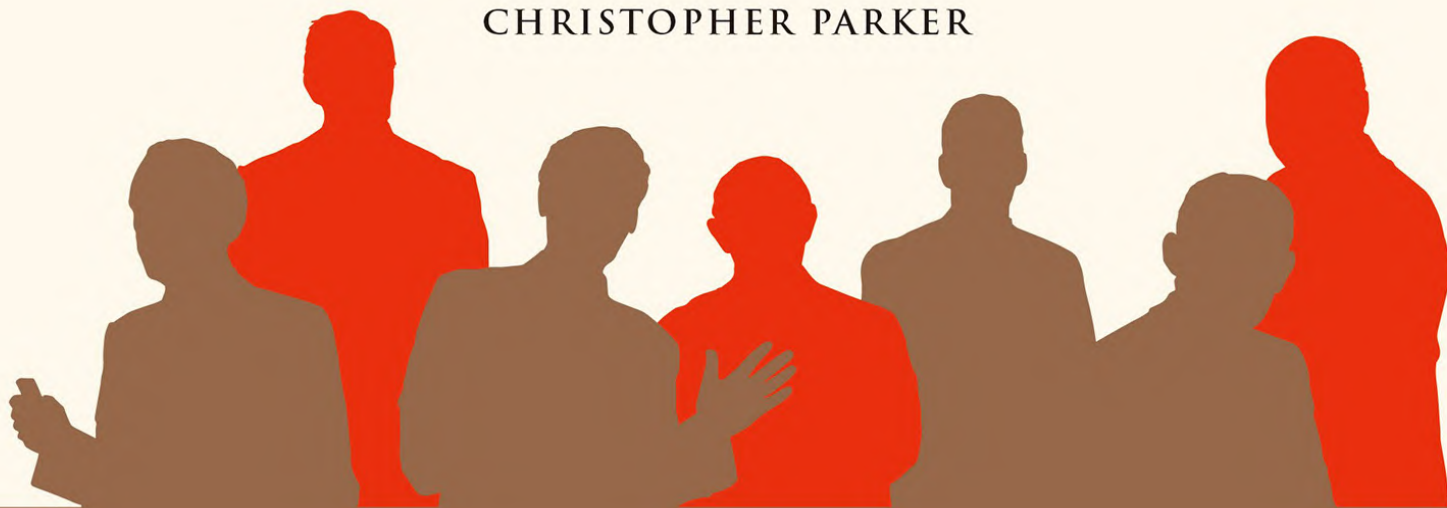


# 高手的法則

## HARRIMAN'S NEW BOOK OF INVESTING RULES

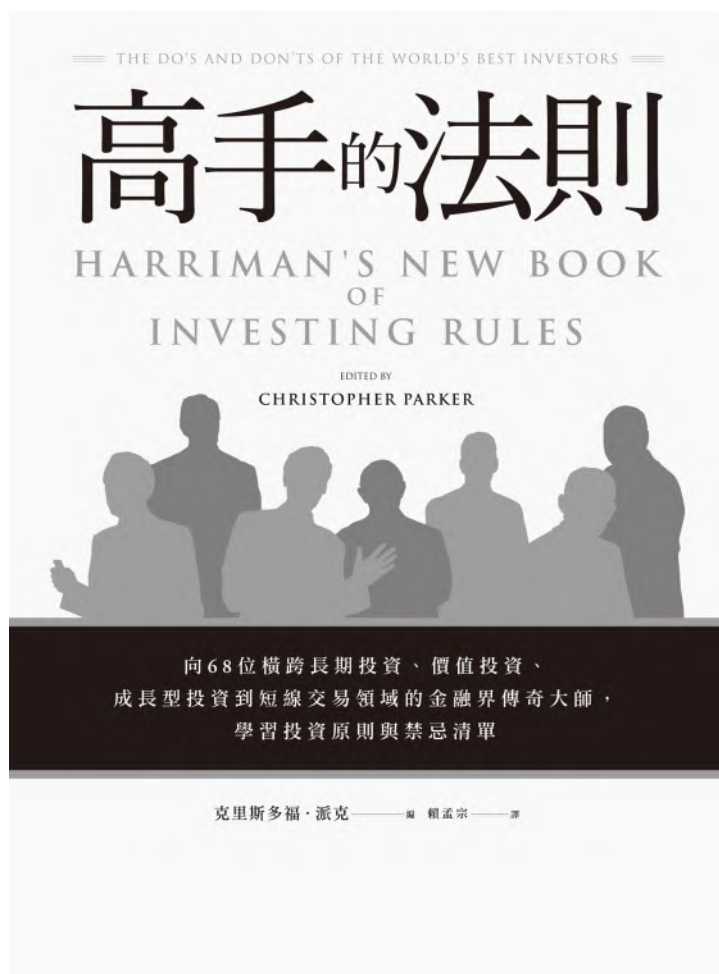
EDITED BY  
CHRISTOPHER PARKER



向68位橫跨長期投資、價值投資、  
成長型投資到短線交易領域的金融界傳奇大師，  
學習投資原則與禁忌清單

克里斯多福·派克——編 賴孟宗——譯

「99啪的財經筆記」版主 99啪 | 商周.COM百萬人氣專欄作家 狄驤 | 布林通道投資人 股市阿水 | 成長股達人 陳喬泓  
台灣最熱門的投資科學知識平台 美國金融日記 | 美股夢想家創辦人 施雅棠 | 修正式價值投資 陳啟祥  
知名基金部落客 基金黑武士 | K線捕手 楊忠憲



## 編輯備註

這本書寫的都是論證。

麥可·馮比耶瑪說，「重要的是你支付的價格」；而安東尼·波頓卻說，「不要在乎價格」。安東尼·嘉納又說「避開專家與基金經理人」；桑迪·克羅斯則說「要挑選正確的基金經理人」。理查德·布克斯頓說，「投資是一門藝術」；肯恩·費雪表示，「投資務必使用科學方法」。提姆·黑爾說，「被動指數化投資是通往財富最安全的道路」；但是何尹恩又在下一章表示，「標準普爾五〇〇與富時一〇〇的市場價值加權特性，又代表被動投資創造的迴圈，讓流入大型公司的資金愈來愈多，這樣必定會失利」。

被動還是主動，基金經理人還是小資金投資人，追蹤趨勢還是挑選股票，這本書裡的想法眾說紛紜。（雅各·芮斯－莫格甚至還引用毛澤東的話。）

這些都沒有經過刻意安排。《投資名人堂》的傳統由史蒂芬·埃克特和菲力普·詹克斯在二〇〇一年奠下，而投資方法也五花八門，我就只是盡量羅列最有趣和最清楚的新方法而已。當然各篇章的作者撰寫內容前，也沒有看過其他人寫的東西。

他們都各自提出論點。

我希望這本書能夠反映出寬廣的投資世界，也就是想法跟公司股份一樣多的市場，交易都像是論證一樣。

有些互相牴觸的想法大異其趣，不只有趣，而且也很有啟發性。已故的克里斯多福·希鈞斯（Christopher Hitchens）曾說：「熱度有餘、仍需光明」，就是在說爭論完全就是在浪費力氣。但這個說法立

基不正確，畢竟我們都從熱度得到光明。

所以我希望，不管是欣賞書裡的論點，還是接受某些章節的說法，雖然有五百多頁（編按：此指原文書的頁數），我也希望大家輕鬆閱讀。

克里斯多福·帕克  
寫於彼得斯菲爾德

## 致謝

雖然說本書包含許多分歧的意見，但是每位作者都非常好，我與他們共事都很愉快。他們都大方的撥出時間和文字，一路都耐心的提供協助，直到印刷為止。我要向他們致上誠摯的感謝。

我也想要感謝威爾·古德（Will Gold）、詹姆斯·懷特曼（James Whiteman）、克里斯·柯德摩爾（Chris Cudmore）幫助我編寫了幾個章節，也要感謝喬納森·戴維斯寫了很棒的序言，和提供編輯建議。

本書有些章節為再刷時加入，或取自於從該作者篇幅較長（或未出版）的文章，均獲得作者與出版公司同意，其中三篇則取自於《投資名人堂》系列叢書。我想感謝作者與出版公司，感謝他們的授權。這本書的書名雖然有「新」的這個字（編按：此指原文書名），但也重現一些遺失很久的資訊帶；而有些部分也濃縮一些非常寶貴的資訊，或需要研讀好幾個小時（我當然鼓勵讀者尋找完整文章，打造完整體驗），希望讀者不要埋怨。除此之外，超過十萬字都是新的內容。



## 喬納森·戴維斯

### 前言

“Per varios casus, per tot discrimina rerum tendimus”，是一段優美的拉丁文，相信古典學者都知道這句話取自於維吉爾（Virgil）的《伊尼亞斯紀》（*Aeneid*），就是班傑明·葛拉漢（Ben Graham）在其經典《智慧型股票投資人》（*The Intelligent Investor*）介紹投資的話。這本書歷久彌新，出版近五十年，現在還是很值得參考。他的翻譯是「船到橋頭自然直」。

在不斷改變的世界中前行，這個概念投資人再熟悉不過。畢竟投資人就是要在市場中嘗試賺錢，而市場則充斥著意外，像是政治事件、經濟意外、中央銀行政策頒布、調整讓人失望的公司損益報表等。說到投資，樣樣因素都會改變，因為其反映的人類世界，永遠都在變動。

**因此投資人要倖存茁壯，就必須瞭解市場行為，面對意外時保持堅韌，還要運用廣泛深入的經驗。不管你要稱之為聰慧、直覺、技能都好，其實說的就是經驗，而且不只是自己的經驗，還包括前人的經驗，長久以來，這才是最重要的。最簡單的方法，就是制訂與吸收規則，汲取經驗的精華。**

現在想出一系列該做的事情與禁忌，可能是最簡單的方式，能夠加強你的理解，讓你知道在投資等專業領域，有效與無效的方式。丹尼爾·康納曼（Daniel Kahneman）是行為心理學家，他因為研究決策過程和不確定性，在二〇〇二年贏得諾貝爾獎。他展示簡單的準則，也就是俗稱的經驗法則，正式名稱為捷思法，非常強大，能夠有效反映出人類的諸多經驗。**所謂的專家直覺，其實多數都是累積的智慧。**

但你想運用的直覺，想必不是普通的直覺，而是業界翹楚的直覺，因為康納曼教授也跟我們說，人類很容易產生許多偏見，如果不小心的話，就可能會讓我們走偏。本書承繼過去十五年出版過的幾個非常受歡迎的系列叢書，以好讀且有意義的方式，羅列出頂尖投資人在職涯中學到最重要的經驗，以此對付這一點。除了兩位作者以外，這本書中的內容幾乎都是新的。這本書又大又重，涵蓋各式市場與主題。

當然投資方式有許多種，也有許多不同的資產類別可以投資，所以你就**必須精挑細選本書中的權威，看看何者最適合你的特質與興趣**。適用於債券或不動場市場的方式，可能與股市大相逕庭，也可能相去不遠。基金投資人需要關注的面向，就與挑選股票的人不同。編輯用幽默詼諧的方式指出，有些作者就是特別與眾不同，這樣子的衝突也帶來更多啟發。

優良的投資規則有什麼樣的特點？對我來說，就一定要直截了當，但又能夠反映特定的投資基礎亙古不變的事實。我有一個很喜歡的規則，由學識淵博的美國投資顧問查爾斯·艾利斯（Charles D. Ellis）創立。他的經典著作《投資終極戰：耶魯操盤手告訴你，投資這樣做才穩賺》（*Winning the Loser's Game*）就列出市場時機的絕對規則（「別這樣做，這樣是罪過」）。

我另外一個最愛的規則，取自於英國前財政大臣尼格爾·勞森（Nigel Lawson）在擔任星期日電訊報（Sunday Telegraph）商業金融編輯時寫下的清單，內容為：「壞數字累積的時間總是長過好數字。」他的意思是，如果有公司的結果比較晚出爐，就要多多留意，通常代表有可疑或不良事件，但公司不想揭露。

當然迂腐的人總會說，每條規則一定有例外，確實也是如此。華倫·巴菲特奠定了許多標竿，其中也包括投資規則制定，他的規則很簡單，只有兩個部分，卻又激勵人心：「第一條規則：不要虧錢。第

二條規則就是不要忘記第一條規則。」他就是可以把話說得那麼簡單，因為他累積財富六十多年，能夠以茲證明。

我們其他人不管是不是完全同意，就只能反思各式厲害的洞見、自明之理、對傳統思維的質疑，也就是高手的法則（心法）。

喬納森·戴維斯

寫於牛津

---

**喬納森·戴維斯**是英國知名投資作家。他是經過認證的專業投資人，著有三本投資書籍，替《金融時報》、《旁觀者》定期撰寫專欄，也經常替「賺錢的人」（Money Maker，[www.money-makers.co](http://www.money-makers.co)）錄製線上廣播節目，另身兼投資公司顧問。他的網站網址為[www.independent-investor.com](http://www.independent-investor.com)。

# 法蘭克·阿姆斯壯

## Frank Armstrong



**職業：**財務顧問

**投資法：**長期投資（退休金規劃）

**投資關鍵詞：**預先規劃、分散並控制風險、注意費用、定期調整投資組合

世界不會滅亡，這艘船不會下沉，  
也不會分崩離析。  
你一定要上船，才能到達目的地。

# 投資是一場長途飛行

我當過美國空軍的飛行員，之後在航空公司擔任飛行員。我學到的規則可以直接使用於財務顧問職涯。

四十三年前，我離開越南，那時東方航空公司開始放起無薪假，就順勢投入財務顧問行業。我運用經濟學與商業學士學位，盡力優雅的降落，過渡到另一份工作，替小型企業主設計退休金計畫。然後我開始提供全面金融規劃服務，最後開了自己的註冊投資顧問公司，叫做投資人解決方案（Investor Solutions Inc，[investorsolutions.com](http://investorsolutions.com)）。這家公司現在管理的資金超過七億五千萬美元，客戶有數百名，遍布美國國內三十九州與其他五個國家。

以下是一些駕駛艙內的原則，可以直接適用於你的投資組合：

## 1. 預先規劃

戰略空軍司令部的座右銘是「維護和平是我們的專業」，但空勤人員以前開玩笑說，這句話後面應該還要接上「但是制定飛行計畫是我們的癡迷」。我們在運油機的四位組員，會花一整天，替六小時的任務擬訂計畫，填妥文件。制定計畫的時間比飛行時間還要久。但是上了飛機之後，我們就會知道要怎麼飛，要做什麼；沒經過規劃的事情少之又少。不管你的任務是什麼，都不能直接起飛，像是無頭蒼蠅一樣打轉。

同理，如果沒有詳細規劃，投資計畫的結果也不會好到哪邊去。

業界專業人員會開玩笑，說一個家庭會花好幾週來研究平面電視，但花在退休規劃的時間連十分鐘都不到。聽起來很好笑，但你也知道這是真的。

投資計畫有許多部分，像是：

- 需要多少資本，才能夠維持生活方式？
- 你還要多少年才會退休？
- 提領策略怎麼樣才恰當？
- 要如何善用稅務優勢？
- 要承擔多大的風險？
- 應該合理期待的報酬範圍是怎樣？
- 每個階段要怎麼樣妥善配置資產？
- 哪檔基金最能夠符合資產配置策略？
- 社會安全基金（若不在美國，則為對等系統，編按：Social Security，為美國聯邦政府對老年人、遺屬和部分殘疾人提供的財政補助金，台灣則有勞保老年年金、勞工退休金或國民年金等制度）能夠提供多少資金？

這些變因都十分重要，會大幅影響成敗。一步錯，可能就會步步錯。

累積退休金就只有一次的機會。不能邊走邊學。真實的人生無法重來。早期犯的錯，可能永遠難以彌補。請花一點時間來規劃你未來的財務。

踏出第一步並不需要付出成本，網路上有許多免費的資源，都很有幫助。舉例來說，我的公司有一百多位財務計算人員，能夠提供各式各樣的協助，從房貸解說到包含在社會安全基金裡的退休計畫計算，都可以做到：

- [investorsolutions.com/media/calculator](http://investorsolutions.com/media/calculator)

（當然還有其他資源可以使用，運用谷歌一定能夠找到其他替代



方案。)

說到計算，社會安全局（Social Security Administration）已經載有你的收入歷史、年齡、其他資訊，所以可以製作出不同年齡的個人化社會安全預測報告：

- [www.ssa.gov/retire/estimator.html](http://www.ssa.gov/retire/estimator.html)

現在正是替家庭規劃未來的時候。如果不自己做，也不想做，就諮詢可以勝任的金融專業人員。不管怎樣，就是要預先規劃（編按：台灣勞工可洽勞保局網站，查詢個人可領取的勞工退休金和勞保老年年金給付，也可依個人狀況，試算預估金額）。

## 2. 高命中率

兩架敵對陣營的戰鬥機相互接近時，就會想辦法跟在敵機後面。這場比賽最終會以一方在敵機六點鐘方向時畫下句點，這就是高命中率。飛行員非常偶爾能夠正面迎敵而成功，但這樣做比較困難，還會承擔額外的風險。等到錯身而過時，敵機可能就會位於六點鐘方向，遊戲就結束了！所以戰鬥機飛行員會研究各式策略，擬訂成功機率最高的戰略。

不管你在做什麼，打籃球、下棋、行醫、提供法律服務、營建等，都有優雅的解決方案、低風險的方法、簡單的方式。

對於投資人來說，提高命中率就是一個策略，能夠就每一分投資人不願承擔的風險，盡力提高報酬。以下幾個方法就算單獨使用，都能夠協助你達成目標，但搭配使用的話，效果就會相得益彰。

- 不必要又無法忍受的額外風險，就不要承擔。
- 把投資組合分成高風險與無風險兩個部分，兩者合起來，應該要

能夠反映出你的風險容忍度、流動性需求、目標與目的。

- 兩個投資組合都要盡量分散，避免討人厭的意外，同時又能達到市場報酬率。**不敗的標準就是全球分散。**
- 使用指數型基金或指數股票型基金等低價的集合投資工具，能夠以最低的成本、風險、稅務成本，締造市場報酬。
- 盡量使用免稅或稅務遞延帳戶。
- 早點開始，因為對於想要累積資產的投資人，時間是最有價值的商品。
- 接受市場報酬，別嘗試擇時或是找出估價錯誤的證券，這樣一定會失敗。主動管理缺點的證據，顯而易見，很有道理。
- 不妨加碼買進小型公司、便宜的股票（價值）、利潤更高的公司。這個方向證實可以在合理時間內，有效提升報酬。
- 不要偏離航道。不要因為新聞報導、一窩蜂心態、市場預期、恐懼或貪心而受到影響。

### 3.你需要決心

跑道不夠長，又得駕駛動力不足，且逼近最大起飛重量的飛機，這對運油機組人員來說，稀鬆平常。若要跟老鷹在天空飛翔的話，就要先離地。

飛機慢慢加速時，我們會花很長的時間在跑道上，在跑道終點前出現一兩秒的速度過小的離地，也滿常見的。

起飛時，我們需要聚精會神。起飛時的飛行計畫很重要，當中有許多需注意的數字，其中最重要的就是「臨界發動機失效速度（critical engine failure speed、S1）」，這決定要不要起飛。如果四個引擎中有一個在達到臨界發動機失效速度時脫落，起飛遠比嘗試在剩下的跑道上停下更好。我們都很有決心！沒有重大事故，要起飛了！

擬訂設計良好的全球資產配置計畫，能夠符合你獨一無二的需求，投入資金後，就要有決心。如果計畫一開始就制定正確，就不要朝令夕改。當然會有事件發生，但如果你準備得當，維持在航道上，就幾乎不會錯。進進出出不太可能會改善投資組合。

投資人決心的另一個部分，就是一定要投入資本。美國有很大的儲蓄問題（編按：美國人普遍儲蓄力低），從可悲的退休準備就可以看出來。現在已經沒有保證退休金了，以後可能也不會捲土重來。如果你不及早下定決心存錢，就算有最好的財務顧問或資產管理策略，對你的幫助也不大，你沒辦法安穩的退休。換句話說，計畫和執行是任務成功的要件。

#### 4. 一定會遇到亂流

東方航空已經倒閉，回到我還在替公司駕駛空中巴士 300s 的時候，當時職業飛行員看起來不可一世，但是對於乘客卻很關心，願意以死保護乘客。讓乘客安全、舒適、開心、沒有壓力，就是首要任務！

亂流不可避免，會讓乘客不開心。所以我們投入許多時間，避免亂流，但有時候就是要忍受。我們不會呆呆坐著，而是會再三讓乘客安心。沒有航空公司會保證，航程能夠一路平穩。如果機師遇到第一個亂流就迴轉的話，就沒幾趟航班能夠飛成。如果要等到完全沒有亂流，航班就永遠不會出發了。

機師會預期亂流偶爾會出現。起飛之後的幾個鐘頭，就會知道有亂流很正常。氣流偶爾會不穩定。有什麼大不了的？飛機本身很穩定，碰到亂流，會回復到原本的位置。飛機也很堅固，有些商業機種也承受過其設計的五到七倍重力。

所以亂流不斷的話，機師主要的擔心，通常就是小心不要打翻咖

啡。他們並不喜歡亂流，但除了擔心乘客不舒適以外，也就沒有其他疑慮了。

但是出了駕駛艙以外，情形可能會不同。多數經驗豐富的乘客會繼續睡覺，度過亂流；但有些乘客的看法就不同了，他們覺得自己困在很大的鋁製管狀物中，時速八百多公里，離地十一多公里。一發現有亂流的跡象，他們就會開始焦慮的四處看，然後眼睛瞪大，抓緊雙手，覺得飛機要失控了！會墜機！機師一定瘋了！怎麼還不降落？真希望我從來沒看過飛機！

這種經驗對於財務顧問來說，是很好的訓練。只要把財務顧問當成機師，投資人當作乘客，把市場衰退當成亂流。

我身為財務顧問，認為偶爾市場衰退很正常，這是系統內建現象。我不喜歡，會盡量避免，會盡量降低其影響，但有時候就得接受這個事實。市場衰退並不好玩，卻是金融領域一定會發生的情形。

我們在一九八七、一九八九年的時候度過崩盤，二〇〇〇年時科技股慘跌，二〇〇八年時，又度過近乎災難的時刻。市場度過這些困難後恢復，然後又創下新高。

我們的經濟體非常強壯、穩定、堅韌，但市場一定要偶爾下滑，才能夠維持正常運作。沒有辦法可以預期接下來發生的事。一定要接受仔細考慮後的風險（市場起伏），才能夠賺得額外的報酬，達成人生目標。

**有許多投資人都不能夠接受市場波動，他們會覺得情勢失控，然後想像最糟糕的情形。他們所謂的安全作法，就是半途而廢，用現金度過風頭。當然這種「買高賣低」的行為，就會讓他們疑惑，為何無法在股市中賺錢。驚慌失措又從眾的投資人，不太可能會成功，這樣做一定會失敗。**

世界不會滅亡，這艘船不會下沉，也不會分崩離析。一定要上船，才能到達目的地。

## 5.持續維護

飛機要飛得久，就要維修。維修包括每晚快速檢查，到把飛機拆到剩下骨架，然後檢查修護。零件數以百萬計，件件都要能夠維護到完美適航，需要細心呵護，好讓飛機能夠達到預計五十年的使用壽命。零件會損壞，一定要換掉，而某些零件則需要升級，才能夠發揮改良設計與效能。

順道一提，飛機工程師都是美國聯邦航空總署（FAA）認證的專業人員。家人上機前，你會期望核准飛機適航的人要經過訓練、考核、認證，具有經驗，並能照顧你寶貴的貨物。

投資組合也需要持續維護。你想必希望避免很嚴重的事故，但避免崩盤只是其中一個問題；要確保其以最佳效率運作，才能夠大幅提升未來的保障。要做到這點，就必須：

- **再平衡，以維持原來的風險概況。**投資組合設計非常良好的話，自然而然，就會隨著時間改變，因為資產類別會分散，漲跌程度不同。賣掉升值的資產，好買入績效不佳的資產類別，感覺很不合理。但是再平衡能夠強化買低賣高的紀律，長久以來獲利價值加總也很可觀。
- **新增想要的資產類別。**每年都有上千個新的投資產品上市，多數都仿照現有產品，或者是把不好的產品用新的品牌名稱包裝。但是只有極少數產品能夠提供分散投資的寶貴好處，長期下來能夠提升績效，又能降低風險。我們偏好等到產品經過時間的測試，之後再放入投資組合中。我寧願晚點入手新的資產類別，也不要心急的下手，否則我不完全瞭解，就可能會讓客戶蒙受損失。
- **用較便宜的基金取代。**市場透過共同基金和指數股票型基金，大幅改善其提供之資產類別的價格。現在的內部支出與交易成本，

與我進入證券產業時相比，低了許多。如果沒有稅務問題，且交易成本低的話，低成本的投資組合就好過昂貴的。成本很重要，且小額增量成本降低加起來，長期績效也會有很大的差異。

- **避免配息。**指數股票型基金和共同基金，會事先公布其預估配息，而這些股息就會產生稅務成本。如果在應稅投資組合當中售出基金，而時間剛好在宣布配息前，成本就會較確認配息低，顯然就可以節省資本，繼續投資。要計算稅後成本與報酬需要一些功夫，但是稅金是投資人最大的支出，所以還是值得算算。把錢省下來投資而不是被課走，能夠產生很多的額外收入。
- **減免投資利損（tax-loss harvesting）。**投資價值有時候會下降，這時候就非常惱人。但是投資人也能夠趁機確認稅損，以抵銷投資組合中的利得；如果沒有利得的話，就能夠先保存下來，用來抵銷未來的利得。要計算長期與短期利得，也需要一點功夫，但是對於長期績效很有幫助，就像是用檸檬做成檸檬水一樣。
- **把短期利得轉換成長期利得。**一定要賣出證券時，就得看看其稅務影響。如果證券產生短期利得，稅金可能會是長期利得的兩倍。或許你應該要賣掉稅務成本較低的證券，或者是等到其稅金降低的時候再賣出。

投資時注意稅金很複雜，也很無趣，除非你有精細的軟體能夠每天追蹤投資組合。但是被課掉的稅就回不來了，沒辦法重新投資，也沒辦法花掉。**所以衡量績效時，一定要使用稅後收益。**

投資組合維護一點也不神奇，就只是基本的細心呵護，讓投資組合維持最佳狀態，達到長期最高績效。

每個證券買賣的決定都涉及許多取捨。有許多投資人無法或不願意花時間心力，把取捨納入長期策略中，如此就建議他們聘用專業人



士代勞。保護寶貴的貨物一定是第一要務，畢竟投資就是你的未來。

## 6.一路順風

機組人員不管在哪邊相遇，通常交談結束時，都會說：「一路順風。」這是人生的隱喻。如果你擬訂計畫，遵循一些基本規則，做出判斷，維持紀律，人生和投資經驗就能夠順利。

所以祝大家一路順風！

**格倫·阿諾德**

**Glen Arnold**



**職業：**專職投資人

**投資法：**價值投資（透過股票組合做投資）

**投資關鍵詞：**安全邊際、分散、注意費用、控制情緒

**著作：**《巴菲特的第一桶金：少年股神快速致富的 22 筆投資》

（*The Deals of Warren Buffett*）及後續著作

**更認識作者，可上：**

[www.glen-arnold-investments.co.uk](http://www.glen-arnold-investments.co.uk)

[newsletters.advfn.com/deepvalueshares/subscribe-1](http://newsletters.advfn.com/deepvalueshares/subscribe-1)

接受市場對於股份的價值，  
就是拋棄自我思考的責任。

# 如何避免盲目投資

## 1. 瞭解後再購買

如果不瞭解，就不要買。把股份看成公司的部分所有權，而不是博弈的籌碼，你在賭博時幾乎不瞭解規則，但投資不能這樣。要分析公司，而不是分析股份。

這種盲目的病毒通常會席捲股票投資人社群，導致許多人把資金投入到他們不瞭解的東西上。如果投資人對於標的公司一竅不通，比如說不瞭解金融科技或生物製藥，就只能賭最後結果很好，會有高額報酬。

想想看這個案例：色拉布（Snap Inc.，編按：美國社群軟體公司）於二〇一七年首次公開募股，有好長一段時間，股東都拿不到報酬。該公司年收益為四億五千萬美元，然而，損失超過五億美元。但其股票價值為營收之十八倍，市值達三百億美元，領先家樂氏。色拉布的股東是否瞭解，公司接下來十年會面對什麼樣的競爭呢？

那些染上病毒的投資人都為了某些公司而激動不已——他們期待那些公司能夠成為主要的網路或藥物供應商，但卻忽視簡單易懂並能產生利潤的公司。好吧，可能這些公司有過去可靠的業績，能夠展現過去的盈餘，但有些無聊，跟持有無獲利紀錄又很燒錢的公司不同，無法做夢，幻想公司會變成下一個微軟。

那些公司多數當然都不會成為「天之驕子」，而是變成落敗者。

一九二〇年代時，也出現這樣的大規模疫情，當時神奇的電力、無線技術、電影、電話等新科技陸續問世。下注的人不必瞭解業務模型或競爭環境，也不必瞭解公司是否具有強健的經濟專利與計價能力。他們也不需要就每股價格評斷這些因素的品質。不需要！他們只

需要知道業績會成長，利潤也會自動隨之成長，是吧？

現在你必須先分析一間公司，再買股票。有什麼價值？你需要真實資訊，而不要試著估計預期和希望的價值。相關的資訊包括以前的損益，這類資訊或許有助於預測未來的情況。資產負債表也很重要，能夠讓人知道資產是否高於市值？公司是否債台高築？這些都是量化的資訊。但質化資訊更重要，例如：公司市場定位是否能夠就成本收取較高的價值，像是博柏利（Burberry）或迪士尼（Disney）提供的東西就較為特別。經理人是否有能力，具有技能，能夠產出財富呢？他們是否誠信正直，公平對待所有的股東呢？從產業動態、競爭優勢（若有）、財務結構角度來看，公司是否穩定？量化和質化因子都需要考量，投資人會辨認不重要的因素和關鍵價值因素。

比勝利的意志還要重要的，就是準備的意志，投資人會瞭解公司，做好準備。這個任務甚為艱鉅，也因此有許多厲害的投資人表示，自己沒有資訊，也沒有智慧能夠評估許多或多數的公司。華倫·巴菲特建議我們待在自己能力所及的範圍內。他在一九九六年給股東的信裡面說：「投資人的目標應該就只是，以合理價格買進簡單易懂公司的部分權益，而該公司營利一定會在五、十、二十年後顯著提升。」

## 2. 小資金投資人能夠擊敗專家

小資金投資人如果深思熟慮又專心致志，藉著許多優勢，像是集中投資組合、承擔風險而不從眾、避開機構的限制、運用日常經驗來找到優質公司等，創造出來的績效，也能夠打敗專業基金經理人。

小資金投資人不要被專業人士嚇到，基金經理人受限於許多因素，也容易受到邏輯錯誤與角色缺憾而影響。所以做好準備的小資金投資人，只要遵循安穩的原則，還是能夠締造出較好的績效。我訓練

過許多基金經理人，他們很擅長進行量化分析，畢竟他們都是特許金融分析師（CFA）。但說到更重要的質化分析，遵循簡單穩健的投資原則（而不是投機原則），許多人都會稍微走偏。

高智商並不是必備條件。用四年級學的數學就夠在股票市場中打滾，除此之外，很厲害的基金經理人彼得·林區（Peter Lynch）表示：「我覺得真正的天才太過沉浸於理論中，永遠都會遭到真實的股票行為背叛，而股票行為其實比他們想像的還要簡單。另外就算沒有完整或完美的資訊，也要能夠做出決定。」資料太多的話，有些人可能會刻意檢視，產生不必要的想法。股票投資是一門藝術，結合對歷史、心理學、社會學、商業策略分析、經濟學、政治科學的瞭解，也包括過往資料的「真實資訊」。只靠量化，遠遠不足。

## **專業人士的詳細弱點**

### **（一）他們會把邊際吸引力極低的股票也納入**

想像一下投資人依照吸引力來排列股票。第一名就很划算，價格相對於股東未來能夠得到的報酬，算是相對低廉。第二名也很值得入手，但比第一名差了一點。然後一直排到第三十五名，就大不如前幾名了。專業投資人根深柢固的教育，就是要盡力分散，把排名三十五以後的也納入。有些投資組合甚至會包含一百檔股票，這些其實不具吸引力。

### **（二）職業人士比他們所說的更沒主見**

划算的買賣點出現的時間，是還沒什麼基金經理人在討論公司和產業的時候。一旦有一兩個人聽到了好消息的風聲，消息就會很快流傳在基金經理人的小圈圈中，整群人就會朝同個方向前進，推升熱門股票的價格，股票就不再划算了。這時，小資金投資人可以站在一旁，不看當天熱門的主題，而可以看到職業人士忽略的領域。

### **(三) 小型公司不能買**

我想自己應該沒說錯，我在施羅得教課時，經理人替客戶投資的公司，市值最低也有兩億英鎊。同理也適用於其他大型基金公司。但在英國上市的公司，其中有一半市值都低於兩億英鎊，也就是說，職業人士忽略了小公司，導致價格可能遭到低估。

### **(四) 他們的知識太淺薄**

想像一下經營一檔基金，裡面有一百支股票，三十個產業，從油業、零售到媒體業都有。要如何瞭解這些產業呢？當然無法。敏銳的小資金投資人專心研究自己略懂的單一或少數產業，相較於萬事通、樣樣鬆的職業人士，結果比較好。

另外職業人士待在辦公室，機緣就會比較少。小資金投資人每天會碰見許多機會，像是在北部的一些小鎮中，發現一些連鎖餐廳剛剛起步，卻準備好進軍世界，或者在小型醫療公司中，找到極佳的信念或人才。

### **(五) 受到行政工作和規則限制**

基金經理人花許多時間寫報告，來說明費用與行銷。他們拿到資金，通常就會投資，就算他們認為股票價值遭到高估，也會投入資金。但小資金投資人可以一直持有現金，等待觀望。職業人士配置資金的方式，如果偏移標準太多，他們的職涯可能就會不保。此外，他們也無法大幅加碼買進他們最有信心的股票。

## **3.市場是要服務你，而不是引導你**

許多人會把市場價格當成指南，來評估股票價值。市場非常兩極，訂出的價格往往與真實的公司價值差很多。要獨立自主，自己進行評價，善用市場價格，而不是被牽著走。

接受市場對於股份的價值，就是拋棄自我思考的責任。你不評估



公司的基本面，反倒接受投資人一般的看法，與賣家認為適當的價格。**價格與價值不同，支付的價格一定要低於價值。**

價格並不僅僅是對公司正在發生的事情做出反應，而是為了回應人們對於公司及其所屬的產業，或經濟可能發生的事情的共識，而做出的反應。不過，這個共識可能並不正確。

厲害的投資人很有紀律，堅決無視市場，而只會看一個重要的面向，就是看看市場是否有愚蠢的舉動。有時市場會因為一家公司或整體股票而氣氛低迷，過度反應，誇大業界普通的衰退，認為是重大創傷。市場可能會願意出售股票，但價格遠低於實際的價值。這時就要抓緊時機買進。

有時候市場也會狂喜，價格高於合理評價。許多投資人會覺得應該要進入上揚的市場，他們喜歡在價格上漲時出手，跟其他興奮的人取暖（社交認可總是讓人安心）。這時真正的投資人就會把握時機，以高於價值的價格賣出股票。

#### **4.要謹記投資和投機的差別**

**投資和投機的差別**不在購買的證券種類，也不在持有的時間長短，而是**你購買時的心態**。投資人會進行透徹的分析，瞭解標的公司，投入本金能夠放心時才出手，且目標只為了要達到令人滿意的報酬，而不是要奮力締造超額報酬。不符合上述條件的操作方式，就可算是投機。投機分子往往喜歡臆測短期價格走向。

有許多人自稱為投資人，但其實卻是投機分子，不是因為他們購買衍生性金融商品等公認的投機型產品，也不是因為他們買入證券之後，短期持有就快速賣出，而是因為他們沒做到三件投資人會做的事情：

##### **① 進行徹底的分析。**

② 買進時設定安全邊際。

③ 只求令人滿意的報酬。

我第一條投資規則就涵蓋徹底分析，所以現在來討論另外兩點。但我要先引用班傑明·葛拉漢著名的話，上面三點投資的定義，就是他定的。他說：「投機分子無可救藥。從財金的角度來說，他們只會數到三。只要看到好像有『動作』，他們什麼都會買，不管價格，只要是『特許經營』、電腦、電子、科技等相關公司，特定流行掀起時，就會下手。」（《智慧型股票投資人》）

這句話看起來多現代，但其實他在一九七三年就寫下了。

打造安全邊際是造橋工程師都會做的事情，他們設計的橋不只能夠承受風或重量等不良情況，還一定備有足夠的額外承受能力。同理，評價股票時，要知道：首先我們要先訂出一個合理內在價值的範圍，而不是單一數字。再來就是要運用安全邊際保護自己，這樣子就算分析出現錯誤或市場變動造成下跌，都還會有合理的保障。舉例來說，如果範圍介於二到三英鎊間，而價格是一點九五英鎊時，因為安全邊際不夠大，便不要買進。

安全邊際與下行風險有關。風險恰當的定義，是對於保本（保存資本）和合理的長期報酬率（不是總風險和系統風險）的威脅。威脅等級取決於影響公司基本面的問題，以及受到稅務和通貨膨脹抵銷的支出能力。

不要期待透過股市快速致富，有這樣子的期待，就會冒險，借貸或購買熱門領域，危及資本。或許你可能幸運個一兩次，但是最終一定會蒙受損失。要對股市報酬抱有合理的期待。

擇時，試著預測短期動向，升值之前買進，或是下跌之前售出，都是投機行為。觀察長期趨勢的人相信，這樣子定會徒然無功。

## 5.不要支付高昂的費用

管理投資組合時，不要因為交易費用、稅金、手續費等，讓錢從手中溜走。付錢聘請其他人管理金錢時，要確認手續費不會吃掉太多的投資收益。

造成投資人績效不彰的其中一個原因，就是過度交易。要打造很棒的投資組合，並不需要持續買進賣出。保持簡單，就能夠壓低成本。投資之前，先花一點時間進行透徹的分析，思考一下，這樣子給予證券經紀商的指示就會比較少，頻率也不會太高，能夠節省手續費，並且在安全邊際足夠時，才會投資。另外，如果你不常實現獲利，稅務系統也會有所幫助，讓複利發揮魔力，不會遭到中斷，稅務員也不會定期分一杯羹。

把資金投入基金中，更要注意花費。經理人一般會每十八個月週轉一次，把交易佣金與交易稅算入的話，每年可能就支付百分之〇·八的報酬，當作交易成本。假設我們大方點，且因為股份回購、股息再投資等而需要進行交易，「過量交易」的成本就大約為每年百分之〇·四。這樣聽起來不多嗎？

**但是我們來稍微算一下：**

如果一檔十萬英鎊的基金每年投資報酬率為百分之七，二十年後就會達到三十八萬六千九百六十八英鎊。

如果報酬率維持百分之七，扣掉百分之〇·四的正常交易，數字就會變成三十五萬九千零四十一英鎊。

如果因為過度交易，把成本推升為百分之〇·八，二十年後，這筆數字會成長到三十三萬三千零三十五英鎊。也就是說，持有這檔基金的人會少賺二萬六千零六英鎊，原因就僅僅是因為過度交易。這個還沒有算入（一）利得稅或（二）基金經理人費用，這兩點往往比過度交易更值得注意。

有些經理人會每年收取百分之一·五的費用，當作基金管理費。二十年後，把這些費用跟百分之〇·四的交易費用加總，金額就只會上升到二十七萬四百三十英鎊。這樣一來，基金利益與其標的股票相比，就會低了百分之四十一（從二十八萬六千九百六十八英鎊降到十七萬四百三十英鎊）。

情況甚至可能會更糟，有些退休人士把資產委託給財務顧問管理，財務顧問收取百分之一的費用，外加基金費用。財務顧問收取百分之一，基金經理人收取百分之一·五，加上百分之〇·四的交易費用，十萬英鎊就只能夠增加到二十二萬三千三百六十五英鎊。

## 6. 分散但不要平庸

如果只投資一兩檔股票，就很容易受到影響，所以投資要分散。但是如果超過十檔，再繼續分散的效果就沒那麼顯著，因為這樣你對投資標的的知識，就會相對比較淺薄。最好專心經營能力可及範圍內的股票，好運用分析優勢，然後再分散進入你不瞭解的領域中。

每個投資人都會犯錯，再怎麼厲害都一樣。因此投資人應該要分散投資，以免一個錯誤造成重大傷害。除此之外，菲利普·費雪（Philip Fisher）也表示：「一定要極度小心，不是要持有多數的股票，而是最佳的……在許多檔中東挑一點，西挑一點，也比不是最佳的一些還要來得好。」過度分散就代表：

- ① 沒有吸引人的地方能夠投入資金。
- ② 無法關照所有的公司，檢查基本面是否變動。

## 7. 研究股市估價錯誤

研究市場是否可被擊敗的學術文章，其中的顯著發現，一定要注意。多數研究結論均指出，要贏過市場很困難（也就是大範圍投資，

然後就放十到二十年）。但是這些是金塊，隱藏在學術專有名詞和統計迷宮中。這些發現引用許多經過嚴謹確認的證據，也就是許多厲害的投資人說了好幾十年的事情，有時候還會更進一步。

探討股票報酬的研究運用數百萬筆資料，顯示學界所謂的「異常」，也就是報酬的模式不符合計價效率的典範。我把最讓人信服的異常稱作「市場效率低落」，這些現象能夠提供機會，好讓投資人遵循規則，篩選公司。如果效率持續低落，或許有機會能夠跑贏市場。在許多案例中，資料呈現的模式會消失，所以如果投資方式維持不變，就會徒勞無功。但有時候，大規模估價錯誤的原因，就是深植人心、難以避免的決策失誤。這些心理問題很常見時，就能夠合理相信異常現象會持續。當然篩選留下來的公司，就會受到嚴苛的量化檢視，包括業務前景、管理技能、誠信良善、穩定的檢驗。

## 8. 研讀厲害投資人的理念

最佳投資人有許多可以學習的地方。我們可以從他們的錯誤中學習，因為人生沒那麼長，無法把所有的錯都犯完。也可以從他們得來不易的經驗學習，瞭解什麼有效，什麼沒效。

厲害的投資人會遵循由下而上的分析原則，獨立判斷，且很會鑽研獲利、資產負債表、現金流、業務策略、人員等。他們會學習，投注時間閱讀思考，持續精進，而不是急於進場。他們會一直想要擴大自己能力所及之處，但又不會踏出去。

在投資的範疇中，有許多替代方案，例子包括：

- **相對於過去的盈餘，股價較低。**包括最近或多年平均的歷史盈餘。
- **以符合價值的價格增長。**菲利普·費雪進行非常透徹的分析，成功預測盈餘快速增加的情形。

- **價格比各式價值指標低。**班傑明·葛拉漢就擅長此道。
- **流動資產淨額。**擅長者有：葛拉漢、巴菲特、華特·許羅斯等人。
- **利基投資。**在高潛力利基市場快速成長的中小企業，其競爭地位與財務能力強勁（例如：彼得·林區）。
- **經濟專利投資。**巴菲特和蒙格（Munger）都很擅長找到有強勁業務護城河的公司，能夠在競爭當中脫穎而出，提升定價能力，締造高報酬率。
- **全球價值法。**約翰·坦伯頓搜尋全世界，尋找划算的股票（本益比低），需要特別注意社會、政治、經濟力量。

## 9.控制自己的情緒

投資人最大的敵人可能就是自己，包括個人的感受、衝動、決策瑕疵等。在緊要關頭時，即使有穩定的投資策略，也可能會因為興奮、恐懼、不耐、貪心等其他情緒，而受到破壞。養成適合投資的性格，比智商和會計、經濟、股市知識重要得多。

嚴防：

- ① **困在細節中**，忘記流程應該愈簡單愈好，把普通的事情做到卓越。
- ② **死板的方法與僵化的思想。**查爾斯·達爾文（Charles Darwin）指出，能夠倖存的不是最強壯的，也不是最聰明的，而是最能夠適應改變的。持續挑戰與修正最佳想法。辨認不實證據，調整看法。
- ③ **過度樂觀。**樂觀可能會導致以希望為基礎投資，而不以證據為準。
- ④ **貪心與不耐。**認為自己每年都要兩位數字的報酬，就可能會做



出不明智的決定，像是借款或投資風險高的領域，過度激進，趕著投資最新的熱門主題，或是拋售以快速獲利。手中有許多資金時，要有耐心，靜待絕佳的投資機會，而不是平庸的機會。市場如果尚未實現你認定的價值，也需要耐心。

⑤ **因為股價下跌而驚慌**。市場下跌就是絕佳的機會，如果股票因為總體經濟衝擊而遭到拋售，則更是大好時機。巴菲特說過：「對盲從的人來說，恐懼是敵人，但如果重視基本面，恐懼就是朋友。」

⑥ **害怕失敗**。投資人會經歷許多失敗，但有些人無法接受這種對自我的打擊，所以就不再嘗試。

## 10. 享受旅程

享受旅程與報酬，因為旅程就是生活。如果不喜歡自己投資，就僱用其他人來代勞（值得信任，且不會表現平庸又昂貴；但若是表現出色，也值得嘉獎）。

投資可能會很花時間，有時候也會讓心情感到很疲憊，再加上關於消磨時間的方式，我們有許多和親友快樂共度時光的選擇，或是做其他有意義和讓人滿足的工作，所以或許對許多人來說，投資並不是正確的道路。

**馬丁·班福德**

**Martin Bamford**



**職業：**財務顧問

**投資法：**資產配置

**投資關鍵詞：**對風險的態度、忍受度、財務目標

**著作：**《出色投資：最佳投資人該知道、該做到、該說的事》

*(Brilliant Investing: What the Best Investors Know, Do and Say)*

你應該把風險忍受度看成  
投資決策的安全閥。

# 投資風險的三個面向

跟客戶談投資的時候，交談內容一大部分都會是風險。

風險和報酬的關係有大量的研究證明，兩者一定會相伴而生，無論再怎麼讓人動心都一樣。如果你想要有較高的報酬潛力，就必須承受資本面對的風險。

投資人都很清楚，投資價值有漲有跌。說起來，投資就是這樣，讓資金暴露在較高的風險中，賺取較高的利潤。如果投資人願意投資風險較現金高的資產，應該要賺得「風險溢酬」。

自一九五〇年起，投資人就能夠參考諾貝爾獎得主哈利·馬可維茲（Harry Markowitz）建立的模型。他的模型能夠分析各式可能出現的投資組合，有助於以最有效率的方式，挑選投資產品。

多虧有馬可維茲，我們才有「效率前緣」的概念，顯示各投資組合都有特定的風險等級與潛在報酬的上限。投資組合建立方式有效率的話，就會剛好觸碰到上限。投資組合如果沒有效率，就會落在這個界限下，表示同樣的報酬水準，其所承受的風險理應比現有風險等級更低，或者是在維持相同的風險等級下，應該能夠獲得較高的報酬。

自從馬可維茲提出其模型以來，投資風險相關的決策已有許多發展。談論投資風險時，我們應從三個不同面向來看，分別是態度、忍受度、目標。根據我的經驗，我認為以下三條規則是投資人應該要面對前述風險的方式。

## 1.找到自己能夠安然接受的風險等級（態度）

你對於投資風險的態度，決定你晚上能夠睡得多安穩。風險態度的評估方式經過大幅的演變，一開始會把投資人分成「謹慎、平衡、

積極」的類型，演變到使用以研究為基礎的心理工具，好真正瞭解態度。

心理測量在此投資旅程的這個階段很有用，因為其能夠有效辨認出模糊忍受度、獲利的欲望、投資經驗等特性。

這些因素都會影響你身為投資人，能夠安然承受的風險等級。務必要確認風險等級後，再採取其他行動。

但是不能就留在這邊駐足不前。

## **2.一定要能夠替貓貓買罐罐（忍受度）**

投資風險相關的決策，不應只取決於態度。從評估風險態度開始，我們就會開始瞭解風險的忍受度，也就是投資損失對較整體的財務狀況所造成的所有影響。如果投資組合價值下跌百分之二十，你是否還能夠替貓貓買罐罐呢？

**要瞭解風險忍受度，就一定要思考投資的時程、能夠承受多少損失、緊急情況發生時，要多快取得現金？**

準備好要長期投資的人，或是投資組合損失一大部分，生活也不會受到劇烈影響的人（或有其他資本能夠因應緊急的財務狀況），風險忍受度一般較高。

投資時程較短的人，或無法承受太多資本損失，又或者沒有其他財務資源可以使用的人，其風險忍受度一般就較低得多，可能會限制風險等級。

風險忍受度雖然不會改變你對於投資風險的態度，但可能會予以限制。你可能會發現你的風險概況很激進，但對於金錢的風險忍受度卻有限。

因此，**你應該要把風險忍受度看成投資決策的安全閥，確保你只承受自己原本就決定可接受的風險。**

### 3.把投資組合連結至目標（目標）

關於風險的第三個部分，往往遭到投資人忽視：把投資組合連結至目標。

說到底，投資的目的到底是什麼？為了投資而投資幾乎都不太好。相反的，你的投資應該要達成特定目標。

這些目標應該要詳盡，且應該要超越傳統資本成長、收入或兩者兼具的方法。

或許你甚至不需要投資，這確實有可能！我擔任財務規劃師時，感到最滿足的時刻，就是與客戶開會，分析他們的狀況，結果發現他們不需要承擔投資的風險，就能夠達成目標。換句話說，他們所掌握的財富，已經能夠達成人生目標，把錢用完的風險一輩子都很低。

**確定目標的最好方法，就是預測終生現金流。**把資產、負債、收入、現在與未來的潛在支出算入，就有機會建立穩健的模型，能夠適用於你接下來的人生。

套用在這個模型中的，是一組實際的未來假設，包括價格通膨、投資報酬、預期壽命等。這些假設需要定時檢視，隨實現的條件而調整，才能維持有效。

運用終生現金流預測時，不能保證你的人生會維持相同的方式進展，也難保不會有意外支出或資本損失。除了預測之外，把一系列的「災難情境」與其對於你目標的影響納入考量，也有幫助。標準的情境包括死亡、失能、市場、股災。

建立投資組合時，考量人生的財務目標的話，或許金錢承受的風險就較小。但在某些情況中，可能也需要承擔較大的風險，才真正有機會能夠達成相同的目標。

雖說承擔較大的風險，達成目標的機率會比較高，但還是需要做出艱難的決定。你的態度會決定適當的風險等級，你所承擔的風險等

級是否較高？是否高於風險忍受度？還是要調整一下，好讓目標較容易達成呢？

從風險態度相對簡單的問題開始，然後把損失忍受度、目標設定等因素納入考量，投資人就能夠有機會根據需求與相關的限制，做出更恰當的投資決策，而不是單憑舒適程度決定。

約翰·巴倫

John Baron



**職業：**金融作家

**投資法：**長期投資（信託基金等投資組合）

**投資關鍵詞：**避免擇時、股息再投資、分散、複利

**著作：**《金融時報投資信託指南》

*(The Financial Times Guide to Investment Trusts)*

投資人要成功，就一定要把握逆勢。  
劍走偏鋒，才能擊敗績效指標。

# 把握逆勢的優良投資決策

辨認出情緒與基本面產生分歧的時刻，就是優良投資決策的要件。這個任務並不簡單，但是可以讓投資信託基金時，報酬更加豐碩。投資信託特別之處，包括其封閉式結構、能夠進行調整，降低花費等，都有助於提高單位信託績效，提供累積財富的機會，供具資訊優勢的投資人使用。

但是投資旅程要成功，就務必先清楚瞭解財務目標與風險容忍度。

## 1. 確認目標

股票長期報酬高於債券與現金，但路徑鮮少平穩。市場修正是投資循環的一部分，因此務必要採取長期投資方法，也因此一開始建立投資組合時，一定要確保其符合投資目標、風險容忍度、時程。其他應該納入考量的因素，包括外匯曝險與收入要求等。

選擇適當的績效指標與時程，好追蹤投資組合的績效，也有助於達成財務目標。但千萬不要單靠績效指標決定投資組合，如果單單只是複製的話，就無法擊敗指標。

除此之外，採取長期投資方法的話，就要謹記，要與績效指標進行有意義的比較，就必須至少等五年。短期看來，績效指標充其量只能當作參考點，用來追蹤投資組合的進展。

明確瞭解投資目標、風險忍受度、所需時程，搭配經過驗證的投資原則，效果相得益彰。



## 2. 守株待兔優於計算時機

資金一旦投入，就要持續，只要採取的方法能夠持續符合投資目標與風險概況，就沒問題了。有許多投資人會想要擇時，而有一些確實也成功了；但是對多數長期投資的人來說，守株待兔會比較好。

證據確切顯示，投資時間愈久，得到報酬的機率就愈高。富達（Fidelity）最近的研究顯示，從一九八〇到二〇一二年間，投資全球股票十二年以上，均無損失；相較之下，五年期投資產生損失的機率則為百分之十六。

除此之外，幾年前富達也指出，從二〇〇二年十二月三十一日時起算後十年，錯過十天最佳的交易日，會造成百分之四・六的損失。如果投資人錯過二十天最好的交易日，則損失就會達到百分之三十二・一。

除了壞運氣以外，證據也進一步顯示，某些投資人傾向於市場上揚後買進，而在下跌後才賣出，然後持有現金太久，導致原本的錯誤加劇，承擔額外成本。事後檢視，要批評很容易，但要及時改正，卻很困難。

但市場通常也正是這個時候會回彈，也就是壞消息反映在價格時。過去十到十五年間（本書初版於二〇一七年發行），最佳交易日為二〇〇八年十一月二十四日，當時還受到急速加劇的信用危機影響，英國股市卻上漲百分之九・二。

巴克萊（Barclays）也指出，投資人如果想要於一九九二到二〇〇九年擇時，相較於按兵不動的人，報酬少了百分之二十。所以就忽略嘖嘖喳喳的聲音吧，證據顯示，守株待兔優於擇時。

## 3. 除非必要，不要把股息花掉

持續投資的原因還有另外一個，就是賺取全額股息，隨著時間的

推移，股息將在市場報酬中占很大的部分。傳奇投資人傑諾米·席格爾（Jeremy Siegel）在二〇〇五年的時候算出，在過去一百三十年間，百分之九十七的股票總報酬來自於再投資的股息。在一八七一年投入一千美元，到二〇〇三年就會增加至二十四萬三千三百八十六美元；如果股息都拿來再投資，金額就會高達七百九十四萬七千九百三十美元！

這邊的訊息很清楚：除非必要，不要把股息花掉。把股息拿來再投資，是長期累積財富的最好方式，如此才能夠完全賺取這些股息，所以投資一定要維持下去。

但是這個法則有一個缺點：待在市場裡愈久，市場崩盤的機率就愈大。如果經過很長的投資旅程後，快要達成財務目標時，這個情形就會讓人非常惱怒。有一個策略搭配使用，就有助於和緩其衝擊：**分散和定期再平衡**。

#### 4. 分散投資，降低投資組合的風險

分散投資的目標，就是要投資「無相關性」的資產，也就是同期間不會連動的資產類別，好降低投資組合承受的風險。

股票、債券、商業不動產、再生能源、商品、基礎建設、實質資產（如黃金、骨董車、稀少的郵票、美酒等）、現金都是程度不一的範例。很少有投資能夠逃過市場修正又毫髮無損，所以，充分分散投資，有助於降低損失。

這條重要的投資原則往往遭到忽視，在上漲的市場中，更是如此。分散的速度與程度並沒有固定的規則可循。投資人的風險概況、投資時程、收入要求、投資目標為關鍵因素。但還是有一些大原則能夠提供幫助。

投資信託網站 [johnbaronportfolios.co.uk](http://johnbaronportfolios.co.uk) 囊括的「四季」投資組合

（春夏秋冬），反映出長期的投資旅程，因此最能夠解釋如何逐漸提升分散程度。

剛開始的時候，聚焦股票很合理，因為股票一直以來報酬都較高，所以「春季」的投資組合只包含股票，而投資時程較長，往往就較能夠承受波動。但是隨時間推移，投資組合分散程度會提升。

其中一個關鍵資產類別就是債券，多數是公司債，因為投資組合對政府債較為警惕。債券往往是平衡股票的好工具，都由不同經濟力量驅動，價格往往此消彼漲。「夏季」、「秋季」、「冬季」的權重逐漸遞增，分別為百分之五到百分之十、百分之十五到百分之二十、百分之二十五至百分之三十。

商業不動產、再生能源、基礎建設、商品等其他相關性較低的資產，隨旅程展開，也會愈來愈多。該網站的〈基本原理與分散〉（Rationale and Diversification）的頁面載有更多細節。

該運用幾種資產類別？就如同整體投資一樣，盡量維持簡單，四到五種資產類別往往就足夠了。華倫·巴菲特曾說：「投資人沒有技巧或經驗時，才需要廣泛分散投資。」太過分散往往會推升成本。

除了提高分散程度以外，網站囊括投資的組合，進一步的目標，就是產出更高的收入，而且收入還要持續成長。商業不動產、投資組合、再生能源等，降低投資組合股票權重時，同時多著重殖利率較高的股票，都有助於達成這個目標。

因此「秋季」和「冬季」的投資組合，殖利率目前分別為百分之四·四與百分之五·九。這些資產類別有助於「股息」投資組合的收益率達到百分之四·九。當然要謹記，收入等級會隨時間成長，殖利率也受投資組合價值影響，所以會隨之變化。

## 5.再平衡，但頻率別太高

再平衡是投資的一大原則，但常常遭到忽視。這個概念很簡單，因為股票表現較佳，股票與債券比例為六十比四十的話，就改成七十比三十。證據顯示，再平衡會有回報，但前提是風險概況和投資目標也要維持相符。

根據富比士（Forbes），投資金額為一萬美元，以股票比債券為四十比六十的比例於一九八五年投資，每年進行再平衡的話，到了二〇一〇年，數字就會達到九萬七千美元；但如果沒有進行再平衡的話，就只會達到八萬九千美元。不過再平衡頻率同樣也不要太高。保持簡單，壓低交易成本。對於絕大多數的投資人來說，年度再平衡往往已經足夠，端視市場表現而定。

除此之外，有時候大家會忘記，經營投資組合要用心，但也要用心注意清算流程與投資時程。抵達終點前，進行漸進式與平衡的清算，是一種方法，不過也還有其他方法。絕對不能輕視穩定的情緒的重要性，尤其是當一場漫長的投資旅程快到終點時，千萬不能小覷。

除了經過驗證的投資原則以外，由經驗衍生而來的洞見，也往往有助於管理投資組合。

## 6. 準備好把握逆勢

約翰·坦伯頓爵士說過：「要有較佳的投資績效，作法就一定要跟大家不同。」之前也稍稍提過，投資人要成功，就一定要準備好把握逆勢。劍走偏鋒，才能擊敗績效指標，而且要記住，其中有些時間績效可能會不彰。

但是也要記得，持續遵行支配性的策略，成果會很豐碩。瞭解投資組合可能包含各式投資與偏好，但 [www.johnbaronportfolios.co.uk](http://www.johnbaronportfolios.co.uk) 所經營的投資組合，其整體目標是解決困難，找尋能夠提高價值又能夠

創造財富的公司，然後持有其股份。

這樣以公司為主的方法，長期以來，已經超過市場整體進展。持續遵行這個方法，投資人就更能夠把波動看成機會，予以善用。

## 7.把握優勢

有些人說，小資金投資人很難跟職業基金經理人競爭，也就是難以跟退休金基金、銀行、投資公司、財富經理人競爭。但是**小資金投資人有許多優勢，最重要的就是時間。**

有許多職業基金經理人都會受限於每三個月的受託人或精算會議，而傾向跟隨績效指標。但小資金投資人就沒有這個限制，能夠把時間軸放長，因此更能夠有機會發現估價錯誤的情形，並予以善用。

要善用這個天生的優勢，就需要耐心這個美德。不受歡迎的資產，經過一段時間，可能就會反轉，還不只能夠彌補之前的損失。華倫·巴菲特說過：「股市就是一種工具，把錢從沒耐心的人手中，轉移給有耐心的人。」

## 8.保持單純

投資人也一定要記住，投資一定要保持單純，才能成功。複雜往往會帶來額外成本，風險無法釐清，拖垮績效。提高投資組合的分散程度時，不要使用太多的資產類別，愈簡單愈好。但或許更重要的是，投資人應該要避開過於複雜的投資，如果很難懂，就更不要碰。

所以該網站的投資組合就避開了避險基金、絕對報酬基金、結構型產品、多元經理人基金、其他投資工具，也避開了高成本或低透明度的方法。許多工具往往不會符合期待。

投資工具與方法維持簡單，就能壓低成本。挑選複雜或昂貴的產品，每年就很可能要再繳交百分之一、五的費用，聽起來不多，但對

於報酬總數會有重大影響。每個月投資一百英鎊，每年報酬率為百分之五的話，四十年後金額就會達到十五萬英鎊。但如果每年需要扣掉百分之一·五的成本，最後的投資組合價格就會跌落，只剩十萬五千英鎊，差異很大。

## 9. 「專家」預測不要盡信

至少要質疑市場預測。知名經濟學家約翰·加爾布雷斯（J. K. Galbraith）說過：「名嘴不是因為自己瞭解詳情而預測，而是要因應他人的要求。」成功的投資人往往會抱持懷疑態度，畢竟要掌握逆勢的條件之一，就是質疑市場共識。

投資人這樣做，就是詢問有哪些事情可能會出錯，他們的預設立場並不是要持股。反觀基金經理人就更加專注於短期的相對績效，就怕落後同儕。在這種情況下要不持股，顯得更不可能，所以懷疑的態度就退居二位。

## 10. 善用愛因斯坦說的第八大奇蹟

不要忽視複利的魔力，據說愛因斯坦稱之為「世界第八大奇蹟」。複利是定期把利息或股息拿來再投資，添加到原本投入的資金中，長期創造更高的報酬（資本加上收入）。有了時間和恰當的報酬率，這個概念就能夠發揮效果。

每個月投資一百英鎊，持續二十年，每年投資報酬率為百分之三（不提領股息或利息），投資組合最後則可以產生三萬兩千九百一十二英鎊。如果報酬率成長到百分之七·五（美國股票長期的平均報酬率），最後的金額則會達到十三萬五千五百八十七英鎊。因此這邊能看出的結論也很清楚：早點開始，並且盡可能讓自己不要中斷這個複利的魔法。

正視投資原則與洞見的重要性後，在股市尋找利得時，投資組合就能夠因為使用投資信託基金而受益。

## 11. 善用投資信託基金的潛力

投資信託基金理論上很適合幫助小資金投資人，雖然知名度較低，但是跟較知名的單位信託基金（unit trusts）和開放型投資公司（OEIC）等相似的工具相比，績效向來較佳，平均都擊敗多數全球投資績效指標，無論從區域或國家來看，都是如此，這點與單位信託基金和開放型投資公司不同，而其中一個原因，就是費用較低廉。

另外一個原因則為其結構。投資信託基金的型態為「封閉式」，擁有固定數量的股份，就跟馬莎百貨（M&S）和英國石油（BP）等其他公開公司相同。但是投資信託基金的專長並非管理成衣或油業等，而多著墨於管理金融資產，且往往是其他公開公司的金融資產。就跟其他公開公司相同，股價並不一定會反映資產的價值，而且通常還較低。

折價的變動，往往會因為市場對於投資和（或）其下投資組合的情緒而受到影響，因此投資人可以加以善用。市場提供的機會與風險，確實經常因為折價波動而過分誇大，創造機會給投資人。

第一次接觸投資信託基金的話，理想的購買時機，通常是在某個由長期績效不錯基金經理所操作的信託基金，折價幅度高於平均水準的時候。這種現象的原因可能是市場擺盪，或者是因為部門和（或）經理人不再受到歡迎。忽略短期的嘈雜，放眼長期通常比較明智。如果市場情緒改善，投資人就會因為標的資產價格上升、折價幅度逐漸縮小而受益。

理想的賣出時間，就是折價幅度大幅低於平均，且出現經理人或

標的市場展望變動等需要警戒的因素。要是投資組合中的資產價格下降，投資人可能會承受更大的折價幅度。更不用說，這類交易有許多細微卻重要的地方。

投資封閉式結構信託基金的另外一個特點，就跟封閉式公司一樣，能夠借錢，好購買更多資產。從過往的經驗看來，這樣對股價有好處，因為市場通常會往上走，而這樣子的槓桿也能夠因為良好的基金管理方式，而提升報酬。但槓桿也可能導致股價波動，也因此要關注折價、折價幅度、成本、債券存續期間，把投資信託基金當作長期的努力。

其他因素也要納入考量，才能夠評斷一檔投資信託基金的價值，其中包括經理人的聲譽、投資公司、操作策略、部門或區域的展望、該檔信託基金與同類型基金的相對價值，投資組合與其投資範圍的相對價值、管理等級、績效費用等，還要考量投資組合收入是否包含基金的股息，還有保留盈餘的規模（如果投資目標是賺取收入的話，這點就特別重要）。

這些因素若變動，或多或少都會影響情緒波動。善用這些波動，可以短期獲利。但是要記得，這樣子的方法最好在開始長期持股時使用。挑選歷史表現佳的信託基金，然後持續下去，與嘗試掌握短期價格變動相比，長期表現通常較佳。

## 網站投資組合

文字和理論要進行測試，就要實際施行。johnbaronportfolios.co.uk 報導七檔實質投資信託投資組合的進展，包括當日交易詳情、新的投資組合權重與和收益。網站更新後，會員一定會收到電子郵件通知。這些投資組合運用各式策略與收入狀況，又遵守前面討論的投資原則與洞見。



這四個投資組合反映投資旅程的不同時期，因此以四季命名。「春季」的目標是要提升資本，其中全部都是股票。隨時間進展，債券與「其他」相關性較低的元素都會增加，以提升收入與分散程度，好保護之前的利得。「冬季」投資組合的收益率，在我撰寫本文時，為百分之五·九。

其餘三個投資組合則追求各自的目標。終生個人儲蓄帳戶（LISA）投資組合，有助於較小的投資組合運用政府的終生個人儲蓄帳戶（Lifetime ISA），因此可以看成「四季」投資組合的前驅組合。「主題」（Thematic）投資組合則只聚焦特別情況。「股息」（Dividend）投資組合追高持續成長的高收入，收益率達到百分之四·九。

雖說切勿自滿，但是這些投資組合都擊敗各自的績效指標，網站的〈績效〉（Performance）頁面載有更多詳細資訊。〈基本原理與分散〉的頁面詳列投資組合的統計摘要與其他投資組合頁面的概覽，而〈訂閱〉（Subscription）頁面則詳列七天試用期的詳細資訊，提供免費造訪網站獨家頁面的機會。

**安迪·貝爾**

**Andy Bell**



**職業：**財務顧問

**投資法：**資產配置（先從基金開始投資，而非股票）

**投資關鍵詞：**財務目標、風險承受能力、留意費用

**著作：**《自主投資人》（*The DIY Investor*）

挑選基金比你想的還簡單。

## 如何挑選一檔讓你安心退休的基金

英國有成千上萬的人都面臨相同的困境，也就是如何投資辛辛苦苦賺來的錢，締造出足夠的報酬，達成財務目標。

剛剛習慣存錢的人，還有已經累積可觀財富的人，都會面臨這樣的問題。

不消多說，儲蓄對於未來的日子很重要。媒體中有許多文章，都在討論退休後錢不夠的危險。相較之下，我的任務就是要確保大家能夠走過最簡易的旅程，找到適合的產品投資，達成個人目標。

要找到適合的投資產品，需要遵循一個流程，不會太複雜。有許多人只需要一點協助，走過這段旅程。他們很快就會發現，投資其實相當直截了當。

網際網路開創了自主投資的年代，衍生出投資原因、方式、目標等許多資訊。

呼救的聲音不只來自於剛剛開始儲蓄的人。讓人驚訝的是，有許多人已經有一些資產，還是不知道要把錢放在哪裡，才能夠締造高於通貨膨脹的報酬。

退休金自由這個概念在近幾年問世，大幅改變現況。有許多人退休前不會被迫購買年金，因此開始有興趣投資。

如果把規模縮小，有些人可能有大量的現金，能夠從確定給付制退休金計畫轉移出來，就算是他們也需要協助，找到最適合放置資金的地方。

對多數人來說，能夠掌握退休金等儲蓄，能夠讓人安心，但也讓人心煩。情形不必如此。

## 投資基金

沒有投資經驗或缺少信心的話，就應該要從基金投資開始，而不是一開始就投資股票。這是我的看法。

好處是能夠投資許多資產，也就是說投資組合中有許多資產，能夠緩衝單一資產承受的問題。舉例來說，如果你持有個股，其中一支因為壞消息而大跌，你就會確確實實感到心痛。

市面上有許多類型的基金，不是被動追蹤一個指數，不然就是由資產管理公司裡的個人或團隊主動管理。

在這個章節中，我會把重心放在主動管理基金上，主要是單位信託基金和開放型投資公司。我等一下會討論的原則，有許多也同樣適用於投資信託基金。

主動管理就代表，有其他人每天替你做投資決定，這個人就是基金經理人。你的工作就是要找到投資基金，其策略符合你的投資目標、時程、風險容忍度。這個任務並不簡單。市面上有成千上萬檔基金，基金經理人也良莠不齊。我等一下馬上解釋如何篩選。

基金經理人之間很競爭，每個人都想要締造最佳績效。基金操作愈成功，經理人就能賺愈多錢，也代表他們的利益與你非常相符。

如果覺得自己沒有時間、精力、興趣交易個別公司的股票，透過基金投資就能有效投資全球各個市場，包括股票、債券、商業不動產和其他多種資產類別。

就算是最精打細算的自主投資人，在投資某些部門或地理區域時，也經常將基金納入投資組合中，這樣子做，比持有個別公司的股票還要簡單。例如，想要投資快速成長的新興市場的話，那麼投資基金就是一種很好的方法。

我現在會帶大家走過五個重要的步驟，根據需求挑選最佳基金。

## 1. 問一下自己：你想要達成什麼目標？

「挑選基金比你想的還簡單。」挑選基金需要有系統的方法，還有一點時間，進行深入的調查，但前提是要先列出符合自己需求的清單。

**首先務必寫下自己的投資目標、達成目標的時程**，也就是想要投資的原因、需要用錢的時候，能夠賺到多少錢。

舉例來說，你現在四十歲，想要打造投資組合，好讓孩子十年後能夠讀大學；又或者你現在五十歲，想要在十五年後有足夠的個人儲蓄，好用來補足退休金。

**然後你需要確認風險容忍度**。舉例來說，如果你五年後要贖回用來支付特定開銷，購買生技公司或礦業公司等高風險資產，就不太適合。這些類型的公司能夠創造高報酬，但如果藥物開發測試失敗或商品價格疲軟，就會蒙受鉅額損失。

相較之下，如果你的年報酬想要達到百分之十二，才能達到投資目標，購買低風險的基金可能也不適合。你必須取得平衡，承擔風險賺取心目中的報酬，但不要太過大膽，以免損失一大部分的資金。

重要的是，如果要承受額外風險，才能達成財務目標，就可能需要重新思考投資時程。投資時程拉長一點比較好，而不要火力全開，投資高風險資產，然後希望不要出現意外。

### **收入、成長還是兩者都要？**

投資人分成不同的類型，有些想要運用投資，創造定期收入，特別是退休人士；有些現在則不需要收入，就只是想要長期提升投入資金的價值。也有人兩個都想要一點。

要知道哪檔基金提供收入、成長或兩者兼具，還算容易，不是寫在產品名稱中，不然就是清楚寫在網站上。有許多投資平臺也有基金篩選系統，幫助你縮小基金範圍。

## 2.不要故步自封，只買過去表現優良的基金

這時大家可能會想要挑選過去表現最好的基金。有許多人以為基金過去表現得好，未來就會繼續成長。他們可能也會忽視表現尚未到達出色程度的基金，以為這些基金較差。

不要犯這個錯。要綜觀全局，也就是擴大市場範圍，瞭解其表現，也要知道一檔基金投資策略風格，如果不再受到歡迎，或受到歡迎，是否會連帶影響其績效的表現。

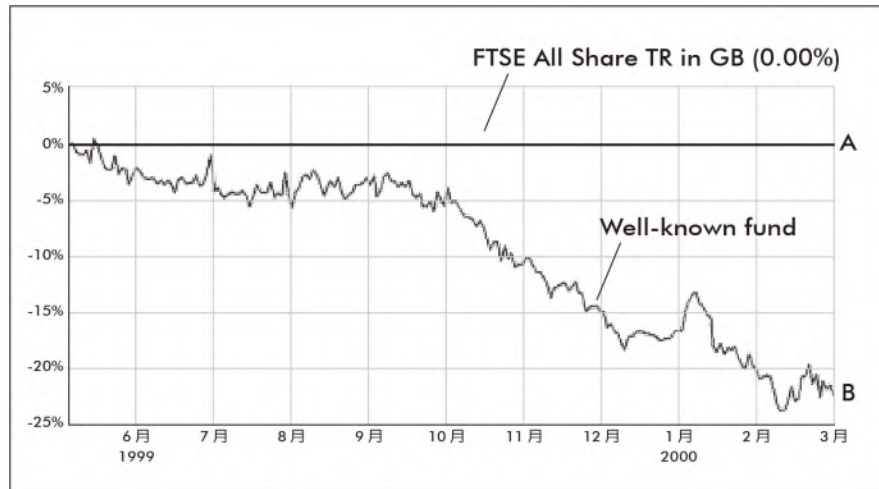
我會查看過去五年的個別年度績效資料，十年期的更好。這樣子就能夠看到基金報酬是否穩定，或只是十年中有一兩年表現較佳，卻能打造出具吸引力的頭條資料（又稱為累積資料）。

舉例來說，如果有一檔基金在過去十年成長了百分之八十，然而這檔基金可能有八年的績效為負或是持平，但是有兩年很亮眼（可能是因為整體市場飆漲），所以十年期的整體績效才這麼漂亮。

一定要瞭解，經理人如果表現不佳，並不一定是做得不好，有可能是投資風格不再受歡迎。

他們可能是價值投資人，只會以極低廉的價格購買股票，相信其市場估價錯誤。市場追求成長型股票時，他們會很不好過，就算是運用高評價者，也還是一樣。

投資風格再次受到青睞時，基金績效就有可能較佳。



以上的圖表顯示，一檔知名基金績效大幅落後股市，落後幅度不到一年就超過百分之二十二。篩選時，如果看到這檔基金，你會不會買入呢？有許多人大概會說不，但這是錯誤的決定，原因詳述於下一張圖表：



這檔基金是景順高收益基金（Invesco Perpetual High Income），接下來十年的報酬優於市場，幅度達百分之一百四十三。

基金經理人在這個時期是尼爾·伍德福德（Neil Woodford），他

經營許多知名基金，包括伍德福德股票收入基金（Woodford Equity Income Fund）。

### 3.瞭解各檔基金投資流程

這時候就要做一些無聊卻實際的工作，務必要瞭解基金經理人如何使用你的資金，瞭解投資流程，也就是他們的目標與達成的方法。

我會避開無法好好解釋流程的基金。你要全然相信和信任基金經理人，所以如果不知道他們要怎麼使用資金，為什麼要把錢交給他們？

流程的範例包括：

- 投資有大幅成長潛力、有機會擾亂傳統市場的年輕公司。
- 找到能夠創造高投資報酬的公司。
- 打造投資組合，其內的公司符合人口老化等投資主題。

我很敬重有紀律又有明確投資計畫的基金經理人。

舉例來說，獅子信託（Liontrust）是資產管理公司，就將詳盡的投資流程公布在其網站上，並引以為豪。該公司表示，如此能夠協助投資人知道其團隊管理資金的方式，也能夠瞭解其流程「可預測且可重複」。

先瞭解基金的流程後再投資會有幫助。優良的基金經理人很難找，你也應該認為他們能夠創造優良績效才投資，否則就該運用指數股票型基金等被動解決方案。

### 4.知道哪些基本資料很重要

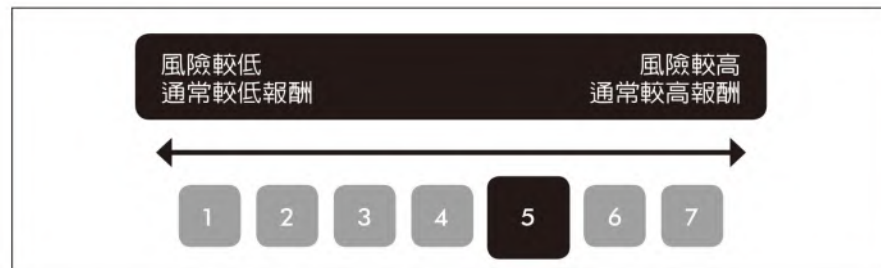
由於法規要求，關鍵投資者資料文件（KIID，又稱 key investor information document）因應而生，希望能夠以一致的格式，提供投資



人透明簡潔的基金概覽。

關鍵投資者資料文件旨在釐清事實，有助於你更加瞭解基金是否能夠達成你的投資目標。

文件詳載基金目標與操作方式，但相較於某些資產管理公司在網站上討論的流程，你可能會覺得這些資訊很基本。



關鍵投資者資料文件會顯示基金年度收費，將風險概況從一（風險最低）到七（風險最高）分級，也會顯示過去的績效資料。

關鍵投資者資料文件確實看起來很無聊，字很多，視覺效果不好。但是我鼓勵各位詳讀所有資訊，這些資訊確實能夠提供寶貴的洞見，讓你瞭解基金運作方式，還有需要付出的成本。

你找到的基本資料可能會是很長的文件，由基金經理人編撰，其中包括基金績效和其所持有比例最高之資產等資訊，或者可能會是一個連結，連到基金績效、歷史、圖表的各式資料點，晨星（Morningstar）提供的就是這種形式。

你可能也會看到夏普值（Sharpe ratio），這個數值能夠快速讓你知知道，報酬是否與所承受的風險相符。

如果基金承受很高的風險，你也得到很不錯的報酬，夏普值應該就會較高；要是基金承受很高的風險，但你的報酬不佳，夏普值就會低得多。

原則上，基金的夏普值高於一．〇，一般認為就不錯了，如果超過二．〇，那就是絕佳。

## 5. 看看「我的最愛」基金清單

研究基金沒有你想像的那麼困難，但是有許多人就是想要拿到一張清單，上面已經有挑選過的優良基金，他們我也很欣賞。

好在有許多地方會伸出援手。首先看看範圍較大的「熱賣清單」，有許多金融服務提供商都提供這類的清單。

舉例來說，艾傑貝爾（AJ Bell）的「你投資」（Youinvest）就列有「最愛基金」（favourite funds）清單，其中包括五十檔主動管理基金，檔檔成本低，並且金錢價值高、過去表現佳、具有優質的基金管理團隊。

要投入許多心力，才能夠建立這類型的清單。金融服務公司的規模較大，篩選偏好基金的標準有許多，包括數學分析、基金經理人面談、投資專家團隊票選等。

你可能也想要看看晨星和理柏（Lipper）給予基金的評分。最後，閱讀 Shares（[sharesmagazine.co.uk](http://sharesmagazine.co.uk)）和 Money Observer ([moneyobserver.com](http://moneyobserver.com)) 等報章和專業雜誌與網站的個人金融專欄。

# 阿利斯塔爾·布萊爾

Alistair Blair



**職業：**金融作家

**投資法：**長期投資（用股票打造投資組合）

**投資關鍵詞：**分散比重、避免擇時、不買下跌的股票、留意公司管理團隊

我年輕的時候試著擇時，  
但發現自己不太在行。

# 給沒時間小資族的十一個快速祕訣

我經營的基金，就只有自己的自我投資個人退休基金計畫，十年前設立，結果滿令人滿意的。我目前在自己的公司中擔任全職，希望每個月只花幾個小時在自我投資個人退休基金計畫上。

## 1. 持有時間愈久，就愈瞭解

我投資時程長，買的股票都會想要持有幾年，如此就能夠減少必要的投資組合觀察時間，對於時間不多的投資人來說，是一大優點。持有時間愈久，就愈瞭解。這樣的態度，也會讓人很挑剔。

## 2. 脫手要果斷

儘管如此，也要果斷脫手。股票如果一年升值成三倍，可能就會讓人後悔。錯誤比較難以辨認，但有時我初步分析錯誤，幾個月後發現判斷徹底錯誤，股票貶值。面對這種情形，我也想要實際一點。

## 3. 投資組合中有十五到二十五檔股票就夠了

我持有十五到二十五檔股票。如果已經達到上限，但又發現吸引人的股票，就會賣掉一檔，好買入新的股票。我的目標是，年度結果發布後，檢視持有的股票。二十五檔股票（或每個月檢視兩次），就完全占據我有空的時間了。如果降到最少的十五檔，那麼就很容易受到衝擊。

## 4. 別讓一支股票的比重超過投資組合的百分之十五

即使在選擇股票時做得成功，但單一股票比重若超過投資組合的百分之十五，可能也會造成衝擊，應該要下修到百分之十五。

## **5.不要擇時，持有好公司，維持幾十年**

我一直都維持投入市場。我年輕的時候試著擇時，卻發現自己不太在行。我的投資時程還要幾十年才會到期，我也很樂觀，認為管理妥當的公司，如果販賣優良產品或服務，長期下來就會成長茁壯。

## **6.不要恐慌，重新評估**

當股價因為普通的商業失望情緒而突然下跌，不要就此驚慌脫手。重新評估，比照原本的投資計畫，而投資計畫均以長期為基礎。如果長期展望依舊不變，恢復正常後，就有機會能繼續加碼該部位。要記得，持有時間愈久，你就愈瞭解手中的部位，優缺點都無所遁形。

## **7. 別買下跌的股票**

絕對不要買下跌的股票，否則就像是去接刀一樣。但是（搭配第六點），股票走勢如果不錯，好幾個月都觸底，至少最近幾週持續上揚，就要好好檢視。

## **8.向首次公開募股說不**

首次公開募股時，千萬不要出手。可取得的資訊非常有可能經過賣方調整。

## **9.小心留意不好的資產負債表**

資產負債不佳的公司，就不要持有。否則就不是投資，而是投機。

## **10.管理團隊很重要**

分別評估公司的管理團隊與商業主張，查看其歷史與共事時間。一般而言，避開新的高階管理團隊。就算是團隊成立已久，如果你無法確信他們是否認真看待外部股東的利益，就不要單單因為商業表現亮眼而趨之若鶩。

## **11.不要急著出手**

看到新的股票，心動了嗎？第一次仔細審視後，還是覺得很棒嗎？是不是很有活力？忍住，不要立刻出手。如果要持有好幾年，就不需要急著出手。下週再看一次。

祝你好運。

**麥可・馮比耶瑪**

**Michael van Biema**



**職業：**商學院教授、基金經理人

**投資法：**價值投資

**投資關鍵詞：**支付價格、安全邊際、集中投資、避免擇時

**著作：**《21世紀價值投資：從葛拉漢到巴菲特的價值投資策略》  
(*Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond*) 、  
《集中式投資》 (*Concentrated Investing*)

一般而言，時間是投資人的敵人，  
但能夠化敵為友。

# 集中式投資的簡單六步驟

## 1.最重要是支付的價格，還有得到的價值

現代投資的基本前提，就是風險決定報酬，風險愈高，預期報酬就愈高。聽起來很合理：如果我要打賭，贏的機率愈低（風險愈高），報酬就應該愈高（得到的獎金應該愈豐厚）。

但是自從這樣的想法被引入投資領域後，大家就認為投資波動性愈大（結果的變動範圍），預期報酬（獎金）就應該愈高。

這麼說也算是合理，但有些例外。

**第一點最重要，就是時間。**一下了賭注，就只能用於單一事件，而該事件就由賭局決定（硬幣翻了，骰子丟了，輪子轉了）。反觀投資，賭注也只能用於單一事件，但是遊戲結束的時間由投資人決定賣出，才會結束。

**此外**，你的「籌碼」也就是投資實際價值，可能比你購買時以為的還要低，又或許可能更高。問題是，你通常不會知道價值，要等到遊戲結束才知道。

所以把投資波動性看成風險，或許能夠幫助短期投資人或者必須脫手的投資人。但如果投資時程較長，資本足夠，不必被迫賣出，這種情況下把波動性看成風險，就不恰當。對長期投資人而言，風險要定義成永久喪失投入資本的機率，這樣比較正確。所以多數長期投資人的投資方法，會重視安全邊際的概念。

**投資的安全邊際可以視為，如果狀況不對，投資人能夠取回的合理估計金額。**我最愛舉一個例子，只做黃金手鐲的珠寶公司，一股為十美元。如果有人把公司的儲備黃金都拿走，融化之後，再以純金的價格售出。假設黃金價值為一股九美元，那麼該公司的安全邊際就是



百分之九十。所以購買這家公司股份的風險，就不取決於股價的波動性，而是每股買入價格與公司庫存每股價值的差異。其實如果該公司的股票波動增大，現在要購股，價格為每股八美元，投資風險就不會提升，反而會大大降低。

換句話說，投資最重要的，就是支付的價格。

## 2.跟時間化敵為友

一般來說，時間是投資人的敵人。想法實現花的時間愈久，報酬就愈低。所以有許多投資人就會限制自己，只能選擇具有有效的催化劑的投資標的，至少這樣的投資，在理論上能夠設定投資時程。但你也能夠跟時間化敵為友，找到報酬值得等待的投資。

就算沒有一定會發生的事件能夠實現價值，某些投資也能夠創造讓人動心的現金報酬。通常現金流會以股息呈現，但在某些情況中，可能也會出現其他形式，像是回購和清算等。化敵為友的另外一個要素，就是把心力放在資產負債表乾淨的公司上。若公司的槓桿高，你就有可能會被迫處於艱難的環境中，而這正是長期投資人想要避免的情形。

## 3.如果不要只是和指數相當的報酬，你需要集中式的投資組合

投資組合管理也是風險的一個面向，一定要管理。管理投資組合風險的方式有兩種，分別是分散和集中。透過分散管理投資組合風險，很簡單也有效，但只有一個缺點，就是報酬很可能會與指數差不多。十五檔在投資組合中的股票，優於市場的機率是一比四，而如果投資組合中有兩百五十檔股票，機率就會降到一比五十。集中式投資組合較難成功管理，波動性也顯著較高。但對長期投資人而言，可能不會想要創造僅是與指數相似的報酬。

#### 4.有許多不錯的投資想法，但很棒的卻不多

我這麼引用馬克·吐溫不是很恰當，他說：「我寫長篇大論，是因為我沒時間寫短的文章。」投資最重要的，就是非常高的自我紀律。以投資組合管理角度來看，就代表簡單往往就是美。我與人一同撰寫了一本書，討論集中式投資組合<sup>\*</sup>，其中最重要的訊息，大概是多數經理人打造投資組合時，不夠精挑細選；另外，集中程度愈高，表現往往愈佳。

一般來說，大家會投入大量時間與心力，分析一間公司。投入時間和心力後，難免會想要把以分析過的公司納入投資組合中，實現報酬。但更難的是要拋下投入的心力，繼續往前走。往前走的意願和紀律，似乎會顯著影響基金經理人的長期報酬。

#### 5.擇時不是非常困難，就是不可能

正確擇時本來就非常困難，甚至不可能。所以投資成功的要件取決於時機的話，就要小心。

有許多投資人好像都會對時機做出不言明的假設，這樣做可能會非常危險。

#### 6.針對每張股票問自己三個問題

最後，就投資組合中每個部位，問自己以下三個問題：<sup>\*</sup>

- ① 為什麼認為這個部位有價值？
- ② 為什麼其他人都不瞭解其價值？
- ③ 要如何實現其價值？

如果無法好好回答這些問題，就可能會危害到投資組合的體質。

- 
- \* 集中式投資：全球最佳集中式價值投資人的策略（約翰威立出版，二〇一六年）。
  - \* 感謝阿倫·卡恩（Alan Kahn）大力幫忙，他想出這三個問題，可以用來跟經理人面談。

**約翰·柏格**

**John C. Bogle**



**職業：**基金經理人（領航投資創辦人）

**投資法：**指數化投資

**投資關鍵詞：**分散投資、長期投資、注意費用

在投資管理的領域中，  
狐狸來來去去，但刺蝟永存。

# 讓時間成為你的投資夥伴

## 1. 風險避都避不開

一旦決定要投入資金，打造長期的財富，就必須要決定要承受哪種風險，而不是要決定是否要承受風險。「隨心所欲，資本就會有危險」，就跟「謹慎人規則」（Prudent Man Rule）說的一樣。

沒錯，儲蓄帳戶裡面的資金很安全，但這些安全的錢很容易就會被通貨膨脹大幅侵蝕。只要承受這種風險，幾乎就可以確定無法達成資本累積目標（財務目標）。

短期來說，股票市場中的金錢風險確實很高，但如果妥當分散的話，應該能夠創造不錯的成長，且能夠維持長期一致。

## 2. 買對就不要放手

**你要做的最關鍵決定，就是妥善配置投資組合中的資產**，包括提高收入的股票，保存資本的債券，還有目前的收入。一旦取得平衡，就緊緊抓住，不論貪心的股市飆得多高，或是驚慌的股市跌得多低，都不要放手。改變配置時，就是投資狀況改變時。**一開始股票與債券比例可以一比一**，然後如果遇到以下情形，再提升股票持有率：

- ① 你還有許多年可以累積財富。
  - ② 承受風險的資金適中（亦即，第一筆投入企業儲蓄計畫的投資）。
  - ③ 不太需要立即的收入。
  - ④ 有勇氣撐過景氣循環而不驚慌失措。
- 如果這些因素反轉，就降低股票配置。**

### 3. 時間是朋友，衝動是敵人

把眼光放遠，不要讓暫時的股價變動，改變投資計畫。股市每日波動，意見紛雜，常常都是「白癡說故事，義憤填膺，卻毫無意義」。

股票價值可能維持高估或低估數年。要瞭解，投資的一大罪過，就是被市場誘惑，在股市上漲時買入，下跌時賣出。衝動就是你的敵人。為什麼呢？因為市場時機無法計算。就算你賣出股票後，正好開始下跌（很少見！）到底要如何知道什麼時候再次入場？做出一個正確的決定已經很難了，要做出兩個正確的決定幾乎不可能。

時間是你的朋友。要是接下來二十五年間，股票報酬率為百分之七·五，而儲蓄帳戶卻只有百分之一。一萬美元會增加五萬一千美元，而儲蓄就只會增加三千美元。（算入百分之二·五的通膨後，就會分別是兩萬四千美元和損失三千美元）。盡量多給自己一點時間。

### 4. 實際的期望，貝果和甜甜圈

這兩種不同的烘焙產品，代表截然不同的股市報酬元素。要把股息和盈餘成長等投資報酬看成股市中的貝果，一點也不牽強，股票投資的報酬反映反映出其特性：營養、厚皮、結實。

同理，投機的報酬來自於價格變動，而投資人也願意支付價格，獲取每一分的盈餘。這種報酬就是市場中柔軟蓬鬆的甜甜圈，反映出大眾對於股票評價的看法，其中包括又甜又軟的樂觀，也有酸澀不堪的悲觀。

像是貝果一樣結實的投資經濟學都很有效，幾乎沒有例外；但像是甜甜圈般柔弱的投資人情緒一點都不穩定，有時候有效，有時候會適得其反。

長期來看，最重要的還是最高指導準則。自二十世紀初開始，每

年報酬率都是百分之九，幾乎相當於股市的百分之九·五。在一九七〇年和二〇〇〇年代時，投資人看壞經濟前景，本益比直直落，每年投機報酬率都為負值，平均為百分之負五·三，吃掉百分之七·六的扎實年度投資報酬率，市場報酬率就只剩百分之二·三。反觀在一九八〇和一九九〇年代時，展望變佳，本益比飆漲，每年投機報酬率達甜美的百分之七·四，而投資報酬率為百分之十·一。結果：股票總報酬率創下新高，平均為每年百分之十七·五，連續了二十年。

學到的事：享受貝果的健康營養，不要仰賴甜甜圈的甜味來增添風味。

結論：對於接下來十年實際的期望顯示，報酬會低於市場長期平均。

## 5.為什麼要大海撈針？整座海買下來就對了！

賽凡提斯（Cervantes，《唐吉軻德》的作者）提出警告，說：「不要大海撈針。」這句話已經流傳已久，但是多數共同基金投資人都尚未接受。有太多人花上許多時間，研讀基金紀錄，從報章、電視訪談、朋友、誇大的基金廣告、本意良好的基金評等公司取得資訊。我們投入這些時間和心力，就是想要買到對的股票，打賭自己能夠挑對投資風格，挑選經理人，而且都會事先選好。

**這樣子做就會大幅依賴過去的表現，而忽略一個事實：過去有效的，未來很少會有效，昨日發生的事情，鮮少重現。投資股票有四種風險：股票風險、風格風險、經理人風險、市場風險。前三種可以很輕易的消除，只要買下整個股市，擁有整座海，然後不要放手。**

是的，股市風險確實還是存在，而且還很大。謝謝。所以為什麼會把這一項放在最後面？如果不確定自己是否正確（沒人能確定？）的話，就分散。

擁有整個股市是最分散的情形。找不到針的話，就買下整片海吧。

## 6.壓低荷官的份

股市跟賭場還滿相似的。沒錯，股市是正和遊戲，而賭博則是零和遊戲，但扣掉玩遊戲付出的花費，就不是這樣了。扣掉金融中介商（手續費、管理費、稅務金等等）收取的昂貴費用後，就不可能擊敗股市。荷官的大耙子落下後，要贏過賭場，也不可能。所有的投資人沒扣掉費用前，能夠賺取市場報酬；扣掉費用後，就輸給市場，輸掉的正是這些費用。

所以賺取市場報酬最佳機會，就是盡量壓低荷官拿的份。當你閱讀有關股市報酬的資訊時，要瞭解到金融市場是非賣品，除非出了很高的價錢。這個差別非常重要。如果不算成本，市場報酬率為百分之七·五，中介費約為百分之二，投資人則可以賺取百分之五·五。以複利計算，五十年後，百分之五·五就可以把一萬美元，推升至十四萬五千美元。但如果數字是百分之七·五，最後的價值就會躍升至三十七萬兩千美元，增加了二·五倍。僅僅扣掉荷官拿的份，就可以達到這個效果。

## 7.小心留意上次的戰爭

不管是小資還是機構投資人，有太多投資人做投資決策時，都以最近學到的事情為基礎，或甚至以過去為基礎。科技類股在上次戰爭中脫穎而出，他們就找尋科技類股；通貨膨脹成為公認的床邊妖怪後，他們就會開始擔心；股市下跌，他們就會購買債券。

不要忽略過去，但也不要假設特定的循環趨勢會永遠持續。沒有這回事。就因為某些投資人堅持要打上一場戰，你更沒有必要跟風。



好景不會持久。

## 8. 艾薩克·牛頓爵士對於華爾街的報復，均值回歸

綜觀歷史，投資一直遵守類似重力法則的影響：上升就會落下，而且也很奇怪，落下就會上升。但還是有例外（公司倒閉就很少再復活），並非絕對，而是相對於整體市場常態。

舉例來說，在一段時間內，股市報酬如果大幅超過盈餘和股息投資報酬，往往會反轉，下個時期就會與常態相去甚遠。就跟鐘擺一樣，股票也會擺盪，遠高於其潛在價值，然後降回公允價值，再擺盪到遠低於公允價值。

另外一個例子：從一九九七年初開始，到二〇〇〇年，納斯達克股票（升值百分之兩百三十）飆漲，高過在紐約證交所掛牌（升值百分之二十）的股票，但很快就赫然停漲。隔一年，納斯達克股票損失百分之六十七的價值，而紐約證交所掛牌的股票只損失百分之七，各自回到原本的相對市場價值關係（約一比五），也就是「新經濟」和「舊經濟」股票間的關係。

均值回歸在錯綜複雜的金融體系中處處可見，因為均值是很強力的磁鐵，最終都會吸引所有的事物。

## 9. 刺蝟贏過狐狸

希臘詩人亞基羅古斯（Archilochus）曾說過：「狐狸知道很多事，但刺蝟只知道一件重要的事。」狐狸機靈、狡猾、精明，代表一部分的金融機構，它們很瞭解複雜的市場和城府甚深的行銷。刺蝟滿身尖刺，捲成球的時候，幾乎堅不可摧，也是一部分的金融機構，但它們知道一件重要的事：**長期投資成功的基礎就是簡單。**

金融世界中，詭計多端的狐狸會替自己的存在找到合理的解釋，

提倡投資人要生存，就需要自己機靈的知識與專業。但是這樣子的協助並不便宜，花費很高，可能連最狡詐的狐狸所能創造的附加價值績效也比不上。結果：共同基金等金融中介每年替投資人賺得的報酬，平均低於股市年報酬的百分之八十。

反觀刺蝟知道真正的絕佳策略會成功，不是因為很複雜或機靈，而是因為既簡單，花費又低。刺蝟大幅分散，買進持有，把支出壓到最低。最厲害的刺蝟是全市場指數型基金，花費極低，投資組合週轉率也極低，幾乎可以替投資人保障百分之百的市場報酬。

在投資管理的領域中，狐狸來來去去，但刺蝟永留存。

## 10.持之以恆：投資的祕訣就是沒有祕訣

你思考前九條規則後，瞭解到這些規則不是魔法，不是預測無法預測的事件，不是賭很小又無法達成的機率，也不是學習成功投資的大祕訣。因為沒有大祕訣，只有簡單的美好。這些規則就是基本的算術、基本且無可爭辯的原則，還有最特別的，就是常識。

**透過指數型基金，持有整座股市，適當配置全債券市場指數型基金，持續平衡，進行適當的配置。**如此成本效率與稅務效率高，能夠確保賺取市場報酬，其實就是致勝策略。但**如果你只要遵循一條成功投資的準則，在投資智慧中最重要的投資原則，或許就是持之以恆！**

# 安東尼·波頓

## Anthony Bolton



**職業：**基金經理人

**投資法：**逆勢投資

**投資關鍵詞：**挑選簡單的公司、忘記買進的價格、注意絕對估值

**著作：**《逆勢出擊：安東尼波頓投資攻略》（*Investing Against the Tide*）、《頂尖選股者：歐洲股神、英國第一操盤人安東尼波頓的投資智慧》（*Investing with Anthony Bolton*）

我寧願有一間很棒的公司，  
由平庸的管理團隊經營，  
也不要一間頂尖人士經營的爛公司。

# 長期戰勝市場的逆勢投資經驗談

投資並不是一翻兩瞪眼的科學，我認識的成功職業投資人，個個都掉入過四處埋伏的陷阱，從經驗中學習。我管理富達成長趨勢基金超過二十八年，有充足的時間能夠回顧成功挑選股票的元素。以下是我從經驗中學到的一些事：

## 1.瞭解企業特許經營方式與品質

公司品質與永續程度差異甚大，務必要瞭解公司獲利方式與競爭地位。就跟華倫·巴菲特一樣，我希望能夠找到的公司，要有有價值的經營方式，能夠支撐公司營運多年。我會問一個簡單的問題：十年後公司還在營運的機率有多高，價值提升的機率多高？

## 2.瞭解驅動業務的關鍵變數

辨認出影響公司表現的關鍵變數，特別是匯率、利率、稅金變動等無法掌控的變數，才能夠瞭解股票的動態。我心中理想的企業，應該要能夠大幅掌控自己的未來。我記得一家狀況完全相反的公司，是一家我很久以前看到的英國化學公司。匯率在某個數字時，業績長紅；但英鎊升值，就完全沒有競爭力，可能還沒有生意。

## 3.挑選簡單而不是複雜的公司

當企業結構非常複雜時，你很難確認它是否具有可持續的特許經營權，這可能需要專家來把脈。產生現金流的能力是非常吸引人的屬性，事實上，它是所有屬性中最重要。其他條件相同時，需要大量

資本支出才能繼續經營的公司缺乏吸引力。一位私募股權專家曾告訴我，股市高估了成長的價值，低估了產生現金的價值，而私募股權投資者正好相反。就這一方面而言，我站在私募股權投資者一邊。

#### 4.直接從管理團隊獲得消息

開誠布公，不矯揉造作是關鍵管理特質，應該要尋找這些特質。我的經驗顯示，第二手資訊永遠比不上第一手資訊。這些年來，我看過百家公司，跨足不同產業，我最重視的就是聽到坦白平衡的業務看法，也就包含缺點和優點（所有的公司都有優缺點）。我喜歡的經理人不吹牛皮，但是會持續創造優於其預測的績效。遇到畫大餅的，一定要小心，他們很可能無法達到目標。不過我同意華倫·巴菲特說的「我寧願有一間很棒的公司，由平庸的管理團隊經營，也不要一間頂尖人士經營的爛公司」。

#### 5.千萬要避免「狡詐的」管理團隊

我以前會認為，看起來強健的公司，其優點還是能彌補「狡詐的」管理團隊。但在我經歷過投資的幾間公司「爆炸」後，察覺到這類管理團隊不是缺德，不然就是偏要涉險，之後我就對這類的公司敬而遠之。我也學到，就算進行公司治理查驗，也僱用外部會計師，資深人員還是可以運用許多方法，蒙蔽投資人。許多年前，有一位義大利人跟我說，不要碰帕瑪拉特公司（Parmalat，編按：義大利大型國際企業，以乳業起家，於二〇〇三年爆發弊案，因涉案規模龐大，被稱為歐洲版安隆案），原因就是這個。後來發現，他的忠告很有用。就跟華倫·巴菲特說的一樣，誤導大眾的執行長，也會自己誤導自己（現在你應該發現，我是巴菲特的粉絲，波克夏·海瑟威的年報是藏寶庫，裡面都是投資建議和財務智慧）。

## 6.盡量洞察先機，採取行動

試著找出現在忽略的部分，未來或許能夠重新燃起興趣。股市無法預測太久以後的時間，所以就跟下棋一樣，比別人多想一些，通常都能夠創造獲利。我認為自己很擅長找出會讓投資人興奮的情形，未來可能會「海闊天空」。我會試著尋找目前遭到小看的公司，但未來可能會讓投資人大為改觀。

## 7.瞭解資產負債表的風險

如果挑選股票的人有必學的事情，就可能會是這個。如果投資是要限制下行風險，避免災難，那麼承擔資產負債表風險時，就要非常注意。我所做過最糟的投資，原因一直以來都是資產負債表風險。從我的經驗看來，絕大多數的分析師都不擅長評估風險，有許多完全不分析資產負債表。除了各種形式的債務以外，也必須能夠分析退休基金虧損，評價轉換率極低的可轉換可贖回優先股（Redeemable Convertible Preference Shares）。這兩者都有一些特性與傳統債券相似。

## 8.從各式來源中尋找想法

我相信有些來源很瞭解特定公司或產業，他們提供的想法，我很喜歡。能選的愈多，找到千里馬的勝算就愈高。最顯而易見的來源並不一定最好。多數機構未廣泛使用的來源，我特別喜歡。另一方面，我也不會驕傲，我會去借用一些同類的想法，即使他們對我來說，就只是跟股票經紀人一樣差強人意而已。

## 9.密切觀察公司內部人員的交易

所有的指標都不可靠，但**公司董事的交易**，則很有價值，能夠確認到底值不值得持有。特別看看是否出現多筆交易。**買入通常比賣出重要**，且某些董事紀錄相對較好。

## 10.定期重新檢視投資邏輯

投資管理就是打造投資機會的信念，然後重複檢視信念，如果有新的資訊出現，就更需要重新檢視。信念或感受的強度很重要，應該要獲得支持，但信念絕對不能變成愚昧。如果跡象改變，看法也要隨之改變。你應該要隨時能夠用幾句話，簡述持有某公司股份的原因。

## 11.忘掉買股票時付出的價錢

你支付的價格完全沒有關係，只是對你的心理感受重要而已。如果情況改變，就不要猶豫，立刻停損。經典的例子就是德國巴普巴克（Deutsche Babcock），這是一家德國工程跨國公司，跨足許多領域，包括造船。負責該公司股票的分析師某天早上來我的辦公室，他非常的激動，因為該公司的執行長要離開公司了。我們很欣賞那位執行長，他的紀錄很好。據說那位執行長有計畫收購該公司最佳部門的管理層，也就是造船部的管理團隊。造船部是該公司最佳部門，這個部門也是我們持有該公司股份的原因。得知此事後，我馬上請交易部門賣掉整個部位，如果需要的話，積極一點。雖然該部位承受巨大損失，但幾個月後破產管理人就出現了。

## 12.過去的績效歸因通常都沒用

如果人生就是不斷出錯，不斷學習的話，股市也是一樣。然而績效歸因，也就是詳細分析經理人打賭哪幾檔股票或產業會超越指數或績效指標，近來變得非常風行。但是這主要就是從後視鏡看走過的

路，完全不會提及未來。

我意識到，當投資授權較為平衡時，確實需要一些歸因分析，且退休基金受託人也需要歸因。但大家太常會認為，剛剛發生的事情，未來也會再發生。當某人績效表現不佳的時候，顧問一再提起也沒什麼幫助，甚至可能會有反效果。性格很重要。如果你情緒變化很大，就不要投資。成功與失敗都要冷靜以待。另一方面，分析錯誤（「為什麼會犯錯，要如何預知？」）則不同，而且很值得。

### 13. 注意絕對估值

投資人需要進行類似現實查核的事務，以免在股市大繁榮時，被吸進去。這時看看絕對估值會有幫助。我以前喜歡買的股票，是在兩年內本益比為個位數，或者自由現金流的報酬率高於現行利率的股票。只看相對價值（也就是股票互相比較）的話，就可能會大幅走偏。

### 14. 把技術面分析當作外加的指標

技術面分析在投資從業人員眼中，有不同的看法。有些人很愛並積極提倡，但有些則覺得是花招詭計。我則習慣把技術面分析當做架構，有助於做出決定，幫助我決定要下多大的賭注。我運用它來確認或否認某些因素的影響。所以如果技術面分析符合基本面分析，我就會準備加碼，否則我就不會持有太多。如果技術面情況惡化，我也會重新檢視基本面，確定沒有忽略任何因素。**我發現，公司市值愈高，技術面分析就愈有幫助。**

### 15. 不要擇時和大幅下注

我想要把賭注下在有競爭優勢的地方。多年以來，有許多評論家



寫了文章，不約而同指出，擇時很困難。管理成長趨勢基金的二十八年來，我對於市場方向和等級有強烈直覺的次數，大概只有五到六次。我有強烈直覺的時候（二〇〇三年三月看漲，二〇〇六年三月看跌），頻率好像在管理基金末期時比較高，或許可能是因為人慢慢老了吧！就算是當時，我也絕對不會因為這樣子的看法，投入所有的基金。我會大幅加碼的時候，就是從同個產業中的兩檔股票中挑選，兩者都很讓人心動，但我只會買一檔。綜觀全局則有助於決定要買哪檔（比如說，一檔受益於強勢的美元，一檔則無）。

## 16. 把握逆勢

如果投資時感到「舒適」，大概就晚了一步。試著逆勢投資，股價上升就不要再看漲了。大家都很擔心未來展望時，大概就錯了，會否極泰來。同理，如果很少人在擔心，就該非常警戒了。我發現，自己最能夠協助較資淺的同事時，就是極度樂觀或悲觀的時刻。**我會提醒他們，股市是極佳的折價機制。等到大家開始擔憂某件事時，通常會反映在價格上。投資人需要常常得到提醒，這就是市場運作的方式。**

# 杰倫·伯斯

## Jeroen Bos



**職業：**基金經理人

**投資法：**價值投資

**投資關鍵詞：**便宜還不夠、資金很重要、逢低買進

**著作：**《深度價值投資》（*Deep Value Investing*）

我是荷蘭人，  
全世界的人都知道我們小心花錢。  
價值投資對我來說很合理。

# 如何買進真正便宜的價值投資

## 1.便宜還不夠

一九八〇年初期，我在倫敦進入潘慕爾·高登，展開職涯後，很快就接觸到「價值投資」。我是荷蘭人，全世界的人都知道我們小心花錢。價值投資對我來說很合理，物超所值這個概念讓人怦然心動。

我很快就看到，有許多小型金屬鍛造和紡織公司，以淨資產價值大幅折價賣出。當時市面上有許多這類的股票，我就見獵心喜的出手，但往往最後很不幸都是糟糕的投資，都會以淨資產價值（NAV）折價賣出，長時間虧損，營運資金部位就會愈來愈受限。這些股票看起來很便宜，但也很不幸會一直便宜下去。

甚至還會變得更便宜。

我持續購買股票，受到便宜的價格吸引，然而我的投資績效最好也只是平淡無奇。但我不氣餒，持續到處尋找新的價值投資機會。走過這個流程，我至少學會快速閱讀資產負債表，後來發現資產負債表非常有用。但是我的投資或多或少都遵循同樣的模式：大幅折價交易，入手後也繼續欣然折價交易。

我忽略了一些事，便宜還不夠。

## 2.拜讀班傑明·葛拉漢的大作

資產負債表一張讀完一張，除此之外，討論價值投資的文章，只要能取得，我都會讀。我在一九八七年豁然開朗，當時全球股市崩盤，有一位客戶跟我說：「現在是理想時機，可以再讀一次《智慧型股票投資人》。」

這個章節最重要的資訊，就是一定要拜讀班傑明·葛拉漢的大作，這樣子就可增進投資技巧，而不用真正嘗試。

一九八七年的那個當下，我馬上出門買了那本書，仔細閱讀，之後也複習了好幾次。這本書能夠幫助價值投資人建立適當的架構，進行投資，也囊括許多需要納入投資考量的問題。但是書裡有一頁，對我有特別大的影響（向客戶簡報時，我還是引用最後一個句子）。

葛拉漢提到一個古老的例子，解釋價值投資，就是大西洋與太平洋茶葉公司（Great Atlantic & Pacific Tea Co）。「這間公司歷史悠久，由於其結合許多公司的面向和投資經驗，依舊讓我們動心。」葛拉漢說：「故事是這樣的。」

他說：「大西洋與太平洋茶葉公司的股票在美國紐約證券交易所（Curb Market）前身掛牌，在一九二九年以高價四百九十四塊賣出。到了一九三二年，一片狼藉，股價下滑到一百零四，但公司盈餘與前一年不相上下。一九三六年時，股價範圍介於一百一十一和一百三十一元間。一九三八年時業績衰退，恰逢熊市，股價跌落至三十六元，創下新低。」

「那個價格是非比尋常的，表示優先股和普通股總共可售出一億兩千六百萬美元，儘管公司當時表示，其僅持有八千五百萬美元的現金，還有一億三千四百萬美元的營運資金（或流動資產淨額）。大西洋與太平洋茶葉公司當時是美國最大的零售企業，規模在全球也數一數二，過去盈餘一直都很亮眼。但在一九三八年時，華爾街認為，這家傑出的公司價值低於其流動資產的價值，意思是：持續經營的價值，要比其被清算的價值更低。」

正是最後一句話引領我踏上投資的職涯。公司如果以營運資金部

位折價交易，定價被評定為「持續經營的價值比清算的價值更低」，比起投資那些以淨資產價值大幅折價賣出的低廉股票，投資這種股票未來的投資展望更好。

### 3.營運資金是老大

尋找以淨資產價值大幅折價的股票，其實沒什麼問題，但是淨資產價值折價透露的資訊，只占投資故事的極小部分。葛拉漢這邊是在強調，**營運資金很重要**。

這其實就代表流動資產（也就是現金、債券、庫存等），與流動負債（應付帳款、稅金、負債準備等）之間的差額。流動資產流動性應該要非常好，也很容易評價，其相對於公司**總資產**之比例愈高，就愈好。

具有資產價值很好，但固定資產（房產、地產、機具等）多數都無法流動，所以帳面價值與實際價值可能會相去甚遠（土地價值可能實際高很多，但視情況而定）。

公司需要經過詳細分析，而且需要個別進行。只看這個數字還不夠，無法挑選必勝的價值股。但假設我們要考慮兩檔有潛力的傳統金屬鍛造股，一檔的固定資產比例非常高，另一檔的營運資金高。兩者淨資產價值與股價相同，都在虧損。我一定會選營運資金較高的，其資產負債的流動性較高。這樣子的起始狀態比較吸引人，也顯示你非常可能找到真正的價值投資標的。

還有某些情況，比找到**以營運資金折價交易的公司**還要棒。偶爾也能找到一些公司，**不只以營運資金折價交易，實際上還以清算價值折價**（就跟葛拉漢在大西洋與太平洋茶葉公司的例子中強調的一樣）。

這時流動資產減掉流動負債和非流動負債，得到的數字就會高於

公司市值。理論上，這種公司的在外流通股份，我們可以購買，然後進行清算，結清債務，在清算過程中獲利，投資的流程就自給自足了。我甚至還沒說到這種案例中的固定資產，其實就是可以免費取得，能夠錦上添花，而且可能相當可觀。

股票以清算價值折價交易，稱為「廉價股」（bargain issues）或最終淨值股（net-nets；又稱菸屁股），因為股市價格低於扣除流動負債與非流動負債後的價值。這些情形只會在某些時候發生，就是市場過度悲觀，或某檔股票受到極大的衝擊時。

並不常見，但會發生。

#### 4. 尋找五十二週內的低點、向下走的走勢，研讀資產負債表

要如何開始尋找廉價股和最終淨值股？找到有潛力的投資時，要如何分析？有潛力的投資都有各自的問題，一間公司的問題都需要分開考量，但以下是關鍵的實際起點，我會用於評估自己的投資：

- 我會尋找創下五十二週新低的股票。
- 我想要看到股價長期劇跌的走勢，對橫盤走勢沒有興趣。
- 之後我會研究資產負債表，問一些重要的問題。公司是否達到最終淨值？是否至少具有合理流動性，以相當的淨資產價值折價？是否有獲利紀錄？（如果沒有的話，很難讓人心動。）是否曾經創造現金流？負債部位有多高？（是否可以管理？長期還是短期？）股東名單上是否有機構股東？（非常重要，如果苗頭開始不對，股東需要向管理團隊追究）。稽核人員是否知名（但不是因為像是替馬道夫〔Madoff，編按：美國史上規模最大的龐氏騙局首腦〕服務而知名）？

我找的公司，其流動資產要以淨資產價值折價交易，未來有機會創造獲利與現金流，債務也要能夠管理，最好要有一些機構股東，但稽核人員一定要信譽良好。如果我能找到最後淨值股，那就更好了。接著我會夠深入研究該公司、市場、競爭對手，好評估某天其起死回生，驚豔經驗市場的機率。然後我再決定要不要買入。

## 深度價值投資的實際作法

現實當中成功的範例，大概是最好的展現方式。

這個章節一開始，我就提到自己的職涯，從倫敦股票經紀商潘慕爾·高登開始，當時是一九八〇年代。我加入的時候，該公司還是合夥公司，但情景在一九八〇年代變化快速，一九八七年「金融大改革」（Big Bang）時，更是瞬息萬變。該公司一開始被賣給北美一家區域銀行，然後再賣給德國公司巴伐利亞銀行（Landesbank），然後再轉售。這個過程並不讓人開心，一直持續到公司在二〇〇五年四月在倫敦證交所掛牌上市後才終止。

我在二〇一五年找到這家公司時，認為其是有潛力的投資，二〇一三年時，該公司股價曾高達兩百二十五便士，之後就慢慢下滑，我發現這家公司時，股價約莫是一百便士。

當時最新的報告在二〇一五年九月二十九日發布，是一份半年度報告，資產負債表顯示，截至二〇一五年六月三十日止，最終淨值為一千六百四十七萬一千英鎊。當時在外流通股數為一千五百五十四萬五千四百七十三股，每股最終淨值為一百零五便士。所以適合最終淨值交易。這是好的開始，我們找到了廉價股。

該公司有邊際損失，但這不是真正的問題，而且該公司之前曾連續獲利，之後才產生虧損。公司也有一些機構股東，也是一個良好的跡象。現金流遍布各地，但仍然維持正值，沒有負債，對於這類型的

公司來說，也不算罕見。

所以這家公司符合上述多數的標準。股票經紀業在時機好的時候，波動很大。但我們要記得，這家公司已經營運一百四十多年了，這點應該有點重要。但還有其他特點不是一目了然，要再深入調查才會顯露出來：該公司有一百四十多位企業客戶。這也是該公司在市場上頗為知名的原因。更重要的是，我認為這個特點，也能夠推升公司的盈餘，不過當然市場條件要適當。

與其他上市的倫敦經紀商相比，除了另外一家公司以外，只有潘慕爾·高登以大幅折價交易，另一家公司則沒有那麼多的企業客戶，因此時機好時（再次出現時），其盈餘能力也會受到限制。其他經紀商的交易價格又高得多，所以我們沒有興趣。

我們決定購入股票，持有該公司百分之三的部位，也根據市場規則，昭告天下。這個部位我們平均支付六十四·五便士。股票買入之後，有好一段時間都沒起色，在二〇一六年時下滑到四十五·五便士的低點。這樣子一點都不奇怪，我們買入一間公司的股票時，通常不會獲利（否則就不會便宜，賣家也不會喪失信心，願意以低於其價值的價格售出）。要一點時間，深度價值投資才會發揮作用，這一點也不讓人意外。當然也不能保證一定會成功。但這就顯示，以營運資金折價買入股票很重要：只要支付價格與公司潛在價值的差異安全邊際能夠持續維持，你就能夠快樂持有。

快轉到二〇一六年九月，該公司發布期中報告，顯示公司開始獲利，企業客戶也相當活躍，當期有二十九筆交易正在審核。我們開開心心，繼續持有。管理措施和週期性上揚幫助潘慕爾·高登往對的方向發展。

該公司於二〇一七年三月十七日宣布，其根據建議，以每股一百便士進行收購，我們原本的投資因此獲得動能，創造了百分之五十五的獲利。



**強納森·伯雅**

**Jonathan Boyar**



**職業：**財務顧問／金融研究員

**投資法：**價值投資

**投資關鍵詞：**耐心等待、短期績效、以低於價值的價格買入

投資人如果以短期績效表現為判斷基礎，  
就會阻礙你和其他投資人。

# 耐心締造出色投資

伯雅價值集團（Boyar Value Group）自一九七五年起，就持續提供獨立股市研究與金錢管理服務。由於我們發布研究，供全球頂尖投資人使用，所以能夠聽見他們給我們的投資回饋意見。持續提供研究供如此心思細膩的族群（他們會大方指出我們的錯誤，並解釋原因），我們因此能夠不斷提升自己的技能。

## 1.要有耐心

要有耐心，尋找（也就是析產分立或破產後重整）沒什麼人在意或不受青睞（你認為原因只會暫時存在）的機會，就有機會贏過從業人員，**因為他們有許多人都遭到客戶束縛，只要短期績效不彰，就會被開除**。這對於一般投資人來說，是相當顯著的優勢。你需要負責的「客戶」就只有你自己。**如果你的態度是要每檔股票都持有多年，不在意每天的股價波動，就有機會投資成功。**

**身為價值投資人，有時候就是要把握逆勢。**這麼做心理會感到不自在，要逆著當前的群體「智慧」走，會很孤獨。價值投資人往往洞察先機，但如果你能夠進行適當的研究，確認特定公司以內在價值大幅折價賣出，就可能得到不錯的報酬，但前提是要有耐心。傳奇投資人傑西·李佛摩（Jesse Livermore）說過：「在我投資的生涯中，我發現賺大錢的方法，不是買賣，而是等待。」

## 2.務必要有對的客戶

身為職業投資人，就一定要有「對的」客戶。投資人如果以短期績效表現做為判斷基礎，就會阻礙你和其他投資人。你要找到的客

戶，要真正能夠跟你合作，相信你的策略，允許你進行投資，以年為衡量單位，而不是以月為單位。

網路泡沫化的時候，我們公司並未購買任何網路類股，我們把這類股票稱作「恐龍」。有人跟我們說，股價淨值比、帳面價值等傳統評價指標已經變得不重要了，也由「眼球（注目程度）」等可靠的指標取代。

看到公司沒有盈餘，未來展望也讓人質疑，但卻成為市場當紅炸子雞，而資產負債穩健、長期成長機會佳的公司卻遭忽視，自生自滅。這樣子的情形很讓人挫折。但是我們堅守投資理念，也不投入上升機會，網路泡沫破掉後，績效甚至高過之前落後的部分，投資風格又再次風行。

今天我們又開始感受到當時的孤獨感受，特斯拉（Tesla）和網飛（Netflix）等股票引領市場，我們的投資風格創造的績效不如預期。我們打賭**歷史會重演，以低於公司價值的價格買入，最終會是最佳的投資方式。**

## 耐心的運作方式

耐心與擁有正確客戶的好處，在全球金融危機後一場特別難忘的會議中，我有更加深刻的理解。我當時去拜訪一位客戶，他是成功的避險基金經理人，他想要知道我們目前最看好的兩個股票預測。

我跟他說：「我們現在最喜歡的兩個是家得寶（Home Depot）和麥迪遜廣場花園（Madison Square Garden）。」然後我跟他解釋我們對兩家公司的投資提案，也解說了兩者各自的諸多催化劑。

我討論麥迪遜廣場花園最近脫離有線電視系統公司（Cablevision），而我們認為這家公司價值遭到低估，賣方面的資訊也鮮少報導。我們估計，如果算入尼克隊、紐約遊騎兵（Rangers）、

該公司場館本身等「炫耀性資產」（trophy assets），價值就會顯著高於當時的企業價值。

針對家得寶，我們認為產業基本面不良，遮蔽該公司在執行長弗蘭克·布萊克（Frank Blake）帶領下所做出的進展。此外，我們估計該公司持有的不動產，占有其市場價值的一大部分。

該經理人產生了興趣，就問：「催化劑有哪些？」

我說明，房市會恢復，會建造更多新房子，現在屋主也會想要進行大型裝修，家得寶最終可以因此而獲利。這兩者都能夠大幅提升業績和獲利。

我解釋說，麥迪遜廣場花園正在進行造價高昂的翻修，暫時推升資本支出，我們認為這樣會掩蓋該公司創造現金流的能力。另外，新的場館也能夠協助尼克隊與紐約遊騎兵收取更高的票價，創造機會，賺取高利潤的贊助營收。當時可能還會有其他的析產分立事件，我們相信其所有權人詹姆斯·多蘭（James Dolan）最終會進行私有化。

該避險基金經理人接下來馬上問：「那麼時程是怎麼樣呢？」

我跟他說，沒有辦法提供非常確切的時程。這些都需要時間，但同時他也能夠以內在價值大幅折價，持有非常優質的資產。價值會獲得重視，就只是時間早晚而已。

他無法抓住這兩個機會。

他指出：「如果我績效落後一兩年，投資人就會消失了。這兩個都是很棒的投資，可以買給我的小孩。」

隔年麥迪遜廣場花園的價值增加了四倍，家得寶則增加了三·五倍。

耐心等待，會有回報。

# 艾希頓·布萊伯里

## Ashton Bradbury



**職業：**基金經理人

**投資法：**價值投資、成長投資

**投資關鍵詞：**留意股票價值、了解上漲的動能、關注管理團隊

交易報表很少會說：  
「公司表現不佳，交易環境艱困，  
無改善機會」，但這往往是真實情形。

## 因時制宜，打造更好的投資績效

基金經理人的工作應該要很簡單，只要買入價格會上漲的股票，賣掉價格會下跌的，然後持續這樣子做。當然，棘手的是分辨哪些價格會上升，哪些會下跌。

如果要說我從工作中學到什麼，就是這份工作有很多方法，沒有完美的風格或黃金準則。**沒有萬用的方法，而且每個情形都不同。但重要的是，要找到適合自己的方法。**如果你沒耐心，想要很快得到報酬，就不要購買價值股，這些股票的價值，可能要很久之後才會受到重視。如果你知道，遇到投資苗頭開始不對時，自己可能會驚慌，那就早點驚慌，而不要等到發布第三或第四次獲利警告時，才開始恐慌。

所以我開始解釋一些對我有用和沒用的訣竅前，應該要先簡單描述一下自己的性格，如此你才有足夠的背景能夠瞭解這些方式。

我很好勝，不太能夠接受居於人後的情形。我通常都很沒耐心，處於壓力中雖然能夠冷靜自持，但容易擔心，通常會先想可能出錯的地方，才會想到可能會成功的情形。我想要取得所有的資訊，然後快速做出決定，不怕改變心意。喔，最後我有點執著，很難放寬心。

有許多這些特點，可能都建議我追求其他職涯發展，而不是基金經理人。

### 1. 結合由上而下與由下而上的投資方式，締造最佳結果

投資界一直在爭論由上而下的投資風格，與由下而上相比，有什麼優點。

喜歡由上而下投資方式的人，會注重全球經濟或主題趨勢，尋找

公司投資，以求獲利。由下而上的投資人則會注重個別公司的優點，他們認為這些公司，由於獨特的產品或極佳的市場地位，之後會脫穎而出。他們宣稱，這樣子做，不太需要注意較大範圍的經濟背景。

我以前認為最佳的方法，就是結合兩者，但也要視經濟與市場循環個時間點，決定把重心放在其中一種方法。畢竟在理想的世界中，我們建立的投資組合，裡面的公司都會受惠於較佳的經濟條件，其中包括市場地位和獨一無二的產品。

我一直對於現行和未來可能出現的經濟條件有一些看法，但不一定正確。我想要確保基金內所有的部位，都能夠符合自己的看法。所以，我如果認為英國消費者收入會成長一段時間，消費會增加，我就會想要投資零售商、酒吧品牌、房屋建造公司等。這並不困難。然後我會試著從這些群體中找出一些公司，而這些公司能夠創造最佳的報酬，發揮各自的優點。這就是結合由上而下與由下而上的方法。

在循環中的多數階段中，我如果找到真的很優異的公司，但其產業並不是我特別欣賞的，我還是會準備投資，因為該公司優異的品質，會能夠勝過邊際整體或經濟逆風。

所以對我而言，投資就是結合這兩種不同的方法，來創造最佳的成果。這樣的作法有一個限制，也就是**如果你真的覺得現在處於經濟循環的轉捩點，那就要以由上而下的方式為基礎，進行思考**。舉例來說，如果現在要進入衰退，就算是最弱的公共事業公司，表現也可能比最佳的房屋營建業者好，原因就是因為其比較不會受到經濟背景影響。

在這些例子中，做出由上而下的正確投資決定，相較於由下而上的選股，效果可能好得多。好在這些很劇烈的轉捩點不會很常出現，但只要在一九九九年到二〇〇〇年、二〇〇二年到二〇〇三年、或二〇〇七年到二〇〇九年（舉幾個時期當例子而已）間參與市場，就一定能夠瞭解，正確辨認這些轉捩點非常重要。

## 2.價值與成長也能兼具

在我的職業生涯當中，一定有很多人問過我：「你是價值還是成長投資人？」我的回答是：「為什麼不能兩者都是？」

我一直無法瞭解，為什麼有許多人會認為這兩種投資風格只能擇一。如果能夠找到具有優質長期成長潛力的公司，我當然也能夠找到一些公司，其短期可能會有問題，但基本面價值卻遭到低估（價值股）。畢竟進行任何投資前，都要瞭解市場給予公司的價值，還有其與長期公司發展的關係。否則就像是說公司評價與投資決策無關，這樣子顯然很荒謬。所以，舉例來說，如果一間公司交易價格很昂貴，是未來盈餘的二十五倍，且你真的覺得這間公司能夠創造出百分之十五到二十的複合盈餘成長，這就代表一個很讓人動心的價值。那麼，這應該是一家成長型公司、還是價值股，或者更合理的說，是一家快速成長的公司，擁有極佳的價值？

敞開心胸，不要限制你準備投資的公司種類，就能夠有更寬廣的投資機會，還能夠提供機會給投資從業人士，好專為你打造平衡的投資組合，以因應市場環境變化。如果你認為市場接下來會著重高成長型類股，就一定要反映在基金配置中；**反觀在經濟循環的早期，「價值」類股往往就能夠發揮所長，基金就需要加碼投資這類的公司，才能締造良好績效。**基金經理人如果因為理念原則，只投資一種類型的公司，就會限制自己在經濟與市場循環中的表現能力。為什麼你會想這麼做？

有一段時間，我的績效不彰，原因就是我的理解有誤。但我從不接受以下這個常常在投資界聽到的說法：「我是成長型投資人，績效落後的原因是市場偏好我沒投資的價值股。」為什麼那麼多客戶和顧問都接受這一套說法，我一直都無法理解。當然基金經理人的工作，就是要締造良好的績效，不管環境如何都要如此，而不只是所有的條



件都到位才能夠創造績效。

但是身為小資金投資人，你不會受到擊敗市場與每年的競爭限制，所以如果你自己偏好成長型公司，或是喜歡蕭條、不受青睞的股票（價值重要），那就隨著自己的想法做吧。

### 3.持有前，一定要確認績效優越的原因

如果你投資一間公司，就會期待其表現優於市場（就跟投資從業人士一樣），而績效優異的原因則有一些：

- 公司獲利速度是否能夠持續超越市場？
- 市場是否會給予公司較佳的評級？
- 公司是否會有意外亮眼的表現，像是獲利高於市場預期？

你想投資的公司可能家喻戶曉，品牌卓越，市場地位絕佳，具有全球布局。但假如上述三點，那家公司連一件都無法做到，就不要投資。買追蹤指數的股票，結果還會比較好。

理想的話，你能夠找到滿足上述三個條件的公司，就可以賺錢，但是這類公司少之又少。

**如果你瞭解自己當初購買這些股票的原因，也就能夠合理判斷賣出時機。**問一下自己：為什麼我會買這檔股票？如果你夠聰明，能夠找到價值遭到低估的廉價股票，而價值已經經過調整，達到市場平均，接下來該怎麼辦呢？請想想，你購買這檔股票的目的是否已經達成？即使原本價值遭到低估的情形已經復原，也不要跌入陷阱，以為股票會脫胎換骨，轉變成下檔優質成長類股。其實這檔股票很有可能就只是恢復原狀而已，因此這時請脫手，把錢花在更值得的地方。

## 4. 公司不會意外勝出，也不會永遠勝出

我偏好經營勝出的公司，賣掉賠錢的公司，這樣有合理的原因。公司不會意外勝出，一定會有原因，可能是產品很棒，管理團隊優異，經濟情況較佳、結構改變提供助力，或是上述組合。所以表現好的公司往往能夠持續好一段時間，直到出現變動。

當然反面表述也正確，如果一家公司經營不善、面對變動的經濟環境、市場地位處於弱勢、身處於下滑的產業，就不會神奇的開始創造良好績效，一定要有基本面的改變，才會起死回生。這個我之後會討論。

但是千萬別忘了，公司就算勝出，也不會就此一帆風順，所以不要因為長期持有喜愛的（通常是因為價格上升）投資，而感到滿足。不管在哪時候買，價格怎麼樣，要問的問題（根據第三點規則）都是：「考量今天的價格，今天的情況，我要從哪邊獲得報酬？」

## 5. 經濟往往會獲勝

不要忘記，**多數公司或多或少，都會受到其身處的整體經濟狀況影響**。如果經濟情況理想，就算是平庸的公司也會看起來很棒，直到狀況改變為止。

如果你發現，公司所處產業或部門可能會變得較為艱困，就要知道，真正優異的公司，才能夠抵擋這樣的趨勢。條件如果較差，就要花一些時間過濾，才能找到單一公司，但到最後一定能夠達成。所以看到以下的敘述，就要小心：「即便產業環境艱難，本公司仍然堅忍不拔，績效仍佳。」或許這樣的說法暫時正確，但到最後，經濟往往會獲勝。股市變動快速，但現實世界需要的時間相對較長。

## 6. 注意透露出資訊的跡象，該脫手了

要賣得好價錢，就要搶先找到未來會影響公司的問題，不要等到大家都看得出來的時候。就算只是發現公司未來展望不錯，但評價過高，也是先機。這知易行難，但如果你做好準備，還是可以發現一些跡象，能夠透露資訊。

- **公司如果帳務曲折，就要注意與獲利成長不符的跡象**，像是現金流逐漸降低，或是負債準備使用增加，都是典型的早期警示。
- **分析公司財報中的遣詞用字**，從我的經驗看來，一切良好時，財報會言簡意賅。反觀如果有疑慮的話，財報篇幅會較長、較籠統、較模糊，好像字字斟酌，檢查審視後才寫下。高階管理團隊製作報表時，不會隨便。
- **看看有沒有看起來很奇怪的決定，與該公司策略不符**。如果公司的有機成長一直都很強勁，突然開始進行併購，這時就要問問自己為什麼。原因可能合理，是策略，但也可能是因為其業務成長很快就會趨緩。一定有原因。
- **觀察執行長動向**。想一想，在一間成功的公司中，為什麼受人敬重的執行長要突然辭職。可能會是長期退休計畫的一部分，或是要高升前往更大的公司。但是要問自己這個問題：如果你是執行長，認為公司展望優異，會持續好幾年，可能會大幅推升股價，你會下台嗎？執行長往往判斷力都絕佳，知道什麼時候要離開或加入一家公司，所以要多多留意。
- **檢視同領域財報**。我已經談到了比較宏觀的層面，但如果你開始讀你投資公司同領域的公司財報，發現愈來愈可疑時，不要掉以輕心。就算你的公司說事情都還算正常，遲早都會衰退。最弱的公司會首當其衝，但一般而言，產業衰退最終都會波及所有公司。

## 7.千萬千萬千萬不要擔心股價會反彈

絕對不要因為害怕股價在賣出後回彈，就抓著問題股票不放。一旦賣掉之後，股票對你而言就不再有經濟利益，所以之後的情形就與你無關了。你怎麼運用資金才重要。如果你把某檔股票賣掉，之後股價翻倍，但你已經把資金拿來再投資，價值翻了三倍，那麼你做的決定就正確。把重點放在未來，不要耽溺於過去。

## 8.動能到底有什麼不對？

我記得加入先機不久後，公司裡的一位量化基金經理人（腦容量就跟一顆小行星一樣大），就質疑我的投資風格。他得到的資訊一定非常不足，所以不瞭解我的投資方法，就說：

「嗯，你就只是動能經理人。」然後就離開了。

我拍拍衣服，想了一下：「喔不，我『不只是』動能經理人，就算是的話，如果有效，是又怎樣？」

動能有兩種非常不同的類型，務必要先定義。

**第一種看法**認為，股票的**價格動能**呈正向（上漲）的話，表現通常都會持續優異，所以股價上漲本身就是良好的入手訊號。反觀，如果股價動能不佳（下跌），就應該要避開。這個想法跟倫敦許多聰明又消息靈通的人一樣，所以他們如果準備以較高的價格買入一檔股票，創造正向的股價動能，就代表企業表現良好。相反的，如果這些聰明的人準備要低價脫手一檔股票，低價就代表未來會有問題。

無庸置疑，購買股價持續上升的股票，會讓你覺得開心。但要記住，股價走勢圖或動能模式很可怕，通常會冷不防下跌。如果你只依照股價動能做決策，至少要試著瞭解動能的來源，這樣就比較能夠知道走勢開始與結束的時間點。

**另一種動能**更有價值，往往也會出現在同一段對話當中，就是**獲**

**利動能。**這個看法認為，公司獲利結果優於市場預期（其餘不變，股價上升），這樣子的情形可能會出現好幾次，持續一段時間。相反的情形同樣也會發生，負值的獲利警告，就可能導致下一次的警告。

這也部分反映出人性。如果一家公司交易動能強勁，自然保守主義表示，動能並不會馬上完全反映於獲利預測。相反的情形也會發生。如果一家公司表現不佳，自然也會想要相信事情會好轉，就算沒有明確的原因，也會抱持這樣的期望。如此一來，獲利期望的基礎假設可能就會過於樂觀，獲利預測一定會再下修，才會達到基準值。閱讀公司交易報表時，很少會看到以下的文句：

「公司表現不佳，交易環境艱困，近期無改善機會」，不過這往往是前景的實際評鑑。

長期看來，市場分析師通常會期望均值回歸發生，也就是股票快速上漲的話會趨緩，表現不佳的公司會恢復。當然如果這些趨勢本身就具有結構性質，可能要等好幾年，均值回歸才會出現。所以獲利上升會造就另一次的上升，而疲軟的公司可能會遭遇一連串的下跌，股價也會受到相當的影響。

辨識出獲利動能很有幫助，可以成為你軍火庫中的有效武器。如果你打算使用這種技術，就要試著盡早發現這一趨勢，因為隨著市場上愈來愈多人開始預期到這一趨勢，獲利上升預期的力量會隨著時間推移而逐漸減弱，直到價格中已經涵蓋下一次利潤上升的預期，趨勢已經完全建立。當然，這並不是說這樣的公司一定不會是一筆成功投資，只是你需要一個不同的理由來繼續持有。

## 9. 管理團隊很重要

**公司變革通常能夠創造最佳的投資機會。**我說的不是經濟環境改變，而是公司本身的變革，只是經濟環境的改變一向都很重要。

公司績效不彰，執行長又換人，可能會是起死回生的第一步。查看新任執行長的紀錄，是否曾經締造或改善公司表現？如果有這樣的紀錄，就可能再次締造佳績。時間最重要，不只對於投資重要，對於新任執行長來說，也很重要。或許他們已經找出關鍵的問題，有信心能夠解決；或許他們非常瞭解產業，知道環境快要否極泰來了。管理團隊變動通常**會在循環的低點開始**，這並不是巧合。

公司表現不彰，執行長換人，也不能保證能夠起死回生，但一定會引起投資人的興趣，能夠創造顯著的回報。公司起死回生時，獲利期望會上升，公司評級也會改善，投資人對於公司展望會更有信心。這些情形加總，股價能夠大幅回彈。

面對變動帶來的機會，一定要小心。問問自己，公司的問題是自己造成的，能否解決。如果是的話，新任管理團隊是否有經驗，能夠進行必要的改變？

## 10.瞭解自己

我一直認為**基金經理人必須瞭解自己的強項、弱點、行為模式，其中最需要瞭解弱點**。如果你知道自己的強項與弱點，或許就能夠發揮所長，避免重蹈覆轍。

舉例來說，我知道自己很急著想要看到績效，所以就必須試著避免太常更動投資組合。我擅長搶在問題浮現之前，就找到問題，但也必須試著避免杯弓蛇影。

保持謙遜，避免傲慢。一帆風順時，這份工作就可能是最棒的工作。你的基金績效良好，信心高昂，還有什麼會出錯？嗯，幾乎所有的事情都可能出錯，仙人打鼓有時錯。下個問題即將出現，幾乎毫無例外。如果你能保持冷靜，面對良好的情勢（或劣勢），就有更大的機會做出正確的投資決策。

## 結論

我剛搬到倫敦，擔任職業基金經理人時，當時的主管對我說：「艾希頓，你必須瞭解，做這份工作，墊底時你會擔心被炒魷魚；表現出眾時，你會擔心墊底。」在這個產業待了近二十五年後，我可以說，他說的沒錯。

身為小資金投資人的你，你至少不會有壓力要不斷要求績效。所以就有權可以決定投資時程與方式，滿足自己的需求。我希望對我有用的作法中，有一、兩樣能夠幫助你，投資方式也沒有對錯。**找到適合自己的方式，然後持之以恆，享受在股市中投資。**

# 凱瑟琳·布魯克斯

## Kathleen Brooks



**職業：**專職投資人

**投資法：**外匯交易

**投資關鍵詞：**適時調整風格、謹慎使用資料和模型

**著作：**《凱瑟琳·布魯克斯談外匯》（*Kathleen Brooks on Forex*）、  
《貨幣交易傻瓜也能懂》（*Currency Trading for Dummies*）

資料要派上用場，就要提供更多資訊，  
讓我們瞭解市場運作方式，  
或是資產價格走勢。



# 外匯交易五大要訣

## 1.注意自己的裝置

一開始就從這個規則說起，感覺很奇怪。但是現在行動與平板裝置交易急速增加，所以要確保裝置處於完美的狀態，再踏上外匯市場交易旅程。想像一下自己持有纜線公司的未沖銷部位。目前走勢不錯，獲利優異，達一千美元。你決定要賣出股票，想要保障獲利。但是你要賣出的那一剎那，系統突然故障或沒電，就會非常讓人惱怒。要是新聞輿論改變市場方向，導致交易失敗，可能還需要付出高額的代價。這樣的情形確實會發生在優秀的交易人身上。當然也會出現在一般人身上。

如果交易是你的興趣，你的「現實」生活是工作、通勤、接小孩下課等，有空閒時才進行交易，

- 你當天要進行交易的話，就一定要確保手機和平板充滿電。
- 攜帶備用電源，當裝置沒電，需要趕快充電時，就能夠使用。
- 確保手機有足夠的儲存空間，供你正在跑的應用程式或軟體使用（要小心，跑大型現價圖表軟體時，可能會占用許多空間，快速消耗裝置電量）。
- 善用停損點。如果你是用手機或平板進行交易，千萬要避免沒電，以免清空帳戶。

## 2.成為哲學交易人

有時候我們要讀的，不是最新的經濟學書籍，也不是企業管理案

例，而是一些看起來與金融市場毫不相關的資料。舉例來說，我發現某些哲學家啟發了我，讓我恍然大悟，瞭解外匯市場，而我也寫了兩本外匯相關書籍。儒家思想其實就是在說，整個世界時時都在變動，整個宇宙無法預測，很難掌控，而人也時時在進步。我把這個概念應用在外匯市場中：

- ① 外匯市場每天交易量達五兆美元，且持續變動，也不一定會照著我小心擬定的交易計畫走。所以我只會將一小部分的帳戶資金用於單筆交易，然後把重點放在交易計畫上。
- ② 由於市場規模巨大，變化無常又無情冷酷，所以交易無法致勝，也不會譴責自己。好的策略就是等待拉回，然後對該貨幣做多，這樣就能夠運用讓人心動的價格，進行交易。我堅守這個原則，錯過了一些在外匯市場賺錢的機會。但是如果一直依照市場情緒進行交易，我知道損失的一定比現在賺的還要多。此外，如果我一直要計算入場時間點，面對這麼龐大的外匯市場，我沒有什麼把握。
- ③ 孔子可能會主張，說很衝動、善妒或是有同理心的人，要定位自己，會徒勞無功。這些特性我們都有，會在不同的時間展現出來，而且還有許多特性。所以我不會只專注於一種交易形式，但是根據傳統經驗，我們應該要專心致志。**我們不是技術交易員，就是基本面交易員，不然就是資料分析師。這三種人，我都是，但有時候卻又都不是。**我發現，自己的交易風格，需要適時調整。有時候，特別是市場靜默或處於震盪行情時，我就會決定使用技術策略；要舉行美國總統大選等大型地緣政治活動時，則會決定依照基本面進行交易。有時候我會使用利率，有時候使用自己的預測模型，有時候併用。這對我有效，所以會持續下去。

### 3.明智的使用資料

交易技術的影響不可小覷。沒有技術，零售交易就無法在外匯市場中進行。技術也提供許多資訊，供大大小小的交易人使用。這些資料數量極多，可能是多年以前的歷史價格、貨幣對（FX pairs）或資產類別之間的關係，也可能是回歸模型，其中有許多變數，**面對這些資料，一定要問自己：我想要瞭解的是什麼？**

資料要派上用場，就要提供更多資訊，讓我們瞭解市場運作方式，或是資產價格走勢。我遇過一些非常聰明的外匯交易人，其中一位是統計魔法師，擁有高階數學和科學學位。但是他給我最好的忠告，就是一定要先製作資料圖表。如果你想看看挪威克朗是否與油價有關，就先製作圖表。這樣子就一目了然，可以知道兩者是否有關係。你可以透過不同的時間軸檢視關係，然後再決定是否值得進一步分析。

另外，因為大量統計分析而敬而遠之的人，也不要害怕。圖表通常可以提供你想要的資訊。例如，英國在二〇一六年投票決定離開歐盟後，英鎊兌美元的匯率與富時一〇〇（FTSE 100）呈現顯著的相關，圖表一看就知道了。交易人如果聰明，每次看到富時一〇〇好像要再大幅上漲，就要賣出英鎊。

雖然這個關係並未持續下去，但也維持了幾個月，而交易人也不用花費寶貴的時間，進行回歸分析後再做決定。雖然有時候需要利用資料，建立精密的模型，但還是能夠使用資料，好確認簡單的關係，根據發現來進行交易。

#### **4.運用模型試驗，但一定要知道自己的極限**

數學是我學生時代的強項，但我很快就發現，需要複習技巧，才能夠真正瞭解外匯市場。外匯市場不只規模大、變動迅速、流動性高，我也發現，掌握優勢的人往往會做詳細的資料分析，而我非常想

學這門技能。所以我就廣泛閱讀，學習如何建立統計模型，瞭解回歸分析是什麼，然後著手進行。我建立的第一個模型，重點放在國家間利差變化對於貨幣對的影響。這個回歸模型很簡單，只有一個變數，目標是確認一種貨幣接下來的走勢。

我很認真建立這個模型，所以跑出數字後，我非常開心。針對該貨幣（當時是美元兌加元）走勢，我會寫下備註，但每次好像都錯誤。我很失望，但還不願意放棄統計分析。我決定要建立更複雜的模型，試著分析美國每月美國非農數據（US Non-farm Payroll）報告。我這次使用四個變因，好自己預測美國非農數據。我的想法是，如果能夠預測美國非農數據，就可以跟經濟學家的估計相比。如果我預測的數字較大，就是看漲美元；如果預測的數字較小，就是看跌。我第一個試跑這個模型的時候，完全錯估。但是幾乎也沒有經濟學家正確預測，因為當時的數字低到不行。下一個月，我就對了。我預測的數字較預期高，美元就回升了，但是上漲力道並未維持太久，結果我的交易並沒有獲利。

哪邊出錯了？我太相信自己的模型了。貨幣不會只因為利差就回升，美國非農數據也不一定會對美元造成長期的影響。我學到的東西包括：

- 貨幣市場規模太大，驅動因子不只有一個。
- 模型很有幫助，但應該與其他工具搭配使用。
- 務必要了解背景，再進行交易。
- 你不應該靠直覺交易，同樣也不能只仰賴模型。

交易人替自己建立的模型中，絕大多數的焦點都太窄。我這邊說的，不是數十億美元避險基金使用的演算法，並不複雜。你交易的市

場跟外匯市場一樣深層，流動性也一樣高的話，範圍就要拉寬。要記得，貨幣有各種驅動因子，包括經濟資料、地緣政治因子、中央銀行、純粹的供需關係等。除非你的模型包含前述所有因子，否則就應該把模型看成一部分的元素，而不是所有的元素。如果模型沒有效的話，就大膽丟掉吧。

## 5.外匯交易是否適合你？

這點適用於外匯新手和有點經驗的人，而且需要捫心自問。外匯交易這麼獨特、刺激、有時候能夠獲利的原因，也有可能會讓交易人心神不寧、疑惑，最終還可能會賠錢。

外匯市場很特別，一種貨幣能夠做多也能做空，能夠運用槓桿進行交易，最後獲利和損失也會放大。對某些交易人來說（通常都訂有嚴格的風險管理計畫），這樣很刺激，不會想要在其他市場交易。但某些人就是不適合進行外匯交易，最好就停手了。這些人應該要找到最適合的市場，而不是緊抓著不適合的市場，而無法享受交易。

嘗試一些東西後，發現不適合，這一點都不丟人。所以我會跟外匯新手說，從小額開始。我也鼓勵大家，試了幾次之後，就離開模擬帳戶，用自己的錢冒險，真實體驗外匯交易。一旦開始使用真實帳戶後，務必只存入一小筆款項，確認自己能夠承擔這個金額的損失，每次交易只使用資本的百分之十，最好不要同時進行超過兩筆的交易。這樣就能夠測試市場，各種策略都嘗試看看。如果有效的話，就能夠提升交易規模；如果沒有，就離開，也不會虧損太多。

如果你進行外匯交易已經一段時間了，而你現在正損失不斷，那麼就休息一下。這不是說你再也不會進行外匯交易，而是暫離市場，休息一段時間，回想驅動貨幣的許多因子，你可能因為太過專注在一個貨幣對或策略上，因此見樹不見林。準備好要回到市場時，你可能

會發現，自己的視野煥然一新，可以更清楚的觀察市場。這個作法很有用，甚至是身經百戰的人也適用。

**麥克·布魯克斯**

**Mike Brooks**



**職業：**基金經理人

**投資法：**長期投資、資產配置

**投資關鍵詞：**分散投資、忽略績效指標、善用不理性的行為、合理思考費用

能夠量測的東西，不是樣樣都重要；  
重要的東西，不是樣樣都能量測。

# 如何真正達到分散

## 1.善用分散的好處

有人說分散是投資界的免費午餐。只要打造更分散的投資組合，多數投資人都能夠大幅提升長期報酬且/或降低風險。現在與接下來幾年的投資環境挑戰重重，這點就非常重要。過去三十年來，傳統的平衡投資組合創造債券牛市，推升其報酬，這樣子的時期應該快要結束了。原本的推力在接下來幾年，可能會變成阻力。

不過好在，投資人現在能夠使用的投資工具，比以前多上許多，其中包括新興市場債券、基礎建設、不動產、高收益債券、借貸、資產抵押證券、保險連結型證券、市場平臺借貸、飛機租借等。分散不只有助於讓你一夜安眠，也能夠提升報酬，而且即使在市場驚慌失措時，仍能夠更理性的思考。

## 2.把眼光放遠

長期投資聽起來再正常不過，但採取這個策略的投資人，少到讓人吃驚。我們身處的世界，資訊超載，短期總體經濟或盈餘資料不斷出現。相信這些短期資訊很重要，認為自己能夠成功運用資訊，進行交易，這種想法蠱惑人心，難以抵擋。

但其實這些短期資訊往往弊大於利，無助於締造長期報酬。**忽略這些資訊，聚焦基礎報酬驅動因子，把眼光放到中長期，就能夠做出更好的投資決策與長期報酬。**

## 3.忽略績效指標和大眾



在我的投資職涯中，愈來愈多人把重點放在績效指標與相較風險、與同儕的比較上。這自然是因為基金經理人的表現，會以績效指標做為評斷基礎。經理人想要管理自己被開除的風險，指派經理人的委員會想要管理風險，以免回過頭來看時，發現所做的決定看起來很蠢笨。

但重要的是，這卻造成許多投資人忽略締造長期報酬，也無法管理資本利損的風險。

#### 4.採取實際的方法，管理風險

過去三十年來，運算能力和統計分析變得較好取得，投資產業也逐漸採用風險模型。因此，有許多投資人仰賴陳舊的模型，眼光短淺，認為投資風險能夠精準統計。但是說到投資市場中的風險，**我深信能夠量測的東西，不是樣樣都重要；重要的東西，不是樣樣都能量測。**

投資市場的驅動因子，是人類對於事件與其他投資人行為的反應。市場的混亂只會持續一小段時間，我們要能夠維持相對冷靜，度過混亂。所以看待風險時，一定要把眼光放遠。要清楚自己準備要賠多少錢，時程多久。想一想預期風險，也要想想看承擔這些風險，要賺取多少報酬。

#### 5.善用不理性的行為

投資人決策過程的行為偏誤，可能常常會導致最讓人心動的投資機會喪失。是否能夠善用這些機會，取決於是否採取彈性的投資方法，是否有勇氣逆勢而上。這時分散的方法很有幫助，能夠在面對一開始市場下滑時，確保自己不會承受多數投資人的痛苦，因此能夠做好較佳的心理準備，面對弱點。這也代表你會有更多的機會能夠應

用。

## 6.接受新的想法……但要合理懷疑

有些投資人因循守舊，不接受新的想法，而也有投資人看到新的潮流，就見獵心喜。訣竅是要在這兩個極端間，找到合理的中間地帶。投資世界持續在變化，某些成果最豐碩的投資，就不遵循傳統，需要時間才能夠適應。有許多投資人的觀念都根深蒂固，深信「沒人會因為買 IBM 而被開除」，因此守著傳統投資，以免危及工作。

但也千萬不要輕信最新的投資故事。科技泡沫就是經典的例子，投資人相信「這次不同以往」，忽略普通的評價指標與投資紀律。投資要成功，關鍵就是要徹底研究，一一研究投資案的基本面。

## 7.別管短期績效

有許多投資人評斷經理人的基礎，就是他們最近的績效。但其實**要締造短期績效，運氣比技巧重要。要評估技巧的話，績效評估應該至少以五年起算。**

學術研究顯示，太過在乎短期績效，可能會導致投資人開除經理人，原因就是因為近期績效不佳，然後僱用近期績效良好的經理人。最終的結果，就是投資人需要承擔可觀的交易成本，而且接下來的績效也不會改善。證據顯示，太過在乎短期績效，不利創造財富！

## 8.徹底進行研究

投資很簡單，但要瞭解投資標的，就完全不同了。務必要投資研究能力廣度與深度兼具的經理人，才能做出穩健的投資決策。

## 9.合理思考費用

基金經理人收取的費用最近幾年也受到壓力，在許多情形中，也應當如此。有許多經理人收取高昂費用，卻沒有替客戶提升價值，所以指數型基金自然會應運而生。

但是這樣子很可能會把優點給一併排除了。過度在意手續費會限縮投資範圍，即便投資股票和政府（或投資等級）債長期展望不佳，也只會聚焦於這些資產類別。投資不同的資產類別往往需要成本，但一般而言，能夠提升未來的報酬，回報十分豐碩。所以重點應該是要物有所值，而不只是一味追求低價。

## 10. 注意自己的行為偏誤

在投資界中，我們常常是自己最大的敵人。我們很容易出現各式行為偏誤，因此可能會做出不好的投資決策。華倫·巴菲特說過：「投資很簡單，但並不容易。」我們做多只能試試看，注意這些偏差，以紀律來降低影響。

我自己覺得分散投資，有助於預防多數的偏誤，也能夠避免投注太多資金到我偏好的投資中，以免之後情勢不對而後悔。此外，我的思考能力也能夠更清晰，在市場受到壓力時，挑選划算的投資。

# 大衛·布克

## David Buik



**職業：**衍生性產品經紀商、市場評論人

**投資法：**短線投資

**投資關鍵詞：**系統及事件風險

股票這兩個字我知道怎麼寫，  
但對於股票的知識卻很少，  
寫下來的知識，  
占的空間就跟大拇指指甲一樣大而已！

## 五十八年金融業職涯回顧

我衷心希望這個章節能夠放在最後一篇。我必須承認，自己在股票交易/研究界不是萬事通，也不是投資策略的耆老。我自己沒有投資原則可以分享，但回顧金融業的職涯，聚焦於特別重要的時刻，或許一些小小的教訓能夠自行浮現。

我書讀不好，只得在倫敦數一數二的承兌銀行菲利普·希爾·希金斯服務維生。這間公司的強項見於新聞消息面及合併與併購活動。我花了整整五年的快樂時間，學習該公司所有的面向，直到待不下去為止。我受到誘惑，掉入詭計多端的蜘蛛網中，深陷於相對較少人知的借貸經紀世界中。歐洲美元市場問世，三百家銀行在七○年代開設辦事處；一九八○年時，外匯管制遭到廢止，接下來的金融大改革後，我就在這個產業建立小規模公司。我與艾索國際（Exco International）也擦得上邊，這家公司在一九八○年時進行首次公開募股，最終參與了萬邦有利的開發，職涯則在東京畫下句點。我花了三十八年做這行，很開心，也小有成就！

我以前任職於正經八百的國內固定利率交易商兼經紀商，負責管理其衍生性商品，一九九九年時在日本工作，因為人格缺陷、改變一生的悲劇、一丁點的好運，也就是適逢其盛，搖身一變，成為市場評論人/歷史學家。

我在日本任職於萬邦有利時，受挫好一段時間後，不認同日本管理團隊的作法規定。「不要跟日本管理團隊說業務日常中最直接的實情，而是一定要帶著敬重的態度，給予忠告！」我有一次非常的生氣，忘記這個規則，馬上被遣返倫敦，完全沒有職涯前景可言。我需要馬上脫離被開除這個不幸的境地。貸款經紀商與我進行工作面談，

雖然我有四十多年的經驗，但還是備受嘲弄。

我向知名的「工作救濟」顧問諮詢，他跟我說，或許能夠在九個月內，幫我找到工作。我的回應很簡短，跟他說：「我只給你九天！」毅聯匯業（ICAP）執行長麥可·史賓賽（Michael Spencer）與旗下城市指數執行長，邀請我加入其行銷與公共關係團隊，開出的薪水少到可憐，面對這樣的情況，我得承認，自己不知所措。首先也是最重要的，我不確定點差交易是不是自己的專長。但是我也別無選擇，所以就開始試著改變自己，進入我完全沒有經驗的一個金融領域中。股票這兩個字我知道怎麼寫，但對於股票的知識卻很少，寫下來的知識，占的空間就跟大拇指指甲一樣大而已！

我加入了城市指數，當時是一九九八年，當時麥可·史賓賽和馬丁·貝爾珊（Martin Belsham）指派路易斯·芬賴（Lewis Findlay）為交易長，他之前就是成功的債券交易員，任職於三和銀行（Sanwa Bank）。他很有想像力，想法也很新穎，在短短的時間內，就把平庸的點差交易部門，變成非常有競爭力，贏率大增，作法就是突破現狀，進行美股零股報價，又避開外匯風險。城市指數也針對金融產品，進行固定賠率報價，新增產品種類。

我在城市指數待得並不久，多虧當時的「科技、媒體、電信」爆炸，有一個機會能夠在點差交易更有前景，它就出現在康托·菲茨傑拉德公司（Cantor Fitzgerald）。李·阿瑪蒂斯（Lee Amaitis）是菲茨傑拉德公司位於倫敦的執行長，一直很喜歡點差交易。他也準備投資公司，聚焦發展線上交易，來支持自己的判斷。康托指數是業界領頭羊。

我一直不確定，自己在城市指數行銷和公關部門，會扮演什麼樣的角色。但是我很早就覺得點差交易的流量很可觀，或許電視、電台、報章雜誌可能會提供一些洞見。一九九九年時，城市指數經紀商與銀行等金融炸子雞的往來相對有限。儘管如此，公開募股市場很火

紅，接連不斷。飛色服（Freeserve）、邏輯家（Logica）、安謀控股（ARM Holdings）、杜拉赫（Durlacher）、奧特納米（Autonomy）等等許多公司加入市場，創造極佳的機會，好在這些公司在倫敦證交所無條件上市之前，進行灰色市場交易（編按：在股票正式上市之前，讓客戶對掛牌日當天的收盤價進行預測並建倉）。學習曲線呈現垂直，且業務規模通常也經過誇大，但是點差交易在當時為極佳的晴雨表，能夠預測投資人如何看待公司上市。媒體的回應相當正面，當時沒有太多人想要提倡市場流量和活動。

路易斯·芬賴、伊恩·詹金斯（Ian Jenkins）、瑞秋·伍德福德（Rachel Woodford）和我，在一九九八年十二月的時候，從城市指數跳槽到康托指數。一九九八年到二〇〇一年間，股票交易漲跌波動可觀，與我們的動向不謀而合，想起來也很有趣。在這個期間，天空公司（Sky）、培生（Pearson）、威望迪（Vivendi）等科技與媒體類股與伏得風（Vodafone）、英國電信（BT）、德國電信（Deutsche Telecom）、歐圖（O2）等電信類股漲跌，創造財富，又導致損失。我認識至少十幾位百萬富翁，都在這個時期致富，多數人又把賺到的錢吐了回去。有許多人會記得，在二〇〇〇年到二〇〇三年間，曾出現大量拋售股票的情況，直到第二次波灣戰爭為止。

康托指數發展期間，是我職涯中最好玩的階段，也是我學到最多東西的時候。雖然說康托·菲茨傑拉德公司和康托指數間的中國牆非常明確，我在康托·菲茨傑拉德公司，向執著又精明的專業人員學習股票的知識，一年後就學得比我在菲利普·希爾·希金斯擔任儲備幹部時，學的東西還要多。我在那邊的三年，吸收的知識，比職涯其餘的五十五年還要多。我希望能夠吸收這些無價的知識，並予以善用，好在一九八六年金融大改革以後，最艱困又最讓人興奮的金融市場變革中，盡力描繪出有趣又栩栩如生的故事。我應該一直感謝英國廣播公司新聞（BBC）、獨立電視台（ITV）、天空公司（Sky）、倫敦廣

播公司（LBC）、彭博社（Bloomberg）、有線電視新聞網（CNN）、美國全國廣播（CNBC）、美國廣播公司（ABC）、英國第四台（Channel 4）、英國第五台（Channel 5）、路透社，感謝他們多年抬愛。如果沒有他們的協助，我可能老早就被丟到一堆金融恥辱中了！

康托·菲茨傑拉德公司在一九九八年時的強項，在於國際債券與美國公債市場，在英國並非家喻戶曉，但卻是倫敦效率極高的經紀商，能夠取得華爾街的流量與活動。康托·菲茨傑拉德公司對我來說很有幫助。有許多經驗老到的專家人脈非常廣，認識大衛·史密斯（David Smith）、比爾·米拉（Bill Millar）、彼得·阿涅利（Marella Agnelli）、丹·戴維斯（Dan Davies）、保羅·哈金斯（Paul Hutchings）、強尼·哈利戴（Johnny Hallyday）等，我馬上想到的是這些人。當時倫敦證交所邀到克拉拉·弗斯（Clara Furse）擔任執行長。就算是她，也沒找管理團隊聊聊。

這就是她對非頂尖經紀商的矛盾態度。她和自己的管理團隊完全低估康托·菲茨傑拉德公司的業務。我應該要永遠感謝他們給予的智慧、建議、知識。他們貢獻很大，提供康托指數必要的動力，來跟投資人黃金指數集團（IG Group）、城市指數、盈豐財資市場（CMC Markets）競爭。

處理過自己的「人格缺陷」後，面對旅程的超級改變，我現在必須處理當中悲慘的一面。我說的當然是二〇〇一年九月十一日，地點是肯諾特酒店（Connught Hotel），時間是中午十二點半。我在康托·菲茨傑拉德公司（現在為寶捷思貨幣經紀有限公司）的同事格拉漢·考錫（Graham Cowdrey）到達肯諾特酒店，跟雅士谷賽馬場官員尼克·切恩（Nick Cheyne）與立博集團（Ladbrokes）「公關王」，也就是活力充沛的麥可·狄龍（Mike Dillon）共進午餐。我們在那邊討論當年耶誕節要開的會，康托已經連續幾年資助這個活動，而立博集團著名



的障礙賽，又替當天添加趣味。這個活動顯然很歡樂。格拉漢·考錐在兩點整離席去開會。

我不知道為什麼，沒把手機關掉，兩點五分時，電話響了。我尷尬的接起電話，是格拉漢打來的，跟我說有一架大飛機撞入世貿大中心的北塔（大約是英國夏季時間的下午一點四十六分）。我不確定他是不是在開玩笑，但是他的語氣夠嚴峻，堅持要我馬上回到辦公室，所以我就馬上匆忙的趕回倫敦的美國廣場大樓。

回去的路上經過一家狄克森（Dixons）的店面，電視不斷重複撥放這樁慘事。我實在無法理解到底發生什麼事情。我知道，這對於我還有在倫敦的幾百位同事都有影響，因為康托·菲茨傑拉德公司的辦公室在世貿中心北塔的第一百零一到一百零五樓，而飛機撞進去的地方，就在底下。六百五十八位員工、同事、朋友都喪命了。康托附屬的歐元經紀公司（Eurobrokers）位於第八十四樓，六十四位可憐的人就死在毀壞的建築中。貨幣市場即便緊縮，也兼容並蓄，流動性也很不錯。跨公司關係經過許多年的經營，結果從人的角度來看，這個傷害不是不可彌補，就是會持續很久。

我下午三點終於回到辦公室，看到大家快速離開大樓，淚流滿面，有些人無法遏制的痛苦啜泣。大樓空無一人，大概是因為這裡有許多公司的總部在紐約。一個小時前，美元和衍生性產品部門的窗口在跟世貿中心的同事對談，言詞間充滿恐懼和情緒。絕望的喊叫從燃燒的煉獄中，透過電話傳了過來。我們的同仁知道，自己沒有希望了，只能傳遞愛的訊息給家人，而家人會哀痛許多年。當天下午的愁苦非常濃烈，大家都可以看得出來。在這種情況中，人類非常脆弱。

我想當晚沒有同仁闔過一次眼，大家都在想，接下來可能會發生的事情。隔天大家上班時，滿心恐懼。股票和債券市場會呈現什麼樣的狀態？結果紐約證券交易所關閉，要整頓一下，但這稍後再談。大家可以想像，錄影機和一堆人拿著相機蜂擁而至，到達大樓旁邊。這

些喪生的員工，管理團隊都認識，他們深感難過，也有責任要執行緊急應變計畫，好重啟業務，所以對媒體發言的擔子，就落在我身上。

事後看來，我擔心自己在許多電視和電台頻道前表現不好，實在很可悲。就算提問的人小心翼翼，我還是忍不住哭了。度過了一個早上，我發現大家充滿怒氣與怨恨，絕對不會向恐怖主義投降。讓他們下地獄！大家以淚洗面好幾天，但與朋友的回憶則歷歷在目，共患難的同袍情誼達到顛峰。

這樁悲劇發生的時候，我們活力充沛又創新的執行長浩爾·盧特尼克（Howard William Lutnick）休假，第一次親自帶兒子去上學。謝天謝地，他活了下來。浩爾提供寶貴的建議，協助重建康托·菲茨傑拉德公司。也好在當時華爾街比較蕭條，所以能夠招攬人才，重建公司。

會計程序和技術之前就複製到倫敦，而李·阿瑪蒂斯和蕭恩·林（Shaun Lynn）就在這邊領導大家，驅策這間交易商間經紀商重新站穩腳步。能夠跟這麼棒的同事一起共事，我感到非常自豪。他們使盡渾身解數，想要恢復公司的輝煌，也為了遭到無良恐怖分子野蠻殺害的受害人家屬。從那個黑暗的日子以來，留在康托的人，還是會滴下一兩滴淚，但這場悲劇觸發了難以想像的決心。

當時多數觀察家在意的市場，就是股票市場。富時一〇〇在九月十號以五千零三十三點作收，在九一一當日跌到四千七百五十點，但到了二〇〇一年九月十七日，則漲回四千八百九十八點。世貿中心倒塌成一堆瓦礫後，紐約證交所很快就關閉了。前一天道瓊指數以九千六百零五點作收。證交所在九月十七日重新營業，道瓊滑落到八千九百二十點，在當時算是很大的波動。我記得波音的股價跌了百分之三十！一個月內道瓊就回復到九千四百點。

我最後終於走了一點好運。我擔任康托指數的發言人和市場評論員，在二〇〇七年時改變了，那時銀行危機剛剛開始。接下來的蕭條加

上嚴重的信用危機，是自一九二九年以來最嚴重的，造成的因素有無能的政府、法規不足、銀行界少數（影響力卻很大）人貪得無厭、消費者財大氣粗等。這樣子的組合對經濟有害，壓垮了全世界的經濟。很少有人有經驗與知識，能夠準備好評論，而我就是其中一些間接參與的人，又深諳當時情勢與可能的結果，最終我成為媒體寵兒。

五年後，歇斯底里的情緒漸漸散去，但憤怒與怨恨依然存在。我在兵荒馬亂的時候參賽，但漸漸已經不適合像我這種垂垂老矣的人。我步入暮年，成為兼職市場評論家，替潘慕爾·高登服務，我非常喜歡，也很享受。派翠克·強生（Patric Johnson）再次重用備受敬重的中小企業投資銀行顧問，之後才把執行長的位置交給伊恩·艾克斯（Ian Axe），看到這點，我非常開心。他也是卡達和鮑伯·戴蒙德（Bob Diamond）的首選，而鮑伯·戴蒙德也替公司注入新的資本。這些時刻對於潘慕爾·高登這種大膽創新的公司來說，都很振奮人心。

就如你所見，我的職涯就像是雲霄飛車一樣，但非常有趣。我可能不是世界上最有錢的人，但大概是最滿足的了。

# 羅比·伯恩斯

## Robbie Burns



**職業：**專職投資人（在家操盤）

**投資法：**成長投資

**投資關鍵詞：**風險承受度、了解公司、股票流動性

**著作：**《在家投資致富術》（*The Naked Trader*）、《赤裸點差交易法指南》（*The Naked Trader's Guide to Spread Betting*）

分割投資部位就像是一邊吃蛋糕，  
一邊有人在烤新的一層，  
所以蛋糕可以維持大小，  
甚至之後可能會變大。

# 揭密赤裸交易法（在家操盤）

## 叛亂原則

我的原則，就是不喜歡原則，我猜自己比較像是反叛分子，畢竟我成為交易人和投資人的其中一個原因，就是這個。我還記得自己做這個決定的時候，已經快要二十年前了，當時是一九九八年。我坐在辦公室，風景極佳，可以看到地毯倉庫，地上鋪滿了 A4 的紙，我問自己：「我接下來的人生會想這樣過嗎？」

（答案是：才不要！）

所以我就開始行動，偷偷透過許多小公司累積現金，其中還包括《魔法奇兵》（*Buffy the Vampire Slayer*）出現的電話專線，結果獲利可觀（怎樣？當時是九〇年代啊）。我當時替天空公司服務（BSkyB），下班後，我就運用桌上閃亮亮的電腦，盡量學習市場相關知識。二〇〇一年的時候，我就辭掉工作，專心交易。

之後我就再也沒回頭了（但我還真的做空擁有地毯倉庫的公司）。二〇〇二年到二〇〇五年間，我替《星期日泰晤士報》撰寫專欄〈自己賺退休金〉，當中我成功把金額從四萬英鎊提升到八萬英鎊。辭職後十五年，我透過交易，個人儲蓄和點差交易帳戶也累積了兩百多萬英鎊（每年投入的現金只有一些）。我自己賺來的四萬英鎊退休金，也成長到將近五十萬。

我不遵循其他人的原則，感到非常自在，所以寫了第一本書《在家投資致富術（直譯為赤裸交易人）》，想要幫助其他人一樣享有自由，內容設計就是要讓人快速逃生。這本書出版後十二年間出了四版，都很暢銷。另外還有《赤裸點差交易法指南》，與討論交易心理

學的《跟大白鯊學交易》（*Trade Like a Shark*）。顯見不只有我透過交易與投資尋求自由。

以交易和投資維生確實能夠創造自由，而且我真的不喜歡規則，但是你真的不行隨便投資。嗯，你可以隨便，但沒多久就會看起來像是笨蛋，而且最後把一輩子的存款捐給市場先生後，一定會變得更不自由。

## 赤裸交易

我不是在要宣揚赤裸交易的福音。有許多方法都能夠讓人藉由投資維生。<sup>\*</sup>我才剛剛找到一個方法，對我而言很有效。這個方法的基礎不是神奇的新理論，不涉及新穎厲害的技術策略，需要的電腦也不比企業號星艦（編按：電影《星艦迷航記》中出現的虛構交通工具）還多。我不是整天坐在位置上，用電腦買賣股票（坐在沙發上，看整天的《絕命律師》又是另一個問題了）。

如果要總結我的方法，大概可以說是中長期成長投資，聚焦中小企業。但我必須承認，寫這個句子的時候，快無聊死了，要一杯濃濃的約克郡茶，才能夠重新打起精神。說到底就是：

- 我喜歡有成長空間的公司（技術一點的說法，就代表公司市值介於五千萬英鎊到九億五百萬英鎊間。這些公司成長空間較富時一〇〇大，但我偶爾也會買富時一〇〇裡面的股票）。
- 我不喜歡債務太多的公司（技術說法，就是公司淨負債超過全年稅前利潤的三倍，或是超過接下來一年稅前利潤的三倍，我就不會買）。
- 我喜歡上揚的股息、利潤、交易量。
- 我喜歡前景看好的上升趨勢。

- 我喜歡的公司，做的事情合理、可以理解，且其產品的需求可能會成長。
- 我喜歡買賣容易的股票（也就是流動性佳）。
- 我喜歡的股票不會太貴。（再一次用技術的話來說，我喜歡的股票，其市值或總價值不會比利潤的十五倍還高。我想把錢拿回來，還想多拿到一些錢。只要比市值的十五倍還貴，要做到這點就很難。這是我的經驗。）我有時候會把「破壞者」公司放進來，這種公司的獲利還不多，但未來可能創造高額獲利。
- 不買我懷疑的股票。有疑慮的話，我就沒興趣了。
- 我喜歡的公司，能夠快速回應客戶（和股東！）。
- 我不太在乎董事的交易（其實我還覺得董事交易無關，或可能造成誤解，要完全忽視），不過董事如果買下的股份，與原本持有的相比，比例很高，就至少要注意一下。

（但我把房地產、石油、能源類股當作上述例外。這幾種股票應該要用不同的方式處理，原因有很多，但沒時間詳細討論。）

我會挑選的股票，具有致勝的條件，也沒有疑慮。每次交易或投資，我希望獲利至少都要達到百分之三十。我也很願意永久持有，但持有的過程中，我也會抽取一點獲利。我會用股息來支付交易成本，好進行交易和投資。

鮑伯·丁達（Bob Dinda）說過，「選股票時，要像是豪豬在做愛一樣，要很小心。」我盡量遵照這句話來進行交易和投資。

現在我來攤牌，解釋我一下的規則。這些規則來自於小資金投資人，也適合小資金投資人。但說到底，我相信自己的規則很有幫助，幾乎所有市場方法都適用，但荒唐的方法就另當別論了。

以下就是我的規則，沒有特定排序：

## 1.交易或投資的金額，千萬不要輸不起

舉例來說，慌慌張張的購入股票，該出場的時候，又不願意接受損失（或是太想要抓住獲利而太早售出），這樣投資就很差勁，而且風險還高到荒謬。我從來沒有這樣做過。但我寫過幾本暢銷投資書籍後，有許多人寫信給我，說他們流離失所，婚姻破裂等等許多可怕的事情，原因都是因為他們投入無法承受損失的資金。（但他們觸礁沉底前，都沒有買過也沒讀過我的書。這些書在許多地方都可以買到。）

## 2.先瞭解公司後再買股票

找到所有找得到的資訊，包括在做什麼？跟誰在一起？週末在幹嘛？會怎麼描述自己？你要像是偵探赫丘勒·白羅（Hercule Poirot，推理小說作家阿嘉莎·克莉絲蒂〔Agatha Christie〕筆下的虛構人物），只是你帶著筆電連著光纖網路，進行調查。

## 3.不要匆忙買股

看到逐漸遠去的股票，千萬不要窮追不捨。股票就跟公車一樣，下一輛很快會出現。追著前一輛車，很容易被下一輛輾過。

## 4.股市俗語淵遠流長，其來有自

**拋掉賠錢的股票，經營賺錢的股票**，是很好的想法。刀子往下掉時，你試著接住，只會讓你餘生難以拍手或綁鞋帶（如果是這樣的話，投資組合裡面也沒什麼值得拍手的投資）。

## 5.小心看待別人的忠告



（最後，這是給叛亂分子要遵守的規則。各位弟兄衝啊！）依照別人的說法買入（或賣出）股票，並不是太好。請自己研究，自己決定。畢竟大家各有自己在意的事情。要挑選獲勝出的股票很困難。基金經理人雷索爾（Lee Freeman-Shor）寫了一本很棒的書，叫做《股票的買賣藝術：看錯方向還能獲利！抓對買賣時間點的祕訣》（*The Art of Execution*），當中寫到，就算是華爾街和倫敦最厲害的投資人，挑錯的機率也超過一半。沒必要覺得別人比你厲害。至少你自己要找到充分的理由再進場，這樣就知道該有什麼樣的期望。如果情勢與期望相反，就該出場了。

## 6.注意流動性

如果你要在一間小公司中投入三千英鎊，要看看其外匯市場大小（現在你就像赫丘勒·白羅，有一台筆電，應該不會太困難）。如果電子製造服務的股票交易量小於一千英鎊，之後可能就很難拋售，要小心。

## 7.如果所有的東西都在下跌，那就穿上褲子

整體市場趨勢下跌時，像是全球金融危機或是二〇〇一年八月時突然下跌的情形，在點差交易帳戶中做空富時（FTSE），能夠輕鬆應付投資組合的損失，又不用因為大家都火燒頭毛而拋售股票（我當然從來沒有火燒頭毛過，這也是禿頭的交易人最成功的一個原因，編按：此處為作者幽自己一默，因為作者是禿頭）。

## 8.不要買賠錢的公司

對啊，為什麼要買這種公司？喔，對了，因為會回彈，就快要獲利了。有時候真的是這樣。但有時候，應該說絕大多數的時候，卻不

是這樣，有時候還會完全破產。

## 9.跟大白鯊學交易和投資

我不喜歡把投資看成雄性間你死我活的戰爭，這樣很荒唐。我自己投資的時候，只會跟巧克力棒的包裝紙奮戰。但還是要記住，股市裡還是戰爭。投資是零和遊戲。如果你贏了，就有人會輸。相信我，有非常多人想要你輸，而且要你一直輸下去。交易和投資時，要謹記這點。**不要當傻子，一定要懷疑**。要當大白鯊，而不是小雜魚（說到這個，只有傻子才會仰賴過度的槓桿、快速致富的交易系統、討論板上的建議、預測勝率的人等）。

## 10.注意確認偏誤

確認偏誤就是認為一張股票很棒，沒有人會反對你的看法。你很愛這張股票，所以對負面意見都視而不見。請務必審視後再購買，看看自己是否忽視了一些缺點。最後再想想看，有哪些原因會造成股價突然下跌。

## 11.替每檔買進的股票分別制定計畫

現在只要遇到下跌，我就會很快出場。跌幅達百分之五呢？我可能早已出場。搭配使用與現價保持適當差距的停損點，來支援我的決定。

## 12.面對礦物與石油探勘公司，請小心

只要出現負面新聞，這些公司的股價就會直直下墜，墜到豎井或油管中。原本以為有金可挖，結果發現什麼都沒有，全都是一場空！我會徹底避開這些公司。

### 13.要記得二十世紀最偉大的英國哲學家科爾波拉·瓊斯說的話：

「不要恐慌！」（譯註：科爾波拉·瓊斯 [Corporal Jones] 為 BBC 節目虛構人物）

### 14.分割很棒

分割投資部位的意思就是賣掉一點股份，收割一些獲利，然後繼續（希望）其餘股份上漲。這就像是一邊吃蛋糕，一邊有人在烤新的一層，所以蛋糕可以維持大小，甚至之後可能會變大。（也代表即使蛋糕從桌子上掉下來，你也不會餓到。）

好吧，說蛋糕說夠了。我要去享受以投資維生的主要好處了，當然也就是想要的時候，隨時可以吃一大盤蛋糕。水煮開了，好在我不用再聽老闆的話了。（請別讓我太太看到這一段話。）

---

\* 沒錯，大家叫我赤裸交易人，而不是赤裸投資人。但我雖然進行交易，卻比較偏向投資人。

**理查德·布克斯頓**

**Richard Buxton**



**職業：**基金經理人

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**適度分散、保持低週轉率

天欲令其亡，必先令其狂。  
做這行，愈做會愈瞭解自己懂得很少。

## 在每日嘈雜與長期展望間取得平衡

二〇一二年時，我打著黑色的蝴蝶結，在格羅夫納酒店（Grosvenor House Hotel）參加頒獎晚宴，得到晨星老寬街研究獎傑出產業貢獻獎，我誠惶誠恐。隔一年，我受邀在晚宴前演講，分享我在投資職涯中學到的事情。我看著鬼畫符的筆記演講。但在這邊，我已經試著言簡意賅的說明內容，讓更多人瞭解。

### 1.投資不是科學，而是藝術

我喜歡當基金經理人，其中一個原因是，這份工作體現出兩個相悖的真理。其中一個是「每天都獨一無二」，但另一個則是「太陽底下沒有新鮮事」。

每天都獨一無二，總體經濟資料、公司結果、交易與流量的組合都不同，還有持續變動的股價、債券殖利率、貨幣價值、難以捉摸卻又衝突的投資人情緒。從定義上來看，每天都獨一無二，你必須吸收新的資訊、分析、深思、與同事討論，持續微調對於投資的看法。

就算是市場密切追蹤的資料，長久以來也可能會有大幅改變。在我剛開始工作不久，債券市場根據定期發布的貨幣供應量數字，起起伏伏。這些資料今天是否還在算，我也不知道，但是可以確定的是，不再會影響市場了。今天大家非常在意的數字，往往是美國就業數字、非常詳盡的分析，還有對關鍵央行人物最新微言大義的詮釋。之後這個情形也一定會改變。

但同時，太陽底下也沒有新鮮事。要說清楚，不是說沒有新的發明、新的技術、新的公司、新的競爭對手、破壞性商業模型、新的獲利或損失的機會。投資的其中一個挑戰，就是有非常多的資訊、額外

的東西，好讓你瞭解所投資的公司和產業，你也能夠知道這些公司和產業的變動程度，所以真的有可能把自己嚇到無法做決定，而無法採取行動。**資訊過量可能會導致投資麻痺。**

你一定得幫助剛畢業的年輕分析師度過一項困難，就是避免持續替一間公司或產業，添加新的資訊到第一份啟動文檔中。他們覺得自己懂得還不夠多，這麼想也沒錯。他們認為有很多歷史和資訊需要瞭解，需要放入文檔中，否則就無法做出投資的結論或建議。到了某個時刻，就必須把他們輕輕拉到一旁，告訴他們，**永遠都會有自己不知道的資訊**，但這樣也沒關係。要小小聲的說，像是揭露商業祕密一樣。但這些話他們在前幾個月一定聽不進去。他們會慢慢學會。

是說不一定會有許多新的東西可以探索。其實股市的歷史並不悠久，銀行業則稍久一點，在這些歷史中，並沒有什麼新的市場驅動因子。

**常見的就是貪婪與恐懼，能夠概括歷史，可以說是市場脈動的核心。**牛市與熊市、市場情緒從狂喜變成絕望，再回復，這些走勢都有詳細記載，也應該如此。有一整個產業在結合投資人情緒指標或是風險容忍度、評價方式、基金流量、零售投資人參與、合併與併購或首次公開募股活動，並搭配分析國內生產毛額成長率、企業獲利與利潤的真實經濟資料，希望能夠判斷現在所處的經濟與股市循環階段。

歷史資料顯示進場時間不當，逢高買進，逢低售出，非常可怕，可能會抹去一個世代的投資人。但是相反的情形也會出現，算對低點進場時間，確實能夠創造非常高額的報酬。所以怪不得大家那麼想要量測「市場的心情」，在貪婪與恐懼間的光譜上找到定位。

現在每天要吸收的海量資訊（「每天都獨一無二」），也要宣布今日在整體循環活動中，處於哪個階段（「太陽底下沒有新鮮事」）。這就是前述兩者二分法的核心。這份工作這麼有趣與困難，就是因為每天要學會對於新資訊的反應，導致當局者迷，不知道絕對

評價還合不合理。把眼光放遠，這個投資是否還有吸引力？

**投資人要成功，就必須就近觀察，但同時也要能夠從三萬英尺的高度俯瞰情勢。**這就是一個關鍵的挑戰。這也就是為什麼，像是特定公司的研究報告有很多，我還是很喜歡閱讀主題或策略研究報告。眼光放愈遠愈好。股市報酬的歷史，和之前經濟與市場循環的經典，都是必讀書籍，能夠讓你脫離現時的重力，遠離今日的股價。

我剛開始工作時，有一位股票經紀人密友跟我說，有一位很有智慧的基金經理人客戶，他會把自己收到的經紀商研究報告都留起來（當時當然都是紙本，由人寄送），三個月後再讀。某些評論眼光短淺，馬上就可以忽略。更重要的是，情況發生變化，有許多建議早就不值得一看。運用這種過濾流程，他就可以聚焦於真正合理的想法上。如果三個月後還是可以入手，就值得進一步調查。這個故事是否真實，令人懷疑，但卻以最簡單的方式，解釋每日嘈雜和長期展望間，必須保持一點距離。

在我外行人的理念中，這個緊張的關係就跟人類很像，發明得很快，但演化得卻很慢。發明和技術創新的速度很驚人，但是驅動人類行為的因素卻沒什麼改變。莎士比亞在一五六四年出生，而我則是在一九六四年出生，之間大約相差了十三個世代。如果他的鬼魂能夠造訪今天的世界，絕對會在二十一世紀中大感困惑。但他大概能夠完全辨認出人類的行為、情緒、動機，當然也因為如此，四百年後的今天，大家對他寫出來的戲劇還是趨之若鶩。

對我來說，**要維持短期與長期視野的平衡，就要牢牢記住人類行為。**畢竟人類才會受到成功的產品或服務吸引，驅動公司成功。你投資的公司，都由人類和他們的缺點、愚昧、失敗來管理。即使現今使用的人造技術愈來愈多，人類依舊還是股市的驅動因子。群眾的心理、對於風險與報酬的判斷、造成貪婪與恐懼的因子，都是人類的行為，瞭解愈多，投資技能就愈佳。

基金管理巨頭富達，創辦人是愛德華·約翰遜二世（Edward Johnson II），他說：「我知道這行不是科學，而是藝術。」

## 2. 不要太過依賴模型

我最喜歡的投資書籍叫做《金錢遊戲》（*The Money Game*），在一九六〇年代的時候，作者以筆名「亞當·斯密」出版。我分送很多本給剛踏上投資職涯的年輕同事，都算不清送出了幾本。如果還沒讀過這本書的話，鼓勵大家閱讀，裡面深入探討很多很棒的洞見。其中提到一點：「數字研究很理性，尋找的是真相，而真相就是價值……但是真相只是遊戲的一部分，而這場遊戲卻不理性……瞭解的話，表現會比較好。」

《金錢遊戲》寫出來的時候，電腦運算才剛剛開始發展與運用於投資，但是資產負債表有很多問題要回答。顯然投資涉及許多數字，我們仔細研讀模型，盡量瞭解營運與財務槓桿，套用不同的盈餘與獲利假設，算出好好壞壞的獲利結果，非常好玩。

雖然模型是必要工具，但是幾乎不可能預測人類的行為。就算只有簡單的公司預測模型，風險就是得到太過溫和或平緩的假設。如果有數字上升的話，幅度就不會只有個位數。更糟的是，如果消費者受到驚嚇，就可能會控制支出，程度比多數計量經濟模型預測的還要激烈。某些直覺是與生俱來的，會因為從眾的心理而加劇，導致我們過度注重預測些微的差異，不管是正向還是負向，我們都在意。但是公司命運改善與惡化的程度，特別是在經濟正要轉變時，勢必大於人類能夠在資產負債表表格中放入的數字。

建立模型是現在經濟的核心，驅策公司的消費、投資、僱用計畫，也影響財政部對於經濟成長與稅務政策的看法，或是英格蘭銀行的計量經濟模型，而這個模型的決策因素則是利率。中央銀行和主管



機關會建立模型，目標是要確定銀行資本規則，監管銀行與保險公司內部貸款損失或死亡率模型。

建立這些模型的人，都從經驗中學習，希望能夠把學到的東西放入模型當中。但所有預測未來結果的模型都有一個危險，就是「意外會出現」。匯編資產負債表的人，應該都會聽到英國前首相麥美倫（MacMillan）的名言「事件，親愛的孩子，事件。」人類的行為不理性。要以模型精準預測人類未來的行為，或對情況改變的反應，幾乎不可能。

所以我第二項觀察跟第一項有關，就是以健康的態度，小心不要過度倚賴模型，不管是預測公司或經濟體的命運，都要小心。避免完全錯誤而不是大約正確的風險，否則模型產出的結果，可能就會導致錯誤的正確。退一步看待模型，確保結果可行或合理。同樣也要大膽，把看似大到誇張的變數放入模型中，想像一下這種荒謬可笑的情形可能會發生。這種情形確實會發生。

金融市場建置了許多明智的模型，但二〇〇八年金融危機過後，女王還是問了：「為什麼沒有人能預料到呢？」

好問題啊，陛下。

### 3.別讓事實破壞好故事

從童年起，我們就很愛聽故事。就算是成年過後，你都沒讀過小說，還是很可能會喜歡看電視劇、偵探劇、連續劇、動作片或愛情喜劇。我可以說，大家都需要故事，小小的虛構旅程，獨立於我們的日常生活，不管結局是好是壞都可以。我們暫時脫離「現實生活」，確認故事真實存在，也就是有始有終的旅程，有助於讓我們知道，自己的人生也在進行。我們是隨心所欲的存在，就像是彈珠台上的彩色彈珠，穿越柱子，漫無方向，或許也漫無目的的在無神的世界中滾動。

我們把自己定義為線性的故事，雙親把我們生下來，在這邊長大、上學、工作，然後遇到伴侶等。我們盡力締造出有邏輯因果的歷史，而不是因為偶然而出現的隨機結果。否則就會太可怕，難以想像。記憶不可靠，我們會重新寫下歷史，走過蜿蜒曲折，步入順利的旅程，想著「我們達到現在的情況，要前往哪一個方向」。我們必須要覺得能夠掌握所有的事情。

股市喜歡好的故事，管理團隊辦公的故事，產品創新的故事，開設店鋪或餐廳的故事，併購機器的故事，海外擴張的故事，現有用戶維修經常性收入的故事，長期成長的故事，新典範的故事，中國的故事，印度的故事，由萎縮轉為成長的故事，合併的故事。

投資人一定要知道自己相信哪個故事，所以會知道哪個故事會與市場產生緊密的關聯，然後重新評估價值。**你要注意管理團隊變更的故事**。如果市場對之前所追蹤的故事失去興趣，就要小心，事情一暴露，就會重擊股票。反觀，**優良故事正在累積的動能，能夠讓你賺大錢**。所以要找到這種事件，**把這種事件看成故事，不時交叉比對**。但是根據我第三個觀察，**別讓事實破壞好故事**。

#### 4.股市會激發謙遜

如果你覺得自己已經破解投資遊戲，創造出很漂亮的數字，正面的新聞評論也完全沒錯。天啊！你真的很在行！啪的一聲，市場會給你重擊。

你的公司會發出獲利警告；你沒持有的股票會炙手可熱；你逢高賣出的公司，價值會重新評估，估到讓你驚訝的程度；便宜的轉機股一點轉機都沒有。為什麼市場看不到裡面的價值，或者不瞭解為什麼有那麼多好消息影響計價？

這就是市場在行的，就是有時候愚弄所有的人，而且如果我們笨

到覺得自己能夠超越市場，就愈容易遭到愚弄。

看到新聞報導說「明星經理人」或更糟糕的「搖滾巨星經理人」，我就會覺得很不好意思。拜託，天欲令其亡，必先令其狂。做這行，愈做會愈瞭解自己懂得很少。

謙遜沒有止境，而且非常重要。

## 5.不要過度分散

要夠誠實，知道自己大概沒有太多好的想法。或者你很幸運，有很多想法，但要把重點放在你最相信的想法上。我打造一個投資組合，當中大約有三十五檔股票，但這樣還是有點鬆散。**學術研究顯示，超過二十檔，就會失去分散能夠帶來的好處。**但是在投資組合中放多一點點不同的股票，我晚上會睡得比較安穩。這樣還是好像把雞蛋都放在同個籃子中，非常小心的看管。

我剛開始工作的時候，從現在的眼光看，太過積極。每天進辦公室，就會感覺應該要交易，來證明自己真的在做事。更不要說股票經紀商打電話，要你買這張或賣那張。現在我喜歡什麼都不做。我換個方法說好了，當然你會跟同事見面，閱讀報表，討論一下報告，追蹤股價，但不一定要交易或改變投資組合。

沒錯，當然股價漲跌波動大，盯盤的人如果夠靈敏，就有機會這時賣出幾檔，然後幾週後再以較低的價格購回。如果你真的很喜歡一間公司，這樣子隨意操弄的風險，就是該把股票買回來時，你不在位子上。眼睜睜看到你心心念念的股票漲翻天，但你卻跟不上，這種感覺最糟了。經過這些年，我還是會「省小錢花大錢」，也就是精打細算，入手新股票，就為了省幾分錢；斤斤計較，但卻錯失可觀的牛市。

**要把眼光放遠，有耐心，保持低週轉率，抵抗誘惑，不要無謂的**

**調整投資組合。**我非常開心整整一個月沒有交易，不過這樣確實導致當月客戶說明會出現一些挑戰。不要「替雜草澆水，把花拔起來」。要是你持有的股票一直下跌的話，不要急著加碼。要先檢視買賣利弊，好加強你對於這檔股票的看法。如果市場環境不利看漲，那麼就不要急著加碼入手。更重要的是，不要一直賣掉上漲股票來獲利，優質的企業能夠持續締造良好績效。我很開心持有一些公司十幾年了。

職涯剛開始的時候，我看著很多同事建立可觀的衣物零售業部位。股價在每股十三便士邊緣擺盪。之後他們就像是英雄一樣，在每股六十便士時售出，但股價漲到八十英鎊（編按：一英鎊為一百便士）。

好好持有賺錢的股票。

## **6.如果找到合作無間的人，那就要不離不棄**

管理基金的人單打獨鬥，但人數卻很多。

你自己用機智和判斷，與市場中的千千萬萬人的集體知識抗衡。能夠使用大家的存款來支援自己的看法，真的很讓人開心，也是項殊榮。

可以說基金管理吸引非常多獨來獨往、內向、怪異、瘋狂的人，我很高興把自己納入這個名單中。或許每個人都需要有充足的自信，每天都認為自己的看法正確、投資組合完美，而其他人都錯誤。

但同時你也需要與同事討論想法，分享對於一則新聞的反應，或者也需要跟公司管理團隊開會。我很幸運，能夠跟一些能者共事。能夠跟優秀的同事在良好的工作氣氛中，度過市場循環的高低，一起出價和面對獲利警告，非常難能可貴。同心協力，你會比自己單打獨鬥還要明智。

## **7.瞭解自己**

最後，說「經驗有差」太過簡單，但確實熟能生巧。你不只是「之前就見過大風大浪」，瞭解市場循環會貼合市場喜歡闡述的不同故事，也知道「太陽底下沒有新鮮事」。

**要投資成功，就必須了解自己。**你當然瞭解身為投資人的自己、強項與弱點、對於某些故事或管理方式沒有抵抗能力。但是也要把自己當作人來瞭解，而這需要時間。

如果不瞭解自己，不知道自己對什麼有熱情……

如果不瞭解自己在意什麼，不知道自己不在意什麼……

如果不瞭解自己尊重、欣賞什麼，不知道自己不喜歡什麼……

如果不瞭解人生想要什麼……

不知道自己想要付出什麼……

那麼在股市當中，就要付出高昂的代價才能發掘自我，這樣就不太可能投資成功。

我在格羅夫納酒店晚宴中演講的四年後，雙親都逝世了。我想布拉克內爾夫人（Lady Bracknell）對此一定有話要說。我帶著孺慕之情與感激之意，想要把這些話獻給他們。沒有他們的話……

# 杜白・卡萊爾

## Tobias Carlisle



**職業：**財務顧問

**投資法：**價值投資

**投資關鍵詞：**購買被低估的公司、安全邊際、留意高盈餘成長

**著作：**《超值投資：價值投資贏家的選股策略》（*Deep Value: Why Activist Investors and Other Contrarians Battle for Control of Losing Corporations*）、《計量價值的勝率：結合愛德華索普計量交易與巴菲特價值投資的新藍海策略》（*Quantitative Value: A Practitioner's Guide to Automating Intelligent Investment and Eliminating Behavioral Errors*）、《集中投資：全球最佳集中式價值投資人的策略》（*Concentrated Investing: Strategies of the World's Greatest Concentrated Value Investors*）、《併購估值：億萬逆勢投資人擊敗市場的方法》（*The Acquirer's Multiple: How the Billionaire Contrarians of Deep Value Beat the Market*）

懷疑、謙遜、低成本能夠締造  
最高的生存機率，加上運氣，假以時日，  
我們就能夠擊敗市場。

# 想要擊敗市場，你得背道而馳

## 1.背道而馳

只要看到有潛力的投資，我們就會把群眾的看法，也就是共識，與自己的看法兩相比較。我們怎麼看共識？要看股價與價值的差別。我們自己做研究，判定價值。我們尋找的股票，可能與大眾的判斷不同。換句話說，**我們試著背道而馳**。

原因如下：要取得好價格，就只能買大家要賣的，賣大家想買的。

「好的」價格就代表偏向一邊的賭注：稍微下行，大幅上行。下行空間小，是因為價格已經假定最壞的情形，創造出誤差範圍。如果錯了，那賠的也不多；如果對了，那就會賺很多。上行空間大於下行空間的話，就代表能夠打平，但犯錯的次數卻多過於成功。如果成功的次數跟錯誤的次數相當，或高過錯過的次數，那麼績效就會不錯。

公司遭到低估或不受青睞的話，就提供機會能夠背道而馳，逆勢下注。如果公司業務嚇人、不良、無趣，群眾就會反應過度，或是開始沒耐心，出售股票。這就是股票遭到低估的原因。只要有足夠的時間，有許多公司就會變得比較不嚇人、沒那麼不好，沒那麼無趣，跟一開始的狀況不同，原因就是均值回歸。

## 2.購買遭到低估的公司

折價幅度愈大，報酬愈豐厚。這個說法適用於美國、英國、歐洲、非洲、亞洲、澳洲、紐西蘭，也適用於開發中與新興市場，全球都適用。大幅折價與豐厚報酬焦不離孟。



對於多數工業公司來說，收購估值（Acquirer's Multiple）是量測低估價值幅度的最佳工具。收購估值是公司企業價值與營業收益相比的數值，是私募股權公司使用的指標，用來在買下整間公司時進行評估，維權投資人也會用其來尋找隱藏價值。

企業價值是我們買下公司必須支付的「真實」價格，其中包括市值，也就是股價乘以發行股數。市值忽略所有權人承擔的其他成本，所以單單只看市值會讓人誤導。企業價值也包含資產負債表和資產負債表外項目。**現金愈多，企業價值就愈高；債務、優先股、少數股東權益、資產負債表外債務愈高，企業價值就愈低。這些都是所有權人承擔的成本。**

營業收益為公司營業所帶來的收入，不包括銷售資產與訴訟了結等非經常性項目。我們會以利率和稅金調整營業收益，因為這兩者會受到資本結構的影響，也就是負債與權益比例的影響。這樣調整後，就能夠公允合理的比較兩家負債比率不同的公司。

對於非工業公司，如銀行與保險公司等金融業而言，帳面價值則為較佳之指標。不管用哪個指標，目標就是要找到大幅低估的價格。

### 3.尋找安全邊際

這是對估值折價、資產負債表、和商業模式的三重檢驗（臨界值）。

**首先，公司價值折價愈多，購買起來就愈安全。**折價幅度大，就能夠忍受錯誤或價值降低。這點跟上一條規則不謀而合，最豐碩的報酬，就來自最大幅度的折價，與市場與學界的傳統見解不同。一般認為報酬愈高，就代表風險愈高。在這邊，安全邊際愈大，報酬就愈高，且風險也愈低。

**第二，在資產負債表中，我們比較偏好現金與流動證券，而比較**

不喜歡負債。我們要注意資產負債表外的債務，像是租賃與資金不足的退休基金，也要注意信用問題與財務困境的跡象。沒有公司因為錢太多而「致勝」，但有許多公司卻被太多的債務壓垮。

**最後，公司要有實際的業務**，而業務要能帶來營業收益，**還有匹配的現金流**，確保一定能夠產生會計收益，而不是只有奸巧盜用公款的人的幻想。我們要尋找盈餘操作的跡象。如果公司做的是科學實驗或玩具，要找尋商業模型，就適合投機分子。如果股票當前利潤疲軟，但過去紀錄卻不錯的話，就有機會能夠進行均值回歸，再次獲利。

#### 4.把股份當成所有權權益，而不是股票代號

一股就是代表一份公司的所有權權益，這有兩個意思：

- 第一，股東擁有公司所有權人的權利，可於會議中投票，行使權利。
- 第二，股東應該要注意企業擁有的東西，包括公司與資產，最重要的就是現金。

我們要看業務和資產負債表，好審視其財務穩健的程度。公司可能很值錢、不值錢，也可能比一文不值還糟糕（一直賠錢）。

同樣的，資產負債表當中可能有很高的價值，但如果債務多過資產，就可能產生負的淨值。

有許多投資人都會追求利潤，也就是公司的成果，但忽略資產負債表上的資產，忽視現金。一家公司看起來如果很糟糕，但資產負債表卻很強健，就可能會有潛藏的價值。資產價值就是自由的買入選擇權。

## 5. 小心高盈餘成長與獲利

均值回歸是很強勁的力量，能夠壓低快速的成長率和高獲利，也能夠加速成長，降低損失。

成長快速，獲利優良就會招致競爭，吃掉成長與獲利。投資人如果遵照華倫·巴菲特的範例，就會尋找有護城河的高獲利公司，而護城河就是競爭優勢。護城河更難尋找，卻又比多數投資人想像的還要好跨越。

學者研究公司獲得極高利潤的方式，資料顯示，多數高獲利的公司，長期看來，都會因為均值回歸而吐回利潤。而當中有一些公司確實能夠長期創造高額利潤。但我們還無法事前了解締造長期獲利的因子。也就是說，除了廣泛觀察以外，我們無法得知哪些因素能夠預測穩定的成長與獲利。

證據顯示找到下一個高成長或高獲利的股票，機率大約就跟翻硬幣一樣。巴菲特很厲害，能夠找出這些公司。普通人在大幅折價時出手，還比較好。

**要找到未來成長和獲利的公司，最好找撐過艱困時期的公司。**這些公司也比較有可能以較大的折價幅度售出。購買這些公司，就能夠享有業務成長，與逐漸變小的市場價格折價幅度。

## 6. 遵循簡單確實的規則，避免出錯

要是我們針對不確定的未來結果，根據機率來做決定，就會出現認知錯誤。投資股市就會發生這種問題。

要避免這些錯誤的祕訣，**就是遵循簡單具體的規則。理想的情形是，寫下這些規則，按部就班。**

簡單具體的規則可以經過測試，應該要進行回測和實測。回測能夠確保規則能夠套用到歷史資料上，最好是能夠套用到不同國家與股

市，而實測則能夠確保規則確實可行。策略理論上都行得通，但在現實中幾乎都行不通。

## 7.專心，但別太集中

如果想要達成市場績效，那就購買市場。如果要打敗市場，就一定要採取不同的作法，意思就是買最棒的想法，或是「專心致志」。

專心致志的取捨，有兩個：

- **第一**，集中的投資組合波動較整體市場大，代表漲跌幅較大。對市場有利的年份，可能對於投資組合也非常有幫助；對市場不利的年份，對投資組合可能就會有很糟糕的影響。
- **第二**，集中的投資組合不會密切追蹤市場，這樣子叫做「追蹤誤差」，意思是集中的投資組合，有可能在市場上揚時，價格下跌；市場下跌時，價格上揚。第二種追蹤誤差，也就是投資組合價格上漲，但市場下跌，是很棒的情形，但你不會注意到。你注意到的情形，就只有集中式投資組合下跌，但市場上揚的時候。學界發現，追蹤錯誤率高，可能會與優良的長期績效有關。但是投資組合的組成是遭到低估的股票，那麼市場也有可能長期打敗投資組合，追蹤錯誤可能也不會好受。

不要太過集中。要假設你的計算和想法是錯誤的可能性，要記得，你的想法出錯，但整體市場正確的機率，會比相反的狀況機率更高。

## 8.目標是盡量提高長期稅後利得

我們的目標，是盡力提高長期實質稅後報酬。這有三個重要的意涵：

- **首先要把眼光放遠**，不是只看接下來幾季或幾年，這樣子對於投資人有絕佳的幫助。公司往往因為接下來幾年情勢不佳，因而估價錯誤，提供好的機會給願意短期落後的投資人。這就叫做「時間套利」，無論投資組合大小，都能夠提供長久的優勢給有耐心的投資人。
- **第二，複利的效果需要經過很長的時間**，才能夠看到，但複利或利滾利長久以往，就會很可觀。
- **第三，稅金和手續費是躲在暗處的敵人，會影響長期的複利**。手續費高的基金和其他轉付工具，要打贏被動指數，就會很困難；但**低價主動的指數股票型基金，稅務效率較高，長久以往，就能打贏指數**。

## 9.市場昂貴又下跌時避險

投資人要打造最佳長期報酬，就要持有遭到低估的股票，不管市場起伏。就算如此，當市場跌幅達百分之二十以上時，有許多投資人都很難維持投資。他們會在最糟糕的時刻售出，也就是反彈之前脫手。有一個解決方式，就是進行投資組合避險。

避險的成本就是報酬稍微降低。如果你不曾根據趨勢進行避險，這種作法看起來就會像是巫毒術法。這個概念很簡單：市場下跌時，進行避險，不要在市場上場時避險。但要如何辨認市場的走勢呢？

有一些趨勢指標可以使用，讓我們辨認出市場走勢。最單純的就是移動平均線，其中最常見的就是兩百日移動平均線。**作法就是看標準普爾五〇〇在過去兩百日的平均收盤價，然後跟今天的收盤價相比。如果數字高於平均，走勢就會往上；如果數字低於平均，走勢就會往下。簡單易懂。**

為什麼要選兩百日移動平均線呢？隨意選的。億萬投資人保羅·

都鐸·瓊斯（Paul Tudor Jones）提倡使用這個數值，可能是因為這個數值很有名吧。他跟東尼·羅賓斯（Tony Robbins）的訪談收錄於《錢：7步創造終身收入》（*Money: Master the Game*），其中就說到：

「我衡量所有事情的指標，就是兩百四的移動平均線收盤價。我看到太多東西跌到谷底，包括股票和商品。投資的訣竅就是：『要怎麼避免輸到一無所有？』如果遵循兩百日移動平均線的規則，你就出場。採取防禦策略，你就出場。」

保羅·都鐸·瓊斯出場，我們就避險。避險並不會影響我們是否要購入股票的決定。**決定要購入股票的原因是安全邊際。我們遵循巴菲特的建議，購買遭到低估的股票時，不管市場。但是市場下跌時，就要遵照保羅·都鐸·瓊斯的建議避險**，這個作法我們也親身試驗過。

單靠移動平均線並不完美，會造成許多反覆訊號或「誤報」。反覆訊號出現的時候，就是趨勢顯示投資組合應該要進行避險，但市場上揚時。

另外也會出現誤判：太晚避險，錯過前幾天大跌的時機。反覆訊號或誤判會造成損失，但這就是要避免大跌而需要付出的成本。

趨勢本身其實就很有效了，但如果要發揮最大效用，就要搭配價值使用。以下有一個簡單的表格，顯示一九五〇到二〇一七年間，標準普爾五〇〇的各年報酬。以下表格中當中有四種可能的市場，分別列出價值研究：

	價值低估	昂貴
上揚	15.4%	8.6%
下跌	6.0%	0.6%

（此處「價格低估」定義為低於平均之 Q 比率。Q 比率為市場價值工具，將資產市場價格與重置成本相比，其他股市價值工具，包括席勒周期調整本益比〔Shiller Cyclically Adjusted Price-Earnings Ratio〕、巴菲特指標〔total market cap-to-gross national product〕也都能提供相同的結果。）

這些最佳報酬都由遭到低估卻又持續上漲的市場（上揚加上價格低估等於百分之十五・四）締造。市場快速上漲，就不要避險。最差勁的報酬就是因為市場昂貴，但又持續下跌（下跌加上昂貴等於負百分之〇・六），這時候就差不多該避險了。

但現在要說讓人驚訝的事情了。下一個表顯示四個可能出現的市場中，最糟糕的狀況：

	價值低估	昂貴
上揚	-17.7%	-32.6%
下跌	-45.6%	-56.4%

最大的下跌幅度為百分之五十六・四，出現在昂貴又持續下跌的市場中。（二〇〇九年最後一波，也就是「信用危機」）。幅度最小的下跌，則出現在價值低估又持續上漲的市場中。昂貴又持續下跌的市場很不理想，代表的就是低額報酬與最大幅度的下跌。

多數時候，市場都會上漲。自一九五〇年以來，平均上漲百分之七十。下跌很少見，但會讓人胃都縮了起來。要是你願意犧牲一點報酬，好避開大跌的話，遇到市場昂貴又持續下跌的時候，就進行避

險。

**價值投資**具有邏輯的投資方法，經過時間的考驗。最厲害的投資人會**逆勢而行**，將**安全邊際**拉到最大，盡量**壓低成本與稅金**。他們抱持懷疑的態度看待成長與獲利，也會假設自己的計算和想法錯誤。懷疑的態度、謙遜、低廉的成本能夠提高我們存活的機率。運氣好的話，長久以往，我們一定能夠擊敗市場。



# 羅伯特·卡弗

## Robert Carver



**職業：**專職投資人

**投資法：**資產配置

**投資關鍵詞：**善用系統、分散投資、注意費用、定期再平衡

**著作：**《系統交易：設計交易與投資系統的獨特新方法》（*Systematic Trading: A unique new method for designing trading and investing systems*）、《智慧投資組合：打造維持智慧投資組合的實踐指南》（*Smart Portfolios: A practical guide to building and maintaining intelligent investment portfolios*）、《槓桿交易》（*Leveraged Trading*）

**更認識作者，可上：**

[www.systematicmoney.org](http://www.systematicmoney.org)

寧願投資組合有點差錯，  
也不要太常大幅度變更，

添加鉅額交易成本。

# 如何有系統的投資

## 1.除非你是天才，不然就善用系統

「專家的精準程度不是相當於簡單的演算法，就是比較不準。」——這句話適用於財金等許多不同的領域，節錄自《快思慢想》（*Thinking, Fast and Slow*），作者是諾貝爾獎得主心理學家丹尼爾·康納曼（Daniel Kahneman）。

系統如果很簡單，確實沒有機會打敗華倫·巴菲特等最頂尖的投資人。但是凡人謹守簡單的規則，表現都會比較好，幾乎沒有例外。但壞消息是，除非你一直都很成功，不然不太可能是投資天才。**你如果不是華倫·巴菲特，最好使用簡單的規則與原則，以有系統的方式，打造投資組合。**

## 2.未來無法預測……

要預測明年富時一〇〇或標準普爾五〇〇上漲的幅度，極其困難。投資時程較長，要預測未來四十年的平均報酬，就完全不可能。

為什麼呢？**首先**，有許多因素都會影響市場價格：未來通貨膨脹、利率、經濟成長、企業獲利、投資人情緒等，族繁不及備載，樣樣都一樣難以預測。

**再來**，就算你可以預測未來，也需要準確說明市場對於各則新聞的反應。這點也不簡單。媒體上的名嘴預測，如果某一事件發生，會發生混亂或狂喜，但實際市場反應卻完全不同，這樣子的情形你見過多少次？

**最後**，預測未來還不夠，你還要做得比其他人還好。市場價格根

據可公開取得的資訊決定，反映全世界投資人的集體看法。

要是覺得自己可以開始預測市場動態的話，就要打敗這個難搞的競爭對手。

### 3.但有些事情稍微好預測一點

雖然未來無法確定，但還是有某些預測比較可能成真。

舉例來說，短年期債券如果由挪威等穩定的國家發行，幾乎可以確定比投機網路新創公司發行的股票還安全。另外，與谷歌和臉書等公司關係密切的報酬，大概也會滿相近的，相近的程度大於臉書與挪威國債的報酬。最後，昂貴的主動管理基金收取的價錢，較被動式基金昂貴，這樣的情形不會改變。

**風險、相似程度、成本等可以預測的特性，適用於不同的資產，長期以來都相當穩定，應該要用來挑選投資。應該要少投資一點風險較高的資產，盡量分散投資組合，避免支付高額費用。**

### 4.分散、分散、分散

「我只有一個建議，就是分散。如要提供第二個建議，我會說：『要記得，未來可能不會跟過去一樣，所以應該要分散。』」

——哈利·馬可維茲（Harry Markowitz），投資組合理論的先驅

分散投資在某些圈子中，聲名不佳。傳奇投資組合經理人彼得·林區在著作《選股戰略》（*One Up On Wall Street*）中，把分散投資描述成多慘化。你如果可以準確預測未來的話，打造集中式投資組合，聚焦於幾檔精挑細選的股票，成果確實會比較好。但是如果預測能力沒想像中的好，或者只是運氣差，這個決定的結果可能就會慘不忍

睹。

分散的好處，在於打造成成分不同的投資組合，選擇型態不同的資產。所以要是未來平均報酬無法預測，但相似程度比較容易預測，那麼分散確實就是金融界免費的午餐。剛開始，投資人都應要把財富分散投入到各不相關的資產類別中，像是股票和債券。可以的話，你也應該要投資不同的地理區域和國家，橫跨各個領域。

## 5.沒有對的資產配置……但有一些方式就是錯的

股票占百分之八十？股票占百分之五十？股票占百分之三十？不管你選哪個，只要無法預測未來，就沒有十全十美的答案。

如果你能夠承受擺盪的話，配置較多的股票當然合理。只要確定自己瞭解可能出現的風險，因為**一旦做了決定，就一定要按表操課**。變動較大的資產類型，比重自然就高於較為穩定的債券市場。

雖然說沒有萬用的正確配置方式，還是有一些錯誤可以避開。首先，極度不喜歡風險的投資人，如果只投資債券等安全的資產，並不合理。你如果使用分散的投資組合，其中有三分之一是股票，承擔的風險相同，但可以締造更多報酬。如果對你來說，這樣子的投資組合風險還是太高，就應該使用現金稀釋風險，直到能夠安穩而眠。不要忘記，就算是現金，也有風險：現金的價值在未來會變動，就取決於通貨膨脹的走向。

在另外一個極端情形中，就算是最好鬥的投資人，也不應該把所有的資金投入股票等風險資產中，至少要投入五分之一的資金購買債券。添加適量的債券，能夠分散股票投資的風險，但也不會影響投資組合預期的未來價值。另外，也不要忘記股票波動本來就比較高，配置百分之八十的股票，代表百分之九十的報酬風險來自於股市。

## 6.除非合理，否則不要購買個股

哪個比較分散？是打造含有十檔股票投資組合的人，還是投資組合只有兩檔股票的朋友？答案可能沒有你想像的那麼簡單。第一位投資人持有十家美國科技公司；第二位則在全球分散的股票投資基金，還有全球債券基金中購買股份，其實這個人投資程度，遠高於剛剛喜歡科技的那位投資人。

運用正確的方式，利用個股分散投資，就代表要每個產業、國家都要至少買一檔股票。如此一來，投資組合就會含有數百或數千家公司。但可惜這樣不實際。就算把經紀人佣金壓到最低，購買大量股票的話，還是不划算。但要是如果你很富有的話，就另當別論了。另外，購買某些國家的個股很困難，也可能很昂貴。

反倒要**運用指數股票型基金等便宜的被動型基金，投資不同的資產類別與國家，打造分散的投資組合**。要購買一些國家的股票，前提就是你能夠拿捏妥當，還要能夠負擔。

## 7. 避免昂貴的基金

投資決策往往需要衡量較昂貴但應該較佳的選項，以及較便宜但沒那麼好的替代方案。主動基金經理人的技巧價格並不便宜，比起較便宜的被動指數型基金要來得貴許多。花樣新穎的「聰明貝塔」（smart beta）基金，收取的管理費用，與樸實無華的基金相比，就高上許多。較昂貴的基金除了價格較高以外，交易成本往往也較昂貴，且可能不會充分揭露。

基金價格如果較為昂貴，成本就很容易能夠預測。但是以高報酬形式出現的效益，就很難證明，需要多年的報酬資料，才能顯示投資某檔基金有統計顯著的效益。

你的第一個直覺，應該要選擇最便宜的選項，但如果強而有力的證據顯示，花多一點錢會值得的話，像是只投資基金，而且經理人

一直打敗績效指標，且幅度很大。這就另當別論了。

當然過去表現明顯優良，還是可能只是意外的好運而已。以前突出的績效，也有可能在未来化為一場空。但過去歷史優良的話，至少有一些希望能夠多賺一點錢，好抵過較高額的管理費。

## 8. 仔細進行投資組合再平衡

定期進行再平衡，多數投資人交易都太頻繁了。但是某些交易確實必須進行，才能夠避免價格變動，導致投資組合變得不平衡。定期運用有紀律的方式，檢視投資組合。如果極端市場動態出現時，你就會有確切又熟練的計畫能夠依靠。

以有系統的方式進行再平衡，資產價格大跌時，不要驚慌脫手；資產價格上漲，些微獲利時，也不要因為貪心而賣出。如果你覺得持有最近表現不錯的公司比較好，或是持有價值較高的股票，那麼就以有系統的方式進行。運用固定的規則，根據可以測量的指標調整投資組合的比例，而不要依靠原始的情緒。

**逐漸再平衡：**不要頻繁大量買賣投資。寧願投資組合有點差錯，也不要太常大幅度變更，添加鉅額交易成本。

**以保守的方式再平衡：**如果你的長期目標，是配置百分之五十的股票，那麼配置就絕對不要低於百分之三十，或高於百分之七十，不然就不合理。但要是如果你有非常可靠的水晶球，能夠預測未來，就另當別論了，只是你應該也沒有這顆水晶球。

## 9. 堅守立場，不要怕丟臉

不管時機好壞，如果不遵循系統的話，就沒有意義了。投資組合開始落後市場時，不要受到誘惑而偏離正軌。務必要承受可能會出錯「丟臉」的時刻。事後看來，你的系統不太可能會十全十美，但是一

看到問題出現就拋下系統不管，這會是滔天大錯。

## 10. 要抱持懷疑態度

市場名嘴信誓旦旦的預測明年會發生的事情，不要聽信，他們可能無法預測未來。不要盲目追求聰明貝塔、機器人投資、加密貨幣或最新的市場熱潮吹捧的科學。基金經理人如果收費昂貴，但打造卓越績效時間卻不久，就要多多留意。最後，閱讀暢銷書作家（包括我）提供的意見，要半信半疑。



喬納森·克雷蒙

Jonathan Clements



**職業：**金融作家

**投資法：**指數化投資

**投資關鍵詞：**全球投資、分散投資、買進低費用指數基金

**著作：**《金錢超思考》（*How to Think About Money*）、《當代財經大師的理財通識課》（*The Little Book of Main Street Money: 21 Simple Truths that Help Real People Make Real Money*）、《慢慢致富》（*From Here to Financial Happiness: Enrich Your Life in Just 77 Days*）

退休後太早死，沒什麼好擔心，  
該擔心的是錢花光了，人還沒死。

# 一輩子衣食無虞的理財思維

我書寫與思考錢相關的議題時間超過了三十年，我也希望自己的財務理念都一直很一致。我在一九九四年開始擔任《華爾街日報》的個人金融專欄作家，當時提出了一些原則，有些我到現在還在遵守。我一直以來幾乎都只投資指數型基金，投資組合大幅偏重股票。我非常相信全球分散投資的好處，也會繼續主張，財務成功的關鍵，就是良好的儲蓄習慣。

但是今天有些想法在我的思維中更為凸顯，部分是因為金融市場的動盪，以及經濟變動。我認為以下九個金融思維，對於今天的投資人而言，非常重要。

## 1.人口結構就是宿命

過去五十年以來，美國經濟大約每年增長三個百分點，速度快過通貨膨脹成長率。當中有一半的成長率都來自於勞動力增長，而另一半則來自於生產力增加。但勞動力預計每年成長百分之〇·五，遠低於歷史平均的百分之一·五，經濟成長難免較慢，公司盈餘成長也會較為平緩。

這個問題不只出現在美國，所有的已開發國家都面臨這個問題。結果：股票大概不會再現以前的好景，但應該還是會超越債券和現金投資。然而前景也不是一片黯淡，新興市場類股就沒有面臨這種人口結構的逆風，擁有打造長期強勁報酬的潛力。

## 2.一開始就包山包海

我思索如何打造投資組合時，以前一開始會從自己國家的股市下

手，也就是美國。之後再想要添加哪些投資，分散核心持股。但現在我一開始會先想所謂的全球市場投資組合，就是可以投資的股票、債券與所有投資人共同持有的其他投資工具，然後再決定要剔除哪些。最後的結果都差不多，但是運用第二種方法，我會更願意向外投資。

### 3.想想看你的薪水

多數受薪階級最有價值的資產，就是所謂的人力資本，也就是能夠賺取收入的能力。我相信，規劃財務生活的前提就是：薪資的有無。

舉例來說，受僱的員工可能需要失能險或壽險，以免無法養活自己或家人。但是他們也能夠自由大幅投資股票，因為他們不需要依靠投資組合賺取收入。相較之下，退休的人就不需要用失能險或壽險保障自己的人力資本，但沒有薪資收入，大概需要持有更多債券。

### 4.站穩腳步

二〇〇八年底到二〇〇九年初間，有許多投資人都拋售大幅貶值的股票，蒙受巨大的財務損失。要如何避免重蹈覆轍呢？我們需要知道，股市的價值跟目前的價格不同。

要做到這點，不妨試試以下的方法。想像一下有一條線，每年都以百分之六的幅度攀爬。這是我對於長期名目全球股票的預測，運用的基礎是現在的股息，還有企業每股盈餘的成長潛力。我也假設年度通膨率為百分之二，實質報酬率就是百分之四。

但短期股票表現會變動很大。如果名目報酬超過每年百分之六的成長率，就應該要慶幸自己的好運，但也要知道，之後可能需要付出成本，也就是報酬會降低。如果績效低於每年百分之六，可能就沒辦法笑這麼開，但也要放心，未來股票績效會逆轉。

## 5.要考量後果

不要花太多心思想風險成真的機率，而該想想可能的後果。舉例來說，日本現在的股市股價，已經萎縮到一九八九年底的一半，其他大型股市不太可能會步上日本的後塵。但是如果這種微乎其微的機率真的成真，**對於只投資該國股票的投資人來說**，一定會是很大的打擊。所以我們或許要把**一大部分的股票投資組合，配置到國外的股市**。

## 6.未雨綢繆

過去三十年間，美國儲蓄率崩跌。我認為有許多美國人想要存更多的錢，但就是無法，原因就是受制於高昂的固定生活開銷，像是房貸或租金、車子的款項、電話費、學貸、第四台費用等。

我建議盡量把生活開銷壓到稅前收入的百分之五十以下。如此一來，財務壓力就會降低，能夠存更多錢，也有更多資源能夠拿來做「好玩的」事情。壓低固定開銷還有一個的好處，就是能夠創造額外的財務緩衝空間，能夠因應意外失業；又或者退休後，投資組合因為金融市場環境不佳時，表現低落，也能夠應對。

## 7.永遠不要退休

已開發國家人口漸漸老化，一般的退休年齡需要上升，否則就沒有足夠的人能夠生產貨品與服務，無法滿足社會需求。這不應該導致大家絕望。我希望工作和退休的界線消失，不只能夠裨益經濟，也能夠讓大家更幸福。

其實有許多人從工作獲得滿足。我也相信，不應該把退休看成繁忙四十年後的休息時間，而是創造機會，好接受新的挑戰，無論支薪

與否都沒關係，當然能夠獲得報酬，那再好不過了。退休後，兼職工作能夠大幅緩解財務壓力，這樣的情形會愈來愈常見。

## 8. 死亡並不是問題

多數的人往往太過樂觀，但面對自己的壽命時，好像就不是這麼一回事。想要證據的話，看看美國即期定額年金產品，這種產品提供終身收入，但銷售量極低。再看看許多退休人士一過六十二歲的門檻，就開始提領政府的社會安全福利。這兩種策略都合理，但前提是你會英年早逝。

對於已經退休的人而言，最大的財務問題，不應該是退休後太早身故，因為這樣子的話，所有的財務問題都會迎刃而解。最大的風險，反倒是意外活得太久，錢在斷氣前就用光了。如果是這樣，就應該把社會安全福利請領年齡遞延到六十六，甚至是七十歲。也不妨運用一些投入債市的資金，購買終身收入年金。

## 9. 目標是賺夠錢

管理金錢的目標，不是要贏過鄰居，證明自己有多聰明，或是成為附近最有錢的家族，而是要賺夠錢，好過我們想要的生活。

如果這是首要目標，管理金錢的方式，就清楚許多了。**我們想要避免不必要的風險，採取成功機率高的策略，這就要針對巨大財務風險購買保險，盡量分散投資。除此之外，也要省下打敗市場的心力，轉而購買低成本的指數基金，簡單複製市場平均績效。**

**麥可·卡威爾**

**Michael Covel**



**職業：**財務顧問

**投資法：**波段交易

**投資關鍵詞：**追蹤趨勢、壓低損失、投機

**著作：**《趨勢交易正典：成為多空百萬贏家》（*Trend Following*）、  
《海龜特訓班》（*Turtle Trader*）、《跟隨趨勢的心態》（*Trend Following Mindset*）

追蹤趨勢的真諦，  
在於其理念基礎不只與交易有關，  
還能套用在整體人生。

# 追蹤趨勢的十大原則

## 1.價格是非常重要的交易訊號

現在的世界不確定性愈來愈高，也非常不友善，所以要把單一、簡單、可靠的價格當作決策依據，就會沒有效率，也沒有效果。本益比、作物報告、經濟研究等基本面資料，全年無休的轟炸，恰巧就導致交易過於複雜。但把所有的基礎面資料納入考量並不可行，而且就算做得到，你還是不會知道入手時機與數量，也不會知道出售時機與數量。如果爭論有道理的話，價格就一定會是勝出的真理。價格就是唯一的真理。

**市場價格、交易價格就是明確客觀的資料，能夠反映所有意見的加總。接受這個真理，就能夠比較、研究價格，量測價格動態，就算對於基本面一竅不通，也沒有影響。即使你無法分辨市場，你大可以只靠查看個別價格歷史走勢或圖表，還是能夠成功交易。這並不是哈佛或華頓商學院教的東西，但卻是追蹤趨勢、打造百萬報酬的基礎。**

把價格當作重要的交易訊號，這個概念對於華爾街的人來說太簡單，所以無法接受。疑惑和誤解資訊充斥著主流媒體，而主流媒體則把重點放在錯誤的數字上。

## 2.擁抱投機

投機無法可免，就只是針對市場價格做決定而已。**學習如何運用價格，以最佳的方式猜測投機，不只很值得，也是適者生存的概念，這可以回溯到華爾街最早的文獻。**

你必須想要超前他人、賺大錢。評論家的譴責、同儕的憎恨、嫉

妒，都去死吧。投機不只可敬可重，還是人生。追求利潤的投機絕對是驅動市場的力量，沒有這股力量，市場就會分崩離析。

### 3.壓低損失，讓利潤自己照顧自己

在《輸贏方法》（*How to Win and How to Lose*，一八八三年出版）中，大概可以看到第一位趨勢市場玩家：「倫敦證券交易所最精明的交易員就是大衛·李嘉圖（David Ricardo），他賺了一大筆錢。他提供建議給一位友人時，就總結了他成功的真實訣竅，字字珠璣。他說：『**壓低損失，不要讓錢逃走；讓利潤自己照顧自己**』。」

這樣子的規則很重要，經歷時間的考驗，而且不是自然發生的。密集的研究與練習是堅實的基礎。

如果抱持著**壓低損失、自然獲利是追蹤趨勢的主臬**，那就是因為現實很殘酷，沒有錢就無法玩遊戲。沒有錢就沒得玩！

有一個很好的例子，能夠說明不自然獲利的情形，在趨勢結束前，就獲利了結。舉例來說，有一位經紀商跟我說，他有一個策略就是等到股票漲幅達到百分之三十，就獲利了結出場。這就是他的策略。漲幅達百分之三十，然後出場。聽起來很合理。但是設定獲利標準的策略，壓根就錯了，完完全全與致富的規則背道而馳。**要致富，就要自然獲利**。如果你無法預測趨勢的終點或高點，**就不要太早出場，否則就可能會沒賺到錢**。你需要最大的勝利，才能夠抵銷各筆損失的小錢。

### 4.愈高買愈多，愈低賣愈多

追蹤趨勢的人如何奉行理念，在艾迪·賽柯塔（Ed Seykota，編按：傳奇交易員，交易風格為追蹤趨勢）糖的故事就說得很清楚。

他曾經一直買糖，也就是上千筆糖期貨合約。市場每天都漲停收



盤，日復一日，市場持續上漲。賽柯塔每天都買到糖期貨漲停。

有一位外部經紀商一直觀察賽柯塔的行動。有一天收市後，他叫住了賽柯塔。他手上還有糖期貨契約。他跟賽柯塔說：「我猜你會想要把這五千張糖期貨契約也買下。」

賽柯塔回說：「好。」市場接連幾天漲停關盤後，賽柯塔說：「當然，我會在市場達到絕對高點的時候，買入更多的糖期貨。」

大家的直覺都是在低點或回調時購買，等到價格愈低愈好。他們的想法是：「我要划算便宜」，就算划算便宜不會成真，還是會這樣想。追蹤趨勢的作法就完全相反：愈高買愈多，愈低賣愈多。

## 5.不要主觀看待交易決策

不主觀看待交易決策，你就有機會能夠降低情感上的優柔寡斷。

你採取的方法會更客觀、更理性。你對自己的決策方式有足夠的信心，絕對不會尋求投資建議。你能夠耐心等到適當的時機，也不會過度自信，買下到達高點、甚至是歷史新高的股票。

對你而言，**投資機會就是市場突破的時候；相反的，如果出錯，就馬上退場，不要猶豫。你要把損失當作學習的機會，然後繼續往前走，存夠錢再加入戰局。**耽溺於過去沒有意義。你如果把交易當作認真的事業，便要客觀注意自己買賣的東西與原因，就跟管理支票簿一樣。

## 6.不要預測，而是要反應

預測性技術分析就應該要加以狠狠的批評。想想看匯豐銀行最近的紅旗警示：「潛在艾略特平臺形成修正浪以後，馬上出現頭肩頂與頸線抵抗形勢，加上現在的指數不比二〇一五年的高點，接近一萬七千九百九十二點就非常好了。達到一萬八千四百四十九點以上，壓力

即得以緩解。」

祝大家好運。

但也有第二種技術分析，既不會預估也不會預測。這類分析以價格行動反應為基礎，馬丁·艾斯特蘭德（Martin Estlander）是追蹤趨勢的交易人，他說；「我們辨認市場趨勢，而不是預測趨勢，模型一定持續反應作用。」

**追蹤趨勢不會預測市場方向（無法做到），而是針對市場動態做出反應，因此能夠著重於實際的價格風險，同時又能夠避免對於方向、持續時間、基礎面期望產生情緒反應。**

這樣子分析價格，就絕對不會在低檔進場，也不會在絕對高點退場。你也不一定要每天或每週都交易，反倒是要耐心等待對的時機。沒有機會，就不要勉強。

不要猜趨勢會持續多久，這個你辦不到，你無法知道市場會漲得多高，或跌到多低。彼得·鮑里斯（Peter Borish）以前是保羅·都鐸·瓊斯的第二把交椅，說出了交易人唯一的擔憂：「價格造就新聞，而不是相反的方向。市場該往哪走，就會往哪走。」

## 7.不要自行斟酌

成功創造財富的目標，不是要締造刺激的體驗，而是要致勝。

交易人自行斟酌做出的決定，可以改變，或是不斷遭到質疑。這些自行依照感覺做出來的決定，會帶有個人偏見。用直覺交易，我還沒看過長期成功的紀錄。這完完全全就是幻想。有許多人把這個流程想像成戰鬥機飛行員憑著直覺或天賦，就坐入駕駛座中。但並不是如此。

現在，啟動交易系統的初始選擇，要自行斟酌決定。你一定要自己做決定，像是選擇系統、投資組合、確認風險百分比（有些人主

張，連這些決定都可以用有系統的方式做出）。但是決定系統基礎設定後，就可以把這些需要自己做出的決定納入制度，變得能夠按部就班的進行。

## 8.不要性感

追蹤趨勢跟高頻率、低頻率交易、尖端科技、華爾街華而不實的伎倆沒關係，其魅力已經迷失在群眾瘋狂的幻象中，在泡泡破滅之前都看不到。追蹤趨勢一直要到群眾大失血後，才會吸引人。

即便如此，如果你看看在各式市場泡沫出現前、期間、爆破後，追蹤趨勢的獲利，對於精明的市場玩家底線來說，就很有關係了。

市場本身的設計就是會起起伏伏，也會偏離正軌。不是漲就是跌；不是平順，就是崎嶇；市場會保持穩定，然後突然變動。沒有人能夠正確預測趨勢的起始，要等到事情發生了，才會知道。但是如果你的交易策略是要適應，就可以善用變動。

## 9.變動就是人生

就跟日出與日落一樣，訃聞發出後，不管資料如何，就算追蹤趨勢的投資人賺了很多錢，每幾年就會有想要帶風向的媒體、喜歡新科技或是憤世嫉俗的人，會故意忽視周遭情況，唱衰趨勢追蹤。

約翰·亨利（John W. Henry）追蹤趨勢，但華爾街並不太接受，他大感不解。他觀察到想要做對的危險：

「除非市場的特質就是維持趨勢，不然怎麼有人買高賣低，可以順利二十年？另一方面，我年復一年看到很厲害的人買低賣高，順利一段時間後就破產。原因就是他們以為自己瞭解，特定投資工具的表現會符合自己的邏輯。」

追蹤趨勢不只是追蹤過去的趨勢紀錄，這個策略表現穩定一百多

年了，數不清的交易員都在使用。解釋市場傾向追蹤趨勢的原因，往往都包含投資人的行為偏差、市場摩擦、避險需求、中央銀行和政府永無止盡干涉市場。

## 10.交易如此，人生如此

追蹤趨勢的真諦，在於其理念基礎，不只與交易有關，還能套用在整體人生，從業務到個人關係都適用。追蹤趨勢的前輩用文字和行動跟我說明：要達到追蹤趨勢最好的效果，就要抱持正確的心態和無限的熱情。

成功追蹤趨勢的人，交易時不會帶著艱苦的決心，也不會想要打造讓人艷羨的成果，而是要打贏這場比賽，享受每一分每一秒。就跟專業運動選手和世界級音樂家等其他高階的表演工作者一樣，追蹤趨勢的人也知道，一定要維持必勝的態度，才會成功。

**安德魯·克雷格**

**Andrew Craig**



**職業：**金融作家

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**全球投資、分散投資、自動化投資

**著作：**《如何擁有全世界》 (*How to Own the World*)

擁有全世界很重要，能夠打造報酬。

# 不用在意崩盤的投資方法

二〇一六年十月時，我寫了一系列的文章，總共有三篇。第一篇解釋股市很可能即將重跌的原因；第二篇則提出反面主張，解釋預防的措施（這些主張成功介入的時間並不多，寫作時的二〇一七年五月，全世界的市場強勁），預防股市重跌。但最重要的是，我在第三篇並未道歉，說自己是沒用的財務評論牆頭草；我反倒大力指出，股市崩盤與否，根本沒關係。我當時解釋說：

「我相信自己能夠安排財務，所以不管股市崩盤或是持續強勁，都能夠自在，還是能夠達成長期的財務目標。大家應該也要有相同的感受。」

我在這個章節中，想要再提出同樣的主張，跟大家說崩盤也沒關係。怎麼可能呢？答案分成三個部分：

## 1. 擁有全世界

首先，**一定要持有所有，或者至少要持有多數主要區域的多數資產**，包括現金、債券、房地產、股票、商品（包括貴金屬），美國、亞洲、歐洲（包括瑞士和英國）配置要得當。我把這樣的配置稱為「擁有全世界」。

錢最多和財務知識最豐富的人採取這樣的投資法，已經有好幾百年的歷史了，要證明這點並不困難。其實我還會說，這樣子的投資方式還是這些人一開始就締造不成比例財富的原因之一，幾代相傳之後，財富更是可觀。

這種方法有效的原因很好理解：舉例來說，二〇〇七年到二〇〇九年間，全世界的股市都跌了超過一半，但二〇〇八年時，油價創下新高，而二〇〇九年時，金價上漲了近百分之二十。有時候亞洲很旺，但歐洲卻停滯不前，有時候卻又是美洲令人神往。最簡單的方法，就是盡量持有所有區域的所有資產，並且盡量壓低成本，提高稅務效率（節稅）。你不太可能能夠找出接下來幾年「火紅」的地區，也不太能預測表現最佳的資產類別。就算是專家，往往也會預測錯誤，而我主張業餘投資人如果要這樣擇時，就會大幅增加賠錢的風險。**全部持有就簡單許多了。**

你可能會認為，採取這個方法的話，績效可能就會一般般，但歷史跡象顯示的卻不是如此。一九八〇年代時，美國投資作家哈利·布朗（Harry Browne）就評論過這個方法：「長久以來，致勝的投資添加給投資組合的價值，高於賠錢投資吃掉的價值。」

英國投資人提姆·普萊斯（Tim Price）獲獎無數，**把這種分散的方式稱為「投資界唯一的免費午餐」**。傑克·梅爾（Jack Meyer）以前管理哈佛大學的捐贈基金，期間打造每年平均百分之十五·九的報酬率（複利計算為百分之九百一十）。他說：

「投資人所擁有最強大的工具，就是分散。真正採取分散投資，就能夠打造出報酬較高的投資組合，而且風險還維持不變。多數投資人的投資分散程度遠低於應有的程度。」

歐洲貴族、維多莉亞工業大亨或是美國「強盜貴族」（robber barons，十九世紀下半期對部分美國商人的蔑稱）都需要一群銀行業的人士和律師，才能採行這樣的投資方式。好在現在二〇一七年了，這種投資方式比以前容易了許多。一開始可以投入極少量的資金，使用個人儲蓄帳戶等避稅帳戶，舒舒服服在家用電腦或甚至智慧型手

機，就可以完成。

## 2. 自動化

第二，**你應該要安排自動化投資方式，盡量使用每月直接扣款。**這樣子做，長久以往就能達「平穩」或「平均」獲利，讓你安心。也能夠把你的個人因素從公式中移除，這樣除了極少數的例外，也非常不錯。

解釋一下，美國標準普爾五〇〇指數（「股市」的代稱）從二〇〇七年十月的一千五百點，跌到二〇〇九年三月詭異的六百六十六點（大跌了百分之五十六，痛死了！）然後從六百六十六點一路回升到我寫書的時候，到達兩千三百點（恢復百分之二百四十五，好啊！）

但問題是人性，如果你想要算準投資時機，利用這些變動的話，幾乎都會失敗。其實情況還更糟，甚至非常有可能會賣低買高，時機完全算錯。

為什麼會這樣呢？因為我們天生就會出錯。因為人類是群體動物，會花非常多的心思，注意周遭的人在做什麼。就算再怎麼努力抵抗，也沒多少人有知識和自信，能夠真的逆勢而行。市場在二〇〇九年跌到六百六十六的低點，那時候新聞不斷報導股市投資風險很高，還有大家剛賠了多少錢。晚餐聚會時，大家說的東西一成不變，都在抱怨自己賠了多少錢。大家都恐慌、畏懼、悲觀，哀鴻遍野，咬牙切齒，所以你不會考慮把辛苦存下來的錢，投入股市中。甚至只要你有這個念頭，大家都會覺得你瘋了，會說：「唉，風險太大！看看剛剛發生什麼事！」

但市場從谷底反彈百分之十、百分之二十、百分之三十、百分之四十，一路反漲到百分之二百四十五（現在），你一定會對自己說（每個月都會）：「該死！我一定錯過時機，太晚了。」然後就不會



投入資金。

這樣子的事情發生一兩年後，你大概就會想：「該死！我一定要搞清楚投資這檔事。市場上漲了百分之二百四十五，還在漲。朋友他們都賺了錢。我一直在逃避，錯過時間。我現在要投資了。」

接下來發生的事，大家都知道。你決定要再次入場時，下一波科技泡沫化或是雷曼式的崩盤就隨之而來，你絕對會應聲倒地，用接下來的幾十年療傷。特別是你如果跟許多人一樣，只貿然進入股市，而不是跟剛剛談的一樣擁有全世界，相同的循環又會再次出現。這樣的事情真的會發生，屢見不鮮。這就是人性，我們天生就是這樣。

**解決方案就是把自己從公式中移除。你真的要忽略新聞報導，把投資安排成自動化。**不要猜測接下來會發生的事。別想要擇時，開始想「我現在應該要買這個，賣那個。」也不要詢問假想「專家」的看法。只要持續每個月把能夠負擔的資金，投入到合理的（等一下會解釋）標的，靜待你想要以賺來的錢維生的時候（如果真的在投資的話，這個時刻就會比多數人夢想的還要來得早）。

在剛剛舉的標準普爾五〇〇的例子中，如果你每個月都使用自動扣款，就會在崩盤（痛）前一千五百點時買入，但崩盤之後每個月（六百八十、七百五十、八百五十、九百三十、一千等，直到兩千三百點，都會買入！真棒！）

這種方法的淨結果，就是能夠在經濟循環中，無論發生什麼事，都可以產出一致可觀的報酬（遠高於利息）。感謝愛因斯坦的世界第八大奇蹟，也就是複利，烏龜能夠跑贏兔子，你賺的錢會多過你能想像的數字。

### 3.堅守立場

最後，你一定要對自己的遊戲計畫有信心，堅守立場（等到再了

解財金知識一點，就會簡單很多）。

倫敦商學院的埃羅伊·迪姆遜（Elroy Dimson）與保羅·馬許（Paul Marsh）證實，投資英國小規模企業，每年報酬至少都會達到百分之十五·四，而且從一九五五年開始，就都是如此！你眼睛沒有花，就是每年百分之十五·四，持續了六十年！

運用你存下來的錢投資，打造這樣子的報酬，就能夠相對快速致富。如果用的是儲蓄帳戶更好，這樣就不需要支付稅金。過幾年後，儲蓄帳戶就會有幾百萬英鎊。

但有一個問題（但這個問題能夠解決，等一下會解釋）。雖然說過去六十多年的績效紀錄都很優異（而且多數人都不知道，只有倫敦的一小群人知道），並不是每年都能夠順利達成百分之十五·四。在某些年間，小規模的公司會超前百分之三十，甚至是百分之四十，或者更多。但從一九九五年至今，有時候跌幅超過百分之五十。

回到剛剛提到的第二條規則，你就可以瞭解，由於股價下跌，持有英國小公司的投資人往往就會因為恐懼而放棄，在百分之五十的時候停損，然後再也不進場。這樣的結果很糟糕，連潛在百分之十五·四的年報酬率都擦不上邊。所以要對自己做的事情有信心，堅守遊戲規則，就非常重要。

演講的時候，我常常會說，投資要成功，有百分之九十是管理，只有百分之十跟投資標的有關。如果你真的花了心力，在優質公司開立投資帳戶，盡量推升儲蓄帳戶與退休計畫，另外也設定定期扣款，投資就百分之九十成功了。最後百分之十就是投資合理的東西，投入資金，堅守計畫。

英國小規模公司每年報酬率都超過百分之十五，持續了六十年。泰瑞基金家族基金（Terry Smith's Fundsmith Fund）的年化報酬率達百分之十九·八，過去六年都是如此（[www.fundsmith.co.uk/fund-factsheet](http://www.fundsmith.co.uk/fund-factsheet)）。巴美列捷福的蘇格蘭房貸投資信託過去十年的報酬率為

百分之三百（[www.bailliegifford.com/individual-investors/funds/scottish-mortgage-investment-trust/performance](http://www.bailliegifford.com/individual-investors/funds/scottish-mortgage-investment-trust/performance)）。這樣子投資的清單意外的長。

每個月投資這類的資產，按部就班，就能夠締造相當不錯的投資報酬。多數人都不曉得這點，這就是教育系統根本的錯。

以上的方式都能夠打造這樣的報酬，但波動幅度都相當大。我很高興，有一位朋友持有基金家族的部位，在過去兩年的報酬率超過百分之五十。但是我每週都警告他，這個部位很有可能會在下次崩盤時大跌。但只要他有信心能夠在事發時向下攤平成本（average down），就沒關係。

但問題是，要做到這點，心理素質就要夠強，就算已經做好準備，還是要堅強。所以擁有全世界就很重要，因為這樣子就能夠打造報酬，又可以避免百分之五十的跌幅，免得拋售部位，放棄投資，把紙上損失變成真實的損失。

而且隨著你愈靠近退休年齡，就更要留意這一點。二十多歲的時候，擁有一萬英鎊，損失五千鎊，與在六十歲時擁有一百萬英鎊，損失五十萬英鎊，兩者完全無法相提並論。

## 總結

如果你擁有全世界，安排自動化投資，按部就班，度過經濟循環，無論最新的新聞為何，創造的報酬應該就能接近十%，甚至能夠達到十幾%。

更棒的是，這樣子做能夠消除許多擔憂。一旦完成必要的行政作業，就能夠安心入眠，運用寶貴時間做自己的事，而不用浪費時間追蹤金融市場，擔心川普、希拉蕊、敘利亞、英國脫歐、殺人蜂、移民、地震、外星人等報紙當週報導的議題。

---

\* [www.london.edu/news-and-events/news/uk-small-and-mid-caps-outperform-in-2015](http://www.london.edu/news-and-events/news/uk-small-and-mid-caps-outperform-in-2015) 191

**桑迪·克羅斯**

**Sandy Cross**



**職業：**基金經理人

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**長期持有、保持低週轉率

如果你的經理人喜歡購買熱中於收購的公司，  
那麼就投資其他人的基金。

# 尋找優秀主動基金經理人的六大訣竅

我很喜歡主動基金管理。雖然我能夠理解被動型基金的吸引力，也就是投入便宜的資金，締造與平均相當的績效，還算不差。但是我的同事和我深信，說到投資，大家都能贏過機器。我們相信，真的有一些才華洋溢的經理人在市場裡操作，我們能夠加以善用，分散我們客戶的投資部位，同時也能夠替他們打造更佳的報酬，勝過追蹤整體市場的指標。我們運用以下的方式，找到由這些厲害經理人經營的基金。

## 1. 打造能迎戰「不確定性」的投資組合

大家都有自己喜歡的故事，如果這個故事能夠把複雜又無法預測的事情，變成又簡單又好預測，那就再好不過了。所以孩童會讀童話故事（他們從中學到，道德非黑即白），而投資人會大量閱讀市場研究（他們從中瞭解，市場複雜的因素可以用相關的圖表等串起）。

但聽童話故事無法面對現實人生，投資故事同樣往往也不可輕信，用以判別投資標的，大多是因為多數總體市場與經濟走向的預測，都不正確。

看看美國聯準會（US Federal Reserve）投入的心力就知道。聯準會裡有許多非常聰明的人。然而過去六十年間，經濟走過八次衰退，都在這些人的意料之外。預測真的太困難了。我們發現，只要跳過精準預測總體經濟的謬誤，改為假設一系列的事件有可能會發生，然後打造能夠因應這些事件的投資組合，這樣就會好得多。

## 2. 投資的重點就是公司

預測錯誤也有好的一面，就是影響對於長期投資人而言，比意料中的低。不管跟我們公司一樣透過資金投資，還是直接持有個股，**重要的都是公司**和其產品、現金流、獲利、管理團隊的專長與文化。辨認這些趨勢並不簡單，但變數比預測全球利率走勢還要少得多。**最好要把注意力放在有用且有機會的事務上**，而不可能又沒什麼用處的事情（正確預測總體經濟趨勢，也不代表幸運到能夠預測其對於實際投資標的業務之影響），就不要太過執著。

### 3.選擇對歷史有所涉獵的基金經理人

過去比未來好掌握。瞭解過去也有助於降低未來犯錯的機率。我強烈建議新手投資人造訪愛丁堡的錯誤圖書館（Library of Mistake）。就跟許多商學院的圖書館一樣，你可以在這邊找到一櫃又一櫃的研究，裡面的結論都一樣：約有四分之三的合併與併購，對於股東來說都是大失敗。所以我可以跟你說，進行合併與併購（不只是小型填補式併購）的公司，其股份相較於遵循有機成長的公司，可能就是較差的投資。我也可以跟你說，遇到「轉型」的投資案，就要敬而遠之。**如果你的經理人喜歡購買熱中於收購的公司，那麼就投資其他人的基金。**

針對槓桿，歷史也給我們相似的教訓。我們一直想要準備好因應危機（隨時幾乎都會有危機在醞釀）。我們也知道，**債務最多的公司，在危機當中，會最快中箭落馬。**

公司如果有必須償還的債務，還有需要滿足的銀行，彈性與自主程度就會比較低，但這兩者恰是經理人面對困境所需的要件。長期投資人接受較低的年報酬，換取較高的財務韌性與長期存活率，這樣會好上許多。所以**要檢視經理人前十大持有部位，如果有太多高槓桿公司的話，就最好不要買這檔基金。**

## 4. 經理人需投資自家基金

你會希望經理人投資自家的基金。如果這個基金不值得拿他的錢投資的話，為什麼要拿你的錢投資呢？看看他們的投資部位後，再把你的錢交出去。金融世界當中，有各式風險的定義。對多數投資人相關的只有一個，就是資本永久損失的風險。如果經理人不投資自家的基金，你可能會納悶，為什麼他覺得投入自己的資本並不安全。

## 5. 交易愈不頻繁愈好

經理人成功與不成功間的一大差別，就是週轉率。週轉率低，成本就會較低（有助於預測長期績效），但也代表信念較強。經理人要有明確的策略，這樣才會有好的想法，然後等待想法成真。有太多經理人因為短期市場方向而半途而廢，他們只要一擔心自己的策略會在短期內落後市場，就會轉為採取其他人的策略。我們要尋找市場中少數的經理人，他們的耐力強過多數經理人，會擬定（良好的）計畫，堅守計畫，不管他人追求什麼，都不會放棄。

## 6. 投資上市基金

如果要進行長期投資，**選擇上市基金的結果最好。**

這些其實就是公司，其目標是投資其他公司，但**關鍵的優點，就是資本額固定。**

投資人當然能夠出售股份，但無法真正從基金中提領資本。也就是說，這些信託持有資本的時間可以很久，能夠投資其他基金認為風險很高（因為這些資產無法快速拋售，而不是本來就很危險）的非流動資產。所以大家現在可以運用投資信託，投資想要用來分散的資產，像是小型公司或房產等。與多數投資產品不同，如果出了岔子，



犯錯的人顯而易見。信託為上市公司，有獨立的董事會。如果不喜歡他們運用資金的方式，你還可以在年度股東大會的時候表達想法。

勞倫斯·康寧漢

Lawrence A. Cunningham



**職業：**金融作家、教授

**投資法：**價值投資

**投資關鍵詞：**大條護城河、長期持有、安全邊際

**著作：**《巴菲特寫給股東的信》（*The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America*）、《少了巴菲特，波克夏行不行？：史上最大企業的未來挑戰》（*Berkshire Beyond Buffett: The Enduring Value of Values*）、《現實世界中的合約：受歡迎的合約故事與其重要的原因》（*Contracts in the Real World: Stories of Popular Contracts and Why They Matter*）、《優質投資：長期持有最佳公司》（*Quality Investing: Owning the Best Companies for the Long Term*）、《親愛的股東》（*Dear Shareholder*）

就跟撲克牌遊戲一樣，  
「如果你玩了三十分鐘，

還不知道待宰羔羊是誰，那就是你」。

# 華倫·巴菲特的投資法則

## 1.不要當待宰羔羊

如果你沒辦法聰明的投資，那要持有普通股的最佳方式，就是投資指數型基金，支付最低的手續費。這樣子做的淨結果（扣掉手續費和開銷等），就能夠贏過多數職業投資人。就跟撲克牌遊戲一樣，「如果你玩了三十分鐘，還不知道待宰羔羊是誰，那就是你」。

## 2.以企業分析師的方式投資

不要在意市場行動、總體經濟行動，甚至連證券行動都不要在意。專心評估公司。

## 3.尋找大條護城河

尋找具有良好長期展望的公司，這些公司的盈餘幾乎可以確定在五年、十年、二十年後，會比現在高上許多。

## 4.了解價值，善用錯誤估價的機會

市場價格隨公司價值改變，就像是躁鬱症患者的情緒一樣起起伏伏，遇到沒那麼好也沒那麼差的情形時，會從狂喜到擺盪，再轉而變為陰鬱。

市場給予價格，也就是你支付的價錢，而公司會給予價值，也就是你擁有的東西。善用市場錯誤的估價，但不要反倒被占便宜。

## 5.堅守安全邊際

你支付的價格與實際價值之間的差異，就是「安全邊際」，愈大愈好。

波克夏在一九七三年到一九七四年間買下華盛頓郵報公司，當時的安全邊際就很大（價格是價值的五分之一）。

## **6.以合理價格買入**

一直尋找划算交易的話，買入的東西價值可能不會長久。以哄抬的價格買入，價值可能就微乎極微。以公允價格買下績優公司，好過以高價收購不錯的公司。

## **7.瞭解自己的極限**

避免把資金投入你能力範圍外的標的。你不一定要非常瞭解每間公司，甚至也不需要瞭解許多公司，只要瞭解自己能力所及的範圍內就好。範圍大小並不重要，但一定要知道界線。

## **8.只跟「女婿」投資**

只跟你喜歡、信任、欣賞的人投資，也就是想把女兒託付給他的人。

## **9.買下優秀的公司**

如果看到這樣的公司，就買下可觀的股數。不要擔心之後是否能夠分散投資。如果能夠持有一間優秀的公司，好過持有一堆平庸的公司。

## **10.避免唯利是圖**

這是華爾街馬克思主義當中最蠢笨的講法：「只要有獲利就不可能破產（You can't go broke taking a profit.）」。想像自己是股東，持有一間公司股票的方式，就跟你持有經營整間公司的相同。如果不願意持有一張股票十年，那就連持有十分鐘都不要去想。

# 賈伯・柯提斯

## Job Curtis



**職業：**基金經理人

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**高收益成長股、避免過高或過低的現金殖利率、  
分散投資

能夠得到不錯的股息，  
就一定比較能夠耐心等待。

# 高收益投資法

## 1.投資高收益的成長股

我的目標，是投資收益率高於英國股市富時綜合指數（FTSE All-Share Index）的股票，且獲利和股息都能成長。收益和成長兼具，對許多投資人來說，吸引力很大。大多數的長期股票報酬，來自於公司支付的股息。我與亨德森全球投資團隊同仁一起分析公司時，會研究公司盈餘與現金可否支付股息，支付必要的資本支出，打造未來成長。

## 2.避開最高現金殖利率的股票

股價的現金殖利率如果落在最高的市場範圍，風險就較高。股市效率極高，高額殖利率可能代表成長前景缺乏，或甚至可能縮減股息。**高殖利率的股票，有時候稱作「價值陷阱」**。有些例外能夠證實這個原則，而非標準放款機構遠見金融（Provident Financial）就是一個例子。倫敦金融城的投資組合中含有這間公司，其股票殖利率很高，長期表現良好，但最近吐回先前漲幅，停止發放股息。

## 3.避開殖利率過低或為零的股票

如果你想要賺取收入，顯然會迴避殖利率為零或很低的股票。另外也要注意，對於殖利率低或為零的股票，有許多期望都不切實際。這些公司讓人失望時，負面的股價反應可能就會放大，投資人看壞股票，股價跌幅就會超過獲利預測的百分比。我在職涯中看到最極端的例子，就是一九九八年到一九九九年間科技類股因為網路而飆升，但



在二〇〇〇年到二〇〇三年時，卻因為投資人期望過度炒作而慘跌。確實有許多公司雖然沒有支付股息，甚至也沒有獲利，市值還是十分可觀。諷刺的是，大家對於網路顛覆經濟與社會的遠見，在接下來的二十年間卻成真了。但這個例子就顯示，投資價值遭到高估的股票，卻無法達成期望而產生的危險。

#### 4.分散投資組合

說到打造投資組合，我認為分散是股票收入投資成功重要的一環。不管公司規模有多大，意外都可能發生。油業巨頭英國石油就是一個很好的例子。該公司在美國墨西哥灣的馬康多油井漏油，所以必須要暫停發放股息，股價也大跌。

蘇格蘭皇家銀行也是一個例子，該公司在英國股市中數一數二，但絕大多數的價值，都在二〇〇七年到二〇〇九年間全球金融危機時損失。所以我深信，分散投資好過只把一些雞蛋放在同一個籃子中。倫敦金融城的投資組合通常包含一百到一百二十檔投資。如此也能運用較小的金額，投資我沒那麼相信的股票，而這些股票雖然可能短期有問題，但長期潛力很顯著。而且能夠得到不錯的股息，就一定比較能夠耐心等待。

我也認為應該要持有週期性與非週期性等各種產業，如此投資組合才能在不同經濟條件中創造績效。倫敦金融城等英國股票收入基金，投資組合最多可能會有百分之二十為國外上市公司。如此一來，我們就能夠持有微軟等公司的股票，這些公司在英國則沒有可以匹敵的公司，股息還一直增加。

#### 5.小心運用槓桿

我是收入投資人（編按：透過投資組合，打進穩定的資金收

入），看到債台高築的公司會心生警戒，看到身處週期性產業的公司，就會更加小心。經濟衰退的時候，這類公司獲利會大幅下降，必須把重點放在支付債務的利息，剩下的錢不夠支付股息，可能就會縮減。受管制的公用事業等盈餘十分穩定的公司，比較適合運用槓桿。舉例來說，水利公司的顧客會持續付帳單，就算遇到經濟衰退，還是會繳款。

## 6.善用投資信託基金的優勢

投資信託基金的封閉結構是一大優勢，有助於持續推升股息。原因是投資信託基金每年能夠保留最多百分之十五的投資收入，能夠投入收入儲備，時機好的時候，就能夠推升股息。熊市或市場下滑，縮減股息時，投資信託基金就能夠運用收入儲備，繼續推升股息，就算是當年盈餘無法承受，反觀開放型投資公司每年都必須發放所有的投資收入，並沒有收入儲備可以用以因應市場股息縮減。二〇〇七年到二〇〇九年的熊市間，約莫有百分之二十五的英國公司縮減股息，但對於開放型投資公司來說，做到這點，就很困難了。我管理倫敦金融城投資組合二十六年，當中有七年，就必須使用收入儲備，以推升股息。如果沒有收入儲備，倫敦金融城就無法締造五十一年股息成長。

# 馬克·丹皮爾

## Mark Dampier



**職業：**金融機構研究部門主管

**投資法：**資產配置

**投資關鍵詞：**耐心、什麼都不做、低週轉率

**著作：**《有效投資》 (*Effective Investing*)

最佳的反應絕對就是沒有反應。

# 揭露投資五守則

這個章節會討論我對投資的看法，我會知無不言。我常常看到理專擔心違反法規，便提供教科書般的答案給客戶，而不是提供現實有效的指引。如果受到英國金融行為監理總署（Financial Conduct Authority，FCA）監理（就像我一樣），就不可以向客戶提及自己的投資，否則就會被當作提供財務建議。但是新聞不在英國金融行為監理總署監管範圍，所以我可以在報章書籍中，自由大談投資。太奇怪了吧！

我希望這個章節，能夠提供有用的成功投資竅門，但幾乎每條規則都有例外，所以這些基本的原則都不該奉為主臬。

## 1.有條不紊

後勤管理顯然就是起點。要管理自己的投資，就必須要有條不紊。我在三十二年前剛開始工作時，個人電腦還在萌芽階段。多數投資人都委託股票經紀商管理投資組合，付一點錢，取得服務。一九八〇年代時，單位信託基金蔚為主流，顛覆個人投資。一九七九年時，外匯管制鬆綁，單位信託基金當時不僅可用來在英國投資，還可以對外投資。

我第一筆投資就是日本單位信託。我投資後的前六個月，亨德森日本漲了百分之七十五，也幫助我踏上投資職涯。不只有我些微受到影響，當時還有許多投資人都僱用理專股票經紀商，也有一些人開始看到自行管理的好處，絕對比較便宜，但是行政工作很繁雜，所以只適合有時間的人。持有十五個單位信託基金的部位，對於金額為十萬英鎊的投資組合，還算合理。這樣配置一年內，就會收到三十份財務

報表。這些評價報告或報表都未標準化，不同的基金組合，而且要算出加總價值，需要一份《金融時報》和一台計算機。

科技和投資平臺興起，再次顛覆個人投資。現在隨時可以取得評價，只需要用滑鼠點擊就好。投資的資產都在保存在同一個地方，交易快速有效率，綜合所得稅報表每年四月寄出，報稅因此輕鬆簡單。當然需要花一點錢，但是金額與省下的時間和精力來說，真的是九牛一毛。平臺一般都會有附加的優點，像是提供分析工具、研究、績效資料等。所以管理自己投資雖然要有條不紊，花時間選擇正確的平臺，會讓投資管理更簡單、更有效率。

## **2.要有耐心，按部就班**

耐心和自律是許多投資人有待加強的地方。現在平均的基金持有時間為三年，遠短於建議的五到十年，原因就出在媒體，也很諷刺出在平臺。網路的成長一般來說很有幫助，但投資人也因為有太多資訊而苦。就像是衛星電視的革新一樣，資訊更多，但品質卻不一定良好。我認為，金融新聞業需要穩定產出新的內容，導致品質下降。更糟糕的是，內容還帶有滿滿的情緒，往往造成投資人沒有足夠的資訊，就匆促做出投資決策。再加上透過平臺交易輕鬆，投資人就會根據差勁的建議，頻繁交易。

**投資的目標不是「快速致富」，而是需要耐心等待投資組合成長。不是這樣想的人就是賭徒而不是投資人，而他們的建議就會很快導致失望和損失。**

## **3.什麼都不做，安心自在**

**把眼光放遠，盡量減少投資決策，就是打造成功投資組合的祕訣。傳奇投資人華倫·巴菲特說：「不要一味找事做，坐下來。」這**

句話道盡我的投資理念，我們這一代某些非常成功的基金經理人，也抱持相同的看法。英國投資公司林賽爾·淳恩（Lindsell Train）的聯合創始人尼克·淳恩過去五年很少做投資決策，而尼爾·伍德福德（編按：英國著名投資人，曾有英國巴菲特的美稱）的基金週轉率同樣也很低。他們的信念不會因為短期事件而擺動。這些人確實會想看到價格下跌，這樣就有機會能夠以暫時較低的價格，加碼買進喜歡的部位。

由於壞消息或不確定性，投資人傾向依據短期因子來做投資決策。二〇一六年時，英國就歐盟會員資格舉行公投前、川普獲選成為美國總統前一個月，有許多投資人都想要預測事件結果，依此部署自己的投資。股市下跌時，大家會逃之夭夭，脫手取得現金，然後躲起來。光是要決定該何時再回到市場，就是一個非常困難的問題，因此如果沒有其他原因，不建議這樣做。

很少有投資人能夠預測金融危機，但假如你賣出整個投資組合後，北岩銀行（Northern Rock）馬上倒閉。你會不會在二〇〇九年初期在低點再次買進呢？沒多少人會這樣子做，因為顯示股市會上升的跡象不多，媒體報導依然愁雲慘霧。許多人會選擇繼續持有現金到現在。沒錯，二〇〇八年大跌，苦不堪言。但是優質的基金經理人到目前創造的績效，也高過損失的金錢。所以雖然我不想要志得意滿，但我建議大家對於嘈雜的聲音充耳不聞。如果一起金融事件出現在十點新聞中，不要為此而心緒不寧。如果還沒全盤瞭解事件的話，更是如此。**最佳的反應絕對就是沒有反應。**

#### 4. 保持單純

單位信託基金原本的目標是要提供機會，好讓投資人能夠分散投資股市。但是推出不久之後，基金管理行銷部門發現，他們也可銷售

基金，專攻科技、油業、礦業、醫療保健、水利或是最近興起的機器人等利基產業。這些基金有自己的用途，專業基金就要敬而遠之，除非你的胃能夠承受雲霄飛車般的漲跌。不管基金經理人技術多高超，其加以著墨的特定領域如果不再受歡迎，也無力回天。投資人購買專業基金的時候，該領域往往很風行，是媒體寵兒。換句話說，他們投資的時間完全錯誤。我把這些基金叫做「性感暴力」基金，但是我猜投資人應該都體會到暴力，卻沒體會到性感的一面。

如果無法抵禦性感事物，規則就一定要改變。這些基金一般都不是長期投資。**該領域貶值、不受青睞時就買入，其他人開始心動時，就脫手。聽起來很簡單，但是做起來卻很困難。**

## 5. 追隨經理人

主動管理基金的績效，最終取決於基金經理人的決定。經理人可能不佳，或好的經理人可能會另尋高就，拋下基金，投資人就必須承擔這些風險。所以務必要查看經理人的紀錄，掌控人事變動。

有一些成功又有經驗的基金經理人會離開歷史悠久的公司，自立門戶。我普遍喜歡這些小而美的投資公司，因為這些公司允許經理人建立團隊與工作環境，以配合投資方法。他們往往持有的公司股份也較多，所以利益與投資人相符，比較有機會能夠久待。

這樣聽起來太複雜，被動型基金也是一個選項，沒有主動基金經理人的相關風險，手續費通常也較便宜。但務必要記得，報酬會不如指數。**所有的被動型基金的長期績效，都落後其所追蹤的指數。**

不管你選擇主動還是被動型基金、投資信託基金、股票，還是都投資，重點就是一開始就要投入。抱持簡單，摒棄情緒，壓低交易頻率，長此以往，股市就能夠提供很棒的方式，讓你的財富增長。不過重要的是，要記得一開始投資的原因。對大多數人來說，目標是要改

善生活品質。如果投資組合會讓你夜不安眠，或者情緒不佳，那就持有現金，投資並不適合你。



**埃羅伊·迪姆遜**

**Elroy Dimson**



**職業：**學術機構資產管理主管

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**規模、價值、收入、動能、波動性

**著作：**《瑞信環球投資回報年報》

*(Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook)*

**保羅·馬許**

**Paul Marsh**



**職業：**商學院教授

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**規模、價值、收入、動能、波動性

**著作：**《瑞信環球投資回報年報》

*(Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook)*

**麥可・史陶頓**

**Mike Staunton**



**職業：**商學院股價資料庫研究員

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**規模、價值、收入、動能、波動性

**著作：**《瑞信環球投資回報年報》

*(Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook)*

從長期的角度看來，  
規模、價值、收入、動能、波動性  
會大幅影響投資組合的績效。

# 影響投資收益的五大因子

規模、價值、收入、動能、波動性，對於投資組合的報酬有很大的影響，投資人應該要追蹤這些因子。短期而言，並無法看出明顯的模式，但從長期的角度看來，這些因子會大幅影響投資組合的績效。

## 1.規模：微資本額股票績效才亮眼

現在已經證實，投資小規模公司，幾十年後報酬會高過大型公司。在英國，將一英鎊投入市值高的公司，從一九五五年初到現在，價值會達到一千零八十七英鎊。投資中型規模的公司，結果會比較好，如果投資小型公司，結果還會更好。

但是這六十一年間，真正的績效明星是所謂的「微資本額股票」，也就是英國股市價值底層百分之一的股票，在一九五五年投入一英鎊的話，到了去年底，金額就會達到兩萬七千兩百五十六英鎊。

## 2.價值：價值投資有效果

有一段時間，價值投資的結果令人失望。像是一九九〇年代時，成長股表現佳，但價值股則望塵莫及（這樣的模式隨網路泡沫破裂而反轉）。但長期而言，也可以看出一個模式。把兩組股票拿來相比，也就是股價較帳面價值低的公司，比上股價較帳面價值高的公司，就可以看得出來。

在英國，股價較帳面價值低的公司，從一九九五年到二〇一六年間，平均年報酬率為百分之十六；而市價高於帳面價值的公司，則為百分之十・三。價值投資有效果。

### 3.收入：投資高殖利率股票

另一個量測「價值」的單位是**每股現金殖利率**。《瑞信環球投資回報年報》善用資料庫，最遠回溯到一九〇〇年的資料。

其中計算「高殖利率」與「低殖利率」投資組合的報酬。每歷年一開始的英國前一百大公司的股票平分為兩組，一組為殖利率最高的，另一組的殖利率則最低，計算出每組接下來十二個月的報酬，每年重覆同樣的流程。

一九〇〇年低殖利率組的一英鎊投資，到了二〇一六年會成長到六千八百一十英鎊。但同期投資到高殖利率組的一英鎊，則上漲到十五萬八千七百二十七英鎊，翻了二十三倍多。

### 4.動能：動能大，差異大

運用過去的股價動能，能夠預測未來績效，感覺很奇怪。如果市場效率極佳，就不可能單靠購買過去勝出的股票、拋售賠錢的股票，而確保報酬高於平均。

但是利用動能交易，可以打造可觀的報酬。這種方法有很多種實踐方式。舉例來說，量測過去動能的時候，可以選擇過去三、六、十二個月的股價表現，找出賺錢和賠錢的公司。股票入手後，以前賺錢的公司可以持有一、兩個月以上。

查看從一九〇〇年起的資料，購買之前績效領先（賺錢）的公司，銷售績效落後（賠錢）的公司，就可以獲得可觀的報酬。《瑞信環球投資回報年報》當中，各公司股票根據其前十二個月的績效分流計算。購買之前有一個月的等待期，然後再持有一個月。

運用這個公式，聚焦於英國前一百大股，賺錢的股票每年平均報酬率為百分之十四・一，而賠錢的就只有百分之三・六。這個方法當然涉及大量買賣，所以投資人應該也要考量交易成本，之後再採取大

動能投資策略。

## 5.波動：高風險股票無法締造高額報酬

大家的直覺是，投資人承擔較高的風險，應該要有回報，投資股價波動高的股票，這些股票的價格漲跌幅較整體市場大，就會收到較高額的長期報酬。

但其實並沒那麼簡單。若干研究顯示，結果完全相反：投資近期波動高的股票，報酬低於股價平穩的股票。換句話說，波動性低，投資報酬就會高。

但這些研究基礎為短期股價走勢，也就是每日報酬除以三個月。《瑞信環球投資回報年報》也量測較長期的波動，追蹤股價對市場績效，時間為六十個月。

以這個基礎看來，一九六〇到一九九九年間，高風險和低風險股票報酬，並沒有多少可以選擇。然後二〇〇〇年科技泡泡就破掉了，高風險股票（波動高）的價格崩跌。然而事實上，自二〇〇三年起，高風險股票其實表現優於低風險股票。

無庸置疑，從一九六〇年到二〇一六年，高風險股票績效落後，但原因是科技泡沫爆破。

**史蒂芬·埃克特**

**Stephen Eckett**



**職業：**金融出版商、金融作家

**投資法：**波段交易

**投資關鍵詞：**相關性、評估交易成本、市場效率與異常

**著作：**《哈里曼股市年鑑》 (*Harriman's Stock Market Almanac*)

華倫·巴菲特曾說過：  
「如果市場總是有效率，  
我就會是在街上乞討的流浪漢。」

# 如何在異常的市場中獲利

## 1. 相關性並不是因果……

我們活在數位的世代，其中一個結果，就是我們周遭滿滿的都是資料，而這些資料可以使用 Excel 等軟體，輕鬆分析。把數字表格匯入試算表中，按下按鈕，就可以製圖，超棒的！多虧有這種技術，我們得以在資料中發現各種模式和關聯。但有一些模式和關聯，或稱相關性，並非真實。換句話說，**有關聯的事件，並不一定有因果關係。這就讓我們想到現在常常聽到的一句話：「相關性並不是因果」。**

這句話聽起來可能很現代，但是搜尋 Google 圖書的話，可以找到類似的句子從一八八〇年起，就記載在書籍裡了。雖然這句子可能很久以前就出現了，但是在過去幾十年間，隨著電腦與網路的發展，使用次數呈爆炸性成長。相關性並非因果，所以今天有許多疲弱的研究可以馬上忽略。

現在好像有一個微小的產業，做的就是辨認似是而非的相關性。舉例來說，每年人均起司消耗量，還有每年被床單縊死的人數間，就有相關性（要看其他似是而非的相關性，請造訪 [www.tylervigen.com/spurious-correlations](http://www.tylervigen.com/spurious-correlations)）。

在金融世界中，相關性似是而非的一個例子，就是知名的超級盃指標。一般相信，如果超級盃贏家屬於以前的國家美式足球聯盟（NFL），股市當年收盤就會比年初開盤還要高；如果贏家是以前的美國美式足球聯盟（AFL），市場當年收盤就會較低（編按：以上兩個聯盟已於一九七〇年合併轉型）。

雖然要對相關性抱持懷疑態度，但是就算機率很低，也不要太快下定論，認為因果關係不會存在。統計學家愛德華·塔夫特（Edward



Tufte) 說：「**相關性並不是因果，但一定是線索。**」換句話說，**相關程度高，可能就會凸顯出重點領域，可以進一步調查。**

如果辨認出相關性，還是有機會能夠在不完全瞭解底下的因果關係，或者在不確定是否有因果關係的情況下，加以運用並獲利。

## 2. 小心選擇時段

自一六九三年起，英國股市平均年報酬率為百分之二·七。從一六九三年算起！吃驚了嗎？

三百多年的價格歷史頗有意義。但是我們可以質疑資料來源、所使用的指標、指標計算方法的一致程度，也可以質疑一六九三年時的股市組成。

如果要運用歷史價格，預測未來的價格走向，可能就會問一六九三年還是一九九三年的資料，哪個比較有幫助。似乎是較近期的資料，對於預測比較有幫助。

舉例來說，手邊就算有一三〇〇年（我們有這時候的黃金價格）的資料，也不一定要使用。相較於較久遠的資料，資料如果比較近期，往往較能夠反映目前價格資料的主要特性。

但不一定是這樣。

像是透過回歸分析，我們就可以針對一系列的資料，計算出最佳配適線，能夠讓我們預測未來的公允價值。如果我們利用一九四六年以來的資料，替富時全股指數進行回歸分析，那麼公允價值就會比今日實際價值高百分之五十一。但是如果我們利用一九二〇年以來的資料計算，公允價值就只會比今日實際價值高百分之一而已。在這個例子中，運用較長期的資料，算出來的公允價值，就會比較接近今日的實際價值。

這教我們的就是，要知道時程對於歷史資料分析有很大的影響，

要多多留意。所以要小心選擇時程，針對不同的時程進行計算，好瞭解結果對於時程的敏感程度。

### 3. 小心過度精準

自一九八〇年起，富時一〇〇指數四月的平均報酬，就是百分之二・一七四五〇八二四三三。會不會覺得這個數字太精準，說百分之二・一七五會不會比較好？百分之二・二會不會太不準？

電腦的一大優點，就是能夠協助我們輕鬆計算，而且還十分精確。但電腦的一大危險，也就是能夠協助我們輕鬆計算，而且還十分精確。這樣子也很危險，因為計算數字時十分精準（小數點以下多位），我們可能會因此對於計算與結果有過度的信心。精準程度有助於我們忽略針對計算做出的粗略假設，也就是資料原本就帶有的估計，或是在以上的計算範例中（富時一〇〇指數四月的平均報酬），如果我們使用有小數點以下十位的平均數，那麼就可以算出，自一九八〇年起，四月平均的變動有一百六十二點（根據該指數目前等級）。這個數字的用處有多大呢？嗯，中等有用。如果指數變動在明年四月超過一百六十二點，就可以說變動高於該月平均，反之亦然。

但如果我們現在使用的平均報酬只有小數點以下兩位（也就是二・一八），我們發現平均變動依然是一百六十二點。如果使用的數值只有小數點以下一位（二・二），則計算出來的平均變動則達到一百六十三點。

這時我們就需要決定要多精準。數字達百分位時（平均變動為一百六十二），正確性是否會顯著優於只有十分位的數字（一百六十三）？我們要如何使用這些計算結果呢？假設使用的平均報酬達小數點以下四位，且資料範圍極大，算出來的平均報酬顯著性是否過高？

如果使用的平均只達個位數（二），平均變動幅度就為一百四十

九點。這個數字就跟一百六十三點有一些差距，但是考量到所用的資料性質（也就是一組差異甚大的月度報酬），一百四十九或許也是可以實際使用的數字。

**在股票的世界中，很少有計算結果的精準度能夠超過小數點以下兩位。**

就跟約翰·梅納德·凱因斯（John Maynard Keynes）可能說過的一樣（有疑義）：「大致的正確，好過精確的錯誤。」

#### 4. 視覺化資料

想像一下要分析一九五〇年代或甚至一九七〇年代的市場。如果工具只有一支鉛筆和一張紙，要畫出簡易圖表，可能要花上數小時，非常辛苦。但現在使用電腦的話，幾秒內就可以做完事情，而以前可能要花幾天或甚至幾週才能完成。我們不只有很厲害的電腦，也有簡單的軟體，像是試算表或繪圖軟體，所以使用電腦也不難。

這樣子有優點，也有壞處。

電腦軟體很好用，所以我們就會變懶。軟體會讓我們的視野變窄，也會讓我們分析市場的方式與他人一樣（因為大家用的都是同樣的軟體）。再說，進行市場量化分析時，根據猜想找到的確認或否決，往往其他人也已經在尋找了。進行量化分析時，隨機偶然很困難，也很少見。

雖然說電腦很厲害，但我們還有更厲害的工具，也就是人腦。

人腦天生的特性，就是能夠辨認模式。大家可以主張，語言、想像、發明、智能等人腦獨一無二的功能中，有大多數都源自於模式辨認。我們可以把智能定義成一種功能，就是能夠儲存更多模式的能力。而人腦是世界上最厲害的模式辨認機器，這種能力超群卓越，電腦望塵莫及。

在人類的演化中，模式處理的能力因為大腦皮質增厚而增強，其中前額葉皮質和處理影像的區域增大，對此功能來說，特別重要。所以我們能夠在複雜的資料中辨認出視覺組織。

如果我們要在資料中辨認出更多模式，要做的就不只是量化分析，還要善用人腦的模式辨認能力，好提高發覺機緣的機率。

一開始有簡單的方法可以運用，就是把顏色套用在資料上。舉例來說，可以運用試算表設定格式化的條件，把顏色套用在資料值上。

## 5. 質疑異常的持續程度

發現市場異常時，我們就會想要知道這個情形會持續多久。換句話說，異常的情形如果只持續一小段時間，特性之後顯著改變，就沒有什麼效用。

舉例來說，日曆異常時，股票報酬在當週某幾天特別強勢。通常週五的報酬率會高於週一。但問題是，這樣的情形會隨著時間顯著改變。像是在某段時間內，週五的股票報酬可能會最高，但幾個月後，股票報酬最高的日子可能會是週二。如果有人依照這個異常進行交易，就必須密切追蹤這個情形，以因應情況改變。

反觀其異常可能會持續許久。五月賣股離場（或萬聖節）效應就是一個很好的例子。股票報酬率在十一月到隔年四月間的六個月，優於五月到十月。學術研究顯示，這個效應從二十世紀初期就出現了。確實有一份文獻表示，其發現一六九四年五月賣股離場效應的證據。

顯然交易人更加相信，五月賣股離場效應持續的時間，較星期效應久。

## 6. 考量特定交易成本

遇到市場異常、低風險獲利的機會，可能會讓人很興奮。但是一

定要瞭解，統計顯著與經濟顯著異常間的差別。

異常指的是金融市場扭曲，不符合效率市場假說（Efficient-market hypothesis）。統計顯著的異常經過各式統計測試，顯示結果可能不是因為偶然而造成；而經濟顯著的異常則可善加運用而獲利。換句話說，異常如果為統計顯著，也不代表能夠用來賺錢。

這邊的問題是交易成本，包括佣金、買賣價差、市場影響成本等。後者對於異常的影響特別顯著。要運用異常的策略，往往都需要以最小規模執行，才能達成經濟效應。但有時候交易量可能會大到影響市場，因此會降低價格異常，甚至完全消弭價格異常。

所以這邊的大哉問就是，計入交易成本後，異常是否仍然存在，而這個問題則招來許多激烈的辯論。之後會有一份研究發表，結果顯示幾乎所有的異常都會被交易成本抵銷（換句話說，極少異常可以用來獲利）。然後也會有研究回擊這個主張，批評該篇研究的假設與計算，主張特定異常（亦即動能異常）能夠輕易忽略交易成本，不受其影響。

所以可以說，並無簡單的答案。但也可以說，每個市場參與者的交易成本不同，所以交易人都需要自己評估交易成本的影響。

## 7.追蹤最新學界研究

根據效率市場假說，股價反映出所有可得的公司資訊，所以投資人無法透過選股來擊敗市場。該假說認為，新的公司資訊出現後，股價馬上會對此反應。

當然我們都知道實情並非如此。華倫·巴菲特曾說過：「如果市場總是有效率，我就會是在街上乞討的流浪漢。」

但就算如此，學界還是投入許多時間，證明效率市場假說站不住腳。大家可能會認為這簡單到不行，但是學界卻樂此不疲……投資人

也可以因為孜孜不倦而受益。

學界證明效率市場假說無效時，就會積極尋找市場異常。如果市場有效的話，異常就不會存在。因為異常出現後，很快就會經過套利而消失。所以如果有學者可以證實異常存在，就可以發表論文了。

投資人可以密切追蹤研究這個領域的論文，現在可以輕易在網路上追蹤，像是 SSRN ( [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) ) 或 Google Scholar ( [scholar.google.com](http://scholar.google.com) ) 等網站都很方便。有些有用的搜尋詞彙包括：「股票報酬」、「市場效率」、「動能」、「投資人情緒」、「日曆效應」等。

但可惜的是，現在能夠找到真正新的異常，少之又少。目前有許多學術研究專門在重新檢視已知的異常（看看這些異常在目前市場中的情況），或是調查新市場（亦即新興市場）中，是否出現這些既有的異常。所以追蹤這些學術研究，就是要大量閱讀標題像是《耶誕節反彈與奈及利亞股市報酬》（*Santa Claus rally and Nigerian stock market return*）和《好日子陽光明媚：股票報酬與天氣》（*Good Day Sunshine: Stock Returns and Weather*）、《巴基斯坦證交所證據》（*Evidence from Pakistan Stock Exchange*）等論文。但整體來說，追蹤新的論文不會花太久的時間，可能會看到一些有趣的結果。

亞歷山大·艾爾德

Alexander Elder



**職業：**專職投資人、金融作家

**投資法：**波段交易（期貨）

**投資關鍵詞：**風險控管、壓低交易規模

**著作：**《新操作生涯不是夢》（*The New Trading for a Living*）、  
《交易謎團》（*The Trading Puzzle*）

**更認識作者，可上：**

[www.spiketrade.com/](http://www.spiketrade.com/)

期貨一點錯都沒有，  
但交易的人大錯特錯。

# 期貨交易的風險控管鐵三角

## 1.指數股票型基金對於期貨造成的危險

我進行期貨交易，而我非常不喜歡指數股票型基金。先讓我說明為什麼有這樣的感受，然後再提供期貨交易的建議。

有些指數股票型基金的標的是各式股票，有些則是實體商品，或至少聲稱「標的」是這些東西，但我對此則非常懷疑。我有一位朋友大量投資實體黃金，他跟我說，有一檔指數股票型基金發布一個電視廣告，而拍攝地點在金庫裡。推銷人員在攝影機前面拿著一條金塊，展示其指數股票型基金有多穩健。但問題是，金塊上面有編號。有人放大畫面後，發現這條金塊並不屬於該檔指數股票型基金。毫不知情的錯誤嗎？我可不這麼想。

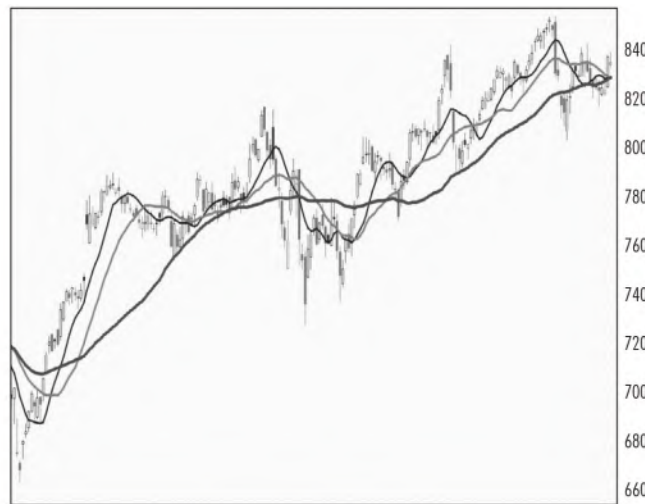
如果你買了一檔商品，但是只持有幾天的話會怎麼樣？遭竊的風險會降低，有點像是快速跑過治安不好的地方，而不是慢步走過。但就算炒短線，也會遇到另一個常見的指數股票型基金問題，也就是這類產品多數都不會追蹤其下商品。舉例來說，我曾經買過原油期貨，也因為好奇，所以也看了兩檔受歡迎的石油指數股票型基金，分別是美國石油指數基金（USO）和高盛原油指數基金（OIL）。

看看這些圖表，就會馬上發現完全不同的情況。等一下，指數股票型基金不是應該要追蹤期貨嗎？沒錯，理論上是這樣。

我上週末看了三張圖表後，製作了一小張試算表。三張圖表的市場前一週都達到低點，然後反彈，之後週四達到低點後又反彈。我比較週四下跌的幅度，期貨是○．三五，美國石油指數基金是○．九六，高盛原油指數基金，則高達百分之一．一。有些人真的在壓低指數股票型基金，影響走勢。這類的偏差有很多，所以我會避開指數股票型



基金，而進行比較誠實的期貨交易。



## 2.通盤瞭解金錢管理

多數進行期貨買賣的人，交易生涯撐不到三個月。期貨一點錯都沒有，但交易的人大錯特錯。我認為期貨是很棒的交易工具，但是要進行買賣，就要先全盤瞭解金錢管理。這就是在期貨遊戲中致勝和賠錢的關鍵技能。

我把自己的金錢管理方法稱作**風險控管鐵三角**。以下列出一些基本的風險管理建議，適合套用在期貨交易中：

- ① 三角形的其中一邊是最大允許風險，像是帳戶中百分之二的資金（以美元表示）。
- ② 另外一邊是每單位的風險（每股或每契約），從入口到終點的距離（也以美元表示）。
- ③ 用二除一，算出可交易的最大單位。

把這個三角形套用到有興趣的市場中，像是 E-MINI 標準普爾五

○○期貨。

- ① 假如你的帳戶有四萬美元。你每筆交易最高風險為百分之二的資金，或是八百美元。你承擔的風險可以較低，但不可以超過這個數字。
- ② 假設你想要在一千四百一十點買入 E-MINI 期貨，目標價格是一千四百三十點，停損點則設在一千四百零四點。這就代表每份契約承擔的風險為六點，而一點 E-MINI 標準普爾五○○期貨則值五十美元。算出來每份契約的風險為  $(1,410 - 1,404) \$50 = \$300$ 。
- ③ 把每筆交易最高風險的八百美元除以三百美元的每契約風險，就可以算出，你最多可以用資金買下兩份契約。

建議大家把這份說明印出來，黏在附近，做交易決定的時候就近參考。總有一天，這個鐵三角會救下你的期貨帳戶。

### 3.壓低交易規模，控制恐懼

恐懼是會造成破壞的情緒。感到恐懼時還進行交易，就像是騎腳踏車害怕摔車。

我所知道減緩恐懼最佳的方法，就是壓低交易規模。如果只買賣十或二十股，交易量小，就不會害怕。如果帶著快樂又通透的態度交易，市場給了難題，你就會當成需要解決的謎題，而不會感到恐懼。

這就是我學到的，從小規模開始，就不會恐懼，然後慢慢走到我現在這個境界，也就是經常買賣六位數的部位。先大幅裁切交易規模，調整到能夠隨意買賣的規模。設定參數，依此提升規模。交易成功多次後，規模也可以升級。這是我提供的最佳心理忠告，能夠移除交易生涯中的病態恐懼。

## 建議閱讀

要買賣期貨的話，建議大家閱讀《期貨市場必勝術》（*Winning in the Futures Market*），作者是喬治·安傑爾（George Angell）。這本書介紹得很棒，但我不推薦他寫的其他書籍。下一本要買的书是《期貨賽局》（*The Futures Game*），作者是特維勒斯（Teweles）和瓊斯（Jones）。這本書非常厚重，不用逐頁看完，只要看跟期貨有關、你有興趣的章節。我寫的书《走進我的交易室》（*Come into my trading room*）當中，也有一個章節在討論期貨。

**史考特・費倫**

**Scott Fearon**



**職業：**基金經理人

**投資法：**資產配置

**投資關鍵詞：**不買低價股、避免過度交易、分散投資、注意股息

**著作：**《失敗學：那些殭屍企業教我的事》（*Dead Companies Walking: How a Hedge Fund Manager Finds Opportunity in Unexpected Places*）

股票投資的哀傷事實，  
就是多數個股都不值得買。

# 選股入門

## 1.多數股票都落後指標，據此投資

由於幾乎所有的指數都經過市場價值加權，所以自然會有向上偏誤。這種向上的偏誤導致許多初學者（還有不少有經驗的投資人）認為，長久以往，多數個股也會上漲。但實情卻完全相反。根據摩根大通，羅素三〇〇〇指數中，有二分之三的股票於一九八〇到二〇一四年間落後大盤。同期，中位股落後指數的幅度高達百分之五十四，且將近一半的股票都從高點下滑了至少百分之七十，榮景一去不復返。<sup>\*</sup>

股票投資的哀傷事實，就是多數個股都不值得買。意思就是，什麼都不做，往往比做太多還要可能成功。

## 2.購買無獲利的公司，往往不會獲利

當一間公司正在賠錢時，購買該公司股票，其實就像是在進行創業投資。我們投資就是希望有一天（或許很久之後）能夠有收益和盈餘，或是兩者擇一。但可惜的是，我們沒有創業投資人的能力，無法投資這類的公司。我們無法把執行長換掉，無法變更或改正該公司策略方向。只能在外面旁觀。

要打敗指數真的非常困難（請見第一條規則）。就算只用投資組合的一小部分，來投資投機且賠錢的公司，要打敗指數幾乎不可能。如果目前公司不賺錢，但能夠突破重圍，打敗指數，股票十美元漲到二十元，或五十元漲到一百元的期間，比七美元、五美元、或二美元的時候還值得買。

## 3.別買低價股票

有許多方式都很有用，能夠評估公司。但是**最佳的評價指標往往最簡單，也就是股價**。每次回測都顯示，低價股票會落後指標一大段時間。當然你可能走運一兩個月，買了之後股價回彈。但大抵來說，**如果你的投資組合中的股票價格低於十美元，幾乎可以確定會落後，而且可能幅度會很大**。股價是傳遞訊息的工具，如果有一檔股票的交易價格只有個位數，就代表可能有不好的事情發生。有可能是該公司生產不良的產品、資產負債狀況不佳，或者是管理團隊不佳，也可能是以上三者中的複數兩種以上情況皆有。

迴避個位數股價的原因，還有另一個。交易費用，也就是買賣價差以百分比呈現的話，低價股票的差異會比較大。如果你以五美元買入一檔股票，然後想要馬上賣出，就不可能以五美元賣出，賣出價格可能會接近四·九五美元，這樣就損失百分之一。這個數字看起來不高，但如果投資組合為五美元的股票，每年週轉兩次，就會吃掉整整百分之四的年報酬，還沒算入要付給經紀商的手續費。

#### 4.過度交易會致命

做當沖交易的人，我還沒遇過非常有錢的。我猜這類人應該很罕見（或者甚至不存在）。這是有原因的。如果投資人過度活躍，就算能夠持續做出良好的決策，頻繁買進賣出，還是會把一大部分的報酬送給兩個不值得的對象，分別是經紀商和政府。約翰·柏格就觀察到這點，他說：「績效來來去去，但成本會一直增加。」<sup>\*</sup>

**要盡量壓低支付給賣方成本和稅務機構的成本，最好的方式就是，將最低投資時程設到兩到四年**。當然，不是每個部位都會在投資組合中持有這麼久。我們一定會犯錯，一定要改正。（面對賠錢的股票，我的理念就是「百分之二十錯就脫手」。）但以多年期的角度評估有潛力的投資時，我們不僅使自己免受誘惑，避免買進高風險或投

機性標的，還保留了更多辛苦賺來的報酬。

## 5.投資界唯一的免費午餐，就是統計分散

金融媒體都在報導大膽的基金經理人，他們把一大部分的投資組合賭在最佳的想法，然後獲得巨額報酬。這個想法很不好，是很危險的幻想。長期投資成功的現實並沒那麼華麗，就是要持續避免重大回落，而不是意外一次獲利。一次賭上所有的籌碼大概很刺激。破產呢？就沒那麼好玩了。分散會將波動性降到最低，而且還不需要付出額外的成本。

## 6.經濟體在成長，股票報酬往往也會成長

統計分散的好處也適用於地理位置。已開發經濟體的成長幅度不高，債務負擔高，生育率低，成長可能會持續疲軟。但是不管什麼時候，其他國家或區域的成長率卻十分不錯，股票也可能隨之成長。將合理比例的投資組合投入成長快速地區聲譽良好的指數型基金，幾乎都會不錯。備註：如果不熟悉市場，我就不建議購買其內的股票。挑選自家的股票就已經夠難了（請見第一條規則）。

## 7.要記得客戶、競爭對手、資本配置

我拜訪公司管理團隊時，第一件會想要知道的事情，就是他們計畫如何提高公司獲利。他們想要部署哪些策略，提高利潤？接下來我會聚焦於三件事：客戶、競爭、資本配置。

**客戶：**即使公司目前營收與盈餘都在成長，但是如果主要客戶身處險境，成長可能就會趨緩，而且可能會突然慢下來。這個情況在能源產業常常出現。例如說，銷售壓裂砂或潛孔氣鑽服務的公司表現雖然很棒，但其最大的客戶卻快要申請破產了。

**競爭：**我不知道你怎麼想，但我寧願投資的公司，**擁有的競爭對手是有問題又差勁的類型**，而不是與亞馬遜或谷歌等聰明、無情、口袋深的殺手級公司競爭。

**資本配置：**如果公司賺了很多錢，而且我打算要投資的話，他的表現會更好（請見第二條規則），我想要知道管理團隊要怎麼運用這些資金。他們會不會進行併購，投資公司呢？他們會不會用來支付資本支出呢？又或者他們會不會把一些盈餘來開始配息，或提高配息，分享給我們股東呢？

## 8. 相較於回購，我比較喜歡股息

股息只會分配給股東，而不會分配給其他人；而回購則會裨益選擇權持有人，他們並未投入自己的資金。回購會推升每股盈餘，這樣就可以文過飾非，就像是壓縮營收成長一樣（請見第九條規則）。

股息不只能讓你每季多賺幾塊錢（但這樣也很棒），還能夠提供股東一些安全保障，讓我們知道，我們投資的公司，不只賺的錢足夠分享一些給投資人，管理團隊也很投入。我喜歡的股息，想當然也有缺點：高配息股通常都是不好的投資。多數回測顯示，配息率達百分之十二以上的股票，以往的績效都不佳，因為股息很快就會縮減，或是完全停止配息。

## 9. 營收成長是成功公司的命脈，也是許多做空部位的死亡之吻

**做空是非常難以維生的交易方式，我一點也不推薦。**你要有超人般的能力，才能夠管理風險，因應失落，而做空的人只要做空「昂貴、淨收入快速成長的公司股票」，職涯就保證會讓人失望（可能也會很短）。

過去幾十年來，表現極佳的股票，營收成長都非常快速，幾乎沒



有例外。其中絕大多數都因為盈餘和其他評價指標，而價格高昂。反觀，我成功的做空部位，都因營收下降而苦，其中多數根據各項評價標準看來，都很「廉價」。雖然說這聽起來非常不合理，但是購買一百美元的股票，往往優於十美元的股票；做空十美元的股票，往往優於做空一百美元的股票。同理，**要找到賺錢的股票，一般可以在連續五十二週上漲的股票當中尋找**；要找到潛在獲利最高的做空部位，幾乎都可以在連續五十二週觸底的股票當中尋找。

## 10. 債務很重要

我其他可以獲利的做空部位幾乎都有的特點，就是債務負擔和收益率都會逐漸增加。華爾街有一句俗諺：「債券價格預測，股票價格確認。」公司公共債務的殖利率達百分之十五以上，或是高於政府公債的殖利率，債券投資人就認為該公司很可能會破產。大概就是時間長短而已，該公司的股價會確認他們的預測（還會損失所有價值）。投資公開交易債券的人都很心細，他們每週有七十個小時能夠鉅細靡遺的分析公司。如果他們認為一間公司的債券殖利率，比不上其他債券工具，就代表他們已經開始籌劃重整。

有非常多的投資人不瞭解資本架構的運作方式。債券持有人不只有公司資產的優先權，還有營運優先權。多數公司會在破產時重整，而不會關閉。但是資本結構在破產結束後，一定會截然不同。擁有公司公開債務，就能夠拿到一些新公司的股份；持有舊公司股票的人，就會全盤損失。

---

\* 麥可·辛巴列斯特（Michael Cembalest）。痛苦和狂喜：集中式股票部位的風險與報酬。紐約：摩根大通資產管理。2014。

\* 約翰·柏格。In Investing, You Get What You Don't Pay For.' The World Money Show。

二〇〇五年二月二日。佛羅里達奧蘭多。

# 肯恩・費雪

## Ken Fisher



**職業：**基金經理人

**投資法：**逆勢投資

**投資關鍵詞：**質疑常識、嘗試新的假設、留意認知偏誤

**著作：**《擊敗群眾的逆向思維：肯恩・費雪教你看懂市場真相》（*Beat the Crowd*）、《投資詐彈課：識破投資騙局的五個警訊》（*How to Smell a Rat*）、《投資最重要的3個問題：掌握別人不知道的事才能超越大盤》（*The Only Three Questions That Count*）、《華爾街的華爾茲》（*The Wall Street Waltz*）、《超級強勢股》（*Super Stocks*）等

要清晰看待市場，就要超越頭腦。

## 顛覆投資舊思維的三條規則

我在工作期間，學到一些指導原則，協助我做出投資決策。這些原則幫助我建立投資流程和公司，一開始就是要正視簡單的事實：要成功投資，就一定要知道一些別人不知道的事情。

比其他投資人更聰明，訓練更完善還不夠。一般來說，投資人一開始會以為，投資是一門工藝，就像是木工或石工一樣。他們相信投資是一門技能，只要夠認真，投入心思就可以學會。他們有自己最喜歡的資訊來源，或者是絕對的信念。但是投資並無法保證任何事情。投資人的目標往往是學會技術程度最高的技巧，相信自己能夠擊敗他人，而他們確實也會如此。但如果把投資看成工藝，長久以往就無法擊敗市場。如果投資真的是工藝的話，長久以往，會有一個方法比較好。某地某人會發現擊敗市場的關鍵，也就是靜態可複製的公式，按部就班的規劃，就能夠成功投資。投資可以學習，就像是木工或醫學一樣。但是市場並不是這麼運作。

投資反倒應該要視為科學探究，而不是工藝。投資人應該要測試假說，評估方法，又以開放好奇的心態投資。以下原則有助於開發流程，測試和重新測試你的理論，這樣最終才可以學到其他人不會的技能。投資很困難，是一輩子要做的事。只瞭解這些原則還不夠。你一定要知道這些原則的意涵與使用方式，然後務必孜孜不倦、一而再再而三的運用。如果你可以學到如何使用這三個原則，就可以學習如何做出優質投資決策，相較於其他投資人，就掌握優勢。希望這些原則能夠在你投資的旅途上派上用場，就跟我的一樣。

### 1. 質疑你相信的事情

**要瞭解獨家事物的第一步，就是找出你看錯眼的地方。**問一下自己：我覺得正確的事物中，有哪些其實是錯的？社會鼓勵我們挑戰其他人的看法，特別是政治看法。但是我們沒學過質疑自己，或是大眾接受的智慧。有許多信念可能是你跟其他人投資都同意的，而這些信念也出現在幾十年的文獻中，還可能是學投資時，首先學到的東西。但是當中有許多都只是迷思，最厲害最聰明的人都當作真理，然後透過媒體傳播給投資社群，很可悲。

閱聽媒體的時候，聽到你覺得是錯誤的資訊，自然而然就會自己查證。但這邊的作法相反，你應該要在媒體上搜尋你認為是正確的主張，然後檢查看看這些是否其實是錯的。如果你一開始認為一個主張沒錯，那麼應該會有非常多人的投資人也有相同看法。但是若你能證明自己（還有多數人）的想法錯誤，或許就能夠取得一些有用的資訊。

**質疑你相信的事情，就能夠知道其他人不知道的事，找出你原本看錯（但以為自己看對）的事。這個規則就是要降低自己犯錯的機會。**

## **2.想像無法想像的事**

質疑自己（和多數人）相信為真的事情後，**下一步就是想一下其他人認為無法想像的事。**我知道這聽起來不可能。但是其實比許多人以為的還要容易。想一下其他人以為想不到的事情，質疑他人的知識。這其實就是跳脫窠臼的思維。媒體還有其他人視野狹窄，短視近利，你則應該要開拓視野。他們在吵甲導致乙的時候，你可以問：「那麼丙呢？」造成乙的原因會不會是丙，而不是甲？就是這個時候，你想到了丙，開始質疑別人的假設，測試他們的方法，思考別人想不到的事情。

發現別人還不知道的事情，並不是重大發現的時刻。而且也不容易！你要從沒完沒了的市場和媒體雜訊中，發現丙。但是瞭解這個流程後，你可能會在常見的媒體來源中搜尋跡象，浪費時間。媒體處處都是，且持續發出資訊。你的投資優勢不會出現在頭條新聞、刊物、部落格、末日電子郵件新聞通訊中。不管新聞埋得多深，都已經計入市場價格中了。你反倒一定要閱讀、觀看、聆聽媒體，瞭解其他人關注的事物，這樣才能夠移開注意力，找尋丙。

一旦你找到丙，而你認為丙是造成乙的原因，也測試過，問問看朋友和同事的想法。他們是否注意到丙造成乙呢？只要他們的眼神空洞無神，或說「你瘋了吧」，你就還是有投資的理由。一旦大家開始接受同樣的結論，或甚至你在媒體上也看到了，就失去優勢了。投資要長期成功，就需要持續創新和測試。持續質疑自己相信的真理，思考別人想不到的事。

### 3.更加瞭解自己的頭腦

前兩條規則有助於你找到能夠下注的標的，但**最大的投資問題是你的想法**。所以第三條規則會請你想想，尚未進化的頭腦對於投資決策有什麼影響。很簡單，面對飢餓、奸巧毛茸茸又長著獠牙的野獸，頭腦就是自然生存直覺的演化結果，所以頭腦特別無法處理投資的問題。要清晰看待市場，就要超越頭腦。很少有投資人花大量的時間，試著瞭解頭腦裨益和阻擋自己的方式。這屬於行為金融的範圍。

如果你更加瞭解自己的頭腦，就會知道如何控制自己，好避免其他人犯的常見錯誤。如果你能夠瞭解其他人行為背後的原因，就能夠更加瞭解市場運作方式，因為投資人並不是理性的機器人。他們是人類！人類進行財務決策時，經常做出瘋狂的行為。但是有許多認知投資錯誤都可以避免。一旦知道頭腦如何欺騙你，就可以避開這些投資

陷阱，聚焦於投資目標。

但不幸的是，我們的認知偏誤不是單獨作用，而是一起產生效果。大腦無法辨認認知錯誤，所以犯錯的時候，不會跟你說，真的是在傷口上撒鹽。

以確認偏誤和後見之明偏誤為例，或許你只知道甲乙丙股會一直漲漲漲，這家公司最近推出的四個產品狂賣，股票表現非常好。你深入研究甲乙丙公司，搜尋資訊來確認前景樂觀的看法。進一步的證據如果與你的看法相符，要相信很容易，能夠證明自己沒錯！忽略完全相反的主張（只選擇相信可以佐證的資訊），則稱作確認偏誤。同理，後見之明偏誤則源自於投資人的記憶。舉例來說，或許甲乙丙公司第三季表現不佳，股票身陷困境，該公司的新產品也大敗北！你現在正在檢視第四季的投資組合，說自己早就知道新產品一定會失敗。甲乙丙公司怎麼會犯這個錯呢？很抱歉！這個狀況無法合理預測。以前的結果在當下無法得知，但因為後見之明偏誤，我們會認為這個結果一定會發生，再明顯不過。

把第三條規則當作武器。每次做投資決策的時候要問：「這顆沒有進化的大腦，現在正在如何欺騙我？」結合第一條和第二條規則，就可以建立架構，瞭解別人不知道的事情，也就是投資成功的關鍵：質疑你相信的事情。想像無法想像的事。更加瞭解自己的頭腦。

**安東尼・嘉納**

**Anthony Garner**



**職業：**專職投資人

**投資法：**量化投資

**投資關鍵詞：**追蹤指數、分散投資、定期再平衡

**著作：**《指數股票型基金交易系統實用指南》（*A Practical Guide to ETF Trading Systems*）

不要選股票，不要購買主動管理基金，  
不要交易，除非你投資只是娛樂而已。



# 擊敗專家的ETF 交易系統

## 1. 研讀金融市場的歷史

你必須研讀歷史，才能透徹瞭解市場過去的表現，預測未來可能的走勢。

以下來源很棒，能夠取得深入的歷史資料：

- [www.bankofengland.co.uk/research/Pages/onebank/threecenturies.aspx](http://www.bankofengland.co.uk/research/Pages/onebank/threecenturies.aspx)
- [www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm](http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm)
- [www.nber.org/databases/macrohistory/contents](http://www.nber.org/databases/macrohistory/contents)
- [fred.stlouisfed.org/categories/33060](http://fred.stlouisfed.org/categories/33060)

羅伯特·席勒（Robert Shiller）根據股息調整的資料，顯示美國股市年複合成長率，自一八七〇年開始起算，為百分之八·九八，而十年公債的數字則為百分之四·七一。

短期美國公債的年複合成長率達百分之三·九七（取自美國全國經濟研究所和聯準會提供的公債殖利率）。

英國股市資取自於英格蘭銀行，並未算入股息，年複合成長率自一七〇九年算起為百分之二·五五。

英國債券年複合成長率如下：

- 公司債：自一八五四年起算，為百分之五·八九。
- 短期一流債券：自一七一八年起算，為百分之四·一七。
- 長期政府公債：自一七五三年起算，為百分之四·六三。

注意一下，股市最大波峰到波谷的回落（英國和美國都介於百分之八十到九十間，一七二一年的南亞泡沫、一九二九年華爾街崩盤，還有納斯達克科技股崩盤）。注意一下，持平期間長，其中幾乎沒有成長的紀錄。

以債券來說，長期與短期債券報酬間，並無可觀的差異，我很驚訝。所以我比較想要待在曲線波動較平穩的那短短的一段。

接下來啟蒙時代、工業革命（還有之後的科技革命），從一七六〇年以來就持續推升股價。漲勢不保證可以持續，而預測則徒勞無功。人類隨著獸性存活幾萬年，我們也知道，無可預見的災難可能會發生，讓一切退化回石器時代。

希望投資未來也能夠有如此的漲幅，但誰能知道呢？

## 2. 避開「專家」和基金經理人

有個朋友最近尋求我的建議，他從大型知名英國財富經理公司收到一份提案，要求收取投資全額的百分之二，就只是為了收取退休基金的轉帳。挑選其他公司經營的基金，每年管理費用高達百分之二・五八，因此目前和接下來十年的債券和股票報酬，就相形見绌。

全球數一數二的銀行向我朋友提報百分之二的佣金報價，針對美國股票進行交易。但這種交易也可以透過高折扣經紀商進行，費用便宜到可以幾乎不計。

至於投資建議，就跟柏頓・墨基爾（Burton Malkiel）主張的一樣，拿著飛鏢靶的猴子跟多數基金經理人相比，簡直是天才。而過去六十多年無數的研究也證實這點。不要選股票，不要購買主動管理基金，不要交易，除非你投資只是娛樂而已。

選擇追蹤指數的基金就對了。脫帽向領航（Vanguard）、安碩

(iShares)，及一些其他的基金致敬。

你可以買一檔安碩摩根士丹利世界指數股票型基金，每年管理費只有百分之〇·五，就可以投資幾乎全世界所有的股市和上千檔股票，績效優於多數主動基金經理人。

避險基金的世界也沒好到哪裡去。這些太空超人中，多數最終都會墜落失敗，賠上客戶的錢。

能夠在基金管理業中賺大錢的人，就只有基金經理人自己，經紀產業也一樣。

金融業有很聰明的人，有些活下來了（技巧還是倖存者偏誤？）但是最終他們的運氣不是用完，就是所管理的資產超越其策略的範圍，導致報酬下降。

或許有時候，某些領域真正的專家真的了解公司的業務，能夠以他們專業擔保，持有幾檔個股。不要孤注一擲。

### 3. 進行研究和回測

我以前是遠東的股票分析師，會做基本面研究和技術分析。

回過頭看，真的很好笑。我們會測風向，預測未來幾年的盈餘和資產負債，然後發布報告。我們絕不會叫人賣掉股票，這樣對於公司業務有很不良的影響。報告發布之前，我們會快速查看競爭對手發表的內容，確保自己的內容不會差太多。

至於技術分析，我們會畫出許多彎彎曲曲的線條，替他們取好笑的名字，聲稱其有一些預測的作用。

沒有人聽過回測，沒人檢視這些想法是否有用。也沒人想到要記下建議，檢查建議是否正確。這些建議可能是一堆沒用的垃圾。我猜應該是如此。

我寫過有價值的鉅作，討論亞洲上市公司，但是我猜大部分的書

最後都丟入垃圾筒了。

你應該把想法套用在過去的資料上，進行回測。最近有位剛開始投資的朋友跟我說，他開發出一組基本面和技術規則。

我跟他說，他有兩個選項：

- 根據他的規則投資，然後看看會發生什麼事。
- 把規則套用在過去數年，看看規則運作情形。

我比較喜歡第二種方法。

回測非常非常危險，原因有兩個。**其一**，要繼續添加和調整規則，直到看起來獲利可觀，很容易。套用到過去的資料上，可能如此。但這些規則只套用過測試資料，所以未來很可能沒有用。

**第二個**原因，就是市場幾乎無法預測，而預測個股就還更困難。有一些基礎的規則似乎有效。技術分析時，動能或追蹤趨勢就是一種方法。至於基本面分析，除非公司盈餘成長，資產負債穩健，否則長期而言，價格不會成長。科技公司過去幾十年上市，債台高築，也沒有盈餘的跡象。但是除非這些問題已解決，否則會撐不下去。

我一定會回測，但相較於研究結果，我認為實際利潤會較低，回落幅度會較大。

對於沒那麼喜歡技術面的人來說，資產負債表或許是起步的最佳方法；如果野心較大，我就強烈推薦學習程式語言。我目前最常用的是 Python。許多市場的每日價格資料都可以從夸達（Quandl）免費下載。

#### 4. 準備好迎接意外

人生和市場都是意外。回測時，一個系統看起來過去一百年行得

通，並不代表接下來一百年也有效。最大回落幅度可能會超越回測跑出來的數字。而報酬就完全取決於未來的經紀情況。

接下來，我們就沒什麼好說的了。我們活在隨機或已經命定的牛頓世界中，這點我們並不知道。我們無法預測，只能算出機率，希望機率成真。

## 5.分散

使用追蹤指數的指數股票型基金，該做的幾乎就完成了。你能夠投資數百檔，甚至數千檔的個股，避免股票特有的風險。

你無法完全避免風險。全球的股票市場在全球經濟體中一起漲跌，即使是商品也在市場危機當中呈現高度相關，值得注意。即便如此，大幅度分散投資經濟體、資產類別、貨幣、工具，就是能夠尋求的最佳保障了。就算是這樣，遇到彗星襲擊，也沒什麼用。

不要把所有的資金都給一位基金經理人、經紀商或銀行。不要承擔單一銀行信用風險，能避免就避免。避開指數化投資證券，堅守基金，基金本身就會投資黃金、石油、股票等資產。

真正的考驗是，回顧過去，想想看自己是否夠聰明，避開許多災難。回想俄羅斯、阿根廷、德國的經濟在二十世紀上半葉崩盤。記住：日本股市在二戰後的十年，昌盛無比，史無前例，但之後卻一蹶不振。回想二十一世紀初期，科技類股大幅衰退。想想看冰島、愛爾蘭、希臘、義大利曾經面臨破產。還有二〇〇八年後，商品市場經歷嚴重且長久的衰退。

投資短期債券、全球股票、現金、商品，還有買自己的房子。除此之外，要保護自己和投資，能做的也沒多少了。

## 6.不要臨陣脫逃

情勢變得艱困的時候，臨陣脫逃並不好。市場危機和大幅回落時的恐懼情緒，很可怕。但如果你分散程度高，投資追蹤指數、債券、商品的工具，就可以安穩做好，認為自己已經盡人事，最後不會出事。但革命、戰爭、彗星撞地球等事件出現，就另當別論了。

**待在舒適圈中：瞭解自己。小量交易，堅守小幅度回落與波動的資產運用方式。**如果你孤注一擲，把所有的資源都投入單一風險資產中，或是使用過高的槓桿，最終一定會墜落。

## 7.不要孤注一擲

多數人都應該避免這類型的交易，應該要投資大幅度分散、波動性低的投資組合，然後專心致志。運用一些再平衡等非常簡單的規則。

我一直在交易，以交易維生。有時候很成功，有時候則會損失，讓人不愉悅。我試著待在自己的舒適圈中，也絕對不建議大家孤注一擲。

我正在交易標準普爾五〇〇波動性指標，但是規模只占我淨資產的一小部分。我正在研究各式各樣新奇的事物，著迷於人工智慧與機器學習的展望。我會繼續運用不同的方式，交易不同的工具。但是我還是會保持理性，而不會受到誘惑，踏出舒適圈，面對我無法承受的損失。

## 8.制定一些簡單的規則

有許多人反對擇時，或是反對運用任何「規則」。如此他們就無從認知到（或是無法理解），股市指數是以規則為基準的交易系統。

絕大多數的股票終值都是零：公司問世、茁壯（或是不振），最終會往下走。相較之下，股票指數則是一種方式，能夠因為整體經

濟成長獲利。股票蓬勃發展，納入指數當中；下滑崩盤，就會被排除在外。

個股都會均值回歸，一開始的價值是零，最後的價值也會是零。塵歸塵，土歸土。

追蹤市場趨勢的方法數不勝數，但是應用的原則都相同：推升獲利，減少損失。

以下第一個系統（圖表一）是股市指數本身，由羅伯特·席勒彙整的標準普爾五〇〇指數。

第二個系統（圖表二）為標準的六十比四十的每年再平衡。百分之六十的標準普爾五〇〇，百分之四十的美國公債。

坦白說，這兩個系統就是最好的了。六十比四十的方法，適合無法忍受難以承受的純股票投資回落和波動性。

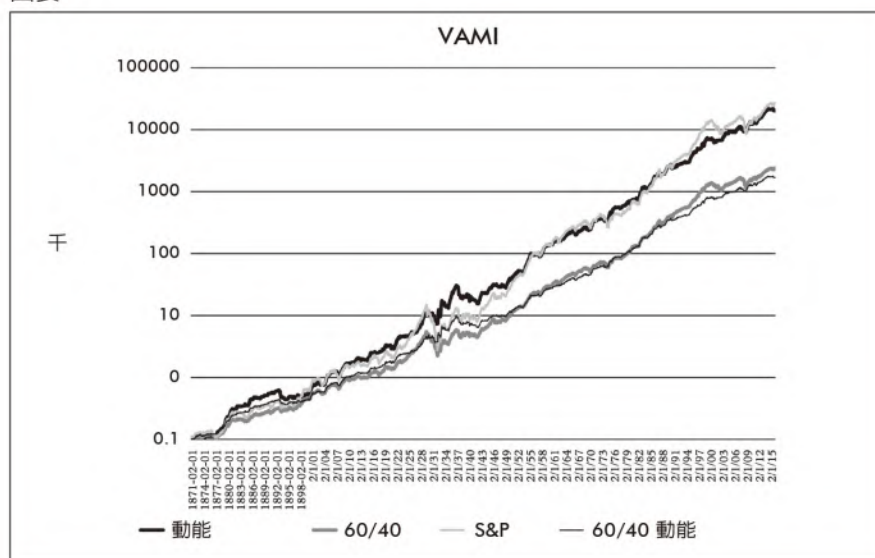
另外兩個系統則是錦上添花。這些系統中的「動能」為標準普爾五〇〇除以一個月的回溯期的報酬。

動能系統每季會進行再平衡。如果動能於重新配置日期時為正值，百分之百投資標準普爾五〇〇，不然就是美國公債。（見圖表三）大家可以看到，至少回測的時候，報酬近似於標準普爾五〇〇，但是回落和波動性大幅降低。

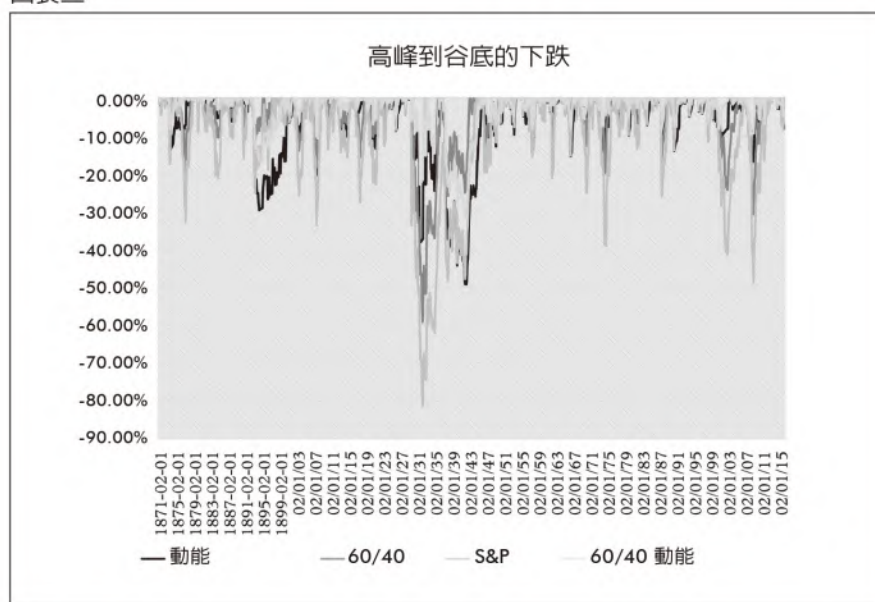
六十比四十的動能系統每季會進行再平衡。如果動能於重新配置日期時為正值，投入百分之六十資金到標準普爾五〇〇中，美國公債則為百分之四十，否則就完全投資美國公債。系統回測結果接近六十比四十「系統」的報酬，但是回落和波動性也大幅降低。

希望這些系統夠簡單，未來才能夠維持穩健與獲利。但是人生並沒有保證事項。

圖表一



圖表二





圖表三

	動能	60/40	標準普爾	60/40 動能
起始	1871-02-01	1871-02-01	1871-02-01	1871-02-01
截止	2016-06-01	2016-06-01	2016-06-01	2016-06-01
年複合成長率	8.77%	7.19%	8.98%	6.93%
最大回落	-49.22%	-59.21%	-81.50%	-31.76%
一年	-4.77%	1.00%	1.42%	-2.79%
三年（每年）	5.41%	6.76%	10.99%	3.30%
五年（每年）	8.34%	7.52%	12.36%	5.05%
十年（每年）	8.52%	5.30%	7.43%	5.57%
自起始起（每年）	8.77%	7.19%	8.98%	6.93%
最佳日	51.07%	24.95%	50.97%	30.68%
最糟日	-14.32%	-15.95%	-26.09%	-9.47%
每月量（年度）	11.11%	8.28%	14.07%	6.69%
最佳月	51.07%	24.95%	50.97%	30.68%
最糟月	-14.32%	-15.95%	-26.09%	-9.47%
最佳年	47.85%	32.30%	54.23%	28.77%
最糟年	-26.52%	-24.06%	-41.51%	-15.24%
平均回落	-4.64%	-3.68%	-6.43%	-2.52%
平均回落日	237.82	188.14	238.08	188.88
平均上升月	1.85%	1.85%	3.00%	1.20%
平均下滑月	-2.35%	-1.68%	-2.84%	-1.43%
賺錢年分百分比	73.79%	78.62%	73.10%	82.07%
賺錢十二月百分比	76.30%	76.87%	71.80%	82.87%

**韋斯利·格雷**

**Wesley Gray**



**職業：**商學院教授

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**運用模型、小心複雜策略、注意股票價值、跟隨趨勢

**傑克·沃格爾**

**Jack Vogel**



**職業：**商學院教授

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**運用模型、小心複雜策略、注意股票價值、跟隨趨勢

**著作：**《DIY 財務顧問：打造並保護財富的簡單方法》（*DIY Financial Advisor: A Simple Solution to Build and Protect Your Wealth*）、  
《量化動能：打造以動能為基礎的選股系統指南》（*Quantitative Momentum: A Practitioner's Guide to Building a Momentum-Based Stock Selection System*）

注意遵守公式的怪咖。

# 混亂市場的五大投資原則

華倫·巴菲特一語道盡現實：「投資很簡單，卻也不容易。」

投資人只需要找到有助於達成財務目標的投資計畫，長期按部就班就好，然後複利就會接手了。但投資其實是變動的個人旅程，在不確定的環境面對許多不實資訊、極大的波動性、高漲的情緒時，做出決定。

投資人運用以下的規則，面對總是複雜混亂的市場環境，或許能夠做出更好的決策。這些規則是我們投資理念的核心，也是許多投資流程的基礎。祝你好運。

## 1. 瞭解自己的優勢，以及能維持的原因

一定要強調，找到市場中的永續優勢，一點也不容易。更重要的是，還要聰明，選股技巧要高超，並找到一群博士分析資料。這些還只是一半的功夫而已。就算取得這些工具，你還是無法鶴立雞群。大家都很聰明，都有名校的企業管理碩士或博士學位，也都知道要怎麼分析公司。想在這個競爭的市場中維持優勢並不簡單，只有一些投資人能夠做得到。

為了要維持主動投資的永續優勢，不只需要技能，還需要瞭解人類的心理，能夠評估市場激勵措施（行為金融）。大家一定要問問：

- 為什麼這些證券估價錯誤？
- 為什麼其他聰明的人還沒有趁勢發揮呢？

如果投資人不能夠合理回答這個問題，那麼你就很有可能會協助

其他投資人締造成功。

一定要記得，交易時，有買家就有賣家。

## 2. 問一下：「自己是不是太賣力了？」

每個人都會犯錯。這就是人性。人類知道自己的行為有時候會出現瑕疵，所以心理學領域會產出非常多的文獻，分析人類為什麼常常做出不好的決策。雖然說學界的見解很可能只是理論，但我們日常的體驗就確認了一些基本的發現：「我知道自己不應該吃麥當勞的大麥克，但真的好好吃。」

我們會注意到經常出現的不理欲望，所以往往會尋求專家的判斷，以免成為自己最大的敵人。專家在特定領域有多年的經驗，因此我們會認為他們更有能力、更願意做出公正的決策。但是這樣的假設是否有效呢？六十多年以來，有一支學派的文獻意外穩健，但是遭到忽視，一直在研究專家是否會做出公正的決策。證據顯示一面倒的情勢：將有限的變數輸入簡單的質性模型，以有系統的方式做出決策，結果會比專家做出的決定好。

根據證據，投資人應該要降低對於專家的依賴，並且應運用有系統的模型，好做出投資決策。保羅·米爾（Paul Meehl）是該領域知名的學者，他說過：「社會科學中，有許多質性多元的文獻都一致指向這個方向（模型表現優於專家），這點無庸置疑。」換句話說，挑選一個模型，然後就不離不棄。

## 3. 注意遵守公式的怪咖

有些複雜的策略和方法，往往看起來好到不可能成真，投資人總是對此感到懷疑。以下有一些基本的問題要納入考量：

**為什麼這個策略一定要這麼複雜？**

是要掩護經理人嗎？還是複雜的策略才能夠提高阿爾法值（編按：資本資產定價模型中，計算個別投資標的報酬表現的重要依據指標之一，用以衡量基金報酬中屬於「非市場風險報酬」之部分，也就是基金本身的績效能力）呢？策略的複雜程度與效果，鮮少相關。如果無法瞭解策略為何要這麼複雜，就有可能是經理人故意搞得很複雜。如果經理人無法合理說明複雜的程度，那麼複雜就是多餘的。

### **系統有多穩健？**

複雜程度往往與資料擬合有關，像是經理人找到特定的配置方式，而樣本數可能不多。如果複雜的系統稍稍改變的話，結果是否會完全崩潰？如果是這樣，系統就不穩健。這樣未來就會出現均值回歸和平庸的績效，甚至是更糟的表現。

### **是否能夠將策略解釋給利害關係人聽呢？**

清晰明瞭有助於溝通、教育，進一步提升信任與自信。將投資活動外包給經理人，運用非常複雜、昂貴，且不透明的投資策略，並無法促進溝通順暢。投資組合有沒有賺錢或許不重要，但是開始虧損時，會發生什麼事？對於事情的瞭解就突然變得很重要，因為大家會開始問很難回答的問題。領航指數基金中的標的正在虧損，解釋起來比信用違約交換虧損還簡單。

### **風險管理？**

撐過二〇〇八年金融危機的銀行從業人員都瞭解，複雜的策略會造成風險管理的問題。如果機器學習演算法交易利用奇異衍生性商品，套用的模型為跳躍擴散加上一點分型數學與弦理論，那麼要如何進行風險管理呢？像這類的黑盒子會讓管理風險的人頭大。簡而言之，一定要問問自己，策略的複雜程度是否會造成風險管理的盲點。

## 4. 著重價值與動能特性

### 絕對不要購買昂貴的股票

班傑明·葛拉漢是第一位提倡以內在價值折價購買股票的人，他在八十多年前提出這個看法，成為價值投資流派的創始者。從那時候開始，學術研究即顯示，低價基礎的股票，一直以來都能跑贏市場。在投資的世界當中，葛拉漢最知名的學生就是華倫·巴菲特，他啟發許多投資人採用價值理念。即便大家知道，價值投資長期以來能夠締造較高的報酬，以價值為基礎的策略還是持續跑贏市場。這怎麼可能呢？這個答案與一個基本的事實有關：人類的行為不理性。我們都知道，長期來說，自己該做什麼；但我們只活在短短的當下。**現實很殘酷，價值投資策略可能會要求投資人承受許多年相對不佳的績效。**誰想要面對這種痛苦？

### 依靠獲利的公司，切割虧損的公司

尤金·法馬（Eugene Fama）是二〇一三年諾貝爾經濟學獎的一位得主，是效率市場假說之父（他也是韋斯利〔本文作者之一〕的博士指導老師），以下是他對於動能學術研究的摘要：「主要異常現象就是動能。」效率市場之父認為，動能是主要的異常現象，這點我們記下來了。

動能效果的實證研究讓人信服。舉例來說，學者檢視了過去兩百多年的股票資料，找出可觀強健的歷史績效紀錄。我們生來就會懷疑他人，所以已經獨自驗證許多跟動能相關的實證結果。回顧歷史，動能基礎向來很扎實。我們投資策略的原因，不可能單單只是因為其回測表現佳，我們相信其動能異常現象是能夠持續的主動投資策略。這些策略能夠持續，因為報酬符合以下各點：

- ① 由額外曝險驅動，報酬應較預期高。

- ② 由計價錯誤推升，短期套利者難以運用。

## 5. 隨著趨勢投資

有了蛋糕就吃掉，這個作法也不錯。擁有蛋糕很棒，把蛋糕吃掉同樣也很棒。但是魚與熊掌不得兼得。投資人往往會想要以下情形發生：「給我高稅後淨報酬，但是風險和波動性要低。」我們現在當然喜歡高報酬、低風險，也喜歡低費力、高報酬，高卡路里、低增重。

但很可惜，這時就要談到第一個問題：高報酬、低風險這種情形並不存在。股票（像是標準普爾五〇〇指數基金）等能夠賺得高報酬的資產，風險都很高（意思是可能賠掉一半的財富）。要賺取高報酬，但又不想承擔過高的風險，其中一個方法就是開發擇時的方法，計算拋售高報酬資產的時機，避免跳下財政懸崖。但是這邊有一個問題：擇時非常困難。

討論一開始，先言簡意賅的摘要各系統的學術分析，這些系統都聲稱具有可靠的市場擇時能力，但其實都在浪費時間。

這就是了，不用再閱讀經典的學術文章，研究這個題目。我們自己的研究也證實了這個哀傷的事實。我們檢視過數百個不同的概念後，發現結果並不具希望。多數訊號都無法經歷密集的實證檢視。

但是這個投資隧道的末端，卻有一絲光亮。研究顯示，**追蹤趨勢的系統或是過去價格模式強勁時投資的系統，或許能夠抓住資產類別相關的上漲獲利，但又能夠避開大幅回落。**但追蹤趨勢同樣也不是萬靈丹，因為這需要一點英勇的投資人行為假設：

- ① 能夠撐過短期波動的能力。
- ② 避免與短期績效指標比較的勇氣。
- ③ 遵循模型的信念。



崔恩・葛瑞芬

Tren Griffin



**職業：**企業顧問

**投資法：**價值投資

**投資關鍵詞：**安全邊際、了解市場的不理性、買進被低估的股票、避免過度交易

**著作：**《窮查理的投資哲學與選股金律》

(*Charlie Munger: The Complete Investor*)

**更認識作者，可上：**

[www.25iq.com](http://www.25iq.com)

推特帳號@TrenGriffin

如果證券在一家公司內並非權益比率的話，  
那會是什麼？

# 查理·蒙格的投資法則

## 1.你買的是一間公司的一部分，需要安全邊際

班傑明·葛拉漢提出價值對於股東的概念，也就是企業能賣的話，全部能夠賣多少。在許多狀況當中，這都算得出來。接著如果把股價乘以股數的話，算出的數字低於售出價值的三分之一以上，他會覺得這樣你就擁有很大的優勢。就算公司枯燥乏味，或由嗜酒的老漢經營，但只要每股實際價值的顯著差異對你有所裨益的話，各種好運可能都會發生。他會說，你的安全邊際很大，遠高於價值，能夠運用。

班傑明·葛拉漢的投資系統牽涉四大基礎原則，其中兩個在剛剛查理·蒙格說的話中介紹過了：

- ① 一股就是一家公司的所有權比例。
- ② 以大幅折價的內在價格購買，就可以創造安全邊際。

「如果證券在一家公司內並非權益比率的話，那會是什麼？」絕對不會是一張紙，無法當作棒球卡或圖畫一樣交易。安全邊際的基本想法，就是以顯著划算的價格購買資產，如此一來，即便錯估資產，結果仍然會很好。既然風險大小永遠以支付價格衡量，以安全邊際購買資產，就是規避風險的方法。如果以顯著划算的價格購買資產，未來還是有許多可能，能夠締造出令人滿意的結果。

## 2.把市場當作僕人，而不是主人

班傑明·葛拉漢提出「市場先生」的概念。他不認為市場有效率，而是把市場看成有躁鬱症的人，每天都會短暫拜訪。有時候市場先生會說：「我賣給你權益的價格，遠低於你認為應有的價值。」有時候他來了又會說：「我要買下你的權益，價格遠高於你認為應有的價值。」然後你可以決定，是否要加碼買進、賣掉一些手上的資產，還是什麼都不做。對於葛拉漢來說，跟這種躁鬱患者打交道很幸運，他們隨時都會提供你一系列的選項。這樣的心理建構非常可觀。

在這段話中，查理·蒙格回顧班傑明·葛拉漢對於市場的比喻。市場先生每天都會造訪，願意提供報價給你。但可惜的是，市場先生就如同華倫·巴菲特說的一樣，有點像是喝醉的瘋子。再加上其他原因，**市場先生應該要被當作僕人而不是主人來看。為什麼要正經看待這樣的人呢？**

市場先生從短期來看，是投票機器，由波動變化大又善變的大眾意見驅動，而不是量測投資報酬率的秤重機。市場先生提供一檔資產的報價時，你可以決定不採取行動。換句話說，投資界裡沒有「主審判定的好球」。在投資界中，活動並不會產生獎品，反倒會有懲罰，就是手續費和稅金。對價值投資人來說，市場先生不理性，因此造就了機會。蒙格指出：

「如果有證券計價錯誤，就代表一定有人在耍蠢。這對於世界來說不好，但對於波克夏來說卻不錯。」

### 3. 盡量理性

安全邊際是葛拉漢提出的戒律，永遠不會過時。把市場當作僕人的想法，不會過時。保持客觀和冷靜的想法，也不會過

時。由此可見，葛拉漢提出了很多很棒的想法。巴菲特崇拜葛拉漢，他幾乎是白手起家，循著葛拉漢的腳步致富。

蒙格在這邊介紹了最後一個價值投資的原則：**客觀與冷靜**。換句話說，做投資決策時，要盡量保持理性。投資人一定會做出一些情緒化或心理的錯誤，但是如果能夠從錯誤中學習，使用檢查清單等技巧、擁有正確的情緒氣質、展現強健的工作道德、不斷學習，則蒙格認為某些這樣的投資人，表現就能優於市場。

只有少數投資人「知道一些事情」，才能夠做到這點。蒙格相信幾乎所有人都是「一無所知」的投資人，所以應該要投資低成本、分散程度高的各式指數基金和指數股票型基金。

#### 4.全世界處於砲彈恐懼時，價值投資的效果最好，但如果你能夠適應的話……就算沒有恐懼，也能夠獲得結果

班傑明·葛拉漢可能會用蓋革計數器（Geiger counter，一種粒子探測器），量測一九三〇年代的崩盤後的碎屑，然後發現一些以低於每股營運資金售出的東西。但總的來說，他操作的時候，全世界都處於一九三〇年代的砲彈恐懼中，說英語的國家則處於六百年來最嚴重的緊縮當中。我相信當時小麥在利物浦的價格，算入通膨後，創下六百年新低。在班傑明·葛拉漢經典的概念中，世界會逐漸明悟，真正顯而易見的划算交易會消失。蓋革計數器在瓦礫堆上掃，但也不會有反應。追隨班傑明·葛拉漢的人會改變蓋革計數器的校準參數，其實就是會採用另一種方式來定義划算，然後也會持續改變定義，以維持之前的作法。結果都還不錯。

某些系統的優點，就在於能夠演變，適應新的情形。這就是價值投資會發生的情形。經濟大蕭條之後，有許多人就不再持有股票了。潛在買家非常想要規避損失，面對股市時，就完全不理性。在這段期間，公司收購價格可能低於清算價值。這對於班傑明·葛拉漢等投資人來說，是大好消息。不過可惜的是，這段時間持續不久，記憶褪去後，新的投資人就進入了市場。但是價值投資原則依舊穩妥，只是前提是要依照新的市場狀況調整。

## 5. 什麼都不做也開心，但要準備好，時機對了，就積極投資

我沒像巴菲特一樣那麼愛班傑明·葛拉漢，還有他的想法。你必須瞭解，巴菲特很年輕的時候就遇見了班傑明·葛拉漢，然後替他工作。而班傑明·葛拉漢的觀點改變了他的一生，巴菲特花了大半輩子的青春，近距離膜拜班傑明·葛拉漢。但我必須說，班傑明·葛拉漢身為投資人，要學的還很多。他對於評價公司的想法，都受到華爾街股災的影響，而經濟大蕭條幾乎毀掉了他。他對於市場能夠做出來的事情，也一直有點害怕。因此餘生都在恐懼中度過。而他的方法都是要遠離恐懼。

我喜歡葛拉漢，他一直挑起我的興趣，讓我驚奇。但我不崇拜他購買的股票。所以我不需要像是巴菲特一樣崇拜他。我選用了一些想法，但不適合的作法，我就拋諸腦後。我不希望我擁有的公司，經營團隊卻是不喜歡的人，然後說：「不管看起來有多糟糕，但之後會回彈百分之二十五。」我的性格不會受此吸引。

查理·蒙格一直在找演進的方式，改變甚至是翻轉自己的看法。他一直在學習。他看到優秀的經理人在經營優秀的公司，會覺得開心興奮。偶爾看到這些經理人經營的公司，以划算的價格整體或部分出售時，他就會欣喜若狂。這並不常發生，所以他多數時候都在**耐心等候**。但是查理·蒙格養精蓄銳，時機對了，就會非常積極的行動。

## 6.你擁有的錢愈多，要投資不再受青睞的公司，就愈困難

我覺得班傑明·葛拉漢的投資能力比不上巴菲特，甚至也比不上我。購買這些便宜的菸屁股股票，就會落入圈套和幻覺中，而且不能把所有的資金都投入，不能投入數十億或甚至是千萬元。但是他的寫作技巧很好，很會教學，也很聰明，是當時投資界的知識分子，可能也是唯一一位吧！

查理·蒙格在這段話中，討論另一個原因，解釋價值投資為何要跟波克夏一起演進。波克夏每年必須投入的資金太多了，醜陋、沒人要、剩下幾口就要被丟掉的「菸屁股」股票，絕對不夠打造成完整的投資組合。

## 7.品質很重要

我們一開始遵循葛拉漢的作法，也還可以。但我們漸漸取得更好的洞見。我們瞭解，有些公司出售的價格是帳面價值的兩到三倍，但還是很划算。因為其部位隱涵的動能，有時候搭配某些人或系統的不凡管理技能，都很不錯。一旦越過了障礙，依據能夠讓葛拉漢吃驚的量化單位，找到划算的事物，就會開始思索更好的公司。我們真的從高品質的公司那裡賺到錢。有時候我們會買下整間公司，但有時候只會買很

多股票。但是你分析發生的事件，就可以知道鉅額獲利，來自於品質優異的公司。而且多數大幅獲利的人，他們投資的公司，品質都很優異。

蒙格在這邊指出兩個重點：

- ①有些划算的交易，只有在瞭解量化因子之後，你才能發現。
- ② 有時候會出現催化劑，依照規模優勢、有利的法規變動、產業現象改變、系統或業務動能提升，進一步推升股票價值。

## 8.有一些很棒的決策能夠顛覆情勢

鉅額的金錢來自於良好的公司。甚至有一些早期的獲利，來自於暫時投資優良企業。像是巴菲特合夥公司在美國運通與迪士尼大幅下跌時，持有這些公司。但是如果我們遵照班傑明·葛拉漢的經典作法，就無法締造之前的紀錄。

「伊斯卡（Iscar）不是班傑明·葛拉漢持有的股票，他也絕對不會持有這家公司的股票。這家公司在以色列境內，距離黎巴嫩就只有幾英里。該公司股東權益報酬率高，業務版圖遍及全球，運用特別技術，生產碳化物切割工具。我快速大幅加碼的原因，就是因為這些人非常優秀。」

蒙格一再重申，波克夏的多數財務報酬，都來自少數非常好的投資決策（根據第五條規則）。蒙格也再次強調，優質公司如果以折價賣出，並非罕見。如果你沒準備好到時要積極買進，機會就會流失。

## 9.不要過度交易

班傑明·葛拉漢說，幹掉你的不是壞想法，而是好想法。好



想法無法忽略，很容易就會過度交易。

幾乎所有的好事情，一旦達到某個程度，最終就會變得有害。馬克·吐溫很幽默，他曾說過：「水適量飲用，不會造成傷害。就算是水，如果大量的話，對你也不好。」同樣的現象也適用於投資。明智的人一開始做的事情，笨蛋會放到最後再做。

## 10.瞭解自己的極限

巴菲特……花了比較久的時間，才想到。但我知道，賺錢最好的方式，就是買下優質公司，長期賺取高額的資本報酬。我們套用葛拉漢的基本想法，但現在我們想要找到價值遭到低估的優質公司。這個概念班傑明·葛拉漢沒想到。如果沒有班傑明·葛拉漢，巴菲特也會成為非常厲害的投資人。他現在比班傑明·葛拉漢以前還要厲害。巴菲特如果沒遇見其他人，還是會很厲害。他在需要高智商、量化技能、冒險的領域，會表現優異。不過他跳芭蕾一定跳不好。

華倫·巴菲特無法成為芭蕾明星這點很重要，因為這就帶到了「能力範圍」這個概念。風險源自於自己不擅長的事物，所以做自己擅長的事情才明智（也就是待在能力範圍內）。人類的技能都有限制。剛剛說的重點就是：你不是查理·蒙格，你也不會成為查理·蒙格。但話說回來，你還是該向蒙格學習，然後做出更好的決策。

## 11.檢討過去的愚蠢行為，但不要因此而膽怯

檢討過去的愚蠢行為很重要，這樣子才比較有可能避免重蹈覆轍，但是檢討的時候，我並沒有咬緊牙關，也不是在痛苦



忍受。失敗和決策失誤很正常。我認為人生當中的悲劇，就是因為膽怯而不夠投入，而無法翻身。

當然你也可以從成功當中學習，如果你能夠記得，成功或許不是好老師，這樣更好。因為你以為成功的結果來自於技能，但其實可能是因為運氣好。

查理·蒙格大方承認，自己還是會犯錯，即便當了幾十年的商務人士和投資人，還是無法避免。蒙格建議大家，犯錯時盡量不要重蹈覆轍。他說，他早年犯的錯，比現在還多。換句話說，即使他跟大家一樣持續犯錯，他還是隨著時間，逐漸提升能力，避免犯錯。蒙格很喜歡引用理查·費曼（Richard Feynman）的話：「第一個原則就是不要騙自己，而你自己卻是最好騙的人。」

**羅賓·格里菲斯**

**Robin Griffiths**



**職業：**投資研究員

**投資法：**波段交易

**投資關鍵詞：**跟隨趨勢、定期調整投資組合、平均分散

依照當下的事件投資，  
而不是你覺得未來會發生的事件。

# 規則優於判斷：趨勢追蹤投資術

## 1. 辨認趨勢，然後下注

人生當中，所有的事情，某種程度都已經預先決定了。就算是我們認為自己會運用自我判斷，但其實也只是遵循潛意識中的規則而已。

我在一九九六年進入一家公司，該公司以其優質的基本分析為名，當時我踏入了股市。我有經濟學和統計學學位，也剛讀完班傑明·葛拉漢的《智慧型股票投資人》。但我實際上學到，如果股票真的非常便宜的話，它總是有個便宜的好理由。如果公司成長快速，市場會知道，而這個情形會反映在評級中。

我也學到，客戶持有股票時，價格上升，他們才會開心。而在這個世界中，價格會隨著趨勢改變，這件事跟我之前學到的「股票市場的價格為隨機漫步」相反。這些趨勢出現的頻率、持續的時間，高過機率法則。因此**這場遊戲就是要辨認趨勢，然後下注。**

## 2. 一次只針對一個變數下注

我很早學到的第二件事，就是雖然我們期望對於股價、貨幣、整體指數、政治風險等許多事物都能產生觀點，進而下單，但幾乎不可能所有的觀點都同時正確。就算你對於每個變數做出的觀點，有百分之八十的機率會正確。但如果有三個以上的變數相關，那麼就只能觀望，因為正確率會變成百分之八十的百分之八十的百分之八十。換句話說，就是百分之五十一，這跟丟硬幣一樣，完全沒有優勢。

所以你每次只能賭一個變數。

### 3.投資市場或貨幣的策略決策，應該完全與個股投資決策脫鉤

一位英國投資人可能一開始就決定，要投資英鎊，持有富時指數當中的股票，希望能夠擊敗市場，賺取英鎊。美國公民則會一開始決定，他只想要賺美元，想要打敗標準普爾五〇〇等指數。這兩位分別來自英國和美國的投資人，目前會覺得表現不錯，因為他們的指標都創下新高，或接近新高。但是從二〇〇〇年以來，英國投資人的數字只上漲百分之十，而美國投資人的則上漲百分之六十。如果他們兩個都在印度市場投資的話，數字就會上漲百分之四百；如果投資的是中國，數字則會幾乎上漲百分之八百。

這些都需要總體趨勢，我們用的方法就是基金或指數股票型基金。

### 4.趨勢上揚才買進；趨勢下跌才賣出

選好貨幣和市場後，我們就要透過相關的指數，追蹤所有股票。我們會量測其圖表趨勢，並依照強度排名。我用的方法是回歸分析，但是你可以只用移動平均線。圖表可以分成以下趨勢：

- ①上揚
- ②走低
- ③偏離正軌

我們現在可以先刪掉不適合我們的股票，去除所有會造成趨勢偏離正軌的股票。只有在趨勢已經開始上揚時，再考慮買進；趨勢已經開始下跌時，再考慮賣出。

### 5.牛市才買進，熊市才賣出

另外，我們買進的時機也要是牛市，賣出的時機要是熊市。我們使用兩百日的移動平均線來判定。如果指數超過兩百日線，就是牛市；如果低於兩百日線，那就是熊市。

## 6. 檢視上漲速率，剔除上漲力道較弱的股票

現在來進一步微調。有許多上漲的股票速率並不快，而且等到買入後，漲停或反轉下跌的機率很高。我們希望不要買入這種股票。

經由回測，我們可以發現，重要的是上漲的速率。上漲的速率應該要高於每週百分之 $0.5$ 。如果持有一年的話，就是每年百分之二十五。如果一家公司做不到這點的話，就不值得買入，因為其股票非常可能在錯誤的時機反轉下跌。

所以你應該要把清單分成五個類別，而不是僅依前文提到的三個趨勢來區分類別。買進上漲快速的股票，賣出下跌快速的。

## 7. 排名頻率不要太高，也不要太低

每個月替股票排名一次。根據第五條規則，如果指數本身上揚幅度超過兩百日線，那就把前十名都買下。這些就是精華。

排名的頻率不要超過一個月一次，也不要低於一季一次。我們從回測結果得知，**最佳頻率就是一個月一次**。

下一個月時，不在前十名的股票就自動售出，由進入前十名的股票遞補。投資組合規則的改變應該是一個月一次，頻率不要超過（不然就會造成過度交易）。

## 8. 分散的標的不要超過三十檔

依照這個原則，用富時等只有一百檔股票的指數，打造的投資組合就只會有十檔股票。但這樣會導致過高的股票特定風險，所以我們

比較喜歡使用包含較多股票的指數，以持有較多檔的股票。

但是沒必要超過三十檔。如果用的是標準普爾五〇〇，我們就只對前百分之十表現最強勁的股票有興趣。

## 9.最佳市場的趨勢強勁，波動性相對低

我們發現，**實際上持股的時間介於三到六個月間。整個投資組合一年內會週轉兩到三次。**我們在全球四十多個市場測試這點，每次都有效，但是某些國家的效果較好。最佳市場的趨勢強勁，波動性相對低。

如果指數低於兩百日線，投資組合就會進行清算。同樣根據第五條規則，處於賣空趨勢、敬陪末座的百分之十，完全不建立多頭部位。

務必要注意，我們運用這個系統時，並沒有做出任何預測，就只是在追蹤趨勢而已。依照當下事件投資，而不是你覺得未來會發生的事件。為了要致勝，就必須謹守系統，就算不符合我們的看法，也要不離不棄。這樣的規則很一致，最終效果比較好，也有優勢。

**提姆·黑爾**

**Tim Hale**



**職業：**財務顧問

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**分散投資、善用被動式基金、留意認知偏誤、  
定期再平衡

**著作：**《聰明的投資人：決策更簡單，結果更佳》

*(Smarter Investing: Simpler Decisions for Better Results)*

調查一千名在基金管理產業的專業人士顯示，  
其中有三分之二的人，  
投入可觀的資金到被動型基金中。

# 聰明投資四步驟

## 簡單能夠帶動聰明投資

「問題就只是，那些想要擊敗市場的經理人大多會失敗。而要求你投資的人，他們平庸的機率也很高……」

「……有些投資專業人士就跟外行人一樣，可能短期會走運，而物符所值的高手續費經理人十分罕見，要找到他們就更加困難。如果一千名經理人在年初對市場做出預測，很有可能其中一位的預測會連續九年正確。當然，一千隻猴子也同樣有可能做出明智的預言。但還是會有差異：幸運的猴子不會看到有人排隊要跟他合作投資。」

華倫·巴菲特，《巴菲特二〇一七致股東信》

現在的投資人可以選擇的產品、策略、經理人多到嚇人。全世界的開放式基金有十萬多檔，其中有一萬檔美國基金，兩千五百檔英國基金（ICI，二〇一六年），在全球股市內的公司才四萬五千家，而基金的數目幾乎就是他們的兩倍！主動管理基金產業（價格通常都很高昂）出售操作技能，輕易聲稱能夠打敗市場。再加上這點，投資人打造出的投資組合一點都不穩固，這點或許不讓人意外。

但是多虧十四世紀的方濟各會修士——奧卡姆的威廉（William of Ockham，約翰·柏格的理念盟友），精明的投資人就能在投資產業的流沙中，找到活路。奧卡姆的理念**偏向簡單，規避複雜**。這個概念稱作奧坎剃刀（Occam's razor。沒錯，連字都省了）或是簡約原則（Law of Parsimony）。



結果我們之後會看到，是直截了當的投資方法，執行和維持都很穩當簡潔，幾乎都能夠擊敗其他方法。**這種聰明的投資方式需要三個基本的工具：簡單的數學、時間的證據、大量的常識。**不用擔心要分析資產負債表、挑選股票、找到能夠打敗市場的基金經理人。把這些困難的工作留給其他人做。

## 要記住的有三個關鍵概念

很可惜，有許多投資人都無法注意到以下各點：

### 觀念一：在市場中交易，贏家需要輸家提供資金

長期來說，投資是正和遊戲，股票和債券投資人因為持有股票或借出金錢，因此能夠收穫長期市場報酬。但是你若跟所有的「主動」基金經理人一樣，想要擊敗市場，那麼就會是零和遊戲。換句話說，由於投資專業人士占市場多數，每一位獲利的基金經理人，都需要虧損的經理人提供資金。

被動投資人（聽起來很負面，很可怕）想要獲得的報酬，則與風險相應，多數都坐在場邊。普通主動投資人創造的報酬，在扣除平均手續費和交易成本後，往往會低於市場。但普通的被動投資人則一定能夠打敗多數主動經理人，因為他們的手續費和交易成本一般低很多。這就是數學算出來的結果，不是在亂說。威廉·夏普（William Sharpe）教授也這麼說，他是諾貝爾經濟獎得主。這對於奧卡姆的威廉來說，是好的消息。

### 觀念二：投資人操作的環境非常嘈雜

顯示打敗市場短期報酬的基金資料，會造成非常多的雜訊。如果真的是主動經理人，就不要依照市場權重持有股票（或債券）。多數

人的碰巧表現都會優於或劣於市場。

辨認技能與運氣，需要二十多年的資料，才能夠確定而不被誤解。有愈來愈多的實證研究顯示，持續打敗市場的技能非常的少，也很難事先辨認（布萊克等人，二〇一五）。主動經理人的績效，會指向一些看來結果很不錯的基金經理人，但有句話說：「一件小事發生了幾次，也不算是資料。」

其他的聲音來自於主動基金管理公司的市場活動，或是金融新聞業。高額行銷預算有助於推升一些「明星」基金的短期績效，但是很少會聽見，高達約莫百分之六十的基金會續存十五年（SPIVA，二〇一七）。根據不適當的市場績效指標或基金部門，進行不對等的比較，金融記者撰寫報導或建立「精選」購買清單時，遇到的潛在利益衝突，再加上贊助公司鉅額的廣告費用，導致整體情況更難看透。

聚集資產是暴君，又富裕又強大，可能會做出違背多數投資人利益的行動。這個觀點由英國主管機關英國金融行為監管局（FCA）在最近的產業報告中提示，但說的方式有點不隱晦。

### **觀念三：風險與報酬的關係很少會出現意外**

投資的終極理想就是能夠抓住高報酬，承擔的風險又低，所以經理人或策略只要聲稱能夠做到這點，往往就能夠吸引投資人的注意力，甚至是受到吹捧。但他們應該要受到高度的懷疑。風險與報酬間的關係幾乎不會出現意外，但透過分散，則可以改善。

更可能發生的是，從完全的詐欺（像是伯納·馬多夫），到壓路機前撿硬幣（意指在重大損失出現之前，都會持續提供穩定報酬的投資，例如：垃圾債券或某類保險承銷等）都有風險，但投資人不知道風險在哪裡。如果情況看起來好到不可能成真，那大概就真的是這樣。如果你想要有高額報酬，那就要做好準備，面對投資組合的價值

時不時就會大跌的現象。

## 聰明投資的簡單四步驟

把這三個概念銘記在心，採取四個步驟，就能夠打造與維護更聰明的投資組合。

### 第一步：打造分散程度高的投資組合，度過不確定的未來

投資是旅程，可以確定的是，市場不時會大肆挑戰我們。歷史顯示，市場會下跌（像是共產黨接手後的俄國和中國）、受困於各波嚴重的創傷（像是英國股市在一九七二到一九七三年下跌百分之七十，在二十一世紀「網路泡沫化」和「信用危機」時跌幅超過百分之四十），就算是公債等看似安全的資產，也可能會因為購買力平價而蒙受鉅額損失，就像是一九二〇年代德國發生的情形一樣。

某些資產可能會被沒收（像是二〇一二年阿根廷和西班牙國家石油公司）。這些都是真的會發生的投資風險，而不是短期的市場波動。**大幅分散投資公司、產業、地理區域、資產類別，就是主要的防禦武器，能夠用來因應未來的各式不確定性。**

打造投資的起始點很簡單，就是要分散投資能夠產生報酬的股票、高信評（亦即AA）公債、公司債，以達成平衡。對英國投資人來說，起始點可能是包山包海的全球已開發市場指數型基金，還有短期英國國債基金。**華倫·巴菲特受到許多人尊崇，是有史以來最厲害的主動投資人，他代太太向財產受託人建議，只要混合投資標準普爾五〇〇指數基金和短年期美國公債就好。其餘的資產選擇就是用來逐漸微調，希望能夠改善投資組合中報酬和風險間的關係。就算不再微調，你手上的投資組合就已經比多數的人還好了。**

從成長型資產面（股票）來看，實證研究顯示，適當投資小型公

司、價值股（體質較差，所以較便宜）、新興國家股票，能夠提升報酬，提供一點分散的效果。全球商業不動產分散股市投資風險等資產，也可以納入考量。

從防禦型資產（債券）面來說，持有低信評債券，特別是垃圾債券，風險會吃掉股市下跌時所需要的防禦能力，所以要持有的是 AA 或 A 級高信評債券。債券年期較長，對利率變動的反應較大，會推升波動性，長期以來的報酬也不高，所以應該要持有的是短年期債券。持有一些抗通膨債券，能夠抵禦意外的通膨。如果你持有全球債券，挑選能夠避開非基準貨幣曝險（對於英國投資人來說，就是英磅以外的貨幣）的基金，就很合理。要投資債券基金之前，要先瞭解其平均信用評等，與其標的債券之平均到期日。

在這場遊戲中，沒有絕對的對錯，但是解決方案一定有優劣之分。保持中庸之道很有用。投資人都應該根據自己的偏好行動。

## **第二步：讓市場承擔推升報酬的重擔**

現在的投資人的運氣很好，能夠持有被動型基金，這類基金的報酬幾乎完全來自市場，而不是管理技能。經理人績效優於市場，是因為證券計價錯誤。由於市場進行證券計價的整體很有效率，基金管理產業的優異人才又互相競爭，扣掉成本後，錯誤計價的證券數量很少，且稍縱即逝，非常難找。

資料就是佐證，約有百分之八十到九十的主動基金經理人，無法打敗十年內的市場績效指標（SPIVA〔編按：標普指數與主動型基金對比〕，二〇一七）。

但就算做得到，我們還是無法分辨到底是運氣還是技巧。績效持續性的研究都顯示，在一段時間獲利後，往往在下一段時間當中不會獲利（領航集團，二〇一七）。估計約有百分之三的經理人看起來真

的具有技能，但是用手續費的形式拿走了大多數的報酬（尤金·法瑪與肯尼斯·弗蘭奇，二〇〇九）。向他們脫帽致敬吧，但要找到他們很困難（編按：作者的幽默，意指要找到扣除大量費用後，其績效還能獲得高於市場的經理人很難找）。

投資組合報酬完全來自於市場報酬，用來當作承擔風險的報酬。瞭解這個想法也讓人海闊天空。不要再僱用和解僱經理人了。基金績效不佳，不要再怪自己或理專。值得注意的是，調查一千名在基金管理產業的專業人士顯示，其中有三分之二的人，投入可觀的資金到被動型基金中（Ignites，二〇一三）。得證。

### 第三步：一輩子都要好好抓住報酬

投資需要金融和情緒成本，這兩者都可能會破壞投資生涯的財富成長。要記得，成本很陰險。要瞭解這點，最簡單的方式，就是計算兩個策略的差額，而這兩個策略投資四十年（對多數投資人來說，算是合理的年期），扣掉成本前的報酬相同。

低成本策略每年的成本為百分之〇·一五，而高成本策略則為百分之一·五。被動和主動管理基金確實有可能會出現這樣的差異。使用威廉·夏普教授的「最終成本比例（Terminal Wealth Ratio，即扣除費用並考量通貨膨脹後所保留的金額）」計算法（威廉·夏普，二〇一三），就可以算出採取低成本策略，四十年後創造的財富會比高成本策略高百分之七十，非常可觀。

華倫·巴菲特最近估計，過去十年間，有錢的私人與機構投資人誤解，認為精密昂貴的投資策略就代表高價值，因此在這上面浪費了大約一千億美元。他九年前也投資約五十萬美元供慈善使用，相信標準普爾五〇〇指數基金，能夠打贏五檔避險組合型基金，而這些基金包含一百檔避險基金，投資人的看法則與巴菲特相反。看起來他贏定

了，部分是因為他估計約莫百分之六十的基金收益，會進到經理人的口袋中，而不是嘉惠客戶（巴菲特，二〇一七）。結果我就不用再多說了。

第二個成本風險的來源是我們自己。我們是人，會因為各式錯覺和行為偏誤，導致投資失利。我們也會太過自信，對於虧損的疼痛較利得的喜悅敏感，運用不太有用的心理捷徑做決定。我們很容易就會追隨熱門的投資機會，高點買進，低點被迫出場，導致財富損失。這樣的行為估計每年造成投資人百分之一到百分之三的損失（羅素·金奈爾，二〇一五），所以自律就成為致勝的關鍵。

#### **第四步：著手基礎維護投資組合**

透過再平衡，恢復原本的資產組合，以確保其風險等級維持適當，充分分散。一年進行一次就可以了。投資組合如果不進行再平衡，隨時間推移，可能就會導致過度集中高報酬的資產類別，因此風險也較高。你如果運氣好的話，能可以透過再平衡而得到好處，像是賣高買低，但千萬不要期待這類的事情會發生。

**一定要善用稅制中所有的合法節稅措施**，像是提撥退休金，每年將資本利得額度用完，將資金投入避稅帳戶（如果是英國，那就是儲蓄帳戶）。如果稅務未經過安排或管理不當，會成為可觀的成本，所以能省則省會有幫助。

時不時要提醒自己，分散投資組合的力量。運用基金分散投資，讓市場承擔推升報酬的重擔。要有信心，這樣子做，致勝的機會最大。要有耐心，長期投資，走兩步，退一步，烏龜也能跑贏兔子。一年只看一次投資組合，綜觀全局。持有分散投資組合，某些部位表現會不如其他部位。保持信念，按部就班。投資活動幾乎都會產生盈餘，就跟傳奇人物查爾斯·艾利斯（Charlie Ellis）說的一樣，維持

## 簡約，會有報酬。

專業基金經理人有雄心偉略，又很認真。對他們來說，零和遊戲、市場效率、實證資料都非常的殘酷。就跟剛剛看到的一樣，奧坎剃刀剔除經理人操作手法複雜的元素與成本。有許多投資方法，但對多數人而言，「聰明投資」的簡單與效果可能很吸引人。祝大家好運。

## 參考文獻

Blake, David P. and Caulfield, Tristan and Ioannidis, Christos and Tonks, Ian (2015), 'New Evidence on Mutual Fund Performance: A Comparison of Alternative Bootstrap Methods' (October 1, 2015), Pensions Institute.

Fama, Eugene F. and French, Kenneth R., 'Luck versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns' (December 14, 2009). Tuck School of Business Working Paper No. 2009-56.

FCA (2016), 'Asset Management Market Study – Interim Report MS15/2.2', November 2016, Financial Conduct Authority.

ICI (2016), 2016 Investment Company Fact Book, Investment Company Institute p. 238.

Ignites (2013), as quoted in 'The emperor's new clothes', The Financial Times, 30 June, 2013.

Kinnel, R., (2015), 'Mind the Gap', 2015, Morningstar.

Sharpe, W., (1991). 'The Arithmetic of Active Management', Financial Analysts' Journal Vol. 47, No. 1, January/February 1991. pp.7–9.

Sharpe, W., (2013), 'The Arithmetic of Investment Expenses', Financial Analysts' Journal, Volume 69, Number 2.

SPIVA® (2017) U.S. Scorecard (year-end 2016), Standard & Poor's.

Vanguard (2017), 'The case for low-cost index-fund investing',  
Vanguard Research, April 2017.



**何尹恩**

**Ian Heslop**



**職業：**基金經理人

**投資法：**套利

**投資關鍵詞：**系統及事件風險、適時改變投資風格、不要過度偏愛指數與被動型基金

大家對於被動型基金非常熱愛，  
已經扭曲了市場。

# 移除投資偏誤的五大好方法

## 1.不要輕信總體經濟預測

投資並不簡單。有許多人會想要說服你，聲稱自己已經破解投資迷局。但其實投資表現要優異，一直以來都很困難。

我們對於自己預測整體經濟事件的能力，太過有信心，這可能就是投資人的陷阱。要預測主要總體經濟事件非常困難，要預測其對於股市的影響，更是難上加難。就算你能夠正確預測總體經濟，市場的反應可能也無法預期。

舉例來說，有許多觀察員針對二〇一六年六月二十三日的歐盟會員國身分公投，都無法預測英國是否會脫歐。同樣也有許多人無法預測唐納·川普，是否會在二〇一六年十一月八日的美國總統大選中獲勝。兩個政治預測都很困難。但是預測市場對於政治事件的反應就更加困難。有許多人相信，投票贊成英國脫歐，會影響英國經濟，讓歐洲陷入一片混亂，導致股市下跌。

但其實在二〇一六年六月二十三日的兩個月後期間，富時一〇〇上升了百分之九。所以就算你正確預測選舉結果，預測市場反應，還是很容易錯誤。川普是未知數，所以政治風險會上升，因此二〇一六年十一月八日美國總統大選前，也有很多人以為川普獲選，對於股票會有不良影響。其實在川普獲選的兩個月後期間，標準普爾五〇〇上升了百分之六。

我相信股市跟天氣、生態系統、社會一樣，都是複雜的系統。這樣的系統對於相同的刺激，在兩個不同的事件中，可能會有截然不同的反應，因此往往很難預測。

**所以要根據總體經濟事件預測市場時，要小心。**

## 2. 要注意風格

投資風格非常重要，但常常受到忽略。某些投資人可能不瞭解自己的投資風格，或可能會低估投資風格對於績效的影響。

風格可以分成兩大類：價值和成長。

- **價值型投資人**會尋找便宜划算的機會，買進便宜的股票，相信股票會從低點回彈。「便宜」是什麼意思？如果比較重視技術，就可以用股價淨值比來衡量便宜的程度。帳面價值指的是公司股票在資產負債表上的價值；而**股價淨值比則是股價除以每股帳面價值**。如果這個比例很低的話（相較於其他股票或歷史平均），就代表這檔股票很便宜。另外一個量測價值的方式，就是**使用本益比，也就是股價除以公司每股盈餘（可以在公司損益表中找到）**。兩種方式都能夠比較市場觀點與公司財報和紀錄中的數字。不管用哪種方法，價值投資人的目標，就是找到一籃子股價相對低的股票。通用汽車、美斯百貨、固特異等公司的本益比都相對較低。
- **成長型投資人**則會尋找成長速度高於平均的公司。他們喜歡持有的公司，會生產很受歡迎的創新或優質產品。如果股票經過價值指標量測，較為昂貴，成長型投資人通常不太在意。成長型投資人會尋找營收高於平均的公司。比如說，亞馬遜、網飛、輝達（Nvidia）等都是成長型公司。

你應該要選哪種策略，是價值還是投資？正確的答案取決於市場狀況。你必須瞭解投資風格，還有其對於績效的影響。能夠適時改變投資風格，是一種優勢。

### 3.不要落入風格偏誤的陷阱

某些投資人認為，對自己的風格不離不棄是美德，但是往往只是沒有彈性而已。市場一定不會嘉惠所有的風格。有些證據顯示，便宜的股票績效可能會優於昂貴的，但前提是要把時程拉到非常長。但有時候便宜的股票會一直貶值，而且還會持續很久。所以無論市場情形，一律採取價值風格，報酬就會有高有低。

要有效在投資生態系統中競爭，風格彈性就十分重要。而要有彈性，就必須判斷，哪種風格最可能在當前市場環境中致勝。我相信價值投資在無懼風險環境中，表現往往較好，但市場畏懼風險的話，表現就沒那麼好（在無懼風險的環境中，投資人準備好承擔更大的風險）。

風格要靈活變動，以因應市場環境。

### 4.不要以為市場是指數

股市是什麼？有很多人以為股市是一種指數，像是富時一〇〇或是標準普爾五〇〇。其實這兩個指數雖然很好用，但都只是一種評估市場的方法。

富時一〇〇和標準普爾五〇〇就是股市市值加權指數，依照各檔**股票市值**（就是股價乘以公司發行股數），給予權重。富時一〇〇和標準普爾五〇〇因此會將較高的權重，給予市值較大的股票（高市值）。以下是一種理解方式：如果一檔高市值股票（像是蘋果）的價格上漲，有一檔低市值股票下跌的幅度相當（而指數當中其他指數維持不動），則指數就會上升。

如果你覺得這樣對於低市值股票有點不公平，可能會喜歡另一種不同的指數，叫做**等權重指數**。在這個指數當中，各股得到的分數都相同。換句話說，指數中的各檔股票，權重都相同。

另外還有其他種類的指數。舉例來說，價格加權的指數依照**價格比例**，分配分數給各檔股票。所以如果一檔股票的價格為一百美元，相較於十美元的股票，得分就會是十倍。這樣子給予指數當中股票的權重，你或許會覺得有點專斷。但是名聞遐邇的道瓊工業平均指數，在一八九六年問世，就是價格加權指數，日經平均指數同樣也是。

不要只看市場指數，要再深入探索。

## 5.要小心肥胖風險

有許多人都受到股市指數追蹤基金，和指數股票型基金等被動式投資工具吸引，因為這類的產品比較便宜，又或者是因為投資人對於主動經理人不再有信心，認為經理人無法持續擊敗指標。其實投資人在過去幾年，一窩蜂的購買被動式投資工具。大家對於被動型基金非常熱愛，已經扭曲了市場。

**指數股票型和被動型基金等多數追蹤型工具，會追蹤市值加權指數，如富時一〇〇和標準普爾五〇〇。**我剛剛也解釋過，這些指數給予高市值公司的權重較高。既然這類型的工具變得非常受歡迎，也收到大量湧入的資金，因此以比例來說，更多的資金也湧入高市值股票，推升其價格，市值也會因此再度攀升，吸引更多資金，形成回饋效應。

二〇一七年上半年，標準普爾五〇〇上漲五百多點，動力來源不成比例，主要來自於當中少數公司之績效。標準普爾五〇〇中，市場價值前十大的個股，包括蘋果、谷歌、微軟、亞馬遜、臉書，主要都屬於科技產業。這個產業的成長速度，較其他產業快。二〇一七年七月二十四日，標準普爾五〇〇前十大的股票，占了該指數市值的百分之二十；如果標準普爾五〇〇是等權重指數，這個數字只會有百分之二。所以該指數（標普五〇〇）偏重前幾大的公司。

泡沫是金融市場長期的問題，部分原因是回饋效應。經濟學家高

伯瑞（John Galbraith）在其著作《1929 年大崩盤》（*The Great Crash 1929*）中，描述崩盤之前，投資信託基金急遽成長，有些直接投資股票，有些則只投資其他投資信託基金。在一九二九年前出現的瘋狂牛市中，這就可以說是回饋效應。

我不是預測，被動型追蹤工具一定會造成崩盤。崩盤就跟地震一樣難以預測，造成的原因也還爭論不休。但是我確實相信，這幾年間流入被動追蹤工具的資金規模，可能推升了潛在風險。

要小心，不要盲目的投資股市市值指標，否則可能就會落後大家。

# 安德魯·杭特

## Andrew Hunt



**職業：**基金經理人

**投資法：**逆勢投資

**投資關鍵詞：**價值、財務能力、資本紀律

**著作：**《更棒的價值投資法》（*Better Value Investing*）

現金流的產出能力，  
是衡量財務實力最重要的指標。

# 逆勢價值投資：努力造就成功

兩隻老鼠掉入一桶鮮奶油的這則老故事，你大概聽過。第一隻老鼠找不到出口，很快就放棄淹死了。而第二隻老鼠就用力的划，最後把鮮奶油攪成奶油塊，爬了出來。

如果你認同第二隻老鼠的作法，就適合逆勢操作。這類型的投資方法需要大量的耐心、韌性、毅力，還要願意承受孤獨。

大家都沒注意到老鼠故事當中的一點，就是第二隻老鼠獲得可以吃一輩子的美味奶油！逆勢投資也一樣，雖然很困難，但報酬卻可能異常豐碩。

## 1. 一定要記得，投資很困難

有太多投資人認為，只要夠聰明，加上大量資訊，就能夠成功。現在每個投資人都聰明，掌握的資訊也很多。所以需要的東西就多更多。

投資就跟其他業務一樣。只有能夠做到別人不能做的事，才能賺得長期的超額報酬。在投資界中，幾乎沒有進入的物理障礙，所以資本流動非常容易。長期的障礙只有一個，就是心理或機構，務必要瞭解自己的優勢在哪。

逆勢投資有效的原因，是因為做起來很難。其實就是利用其他投資人的恐懼、直覺、偏見。再者，結果通常需要等很久才會出現，所以會讓人非常不適。對於多數機構的結構而言，要進行真正的逆勢投資，太過不適，所以幾乎不可能辦到。也就是說，有效的原因是因為做起來很困難。

約翰·坦伯頓有一句名言：「一帆風順時，務必要改變作法。」



不管你是哪種風格的投資人，投資時如果覺得輕輕鬆鬆，就像是隨波逐流一樣，不會出錯，之後就一定會遇到麻煩。這時就該停下腳步，或是改變作法。

## 2. 下定決心

史蒂芬·金連續寫作了九年後，才賣出第一本書。約翰·柯川（John Coltrane，爵士樂史上最具影響力的薩克斯風手）每天都練薩克斯風，練了十七年，才第一次登台。要把一件事情練好，需要時間。投資也一樣，特別是投資要花很久的時間，才能得到有意義的回饋。做好心理準備，至少要投入十年的心力，投資時才能夠獨到。沒有捷徑，就只能夠做中學。你一定要看看，自己在不同的環境和市場中的表現如何，從錯誤中學習，並大幅試驗。

如果你研究最成功投資人的紀錄，可以發現，多數人一開始的表現都很差勁。要願意持續學習，抱持毅力，多年後才會成功。

## 3. 瞭解自己的弱點與錯誤

天下沒有完美的策略。所有的策略都會讓投資人暴露在特定風險中。絕佳的策略會列出應該避免與該做的事情。這就是第二層的思維，真的能夠幫助你創造優勢。多數投資人自然而然都會著重於過去的成功，而不是失敗，因此會不斷重蹈覆轍。

**你應該要把錯誤看成最有價值的資產。**很有可能你已經知道自己的長處，不需要他人鼓勵，就可以繼續發揮長處。但要找到自己的缺點，才能夠進步。

**首先，一定要記錄所有的投資決策，然後判定你認為的錯誤。**犯錯時，就認錯，然後寫下來。檢視自己的投資，如果可以的話，找人一起分析。試著瞭解為何犯錯，可以從中學到什麼。然後刻意改變流

程，這樣子就不會再次犯錯了。

**另外，積極尋找跟你不同意見的人，也很有幫助。**這些人可能是你欣賞的朋友或同事，但他們的看法跟你差很多。

經常碰面向他們解釋流程，展示投資組合。請他們提供直接的建議，詢問：我的弱點在哪？我最該擔心什麼？然後把他們的話聽進去。

#### 4.使用檢查清單

我認為簡單的檢查清單，對投資人來說，是最有價值，但卻鮮少使用的工具。

**檢查清單上列有客觀的標準，做投資決策前都要確認過。**你可以製作各式各樣的檢查清單，用於投資分析、交易決策等不同的情況當中，也可以用於特定種類的投資。

最重要的是，清單要簡單客觀。如此一來，最需要使用清單的時候，你才比較有可能使用。**此外，要願意更動檢查清單。**隨時間推移，你會更加瞭解自己犯的錯，清單也要因地制宜的更動。檢查清單最適合用來移除常見的錯誤。

**最後，對自己要嚴格。**你已經建立了檢查清單，現在就要好好運用。如果投資與檢查清單上面的條件不符，就不要買入。假如你發現自己跳過檢查，或者沒有按照檢查清單檢查，那麼就停下來，休息一下，再重新開始。

#### 5.要有耐心

說到逆勢投資，就一定要有耐心。有問題的公司要迴轉，市場要重拾信心，需要很長的時間，平均持有時間可能長達五、六年。除此之外，最佳報酬往往要兩到三年後才會出現。這跟多數策略截然不

同。

買進前也要有耐心。有時候你會看到一檔股票，然後想說：「這家公司真的太棒了，我一定要買！」但後來發現股票太貴了。這時就該暫停，設定目標價格，然後觀望等待。最後，你將有百分之九十的機會買到想要的股票。

## 6.跟波動化敵為友

市場過於情緒化，股票價值在大幅高估和大幅低估間擺盪。千萬不要低估波動。看看長期價格圖表或五十二週高低點的清單，就可以知道波動性變化有多劇烈。

對於成功的投資人來說，波動性就是機會，而不用擔心。有波動性，才能夠買低賣高。一定要記得，市場價格只是給你方便而已，不一定要做出反應。把重點放在你所購買股票的潛在價值，也就是你自己對其真實價值的評估。一定要以大幅折價買入，以接近全值賣出。

最好要有條有理。如果買入股票後，價格下跌，那就再次審視投資。如果發現無礙，財務穩健，那就逐漸加碼買進。股價上升時，就在折價消失或即將消失時售出。就這麼簡單。

## 7.執行最重要

有很多市場研究顯示，逆勢價值投資長期能夠打造可觀的報酬。但是卻鮮少有投資人能夠締造這樣的結果，就算是扣掉稅金和成本後，結果還是相去甚遠。有許多人嘗試過，但問題是多數人都放棄，或是選擇更讓人心安的投資。

但是要賺得這些報酬，就只能夠開發基本的架構，然後不離不棄。某些投資無法成功，波動性往往很高，新聞頭條不好看，但你就必須按部就班，買進持有便宜、不受青睞、鮮為人知的股票。

說到**逆勢價值投資**，**系統才是主角，而不是投資人**。投資人的工作，是要專心遵循流程，不要偏離。要日復一日、年復一年遵循架構，如此才重要。

## 8.投資範圍不要離開金三角

有一個簡單的三因子股票評估法，被我當作選股主要的工具，我稱之為金三角，因為投資流程就仰賴這三個主旨。雖然說這個方法很簡單，但事實證明很有效，結果也很優異。

**第一個標準（第一隻腿）是評價**。價值投資最高的報酬，通常來自於最便宜的股票。舉例來說，我在二〇一五年買進的股票，以百分之三十五的現金流收益交易，還不到帳面價值的一半，而以班傑明·葛拉漢的本益比（價格除以七前平均淨利）來看，也達到四。再者，所有的股票，相較於我對其真實價值的保守估計，價格都低於一半。但是要小心，持有這些股票，會讓人心慌。高報酬則是承受不安的獎勵。

**第二隻腿就是財務能力**。多數的價值股由於財務能力疲弱，因此都無法強勢回歸。所以務必要徹底評估財務能力。確保你選中的公司持續獲利，就算面對最艱困的時機，也要賺錢。要找尋持續產生的自由現金流與營運獲利能力，現金報酬是財務實力最重要的量測指標。另外，也需要查看公司是否能夠安穩的償債，包括債券與退休金和租賃等其他債務。**挑選的公司務必要能夠償還淨債務，創造中等現金流的時間不超過兩到三年。**

**第三也是最後一隻腿，是資本紀律**。近幾年來，有許多證據顯示，資本紀律是很重要的致勝因子。簡單來說，公司如果**持續發放現金**（回購或股息）給股東和／或債權人（債務減少），往往都是優異的投資。另外也要**尋找節儉的公司**，像是降低成本、資本支出低、極

少或沒有合併與併購活動的公司。避開開銷大的公司。買入的公司有紀律，發放現金又大方的話，有許多好處。**首先，這些公司真的是替所有人在賺錢。**所以要避免詐欺或管理不當的公司，這是最好的方法。著重資本紀律，也有助於避免快要達到業務巔峰的公司，這類公司的支出通常都會急遽成長。反而要找出快要觸底、否極泰來的公司。

這三個元素都到位後，就找尋這些機會。



## 9.找尋身旁的公司

這聽起來像是老生常談，但卻很重要。多數投資人都瞭解該做什麼。但是性格和情緒沒有達成平衡的話，就還不夠。高點時，投資人往往會過於自滿、自負、莽撞；低點時，卻又會過度憂鬱與憤怒。這些亂糟糟的情緒，導致市場時不時變得瘋狂。

你反倒是需要維持開心穩定的情緒，綜觀全局。認真看待投資，但是不要當作人生中最重要的事；親友、同事等周遭的人最重要。把時間和精力撥給他們，而不是全部投入金錢中。花時間寫張卡片，說一些鼓勵的話，或拜訪親戚，就算是小動作，意義也很大，真的很棒。投資成功幾次之後，賺錢的興奮感就會慢慢消褪。但是善良的報

酬卻淵遠流長。這點最能夠幫助你學習、綜觀全局、培養成就感。

如果你是職業投資人，盡量每天撥時間協助同事，特別是比較資淺的同事，或者是遇到困難的人，他們最會感激你。這是我工作當中，最充實的部分。

逆勢價值投資很讓人著迷，很困難，報酬很豐富，但是你這輩子最佳的投資，就是人際關係。

# 詹姆斯·英格利斯-瓊斯

James Inglis-Jones



**職業：**基金經理人

**投資法：**波段交易

**投資關鍵詞：**訂定並遵守投資流程

挑選個股時，心無定見，  
就像是拿著在燃燒的火柴，  
跑過炸彈工廠。你或許活得下來，  
能夠述說這個故事，但你依舊是白痴。

# 熟能生巧的投資流程

## 1.先訂立投資流程，再開始投資

有一位很厲害的美國財務顧問說過，挑選個股時，心無定見，就像是拿著在燃燒的火柴，跑過炸彈工廠。你或許活得下來，能夠述說這個故事，但你依舊是白痴。要清楚瞭解自己要什麼，就要有明確的投資流程。

為了要發揮投資的長期潛力，一定要有清楚的投資流程，能在短期內徹底的持續執行。另外，有紀律的持續記錄流程，也很有幫助。如果你無法清楚解釋投資理念和流程，很可能自己也沒有完全瞭解。

我們在獅子信託開發投資流程，其核心概念就是，現金流是決定股東報酬最重要的元素。基本的概念是，公司如果由保守的經理人經營，而經理人在意的是現金流，表現理應顯著優於由積極經理人經營的公司。而積極經理人會在現在投入大筆現金，進行投資，以確保未來預測的成長能成真。

一開始開發流程時，我們會花時間思考，如何利用這兩個特質，算出兩個簡單的核心比例，**一個聚焦於市場如何量測公司的現金流，另外一個則量測公司產生現金的能力**。我們今天投資的股票、支撐的力道，都是我們認為現金流很重要的這個基礎的信念。

## 2.善用歷史資料，測試流程的效果

投資流程不能只是理論，也需要歷史分析支持，顯示實際可用才行。

優良的流程善用投資人的行為偏誤，所以有效。舉例來說，就算



投資變糟，投資人也往往不願意停損離手。但是這樣的情緒偏誤，只會造成持有表現不佳的投資過久。

我希望能看到充分的證據顯示，某種策略能產出豐碩的報酬。如果沒有的話，我就會傾向於認為，該流程不太可能是以持久且未來會再度重複出現的投資人行為特徵為基礎，所研擬出來的。

但是分析策略的歷史，應該要步步為營。如果歷史資料運用錯誤的話，可能就會導致受到「資料探勘」的影響，也就是說依照資料做出的模型，在過去看起來很美好，但是在未來卻沒有什麼用。所以要盡量降低資料探勘的風險，務必要確立理論，解釋流程有效的原因，再開始利用資料測試。

**投資流程如果有穩健的理論支持，又經過歷史資料驗證，就是打造未來成功的基礎。**

### 3. 流程一定無法在每個市場環境中成功套用

這點可能很讓人驚訝，但也是重點，也就是投資流程不一定每次都會有用。如果流程每次都有用，大家就會很快採用，然後很快就會失效了。良好的投資流程能夠持續，**是因為其效果有時候並不那麼的好。因此有些人會摒棄這個方法，如此一來就能夠讓異常持續下去。學者喜歡把這個效應稱作「套利限制」。**我認為這點對於優良的投資流程來說，非常重要。

### 4. 時機艱難的時候，不要改變流程

若短期結果不佳就放棄的話，那麼你先前即使再怎麼小心思考如何管理資金、運用長期歷史資料測試方法，都沒有意義。缺乏韌性只會導致長期投資報酬不佳，投資人也會流失。就跟我之前說的一樣，良好投資流程的前提，就是不一定每次都有用。把資金投入優良投資

流程的最佳時機，確實就是效果不太好的時候。這時可以運用波動性，加強預期報酬，而不是降低報酬。

有趣的是，投資管理產業中絕大多數的人，都執著於三到五年的優良報酬。我們的研究顯示，優良的流程能夠締造非常可觀的長期報酬，但這些報酬常常會在三到五年間疲軟，之後才會出現亮眼的成績。但相反的情形也可能會發生：報酬在三到五年間十分強勁，但往往之後緊接著就是策略表現不佳的時期。所以時程這麼短，能否評估投資策略，就有待商議了。

## **5.不要因為績效下降和情緒，而影響信念**

投資績效差的時期無法可免，我過去就低估了這些時期的情緒壓力。大家會質疑，流程到底還有沒有效。在這種情況當中，很可能就會開始質疑自己的方法。但是我發現，在這些時期當中，如果能夠依靠實證支援策略，瞭解這些時期只是運用投資流程的一段時期，就會有很大的幫助，讓我能夠有韌性與強度，遵守流程，度過困難的時機。

## **6.加強流程，而不是改變流程**

重點應該放在演進，而不是顛覆。你經驗愈來愈多，愈來愈熟悉流程後，或許就能夠找到方法，改進精進流程。我們努力研究過產出良好現金流的股票，導入更有系統的方式，提升分散程度，提高信念股的比例。但是要這樣做之前，就一定要實際運用流程好一段時間。

## **7.最後，不要把預測當作投資決策的基礎！**

我們運用公司報告與帳戶中的現金流鑑識分析結果，挑選投資案。有些評論家會說，這就像是看著後照鏡開車一樣。但是我們的分

析顯示，這個方法目前比較好，就是因為預測未來很困難。

其實，我相信投資人往往過於重視預測能力，但有很多學術文獻都顯示，沒有人擅長預測未來。我認為，造就機會的原因，是因為投資人不夠注意公司報告和帳戶中的現金流，而太過在乎自己認為明天會發生的情形。從我的經驗看來，不要受到誘惑，一再猜疑市場，而要遵守明確的投資流程，長久以來就會有收穫。

# 尼爾斯·詹森

## Niels Jensen



**職業：**基金經理人

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**因時制宜

**著作：**《指數化投資末日》 (*The End of Indexing*)

長期熊市出現時，  
股市很少只回歸到趨勢線而已，  
多數都會觸底。

# 絕對報酬與指數化投資的末日

投資規則不應該一成不變。投資人應該要變動規則，以因應所處的環境。從經驗看來，我可以確認，不改變的人，遲早會遇到麻煩。我的第一條規則最重要，就是投資本身就是決定我該遵守的規則。

我的意思到底是什麼呢？怎麼可能會有規則的規則？請讓我解釋一下。我認為所有的事物都有規則，還有原則。最重要的規則一定適用，這些就是我的邊界規則。這種規則數量不多，但都極其重要。第二層規則，就是第二道邊境，嚴格說起來不是規則，而是原則。但我還是當成規則，因為幾乎不管發生什麼事，我都會遵循這些規則。

華倫·巴菲特曾經說過一些名言：「如果不願意持有一張股票十年，那麼就連想都不要想持有十分鐘。」我在投資產業已有三十多年的經驗，可以大聲說，投資輸到脫褲的人，幾乎都沒有遵循規則和原則，或是機會出現時，得意忘形。

我的短期投資表現還算可以（就跟多數投資人一樣）。但是這些年來，我發現自己長期的表現，非常不錯，所以就放眼長期，就跟華倫·巴菲特一樣。這三條規則會在這個章節呈現，我用起來的效果都很不錯。但是如果你的投資期限只到下週，那麼就不要期待太多。

## 1.調整投資原則，因應所處環境

我舉一個很簡單的例子，解釋為什麼我的投資原則會因為環境而變更。有許多投資人都很喜愛成長股，原因也不難瞭解。多年以來，成長股績效優於價值股。但只要做好功課，就會發現債券殖利率，與成長股和價值股相對績效間，有很緊密的關係。

債券殖利率下降時，成長股的績效會優於價值股；債券殖利率上

升時，反之亦然。債券殖利率過去三十五年來，多數時間都在下降，有那麼多投資人著迷於成長股，也就很好理解了。有整整一個世代的投資人，在好長的一段期間內，完全沒看過價值股績效優於成長股，或者只能依稀記得，就是因為上次發生這樣的情形，已經是三十五年前了。

現在假設我們面對的是多年升息，即使利率上升的幅度不大（我是這樣覺得），情勢也可能即將會改變。投資人如果遵守成長股規則，就可能會失望；如果準備好要適應變動的情形，勝出的機率就會比較高。

另外一個例子就是整體股市績效。以最籠統的角度來看，我會把股市分成長期牛市和長期熊市。過去一百五十多年來，美國經歷了六次長期牛市，長期熊市則只有五次（附件一）。

長期的牛市中，本益比會持續升高；長期熊市中，本益比就會下降。本益比下降會導致報酬大跌，導致長期的熊市。大家可以看到，長期牛市和熊市的總報酬率差異甚鉅。

長期牛市或熊市持續多久，沒有規則可循。但是歷史提供了一些指引。只有一個時期持續了二十多年，而牛市和熊市的趨勢往往都容易預測，至少過去一百五十年來是如此（附件二）。

另外，附件二顯示，從二〇〇九年開始至今的長期牛市（到撰寫本文時），幾乎都百分之百突破長期趨勢線，但長期熊市出現時，股市很少只回歸到趨勢線而已。多數都會觸底。

所以我認為，股票一般而言，又以美股為甚，定價基礎是接下來幾年的問題，所以我目前只會配置有限的資金，投資這個資產類別。

我已經盡量降低大家的期望了，現在來顛覆另外一個傳統的想法。投資人有個根深柢固的看法，原因大概是所謂的葛林斯潘賣權（Fed Put 或 Greenspan Put）。意思是情勢變糟時，聯準會都會進行紓困，股票很快就會回歸正軌。

## 附件一 一八七七年來，美國經歷的股票牛市和熊市

年度	市場 里程碑	變動 百分比	持續 年數	年化報酬率， 無股息	年化報酬率， 有股息	牛 / 熊
1877	低	—	—	—	—	—
1906	高	396%	29.3	5.1%	10.10%	牛
1921	低	-69%	14.9	-7.50%	-2.00%	熊
1929	高	396%	8.1	21.90%	28.40%	牛
1932	低	-81%	2.7	-44.90%	-41.20%	熊
1937	高	266%	4.7	32.10%	38.70%	牛
1949	低	-54%	12.3	-6.20%	-0.80%	熊
1968	高	413%	19.5	8.80%	13.30%	牛
1982	低	-63%	13.6	-7.00%	-3%	熊
2000	高	666%	18.1	11.90%	15.30%	牛
2009	低	-59%	8.5	-9.80%	-8.10%	熊
Now	—	172%	8	不適用	不適用	牛

資料來源：Jill Misliniski, Advisor Perspectives

J

## 附件二 標準普爾綜合指數——一八七七年至今（經通膨調整過後之回歸趨勢）



備註：截至二〇一七年三月止 | 來源：Jill Misliniski, Advisor Perspectives

所以幾年來，有許多投資人都選擇坐著等風暴結束。如果你抱持這樣的理念，請記得股市有時候會下跌好幾十年後，最後才會報復性回彈。

附件三 自一九〇〇年起，持續最久的負實際股票報酬

	實際報酬率	時期	持續年數
美國	-7%	1905-20	16
英國	-4%	1900-21	22
法國	-8%	1900-52	53
德國	-8%	1900-54	55
日本	-1%	1900-50	51
世界	-9%	1901-20	20
世界（不包含美國）	-11%	1928-50	23

資料來源：Dimson, Marsh and Staunton, London Business School

我可以說更多原則，投資人都應該要遵守。但時間不夠，無法太深入討論。但有一個原則值得提一下。現在利率幾乎要創下新低，每年退休的人口也愈來愈多，所以現在對於其他收入來源的需求，就逐漸升高。

投資級公債的收益並不高，而年長者對於收入的需求愈來愈高，無法滿足。所以尋找收入的方式，就愈來愈有創意。最簡單的開源方式，大概就是選擇高收益股票（歐股優於美股），非投資級債券。但有許多投資人都認為，這些資產類別都已經太過昂貴了。

決定不投入這些資產前，要記得情勢已經改變了。需要定期收入的年長者人數已大幅增加，接下來幾年也會繼續成長，所以收益不錯的資產，也有可能愈來愈貴。

換句話說，大家需要把變動的人口結構納入投資原則中，而且這類的改變可能會影響各式資產類別。不要覺得過去平均本益比是十五倍（至少在美國是這樣），就以為未來也會是十五倍。

在這個情況當中，千萬要小心。我假設高收益股的本益比，接下來幾年可望維持高點。但是我也認為，公司不只要配發有吸引力的股息，也應該透過營業收益、財務等能在內部產生股息的活動，創造足夠的現金。有太多高股息公司都會借錢配發股息，之後一定會自食惡果。



## 2.不要讓短期趨勢搞垮投資組合

不同種類的趨勢和主題，會替金融市場定調。我把這些趨勢分成策略趨勢和結構趨勢。策略趨勢的本質不是循環，就是行為，多數都是短中期；結構趨勢則會持續很久（非常多年），多數都不受投資人行為影響，一定會發生。

循環趨勢指的是經濟循環，與其影響金融市場的機率；行為趨勢則稍微複雜一些。投資人行為會隨著時間變動，而金融市場也會受到相對的影響。

舉一個簡單的例子，金融危機過後，投資人往往不是承擔避險，要不然就是規避風險。投資人準備好承擔風險時，幾乎所有的資產類別都會上升；投資人準備規避風險時，只有避險資產的價格會上升。美國公債和黃金自從金融危機以來，一直都是主要的避險資產，但是日圓也在避險時期鶴立雞群，締造良好的績效。這對於投資人來說，意義甚鉅。透過投資組合分散壓低風險，在二〇〇八年後就變得複雜許多。

現在來討論結構趨勢。到目前為止，這是我打造投資組合方法中，最重要的一個元素。我找出八種結構趨勢，但是如果當日沖銷的話，就不建議完全按照這些趨勢，來決定投資策略。

但是如果你的投資風格跟我一樣的話，幾乎就可以向你保證，這八個趨勢能夠在接下來許多年，形塑我們所處的世界和投資的市場。這八個趨勢如下，我稱作結構大趨勢：

- ① 債務超級循環的終點
- ② 嬰兒潮世代退休
- ③ 中產階級消費能力持續下降
- ④ 亞洲崛起
- ⑤ 石化燃料用罄

- ⑥ 財富比國內生產毛額比率均值回歸
- ⑦ 環境破壞
- ⑧ 淡水用罄

除了這八個大趨勢以外，我也發現若干結構次趨勢，每個趨勢的動能都來自於這八個大趨勢，可能是一個，也可能是多個。而這些次趨勢也提供動能，供我打造投資組合。

一個很好的例子就是「我的」第一個結構大趨勢，也就是**債務超級循環的終點**。債務超級循環平均會持續五十多年，我們現在所處的循環，從一九四〇年代末期開始。歐洲經過六年的兵荒馬亂，需要大幅重建，而資金來源多來自於債務。

債務與國內生產毛額的比例就此升高，但一直要到一九八〇年代時，債務成長的速度才得到大幅的動能，導致金融主管機關現在憂心忡忡，想要壓制銀行放款。歐洲銀行主管機關特別的不友善，歐盟境內的銀行都被迫減少放款。這個情形在其他領域開啟許多投資機會，所以我把這個情形叫做結構次趨勢套利。

我一直都很驚訝，投資人打造投資組合時，花在結構趨勢的時間都很少。大概是因為沒有耐心吧。有許多投資人認為，要看到下週一以後的事情，很困難。

根據長期結構趨勢，打造投資組合，長期成功的機率比較高；但是短中期，卻沒有安全機制可以運用，所以我從來沒有使用過財務槓桿。二〇〇八年時，我瞭解到槓桿可能會造成很大的傷害，就算你的策略很適合長期締造成功，也還是一樣。

我說不要讓短期趨勢決定投資策略，這邊我要詳細解釋一下。我打造的投資組合，核心就是結構，也就是驅動報酬的因子，是策略因子。換句話說，投資組合核心的基礎，就是剛剛說過的八大結構趨勢，而策略設計就是要善用短期機會。不過這些策略因子對於長期的

報酬，只有些微的幫助。

我來舉個例子，解釋一下機制。我剛剛解釋過，債務超級循環的終點會帶來許多監管套利（編按：指金融機構在不違背監管資本規定的前提下，透過金融交易，在不降低金融機構的業務規模和整體風險的同時，降低監管資本要求）的機會，當中有許多都以美元為主，因為美國都搶先我們歐洲一步（或兩步），提供資金給商業銀行以外的企業。

由於美國經濟循環較歐洲進一步，所以可以預期美國利率在短中期上漲幅度較大。也因此從簡單的週期分析看來，大家可能會認為美元匯兌歐元進一步升值。歐洲投資人因此不應該替美元投資避險，而美國投資人則應該針對歐元投資部位避險。

有一個方法結合結構分析與策略／週期元素，無疑會指向這個結論。但事情不一定那麼簡單。某些短期趨勢很強勁，本質都跟行為有關。有許多研究顯示，做多美元投資，已經是很擁擠的交易了。

雖然行為趨勢可能會突然改變，而且也確實會突然改變，但影響卻很大。打造投資組合的時候若忽略這些趨勢，代價可能會很大。所以這些趨勢是我策略元素很重要的一部分，但不會決定投資組合的打造流程。唯一的決定因素，就只有八大結構趨勢。

### 3.視時機逆勢投資

這些年來，第三條規則替我賺最多錢，但也可以說是最奸巧的規則。要逆勢投資，就要小心挑選時機。不要為了逆勢投資而成為逆勢投資人。

很久以前，我當時的老闆就教我在正確的時間，發出正確的聲響。他的建議很簡單，就是聲音要長、要大聲。我將這個建議謹記在心。他的理念很簡單。聰明的投資人在採取相對部署前，絕對不會說

出自己真正的信念。有人在電視上說牛市（熊市）出現了，其實就是在老王賣瓜。通常這時那人早就已經在做多（做空）了，這是我當時的老闆告訴我的。他一點也沒錯。

如果做多美金是已經是擁擠的交易，那麼購買力道從哪邊來呢？從過往的經驗看來，這類的問題一定要考量過，再打造投資組合。

棘手的是，逆勢投資不一定會成功。這些年來，我瞭解多數投資人擁有相同的看法還不夠，共識背後要有絕大多數人的支持，逆勢投資策略才會發揮效果。

再來，所處循環階段也有差別。我發現愈在循環的早期，逆勢投資成功的機率愈低。回到剛剛舉的美元例子，美元指數自二〇一四年中起，開始形成牛市的趨勢。行情持續了約莫九個月後，美元指數開始盤整，大舉偏離正軌。

鉅額利得、最近的盤整與擁擠的市場，開啟我的逆勢直覺。我目前還沒採取行動，因為美國產出缺口持續縮小，聯邦準備銀行態度可能會更強硬。

回到我的趨勢模型，我最近對於美元的解讀如下：

- 結構上：中性到牛市
- 週期上：牛市
- 行為上：熊市

在我多數的結構趨勢中，美元都不會特別趨向牛市或熊市，但有一個例外。美國勞動力從現在到二〇五〇年間會持續成長，但歐洲的勞動力會縮減。原因就是高齡化，或是嬰兒潮世代退休，這就是我說的結構趨勢。

假設美國和歐洲的生產力成長大致相當（假設還算公允），這個趨勢就會導致美國國內生產毛額的成長趨勢，較歐洲高百分之一。其

他所有的條件相當的話，美國的利率會較高，美元也會較為強勢。

不過在完美的世界中，要我直接進行逆勢投資，至少要有兩個趨勢模型顯示相同的訊號，三個就更好了。但是目前並沒有模型出現相同的訊號，所以我就聞風不動。

**約翰·金漢**

**John Kingham**



**職業：**金融作家

**投資法：**價值投資

**投資關鍵詞：**穩定成長、競爭優勢、長期投資、分散投資

**著作：**《防禦型價值投資人》（*The Defensive Value Investor*）

股息投資人應該要求十年不斷的  
股息發放紀錄。

# 防禦價值投資人的選股邏輯

## 1.持續發放股息的公司才投資

第一點最重要，股息提供收入，可以現在使用，也可以拿來再投資，締造明日的額外成長。但是股息也可用來衡量公司的穩定程度，還有潛在成長速率。

股息投資人應該**要求十年不斷的股息發放紀錄**，如此就能夠馬上排除未受測試的年輕公司，以及最近幾年停發股息的公司。所以剩下的公司，多年以來都願意且有能力發放股息，雖然的確也無法保證它們未來是否會發放股息，但也是不錯的起點。

## 2.穩定成長超過通膨的公司才投資

除此之外，你尋找的公司，其股息應該要受到盈收與盈餘成長支撐，穩定成長。

量測成長穩定程度或品質的一個方式，就是**細數過去十年股息成長的頻率**。如果股息每年成長，就代表股息成長品質極高。如果股息整體成長，但是過去十年下降兩次，表示成長品質則不佳。這個概念可以應用於營收和盈餘，瞭解公司的整體成長品質。尋找的公司，至少營收、盈餘、股息有一半的時間都在成長，能達百分之七十五以上就更好了。

說到成長率，整體成長可由過去十年的營收、盈餘、股息與同期通膨相比，而進行評估。如果公司成長率不如通膨率，其實就是在萎縮。

## 3.只投資獲利能力高於平均的公司

**優良公司的另一個徵象，就是獲利能力高於平均。**對於多數公司來說，由於其他同業競爭，獲利能力會趨向平均。但是某些公司能夠創造高於平均的利潤，而且能夠持續好一段時間。這些公司往往未來也會繼續締造成功。**你可以運用長期資金報酬率（ROCE），量測公司過去十年的平均長期資金報酬率，並鎖定這些公司。**

萬年不變的定律，就是市場平均長期資金報酬率大約為百分之十，所以公司如果能夠締造高於這個數字的報酬率，不妨抓著不放。

#### **4.財務義務尚可管理的公司才投資**

未來股息成長的一大風險，來自於過多的債務與退休金。債務可以用來增強利潤，所以不一定全然是缺點。但是債務也會造成更多損失，所以債務雖然有用，然而債台高築的話，絕對不好。

**利潤跟公司的償債跟支付利息的能力有關**，所以評估債務的一個很好的方式，就是跟利潤兩相比較。**防禦型的公司借款不應該超過最近平均利潤的五倍，而週期型公司則必須更謹慎，應小於四倍。**

確定給付制退休金制度，還有其他相關的退休基金如果不足，也會是很嚴重的問題。所以確定給付制退休金負債，應該低於公司最近利潤的十分之一。

#### **5.股價價值高於市場平均的公司才投資**

本益比低、配息率高，往往代表的是具有吸引力的價值股。但是不要拿今天的股價跟現在的盈餘或股息相比，比較好的方法是拿今天的股價，跟公司十年平均盈餘與股息相比。這樣就能夠以週期的方式調整盈餘和股息，降低單年度出現特別高或特別低的盈餘或股息的機率，以免讓人誤會。

你要找的公司，成長率、成長品質、獲利能力應該要能夠高於平



均，而且債務和評價乘數也要低。這邊的平均比較的對象，是富時全股指數等主要指數的平均，因為多數投資人的目標是打敗市場指數。

如果找不到上述指標都打敗市場的公司，那麼就妥協，尋找成長、品質、獲利、價值等綜合表現最好的公司。

## 6.明顯是價值陷阱的公司，不要投資

具有吸引力的價值公司，往往股價都不高，因為其他投資人都擔心東、擔心西的。某種程度來說，你必須要願意逆勢打賭，投資目前狀況不佳的公司。

但是如果公司最終垮台，勇敢投資不受青睞的公司，就不是好策略了。我們需要分辨有短期問題、容易解決的公司，與有長期問題、難以解決（或無法解決）的公司，這個情況能免則免。以下列出該注意的特性。

- ① 明確一致的目標與策略。
- ② 長久以來強勁的核心業務。
- ③ 引領市場。
- ④ 避免會因為大型專案失敗，而對公司造成永久損害的情況。
- ⑤ 過去十年間，總資本支出低於總獲利。
- ⑥ 業績主要來自於大量的小額商品，而不是一些大型專案或合約。
- ⑦ 過去十年間，總併購成本低於總獲利。
- ⑧ 市場需求模式穩定。
- ⑨ 可望成長的市場。
- ⑩ 關鍵產品或服務，在接下來十年間可能不會改變。
- ⑪ 不會受到波動高的商品價格影響。
- ⑫ 目前的問題不會造成嚴重的長期傷害。

如果公司有一個以上不符合的特點，大概就是價值陷阱，應該要避開。

## 7.競爭優勢能夠持續的公司才投資

如果公司並沒有競爭優勢，那麼持續成長的機率就微乎極微。以下列出一些主要的競爭優勢來源：

- ① 強勢的品牌或專利。能夠建立像是壟斷的地位，例如，特定產品的強勢地位。
- ② 高轉換成本。也就是客戶轉向同業所需的心力、時間、金錢成本高昂。例子就是銀行帳戶。
- ③ 強勁的網絡效應。產品或服務的使用者愈多，就愈能夠改善，所以規模較小的競爭對手，站穩腳步就很困難。這類的公司包括eBay 或臉書。
- ④ 能夠延續的成本優勢。包括規模較大、資產獨一無二（像是比較好的零售據點，或是世界上成本最低的油田），或是獨特的流程或技術等。

這些競爭優勢無法保證未來的成功，但是一直都很成功的公司，通常都有至少以上一種特點。

## 8.願意至少持有五年才投資

就算一家公司每年盈餘和股息成長百分之二十，如果只持有一天，那獲利跟虧損的機率就都一樣。因為短期市場隨機的波動性，會吃掉公司的所有正向優勢。必須要持有若干年，才能夠知道公司盈餘和股息成長，效力是否能夠大過市場隨機的起伏。

所以最好要確保自己能夠持有至少五年，也能夠感到自在，再買下公司股票。如果感到不自在，代表或許你自己心裡也在懷疑，只是之前沒注意到。這是很好的機會，能夠發現這樣的疑慮，予以分析，好決定是否要注意還是忽略。

## 9.投資多間公司、產業、國家，分散投資

大家常說，分散投資是投資界唯一的免費午餐，因為這麼做可以降低風險，同時又推升報酬。分散有三個面向，能夠提供替分散投資帶來降低風險的最大效果。

- **公司分散**，多數投資人應該要持有約莫三十間公司，投資部位一開始應該要占整體投資組合的百分之三到百分之四。這樣能夠降低表現不佳部位的影響。
- **產業分散**，持有三十家採銅公司，並無法創造非常分散的投資組合。為了避免這個問題，一個產業的部位就不要超過百分之十。
- **國家分散**，如果所有的部位產生的營收，都來自於英國，那麼這個投資組合就高度仰賴英國的經濟。要降低這個風險，就要確保一個國家產出的營收，占投資組合整體營收的百分之五十以內。

## 10.每個月只做一次買賣的決定

多數積極的投資人都想要很積極，隨意買賣。這是一個問題，因為：一、交易頻率高，就代表持有期間短。短期內獲利和虧損的機率大約各是一半；二、交易會產生手續費。由於稅金和經紀費用，百分之五十的獲利機會就會降到更低。

為了降低交易次數，又要提供一些活動讓積極投資人期待，有一個選項就是一個月交易一次。如果一個月買進，一個月賣出，那麼一

年就只會買賣六次而已。投資組合如果有三十檔股票，平均持有時間是五年，就能夠搭配剛剛提到的規則，也就是願意且能夠持有至少五年。

### **11.獲利警告或股息縮減時，不要驚慌拋售**

因為壞消息而驚慌拋售，通常都不好。股票通常在壞消息出現後，績效會提升。除此之外，這個膝跳反應會讓投資人失去信心，只會採取被動反應，而不會採取積極行動。

**如果公司宣布獲利警告或裁減股息，那麼就按兵不動。**詳閱公開資訊內容，然後等待效果出現在下次的結果報告中，但可能需要等好幾個月。至少你可以分析當時的情況，處變不驚，處處量測，而不是思慮不周，以情緒當作反應的基礎。

### **12.收割賺錢公司的獲利，但是不要加碼買進虧損的公司**

如果一家公司的股價快速飆升，也會增加其在投資組合中所占的部位。到了某個時間點，投資組合會過度仰賴該公司，產生難以容忍的風險。因此，如果持有三十檔股票，平均部位為百分之三·三，其中有個部位成長到百分之六上下，不妨考慮減半，然後把獲利投入其他部位。

另一方面，我也不想要積極加碼買進虧損的公司。如果一家公司占投資組合的比例從百分之三，降到百分之一，拉回百分之三也不一定比較好。這個比例很可能會再次降到百分之一，然後你可能又會拉回百分之三。繼續這樣做的話，就會投入過多的資金到持續失敗的公司。

### **13.定期賣掉最沒吸引力的部位**

公司品質和評價讓人心動的程度，會隨時間而改變。在某個時間點，不是價格會過高，讓人卻步，就是公司品質會低到不行。這點是亙古不變的真理，只要是合理分散的投資組合，當中某些部位一定會鶴立雞群。結合隔月買賣的流程（第十條規則），賣掉品質和價值組合最沒吸引力的部位。這家公司下個月，就應該要以吸引力顯著較高的股票取代。

## **14.持續改進投資流程**

就各個售出的部位，進行售後調查。這樣做有助於從成功與不成功的投資中得到經驗，而不成功的投資往往提供最有利、價值最高的教訓。根據這些教訓，改變方法。但大多數的時候，每次只變動一點就好，而不要改變太多。

**拉爾斯·克羅耶**

**Lars Kroijer**



**職業：**財務顧問

**投資法：**指數化投資

**投資關鍵詞：**全球投資、分散投資

**著作：**《對沖基金經理回憶錄》（*Money Mavericks*）、《至簡投資》（*Investing Demystified*）

就算有些人能夠擊敗市場，  
但多數人都無法。

# 不投機投資法，讓你高枕無憂

## 1. 多數投資人都不太可能有優勢

多數財金文獻或媒體都教我們賺錢。我們遭到股票祕訣的轟炸，各個都在談下一家蘋果或谷歌，文章都說印度或生技投資是下一個火紅的題材，也不斷聽到某些明星投資經理人的優異績效會持續下去。當中隱含的訊息，就是不知情的人只有少數，沒注意到這些建議；注意這些建議的人，下場更慘。我們不想要當這些人。

如果我們一開始的前提就非常不同，會怎麼樣？這個前提就是，市場其實很有效率。就算有些人能夠擊敗市場，但多數人都無法。以金融的術語來說，多數人面對金融市場，都無法擁有優勢。也就是說，他們主動選擇與市場不同的投資，績效也無法超過金融市場。接受與瞭解投資人沒有優勢，是我在最近的著作《至簡投資》中投資方法的前提。我也覺得所有投資人都一定要瞭解這點。

看看以下這兩個投資組合：

- ① 追蹤標準普爾五〇〇指數的投資組合，像是指數股票型基金或是指數型基金。
- ② 含有許多標準普爾五〇〇當中股票的基金，也就是你認為會贏過指數的股票。檔數不限，可能有一檔，也有可能有一百九十九檔，或是之間的數字。甚至也有可能是五百檔，只是權重與指數（以市值權重為基礎）不同。

要是你能夠保證，第二個投資組合的績效一直優於第一個，就算扣掉比較高的手續費和成本，績效還是較佳，那麼你就比投資標準普爾五〇〇更有優勢。如果無法保證，那麼就沒有優勢。

一開始看起來，要比標準普爾五〇〇更有優勢，好像很容易。只需要從五百檔股票當中，挑選表現較佳的股票。五百檔中一定有一些很容易預測的表現不佳股票。其實你只要找到一個沒價值的股票，然後剔除，這樣就會贏了。這有什麼難的？你同樣也可以挑選一個獲利的公司，然後也會贏。

雖然說這些例子都從股市來，投資人還是可以利用全世界的各種投資，進行避險。其實有許多方法都能夠產生優勢，通通都放棄的話，感覺就像承認自己很無知一樣。這些人根據直覺，認為自己不只需要優勢，還認為如果連試都不試的話，就會任人宰割。他們想要挑戰市場，打敗市場，證明自己「有優勢」，或者是比較聰明，具有生存智慧。不管什麼方法，只要有用都好！

但是想到自己的優勢，是跟哪個對象相比有優勢呢？顯然，那就是其他參與市場的人，但不要把他們想成是普羅大眾，請想想他們到底是誰、有什麼知識、進行什麼分析。

想像一下，有一位投資組合經理人經營的是科技導向基金，替知名共同基金／單位信託基金服務，而這些基金想要投資微軟等公司。假設這檔基金叫做能力技術，而基金經理人叫做蘇珊。

蘇珊和能力技術公司輕而易舉就能取得所有微軟的研究報告，當中包括摩根士丹利與高盛等，所有大型銀行研究分析師撰寫的八十頁深入報告。前述公司自從比爾·蓋茲創立微軟以後，就一直追蹤微軟與競爭對手。分析師深諳微軟所有的業務，從撰寫程式碼的工程師，到想出廣告的行銷部門等，都熟識。他們在微軟或同業服務，或許跟高階管理團隊是哈佛和史丹佛的同學。除此之外，分析師經常與自家銀行的交易部門討論，而這些銀行也是微軟股票交易的市場領頭羊，相較於其他交易人，能夠較快速看到市場動向，觀察也較為準確。

由於能力公司交易產生的佣金之故，所有的研究分析師都定期與蘇珊詳細討論。微軟是能力公司持有的一大部位，而蘇珊詳讀所有的



報告，因為一定要瞭解市場的看法。

蘇珊喜歡微軟的技術產品發展面向，覺得自己跟技術專家談得來的原因，一部分是因為自己在麻省理工學院讀資訊科學的時候，認識了這些人。蘇珊有點像是書呆子，但是與她「直覺型」的同事一起達成平衡。這些人能夠綜觀科技產業的趨勢，特別能夠看到市場對於微軟的看法，與其對於業務環境變動的能力。

蘇珊和同事常常參加資訊科技會議，與微軟和同業的高階職員面談，大家都非常熟識。微軟也安排能力技術公司造訪全球的高階主管，其中包括業務和開發主管，並且安排蘇珊與微軟大客戶會談。

就跟銀行的研究分析師團隊一樣，能力公司也有一群擁有博士學位的專家，他們研究業務趨勢，找到新的挑戰（他們也很早就發現臉書和谷歌）。再者，能力公司擁有經濟學家，他們詳細研究美國和全球的金融系統（畢竟全世界的經濟會影響微軟的績效）。能力公司也有數學家運用交易模式辨別技術，協助分析。

蘇珊非常喜愛閱讀科技、金融／投資的書籍，包括巴菲特和價值投資的著作。

蘇珊和她的團隊徹底瞭解自己追蹤的股票（包括一些她不該知道的事情，但她小心保密），其中某些公司規模較小，研究程度也不如微軟。她算是非常優秀的經理人，在一些比較網站上名列前茅，但她並沒有太過在意這件事。投入這個產業二十多年後，她知道時態變化很快，因此她現在只在乎如何維持領先地位。

蘇珊是否有優勢呢？

相較於蘇珊和數萬名跟她一樣的人，你覺得自己有優勢嗎？如果有的話，可能你顧盼自雄，有可能是下個華倫·巴菲特或喬治·索羅斯。運氣好的話，可能百家兼容。如果不是的話，你就沒有優勢。多數人都沒有優勢，因此最好都接受公司一旦在交易所掛牌上市，擁有市場價格，就要假定這價格反映股票真正的價值、未來正報酬、不如

預期的風險，這樣會比較好。

所以並不是說所有的上市公司都很好，完全不是這樣。但是我們不太瞭解，只好假設股價反映股東能夠得到的公允未來報酬與承擔的相應風險。我們沒有優勢。

我在經營避險基金的時候，一定會想到這個虛構的蘇珊和能力公司。我會想到，有些人超級聰明、人脈很廣、對於產品很瞭解，又有生存智慧，在這個業界很久了，看到成功與失敗的內部故事。我會說服自己，最好不要牽扯進這類的交易，但如果清楚認為自己有優勢，那就另當別論。很難說服自己這樣的情形可能會發生，而且很可惜，真正發生的機率甚至更低。

## 2.就算有優勢，通常也不夠，無法與時間成本打平

管理投資組合的時間成本每個人都不同（每個人對於時間的評價不同）。有些人當作有趣的活動或遊戲，就像是博弈一樣；有些人則認為是瑣事，能免則免。

有些人可能會每週花十小時管理投資組合，如果時間機會成本為每小時五十英鎊，每年四十週的話，每年就是兩萬英鎊，還沒算入其他討論過的成本。這對於價值只有十萬英鎊的投資組合來說，完全不合理，對於一百萬英鎊的投資組合而言，也太過昂貴。如果能夠降低投入的時間，還有其他的好處。

但也想一下，唯有績效優異，你才能拿到報酬。持有指數追蹤產品不需要投入時間，剛剛說的兩萬英鎊的時間成本，就只能替你賺到與指數相差不多的報酬。

如果指數上升百分之十，你的績效達百分之十一，那麼你多投入了這麼多時間，就只拿到額外百分之一的報酬。你能夠一直打敗指標的機率非常的小，就算真的做得到，你勝出的幅度也要很大，要不然

就是要管理鉅額資本，這樣投入的時間才划算。

### 3.投資主動管理基金還是需要優勢

如果你認為蘇珊的人脈和資訊，就跟其他人一樣，為什麼不給她錢，讓她替我們創造財富？

有許多投資人確實將錢投資在類似能力科技公司這樣的商品上，還有富達和其他公司，持續開發共同基金，投資你想得到的標的。有工業基金、防禦型類股（還有防禦型產業股票）、黃金類股、石油類股、通訊、金融、科技，再加上各個地理區域的變化。我認為，有許多投資人已經開始「挑選基金」，而不再「挑選股票」。就算是過了許多年，追蹤指數的優點，很多投資人都瞭解了，或許投資人還是會投入八十五英鎊給經理人，希望能夠打贏指數（主動經理人），投入指數追蹤工具的，還是只有十五英鎊。

面對一堆非常讓人心動的基金，投資人挑選時，要怎麼知道哪檔的績效之後會打敗市場？

是因為他們覺得資訊科技類股的績效，會優於整體市場嗎？

若是如此，其實就是在說，自己能夠挑選一些公司，績效會優於整體市場，進而打造優勢。持續挑選績效較佳的產業，這是很棒的技能。

這項技能的來源是因為蘇珊的履歷很亮眼（你認為擁有這樣背景的人，能夠找到方法打敗市場）嗎？

若是如此，你的優勢其實就是知道誰有優勢（蘇珊），這的確也是一種優勢。這就是許多避險基金經理人宣稱自己擁有的優勢。他們會說「我們透過徹底的研究流程，選擇少數優異的經理人，他們持續打敗市場」這類的話。或許事實是如此，但這也是一種優勢。

這項優勢的來源是因為他們認為，能力科技公司開發出神奇的公

式，能夠確保自家的績效與多數基金相比，持續締造較佳的績效嗎？

很少有資料顯示，你能夠抱持客觀，選擇會持續締造優異績效的共同基金。

這是因為他們的財務顧問認為，這是安全的選項嗎？

首先要弄清楚，財務顧問提供諮詢，是否能得到一些手續費等財務獎勵。這個世界開始想要知道財務顧問的支薪方式，因此能夠更容易瞭解，他們是否有財務誘因，來推薦某些產品。要記得，比較網站往往也會從一般很昂貴的主動經理人費用中抽成。

現在想一想，你的財務顧問是否有必要的優勢，能夠進行這樣的主動選擇？除非她長久以來的決定都正確，否則我就會懷疑，她是否有特別的優勢，能夠勝過多數人（如果有獨到之見的話，是否真的會與人分享？）。

他們以前的表現很好嗎？

有無數的研究都證明，運用過去的績效來預測未來，結果並不理想。如果人生那麼容易，就只要挑獲利的公司就好了啊。

我們常常因為受到想要積極行動、提升投資報酬的衝動驅使，而不願意被動等待。不如做好功課，跟來自聲譽良好的公司、績效又強勁的經理人一起合作，投資熱門產業，這樣不是最好嗎？

但可惜的是，就跟剛剛討論的一樣，這個邏輯就是行不通。

#### **4.即使你能夠挑選優良基金，投入的成本一樣需要絕佳的優勢，才能夠攤平**

共同基金／單位信託基金收取的費用，每家各異。有些會收取前置費（但現在已經比較少見了），但是都會收取年度管理費用和支出（以支付稽核、法律事務等費用），再加上投資的成本。這種總括成本，變化很大。但是假設每年一共百分之二·五的話，大概相去不

遠。所以有人替你代為管理一百英鎊，總括成本就會大約是每年二・五英鎊，不管怎樣都不會變。

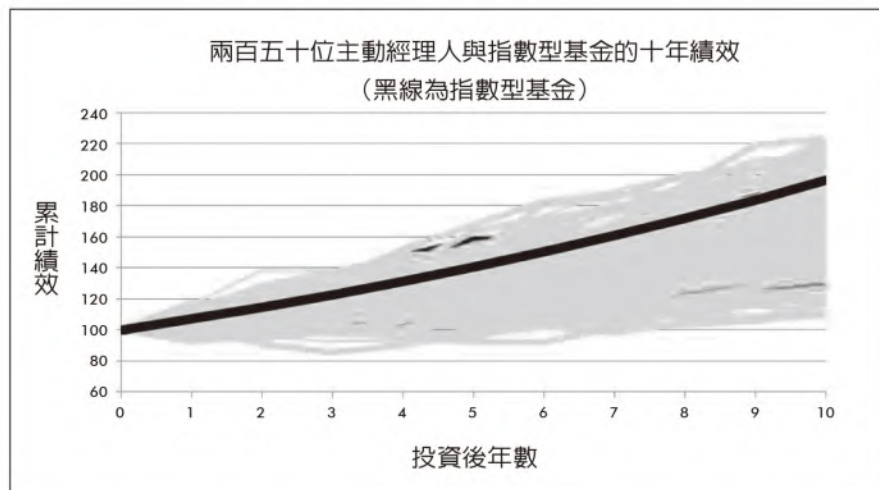
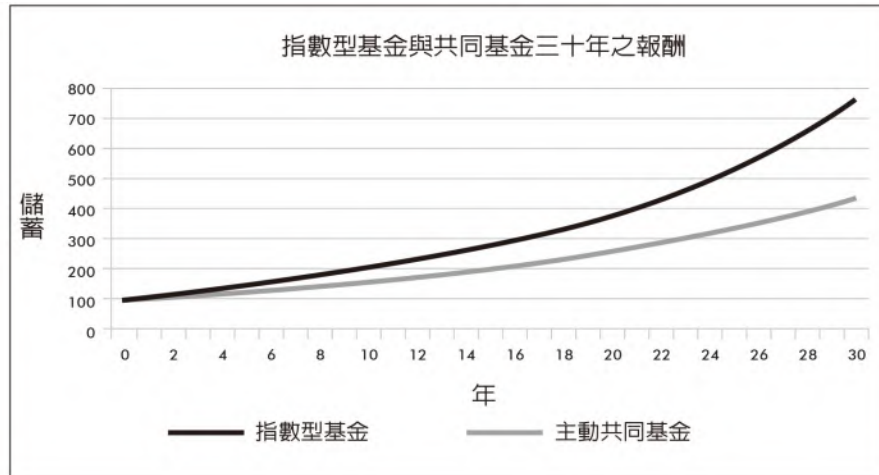
如果市場動能十足，每年上漲百分之二十，支付十分之一給經理人，好管理你的資金，感覺很划算。但問題是，市場每年成長率不達百分之二十。我們或許期待，除去通膨後，股市每年平均成長百分之四到五。假設指數股票型基金的費用和成本是每年百分之〇・〇五。那麼你需要挑選的共同基金，不扣除成本，績效要能夠高過市場百分之二，這樣才不會輸指數股票型基金。

其實面對十檔共同基金，你要能夠挑選最好的，這樣才說得通！

要瞭解費用的長期影響，就以一百英鎊投資三十年為例。假設市場年報酬率為百分之七（實際報酬率為百分之五，加上百分之二的通膨，這個期待很合理），長期的差異就會非常明顯（這邊與指數型基金相比，缺點是多了百分之二的費用）。

能力科技公司和同業，都會盡力以最理想的方式呈現自家的資料。但是有許多研究都顯示，一般的職業投資人並無法長期打贏市場，反倒大致上都會因為費用而輸掉。

當然你或許能夠挑選績效最優異的基金。假設你有一百英鎊，可以投資指數型基金，也可以投資每年成本多百分之二的共同基金。再假設接下來十年間，市場每年報酬率為百分之七，各共同基金績效相較於平均共同基金績效之標準差（風險的標準測量，能夠大約顯示報酬範圍與頻率）為百分之五（共同基金主要持有的股票與指數相同，所以績效也差不多）。以下圖表顯示顯示指數型基金，與兩百五十檔共同基金的報酬率比較，輸入變數均相同：



要將主動管理投資組合，與指數型投資組合相比，並不只是把指數型的報酬減掉百分之二，就能得到主動管理的報酬。報酬每年都不同，有時候主動管理基金績效會優於其追蹤的指數。有些基金績效甚至優於指數，時間長達十年。如果你能夠一直挑選到績效優異的基金，你就有優勢。但如果無法的話，就應該購買指數。

以上十年期的例子中，有百分之九十的機會，指數型基金績效會優於主動管理共同基金，大約與歷史研究相符。所以如果你要合理的選擇投資共同基金，而非指數型基金，就必須挑選績效前百分之十的最佳共同基金。這樣子結果會很棒。

如果你沒有優勢，盲目的挑選共同基金，而不買入指數型基金，那麼十年後，你投入的一百英鎊投資，平均就會較低三十英鎊，全都是因為成本較高的原因。

要正確解說以上所提的問題，對於投資人累計的影響，就想想一個人從二十五歲到六十七歲間，平均每年收入為五萬英鎊，投入百分之十的儲蓄到股市中（不要算入稅金）。如果股市的績效與過去相去不遠（所以扣除通膨後，每年會是百分之五），等到退休時，投入主動管理基金的人，相較於投資只追蹤市場產品的人，平均收入的差異約相當於七部保時捷（或大約今天的二十八萬英鎊）。想一想，一個一般儲蓄水準的人，一輩子竟能輸掉這麼多錢，這些錢都流入了金融產業中。

金融產業不喜歡你這麼做，但除非你有絕佳的技能，能夠挑選最好的主動基金經理人，否則購買複製市場的產品，長期來看會比較好。

你可以用身上最後一分錢，打賭績效優於指數的百分之十的共同基金，會用廣告行銷自己特別的技能。但是歷史績效不但難以預測未來的報酬，連要分辨這些成果是出自於機率（運氣）還是技能（優勢），也非常困難。

一千零二十四位丟銅板的人，只有一個能夠連續翻到正面，有些經理人表現比較好，也一樣是因為運氣比較好而已。其實在金融市場當中，狀況還更糟，因為費用和成本會吃掉報酬。但是假如詢問績效連五年都優於市場的經理人（每五十位中，可能有一個人可以靠丟銅板般的運氣達成），他們絕不會認為自己就只是幸運而已，儘管有些人真的就是比較幸運。

同樣有某些經理人連續幾年績效都不如市場，其實也只是因為運氣差。但是這些經理人就會消失，導致偏誤出現，就只有贏家會留下來。有時候這會讓這個投資產業看起來比真實情況更成功。

## 5. 要投資股票，選擇包山包海、便宜、稅務效率高的股票

你該買的股票部位，就只有最包山包海、最便宜、稅務效率最高的世界股票指數型產品。

來看看為什麼。有許多讀者已經願意接受一些事實，我認為這些事長期而言，能夠改善投資組合財務表現：

- ① 他們同意，多數投資人並無法打敗金融市場（通常稱作優勢），所以盡可能投資指數型產品。
- ② 他們同意，盡量壓低交易頻率，投資稅務效率高、費用又低廉的產品，那麼長期下來，他們的投資組合表現會好得多。
- ③ 他們同意，要締造長期財務報酬，就應該要有一些股票投資部位，避開安全的債券或存款提供的雞肋報酬。

但是要持有哪些股票呢？

大家同意以上各點，而需要持有的股票部位，應該要是最多元、最廉價、稅務效率最高的股票指數產品。這個產品應該要追蹤整體全球股市，而且跟得愈緊愈好。

在無法打贏市場的投資人眼中，投資到各國股市的每筆資金，都推定為一樣聰明。意思是，如果市場說蘋果每股值一百美元，微軟值五十美元。以這個價格來看，身為投資人不會特別偏好其中一家公司。如果有偏好的話，其實就是在說，相較於這兩家公司的投資人，我們更加瞭解未來股價走勢。但除非知道自己能夠打贏市場，不然我們就不能這樣認為。購買蘋果的人，聰明程度與掌握的資訊，跟購買微軟的人相當。把這個邏輯應用到整個市場，就代表我們應該要根據市場整體價值占比，持有所有公司的相應股份。如果假設市場代表的是美國股市，而蘋果股票占百分之三的整體價值，那麼蘋果占我們的股票投資部位，就應該是百分之三。否則就代表，將百分之三的市場



價值分配給蘋果股份的投資，較不明智，也比較笨。

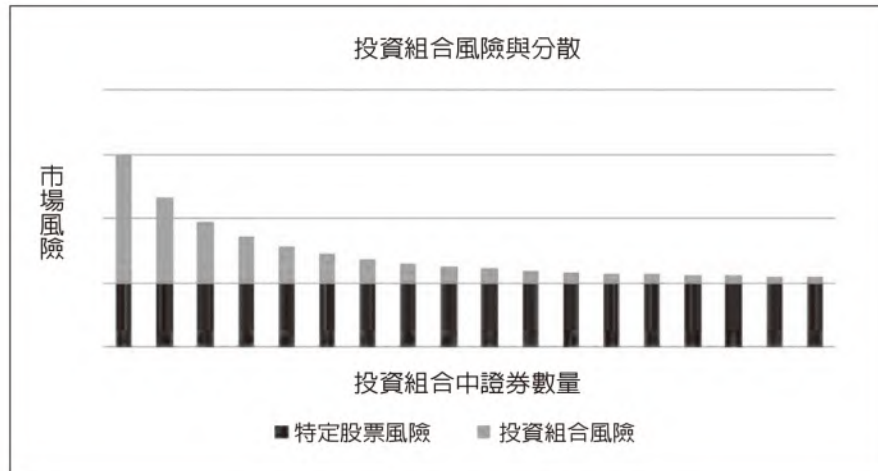
根據整體股市市值，購買上百檔股票，現在當然比上一代還要容易得多。這就很接近許多指數型產品的優點。

但是為什麼只停在美國股市呢？如果投入美國股市的資金為二十五兆美元，投入英國股市的是五兆美元，我們沒有理由認為英國市場掌握的資訊較少，或者是比美國股市沒效率。同理可及其他投資人能夠投資的國際市場。我們應該要投資所有的市場，根據其占世界股票市場的比例，在實際範圍內投資。

如果依照一個國家占世界股市的比例，你能夠加碼或減碼持有，其實就是在說投資持有部位較少的國家的資金，與你持有較多部位的國家相比，較不聰明，較不明智。你會聲稱自己看到好處，配置資金的方式，與國際金融市場配置的數兆美元不同，但前提是要有優勢才能做到。所以除了較簡單便宜以外，既然投資人已經把資本在各個國際市場間有效率的挪移，所以國際股票投資組合是上上之選。

許多投資人都持有過多的「近鄉」股票。英國的全球股市占比不超過百分之三，但是在英國人的投資組合中，英國股票往往占了百分之三十五到百分之四十。投資人認為自己瞭解家鄉的市場，或許認為應該能夠搶先整體市場，發現機會（但老實說起來，集中投資常常是因為投資限制，又或許是因為投資人錯誤匹配投資與當地市場相關的債務）。有許多研究顯示，這個「主場優勢」並不存在，但是我們持續打造由家鄉市場主導的投資組合。

世界股票投資組合，在我們能夠找到的股票投資組合當中，分散程度最高。分散投資的優點很大。要瞭解分散投資在家鄉市場的優點，可看一下以下的圖表：



圖表顯示，隨著買入的家鄉市場證券增加，分散的好處就會下降。這說得通。在同個市場交易的股票，相關性往往都很高（處在同一個經濟體、法律系統等）。但你若從中挑選不同股票買入，就大量分散任一個股的市場風險。

你其實可以從美國指數型基金中，取得很多好處，只要挑選十五到二十檔高市值股票，然後持續持有，假設這些股票走勢不會完全一致（如果只加入一個產業的股票，那麼就會往同個方向移動，分散的好處就會低得多）。這不是最包山包海的美國投資組合，效率也不是最高（如果是，那你要想一想你為什麼要剔除其他股票呢），但是從分散的角度而言，你做的就很多了。

藉由把投資組合擴展到我們的國內市場以外，我們實現了更大的投資多元化。這不僅是因為我們將投資分散在大量股票上，更重要的原因是，這些股票位於不同的地理區域和地區經濟體系中。數十年之前，我們還沒有這樣的機會，能夠輕易的在全世界投資，

投資組合盡量分散，每投入市場的一分錢，理應都一樣明智。投資方法就跟無法打敗市場的投資人一樣。日本過去二十年來，國內市場從頂點下滑了百分之七十五。我猜有很多日本投資人，都希望自己

以前能夠進行區域分散。

既然我們只是盡量分散市場投資，這個投資組合打造起來很簡單，所以也很便宜。我們不需要付錢給人，好聰明打贏市場。長久以往，成本效益會帶來很大的差異。不要忽略這點。

這類型的投資組合包羅萬象，現在多數投資人都能打造，但幾十年前卻不是這樣。當時多數人以為「市場」說的只有國內市場，頂多是區域市場。善用這個發展，能投資多元產品。

## 6. 貨幣波動沒那麼重要，但前提是要這麼投資

將投資組合拓展出家鄉市場，投資分散的程度就能夠進一步提升。原因是資金分散給更多檔股票，但更重要的是因為，這些股票位於不同地理區域和地區經濟體系中。幾十年前，我們還沒有機會輕易進行全球投資。雖然對於許多地方的投資人來說，並非每個地方都能投資，但是分散投資國外市場，已經比以前要簡單許多了。

簡而言之，我認為多元市場加權投資組合的好處如下：

購買全球股票產品，自然就會衍生出外匯投資，因為多數標的證券都以他國貨幣報價。舉例來說，你如果住在英國，購買以英鎊報價的全球股市指數型產品，就會間接買入巴西石油等巴西公司的股份。巴西石油以巴西的貨幣黑奧報價，所以為了買進巴西石油的股份，產品提供商就必須把英鎊兌換成黑奧，然後買入股票。該指數中其他貨幣與證券，也必須用這種方法處理。<sup>\*</sup>



在以上的例子當中，你現在面對巴西石油的股價波動，以及英鎊兌黑奧的匯率變動。舉例來說：



在這個例子中，我假設巴西石油股價從二十黑奧，上漲到二十五黑奧，而英鎊兌黑奧匯率從三點二降到三點一。股價上漲，加上英鎊兌黑奧匯率的變動，對於投資組合的整體影響，就是一百英鎊的投資，價值上漲到了一百二十九英鎊。

全球股票投資組合中有許多檔股票和貨幣，進一步提升包羅萬象投資組合的分散優點。如果你的基準／家鄉貨幣貶值，或者是表現不佳時，貨幣部位的分散，就能夠守護下行空間。

有些投資顧問主張，投資的資產應該要與你最終需要的貨幣一樣。如果遵照這個邏輯，英國投資人應該要購買英國股票，丹麥投資人則應該投資丹麥股票，而最終需要不同貨幣收入的人，則應該要都買（如果你有不同貨幣計價的成本）等。雖然我確實認為貨幣匹配特定債務，或者短期債務有些道理，但是我認為透過購買母國公債，進行匹配會更好。如果擔心主要貨幣浮動對你來說難以承擔，那我會認為，你打從一開始就不該承擔股市風險。

分散的投資和貨幣部位，在我看來，不只對於分散有幫助，母國

有壞事發生時，也能夠給予防護。一般而言，貨幣表現不佳，原因都是該國的問題（當然這個原則有例外），也正是這個時候，投資部位地理區域分散能夠提供保護，就是最大的好處。

## 7.不多加保證，但除去通膨外，可望有百分之四到五的報酬

股市報酬期望的驅動力，來自我們對於股市風險溢酬的看法。股市風險溢酬能夠顯示，股市投資與最低風險資產相比，承擔額外的風險，市場期待得到多少額外的報酬。這不是在說我們預測股市現在會特別差或特別好，而是代表歷來投資人投資風險較高的股票時，相較於風險較低的資產，會要求溢酬。因此，當投資人投資股票，而不投資安全的公債時，我們假設他們也會想要得到相似的溢酬，就跟以前一樣。

股票風險溢酬的金額，大家爭論不休，但通常介於百分之四到五間。如果你研究過去一百年來全球股市的報酬率，年複合成長率就接近這個區間。我們當然不可能知道，市場在那個時期與未來相比，對於股票持有人是否特別好或特別糟糕。

1900～2015 年之間的平均報酬率 (%)		
	實質報酬率*	風險
全球股市	5.00	高
短期美國公債	0.80	低
股票風險溢酬	4.20	

\* 名目：扣掉通膨前。實質：扣掉通膨後。

資料來源：Credit Suisse Global Returns Handbook 2016

股票風險溢酬並非自然法則，而只是對於未來報酬的期待而已，根據顯著回落等市場過去的結果，所抱有的期待。就你對於股市報酬的期待，經濟學家和金融專家非常不同意，有些人認為這麼做是「看

著後視鏡預測未來」，並不正確。但我的看法並不是如此：我認為股市長期的歷史和波動性，能夠提供大致的資訊，讓我們能夠期望未來的報酬。股市投資人過去要求百分之四到五的風險溢酬，以彌補股市帶來的風險。我認為投資人未來承擔相似的股市風險時，很有可能也會要求相似的風險溢酬。

使用歷史報酬率預測未來報酬會招來一個批評，就是會在尖峰市場時，預測出較高的報酬，而在市場低點的預測就會較低。二〇〇八年七月一日的歷史報酬，優於二〇〇九年七月一日股市崩盤後的數字。因此，你或許會在二〇〇八年中中期時，因為受到高歷史報酬的吸引，而在當時就投資股票。當時的高歷史報酬加上低預期風險，導致股市在完全不恰當的時機，看起來很有吸引力。

我瞭解這個對於預期報酬的批評，但也認為資料的長度能夠予以彌補。運用幾百年來不同地理區域（有些人以前只有美國的資料，排除表現不好的市場，導致偏誤），納入巨幅下降與上升，以及中間的情況，如此一來，歷史資料就能夠提供最佳指引，讓我們能夠對未來的股市風險與報酬產生期望。

說實際一點，投資人一直無法購買全世界的股票。摩根士丹利資本國際公司是提供指數的頂尖公司，一直到一九六〇年代末期，才開始追蹤世界指數。但是追蹤這個指數或類似指數的流動性產品，到了幾十年後才開始認真追蹤。以下為摩根世界指數問世以來的歷史報酬。我認為這個例子的投資期限太短（四十多年），無法使用資料來預測未來全球股票報酬，但我們其實有更久遠的資料（但當時沒有指數）可以用。

所以簡單的說，我期望包羅萬象的全球股市投資組合，除了最低風險率以外，每年平均能夠締造百分之四到五的報酬。這不是說我期望這些報酬每年都會實現，而是說，我猜未來的年複合成長率會介於百分之四到五之間。

預期未來報酬*		
	實質**	風險
全球股市	4.5–5.5%	高
最低風險資產	0.5%	低
股票風險溢酬	4–5%	

\* 包括股息

\*\* 扣掉通膨後

請注意，這邊將股權溢酬與短期美國債券比較，但面對其他最低風險貨幣政府債券，我的溢酬期望也相同，原因是短期美國公債的實質報酬率期望，與英國、德國、日本等其他 AAA/AA 國家（主權信用評等）相當。

如果覺得這些預期報酬很讓人失望的話，那就抱歉了。在帳簿或資產負債表中寫下比較高的數字，也不會成真。有些人甚至表示，預期股市未來表現跟過去一樣好，只是一廂情願。此外，最低風險資產的百分之四到五的年度報酬溢酬，很快就會累積成大數字，資金在每十五年就會實質翻倍！

有許多人大概都錯了，在股市當中可以賺到的報酬，基礎竟然是過去的報酬和資料「猜估」等不科學的東西。或許如此，但是直到有人想出更可靠、更好的方法，能夠預測股市報酬，否則這就是我們現有最好的方法，也是我認為最適切的指引。另外，我們知道股權溢酬應該很重要。如果投資風險較高的股票，並沒有預期回饋的話，就把資金投入低風險的債券就好了。

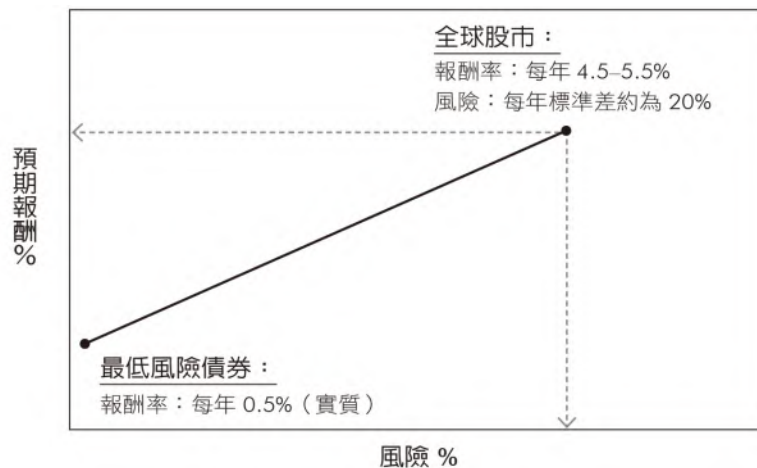
簡化預測穩定的風險溢酬還有一個問題，就是我們並不會隨著世界而改變。大概有多數投資人都誤會，認為未來的預期報酬，應該會跟二〇〇八年股災前的穩定時期一樣。而二〇〇八年十月時，恐慌與絕望則達到顛峰。假設有人考慮在二〇〇六年投資（當時市場很冷靜），他會期望報酬將與二〇〇八年十月踏入動盪市場的時候一樣嗎？



若有人願意在恐慌高點踏入市場，承擔額外風險，應該會期望補償，這表示風險溢酬並不會維持不變，而是會取決於市場的風險。預期長期風險較高時，股票投資人期望會有較高的長期報酬。以上所說的股權溢酬，都是根據平均風險等級算出的平均期望值。

## 總結

全球金融市場非常複雜，為了要大幅簡化，以下的圖表就列出扣掉通膨後的報酬。



投資人如果除了最低風險以外的報酬，還想賺取額外報酬，就可以添加全球股票投資組合。這樣就可以合理期望每年百分之四到五的報酬率，大於每年百分之〇・五的最低風險公債報酬率。不過這報酬每年差異會很大，每年標準差大約會是百分之二十。

如果全球股市對你來說，風險太高，那麼就搭配最低風險債券的投資，找到自己喜歡的風險等級。簡單扼要的說：



最低風險	低風險	中度風險	高風險
100% 最低風險 0% 股票	75% 最低風險 25% 股票	50% 最低風險 50% 股票	0% 最低風險 100% 股票

能夠進行各式搭配，配合你自己的狀況。

遵循這樣的方法，長久以往，就能夠贏過多數投資人，他們支付大筆手續費，毫無意義，導致投資報酬較不理想。也要記得，打造投資組合時，可以結合兩個指數型證券，其中一個追蹤最低風險資產，另外一個追蹤全球股市。投資組合很優異，卻只有兩支證券，誰說投資很難的？

如果這樣看起來太簡單，或許要記得，持有全球股票投資部位，就代表持有許多知名大公司、持有許多貨幣、標的遍布全世界。你的兩支證券就能夠達到非常不錯的分散效果，而最低風險證券，可以提供大量的保護。兩支證券的金額取決於你自己，還有你喜歡的風險/報酬組合。

---

\* 這邊的交易設定，聽起來很繁雜，也很昂貴。但是大型產品提供商，當然有補償流程，能夠降低交易，同時又以低廉的價格，進行外匯和股票交易，又或者透過衍生性商品部位和抽樣，降低成本，維持簡潔。

約翰·李

John Lee



**職業：**專職投資人

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**股息再投入、避免高風險、不要想買在低點

**著作：**《如何積沙成塔賺到一桶金》（*How to Make a Million – Slowly*）

我通常希望，  
有更多公司能夠保持更長時間的獨立營運，  
讓成長的故事繼續發展，  
而不是向獵食者屈服。

## 慢慢致富的十二條黃金法則

我透過爸爸，才知道有股市。他是醫生，喜歡用自己不多的存款投資。我還記得他坐在書房的地板上，嘴裡叨菸斗，旁邊放著兩大疊書。一疊是《股票交易雜誌》（*Stock Exchange Gazette*，現已停刊），另一堆則是還保持暢銷的《投資人紀事報》（我每週都會讀，有時候也會投稿）。一開始我還會笑他，說他的休閒活動非常無聊。但是好奇心還是戰勝了我，最終我也投入雜誌中寫的神祕投資技法和公司分析的世界。十六歲的時候，我就買了第一支股票，花了四十五英鎊，買了貨運公司航空與貨運（*Aviation & Shipping*）。原因我也不曉得！這家公司擁有一艘船，但很不幸的，它在我持股後幾個月，帶著我的持股沉默了。這大概不是打開長期投資人生最吉利的起點吧！

現在已經過了將近六十年，我回顧這項讓我感到有趣和快樂的興趣。這項興趣已經成為我的核心活動，而且這麼多年來，還替我打造可觀的財務自由程度。我買入賣出數百檔股票，犯了許多錯，但好在我還算成功。這個旅程引人入勝，沒有終點，能夠累積留下大量知識，深入了解特定公司和性格，可望能夠從錯中學，一磚一瓦打造起投資組合，也就是儲蓄和非儲蓄帳戶。在約莫五十個併購案中，我站在收購方這一方，其中有許多知名的公司，像是福特、巴西石油國際金融公司（*Pifco*）、威瓦勒（*Wyevale*）等，也有許多大家比較不認識的公司，像是布利登（*Breedon*）、達康科技（*Declam*）、富來蘭多咖（*Friedland Doggart*）、信達（*Wintrust*）等小市值公司，而這就是我主要著重的部門。總會有以當前市場價格大幅溢價的出價出現，但我通常希望，有更多公司能夠維持獨立更久，讓成長的故事繼續發展，而不是向獵食者屈服。

投入股市活動這麼多年後，我有什麼結論呢？最重要的有三點：

①投資成功的絕對要點只有兩個：常識和耐心，而耐心最為重要。

②要有耐心，才能避免虧損。我在這邊把高爾夫拿來比喻股市。第十七洞時，打入河裡和森林中，會讓人大敗。拉低整體股市績效的，也是虧損。所以要避免承擔不必要的風險。舉例來說，我不投資新創公司，也不購買採礦、探勘、生技類股。這些最好留給專家，他們多有著墨，才成為這些產業的專家。業餘投資人可能會受傷慘重。

③如果投資優良、持續成長的公司，你對那家公司又喜歡又有信心，這家公司持續成長，股息也常常提升，那就絕對不要放掉！不要太快賣掉，朝三暮四。股市並不是賭場，目標是要買進持續成長的公司，希望你的投資部位能夠愈來愈有價值。如果有信念的話，不要猶豫，買進就對了。但最重要的是，要把時間納入考量。我最大的部位是款待公司（Treatt Plc），該公司生產風味香料，據點在伯里聖埃德蒙茲（Bury St Edmunds）和佛羅里達。這家公司的股份，我分了二十四次買，慢慢累積我的信心、信念、知識。但很可惜，從我的經驗看來，很少有投資人應用真的策略或結構到投資，而是依照第十九洞的直覺、密訊、八卦，隨機買進！

我的投資組合愈來愈集中於一些部位，大概二十檔上下，而我也很少賣出。個人權益計畫在一九八〇年代問世時，我投入每年最高的限額，將所有的股息都拿來再投資。後來個人儲蓄帳戶取而代之，但立意和目標都一樣。二〇〇三年的時候，我成為第一位個人儲蓄帳戶百萬富翁（也就是獲利充足，雖說每年投入外部資金有上限，帳戶裡的金額達到一百多萬英鎊）。今天我會說，個人儲蓄帳戶，大概是西方

最受吸引力的包管／儲蓄產品！不用課徵收入稅、資本利得稅、遺產稅（最後這個只適用另類投資市場中的「核准」股分），稅務優惠可以移轉到未亡人。所以要認真投資的人，都應該要有個人儲蓄帳戶。我現在每年個人儲蓄帳戶的股息，都會超過我投入的資本，而且我還會把這些股息拿來再投資！

我提供以下十二條黃金法則給投資人。大家會看到，這些法則都以個人儲蓄帳戶為主，但是非個人儲蓄帳戶也適用。

### **1.每年盡量投入能夠負擔的資金**

把所有的股息都拿來再投資，盡量避免提出個人儲蓄帳戶中的款項。目標是要打造長期可觀的投資組合。如果有一年無法投入更多資金，也不要擔心。

### **2.以至少持有五年為目標**

有非常多的投資人朝三暮四，太快獲利了結。持有股票，希望股票成長再成長，才能真正賺錢。

### **3.選擇悠久、獲利和股息持續上升的公司**

投資人應該要選擇績優公司，而不是正在恢復或虧損的公司，這樣才比較可能會一帆風順。

### **4.避免大賭**

所以要避開新創、探勘、採礦類股，也要避開生技公司。這些公司的風險本來就比較高。無疑的，其中有些公司表現很好，但有些卻會讓你損失大筆資金。

## 5.只選擇董事或控制家族持股顯著的公司

董事如果自己也投入大量資金，比較不會讓公司承受過多的風險。你選擇的公司，經理人最好謹慎守護公司，著重於長遠發展。

## 6.瞭解業務後，再購買股票

我一般會避開科技公司，或者是經營許多無關活動的公司。

## 7.最好選擇進行國際貿易的公司，而不是只局限在英國的公司

我偏好在英國註冊、依照國內嚴格公司治理規則的公司。但我也希望，公司能夠理解到開發中國家的成長率，快過我們這些成熟的經濟體。

## 8.避開債台高築或董事經常變更的公司

我投資保守管理的公司，產生高額現金，投入許多到公積中，投資結果特別的好。這樣對公司大有好處，特別是經歷較為艱困的年份時，這樣使它們能夠持續發放股息。

## 9.利滾利，就算是部位比例高到不成比例，也沒有關係

投資顧問經常建議，如果一個部位變得太大，就應該要削掉頂層，實現一些獲利。我自己認為，成功的部位就不應該動，就算比例大過其他部位，也沒關係。所以款待公司（Treatt）才占我個人儲蓄帳戶這麼高的價值，大約是我第二大部位的三倍。

## 10.快速正視錯誤

我把停損點設在百分之二十，但整體市場下跌，就另當別論了。

如果看到投資組合中有部位在虧損，這麼做就能夠避免躁動不安或憂鬱情緒。每次看到虧損的公司還在，就會感到心痛並且侵蝕信心。所以從財務和情緒的角度來看，宜快速脫手。

### **11. 喜歡的股票漲了一點，不要因此而卻步不買**

常常有投資人對股價斤斤計較，不想多付一點錢。五年後再來看，不管你付五十五便士，還是五十便士，其實都沒差多少。你不是正確，就是錯誤。要對自己的判斷有信心，記得你要長期投資。

### **12. 個人儲蓄帳戶投資人，應該要請計畫經理人將自己的費用與稅務包裝分別開立，而不是從免稅基金當中直接扣繳**

計畫經理人常常每年或每半年，就從你的個人儲蓄帳戶直接收取費用。如果是這樣的話，他們就會減少你免稅帳戶裡的寶貴資金。

# 尼克·勞斯

## Nick Louth



**職業：**投資評論家

**投資法：**長期投資、指數化投資

**投資關鍵詞：**複利、低週轉率、留意費用

**著作：**《有趣的金錢：伯納德·瓊斯的投資日記》（*Funny Money: The Investment Diary of Bernard Jones*）、《伯納德·瓊斯和神廟瑪門》（*Bernard Jones and the Temple of Mammon*）、《與狼慢學》（*Dunces with Wolves*）、《財富十年翻倍法》、（*Double Your Wealth Every Ten Years [Without Really Trying]*）

**更認識作者，可上：**

[nicklouth.com](http://nicklouth.com)

接受市場漲跌，這就跟四季變化一樣，  
堅守溫和的平均值，



如此就可以達成長期目標。

# 善用複利，賺取可觀報酬

你可能聽過很多事，但是打造成功的投資，並不是艱深的科學。只要有一點存款的人，長期放著，也能成功，不用深入瞭解公司、資產負債表、市場，也沒有關係。需要的是很奇妙的數學原則，也就是複利。其餘的就是耐心和持續。

## 1.及早存錢，不要中斷，賺取一點利得，用來再投資

善用複利的方式，就是要及早存錢，不要中斷，不要把錢領出來。透過股息或其他收入賺取溫和且可以預測的利得，而不要依靠資本利得。然後再把這些資金投入資本當中。

## 2.重複

然後重複，每年都這麼做，持續至少十年，但最好是三十年以上。

市場一百多年以來的歷史顯示，遵循這個低調的行為，運用成本極低的市場追蹤基金或投資信託基金，每年就能夠打造百分之七的利得。聽起來可能不多，但是這樣每十年，資金就能夠翻倍。這就是最好的情形了！

## 3.避免誘惑與頻繁進出市場

這麼做的話，就只有一些缺點還有誘惑需要避開：不要頻繁交易或進出市場，想要快速致富。一般的交易人無法打敗市場，因為每次售出，都有人接手，反之亦然。算入成本和時間後，多數交易人確實

績效較差，有些人會把資金賠光。接受市場漲跌，這就跟四季變化一樣，堅守溫和的平均值，如此就可以達成長期目標。

#### **4.盡量壓低成本**

壓低所有成本，這樣子利得才能夠投入資本，而不會被中介商吃掉。成本也會以複利方式疊加。使用退休金和個人儲蓄帳戶來節稅，但也不要聰明反被聰明誤。投資是賺錢的方式，而不是節稅方式，過於斤斤計較會讓你難以持久。這個方法很緩慢，好處是能夠穩當的賺取利得，無論晝夜，都不用花太多心思。這樣你就有空閒處理生活當中的其他事務。

# 尤拉姆·拉斯汀

## Yoram Lustig



**職業：**財務顧問

**投資法：**資產配置

**投資關鍵詞：**分散投資、留意費用、低週轉率

**著作：**《資產配置投資實踐》（*Multi-Asset Investing*）、《資產配置手冊》（*The Investment Assets Handbook*）、《金融時報退休儲蓄投資指南》（*The Financial Times Guide to Saving and Investing for Retirement*）

要先瞭解投資原因後，再投資。

# 投資前該問自己的八個問題

## 1.我為什麼要投資？

投資的方式、投資標的、能夠且應該承擔的風險，都取決於目標。首先要確認投資目標，然後設計投資解決方案，試著達成目標。打敗標準普爾五〇〇等某些籠統的指數很不錯，但還是無法滿足你的財務需求。

你想要什麼樣的投資結果？風險容忍度有多高呢？你的投資期限有多久，哪時候需要這筆錢？你的投資有多少該具有流動性，好讓你必要時快速售出呢？你該把資金放在哪，好進行避稅呢？要如何降低成本？這些問題都需要在投資之前一一回答。要先瞭解投資原因後，再投資。

有一個特別需要考慮的面向，就是時間。時間如果足夠，會是你最好的朋友。時間愈多，對於投資組合的好處愈大，能夠讓複利滾動較久、修正錯誤、彌補損失。但是時間不夠的話，就會是最糟糕的敵人。盡量長期投資，耐心慢等。

## 2.自己來還是委託專家？

多數的選擇都有捨有得，要在優點與壞處間取得平衡。自己投資需要投入心力，自己做功課、學習、體驗、瞭解投資，有可能會犯下錯誤，讓人悔恨。但是能夠省下手續費，不用付錢僱用專業人士提供服務。

財務顧問能夠提供協助，做到你自己無法做好的事，但如果你對自己的技能有信心，就又另當別論了。不過財務顧問可能也會犯錯，

有些無法勝任的，可能不會像你一樣照顧自己的財務健全。

說到底都是信任。你相信自己管理財富的能力嗎？你願意投入心力嗎？如果願意，就可以考慮自己操作。你相信專業人員替你管理財富的能力嗎？你願意付出金錢嗎？你是否有足夠的財富，足以支應費用呢？專業人員一定要是你僱用的可信專員，而不是幫你忙的朋友，你付出金錢，僱用對方負責。不要因為對方舌燦蓮花，講得天花亂墜就栽入。要選擇看起來有能力、過往表現良好的人。

不管要不要自己來，都要學得夠多，才能夠質疑財務顧問。不要盲目相信任何人。

### 3.要如何擬定計畫，達成目標？

優異的專業人員一開始，應該要確認你的報酬和投資風險目標，也要瞭解你的投資限制（投資期限、流動性需求等）。之後專業人員應該要擬定投資計畫，盡量提高達成財務目標的機率。我們討論機率，是因為投資本來就不確定，並不是確定的活動，一定會有無法達標的風險。但就算是不確定的時候，也必須要有計畫。

投資策略應說明：

- **投資標的**——股票、債券或其他資產類別。
- **各類別資金比例**——投入股票、債券、其他各類別之資金比例。
- **投資各類別的方式**——主動基金、指數型產品、個別證券。
- **管理投資組合的動態**——因為各人情況和外部市場狀況而更動。

對於投資結果有最大影響的決定，就是**資產配置**，也就是你投資多少股票、債券、其他種類的資產。

自己操作的話，計畫就應該要簡單，不要太過複雜。擬定了計畫

後，就按部就班，同時又要保持彈性，好適應不斷變化的環境。成功的投資需要紀律，而紀律則來自於遵循有條理的計畫，不因為聲音和誘惑而偏離。就像是馬眼罩能避免馬匹看到後方和側邊，而是專心往前看。我們的世界充斥著許多嚇人的事件，還有讓人憂心的新聞。如果因為這些事物，讓你的投資決策受到影響，你可能會驚慌，在市場低點賣出，然後在狂喜的高點買進。遵照長期計畫，把眼光放在終點，保持頭腦清醒，就能夠避免善變、不良的投資行為。

儘管如此，計畫肯定需要調整。股市崩盤可能會是買進的時機。就算購買股票不是你現在的計畫，也要好好考慮。如果投資是為了退休，就把旅程分成幾個階段，並擬定相應的計畫。年輕時要累積資本，策略可能要專注於能夠打敗通膨的成長，主要投資股票。退休前十年，考慮慢慢降低風險，從積極的成長策略，逐漸轉換成資本保存策略。退休時，可能也要轉換策略，著重於產生收入，與成長率及通膨相當。

事情不太可能這麼如意，但是如果沒有計畫，就會像是無頭蒼蠅。

#### 4.為什麼要冒險？

投資顯然會有風險。儲蓄跟投資有什麼不同？把錢存到銀行中，風險很小（銀行不倒閉的話），所以報酬並不高。你沒承擔很高的風險，所以應得的報酬也不多。投資時，一定要承擔風險，你的投資可能會起起伏伏。那麼為什麼要投資呢？因為潛在的報酬高過沒有風險的\*儲蓄。

如果沒有風險的產品和風險投資的報酬相同，大家都會買沒有風險的產品，推升其價格，壓低未來的報酬，直到無風險資產的預期報酬降到極低，投資人轉而投資風險資產，其預期報酬能夠彌補風險。

市場通常會正確評價風險，以資產價格和未來潛在報酬（風險溢酬）反映。投資有一項基礎的法則，就是潛在報酬與風險相應。

如果你要追求報酬，那麼就要接受風險。風險就是報酬的另外一面。如果不想承擔風險，就不適合投資。報酬目標應該要符合風險容忍度，也就是你能夠且願意承受的風險。報酬較高，風險就會較高。如果你的資金和時間條件足以讓你彌補虧損，以致能夠承擔虧損，那麼承擔風險的能力就高；如果因為風險而夜不能眠，承擔風險的意願就很低。每個人的風險容忍度都不同。

什麼是風險？簡單的說，就是無法達成財務目標的機會。如果目標是不要虧損，虧損就是你的風險。如果你想要打敗通膨，成長率不如通膨就是風險。**波動性和標準差是常見的風險衡量指標**，但它們本身不是風險。真正的投資風險是永久失去財富（下行風險）。瞭解自己的風險，予以承擔，但是要控管，不要承擔過高的風險，以免自己無法安心。

## 5.未來發生的事，我能確定嗎？

你沒辦法，大家都沒辦法。

不要把雞蛋都放在同個籃子裡，否則籃子掉了，你就會一無所有。如果你把雞蛋分散放在一些籃子中，就算一個籃子掉了，也還是會有雞蛋。這就是分散的概念。既然未來無法預測，你也不知道哪筆投資會上漲或下滑，那麼就把投資組合分散，這些投資標的的表現可能不盡相同，這樣一來，就增加了你買到表現不錯的標的的機率。分散投資不同的標的（相關性低），就能夠降低整體投資組合的風險。有人說，這是投資界唯一免費的午餐，因為把成本降低，還不用支付費用，或是放棄潛在的報酬。

哪時候該分散呢？就是知道未來會發生什麼事情，哪筆投資表現



會上揚時。但是什麼時候會發生呢？其實很少發生，或者前提是你要有優勢。分散有缺點，就是報酬一般，並不會太亮眼。但也代表，如果虧損的話，程度也只會是一般，不會太誇張。未來無法預測，所以就分散吧。

## 6.主動還是被動？

投資爭論不休的一個議題，就是要主動還是被動管理資金。進行主動管理，就需要選擇你認為可能會打敗市場的證券，然後依照各種投資或市場未來可能的表現，配置資產。被動管理是指使用追蹤型商品，追蹤市場績效，維持配置，買入後就抱著。

做得對的話，主動管理可以提升價值。但是這需要時間、金錢、才能，選股要持續成功，一定需要技能。被動管理可以打造市場平均報酬，交易成本也較低，但比較簡單，費用低於主動管理。要選擇哪種方法，這個答案很惱人：「看情況」。

主動管理可以打造較市場亮眼的績效。如果你選的證券績效突出，或是在下跌前脫手、漲價前買進，就可以獲利。主動管理的難點，就是需要預測未來。如果能夠預見未來，你就贏了；但如果看不清，就會輸。預測未來非常困難，對於才能最卓越的專業人員而言，也是如此。既然無法仰賴運氣，要選擇主動管理，就一定要投入，或者雇用可信賴的專業人員，否則就選擇被動管理。

差勁的主動管理會危害價值。就算主動管理每年都能夠增添一些價值，但長久以來會累積，造成很大的差異。儘管如此，想要進出市場（擇時），相較於投入資金後就長期持有的策略，績效往往較差。

## 7.我該斤斤計較嗎？

一般而言，斤斤計較並不是正向特質。應該要盡量把資源花在自

己或鍾愛的人身上，把財富帶進墳墓並沒有意義，但如果要把財富傳承給後代，就是另外一回事了。

但是投資時斤斤計較，其實是良好的特質。你省下來的每一分成本和稅金，都能夠提升績效。**我們能夠控制的事情很少，其中之一就是費用和稅金**，至於對於其他事物的掌控，就有限了。所以能夠控制的，就控制。

**盡量把顧問費用談低**（財務顧問是很競爭的市場），目標是以低廉的手續費購買基金和證券，**盡量把投資放進稅務效率高的產品**。重要的**不只是資產配置，資產位置也很重要**。但是需要注意的是，你應該要省下手續費和成本，但又要兼顧品質。給香蕉就只能請得起猴子。不要單單因為便宜，就選定顧問或投資。如果你的顧問或投資很差勁，虧損的金額大概就跟省下的費用和成本相當。

價格的另外一面，**就是你支付的投資金額，會決定未來績效**。價格較高，就代表未來報酬較低；價格較低，就代表未來報酬較高，但前提是其他所有的變數都維持不變。購買投資商品，就跟購買其他事物一樣，大家都不想買貴。投資的挑戰，就是很難知道正確的價格為何。歷史是最佳的指南。

股市大幅上漲後，價格可能就會變得昂貴。但也有可能繼續上漲，之後或許回到平均評價。結構變更也可能會締造新的價格等級。

今天支付的價格，會決定明天收到的報酬。不要花過多的錢投資，但也不要投入太少的資金。

## 8.是否該投入資金後，就把投資組合拋到腦後？

太常調撥投資，會產生不必要的交易成本，導致大家以恐懼和貪婪做出情緒化的投資決策，這樣往往會造成傷害。但是忽視投資可能也會造成傷害。把投資組合當成植物好好照顧，才能夠成長茁壯。要

動態，但不要太積極。

定時快速投入現金，參與市場，長久以往還能夠讓價格趨近平均，避免買高賣低。投資組合再平衡頻率不要過高，也不要太低（每年或每半年），好搭配投資策略。檢視績效，避免出現意外，確認自己如期達成想要的目標。自己的投資選擇、策略與需求，和市場情況有關，決定後一定要開心。投資是不會結束的故事，需要耐心，也要維持，或許也需要運氣。祝你好運。

---

\* 所有的事物都有風險，通膨可能會讓儲蓄的實際利息變成負值（通膨調整）。所有的事物都有比較的結果，相較於投資，存款幾乎沒有風險。

# 克里斯·梅耶

## Chris Mayer



**職業：**基金經理人

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**注意不對稱陷阱、複利、避免過度分散

**著作：**《如何找到100倍回報的股票》（*100-Baggers: Stocks That Return 100-to-1 and How to Find Them*）、《如何知道？清晰思考華爾街、投資、人生的指南》（*How Do You Know? A Guide to Clear Thinking About Wall Street, Investing and Life*）

股權是最好的不對稱陷阱，  
俗語說「沒人會洗租來的車」。

# 在股市脫穎而出的四件必做小事

## 1.跟擁有不對稱陷阱的人一起投資。

「身為財務顧問，我認為創業直覺相當於大量持股。」

——馬丁·索斯諾夫《沉默的投資人，沉默的輸家》  
(*SILENT INVESTOR, SILENT LOSER*)

索斯諾夫先生是財務顧問，很堅強，說話一針見血，他投身業界五十多年後，最近金盆洗手。我同意他說的話（他也寫了一些值得引用的書，闡述他的經驗。我最喜歡的是一九七五年出版的《謙卑華爾街》〔*Humble on Wall Street*〕）。

我一開始引用索斯諾夫先生的話，因為我已經吸取其深刻的教訓，應用在我的職涯當中。如果只能分享一則投資策略，那就會是：跟擁有不對稱陷阱（編按：指有切身相關利益）的人一起投資。

有許多研究都顯示，內部人持有比例高的股票，績效較亮眼。這聽起來很合理。

持有人做的事情，槍手不會做。有時候這些事情微不足道，但長久以往會加總起來。舉例來說，我記得馬基特公司（IHS Markit）研究調查三千間上市公司，發現只有兩百二十五間，在二〇一二年第四季稅金增加前，發放特別股息。這兩百二十五間公司的股票內部持有比率，平均為百分之二十五。持有人會考量的因素包括稅金。

「股權是最好的不對稱陷阱，俗語說『沒人會洗租來的車』。」但還有其他種不對稱陷阱。要注意管理團隊的獎勵制度，再跟他們一起投資。看看他們的薪酬制度，他們是否會因為提高每股價值，而得到報酬呢？他們是否會使用有意義的指標，像是投資資本回報率

（ROIC），還是只是注重盈餘等比較不重要的數字呢？

研究代理投票紀錄，這是公司最重要的揭露資訊，也是我第一個要討論的（在美國，代理投票紀錄是 DEF 14A 表格，詳細說明股票持有、管理團隊薪酬等）。

關鍵的概念是，要跟把公司當作自己的管理團隊，一起投資，如果他們是所有權人，那麼就會比較簡單。

## 2.要有耐心

菲利普·卡雷特（Phil Carret）是長期投資人，一直到一九八八年，一百零一歲去世前才停止。華倫·巴菲特說他是「一位英雄」。

一九九六年，路易斯·魯凱澤（Louis Rukeyser，編按：美國著名金融記者）在電視上訪問他時，問說：「你過去二十五年來，學到最重要的事情是什麼？」

卡雷特說：「耐心。」

我從來沒忘記這段對話。利用複利的能力，是投資成功的關鍵。複利的力量需要時間發酵，如果一直把錢抽出來，就是揠苗助長，無法獲得報酬。

以下的案例我很喜歡：如果你投入一分錢，每天都翻倍，到了第三十天，金額就會達到一千零七十萬美元。這顯示了兩件事，第一個就是複利的力量；第二個就是報酬要到後來才能夠取得。畢竟如果到了第三十天，你有一千零七十萬，你在第二十九日時，會有多少錢？答案是五百三十五萬。第二十八天呢？就只有二百六十萬美元。請深思一下。

耐心很重要的原因還有一個：就算是最好的投資，也會經歷維持不動的階段，或甚至更糟糕的情形。

我最喜歡的故事來自於密特曼投資管理公司（Mittleman

Investment Management) 的克里斯·密特曼。他說，想像有一位朋友把你介紹給華倫·巴菲特，時間是一九七二年，然後跟你說，他們一起賺了多少錢。你查了一下，發現波克夏·海瑟威的股價從一九六二年為八美元，到了一九七二年底，增加成八十美元。所以你以每股八十美元的價格，在一九七二年十二月三十一日時入手，然而三年後，價格卻跌了百分之五十三。更糟糕的是，標準普爾五〇〇只掉了百分之十四。所以你就感到厭惡，脫手了，這就犯下了大錯。到了一九八二年十二月三十一日，股價會升值到七百七十五美元，一直到今天的二十七萬二千美元。

投資是一場報酬掌握在自己手中的遊戲。

### 3.不要指望老是會贏

我很喜歡研究厲害投資人的紀錄。在其中我學到一件事，就是投資人都不會一帆風順。

戴維斯投資顧問公司 (Davis Advisors) 二〇一一年時，在一百九十位共同基金經理人當中，調查至二〇一一年十二月三十一日為止，十年績效為前百分之二十五的人。

戴維斯投資顧問公司當時問了一個很有趣的問題：這些績效很好的人當中，有多少比例的人連續三年打造出不佳的數字？更準確的說，在這些頂尖經理人中，有多少比例的人，連續三年表現都在最差的百分之二十五？

答案可能會讓你很震驚：百分之九十六。

換句話說，幾乎每個人都經歷過這樣的情形。此外，有三分之一的人至少有三年跌落到最後百分之十。也就是有百分之九十的同儕，打敗這些績優經理人，時間至少維持三年。

另外一個很好的例子就是約翰·坦伯頓爵士。他在一九五四年建

立富蘭克林坦伯頓成長基金，這是他的旗艦基金。他管理的時候，平均每年報酬率為百分之十六，維持了三十八年，幾乎比當時市場還要高百分之四，是非常亮眼的紀錄。如果你在一九五四年投入一萬美元到坦伯頓的基金中，然後維持不動，一九九二年他退休時，你就會有一百七十萬美元，締造一百七十倍的報酬。他沒有運用債券，而且往往有額外的現金。

但是他的基金在三十八年間，有十年賠錢，每次幾乎都虧損百分之二十五。

特定年份的投資報酬沒什麼意義，這些數字漲漲跌跌，無法預測，也不平均。如果你追求的是績效，就會在快要回彈時脫手，然後在高點買進。不要追求績效。

#### 4. 不要太過分散

多數人都持有太多檔股票。我看過單個投資組合就有三十或四十檔的股票。很荒謬。不可能有人能夠記得這些股票的名稱，或者知道的連皮毛都不到。

而且我還會問你這個問題：你第三十檔喜歡的股票，真的值得持有嗎？那麼排名第二十九的股票呢？我一直跟大家說，要集中投資。我認為十到十五檔很不錯，甚至要再少一點。

我一直記得喬伊·葛林布雷（Joel Greenblatt）說過的話。他的良好紀錄讓人眼紅，經營戈坦資本投資（Gotham Capital），之後也把自己的方法寫成書。葛林布雷指出，持有不同產業的八檔股票，能夠除去約百分之八十的非市場風險（或整體市場動向無關的風險），而十六檔股票則可以剔除百分之九十三的非市場風險。

換句話說，到了某個程度之後，再添加股票，對於降低風險沒有幫助。



除此之外，有各式研究顯示，最佳的報酬往往來自集中的投資組合。要深入瞭解的話，我推薦大家讀艾倫·貝內洛（Allen Benello）、麥可·馮比耶瑪、杜白·卡萊爾的《全球最佳集中式價值投資人的策略》。這本書羅列經營集中投資組合的投資人，而路易·辛普森（Lou Simpson）就是其中之一。他經營蓋寇（GEICO）的投資組合，時間從一九七九年開始，一直到二〇一〇年退休時。他的紀錄非常卓越：每年百分之二十，市場則只有百分之十三·五。

辛普森打造集中投資組合的原因很簡單，他說：「好的投資想法就是符合標準的公司，很少見。當我們覺得找到一間的時候，就會很投入。」

辛普森愈來愈集中，一九八二年時，他持有三十三檔股票，投資組合達到兩億八千萬美元。他一直降低持有的檔數，就算投資組合規模一直成長，也繼續降低持有的公司數目。到了一九九五年，他持有十檔股票，投資組合規模高達十一億美元。

這個情形跟現在財務顧問的說法，背道而馳。如果只是盲從跟隨，就會很危險。但我認為，相較於平均分配賭注，並以為這樣比較安全，如果你把重心放在最好的、真正瞭解的想法上，表現會比較好。

**提姆·摩根**

**Tim Morgan**



**職業：**金融分析師

**投資法：**全球宏觀

**投資關鍵詞：**系統風險、留意現金流

**著作：**《成長後的生活》 (*Life After Growth*)

比例很有用，  
但是沒人用這個付午餐錢。

## 不正常時代的風險與報酬

有許多方式都可以設定投資規則或參數，但，沒有固定的黃金法則可人人適用，因為每個人的情況和目標都大相逕庭，還有所採取的規則或指南，都得貼合自己的需求。

但是這些規則也一定要考量到較寬廣的情境，也就是當前經濟、政治、財政情形。這些變數都很不正常，當中最明顯的就是資產市場，包括股市、債市、不動產市場，這些市場都差不多在歷史高點。同時債務也在歷史新高，而二〇〇八年全球金融危機時，金融系統面臨崩毀，自那時候以來，利率都接近零。

### 新的異常現象

這些情況都不正常。名目利率接近零，如果計入通膨的話，就會成為負值，也就是長期儲蓄其實是在賠錢。這點顯見於退休金，由於利率低，未來報酬期望值低於期望未來支付金額，導致基金赤字，岌岌可危。某些企業在比較正常的情況當中會倒閉，但利率低也能夠舒緩企業困境，創造新穎且較佳的企業創業機會，而這就是「創造性破壞」這個必要流程的一部分。

包括不動產在內的資產價值，反映出超級廉價的信用、不強健的經濟成長或收入上升。

由於不正常的情況，投資人面臨重大的挑戰。首先，資產市場價格高昂，會擠壓收入，導致具有吸引力的報酬難以尋得。近年來，有大量公債多次以負殖利率交易，代表投資人不但借錢給政府，還另外付錢給政府。

但是不管從理論或歷史的角度來看，這樣的情形都不正常。投資

人現在不能夠只持有低風險產品，賺取微薄（但是正值）的資本報酬。換句話說，任一等級報酬相應的風險，都創下新高。加上退休基金出現巨額赤字，低利率的下行風險，也包括儲蓄大幅損失。

「異常」不一定「很快會改變」。經濟學家凱因斯說過：「市場可以一直不理性，而你的資金早就週轉不靈。」但是我們要捫心自問，平衡是否會適時恢復？是否有可能回到利率較高的環境，也就是實際為正值的時候呢？如果是這樣，低廉的信用刺激是否會反轉，壓低資產價值，推升收入？

討論我自己的投資規則之前，這邊的目標是要探索「新異常」便宜金錢中一些顯見的風險。

## 很喜歡債務嗎？

看到這邊的統計數字，投資人都應該要問，到底發生什麼事？二〇〇六到二〇一六年的十年間，全世界的經濟輸出（國內生產毛額）增加二十九兆美元（百分之三十二），全球債務則增加了九十八兆美元（百分之六十一）。這就代表每增加一美元的國內生產毛額，就會有三・三九美元的借款。

除此之外，我們在同一時間內還增加了四十三兆美元的銀行間債務，而全球的退休金儲蓄，則可能比預估所需金額少了九十四兆美元。

有兩個截然不同的方式，能夠看待這個關係。有一個看法，就是不需要太擔心，特別是因為償債的成本極低。另外一個看法，說白一點，就是認為這是「龐式經濟學」（Ponzi economics）。我們向未來借錢和其他抵押品，債臺高築，好維持「一切如常」的表象。

一般共識比較喜歡寬鬆的詮釋，但是偏向這個看法的人，可能也要記得，同一群人也沒看見二〇〇八年前的債務（和風險）上升，讓人

憂心他們當時錯了，現在也可能也會錯。

我馬上要澄清，絕對的債務價值，並非這個情形造成的最大問題。還款一定可以遞延，如果通膨上升，那麼歷史債務的真實價值就會下降。

在成長和借貸的關係中，惱人的反而是成長好像取決於借貸。換句話說，目前的成長率取決於日日高升的債務。

## 以英國為例

英國的數字解釋了這個流程。二〇〇六到二〇一六年間，英國國內生產毛額計入通膨之後，增加了兩千零三十一英鎊（百分之十二），但是債務增加了一兆一千八百一十億英鎊（百分之三十二）。顯然至少某些借貸是用來提升消費，而消費到目前為止是國內生產毛額最大的元素。每成長一英鎊，就會新增五·八英鎊的債務，這樣的情形顯然不能持續下去。

所以如果借貸成長率較低的話，那麼國內生產毛額會怎麼樣？換句話說，這期間的「成長」有多少比例不是來自於花掉借來的錢？這點很重要，因為如果借貸受到限制，成長幅度還剩多少？

英國就是一個明顯的例子，能夠解釋持續借錢可能會很危險的原因。二〇〇六年後接下來的十年，債務增加了一·一八兆英鎊，債務總和在二〇一六年底高達四·八八兆英鎊，相當於國內生產毛額的百分之二百五十二。光是二〇一六單一年度，借款總和就達到一千五百二十億英鎊，而成長只有三百四十億英鎊。

但是這個債務規模只顯示不到一半的事實，並沒有算入銀行間或「金融」產業的借貸。官方數字為一·七七兆英鎊，相當於百分之九十一的國內生產毛額。但有些可信的估計，高達兩倍。欠缺資金的公部門退休金，所占規模約為一·五兆英鎊（未來員工提撥期望值與預

期未來支出之差額)。最近利率下調後,《金融時報》馬上報導,私人退休基金赤字提升至九千七百五十億英鎊。

就算加總退休金赤字(大約為二·六兆),數字還是較實際低。一家知名國際組織最近發布了一項報告,預估英國投入退休金金額不足,截至二〇一五年底,整體差額達八兆美元(約為五·五四兆英鎊)。放眼全世界,造成這些退休金差額直接的原因為貨幣政策。這些政策將投資報酬幾乎摧毀殆盡。

你在二〇〇七年投入退休金的每一英鎊所締造的報酬,現在要投入二·七英鎊才能夠達成。

無庸置疑,英國的債務和「準債」加總起來,金額十分龐大。「經濟」和銀行間的借貸總額,介於六·六兆英鎊(國內生產毛額的百分之三百四十三)到八·四兆英鎊(百分之四百三十五)。除此之外,退休金赤字可能介於二·六英鎊(國內生產毛額的百分之一百三十八)到五點八兆英鎊(百分之三百)間。就算是這樣,也沒算入核電除役與私人融資計畫中的債務。

準債當然跟真正的債務不同,真正的債務受到合約規範,也很難想像政府會對員工食言,眼睜睜看著退休金準備瓦解。這時我們至少應該承認,持續鉅額添加債務(與準債),可能不是長久之計。

那麼如果借款的能力下降,成長會怎麼樣呢?我的估算是(根據一個公式,但終究還是預估),二〇〇五到二〇一五年間增加的一·三兆英鎊的債務中,有百分之十三用於補貼通膨。雖然這個數目占債務總額的比例並不高,但金額還是高達一億八千兩百萬英鎊,或是當期成長的絕大多數(百分之八十五)。此外,利用借款來刺激消費(進而推升國內生產毛額),早在二〇〇五年前就開始了。根據我的計算,排除借款消費,二〇一六年的國內生產毛額就不會是一·九四兆英鎊,而只會是一·五五兆英鎊。

這當然會指向兩個很惱人的隱含之意。首先,如果剔除「借款消

費」，成長會遠低於一般接受的百分之二；沒有借款刺激活動，數字就會低到百分之〇・四左右。第二，如果利用剔除借款消費的國內生產毛額，債務與國內生產毛額的比例，可能會遠高於已報導的百分之兩百五十二，達到接近百分之三百二十，而這還沒算入銀行間的借貸和退休金準備差額。

## 這是系統性的問題

英國的情況雖然很極端，但跟其他西方已開發經濟體也相去不遠。美國的數據依照通膨調整過後，在二〇〇六年到二〇一六年間，增添了十一・一兆美元的債務，而國內生產毛額成長總額則達二・三兆美元。同期法國的債務新增了一・九兆歐元，而成長幅度只有〇・一六兆歐元；西班牙借貸了四千六百億歐元，成長只有三百五十億歐元；義大利的經濟輸出在這十年間其實降低了，但是債務卻上升近五千億歐元。

不只這樣，西方國家運用債務提升國內生產毛額的習慣，也散播到了新興市場經濟體。在二〇〇六年到二〇一六年間，中國成長數字為四十三兆人民幣，淨借款金額則高達一百四十六兆人民幣，還有巨幅銀行間借貸成長（八十二兆人民幣）。

這個流程的「來由」可以從不同角度解釋。首先是全球化。把需要技能的工作外包到新興經濟體，好像導致西方消費者要借錢，才能維持同樣的消費水準。全球化導致薪資降低，稅收不如預期，西方政府因而身陷債務。在「新自由主義」的經濟意識形態下，對於欠債的態度較為寬容。金融服務「法規鬆綁」，借款更容易，成本創下新低。

但是這些原因相較於投資人的結果、風險、意涵，都沒那麼重要。全球金融危機之後，政府裁員，削砍「政策」利率，運用量化寬

鬆推升債券價格，導致殖利率降低，目標是避開支付全球巨額債務的利息。「零利率政策」就是短期救火的工具。

但是這場「火」持續的時間，比第二次世界大戰還短！利率低當然會鼓勵大家借錢，債務從二〇〇八年起，成長速度都較危機之前還高。

## 高風險時期的兩條規則

### 1.明智的投資人一開始就瞭解自己的目標

投資人一定要瞭解風險的問題。資產價值因為便宜的信用而飆漲，可能也會因為借貸成本昂貴而下跌。如果運用借貸刺激經濟活動不再可行，那麼成長就會趨緩，或是下跌，對投資造成不良影響。銀行危機可能會再次出現，而這次債務遠高於上次，政府介入的能力也因為自己的債務而減弱。可以想見，通膨會上升，抵銷歷史債務的實際價值，回歸平衡。

報酬溫和，風險提高，穩健的投資原則就更加重要。不管情況如何，明智的投資人一開始就要瞭解自己的目標。我要的是收入還是資本增值？我要買賣還是長期持有？我怎麼看待風險？

風險的問題一直都很重要，因為風險與報酬分不開。低風險投資或許也能打造適度的報酬。如果目標是打造高報酬，一般就需要承擔較大的風險。

當然也有可能投資計價錯誤，所以報酬高，但風險低。但要找到這種投資，就要能夠看到市場一般錯過的機會。市場價格理應反映所有參與者的集合知識，所以找到異常可能看似困難。但反之，市場價格也是集合誤解的加總，所以異常確實會發生。

難的是發現異常，但有一個原則可以遵循。你是否注意到有多少高價值的公司，幾乎所有的營收都取決於同一個有限的收入來源，也



就是所謂的廣告收入？你是否也注意到，有多少消費者不只運用廣告阻擋軟體，甚至還自己寫程式碼？

**身為分析師，我可以公開說，自己喜歡低風險。**原因很簡單，所有的投資都有風險，但承擔不必要的額外風險，缺點卻沒什麼人說。

## 2. 計算現金

我對於股票投資的態度很基本，就是要根據事實購買，而不是跟風。所以我的指導原則就是「計算現金」。你可以說我很多疑，但是有人跟我說一家公司之後獲利會多高，我都會再三斟酌思考。我需要有人說服我，代表我要看到現金流，或至少知道現金來源。比例很有用，但是沒人用這個付午餐錢。我們要記得，投資的目標是現在投入一點現金，以後才能夠取回更多現金。

這個意思是要著重現金流，不是獲利。畢竟有現金，才能夠支付股息。現金才能讓公司足額投資，打敗同業，或至少並駕齊驅。計算現金有助於你瞭解公司的穩健程度。股息的現金流涵蓋率為多少？債務與年度現金增值相比如何？股價占每股現金流比為多少？最重要的是，我們對於現金流未來走勢，有多瞭解？

顯然我們需要「乾淨」的現金流數字，這樣衡量才有效。意思是計算現金流時，要排除非常態利得或虧損，也要剔除營運資金的變動（庫存、債務人、債權人等）。雖然我說過，比例沒辦法付午餐錢，但不妨計算現金報酬，意思就是現金流占投資資本毛額（未折價）的比例。

目標一直都是維持最有利的風險報酬組合。投資商品宣稱的報酬與實際產生的結果，可能大相逕庭。以現金為基礎的評估方法，有助於衡量實際的「認知缺口」有多大。

就算在普通的時候，計算現金也很可靠。若現在的情形異常程度

很高，現金基礎就更加重要了。

# 查理·摩里斯

## Charlie Morris



**職業：**基金經理人

**投資法：**資產配置

**投資關鍵詞：**分散投資、全球投資

股市某區域上漲，  
就一定會有區域下跌。  
可以加以善用。

## 牽一髮而動全身：投資人指南

我從一九九〇年代初期起，就開始追蹤金融市場。一開始我是散戶投資人，之後投身基金管理業，我愈來愈瞭解：一切都有關聯，牽一髮而動全身。我以前忽略債券，對於貨幣視而不見，完全不看商品。我只關心股市。但是仔細觀察，就可以看到股市某區域上漲，就一定會有其他區域下跌。而且我最終瞭解到，變動的原因來自於我以前忽略的資產類別，特別是債券。

這些年來，我看到製造牙膏和狗糧等消費者公司，其蓬勃發展的時間都跟汽車公司不同。黃金大漲時，科技類股就要小心了。在這個短短的章節當中，我會解釋原因，也會討論投資人如何善用這些機會。

### 主動經理人一直都無法打造「投資組合」

有許多主動經理人的風格偏重優質、成長、價值，讓人覺得他們的方法能夠打造長期成功。成長股漲幅高，速度快，價值股很划算，品質股（quality stocks；指利潤較高、負債較少、能持續獲利的公司股票）則很有韌性。這些特性都讓人很心動，但是這世界一直在變動，分散投資會有回報。只採用一種風格的投資策略，效率並不高，因為有時候你的方法並沒有用。保存資本（保本）是投資人最重要的事項，損失百分之五十，就需要百分之百的利得，才能夠回到起始點。

你可以看到這些都跟債券有關，也就是我三十歲時覺得很乏味而忽略的東西。全球債券市場非常大，估計會超過一百兆美元，大約是股市的兩倍大。債券提供資金給各國政府、市政府、公司、消費者。信用風險、預期通膨、發行、經濟前景、人口結構趨勢、政府政策等

許多因素，都會影響債券價格，提高金錢成本，決定股市成長與下跌的區位。

## 石油決定價格

能源是經濟中最重要的輸入成本，會影響總體經濟。石油是最集中、最方便運送的能源，所以會推升通膨，這並不讓人意外。如果通膨是金錢價值下降的比率，金錢最有價值的時候，就是石油最便宜的時候，反之亦然。

如果油價上升，推升成本，消費者的可支配所得就會較低。油價持續上升，原因往往是經濟力道，也會推升其他商品的價格走勢，因為小麥和銅（舉例而已）的生產，大幅取決於石油。長期通膨預期上升，也會造成債券價格下降，因為金錢價值在未來會下降。也就代表，現在債券投資人就會需要較高的報酬，才能夠彌補未來的損失。

假設經濟強勁，消費者價格如果較高，政府想要控制通膨，就會拉高利率。在這個時候，通膨和債券殖利率就會上升，「曲線也會上揚」。曲線上揚（債券殖利率加上通膨），對於保險公司和銀行往往也有助益，能夠推升其收益率。這個力道也會顯現在新興市場和各個產業中。

## 中國再次崛起

最近一個例子，就出現在二〇〇二年起的「中國年度」當中。中國的人均國內生產毛額，在一九七八年鄧小平改革時為一百五十六美元，二〇〇二年才剛剛超過一千美元。但到了二〇一六年，這個數字就飆漲到了八千一百二十三美元。

一千美元是臨界點。中國崛起，是各國都需要重視的經濟力量。超過臨界點後，該國消耗商品的幅度，更是前所未見。銅價成長了十

倍，石油從一九九八年的十美元，上漲到二〇〇八年的一百四十八美元。

「油峰」成為熱門主題。

## 價值陷阱

中國需求成長讓人大吃一驚，在這個時代，通膨與債券殖利率雙雙上升。不讓人意外，商品、新興市場、金融公司和工業公司，特別是運用槓桿的公司，都出現泡沫。經濟享受了一段時間的定價能力。

但是二〇〇八年信用危機出現時，正是這些類股表現最差，而在這之前，這些股票因為上揚的曲線而上漲。有許多股票都由價值經理人持有，他們的目標是持有便宜但不會跌這麼多的資產。他們認為自己很保守，但是表現在危機當中，是最差的一群人。為什麼會這樣呢？因為曲線在二〇〇二年的時候上升，危機出現時，就像是一塊石頭一樣，快速下沉。

諷刺的是，價值經理人在基金管理業中最自負。他們相信自己比較聰明，但並不是如此。

## 品質是救世主

危機期間，曲線不只下滑，實際利率在二〇〇八年最黑暗的時候，從百分之三降到二〇一二年的百分之負一。也就是說，債券殖利率低於通膨率。投資人重心轉移到防禦型類股，像是必需消費品等。這些公司製造的產品，都是我們需要而不是想要的東西，利潤相對容易預測，資產負債也很穩健。這些股票的品質都很好，但是成長緩慢，所以這些公司的股票都具有跟債券類似的特質。

## 紳士偏好債券

債券表現在利率和通膨下降時表現最好，也就是曲線下滑的時候，這個情形跟中國年份（編按：即前文提及，二〇〇八年前因中國需求成長而受益的年份）完全相反。二〇〇八年以後，品質類股突起。到了二〇一六年，交易市銷率較過去高得多。這應該很正常，因為債券殖利率跌到歷史新低。這些公司的自由現金流收益率之後也跟進了，價格變得昂貴，債券殖利率升高時，又會再度降價，很合情理。

**品質股受益於下滑的曲線，而價值股則受益於上揚曲線**，所以這兩種類股可以說是相反，確實也是如此。投資組合如果結合品質和價值類股，比只持有一種的還要穩健。華倫·巴菲特可以合理說是品質和價值類股經理人，不妨追隨他的腳步。

## 成長股也有週期循環

在一九九〇年末期時，石油很便宜，經濟很強勁，利率上升顯著較通膨緩慢，所以實際利率（利率和通膨的差異）飆升。雖然說危機出現在商品和新興市場當中，但那個時代的股市泡沫是一九二九年以來最大的。泡沫期間，下跌的股票多於上漲的股票。這是因為只有一部分的市場飆漲，成長類股表現突出。

當然網路問世，千禧蟲會讓所有的吐司機在除夕爆炸等，說法紛紜雜沓，但是債券市場的行為推動了趨勢。雖然說尖峰股價在二〇〇〇年三月出現，非常不理性，但是前幾年的動態卻很理性。無論網路泡沫是漲是跌，網路自此之後就持續成長。

大家期望公司成長速度快過市場，如果當時其他投資案較少，理應比較有價值。當時非科技市場被籠統的概括成「舊經濟」，實際殖利率在一九九〇年代末期上漲，債券和必需消費品等低成長或無成長資產現值下降。大家厭惡舊經濟，這很理性，但是在市場表現的程度，卻太超過了。

## 泡沫破掉了

泡沫最終一定要破掉。科技類股在二〇〇〇年三月達到頂點後，實質利率剛好也達到頂點。這些實質的利率開始從讓人發暈的高點下滑，在接下來的熊市中，投資人一窩蜂的購買債券、與債券相似的股票。

科技類股蓬勃發展時，成長類股的經理人表現極為優異，以為自己無所不能，而那些優質和價值經理人的表現，這時則讓人貽笑大方。但是真正在科技泡沫之後的贏家，不是品質股也不是價值股，而是黃金。

## 不要忽略黃金

有些人說黃金是中央銀行的量測指標，如果對該國貨幣升值，就代表央行表現不佳。因為如果通膨上升，但經濟冷淡（債券殖利率下降時），那麼實質利率也會下降（實質利率為債券殖利率減掉通膨率）。通膨反映的是金錢貶值的比率。在這個環境當中，表現最好的資產是黃金（或是可靠的抗通膨債券），因為黃金在如此惡劣的經濟環境中，是最能夠保值的工具。

一九九九年時，黃金的價格為每盎司二百五十美元，金價從那時候開始攀升。根據我的計算，黃金價格當時低估百分之四十三，比較公允的價格會接近四百美元。但是市場有自己的思緒，而價格低廉則創造了機會。

## 分解金牛

黃金牛市的金價上漲百分之六百一十一，最高點相較於公允價值，高了百分之四十八。照這樣看來，百分之六百一十一當中的百分



之四百八十還算合理。我說合理是因為原本金價太低廉，同時期的複合通膨率為百分之三十五，實質利率從一九九九年的百分之四，跌到二〇一二年的負百分之一，所以另外再漲百分之一百零三也算合理。

同時間，股市卻沒什麼看頭。標準普爾五〇〇的報酬率，若把股息算進去，每年為百分之一・五，而富時全股指數的報酬率則為百分之三・八。納斯達克是大輸家，這十一年間的報酬率只有百分之〇・五，金價年化報酬率則高達百分之十五・七。看來股票和黃金走向背道而馳。

黃金投資在一九八〇到一九九九年間，報酬很糟糕，但是後來情勢就變好了。但對黃金臭蟲（編按：指極度看好黃金做為投資或衡量標準的人）來說很可惜，黃金表現好的時間，好像只有百分之四十。最好是持有黃金，跟黃金一起漲價。

有一個簡單的投資組合，結合黃金和納斯達克，即便兩種資產出現泡沫崩盤，表現還是非常的好，就只是因為這兩種資產呈負相關。過去二十年間，黃金增值四・三倍，而納斯達克則上漲了六倍。如果兩種資產以一比一的比例持有，年底再平衡一次，那麼報酬就會是七倍，對於這個簡單的想法來說，並不算差。

## 背道而馳，降低風險

身處成長的環境中，實質利率上漲，表現最不好的資產就會是黃金。這很合邏輯，因為利率上漲，銀行存款就會比較讓人心動，進而會對金價產生下行壓力。我也說過，特質和價值策略背道而馳。長期來看，兩種皆持有，好過只持有一種。

總的來說，價值類股受益於上揚的曲線，而品質類股受益於下跌的曲線。成長類股受益於上升的利率，而黃金則受益於下跌的利率。但要是成長類股大漲，品質和價值類股也不一定會下跌，因為這幾種

類股走勢並不會背道而馳，只要避免持有黃金，或至少減少持有量即可。同理，身處對價值類股有利的環境中，可以持有黃金和成長類股，避開品質類股，因為債券和相似的股票會下跌。

## 有效率的投資組合

把這個主張再進一步延伸，就可以結合四種風格，定期進行投資組合再平衡。意思是，不管厲害的債券市場如何出招，投資組合內都會有一個上漲獲利的公司，也會有虧損的公司。但是透過再平衡，就能夠在低點買進。這也很好，因為情況最終會反轉，而你到時也有備無患了。另外兩種風格表現可能不會太好，但機會還是會到來。這就是往上攀爬的方法。

重點不是要解釋過去，而是要做好準備，面對未來。債券市場的情勢，會決定股市的不同領域會發生的事情。不要煩惱究竟該持有成長、價值、品質類股或黃金，全部持有的話，就不會受到急劇的影響。當然還是會遭遇逆境，但是結果還是比只採用單一風格的投資人還要好。

## 指數型基金

喔，我聽到你哀號，說這種基金只追蹤指數。沒關係，但你說的是哪個指數？標準普爾五〇〇分散程度高，從一九九八年我開始擔任專業基金經理人後，就有兩次下跌一半。而其他指數更糟糕，因為這些指數都有成分股偏誤。

舉例來說，納斯達克由成長型公司主導，台灣加權股價指數也是一樣。富時一〇〇有很高的自然資源加權；瑞士指數有太多品質股；新興市場在嘉惠價值類股的環境中，表現最好，但也有缺點。國家指數太過籠統，投資組合的效率只是巧合而已。我不是說指數的組成很糟

糕，而是說長久以來，其實你不需投入什麼心力，表現也會顯著較佳。也就是說，能夠締造高報酬，又能夠分散投資。要記得，分散並不是說要持有所有的資產，而是要持有性質不同的資產。

## 總結

不要忘記成長型公司就算不受青睞，整體還是繼續成長，還是會繼續推動網路、生物科技、軟體等經濟產業的發展。如果較便宜的資產提供更好的投資機會，這些公司的溢價就會減損。同樣的，水泥工廠或是石油公司並不會消失，只會退流行而已。

顯示資產類別行為關聯的跡象，不僅是推測而來，也很符合邏輯。你可以試著預測債券市場，然後瞄準正確的產業，但是知易行難。

或許可以運用回饋迴路，問問自己，股市中有哪些便宜，哪些受歡迎？然後考量現在債券市場中的趨勢，利率和通膨是在上漲還是下跌？一旦下定決心，最受歡迎的，就持有多一點點，最不受歡迎的，減碼一點點。但不要太過瘋狂，因為分散投資有好處。你很快就會看到這種作法發揮效果，投資組合表現會較佳，波動性會較低。這就是在紐斯蓋天天做的事情。

**奈德·奈勒-萊蘭德**

**Ned Naylor-Leylan**



**職業：**基金經理人

**投資法：**全球宏觀

**投資關鍵詞：**全球貨幣系統、區塊鏈

歷史的迴響越來越大聲，  
變動正在進行中。

# 歷史之輪與黃金未來

## 1. 歷史很重要

歷史書籍中，經濟和金融市場的篇章都被翻爛了。市場評論家投入大量時間，翻閱歷史書籍，進行比照，標出好像沒有學到的教訓。歷史很少提供完美的解答，但是評論家確實應該嘗試看看。金融事件有週期流通可循，也有趨勢能夠支持這樣的作法。

回到快六百年前，全球儲備貨幣往往都能夠享有長久但有限的年限，從八十年到一百一十年不等。而今天的市場則帶有一九七〇年代的迴響。黃金窗口關閉（編按：即切斷美元與黃金的聯繫，此後全球進入浮動匯率時代）的震撼後，美元儲備貨幣狀態遭到質疑。所以美元做為儲備貨幣的時期，可能已經到頭了。歷史的迴響越來越大聲，變動正在進行中。

## 2. 黃金正在奪回應有地位

要更加瞭解全局，就要回到一九四四年，當時布列敦森林協議確立美元的地位，美元成為世界儲備貨幣，美國公債因此能夠以每盎司三十五美元的價格，轉換成黃金。布列敦森林協議創造美國公債的大量需求。

當時還是有一種黃金兌石油的標準，歷史悠久。舉例來說，沙烏地阿拉伯當時收受等值黃金（形式為美國公債），售出石油。這個悠久的黃金兌石油等式當時還在運行。但到了一九七〇年代，有許多變革發生了。一九七一年，美國總統理查·尼克森（Richard Nixon）宣布「暫時停止」將美元轉換成黃金，以解決對於所謂「黃金窗口」的

恐懼。

因此就需要一種新的方法，好維持對美元的需求，而中東國家就很快伸出援手。沙烏地阿拉伯就在一九七三年時，同意只接受美元的石油款項，以換取軍事支援和資源。該國也同意使用這些美元購買美國公債。一九七五年其他石油輸出國組織的會員國也應允，不接受雙邊議定貨幣的石油款項，這個循環就完成了，造就美元的獨霸地位。有了正式的油源協議，黃金就暫時離開貨幣系統的核心。全球儲備地位不受限制的「過度特權」，一下子就落到了美元身上。

快轉到四十二年後，這個協議分崩離析，黃金奪回應有地位，再次成為卓越的非政治貨幣。但是全球貨幣系統是正在大幅改變，又或者只是變回自然的狀態？

### 3.東西背道，黃金身居其中

並未因「以美元為儲備貨幣」而受益的國家，正在建立雙邊換匯協議、添加黃金儲備、減少美國公債部位。中國和俄羅斯一直以來都在進行石油和天然氣的交易，以人民幣交易，價值約達七千億美元。中國支付人民幣，購買產自伊朗的石油，而印度則以黃金支付。這些只是一些例子，說明美元已去中介化。

新的上海國際黃金交易所似乎會改變遊戲規則，允許以人民幣直接兌換成實體黃金。所以現在人民幣能夠當成石油和黃金的中介，就跟以前的美元一樣，作法就是收受人民幣石油款項，然後兌換成黃金。

自二〇一六年五月起，中國就降低其美國公債部位，幅度達百分之七，一樣也顯現這個全球轉移的現象。俄羅斯和沙烏地阿拉伯也都是賣家。現在情勢不明確，東方規避西方長久以往的作法。一帶一路和亞洲基礎建設投資銀行等專案和組織，正在搶占國際貨幣基金、世

界銀行等地位，成為新興世界尋求金融支援的首要對象。

東方和西方看起來漸行漸遠，而美元、人民幣、石油、黃金就在這個轉變的中心。

#### 4. 區塊鏈已廣為接受，黃金會趁勢發展

全球貨幣系統轉型的核心，也包括區塊鏈的分散式帳本技術。區塊鏈是一個電子系統，可以避開銀行和政府等第三方中介，即可進行金融交易。人民幣可以轉換成黃金等貴金屬，而這種轉換就可以當做中介，但是區塊鏈又進一步改變全球貨幣規則，也可能加速黃金再次成為全球貨幣的速度。黃金不好攜帶，也不好分割，但這兩個問題已經因為區塊鏈而解決。

現有系統的一個挑戰，就是第三方中介造成摩擦。不管是透過銀行還是貨幣兌換，這種摩擦都可以予以屏除。貨幣和銀行產業正在去中介化，不管你喜不喜歡，都在進行中。對於區塊鏈和新的加密貨幣嗤之以鼻的人，眼界都很短淺，就跟騎馬、嘴巴叨著玉米穗的美國農夫一樣，他們以前也嘲笑第一台又笨又重的福特汽車。區塊鏈是趨勢，就跟二十世紀初期的汽車一樣。

當然對於新全球貨幣系統的需求，國際貨幣基金和世界銀行當中的人，早就已經注意到了。回到二〇一〇年，當時世界銀行集團的總裁是勞勃·佐利克（Robert Zoellick），他那時候就預見這個情境了。他提到，這個世界需要新的合作貨幣系統，反映出今天的經濟和貨幣情勢。他預測，這類新的系統可能會造成「人民幣國際化與開放資本帳戶」。

他補充道：「這個系統應該要考慮運用黃金，當作國際參考點。」

黃金遲早會正式整合入國際金融，之後一定會隨著區塊鏈發展。

## 5.美元的餘生

全世界的強權都在全球貨幣系統的邊緣衝撞，非常有可能產生衝突。美元當作世界儲備貨幣的時日已經不多，禿鷹已經在上空盤旋了。但是這個情勢可供國際貨幣基金、世界銀行、二十國集團齊聚一堂，擬定互惠互利的貨幣協議，聚焦黃金，而不是東方或西方的力量。換句話說，這個協議能夠適用於各方。

要擬定這樣的協議，大概就需要國際貨幣基金的特別提款權。這是國際貨幣基金在一九六九年設立的儲備貨幣，目標是補充會員國的現有儲備，也就是美元、人民幣，猜得沒錯，還有黃金。貨幣鏈的速度快，又不產生摩擦，加上實際貨幣本身的紀律，應該就終於可以打造出我們欠缺的全球貨幣系統。

人民可以運用快速又無摩擦的全球支付系統，取回穩健的貨幣，而政府可能會取得金融系統的完全監督，而這個系統就是大家渴求已久的無現金社會。

歷史的轉輪不斷滾動。



馬修·帕崔吉

Matthew Partridge



**職業：**金融作家

**投資法：**價值投資

**投資關鍵詞：**長期持有、集中投資

**著作：**《散戶的機會：個人也能打敗市場！看看世界級投資人怎麼賺到第一桶金，助你找到自己的獲利模式》（*Superinvestors: Lessons from the greatest investors in history*）

務必要確保自己能夠接觸其他看法與資訊，  
而不是只是聆聽市場當中的每日雜談。

# 研究投資巨擘學到的事

現在一般投資人能夠取得的資訊和建議，比以前都多。問題是要分辨真的有用的資訊，以及無用或不利的建議。有一個方法，就是參考職業投資人的經歷，他們長期大幅打敗市場。在我寫的書《散戶的機會》當中，我檢視二十名成功的投資人，包括交易員、創業投資人、成長型投資人、價值型投資人，還有一些人無法歸類。我從他們身上學到十件重要的事。

## 1.你有可能打敗市場

幾十年前，有許多學者相信效率市場假說，也就是說，沒有人能夠一直打敗股市，但是得到（非法）內線消息，就又是另一回事了。要認同這個假說很困難，至少很難認同嚴格的版本。像是喬治·索羅斯就在市場中賺了數十億美元，另外像是尼爾·伍德福德（Neill Woodford）、尼克·淳恩（Nick Train）等新星也是一樣。有愈來愈多研究也顯示，有許多市場異常現象和行為缺陷的證據，對於市場行為的影響意外的大，也創造出機會。

當然也要承認，有許多投資人都非常聰明。但是也有非常多的人教育背景比較平凡無奇。

有些年紀較大的投資人，像是二十世紀早期的交易傳奇傑西·李佛摩（Jesse Livermore），他很早就離開學校了。有趣的是，正式修習經濟學、財金、商業的明星投資人，也才約莫一半左右。也就是說，良好的人文素養或科學訓練，對於投資人也很有幫助。整體而言，在今天流動的電腦化市場中，資訊一轉眼就可以傳遞過全世界，還是有很多機會，能提供給聰穎的投資人來善用。

## 2. 條條大路都通向投資致勝

有些投資策略的致勝機率較高。舉例來說，研究顯示，基金經理人如果著重於購買便宜的股份，平均表現一直優於購買成長快速的基金與信託基金，創業投資基金績效往往優於市場，原因或許是因為其無法流動。但是最厲害的投資人採用各式方法，顯示有許多方式都能夠擊敗市場。

就算是這些投資人，確實也有相同的整體方法，像是成長型投資。每個人都有自己的見解。

有許多道路都能通往成功，所以最好的想法就是找到策略，與技能和資源相符，而不是採用完全不恰當的方式。舉例來說，短期交易需要許多時間，持續關注部位，也要能夠承受高風險。所以有全職工作的人，或是想要透過投資，獲得長期的退休金收入，就不建議採用這個方法。反倒是長期策略，像是購買優質公司，而這些公司具有競爭優勢，能夠成長數十年，然後就抱著不放（跟菲利普·費雪一樣），會比較合理。

## 3. 彈性很重要

這本書提到一些非常厲害的投資人，當中有很多都隨著投資職涯發展而改變，或說至少修正方法。最顯而易見的例子，就是約翰·梅納德·凱因斯（John Maynard Keynes）。他最終拋棄資產配置，而運用貨幣交易，成為非常成功的價值投資人。就算持續維持整體方法的人，也願意偶爾破例。像是蓋寇（GEICO）不再是價值股後，班傑明·葛拉漢還是決定要長期持有。

不讓見解限制投資行為的最佳範例，或許是保羅·薩繆森（Paul Samuelson）。就算他開始進行研究，最終和其他人想出效率市場假說，還是很積極的運用資金。

他雖然提倡被動式投資，但還是很積極的經營大宗商品公司（Commodities Corporation）。巴菲特的一位粉絲寫了一封信，薩繆森決定予以回應，所以調查巴菲特，最終購買了波克夏·海瑟威的股份。這顯示心胸開闊也有助於賺錢。

#### 4. 不要太常變動

彈性很有幫助，但是太有彈性則可能很危險。拋棄一個顯然沒用的策略是一回事，但是朝令夕改可能會導致不好的決策，讓你惹上麻煩。有一個很大的問題，就是一種投資策略需要的技能，套用到另一個情境中，就不一定能夠適用。

舉例來說，成功的交易員面對停損時，需要殺伐決斷。反觀創業投資人需要大量的耐心，因為公司可能要虧損好幾年後，才會開始獲利。因此交易員進行長期投資，或是創業投資人進行短期交易，結果通常都不好。

挑選基金時也一樣。投資安東尼·波頓經營時的富達成長趨勢基金，就能夠賺大錢；但是跟隨他的腳步前往中國的人，就會經歷很多風波，但最終還是稍有獲利。確實，短線進出的人，會在前幾個月看到投資價值大跌。

波頓自己也坦言，讓他成功操作英國公司的方法和假設，在新興市場中就是沒有用。在這些市場中，有很多詐欺；股東的需求遠遠落後於善變的管理團隊。

#### 5. 除非有優勢，否則不要投資

支持效率市場假說的人說中一件事，就是不可能每個人都打贏市場，因為只要有人贏，就會有人輸。確實只要算入交易成本，市場就會是負和遊戲，雙方都會輸錢。

這不是說主動投資一定不好，因為精明的投資人比較能夠彌補交易成本，就跟算牌的人能夠在二十一點中，贏過賭場優勢。但是如果沒有優勢，那麼最好就壓低「給專家的份」，把資金投入低成本的指數基金。

在《散戶的機會》當中介紹的投資人，不論他們是否找到成功的策略，並按部就班，還是進行試驗，找到能夠持續有效的策略，他們都有某些「優勢」，所以才能打敗市場。這些優勢包山包海，例如愛德華·索普（Edward Thorp）使用統計分析，找出便宜（與昂貴的）的股票選擇權，還有約翰·坦伯頓的理解，他知道全世界價值遭到低估的公司，多過美國。

## 6.善用崛起的機會

交易如果沒有優勢，或是潛在報酬低，就不太理想。但是一旦能夠賺大錢的機會出現，就應該要善用機會，投入大量資金。我書裡提到的投資人中，大部分人的投資組合都比同儕更為集中，因為他們覺得好機會並不多見。有些交易員透過穩定的小額利潤賺錢，就像是大衛·李嘉圖和傑西·李佛摩，就算是他們，也願意在某些時候，採取更積極的作法。

華倫·巴菲特眾所皆知，使用棒球選手的比喻。平庸的棒球選手看到球就揮棒，但最厲害的人會等到最佳揮棒時機，然後一舉打出全壘打。當然投資人的處境比棒球員還好，因為不論有多少球擦身而過，投資人都不會三振出局。同樣的，愛德華·索普的二十一點算牌系統顯示，他有勝算，就會大幅下注；如果賠率較高，就會壓低籌碼。

## 7.買入前，先想想哪時候要售出

決定購買時機顯然很重要。但是有時候，挑選正確售出時機或回補空頭部位，也很重要，會決定你從交易中能夠獲得多少錢。太快賣掉賺錢的部位，就可能會失去鉅額獲利的機會。華倫·巴菲特在一九五〇年代剛開始投資蓋寇時，就是這樣。反觀，虧損的部位持有太久，就可能會變成災難，就像是羅伯特·威爾森（Robert Charles Wilson）和國際度假村（Resorts International）一樣（我的書裡面第十六章詳細討論過）。

但是「賠錢就脫手，獲利就繼續」這個古老的諺語，也有風險。太早賣掉虧損的部位，之後就有可能呆坐在場邊，看著這些公司飆漲。華倫·巴菲特和羅伯特·威爾森確實看起來偶爾會接受短期下跌，好締造長期成功。整體的教訓好像說的是，不管最終出場策略為何，一定要有一些計畫。這類計畫要符合投資時程、願意承擔的風險、能否度過績效低落的時期。

## 8.立足點沒有你想的差那麼多

《散戶的機會》中提到的多數投資人都管理其他人的資金，也就是說他們可能會被換掉，投資人也可能會撤回資金。他們也面對許多投資限制，像是能夠投入每檔股票的資金。雖然他們都能夠蓬勃發展，但是這些限制就對他們的獲利能力帶來了影響。舉例來說，尼爾·伍德福德坦言，說他承受很大的壓力，只得在科技泡沫的期間，買進價值高估的科技類股。投資委員會鼓勵團體迷思，而不鼓勵有創意的想法，凱因斯對此感到非常不開心。

當然專業人員有一些優勢，像是擁有分析師團隊的即時支援，也能夠接觸公司高階經理人。他們也有特權，能夠投入所有的時間，思索投資，而不是在閒暇之餘做決定。散戶投資人要投資未上市公司，也非常困難。但是散戶投資人的自由程度較高，能夠持有與市場共識

不符的部位，大幅下注，不會有人在後面監視。這些因素都有助於打造公平的參與機會。

## 9.大型基金要打敗市場，可能也很吃力

專職投資人受益於大筆可運用的資金，因為研究與行政等固定成本，能夠分攤到規模較大的資產基礎中。持有大規模資產，專職投資人就能夠在董事會影響公司政策。但是如此也有缺點。除非經理人想把資金攤給較多的公司，冒著報酬可能會是負值的可能性，不然資產基礎大的話，經理人就無法投資規模在一定程度以下的公司，要逆勢投資打造鉅額報酬，就很困難了。

有一位經理人已經變得太強大，不再能夠擊敗市場，這個人就是華倫·巴菲特。波克夏·海瑟威的市值達到數百億美元後，他就不太能打敗市場了。他確實一再重申，說如果他再次管理數百萬美元的話，就能夠進行深度價值投資，持有無名的公司，在一九五〇到一九六〇年代經營巴菲特合夥事業時，就能締造鉅額報酬。值得注意的是，像喬治·索羅斯等許多投資傳奇，等基金到達一定規模，就把基金託付給外部，專心經營自己的資金。

## 10.不要陷入泡沫中

《散戶的機會》中，絕大多數厲害的投資人，都不把基金或投資辦公室設在倫敦和紐約這兩座全球主要金融中心。部分原因是想要與華爾街或倫敦金融城共識保持一點實體和情緒距離。保持距離，他們就能夠從不同角度看待事物，所以能夠避免從眾投資。這點當然也適用於一般的投資人。

另一方面，二十四小時的金融電視節目和網站問世後，你取得的資訊就跟職業投資人一樣。但是如果你不小心點，就可能落入華爾

街（或倫敦）的團體迷思。

所以不時退後一步也很合理。也就是關掉電視，不看報紙的財金版，看看需要不同切入點、更長期觀點的東西，可能是比較普羅的雜誌（像是《經濟學人》），或者甚至是採用些微不同觀點的財經雜誌（像是《理財週報》）。務必要確保自己能夠接觸其他看法與資訊，而不是只是聆聽市場當中的每日雜談。



**雅各·芮斯－莫格**

**Jacob Rees-Mog**



**職業：**基金經理人、政治家

**投資法：**價值投資

**投資關鍵詞：**逆勢投資、全球投資、系統及事件風險

只要有價值，就得等待。  
最容易犯的錯，就是灰心賣出。

# 大著膽子投資新興市場

## 1. 追尋機會

萬物有興即有衰，生物瞬息而變，如同傳遞生命火炬的跑者。

——盧克萊修

新興市場吸引力的背後，就是這個。一般認為，西方國家過去兩百年來的經濟成功，並不是奇蹟，而是源自於穩定的政治結構、產權、適合營商的氛圍。過去幾十年，有些國家踏上不同的道路，開放嚴格管制的中央經濟，促進經濟成長，投資機會也大幅增加。

在早期的階段中，成長比例可能會非常高，原因是低基數效應。這樣的情形可能會持續好多年，西方國家不需要變窮，經濟改革的國家也能持續成長。不過，經濟成長的指揮棒，已經從已開發國家傳到了開發中國家，連帶著創造最佳股市機會。所以第一條規則，就是追尋機會。

## 2. 提起勇氣

最好的買入時機是血流遍地的時候。

——羅斯柴爾德男爵

這條規則其實就是在鼓勵逆勢投資。在主要主題眾所皆知的領域，長期展望可能也會納入計價中。但是投資人的情緒起起伏伏，可能會因為與經濟基本面無關的事物而變動。我第一次去香港的時候，

鄧小平去世的謠言重擊市場。他當時已經很年老了，中國的掌權人士很謹慎，八卦滿天飛。但是每次新聞都會報導買入機會，直至他真正死亡時，市場反倒沒有波動。同樣的原則也適用於中國與台灣、南北韓關係較為緊張時。

那麼第二條規則，就是要提起勇氣。

### 3.不要忘記全球脈絡

如果黃金都鏽了，那麼鐵該怎麼辦？

——傑弗里·喬叟，《坎特伯里故事集》（*The Canterbury Tales*）

新興市場已然成為投資人策略的核心，所以脫鉤的議題一直爭論不休，只是幻想而已。全世界最大的經濟體依然是美國，就跟二〇〇八年一樣。如果美國面臨困境，新興市場也會受到影響。同樣如果美國經濟表現好，或貨幣政策寬鬆，也會裨益全球的市場。

所以身處新興市場的明智的投資人，務必要關注成熟經濟體中發生的事情。這樣並不會牴觸第一條規則，而是會提醒你記得這項風險。長期展望可能很棒，但是投資人要準備好面對短期狂風。這些年來，我知道一些人在危機的時候離開新興市場，但在接下來的好年份中，主要主題重獲青睞，機會就此錯過。所以第三條規則就是，不要忘記全球脈絡。

### 4.不要因為要綜觀全局而忽略細節

耙下蟾蜍知齒梳，蝴蝶自滿告蟾蜍。

——魯德亞德·吉卜林，《PAGETT M.P》

投資人需要知道，相較於市場中的其他人，自己的立足點，然後

緊抓著自己擅長的事物。蟾蜍因為情勢而成為專家，他只需要專注於耙子的齒梳；而蝴蝶就能夠看到較寬廣的情勢。兩者如果不明白自己的相對立足點，就會很危險。

這就代表總體和個體決定一定要正確。新興市場故事的力道很有吸引力，但一不小心就會投資到疲軟、公司治理又不佳的公司，如此不會成功。務必訪視公司和盡職研究報告與紀錄。第四條規則就是學習蟾蜍。

## 5.瞭解接受分析的限制

俄羅斯要怎麼做，我無法預測。該國行動是密碼包住的謎團，謎團當中的謎語。

——溫斯頓·邱吉爾

新興市場當中有某些面向很有趣，但卻無法理解，特別是政治事件。這種事件有時候會推移市場，但有時候又可以忽略。瞭解共產黨又特別困難，但是其運作方式又會決定經濟政策。就算經濟學的討論也隱晦而美，所以「七近八出」意思就是，領導人要在六十八歲時退休，但是習近平當然不適用這條規則。

並不是只有中國是這樣，軍事政變來來去去，前泰國國王也遮罩在謎團中。蘇聯問題研究也是俄國專家鑽研數世紀的學問，他們想要知道最高領導人想要什麼。即便如此，外國投資人都無法真正看清俄羅斯。所以第五條規則，就是瞭解接受分析的限制。

## 6.支持自己的判斷

如果幹了就完了，那麼最好還是趕快幹了吧。

——威廉·莎士比亞，《馬克白》

如果需要做決定，或想出點子，動作就快點。擔心貨幣貶值或是政變的恐懼如果成真，就不會有出場的機會。如果有厚實的基礎，那麼就下單。

同樣的，如果股票看起來價值高估，那麼就脫手，不要等到大家都有共識了才行動。如果詳細的股票分析顯示，一家公司值得入手，那麼就搶在市場前頭買入。

聰明的交易員或許能夠依靠多張單子的利潤維生，但是投資人的推論正確的話，即時下單，一定能獲利。遞延往往代表不確定性，而不是明智。所以第六條規則就是要支持自己的判斷。

## 7.要勤奮，知道的要比競爭對手多

知識本身就是力量。

——法蘭西斯·培根

市場參與者的記憶往往很短暫。舉例來說，英國在一九八〇年代末期出現房地產泡沫，二十年以後又再次出現。但是有知識的投資人瞭解當前情勢，也記得以前發生的事。

細節不只對於公司業務很重要，也可以知道其所有權人和經理人是否誠實。他們是否聲譽良好？聲譽是否其來有自？詳細的分析可以剖析隱藏資產或是不合併債務。各會計準則趨於一致，所以比較不常見。但是資產負債表外項目還是可能很重要，通常會編列在帳戶的註解中。動能推升市場情緒時，負債權益等級、應收款項、存貨週轉日都可以忽略。但是如果動能反轉，問題就會浮上檯面。

有知識的投資人不會受騙上當，而會靜待投資時機，而門外漢就會被一舉殲滅。所以第七條規則就是，要勤奮，知道的要比競爭對手

多。

## 8. 賣掉不好的標的

不要恥於承認自己犯過錯誤。意思是，勇於承認錯誤，就代表他今天比昨天更聰明。

——亞歷山大·波普（Alexander Pope）

所有的風險都經過評估，造訪過了公司，購股的重大決策已經做出。之後股票下跌，價格變得更便宜。要加碼買進嗎？

這就要看當時情境。如果公司股價顯然會繼續下跌，公司治理也疲軟不振，那麼就賣出脫手。有時候是因為國家風險層級改變，因此有售出的理由。投資人改變自己對於個股的想法，並不可恥。針對交易成本，客戶忍耐程度高過不必要的損失。

第八條規則需要一點程度的謙沖自牧，這個特質在資本家身上甚為鮮見。賣掉不好的標的。

## 9. 理解掌權之處，不要對著投資

槍桿子裡出政權。

——毛澤東

新興市場政府往往很專制，或是才民主化不久。他們很不想要投資人發號指令。所以建議要理解掌權之處，不要對著投資。

尤科斯（Yukos）就是一個很好的俄國例子。普丁先生認為該公司所有人霍多爾科夫斯基先生（Mr. Khodorkovsky）是他的敵人，就攻擊整家公司。投資有政府支持的公司比較好，也比較安全，避開由對手經營的公司。假設政治人物保持理性，就不會用過高的稅額或法規

攻擊自己的公司，而是會予以保護，協助其成長。有時候這會造成效率不彰，就跟巴西石油公司一樣，但常常是不錯的路徑，投資人可以採行。所以第九條規則，其實說的就是「不要與聯準會為敵」，只是應用在新興市場而已。

## 10.要有耐心，有時候需要一點時間，財富才會眷顧勇者

他們沒耐心，真可憐！

——莎士比亞，《奧賽羅》

如果能夠找到別人低估的股票，就能夠獲利。不幸的是，其他人或市場並不一定會馬上理解。

潛藏價值公司的重點，在於價值尚未被發現，如果投資人剛買進一支價值股，股價立刻起漲，那就是奇蹟。有時候需要一年以上的時間，其他人才同樣能夠看到該股的好處。

只要有價值，就得等待。最容易犯的錯，就是灰心賣出。所以最後一條規則，就是要有耐心。有時候需要一點時間，財富才會眷顧勇者。

# 大衛・施耐德

## David Schneider



**職業：**基金經理人

**投資法：**價值投資

**投資關鍵詞：**注意買入價格、避免過度分散、低週轉率

**著作：**《80/20 投資人》 (*The 80/20 Investor*)

財務成功的前提，  
就是要採行高標準。



## 投資公司前，先設立公司

如果你研究你的國家中最有錢的人，會發現他們不是有最大筆的土地或房產，不然就是擁有公司，或是兩者都有。換句話說，他們持有和控制能夠產生收入的資產。所以要致富或至少達成財務安全的最佳方法，就是持有這類資產（我也把高薪資工作，或是特別又適當開發的人才當作能夠產生收入的資產）。

儘管如此，一般還是認為，投資就是把資金投入共同基金（或其他金融產品），然後等待。一般也建議大家把錢拿給各式金融服務提供者，最好每個月投資，他們保證會照顧好你的資金。然後你就要誠心盼望，長期以來投資能夠有效。

如果沒效，那就是運氣不好。

比較積極的人可能會自己操作，他們會研讀現代財金文獻，瞭解產業實際運作情形。喔，他們一定會喜歡的！除了諾貝爾獎得主爭相提出高見以外，你也會看到一些熱門字詞，像是「本益比和夏普值」、「現代投資組合理論」、「資本配置」模型等。對於一般的散戶投資人來說，這些詞彙如果無法避免虧損，就沒有意義，也沒有價值。但令人難過的是，一般股票／共同基金投資人，或是新手當沖投資人，通常都會虧損，或者績效大幅落後，無論他們認為自己多瞭解這場遊戲，結果都一樣。許多研究顯示，多數散戶投資人都無法挑選投資產品，也無法擇時交易。

常有人把「投資」誤解成賭價差。有許多方法都涉及篩選股票、資料或圖表分析等技巧，但是卻跟長期投資、產生貨幣價值，以及貢獻整體社會無關。

要成為交易員或專職投資人的話，也沒關係。但是如果你對於投

資這個主題有興趣，也就是現在投入資金，以後再取回更多資金，就要遵循另一套規則。第一條可能會讓你很吃驚：

## 1.投資公司前，先設立公司

華倫·巴菲特一如往常的聰慧，曾經說過：「我比較會投資，是因為我會經營公司；我比較會經營公司，是因為我會投資。」

如果你研究華倫·巴菲特的早年生活，會讀到他一開始從送報紙起家，然後用存下來的錢購買彈珠台，再替他出租的勞斯萊斯殺價。他建立了自己的業務平臺，用能夠產生收入的資產為基礎，提供資金給未來要做的事。他承認自己早年經商的經歷，教了他寶貴的一課，幫助他未來管理資金和投資。

所以考慮購買其他人的資產前，就學學巴菲特，建立自己的資產，像是投資自己，或是打造一間公司。

如果你開始經營公司，就需要把熱情、力量、個人喜好，轉換成金錢。今天有各式各樣的數位平臺，而數位世界也無遠弗屆，每個人都能夠自己打造簡單的資產，產生收入。

第一個平臺可能不會很快獲利，但經營得當的話，就絕對不會破產，還能夠教你投資公司的寶貴課程。你會學到第一手的經濟學基礎概念，像是輸入和輸出，定價取決於需求和供給。你會學到經濟循環的影響，以及如何盡量讓公司免於影響。你會真正瞭解複合報酬的魔力，這些是許多金融大亨醉心之處。你也會接觸到密集的基礎會計和預算課程，能夠看到金錢流出，但是（一開始）會沒什麼收入流入。你會學習控制支出，這是締造財務成功的重要技能。你也會瞭解真實現金流，也就是流入銀行帳戶中的錢，與會計盈餘間的差異。

最後為了要產出業績，你會精通現代行銷和促銷手法，從限量促銷到買一送一，或是智遊網（[Expedia.com](http://Expedia.com)）知名可怕的威脅銷售

（「過去一小時內，已經有五十位顧客預訂這家飯店了！」），鼓勵潛在客戶打開錢包。至少你也會注意到他們用在你身上的手法。

## **2.一定要評估勝算，要習慣關好錢包**

上完個人企業管理課程後，就會知道建立經營獲利的公司，非常困難。你也會注意到，只要打開錢包，把錢拿給其他人，就會承擔巨大風險。擁有自己的資產，就會學會評估各筆金融交易的勝算，單靠這個就可以避免在金融市場中賭博，下很愚蠢的賭注。你很有可能會一直把錢包關得死死的。

## **3.比較股市中的潛在報酬與個人資產成本**

如果先建立產出現金的引擎，也有自己能夠產生收入的資產，很快就會瞭解，一直把錢投入股市或任何種類的共同基金很蠢。因為通常能夠控制的資產，就能夠產出較高較好的報酬。你自己能夠承擔較少的風險締造報酬，但一定要與潛在報酬相比。購買指數型基金或許能夠賺百分之五，但是可能要投入百分之五十，比起投資自己的公司，能夠締造雙位數報酬，吸引力低了許多。

會不會有疑問，為什麼最厲害的交易員和基金經理人都那麼想要分享祕訣，開設昂貴的研究教育課程，或是管理你的資金？因為他們知道這樣利潤很高，報酬遠高於實際遵守他們分享的投資建議和訣竅。

## **4.避免花太多錢購買他人的資產**

在金融市場中投資，最大的風險並不是價格波動，而是超額支付的風險。超額支付的風險說的就是付太多錢，報酬價值太低，也就是實際報酬低於預期。要求至少與支付價格等值的報酬是常識。擁有能

夠生產收入的自有資產，能夠訓練你。超額支付在公開市場中一直出現。你總是會支付價格來購買受歡迎的投資，但是結果是平庸的報酬，甚至可能會虧損。

## 5.讓分散自然發生

要評估各金融交易的勝算，就得談到風險管理。現在，過度分散已經成為顯學，許多人主張我們需要持有五百檔股票或甚至上千檔股票，還要有上百張債券和若干基金，分散投資所有主要的資產類別。這就是我說的「愚蠢分散」，而且這種作法也有限制。過度分散到最後會得到的是，報酬微薄，費用結構高。詳細的風險管理一定會要花錢，就算使用便宜的指數型基金也一樣。

投資其實就是針對未來打賭。我們沒辦法透過分散來完全消弭風險。打造自有的主要資產，產生收入，也會瞭解自然分散。所有的未來現金流一定要來自主要的收入來源。所以分散有效率，就代表長期打造若干收入來源，擁有足夠的現金儲備，好讓你撐過金融震盪，就像是二〇〇八年的事件一樣。這樣就不用被迫以欠佳或更差的價格賣掉資產。

## 6.遵循 80/20 的投資法則

財務成功只取決於一些決定。對於多數人來說，我們是產出現金最好的機器。所以應該先要好好照顧自己，或是擁有自己的公司。瞭解到這點，投資策略和投資組合就該化繁為簡。

只專注於生活中重要的事物和決定，自然就能夠選擇自己的投資，還有如何投入時間。抱持這個態度，就僅需偶爾投入金融市場。換句話說，如果你收穫的勝算高到驚人，真正的價值就符合投入的心力。

## 7.不要忘記第一條規則

這邊提到的所有規則，都會回到**所有投資規則的源頭：不要賠錢**。先建立能夠產出收入的自有資產，從一開始就瞭解這條規則的優點，而不要賭價差和上漲的市場。建立自己的資產後，就會意識到自己承擔的風險，還有對於適當報酬的需求。**財務成功的前提，就是要採行高標準。**

已經有公司又有足夠現金的人，我想要再討論一下，他們為什麼及如何能夠走到這一步。他們絕對不是在股市中瘋狂投機，購買深奧難懂的金融產品，這些產品只有銀行從業人員懂而已。我一直請他們回顧上面說到的第一條規則，解釋班傑明·葛拉漢（Benjamin Graham）其實在七十年前就觀察到的事情：

「投資最聰明的時候像在做事業，經營事業最聰明的時候像在做投資。有許多厲害的商人想要在華爾街當中操作，完全無視穩健的原則，但他們卻運用這些原則成功經商。」

# 埃德蒙·辛

## Edmund Shing



**職業：**基金經理人

**投資法：**資產配置、價值投資

**投資關鍵詞：**全球投資、長期投資、低週轉率

**更認識作者，可上：**

[www.idleinvestor.com](http://www.idleinvestor.com)

推特帳號@TheIdleInvestor

我們發現，  
投資組合績效長期優異的客戶，  
不是❶死了，  
不然就是❷忘記他們有投資帳戶。

# 避免投資失誤的七條規則

在金融產業任職於投資銀行和基金經理人二十多年後，我犯了很多投資錯誤。

但很不幸，我早期投資的時候，表現還不錯。我當時還在讀書，大學畢業後取得第一份全職工作。

為什麼這樣子不好呢？就只是因為，我以為不需要有太多知識、經驗、系統，就能夠投資成功。最後，我犯了一些投資錯誤，付出高昂的代價，也凸顯出我該學的有很多……

所以這些年來，我學到的第一條投資規則就是：

## 1. 不要把菜鳥運氣誤認為投資技能！

投資時一定會犯錯，關鍵是一定要從中學習，不要重蹈覆轍。投資可能會發生最大的錯誤，就是對於自己的投資能力有過度的信心。投資就跟許多領域一樣，驕兵必敗。

## 2. 找到符合可用資源和個性的投資系統

有許多非常成功的投資人，都有一些相似的特性。其中最重要的，就是擁有適合自己性格特點的投資系統。

一旦決定選到適合的特定投資系統或流程，投資就會容易許多。第一步就是要問自己：要如何集中資源，也就是時間和心力？

我還算幸運，在金融業有全職工作，所以透過工作，能夠接觸到許多資源。我也能夠合理投入時間，研究好的投資主題和想法。

我有時間也有資源，所以可以運用時間與資源密集的投資系統。反觀其他人可能就不是這樣，他們也必須選擇不同的投資系統，才不

會吃掉太多時間和資源。

我自己決定要投入時間和心力到兩個領域當中。研究顯示，投資人可以在這兩個領域，替投資組合創造最高的長期價值：

- 資產配置
- 低市值價值股

### 3.密切注意資產配置，就有很大的機會，能夠在這個領域大幅提升投資報酬

堆積如山的研究顯示，投資人花太多時間研究購買一家公司股份，與他家股份的差異。長期而言，投資組合能夠變動最多的就是（包括絕對績效和降低投資組合風險）**資產類別和投資區域**。

所以我投入大量的個人投資組合，進行資產配置，比較股票、公債、公司債、不動產、商品投資的優點。我大多數都運用指數股票型基金，因為這種產品在交易日比較好買賣，也比較好瞭解價格（不像單位信託基金，價格每日計算一次）。

但是我也運用投資信託基金，進行歐洲股市等資產配置，因為：

- ①資產類別的特定區域和區段，像是新興市場類股和低市值股的效率依然不高，所以厲害的基金經理人都還能夠持續打贏績效指標。
- ②有時候投資信託基金股價折價與淨資產價值差異較大，我也都可以利用，這也就是資產配置中的價值策略。

我強迫自己分散資產配置，不集中投資英國，而分散投資歐洲大陸、美國、新興市場，也盡量確保我不只投資股票，還投資債券和商品等其他資產配置，以降低整體投資組合的風險。這也有分散貨幣風險的好處，例如，當英鎊出現劇烈波動時，可以避免自己受到過多影



響。

**我投資組合中資產配置最主要的系統，就是追蹤趨勢。**學術研究顯示，這樣做能夠產出強勁的絕對績效，同時也能夠限制下行風險。

#### **4.試著找出你的投資優勢。你在哪個領域可以贏過市場？**

學術研究領域也指出另外一個領域沒有效率，就是小型股和微型股。專業基金經理人往往不會看股市的這個區段，因為這些股票流動性有限，提供絕佳的機會給聰穎的散戶投資人。

證據顯示，價值投資長期而言表現甚佳，但是有時候績效會落後很長的一段時間。但是像我一樣，投資期限長的話（我個人退休金投資小型股），就會是很優異的投資策略。

我運用的系統有兩面：

①首先，我會篩選英國和歐洲所有的小型股和微型股，運用 Stockopedia 等公司的資料庫，找尋的公司要符合我初步統計標準，這些公司看起來有價值（像是付出利息和稅金前的企業價值/盈餘等數值）與品質（像是資本報酬率與皮式分數 [編按：是一種從基本面來選股的方式，運用九個基本面來檢視各檔股票，藉此找出價格偏低、基本面好的股票]）。

②較籠統的初步邊際限縮之後，就可以找到入圍的股票。我會一一研究，看看這些公司是否經營得當，有潛在的隱藏價值或價值低估的資產，也會看看是否有未來成長潛力。

我也會找尋潛在催化劑，好實現價值，包括公司是否能夠吸引規模較大的同業併購，或者是否有可能以高價售出資產或部門。起始點很明確，我會察看公司網站，還有上面最近的投資人簡報。

這符合我的第一個特性。我購物的時候，喜歡物有所值，面對炙

手可熱的成長股，我則很難入手。此外，學術研究顯示，購買昂貴的成長股，長期無法打造較佳投資績效，鉅額損失風險反倒更高。

## 5.抵禦誘惑，投資組合不要過度交易

我坐在電腦螢幕前，映入眼簾的都是財務資訊，這大概就是我非常工作的樣子。但這對於我的個人投資組合沒什麼幫助，跟你想像的不一樣。

經常投入大量時間投資，對於多數人來說並不好，因為這樣就會盯著螢幕，導致投資組合過度交易。

美國投資管理公司富達最近調查了其投資客戶，該公司發現，投資組合績效長期優異的客戶，不是①死了，不然就是②忘記他們有富達的投資帳戶。請記住這件事。

換句話說，投資組合靜置了很久，所以交易和行政成本很低，能避免對於投資組合產生負面影響。所以**要記得，最佳的投資決策往往是安穩坐好，什麼事都不做。**

## 6.投資系統要有效，就一定要一致和耐心

你可能已經走過以上的各個步驟，找到適合你和投資目標的系統。

但是這些系統要長期有用，你就要有紀律、長久遵循系統、有耐心（要好幾年，而不是幾天或幾個月），好讓系統發揮效果。

現在再次回到這時代非常厲害的投資人，這些特質往往都是最佳投資人的關鍵特質，比天生的智商等都還重要。所以**要有耐心，不要忍不住改變方向。**

## 7.利滾利，虧損太大，在太痛心前就脫手

我必須誠實的說，回顧自己當散戶投資人的時候，感覺很沮喪。我以前常常承擔過高的投資風險，導致虧損。這些都可以避免，我真的從之前的錯誤學到教訓。

我也常常研究一家公司後，買進一些股票，但是太快賣出獲利，之後股票卻漲得愈來愈高，而上漲的原因我在研究的時候就發現了。有時候這個錯誤更糟糕。畢竟每檔股票，你最多只能虧損百分之百的資金，但是長期持有表現強勁的股票，理論上報酬會是好幾倍。

解釋這點很有趣：你知道在美國股市中，從一九二九年以來，績效優異的股票只有占百分之四嗎？

所以這就代表，有許多公司的貢獻都不大。過去幾十年間，只有一些明星公司，像是蘋果或微軟等，真正締造出超出債券和現金的股票績效。

正因如此，一定要抓住獲利的公司。

我嘗試過幾個方法，想要避免重蹈覆轍。最重要的是，我會記錄每個買賣的投資決策，每次都寫下買賣的原因。

要賣出現有部位的話，我一定會問自己：「今天以這個價格賣出，是否有好理由？」行為金融研究確認，投資人常常太快實現獲利（所以錯失許多額外未來獲利），太晚停損（不承認錯誤，投資風險管理不當）。我很罪惡，幾乎就要犯下這些錯了，但是還是在克制自己。

我不會說自己現在很會投資，我只能施行這些投資規則，希望能夠成為厲害的投資人。

**彼得·斯皮勒**

**Peter Spiller**



**職業：**基金經理人

**投資法：**價值投資

**投資關鍵詞：**留意費用、投資時程、關注管理團隊、低週轉率

如果投資期限很長，  
或許就可以擇時。  
只有短期才無跡可尋。

# 長期價值投資必須注意的六大要點

## 1. 基金是避稅天堂

應稅帳戶中的長期投資組合，應該要盡量投資基金。因為資本利得會遞延到投資實現，或者持有到身故而消滅，而不是每年都依照以實現利得課稅。長期下來的差異很大。

我經營資本槓桿信託基金已經三十五年了。假設資本利得稅率平均為百分之二十五，每年週轉率為百分之二十（可能還保守了點），年報酬為百分之十五（是信託基金的實際數字），投資一千英鎊到個別投資組合，就能夠打造出稅後五萬一千二百九十英鎊的現金。而基金在支付最終百分之二十五的資本利得稅，拿實際報酬來比才公平，數字會是十萬英鎊，還是淨利，而直接投資組合不用計算這些費用。所以最終基金會優於直接投資組合，也就是說，這些費用在分配前就會扣掉，所以其實可以扣抵稅金。

當然如果稅率、費用、報酬低的話，這些優點就沒那麼顯著，但一定有幫助。

## 2. 資產配置應該要回應價值

資產配置應該要能夠反映投資時程。快要退休的人，不能在熊市谷底賣出資產，他們無法承受這樣的風險；反觀年輕的人可以容忍的退休金波動性和流動性不足的程度，就高上許多。

學術機構的時程則更久，幾乎無限久。

但是這也不是說，投資期限長的人，就只會持有股票，而股票就是長期報酬表現最佳、波動性最高的資產類別。這是因為風險與報酬

的平衡，取決於資產的價格。對於長期投資人更好的是，改變投資組合的存續期間，好反映各資產類別的潛在報酬。最終，多數資產的評價反映長期實質無風險利率。實質利率高時，評價就會低，未來報酬就會好。關鍵就是有吸引力的未來報酬，應該要盡力維持。由於股票可以說是存續期間最長的資產，資產配置就應該偏重股票。債券投資組合同樣也要有較長的存續期間。反觀無風險報酬低時，投資組合存續期間應該要盡量縮短。意思是偏重短期債券，配置較少的股票，或許不動產的配置也要較低。相對價值的角色，當然在資產配置當中非常重要。但是重點是，如果投資期限很長，或許就可以擇時。只有短期才無跡可尋。

### 3. 小心指數股票型基金

指數股票型基金的人氣漸漲，原因往往都很正當。查看美國標準普爾五〇〇主動基金管理紀錄的人，很少會認為主動基金的額外成本很划算。可惜的是，在研究透徹的流動市場中，價格效率充足。要把成本壓低才能致勝，而不是最聰明的人才能致勝，這個指數追蹤的優質洞見，並不是適用每個市場。市場愈沒效率，流動性愈差，投資指數股票型基金就愈不恰當。就算標的是大規模資產類別，像是公司債和小公司股票，也一樣。在兩種情境中，指數股票型基金看似能夠在流動性有限的資產類別中，提供每日的流動性。在平常的時候，透過指數股票型基金銷售標的股票，或投資人能夠實際與其進行交易的合格參與者，很容易就會投入。但是大幅贖回的期間，這些合格參與者不會願意資援大批存貨，至少是因為法規變更推升資本成本。他們只會降低其於指數股票型基金中的股票買價，可能會以淨資產價值大幅折扣，或者幅度至少要能夠在接受折價後獲利，才會買入高於一般市場規模的個別資產。

其實投資人實現投資時，會無法接近「實際價值」。如果投資人繼續持有，等到市場穩定，就不會承受太多傷害。但是下壓動能很容易就會累積在困難的市場當中。考量到指數股票型基金的規模，問題可能會嚴重影響到資產類別的估值。換句話說，非流動資產所有權本質變更的話，下次熊市中各式資產的動態，可能就會跟以往不同。這個結果對於實際的情勢很重要。如果垃圾債券的一級市場乾涸，公司要替到期債務提供資金，就會有困難。

#### 4. 公司治理很重要

在投資信託基金的世界中，董事會對於打造長期的投資成功而言，非常重要。有兩個關鍵變數，其中一個是**總投資報酬**，這是經理人的責任，另外一個變數則是**股價和淨資產間的關係**。這些資產如果能夠流動的話，大幅折價就沒有實際的理由。折價都是主動行為。但可惜的是，並非所有的董事都瞭解這點。他們獲派時，通常都沒有什麼投資信託基金的經驗，而是在其他領域有成功的紀錄。所以假設一個信託基金的經理人不在意股東權益，董事就應該確保其他股東，也就是所謂的受壓迫的少數股東，他們想要出售股份時，不需要接受大幅折價。難過的是，有時候董事無法履行這項責任，可能是因為懶惰、忽視，也可能是沒有魄力。

比較沒那麼極端的是，強大的經理人看起來比較注重自己託管的基金規模大小，而比較不在意股東權益。這時候，董事一樣也要維護股東權利，特別是董事會承諾破局，如：折價幅度不會超過百分之幾時，就更是如此。投資人學到的教訓是，應該避開這樣的信託基金。大幅折價現在明顯讓人心動，但卻可能在熊市時幅度拉大，變成夢魘。最好是買入些微或沒有折價的公司，這些公司各個治理良好，如果有零折價機制的話，那就更好了。

## 5.不要信任投資信託的股票

清算投票由天馬行空的投資銀行從業人員提出，這樣子遇到許多折價的市場，他們才能夠發行新的信託基金。這個概念是，新手投資人可以放鬆看待短期的折價，因為這張票通常在五到七年後，會造就微幅折價或是沒有折價。大幅折價一定會導致大家表決清算投資基金。火雞不會表決要過耶誕節，投資人投票也一定會維護自己的利益。

其實並不是這樣。大幅折價的信託基金和有時恐怖的績效，也會通過清算投票。個中原因族繁不及備載，有時候還恥於提起，但是傳遞出來的消息卻很明確。投資人應該要先深入瞭解董事會和其他股東，再購買信託基金。

## 6.週轉是績效的敵人

愈來愈多人都注意到，費用很重要，會影響未來的報酬。但是費用只是整體成本的一部分，而週轉的影響可能會很大。想想看佣金、交易差價，英國股票還會有印花稅。除此之外，市場短期方向比較難以預測，會稍微偏向動能，週轉率高往往沒什麼好處。最好是購買良好的價值股，長期持有，安心度過短期波動，這樣有助於避免落入最後聰明反被聰明誤的陷阱。



# 格雷格·史坦密茨

Greg Steinmetz



**職業：**證券分析師

**投資法：**價值投資

**投資關鍵詞：**克服恐懼、集中投資、買低賣高

**著作：**《有史以來最有錢的人：雅各布·富格爾的人生與時代》

(*The Richest Man Who Ever Lived: The Life and Times of Jacob Fugger*)

雅各布·富格爾（一四五九年至一五二五年）  
賺了很多錢，與今天的國內生產毛額相比，  
以現在的美元計價，約當四千億美元。

## 十五世紀價值投資先驅的七大規則

雅各布·富格爾逝世後一百年，第一個股票交易所才問世。但是他非常瞭解價值投資，就跟大家一樣。富格爾是銀行從業人員，所處的時代是文藝復興時期的德國，他在一四五九年出生。他的客戶包括若干國王和教皇。他說服其中一名教皇，讓利息合法化。他與馬丁·路德爭論不休。他精心挑選一位皇帝客戶，這位皇帝的領土是當時有史以來最大的，直到拿破崙和希特勒攻下他們的版圖為止。雅各布·富格爾（一四五九年至一五二五年）賺了很多錢，與今天的國內生產毛額相比，以現在的美元計價，約當四千億美元。

富格爾遵循家喻戶曉的簡單規則：

1. 別人害怕時就出手。
2. 把資源投入最佳的想法。
3. 傾聽自己的想法。
4. 瞭解數字後才投入。
5. 比較報酬與風險。
6. 即時取得最新資訊。
7. 如果這是你的作法，就繼續下去。

這些洞見都很普通。這個清單只不過是價值投資人的圭臬。

所以為什麼要研究富格爾？我認為研究價值就是其故事的啟發，讓人按部就班。富格爾的例子顯示，價值投資經過世間的考驗。現代市場一般都有效率，而富格爾時代的市場也一樣。有了法蘭克福貿易博覽會，歐洲各地的貨物能夠並列比較，無庸置疑。但是市場還是有效率低的時候。好幾個世紀以來，效率低落創造機會，供價值投資人使用。

富格爾三十幾歲時，進行了第一筆大交易。威尼斯人恐嚇要推翻西吉斯蒙德公爵（Sigmund of Tyrol）後，這位公爵的銀行從業人員就棄他而去了。富格爾用盡全力向親友借錢，然後把錢再借給那位公爵，以支付款項，向威尼斯人求和。公爵還款後支付百分之二十的利息，之後就把富格爾當成主要的銀行業務往來對象。如果公爵沒還錢的話，富格爾就會完蛋，深陷負債人監獄。但是富格爾計算過後，認為違約的機率很小。他在大運河當學徒時，瞭解了威尼斯人，他知道他們要的價格。他也知道西吉斯蒙德公爵值得放款，因為他的抵押物包括歐洲最大的銀脈。公爵需要用來支付給富格爾款項的東西，都在地底，只需要挖出來就好。市場如果沒有效率，富格爾就不可能收取百分之二十的利息。但是恐懼是投資無法丈量的情緒因子，就讓其他人卻步。

幾年後富格爾展現出臨危不亂的特質，當時他最大的債權人是一位奧地利主教，他突然死亡，而教會想要馬上把錢拿回來，富格爾的錢就因為這些欠款而套牢。他的流動性不足以償債。如果有消息傳出，說富格爾現金不夠，就會出現擠兌，富格爾就會完蛋。富格爾悄悄的協商提款事宜，同時又假裝快速借出款項，好消弭財務困難的謠言。

富格爾知道自己的數字，說他很早就開始複式簿記，還不足以彰顯他的成就。他向威尼斯商人學習會計，幾年後才出現第一本會計教科書。他首開先例，派會計師到現場確認經理人提報的數字。他是第一個運用綜合資產負債表的人，把所有業務的數字都放入同一張表單中。現在這些是常態作法，能夠從富格爾的時代用到現在，就是因為巧妙無比。

富格爾很有信心，知道自己能夠分析情勢。他晚年的時候，匈牙利國王掌握富格爾在喀爾巴阡山脈裡的銅脈。土耳其人當時謀劃要攻奪匈牙利，最遠到達了貝爾格萊德。富格爾知道匈牙利國王急需他和

他的現金。所以就拒絕讓步，要求國王返還他所有的財產，還要加上罰金。國王拒絕了，沒有富格爾的財務支援，無法布署適當的防禦，最終戰死在兩方交戰之處。國王薨歿後，富格爾就出錢防禦匈牙利。驅趕土耳其人後，已故國王的繼承人就把脈藏還給富格爾。

共同基金投資人最常犯的錯誤，就是買高賣低。富格爾不會犯這樣的錯。他在漫長的職涯中，每次都在資產價格下跌時配置資本。他這麼做，因此成為有史以來最富有的人。價值投資的原則，還需要哪些證據證明呢？

**湯姆·史蒂文森**

**Tom Stevenson**



**職業：**財務顧問

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**複利、時間、分散、不要追高

賠錢對於理性決策非常不利。

# 避免賠錢的十條規則

## 1. 不要把風險誤認成波動性

股市的一個迷思，就是波動性高，所以風險也高。股市往往波動較高，但是長期證據顯示，不進入股市的風險還比較高。我們的研究顯示，二十年前投入一千英鎊到英國股市，今天價值會達到三千七百英鎊，但前提是收入要拿來再投資。但是錯過那個時期最好的十天，總報酬就會降到兩千英鎊；如果錯過最好的四十天，最終金額就會降到六百七十英鎊。跟投資人有關的風險，就是永遠損失實際經通膨調整的資本。市場短期漲跌並不是風險，而是機會，能夠以暫時讓人心動的價格，買入績效最佳的資產類別。

## 2. 不要猶豫，要當獵人或殺手，而不是小白兔

我讀過最好的投資書籍當中，有一本就是雷索爾（Lee Freeman-Shor）的《股票的買賣藝術》（*The Art of Execution*）。其中一個核心概念，就是面對投資價格的顯著變動，投資人的反應都不同。舉例來說，股價下跌百分之二十，有投資人可能就會馬上停損。雷索爾把這種投資人稱為殺手。另外一個可能會趁機加碼買進股票，這種投資人就是獵人。最受抨擊的投資人，就是看到車子來就不會動，什麼都不做，只會渴求價格再度上升。這就是兔子，躊躇不前。多數的人都是這樣，非常不幸！

## 3. 寫下投資的原因

這是我跟安東尼·波頓學到的訣竅，他是富達的傳奇，經營成長

趨勢基金，締造二十八年的成功佳績。安東尼一直都建議，寫下每筆投資的理由。股價低於入場價格，你開始感到害怕，就會有客觀又不情緒化的主張，這時參照投資理由，就能夠安心。賠錢對於理性決策非常不利。瞭解一開始喜歡這檔股票的原因，情勢不佳時，有助於判斷自己是否還喜歡這支股票。

#### **4.放手做，從現在開始**

有一個我很喜歡的投資寓言，講述的就是審慎與豪奢，這兩姊妹採取非常不同的投資方法。第一個從年輕就開始，努力存錢存了二十年。她的妹妹則享樂了二十年，拖拖延延也不存錢，但是她開始存錢時，也定期存一樣的錢。兩個都受益於投資最強大的力量，也就是複利的魔力。唯一的差別，就是其中一個人受益於另一個同樣強大的力量，也就是時間。兩個投資策略產出的結果大相逕庭。審慎在十八歲到三十八歲間每年存一千英鎊，然後就停止存錢，看著投資成長。她六十歲的時候，就投資了兩萬英鎊，退休金有五十萬英鎊。她的妹妹在三十八歲到五十八歲間存了兩萬英鎊，到了六十歲時，退休金只有八萬英鎊。

#### **5.要分散，沒人擁有能夠預測未來的水晶球**

要預測每年表現最佳的資產類別，只會徒勞無功。確實，過去二十年以來，沒有任何的資產類別能夠連年締造最佳表現。平衡的投資組合會包含股票、債券、不動產、商品、現金等，有助於締造較和緩的報酬，長期而言，績效會較佳。有趣的是，股票和商品等風險資產，與債券和現金等防禦資產間的關係並不對等。過去二十年以來，有許多年風險和防禦型資產互相平衡，打造出中性的整體報酬。有時候所有的資產都同步上漲。但是過去二十年來，並未曾見過所有資產

同時下跌。這對於被動長期投資人而言是好消息，因為他們這樣就可以把資金投入合理平衡的投資組合中，然後就沒有後顧之憂了。

## 6.不要視而不見，有時候真相就在眼前

二〇一六年時，最出乎意料的，就是英國公投。直到開票前，大家都認為英國不會離開歐盟。投資人更驚訝的是市場對於脫歐的反應。當年底，英國股市飆漲，這點不應該那麼意外。每個人都以為英國脫歐的不確定性，會衝擊英國上市股票。但是大家都忘記算進英鎊的影響。英鎊也不喜歡不確定性，公投後大幅貶值，結果嘉惠富時一〇〇。這是全世界數一數二的國際股票指數，當中有許多出口公司和外國公司，所以富時大幅受惠於疲軟的貨幣。但是脫歐公投的結果讓大家陷入恐慌，沒幾個人瞭解這點，真是讓人大開眼界。

## 7.看起來很瘋狂的話，大概就很瘋狂了

我的投資職涯跨過了幾個市場循環。規模最大的就是科技泡沫和泡沫化之後的結果。事後看來，顯然投資人一九九九年時都瘋了，把估值推升到荒謬的等級，完全與現實脫鉤。我記得曾參加過所謂的育成器基金的發行，說穿了就是一疊現金在尋找當紅的科技類股。基金發行時，淨資產價值為每股五便士。第一個交易日時，股價則飆漲至約五十便士。如果有人說，你投入一英鎊，能夠取回十英鎊，就知道出了大意外了。

## 8.問一下自己：「如果現在手上沒有的話，會買這個嗎？」

行為偏誤會導致投資結果不佳，但稟賦效應大概是力量最強的了。說得很精妙，但意思就是自己擁有的資產，我們認為價值高於所沒有的資產。所以房子能夠坐擁市場這麼久。因為受到美好的記憶影



響，而讓一磚一瓦在屋主眼裡的價值，高過潛在買家。敝帚自珍的另外一個表現方式，就體現在常見的投資錯誤中。我們認為，我們選的投資，一定會是好投資。承認我們犯了錯，真的很難。抽離投入房子或股票的情緒，就比較能夠客觀看待。如果現在不會買，或許就應該脫手。

## 9.金錢很難取代，切勿損失

這是從華倫·巴菲特那邊偷來的想法。誰沒虧錢過？巴菲特說的很好：第一條規則，就是不要虧錢。第二條規則就是不要忘記第一條規則。這句話背後的算數很簡單。如果一個股份損失了百分之五十，就需要百分之百的報酬，才能夠回到原點。大家很容易會不自制，導致無法停損，賠掉一半的資金。要讓投入資金翻倍，又更加困難了。

## 10.把股息拿來再投資，完全發揮複利的魔力

延遲滿足要實行起來，非常困難。但是學會等待，是投資成功的關鍵。七二法則指出，把每年報酬率用來除七十二，就會知道資金倍增需要的年數。顯然報酬率愈高，達成財務目標就愈快。而要提高報酬率，最容易的方法就是把股息所得加入資本利得中。根據巴克萊股權研究（Barclays Capital Equity Study），一八九九年投入英國股市的一百英鎊，到了二〇一六年會達到一萬六千英鎊，但這是每年都把股息花掉的數字。但是將股息進行再投資的話，同樣投資一百英鎊，報酬就會高達兩百六十萬英鎊。

凡恩・沙普

Van K. Tharp



**職業：**財務顧問（交易訓練專家）

**投資法：**短線交易

**投資關鍵詞：**初始風險、潛在報酬、控制風險、遵守交易規則

**著作：**《交易駭客任務》（*Trading Beyond the Matrix: The Red Pill For Traders*）、《交易本事：邁向頂尖操盤手的獲利心法》（*Super Trader: Make Consistent Profits in Good and Bad Markets*）、《交易・創造自己的聖盃》（*Trade Your Way to Financial Freedom*）、《資產生財，富足有道！》（*Safe Strategies for Financial Freedom*）

認為一個交易系統能夠通用各種市場類型，  
就是頭腦壞掉了。  
你應用信念的方式要隨市場類型而變。

## 養成高勝率的市場信念

我在生活上主要的角色是教練。另外我也建立神經語言程式流程的模型。建立模型時，我會確定最頂尖的人是怎麼做的，然後把他們的技巧教給其他人。我仿效許多厲害的交易員，我也開發出自己的一套交易基礎信念。你交易的不是市場，而是你對於市場的信念。這個章節會討論重要的基礎，解釋這句話的意思。

我透過自然語言程式做的事，大幅受到阿爾弗雷德·柯日布斯基（Alfred Korzybski）的影響。柯日布斯基非常知名，他建立通用語意學<sup>\*</sup>，這個跨領域方法學包含語意學，也包含語言學、文法、行為科學、生理學等等。

他在發展通用語意學時，採取一個基本前提，就是地圖並非實際領土。說到底，其實就是你對於世界的感官體驗，就只是世界的地圖，而不是實際的世界。

想想看：「外部」世界充滿能量和粒子。我們的感官會偵測這些波動和粒子，然後轉換成特定的神經表現形式。我們舉一個實際世界的例子：顏色。顏色並不存在於這個世界。我們感受到不同波長的光，視網膜當中的錐狀細胞會把這些波動轉換成特定的顏色。人類具有三色視覺（視網膜包含三種顏色的感受細胞，也就是錐狀細胞）。這三種感受細胞會一起把波動轉變成我們看到的可見光光譜。

錐狀細胞	顏色	波長
短波長錐狀細胞	藍色 / 藍紫色	450 奈米
中波長錐狀細胞	綠色	540 奈米
長波長錐狀細胞	紅色	570 奈米

圖表一

我們看到的顏色是世界的地圖，卻沒直接看到世界。一定要瞭解這點，因為就算在感光層級，我們的體驗也與真實世界不同。這個世界給我們五百一十奈米的波長，透過長波長錐狀細胞，我們對於能量產生紅色的感受。我們能夠看到紅色、綠色、藍色，還有一些綜合色，但是無法真的體驗到能量。這就是我們的體驗，我們往往認為這就是實際的能量或事實。這個世界有更多不同波長的能力，我們完全無法看到。但是這些波長俯拾皆是。

一旦我們有了感官體驗，就會把地圖拓展到感官體驗以外的地方。我們會查視內部的表現方式，然後用語言予以命名。這個流程就是對我們感官表現形式的後設描述。「沒錯，我看到了，是一種顏色，是紅色。」標記過後，五百七十奈米的波長，就至少距離「紅色」有兩步的距離。

此外，我們都給予字詞不同的意思。舉例來說，紅色看起來怎麼樣？那麼玫瑰色、栗子色、櫻桃色、品紅色、紫紅色、勃根地色、赭紅色、腥紅色、深粉紅、深紅色呢？你給予每個字的意思，跟其他人相同嗎？在這個例子當中，我們只討論顏色。

所以我如果說「狗」這個字呢？閉上雙眼，想一下「狗」，浮現在腦海中的影像是什麼呢？是圖表二裡面的狗嗎？還是其他品種的狗？就算你腦海中浮現的是德國狼犬，是否跟圖片裡的一模一樣呢？大概不一樣。



圖表二

我們來看一下，人類還用語言做什麼？我有一隻狗叫做老虎，是蝴蝶犬，沒有在圖片裡。我會說他運動神經發達。為什麼呢？因為他做的事，另一隻蝴蝶犬做不到，他可以跳過客廳的沙發。但他的運動神經到底有多發達？他不會整天一直在跳沙發，也不會老是跑來跑去。他的運動事件每天出現兩三次，每次花十秒鐘。所以整天他只運動三十秒，而我認為他運動神經發達，就只是我這樣覺得而已。每天三十秒，所以他每天運用運動神經的時間，只有百分之〇・〇〇〇三四七二。其餘時間他都在做什麼呢？大多數的時間都在睡覺。其實可以說，他大概有超過百分之五十的時間，都癱在家裡的地上，眼睛閉著。但是……我說他運動神經很發達。

我們的文字就是那麼容易讓人誤會，我會說我的狗提格（牠是一隻蝴蝶犬，這種狗沒有被放在圖表二中）的運動神經發達，是因為牠有潛力，而不是因為牠花很多時間運動。就算是對牠潛力的判斷，也是跟叫做阿瑞的另一隻蝴蝶犬相比而來的結論，我覺得阿瑞運動神經不發達。我把我以為知道的事情進行標記，然後當作真相，卻沒花時間好好思考。由這個簡單的例子可知，花點時間想想這個標記，就可以知道我的地圖跟實際領土不符。

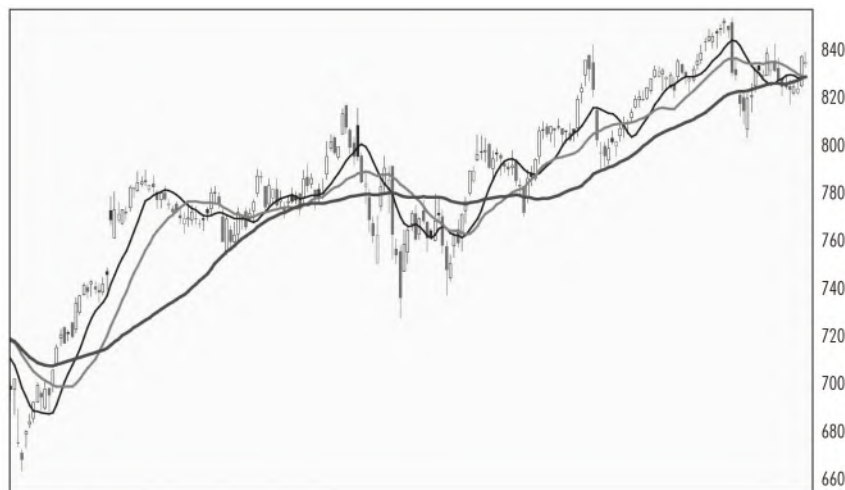
我們用語言做的事情，還多過用感官做的事。我們把動詞或流程轉換成名詞，然後假設這個名詞正確。像是「地圖並非實際領土」可能可以說成：內部現實與外部現實相異。這點可能正確，但是我不會這麼說，因為現實只是一個流程。現實無論內外，都不斷改變。但是我們已經把動態的事件，轉換成名詞，也以為自己瞭解這件事。就算判斷現實為何，也是一個流程。所以你覺得判斷現實為何的流程是怎麼樣的？

市場是一個例子，能夠把流程（每天的無數買賣交易）變成名詞。市場對你來說是什麼？先把答案寫下來，再繼續往下讀。

是在美國全國廣播上面看股價嗎？是顯示過去一年來，主要指數的每日價格柱狀圖嗎？是吉姆・克瑞莫（Jim Cramer，編按：美國金融名

嘴，人稱華爾街狂人）大談某檔股票嗎？是一堆交易員在銀行提出瑞士法郎的邀價或遞價（編按：未來買主在特定時間內願意支付的最高價格）嗎？

如果我請人向我展示市場，他們大概會給我某種價格圖。但市場是這樣嗎？看看圖表三的谷歌每日股價圖，大約涵蓋六個月。這個是市場嗎？圖中也有三個簡單的移動平均線，分別為十天、二十一天、五十天。這些移動平均線是否能夠代表市場呢？



圖表三

記得，是你自己建立的市場的地圖，你給予這些地圖意義。所以你隨心所欲決定市場。但是這樣做，就一定要注意，你在決定流程做了什麼事。如果有這樣的意識的話，就可以問簡單的問題，徹底改變體驗：我的表現形式是否有幫助？或是更好，我是否能夠根據這個有幫助的表現形式，形成信念？

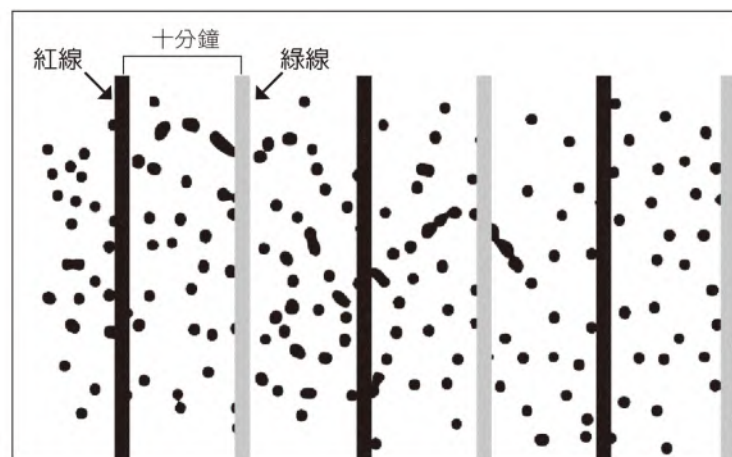
如果市場真的是買賣雙方在特定時間，一起議定特定價格，或許閃電線圖會是最好的表現形式。每筆資料都是一個點，代表買賣雙方在某個時間點，決定價格。

也要記得，是你決定（發明）自己使用的窗口大小，一個窗口可能

會有一百萬或一千個資料點。但即使有了線圖資料摘要之後，收集資料時，也不可能取得市場上所有的資料。你到時候必須問：「還少了什麼？為什麼會少？」

拿到閃電線圖後，可以隨意放入資料點，舉例來說，可將一百個資料點放入十分鐘的窗口中。這樣的閃電線圖可能跟以下的圖表四很像，垂直的線能夠區隔時間或是資料點數目。以我們的例子來說，每一條垂直線都代表十分鐘的資料點。

多數人看到這張圖，會說沒有意義，或說看不懂，或說只是一堆點。由於人類能夠創造意義，所以面對事物時，自然而然會想出一些意義。如果發現某些東西好像沒什麼意義，就會轉換成有意義的東西。所以你可能看到上百個資料點，然後認為這張圖表沒有意義。這可能是最能代表市場的視覺表現方式，但是看起來沒有意義，所以你並不喜歡。結果你決定把這個閃電線圖轉換成柱狀圖，或是 K 線圖。<sup>\*</sup>有許多交易員都運用柱狀圖或 K 線圖，認為這些圖表能夠代表市場（但從統計的角度來看，並非如此）。



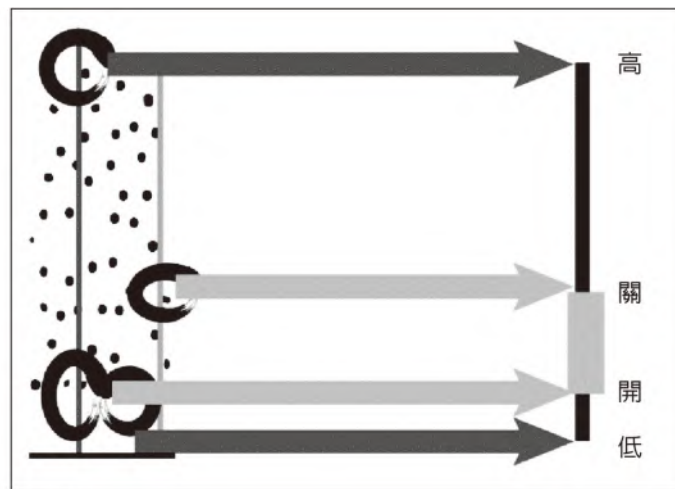
圖表四

所以看看這個閃電線圖，想像一下，在各條垂直線間，第一個資料



點有意義，最後一個點有意義，高的資料點與低的資料點也都有意義。然後運用這些點做成圖，這樣做的話，就要記得，你認為閃電線圖上的一些資料點都有意義，而有些意義則不同，或者沒有意義。你建立第一、最後、高低資料點的意義時，就會做出以下的價格線或 K 線（圖表五）。但是這個價格線或 K 線，是否比閃電線圖更有意義呢？或者意義是否與閃電線圖不同呢？有什麼意義嗎？

注意一下，把五分鐘的資料點轉換成 K 線圖，就有助於解讀價格行動。有些人可能會說：「價格大漲，然後稍微低於開盤價。收盤價也遠低於高點，但還是比開盤價高。」這些就是你可以輕易給予特定 K 線圖的意義。但是檢視開盤資料點的話：



圖表五

1. 可能會是挑選好的特定資料點，或是另外一個接近頂端的資料點。
2. 這時期的最高點可能是第二或第三個資料點。
3. 最後的時間線上有兩個資料點，收盤價可以選其中一個。



如果選比較低的那個，收盤價會低於開盤價。但最重要的是，你從 K 線圖推出的結論，大概無法從顯示五分鐘內所有資料點的圖表中取得。某些人可能會主張，五分鐘的 K 線圖是非常乾淨的資料，多數交易員都會用來表現市場。許多交易員運用 K 線圖理解市場，給予意義。

我們再想想，只使用資料點的話，會是怎麼樣。如果低點只代表一個資料點，其餘的資料點鄰近前一段時間的資料點平均呢？此外也有可能有一個資料點偏離群體，卻是當天高點。在柱狀圖當中，你無法看到一個特異的資料點，成為當個時段的高點或低點。你只看到柱子觸底或探高，高低兩點突然對你產生特定的意義。你可能會把這些價格標記成支撐或壓力等更多的名稱和意義。

忽略顯示原始資料點的圖表，其實就是在說第一塊跟第二塊沒關係，因為我們會隨意畫線，區隔兩個資料點。統計學家都不會這麼做，工程師也不會。統計學家大概會找出每個時段的平均，然後運用標準差，合理估算平均。

同樣的，請記住，你使用的窗口的大小是由你自己決定（發明）的。一個窗口可能會有一百萬或一千個資料點。除此之外，有了線圖資料摘要之後，收集資料時，也不可能取得市場上所有的資料。還少了什麼？為什麼呢？

還要進一步。想要理解市場的人，可能會想要算出若干條柱子的收盤價平均，建立移動平均線，然後再判斷移動平均線是否有意義。他們可能會說：「價格高於移動平均線，市場正在上揚。」

我們再想想，只使用資料點的話，會是怎麼樣。如果有一些資料點很極端的話，會怎麼樣？如果柱子的低點只代表一個資料點（很低），其餘的資料點都在前一條柱子平均的一個標準差內，該怎麼辦？可能會有一個資料點大幅偏離，但是當天高點。而且你還無法在柱狀圖中看到。你只會看到一個資料點代表當天高點，然後對你突然產生意義。你

甚至可以把這點稱作支撐點或壓力點……這又是一個對你有意義的名稱。

假設你看到市場上揚，但是幅度並不足以讓你出手。上揚走勢的柱狀圖對你的意義不足，你需要更多資訊。你算出柱狀途中的收盤價移動平均（亦即你為什麼決定要使用收盤價，而不是〔高點＋低點＋收盤價〕除以三的等數值？）然後你可能會判定，一條移動平均線與另一條交叉，意義重大。你可能會想要使用「穩健的訊號」，像是十日移動平均線向上穿越二十一日移動平均線。例如圖表三的谷歌股價圖中，訊號第一次在很左邊出現，是很不錯的買入訊號，但是跌破均線，往往就會接近市場低點。注意到了嗎？你現在給予這些特定訊號多少意義，這些都是行動的原因。但是你是否能夠在一張圖表中，運用一些例子，判定買賣訊號呢？大概無法。

如果你無法從 K 線圖的移動平均線取得足夠的意義，那麼可能就要再扭曲一下價格資料，取得你可以給予意義的元素。你會看隨機訊號；你會看平均趨向指標和趨向指標；你會看相對強弱指標；你甚至會發明自己的指標。最終你會找到一些元素，能夠給你足夠的資訊（根據你給予的意義），好說服自己，這個想法有效。

舉例來說，你如何說服自己，交易系統中有一組規則能夠發揮效果？你以前知不知道，自己有心理策略能夠說服自己？你一直都在用。你的策略是什麼？你是否要看到證據，才能夠相信？如果是的話，要看到幾次？你是否要聽到有人跟你說，這個有效？如果是的話，要聽到多少人說？說多少次？你是否要檢視五十筆交易，看過一條條的柱狀資料，確認系統是否有效？或許實際的體驗能夠說服你。你是否必須真的理解方法有效的理由？或許你說服自己的策略，包含兩組以上較單純的策略。

底線就是要有心理策略，能夠說服自己交易系統能夠發揮效果。這個策略可能很棒，但也可能不棒。舉例來說，這個系統可能是「綠色箭

頭出現在螢幕上時買入，紅色箭頭出現時售出」，看到約莫十筆這樣成功的交易後，有些人會花數千美元購買軟體，好看到箭頭出現在圖表上。這樣子的各式說服策略，可能會讓你惹上很多問題，但是只要符合你的策略標準，就嘗試。

你是否能夠開始理解大家做的事？

1.我們把買賣股票、期貨、外匯、選擇權的流程，轉換成名詞，稱為市場。

2.然後我們會給予市場意義，所以就用某些方式，重新向自己詮釋市場。閃電線圖上的資料點，大概最接近實際情形。從結構的角度而言，資料點最近似於兩個人間的買賣流程。即便如此，以資料點表現計價流程，還是大幅扭曲。

3.沒有人會看資料點，所以跟市場現實最像的，大概是閃電線圖結合 K 線圖。但是非常可能造成誤解，從這個章節的數字就可以看出來。

4.你必須理解自己表現市場的方式，所以持續把市場資訊轉換成元素，以給予足夠的意義，做出決策。但給予資訊意義時，可能也會有所扭曲。舉例來說，你把代表資料的點，轉換成隨機指標。

5.你必須決定買賣時機，所以想出一些規則。如果你能夠說服自己，使用適合你的獨斷策略，可能就可以實際運用規則，創造交易系統。

你是否能夠理解交易市場信念，而不是市場本身？是否能理解，你建立的地圖，全都是幻象？如果你專心注意大家創造的各式內部地圖，就會發現多數地圖都沒有用，有用的只有一些。找到有用的地圖，就是效仿卓越人士的重點。

華倫·巴菲特說過：「每支上市股票的所有細節，你都應該要知道。」有人如果回嘴說，有七千支上市股票，他就會回說：「從最好的開始。」有些人認為，華倫·巴菲特這麼說，所以這就是在市場賺錢的

祕密。但是對我來說，這個建議完全是沒有用的信念。如果你嘗試遵循，不是會浪費很多時間，就是會浪費很多錢。你要能夠分辨哪些信念是垃圾，哪些有用。

有用的信念在適合的情境中，有助於賺錢。但是要如何找到有用的信念？在我的書《交易駭客任務》中，我討論了五十五條市場信念，都對於交易很有幫助，我稱之為沙普思維。這些信念不一定真實或實際，但是如果採行這些信念，那麼在市場中獲利的機會，就會大幅上升。

以下有六條沙普信念，能夠讓你成為交易天才：

1. 開始交易前，一定要知道起始風險點，這樣犯錯時才會知道。根據起始風險（我簡稱為 R）設定停損單。

2. 潛在報酬為初始風險的三倍時，才進行交易。

3. 如此一來，如果你有四筆交易，利得都是初始風險的三倍，六筆交易的損失都相等於初始風險，獲利的交易就為初始交易的十二倍，你的淨利就是初始風險的六倍，或是每筆交易平均獲利為初始風險的一點六倍，出錯的機率則為百分之六十。

4. 如果你每個月能夠進行十筆交易，運用部位規模策略，每筆交易承擔的風險為投資組合的百分之一，每個月底就會獲利百分之六。如此交易一年多後，就會有百分之七十二的獲利，你的交易功力就會是數一數二的了。

如果真的這麼簡單，那麼為什麼大部分的人都不是天才交易員？再看看另外兩則信念，就知道原因了。

5. 你如果不遵循規則，就會出現交易錯誤。假設你每個月的十筆交易中，有兩筆錯誤，就代表你的交易只有百分之八十有效率。再假設每個錯誤造成的損失，是初始風險的兩倍。運用上面第三條規則的結果，你每個月的獲利不會是初始風險的六倍，而是兩倍，因為要把犯錯導致的四倍損失扣除。你每年的報酬率就會從百分之七十二，暴跌至百分之

二十四。有些人會一再犯錯，我稱之為自我毀滅。

6. 最後，至少有六個市場類型，每種都有方向元素和波動元素。市場方向分為：上揚、偏離正軌、下跌；波動則可分為安靜或震盪。如果你把一到四條信念應用到特定市場類型，就能輕而易舉設計出很厲害的交易系統。但若是認為一個交易系統能夠適用各種市場類型，就是頭腦壞掉了。你應用信念的方式要隨市場類型而改變。

## 總結

頭腦裡面的創作只是想像，表現出腦外的世界，但絕對不會跟現實世界相同。也就是說，你的內部地圖並非實際領土。我們給予萬物意義，詮釋整個世界。

平庸的投資人或交易員，與頂尖的人相比，可以看到頂尖的人（就算他並不知道一切都是幻象），至少都會保持有用的信念，幫助他在市場中獲利。四則信念（前文提及的六則信念的前四則）有助於賺取非常高額的年報酬，但是多數人都無法做到。**首先**，他們的交易效率大概為百分之七十到八十，犯了很多交易錯誤，所以就算運用優良的交易系統，還是虧錢。**第二**，由於他們不瞭解，有助於獲利的信念，要隨市場情形變更。在牛市中進出獲利的交易規則，應用在波動高、偏離正軌的市場中，就不會賺錢。根據不同市場類型，以不同的方式運用四則信念，交易就會次次成功。

---

\* Alfred Korzybski. Science and Sanity, 5th Edition. Fort Worth, Texas: Institute for General Semantics, 1994. Third printing 2005.

\* 柱狀圖著重高低（兩端），與開盤和收盤。K 線圖也是柱狀圖，開盤和收盤間的區域，如果開低收高，以綠色表示；如果是開高收低，則以紅色表示。兩者都顯示同樣的資訊，但是我們通常認為K線圖比較有意義。

# 尼克·淳恩

## Nick Train



**職業：**基金經理人

**投資法：**價值投資

**投資關鍵詞：**留意費用、長期投資、低週轉率、集中投資

盎格魯薩克遜股票的年度總報酬率為百分之六到七，  
過去幾十年到一世紀來，都高於通膨。

# 投資智慧七大支柱

好幾年前，有朋友得到了大筆資本，請我根據他的財務給予建議。我一開始的想法後來也付諸實行，就是引薦他給林賽淳恩重視的私人財富管理交易對手，請厲害的人操作。

但是他執意要我表示意見，提供脈絡，讓他之後能夠討論。我說：「好吧。只要你知道，我的專業不足以提供建議。林賽淳恩明令禁止我給你建議，只要你同意這點的話，我就跟你分享投資智慧七大支柱。」

這七個主張適用於散戶投資人。我每次要運用自己的資金前，就會試用，然後記起來（再放棄，或是買入更多芬斯伯里成長與收入信託公司）。我很久以前就放棄找尋投資挑戰的「答案」，綜合這七個主張，跟解答也都還擦不上邊。我只是發現，如果我思索這些主張，最終決定就會變得比較不衝動，基礎也比較扎實。

以下主張是我在二〇一一年寫下的，至今仍然有效。

## 1. 投資的目的，就是要保存資本的實際稅後購買力，同時承擔最低的風險

這看起來不言自明，但是投入心力前，一定要確立目標。此外，這個目標看起來不遠大，但是長期保護資本免於通膨和稅捐稽徵員的雙重破壞，一直以來都不是小事。但是這第一個主張達成的結果，就是避免我太超過。我看過最冷靜但又讓人耳目一新的現實財金頭條，就是「神對於整個宇宙的計畫，不太可能包含讓你致富」。很哀傷，但確實如此。所以就來訂定實際的投資目標吧。

## 2. 決定是否要把年齡投入固定利率中

我剛剛含糊其辭，很抱歉，但這個主張真的很重要，又很精妙困難。幾十年前有人說過，應該要把年齡投入金邊債券（編按：泛指中央政府發行的債券）。舉例來說，祖父母替十歲的小孩存錢，投入固定利率的儲蓄，最多就是百分之十。小孩的人生還長，能夠賺回股票的損失。而七十五歲的人或多或少要仰賴投資收入，不妨把百分之十五的財富投入政府公債。活在當下。錢帶不走，花錢享受吧。

但是隨著平均餘命愈來愈長，顯然這個定理不再正確。通膨會更快讓你變窮，你變得很脆弱（也就是仰賴固定收入時），最明智的前人無法想像，這時就更是如此。我們持有股票的時間要更久，特別是投資一些非常優良的公司，而像現在公司初始的現金殖利率高於金邊債券時，就更該長久持有。

## 3. 每年資本花費不要超過百分之四，不管是資本利得還是收入都一樣，如此才能夠維持財富的實際價值

如果你沒要維持資本實際價值，就不用擔心，但不要騙自己。長期股份實際報酬大約每年為百分之五，包括再投資、標準稅率的股息（是多數人都無法取得的指數報酬率元素）。在真實世界中，每年撥除百分之四以上的資本，或是想要透過風險較高的工具，賺取百分之四以上的年收入，長久會侵蝕你的資金（如果垃圾債券市場崩盤毀壞，速度就會更快）。

## 4. 不要相信資本保存和「成長」能夠兼得

無法兼得。

## 5. 如果你需要賺錢，就要集中投資；如果你想要保存資本，那就分散



## 投資

鉅額報酬需要成功的巨額賭注。分散可能無法讓你富裕，但是能夠降低讓人不愉快的意外風險。

順道一提，淳恩太太堅持淳恩家的財富遠遠不足。因此我集中投資林賽淳恩的英國和環球策略。我們願意承擔這個風險，因為我們知道這樣子做，最有機會能夠打造出淳恩太太堅持的卓越報酬。但是如果有客戶投資這些工具時，不時時注意，根據自己的目標也沒有足夠的分散，我會十分震驚。

### 6. 多數職業投資人長期表現都比不上績效指標，絕大多數是因為手續費和交易成本

《星期日標準報》（*Evening Standard*）的安東尼·希爾頓說：「要記得，專業和業餘投資人的差異，就是專業人士用你的資金犯錯，而不是自己的。」

我考量第六個主張的原因，不是要替指數基金或指數股票型基金打廣告。不過無庸置疑，其平庸但勢不可擋的的累積效果，也就是長期的平均績效相較於績效指標，能夠推升績效。我提出這點是要揭開投資專業的神祕面紗。筆挺的西裝，一連串的行話，幾乎不可能補償你一百五十個基準點（編按：一個基準點相當於〇・〇一%）的每年管理費。

### 7. 時間是投資成功的關鍵，而不是時機。所以最佳的投資時機，就是現在

要入場，才可能會贏。有人說他們知道下週、下個月、明年的價格，不要相信。如果你需要賺取報酬，那麼今天就要投資，讓資本主

義穩定發揮效果。

保持樂觀。

## 我如何經營自己的股票成本

剛剛說過，這七根柱子適用於私人、散戶投資人（包括我自己），幫助他們決定要如何運用資金。身為投資組合經理人，經營權益資本，還要考量其他議題。這個章節的下半節，我會更深入檢視我在林賽淳恩管理的英國股票投資組合，以及形塑該投資組合的想法。這次我會提到我寫給投資人的另一篇文章，發表時間是二〇一四年一月，但是我相信（更新幾次後），到現在還是很有幫助。

我很景仰珊謬·約翰生博士。他有許多吉光片羽，讓人無法忘記，其中一則說道：

「人比較常需要提醒，而不是教導。」

擔任職業投資人三十五年後，我認同約翰生的說法。面對資本市場智能和情緒挑戰的人，大家都需要持續學習。林賽淳恩經營客戶權益資本的長久原則，我定時複習，知道自己因而受益。不時複習這些原則，能夠讓我們專心致志，正直坦蕩。

### 1. 如果你想要不同的投資績效，投資方法就要不同。

——約翰·坦伯頓爵士

這個就是事實，讓人不快，但無可爭論。如果你想要不同的投資績效，我想說的就是「比較好的績效」，就要做別人沒做的事。我們的英國股票投資組合，績效曾經與富時綜合指數（FTSE All-Share Index）大異其趣，不管優於還是劣於指標，這個情形一定會再次出現。

或許我們方法最明顯的差別，就是投資期限非常的長，週轉率也很低。我們的英國股票投資組合長期平均週轉率，每年為百分之五，而一般的英國股票開放型投資公司，週轉率應該接近百分之百。

我們認為，如果特定投資組合的週轉率為百分之百，可以說該投資經理人每部位的投資時程約莫為一年。這麼說或許有幫助，但是並非很嚴謹科學。相較之下，每年週轉率低於百分之五，就代表每個部位會持有至少二十年。我們的作法也一致，有許多部位都持有十六年了，還會繼續持有。我們活動量相對低，可能會有一些缺點，但有一個確定的優點，也就是整體經營成本比較低，應該低很多。

**2. 投資股票很簡單，你只要以低於公司內涵價值的價格買入股份，運用經理人最高的操守和能力，就可以永遠持有這些股份。**

——華倫·巴菲特

我們週轉率低的原因（還有投資公司的選擇），顯見於以上巴菲特的建議。我現在只要引用這句話來佐證我們的作法，都會覺得有點罪惡感。這樣簡單的建議是從全世界最厲害的投資人嘴裡說出來，怎麼能支撐可信有力的投資理念？但事實就是如此，而且整體來說也發揮效用，顯然對巴菲特有用。我向各位保證，要找到好公司然後持續持有，也不是這麼簡單。「採取一些行動」的壓力很大，特別是優質公司度過免無可免的艱困時期，就更會想要行動。聯合利華在二〇一三年時的股票績效，就是一個例子（不過當然比較近期的事件，有助於提醒投資人聯合利華等顯然特別的公司價值）。以下的評論出自於另外一名優秀的投資人彼得·林區，他跟巴菲特一樣知名，都很擅長經營獲利的公司。記住他說的話，在環境艱困時，強化自己的信心。

**3. 其他投資人自行制定脫手時機的規則。**

## ——彼得·林區

林區經營自己持有的獲利公司，主張如果一檔股票表現好的話，而且原因可以解釋，並非完全投機，那麼就能夠期待持續優異的表現（但一定要記得，不可能會直線上升）。他（還有我們）不認同「實現獲利不會錯」的傳統觀念。這個觀念可能大錯特錯，你在優異的長期投資當中的權益，會因而永遠減損。最佳公司的股價會翻倍，翻倍翻倍再翻倍。這些企業會替所有人的財富翻倍，鎖定這些公司，就是我們的方法的核心。

### 4. 公司的產品好吃的話，就買下該公司股份。

## ——巍巍安·巴薩蓋

我們持續研究我敬愛的前老闆巍巍安·巴薩蓋（Vivian Bazalgette）的建議，找尋選股靈感。

吸引我們的公司，其客戶都認為該公司產品或服務，無可取代。所以舉例來說，全世界的科學家和律師都沒什麼選擇，只能訂閱里德·愛思唯爾集團（Reed Elsevier，現在又更名為 RELX 里德國際公司）的服務，才能夠執行業務。同理，投資銀行客戶一定要使用費德沙公司（Fidessa）的軟體。但是巍巍安認為，客戶對於美味產品的忠誠度，也很可靠，很有賺頭。我們的投資組合的利基，是大家對於健力士、約翰走路、鐵釀（IRN-BRU）、盧比康（Rubicon）、富樂倫敦之光啤酒、老母雞英式麥酒、胡椒博士、吉百利牛奶巧克力、奧利奧、瑞士三角巧克力、夢龍冰淇淋、好樂門家樂牌，還有「不吃活不下去的」馬麥醬。這些產品從現在起，大家還會享用三十年。也就是說，在不確定的世界中，擁有這些品牌的公司，會是絕佳的長期投資。

我們經營集中投資組合，部位約莫只有二十五個上下。這個政策的靈感和例子，部分來自於引領我進入投資產業的人。就是理查德·桑頓（Richard Thorton），也就是 GT 管理公司的 T，他在一九八一年的時候雇用了我。但理查德在二〇一三年過世，很讓人難過，同事哀悼敬重他。他是非常優秀的造雨人（rainmaker，編按：商業術語，指在企業界能為公司帶來新商機並贏得新客戶的人物），也是無敵的股市操盤手。理查德對當時剛畢業的青澀訓練生分享投資成功的祕訣，我都還記得。

**5. 先找出你很棒的想法，然後盡量投資。再來把部位規模翻倍，讓你晚上睡不著。最後再跟別人說！**

——理查德·桑頓

理查德知道很棒的投資機會很少，看到時，一定要有信念支撐。他也知道，要落入「多慘化」有多麼容易，「當時看起來很不錯」的部位增長到占滿投資組合。所以我們遵循他的忠告，聆聽前輩和更厲害的人。

展望股市，全球和英國股票都會維持昌盛。比如說從一八〇一年倫敦證券交易所設立起，看起來背景條件好像都有利於投資股票。當然，三個當前的總體經濟元素都往正向發展。首先，科技變革替現有公司創造了新的產業、新的公司、新的機會，速度前所未見的快。再來，全世界的人口不只持續成長，世界上也有越來越多的人脫離貧窮。最後，股票競爭資產類別，也就是公債和現金的實際價值，還是一樣可怕。這些加總，就說服我們把資本投入長期股票投資。

我們知道，謹慎的股東如果更確定，能夠知道保證股票報酬的情況和時機，他們會安心。盎格魯薩克遜股票的年度總報酬率為百分之六到七，過去幾十年到一世紀來，都高於通膨，但並不是每年都一定

都能達到百分之六到百分之七。所以股票報酬可能的現實狀況，奧格登·納許（Odgen Nash）的完美觀察，最能體現：

## **6. 搖搖番茄醬，一開始沒有，後來卻有大量。**

——奧格登·納許

擇時確實很困難，甚至不可能。但是投資人一定要維持足夠的股票投資。這就是完全運用資金的理由。

# 埃因·特里西

## Eoin Treacy



**職業：**財務顧問

**投資法：**趨勢投資

**投資關鍵詞：**全球投資、股市動能

**著作：**《群眾資金》 (*Crowd Money*)

資本同時具有全球化和可移動的特性，  
所以可以說，選擇投資時，  
也要有一樣寬廣的眼界。

# 尋找下一支上漲股

## 1.掃描全球

我知道自己在找尋什麼，但是要怎麼找？

有些特定的條件，能夠造就鉅額利得。結果很亮眼，本身也可靠。問題是這些條件不是隨時存在，所以要睜大眼睛，尋找時機。

所以我會掃描全球，尋找有興趣的市場。資本同時具有全球化和可移動的特性，所以可以說，選擇投資時，也要有一樣寬廣的眼界。更重要的是，由於資本全球經濟系統本身就很競爭，資金自然而然就會流入最讓人心動的資產中，而這資產殖利率或資本成長潛力引人入勝。

平均的法則也對你有利，但前提是網子撒得越大越好。畢竟你追蹤的市場越多，出現適合條件的機率就越大，如此就能夠進場獲利，承擔的風險又較低。所以我才把自己當成全球策略師。雖說英國市場的流動資產數一數二，但我不只聚焦英國市場。我也密切追蹤許多市場，因為一旦適合的條件一起出現，情緒改變，就可以買入，承擔低風險，締造高報酬，等待就值得了。

## 2.找尋基本組成

我說的是在大家都不在乎的時候買入，因為他們都受到失望制約，覺得壞情況不會結束。進行價值投資也還不錯，撐過許多年的績效低落，就是在等其他人瞭解你的分析，一直以來都很正確。但是要等好一段時間，群眾才會理解，價格會先大跌後才反轉。

我比較喜歡先找尋一些跡象，知道其他投資人可能也會抱持相同



的看法。這樣至少我能夠知道，不只有我在買入，也能夠部分限制分析錯誤的機率。也就是說，我在找基本組成。

這大概就是圖表上最好找到的東西，因為你會看到很長的一段時間，而且波動往往很大。這個符合牛市三個心理知覺的第一個，這個詳述於我的書《群眾資金》。以下的一節是關鍵，能夠解釋我的意思：

在圖表當中，不相信或嗤之以鼻的階段，於基本組成的發展一致。就跟地基一樣，基本組成能夠支撐接下來的上揚趨勢，也會開啟上揚趨勢。不相信或嗤之以鼻的階段的長度，取決於兩個獨立的元素。第一個就是前一個牛市的過度行為必須消化完，可能需要好幾年，等待無法再下跌時脫手的人清算存貨，接受損失。期望會很低，因為每個人到時都會看到，只要價格開始回彈到基礎的高點，很快又會再下跌。但是每個想要脫手的人，遲早都會脫手，市場的潛在不良供給就會消失，這樣才能夠造就下一次的牛市。

每個人都賣出後，手上一定會有現金，就代表可能會有流動現金，能夠造就某些資產的牛市。

第二個前提，就是必須要有讓人信服的基本原因，搖醒等式中的需求。大型的股票牛市，一般都從非常具有吸引力的本益比和高殖利率開始。不管原因是什麼，都需要夠有力，才能夠催化供給和需求在基礎中的關係。如果是股市部門，公司會發現新的方式，能夠提升效率，或出現新的產品需求原因。如果是債券價格或貨幣，相關國家就必須採取綜合經濟行動；如果是商品，那麼一些新的技術或需求，就會吸收可得的供給。規模很大的牛市，都有啟發人心的故事。為了要產出支撐想法的信念，把一個類別的資產推入長期的牛市，

故事就要夠大才行。投資人參與市場，想要覺得他們身處尖端，率先參與改變世界的新潮流。

在新循環的這個階段，新基本面故事最重要的元素，就是多數人都視而不見。許多人即使聽說過，也不會予以理會；就算是聽說過且相信的人，也可能會低估新需求來源對於稀少供給的效應。

長時間的劇烈波動交易，不一定有獲利機會，合理化則清除許多員工，能夠在產業中撐過這段時期的人，會規避風險。這些人在自己的產業中倖存下來，由於這個經驗，他們會最保守。他們不想要承擔風險，不然就可能會導致更糟糕的交易條件，所以他們會做小伏低，盡力確保公司能夠倖存。

條件開始改善後，媒體自然而然會趨向市場中最有經驗的人。除此之外，他們還會找誰談？但是由於這些人受到熊市的強力制約，所以對於未來的樂觀程度最低。他們瞭解回彈並不會永久，樂觀會瓦解。唐納德·考斯（Donald Coxe）的描述很優雅，他說「瞭解的人，最不喜歡，因為他們的失望最深」。

### **3.有兩個條件需要達成，新高才能夠持續**

**第一個**就是區間產生的自然結果，以及人類心理的狀況。

如果價格長期處在橫盤整理的狀況下，這時投資人若想要在股價創新高時賣出，往往都徒勞無功。他們有三個選項，價格升到他們想要賣出的時間愈久，就愈有可能消磨他們的耐心，毅力是投資人決定要採取什麼行動的關鍵。

要脫離這個處境，最簡單的方式，就是等待回彈到區間的高點，同時降低掛出的賣價，但這樣的作法會導致價格無法維持新高。

他們可以得出結論，有許多壞消息，都已經被反映在股價中，所以第二個選擇是，他們可以選擇成為「再生牛市」，所以就撤回掛出的賣價，期望新的牛市開始。這個決定會讓區間以上的供給脫離市場。

第三，他們可以持續等待，不撤回或降低賣價，但是願意等待的人數，隨著每日、每週、每年，會持續減少。

所以區間本身就是決策流程，會吸光高於區間的供給。

**下一個**條件，就是要有新的牛市基本面故事。長區間基本組成可能會是決策流程，但是資產為了要能夠吸引足夠的新投資人，就需要故事。人類是社交動物，渴望溝通，我們在以社區為基礎的社會當中生活，能夠成長茁壯。故事大概是我們能想出最有效的方法，能夠濃縮往往很複雜的資料，好讓人消化理解。敘述方式愈有說服力，大家就愈容易相信這個想法。

特斯拉汽車就是很好的例子。二〇一一年中期到二〇一三年早期，股票具有些微上揚的偏差，但是有百分之四十的拉回傾向，從三十五元的區域拉回。這家公司每賣一台車就賠錢，這樣子的波動性，大概會把多數人都嚇跑。二〇一三年早期，有事情發生了。由於伊隆·馬斯克（Elon Musk）個人特質的力量，再加上他雄心偉略，想要製造第一艘私人太空探勘船 Space X，投資人就滿懷希望。接著特斯拉的主要豪華電動車競爭對手菲斯克汽車（Fisker Automotive）破產了。所以特斯拉幾乎就取得全數的綠色汽車補助，而且該公司還製造大家想要的汽車，也就是第一台電動車，股價突破三十五美元，直到年底觸碰到了兩百美元大關。

所以我認為區間會爆炸，只是時間早晚而已。你看到市場不斷交易或震盪，情況改變時，就會有很大的獲利潛力。區間具有條件效應，也就是說股價突破一定會震驚市場，因為大家限制自己的期望，放棄期待較高的價格，才活了下來。

價格突破會帶來新一波的買氣。照著剛剛提到的特斯拉範例，想像一下有一個可憐人，在三十五元的時候做空特斯拉，以為股價會下跌約百分之四十，就跟前幾年發生的一些事件一樣。他的壓力很大，之後價格暴漲，又得因應。

接著又出現想要找划算股票的人，他們希望自己能夠買在二十二美元的區域。他們現在會匆忙入手，因為他們之前的策略失敗了，等不到較好的價格。

此外還有許多逢高買入、動能、黑盒子（編按：black box，一種交易系統，利用預先編程的邏輯來進行交易）和演算法交易員，他們會買在高點，並且預測未來的上揚空間。由於價格突破的力量很大，媒體會撰寫故事，更多人聽到這個故事，就進一步推升價格。價格回彈的時間，就等於大量投資人願意以高價賣出，滿足新需求來源的時間。

所以我才細細探索股票投資範疇，在較多人逢低買進的標的中，找尋基本組成的跡象。當橫盤整理期出現較多逢低買進的買者，這樣的發展方向，可以告訴我們兩件事。首先，我知道想要持有的人，不願意等待價格創下新低再買進。換句話說，他們不想要錯失回彈，寧願及早入手，也不要錯過。就代表他們是投資人，正在打造投資組合，而不是交易人要操縱波段獲利。

我在二〇一三年的時候寫了一本書，因為當時有許多檔股票符合標準，而且自此之後，有許多檔股價都翻倍。長期的基本組成會出現在每個資產類別中，而且每個都會爆炸。我們知道潛力為何，所以找尋市場中的可靠的獲利機會，而不是在未知的領域當中承擔風險，這樣比較合理。

# 伯提·萬哈能

## Pertti Vanhanen



**職業：**基金經理人（不動產基金）

**投資法：**價值投資（不動產）

**投資關鍵詞：**維護整理、了解風險、避免債務

忽略不實際報酬的誘惑，  
專注能夠承擔的風險，  
或許就能夠締造讓人意外欣喜的報酬。

# 不動產投資的九大真相

## 1. 不僅僅是成長

雖然說這點可能會讓許多不動產投資人大驚失色，但是不動產的價值不一定會一直升高。追求短期資本利得的投資人，可能還會大幅虧損。

不動產的長期報酬目標就是產出穩定、具有吸引力的收入。但是要締造優異的收入，就需要擁有大家想要承租的不動產。你也需要錢賺得夠多的租戶，才能繳納租金。

如果你注重培養不動產，打造未來強勁又持續成長的收入，就比較能夠締造出良好的資本績效。

## 2. 忽視造成頹敗

不動產所有人必須積極主動，不能夠忽視維護整理的重要性。

就算租客簽署合約，建築物的物理性質和環境，都會隨時間而改變。法規問題或鄰近地區改變等外部因素，即時瞭解絕對有幫助。

主動承擔環境、社會、治理責任，不僅要習慣成自然，而且要深植不動產管理，持續進行。所以投資不動產要成功，就要把眼光放遠。

不動產所有人絕對不能忽略必要的維修保養。如果沒準備好要維護不動產，就最好雇用專業經理人來投資。

## 3. 「物件」比「地點」重要

你可以花很多時間思索，要投資哪個國家、產業、市場。但是其

實特定不動產的性質，對於報酬的影響更大。你要買在英國、德國還是法國，都沒關係。不管法國經濟成長，相較於德國高低一兩個百分點，也沒關係。重要的是你購買的實際資產，可能會是商辦、出租公寓，也可能是倉庫。你的不動產是否符合需求？是否炙手可熱？是否能夠打造長期的優良收入？

你的潛在報酬要好，所投資的資產就要好，所以一定要注重不動產本身，而不是只在意地點。

#### **4.接受現實可能會很困難**

不動產通常稱作非流動資產，意思是買賣需要花很長的時間。但這部分是因為，投資人往往對於不動產的價格，有固定的想法，與其他資產類別比較不同。一旦決定了價格，就很難改變心意。不願意以較低的價格出售資產，或以較高的價格買入，就導致不動產的流動性較低。

要確保你認定的不動產價格以事實為基礎，像是市場需求、預期租金收益、相似不動產交易價格等。否則低落的流動性，就會持續出現在你的不動產投資生涯中。

#### **5.優質不動產很少閒置**

談到不動產，多數人都誤解「高品質」的意義。投資人往往認為，品質說的是不動產的物理特徵。但其實更簡單：不動產需求是否強勁？簡單解釋，如果租戶能夠輕易找到替代方案，那麼你的不動產品質就很低。你需要的是相反的情形，也就是租戶難以找到替代方案的不動產。

不動產如果承租需求高，空屋率低，最有機會能夠締造長久上升的收入，進而具有資本成長的潛力。

## 6.瞭解風險，就有把握

大家很不小心就會投入過多時間，預測產品報酬，但徒勞無功。我們顛覆傳統，聚焦風險。畢竟報酬是我們承擔風險的最終結果。不動產風險包括債務等級、擾人的結構變更、閒置時期、承租期間、租金等級、租戶的財務韌性。瞭解這些風險，安心承受，就能夠有把握。在這個循環中的任何時候，你都會知道不動產可能面臨的狀況，也能夠就此準備。

忽略不實際報酬的誘惑，專注能夠承擔的風險，或許就能夠締造讓人意外欣喜的報酬。

## 7.並非所有的不動產都能夠抵禦通膨

一般認為不動產能夠「規避通膨風險」，意思就是長期投資報酬，能夠趕上生活成本。這麼說並不完全正確。就跟其他種類的投資一樣，不動產報酬由供給與需求驅動。換句話說，並非所有的不動產租金或價值，會與其他貨品或服務一起上漲。務必了解這點。

通膨的侵蝕力道需要費心導引。確認自己有高品質的不動產，也詳細瞭解市場中驅動供給和需求的因子，就比較不會看到通膨侵蝕報酬。

## 8.不要仰賴其他人的建議

大家很容易就會仰賴其他人，請他人判斷投資好壞。不動產投資也一樣，但是你自己需要研究，才會瞭解特定不動產是否符合投資需求。你也需要知道不動產的價值，而不是一味依賴第三方的觀點。

簡而言之，自己做功課，才能夠成功投資不動產。

## 9.債務可能會是頭號大敵



不動產市場上漲，舉債擴大不動產投資組合，看似很吸引人。但是債務上升，風險就會上升。舉債的話，就會把一些控制權讓給銀行，並把更多控制權讓給市場。要是利率上升且／或資產價值下降，就會迅速危害投資組合。

除非你夠靈活，能夠因應不動產市場的擺盪，否則就最好明哲保身，不要與債務牽扯上關係。

**艾德加·瓦海姆**

**Edgar Wachenheim**



**職業：**財務顧問

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**適度分散投資（選擇優良標的）、分析自我屬性

對於長期投資人而言，  
股市暴跌並不是風險。

# 如何靠普通股打造穩定績效

我愛我的太太、小孩、還有普通股。為什麼我喜愛普通股，因為普通股買賣容易又透明，還能夠打造高報酬。

## 1. 普通股隨附百分之三的禮物

過去五十年來，標準普爾五〇〇的總報酬，平均為每年百分之九・五。

普通股平均每年報酬為百分之九・五，分析其吸引人的程度，很有趣，也能夠取得許多資訊。所有的投資經過風險調整後，報酬理應相同。過去五十年來，十年美國公債平均值利率為百分之六・五。一般認為，美國公債沒有風險。因此相較於無風險的中期債券，普通股的風險溢價可以說約是百分之三。

投資普通股時，投資人面臨兩種風險。**第一個風險**，就是特定部位的永久損失，像是安隆，還有柯達。**第二個風險**就是股市大跌。就第一個風險而言，標準普爾五〇〇百分之九・五的平均年報酬率，當然已經扣掉指數當中股票的永久損失。排除安隆、柯達、其他永久損失後，標準普爾五〇〇的報酬會高於百分之九・五，或許能夠高達百分之十・五或十一。因此百分之三的風險溢價，來源都不是個股的永久虧損。

談到股市大跌的風險，每次大跌後都完全恢復，還創下新高，這點很重要。一九八七年十月十九日當天，標準普爾五〇〇從二百八十二・七〇跌到二百二十四・八四，跌幅達百分之二十・五。嚇死人！是該指數最大的單日跌幅，跌幅相當大。十月十九日的晚上，有一名投資組合經理人跟我說，那一次的股市下跌，是「大蕭條以來最嚴重

的崩盤」。許多投資人都對普通股失去信心，所以要許多年後，股市才會恢復。那名投資組合經理人錯了。股市在一九八九年的一月中就完全恢復了，然後往上攀升了好幾年，到一九九三年十月十八日，達到四百六十八・四五。在普爾五〇〇下跌百分之二十・五買進的投資人，會承受「大蕭條以來最嚴重的崩盤」，但是接下來六年，享有百分之八的平均年報酬率。這個數字還不計入股息，算入六年的股息，則至少為百分之十二。所以，我認為對於長期投資人而言，股市暴跌並不是風險。

我深深認為，股市對於長期投資人而言，風險沒那麼高。我再舉一個市場大跌的例子，這個例子更驚人，就是金融危機。二〇〇八年八月最後的交易日（二十九日），標準普爾五〇〇以一千二百八十二・八三收盤。在接下來的幾週中，雷曼破產後，一片混亂。到了二〇〇九年三月，標準普爾五〇〇以低於七百的價格交易，比八月二十九日的收盤價還要低百分之四十五。顯然是場災難。在二〇一四年秋天，我向董事會做了簡報。簡報的時候，我提到如果標準普爾五〇〇指數基金的投資人，在二〇〇八年八月二十九日離開地球，到月球旅行，整整六年後才回到地球。這六年他對地球發生的事情一概不知，回到地球後，發現離開期間，他的基金投資令人開心的增長了百分之七十（算入股息）。因此金融危機對於到月球度假的人而言，並沒有影響。

所以相較於無風險的美國公債，普通股的風險溢酬高百分之三，我覺得不合理。百分之三來自於整體投資人的貢獻，裨益具有分析能力又理性的長期投資人，他們能夠正確評估風險。由於這百分之三的禮物，美國普通股是很讓人心動的投資工具。

## 2.分散投資不要偏離優良事物

我發現自己喜歡的普通股，絕大多數都仰賴美國經濟，但是對於

業務集中在歐洲、日本、多數開發中國家的公司，我就沒那麼喜歡。我相信（多數商人和經濟學家都同意），歐洲和日本都面臨系統性的問題，包括人口成長遲滯、社會成本高昂、缺乏原物料（尤其是低成本能源）、法規過於嚴謹、教育系統仍舊過於著重機械式記憶，而忽略創意。歐洲共用貨幣，但是文化和成本結構卻又各異。

而開發中國家的貪腐、政治風險、貨幣風險則為主要阻礙，會導致永久虧損。

相較之下，美國人口仍在成長，農業有效率，石油和天然氣儲備高，教育系統培養創意，商業系統促進技術發展和效率，政府也相對誠實穩定。從這個分析可見，我很訝異，為何有這麼多投資人和投資委員會，決定將投資組合分散投入國際股市。為什麼要把資金從好的事物，分散到比較不好（或一點也不好）的事物上呢？華倫·巴菲特他說的對：「分散能夠免於無知的後果。但你自己做得好的話，那麼就沒道理分散。」

### **3.股票還是指數型基金？花時間先分析自己。厲害的投資人需要一些關鍵特性**

我已經詳述投資美國普通股的原因。下一個問題是，投資人該主動選擇普通股，打造投資組合，還是被動選擇指數基金或被動指數股票型基金？

從數學的角度而言，幾乎一半的投資人，長期以來績效都會優於股市，而一半則會不如。我認為投資人應該要投入大量時間，分析自己會成為哪一群人。我很訝異，多數投資人都投入大量時間，想要分析公司和產業，而分析自身和自己能力是否能夠跑贏市場的時間，卻又太少。有人提醒我要引用伍迪·艾倫的話：「我很震驚，有人想要瞭解宇宙，但他們連要認得中國城裡的路都很困難。」

投資人要跑贏市場需要的特質，我詳細思索過。成功的投資人，當然要有分析能力，也要能夠取得優良資訊。但是我深信，卓越的投資人也應該要具有一些行為特質，特別是要能夠逆勢投資，忽視短期負面的噪音，壓力大時控制自己。

投資要成功，幾乎可以說是一定要逆勢。任何一個時候，證券價格都反應所有投資人對該證券的多數意見。所以如果有投資人相信，特定證券的價值，相較於標的公司基本面而遭到大幅低估，他的立場就跟主要情緒不同，他就是逆勢投資人。

多數投資人都聲稱自己是逆勢投資人，但是我的經驗是，只有一些投資人實際上有信心，膽敢離群索居，採取不同的立場，往往很孤獨、不受歡迎，也讓人不安。多數想要逆勢投資和引領先驅的投資人，最後都只是在追隨趨勢，所以我認為投資人是否會追蹤趨勢，還是逆勢投資，都是天生的特性。

我有一個朋友，他天生就傾向追蹤趨勢，我把他叫作晚餐約會伴丹尼，因為我常常跟他吃晚餐，討論股票。我常常跟丹尼介紹股票，這些股票因為意外的正向改變，多數投資人沒有注意到，所以大漲的機率很高。丹尼通常都會認真聽我描述這檔股票，也會問很聰明的問題，看起來也有興趣買入。但是下幾次交談時，丹尼最常說，只要有新聞報導正向改變，他就會買入。當然等到他聽到這種新聞時，正向改變已經家喻戶曉了，股價已經反應部分或全部的預期正向改變。所以丹尼常常錯失讓人心動的機會，比較傾向購買已經大幅升值的股票。因為丹尼有經驗、知識，又很聰明，也完全瞭解自己太慢了，所以我認為丹尼沒辦法逆勢投資的原因，就是天生的。

投資人妥善評估短期壞消息的能力，還有充分控制情緒的能力，也都是天生的。我跟他們談過，才這麼認為。有許多投資人面對壓力，一直做出情緒化又不理性的決定，就算他們承認自己的決定，大幅受到暫時的短期不利情勢影響，而不是因為持有部位的內在價值減

損，情況還是一樣。有一個具體的例子，就是有一名投資組合經理人相信，股市在一九八七年十月十九日下跌百分之二十・五後，要等好幾年，股市才會回復。他在十月二十日賣掉股票。他在十月二十日收到的價格，遠低於他在前一天早上九點的估計。明尼蘇達礦業製造公司，價值是否真的因為股市單日下跌百分之二十・五，而大幅降低呢？微軟價值是否降低呢？我之後詢問該投資組合經理人，他為何在十月二十日賣掉股票。他的回答是「我太衝動了。賽斯・克拉爾曼（Seth Klarman）說對了。他說：『大家不是故意要依照情緒投資，他們就是忍不住。』」

所以投資人應該要投入很多時間，分析自己的本性，也就是自己能夠跑贏股市的先天能力。如果客觀認為自己的投資能力出類拔萃，就應該主動投資，自己選擇個股；如果客觀認為自己的投資能力還不如一般，就應該被動投資，選擇指數型基金或指數股票型基金。

進行被動投資，就一定能夠打造平均的報酬，就算投資能力遠不如一般，也一樣。這是很棒的觀念。你能不能想到其他業務、運動、人類做的事，即便能力不足，也絕對能夠締造一般的結果呢？絕對很棒！這也是我喜歡普通股的另一個原因。

陶德・溫寧

Todd Wenning



**職業：**股票分析師

**投資法：**長期投資

**投資關鍵詞：**注意自由現金流、留意管理團隊、小心槓桿過高、避免過高的股息收益率

**著作：**《保持股息優勢：股息成長和保護的策略》（*Keeping Your Dividend Edge: Strategies for Growing & Protecting Your Dividends*）

一家公司如果一直調漲股息，  
同時盈餘成長也能趕上，  
就代表管理團隊在維護長期股東的利益。



# 如何維持股息優勢

## 1. 耐心是股息投資成功的要件

一開始投資配息股，收入報酬並不多。短期的本益比擴張或收縮，會大幅影響報酬。但是長久以往，公司的潛在能力會反映在股息漲幅中，會大幅影響投資成功（或失敗）。如果不願意給股票足夠的時間，如果連五年都等不到，無法看到從投機報酬，轉為投資報酬的平衡轉變，那麼就不要進行股息投資。

## 2. 自由現金流最重要

大家太過重視公司的盈餘，以及可領到的股息。俗語說，利潤是意見，但是現金是事實。

最終，股息來自於自由現金流，也就是公司再投資業務後剩下的現金流，並非權責發生制為基礎的利潤。公司能夠發行債券，暫時還能夠發放股息，但並非長久之計。

## 3. 把股息當作另類績效指標

多數投資人，都會參照富時綜合指數（FTSE-All-Share Index）或標準普爾五〇〇等整體市場指標，衡量自己的績效。這個方法本身並沒有錯，但是每年的績效可能不正確。

舉例來說，你的風格可能不利於當年的情勢，你反倒要替投資組合設立目標股息成長率，像是每年成長百分之六，然後看看當年是否超過這個數字。

分析股息成長，能夠把注意力維持在長期業務基本面上，也就是

該注意的重點，如此才能夠進行成功的股息投資。

#### **4.瞭解公司的競爭地位**

公司運用現金流，再投資高報酬專案成功的程度，會決定其股息增長的速度。若競爭對手進入市場，侵蝕公司利益率，管理團隊和董事就比較不會決定發放股息。因此投資前，就要問問自己：「如果我的資本足夠，會如何干擾公司？讓我停手的原因有什麼？」如果你答不出來，那麼就走人吧。

#### **5.花時間研究管理團隊**

如果你要買下當地肉舖的一點股份，會想先知道，老闆是否正直又有技巧。你在研究大型公開發行公司時，也是一樣。上網搜尋公司執行長或財務長的採訪影片，閱讀其年報中的介紹，衡量其分紅指標（可於薪酬報告中找到），看看他們自己持有多少股份。一家公司如果一直調漲股息，同時盈餘成長也能趕上，就代表管理團隊在維護長期股東的利益。

#### **6.槓桿過高往往會導致股息下跌**

沒有債務的公司不會破產，同樣我也還沒聽過，沒有債務的公司縮減股息。這不是說你應該只投資沒有債務的公司，而是要密切注意，公司槓桿相較於同儕的程度。其餘如果維持不變，著重週期性的公司（採礦、石油與天然氣、商品製造商），槓桿就較低，而著重防禦的公司（消費品、醫療保健、公共事業）等，現金流相對穩定，所以處理債務的能力就較佳。

#### **7.要注意同業的股息政策**

公司的董事會不會憑空決定股息政策。要決定明年支付的股息時，多數的董事會都會拿自家公司的收益率與同儕相比。如果公司的收益率為百分之五，而同儕只有百分之二，管理團隊和董事會可能會考慮留下更多現金，再投入公司。這時，進行大規模收購，或面臨衰退的環境，他們可能會重新設定股息政策。

## **8.別忘了支付股息的小市值公司**

股息投資組合往往都是績優股，當中有許多與整體市場報酬的關係密切。支付股息的公司規模較小，投資人可能就會忽略，但卻是讓人動心的長期的機會。把注意力放在市值小、債務低（或最好沒有）、持續提升股息的公司，而且管理團隊至少要持有百分之五在外流通的股份。

## **9.避免超高股息收益率**

收益率為百分之八的公司，看起來絕對很吸引人。市場恐慌的時候，甚至值得入手。但多數時候，收益率如果是市場平均的二倍或二·五倍，有可能代表公司有問題。市場並不會持續發放這麼好的收益率。公司接下來是否能夠發放股息，其他投資人如果不擔心，就是賭股價會比較高，收益率因此會降低。

## **10.估值很重要**

有些投資人很在意股息，會太在乎收益率，而忽略估值。收益率較高本身就是價值訊號，審慎的投資人應該把收益率與自由現金流收益率（每股自由現金流除以價格）、本益比、折價現金流模型等元素，一起考量。如果明後年股價下跌百分之二十，百分之三的股息收益率就不痛不癢了。

# 葛維斯・威廉斯

## Gervais Williams



**職業：**基金經理人

**投資法：**趨勢投資

**投資關鍵詞：**注意公司財務體質

**著作：**《慢想金融》（*Slow Finance*）、《未來很小》（*Future is Small*）、《當全球化停止轉動：年度最佳基金經理人告訴你，別再買權值股，遠離指數型基金ETF。今後的選股指標，跟過去哪裡不一樣？》（*The Retreat of Globalisation*）

市場榮景維持很久了，有許多投資人都小看了主動管理投資組合的優點。

# 靠主動投資締造優於市場的績效

## 1. 欣欣自滿很危險，對被動投資人而言，危險程度翻倍

長期以來，市場傾向上升。快速回顧長期模式的重點，股市指數或多或少均有成長，持續了三十年，另外也支付股息。整體而言，富時綜合指數的總報酬率，從一九八〇年代早期開始，約莫為每年百分之九點六。這樣的報酬極為優異，長期以複利累積，更是不得了。我們所有的股票部位價值，平均每八年就會翻倍一次。

市場在二〇〇八年金融危機後上漲，創下歷史絕對新高，積極考量下行風險就看似不重要了。所以絕大多數的投資人，現在僅將主動增加價值這件事，當作是挑選風險報酬比率最吸引人的股票。而且，由於只有極少數的主動基金能夠跑贏上揚的市場，接下來的假設，就是要用最簡單的方法參與市場上漲，也就是要運用股票指數型基金，抓住所有市場上揚的機會，附加優點是把成本壓到最低。

但是指數型基金有兩項特定的缺點：

- **第一，有許多指數型基金都由一些巨型個股主導。**所以只要有一兩檔股票出錯，投資人就有可能大幅虧損。英國石油股價在墨西哥灣意外發生後，蒙受嚴重影響，就是一個很好的例子。
- **第二，指數型基金往往都只以產業部門權重為準。**更糟糕的是，最大的部門權重往往偏向過去最成功的產業，而不是未來展望最佳的公司。所以市場趨勢變動時，被動型基金表現通常都很差。舉例來說，全球金融危機前，最主流的股票指數給予金融產業很大的權重。危機期間，銀行類股表現最差，絕對不是巧合。

市場恢復時間愈長，投資人自滿的危險愈高。市場榮景維持很久了，有許多投資人都小看了主動管理投資組合的優點。但是關注投資情勢確實也有實際的優點。

## 2.能夠主動管理投資組合風險也有非常大的好處

請不要掉入陷阱，以為管理投資組合風險等同於壓低下行風險而已，還能夠提升上行報酬。舉例來說，全球金融危機之後，英國利率從百分之五·七，降到百分之〇·五。量化寬鬆首次施行時，我發現風險報酬比率最佳的股票，資產負債表幾乎都很拮据。重點是，恢復潛力最大的股票，在危機中跌幅最大。

二〇〇九年上半年，投資風氣大幅轉變。市場流動性大幅提升，創造機會給債台高築的公司，提供復原的資金。市場下滑時，宣布募資的公司股價往往上漲最快。一旦負債過多的公司宣布發行股權，投資人就會很有信心，深信該公司能夠撐過，財務能夠復原，股價就會上升。所以這時密切注意投資氛圍，就要先擱置我常用的投資規則，積極尋找阮囊羞澀的公司！

說到底，主動投資的真正價值，往往落於主動管理投資組合風險的範疇。所以持續關注投資市場趨勢的變動，絕對有很棒的回報。隨時注意投資情勢，才能夠即早發現投資氛圍的改變，好適時調整偏好的選股方法。

## 3.尋找財務優勢極佳的公司

這個前提能夠接受的話，那麼大哉問就會是「現在投資情勢如何？」投資市場已經維持良好許多年了，有許多公司在金融危機時，操作過高的槓桿，不只撐了過來，還替投資人打造非常好的報酬。對

於某些人而言，歷時漫長的復原很讓人憂心，大家都過度謹慎，賣掉部位，錯失股市進一步上漲的機會。

現在要如何堅持？我掃描整個投資情勢，認為個別公司倒閉的風險最終會回到常態，就跟一九七〇年代和一九八〇年代早期一樣，可以想見，甚至可能會越過先前的常態。利率如此的低，很容易就可能負債，下次重挫再出現時，有許多公司會週轉不靈，這是實際的風險。這可能會是很大的問題。

要記得利率從現在起，幾乎不會再降低。英國債券殖利率下跌的空間也不大，所以再次推行量化寬鬆，或許提升市場流動性的效果，也不如以往。下一次重創的公司可能就會孤身奮戰，不要期待中央銀行一樣在二〇〇八年紓困，也不要以為股權發行能夠輕易籌措資金。

因此我對於投資情勢的看法，就是上市公司的財務優勢很強的話，未來的潛力就非常的高。當然股價都會受到經濟衰退影響，就算財務強健的公司，也免無可免。投資組合中的股票財務強健，其價值遇到經濟衰退，也會下滑。但若有許多公司未來都破產，最強勁的公司要提升市場地位，就會比較容易。舉例來說，具有資本盈餘的公司，就能夠向破產管理人以極低的價格收購公司。上市公司的前景非常好，就能夠向投資人籌措額外資本，就算在市場衰退時，也能夠做到。這些公司的恢復潛力遠高於其他公司，所以有較高的上行空間。

所以我對於投資情勢的粗估，顯示這時候有很多優異的機會，能夠運用主動管理投資組合風險，提升額外價值。現在身處牛市尾端，擁有財務穩健公司的投資組合，能夠參與現在的市場上揚。經濟衰退時，財務狀況佳的公司，相較於疲弱的公司，就有天大的優勢，因此之後恢復時就能夠跑贏市場。

# 克雷格·葉門

## Craig Yeaman



**職業：**基金經理人

**投資法：**價值投資

**投資關鍵詞：**集中投資、注意估值、果斷停損、留意管理團隊

最佳的投資常常一開始最讓人不安。



# 買低賣高的八大規則

投資理應是簡單的概念，就是買低賣高，還有更簡單的概念嗎？但有時候，要做到這點很困難，對於經驗豐富的投資人來說也是。一定要記得，投資只有兩個重點，就是買賣價格，其他東西都是雜音。以下規則，我每天都會應用。

## 1. 自己研究，不要仰賴他人

這看似理所當然，但有許多公司都有分析師團隊，基金經理人很少插手，檢視潛在投資無聊的面向。通常團隊資淺的成員負責建立模型，輸入歷史數字。直到模板建立後，才將想法呈報給資深團隊成員，等待他們決定是否買入股票。

就跟薩拉森基金管理公司（Saracen Fund Managers）的投資團隊成員一樣，我自己會研究公司，之後才會判定是否值得持有。在不假手他人來進行最重要的基本面研究的情況下，績效想要超越同儕，其實很困難。薩拉森基金經理人和分析師的角色拆不開，因為要先瞭解公司，才能考慮是否要投入資金。

賣方經紀人的外部研究很充足，但是要抱著高度懷疑的態度使用分析報告。這些報告有助於瞭解背景，但是公司和分析師往往各有盤算。舉例來說，如果組織是一檔股票的經紀商，你可以用身上最後一分錢打賭，分析師一定會推薦這檔股票。買者自慎之！

## 2. 經營集中式投資組合

我多數的時間都在評估股票，不是評估已經持有的公司，不然就是要放入基金的潛在投資。任何時候，好的點子都有限。身為投資

人，要完全善用這些點子。我的投資組合維持在三十到四十五檔股票間，跟同儕不一樣，他們會持有一百間以上的公司。我每個公司持有的股份都不算少，代表如果我沒看錯公司的展望，股東就會受益。

反之，如果我投資一百家公司，第一百家公司的股份可能就占不到百分之〇·五。盡職調查那麼久，持有這麼少的部位，有什麼意義呢？即使股價翻倍，對於績效也沒有什麼影響；如果價格跌到一半，同樣不會有什麼傷害。如果要打造相當的報酬，就一定要支持自己的判斷。不管別人對你說什麼，要深入瞭解這麼多公司，幾乎也是天方夜譚。

### **3.如果不瞭解公司業務，就不要投資**

這看起來也理所當然，但是就算你不瞭解營運模型或公司打造報酬的方式，還是會想要投資下一個當紅炸子雞。我往往會規避科技產業，因為我絕對不是下一個比爾蓋茲，我也不會說自己瞭解這個產業中的許多公司。

我遵循的黃金法則，就是如果無法言簡意賅的向投資人解釋公司業務，我就不應該買入該公司股份。保持單純！

### **4.不要設定價格目標**

公司會改變，我從來不會替投資設定價格目標。公司可以透過收購而成長，市占率可能會提高，可以賣掉不重要的子公司，或是終端市場快速改變。公司處於不同階段的經濟和生命循環，就應該以不同的估值交易，所以一定要決定估值。

其中一個例子就是豪登櫥櫃（Howden Joinery Group plc.）。我在二〇一一年初投資這家公司，當時股價大約為一百便士。快轉五年，股價攀升越過五百便士。但是我相信，這檔股票二〇一五年的價值，

會高過我剛開始投資時的價值。這麼說好像不恰當，但當時公司有全國倉儲網路，營業利潤率上升五百個基準點，超過百分之十八，資產負債表狀態優良，其他負債也減輕了。如果我在二〇一一年設定價格目標，我可以向你保證，數字絕對會遠低於真實結果，導致錯失機會。

## 5.不要看股價圖，看看股票的基礎評等

有許多投資人都會看股價圖，如果看到股票從左下方往右上方走，就會無視建議，認為自己錯失賺錢的機會。公司股價上揚的原因有很多。像是公司基本面可能改善，盈餘上調，或者也可能是管理團隊變動。

所以要看公司估值，而不是只看股價。股價上升前，盈餘往往會上調，也就是說公司之前股價表現佳，但評等卻未調整。所以這種股票還是值得投資。

## 6.不要怕脫手時損失

每筆投資都要算對，絕對不可能。通常最好快速找到錯誤，賣出股票，避免進一步傷害績效和投資組合。投資人往往會抱持錯誤的看法，以為只要等得夠久，價格就會恢復。有時候是這樣沒錯，但有時候卻不是如此。投資人也必須思索，不論原因為何，繼續持有一檔希望渺茫的股票，等待未來股價上漲，要付出什麼樣的機會成本。

賣出股票，承擔損失往往是正確的決定，但有時候可能會很痛。俗語說，獲利警告通常連三公布，這麼說也沒錯。我常常舉一個例子給股東聽。我之前買過輸送帶製造商和銷售商芬納（Fenner），當時是二〇一三年十月，價格是每股三百九十便士。二〇一四年六月公布獲利警告後，我就以三百三十六便士售出。雖然說這個決定會讓我虧

損，想起來就不開心，但卻是正確的行動，因為股價繼續下跌，到了二〇一六年，已滑落到了一百便士。

## 7. 其他人恐懼時，你就要貪心；其他人貪心時，你就要恐懼

價格不會一直上升，這點一定要瞭解。因為人性的關係，認列獲利一定比接受損失容易。股票賣出的原因有很多，像是投資組合的某一部位過大、投資人找到更吸引人的投資，或者只是公司評等被過度擴大。如果股價上漲，投資人通常會相信自己錯失機會，所以會願意多付一些價錢購買股票。這是很棒的獲利機會。

相反的情況也一樣。我常舉一個例子，如果有人要買一輛新車，他們會做好功課，根據需求選好車款，然後就準備入手。如果想買的車子價格為三萬英鎊，但經銷商推出單日九折促銷，大家就會買，好省下三千英鎊。如果潛在投資人研究好一檔股票，但是看到股價下跌，卻沒有特定原因的話，往往會觀望，認為市場有更多資訊。但常常只是因為當時賣家比較多而已。

最佳的投資常常一開始最讓人不安。我的意思到底是什麼呢？購買的股票不受青睞，股價直跌時，很難說服自己正確，而市場錯誤。舉例來說，我以前購買阿迦蘭居麥斯特集團（AGA Rangemaster），二〇一四年十一月的股價為一百四十三便士。之後股價繼續下降，我再購入七次，最後一次的股價是八十八便士，時間是二〇一五年四月。看到投資價值下降，我並不開心。但是我相信市場並不完全瞭解這個投資案，或是因為公司市值低，所以甚至不在意。這家公司後來由美國的競爭對手收購，價格是一百八十五便士，時間為二〇一五年九月。我們賣出了一部分的投資，價格超過二百便士，當時市場認為會出現收購大戰。

## 8. 投資前，先見過管理團隊

與管理團隊會面的價值眾說紛紜。有許多人說不值得花這些時間，因為董事在這種場合，會把資訊包裝得最漂亮。但我不這麼想，我想要見到業務負責人，再把股東的資金託付給他們。我的狩獵範圍當然是富時二百五十和小市值公司，所以一定要對負責人有完整的信心。這些公司與規模較大的同業不同，賣方公司比較不會大幅報導，所以我覺得坐下來好好瞭解公司，會很有幫助。與英國石油或匯豐銀行等大型跨國公司的執行長會面時，我確實認為無法取得新資訊，但是市場光譜下緣的公司，卻不是如此。

與管理團隊建立關係的風險，就是會議上的東西，你全盤照收。所以問問題時，一定要維持適當的懷疑態度。

## 我心目中的公司

我遵循自己的投資規則，也喜歡有以下特質的公司。公司要全部擁有這些特質，幾乎是天方夜譚。但是這些特質擁有的越多，我長久持有就越安心。

### 引領市場的地位

市場龍頭往往都是好股票，值得投資的原因有很多。這些公司可能都存在好多年了，通常都有穩健的資產負債。公司財務穩健，管理團隊就會持續投資，好維持領先地位。經濟不景氣的時候，強者愈強，弱者痛苦。

### 可以維持的高利潤率

公司如果能夠維持高利潤率，通常都是很好的長期投資。不管原因是什麼，所有的公司都會遇到營運情勢嚴峻的時候。原因可能跟外匯有關、消費者環境較艱困，或者就是只是經濟趨緩。在這些情境

中，我比較想要投資利潤率高的公司，其多數利潤都受到保障。

其中一個例子就是威格斯（Vitrex），這家公司的營業利潤率維持在百分之四十，如果掉到百分之三十八，損失也不是太嚴重。但要是公司的利潤率為百分之四，跌到百分之二的話，獲利能力就會減半。

## **長期展望**

投資人最難過的，市場最擔心的，莫過於意外的獲利警告。公司未來展望越好，失望的機率越低。管理資金時，避免地雷通常有助於挑選贏家。

## **獨特的資產**

獨特的資產具有稀缺的價值，所以溢價較高，利潤率也較高。像是海名斯（Elementis）是化學公司，擁有全世界唯一的水輝石礦脈（水輝石是高級產品，主要用於顏料和美妝產品）。

## **與董事利益一致**

相當董事持有比例是我會尋找的關鍵特點。這些公司通常表現較佳，原因很可能是因為股東利益與經理人完全相符。有時候股市看起來注重下一季或半年的績效，但是我喜歡的公司，長期目標要合理。從我的經驗看來，經理人股份持有比例較高，眼光會放得較遠。

我的基金中有許多範例公司，董事持股比例都很高。像是維多莉亞的董事長持有百分之三十三，伯克利集團（Berkeley Group）創辦人持有股權超過二億英鎊，英國頂尖家居公司杜輪（Dunelm）的創辦家族持有百分之五十一的股權。

# 高手的法則：

向68位橫跨長期投資、價值投資、成長型投資到短線交易領域  
的金融界傳奇大師，學習投資原則與禁忌清單

Harriman's NEW Book of Investing Rules: The do's and  
don'ts of the world's best investors

作者：克里斯多福·派克（Christopher Parker）（編）

譯者：賴孟宗

責任編輯：林映華

編輯協力：林宥彤、蕭瑋婷

總編輯：陳雅如

行銷部：徐緯程、段沛君

業務部：康朝順、葉兆軒、林傑、林姿穎

管理部：蘇心怡、莊惠淳、陳姿杼

封面設計：Bert. design

內頁設計：綠貝殼資訊有限公司

出版製作：樂金文化

發行：方言文化出版事業有限公司

劃撥帳號：50041064

通訊地址：10045臺北市中正區武昌街一段1-2號9樓

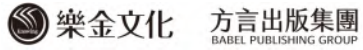
電話：(02)2370-2798

傳真：(02)2370-2766

初版年月：2021年9月

ISBN：9786269506828 (EPUB)

Originally published in the UK by Harriman House Ltd in 2017, [www.harriman-house.com](http://www.harriman-house.com).  
Complex Chinese language edition published in arrangement with Harriman House Ltd through  
Beijing Tongzhou Culture Co.,Ltd.



版權所有，未經同意不得重製、轉載、翻印

Printed in Taiwan