋友戴維斯醫師介紹下，與巴菲特結識
- [1965] 41歲：結束律師工作；巴菲特取得紡織廠波克夏控股權，兩人開始合作生涯
- [1968] 44歲：巴菲特清算波克夏紡織廠資產，將其轉型為控股公司
- [1973] 49歲：波克夏投資《華盛頓郵報》，成為凱薩琳．葛拉漢家族以外最大股東
- [1974] 50歲：與巴菲特收購威斯科金融公司
- [1977] 53歲：任美國法律報業集團每日新聞集團（Daily Journal Corporation）董事長
- [1978] 54歲：任波克夏副董事長
- [1980] 56歲：白內障手術失敗，導致左眼失明
- [1984] 60歲：成為威斯科金融公司董事長暨總裁
- [1987] 63歲：投資7億美元買進所羅門兄弟證券股份，與巴菲特出任該公司董事

- [1989] 65歲：波克夏以13億美元投資吉列、美國航空和Champion International
- [1991] 67歲：所羅門爆發弊案，巴菲特接管所羅門9個月
- [1993] 69歲：首度登上《富比世》雜誌「美國400富豪榜」
- [1946] 70歲：將大都會 / 美國廣播公司賣給迪士尼公司，獲利20億美元
- [2006] 82歲：波克夏投資南韓浦項鋼鐵
- [2008] 84歲：波克夏開設新的市政債券保險公司，取得比亞迪10%股權
- [2009] 85歲：波克夏斥資260億美元收購柏林頓鐵路運輸公司
- [2011] 87歲：威斯科宣布併入波克夏旗下
- [2013] 89歲：捐助密西根大學1.1億美元，是密西根大學收到最大筆的捐款
- [2015] 91歲：與巴西頂級私募股權基金3G共同投資卡夫-亨氏食品
波克夏以372億美元收購飛機零件及能源生產設備製造商精密鑄件公司
（Precision Castparts Corp.），為2016年底為止最大的收購案
- [2016] 92歲：波克夏從第一季開始購買蘋果股票，到年底持有5740萬股，成為蘋果
前十大股東。
- [2017] 93歲：自美國總統川普上任後，波克夏股價屢創新高，市值突破7000億美元

第2樣禮物：勇氣

巴菲特自傳《雪球》（*The Snowball*）的作者施洛德（Alice Schroeder）認為，外表樂觀的巴菲特其實害怕衝突，「閃躲是他的本能，如果有人像母親那樣對他發作，他會像貓一樣溜走！」反觀蒙格有著博學及法律世家的背景，「凡事一定要反過來想！反過來想！」這句話更時時掛在嘴上，練就一身反骨及對權威說「No」的勇氣及能力，在處理經營紛爭時，適時補足巴菲特的缺點。最經典的戰役就是一九九一年的「所羅門醜聞」事件，波克夏依靠蒙格，度過公司成立以來的最大危機。

時間回到一九八七年，因為友人請託，波克夏以七億美元取得所羅門兄弟證券一二%股份。當時的所羅門是華爾街資產第二大的金融機

構，資產規模僅次於花旗銀行，在債券利差市場呼風喚雨，不僅擁有私人飛機、隨傳隨到的五星級主廚，「只要員工想吃什麼，立刻送到！」在這些人士眼中，巴菲特及蒙格雖然坐進富麗堂皇的董事會，但充其量只是一對喜歡啃漢堡的中西部鄉巴佬。原本巴菲特的規畫是，買進所羅門後，希望蒙格分身去管其他公司，但蒙格似乎聞到臭錢即將發酵爆發的味道，請纓留任，「所羅門可能會惹上大麻煩，而且會大到同時需要我們兩人！」果然，一語成讖。

一九九一年夏天，一連串醜聞在所羅門引爆，先是債券交易員盜用客戶帳戶競標國債，接著又發生包庇事件，蒙格與巴菲特早就在董事會要求據實以告，卻一再被忽略。直到當年八月，美國政府勒令所羅門歇業，其資產一度以每日十億美元的速度萎縮。八月中的一場會議上，忍耐到了極限的蒙格勃然大怒，要求經營階層一五一十交代所有內情。這一怒，成為化危機為轉機的關鍵，在蒙格的強勢主導下，所有的藏汙納垢被迫攤在陽光下。九月四日，巴菲特站上國會作證，原本預期的嚴厲拷問，在開誠布公表現下，竟成為企業道德的典範。也因此，每年波克夏股東年會，幾乎都會播放這段作證的片段影片，提醒大家「不能讓公司賠上一點點聲譽」的堅持。

第3樣禮物：遠見

在蒙格與巴菲特合作後期，東方勢力在全球投資市場快速崛起，但一九九〇年代波克夏在亞洲投資市場卻交了好幾年白卷，巴菲特不只一次調侃自己，太晚認識日本而錯失投資時機。及至二十一世紀，大中華經濟崛起，醉心中華文化及儒家思想的蒙格，成為波克夏東擴的引路人。

蒙格在專訪中表示，他住在加州，看到太多傑出的東方人在美國出人頭地，可見「只要制度對，勤奮的亞洲人一定能在經濟上有傑出表

現。」因為蒙格的亞洲人脈及了解，讓深居美國中部的巴菲特也開始探索亞洲的投資機會，特別是中國及南韓地區。二〇〇三年，波克夏在SARS（嚴重急性呼吸道症候群）恐慌達最高點時，大量買進中國石油，四年後全數出脫，大賺三十五億美元；在原材料狂潮前，波克夏買進南韓浦項鋼鐵，成為持股近五%的大股東，到二〇一〇年底的潛在獲利高達近新台幣三百億元。

在蒙格主導下，最轟動的一役就是波克夏買進中國電動車先驅比亞迪近一〇%的股份，在股神加持下，比亞迪股價一度衝高至港幣八十四元，雖然二〇一一年初已從高點回跌到港幣二十八元左右，但波克夏這筆投資帳上獲利仍有四倍。蒙格更被巴菲特戲稱為「比亞迪先生」。蒙格便曾在專訪中認為「中國走對了路」，爆發力就像黃金年代的美國。在新能源市場布局深耕，比亞迪二〇一六年公布，獲利五十．五億人民幣，營業額更首次突破千億人民幣大關，增長至一千零二．一億人民幣。

就算把巴菲特或波克夏從蒙格人生中拿走，他也會是傑出的投資家。在擔任波克夏副董事長之前，蒙格曾自己創立投資公司，經營十四年下來，年化報酬率高達二四%，與波克夏相比毫不遜色，所以就算蒙格獨立創業，也足以讓他成為獨霸一方的投資大師。

這樣的績效，在他一九八五年擔任威斯科金融公司（Wesco Financial Corporation）董事長時，再次得到印證。威斯科金融公司是波克夏子公司所控制的公司，總部位於加州，是家多元化金融企業，主要業務包括：保險業務、家具租賃與鋼鐵服務中心。蒙格擔任威斯科董事長，不論股價及績效表現，比之波克夏一點也不遑多讓，特別是股價，因為威斯科定時配股息，從一九九〇年上市後二十年，股價就已整整成長逾五倍。

蒙格的投資哲學與巴菲特雖然同氣連枝，但其實巧妙各有不同，特別有一種「無招勝有招」的自信。蒙格認為，投資成功的關鍵是「不在

多，在於精。」不論是選股或下注買股，都是貫穿此一邏輯，在此邏輯下，發展出四個投資哲學。

投資哲學1：不揮壞球，只打甜心球

蒙格這一生都在尋找最好打的「甜心球」（fat pitch），如果碰不到這樣的好球，千萬別揮棒。這是蒙格從棒球中得到的靈感，他推崇美國職棒選手泰德·威廉（Ted William），因為威廉是七十多年來，美國唯一在一個賽季打出打擊率四成的打者。

蒙格說，威廉的選球技巧很簡單，就是把打擊區劃分為七十七個像棒球那麼大的格子，只有當球落在「最佳」格子時，他才會揮棒，因為揮棒去打那些「最差」格子的球，只會大大降低打擊率。因此蒙格認為，股票投資人可以持續觀察各公司的股價，把它們當成一個個格子。大多數時候，什麼也不用做，只要看著就好了。如果出現一個速度很慢、路線又直，而且正好落在你最愛的格子中間的「好球」，那麼就全力出擊。這樣一來，不管天分如何都能大大提高安打率。在合適的機會來臨時，就採取果斷行動，投資成效就不會太差。

事實上，蒙格認為這樣好的機會一生沒有幾次，但次數也不需要很多，「在漫長的人生中，你只要培養自己的智慧，抓住一、兩次這樣的好機會，就能夠賺許許多多的錢。」他以波克夏為例指出，波克夏的數千億美元資產，「大部分的錢是從十個機會中賺來的。」

巴菲特常常滿懷期待和蒙格討論新投資案，蒙格的回答十之八九都是「不」，讓巴菲特曾因此稱蒙格為「可惡的說不大師」。但蒙格的老友瑞克豪瑟（Chuck Rickershauser）這樣評論蒙格的機會辨識能力：

「人們通常認為蒙格的價值在於辨識風險和說『不』，但其實蒙格最有價值的地方，在於能夠辨識那些可以參股的時機。」另一位老友布斯

（Otis Booth）也說，「蒙格明白，要找到真正好的標的很難。所以，就算九〇%的時間都在說『不』，也不會錯過太多。」

在少有的黃金機會，如果所有條件都具備了，蒙格決定要投資，那麼他很可能會下很大的賭注，絕不會小打小鬧，或進行小額、投機性投資。蒙格說，巴菲特和他「碰到好機會就下重注，其他時間則按兵不動。就是這麼簡單。」這樣的機會包括一些物超所值的投資良機，蒙格坦言，股市就像一場充滿胡說八道和瘋狂的賭博，偶爾會有訂錯價格的良機。你一輩子可能沒辦法找出一千次好的投資機會，所以一旦遇到好機會，就要全力出擊。

投資哲學2：定能力圈，不碰陌生股

但怎麼判斷好球還是壞球？喜歡中國儒家學說的蒙格，倒是應用了「知之為知之，不知為不知，是知也。」這套中國人老祖宗的思維。

蒙格會小心翼翼畫出他的「能力圈」（circles of competence），他認為，投資標的可以分為三種：「可投資的」、「不能投資的」，另一種就是「太難理解的」。每個人的能力圈並不相同，因此必須將投資放在自己能夠了解的領域，千萬不能以為自己無所不能、無所不通。所謂「可投資的」標的，就是自己可以簡單理解的項目，不需要高深的專業，用普通常識就能判斷好壞。如果被歸類成「太難理解的」，就算再多的吹捧，一般投資人也應該迴避，許多投資人偏愛的製藥業和高科技業，就被他直接歸為「太難理解」這一項。

唯有把自己的能力圈畫出來，才能判斷什麼是好球、什麼是壞球，「你必須弄清楚自己有什麼本領。如果要玩那些別人玩得很好、自己卻一竅不通的遊戲，那麼注定會一敗塗地。要認清自己的優勢，只在能力圈裡競爭。」蒙格與巴菲特這一對拍檔，就是了解自己的專長及不

足，在早期幾乎完全不碰科技股，雖然在二〇〇〇年代科技泡沫盛行時錯過一些機會，受到當時業界人士的質疑，但也因此才能避免犯下致命錯誤，在股災中損失慘重。

正如巴菲特所說：「如果說我們有什麼本事的話，那就是我們很清楚自己什麼時候在能力圈的中心運作，什麼時候正在向邊緣移動。」在蒙格心中，一個容易有發展空間、能在任何市場環境下生存的主流行業就是好的標的，可口可樂、箭牌口香糖、吉列刮鬚刀就是這樣的公司。如何弄清楚自己的能力圈？蒙格鼓勵大家博覽群書、獨立思考，「弄清楚幾個簡單概念」，因為「依賴他人的想法，或是透過金錢取得的建議，只要稍微超過自己的領域，就會遭逢大災難！」

投資哲學3：選股，先挑護城河寬的

摸清楚自己的能力圈之後，就必須在裡面尋找「有最寬護城河的偉大企業」。所謂「護城河」，在蒙格的心中，就是保護企業免遭敵人入侵的無形壕溝。

優秀公司擁有很深的護城河，並不斷加寬護城河，為公司帶來「可長可久的競爭優勢」。通常企業會用「技術」區隔自己與對手，投資人也傾向投資「技術最強」的公司，但蒙格卻認為，擁有新技術不等於就是壯大護城河。他從個體經濟學中得到一個重大啟示：認清「技術」什麼時候能幫助你，什麼時候又會摧毀你。

蒙格回想當初經營波克夏紡織廠時，有一個賣先進機器設備的人對巴菲特說：「有一種新的紡織機，效率是舊紡織機的兩倍。」巴菲特卻回說：「天啊，我希望這種新機器沒這麼厲害，因為如果真這麼厲害，我就得關掉工廠。」蒙格分析，那些推銷機器的業務，或是公司裡催促你採購新設備的人都會說：使用新技術會節省多少成本。然而，他們並

沒有進行第二步分析，也就是弄清楚多少錢會落在公司或股東手裡，多少錢會流向消費者。

投資人心中永遠必須記得：真正有寬廣護城河的企業，是具有高定價能力的公司，蒙格認為迪士尼樂園就符合這樣的條件。他說，去迪士尼樂園玩不僅小孩子開心，對整個家庭都是獨特的經驗，幾乎沒有其他樂園能取代迪士尼，滿足這樣的需求。因此，就算迪士尼把門票價格提高很多，遊客人數依然會穩定成長，這就是定價能力，即使提高產品售價，市占率也不會縮減，這才是真正的護城河。符合蒙格這樣邏輯的，還有波克夏高持股的時思糖果、可口可樂、吉列刮鬍刀等，雖然這些都是價格低廉的產品，但競爭對手卻很難做到這點，護城河就會越來越寬。

投資哲學4：找複利機器，長抱好股

選好股票後，蒙格最喜歡的投資方式是「大量且長期持有」。蒙格稱之為「坐等投資法」（sit on your ass investing），並指出這種方法的好處不少，交易成本低，「聽到的廢話也更少。」但當股價走高後，是不是要獲利了結？這是許多散戶不斷尋求「補漲股」的最大理由。巴菲特認識蒙格以前，也都是按照恩師葛拉漢教導「菸屁股」投資哲學，以低價買進某個公司的股票，等到公司有轉機後再高價賣出，但蒙格卻認為，「股價合理的卓越企業，勝過股價便宜的平庸企業，」即便有些股票價格是其帳面價值的兩、三倍，但仍然是非常便宜的。

最顯著的例子是可口可樂。波克夏在一九八八年買進可口可樂，照傳統標準，這檔股票並不便宜。當時華爾街認為這檔股票很優秀，但是價格已經到頂了。自從一九八八年以來，可口可樂股價已漲六〇〇%、年化報酬率達二五%，但波克夏一股都沒拋售過，這項投資哲學也讓波

克夏從最早僅有兩、三億美元資產，演變成數千億美元。

二〇〇九年，波克夏花兩百六十億美元買進全美第二大鐵路公司柏林頓，溢價達三〇%，當時市場普遍認為買貴了，但二〇一一年巴菲特在股東信中，卻稱讚柏林頓為回報最佳的事業之一。因燃油價格急漲，鐵路與其競爭對手卡車相比，成本和環境方面都有極大優勢，柏林頓每一加侖柴油可以將一噸貨物移動五百哩，燃油效率比卡車要高出三倍以上，立刻成為波克夏旗下，另一個「不便宜的好貨」。

即使你當時花了很高的價錢去買這種股票，你最終得到的回報也會非常可觀。所以，竅門就在於買進優質企業，因為那就等於你買到了那家公司的成長動能，所帶來的規模優勢，這些股票不受通貨膨脹影響，能夠持續增長。總而言之，這就是複利機器。

「投資相當於賭馬！」蒙格說，理想的標的是一匹獲勝機率高，但賠率也高的馬，更重要的是，找到一個「標錯賠率」的賭局，這就是投資的本質。「但你必須擁有足夠的知識，才能知道賭局的賠率是不是標錯了。這就是價值投資。」

投資最重要的普通常識

蒙格擅長獨立思考，他沒有上過一門經濟學或心理學的課，卻能在閱讀和經驗中累積許多實用的大智慧，他甚至會發明一些字彙，像「灰金」（febezzle，指金融界看似合法卻貪婪謀取手續費）以及「魯拉帕路薩效應」（lollapalooza effect，指各種因素相互強化、並將彼此極大化的多因素組合效應）。蒙格強調，世界是非常複雜的，當兩種、三種或四種力量共同作用於同一方向時，你得到的通常不僅僅是幾種力量之和，而可能是一種足以引發核爆的力量。

因此，我們不可能只用一種專業就能解決世界上所有的問題，就像

蒙格最喜歡引用的一句諺語所說：「在手裡拿著鐵錘的人眼中，世界就像一根釘子。」只用一種知識工具試圖解決所有問題，一定行不通。投資也是一樣，分析一個投資標的的成長潛力，不能只重視量化的數字，而必須分析所有市場上的交互影響因素。

基於此，蒙格進而主張應該學習「重要學科的重要理論」，他稱之為「多元思維模型」，也就是他所重視的「普世智慧」或「普通常識」。「你必須辨識出這些事情之間的關係，必須意識到生物學家朱利安．赫胥黎（Julian Huxley）提出的觀念：『生命無非就是一個接一個的關聯。』所以你必须擁有各種模型，必須弄清楚各種相互關係以及其間的效應。」這就是蒙格淬煉投資智慧的祕密。

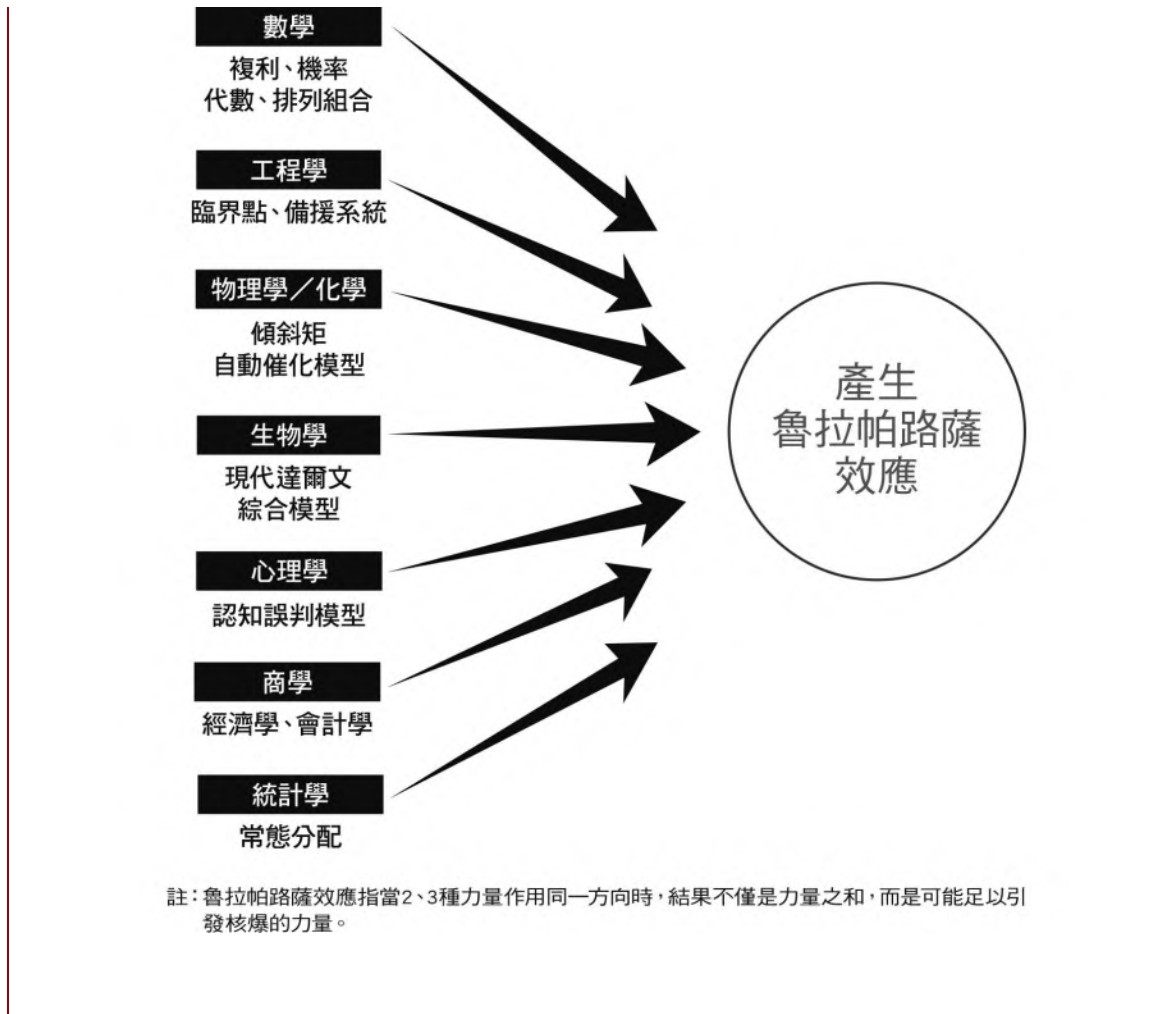
一路以來，面對詭譎多變的資本市場及人事浮沉，蒙格總是用一貫最基本、最老派的態度應對。蒙格唯一的著作《窮查理의 普通常識》

（*Poor Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger*）英文版編者彼得．考夫曼（Peter D. Kaufman），用「老派的美國中西部價值觀」形容這樣的態度：他們活到老學到老、對知識有好奇心、遇事冷靜鎮定、言出必行、能從別人的錯誤中汲取教訓，更有現代人最缺乏的毅力及恆心。

蒙格的多元思維模型

投資前你該懂的重要學科理論

投資，不能只重視量化數字，而必須分析市場上的交互影響因素。因此必須學習「重要學科的重要理論」，才能辨識各種事件的相互關係，而當這些普世智慧作用在同一方向時，就會產生足以引發核爆的力量，這種影響力稱為「魯拉帕路薩效應」。



對生活、金錢展現自律

蒙格的忘年之交、華籍美商投資家李昶對這點印象最深刻。李昶永遠忘不了與蒙格吃早餐的情形。第一次，李昶依約七點半到餐廳，蒙格已看完報紙坐定等他；第二次約會，李昶特別提早十五分鐘到達，蒙格仍老僧入定般把頭埋在報紙裡；第三次，李昶又提前了半小時，蒙格還是像個雕像一樣，定在椅子上看報。第四次，李昶把心一橫，索性提早一個小時赴約，終於在六點四十五分，看到蒙格老先生悠悠地走了進來，「以後我倆再約，我都會提前到餐廳，也拿一份報紙，互不打擾，七點半後再一起吃早飯、聊天。」李昶說。

自律，更表現在蒙格對金錢的態度上。身為美國開國元勳富蘭克林的信徒，蒙格堅信，抱守大筆財富進棺材，是件可恥的事，賺來的錢必須回到原來的起點——社會大眾。雖然五十六歲時，蒙格因為一場失敗的白內障手術，喪失七成視力，但這一點也不影響他後來的成就。蒙格在接受《商業周刊》的專訪中表示，只要還有一口氣在，「就該投身工作，為他人做出貢獻」。

不像巴菲特高調捐錢，蒙格默默成立醫院、捐助大學，但要求捐款須用在對的地方。當巴菲特已用私人飛機往來世界時，已屆高齡、身價逾新台幣百億元的蒙格，有時仍情願搭商務客機，與一般民眾脫衣、卸裝，在層層的安檢隊伍中排隊。

界定自己的「能力圈」，一直是蒙格眼中投資成功的不二法則，他把這個概念，落實在與巴菲特的夥伴關係上。蒙格了解，自己雖優秀，但巴菲特的生意頭腦及天分是怎麼樣也學不來的，要讓波克夏卓越偉大，就須跟這個渾身都是生意細胞的天才合作才行。施洛德就觀察指出，蒙格「視巴菲特為投資之王……，像照顧花園般維護與巴菲特的關係。」

至於蒙格希望下一代人如何看待查理·蒙格這個人？他不擔心自己，反而說：「非常慶幸能當巴菲特的夥伴，他賺錢不是為了炫耀，只是靜靜地將波克夏經營成巨人……，大家一定會記得，波克夏是用不一樣的方法經營企業，最後讓股東也享受非常好的報酬！」

蒙格一再提及自己對東方文化那種勤奮樸實的嚮往，更說他的基本理路與孔子思想並無二致，殊不知，他跟巴菲特的夥伴關係，是在君臣父子五倫關係之外的新血統，五十多年的夥伴關係，用財富當舞台，在充滿不完美的資本主義世界中，具體實踐「友直、友諒、友多聞」這個大同世界的理想。

管理大師柯林斯（Jim Collins）曾說，企業要從A（優秀）到A⁺（卓越），必須有謙沖為懷的個性和專業上堅持到底的意志力的第五級

領導人，很幸運，波克夏有兩個。不僅創造了財富，更樹立了典範。

查理·蒙格投資心法

- 在98%的時間裡，我們對股市的態度是：保持不可知的態度。
- 股價合理的卓越企業，勝過股價便宜的平庸企業。
- 複利是世界第八大奇蹟，不到必要時候，別去打斷它。
- 你需要的是極大的耐心，而不是「過動症」。你必須堅持原則，等待機會，奮力出擊。
- 光有好機會是不夠的，這些機會必須在我們看得懂的領域。
- 投資應該越分散越好的觀念，簡直是瘋了。如果剔除掉我們15個最好的投資決策，我們的業績將會非常平庸。
- 一旦機會來臨，如果勝算很高，重重壓注下去就對了。
- 考慮總體的風險和效益，永遠關注第二層或更高層次的潛在影響。

Chapter 4

投機大師 科斯托蘭尼

從人心和資金流向看清市場

他沒有股神巴菲特旗下的波克夏集團大軍，卻能與股神平起平坐；沒有債券天王葛洛斯（Bill Gross）千百人的研究團隊，但只要他動口，全球市場皆側耳傾聽；他不像投資大鱷索羅斯（George Soros），會在各地發動貨幣戰爭，但當他一派優雅提出某國貨幣被錯估時，沒有一個政府敢掉以輕心。他是「德國股神」安德烈·科斯托蘭尼（André Kostolany），古往今來的大師中，少數不打團體戰，特立獨行的散戶投機家。

一九〇六年出生於匈牙利，科斯托蘭尼在十三歲就靠貨幣套利賺進人生第一筆投機財，二十一歲踏入證券業，三十歲出頭便已賺到相當於目前四百萬美元（約合新台幣一億兩千萬元）的身價，但也曾因看錯方向而破產兩次。

被封「德國巴菲特」，卻自稱「投機客」

科斯托蘭尼去世至今已逾十七載，生前非常活躍，與股票、期貨、債券、貨幣周旋近八十年。

根據德國國家圖書館的紀錄，科斯托蘭尼名下有十三本著作（其中兩本同時發行有聲書），加上別人闡述其財經哲學的書，加起來超過八十二本。他的著作被譯成八種文字，在全球賣出三百多萬本；在台灣出版的遺作，至今仍熱賣。

年輕時的記者夢，致富後的科斯托蘭尼得償宿願，為德國《資本》（*Capital Heft*）雜誌寫了三十五年的專欄。他是當時電視、廣播談話性節目常客，至今在YouTube上仍可搜尋到他的談話錄影片段。一九九七年甚至為奧迪汽車（Audi）代言，在這支五十一秒的廣告短片中，科斯托蘭尼坐在駕駛座旁，悠然吐出「您考慮一下鋁的股票吧！」這句話抓住了觀眾的心，成功讓代言商品與智慧及品味扣在一起。

一襲深色西裝、花領結、上襟別一條絹帕是他的招牌裝扮，一對招風耳頗有喜感，每當他在電視上亮相，乾瘦、個頭小的他乍看彷彿被椅子包裹了起來，襯得站在講桌後的主持人特別高大。這樣的安排或許饒富寓意：科斯托蘭尼不打算隱瞞什麼，素來和盤托出自己的戰績，而且從不避諱提及破產時一度考慮自殺……。現場響起一陣陣笑聲與掌聲，他突然兩手一攤，對「德國巴菲特」的封號敬謝不敏；狡黠如他當然沒有說明理由。但他強調，「投機客」才是他喜愛且珍視的身分，這時誰都看得出他全身上下流露著自負與自信。

科斯托蘭尼靠股市等交易累積的財產令人生羨，當然也招人忌，擁護者稱他為股市教父中的教父；反對者則認為他的經驗不足取，因為他曾經破產兩次而債台高築，版稅以及專欄稿費更勝他在股市投機所得。

利用美股大崩盤，賺進第一桶金

無論演講時開放提問，抑或廣播電視上對談，都沒有人請他報明牌；大家猜想快人快語如科斯托蘭尼，不屑於回答這種小鼻子小眼睛的問題吧。大家比較想從他身上感染到的，是他俯看全局的闊氣，操作股票、期貨時玩味再三的心理遊戲，以及與多變數的股市交鋒，尤其崩盤時如何談笑用兵等等。

長壽的科斯托蘭尼活了九十三年，「唱反調」堪稱他的基調，成

功、度過低潮、東山再起、保持不敗都與這項特質有關。因為他，「投機」一詞被重新定義，增加了深思熟慮、摸透大眾心理和趨勢，繼而逆向操作，不憂不懼等待獲利或翻盤的智慧，蛻變為一門藝術；因為他，「投機客」與張牙舞爪、短視近利漸行漸遠，從暗處從容登場，晉升為瀟灑優雅的「投機家」，所言所行隱隱然有禪機，幾乎與哲學家平起平坐。

回首科斯托蘭尼的人生路，矛盾和對立與他形影不離：一九〇六年出生於匈牙利，猶太裔，卻是受洗的天主教徒，父親是工業家，家境富裕。十三歲時，科斯托蘭尼隨家人移居維也納，在家庭和外在環境耳濡目染下，深深著迷於歐洲多種貨幣的各種變化，進而利用不同貨幣價差投資獲利，自此上癮八十年沒有停歇，第一次外匯投資的獲利是一〇％。

安德烈．科斯托蘭尼大事紀

- [1906] 0歲：出生於匈牙利布達佩斯
- [1914] 8歲：第一次世界大戰，學經濟的哥哥教授他黃金、外匯與物資交換理論
- [1919] 13歲：移居奧地利維也納，學習貨幣套利投資，第一次投資獲利10％
- [1924] 18歲：父親送他至巴黎學習股票，自此展開他投機與套利的一生
- [1929] 23歲：年底股市上漲至最高點時獨看壞市場，放空賺到第一桶金
- [1932] 26歲：兩年內因錯誤的大筆放空，身陷龐大債務，轉任證券營業員，靠佣金為生
- [1940] 34歲：於第二次世界大戰德國占領法國前，變賣家產逃至美國
- [1941] 35歲：擔任G. Ballai and Cie財務公司總經理至1950年，也是主要股東
- [1946] 40歲：看好第二次世界大戰後義大利經濟復甦，以150里拉買進一檔將破產的汽車股，幾個月後股價飆漲到450里拉
- [1955] 49歲：融資買進美國電腦和電子股，遇到美國總統艾森豪逝世，股票重挫兩成，慘遭追繳保證金

- [1961] 55歲：出版第一本書《這就是證券市場》，之後被翻譯成7國語言，自此躋身暢銷作家30餘年
- [1965] 59歲：為《資本》雜誌撰寫專欄，直至去世為止，歷時35年，共414篇專欄
- [1967] 61歲：加入黃金投機，購買一萬盎司黃金，4天後卻遇政府頒布黃金禁運令，僅小賺出場
- [1980] 74歲：強烈批評金本位，認為是造成通貨緊縮的元凶
- [1987] 81歲：發生黑色星期一全球性股災，當時美國聯準會主席葛林斯班大幅降息提供流動性資金，他判斷危機解除，大量買進股票
- [1991] 85歲：出版《證券心理學》
- [1999] 93歲：寫下人生的最後著作《一個投機者的告白》
9月因腿部骨折引起併發症辭世

科斯托蘭尼在布達佩斯的大學修習哲學、藝術史，也經由學校、家庭教師和廣播，學會純正的德、法、英語，立志要當散文作家，另一方面則沉迷音樂，與多位著名音樂家維持終生友誼。直至暮年，科斯托蘭尼依然無法忘情的宣稱：「音樂如宗教一般撼動我的靈魂。」

事實上，科斯托蘭尼也修了經濟學，並且取得畢業證書，但他視之為廢紙藏在抽屜內，成名後絕少提及，一九二四年應父親要求負笈巴黎，在一位父執門下當見習生，學習股票營生。他的目標是當上股票經紀人，從此與證券交易所結下不解之緣。

身處花都、始終嚮往記者生涯的科斯托蘭尼，在一九二九年以「靈敏的鼻子」嗅出股市處於高點，在市場中獨採放空操作，趁股市大崩盤的頹勢賺進了第一筆財富。

到了第二次世界大戰前，科斯托蘭尼因為交友廣闊、嗅覺敏銳，在希特勒逼近巴黎前變賣家產逃往美國，所有家眷也在安排下逃過迫害，散居歐陸各地安度餘生。科斯托蘭尼在充滿錢味的美國，進行所謂的「環球旅遊型」套利投資工作，利用不同價差、時間差、幣值差，在各

種金融產品之間轉換買賣。

一九四六年，科斯托蘭尼剛從美國轉往義大利米蘭，決定放棄因市場需求大而股價日益攀升的紡織股，他推測人們荷包漸豐之後，應該會注重比較奢侈的享受，所以大膽買進一支瀕臨歇業的汽車股，結果不消數月就讓他賺了十倍。

另一方面，二戰中戰敗的德國一點外匯也沒有，但他看準一旦情勢逆轉，德國將再度有償還能力，因此毅然買下德國以美元、法郎等發行的債券。一九四七年，他在巴黎交易所以兩百五十法郎買進面值一千法郎的公債，根據一九五二到一九五三年倫敦債務協議，三年後他收到三萬五千法郎，這是他交易所生涯中最漂亮的一仗。

投資哲學1：人與狗比喻經濟和股市

一九五〇年以後在巴黎停留時期，是科斯托蘭尼建立人生觀、金錢觀的關鍵時刻。他擔任經紀人、交易員，也開始放空投機，立志成為百萬富翁。科斯托蘭尼在這個階段闖出名聲，累積驚人財富，換算今日幣值，年收入逼近新台幣千萬元。他經歷戰爭和半世紀金融危機，領悟政治和投機、投資永遠脫不了關係，放眼全球市場和標的物，成為大開大闢、以眼光和決斷為工具的大投機家。

另一方面，他又不忘潑人冷水，「如果股市投機家那麼好當，就不會有礦工、伐木工人以及做其他重活兒的人了，人人都當投機家不就成了？」科斯托蘭尼知道，交易市場是一個逆反人性的世界，「像醉鬼一樣」，一般世俗的看法放到投資這行業都必須「反著看」。對於市場，科老有一個有名的比喻：男子帶狗在街上散步，像所有狗一樣，這狗先跑到前面，再回到主人身邊。男子優閒走了一公里，而狗跑來跑去，走了四公里。男子就是經濟，狗則是證券市場。長遠來看，經濟和

證券市場所發展的方向相同，但在過程中，卻有可能選擇完全相反的方向！

因此，在他眼裡，想要用科學方法預測股市行情或未來走勢的人，不是江湖騙子，就是蠢蛋，要不然就是兼具這兩種身分的人。對於技術操作，他也批評：「熱中圖表分析的分析師，都屬於著了魔的人，在我看來，閱讀圖表是一種科學方法，卻無法帶來知識。」

曾經身為交易員，科斯托蘭尼不諱言：「所有的經紀人和銀行的投資顧問，都處在和客戶的利益衝突中，他們只有在成交時才能賺錢，這點對客戶而言相當不利，」因此，「我去餐廳吃飯，從不點侍者推薦的菜，因為他只想把這個菜賣出去。九〇%的證券投資建議和推薦也是如此。」

投資哲學2：人心和資金決定漲或跌

那麼投資人到底該依據什麼？科老說，身為投資人就必須是個用腦思考的人，還要懂得和電腦及發神經的股票族保持距離。「最準確的內線消息，在某些情況下肯定是壞事。」但如果出現根本性變化，例如戰爭、重大的政治、經濟或金融決策、政府輪替等無法預料的事，迫不得已，必須放棄昨天還非常喜歡的股票。

面對詭譎多變的市場，科老用「極簡」的態度處理最複雜的事務。他認為，決定所有交易市場價格起伏的只有兩個變數：一是人心、二是資金，是這兩個變數交替作用，決定了市場的起落。所有市場，不論交易標的為何，股票也好、債券也罷，甚至是原物料、貴金屬，最後決定買賣的主體都是「人」，「人」才是決定價格的最重要因素。「對我而言，技術狀態只和一個問題有關：股票掌握在什麼人手裡？」

投資哲學3：固執型vs.猶豫型投資人

科老說，投資人分成兩類：固執的人（投機人士和投資人）和猶豫的人（證券玩家），長期來看，只有固執的人才是證券市場的勝利者，他們的獲利是由猶豫者支付的。

投資要成功，就必須當個固執的投資人，有勇氣在眾人搶股票時賣股票，當大家都不要股票時大膽買進。在當眾人搶購時你卻從容賣出，逆著人類一窩蜂的心理，在「槍炮戰火中買進，在悠揚音樂中賣出」，才能摸懂市場起落的道理。而且「固執的投資人須具備四種要素：金錢、想法、耐心，還有運氣。」他說。如果你問他優秀的投機家需要具備哪些特質？科老的回答是：敏銳的洞察力、直覺和怪念頭。

敏銳的洞察力指的是了解事情的關聯，並且從不合邏輯的紛亂中區分出邏輯來；直覺也就是長年在交易市場取得的經驗和生活經驗；而怪念頭可以使人把一件事和所有可能的事情放在一起考量，包括好的事情和壞的事情。

此外，投機家也必須具備自我控制力和靈活性，以便坦承自己弄錯了。另外，優秀的投機家在想法成真之前，又必須耐性十足，心臟很強，仔細思量每一次的成功與失敗，對這些事件的結果心懷感激。一旦獲致成功，絕不可乘勝追擊，反而要謙卑低調，千萬不可吹噓自己的成就，正如許多長年進出市場的人所堅稱：從市場賺來的錢只是借來的，下一次就得付出高昂的利息償還回去。市場是一個放高利貸的人，投機家無論成功或失敗，都必須從中學到一些東西。

那哪些又是投機客最差勁的特質？答案是：頑固、冥頑不靈。如果發覺自己犯了錯，就必須當機立斷，然後跳船。「進出市場的人和醫師一樣，首要之務是診斷。市場為什麼下跌或上漲？一旦發現走錯了方向，就必須修正行動，」科老指的錯誤，並非一百元買進跌到九十元的那種錯誤，而是「在論述的結構中發現錯誤，或者注意到有一個戲劇

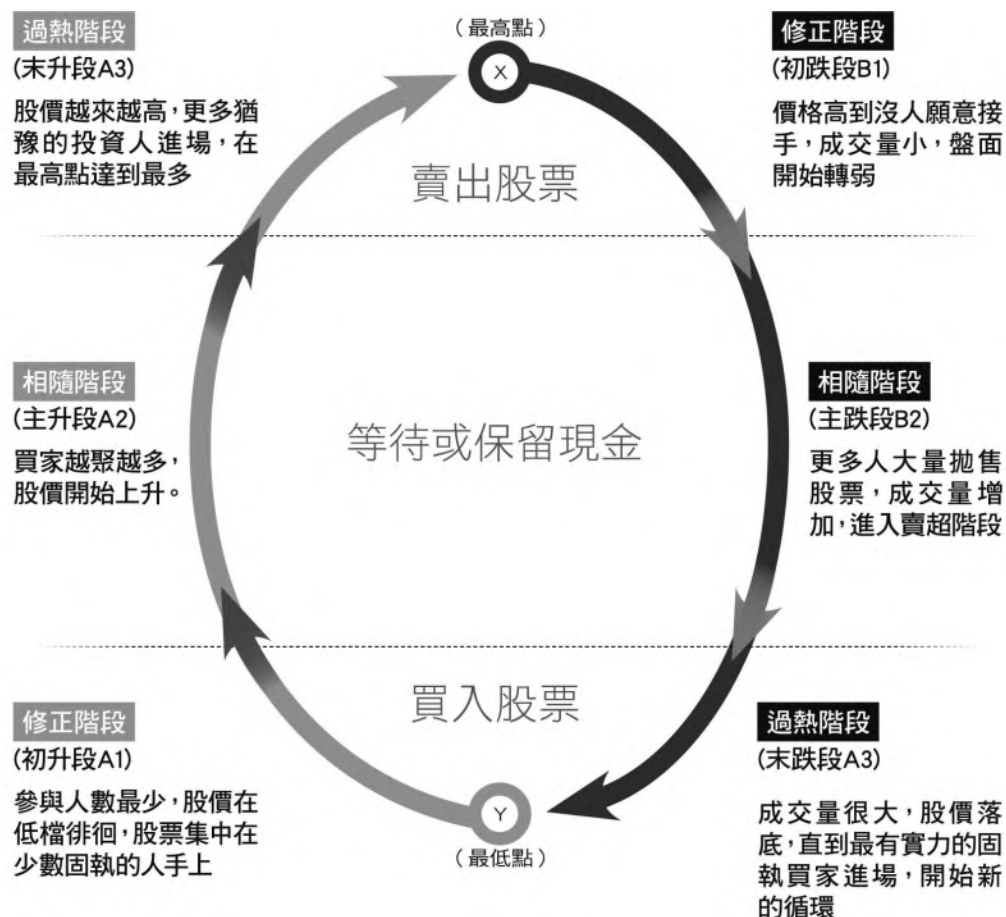
性、出乎意料的事件出現了，所以優秀的投機家要將無法估計的東西納入考量。」科老建議投資人：應該反週期操作，不考慮股市大眾的想法。

科斯托蘭尼的雞蛋理論

人，才是影響行情的關鍵

投資者分為兩類：固執的人及猶豫的人，每一次行情的上漲

（A）與下跌（B），就是由這兩類人操縱。完整的市場循環分為三個階段：修正階段、相隨階段及過熱階段，而決定階段進程的，不是景氣，而是看籌碼握在誰的手上。



投資哲學4：大小浴缸間的資金流動

科斯托蘭尼認為，公司體質好壞，不是決定下跌或上漲的最重要理由，所有市場的漲跌都是由需求或供給的強度來決定，需求大於供給，市場就上漲，反之就下跌。所以想要投資股市，必須分析供給或需求。

做投資決策時，科老通常先看流動資金水位，短時間內的流動資金可以透過觀察央行的決策、大型銀行貸款策略的走向，找到資金流向的線索。他以自己熱愛的音樂來比喻，股市就像匈牙利的吉普賽街頭藝人一樣，不斷重複：「不給錢，就沒音樂！」金錢就是股市的音樂或燃料。

想像有一個大浴缸和一個小浴缸並排陳列，大的浴缸代表整體經濟成長產生的資金，小的浴缸則為注入到股市的資金。經濟成長會帶來存款增加、外匯流入、貿易收入增加以及外國資金流入，代表資金供給面的水大量流入大浴缸中，若在此時私部門及公部門投資減低，資金需求面相對減緩，整體資金進入大於流出，大浴缸內的水平面會上升。當水溢出來時，就流到小浴缸，也就是股市，然後把行情往上拉。一旦反過來，注入大浴缸的水流速比流掉的慢，就沒有水留給股市這個小浴缸，行情於是下跌。所以，應該密切注意大浴缸的水位。

從投資的角度來看，猶豫的投資人雖然希望以較高的價格出售股票，但如果缺乏更多的人跟進，股票價格就會下跌，賣不到好價錢，他們只好降價求售，接著，一個新的、慢半拍的買家階層就可能登場，尤其是政府受發行鈔票銀行的協助，透過不同管道（稅負及其他政策），資金持續注入經濟活動中，金額超過工業和經濟發展所需，資金就會有更多水從大浴缸溢出，流入小浴缸中。

如果成交量持續增加，價格仍舊下跌，猶豫的投資人就會以低價全部出清手中持股，股票從猶豫投資人的手上再度轉回固執投資人手中，再次抵達固執投資人的保險庫，直到日後市場上的價格上揚為止，然後向上運動重新開始。

行情低迷時，固執投資人持有有價證券，猶豫投資人則握有金錢；繁榮興盛到達頂點時，固執投資人有錢，而猶豫投資人有有價證券。現金與有價證券之間擺來盪去，就是股市永恆的循環。

反對炒短線，鼓吹「安眠藥理論」

他苦口婆心提醒想在股市一圓發財夢的人，他所投資的股票中有四九%賠錢，所以，他住得起華屋，品嘗美酒美食的同時，尚有餘力蒐藏骨董及珠寶等，所依靠的僅僅是那賺錢的五一%，而鑑別其間的區別，須具備三項特質：敏銳的洞察力、直覺、怪念頭。

他反對盲從，也反對炒短線，追高殺低賺取微薄價差之輩與賭徒無異，他將之歸類為證券玩家。

他把投資人概略分為「固執」、「猶豫」兩類，兩者重疊之處不少，據他分析，前者會漸漸變得搖擺不定，後者卻鮮少轉變積習難改，「除非經過一段很慢、極其緩慢的訓練期。」固執的投資人略勝一籌，因為他所必備的四個條件：想法、耐性、錢、好運，致使他一、不人云亦云；二、不因手上的有價證券跌了或原地踏步而失去耐心；三、他用來投資的錢為他所有，而非借貸；於是，四、若好運道加持，想不賺錢也難。

這四個要件中耐性居首，因為「在交易所裡賺的是痛苦的錢，先有了痛苦，之後才會賺錢」，他用「 $2 \times 2 \neq 4$ ， $2 \times 2 = 4 - 1$ 」來為「痛苦的錢」下定義。

另一種安全的方式，是他常常鼓吹的長期投資，亦即談諧的「安眠藥理論」：買一張股票（績優股或後勢看好的股票），然後去藥房買一堆安眠藥，吃下去，大睡十年，驀然被鬧鐘叫醒，驚喜的發覺，哇，賺錢啦！

科斯托蘭尼還有另外一個本事，拜從小生長環境以及股市生涯之賜，能夠靈活運用四種語言，他自己描述：每天晚上用匈牙利語向上帝禱告，與銀行家打交道時說英語，用德語授課，和朋友談天說地時輪到法語上陣。

話鋒一轉，不改插科打諢的科斯托蘭尼眨眨眼睛，故作神秘說：「這四種語言當然也有同時派上用場的時候。」

「什麼樣的特殊時刻呢？」聽者忙問。

「哦，」科斯托蘭尼要笑不笑，答道：「和女士們聊天呀！」

他又在開自己玩笑了，雖然他針對投資和投機所發表的心得語驚四座，頻頻攻占小報版面，然而這輩子他不曾鬧過緋聞，與妻子鸛鵲情深。

話說回來，科斯托蘭尼在「全球化」這個議題被炒熱，並且蔚為只容前進、後無退路的世界潮流之前，就認為證券交易已經跨越了國與國、洲與洲之間的藩籬，換言之，搶先一步全球化了，也難怪他會為自己掌握語文之利器而沾沾自喜。

晚年病體虛弱，仍預言網路泡沫

一九九九年夏天，科斯托蘭尼跌了一跤，骨折迫使他以輪椅代步，行動受限令他意氣消沉。歲月來算總帳了，他在慕尼黑的鄰居早幾年就注意到他氣色大不如從前，而他虛榮心不減，偶爾頑皮少報兩歲。

與他共同創立慕尼黑資產管理的海列（Gottfried Heller）來探病，

被牢牢固定在輪椅上的科斯托蘭尼看到老友，病容及疲憊一掃而光，有如一股電流通過，剎那間重現往昔的光采與稜角，他掙扎著想站起來，急切地唱反調，他警告那些茫茫然的大眾，不斷買進小型網路公司股票，只會哄抬根本不賺錢企業的股價，他預言：「將有一場浴血戰！」

一九九九年九月，科斯托蘭尼因骨折併發症，永遠離開了他心愛的證交所。「我們想念他的機智、他的精明以及他的親切，而且我們想念，他，這個人。」德國ECON出版社的負責人如此道來。

的確，科老獨到的見解及特立獨行仍在人世間迴盪，將他大去之前的諍言聽進去的人，避免了網路泡沫化引起的一場股災。他是有良心的投機家，自己在股市衝鋒陷陣，享受投入風險的樂趣，但他不厭其煩灌輸我們買股票是聰明投資的概念，特別是為退休後的生活而準備。他從不錯過任何高唱「有點兒餘錢的人都應該買績優股、然後長抱」的機會。

科斯托蘭尼曾因衣食無虞隱退兩年，終究耐不住寂寞而重出江湖，又在慕尼黑的咖啡館開講，連販夫走卒都競相聽他暢談投資學，也在德國、奧地利等多所大學成為熱門的客座教授。

科斯托蘭尼是父母投資教育的成功案例，因此，他有能力在共產主義進駐匈牙利時，及時把雙親接到瑞士安享晚年。他相當關心教育，對於年輕的父母，科斯托蘭尼總是告訴他們：投資小孩的教育是最好、最安全也最高貴的投資！

一生出入全球七十八個交易所，歷經兩次世界大戰、數次股市崩盤和石油危機，二十世紀所有的通膨、緊縮、升值、貶值都深刻記在腦中，科斯托蘭尼用自己的財富告訴世人，只要貫徹幾個簡單的想法，就能在雜音四處的交易市場中找到主旋律，交易所也就會從殺聲震天的賭場變成充滿美妙音樂的樂園，再加上資金、耐心及堅強的心臟，一個散戶或許比專業法人更有機會成為自由支配時間及財富的貴族。

科斯托蘭尼用一個故事解釋自己所擁有的判斷力。年輕時學開車，

教練告訴他，再怎麼學，他一輩子也開不好車。科斯托蘭尼非常驚訝問：「為什麼？」教練說：「因為你的眼光總是在引擎蓋上，你應該抬起頭，看著遠方三百公尺的地方。」經此點化，爾後他的開車技術判若兩人。同樣的道理，科斯托蘭尼也奉勸所有經濟學家，抬起頭來看遠方，不要只是喋喋不休，爭論明年的經濟成長率是否相差一個百分點。

然而，精準判斷、屢戰皆捷，早年投資致富的風光，卻曾讓科斯托蘭尼發現那是他人生最晦暗的時期，因為「如果所有的親友只要有杯咖啡就滿足了，而你獨自享有更奢侈的魚子醬或香檳酒，這樣並不能帶來幸福。」這是一個投資哲學家的最終領悟。

安德烈．科斯托蘭尼投資心法

- 決定股市走向的因素有兩點：一是資金流通量和新上市股票之間的關係；二是樂觀或悲觀的心理因素。
- 在市場亢奮階段，必須像男人從壞名聲的房子裡溜出去一樣，從後面的小門離開市場，才不致讓其他人看得到，如果不這樣，很可能受別人樂觀情緒感染，重新捲入市場。
- 耐心也許是證券交易所裡最重要的東西，而缺乏耐心是最常見的錯誤，誰缺乏耐心，就不要靠近證券市場。
- 長期來看，短線的證券玩家永遠是輸家，而長期的投資者，不管他何時進入證券市場，都屬於贏家。
- 大家必須像玩撲克牌的人那樣，在牌不好時少輸一點，在牌好時多贏一些，而且也不可每天結算。
- 投資者必須勇敢、全力以赴、明智，甚至表現得自負些，勇敢對自己說：「我知道，其他人是傻瓜。」
- 如果貨幣因素突然轉成負面，即使大勢依然看好，投機者

也必須馬上退出市場。

- 有錢的人，可以投機；錢少的人，不可以投機；根本沒錢的人，必須投機。

Chapter 5

指數基金教父 約翰．伯格

直接投資市場

有句話說：「愛之深，責之切。」這句話用來形容約翰．伯格對共同基金的看法再貼切不過了。

被譽為「指數型基金教父」的伯格，一九五一年起就進入基金市場，但他卻在一九七五年，高瞻遠矚地推出不需要基金經理人、主動選股的指數型基金（Index Fund），從此成了基金市場的「獨孤求敗」。

稱伯格為「獨孤求敗」一點都不誇張。首先，他在共同基金市場樹敵甚多，「孤獨」地走一條不收手續費與基金經理人費用的道路，簡直破壞市場行情，引起同業排擠。其次，指數型基金完全追蹤大盤指數，穩穩賺取整個股票市場的股利分配，投資績效自然「不敗」給大盤。

伯格，這位共同基金市場的怪咖，為何走上這樣一條孤獨的路？

家道中落，名門之後變打工小弟

一切得回到一九二九年五月八日。這天離美國歷史上最著名的「華爾街股災」還有一百七十四天。約翰．伯格就在此時誕生，襁褓中的嬰兒當然還體會不到華爾街股市在十月二十八那天重挫一三%，以及隔天再重挫二二%的恐怖滋味。自此引發長達十年的美國經濟大蕭條，伴隨著伯格一起長大。

伯格出生在美國紐澤西州維洛納市（Verona），曾祖父於一八七〇年代從蘇格蘭移民到美國。祖父葉慈．伯格是事業有成的商人，他開創

的工業公司後來被併入美國製罐公司（American Can Company），曾列入道瓊工業指數成分股長達七十五年。

二十世紀初期，伯格家族是紐澤西州的望族，因此伯格的爸爸年輕時就學會開飛機，在第一次世界大戰時自願加入英國皇家飛行團。雄赳赳的飛行員原本可一路從軍，可惜伯格的父親因戰鬥機摔落身受重傷，退伍返家後，便與維吉尼亞州望族希普金斯（Hipkins）家族之千金小姐約瑟芬，結成連理。

豪門婚宴後，伯格家的三兄弟陸續誕生。伯格上有哥哥，下還有一個雙胞胎弟弟。這一家五口原本可過著衣食無虞的生活，但偏偏一九二九年的股災，讓父親失去工作，更賣掉祖產，只得落魄投靠老婆的娘家。

伯格後來便靠著外祖母的接濟度過童年與青少年時期，他們三兄弟要靠打工賺取學費與補貼家用。他後來回憶說：「我們得找工作，得為別人工作，但我們也因此養成責任感、進取心和紀律。」

雖然家道中落，伯格的母親約瑟芬仍勉力讓孩子接受良好教育，並送三兄弟去讀比較貴的寄宿學校布萊爾中學（Blair Academy）。

因為畢業論文，意外跨進基金業

布萊爾中學的校訓為：「我來、我研究、我學習！」這大大影響伯格的一生，他日後投入基金市場、研究共同基金，甚至學習創設新商品，全都來自於這個校訓精神。

身為蘇格蘭後裔，伯格的性格像蘇格蘭高地經海風吹拂、醞釀的濃烈威士忌，簡單、醇厚又強悍。伯格不向命運低頭的性格，在讀書時期就表現出來。他一邊在餐廳打工，一邊還能保持優異的學業表現，畢業時榮獲「傑出學生」與「最具成功潛力學生」獎，還代表畢業生致詞。

伯格畢業後申請就讀普林斯頓大學，並順利獲得全額獎學金。普林斯頓大學位於紐約與費城兩大城市之間，費城後來便成為伯格終身淘金之地。

費城有間知名的天普大學（Temple University），創辦人羅素．康維爾（Dr. Russell Conwell）以提倡「鑽石法則」出名。這個法則的核心宗旨是：「你渴望的鑽石不在天涯海角，而在你家後院、你的身邊。」伯格深受「鑽石法則」激勵，努力在身邊尋找鑽石的蹤跡。他念的是經濟，到了大四還不知道畢業論文該寫什麼。一九四九年冬天，他偶然翻閱《財星》雜誌，看到一篇介紹共同基金的文章，深感興趣，便積極投入研究。

約翰．伯格大事紀

- [1929] 0歲：出生於美國紐澤西州望族，之後家道中落，寄居外祖父母家
- [1944] 15歲：就讀布萊爾中學，在餐廳打工當服務生，後升任領班
- [1947] 18歲：就讀普林斯頓大學，工讀期間擔任券商跑腿小弟，也兼任《費城晚報》記者
- [1950] 21歲：父母離異，父親搬至紐約，母親留在費城
- [1951] 22歲：畢業論文以共同基金為研究主題，深受威靈頓基金創辦人摩根賞識而進入該公司
- [1956] 27歲：結婚，到1971年時已育有6名子女
- [1960] 31歲：伯格第一次心臟病發作，此後經常為心臟病所苦
- [1966] 37歲：威靈頓管理公司與位於波士頓的公司洽商管理合作
- [1973] 44歲：美股步入空頭，連續兩年下跌，威靈頓管理公司與波士頓合作夥伴內訌
- [1974] 45歲：創立先鋒集團，希望成為「引領新潮流的帶頭者」
- [1975] 46歲：先鋒集團開始運作，年底推出世界第一檔指數型基金
- [1977] 48歲：先鋒集團推出免手續費的基金制度，大幅降低投資人的成本

- [1981] 52歲：美國證管會正式批准指數型基金的投資信託型態成立
- [1984] 55歲：推出旗下第二檔指數型基金
- [1992] 63歲：推出成長股指數型基金與價值型指數型基金
- [1996] 67歲：辭去先鋒集團總裁暨執行長，轉任資深總裁
- [1999] 70歲：被《財星》雜誌選為投資界4大「20世紀巨人」之一
- [2000] 71歲：卸任先鋒集團資深總裁，退休後成立伯格財務市場研究中心，並任董事長
- [2004] 75歲：被《時代》雜誌選為世上最具影響力100人之一；獲頒美國投資者協會終身成就獎
- [2010] 81歲：先鋒集團躍居全美資產規模最大的基金公司
- [2017] 88歲：美國商業網站Business Insider估計，伯格的淨資產有8000萬美元

當時，共同基金是一個剛興起卻頗有爭議的產業。伯格花了一年研究，卻得出共同基金「無法帶來高於市場平均水準績效」的結論。這篇畢業論文不但獲得高分，還受到威靈頓基金（Wellington fund）創辦人摩根（Walter Morgan）的高度賞識，馬上邀他入行。

威靈頓管理公司成立於一九二八年，是這行的先驅，第一個推出平衡型基金，在當時業界頗有分量。一九五一年，二十二歲的伯格展開備受老闆賞識的少年得志生涯。摩根不但待伯格如子，甚至視他為接班人。

伯格的親生父親是個公子哥兒，欠缺為生活奮鬥的韌性。伯格三兄弟被丟到外婆家後，父母親雖然回到費城奮鬥，但仍過著有一頓沒一頓的生活。伯格還記得十六歲時第一次搭車從外婆家來到費城，與住在小公寓裡的父母親一起過感恩節。他永遠忘不了那一夜：「那地方雖然跟鴿子籠一樣小，但也夠全家人住了，至少夠我們共度感恩節假期。」

大學時期，伯格的父母親終於在吵鬧中離婚。伯格晚年寫準回憶錄《夠了》（*Enough: True Measures of Money, Business, and Life*）一書

時，很少提到親生父親，倒是對外祖母家族與摩根的提攜多所感恩。

與合作夥伴內訌，被迫分家獨立

一九六五年，三十五歲的伯格已經成為威靈頓管理公司的關鍵人物。這時美股牛氣沖天，已在投資市場摸了十多年的伯格信心滿滿，在一九六六年找來一家位於波士頓的公司洽談合併事宜。伯格顯然是想引進外部資源來鞏固在威靈頓集團的接班地位。

可惜好景不常，一九七三到一九七四年間美股崩盤，基金淨值重挫達七五%，在投資人積極贖回下，威靈頓集團管理的資產從三十億美元縮水到十三億美元，伯格也因此和波士頓的合作夥伴嚴重內訌，一場董事會後被掃地出門。

但危機就是轉機，伯格強悍的街頭性格再次爆發。當時由於集團旗下每檔基金都會再授權給管理公司操盤投資。伯格被威靈頓管理公司掃地出門後，卻努力從集團的董事會上扳回一城。他積極遊說費城的老夥伴：「共同基金為何需要外面的公司來管理資產？共同基金可以自己管自己，可以此省下大筆費用！」

紛爭持續了八個月，伯格也從一個剛愎自用、容易衝動的年輕人轉為沉穩老練的企業經營者。威靈頓集團決定在集團內再成立子公司，並授權由伯格操作，一九七四年底，正式成立先鋒集團（Vanguard group）。伯格用英勇擊退拿破崙的英國海軍名將納爾遜（Horatio Nelson）所指揮的旗艦「先鋒號」來為公司命名，用意深遠，但伯格並沒有擊退波士頓的對手。為什麼？因為對手反將伯格一軍，要求先鋒集團成立共同基金都要由威靈頓管理公司負責投資管理與銷售。

坐困愁城的伯格急中生智，隔年想出了一個解困之道：如果有一檔基金並不需要基金經理人來管理，本身也不需要積極銷售，那威靈頓管

理公司的那群波士頓混蛋，還能干預什麼呢？

首推指數基金，遭譏笨蛋的把戲

一九七五年底，世界上第一檔指數型基金成立了。這種基金很簡單，就是把標準普爾五百指數中的所有成分股全買了，一點都不需要投資管理，投資人也因此省下高達二．五％的基金管理費。這檔基金一開始被稱為「第一指數投資信託」，後來改稱為「先鋒五百指數型基金」（Vanguard 500 Index Fund）。不過當時整個市場都戲稱之為「笨蛋伯格的把戲」。

由於無人相信一艘無人駕駛的船能打敗投資市場上的洶湧大海，先鋒集團推出的世界第一檔指數型基金，銷售業績奇差無比。為了打破困局，伯格再次使出絕招，在一九七七年起推出完全免手續費的銷售制度，用低成本讓消費者自己上門購買，不再透過股票經紀商的佣金體系去銷售。先鋒集團破天荒的做法，讓基金經理人的投資管理費用與基金銷售費用統統降至零元。基金便宜又大碗，那伯格賺什麼呢？只賺〇．二五％到〇．五％間基金公司基本的營運與行政管理費用。

「簡單是通往成功長期投資最短的捷徑！」晚年的伯格透過時間淬煉終於徹底體悟這點。但對當時體制內創業的伯格來說，他隱約看到一條投資不敗的道路，卻還懵懵懂懂，不知道他摸索出了一檔「重劍無鋒，大巧不工」的不敗基金。

先鋒五百指數型基金前四年的表現相當糟糕，但自一九八〇年起，隨著美股多頭再起，績效突然躍升。先鋒集團打鐵趁熱，於一九八四年又推出第二支指數型基金。一九八七年十月十九日，美國道瓊工業指數狂瀉五百零八點，跌幅達二二％，創下第二次世界大戰後美股最大單日跌幅。華爾街的投機派對結束了，伯格提倡的長線投資、長線參與整個

股票市場股利分配的指數投資觀點，此時大獲全勝。

經歷市場震盪後，市場開始認同伯格。一九九四年到一九九六年短短三年間，先鋒五百指數型基金打敗九一%的股票型基金。一九九六年伯格辭去先鋒集團總裁兼執行長、轉任資深總裁到二〇〇八年間，先鋒五百指數型基金的績效更持續超越七〇%以上的股票型基金。目前先鋒五百指數型基金已經是全球規模最大的共同基金，而先鋒集團在二〇一〇年也成為全美管理資產最大的基金公司，旗下擁有超過百檔以上的基金，其中有八十二檔為指數型基金。至二〇一六年十二月底，先鋒集團管理的全球總資產達四兆美元。

退休後更敢言，揭穿基金假象

一九九九年，伯格獲得《財星》雜誌評選為投資業界四大「二十世紀巨人」之一。二〇〇〇年後，伯格從先鋒集團資深總裁退休，轉任伯格財務市場研究中心董事長。

許多人是活得越老越溫和，伯格卻一反中年以來的沉穩穩健，退休後恢復年輕時直言、敢言的鋼炮性格，從一九九三年到二〇一二年，連續寫了十本著作，火力四射、猛烈踢爆共同基金市場的真相。

伯格認為，投資最嚇人的，就是投資人付錢不但沒有得到想要得到的東西，反而得到不想要的結果。投資人想要的是超越市場的報酬，但基金經理人很難打敗大盤，而且不管輸贏都會向投資人要求管理費。

「扣除投資成本後，長期來說，投資人一定是輸家。」

伯格的論點再簡單不過，就是人人都想要投資的時間複利報酬，卻忽略「長期而言，成本複利成長的暴力壓倒了報酬率複利成長的魔力。」

根據這個思考理論，長線投資成了投資人參與企業獲利成長的不二

法門。至於投資哪一間公司好呢？不用想太多，參與市場整體企業的獲利成長，是最萬無一失的投資之道。所以，伯格一針見血的建議散戶：

「如果你在大海中撈不到針，就把大海買下來！」

「所謂指數型基金，就是一個裝了很多、很多蛋（股票）的籃子（一個投資組合），目的是要模仿整個大盤或類股的整體表現。」簡單來說，指數型基金就像《西遊記》裡讓孫悟空可以裝滿一整個股市大海的葫蘆，投資人只要緊緊抱好葫蘆，並遠離經紀商、基金經理人與投資顧問，就可以把金融仲介成本降到最低，投資報酬率提高到與一整個經濟市場的成長率一樣。

這樣簡單的投資法門，能為投資人帶來什麼好處？伯格說：「就是投資報酬的時間複利效果！」就像蘇格蘭單一純麥威士忌一樣，伯格在證券市場打滾一甲子所淬煉出來的投資精髓只有兩個字：簡單。

在複雜多變，且人人希望打敗大盤的證券市場中，追求簡單易懂與整體市場平均表現相近的投資績效，毋寧是一種異數。這種思考觀點經過三十多年的時間驗證後才被世人接受，更是異數中的異數。

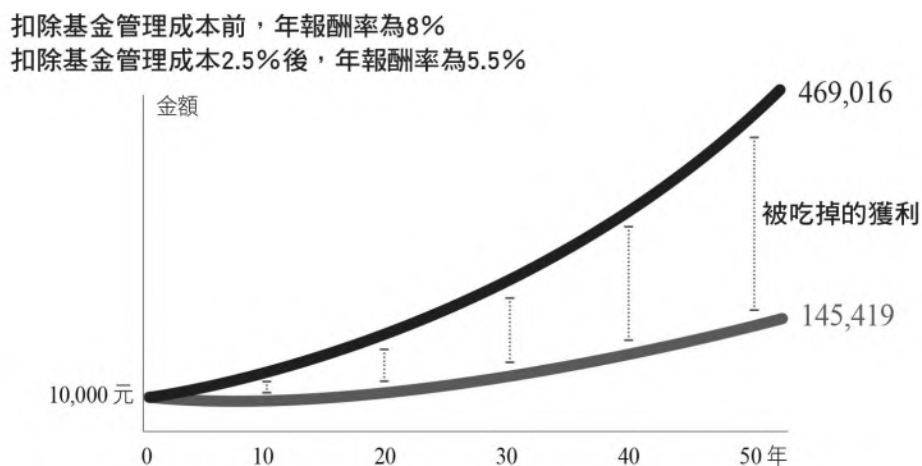
人們到底有沒有辦法打敗市場大盤呢？伯格從來沒有否認過這種可能性。但他始終堅信，不管是散戶或基金經理人，打敗大盤的機率比被市場打敗的機率高，對於平民大眾來說，打敗大盤的複雜道路不該是明智抉擇。

一般大眾既然因為投資能力不足，必須把錢信託給共同基金，更應當選擇透過簡單算數就能「不敗」給大盤績效的一條路。這條路不需要太多人工智慧，只需要一籃子完全盯緊市場的股票或債券，也就是指數型基金即可。

伯格的時間複利效果

試算不同報酬率下的50年複利

伯格認為，基金經理人不管輸贏都會向投資人要求管理費，長期來說投資人一定是輸家。指數型基金成本較低，相對墊高投資的複利效果。隨時間拉長，複利差距將更顯著。



當用1萬元投資50年後，扣除2.5%的基金成本，將吃掉32萬3,597元的獲利——通通被金融仲介商賺走了！

年	沒有基金管理成本	有基金管理成本	被吃掉的獲利
10年	21,589	17,081	4,508
20年	46,609	29,177	17,432
30年	100,626	49,839	50,787
40年	217,245	85,133	132,112
50年	469,016	145,419	323,597

投資哲學1：越簡單，投資越成功

伯格對投資市場最大的影響力與貢獻，就是找出這條簡單的獲利之道。如果拿金庸小說的獨孤劍法來比擬伯格的投資觀點，我們將發現，平凡卻抓準正確方向的思考，竟然真能靠時間複利締造出非凡的績效！

伯格非常推崇十四世紀的修士哲學家「奧坎的威廉」（William of Occam）的思考哲學。這位出生於英格蘭奧坎的聖方濟各會修士威廉，提倡「簡約哲學」，並主張「凡可以簡單證明為真者，就沒必要浪費時間增添沒必要的假設，並要一刀將多餘剃乾淨，」因此被稱為「奧坎剃刀」（Occam's razor）原則。

伯格在共同基金市場的立論，就是根據奧坎剃刀原則：無法打敗市場的投資理論、策略方法與人，都該一刀剃乾淨，沒必要再浪費時間。因此伯格大刀一揮，把基金經理人從共同基金商品身上拿掉了，同時也等於砍除阻礙基金投資人獲利的高昂管理成本，還給投資人本應拿到的報酬。

伯格曾引述希臘哲人亞基羅古斯（Archilochus）的話說：「狐狸知道很多事，但刺蝟只知道一件偉大的事。」狐狸固然有技巧，且狡猾、靈敏，一如多數金融機構宣稱他們對於複雜市場和複雜老練的行銷多所了解，但刺蝟卻只廣為分散風險、買進抱牢，然後把費用維持在最低水準。當市場震盪時，刺蝟會縮成一團，變成無隙可趁的防身鐵甲，伯格認為這是刺蝟了解一件偉大的事：長期投資成功立基於簡單。

投資哲學2：海底撈針不如買下大海

奧坎剃刀還有一個簡約原則，就是「切勿浪費較多東西，去做用較少的東西同樣可做好的事情。」在證券市場，投資人浪費了太多時間在選股，共同基金經理人則花了太多管理費去進行專業的投資組合。

伯格拿出奧坎的剃刀原則大力主張，拿不用花時間、也不用花錢的被動式投資組合來取代基金經理人的主動選股吧！這肯定會幫投資人省下大把銀子，而且反能增加投資效率。

二〇〇七年，伯格在《買對基金賺大錢：人人都能成為投資贏家》

（*The Little Book of Common Sense Investing*）的引言開宗明義說：「投資的贏家策略就是用很低的成本，擁有一國所有公開上市的公司，就幾乎保證能獲得由股利與盈餘成長構成的所有報酬率。」但一個散戶投資人如何「買下」一國「所有」公開上市的公司？

對！伯格的答案是：「買一檔持有整個大盤投資組合的指數型基金，並永遠緊抱下去。」因為指數型基金持有一國所有的上市公司，依各公司市值比例長期持有。

反對伯格的人也許會批評：我們花時間選股，是為了能獲得股價飆漲的利潤；花錢找專家操盤，也是為了賺到超越大盤的投資績效！

這時候，伯格又拿出剃刀來揮舞了。他引述股神巴菲特的話說：「從現在到最後審判日之間，全體企業所有權人能夠賺到的錢，最多等於他們所擁有企業全體所賺到的錢。」伯格堅信，投機的長期報酬最終仍將等於投資的報酬。

投資哲學3：別買甜甜圈，只要長期買貝果

伯格指出，股價上漲固然美味可口，一如甜甜圈，但是，加了投機糖霜的甜甜圈，最後還是會被市場震盪打回原形。只有靠實質生產力與企業獲利支撐的企業價值，才具有健康如貝果般的投資價值。換句話說，股價上漲並不可靠，時間放久了，又會縮回如貝果一樣的形狀，投資人最後賺到的還是貝果。

投資人還是可選擇複雜的甜甜圈贏得短期超額績效（伯格從沒反對這點），但長期來說，簡單的貝果才能贏最多。時間，是伯格推崇投資貝果論的重心。

伯格拿出歷史資料來證明自己的論點：從一九〇〇年到二〇〇〇年間，美國股市的投資報酬率（股利率加盈餘成長率）相當穩定，每年通

常介於八％到一三％之間，平均值為九．五％。同個時間的投機報酬率起伏卻相當大，基本上是以十年正值、十年負值的方式輪動。雖然某些十年會有超高的報酬率，但總的來說，平均年投機報酬率只有〇．一％。

伯格的結論是：雖然在某幾個十年期間的投機報酬率有很大的變化，但長期來說卻幾乎沒有影響。因此，美股平均九．六％的年度報酬率幾乎完全由企業經營所產生，只有〇．一個百分點是投機造成的！

對喜歡追高殺低、計算股價漲跌的投機高手來說，伯格的貝果理論顯然沒有說服力，因為他們自認是能搶到且吃到美味甜甜圈的高手。

投資哲學4：投資輸贏，關鍵在成本

但對伯格來說，先鋒集團服務的客戶是為數眾多的投資大眾，不是個別的投資高手，所以他又推出另一個奧坎原則來說服市場相信：「投機的獲利總和是零，也就是說，從整體觀點來看，投機是一場零和遊戲。」

所以從整體觀點來看，投機的市場裡沒有贏家，唯一必賺不賠的是莊家，包括證券經紀商、投資銀行家、基金經理人、行銷人員、律師、會計師、金融體系中的營業部門等等。

伯格的奧坎剃刀又來了，他舉出兩件事情來說服投資大眾：

一、扣除投資成本前，基金投資人賺到的報酬率正好和市場報酬率完全相同，所以打敗大盤是零和遊戲。

二、扣除投資成本後，基金投資人的報酬率是市場報酬率減去各類基金的成本。所以，打敗大盤注定是一場輸家的遊戲。

你可以繼續選擇當一個投機高手，但只要你選擇了共同基金，那麼，還企圖打敗大盤就簡直是天方夜譚了！

伯格還舉出鐵錚錚的數字來證明奧坎原則鋒利無比。以一九八〇年到二〇〇五年間標準普爾五百指數的年平均報酬率為一二．五％來看，指數型基金在這二十五年間的年平均報酬率約為一二．三％（因為營運成本約〇．二％），而市場上的主動型股票基金卻只有一〇％的年平均報酬率（因為投資管理成本約二．五％到三％）。

雖然一二．三％與一〇％的年平均績效，看起來只差二．三％的報酬率，但拉長二十五年看，兩者將差距甚遠。一九八〇年投資一萬美元到指數型基金，到二〇〇五年時會變成十七萬八百美元；但放到股票型基金上，卻只會增加到九萬八千二百美元。

主動型共同基金的高昂投資成本，讓投資人足足少賺了四三％。這些少賺的錢，也正是金融莊家從投資人身上A走的暴利！

投資哲學5：稅和手續費會吞掉報酬

伯格指出，影響基金投資人獲利的成本要素還有兩個：一個是隱藏於基金內部的交易成本；另一個則是投資人要支付的基金手續費與稅務負擔。隱藏於基金內部的費用，是指基金投資組合的周轉率，因為基金經理人每轉換一次持股，就得在證券市場支付證券交易稅與手續費。周轉率越高，投資人投入共同基金的血汗錢，就會被證券市場裡的其他莊家一點一滴吃掉。

伯格一九五一年剛進金融業時，美國股市的股票周轉率約只有二五％，但到了一九九八年，股票周轉率卻提升到一〇〇％，並逐年提升到二〇〇七年高達二一五％的驚人數字。換句話說，一張股票每年會在市場上交易達二．一五次。換手、換手、再換手，基金投資人完全看不到隱藏在基金獲利背後的證券交易稅損失，但卻會讓基金績效再次遠離市場整體應有的獲利表現。

此外，基金投資人向投顧、銀行與證券公司申購基金時，必須支付基金手續費。這些手續費也是看得見、且會吞蝕實際獲利的成本。因此伯格警告：除非基金業開始改革，降低管理費、營運費用、銷售手續費、投資組合周轉率與其他附帶成本，否則投資人選擇一般積極管理型基金，似乎是非常不幸。

投資哲學6：過去績效不能保證獲利

伯格很愛跟市場唱反調，但歷史卻證明他正確無比。他強調投資不應該根據過去的績效數字，但放眼共同基金市場，一堆績效指標如 β 係數、夏普指數等，無非是想透過歷史紀錄來協助投資人選擇優質基金。

雖然伯格熱愛共同基金，但也毫不客氣批評：「積極管理型基金的所有經理人將來勢必都會換人；所有的基金大致都會倒閉；成功的基金會吸引大量資本，以致妨礙未來的成就；而且我們不能確定基金的績效中有多少出於運氣，多少是出於技術。因此根本沒有什麼方法能確保我們選中將來會打敗大盤的基金。」

最重要的是，伯格認為市場回歸平均值的力量，不但會發生在股價的漲跌上，也會發生在共同基金的績效上。也就是說，過去十年獲利良好的基金，未來十年回歸市場、甚至低於市場平均值的機率，會越來越高。

投資哲學7：時間和投資標的分散能降低風險

市場上的不明確因素基本上就是風險。伯格認為，投資必然有風險，透過指數型基金固然可以避免選錯个股、類股與錯估股價漲跌的投機風險，但仍無法避免市場本身的風險，比如經濟不景氣導致的企業獲

利不振等。

伯格認為，要打敗市場風險的唯一辦法只有兩個：一個是時間，一個是分散投資標的。

伯格除了要求投資人必須貫徹長期投資的堅持外，他還認為投資人必須根據自己的年紀與需求進行資產配置。例如聚財期投資人（二十五至五十歲）：可以配置八〇％股票型指數基金與二〇％債券型指數基金；過渡期投資人（五十一歲至退休前）：可以考慮將股票與債券的配置比例調整為六十五比三十五；散財期投資人（退休後）：股、債配置比例應各半，或者調整為三十五比六十五；擁有一大筆金額的投資人：偏重成長者可以採股、債比七十比三十；配置資產偏重現金收益者，可以採股、債配置比六十比四十。

總而言之，伯格一生都堅信「平衡」、「分散」與「長期投資」才能創造時間複利的神奇魔法。這點也構成他投資哲學的核心思想。

投資哲學8：別讓**ETF** 模糊常勝之道

伯格提倡指數型基金，但並不全然認同近年快速崛起的指數股票型基金（以下簡稱**ETF**）。雖然兩者均以追蹤大盤指數為操作目標，但對投資人來說，最大的差別在於交易方式不同：指數型基金的買賣過程，與一般共同基金買賣流程相同，而**ETF**則是在集中市場掛牌交易，買賣方式就是股票交易的方式。

換言之，**ETF**比指數型基金更容易在市場上進出，因此也日漸變成市場投機工具，看好大盤會漲的人，可以透過**ETF**來賺到指數價差。當然，看錯了就得進套房。

對伯格來說，指數投資的基礎觀念在於投資標的分散，透過基金長期持有整個市場，不試圖去猜測市場走向。但許多金融機構推出的**ETF**

，卻強調可以當日沖銷、放空與融資，基本上和指數投資的原理背道而馳。

許多ETF 還採取追蹤特定類股、特定主題的方式來吸引偏好市場潮流的投機客，因此諸如針對皮膚科和即將興起的癌症來投資的ETF，以及槓桿ETF，一種運用衍生性商品以創造出超越標準普爾五百指數兩倍漲跌幅的ETF，也應運而生。

伯格對於這種ETF 亂象不但無奈，還常撰文痛批他自己創造出一種科學怪人，將立意良善的指數投資概念導引到短期投機與追逐熱門投資主題上，實非他的本意，也誤將投資人導向複雜而非簡單的錯誤道路上。

至今二〇一七年，伯格已經八十七歲了，但他還沒從投資戰場退下來。即使在美國的基金市場中，有一七％已被指數型基金所占有，他仍然不滿意。在美國晨星（Morning Star）網站上，偶爾伯格還會親自到討論區貼文，振聾發聵提醒投資人：小心共同基金高昂的手續費、管理費與交易成本，最終會吃光你所有的血汗錢！

約翰．伯格投資心法

- 複利吸引力是時間和報酬合而為一的力量。
- 從事投資真正賺到的錢不是靠買賣，而是靠著擁有、緊抱證券賺來。
- 投資人持有的債券部位應等於年齡：20歲時持有20%，70歲時持有70%，其餘以此類推。
- 你可能得到穩定的本金價值，也可能得到穩定的收益，但不可能兩者兼得。
- 投資成功的必勝公式，是透過指數型基金擁有整個股市，

然後什麼都不做，只要堅持到最後。

- 不要依據短期報酬率追逐績效優異的基金，大多頭市場期間尤其如此。
- 你知道的事情，市場很少不知道的。
- 報酬率會隨著行動的增加而減少。
- 了解股票和債券市場的報酬率從何而來，這一點是智慧的起點。
- 投機的「報酬率」，取決於投資人願意花多少錢，來換取每一美元的企業盈餘（也就是本益比）——長期來說等於零。

Chapter 6

債券天王

比爾·葛洛斯

從長期眼光找出投資金蛋

他，被譽為債券天王，二〇一四年以前掌管全球最大債券基金太平洋投資管理公司（The Pacific Investment Management Company，以下簡稱PIMCO）總報酬基金，手上掌管資金曾高達近三千億美元。

他，更是唯一摘下三次全球基金評鑑龍頭晨星最佳固定收益基金經理人的人，四十年來績效打敗大盤。

當他在二〇一四年九月閃電跳槽駿利資本集團（Janus Capital Group）時，市場資金大舉挪移，PIMCO總報酬基金光是當月就贖回二百三十五億美元，是當年前八月的贖回總額，而接手的駿利全球絕對收益債券基金（Janus Global Unconstrained Bond fund，簡稱JUCIX）所管理的資產，在兩個月內從一．二億美元飆升至十二億美元。兩家公司的股價也兩樣情，PIMCO所屬的德國安聯集團（Allianz）在消息傳出後股價一度下挫超過七%，駿利資本集團的股價則在一開盤大漲近四〇%。

他，就是葛洛斯（William H. Gross/Bill Gross），一手創辦PIMCO，打造世界最大的債券基金，現在則是駿利資本集團的基金經理人，希望能再次證明自己寶刀未老。

這是一個小賭徒變成手握十兆資金天王的故事。他的一生，都在與情緒作戰，因為他「認識自己」、「踢掉自大」，而能站在迎風的浪頭上持續四十年。

左右債市，葛洛斯被形容為安靜的巨鯊，能有四十年不敗的紀錄，線索就藏在辦公室裡。掛在他PIMCO辦公桌後有一幅傑西·李佛摩的肖

像畫。

「投資人必須提防很多東西，尤其是自己。」這句李佛摩的名言讓葛洛斯一生謹記於心：凡是人，都有情緒；因此李佛摩倡導認識自己，葛洛斯也以此自我惕勵，在生活、投資上發展出一套高度自律的系統，藉以打敗情緒。

葛洛斯以精準的長期趨勢預測見長。最經典的操作莫過於二〇〇〇年二月底，華爾街突然出現一陣騷動，一連串債券買盤湧現，美林、高盛等投資銀行的交易廳耳語著：「葛洛斯進場了。」如同野火燎原般，市場瘋狂搶進債券，幾小時後，債券價格扶搖直上。

幾天後，也就是三月份，美股觸頂，從此未再回到高點，這就是大家所熟知的科技泡沫大崩盤。當然，股市崩盤，也揭開債市多頭的序幕。

債市與股市就像翹翹板一樣，當股市籠罩烏雲時，債市便陽光普照，因此，即使葛洛斯操作的是債市，他的一舉一動，仍吸引全球目光。因為部位龐大、進出快速低調，他率領的部隊也被形容為「安靜的巨鯊」（Quiet Sharks）。

這頭巨鯊是怎麼長成的？

從賭桌上，領悟出一生投資心法

時間拉回一九四四年，葛洛斯出生於美國中部的小康家庭，雖然內向，被人稱為獨行俠，內心卻無比好強。大學時代，在朋友的起鬨下與人打賭，從舊金山跑到加州卡梅爾（Carmel），全長共一百二十五哩（約兩百公里）。為了贏得賭注，即使跑到最後五哩時，葛洛斯的一個腎臟已經破裂，他還是堅持繼續跑，他花六天的時間跑完，接著立刻被送進醫院。

這股強烈要贏的欲望，讓他做每一件事都極為專注。好友、MSN Money財經作家提摩西（Timothy Middleton）形容，葛洛斯贏得桂冠的技術都有一個共同點：嚴格而專注的自我要求。

大學畢業那年，一場車禍改變葛洛斯的命運。住院療養時，他讀到加州大學教授索普（Edward O. Thorp）所著《打敗莊家》（*Beat the Dealer*）一書，教人用記牌方式在二十一點撲克牌遊戲獲勝。一出院，他就帶著兩百美元到賭城試身手。為了盡量保存賭本，他住進一天只要六美元的印地安飯店，每天走路到拉斯維加斯大道上的四后賭場（Four Queens），找免費食物吃。

比爾．葛洛斯大事紀

- [1944] 0歲：生於美國俄亥俄州中途鎮
- [1962] 18歲：進入杜克大學心理系就讀，輔系為希臘文
- [1966] 22歲：在拉斯維加斯用200美元贏了1萬美元，奠定投資思維
- [1972] 28歲：擔任太平洋保險公司的債券分析師，開啟主動式債券交易風格
- [1977] 33歲：接受AT&T委託管理固定收益，成美國西岸最大企業代操投資公司
- [1980] 36歲：預測聯準會反通膨立場，看準債市多頭，成功第一役
- [1982] 38歲：PIMCO獨立營運，總資產為20億美元
- [1987] 43歲：接手操盤PIMCO總報酬基金，現為全球最大債券基金
- [1997] 53歲：出版《道聽塗說的投資術》，後改名《葛氏投資學》
- [1998] 54歲：獲晨星基金機構評選為最佳固定收益基金經理人
- [1999] 55歲：成功預測網通股泡沫化，隔一年第二度獲選晨星最佳固定收益基金經理人
- [2003] 59歲：獲選《財星》企業25位最有影響力人士第10名
- [2006] 62歲：預測美國次貸危機，2008年成真
- [2007] 63歲：第三度獲選晨星最佳固定收益基金經理人

[2009] 65歲：獲選晨星十年度固定收益基金經理大獎、《富比世》雜誌連兩年評選為世界有影響力人士

[2014] 70歲：跳槽至駿利資本集團，負責新成立的債券基金

一開始，葛洛斯受不了周圍環境的菸味和酒氣，經常無法集中注意力，如果運氣不好，幾小時，甚至一、兩天都沒贏，他會沮喪到不敢回到賭桌上。有時，他經常這裡玩幾把，再換到另外一張桌子，或者到處觀察，哪個發牌員比較會帶來好運。後來他發現，一直換賭桌根本無法記住莊家已經出了哪些牌，也就無法預測牌盒裡還有哪些牌。而且，「暫停」會打斷賭博的節奏和專注。

因此，葛洛斯決定長期抗戰，每天在賭桌待上十六小時，連賭四個月。就算輸了大注也不退場，繼續留在牌局中，用兩美元下注。就這樣，當初的兩百美元盤纏，竟然翻了五十倍，變成一萬美元。

這個小賭徒不只贏得大學學費，還奠定終生受用的投資心法。與一般賭徒不同，葛洛斯並非愚蠢、毫無紀律、純粹賭運氣。他建立起一套評估未來事件的機率（投資風險），並按照期間分為長期與短期。

如果用二十一點比喻，留在牌盒裡未發的牌，代表的就是長期機率，而莊家所發的下一張牌則是短期機率。當你記住莊家已經發出的牌，就掌握長期機率，你可以算出牌盒裡是點數大的牌多，或點數小的牌多。因此，莊家接下來會發出什麼牌，你猜中的機率也能因此提高，也可據此決定是否補牌。

「我從賭桌上了解，當你看到勝利機會倒向自己時，一定要持長期觀點。」葛洛斯悟到，即便出錯，只要對的次數加起來多於平均，你就可以打敗莊家。

葛洛斯曾寫道：「有次我被一堆無解的難題纏住了，一個老朋友對我說：『記得兩件事：一、別為小事抓狂；二、全都是小事。』」這兩句話已變成他一連串自我反思的源頭。

凡常陷入瑣碎小事泥淖中的人，不可避免總是當輸家，但專注在長期趨勢藍圖的投資人，可以改善投資機會的優勢，甚至不輸專家。早在葛洛斯擔任基金經理人之前，便習得此事。

帶著長期觀點的思考架構，二十八歲那年他找到第一份工作：太平洋保險公司的債券分析師。「剪息票（clipping coupon）是我的第一份工作。我每天剪下債券息票貼在紙上，然後寄去對方公司，他們就會給我們利息。」

當時，債券投資被視為「孤兒寡母領取利息」的投資工具，平淡無奇。因為在那之前的一百多年，美國的通貨膨脹率每年平均只有〇．六五%，債券價格從不波動。買下債券的投資人只要定期把息票剪下來，寄回給發行債券的公司收取利息，到期時領回本金即可。

但是，情況有了改變。一九六〇年代出現通貨膨脹，從一％逐漸往上升，直到一九七〇年的六％。物價上揚，債券的利息不再能支付孤兒寡婦的生活所需，債券不再保值，價格大幅下跌，甚至腰斬！市場徹底改觀，債券從「世界上最安全的投資」，被譏諷為「充公券」。「時勢」出現了，但還得要有「英雄」才能造時勢。葛洛斯回憶：「我做了六個月，覺得好無聊，就說不要再剪貼了，（我們）來交易吧！」

改寫歷史，讓債券也能交易套利

「我老闆說好，非常支持。但這是很大的風險，沒有人這樣做過。競爭者認為我們瘋了。」當時把債券當成股票在市場上買賣被大家視為異端，「因為我很年輕，想事情不一樣。老一輩的人，不願意去看新主意。」當時一流的高手拚命往股市擠，進債券市場的人不是二軍，就是「老一輩的人」。低度競爭的市場碰上年輕的冒險家，以及大環境的轉變，於是，債券天王誕生了。葛洛斯成為第一個把債券拿來交易的

人。

「他對投資界最大的貢獻，就是看出債券可以交易，並非只是持有。」經濟學家、前聯準會成員彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）評論，「當時（一九七二年）關於新型態債券交易的學理才剛問世，但葛洛斯卻已開始積極的投資策略……堪稱積極型固定收益管理的前鋒。」

接著，葛洛斯像在賭場找機會一樣，在全球市場找尋高報酬的債券投資機會，「找到機會就下大注」。他發現，有一種交易極冷清的私募配售債券，不受主管機關監督，便利用市場交易量少、缺乏公開報價平台的環境，在買賣資訊不對稱的狀況下套利。

有一次，葛洛斯左手拿起電話買進兩百萬美元公司債，每單位價格為七十九美元，右手馬上電話報價賣出，但談成的價格是八十九美元，幾秒鐘之內便賺進二十萬美元的利潤，而且風險極低。這種新型態的債券套利模式，讓葛洛斯在代操業大出風頭，每年平均報酬率均超過一〇%，甚至曾高達一八%，打敗股票大盤。因為成績亮麗，他拿下第一大電信公司美國電話電報公司（AT&T）的代操資格，成為市場當紅炸子雞。

為控制情緒，維持規律作息二十年

征戰市場十年，葛洛斯在賭桌上得到的「長期觀點」越加成熟。他發現，「三至五年的長期觀點，足以消除我每日情緒起伏，並專注於未來重要的總經趨勢。」

「長期觀點」也是他後來投資策略的主軸，「把注意力關心未來三到五年，等於在心裡給自己打了個暗號，告訴自己投資不是賭博，而是建立長期布局，這同時也幫助你在進行投資決策時，降低產生的貪跟怕。」而且，「當機率有利於你時，要下大注。」

為了遠離情緒，葛洛斯刻意維持極為規律的作息，每天早上四點半起床，六點準時開車十分鐘到公司。早上九點則由私人教練指導他做瑜伽。「每天我去做瑜伽，都可以自省，可以讓我平靜。當我回來的時候，就能設想得更長久。我相信如果能夠越平靜，就是越好的投資人。」下午四點以後，東岸債市打烊，葛洛斯到鄉村俱樂部練一下球，然後回家，七點半就寢，睡覺前，他會先看一小時左右的書才睡覺。這樣的作息，他維持至少二十年。

葛洛斯不僅自我要求甚嚴，每天花上好幾個小時在辦公室思考、不發一語，也要求旗下基金經理人跟他一樣自律、長時間工作，並控制情緒，即使再大的交易成功，都不能歡呼。

葛洛斯的紀律也顯現在對長期趨勢的觀察。好友提摩西形容：「他讓辦公室安靜得像在辦喪禮，因為他厭惡任何會分心的事，這有時會讓同事抓狂。」「他直挺挺坐著，像停在藤架上的螳螂，專注看著電腦螢幕。」

是什麼能讓他如此？「求勝的欲望一直在。我就是對於成功有無法滿足的欲望，需要維持在不敗。因為每天都是一盤新局。」他笑說。戰勝市場的熱情，在他的基因裡；長期觀點的信念，得用理性去執行。

投資市場就像全世界最大的金礦，這個金礦天天開門，每個人都可以進場一窺究竟。然而，當天結束的鈴聲響起，總是有人從乞丐變成王子，或從王子變乞丐。關鍵只在於誰能戰勝自己。葛洛斯，就是那個打敗自己，從小賭徒變成債券天王的人。

長期觀察提早布局，耐心等待

以三到五年長期觀點評估，一旦確認長期趨勢，等到機會就下大注，這就是葛洛斯的投資風格。一九八〇年九月，他成功抓住後來二十

年的債市多頭，打了漂亮的一仗。

當時，石油危機後造成嚴重通膨，聯準會（Fed）連續升息超過一五個百分點，葛洛斯判斷：未來三到五年降息機率遠高於升息。他開始逐步加碼長天期債券，經過統計模型計算風險，確認降息機率最大時，布局完成。兩個月後，聯準會果真開始降息。接下來的一九九八年俄羅斯金融危機、二〇〇〇年的美股科技泡沫等戰役，都是如此。

提早布局，每次都讓葛洛斯大有斬獲。他回憶每次大賺，都是因為遵守李佛摩所說：「大錢不是在買進或賣出時賺到的，真正的大錢總是在等待時賺來的。」

長期打敗大盤的績效，讓歐洲最大的保險集團德國安聯集團，決定在二〇〇〇年買下PIMCO，並以五年、兩億美元的天價「金手銬」，留住葛洛斯，使他成為當時薪水最高的債券基金經理人。

葛洛斯用長期觀點、規律生活，維持多年不被市場巨浪吞噬。儘管如此，看得遠，也讓他付出先知的寂寞代價。

二〇〇六年最是經典。那時葛洛斯觀察到房價漲得太高，甚至派出幾十個員工到全國各地假裝成要買房子的人，查看當時房屋市場的狀況，之後他決定砍掉、也不再買進次貸商品。但此舉引來市場嘲笑：「PIMCO過時了、PIMCO錯啦。」

人們說他太悲觀，他的績效也掉到同類基金排名的後四分之一。從第一名掉到後段班，葛洛斯心情不由得落到了谷底，不但上班時改走樓梯、不搭電梯，以避開人群，績效最差的那段時間，他乾脆休長假轉換心情。

「那九個月、真的、非常、悲慘。」葛洛斯加重語氣，苦笑著：「每次回到家，我就跟太太講，也許我太老，被潮流淘汰了，也許我已經喪失了手感。」他形容當時的心境，「就像洋基隊沒打進世界大賽一樣失落。」

每一天，媒體、對手的訕笑，如芒刺在背，「我只有『繼續』不斷

檢視自己三到五年內的想法；『繼續』研究；『繼續』派人到全美國各地假裝買房子；『繼續』確認自己原來的觀點是否愚蠢，儘管我們對自己的看法和想法有信心。」

在接受《商業周刊》專訪時，葛洛斯說了四次「繼續」。這就是天王多年不敗的關鍵：持續以長期觀點，維持紀律。在《道聽塗說的投資術》（Everything You've Heard About Investing Is Wrong!）一書中，葛洛斯現身說法，具體分享投資哲學。

投資哲學1：長跑理論—只想短期容易情緒化

每年復活節，孩子們總要玩尋找復活節金蛋的遊戲，但孩子們在尋找的過程中，三不五時會被沿路的銀蛋、巧克力蛋所吸引，葛洛斯總忍不住要他們趕緊回神、專注找金蛋。

一九九〇年代，貿易環境全球化，國家觀念瓦解，讓市場上出現許多尋找金蛋的獵人（自行建立套利新秩序的投機客），縱橫於債市、股市和匯市，葛洛斯稱之為「資本市場的民兵」。

民兵不停把錢從美國搬到德國、由德國搬到日本、自日本再移到泰國，只為尋找當下報酬與風險最佳組合的投資地區。他們行動迅速，通常一個晚上就會大量轉移資金，造成市場短期內大幅波動，讓投資人無法安然入睡。

全球央行因此面對嚴厲考驗，投資人也必須時時調整策略，並關注到底利率在什麼區間內，足以抑制瘋狂的民兵。

如此一來，投資難度越來越高，這無關乎投資人是否資訊豐富或夠勤奮，反而與投資時間長短有關。如果還想只投資三、五個星期，或三、五個月，那就太注意短線了。這樣容易變得十分情緒化，動不動就會急著殺進殺出。

因為在這種情勢下，你先前認為對的，可能現在卻認為是錯的，你的自我在瞬間受傷，情緒會如鐘擺般在兩端盪來盪去。如此一來，情緒起伏，加上每日統計數字、分秒變動的價格，把你變成一個腦死的投資人。

投資人不是被貪婪或恐懼淹沒，就是在情緒轉換間擺盪得筋疲力竭。即便是職業經理人，如果沒有長期看法，也是一樣。

因此，第二個因應策略：設定長期觀點，這樣，你就不會那麼情緒化，少點害怕，也少點貪婪。「長期」到底要多長？葛洛斯建議，資產布局最好架構在三到五年的長期觀點上。

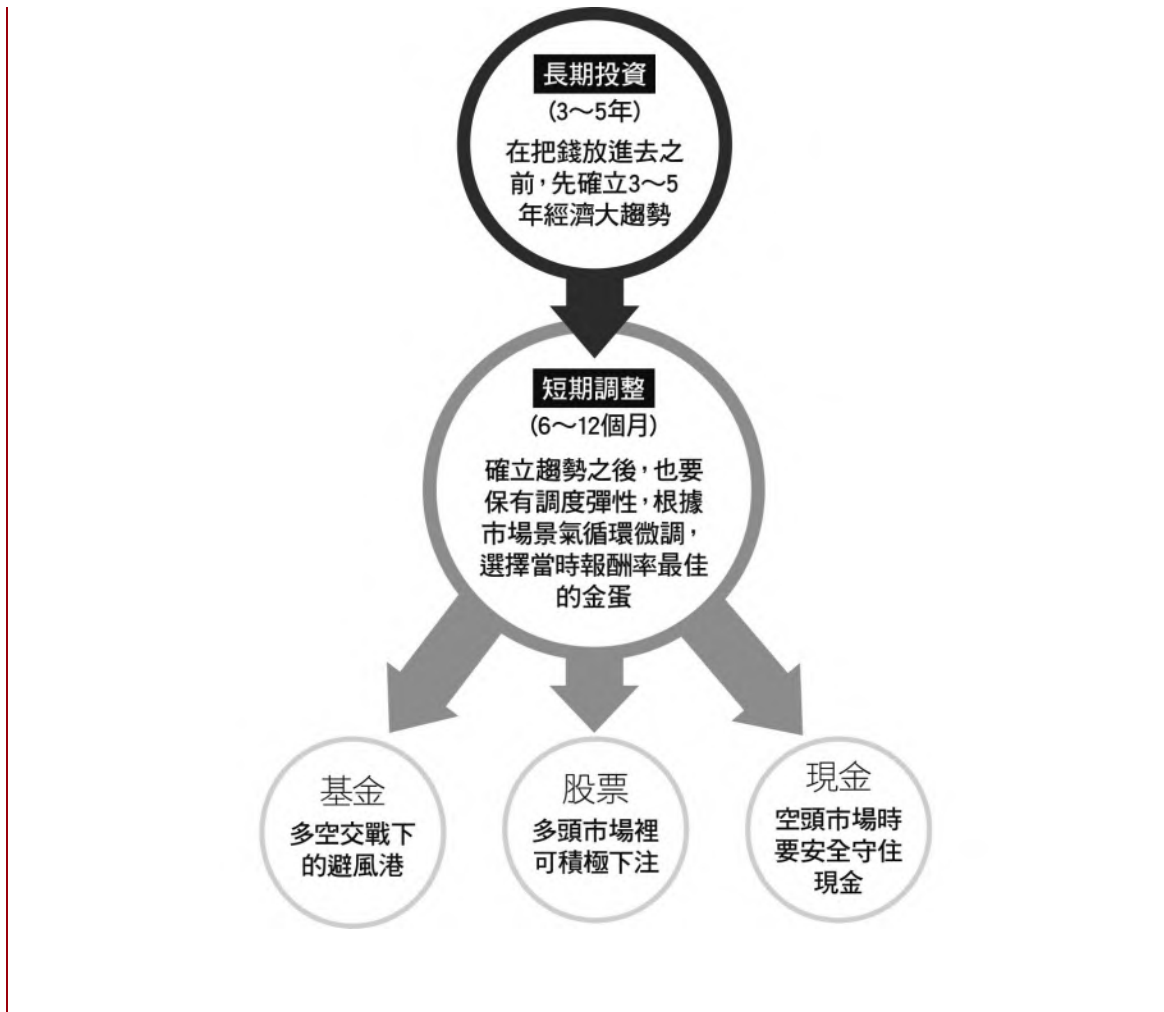
在長期觀點的大架構下，也要留意資金流向，感受市場的潮流和想法，隨著產業循環起伏（半年至一年），微幅調整資產配置。透過這樣的投資計畫，你努力學習投資才會成功，才不會被情緒阻礙。

森林裡有太多獵人，但只有少數人找到金蛋。建立長期投資觀點，有助於你避開民兵襲擊，找到金蛋。

葛洛斯的金蛋理論

沒有長期觀點，遲早會腦死！

對於投資，必須有3至5年的長期看法，只要隨著產業循環起伏，微幅調整資產配置。如果急著殺進殺出，獲利將被情緒化給吃掉。



投資哲學2：蜉蝣理論——看人口變化掌握市場

要在金融市場上存活，跟在戰場上開飛機一樣高難度，必須眼觀四面、耳聽八方，否則你的財富鐵定撞機。在這樣的前提下，多了解人的行為科學有助於在金融市場存活，葛洛斯稱自己的這套想法叫做「蜉蝣理論」（plankton theory）。

蜉蝣可說是海洋生物鏈的基礎。所以，如果要預測白鯨、大白鯊的動態，觀察蜉蝣的生態是其中一個方法。每個人就好比世界中的蜉蝣，從個人行為可以觀察出世界趨勢。這就是蜉蝣理論。

以房市為例，那些首次購屋者好比蜉蝣，如果房價太高，蜉蝣（即

購屋者）買不下手，房價也會隨著降低。反過來說，如果有房子的持續人找到新買主，房價就會像食物鏈一樣延伸上去。所以，要知道房市整體的情況，必先觀察經濟食物鏈的源頭；沒有蜚螭般的房屋買家現身，房市就不會有動力。

擴大到整體市場來看，蜚螭理論的基礎就是人口學，人口學是分析人口流動的學問，足以精準描繪出目前人類社會以及未來二十年的趨勢。單一小蜚螭匯集成一大整體，就能產生撼動市場的力量，無論股市或債市，長期價格都由人口趨勢所決定。人口趨勢影響經濟和企業表現，是基本面評估的一環。

一九四五年到一九六〇年代早期出生的戰後嬰兒潮（美國約八千萬人），主導了美國的人口趨勢，這群人帶動戰後的繁榮，相對於沒有嬰兒潮的歐洲和日本，他們的經濟便顯得平靜許多。嬰兒潮世代數量眾多到足以左右投資市場。一九七〇年代和八〇年代初期的雙位數通貨膨脹、高油價和房地產狂飆，主要都是因為這些二十多歲的嬰兒潮人口正在大量消費，而非美國總統卡特（Jimmy Carter）的施政或石油輸出國組織（OPEC）的地緣政治。

在一九九九年，葛洛斯同樣用蜚螭理論觀察到網路通訊產業泡沫化。當時那斯達克（Nasdaq）的科技股票，好比安能（Enron）、世界網（world.com）價格過高，此時的蜚螭，也就是小散戶，認為不可能賠錢，加上很多人買股票成為百萬富翁，小散戶的情緒好像在開派對。

但股價不可能一直上升，只要有風吹草動，股價一定馬上下跌，因為他們禁不起股價下跌。一旦這些小散戶太高興、過度興奮或者太沮喪，就成為市場底部或高點的線索。

投資哲學3：鬧鐘理論—克服自我情緒干擾

只要是人類，投資的時候都會被情緒所拖累，無論在市場循環的中庸滿足點，或者在貪婪與恐懼的兩個極端，沒有不受影響的。如果能夠知道自己處於情緒鐘擺的哪個點，就能轉化，成為《星艦迷航記》

（*Star Trek*）裡冷靜的史巴克先生（Mr. Spock），在投資的世界裡占盡優勢。

葛洛斯的第一個方法是從觀察全球和美國經濟三年展望開始，投資管理學上稱之為「由上而下」（top-down processing），從這個長期展望出發，之後的所有投資決策都源於此。以三到五年長期觀點做基礎，然後根據產業循環調整資產配置，比較容易由理性研究和努力工作主導投資，而非情緒擾亂。

第二個方法是投資共同基金。當我們無法直接掌握投資對象時，情緒比較不受影響。

第三個可以消除投資情緒的方法是機械式分散投資，好比定期定額。其次，設定自己的投資鬧鐘。每個投資人心裡都有專屬的投資鬧鐘，時間一到就叫醒投資人，催促他們下投資決定。

按照多數人的生活作息，早上六點應該是起床的最佳時間，我們也設定最佳投資時間在六點，換言之，投資鬧鐘應該在六點叫醒你。現在問題在於，因為混雜著貪婪與恐懼的情緒，鬧鐘通常不會在六點鐘叫醒你；許多投資人都買高賣低，最後就被恐懼洗出市場，此時就是市場底部。

第一種會被洗出場的投資人，就好比到九點、十點才起床，他們因為賣得太晚不可能賺錢，然而，夠聰明的投資人總是在市場剛要下跌時就出場。第二種被洗出場的投資人就剛好相反，總是太早買或賣，他們的鬧鐘在三點鐘就響起。儘管早起的人依然可賺到錢，但早起的這三小時中間，也可能發生許多事情影響投資人的方向，導致損失。

每個投資人都有個心理鬧鐘，祕訣在於何時響起，以及怎麼調整。響得太晚，你該換個鬧鐘、重新出發；響得太早，記得多按幾次晚起裝

置，直到六點來臨。正如李佛摩所說，看緊你自己，用一連串練習，讓自己醒來時間接近六點鐘。過去二十年，葛洛斯都實行這些方法，但人總是不完美的，很難用得剛剛好，但或多或少得到成功。

綜上所述，說明投資是一門心理藝術，所以降低「自我」意識是最安全的投資方法。專注在三到五年、由上而下的長期趨勢，一旦自我情緒浮現，便能重新校正回歸正途，並調整投資鬧鐘，有助於日後在投資的每一天，都在正確時間醒來。

投資哲學4：賭徒理論—贏面大時要勇敢下注

職業撲克牌二十一點技巧運用了記牌系統，如果知道已經發出哪些牌，就可以算出現在是玩家贏面大，還是莊家贏面大。多數時候都是莊家贏面大，但是一旦出現玩家贏面大的機會時，就要下大注。如果你不趁機會有利時下大注，莊家會把你贏光。

然而，抓住下大注的機會並非穩操勝算，有時莊家還是贏，通常如果有五二%機率可以下大注，剩下的四八%機率，你還是會輸得一乾二淨。所以聰明的人了解這種現實，知道即便在機會來時，也不要把手裡全部的錢孤注一擲在一把牌上，否則結局會相當悲慘。

所以，當機會有利於己時，下大注！但不可以把所有的錢拿來下注，這稱之為「賭徒破產原則」（Gambler's Ruin），或稱為「分散布局」（portfolio diversification），永遠保留最高賭注五十倍的錢。在PIMCO，風險管理便是最高原則。

用在實際投資上，當你真的有很好的投資想法，而且也花時間做過功課了，就要對自己研究後的結果有信心，付諸實現且下大注，即便並非絕無風險。如果你的投資組合有五十檔股票，或超過十檔基金，都太過分散。投資要集中，但不要把所有的錢孤注一擲。

在個人投資組合上，不應該只投資在股票、債券或房地產之中的其中一項商品（除非自住），而是該投資在股票、債券和房地產的組合，並且隨著年齡、經濟條件、和風險承受度有所不同。如果你只有單一投資，好比只有股票，沒有其他的投資標的，最好拉長投資時間，也要有面對短、中期市場波動震盪的心理準備。

二〇一四年，葛洛斯離開一手創辦的公司，跳槽至駿利資本集團。這年他七十歲，身價二十四億美元，原來操盤的PIMCO總報酬基金資產規模曾達三千億美元，現今操盤的全球絕對收益債券基金不到二十億美元，雖然倉促離開PIMCO是因為基金表現不如期望，但葛洛斯不服輸，就如同四十年前剛進入華爾街的小賭徒般，持續觀察市場、伺機而動，期待抓住債券另一次多頭，再造事業顛峰。

比爾．葛洛斯投資心法

- 挑對最佳時間再出手
等待期：保留現金。
提早進場型：進場太早，須忍受市場波動對資產的短期影響。
進場點剛剛好：買低賣高，風險最低、報酬最好。
太晚進場型：買高賣低，市場風險最高，資產受傷嚴重。
- 把資金集中在有把握的選擇上
過度分散：花同樣時間投資，報酬率卻低。
過度集中：雞蛋放在同一籃子裡，風險太高。
適度分散：當市場機會來時可下大注，報酬率佳。
- 即便下大注，也不可把所有的錢拿來下注，要保留最高賭注50倍的錢。

Chapter 7

系統選股大師

威廉．歐尼爾

篩選強勢股

威廉．歐尼爾（William O'Neil）被視為美國當代股票交易商與創業界的傳奇人物。他首創利用電腦化系統來分析歷史股價表現，用以研判市場趨勢，進而發展出「CANSLIM」選股法則，對後來的股市研究方法影響深遠。歐尼爾所創辦的公司，不但是當今提供綜合性電腦化股市資訊的翹楚，也是全球超過六百位基金經理人最喜愛的投資顧問公司之一。

一九三三年，經濟大蕭條尾聲，歐尼爾出生於奧克拉荷馬市（Oklahoma City），在德州長大。隨著美國經濟逐步好轉，歐尼爾早年並沒有像其他前輩般，經歷特殊成長際遇。他半工半讀念完南美以美大學（Southern Methodist University）商學系，接著進入空軍服役，退役後一九五八年投身證券業（同時於一九六〇年進入哈佛商學院就讀第一屆管理發展學程），從此展開他長達五十年的操作生涯，一生至今，除了是個成功投資者，也是精明商人。

因一檔基金，從此改變選股觀念

一個人最重要的，是找到能讓自己熱情不減的事業，才有機會發揮潛能，金錢只是發揮潛能的附加報酬罷了。歐尼爾在一九五八年服務於海登史東公司（Hayden, Stone & Co），雖然從事股票經紀業務，但他發現，真正讓他感興趣的，並不是花大部分時間開發業務，而是埋頭做研

究。

一開始，歐尼爾也像一般投資人般，從訂閱股市資訊的專業刊物踏入股市，到處打聽明牌，花時間閱讀股票書籍，或是買進刊物推薦的低價股或低本益比股票，但結果是，這些刊物所介紹的投資方式並不十分有效，也不能確實降低風險。

當了一年營業員後，歐尼爾發現一檔崔佛斯基金（Dreyfus Fund），資金規模僅約一千五百萬美元，當時還是相當小型的基金，但在崔佛斯（Jack Dreyfus）操作下，報酬率卻是其他競爭對手兩倍。這激起了歐尼爾的好奇心，設法拿到該基金過去幾年的季報及相關歷史資料，研究其投資方法，例如買進什麼股票、在什麼時間點買進賣出等。

歐尼爾發現，崔佛斯基金在一九五七年到一九五九年期間買進約一百檔股票，這一百檔的股價走勢相當類似，都是在股價回檔，打底型態完成，又創下波段新高時才買進。買進股票都有相同特徵，根據這些特徵篩選出類似的股票，就可以預期後者未來的表現也會跟之前選的股票類似，每次選股都有相同的邏輯，操作上就有一致性，也更進退有據。

這跟一般人想要買低價或低本益比的想法完全背道而馳，他從這項研究中獲得一項重大發現：要購買上漲潛力雄厚的股票，不一定要選擇價格已跌近谷底的股票。有時，創新高價的股票前景可能更是海闊天空。

瞄準強勢股，歸納基本面共同點

這些研究改變歐尼爾過去的想法，他繼續針對股票和前輩的投資理念做研究，進而發展出一套自己的策略。一方面，他蒐集那幾年報酬率前五十名的股票技術線圖，試圖找出這些領先股的共同特徵，例如這些公司的基本面、本益比、盈餘成長如何，還設計出一套觀察個股表現的

模式。他用這套方法選出來的股票，最後有三分之二都能獲利，但他也承認，「在我選中的股票中，每十檔只有一到兩檔的表現會特別突出。」

另一方面，歐尼爾也研究在投資界績效紀錄頂尖的前輩，了解他們的投資理念和原則、方法。例如在一九二〇年到一九六〇年賺了不少錢的股票經紀人兼投資銀行家傑瑞德·羅伯（Gerald Loeb），於一九三五年出版的《投資生存戰》（*The Battle for Investment Survival*）是早期影響歐尼爾最深的一本書，尤其關於停損的觀念讓歐尼爾非常受用，甚至認為這是市場上最好的一本理財書。

另外，李佛摩的《股票作手回憶錄》（*How To Trade In Stocks*）也讓歐尼爾學到，在看錯交易目標時盡量少賠，看對時盡量多賺；精通經濟發展的投資鬼才崔佛斯、巴魯克（Bernard Baruch，投資商及政治家）、箱型理論發明人達華斯（Nicolas Darvas，原為芭蕾舞者，靠自學在股市成功）、連燈泡發明人愛迪生都是他學習對象之一。

威廉·歐尼爾大事紀

- [1933] 0歲：出生於奧克拉荷馬市
- [1958] 25歲：擔任海登史東證券營業員
- [1960] 27歲：錄取哈佛第一屆管理發展課程研究班；第一次使用CANSLIM理論雛形買進股票
- [1963] 30歲：賺進20萬美元，創下史上最年輕買下紐約證交所席位；同年亦成立威廉·歐尼爾公司，美國第一個每日更新的股票資料庫
- [1973] 40歲：創辦歐尼爾數據系統公司
- [1976] 43歲：買進「買就省」（Pic'N Save），持有7年半，獲利20倍
- [1978] 45歲：刊登全版廣告於《華爾街日報》，宣稱多頭市場即將來臨
- [1982] 49歲：買進「普萊斯」（Price Company），持有3年半，獲利10倍。1978年至1991年，是歐尼爾公司獲利最豐厚時期之一

- [1984] 51歲：創辦《投資人日報》
- [1988] 56歲：出版第一本著作《笑傲股市》
- [1991] 59歲：將《投資人日報》改名為《投資人商務日報》（IBD）
- [1998] 65歲：10月買進美國線上與嘉信理財，最終分別獲利5倍與3倍
- [2000] 67歲：被TJFR集團和萬事達卡國際組織列入世紀百大新創事業傑出人士之一；同年出版第二本著作《歐尼爾投資的24堂課》
- [2003] 70歲：出版第三本著作《笑傲股市part2》
- [2004] 71歲：第37期《股票交易員年鑑》（Stock Traders Almanac）專刊上公開討論威廉·歐尼爾
- [2010] 77歲：《笑傲股市》一書熱銷再版

以自創理論，打出三場成功戰役

深入研究前輩和股票後，歐尼爾也研究自己，對於虧錢或是錯失機會情況深切反省，然後修正並驗證，以避免再發生同樣錯誤，檢討是很必要的，少一次犯錯就是多一次賺錢機會。他的研究，也讓他成為公司的超級營業員，對自己更有信心。

歐尼爾透過持續累積操作經驗及測試，漸漸將心得形塑成一套投資信念，由於他一直非常熱中當時剛開始發展的電腦系統，後來也利用電腦發展出選股策略及資料庫系統，這套體系到一九八四年逐漸完備，即是著名的CANSLIM選股投資法則。他以這個方法進行投資，打出三場成功投資戰役。

第一場戰役在一九六一年底。在讀過李佛摩的《股票作手回憶錄》後，他發現當時市況跟一九〇七年市場有相似之處，市場對多頭似乎不利，於是他選擇在一九六二年初持有百分之百的現金，並找機會放空弱勢股票科維提（Korvette），讓他躲過一九六二年初的大跌，又賺進可觀利潤。

第二場戰役則是在一九六二年十月古巴飛彈危機後，道瓊工業指數上揚，歐尼爾發現脫離市場底部的首批脫韁野馬，以每股五十八美元買進克萊斯勒（Chrysler），最終獲利二十倍以上。

到了一九六三年六月，他以每股一百美元買進墨合製藥公司（Syntex），八個星期內就漲了四〇%，這是他的第三個成功投資。光是一九六二年與一九六三年，歐尼爾在克萊斯勒、興泰等兩、三檔股票投入五萬美元，抱了六個月賣出，市值已經增加到二十萬美元，報酬率高達四十倍！

一九六三年，歐尼爾才三十歲就已經累積不少財富，於是買下紐約證交所的交易席位，創下最年輕擁有紐約證交所交易席位的紀錄，並於同年在加州成立威廉·歐尼爾公司（William O'Neil & Co.），創立美國第一個每日更新的股票資料庫，現今已經是美國最受推崇的證券研究公司之一，服務超過六百家大型機構客戶。

創辦投資報，媲美《華爾街日報》

一九八四年四月他創辦《投資人日報》（*Investor's Daily*，後更名為《投資人商務日報》），當時訂戶僅一萬五千人，至今每日閱報超過八十萬人，成為唯一可和《華爾街日報》媲美的投資日報。

歐尼爾最大的成就，除了創辦報紙外，就是將他的CANSLIM法則收錄在一九八八年出版的《笑傲股市》（*How to Make Money in Stocks*）一書，初版上市即成為當年全美最暢銷投資類書籍，並在一九九〇年及一九九四年、二〇〇九年修訂再版，至今已銷售超過一百萬本以上。

綜觀歐尼爾的投資哲學，可以看到許多投資大師一再告誡的話：做投資要先「做功課」。歐尼爾在「做功課」這門功夫的獨到，就在於能做出實戰「績效」，並且形成理論，公開分享給一般大眾，這套方法就

是「CANSLIM法則」。美國個人投資者協會（American Association of Individual Investors）研究顯示，從一九九八年到二〇〇九年，以CANSLIM選出來的投資組合，十二年漲幅達二八四一%，而同期標準普爾五百指數漲幅僅三四．九%，報酬率整整高出八十倍！

金字塔操做法，漲勢中續加碼

歐尼爾研究過去四十年來的八次市場循環，並找出表現最優異的股票在大漲前的共同特徵，不僅涵蓋基本面和技術面，也考量到歷史趨勢和股票型態，且透過一次次實戰，驗證並修正這套理論，使CANSLIM法則慢慢成形。他的起始資金僅五千元，也證明就算資金有限，只要有正確的觀念與方法，假以時日，小錢也能致富。

至於歐尼爾理論的大突破之一，是在他研讀李佛摩的《股票作手回憶錄》，書中提到「錯誤時要盡量少賠，對的時候要盡量多賺」的觀念，李佛摩採取的多賺方法，正是金字塔操作策略，也就是在股票持續上漲的過程中，找機會再加碼，讓獲利不斷放大。發現這個秘密後，歐尼爾的操作獲利從此直線上升。

一九六一年上半年是美好的半年，讓歐尼爾獲利頗豐，但同一年夏天，市場開始下滑，之前的獲利都吐了回去，於是他開始檢討，再度發現大盤走勢會影響個股，而領先股作頭的走勢，可能是預先暗示大盤即將回檔的訊號之一，於是他終於把CANSLIM的「M」補足，成為畢生研究的精華所在。

《投資生存戰》也是歐尼爾的寶典之一，作者羅伯是個相當成功的投資人，極力主張應該忍痛認賠停損；這也是歐尼爾奉行的第一守則。他認為一定要設法保護投資本金，尤其是融資買進時，認賠停損更是至關緊要。這背後其實隱含一個相當重要的概念，但卻是投資人最難學會

的一件事：承認自己不可能每次都看對、做對。停損讓人感到痛苦，除金錢損失外，更證明自己之前的研究是錯的。更糟糕的是，在停損、認賠殺出後，股價總是會巧合地反轉向上。這時，人會開始懷疑自己。

歐尼爾舉例，不妨想想你去年有沒有買自己住家的火險？如果住家房子還在，你會認為自己白白付了那些保險費而生氣嗎？那今年你會拒絕續保嗎？你當初想買火險，是為了保護自己的住家財產不因意外而損失殆盡，這就是停損的重要概念，保護資金，留得青山在，不怕沒柴燒。

「CANSLIM」的每個字母背後，都代表著自一九五三年以來，美國股票表現最佳的六百家以上上市公司的共同特質。

投資哲學**1**：選擇當季每股獲利創新高股票

選擇當季每股獲利（Current quarterly earnings per share, C）與每股營收很高的股票，這是歐尼爾選股的第一個條件。因為他發現，優異的股票飆漲前，在過去一季或兩季都出現了亮麗獲利，而且當季每股獲利通常要比前一年同期的水準增加二〇%以上。

然而，有許多投資人，甚至基金經理人，都會買一些當季每股獲利與前一年同期水準相差無幾的股票，但這類股票根本欠缺上漲動力。因此，選股第一條基本原則，就是要選擇「當季每股獲利」比前一年同期高出至少二〇%到五〇%的股票。

這是漲幅最大股票最重要的基本面特質。一九五三年來表現最好的六百檔股票中，七五%在大漲前一季的獲利成長率高於七〇%，營業額也會顯示一家公司的產品或服務需求熱絡，證明獲利能力是股票表現好壞主要關鍵之一。

投資哲學2：選獲利年成長率增加股票

不管哪家企業，偶爾都會出現某季獲利表現特別優異的情況，但光這樣還是不夠，因為我們不能確定這樣的結果是不是曇花一現。要確認選定的個股是否為優質公司，必須持續累積獲利成長性。研究發現，這些表現優異的股票在發動之前的三年中，平均每股獲利成長率為二四％。所以選股第二條基本原則是，選擇每股獲利高於前一年水準的股票（Annual earning increases, A），才能找出每股獲利真正增長的潛力股。不必預估當年及次年的每股獲利成長，因為預估是主觀的，可能是錯誤的。

多數投資人及分析師認為，低本益比表示股票價值被低估，應該買進。但根據歐尼爾分析，自從一八八〇年以來的一些最強飆股，事實上剛好跟多數投資人想法相反，本益比根本不是影響股價波動的最重要因素，反而是末端效應。也就是說，當獲利成長率上升時，大型機構法人願持續買入，造成股價不斷攀升，使本益比看起來就偏高，所以邏輯上，如果一檔股票的本益比偏低，一定有其原因。你不可能拿買雪弗龍汽車的價格，買到一輛賓士車，每樣事物的價格，大致都取決於交易當時依供需法則決定的價值，而股票就像專業的運動選手，頂尖選手身價總是遠遠超出其他一般選手。

投資哲學3：有創新產品、新管理階層、新高價股票

這裡的新產品、新管理階層、新高價（New products, New management, New highs, N）代表的是創新，也就是有新服務、新產業趨勢，以及新經營策略等。一檔股票要上漲，一定需要催化劑或發生一些新鮮事才行。這可能是一項能快速出售，而且促使盈餘成長率增加的重要新產品或服務，或是引進新血、新創意、導入革命性技術，或至少

是新管理等。

美國產業史上，超過九五%的飆股都具備一些基本面的特色條件。這類股票都搭上經濟成長列車，鐵路、電力、電話、照相機、電報、電燈、汽車、飛機、電視、電腦、網路、手機.....，每個階段總有劃時代的產品，使人類邁向更文明的生活，而這些發明與創新，提升人類生活水準，更締造千萬個工作機會，相關公司股價也得以有所表現。但這是「質」的分析，因此較不易分辨。

第二個考量之處在於選擇股價上漲力道較強的股票，尤其是經歷一段期間修正、整理後再創新高的股票。研究中，這些飆漲股初期都還具備一種情形，稱之為「大矛盾」。一般人不太願意買進股價創新高的股票，喜歡在股票看起來「物美價廉」的時候買進，但是在歐尼爾的看法裡，「低買、高賣」這句格言完全錯誤，股市裡最令人難以相信的大矛盾是：多數人認為看來漲得過高的股票通常還會繼續上場，而跌到接近谷底的股票，多半還會繼續下滑。

投資哲學4：籌碼供不應求

第四個條件看的是籌碼的供給與需求（Supply and demand，S），這是指盡可能選擇流通在外股數相對較少的股票。日常生活中，幾乎每件事物的價格都取決於市場供需力量，股市也一樣，在表現優異的股票當中，有九九%的股票在開始漲升之前，流通在外的股數都偏低。有許多機構投資人喜歡流通在外股數較多的股票，這種策略反而犧牲掉一些上漲的潛力股。

如果一家企業流通在外的股票有五十億股，那麼一定要有非常大的需求才能推動股價往上，反之則容易被市場炒作，同時股價波動激烈，傾向於暴漲暴跌，但這可以透過一些方法來降低風險。

股本大的公司股價不易表現，除了供需問題之外，或許還有另一個因素，就是企業本身太老、太大了。發行過多的股票，當公司賺得與過去相同的盈餘時，就代表公司的每股盈餘將被稀釋；公司太大，效率也會降低，而不易因應時代變遷，這也是造成投資人不再認同，以至於股價不高的結果之一。

但是大型股還是有優勢，包括流動性較高，對一些大型共同基金而言，望小型股而卻步，因為這關係到風險，一旦小型股表現不如預期，持有過多的小型股部位會使這些基金陷入泥淖。只是，近年來隨著基金市場的規模日趨擴大，使得大型股的漲勢也漸漸跟得上小型股。

投資哲學5：挑選強勢股或落後補漲股

一般人喜歡買進讓他們感覺不錯，或是覺得便宜、安心的股票，但是歐尼爾發現這種做法八成都是錯誤的。在多頭市場要挑選活力十足、創新高價的強勢股或落後補漲股（Leader or laggard, L），才易上漲，而不是挑選相對大盤弱勢的股票。根據調查，在一九五三年到一九八五年間，業績表現優異的五百種股票中，一年漲幅平均贏過其他八七%的股票。因此應選同類股中業績最好的兩、三檔股票，包括從每股盈餘、股東權益報酬率、營收成長、產品價格等方面考量。雖然行業龍頭股總是漲幅驚人，看上去價格高、風險大，但也才是真正的強勢股，最有機會再創新高。最好的標的總是能領先大盤上漲，並且漲幅也通常大於大盤。

投資哲學6：尋找法人布局股

法人是股價走勢的主導力量，因此有法人布局的股票（Institutional

sponsorship, I) 代表有市場機構投資者（法人）的認同。領先股的背後大都具有法人機構支撐，所以在選擇股票時，務必確定至少有一、兩家知名（且近期表現良好）的法人持有你考慮的標的，而且有越來越多機構投資人在關注甚至開始建立部位，因為他們的活動占相關市場活動的七五%，他們的動向值得投資人追蹤、注意。

儘管法人機構的支持是必要的，但水能載舟，亦能覆舟，如果買進的法人太多，有時反而會對股票表現造成負面影響，因為假如投資的股票或股市發生重大變化，法人勢必會大量拋出持股，造成股價跌勢加重。這也是有些法人認養的熱門股，在市況不好時跌勢更深的主要原因之一。

歐尼爾的**CANSLIM**理論

投資股市，要買就買最好的

CANSLIM，每個字母背後都代表自1953年以來，美國股票表現最佳的600家以上上市公司的共同特質，由60%基本面與40%技術分析組成。



投資哲學7：與大盤同方向操作

股市中，有四分之三的股票會跟隨股市每日的變動浮沉，就算能找出一群符合前六項選股模式的股票，但一旦看錯大盤，這些股票約有七、八成將隨大市趨勢沉落，慘賠出場。

因此歐尼爾認為，投資時要注意市場走向（Market direction，M），雖然這是最後一點，卻是最重要的一點。所謂順勢而為，就是要選擇和大勢走一致的股票。一個多頭市場中，最好是留意大盤中期下跌時那些成交量增加，卻沒有繼續下跌的強勢股，買股票最重要的是追隨

大盤趨勢、並控制自己的風險。

投資要有煞車，停損別超過七％

根據歐尼爾的測試，在任何時候，股市中只有二％的股票會符合CANSLIM的選股原則。不過，CANSLIM的目的就是要便利選擇最具潛力的股票，要買就買最強的。因此，他也設計出一套停損點不得超過七％的風險管理策略，如此一來也可以迫使自己空出資金，能更加冷靜看清局勢，也可以有多出來的資金移往正在上漲的強勢股。他說：「假如你不能當機立斷停止虧損，乾脆就不要踏入股市。就像汽車如果沒有煞車，你敢開嗎？」

CANSLIM的方法，是由約六〇％的基本面分析與四〇％的技術分析所組成，在美國已經創造許多百萬美元富翁，美國散戶投資人協會在二〇〇三年出版的一篇文章中，長期追蹤各類系統指標的績效並做出結論：成長類的操作系統中，長期獨占鰲頭仍是歐尼爾的CANSLIM方法。

最令人津津樂道的是，歐尼爾先後兩次在《華爾街日報》刊登全版廣告，昭告投資人股市的多頭行情即將來臨。事後證明，道瓊工業指數從一九八二年二月大約只有八百點左右，一路漲到一九八七年十月的兩千六百八十五點左右，大漲了三倍之多！

雖然歐尼爾已經八十多歲，目前仍擔任旗下五家公司董事長，並以演講方式宣揚CANSLIM的投資策略，也幫助許多投資人取得不凡績效。

威廉．歐尼爾投資心法

- 寫下每次買進賣出理由。
- 在市價比買價低7%或8%時出場。
- 操作時最好是以金額為準，而不是根據股數。
- 技術線型最好選擇有打底整理過的帶柄咖啡杯型態，次要選擇為雙重底（雙重頂）。
- 一定要設法保護投資資金。
- 投資力求簡單、基本、容易了解。
- 股市的致勝祕訣不在於每次都選中好股，而是在選錯股票時，將可能的虧損降到最低。

Chapter 8

基金天王 彼得·林區

從生活中選股

猶如基金界的明星，彼得·林區（Peter Lynch）無疑是二十世紀投資人心目中最偉大的基金經理人。他曾被《紐約時報》譽為「二十世紀十大頂尖投資大師」，《時代》雜誌推崇他為「首屈一指的基金經理人」，《財星》雜誌稱他為「投資界的超級巨星」，還曾獲得全美十三所大學爭相頒贈榮譽博士學位，可謂集所有榮耀於一身。

這是一個桿弟出身的明星傳奇。果嶺旁，十一歲的林區揹著和他身高差不多的高爾夫球袋，看著蘇利文先生推桿進洞，連忙跑向前去，拿了他遞過來的球桿，迅速跟著他走向下一個球洞。這個小球僮絕對想不到，眼前的蘇利文先生，會是改變他人生的重要人物。

年幼喪父，十一歲工讀當桿弟

林區一九四四年出生於美國東部的麻薩諸塞州牛頓市。他的父親是波士頓學院的數學教授，勤學刻苦，後來離開學校教職，到一家公司擔任稽核師，林區十歲時，父親死於癌症。原本是家庭主婦的母親，不得不工作賺錢扶養幼子，不忍母親的辛勞，林區開始當送報生，但收入微薄，為了多賺些錢，想在週末再多打一份工，於是到高爾夫球俱樂部當桿弟。

一九五五年，當時林區十一歲，拜桿弟的工作之賜，從小就接觸到與一般人不同的經驗。除了桿弟收入，客戶給的小費更不少，林區一個

下午賺的錢，等於送報生大清早送報一星期的收入，他發現這真是理想的工作，因此桿弟一做就是十年。

林區十八歲，獲得專門提供給桿弟的獎學金三百美元，他順利進入波士頓學院就讀，加上桿弟的收入，半工半讀完成大學學業，後來進入華頓商學院攻讀碩士。

高爾夫球俱樂部的客戶，少不了知名的大公司總裁或執行長，或政治圈的大人物，無疑是通往政經權力中心的捷徑。俱樂部的上流富裕階層，所談的八九不離十都是股票經。林區在給俱樂部客戶揮球的建議時，也聽到許多股市內線消息和產業資訊，重要的是當股市大漲時，林區得到的小費就更為可觀。林區從不諱言：「如果要學習股票，高爾夫球場是僅次於交易所大廳的第二個最佳地點。」

打開美國歷史，一九五〇到一九六五年間是美國經濟和股市蓬勃發展期。一九四六年愛德華詹森二世在美國波士頓創辦富達公司，一九四七年富達發行第一支股票型基金，開啟共同基金理財新頁。林區在球場上服務的客戶，就是當時富達基金公司的總裁喬治．蘇利文（D. George Sullivan）。

幫蘇利文先生揸了多年球袋，一九六六年，林區大四那年暑假，在蘇利文的建議下，進入富達基金公司工讀。當時有一百多人應徵這個工讀機會，林區成為三個幸運者之一，學習拜訪公司、分析股票與撰寫報告，儲備證券分析師的經驗，奠定他日後研究分析股票扎實的功力。

趁越戰買航空股大賺

富達公司是林區第一個應徵的公司，也是他這輩子唯一待過的公司。林區在富達公司工讀一直持續到當兵。一九六八年順利取得華頓商學院碩士資格後，林區進入陸軍服預備軍官役，擔任砲兵少尉，從德州

調防韓國。隔年從韓國退伍後，他隨即和未婚妻卡洛琳結婚，並在退伍後成為富達正式職員，擔任證券研究分析師，後來升上副主任，一九七四年被拔擢為主任。他的求學、求職、婚姻等人生之路，可以說是一路平坦。

回顧林區的投資歷史，早在十九歲時就已萌芽。一九六三年上大二，他在一堂課上讀到一篇文章，文中提到航空運輸業的前景看好，於是他認真的研究一家空運公司——飛虎航空，仔細分析後，他認為如果航空業的前景真的大好，飛虎航空股價就會上漲。

彼得·林區大事紀

- [1944] 0歲：出生於美國麻薩諸塞州牛頓市
- [1954] 10歲：父親因病過世，全家生活陷入困境
- [1955] 11歲：在高爾夫球俱樂部打工當桿弟
- [1962] 18歲：獲得300美元獎學金，進入波士頓學院就讀金融系
- [1963] 19歲：大二買進生平第一支股票——飛虎航空
- [1966] 22歲：大四，暑假進入美國富達基金公司工讀，同年進入華頓商學院就讀碩士
- [1968] 24歲：研究所畢業取得MBA學位；進入陸軍砲兵部隊當兵；與妻子卡洛琳結婚
- [1969] 25歲：退伍後正式加入富達，擔任證券研究分析師，負責紡織、金屬等股票領域
- [1974] 30歲：升任富達研究部主任
- [1977] 33歲：接下富達麥哲倫基金經理人職務
- [1988] 44歲：獲選晨星公司年度最佳基金經理人，獲得全美13所大學頒贈榮譽博士學位
- [1989] 45歲：出版第一本著作《彼得林區選股戰略》
- [1990] 46歲：卸下麥哲倫基金經理人職務，宣布退休，在富達兼職研究顧問

[1991] 47歲：成立林區基金會，由妻子擔任董事長，林區負責會計與投資規畫

[2006] 62歲：獲選《紐約時報》20世紀10大頂尖投資大師

[2007] 63歲：擔任富達投資顧問公司副董事長

一九六五年越戰爆發，飛虎航空因為運載大量的軍隊和貨物進出太平洋地區，業務量大增使得飛虎公司股價大漲，林區當初以一千兩百五十美元投資在每股七美元的飛虎航空，兩年後股價漲到三十二．七五美元，投資報酬率將近四倍（約三六七％）。後來林區分批出售飛虎股票，賺到人生的第一桶金，靠著這筆豐厚的獲利完成華頓商學院學業。

雖然投資成果並非林區當初預測的航空業榮景所致，但這個誤打誤撞的美麗錯誤，竟讓他的投資初體驗如此完美，就像享受美好初戀滋味的人，這個股價漲五倍、被他形容為「五壘安打」的首戰成果，影響他往後投資股票的生涯至鉅。

林區之後的投資並非一帆風順。在韓國當兵時，由於當時首爾還沒有交易所，對股市投資非常有興趣的林區，只能利用少數回美國的休假日買進同事推薦的熱門股，結果令他大失所望。例如，讓他記憶深刻的緬因糖業投資就虧錢，股價跌到只剩六美分，只夠買六顆口香糖，最後公司甚至倒閉，這個慘痛教訓，深深刻在林區心底。

從女兒的購物袋，發掘潛力股

對林區來說，投資股票是一門藝術，而不是科學。林區讀大學時就對藝術、歷史、心理學和政治科學等非常有興趣，也著重學習這些學科，不僅如此，他還修過形上學、知識學、宗教學、甚至古希臘學等等，除非必修，否則都不選和商業有關的數學、會計等基礎學科。直到他研究股票多年後回首發現，學習歷史和哲學，會比統計學更適合做為

投入股市的準備。

在富達工讀時，林區接受和正規證券分析師一樣的訓練，所以後來就讀研究所時，林區越來越懷疑研究所教授的股市理論，例如「有效市場假說」、「隨機漫步理論」等。然而，在他修過統計學、高等微積分和計量分析之後，發現有些計量分析方法顯示不可能發生的狀況，卻出現在真實世界中。直到現在，林區從不信任理論派和預言家所言；在理論與實務之間，他壓寶實務派，以務實、深入、扎實的調查研究方式來挑選真正的好公司。林區偏好成長兼具價值型的股票，認為不論是哪個類股及產業，只要是好的公司，價格合理就可以投資，而不須判斷市場時機，並堅持「不靠市場預測、不迷信技術分析、不做期貨期權交易，不做空頭買賣」等「四不」原則。

林區和股神巴菲特一樣是奉行生活投資哲學的理財專家，從日常生活中挑出好股票即是林區奉行的選股策略之一，他認為，只要隨時留意平常生活中吃、穿、用的日用品，就有可能發現好股票。像他就經常在老婆、女兒的購物袋或從女兒們逛街的零售店發掘出潛力股票、明星產業。

觀察細微的他，從雞尾酒會賓客的互動中，對應到股市漲跌的市況，觀察出市場人氣和大盤的關係，提出膾炙人口的「雞尾酒理論」；但著重選股的他坦言，絕不會依此理論來投資股票。

操盤基金十三年，年均報酬近三成

一九七七年五月一日林區正式接掌富達麥哲倫基金，管理長達十三年，基金規模從林區接任時只有兩千萬美元，大幅成長到一百四十億美元，成長七百倍，而投資的股票從原本的四十檔，大增到上千檔。

麥哲倫基金幾乎和林區畫上等號，在林區奠下成功基礎後，規模不

斷擴大，成為富達的旗艦基金，投資人數超過一百萬，總資產一度高達一千億美元，被譽為基金界的「航空母艦」。最重要的是，林區的投資績效幾乎連年成長，年平均報酬率高達二九%。在林區掌舵麥哲倫基金十三年中，有十一年績效打敗標準普爾五百指數。一九八七年五月基金規模突破百億美元，即使是當年十月十九日黑色星期一股市崩盤時，手上持股滿檔，基金規模一週縮水三十八億美元，但到年底結算仍維持一%正報酬，操盤功力深厚，確立他的基金天王地位。

然而一九九〇年五月，林區在人生正如日中天之際，毅然辭去麥哲倫基金經理人職務，摘下人人稱羨的光環，告別基金投資的舞台。

之所以急流勇退，種因於一九八九年，在林區四十六歲的生日晚會上，他忽然想到父親在四十六歲時去世。幾乎是工作狂的林區，每週工作高達八十小時，和家人相處的時間太少，因而多次錯過三個女兒最重要的成長階段，他可以記得上千檔股票代碼，卻記不得女兒們的生日。

原因之二是，一九八七年的美國黑色星期一。當年股市重挫前一週的週四下班後，林區和太太卡洛琳飛到愛爾蘭度假，週五剛飛抵，道瓊指數就大跌一〇八點，週一狂瀉五〇八點，麥哲倫基金光這天資產就跌掉一八%，約二十億美元。在週二回到辦公室前，林區不斷和辦公室同事持續挑出股票賣出，籌備現金，以應付投資人贖回。其實，林區才剛到愛爾蘭就想趕回辦公室，可想而知，那幾天他根本記不得沿途看到什麼美景、吃了什麼美味大餐，打高爾夫球也打得糟透了，他的心裡只惦記著，要確保一百萬名投資人的權益。

經歷那段時間的市場大幅調整，林區因日夜操勞而筋疲力盡，萌生退休的念頭。

決定離開鎂光燈後，他選擇做個快樂的散戶投資人，為自己設立的幾千萬美元的林區基金會操盤，和妻子從事慈善事業，徹底改變生活方式，重拾和家人相聚的美好時光。根據《波士頓雜誌》（*Boston Magazine*）二〇〇六年三月的文章估計，他的身價仍有三億五千兩百萬

美元。

很多人經常把投資虧損歸咎於先天不足，認為投資成功者是天生的投資專家，但基金天王林區在著作中明白指出，股票的漲跌比一般人想像的簡單得多。投資選股沒有家傳祕訣，雖然父親是數學教授，但林區認為，在股票市場中所需的數學，在小學四年級就學會了。因為他相信，一個投資人的成功與否和智商沒有太大關係，投資成功與失敗的一線之隔，就是自我約束的能力。

與今天投資人所能獲得的投資知識相較，林區的實務操作經驗如今看來似乎沒有太特別之處，但也正是因為他從生活出發的選股哲學與實踐驗證，才讓這樣的選股哲學變成今天的「經典」與「常識」。林區甚至坦白指出，他是以業餘投資者散戶的方式來思考選股的策略。

投資哲學1：投資個人最了解的東西

林區可以說是生活投資家，因為他總是在生活周遭發掘出值得投資的明星。

一九七七年剛接任麥哲倫基金不久，林區發現妻子非常熱愛漢斯（Hanes）公司製造生產的蕾格絲（L'eggs）絲襪，過去絲襪多在百貨公司販售，而漢斯公司發現一般婦女平均六週才會上一次百貨公司，每週卻有兩次機會去逛超市或雜貨店，也就是說，把絲襪擺在超市、雜貨店結帳櫃檯旁的架上，人們購買的機率是在百貨公司的十二倍，蕾格絲也因而成為絲襪暢銷品牌。

林區開始研究這家公司，諷刺的是，林區在大四工讀時就研究紡織業，卻沒有發現這家公司的投資潛力。拜太太之賜，林區投資的漢斯公司股票漲了六倍，算是他投資初期的成功之作。

其他從生活中而來的投資靈感，包括孩子人手一台的蘋果電腦

（Apple）、出差時吃到好吃的墨西哥捲餅、朋友都到玩具反斗城（Toys"R"Us）買玩具、親戚朋友都開富豪（Volvo）汽車、喜歡吃的甜甜圈，或是你喜歡穿的衣服或鞋子，只要在日常生活中多留意，有些你熟悉的、喜愛的、了解的東西或產業，都可以成為很好的投資標的。

例如，一九九二年耶誕節前夕，林區帶著女兒上購物中心，發現女孩們都很喜愛美體小舖（Body Shop）、店內人潮洶湧。他研究後發現美體小舖美妝事業廣布全球且成長快速，於是回頭追蹤歷史投資名單，才發現自己早在一九八九年就買過這支股票，如今「錢」景更加看好，又加碼投資。這些都是林區從生活中得到的投資機會，讓他更相信：逛街和吃東西也是一種基本分析的投資策略。「投資你個人最了解的東西吧！」他說。

投資哲學2：草根調查，實地拜訪企業

很多人都有買房子賺錢的經驗，做股票卻賠錢，因為人們買房子時，會花幾個月時間找房子，從選擇區域、地段、評估周遭環境，到檢查屋況、建材等等，甚至買一千元的烤麵包機都會貨比三家；但是挑選股票時，卻只花了幾分鐘，或者只聽別人說起哪支股票明牌，就倉卒買進。

林區即使看到或聽到某家公司或產品時，他一定會先去研究，親身體驗、實地調查。如前所述，林區發現太太上超市的購物袋裡有蕾格絲絲襪，所以他實地去超市看絲襪的擺放和客戶購買情況，再來研究製造的公司。此外，當朋友告訴他有家賣玩具的商店很受大人、小孩歡迎時，他也會實際去店裡看他們怎麼賣玩具，並詢問顧客的反應。在買進拉昆特汽車旅館（La Quinta Motor Inns）股票前，他特地到這家公司的汽車旅館住了三天；在親自試駕克萊斯勒幾款新車之後，確認它的轉機

潛力；以上種種，就是林區膾炙人口的「草根調查」選股方式。

林區在做研究分析或基金經理人時，一定會親自拜訪企業，尤其一定要拜訪總公司，特別去感受當地「氣氛」。林區認為，可以用電話就問出來公司營運情況和財務數字，但親自到總部去才能體驗企業「文化」，例如，到他最喜歡吃的墨西哥餐廳塔可貝爾（Taco Bell）總部時，發現這家公司總部在一條小小的巷子裡，公司高階主管都塞在小小的辦公室，顯示這家公司不會為了妝點門面而浪費金錢。

又像他投資的活力男孩連鎖修車廠（Pep Boys），總公司位在連計程車司機都不願去的偏僻地方，他只是去修車廠看看，就差一點帶著四個輪胎上飛機。這些也都是要眼見為憑、親身體驗才能感受到企業的真實情況。

投資哲學3：不預測大盤，反市場操作

投資人總喜歡預測大盤動向，例如常會問林區：「現在是多頭，還是空頭？」林區則會調侃說，至今他仍找不到可靠的水晶球，告訴他股市會漲多少，或會不會漲。他曾好幾次在股市報價系統前，眼睜睜看著股市慘跌，如果能料「空」機先，就能在一九八七年夏天預先提出股市即將下跌一千點的警告。當時，也並沒有人打電話告訴他，十月時股市將會大崩盤。

如果連林區都無法預測經濟和股市走勢，散戶投資人會做得更好嗎？他說：「不必具備預測股價行情的能力，也能在股市中賺到錢。」否則他自己也不應該賺到錢。

翻開林區的投資紀錄，他曾在市場很糟的時候照樣賺錢，卻在市場氣勢如虹的時候賠錢。有一些他最喜歡的「十壘安打」股票，就是在市場走勢很差時展現出最強勁的漲勢，例如在前兩次經濟衰退期間，塔可

貝爾股票都曾大幅飆漲。又如八〇年代的股市只有一九八一年下跌，但崔佛斯基金公司的股票，當時卻從兩美元漲到四十美元，結果林區錯過了這支「二十壘安打」的股票。

林區當基金經理人時經常出席宴會，站在裝滿雞尾酒的大碗旁邊，聆聽賓客的談話，幾年下來觀察出一套獨特的「雞尾酒會理論」。

但是，林區並非根據這個理論來投資，因為他從不預測大盤或市場走勢如何。林區說：「它（大盤）會自己照顧自己。」畢竟你要投資的是上市的股票，而不是整個股票市場。

如果壓對股市，看對大盤走勢，卻挑錯股票，結果還是會讓你虧掉身家財產。

這個「雞尾酒會理論」讓林區領悟到：當市場失望時要保持樂觀，當市場激情時反而要保持理性，也就是要逆勢操作。但他所謂的逆勢操作，是指耐心等待行情冷靜下來，才進場買進價格被低估、或還未反映真正價值的好股票，尤其是那些大家都不注意的股票。最好避開熱門行業的熱門股票，最好是華爾街專家看了會打哈欠的冷門股，他發現，被冷落、被視為成熟產業裡的好公司，總是最大贏家。

林區的雞尾酒會理論

行情冷清時，是撿好股最佳時機

林區從雞尾酒會賓客互動，對應到股市漲跌的市況，觀察出市場人氣和大盤的關係。他指出，投資要避開熱門股票，被冷落、被視為成熟產業裡的好公司，總是最大贏家。



例如，國際服務公司（SCI）和有限服飾（The Limited）便是。國際服務公司和有限服飾早在一九六九年就上市，但國際服務公司上市十年都沒有分析師感興趣。有限服飾在一九七五年已有一百家專賣店，當時只有一個專業機構投資，到一九八一年共有四百家專賣店，生意興隆，也不過才吸引六位分析師關注。直到兩檔股票分別創下三十美元和五十二美元天價，都屬於數十倍漲幅的飆股，投資人看到股價大漲後才跟進，此時股價都已偏離基本面。

林區的買進訊號只有一個，就是找到一家他喜歡的公司，只有出現這個情況，他認為買股票永遠不會嫌太早或太晚。

投資哲學4：長期持股，下跌就加碼

不要以為你買的所有股票都會賺錢，連林區投資的股票，都不保證支支賺錢。他說，如果投資十支股票，只要有六支賺錢，結果就夠令人滿意了。但是，長期投資是他奉行的投資方法，因為緊抱持股，獲利才能加倍。

林區在一九八二年，克萊斯勒股價六美元時買進，當時看上它的轉機潛力，兩年後克萊斯勒漲了五倍，五年後漲到十五倍。林區投資的其他股票，也有漲幅超過克萊斯勒的，但由於該檔股票占麥哲倫基金的五%，對基金績效貢獻不少。雖然沒有買到克萊斯勒的最低價一．五美元，但因為長期持有、抱得夠緊，才能得到豐碩的成果。

林區認為，買進一些有盈餘成長潛力的股票，除非有很好的理由，否則不要輕易換股操作。很多人都自稱是「長期投資」，但依照林區的看法，其實都只算「波段操作」，因為波段操作者往往受市場走勢漲跌影響，而不是依據企業基本面變化去做判斷。這些人喜歡預測市場，希望在短期間內賺到最大報酬。但喜歡波段操作的人會發現，自己總是把股票賣在最低點，買在最高點。

「股價下挫，永遠都不是賣出股票的好理由。」林區反而認為，當公司基本面還是很好，但股價卻下跌時，不但要抱緊持股，最好還要逢低加碼，因為股價下跌正是逢低承接體質強健、尚未發揮潛力或股價表現落後股票的大好機會。所以，投入股市需要堅定的意志，因為「股市總是把意志不堅定的人拿來墊背，」林區說。

掌管麥哲倫基金時，林區持有股票超過一千四百檔，被許多同業笑稱「什麼都買、什麼都愛」。事實上，相對於自己做為基金經理人的專業角色，他建議業餘投資者，一般人時間大概只能追蹤八至十二家公司，「持有股票和養小孩一樣，絕對不要因為養了太多而管教不過來，」他建議，散戶同一時間投資組合最好不要超過五家公司，才能

專注了解公司，贏得勝算。

二〇〇七年，年過六旬的林區重回富達投資顧問擔任副董事長，過去已打過美好的仗，復出職場的他堅持低調的工作與生活原則，然而他睿智的投資理念，輝煌的操盤紀錄，仍為投資界流傳久遠的典範。

彼得．林區投資心法

- 業餘投資者同一時間的投資組合不要超過5家公司。
- 尋找每股資產價值大於每股價格的機會。
- 如果分析師都覺得厭煩，就可以開始敲進了。
- 當你看不懂某一家公司的財務報表時，不要投資。
- 投資你個人最了解的東西吧！
- 股價下挫永遠都不是賣出好股票的理由。
- 避開熱門行業裡的熱門股票，被冷落、被視為成熟產業裡的好公司總是大贏家。
- 當你擁有優質公司的股份時，時間和你站在同一邊。
- 你喜歡某家店，可能也會看中這支股票。

Chapter 9

新興市場教父

馬克．墨比爾斯

憑「感覺」（FLET）選股

一架十三人座的墨西哥灣流四型噴射飛機上，安全帶燈號亮起，飛機緩緩飛行，準備降落在巴西聖保羅國際機場。機上乘客個個忙著收拾桌面上的文件和書本，準備在飛機停穩後就衝出機門。機上一名光頭男士，兩眼炯炯有神環顧機上的同僚，時而望著窗外這個他已數不清來過幾次、名列「金磚四國（BRICs）」之一的南美熱情之都。

他，是富蘭克林坦伯頓新興市場研究團隊總裁，在投資界被稱作「新興市場投資教父」的馬克．墨比爾斯（Joseph Benhard Mark Mobius）。

跨領域求學，從經濟到藝術全通

被稱做「光頭雄鷹」的墨比爾斯，總是像遊牧民族般，一年三百六十五天至少有兩百五十天不是在參觀行程的路上，就是在飛機上度過，幾乎常年以飯店為家，永遠都在工作，他永不停歇繞著全球新興發展地區跑，找尋最具潛力的投資機會。

當今在基金業備受矚目的墨比爾斯，從小立志當導演，從沒想過五十歲後會成為投資界的明星、全球新興市場的領航者。

墨比爾斯的父親是德國人，原本在一艘往返於地中海和紐約的船上當廚師。有一次到了紐約，他下船走走，就決定在當地定居。一九二八年，他娶了來自波多黎各的瑪莉亞，婚後入籍美國。一九三六年，墨比

爾斯就出生於紐約漢普斯坦鎮（Hempstead）。

墨比爾斯的父母很喜歡音樂，從小就讓墨比爾斯三兄弟學習樂器，演奏樂器成為一家五口和樂融融的娛樂活動。墨比爾斯從小學彈鋼琴，大學主修藝術，年輕時還想要當劇場導演和電視導播。由於父母均來自異國，從小墨比爾斯就生活在美國、德國與西班牙的多元文化環境中，經常接觸不少新鮮事物，正好滿足他的好奇心。

墨比爾斯的母親一直深信，自己是偉大的航海冒險家哥倫布的後代，或許是家族傳統，造就墨比爾斯堅強獨立、不受傳統窠臼束縛，以及強烈追求自由的開創性格。

墨比爾斯興趣廣泛，也相當勤奮好學。翻開他的求學史，正符合蒙格對「跨領域學習」的要求：一九五五年墨比爾斯拿到波士頓大學獎學金，潛心學習藝術；畢業後進入威斯康辛大學主修新聞和傳播；一九六一年又在新墨西哥州大學拿到臨床心理學學位；之後到麻省理工學院念經濟學和社會科學，並取得政治經濟學博士學位。

不只求學歷程多采多姿，墨比爾斯的打工經驗也相當豐富，他曾在俱樂部彈奏鋼琴、當過廣播電台研究員、電視節目製作助理、廣告公司研究分析師、精神科助理、政治科學顧問、國際研究協會的諮商研究協調人等。

雖然一路走來，墨比爾斯和表演藝術及新聞工作的志願一再擦肩而過，但在學術領域一路深造，在社會、心理、藝術和新聞、政治等各方面的研究，給了他很多嘗試新題材的研究機會，無疑為往後人生道路扎下最堅實的根基，也結下他五十歲之後和新興市場的緣分。

深耕亞洲四十年，曾在台任投信總座

一九六〇年代，墨比爾斯拿到一筆獎學金，到日本京都大學做研

究，他從此愛上了日本和亞洲，往後四十餘年的人生歲月都在亞洲度過。

一九六七年，墨比爾斯以孟山都化學公司的市場研究員身分，首度到香港進行產品行銷工作，當時正值中國文革的混亂時期，派駐香港工作的外國人無不人心惶惶，紛紛撤離香港，但墨比爾斯的冒險家性格，讓他選擇留下來。

兩年後，一九六九年，熱中研究的他，在香港開了一家墨比爾斯研究公司。有一天一位女士找上門，希望墨比爾斯能在香港做史奴比玩偶的代工生意，沒想到，這個生意讓他賺到人生的第一桶金。

由於當時玩具需求很大，連倉庫都不夠用，墨比爾斯的助理就把貨品堆放到他家裡。有一次墨比爾斯從韓國做完研究調查回家，因疲累不堪，倒頭就睡，到了半夜卻被熱醒，原來滿屋子玩具碰上乾燥的天氣引發大火，在睡夢中驚醒的他頭髮幾乎被燒光，幸好及時醒來滅火，才未釀成大禍。

隔天，墨比爾斯氣急敗壞向助手興師問罪，他的助手卻哈哈笑說：「大難不死，必有後福，而且中國有句俗諺說：『十個禿子九個富』，你一定會大富大貴！」沒想到這段話打消了墨比爾斯的怒氣，還讓他從此改剃光頭，「光頭」造型更成了他四十年來的金字招牌。

事件過後，墨比爾斯思考，雖然做玩偶代工生意可以賺快錢，但他不喜歡製造業繁瑣的經營，畢竟研究調查工作才是他的最愛，於是斷然決定割捨賺錢的金雞母，回歸調查研究的本業。

馬克．墨比爾斯大事紀

[1936] 0歲：出生於紐約漢普斯坦鎮

[1955] 19歲：拿到波士頓大學獎學金主修藝術學

[1959] 23歲：進入威斯康辛大學取得新聞和傳播碩士

- [1961] 25歲：新墨西哥州大學拿到臨床心理學學位；擔任廣告代理商BBDO的研究分析師
- [1963] 27歲：以1,000美元開始投資
- [1964] 28歲：取得麻省理工學院政治經濟學博士學位
- [1967] 31歲：第一次到香港，之後定居30幾年
- [1969] 33歲：在香港成立墨比爾斯研究公司；成為玩偶代理商
- [1983] 47歲：成立唯高達台灣分公司；被挖角出任台灣第一家投信——國際投信總經理，成立台灣第一支基金國際**ROC**基金，並擔任基金經理人
- [1987] 51歲：加入富蘭克林坦伯頓基金公司，擔任坦伯頓新興市場基金經理人
- [1992] 56歲：獲選英國《週日電訊報》年度投信經理人風雲人物
- [1993] 57歲：榮獲美國《晨星》雜誌頒發「年度最佳封閉型基金經理人」
- [1994] 58歲：美國CNBC電視網稱為「年度商業資金最佳管理者」
- [1997] 61歲：獲路透社票選為「年度最佳全球基金經理人」，1998年再度蟬聯
- [1998] 62歲：美國《金錢》雜誌選為「全球十大投資大師」之一，1999年再度蟬聯
- [1999] 63歲：獲美國《紐約時報》評選為「**20**世紀十大頂尖基金經理人」
- [2001] 65歲：獲《國際貨幣市場》雜誌選為「最佳新興市場股票經理人」
- [2006] 70歲：《亞元》（Asia Money）雜誌選為「最具權勢和影響力的百大人物」之一
- [2016] 80歲：卸下富蘭克林坦伯頓新興市場團隊投資長職務，改任新興市場團隊主席

一通電話，從此成為新興市場教父

當時正逢一九八〇年代，包括中國在內的亞洲經濟逐漸起飛，吸引全球資金目光，而通往中國門戶的香港正是國際熱錢的第一站。一九八〇年，墨比爾斯獲國際券商唯高達（Vickers da Costa）任命創設香港分公司，也擔任這家公司的董事，三年後被派到台灣創立分公司。

當時台灣在證券和共同基金市場還是處女地，而正巧台灣第一家、

也是當時規模最大的國際投信公司外籍總經理離職，國際投信就挖角台灣唯高達的墨比爾斯接任總經理，他從此和台灣金融業結緣。

一九八七年某一天，墨比爾斯接到一通電話，從此人生大轉彎。

由於工業國家開始到開發中國家投資設廠，在國際金融業界主導下，以「新興市場」名詞，取代以往「第三世界」或「低度開發國家」對這些國家和地區的稱呼。國際知名的全球投資先驅坦伯頓（John Templeton）爵士在一九八七年二月募集全球第一檔新興市場基金——坦伯頓新興市場基金，自此引領新興市場風潮。由於坦伯頓已高齡七十五歲，不適合再上前線操盤，在打聽到已在亞洲工作超過二十年的墨比爾斯後，親自打了通電話邀請他出任該基金經理人。

墨比爾斯在麻省理工學院博士班研究的主題，正是經濟發展程度不足的開發中經濟體。包括當時的台灣在內，這些土地占世界七七%、人口占世界八六%，經濟產出卻只占全球二三%的低度開發國家或開發中國家，還沒有受到投資市場重視。

墨比爾斯在香港開設研究公司時，負責研究亞洲國家的文化與社會發展，協助歐美企業進軍新興亞洲市場。當時有幾十萬美國大軍困在越南，墨比爾斯受託研究越戰，也讓他親眼觀察並參與東南亞國家的經濟問題。

接到坦伯頓的電話，墨比爾斯確認，「新興市場的時代來臨了」，這是他的機會！憑藉過去的教育背景、專業知識和扎實的研究經驗，讓他準備好抓住這個改變一生的大機會。

不料一九八七年十月十九日，黑色星期一，美國道瓊工業指數狂瀉五〇八點，創下二二%的二戰後美股最大單日跌幅，才擔任基金經理人八個月的他，所管理的基金淨值一夕跌掉三分之一。

但看過港股兩次崩盤的墨比爾斯，深諳危機入市的道理，大膽逢低買進。長期深耕亞洲等開發中市場，憑藉著過去深入而專精的研究，讓他在全球新興市場的分析研判精準而領先，他掌管的全球新興市場基金

績效一直非常出色，一九九二年，為投資人帶來一〇〇%的報酬率，獲得市場高度肯定。

年逾七旬，仍每年拜訪上千家公司

墨比爾斯的敬業和努力，連年獲得國際基金評比機構Micropal、標準普爾、晨星，以及CNBC、路透等媒體的好評，近二十年來獲得超過一百個大獎，例如「年度最佳封閉型基金經理人」、「年度商業資金最佳管理者」、「全球十大投資大師」、「二十世紀十大頂尖基金經理人」、「百大最具影響力人物」等殊榮。

墨比爾斯儼然成為「全球新興市場」教父，美國《財星》雜誌曾報導說：「墨比爾斯出現在哪個市場，就代表那裡是下一個主要市場。」他領軍的富蘭克林坦伯頓新興市場研究團隊，從一九八七年成立以來，歷經景氣多空循環洗禮，仍日益壯大，目前在全球二十個國家設立研究辦公室，團隊成員包括二十六國家的人士，精通二十七國語言，分析師一年平均訪問公司次數超過兩千次。雖然墨比爾斯已於二〇一六年四月卸下投資長的職務，但仍舊擔任新興市場團隊主席，也經常針對新興市場的投資概況發表看法，仍有強大影響力。

其實，墨比爾斯直到二十七歲才接觸投資市場。一九六三年墨比爾斯在麻省理工學院攻讀博士時，曾撰寫有關通訊衛星的論文。當時美國政府發展衛星通訊已漸趨成熟，必須決定由美國電話電報公司經營，還是由另一家獨立的公司經營，結果甘迺迪政府決定交給一家通訊衛星公司（CSC）經營，之後並推動這家公司在紐約證券交易所掛牌上市。

墨比爾斯深入研究相關法案和CSC之後，決定投資一千美元，沒想到初試身手就賺了很多錢，這個投資初體驗讓他發現買賣股票的快樂，也激發出研究股票的興趣。

投資資歷超過五十年，在全球新興市場的投資領域也超過四十年，墨比爾斯從一九八七年全球首檔新興市場基金開始發跡，當年管理的一億美元資產，二十九年後已經增加兩百六十倍，而這個被譽為「二十世紀十大頂尖基金經理人」、「全球十大投資大師」的「新興市場教父」也發展出特有的投資哲學。

投資哲學1：投資不同市場分散風險

一九八七年二月，墨比爾斯出任坦伯頓新興市場基金經理人，同年十月，新手上路不過八個月，就碰到美股史上有名的「黑色星期一」，股災帶來的海嘯連動全球股市大崩盤，當時港股因而休市三天，他管理的基金資產大幅縮水。

但經歷過一九七三、一九八三年港股兩次大崩盤，墨比爾斯卻不擔心，因為他發現每次市場很快就大幅回升，而在幾次的大蕭條教訓中，他早已學到：別把雞蛋放在同一個籃子裡，為了避開不必要的風險，就要分散投資。

不可否認，在風險極高的新興市場充滿投資機會，墨比爾斯認為，如果想要參與全球經濟最快速地區的獲利成長，就必須大膽投資新興市場國家。然而風險和報酬是相對的，風險越高、報酬率也越大，所以墨比爾斯建議，投資新興市場最重要的課題，就是「隨時將自己的投資風險降到最低」。

「新興國家的股票市場就像是一顆炮彈，它爆炸是長期被積壓的力量釋放出來的結果。」墨比爾斯認為，你永遠無法總在正確的時間，命中正確的市場，因為新興市場就像好多個飛靶，沒有人可以說得準究竟是會向上，還是會下墜，也就是說，要正確拿捏進出時機，根本不可能。

但由於當時亞洲符合新興市場投資門檻的只有香港、馬來西亞、泰

國、新加坡和菲律賓等五個國家，因此為了降低風險，讓投資市場更分散，墨比爾斯決心要實地去其他新興市場考察，藉由廣泛蒐集分析資料，找到其他新興市場中更便宜的公司。

於是，墨比爾斯和他的新興市場團隊開始了全球大探險，也奠定墨比爾斯團隊在全球新興市場中聲名遠播。

投資哲學2：進場前先審視四大要素

很多人都喜歡問墨比爾斯投資成功的關鍵，但他也坦白說：「其實沒有簡單的祕訣。」然而，以他多年投資經驗來看，成功還是「有跡可循」。他在《投資護照》一書（*Passport to Profits*）中指出，投資新興市場之前要「先戴上感覺（FELT）的帽子，」他所謂的「感覺」即：凡是投資任何股票或股市之前，都要先審視股價是否合理（**Fair**）、股市是否有效率交易（**Efficient**）、那支股票是否具有流動性（**Liquid**），以及公司財務報表是否透明（**Transparent**）。如果這個標的符合「感覺」準則，他就會很興奮，如果不符合「感覺」，進入這個市場就要小心謹慎。

墨比爾斯不諱言，過去新興市場這個名詞代表「渴望的幻想成分」，勝過於實際的意義，因為很多新興市場或股票「沉下水面的速度，比浮出水面的速度還要快」。

以俄羅斯為例，一九九〇年代初俄羅斯股市才初具雛形，一九九三年墨比爾斯就進入市場，他引用英國前首相邱吉爾形容俄羅斯的政治鬥爭，是「一團謎霧裹著神祕面紗的一道謎題」這句話，來形容俄羅斯混沌不明的投資世界。

由於俄羅斯政府需要大量現金，正大膽採取民營化政策，釋出一大堆股票，俄羅斯好像遍地黃金，墨比爾斯隨時可以用少量的資金買到便

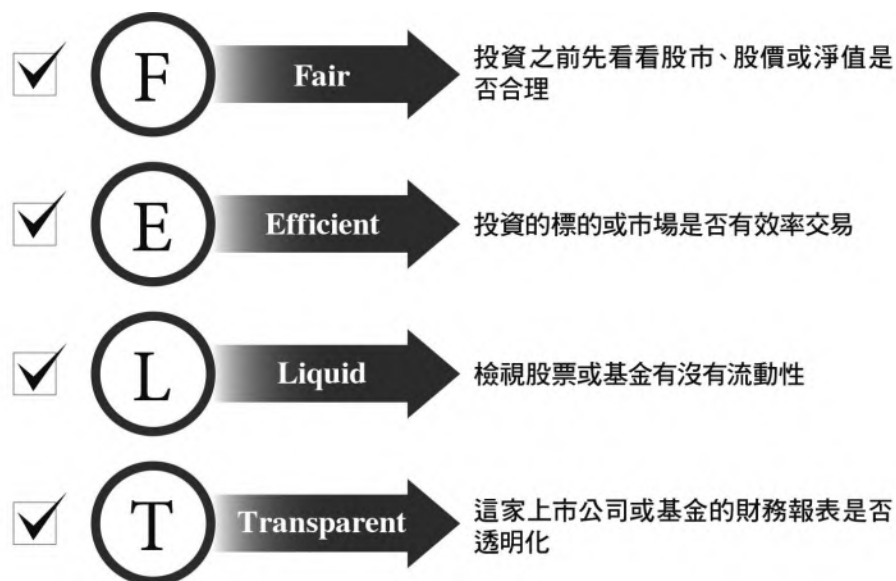
宜股票，但是他仍依循「FELT」法則一一檢視，在各產業中找出最優秀的企業，一直到一九九七年俄羅斯股市出現狂潮前，他已經開始獲利出場。

事實上，墨比爾斯謹守「FELT」，就是要投資一個公平的、有效率的、具有流動性、資訊透明的市場和股票。他認為，不只投資股票，投資共同基金也同樣適用這個準則。

墨比爾斯的「FELT原則」

「感覺」對了，才能買股票

投資前，墨比爾斯會謹守「FELT」原則，尋找公平、有效率、具有流動性，及資訊透明的市場和股票。若不符「FELT」，就要很小心謹慎。



投資哲學3：堅持實地訪查觀察細節

比起很多投資人憑電腦跑出來的數據來選股，墨比爾斯更相信自己的眼睛，他採取「由下而上」（bottom up）的投資策略，墨比爾斯堅持要親自拜訪公司，不辭辛勞長途飛行，就是要實地參觀，眼見為憑。

墨比爾斯做事的原則是：專注分析。雖然他常常只看重點，不拘細節，但在某些情況下，則會很詳細深入。事實上，墨比爾斯的觀察，是從走下飛機一踏上新國度的柏油路面，或是漫步走過機場大廳時，就已經開始。

觀察重點一：從進該國國門開始。他會觀察外國人被允許進入這個國家通關時，和海關人員發生爭吵的程度，因為他認為，讓旅客通關便利的國家，較可能對外資採取友善的態度。

觀察重點二：檢視真實世界情況。進入一個城市時，住進飯店或在附近散步、購物、搭計程和司機聊天，都會從中仔細觀察，墨比爾斯說，例如城市道路和高速公路的交通狀況，就是研判該國經濟效率非常有用的指標。

十幾年前，墨比爾斯在南韓的首爾街頭站著等紅綠燈時，看到一位不算體面的年輕計程車司機，正拿著行動電話在講話，在那一瞬間，他發覺「數位傳輸」在開發中國家非常有潛力，而且發展的費用比固定式電話線路來得便宜，他嗅出投資的商機。

在全球走透透的行程中，墨比爾斯記得有一天，小組一行人連午餐都沒空吃，就連續拜訪六到八家公司，他們參觀工廠、巡視發貨中心，問了很多問題，也得到想要的答案。他堅信，「經營團隊的素質，是投資選股的最高標準」，親自拜訪才能接觸到經營階層，才可以分析對方的經營企圖、努力的目標和意願，最重要的是，可以了解他們面臨的困難和挑戰。

當他拜訪口袋中的「觀察名單」時，感應天線就會自動升起。例

如，在跟經理人握手寒暄時，他就用那雙翡翠綠的眼睛掃瞄對方的辦公室、辦公設備、地毯、衣著，甚至辦公室窗外的景色，因為這些都可以用來判斷這位經理人是否能縱觀全局，還是被周遭事物所支配。

投資哲學4：人棄我取，敢逢低買進

一九九一年，坦伯頓基金公司在日本募集一檔印尼基金，當時印尼股市高漲，墨比爾斯嗅到泡沫即將要破滅的氣氛，熱潮就像是大崩盤前的樣子。他很難在一大堆股票中找到便宜股票，因此遲遲沒有進場，投資人不斷催促他趕快進場，但他堅持不為所動。

沒想到不久後，印尼股市真的大跌，幾乎跌到谷底，他認為市場和股價都在崩盤，進場的時機到了，堅持逢低買進，而先前催他買進的投資人，又急著要他不要買，趕快賣。結果，坦伯頓旗下的印尼基金績效在那一波領先群倫，而從頭到尾，墨比爾斯一句話都沒說，沒人虧錢也沒人感謝他。

當所有的人都悲觀時，通常是墨比爾斯轉為樂觀的時刻，他堅持，如果股價重挫而投資價值浮現時，就要趕快進場建立部位。他說：「當每個人都想進場時，就是出場時點；當每個人都急著出場時，就是進場時點。」

墨比爾斯「人棄我取」的投資策略，也發生在一九九七年的泰國。當時市場大量放空泰銖，泰國貨幣危機引發亞洲金融風暴，也波及俄羅斯及全球各地市場。當時泰股市值從亞股最熱時的一千三百三十億美元，暴跌到只剩下兩百二十億美元，四百多家上市公司中，有四成瀕臨破產。當時所有投資人都想「落跑」，但墨比爾斯認為，國際貨幣基金（IMF）已撥款一百七十億美元，以防止泰銖進一步貶值，泰國的金融情況不會繼續惡化。

甚至他還發現有不少股票體質不錯，正是藉著價格被低估、便宜買進增加持股部位的大好時機，於是大膽加碼，並深信「股價越往下跌，買到越多便宜的股數」，果不其然，泰股自一九九八年八月低點開始反彈後，短短一年內就漲超過一倍以上，墨比爾斯投資績效大幅領先大盤和同業。

「每次崩盤就是大漲的開始」，墨比爾斯永遠堅信，壞時機也可以是好機會，就像投資人要永遠懷抱信心，扎扎實實研究市場，做好分散投資的準備，等待好機會，冷靜沉著大膽買進，就不會變成輸家。

墨比爾斯在新興市場成功的關鍵，在於勤奮研究，尤其一定要親自拜訪這些公司，他平均一年拜訪超過一千家公司，旗下的團隊分析師一年也要拜訪兩千家公司。由於經常搭著價值兩千萬美元的私人飛機穿梭世界各地，他笑稱，如果搭乘飛機的旅程數可以兌換免費航程，他早就免費換到往返月球的機票。

二〇一六年四月，墨比爾斯終於交棒，但是年過八旬，在媒體上仍舊會看到他對新興市場發展的精闢見解，正如「新興市場」給人的聯想，墨比爾斯總是朝氣蓬勃，透過堅實的分析，伺機抓住新興市場充滿無限機會的商機。

馬克．墨比爾斯投資心法

- 在很壞的時機要買進績優的股票，在很好的時機要買進投機的股票。
- 要買進股價正在下跌的股票，而不是正在上漲的股票。
- 新興市場金融風暴中，最先遭受衝擊的國家，通常也是率先復甦者。
- 買進流動性不高的股票，就像抱著一顆炸彈。

- 巨幅震盪的波動特性是所有股票市場的特徵，即使是最成熟的市場也不例外。
- 由下而上的方式挑選公司，不是國家。
- 股票持有時間越長，風險越分散。
- 每次崩盤就是大漲的開始。
- 能保護投資的最佳護身符，就是分散投資標的。
- 不管是在多頭市場或空頭市場，都可以找到便宜的股票。
- 找出未來五年獲利展望看好、價格低廉，有成長潛力的市場或股票。
- 分散投資——要有許多雞蛋和籃子。

Chapter 10

二十世紀油神 布恩．皮肯斯

從熟悉的領域開始投資

美國奧克拉荷馬州一個鄉下小鎮荷登維爾（Holdenville），一九二八年五月二十二日，一位產婦因難產正面臨生死關頭，負責接生的醫生面色凝重的走出產房，問門外一位焦急等待的男士：「要保妻子，還是孩子？」

男士大膽要求醫院剖腹，「我們會禱告，你會順利接生嬰兒的，」他說。醫生面有難色，因為他只在教科書上看過一頁半的剖腹產講解和一張圖片，但孩子的父親堅持，醫生照辦了。在八十幾年前，那是醫院和醫生破天荒頭一遭的剖腹生產，且時隔二十五年後，那家醫院才做了第二次剖腹手術。這個生死一線間呱呱墜地的男嬰，在七十幾年後的二十世紀被稱作「油神」，他就是布恩．皮肯斯（T. Boone Pickens）。

承襲父親冒險的基因，他也闖出一段不平凡的人生：「險中求生，是我這輩子的最佳寫照。」

厭倦官僚企業，大膽創石油公司

皮肯斯出生在蘊藏石油的奧克拉荷馬州，和石油結緣一輩子，靠著石油起家，也靠著石油發跡，躋身全球富豪行列。他對石油產業的敏銳和精準分析來自「家學淵源」。皮肯斯的父親年輕時是律師，但充滿冒險性格的他很快發現，石油產業比律師這行刺激多了，因此轉行成為油地自營商，租下土地採礦權，再把權利轉手賣給石油公司，後來也投資

石油探勘。皮肯斯的母親則在物價管理局上班，負責配給汽油等重要物資。

大二時，皮肯斯轉學到奧克拉荷馬農工大學（州立大學前身），並在父親建議下改念地質學系，同年完成婚姻大事。一九五一年大學剛畢業，即獲聘為菲利浦石油公司（Phillips Petroleum Co.）地質人員，年薪約五千元。

當時菲利浦是美國二十大企業之一，但在皮肯斯眼中，這個石油大廠宛如企業怪獸，充斥官僚氣息，很快就令他感到枯燥厭倦。一九五四年，他決定離開，並暗自發誓：「有朝一日，我一定會挑戰這些石油大廠。」二十六歲的皮肯斯自立門戶，成為德州西北地區最年輕的地質自營商，也靠仲介油井鑽探交易，很快累積出第一桶金。

一九五六年，皮肯斯決定創業，以兩千五百美元和兩位朋友共同投資探索石油公司（Petroleum Exploration Inc, PEI），投入油井鑽探業務，他持股五〇%，正式展開長達四十年的第一段事業生涯。

靠購併壯大，還吃下老東家

在皮肯斯的努力經營下，一九六二年探索石油公司鑽探的油井多達九十八口，業績一片大好，一九六四年股票上市，更名為美薩石油（Mesa Petroleum），首開獨立石油公司上市的例子。

股票上市後的美薩，業績表現仍然不錯，但皮肯斯還想成長更快，但當時整個石油產業暮氣沉沉，要衝大業績只有兩條路：一是發現大型油田、二是收購或購併。大型油田可遇不可求，於是皮肯斯把目光專注在尋找可能收購的公司上。

皮肯斯像獵鷹般銳利的眼光，在一九六八年初盯上哈葛頓（Hugoton）製造公司，這家公司擁有全美境內最大天然氣田，總蘊藏

量是美薩的十五倍，公司規模更達三十倍。美薩初期買進哈葛頓小量股權，一年後正式以小吃大，這是美薩第一宗購併案，美薩的實力和財力從此宛如登上「大聯盟」。當時皮肯斯四十一歲，他在購併領域的長才，開始大鳴大放。

一九七三年到一九八一年是美薩爆炸性成長階段。當時幾乎所有同業的蘊藏量都日漸枯竭，獨獨美薩連續十八年有增無減，並躍升為世界規模最大的獨立石油公司。但皮肯斯仍無法心安，當年挑戰石油大廠的誓言，一直縈繞在心底。他發現，要尋找石油和天然氣，去紐約證交所會比去墨西哥灣或其他未開發的地區辛苦探勘，要便宜很多。

布恩．皮肯斯大事紀

- [1928] 0歲：出生於美國奧克拉荷馬州小鎮
- [1944] 16歲：隨父母舉家搬到德州達拉斯
- [1947] 19歲：進入德州農工大學獸醫系就讀
- [1948] 20歲：轉學至奧克拉荷馬農工大學，轉攻讀地質系
- [1951] 23歲：大學畢業；受雇菲利浦石油公司任地質人員
- [1954] 26歲：離職轉做地質自營商
- [1956] 28歲：以**2,500**美元創業，成立探索石油公司
- [1964] 36歲：探索石油公司股票上市，並改名美薩石油公司
- [1969] 41歲：收購哈葛頓石油，開啟皮肯斯購併天王之路
- [1980] 52歲：獲奧克拉荷馬大學傑出校友獎
- [1981] 53歲：美薩成為全球規模最大的獨立石油公司
- [1985] 57歲：榮登《時代》雜誌封面人物，標題為〈購併遊戲〉
- [1987] 59歲：出版第一本自傳《皮肯斯：世上最幸運的人》
- [1989] 61歲：《金融世界》選為10年來最佳執行長；美薩總部搬到達拉斯
- [1996] 68歲：美薩拱手易主，皮肯斯被迫離開公司；籌辦新事業成立**BP**資本管理

公司；三度應試取得期貨基金操盤人資格

[1997] 69歲：6月24日BP資本能源基金進場交易

[2001] 73歲：成立第二支基金「BP資本能源股票基金」

[2004] 76歲：皮肯斯捐1.65億美元給母校奧克拉荷馬大學贊助體育館計畫

[2005] 77歲：被CNBC封為「油神」；成為全球年薪第二高的基金經理人；登上《富比世》富豪排行榜

[2008] 80歲：上書歐巴馬針砭美國能源規畫；提出「皮肯斯計畫」，準備砸100億美元，在德州建立風力發電廠，構築綠色能源夢；再捐出1.25億美元給奧克拉荷馬大學

[2009] 81歲：獲《時代》雜誌選為全球百大最具影響力人物

[2016] 88歲：表態支持川普競選總統

腦筋靈活的皮肯斯決定：美薩要重回收購市場。他計畫在市場上找出股價被低估、管理不善、不堪一擊的石油大廠，鎖定後大舉投資，再敦促公司把股東權益還給股東。如果公司不同意，就發動收購攻勢，逼迫公司改變，或直接掌控公司。

美薩鎖定的第一個目標，就是美國第十九大石油公司：城市服務（Citis Service），購併雖未成，卻讓美薩賺進三千一百五十萬美元。後續目標越來越大，第六大廠海灣石油（Gulf Oil）一役，迫使海灣投靠雪佛龍（Chevron），創下一百三十二億美元的史上最大金額合併案，美薩則又有四億四千萬美元落袋。

勝利歡呼聲簇擁著英雄，但皮肯斯並沒有見好就收，如嗜血的禿鷹見獵心喜，市場的收購炸彈一再引爆，皮肯斯就是那個引信手，卻也成為市場爭議的箭靶。但美薩仍持續落實皮肯斯的意志，後續攻擊的目標，甚至包括老東家菲利浦石油。

找金援卻引狼入室，被逼迫下台

一直到一九八五年，美薩收購全美第十二大的優尼科（Unocal Corporation）後，皮肯斯才停止獵捕石油業大象的行動。

無數桂冠加冕在皮肯斯頭上，包括：一九八九年《金融世界》（*Financial World*）推選他為「十年來最佳執行長」，《石油與天然氣投資人》（*Oil and Gas Investor*）推舉他為「石油世紀最具影響力的百大人物」之一。

至此，皮肯斯的人生無疑走到了頂峰。然而，敗象也一點一滴開始侵蝕美薩。一九八六年，五十八歲的皮肯斯以八億美元買下探勘暨製造公司先鋒公司，這件交易被皮肯斯宣稱是他一生最失敗的交易。因為，這筆交易是以換股方式進行，協議由美薩優先A股換先鋒股票，而拿優先A股的投資人，則每年可以拿到一股一．五美元的紅利，領到一九九一年中，A股則轉換為普通股。在天然氣價格走低，美薩股價節節下滑之際，當時保證分紅的條件，成為動人的誘因。

一九八九年，美薩總部搬到德州達拉斯，離開奧克拉荷馬的小鎮，美薩宛如離開小池塘進入大池塘，很快變成獵人的目標。發動收購的獵人，竟然是奧克拉荷馬州力大學的學弟、已離職七年的美薩前財務長大衛．貝奇德（David Batchelder），一九九四年上演了一齣「徒弟追殺師父」的戲碼，這場收購戰重創皮肯斯的銳氣，也一路挫低美薩股價。

皮肯斯決定找人入股奧援，為美薩重整資本結構。一九九五年十月，皮肯斯打了電話給雷瓦特公司執行長李察．雷瓦特（Richard Rainwater），沒想到此舉卻引狼入室，雷瓦特夫妻竟一步一步蠶食鯨吞美薩。

一九九六年是皮肯斯生命中最難忘的一年。六十八歲的他健康出現警訊、搬離自己一手打造的家、訴請離婚，憂鬱症也找上了他，人生跌入谷底，但這些都比不上失去美薩的痛，他被迫離開一手創立並待了大半輩子的美薩，黯然卸下執行長。

最後一天上班時，在空盪盪的辦公室，皮肯斯回想一路走來經歷的

一切，回憶著過去的風光，對比今天摔得多重、多沉痛……。

「啪」的一聲，下午六點鐘一到，皮肯斯關掉辦公室的電燈，走出辦公室，頭也不回離開美薩。「怎麼來，就怎麼走！」這就是他的作風。

皮肯斯想起高中籃球隊教練的話，要盡全力打球，輸贏都先拋在腦後，因為「比賽一旦結束，就是結束了，別再念念不忘。」皮肯斯知道終究會有這麼一天，所以多年前就下定決定，一旦結束，絕不戀棧；因為他也知道，挑戰會隨著改變而來，而改變會帶來很大的力量。

年近七十再創業，操盤能源基金

皮肯斯離開美薩，除了帶走五百萬美元的離職金，還帶走美薩新老闆不想要的商品期貨交易和天然氣燃料公司。

在石油領域打滾半輩子，敏銳的嗅覺，讓皮肯斯領導下的美薩，早在一九八六年就開始涉入期貨交易業務，而且到一九九六年皮肯斯離開時的十年間，連年獲利。一九九六年九月，BP資本（BP Capital，布恩·皮肯斯的縮寫）悄悄誕生了。從掌管四百多人到只剩六名員工的CEO，在這個二手家具環繞、租來的小小辦公室裡，皮肯斯已站上全新的起跑點，迎接他第二個人生頂峰。

BP資本鎖定能源為主要投資標的，為了親自替BP資本第一檔能源期貨基金操盤，皮肯斯必須取得期貨基金操盤人的資格，在別人退休樂活的年紀，皮肯斯卻以近七十歲高齡，考了三次才終於過關。

但募集基金不如預期順利，過去十年的經驗並未成為加持力量，皮肯斯像敗軍之將，直到一九九七年六月BP能源基金才正式進場。更糟的是，操作首年就失利，績效連月虧損。

一九九九年BP能源基金慘賠九成，皮肯斯從不曾賠過這麼多錢！

那兩年，他也正為離婚官司焦頭爛額，諸事不順。

神準預測油價，奠定全球影響力

但楣運總算走到盡頭。天然氣價格在二〇〇〇年下半年開始大漲，尤其在十一月點燃爆炸性的一波行情，從二〇〇〇年初二．二美元 / BTU（天然氣計價單位），年底漲到十．一美元，那一年，BP能源基金大翻身，獲利九十．九五倍。皮肯斯並沒有被漲勢沖昏頭，隨即看空天然氣，反手操作，果然九個月後天然氣價格回跌到二．二美元起漲點。

BP資本這一役大勝，被一位業界觀察家在《財星》雜誌上盛讚為：「史上最厲害的交易個案之一。」

二〇〇一年，皮肯斯乘勝追擊，募集第二支基金：BP能源股票基金，投資標的鎖定能源類股。靠著能源產業，皮肯斯在二十一世紀的資本市場呼風喚雨。

二〇〇四年，全球油價狂飆，皮肯斯在美國財經頻道CNBC受訪時，大膽預測油價突破每桶五十美元的神準預言，讓「油神」（The Oracle of Oil）的封號不脛而走，傑出的表現無人能出其右，但是，他同時也被市場質疑為高油價炒作的黑手。

「油神」並非浪得虛名，皮肯斯之後多次神準預測，在能源產業獲利豐厚，BP資本兩檔基金讓他在近八十歲高齡，成為全球年薪第二高的基金經理人。可觀的財富隨之而來，讓皮肯斯登上富豪排行榜，據統計，皮肯斯二〇一〇年個人淨資產達十四億美元，分別名列全球及全美富豪排行榜的第八百八十名及兩百九十名。

從一九八〇年代的「購併天王」到二十一世紀的「油神」，皮肯斯其實從小就已展現獨霸一方的經營投資天分。

皮肯斯十二歲時當送報生，一開始他的送報路線最短，只有二十八份，但送一份報一天只賺一分錢，賺的錢少，他就想辦法開源，發現有某一條路線沒有人送時，就說服老闆讓他接收送報路線，為了縮短時間，還事前安排好送報路線，不到五年，報份從二十八份擴增到一百五十六份，收入大增，才十六歲就存了兩百美元。這個賺錢初體驗，讓皮肯斯對財富的觀念開始萌芽。

投資哲學1：從擁有者的角度思考

外婆是影響皮肯斯一生最重要的人之一，開啟他有效運用金錢的觀念和做生意的頭腦。

皮肯斯小時候一家就住在外婆家隔壁，某個週日，他帶著五角錢出門，告訴外婆要去剪頭髮、看電影，剩下的錢則拿去買爆米花。「不要忘了，只有傻瓜才會立刻花掉自己的錢。」外婆嚴肅告訴他這句話，給了他管理金錢的觀念，學會有效運用金錢，不買沒有必要的東西。直到現在，只要離開房間，皮肯斯就會隨手關燈。因為外婆常跟他說：「下個月我會把帳單拿給你，讓你看看電費要花多少錢。」這讓他學會「要從擁有者角度來思考事情」。

他永遠記得，「股東才是公司擁有者，經營階層只是員工。」因此在經營之初，皮肯斯就為美薩員工引進員工配股選擇權及利益分配制度，他認為，員工擁有公司股份越多，思考和行為就會越像老闆。

從多年經營公司的經驗中他也觀察到，過去企業經營者對於薪水、津貼、權力、名望等4P（pay、perks、power、prestige）高度關注，卻對替股東創造利潤（profit）毫不在乎。皮肯斯甚至在一九八六年成立美國股東協會（United Shareholders Association, USA），儼然化身捍衛股東權益的戰士，成功引起當局重視公司治理。

投資哲學2：做你最熟悉的東西

雖然「油神」靠著能源商品期貨翻身為全球富豪，但引領皮肯斯進入商品期貨領域的，卻是「牛」。一九六九年，美薩收購哈葛頓時，德州西北地區成為牛肉中心，牛肉價格大漲，專業牛隻飼養場如雨後春筍般崛起。皮肯斯發現專業飼養場創造的現金流量，有助於美薩在墨西哥灣鑽油日益龐大的現金需求，於是成立飼牛部門，野心勃勃投入飼養場生意。

不出三年，美薩已租下十萬英畝牧場，養了十六萬頭牛，成為美國第二大牛隻飼養公司。經營規模大，風險相對升高，當時，只要活牛價格每磅下跌〇．〇五美元，美薩就要付出八百萬美元代價。

生意頭腦靈光的皮肯斯很快就發現，流動性最高的牛隻市場是在芝加哥商品交易所（CME）活牛期貨。於是，他開始透過個人戶頭交易牛、玉米、豬肉等農產品。

一九七〇年代牛隻價格高漲，初期皮肯斯投下三萬四千美元的活牛期貨，在槓桿操作下，半年後獲利即高達六百六十萬美元。但就在漲勢接近尾聲時，皮肯斯到加拿大參加石油高爾夫錦標賽，未料活牛期貨大崩盤，三天吐回三百萬美元，最後以三百六十萬美元獲利退場。

暴賺暴賠的活牛期貨交易經驗，讓皮肯斯懂得採取避險措施。避險是鎖定一個賣價來降低市場風險，例如持有活牛（實質商品），就去買活牛期貨空頭部位，活牛市場價格下跌，期貨空頭部位就會賺錢，這樣一來，就能降低或消除風險。

雖然美薩成為第一家進行避險交易的畜產業，但這畢竟不是皮肯斯熟悉的領域，最後，美薩飼牛部門不得不賣掉圈養地，認列虧損，退出經營。

但皮肯斯並沒有從此退出商品期貨市場，一九八三年，紐約商品交易所（NYMEX）要開始交易原油期貨，給了他大好機會。

一九八五年十一月時，皮肯斯預測原油價格會暴跌，但十二個月後美薩預訂生產四百萬桶原油，因此美薩以二十六美元預售兩百萬桶對沖一半產量，其後石油一路漲到三十美元，市場甚至傳言會到三十四美元。但皮肯斯根據石油輸出國組織（OPEC）生產情況和中東油輪動態情報研判：「石油價格會大跌，」因此美薩再以二十六美元預售兩百萬桶，皮肯斯的預測成真，原油暴跌到十餘美元，已進行避險的美薩，因而減少三千萬美元的虧損。

皮肯斯和長期夥伴朗·貝西特（Ron Bassett），從一九八六年到一九九六年連續十年的期貨操盤，都創下獲利的輝煌紀錄。

離開美薩後，新事業的種籽資金連一塊錢都沒有，但他很快就決定東山再起，皮肯斯一輩子浸淫在石油和天然氣領域，對油氣產業瞭若指掌，新事業當然要以自己最熟悉的能源產業出發，不論作多或作空，他只投資能源期貨。

「做你最熟悉的東西」，這就是皮肯斯堅信不移的信念。

投資哲學3：堅信自己的長期分析

「沒有任何東西像商品期貨一樣，需要持續不斷的行動力。」講求迅速、果決的商品期貨交易，很能滿足急性子的皮肯斯。皮肯斯投資時是根據基本面，也就是分析供給和需求，絕不依賴預感，也不會每天殺進殺出。但這在期貨交易市場卻不是常規，因為一般人都是在高點或低點時啟動買單或賣單指令，甚至靠每天殺進殺出賺錢。

皮肯斯認為，如果要賺大錢，最好還是看長期、集中持股、不要因為市場短暫震盪而恐慌，他明白指出，「容易激動的人不適合做這一行，交易要保持冷靜才行。」不要一看到上漲就急著獲利了結，不敢冒險，「只要有勝算，就加碼買進，然後長期持有，」集中持股，就像

「緊緊抱著浴缸」。不過他也說：「如果基本面大翻轉，就立刻轉手賣出。」

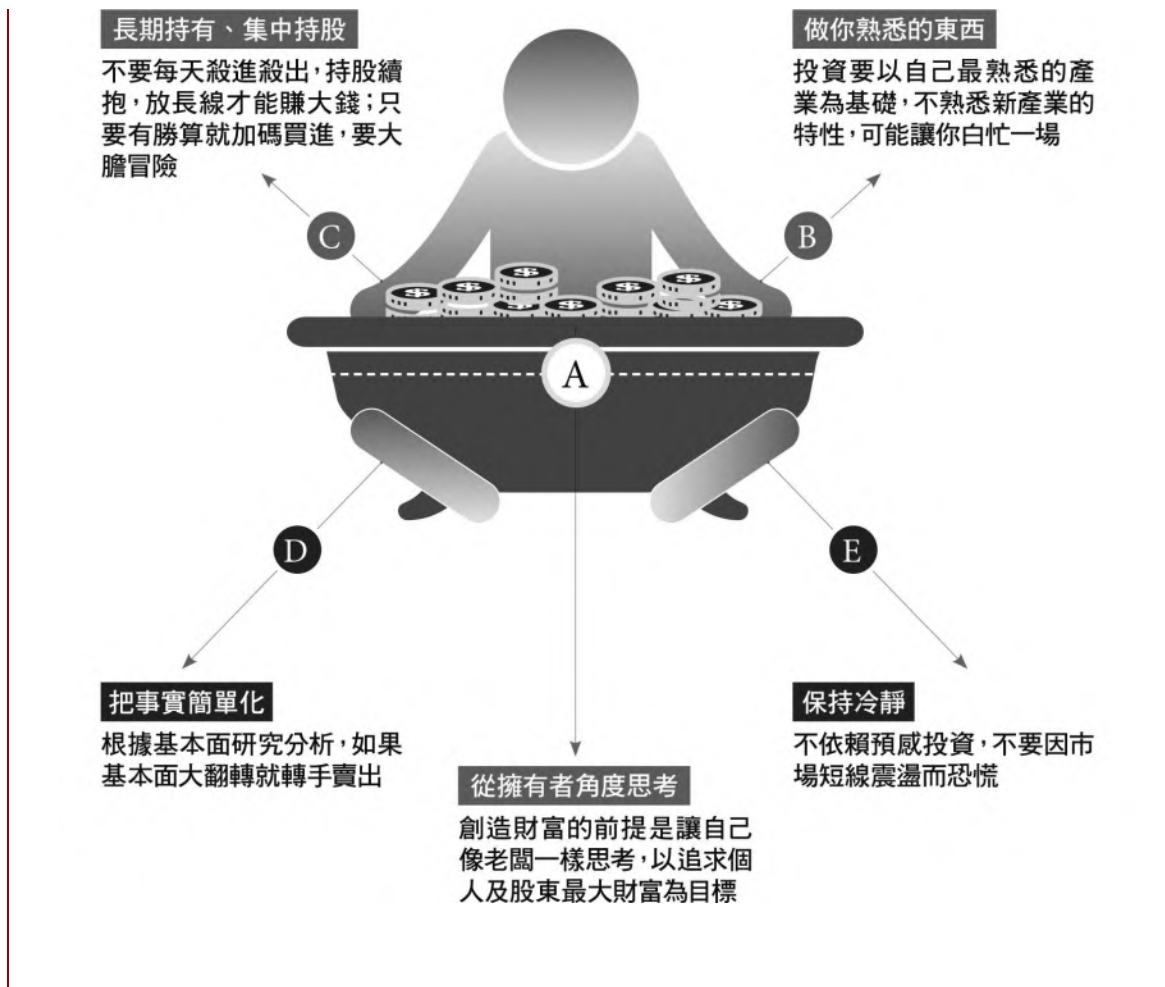
二〇〇二年秋，皮肯斯開始作多石油，而且強力作多，他看到兩大指標：一觸即發的伊拉克戰事（將導致供給減少）和全球經濟恢復成長（需求增加）。「當產量下降而需求上升，油價只有一個方向好去，那就是向上，」皮肯斯說。

二〇〇三年三月初油價漲到四十美元新高，一年漲幅近七〇%，後因美國入侵伊拉克後崩跌回到二十六美元，而後在三十美元附近上下，當時市場預期油價已觸頂，連皮肯斯的團隊也這麼認為，但他不認同，他觀察到：由於中國和印度的高度經濟成長，油市出現二十年來最大的需求增幅，但產量沒有上來。

皮肯斯的緊抱浴缸理論

分析基本面，放長線才能賺錢

皮肯斯認為，做投資要研究基本面，最好選熟悉的產業下手，不要一看到上漲就急著獲利了結，只要有勝算就加碼買進，然後長期持有、集中持股，就像「緊緊抱著浴缸」。



二〇〇四年五月皮肯斯上美國CNBC電台受訪時預言：「油價很快會衝破五十美元。」隨著油價上揚，而供給面仍沒有反應，九月再度預測：「油價回到四十美元之前會先漲到六十美元。」果真，全球油價警鈴大作，預測神準，被CNBC譽為「油神」。

當時皮肯斯看到期貨市場出現逆價差，也就是期貨價格低於現貨價格，例如二〇〇四年六月原油現貨每桶三十七美元，但五年期期貨合約價卻只有三十美元，「這是十比一的賭注！」於是他強勢作多，持有期貨合約在兩萬到四萬口之間，最後BP能源基金在二〇〇五年增值十三億美元、稅後報酬達二四八%。

當時皮肯斯在原油期貨市場具有極大影響力，持有兩萬到四萬口合

約等於兩千萬到四千萬桶石油部位，以全球原油日需求量約八千多萬桶計算，等於掌握四分之一到二分之一的全球石油用量。大部分合約都是三、四個月後到期，且到期就轉倉（switch，將期貨部位以一買一賣或一賣一買的方式，把近月合約轉為遠月合約繼續持有），而且只要拉回就加碼買進，一路作多。

「隨時掌握每個可能的消息，根據供給需求的基本面投資，然後堅信自己的長期分析。」皮肯斯堅守自己的信念，並確實奉行這個交易哲學：把事情簡單化。

投資哲學4：越不被看好越要自信

皮肯斯決定從期貨市場東山再起時，原本自認以過去的經歷，BP能源基金應該可以募集五千萬到一億美元。但他錯估形勢，除了他的團隊和一些死忠朋友，投資人大多認為皮肯斯已經走下坡、過氣了，結果只募到三千七百萬美元。

但他的反應竟是：「處在劣勢最棒了！」「大家越不把我看在眼裡，我對自己就越有信心。」皮肯斯不喜歡太早就亮出所有底牌，因此讓他具備兩項優勢：一是，對手常常對他做出錯誤判斷；二是，他反而會更用力鞭策自己。

BP資本在短時間內就闖出名號，證明皮肯斯寶刀未老，也使他在七十歲之後獲得的回報，遠超過年輕時的所有收穫。

皮肯斯相信，只要主動積極、有計畫，就有希望。但「成功這條路絕不是直線」，在別人眼中，看似不費吹灰之力，皮肯斯卻是花了一輩子辛勤工作及不斷學習，才獲得這些知識、專業和直覺，「經驗」是他擁有的最大資產，讓他在瞬息萬變的石油天然氣產業保持領先。

皮肯斯的好友哈洛德·席蒙斯（Harold C. Simmons）當初投資五百

萬美元支持BP能源基金，儘管資金一度縮水到只剩四十萬美元，不免讓他擔心可能血本無歸，但因堅持與信任，五年後的投資回報高達一．五億美元。

皮肯斯領悟到：「在石油這個產業，必須挖得夠深，才能挖到想要的東西。」但大部分的人挖到某個程度，覺得一切都白費了，什麼都沒有而選擇放棄，結果，放棄了夢想、機會和自己的潛力。

「只要永不放棄，大膽衝破阻礙，不斷往自己的目標推進，最終的回報絕對超乎預期。」皮肯斯說。

一生為能源而戰，就算年過八十還是勇於接受挑戰。二〇〇八年，美國總統歐巴馬剛上任時，皮肯斯提出「皮肯斯計畫」，建議未來十年內，改用風力、水力和天然氣，減少美國石油進口需求超過三分之一；他更預計砸一百億美元，構築新能源的夢。

只是要圓新能源的夢想並不容易，因為大舉投入風力發電計畫，他的資產大幅縮水，二〇一三年已經掉出《富比世》富豪榜之外，二〇一五年的資產只剩下五億美元。

到了二〇一六年美國總統競選期間，他是少數表態支持川普的共和黨金主，雖然還沒看到他對於美國能源政策的新看法，但未來四年川普就任期間，他對於美國政策影響力顯而易見。就算皮肯斯將眼光轉向替代能源，問及油價未來動向時，各家媒體總忘不了聽聽他的意見。

儘管在市場上有正反兩面評價，但皮肯斯還有另一個身分，就是大方捐獻的慈善家。他捐贈給各類慈善機構的總金額將近八億美元，也持續列名《慈善紀事報》（*Chronicle of Philanthropy*）的美國慈善家排行榜中，他也如巴菲特一樣，承諾未來將把大部分財富捐贈給慈善機構。

不斷追求股東最大權益的使命感，以及晚年對公益的大方捐獻，讓他仍不負「最佳執行長」和「油神」的美稱。他以沉著、不服輸的性格，加上果決和大膽的作風來面對人生不斷的挑戰，似乎就像他出生時一樣，充滿驚奇和挑戰。

布恩．皮肯斯投資心法

- 在石油這個產業，必須挖得夠深，才能挖到想要的東西。
- 商品期貨交易成功的關鍵，在於正確的分析力、不避風險的精神以及行動力。
- 別忘了，資訊是關鍵，永遠不嫌多。
- 時間點是最重要的關鍵。
- 情緒的影響越小，賺錢的概率越大。
- 我的交易哲學就是：把事情簡單化。
- 想像網球彈跳的樣子：第一次反彈最高。
- 要能確實賺錢，必須慎謀能斷，因為機會有時是稍縱即逝的。
- 想要在商品交易上賺錢，必須在一發現危險時就決定收手。
- 如果要賺大把鈔票，就得冒險。絕對、絕對、絕對不要輕言放棄。

延伸閱讀

《投資最重要的事》

作者：霍華．馬克斯，《商業周刊》出版

《智慧型股票投資人》（全新增訂版）

作者：班傑明．葛拉漢、傑森．茲威格，寰宇出版

《窮查理的普通常識》

作者：查理．蒙格，《商業周刊》出版

【科斯托蘭尼的投機世界】（修訂版）《一個投機者的告白．證券心理學．金錢遊戲》三書

作者：安德烈．科斯托蘭尼，《商業周刊》出版

《夠了：回到理財初衷，跳出金錢困局》

作者：約翰．伯格，早安財經出版

《債券天王**PIMCO**葛洛斯》

作者：提摩斯．米德頓，財信出版

《股市放空獲利術：歐尼爾教賺全圖解》

作者：威廉．歐尼爾、吉爾．莫萊爾斯，寰宇出版

《彼得林區選股戰略》

作者：彼得．林區、約翰．羅斯查得，財信出版

《投資護照》

作者：馬克．墨比爾斯、史蒂芬．凡尼契爾，商周出版

《油神皮肯斯：5段人生與30個梟雄法則》

作者：布恩．皮肯斯，時報出版