

第一篇

祸兮福所倚
坏事反成好投资策略

第一章 独排众议

绝大部分人都对的时候 背道而驰无益于事

“我发现其他每个人也是反向意见者（contrarian）时，我就不再当反向意见者。”

这句饶富深意的话，稍嫌夸张，但如你能忍受这一点，不妨找个交易人朋友一谈，他会给你很有用的见解。行事作为和一般人相反，能不能致富，还不清楚。这一点和大家的看法不一样。“明显”超买或超卖的市场，其实不如你想像的那么明显。

我知道，这样的说法和许多人深爱的陈词滥调相左。人们常说，致富的秘诀是冬天买草帽。要赚大钱，就必须在街头人流成河时买进。如果连擦鞋匠都夸称在股市赚钱，卖出的时候便到了。也请牢记，没有一棵树木长到天空。

假使你晓得价格何时已超越基本面，这些很棒的原则务必

谨记在心。即使“根据每一个客观标准”，证券价格很便宜，它们还是有可能再跌。另一句老话说，没人会在证券交易所按铃，宣布空头市场已经结束。

你可能说，没关系，无所谓。没必要指出头部和底部。真正要紧的是避免过度投机。换句话说，最重要的事，是郁金香狂热兴起时，手上抱满现金。

1634~1637年荷兰的郁金香球茎热潮老是被人提起，作为投机失控的前车之鉴。反向意见投资人在无数场合总是想起，郁金香热的鼎盛时期，一株球茎的售价，折合今天的币值竟然高达5万美元。任何稍具常识的人，都能预言市价将重挫90%以上。

但是很奇怪的，仅仅几年前，荷兰少数郁金香球茎的售价达50万美元左右。价格听起来虽高，不见得表示人们已失去理性。诱人的地方在于一株球茎能繁殖很多新的球茎。这些球茎可以用便宜的价格出售，投资人能回收当初昂贵的支出。郁金香母球茎如能把开出特别美丽花朵的特性传给新球茎，价格特别贵。

这是一种误解，经济学家嘉伯（Peter M. Garber）在他的研究报告《谁点燃郁金香狂热》（Who Put the Mania in Tulipmania?）中有所阐述。根据嘉伯搜集到的证据，17世纪30年代稳固的球茎市场——郁金香热爱者在这个市场交易稀有品种——并没有出现漫无节制的投机歪风。管理松散的普通球茎期货市场才有价格脱序的现象。尽管如此，嘉伯发现，价格过

高只持续两三个星期。1637年2月以后，“普通货”市场崩跌，但比较漂亮的品种还是能够卖到高价。

简言之，反向意见者喜欢的这个历史事件，支持他们看法的证据不多。嘉伯强调，普通球茎期货市场结构上有缺陷，经验丰富的交易人避之惟恐不及。期货市场没要求存入保证金，以确保参与者履行交割义务。没有一个交易所做为合约的另一方，因此一个人违约交割的问题，严重性大为增加。把300年前郁金香狂热的往事引用到今天高度管理的市场，似乎不尽合理。

不过反向意见者仍坚称，贪婪和恐惧的力量肉眼可辨，而且能加以利用。这事易如反掌，在鸡尾酒会上听人讲话就晓得。和你谈话的每个人如果都眉开眼笑，畅谈市场，你便晓得卖压即将拥现。

很遗憾，我们很难测试鸡尾酒会上的打趣等“软性资料”预测未来的准确性。凭印象研判市场走势或许管用，要加以确认本质上很困难。难以量化对反向意见者有利。如果十分主观的技巧，有效性难以证明，也就不可能提出反证。因此反向意见者能够不断拿一些奇闻轶事，供应追随他们的人。

他们所说的故事，内容常是一些杰出的投资人，看到过分激情的“明显”迹象，因而找到市场头部。至于有多少同样天赋异禀的投资人，因为类似的真知灼见而过早出场，则没人能够衡量。

底部也不像一些投资故事所说的那么容易找到。这方面应该避免的错误观念是：由于价格下跌，所以稍后一定会上涨。南方邦联债券跌破面额后，一路跌跌停停，最后一文不值。

有人拿钟摆来比喻市场，这样的说法，误导作用也大，投资人一样应小心提防。没有一种物理定律可以说某种证券上下起伏之后，一定回到介于中间的实质价值。事后回顾，一公司的获利能力从根本发生变化之后，股票创下历史性低价，未来 10 年可能无法突破这个价位。

几乎没人能够驳斥这个说法的逻辑，但逻辑有时被反向意见者抛到脑后，只谈一些陈词滥调。可以预期，每当市场或市场中的某一类股票卖压大量拥现，便有一些陈词滥调现身：

- “投资人把婴儿连同洗澡水一起泼掉了。”
- “此类股票中的每一家公司，不管好坏，同样蒙尘。”
- “警察抓妓女，连弹钢琴的人也抓走。”

《华尔街日报》1990年4月9日的“华尔街听闻”（*Heard on the Street*）专栏，便出现典型的过度反应说法。文章标题是“银行类股不分青红皂白抛售，表示可能有便宜货可捡”（关键字是“不分青红皂白”、“便宜货”）。作者指出，由于近来投资人“倒出”银行类股，若干银行股票的股利收益率约为 7%，是市场平均水准 3.5% 的两倍。文章引述若干分析师的话说：“现在是大胆的银行投资人进场的时刻。”（译注：股利收益率

指每年的股利除以股票的市场价格。))

《华尔街日报》的文章又说：“任何想捡便宜货的人，购买清单再短，花旗集团（Citicorp）都应纳入。”投资人还是担心不动产业经营困难和贷款比率偏高。但花旗集团的触角遍及全球各地，信用卡、住宅抵押贷款、外汇业务居于领先地位。此外，这家银行机构也拥有以前未曾宣布的“化整为零”财产，也就是如董事长里德（John S. Reed）所说的，花旗集团的放款组合广泛分散于不同的地理区域和顾客种类。作者说：“蛋糕上的糖霜，是 7.2% 的收益率，而且不久后股利可望提高。”

花旗集团的股利的确即将调整，但结果是降低，不是提高。1991 年 1 月，董事会减少股利派发金额 44%。这件大事发生之前，花旗集团的股价已不到 11 美元，远不如《华尔街日报》那篇文章发表时的 22 $\frac{1}{2}$ 美元。

评估投资建议是否正确，事后诸葛绝对占优势。不过花旗集团和其他银行业者的反向意见故事，还是有若干清晰可辨的陷阱。例如，因收益率高就买普通股，是风险很高的策略。市场往往显示前头有很大的风险，也就是股利会降低或者根本不发股利。同样的，不能像“华尔街听闻”所说，因为花旗的股价低于帐面价值，以及本益比“只有” 6 倍，就说它很便宜。帐面价值、盈余和股利一样，都有可能下降。花旗的帐面价值和盈余后来都下降，主要是放款出问题，而反向意见者却淡化这方面的问题。

扩大范围来说，乍看之下的过度反应讯号，其实往往证实

市场已正确吸收消化重要的新资讯。价格有很大的波动，不能据此而说波动太大。

相信自己能在群众乐昏头或垂头丧气之际仍保持理性，很能满足自我。反向意见者推销投资建议，就是掌握这种心理动机。但在投资理财这个领域，保持谦卑之心可能是比较好的态度。我们找不到万无一失的方法，确保其他每个人左转时，自己右弯没问题。

第二章 谁热谁冷

证券分析师往往 得到过多美誉（责备）

财经新闻媒体往往看好某些股票、看坏某些股票，所有的投资人都想从里面找到价格低估的股票。在新闻媒体塑造下，证券分析师惟一的功能是找出涨得最快、最多的股票。

大部分人理财时，念兹在兹的，是选到好股，但有数兆美元的资金根据完全不同的原则投资。许多大型金融机构的经营重心，在于领取和再投资债息与股利。价格一有变动，他们最关心的是抑制损失金额。对他们而言，丰厚的资本利得有如意外之财，不能当做核心目标。

很多有钱人也用同样保守的方式管理投资组合。但是我们想像得到，财经新闻媒体的编辑倾向于腾出更多版面，报导分析师推荐某些股票将上涨一倍或两倍。

各种投资看法各执一端，投资大众看得眼花缭乱，证券分

析师的建议普遍为人误解，也就不足为奇。经纪公司三言两语传达分析师的意见，使得误解加深。“买进”、“卖出”、“缩手”等字眼，比“一年内涨幅可能超过市场指数涨幅”的说法简捷有力。你可能觉得，类似后者的说法官腔官调，闪烁其词，但如你了解分析师的意见对你有什么帮助，务必仔细推敲研读。

股票投资建议有无价值，看了推荐个股所用的两种方法之后，就会清楚。第一，分析师可能根据市场中其他人不知道的资讯，做成“买进”或“卖出”的建议。实际上，这种现象很少见，因为证券管理委员会（SEC）规定企业一视同仁揭露财务资讯，不能只让少数分析师知道。

有时分析师根据小道消息做成建议。例如，有些文件没人注意，但可能引发极具爆炸性的法律诉讼。不过大部分时候，经纪公司的分析师使用的资料基本上相同。

这些情况带来第二种更常见的建议：分析师认为证券价格没有准确反映已知的事实。要做这种建议，必须先确定将来可能有哪些事件影响股票的价值。接着，判断这些事件发生的机率，分析师就能得出风险和报酬均衡时的价格。

股价“由事件牵引”而产生变化，最能清楚地说明这个观念。拿 1991 年隐密（Stealth）轰炸机计划取消时，国防设备大承包商麦道公司（McDonnell Douglas）的股价波动为例来说。1 月 7 日，国防部撤销计划，麦道股票的开盘价是 $39\frac{1}{4}$ 美元，1 月 9 日的收盘价跌到 28 美元。

隐密轰炸机生产计划取消，并非完全出乎意料。1月7日以前的麦道股价，反映了专家估计计划有可能取消。投资人如确定该公司的隐密轰炸机营业收入会实现，将愿意支付更多钱买它的股票。相反的，如果隐密轰炸机的生产计划无疑将取消，麦道的股价会下跌。在国防部宣布它的决定之前，未来的情况不明，所以最好判断麦道的股价将介于以上两者之间。

假设这样一种由事件牵引的情况，最佳的机率估计值是 50/50，也就是，利多发生的可能性和利空发生的可能性一样高。再假设一支叫做 *Dynamogetics* 的股票，如果消息有利，股价会涨到 40 美元，消息不利，则会掉到 20 美元。在这些假设之下，你应以多少钱买进这支股票？你可能说，买进价格只要低于 40 美元，就有获利的可能。（当然，你必须把手续费纳入考虑。）但类似的情况中，支付 30 美元或更高的价格，长期而言不可能赚到钱。如果机率的 50/50，则有一半的时间你手上的股票会涨到 40 美元，一半的时间则跌到 20 美元。平均而言，股价是 $(40 + 20) / 2$ 或 30 美元。因此，只要付出的价格高于 30 美元，机率告诉我们，你会赔钱。

或许你认为上面的例子太过明显和琐细，不值得讨论。要是真的这么想，我们不妨看看市场中根据机率实际做成决定的情形。

前面的假设不变，目前 *Dynamogetics* 的市价是 32 美元。分析师理性小姐认为，这样的股价略嫌偏高。她承认，这支股票有潜力上涨到 40 美元，但好事成真的机率只有 50%。机率一

样高的坏事如出现，则股价会跌到 20 美元。风险和报酬的均衡点似乎不在 32 美元。如果理性小姐不坚决认为应该“卖出”Dynamogetics，则会建议“缩手”，说“近期内涨势可期”，或提出类似的说法。

分析师豪赌先生与她成鲜明对比，看好这支股票的后市。他问道：今天平疲不振的市场中，多少股票有潜力增值 25%？豪赌先生大拍桌子，直指这支股票应该“买进”。公允地说，豪赌先生建议在 32 美元买进 Dynamogetix 并非毫无理性，也许他只是弄错了。比方说，如果他高估利多出现的机率为 70%，则 32 美元看起来确实相当便宜。以数学公式来算，风险和报酬会在 $(0.7 \times 40) + (0.3 \times 20) = 34$ 美元处形成均衡。豪赌先生所做的建议没有根据，或者真的弄错了，都没关系，因为不管何者，照他的建议行事，长期而言你会赔钱。

但是短期而言，你可能喜欢他的建议。Dynamogetics 涨到 40 美元的机率有一半。果真如此，不久之后，你就会见到新闻媒体有这样的报导：

这一阵子，高科技类股中炙手可热的股票，都在豪赌先生的流星证券名单中。他最近在 32 美元铁口直断 Dynamogetics 股价会上涨，一个月后果然激升到 40 美元。

理性小姐似乎失去准头。冷静分析公司在科技类股的分析上一向很敏锐，去年却完全错失一支大黑马——Dynamogetics。过度悲观的理性看法，使得该

公司在 *Dynamogetics* 大涨 25% 的过程中“缩手”不动。据称冷静分析公司的业务员对她的疏忽颇有微词。

过不了多久，豪赌先生势必得到报应。如果他继续推荐价值已经充分反映——甚至价格过高——的股票，机率终会逮到他。很快就会轮到他被人唾弃，因为他给客户差劲的建议。新闻媒体下次提到他的时候，一定是负面的报导。新闻记者将挞伐豪赌先生建议“买进”某支后来下跌的股票。他真正不对的地方，是在机率方面犯下系统的错误，但这不是新闻报导的好题材。

至于你，理该懂得慎思明辨，要紧的是避免和一般人一样，对分析师和他们的意见抱持错误的观念。在一般人心目中，有个简单方法可以检测分析师“买进”建议的好坏：如果股价真的上涨，那就是好建议。上涨机率达 75% 的股票中，依据定义，4 支股票会有一支下跌或持平不变。因此，你不能根据简单一个建议，就说某位分析师是不是比市场一般人聪明。可是财经报纸还是每个星期执意这么做。

晓得评估研究报告的良窳很困难之后，你就不会再期待分析师变魔术。这一来，这场游戏中，你会站在别人前头，至少不会大失所望。

许多被人奉为圭臬的投资策略，目的其实不在挑出热门股。如果你仍想透过个别证券的选择，获取可观的资本利得，务必认清分析师意见的真正意义。

“价值低估”不表示“这支股票几乎肯定上涨”。比较准确的意思是“我相信未来几年我归入这一类的许多股票中，绝大部分的表现会优于一般水准。如果我的看法正确，则照我的所有建议去做的投资人，一段长期间内，获得的报酬率应会高于标准普尔 500 种股价指数的涨幅。”

这话听起来不像迅速致富之道。冷静而有节制的选股建议，新闻媒体的报导篇幅有限，原因可能在这里。有些分析师本来预测股票涨跌机率各半，而这次竟然一箭中的，大部分投资人宁可看这样的报导。

如果你真的希望用理性的态度投资，就必须扬弃这个谬见：分析师有时有超凡人圣的真知灼见，有时则笨得叫人瞠目结舌。更重要的是，你应该舍弃不切实际的梦想，企图判断一位分析师何时准确，何时不准，藉以从他们的看法中致富。

第三章 听起来不错的概念股

其他公司不追求
那个野心勃勃的策略，
也许有很好的理由

财务报表引不起一般投资大众太大的兴趣。或许只有少数喜欢动大脑的人，乐于埋首枯燥的统计数字中，但大部分人希望多点感性魅力。坐拥资金有能力冒险犯难的人，总在寻找某个概念，好跟以前的赚钱高手一较长短——例如普通人买得起汽车、立即显影照相术、速食。

华尔街乐于照办。许多机构的研究部门提出了东欧庞大新市场的概念。有人谈到民营监狱需求殷切以及铝制汽车，也有人提到复合企业的概念、经由融资并购解散低效率复合企业的概念、反向融资并购的概念。耐心听下去，还会听到钢铁供不应求、水资源供不应求，有时还有股票供不应求的说法，但你绝不会听到概念供不应求：

- “经济衰退对这家公司有帮助。”

- “它将是下一家施乐公司 (Xerox)。”
“基础建设荣景可期，这是从中获利的最好方法。”
- “只要 10% 的潜在客户购买这种产品……。”

少数一些概念确实兑现了大饼，但很明显的，只有那少数几种概念做得到。你认识（或者听过）多少人因为投机操作热门概念股而赚大钱？

相反的，你可能认识一些人，受害于听起来很棒的概念，赔了不少钱，可是你不曾听他们提起。自称深谋远虑的人，栽了跟头之后，不会像少数幸运儿那样到处张扬。事实上，很棒的概念往往不是致富之道；投资传奇故事所说的那一套，不值得过分采信。

概念股的问题，出在听起来很棒的概念所占比率过高。美国经济不可能成长得那么快，快到符合所有概念预估的惊人成长率。如果你擅长于不断挑得珍宝，一定累聚数不尽的财富。不幸的是，这个世界上没有万无一失的技巧——事后诸葛倒是多得是——能从一堆煤炭中挑出钻石。

新闻媒体开始吹捧之后，一支迷人的概念股可能变得特别抢手。没多久，那家热门成长公司的报导位置从财经版一跃而上“趋势与生活风格”专栏。董事长跻身名流，到处发表演讲，大谈管理理论，并在报纸上撰写专栏，疾呼如何解决美国的经济沉疴。这时候可以开始考虑出售持股，获利了结。

1978 年美国航空业管制解除，出现了风靡一时，令金融市场目眩神驰的典型概念股例子。5 位在德州国际公司（Texas International）工作的高级主管，年龄都是 30 几岁，跳槽出来创立人民航空公司（People Express）。凑集创业资金时，他们牺牲奉献，无我无私。其中一位创业家的太太，领得保险公司的珠宝失窃理赔支票之后，先生说服她拿出来当创业资金。

正如深富领袖魅力的董事长唐诺·伯尔（Donald Burr）所说的，人民航空是一群年轻人“振翅高飞”组成的一个概念。照规定，每位员工都得购买公司至少 100 股股票。公司讲究人人平等，所有高级经理人，包括伯尔在内，都必须偶尔轮班当行李处理员或空勤人员。

对新闻媒体来说，这家新创航空公司比它的股价有意思。巨人歌利亚群中的大卫，为无数人带来便宜的空中旅行机会。在报纸编辑眼中，人民航空展现了庞大的潜力，显示其他仍受重重管制的行业也能松绑。哈佛大学商学院 1980 年以伯尔为主角，写了谈创业精神的个案研究。管理专家汤姆·彼得斯（Tom Peters）在《卓越的热潮》（A passion for Excellence）一书中，赞誉伯尔的人性主义作风。

连精明闭塞的金融业人士，也感染到热情。有家投资银行本来致力于筹募资金提供高科技创业公司利用，但人民航空公司的人找上门来时，经理人的感性战胜理性。一位合伙人说：“我们晓得，正冒很大的风险，但他们的整体哲学——员工必须认购股票和分享利润——令我们心动。”1983 年底，人民航空的财务长踌躇满志地说：“我们绕了一整个圈子。从卑躬屈