

★ 投資實務經典之作

★ 美國著名大學 MBA 投資學課程指定參考書

# 漫步華爾街

超越股市漲跌的成功投資策略

## A RANDOM WALK DOWN WALL STREET

The Time-Tested Strategy for Successful Investing

★暢銷★  
45週年  
全新增訂版



墨基爾 Burton G. Malkiel 著 楊美齡、林麗冠、蘇鵬元 譯

個人投資首選的最佳指南

天下文化

遠見 雜誌

## 導讀 一門值得終生學習的學問

政治大學校長、政治大學財務管理系特聘教授 周行一

多年前，當天下文化邀我擔任舊版《漫步華爾街》翻譯稿的校訂時，我著實興奮了一陣子，因為這本書是投資實務的經典之作，常為美國著名大學MBA投資學課程的指定參考書。它不像坊間一般的投資指南，缺乏堅實的理論及實證基礎，或完全以線圖或心理分析方法剖視投資，間接鼓勵了投機風氣。此書結合了投資理論及實務，深入淺出介紹投資理論，並巧妙轉換理論成實用的投資理財法則，對一直嘗試傳播正確投資觀念於國內的學者來說，這本書正是能幫助正確投資觀在國內迅速萌芽生根的利器，我怎能不興奮呢？

本書作者不斷修訂《漫步華爾街》，每次修訂版都有與時俱進非常值得閱讀的新材料，例如：新金融商品的介紹，他會分析不同商品對投資人的意義，建議投資人應以分散風險的角度評估新商品的投資效果，避免單純的投機行為。他也強調市場泡沫是歷史的一部分，會一再地重演，投資人應從中學習教訓，不要一再受傷害，而且投資應以人生理財規畫為基礎，認識風險，了解人生不同階段的理財目標以及自己承擔風險的能力，最重要的是，作者強調被動型指數投資法並未因時空改變而失去其價值，不論新金融商品如何讓人目眩神迷，一般投資人還是應以分散風險，長期投資的角度切入投資，不能掌握這個原則的人，經常都是最後吃虧的人。

新修訂版也納入了晚近投資學領域中最引人入勝的研究方向——行為財務學，這是學術界針對傳統投資學的缺陷所產生的顛覆性論述。傳統上，財務經濟學家假設投資人會做出理性的決策，但是卻發現以這種假設為基礎所引伸出的理論無法解釋許多投資行為，例如：投資人會捨不得賣賠錢的股票，卻會趕緊獲利了結；有時投資人顯得信心滿滿，但有時又踟躕不前；投資人好像缺乏主見，喜歡跟著大家走。學者結合心理學的研究發現，解釋為何投資人會有不符合理性假設的行為，並提出一些方法，幫助投資人避免因心理作怪做出錯誤投資決策的機會。

讀了本書之後，投資人會了解，投資不是畫畫股價線，看看電視上分析師的解說，或聽聽股友的小道消息，即可成功的。成功的投資人必須有正確的投資觀念，而觀念的建立必須植基於對投資學的理解，所以值得終生學習。一般人對投資學教科書望而怯步，乃因深奧繁複的數學公式，使讀者難以理解公式中的投資道理；本書幾乎沒有數學公式，即使有，也是極簡單的代數式，偶爾有計算的例子，數字演算過程也極簡單，這是本書的主要優點之一。作者以淺白易懂的文字講解投資理論及實證經驗，只要粗具算術底子的人便能看懂。但本書不是漫畫，隨意瞄過即可一窺堂奧，讀者需有反覆閱讀的心理準備，方能真正理解其內容。不過我認為本書對投資人最有用的訊息，在於將作者建議的投資原則應用在實務上是非常簡易的，只要願意有紀律的執行，任何人都可以輕而易舉的投資。

## 建立自己的投資觀

投資是理念的實踐，而非專靠投機碰運氣。就像遊戲，有的簡單無比，不需要花腦筋，例如：翻書比賽，翻單頁的贏，雙頁的輸，不

需要任何學習，經驗累積也無多大用處；有的遊戲需要不停的練習，大量的思考才能增加贏的機會，例如：下象棋，象棋高手都有一套下棋理念，決定其下法。投資也是一樣，經由不停的學習及經驗累積，投資人可以發展出一套適合自己的投資理念，這種理念也可稱作投資觀，是可以經由學習而進步的；學習的過程也許困難，但成果卻非常值得努力，讀者如果持學習的心態，願意花功夫去增進投資觀，本書可以給你無窮的益處。

好的投資理念，有賴於對投資理論及實證經驗的理解。舉個簡單的例子，報酬率與風險的關係為正比，所以長期投資所承擔的風險應比短期投資高，這是因為長期投資人不需於不利時機調整投資組合而遭受損失，因此可獲得較高的平均報酬。但不明此理的投資人於短線投機時，通常挑選風險最大的股票一搏，反而不符投資原則。

《漫步華爾街》的寫作目的，即在幫助投資人了解投資理論與實務，以培養健康的投資觀念，保障生活並增加財富。作者墨基爾以「漫步」為書名，語帶雙關，饒富深意。「漫步」給人的印象原應是輕輕鬆鬆、無憂無慮的；對情侶來說，更是羅曼蒂克的。但在投資學裡的含意，此二字卻能使以畫股價線圖為分析基礎的技術師或投資人毛骨悚然。因為它在投資學裡指的是，當時間改變時，資產報酬率的形態沒有規則可循，無法預期，致使報酬率呈現隨機「漫步」的情況，令搶短線的投機客非常頭痛，因為股價基本上是無法以線圖或其他已知的資料預測的。

## 投資不同於投機

每一個投資人都無可避免地想預測投資，因為正確預測股價的報酬實在太大了，代表的是無盡的財富。由於看圖說故事不需要投資分



析的訓練，一般投資人自然習以為常地依賴技術分析線圖、市場耳語或消息為買賣依據，尤其台灣投資人的金科玉律是，不停地逢低買進或逢高賣出才可迅速累積財富，投機與投資沒有分別，所以「人氣」、「心理」、「消息」比任何因素都重要。但若股價果真這麼容易預測，為什麼我們周遭很少短期投資致富的人，反而常見到親朋好友損失不貲，股市大戶垮台的事情呢？

本書開宗明義即指出，兩大投資分析的理念；它們是偏重心理面的技術分析，與偏重預測公司表現的基本面分析。前者與作者所謂的「空中樓閣」（castles in the air）關係密切，而後者即作者所謂的「磐石理論」（firm-foundation theory），為當代新投資理論的基礎。墨基爾並不絕對排斥技術分析，而且認為技術分析可能獲利，但他建議投資人以理性的態度，把投資當做終生規畫的工具。

## 泡沫形成如出一轍

本書以介紹西方歷史上有名的投機泡沫開始，可見作者希望讀者避免參與類似投機而追悔不及的苦心。當人們基於預期心理一窩蜂追逐股價，股價即會愈飆愈高，遠離其應有的價值，而形成「泡沫」，此時任何風吹草動都可能震破泡沫，使股價急劇下跌。最倒霉的當然是在泡沫破滅前承接的人，而在其他時間買進的投資人也不見得好過，因為泡沫一下子就破了，價格下跌速度非常之快，而且交易量極少，此即俗稱的「無量下跌」。古今中外泡沫形成及破滅的過程極為類似，墨基爾於書中所舉的16世紀荷蘭鬱金香投機熱潮、美國1960年代科技股價的瘋狂震盪情況與20世紀末的網路泡沫，形成的本質雷同，與1989到1990年台灣股市的情形，如出一轍。如果墨基爾也研究台灣股票的話，一定會大書特書這個泡沫的。

相信心理面為決定股價最關鍵因素的人，自然以預測泡沫的形成為目標，而以技術分析的線圖為預測方法，冀望從線圖中解析市場心理。墨基爾特別告訴投資人，群眾心理不可恃，並在書中仔細解讀了學術界對報酬是否呈漫步形態的研究。股價「漫步」是很多實證研究的結果，即使有時股價走勢有跡可尋，但扣除進進出出的交易成本及所承擔的風險，按這類蛛絲馬跡交易通常是划不來的，預測短期股價更是幾乎不可能，所以投資人頻繁進出股市，長久以後並不有利。

而不相信心理面的人，採用的則是基本面分析，即墨基爾所謂的磐石理論。他們認為股價之基礎為盈餘，未來賺錢愈多的公司，現在的股價應愈高。但作者指出，這種較理性的方法其實用性有限，主要因為盈餘預測不易，且常受公司操縱。作者亦以美國安隆公司倒閉為例，說明公司會因公司治理機制不佳而產生傷害投資人權益的弊端，想要以選股獲利的人，不可不慎。

## 風險數量化

投資學的理論基礎，到1960年代馬可維茲提出以投資組合來分散風險的理論，才漸漸建立起來。馬氏的主要貢獻在於證明當投資組合的資產數目增加時，可以在不減少預期報酬率的情況下，將風險數量化，並喚起大家對風險的注意。但風險的降低有其極限，任何一個投資組合的總風險，有一部分的確會隨資產數目增加而減少，這部分稱為「可分散風險」；而剩下的一部分是無法分散掉的，叫做「系統性風險」。植基於馬氏的理論，爾後發展出在實務界耳熟能詳的資本資產定價模型（CAPM），即強調資產報酬率完全由其系統性風險決定，既然如此，只要能估計系統性風險（貝他值），就能按貝他值選

擇投資組合，使其系統性風險符合自己的偏好，或者按系統性風險，挑揀價格偏低的股票。

但CAPM不是萬靈藥，實證研究發現，在很多情況下，貝他無法完全解釋資產報酬產生的許多異常現象（anomaly）；例如：週一的報酬為什麼特別低？現在較流行的是探究哪些非貝他因素可以更精確地預測股價，例如：公司規模及股價淨值比等等。墨基爾對從1960年代至今的理論及實證研究有簡單明瞭的解析，並說明其在實務上的應用。

近來衍生性金融商品及五花八門的新金融商品已成為家喻戶曉的名詞，本書亦重點介紹了期貨、選擇權、指數股票型基金（ETF）、及房地產證券化、黃金、骨董藝術品等商品，並特別提醒投資人這類交易的風險及應用之道，最後本書以個人理財規畫為結束，建議個別投資人按自己的財務條件，生活目標及風險偏好，做投資規畫，並且提供了作者個人數十年來成功投資的經驗法則。作者特別強調，年齡與風險承擔能力息息相關，年輕時不注意長期投資的好處，或年老時承擔太高的風險，都是不智的。

不少投資人冀望「明牌」，讀了本書之後你應當會了解，靠明牌獲利的機會不大，因為如果全靠明牌即可獲利，那麼市場就太沒有效率了，與本書回顧的學術發現不符。《漫步華爾街》不是一本報明牌或讓讀者可以出奇制勝，馬上獲暴利的書，而是幫助讀者，建立合理投資觀念的書。觀念的改變不在一朝一夕，其收穫亦是點點滴滴累積起來的。要做個心理面或基本面的投資人是你的選擇，但如果放棄了改變觀念的機會，你就少了一項選擇！對作者而言，一個最簡單的選擇是採用被動的指數型投資方法，既不需要畫技術分析圖、搶短線、

晚上睡不著覺，也不需要花時間選股，更可避免行為財務學所指出的心理陷阱，是種便宜又大碗的投資方式，您應該認真的考慮！

## 自序 點石成金

本書發行第一版至今已經超過四十年。第一版傳達的是一個很簡單的訊息：投資人購買並且持有指數基金的報酬，遠比買賣個股或是購買積極管理的共同基金高。我大膽主張，購買並持有所有指數成分股，獲利很可能會超過由專家操盤、高管理費和高交易成本的共同基金。

四十多年後的現在，我對原先的理論更具信心，超過六位數字的獲利足以證明。我可以簡單地舉個例子。一位投資人在1969年投資10,000美元在標準普爾500指數基金，假設所有股利都轉為投資，至2014年6月的市價會變為736,196美元。另一位投資人投資在積極管理的共同基金，他的投資市值則會變為501,470美元，兩者差別顯著。至2014年6月1日為止，指數基金的投資人比共同基金的投資人獲利高出234,726美元，幾乎是共同基金投資人總資產的80%。

既然如此，為什麼要出第十一版呢？如果傳達的訊息都沒改變，那什麼變了？答案是，可供大眾使用的金融工具有了巨大的變革。本書既然是個人投資的詳盡指南，就有必要更新，涵蓋所有的投資工具。同時，本書也提供學術界和市場專家研究的新資訊，客觀評斷，以平實的用語提供投資人參考。股票市場有許多令人困惑的說法，需要有一本書來釋疑解惑。



過去四十多年來，我們已經習慣科技快速變化的步伐：舉凡電子郵件、網路、iPhone、iPad、Kindle電子書、視訊會議、社群網絡，還有醫學上從器官移植、雷射手術，到以不動手術方式治療腎結石和動脈栓塞等種種進步，都對我們的生活影響重大。同一期間，金融方面的創新也同樣快速。1973年本書第一版問市時，市面上還沒有貨幣基金、自動櫃員機、指數基金、ETF、免稅基金、新興市場基金、目標日期基金（Target Date Fund）、浮動利率票券、波動性衍生性商品（volatility derivatives）、抗通貨膨脹證券、權益型不動產投資信託（equity REITs）、資產擔保證券、Smart Beta策略商品（Smart Beta strategies）、羅斯退休帳戶（Roth IRAs）、529學費儲蓄計畫、零息債券、金融和商品期貨和選擇權，也沒有投資組合保險（portfolio insurance）、高頻交易（high-frequency trading）等新交易技術，更別說是其他投資環境的變動了。本書因而增加許多新內容來解釋金融創新，並告訴身為消費者的讀者應當如何從中獲益。

這個新版本也針對投資理論和實務的學術進展，提供清楚且易於理解的說明。第10章說明行為財務學這個令人振奮的新領域，並且強調投資人應該從行為學家的見解中學習的重要心得。第11章要回答Smart Beta策略是不是真的很聰明。另外還增設了新的一節，針對已經退休或即將退休的投資人提供實用的投資策略。本書多年來不斷增加許多新資料，在大學或商學院時代讀過舊版的讀者將會發現新版本相當值得一讀。

在這個版本，我仔細審視前面幾版的基本論調：由於股市極有效率，即使蒙著眼對《華爾街日報》擲鏢的猩猩，也能選出與專家管理組合表現一樣好的投資組合。從過去四十年的事實顯示，三分之二以上的專業基金經理人績效不及無人管理的指數基金。然而仍有學者專家質疑這項理論的正確性。隨著1987年10月的股市崩盤、網路泡沫和

2008到2009年的金融危機，更進一步考驗著市場效率理論。這個版本會解釋近來的爭議，並重新檢視「擊敗市場」的主張是否真的可行。我的結論是，「效率市場已死」的理論言過其實，而我會檢視一些選股技巧的證據，證明投資人可以提高勝算。

本書基本上仍是為散戶撰寫，易讀易懂的投資指南。因為我輔導過許多個人及家庭的財務規畫，愈來愈明白個人承擔風險的能力常常取決於年齡和賺取投資收益之外的賺錢能力。大多數的投資風險會跟著投資期間的延長而降低，因此最佳的投資策略必然與年齡相關。第14章「做好人生的投資規畫」對所有年齡層的投資人都非常有幫助，單單這一章，就有和個人投資理財顧問高昂面談費用的價值。

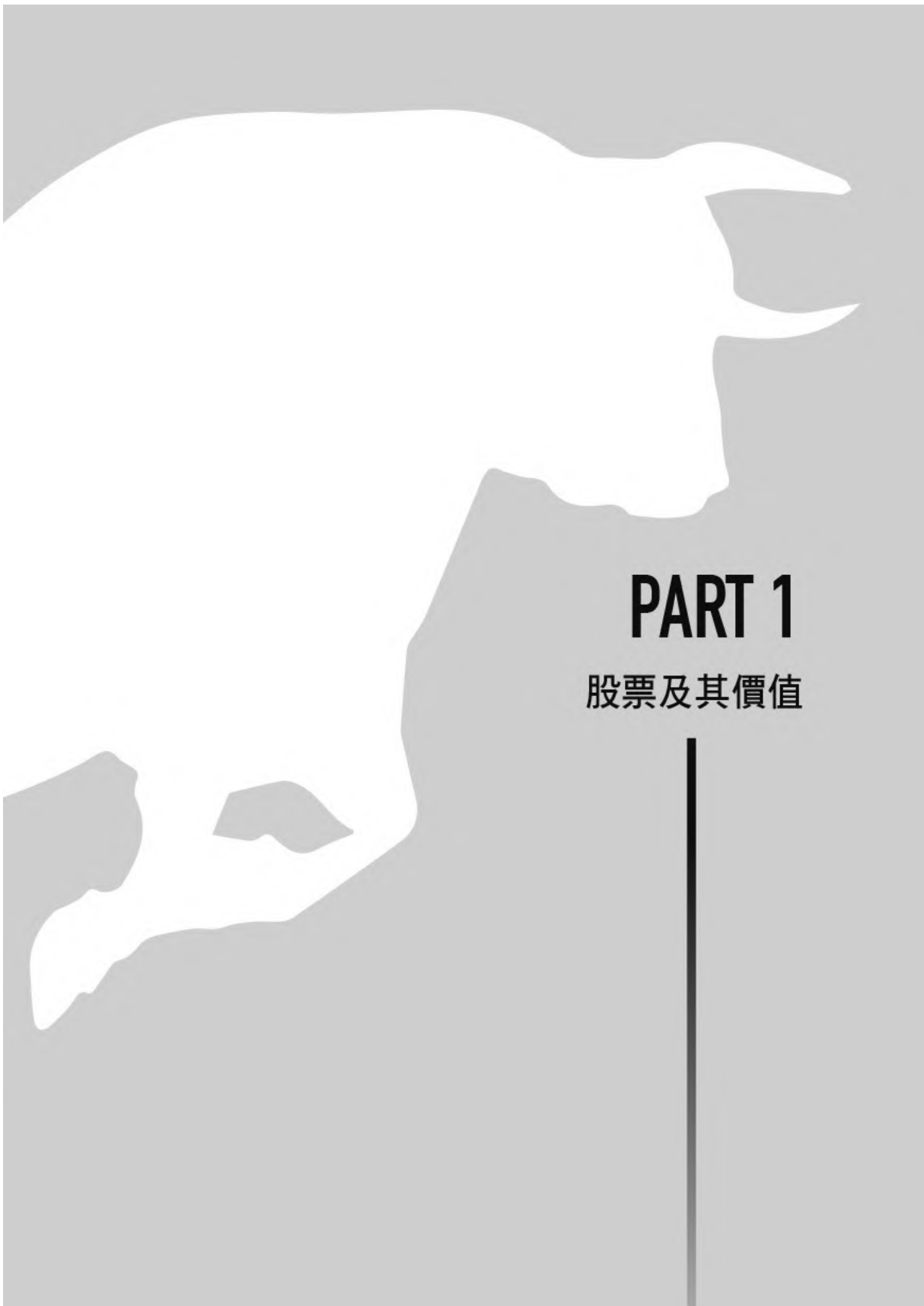
我要再次向前幾次增訂版中提過的每一位人士致謝。此外，我必須要提到對第十一版有特殊貢獻的人士，我特別感謝寶格研究會的麥可·諾蘭（Michael Nolan），普林斯頓的同事哈里森·洪（Harrison Hong）和亞辛·艾沙哈利亞（Yacine Ait-Sahalia）、研究助理大衛·郝（David Hou）、德瑞克·朱恩（Derek Jun）和麥可·拉霍夫斯基（Michael Lachanski）、保羅·諾（Paul Noh）。另外，也要感謝約翰·德佛勞克斯（John Devereaux）、法蘭西斯·肯尼瑞（Francis Kinniry）、拉維·托蘭尼（Ravi Tolani），以及先鋒投資集團的沙拉·哈默爾（Sarah Hammer）在提供資料上給予重要協助。

凱倫·諾伊基興（Karen Neukirchen）對這一版貢獻極大，她能夠辨識難讀的潦草筆記，並轉化為可讀的文章，她也提供研究協助，並且負責本書大部分的圖形呈現。我與諾登出版公司（W.W. Norton）仍然保持極佳的合作關係，感謝德瑞克·麥克菲力（Drake McFeely）、奧圖·松塔格（Otto Sonntag）和傑夫·許瑞夫（Jeff Shreve）協助出

版。派翠西亞·泰勒（Patricia Taylor）繼續參與本書的出版計畫，對於第十一版的編輯工作貢獻良多。

我的妻子南西·墨基爾（Nancy Weiss Malkiel）對最近七版的修訂完成貢獻最大。她除了給予我最深情的鼓勵和支持之外，還詳讀各種草稿、提供無數建議，大大地改進了本書的文字品質。她還是找得出逃過我、校對、編輯法眼的錯誤。最重要的是，她是我生命中無限喜樂的源頭，沒人比她和她的摯友更值得我題獻此書。









## 第1章 「磐石」及「空中樓閣」

何謂憤世嫉俗的人？就是那些知道所有事物的價格卻不知其價值的人。

——王爾德 (Oscar Wilde)，《溫夫人的扇子》 (*Lady Windermere's Fan*)



在本書裡，我要帶領你漫步華爾街，為你講解這個複雜的金融世界，並在投資策略和機會上提供實用的建議。許多人都說，現在的散戶沒有機會和華爾街的專家們抗衡。他們舉出使用複雜衍生性投資工具和頻繁交易的專業投資策略，還有在報紙上讀到的做假帳、巨額併購，以及資金充裕的避險基金活動等。這種種跡象似乎都顯示出今日市場裡已經沒有散戶的生存空間了。其實，這真是錯得離譜的見解；你可以做得和專家一樣好，甚至更好。2009年3月股市崩盤時，能保持冷靜，然後看著投資轉虧為盈、並且持續獲利的，正是那些穩健的投資人。2008年，許多專家因為使用不熟悉的衍生性證券，連襯衫都輸掉了，就跟2000年代初他們購買過多高價的科技股票一樣。

本書為散戶提供簡明的指引，從保險到所得稅都會提到。將告訴你如何選購壽險，如何不受銀行和經紀商剝削。本書也會談到黃金和鑽石的投資，但重點還是股票，這是過去提供優異的長期報酬，未來也一樣看好的投資。第四部是人生四季的投資規畫，針對不同年齡層的不同理財需要，提供特定的投資組合建議，包括退休理財規畫上的建議。

## 何謂隨機漫步？

凡是未來的發展和方向不能依據過去行為加以推測者，就是所謂的「隨機漫步」（Random Walk）。用在股票市場上，指的則是短期的股價變動無法預測，理財顧問、盈餘預測或複雜的圖表模型都幫不上忙。在華爾街，「隨機漫步」是個骯髒的字眼，是學術界創造出來侮辱專業分析師的名詞。說得極端一些，隨機漫步意味著一隻蒙著眼睛的猴子，對著報紙金融版擲鏢挑選出來的投資組合，也會和專家挑選的組合一樣好。

穿著條紋西裝的分析師可不喜歡與光屁股的猴子相提並論。他們反唇相譏，說學者們整天埋首於恆等式和數學公式的拉丁符號中，連磁器上的牛和熊都分不出來。這些專家以基本面分析或技術分析來武裝自己，對抗學術界的炮火，我們將會在第二部細看這兩項武器。學術界則把隨機漫步理論細分為三種形式：弱式、半強式、強式，並創造出他們所謂的「新投資技術」來自衛。後者提出一項觀念，稱為貝他值（Beta），包括Smart Beta策略商品，我打算對此稍加批判。到了2000年代早期，甚至有些學者也加入華爾街專家的陣營，支持股市變動多少可以預測的說法。目前這場激戰還在持續，因為賭注極高，雙方都想置對方於死地，學者賭的是終身職，華爾街專家是高額獎金。這

就是為什麼我認為你會享受這趟隨機漫步華爾街之旅，這具備了一切精采戲劇的要素，包括財富的來去得失，還加上箇中原因的精闢分析。

開演前，也許我應該先自我介紹，表明我的嚮導資格。在寫這本書時，我依靠下面三方面的資歷，而每個資歷都提供透視股票市場的不同角度。

第一是我在投資分析和投資組合管理界的專業資歷。我一開始是華爾街一家大型投資公司的市場專業人員，後來擔任一家跨國保險公司投資委員會的主席，並且擔任一家全球大型投資公司的董事多年。這些經歷至為重要。未經世事的少女難以洞悉人生，股市情況亦然。

第二則是我目前的經濟學家身分。我專攻證券市場和投資行為學，因此能深入了解學術研究及各種投資機會的細節資料。

最後一項重要的資歷是，我是終生投資而且很成功的股市投資人。到底有多麼成功，恕我不能直言，因為學術界有種奇怪的想法，認為教授不應該賺錢。教授可以繼承財富、嫁娶有錢人，也可以花錢闊綽，就是絕對、絕對不可以賺大錢，賺錢不被視為是學術作為。總之，教師應該要犧牲奉獻，至少政客和官員是這麼說的，尤其是要為學術界偏低的報酬找理由的時候。讀書人應當追求知識而非金錢報酬。因此，我將要以追求知識的態度，向你訴說我在華爾街的斬獲。

本書採用許多例證和數據，但不用擔心，這些都是特別為金融門外漢撰寫的，並且只提供實用而證明可行的投資建議。不需要有任何背景知識，只要有興趣，有投資致富的渴望就夠了。

## 投資充滿樂趣

寫到這裡，我最好先說明所謂的「投資」是什麼，和「投機」的區別何在。我認為投資是購買資產來獲得合理的可預期收入（例如：股利、利息或租金收入），或是長期增值的一種方法。而與投機的區別常在於獲得投資報酬的期間長短和報酬的可預測程度。投機客希望買進幾天內或幾週內就可以短期獲利的股票，而投資人會買進在幾年內或幾十年內可能會產生源源不絕現金獲利和資本利得的股票。

先把話說清楚，本書不是投機指南，不保證你一夕致富，也不是要宣揚股市奇蹟。其實副書名應該定為「穩健致富」。請記住，就算只要求損益平衡，投資報酬率至少必須和通貨膨脹率相等。

2000年代初期，美國和大多數已開發國家的通貨膨脹率都跌到2%以下，有些分析師因而認為相對穩定的價格將會無限期地延續。他們預測，通貨膨脹極不可能發生，在科技高速發展的承平時代，物價將維持穩定，或甚至下跌。21世紀的前十年，通貨膨脹可能很輕微，或甚至不存在，但我認為，投資人不能因而輕忽通貨膨脹在未來死灰復燃的可能。歷史告訴我們，在1990年代和2000年代初期生產力加速時，生產力提升的步調總是不平均。而且對於一些服務為主的活動，生產力的提升變得更為困難。弦樂四重奏需要四位音樂家，盲腸手術需要一位外科醫生，這在21世紀並不會改變。如果音樂家和外科醫生的薪水隨時間上漲，音樂會的門票和盲腸手術的成本也將隨之上漲。因此我認為物價上漲的壓力不存在是一種錯誤。

如果通貨膨脹保持在2%~3%這樣遠低於1970年代和1980年代早期的水準，對我們的購買力依然有嚴重影響。表1-1顯示，1962到2014年期間，近4%的通貨膨脹率所帶來的影響。我的早報上漲4,900%，我的賀喜巧克力棒漲了20倍，卻比1962年我在研究所念書時還小。如果通貨膨脹以同樣的速度持續下去，到了2020年，一份早報就要超過4美元。顯



然即使只是面對輕微的通貨膨脹，我們也必須採取適當的投資策略來維持實質購買力，否則勢必難逃生活水準日益低下的厄運。

**表 1-1 通貨膨脹的侵噬**

	1962 年 平均	2014 年 平均	增加比例	年化通貨膨 脹率
<b>消費者物價指數</b>	30.20	236.40	682.8	4.0
賀喜巧克力	\$0.05	\$1.00	1,900.0	5.9
《紐約時報》	0.05	2.50	4,900.0	7.8
平信郵資	0.04	0.49	1,125.0	4.9
汽油（加崙）	0.31	3.40	996.8	4.7
漢堡（麥當勞雙層）	0.28*	4.00	1,328.6	5.2
雪佛蘭汽車（全配）	2,529.00	24,000.00	849.0	4.4
冰箱	470.00	1,249.00	165.7	1.9

\*1963 年資料。

資料來源：1962 年的物價，參閱 1977 年 11 月 1 日《富比士》雜誌，以及參閱 2014 年政府和私人機構的多種資料。

要知道，投資需要下苦功。浪漫小說中經常出現豪門世家因為疏忽或不善理財而家道中落的場景。誰能忘記契訶夫（Chekhov）的名劇中櫻花樹被砍倒的聲音？造成契訶夫家族家道中落的不是馬克思體制，而是自由企業，因為他們不曾努力保有財富。就算把所有資金交付信託給投資顧問或共同基金，你也必須知道如何選擇最適合的顧問或基金。吸收本書提供的資訊，你會發現投資決策變得比較容易。

事實上，投資充滿樂趣。樂趣是和其他投資人鬥智，而且發現資產日益增加。檢視投資報酬累積的速率超過薪資；學習商品和服務的

新觀念、金融投資的新形式，都是有趣的事。成功的投資人通常知識廣博，善用與生俱來的好奇心和求知欲去創造財富。

## 兩大投資理論

不論是購買股票或是稀有鑽石，所有的投資報酬都和未來即將發生的事件有程度不等的關聯，而這正是投資之所以迷人的地方——這是一場以預測未來的能力來決勝負的賭博。傳統上，投資專家會用「磐石理論」（firm-foundation theory）或「空中樓閣理論」（castle-in-the-air theory）來評估價值。這兩種理論讓某些人賺了大錢，也讓某些人虧了不少。更有趣的是，它們看來完全互斥。如果你想做出明智的投資決策而不犯大錯，就必須先了解這兩種理論，這是讓你從嚴重的錯誤中保持安全的先決條件。在20世紀末，學術界創造出第三種理論，稱為「新投資技術」（new investment technology），在華爾街風行起來。稍後會詳述這個理論，以及在投資分析上的應用。

### 磐石理論

磐石理論認為，不論是股票或房地產，每一種投資工具都有確定的內在標準，稱為「真實價值」（intrinsic value），可以經由仔細分析目前和未來的展望而算出。當市價跌破或漲過「真實價值」時，買進或賣出的時機就到了，因為就理論而言，這種價格波動終究會被矯正。如果這個理論正確，投資就會變得簡單乏味，因為我們只需要比較市價和真實價值就好了。

我們很難明確指出到底是誰創造磐石理論。艾略特·吉得（S. Eliot Guild）常被推崇為開山祖師；但技術發展，尤其是細節部分，似乎應

該歸功於約翰·威廉斯（John B. Williams）。

在《投資價值理論》（*The Theory of Investment Value*）中，約翰·威廉斯提出一套以股利收入為基礎，計算股票真實價值的確切公式。為了不讓事情看起來太過簡單，他引進「折現」（discounting）的觀念，折現基本上就是把收入從未來往前倒推，不考慮明年有多少錢、賺多少利息（例如：現在把1美元存入銀行，利率5%時，明年就有1.05美元），而是考慮把未來收入換算成現值之後，會比現在少了多少價值（例如：明年的1美元，現在僅值0.95美元，因為以5%的利率投資下，0.95美元在明年就變成1美元）。

約翰·威廉斯嚴肅看待折現的觀念，他主張股票的真實價值等於未來所有股利的現值。因此他建議投資人把未來取得的收入折算成現值。由於折現的觀念過去少有人懂，於是在投資人之間就變得流行愛用。耶魯大學著名的經濟學家暨投資人歐文·費雪（Irving Fisher）教授也有鼓吹之功。

磐石理論的邏輯相當好，以股票來說明最恰當。它強調股票的價值應該基於公司以股利形式所分配的未來盈餘，也就是目前的股利愈高、成長率愈大，股票就愈有價值。因此成長率的差異是衡量股價的主要因素，但是也包含對未來的預測這種靠不住的變數。證券分析師不僅要預測長期成長率，還要預測成長可以持續多久。當市場上對於未來榮景的持續過度樂觀時，華爾街上就會開始流傳：「股票不僅將未來折現，可能連來世都折現了。」重點是，磐石理論必須仰賴對未來的成長幅度與成長的期間做出預測，所以它的基礎不如所宣稱的可信。

知道磐石理論很好的並不只限於經濟學家；班傑明·葛拉漢（Benjamin Graham）和大衛·陶德（David Dodd）寫了一本很有影響力

的書《證券分析》（*Security Analysis*），當時華爾街有一票證券分析師都加入他們的陣營。這些分析師學到良好的投資管理方法，就是買進市價暫時低於真實價值的股票，賣掉市價暫時過高的股票，如此而已。當然，他們也提供計算股票真實價值的方法，分析師只要用簡單的算術就能計算出來。葛拉漢和陶德門徒裡最成功的，要算是精明的中西部人華倫·巴菲特（Warren Buffett），他有「奧瑪哈的智者」之稱。巴菲特傳奇的投資紀錄，據稱是遵行磐石理論的結果。

## 空中樓閣理論

空中樓閣的投資理論強調心理因素。著名的經濟學家暨一流投資人約翰·梅納德·凱因斯（John Maynard Keynes）在1936年把這個理論闡釋的最清晰。他認為專業投資人不該把精力花在估算股票的真實價值，應該分析投資大眾未來的動向，以及在樂觀時期他們會如何把希望建築為空中樓閣。成功的投資人最喜歡搶得先機，推測哪種情況最容易讓大家建築空中樓閣，然後比眾人早一步下手。

凱因斯認為，磐石理論太麻煩，效果可疑。他身體力行空中樓閣理論。當倫敦的金融專業人員在擁擠的辦公室辛苦操勞時，他每天早晨在床上操盤半小時，輕輕鬆鬆就賺進數百萬英鎊，也讓劍橋大學國王書院（King's College, Cambridge）的校產基金增值十倍。

凱因斯在經濟蕭條時期聲名大噪，不過大多數人只注意到他提出的刺激景氣理念。因為在那艱苦的時代，沒有人會築空中樓閣，也無法想像其他人會那麼做。然而，凱因斯在《就業、利息和貨幣的一般理論》（*The General Theory of Employment, Interest and Money*）中用了整整一章的篇幅說明股票市場和投資人預期心理的重要。

在股票方面，凱因斯知道沒有人能確知影響未來收益和股利支付的因素，因此他說，大多數人「關心的不是準確預測投資的長期收益，而是比一般大眾早一步預見傳統的價值基礎會有什麼改變。」換言之，凱因斯用心理學的原則來解讀股市，而非財務學上的評估。他寫著：「如果你相信三個月以後某項投資的市價僅值20英鎊，就不應為預期收益有30英鎊的投資付出25英鎊。」

凱因斯用英國同胞容易了解的名詞來說明：股票遊戲就好比當報紙選美的評審一般，你必須由上百張照片中挑出六張最漂亮的面孔，選出的結果最接近全體評審的就是贏家。

聰明的玩家都知道，個人的審美偏好在競賽中無關緊要，比較好的策略是挑選其他人會選的。這個邏輯很容易如滾雪球愈滾愈大，因為其他對手也可能有相同看法。因此最佳策略不是挑選你認為最漂亮的，也不是其他人會喜歡的，而是預測一般人會推測的一般意見，或是順著這個邏輯向下推衍。選美不就是這麼回事。

報紙選美的推論代表空中樓閣理論中價格評定的基本形式。對買家而言，一項投資值得目前的價格，是因為他預期能以更高價賣出。換言之，投資標的價格由本身價格來決定，新買家當然也預期未來會有人以更高的價格接手。

在空中樓閣的世界裡，每分鐘都有乳臭未乾的傻瓜誕生，他們願意付出更高的價格購買你的投資標的。因此，只要別人願意出高價，價格根本不是問題。這沒什麼道理可言，純粹是大眾心理。聰明的投資人要做的就是比別人搶先一步。這個理論說得難聽一點，可以稱為「更大的傻瓜」理論（“greater fool” theory）。你大可付3倍的價錢買進，只要稍後找到傻瓜願意出5倍的價格。



空中樓閣理論在金融圈或學術界都有許多支持者。羅伯特·席勒（Robert Shiller）在暢銷書《葛林斯班的非理性繁榮》（*Irrational Exuberance*）中指出，1990年代末期對網路和高科技股票的狂熱，僅能訴諸「大眾心理」一詞來解釋。在學術界，強調群眾心理的所謂股市行為理論，在2000年代初期廣受已開發國家頂尖經濟學院和商學院的歡迎。心理學家丹尼爾·康納曼（Daniel Kahneman）因為在行為財務學發展上的貢獻，2002年獲得諾貝爾經濟學獎。更早以前，奧斯卡·摩根斯坦（Oskar Morgenstern）是頭號鼓吹者，他主張，尋找股票的真實價值好比大海撈針。在交換經濟裡，資產的價值決定於實際或未來的交易。他認為每位投資人的桌前都應該張貼下面這句拉丁格言：

物品只有在有人願意付錢購買，才有價值。

*(Res tantum valet quantum vendi potest.)*

## 請隨我漫步

導論已經結束，請隨我輕鬆地走進投資叢林，隨機漫步華爾街。我的第一項任務就是讓你熟悉過去各種定價模式，以及這些模式和兩種投資定價理論的關聯。因為如果不能記取過去的教訓，必定會重複犯錯。因此我會舉一些不可思議的瘋狂行為，有的發生在很久以前，有的近在眼前。讀者們也許會對17世紀荷蘭人搶購鬱金香，或是18世紀英國的「南海泡沫」（South Sea Bubble）嗤之以鼻。但是無人能漠視1960年代早期的「新上市股狂熱」、1970年代「五十種績優股」（Nifty Fifty）狂潮、日本房地產市場和股價令人目眩的榮景，以及1990年代初期那些價格同樣壯觀的崩盤，還有1990年代和2000年代初期的網路泡沫，以及2007年美國房地產市場泡沫。這些事件一再提醒我們，不論是散戶或專業投資人都很難避免重蹈覆轍。

## 第2章 瘋狂的群眾

10月是從事股票投機很危險的月份。其他也很危險的月份是：7月、1月、9月、4月、11月、5月、3月、6月、12月、8月、2月。

——馬克·吐溫（Mark Twain），《傻子威爾遜》（*Pudd' nhead Wilson*）



近似瘋狂的貪婪是過去每次投資熱潮所展現的主要特質。投資大眾由於賺錢心切，寧可將真實的價值拋諸腦後，相信可疑但刺激的假設，相信他們也可以仰賴空中樓閣的心理來大賺一筆。這種想法可能會席捲全世界（真的發生過）。

這種投機心理使得一齣齣荒謬的戲碼不斷上演，本章將介紹其中幾齣。戲中的幾棟「樓閣」是由荷蘭的鬱金香球莖、英國的泡沫、美國房地產和藍籌股（blue-chip stocks，**編注：相當於大型績優股**）所堆砌起來的。在每一個個案中，都有某些人在某些時間賺了錢，但只有極少數人能全身而退。

歷史在這方面的確給了我們一些教訓：儘管空中樓閣的理論很能解釋投機喧鬧的心理，但猜測善變群眾的反應其實非常危險。古斯塔夫·李本（Gustave Le Bon）在1895年出版的群眾心理經典中說：「當群眾聚在一起時，所累積的是愚蠢，而非智慧。」這本書顯然很少人讀過。純靠心理因素支撐的高漲行情，必然會因財務重力法則而崩盤。不合理的高價或許可以持續幾年，但它終究要反轉，就像地震突然來到一樣。大地震來得愈突然、行情愈瘋狂，產生的後遺症就愈嚴重。在一切土崩瓦解之際，在不顧一切的築夢者中，很少有人有足夠的機警能預期反轉而未遭嚴重損失。

## 鬱金香狂熱

鬱金香狂熱是歷史上最壯觀的「一夜致富」熱潮之一。如果知道這居然發生在17世紀初沉靜古老的荷蘭，那就會覺得更超乎尋常。事件從1593年一位新上任的植物學教授從維也納帶來原產於土耳其的新奇植物開始。荷蘭人著迷於這種花園裡的新寵，但是卻不喜歡教授開出的價格（他希望能開高價獲利）。於是某個夜晚，小偷侵入教授住宅偷走了鬱金香球莖，以較低價格出售，賺了不少錢。

過了10年左右，鬱金香在荷蘭庭園裡成為流行但昂貴的植物品種。許多鬱金香感染了非致命的「馬賽克」（mosaic）病毒，花瓣上出現對比強烈的條紋或是火焰般的紋路。荷蘭人愛極了這些染病的花朵，稱它們為「奇異」（bizarre）。在短短的時間內，大眾的喜好使得愈「奇異」的花價格愈貴，從而引發一場瘋狂的投機熱潮。

鬱金香狂熱漸漸加溫。剛開始時，花商只是預測來年最受歡迎的斑點形式，就像服飾製造商預測來年大眾喜愛的布料、顏色、裙長一樣。他們大量買進，坐等價格上漲。鬱金香球莖的價格開始飆漲，價

格漲得愈高，就愈被認為值得投資。查爾斯·麥凱（Charles Mackay）在《異常流行幻象與群眾瘋狂》（*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*）中記錄這次事件，並提到荷蘭的一般產業因為鬱金香投機而生產低落的情形，「貴族、平民、農人、工人、船員、腳伕、女僕，甚至掃煙囪的人、年老的洗衣婦都來『玩』鬱金香。」每個人都認為這種狂熱會永遠持續下去。

那些認為花價不可能上漲的人，滿懷懊惱的看著親朋好友賺大錢，一起參與的誘惑實在很難抗拒。熱潮的最後幾年，大概是1634到1637年初，人們甚至不惜以物易物，拿土地、珠寶、家具換球莖，希望變得更有錢。球莖的價格達到高不可攀的水準。

金融市場有項天賦，在需要助長投機時，自己就會提供工具。這個助長鬱金香投機者的工具就類似今日股市中盛行的選擇權「買權」（call options）。

擁有買權的人，有權在某段時間內以某一特定的價格（通常接近市價）買入鬱金香（要求交割），選擇權費用約為市價的15%~20%。例如：市價100荷蘭盾（guilder，荷蘭貨幣單位）的球莖，買權費用大約是20荷蘭盾。當價格漲到200荷蘭盾時，買權的所有人就可以執行選擇權，以100荷蘭盾買進，再以市價200荷蘭盾賣出，淨賺80荷蘭盾（差價100減去費用20）。如此一來，他就淨賺四倍，比直接購買球莖只能賺兩倍好多了。這是利用槓桿原理來進行的投資方法，可以增加潛在報酬和風險，這種方法可以擴大市場參與，與今日如出一轍。

## 洋蔥悲劇

這段歷史充滿了各種悲喜情節。其中一個故事是到富商家中報告一船新貨到岸消息的歸航水手。商人以上等紅鯡魚早餐款待他。他看

見堆滿絲緞和天鵝絨的櫃子上放著一顆「洋蔥」，實在不恰當，沒想太多就拿它當鯡魚的佐料，哪裡知道，這顆「洋蔥」的身價可以養全船的人吃一年；它就是身價不凡的名貴鬱金香「永遠的奧古斯都」

（Semper Augustus）。水手為這餐佐料付出的慘重代價是，那位主人以重罪控告他，讓他下獄數個月。

歷史學家經常把過去的事件搬出來重新解釋，而某些金融史學者在重新考證過去諸多金融泡沫的史蹟之後，認為其中並非完全沒有理性，彼得·嘉寶（Peter Garber）就是這類學者。他認為17世紀荷蘭的鬱金香價位，並非一般人想像中的不合理。

嘉寶的論點頗有幾分道理，我也認為那段時間的花價並非完全失去理性。以「永遠的奧古斯都」為例，它的確稀有而美麗，根據嘉寶的考證，早在鬱金香狂熱之前它就身價不凡。嘉寶的研究還指出，即使在價格大跌之後，稀有花種的價格縱然只剩下顛峰時期的零頭，卻依然昂貴。不過嘉寶仍然無法解釋，何以1637年1月鬱金香球莖價格會暴漲二十倍，緊接著2月卻出現更大幅度的暴跌。顯然像所有投機熱潮一樣，在價格上漲的最後階段時，總會有人居高思危，開始獲利了結，其他人也跟進賣出，之後則像雪球滾下山一般，以愈來愈快的速度貶值，沒多久便一瀉千里了。

政府官員發表聲明，表示球莖價格跌得毫無道理，但無人理睬。花商一一破產，不再履約購買鬱金香球莖。當政府計畫以10%的合約價履行所有合約時，卻因為跌幅大到超過底限而無法達成。價格一路下滑，不斷探底，直到大多數球莖幾乎一文不值，甚至和洋蔥價格相當為止。

## 南海泡沫

假設經紀商打電話給你，建議你投資一家沒有銷售業績、沒有盈餘、只有光明前景的新公司，你問：「這是什麼行業？」經紀商說：「很抱歉不能告訴你，但我保證一本萬利。」你會說這是騙人的把戲。你可對了。但是三百年前這類新上市股票在英國卻炙手可熱。而且正如你所預料的，所有投資人都受到重度灼傷。這個故事告訴我們，欺騙會如何讓貪婪的人更快遠離財富。

南海泡沫時期正是英國人準備在市場撒錢的好時機。在長期經濟繁榮下，使得儲蓄過多、投資機會過少。那時，擁有股票視為是一種特權。舉例而言，直到1693年，東印度公司只有499位股東，他們擁有多種方式回收報酬，股利也不用課稅。股東也包括了女士，因為股票是女人可以擁有的少數幾種財產之一。為了重建政府債信，1711年創立的南海公司正好滿足大眾對投資工具的需求。該公司承擔大約1,000萬英鎊的政府債務，因而被賦予所有南海貿易的特權。大眾認為南海貿易有厚利可圖，於是對這支股票情有獨鍾。

南海公司從一開始就靠犧牲別人來發財。債權被轉移的公債持有人，直接把債券換成南海公司股票。事先知道債權移轉的人，則悄悄地以55英鎊的價格買進公債，等南海公司成立時再換成票面價100英鎊的南海公司股票。儘管公司董事沒有人有南美貿易的經驗，但他們很快就預備好運送非洲奴隸的船隻（販奴是當時南美貿易中的黃金業務）。可是由於運奴船上死亡率太高，這項生意並不賺錢。

不過公司的董事很善於經營門面。他們在倫敦租下氣派的辦公室，在董事會議室裡放著30張櫟木材質、鍍金釘子、好看卻不好坐的黑色西班牙式椅子。同時，公司有一船羊毛，原本該送到位於墨西哥急需羊毛的維拉克魯茲（Veracruz），卻送到哥倫比亞的卡塔赫納（Cartagena），並因為缺乏買家而在碼頭上腐壞。儘管如此，公司股票

絲毫不受影響，往後幾年雖然因為配發股利有稀釋每股盈餘的效應，還有與西班牙交戰導致南海貿易暫時中斷的阻礙，南海公司的股價依然溫和上漲。寫下《南海泡沫》（*The South Sea Bubble*）這本出色史書的約翰·卡斯威（John Carswell）如此形容當時一位大力炒作股票的董事。他說：「他右手按著祈禱書、左手按著公開說明書生活，卻絕不讓右手知道左手做了什麼壞事。」

有位流亡到海峽對岸的英國人名叫約翰·羅（John Law），在法國創立另一家公司。羅的人生大志是以紙幣代替金屬貨幣，達成「創造流動性」的目的（比特幣的提倡者接續這樣的傳統）。為了達成這個目的，他收購一家遭遺棄的「密西西比公司」，使這家公司壯大成企業集團，並成為有史以來資本最大的公司。

密西西比公司向歐洲大陸的投機客吸收資金，「百萬富翁」（millionaire）這個詞就是當時創造出來的。也難怪短短兩年內，該公司股票毫無理由地由100英鎊漲到2,000英鎊。密西西比公司在法國的股票總市值甚至曾超過法國所有黃金和白銀總值的80倍。

同時在海峽另一側的英國則有些沙文主義者發出愛國主義的論調，質疑為什麼錢都要流往法國的密西西比公司？英國沒有類似的公司嗎？而這個答案就是南海公司，於是南海公司的前景略見好轉，特別是傳出將與西班牙和談，南海貿易從此通行無阻的消息。而墨西哥也等著用黃金交換英國盛產的棉花和羊毛產品，這正是自由企業的大好時機。

1720年，這群貪得無饜的董事決議要藉其聲譽牟利，承擔整個國家高達3,100萬英鎊的債務。此舉雖然大膽魯莽，大眾卻反應良好。當此案送入國會時，股價迅速由130英鎊上漲到300英鎊。



所有協助此案通過的人都得到免費的股票贈與做為回報，他們可以等股價上漲後再「回售」南海公司，坐收差價。受贈者中包括英國國王喬治一世的情婦和她那些酷像國王的「姪女們」。

## 國王也難抗拒

1720年4月12日，法案通過後五天，南海公司以每股300英鎊發行新股。投資人以分期付款的方式購買，頭期款60英鎊，餘額分八次繳付。這種好機會連英國國王也難以抗拒，認購了10萬英鎊，投資人還因搶購而發生打鬥。為了滿足大眾的胃口，南海公司董事再度宣布發行新股，每股價格400英鎊。在一陣狼吞虎嚥之後，股價一個月內就漲到550英鎊。6月15日，另一批新股又上市了，付款方式更輕鬆：只要10%頭期款，而且第一年內不必再付任何費用。這麼一來，股價馬上飆到800英鎊。半數上議院議員和超過半數的下議院議員都買了股票。最後，投機熱炒到沸騰，股價衝到1,000英鎊以上。

連南海公司也無法應付這麼多急於撒錢的傻瓜。投資人開始尋找新的冒險機會，正如同今日投機客尋找下一個Google一樣，在1700年代初期的英國，他們想要找出下一個南海公司。發起人不得不把大量新股送進股市，以滿足永不饜足的投資需求。

日子一天天過去，新融資提案由新穎到荒謬、無奇不有。例如：自西班牙進口大量公驢（雖然英國本身產量充足）和海水淡化計畫。促銷也日益誇大不實（例如：用鋸屑做木板）。當時將近有一百種不同的投資計畫，一個比一個更誇大奢華，但也都提供無窮的致富希望。那些計畫很快便獲得「泡沫」的美名，這比喻真是再恰當不過，就像泡沫一樣，一下就破滅了，通常就在一週左右。



群眾似乎什麼都買。那段時間尋求融資的新公司，成立的目的像是造船抵禦海盜、促進英格蘭的育馬事業、真髮交易、為私生子建醫院、由鉛中提煉銀，甚至建造永不停止運轉的轉輪。

最荒謬出眾的是由一位不知名人士所發起的公司；他成立一家「財源永遠滾滾而進，可是沒人知道底細」的公司，他保證有前所未聞的厚利。那天一早九點，股東認購名冊打開的時候，各行各業的人蜂擁而入，爭先恐後把門都擠倒了。五小時之內就有一千名投資人捧著鈔票換上新公司股票。發起人並不貪多，他迅速關上店門前往歐洲大陸，從此下落不明。

## 更傻的傻瓜

並非所有泡沫公司的投資人都認為公司的計畫可行，對此他們顯得「很明智」，然而他們相信「更傻的傻瓜」理論：股價一定會漲，買家一定找得到、自己一定會賺錢。所有投資人都認為自己的認購是理性行為，並且預期能在首次認購後，在之後的交易市場以較高的價格脫手。

神在毀滅一個人之前，必先嘲弄一番。末日將至的徵兆顯示在南海發行的撲克牌上。那些卡片上印著所有泡沫公司的諷刺畫，底下配合說明文字。其中一家成立來製造圓形、方形砲彈和子彈發射器的機械公司，宣稱其產品將改變戰爭的藝術。這張「黑桃八」（圖2-1）的紙牌上如此描寫這家公司：

毀滅群眾的稀罕發明，  
只毀滅國內傻瓜，卻不毀滅國外敵人，

我的朋友，別怕這恐怖的機器，  
它僅傷害那些股東。

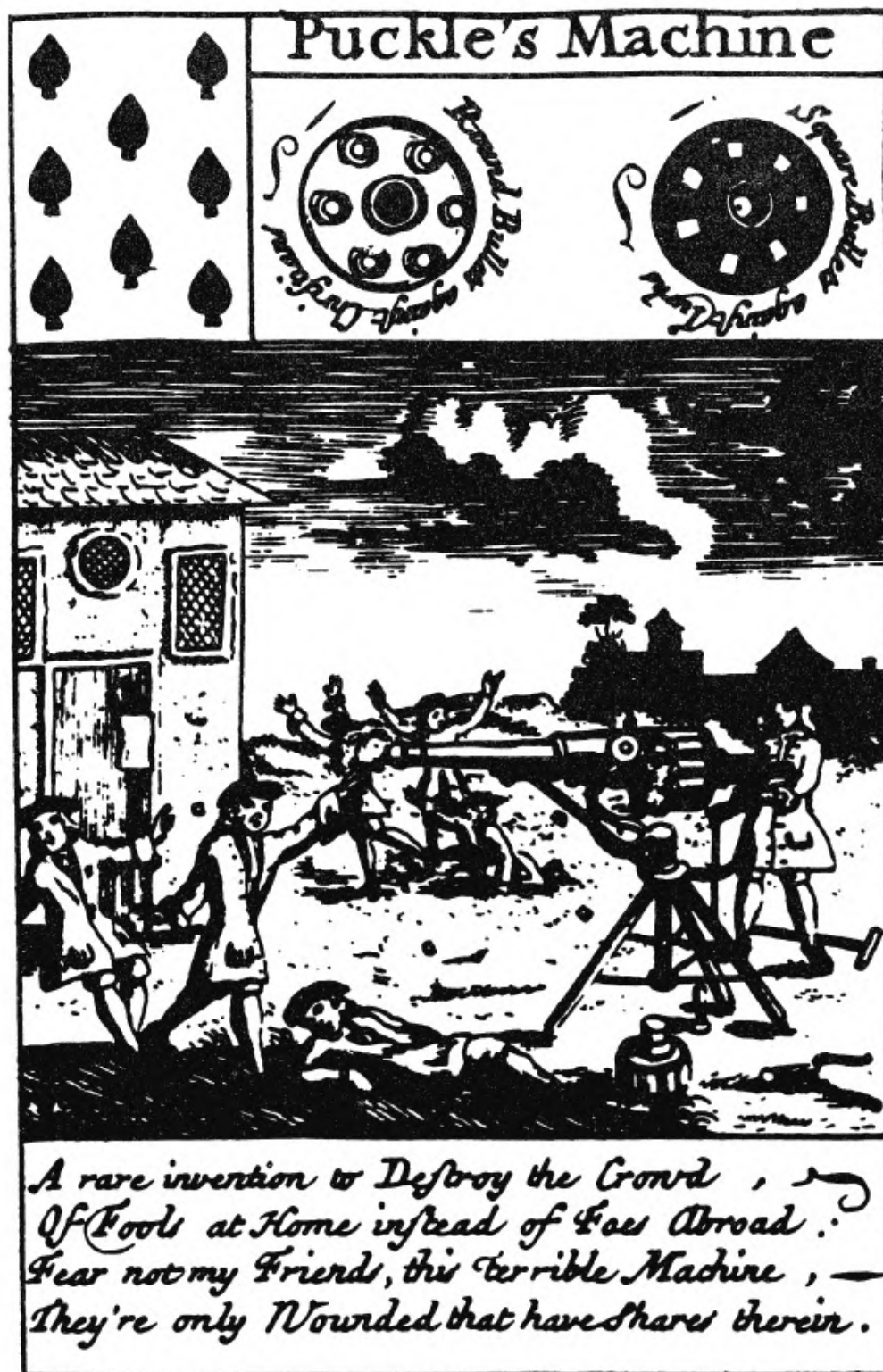
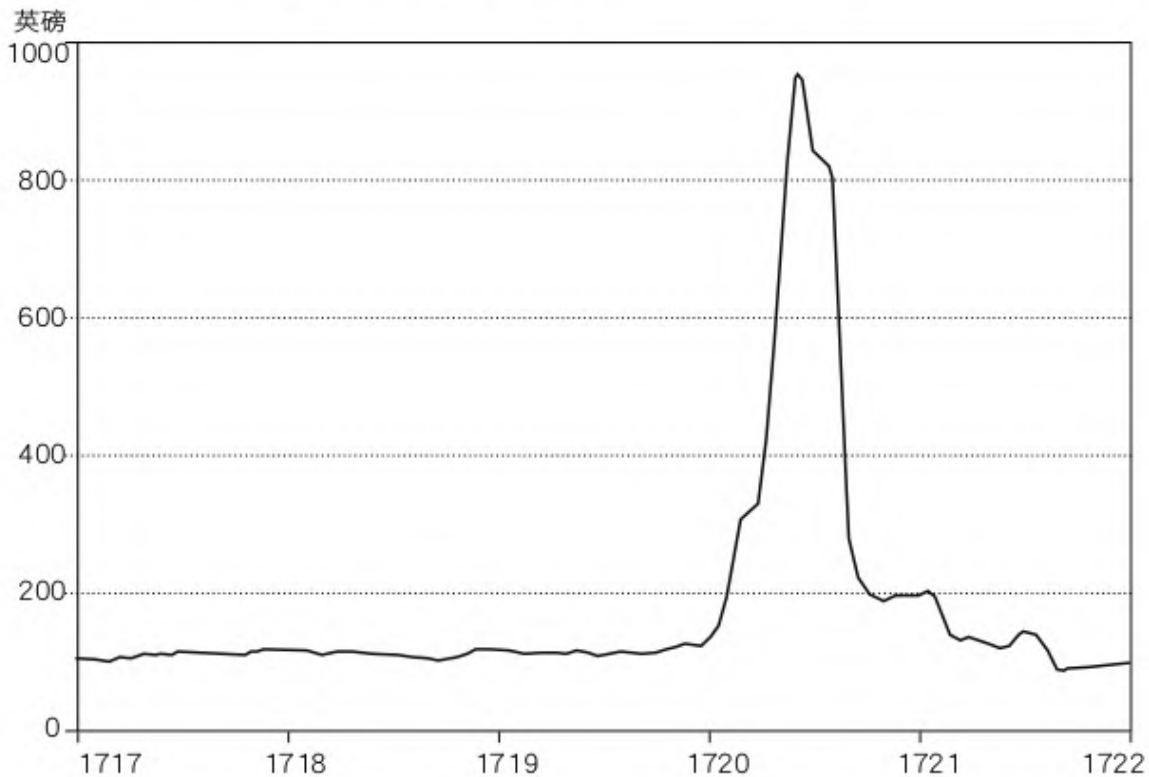


圖 2-1 南海發行的撲克牌

許多個別泡沫的破滅並沒有讓投機狂熱降溫，8月南海公司泡沫戳破後，才氾濫成災無可挽回。事件由南海公司的董事和職員一手造成，他們明白公司前景不足以支撐股價，便於夏季出清持股。

消息走漏後，股價跟著下跌，崩盤和恐慌很快地接踵而至。圖2-2顯示投機上升，南海公司的股票則下挫。政府官員努力挽回大眾信心卻失敗了，公共債信幾乎全面破產。同樣地，密西西比公司的股票也不值錢了，因為大眾明白，過多的紙幣並不能增加實質財富，只會帶來通貨膨脹。南海泡沫事件的輸家包括著名的科學家牛頓（Issac Newton），他說：「我能計算天體運行，但無法計算人類的愚蠢。」空中樓閣就是如此。

圖 2-2 英國南海公司股價走勢（1717～1722 年）



資料來源：賴瑞·尼爾（Larry Neal）的《金融資本主義的興起》（*The Rise of Financial Capitalism*）。

為免大眾再受愚弄，英國國會通過「泡沫法案」（Bubble Act），禁止公司發行股票。直到一百多年後的1825年該法案廢止前，英國都少有股票。

## 華爾街垮了

鬱金香球莖事件和南海泡沫都已經是陳年舊事了。現代社會有可能重演類似的事件嗎？讓我們把眼光拉到近代的事件上。回到1920年代美國這塊機會樂土，在強調自由和成長下，發生文明社會裡最大的投機熱潮和崩盤。

經歷了前所未有的繁榮，美國恰是投機的理想環境。人人對美國企業信心十足，正如庫里吉（Calvin Coolidge）所言：「美國的事業才叫事業。」商人被比喻為傳教士，地位高不可言。從另一個角度也可以看到相似的類比，廣告代理商紐約黃禾國際廣告公司（Batten, Barton, Durstine and Osborn，簡稱 BBDO）的布魯斯·巴頓（Bruce Barton）在《無人了解的人》（*The Man Nobody Knows*）中，更反向地將耶穌比喻是「第一位生意人」，且他的寓言是「有史以來最有力的宣傳品」。

到了1928年，股市投機已成為全美國的休閒活動。1928年3月初到1929年9月初，股價上漲幅度和1923到1928年年初的幅度相等。大型上市公司股票甚至一天上漲10到15點，漲勢參見表2-1。

**表 2-1**

股票名稱	1928年3月3日 日開盤價	1929年9月3日 盤中最高股價*	18個月來 上漲幅度
AT&T	179 ½	335 ⅝	87.0
伯利恆鋼鐵	56 ⅞	140 ⅜	146.8
奇異電器	128 ¾	396 ¼	207.8
蒙哥馬利郵購	132 ¾	466 ½	251.4
國家收銀機公司	50 ¾	127 ½	151.2
美國無線電（RCA）	94 ½	505	434.5

\*1928年3月3日之後，股票分割及相關權利收入的價值已調整反映於表中。

並非「人人」都會在股票市場上投機，但是融資買進股票的金額的確由1921年的10億美元，增加至1929年的近90億美元。雖然1929年大約只有100萬人融資買進股票，但投機的廣度和歷次投機熱潮相同，強度則猶有過之。更重要的是，股市投機已經成為文化主流。約翰·布

魯克斯（John Brooks）在《在哥爾康達》（*Once in Golconda*，注：哥爾康達是個印度城市，現在已經成為廢墟，傳說只要路過此城的人都會變得富有）引述一位剛到紐約的英國記者的話說：「你可以談論禁酒、海明威、空氣調節、音樂、賽馬，但是最後你得談到股票市場，談話才算真正開始。」

很不幸地，有太多面帶微笑的營業員熱心幫助大眾建造空中樓閣，恣意妄為地炒作股票，讓股價刷新紀錄。股友社的運作就是最佳例子，有家股友社就在四天內把RCA的股票炒高了61點。

股友社一方面靠著緊密合作來運作，另一方面則要蔑視大眾。通常剛開始是由幾個作手聚在一起炒作特定股票，他們指定一人為經理（把這個人比喻為藝術家當之無愧），並保證不互扯後腿。

股友社經理在數週內默默吃貨，買進一堆股票，可能的話，他也會買進一檔選擇權，以便在未來三到六個月內，以目前市價買進大量股票。接下來，他會努力拉攏證券交易所的「專業經紀人」加入陣營。

## 股友社的把戲

股友社會員和「專業經紀人」同進同出。專業經紀人是交易所經紀商的經紀商。如果一檔股票現在的交易價格是50美元，而你指示經紀人在45美元買進，經紀人通常會把這張訂單留給專業經紀人處理。如果股票掉到45美元，專業經紀人就替你買進。所有這類低價買進、高價賣出的指令，都記錄在專業經紀人的委託簿中。現在你該明白，何以專業經紀人對股友社這麼有用了吧！委託簿中可以看出目前低於市價買進、高於市價賣出的委託單張數。多多了解大眾手中的牌總是有幫助的。現在，真正的好戲要上場了。

一般說來，此時股友社經理會讓社員互相交易。例如：張三以每股40美元賣給李四200股，李四再以每股40.125美元賣回。再來用相同方式，以每股40.25及40.5美元交易400股。繼續是以每股40.625及40.75美元來回交易1,000股。這些買賣紀錄傳送全美國，所有擠在證券行的投資人都看得到，這類被稱為虛假交易（wash sale）的動作讓人感覺將有大事發生。

此時，由股友社控制的記者和評論員開始放出有利的報導。股友社的經理也會設法確保這些由公司管理階層流出的消息展現愈來愈多的「利多」，只要一切順利，例如在1928到1929年的投機氣氛中，大眾就會跟進。

等到大眾跟進混戰後，他們就會開始小心地抽身。眾人買進，股友社就賣出。剛開始小量的賣，然後在大眾覺察前漸漸放大交易量，股價一路下滑，最後股友社社員賺了錢，大眾手中則握著突然貶值的股票。

不一定要組個股友社才能玩這種騙人的把戲，許多人，特別是公司高階人員和董事們，自己就玩得很好。以當時全美國第二大銀行大通（Chase）銀行的大老闆艾伯特·魏京（Albert Wiggin）為例。1929年7月，魏京對於當時的股票高價感到不安，不想再站在多方（謠傳他參加股友社炒作自己銀行的股票，賺進數百萬）。他相信自己銀行的股票前景黯淡，於是放空四萬兩千多股。在股價下跌時，放空是賺錢的方法，就是先賣掉手中沒有的持股，期望稍後以低價補回；跟買低賣高道理相同，順序相反。

魏京的時機掌握得恰到好處，在他放空之後，大通銀行的股票立刻下跌，秋天崩盤時更是急轉直下。到11月底回補結清時，他已經賺進數百萬美元。很顯然這種利益衝突的矛盾並沒有帶給他困擾。平心



而論，我們必須指出，魏京在那段期間應該保有大通銀行所有權所需的股票。此外，這種因內線交易在轉瞬間獲取暴利的情形，今日已不會再被許可了。

1929年9月3日，大盤指數達到此後二十五年都未能超越的頂點。「無盡的繁榮」之鏈不久即將斷裂，而在這之前幾個月，一般商業活動其實已經在走下坡。第二天，股價開始偏斜。再過一天，9月5日股價暴跌，出現了所謂的「貝森缺口」（Babson Break）。

## 貝森缺口

這個名稱是為紀念麻州衛斯理的金融專家羅傑·貝森（Roger Babson）。這位瘦弱、蓄著山羊鬍、外表怪異的金融專家在那一天金融午餐會中說：「我重複去年和前年在此說過的話：股市遲早會崩盤。」華爾街的專家們則對「衛斯理哲人」的宣言報以一貫的嘲笑。

如同貝森所說，他幾年前就已預言崩盤，但一直沒機會證實這句話。當天下午兩點，貝森的話被所有證券交易所都採用的《道瓊》金融消息引用，傳送至全美國各地時，股市果真一蹶不振。最後一小時出現恐慌交易，AT&T下跌6點、西屋（Westinghouse）下跌7點、美國鋼鐵（U. S. Steel）下跌9點。預警成真，一個月以前完全無法想像的股市崩盤，在貝森缺口之後，突然變成公眾談論的話題焦點。

市場信心搖搖欲墜。9月裡，壞日子遠多於好日子。有幾天股市大跌的時候，銀行家和政府官員還向民眾保證沒有什麼好憂慮的。真實價值理論其中一位先驅，耶魯教授歐文·費雪則提出他那句不朽的名言，表示股票已達到「永久的高原」。

10月21日星期一，歷史性的股市崩盤已經預備步上舞台。股價下跌導致許多融資買進的投資人面臨保證金追繳。無力繳交或不願繳交的投資人都被迫出售持股（注：即俗稱的「斷頭」）。股價受壓慣跌，導致更多追繳，最後變成追繳與賣壓一直循環。

10月21日，成交量衝破600萬股，成交行情來不及顯示，令成千上萬名觀看的投資人心焦不已。直到收盤後一個小時又四十分鐘，最後一筆交易才顯示完畢。

不服輸的費雪駁斥股價下跌「把人們從瘋狂的融資投機裡甩出來」。他甚至說，高點時的股價還不能反應真實的價值，股價還會再漲。而且還有其他原因，他認為股價尚未反應禁酒令的利多消息，因為禁酒令使美國工人「更具生產力且更可信賴」。

## 黑色星期四

到了日後稱為「黑色星期四」的10月24日，成交量達到1,300萬股。單筆交易價格甚至下跌5美元或10美元，許多股票在幾小時內下挫40、50點。第二天，當時的美國總統胡佛（Herbert Hoover）發表著名的判斷：「本國產業的基礎……不但健全而且繁榮。」

1929年10月29日星期二是紐約證券交易所（New York Stock Exchange）歷史上最悲慘的日子之一，往後僅有1987年10月19、20日的驚惶失措可相比擬。當天成交量為1,640萬股（1929年1,600萬股的成交量相當於2014年的數十億股成交量，因為現在有較多的上市股票）。股價幾乎是垂直下降，跌跌不休。由表2-2可看出1929年秋天與往後三年的跌幅。除了AT&T只跌了四分之三股價之外，大部分績優股都在1932年觸底前，跌了95%或更多。

這一次災難的最佳總結，也許要算是娛樂週刊《綜藝》（*Variety*）所下的標題：「華爾街搞砸了。」投機行情死了，數十億的股票資產、數百萬人的美夢也泡湯了。隨著股市崩潰，緊接而來的是歷史上最嚴重的經濟大蕭條。

一些有後見之明的歷史學者又要說1920年代末期的股市狂熱是有道理的。例如：豪爾·伯爾曼（Harold Bierman, Jr.）在《1929年大迷思》（*The Great Myths of 1929*）中說，1929年的股價並未明顯偏高，畢竟連像費雪或凱因斯這等聰明的人也認為股價合理。伯爾曼又說，若非不適當的貨幣政策作怪，當時瀰漫股市的極端樂觀氣氛可能會成為事實。在他看來，崩盤是因為聯邦準備委員會提高利率來懲罰投機者所引發。他的話不是全無道理，現今的經濟學家也往往把1930年代的大蕭條怪罪在聯邦準備銀行讓貨幣供給量突然大幅緊縮所致。不管怎麼說，歷史告訴我們，股價遽然大漲後，很少能平緩地回落到相對穩定的價格。就算景氣在1930年代還能持續下去，股價也絕不可能保持在1920年代末的大躍進漲勢。

此外，封閉型投資公司的股價反常走勢（第15章會提到），也是1920年代股市大規模「不理性」的鐵證。這些封閉型基金的「基本」價值，應該等於基金持有證券的總價值。1930年以後，大部分時候這些基金的價格都處於比其資產價值低兩成的折價狀態。然而1929年1月到8月，一般封閉型基金卻溢價50%出售，一些著名基金的溢價更是驚人。高盛公司（Goldman Sachs Trading Corporation）的股價是淨值的兩倍，三洲公司（Tri-Continental Corporation）的股價是淨值的256%。這表示，你盡可以向經紀商以當時的市價買進AT&T的股票，如果透過基金公司，你就要以市價2.5倍的價錢購買。這是不理性的投機熱潮，把這些基金的價格炒到遠高於其持有證券的價值。

## 殷鑑無效？

為何人們的記憶如此短暫？為何這些投機狂熱總未能在歷史上留下教訓？我沒有好答案，但是我贊成投資大師伯納德·巴洛克（Bernard Baruch）的說法，他說，了解這些歷史事件可以使投資人免於滅頂。依我的經驗，總在股市裡吃敗仗的，是那些無法抗拒鬱金香狂熱的人。要在股市賺錢並不難，難就難在你是否能抗拒誘惑，不把錢砸在一夕致富的投機上。這樣明顯的教訓卻經常為人忽略。

### 第3章

## 1960年代到1990年代的投機泡沫

每件事情都有意義，端視你能否領會。

——路易斯·卡羅 (Lewis Carroll)，《愛麗絲夢遊仙境》 (*Alice's Adventures in Wonderland*)



群眾的瘋狂實在令人嘆為觀止。前面舉的例子和更多我沒列舉的事件，讓愈來愈多人把錢委託給專業投資經理人與投資顧問公司來管理，這些人管理大型年金、退休基金、共同基金。群眾也許瘋狂，法人機構可不然。現在來瞧瞧這些穩健的法人機構到底有多清醒。

### 法人機構壟斷市場

1990年代以前，紐約證券交易所所有超過90%的交易量來自法人。人們理所當然地認為，冷靜縝密、推理敏捷的專家應可確保過去縱情一躍的錯誤不再出現。但1960年代到1990年代間，專業法人的確參與幾次明顯的投機活動。在這些事件裡，法人爭相搶進股票，不是因為在磐

石理論下，他們認為股票低估了，而是認為會有更多的傻瓜以更高的價格來接手。既然這些投機活動與今日股市相關，了解這些法人的經歷應該會對你很有幫助。

## 上揚的1960年代

### 新「新紀元」：成長股／新上市股的狂熱

故事得由1959年我剛進入華爾街工作時說起。那時「成長」是個魔力字眼，像IBM和德州儀器這種成長型的公司本益比超過80倍（一年後，他們的本益比跌回二十多和三十多倍）。

懷疑這種評價方式是否適當的人被視為異端。雖然成長股的價格在磐石理論的檢視下站不住腳，但投資人仍然相信會有願意出更高價的買家前來。想必在那些經濟學家死後要去的所在，凱因斯會在那裡抿嘴微笑。

我還清楚記得公司裡一位資深同事搖著頭說，所有對1929至1932年崩盤記憶猶新的人，沒有人會買進或持有被高估的成長股，但是現在這些年輕小毛頭卻抱著這些股票滿街走。美國《新聞週刊》

（*Newsweek*）引述一位經紀商的話說，投機者認為，他們買的東西「隔夜就會漲一倍」；可怕的是，它真的發生了。

熱鬧還在後頭呢！公司發起人為滿足投資人對於1960年代太空世紀股票（space-age stock）的無盡需求，新股大量上市。1959至1962年間，上市的新股比以往任何時期還要多。無論就強度或誇大不實的程度來說，這波新上市股的狂熱都足以媲美「南海泡沫」。

這次狂熱又稱為「電子熱」（tronics boom），因為這批股票的名稱都刻意夾雜著「電子」（electronics）這個詞，即使業務完全跟電子業無關。而投資人其實也不在意這些公司到底生產什麼，只要名字聽起來有電子的味道，有深奧難懂的感覺就行了。例如：「美國音樂協會」（American Music Guild）的業務只是挨家挨戶推銷唱片和唱機，它在公開上市前改名為「太空之音」（Space-Tone），短短幾週，股價就由上市價2美元漲到14美元。

德雷弗斯公司（Dreyfus and Company）的老闆傑克·德雷弗斯（Jack Dreyfus）評論：

一家做四十年鞋帶的小公司，股價只有盈餘的6倍，當它改名為電子矽法伯公司（Electronics and Silicon Furth-Burners）以後，因為「電子」和「矽」在今日股市中值15倍的盈餘，而且最重要的是沒人懂什麼是「法伯」。沒人知道的字可以使本益比再加倍，所以6倍的盈餘來自鞋帶業務，15倍的盈餘來自電子和矽，加起來是21倍，再因為法伯這個詞要乘以二，所以得出新公司的本益比應該是42倍。

表3-1的數字會說話，連媽媽餅乾（Mother's Cookie Corp.）這樣的股票也有相當不小的漲幅，試想如果把公司名稱改成電子媽媽的電子餅乾（Motheertrons's Cookitronics）之類時髦的字眼，成績一定更好。誰知道十年後這些公司的股票幾乎一文不值，如今沒有一家存在。



表 3-1 搭上新上市股狂熱的公司概況

股票名稱	上市日期	承銷價	交易 首日報價	1961 年 最高股價	1962 年 最低股價
布頓電子	1961/03/06	5½*	12 ¼*	24 ½*	1 ⅝*
美國地球物理	1960/12/08	14	27	58	9
水空科技	1960/07/19	3	7	7	1
媽媽餅乾	1961/03/08	15	23	25	7

\* 每股或每單位認股權的價格。

這段時間內證券交易委員會（Securities and Exchange Commission）到底跑去哪了？新股上市不是要先向它登記嗎？難道新上市公司和它們的承銷商不能因不實而誤導的陳述受罰嗎？以上問題的答案都是肯定的，但雖然有證券交易委員會，但依法卻只能袖手旁觀。只要公司準備合乎要求的公開說明書提供給投資人，證券交易委員會一點辦法也沒有。當時許多公開說明書的封面都有下面的警告文字：

**警告：這家公司沒有資產和盈餘，而且在可預見的未來無法發放股利，持股風險極高。**

但是，如同香菸上的警告字樣無法制止人們吸菸一樣，這類可能蒙受損失的警告字眼也無法阻擋這些投機客掏錢。證券交易委員會可以警告這些傻瓜，卻無法阻止他們撒錢。況且投資人如此確信新發行股必定會漲，所以承銷商的問題不是如何銷出去，而是如何分配給狂熱的買家。

「舞弊」和「操縱市場」則另當別論。這些事證券交易委員會可以管，也的確採取了強硬動作。因此多家負責大部分新股上市，並操



縱股價的證券商最後因各種侵占罪而停業。

電子熱在1962年終於由雲端跌回地面。昨日人見人愛的熱門股，今日則乏人問津。許多專家都不願承認自己胡亂投機，有少數人認為，在股價太高或太低後誰不會放馬後炮。還有人認為，似乎沒有人知道股票的合理價位在哪裡。

## 聯合力量大：集團股熱潮

金融市場有些神奇的地方是，要什麼就可以製造什麼。投資人想要的是盈餘成長，如果成長不存在，很可能就會有人想辦法製造。1960年代中期，有創意的企業人士發現，綜效（synergism）就是成長的代名詞。

綜效就是使二加二會變成五。也就是說，兩家各有200萬美元盈餘的企業，合併以後的企業就會有500萬美元的盈餘。這種神奇、神祕、保證有利可圖的新發明，就叫「集團企業」（conglomerate）。

當時的反托拉斯法（Antitrust）雖然禁止大公司收購同業的小公司，但是司法部門並不干涉收買其他行業的小公司。公司合併以綜效之名進行。表面上看來，合併使集團企業獲得更高的業績和盈餘，這種好處個別企業很少能享受到。

實際上，造成1960年代集團化風潮最大的原因，是併購本身能提高每股盈餘。集團企業的管理人通常擁有的是財務專長，而非提高合併公司獲利能力的營運專長。藉著一點小小戲法，他們把一群沒有成長潛力的公司聚在一起，製造出穩定上升的每股盈餘。現在來看一看這種戲法怎麼變。

## 戲法如何變？

假設有一家艾伯電子公司和一家製造巧克力棒的貝克糖果公司，各有20萬股流通在外。1965年，兩家公司的盈餘有100萬美元，或是說每股盈餘5美元。假設兩家公司的業績都沒有成長，而且假設無論合併與否，盈餘水準均不變。

然而兩家公司有不同的股價，因為艾伯屬電子業，市場給予20倍的本益比，乘上每股盈餘5美元後，得出股價100美元。而貝克糖果公司的事業則較不吸引人，本益比僅僅10倍，乘上每股盈餘後，股價也僅有50美元。

艾伯的管理階層想成為集團企業，因而提議以2：3的換股方式合併貝克，也就是說，貝克的股東可以用價值150美元的三張貝克股票，換價值200美元的兩張艾伯股票，顯然貝克的股東可能會樂於接受。

合併後新集團的名字為新納克，計有333,333張股票，盈餘200萬美元，每股盈餘6美元。完成合併後，我們可以發現，1966年公司每股盈餘由5美元變成6美元，成長20%，這樣的成長使得艾伯先前20倍的本益比顯得合理。同時新納克（新艾伯）的股價也如預期的由100美元漲為120美元，皆大歡喜。此外，被收購的貝克股東無需為此額外的收入繳稅，直到他們出售新公司的股票為止。表3-2的前三行，顯示到目前為止的交易情形。

表 3-2

	公司名稱	盈餘	流通在外 股數	每股 盈餘	本益 比	股價
1965 年	艾伯	\$1,000,000	200,000	\$5.00	20	\$100
合併前	貝克	1,000,000	200,000	5.00	10	50
1966 年	新納克（艾伯	2,000,000	333,333 <sup>*</sup>	6.00	20	120
首次合併	和貝克合併）					
	查理	1,000,000	100,000	10.00	10	100
1967 年	新納克	3,000,000	433,333 <sup>†</sup>	6.92	20	138.4
第二次合併	（艾伯、貝克和 查理合併）					

\* 艾伯原有 20 萬股，加上用來交換貝克的 20 萬股成為新印的 133,333 股。

† 新納克原有的 333,333 股，加上用來交換查理的 10 萬股而新印的 100,000 股。

一年後，新納克發現一家每年盈餘100萬美元、在外流通10萬股、每股盈餘10美元的查理公司。查理身居風險較高的武器製造業，所以本益比只有10倍，股價100美元。新納克願意以一股換一股的方式合併查理，而查理的股東也樂意以市價100美元的股票，交換新納克市價120美元的股票。到了1967年底，合併後的公司有300萬美元盈餘，433,333的流通在外股數，每股盈餘6.92美元。

以上是集團企業如何製造成長的例子。艾伯、貝克、查理三家公司完全沒有成長，但因為合併的關係，我們的集團會顯示表3-3的盈餘成長：

表 3-3 新納克公司每股盈餘

	1965 年	1966 年	1967 年
新納克公司	5 美元	6 美元	6.92 美元

新納克顯然是成長股，而它優異輝煌的紀錄，為它贏得以倍數成長的高本益比。

這種小把戲的關鍵在於，以高本益比的股票去交換低本益比的股票。糖果公司在只值10倍本益比的水準下「賣出」盈餘，但當這些盈餘灌入電子公司後，全部盈餘（包括銷售巧克力棒的盈餘）可值20倍本益比。而新納克合併的次數愈多，每股盈餘成長就愈快，因為能證明它的高本益比，股票也就愈吸引人。

這種事就像連鎖信一樣，只要併購的過程持續以指數成長，就沒有人會受傷。儘管這個過程不可能長久持續下去，但一開始這樣進場的人很難想像會出現這種情況的可能性。一般人很難相信，華爾街的專業人士會上集團把戲的當，但是他們的確被騙了好幾年。也或許他們只不過是空中樓閣理論的信徒，相信其他人會上當。

自動灑水器公司（Automatic Sprinkler Corporation，後來稱A-T-O公司，之後又在總裁費吉（Mr. Figgie）的敦促下改為Figgie International）就是「製造成長遊戲」的好例子。1963到1968年間，這家公司的營收成長率為1,400%。這個了不起的紀錄，完全歸功於併購。1967年中期，它在二十五天內完成四次合併。那些被併購的公司本益比本來較低，因而大幅提高合併後公司的每股盈餘。市場上對此「成長」的反應則是在1967年把公司本益比哄抬到50倍以上。這使得股價由1963的8美元，攀升到了1967年的73.625美元。

自動灑水器公司總裁費吉進行必要的公關活動，幫助華爾街建造空中樓閣。他到各地發表談話，盡情揮灑魔力詞句，談論自由型態公司的活力，以及與時代變遷和科技的關係。他謹慎地指出，每一次的併購他都考慮二十至三十家公司。華爾街愛極了這些話。

費吉先生不是唯一在華爾街行騙術的人。其他集團企業的經理也紛紛自創新詞，迷惑投資大眾，像行銷矩陣（market matrices）、核心科技支點（core technology fulcrums）、模組積木（modular building blocks）、成長核心理論（nucleus theory of growth）等。華爾街沒有人知道這些字的意思，但他們卻能感受置身科技主流的美好感覺。

集團企業經理也找到新方法來描述新買進的事業。把造船事業說成「海洋系統」；鋅礦開採說成「太空礦物部門」；煉鋼廠變成「材術科技部門」；燈具或製鎖公司變成「保全服務部門」。如果有「非一流」的分析師（例如：來自紐約市立大學，而非哈佛商學院），膽敢追問鑄造廠或肉品包裝廠如何能有15%至20%的成長，他會被告知，效率專家使他們的成本降低了數百萬美元，或是市場研究人員發現新市場，所以兩年內很容易就達到盈餘變為3倍的目標。集團企業股票的本益比隨著合併起舞，上升一段時間。表3-4顯示了某些集團在1967年的股價和本益比。

表 3-4 集團企業股票 1967 與 1969 年的股價表現

股票名稱	1967 年		1969 年	
	最高股價	本益比	最低股價	本益比
自動灑水器公司(A-T-O公司)	73 ⅝	51.0	10 ⅞	13.4
利頓工業	120 ½	44.1	55	14.4
泰利黛妮公司	71 ½*	55.8	28 ¼	14.2

\* 已調整反映後續股票之分割。

1968年1月19日，集團企業的發展突然變緩。那一天，近十年來每年保持20%成長率的集團企業祖師爺利頓工業公司（Litton Industries）宣布，當年第二季的盈餘將遠不如預期。這使得過去深信點石能成金的市場失望震驚，隨後賣壓湧現，集團股下跌近40%後才稍微回穩。

還有更糟的事。到了7月，聯邦貿易委員會表示要深入調查集團企業的合併行為，股價再次下殺。證券交易委員會和會計界也開始採取行動，釐清合併與併購報表的編制方法，這使賣單再度湧現，隨後證券交易委員會及負責反托拉斯的副檢察長又發表聲明，強烈關注愈來愈多的企業合併現象。

## 兩項令人不安的因素

這一次投機熱潮的餘波，暴露出兩項令人不安的因素。第一，集團企業可能無法管理擴充迅速的帝國。投資人不再相信二加二等於五的神話，有些甚至不太敢相信二加二等於四；第二，政府和會計界非常關心合併的氾濫及可能的弊端。這兩項因素使得投資人不再冀望於單靠合併就提高盈餘，因此使得集團企業的本益比下降。以前的點石

成金術幾乎不可能再繼續施展，因為那需要合併公司的本益比高於被合併公司。

有趣的是，到了2000與2010年代，集團分拆反成為時尚，將旗下部門分拆為獨立公司通常會得到股價上升的獎賞。分拆後的兩家公司總市值通常會比原來集團企業還高。

## 績效第一：概念股變泡沫

集團企業的熱潮消退之後，投資基金的經理人發現另一個神奇字眼：「績效」（performance）。很顯然，基金投資組合中的股票如果比競爭對手持有的股票漲得快，基金就容易賣。

曾有段短暫陣子，有些基金的表現的確不錯。著名的企業基金傅雷德·佛瑞卡（Fred Carr），在1967年的報酬率（含股利及資本利得）就達到117%，隔年則為44%。同時間標準普爾500指數的報酬率僅有25%及11%。這種表現為基金產業帶來大筆新資金。投資大眾不再押注在「馬匹」（個股），而改押「騎手」（基金經理人）。

這些騎手怎麼做呢？首先，他們把投資組合的重心放在有好題材可說的活躍股票上，一有看到題材更好的股票，馬上就換股操作。這樣的策略一時運作得很好，因而有很多仿效者，這些仿效者很快就被封為「速利基金」（go-go fund，**編注：指在短期獲得可觀收益的投資，從而導致冒險、投機性的市場活動**），基金經理人則被稱為「青春槍手」（youthful gunslingers）。大眾的投資資金湧入這些高風險的績效基金（performance fund）。

所以在1960年代晚期，華爾街是由績效主宰。因為短期績效變得格外重要（投資顧問公司開始按月公布基金績效），最好的策略就是買



下觀念新穎、題材動人的股票，讓市場現在就認同你的股票，而非等很久以後才來認同，「概念股」因而應運而生。

## 我只要一個好題材！

就算題材不十分可信，只要投資經理人確信，一般人會認為其他人會相信這個故事，就足夠了。作家梅爾（Martin Mayer）引述一位基金經理人的話，「不管題材是真是假，因為我們早一步得到消息，所以知道許多人過幾天也會知道這消息，並讓股票往上漲。」許多華爾街人都認為這是一種嶄新的投資策略，其實凱因斯早在1936年就發現了。

例如：藍道爾（Cortes W. Randell）的概念是，為年輕人市場創立一家年輕公司。他創立「全國學生行銷公司」（National Student Marketing, NSM），並成為公司總裁兼最大股東。首先，他推出成功富裕的形象。他有一架取名史努比的白色私人飛機，在紐約擁有一幢豪華高級公寓，在維吉尼亞州有一座有地窖的古堡，還有一艘可容十二人的遊艇。他還在辦公室門邊擺著一套昂貴的高爾夫球桿，唯一使用的時機是在夜晚，清潔人員會用它揮打地毯上的廢紙團。藍道爾把大部分時間用於親自拜訪基金經理人，或是在飛機上打電話給他們，他以南海泡沫的手法推銷全國學生行銷公司的概念。他真正擅長的是傳揚福音。藍道爾賣給華爾街的概念是，一家專為滿足年輕人需求而存在的公司。就像1960年代的集團企業一樣，全國學生行銷公司經由合併方式達成初期成長。不同的是，每家併入的公司都和學生市場有關，從海報、唱片、運動衫到暑期打工，是個以年輕人次文化為導向的服務業。還有什麼比這種概念股更能吸引年輕的槍手？公司總部持續供應亮眼的報導，使得藍道爾的盈餘預測愈來愈樂觀。



表3-5清楚顯示，法人人和散戶一樣，擅長建造空中樓閣。

我最喜歡舉的例子還有「米妮珍珠」（Minnie Pearl）。「米妮珍珠」是一家擅長因應環境變化的速食連鎖店。為了討好金融界，「米妮珍珠」炸雞變成「績效系統公司」（Performance Systems），對於注重績效的投資人而言，還有比這更好的名稱嗎？在華爾街，玫瑰換了名字，聞起來就不香了（**編注：米妮珍珠是粉紅玫瑰的一個品種名稱**）。表3-5本益比欄內的「 $\infty$ 」代表無限大。1968年，「績效系統公司」達到最高價時，根本沒有盈餘。從表中可以看到，米妮珍珠讓投資人損失慘重。

**表 3-5 概念股的股價表現**

股票名稱	1968-1969 年 最高股價	最高 本益比	1969 年底持有 股票的法人數目	1970 年 最低股價	跌幅 (%)
全國學生行銷 (NSM)	35 ¼*	117	31	7/8	98
績效系統公司	23	$\infty$	13	1/8	99

\* 後續股票分割已經納入調整。

為什麼這些股票的表現得這麼糟？答案是它們的本益比高得太離譜。當本益比由100倍掉到整個市場正常值的20倍時，原本的投資馬上就少了80%。此外，大部分概念股還有嚴重的經營問題。原因不一而足：擴充太快、舉債太多、管理控制失靈等。這些公司的經營者基本上都是推銷員，而不是經營人才。舞弊也很普遍。例如：全國學生行銷公司的藍道爾最終認罪，公司報表「虛假不實」，被判坐牢八個月。

## 五十種績優股

華爾街的專家們在1970年代決心回歸「穩健原則」，概念股出局，藍籌股上場。他們認為這些公司不至於像1960年代受歡迎的投機公司一樣崩盤。而最明智的做法是買下這些股票後，在高爾夫球場上輕鬆一下。

這種令法人著迷的優秀成長股大約有五十檔，全是人們耳熟能詳的名字，例如：IBM、全錄、雅芳、柯達、麥當勞、拍立得、迪士尼等，合稱「五十種績優股」（Nifty-Fifty）。它們是股本龐大的股票，即使法人大筆買進也不至於影響市場。專家們明白買進時機很難掌握，這些績優股就更顯得彌足珍貴了，就算暫時付出高價也無妨，因為它們必定是會成長的股票，價格遲早要漲。此外，因為這些股票就像傳家寶一樣不必出售，所以又稱為「一次決策」股，意思是只要做一次買進的決策，投資管理的問題就解決了。

這些股票還提供法人另一種安全保障。因為這些股票聲譽卓著，投資IBM絕對不會受到質疑；雖然IBM下跌時，你還是會有損失，但你不會因此被指責不夠謹慎（不像投資「績效系統公司」和「全國學生行銷」）。就像賽狗場上的灰狗追著機器兔子轉一樣，大型退休基金、保險公司、銀行信託基金都買足了五十種一次決策的績優成長股。令人難以相信的是，他們開始在績優股上投機，表3-6說明了一切。滿心歡喜的投資經理人們忽略一項事實，沒有一家大型公司的成長速度能達成80或90倍的本益比。這又證明了一項鐵律，包裝精美的愚蠢可以聽起來很有智慧。

表 3-6 五十種績優股之死

股票名稱	1972 年的本益比	1980 年的本益比
Sony	92	17
Polaroid	90	16
麥當勞	83	9
國際香料公司	81	12
迪士尼	76	11
惠普	65	18

「績優五十」的狂熱像其他投機熱潮一般也有結束的時候。那些崇拜績優股的經理人遲早會認定股票被高估，並且做出第二次決策，將股票賣出，隨即而來的崩盤使這些績優成長股魅力盡失。

## 喧囂的1980年代

### 新上市股捲土重來

1983年上半年高科技新上市股的熱潮，幾乎是1960年代的翻版，只是名稱稍微修改成生物科技和微電子的新領域。與這一次狂熱相比，1960年代就顯得小兒科了。1983年新上市股的總市值，超過前十年所有新上市股的總市值。對投資人來說，首次公開發行（Initial public offerings, IPO）的股票成為投資的大熱門。

因此才出現「計畫」大量生產個人機器人的「安魯伯」（Androbot）公司，以及紐澤西三家名為「塞滿你的臉」（Stuff Your Face, Inc.）的連鎖飯店。當然，市場同時喜愛「高品質」的新上市股，

例如：「藝術品收購公司」（Fine Art Acquisitions Ltd.）等。這可不是些庸俗人經營的廉價成衣店，或生產電腦硬體的公司，這真的是一家強調美學的企業。在公開說明書中提到，這家公司的業務是藝術印刷品買賣與裝飾性雕刻複製，主要資產包括漂亮寶貝布魯克·雪德絲

（Brooke Shields）由嬰兒時期到進入普林斯頓前的一系列裸照。這些照片原本屬於一個名叫蓋瑞·葛羅斯（Gary Gross）的男人（這是千真萬確的事）。「藝術品收購公司」覺得漂亮寶貝十一歲青春期的照片沒有什麼問題，但是她的媽媽不以為然。在這個案例中，對布魯克·雪德絲而言，事情最後圓滿落幕：照片歸還給葛羅斯，「藝術品收購公司」從沒機會出售。但對「藝術品收購公司」或是在這個熱潮裡跟進的大部分新上市股而言，結局就沒有那麼令人欣喜了。「藝術品收購公司」連同它在華麗的川普大樓（Trump Tower）中的畫廊都變成狄安森公司（Dyansen Corporation），最終在1993年拖欠克萊斯勒信貸公司（Chrysler Credit Corporation）的貸款。

## 泡沫提前破滅

穆罕默德阿里公司（Muhammad Ali Arcades International）的上市可能是泡沫破滅的起因。和這段期間上市的其他垃圾相比，穆罕默德阿里其實並沒有什麼特別。唯一特殊之處是展現一分錢仍然可以買很多東西的藝術。這家公司計畫推出的方案是，一張股票與兩張認股權證只要0.01美元，是內部員工認股價格的333倍。雖然這不少見，但當人們發現拳王自己竟能抵抗誘惑，連一張也沒買時，才決定該弄清到底是怎麼一回事。結果導致小型股全面重挫，尤其是新上市股。許多投資人在一年內損失達90%。

穆罕默德阿里公司的公開說明書封面是前拳王站在倒下的對手身上。阿里年輕氣盛時曾說，他可以「像蝴蝶那般飛舞，像蜜蜂一樣叮

咬」(float like a butterfly and sting like a bee)。結果穆罕默德阿里(以及計畫於1983年7月上市的安魯伯公司)根本從未上市。但是許多公司(尤其是高科技公司)上市了,和過去一樣,被叮的總是投資人。

## 概念股再起：生物科技泡沫

1980年代的生物科技就像1960年代的電子業。生物科技革命被拿來和電腦革命相提並論,對於基因剪接(gene-splicing)前景的樂觀預期,都反映在生物科技公司的股價上。

這個行業中最重要的公司「基因科技」(Genentech)在1980年上市,第一天開盤前二十分鐘的交易,股價就上漲接近三倍。其他新上市的生物科技股票也立刻被飢渴的投資人急急吞下,希望搶先進入數十億美元的大市場。抗癌藥物「干擾素」(Interferon)推動第一波生物科技熱,分析師預測1982年的銷售金額將超過10億美元(其實1989年的銷售金額也不過2億美元,但這不妨礙建築空中樓閣的美夢)。他們持續預測往後兩年生物科技公司的盈餘會大爆發。同樣地,他們再度失望。但科技革命是真的,即使是體質衰弱的公司也因為科技的保護大傘而受益。

生物科技股票的價格達到投資人從未見過的高水準。1960年代的成長股股價可以高到「盈餘」的50倍,1980年代某些生物科技股股價卻是「銷售金額」的50倍。身為股票評價技術的學習者,我很好奇分析師對這樣過高的股價有何解釋。而由於生物科技公司大多數沒有盈餘(而且數年內恐怕也不會有),銷售金額也很低,他們必定要推出新的評價方式。我最喜歡的是由華爾街某著名證券商提出的「產品資產評價法」(product asset valuation)。這種方法是估計生物科技公司所有「發展中產品」(product pipeline)的總值。即使僅停留在基因工程師

草圖階段，也要估計潛在銷售金額和毛利。分析師用「發展中產品」的總值去推敲該公司的股價。

也許食品藥物管理局（FDA）的許可很久才會批准（干擾素就遲了好幾年）；也許市場無法接受預計的高價藥物；也許有幾家公司同時發展出同樣的產品，不知誰能取得專利；研發出來產品的潛在獲利是否會被其他知名負責行銷的大藥廠吸收殆盡？1980年代中期，這些潛在問題似乎都不是問題。有分析師甚至認為，生物科技股票的風險較一般藥廠低，因為它們「沒有老產品，不受老產品營收遞減的拖累」。我們又回到原點，現有的銷售業績和盈餘反而是缺點，因為這些獲利可能在未來下降。但是在1980年代晚期，大多數生物科技股票的市值都跌掉了四分之三，即使真實的科技革命也不能保證投資人的獲利。

## 「Z最好」公司

「Z最好」（ZZZZ Best）公司的傳奇，是一個令人難以致信、又相當吸引投資人的白手起家青年成功的故事。在企業家快速致富的1980年代，貝利·米克（Barry Minkow）是真正的傳奇。他的事業從九歲開始。他家因為請不起保母，所以米克跟著媽媽到她經營的地毯清潔公司工作，他開始學會打電話招攬生意，十歲開始清潔地毯。往後四年，他用夜晚和暑假打工存下6,000美元，十五歲時買了蒸氣清潔設備，在車庫開始自己的地毯清潔事業。公司的名稱叫「Z最好」。當時他仍然只是個高中生，還不到可以開車的年齡，所以米克雇用助手來收取要清潔的地毯，自己則在課堂上煩惱如何發出每週工資。米克賣力工作，公司業務蒸蒸日上，他雇用雙親來工作，並引以為豪。十八歲時就是個百萬富翁。



米克永無止境的工作狂熱也擴充到自我獎勵上。他開紅色法拉利，住在有大游泳池的房子裡，游泳池底還有黑色的大Z。他寫了一本《在美國成功》（*Making It in America*）的書，書中表示美國的少年不夠努力工作。他在歐普拉的節目上化身華街的聰明男孩，也出現在反毒廣告中發出口號：「我行事端正清潔，你呢？」（My act is clean, how's yours?）此時「Z最好」已經擁有一千三百名員工，範圍遍及加州，並擴展到亞利桑那和內華達地區。

100倍的本益比對地毯清潔公司不嫌太高嗎？當然不，因為這家公司的主事者是個立場強硬的成功企業家。米克最喜歡對員工說的話是：「不聽話就走路。」（My way or the highway.）他曾吹牛說如果他的媽媽不按規定做事，她會被開除。米克告訴華爾街專家，他的公司經營得比IBM還好，鐵定要成為「地毯清潔界的通用汽車」，投資人聽得入迷。一位分析師當時對我說：「這回錯不了。」

1987年，米克的泡沫突然破滅，原來「Z最好」清洗的不只是地毯而已，也為匪徒洗錢。「Z最好」被控為犯罪組織掩護，讓犯罪組織用「贓錢」替「Z最好」購買設備，換回合法洗地毯業的「乾淨錢」。驚人的成長其實是用假合約、假信用卡帳單等捏造出來的。此外，公司的運作其實大型的龐式騙局（Ponzi scheme），只是拿一群投資人的錢付給另一群人而已。米克也被控將數百萬美元公款挪為私用，他和所有「Z最好」的投資人这下麻煩大了。

1989年公司倒閉，當年僅二十三歲的米克被控五十七項罪名，判刑二十五年，並被要求償還盜用自公司的2,600萬美元。法官拒絕從輕量刑，他對米克說：「你是危險人物，因為你口齒伶俐，又善於溝通，」法官接著說：「但卻缺乏良心。」

但故事並沒有結束。米克在倫波克聯邦監獄（Lompoc Federal Prison）待了五十四個月，在獄中他成為重生的基督徒，並以函授的方式從自由大學（Liberty University）取得學士和碩士學位。1994年12月獲釋出獄後，成為加州社區聖經教會的牧師，以他獨特的口才講述過去如何非法舞弊。他寫了好幾本書（包括*Cleaning Up and Down*和*But Not Out*），美國聯邦調查局（FBI）也聘請他擔任揭發非法舞弊的特別顧問。2006年，米克的檢察官詹姆士·阿斯伯格（James Asperger）寫道：「貝利的浴火重生實在令人驚異，不論是在他個人生涯，以及在揭發更多他也曾犯過的舞弊上。」2010年，電影《米克》（*Minkow*）發行，廣告宣傳說這是「一個深刻獲得救贖與啟發人心的故事」。不幸的是，這個電影的故事純屬虛構。2011年，米克被指控參與證券詐欺，被求處五年徒刑。2014年，他承認在聖地牙哥社區聖經教會擔任牧師時，挪用三百萬美元的教會財產，米克並沒有悔改。

## 股市的歷史教訓

歷史的教訓很明白：投資人一窩蜂行為經常是決定股價的關鍵，導致有時候股市出現空中樓閣的情形，因此投資可能是極危險的遊戲。

另一項不可忽視的教訓是，投資人在購買今日熱門的「新上市股」時要格外小心。大部分新上市股票的表現不如整體市場的表現。如果你在新上市股開始交易後才買進，價格通常更高，損失機會更大。投資人在投資新上市股票時，最好要注意它的體質是否健全。

過去投資人在新上市股身上建過不少空中樓閣，別忘了，這些股票最主要的賣家是公司管理者，他們總是在公司最景氣、投資大眾興



趣最高時賣出。投資人趕搭流行列車的衝動會造成無獲利的繁榮假象，即使是高成長的產業也不例外。

## 日本的土地和股票飛漲

到目前為止，我只談到美國的投機泡沫。值得注意的是，投機泡沫並不僅限於美國。20世紀末期最壯觀的潮起潮落也許要算是日本的房地產市場和股票市場了。1955到1990年，日本房地產價值上漲超過75倍。到1990年為止，所有日本房地產的價值估計近20兆，超過世界總財富的20%，也相當於世界股市市值的兩倍。美國的面積比日本大25倍，然而1990年日本房地產的總值卻是全美房地產總值的5倍。理論上，日本人只要賣掉大東京，就可以買下美國所有的房地產。只要賣掉皇宮和庭園就可以買下整個加州。

日本的股票市場也不甘寂寞，漲得像無風狀態下冉冉上升的氫氣球。股市在1955到1990年間上漲100倍。在1989年12月的巔峰期，日本股市市值高達4兆美元，幾近美國股市市值的1.5倍，占全球資本市場的45%。支持磐石理論的投資人被這數字嚇得張口結舌。他們難以置信地閱著：日本的股價是公司盈餘的60多倍，幾乎是淨值的5倍，而且比股利的200倍還高。相較之下，美國的股價只是盈餘的15倍，倫敦只有12倍。以公司別來比較，日本股價之高更顯得不可思議。日本電信巨人NTT公司在股市大好時轉為民營，價值超過美國AT&T、IBM、艾克森石油（Exxon）、奇異電器、通用汽車加起來的總和。

## 永不停息的盛宴？

股市的擁護者對每一項邏輯判斷的質疑都有答案。「本益比已經到達天價了嗎？」「還沒，」兜町（編注：正式名稱為日本橋兜町，

是東京證券交易所所在地，有如日本華爾街）的交易員說：「因為高估折舊，而且盈餘數字不包括擁有部分股權的子公司盈餘，所以相對美國而言，日本股票的盈餘被低估。」本益比因考量上述因素所以低多了。收益不到0.5%的殖利率豈不是低得荒謬？」他們的回答是，這不過反映日本當時的低利率罷了。股價是資產價值的5倍難道不危險嗎？一點也不，因為淨值並未反映日本企業所有土地的大幅升值。至於日本土地的高價，則可以由日本的高人口密度、各種法令規章，以及稅法對可居住土地的使用限制加以「解釋」。

事實上，這些解釋沒有一個站得住腳。即使盈餘及股利經過調整後，日本的本益比仍遠高過其他國家，與以往的紀錄相較也膨脹得離譜。此外，日本的獲利能力正在衰退，強勢日圓使產品外銷更加困難。由於土地稀少，日本的製造業，例如：汽車業，開始在國外尋找許多廉價土地建立新廠。租賃收入上升的速度遠不及地價的漲幅，這表示，除非地價持續飆漲，房地產的投資收益勢必下降。而且，支撐市場的低利率也開始在1989年上升。

1990年，地心引力的發現者牛頓突然降臨日本股市，使那些認為財務重力說不適用於日本的投機客們大感苦惱。有趣的是，讓那顆蘋果掉下來的竟是日本政府。日本的中央銀行在借貸熱潮和導致地價、股價大漲的寬鬆資金中，看到蠢蠢欲動的通貨膨脹。於是中央銀行開始管制信用，設法引導利率上升，期望能讓進一步上升的房地產價格受到抑制，使股市平靜下來。

## 破滅的泡沫

結果股市沒有平靜下來，而是崩潰。下跌的程度頗類似1929年底到1932年中的美國股市。日經指數在1980年代的最後一個交易日幾乎站上

40,000點的高峰。到了1992年8月中，指數跌至14,309點，跌幅約63%。道瓊工業指數由1929年12月的高點跌到1932年夏天的低點，也跌了66%（雖然如果由1929年9月算起，跌幅超過80%）。圖3-1顯示1980年代中期及晚期的股價大漲是由於評價改變。股價自1990年開始下跌，只是反映股價回歸到1980年代初期市價與淨值回到正常的關係而已。

**圖 3-1 日本股市泡沫——日本股票的股價淨值比（1980-2000）**




資料來源：摩根士丹利研究及作者估算。

1990年代早期，房地產汽球也洩氣了。各種土地和房產的估價顯示，房地產市場的跌幅幾乎和股市一樣嚴重。破滅的泡沫摧毀「日本與眾不同」、「資產只漲不跌」的神話。財務的地心引力法則畢竟沒有疆域之別。

## 第4章 2000年代初期的網路泡沫

如果在周遭的人都失去理智時，你還能保持頭腦清醒……那大地和上面的一切就會是你的……

——魯德雅德·吉卜林（Rudyard Kipling），〈如果〉（If—）



20世紀最後幾十年的泡沫對金融體系造成的毀滅性後果，難以和21世紀第一個十年的泡沫相比。當2000年代初期網路泡沫破滅時，超過8兆美元的市值從股市消逝，這相當於德國、法國、英國、義大利、西班牙、荷蘭、俄羅斯等國經濟一年的總產出。當美國房地產泡沫破滅，而且相關的不動產抵押貸款證券（mortgage-backed securities）價格大跌時，全球經濟幾乎崩壞。說實話，拿鬱金香狂熱和上述任何一個泡沫相提並論，對鬱金香實在不太公平。

### 泡沫如何興起

大多數泡沫和新科技有關，例如：之前的電子熱和生物科技泡沫，或是和新的商業機會有關，例如：在有利可圖的新貿易機會開啟時所造成的南海泡沫。網路和兩者都有關：它代表新的科技，也帶來

新的商機，網路保證將改變我們獲得資訊和購買商品與服務的方式。網路的前景創造有史以來最大的財富，也毀滅有史以來最大的股市財富。

羅伯特·席勒在《葛林斯班的非理性繁榮》中描述泡沫是「正向的回饋循環」。當一群股票開始上漲時，泡沫就開始形成，而這一次是和網路有關的股票。股價上漲鼓勵更多人來購買，也吸引電視和報章雜誌報導，報導又吸引更多人來買，讓早期買進網路股的投資人賺進豐厚獲利。成功的投資人在雞尾酒會上散播致富容易的消息，使得這些股票漲得更高，吸引更多更多的投資人。這整個過程有一點像龐式騙局，需要愈來愈多的投資人從早先的投資人手上接過股票。最後，終於找不到更呆的傻瓜。

即使頗具聲望的華爾街公司也隨著熱空氣冉冉上升。著名的投資公司高盛證券在2000年年中說，網路公司所燃燒的現金主要是「投資人的感覺」，而非該產業的「長期風險」。幾個月後，數百家網路公司破產，高盛的話不巧言中。燃燒現金的確不是長期風險，而是短期風險。

直到那時，任何懷疑「新經濟」潛能的人就像19世紀因為失業而怪罪機器的人。如圖4-1所示，代表新經濟高科技公司的那斯達克指數（NASDAQ Index）從1998年末到2000年3月上漲了3倍，指數成分股的本益比超過100倍。

**圖 4-1 那斯達克指數（1999 年 7 月～2002 年 7 月）**

## 大規模的高科技泡沫

在泡沫最盛的時候，很難找到對此嘲笑的人。2000年初，對投資人進行的一項調查顯示，他們對股票未來一年的報酬預期在15%到25%之間，或者更高。對那些生產「網路骨幹」（the backbone of the Internet）著稱的公司，例如：思科和光纖大廠傑迪訊光電（JDS Uniphase），15%的報酬率顯然偏低。思科當時的本益比高達三位數字，市值將近6,000億美元。如果思科每年以15%成長，十年後的本益比仍然遠高於市場平均。如果未來二十五年思科每年以15%成長，而美國經濟繼續以5%成長，思科的營收就會比美國經濟規模還大。很顯然，股市評價與合理的成長預期完全脫節。在泡沫破滅時，甚至思科這種績優股的市值也下跌超過90%。至於傑迪訊光電，圖4-2列出1997年年中至2002年

年中傑迪訊光電和那斯達克指數的比較，相形之下，那斯達克的泡沫簡直是小巫見大巫。

**圖 4-2 傑迪訊光電和那斯達克指數的比較**

(1999 年 7 月～2002 年 7 月)



在電子熱時，許多公司都在名字字尾加上「tronics」來增加吸引力，網路泡沫時也有一樣的取名遊戲。許多公司的業務和網路少有、甚至沒有關聯，也在公司名稱中加入和網路有關的字眼，例如：dot-com、dotnet、Internet等。普度大學（Purdue University）的庫柏（M. Cooper）、狄米若（D. Dimitrov）和羅伊（P. R. Rau）研究在1998年和1999年將公司名稱改成與網路有關的63家公司，觀察這些公司改名（消息洩漏時）前五天到後五天的股價變動，發現改名的確有影響。這些公司在這十天的漲幅，比同類但未改名的公司高出125%。即使公司的核心業務和網路完全無關，股價一樣上漲。在隨後的市場下跌中，這些公司的股票毫無價值，如同表4-1所顯示，投資人蒙受懲罰性的損失，即使投資在網路公司龍頭也一樣。



表 4-1 新經濟股票如何殘害投資人

股票	2000 年 高點	2001 ~ 2002 年 低點	跌幅 (%)
亞馬遜	75.25	5.51	98.7
思科	82.00	11.04	86.5
康寧	113.33	2.80	99.0
傑迪訊光電	297.34	2.24	99.5
朗訊	74.93	1.36	98.3
北電網絡	143.62	.76	99.7
價格線上	165.00	1.80	99.4
雅虎	238.00	8.02	96.4

當時遠超過非理性繁榮的瘋狂可以用生產個人數位處理器（Personal Digital Assistants, PDAs）的掌上型電腦（PalmPilot）為代表。擁有Palm的網康（3Com）公司決定將Palm分拆給股東。由於個人數位處理器被視為數位革命不可或缺的設備，Palm因而被視為特別令人興奮的股票，網康並沒有預料到市場會反應如此熱烈。

2000年初，網康將Palm 5%的股份在市場上公開釋股，並宣布有意將剩下的股份保留給網康的股東。Palm的股價一飛沖天，市值成為網康的兩倍。要記住，網康依然擁有Palm 95%的股權，這95%的股權比網康的市值高出250億美元，似乎網康的其他資產價值為-250億美元。如果你想買Palm，你可以購買網康的股票，順便擁有網康的其他業務，這樣每股還可以少付61美元。在盲目追求財富的過程中，股市創造許多光怪陸離的現象，即使連後來爆發的會計醜聞也無法與之相比。

## 史無前例的新上市股狂熱

2000年的第一季，916家創業投資公司在1,009家新設立網路公司上投資157億美元。前一季有159家公司完成IPO，股市似乎注射興奮劑。就像南海泡沫時期，這波新公司中不乏許多荒謬的例子，幾乎所有公司都讓投資人損失慘重。我們來看一看以下網路新創公司的例子：

- 電子香味（Digiscents）計畫生產一種電腦周邊設備，能讓網頁和電腦遊戲發出味道。他們從創投家那裡募得數百萬美元來開發這種產品。
- 夫洛斯（FlooZ）提供稱為夫洛斯的替代性貨幣，可以透過電子郵件傳送給朋友和家人。夫洛斯不能算是貨幣，因為很少地方可以使用，但它的確是獨特的禮物。為了推廣業務，夫洛斯採用古老的商業手法，「任何白癡都可以以8毛錢出售1元的鈔票」。夫洛斯提供美國運通白金卡持有人特別優惠，讓他們以800美元購買1,000元夫洛斯貨幣。在夫洛斯宣告破產不久前，菲律賓和俄羅斯的幫派以盜來的信用卡號碼購買30萬美元的夫洛斯貨幣。
- 寵物網路公司（Pets.com）可說是真正的「狗」（譯注：華爾街稱表現不良的股票為狗）。該公司有一隻受歡迎的吉祥物出現在公司電視廣告，並在梅西百貨的感恩節遊行中露臉。不幸的是，受歡迎的吉祥物對販賣一袋25磅重低毛利狗食的獲利並沒有幫助。

許多網路新公司光是名稱就讓人難以信服，例如：拇指滑液囊炎網路公司（Bunion.com）、小龍蝦（Crayfish）、閃電攻擊網路公司（Zap.com）、十字架釘（Gadzooks）、霧狗（Fogdog）、肥腦（FatBrain）、叢林網路公司（Jungle.com）、快跑網路公司（Scoot.com）、我的諂媚者網路公司（mylackey.com），而且還有，還有網路公司（Moreover.com）。有一家叫ezboard.com的公司，製作稱為衛生紙的網頁，以便讓你獲得網上社群的「屎」（poop）。這些都不是商業模式，而是失敗模式。

卡普林（Philip J. Kaplan）為網路公司籌資的愚蠢故事留下精采的紀錄。網路泡沫破滅後，在陣亡將士紀念日（Memorial Day）週末，卡普林為了打發時間，創立一個網站叫做F\*\*kedcompany.com，提供正走下坡的網路公司熱潮一個最新八卦（填入刪去的英文字母就可以連上網站）。這個網站吸引400萬人瀏覽。卡普林隨後出版一本和網站同名的書，收錄100家最荒謬的網路公司事業點子。以下是卡普林對SwapIt.com的描述。

讓我來說清楚：

- （1）我送他們一張光碟。
- （2）他們給我無用的「交換錢幣」（SwapIt Bucks）。
- （3）他們關門大吉。
- （4）我什麼也沒有得到。

很好，我要參加！

SwapIt.com是個非常愚蠢的點子。他們是想讓人們交換用過的光碟和錄影帶，方法是人們把這些破爛寄到公司，換取公司發行的「交換錢幣」，再用「交換錢幣」去購買其他人寄給公司的破爛……

eBay的成功可歸諸於一項事實：它沒有庫存。SwapIT得處理一切的庫存和履約事宜，它就像是所有毫無用處的破爛一樣。

## 全球網路公司

我對新上市股熱潮最鮮明的記憶是在1998年11月的一個早晨，當時我準備接受電視訪問，正在「演員休息室」等候。我身旁坐了兩個穿牛仔褲的年輕人，他們的年紀雖然二十出頭，看起來卻像是十多歲的青少年，坐在他們身邊讓我覺得很不自在。我一點也不知道他們是

網路熱潮中的首批超級明星，也是當天電視節目的主打。史蒂芬·派特諾（Stephen Paternot）和陶德·克利茲曼（Todd Krizelman）在克利茲曼的康乃爾大學宿舍中創立了「全球網路公司」

（TheGlobe.com）。這家公司的業務是網路留言版系統（online message board system），希望藉著出售廣告賺取高額收入。從前公司需要有營收和獲利才能上市，全球網路公司兩個都沒有。但瑞士信貸第一波士頓銀行（Credit Suisse First Boston）幫助這家公司以每股9美元上市。股價立刻上漲為97美元，並締造有史以來最大的首日成交量，使這家公司的市值逼近10億美元，兩位創辦人立刻成為身價上千萬的富豪。那一天讓我們見識到，投資人願意為一家在五年前根本無法上市的公司掏出大把鈔票。

全球網路公司的上市是一劑觸媒，把網路泡沫送入病態的階段。股價和獲利之間的關係被切斷，一大批虧錢的公司趕著去上市。至於派特諾，1999年CNN在一家時尚的紐約夜總會捕捉到他在桌上跳舞，他身穿閃亮黑色塑膠長褲，還帶著戰利品模特兒女友。他對著鏡頭說：「有了女友，有了錢，我準備好要過令人噁心、無益的生活。」派特諾和克利茲曼現在被稱為「網路泡沫的全球海報男孩」。全球網路公司在2001年關閉網站。雖然派特諾可能不再過著「令人噁心」的生活，但是在2010年，他擔任獨立製片《低俗電影》（*Down and Dirty Pictures*）的監製。

2000年初，當盛宴還在進行時，著名創投公司凱鵬華盈（Kleiner Perkins Caufield & Byers）的首席創投專家約翰·杜爾（John Doerr）稱網路相關股票的興起是「有史以來世上最大的合法財富創造行為」。2002年，他改口說「這是有史以來世上最大的合法財富毀滅行為」。

## 分析師推波助瀾

華爾街備受矚目的證券分析師提供大量熱空氣幫助網路泡沫飄升。摩根士丹利（Morgan Stanley）的瑪麗·米可（Mary Meeker）、美林（Merrill Lynch）的亨利·布勒吉特（Henry Blodgett）、所羅門美邦（Salomon Smith Barney）的傑克·古魯曼（Jack Grubman）皆成為家喻戶曉的名字，獲得超級明星的地位。米可被《霸榮》（*Barron's*）週刊封為「網路皇后」，布勒吉特被稱為「亨利王」，古魯曼則是「電信大師」。他們的年薪也像體育明星達到數百萬美元。然而他們的報酬並不來自於分析報告的品質，而來自於他們未明言的保證，允諾將持續以有利的研究報告來協助新上市公司，從而為自己公司帶來利潤豐厚的投資銀行業務。

傳統上，證券商的研究部門和投資銀行部門應該完全切割，研究部門為投資大眾服務，投資銀行則為企業客戶的利益服務。但在網路泡沫期間，分隔兩者的「萬里長城」變得更像是瑞士起司。

圖 4-3 Doonesbury 四格漫畫

## Doonesbury



資料來源：Doonesbury © 1998 G. B. Trudeau. Reprinted with permission of UNIVERSAL UCLICK. All rights reserved.



分析師是這次網路狂熱的啦啦隊長。布勒吉特公然指稱，傳統的股票評價在這次「工業大爆炸階段」派不上用場。米可在1999年《紐約客》（*New Yorker*）的專訪中指出：「現在應該要理性的毫無顧忌。」他們對個股的評論推動股價攀升。為什麼不呢？選股拿來以棒球的打擊表現來形容：預計將上漲四倍的股票被說成「四壘打」，更令人興奮的股票可能是「十壘打」。

證券分析師總是找得到樂觀的理由。他們極少使用「賣出」這個字眼，因為他們不願意傷害現有或未來投資銀行的客戶，也不想得罪公司財務長。傳統上，被評為「買進」和「賣出」的股票比是10：1，但在網路泡沫期間，買進和賣出比接近100：1。隨著股價不斷上升，美國人開始相信投資輕而易舉。他們收看CNBC電視台，聆聽喜愛的投資大師講評，搶購分析師兜售的任何東西。泡沫破滅後，這些著名分析師接到死亡威脅和法律訴訟，他們所屬的公司被紐約州檢察長艾略特·史披茲（Eliot Spitzer）和美國證管會調查並罰款。布勒吉特被《紐約郵報》（*New York Post*）稱為網路泡沫的「小丑王子」，古魯曼因為持續鼓吹世界通訊的股票遭到國會委員會的譏評，又因為改變股票評等以便招攬投資銀行業務遭到調查。布勒吉特和古魯曼都離開了公司。《財星》（*Fortune*）雜誌以米可的照片當作封面，標題寫下：「我們能再度信任華爾街嗎？」

## 股價衡量新標準

為了要使網路相關股票不斷高漲的股價合理化，證券分析師開始使用一堆「新衡量標準」來計算股票價值。既然新經濟的股票是不同的品種，當然不需要拘泥於用來衡量舊經濟的老標準，比方說用來衡量傳統舊經濟公司的本益比。

基於某些原因，在這美麗的網路新世界中，銷售、營收、獲利都無關緊要。為了衡量這些網路公司的價值，分析師轉而注意「眼球數」，也就是觀看網頁或拜訪網站的人數。特別重要的是「參與的購物者」數字，也就是在一個網站上至少停留三分鐘的人。米可熱烈推薦藥局網路公司（Drugstore.com），因為在拜訪網站的人中，有48%是「參與的購物者」。但似乎沒有人關心這些購物者到底掏出多少錢來購買商品。銷售是古老的行為，2000年泡沫鼎盛時，藥局網路公司的股價達到67.5美元。隔年秋天，當市場開始注意到獲利表現時，藥局網路公司變成了雞蛋水餃股。

「心靈占有率」（mind share）是另一項廣受歡迎的非財務指標，它讓我確信投資人已經喪失他們的集體智慧。舉例來說，2000年10月，網路房地產公司家居網路（Homestore.com）受到摩根士丹利強力推薦，原因是有72%花在房地產網站的網路使用者瀏覽公司網站。但是「心靈占有率」並未能使瀏覽網頁的人下定決心購買登錄在家居網路公司的房地產，也未能防止公司股價在2001年由高點下跌99%。

電信公司另有特別的指標。證券分析師爬進地道去計算地下光纖電纜鋪設的長度，卻不注意在這些電纜中僅有極微小的一部分用來傳送電訊。每一家電信公司都大肆舉債，鋪設的光纖電纜可以環繞地球1,500圈。國際電信公司兼網路服務供應商PSI Net把公司名稱高掛在巴爾的摩的足球場上，這家公司現在已經破產。當電信股票持續飆升到超過任何合理評價標準時，證券分析師會採用慣用的伎倆，就是降低標準。

由於電信公司容易從華爾街籌措資金，結果出現嚴重供給過剩，有太多的長距離光纖電纜、太多的電腦與太多的電信公司。2002年，巨擘世界通訊（WorldCom）宣告破產。大型設備公司例如朗訊和北電，因為從事高風險的賣方貸款交易，導致龐大的損失，裁員數萬



人。在網路泡沫期間，投入電信業的1兆美元大多數都泡湯了。2001年有一則嘲諷網路的笑話：

### 本週情報

如果你在一年前以1,000美元購買北電的股票，現在剩下不到49美元。

如果你在一年前以1,000美元購買百威啤酒，把啤酒喝光，拿空瓶去回收，你還剩下79美元。

我的建議是……多多喝啤酒。

到2002年秋天，投資於北電股票的1,000美元只剩下3美元。

### 媒體的渲染

受到媒體幫忙和鼓動的泡沫讓美國變成交易員的國家。如同股票市場一樣，新聞報導也受制於供需法則。既然投資人想要更多網路投資機會的報導，供給就會增加來滿足需求。讀者不喜歡悲觀和懷疑的分析，所以一窩蜂購買宣揚容易致富的出版物。投資雜誌紛紛推出迎合讀者的報導，例如：〈未來幾個月可能上漲一倍的網路股〉。作家珍·布利安·奎恩（Jane Bryant Quinn）稱這是「投資春宮」

（investment pornography）：只有挑逗，沒有公然色情，「但依然是春宮」。

有數家商業和科技雜誌專注在網路產業的報導，以滿足讀者永不知足的需求。《連線》（*Wired*）雜誌形容自己是數位革命的先鋒。

《工業標準》（*Industry Standard*）的新上市股追蹤是矽谷採用最廣的指數。《企業2.0》（*Business 2.0*）稱自己為「新經濟的甲骨文」。如此氾濫的出版品正是投機泡沫的典型症狀。歷史學家愛德

華·錢思樂（Edward Chancellor）指出，1840年代，有十四種新週刊和兩種新日報專門報導興起的鐵路工業，其中許多刊物在1847年的金融危機時消失。2001年當《工業標準》倒閉時，《紐約時報》（*The New York Times*）評論說：「有足夠的理由說明這是盛宴結束的日子」。

網路把自己變成媒體的一部分。散戶要知道股價，不再需要依靠《華爾街日報》（*The Wall Street Journal*）或是打電話給證券商。所有需要的消息都在網路上，可以及時取得。網路上有股票的簡介、分析師的評等、過去股價圖表、下一季盈餘、長期成長預測，還有每檔股票的所有相關新聞，網路使得投資過程變得民主，並且在泡沫成型中扮演重要角色。

網路證券商是促成網路泡沫的另一個主要因素。網路交易很便宜，至少就手續費而言〔事實上，交易成本遠比多數證券商在廣告中所說的高，大半成本隱藏在經紀人的「出價」（bid）與「要價」（asked）間的差額。「出價」就是顧客可以賣出的價格，「要價」就是顧客可以買進的價格〕。主打折扣優惠的證券商祭出大量廣告，使得打敗股市看起來似乎很容易。在某個廣告中，顧客說她不僅要打敗市場，還要「把它骨瘦如柴的身軀壓倒在地，要它求饒」。在另一個電視廣告中，電腦怪客史都華慫恿他那保守的老闆進行第一筆網路股票交易，「讓我們點亮這支蠟燭」。他的老闆回說，他對股票毫無概念，史都華又說：「我們來研究。」按了一下鍵盤，老闆自認為聰明多了，買下平生第一張股票。

有線電視網，例如：CNBC、彭博資訊（Bloomberg）變成文化現象。世界各地的健身俱樂部、機場、酒吧、飯店都固定播放CNBC。股市被當作是體育事件，有賽前分析（開盤前的大盤預測）、交易期間的即時報導，還有事後解盤、分析當天的股市，並為下一個交易日做

準備。CNBC暗示收看節目將會使你「走在大盤曲線之前」。大多數受訪來賓都持多頭看法，CNBC的播報員特別喜歡採訪的分析師是能肯定說出某些50美元的網路股很快就要上漲到500美元。你不需要提醒CNBC主播，就像會咬小嬰兒的寵物狗很快就會被送走一樣，懷疑論調並不會提高收視率。

股市是比性事更熱門的話題，就算美國知名情色節目主持人霍華德·史登（Howard Stern）也會暫停討論春宮皇后和人體器官，改討論股市並推銷某些網路股票。

股票週轉率創下歷史新高，平均持股時間不再以年或月計算，而是以天或小時計算。共同基金的贖回率（贖回數量占基金資產的比例）陡然上升，股價波動大增。過去每個交易日中波動最大的前10檔股票漲跌幅約5%，到了2000年初，最大的波動幅度在50%以上。全美國有1,000萬名網路當沖客（day traders），其中許多人辭去了工作，走上這條簡易的發財路。對他們而言，長期就是接近中午。購買50美元廚房用具都要花數小時研究比較的人，竟會把數萬元賭在聊天室的小道消息上，真是瘋狂。研究投資人行為的財務學教授泰瑞斯·奧狄恩（Terrance Odean）和他的同事發現，其實大多數網路上的當沖客都在虧錢，即使在泡沫鼎盛時期也一樣。他們系統性地賣出和買進錯誤的股票，交易愈多，表現愈糟糕。他們平均投資壽命為六個月。

## 舞弊扼殺市場

像網路泡沫這樣的投機狂熱，帶出金融體系最壞的一面。不要誤解我的意思，這次不尋常的新經濟熱潮造就一系列企業醜聞，動搖資本體制的根基。

許多企業的經營不求創造長久價值，只求投機客立即的滿足。當華爾街有利益衝突的賣方分析師（sell-side analyst，編注：指投資銀行的分析師，投資銀行像企業爭取承銷證券的業務，在將證券賣給投資人，所以稱為賣方）尋求短期較高的盈餘預測來將天高的股價合理化時，許多企業主管樂於配合。當過高的盈餘目標難以達成，就使用「會計創新」，結果盈餘不僅超越公布的預測，甚至超越「耳語的數字」（whisper numbers，編注：根據謠傳及其他未經證實的資料來源，對公司營收所做的非正式預測）。最著名的例子就是安隆

（Enron）的興起和破產。安隆一度是全美第七大企業，安隆的破產可以被理解為在新經濟背景下龐大的股市泡沫，造成股市650億美元的損失。安隆被視為新經濟的完美股票，不僅主導能源市場，還有寬頻通訊、電子交易和電子商務。

安隆是華爾街分析師的寵兒，即使在2001年秋天開始顯露問題時，十七位評價安隆的分析師中十六位給予「買進」或「強烈買進」的評等。老牌電力和能源公司被《財星》雜誌比喻為「一堆老古董，他們的妻子追尋蓋·隆巴多（Guy Lombardo，編注：加拿大籍老牌歌星）的歌聲起舞」，安隆則被比喻為年輕的貓王，穿著金光燦亮的緊身衣「從天而降」，但貓王因為暴食致死的事他們卻沒提。安隆立下超脫框架思考的標準：改寫公司經營模式的殺手級程式，不幸地，安隆也立下掩飾和欺騙的標準。

安隆管理階層想出來的騙局，其中一項是設立數不清的複雜合夥關係，用來掩飾公司實際的財務狀況，使他們能夠虛列盈餘。有個簡單的例子如下：安隆和百視達（Blockbuster）合夥在網路上出租電影，雖然幾個月之後宣告破局，但在合夥設立後，安隆又祕密與一家加拿大銀行設立合夥關係，由加拿大銀行借給安隆1.15億美元，交換安隆與百視達合夥交易的未來收入。當然安隆一毛錢也沒賺到，卻將



1.15億美元貸款列為獲利。華爾街分析師大加讚賞，稱安隆董事長雷肯（Ken Lay）為「年度風雲人物」。

安隆其他合夥者包括，按照「星際大戰」電影中秋巴卡（Chewbacca）命名的秋洛克（Cheruco）、雷波特、吉帝。這些合夥關係也有類似效果，因為「原力」（Force）與安隆同在。在法律逮著他之前，「原力」似乎與安隆的財務長安德烈·菲斯托（Andrew Fastow）同在，他因為經營這些應當各自獨立的合夥事業而收取3,000萬美元的費用。這些合夥關係都沒有出現在安隆的財務報表，讓外人看不見損失和巨額債務，使安隆的盈餘灌水，安達信（Arthur Andersen）會計師事務所查核簽證的安隆財已「公允表達」財務狀況，華爾街則歡歡喜喜的從這些創新的合夥關係中收取高額費用。

詐欺似乎是安隆的生存方式。《華爾街日報》報導，安隆的高階主管雷肯和傑夫·史其林（Jeff Skilling）親自參與設立一間虛假的交易室，以取悅華爾街的證券分析師，員工把這段插曲稱為「刺激」（The Sting）。他們買最好的設備，讓員工假裝在接洽交易，連房間的電話線也蓄意漆成黑色，使操作顯得格外洗練。整件事是一樁費盡心機的把戲。在2006年，雷肯和史其林被判犯下共謀和詐欺罪，衰弱的雷肯則在同一年過世。

安隆破產時，一位失去工作又失去退休儲蓄的員工創立一個網站，出售寫著「我被安隆裁了」（I got lay'd by enron.）的T恤。

但安隆只是其中一個利用投資人缺乏警覺產生的許多會計舞弊的公司，許多電信公司以高價互相交換光纖產能，達到盈餘灌水的目的。泰科（Tyco）在合併前大量支出，創造「餅乾罐」（cookie jar）保留盈餘，用來美化合併後的盈餘數字。世界通訊承認把經常性費用列為資本支出，未從收入中減除，以致高估獲利和現金流入達70億美元。許多公司執行長（CEO）應該稱為侵吞長（chief

embezzlement officers)，財務長（CFO）則該改稱為舞弊長（corporate fraud officers）。當分析師將安隆和世界通訊這類股票捧上天時，某些公司主管正將EBITDA的意思從「稅前息前折舊攤銷前獲利」（earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization），變為「欺騙查帳員前獲利」（earnings before I tricked the dumb auditor）。

## 如果我們先有警覺

除了詐欺舞弊之外，我們應該知道更多。我們應該知道，對投資人來說，投資在轉型科技通常報酬不佳。1850年代，人們普遍認為鐵路會提高交通和商業效率，事實的確如此，但即使這樣，在投機熱潮鼎盛時，鐵路股的價位仍然高得不合理，直到1857年8月突然崩跌為止。一個世紀後，航空公司和電視製造商對美國也有重大影響，但大多數的早期投資人都損失慘重。投資最重要的不是該產業對社會的影響有多大，甚至也不是該產業能有多少成長，而是它是否能持續獲利。

歷史告訴我們，過高的股價終會臣服於地心引力。股市中的經常性輸家，從我個人經驗看來，是那些無法抵抗鬱金香狂熱的人。在股市賺錢其實並不難。以後的章節會看到，投資人只要購買並持有廣泛的股票組合，就能得到長期良好報酬。難以避免的是受到引誘，把錢浪費在快速致富的投機熱潮上。

這一次教訓中出現許多惡棍：只顧賺取服務費的承銷商，他們不應該推銷那些他們輔導上市的破爛；投資銀行部門的啦啦隊長、急於推薦網路股的研究分析師；只求賺取交易費的證券商；採用會計創新將盈餘灌水的公司主管。追根究柢，還是投資人的貪婪和對快速致富的計畫缺乏警覺心，才使得泡沫得以擴張。

這段旋律依舊徘徊繚繞。我有位朋友小有資產，擁有一個分散的投資組合，包括債券、房地產基金和持有多種績優股的股票基金。但他靜不下來，在酒會中他經常聽到人談論網路股漲了三倍，或是晶片股票漲了兩倍，他也想參與。這時正好有一檔股票叫Boo.com，這是一家網路零售商，計畫出售不打折的「都市時裝：非常酷，以至於現在還不酷」。換言之，Boo.com想要以不二價出售人們還沒開始穿的衣服。我的朋友在《時代》（*Time*）雜誌上看過這類報導：〈和購物中心說再見：網上購物更快、更便宜、更好〉。著名的摩根大通（JP Morgan）投資這家公司數百萬美元，《財星》雜誌稱這家公司為「1999年酷公司」。

我的朋友上鉤了。「Boo.com的故事會讓觀看股價的人興奮起來，在空中建起樓閣，延遲購買只是對自己不利。」所以他趕著在更大傻瓜出現前搶購這檔股票。

Boo.com在兩年內燒光了1.35億美元，宣告破產。這家公司的合夥創辦人，在面對指責她的公司太浪費時說：「我只坐過三次協和客機，三次都是在特價的時候。」當然，我的朋友正好趕在泡沫的高點買進，當該公司宣布破產時，他的投資全沒了。要避免犯這樣的大錯，最重要的可能是確保保住本金並讓它繼續成長。教訓如此明顯，卻總是受人忽略。

## 美國房市泡沫和2000年代初期的崩壞

雖然網路泡沫可能是美國最大的股市泡沫，但2000年代最初幾年的獨棟房屋價格上漲，無疑是美國有史以來最大的房地產泡沫。此外，對一般美國人而言，房價暴漲以及隨後的暴跌，重要性遠大於股市中的任何波動。獨棟房屋是大多數投資人最大的資產，所以房價下

跌對家庭財富和幸福有直接的影響。房市泡沫破滅幾乎使美國（以及國際）金融體系瓦解，並且帶來劇烈而痛苦的全球經濟衰退。為了解這個泡沫如何獲得資金，以及它為何會造成如此深遠的間接傷害，我們需要了解銀行和金融體系中的根本改變。

下面這則故事，描述的是一位經歷嚴重心臟病發作的中年婦女。當她躺在急診室時，她經歷一段與上帝面對面的瀕死經驗。「就是這樣了嗎？」她問道：「我快死了嗎？」上帝向她保證，她會活下來，而且還有三十年可以活。果然，她確實存活下來，而且醫生替她置入支架以撐開阻塞的動脈，她感覺比以前任何時候都來得好。後來她對自己說：「如果我還有三十年可以活，我會好好充分運用。」想想既然已經住院，她決定要進行所謂的「全面整容手術」。現在，她的外貌和心情都很好，以輕快的步伐走出醫院，結果卻被超速行駛的救護車撞到，當場死亡。她走到天國之門，再度見到上帝。她問道：「發生了什麼事？我以為我還可以再活三十年。」上帝回答：「非常抱歉，女士，我認不得你了。」

## 嶄新的銀行體系

如果金融家在2000年代初期從長達三十年的一覺中醒來，大概也認不得當時的金融體系。在「貸款並持有」（originate and hold）的舊體系下，銀行提供抵押貸款（包括對企業和消費者），並且將這些貸款視為資產，直到貸款者償還為止。在這種環境中，銀行家對於經手的貸款非常小心，因為如果抵押貸款違約，就會回頭找負責放款的相關人員，質疑他們當初的授信判斷。這種環境需要實質的頭期款和文件來對貸款者的信用背書。

這個體系在2000年代初期徹底改變成「貸款並證券化」（originate and distribute）的銀行模式。抵押貸款仍然由銀行



（以及大型專業抵押公司）提供，但是貸款則由議定貸款的機構僅持有幾天，直到可以將它們銷售給投資銀行為止。投資銀行家接著將這些抵押貸款組合整合起來，並且發行抵押擔保證券，這是由優先抵押貸款「證券化」的衍生性債券。這些抵押證券仰賴優先抵押貸款所支付的利息和本金，來支付已發行的新抵押擔保債券上的利息款項。

讓事態更加複雜的是，並非只有一個根據抵押貸款組合來發行的債券，抵押擔保證券已經被切割成幾「批」，每一批根據優先抵押貸款的支付款項擁有不同的求償優先權，而且每一批都擁有不同的債券評等。這就是「財務工程」（financial engineering）。即使優先抵押貸款品質不高，債券評等機構仍樂於授予AAA評等，讓它們成為在優先抵押貸款利息和本金支付款項上擁有優先求償權的債券。我們應該要更精確地將這個體系稱為「財務煉金術」（financial alchemy），不僅溶入抵押貸款，也加入各種優先工具，像是信用卡貸款和汽車貸款。接著這些衍生性證券轉而在全球各地銷售。

事情變得更加模糊。第二層衍生性證券是根據衍生性的抵押擔保債券來銷售，藉著發行信用違約交換（credit-default swap）來當作抵押擔保債券的保單。交換契約市場暫時容許兩方（交易對手）看多或看空抵押債券的績效。例如：假設我擁有奇異電器發行的債券，我開始擔心奇異的信用可靠性。我可以向AIG（最大的信用違約交換發行者）之類的公司購買和持有一份保單，如果奇異違約，這份保單就會付錢給我。這個市場的問題在於，如果有麻煩發生，像AIG這類保險發行公司在支付求償金方面的儲備並不充足。況且，任何國家的任何人都可以買保險，即使未持有優先債券也一樣。結果，受到全球機構的需求所推動，市場中信用違約交換的交易成長到高達優先債券價值的10倍。衍生工具市場成長到優先市場的好幾倍，這種轉變是新金融體

系的一個關鍵特性，它使全球金融體系變得更具風險，而且更加環環相扣。

## 更寬鬆的放款標準

為了掩蓋這個危險的情況，金融家創造出結構性投資工具（SIV），讓衍生性證券不放進企業的帳本中，而是放在銀行監管人員看不到的地方。抵押擔保證券SIV會持續借貸所需的資金，而這筆錢會顯示在投資銀行資產負債表裡SIV資產上的小型投資。在過去，銀行監管人員可能會標示巨大的槓桿以及其附帶的風險，但新金融體系蒙蔽了他們的視線。

這個新體系促使銀行家和抵押貸款公司採用愈來愈寬鬆的放款標準，如果放款公司所冒的唯一風險，是抵押貸款可以在銷售給投資銀行家的前幾天開始變質的風險，那麼它們也沒必要仔細注意貸款者的信用可靠度。核發抵押貸款的標準也同樣大幅惡化。當我申請第一次房貸時，放款公司堅持至少要付30%的頭期款。但新體系的貸款是在房價會永遠上漲的期待下所核發的。此外，提供給沒有收入、工作、和資產者的所謂忍者貸款（NINJA loan）變得很普遍。放款公司愈來愈懶得要求證明還款能力的文件，這就是所謂的「無文件房貸」（NO-DOC loan）。購屋的費用可以自由取得，於是房價快速上漲。

政府也積極在吹大房屋泡沫上參上一腳。由於國會施壓要求房貸能夠輕易地核發，聯邦住宅管理局（Federal Housing Administration）保證低收入貸款者能取得房貸。確實到2010年初為止，金融體系的不良抵押貸款中，有將近三分之二是由政府機關所購買，或是應政府監管單位的要求。政府不僅未能扮演金融機構監管者的角色，還因為它本身的政策而導致泡沫。房地產泡沫的鮮明歷史教

人認清不只是「壓榨人的放款者」促使無錢償還的貸款者能夠取得房貸，政府也是禍首。

## 房地產泡沫

政府政策和放款措施的改變，共同促成房屋需求大增。受到信貸寬鬆的激勵，房價開始快速上漲，最初的漲勢激勵更多買家。購買房屋或公寓顯然毫無風險，因為房價看來會持續上揚，有些買家購屋不是要自住，而是想以較高的價格快速銷售（轉手）給一些日後的買家。這種模式出奇類似早先描述的泡沫模式。

圖4-3說明泡沫的規模，資料來源是凱斯席勒（Case-Shiller）經過通膨調整的房價指數。這樣的調整是考慮到，當一般物價上漲5%時，如果房價上揚5%，經過通膨調整的房價上揚幅度等同零。但如果房價上揚10%，經過通膨調整的房價就會出現5%的漲幅。

圖 4-3 經過通膨調整的房價



資料來源：凱斯席勒（Case-Shiller）。

圖4-3顯示，從1800到1900年代的一百年間，經過通膨調整的房價持穩，雖然走高，但最多只達到一般的價位。在1930年代大蕭條時期，房價確曾下跌，不過到20世紀結束時又恢復到一開始的水準。在2000年代初期，房價指數增加一倍。這個指數是二十個城市的房價綜合指數。在某些城市，房價漲幅遠高於全國平均水準。

我們所知道的是，所有的泡沫最後全都破滅了。圖4-4描繪這次的損失，哀鴻遍野，災情慘重。許多房屋買家發現他們的抵押貸款金額遠超過房屋價值。漸漸地，他們拖欠貸款，並且將房屋鑰匙交還給放款銀行。在一個不好笑的財務笑話中，銀行家把這種做法稱為「叮噹郵件」（jingle mail，譯注：意指業主因無法繼續償還貸款而把房屋鑰匙寄給銀行）。平均而言，房價下跌三分之二，不只毀滅數百萬美國人的房地產，也使許多規模最大的金融機構破產。

**圖 4-4 泡沫破滅**

\* 經季節調整。

資料來源：標準普爾 (Standard and Poor's)。

這對經濟產生破壞性的影響。當房地產瓦解時，消費者緊縮支出，開始停止消費。以前可能會用房貸申請二次抵押貸款的消費者，不能再相同的方式來取得消費所需的資金。

房價重挫摧毀抵押擔保證券的價值，也摧毀吃掉老本和用借款持有大量這類有毒資產、槓桿操作的金融機構。隨之而來的是驚人的破產潮，一些最大型的金融機構必須靠政府紓困，放款機構在原地打



轉，對小型企業和消費者停止放款。接下來在美國出現的經濟衰退既痛苦又漫長，比起1930年代大蕭條的程度有過之而無不及。

## 泡沫和經濟活動

我們對歷史上的泡沫進行研究，結果清楚顯示，泡沫破滅後，總是會發生實際經濟活動嚴重中斷的情況。資產價格泡沫化的後果並不僅危及投機客。當泡沫與信貸擴張相關，而且消費者和金融機構的槓桿操作相當普遍時，泡沫就特別危險。

2000年代初期，美國的經驗提供令人印象深刻的例證。當時市場對房屋的需求愈來愈大，使得房價上揚，進一步促使抵押借貸增加，導致房價在正向反饋迴圈中持續上揚。擴大的槓桿循環，包含愈來愈寬鬆的信用標準，甚至進一步擴大槓桿操作。在整個流程結束時，個人和機構都變得格外脆弱。

當泡沫破滅時，反饋迴圈出現逆轉。價格下跌，人們也會發現不只財富縮水，在許多情況中，他們的貸款債務會超過房屋價值。接著貸款惡化，消費者減少支出。過度槓桿化的金融機構展開降低槓桿操作的過程，隨之而來的信用緊縮進一步削弱經濟活動，負面反饋迴圈的結果是嚴重的經濟衰退。信用擴張泡沫是對實際經濟活動造成最大危險的泡沫。

## 這代表市場沒有效率嗎？

本章對網路和房市泡沫的檢討似乎違背下述看法：我們的股票和房地產市場是理性且有效率的。但是這場教訓不在於市場偶爾可能會不理性，因此我們應該放棄金融資產價格的磐石理論。結論顯然是：在每一種情況中，市場確實會自行修正。市場終究會修正任何不理

性，儘管它是以緩慢、毫不寬容的方式進行。異常情況可能會突然出現，市場可能會變得非理性的樂觀，而且通常會吸引到不謹慎的投資人。但到最後，真正的價值會在市場中浮現，這是投資人必須記取的一課。

我也被《證券分析》作者班傑明·葛拉漢的智慧所說服。他寫道，股市不是一個投票機器，而是一個體重機，價值評估的標準從沒改變過。到最後，每一種股票所能擁有的價值，只是它為了投資人的利益所能贏得的現金流量現值。歸根究柢，真正的價值才會勝出。投資的重要問題在於，你如何估計真正的價值。第5章會詳細談論這一點，屆時我們會進一步檢視，專業人士如何嘗試決定一檔股票的真正價值是多少。

即使市場犯下錯誤，也可能極具效率。當2000年代初期網路股似乎將未來、甚至是來世折現時，有些個股表現非常出色。為何會出現這種相反情況？評估股票價值要看的是企業多年乃至於未來的獲利能力，這種預測總是不正確。此外，一般人從未清楚感受到投資風險，所以應該以什麼樣的利率將未來折現才算適當，從來都不確定。因此在某種程度上，市場價格一定都是錯誤的。但在任何特定時候，任誰都很難看清楚價格是否太高或太低。我接下來提出的證據顯示，專業投資人無法調整他們的投資組合，所以他們只持有「被低估的」股票，避開「被高估的」股票。華爾街最優秀、聰明的人才無法永遠區分出正確的評價和錯誤的評價，顯見要勝過大盤有多困難。也沒有證據指出，靠著和市場的集體智慧逆向操作，可以持續作出正確的賭注。市場並非總是正確，甚至大致上並不正確，但是「沒有任何人或機構，始終知道的比市場還多」。

2000年代的前十年間，房價的空前泡沫和破滅並沒有刺中效率市場假說的要害。如果人們有機會購買不需要頭期款的房子，那麼願意

支付過高的價格很可能出於高度理性。如果房價持續上揚，買家就會獲利，如果泡沫破滅，房價下跌，買家就會退出市場，讓放款機構（最後可能還包括政府）蒙受損失。沒錯，這些誘因很不正當，而且回顧起來，當時的規範很鬆散，一些政府政策考慮欠周，但是這段遺憾的插曲和接踵而至的嚴重衰退，絕非盲目相信效率市場假說所造成。










## 第5章 技術分析與基本面分析

百聞不如一見。

——中國古老格言

以實際價值來判斷事物，是所有天賦中最重要的能力。

——羅什富科（La Rochefoucauld），《箴言集》（*Réflexions; ou sentences et maxims morales*）



紐約證券交易所、那斯達克市場與全美各種電子網路平常交易日的成交總值高達數千億美元。包括期貨、選擇權和交換契約（swap）在內，數兆美元的交易每天都在進行。專業投資分析師和投資顧問都參與這所謂「最大的城市遊戲」。

所謂賭注大，回收也大。當華爾街景氣好的時候，哈佛商學院畢業的新進實習生通常能拿到20萬美元的年薪。真正賺最多的還是經營大型共同基金、退休基金、信託基金，以及管理超過一兆美元避險基

金資產的基金經理人。暢銷書《金錢遊戲》（*The Money Game*）的作者亞當·史密斯（Adam Smith）吹噓說，這本書可為他賺進25萬美元，而他的華爾街友人則回應：「你只賺得和二流法人營業員一樣多。」財務金融這行的確是報酬最優厚的工作之一。

本書第二部會討論專業投資經理人採用的方法，展現出學術界如何分析他們的投資結果，而且做出付錢給他們操盤並不划算的結論。接著會介紹效率市場假說（EMH）及其實際的關聯：股票投資人充其量只能購買和持有指數基金，這個指數基金是包含市場所有股票的組合。

## 圖形專家與基本面分析專家

設法預測股價未來的走勢，以便抓住適當的買賣點，算得上是投資人最持續不懈、賣力的地方。在這種尋找金蛋的過程中，產生許多方法，由科學到玄學都有。今天甚至還有人以觀察太陽黑子、月亮盈虧，或估算北美洲聖安第列斯斷層（San Andreas Fault）的震動來預測股價。不過，大多數人仍然選擇採用「技術分析」或「基本面分析」其中一種。

投資專家使用的各種技術都和第一部談到的兩種理論有關。技術分析是信仰空中樓閣者用來預測適當買賣時機的方法；基本面分析則是應用磐石理論來選擇個股的技巧。

技術分析主要的工作是製作股價圖，並加以解釋。因此，這一小撮相當崇拜此道的技術分析師又稱為「圖形專家」。他們研究過去股價和交易量的變動，試圖找出未來變動的方向。大多數圖形專家相信市場只有10%的理性，加上90%的心理因素。他們大都認同空中樓閣理

論，把投資視為猜測其他參與者行為的遊戲。當然，圖形只能顯示其他參與者過去的行為，但是這些專家卻希望藉著仔細研究其他人過去的行為來預測群眾未來可能的走向。

基本面分析專家則反其道而行，他們相信市場有90%的理性，心理因素僅占10%。他們不太注意過去價格變動的模式，而是致力於推敲股票的適當價值。在這裡，股票價值與公司資產、獲利和股利的預期成長率、利率以及風險相關。藉著研究上述的因素，估算出股票的真實價值或價值的堅實基礎。如果認為真實價值在市價之上，就建議投資人買進，他們相信市場終會反映出股票的真實價值。也許90%的華爾街分析師都自認是基本面分析派，因為許多人認為圖形專家缺乏權威和專業素養。

## 圖形能告訴你什麼？

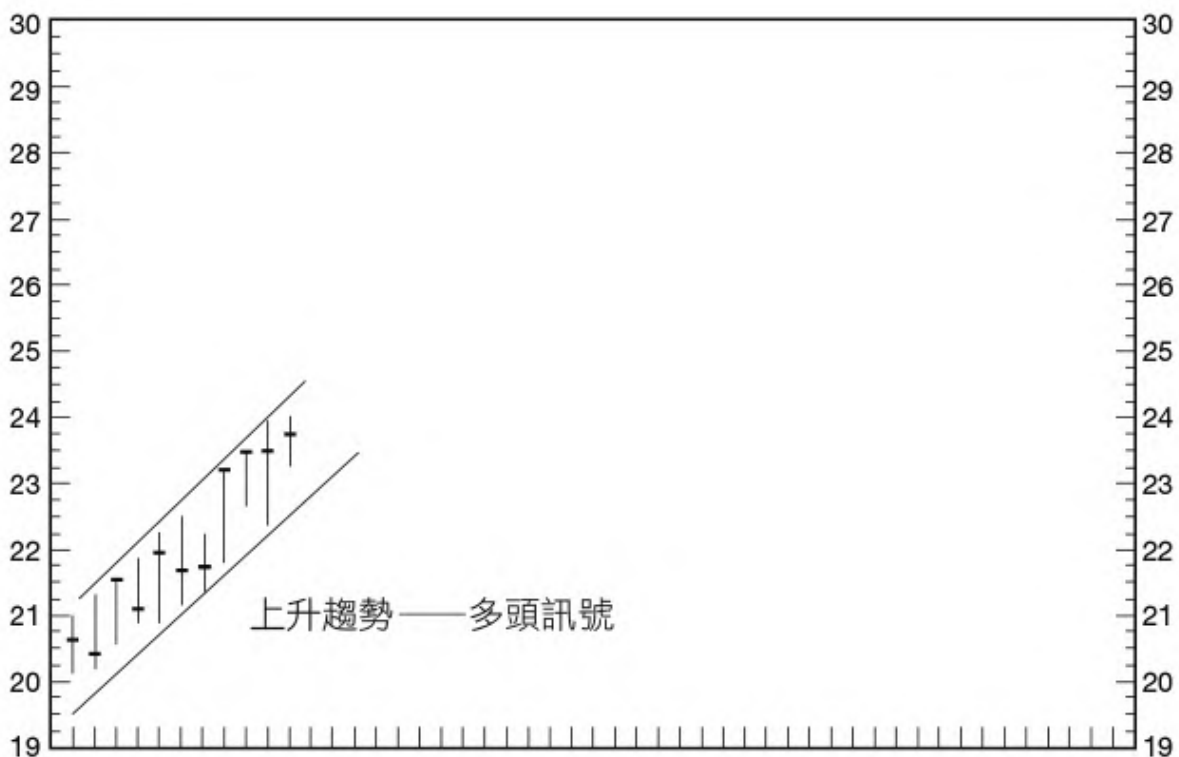
技術分析的首要原則是：一家公司所有關於盈餘、股利、未來表現的資訊，都已自動反映在過去的股價上。也就是說，一張顯示股價及成交量的圖表已經包括所有證券分析師想知道的各種好壞基本資料。第二個原則是，價格循「趨勢」變動：上漲的股票繼續上漲，休息的繼續休息。

真正的圖形專家只研究公司的股票圖形，甚至不在乎公司處於什麼行業、做什麼生意。無論微軟或可口可樂，「園底」（inverted bowl）或「三角旗」（pennant）的股票圖形都代表相同意義。他們認為盈餘和股利等基本資料沒有用處，甚至會分散注意力。它們要不是和股價無關，就是在公開前幾天、幾週、幾個月就已經反映在股價上了。許多圖形專家甚至不看報紙或是檢視網路上的金融資訊。

圖形派的元老約翰·梅奇（John Magee）在麻州春田市（Springfield）的一間小辦公室裡工作，連窗戶都用木板釘上，以防外界干擾。他曾說過：「當我走進這間辦公室，就把世界留在外面了，我只專心研究圖形。這個房間不論是在大風雪或是6月裡月色皎潔的夜晚都一樣。在這裡，我盡職地服務客戶，看見太陽出來就說『買進』，看見下雨就說『賣出』。」

參考圖5-1你可以很容易的畫出圖來。先畫一個垂直線，低點是今日的最低價，頂點則是最高價，在收盤的價位上再畫一條橫線。這個過程會在每個交易日重複，也可用以記錄個別股票或股價指數。通常圖形專家還會在圖形底部把當日成交量以另一條直線標出。圖中的高低點逐日上下變動，漸漸形成走勢型態。這對圖形專家來說，就好比外科醫生查看X光片。

**圖 5-1**



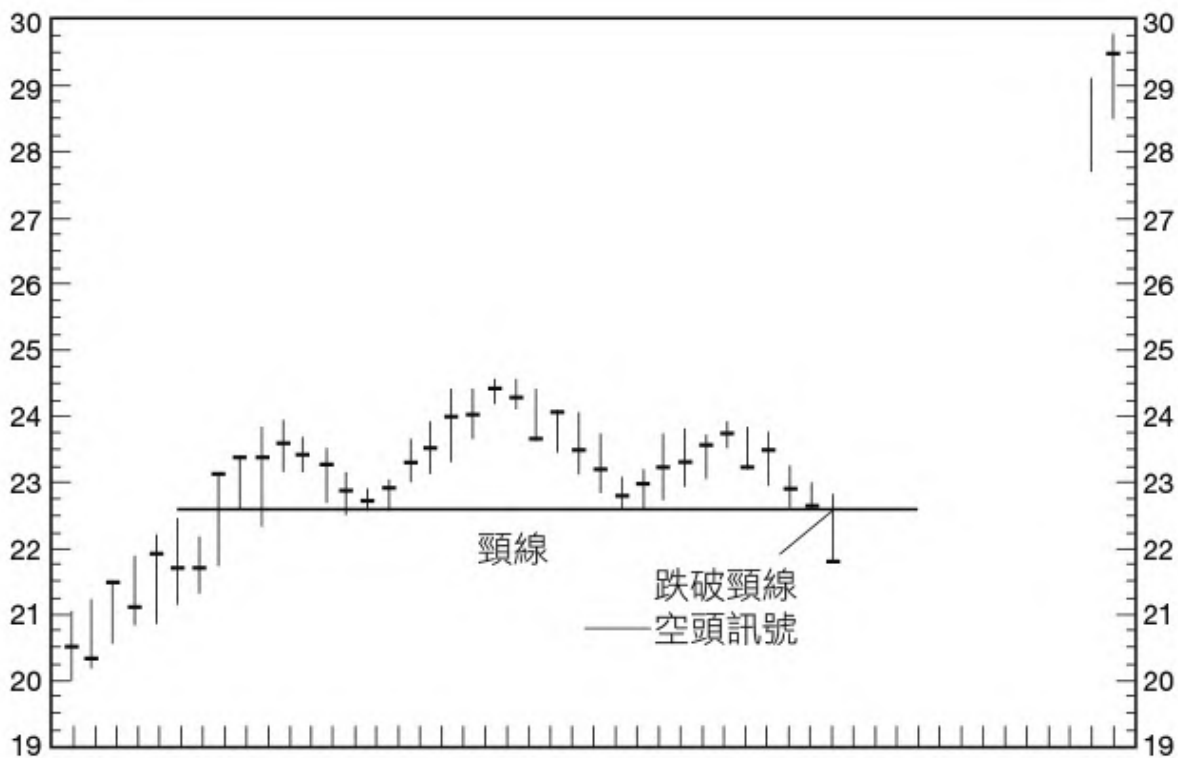
圖形專家首先要找的是「趨勢」。圖5-1顯示一個正在形成中的趨勢，那是某檔股票連續數日的價格變動，價格很明顯地向上走。分析師畫兩條線，分別連接這些高點和低點，產生一條「通道」

（channel），描繪出上升趨勢。既然假定市場的走向持續不變，股票預期會繼續上漲。如同梅奇在圖形分析經典《股票趨勢的技術分析》

（*Technical Analysis of Stock Trends*）中寫的：「價格會隨趨勢變動，而且趨勢將一直延續，直到發生某件事改變供需平衡為止。」

但假設到24美元，股價就碰到瓶頸漲不上去了，這個地方就稱為壓力區。股票可能稍微上下震盪，然後反轉向下。就形成另一種型態，技術分析師稱為頭肩形（head-and-shoulders），視為股價到頂的清楚訊號，如圖5-2。

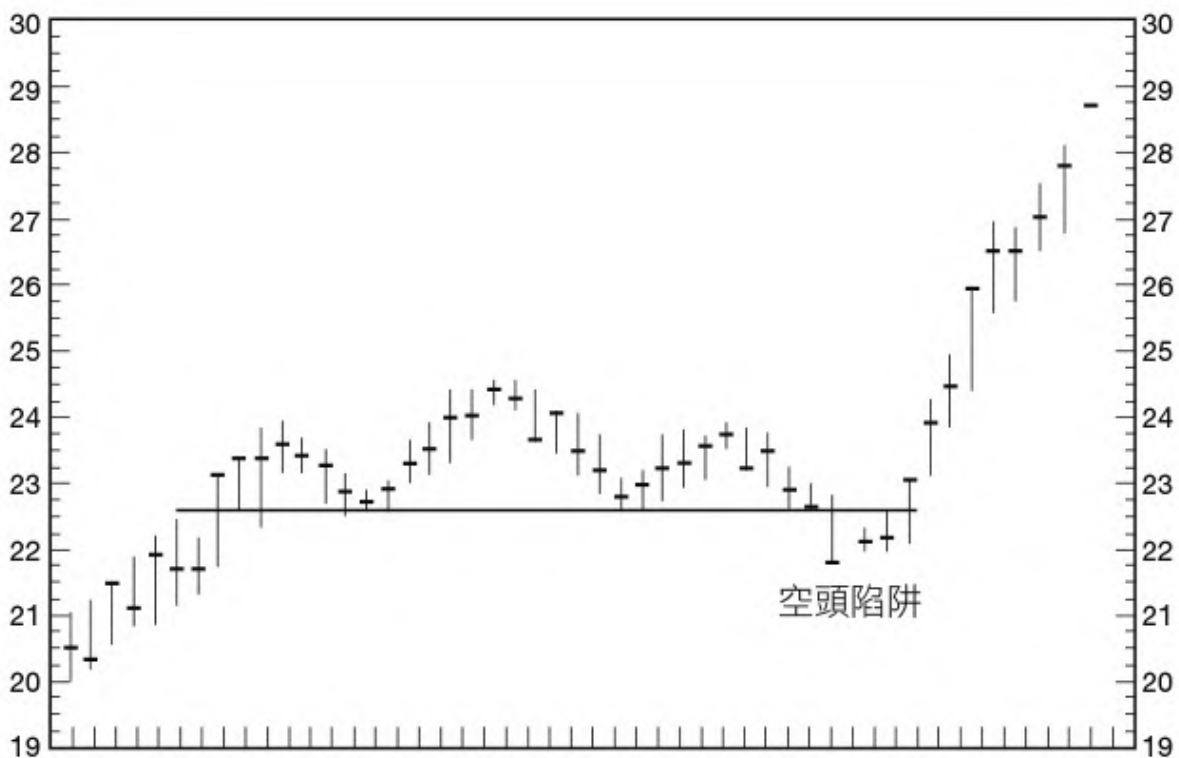
圖 5-2





圖中股票先漲，然後稍微下跌，形成平滑的肩部。接著再漲到比先前稍高一些，然後在下跌前形成一個頭部，最後右肩形成。分析師屏息等待，當股價跌破頸線，就是明確的賣出訊號。分析師此時像吸血鬼檢視受害人般興奮，奮力賣出，期待股價如同過去一樣會直線下墜。當然，有時市場會讓分析師跌破眼鏡。例如：在圖5-3中，走勢呈現空頭後，卻一路走高到30，這稱為空頭陷阱，對分析師來說，則是測試原則的例外。

圖 5-3



從使用的技術看來，技術分析師是短期交易者，而不是長期投資人。分析師在訊號有利時買進，不利時賣出，他玩弄股票，就如某些人玩弄異性一般。他的成就來自短期交易的成功，不是長期持有的報酬。與小艾伯特·哈斯（Albert Haas Jr.）合著《多頭、空頭和佛洛伊德》（*Bulls, Bears and Dr. Freud*）的精神病學家唐·傑克森（Don D.

Jackson) 認為，那樣的人就很可能像是在公開玩一種引發性聯想的遊戲。

圖形專家在選擇一檔股票全心投資前，通常都會有一段觀察期及調情期，因為對這些專家來說，「時機」是最重要的，正如男女間從曖昧到有性關係一樣。在股價穿透基本圖形模式，不斷上升時，興奮激增，倘若一切進展良好，接下來就會達到滿足點，獲利入袋，情緒也因之緩和紓解，既而是事後的滿足愉悅感。圖形專家的專用語彙包括雙重底（double bottoms）、突破（breakthrough）、低點反轉（violating the lows）、盤堅（firmed up）、大行情（big play）、上升頂點（ascending peaks）、高點放量（buying climax）等，這些都和性感象徵的「牛」相仿。

## 圖形分析的合理解釋

為什麼圖形分析會有效？許多技術分析師坦承，他們不知道圖形分析為什麼有效，畢竟歷史就是習慣會反複重現。

以下是我認為對技術分析理論較合理的解釋。趨勢會持續的可能原因有三：第一是群眾心理的直覺天性使趨勢持續下去。當投資人看到熱門股節節高漲，就急著想加入抬轎，所以股價上漲幫助未來漲價的預言實現。每一次上漲都再次刺激投資人的胃口，期待還有更高價。

第二是因為公司基本面資訊的取得並不公平。某些有利消息發生時，傳說總是內部人士最早知道並買進，造成價格上漲。他們再告訴朋友，朋友跟著買進，然後專業人士得到消息，大型機構法人大量買

進。最後你我這些後知後覺者也知道了並跟進，使價格漲得更高。有利多消息時，這個過程使價格逐漸上漲；反之，則逐漸下跌。·

第三，投資人通常一開始未能充分回應新資訊。一些證據顯示，當公布的盈餘消息高過（低於）華爾街的預估〔正面或負面「沒預料到的盈餘」（earnings surprise）〕時，股價會正面（負面）回應，但是這種調整並不全面。因此股市通常只會針對盈餘消息慢慢調整，使得價格動能持續一段期間。

## 壓力與支撐

圖形專家也認為人們有個惡習，總記得自己買進的價格，或「希望」買進的價格。例如：某檔股票在50美元賣出的價位上掛了很長的時間，其間很多投資人買進，後來股價跌到40美元。

在這種情況下，圖形專家會說，當股價回到原先買進價格時，群眾一定會急著想賣出，避免損失。因此一開始喊出的50美元賣價成為該股的「壓力區」。每一次股價一到壓力區就會反轉向下，該理論認為，這個壓力區因為愈來愈多投資人認為股價無法再向上漲，愈來愈難突破。

類似的推論也可用在「支撐」的觀念上。圖形專家說，當股價在相對低點波動時未買進的許多投資人，價格上漲後，常覺得自己錯失良機。當價格跌回原先水準時，這些投資人就會趕忙買進。在圖形分析理論中，幾次屢攻不破的「支撐區」會愈來愈堅強，所以當股票跌到支撐區又開始上漲時，交易者會趕忙買進，因為他們認為它才剛要起漲。另外當股票突破壓力區時，也往往視為是多頭的訊號。按圖形專家的說法，一旦壓力區轉變成支撐區後，股價會不受阻攔的更上一層樓。

## 技術分析為何沒有效？

許多合理的論點可以反駁技術分析。首先，圖形專家只在上升趨勢確立後才買進，而且只在趨勢被打破後才賣出，但市場可能在轉瞬間反轉，使他們往往坐失良機。當上升訊號出現時，一切可能已經發生了。第二，這些技術最終會自砸陣腳，使用者愈多，技術的價值愈會遞減。當大家同步行動時，任何買進或賣出訊號都是沒有意義的。

此外，圖形專家有搶先反應技術訊號的傾向。當他們看見價格將要突破壓力區時，就會在突破前先一步買進，而不是突破後再買進，這暗示其他人會試著更早對訊號做出反應。當然，預期的時間愈早，訊號就愈不確定是否出現，以及交易是否會可以獲利。

最有力的反駁也許是追求最大利潤的行為。假設環球聚合體公司（Universal Polymers）的首席化學家山姆發現新生產技術可以使公司盈餘提高一倍，而公司目前股價是20元。山姆確信消息曝光股價會漲到40元，因為在40元以下都會有暴利，所以他會在股價漲到40之前買下所有能買到的股票，而這過程只不過是幾分鐘。

就算山姆的財力不足以推升股價，他的朋友和金融機構當然有能力集資使股價急速攀升，讓圖形專家無機可乘。市場機制可能非常有效率。如果有人知道明天股價會漲到40元，那它今天就可能漲到40。

## 由圖形專家到技術分析師

雖然圖形專家在華爾街聲望不高，但他們華麗生動的方法吸引許多追隨者。製作股票圖表的公司，提供繪圖軟體的程式設計師、CNBC和彭博資訊等財經電視網都生意興隆，圖表專家也在證券經紀公司享有優渥的就業機會。

電腦問世以前，繪製股票圖表的繁重工作由人工完成。圖表專家被視為怪胎，手指上沾著綠色眼影和碳粉，坐在辦公室後面的小房間裡。現在的圖表專家則有電腦服務，能和任何資料庫網路相連，用手指一按，大型終端機就會顯示出任何想得到的圖表。圖形專家（現在則稱為技術分析師）帶著小時候玩電動火車的喜悅，製作股市過往表現的所有圖表，包括成交量、200日移動平均線（每天近200日的平均價格）、相對強勢股票（相對於股市和產業），還有其他數百種平均數、比率、振幅、指標。散戶也可以從雅虎等網站，輕易取得各種股票圖形。

## 基本面分析的技巧

傅雷德·史渥德（Fred Schwed, Jr.）那本機智迷人的著作《客戶的遊艇在哪裡？》（*Where Are the Customers' Yachts*）揭露1930年代金融圈的情形。他說到一名德州經紀商以一股760美元的價格賣股票給客戶，客戶發現其他地方以730美元即可買到後，向經紀商抗議，這位德州佬打斷客戶，用低沉的嗓音說道：「你不了解我們的政策，本公司幫客戶選股的基礎不是價格，而在價值。」

這個故事多少說明技術分析派和基本面分析派的差別。技術分析派只對股價紀錄有興趣，而基本面分析派則是主要關心股票的真正價值，他們盡量不受群眾樂觀或悲觀心理的影響，試圖在股票市價和真實價值之間明確判別。

為了估計股票的真實價值，基本面分析師最重要的工作是估計公司未來的盈餘和股利。股票的價值來自投資人可望獲得所有現金流量的現值或貼現值，因此分析師必須估計公司的營收、營運成本、稅率、折舊，以及資本額的來源和成本。

基本上，證券分析師必須是缺乏天賜靈感的先知，由於欠缺靈感，只得一一研究公司過去的紀錄、損益表、資產負債表、投資計畫，加上親自拜訪，評估公司管理陣容。他們必須從中過濾出重要的事項。如同班傑明·葛拉漢在《聰明的投資人》（*The Intelligent Investor*）中說：「他有時使我們想起〈潘贊斯的海盜〉（*The Pirates of Penzance*）的博學將軍和『直角三角形斜邊平方的許多有趣事實』。」

既然公司的前景一般深受所處產業前景影響，證券分析師最好能從產業前景下手分析。其實證券分析師幾乎都有專精的產業。基本面分析師都希望經由透澈的產業研究，掌握對未來有影響，但目前尚未反映到價格上的因素。

基本面分析師利用四個基本決定因素來估計每檔股票的適當價格。

## 決定因素一：預期成長率

多數人不了解財務上複利成長的意義。愛因斯坦說過：複利是「前所未有的數學大發現」。人們常說，印第安人在1626年以24美元賣掉曼哈頓島是被白人騙了。其實，那個印第安人很可能是精明的生意人呢。如果他把這24美元以6%的利率每半年複利一次，這筆錢的現值早已超過1,000億美元，足夠子孫以這筆錢買回這片不再荒蕪的土地，這正是複利成長的神奇所在。

複利是使10加10等於21而非20的過程。假設今年和明年對一項會產生10%年報酬率的投資投入100美元，第二年年底時，你會得到多少報酬？如果你回答21%，那你應該得到一顆金星，並且升等為貴賓。

這個算式很簡單。第一年底，你的100美元增加為110美元，第二年，你也在一開始擁有的110美元上賺得10%，因此第二年年底將擁有121美元。如此一來，為期兩年的總報酬率為21%。之所以如此，是因為「錢滾錢，利滾利」，你從原始投資賺取的利息同樣會生利息。如果第三年把得到的利息再併入本金，你就會得到133.10美元。複利確實威力驚人。

一項稱「72法則」的實用規則可以讓你能快速了解金錢加倍需要的時間。將你賺得的利息除以72，就會得到使錢加倍所需的年數。例如，假使利率是15%，要使錢加倍，需要花將近五年的時間（72除以15等於4.8年）。表5-1顯示不同股利成長率會產生的股利總值。

**表 5-1 不同股利成長率所產生的股利**

股利成長率	目前股利	5 年後股利	10 年後股利	25 年後股利
5%	\$1.00	\$1.28	\$1.63	\$3.39
15%	1.00	2.01	4.05	32.92
25%	1.00	3.05	9.31	264.70

陷阱（總是會有的，不是嗎？如果沒有二十二個，也至少有一個）在於股利成長不會永遠持續下去，理由很簡單：公司和產業也如同大多數生物一樣，有生命的循環週期。想想一百年前美國的頂尖公司，例如Eastern Buggy Whip Company、La Crosse and Minnesota Steam Packet Company、Savanna and St. Paul Steamboat Line、Hazard Powder Company等，這些過去名列財星五百大的企業現在都已經消失了。

就算能逃過自然的生命週期，公司也愈來愈難保持同樣的成長率。盈餘100萬美元的公司，只要增加10萬美元，就可以達到10%的成

長；但盈餘1,000萬美元的公司卻需要增加100萬美元，才能有相同的成長率。

接下來以美國的人口預測，來說明寄望「長期維持高成長」有多荒謬。如果全美及加州的人口依目前的速度繼續成長下去，2045年時加州的人口將是美國現有人口的120%。

雖然預測不盡可靠，合理的股價仍應反映成長預測的差異，這樣的市場評價才有道理可言。另外，成長的期間長短也很重要。譬如一家公司預料將有十年維持在20%的快速成長，另一家公司成長率相同，但只有五年，在其他條件相同的情況下，前家公司比較有價值。要記住，成長率是通用的原則，不是絕對真理。以下是磐石理論者評估股價的第一條規則。

### 規則一：

理性投資人願意為較高的股利和盈餘成長率付出較高的股價。

再加上一條重要的推論：

### 規則一的推論：

理性投資人願意為預期成長期間較長的股票，付出較高的股價。

這條規則符合實務嗎？我們先把價格改為本益比，這是比較價格不同、盈餘也不同的股票的好標準。股價100美元、每股盈餘10美元的股票，和股價40美元、每股盈餘4美元的股票本益比相同。真正反映股票在市場上評價的是本益比，而非價格本身。

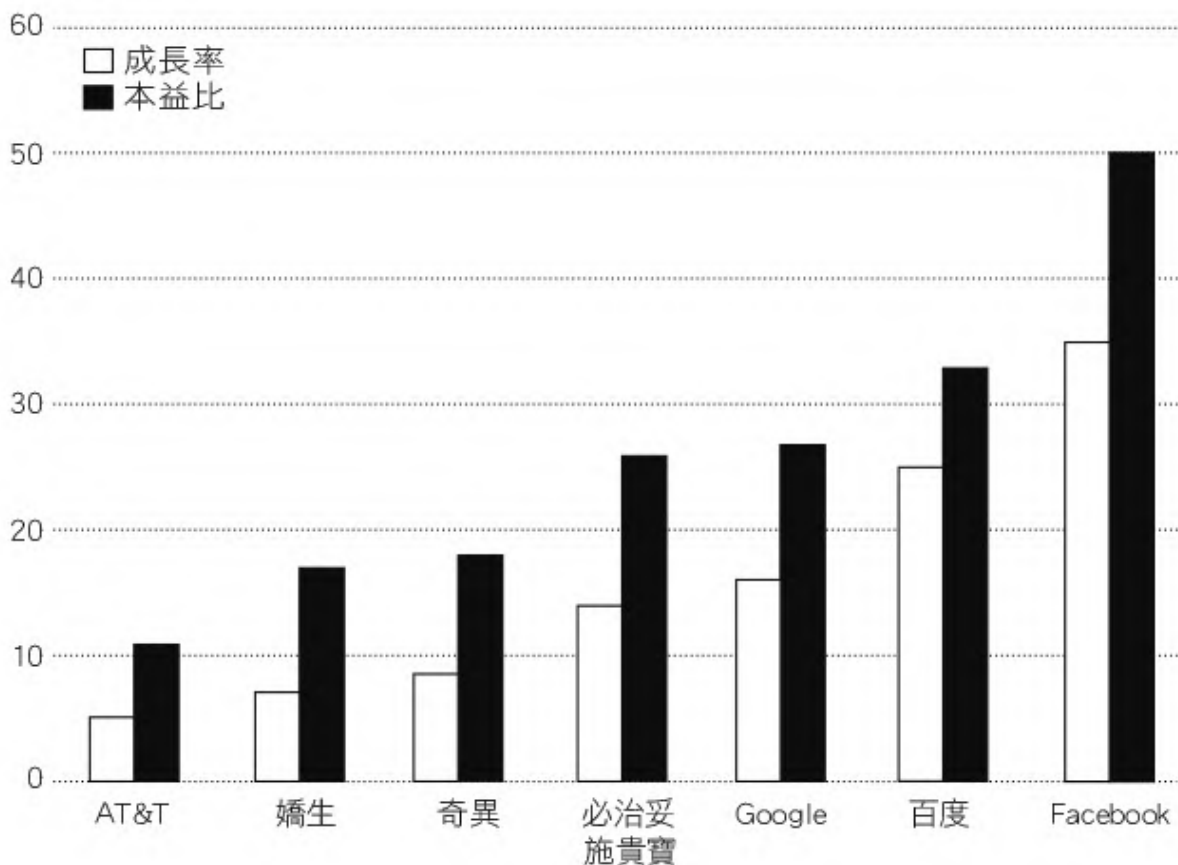


現在我們的問題變成：是否預期成長率較高，實際的本益比也會較高？約翰·柯瑞格（John Cragg）和我所做的一項研究顯示，答案是肯定的。

蒐集計算本益比所需要的價格和盈餘資料還算簡單。為取得預期的長期成長率，我們調查十八家頂尖投資公司，從各家公司取得多數股票五年的預估成長率。

這裡並不打算告訴你實際的計算細節，2014年一項包含幾種代表性股票的類似研究結果列於圖5-4中。很清楚地，正如規則一所述：高本益比和高預期成長率相關。

**圖 5-4**



這個圖除了顯示不同成長率下的市場價值，也可作為投資指南。例如：你考慮購買預期成長率為8.5%的股票，你會看到一般成長率8.5%的股票其本益比是18倍（如嬌生），如果你考慮的股票本益比是20倍，你可能會放棄購買，改選價格較合理的股票；反之，如果本益比低於市場平均值，則它可說是物超所值。

## 決定因素二：預期的股利發放

相對於成長率，每期收到的股利也是決定股價的重要因素。在其他情況相同下，支付的股利愈高，股票愈有價值。注意「其他情況相同」這句話，如果股利占盈餘的比例高，但成長預期不好，就不是好投資；相反地，許多公司在快速成長的時候只會支付很少的股利，甚至沒有股利。很多公司會買回股票，而非增加股利。如果兩家公司預期成長率相同，發放股利較多的公司對投資人較有利。

### 規則二：

在其他情況相同下，理性的投資人願意付出較高的價格，去買進現金股利占公司盈餘較高的股票，或是會買回股票的公司

## 決定因素三：風險程度

無論那些口沫橫飛的經紀人如何解釋，風險在股市都扮演重要角色。風險永遠都存在，而這也是股市迷人之處。風險影響股票評價，有人甚至認為風險是考量股票的唯一因素。

聲譽愈好的股票（也就是風險愈小的股票），品質愈好。例如：有人就認為藍籌股應該享有品質溢價（為何以高品質的股票冠上牌桌

上的用詞，只有華爾街自己知道）。大多數投資人喜歡風險小的股票，因此這些股票的本益比往往比風險高、品質差的股票還高。

雖然一般認為風險愈高的股票，未來的報酬也應該愈高（因此目前的價格較低），但衡量風險幾乎是不可能的事。這並沒有因此讓經濟學家知難而退，學術界或是投資界都對風險衡量投注了極大的心力。

依據一項著名的理論的說法：某家公司股價（或包括股利在內的每年總收益）相較於市場的波動幅度愈大，風險就愈大。例如：嬌生公司（Johnson & Johnson）這樣波動小，被《好管家》（*Good Housekeeping*）雜誌選為適合「寡婦和孤兒」的股票，因為其盈餘在蕭條時期相對穩健，而且股利從未中斷發放，所以當股市下跌20%時，嬌生公司通常只跌10%。因此，它的股票風險較市場平均值低。相反地，Salesforce.com過去的波動就很大，在市場下跌20%時，它常常下跌30%以上。持有這類股票具有賭博意味，尤其在市況不佳時，投資人有可能得被迫出售持股。

經濟景氣好且股市上揚時，Salesforce.com的表現可能會超越嬌生公司。但如果你和大多數投資人一樣，重視穩定的報酬勝過投機，不願為投資而失眠，並希望在股市下跌時損失有限，就會倒出股票評價的第三條規則。

### 規則三：

在其他條件相同下，理性（而且風險規避）的投資人會願意為風險較低的股票付出較高的價格。

我要提醒讀者留意，不能完全以「相對波動性」（relative volatility）來衡量一家公司承擔的風險。第9章會深入討論股票評價中這重要的風險因素。

## 決定因素四：市場利率水準

股市並不是單獨存在的市場，投資人應該考慮其他投資的報酬；如果利率夠高，利息可以代替股票，提供穩定的收入。想想看，1980年代初期，信用良好的公司債券利息就高達15%，股市的預期報酬反而比不上債券，資金湧向債券，股價則大跌。等到股票跌得很低時，投資人又進場，才使股價回穩。同樣地，1987年10月19日股市崩盤前利率也上揚。換句話說，為了吸引投資人由高利率的債券轉向股票，股價必須夠低<sup>[1]</sup>。

反過來說，利率愈低時，支付固定利息的證券就很難敵得過股市，股票價格相對較高。我們因而得出基本面分析的最後一條規則：

### 規則四：

在其他條件相同下，理性投資人在利率愈低時，願意付出愈高的價格買進股票。

## 三項重要警告

前面四項評估規則都暗示，在公司成長率愈高、成長期愈長、股利支付愈多，以及風險愈低、利率愈低時，證券的真實價值及本益比就會愈高。

基本上，這些規則提供理性評估股價的基礎及價值標準。但在使用這些規則之前，我們必須特別注意三種陷阱：

### 警告一：目前情況無法證實對未來的預期

預測未來盈餘和股利是最困難的事，保持客觀也極其困難，你不是過度樂觀就是極度悲觀。2008年，經濟受困於嚴重衰退和全球性的信用危機，投資人對未來的預測頂多是溫和成長。1990年代晚期和2000年代初期，投資人則相信一個高成長、無盡繁榮的年代已經來臨。

要記住，無論你用什麼公式來預測未來，總有無法確定的假設在內。雖然有些華爾街人宣稱可以透視未來，其實他們和我們一樣容易犯錯。如同多媒體影視大亨賽穆爾·高德溫（Samuel Goldwyn）曾說：「預測是困難的，尤其是預測未來。」

### 警告二：無法由不確定的資料算出精確的數字

由不確定的因素得到精確的數字，原本就合情合理。然而，投資人和分析師為了得到想要的結果，卻常採用以下做法。

你選擇一家風評很好的公司，研究它的未來展望，並認為它的高成長率可以持續一段長時間，會持續多久呢？算十年好了。

然後你以目前的股利、預期成長率、利率水準為基礎計算股票價值，或許再加上風險的考量。算出來的結果令人遺憾，股票的合理價格比目前市價稍低。

現在你有兩種選擇，你可以認為股價過高而不買；或者你可以說：「也許這樣的高成長率可以維持十一年，而不是十年。」畢竟十年

只是一開始的猜測，十一年有何不可？所以你用電腦算了算。瞧！你算出的股票價值比目前市價還高了！有了這個「精確」的數據，你合理的買進。

以上這套遊戲規則有效的關鍵在於，預期成長期間愈長，未來的股利收入愈大。因此，股票的現值是由計算機決定的。如果十一年不夠長，換上十二或十三年也許就夠了。你總可以找出某些成長率和成長期間的組合來滿足某個特定價格。人性如此，股票的真實價值幾乎不可能算出來。我認為原則上，股票的價值基本上有其不確定性。萬能的上帝恐怕也不知道股票的本益比該是多少。

### 警告三：母鵝的成長並不一定等於公鵝的成長

困難在於市場對各種基本因素到底怎麼評價。我們都知道市場重視成長，而高成長率也總是和高本益比相伴相隨，但問題是：到底要為較高的成長多付多少？

這個問題目前還沒有一致的答案。某些特別重視成長的時期，例如：1960年代初期和1970年代，市場願意為高成長付出極高的代價。另一些時期，例如：1980年代末期和1990年代初期，高成長股票只比一般股票稍貴一點而已。2000年初時，納入那斯達克100指數成分股的成長型股票，本益比高達三位數字。成長可以和鬱金香一樣流行，成長股的投資人也得到一個痛苦的教訓。

從實際面來看，市場評價快速變動，表示我們用任何一年股價與評價的關係來作為評價指標都是危險的。然而，把目前成長股的評價和以前相比，投資人至少可以看出過度狂熱的時期。

## 為什麼基本面分析也會失效？

雖然基本面分析看來合情合理且合乎科學，但這種分析還是有三個瑕疵。第一，資訊和分析可能不正確；第二，證券分析師對「價值」的估計可能不當；第三，市場可能不會「矯正錯誤」，而股價也可能始終未能反映出估計的價值。

證券分析師藉由研究個別公司與訪談許多產業專家蒐集到許多基本面資料，但有些批評者認為，整體而言，這些資料沒什麼價值。就算投資人能靠其中有用的消息（假設市場還全然不知的時候）賺錢，也可能虧在錯誤的消息上，而且分析師還為這些消息耗費大量精力，投資人則依照建議付出大筆交易費用。分析師可能也無法把正確的資訊精確轉換成對未來盈餘的估計。有效的資訊如果分析得不當，仍然可能使盈餘和股利的成長估計遠遠偏離事實。

第二個問題是，就算消息正確，對未來的成長也評估正確，分析師對價值的估計也可能出錯。把成長預估轉換為單一的真實價值實際上是不可能的事。事實上，找出基本價值的評估方式可能有如大海撈針。此外，分析師可以取得的所有資訊在市場可能已經正確反應，股票價格和「價值」間的差異可能來自價值的評估誤差。

最後一個要解決的問題是，就算資訊正確、價值評估正確，你買進的股票仍有可能會下跌。例如：生化分解容器公司（Biodegradable Bottling Company）的股票以30倍的本益比出售，分析師估計它的長期成長率為25%，照一般情況，預期成長率25%的股票，本益比應該是40倍，基本面分析派可能因而認為股價「便宜」，推薦買進。

假設幾個月以後，擁有25%成長率的股票只以20倍本益比的價格賣出，就算分析師的成長估計正確，買進者依然蒙受損失，因為市場重



新估算成長股的價值。市場修正「錯誤」的方式是讓所有股票下跌，而不是讓生化分解容器公司的股票上漲。

此類評價的改變並不稀奇，這只是市場情緒的例常起伏而已，過去也有同樣的情況。不僅一般股票的平均本益比會快速變動，市場願為成長付出的溢價也會大幅改變。顯然，要靠基本面分析來成功投資並不全然可靠。

## 穩健投資的三項原則

許多分析師綜合使用多種技巧來判斷個股是否值得投資。我們可以由下面三條規則歸納出一個最明智的做法。耐心的你會認出這些規則的基礎其實都是前幾章中談到的評價原則。

### 規則一：只買盈餘成長在未來五年以上高於平均值的公司

大部分股票投資之所以成功，最重要的單一因素是有長期優異的盈餘成長。Google與其他表現優秀的股票都是成長股。選擇盈餘成長的公司雖然很難，卻是股市制勝之道。持續的成長不僅能增加公司的盈餘和股利，也可能讓市場願意為它付出更高的本益比。因此買進正開始快速成長的股票可以得到雙重好處，就是盈餘和本益比都會增加。

### 規則二：絕不付出高過真實價值的價格買進

雖然我曾極力主張不可能判定確切的真實價值，但許多分析師認為，大略判斷股價是否合理還是做得到。一般說來，市場平均本益比大致是個有用的基準。和這個基準相當或稍高的成長股，經常值得投資。

以非常合理的本益比買進成長股有許多好處，如果你估計的成長率是對的，你會得到規則一提過的雙重好處：股價常會因盈餘增加而上揚，同時本益比也因為成長率受到認同而提高。這是雙重好處。舉例來說，你買的股票每股盈餘為1美元，股價7.5美元，如果盈餘上升為每股2美元，本益比由7.5倍提高為15倍（因為現在這間公司被視為成長股），你的投資不只是加倍，而是變成四倍，因為原先7.5美元的股票，將會價值30美元（每股盈餘2元乘上本益比15倍。）

現在讓我們反過來思考：購買已受市場肯定、本益比遠高於一般股票的「成長股」，同樣會有風險。問題出在超高的本益比可能已經完全反映預期成長，如果成長沒有實現、盈餘不增反減（或者成長不如預期），情況可就不妙了。低本益比股票在盈餘成長時能帶來雙重好處，而高本益比股票的盈餘衰退，則可能帶來雙倍損失。

我建議的策略是，購買尚未被人發現，本益比還沒有高出市場水準的成長股。當然，預測成長相當困難。但只要買進時本益比低，就算成長沒有實現，盈餘下跌，損失也有限；但如果符合你的預測，就有雙重好處了。這樣做可以增加勝算。

目前已退休的著名基金經理人彼得·林區（Peter Lynch）曾經使用基本面分析的技巧，為管理的麥哲倫基金（Magellan Fund）締造相當輝煌的紀錄。彼得·林區計算每個潛力股票的本益成長比（P/E-to-growth ratio, PEG ratio），只購買本益成長比大的股票。這不是單純的低本益比策略，成長50%、本益比25倍的股票（本益成長比為0.5），在他看來，優於成長20%、本益比20倍的股票（本益成長比為1）。如果對成長率的預估如彼得·林區在管理麥哲倫基金時一樣正確，就能獲得非常優異的報酬。

現在來總結前兩項原則：

尋找低本益比的成長股。如果它真有成長，通常會有雙重好處：盈餘和本益比兩者都增加，創造大量的獲利。留心超高本益比的股票，因為它已充分反映未來的成長，若成長沒有實現，就會出現雙倍的慘重損失：盈餘和本益比都下跌。

### 規則三：尋找有題材的成長股，讓投資人建造空中樓閣

我強調過心理因素對股價影響極大。畢竟散戶或法人不是那些能自動計算本益比、列印買賣決策的電腦；他們是有七情六慾的人類，買賣的決定仍受貪婪、賭性、期望、恐懼的支配，這就是為什麼成功的投資人需要同時具備智力和心理的敏銳。

能夠在投資人心中產生「良好感覺」的股票，即使成長平平，也能長期享有較高本益比。沒那麼幸運的股票，本益比則可能長期低落，即使它的成長在平均水準之上。當然，看得出來成長將成事實的股票，幾乎一定會吸引某些投資人。股市並非沒有理性，但是股票像人一樣能激勵某人的原因，可能令別人無動於衷。題材無法即時轉化為事實，本益比的改善可能愈來愈微小而緩慢。

規則三就是你要自問，你的股票是否有故事題材可以滿足大眾的想像。它是否能激發有感染力的夢想？是否能讓投資人建立空中樓閣？空中樓閣是否建立在磐石上？

遵循規則三不需要技術分析專家的技巧，只需憑直覺或投機意識，判斷股票的「故事」是否能吸引群眾，特別是法人。然而技術分析師在相信故事前會要找出確實的證據；所謂證據當然是指價格開始上揚，或是出現技術訊號，可以合理預測一波漲勢將要形成。

雖然以上的規則看起來合情合理，但最重要的是，它們到底有沒有用？畢竟，許多人在玩這個遊戲，很難講誰可以永遠贏下去。

接下來兩章將探討實例。第6章探討的是：技術分析有效嗎？第7章則針對基本面分析的過去績效。這些內容可以幫助我們評估專業投資人的表現是否良好，建議是否有價值。

- 
1. 另一種說法是，既然高利率使「目前」的收入提高，任何「遞延」的未來收入自然應該以較高的利率折現，因此未來股利的現值在目前利率相對較高時會降低。不過，利率和股價的關係比上述討論還複雜。假設投資人預期通貨膨脹率將由5%上升到10%，這種預期很可能會使利率因此上升5個百分點，以彌補債券持有人領取固定利息的購買力因為通貨膨脹而遭受損失。其他情況相同下，這會使股價下跌。但是既然預期通貨膨脹會提升，投資人也可能預期公司的盈餘和股利加速成長，造成股價上揚。而有關通貨膨脹、利率、股價的完整討論請參閱第13章。 [↑](#)

## 第6章 技術分析與隨機漫步理論

事物的真相很少和外表一致；就像低脂牛奶和奶精外觀看起來並無差異一樣。

——吉爾伯特、蘇利文（Gilbert and Sullivan），輕歌劇《皇軍艦隊》（*H. M. S. Pinafore*）



不論盈餘、股利、風險、高利率，都不會干擾技術分析師「研究股價變動」的工作。這些人全心全意地為數字奉獻，塑造了多采多姿的理論和許多華爾街用語：「汰弱留強」、「換強勢股操作」、「表現不佳先賣出」、「別逆勢操作」。這些都是技術分析師常用的處方，他們的策略建立在空中樓閣的夢想上，希望工具能告訴他們，哪一座樓閣正好要由平地升起，如何能即時進場。但問題是：他們的工具是否有效？

### 技術分析師的策略

大學教授常被學生問到：「如果你真的這麼聰明，為什麼你並不富有呢？」這類問題常令教授非常不舒服，因為他們自認已經放棄唾手可得的世俗財富，從事教書這樣有益社會的工作。這問題比較適合請教技術分析師，畢竟技術分析的目的說穿就是要賺錢。我們當然預期那些說得頭頭是道的分析師應該已經成功地奉行技術分析。

如果仔細觀察就會發現，技術分析師的鞋子經常都「開口笑」，衣領也常受磨損。我個人就從沒見過投資成功的分析師，破產的倒看過幾個。奇怪的是，這些破產的分析師並不怪罪自己所使用的方法，反而更熱中使用。如果你唐突地問為什麼他會破產，對方會真誠地回答說，他犯了人性的通病：不相信自己的圖形。有一回我和一位技術分析師朋友共進晚餐，當他說出這種話時，我竟當場噎住了，真是尷尬。從此我定下了規矩，絕不和圖形專家吃飯，以免消化不良。

雖然技術分析師奉行自己的建議可能不會發財，但他們的文字功夫相當了得，看看下面這一則建議：

市場在盤整一段時間後上揚，這是多頭訊號，然而支撐在哪裡還不清楚，道瓊指數現在距離壓力區還有40點之多，所以要說下個階段的多頭是否確立還言之過早。如果未來幾週底部不破，市場突破頹勢，則是另一波漲勢的訊號；如果破底，則中期下跌在所難免。就目前看來，交易人很可能會觀望一下，等待趨勢明朗，市場可能在小幅區間內震盪。

如果你問我這段話到底是什麼意思，我恐怕也答不出來。我想他的意思是：「如果市場沒有上漲或下跌，就會維持不變。」氣象播報員都比他強。

顯然我對圖形專家有偏見。這不只是個人偏好，還是專業問題；技術分析一向不見容於學術界。這有兩大理由：（一）在付出交易費用以後，這個方法並不見得比「買進並持有」的策略好；（二）它很容易被挑毛病。雖然說這似乎有些不公平，但要記住，這麼做是為了保護你的錢。

電腦一時似乎提高技術分析的地位，當網路上普遍提供圖形分析服務的時候，技術最終卻反而證明技術分析師的無能。正當他們忙著畫圖預測市場走向時，學術界也忙著製表記錄技術分析人員的預測是否正確：拿電腦來測試技術分析的交易規則很簡單，因此測試它們是否有效，就成為學術界最愛的休閒娛樂。

## 股市有動能嗎？

技術分析師相信，了解股票過去的走勢有助於預測未來。換言之，要預測某一天的股價，這之前一系列的股價變動是很重要的。我們可以稱它為「壁紙原則」（wallpaper principle）：技術分析師預測未來股價的方式，就像我們預測鏡子後面的壁紙會和鏡子上方的壁紙花色相同一樣。基本假設是，不論時空，股價走勢都會反覆出現。

圖表派認為市場本身有動力，根據推測，上漲的股票會繼續上漲，開始下跌的會繼續下跌。因此投資人應該買進開始上漲的強勢股，並持有一段時間，一旦反轉下跌或「表現不佳」就賣出。

這些技術規則曾被大費周章地檢驗過，使用的資料可遠溯兩大主要證券交易所20世紀初以來的資料。結果顯示：股價過去的波動不能用來準確預測未來的走勢，因為股市沒有記憶。雖然股市有時候顯示出有動能的樣子，但發生的頻率並不可靠，而且股價也不足持久，能



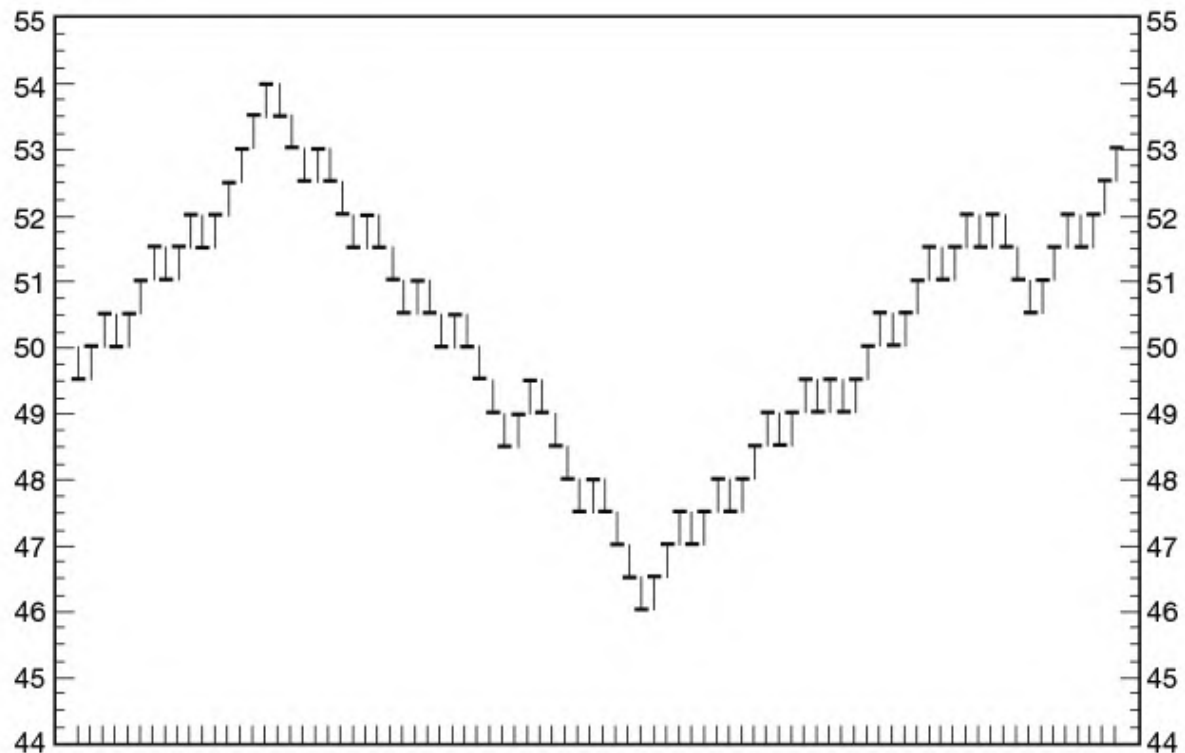
使追隨動能的策略有利可圖。第11章會進一步說明，雖然股票市場有短期動能，但扣除交易成本與稅賦之後，投資人將無利可圖。

經濟學家也檢視技術學派另個主張：股價會一連著幾天（或幾週、幾個月）往同方向變動。他們認為股票就像美式足球的後衛，一旦得到了某種動力即可帶球推進很遠，但事實並非如此。股價的確有連漲幾天的時候，但是擲個公平的銅板也可能連續丟出幾個正面，正反面隨機交互出現的機率次數差不多。股市中所謂的「持續模式」（persistent pattern），出現的機率並不比賭博時的好運更頻繁，這也是經濟學家說股價變動呈現隨機漫步的意思。

## 股價並無循環週期

許多人會認為這句話真是無聊，就算最漫不經心的金融版讀者，也可以輕易看出股價變動的模式。例如：圖6-1所示。

圖 6-1



該圖形展現的模式似乎挺明顯。股價先漲一波，然後反轉，跌勢會持續好一陣子。然後股價止跌，多頭再占上風，展開另一波漲勢。看到這樣的股票圖形，沒有人會不明白這些敘述很有道理。經濟學家怎麼可能如此短視，竟然看不出來這些肉眼可見的事實？

堅信重複的股市模式是源於統計上的幻覺。我以下面實驗來說明。我最近要求學生參加一項實驗，畫出某檔股票的股價走勢圖。一開始股價是50美元，之後每個交易日的收盤價都以擲銅板來決定，如果擲出正面，收盤價就比前一交易日高出0.5美元，擲出反面則假定股價比前一交易日下跌0.5美元。圖6-1就是這項實驗圖形之一。

這個隨意擲銅板而來的圖形和正常股價圖非常相似，甚至也有漲跌循環。當然我們從擲銅板所看到的明顯循環並非規律發生；就像真

的循環一樣，股市的漲跌也同樣不規律。

缺乏規律正是關鍵所在。股價循環就和賭徒的好運與不幸一樣，沒什麼週期可言。即使股票看起來像是有漲勢，彷彿前個時期出現的漲勢一樣，但這對目前漲勢是否持續、持續多久，並無法提供有用的訊息。股市的歷史的確會重演，但方式千變萬化，足以破壞任何試圖由過去圖形尋求發財機會的努力。

我在另一個擲銅板的實驗中還找出頭肩型態、三重頂、三重底，以及其他更難懂的圖形。有一張圖是倒立的頭肩形底漂亮的向上突破（極佳的多頭線形），我拿給一位圖形派朋友看，他高興地跳起來說：「這是哪家公司？我們一定要立刻買進，這是典型的多頭型態，下週它一定漲15點。」當我告訴他，這張圖形是擲銅板得來的，他的臉色可難看了；技術分析師真是欠缺幽默感的一群。當《商業週刊》（*Business Week*）雇用一位擅長刪刪減減的分析師來審查本書第一版的時候，我就知道報應到了。

我的學生完全用隨機方式繪製這些圖。只要使用的銅板沒有偷斤減兩，每次投擲得到正面（也就是股價上漲）的機率是50%，得到反面（也就是股價下跌）的機率也是50%。即使已經一連擲出十次正面，下一次擲出正面的機率仍是50%。數學家稱這樣一連串以隨機程序產生的數字（例如：學生模擬的股價圖形）為「隨機漫步」：下一步完全無法從前面發生的事件來推測。

## 與占星術無異

股市並不完全如數學家所想的：目前的股價走勢與過去完全無關。股價有一些動能，當有好消息出現時，投資人通常只會局部調整他們對適當股價的預測，緩慢調整可能會使股價穩定上揚一段時間，

給予某種程度的動能。股價未能完全符合隨機漫步理論的定義，促使金融經濟學家羅聞全（Andrew Lo）和克雷格·麥金雷（A. Craig MacKinlay）出版《華爾街的非漫步》（*A Non-Random Walk Down Wall Street*）。除了一些短期動能的證據之外，大部分股票平均價格也存在著長期上升趨勢，與盈餘和股利的長期成長一致。

但你不能指望短期動能可以提供萬無一失的策略來打敗市場。首先，股價不見得會充分回應消息，有時還會過度反應，因為事出突然而出現反轉。我們會在第11章看到根據動能策略來管理的共同基金一開始有著明顯不好的報酬；此外，即使在這段期間動能出現（而且市場未能像隨機漫步一樣運作），與股價的系統性關聯通常相當微小，對投資人沒有太大幫助。利用這樣的關聯來獲利所付出的交易成本和稅金，往往比實際的收益還大；因此正確的「弱式」隨機漫步理論應該這麼敘述：

股價波動的歷史並不能提供有用的資訊，讓投資大眾在管理投資組合時，能持續表現得比買進並長期持有更好。

如果說弱式隨機漫步理論成立，那麼，就如我同事理查·昆德（Richard Quandt）所說：「技術分析和占星術是同類的科學。」

我並沒有說技術分析的策略從來不賺錢，它們經常可以賺錢。重點是，簡單的「買進並持有」（買進一種或多種股票並長期持有）一樣賺錢，甚至賺更多。

當科學家要試驗某種新藥的藥效時，經常進行兩組對照實驗；一組病人服用實驗的新藥，另一組服用無作用的安慰劑。兩組結果相較，只有服用新藥的那組病人比服用安慰劑的情況好，才表示新藥有

效；如果兩組病人的情況一樣好，就算病人康復，也不能斷定新藥有效。

在股市實驗中，「買進並持有」就是和「技術分析」相對的安慰劑。使用技術分析通常會賺錢，但是買進並持有一樣賺錢。我們在以後章節中會看到，用射飛鏢方式選出投資組合，然後採取買進並持有策略，能讓投資人在過去八五年獲得平均每年10%以上的報酬率。除非技術分析產生的報酬能比這樣的報酬水準更好，才算是有效的策略。到目前為止，它們還沒能持續通過考驗。

## 更細緻地探討技術分析理論

鑽研技術分析的人可能會說我不公平，剛描述的一些「簡單」測試並不足以評斷技術分析的「博大精深」。不幸的是，較精細的技術性買賣規則已經用科學方法檢驗過了，下面就挑出幾種來詳述。

### 過濾系統

頗受歡迎的過濾系統（Filter System）假設，當股價已經跌至低點並開始攀升達到某個百分比（例如：5%，或任何百分比），就算是處於上升趨勢中。股價若自高點反轉下跌5%，就是在下降趨勢中。這時投資人應該在股價自低點上升5%時買進並持有，等待股票抵達下一個高點，並在反轉下跌5%時賣出或放空，並保有空頭部位，直到股價達到另一個低點並翻揚5%時才回補。

許多經紀人愛用這套辦法，這種過濾系統就是「停損」的基礎觀念，這種經紀商愛用的策略建議客戶：股價低於買進價格5%時賣出股

票「限制可能的損失」。這種做法的假設是，股票跌了5%後還會再跌。

各種過濾規則曾經一再被測試，設定的漲跌幅從1%至50%都有，時間涵蓋不同時期，對象則從個股到各種股價平均指數。結果再次顯示，考慮高額佣金之後，使用這套辦法買進個股或股票指數，並不一定能勝過簡單的買進並持有策略。因此散戶最好避免使用這套辦法，並避開推薦這種方法的經紀人。

## 道氏理論

道氏理論（Dow Theory）說明的是壓力和支撐之間的拉鋸戰。當股市漲到高點之後開始反轉，就在之前的高點形成壓力，因為在高點套牢的投資人一有機會就會急著賣出。如果股市再度漲到接近先前的高點，就會說這在「測試」壓力。然後真相揭曉：如果股價突破壓力，它就可能再向上漲一波，先前的壓力則成為支撐。如果股價「無法突破壓力」，反而跌破前次低點（原先的支撐），就確立空頭訊號，投資人應該賣出。

道氏理論的基本假定是，走高漲破前次高點時買進，走低跌破前次谷底時賣出。這個理論還有許多妙招，但是基本觀念已經成為技術分析的基本教義。

不幸的是，用道氏理論產生的訊號來預測未來的股價走勢沒什麼太大的用處。賣出訊號出現後，市場的股價走勢和買進訊號出現後沒什麼兩樣。和「買進並持有具有市場代表性股票」的簡單策略相比，採用道氏理論的表現反而稍差，因為它必須多付買賣佣金及手續費。



## 相對強勢策略

相對強勢策略（Relative-Strength System）是投資人買進並持有「表現良好」、「優於大盤表現」的強勢股，避免持有甚至放空「表現比大盤差」的股票。雖然有些時期相對強勢策略的績效的確優於買進並持有策略，但沒有證據顯示這樣的優勢能持續。正如前面說過，有某些證據支持股票市場的確有動能，但相對強勢理論在以電腦測試超過二十五年的資料後顯示，扣除佣金與稅賦後，這類規則對投資人並無太大助益。

## 價量關係策略

價量關係策略（Price-Volume Systems）認為，當股票（或大盤）因大量或逐漸增加的交易量上漲時，就會有需求未能滿足，因此股價將繼續再漲；相反地，股票隨著龐大交易量下跌時，表示賣壓沉重，就應該賣出。

採用這套策略的投資人可能要再次失望。由這套方法產生的買進和賣出訊號，一樣不能推測未來股價走勢。就像其他技術分析策略一樣，投資人要做許多買進和賣出的動作，使得手續費大增。計入手續費之後，反而不如簡單地買進並分散持有多種股票的績效來得好。

## 閱讀圖形

也許某些較複雜的圖形有助於指示未來的股票走勢。例如向下反轉跌破頭肩頂是否是可靠的空頭訊號？技術分析的福音書《技術分析》指出：「以時速七十哩（約一百一十二公里）衝刺的重型車駕駛不會突然停下來，瞬間掉頭往反方向駛去。」所以說在股市反轉前，



當精明的作手漸漸「倒貨」給「投資大眾」時，股價走勢應該會出現某種反轉線形。當然，我們知道某些股票的確會快速反轉（這叫「不幸的V形反轉」），但也許有些圖形確實如羅馬預言家一般，可以正確地預卜未來。可惜電腦也測試這些更神祕的技術分析線形，這些圖形再度背叛它們的支持者。

有一項研究用電腦繪出紐約證券交易所548種股票五年內表現的圖形。電腦先掃描所有圖形，然後辨識出32種最受歡迎的線圖，例如：頭肩圖、三重頂或三重底、槽形、楔形、菱形等等。既然機器非常精密可靠，我們可以確定它不會遺漏任何重要線形。

只要電腦一發現任何一種空頭線形，像是出現頭肩頂後向下跌破頸線這樣的嚴重空頭凶兆，就記錄為賣出訊號；反之，如果是三重底之後線形向上突破出現最佳前兆，就為記錄買進訊號。然後追蹤那些買賣訊號，和大盤比較。

結果再度顯示，技術分析的訊號和接下來的股價表現間沒有關係。如果你跟著訊號買賣，扣掉手續費後的報酬仍然不比買進並持有策略好。

## 隨機觀念難以被接受

人性偏愛秩序，很難接受隨機的觀念。不論機會法則告訴我們什麼，我們總要在隨機事件中竭力搜尋固定模式。不只在股市，即使在解釋運動表現時也一樣。

形容籃球選手的優異表現時，記者和觀眾常會用下列說法，「LeBron有隻神手」或「Kobe Bryant是閃電射手」。打球、教球、看球的人幾乎一致認為，如果一位球員的前一次或前幾次射籃成功，他下

一次也很可能成功。但一群心理學家的一項實驗證明「幸運手」的現象只是神話。

心理學家仔細研究「一個半」球季中，費城七六人隊（Philadelphia 76ers）的每一次射球，他們沒找不到連續射球得分之間有什麼正相關，他們再研究連續命中兩次以上的情形，發現連續投進多球的機率和隨機投擲銅板的機率差不多。雖然連中兩三球的結果，確實會影響到球員下次投籃的心理，但很難證實兩者無關。這些研究人員為了再次確認，又檢查波士頓塞爾提克隊（Boston Celtics）的自由球紀錄，並以康乃爾大學男女籃球代表隊進行對照。

這項研究結果並不是表示打籃球可以光靠運氣不靠技巧，球員的球技顯然有高下之別。重點是，進一次球的機率和前次進不進球無關。心理學家推測，迷信幸運之手是記憶偏差所致。如果「一連串」的進球或失誤，比「交互出現」的進球和失誤更容易記住，觀眾就會高估連續進球的可能。當相同事件偶爾連續發生的時候，人們總是會拒絕相信這是隨機產生，就算擲銅板的隨機事件確實常出現連續發生的情形。

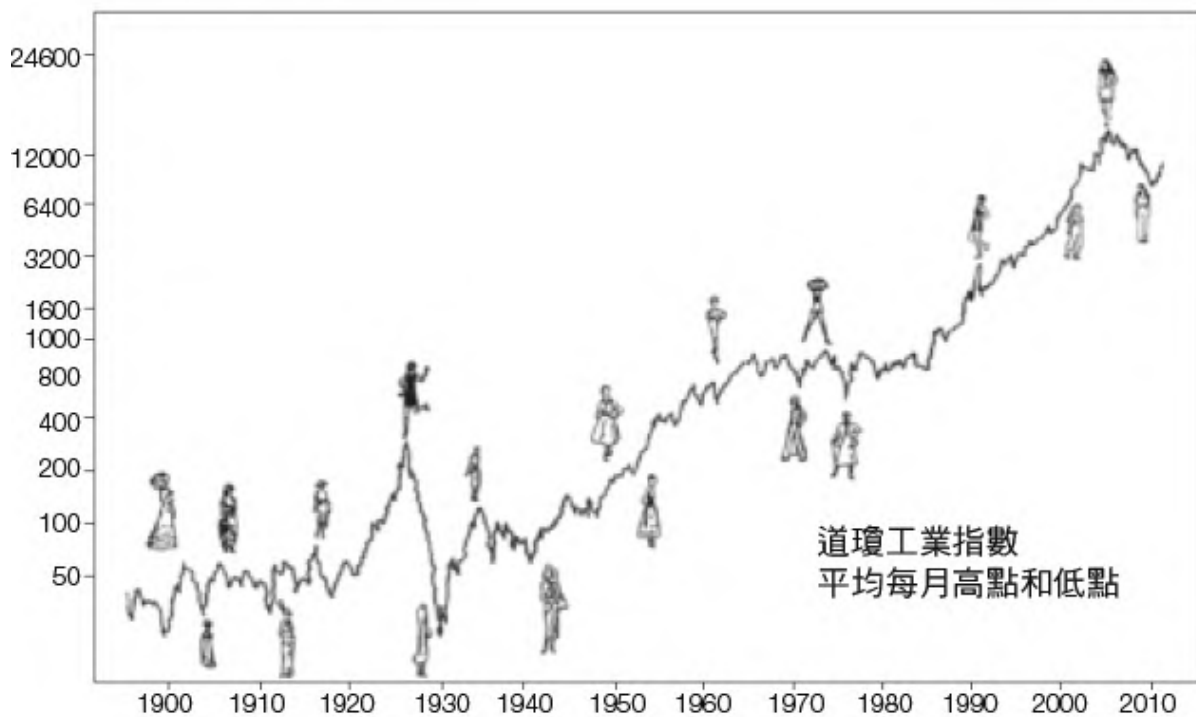
## 一堆讓你虧錢的技術理論

學術界整頓完標準的技術分析規則後，開始把注意力轉向一些更有想像力的伎倆。以下的技術分析充分展現，如果沒有圖形學派，財務分析世界可就安靜、枯燥多了。

## 裙襬指標

有些技術分析師不只關心股價變動，還把研究範圍拓展到其他活動上，其中最迷人的是艾拉·柯雷（Ira Cobleigh）所謂的「多頭市場與裸膝」理論（bull markets and bare knees theory）：觀察女士們的裙長，就可以知道當年的股價水準。就像圖6-2所示，裸露的膝蓋和多頭市場似乎真有些鬆散的關聯，而市場蕭條似乎也是觀賞「女性」的空頭市場。

圖 6-2 裙襬指標



資料來源：美邦公司，並由作者更新資料。

例如：19世紀末和20世紀初的股市相當平淡，裙襬也低；之後裙襬愈來愈高，迎向20世紀的大多頭市場，緊接著又是長長的裙子和大崩盤的1930年代（其實，這圖形有點騙人，裙襬在1927年多頭市場還沒過完鼎盛期之前就開始變長了）。

第二次世界大戰後，裙襬理論就不怎麼管用了。股市早在1946年夏天就大跌，遠比1947年引進新樣式的長裙還早。而在1969年、尤其是1970年風行的迷你裙還沒上台之前，股市在1968年底就大跌了。

那1987年股市崩盤的時候，這個理論有效嗎？你大概會認為裙襬指標不太有效。畢竟1987年春天，當服裝設計師開始準備秋裝時，非常短的迷你裙被視為時尚。到了10月，第一陣冷冽的秋風吹過美國，怪事發生了，那就是大多數女士覺得迷你裙不適合她們。當女人重回長裙懷抱時，設計師馬上見風轉舵。接下來你們都知道股市發生了什麼事。2000年代前十年嚴重的空頭市場又怎樣呢？很不幸地，你猜對了，褲裝成為時尚，企業界的女性領導人和政治人物總是穿褲裝出現。現在我們知道空頭市場的真正罪人了。

雖然有某些證據支持裙襬理論，你可不要太過樂觀，冀望裙襬長度能幫助你掌握進出股市的時機。正如《時尚》（*Vogue*）雜誌所說的：「你現在可以穿得像男人或女人，裙襬長度也可以隨心所欲。」毫無疑問，這套股市理論恐怕已經不再有效。

## 超級盃指標

2009年股市為何上漲？這問題對使用「超級盃」（Super Bowl）指標的技術分析人員而言簡直太簡單了。超級盃指標基本上是以預測贏家球隊來預測股市表現。如果2009年像匹茲堡鋼人（Pittsburgh Steelers）等屬「國家美式足球聯盟」（National Football League, NFL）的球隊獲勝，那股市預期就是多頭市場；如果屬「美國美式足球聯盟」

（American Football League, AFL）的球隊獲勝，對股市投資人來說則是壞消息。2002年，新英格蘭愛國者隊（Patriots, AFL球隊）擊敗洛杉磯公羊隊（Rams, NFL球隊），股票市場大跌，反應正確。雖然這項指標有

時會失靈，但正確的時候比錯誤的時候多。當然，這種事毫無道理。超級盃指標的現象只是說明，兩件毫不相干的事情有時候可能被扯在一塊兒。財經記者馬克·赫伯特（Mark Hulbert）報導，股市研究人員大衛·連偉伯（David Leinweber）發現，和標準普爾500指數相關程度最密切的是，孟加拉的奶油生產量。

## 零股理論

零股理論（Odd-Lot Theory）認為，除了永遠正確的投資人之外，對投資成功最有幫助的，其實是那些經常犯錯的人。流行的迷信說法是，買賣零股的正是這種人。他們賣出你買進，他們買進你賣出，即可確保成功。

買賣零股的人就是那些每次交易股數不滿100股一張（編注：在台灣，一張為1,000股）的人。大多數的股市業餘投資人因為無力負擔以每股50美元的價格購買一張5,000美元的股票，很可能投資500美元買10股。

這個理論主張，檢查零股買進（某個交易日上述業餘投資人買進的總股數）和賣出股數的比率，以及哪些股票買賣的零股較多，即可在股市賺錢。那些資訊不足的業餘投資人被認為是全憑情緒買賣，缺乏專業眼光，如同滿街待宰的羔羊，而且據說總是在犯錯。

零股投資人其實不是超級笨鳥，有點笨倒是可能。資料顯示，零股交易的績效只比股市平均稍差。但另有證據顯示，了解零股交易人的行動對投資策略沒有幫助。

## 道瓊狗

這項有趣的策略利用反市場投資策略，認為目前失寵的股票總有一天會翻身。這項策略主張每年購買道瓊30工業指數中股息殖利率（dividend yield，**編注，指股息除以股價，表示股息占股價的比例**）最高的10檔股票，因為他們是最不受寵愛的股票，所以本益比較低，價格與淨值比也較低。這項策略源自於資金經理人麥可·歐赫金斯（Michael O'Higgins），他在《打敗道瓊》（*Beating the Dow*）中提到這項策略。詹姆士·歐蕭尼斯（James O'Shaughnessy）遠溯自1920年代來驗證這項理論，發現實行「道瓊狗」策略的報酬比市場平均報酬高出逾2%，而且沒有額外風險。

華爾街分析師洗耳恭聽，在市場上推出大量採行這項原則的共同基金。果然不出所料，一旦大量投資人玩起相同把戲，把戲就失靈了，「道瓊狗」策略表現遜於市場整體。如同「狗」明星歐赫金斯所言，「這項策略太受歡迎」，終於自我毀滅。「道瓊狗」現在已不能打獵了。

## 元月效應

有一些研究人員發現，就股市報酬而言，1月是非常特別的月份。股市報酬在1月的前兩週似乎特別高。這種效應在小公司的股票上特別明顯。即使調整了風險因素，小公司給投資人的報酬仍然出奇得慷慨，而且高出水準的報酬多半發生在一年的開頭幾天。這種現象也出現在幾個國外股市，因此有人出版一本書名引人注目的書，《不可思議的元月效應》（*The Incredible January Effect*）。投資人，尤其是有大筆佣金在腦海裡跳舞的股票經紀商，便特別針對這個據信可靠的「異常現象」擬定投資策略。



不幸的是，小型股的交易成本實際上比其他大型股較高（因為買賣價差較大和流動性較低），一般投資人根本無緣享受「元月效應」。還有，元月效應也並非每年都會發生。換言之，1月的「零錢」需要耗費太高成本去拾取，在某些年度還根本只是個幻覺。

## 其他理論

再繼續討論這些技術分析伎倆，會讓報酬快速遞減。也許很少人相信股市的「太陽黑子理論」會讓他們賺錢；但是你可相信追蹤紐約證券交易所中漲跌股票的比率，可以找到可靠的領先指標，預測市場高點嗎？經過電腦仔細分析，答案是否定的。你認為「放空股數的增加」是多頭訊號嗎？因為放空的人遲早要回補。一項測試結果顯示，無論是對市場或對個股而言，這兩者間都沒有關聯。你相信一些財經電視網擁護的「移動平均理論」可以使你在股市大發利市嗎？例如：當股價高於最近兩百天的平均價就買進，反之賣出，如果你想要付買賣佣金的話，就進場吧。你認為你應該「在5月賣出股票，然後出場」，直到10月在進場操作嗎？事實上，市場在5到10月間常常上漲。

## 技術分析大師們

技術分析師不一定會做出正確的預測，但這些預測一定很多采多姿。例如：1980年代最具影響力的市場大師是羅伯特·波瑞特（Robert Prechter）。波瑞特還在耶魯念大學時，就對大眾心理和股市間的微妙關係很感興趣。畢業後，波瑞特在搖滾樂團中打了四年鼓，才加入美林證券（Merrill Lynch）成為新進技術分析師。他在那裡偶然讀到籍籍無名的會計師艾略特（R. N. Elliot）的作品。艾略特發展出一套難解的理論，取名為「艾略特波浪理論」（Elliot Wave Theory）。他的前提



是，投資人的心理有如波濤般起伏，使得股市自然起伏，這種心理起伏可以預測。艾略特認為，觀察市場起伏，可以正確地預測股市轉變。波瑞特對這個新發現大感興奮。1979年，他辭去美林證券的工作，到一個誰都想像不到的地點：喬治亞州的蓋恩維拉（Gainesville）撰寫投資通訊。

波瑞特最初幾次的預測超乎尋常的準確。1980年代初期，他預測股市的大多頭將至，道瓊可望上漲到3,600點，並在2,700點稍作喘息。波瑞特像當時的真命君主，他要信徒全力買進。

1987年10月後，好景不再。雖然1987年10月5日他確實警告，「股市有一半的可能會下跌10%」，但他要法人繼續持有股票，等待衝上最後目標3,686點。崩盤後，道瓊跌到只剩2,000點左右，波瑞特對長期投資轉趨悲觀，建議持有國庫券。他認為「大多頭市場可能已經結束」，而且認為道瓊指數在1990年代初期會跌到400點以下。波瑞特因而錯過1990年的大多頭市場。身為重要大師，這真是大罪過一樁。波瑞特保持空頭立場，在2000年代初期股市下跌時，再度得到某些追隨者。這件事證明，只要持續預測股市下跌（或上升），總有正確的時候。

波瑞特的接棒人是雷曼兄弟（Lehman Brothers）的執行副總裁伊蓮·葛瑞莉（Elaine Garzarelli）。葛瑞莉可不光用單一指標，她縱身財務資料的汪洋中，挑出十三種不同的指標來預測股市。她總是喜歡研究重要的細節，從小她就向屠夫要動物器官去解剖。

1987年崩盤時的葛瑞莉，就像1929年時的貝森一樣。她在8月時看空，建議客戶在9月1日前完全撤出股市。10月11日，她幾乎肯定崩盤迫在眉睫。兩天後，她告訴《今日美國報》（*USA Today*），道瓊指數即將下跌500點以上，這真是驚人的先見之明。一週之內，她的預言實現了。

但這次崩盤是她最後的傑作。正當媒體封她為「黑色星期一大師」、《財星》和《柯夢波丹》（*Cosmopolitan*）等雜誌大肆撰文吹捧她時，她卻被自己的先見之明淹沒。崩盤之後，她說不會再碰股市，並預測道瓊指數還要再跌200到400點。結果她錯過了股市反彈，使那些把錢交到她手中的客戶大失所望，對於她的失常表現，她的說辭更是技術分析師的經典：「我未能相信自己的圖形。」

1990年代中期的投資大師，也許要算是祖母級（平均年齡七十歲）、來自鬍子城的女士們（Beardstown Ladies）。這群被媒體稱為「當代最了不起的投資人」藉由捏造獲利數據來打響知名度。她們出版的投資書籍銷售量達百萬冊，還經常出現在全國性電視網，接受雜誌採訪。她們把投資的成功（歸功於辛勤工作、上教堂）與美味食譜混為一談（就像股市鬆餅，保證發）。她們在1995年的暢銷書《鬍子城女士的常識投資指南》（*The Beardstown Ladies Common-Sense Investment Guide*）中宣稱，她們最近十年每年的投資報酬為23.9%，遠高於標準普爾500指數的平均值14.9%。一群中西部的小婦人，憑著常識就可以擊敗坐領高薪的華爾街專家，並讓指數基金蒙羞，這是多麼引人矚目的故事啊！

可惜事實並非如此，這些女士們在書中作假，把投資俱樂部的收入也列入股市報酬。資誠會計事務所（Price Waterhouse）被請來查帳，他們算出這些女士的真實投資報酬率為9.1%，比市場的平均報酬低了將近6個百分點。實在是有太多人想藉著崇拜股市偶像致富。

故事的啟示很明白，預測市場的人這麼多，總是有些人會說中市場最後一次或多次的大轉彎，但沒有人能永遠正確。我們可以這麼說：「聽信股市大師預言的人，必抱憾而終。」

## 為什麼技術分析師沒失業？

在科學方法的檢驗下，技術分析顯然和中古世紀的煉金術差不多。事實上，對技術分析進行的各式研究，結論顯然都非常一致：沒有一種技術分析能持續超越令人心安的買進並持有策略。隨機漫步理論的基本結論就是：技術分析的方法不能用以擬定有效的投資策略。

有位昔日同事相信資本主義體系會自動清除所有無用的雜草，像是清除滿街都是的技術分析師，他說：「這些華爾街的現代占卜師來日不多，經紀商很快就會明白，股票市場沒有技術分析師照樣能做生意。」這些圖形專家屹立不搖，證明資本主義就像你我家中的花園，雖然我們總希望心愛的植物好好成長，但漫長的夏日雜草總是長得最好。

重點在於技術分析師扮演重要的角色，使經紀商枝繁葉茂。圖形學派總是建議客戶買賣股票，幾乎每一種技術分析的理論都需要一些買進賣出，交易會產生手續費，而證券生意就靠手續費維生。技術分析師沒幫客戶買遊艇，而是促成他們買賣股票，讓經紀商得以買遊艇。

## 技術分析派的反擊

隨機漫步理論貶損技術分析，不難想像它在技術分析師中多麼不受歡迎。隨機漫步理論支持者在華爾街的待遇，就如同前那斯達克主席伯納德·馬多夫（Bernard Madoff）在商業改進局（Better Business Bureau）的演講。技術分析師認為隨機漫步理論「不過是些學術屁話」。且停下來看一看，這些被圍攻的技術分析師如何反擊。

恐怕隨機漫步理論之所以這麼常被攻訐，是因為人們不信任數學，或是不了解這個理論的涵義。他們說：「市場不是隨機的，沒有數學家可以說服我相信市場是隨機的。」甚至連華爾街的精明評論家亞當·史密斯也誤解隨機漫步理論。他說：「即使隨機漫步理論能提出完美的數學證明，我依然相信長期下來，未來的盈餘會影響目前股價，而短期內影響股價的則是難以捉摸的群眾心理。」

盈餘和股利當然影響股價，群眾心理也是。本書前幾章有很多例證。但是，就算市場某段時間被非理性的群眾行為支配，股市行徑依然可能類似隨機漫步。隨機漫步最初被比喻成一個醉酒的人，在空曠的地面蹣跚行走；他是非理性的，也是不可預測的。

另外，某些公司的基本面資訊（例如：大罷工、總裁過世等）也同樣無法預測。其實發生的時間都是隨機的，如果有哪一則新聞不隨機而是由早先的事件所決定，那根本不叫新聞。弱式的隨機漫步理論認為，股價無法由「過去」的股價來推測。

技術分析師還引證各式資料，說明學術界沒有測試過所有技術分析方法。沒錯，不論是多麼有技巧的經濟學家或數學家，都不能完全證明所有技術分析的方法一概無效，他們只能說，股價型態中蘊含的少量資料，不值得讓投資人採取行動，因為扣除佣金之後已無利可圖。

每年都有不少人熱切地前往拉斯維加斯或大西洋城賭場，在輪盤上檢視好幾百個最後的數字，尋找重複出現的模式。他們通常會找到一個，然後就留在那裡直到輸得精光，因為他們沒有重複測試<sup>[1]</sup>。技術分析師也是如此。

假如你檢驗過去任何一段時間的股價，你幾乎總會發現某些理論在某一段時期有效。不同的選股標準只要測試夠多，總會找到一種可以挑選出當時最佳股票的標準。實際的問題是，同樣的選股標準適用於不同時間嗎？大力支持技術分析的人，往往未能把某段時間適用的最佳方法，套用到另一段時間來測試。

就算技術分析師聽從我的建議，用許多不同時期的數據來測試，並發現這些方法確實是預測股價有效指標，我仍然認為技術分析終究會無效。就算我在找話聊吧，假設技術分析師發現股市在年底確實有年終效應，股價從耶誕節到新年期間會上漲；但是一旦這項規律廣為人知，大眾的集體行為就會使這種現象再也沒有發生的機會<sup>[2]</sup>。

任何成功的技術策略遲早都會自食其果。因為我只要知道新年過後，股價會高於耶誕節前，耶誕節前我就買進了。如果人們知道明天股票會漲，股票今天就會漲。所以說，任何可以獲利的規則，最終都會失效。這就是我認為沒有人能靠技術分析持續獲得高於平均報酬的基本原因。

## 對投資人的意義

過去的股價不能以任何有意義的方式用來預測未來股價。技術分析策略通常很有趣，有時有些安慰作用，卻沒有實質價值。這是弱式效率市場假說的主張，技術分析的理論只造福那些推銷這類服務的技術分析師和雇用他們的證券公司，因為分析師鼓勵投資人做更多買賣，為證券公司賺進更多手續費。

使用技術分析找進場時機更是危險。因為只要股市長期往上走，保有現金就有風險。一個經常懷抱大筆現金部位的人，很可能在市場

突然一鼓作氣往上漲時，早早出場。密西根大學納蓋特·西布恩教授（H. Negat Seybun）發現，以三十年為一期，95%的重大市場獲利大多來自期間內7,500個交易日裡的90天。如果你碰巧錯過這90天，雖然只錯過全部交易日1%多一點，那這段期間裡從股市得到的長期豐厚報酬全都會被一筆勾銷。拉斯洛·畢潤宜（Laszlo Birinyi）在他的書《傑出交易員》（*Master Trader*）中發現，如果計算更長一段時間，一個買進並持有的投資人在1900年以1美元投資道瓊工業指數，到了2013年出會成長到290美元。但是如果投資人錯過每年最好的五個交易日，那當初的1美元到了2013年會剩下不到1美分。所以重點在於，短線投資人可能會錯失重大影響投資績效的幾次短暫多頭行情。

這種分析的涵義很簡單：如果過去股價對預測未來股價沒什麼用，就不必採用任何技術分析規則來選擇買賣時間。簡單的買進並持有，並不亞於任何技術分析策略。此外，買進並持有策略還有一項優點。買賣股票就算有利可圖，但所產生的資本利得要課稅。遵照技術分析的方法經常買賣，可能會實現短期資本利得，相較於買進並持有的策略會付出更多的稅（還有更早繳稅）。依據個人的投資目標組合買進後長期持有，可以節省不少投資費用、手續費、稅賦。

- 
1. 愛德華·索波（Edward O. Thorp）真的發現玩二十一點的致勝祕訣，並把它寫在《打敗發牌人》（*Beat the Dealer*）中，從此賭場改用多組撲克牌，使人較不容易算牌，最後乾脆禁止算牌的人參與賭博。 [↑](#)
  2. 如果這種規律性只有一人知道，他會自行利用直到累積巨富為止，他當然不會把真正有用的策略拿來和別人分享。 [↑](#)

## 第7章 基本面分析能幫你多少？

我怎麼會犯這種錯，竟然相信專家？

——約翰·甘迺迪（John F. Kennedy），豬羅灣事件之後



剛開始他只是一名統計人員，穿著漿過的白色襯衫、破舊的藍色西服、戴著綠色遮光眼罩坐在桌前，仔細記錄他所追蹤的公司的財務資料。後果是：書寫痙攣。後來情況有了改變。他離開書桌，買了藍襯衫和灰色法蘭絨西裝，丟掉綠色遮光眼罩，開始實地拜訪過去對他來說只是一堆財務數字堆起來的公司。他的頭銜現在改為證券分析師。

隨著時間流逝，他的薪水和諸多特權引來女性部隊的加入，她們也穿著西服。就像所有名人一樣，他們乘坐頭等艙，開口閉口都是金錢。時髦的新一代不再穿西服，改穿Gucci皮鞋和Armani休閒服。他們是如此聰明，無所不知，基金經理人要依靠他們的推薦，華爾街的公司要利用他們來招攬投資銀行的顧客。他們現在是證券研究的明星，



但也有一些人毫不留情的散步傳言說，他們是投資銀行業務的妓男妓女。

## 華爾街大戰學術界

不論他們的頭銜是什麼，在別人眼中是褒是貶，這些坐領高薪的人，絕大部分是基本面分析派。因此大部分專業人員並不驚訝學術研究結果對技術分析效果存疑。平心而論，華爾街的專家們本質上仍是基本面分析派。然而真正重要的問題是，基本面分析是不是有用。

對於基本面分析的是否有效，有兩種相對的看法。許多華爾街人士認為，基本面分析的技巧愈來愈好，因此散戶不可能跟專業投資經理人和一群基本面分析師較量。

許多學者大大嘲笑這種自大態度。某些人甚至主張，蒙上眼睛的猴子對著股票清單擲鏢挑選出來的投資組合，也可以和專業經理人的一樣好。他們認為，基金經理人和他們的分析師挑出來的股票，並不一定勝過外行人。這一章會探討學術界和市場專家之間正在進行的大戰，解釋「效率市場假說」（the efficient market hypothesis）的意義，以及這對荷包的重要性。

## 證券分析師能洞燭機先嗎？

「預測未來盈餘」是證券分析師存在的理由，就像《機構投資人》（*Institutional Investor*）所說的：「盈餘是關鍵，永遠都是。」

分析師通常根據過去紀錄以預測未來。一位分析師告訴我：「過去的盈餘成長紀錄是預測未來盈餘成長最可靠的指標。」如果管理者

精明能幹，我們沒有理由認為將來他們會失去點石成金的賺錢才能。如果這些技術老練的管理人員繼續留任，未來的盈餘成長沒有理由不持續。這些話聽來很像技術分析派的說詞，但基本面分析派人士自認高一等，因為這些預測是根據經過實證的公司績效。

但這種想法在學術界行不通：計算過去的盈餘成長對預測未來可沒什麼幫助。比方說，了解所有公司在1980到1990年間的成長，無助於預測這些公司1990到2000年間的成長情形。知道1990年代成長最快的公司，無助於發掘2000年代成長最快的公司。這項令人瞠目結舌的結果最早來自英國研究人員對英國公司所做的調查報告，名稱很有趣，叫〈亂七八糟的成長〉（Higgledy Piggledy Growth）。普林斯頓和哈佛的學者把這項研究應用到美國，驚訝地發現，兩地結果相同。

## IBM也無法維持成長紀錄

抗議聲立刻響起：「IBM，別忘了IBM。」我沒忘記 IBM這家幾十年來持續高成長的公司，有一段時間曾是個耀眼的例外，但1980年代中期過後，即使是強壯的IBM也無法持續過去輝煌的成長紀錄。我還記得拍立得、柯達、北電、全錄和其他數十家在屋頂塌下來之前曾寫下持續高成長紀錄的公司。希望大家記住的不是例外，而是常規。許多華爾街人士拒絕接受這項事實，從過去的紀錄中找不到恆常可靠的模式，幫助分析師預測未來成長。即使在股市大好的1990年代，八家大公司中，只有一家能保持每年持續成長。但沒有一家能夠在新世紀中仍保持成長。分析師無法預測長期持續的成長，因為這根本不存在。

然而一個好的分析師會辯稱，預測方法比只會研讀過去的紀錄，有些人甚至承認過去的紀錄並不是完美的衡量標準。針對這一點，約

翰·柯瑞格（John Cragg，我的論文合著者）和我決定，不逐一檢測實際預測過程的每一項因素，只著重最後的結果——「預測本身」。

我們披上學術外衣，寫信給在華爾街從事基本面分析的十九家最知名的公司，請這些公司對一些大型的標準普爾500大企業一年和五年的盈餘進行預測。接下來再把這些不同時間做的預測和實際情況比較，看看分析師的長短期預測是否準確。結果令人驚訝。

老實說，證券分析師（基於產業分析、拜訪公司等）做的細心的預測並不比直接用過去趨勢插補法得到的預測好到哪裡；後者我們早已知道是無效的。甚至在和真實的盈餘成長率比較時，證券分析師的五年盈餘的預測竟不如幾種毫無技巧可言的模型。

我們用來評定證券分析師診斷正確與否的方法，和用來評定技術分析師的方法相同。我們把遵從專家的結果和完全不用專業技巧的結果比較，後者有時候反而表現非常良好。例如在預測明天天氣的時候，如果你預測明天和今天一樣，結果通常十分正確。這種方法雖然會錯失許多氣候轉折點，但在多數日子裡卻是正確的。你以為有幾個氣象預報員能做得更好？

由於五年的盈餘成長預估並不好，證券分析師往往坦承，五年實在太遙遠了，不容易準確預測。他們覺得，公司的實力還是應該以未來一年的盈餘預測來評斷才對。你相信嗎？他們對一年盈餘的預測比五年的預測還糟。

## 公營事業預測

分析師對於這說法勇敢反擊。他們抱怨，用跨產業的廣泛範圍來評斷他們並不公平，因為電子公司和各種隨景氣循環起伏的公司盈

餘，向來很難預測。「讓我們試試公用事業。」一位分析師自信地斷言。我們又試了，但結果還是他們不想要的。即使是對「穩定的」公用事業預測也很離譜。因此我們的研究有了第二項重要發現：沒有一個產業容易預測。

此外，我們發現沒有一位分析師的表現會持續優於同業，雖然每年都有幾位分析師的表現優於一般水準，這些優異紀錄卻無法年年保持。今年表現好的分析師，明年的表現並不特別比其他分析師好。

這些發現也得到其他幾位研究人員的認同。例如：哈佛大學的麥可·山瑞德（Michael Sandretto）和麻省理工的蘇西耶·米瑞默斯（Sudhir Milkishnamurthi）追蹤最常被研究的1,000家公司的一年期預測。這項結論也很駭人：在這五年研究期間中，分析師平均每年的錯誤率明顯一致，平均每年的錯誤率為31.3%。財務預測這樣一門科學，使占星術看起來還頗值得尊敬。

在這些非難和反駁中透露一項嚴肅的訊息：證券分析師在預測公司盈餘時，面對著極大的困難。投資人進行投資決策時，如果盲從這些預測，最後往往會希望落空。

## 水晶球為什麼看不清楚？

當我們聽到訓練有素、待遇優厚的專業人員其實並不那麼天賦異稟時，難免有些不安。不幸的是，這類現象並不少見，大多數專業領域都有這種現象，醫界就是典型的例子。扁桃腺切除手術十分流行的一段時間裡，美國兒童健康協會（American Child Health Association）檢查1,000位紐約市公立學校的十一歲學童，結果發現611個孩子的扁桃腺已被切除。剩下的389位由另一群醫生檢查，再挑出174位切除扁桃腺，

而其餘孩童則被宣稱為正常。然後剩下的215位兒童再由另一群醫生檢查，他們建議其中99位切除扁桃腺。最後剩下的116位「健康」的孩子第三度受檢時，又有某些人被建議切除扁桃腺。三次檢驗下來，只有65位沒有接到醫師的建議切除扁桃腺。這些兒童沒有四度受檢的原因是因為醫生人手不足。

許多研究也顯示類似的結果。放射科醫生看X光片時，30%清楚顯現的肺部疾病沒能被看出。另一項實驗則告訴我們，精神病院的專業人員居然無法區別神智健全和精神異常的人。我們的結論是，不論對方多麼專業，我們都不應對任何判斷的正確性不假懷疑。既然許多判斷的可信度如此低，證券分析師的預測工作本身又特別困難，他們當然也不例外。

我相信有五項因素可以說明何以分析師在預測未來時如此困難：

（一）隨機事件的影響；（二）「創意」的會計程序，創造出來讓人存疑的盈餘；（三）許多分析師本身能力不足；（四）最好的分析師往往會轉任銷售部門或轉做管理投資經理人；（五）在擁有大量投資銀行業務的公司裡，分析師面對利益衝突的困境。每一項因素都值得探討。

## 1. 隨機事件的影響

許多影響公司盈餘的重大變化是隨機發生的，也就是說，它們無法預測。以之前提到的公用事業為例，它們一般被公認為是最穩定可靠的公司。但事實上，許多重要而難以預測的事件使得這個產業的盈餘預測極端困難。未預料到、不利的政府決策經常使得公用事業無法將快速的需求成長，轉換為較高的利潤。1970年代及2000年代初，分析

師預測十分離譜，因為他們沒有預料到國際油價上漲十倍所導致的成本增加。

其他行業的預測更為困難。如第4章所見，2000年初對許多高科技和電信公司所做的成長預測錯得離譜。美國政府的預算、締約、法規、管制決策對個別公司的榮枯有極大的影響。同樣地，不適任的高階主管、重要產品的新發現、重大漏油汙染事件、恐怖分子攻擊、新競爭對手的加入、價格戰爭、洪水和颶風之類的天然災害都有影響。生物科技產業是出名的難預測，最具潛力的新藥常在第三期臨床試驗中因為沒有改善死亡率或毒副作用而失敗。2013年，克萊瑞恩公司（Celsion Corporation）宣布前景看好的肝癌藥物臨床試驗沒有達到主要試驗指標（primary endpoint），市值快速蒸發90%。突發事件影響盈餘的例子，實在不勝枚舉。

## 2. 「創意」會計程序，創造讓人存疑的盈餘

公司的損益表就好比三點式泳裝，露出來的部分有趣，遮住的部分更重要。安隆是我見過最腐敗的一家公司，它就是這方面的翹楚。遺憾的是，安隆並非特例。在1990年代晚期的大多頭市場中，公司愈來愈依靠不尋常的手法在報表上提高盈餘和銷售，以便推高公司的股價。

在極受歡迎的音樂劇「製作人」（The Producers）中，李奧·布倫（Leo Bloom）決定，他能從失敗作品中賺到和成功作品一樣多的錢。他說：「關鍵在有創意的會計。」布倫的客戶馬克思·貝里斯托（Max Bialystock）立刻看出其中的潛能，他從富有的寡婦身上弄來許多錢，金援百老匯的「希特勒的春天」（Springtime for Hitler）音樂劇。他打心裡希望該劇徹底失敗，這樣就不會有人追問這些錢的下落。



事實上，布倫的詭計遠不及許多公司用來虛增盈餘，愚弄投資人和分析師的伎倆。第3章提到，1980年代末期，貝利·米克如何在假信用卡簽單和假合約上，建立他的地毯清潔帝國「Z最好公司」。1990年代和21世紀初期，會計舞弊的事件似乎比過去更猖獗。失敗的網路公司、高科技領袖，甚至舊經濟的績優股都企圖虛增盈餘，誤導投資大眾。

下列是幾個例子，顯示公司如何曲解會計法規，誤導分析師和大眾，讓他們看不清公司營運的真實狀況。

- 2001年9月，安隆和奎斯特通訊國際公司（Qwest）必須展現公司的收入和獲利仍持續快速增加。他們想出一條妙計，使得財報上看到的公司業務一帆風順。他們互相以高估的5億美元價格交換光纖網路的容納量，然後兩家公司在財報上均把這筆交易當作銷售處理。如此一來，兩家公司的獲利提高，而且掩飾業務走下坡的實況。奎斯特通訊已經有過多的光纖網路容納量，而且市場上過剩的光纖網路充斥，這筆交易的金額完全站不住腳。
- 摩托羅拉、朗訊、北方電訊都藉著提供顧客大量貸款來提高銷售和盈餘。後來這些貸款有很多無法回收，必須打入呆帳。
- 全錄用來提高短期獲利的做法是，讓歐洲、拉丁美洲、加拿大的分公司，將長期影印機租賃合約中未來數年內可收到的現金，一筆計入當年度的收入。
- 新光（Sunbeam）的執行長「鋸子」唐樂普（“Chainsaw Al” Dunlap）需要提高冬季盈餘，以滿足華爾街對於盈餘穩定成長的要求。他想出來的點子是，說服經銷商在嚴冬購買後院烤肉架。他給經銷商的甜頭是，暫時不用付款，而且貨品可以寄放在公司倉庫裡。當他的點子耗盡時，唐樂普拔腳開溜，留下爛攤子，公司終於宣告破產。
- 製作Pop Secret微波爆米花產品的鑽石食品公司（Diamond foods）漏報成本，把該付給供應商的費用延後記錄在財報上，這使公司得以擊敗分析師的預測，推升股價到每股90美元，高階主管也因此



領取高額紅利。美國證券交易委員會發現這個醜聞，起訴執行長與財務長，並要求公司重編2012年的財報，股價接著下跌到每股12美元。

- 在網路上提供餐廳、零售產品和服務等低價折扣優惠券的Groupon公司在2011年11月IPO上市，股價馬上衝高到比上市股價高出35%，但才幾個月，公司就宣布因為財務控管上的「重大缺失」（material weakness），使得營收和盈餘高估。到了2014年中，股價已經比上市價格少了80%。
- 退休金帳戶也有問題。許多公司認為自己的退休金帳戶資產過高，因此停止提撥退休金，使得獲利增加。這些獲利通常只會隱藏在財報的附注。2000年代早期，當股票市場巨幅下跌，這些公司發現他們的退休金帳戶的資金實際上並不夠。之前投資人認為是可靠的獲利，證實只是虛幻的。

分析師在解釋公司目前盈餘和預測未來盈餘上遇到最大的困難是，公司習慣報告所謂的「預估盈餘」（pro forma earnings），而非按照一般公認會計原則所計算的真正盈餘。在預估盈餘中，公司可以忽略被認定為非正常性的費用，在這件事上沒有任何規則可言。預估盈餘通常被稱為「所有壞事之前的盈餘」，讓公司可以公然剔除他們認為是「特別的」、「不尋常的」、「非反覆性的」費用。視公司不當忽略的費用而定，報導的盈餘可能嚴重高估。這也難怪分析師特別難估計公司未來的盈餘。

### 3. 分析師本身犯下的錯誤

坦白說，許多證券分析師不夠有遠見，不夠敏銳，而且通常會犯下極大的錯誤。早年我還是華爾街新鮮人時就察覺到這一點。為了學習專家技術，我試圖依樣畫葫蘆，模仿一位名叫路易的金屬專家。路易計算出來銅價每漲0.1美元，某家銅公司的每股盈餘就增加1美元，而

他預測銅價將漲1美元，因此認為這家公司的股票是「極佳的買進對象」。

我在驗算的時候，發現路易放錯了一位小數點，銅價每漲0.1美元，股價只漲0.1美元，而非1美元。我把錯誤告訴路易（我認為他會立刻更正），沒想到他只是聳聳肩道：「讓報告保持原狀，這樣推薦看來才更有吸引力。」注意細節顯然不是路易的專長。

路易的不重視細節，顯示出他對所追蹤的產業一知半解。但他並非華爾街的異數。一位整形外科醫生勞依茲·克瑞茲（Lloyd Kriezer）在《霸榮》上發表一篇文章，檢討生物科技產業分析師所寫的研究報告。克瑞茲特別注意製造人工皮膚來治療慢性創傷和燒傷的生化公司的報告，這是他最熟悉的領域。他發現分析師對這些股票的報導非常離譜。首先，他加總人工皮膚市場上五家公司市場占有率的預測，發現總和竟然超過100%。還有分析師對潛在市場大小的估計，和燒傷病人數目的實際資料完全無關，雖然這些資料並不難取得。在檢視過各個分析師的報告後，克瑞茲總結說：「他們很顯然不了解這個行業。」這不禁使人想起著名棒球經理凱西·史坦格（Casey Stengel）的話：「在這裡，不是所有人都會玩這種遊戲嗎？」

許多分析師像路易那樣，太懶，不願自己動手預測，只想抄襲其他分析師的預測，或者生吞活剝管理者提供的資料，嚼也不嚼。所以出了問題是誰的責任就很清楚了。當你那些專業同事都和你有志一同時，更容易犯錯。凱因斯說過：「世俗的智慧告訴我們，尋常的失敗可能比不尋常的成功更能得到讚美。」

證券分析師繼續做出深具破壞性的錯誤預測。擁有鳳凰城大學（University of Phoenix）的阿波羅集團（Apollo Group）在2012年初成為華爾街的新寵。分析師認為以其在營利教育產業的領導地位有很大的

獲利潛力，而且預期有高投資報酬。報告則忽略高就學貸款違約率、低畢業率與掠奪式招生做法（Predatory recruitment practices）。但這樣的問題已經被一份廣為散布的國會報告所證實。不好的宣傳產生新的政府規定，結果使註冊率大幅下降，阿波羅的股價急速重挫80%。

我並非暗示大多數華爾街分析師只會轉述公司主管的話，但我的確認為，一般分析師只是一位收入不錯，而且通常相當聰明的聰明人，以很平庸的方式去做一件很困難的工作。分析師經常被其他資訊誤導，有時漫不經心，自高自大；有時和常人一樣感受到壓力。總之，他們其實也是相當平凡的人類。

#### 4. 最好的分析師會轉任銷售部門或轉作投資、避險基金經理人

我對這項行業所提出的第四項因素聽來有些矛盾：許多最好的證券分析師並不是拿薪水分析證券，他們如果不是法人機構的明星推銷員，就是晉升為地位尊崇的投資經理人。

以研究能力知名的證券商，通常會派證券分析師伴隨銷售人員拜訪金融機構。由於法人喜歡由分析師口中聽到新的投資構想，所以銷售人員通常就坐在一邊，聽分析師主講。大多數口齒清晰的分析師，時間都花在投資客戶身上，而不是在研究財務報表。

2000年初，許多分析師被吸引轉任高薪的基金經理人或成立避險基金，離開研究工作。華爾街最知名的分析師巴頓·畢格斯（Barton Biggs）離開摩根士丹利公司，自行成立避險基金，他在《華爾街刺蝟投資客》（*Hedgehogging*）中寫到其吸引人的經歷。擔任基金經理人實際去管理金錢，比擔任只提供建議的分析師要有趣的多，地位崇高，

報酬更豐厚。難怪許多最受尊敬的分析師，並不久留在分析師的職位上。

## 5. 研究部門與投資銀行部門間的利益衝突

分析師的目標，就是要讓公司的收銀機響個不停，而大證券公司最飽滿的收銀機就在投資銀行部門。這和過去的情況不同。1970年代，在固定佣金消失和折扣證券商興起之前，證券零售業務付帳單，分析師可以感覺工作是真正為了顧客，也就是為了零售商和法人。但佣金因競爭而壓縮之後，剩下來唯一的金礦就只有承接新公司或現存公司的IPO（費用可以高達上億美元），以及提供借款、重組、併購顧問服務。所以「敲打收銀機」可以幫助證券公司獲得並保留投資銀行業務的客戶，利益衝突於是由此而起。分析師的薪水和紅利有部分決定於對承銷業務的貢獻。當這一種業務關係存在時，批評者認為，分析師淪為投資銀行部門的工具。

證券分析師和投資銀行業務間的親密關係可以由缺乏賣出推薦可以看出來。證券分析師推薦買進比推薦賣出還多的情況以前就存在，因為他們不願意得罪所報導的公司。但是自從投資銀行業務收入成為證券公司主要收入之後，對於證券分析師的要求變成樂觀重於正確。有一個著名的案例，一個大膽的分析師推薦賣出川普（Donald Trump）的泰姬瑪哈（Taj Mahal）債券，因為該債券很可能無法支付利息。後來，由於川普本人威脅採取法律行動，分析師被公司開除（事後，果然沒能支付利息）。難怪大多數分析師不願發表負面評論，免得得罪現有和未來的投資銀行客戶。在網路泡沫期間，買進和賣出推薦的比例拉大到100：1，特別是在擁有大量投資銀行業務的證券公司。

其實，當分析師說「買進」時，他的意思可能是「持有」，而當他說「持有」時，他的意思可能是「盡早丟掉這個破爛」。但投資人在閱讀分析報告時應該不會特意去猜測話中含意，因此在網路泡沫時，大多數投資人就這樣接受分析師說的字面意思。

有足夠的證據顯示，分析師的推薦受到證券公司投資銀行業務的影響。有多項研究評估分析師對股票選擇的正確性。加州大學的布雷德·巴伯（Brad Barber）調查分析師建議強烈買進的股票表現，發現結果非常糟糕。分析師建議強烈買進的股票，每月績效比市場平均值低了3%，反而建議強烈賣出的股票，表現比市場整體高出3.8%。更糟的是，達特茅斯和康乃爾大學的研究發現，在華爾街，沒有投資銀行業務的公司比有投資銀行業務的證券商有更好的推薦品質。另一項投資者公司（Investors.com）的研究則發現，聽從負責或參與IPO華爾街證券商投資建議而買進公司的投資人，平均會損失50%。基本上，分析師是拿錢吹捧自己公司送上市的股票。

2002年，紐約州檢察長找到一管冒煙的槍。雖然亨利·布勒吉特（Henry Blodgett）和美林其他分析師表面上推薦數家網路和新經濟的股票，這些分析師在電子信中卻稱這些股票為「垃圾」、「狗」或其他不佳字眼。美林不承認過錯，但拿出1億美元與紐約州和其他州和解。美林同時承諾進行改革，例如：不將分析師的報酬和投資銀行收入直接掛鉤，清楚說明他對股票的推薦，揭露潛在的利益衝突。其他公司（例如：高盛和所羅門美邦）也立即擁抱美林的提議。

目前這種情況多少有些改善。全部「賣出」的建議變得更常見，只不過對「買進」建議的偏誤仍然存在。但在與網路泡沫相關的醜聞陸續傳出後，美國國會通過「沙賓法案」（Sarbanes-Oxley Act），限制企業財務主管對華爾街分析師的談話範圍，使得分析師的工作更是困

難重重。美國證券交易委員會已經公布「公平披露規則」（fair disclosure），上市公司應立即公開公司的任何相關資訊，進而向整體市場公布。雖然這類規則有助於讓股市更具效率，但許多不滿的證券分析師將這種情況稱為某種「不披露規則」（no disclosure）。證券分析師已經不能提早取得機密資訊，這樣就沒有理由去相信證券分析師的建議會在未來改進。

在「沙賓法案」過後，利益衝突與分析師缺乏獨立質疑能力的情況並沒有消失。2010年，英國石油（British Petroleum）發布消息指出，深水地平線鑽油平台（Deepwater Horizon drilling platform）爆炸和漏油，英國石油的股價隨即下跌10美元，從每股60美元跌至50美元。華爾街分析師幾乎一致判定股價已經過度反應，英國石油只是個「發出尖叫的男孩」。有位分析師指出，股價跌幅「與公司可能負擔的成本（預估4.5億美元）不成比例，即便真的有人要求賠償。」在三十四位追蹤英國石油股票的分析師中，有二十七位建議「買進」，其他七位則給予「持有」評等。沒有出現任何「賣出」建議。而且即便當紅的電視主持人吉姆·克瑞莫（Jim Cramer）告訴觀眾，他的慈善信託基金正購買英國石油的股票，股價最終還是下跌20%以上，市值蒸發將近1000億美元〔直到2013年2月，英國石油付出422億美元的賠償金，而且成本還在持續增加。英國《衛報》（*The Telegraph*）在同個月估計最後要付出的總成本可能達到900億美元〕。

分析師們普遍都犯錯的現象顯示，利益衝突並不會消除。因為英國石油是主要的證券發行者，可以為華爾街帶來龐大的承銷收入，分析師因此受到很大的影響，害怕對客戶公司提出負面的評價可能導致未來承銷業務損失。

最終，專業基金經理人並沒有很好的能力能根據對經濟的預測，做出將資金從現金或債券轉移到股票的正確決策。共同基金現金部位最高的時候，恰好市場都處於低點。相反地，當市場在高點的時候，現金部位總是偏低。

## 共同基金的績效：分析師只選贏家？

寫下這些字的時候，我幾乎可以聽到有聲音在我旁邊說：「分析師真正的考驗在於他推薦的股票表現如何。」就像銅分析師「懶散路易」也許的確放錯了少數點，但只要他推薦的股票能為客戶賺錢，不拘細節也可被原諒。那個聲音繼續說：「要分析投資績效，而不是盈餘預測。」

幸好，有一群專業人士（共同基金）的資料可以公開取得。而對我的論點更有利的是，為共同基金操盤的男男女女也是這行中最優秀的分析師和投資經理人。最近就有一位投資經理人這麼說：「一般投資大眾的水準還要等上許多年才能趕上現在投資經理人的優勢。」

對學術界那些高傲的心靈來說，這種話實在太誘人了。學術界有的是數據和時間可以做研究，而且他們又如此渴求證明學術的優越地位，因此砲火很自然地瞄準共同基金績效。

多項研究再次相當一致地顯示：投資人購買共同基金的獲利，並不比買進並持有沒有管理的廣泛股票指數好。換言之，長期而言，共同基金的投資組合並不優於任意選定的股票組合，雖然基金在某些時期的績效會特別好，但它們不會長久，而且無法預測基金在未來的表現。



表7-1顯示，截至2013年12月31日，20年期間內股票型共同基金的平均報酬。在表中，標準普爾500指數用來代表廣泛市場，類似的結果也發生在不同時期、不同的退休基金及共同基金上。簡單的買進並持有廣泛指數的策略績效，就是專業的基金經理人也很難打敗。

**表 7-1 共同基金與市場指數比較**

截至 2013 年 12 月 31 日的 20 年	
標準普爾 500 指數	9.22%
一般股票基金	8.36%
指數優勢	0.86%

資料來源：理柏（Lipper）及先鋒（Vanguard）。

除了多年來累積的科學證據，一些較不正式的測試也有相同發現。例如：1990年代早期，《華爾街日報》舉行一場擲飛鏢大賽，拿四個基金經理人的績效來與之較量。《華爾街日報》讓我在第一輪比賽中擲鏢。到了2000年代早期，專家的表現似乎要勝過擲鏢的結果，但實際上如果我們從專家開始選股並上報後算起（而不是前一天算起），其實是擲鏢股略微領先。這難道表示手腕比頭腦更高明嗎？也許不是，但我認為《富比士》（*Forbes*）的編輯提出一個很實際的問題，他們寫著：「似乎運氣加上懶惰擊敗了頭腦。」

怎麼會呢？我們每年都可以看到共同基金的績效排名，這些排名總是顯示出許多基金的表現優於平均值，有些還領先不少。問題是這些績效看不出持續力。就像過去盈餘成長不能推測未來盈餘一樣，過去的基金績效也不能預測未來。基金管理單位受制於隨機事件，他們可能變胖、變懶或解散。某段期間內非常管用的投資策略，下一期可

能就失靈了。我們可以說，決定基金績效排名的一項重要因素，仍然是我們的老朋友：運氣。

這項結論並不新鮮。它在過去四十年，股市和持股的大眾比例劇烈變化的期間，都站得住腳。一而再，再而三，昨日的明星基金變成今天的災難。1960年代晚期，速利基金（go-go fund）和他們的青春槍手交出漂亮的成果，基金經理人被捧為體育明星。但當1969到1976年下一次熊市來襲，這些基金等於是先甘後苦，1968年排名最前的基金，後續表現卻糟透了。

例如：1968年的榜首是梅茲基金（Mates Fund）。1974年底時，梅茲基金與1968年的價值相比損失了93%，傳雷德·梅茲（Fred Mates）終於認輸。他離開投資界，在紐約市開了一家單身酒吧，命名為「伴侶」（Mates）。誠然，大多數在1960年代晚期表現優異的基金，到了1970年代中期就歇業了。

1960年代晚期基金的表現出現在本書第一版上，後續的版本中也有相似的結果。接下來的表7-2列出1970年代和1980年代前二十名基金在1980到1990年代的表現。顯然它們的表現仍無法持久，許多在1970年代名列前茅的基金，到1980年代只能墊底。唯一例外是由傳奇人物彼得·林區領軍的麥哲倫基金，這檔基金在1970年代和1980年代皆表現優異。彼得·林區已在1990年以四十六歲盛年退休，我們因而永遠無法知道他是否還能繼續擊敗市場。

**表 7-2 1970 年代排名前 20 名的股票型基金在 1980 年代的表現**

	平均年報酬率	
	1970 年代	1980 年代
1970 年代排名前 20 名的基金	+19.0%	+11.1%
所有基金平均值	+10.4%	+11.7%

如果你認為共同基金績效在1990年代有所改變，不妨看看表7-3，我列出1980年代前二十名的共同基金的績效，對比它們在1990年代的績效。結果和往年並沒有不同。金融期刊和報紙會繼續讚頌那些目前績效很好的基金經理人，但事實是只要有平均值，就有人高於平均值，某一時期的好績效並不能用以預測下一時期的表現。

**表 7-3 1980 年代排名前 20 名的股票型基金在 1990 年代的表現**

	平均年報酬率	
	1980 年代	1990 年代
1980 年代排名前 20 名的基金	+18.0%	+13.7%
標準普爾 500 指數	+14.1%	+14.9%

同樣地，在1990年代表現最好的股票型基金，在2000到2009年期間〔我所謂「淘氣」（the naughties）的十年〕表現比整體市場差。我們發現，在1990年代，前二十名最熱門的基金平均投資報酬率遠高於整體市場的投資報酬率。這些「天才」基金經理人接受CNBC的專訪，出現在投資雜誌的專題報導。事實上，這些基金的成功只是因為在投資組合中滿載新經濟股票，他們隨著網路泡沫一路飆升，但當泡沫破滅時，他們也跌得慘重。平均來說，在2000年的前六年裡，這些基金的表現比

整體市場更糟。投資人發現，如果他們在某一年賺了100%，第二年損失50%，就等於回到原點（見表7-4）。

**表 7-4 1990 年代排名前 20 名的股票型基金在 2000 年代的表現**

	平均年報酬率	
	1990-99	2000-09
1990 年代排名前 20 名的基金	+18.0%	-2.2%
標準普爾 500 指數	+14.1%	-0.9%

此外，在淘氣十年表現最好的基金，2010年代很容易表現得比平均還差。但可以確定的是，有些基金可以連續兩個十年都有高於平均的報酬，但他們很少也不常見，而且根據機會法則，他們的數量並不會超過預期。

## 機會法則

我們以擲銅板比賽來說明什麼是機會法則。在1,000人擲銅板的比賽中，能連續擲出正面的就是贏家。比賽一開始，我們預期會有500人擲出正面，晉級第二回。第二回中將有250人擲出正面。在機會法則下，第三回同樣會有125人擲出正面，第四回63人，第五回32人，第六回16人，第七回8人。

此時，群眾開始聚集圍觀這些擲銅板專家的神奇技術。這些人大受奉承，被喻為擲銅板藝術的天才，他們的傳奇被大書特書、爭相求教，畢竟在1,000人當中，只有8人能連續擲出正面。遊戲繼續下去，還是有人能連續九次或十次擲出正面<sup>[1]</sup>。這項分析的重點不在於基金經

理人可以或應該用擲銅板來做決策，只是說明機會法則的確存在，而且可以解釋一些出奇成功的故事。

平均值的本質是，一定會有人比平均值好。因為金錢遊戲參與的人多，機會法則可以用來解釋不少優異的績效紀錄。好運造成的選股成功被大肆報導的情形，使我想起一位宣稱可以治療「雞隻癌症」的醫生說，33%受測的病例有顯著改善，另外三分之一似乎沒有差異，然後他靦腆的補了一句：「恐怕第三隻雞逃走了。」

2009年，《華爾街日報》登出一則有趣的報導，顯示短暫的卓越投資績效的可能樣貌。報導指出，到2007年為止，有十四家共同基金連續九年績效超越標準普爾指數。但是只有一家在2008年保有這項功蹟，如同表7-5所示。要指望任何基金或是任何投資經理人持續超越大盤，根本不可能，即使過去紀錄顯出一些特別的技術技巧也一樣。

表 7-5 最後只剩一家超越大盤



資料來源：《華爾街日報》，2009 年 1 月 5 日。

隨著時間經過，支持指數投資（index investing）的證據愈來愈多，標準普爾公司每年公布所有主動式基金與標準普爾500指數的比較報告，2014年的報告請見表7-6。單看五年期間，超過三分之二的主動式基金表現得比它們追蹤的指數還好。每年的報告大多數都一樣，所以每次我要更新這本書的內容時，結果都很相似。指數表現並不普通，它超過一般主動式基金管理人所達成的結果，而且不只是對大型與小型股，對美國股票與全球股票都是如此。如果看十年或二十年的數字，得到的結果也一樣，而且債券市場的表現也跟股票市場一樣，指數投資是個聰明的投資策略。

表 7-6 標準普爾指數與主動式基金比較

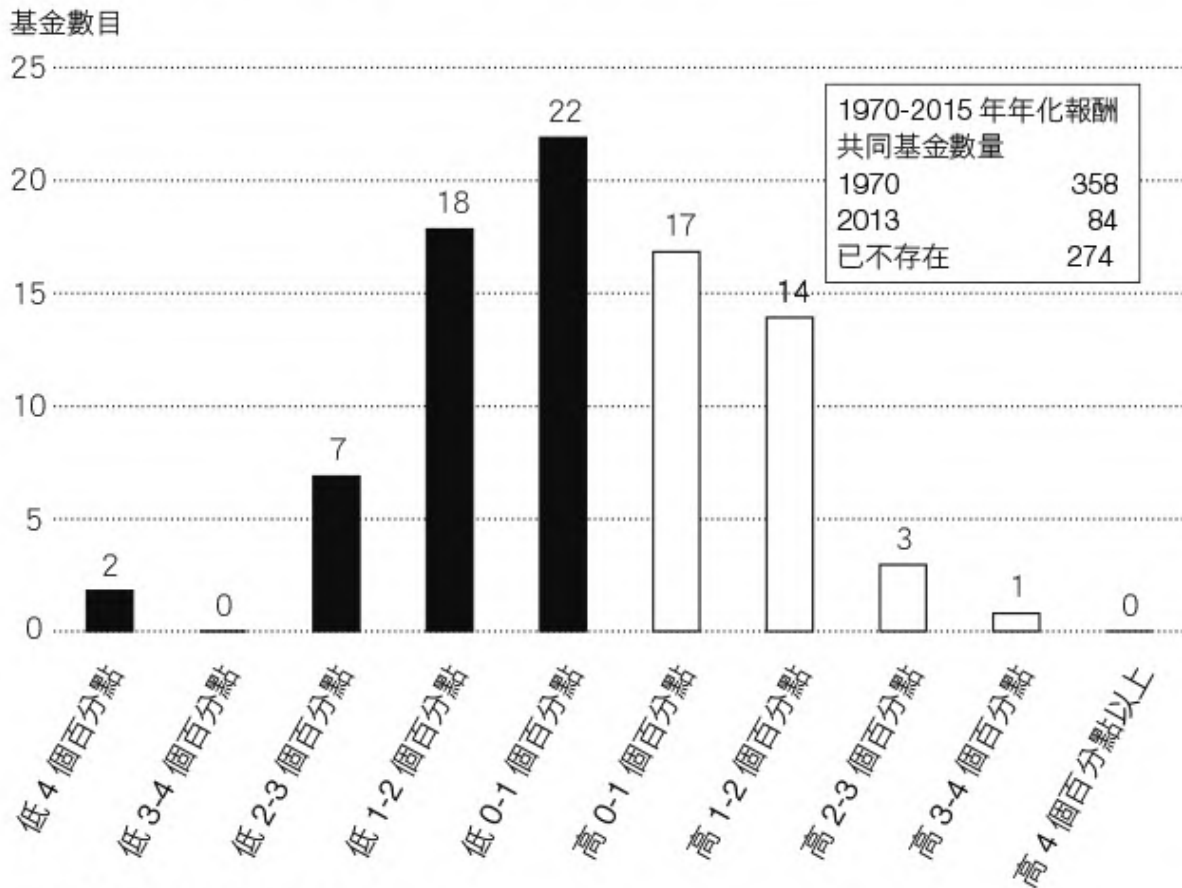
優於追蹤指數的主動式基金比例			
	1 年	3 年	5 年
所有大型股基金 vs. 標準普爾 500 指數	55.8	80.0	72.7
所有小型股基金 vs. 標準普爾小型股 500 指數	52.8	80.4	71.7
全球基金 vs. 標準普爾全球股票 1200 指數	54.1	71.8	66.2
新興市場基金 vs. 標準普爾 IFCI 綜合指數	57.5	60.9	80.0

我並沒有暗示投資人不可能打敗市場，只是可能性很低。有個有趣的方法可以證明這個結果，那就是檢測1970年代以來所有共同基金的績效（我第一次在這本書這樣做），而且追蹤它們到2013年的表現，這個實驗的結果就在圖7-1。



## 圖 7-1 成功的可能性：倖存基金的報酬

1970-2013 年的共同基金與 S&P 500 指數比較



資料來源：理柏資訊。

1970年，有358檔共同基金（今天已經有上千檔）。我們可以衡量長期績效的只剩84檔，因為原來的基金有274檔已經不存在。因此所呈現的資料會有「倖存者偏差」（survivorship bias），可以確定這些還留下的基金都有著最好的績效。共同基金產業有個討厭的祕密，如果有個表現不好的基金，基金經理人的表現沒有很好，那這些表現不好的基金很容易與有更好表現的基金合併，這樣就能去除難堪的績效。因此以這個方式衡量，倖存的基金都是表現較好的基金。但即使資料有倖存者偏差，還是可以觀察在原有的基金中，少數實際擁有優異表現

的基金。你可以數數看，從原來358檔基金中，實際打敗大盤指數2個百分點以上的基金有多少。

重點是要打敗市場實在很不容易，就像是在大海撈針一樣，還不如買下整個大海，也就是說，只買進並持有大盤指數中所有股票的指數基金，這樣的策略更為適當。可喜的是，有愈來愈多投資人這樣做。2014年，散戶和法人有大約三分之一的錢投資在指數基金，而且這個比例每年都在增加。

前面的討論集中在共同基金，並不表示基金經理人是所有專業投資經理人中最糟的，事實上，他們的記錄比起許多其他專業投資人還優秀。如果我們把壽險、意外險及產險、退休基金、基金會、州政府及地方信託基金、銀行代管的個人信託，加上由投資顧問代為操作的個人帳戶等都列入研究對象，這些專業投資人的投資績效並沒有突出到哪裡去，和市場的整體績效也沒差多少，很少有例外。沒有科學證據顯示，專業管理的投資組合會比廣泛的指數強到哪裡去。

## 半強式及強式的隨機漫步理論

學術界早做出宣判了。在幫助投資人賺取高於平均值的報酬上，基本面分析並不比技術分析高明。然而，由於吹毛求疵的天性使然，學術界不久就因為要找出基本面消息的精確定義而爭吵，有人說是「目前已知的」，有人認為該「包括未來的」。就在此時，「強式」（strong）的隨機漫步理論在這一點上又一分為二，分裂出一派來。「半強式」（semi-strong）的理論認為，沒有任何公開的消息能幫助分析師挑選被低估的股票。理由是，股價的結構中已經考慮進去所有可能包含在資產負債表、損益表、宣布股利發放等事項中的公開資料，分析這些資料毫無用處。「強式」理論認為，任何「已知」或「可

知」的公司資料對基本面分析師都完全沒有幫助。強式理論甚至認為「內線」消息對投資人亦無幫助。

如果強式效率市場說它不承認內線消息可以獲利，很顯然是言過其實。羅斯柴爾（Nathan Rothschild）在市場賺了幾百萬，只因為他的信鴿帶回其他投資人都還不知道、威靈頓將軍在滑鐵盧獲勝的第一手消息。但現今的資訊高速公路，傳送消息的速度可比信鴿快多了。而且，公平揭露法規要求公司要立刻向大眾公布任何對股價有影響力的消息，還有如果內部人士利用未公布的消息謀利就是違法。諾貝爾獎得主保羅·薩繆爾遜（Paul Samuelson）對這種情形總結如下：

如果精明的人總是四處搜尋那些物超所值的股票，賣掉認為價值高估的股票，買入目前低估的股票，這麼做的結果當然會讓目前股價把未來的前景折現在內。這樣一來，在那些被動、不主動尋找高估（低估）股票的投資人面前，呈現的股價型態會使得任何一種股票都和其他股票一樣值得（或不值得）購買。所以被動的投資人光靠運氣也可以取得和任何一種選股方法一樣好的結果。

這就是效率市場（efficient market）理論的說法：狹義（弱式）的理論主張，研究過去股價的技術分析不能幫助投資人。從一個期間到另一個期間，股價的變動像是隨機漫步。廣義（半強式及強式）的理論則主張基本面分析也沒有用，因為所有關於未來盈餘及股利成長的已知消息、所有基本面分析師能研究的可能影響（公司的有利或不利的發展），都已反映在股價中。因此握有指數基金的投資組合就和由專業分析師管理的組合一樣好。

當然效率市場理論並不像某些批評者所指責的那樣，認為股價的變動漫無目標、反覆無常，且對基本面消息不敏感。相反地，股價變動像漫步，正是因為股市很有效率，當新消息初來乍現時，股價變動

非常快速，快到沒有人每次都夠迅速的從中獲利。新聞的發生是隨機的，也就是無法預測，不論是研究過去的技術資料或是基本面資料，都沒有幫助。

即使是尊為基本面分析之父的班傑明·葛拉漢，也很不情願地承認，基本面分析的方法不能再用來產生優異的投資報酬。1976年，在他去世前不久，《財務分析師期刊》（*Financial Analysts Journal*）報導他的話：「我不再熱心提倡利用種種證券分析方法，尋找優良的投資機會。在四十年前我和陶德第一次出書的時候曾經是值得的作法，但是情況已然改變……。 （現在）我懷疑這種殫精竭慮的努力能和其代價相當。……我現在贊成效率市場的想法。」自麥哲倫基金退休後的彼得·林區，以及著名的華倫·巴菲特都承認，大多數投資人購買指數基金會比投資於積極管理的共同基金更為有利。

## 注意高頻交易

2014年，深受歡迎的書《快閃大對決》（*Flash Boys*）出版，使得高頻交易（high-frequency trading）成為目光焦點，對於科技的批評聲浪也因此高漲。一般認為，高頻交易會使某一群交易員比其他人、甚至共同基金或退休基金等法人，擁有不公平的競爭優勢。

高頻交易會在接近交易所伺服器的地方配置高速電腦，使一些參與者有能力比靠肉眼買賣的交易者更快買賣。某個意義來說，這樣的發展只是回應投資人希望增加交易速度的欲望而已。從在辦公大樓裡交易員互相喊價，到1792年交易員站在華爾街的梧桐樹下交易，技術急遽演變已經促進交易效率，降低交易成本，而且增加所有投資人的流動性，也協助確保市場變動的消息可以盡快反映股價。

這樣的交易活動很容易激起恐懼，但是大部分的股市成交量是由高速網路完成，而且不論你買進100股或10萬股，你都可以直接或間接

參與，現在我們都是高頻交易者。

另一個高頻交易的優點是確保廣基型（broad-based）指數股票型基金（ETF）能適當的訂價，這是我推薦給散戶的投資商品。任何ETF價格跟真實股價的差異可以很快藉由套利消弭，因此在確保ETF有公平價格下，高頻交易確實能帶給散戶效益，而不會對散戶有害。

這並不是說高頻交易完全都是健康的。就像批評者所指出的，就在此刻，最適配置的交易者可以在交易前看見其他投資人的交易委託單，他們可以提前買進，藉著抬高一點價格來賺取價差。這種投機買賣稱為「搶跑在前面」（front-running），這是內線交易的一種形式。如果在我確實買進股票前，有個人能先知道我要買1萬股的股票，這是內線資訊，利用這樣的資訊來交易應該被視為違法。美國證券交易委員會必須處理這個實務問題，而且找出管制方法，但是高頻交易的批評者錯誤的斷言這個實務情況對散戶有害。不管是小投資人還是大投資人，總是會藉著進步技術來讓流動性增加、用更好的價格交易，而且快速完成交易流程。高頻交易會使市場變得更有效率，而且加強指數投資的好處。

- 
1. 如果我們讓輸的人繼續玩下去（像共同基金經理人一樣，儘管他們有一年表現不好），我們會多發現好幾個能在十次中擲出八或九次正面的人，並視他們為擲銅板專家。 [↑](#)










## 第8章 現代投資組合理論

……實事求是、自認不受任何思想影響的人，往往是死去經濟學家的奴隸。他們是有權的狂人，傾聽冥冥中的聲音，自昔日三流學者那兒汲取狂熱。

——凱因斯（J. M. Keynes），《就業、利息和貨幣的一般理論》（*The General Theory of Employment, Interest and Money*）



我在這整本書裡一直試圖解釋專家們用來預測股票價值的理論，簡單說就是磐石理論和空中樓閣理論。就如同我們看到的，許多學者因攻擊這些理論而博取名聲，而且他們認為不能靠這些理論獲得超額獲利。

由於大學研究所不斷送出年輕聰明的經濟學家，學術界的攻擊變得愈來愈普遍，顯然似乎有必要採取新的策略，因此學術界開始忙著建立自己的股價理論。第三部要談的就是學術象牙塔裡誕生的「新投資技術」（new investment technology）。其中「現代投資組合理論」（modern portfolio theory，簡稱MPT）道理淺顯，在華爾街已廣被採用。

其他理論還有爭議，是學生寫論文的好題材，並且為投資顧問賺進高額演講費。

本章要說明現代投資組合理論，了解這項理論能幫你降低風險，賺取較高報酬。第9章將談到某些學者主張，投資人能因為承擔一定風險而增加投資報酬。第10和11章要談一些學者和投資界人士認為支配市場的是心理而非理性，以及否定隨機漫步理論的相關論點：他們主張市場並非有效率、市場價格可以預測，而且可以遵循某些投資策略讓投資人「打敗市場」，這包括有些Smart Beta策略商品（Smart Beta strategies）在華爾街已經變成熱門商品。儘管有這些主張，我還是會證明，傳統指數基金依然無庸置疑是市場上最能幫投資人賺錢的工具。

## 風險的角色

效率市場理論解釋隨機漫步理論的成因。依據效率市場理論，股市能迅速依據新消息而調整，所以沒有任何人能用更好的方式預測它的走勢。拜專家之賜，個股的價格能迅速反映所有可取得的資訊。所以，選擇優良股票或預測股市走向的勝算機率，人人皆同；你的猜測和黑猩猩、股票經紀人或是我一樣好。

套用賽穆爾·巴特勒（Samuel Butler）很久以前寫的〈我覺得事有蹊蹺〉（*I smell a rat*）一文，股市裡是可以賺到錢的，某些股票確實較其他股票表現得好。常識證明某些人就是能擊敗股市，而他們絕不只是靠運氣。許多學術人士同意這種說法，但他們認為，打敗市場的方法不是具備超人的透視力，而是承擔較大的風險。風險才是唯一決定報酬高於或低於市場平均的因素。

## 風險的定義：報酬的變動範圍

風險（risk）是個滑不溜丟、極難掌握的概念。不但投資人對風險的定義莫衷一是，經濟學家更是不用說了。《美國傳統字典》

（*American Heritage Dictionary*）把風險定義為：遭受傷害或損失的可能性。如果我能夠買入一年期國庫券，利息為2%，持有到期滿，如此就幾乎可以確定會賺取2%的稅前收入，損失的機率極微，小到幾乎可以說不存在。但如果我持有的是本地電力公司股票一年，預期股利是5%，損失的可能性卻太多了。因為這種本地小公司的股利可能縮水；更重要的是，一年之後股票的市價可能遠比現在低，產生嚴重的淨損。投資風險就是：原先證券的預期報酬未能實現，而所握有的證券價格可能下跌。

一旦學術界把風險解釋為投資人對預期報酬大失所望的機會值，衡量風險的辦法就自然產生了，它就是未來報酬的可能變動範圍。所以財務風險往往定義為報酬的變異數（variance）或標準差（standard deviation）。長久以來，我們使用搭配的例證來說明這是什麼意思。如果某檔有價證券的報酬不太可能和其平均（或預期）報酬率相距太多，我們就說它為低風險或無風險。反之，如果證券的報酬年年變動很大（甚至某些年有大虧損），我們則稱它為高風險。

## 衡量報酬與風險的方法

由以下簡單的例子來說明預期報酬和變異數的觀念，以及它們如何衡量。假設你買進一檔股票，它的期望總報酬（包括股利與價格變動）因不同的經濟情況有不同表現（見表8-1）。

表 8-1

景氣狀況	發生機率	預期報酬
正常經濟情況	$\frac{1}{3}$	10%
快速實質成長，而且沒有通膨	$\frac{1}{3}$	30%
伴隨通貨膨脹的不景氣（停滯性通膨）	$\frac{1}{3}$	-10%

平均來說，如果過去許多年裡，三分之一時間是景氣「正常」，三分之一是「快速成長，而且沒有通膨」，剩下的三分之一是「停滯性通膨」（Stagflation），那麼我們可以合理假設未來經濟情況和過去相仿，據此推測投資人的預期報酬是10%。因為投資人有三分之一的時間報酬是30%，另外三分之一是10%，剩下的三分之一則是 -10%，所以平均年報酬為10%。

$$\text{預期報酬} = \frac{1}{3} (0.30) + \frac{1}{3} (0.10) + \frac{1}{3} (-0.10) = 0.10$$

各年的報酬大不相同，由30%的收入到10%的損失都有可能。我們用「變異數」來衡量報酬「分布」的程度，定義是可能的報酬和平均（或預期）報酬差距的平方和平均（平均報酬我們剛才算過，是10%）。

$$\begin{aligned} \text{變異數} &= \frac{1}{3} (0.30 - 0.10)^2 + \frac{1}{3} (0.10 - 0.10)^2 + \frac{1}{3} (-0.10 - 0.10)^2 \\ &= \frac{1}{3} (0.20)^2 + \frac{1}{3} (0.00)^2 + \frac{1}{3} (-0.20)^2 = 0.0267 \end{aligned}$$

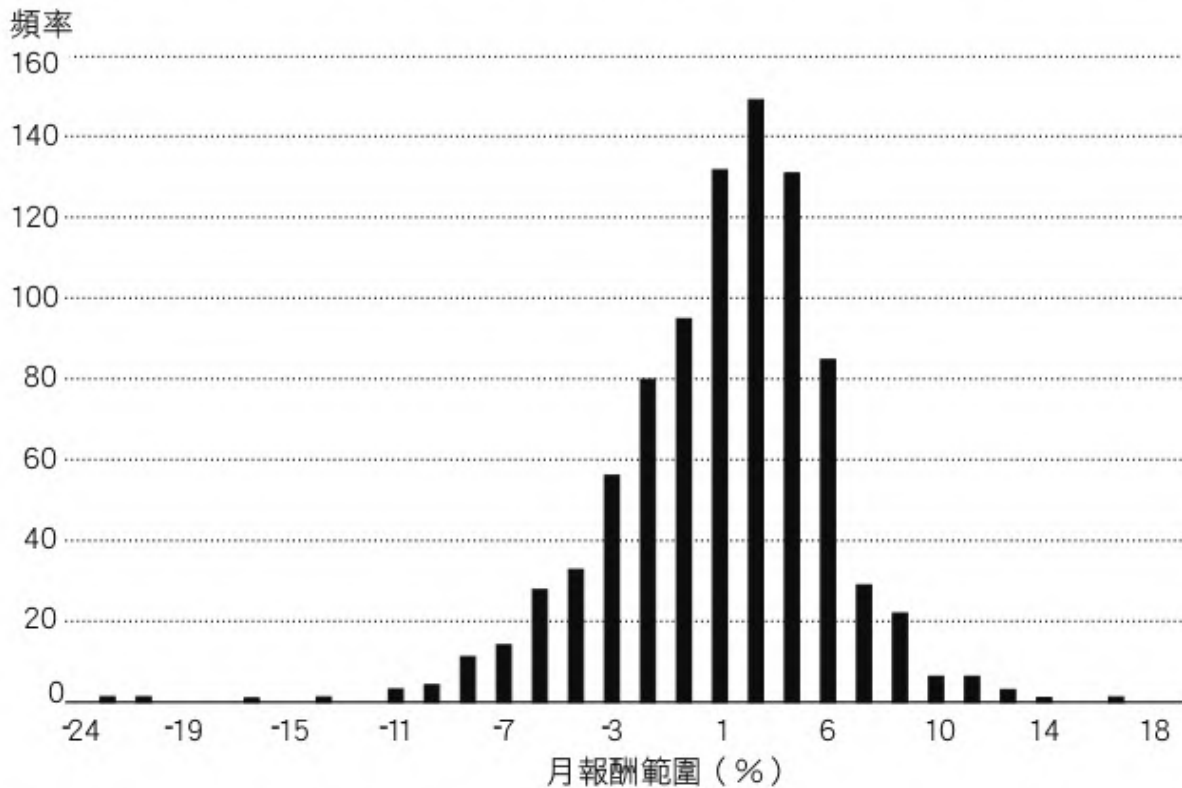
變異數的平方根稱為「標準差」，在本例中標準差等於0.1634。

以變異數和標準差這類分散程度來衡量風險並不能令所有人滿意。「風險和變異數無關，」批評人士說：「如果差異是來自意外的驚喜，譬如結果變得比預期好，沒有哪位腦筋正常的投資人會叫它風險。」

當然，令人沮喪的失望才會被叫成風險。然而在實際情況中，只要報酬分布的情形兩邊對稱，也就是意外收穫和失望損失的機率大致相當，那分布程度或變異數就足以衡量風險。分布程度大或變異數愈大，失望的可能性也愈大。

雖然從個股報酬的歷史軌跡來看，這種圖形並不常是對稱的，但由完全分散風險的「股票組合」來看，它們的報酬卻大致對稱。圖8-1顯示投資於標準普爾500指數，七十多年來每個月投資報酬的分布情形。我們的做法是將這些股票的報酬劃分為相等的區間（大約每隔1.25%的報酬為一區間），然後計算報酬落入每一區間的頻率（到底有幾個月）。平均來說，這個投資組合每月的報酬率是1%（或每年11%）。然而股市大跌時，這個組合的報酬也跟著大跌，單月損失可高達20%以上。

**圖 8-1 標準普爾 500 指數月報酬分布圖（1940 年 1 月至 2010 年 6 月）**



資料來源：全球金融資料（Global Financial Data）。

面對這樣對稱分布的情形，一條有用的經驗法則是：「三分之二的月報酬率會落在平均值上下一個標準差的範圍內，95%的月報酬率可能落在兩個標準差的範圍內。」你還記得這個組合的每月平均報酬率約為1%嗎？它的標準差（用來衡量投資組合的風險）大約是每個月4.5%，因此我們說有三分之二的月份，該組合的報酬在5.5%到-3.5%之間；而有95%的機會報酬落在10%至-8%之間；顯然標準差愈大（報酬上下分散的程度愈大），你在市場裡上沖下洗的機會愈大（風險愈高）。這也就是為什麼這種衡量變化程度的標準差常被使用，並足以做為風險指標的原因了。










## 報酬愈高，承擔風險愈大？

在財務學的領域中，驗證得最完備詳盡的假說是：平均來說，報酬愈高的投資人承擔的風險也愈大。最完整的研究來自易普生公司（Ibbotson Associates）一份報告，他們的資料涵蓋了1926年到2009年期間，研究結果列於表8-2。易普生公司的做法其實是從股票、債券、國庫券等不同的投資工具一，逐項計算出每種工具每年的報酬率增減比例。然後在底下基準線畫一個長方形，代表報酬率落在0%到5%之間的年數有多少；再畫一個長方形，代表報酬在5%到10%間的年數……以此類推（正負報酬都顯示）。結果就是這張可顯示報酬分布、可據此計算標準差的圖形。

如果很快地一眼掃過表8-1，平均來說，長期下來股票提供的報酬相當不錯。這些包括股利和資本利得在內的報酬，遠遠超過長期公司債、國庫券的報酬，以及衡量消費者物價指數上漲速度的通貨膨脹率，因此股票似乎始終能提供正面的「實質」報酬率，也就是去除通貨膨脹以後的正面報酬。但從標準差及年報酬分布兩欄可以看出，股票的報酬率變動很大，可以由最高50%（1933年）的報酬低到幾乎等幅的損失（1931年）。顯見投資人如果想從股票得到較高的報酬，恐怕就得承擔相當高的風險。我們還可以看出從1926年開始，小型股的報酬往往更高，但是其分布程度（所謂的標準差）也較大，這再次說明了高報酬和高風險間的關係。

表 8-1 1926 ~ 2013 年績效統計

類別	幾何 平均報酬 (%)	算術 平均報酬 (%)	標準差 (%)	分布圖 (%)
大型股	10.1	12.1	20.2	
小型股 *	12.3	16.9	32.3	
長期公司債	6.0	6.3	8.4	
長期公債	5.5	5.9	9.8	
中期公債	5.3	5.4	5.7	
美國國庫券	3.5	3.5	3.1	
通貨膨脹率	3.0	3.0	4.1	

-90% 0% 90%

\*1933 年小型股的總報酬為 142.9%。

股票有幾次連續五年（或者更長期）呈現負報酬的情形：1930到1932年，對股票投資人非常不利；1970年代初期的報酬也是負；1987年10月，股票指數下跌近三分之一，是1930年代以來短期內最大的變動；2000年代前十年，股市有多慘烈就更不必說了。就長期而言，承擔更多風險的投資人確實得到較高的報酬做補償。然而，投資人還是有辦法

降低承擔的風險。所以接下來就要談到現代投資組合理論，它徹底改變專業投資人的想法。

## 利用現代投資組合理論降低風險

投資組合理論的前提是：所有投資人都是風險規避者（就像我太太一樣）。他們既要高報酬，又要確定的成果。投資組合理論告訴投資人如何在投資組合中配置股票，進而在風險最低下得到想要的報酬。這個理論以嚴謹的數學方法證明古老的投資格言：分散投資是散戶降低風險的良策。

這個理論是在1950年代由哈利·馬可維茲（Harry Markowitz）發明，他因此在1990年獲頒諾貝爾經濟學獎。他的著作《選擇投資組合》（*Portfolio Selection*）是他在芝加哥大學博士論文的延伸。馬可維茲學問淵博，經歷豐富，曾在加州大學洛杉磯分校（UCLA）教書、在蘭德公司（RAND Corporation）設計電腦語言，甚至經營過避險基金，擔任「套利管理公司」（Arbitrage Management Company）總裁。馬可維茲發現，把高風險的股票好好組合一番，可以使投資組合的風險小於其中單一個股的風險。

現代投資理論的數學模型深奧難懂，充斥在專業期刊中，使得一群學者忙進忙出。僅僅就數學模型本身就是個不小的題目。幸好，你不需要去穿越二次方程式的迷宮來了解理論的核心要義，舉個例子就足以說明清楚了。

## 島國經濟理論

假設我們置身在一座小島，島上只有兩種企業。一個是擁有海灘、網球場、高爾夫球場設施的大型休閒度假村，另一種是雨傘製造商。「天氣」影響著這兩家業務。在陽光普照的季節，休閒中心生意大好，雨傘的銷售量則下跌。雨季時，休閒中心愁眉深鎖，雨傘製造商則眉開眼笑，銷售和獲利皆節節上升。表8-3顯示兩種企業在不同季節的假定報酬：

**表 8-3**

	雨傘工業	休閒度假村
雨季	50%	-25%
陽光季	-25%	50%

平均來說，假設一半的時間是陽光季，一半的時間是雨季（也就是晴天和下雨的機率各半）。那麼購買雨傘製造商股票的投資人會發現，自己在一半的時間裡賺得50%的報酬，另一半時間則虧損25%，平均報酬率為12.5%。這就是我們所稱的「投資人的預期報酬率」。投資休閒度假村的結果也相同。然而同樣地，我必須說投資這兩家企業的風險都很大，因為報酬變動大，而且晴天或雨季可能連著來。

現在，假設一個投資人有2美元，他不只買一種股票，而是平分資金，1美元投資雨傘製造商，1美元投資休閒度假村。天氣好時，投資休閒度假村的1美元賺得0.5美元的報酬，而投資雨傘製造商的1美元則虧損0.25美元，投資人的總收入是0.25美元（0.5美元減去0.25美元），報酬率仍為12.5%。

請留意，雨季也有完全相同的報酬率，只是個別公司命運顛倒而已。投資在雨傘製造商的資金產生50%的報酬，而投資在休閒度假村

的資金虧損25%。投資人的總報酬還是12.5%。

這個簡單的例子指出分散投資的好處。不論氣候如何、小島的經濟如何，只要分散投資在兩種產業，投資人每年都確定有12.5%的投資報酬。訣竅在於，雖然兩家公司的風險都高（逐年的報酬變動大），但它們受天氣影響的結果並不相同（用統計術語來說，這兩家公司有負的共變異數）<sup>[1]</sup>。只要個別公司的個別命運不盡相同，分散投資即可降低風險。現在這個例子中，兩家公司的命運完全負相關（一家好時，另一家必定不好），因此分散投資可以完全消除風險。

當然，總是會有麻煩，以這個例子來說，大多數公司的命運是同向變動的。當經濟不景氣、人們失業時，他們既不度假也不買雨傘。因此在實務上我們不可能期望像這個例子一樣完全消除風險。但由於各個公司的命運並不完全平行，分散投資的股票組合，風險可能比只投資一兩種股票還低。

把以上技巧應用到實際的投資組合其實很容易。假定你考慮在投資組合中納入福特汽車和它的主要輪胎供應商，這樣的分散投資能顯著降低風險嗎？可能不會。福特汽車營業額下跌時，它必定會少買新輪胎。一般說來，分散投資在兩家高度正相關的公司，對消除風險沒有多大幫助。

反過來說，如果福特汽車和不景氣區域的政府承包商聯手，風險就可能大為降低。如果消費者支出下降（或石油危機使全美國幾乎癱瘓），福特的汽車銷售金額和盈餘就很可能下降，失業率也會跟著上升；如果政府能在失業率高時，在不景氣的區域推動公共工程（以紓解失業），很可能福特汽車和承包商的報酬就不會同步下降。在這種情況下，這兩種股票的共變異數可能很小，甚至是負數。

以上的例子似乎有點牽強。而大部分投資人也會感覺到，股市受打擊時，幾乎所有的股票都下跌。不過，至少有一些時候，某些股票和某類資產會逆勢上揚，它們有負的共變異數，也就是說他們之間呈現負相關（編注：相關係數是決定共變異數的主要因素）。

現在真正的原因出現了：要消除風險並不需要負相關，馬可維茲證明兩種投資之間只要不是完全正相關，降低風險就有可能，這是他對投資人荷包最大的貢獻。他的研究成果列在表8-4，從表中可以看出相關係數在決定投資組合風險上的關鍵地位。

**表 8-4 相關係數與分散風險**

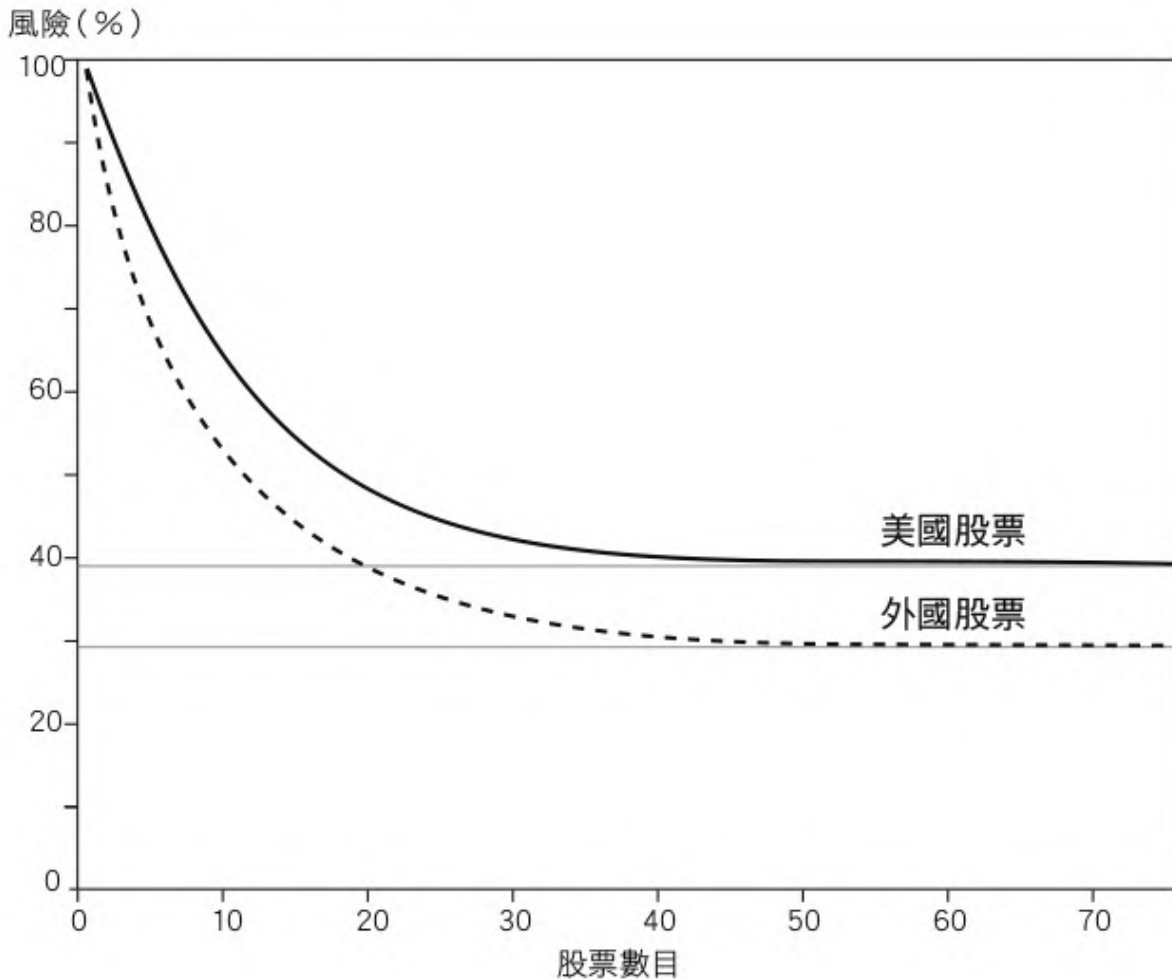
相關係數	分散投資對風險的影響
+1.0	風險不可能降低
0.5	風險可能稍微降低
0	風險可能顯著降低
-0.5	大部分風險可以消除
-1.0	風險可以完全消除

## 分散風險的應用

套用莎士比亞的話，好事會嫌太多嗎？換言之，過度分散風險是否對保障投資報酬沒有幫助？許多研究顯示，這個答案是肯定的。從圖8-2可以看出，對於那些排外的美國人來說，五十種規模相當、廣泛分散的美國股票（很顯然，五十種石油股票或是五十種電力公司股票並不能產生相同降低風險的效果）是最理想的投資數目。這種投資組

合可以將風險降低60%左右。再增加股票種類並不能產生降低風險的效果。

**圖 8-2 分散投資的好處**



自從馬可維茲的理論推出後，視野較廣的投資人了解到世界已經改變許多，他們可以從中得到更多的保護，因為其他國家的經濟未必和美國經濟同步，尤其是新興市場。例如：對於歐洲、日本、甚至至少部分自給自足的美國，石油和原物料價格上漲有負面影響，但對印尼而言，中東產油國家卻有非常大的正面影響。同樣地，礦物和基本



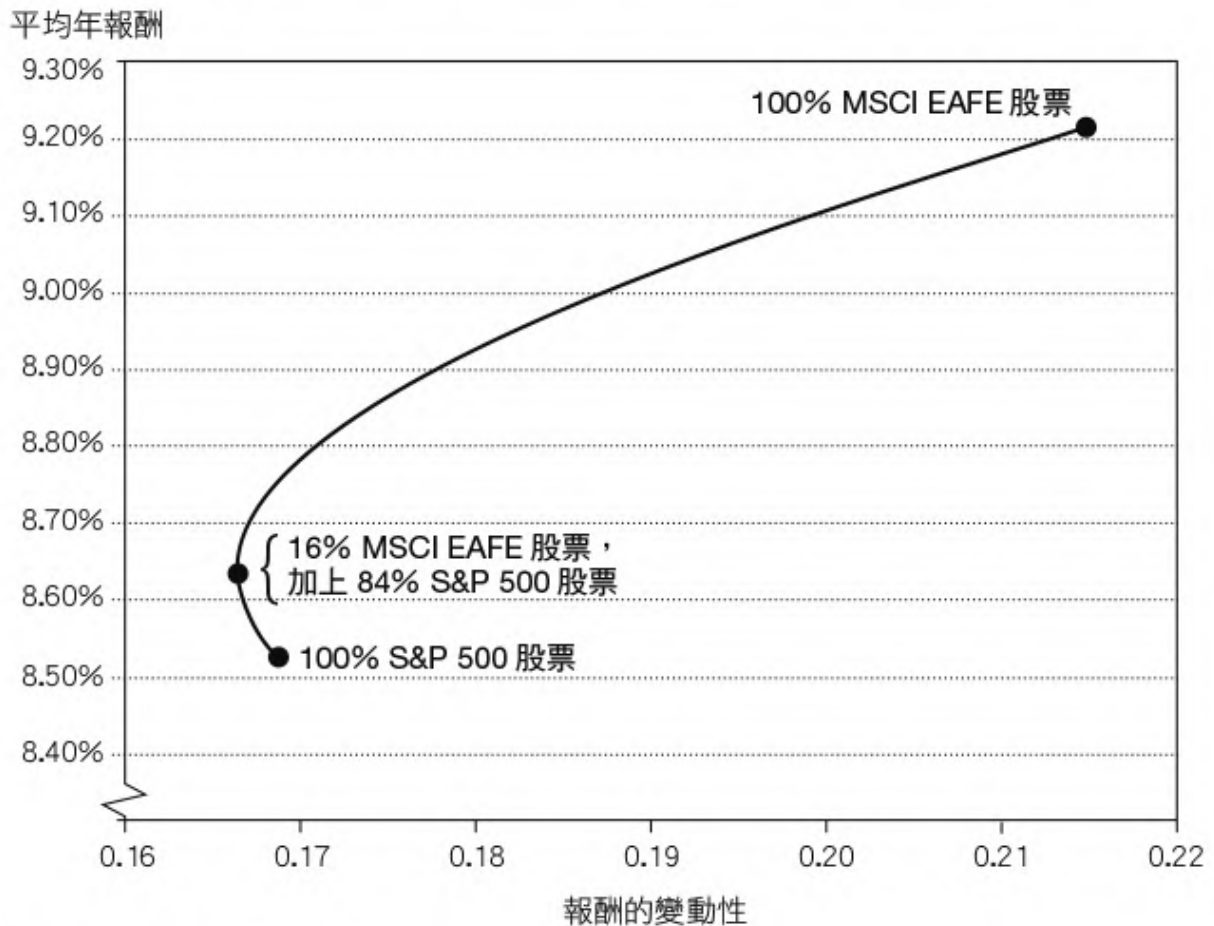
原物料的價格上漲，對於澳洲和巴西等生產天然物資的國家有正面影響。

對於放眼全球的投資人來說，黃金數字也是五十，但是這些投資人可以更加保護自己的金錢，就像接下來的圖。他們的投資組合中不僅包含美國股票，也包含國際股市的股票。不出所料，分散全球的投資組合，風險比只有美國股票的組合還低。

報導全球化分散投資好處的文章已經很多。圖8-3顯示1970到2013年超過四十年的投資成果。國外股票（以摩根士丹利的歐澳遠東指數來衡量，簡稱EAFE）在這段期間的年報酬率稍微高於美國的標準普爾500指數報酬率，但這也是因為美股逐年間的報酬變動較小，所以表現得也較安全。兩個指數的報酬相關性大約為0.5，也就是正相關，但相關程度並不很高。圖中顯示，把美國和EAFE股票做不同比例搭配所得到的報酬與風險（股價波動）。圖形右上角完全持有EAFE股票，報酬愈高，風險也愈大（波動愈大）。圖形左側顯示完全持有美國股票的報酬和風險，黑色實線顯示在美國股票與國外股票的不同投資組合比例所得到的不同報酬與波動。

**圖 8-3 分散投資在美國及已開發國家股票**

(1970 年 1 月到 2013 年 12 月)



資料來源：Datastream。

注意，當圖中的投資組合由100%美國股票逐漸加入部分EAFE股票時，報酬隨之增加，因為在這一段期間中，EAFE股票的報酬高於美國股票。但重要的是，當這些風險較高的EAFE股票逐漸加入投資組合中，投資組合的風險反而降低，至少在一段時間出現降低的情況。但是當風險較高的股票所占比重愈來愈大時，整體的風險轉而上升，報酬也上升。

這個分析出現矛盾的結果：加入少量較高風險的國外股票之後，投資組合的整體風險反而下降。當日本汽車在美國市場的占有率上升時，日本汽車股的高報酬彌補美國汽車股差勁的表現。換句話說，當美元較有競爭力、美國經濟景氣起飛、日本和歐洲經濟依然衰退時，美國製造業的高報酬彌補了歐洲製造業的業績。這些相互抵消的作用，降低投資組合整體的波動性。

圖8-3風險最低的投資組合是16%外國股票，加上84%美國股票。不僅如此，加入16%EAFE股票，也使得投資組合的報酬增加。在投資組合中加入部分外國股票，幾乎等於是白吃的午餐，既能增加投資報酬，又能降低風險，投資人不得不注意。

有些投資經理人辯稱，分散投資並不像以前那樣持續提供同等的好處。全球化使得美國和外國市場之間，以及股市和原物料商品市場之間的相關性增加。圖8-4、8-5、8-6指出，在2000年代前十年間，相關係數如何增加。這些圖表以二十四個月為期，計算以下三組樣本的相關係數：美國股票（以標準普爾500指數來估計）和已開發國家的歐澳遠東指數、美國股票和MSCI新興市場指數之間、美國股票和高盛原物料商品（石油、金屬等）指數之間。令投資人特別沮喪的是，市場持續下跌時，相關性就特別高。在2007到2009年全球信用危機期間，所有的市場一致下跌，顯然無所遁逃。難怪一些投資人開始相信，分散投資似乎不再是降低風險的有效策略。

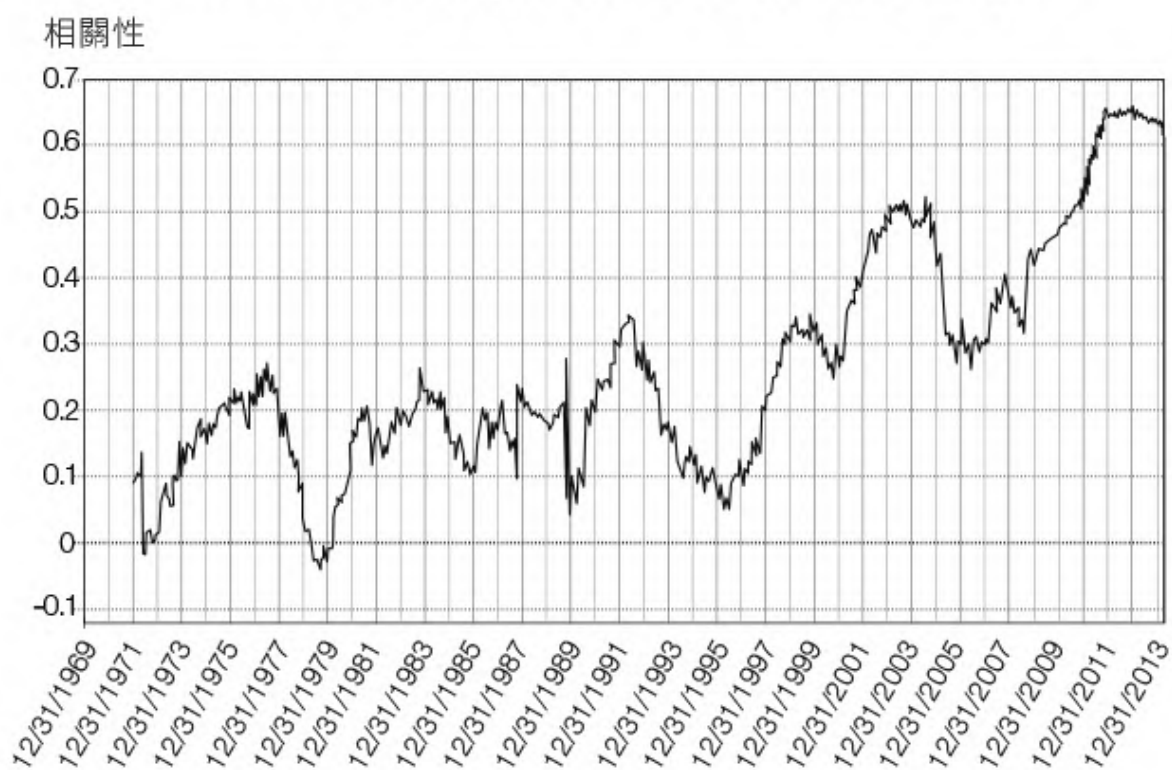
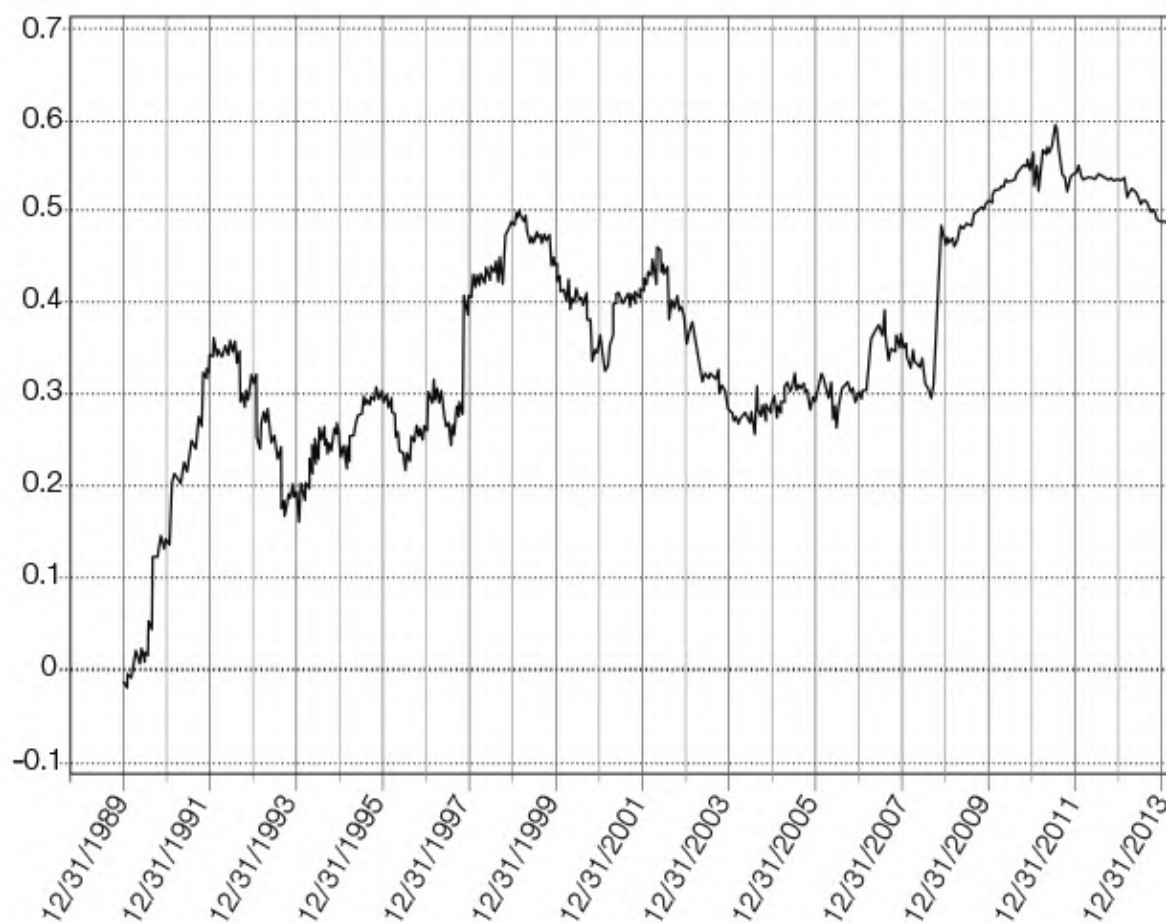
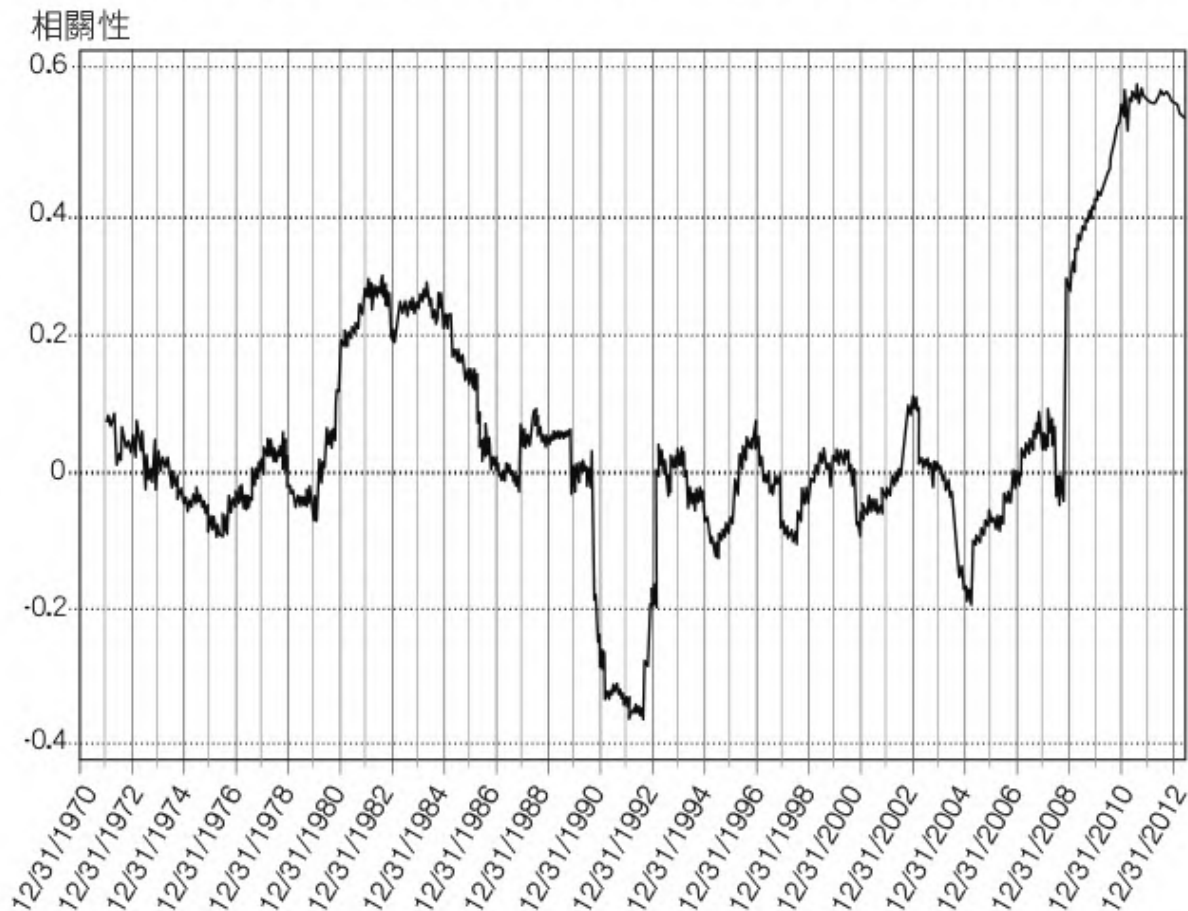
**圖 8-4 S&P500 和歐澳遠東指數之間的兩年滾動相關性**

圖 8-5 S&P500 和 MSCI 新興市場指數之間的兩年滾動相關性

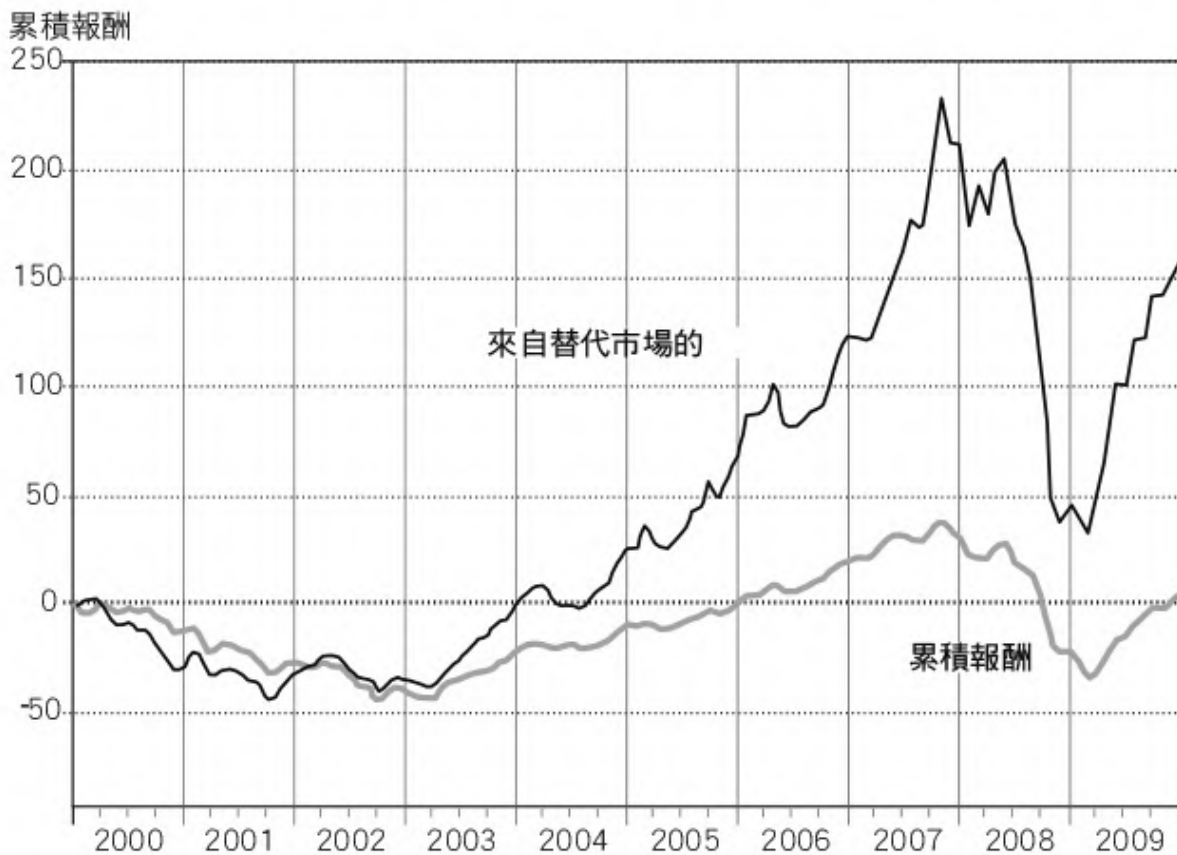


**圖 8-6 S&P500 和 GSCI 原物料商品指數之間的年滾動相關性**

但是注意，即使市場之間的相關性已經增加，它們仍然絕非完全相關，廣泛的分散投資往往還是會降低投資組合的波動程度。此外，即使不同的證券市場可能會一起同方向波動，分散投資仍然提供很多好處。美國股市投資人普遍將21世紀的前十年稱為「消失的十年」。這十年裡的已開發國家市場，像是美國、歐洲和日本，以相近或低於最初的水準作結。將投資組合限定在已開發經濟體股票的投資人並沒有獲得滿意的報酬。但是在相同的十年，投資組合中加入新興市場股票（可以輕易透過低成本、廣泛分散的新興市場股票指數基金取得）的投資人，則獲得相當滿意的股票投資績效。

圖8-7顯示，在2000年代前十年間，投資標準普爾500指數實際上會虧損，但是若投資整體新興市場指數就會得到令人相當滿意的報酬。廣泛的國際分散投資對美國投資人有眾多好處，甚至在「失落的十年」間亦然。

**圖 8-7 分散投資於新興市場在「失落的十年」期間有所助益**



資料來源：先鋒、Datastream、晨星。

此外。安全的債券證明有降低風險的價值，圖8-8顯示，在2008到2009年金融危機期間，美國國庫券和美國大型股間的相關係數下降。即使在可怕的2008年股市中，投資於巴克萊（Barclay's Capital）綜合債券指數的整體分散債券投資組合也有5.2%的報酬率。這裡是金融危機時



的藏身之處。事實證明，債券（以及第四部會提到像債券般的證券）具備有效分散風險的好處。

圖 8-8 股票與債券在不同時間的相關係數



資料來源：先鋒。

總之，分散風險帶來的教訓不會隨時間消逝，對現在和過去都同樣難忘。在第四部中，將會利用到本章對投資組合理論的討論，為不同年齡層、不同風險忍受程度的散戶提供適當的資產分配策略。

1. 統計學家用「共變異數」（covariance）來衡量兩種證券間報酬同步變動的程度。我們現在假定R代表休閒度假村的實際報酬， $R^-$ 為預期報酬或平均報酬，U代表雨傘製造商的實際報酬， $U^-$ 為平均報酬，則U和R的共變異數（ $COV_{UR}$ ）定義如下：

$$(COV_{UR}) = \text{下雨的機率} (\text{雨天的 } U - U^-) (\text{雨天的 } R - R^-) + \text{晴天的機率} (\text{晴天的 } U - U^-) (\text{晴天的 } R - R^-)$$

由前面報酬和發生機率的表中，我們可以找出數據填入公式：

$$COV_{UR} = \frac{1}{2} (0.50 - 0.125) (-0.25 - 0.125) + \frac{1}{2} (-0.25 - 0.125) (0.50 - 0.125) = -0.141$$

如果兩種證券的報酬變動一致（一種上漲時，另一種也上漲），共變異數會是很大的正數。如果報酬的變動相反（如本例），我們就說這兩種證券的共變異數是負值。[↑](#)

## 第9章 藉由承擔風險來提高報酬

一個理論如果只有50%正確率，還不如擲銅板來得經濟。

——喬治·史蒂格勒（George J. Stigler），《價格理論》（*The Theory of Price*）



現在你應該知道，風險是有報酬的。不論是學術界或是華爾街，長期以來一直都想著如何利用風險來賺取更高的報酬。這就是本章要討論的內容：衡量風險工具的誕生，以及如何利用這些工具和知識來提高投資報酬。

我們開始細緻的討論現代投資組合理論。前一章提到，分散投資無法把風險完全消除，不像島國經濟的例子。這是因為股票的起落通常很一致，因此分散投資只能消除其中部分的風險。到底股票風險中哪一些部分能消除，哪一些不能，史丹福大學教授威廉·夏普

（William Sharpe）、已故財務學者約翰·林納（John Lintner）、費雪·布萊克（Fischer Black）致力於找出答案，他們研究的成果是「資本資產定價模型」（capital-asset pricing model，CAPM）。1990年，當馬可維茲獲得諾貝爾獎時，夏普也因為這項研究同時獲獎。

資本資產定價模型最基本的邏輯是，承擔可以因為分散投資而消除的風險，並不能提高報酬。想要提高長期報酬，必須提高無法因分散投資而消除的風險。根據這項理論，投資人可以調整投資組合中稱為貝他值（beta）的風險係數，來達到提高報酬的目的。

## 貝他值與系統性風險

貝他（ $\beta$ ）？何以跑出了希臘字母？顯然這不是出自於股票經紀商之口。你很難想像股票經紀商會這樣說：「我們可以合理地說，任何股票或投資組合的總風險，等於這檔股票報酬偏離應有數值的總變動程度（變異數或標準差）。」我們這些教書的人，倒是經常說這類的話。我們還會繼續說，有一部分的總風險或變動可以稱為股票的「系統性風險」（systematic risk），它表現股價的基本起伏，以及至少在某種程度內，股價和整個市場的同步情形。股票報酬剩下的變動稱為「非系統性風險」（unsystematic risk），它和個別公司特有的因素有關，例如罷工、發現新產品等。

系統性風險又稱為「市場風險」（market risk），指的是個別股票（或投資組合）對整個市場波動的反應。有些股票或投資組合對市場的波動特別敏感，其他的則較為穩定。這種對市場波動的相對變動或敏感程度可以藉由過去的紀錄衡量出來，通常以希臘字母貝他來代表。

現在，你將要學到所有想知道、卻又不敢問的事情。基本上，貝他值是描述系統性風險的一個數字。儘管牽涉到繁複的數學運算，但貝他值其實就是把資金經理人多年來的主觀感受以一個確切的數字表達出來。計算貝他值的過程其實就是在比較个股（或投資組合）的波動和整個市場的波動。

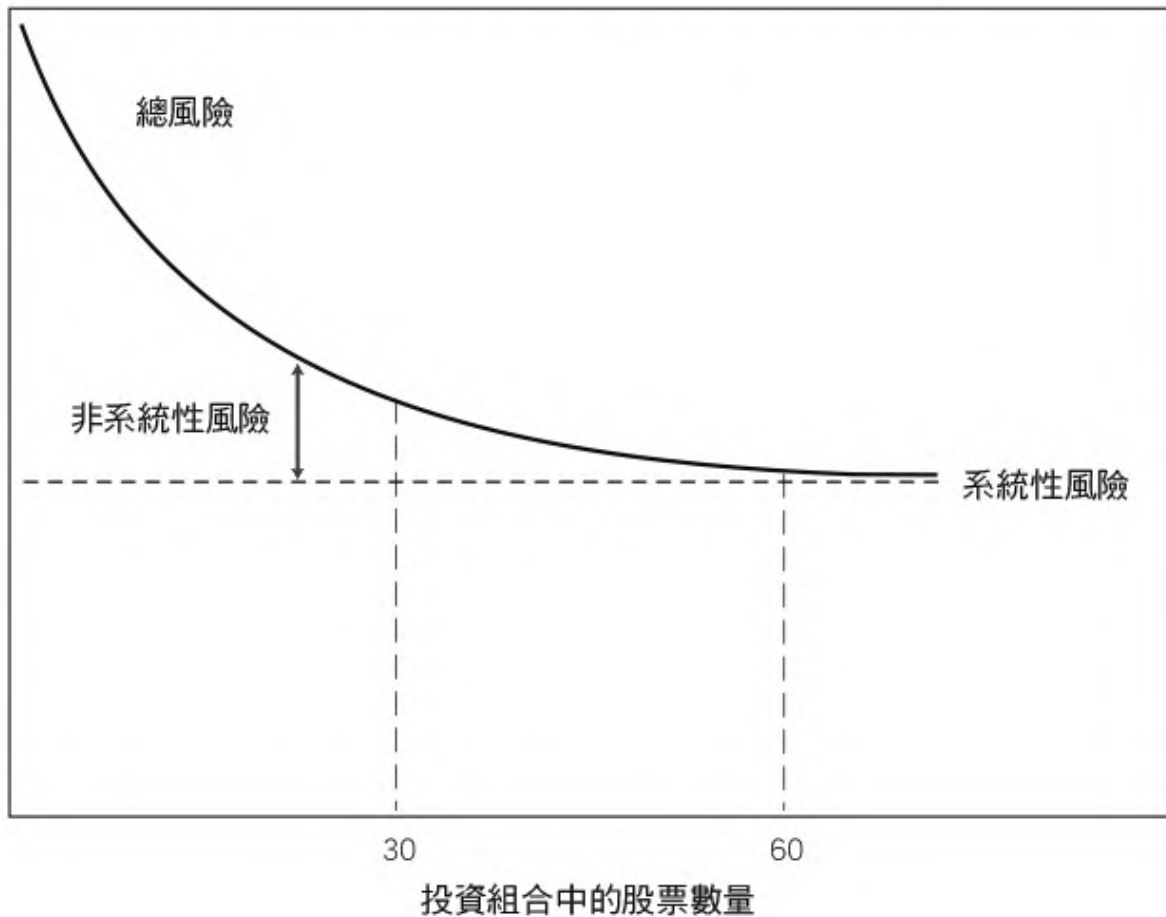
計算一開始，我們要先指定一個普遍的市場指數的貝他值為1。如果有一檔股票的貝他值為2，這表示它變動幅度平均是市場的兩倍；也就是說當大盤上漲10%時，這種股票就會上漲20%。如果股票的貝他值為0.5，那當大盤上漲或下跌10%時，它只會上漲或下跌5%。專家們常稱貝他值高的股票是積極型的投資，而把貝他值低的股票稱作防禦型投資。

有件重要的事我們必須明白，「系統性風險不能經由分散投資的方式加以消除」。因為所有股票的波動多少有些一致（這種變動大部分是系統性的），所以就算是分散投資的組合也有風險。就算你買進完全分散投資的整體股票市場指數（Total Stock Market Index），它的貝他值定義為1，你可能得到的報酬變動還是相當大（風險大），因為股市本身的波動就很大。

非系統風險指的是個別公司因為特殊因素所引起的股價（也就是股票報酬）變動。例如：公司接到大訂單、發現新礦藏、勞資糾紛、會計舞弊、發現公司財務長挪用公款等，都可以使公司的股價獨立在市場變動之外。這一類的風險變動，可以經由分散投資來降低。整個「投資組合理論」的重點是，在非系統性風險的範圍內，某檔股票報酬的變動，往往可以由其他股票報酬相反的變動來抵消或減緩。

圖9-1和圖8-2很類似，它顯示出分散投資和總風險間的關係。假設我們隨機選取投資組合中的股票，使得組合的風險大致和市場相當（投資組合中各種股票的貝他值平均等於1）。圖中顯示當我們增加股票數目時，組合的總風險就下降了，尤其是在剛開始的時候。

圖 9-1 分散投資如何降低風險：投資組合風險(報酬的標準差)



當我們的投資組合包含三十種股票時，有大半「非系統性風險」被消除了，股票再增加，能降低的風險也有限。當我們的投資組合包含六十種分散情形良好的股票時，非系統性風險幾乎可以完全消除，它的上下波動會和市場同步（貝他值等於1）。當然，我們也可以用平均貝他值為1.5的股票做實驗，我們會再度發現分散投資會很快降低非系統性風險，但系統性風險的占比會變得比較高。平均貝他值為1.5、含有六十種以上分散良好的股票投資組合，波動性會比市場高出50%。

現在理論的重點來了。金融學者和實務專家都同意，承受較高風險的投資人，應該獲得較高的預期報酬做為補償。因此股價必須適度調整，使風險愈高的股票提供愈高的報酬，讓所有證券都有人願意持有。顯然風險趨避的投資人（risk-averse investors）不會買進必須承受額外風險、卻沒有額外報酬的股票。但不是個股所有風險都與額外報酬相關。非系統性風險的部分，可藉適當的分散輕易地消除，所以投資人不可能會因為承擔非系統性風險而獲得補償。能獲得補償的，僅限於分散投資不能消除的系統性風險。因此資本資產定價模型理論主張，任何股票或投資組合的報酬，也就是風險溢價（risk Premiums），都和無法分散掉的系統性風險（貝他值）有關。

## 資本資產定價模型

主張風險和報酬相關的說法並不新。金融專家多年來一直同意，投資人應該為承擔較多的風險得到補償。新投資技術不同的地方在於風險的「定義」和「衡量」。在資本資產定價模型提出前，一般人都認為，個別股票的報酬應和該股票的總風險有關。他們相信，報酬之所以不同，和報酬的變異數或標準差有關。新理論則認為，個股的總風險無足輕重，只有系統性風險和報酬有關。

雖然這項主張的數學證明極為艱深，但背後的邏輯卻很簡單。假如有兩組股票，每組各有60檔股票，假設每種股票的系統性風險（貝他值）均為1，也就是這兩組股票裡，每檔股票都與市場同步漲跌。現在假設特殊因素使得第一組中每檔股票的總風險均高於第二組中每檔股票的總風險。例如，試想第一組的股票除一般市場因素外，還對氣候變化、匯率升降、自然災害特別敏感，這樣一來，第一組裡個別股

票的特定風險便非常高，而第二組中我們假定個別股票的特定風險較低，因此每檔股票的總風險也低。以上情形列在表9-1：

**表 9-1**

第一組（60 檔股票）	第二組（60 檔股票）
個股的系統性風險（貝他值）為 1	個股的系統性風險（貝他值）為 1
個股的特殊風險高	個股的特殊風險低
個股的總風險高	個股的總風險低

根據先前廣為接受的舊理論，我們會認為，第一組投資組合的報酬應該比第二組高；因為第一組中每檔股票的總風險都比較高，就我們所知，風險是應該得到報酬的。新投資理論的出現改變上述的想法。依照資本資產定價模型的推論，以上兩種投資組合的報酬應該相等，為什麼？

第一，回想圖9-1（怕忘記的可以拿另一本書），當投資組合中股票的數目接近60檔時，總風險就降低為只剩系統性風險，用心的讀者會注意到，我們現在兩個投資組合都有60檔股票，所有非系統性風險都被抵消了。無法預料的氣候災難被有利的匯率變動所抵消等。留下來的只有組合中個別股票的系統性風險，也就是貝他值。兩個投資組合中所有個股的貝他值均為1，因此第一組股票的總風險雖然比第二組股票高，就風險（標準差）而言，兩組股票表現卻相同。

以下是新舊理論正面衝突的地方。在舊的評價理論下，第一組股票因為風險較高，所以應該提供較高的報酬。資本資產定價模型則認為，如果第一組股票是分散投資的投資組合，風險不會比第二組高。事實上，如果第一組股票提供的報酬較高，那麼所有理性的投資人都會選擇第一組股票，放棄第二組，然後重新安排持股以獲取來自第一



組的高報酬。這個過程會造成第一組股票上漲，第二組股票下跌，直到達成均衡狀態為止（投資人不再想換股）；此時兩組股票的報酬相當，而且報酬與風險中的系統成分（貝他值）相關，而非總風險（包括非系統或特定的風險）。因為股票可以聯合變成投資組合，以消除個別股票的特定風險，只有不可分散的系統性風險才需要風險溢價。投資人不會因為承擔可以分散的風險而得到額外報酬。這就是資本資產定價模型的基本邏輯。

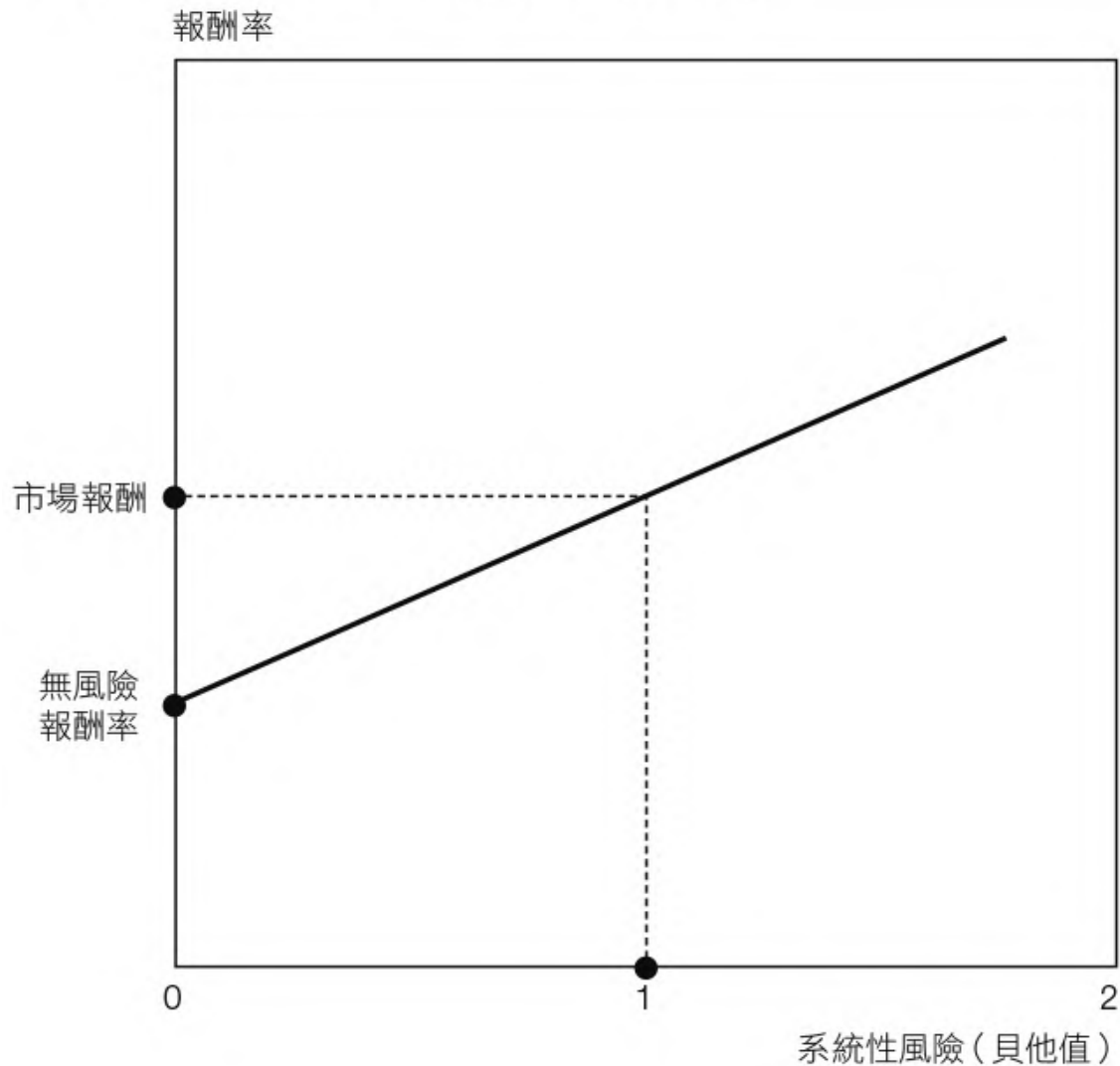
資本資產定價模型（因為經濟學家愛用字母縮寫，所以以下簡稱CAPM）的證明可以概述如下：

如果投資人因為承擔非系統性風險而得到額外的報酬（風險溢價），那麼風險相同的分散投資組合中，非系統性風險較高的組合比非系統性風險較低的組合報酬高。投資人會逮住獲得較高報酬的機會，買進非系統性風險較高的股票，賣掉貝他值相同、但非系統性風險較低的股票，前者的價格因而上漲。以上過程會持續進行，直到貝他值相同的股票都有相等的預期報酬，承擔非系統性風險不再能獲得更高報酬為止。任何其他的結果都和效率市場的說法相衝突。

### 貝他值的迷思

我們可以由圖9-2看到CAPM理論的關鍵，當個股（或投資組合）的系統性風險增加時，投資人的預期報酬也會隨之增加。如果投資組合的貝他值為0，例如：投資人把所有資金全數用來購買政府保證的銀行定存（這種定存報酬固定，完全不隨股市起伏，貝他值自然為0），就可以收到普通的報酬率，通常稱為無風險利率。但是投資人承擔的風險愈多時，報酬也會增加。當投資人持有的投資組合貝他值是1時（例如：持有市場指數），他的報酬將和股票一般的正常報酬相等。

長期下來，這個報酬將大於無風險利率，但風險則較高。有些年度的報酬會遠低於無風險利率，甚至產生損失。這就是風險的本質。

圖 9-2 資本資產定價模型下的風險與報酬<sup>\*</sup>

<sup>\*</sup> 高中代數說，任何直線都可以寫成等式，本圖中直線的等式為：

報酬率 = 無風險報酬率 + 貝他值 (市場報酬率 - 無風險報酬率)。

以上等式可以用風險溢價來表示，也就是股票或投資組合的報酬率超過無風險報酬率的部分：

報酬率 - 無風險報酬率 = 貝他值 (市場報酬率 - 無風險報酬率)。

這個等式說明，任何股票或投資組合的風險溢價直接隨著貝他值的增加而增加。有些讀者或許想知道，貝他值和投資組合理論中至為重要的共變異數有什麼關係。任何證券的貝他值，就是該證券與市場指數的共變異數，可從過去的紀錄推算而得。

圖9-2顯示，調整投資組合的貝他值，將可得到不同的預期報酬。例如：投資人把一半資金放在定存，一半買代表大盤的指數基金，這樣一來，投資報酬將介於無風險報酬和市場報酬之間，平均的貝他值為0.5<sup>[1]</sup>。CAPM接著主張，只要增加投資組合的貝他值，即可增加長期平均報酬率。投資人可以藉著買進高貝他值的股票，或者貸款買進中等風險的投資組合，使投資組合的貝他值大於1（見圖9-2和表9-2）。

**表 9-2 投資組合配置比較 \***

預期 貝他值	投資組合配置	預期報酬率
0	在無風險資產上投資 1 美元	10%
0.5	在無風險資產上投資 0.5 美元 在市場投資組合上投資 0.5 美元	$\frac{1}{2} (0.10) + \frac{1}{2} (0.15)$ $=0.125$ , 或 12.5% <sup>†</sup>
1	在市場投資組合上投資 1 美元	15%
1.5	在市場投資組合上投資 1.5 美元 借 0.5 美元投資，假設利率為 10%	$1\frac{1}{2} (0.15) - \frac{1}{2} (0.10)$ $=0.175$ 或 17.5%

\* 假設預期市場報酬率為 15%，無風險報酬率為 10%。

† 我們可用之前的公式直接求出預期報酬率：

報酬率 =  $0.10 + \frac{1}{2} (0.15 - 0.10) = 0.125$  或 12½%。

如同股票有流行風潮一般，貝他值在1970年代初期也曾風行一時。素負盛名，專門記錄專業資金經理人成就的《機構投資人》雜誌響應新理論，出了一篇名為〈貝他崇拜！衡量風險的新方法〉（*The Beta Cult! The New Way to Measure Risk*）的專題報導，並在封面一座廟宇頂端印出BETA四個大字。報導中說，那些數學只會長除法的資金經理，現在「彷彿統計理論博士一般，滿口貝他值。」證券交易委員會也在

《法人研究報導》（*Institutional Investors Study Report*）中認可貝他值是風險指標。

早期華爾街上的貝他迷聲稱自己只要買進少數高貝他值的股票，即可賺得較高的長期報酬。那些自認有能力順勢操作的人還有更好的主意，他們在預期股市將上漲時買進高貝他值的股票，在擔心股市將下跌時轉換為低貝他值的股票。配合這種新投資觀念的熱潮，經紀商紛紛提供股票貝他值的評估服務。證券公司能自行估計貝他值，也視為先進的象徵。今天你可以由美林證券之類的經紀商，或是價值線上（Value Line）、晨星等投資顧問公司得到貝他值的資料。華爾街上貝他鼓吹者大肆推銷的情形，使學術界裡最熱心宣傳貝他福音的人也感到驚訝。

## 貝他值真的可以衡量風險嗎？

在莎士比亞的《亨利四世：第一部》（*Henry IV, Part I*）中，格蘭道爾（Glendower）對霍斯柏（Hotspur）吹噓道：「我能從無限深處叫喚鬼魂。」霍斯柏無動於衷地說：「那算什麼，我也能，每個人都能。問題在於你真要召喚他們時，他們來不來呢？」我們每個人都可以提出一套有關股市運作的理論，資本資產定價模型只是其中之一。真正重要的問題是，它管用嗎？

許多法人的確衷心接納貝他值的概念。但這畢竟是學術的產物，還有什麼東西比這更沉悶？貝他值只是代表股票風險的數字，似乎本質就貧瘠無味。不過圖形專家喜歡它。就算你不相信貝他值，也得了解它，因為在校園裡，我和同事們製造了一大堆博士和商學碩士，滿口滔滔不絕的都是這些術語。這些人現在採用貝他值來衡量基金經理人的績效。如果基金的報酬高於該基金貝他值所預測的報酬，他們就

說，基金經理人有正的阿爾法值（alpha）。市場上總有大筆資金在追逐能產出最大阿爾法值的基金經理人（編注：阿爾法值代表基金經理帶給基金的額外報酬，如果阿爾法值大於0，表示基金經理人的表現比大盤好，小於0則表示比大盤差。所以如果是產出最大阿爾法值的基金經理人，也就表示是操盤最好的基金經理人）。

但貝他值真的是衡量風險的有效指標嗎？高貝他值的投資組合是否正如資本資產定價模型所說的，能提供較高的長期報酬？僅貝他值就能總括股票所有的系統性風險，或是我們還需考慮其他因素？簡單地說，用貝他值就能決定阿爾法值，衡量基金經理人的操盤績效嗎？這些是目前實務界和學術界熱烈討論的話題。

在1992年發表的一篇研究報告中，尤金·法瑪（Eugene Fama）和肯尼斯·法蘭奇（Kenneth French）按照股票在1963到1990年期間的貝他值，把所有交易的股票分組。第一組包含所有股票中貝他值最低10%的股票；第十組包含貝他值最高的10%。研究結果顯示，各組的投資報酬和貝他值沒有關聯，見圖9-3。我也做過類似研究，探討共同基金的報酬和貝他值的關係，得到類似結論。股票和投資組合的報酬和貝他值的衡量無關。

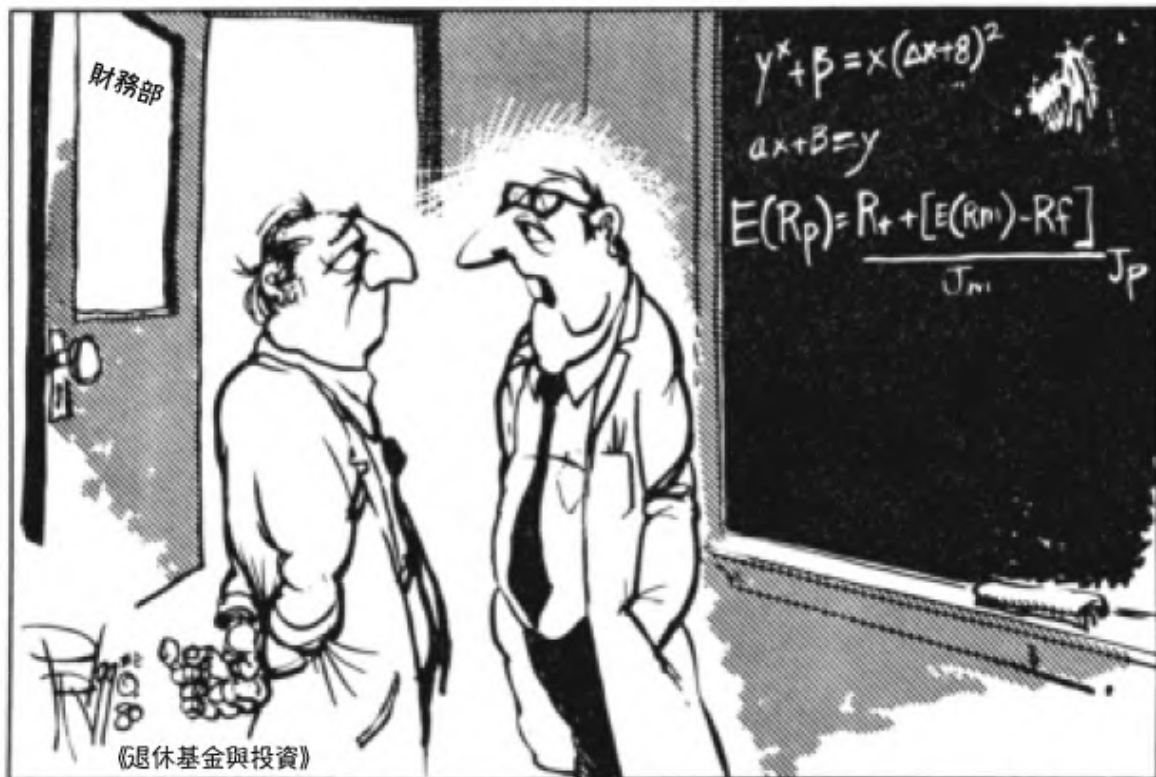
法瑪和法蘭奇的研究廣泛，時間長達三十年，他們的結論是，貝他值和報酬之間沒有關聯。貝他值，這個資本資產定價模型的主要分析工具並不是衡量風險與報酬的有用工具。如此一來，到了1990年代中期，不只市場人士，連許多學者都已準備把貝他值扔進廢紙堆了。而以往曾詳實記錄貝他值如何誕生的財經刊物，現在則刊出〈貝他之死〉、〈貝他再見〉、〈貝他倒台〉等專題報導。這一段時間的代表是《機構投資人》引述一位署名「計量迷」（Deep quant）<sup>[2]</sup>讀者的投書，信的開頭是：「資金管理的領域有個天大的消息。資本資產定價

模型已死。」該雜誌接著引述一位「變節計量迷」（turncoat quant）的信：「高等數學之於投資人，將好比鐵達尼號之於航海。」構成這整套新投資技術的工具，包括現代投資組合理論在內，都籠罩於漫天陰霾中。

## 貝他值的問題

我個人認為「變節計量派」搞錯了。CAPM有嚴重缺陷，並不等於在財務分析上該放棄數學工具，讓證券分析走向傳統的老路。況且金融界還不打算此刻就替貝他值寫訃聞。我相信有許多勸我們不該驟下判斷的理由。





你有這個困擾嗎？很快說 MPT（現代投資組合理論）的時候，結果都變成 empty（空的）。

©Milt Priggee/ Pension & Investments. www.miltpriggee.com. Reprinted by permission.

首先，我們該記得，人們喜歡穩定、少風險的報酬，勝過變動劇烈的報酬。假如開採石油的報酬和無風險公債的利率相同，那麼除了那些喜歡「為賭博而賭博」的人之外，沒人會去開採石油；如果投資人一點也不擔心風險變動，數兆美元的衍生性商品市場就不會如此蓬勃興盛了。因此衡量相對波動性的貝他值，至少部分反映我們一般認定的風險，而投資組合過去的貝他值，對未來風險也有不錯的預測表現。

其次，我們必須記住加州大學洛杉磯分校理查·羅爾（Richard Roll）教授的批評，要精確衡量貝他值非常困難（甚至可能做不到）。標準普爾500指數並不代表「市場」；整個股市其實不只包括美國境內

數千檔股票，也包括幾千檔在外國的股票。此外，整個市場還包括債券、房地產、貴金屬、原物料商品和各項資產，其中包括你我所擁有最重要的資本，就是由教育、工作、人生經歷所累積起來的人力資本。也就是說，採用不同的「市場」定義，將得到不同的貝他值。我們對資本資產定價模型和貝他值衡量風險能力的看法，大部分取決於如何測量貝他值。明尼蘇達大學的兩位經濟學家拉維·傑格納森（Ravi Jagannathan）和王振宇發現，當我們重新定義衡量貝他值的市場指數，把人力資本納入，而且貝他值可隨經濟景氣循環波動時，就能強力支持CAPM和貝他值可以預測報酬的論點。

最後，投資人應該知道，就算貝他值和報酬之間長期的關係並不明顯，它依然是有用的投資管理工具。「假如」（打一個大問號）貝他值低的股票，報酬在相當程度內的確和貝他值高的股票報酬相仿，那麼貝他值這項投資工具的效用就甚至比它在資本資產定價模型中更有價值。投資人應該大量買進這些低貝他值的股票，就可以賺到和市場平均值一樣的報酬，但風險卻小得多。那些願意承擔高風險以換取高報酬的投資人，則應該貸款買入並持有低貝他值的股票，使風險和報酬一起增加。我們會在第11章看到一些設計來執行這種策略的Smart Beta策略商品。可以確定的是，貝他並不能拿來代替腦袋，也不能當作預測未來長期報酬的單一指標。但現在就宣布貝他值死訊，在我看來，未免言之過早。

## 計量派尋求更好的風險指標：套利定價理論

如果貝他值聲譽已毀，無法當作衡量風險的有效指標，還有什麼指標可以取而代之嗎？耶魯管理學院的史蒂芬·羅斯（Stephen Ross）是風險評估領域中的開路先鋒之一，他發展出資本市場的新價格理

論：「套利定價理論」（Arbitrage Pricing Theory，簡稱APT）。要了解APT的理念，必須先回想CAPM給我們的啟發：唯一能讓投資人獲得補償的是無法分散的風險。只有系統性風險才有風險溢價。但在特定股票和投資組合中的系統性風險可能太過複雜，不是單單一個衡量股票和市場同步變動的貝他值所能表達的，尤其股市指數並不是市場的完美代表，因此貝他值無法反映某些重要的系統性風險因素。

來看看其中幾個重要的系統性風險因素。其一，國民所得的改變，對個別股票報酬可能有系統性的影響，這在第8章單一島國經濟的例子中可以看出。同時，國民所得的改變反映個人所得的改變，而股票報酬和薪資所得的系統性關係也很可能對個人行為有很大的影響。例如：在福特汽車廠工作的工人會發覺持有福特股票的風險特別大，因為被裁員和持有福特股票的報酬低落可能同時發生。國民所得的改變也可能反映出其他形式的資產所得改變，因此和法人的基金經理人也有關係。

利率的改變是影響個股報酬的另一項系統性因素，是不能藉由分散而消除的重要風險。由利率上升則股價遭殃的角度來說，股票是有風險的投資，那些對利率上升特別敏感的股票，風險尤其高。因此某些股票往往是和收益固定的投資工具同步升降，但它們也不能用來降低債券組合的風險。固定收益證券是法人投資組合的重要部分之一，利率這項系統性風險對市場上一些大型投資人而言特別重要。

通貨膨脹率的改變同樣對普通股報酬有系統性的影響。原因至少有兩個。第一，通貨膨脹率上升往往帶動利率上升，造成股價下跌，就像之前討論過的；第二，通貨膨脹率上升可能使某些公司的毛利縮水，例如：公用事業常出現費率比成本晚一步上漲的情形。但另一方

面，通貨膨脹卻可能嘉惠天然資源產業。在這裡，又見股票報酬和經濟變數之間重要的系統性關係，無法用單純的貝他值充分表達。

某些系統性風險因素對股票報酬的影響，在統計測試上的結果令人鼓舞。在解釋不同股票的報酬差異時，當我們把傳統的貝他值加上其他系統性風險變數，例如：對國民所得、利率、通貨膨脹變動的敏感性，就能得到比CAPM更好的解釋。當然APT提供的風險衡量，也面臨困擾著CAPM的同樣問題。

## 法瑪和法蘭奇的三要素模型

法瑪和法蘭奇提出一個類似套利訂價理論的模式來說明風險。除了貝他值之外，有兩個要素用來解釋風險，這些要素源自他們的實證研究，研究顯示，報酬與公司規模（根據市值來估算）以及股價淨值比相關。法瑪和法蘭奇指出，規模較小的公司相對而言較有風險，一個可能解釋是，在經濟衰退期間，這種公司比較難支撐下去，因此可能會有更多與GDP波動相關的系統性風險。法瑪和法蘭奇也指出，股價淨值比低的股票，可能會陷入某種程度的「財務困境」。業界熱烈討論這些觀點。並非所有人都同意使用法瑪和法蘭奇的要素評估風險，但是當然，2009年初，各大銀行的股票以低於淨值很多的價格出售，很難說投資人認為這些公司沒有破產之虞。此外，即使有人辯稱，股價淨值比低的股票提供較高的報酬是因為投資人不理性，但這些人發現，法瑪和法蘭奇風險因子確實有用。

表 9-1

第一組（60 檔股票）	第二組（60 檔股票）
個股的系統性風險（貝他值）為 1	個股的系統性風險（貝他值）為 1
個股的特殊風險高	個股的特殊風險低
個股的總風險高	個股的總風險低

有些分析師會在法瑪和法蘭奇的三要素風險模型中進一步增加變數，可能會增加動能要素，捕捉上漲或下跌的股票掌握維持相同方向的趨勢，此外，可以加入流動性要素，以反映一項事實：需要付給投資人更多報酬來促使他們持有流動證券。另一個要素則是公司的「品質」，這可以用盈餘穩定性、銷售成長率和低債務水準這樣的指標來衡量。要素模型現在廣泛用愛衡量投資表現，以及用來設計Smart Beta策略商品，這會在第11章討論。

## 完美的風險指標並不存在

第8章和第9章是學術界裡資本市場的現代理論。股市似乎是個有效率的機制，可迅速地因新資訊而調整。不論是分析過去股價波動走勢的技術分析，或是分析個別公司與經濟整體前景的基本面分析，都不能持續讓人獲利。長期獲取較高報酬的唯一方式，似乎只有承擔較高的風險。

不幸的是，完美的風險指標並不存在。貝他值這個資本資產定價模型的風險指標表面上看來不錯；它是簡單、容易了解的市場敏感度指標。可惜貝他值也有缺陷，由20世紀長期的統計數字看來，它和投資報酬率的實際關係和理論預測的關係不一致。還有，個股的貝他值

不夠穩定，它會隨著不同的期間而改變，也會隨著採用的特定市場代表值不同而改變。

我曾說過，多項系統性風險對個股與投資組合的影響，不是任何單一指標就能充分反映。市場大環境的波動會影響報酬；利率與通貨膨脹率的變動、國民所得以及其他經濟因素（例如：匯率）的變動，也會影響報酬。此外，一些證據顯示，股價淨值比較低、規模較小的股票，報酬會比較高。神祕而完美的風險指標對我們來說，仍然遙不可及。

關於風險的評估，學術界仍有極多爭議，有待更多實際驗證。這讓那些面臨「不出版就淘汰」的助理教授大大鬆了一口氣。無疑地，風險分析的技巧還有許多地方尚待改進，風險衡量的計量分析也還未被淘汰。我個人認為，未來的風險衡量會更加複雜而非更簡單。然而我們要小心，不要輕信貝他值或其他風險指標衡估風險和預測報酬的能力。你該了解現代投資理論中最有用的工具，它們對你可能有幫助。但天方夜譚中的英俊精靈不會突然出現，替我們解決所有投資問題。就算它真的出現，我們也可能會糟蹋機會，正如資本保管信託（Capital Guardian Trust）的羅伯特·柯比（Robert Kirby）著名故事中的小老婦人一樣：

她坐在養老院陽台的搖椅中。一位小精靈突然出現，對她說：「我決定要讓你達成三個願望。」

小老婦人回答說：「滾開吧！你這無用的小東西，我一輩子見過的聰明人已經夠多了。」

精靈回答：「聽著，我可不是在開玩笑，這是真的，試試看。」

她聳聳肩說：「好吧，把我的搖椅變成純金。」

當他吹一口煙，讓這個願望成真時，她顯然興致來了，她說：  
「把我變成年輕貌美的女郎。」

精靈又吹一口煙，完成她第二個心願。最後她說：「好啦，我的第三個願望是把我的貓變成年輕英俊的王子。」

轉眼間，一位年輕王子出現在面前，王子轉向她，問道：「現在妳是不是後悔把我給闖了？」

- 
1. 高中代數說，任何直線都可以寫成等式，本圖中直線的等式為：  
報酬率 = 無風險報酬率 + 貝他值（市場報酬率 - 無風險報酬率）。以上等式可以用風險溢價來表示，也就是股票或投資組合的報酬率超過無風險報酬率的部分：  
報酬率 - 無風險報酬率 = 貝他值（市場報酬率 - 無風險報酬率）。  
這個等式說明，任何股票或投資組合的風險溢價直接隨著貝他值的增加而增加。有些讀者或許想知道，貝他值和投資組合理論中至為重要的共變異數有什麼關係。任何證券的貝他值，就是該證券與市場指數的共變異數，可從過去的紀錄推算而得。 [↑](#)
  2. 「計量派」（Quant）是華爾街給愛用數學方法的分析師取的綽號，這些人大半精力都投注於新投資技術上。 [↑](#)



## 第10章 行為財務學

行為財務學不是標準財務學的分支；而是以較佳的人性模型取代標準財務學。

——梅爾·史塔曼 (Meir Statman)



到目前為止，我是根據「投資人完全理性」這個前提來說明股市理論和技術，投資人以財富極大化為目標做出決定，所面臨的限制只有個人的風險承受度。但是在21世紀初嶄露頭角的新一派財務經濟學家宣稱事實並非如此。這些行為學家認為，許多（或許甚至是大部分）股市投資人絕非完全理性。畢竟，想想你的親朋好友、同事和主管、父母以及（我向天借膽說）配偶（當然，子女是另一回事），這些人的行為都夠理性嗎？如果你的回答是「不理性」或甚至是「有時不理性」，你就會想繼續了解這個行為財務學中以人不理性做為研究的分支是怎麼一回事。

效率市場理論、現代投資組合理論，以及風險和報酬之間的各種資產定價關係，全都是以一個前提為基礎：股市投資人是理性的。整

體而言，他們對股票現值做合理的估計，他們買賣股票的價格完全代表他們對未來前景的看法。

至目前為止，「整體而言」這句話顯然成為經濟學家的救命管道，也就是說，他們承認有些個別的市場參與者可能一點都不理性，但是他們接著馬上為自己解套，宣稱不理性投資人的交易是隨機發生的，所以能彼此抵消對價格的影響。效率市場學派認為，即使投資人大多不理性，但聰明的理性交易者會修正不理性交易者所造成的任何錯誤定價。

## 投資人並不理性

心理學家不會講這種經濟學的空話，尤其是丹尼爾·康納曼（Daniel Kahneman）和阿默斯·特佛斯基（Amos Tversky）這兩人，他們抨擊經濟學家對投資人行為的錯誤觀點，一般認定他們創造了所謂「行為財務學」的全新經濟學派。

這兩人的主張很簡單：人並不像經濟模型所假設的那樣理性。一般大眾和非經濟學家可能會覺得這個論點稀鬆平常，但是學術界可是花了二十多年才普遍接受它。正當各界愈來愈支持這項理論時，特佛斯基在1996年過世。六年後，康納曼以這項理論贏得諾貝爾經濟學獎。這個獎項特別值得注意，因為它並不是頒給一位經濟學家。康納曼在聽到獲獎的消息時表示：「這個獎……顯然是頒給共同創作者，但可惜他們沒有提供死後追贈的獎項。」

雖然康納曼和特佛斯基詮釋的見解影響所有探討決策程序的社會科學，但是對全美國經濟系和商學院的影響特別大。想像一下，這可

是個全新領域，可以發表文章、四處演講取得豐厚酬勞，以及撰寫研究論文。

這個理論對教授和學生好處多多，但是全球其他想要投資股票的人該怎麼辦？行為財務學能夠如何協助他們？更重要的是，其中有何法寶可供採用？說實話，裡頭的東西還真不少。

行為學家認為，市場價格極不正確。此外，人們總是失去理性，而且投資人不理性的舉措往往相互影響。行為財務學於是進一步闡述這項理論，聲稱可以將這種不理性的行為量化或分類。基本上，產生不理性市場行為的因素有四種：過度自信（overconfidence）、偏誤的判斷（biased judgments）、從眾心理（herd mentality）和損失趨避的心理（loss aversion）。

效率市場理論派會說，是沒錯，但是（主張者總是會有個但書）這類因素造成的扭曲會被套利者的做法所抵消。「套利者」這個花俏的用詞，是指利用市場價格與合理價值之間的價差來賺取利潤的人。

嚴格來說，「套利」這個詞指的是利用相同商品在不同市場間的價差來賺取利潤。假設紐約買賣英鎊的匯率是1.5美元兌換1英鎊，而倫敦的匯率是2美元兌換1英鎊，套利者就可以在紐約花1.5美元買1英鎊，然後同時在倫敦以2美元賣出，賺取0.5美元的獲利。同樣地，如果股票在紐約和倫敦以不同的價格出售，在便宜的市場買進然後在昂貴的市場中賣出是很合理的做法。「套利」一詞通常會延伸到以下的情況：兩檔股票極為類似，價格卻有高低之分，或是當兩家公司計畫合併的事宜已獲准，一檔股票可望以更高的價格換取另一檔股票時。廣義來說，「套利」是用來描述買進顯然「被低估」的股票，並且在股價衝到「太高」時賣出。如此一來，勤奮的套利者就可以消除股價的不理性波動，建立一個定價有效率的市場。

但是行為學家卻認為，套利效率有許多實際的障礙。我們不能仰賴套利讓價格趨於合理的估價，因此市場價格可能會大幅偏離效率市場裡應該要有的價格。

本章後面會探討行為財務學的主要論點：解釋為何市場會缺乏效率，以及為何沒有「隨機漫步華爾街」這回事。我也會解釋，了解這個主題可以如何協助投資人避免一般人經常犯下的錯誤。

## 散戶的不理性行為

第一部已經解釋得很清楚，投資人總是會有不理性的時候。但是行為財務學指出，這種行為會持續發生，而非偶一為之。

## 過度自信

認知心理學研究人員已經指出，人們在不確定時，經常會做出不合理的判斷。在這些偏誤行為中，最常見的是人們經常過度相信自己的判斷是對的，並且對未來過於樂觀。

一項和過度自信症候群相關的實驗，詢問一群受訪者，他們覺得自己的駕駛能力和其他開車的受訪者或所有開車者比起來如何。開車顯然是有風險的，而技術在其中扮演了相當重要的角色。從這個問題所得到的回答，很容易就看出人們對於自己和其他人技術的想法是否切合實際。大學生受訪者有八成到九成一致表示，他們比班上其他同學的技術更好，開車更安全。如同渥布岡湖（Lake Wobegon）故事中的情節一樣，（幾乎）所有學生都自認開車水準高於一般人（**編注：這個故事描述渥布岡湖鎮民「所有女人都強、所有男人都帥、所有孩子**

都有優於平均的表現」，之後被用來形容人容易高估自己成就的傾向）。

在另一項訪談學生的實驗中，受訪者被問到自己和室友未來各自可能的發展時，大多對自己的未來十分樂觀，認為自己會有成功的事業、美滿的婚姻和健康的身體，但是在被問到室友的未來時，他們的回答都比較實際：室友很可能會酗酒、生病、離婚，還可能經歷各種其他不幸的遭遇。

這類實驗在不同的環境背景中重複進行許多次，例如：湯姆·畢德士（Tom Peters）和羅勃·華特曼（Robert H. Waterman, Jr.）在其企管暢銷書《追求卓越》（*In Search of Excellence*）中指出，他們曾抽樣訪問一些成年男性，請他們依自己與其他人相處的能力為自己評分，所有受訪者都把自己列在所有人的前50%，25%的受訪者則認為自己排在所有受訪者的前1%，甚至在評斷體能（這似乎是比較難以自欺的領域）時，至少有六成的男性受訪者將自己列於前25%。連最笨手笨腳的人也會吹噓自己的體能，只有6%的男性受訪者認為自己的運動細胞低於平均水準。

康納曼指出，這種過度自信的傾向在投資人身上尤其明顯。投資人比其他類型的人更常誇大自己的技巧，並且否認機運的存在。他們高估自己的知識，低估風險，並且誇大自己控制事件的能力。

康納曼的實驗顯示，詢問受試者信賴區間，可以有效修正投資人對機率的判斷。他詢問受試者諸如以下的問題：

據你估算，距現在一個月後的道瓊指數最好會是多少？接著你再定出一個較高的數值，你99%確定（並非絕對確定）一個月後的道瓊

指數會比這個數值低。然後挑選一個較低的數值，你99%確定一個月後的道瓊指數會比這個數值高。

如果適當地執行以上指示，道瓊指數比你的高（低）估計值高（低）的機率應該只有1%。換句話說，投資人應該98%確定道瓊指數會在他預估的範圍內。類似的實驗已經應用在利率、通貨膨脹率、個別股價等的預估上。

事實上，幾乎沒有投資人能夠設定精確的信賴區間。按理來說，實際結果超出預測範圍只有2%的機率，但實際上意外發生的機率將近20%，這就是心理學家所指的過度自信。如果有投資人跟你說他99%確定，他大概只有80%的把握。這種精準度指出人們押在自己預測上的賭注，往往超過合理的水準。此外，男性通常遠比女性更要過度自信，特別是在理財能力上。

我們應該從這些研究得到什麼結論？人們對自己預測的精確度顯然太過自信，他們誇大自身的技能，而且對未來太過樂觀，這些偏誤會以各種形貌顯現於股市中。

首要的一點是，許多散戶誤以為自己可以擊敗市場，結果他們做了太多投機買賣而且交易量過大。兩位行為經濟學家泰瑞斯·奧狄恩（Terrance Odean）和布雷德·巴伯（Brad Barber）長期觀察某大折扣券商（discount broker）散戶的投資帳戶，結果發現，散戶交易愈頻繁，績效就愈差。此外，男性投資人的交易頻率遠高於女性，績效也比較差。

這種對理財能力的錯覺很可能源自另一個心理學研究結果，也就是所謂的「後見之明偏誤」（Hindsight bias）。之所以產生這類錯誤，是因為人們會選擇性地記取成功的部分。你記得成功的投資，所以在



後見之明中，你很容易就說服自己「知道Google在首次公開發行之後，股票馬上會翻漲到五倍」。一般人很容易將任何好的結果歸功於自己的能力，而且經常會將壞結果合理化，認為那是因為不尋常的外部事件造成的。歷史教訓對我們的影響還不如幾個成功事蹟。後見之明引發過度自信，並助長我們錯以為世事容易預測，事實卻不然。那些推銷無用財務建議的人，甚至會自認為推銷的是好建議。《富比士》雜誌發行人史提夫·富比士（Steve Forbes）就深諳此理，他引述他祖父在他小時候所提出的忠告：「推銷建議比接受建議更有利可圖。」

許多行為學家相信，在預測公司未來成長的能力上過度自信，會導致所謂的成長股普遍被高估的情形。如果令人振奮的最新電腦科技、醫療設備或零售商店吸引大眾興趣，投資人通常會推斷它們將會成功、將會有高成長率，並且抱著超乎常理的自信認定事實就是如此。高成長的預測導致成長股被高估，但是這樣樂觀的預測通常不會實現，這些公司的獲利可能會縮水，股票的本益比亦然，結果導致投資績效低落。在預測令人振奮的公司成長時的過度樂觀，或許可以解釋為何「成長」股表現往往不如「價值型」股票。

## 偏誤的判斷

我每天都會遇到自認為可以「控制」投資結果的投資人，尤其是自信可以藉由觀看以往股價來定義未來的圖表專家。賴瑞·史維卓（Larry Swedroe）《不理性時代中的理性投資》（*Rational Investing in Irrational Times*）中對於連續擲出同一面錢幣的發生機率如何遠高於人們預期，提供了精闢的說明。

某位統計學教授每學年的第一堂課，都會要求學生寫下想像連續擲一百次錢幣的結果，並選出一位學生實際擲錢幣並把結果做成圖



表。教授給大家十五分鐘便離開教室，等她回來時，她桌上已經擺好了等她過目的報告。她告訴全班同學，她只要猜一次，就能指出哪份是實際擲錢幣者所交的報告。果然她一次就猜中，令全班大為驚奇。她是怎麼變出這個魔術的？她知道，實際擲錢幣的報告，很有可能有最長的連續錢幣正面或反面的紀錄。理由是，大多數人在被問到類似「『正正正正正反反反反反』或『正反正反正反正反正反』兩個序列哪一個比較可能發生」的問題時，都會選擇後者那種「較為隨機」的結果，而事實上統計資料顯示，這兩種序列發生的機率是相同的。因此，學生們在想像擲錢幣時往往會寫下類似「正正反反正反正反反反」的序列而非「正正正反反反正正正正」的序列。

除了股市的長期正向走勢之外，連續攀高的股票報酬不會一直持續下去，接下來通常會出現獲利回吐，回歸平均值（reversion to the mean）的情況。同樣地，財務萬有引力定律（law of financial gravity）也會反向作用，至少就整體股市而言，跌深就會反彈。但是投資人通常都會認定，好得不尋常的市場還會更好，差得不尋常的市場還會更差。

心理學家早已指出，人們往往會被某個錯覺所愚弄：誤以為自己對某些情況有一點掌控能力，但事實上並無法掌握。在一項實驗中，受試者坐在一台電腦前面，一條水平線將電腦螢幕一分為二，一顆球則在兩個區域之間隨機波動。受試者會拿到一個控制器，一按控制器就可以將球往上移，但是他們也被警告，球的走向也受一些隨機出現的衝擊所影響，所以他們並沒有完全的控制權。接著受試者被要求盡可能把球控制在電腦螢幕的上半部。在一組實驗中，控制器與螢幕的連接不太穩定，所以玩遊戲者絕不可能完全控制球的動向。然而在玩一段時間後，受試者在回答問題時，都相信自己對球的移動擁有很大

的掌控力（結果在受試者當中，唯一沒有這種錯覺的人是被診斷出患有嚴重憂鬱症的人）。

在另一項樂透彩實驗中，準備了兩組一模一樣的棒球卡。一組置入箱子中，稍後會隨機抽出，另一組棒球卡則分給參與者，其中一半的人自行挑選，另一半人則直接分發卡片。參與者所持的棒球卡若和箱子抽出的棒球卡一樣就贏了。之後參與者被告知，雖然所有棒球卡都已分配完畢，但是有一個新加入者想要買卡。參與者面臨一個抉擇：看是要以談好的價格將球卡賣出，還是要保留不賣，等著中獎。每一張卡顯然都有相同的得獎機率，但是在那些願意將球卡賣出的人中，自己挑卡的參與者所定的售價都比直接拿卡者所定的售價來得高。這就是促使樂透彩買家決定自己挑選號碼的原因，即使中樂透彩全靠運氣。

「控制權」這個錯覺讓投資人看到實際上並不存在的趨勢，或是相信自己可以看出股市走勢，進而預測未來的股價。事實上，即使大費周章地想從股價資料中得出某種形式的可預測性，各時期之間的股價發展依然非常近似隨機漫步，也就是股價日後的變動與股價過去的變動基本上並不相關。

人們經常誤以「相似性」或「代表性」替代合理的機率思考，使得判斷偏誤的情況更是雪上加霜（以後很可能會有其他術語來形容此現象）。康納曼和特佛斯基的一項著名實驗最能夠說明這種「經驗法則」，這項實驗給受試者看以下這段關於林達的描述：

林達，三十一歲，單身，個性坦率，冰雪聰明，主修哲學。在學生時代十分關注歧視議題和社會公義問題，同時也參與反核示威。

接下來受試者需要將關於林達的八條敘述按準確性排序，其中兩條是「林達是銀行出納員」以及「林達是銀行出納員而且積極參與女性主義運動」。結果超過85%的受試者判斷，林達比較可能是銀行出納員兼女性主義者，而不單只是銀行出納員。但是這個答案違反機率理論的基本原則（聯合原則）：某人同時屬於A類和B類的機率，小於或等於他只屬於A類的機率。顯然，受試者幾乎都沒有學過機率。

前面對於林達的敘述，讓林達看來像個女性主義者，所以同時身為銀行出納員與女性主義者似乎是比較合乎常理，也比光是銀行出納員這個敘述更能代表林達。這項實驗已經重複進行數次，實驗對象涵蓋了統計外行和懂統計的人（包括有學過機率但是不精通者）。

康納曼和特佛斯基提出「代表性經驗法則」（representative heuristic）一詞來說明這項發現。它會造成判斷上的其他偏誤，例如：未充分利用基本發生機率（base-rate probabilities）。重要的機率法則「貝氏定理」（Bayes機率法則）指出，當我們評估某人屬於特定群組的可能性時，應該結合「代表性」（representativeness）和基本發生機率（歸屬於各種群組的人口比例）。以白話文來說，這指的是：如果看到某個疑似罪犯的人（似乎代表我們對罪犯類型的概念），在推測他是否為罪犯的可能性時，我們需要具備基本發生機率（亦即人成為罪犯者的比例）的知識。但是在一次又一次的實驗中，受試者在進行預測時都未充分利用基本發生機率的知識。這一切看似不可思議，但是代表性經驗法則或許可以解釋一些投資錯誤，例如：追逐熱錢或是根據最近的事件做過度的推斷。

## 從眾行為

研究顯示，群體決策往往勝過個人決策。正所謂「集思廣益」，如果分享了更多資訊，並且考量各種觀點，資訊豐富的討論可以改善團體的決策過程。

在整個經濟體中，最能夠說明群眾智慧行為的，莫過於自由市場價格機制。消費者和製造者的種種個別決策，引導整體經濟創造出人們想要購買的商品和服務。價格機制反映供給與需求的交互作用，藉由亞當·斯密所謂「看不見的手」引領經濟，製造出適量的產品。共產經濟已經發現令他們沮喪的事實，全能的中央決策者在決定要生產哪些商品以及應該如何分配資源時，無法達到類似市場經濟的效率。

同樣地，數百萬名散戶和法人的買賣決策同時運作之下，就會讓所有股票都得到適當的價格。雖然他們對市場未來獲利的預測往往是錯的，但整體而言他們的預測似乎比任何散戶要來得正確。大部分積極型的投資經理人，績效和投資於低成本、廣基型（broad-based）指數的基金績效相比較，還真是羞於見人。

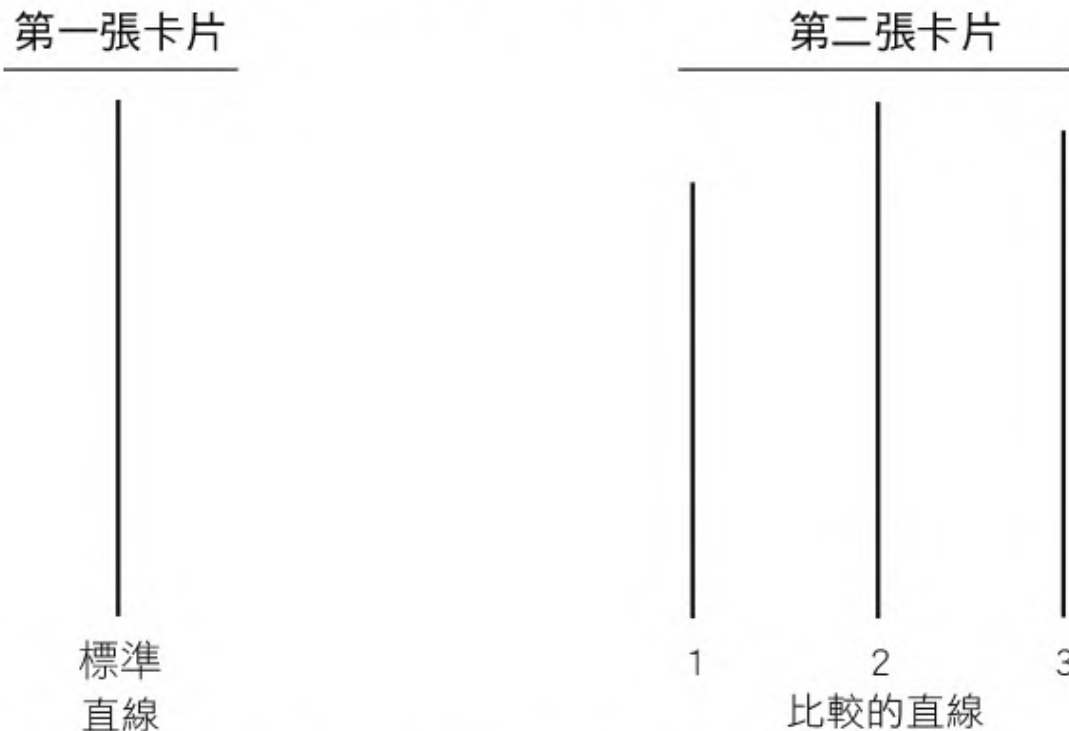
所有讀者都會發現，整體市場不會永遠做出正確的價格決策，偶爾會出現盲從的行為，如同我們從17世紀鬱金香花熱到21世紀網路股熱潮所看到的情形。這種偶發的病理性群眾行為已經吸引行為財務學의 注意。

在群眾行為研究中，有一個公認存在的現象，那就是「團體迷思」（group think），團體中的個人有時會彼此強化信念，讓人相信某個不正確的觀點其實是正確的。當然，在2000年初，團體對網路獲利潛力所做的過度樂觀預測，以及對新經濟股票不正確的定價，正是從眾行為的病例。

## 團體迷思

社會心理學家所羅門·阿希（Solomon Asch）是率先研究團體行為如何導致錯誤決策的學者之一。1950年代，阿希進行一項著名的實驗，實驗對象被要求回答一個連小孩都會的簡單問題，他們首先會看到兩張卡片，上頭畫有直線，如圖10-1所示。左邊的卡片有一條直線，受試者會被問到，右邊卡片上的哪一條直線和左邊卡片上的直線等長。有七位受試者接受一連串這樣的實驗。

**圖 10-1 阿希實驗中使用的卡片樣本**



資料來源：所羅門·阿希（Solomon E. Asch），《社會心理學家》（牛津，1987年）。牛津大學出版社（Oxford University Press）同意轉載，<http://www.oup.com>。

但是阿希在實驗中動了一個手腳，在某些實驗中，有六個受試者都是他的暗樁，只有一個受試者毫不知情，這六個暗樁故意挑選錯誤答案，而且等所有人幾乎都答完了，才讓真正的受試者回答。結果令



人震驚，真正的受試者大多選擇錯誤的答案。阿希推測，是社會壓力讓受試者挑選錯誤的直線，即使他們知道答案並不正確。

神經科學家格雷戈里·柏恩斯（Gregory Berns）在2005年進行一項研究，使用磁共振造影掃描器（MRI scanner）監測腦波活動情形，以判斷人們是否會在自知答案不正確的情況下仍然遵從團體的意見，或是他們的感知實際上已經改變。如果從眾是社會壓力所造成，該研究推論，應該可以在與監視衝突有關的前腦區域看到變化。但如果從眾是源自感知實際上的變化，主司視覺和空間知覺的後腦區域應該會有變化。事實上，該研究發現，當人們和選錯答案的群體在一起時，主司空間知覺的腦部區域活動就會增加。換句話說，其他人說的話，實際上會改變受試者自認為看到的情況。其他人的錯誤確實影響某個人對外部世界的感知。

在另一項研究中，社會心理學家把某個人帶到一個街角，請他抬頭注視天空六十秒，接著心理學家注意到，街上有些許行人駐足觀看那個人在看什麼，但是多數人都是直接走過。接著，心理學家找來五個人在街角看著天空，這次停下來朝天空看的行人增為四倍。當心理學家找來十五個人在街角觀看天空時，路過的人有近半數都會抬頭觀看。朝天空看的人數愈多，跟著抬頭看的行人人數就會增加。

## 尋找最後一個傻瓜

顯然，1999到2000年初的網路泡沫就是「錯誤投資判斷導致人們一味盲從」的典型範例。散戶認為「新經濟」相關股票將賺進高獲利，因而興奮不已，並受到不理智的一窩蜂心態所感染：高爾夫球球友、職場同事以及牌友們口耳相傳，全都提供「網路成長會創造巨大財富」的強力訊息。投資人接著開始購買股票，就因為它股價一路上

揚，其他人都因此賺了錢，而無視獲利和股息成長等基本因素都證明股價上揚並不合理。如同經濟歷史學家查爾斯·肯德伯格（Charles Kindleberger）所言：「沒有什麼事情比看到朋友發財更有害一個人的福祉和判斷力。」而暢銷書《葛林斯班的非理性繁榮》作者羅伯特·席勒指出，整個過程會因「正向的回饋循環」而強化，一開始的上揚股價，鼓勵更多人買進，因此帶動更高的獲利，並且吸引愈來愈多人投入。這種現象就像我在第4章中說過與網路泡沫有關的龐氏騙局（Ponzi scheme）。最後的遊戲規則，就變成尋找最後一個傻瓜。

這種從眾行為並不僅限於單純的散戶。共同基金經理人往往會遵循相同的策略，把錢全集中在同一類型的股票上。事實上，行為財務學三位領導學者哈里森·洪（Harrison Hong）、傑弗瑞·庫比克（Jeffrey Kubik）和傑若米·史坦（Jeremy Stein）所做的一項研究指出，在同一個城市中，如果某些共同基金經理人持有某些投資組合，其他基金經理人也很可能會持有類似股票。這就像流行病一樣，投資人總是很快地藉著口耳相傳來散播股票的相關資訊。這種從眾行為對散戶產生的影響相當驚人。股市的長期報酬即使相當豐厚，但是一般投資人的報酬卻相當低微，因為投資人很容易在經濟繁榮、市場達到高點時購買股票型基金。在2000年3月的前一年，新流入股票型基金的金額超過過去的任何時期，但是當股市在2002年秋天和2008年跌落谷底時，散戶從股票投資中大舉退場。金融服務調查機構大壩公司（Dalbar Associates）在一項調查中指出，一般投資人因為這種時機不當所造成的損失（time penalty），讓他們的報酬率比一般市場收益低了五個百分點以上。

此外，投資人往往會將錢投入最近績效良好的共同基金，例如：2000年第一季流入股票型基金龐大資金全都進入高科技「成長」基金，所謂的「價值」基金則出現資金大舉流出的時候。在後續的兩年



裡，成長基金大跌，而價值基金則出現實質獲利。這種選擇不當所造成的損失（selection penalty）會加重上述時機不當所造成的損失。行為財務學最重要的一個教訓就是：散戶一定要避免受從眾行為擺布。

## 損失趨避

康納曼和特佛斯基最重要的一項貢獻是提出「展望理論」（prospect theory），這個理論說明人們在有得失風險的情況下會採取的行為。一般而言，在馬可維茲等財務經濟學家所建構的模型中，個人的決策依據是自己的選擇對最終財富可能造成的影響。但展望理論質疑這種假設，並認為人們的決策動機是他們對獲利與損失所認定的價值。在這當中，損失所帶來的痛苦遠遠大於獲利所帶來的快樂。此外，描述可能的獲利或損失所用的字眼，也會影響人們最後的決定，在心理學上，這就是所謂「架構選擇的方法」（how the choice is framed）。

例如，在一場擲錢幣的賭博遊戲中，如果錢幣正面朝上，你會得到100美元，但如果錢幣反面朝上，你就得付100美元。你會接受這種賭局嗎？大部分人不會接受，即使經過重複試驗顯示這最終是沒輸沒贏、一場公平的遊戲，你得到100美元和損失100美元的機率各半。以數學詞彙來說，這個賭局的期望值是零，計算方式如下：

正面朝上的機率 × 正面朝上的獲利 + 反面朝上的機率 × 反面朝上的  
獲利 = 期望值

$$\text{期望值} = \frac{1}{2}(\$100) + \frac{1}{2}(-\$100) = 0$$

康納曼和特佛斯基接著對許多不同的受試者進行這項實驗，並且調整正面獲利的金額，測試要誘使人們接受賭局需要花多少錢。結果

發現，受試者贏的時候必須能得到250美元左右。請注意，如此會讓賭局的獲利期望值為75美元，是個非常有利的賭局。

$$\text{期望值} = \frac{1}{2}(\$250) + \frac{1}{2}(-\$100) = \$75$$

康納曼和特佛斯基因此下結論，人們估計損失東西的價值，是得到相同東西價值的兩倍半。換句話說，失去一塊錢的痛苦程度，是得到一塊錢快樂程度的兩倍半。人們顯然有著極端的損失趨避心態，即使對於大部分擁有不少資產的人來說，100美元的財富變動根本不痛不癢。我們稍後會看到，「損失趨避心態」會導致許多投資人犯下代價極高的錯誤。

但有趣的是，心理學家發現，人們在面臨一定會輸錢的情況時，幾乎都願意加入賭局。請看以下兩個選擇：

1. 必定會賠750美元。
2. 有75%的機率輸1,000美元，但有25%的機率不賠一毛錢。

請注意，這兩個選擇的期望值相同，都是賠750美元，但是將近九成的受試者選擇第二個方式，也就是願意加入賭局。人們在面臨必定賠錢的情況下，似乎會出現冒險行為。

## 架構效應

康納曼和特佛斯基也發現一個相關而且重要的「架構效應」（framing effect）。選項的架構方式，可能會導致決策者做出極為不同的結果。它們會引起下列問題。

假設美國正嚴陣以待亞洲爆發罕見的流行病，預料這波疫情可能造成600人喪生。目前已提出兩個因應計畫。假設對計畫結果做的精確估計如下：

如果採用A計畫，可以挽救200人的生命。

如果採用B計畫，有三分之一的機率可以挽救600人，有三分之二的機率救不了任何人。

首先請注意，兩個計畫挽救人數的期望值都是200人，但是根據期望理論，在考慮兩種計畫可能帶來的好處時，人們會趨避損失，而且一如預期，大約有三分之二的受試者在面對這個問題時挑選了A計畫。

但是假如我們以不同的方式提出問題。

如果採用A\*計畫，有400人會喪生。

如果採用B\*計畫，有三分之一的機率可以挽救所有人，有三分之二的機率救不了任何人。

請注意，A選項和A\*、B選項和B\*都是相同的事情，但是第二個問題是從人們的死亡風險的角度出發。用這種方法架構問題時，超過75%的受試者會選擇B\*。這說明了「架構效應」以及在一定有損失的前提下會偏好風險的情況。醫師在面臨癌症病患醫療方式上的抉擇時，如果是從存活率而非死亡率來說明問題，做成的決定往往會大不相同。

## 驕傲和後悔

行為學家也強調，驕傲和後悔情緒在影響投資人行為上的重要性。投資人發現，他們很難承認自己作了糟糕的股市決定，甚至對自己承認都很困難。如果必須向朋友或是配偶坦承錯誤，可能會變得更加悔不當初。相反地，投資人通常會驕傲地將自己創造出龐大獲利的成功投資昭告世界。

許多投資人可能會覺得，如果他們緊抓住賠錢的部位，總會等到回本的那一天，擺脫懊悔的心情。這些驕傲和後悔的情緒，可能會讓投資人緊抓住賠錢部位並且賣出賺錢的股票。巴伯和奧狄恩對一家大型折扣券商一萬名客戶的交易紀錄進行研究，結果發現一個明顯的「處分效應」（disposition effect）：投資人有個明顯的傾向，就是選擇賣出已經賺錢的股票，卻留下賠錢的股票。賣出已經上漲的股票能讓投資人實現獲利並且建立自信，如果賣出賠錢的股票，就會帶來後悔和損失的痛苦。

根據理性投資理論，這種不願意認賠的心理顯然不是上策，而且就算依常識判斷也會認為這是愚蠢行為。賣掉賺錢的股票（在有稅務優勢的退休帳戶之外），就必須支付資本利得稅，賣出已經虧損的股票，則可以減少其他已實現獲利的稅額，或是歸類到免稅額度裡。即使投資人相信現在下跌的股票日後會回升，賣出這檔股票並且買進相同產業、前景和風險性質類似的一檔股票，也仍然值得。房屋市場顯然也有這種不願意認賠的心理。當房價上漲時，銷售量會增加，房屋很快就會以賣家出價或更高的價格賣出。但是在房價直直落的時期，銷售量下滑，買家出價遠高於市場價格，屋主只得讓房子在市場上長期擱著。極端的損失趨避心理，解釋賣方為何不願虧本賣出房地產。

## 行為財務學和儲蓄

行為財務學理論也能解釋，為何許多人拒絕參加職場上的401(k)退休儲蓄方案，即使他們的公司也會相對提撥金額。如果要求已經習慣某個稅後薪資等級的員工在勞工退休儲蓄方案中增加一美元的提撥金額，他一定不肯，因為他會認為扣掉增加的提撥金額之後，目前的可支配所得就會減少（即使該金額不到一美元，因為提撥到退休儲蓄金的金額會從稅前所得中扣除，而且額度很高）。人們把這些損失看得比獲利還重。當這種損失趨避心態再加上缺乏自制力、喜歡拖延，以及習慣以不變應萬變（安於現狀的偏誤）時，就像心理學家所說的，美國人為何儲蓄率這麼低就有答案了。

為了解決人們抗拒儲蓄的問題，學者提出兩項建議。第一個建議是改變選擇的架構，以克服慣性惰性和安於現狀的偏誤。我們知道，如果要求員工積極參與401(k)退休儲蓄方案，許多員工一定會拒絕。但若用不同的方式來架構問題，讓不參加者必須主動「選擇退出」，這樣參與率將會大幅增加。以自動加入來架構401(k)退休儲蓄方案（不參加的員工必須有明確的決定並填寫「選擇退出」聲明）的公司，其員工參與方案的比例遠高於員工必須主動「選擇加入」的公司。

經濟學家理查·泰勒（Richard Thaler）和索羅摩·伯納茲（Shlomo Benartzi）規畫另一項出色的鼓勵儲蓄計畫。有鑑於自動加入計畫中仍有部分員工會拒絕儲蓄，因為他們靠目前的薪水根本入不敷出，因此泰勒和伯納茲設計出「明天存更多」（Save More Tomorrow）計畫。這項計畫基本上是讓員工決定日後若有加薪時，就讓其中一部分薪資提撥到退休儲蓄中。如果員工參加這項計畫，從調薪之後他們提撥到退休儲蓄計畫的金額將會增加。這項功能減少員工在稅前薪資減少時所產生的損失趨避心理。每逢加薪，提撥率就會持續增加，直到金額達到法定的扣稅額上限為止。如此一來，惰性和安於現狀的偏誤就會慢

慢改善，進而促使員工參與退休儲蓄計畫，而員工也可隨時選擇退出。

1998年，泰勒和伯納茲在一家中型製造公司首次實施這項計畫，當時該公司的儲蓄退休計畫乏人問津。事實證明「明天存更多」計畫非常受歡迎，公司裡超過四分之三的員工都同意參加。此外，超過80%的員工在日後加薪時仍持續參與計畫。即使後來選擇退出的員工也沒有減少原始的提撥率，只是不再增加提撥金額而已。因此，連這些退出計畫的員工所儲蓄的金額都遠高於他們加入計畫之前所存的金額。

## 套利的限制

到目前為止，我們考量了影響投資人和股價的認知偏誤。散戶的行為經常是非理性的，或者至少與經濟學家對最佳決策的理想不完全一致。在最病態的個案中，人們顯然都陷入一窩蜂心理，一味追高某些類股，使股價飆升到不合理的高點。由於不理性投資人的錯誤不會互相抵消、而是經常彼此強化，股票如何能夠有效率地定價？相信效率市場的人堅持，即使許多散戶並不理性，但「套利」能使市場變得有效率。像專業的華爾街交易者和避險基金經理人等套利者可望採取抵消部位（offsetting positions）的策略，例如：放空定價過高的股票，而且買進定價過低的股票，如此一來，不理性投資人所造成的錯誤定價就可以快速獲得修正，而理性交易者可望抵消行為交易者所帶來的衝擊。因此，部分行為學家批評效率市場理論的第二個主要論點是：這類套利受到嚴重限制。行為學家認為，套利有重大的限制，因此無法修正不正常的價格。

假設不理性投資人造成某石油公司的股價比基本面價值和同業石油公司股價高，套利者只要放空價格高估的股票，而且買進其他石油

公司的股票，就可以套利，如此一來，儘管這兩家公司都同時受到石油產業有利或不利事件的影響，套利者仍可以避險。油價上揚會使放空的股票獲利，也會使套利者的多頭部位上漲。

但是這種套利承受的風險極高，假如「價格高估」的股票傳出一些不尋常的好消息，例如：意外發現重要的油藏，或者假如「非常值得購買」的股票受到一些非預期的打擊，例如：深水油井爆炸，造成價格下跌，套利者可能會在兩邊的交易上都蒙受損失，即放空的股票可能上揚，而看多的股票可能會下跌。這種為了修正錯誤定價所做的套利，風險很大。

發現定價錯誤而嘗試加以「修正」的交易者，也面臨另一項風險：投資人甚至會變得更加看好「價格被高估」股票的前景。假設套利者在1999年時相信網路股價格被過度高估，交易者可能會放空網路股，寄望在稍後價格下跌時再回補，但是新經濟熱潮持續擴大，這些股票的價格甚至進一步上漲，其中許多檔股票漲上一倍後又再翻一倍。只有從事後回顧，我們才知道網路科技股泡沫在2000年時已經破滅，而此時許多交易者已輸得精光。市場不理性的期間，可能比套利者維持償債能力的時間還久，當套利者受到信貸約束時尤其如此。由諾貝爾獎得主設計避險基金的長期資本管理公司（Long Term Capital Management），發現自己處在一個難以應付的狀況：避險基金價格走勢與預期背道而馳，但它沒有足夠資本讓避險基金維持下去。

## 避險基金只會讓泡沫化更嚴重

在放空價格高估股票和買進價格低估股票的遊戲中，有一群天生的作手，那就是避險基金，它們擁有數兆美元的投資資金。有人可能認為，這些避險基金應該早已看出網路股的價格無法支撐下去，所以



會利用這種定價錯誤的情況，放空相關的股票。馬庫斯·布納邁爾（Markus Brunnermeier）和史蒂芬·納傑爾（Stefan Nagel）曾對1998到2000年間的避險基金行為進行研究，看看這些基金是否抑制了這股投機浪潮。

他們的研究發現令人驚訝。在泡沫期間，避險基金等經驗豐富的投機基金並不是一股修正市場的力量，它們沒有打擊泡沫，而是利用泡沫，對市場泡沫化產生推波助瀾之效。避險基金在1998到2000年初是網路股的大買家，他們的策略反映出，他們相信單純投資人的熱情會傳染、又有從眾心理，會讓定價錯誤的情況持續擴大。他們玩的遊戲，就像先前提到凱因斯著名的「報紙選美比賽」推理一樣，以30美元出售的股票，可能只「值」15美元，但如果有哪個更傻的傻瓜願意在未來以60美元買進這檔股票，這筆交易就很划算。

2005到2006年間，避險基金顯然也在石油市場興風作浪。每桶原油價格在2004到2006年期間就上漲超過一倍。雖然全球經濟成長等經濟力量也是油價上漲壓力的根本原因，但是投機活動、尤其是避險基金，顯然助長油價的漲勢。少數看空石油期貨市場的避險基金則在此時蒙受重大損失，顯然套利交易要修正價格泡沫也會有風險。

有些時候，要放空是不可能的，或至少會嚴重受限。一般在放空時，會借入看空的股票以交給買家。例如：假設我要放空100股IBM股票，那麼我必須先借入股票，以便將股票交給買家（在保持空頭部位期間，我也必須支付借券利息給買家）。有時候會找不到股票可借，因此在技術上根本無法放空。在某些無效率定價的例子中，放空的技術限制就讓套利者無法修正錯誤定價。

如果難以找到和價格高估的股票近似的替代品，也很難進行套利。要使套利發揮效用，就一定要買進價格合理的類似股票以抵消空

頭部位，如果出現一些影響市場或產業的利多消息，買進的必須是股價預期會上揚的股票。

行為學家用來顯示市場價格可能無效的一個最佳例子是未以相同價格交易的兩檔相同股票。荷蘭皇家石油公司（Royal Dutch Petroleum）和殼牌運輸貿易公司（Shell Transport & Trading Co.）就像孿生公司一樣，兩家公司在1907年同意進行策略聯盟，並將稅後獲利六四分帳，荷蘭皇家石油獲得六成，殼牌運輸獲得四成。在效率市場中，荷蘭皇家石油的市值應該是殼牌運輸市值的一倍半，實際上，荷蘭皇家石油的股價經常以高於殼牌運輸多達二成的價格交易。在效率市場中，同樣的現金流量應該以相等估價出售。

這個例子的問題在於，這兩家公司是在不同國家的市場上交易，兩方的規定不同，未來的法規管制可能也不同，即使荷蘭皇家石油和殼牌運輸在各方面旗鼓相當，要在兩檔股票之間進行套利也蘊含風險。如果荷蘭皇家石油以高於殼牌運輸10%的價格賣出，適當的套利是放空價格高估的荷蘭皇家石油股票，並且買進價格便宜的殼牌運輸股票。不過這種套利潛藏著風險。價格過高的股票可能持續上漲，造成放空者損失。今天的便宜貨，到明天可能會更划算。我們顯然不能完全仰賴套利來解決市場價格與基本價值之間的任何偏誤。2000年代前十年結束時，放空的限制無疑也為吹大房市泡沫上出一份力。美國幾個特定地區幾乎不可能讓你看空房市，只有樂觀主義者可以參與市場。當樂觀主義者能夠輕易運用抵押貸款時，就不難理解為何房市泡沫不受到套利的限制了。

## 投資人從行為財務學學到什麼？

像我這樣的夜貓子經常會看深夜節目，在大衛·萊特曼（David Letterman）深夜秀一個滑稽單元「愚蠢寵物花招」（Stupid Pet Tricks）中，寵物主人會讓他們的動物表演各種滑稽愚蠢的動作，遺憾的是，投資人的表現經常就像節目上的寵物主人和寵物一樣，而且還不太有趣。他們過度自信、盲從、誤以為自己能控制，並且拒絕承認自己的投資錯誤。相較起來，寵物似乎還聰明些。

我們剛剛看過人們的各種行為會如何影響投資。投資時，我們經常是自己的頭號敵人。如同瓦特·凱利（Walt Kelly）的連環漫畫人物「波哥」（Pogo）所說：「我們遇到的敵人正是自己。」了解我們多麼容易受到自己的心態所傷害，有助於避開可能會搞垮自身財務安全的愚蠢錯覺。一句撲克牌遊戲的名言這麼說：如果你坐在桌旁，想不出誰是笨蛋，請起身離開，因為那個笨蛋就是你。這些和投資人心理有關的見解，可以讓你別成為容易受騙上當的傻瓜。

長期觀察股市、同時也是傑出投資書籍《擺脫永遠的輸家》（*Winning the Loser's Game*）作者查爾斯·艾利斯（Charles Ellis）發現，在業餘網球賽中，得分大多不是靠我方的熟練表現，而是靠敵方的失誤而來，投資也是如此。艾利斯指出，大部分投資人都是自己打敗自己，因為他們採取錯的股市策略，而非接受本書建議的買進並持有指數的方法。大部分投資人的這種作為，使股市成為一場輸家的遊戲。

當2000年初看到買進的科技股節節上揚時，你很容易就會以為自己是個投資天才，接著，你輕易地說服自己相信，追逐上個波段績效最好的共同基金絕對穩賺不賠。對於那些在泡沫期間放棄工作去從事專業炒股的人，看到早上十點買進的股票到中午已上漲了10%，是多麼

令人雀躍啊。可惜這些策略最後都以災難作結，頻繁交易的投資人獲利總是低於穩定買進並持有的投資人。

要對付人類行為弱點所造成的惡果，第一步是認清這些行為弱點。要懂得順應市場智慧。就像不用花俏動作通常就會贏球的業餘網球選手一樣，簡單的長期持有一個納入市場所有股票分散的分散投資組合的投資人，通常也會賺錢。不要成了自己的頭號敵人，避免採用愚蠢投資人的招數。以下是行為財務學提供的最佳見解。

## 1. 避免從眾行為

行為財務經濟學家了解促使投資人盲從的意見反饋機制。當網路股一路飆漲時，投資人很難不沉浸在喜悅之中，尤其是當周遭朋友全在誇耀自己的股市獲利如何了得的時候。許多文獻都證明朋友對一個人的投資決策有何巨大影響。羅伯特·席勒和約翰·龐德（John Pound）對131位散戶進行意見調查，詢問是哪些因素吸引他們去買最近新買的股票，投資人一般的回答是熟人建議，例如：朋友或親戚。洪、庫比克和史坦對朋友影響投資人決策的重要性提供更完整的證據。他們以家庭為研究對象，結果發現，在財富、種族、教育水準和風險容忍度等條件相同下，喜歡社交的家庭（與鄰居互動密切或經常上教會的人）比不愛社交的家庭更有可能投資股市。

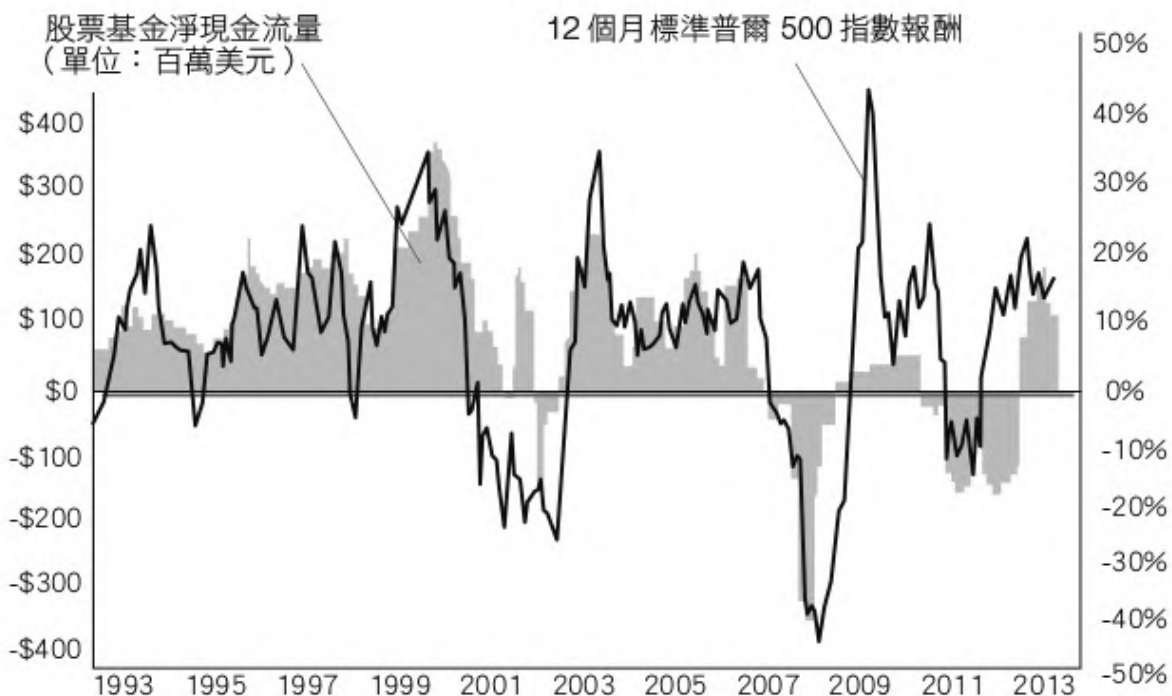
一項投資如果已經成為街談巷議的話題，對財富的殺傷力可能會更大。這種情況就應驗在1980年代初的金價、1980年代末日本房地產和股市、1990年代末和2000年代初的網路股，以及2000年代前十年間的加州、內華達州、和佛羅里達州的房市。

不變的是，某時期最熱門的股票或基金，下個時期總是會變成最差的。此外，從眾行為除了誘使投資人在股市大好時一再冒更大的風

險，也經常促使許多投資人在悲觀氣氛瀰漫時認輸。媒體往往會助長這類自殺式行為，擴大市場跌幅，並且誇大事件以爭取閱聽人的注意。而即使沒有媒體過度的關注，大規模的市場動作也會鼓勵投資人做出依賴情緒而非邏輯理性的買進和賣出決定。

因為錯誤的進出場時機，讓共同基金投資人從股市賺到的報酬率，遠低於簡單買進並持有指數基金的報酬率。這是因為投資人往往會在市場高點或接近市場高點（當大家都一頭熱）時將資金投入共同基金，並且在市場跌到谷底（當悲觀氣氛瀰漫）時抽出資金。圖10-2指出重點所在，我們可從中看到，在2000年初，股市創下新高時流入共同基金的新資金。等2002年股市跌到谷底時，投資人便抽離資金。2008年末和2009年初，就在金融危機期間市場觸底時，有空前大量的資金脫離市場，這就是所謂的「時機不當造成的損失」。

**圖 10-2 時機不當造成的損失：隨著股市流入的股票基金資金**



另外還有「選擇不當造成的損失」。2000年初，股市衝上高點時，資金紛紛流入與高科技股和網路股相關的「成長」型共同基金，並且撤出「價值」型基金，也就是將那些持有「舊經濟」股票的基金，以低於淨值和獲利的價格賣出。在接下來的三年裡，「價值」型基金給了投資人豐厚的投資報酬，而「成長」型基金卻一敗塗地。2002年第三季期間，那斯達克指數從高峰重挫80%之後，成長型基金出現大量贖回的情況。今日一窩蜂追逐「熱」門投資標的，他日就可能面臨投資「凍」彈不得的窘境。

## 2. 避免交易過度頻繁

行為財務學專家發現，投資人在做判斷時很容易過度自信，而且經常會為了賺更多錢而頻繁進出市場。而且許多投資人經常換股操作，或是經常更換共同基金，就好像在玩金拉米（gin rummy）紙牌遊戲選擇換牌和丟出牌一樣。這麼做只會讓投資人負擔龐大的交易成本和繳納更多交易稅。短期獲利要以一般所得稅率來繳稅，買進並持有的投資人則可以延遲繳納資本利得稅利得稅，而且如果長期持有股票，等到股票被當成資產分配出去時，就可以完全避稅。記住傳奇投資專家華倫·巴菲特的忠告：懶惰是最佳的投資模式。股票正確的持有期間是永遠。

過度頻繁的交易成本極高。巴伯和奧狄恩運用1991到1996年期間大約6萬6000個家庭的交易行為資料進行研究，發現樣本中的一般家庭年報酬率為16.4%，而市場報酬率為17.9%。相形之下，交易次數最頻繁的家庭，其投資組合的年報酬率只有11.4%。換句話說，進出股市最頻繁的家庭，投資組合的績效遠低於較為被動的家庭。此外，男性比女性更容易過度自信，交易次數也更為頻繁。奧狄恩對男性投資人的忠

告是：如果你想要交易股票（而且你已經結婚），請問問你的太座，你是否該這樣做。

### 3. 如果你已進場：賣掉賠錢股、不賣賺錢股

我們已經看到，人們在蒙受損失時的痛苦程度，遠勝過實現獲利時的快樂程度。因此一反常理地，投資人會願意冒著比獲得相同的利潤更大的風險，去避免損失。此外，投資人可能會在股票或共同基金一再下跌時寧可被套牢，以避免實現損失，同時也避免承認自己的錯誤。相反地，投資人通常會願意將賺錢的股票獲利了結，因為這樣就能享受投資正確的成功滋味。

有時候，在市場崩盤時繼續持有已經下跌的股票是合理的，尤其是當你有理由相信那間公司仍是成功的公司時更是如此，而且如果認賠出場之後股票又上漲，你會更加後悔。但如果繼續持有像安隆和世界通訊這類無力回天的股票，誤以為哪天可以解套回本，這麼想就不合理了。「帳面損失」和「已實現的損失」一樣真實，決定抱股就如同決定以目前價格買這檔股票一樣。此外，如果你以應稅帳戶持有股票，在賣出這檔股票後，政府會降低你的稅額，以緩和個人財務的衝擊。賣出賺錢股票則會增加你的稅務壓力。

### 4. 投資人其他的愚蠢行為

#### 小提防新上市股

你認為只要買到某家剛上市公司的首次公開發行（IPO）股票，就可以賺大錢嗎？特別是在2000年網路泡沫期間，IPO似乎是致富的必經之路。有些成功的IPO以其首次公開發行價格的兩倍、三倍、甚至七倍



（曾出現這樣的案例）的價格交易。難怪有投資人開始相信，取得IPO股票是在股市中發財最簡單的方法。

我的建議是，不要以首次發行價格買進IPO，也絕不要在高於IPO價格之後買進IPO。從歷史上來看，IPO並不是好交易，研究人員評估所有IPO股票上市五年後的表現，結果發現IPO的績效每年都比整體股市表現低了4%左右。IPO股票在上市之後六個月左右，績效就開始走下坡。這六個月一般是閉鎖期，內部人員這段期間不得賣出股票給一般大眾，一旦解除閉鎖限制，股價通常就會節節敗退。

散戶買IPO的表現甚至更糟。一般人絕不會有機會以首次公開上市的價格買到真正一流的IPO，炙手可熱的IPO全都被大型法人或承銷公司最有錢的客戶給搶走。如果你的股票經紀人打電話來說，有IPO股票可以賣你，你可以確定這新發行的股票是蹩腳貨，因為經紀公司只有在無法將股票賣給大型法人和頂級個人客戶時，才會給你機會以首次公開上市價格購買。因此結果永遠是，你只會買到新發行股當中最差的股票。據我所知，除了賽馬或賭城拉斯維加斯的博彩桌以外，這可能是最容易危及你財富的策略。

## 小不要輕信小道消息

我們全聽過這樣的故事。你叔叔吉恩知道薩伊有一個保證賺錢的鑽石礦坑。請記住，所謂的礦坑通常是指地上有個洞，洞前面站著一個騙子。有人私下跟你堂哥的小姨子葛楚提到一家沒有多少人知道的小型生技公司：「這簡直是太划算了，一股只賣一美元，而且他們準備公布抗癌療法。想想看，花2,000美元就可以買2,000股。」小道消息來自四面八方，包括親朋好友、電話、網路。別迎上前去，避開所有

小道消息，它們極有可能變成你一生中最慘烈的投資。另外請記住：別向喘不過氣的人買任何東西。

## 小不要信任任何完美的計畫

業餘或專業人士都會告訴你，有一些方式可以讓你挑選最好的基金經理人，並且讓你在股價下跌時全身而退。可惜實際上這是不可能的。當然，有一些投資組合策略事後看來確實創造高於平均的獲利，但經過一段時間後全都自行毀滅，甚至還有一些市場時機策略經過幾年、甚至數十年後才破功。但是長期來看，我同意20世紀初一位傳奇投資高手伯納德·巴洛克（Bernard Baruch）的說法：「只有騙子才能夠抓住市場時機。」20世紀末的傳奇人物傑克·伯格說過：「我不知道有誰能成功而且持續地抓住它（市場時機）。」

投資人也絕不應該忘記這句格言：「如果有什麼事情好到不像是真的，那可能就不是真的。」投資人若能留心這句格言，或許可以避免捲入有史以來最大宗的龐氏騙局：2008年被揭發的馬多夫詐欺案。據說這個案子造成五百億美元損失。馬多夫案的真正騙局是，人們當真以為，馬多夫能為他的基金投資人每年持續賺10%到12%。

這件詐欺案「聰明」的地方是馬多夫提供看似適中和安全的報酬，他如果提供50%的報酬，人們可能會懷疑起這種難以實現的承諾，但每年10%到12%的報酬似乎很可能實現。不過事實上，要每年在股市（或任何其他市場）賺取這樣的報酬是極不可能的事，這種說辭應該很容易讓人看出破綻。長期而言，美國股市每年平均可能有超過9%的報酬，只不過變動很大，譬如就有好幾個讓投資人虧損達40%的年份。馬多夫展現這種績效的唯一方式，就是做假帳。此外，不要指望監管機關幫你避開這種詐騙計謀。有人曾警告證券管理委員會，馬

多夫的業績絕不可能發生，但是證券管理委員會並未採取行動。唯一能保護你的，是了解看起來好到不像是真的事，就肯定不是真的。

## 行為財務學如何擊敗市場？

部分行為學家認為，投資人經常犯的錯誤，可以為不情緒化、理性的投資人提供打敗市場的機會。他們相信，不理性的交易創造一些可預期的股市模式，明智投資人可加以利用。這些看法比前面提供的教訓更富爭議性，我們會在下一章探討。

## 第11章 Smart Beta策略商品真的聰明？

由於不可預見的環境因素，倫敦千里眼協會決定取消星期二的聚會。

——英國《金融時報》上的一則廣告



在投資管理產業中，有個熱門的新興投資策略，稱為「Smart Beta」，因為這個策略暗示可以增進投資組合的表現，因此吸引上兆美元的資產，而且正在快速成長。不過重要的是，投資人該意識到Smart Beta策略的優點和缺點，以及在這樣的投資計畫中應該扮演什麼角色。

這一章要解釋什麼是Smart Beta策略？哪種基金採用這個策略？而且為什麼很多人對此興奮不已？還要說明為什麼Smart Beta策略沒有通過安全測試，而且為什麼不如宣稱的那樣聰明。我的結論是，對散戶來說，Smart Beta策略並不是聰明的投資方法，投資在低成本、廣基型的市值加權指數基金（capitalization-weighted index funds）還是建立投資組合最好的方法，也是最有效的方法。

## 什麼是Smart Beta策略？

Smart Beta策略並沒有一個被廣為接受的定義。使用這個詞的大多數人是記著，使用多種相對被動的投資策略，有可能得到（比市場更高的）超額報酬，而且風險沒有比投資在低成本的整體股市指數基金還高。

我在之前提到，每個投資組合的核心應該是低成本、可以節稅的廣基型指數基金。的確，從1973年本書的第一版開始，當時指數基金還沒問世，我就鼓勵創造這樣的基金，因為這比那些昂貴、無法節稅的主動式基金好得多。藉著持有一個擁有市場所有股票的投資組合，並以股票的公司規模或市值（流通在外股數乘上股價）比例來持有，投資人就可以保證能得到市場報酬。這樣的基金會使得交易成本最小，而且可以節稅。如果一家公司市值加倍（因此占指數的權重增加），投資人的投資組合就會自動反映這樣的改變，而且不需要透過交易完成。此外，前幾章引用的實證資料很明顯指出，一般來說，指數基金提供的淨報酬比想要打敗大盤的主動式基金還高。

如果投資人按照我的推薦，買進一檔低成本的整體（美國）股票指數基金，他會得到市場報酬，以及承擔美國股市股價起伏的風險。要記住，第9章在討論資本資產定價模型時提到，市場的波動程度是以貝他值衡量，而且市場的貝他值定義是1。現在，Smart Beta策略要讓我們相信，單純的指數，也就是根據市值權重持有所有股票的投資組合，並不是最好的策略。他們宣稱不用像大部分主動式基金一樣，靠著經理人選股就能擊敗大盤。相反地，你可以在不承擔額外風險下，管理一個被動（低週轉率）的投資組合，更可靠的得到很好的績效，而且這樣做的費用遠低於主動式基金的管理費用。訣竅就在於更傾向（或偏好）某個方向選股，像是傾向「價值股」或「成長股」、小型

股或大型股、相對強勢股或相對弱勢股，以及相對低波動的股票或高波動的股票。

其他選股傾向或偏好建議包括「股票品質」（像是穩定的銷售和盈餘成長，以及低槓桿經營等特性）、獲利率、高股利和流動性。就像好的廚師會混合多種香料，一些Smart Beta投資組合會混和「價值股」和「小型股」以及上述幾種條件。此外，這些都是在不增加Smart Beta投資組合的預期波動（貝他值水準）下完成<sup>[1]</sup>。

## 四種選股方法：贊成與反對的理由

### 價值投資

#### 贊成理由

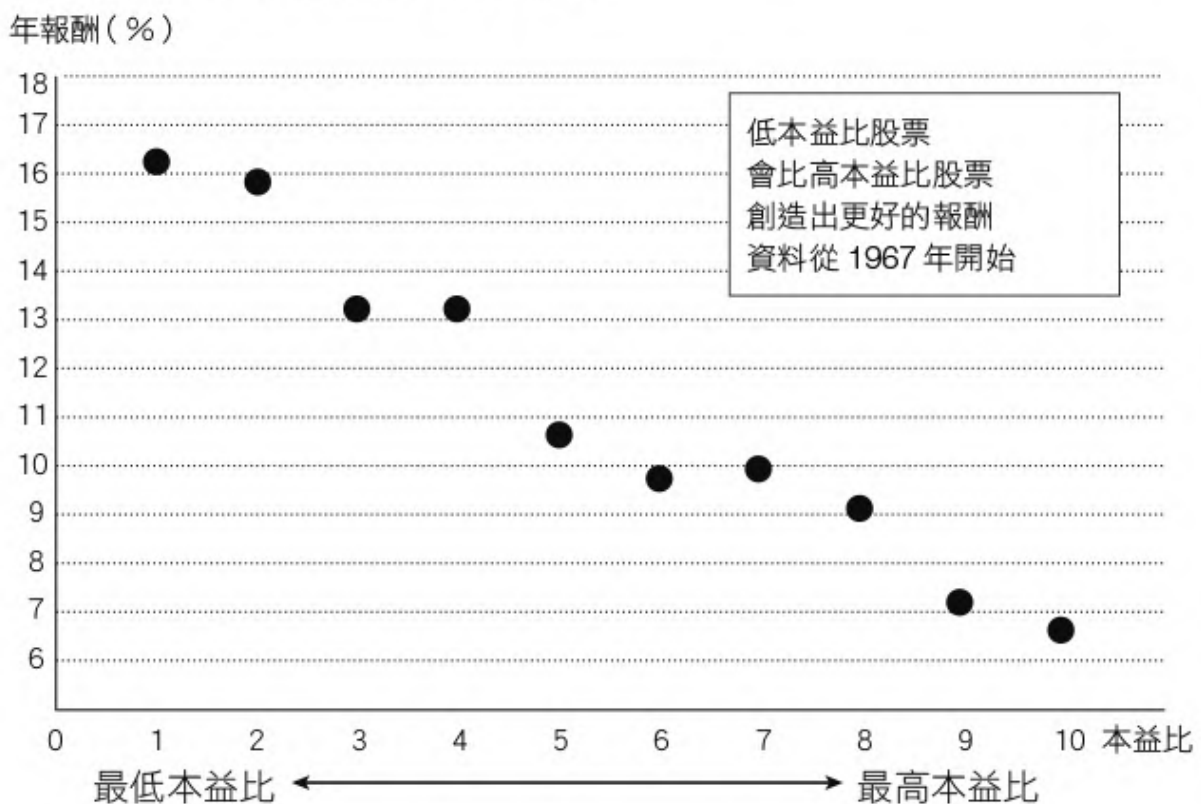
1934年，大衛·陶德和班傑明·葛拉漢向散戶發表一項宣言，吸引許多追隨者，包括著名的華倫·巴菲特。他們認為「價值」終會取勝。尋找「價值」的投資人會選擇本益比低、股價淨值比低的股票。這裡的「價值」是基於目前的現實衡量，並不是基於未來的成長預測衡量。他們的理論和行為學家的看法一致，認為投資人會因為對自己預估未來報酬的能力過度自信，而為「成長股」付出過高的代價。

我對這個異常現象頗有同感。我有個選股法則是尋找合理成長、但未被市場發現，因此本益比較低的股票。這個方法經常被描述為「以合理價位成長」（growth at a reasonable price, GARP）。我曾經反覆提醒投資人留意目前市場正流行超高本益比股票所潛藏的風險。既然盈餘成長很難預測，還是選擇低本益比的股票比較好，如果真的出現

成長，盈餘和本益比可能雙雙上揚，就會帶來加倍獲利。如果買進高本益比股票，預期的盈餘成長並沒有出現，那投資人就會出現加倍損失，因為盈餘和本益比都會下調。

有些證據顯示，若以資本資產訂價模型衡量，即使調整風險因素，相對本益比（以及價格對現金流量比、價格對銷售比）較低的股票報酬仍在平均水準以上。舉例來說，圖11-1顯示十組數量相同的股票的報酬。依本益比排列，第一組本益比最低，第二組次低，以此類推。圖中顯示，當本益比遞增時，報酬會隨之遞減。

**圖 11-1 平均年報酬 vs. 本益比**



另一個可以預測的報酬型態是股價淨值比與之後報酬的關係，淨值（book value）是指記錄在財務報表上的企業資產價值。低股價淨值



比的股票往往會在未來創造較高的報酬。尤金·法瑪和肯尼斯·法蘭奇的研究顯示，這個型態在美國和很多外國股市都成立，他們的貢獻在第9章已經提過。

## 反對理由

不要忘記低本益比和低股價淨值比是反映市場價格的風險因素。財務出現困境的公司往往會以相對低的盈餘和淨值銷售。舉例來說，像花旗和美國銀行這樣大型的金融中心銀行，2009年的股價遠低於財務報告上的淨值，當時這些機構有可能被政府接管，股東權益完全消失。

## 如何執行？

要買進這樣的投資組合，可以將投資組合分成「價值股」和「成長股」兩個部分。「價值股」中持有低本益比和低股價淨值比的股票，代表性的價值型基金是先鋒價值股指數基金（VVIAX）。VVIAX追蹤美國芝加哥大學證券價格研究中心（CRSP）編製的CRSP美國大型價值股指數，這是一個廣泛分散的指數，主要成分股是以大型美國公司為主的價值型股票。VVIAX試圖藉著投資所有或大部分的成分股，複製目標指數，而持有的每檔股票比例與其所占的指數權重相同。先鋒成長股指數基金（VIGAX）則追蹤CRSP美國大型股指數，這是「成長股」部分。價值型和成長型ETF也可以用小型股廣基型指數組成。

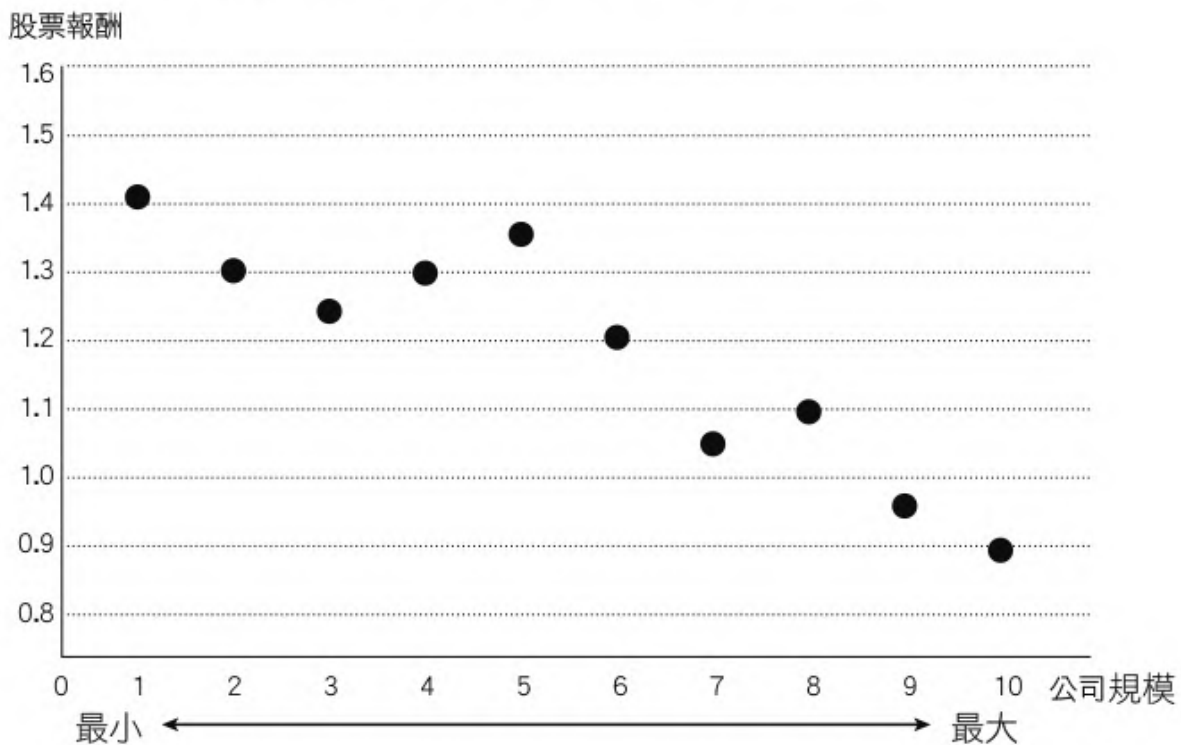
## 2. 偏重小型股

### 贊成理由

另一個型態是有學者發現，長期而言，小型公司的股票報酬會高於大型公司股票，根據易普生公司（Ibbotson Associates）的資料顯示，自從1926年以來，美國小型股票的報酬比大型股票的報酬高出2%。圖11-2顯示法瑪和法蘭奇的研究結果，他們把股票按照公司規模分組，發現第一組，資本額最小的10%的股票（編注：資本額是衡量公司規模的方式之一，資本額等於每股股價乘上流通在外股數），報酬率最高；第十組，資本額最大的股票，報酬率最低。還有在貝他值相同時，小公司也比大公司表現好。

**圖 11-2 每月平均報酬 vs. 公司規模（1963-1990）**

小型股票投資組合報酬率通常高於大型股票投資組合



資料來源：法瑪和法蘭奇，〈預期股票投資回報的橫斷面研究〉（The Cross-Section of Expected Stock Returns），《金融期刊》（*Journal of Finance*），1992 年 6 月。

反對理由

雖說如此，我們應該記得，小型股的風險比大型股高，所以投資人應該得到較高的報酬。就算是「小型股效應」（small-cap effect）未來繼續存在，這項結論也沒有違反效率市場原則。會出現在經過風險因素調整後，小型股報酬高於大型股的研究結果，主要因素在於衡量風險的方法這些。研究通常採用貝他值衡量風險，但貝他值並不是很好的風險指標。我們沒有辦法確定小型股報酬較高是因為市場無效率，或是因為風險衡量的不正確。小型股報酬較高可能只是因為投資人負擔較高風險，所以獲得較高報酬。此外，小型股效應是「倖存者現象」所造成，換言之，今日的公司名單中只包括那些存活下來的小公司，破產倒閉的小公司並不在內。

最後，「小型股效應」未來是否繼續存在，一直都是值得懷疑的問題。購買小型股的投資組合，並不保證能獲得極高的報酬。

## 如何執行？

適合的投資工具是偏重小型公司的股票投資組合，也就是偏重小型股。例如：iShares羅素1000指數ETF（IWB）追蹤1000家美國最大型的公司，而股票代碼IWN的小型股羅素2000指數ETF，則是追蹤（以市值計算）1001名之後算起的2000家美國公司。

## 3. 短期動能和長期回歸均值策略

### 贊成理由

最早對股價變動的實證研究可以回溯到1990年代早期，發現股價的時間序列與隨機數字有相同的表現。即使最早的研究支持股價呈隨機漫步的結果，但最近的研究則指出，隨機漫步模型並沒有完全成立。

股價的變動存在某些型態，從短期持有的期間來看，股票市場存有某種程度的動能，也就是股價上升時，接下來大部分時候會進一步上漲，而非下跌；而從長期持有期間來看，股價似乎會回歸均值（aversion to the mean），也就是當股價在一個月或一年間出現大漲，接下來常會有大幅回檔。

股價出現短期動能有兩個解釋：一個根據行為財務學的研究，另一個則歸因於對新消息的反應遲緩。行為財務學專家羅伯特·席勒在2000年強調，心理的回饋機制會賦予股價一定的動能，尤其是在股價極端激情的期間，投資人看到股價上漲就會被吸引進入股市，就是所謂的「跟隨效應」（bandwagon effect）；第二個解釋則是認為，在新消息出現時，投資人無法及時調整他們的預期，尤其是公司盈餘超乎（低於）預期的新聞出現的時候。一些研究者發現，當股價只會緩步回應公司盈餘訊息時，正面的盈餘驚喜會帶來異常的高報酬。

有些證據支持股市有短期動能存在，另外也有研究發現長期股價會呈現序列負相關（negative serial correlation），也就是說，從長期持有期間來看，報酬率會反轉，長期持有一段時間的報酬變動預期會與過去的報酬負相關。

有些研究則把原因歸於投資人對股價的預測往往會「過度反應」，他們認為投資人的樂觀和悲觀會系統性的造成股價脫離基本面價值，而之後才會回歸均值。他們認為這樣對過去事件的過度反應與投資人的行為一致，投資人對於自己對未來股價或未來公司盈餘的預測能力都過於自信。這些研究結果支持「反向策略」（contrarian strategy）的投資技術，也就是說長期來看，要買進市場不看好的股票或類股。

## 反對理由

然而，短期動能和長期回歸均值的研究結果並不一致，有些時期的情況比其他時期不顯著。此外，不可能從個股展現出的報酬率反轉中獲利。我有個研究模擬在十三年的期間特別買進前三到五年報酬最差的股票，這項研究發現，前三到五年報酬非常低的股票在接下來的期間有比較高的報酬，而且在前三到五年報酬非常高的股票在接下來的期間有比較低的報酬。因此這是證實報酬率會反轉非常強力的統計證據。然而，在接下來的期間，這兩類股票卻有相似的報酬，所以反向投資並不能得到比較高的平均報酬。在統計上有非常強健的報酬率反轉型態，但並不意味市場沒有效率，可以使投資人得到超額報酬。

## 如何執行？

有些基金和ETF可以配置市場較為強勢的股票投資組合。AQR資產管理公司發行的AQR大型股動能基金（AMOMX）主要投資美國交易所或櫃買中心有上漲動能（positive momentum）的大型和中型公司。上漲動能常是指比之前十二個月有強勢表現的股票（但不包括最近一個月，而且允許任何短期報酬逆轉）。

## 4.低波動股票

### 贊成理由

為了解各種低波動Smart Beta策略的合理性，我們需要回到第9章資本資產定價模型（CAPM）。根據資本資產定價模型，風險和報酬跟貝他值相關，而貝他值衡量任何股票或投資組合的相對波動（或無法分散的風險）。根據這個理論，任何股票或投資組合有愈高的貝他值

（風險），報酬應該就會愈高。然而第9章顯示，支持這個理論的實證資料薄弱，高貝他值的投資組合並不會比低貝他值的投資組合創造更高的報酬，貝他值與報酬的關係在美國與國際上相對不明顯。

投資人可以利用這個事實來追求許多「不選高貝他值」（betting against beta）的投資策略。舉例來說，利用一個貝他值是0.5（價格波動是整個市場波動的一半）的低貝他值投資組合，創造與貝他值為1的市場相同的報酬。如表11-1顯示，假設市場報酬是10%，只要融資買進低貝他值的投資組合（每一美元的市值只花五十美分），投資人可以讓這個低貝他投資組合的貝他值變為兩倍，報酬也會變為兩倍。

**表 11-1 低貝他值投資組合的槓桿操作**

	買進市場的 投資組合	買進低貝他值的 投資組合	融資買進低貝他值的 投資組合 *
平均報酬	10%	10%	20%
貝他值	1	1/2	1

\* 為了簡單呈現這個例子，我們假設融資的利率是 0%。

很容易可以看出如何用融資增加投資組合的報酬和價格波動。每買進價值100美元的投資組合，投資人只要付出50美元，其他50美元則用融資。而100美元的投資組合價值會增加10%至110美元，但是投資人持有的權益增加20%，就像表11-2顯示。

表 11-2 融資對獲利和貝他值的影響

	投資前	得到 10% 獲利之後	獲利率
投資組合價值	\$100	\$110	10%
融資的金額	50	50	—
投資人的權益	50	60	20%

當然，報酬會增加，付出的代價是產生加倍的價格波動，如果投資組合的價值下跌10%至90美元，那投資人持有的權益只剩下40美元，等於是下跌20%，因此低波動的投資組合（貝他值1/2）可以使原來的股票價格波動加倍。

### 反對理由

還有其他低波動的策略。舉例來說，一個投資人也許買進（做多）價格波動最低的10%股票，而且做空價格波動最高的10%的股票，不論投資人使用哪個策略，相較於本書較為贊成的買進並持有投資組合策略，最後都會有個不那麼分散風險的投資組合。低波動的投資組合往往會集中在公用事業股票與大型醫藥類股。其實所有Smart Beta策略的特徵就是不完全分散風險的投資組合。

### 如何執行？

低波動ETF是相對於基準指數價格波動最低的投資組合。舉例來說，PowerShares發行代碼SPLV的ETF持有標準普爾500指數價格波動最低的100檔股票，因為沒有調整類股偏誤（sector bias），因此投資組合中，公用事業類股占了將近三分之一。一個投資人可以用融資買進SPLV來複製這個策略，藉由槓桿操作讓投資組合的beta值達到1。



## 其他混合策略

### 多向基金顧問公司的基金

多向基金顧問公司（Dimension Fund Advisors, DFA）透過投資顧問銷售基金，提供根據第9章法瑪—法蘭奇以價值和規模作為選股標準的投資基金。DFA提供的基金包含以最低股價淨值比與最低市值（公司規模）選股的基金。DFA大型股價值投資組合（DFLVX）是偏向價值選股的大型股投資組合。DFA小型股價值投資組合（DFSVX）則是偏向價值選股的小型股投資組合，期望藉此抓住小型股和價值股效應。法瑪—法蘭奇的研究不只在美國有效，在全球也有效，因此DFA提供全球基金和美國基金，DFA說，他們也可以在投資組合中混合其他選股偏好，例如：在條件許可下加上「股票品質」條件。

### RAFI「基本指數」（Fundamental Indexes）<sup>TM</sup>

銳聯資產管理公司（Research Affiliates）根據商標指數（trademarked indexes）來設計美國與全球的投資組合，它相信商標指數比標準的市值加權的標準指數更好。例如：PowerShares 富時RAFI 美國1000投資組合（PRF）投資羅素1000指數成分股，但不是用總市值加權，而是用「經濟足跡」（economic footprint）加權。RAFI基本指數會用基本面衡量的價值來對每個股票加權，使用的標準包括銷量、盈餘和淨值，而不是總市值。

事實上，RAFI的選股程序往往會比其他Smart Beta投資組合更偏向價值和規模選股。如果有兩家擁有相同盈餘的公司，但是A公司的本益比是25倍，B公司的本益比是12.5倍，在市值加權下，A公司的市值會是

B公司的兩倍，但在基本指數下，他們有相同的權重，因此（低本益比）價值股和小型股的權重會比使用市值加權指數的權重還大。

## 相同權重指數

就如同名稱所暗示的，這種投資組合給所有指數成分股相同權重。古根漢投資公司（Guggenheim Investments）發行的EWRI ETF給羅素1000大型股指數的成分股相同權重，就像RAFI的投資組合一樣，這個投資組合偏重小型股和價值股。

## Smart Beta基金的風險測試

### Smart Beta策略的評價

所有Smart Beta策略都比指數投資更為積極。市值加權的投資組合就是市場。如果你相信某部分的證券會帶來優異的報酬，那你得指望有一些「愚蠢」的投資人持有的投資組合會創造較差的報酬。一些Smart Beta策略的倡導者很明確地認為有些人是愚蠢的投資人。他們宣稱傳統的市值加權指數基金就是愚蠢的投資人，因為他們持有廣泛的指數，所以會持有過於高估的成長股。但這種推論是錯的。廣基型指數基金的持有者按理會獲得市場的平均報酬。如果Smart Beta基金會創造平均報酬，那付出代價的不會是傳統指數基金的投資人，必定是沒有持有整個市場投資組合的主動式基金經理人。

- Smart Beta策略基金確實能創造超額報酬，往往是因為他們承擔更大的風險。例如：選擇小型股這種傾向某個方向的選股策略，投資人變得不那麼分散投資，而且比市場投資組合有更大的投資風險。多向基金顧問公司這樣的經理人已經承認，基金較高的報酬

只是來自額外承擔風險的補償，從它的歷史來看，RAFI基本指數在2009年期間完全達到高於市場的報酬，當時的投資組合中，銀行股的比重比基準指數的權重高出兩倍，而且投資組合中有大約15%來自兩檔股票：花旗銀行和美國銀行。「打賭」雖然奏效，但有特定的風險，那時還不清楚銀行會不會成為國有，而且銀行股東權益會不會被清算歸零。Smart Beta投資組合也許沒有高貝他值，就是承擔相當大的風險。

- 當Smart Beta投資組合以多因素風險模型評估時（像是法瑪—法蘭奇的三因素模型或衍生的研究），一般會發現沒有超額的調整後報酬。Smart Beta投資組合並不會創造阿爾法值。
- Smart Beta基金需要定期再平衡。例如：相同權重基金為了讓股票維持相同的權重，漲幅超過平均水準的股票就必須減碼，在一個正在上漲的市場，交易會產生轉換成本和短期資本利得稅負，Smart Beta基金和ETF也要比傳統市值加權的指數基金承擔更高的管理費用。
- 所有的Smart Beta投資組合都會經歷長期表現不佳的情況，有相當多「回歸均值」的證據，而且在超額報酬時期之後常常在接下來的時期出現過度失望的結果。
- 實際來看，動能和低貝他值的基金（和ETF）不會有更好的表現。真實世界的金錢報酬與學術研究模擬的報酬並不同。
- 不論Smart Beta策略未來表現很好的仰賴關鍵是在策略實行時有市場價值存在。價值投資策略都在網路泡沫時期脫穎而出，當時高科技「成長股」的股價顯著高於「價值股」。相同地，小型股相對於大型股不那麼貴的時候，績效表現也特別好。特別是這些策略變得愈來愈熱門時，這些投資策略偏好的股票就變得更貴，投資結果證明也令人失望。如果不考慮價值評估關係（valuation relationship），沒有一個策略有效。
- 最後，很多Smart Beta策略的ETF比傳統市值加權的ETF有更高的買賣成本，陽春型的ETF，像是標準普爾500 ETF的價格與他們的淨資產價值相同，因為快速套利會讓差異很快消失。很多Smart Beta投資策略的ETF追蹤非標準化的指數，使得套利變得更為困難，因此它們的價格往往會偏離公平價值，而且常會在股票明顯溢價或折

價時交易。此外，有些成功的Smart Beta基金只能跟投資顧問購買，會增加額外的手續費，像是DFA的基金。

## 實際績效如何？

投資人可以用基金和ETF來實行前面介紹的每個Smart Beta策略，這裡我們以一些基金和ETF的實際績效，來模擬檢測上述這四個被提倡的主要策略（喜愛或偏好的投資組合），以及混合策略的結果。至於接下來提到的每個基金或ETF的資訊可以從附錄B的基金和ETF投資指南看到。

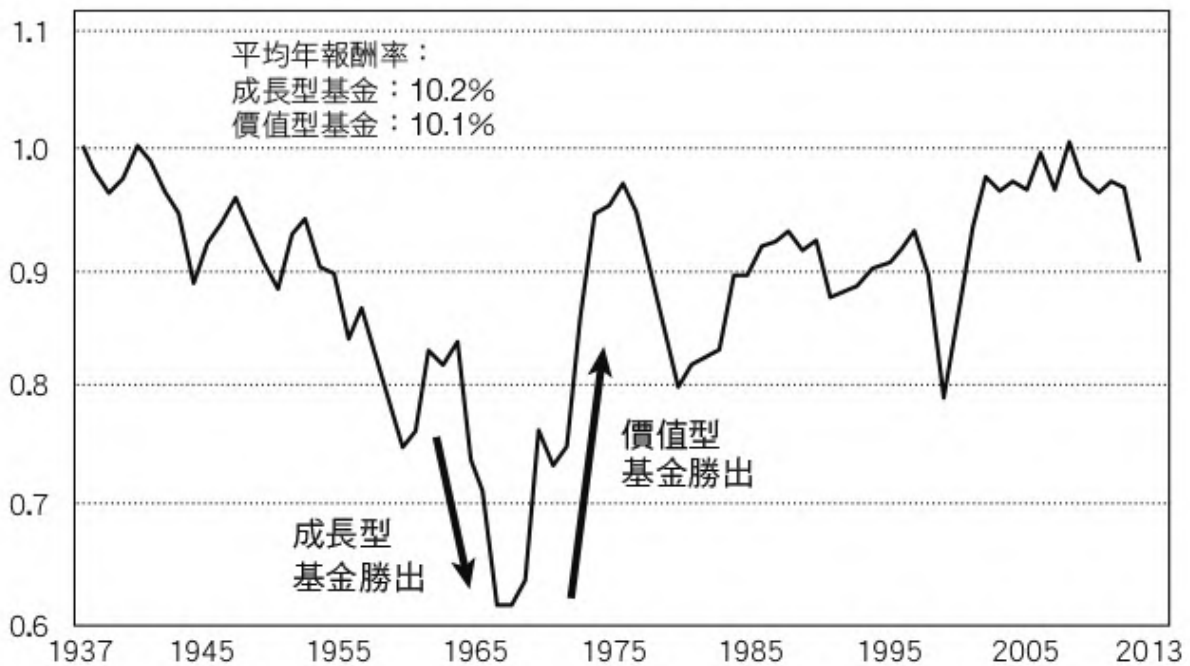
## 價值股與小型股

基金與ETF的投資組合。強力支持Smart Beta投資組合的證據是價值股的表現會比成長股好，而且小型股的表現比大型股好。這裡有些明顯的學術支持。

但是我們也必須記住，在發表的研究結果中，即使有些包含數十年的研究資料，可能仍然和時間有關，我們要問，用真實的資金是否能產生與學術研究相同的成果。圖11-3呈現共同基金的實際績效，基金按照「成長」和「價值」分類。所謂「價值型」基金，指的是該基金買進低本益比或低股價淨值比的股票。我們看到，自1930年代到現在，投資價值股票的共同基金不盡然能為投資人帶來較高報酬。從圖中看來，法瑪和法蘭奇研究的時期，自1960年代早期開始（有強大的「價值」效應）是一個比較特殊的時段，在該時段內價值股的確有較高的報酬。

圖11-3顯示主動式基金的報酬，針對最近一段期間，我們可以用目前現有的ETF來組成Smart Beta投資組合分析。圖11-4顯示從2004至2013年這十年精確複製相同的ETF投資組合。投資人如果想要看到價值型ETF出現比成長型ETF的績效要好可能要失望。不管是價值型基金或是ETF，都只會創造平均報酬。

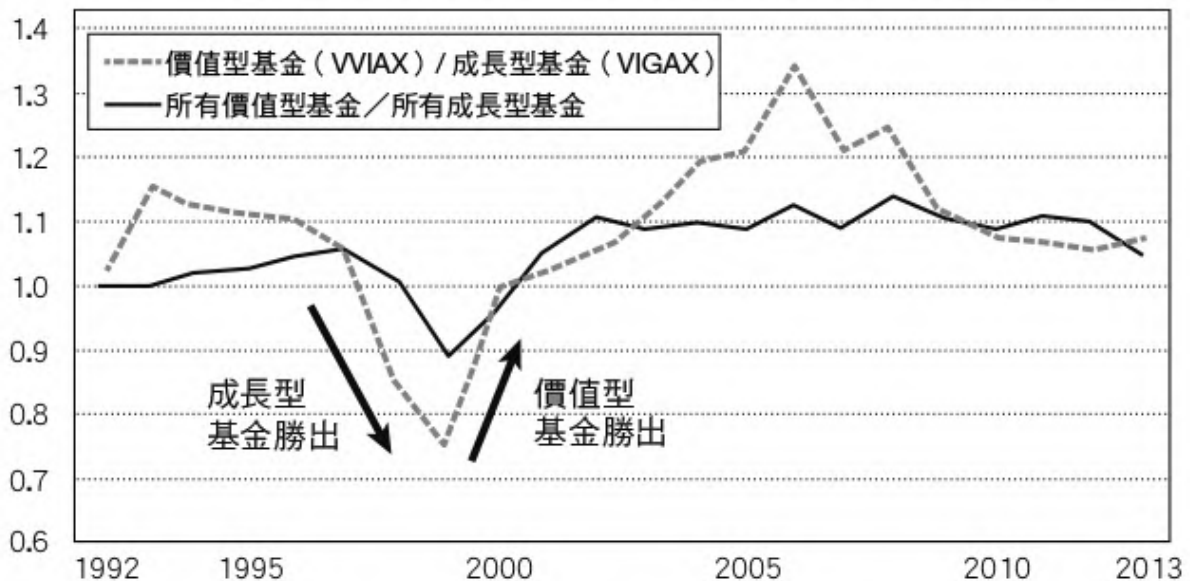
**圖 11-3 成長型基金與價值型基金比較（1937-2013）**



本圖顯示，「價值型」基金的報酬除以「成長型」基金的報酬。數字高於（低於）1表示價值型基金比成長型基金績效好（差）。

資料來源：伯格研究機構（Bogle Research Institute）。

圖11-4 回歸均值：成長型指數與價值型指數基金比較（2004-2013）



本圖顯示，「價值型」基金的報酬除以「成長型」基金的報酬。數字高於（低於）1表示價值型基金比成長型基金績效好（差）。

資料來源：伯格研究機構。

有個類似的現象是小型股效應。長期投資小型公司會比投資在大型公司創造更高的報酬。小型股投資組合的報酬波動明顯比大型股還大。舉例來說，圖11-5顯示羅素2000小型股指數與納入美國市場1000大公司的羅素1000大型股指數30年的走勢。注意這兩個指數30年的報酬看起來幾乎一樣，沒有證據顯示哪個指數的表現一直比較好。從2004至2014年的10年間，追蹤羅素1000指數的ETF（代碼IWB）和羅素2000指數的ETF（代碼IMB）也出現明顯回歸均值的現象，雖然在這段期間，小型股的平均年報酬率比大型股的年報酬率高出大概一個百分點。

圖 11-5 羅素 2000（小型股）指數與羅素 1000（大型股）指數 30 年比較、IWM（追蹤羅素 2000 指數）與 IWB（追蹤羅素 1000 指數）比較



羅素 2000 平均年報酬率（從 1984 年 4 月 2 日起）：8.31%

羅素 1000 平均年報酬率（從 1984 年 4 月 2 日起）：8.78%

IWM 2000 平均年報酬率（從 1984 年 4 月 1 日起）：8.07%

IWB 1000 平均年報酬率（從 1984 年 4 月 1 日起）：7.97%

本圖顯示，羅素 2000 指數（ETF）的報酬除以羅素 1000 指數（ETF）的報酬。數字高於（低於）1 表示羅素 2000 比羅素 1000 績效好（差）。

資料來源：晨星。

## 混合策略

我們所謂的混合策略（blended strategies），指的是間接偏離市值加權，希望利用偏向「價值」和「規模」這兩個在學術研究上已有明顯成果的選股因素，取得效益。而兩個主要的策略是相同權重指數與



RAFI「基本指數」，兩個都是偏向（小型股）「規模」和「價值」選股的投資組合。

多向基金顧問公司（DFA）的投資組合。相較於其他多數的Smart Beta基金，DFA的基金提供投資人相當不錯的績效，它們的成本通常很低，費用率只比廣基型市值加權的ETF費用高一些。然而他們只有透過投資顧問銷售，不過投資顧問只會從中得到手續費，也就是說，它們不會特別從投資人身上得到額外的佣金，所以這些顧問不像其他投資顧問會出現利益衝突。此外，他們收取的顧問費大約在1%以上，因此從基金得到的報酬要扣除顧問費之後，才是真正的超額報酬。自行投資的投資人只要買進標準指數基金，不需要透過投資顧問的親自服務，就可以避免付出額外多一層的成本。

圖11-6顯示兩個DFA的基金到2014年4月底的近10年表現。注意DFA小型股價值投資組合（代碼DFSVX）和大型股價值投資組合（代碼DFLVX）都比基準指數的表現高出一個百分點。然而我要再一次強調，基金產生的額外報酬很明顯是因為投資組合增加風險所得到的補償。也要注意的，像所有Smart Beta基金一樣，DFA的基金都會有表現不如大盤的時期。

圖 11-6 DFA 大型股價值投資組合 (DFLVX)、DFA 小型股價值投資組合 (DFSVX) 與基準指數報酬比較



DFLVX 的基準指數：羅素 1000 價值股 ETF (IWD)

DFSVX 的基準指數：羅素 2000 價值股 ETF (IWN)

DFA 大型股價值投資組合平均年報酬率（從 2004 年 4 月 1 日起）：8.92%

羅素 1000 價值股 ETF 平均年報酬率（從 2004 年 4 月 1 日起）：7.65%

DFA 小型股價值投資組合平均年報酬率（從 2004 年 4 月 1 日起）：9.12%

羅素 2000 價值股 ETF 平均年報酬率（從 2004 年 4 月 1 日起）：7.49%

本圖顯示，Smart Beta 策略的報酬除以基準指數報酬。數字高於（低於）1 表示 Smart Beta 策略比基準指數績效好（差）。

資料來源：晨星。

## RAFI「基本指數」

就商業成功的標準來說，RAFI Smart Beta基金是所有同類基金中最引人注目的成功商品，銳聯資產管理公司創辦人羅伯特·阿諾（Robert Arnott）能夠抓住群眾的注意力，他的言論暗示，市值加權投資組合的持有者總是會持有過多高估的成長股股票，他避開以營收、資產與其

他等經濟足跡來調整股票權重的問題。當然，這種權重給了RAFI投資組合偏重價值股與小型股。從2014年開始，銳聯資產管理公司已經管理16億6000萬美元的資產。

PowerShares 富時RAFI 美國1000投資組合（代碼PRF）的確表現得比羅素1000指數這個基準指數還好，截至2014年初的7年歷史裡，報酬高了將近一個百分點。銳聯資產管理公司宣稱，額外報酬是因為避開基準指數成分股中的高估股票，這些高估股票有著以基本指數衡量還高的市值。然而，分析RAFI的績效顯示，超額報酬是來自高風險的假設。

圖11-7顯示PowerShares 富時RAFI 美國1000投資組合（PRF）相對於基準投資組合羅素1000指數的ETF（IWB）的每季超額報酬，這張圖顯示，隨著時間經過，RAFI通常會有幾季的績效落後基準指數，然而在2009年出現例外，當時RAFI投資組合出現異常超額報酬，使得之後7年的RAFI維持正的超額報酬。

圖 11-7 基本指數（PRF）、相同權重指數（EWRI）與羅素 1000 指數 ETF（IWB）的績效比較



基本指數平均年報酬率（從 2005 年 12 月 19 日起）：8.77%

羅素 1000 指數 ETF 平均年報酬率（從 2005 年 12 月 19 日起）：7.71%

相同權重指數平均年報酬率（從 2010 年 3 月 12 日起）：16.44%

羅素 1000 指數 ETF 平均年報酬率（從 2010 年 3 月 12 日起）：16.23%

本圖顯示，Smart Beta 策略的報酬除以基準指數報酬。數字高於（低於）1 表示 Smart Beta 策略比基準指數績效好（差）。

資料來源：晨星。

RAFI投資組合在2009年重押大型銀行股，這些大型銀行剛經歷金融危機，以資產「價值」大幅折價的價格出售。就如之前所述，RAFI基本指數的投資組合那時把15%的資產放在兩檔股票上（花旗銀行和美國銀行），這樣的重押結果創造出優異的報酬。但那時並不清楚出狀況的銀行是否可以避免國有化。不管怎樣，這個策略有很大的風險，很難避免做出這樣的結論：RAFI之所以成功創造出超額報酬是因為承擔太大的風險，而不是因為成長股的價格遭到錯估所造成。

統計分析RAFI的績效也支持這種風險解釋。一項針對基本指數的統計分析指出，透過法瑪和法蘭奇的三因素風險模型（「價值」和「規模」被認為是風險因素）來解釋，RAFI的超額報酬（也就是阿爾法值）估計是0。績效表現圖也指出，基本指數ETF歷史以來的長期表現並沒有比較好。

## 相同權重投資策略

就像RAFI ETF呈現的績效，相同權證投資組合也有相似的表現，我們可以拿古根漢羅素1000相同權重ETF（代碼EWRI）的績效表現與其以市值加權的基準指數羅素1000指數的ETF（IWB）比較，圖11-7顯示短期、三年歷史的資料。我們再一次看到隨著相同權重創造出一個稍微大的平均年報酬，出現績效勝出與績效落後的表現。當然，這兩個投資組合並沒有相同的特徵。相同權重的投資組合是對最小的公司提供最大的權重，因此分散投資與風險的特性與市值加權的投資組合不同。之前提過，他們也都可以節稅。

## 其他選股因素

其他Smart Beta投資組合試圖要利用低波動策略選股，提供吸引人的報酬，而且隨時間經過展現出績效動能。現在有各式各樣的ETF可供投資人交易，有機會實際利用這些策略來投資，所以我們也可以分析這些策略的表現，不過從這裡呈現的結果看來，它們的表現不太好。

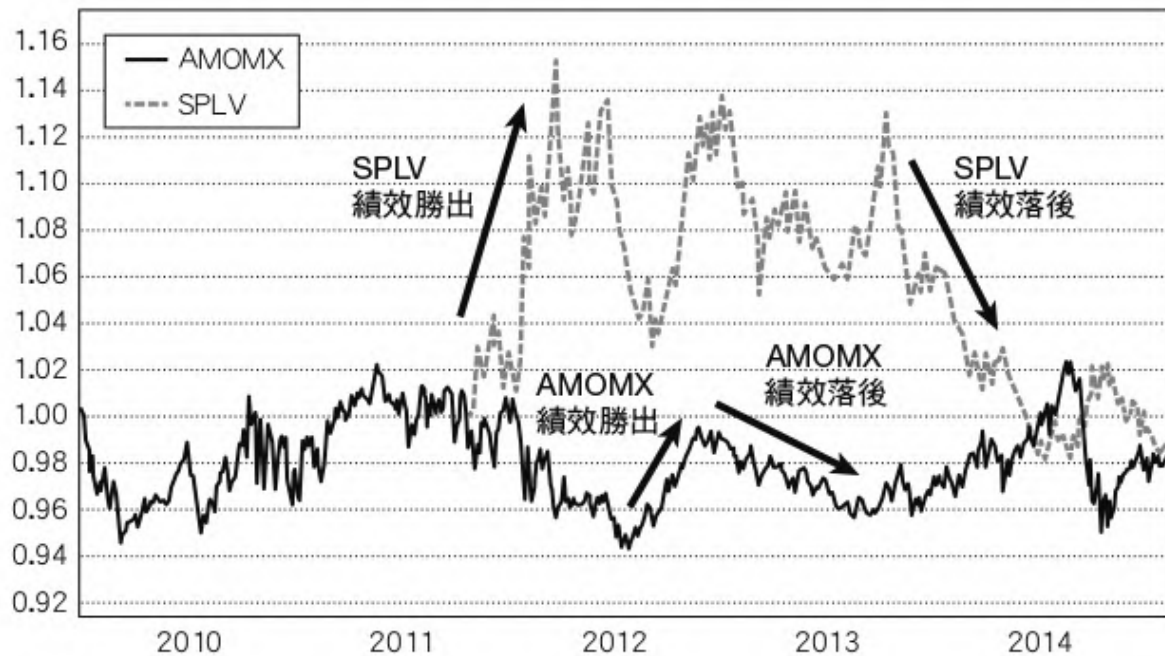
## 低貝他值（低波動）策略

有幾個ETF標榜利用占有優勢的投資工具，提供投資人從低波動的股票中賺取吸引人的報酬。這些ETF不同於一些運用特定策略的工具，也與他們應該衡量的基準指數不同。SPDR羅素1000低波動ETF（SPDR Russell 1000 Low Volatility ETF，代碼LGLV）從2013年初開始，PowerShares 標準普爾500低波動ETF（PowerShares S&P 500 Low Volatility ETF，代碼SPLV）和iShares MSCI 美國最小波動ETF（iShares MSCI USA Minimum Volatility ETF，代碼USMV）則從2011年開始。這三檔ETF到2014年第一季度都沒有創造出報酬都沒有比追蹤的市值加權基準指數高。

## 動能策略

圖11-8顯示AQR大型股動能基金（AQR Momentum Fund Class L，代碼AMOMX）有比較長的歷史，這檔基金從2009年開始。截至2014年上半年為止，這檔基金並沒有創造出高於羅素1000市值加權ETF或羅素1000成長股ETF的績效。低貝他值和動能基金的歷史太短，不能明確做出結論，公平的說，到目前為止，在現實的金錢操盤中，這兩個策略沒有一個表現出績效優勢。學術模擬的策略一定要經過實際金錢的操盤證實，才算是有效的策略。

圖 11-8 低波動 ETF (SPLV) 與動能基金 (AMOMX) 績效比較



低波動 ETF 平均年報酬率（從 2011 年 5 月 5 日起）：14.59%

羅素 1000 指數 ETF 平均年報酬率（從 2011 年 5 月 5 日起）：15.29%

動能基金平均年報酬率（從 2009 年 7 月 9 日起）：19.54%

羅素 1000 指數 ETF 平均年報酬率（從 2009 年 7 月 9 日起）：19.99%

本圖顯示，Smart Beta 策略的報酬除以基準指數報酬。數字高於（低於）1 表示 Smart Beta 策略比基準指數績效好（差）。

資料來源：晨星。

## 對投資人的意義

Smart Beta 策略是一種主動式管理投資，他們不會試著選股，而是以過去高於市場報酬的類股特性來配置投資組合。在他們青睞下，Smart Beta 投資組合提供比傳統主動式經理人費用還低的選股方式。

一般來說，Smart Beta 基金和 ETF 的成績參差不齊，很多 Smart Beta 策略的 ETF 並無法很可靠得賺得超額報酬，雖然有少部分基金在生存期



間「打敗大盤」，但這些基金並沒有比不需要再平衡的市值加權基金節稅。

在這種情況下，有些Smart Beta策略會創造出高於市場的報酬，這些超額報酬應該被解釋為承擔額外風險的獎勵。偏離市場投資組合之後，投資人承擔的是另一種不同的風險。Smart Beta投資組合並不是一個更能取得報酬的投資策略，投資人反而該擔憂會因此被風險纏住。

Smart Beta投資組合一直是行銷炒作的對象，與其說這種策略是聰明投資，不如說是聰明行銷。或許Smart Beta策略未來的好表現，是因為在執行策略當時真有市場價值存在。前面提過，在網路泡沫時期，科技「成長股」相對於最有「價值」的股票過於昂貴，這時「價值投資」策略展現優異的報酬。相同的，當小型股相較於大型股顯得不貴的時候，小型股的表現特別好。投資人應該了解，如果「價值」和「小型股」的價格隨著Smart Beta基金的持續流行而墊高，產生的投資結果可能會令人失望。沒有哪個策略可以有效的脫離評價關係（valuation relationship）。

沒有理由調整本書前幾版提供的長期忠告：每個投資策略的核心持股應該包括低成本、可以節稅的廣基型指數基金。如果你想在未來冒險創造超額報酬，你可以採取更為謹慎的做法，讓你的投資組合核心持股是市值加權的廣基型指數基金。還有如果你希望在投資組合中增加額外的風險因素，像是額外持有一些小型股，你可以藉由買進追蹤小型股指數的低成本、市值加權基金，來讓這個策略更有效率、更為可行。

## 對信奉效率市場者的意義

從2008年3月到2009年3月，股市下跌將近50%。股市有確切反映2000年3月所有的資訊嗎？或是有任何人認為股價已經有效訂價？在許多人看來，2008到2009年和接下來的世界金融危機已經使得效率市場理論的信用破產。

2009年，索羅斯（George Soros）寫道：「2008年的崩盤充分證實效率市場假說不可信。」效率市場假說被視為金融危機的罪魁禍首，而且被無數經濟評論家批為毫無價值。例如，備受敬重的市場策略家傑若米·格蘭瑟姆（Jeremy Grantham）認為，效率市場假說「多少該為金融危機直接負責」。法國興業銀行（Société Générale）的全球策略專家在《金融時報》中寫道，這項指出市場具有效率的理論「純屬垃圾」，應該被「丟到垃圾桶」。

一些Smart Beta投資組合的支持者相信市場沒有效率，而且認為他們所建構投資組合的方法是股市泡沫時保護投資人的一種方法。此外，他們認為，可靠的學術研究會發現在股市中有更多顯著可預測的型態，可以藉此建構出更聰明的投資組合。然而我們也看到，這些型態不是每個時期都會出現，而且有些型態是根據個股的基本面評價來衡量，可能只是更好的反映出所衡量到的風險。此外，這些型態有很多會因為大家都嘗試這樣選股而在未來自動失效。的確，為什麼該要小心不要過度強調這些異常和可預測的型態，或是太依賴Smart Beta投資組合來增加投資報酬，這個理由很合乎邏輯。

Smart Beta投資組合不會在市場泡沫時保護你，我了解一些對效率市場假說的評批者和一些Smart Beta投資組合的經理人認為，網路泡沫在泡沫膨脹時很容易識別出來。羅伯特·席勒在2000年初，也就是股市達到高峰時出版《葛林斯班的非理性繁榮》。確實如此，但是在2000年初用來識別泡沫的同一個模式，也在1992年識別出一個「高估」的股

市，當時的低股息殖利率和高本益比顯示，長期股票報酬在美國接近零。但事實上，從1992到2013年，每年的股市報酬超過9%，遠高於歷史平均水準。1996年12月，當葛林斯班發表〈非理性繁榮〉演說時，相同的模式會預測出長期股市報酬出現「負值」。不過從葛林斯班演說日到2013年12月，即使經歷兩次股市重挫，股市指數每年的報酬大概是7.5%。只有回顧過去才會知道，兩次重挫是發生在1999和2000年初股價「過高」時。沒有人能幫助你判斷進場時機，因此你應該避免在市場出現短期高點時進場投資。

在學術界的交流中，席勒是比較不相信視市場效率的經濟學家，因為他認為股價只有部分情況可以預期，理查·羅爾（Richard Roll）則是經濟學家，同時也是管理數十億美元投資基金的企業家。在席勒強調股票訂價無效率的重要性之後，羅爾回應如下：

我曾經用客戶和我自己的資金來投資，親自試用每一種異常現象和學術界想得出來的預測模式……我曾經用過所謂的年終效應（year-end anomalies），以及所有學術研究提出的各種策略，至今尚未從這些市場無效率中賺到一分錢……真正的市場無效率現象必須是有利可圖的。如果我們找不到任何一種系統性的方法使投資人從這些現象中獲利，那我們就很難說資訊沒有適當地反映在股價中。

有個著名的財務教授故事，常常用來解釋為何沒有機會賺取異常獲利。一位財務教授和他的學生一起散步，他們看見地面上有一張100美元鈔票，學生停下來去撿那張鈔票，但教授說：「不用費事，如果它真是一張100美元鈔票，早就不在這裡了。」這個故事恰好說明財務經濟學家所謂的效率市場。我們不相信有100美元的鈔票會躺在地上等人來撿，不論這個人是專業人員或是投資新手。

只要有股票市場，投資人就會在選股問題上犯錯。而且不用懷疑，有些市場參與者就是比較不理性，但即使股價總是由追求獲利最大化的理性投資人所決定，價格也從不會「正確」。假設所有股價理性反映未來現金流量的現在（折現）價格，但是誰都沒辦法正確預估未來流量，因此未來營收和盈餘的預測永遠是錯的。此外，股票風險溢酬長期以來並不穩定，所以價格隨時都是「錯的」。效率市場假說暗示我們永遠不能肯定股價在某個時間是太高還是太低。有些投資經理人也許有時可以正確判斷股價過高或過低，但其他時候這樣的判斷是錯的。而且在任何情況下，獲利都可以歸因於某些正確的判斷，但並不表示真有明顯可見、尚未被利用的異常報酬。

股價走勢的不規則性與可預測的股票報酬型態即使短期會持續一段時間，但還是會隨時間改變。羅聞全<sup>[2]</sup>認為，沒有一個工程師會設計一個工具來測試某個特定馬達是否完全有效率，但是工程師會試著去衡量，相較於無摩擦的理想環境下引擎的效率。相同的，為了接受效率市場假說的基本原則，要求金融市場完全有效率是不切實際。的確，桑福德·格羅斯曼（Sanford Grossman）和約瑟夫·史迪格里茲（Joseph Stiglitz）指出，完美有效率的金融市場是不切實際的理想世界，那些確保資訊可以快速反應在股價上的交易者至少必須達到損益兩平，但有個合理的問題是，不論金融市場是否相對有效率，我相信有強力的證據證明我們的市場非常接近效率市場的理想，資訊其實可以快速反應在股價上。效率市場假說的基本概念，也就是只要有明顯機會可以賺得風險調整過後的超額報酬，人們就會一窩蜂的利用，直到超額成本消失，對效率市場假說的批評者來說，這個概念很合理，而且也是常識。如果有100美元的紙鈔在前面，它們不會長久在那裡。

## 市值加權指數仍是最好的投資組合

總而言之，市值加權指數不太可能是想要打敗指數的人最愛的工具，即使市場沒有效率，不用市場市值加權來選股投資也是個零和遊戲，市場上所有股票都會在某個人手上，如果某個投資人持有的投資組合績效表現比市場好，就表示有其他投資人的績效表現比較差。使用主動式管理或Smart Beta策略的投資人因為付出的成本較高，對他們而言必定是一個負和遊戲。一般而言，這些高成本的投資組合的表現會比以接近零成本買進的市值加權指數基金表現還糟。

大量的證據顯示，專業投資經理人無法打敗只買進並持有廣泛股票的指數基金。在相同的風險下，專業管理的基金有三分之二績效不如持股廣泛的市值加權指數基金，而且那些一時賺得超額報酬的基金，接下來不見得能夠持續。專業人士的成績並沒有顯示能藉著充分預測，產生可以套利的機會。

每個投資組合的核心應該是低成本、可以節稅的廣基型指數基金。如果你想在未來冒險創造超額報酬，你可以採取更為謹慎的做法，讓你的投資組合核心持股是市值加權的廣基型指數基金。

- 
1. *Smart Beta*策略與第9章討論的多因素模型相關。如果假設資本資產定價模型的貝他值不能完整衡量風險，那上述考量的選股傾向或偏好會被視為是額外的風險因子。例如：當投資組合傾向小型股時，投資人就會賭持有小型股可以增加風險溢酬，因此可以增加報酬。當然在這裡，Smart Beta可以解釋成為了承擔額外風險來增加報酬的操盤技巧。 [↑](#)
  2. 羅聞全也認為，可預測的股價型態有可能會存在，只是這種型態會根據套利限制、市場缺陷（market imperfection）和心理偏誤等特性隨時間改變。這些因素會產生有段時間股市報酬顯得可以預測，使得市場效率假說並不存在。 [↑](#)









## 第12章 個人理財的十項練習

就金錢投資而言，你想要的利息應視你想吃得好或睡得好而定。

——肯費爾德·摩里（J. Kenfield Morley），《我的信念》（*Some Things I Believe*）



第四部是引導你隨機漫步華爾街的實用指南。本章會提供一般的投資建議，這應該會對所有投資人有幫助，包括那些並不相信效率市場說的人。第13章要解釋股票與債券報酬近期波動的情形，以及如何預測未來。我還要告訴你們如何粗略估算不同策略下可能得到的長期報酬。第14章則會提出一生的投資指南，說明你所處的人生階段將對投資組合配置產生什麼影響，以及怎樣的配置最能滿足你的財務需求。

最後一章要為至少略為相信效率市場理論，以及認為找不到「真正專家」的人，提出三種具體的投資策略。如果你夠明智，在投入股市之前應該謹慎規畫，做出詳盡的投資計畫。股價可以隨機漫步，你可不行。記取以下暖身練習忠告，它們不僅可以幫助你做出合理的財務決策，同時還可以增加稅後投資報酬率。

## 練習1 未雨綢繆

一項廣為接受的想法是，舒適的退休生活計畫和豐厚的投資組合，是讓人了解應該買進哪些絕佳個股或共同基金的敲門磚。可惜這些計畫甚至不值得浪費紙張印出來。事實很殘酷，因為推動資產成長最重要的因素是儲蓄，而且有紀律的儲蓄。如果沒有定期儲蓄計畫，不論你在投資基金上獲利5%、10%、甚至15%都不重要。要能夠保障財務安全，最重要的事就是展開定期儲蓄計畫，並且愈早實施愈好。邁向舒適退休生活唯一可靠的路是緩慢持續地儲蓄，但是幾乎沒有人奉行這項基本原則，而且一般美國家庭的儲存率極低。

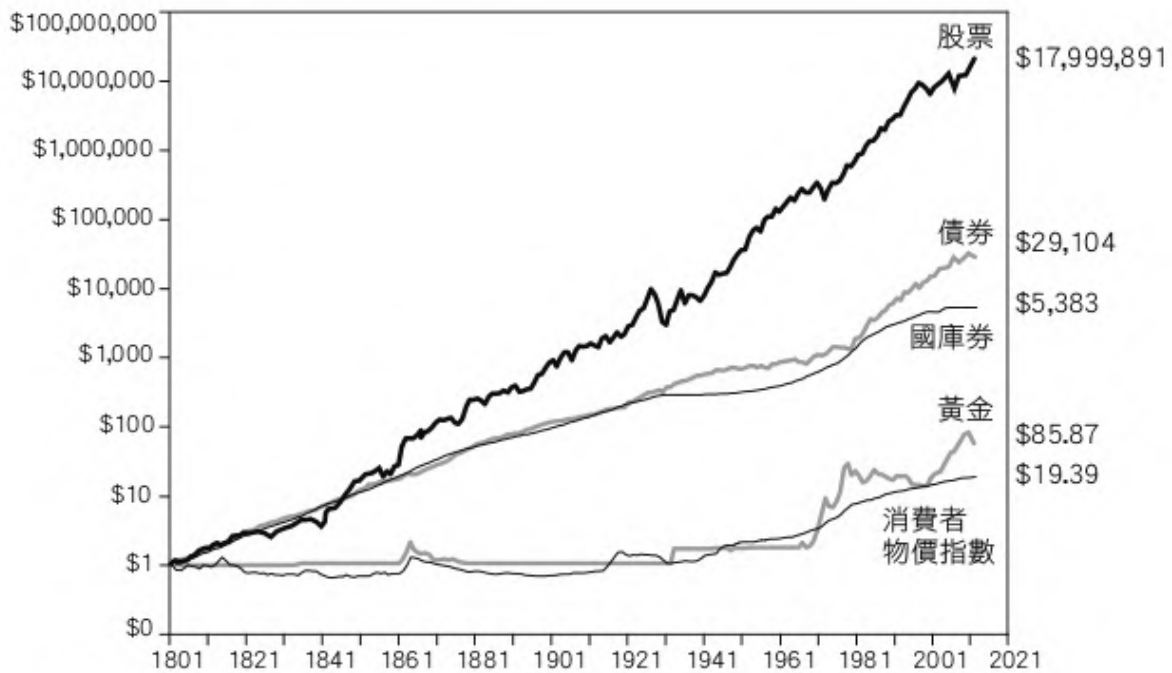
現在開始儲蓄至為重要。每年拖延投資，最終的退休目標就愈難達到。要相信的是時間而非時機。就如某個銀行櫥窗上寫的：「積少成多，但要行動才算。」

穩紮穩打致富的祕密在於複利奇蹟。愛因斯坦將複利形容為「有史以來最偉大的數學發現。」聽起來很複雜，但它其實就是講不只本金要賺取利息，還要將這些利息加入本金後繼續再投資。

絕佳投資書籍《散戶投資正典》（*Stocks for the Long Run*）作者傑瑞米·西格爾（Jeremy Siegel）曾經計算多種金融資產由1800年到2014年的報酬，結果顯示複利不可思議的威力。1802年投資在股票上的1美元，到2013年底會增加到將近1,800萬美元。這個金額遠遠超過以消費者物價指數（Consumer Price Index, CPI）計算的通貨膨脹率。圖12-1也顯示，美國國庫券和黃金的報酬都遠不及股票。

如果你要快速致富的投資策略，這本書並不適合你。我把這個話題留給那些江湖術士，你最後可能只會變得更窮。想要致富，就必須穩紮穩打，而且要立即行動。

圖 12-1 總報酬指數



資料來源：傑瑞米·西格爾《散戶投資正典》第五版

年輕時不儲蓄，等到五十歲才發現沒有積蓄、沒有退休金，還有龐大的信用卡債務，那時該怎麼辦？這時要規畫舒適的退休生活將會變得更加困難。但是計畫永遠不嫌晚。要彌補逝去的時間只有一個方法，那就是厲行簡約的生活方式，並且立即開始嚴格的儲蓄計畫。此外，你別無選擇得必須繼續工作，將退休時間往後延幾年。幸好，利用以下說明的稅務優勢退休計畫，你會比較容易趕上進度。

所以請做好時間管理，及早開始定期儲蓄，生活要有節制，不要動用存款。如果需要進一步的紀律，請記住，比死亡更糟的唯一一件事是，人還健在，退休金就已經花完了。此外，如果預測可信的話，目前嬰兒潮世代中有大約一百萬人會活到至少一百歲。

## 練習2 不要被發現兩手空空：備好現金和保險

記住莫非定律：可能會出錯的地方就一定會出錯。也不要忘記奧圖（O'Toole）對莫非定律的評語：莫非生性樂觀。壞事一定會發生在好人身上。生活是有風險的事業，每個人一生中都會發生非預期的財務需求。鍋爐很容易在你家面臨龐大的醫療費用時爆炸，你可能剛好在兒子把家裡車子撞到全毀之後失業。那就是為何每個家庭都需要現金儲備和充分的保險來因應生活中的災厄。

### 現金儲備

我知道許多經紀商會告訴你，不要把現金放著不用，這樣會錯失投資的大好機會。經紀商的真言是「現金如垃圾」，但是每個人都需要在身邊保留一些資金，而且為了支付非預期的醫療帳單或是在失業時提供緩衝將投資變現。假設你的工作擁有醫療和失能保險的保障，那麼這筆儲備金可能可以應付你三個月的生活費。隨著你的年紀愈大，這筆儲備金應該要愈多，但如果你的工作很搶手，或是你有很多可投資資產（investable assets），那儲蓄金可以比較少。此外，應該以短期投資（例如：銀行定存）並配合需要現款的日期來設定到期日，來因應未來會有的龐大支出（比方說，你女兒的大學學費）。

### 保險

大部分人都需要保險。如果有家累的人沒有買保險，那就太輕忽隨便了。每次我們開車或或穿越交通繁忙的馬路其實都冒著生命危險，颱風或火災可能會毀掉我們的家園和財產。人們需要防患未然。

對個人而言，房屋和汽車保險絕對不可漏掉，另外必要的是人壽保險，壽險可以避免負擔家計者身故時全家生活陷入困境。如果你單身而且沒有受撫養人，你就不需要壽險。但如果你有家庭，又有靠你收入撫養的年幼小孩，你就確實需要壽險，而且買的要足夠。

現在有兩大類壽險產品可供選擇：結合保險和投資帳戶的高保費終生壽險，以及只提供死亡給付而沒有儲蓄功能的低保費定期保險。

高保費保險的確有一些好處，而且經常被標榜擁有節稅優點。保費中屬於儲蓄部分所賺取的收益不用繳稅，適合已經用盡所有免稅退休計畫的人士。還有，無法規律儲蓄的人會發現保費帳單提供必要的紀律，確保在發生意外事故時能有一定的錢能為家庭提供保障。但這類型的保單絕大多數的好處全給了推銷和收取高額銷售費用的保險業務員，初期的保費大部分成為銷售佣金和其他管理費，不能用來增加保單價值。換言之，並非所有你繳的錢都能產生作用。因此，對大多數人我建議採用「自助」的方式：將原來要繳的錢分成兩分，一份買定期保險以防萬一，而留下的差額則自行投資在個人退休帳戶之類的免稅計畫。接下來的建議將會提供一項投資計畫，這項計畫遠優於「終生」或「變額」壽險所提供的內容。

我建議你購買保證續約的定期保險，你可以不斷更新保單而不必重新體檢。所謂「遞減」的定期保險是，保單更新時保額可逐次降低，非常適宜大多數的家庭，因為隨著時間的逝去（小孩和家庭資源都成長），需要的保障也會跟著遞減。但是你要明白，定期保單的保費會在六十歲以上時陡然上升，如果那時你還需要保險，會發現定期保險貴得讓你付不起。因為那時的主要危險不是你英年早逝，而是你可能會比你的資產長壽。較有效的增加資產的辦法是買定期保險，把節省下來的錢用來投資。

尋找最划算的交易是值得的。各家保險公司的費率差別很大，利用電話詢價或是網路查詢來確保得到最划算的交易。透過業務員買保險會比較貴，因為保險公司需要提高保費來支付業務員的銷售佣金。自己買保險可以得到更好的價碼。

不要向任何被A. M. Best保險評級機構評為A以下的公司買保險。在保險公司出現財務危機，而且無法付出保險理賠金時，它的低保費可能沒辦法補償你承受的風險。不要把你的生命賭在一家資本額不足的保險公司。

## 遞延變額年金

我會避免購買這種產品，尤其是保險業務員推銷的高價位產品。變額年金主要是投資連結型（一般是共同基金）保險商品，保險規定是，若保單帳戶價值小於保險金額，身故時，保險公司會返還你給付的所有保險金額。這些保單非常昂貴，因為必須支付保險特性的高額銷售佣金和保費，除非在購買變額年金險之後立即身故，而且連結的共同基金隨股市下跌而重挫，否則這張保單的價值可能會變小。請記住，獲得財務安全的中心原則是：簡單至上。避開任何複雜的財務產品以及一直想要推銷商品、熱心過頭的業務員。只有在一種情況下才應該考慮購買變額年金險，那就是如果你非常有錢，而且厭倦其他租稅遞延儲蓄替代方案。即使面臨這種情況，你也應該向先鋒集團等低價保險業者直接購買。

## 練習3 保持競爭力：手上的現金收益得跟上通貨膨脹



前面說過，手上要保留一些能立即變現的資產因應不時之需，如子女學費、緊急事件，或純為增加安全感。那麼，兩難問題便來了，如果把錢存在銀行中，每年賺2%的利息，在通貨膨脹率大於2%的情況下，你會損失實質購買力。而且實際情況可能更糟，因為你拿到的利息收入還要課所得稅。況且從2010年代中期開始，短期利率異常的低，那小額儲蓄人該怎麼辦呢？在2014年底沒有非常好的替代選擇下，下面幾種短期投資工具可以提供最好的投資報酬率。

## 貨幣市場基金

貨幣市場基金提供投資人最佳的現金儲備工具，它們結合高安全與能依基金帳戶餘款開立大額支票（一般金額在250美元以上）的能力，而且可持續計息到支票付款為止。在2000年代的前十年間，這些基金的利率一般介於1%到5%。但是2014年的利率極低，貨幣基金收益幾近零。並非所有的貨幣基金都相同；有些基金的費用率（操作和管理基金的費用）已經遠高於其他基金。一般來說，費用較低表示你的收益較高。本書附錄B的基金和ETF投資指南列出相對低費用的基金。

## 銀行定存

為日後已知的支出所預備的現金，拿來投資時應該以安全為上，並且配合需要現款的日期來設定到期日。假設你存錢準備用來在一年、兩年和三年後支付兒子的學費，在這個情況下，適當的投資計畫是購買一年、兩年和三年到期的三張銀行定存，銀行定存甚至比一般提供較高收益的貨幣基金還安全，而且是將流動資金至少固定六個月內的絕佳工具。

定存單的確有一些缺點。它們不容易轉換成現金，而且中途解約有懲罰條款。此外，定存單的收益要繳聯邦稅和地方所得稅，不過底下要討論的國庫券（短期的美國政府公債）可以免稅。

定存利息差異很大，網路上可以找到最具吸引力的報酬。

## 網路銀行

習慣無遠弗屆網路的投資人，可能會想要善用不設分行或營業員，只以電子方式進行所有業務以降低營運成本的網路金融機構。由於經營費用較低，網路銀行可以提供遠高於一般儲蓄帳戶和貨幣基金的利率，而且和貨幣基金不同的是，它們已加入聯邦儲蓄保險公司，可以保證你的錢絕對安全。怎樣才能找到網路銀行？到Google搜尋，並且輸入「網路銀行」，當你搜尋利率最高的銀行時，你也會看到許多銀行的名字跳出來，網路銀行通常會公布市場上最高的定存利率是多少。

## 國庫券

國庫券（T-bill）是目前最安全的財務工具，一般認為它與現金無異。國庫券是美國政府為了短期資金需求所發行和擔保，按拍賣方式折價出售，到期日可分為四週、三個月、六個月或者一年。最低面額為1,000美元，而且以1,000美元為單位增加。國庫券比貨幣基金和銀行定存更好的是，所得可以免稅，此外，國庫券利息通常高於貨幣基金。如果需要直接購買國庫券的相關資訊，請造訪

[www.treasurydirect.gov](http://www.treasurydirect.gov)。

## 免稅貨幣基金

如果你發現自己屬於最高的聯邦稅率級距，免稅貨幣基金是你儲備資金的最佳工具，這些基金投資在由州政府和地方政府發行的短期投資商品，而且如果只投資該州實體發行的證券，收入可以免除聯邦稅和州稅。它也可以任意開立至少250美元的大額支票。免稅基金的收益遠不如要課稅的基金高，然而適用於最高稅率級距的投資人會發現，它的收益比一般貨幣基金的稅後收益好。大部分共同基金組合也提供精選的免稅基金，如果你住在課徵高所得稅率的州，從稅後的角度來看這些基金，它們可能會相當吸引你。你應該打電話給基金和ETF投資指南上列出的共同基金業者，看看是否有只投資在你繳稅的州的貨幣基金。

## 練習4 學習節稅

網路上流傳一則笑話：

一對同為七十八歲的老夫婦去找性治療師，醫師問：「你有什麼問題嗎？」老先生說：「你可以看我們行房嗎？」醫師一臉疑惑，但還是答應了。老夫婦完事後，醫師說：「你們行房的方式沒有什麼問題」，並且向他們收取50美元費用，老夫婦要求預約下一次門診，之後連續數週每週上門一次，每次都是行房、付費，然後就離去。最後醫師問道：「你究竟想要找出什麼問題？」老先生回答：「我們沒有要找出任何問題。她是有夫之婦，我們不能上她家，而我是有婦之夫，去我家也不行。假日飯店住宿一晚要93美元，希爾頓飯店一晚要108美元，在這裡辦事只要50美元，而且健保會退還我43美元。」

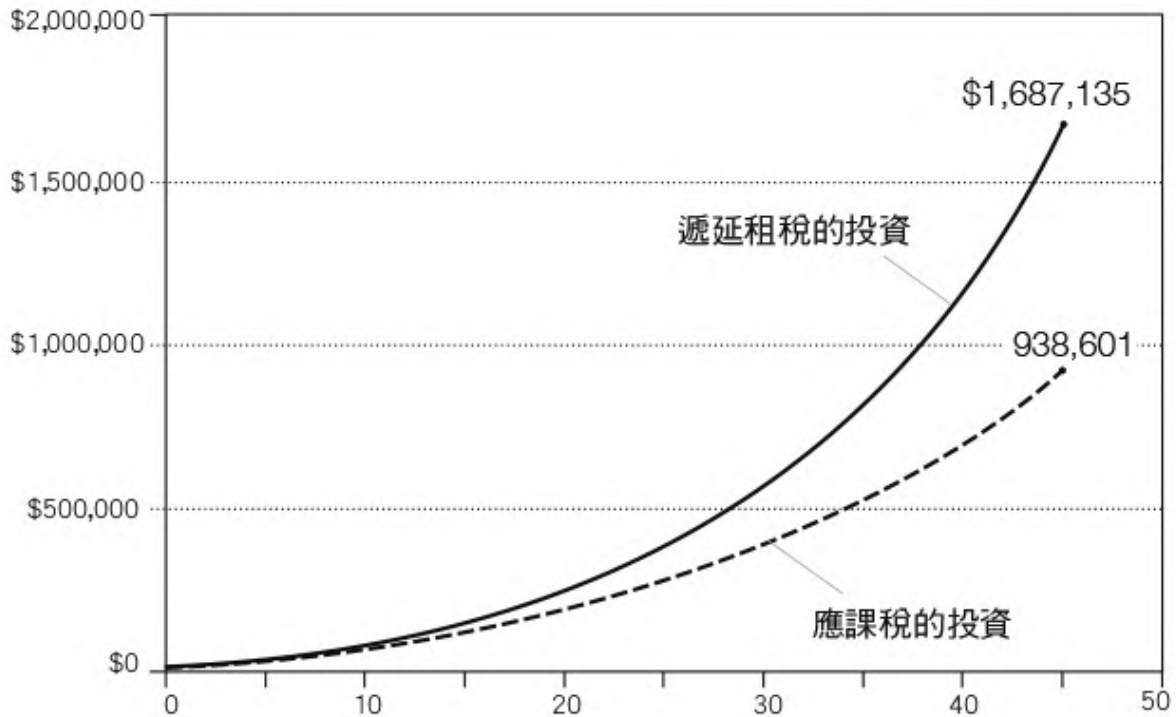
我提起這則笑話，不是建議你設法敲詐政府，而是建議你利用每一個節稅的機會，並且設法讓你的儲蓄和投資免稅。對大部分人而

言，投資在個人退休計畫的所得不必課所得稅。而除了超級巨富之外，幾乎所有投資人都可以以百分之百以節稅的方式建立自己龐大的淨值。下面這項練習將要教你如何合法節稅。

## 個人退休帳戶

先談談最簡單的退休計畫，也就是直接明確的個人退休帳戶（IRA）。2014年，收入中等者可以從年收入中提撥5,500美元投資在共同基金之類的投資工具，這5,500美元完全免稅（收入極高者初期不能免稅，但仍可以取得以下說明的所有稅率優勢）。如果你的稅率級距是28%，提撥這筆錢其實只花你3,600美元，因為減稅措施替你省了1,400美元的稅金。你可以把它想成由政府補貼你的儲蓄帳戶。現在假設你的投資每年獲利7%，你繼續每年提撥5,500美元到儲蓄帳戶長達四十五年，存入個人退休帳戶的錢所產生的利息是免稅的，透過個人退休帳戶儲蓄的投資人最後可以獲得超過160萬美元，若未利用個人退休帳戶的好處，相同的提撥金額最後只會有超過90萬美元（所有的利息每年都會課徵28%的所得稅）。雖然從個人退休帳戶領回資金時需課28%的稅（而且如果已經退休，你的稅率級距甚至會更低），你最後仍可獲得更多的錢。圖12-2說明透過提供稅務優惠的帳戶投資所帶來的極大優勢。

**圖 12-2 透過個人退休帳戶遞延繳稅的好處 vs. 應課稅的 5,500 美元年投資額**



這個圖表比較兩個假設帳戶的最終值，一個是應課稅帳戶，一個是遞延租稅帳戶。在這兩種帳戶中，投資人每年提撥 5,500 美元長達四十五年，扣除稅款後每年獲利為 7%。

資料來源：改編自約翰·布萊南（Jack J. Brennan）所著的《暢所欲言談投資》（*Straight Talk on Investing*）。

此外，個人退休帳戶的長期收益也會比較好。提撥金額上限現在隨通膨調整，而且對於未能及早投資但現在必須急起直追的投資人而言，提撥金額上限甚至更高，如表12-1所示。

表 12-1 個人退休帳戶的每年提撥金額上限

年度	不到 50 歲	50 歲以上
2015	5,500 美元	6,000 美元
之後	隨通膨調整	

## 羅斯退休帳戶

投資人也可以選擇另一種形式的個人退休帳戶，稱為羅斯退休帳戶（Roth IRA）。傳統的個人退休帳戶提供「今天的好處」，也就是立即的免稅（假如你的收入低到符合適用條件）。存入傳統退休帳戶的資金與產生的收入直到提領時才繳稅。羅斯退休帳戶提供「明天的好處」，你不能享受立即的免稅，但提領時（包括投資收益在內）免稅。你可以把個人退休帳戶的錢轉入羅斯退休帳戶中。轉入羅斯帳戶的錢要繳稅，但之後的投資收入和退休時的提領都不用繳稅。此外，羅斯帳戶沒有最低終身提領金額的限制，存入的年齡上限為七十歲六個月。因此，你可以利用這個帳戶，為下一代存下數量可觀的免稅儲蓄。

要知道哪一種退休帳戶最適合你，不是一項簡單的決策。許多金融服務公司提供免費的電腦軟體，幫你分析轉換為羅斯退休帳戶是否對你較有利。某些共同基金公司和經紀商有方便的分析工具可供使用。如果你接近退休年齡，你的所得稅率在退休時可能較低，你可能不用轉換，特別是轉換會使你適用較高稅率時。換句話說，如果你離退休還遠，目前的所得稅率低，使用羅斯退休帳戶可能對你較有利。如果你的收入過高，存入一般退休帳戶的所得不能免稅，但仍能使用



羅斯退休帳戶，那毫無疑問，你應該採用羅斯退休帳戶，反正兩種提撥款項都無法幫你避稅。

## 退休金計畫

雇主提供各種退休金計畫，自雇者也可以為自己設立退休金計畫。

### 401(k)和403(b)退休金計畫

查查雇主是否提供退休基金或獲利分享計畫（profit sharing plan），例如大多數企業雇主提供的401(k)儲蓄計畫，或是教育機構提供的403(b)儲蓄計畫。這些是儲蓄和投資的完美工具，因為你還沒看到它，它就從你的薪資被扣除，此外，許多雇主會比照員工提撥金來提撥，使員工所儲存的每一塊錢都倍增。至2014年為止，每年有高達17,500美元提撥到這些計畫中，而且提撥金額不列入應課稅所得。年過五十的人如果沒有做這項規畫，可能需要迎頭趕上，2014年起提撥金額上限已增為每年22,500美元。

### 自雇者計畫

國會為自雇者設立自雇者計畫（SEP IRA）。所有自雇者，從會計師到雅芳小姐、從理髮師到房仲業者、從醫生到室內裝潢人員都適用，年收入在52,000美元以內的部分，每年可以提撥25%，存入退休帳戶。業餘兼差從事自雇工作所獲得的報酬也適用。存入這種帳戶的金額可以免繳所得稅，投資收入則直到提領時才課稅。這項計畫需要自行規畫，也就是說，要如何投資，決定權在你自己。每個我列在附錄B基金和ETF投資指南上的基金公司都有必要的文件可以提供給你。



數百萬納稅人目前還沒發現這項計畫的好處。我的建議是盡可能利用這一類避稅工具，能存多少就存多少。在必要時，動用留下來支應目前生活必要費用的其他儲蓄，盡可能把儲蓄投入免稅帳戶中。

## 為學費儲蓄：和529一樣容易

「529」學費儲蓄帳戶讓父母或祖父母能贈與兒孫一筆資金，做為未來教育費。這個計畫以相關的稅務代號命名，資金可以投資於股票和債券，只要未來提款是用以支付政府核准的高等教育費用，投資收入就不用繳聯邦稅。按照2014年的規定，個人可以放進529計畫的金額達70,000美元，不需繳交贈與稅，也不影響遺產稅的稅務優惠。夫婦的上限提高到140,000美元。如果你的小孩或孫子計畫上大學，而你有能力將錢放進529計畫，毫無疑問你應該這樣做。

這其中有什麼陷阱該留意嗎？當然有。大多數推銷這種計畫的人能拿到高額佣金，這些佣金是來自於你的投資報酬。所以你要做個聰明的消費者，向先鋒等基金公司打聽不收佣金，且管理費用低的計畫。某些費用高的529計畫即使有節稅的好處，也仍然不划算。還有，有些州有優惠本州的529計畫，允許你將全部或部分的529提撥款自州所得稅的應稅所得中扣除。如果你所在的州並未提供稅率優惠，你可以選擇加入像猶他州等低稅率州的計畫。你還應該知道，自529計畫中提款，如果未用於該計畫允許的教育支出（包括中年再教育，或甚至退休後教育），這些提款不僅要課徵所得稅，還要加上10%的罰款。

還有一點，大專院校在決定清寒獎助學金時，可能會將529計畫中的資產列入考慮。因此，如果你認為子女將來有資格領取大專清寒獎助學金，資產還是放在你們夫婦名下比較好，或者放在祖父母的名

下。當然，如果不可能符合清寒的標準，就找一個低收費的529計畫[1]。

## 練習5 釐清投資目標

釐清投資目標是許多投資人忽略的投資步驟，因而損失慘重。一開始，你就要決定你願意承擔的風險，以及最能配合你稅賦級距的投資：證券市場就像一家菜色豐富的大飯店，迎合不同的口味與需求。正如沒有哪一種食物能成為所有人的最愛一樣，沒有一種投資會是所有人的最佳選擇。

我們都希望資產在一夜間倍增，但有多少人可以忍受資產以同等的速度貶值？摩根有一位朋友，因憂慮手中的持股而輾轉難眠，他向摩根說道：「這些股票我該怎樣處理？」摩根回答：「賣到你可以好好睡覺為止。」他可不是在開玩笑，每位投資人都必須在吃得好和睡得好之間找到平衡點，決定完全在你自己。高額的投資獲利只有承受高風險才能獲得，這是本書的基本觀點。所以能讓你完全安枕的入睡點到底在哪裡呢？找出這個問題的答案，是你必須採取的最重要投資步驟。

為了幫你提高投資意識，表12-2列出21世紀初期投資風險與預期報酬的關係。這張表的第二欄是一些看起來很簡單的各類短期投資工具，例如：銀行存款和貨幣基金。如果你要的睡眠點在這一級，你會對練習三的投資資訊感到興趣。



表 12-2 主要投資項目睡眠程度表

睡眠程度	資產類型	2014 年稅前 預期報酬 (%)	
半昏睡狀態	銀行存款	0 ~ 1	
夜晚甜睡	貨幣市場基金	0 ~ 2	
	定存	1 ~ 3	
	抗通貨膨脹國庫券(TIPS)	0 ~ 1 + 通貨膨脹率	
偶爾會做一兩個夢，其中可能有惡夢	高評等公司債（高評等公用事業）	3.5 ~ 5	
入睡前輾轉反側，醒來前有鮮活的夢	美國或已開發國家績優股票的分散投資組合	6 ~ 7	
	房地產	與股票相似	
常有惡夢，但投資長期會很安心	相對高風險，小型成長公司股票的分散投資組合	7 ~ 7.5	
鮮活的夢，而且偶爾會做惡夢	新興市場股票投資組合	8 ~ 9	
經常失眠	黃金	無法預測	

	獲得預期報酬	
--	--------	--

	必須持有的時間	風險程度
	投資期間不限定，許多機構由存款日起計息至提款日為止。	本金無損失之虞，存款金額十萬美元以內由聯邦政府擔保，然而幾乎一定是高通貨膨脹下的輸家。
	投資期間不限，大多數基金准許支票提款。	大多數基金投資在公債或銀行定存，故風險極低。通常無存款保險。報酬率依預期通貨膨脹調整，隨時變動。
	資金必須存滿整個期間才能有較高的利率。	提前解約將受罰。報酬率依預期通貨膨脹調整，隨時變動。
	屬於長期投資，到期日在五年以上。	如果在到期日之前出售，價格難測。
	投資必須持有至債券到期日（五至三十年）才能確保獲得前述報酬率。（債券必須有防止贖回條例款）。債券可隨時出售，此時市價會隨利率變動。	持有至到期日則風險極低。到期日前出售有中等程度或以上的風險。報酬率目前已按預測長期通貨膨脹調整，但預期可能和實際不符。「垃圾債券」的報酬高很多，但風險也大很多。
	投資期間不限，股票可以隨時出售。表列報酬為極長期投資的平均報酬，僅能做為目前狀況下的粗略參考。	風險從中度到極大。任何一年的實際報酬均可能為負數。分散投資組合的實際價值有時損失達 25%，甚至更高。與某些人的看法相反，這是長期對抗通貨膨脹的好武器。
	如果投資於 REITs，與股票相似。	同上，REITs 是良好分散投資，是對抗通貨膨脹的好武器。
	同上。表列報酬為極長期投資的平均報酬，僅能做為目前狀況下的粗略參考。	風險高。任何一年的實際報酬均可能為負數。極高風險股票的分散投資組合有時淨值損失達 50% 或更高。這是對抗通貨膨脹的利器。
	要準備持有十年以上。預期報酬無法準確估計。	報酬上下變動範圍在 50% 到 75%，但具有分散投資的好處。
	只要有傻瓜出現，造成投機熱潮，就有高報酬。	風險高。被認為可以對抗世界末日及惡性通貨膨脹。能有效在分散投資組合中發揮平衡作用。

抗通貨膨脹國庫券（TIPS）是第二安全的投資。這些債券的報酬是固定報酬率加上每年消費者物價上漲率。因為他們是長期債券，價格

會隨著實質利率（名目利率減去通貨膨脹率）波動，但持有到到期日，可以保持實質購買力。練習7中我會討論以小部分資金投資這一類債券的好處。

公司債的風險就稍微高一點了，如果你選擇這項投資，夜晚便可能會有擾人清夢的混亂夢境。如果中途出售，報酬便視當時的市場利率而定。如果利率上升，債券的價格就下跌，以便和新上市、票面利率較高的新債券匹敵。有時本金的損失甚至可能超過整年的利息收入；相反地，如果利率下跌，債券的價格就會上漲，沒有期滿就出售的實質報酬變動很大，這也是為什麼債券較那些本金幾乎不會波動的短期投資風險高的原因。一般而言，到期日愈久的債券，風險愈高，因而殖利率也愈高。<sup>[2]</sup>在練習7，你將會發現一些如何購買債券的實用資訊。

沒人能斷言股票的報酬會是多少，但如同著名的統計理論學家奧斯卡·摩根斯坦的觀察一樣，股市就像一個賭場，下場玩的人會有莫名其妙的好運。雖然股價可能會大跌，像2000年代初期和2007年的災難，但總括來說，在過去的20世紀，包括股利與資本利得，股票的平均年報酬率為9%。到了2014年，我相信美國股票的投資組合會有6%到7%的報酬率，很接近20世紀的每年報酬率，但是稍微低一點。其他已開發國家大公司的股票也會提供類似報酬率。每年實際的報酬率可能與上述數字差距頗大，不好的年頭可能損失高達25%或更糟。你能熬過這些不眠的夜晚嗎？

來一個五光十色，加上立體聲的夢境如何呢？你也許想選些風險較高、變動較劇烈的股票組合吧，像是積極管理的小型股共同基金。它們是新科技領域內年輕公司的股票，有較雄厚的成長潛力。這些公司股票的價格變動較大，不景氣時市值可能會夭折一半。平均說來，

21世紀的報酬應該在7%到7.5%。小型股的組合，報酬通常較市場平均值略高一些。如果你在空頭市場時無失眠之虞，而且有耐力持有，積極型投資組合也許很適合你。中國、印度和巴西等許多新興市場在21世紀具有巨大的成長潛力，持有這些市場的股票能提供更高的報酬，但也要面對更大的價格波動。

對大多數人來說，房地產投資經常是詭譎、讓人失眠，但是它的報酬卻相當大方，和股票相近。我會再練習六說明，為什麼投資人只要有能力最好就買自用住宅。我要討論投資商用房地產的簡單辦法。我相信不動產投資信託（REITs）值得在投資組合中占一席之地。

在上面主要投資睡眠程度表中，我輕視黃金，忽略藝術品、創投、避險基金商品與其他一些特殊的投資項目。它們之中也有報酬良好的商品，尤其是在加速通貨膨脹的時候，也常在分散風險的票據資產中扮演理想的平衡者角色。它們風險高、價差極大，很難預測其報酬率，練習8會比較詳細的介紹它們。

不管怎樣說，損失對你的財務狀況所能造成的威脅程度，必定大大影響你的安睡程度。這就是體弱多病的寡婦一般被認為不能承受太多風險的緣故。寡婦既無生活指望，也無法在投資組合之外賺錢彌補損失，任何本金或收入的損失都會立刻影響到她的生活水準。「積極年輕的商場女士」恰好相反，她既有生活期望，又有能力在遭受損失後賺錢維持生活水準。你在生命週期中的哪個階段，是投資決策的重要因素，因此我將用第14章一整章討論這個主題，幫你決定該承受的風險。

此外，心理狀態也影響你願意承受風險的程度。一位投資顧問建議投資人，回想自己在玩大富翁遊戲時是哪種人：你是投機者嗎？你在大馬路和公園廣場蓋旅館嗎？其他人很少會路過你的房地產，一旦



經過就保證你能大贏一票。或者你喜歡投資聖詹姆士廣場（St. James Place）、田納西大道（Tennessee Avenue）、紐約大道（New York Avenue），賺取中等而穩定的收入嗎？想想這些問題的答案，有助於幫你了解自己的投資心態，你一定要了解自己。你需要問自己的最重要一個問題是，在股票市場劇烈下跌時你的感覺如何。如果你感覺自己要生病了，甚至決定把所有股票賣光，而不繼續持有一個分散投資的組合，那麼你並不適合持有大量股票。

第二個重要的步驟是檢查你的投資報酬中，有多少要繳給山姆大叔（編注：美國政府），以及目前你需要多少收入。不妨先查看去年的所得稅申報書與應稅所得，對於高邊際稅率（最後一塊錢所得所使用的稅率）的人，地方政府公債（免稅）可能具有稅賦上的好處。如果你的稅率級距很高，手上不需保留太多現金，免稅債券和低股利但長期資本利得高的股票較適合你（資本利得在實現前無需課稅，如果當作遺產的第一部分可以免稅）。反之，如果你的課稅級距較低，手頭需要的現金較高，你可能會偏好課稅債券及高股利股票，因為你不需為支應生活開支而定期賣股票，產生交易費用。

這個練習中的兩個步驟：找出你能承受的風險程度，以及適用你的稅率級距和收入需要，看似理所當然，但許多人在這件事上犯了錯誤，選擇不符合風險承受度，以及收入和稅賦需求的投資標的。這類優先順序的錯置情況，和倫敦報紙的一則報導差不多：

### 公園糗事

倫敦10月30日

祕密戀人午夜幽會，突然意外受困。

一位醫生在醫學日報上撰述，一位幾乎全裸的男子塞在迷你雙人座跑車中，因為突然脫臼，動彈不得。

壓在他底下同樣難以脫身的可憐女友，拚命用腳按喇叭求援。醫生、救護車、救火員、一群好奇的路人很快圍住這輛停在攝政公園裡的雙人座汽車。

醫生理查說：「這位女士發現自己被體重兩百磅、疼痛且無法動彈的男人困住。」

「要救出兩人，救火員必須切開汽車鋼架。」

這位苦惱的女人被拉出汽車，包上外套後，哭著說：「我該怎樣和我先生解釋，車子出了什麼事？」

——路透社

投資人對優先次序也常有類似的混淆。你不能既想保本，又一頭栽進風險最高的股票裡去；不能既要避開高邊際稅率，又要鎖定應稅公司債6%的利息，無論它看來多麼吸引人。然而投資顧問的紀錄裡，充滿這一類投資標的和目標不能配合的故事。

## 練習6 從自己的房子開始投資

記得「亂世佳人」中的郝思嘉嗎？她在美國內戰之後破產，但仍擁有摯愛的莊園——陶樂，無論幣值如何升貶，位於一片好土地的好房子永遠有價值。只要世界上人口繼續成長，對房地產的需求會是對抗通貨膨脹最可靠的武器。

雖然房地產的計算過程詭譎難懂，但住宅不動產的報酬率看來相當好。2007和2008年時，獨棟房屋價格確實出現泡沫，但是到2000年代的第二個十年，房價回歸「正常」，所以進入房市又變得安全。然而

房地產市場不及股市有效率。每檔股票都有數百位知識豐富的投資人研究，但只有少數房屋買家評估某個房地產的價值，因此個別房地產的價格不一定正確。在通貨膨脹節節高升的時期，房地產的報酬常高於股票，通貨膨脹走緩時則不及股票。總體來說，房地產是報酬優渥的良好投資，又是對抗通貨膨脹的極佳利器。

對多數人而言，理所當然的房地產投資會是一般住家或公寓大廈，因為你得有個地方住，而且購屋能享受稅法上的優惠，比租屋有利。美國國會為了鼓勵人們擁有住家、增進家庭觀念，給了購屋人幾項優惠：（一）租金不可扣抵所得稅，但房貸利息與房屋稅，這兩項購屋人的主要費用卻可全額扣抵；（二）出售住宅所產生的資本利得，在相當高的限額下可以免稅。此外，擁有住家是強迫儲蓄的好方法，而且能給人極大的心靈滿足感。我的建議是：盡可能擁有自己買得起的房子。

你可能也會考慮透過不動產投資信託（REITs）持有商用不動產。這些不動產投資信託所持有的房地產可以包括公寓、辦公大樓、購物中心，由專業房地產經營者管理。不動產投資信託本身就像所有股票，在主要股票市場公開交易。它們提供散戶把商用不動產加到投資組合的極佳機會。

如果你計畫投資不動產，我強烈建議你把部分資金投入不動產投資信託。有非常多原因告訴你為什麼不動產投資信託應該在你的投資中占有一席之地。首先，持有房地產的報酬與股票相當，而且能產生良好的股利收益。還有，如第8章所言，房地產可以提供分散風險的好處。房地產的報酬與其他資產的相關性通常極低，可以降低整體的風險。不僅如此，房地產也是可靠的抗通貨膨脹工具。

可惜要篩選既有的數百家REITs，很難抉擇。而且單一資產型REIT無法在不動產型態和地區上充分分散投資。買到不好的REIT，投資人損失不輕。還好，現在正快速成長中的房地產共同基金，可以為投資人解決這方面的煩惱。這些基金精挑細選，把許多REITs組合在一起，以確保這裡面包含有多種類型及區域的不動產。再者，投資人可以隨時把投資變現。市場上也有低費用的REIT指數基金（列在附錄B基金和ETF投資指南上），我相信這些基金能繼續為投資人提供最佳的報酬。

## 練習7 了解債券

坦白說，從第二次世界大戰後到1980年代初期，債券是很糟糕的投資，通貨膨脹完全吞噬了它的收益。例如：購買美國儲蓄債券的存款人，在1970年代初期以18.75美元買進，在五年後以25美元贖回時，卻失望地發現他們的實際購買力不增反減。麻煩在於，原本投資時可以加滿兩次油的18.75美元，到期領回25美元時只能加滿一次油。由於通貨膨脹侵蝕的速度大於利率累積複利的速度，所以投資人的真實報酬是負值。難怪許多小額投資人視債券為不值一提的字眼。

直到1980年代初，債券的表現都很糟糕，因為它們付出的利率都敵不過通貨膨脹。但在未來三十年，債券價格會經過調整，對投資人提供絕佳報酬。此外，從1980到2014年，債券是卓越的分散投資工具，與股票不太相關或是負相關。以我來看，有四種債券特別值得考慮購買：

- （一）無息債券（能讓你在一段預先決定的期間鎖住高收益）；
- （二）免收佣金的債券基金（讓你能購買債券組合的持份）；
- （三）免稅公債與公債基金（適合那些適用最高稅率級距的幸運兒）；
- （四）美國抗通貨膨脹國庫券。

## 無息債券能產生良好的未來報酬

這些債券稱為無息債券，因為不同於一般付息債券（interest-coupon-paying bond），債券持有人不會定期收到利息。相反地，無息債券以面額大幅折價發行（例如每一元打折後變成0.75元），再逐年遞增，回升為面額。持有至到期日，投資人就能收到債券面額。債券到期日從好幾個月到二十年不等。它們是為未來特定時間、特定用途儲蓄的理想工具。

無息債券最吸引人之處在於，購買人沒有「再投資」的風險。無息債券能保證投資人的資金持續以到期收益率再投資。

無息債券最大的缺點則是，國稅局要求需要繳稅的投資人，每年將債券面額和買進價格的差額比例分配申報年所得。但那些以租稅遞延計畫投資無息債券的投資人則無需申報。

這裡有兩件事要留意。購買小面額無息債券的小額投資人，會被經紀商收取極高的手續費。此外，你也要明白，只有在債券到期贖回時才能保證收回面額，在此之前債券價格可能隨利率變動而大幅波動。

## 適合散戶的免收佣金債券基金

開放型債券（共同）基金擁有部分長期無息債券的優點，但買賣卻更方便、更便宜。我列在附錄B基金和ETF投資指南上的這類債券基金都投資在長期證券。雖然它們不保證利息能以不變的利率再重複投資，但它們的確可提供長期穩定的收入，特別適合那些靠利息生活的投資人。

因為債券市場和股票市場同樣有效率，我建議投資在低費用的債券指數基金。債券指數基金購買和持有各種不同的債券，績效通常較積極管理的債券基金更好。無論如何，你都不應該購買收取佣金的基金，你不需要付費取得可以免費取得的事物。我自己偏好的是持有各種不同債券的全債券市場指數基金（Total Bond Market Index Fund）。

基金和ETF投資指南列出幾種類型的基金：有些專門投資公司債，有些買進美國政府全國抵押貸款協會（Government National Mortgage Association，簡稱GNMA）發行的不動產抵押債權證券（Mortgage-backed Securities），有些投資在免稅債券（接下來會討論），也有一些風險較高的高收益債券適合為了得到較高預期報酬而有意願接受額外風險的投資人。

## 有利高所得投資人的免稅債券

如果你的所得稅率級距很高，那麼不能免稅的貨幣基金、無息債券、要被課稅的債券基金只適合用在你的退休計畫中。此外，你需要投資於州政府和地方政府，以及港務局和公路局等各類政府主管機關所發行的免稅債券。這些債券的利息在聯邦所得稅表上不視為課稅所得，購買居住所在地的州政府公債更可以免繳州所得稅。

2014年，高評等的長期公司債的票面利率大約為4.5%，品質相當的免稅債券票面利率大約是4%。假設你的稅率級距（收入的最後一元適用的稅率）包括聯邦和州稅在內為36%，那由表12-3中可以看出，免稅證券的稅後所得高出115美元，顯然是較適合你的投資。即使你的稅率級距較低，免稅公債依然可能划算，視你購買時市場上的實際的票面利率而定。

表 12-3 免稅與應稅債券比較（票面價 10,000 美元）

債券類型	利息給付	應繳稅額 (稅率為 36%)	稅後所得
票面利率 4% 的免稅債券	\$400	\$0	\$400
票面利率 4.5% 的應稅債券	450	162	285

如果你直接購買債券（而非透過基金購買債券），我建議你買新發行而非已發行的債券。因為新債券的票面利率通常較市面上流通的債券稍高，而且不用付交易費。基於安全考量，我建議購買穆迪

（Moody's）或標準普爾公司評等在A以上的債券，把風險局限在合理的範圍內。你也可以考慮所謂的AMT債券，它們適用替代性最低所得稅率，因此對大部分所得已可免稅的投資人不具吸引力，但如果你不適用於替代最低稅率（大多數人都不適用），則可由AMT債券得到額外收益。

債券有一種「正面我贏，反面你輸」（heads I win, tails you lose）的惡劣特質。如果利率走揚，你持有債券的價格會下跌；如果利率走低，發行單位會提前清償債券，再以較低的利率發行新債券。為了保護自己，你要確定你的長期債券有禁止提前清償的條款，以免發行單位提早清償你的債券，再以較低的利率發行新債券。

基金和ETF投資指南列出一些不錯的免稅債券基金供你查閱。但如果你有一大筆資金要投資免稅債券，就無需透過要付管理費的共同基金。如果你只買幾種高評等的公債，就沒有必要買一堆不同的證券分散投資，得到的利息反而比較多。如果你只有幾千元，買賣小額債券成本較高，共同基金能提供較佳的流動性並分散風險，市面上還有專



門購買某一州公債的基金，它們也能使你同時免去聯邦稅與州稅。第15章還會說明閉鎖的免稅債券基金。

## 熱門選擇：抗通貨膨脹國庫券

我們知道，預期外的通貨膨脹會對債券持有人造成最大傷害。通貨膨脹會提高利率，利率上升會造成債券價格下跌。更糟的是：通貨膨脹會降低債券利息和本金的實質價值。現在有一種債券可以讓投資人對抗通貨膨脹的危險，就是抗通貨膨脹國庫券。這些債券能免於通貨膨脹的侵蝕，如果持有到到期日，本金的實質購買力也可以得到保障。長期的抗通貨膨脹國庫債會支付基本利率（2014年大約1%）。和一般老式的國庫債不同，它的利息是按照隨消費者物價指數調整後的本金計算。如果下一年物價上漲3%，原本面額1,000美元的債券，將會上漲為1,030美元，半年的利息給付也隨之上漲。當這種債券到期時，投資人得到的本金也是經過通貨膨脹調整後的面額。因此，這種債券能保證真實的報酬率，以及本金的實質購買力。

現有的其他投資工具都不能提供投資人可靠的抗通貨膨脹效果。抗通貨膨脹國庫券也是良好的分散投資組合。當通貨膨脹上升時，股票和債券價格下跌，抗通貨膨脹國庫券能提供較高的名目報酬，因此抗通貨膨脹國庫券與投資組合中的其他資產相關性低，能有效分散風險，為一般大眾提供有效的保險。

然而，抗通貨膨脹國庫券在租稅上有一項非常不利的特質，就是稅賦不僅限於利息收入，還包括因為通貨膨脹調整的本金增加部分。問題在於本金增加的部分只有在到期日才會支付。如果通貨膨脹很高，所領到的利息可能還不足以支付本金上漲部分的所得稅，通貨膨脹愈高，問題愈嚴重。因此抗通貨膨脹國庫券不適合要納稅的投資

人，只適合用於享受租稅優惠的退休計畫。此外，2014年抗通貨膨脹過庫券的利率遠低於歷史平均水準。

## 該買垃圾債券嗎？

債券市場能倖免於投資鐵律：「報酬與風險相關」嗎？當然不能。在大部分時期，所謂的垃圾債券（junk bonds，指信用評等不佳、利率較高的債券）給予投資人的淨報酬率曾比信用優良的「投資級債券」（investment grade）高出兩個百分點。在2014年時，投資級債券的報酬約為4.5%，而垃圾債券卻常在5%到6%。因此就算有1%低評等的債券無法如約交付本息因而產生損失，由多種低評等債券組合成的投資與優良債券組合相比，依然會產生淨報酬。許多投資顧問因此推薦完全分散風險的高收益債券組合。

但有另一派人士建議消費者拒絕垃圾債券。大多數垃圾債券是一波波公司合併、收購、槓桿（大量舉債）收購的結果。拒絕垃圾債券的人士指出，這些債券只有在經濟情況好的時候才有能力履約，但經濟搖搖欲墜時就得小心了。謹慎的投資人該怎麼辦呢？這個問題要看你承受高風險時，晚間睡眠品質的好壞而定。高收益的垃圾債券不適合常常失眠的人，這些投資就算完全分散，風險依然極高。同時它們也不適合那些以利息款項為主要收入來源的人，它們當然也不適合充分分散投資的人。但是至少在過去，垃圾債券的高收益早已補償實際呆帳紀錄中應有的報酬。

## 外國債券

有很多國家的債券票面利率高於美國債券，一些新興市場特別是如此。傳統智慧常常建議避開新興市場債券，因為它們有高風險和低

品質，但是有很多新興經濟體的債務占GDP比率較低，也比已開發世界有更好的財政餘額（fiscal balances）。新興市場的成長也比較快，因此，在超低利率的期間，在一個固定收益的投資組合中納入多元分散的高收益國外債券組合十分有用，當然這其中包括新興市場債券。

## 練習7A 在金融壓抑期間，將部分債券以高股利股票取代

對債券投資人來說，目前的超低利率是個艱鉅的挑戰。所有已開發國家都負擔超額債務，像美國一樣，世界各國的政府正為了是否要縮減應對人口老化的福利政策而傷透腦筋。

對美國和其他政府來說，簡單的方法是以人為方式保持低利率，降低實質負擔的債務，將債務負擔丟回債券持有人。我們在之前看過這個景象，在第二次世界大戰結束時，美國故意保持非常低的利率水準，幫助償還在戰時累積的債務。藉著這樣做，美國債務占GDP的比率從1946年的122%，降至1980年的33%。但這是以犧牲債券持有人的權益為代價，這就是所謂的金融壓抑（financial repression）。

要解決這個問題有個技巧，就是在正常時期持有的債券投資組合中，以部分高股息股票取代債券。相對穩定的成長股股利會比相同公司的債券票面利率高很多，而且未來還有成長性。這樣的公司像是AT&T。AT&T 15年期的債券票面利率大概是4.5%，而股息殖利率有5.25%，而且股息還隨時間成長。對退休人士來說，靠AT&T的股息和利息來生活，會比靠債券利息的人有更好的報酬。而且成長股的股利波動並不會比同家公司的債券投資組合波動大。所以我的具體建議是，我推薦在投資組合納入將這類可部分替代債券的股票，這樣可以讓風險更低，報酬更為穩定。在金融壓抑期間，一般建議債券部位必須調整。

## 練習8 投資黃金與收藏品宜謹慎

在本書較早的版本中，我對黃金是否屬於完全分散風險的投資組合站在不同的立場。1980年代初，黃金每盎司漲過800美元，我對黃金投資採取極負面的看法。二十年後進入新千禧年時，黃金售價在200美元左右，我對黃金投資的看法趨於正面。如今隨著金價每盎司大約1300美元，我很難引起投資興趣。但可以在投資組合中包含少量黃金，黃金報酬和紙上資產報酬的相關程度極低。因此即使少量的持有（例如：投資組合中占5%），也能明顯的減低整體投資組合的風險。當通貨膨脹再現時，黃金可能會有不錯的報酬。購買專門投資於黃金的基金或ETF，即可達到少量持有的目的。

金價的暴起暴落，使我想起靠賣沙丁魚而錦衣玉食的狡猾中國商人的故事。這名商人因生意興隆，於是雇了一位聰明的大學畢業生來幫忙。有一天，年輕人請親戚吃晚餐，帶了幾罐沙丁魚回家當開胃菜。他打開第一罐一看，裡面竟是沙，令他非常生氣。他又打開第二罐，發現仍然是沙。第二天，他把事情告訴商人時，狡猾的商人只是微笑說：「這些罐頭是用來買賣的，不是用來吃的。」

在某種意義上，這個故事很像黃金買賣的情況。實際上，所有的黃金都是買來囤積或投機，以便日後再以高價出售。幾乎沒有黃金是買來用的。在這種市場中，無人能預測價格走勢；最佳的建議是，少量持有來做為廣泛分散風險的工具。

那鑽石呢？這個常被說成是每個人最好的朋友，但對散戶而言有很大的風險和缺點。你要記得買鑽石的佣金成本很高。就個人而言，鑑定品質也極端困難。我能保證，想賣鑽石的傢伙肯定遠多於想買鑽石的人。

另一種流行的投資是購買收藏品。上千位推銷人員會向你推銷各種東西，從雷諾瓦名畫到毯子、蒂芬尼的燈飾到稀有郵票、藝品到暈機袋。而且eBay讓買賣收藏品變得很有效率。我不認為買自己喜歡的「物品」是不對的（天知道人們的品味還真是奇怪），但我建議你：因為喜歡而買，不要因為指望它能升值而買。別忘了贗品與假貨很常見。投資收藏品還需要付出高額的保險費及永無止盡的保養維護費，所以你不僅沒有股利或利息收入，反而要不斷支付費用。想藉收藏東西賺錢，你必須有極佳的品味和原創性。依我看來，許多自認收藏獲利的人，其實是在收藏麻煩。

另外一種受歡迎的投資是商品期貨。你不只可以買黃金，還可以買穀物、金屬，甚至外匯等多種商品未來才要交貨的契約。這是一個快速市場，專家可以大賺，不明所以的個人則很容易大賠。我給非專業人士的建議是：不要逆勢而行。

我也會避開避險基金、私募股權和創投基金。避險基金是基金經理人的搖錢樹，他們從中收取高額管理費和20%的獲利，投資人不可能從中得到好處。這些基金的平均績效相當令人失望。沒錯，最佳的基金表現很好，但除非你是已經建立明確優先部位的法人，否則你成功投資的機率實際上是零。別管這些外來的東西，它們不適合你。

## 練習9 尋找提供折扣的證券商

許多證券商現在提供很高的手續費折扣，這些折扣證券商只提供平價服務，如果你想要被人領著走、想要一般的投資建議，就別找他們。但如果你確知自己要買什麼，折扣證券商的佣金會比一般「標準全套服務」證券商低很多，特別是如果你願意在網路上交易的話。網路買賣股票既簡單又便宜。但是，我要警告你，每天在股市進進出出

的投資人，很少有獲利的。不要讓低手續費引誘你成為一個不成功的短線交易客。

談到佣金成本，你們應該留意華爾街的新玩意：「綜合帳戶」（wrap account）。你只需繳一項費用，你的經紀商就為你取得專業資金經理人的服務，經理人會為你選擇包括股票、債券、甚至房地產的投資組合。證券商的佣金和顧問費都包括在你繳的單項費用中。綜合帳戶的費用非常高，年費通常在3%左右，可能還要外加執行費和基金費用（如果資金經理人使用共同基金或REITs）。在這樣的收費下，你幾乎不可能打敗市場。我的勸告是：避免使用這種帳戶。

另外，也要記住，在購買共同基金或ETF時，成本非常重要。收費最低的共同基金經常會產生最高的淨報酬率，共同基金產業可以讓你得到你沒有付費的東西。當然，典型的低成本基金是指數基金，往往也可以節稅。

## 練習10 記住要分散投資

在這些暖身練習中，我們討論了不少投資工具。我們的華爾街隨機漫步，最重要一步是來到百老匯街的轉角，考慮股票的投資策略。最後三章要討論這個部分，因為我認為股票應該是大部分投資組合的基石。然而在我們最後一個暖身練習中，還是要溫習一下現代投資組合理論的重要教訓：分散投資的好處。

聖經箴言說：「謀士眾多，所謀乃成。」這話也可以用在投資上。分散投資可以降低風險，使你更可能達成符合投資目標的長期平均報酬，因此在每個投資類別中要多方持有不同的標的，雖然股票應該為投資組合的主幹，但不應該是其中唯一的投資工具。想一想把所

有退休儲蓄都投資於安隆股票，淚眼汪汪的前安隆員工。安隆倒閉時，他們不只丟了工作，退休儲蓄也全泡湯了。不論目標是什麼，聰明的投資人會分散投資。

另外，也請記得第10章「投資人從行為財務學學到什麼？」一節中提到的坑洞和絆腳石。說到投資，我們經常是自己最大的敵人。了解我們如何輕易受到自己的心態所傷害，將有助於我們避開在漫步華爾街時可能絆倒我們的常見坑洞陷阱。

## 最後檢查

既然你已經完成了暖身練習，我們花一點時間來總複習。由經濟學家發展出來的資產評價理論與專家們記錄的投資績效，導出唯一結論：沒有保證致富的捷徑，只有承擔較高風險（或是犧牲一些流動性）才能得到較高報酬。

你能容忍的風險，部分要由你的入睡點來決定。下一章將討論股票和債券投資的風險和報酬，將幫助你明白，不同的投資工具能給你什麼樣的報酬。但你能忍受風險的能力，也受你年齡、非投資收入的來源及其穩定性影響。第14章「做好人生四季的投資規畫」，將幫你建立起清楚的概念，知道投資股票、債券、房地產和短期投資的比重應該如何。最後一章則告訴你，特別的股市投資策略可以使業餘投資人也能達到和專家一樣好、甚至更好的結果。

- 
1. 關於529計畫的詳細資訊，請參閱[www.savingforcollege.com](http://www.savingforcollege.com)。[↑](#)
  2. 但不是永遠都是這種情況。1980年代某些利率極高的時期，短期債券的殖利率事實上反而比長期債券高。問題在於投資人不一定能在短期資金轉投資時，再享有這樣高的殖利率。而且1980年代末期短期殖利率大幅下跌；投資人因此可以合理地預期，持續投資短期債券的報酬比不上長期債券。換言之，即使短期債券的殖利率可能暫時高於長期債券的殖利率，承擔持有長期債券的風險依然有報酬。[↑](#)



## 第13章 衡量股票及債券的報酬

對過去一向消息靈通的人，不至於對目前感到憂鬱悲觀。

——湯瑪士·默克雷（Thomas B. Macaulay），《英格蘭歷史》（*History of England*）



本章將教你如何成為金融市場的行家。讀完這一章，雖然你依然無法預測下個月或明年的市場走勢（誰也無法這麼做），但你會有比較好的機會配置有利的投資組合。雖然最重要的兩項投資工具：股票和債券，價格變動會大到超出你的控制，但我所提供的方法可以幫助你估計未來長期合理報酬，而且可以根據財務需要調整投資計畫。

### 決定股票和債券報酬的因素

股票的長期報酬由兩項主要因素決定：買進股票時的股利收益、股利和盈餘未來的成長率。原則上，股票的價值等於現在或未來所有股利現金流量的折現值。「折現」觀念反映出：明日才收到的一塊錢，價值不及今日在手上的一元。股票投資人購買的是企業的所有

權，目的在於收到一連串快速成長的股利收入。就算公司目前只支付很少量的股利、保留多數（甚至全部）盈餘再投資，投資人也往往假定再投資能使未來的股利成長加速，或是盈餘成長加速，使公司得以買回股票。

利用股票價值等於股利現金流量的折現值（或是藉股票買回而歸還給股東的資金），可以導出股票長期總報酬的簡單公式：

$$\text{長期股票報酬} = \text{原始股息殖利率} + \text{股利成長率}$$

1926到2013年間，股票的平均年報酬率是10%左右；1926年1月1日整體股市的股息殖利率則大約有5%，股利與盈餘的長期成長率也大約在5%。因此原始股息殖利率加上股利成長率，大約就是股票的報酬率。

在短期內（例如：一年或數年），決定報酬的還有相當重要的第三項因素，那就是評價關係的改變，講明白一點，就是價格股利比或本益比的變化。價格股利比的增減與我們較常使用的本益比常呈同方向變動。

價格股利比和本益比逐年的變化極大。例如：在極度樂觀的2000年3月初，本益比遠超過30倍，價格股利比超過80倍。極度悲觀時期，如1982年，本益比只有8倍，價格股利比為17倍。這些數字也受利率影響：利率低時，與債券競爭資金的股票往往以低股息殖利率和高本益比出售。利率高時，股票收益也提高，企圖以較低的本益比來售出股票。1968到1982年股票最糟的期間，股票每年報酬率只有5.5%。在這期間開始，股票的股息殖利率為3%，而股利成長率則為每年6%，比長期平均值稍高。如果價格股利比（及股息殖利率）保持平穩，股票會創造9%的年報酬率，6%股利成長率相當於每年6%資本增值率。但股

息殖利率的大幅增加（即價格股利比或本益比大跌）將使年平均報酬率減少3.5%。

對股市投資人而言，2000年代前十年是一段極為可怕的日子，千禧時代變成覺醒時期。2000年4月初，網路泡沫達到高點，標準普爾500指數的股息殖利率降至1.2%（本益比超過30倍）。那個時期的股利成長其實非常強勁，每年平均達到5.8%，如果評價關係沒有改變，股票會產生7%的報酬率（1.2%的股息殖利率再加上5.8%的成長率）。但是在那十年間，本益比重挫，股息殖利率上揚，評價關係的改變使報酬減少13.5%。因此股票並沒有7%的報酬率，而是平均每年下降6.5個百分點，使得許多分析師將這幾年稱為「消失的十年」。

許多分析師質疑現在股利是否仍然和過去一樣重要。他們說，公司愈來愈傾向於以買回股票的方式把盈餘分給股東，而不增加股利。這樣做的原因有二，一是方便股東，二是方便管理者。股東會得到好處是因為稅法。長期資本利得的稅率通常只是股利所得稅率上限的一部分。買回公司股票會減少股票在外流通數目，每股盈餘和股價因此上升，所以買回股票會創造資本利得。甚至當鼓勵和資本利得有相同稅率時，資本利得稅可以遞延，直到股票出售時才繳納，如果股票當作遺產贈與，則可避免資本利得稅。因此公司主管站在股東的立場會傾向於買回股票，而非提高股利。

買回股票的壞處在於自我圖利。管理階層的報酬一大部分來自於股票選擇權，而選擇權只有在盈餘和股價上漲時才有價值。買回股票是達到這個目的的簡單手段。股票上漲對主管有利，因為提高了股票選擇權的價值，增加股利卻只嘉惠股東的荷包。1940年代到1970年代，盈餘和股利以大致相等的速率成長。然而在20世紀的最後二十年，盈

餘的成長遠大於股利成長。長期而言，盈餘和股利可能會以大致相同的速度成長，為便於閱讀，我選擇採用盈餘成長來進行以下的分析。

債券的長期報酬比股票容易計算。長期下來，債券投資人收到的殖利率約等於購買債券時的到期收益率。就不定期付息、在到期日支付特定金額的零息債券而言，如果沒有違約風險，並持有到到期日，購買時的收益就是投資人將得到的收益；定期支付利息的付息債券，收益可能稍有變動，視債券持有期間內利息是否再投資、以何種利率再投資、利率上升或下降而定。儘管如此，持有債券直到到期日的投資人，可以相當方便的用原始殖利率來估計投資報酬。

債券在到期日之前出售時，報酬率比較難估計。此時，債券持有期間利率（債券殖利率）的變動成為決定其淨報酬的主要因素。利率上漲時，債券價格會下跌，使原來流通在外的債券能與新發行而利率較高的債券競爭。利率下跌時，債券價格會上漲。要記住的原則是，不能持有債券至到期日的投資人，在利率上升時受害的程度，一如其在利率下降時受惠的程度。

通貨膨脹是擾亂投資報酬的程咬金。對債券市場而言，通貨膨脹率上升絕對是件壞事。舉例來說，假設債券在沒有通貨膨脹的時候，票面利率為5%，投資人的實質報酬率（即扣除通貨膨脹率）亦為5%。現在假定通貨膨脹率由0%上升為每年5%，如果投資人仍然要求要有5%的實質報酬率，則債券票面利率必須上升為10%，如此，在扣掉通貨膨脹後，投資人的報酬率才能為5%。但這意謂著債券價格將下跌，以前購買5%殖利率的長期債券投資人則產生重大的資本損失。除了購買第12章推薦的抗通貨膨脹債券的投資人，通貨膨脹可說是債券投資人的死敵。

原則上，股票應該能對抗通貨膨脹，不應受通貨膨脹率上升之苦。至少在理論上，通貨膨脹率上升1%，包括廠房、設備、存貨價值在內的所有價格也應上升1%，因此盈餘和股利的成長率應與通貨膨脹率同步成長，所以就算所有債券殖利率隨通貨膨脹而上升，股息殖利率（或價格股利比）並不需要改變。這是因為預期成長率應該和預期通貨膨脹率一起增加。以下來看一看實務上是否如此。

## 股票市場的四大波段

在我們試圖規畫未來股票和債券報酬之前，我們來回顧最近歷史上股票和債券的四個時期，看以上決定報酬的討論在實務上的適用情況。這四個時期恰好是從1947到2009年股票市場的四大波段。表13-1顯示這四個時期的期間，以及股票和債券的平均年報酬率。

**表 13-1 美國股票和債券報酬（平均年報酬）**

資產類別	時期一 1946年1月至 1968年12月 安穩時期	時期二 1969年1月至 1981年12月 焦慮時期	時期三 1982年1月至 2000年3月 繁榮時期	時期四 2000年4月至 2009年3月 覺醒時期
股票（標準普爾 500 指數）	14.0%	5.6%	18.3%	-6.5%
債券（高評等、長期公司債）	1.8%	3.8%	13.6%	6.4%
平均 年通貨膨脹率	2.3%	7.8%	3.3%	2.4%

時期一我稱為安穩時期，這是第二次世界大戰後的成長期間。扣除通貨膨脹後，股票持有人獲得極佳的報酬，債券持有人的報酬則不及通貨膨脹率；第二個時期我稱為焦慮時期：戰後嬰兒潮的年輕人所造成的反抗風潮，越戰造成的經濟和政治的不穩定，加上石油和食物引發的通貨膨脹，造成對投資人很不利的環境。無人得以倖免，股票和債券的報酬都不佳；第三個時期是繁榮時期，戰後嬰兒潮已成熟，世界和平，加上無通貨膨脹的經濟繁榮。這是股票和債券投資人的黃金歲月。在歷史上他們從來未曾獲得這樣豐厚的報酬；時期四是覺醒時期，新世紀帶來的巨大承諾並未反映在股票報酬上。

現在來看一看在這四段期間中，決定投資報酬的因素如何演變，特別是哪些因素導致評價關係的改變和利率的變動。記住股票報酬由三項因素決定：（一）購買股票時的股息收益率；（二）盈餘成長率；（三）股票評價的改變，也就是本益比的改變；而債券的報酬決定於：（一）購買時債券到期日的報酬率；（二）利率（報酬率）的改變對債券價格的影響，這會影響到期日前出售債券的投資人。

## 時期一 安穩時期

消費者以大肆採購來慶祝第二次世界大戰的結束。在大戰期間，他們沒有汽車、冰箱、數不盡的其他貨品，戰後他們掏光儲蓄，創造略帶通貨膨脹的景氣。然而人們很難忘記1930年代的大蕭條。經濟學家（那些悲觀的科學家）擔心需求下降可能會導致經濟衰退甚至經濟蕭條即將來到。杜魯門總統這麼區別兩者：「你失業是經濟衰退，我失業是經濟蕭條。」股市投資人也感染經濟學家的憂慮。1947年年初，股息殖利率不尋常的高，為5%，本益比大約12倍，遠低於長期平均值。

結果，經濟不像許多人所恐懼的那樣落入蕭條。雖然有溫和的衰退，在1950和1960年代，經濟仍以穩健的速度成長。1960年代初期，甘迺迪總統提出大規模減稅方案，方案在1964年他死後付諸執行。減稅方案的刺激，加上政府因為越戰增加支出，使得經濟強勁成長，就業率高。直到這段期間結束，通貨膨脹都不是問題。投資人變得愈來愈有信心，到了1968年，本益比超過18倍，標準普爾500指數的股息收益率降到3%以下。對股票的投資人而言，這是極佳的狀況：初始股息高；盈餘和股利都強勁成長，成長率為6.5%到7%；本益比的上揚進一步增加了資本利得。表13-2列出1947到1968年期間，股票和債券不同成分的報酬。

**表 13-2 股票和債券報酬的發展（1947年1月～1968年12月）**

<b>股票</b>	初始股利	5.0
	盈餘成長	6.6
	評價改變（本益比增加）	2.4
	<b>平均年報酬率</b>	<b>14.0</b>
<b>債券</b>	初始票面利率	2.7
	利率上升的效果	-0.9
	<b>平均年報酬率</b>	<b>1.8</b>

債券投資人可就沒那麼幸運。由於1947年債券的初始收益率低，因此即使持有到到期日，債券的報酬注定要低。在第二次大戰期間，美國將長期公債的票面利率限定在2.5%以下，以便讓政府以便宜的低利率貸款籌措大戰經費。這項政策一直持續到戰後，直到1951年才允許利率上升。此舉導致債券投資人受到雙重打擊。不僅開始時利率遭到人



為壓低，當利率允許上升時，投資人又遭到資本損失。結果債券投資人的名目報酬率低於2%，實質報酬率（扣除通貨膨脹）則為負數。

## 時期二 焦慮時期

1960年代末期到1980年代初期，通貨膨脹出人意外地加速上升，成為影響證券市場的主要因素。1960年代中期，通貨膨脹幾乎難以察覺，僅略高於1%。然而，在1960年代末期，當美國涉入越南的程度益深，就產生典型、老式的「需求拉動」型通貨膨脹，有太多的金錢追逐太少的貨物。這使得核心通貨膨脹率上漲到4%或4.5%左右。

然後，經濟又受困於1973到1974年的石油和食物危機，這正是典型的莫非定律：可能出錯的地方一定出錯。石油輸出國家組織（OPEC）聯手造成人為的石油短缺，而上天又藉著北美穀物欠收、蘇聯和撒哈拉以南非洲的天災，造成真實的食物短缺。甚至連秘魯鯷魚也神祕地消失了（鯷魚是當地重要的蛋白質來源），似乎奧圖的話應驗了，他說：「莫非是個樂觀主義者。」通貨膨脹率再次上升到6.5%。然後1978至1979年間一連串的政策錯誤，造成某些經濟部門的過度需求；油價上揚125%，更使得通貨膨脹火上加油，連帶使薪資成本上漲。1980年代初期，通貨膨脹率高於10%，人們憂慮美國的經濟已經失去控制。

最後，聯準會在當時主席保羅·伏克爾（Paul Volcker）領導下，採取了果斷的行動。聯準會採行極度緊縮的貨幣政策，以殺死通貨膨脹的病毒，有效控制經濟。通貨膨脹率的確開始下降，但美國經濟也奄奄一息。遭逢1930年代以來最嚴重的經濟衰退，失業率急速攀升。1981年底，美國經濟不僅有兩位數字的通貨膨脹，還有兩位數字的失業率。

表13-3顯示出通貨膨脹和經濟不穩對金融市場的影響。股票和債券的名目報酬已經很低，扣除7.8%的通貨膨脹率，實質報酬變成負數。相對地，實質資產，例如：黃金、收藏品、房地產都有兩位數字的報酬。

**表 13-3 股票和債券報酬的發展（1969年1月～1981年12月）**

<b>股票</b>	初始股利	3.1
	盈餘成長	8.0
	評價改變（本益比增加）	-5.5
	<b>平均年報酬率</b>	<b>5.6</b>
<b>債券</b>	初始票面利率	5.9
	利率上升的效果	-0.9
	<b>平均年報酬率</b>	<b>3.8</b>

由於這次的通貨膨脹出乎預料，債券票面利率都沒有這點納入考量，因此債券投資人災情慘重。例如：1968年，三十年期長期債券的到期的殖利率只有6%左右，足以補償當時3%的通貨膨脹率，扣除通貨膨脹後的實質報酬率為3%。不幸在1966到1981年間的實際通貨膨脹率將近8%，把投資債券的收益都吃掉了。這還是好的，更糟的是還有資本損失。1970年代後期，當通貨膨脹率以兩位數字成長時，誰會願意買票面利率僅及6%的債券？沒有。要賣就要賠本出售，新投資人的收益才能敵過更高的通貨膨脹率。債券的風險溢價因計入升高的價格波動而增加時，債券的票面利率也必須增加。更糟的是，稅務系統還給了債券投資人殘忍的一擊，雖然投資人事實上購得的是負報酬，債券利息卻以正常的稅率課徵。

債券未能幫助投資人抵抗意料之外的通貨膨脹並不令人意外；股票居然倒戈則另當別論。既然股票代表那些理應與物價水準同步上漲的實質資產所有權，根據這種推理，股價也應該上漲。這就像有個小男孩第一次上藝術博物館一樣。當小男孩被告知一張著名的抽象畫畫的是馬時，男孩慧黠地反問：「既然它『應該』是一隻馬，為什麼它不是呢？」如果股票應該可以對抗通貨膨脹，為什麼它們卻不能呢？

這個問題有許多不同的解釋都和股利與盈餘的成長不佳有關，但在仔細分析下都站不住腳。最常見的解釋是，通貨膨脹使公司獲利大幅縮水，特別是在公告數字剔除通貨膨脹因素之後。通貨膨脹被描述成金融「中子彈」，它讓公司組織架構保持完整，卻將獲利的血脈摧毀殆盡。許多人認為資本主義的機器已經失去控制，所以走在華爾街上，不論是否隨機漫步，都可說是極端危險。

事實是，企業獲利並不像1980年代初期金融界的想法一般，因為殘酷無情的通貨膨脹而下降。由表13-3可以看出，1969到1981年期間，獲利成長8%，超過通貨膨脹。股利成長率其實也接近通貨膨脹率。

影迷們也許還記得電影《北非諜影》（*Casablanca*）中令人難忘的最後一個鏡頭。亨佛萊·鮑嘉（Humphrey Bogart）站在德國少校的屍體旁邊，手上握著一把冒煙的槍，法國殖民地警局長官克勞第·雷恩（Claude Rains）眼光掃過鮑嘉，到冒煙的槍，再到少校的屍體，最後他對部下說：「史特沙少校被射殺了，現在開始搜索一般可疑分子。」我們也搜尋過一般可疑分子，但還沒發現槍殺股市的兇手，犯罪動機也還沒找到。現在，讓我們看看那冒煙的槍。

1970年代，股票報酬下跌的主要原因，在於投資人對盈餘和股利的評價，也就是他們願意為每一塊錢盈餘和股利付出的金額下降所致。

股票未能保護投資人不受通貨膨脹傷害，不是因為盈餘和股利的成長跟不上通貨膨脹，而是因為那段期間內本益比幾近崩潰。

標準普爾500指數的本益比在1969到1981年期間下跌將近三分之二。本益比的下跌是1970年代股市投資人報酬不佳、股票未能反映公司盈餘和股利成長的原因。某些金融經濟學家認為，1970年代和1980年代初期，股票市場的不理性導致本益比下跌太重。

當然，股市投資人很可能只是在1980年代初期非理性的悲觀，就像他們在1960年代中期非理性的樂觀一樣。我雖然不認為市場總是完全的理性，但如果要在股票市場和經濟學家中間選擇，我怎樣都會在股票市場下注。我懷疑當股票投資人讓股利和本益比大幅下跌時，他們並不是不理性，他們只是害怕。1960年代中期的通貨膨脹非常溫和，幾乎難以察覺，投資人因此認為經濟學家已經找到克服嚴重經濟蕭條的方法，即使輕微的不景氣也可以矯治。那時候的投資人無法想像美國經濟會經歷兩位數字的失業率，或是兩位數字的通貨膨脹，更不用說兩者同時發生。人們那時候才知道，經濟情況並不如以前想像中的穩定。股票因而被認為風險較高，需要較高的風險溢價做為補償<sup>[1]</sup>。

因為本益比與價格股利比相對降低，股市可以提供較高的風險溢價，使未來報酬增加，好與風險較高的新環境相稱。有趣的是，同樣的調整，在1960年代末期到1970年代造成股票投資報酬低落，卻使1980年代初期出現極有吸引力的股價水準，如同我在本書早期版本中所說。這個情形說明如果有人試圖解釋十年內（或更短）報酬產生的原因，評價關係的改變扮演相當重要的角色。1969到1981年這段時期，股利的成長率確實彌補通貨膨脹的壓力，我相信價格股利比和本益比的下降反映出風險上升，這才是讓股市一蹶不振的主凶。

### 時期三 繁榮時期

現在來看第三個時期，自1982到2000年初，金融資產報酬的黃金歲月。這個時期開始時，債券和股票的價格皆根據變動的經濟環境充分調整，甚至過度調整。它們的價位不僅足以對抗可能的通貨膨脹，還能提供極佳的實質報酬率。

1981年底，債券市場惡名昭彰。《波爾街日報》（*The Bawl Street Journal*）在1981年的年度漫畫中寫道：「債券是為了貶值而設計的固定利率投資工具。」當時高評等的公司債殖利率大約13%，而通貨膨脹率（以一單位勞動成本的增加率來計算）只有8%左右，因此公司債的實質報酬率大約為5%，就過去的歷史標準看來真是不尋常的優厚（公司債的長期實際報酬率應該只有2%）。當然，由於債券價格波動加大，債券理當提供比過去高的風險溢價。但是悲觀的法人可能過度憂慮債券投資風險。就像在最後一役奮戰的將軍一樣，投資人因為過去十五年的經驗太過慘痛，已經不願意去碰債券。在這樣的初始條件下，債券的投資人必然有非常優厚的預期報酬。

股票如何呢？就像我上面所說的，我們可以把平均股息殖利率，加上每股盈餘的預期成長率，算出其長期的股票預期報酬率。我在1981年的計算結果顯示，股票的預期總報酬率高於13%，遠高於核心通貨膨脹率，以歷史標準而言也是極為優厚的。

當時股票的價格很低，盈餘在週期性低檔，但即使盈餘數字偏低，本益比仍然不尋常的低，價格股利比也低於平均值，股價只有公司資產重置成本的零頭而已。難怪我們在1980年代看到這麼多公司易手。只要資產能透過股市以低於直接購買成本的價格購買，就有公司會購買其他公司的股票，或是買回自己的股票。因此我在1980年代初期主張，我們看到的市場情況是：紙上資產的價格已經根據通貨膨脹與

伴隨而來更高的不確定性做了充分調整，甚至過度調整。表13-4顯示1982到2000年期間，股票和債券的報酬情況。

**表 13-4 股票和債券報酬的發展（1982年1月～2000年3月）**

<b>股票</b>	初始股利	5.8
	盈餘成長	6.8
	評價改變（本益比增加）	5.7
	<b>平均年報酬率</b>	<b>18.3</b>
<b>債券</b>	初始票面利率	13.0
	利率上升的效果	0.6
	<b>平均年報酬率</b>	<b>13.6</b>

這真是投資人豐收的年代，股票和債券投資都有相當優厚的報酬率。雖然盈餘和股利的名目成長率並未優於令人不滿意的1970年代，有兩項因素造成股票市場的高報酬。第一，初始股息收益將近6%，不尋常的高。第二，市場的情緒由絕望轉為興奮。本益比由8倍變成30倍，上漲三倍多。股息收益率僅略高於1%。評價的改變，使得股票投資的報酬由不尋常的好，變為驚人的好。

同樣地，債券的初始收益率為13%，保證長期持有人將會得到兩位數字的報酬。就像前面說過的，長期投資人看到的收益率，就是他們會得到的報酬率。加上因為通貨膨脹率下降為3%，實質報酬（減去通貨膨脹後的報酬）遠高於長期平均值。1982到2000年初是投資金融資產千載難逢的時機。同時間，硬資產（hard asset）卻有負的報酬，例如：黃金和石油。

## 時期四 覺醒時期

緊隨著繁榮時代而來的是股市有史以來最糟糕的十年之一，一般將這個時期視為「失落的十年」或是零零年代（the naughties，每個世紀的第一個十年），它是大部分股市投資人寧可遺忘的十年。起先是網路泡沫，緊跟著來的是毀滅性的空頭市場，後來出現另一個泡沫，暴跌的房地產價格摧毀仰賴上漲房價的複雜抵押擔保證券價值。這再度提醒投資人，這是個風險很高的世界，評價關係也跟著改變。

本益比下降而股息收益率上升，讓用債券來分散投資組合的投資人能夠減輕痛苦，因為債券在這十年間產生正面報酬。表13-5顯示報酬在覺醒時期如何發展。

**表 13-5 股票和債券報酬的發展（2000年4月～2009年3月）**

<b>股票</b>	初始股利	1.2
	盈餘成長	5.8
	評價改變（本益比增加）	-13.5
	<b>平均年報酬率</b>	<b>-6.5</b>
<b>債券</b>	初始票面利率	7.0
	利率上升的效果	-0.6
	<b>平均年報酬率</b>	<b>6.4</b>

## 2009到2014年的市場

隨著2009年市場到達谷底，標準普爾500指數的本益比也降到不到15倍的周期低點，股息殖利率則增加到大約3%。這種評價關係的改變



為接下來五年的股票市場創造出產生正報酬的條件。隨著盈餘以兩位數字成長，股價漲幅更大，連帶使得股息殖利率下降、本益比提高。債券也因此有很好的表現。美國國庫券2009年的票面利率在3%到4%。到了2014年中，10年期美國國庫券的票面利率大約2.5%，因此在票面利率下滑下，債券也提供一些資本利得。

## 長期合理報酬是多少？

那麼未來又是什麼模樣？該如何判斷未來幾年金融資產的報酬？雖然我認為無人能預測證券市場短期的波動，但我相信估計長期的投資報酬是可能的。很顯然，希望未來幾年股票和債券繼續提供2009到2014年的豐厚報酬是不切實際的。

那麼長期合理的預期報酬是什麼？我在過去使用的方法現在依然適用，我將會計算2014年底的長期報酬預測。你可以採用同樣方法，以做為預測當時的資料來計算長期預期報酬。

先看2014年底的債券市場，有個好方法可以估計長期債券持有人的報酬。如果持有優良的公司債到到期日，報酬大約4.5%。持有10年期國庫券至到期日，報酬大約只超過2%。假設通貨膨脹率停留在每年2%左右，政府和公司債券將提供投資人正數但微薄的投資報酬率。不過這些票面利率遠低於1960年代以來的水準，此外，如果通膨加速，利率上揚，債券價格就會下跌，債券報酬率甚至會更低。很難想像債券投資人在2014年會有不錯的收益。

股票在2014末期會有怎樣的報酬呢？有兩項決定股票報酬的因素我們可以合理的估計。2014年標準普爾500指數的股息收益率為1.9%。假設長期盈餘成長率為5%，這與歷史上低通貨膨脹時期的成長率一致，

也與華爾街2014年底估計類似。把初始股息收益率加上成長率，我們可以得出標準普爾500指數的報酬率低於7%，比債券報酬稍高，但低於1926年以來的長期平均值10%。

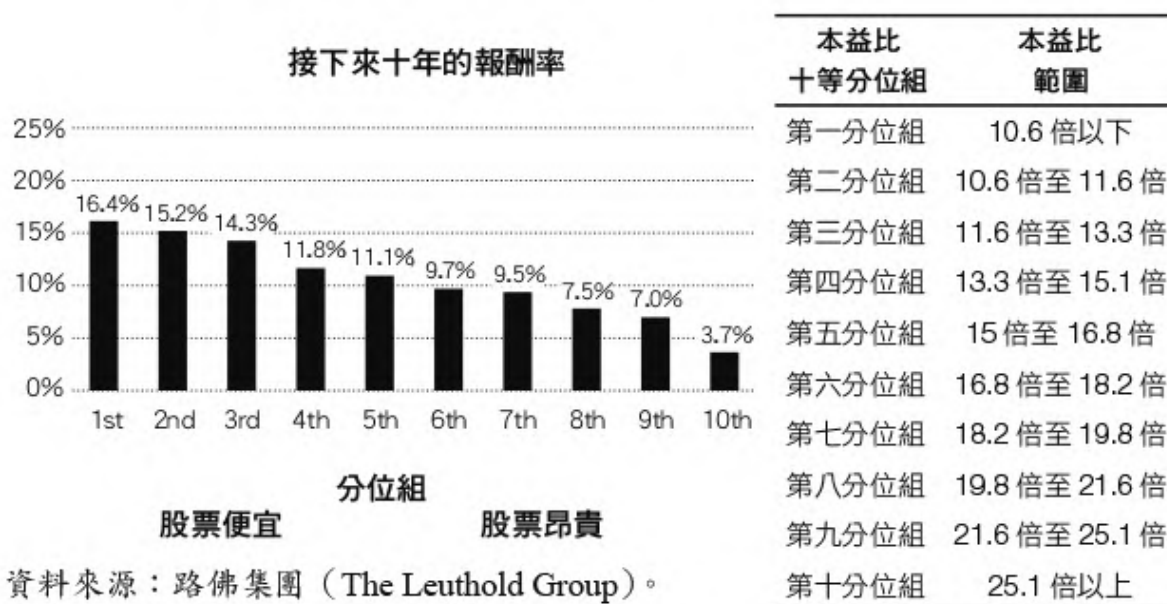
短期決定股票報酬的最主要因素是投資人對股票評價的變化，也就是市場本益比的變動。投資人應該自問，股票市場在2014年末的評價水準是否能夠維持。2014年末的本益比是16%~19%，比長期的歷史平均水準還高，但是股息收益率為1.9%，遠低於歷史平均水準4.5%。

當然，利率和通貨膨脹在2014年時都相對低，當利率（和通貨膨脹）低時，本益比就稍高，股息收益也較低。但我們不能假設利率會永遠這麼低，通貨膨脹永遠如此輕微。意外經常會發生。

我們最好記住，在1960年代中期，聰明的經濟學家就已經宣布，通貨膨脹（當時只有1%）已死，而且就算是微幅的經濟活動變動也可以被輕易抵消。也別忘記1990年代早期，金融報導充斥著讚美日本經濟制度和管理技巧的故事，堅持當時日本股市天高的本益比是有道理的。還有2001年「911事件」提醒我們，我們生活在一個危險而且不安定的世界，代表投資個人在持有股票時理當要求相當的風險溢價。預料不到的事經常會發生。股市有個可預測的型態，可以預言長期以來最適當的股票報酬。在可預測的期間裡，整體來說，未來股市報酬的變動有高達40%可以根據最初市場的本益比來預測。

圖13-1呈現這個有趣的結果。這個圖衡量1926年以來美國股市每一季的本益比，而且計算市場接下來10年的報酬，時間到2014年為止。然後將觀察資料根據最初本益比的水準由低到高等分成十等分，一般來說，這個圖顯示，投資人在市場本益比相對低的時候買進，未來會在股票市場賺得更高的投資報酬，而且在市場本益比高的時候買進股票時，未來的投資報酬率會相對偏低。

**圖 13-1 從歷史本益比來看接下來十年的年化報酬率**  
(1926 年至今)



在衡量市場的本益比時，不能用實際的每股盈餘來衡量，而是要用調整過的盈餘來衡量，因此，計算時使用的本益比常常被視為是調整後的本益比（cyclically adjusted P/E multiples, CAPEs）。在羅伯特·席勒的網站上可以看到調整後的本益比，也可以看到最近十年的平均盈餘（同樣也有最近五年的平均盈餘）。2014年，席勒計算的調整後本益比已經超過25倍。以調整後的本益比來預估前十年的報酬現在看來相當準確，而且，以調整後的本益比來看，未來幾年的股市報酬預估只有一位數字。如果你預期的投資期間少於十年，沒有人能正確預測你能得到的報酬。

身為華爾街的隨機漫步者，我懷疑有誰能夠預測短期股價的走勢，或許這是一件好事。我想起一則自己很喜歡的一段故事情節，那是很久以前的廣播劇《我愛神祕故事》（*I Love a Mystery*）中的一段，這段神祕劇敘述一位貪心的股市投資人，希望自己能有一次機會在股

價變動前二十四小時先看到報紙。由於某種無法解釋的神祕力量，他的願望真的實現了。他在某天傍晚收到次日的晚報。他興奮的整晚熬夜，計畫隔天早上買進和下午賣出，這確保他能打敗市場。然後，在洋洋得意未竟之前，他繼續讀完報紙的其他部分一竟看到自己的訃聞。第二天早晨，他的僕人發現他已經死去。

我很幸運，因為我沒有看到未來的報紙，所以不能事先預言今後某段時間內股票和債券價格的走勢。然而我確信，上述債券和股票報酬的長期估計十分合理，可以做為21世紀投資計畫的參考。重點是，不要靠後視鏡來預測從過去到未來會有兩位數字的報酬。在將來一段時間，我們可能會身處在低報酬的環境。

- 
1. 經濟學家通常用風險溢價來描述這種情況。所謂風險溢價就是：預期報酬和完全可以預測的短期投資報酬的差距。按照這種說法，1960年代的溢價很小，大約1%或2%。1980年代初股票和債券投資人要求的風險溢價則增為4%至6%，參見以後章節的說明。 [↑](#)

## 第14章 做好人生四季的投資規畫

人的一生中有兩個時期不應投機：當他無力投機時，以及當他有能力時。

——馬克·吐溫，《赤道追蹤》（*Following the Equator*）



在人生的不同階段，應該有不同的投資策略。同樣是為退休金儲蓄，三十四歲與六十八歲的人應該使用不同的投資工具來達成目標。三十四歲的人正要步入收入的高峰期，可以用薪資彌補風險帶來的任何損失，而六十八歲的人可能指望用投資收入來補充或取代薪資收入過活，承擔不起虧本的風險。即使是相同的理財工具，對不同的人可能代表不同的事情，主要視他們的風險承擔能力而定。雖然三十四歲和六十八歲的人都可能投資定存，但年輕人可能是受到規避風險「態度」影響，年長者則是因為承受風險的能力不足。前者可以選擇承擔風險的程度，後者選擇有限。

你最重要的投資決策，也許是在不同的人生階段如何搭配資產種類（股票、債券、房地產、貨幣市場證券等），以取得平衡。經濟學

家羅傑·易普生（Roger Ibbotson）花了一輩子的時間，研究不同投資組合的報酬。據他的說法，投資報酬90%以上決定於所選擇的投資類別及其比例，10%以下由選擇的特定股票或共同基金決定。不論你對風險的態度如何，你對吃得好和睡得好之間的態度如何取捨，你的年紀、所得、承受的人生責任，對於投資組合如何配置有重大的影響。

## 配置資產組合五項原則

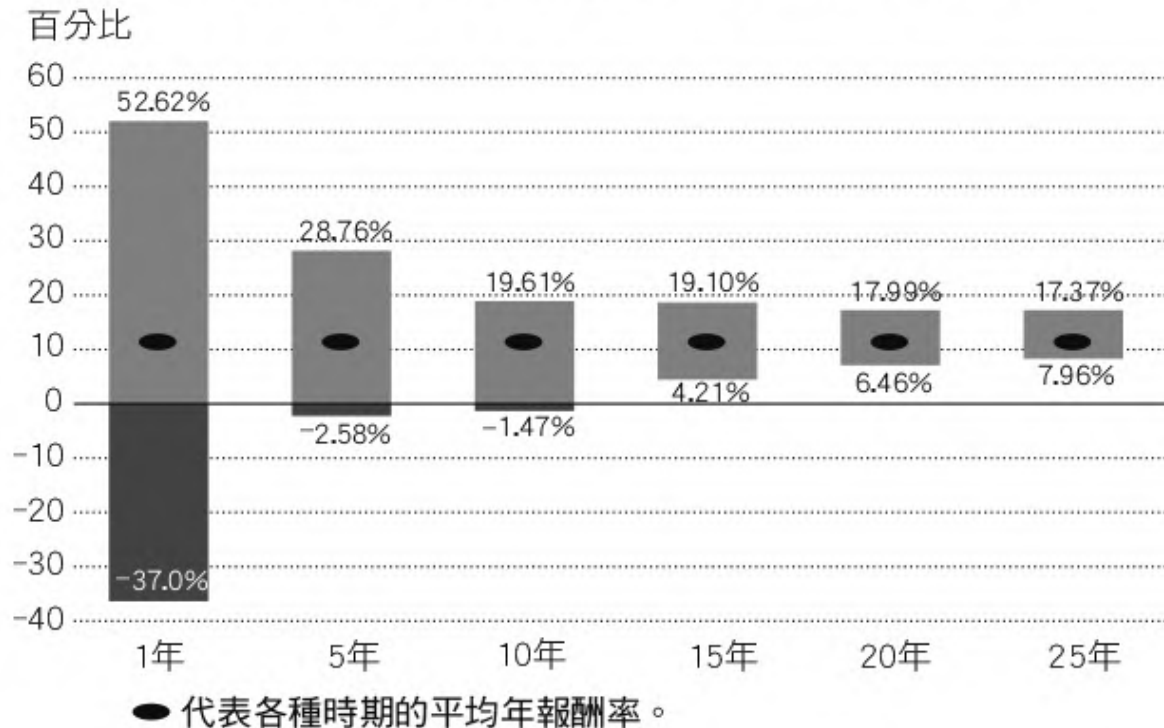
在我們決定如何合理配置資產組合之前，有一些原則要牢記在心。這些原則都已包含在前幾章的討論中，為了讓各位更清楚明白起見，現在我再條列如下：

1. 歷史告訴我們風險和報酬是相關聯的。
2. 投資在股票和債券上的風險，視持有期間的長短而定，投資人的持有期間愈長，資產報酬產生變化的可能性愈低。
3. 定期定額投資法雖然有爭議，但是個有用的技術，可以更進一步降低投資股票和債券的風險。
4. 再平衡策略（rebalancing）可以降低風險，有時還能增加投資報酬。
5. 你必須明白對風險的心態與承受風險能力之間的區別。你能承受多少風險，需視你的整體財務狀況而定，包括你在投資所得之外有什麼收入來源和種類。

### 1. 風險與報酬有關

你大概已經聽膩「只有承擔較大的風險才能提高投資報酬」這句話。但投資管理這門學問中，沒有比這更重要的教訓了。這項財務基本法則背後有好幾百年的歷史資料支持，表14-1總結前面出現過的易普生的資料，顯示風險和報酬的關係。

**圖 14-1 各種時期的股票的年報酬範圍（1950～2013 年）**



股票的長期報酬顯然最好。有人估計過，如果喬治·華盛頓（George Washington）把第一次拿到的總統薪水撥出一塊錢投資在股票上，到2014年為止，他的繼承人將有超過千萬美元的財產。易普生算出股票自1790年以來每年可提供高於8%的複利報酬率（由表14-1可知，如果從1926年算起，大型股的報酬更高達10%）。但伴隨著而來的是相當大的風險，十年裡約有三年是虧損。所以當你想追求較高的報酬時，別忘了「天下沒有白吃的午餐」，高風險是投資人為較高報酬付出的代價。



## 2. 投資在股票和債券上的實際風險視持有時間而定

持有投資標的的期間，也就是你的「定力」（staying power），決定真正承受的投資風險。有個關鍵因素使得人生階段成為資產配置必須考慮的條件。來看看為什麼持有期間能決定承受的風險。

由表14-1可知，過去近八十七年來，長期政府公債的平均年報酬率約為6%。但是風險指標卻顯示，任何一年的報酬可能和平均值相距甚遠。事實上，有許多年份的長期債券投資報酬是負數。2000年代的前十年初，你可能投資利率5.25%的二十年期美國國庫券，只要能持有整整二十年，一定能賺到5.25%的報酬。問題是，如果你明年必須出售債券，你的報酬率可能是20%、0%，甚至如果當時的利率水準大漲，使債券價格大跌，還可能出現損失。我想你現在可以明白為什麼年齡和持有期間，不僅能影響你承受的風險程度，甚至也能決定各種投資計畫風險的大小。

**表 14-1 各類資產的平均年報酬率（1926～2013 年）**

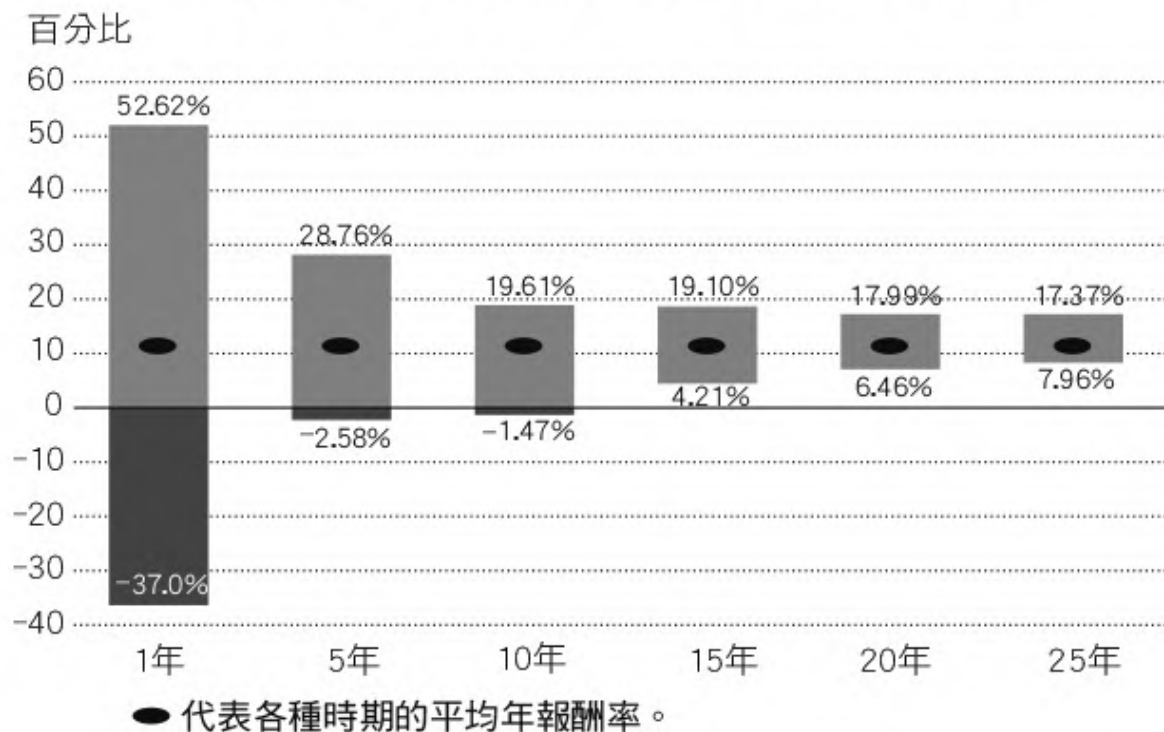
	平均年報酬率	風險指數 （報酬的變動程度）
小型股	12.3%	32.3%
大型股	10.1	20.2
長期政府公債	6.0	8.4
美國國庫券	3.5	3.1

投資股票又如何呢？增加持有期間有沒有可能風險就會跟著減低？答案是「絕對可以」。股票投資的大部分風險（但不是全部），

可以藉著「不論景氣好壞，長期持有」的策略加以消除（買進並持有策略在前面的一些章節裡討論過）。

圖14-1可使你對整個情況一目瞭然，我只簡略說明即可。如果你在1950到2013年持有一個分散投資的股票組合（如標準普爾500指數），平均來說，你得到的報酬會相當豐厚，大約10%。但這個報酬變動對夜晚難眠的投資人來說實在是太大了。在某一年某個股票組合的報酬率可能是52%，另一年可能是-37%，顯然不管哪一年你都無法確保得到一定水準的報酬。一年期國庫券或者由政府擔保的一年期定存，對隔年就需要錢的人應該是最佳選擇。

**圖 14-1 各種時期的股票的年報酬範圍（1950～2013年）**



但如果你能繼續持有股票二十五年，情況可會大大不同了。雖然二十五年下來的報酬會有某些程度的不同，但差異很小。一般來說，圖14-1包含的二十五年投資期間會產生略高於10%的平均報酬。如果你

投資在自1950年以來為止最糟的二十五年，長期報酬則可能少不到3個百分點。正因如此，「人生不同階段要有不同的投資考量」才變得這麼重要。你投資的時間愈長，投資組合中股票所占的比例就該愈重。一般而言，只有在長期持有的情況下，才比較可能從股票投資中獲得良好的報酬<sup>[1]</sup>。

在二十或三十年的投資期間，股票通常是明顯的贏家，如同表14-2所示。這些資料進一步證實一項建議：在投資組合中，年輕人應該比年長者持有更高的股票比例。

**表 14-2 股票勝過債券的可能性**  
(1802 年以來，股票報酬率超越債券報酬率的時期比重)

投資期間	股票報酬率超越債券報酬率的時期比重
1 年	60.2
2 年	64.7
5 年	69.5
10 年	79.7
20 年	91.3
30 年	99.4

我不是指長期持有股票就不會有風險，持有股票愈久，投資組合最終價值的變動性確實會增加。此外，我們知道，投資人曾經歷數十年股票接近零報酬的時候，但是對於持有期間至少有二十五年的投資人，特別是將股利再加入投資、甚至對透過定期定額（dollar-cost averaging）加碼原來持有投資標的的人而言，股票報酬很可能勝過安全的債券、甚至是政府擔保的存款帳戶的報酬。

最後一點，也許是年齡愈大投資應該愈保守的最重要理由。因為年老的投資人有薪水可領的日子不太長，萬一股票市場產生虧損，他們也不能依靠薪水收入來生活，這將直接影響他們的生活水準。債券的穩定收入就算比較少，還是比較理想的投資。因此，他們的投資組合中，股票應該占有較小的比例。

### 3. 定期定額投資法可以降低股票和債券投資的風險

如果你像大多數人一樣，用每年的儲蓄購買股票，逐漸累積起投資組合，那你已經使用「定期定額投資法」。這種技巧還有爭議，但它的確能幫你避開在不當時機把全部資金投入股票和債券的風險。

別被這個聽來很時髦的名詞唬住了，定期定額投資法不過是指在一段很長的時間中，每隔一定時間（例如：一個月或一季），以一定的金額去買投資標的（例如：共同基金）。定期以固定金額去買股票，可以大大降低（而不是避免）股票投資的風險，因為不會發生所有股票都在最高點買進的情形。

表14-3假設你每年投資1,000美元，在第一種情況中，投資計畫展開之後，市場立即下跌；之後急速上升，最後再度下跌。到第五年，結果和一開始時完全一樣。在第二種情況中，市場持續走高，最後上揚40%。兩種情況都是投資5,000美元，在不穩定市場中的投資人最後獲得6,048美元，擁有1,048美元的不錯報酬，即使股市最後和一開始時完全一樣。而在市場每年走高，最後一年開始上揚40%的情況中，投資人最後只得到5,915美元。

表 14-3 定期定額投資法

期間	變動的低迷市場			多頭市場		
	投資金額	指數 基金價格	買進 股份	投資金額	指數 基金價格	買進 股份
1	\$1,000	\$100	10	\$1,000	\$100	10
2	1,000	60	16.67	1,000	110	9.09
3	1,000	60	16.67	1,000	120	8.33
4	1,000	140	7.14	1,000	130	7.69
5	1,000	100	10	1,000	140	7.14
總投資	\$5,000			\$5,000		
總持股			60.48			42.25
平均成本	\$82.67	$(\$5,000 \div 60.48)$		\$118.34	$(\$5,000 / 42.25)$	
最終價值	\$6,048	$(60.48 \times \$100)$		\$5,915	$(42.25 \times \$140)$	

華倫·巴菲特對這種投資原理提出一個清楚的解釋，在他發表的文章中表示：

一個小測驗：如果你準備一生都吃漢堡，而且你不是畜牧業者，你應該期望牛肉價格走高或走低？同樣地，如果你準備偶爾買車，而且你不是汽車製造商，你應該偏好較高或較低的車價？答案當然不言自明。

但現在有個期終考：如果你希望未來五年是單純的儲蓄者，你應該期望這段時期的股市走高或走低？許多投資人答錯這個問題。即使這些投資人在未來許多年是個純粹的股票買家，但他們仍在股價上漲時得意洋洋，在股價下跌時意志消沉。事實上，很高興自己即將就要



去買的「漢堡」漲價，這種反應不合道理。只有短期內會出售股票的人可以在股價上揚時感到高興。潛在買家應該比較偏好股價下跌。

要排除投資股票的風險，定期定額投資法並不是萬靈丹，在2008年這種時期，它不能幫你的401(k)退休儲蓄計畫免於重挫，因為沒有任何計畫可以讓你避開懲罰性的空頭市場。此外，即使在最不景氣的時候，你也必須擁有現金和信心繼續定期投資。無論金融新聞有多糟，不論多難以看到一絲一毫樂觀的跡象，你都不能中斷投資，否則你會失去這個方法的好處：確保部分投資是在股市遽跌之後逢低承接買進。定期定額投資法讓你得到便宜：你的每股平均價格會比你買進股票時的平均價格低。為什麼？因為你在低價時買得多，高價時買得少。

有些投資顧問並不熱中定期定額，因為如果股市持續上揚，這項策略就不算最好（這時你應該在一開始就將所有5,000美元投入市場）。但它確實提供一張對抗未來股市表現不佳的合理保單，此外，如果你倒楣到在2000年3月或2007年10月這類高峰期將所有的錢投入股市，它確實可以將事後勢必會產生的後悔感覺降到最低。為進一步展現定期定額投資法的好處，我們拋開假設來看看真實的例子。表14-4是在不考慮稅賦下，利用定期定額投資法的結果。1978年1月1日，原始投資額500美元，此後每月投資100美元，投資標的是先鋒500指數基金（Vanguard 500 Index mutual fund）。將近44,000美元投入這項計畫，最後的價值超過480,000美元。

當然，沒有人能斷言，未來四十五年的報酬會和過去一樣。但表14-4顯示出持續採用定期定額投資法的潛力。但要記住，這是由於股價有長期上漲趨勢，可是對於有大筆資金可投資的投資人而言，例如：獲得遺產的人而言，這種做法不盡然適合。

表 14-4 定期定額投資先鋒 500 指數基金

每年年底	累積投資的總成本	買進股票的總價值
1978	\$1,600	\$1,669
1979	2,800	3,274
1980	4,000	5,755
1981	5,200	6,630
1982	6,400	9,487
1983	7,600	12,783
1984	8,800	14,864
1985	10,000	20,905
1986	11,200	25,935
1987	12,400	28,222
1988	13,600	34,080
1989	14,800	46,127
1990	16,000	45,804
1991	17,200	61,010
1992	18,400	66,818
1993	19,600	74,688
1994	20,800	76,780
1995	22,000	106,945
1996	23,200	132,769
1997	24,400	178,219
1998	25,600	230,621
1999	26,800	280,567
2000	28,000	256,274
2001	29,200	226,624
2002	30,400	177,505
2003	31,600	229,526
2004	32,800	255,481
2005	34,000	268,935
2006	35,200	312,320
2007	36,400	330,353
2008	37,600	208,942
2009	38,800	265,758
2010	40,000	306,758
2011	41,200	313,984
2012	42,400	364,935
2013	43,600	483,747



如果可能的話，保留一些現金（放在貨幣基金），以便在市場大跌時多買一些。我這麼說並不是建議你去預測市場，而是因為在市場大跌時，通常是買進的良機。正如同希望和貪婪能產生投機泡沫一般，悲觀和絕望也會造成市場恐慌。市場大恐慌正如同病態投機熱一樣沒有道理。對股市整體而言（不是就個股而言），它的情形正好和牛頓定律相反：任何落下去的東西必定會彈回來。

#### 4. 再平衡策略可以降低風險，有時還能增加投資報酬

有一項非常簡單、可以降低風險的投資技術，叫做「再平衡」，它甚至還能增加投資報酬。這項技術會替你重新調整你在不同資產類別（例如：股票和債券）的資產投入比例，以配合你的年紀和對風險的看法及容忍度。假設你決定投資組合配置應該是股票占60%、債券占40%，在一開始進行投資計畫時，你就按該比例把資金分配到這兩種資產類別。但是一年後，你發現你的股票大漲，債券卻下跌，因此投資組合現在是股票占70%、債券占30%。70-30組合顯然是風險較高的配置，並非最符合你風險容忍度的組合，再平衡技術於是會賣出部分股票（或股票型基金）並買進債券，以使比例恢復到60-40。

表14-5顯示，到2013年12月為止的二十年間，再平衡策略所產生的結果。每年（不超過一年一次）資產組合均調整回一開始的60-40比例，投資標的為低成本的指數基金。表14-5顯示，再平衡策略使投資組合的市值變化大幅降低，而且提高了每年平均的投資組合報酬率。如果沒有再平衡策略，投資組合這段期間的報酬是8.14%。再平衡策略將每年的投資組合報酬率重新調回8.41%。

**表 14-5 再平衡的重要性（1996 年 1 年～2013 年 12 月）**

在這期間，年度再平衡投資組合提供較低的變動和較高的報酬

	平均年 報酬率	風險 (變動性) *
60%羅素 3000 / 40%巴克萊綜合債券： 年度重新平衡 †	8.41	11.55
60%羅素 3000 / 40%巴克萊美國綜合債券： 無重新平衡 †	8.14	13.26

\* 報酬標準差。

† 股票以羅素 3,000 整體股市基金 (Russell 3,000 Total Stock Market Fund) 代表，債券以巴克萊綜合債券市場基金 (Barclays Aggregate Total Bond Market Fund) 代表（未考慮稅款）。

是什麼神奇力量讓遵循再平衡策略的投資人能夠在每年年底增加報酬率？回頭想想這段期間股市發生的事。1999年底，股市經歷前所未有的泡沫期，股價高漲，採用再平衡策略的投資人不知股市已接近高峰，但她確實看到投資組合的股票部分已經漲到遠超過其目標

（60%），因此她大量賣出股票（並買進大量債券）以恢復原有的組合比例。接著到2002年底，就在空頭股市即將觸底時（以及債市表現強勁之後），她發現股票比例遠低於60%而債券比例遠超過40%，便賣出債券和買進股票。2008年底，股票重挫而且債券上漲時，她再度賣出債券和買進股票。我們全都希望有一個小精靈可以確實告訴我們「買低賣高」，而系統化再平衡策略就像是可靠的精靈一樣。

## 5. 你能負擔的風險視你的整體財務狀況而定

如同我在本章開頭說過的，適合你的投資應視投資收入以外的所得而定。你賺錢的能力也就是負擔風險的能力，通常和你的年齡有

關。我舉三個例子說明，幫助你了解這個概念。

六十四歲的米蕾，先生剛剛過世，因為日益嚴重的關節炎使她不得不放棄了護士的工作。她在伊利諾州的住家還在繳貸款。雖然貸款是利率低時借的，但每月的付款金額依然不小。除了每月收到的社會福利支票（Social Security checks）之外，她所賴以維生的就只有250,000元保險的收益（受益人是她自己），和先生過去經年累月存下來的50,000美元小型成長股票組合。

很顯然，這種財務狀況嚴重限制米蕾承擔風險的能力。除了投資收入外，她既沒有歲月可供揮霍，健康狀況也不容許她出外賺錢。此外，又因為房屋貸款有大筆固定的支出，她沒有能力從投資損失中復原過來，她需要一個能產生良好收入的安全投資組合。所以債券和高股利股票，例如：不動產投資信託的指數基金，是比較適合的投資選擇。高風險而且通常不付股利的小型股，不論價格多吸引人，都不應該納入投資組合中。

二十六歲的蒂芬妮，單身、有野心、剛得到史丹福商學院企管碩士學位，並加入美國銀行（Bank of America）的培訓計畫，而且又從祖父那裡繼承50,000美元遺產，她的目標是擁有一個相當規模的投資組合以便日後購屋之用，並及早為退休生活做準備。

對蒂芬妮來說，我們可以放心地推薦她採用積極管理的投資組合。因為她既年輕又有賺錢能力，能在遭受財務損失時維持原有的生活水準。雖然她的個性會決定她實際願意承擔的風險，但她的投資組合無疑屬於高風險高報酬。因此小型成長股票對蒂芬妮來說比較適合，而非年屆六十四、無法工作的米蕾。

在本書第九版，我介紹卡爾的例子，他四十三歲，在通用汽車公司密西根州的龐蒂雅克（Pontiac）車廠任領班，年收入超過70,000美元。他的妻子瓊安則靠銷售雅芳產品每年可賺12,500美元。他們有四個小孩，最小的六歲，最大的十五歲。卡爾和瓊安希望每個小孩都能上大學。他們知道自己可能無法負擔昂貴的私立學校，所以希望孩子能進入密西根州立大學系統就讀。幸好卡爾參加通用的薪資儲蓄計畫，並在計畫中選擇投資通用汽車股票，規律地儲蓄了好些年，累積下來的通用股票值219,000美元。雖然他沒有什麼資產，但有一棟貸款幾近還清的一般住家。

我認為卡爾和瓊安的投資組合問題很大。他們的收入和投資全都繫於通用公司，如果通用公司股票表現不佳，股價大跌，將毀掉投資組合的價值和卡爾的生計，事實上，這個故事以悲劇收場，通用在2009年宣布破產，卡爾同時失去工作和他的投資組合。這並不是獨立的個案。記住許多安隆員工得到的教訓，當安隆倒閉時，他們不僅失去了工作，還失去投資於安隆股票的所有積蓄。絕不要承擔將投資組合和主要收入相聯結的風險。

## 調整人生各階段的三個投資策略

上面我已經完成背景說明，這一節則要提出人生多階段的投資指南。我們先看看一些通則，相信對於大多數人在不同的人生階段都有幫助。當然，沒有一種指南適合所有個人，任何教戰手冊都需稍加修改以適應個別情況。這裡要提出三項通，幫助你建立適合自己的投資計畫。

### 1. 特殊的資金需求必須有特定的資產支應

永遠要記住：特殊的資金需求必須有特定的資產支應。例如，一對二十出頭的年輕夫婦想要建立起一套預備退休投資計畫，接下來的人生投資指南建議當然符合他們的長程目標，但如果這對夫婦一年後就需要30,000美元頭期款買一棟房子，支應這項特定需求的30,000美元就必須投資在安全的證券上，到期時可以配合需要用錢的時候，例如投資在一年期定存。同樣地，如果在三、四、五、六年的時間裡他們需要繳付大學學費，他們也可以把這些基金放在到期日剛好能配合的無息債券，或不同的銀行定存中。

## 2. 了解你對風險的忍受程度

對投資通則的最大調整還是和個人對風險的態度有關。基於這個原因，我們說成功的理財規畫比較像是一項藝術而非科學。在決定個人資金如何以適當的比例分配到各種資產時，這個通則很有幫助，但這樣的資產配置是否管用，端視你夜晚能否安睡而定。風險忍受度是任何理財計畫都很重要的部分，只有你自己可以決定對風險的態度。足堪告慰的是，股票和債券的持有期間愈長，風險就愈低，但你得有耐性忍受過程中投資價值的逐年波動。2008年股市下跌將近50%時，你的感覺如何？如果你因為大部分資金投資股市而慌張，甚至生病，顯然你就需要削減股票的投資比重。主觀的考量同樣在你能接受的資產配置上扮演重要的角色，你可以視自己對風險的態度，心安理得地修改我的建議。

## 3. 持續規律地儲蓄，即使小金額也有效果

在提出資產配置指南之前，還有一件事應該注意。如果現在沒有資產可供投資怎麼辦？許多財力有限的人認為，要累積一筆相當規模



的投資金額是不可能的事，要累積退休準備更是遙不可及。別放棄希望！每週規律地儲蓄、持續不懈，就像加入薪資儲蓄計畫或是退休計畫一樣，終究會累積相當的資金。你有沒有每週存下23美元的習慣？或是11.5美元？如果你可以規律地儲蓄，並且還能工作許多年，存下大筆退休金的計畫將能輕易達成。

表14-6顯示，每個月規律存下100美元的成果，我們假設投資利率為7%。表中最後一欄是不同期間內累積下來的總資產<sup>[2]</sup>。很顯然，即使只是規律地儲蓄小額金錢，就算是在一開始一無所有的人，也能存下不少錢。如果你一開始就在帳戶裡放下好幾千元資金，最後的成果自然更加可觀。

**表 14-6 退休基金如何累積**

（每月投資 100 元，每月以年報酬 7%的複利增加）

年數	累積投資	年收入	累積收入	總價值
1	\$1,200	\$46	\$46	\$1,246
2	2,400	137	183	2,583
3	3,600	233	416	4,016
4	4,800	337	753	5,553
5	6,000	448	1,201	7,201
10	12,000	1,136	5,409	17,409
20	24,000	3,495	28,397	52,397
30	36,000	8,235	86,709	122,709

如果你每個月只能存50美元，相當於每星期存入金額只略高於11.5元，那麼把表中的數字減半；如果你每個月能存200美元，就把數字加

倍。你會需要利用一兩個免收佣金的基金來累積財富，因為直接投資小額資金費用太高。而且共同基金能把利息、股利或資本利得自動轉存，如表14-6所示。最後，查看你的雇主是否提供類似的儲蓄計畫，如果你能透過公司贊助的薪資儲蓄計畫，把自己的儲蓄加上公司資助，以及所得稅抵扣，資金的累積將更快。

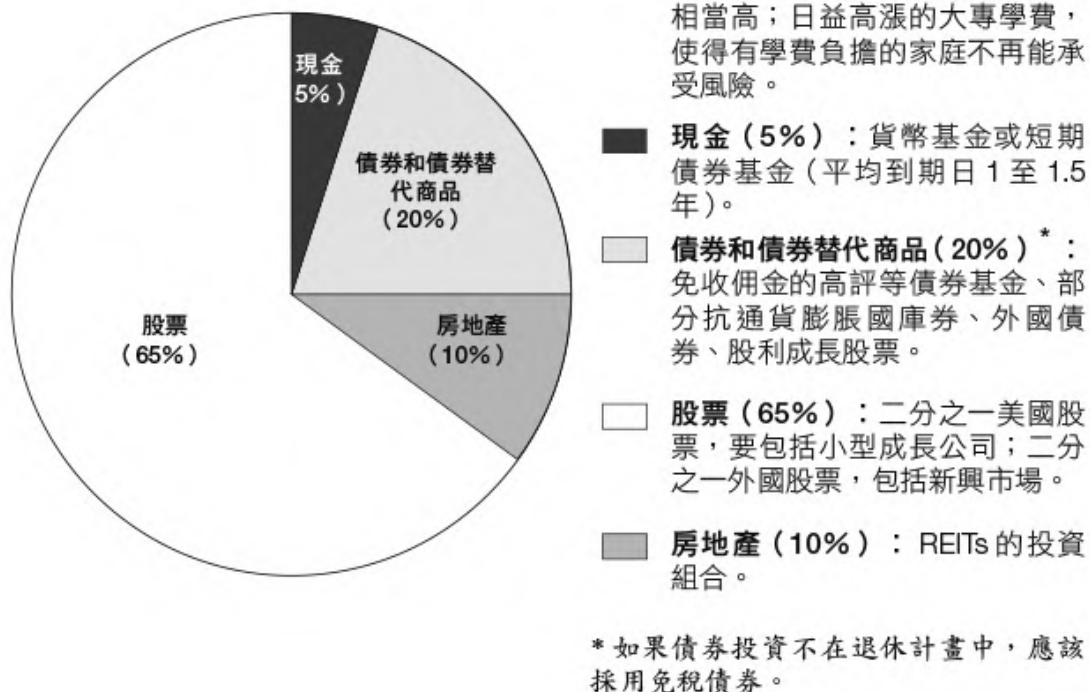
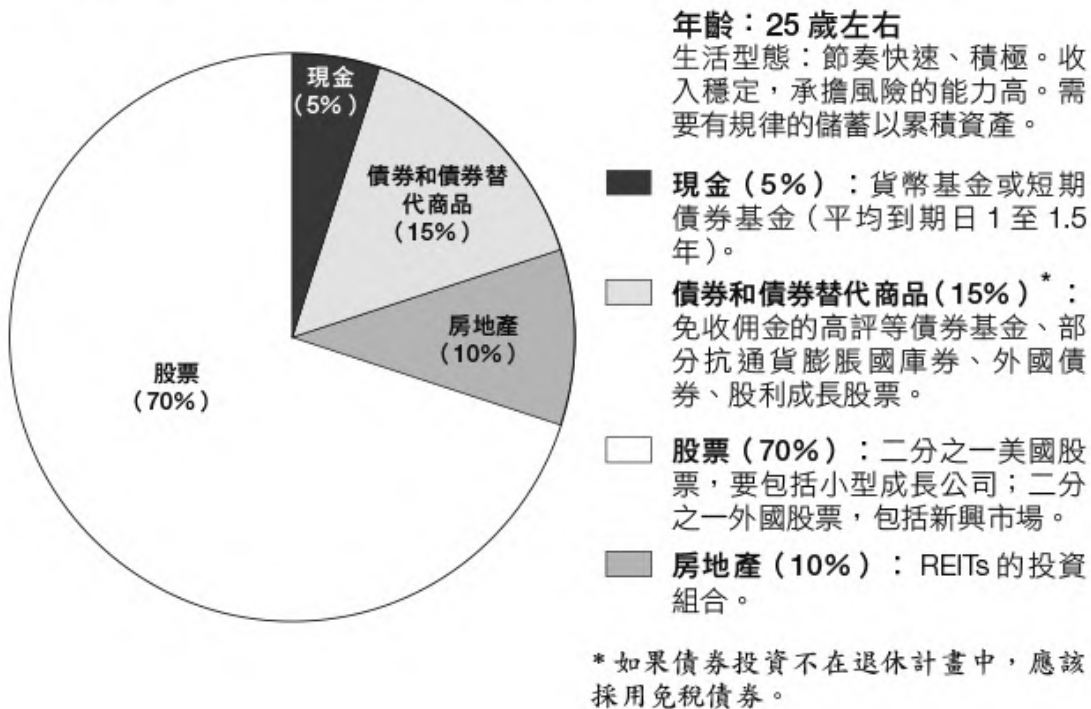
## 人生四階段投資指南

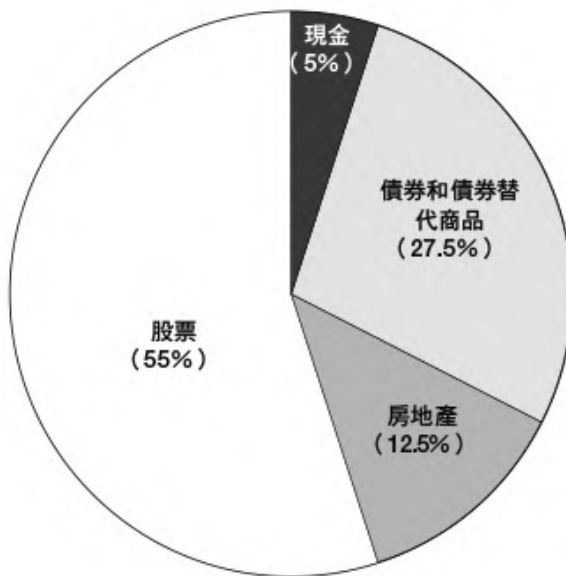
圖14-2是人生投資指南的匯總。在猶太法典中，猶太教法學導師說，人該將財富分成三部分：三分之一在土地、三分之一在商業、三分之一在手上（流動資產形式）。這樣的財產分配不能說不合理，但可以做得更好，因為我們有較精細的工具，並且知道不同的人適用不同的資產分配。人生投資指南的要義已在前面詳細解釋。對那些二十多歲的人，我建議採用非常積極的投資組合，因為這個年紀有的是時間去經歷投資週期中的高峰和深谷，並且眼前又有一輩子的就業收入可期。因此這個組合中，不僅股票的比重極大，還包括很大比例的外國股票，包括高風險的新興市場股票。第8章說過，國際化分散投資的最大好處在降低風險。此外，國際化能使投資人因此享受到世界上其他地區經濟成長的利益，即使國際市場變得更加密切相關。





圖 14-2 人生各階段資產或儲蓄配置投資指南



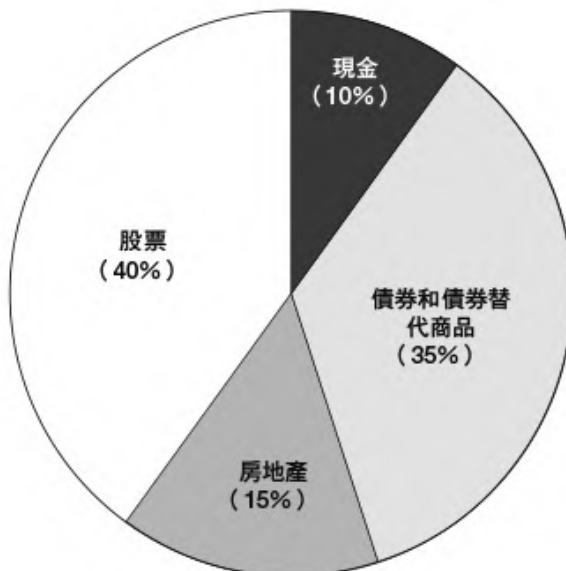


### 年齡：55 歲左右

生活型態：許多人還有大專學費的沉重負擔。不論生活型態如何，這個年紀的人都該考慮退休以及確保收入。

- **現金 (5%)**：貨幣基金或短期債券基金（平均到期日 1 至 1.5 年）。
- **債券和債券替代商品 (27.5%)\***：免收佣金的高評等債券基金、部分抗通貨膨脹國庫券、外國債券、股利成長股票。
- **股票 (55%)**：二分之一美國股票，要包括小型成長公司；二分之一外國股票，包括新興市場。
- **房地產 (12.5%)**：REITs 的投資組合。

\* 如果債券投資不在退休計畫中，應該採用免稅債券。



### 年齡：60 多歲之後

生活型態：享受休閒活動，但也要注意重大醫藥支出。承擔風險能力很低或為零。

- **現金 (10%)**：貨幣基金或短期債券基金（平均到期日 1 至 1.5 年）。
- **債券和債券替代商品 (35%)\***：免收佣金的高評等債券基金、部分抗通貨膨脹國庫券、外國債券、股利成長股票。
- **股票 (40%)**：二分之一美國股票，要包括小型成長公司；二分之一外國股票，包括新興市場。
- **房地產 (10%)**：REITs 的投資組合。

\* 如果債券投資不在退休計畫中，應該採用免稅債券。

隨著年齡漸長，投資人應逐漸減少較高風險的投資，增加債券投資以及配息成長的股票比重，例如：REITs。到了五十五歲，投資人就該想想如何過渡到退休生活，把投資組合轉變為可以產生所得的投資：債券的比例增加，股票組合改為保守和高股利的，少一點以成長為導向的股票。退休後主要的組合應以各種債券為主。這裡有一個常見做法：讓債券所占的比重等於你的年齡。然而，我建議即使到六十多歲，投資組合請依然保持40%的股票，並配置15%到房地產證券（REITs），讓所得能隨通貨膨脹成長。事實上，自從我在1980年代首次提出這些資產配置以來，人類平均壽命已大幅提高，因此我增加了股票比例。

對於大多數人來說，我會推薦購買投資範圍廣泛的共同基金而非個別股票；原因有二。第一，大部分的人沒有足夠的資金自行做適當的分散投資。第二，我認為大部分年輕人沒有一大筆資產，因此會以逐月投資的方式累積組合，所以幾乎必定要利用共同基金。隨著資產成長，原本美國股票基金的投資應該還要增加全球股票（指數）基金配置，藉此投資在快速成長的新興市場股票。當然你不一定要採用我推薦的基金類型，但要確定它們是真正免收佣金而且低成本。你注意到我把房地產包括在指南中。前面說過，每個人都應該盡可能擁有自己的住家。我相信每個人都應該擁有相當分量的房地產，投資組合中應該包括房地產的證券，也就是第12章中談到的「不動產投資信託」或「房地產共同基金」。在債券方面，建議持有課稅債券。如果你適用最高所得稅率，或者住在紐約等稅賦高的地區，建議你使用免稅貨幣基金和居住地州政府的公債，因為它們可以讓你同時免除聯邦稅和州稅。

## 生命週期基金

你想要避開諸多麻煩，不用隨年齡增加而調整投資組合，也不用視隨市場起伏波動的資產比例逐年重新再平衡，2000年代有一項新產品，就是針對那些設定再平衡計畫但忘記執行的投資人，這項產品稱為「生命週期基金」（Life-cycle Fund），它會自動執行再平衡，並隨著你的年齡移往較為安全的資產配置。生命週期基金極適用於個人退休帳戶（IRA）、401(k)和其他退休計畫。

你挑選一個預期退休的日期，藉此挑選適當的特定生命週期基金。例如：2015年時，你是四十歲，你準備在七十歲時退休。你應該購買「目標期限2045年」的生命週期基金。後續的資金可以投入同一檔基金。該基金每年會重新平衡，股票組合會隨著時間趨於保守。像先鋒、富達、美國世紀（American Century）和普萊斯集團（T. Rowe Price）等主要共同基金業者全都有提供生命週期基金，各家公司的網站都有關於生命週期基金到期日和資產配置的詳細資料。當債券殖利率異常低的時候，我比較喜歡更積極的生命週期基金。對於想要以最簡單的方法來管理退休金的人來說，生命週期基金的自動導向功能對使用者非常便利。但在加入之前，別忘了確認一下費用表。低費用表示你有更多錢過著更舒適的退休生活。

## 退休後的投資管理

每天都有上萬的嬰兒潮世代達到六十五歲的退休年齡，這個狀況會持續到2030年。根據美國人口普查局的預測，有一百多萬名嬰兒潮世代的人會活超過一百歲，一般六十五歲的人平均還有二十年的壽命，另外，半數的退休人士壽命都超過平均壽命。但嬰兒潮世代的人都沒有留心本書提出的忠告，並沒有存夠退休金。美國已經成為消費大國

而非儲蓄國家，以聯邦預算長期的狀態來看，我們不可能指望政府幫助我們脫離困境。

## 退休準備做得不夠

根據聯邦準備理事會進行的消費者財務調查，一般美國家庭幾乎沒有銀行儲蓄，而且信用卡債高築。不到一半的人擁有退休帳戶，在財富最低的四分之一美國人中，只有11%有儲蓄／退休計畫。儘管年紀較大者（介於五十五歲到六十四歲之間）平均儲蓄金額是308,000美元，但這個數目仍不到其家庭退休金收入的15%。這不是一個好現象，對許多美國人而言，退休生活可能很糟糕。屆臨退休的嬰兒潮世代如果不希望晚年生活窮困潦倒，就必須面臨兩個實際的選擇：一則是開始厲行儲蓄計畫，一則是努力創造成功的事業，然後英年早逝。如同導演亨利·楊曼（Henny Youngman）曾說的：「如果我四點前過世，我已經賺到我從不需要用到的所有錢。」

面臨上述情況的讀者，我無法提供簡單的解決之道，只能建議他們在退休期間繼續工作，控制支出並且盡量儲蓄。但即使是這樣，這些人還是有一線希望。拜網路之賜，有很多兼差工作可以在家裡做，退而不休還有心理和健康上的優點，至少有些工作可做的人，會覺得本身的自我價值和人際關係較好，而且也會比較健康。的確，我會建議每個人盡量延後退休，並且延後領取社會安全退休金，直到屆臨完全退休年齡為止，這樣可以充分提高年金。我只建議健康狀況極差、估計壽命較短的人在可以開始領取退休金的年齡盡早領取。

## 投資退休儲蓄金

如果你懂得為退休生活及早儲蓄，什麼樣的投資策略有助於確定你有生之年都有錢可用？有兩個基本選擇可供思考。第一，可以將所有或部分退休金變成年金；第二，退休人士可以繼續持有投資組合，並且設立退休提款比例，確定這個比例既可提供舒適的退休生活，又可盡量降低提早用光錢的風險。在這兩個選擇之間，應該如何抉擇？

## 年金

科幻小說家席奧多爾·史鐸金（Theodore Sturgeon）創造的「史鐸金定律」（Sturgeon's Law）說：「你所聞所見的每件事物有95%都是垃圾。」這句話當然適用於投資界，但我衷心認為，你從本書看到的內容屬於其他5%。關於年金的建議，我懷疑目前錯誤資訊的比例接近99%，親切的年金業務員會告訴你，年金是退休投資問題唯一合理的解決方案，但是許多理財顧問卻可能會說：「別買年金：你會失去所有的錢。」

我們先直接討論什麼是年金，並且說明年金的兩個基本類型。年金通常稱為「長壽保險」，是投資人與保險公司簽訂的契約，投資人支付一筆保費，便可保障年金受益人在生存期間內每隔一段固定時間獲得年金給付。例如：2014年，六十五歲的退休男性支付1,000,000美元的固定終身年金保費，每年就可以領取平均大約68,000美元的年金。如果一對六十五歲的夫婦退休，想要購買連生共存年金險（Joint and Survivor Option），只要夫妻任何一方健在就會繼續給付年金，百萬美元保費將提供大約59,000美元的年金。

當然，如果考慮到通貨膨脹，那些給付金額的購買力往往會隨著時間遞減，因此許多人偏好購買「變額年金」。視年金受益人選擇的投資資產類型而定（一般是共同基金），變額年金可以隨時間增加給



付。如果年金受益人選擇一般股票，而且股市表現極佳，給付金額就會隨時間增加，但如果股市下跌，給付金額也會跟著減少。另外也可以購買附帶保證年金期間（guaranteed payment period）的年金，二十年的保證期間表示，即使年金受益人在購買年金後立即亡故，繼承人仍將獲得二十年的年金給付。當然，年金受益人必須為這項保證付費，亦即同意年金給付金額大幅減少。以七十歲的男性而言，減少的比例可能超過20%。因此如果你真的擔心自己可能來日無多而且身後未留分文，那你最好縮減用於購買年金的退休儲蓄金比例。

變額年金提供解決通貨膨脹風險的方法，而另一個可行方法是考量到外顯通膨因素的調整年金。例如：先鋒集團提供經過外顯通膨（消費者物價指數）調整的年金，調整幅度最多每年達到10%。這類保證自然會大幅降低一開始的給付金額，以六十五歲的夫妻投保連生共存年金為例，1,000,000美元保費所提供的初始年金，每年只有42,000美元。

比起自行投資退休儲蓄金的策略，年金還有一項重大優點：年金保證你不會在有生之年用完積蓄。如果你有幸健健康康活到九十幾歲，保險公司就得承擔一項風險：它必須支付的金額將遠超過保單滿期金額外加上其投資獲利。不願承擔風險的投資人當然應該考慮在退休時將部分甚至所有積蓄投入年金契約。

既然這樣，年金的缺點究竟在哪裡？年金的潛在缺點有四項。將資產轉換成年金與遺贈動機（bequest motive）不一致、年金受益人無法彈性消費、有極高的交易成本，而且缺乏稅務效率。

## 留下遺產的意願

假設某個退休人士已經存下龐大的退休儲蓄金，可以靠投資的股息和利息過著優渥的生活，雖然將資產轉換成年金可以提供金額更大的年金，但年金受益人過世時，身後將不會留下任何遺產。許多人很想要留下一些錢給子孫、親戚或慈善機構，將資產完全轉換成年金與這種遺贈動機不一致。

## 消費彈性

假設一對身體健康的夫婦在六十五歲時退休，並且購買連生共存年金險，只要夫妻任何一方健在就可領取定額年金。對於想要建構退休生活的夫婦而言，這種連生共存年金是很常見的方式。但就在和保險公司簽約之後，這對夫婦同時發現罹患絕症，兩人很可能都只剩下短短幾年壽命。這對夫婦很自然地想要在有生之年完成環遊世界的心願，但年金讓他們無法在情況改變時彈性變更消費方式。

## 年金可能所費不貲

許多年金，尤其是保險業務員銷售的年金，都所費不貲。買家不僅要支付投資管理費用和保險公司的費用，還要支付業務員的銷售佣金。因此，有些年金可能是極差的投資。

## 年金可能缺乏稅務效率

相較於債券，固定年金在租稅遞延上有一些優點，但是變額年金會將具有租稅優惠的資本利得轉化為稅率更高的一般所得。此外，將退休帳戶資產部分轉換成年金，無法抵消你必須提領的規定最低存款（RMD）。如果你將50%的個人退休帳戶賺換成年金，你仍然得提領

另外一半資產的規定最低存款。如果你至少把該筆錢全部用完就沒有問題，但如果你沒有用完，就會有稅務效率的問題。

那麼，明智的投資人到底該怎麼做？我的規則是：起碼將部分資產轉換成年金是有道理的，這是確保你在有生之年不會花光積蓄最沒有風險的方法。先鋒集團等聲譽良好的公司擁有費用低且不需銷售佣金的年金，想要在購買年金時做明智的抉擇，上網購買時就應該先做一些比較，你會發現，不同家公司提供的費率差異很大。

## 自行投資的方法

許多退休人士偏好繼續掌控至少一部分退休資產。假設根據圖14-2來投資資產，亦即近半數資產投資股票，其餘投入固定收入投資。現在你準備動用儲蓄金做為退休生活費，那麼若要確保有生之年不會用光積蓄，你可以動用多少錢？我的建議是使用「4%解決方案」<sup>[3]</sup>。

根據「4%解決方案」，你每年最多只能動用總儲蓄金額的4%。如果遵循這個比率，你即使活到一百歲也不可能花光積蓄，而且還可以留下一筆錢給你的繼承人，這筆錢的購買力和你整體退休儲蓄金的購買力相當。根據4%規則，你需要450,000美元的儲蓄，才能在退休時產生每個月1,500美元或每年18,000美元的收入。

為什麼是4%？在前幾年，股票收益和債券票面利率很可能就超過4%，但是有兩個理由限制提領率。第一，你會想暫時不去提領，以便讓每個月的給付金額在通貨膨脹率之下隨著時間增加；第二，你需要確定你可以安然度過幾年不可避免的空頭市場，股市可能會在特定時間重挫。

我們先看看4%這個數字是怎麼得來的。我們在第13章中提到，股票可望每年創造大約7%的長期報酬率，分散式債券組合可能會產生4%左右的報酬，因此我們可以預測，一半股票一半債券的平衡組合每年可以產生大約5.5%的報酬。現在，假設長期通貨膨脹率是1.5%，換言之，整體投資基金將必須每年上漲1.5%來保持購買力。所以在正常的一年中，投資人將支出4%的資金，而儲蓄金額將增加1.5%。隔年的支出也會增加1.5%，這樣一來，退休人士仍可以購買相同的市場一籃物品。支出低於投資組合的整體報酬，就可以同時保有投資資金及年所得的購買力。通則是：先估計投資基金的報酬，然後再減去通貨膨脹率，以決定可維持的支出水準。如果每年的通貨膨脹率是2%，那3.5%的支出率會更為恰當。

將支出率設定在整體資金的預估報酬率之下，有第二個理由。股票和債券的實際報酬每年變化很大，股票的長期報酬平均為7%，但在某些年報酬會比較高，而某些年可能出現負成長。假設你在六十五歲退休，你遇到像2008和2009年股價腰斬般嚴重的空頭市場，如果你每年提領7%，你的儲蓄在十年內可能會用盡。但如果你只提領3.5%或4%，即使你活到一百歲，你也不會把錢用光。保守的支出率使你絕不會用完積蓄的機率大為提高。因此如果你尚未達到退休年齡，請慎重考慮盡力儲蓄，這樣你到退休時，即使提領率壓低，你仍可以過著舒適的生活。

我們的退休規則還需要增加三個注腳。

首先，為了使提領金額隨著時間平穩下來，不論你的投資資金在每年年初時達到多少，都不要花費3.5%或4%。由於市場會波動，每年你的支出遠比市場更不平穩和不可靠，我的建議是一開始支出3.5%或

4%的退休基金，然後讓你提領的金額每年增加1.5%或2%。這會使你在退休時所得到的收入金額平穩。

其次，你會發現債券的利息收入和股票的股息很可能會小於你想要從投資資金中提領的3.5%或4%，因此你必須決定，你要先利用哪一項資產。你應該賣出相較於目標資產組合已經比重過重的部分。假設股市大漲，一開始的50-50組合開始傾向一側，變成60%股票和40%債券，你可能會很高興股票表現亮麗，但你也應該擔心整個投資組合已經變得風險更大。從投資組合的股票部分抽走你需要的多餘資金，如此一來，你就調整了你的資產配置，同時產生一些需要的收入。即使你不需要利用投資組合做為支出來源，我還是建議你每年重新平衡你的投資組合，使你的投資組合風險水準和你的風險承受度一致。

第三，發展一種資產策略，盡量延後支付所得稅。當你開始從個人退休帳戶或401(k)提領聯邦政府要求的規定最低存款，你將需要先利用其他帳戶，才能使用這些存款。在應課稅帳戶中，你已經為投資所產生的股息、利息和實現的資本利得繳納所得稅，所以你接下來當然應該花掉這些錢（或者，如果你還沒有達到必須開始提取「規定最低存款」的七十歲六個月，你甚至要先用掉這些錢）。接下來是花掉其他的稅賦延遲資產。如果你的遺產可能會列入你的繼承人名下，那就最後動用羅斯個人退休帳戶。這些帳戶沒有提領規定，所以你不必繳納所得稅，就可以把資產留給繼承人。

沒有人可以保證我建議的規則會有生之年不會用完積蓄，而且這還要視健康狀況和其他收入及資產而定，你可能會想要在某方面改變我的規則。如果你發現你已年屆八十，每年提領4%的退休金，而且擁有持續擴大的投資組合，你若非深信醫療科學終於發現青春之泉，還會活更久，不然就該考慮放鬆對財務的掌控。

- 
1. 技術上來說，這種持有期間愈長愈可以降低風險的情況，與第11章說過的報酬反轉現象有關，有興趣的讀者可以參閱《投資組合管理期刊》（*Journal of Portfolio Management*）1989年秋季號中保羅·薩繆爾遜（Paul Samuelson）的文章〈理性組合管理的經濟科學評判〉（*The Judgement of Economic Science on Rational Portfolio Management*）。[↑](#)
  2. 我假設儲蓄是透過個人退休帳戶之類有稅負優惠的工具存錢，所以忽略利息收入產生的所得稅。[↑](#)
  3. 我在第九版建議用「4.5%解決方案」，是因為當年債券票面利率比2014年實際情況高出許多。的確，在利率如此低的情況下，一個3.5%的方案也許更能保證退休人士不會在有生之年花光儲蓄。[↑](#)

## 第15章 進軍股市三大步

年收入20鎊，年支出19.96鎊，生活愉快；年收入20鎊，年支出20.06鎊，生活愁苦。

——查爾斯·狄更斯（Charles Dickens），《塊肉餘生錄》（*David Copperfield*）



本章要推薦特定的投資工具和購買股票的原則，以協助你按照第14章的規畫來投資。到目前為止，你已經對稅務、購屋、保險，以及如何運用手中現金有了明智的抉擇。你已經檢討過投資目標、所處的人生階段、對風險的態度，並決定在股市投資的比重。現在該是很快地禱告，採取大膽行動的時候了，要小心地避開兩旁的陷阱。我的投資法則能幫你避免代價高昂的錯誤、不必要的手續費，並在風險不變的情況下稍微提高收益。這些雖然不是什麼大不了的方法，但我知道，資產報酬率1%或2%的差異，也就是日後快樂或煩惱的差異。

那麼你該如何買股票呢？基本上有三種方法：我稱為「不需動腦的方法」、「深思熟慮的方法」、「找人代打的方法」。



第一種方法是購買投資範圍廣泛的多種指數基金或指數股票型基金（ETF），追蹤投資組合中不同種類的股票。這種方法的另一優點是非常簡單，就算是你無法一邊漫步一邊嚼口香糖，也會使用這種方法。換言之，股票市場帶著你走。對許多投資人、尤其是偏好簡單、低風險投資方式的人而言，我建議遵循市場智慧，採用國內和國際指數基金做為整體投資組合，但是對於所有投資人，我建議至少將投資組合的一部分（特別是退休部分）投資在指數基金或指數股票型基金。

第二種方法則是你自己走進華爾街，挑選你要的股票，並且或許加碼特定產業或國家。這個方法勞心費事，但也可能樂趣無窮。對於大多數投資人，我不建議採用這個方法，但如果這是你偏好的投資方式，我已經準備好一連串的規則，以提高你的勝算。

第三種方法則是你坐在場邊，由專業投資經理人替你漫步華爾街。財力不豐的投資人採用這種方法的唯一管道是購買共同基金，我並不偏好積極管理的基金，但如果你堅持採取這項選擇，我在本章稍後至少會提出一些實用建議，協助你選擇較合適的基金。

本書較早的版本中提出「墨基爾策略」（Malkiel Step）：以折價買進封閉型基金，也就是基金價格低於所持有股票的價格。本書第一版出版時，某些美國股票的封閉型基金的折價甚至高達40%。由於市場定價的效率提高，這些基金的折價已經很小，但是某些類型的基金也有吸引人的折扣，特別是國際基金，精明的投資人可加以利用。墨基爾策略在本章稍後會說明。

## 不需動腦的方法：購買指數基金

「標準普爾500指數」代表美國股票四分之三左右的成交值，它的長期績效打敗大多數股市專家。購買這個指數中所有的股票組合是一種簡單的持股方法。我在1973年本書第一版中就主張小額投資人非常需要這種方法：

我們需要不收佣金、管理費低廉的共同基金，它只投資在構成廣泛股市指數的數百種股票，不需順勢換股找出贏家。每當任何共同基金績效低於市場平均時，基金發言人就急著指出：「你不可能買到市場平均指數。」現在該是投資大眾能買到的時候了。

書出版後不久，「指數基金」的觀念開始流行。資本主義的一大優點是，只要市場需要某種產品，就有人設法生產。1976年，第一個接受大眾投資的共同基金誕生了。先鋒500指數基金（Vanguard 500 Index Trust）投資標準普爾指數中的五百種股票，當中各股票的比例與它們在指數中的相同。每個投資人按持股比例分攤股利與資本利得或損失。現在多種共同基金公司都提供標準普爾500指數基金，費率只占資產比例0.05%，比大多數積極管理的共同基金或銀行信託費用還低得多。你現在可以很容易以低廉的價格購買指數基金。你也可以購買道富全球投資管理（State Street Global Advisors）、貝萊德（BlackRock）和先鋒所提供的上市交易基金。

這項策略背後的邏輯是效率市場理論。即使市場並非極具效率，指數仍是十分有用的投資策略。由於市場中的所有股票都必須由某個人持有，因此可推論市場所有投資人平均會賺得市場報酬率。指數基金以最低的費用獲得市場報酬率；一般積極管理的基金每年的費率大約是1%。所以一般積極管理的基金所得到的報酬無法勝過股市整體的

報酬，就是差在從總報酬扣除的管理費用。即使市場沒有效率，這也是正確的。

在本書前幾章提出的許多研究已經證實，標準普爾500指數的表現長期優於共同基金和法人的平均績效。沒錯，還是有例外，但是勝過股票指數的共同基金實在屈指可數。

## 投資指數基金簡介

我們來總結採用指數基金做為主要投資工具的好處。指數基金的報酬率經常比主動式基金高，主要原因在於管理費用和交易成本。指數基金管理費通常在0.5%，甚至更低，一般基金每年的管理費平均是1%。還有，指數基金只有在必要時才進行買賣，而共同基金的週轉率通常接近100%。這樣的週轉率所產生的交易成本，保守估算也會把拖累績效。即使股市不是完全有效率，整體而言，積極管理的基金所得到的報酬，也無法勝過股市整體的報酬，因此平均而言，一般基金的績效低於股票指數，差額在於管理費用和交易成本。不幸的是，這些積極管理的基金經理人不能像廣播界名人加里森·凱樂（Garrison Keillor）所杜撰的家鄉渥布岡湖，在那裡「所有的孩童都高於平均」。

指數基金還有稅務的好處，讓投資人延後實現資本利得，或者如果當作遺產還可以完全避免資本利得。視股票長期向上的走勢而定，買賣股票將實現資本利得，因而產生所得稅負擔。所得稅是理財時要考量的重點，因為愈早實現資本利得將會大幅降低淨報酬。指數基金並不積極買賣股票，因此也較少負擔資本利得的稅賦。

指數基金相對較可預測。購買積極管理的共同基金時，你無法確定買的基金相對於其他同類基金的表現會如何。購買指數基金，你知道它會和所代表的指數十分接近，並且將輕易擊敗一般的基金經理

人。還有，指數基金總是百分之百投資於股市。一般基金經理人宣稱會在正確時機把投資轉為現金，你不應該相信他們。你知道適時進出股市的策略並不奏效。最後，指數基金較容易評價。市場上有五千個股票型基金，投資人無法預測哪些基金在未來會有較佳表現。指數基金沒有這個問題，你知道將會得到的報酬，投資因此變得非常簡單。

儘管所有證據指著相反情況，投資人可能仍然堅信卓越的投資經理人的確存在。還有兩個問題有待解決：第一，顯然這種技巧相當罕見；第二，缺乏有效的方法，能在這種稀有技巧被證明前把它找出來。如同我在第7章指出，在某段期間表現最佳的基金，並不見得在下一段期間也表現出色。1990年代末期的優異基金，到了2000年代慘不忍睹。薩繆爾遜如此詮釋這種困境。如果我們能用實證說明二十個酗酒的人當中，有一個能夠學會適量飲酒。那麼，有經驗的醫生會告訴你：「就算他是真的，也要把他當成是假的，因為你永遠沒辦法在二十人當中挑出是哪一個，在你找出那人之前，二十人中已經有五個人被毀了。」所以薩繆爾遜說，投資人大可不必大海撈針了。

法人之間的股票交易就像等長運動（isometric exercise）一樣：它耗費許多精力，而且彼此的努力互相抵消，交易成本也會把績效往下拉。專業投資經理人就像賽狗場裡的灰狗，牠們永遠跑不贏機械兔子。難怪許多法人把大部分資金投入指數基金，包括英特爾、艾克森石油、福特汽車、AT&T、哈佛大學、大學退休基金、紐約州教師協會等。到了2014年，有三分之一左右的法人基金都指數化了。

那麼你呢？你買了指數基金，就無法在高爾夫球場上吹噓自己在股市的輝煌成就了。完全分散風險的規則消除慘重損失的可能，但它當然也消除超高報酬的機會，所以許多華爾街評論家稱投資指數基金為「保證平庸」。但經驗告訴我們，購買指數基金可能得到高於一般

基金的報酬，因為高額顧問費和頻繁進出所產生的手續費降低後者的投資收益。指數投資人確定可以得到市場報酬，許多人都會覺得這種保證每次平手的股市遊戲相當有吸引力。當然，這項策略不是毫無風險的，當股市下跌時，你的投資組合也必定隨之下跌。

對小額投資人而言，指數投資這個方法還有其他優點。它讓你以很少的金錢，就能廣泛分散風險，又可降低手續費支出。從許多投資人身上蒐集金錢的指數基金，交易量大，可以和經紀商討價還價，使每股手續費降到最低限度。指數基金幫你收取一切它擁有的股票的股利，然後每季開一張支票把收入分給你（這些錢可以依你的意思再投資）。簡言之，指數基金是一種明智方便的投資，不費吹灰之力，並以低廉的費用就能得到市場報酬率。

## 投資更廣泛的指數

我在1973年本書第一版時就鼓吹指數投資策略，那時指數基金根本尚未誕生，但很顯然現在已經是成熟的觀念了。目前最廣為使用的指數是標準普爾500指數，它相當完整地代表美國股市的大公司。我仍然推薦「指數投資」或是所謂的「被動投資」，但有些人錯把指數投資就是投資在標準普爾500指數，這是太狹隘的定義。標準普爾500省略成千上萬在經濟界很活躍的小公司。因此，現在我認為，如果投資人只要買一種美國指數基金，最能模擬美國市場的是更廣泛的指數是羅素3000、美國道瓊威爾夏5000指數（Wilshire 5000 Total Market Index）、CRSP指數（CRSP Index）或MSCI美國市場指數（MSCI U.S. Broad Market Index），而非標準普爾500。

股市近八十年來的歷史顯示，總體而言，小型股的表現常常優於大型股。例如：1926到2014年之間，小型股的投資組合年報酬率約為

12%，而大型股（像標準普爾500的成分股）報酬只有10%左右。雖然小型股的風險高於大型績優股，但重點是完全分散風險的小型公司組合，報酬很可能特別高。基於這點，我主張投資能廣泛代表美國公司的指數，成分股包括許多小型、有活力，可能正處於成長初期的公司。

標準普爾500代表了美國在外流通股票75%到80%的市值，其他好幾千家公司則占剩下市值的20%到25%，這些經常是處於成長期的公司，能產生較高投資報酬（風險也較高）。威爾夏5000指數包含所有公開公易的美國股票。羅素3000指數和MSCI指數由市場上最小型股（以及變現率極低的股票）以外的股票所組成。現在有數種共同基金是以這些廣泛的指數為主，這些基金通常稱為「整體股市投資組合」

（Total Stock Market Portfolio）。雖然過去的績效不能保證未來的結果，但圖形清楚顯示，「整體股市投資組合」指數基金產生的報酬高於一般股票型共同基金。

還有，買指數不像慈善事業，不需要從自家開始或結束。第8章提過，投資國外股市，在組合中加入房地產，在組合中加入債券都可以降低風險。這是現代投資理論的基本原則。因此投資人絕不該購買一種美國股市指數基金，而不持有其他種證券。但這不是反對指數基金，因為目前指數基金中也有國際指數，例如：代表歐洲、澳洲、遠東的MSCI歐澳遠東指數（MSCI EAFE index），以及MSCI新興市場指數（MSCI emerging-markets index），也有持有不動產投資信託的指數基金。此外，市場上還有追蹤巴克萊總體債券指數（Barclays Aggregate Bond Market Index）的整體債市（Total Bond Market）指數基金，這些基金的績效也優於投資類似證券的積極管理型基金。

投資人犯下的最大錯誤之一，是沒有做充分的國際分散投資，美國經濟只代表大約三分之一的全球經濟。可以肯定的是，有一種「美國整體股市投資組合」確實提供一些全球分散風險，因為許多跨國的美國公司，像是奇異和可口可樂，在海外都有相當龐大的事業。但全球新興市場（例如：中國、印度和巴西）一直以超越已開發經濟的速度成長，比方說，一般仍將中國視為新興市場，但中國現在已經是全球第二大經濟體，而且國際貨幣組織（IMF）持續預期它是全球成長最快速的大型經濟體。因此你從以下的建議中會注意到，我提議把投資組合的一大部分投資到新興市場。

進入21世紀，新興市場很可能可以維持高成長率。因為新興市場的人口比已開發世界還年輕，而有年輕人口的經濟，成長比較快。此外，2014年年底，新興市場的價值比美國更吸引人。我們已經強調過，在已開發市場，調整後的本益比在預測長期股票報酬時有很強的預測能力。表15-1顯示在新興市場的相同關係。新興市場的調整後本益比在2014年底低於15倍，當股票在這樣的評價下買進時，未來的長期報酬往往會很豐厚。

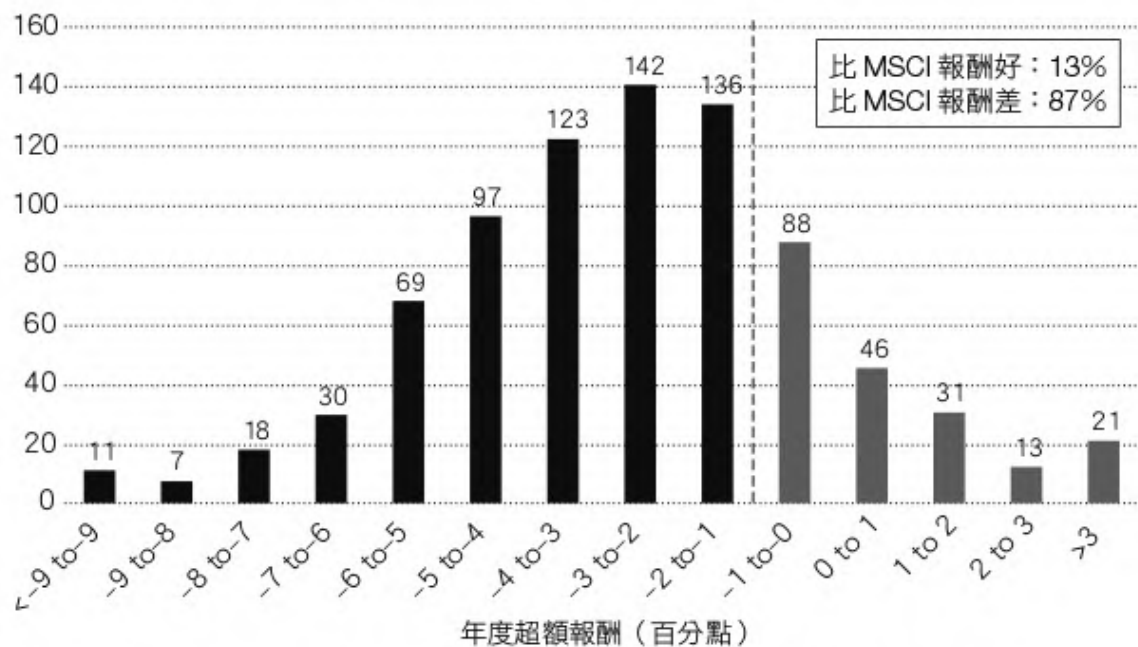
**表 15-1 新興市場調整後的本益比與未來報酬（2005-2014）**

調整後的本益比	未來五年的股票年報酬
10-15 倍	13%
15-20 倍	11%
20-25 倍	7%
25-30 倍	1%
30-40 倍	-3%



在新興市場，使用指數投資也是一個很有效的策略。圖15-1指出，大多數主動式新興市場股票基金表現比MSCI新興市場指數還糟。即使新興市場不比已開發市場來得有效率，但它們有高昂的進入成本與交易成本。主動式基金的費用率在新興市場遠比已開發市場來得高。此外，新興市場的流動性較低，交易成本也較高。因此考量所有費用之後，指數投資成為一個很好的投資策略。

**圖 15-1 新興市場股票基金與 MSCI 新興市場指數比較**



截至 2013 年 12 月 31 日的十年期報酬（計入費用，包括倖存者偏差）

資料來源：晨星。

## 利用特殊指數基金來建立投資組合

表15-2列出某些特殊指數基金，讓投資人可用來建立自己的投資組合。表中列出的投資比例適合五十幾歲的年齡層，我稱為「老化的嬰兒潮」。不在這個年齡層的投資人，可使用同樣的基金，但調整百分

比。也或許依據自己對風險的態度，調整投資比重。願意為追求較高報酬而承擔較高風險的投資人，可以增加股票的比重；需要靠投資收入生活的投資人，可以增加不動產投資信託與股利成長股票的比重，因為他們提供稍微高的經常所得。

**表 15-2 老化嬰兒潮的指數基金投資組合**

**現金（5%）\***

富達精選貨幣基金（FSLXX）或先鋒主要貨幣基金（VMMXX）

**債券（27.5%）†**

7.5% 先鋒中期公司債券指數基金（VICSX）

7.5% 先鋒 Admiral 新興市場公債指數基金（VGAVX）

12.5% Wisdom Tree 美國股利成長基金（DGRW）或先鋒股利成長基金（VDIGX）†

**房地產證券（12.5%）**

先鋒 REIT 指數基金（VGSIX）或富達 Spartan 房地產指數基金（FRXIX）

**股票（55%）**

27% 美國股票（27%）

嘉信美國整體股市指數基金（SWTSX）或先鋒美國整體股市指數基金（VTSMX）

14% 已開發國家股市

嘉信國際指數基金（SWISX）或先鋒已開發國家市場指數（VTMGX）

14% 新興國際市場

先鋒新興市場指數基金（VEIEX）或富達 Spartan 新興市場指數基金（FFMAX）

\* 可用短期債券基金取代表列其中一檔貨幣基金。

† 我建議投資人考慮將部分債券投資（總投資的 5%）投入抗通貨膨脹國庫券，雖然它不是指數基金，也可以考慮股利成長基金和公司債基金，雖然也不是標準的指數基金。

所有債券投資都應該放在退休帳戶中，如果債券投資不在退休帳戶內，你或許該考慮購買免稅債券，而非要課稅的證券。此外，如果你的股票在要課稅的帳戶內，你或許可以考慮以下要提到的稅賦管理

指數基金。我列出不同基金公司所提供的指數基金，讓你自行選擇。因為我與先鋒集團合作甚久，所以我刻意介紹非先鋒發行的基金在內。表中所列的基金都具有收費低、免收佣金的特色。包括電話和網站等更多資訊可以在之後的基金和ETF投資指南中看到。ETF也許可以用共同基金替代。

## ETFs和稅賦管理指數基金

前面說過，被動投資管理（即買進並持有廣泛的指數基金）好處之一是，這種策略使交易成本和稅賦降到最低。史丹福大學的兩位經濟學家喬伊·狄克森（Joel Dickson）和約翰·秀文（John Shoven）告訴我們，稅務考量是財務規畫的重要因素。他們使用一個包含了六十二家共同基金的長期資料樣本，發現在稅前，1962年的一塊錢投資會成長到1992年的21.89美元，然而支付股利和資本利得的所得稅之後，高課稅級距投資人相同的投資只會成長為9.87美元。

指數基金可為我們解決大部分的稅務問題。因為它們不用換股，因此可避開資本利得稅。然而指數基金還是有產生資本利得因而被課稅的時候。這些利得通常是不得已產生的，例如：指數中的一家公司被收購，或是基金被迫出售持股（後者是因為基金投資人要贖回持份，基金只好賣股票換現金）。因此即使是指數基金，也不是解決稅賦極小化問題的完美解答。

指數股票型基金（Exchange-traded index funds, ETFs）中，「蜘蛛」（spiders）標準普爾500指數和「毒蛇」（vipers）整體股市基金，較一般的指數基金更具有稅務上的好處，因為它們能夠利用「現物贖回」（in-kind redemptions）。這種贖回方式是將成本較低的股票先用來支應贖回要求。贖回對基金而言不是課稅交易，並不會產生需要分配給其

他股東的資本利得。還有，贖回ETF的投資人是照原先購買的成本來計算所得稅，而不是按基金贖回時的價格來計算。ETF也擁有最低的費用。各種ETF不僅適用於美國股市，也適用於國際股市。對於要投資於指數基金的一次性投資而言，ETF是絕佳工具。

但投資ETF需要支付交易成本<sup>[1]</sup>，包括證券商的手續費，以及買價和賣價的差額，免收佣金的共同基金比較適合長時間小額購買的投資人。我建議你們避免隨時進出ETF或融資操作。我同意先鋒集團創辦人伯格的看法，他說：「投資人短線進出ETF，是在割自己的喉嚨。」如果你很想這麼做，就應該效法小女孩馬菲特（編注：一首美國童謠，內容描述一個坐在矮凳上喝牛奶的女孩，被一隻蜘蛛嚇跑了）遠遠躲開「蜘蛛」和它的同類。

表15-3列出可以用來建立個人投資組合的ETF。注意，對於想要讓購買股票盡可能簡單的投資人而言，「整體世界指數」（Total World Index）基金提供能一次購足的國際多元化投資。

表 15-3 指數股票型基金（ETF）

	代碼	費率
<b>整體美國股市</b>		
先鋒整體股市	VTI	0.05%
iShares 羅素 3000	IWW	0.20%
<b>已開發市場（歐澳遠東指數）</b>		
先鋒歐洲太平洋	VEA	0.09%
iShares MSCI 歐澳遠東指數	EFA	0.35%
<b>新興市場</b>		
先鋒新興市場	VWO	0.15%
iShares MSCI 新興市場	EEM	0.67%
<b>全世界（美國除外）</b>		
先鋒富時全世界指數（美國除外）	VEU	0.25%
SPDR MSCI ACWI（美國除外）	CWI	0.34%
<b>整體世界（包括美國）</b>		
先鋒整體世界股票	VT	0.18%
iShares MSCI ACWI	ACWI	0.34%
<b>美國債市 *</b>		
先鋒中期公司債券基金	VCIT	0.12%
iShares iBoxx 投資級美元公司債券	LQD	0.15%

\* 要稅務考量的投資人應該考慮表 15-5 列出的封閉型地方政府公債基金。

如果你想要擁有經過時間驗證的簡單方法來取得卓越的投資成果，你可以看到這裡為止。我所列出的指數型基金或ETF會提供廣泛的分散風險、賦稅效率和低廉費用。即使你想要購買個別股票，請做法人愈來愈常做的事：依照建議的投資方向使投資組合的核心指數化，然後用額外的資金進行積極投資。有了堅強的指數型基金核心，你的

投資風險就會遠低於積極型投資組合的風險，而且即使你犯了一些錯誤，它們也不會是致命的錯誤。

## 深思熟慮的方法：自行投資

指數基金對散戶來說既便利又有彈性，也是我對個人和法人的最佳推薦，但我知道許多人認為它缺乏樂趣。那些天性投機的人總想自行挑選贏家，至少用部分的投資資金來進行。對於這些想要自己動手的人，自行投資可能更有趣。

由於從小同樣受賭博衝動所折磨，我自己非常了解那些渴望自行挑選贏家，而且對保證可獲市場平均報酬的投資不感興趣的人。問題在於自助投資是一件勞心費事的行為，很少人能持續成功。但對那些視投資為趣味遊戲的人，下面我將示範如何運用明智的策略產生絕佳報酬，或者至少降低選股風險。

在運用我的投資策略之前，你要先知道由何處取得投資資訊。大部分投資資訊可以從公共圖書館中得到。除此之外，你還必須積極閱讀報紙的金融版，尤其是《紐約時報》與《華爾街日報》。週刊方面，《霸榮》是必讀的刊物，而財經雜誌之類的《商業週刊》、《財星》和《富比士》等也對增進投資概念很有助益。大型投資顧問公司的服務也有些幫助，你應該設法取得標準普爾公司的《展望》

（*Outlook*）及價值線（Value Line）的《投資調查》（*Investment Survey*）等資料。前者是包含購買股票建議的週刊，後者包含歷史紀錄、現況檢討，以及所有大型股的風險（貝他值）排名。網路上有豐富的資訊，包括分析師的建議。



我在超過四十年前寫成的本書第一版中，提出四項成功選股的規則，我發現它們到現在仍一樣好用。現在把這些斷斷續續提過的規則，簡單說明如下：

## 規則1：只購買至少能維持五年「盈餘成長超過平均」的股票

挑出盈餘成長的股票雖然極為困難，卻是股市致勝的關鍵。持續的成長不僅能增加公司的盈餘和股利，也增加市場願意為這盈餘付出的本益比。因此買到盈餘快速成長的股票很可能有雙重好處：盈餘與本益比都增加。

## 規則2：不要購買股價高於合理真實價值的股票

雖然我確信你絕對無法正確地推測股票的真實價值，但我相信你應該可以大略衡量一檔股票的合理股價。市場的本益比就是很好的起點。購買的股票應該要和這個標準相符，至少不能高出太多。找出那些成長潛力尚未被市場發現、本益比仍未被買高的股票。當成長真的兌現，你就有雙倍獲利：盈餘和本益比皆上漲。你得小心本益比極高、多年成長已經反映在價格中的股票。如果它的盈餘不增反減，你可有雙重麻煩了：本益比會和盈餘一起下滑。遵守這個規則可以避免購買天價高科技股票投資人在2000年初所遭受的沉重損失。

注意，這個策略雖然看來像目前流行的「買進低本益比股」策略，但我沒有要為這個方法背書。在我的規則中，買本益比略高於市場平均值的股票一樣沒有問題，只要該公司的成長展望大幅高於平均值。你可以稱這種策略為修正版的低本益比策略，要買就買本益比相

對於成長展望低的股票。只要你能夠正確地挑出成長優於平均的公司，你就會被獎賞以「優於平均的報酬」。

### 規則3：購買有故事題材的股票，可以讓投資人建築空中樓閣

第2章強調過心理因素對決定股價的重要性。個人和法人可不是會算本益比、會列印買賣指令的電腦。他們是有著情緒波動的人類，在決策投資時受貪婪、賭性、希望、恐懼所左右。這就是為什麼成功的投資需要智力與心理都同樣敏銳的原因了。當然，市場也不全然主觀；當股票成長的態勢形成後，一定會吸引跟隨的人。只是股票也和人一樣，某些股票就是比較具有吸引力。本來就冷門的股票，本益比的漲幅就會比較小。成功的要訣是去其他投資人要去的地方，並且提早幾個月報到。反問自己，你的股票題材是否能抓住大眾的想像力，它能散播有感染力的夢想嗎？它能讓投資人建築空中樓閣，而那個空中樓閣的基礎真實穩固嗎？

### 規則4：盡可能減少進出

我同意華爾街的格言，「汰弱留強」（Ride the winners and sell the losers），但不是因為我相信技術分析。頻繁換股沒什麼好處，這不過是肥了證券商，如果資本利得實現又會增加稅賦而已。我並沒有說「絕對不賣賺錢的股票」。要知道促使你買股票的環境可能改變，特別是在市場狂熱的時候，你手上許多成功的成長股可能漲過頭，並在你的組合中占的比例過重，就像1999至2000年網路投機泡沫一樣。但要找到出售的最佳時機相當難，而且可能涉及沉重的稅賦成本。我的哲學是盡可能減少買賣次數，但對弱勢股不必留情。每年年底我都把產

生損失的股票賣掉，鮮有例外。選這個時間是因為申報所得稅時，損失可以扣抵一定金額，或者可以沖抵已兌現的獲利，因此兌現損失能降低稅賦。如果我所期望的成長將要實現，而且我相信自己的股票表現終將好轉，我就會保持虧損的部位。但我不建議在賠錢的情況下坐視太久，特別是在某些立即行動可以節稅時。

依據效率市場理論，即使採用以上明智的選股原則，也難有優越的績效。非專業投資人面對的困難更多。財務報表不盡然能夠信賴，一旦故事上了報章雜誌，股價很可能已經完全反映。選個股就如同在飼養血統純正的豪豬，你必須研究再研究，打定主意，然後小心謹慎地進行。在最後的分析階段，即使我希望投資人因為遵循我的建議而成功，但我心裡明白，選股成功大多是由於幸運女神的眷顧。

儘管險阻重重，挑選個股卻是迷人的遊戲。我相信提供的規則能增加你的勝算，使你避開高本益比、高風險的股票。別忘了還有許多包括專家們在內的其他投資人也玩同樣的遊戲，任何人能持續擊敗市場的機會很小；然而對我們大多數人而言，猜贏市場是個有趣得讓人欲罷不能的遊戲。即使你知道自己的表現不會比別人好到哪裡去，但我相信，大部分天性投機的投資人仍會繼續玩選股遊戲。我的規則起碼可以降低你的風險。

如果你想要自行選股，我強烈建議採用混和策略：大部分資金投資於指數基金，用少部分可以承擔較高風險的資金來選股。如果你的退休基金大部分投資於廣泛的指數，股票投資也包含債券和房地產，在主要投資安全的情況下，你可以安心地購買某些個別股票。

即使你所有的投資都採用指數型基金，為了增加報酬，你可能會選擇改變各項投資的比重。我為自己的指數型投資組合作的一項調整，是調高中國相對於全球指數的權重，理由是，我認為相對於中國

的經濟重要性，它所得到的權重太低。中國股市的某些特性，導致中國在新興市場指數基金和全球指數中都被減碼。

大部分指數都是「浮動」（float）加權。如果公司的某些股票沒有自由交易，這些股票就不會被算進該公司在指數中的權重。浮動加權意味著中國被減碼的兩個原因。第一，上海和深圳地方股市中的股票沒有被算在內，因為除了少數例外，這些股票僅供中國公民購買。指數型基金只會把在香港或紐約上市的中国公司自由交易股票計算在內；第二，中國政府擁有許多公司的龐大股份，那些股票並未被算進浮動股中。因此，中國在全球指數中只得到2%左右的權重，然而經過購買力平價調整，中國的GDP約為全球GDP的13%，而且持續快速成長中。

所以我認為，投資人需要在個人投資組合中加碼中國，而且要超出一股全球或新興市場指數型基金所提供的比重。但我忠於自己的指數觀點，並且認為最好的做法是購買中國企業的廣基型（broad-based）指數基金。在紐約股市交易的其中三種是YAO（代表所有供國際投資人購買的中國各型企業指數基金）、HAO（包含較多小型企業和低官股企業的小型股指數基金），以及TAO（中國房地產基金）。

## 找人代打的方法：雇用華爾街專家

要在隨機漫步投資中賭博，有更簡單的方式：你不必挑選個別贏家（股票），只要選出最好的教練（投資經理人）。這些「教練」就是共同基金的經理人，你可以從數千多位中任意挑選。

本書前幾版中提供幾個人名，他們都是長期以來紀錄輝煌的基金經理人，我也大略列出他們的投資風格。這些經理人是極少數幾位長

期下來能擊敗市場的能手。我現在不再如此做，原因有二：

第一，除華倫·巴菲特之外，那些基金經理人已經不再管理基金，2014年，巴菲特自己也到了退休年齡；第二項理由是，我愈來愈相信，基金經理人過去的紀錄根本不足以預測未來的成功。持續表現優越的少數案例，其發生的頻率不比純靠機率來得高。

如果你仍舊偏好投資積極管理的股票型共同基金，有什麼辦法能挑出最佳基金呢？許多財務規畫者愛用的方法是，選擇近來績效最佳的基金。報章雜誌的金融版上充滿許多宣稱某基金績效最優的廣告。其中至少有兩個問題。第一，許多基金廣告有誤導之嫌。所謂績效第一，通常只是在某個自選的時段內，與特定（通常是一小群）股票基金相比較。例如：某基金在廣告中自稱「目前績效第一」、「本基金歷經景氣繁榮與衰退，以及十一次總統大選」。由廣告看來，似乎該基金在四十四年中均獨占鰲頭。但真正的事實卻在星號所表示的小小附注中：該基金僅在某三個月的時段中表現第一，而且比較對象僅限於資產價值在2.5億至5億美元的基金。

對過去紀錄存疑，還有更重要的理由，就是早先說過的，各期間的投資績效並沒有長期穩定的關聯。我研究過四十多年來共同基金績效的持續性，結論是，購買目前紀錄最佳的基金，並不能保證投資人可以得到高於平均值的報酬。儘管有些少數基金〔像巴菲特的波克夏基金（Berkshire Hathaway）〕能長久保持優異表現，但一般而言，基金績效是沒有持續性的。你無法因為購買在過去某些時候曾經擊敗市場的基金，就保證能獲得優越的報酬。我再說一次，過去的紀錄不能預測未來。

我曾經測試過以下做法，在每年年初依據過去十二個月的紀錄，把基金加以排名，接下來再分別假設投資人購買前十名、前二十名的

基金等等。即使不計算手續費，你仍然不能靠購買過去表現最好的基金持續擊敗市場。

我還測試另一項策略，購買著名財經雜誌推薦的基金。這些基金績效的研究測試，以及本書第二部報導的學術研究都清楚地告訴我們，你不能期望依賴優異績效持續到未來。事實上，某一時期的熱門基金，下一期的表現通常不佳。

## 晨星共同基金資訊服務

如果最近的績效不是選擇共同基金的可靠指標，那麼什麼才是呢？我經常說約翰·伯格和唐·菲力普（Don Phillips）的到來，是共同基金的兩大盛事。伯格在1970年代中期創立了低成本的先鋒共同基金，而菲力普則在1990年代初期創立晨星服務（Morningstar Service），出版共同基金的資訊，對投資人極有幫助。

基本上來說，晨星是一般投資人可以找到資訊最詳盡的共同基金資料來源之一。它為每一個共同基金提供一頁的資訊，上面列滿相關資料。它報導基金過去的報酬、風險評等、組成架構、基金風格（例如：它投資大型老司或小型成長公司，它偏愛低本益比的價值股票，或購買國外股票，或國內股票，或兩者都買等）。這些報導指出某些基金是否收取佣金、每年費率、基金資產中未實現資本利得的比例。如果你買的是積極管理的基金，你應該尋找沒有銷售佣金、低週轉率、低費用率的基金。晨星更對債券基金提供報酬率、有效到期日、品質、佣金和費用等資料。

晨星服務採用「五星制」評等。評估過去績效時，它參考一般市場報酬、該基金的成本和風險等，給最好的基金五顆星，比米其林餐

飲指南所褒揚最頂級餐廳的三顆星還多出兩顆。這些星星對於將過去的績效分門別類很有幫助。然而晨星的評等不像米其林評等一樣，能保證食客享受到美食，它不保證優異的績效能持續下去。在過去，五星級基金的表現不一定優於三星級基金，所以聰明的投資人不能只看表面的星星數目下決策。

是否有方法可以選擇績效可能高於平均水準的積極管理基金？多年來，我做過許多項關於共同基金獲利研究，想要釐清為何某些基金的績效比其他基金好。如前所述，以往的績效並不一定有助於預測未來的報酬。預測未來績效最有用的兩個變數是費率和週轉率。高費率和高週轉率使報酬減少，如果基金存在應課徵帳戶，稅後報酬尤其會縮水。績效最佳的基金，費率合理且週轉率較低。投資服務供應商收費愈低，投資人得到的就愈多。如同先鋒基金創辦人伯格所說的，在共同基金事業裡，「可以撿到便宜」。我建議投資人只購買費率低於50個基本點（0.5%）和週轉率低於50%的積極管理基金。基金網站和晨星等投資來源都有提供費率和週轉率統計數字。

## 墨基爾策略

在早先的版本中，我推薦購買封閉型共同基金（實際是封閉型投資公司），因為他們具有吸引人的折價。封閉型基金和前面討論的開放型共同基金不同，是因為它們一旦首次發行後，就不再發售或買回基金持份了，投資人要買要賣都要找證券商。

封閉型基金的價格要視其他投資人願意支付的價格而定，不像開放型基金或ETF，它不一定和淨資產價值有關，售價可能高於、也可能低於淨資產價值。1970年代的大多時候及1980年代初，大部分封閉型基金的價格都低於淨資產價值。封閉型基金雇用專業經理人，費用並不



比共同基金高。對那些相信專業投資管理的人而言，這是一個以折扣價格得到專業投資管理的好機會，而我也這麼告訴讀者。

買下這些高折價封閉型基金的好處是，即使未來折價仍大，投資人還是可因為買進它們而有相當大的報酬。例如，你以25%的折價買進基金，即等於投資3美元卻賺到投資4美元才有的股利。即使資金的績效只等於市場水準（如同隨機漫步的預期），你依然勝過市場。

這就像100美元、利率為5%的儲蓄存款一樣，你可以存入100美元，每年賺取5元利息。但這個存款有25%的折扣，換言之，你只需存75美元，依然可得5美元利息（100美元的5%），由於你只付出75美元，報酬率就變成6.67%（ $5 \div 75$ ）。收益的提高並不保證折價會縮小，就算你提領現金時只得回75美元，持有期間你已獲得額外報酬了。封閉型基金的折價也有相似的道理，你得到1美元投資的股利，僅需付出0.75美元。

這項策略的成果比預期更好；美國封閉型基金的折價大為縮小。雖然我在書中對封閉型基金的大幅著墨可能是部分原因，但折價縮水的根本原因，還是因為資本市場是相當有效率的。市場雖然可能常常錯估資產，造成短暫的無效率。但尋找價值的投資人會發現無效率的地方並加以利用，直到這些機會消失為止。雖然不適當的價格很可能存在，甚至持續一段時間，但財務的地心引力法則一定會發生作用，最後回歸真實價值。

本版付印時，美國封閉型基金折價的情形已消除大半，它們大都已不再是特別吸引人的投資標的了<sup>[2]</sup>。但是某些國際基金和投資新興市場的基金仍有折價存在。如果折價在未來依然可觀，由這些封閉型基金所組成的投資組合，或許比新興市場指數基金更值得投資。當10%的折價存在時，你應該打開荷包來購買封閉型基金。表15-4列出

2014年中某些非常吸引人的封閉型新興市場基金。當你準備投資時，請檢視它們的折價是否大於10%。折價每一週都不相同。

表 15-4 價格吸引人的新興市場封閉型基金（2014 年 6 月）

基金名稱 (代碼)	淨值 (NAV)	價格	折價	說明
坦伯頓龍基金 (TDF)	\$27.51	\$24.41	-11.5%	香港、中國、 台灣
摩根士丹利亞太 (APF)	\$17.82	\$15.94	-10.5%	亞洲市場
安本拉丁美洲證券 (LAQ)	\$32.89	\$29.54	-11.2%	所有拉丁美洲 新興市場
韓國基金 (KF)	\$46.70	\$41.84	-10.4%	韓國股票
安本大中國基金 (GCH)	\$11.30	\$9.97	-11.8%	大中國公司的 股票
安本新加坡基金 (SGF)	\$14.69	\$13.00	-11.5%	新加坡公司股票 (至少 65%)， 其他太平洋盆地 國家
摩根士丹利新興市場 (MSF)	\$17.12	\$15.42	-9.9%	整體新興市場
台灣 (TWN)	\$20.94	\$19.17	-8.5%	台灣股票

表 15-4 折價的封閉型地方政府公債基金（2014 年 6 月）

基金名稱 (代碼)	淨值 (NAV)	價格	折價	說明
貝萊德地方政府公債收益 (BBF)	\$15.12	\$13.77	-8.9%	全美國
景順地方政府公債信託 (VKQ)	\$13.77	\$12.43	-9.7%	全美國
Nuveen 高品質地方政府公債基金				

(NQI)	\$14.66	\$13.11	-10.6%	全美國
貝萊德加州地方政府公債 (BFZ)	\$15.92	\$15.02	-5.7%	加州
Nuveen 紐澤西地方政府公債 (NQJ)	\$15.34	\$13.60	-11.3%	紐澤西
Nuveen 紐約高股利優勢 (NAN)	\$15.20	\$13.67	-10.1%	紐約
Eaton Vance 地方政府公債 (MAB)	\$14.90	\$13.61	-8.7%	麻州
貝萊德賓州高收益地方政府公債 (MPA)	\$15.83	\$14.24	-10.0%	賓州

也有一些持有免稅地方政府公債的封閉型基金，在投資人關心地方政府公債的還款信用時，這些基金往往會折價出售。擔憂波多黎各債信和底特律破產會使所有州政府和地方政府證券價格下降，並增加收益率，這些擔憂也會使封閉型地方政府公債基金的價格下降，並拉大折價幅度。2014年，這些基金有很多折價10%以上，而且他們提供投資人6%至7%的收益率。2014年，長期地方政府公債基金的收益率也在3.5%至4%之間。

封閉型基金靠著使用適當的槓桿操作來增加收益率，他們以很低的短期利率借錢買進高收益長期債券，這使他們的收益高於沒有使用槓桿操作的債券基金。這並不是免費的午餐，因為槓桿操作會增加價格的潛在波動，使得封閉型基金帶有風險。

## 矛盾現象

雖然在2014年新興市場封閉型基金很吸引人，美國市場的封閉型基金已經不存在以前的折價情況。這反映出投資建議的一項重大矛盾，也反映出真實價值終究會浮現。針對特定證券提出的投資建議有一項

基本矛盾：一旦夠多人知道並執行這項建議，它的實用性就因知識的推廣散播而摧毀了。如果每個人都知道有一個「撿到便宜」的投資而搶著去買，它的價格就會暴漲，直到它不再物美價廉為止。

這是效率市場理論的邏輯支柱：如果消息的傳播不受阻撓，價格就會迅速反映所有資訊。這使我在1981年的版本中預測，有利的折價不會永遠存在。那時我寫道：「1980年代初期的折價水準如果持續下去，我會非常驚訝。」基於同樣的理由，我也懷疑目前流行的投資技術會持續成功。

我前面說過，一位財務學教授和兩位學生一起散步，看見100美元鈔票躺在地上的故事，教授說：「如果真是100美元鈔票，別人早就撿走了。」幸好學生是個具有懷疑精神的人，不相信華爾街的專家，也不相信飽學的教授，所以把錢撿了起來。

就財務學教授的立場來說，他顯然是相當有道理的。在市場上，眾多精明人搜尋賺錢良機時，不太可能有100美元鈔票躺在地上等著你撿。但歷史告訴我們，未被發現的機會和投機時期過高的價格一樣，都是經常存在的。就像我們知道荷蘭人以天價購買鬱金香球莖，英國人大口誇耀最不可能的泡沫一樣，現代的法人說服了自己，相信某些網路股票與眾不同，值得任何價格。當投資人感到悲觀時，像封閉型基金這樣實在的投資機會卻無人理會。然而過高的價格終究會被矯正，投資人轉而搶購物超所值的封閉型基金。也許我們可以把財務學教授的建議改為：「你最好趕快撿起那張100美元鈔票，因為放在那裡，遲早會被別人撿走。」我認為自己屬於後者的隨機漫步理論者。我堅信真實價值終會出頭，但不時有的異常狀況也不致令我驚訝。真有100美元鈔票在地上時，我一定會停止漫步，專程走過去把它撿起來。

## 投資顧問

如果你小心依循這本書的建議，你真的不需要投資顧問。除非你有複雜的稅務或法務需要處理，不然你應該可以做好分散投資的要求，而且可以自行採行再平衡策略。你甚至會發現，能夠完全對自己的投資計畫負責是件有趣的事。

投資顧問的問題在於他們的收費往往相當昂貴，而且利益常常互相衝突。很多投資顧問一年的管理費是管理資產的1%以上，證券經紀商收取的費用更高，每年的費用在2%或3%。未來我們的投資環境可能只會得到單一數字的報酬，我懷疑這樣高的費用會大大損害你的投資報酬。

很多投資顧問也常出現利益衝突。有些投資顧問會要你投資在特定基金上，因為他們可以從這些基金得到額外回扣。換句話說，投資顧問確實會得到原先該分配給你的資金。但這樣的基金並不符合你的利益（的確他們往往有非常高的費用率）。如果你感覺你一定要有個投資顧問，要確保這個顧問「只領取顧問費」。這些顧問不該從投資商品中得到酬勞，這樣他們才能完全從你的利益來提供建議，而不是考量他們的利益。

如果你覺得選擇適當分散投資的投資商品，而且照我的建議採取再平衡策略，實在太費工夫，還有一個低成本的替代選擇。但我一開始要先告訴你，我在提供這個服務的公司擔任投資長，我要清楚說明這個服務和我有利益衝突。這家公司叫做Wealthfront，這是目前最大、成長快速的自動理財服務。每件事都在網路上完成。Wealthfront的功能是選擇一個廣泛分散、極低成本的ETF，包括所有佣金的總投資費用每年只有0.25%。Wealthfront會自動將投資組合再平衡，甚至提供投資虧損減免計畫（tax loss harvesting program），也就是說，如果在投資組合

中有一檔ETF出現虧損，Walthfront會賣出認列損失，換上一檔相近但不同的投資工具。因此，年底你不會有明顯的潛在稅負（很多主動式基金會這樣），Wealthfront能夠替你抵銷資本利得或資本利得分配，而且讓你的稅賦降低到某個限額之下。你可以透過[www.wealthfront.com](http://www.wealthfront.com)聯繫Wealthfront，得到更多資訊。

## 投資是門藝術

我們已經走到這趟隨機漫步之旅的終點，不妨回顧曾經到過之處。顯然地，能持續擊敗市場的能力的確罕見，無論是找出股票真實價值的基本面分析，或是探索市場建築空中樓閣傾向的技術分析，都未能確保優異的成果。當專家把自己的績效拿來和擲鏢選股的績效相比時，他們也不得不羞愧掩面。

對個人來說，明智的投資策略必須分兩階段發展。首先，至為重要的是，明白風險與報酬之間的關係，然後才能根據你的個性與需求選擇適合的證券。本書第四部提供這部分詳細的引導，包括一系列暖身練習，由稅務規畫到準備金的管理，以及人生各階段投資組合的配置。本章包含華爾街漫遊的主要部分：購買股票的三大步驟。我先介紹符合效率市場的明智策略，指數是我最推薦的投資策略。至少你的每一項投資組合都應該以指數為核心。然而，我知道大多數投資人不相信隨機漫步理論。告訴投資人無望打敗市場，就像告訴六歲小孩世上沒有耶誕老人一樣，真是太煞風景了。

對於堅持自行選股，想要打敗市場的那些無可救藥的投機者，我提供四項規則。雖然機會實在不大，但你們仍有可能走運大賺。我懷疑你們能找到有能力發現100美元鈔票躺在地上的投資經理人。但別忘記，過去的績效並不足以預測未來的績效。



投資有點像是做愛，基本上它其實是藝術，需要某些天分和幸運之神的眷顧。事實上，少數表現超群、打敗市場的人，成功有99%的可能來自運氣。「雖然人們自吹自擂自己的行動有多麼偉大，」法國思想家羅謝佛德（La Rochefoucauld）寫道：「但是那多半來自機運，較少來自偉大的構想。」

投資遊戲在另一方面也像做愛，它極其有趣而難以割捨。如果你有辨識好股票的才能，又有辨識好題材的藝術眼光，看著市場證明你的眼光，實在是很棒的感覺。就算你沒那麼幸運，我的規則也能幫助你控制風險，避開參加遊戲的許多痛苦。如果你知道自己可以贏，或至少不致輸太多，玩起來就會更有滿足感。最低限度，我希望本書能使整個遊戲對你來說更有趣。

## 最後叮嚀

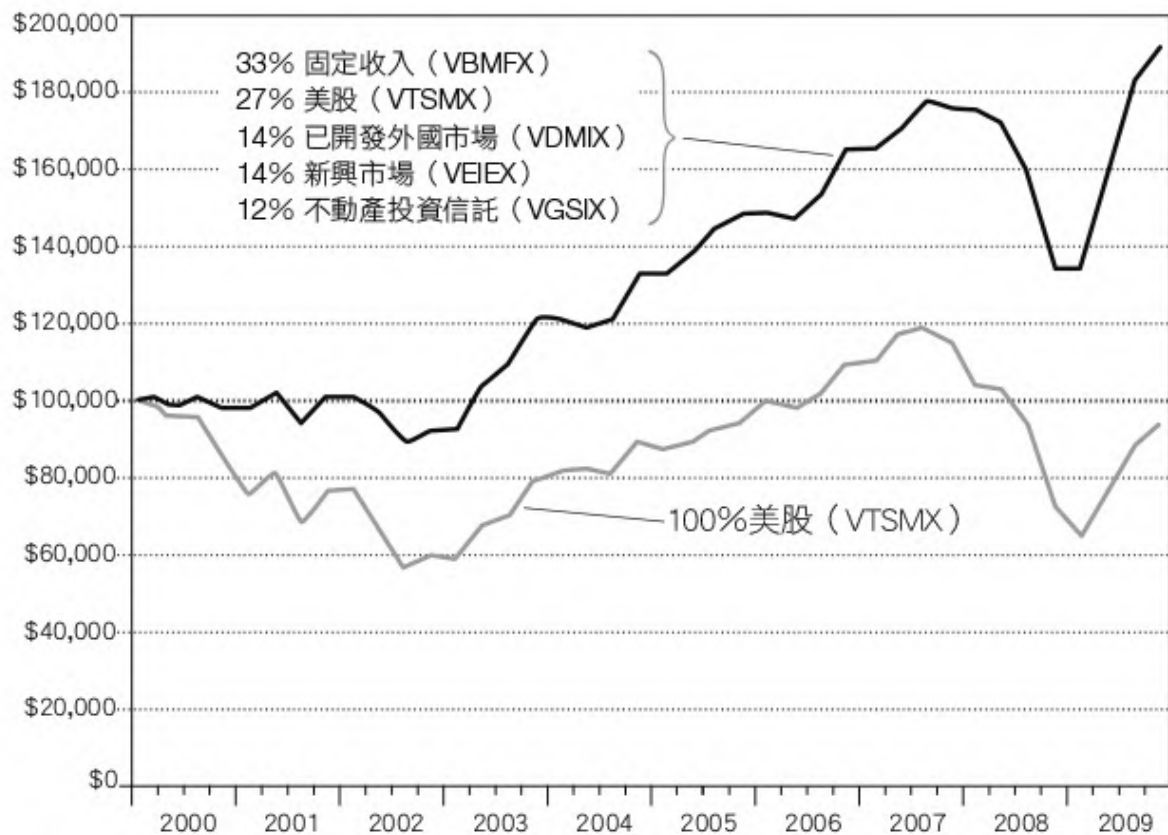
對我而言，撰寫本版最有價值的特點之一，是我從投資人那裡收到的許多感謝信，他們告訴我，他們遵守四十多年如一日的簡單建議，結果獲益良多，那些亙古常新的經驗教訓，包括了廣泛分散投資、每年重新平衡、採用指數基金，以及堅持到底。

對投資人而言，21世紀的前十年是一個最具挑戰性的時刻，連廣泛分散投資、專門投入美國股市的全股市都虧損。但即使在這個可怕的十年間，遵循我所支持的永恆經驗教訓，會產生令人滿意的成果。圖15-2顯示，在VTSMX（先鋒整體股市基金）中的投資並未在「失落的十年」間產生正報酬。但假設投資人用我在表15-2對「老化嬰兒潮人口」建議的幾近保守比重分散投資組合，即使處在投資人經歷過的任何一個最糟糕的十年，分散投資組合（每年再平衡）都會產生令人相當滿意的報酬。此外，如果投資人也運用定期定額，長期持續將少量

股票加入投資組合中，成果甚至會更好。如果你遵循簡單的規則以及本書主張的永恆教訓，你可能會做得很好，即使是最艱難的時刻亦然。

### 圖 15-2 廣泛分散的共同基金投資組合（再平衡）

即使經過 2000 年代第一個十年，仍舊創造令人滿意的報酬



資料來源：先鋒和晨星

1. 一些折扣券商提供免手續費的ETF。 [↑](#)
2. 如果你以面額購買新發行的封閉型基金，加上5%承銷費用後，你不僅要支付相當於高額佣金的費用，還要承擔日後基金可能折價出售的風險。絕對不要以首次發行價格買進封閉型基金，它幾乎必然會變成壞交易。但你不妨留意，在未來市場不穩定時，它是否有折價的情況發生。 [↑](#)





## 附錄 衍生性商品入門

賭博業就是對賭博這項生意嚴重不利的行業。

——安布羅斯·比爾斯（Ambrose Bierce），《惡魔辭典》（*The Devil's Dictionary*）



從前從前，至少150年以前，美國農夫和其他原物料生產者制定一個市場體系，在他們的生活中提供一些財務健全機制。本質上這是一種保險，而且像其他保險一樣，藉由付出相對少的錢讓未來出現損失時得到保障。這個體系後來變成期貨市場，而且以芝加哥為中心，我們在後面會有更完整的說明。因為這個城市的歷史與牛肉與豬肉的銷售與加工有關，「豬肚」這個新潮的商品成為商品期貨交易的領頭羊。如果豬肚的價格上升，芝加哥拉薩勒街（LaSalle Street）的交易商就會微笑，如果價格下跌，他們就會鬱卒。

這些情緒，以及銷售可以獲得的佣金，吸引只打算買賣金融工具的人的興趣。他們推斷，何不就創立一個與商品期貨相似、只限制股票和其他金融工具的市場體系呢？結果這個機構就變成著名的股票選擇權和金融期貨交易（下面也會完整說明）。雖然實務上選擇權已經

用一些形式交易幾個世紀，但在投資界被認為是專業，這讓我在1973年本書第一版並沒有加以關注。

但情況已經改變！那些肥肥的豬肚和奧妙的選擇權與金融期貨，現在創造出數兆美元的金融爭奪戰，而且也需要給他們一個新名份。畢竟自尊心極強的MBA學生都公開承認，他們犧牲個人生活，一天工作12個小時，都是為了豬肚代表的商機而努力，沒有其他目的！這是一個重要、複雜的活動，值得給它取個重要、複雜的名字，那就是衍生性商品（derivatives）。

在2000年代第一個十年，衍生性商品是證券交易中最熱絡、成長最快交易，就算沒什麼財經知識的人，肯定也會感覺到正在開雞尾酒會的熱鬧印象。儘管「衍生性商品」這個念起來拗口的名字看了就知道意思，但衍生性商品其實是簡單的金融工具，它的價值是由股票、債券、貨幣或原物料商品等資產的價值所決定（或衍生）。我們接下來會看到，它們如何允許散戶和法人進行風險轉讓、擴大投資並擁有套利機會。它們也可以進行承擔高槓桿的投機配置。

這章的主旨是要對衍生性商品提出正確的觀點：（一）（一）解釋衍生性商品的機制與歷史；（二）（一）不只舉例說明它們如何運作，還要說明如何能創造出龐大獲利與損失；（三）（一）提供使用建議。

## 衍生性商品的基本型態

在衍生性金融商品中有兩個最受歡迎的形式，那就是期貨（future）和選擇權（option）合約。它們都是衍生性商品，因為它們的價值都與標的證券（underlying securities）連動。我們會專注在討論簡單的選擇權和期貨，要注意的是，其他衍生性商品工具都建立在這兩個

基本的形式上。那些複雜的衍生性商品有著花俏，而且常常讓人望而生畏的名字，像是交換契約（swap）、反向浮動利率債券（inverse floater）、長期選擇權交易（leaps）、回顧選擇權（lookbacks）、利率交換選擇權（swaptions）、保證匯率選擇權（quantos）、彩虹選擇權（rainbows）、利率下限選擇權（floors）、利率上限選擇權（caps）和利率區間選擇權（collars），而也有些投資工具有專屬的發行管道，像是混音管道〔REMICS，不動產抵押投資管道（real estate mortgage investment conduit）的縮寫〕、貓咪債券〔M-CATS，本息分離國庫券憑證（Certificates of Accrual on Treasury Securities）的縮寫，由所羅門兄弟銀行發明〕和老虎憑證〔TIGRS，國庫券所得成長憑證（Treasury Income Growth Receipts）的縮寫，由美林證券發明〕。

期貨合約或遠期合約（forward）是要在未來的特定期間、以特定價格買進（或交付）一項特定商品（或金融工具）。舉例來說，假設現在是6月，我想要在12月得到4萬2000加侖的加熱用燃油（heating oil，這是一般的合約規格）。而12月的加熱用燃油合約價是每加侖2.5美元，這個合約保證我可以在12月中以每加侖2.5美元的價格取得4萬2000加侖的加熱用燃油。期貨合約的賣方保證會在那時提供加熱用燃油[1]。

石油、小麥、糖、咖啡、柳橙汁、玉米、黃豆、黃牛等單一商品都可以進行期貨交易。此外，黃金、白銀和白金等貴重金屬的期貨市場也很熱絡。金融商品期貨市場則是新興市場，可以買到在未來交付的各種債券、貨幣和標準普爾500指數等股票市場指數。這些金融商品期貨一般會根據標的金融商品最初的合約價格與最後的現金市場價格差距，以現金來結算，並不交付任何實體商品。說到合約設計與規格創新，沒有什麼能比得上選擇權市場，選擇權市場開發期貨合約的選



擇權，如果我想要創造衍生性商品，很自然的方法就是交易衍生性商品的衍生性商品。

股票選擇權就像字面的意義，給買家一個權利（而非義務），在特定的時間點以前，以特定的價格買進或賣出一檔（或一組）股票。舉例來說，一個在7月第三個星期五到期（到期日）、可用每股150美元（履約價格）買進IBM一股的買權要花買家15美元（權利金）。因此付出15美元權利金之後，買權買家有權利在7月第三個星期五之前的任何時刻，以股價150美元買進一股IBM的股票。選擇權的賣方（或稱履約方，writer）得到權利金，有義務以合約價格賣出股份。賣方選擇權的情況則相反。IBM的賣權提供持有股票的人一項權利，以特定的價格賣出IBM股票，賣權的賣方（稱為履約方）則有義務要買進。

交易量大的主要個股和各種股票指數、債券和外國貨幣都有選擇權市場。標準普爾500指數、那斯達克100指數、道瓊工業指數的選擇權都在芝加哥交易。此外，很多比較小型的市值加權指數和特定工業指數也有選擇權交易。基本選擇權和期貨的交易量實際上會超過標的資產的交易量，然而讓這個市場變得很重要的並不只是交易規模而已，這個市場還扮演重要角色，提供新工具來衡量風險。

## 期貨市場的功能和歷史

儘管財經新聞界總是認為期貨市場與投機和賭博有關，但期貨市場在經濟上仍有價值。他們允許製造者和消費者交換風險，使得每個市場參與者所處的情況變得更好。舉例來說，在小麥期貨市場的合約中，一般會規定，可以在一個設定好的未來日期以固定的價格購買特定數量的小麥。在小麥生長期間，農夫約翰也許會簽下合約，小麥長成後以固定的價格賣出生產的小麥，因為知道要交出多少小麥，所以

不論在小麥生長期間小麥價格有什麼變化，約翰都可以接著計畫要購買像是肥料和灌溉設備等必要耗材、雇用多少工人、以及保證能有多少獲利。農夫約翰在簽下小麥期貨合約後，晚上可以睡得很好。

麵包師傅史密斯有不同的煩惱。他答應要以固定價格賣出麵包給幾家高檔餐廳。史密斯知道他要賣出麵包才能賺錢，所以藉著參與期貨合約，以固定價格買進小麥，就能保證他的獲利。因此，約翰和史密斯可以藉由期貨市場交易變得更好。

期貨市場的概念似乎根植於《創世紀》（*Book of Genesis*），埃及長老接受約瑟夫召喚，解釋約瑟夫做的夢，他先夢到七隻肥壯的母牛與一棵長滿七個穗子的麥子，接著再夢到七隻乾瘦的母牛與一棵長滿七個枯槁細弱穗子的麥子。約瑟夫說這夢境的意思是七個豐年之後會有七個荒年，他也提出解決方法：本質上，埃及應該發起期貨合約，在供給過剩的七年期間買進食物，用來避免接下來供給不足時的饑荒。雖然埃及人沒有開辦第一個尼羅河交易所，但顯然已經出現期貨合約的概念。

實際期貨市場的緣起有些模糊，不過顯然這樣的合約已經有非常長的歷史。有些作者認為期貨交易早在西元前2000年的印度就已經開始，有些則追溯到羅馬時代，甚至是古希臘時代。有強力證據顯示，羅馬皇帝為了確保埃及小麥的供給，簽下期貨合約。不論實際的源起如何，很明顯現代期貨交易是直接繼承18世紀歐洲的「現貨」合約（"to arrive" contract），這些是在未來生效的商品購買合約，舉例來說，合約生效時間是在貨物到達港口的時候。這些合約在美國穀物交易的發展中扮演重要角色。

在美國農業發展早期，穀物價格似乎一直受到景氣循環影響，豐收期間，農夫擠滿市場，穀物價格會下跌，接著穀物又會因為供給短

缺，價格上漲。買家和賣家開始利用期貨合約，以雙方同意的價格和交貨時間交付特定數量的穀物。這些「現貨」合約或遠期合約會因為市場價格的預期變化而買賣，而且發展成為芝加哥期貨交易所

（Chicago Board of Trade）最基本的標準期貨合約，而芝加哥期貨交易所正是美國第一個有組織的原物料商品期貨市場。

芝加哥期貨交易所成立於1848年，原來只提供各種原物料商品交易，包括穀物、牛肉與豬肚。它的競爭對手芝加哥商品交易所

（Chicago Mercantile Exchange）在1874年成立，這個後起組織主要交易的產品是奶油和蛋，雖然在美國還有其他幾個期貨交易所，但這兩個芝加哥的交易所仍然是主要的期貨交易所。

雖然這些期貨交易所提供經濟上的效益，但是看起來還是有點像賭場，而且有些交易商還會試著操縱市場。亨特兄弟（Bunker and Herbert Hunt）壟斷白銀市場或許是21世紀最大膽的期貨市場操縱案件。在他們的合謀下，這兩兄弟一次控制價值超過170億美元的白銀，使得白銀價格從1979年一開始的每盎司6美元，炒作到1980年1月某個交易日每盎司超過50美元。

亨特兄弟的做法相當簡單，也相當大膽。他們在期貨市場買進白銀，藉此累積大量的部位來操縱白銀市場，接著在期貨合約到期時要求期貨賣家交貨。同時他們還在現貨市場（spot market，這是及時買賣實體貴金屬的市場）累積龐大的白銀存貨，而且在市場外持有白銀，讓賣出白銀期貨的人很難能履行合約。因為他們增加期貨市場的需求，並限制現貨市場的供給，白銀價格因此一飛衝天。

史蒂芬·費（Stephen Fay）有個花絮報導，他描述亨特兄弟在海外囤積白銀，做法還包括運送600萬盎司的銀條（silver bullion）飛越大西洋，這些銀條得小心放在機艙四周，讓重量保持平衡，中間的巨大空

間則放上關著馬戲團大象的巨大籠子。飛越海峽中線後，飛機開始無法控制的偏離航道，亨特兄弟中的其中一個和他的妹夫衝回來發現大象正用象鼻將籠子推到一邊，並玩著控制機翼的天線。史蒂芬·費這樣描述：「只有在瀕臨死亡時才會促成靈感湧現，我們的英雄打開籠子，丟了一個輪胎給大象，用這個新玩具轉移牠的注意力，因此拯救機上所有人和一整家子的白銀。」

期貨市場成立以來，一直都有人在操縱原物料商品的價格，因此主管機關試圖訂定交易規範。在美國，商品期貨交易委員會

（Commodity Futures Trading Commission）試圖藉著限制散戶或團體持有的期貨數量，確保市場不被操縱，亨特兄弟之所以一開始能避開這樣的限制，是因為他們辯稱兩兄弟都是獨立交易，所以他們是個別持有白銀，而非聯合持有，藉此來解釋沒有違反這項限制。他們也強調他們擁有一個很重要的銀礦產區，所以是商業銀礦市場的一員，並非投機客。而且他們斷然否認透過各種公司、信託和合夥企業（包括一個沙烏地阿拉伯的有錢團體）擁有顯著數量的白銀，成為全球聯合操縱市場的一員。主管機關和法院最後有不同的看法，在1980年初期，商品期貨交易委員會規定，期貨市場不准建立新的白銀期貨合約，同時，芝加哥期貨交易所則提高白銀期貨的保證金要求（margin requirements）而且降低單一投機客持有的白銀合約總量。交易商直到1980年2月中才將額外的部位完全平倉。這種情況同時使得白銀供給增加，突然有很多人因為白銀的高價而將銀幣和茶壺融化提煉白銀，換取現金，這再次使得白銀市場黯然失色，白銀價格重挫。

到了1980年3月初期，白銀價格下跌到大約每盎司20美元，當然，隨著價格重跌，白銀期貨合約的多頭部位（long position，也就是買進未來才交付白銀的合約）出現損失，而且必須增加現金來維持保證金要求，不然就必須賣出一些部位。亨特兄弟拚命要籌出保證金，甚至要

抵押他們幾百匹名貴賽馬，但是白銀價格持續下挫，他們的努力徒勞無功。3月19日，亨特兄弟無法補足保證金，他們的交易商巴哈

（Bache）和美林（Merrill Lynch）開始賣出亨特兄弟的抵押品，當然，這些抵押品是白銀。後來亨特祭出最後一個支撐市場的手段，他們宣布3月26日要發行債券，購回他們持有的白銀。這個宣言被市場正確解讀為是亨特兄弟走投無路的舉動。3月27日，著名的白銀星期四誕生，白銀開盤價大約是每盎司16美元，到了收盤重挫到大約10美元。傳言期貨商巴哈和其他亨特兄弟的債權人有可能破產。

後來陪審團發現亨特兄弟的確操縱白銀市場，亨特兄弟與共謀的人都被判處金錢處分與懲罰性賠償，然而亨特兄弟並無法完全清償，因此這兩兄弟，也是1980年代初期最有錢的兩個人，在1990年宣告破產保護。結束史上最被操縱的原物料商品市場，但白銀價格還是持續暴跌，到1990年代初期，白銀每盎司只有4美元。

白銀的光芒褪色，另一個新的期貨商品則開始大放異彩，在1980年代到1990年代，一個叫做金融期貨的新商品帶動期貨交易出現驚人成長，這些商品會出現，原因出在很多金融資產的價格波動增加。在期貨市場充滿創新能力與創業能力的情況下，期貨市場持續改進產品設計，來符合金融資產的價格波動。

在固定匯率制度的布雷頓森林體系（Bretton Woods system）結束後，浮動匯率制度顯著增加外匯價格變動，芝加哥商品交易所的李奧·梅拉梅德（Leo Melamed）認可新體系的匯率不再由政府決定，而是由市場決定，這創造期貨交易的機會。他非常成功的推廣各種外匯期貨合約，同時，通貨膨脹的力量很顯然會大大影響固定收益商品的價格波動。因此在1975年，芝加哥期貨交易所開始交易由美國政府國家抵押貸款協會（Government National Mortgage Association）發行的債券

（GNMA<sub>s</sub>）。這開啟各種固定收益工具的期貨交易。1976年1月，90天國庫券的期貨開始交易，1977年8月，出現第一個美國國庫券期貨合約。

1982年春天，出現另一個重要的金融期貨里程碑，堪薩斯期貨交易所（Kansas City Board of Trade）根據價值線股票指數（Value Line Stock Index）引進第一個股票指數期貨合約，交易所現在可以交易標準普爾500指數、那斯達克100指數和道瓊工業指數的期貨合約，最近還有各種外國股票指數可以交易。新合約也納入現金結算的特點，因此如果一個人以2000美元買進標準普爾500指數的期貨合約，賣家不需要在合約到期日交付500檔股票。相反地，合約會根據到期日的指數價值與2000美元的差距以現金結算。今天，金融期貨交易占有期貨交易超過一半。大部分產業觀察家預期期貨市場會以金融工具為中心持續成長，包括發展股票期貨。

## 選擇權市場的功能和歷史

很多人認為選擇權是一種預期股價上漲或下跌的投機工具，只要用小錢就能對股價下注。舉例來說，假設IBM的股價是150美元，而且你認為會在很短的時間漲到200美元。如果買進100的IBM，要花1萬5000美元（再加上手續費），如果價格上漲的預期是對的，你應該之後賣出，得到2萬美元（扣除手續費），如果忽略交易手續費，你的獲利有5000美元，與原來的投資成本相比增加33.33%。假設現在你買進一個買權，可以用每股150美元的價格買進100股，權利金是每股15美元，你只要付出1500美元（加上手續費）。如果IBM的股價真的上升到200美元，你應該會立即行使選擇權，以1萬5000美元買進100股，而且以2萬美元賣到市場上。在忽略交易手續費下，你的獲利是5000美元減去1500

美元的選擇權權利金，所以是3500美元。不過要注意的事，如果用報酬率的角度來看，你的報酬是233.33%（以1500美元投資，獲利5000美元），不是直接買賣股票的33.33%。因此選擇權可以讓正確預測股價的投資人顯著增加報酬率。然而我們接下來可以看到，選擇權和期貨也是減少風險與增加風險很重要的工具。

股票選擇權可以用來轉移風險，並增加散戶和法人的投資機會，就用懷特先生與葛琳小姐的例子來說明。懷特先生無法承受股價大幅下跌的影響，因為他已經不再工作，而且投資是他的主要生活收入。葛琳小姐則認為懷特先生是緊張大師，她願意拿錢下注在她認為正確的事情上，所以懷特可以藉著賣出一個買權給葛琳小姐，減少持股的風險，而葛琳也能藉著買進這個買權，在一個固定期限內，以雙方同意的價格買進懷特持股的權利。為了得到這個權利，葛琳付一筆錢給懷特，這筆錢就稱為選擇權的權利金（option premium）。

如果在特定時間，股票價格上升到高於合約規定的價格，也就是所謂的履約價格（striking price），那懷特先生就會因為賣出這個買權，把獲利的機會轉移給葛琳小姐。反過來說，懷特得到選擇權的權利金，這給他一些收入，而且在股價下跌時得到一些保護，不會損失太多。因此選擇權可以重新分配雙方的風險，而且使得所有潛在獲利都給葛琳。葛琳也許真的是精明的人，並不是魯莽的賭徒，因為買進買權可以取代公開買進股票，因此是有效的分散投資策略。

選擇權有著悠久而眼花撩亂的歷史。再一次，《聖經·創世紀第29章》裡擁有最早的商業選擇權文獻。事情發生在雅各（Jacob）想要娶拉班（Laban）的小女兒拉結（Rachel）的時候，拉班同意這門婚事，但要雅各付出7年的勞動力，在這段期間之後，雅各就有權利娶拉結為



妻。但這個選擇權有個不好的開始，因為拉班拒絕履行合約，反而把他的大女兒利亞（Leah）許配給雅各。

在亞里斯多德（Aristotle）的《政治學》（*Politics*）第一卷也有明顯描述選擇權的段落。亞里斯多德說到哲學家泰勒斯（Thales）的故事，泰勒斯因為貧窮被大家嘲笑，他們認為這證明哲學完全不實用。但泰勒斯有個突出的技能，就是看懂星象，這讓他取得最後的勝利。一年冬天，泰勒斯預見下個秋季的橄欖收成會遠遠超過平時標準，出現大豐收。於是他拿出他僅有的一點錢，安靜的拜訪當地所有橄欖油的業主，在每個可以使用的榨油機上付出保證金，以便秋天時可以正常租用機器。亞里斯多德為這個故事做出下面的結論：「當豐收期來臨時，一下子需要很多（榨油機器），他以中意的價格將機器出租，而且賺得很多錢。他藉此展現出在這世界上，只要哲學家喜歡，就可以很容易變成有錢人。」

第2章有提到，在金融史上，選擇權第一個重大紀錄是17世紀發生在荷蘭的鬱金香狂熱。選擇權一開始是用來避險，藉著買進一個鬱金香球莖的買權，零售商承諾會履行銷售合約，確保會以設定的價格進固定數量的球莖。相同，鬱金香球莖的生產者會藉著買進一個賣權，保證能夠以特定的價格賣出他們的鬱金香。然而之後選擇權漸漸被投機客炒作，投機客發現賣權是個有效的工具，可以讓每塊荷蘭盾的投資獲得最大潛在獲利。只要球莖的價格持續一飛衝天，買權的買家就可以實現遠比買進鬱金香球莖還多的報酬。賣權的賣方也認為球莖價格會盤旋向上，賣方可以保有權利金，選擇權永遠不會履行。當然，當1636年鬱金香球莖市場崩盤時，投機客損失一切。最受打擊的是賣權賣方，他們無法遵守承諾買進鬱金香球莖，結果買權和賣權參與這場典型的投機狂熱，使得選擇權得到惡名，到現在或多或少都還有這種形象。

因為選擇權與過度投機有關，所以英國在1733年的「伯納德法案」（Barnard's Act）宣告選擇權違法，而且在1860年以前多次重申這個違法的決定。工黨（Labour Party）反對選擇權的力道特別強勁，他們用表面的證據來證明，股票交易所只是聚集一群賭徒。但「伯納德法案」比美國的禁酒令更沒效果，儘管選擇權交易違法，倫敦證券交易所的選擇權交易還是蓬勃發展，而倫敦也變成世界上最重要的選擇權交易市場。

就像英國一樣，選擇權在美國一樣有個充滿爭議的歷史。美國第一次提到選擇權的紀錄可以回溯到1790年，在內戰期間，選擇權和期貨交易蓬勃發展，然而隨著進步改革運動（**progressive movement**，指1890到1913年一連串的政治、經濟和社會改革，包括爭取婦女選擇權、反托拉斯運動、自然資源保護運動等）席捲全美國，各種投機活動變得不受歡迎，在20世紀一開始，原物料商品的選擇權被視為是賭博合約，因此被法律禁止，不能實行。而股票選擇權則從沒有被禁止，儘管幾個抑制投機的法案試圖把它們廢除。

到了1920年代股票多頭市場期間，美國對選擇權的興趣急遽增加，公然濫用這個工具也在這個時期，就像第3章描述，在幾個市場中，選擇權在操縱股價上扮演重要角色，這個時期的交易大部分是兩天到三天的買權，甚至有個一天的買權叫做「七根雪茄菸買權」（seven-cigar call），因為價格就跟廉價雪茄菸一樣低。在1932和1933年，國會調查發現，1920年代很多金融醜聞都與選擇權的使用有關。1934年，一項法案要求徹底禁止股票選擇權，但1934年的《證券法》（*Securities Act*）停止這項選擇權交易的禁令，只賦予證券交易委員會管制權力。事實上，這個產業的發展高度組織化，而且有自我監督機制，因此得以避免政府直接管制。

股票選擇權開始有組織的交易是在1973年芝加哥選擇權交易所（Chicago Board Options Exchange）成立之後。到了1975年，美國證券交易所（American Stock Exchange）開始交易選擇權，接著很多地區型的交易所也跟進。隨著在交易所交易選擇權，過去很多交易選擇權存在的風險得以消除。而集中結算單位選擇權結算公司（Option Clearing Corporation）的成立，則為在美國交易所交易的每個選擇權發行者與保證人提供服務。過去交易人必須依賴對手履行合約規定進行交易，現在可以實際消除這樣的信用風險。此外，在交易所交易可以明顯降低選擇權的交易成本，而且持續存在的選擇權市場允許投資人以競爭決定的價格買賣選擇權或平倉。這些發展都為市場的快速擴展做好準備，持續發展到今天。

## 衍生性商品的致命吸引力

談到衍生性商品，或許最重要的因素就是使用時常常意味有相當大的風險，如果有人試著要賣給你一個有確定獲利、而且沒有風險的衍生性商品策略，一定要小心，他賣的東西一定是騙人的。如果有聽起來好到不像是真的東西，不用懷疑，一定是假的。

從某個角度來看，買進一個500美元的特定股票買權可以限制風險，因為頂多損失500美元，然而從另一個角度來看，這個策略有著極端的風險，損失500美元等於把資金100%賠光。期貨交易的損失甚至更慘重，當你對未來交付、價值10萬美元的國庫券建立多頭部位，也許必須付出的期初保證金只要少少的1000美元，但是如果國庫券的價格突然下挫2%，你可能要承擔2000美元的損失，這是期初資金的2倍，而且這有可能在一天之內發生。這可以解釋有些交易員會發生異常大的損失，即使它們只投入相當少量的錢。

即使是專業人士也會出現很大的虧損，在1990年代中期，寶僑（Procter and Gamble）認為可以達到公司的借款目標，所以參與一個客製化的衍生性商品交易。結果當德國和美國的利率雙雙大幅上升時，公司損失超過1億美元。負責這項交易的公司主管被告知這是個「特殊安排」（special assignment），因此寶僑為了這項交易控告信孚銀行（Banker Trust，跟銀行的名字相反，根本不值得信任）。就連嚴肅的財政部官員也沒有從衍生性商品市場的投機冒險中免疫，加州橘郡（Orange County）因為在一項風險投資上損失20億美元，在1994年宣布聖誕節賀禮，提出破產保護。衍生性商品在橘郡的慘重損失上參上一腳，讓衍生性商品飽受媒體批評。1995年2月底，英國最受推崇的銀行霸菱銀行（Barings PLC）因為交易日本股票指數期貨合約而損失超過10億美元，這個英國歷史最悠久的投資銀行因此破產。

一般投資人很可能可以拿著少少的1000美元，藉由精明的交易，在幾個月之後變成10萬美元，就像去拉斯維加斯賭場一樣，把錢放進吃角子老虎機，贏得5000萬美元的大獎，然後離開，之後再也不進賭場。

即使市場參與者只打算避險，涉及的風險還是很大。一些基金經理人在1990年代末學到這點。像長期資本管理公司（Long Term Capital Management）等避險基金的經理人也許會對一檔股票或證券指數的衍生性商品做空，並買進另一個商品。舉例來說，假設你相信未來小型股相對於大型股會更有表現，你也許會買進三個月後到期的羅素2000指數（追蹤小型股的指數）期貨合約，而且賣出相同數量的標準普爾500指數（追蹤大型股的指數）期貨合約。注意，如果所有股票都下跌，你會在羅素2000指數的期貨合約上虧損，而在標準普爾500指數的期貨合約上獲利，在這樣的意義下，你的確有避險。只要小型股相對於大型股有更好的表現，不論股市的漲跌如何，你都能獲利。然而，如果相對表現倒過來，也就是說，大型股的表現比小型股好，你就會損失很

多錢。這是因為期貨市場允許你在只放進數百萬美元的情況下，控制價值數十億美元的證券。衍生性商品真的提供投資人驚人的槓桿操作空間。

著名避險基金經理人喬治·索羅斯（George Soros）據說有點石成金的天賦，因為他可以正確「猜中」相對強勢的貨幣，並轉而下注在避險的外匯合約，藉此賺得數億美元。然而，他在1994年因為單一貨幣的交易損失超過5億美元，點石成金的結果變成點金城石。槓桿操作其實是兩面刃。

40年來世界上最偉大的投資人華倫·巴菲特（Warren Buffett）在2000年代稱衍生性商品是「大規模毀滅性武器」。如果檢視2007至2008年，這樣的敘述毫無疑問沒有錯誤，當時衍生性商品威脅整個金融體系。就像第4章描述，龐大的槓桿操作與不動產抵押貸款證券的衍生性商品合約有關，導致銀行體系幾乎崩潰，像是花旗銀行、美國銀行和高盛銀行等主要金融公司都接受政府紓困，情況才得以平息。另一個要記住的因素是衍生性商品交易有著明顯的交易成本。如果一個選擇權的賣家報價是5元買進5.25元賣出，這表示你可以用5.25元向賣家買進選擇權，而如果你想要賣出，你可以得到5元。中間0.25元的價差就表示，這個特殊工具賣賣一次（這又稱來回交易）有5%的交易成本，而且這還不包括給經銷商的佣金。1990年代早期，普林斯頓學生證券研究社團（Princeton Students Investment Club）的經驗顯示衍生性商品交易的潛在陷阱。四個普林斯頓大學的學生對股票市場很有興趣，希望能第一手學到經驗，於是他們每個人拿出500美元，組成一個投資社團。因為只有2000美元，無法藉著買進股票組成的投資組合，所以他們決定買進選擇權，不論何時，他們都會買進他們認為有吸引力的4到5檔個股買權，而且偶爾會在股價高估的股票，而且可能會下跌時買進一檔或

更多的賣權，在這個投資社團兩年的操盤期間，這些學生做出一些出色的決定。

當高科技股很熱門的那段期間，他們在英特爾（Intel）和美光（Micron Technology）的買權上賺到很多錢，相同地，他們同步買進賣權的操作也很好，當投機狂熱導致史奈波飲料公司（Snapple Beverage）的股價上漲到無法撐住的水準時，他們藉著買進賣權得到很好的獲利。當母雞下金蛋，甚至一時變成金雞時，這個投資社團自然得到豐厚的報酬。

當然，他們的交易並不是所有都有利可圖。投資社團買進派拉蒙影業（Paramount Communications）和格魯曼飛機製造公司（Grumman Aircraft）的選擇權，錯誤的預測派拉蒙和格魯曼的收購邀約正式公開後會爆發股票收購大戰，在這兩個案例中，他們的買權在到期時已經沒有價值。在兩年的操盤後，社團的參與者畢業，而且分享他們的投資成果。最後結算顯示，原來的2000美元成長到2125美元，年報酬率大約3%，遠低於同個時期整體股市10%的報酬率，為什麼卓越的選股表現會不如市場表現？答案單純而簡單：就是交易成本。交易成本總共花了980美元，占原始資本將近50%。這些正嶄露頭角的學生企業家做的事只是讓金融界賺得更多，並沒有幫他們分擔學費。

## 選擇權和期貨的潛在獲利與陷阱

從一些例子和圖表可以很容易了解衍生性商品交易的潛在獲利和損失，在這一節中，我們會以哈利波頓公司（Halliburton Company）的操作為例，舉出幾個基本的策略，這是一家石油服務公司，與2010年墨西哥灣漏油事件有關。

## 股價看漲時的獲利與風險

假設你相信在漏油事件的負面消息公開後，哈利波頓的股票會上漲，而且你想要比較兩種策略的優缺點，一種是直接買進股票，一種是以每股4美元買進三個月到期的價平（At-the-money）買權（在附錄A中，我會解釋如何決定不同合約的選擇權權利金）。價平的意思是，如果目前股價是40美元，合約價與履約價也是40美元，剛好與股價相同。在選擇權的術語中，如果投資人買進的選擇權履約價是45美元，那這個選擇權就是價外（out-of-the-money）選擇權，也就是合約價格高於目前的股價。相反地，如果買權的履約價是35美元，而股價是40美元，就是價內（in-the-money）選擇權。為了解說方便，讓例子變得簡單一點，所有的圖表都以價平的選擇權為例。

公開買進股票的損益會完全與哈利波頓的股價走勢相同。如果哈利波頓上漲50%到60元，原本投資100股花4000美元，最後的價值會增加到6000美元，獲利50%（為了讓這個數字比較簡單，我們在這裡和未來的例子都忽略交易的佣金成本）。另一方面，以每股4美元投資100股三個月到期、履約價40美元的買權，最後會增加1600美元，獲利400%。你可以行使選擇權，以40美元的股價買進股票，並馬上用60美元的股價在公開市場賣出股票，你的獲利是股票上漲帶來的2000美元，扣除付出的選擇權權利金400美元。很明顯如果你能正確選股，獲利率十分搶眼，甚至股價下跌時還可以得到保護。如果哈利波頓的股價下跌，你可以讓選擇權到期，只損失買進合約花掉的400美元。

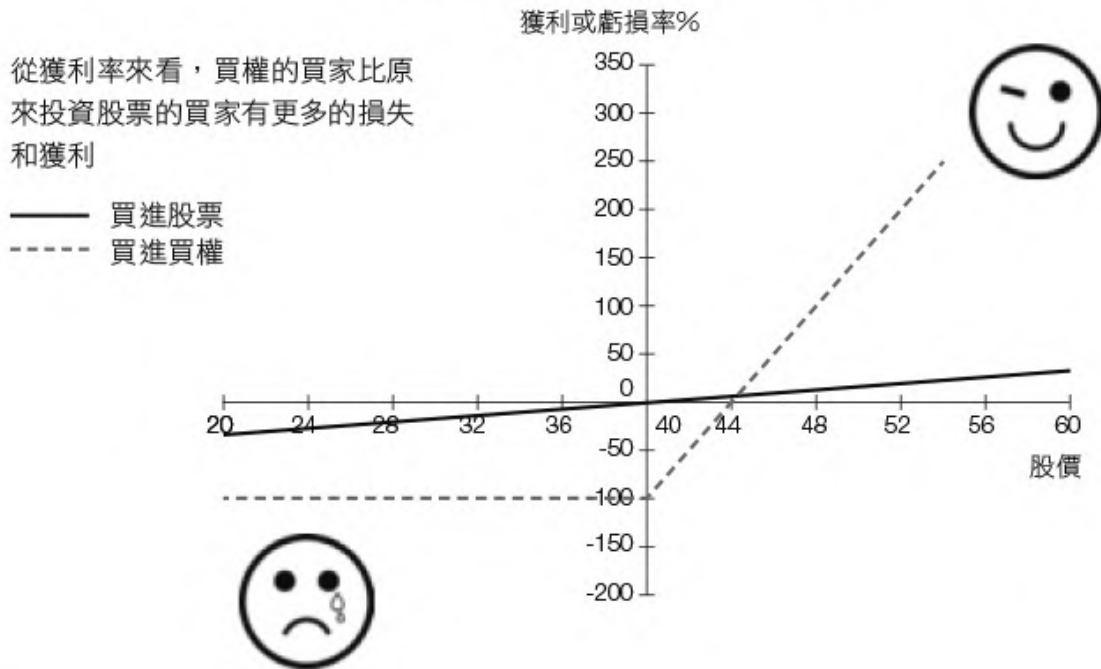
如果你把錢全部投進選擇權，那情況會變得更極端。如果你把4000美元全部投資哈利波頓買權，50%的股價上漲會得到1萬6000美元的獲利（1600美元的10倍），而直接買進股票只會獲利2000美元。就像圖附



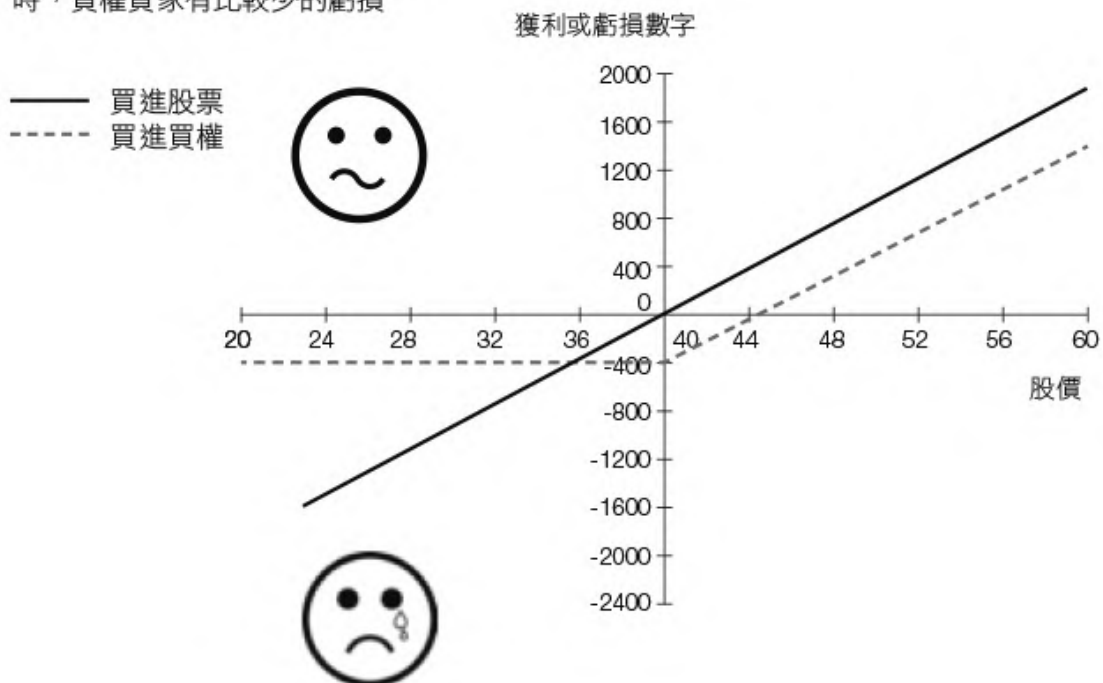
錄-1顯示，在一切都很順利時，透過選擇權槓桿操作來增加獲利的效果非常好。

## 圖附錄-1 用買權而非股票來增大荷包의誘惑

哈利波頓目前股價：40 美元  
買權的權利金 1 股 4 美元，履約價 40 美元



然而從金額數字來看，當股價下跌時，買權買家有比較少的虧損



就如同我們所知道的，槓桿操作會雙向影響。就繼續用這個例子，假設投資人把4000美元都拿去買進買權，而哈利波頓的股價在三個月的選擇權合約期限結束後沒有改變。股票買家仍然擁有完整的股票，而選擇權買家的投資全沒了。再者，如果選擇的是股票在這三個月的期間有配息，選擇權買家並不會得到任何股利，而且損失4000美元，等於所有的投資100%都沒了。因此，如果有人告訴你買進選擇權沒有風險，這不會是真的。選擇權買家不只要在股價變動方向判斷正確，還要正確判斷股價會改變的時間點，這樣投資才會成功。如果哈利波頓的股價四個月後才會改變，選擇權買家仍然會損失一切，而股票買家則會獲得全部的報酬。在採取選擇權買家策略時，不只選對股票很困難，要完美判斷股價上漲的時間也不容易。

## 股價下跌時的獲利和風險

假設你相信哈利波頓的股價準備下跌，你可以藉著買進賣權來獲利。選擇權的賣權可以讓你以保證的價格賣出股票，如果股價下跌到30美元，你可以行使選擇權，以40美元的價格賣出股票，如果你沒有股票，要怎麼賣出股票呢？很簡單，你可以在公開市場以30美元買進股票，然後賣給賣權的賣家，獲得10美元<sup>[2]</sup>。因此一個賣權的買家只有在股票下跌時獲利，而且股價下跌的幅度要比選擇權的權利金還多。舉例來說，如果賣權的成本是1股4美元，賣權的買家只有在哈利波頓的股價下跌到每股36美元以下才會賺錢，不然就會虧錢。然而，如果股票急遽下跌，賣權的買家可以得到驚人的獲利。如果股價不變甚至上漲，賣權買家會損失全部的錢。

賣權的買家也可以結合手中股票進行操作。假設你擁有哈利波頓的股票，但很害怕股價會大幅下跌睡不著覺，以這個例子來說，你也

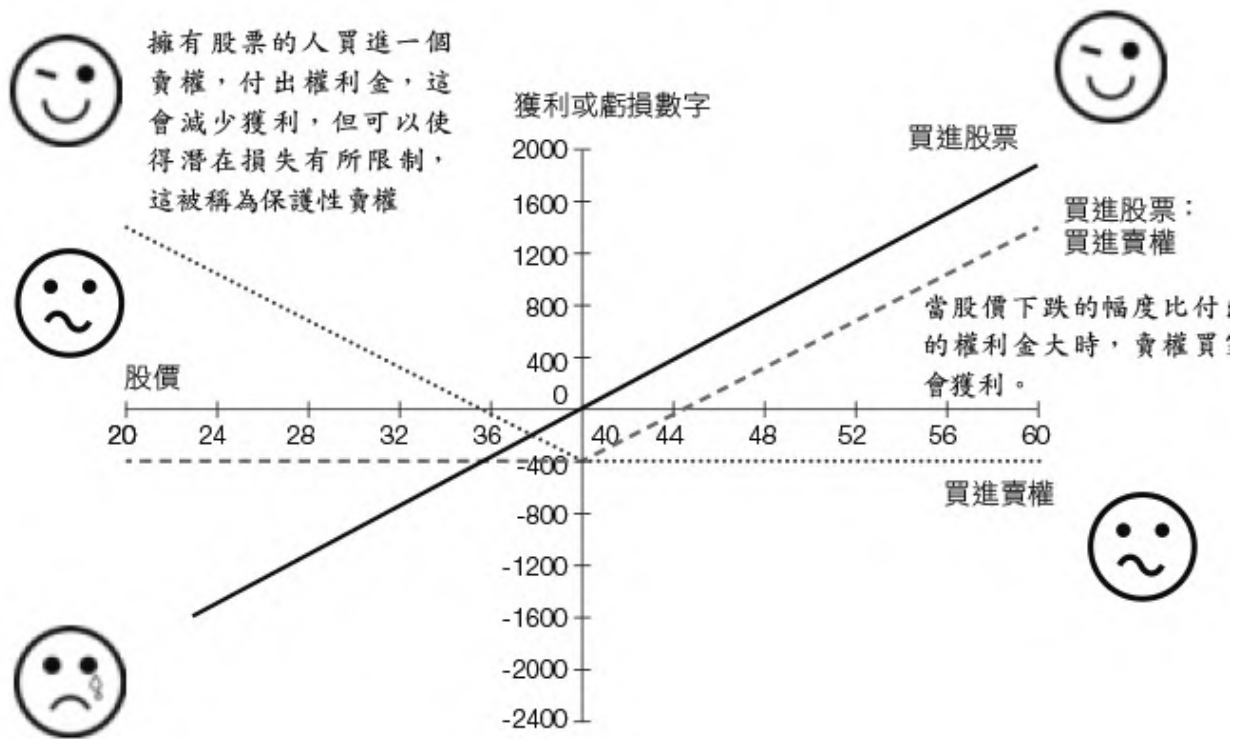
許可以買進以40美元賣出哈利波頓的賣權，這稱為保護性賣權

（protective put）。如果股價走低，你可以行使選擇權，以40美元賣出股票。如果股價上漲，你可以在賣權到期時不行使賣權，而且得到股價上漲的獲利。但這個方法萬無一失嗎？也不見得。賣權的成本是1股4美元，如果股價走低，你會比一開始賣出股票多賺4美元，如果股價走高，你的獲利因為付出賣權權利金，每股減少4美元。你可以把這4美元看成是三個月的保險費，你付出這個費用可以得到心安，知道你不必擔心未來持有哈利波頓的股票會虧錢。然而就像汽車保險，要得到保護並不便宜，圖附錄-2顯示一個擁有股票賣權的買家與沒有股票的賣權買家的獲利狀況。

## 圖附錄-2 賣權如何給人好印象

哈利波頓目前股價：40 美元  
賣權的權利金 1 股 4 美元，履約價 40 美元

這張圖顯示，在持有股票時買進賣權如何能避免損失，但不完全拋棄獲利。  
沒有股票的賣權買家可以在空頭市場賺到最大的獲利。

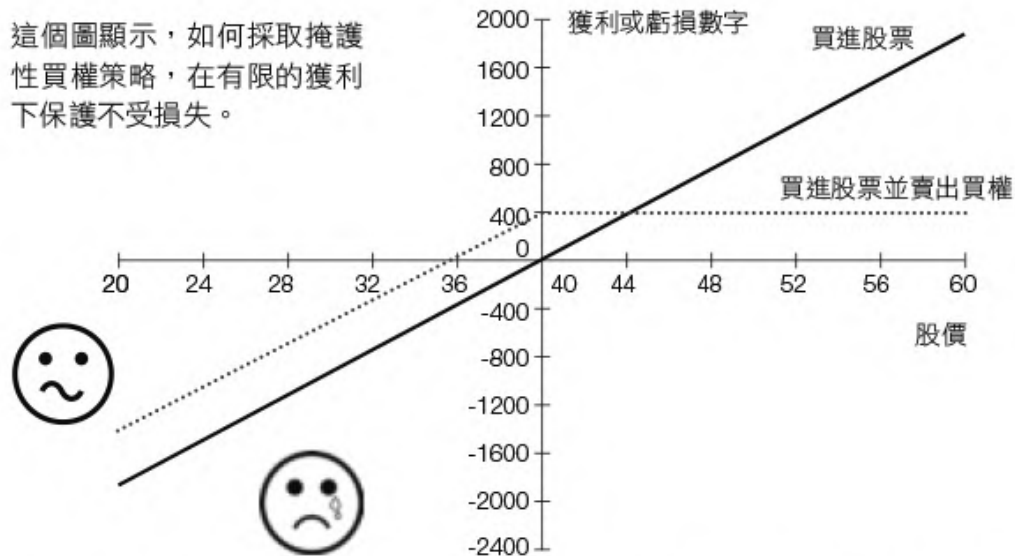


還有一種方法可以在哈利波頓的股價下跌時保護獲利，那就是擁有股票的人可以賣出一個買權，反向布局，這稱為掩護性買權策略（covered call writing），圖附錄-3解釋這個策略。

### 圖附錄-3 掩護性買權策略與保護性賣權比較

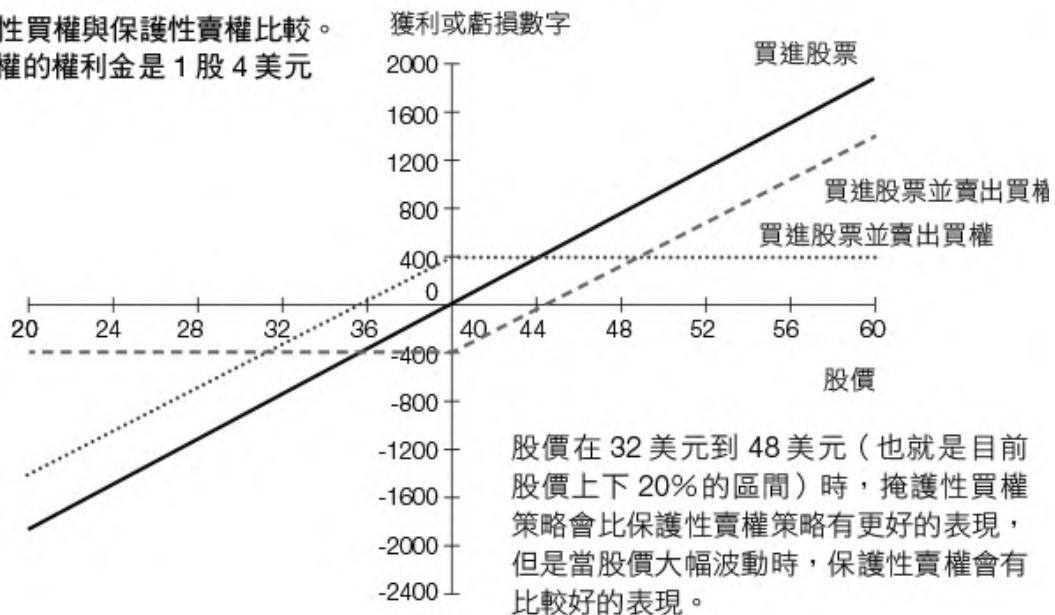
哈利波頓目前股價：40 美元  
賣權的權利金 1 股 4 美元，履約價 40 美元

這個圖顯示，如何採取掩護性買權策略，在有限的獲利下保護不受損失。



這裡顯示，買進（或已經持有）100 股哈利波頓股票的散戶，以 1 股 4 美元的權利金賣出一個履約價每股 40 美元的買權，這稱為掩護性買權。如果股票在三個月結束後維持 40 美元，選擇權到期時並不會行使，投資人會持有 100 股、價值 4000 美元的股票，而且保有 400 美元的權利金，等於三個月賺 10%，對股票投資報酬來說並不差；現在假設股價漲到 60 美元，掩護性買權不會從上漲中獲益，因為選擇權買家會用 40 美元的履約價行使買權，買權賣方最後會賣出價值 4000 美元的股票，得到額外的 400 美元權利金，報酬率是 10%。如果哈利波頓的股價下跌，選擇權到期時不會被行使，持有的股票就會出現虧損，但是損失會因為有選擇權的 400 美元權利金而減少。

掩護性買權與保護性賣權比較。  
賣權的權利金是 1 股 4 美元



買進保護性賣權與賣出掩護性買權各有優缺點，在圖附錄-3的下圖可以看到總結。如果哈利波頓的股價在三個月內維持在原來股價的上下20%區間之內，賣出股票買權得到權利金的表現會比付錢買一個賣權來得好。的確，即使哈利波頓的股價下跌到32美元，跌了20%，這兩個策略的結果還是會相同。因此只要你認為哈利波頓的股價在三個月內的漲跌超過20%，保護性賣權可以提供一些保護，而且是比較好的策略。只有哈利波頓的股票上漲或下跌超過20%，賣權的買家才會有比較好的表現。賣權買家策略在股價嚴重下跌時創造更多保護，而且允許投資人在價格大幅上漲時得到更多獲利。

當然，對每個買權或賣權的買家來說，都有一個相應的賣家。就像很多選擇權買家毫無疑問不想擁有股票，買權和賣權的賣家也不想擁有任何一股股票。在沒有股票下賣出買權的策略稱為無掩護買權（naked call writing）。記住，買權的賣家會得到一筆權利金，在設定的履約價格下（之前舉的例子40美元），有義務交付100股的股票給選擇權買家，因此如果股價上漲到60美元，對履行100股合約的賣家來說，等於有1600美元的獲利消失。無掩護買權的賣家必須付出6000美元來獲得100股的哈利波頓股票，然後必須以保證以4000美元的價格交給選擇權買家，這2000美元的差距減去得到的400美元權利金，就產生1600美元的損失。在股價上漲時，無掩護買權的賣家獲利會被急凍。另一方面，如果哈利波頓的股價下跌到每股36美元，賣家不想用4000美元的價格買進價值3600美元的股票，因此選擇權不會行使，這允許無掩護性買權的賣家將400美元的獲利放進口袋。很顯然，這種與獲利相關的風險很大。

賣權賣方的情況也相似，當股價下跌時，賣權賣方可以把權利金收到口袋，而且在股價大跌時有大幅損失。實際上很難指出無掩護選擇權賣方的報酬率或虧損率，因為經紀商會要求賣方提供足夠的保證



金，讓經紀商心安，確保賣方能夠完全履行合約責任。然而很明顯，無掩護策略是非常高風險的策略。如果選擇權沒行使，賣方的獲利可以非常的大。但會產生的潛在損失也很驚人。無掩護賣權的賣方在1987年股市崩盤和2008年股市巨幅下跌的期間會損失一切，無掩護買權的賣方則在股價大漲的1990年代末期遭遇大幅損失。

## 金融期貨的搭配策略

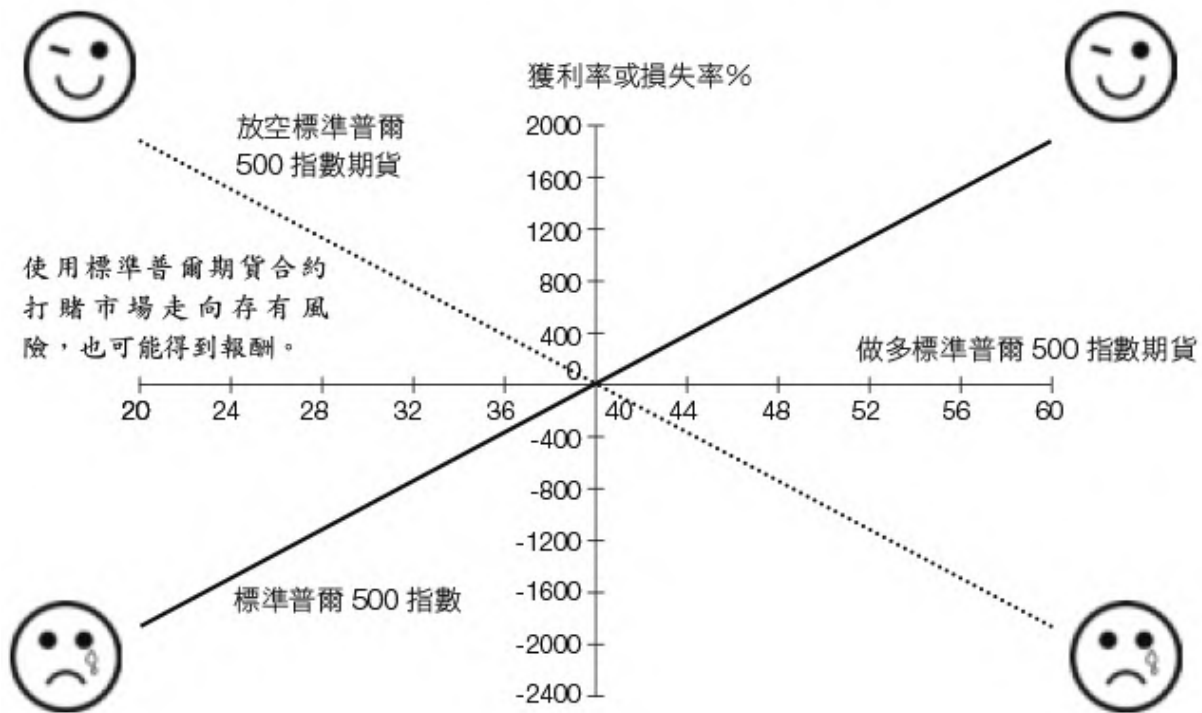
如果你想要真正光鮮亮麗的投資組合，那就搭配金融期貨吧。這類工具最受歡迎的是標準普爾500指數期貨和長期國庫券期貨。回想一下，期貨合約代表一個義務，在未來設定的某個時間以特定的價格交付或取得原物料商品（這個例子的標的是債券或一籃子股票）。付出的價格是在公開市場做多或放空原始期貨合約的價格。不像真正的原物料商品交易，金融期貨並沒有交付實體物品，而是利用現金結算，結算金額是買進合約價格與標的資產在最後交易日當天價格的差額。舉例來說，假設你買進標準普爾500指數三個月期的期貨合約，每口1300美元，結算日的指數價值是1280美元，你就有義務付給合約賣家每口20美元，這個交易就產生損失。

期貨合約的買家和賣家都有保證金要求，付出金額則受原始保證金（initial deposit）和維持率（maintenance level）決定。不僅如此，金融期貨還有一個特殊的「虧錢就付費」（pay-as-you-lose）的結算系統，在每個交易日結束時會確定期貨合約的價值，虧損的一方要付錢給獲利的一方，這又稱為逐日結算（marking to market）。因此不論是買家或賣家，都必須在發生損失時付出所有費用。除非把做多或放空的部位平倉，不然如果市場仍持續崩盤，都會被要求繼續付出因此發生的未實現損失。

如圖附錄-4顯示，很顯然，如果能正確預測股市走向，可以得到異常大的獲利。經濟學家不相信有人有這種能力，你也不應該相信。只打算以這種交易來獲利的經理人，就像其他漫步華爾街的人一樣。然而必須強調的是，並不是所有參與期貨交易的人都是投機客。在臨時有大量資金流入時，指數基金會大量做多標準普爾期貨，這樣可以使基金維持完全投資，而且能夠貼近指數表現。標準普爾指數也常被用來避險，一個投資人如果對持有的股票前景很有信心，但擔憂整體的股價指數，也許會放空標準普爾期貨，希望能在股市巨幅下跌時，放空期貨的獲利可以超過持有個股所產生的損失。

## 圖附錄-4 做多或放空期貨是聰明還是笨蛋？

3 個月到期的期貨 1 口 1200 美元，2% 的保證金維持率



以這個例子來說，一個擁有 2000 美元的投資人可以控制標準普爾指數 10 萬美元價值的部位，獲利率與損失率則看原來的投資金額而定。做多標準普爾期貨的人可以在指數上漲時以錢滾錢獲利，指數下跌到低於期貨合約價格時則可以根據原來的期貨合約，將損失控制在適當的水準。做多標準普爾的情況剛好完全相反。

## 衍生性金融商品的爭議

爭議總是伴隨著巨大的金融獲利或損失而來。持平而言，衍生性商品其實得到過多的關注。對衍生性商品的明顯批評主要來自兩方面。第一，在衍生性市場遭受嚴重損失的玩家慘叫，使得一些管理機關和政治人物拉高分貝擔憂整體金融體系可能不夠穩健。標準化的選擇權和期貨合約採取明確的集中交易，而且有資本雄厚的清算公司擔保，買家和賣家可以利用個別設計好的衍生性商品簡單的進行雙向交

易，但這些客製化的衍生性商品還是要為1990年代和2007至2008年期間很多市場參與者遭受大幅損失負責，而且自從其他國家的機構參與一些衍生性交易之後，一些沉迷於厄運說法的人甚至想像，如果衍生性商品交易沒有做些管理和出手遏止，全球金融體系有可能因此崩潰。

第二個對衍生性商品的攻擊則是宣稱它們使股票和債券市場波動更大。批評者將選擇權和期貨交易者的槓桿操作視為不穩定的來源，因為他們可以布局很大的部位，也可以很快地拋售。在2007至2008年金融危機之後，這種找出惡棍的情況特別激烈。今天，指數期貨（能買賣一籃子股票）、高頻交易和電子程式交易策略（可以同時買進或賣出如標準普爾500指數等一組股票的自動下單程式）的交易激增被說成是邪惡的金豬作祟，但是我並不同意這點。

期貨和選擇權的蓬勃發展是因為用這個工具來追蹤和調整標的股票部位的成本並不貴，法人可以更快地改變投資組合配置，或是避開市場下跌的風險，而且在期貨市場交易的交易成本遠比現貨市場還低廉。這就是為什麼期貨市場常常最先反映新訊息，而且印象中會影響股票市場的股價變動。

看到程式交易被人嫌棄，我感到特別遺憾。這個技術使用的是「被動投資操作」，這是本書每個版本提倡的方法。獲利會被交易佣金吃掉，而且當投資人為了抓住好的買賣時機而換股操作時，還會被課稅。的確，三分之二的主動式投資經理人的表現不比被動的標準普爾500指數的表現還好，這個數字充分證明買進並持有指數（藉著持有很多「指數基金」）的好處。程式交易是指數基金在投資組合中增加或排除投資標的的技術，這是促使投資組合有效管理的健康發展。

「指數套利」（index arbitrage）是另一種程式交易的形式，目標是創造一個完美的避險部位，而且藉著使用指數期貨合約組合成一個以

股票為主的投資組合，取得異常大的報酬。當指數期貨（或指數ETF）的價值偏離標的證券的價值時，就會產生套利機會。舉例來說，假設標準普爾指數的500檔股票價值是2000美元，而標準普爾500期貨的價值是2050美元，那在低佣金和轉換成本下，指數套利者會以2050美元賣出指數，同時透過程式交易以2000美元買進標的股票，保證賺到50美元。指數套利有兩方面的好處，第一，隨著交易增加，證券、期貨和ETF市場的流動性也會增加；第二，套利交易與市場連動，確保標的股票和期貨與ETF都適當定價。當股市有新資訊產生時，期貨市場對這個資訊自然有切入點，因為期貨交易的成本較低。而且這樣的資訊（或情緒的改變）也許會透過電腦驅動的指數套利而帶動股市進行調整。但套利只是媒介，而不是訊息，科技並不會帶動市場，只有人才會帶動市場。

就像我之前提到，我認為大部分對於「閃電交易」的憤怒都是誤導，閃電交易盡可能在交易市場附近配置高速電腦，這允許交易可以在毫秒以內執行，雖然高頻交易以傷人的方式使用（當一個大單的內線消息得到閃電交易員的注意，他會合法的「跑在前面」，優先成交），但仍有社會性的用處。舉例來說，假設一個持有標準普爾500指數的ETF以比所有標準普爾500股票稍微高的價格賣出，那快閃交易員會賣出ETF的空單，而且同時以程式交易買進所有標準普爾500指數的成分股，接著他把股票交給一個新的ETF，來讓空單平倉。藉著在毫秒之間完成交易，他可以確保從短暫的價差中套利。對ETF的買家而言，快閃交易的存在確保ETF會以淨資產價值適當定價。這些快閃交易員也帶給市場流動性，而且他們的行為基本上可以減少買價和實際價格間的價差。

期貨市場的出現可以處理標的證券的波動性，指責期貨和相關程式交易讓股市產生波動，這樣的邏輯就好像在指責用溫度計來衡量不

舒服的氣溫一樣。藉著讓市場更快回應標的證券的條件改變或大型法人情緒的轉變，快速交易會增加股票市場的效率。排除新工具和技術很可能會使市場變得更沒效率。而且因為世界金融市場愈來愈緊密，外國交易員能確保所有我們拋棄的機會都能有效利用。

在1929年大崩盤後，立法機關建議禁止使用電話來進行信用交易，現在衍生性商品和電腦交易常被當成排除目標。但科技並不會帶動市場，只會促進下單流程。程式交易並不是無意識的電腦技術，讓市場反應基本價值，而是反映出人類對股票價值的決定，因為電腦的關係讓這樣的執行更為容易。如果法人決定賣出股票，不論他們使用電腦、電話，或甚至早期從窗戶外面打手勢給經銷商，他們都會賣出股票。

是的，在大型法人的控制下，股價突然大幅波動會打亂散戶的投資步調，但或許可以改寫魯德雅德·吉卜林（Rudyard Kipling）那段常見的話：「如果在周遭的人都失去所有時，你還能保持頭腦清醒，你就能了解問題。」（譯注：改寫前的話是，If you can keep your head when all about you. Are losing theirs and blaming it on you，意思是：如果在周遭的人都失去理智時，你還能保持頭腦清醒。）輸家是那些以無效作為猜測市場、導致股價波動的法人，並不是買進並長期持有的穩健投資人。

## 散戶的操作守則

身為散戶的你該如何從衍生性商品中獲利？其實並不容易，因為風險很大，而且小型投資人常常不像法人可以省下的交易成本。並不意外，很多投資顧問建議散戶只要對期貨市場「說不」，而且「不要

操作選擇權」。然而我相信，散戶只要遵照以下三個情況進行衍生性商品交易，就可以得到還不錯的投資機會。

## 1. 買進選擇權，用來輔助指數基金（或ETF）投資

就像我反覆提到，大部分的投資人最好擁有低成本的指數基金或ETF（分散投資在債券、小型股、外國股票與以美國主要股票為主的廣基指數）。然而我承認，很多投資人，特別是想賭博的投資人，如果不自己選股就不會滿意，如果你是其中一員，你也許想要把95%的資金放在指數基金或ETF，剩下5%則用來投機。選擇權市場可以讓你用適當的金額買進少數部位，而且勝率絕對比賽馬或樂透還好。準備好損失這5%的資金，因為這真的有可能發生，而且把普林斯頓學生投資社團的教訓牢記在心。也許你只有在經紀商採取選擇買權策略，你才會致富。此外，如果你有機會獲利，會以原來的所得稅率課稅，而且不要忘記，你這是在賭博，並不是在投資。

## 2. 賣出選擇權，用來輔助投資組合管理

有個獲利機會很大，甚至可以節稅的策略是與管理分散股票投資組合有關的選擇權賣權策略。就像有人在很大的程度上相信效率市場理論，我也鼓吹買進並持有策略。這樣做能讓交易成本和稅負達到最小。賣出股票唯一合理的時間點是當投資不再滿足你的需求，而且股價下跌的時候。賣出虧損的股票常常可以減稅。

然而，考慮布朗醫師面對的情況。布朗醫師很滿意自己的投資組合，他持有的股票大部分是因為工作熟悉的製藥類股，他從1999年開始持有默克藥廠（Merck & Co. Inc.）股票，這是他最成功的投資。目前股價大概是70美元，而他的成本價低於5美元。雖然他很自豪他的投資組



合，但布朗醫師很擔憂默克藥廠會因為股價上漲，使投資組合中的持股比重過高，而他也感覺到競爭市場的壓力，以及政府的藥價限制會箝制製藥類股的股價上漲。最後，他感覺到默克藥廠自傲的研究部門正在研發的藥物可能不那麼暢銷，而且很多最好的藥物專利很快就要到期，這意味未來盈餘成長會減緩。布朗醫師不喜歡這檔股票占有大半的投資組合。

布朗醫師面對的兩難似乎很難解決，他重押在一檔股票，而很確信未來的情況不會像過去一樣美好。此外，產業改變和政治壓力也有可能讓默克藥廠的股價大幅下跌，但賣出部分或所有股份會產生很高的資本利得稅，從聯邦政府和地方政府的資本利得稅數字來看，他會因為稅負損失25%的投資金額。

賣出選擇權可以讓布朗醫師解決這個兩難。他可以賣出三個月到期、價平的買權，也就是說，履約價格接近目前70美元的股價。因此他可以得到每股大約6美元的權利金，約是股價的8.5%。因為默克藥廠是相對穩健的股票，因此選擇權的權利金比例常常比哈利波頓這種波動大的股票選擇權權利金來得小。價平的選擇權權利金主要決定因素是（1）股價的波動性與（2）選擇權的到期時間。後面的附錄A會完整討論期貨價格和選擇權權利金的決定因素。

三個月結束後，默克藥廠的股價依舊在70美元左右。買方不會行使選擇權，布朗醫師接著賣出另一個三個月到期的買權，得到600美元。在下一階段到期時，他的害怕成真了，默克藥廠的股價跌到60美元，但買方還是沒有行使選擇權。結果布朗醫師每股損失10美元，但口袋裡多了600美元的權利金，以及默克藥廠每季配發的優渥股利。因此他大幅避免原來沒利用選擇權市場操作會遭遇的虧損。

布朗醫師繼續每三個月就賣出默克藥廠股票的買權，有時默克藥廠的股價在三個月間確實會上漲，他必須將買權平倉（從公開市場買回）。只有默克藥廠的股價上升到超過選擇權權利金的總價，他才會在選擇權交易出現虧損。當然，只要他持續持有股票，任何損失都會由股票得到的獲利抵銷。

一年過去，布朗醫師計算這個策略的結果，情況證明他在這段期間對默克藥廠前景的擔憂是正確的，默克藥廠的股價從70美元下跌至63美元，他每持有100股就要損失700美元，如果布朗醫師沒有任何行動，他的投資組合價值因為默克藥廠而減少10%。然而藉著持續賣出買權，他實際的績效如下：

賣出選擇權獲得的價值	\$24.00
(賣出買權 4 次，平均一股價格扣除交易成本後是 6 美元)	
買回沒被行使的選擇權所減少的成本	(-\$4.00)
股利	<u>\$1.16</u>
每股獲利	<b>\$21.16</b>

他藉著持有股票並賣出選擇權的策略，每股得到21.16美元，即使之後必須付出選擇權權利金所產生的所得稅，還是比抵銷的股票資本利得損失還多。

### 3. 使用指數選擇權和期貨作為避險工具

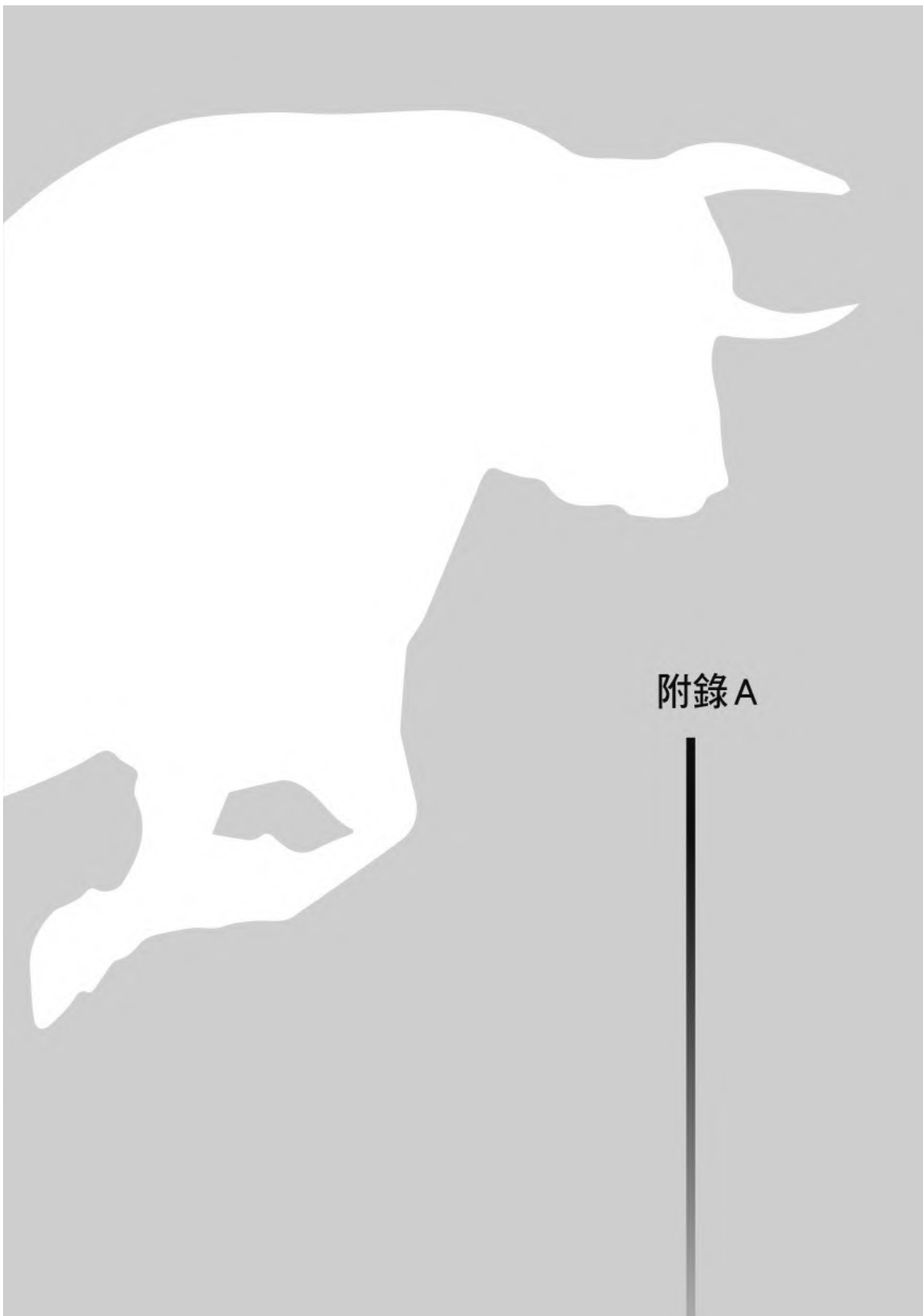
馬克思·平克斯律師 (Marcus Pincus, Esq.) 被指名為百萬資產的遺囑執行人，這些資產投資在分散的股票投資組合，裡面包含很多非常

小型的股票。他的任務是要獲利，但情況很混亂。有很多受益人，一些希望得到等比例的股票，一些則希望得到現金。此外還有很多複雜的法律挑戰必須處理，他要謹慎地讓資產價值不會改變。讓平克斯感到困擾的問題是，2007年年初的股價普遍都處於高檔，他擔憂在資產清算前時間還很長，如果股價巨幅下跌，他會被指責。他需要避險，在股市出現暴跌時保護這些資產。

衍生性商品市場提供這樣的避險工具。有些替代方法可以立即排除不考慮。舉例來說，不可能賣出整個投資組合的買權，因為很多小型股沒有熱絡的選擇權市場。平克斯也可以賣出整個投資組合的期貨合約，但他知道，如果股市上漲時，很可能就沒有大幅獲利的機會。當投資組合的價值不再增加，期貨合約就會產生損失。平克斯想要簡單的保險策略，能在資產清算前的期間，讓投資組合與大幅虧損絕緣。能讓平克斯完成這個目標的工具就是深度「價外」（deep “out-of-the-money”）的賣權。

在他做決定的時間點，標準普爾股價指數的價格在將近1200美元的水準。平克斯可以買進三個月到期的標準普爾賣權，履約價1200美元（接近或正好價平），但這會非常昂貴。每個賣權的成本大約10%，保護整個資產組合價值一年的成本大約是總價值的40%。然而平克斯只想要在市場重挫時有所保護。他發現深度價外賣權（履約價格低於目前價格15%，也就是1020美元的賣權）能夠以0.75%的成本買進，一年大約只要3%的成本。平克斯知道這只有在發生災難、也就是在市場重挫15%以上時才能得到保護。但成本很低。而且即使他沒有在資產清算前行使選擇權，他也能滿意這樣的保護。就像他很高興地為房屋險付出保險金，即使房子燒掉，也能因為在選擇權市場買進的房屋災難保險得到補償。而平克斯在2007和2008年期間使用這樣的策略，當時市場下跌超過15%，不過資產的損失幅度得到控制。

- 
1. 期貨合約有標準化的條款，而且是在期貨交易所交易；遠期合約的條款則是交易雙方各自約定。期貨和遠期合約的買方（和賣方）常會在合約到期日前藉由賣出（或買回）合約的方式結束交易。 [↑](#)
  2. 實際上，你可以簡單賣出賣權，而不用行使賣權。賣權的價格會上升，反映這個賣權能以比市價高10 美元的價格賣出股票的價值。 [↑](#)





## 期貨和選擇權的價格決定因素

要為特定的期貨或選擇權合約決定適當的價格，確實需要一個火箭專家運用專業來找出最新的訂價公式。然而對任何散戶來說，應該可以了解這些價格決定的基本要素，以及至少了解為什麼一些選擇權會以標的股票價值的15%賣出或5%賣出。

現在就先來看期貨市場，以及決定白銀期貨的價格要素。假設白銀立即交付的現貨價格（spot price）是每盎司30美元，再假設三個月後交付的白銀期貨價格是30.35美元，那對期貨買家來說，期貨市場是個騙局嗎？實際上額外多騙了0.35美元？不見得。如果考慮一種情況，有個人需要在三個月後擁有特定數量的白銀，他可能現在用每盎司30美元的價格買進白銀，持有到他需要的時候。然而這會產生兩種成本，第一，買家可能需要存放白銀90天，存放成本或許是每盎司0.05美元；第二，在現貨市場買進白銀馬上要付出每盎司30美元，因此這會產生經濟學家所謂的機會成本：現在付錢買進白銀，就沒有機會把錢投資在這90天中最完美的投資標的，例如：投資在國庫券上。如果國庫券殖利率是每年4%（或每季1%），現貨買家就會放棄賺得0.3美元（30美元的1%）的機會。因此有白銀需求的買家覺得，在現貨市場以30美元買進白銀，和在期貨市場以30.35美元買進三個月後交付的白銀並沒有差別。相對地，賣家對於現在能在30美元賣出，省下儲存費用賺取利息，或是在一季結束後用30.35美元賣出，有相同快樂的感受。

從這個簡單的例子可以知道，決定現貨和期貨價差的基本要素很明顯。期貨價格會根據利率和儲存費用改變。一個額外的因素很可能是存貨可以直接到手的利益，這稱為便利收益（Convenience yield）。一般來說，期貨價格會因為利率和儲存費用而高於現貨價格，但是有些情況會低於現貨價格，那就是在便利收益非常高的時候，而這會發生在商品出現供給十分緊俏的時候。

同樣地，我們可以列出選擇權價格的決定因素，這些因素都與選擇權合約的特性與標的股票和市場有關。有五個因素很重要：

## 1. 履約價格

假設哈利波頓的股價是每股40美元，以40美元履約的買權明顯會比以50美元履約的「價外」買權還有價值，履約價愈高，選擇權的價值就愈低。當然選擇權的價值不會低於0以下，只要股票的市價有一點機會能夠超過未來的履約價格，選擇權就會有價值。

## 2. 股票價格

在其他情況相同下，股價愈高，買權的價格愈高。很顯然，如果股價是1美元，選擇權的價值不可能超過1美元，直接買進股票可以讓投資人享受價格上升的效益，所以投資人的風險最多就是損失買進的價格而已。這種股票選擇權的權利金大概是股價的5%到10%，換句話說，如果履約價是100美元的價平選擇權，選擇權的價格大概是每股5或10美元。

## 3. 履約日



選擇權到期日愈長，價值愈高。例如有兩個哈利波頓的股票選擇權，履約價是每股40美元，很明顯，六個月到期的選擇權比三個月到期的選擇權還有價值，因為多三個月可以執行這個買權。因此如果這家公司有些好消息，到期時間較長的選擇權買家會有更長的時間可以享受到這種有利結果的好處。

## 4. 股價的波動

這是決定股票選擇權價值的主要因素，標的股票股價波動愈大，買權的成本愈高。以波動度很大的股票哈利波頓為例，它的價平買權比相同期間、波動更為穩定的AT&T股票價平買權價格更高。買權買家不太可能在波動穩定的股票中大賺一筆，因為這些股票的特性就是波動不大；相同地，在股價下降期間，直接買進這類波動不大的股票也不會有很大的風險。換句話說，買進哈利波頓的股票有相當大的風險，因為股價的波動大，而買進買權的投資人希望能限制這種風險。同時，當出現非常有利的結果時，會使哈利波頓的股價大幅上漲，這會使得哈利波頓的選擇權潛在價值遠比AT&T的選擇權價值更大。

## 5. 利率

買權的價格是利率水準的函數，除非買權的買家打算行使選擇權，不然不會付出履約價格買進標的資產。在利率很高的時候，這種延遲給付的能力很有價值，因此現金的賺錢機會非常有吸引力。

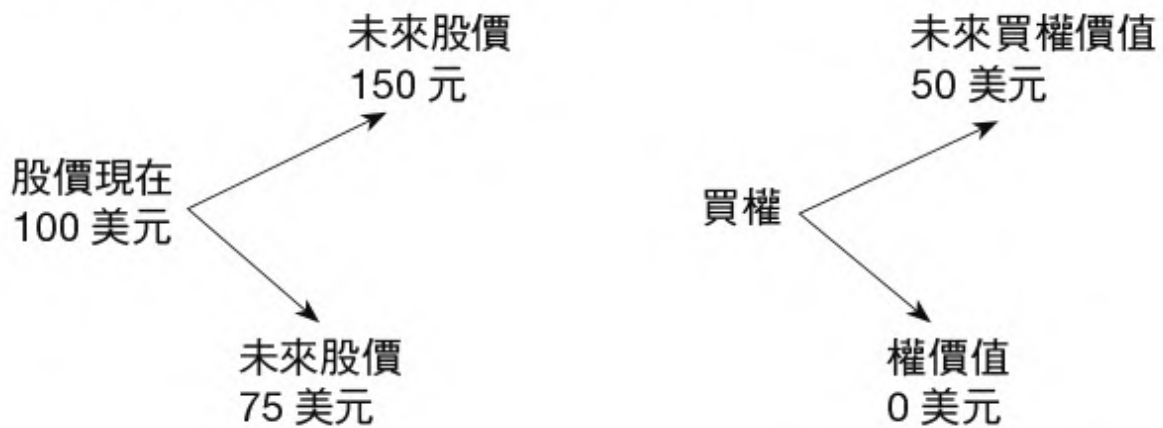
費雪·布萊克（Fischer Black）、麥倫·休斯（Myron Scholes）、羅伯特·莫頓（Robert Merton）發展一個模型，根據前面列出的因素進行選擇權價值的定量分析。莫頓和休斯因為這個發現得到諾貝爾獎（布

萊克應該要分享這個殊榮，不過在得獎之前就去世了）。這些公式使用到的數學相當困難，不過可以很容易用電腦計算出來，而且選擇權的買家和交易員可以藉此決定選擇權權利金適當的價值。事實證明，選擇權權利金的波動很接近布萊克·休斯模型（Black-Scholes model）建議的價格。

## 二項式模型訂價

雖然布萊克·休斯模型的數學對大多數讀者來說很難理解，但另一個相關的模型對於對高中數學不熟的人來說卻很容易了解，這個模型就是二項式模型（binomial model）。而且布萊克·休斯模型內涵的概念都可以從二項式模型中看到。的確，多期間的二項式模型產生的結果與布萊克·休斯模型的結果相同。為了描述二項式模型，我們假設只有兩個期貨會產生相同的結果。股票只可能會上漲或下跌，而其中有一檔波動比較大的股票，上漲或下跌幅度比較大，另一檔股價比較穩定的股票出現上漲和下跌的範圍則比較小。如果這檔波動較大的股票一開始的股價是100美元，我們可以假設一年結束時股價可能會上漲到150美元，或是下跌到75美元。我們可以用二項式模型來顯示一年到期的買權價格。一年無風險利率（國庫券利率）10%，我們可以在圖附錄A-1畫出現在和未來的股價與買權價值。

圖附錄A-1 未來可能的股價與買權價值



注意，如果股價在1年結束後上升到150美元，買權的價值是50美元，這是它的真實價值。然而如果股價下跌，選擇權並沒有行使的價值。很顯然，在100美元買進的選擇權到了75美元時一點價值也沒有。現在假設一個投資人不論到期時的股價是上漲或下跌，都可以建構一個投資組合可以完全避險。在這裡，這樣的投資組合是買進 $\frac{2}{3}$ 的股票並以履約價100美元賣出買權，這時稱 $\frac{2}{3}$ 為避險比例。我們可以判斷如何發現正確的比例。首先來確認投資人是不是完全避險。

表附錄A-1描述一個投資人買進 $\frac{2}{3}$ 股票並賣出買權，達到完全避險。因為在1年後不論股價上漲或下跌，他都可以獲得50美元。

## 表附錄A-1 完全避險的投資人的報酬

<b>股價上漲至 150 美元</b>	
	報酬
行使選擇權，投資人得到	\$100
投資人買進 1/3 的股票	-50
淨報酬	50
<b>股票下跌至 75 美元</b>	
	報酬
選擇權沒有行使，投資人擁有 2/3 股票	\$50

如果股價上漲，選擇權買家會行使選擇權，以目前的100美元價格買進股票，賣方必須交付股票，但賣方只擁有2/3的股票，而目前的股價是150美元，這使他多花50美元買進1/3的股票，淨報酬只剩50美元。如果股價下跌至75美元，賣權並沒有行使，投資人會持有股價75美元的股票2/3股，淨報酬也是50美元。因此不論股價上漲或是下跌，投資人最後的報酬都是50美元，因此可以完全避險。

如何決定避險比例？很簡單，避險比例可以用表附錄A-2的公式來決定。

## 表附錄A-2 避險比例的決定決定

如果股價上漲時的實權價值 — 股價下跌時的實權價值

股價上漲時的股值 股價下跌時的股值

實權價值（股價上漲）— 實權價值（股價下跌）

股價（股價上漲）— 股價（股價下跌）

$$= \frac{50-0}{150-75} = \frac{50}{75} = \frac{2}{3}$$

如果股價上漲，買權的真實價值是50美元，也就是說，以100美元買進股價150美元的選擇權價值是50美元，如果股價下跌，買權就沒有任何價值（能以100美元買進股價只剩75美元的選擇權並沒有價值）。

還有一點可以決定買權的價值，這點來自布萊克·休斯模型與二項式模型。如果一個投資人有個沒有風險的投資（也就是有個完全避險的投資工具，不論股價上漲或下跌都能得到相同的報酬），那這個投資應該可以賺得無風險利率。而絕對安全的國庫券利率就是可以賺得的無風險利率。從這點來看，我們可以很容易決定買權的賣價，我們可以稱這個價格為C。

前面看過，一個進行完全避險的投資人會買進2/3的股票，而且賣出買權，這樣的買進成本是66.67美元（100美元股票2/3股的成本）減去選擇權價格C（注意，選擇權的買方要付給賣方權利金）。而這樣的投資要完全避險，應該賺到一年期利率，這裡我們假設是10%，因此我們可以用表附錄A-3的公式來決定買權的價格。

### 表附錄A-3 買權價值的決定

總投資（1+ 無風險利率）= 確定的報酬

〔避險比例 × 原來的價格 - C〕（1+ 利率）= 確定的報酬

$$\left[ \frac{2}{3} \times 100 - C \right] (1 + 0.10) = 50$$

$$(66.67 - C)(1.1) = 50$$

$$C = 21.22$$

買權的價格是21.22美元。

布萊克·休斯的選擇權訂價模式精確的使用上面提到的二項式模型概念。布萊克·休斯模型可以看成是多階段的二項式模型。我們可以假設一年後只會出現兩個結果，但切分成兩階段（一個階段六個月）的二項式模型。在第一個六個月後，股票可能會上漲或下跌，而在第二個六個月後，也會出現上漲或下跌的兩個結果，這會使得一年後可能會出現三個結果，股價可能在這兩個階段都上漲或下跌，不然就是在第一階段上漲（下跌）、第二階段下跌（上漲）。因此可能有三種結果。我們也可以建立一個四階段的二項式模型，每季股票都會上漲或下跌，而這可能產生好幾種不同的結果。或是我們可以建立一個每天的二項式模型，或是每小時、每分鐘的二項式模型。當我們讓二項式模型切分成更小的期間時，二項式模型就會收斂成布萊克·休斯模型。基本的概念仍然相同，我們可以藉著持有股票和賣出買權來建立完全避險的投資組合。在效率市場，這種無風險的投資組合應該只能賺到無風險利率。因此，實際的選擇權權利金變動應該會很接近布萊克·休斯模型建議的選擇權價值。在執行股票選擇權時，這個模型也可以延伸用來決定相較於盈餘的適當會計費用。



## 附錄B 基金和ETF投資指南

（編注：這是作者在2014年整理的資料，而這些投資標的符  
合作者所提出的穩健投資原則：盈餘成長在未來五年以上）





## 精選可以節稅的貨幣基金（2014 年 7 月）

	代碼	成立時間	2014 年 基金規模 (億美元)	平均 到期 天數	近期費 用率 (%) *
富達精選貨幣基金 http://www.fidelity.com 800-544-8888	FSLXX	1985	44	46	0.26
嘉信價值優勢貨幣基金 www.schwab.com 800-435-4000	SWVXX	1994	10	53	0.61
美國教師退休基金會貨幣基金 www.tiaa-cref.com 800-927-3059	TIRXX	2006	9	46	0.50
先鋒主要貨幣基金 www.vanguard.com 877-622-7447	VMMXX	1976	1292	58	0.17

## 精選免稅的貨幣基金（2014 年 7 月）\*\*

	代碼	成立時間	2014 年 基金規模 (億美元)	平均 到期 天數	近期費 用率 (%) *
富達地方政府貨幣基金 http://www.fidelity.com 800-544-8888	FTEXX	1980	285	31	0.41
普信免稅貨幣基金 www.troweprice.com 800-225-5132	PTEXX	1981	10	56	0.52
先鋒免稅貨幣基金 www.vanguard.com 877-622-7447	VMSXX	1980	177	39	0.16

\* 在利率極低的期間，費用率並不適用。投資顧問會自願放棄超過合約費用限制的手續費，以維持基金的收益率是正數。

\*\* 相同基金公司也提供州政府免稅基金。

## 精選一般指數基金與 ETF (2014 年 7 月)

基金	代碼	追蹤指數	成立時間	近期費用率 (%)	2014 年基金規模 (億美元)
富達 Spartan 整體市場指數 <a href="http://www.fidelity.com">http://www.fidelity.com</a> 800-544-8888	FSTMX	道瓊指數	1997	0.10	255
嘉信整體股票市場指數 <a href="http://www.schwab.com">www.schwab.com</a> 800-435-4000	SWTSX	道瓊指數	1999	0.09	38
先鋒 500 Admiral 股票指數 <a href="http://www.vanguard.com">www.vanguard.com</a> 877-622-7447	VFIAX	標準普爾 500 指數	2000	0.05	1797
先鋒 Admiral 整體股票市場指數 <a href="http://www.vanguard.com">www.vanguard.com</a> 877-622-7447	VTSAX	CRSP 美國指數	2000	0.05	3474
先鋒 Admiral 小型股指數 <a href="http://www.vanguard.com">www.vanguard.com</a> 877-622-7447	VSMAX	CRSP 美國指數	2000	0.09	492
<b>ETFs</b>					
標準普爾 500 指數 ETF <a href="http://www.vanguard.com">www.vanguard.com</a> 877-622-7447	VOO	標準普爾 500 指數	2010	0.05	1797
先鋒整體股市指數 ETF <a href="http://www.vanguard.com">www.vanguard.com</a> 877-622-7447	VTI	CRSP 美國指數	2001	0.05	3474
iShares 羅素 1000 指數 ETF <a href="http://www.ishares.com">www.ishares.com</a> 415-670-2000	IWB	羅素 1000 指數	2000	0.15	95

嘉信美國大型股指數 ETF www.schwab.com 800-435-4000	SCHX	道瓊 美國 大型 股指 數	2009	0.04	29
SPDR 羅素 2000 指數 www.spdrs.com 866-787-2257	TWOK	羅素 2000 指數	2013	0.12	1

### 精選不動產投資信託基金與 ETF (2014 年 7 月)

基金	代碼	成立 時間	近期 費用率 (%)	2014 年 基金規模 (億美元)
Cohen & Steers 房地產股份基金 www.cohenandsteers.com 800-437-9912	CSRSX	1991	0.97	59
富達房地產投資組合 http://www.fidelity.com 800-544-8888	FRESX	1986	0.81	40
先鋒 Admiral REIT 指數基金 www.vanguard.com 877-622-7447	VGSLX	2001	0.10	441
富達 Spartan 房地產指數基金 http://www.fidelity.com 800-343-3548	FRXIX	2011	0.23	3
<b>ETFs</b>				
iShares Cohen & Steers REIT ETF www.ishares.com 415-670-2000	ICP	2001	0.35	30
先鋒 REIT 指數 ETF www.vanguard.com 877-622-7447	VNQ	2004	0.10	441

SPDR 道瓊威爾夏 REIT ETF www.spdrs.com 866-787-2257	RWR	2001	0.25	26
嘉信美國 REIT ETF www.schwab.com 800-435-4000	SCHH	2011	0.07	10

### 精選國際指數基金與 ETF (2014 年 7 月)

基金	代碼	追蹤指數	成立時間	近期費用率 (%)	2014 年基金規模 (億美元)
富達 Spartan 國際指數基金 http://www.fidelity.com 800-544-8888	FSHX	MSCI 歐澳遠東指數	1997	0.20	143
先鋒已開發國家市場指數 www.vanguard.com 877-622-7447	VTMGX	富時已開發國家 (美國除外) 指數	1999	0.09	456
先鋒 Admiral 整體國際股票指數 www.vanguard.com 877-622-7447	VTIAX	富時全球大型股 (美國除外) 指數	2010	0.14	1300
嘉信國際指數基金 www.schwab.com 800-435-4000	SWISX	MSCI 歐澳遠東指數	1997	0.19	26
先鋒 Admiral 新興市場股票指數 www.vanguard.com 877-622-7447	VEMAX	富時新興市場指數	2006	0.15	640

先鋒整體世界股票指數 www.vanguard.com 877-622-7447	VTWSX	富時全球大型股指數	2008	0.30	55
<b>ETFs</b>					
先鋒整體國際股票 ETF www.vanguard.com 877-622-7447	VXUS	富時全球大型股（美國除外）指數	2011	0.14	30
先鋒富時全世界指數（美國除外）基金 www.vanguard.com 877-622-7447	VEU	富時世界（美國除外）指數	2007	0.15	129
先鋒整體世界股票指數 www.vanguard.com 877-622-7447	VT	富時全球大型股指數	2008	0.18	55
iShares MSCI 核心歐澳遠東指數 www.ishares.com 415-670-2000	IEFA	MSCI 歐澳遠東指數	2012	0.14	24
SPDR MSCI ACWI（美國除外） www.spdrs.com 866-787-2257	CWI	MSCI ACWI（美國除外）指數	2012	0.14	24
先鋒新興市場 www.vanguard.com 877-622-7447	VWO	富時新興市場指數	2005	0.15	640

### 精選另類收益基金與 ETF：公司債與外國債券基金和 ETF（2014 年 7 月）

基金	代碼	近期 費用率（%）	2014 年 基金規模 （億美元）
先鋒 Admiral 新興市場公債指數基金 www.vanguard.com 877-622-7447	VGAVX	0.34	3
先鋒中期公司債券指數基金 www.vanguard.com 877-622-7447	VICSX	0.12	42
先鋒 Admiral 高收益公司債券基金 www.vanguard.com 877-622-7447	VWEAX	0.13	175
貝萊德目標股份配置組合 C www.blackrock.com 800-441-7762	BRACX	0.01	3
富達公司債券基金 http://www.fidelity.com 800-343-3548	FCBFX	0.45	8
<b>ETFs</b>			
iShares 新興市場公司債券 ETF www.ishares.com 415-670-2000	CEMB	0.60	0.2
iShares JPMorgan 新興市場美元債券基金 ETF www.ishares.com 415-670-2000	EMB	0.60	52
iShares iBoxx 投資級美元公司債券 ETF www.ishares.com 415-670-2000	LQD	0.15	173

先鋒中期公司債券基金 ETF www.vanguard.com 877-622-7447	VCIT	0.12	42
先鋒新興市場政府債券 ETF www.vanguard.com 877-622-7447	VWOB	0.35	3

### 精選高股利股票基金和 ETF (2014 年 7 月)

基金	代碼	近期 費用率 (%)	2014 年 基金規模 (億美元)
WisdomTree 美國股利成長基金 www.wisdomtree.com 866-909-9473	DGRW	0.28	1
先鋒股息增值指數基金 www.vanguard.com 877-622-7447	VDAIX	0.20	245
先鋒股利成長基金 www.vanguard.com 877-622-7447	VDIGX	0.31	213
先鋒 Admiral 股票收益基金 www.vanguard.com 877-622-7447	VEIRX	0.21	177
<b>ETFs</b>			
先鋒股息增值 ETF www.vanguard.com 877-622-7447	VIG	0.10	245
iShares 高股息核心 ETF www.ishares.com 415-670-2000	HDV	0.12	41
嘉信美國股票股息 ETF www.schwabets.com 800-435-4000	SCHD	0.07	20

先鋒高股息收益指數 ETF www.vanguard.com 877-622-7447	VYM	0.10	122
WisdomTree 大型股股息基金 www.wisdomtree.com 866-909-9473	DLN	0.28	19
WisdomTree 整體高股息基金 www.wisdomtree.com 866-909-9473	DTD	0.28	5

### 精選國際指數基金與 ETF (2014 年 7 月)

基金	代碼	成立時間	近期費用率 (%)	2014 年基金規模 (億美元)
AQR 大型股動能基金	AMOMX	2009	0.49	10
DFA 美國大型股價值投資組合	DFLVX	1993	0.27	146
DFA 美國小型股價值投資組合	DFSVX	1993	0.52	116
PowerShares 富時 RAFI 美國 1000 投資組合	PRF	2011	0.23	3
PowerShares 標準普爾 500 低波動 ETF	SPLV	2011	0.25	40
先鋒成長股指數基金	VIGAX	2000	0.09	252
先鋒價值股指數基金	VVIAX	2000	0.09	174
先鋒小型價值股指數基金	VBR	2004	0.09	44
<b>ETFs</b>				
古根漢羅素 1000 相同權重 ETF	EWRI	2010	0.40	1
iShares 羅素 1000 指數 ETF	IWB	2000	0.15	95
iShares 羅素 2000 指數 ETF	IWM	2000	0.20	256
SPDR 羅素 1000 低波動 ETF	LGLV	2013	0.20	0.1



iShares MSCI 美國最小波動 ETF	USMV	2011	0.15	27
iShares MSCI 美國動能因素 ETF	MTUM	2013	0.15	3
SPDR 標準普爾 1500 動能偏好 ETF	MMTM	2012	0.35	0.1
iShares 美國核心價值 ETF	IUSV	2000	0.09	6
嘉信美國小型股 ETF	SCHA	2009	0.08	21
iShares 標準普爾 600 小型價值股	IJS	2000	0.30	30
WisdomTree 盈餘 500 ETF	EPS	2007	0.28	1

## 致謝

在本書前幾版幫助我的金融從業人員、法人和學術同僚不但很多，也給我極大的幫助。在這裡，我要感謝眾多提供極有價值建議與批評的人。

長期以來，有很多研究助理幫忙編寫本書的資訊，尤其是John Americus、Shane Antos、Costin Bontas、Jonathan Curran、Barry Feldman、Ethan Hugo、Amie Ko、Paul Messaris、Matthew Moore、Ker Moua、Christopher Philips、Ellen Renaldi、Cheryl Roberts、Saumitra Sahi、Barry Schwartz、Greg Smolarek、Ray Soldavin、Elizabeth Woods、Yexiao Xu和Basak Yeltikan都為本書提供有用的貢獻。Helen Talar、Phyllis Fafalios、Lugene Whitley、Melissa Orłowski、Diana Prout和Ellen DiPippo不只忠實與正確的將幾份手稿打字，也提供很有價值的研究協助。Elvira Giaimo則提供很有幫助的電腦程式。這本書有很多配套研究是在普林斯頓的班德海姆金融研究中心（Bendheim Center for Finance）進行，我也很感謝亞瑟理柏公司（Arthur Lipper Corporation）允許使用它的共同基金評等。

Patricia Taylor對本書有重要貢獻，她是專業的作家和編輯，她讀全部的書稿，對寫作風格、結構和內容都有許多建議，許多地方有清楚流暢的內容，都是她的功勞。

我與W. W. Norton & Company合作愉快，而且我也要特別感謝Brendan Curry、Donald Lamm、Robert Kehoe、Ed Parsons和Deborah

Makay，以及我的編輯Starling Lawrence給予有寶貴的協助。

Judith Malkiel的重要貢獻無法估量，她精心編輯本書的每個頁面，在這過程中的每個階段都是得力助手，我對她的感謝再怎麼說都不為過。

最後，我也要對前幾版提供重要貢獻的人深深感謝，包括Peter Asch、Leo Bailey、Howard Baker、Jeffrey Balash、David Banyard、William Baumol、Clair Bien、G. Gordon Biggar Jr.、John Bogle、Lynne Brady、John Brennan、Markus Brunnermeier、Claire Cabelus、Lester Chandler、Andrew Clarke、Abby Joseph Cohen、Douglas Daniels、Pia Ellen、Andrew Engel、Steve Feinstein、Barry Feldman、Roger Ford、Stephen Goldfeld、William Grant、Leila Heckman、William Helman、Roger Ibbotson、Deborah Jenkins、Barbara Johnson、George S. Johnson、Kay Kerr、Walter Lenhard、James Litvack、Ian MacKinnon、Barbara Mains、Jonathan Malkiel、Sol Kalkiel、Whitney Malkiel、Edward Mathias、Jianping Mei、Melissa McGinnis、Will McIntosh、Kelley Mingone、William Minicozzi、Keith Mullins、Gabrielle Napolitano、James Norris、Gail Paster、Emily Paster、H. Bradlee Perry、George Putnam、Donald Peters、Michelle Peterson、Richard Quandt、James Riepe、Michael Rothschild、Joan Ryan、Robert Salomon Jr.、George Sauter、Crystal Shannon、George Smith、Willy Spat、Shang Song、James Stetler、James Stoeffel、H. Barton Thomas、Mark Thompson、Jim Troyer、David Twardock、Linda Wheeler、Frank Wisneski和Robert Zenowich。

# Table of Contents

- [導讀 一門值得終生學習的學問](#)
- [自序 點石成金](#)
- [PART.1 股票及其價值](#)
- [第1章 「磐石」及「空中樓閣」](#)
- [第2章 瘋狂的群眾](#)
- [第3章 1960年代到1990年代的投機泡沫](#)
- [PART.2 專家與贏家](#)
- [第5章 技術分析與基本面分析](#)
- [第6章 技術分析與隨機漫步理論](#)
- [第7章 基本面分析能幫你多少？](#)
- [PART.3 學習新投資技術](#)
- [第8章 現代投資組合理論](#)
- [第9章 藉由承擔風險來提高報酬](#)
- [第10章 行為財務學](#)
- [第11章 Smart.Beta策略商品真的聰明？](#)
- [PART.4 你也可以是理財高手](#)
- [第12章 個人理財的十項練習](#)
- [第13章 衡量股票及債券的報酬](#)
- [第14章 做好人生四季的投資規畫](#)
- [第15章 進軍股市三大步](#)
- [附錄](#)
- [衍生性商品入門](#)
- [期貨和選擇權的價格決定因素](#)
- [致謝](#)