

泡沫年代

全球金融體系的錯亂根源

MR. MARKET MISCALCULATES

The Bubble Years and Beyond

詹姆士・葛蘭特 James Grant◎著

蕭美惠◎譯

**股市、房市、債市，泡沫接連破滅，
如何捍衛我們的資產！**

過去十年累積的金融弊病持續發酵，未來不會更好，只會更慘！
如何利用市場失衡機會，避免資產縮水、經濟困頓，
為絕處逢生做好準備，你得搞清楚泡沫年代的投資路數。

耶魯大學投資長 大衛・史溫森 David F. Swensen

《黑天鵝效應》作者 塔雷伯 Nassim N. Taleb 推薦必讀

 商周出版

新商業周刊叢書

BW0454

泡沫年代：全球金融體系的錯亂根源

作者／詹姆斯·葛蘭特 (James Grant)

譯者／蕭美惠

責任編輯／吳瑞淑

版權／黃淑敏

行銷業務／莊英傑、周佑潔、何學文、林詩富、蘇魯屏

國家圖書館出版品預行編目資料

泡沫年代：全球金融體系的錯亂根源／詹姆斯·葛蘭特 (James Grant) 作；蕭美惠譯。—初版。—臺北市：商周出版；城邦文化發行，2012.01

面：公分。

譯自：Mr. Market miscalculates: the bubble years and beyond

ISBN 978-986-272-106-3 (平裝)

1. 投機 2. 證券市場 3. 金融市場 4. 美國

563.68

100027937

總編輯／陳美靜

總經理／彭之琬

發行人／何飛鵬

法律顧問／台英國際商務法律事務所 羅明通律師

出版／商周出版

臺北市中山區民生東路二段 141 號 9 樓

電話：(02) 2500-7008 傳真：(02) 2500-7759

商周部落格：http://bwp25007008.pixnet.net/blog

E-mail：bwp.service@cite.com.tw

發行／英屬蓋曼群島家庭傳媒股份有限公司 城邦分公司

臺北市中山區民生東路二段 141 號 2 樓

讀者服務專線：0800-020-299

24 小時傳真服務：02-2517-0999

讀者服務信箱 E-mail：cs@cite.com.tw

劃撥帳號：19833503 戶名：英屬蓋曼群島家庭傳媒股份有限公司城邦分公司

訂購服務／書虫股份有限公司客服專線：(02)2500-7718；2500-7719

服務時間：週一至週五上午 09:30-12:00；下午 13:30-17:00

24 小時傳真專線：(02)2500-1990；2500-1991

劃撥帳號：19863813 戶名：書虫股份有限公司

E-mail：service@readingclub.com.tw

香港發行所／城邦（香港）出版集團有限公司

香港灣仔駱克道 193 號東超商業中心 1 樓

電話：852-2508 6231 傳真：852-2578 9337

E-mail：hkcity@biznetvigator.com

馬新發行所／城邦（馬新）出版集團

Cité (M) Sdn. Bhd. (45837ZU)

11, Jalan 30D/146, Desa Tasik, Sungai Besi, 57000 Kuala Lumpur, Malaysia.

電話：603-90563833 傳真：603-90562833 E-mail：citekl@cite.com.tw

封面、內頁設計／張瑜卿

內文排版／林燕慧

印刷／鴻霖印刷傳媒股份有限公司

總經銷／聯合發行股份有限公司 電話：(02)29178022 傳真：(02)29156275

行政院新聞局北市業字第 913 號

■ 2012 年 1 月 16 日初版 1 刷

Printed in Taiwan

MR. MARKET MISCALCULATES: THE BUBBLE YEARS AND BEYOND by JAMES GRANT

Copyright ©

This edition arranged with EMMA SWEENEY AGENCY through Big Apple

Tuttle-Mori Agency, Inc. Labuan, Malaysia

Complex Chinese Translation copyright © 2012 Business Weekly Publications, a division of Cité Publishing Ltd.

ALL RIGHTS RESERVED

定價 360 元

版權所有・翻印必究

ISBN 978-986-272-106-3

城邦讀書花園
www.cite.com.tw

目次

序言 ————— 003

第一章 • 偉人畫像 ————— 014

第二章 • 股市星球 ————— 044

第三章 • 新天堂時代 ————— 074

第四章 • 寧靜的危險 ————— 104

第五章 • 市場先生買房子 ————— 124

第六章 • 房貸科學計畫 ————— 154

第七章 • 市場先生列被告席 ————— 186

第八章 • 聯邦化利率 ————— 224

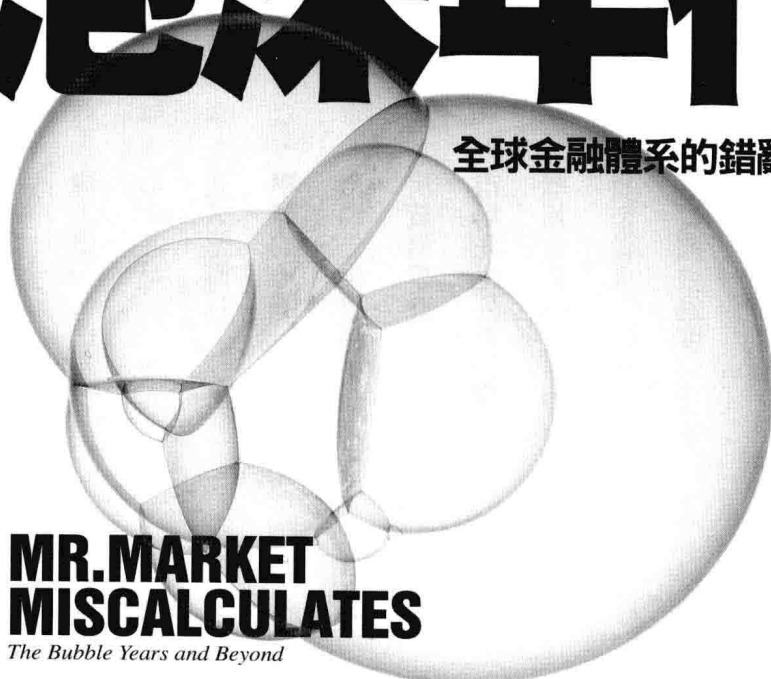
第九章 • 貨幣營火 ————— 254

第十章 • 信貸擴張過度 ————— 288

第十一章 • 安全分析的藝術 ————— 324

後記 ————— 358

泡沫年代



全球金融體系的錯亂根源

**MR.MARKET
MISCALCULATES**

The Bubble Years and Beyond

詹姆士・葛蘭特 James Grant ● 著
蕭美惠 ● 譯

目次

序言 ————— 003

第一章 • 偉人畫像 ————— 014

第二章 • 股市星球 ————— 044

第三章 • 新天堂時代 ————— 074

第四章 • 寧靜的危險 ————— 104

第五章 • 市場先生買房子 ————— 124

第六章 • 房貸科學計畫 ————— 154

第七章 • 市場先生列被告席 ————— 186

第八章 • 聯邦化利率 ————— 224

第九章 • 貨幣營火 ————— 254

第十章 • 信貸擴張過度 ————— 288

第十一章 • 安全分析的藝術 ————— 324

後記 ————— 358

序言

本書的主人翁市場先生 (Mr. Market) · 是班傑明·葛拉漢 (Benjamin Graham) 筆下一名心浮氣躁的人物。身兼教師、作家與投資人的葛拉漢，經歷大漲的一九二〇年代與大跌的三〇年代（直到通膨的七〇年代）。他想不透為什麼股票和債券在不同的投資周期會具有如此不同的價值。葛拉漢請他任教的哥倫比亞大學學生想像跟一個躁鬱病患者合夥經營事業，也就是市場先生。當陽光普照時，這名怪咖會纏著你，要你把你的事業股權賣給他。可是，當夜晚降臨，他央求你買下他的股權。價錢根本不是問題；他只想參與，或者只想退出。而理智的你，只要利用這個情緒失衡的合夥人所製造的機會，就可以發財了。

因此，市場先生與經濟學教科書裡出現的慎重、平靜的人類之間如有任何相似之處，純屬雷同。經濟人 (homo economicus)¹ 絕不會加入像金融泡沫這麼不理性的派對。相反的，市場先生似乎管不住自己。葛拉漢筆下人物的想法貫穿了本書的主題。

¹ 譯注：homo economicus，經濟人，正統經濟學原理假設人是理性的。

市場先生和我意見不合。九〇年代中期和末期，我們為了股價勢不兩立；二千年初我們為了房價和抵押擔保證券起了第二回爭執。這些文章記錄了泡沫年代的一些奇特事件，包括明星央行總裁聲譽鵲起。尤其是亞倫·葛林斯潘（Alan Greenspan），一九八七年至二〇〇六年間的聯準會主席，被他那些容易瞞騙的粉絲賦予近似千里眼的力量。以往，黃金是紙鈔的擔保，如今變成了聲譽。《葛蘭特利率觀察家》則是支持黃金。

根據效率市場理論（efficient market）——現代金融學的基本概念，網路熱潮和房貸崩潰根本不應該發生。投資效率理論的支持者認為，市場先生和所有人一樣理智。假如他好像有極端的看法，那是因為有事實作為依據；假如他改變心意，那也是因為事實改變了。因為他在資訊發布的第一時間便知道所有可能影響股價的事情，所以沒有必要再去猜測了。

這是簡明扼要的理論，並且是影響重大的一個理論。今日，至少三分之一的法人管理基金屬於被動式投資，亦即透過指數投資。用這種方式部署資金的投資人，最起碼接受了市場效率的基本原則。他們選擇不去看個股的價值，而是去買一籃子股票，例如標準普爾五百指數。他們相信市場是有效率的，或者至少有足够的效率，所以不願用計謀去打敗市場。對效率市場理論的死忠擁護者來說，思科（Cisco）在二〇〇〇年初科技股熱潮高峰時市值達四八五〇億美元，可說當之無愧。十八個月之後，當熊市觸底時，思科市值只有八五〇億美元，也是其來有自。所以，他們便轉向債務證券，包括抵押擔保證券，以及房地產。二〇〇六年春季，當後千禧年的房地產熱潮達到巔峰時，中等收入家庭如果不依靠一種新奇但後患無窮的房貸，就只能負擔得起洛杉磯一·八%的房屋，但這個事實對完美市場效率的擁護者來說沒什麼好怕的。畢竟，慎重的人類已將每個已知的相關事實都反映到報價上了。

本書的文章最早刊載於《葛蘭特利率觀察家》，這是我在二十五年前創辦的半月刊。起初我打算把焦點擺在債市和聯準會，可是沒多久我便把注意力轉移到放款與借款循環以及市場先生有趣的個性。例如，我注意到放款的條件一直改變，在緊縮與寬鬆的兩極之間擺盪。在某種極端之下，你用金條做擔保品都申請不到貸款。但在另一種極端，你的信箱塞滿了懇求你借錢的信件，有沒有實質擔保品都行（絕不多問）。放款機構在這種循環的過程裡在想些什麼？在股市上漲時忍不住想買股票、股市下跌時想賣股票的投資人又在想什麼？

讀者現在可能在思考自己對於解決人生金融問題的方法。或許，如同其他許多人，你有時消息靈通有時無知，有時迴避風險有時容忍風險，有時堅定有時動搖。或許你不會總是用電腦般的速度和冷靜來處理資訊（尤其是有關金錢這類令人情緒激動的主題）。或許，簡單來說，你遺傳了人類心靈與肉體的弱點。有人或許會問，那麼人類怎麼會去期待沒什麼人做得到的冷靜效率？其實，一個新成立的行為金融學學派正在探討這方面的議題。但在學者的最後報告出爐之前，我提出葛拉漢的格言：「短期而言，市場是一台投票機器；但長期而言，股市是一台稱重機器。」換言之，長期來說，價值會浮現，不過等待的時間卻可能耗損有耐心的理性主義者的淨值。

無疑地，聯準會對於這種不穩定貢獻不小。它的最高目標是「穩定」，包括物價、商業活動和金融市場。它說，它不會容忍太高的通膨。但是它也不忍受太低的通膨。太低？國家需要適量的貨幣貶值碰巧是當代央行的基本教義之一。葛林斯潘的繼任者班·柏南奇（Ben S. Bernanke）在二〇〇二年及二〇〇三年倡議小幅的通膨。《葛蘭特利率觀察家》駁斥這種論調，但是柏南奇說了算數（他似乎對我們充耳不聞），聯準會在二〇〇三年一路降息到一%。如果成功的定義是避免一回合的通膨不足，聯準會確實成功

了，其代價卻是造成一波購屋者與華爾街金融家的投機借款風潮。可是，我在這裡要自我檢討。早在聯準會藉由立法創設之前，美國便有投機泡沫。早在當代金融成形之前，歐洲便有投機泡沫。要製造一股真正的投機騷動，唯一重要的成分就是一群人類。

市場或許不是完全有效率，但也不是完全沒效率。找出市場的一致性以追求獲利是一項嚴苛的任務。當然，那斯達克（Nasdaq）市場在二〇〇〇年初攀上高峰之前，科技股價值高到荒謬。不過，話說回來，科技股在一九九九年和一九九八年價值偏高的程度只是少一點而已。事實上，對於理解這種荒謬的人來說，這些股票在一九九七年及一九九六年便已偏高得古怪。我本人認為股市在一九九二年就有些偏高。（基於筆者總是站在沒賺到錢的空方，我成為一九九七年《華爾街日報》一篇有關大多頭市場報導裡的頭號後知後覺者。該篇報導刊登在頭版，斗大的標題寫著：空頭總有一天會看對股票，等著看吧——所以，他們錯過了五千點，也不構成他們停止預測的理由）。沒錯，雖然《葛蘭特利率觀察家》曾經看過許多支股票和許多市場，筆者也投資日本十年而且沒有放空的紀錄，但在這二十五年裡《葛蘭特利率觀察家》從不曾對標普五百指數說過一句建設性的話。可是，總有一天，我們會叫大家吃驚的。

筆者不是故做謙虛才選擇「觀察家」這個名詞做為我十二頁期刊的刊號，而不用「預言者」或「先知」。事實上，我無法預測利率，其他人也不能。然而，人們一直有股想要預測的衝動，因為這個世界對於利率這個天生無趣的主題唯一想知道的是「利率的走勢如何？」利率的歷史走勢是一門研究領域（已故的悉尼·霍默²就這個主題寫過一本精彩但不暢銷的書籍），但不能為研究者帶來名聲或財富。儘管我也試著恪遵觀察原則，《葛蘭特利率觀察家》才發行不到九個月，我就屈服於衝動。當時是一九八四年春天，債市大跌。長天期公債的殖利率幾乎達到一四%。對已經習慣超低利率的二十一世紀存款人來說，這

種報酬水準是無法想像的。理由何在？理由在於三十五年來對於固定收益市場多為負報酬的深刻記憶。一九四六年春天以來，除了短暫間斷之後，債券殖利率一直上漲，債券價格一直下跌。

從十九世紀後期以來，利率的升降往往以一個世代為周期。所以，以整數年分來說，利率在十九世紀最後的二十五年下降，而後在二十世紀前二十五年上升。利率一直走到一九四六年，接下來的三十五年又漸漸走高。在這段漫長期間的尾聲，基本利率觸及二〇%，三十年期美國公債殖利率上升到接近一五%。大家看得目瞪口呆。

這種利率高峰發生在一九七〇年代的大通膨（Great Inflation），雖然後來通膨消退，但對於通膨的恐懼卻揮之不去。一九八〇年三月的消費者物價指數增幅達到一四·八%。四年後，物價增幅只稍微超過四%。可是，很多人懷疑通膨已經消散，或者說在社會民主國家，通膨會有消散的一天嗎？仿佛是在預期二位數物價增幅捲土重來，市場推升債券殖利率到接近一四%。由嚴格的效率市場觀點來看，政府公債在通膨溫和的時代提供相當於股市的報酬是不可能的。但是，它確實發生了。市場先生好像是在看著自己拉長的陰鬱身影，而不是對未來採取客觀的看法。對許多歷經戰後無止境債市熊市的人來說，這種高殖利率的公債不是神賜的禮物，反而是一紙「充公證書」。《葛蘭特利率觀察家》鼓起勇氣，違背自己說好只觀察利率而不預測利率的宗旨，高喊「買進債券」。這和我們的利率預言生涯同樣的準確。

2 譯注：悉尼·霍默（Sidney Homer）是前美國所羅門兄弟公司的合夥人，與理查德·西勒（Richard Sylla）合著有《利率史》（A History of Interest Rates），講述西元前三〇〇〇年至西元二〇〇五年許多精彩的借貸故事。

這些文章橫跨的年代充斥更多更糟糕的估計失誤，遠甚於在一九八四年喊進債市。這段期間由一九九〇年代後期的科技股泡沫拉开序幕，而後於二〇〇〇年代後期的全球房貸與信用崩潰落幕。其間發生安隆（Enron）和世界通訊（WorldCom）公司破產，安達信會計師事務所（Arthur Andersen）解散，所謂新興市場經濟成長起跑，股市牛市重新點火，歐元誕生，聯準會主席換人，二〇〇七至〇八年信用與房貸危機以及記憶中最慘淡的房市也在此時埋下禍因（我們祖父輩的記憶中）。

有趣的是，這些千禧年的金融失算發生在全球極度繁榮之際。「整個人類越來越富裕，以空前的速度，」諾貝爾經濟學獎得主羅伯·路卡斯（Robert E. Lucas）在二〇〇三年對明尼蘇達聯邦準備銀行演講時宣稱。「我曾說過全球總生產自一九六〇年以來成長率維持在四%以上，相較之下，二十世紀前六十個年頭的年增率為二·四%，整個十九世紀為一%，十八世紀則為一%的三分之一。」在路卡斯演講的同時，全球成長又在加速。及至二〇〇六年，根據國際貨幣基金（IMF）的資料，全球GNP（國民生產總值）以五%的速度擴張。成長率上升只是這個利多故事的其中一環。中國、印度和前東歐附屬國家加入世界經濟。高速成長在空前廣大的地區展開。

近代史上，全球成長率只有一次高於二〇〇〇年以降的前十年，那是在一九七〇年代初葉。一九七〇至七三年，全球生產經通膨調整之後，平均一年成長五·四%。我們不妨思索這種繁榮迸發的時間點。當時，美元由金本位轉變為紙本，亦即由黃金擔保變成依賴信任。那時候一如現在，商品價格上漲，通膨上揚。韓戰以來最急遽的物價上漲發生之際，也就是美國決定美元放棄按每盎司三十五美元官價兌換黃金的匯率。

金融市場的存在，是為了將恐懼和資金導入獲利管道。但若它們不能分辨真正的價值和虛假的價值，

它們有什麼用呢？答案是，或者說部分答案，辨別有價值的投資是知易行難。你喜歡何種價值？一目了然的價值，也就是收支帳上註明的？還是未來的價值，也就是財報上的獲利預期可能衍生的？葛拉漢的信徒認為，價值要眼見為憑，而不能憑空想像。他們聲稱，未來已成定局。為了防範意外，他們設法在其固有價值上以很大的折價買進良好的資產，換句話說，就是用五十美分買進一美元。這也是《葛蘭特利率觀察家》的投資手法。這種方法恰好適合筆者的性情。可是，你會看到很有錢的專業投資人靠著用一〇一美元，甚至更高的價位買進一美元，而發了大財。他們信奉成長。價值型投資人也喜愛成長。只是他們不願意為它付出代價。

會計法規又使得挖掘真正的價值更加複雜化。會計準則並不是嚴格的規則。事實上，它們相當主觀，甚至是看起來再直接不過的事情，例如公司收支帳。若遇到替複雜或不常交易的債券設定價值，它們就更加不確定了（許多人在這次房貸危機慘痛地發現這件事了）。營收是什麼？要在何時及如何認定？淨利是什麼？抵押債務債券（CDO）又是什麼？即便會計師已認證這些資本流動和結構的價值，要用什麼單位來表達這些價值還是個問題。話說回來，美元又是什麼？

美元是全球對美國貨幣深信不移的證明（雖然長期以來兌歐元貶值，還有兌大部分其他貨幣資產貶值，包括黃金和伊拉克幣），所以這個問題很少被提起。事實上，在今天，美元並沒有明確定義，而且和其他貨幣一樣，也沒有擔保品。市場先生說它是什麼就是什麼。這張不具有天生值的紙張，或者電子數字的跳動，被全世界接受做為付款方式 and 價值單位，可說是史上最偉大、最不可能的貨幣成就之一。

美元不是第一個被全世界接受的貨幣。但先前全球首要貨幣的盟主除了有本國央行的良好意圖之外，還有其他因素幫它們撐腰。由拿破崙一直稱霸到希特勒時代的英鎊，兌換黃金的官價為£3.176.9d，以現

代名詞來表示約為每盎司三·九英鎊。如果你不信任紙鈔，你也可以要求黃金。英國在第一次大戰爆發後便放棄了金本位。一九二五年英國重返金本位，但旋即於一九三一年永久放棄。本文寫作時，金價約為每盎司四六〇英鎊。

金本位的精髓在於，貨幣事務也應該有法治。貨幣應該在法律上加以定義。發行貨幣的政府應該保障其法定價位。實行金本位的國家必須平衡其國際收支帳。不管再強大的國家都不能長年來消費遠大於生產，如同美國自一九七一年放棄金本位之後的任性作為。

在印鈔機上取消半噸重的新貨幣紙鈔不需要什麼技巧。通膨的歷史便可加以證明。從地下挖掘出黃金就困難許多，這也是我們的貨幣老祖宗選用金本位的原因。如今，按照開明的經濟輿論，這個世界已不再需要它。與其信任國際金本位自行規範和客觀的程序，還不如讓央行總裁這種公務員來決定利率以及規範新貨幣的供給。但我懷疑這種現代觀念，本書的讀者不久也會明白。無論如何，一九七一年八月十五日，尼克森總統（Richard M. Nixon）帶領世界進入現代世紀，美元變成沒有擔保的紙張，三十五美元兌換一盎司黃金的匯率被明文取消。《葛蘭特利率觀察家》認為，金價代表全球對紙幣管理人的信心。九〇年代後期，葛林斯潘信譽如日中天，金價不到三百美元。二〇〇八年三月，聯準會策畫貝爾斯登紓困案，金價觸及一千美元。

市場先生怎麼會這樣？這的問題讓我沉思了四分之一個世紀以上。我相信自己找到答案了。他之所以有這些行為的理由是他熱愛矛盾。當每個新手投資人發現他青睞的股票利多不漲，卻反而下跌，在驚訝和失望之餘，他們就會面對這個事實。「新聞都已反映在股價了，」聰明人會如此跟他解釋。因此，已知的事實並不值得知道；尚未透露的事實才會讓你致富。

矛盾也是央行的原動力。不妨想像一個室溫之下的經濟，完美的華氏七十二度：低利率，高獲利率，完全就業，溫和的通膨，適中的成長，信用寬鬆，對於貨幣的信心強勁。這是央行總裁心目中的天堂。或許真的是天堂，但住在裡面的人類卻不這麼認為。

沐浴在這種燦爛的背景當中，追求獲利的個人卻想毀了它。他們會蓋工廠、房屋、辦公室、購物中心和建立證券投資組合。很多人融資去進行收購。最自信最積極的人幾乎全部依賴融資。畢竟，我們都在假設債務是廉價的，永遠會是晴空萬里。人們信任聯準會可以解決金融或總經的不順暢，所以對風險的胃納越來越大。債務的巨塔開始興起，直到高入雲霄。

不是每個人都能看到。少數看得見並發出警告的人，話說得太早了——筆者在這方面有切身經驗——他們的警告有如馬耳東風。專業投資人必然看得見過度財務槓桿的風險在升高。在所有人當中，他們了解獲利率和股價的趨勢不會不斷上升，而是終將回歸長期平均水準。資本主義本身便排除了永久、不間斷、高於長期趨勢的獲利新時代的可能性。巨大的獲利率會招來新競爭，而新競爭會緊縮獲利率。然而，這些心知肚明的專業投資人想要保住自己的飯碗。預言家的行業不像對沖基金那麼好賺，於是專業投資人和銀行家打死不退，昧著良知去承受風險。

聯準會的第一目標是追求經濟成長之下的穩定物價。可是，資本主義是一種不穩定的經濟組織形式。生產成本下跌或者地球上有了新的地區對生產企業開放時，物價便下跌。十九世紀最後二十五年即為這種創新與擴張的時代。現在我們有幸生活的年代也是。在十九世紀最後幾十年，平均物價下跌，因為生產成本下跌。但美國在邁入二十一世紀之際卻沒有物價下跌。柏南奇與葛林斯潘聯手在二〇〇二至〇三年昭告世人說，聯準會不會忍受價格下跌。事實上，他們承諾要以發行大量美元來打擊物價下跌。柏南奇誓言，如

有必要，他會從直昇機上撒錢以驅逐通縮的幽靈（借用他的說詞）。當然，他沒有去搭直昇機，不過聯準會確實將聯邦基金利率調降到金本位制時代以來的最低水準。

如同聯準會打的如意算盤，美國物價水準沒有下跌，反而恢復慣有的上揚趨勢。可是，聯準會沒有料想到的是，巨大的房貸債務泡沫逐漸吹起。在某種程度上，房貸泡沫可說是數位革命的產物。一張典型的房貸擔保債券（MBS）含有數十萬分個別房貸，這需要一個軍隊的辦事員去蒐集、分類和服務。但電腦把它變簡單了。還有，你需要一位能說善道的推銷員才能讓人接受十億美元的次級房貸可以包裝出八億元三A債信等級MBS這種可疑的論點。可是，藉由電腦的幫助，華爾街的經理人說服全球投資人相信這種煉金術是存在的。《葛蘭特利率觀察家》並不相信。我們發起一場分析聖戰，企圖點醒這個受騙上當的世界（讀者可以在第六章：房貸科學計畫看到我們的論述）。如果我們的訂戶再多個十萬名，我們或許就會改變總經的現況。結果，煉金術師把金融業變得低級了。

房貸泡沫期間華爾街信評等與風險管理的驚人崩潰（瑞士金融巨擘瑞銀認為是「史上」最糟的），造成全球數千億美元的虧損，並且重挫美國金融體系。經濟學家和銀行家宣稱，這場危機是大蕭條以來最嚴重，這種看法既奇怪又令人不寒而慄。大蕭條式的金融危機在沒有證實經濟衰退之下便爆發了，更別提胡佛水壩決堤式的崩潰。這不是市場先生的得意時間。

不過，高明的投資人不會浪費生命去感嘆這個怪人的性格缺點。相反地，他們牢牢抓住他所提供的機會。估價失誤的資產——太低或者太高的，是這位老先生送給耐心的投資人士的禮物。對沖基金鮑森公司（Paulson & Co.）總裁約翰·鮑森（John Paulson）因為準確預測到房貸危機，二〇〇七年他的收入多過整個盧安達的國內生產毛額（GDP）。二〇〇八年春天他在《葛蘭特利率觀察家》會議上向聽眾表示，大

賺一筆的祕訣在於市場先生最失常的時候，也就是最輕浮或最傷心時。鮑森在正常人認為房貸市場只賺不賠的時候便大幅賣出。最後，鮑森告訴聽眾，他預料有機會買進他成功賣空的房貸證券。但時機尚未成熟：「我們還沒接近底部，」他說。

我最欣賞的投機人士是一九六〇年代工業集團Telcdyne的共同創辦人和舵手。他名叫亨利·辛格頓（Henry Singleton）。他是唸過麻省理工學院的電機工程師，卻以配置資本而聞名。他做了我們大家都該做的事，也就是在市場先生賣出時買進，在市場先生買進時賣出。今日許多公司主管做不好的事，辛格頓卻做得出色極了：當Telcdyne股價大漲時，他利用股票去進行收購。等到周期反轉時，股價變低時，他買回及取消股票。一九七二年至一九八四年間管理公司股票（讀者可在第一章看到）之後，辛格頓將Telcdyne的股數減少了九成。辛格頓不支領選擇權，他用自己的錢去買股票。他從未賣掉個人持股。真的是資本家的楷模！

所以說，市場效率理論學派儘管發表論文吧。市場先生完全不在意。買高賣低，在市場頂點失去理智，在市場底部失去勇氣，他只是凡夫俗子。他邀請我們占他的便宜去發財。希望本書能夠幫助至少一些人接受他的邀約。

〔第一章〕

偉人畫像

首先是約翰·摩根（J. Pierpont Morgan）

一九九九年四月九日

二月三十日出刊的《華爾街日報》，以其獨特的頭版版面與歡欣鼓舞的標題「道指上萬點」，於報攤上搶購一空，多頭股票策略師的談話躍然紙上。「美國大型企業的股價將來還要上漲，」其中一人說，「因為他們一直在創新。」「你肯花什麼價錢去買一幅馬諦斯呢？」他問。

二十世紀初的鋼鐵鉅子亨利·佛瑞克（Henry Clay Frick）曾經將另一種金融資產比喻為另一位「老大師」（Old Master）的作品。「投資的林布蘭特」，佛瑞克說的是鐵路債券。儘管錯看一個急速老化產業的高級債券，佛瑞克直到過世都很有錢。

「雖然股票的價位從未如此之高，」同一天的《華爾街日報》收藏家版的記者寫說，「可是美國也從未享受過如此長期的經濟成長和通膨下跌。」