

 寰宇財金 175

投機的藝術

The Art of Speculation

Philip L. Carret 著

帛 宏 譯

寰宇出版股份有限公司

目 錄

- ...1... 什麼是投機？ 5
- ...2... 市場機制 17
- ...3... 投機工具 33
- ...4... 市場波動：漣漪與波浪 49
- ...5... 投機的浪潮 63
- ...6... 預測主要波動 79
- ...7... 投機的活力來源 97
- ...8... 技術因素與經濟基本面 115
- ...9... 放 空 133
- ...10... 瞭解多頭市場 147
- ...11... 如何閱讀資產負債表？ 165
- ...12... 如何閱讀損益表？ 185
- ...13... 鐵路與公用事業——管制的利弊 203
- ...14... 分析產業股 221
- ...15... 地下寶藏的美夢 237
- ...16... 財務手術中潛藏的利潤 253
- ...17... 買賣未上市股票 269
- ...18... 選擇權與套利 285
- ...19... 投機變成投資時 305

...1...

什麼是投機？

我們不需為投資理論進行辯解。只要不是社會主義者和共產黨人，任何人或多或少都瞭解資本在現代世界中所扮演的重要角色。投資人運用自己辛苦累積的財富，本來就應當獲得公平報酬。許多人把資金投入電話公司，使得我們的電話系統不斷成長，讓這些人獲取平均 8% 的投資報酬率，一般人大多將此視為理所當然的事情。而且也會承認一點，我們需要一套複雜的體系，把紐約一位教師辛苦儲蓄的數千美元，轉換為加州的一座水力發電廠。只有經濟文盲才會認為債券業務員、經紀商和金融世界中的其他專家是「寄生蟲」或「不事生產者」。

投機顯然不同於前述情況。一般人恐怕不瞭解成功的投機者在賺取金錢利益的過程中，究竟會對人類福祉做出什麼相對的貢獻呢？就一般人對於投機操作的瞭解，他們所看到的損失似乎遠多於利益。從表面上來看，投機操作對社會似乎沒有貢獻。一般相信，投機就像賭博一樣，成功者的利得只不過對應著失敗者的虧損。難怪顧德（Jay Gould）、杜魯（Daniel Drew）和另一些著名的投機人士都不受歡迎。

小麥投機

很不幸的，對大多數人而言，「投機」一詞立即讓人聯想到「股票」。麵粉業者亨利·羅賓遜（Henry Robinson）曾因正確判斷小麥行情而致富，他的成功並不是來自於麵粉製造或買賣的技術。而他的鄰居在高爾夫球場閒談時，總是很自然的評論羅賓遜是位精明的生意人，從來沒有人說他是成功的投機者。雖然麵粉廠業務的投機與本業有關，但投機畢竟是投機。

百萬之舞

不需要深奧的研究就可以發現，每一種生意營運都難以擺脫顯著的投機成分。糖價曾經在 1920 年飆漲到每磅 22.5 美分的高峰；這段期間內，全世界任何一家製糖廠都不可能不賺錢。因此使得產糖國古巴日夜狂歡，大跳「百萬之舞」。但是，糖市在 1921 年崩盤後，糖價暴跌到每磅 2 美分，這時，不可能有任何一家糖廠能賺錢。幸好這種極端的例子並不常見，但每種商品的價格卻難免經常波動。每位生意人，不論他是鋼鐵廠廠長或是針線店老闆，或多或少都受到本業商品價格波動的影響。

不得已的投機者

一家棉紡廠能否成功，除了看經理人管理工廠的效率

外，也要看經理人購買原料的功力，這兩者幾乎是同樣重要。成功的棉織品製造商必然也是相當成功的棉花投機者。如果在錯誤的時機購買棉花，或者沒有在正確的時機購買棉花，所得利潤會很少，甚至根本沒有利潤，這是理所當然的事情，即使是不贊同股票投機的人士也應該沒有異議。

但是，有人立刻會說，股票投機者和企業家之間存在著重大的差別。企業家不是主動的投機者，他們的事業本來就有某種程度的投機風險，而且必須透過正確的判斷，儘量降低這種風險。然而，投機風險會附隨著企業家的本業而來。紡織業者經營棉紡廠，目的並不是為了投機棉花，而是為了供應棉織品給世界，投機是一種必要之惡。有人可能聽說，股票投機者並沒有這種冠冕堂皇的藉口，他只是無形資產的買主和賣主。在他擁有股票時，這些無形資產的本質並沒有改變，如果他賣出的股票價格下跌，他只是犧牲了某位不幸買方的利益，讓自己得利。如果所買的股票價格上漲，他也沒什麼貢獻。事實上，他只是一個閒人，但他原本應該做一位忙碌的資本家，把資金導向更有意義的用途上。

對券商客戶的類似觀察，更加深各界對投機者的不滿。一位律師強烈批評股票投機，因為他的合夥人不顧業務，每天浪費數小時，研究報紙的股票行情表，並且經常沉迷在號子內。一位企業家也對股票投機極為不滿，因為他看到一位能幹的部屬迷上股票，對工作失去了興趣。

投資者必須投機

然而就像紡織廠商不得不投機棉花一樣，難道沒有人在日常業務上就不得不從事證券投機的？當然有！投資人就必須同時是投機客，就像任何企業家也必須是投機者一樣。如果有人自豪的說：「我絕不投機。」那麼他如果不是全然的無知，就是一位失敗的投機者。商品價格不斷波動，對企業家的財富造成深遠影響，證券價格也一樣經常變動。一位寡婦在 1914 年以 95 美元的單價買進年息 4% 的債券；一段時間後，她要求銀行職員解釋「到期殖利率」的含義，銀行職員說，除了每年 40 美元的利息外，她的投資收益包括 50 美元的價差，也就是她的購買價格和票面價格之間的差額。她說：「聽起來非常好，但是事實上，債券價格已經下跌。」即使是最高等級的證券也有一些無法規避的投機風險。一個人像鴛鴦一樣，把頭埋在砂裡說：「我絕不投機。」並不能減少投機風險。

字典上怎麼說

英文的「speculation」究竟代表什麼意義？權威的韋氏大字典提出一些定義，在這些定義中，我們找到(1)「用智力思考任何事務的不同層面；思索」；(2)「購買土地或商品等等的行為或作法，預期價格上漲並且可以賣掉賺取差價。」在第二項定義中，韋氏大字典加上一項自以為是的觀察：「一些人因投機而致富，但是許多人因投機而破產。」韋氏

指出，我們必須用動機區別投資和投機交易。根據韋氏的說法，某人在 1915 年以 60 美元買進美國鋼鐵公司（United States Steel）的股票，預期可以賣出牟利，那麼他就是投機者，雖然他在後來改變賣出的心意，長期持有這支股票。相反的，某人在 1921 年以 95 美元，買進美國電話公司（American Telephone）的股票，希望能長期享受 8% 以上的股利報酬率，那麼他就是投資者，雖然他在數週後，受不了上漲 10 美元的誘惑而賣出獲利。

所以交易的實際結果可能與原先的動機相反，但是在界定投機行為的意義時，顯然不能忽略動機的因素。就本書而言，投機似乎可以定義為：「購買或賣出證券或商品，預期能因價格波動而獲利。」購買一大批雞蛋，然後每打賺幾分錢，一打一打的賣給消費者，不算是投機，雖然蛋商可能在賣出雞蛋前，因雞蛋價格上漲而獲取投機利潤。同樣的，在 6 月份購買整卡車的雞蛋，然後儲存到 12 月份售出，也不算是投機，不過雞蛋市場的價格波動，必然嚴重影響賣出的利潤。純粹的投機只涉及同一市場的買進和賣出，並不提供任何配銷、儲存和運輸的服務。

有組織的市場

然而大家可能在乳酪、紙張、椰子油，甚至任何可以想像的其他商品投機；但絕大部分的投機發生在有組織的股票市場和商品市場。芝加哥期貨交易所（Chicago Board of Trade）提供投機者針對小麥、玉米、燕麥、豬肉和其他糧

食的行情進行投機。紐奧良和紐約棉花交易所（Cotton Exchange）提供市場給棉花投機者。紐約咖啡砂糖交易所（New York Coffee & Sugar Exchange）也是這類商品的交易市場。爲了避免實體交割巨量的商品或提供倉單給投機者，這些交易所只是交易未來交貨的合約。由於這些合約必須標準化，所以只可能就一些易於分級的商品組織交易所。例如，像羊毛這樣的重要商品並不容易分級，因而沒有類似棉花交易所的羊毛交易所。

股票交易所是最重要的組織化市場，其中以紐約證券交易所（New York Stock Exchange）爲首。這個最大的組織化證券市場中，有一千多種股票和更多數量的債券掛牌。紐約店頭市場（New York Curb）和一些地方性的交易所規模較小，但也有數百種證券上市交易。這些交易所都訂有嚴格的法規，要求股票上市公司公開資訊，限制所屬證券公司向交易大眾收取的手續費，並儘可能維持自由開放的市場。

一個民主的機構

對投資人和投機者而言，任何股票交易所的組織運作都是一樣。經紀商不知道、也不在乎客戶屬於哪一類的人，他當然知道客戶是用現金買賣，或是做融資交易。但是，這項區別也不能定義客戶的屬性。用現金買進的客戶主要可能著眼於增值的利益，融資買進的客戶稍後可能清償貸款，取回股票，長期持有，收取股利收入。我們可以相當穩當的認定，只買進高評等債券的人主要是投資人，不過他還是要承

受一些投機風險。另一方面，經常在市場上融資買賣股票的人，如果不是賭徒，就必定是投機者。在這兩種極端的類別之間，有著數不清的層級。證券買賣雙方的動機通常都很複雜，幾乎不可能畫一條直線，然後說這一邊的人是「投資人」，另一邊是「投機者」。

希望或判斷？

乍看之下，「speculation」在字典上的兩項定義——思索和投機——似乎沒有多大關聯，其實是相輔相成。投機者的第一步就是用「智力思考」他所交易的證券或商品。值得注意的是，韋氏大字典並沒有說「希望」價格上漲，而是說「預期」價格上漲。某人下注 100 美元，以 1 賠 10 的賠率，賭名叫「火星塞」的賽馬獲勝，可能希望這匹馬會第一個跑到終點。像賽馬這麼不確定的事情，賭客並沒有合乎邏輯的理由，預期事情會有圓滿的結果，因此，這個人是賭徒而不是投機者。如果這個人根據希望，而不是依據判斷，購買 100 股麥克卡車公司（Mack Trucks）的股票，或是任何公司的股票，他也同樣是賭徒。他可能是因爲看了內線消息報導，甚至是著名經紀商的市場報告，然後做出購買決策，但是他不用「智力思考」，就不能改變他的賭徒身分。

事實上，賭博在股票市場是一種很普遍的現象。貶抑市場投機的人通常想的是股市賭博。投機者向經紀商下單，除了填寫交易指令的墨水之外，他們還運用頭腦，他們提供的服務對社會極具價值。

投資人的先鋒

就像水總是受地心引力影響而往低處流一樣，證券市場的價格也總是回歸實際價值。投機是進行調整的動力。是否有新工業興起？滿足新的需求？增加新的社會財富？需要新的資本來創造生產量？機警的投機者會發現它，購買它的股票，把它的成功推介給投資大眾，並且提供它一個新的信用基礎。一家曾經興盛極至的公司是否遭逢厄運？利潤是否縮水？管理階層的能力是否下降？投機者會注意市場上這些隱藏的弱點，會發掘它，宣傳它的困境，及時警告投資人。在這方面，投機者是投資人的先鋒，總是嘗試把市場價格拉回到合理的投資價值，開放新的資本寶庫給成長中的企業，同時關閉虧損企業的資本供給。

提高市場性

股票投機和股票賭博帶給投資人的最大利益，是提高股票的市場性。愈多人對某一股票感到興趣，這支股票的市場性就愈高。市場性或許可以定義為一種證券在面臨異常龐大賣壓而仍然可以維持其合理價格的能力。著名的績優鐵路債券在一筆 100 萬美元的賣壓下，價格可能下跌一些，美國鋼鐵公司普通股在突然一筆 1 萬股的賣壓下，可能跌得更少。股票之所以具備這種高水準的市場性，主要是投機活動的結果。

投機者把證券價格拉回實際價值的過程中，心理動機和投資人相同，都是為自己的金錢尋求高於平均水準的報酬率。聰明的投資人操作成功，必定可以獲取相當大的投機利潤。身為投資人，他可能無法像投機者一樣，快速收成；但是，顯然成功的投資人和聰明的投機者之間，只有程度上的差異，而不是類型不同。

投機和生活成本

「賺錢比存錢容易」，已經賺了「一筆財富」，卻不知最佳守財方法的人常常如此抱怨。范斯純（Kenneth S. Van Strum）之類投資專家最近的研究也不能減輕這種人的問題。范斯純寫的〈購買力投資〉（*Investing in Purchasing Power*）最先刊登在《巴隆週刊》。這份報告和其他關於同一主題的研究都強調，投資人不只是要維持投資資金的美元價值，也必須在不斷波動的生活費用下，維持其購買力。過去的投資策略是以債券和抵押貸款等保守工具做為投資媒介，這種傳統觀念顯然遭到前述權威學說的嚴厲打擊。這些專家堅稱，良好的投資策略必須納入普通股。生活費用雖然持續上漲，卻會經由股價上漲和股利分派得到彌補。換句話說，保守的投資人想維持財富的實質和名目價值，就必須給自己一個賺取投機利潤的機會。這項理論再度驗證一項事實——實務上很難區分投資人和投機者。

購買證券時，一旦投資人充分瞭解自己必須注意至少是偶發性的投機利潤，這種體認或許足以讓他在投機方面再向

前邁進一步。即使是「績優」股票，偶而也會發生意外；不論是爲了保護自己，或者是爲了保護資金的實質價值，不受生活費用上漲所侵蝕，投資人至少都必須購買一部分預期存在價差利潤的證券。他賺到的利潤，不可能剛好彌補突發的損失或增加的生活費用。面對這種不可能的情形，他自然希望保留一些安全餘裕，讓自己的資金能創造長期利潤。現在，他已跨過界限；在某種程度上，無疑已經變成投機者。至於尋求資本利得的希望究竟可以實現到什麼程度，一部分要看自己的性情而定，另一部分則視他能花費多少時間和精力在研究證券上。

成功之路

鑽研證券價值是投機成功的關鍵。成功的投機者必須購買或持有售價低於真實價值的證券，避免購買或立即拋掉價格高於真實價值的證券。成功的投資人必須確切遵循相同的策略。有些投資人購買價值低估的證券，主要是追求更高的長期投資報酬；有些投資人是追求資本利得，一旦價值低估的證券自我調整回到真實價值時，就會帶給他們資本利得。

價格調整回到真實價值需要多少時間，這是投機者非常重視的因素。就這方面來說，投機者的立場截然不同於投資人，投資人不怎麼關切時間問題，但時間因素顯然會讓投機活動的複雜性增加。證券和服裝一樣也有流行風潮；一支證券的價格可能低估，但是如果這支證券得不到流行風潮的青睞，投機者對它不會有太大的興趣；因此，投機者除了必須

研究真實價值的要素之外，也要研究股市心理。

股票如何像房地產

證券價值受到無數因素的影響。希望成爲成功投機者的業餘人士，將發現價值研究不是一項簡單的工作。不過，他會發現這方面的工作很有趣而且有利可圖，也很巧妙。就像任何其他領域一樣，證券價值基本上是靠比較之後決定。一位房地產估價師如果稱職，就會比較某一宗房地產與最近售出的鄰近房地產；雖然兩宗房地產不會完全相同，但經過適當的調整後，就可以合理估計出真實價值。在證券市場上，能幹的交易者同樣會針對類似的股票進行比較，斟酌調整它們之間的差異，嘗試估計股票的合理價格。同樣的，他也必須比較證券市場現況和過去的類似情況，藉以判斷整個證券市場的行情趨勢。

在一章的篇幅內，實在很難詳盡討論證券價值和價格趨勢的諸多影響因素，甚至探討其中最重要因素都不可能。然而，就回答「投機是什麼？」這個問題而言，本章的簡略討論或許已經足夠。事實上，投機和投資密不可分，投資者必須承受某種程度的投機風險，明智的投資人會追求某種程度的投機利潤。如果有時間、又有適合的特性和能力，投資人可能會更進一步追求投機利潤，不再讓自己侷限於追求股利與利息收益。這種投機行爲可以提供給投資人最寶貴的服務，擔任投資人的先鋒而開闢最有利的投資管道，提升投資標的股票的市场性，協助維護以服務投資人爲主要目的的金

融體系。

...2...

市場機制

走進美國十多個最大城市的金融區，看看門口掛的招牌，在各個公司的名稱下，可以看到各種不同的說明，最常見的是「紐約證券交易所會員」，其他說明包括「經紀商」、「投資級證券」、「投資級債券」、「銀行家」、「自營商」和各式各樣證券的「場內交易公司」。對於自己經營的業務種類，即使兩家公司的說明採用完全相同的字眼，實際經手的證券可能南轅北轍，提供給客戶的服務品質可能也截然不同。因此，衆多為投資人或投機者提供服務的公司，是龐大投資與投機機器的一部分，負責把美國人一年大約 1,000 萬美元的儲蓄，轉移到大致上有利可圖的管道，並且為已經發行的數百億美元證券，維持一個更大的市場。這種機制極為複雜，個人可能接觸的地方實在太多了，因此有錢的人究竟會走進哪家公司的大門，純粹為機運，不是出於明智的抉擇，這種事情不足為奇。

高級小弟

一般說來，經營證券業務的公司可以分成兩大類，一類

是商人銀行（merchant bank）或所謂的投資銀行，另一種是經紀商。前者用自己的帳戶買進大筆證券，再分成比較小的數額，轉售給投資大眾。基本上，這種業務形態就像街口的雜貨店，購買一大袋砂糖，再分裝成小包零售。經紀商提供的服務完全不同。經紀商可以比擬成高級小弟，接到客戶的買進或賣出委託單時，經紀商會設法以對客戶最有利的價格，找到對應的買盤或賣盤進行撮合，然後從這種服務中，收取小筆手續費。和投資銀行合法賺取的利潤相比，經紀商收取的交易手續費通常只占很小的比率。雖然經紀商和投資銀行的功能明顯不同，但很多公司同時從事兩種業務。某些大型經紀商也積極分銷債券和股票兩種證券，大型債券公司也設有龐大的股票部門，在任何主要市場中執行交易，收取手續費。

投資銀行

證券經銷公司大部分也是債券交易商。美國城鎮、州郡、鐵路、公用事業和產業公司要籌募長期貸款時，幾乎毫無例外，都是靠銷售債券給大型投資銀行，取得資金。股票發行比較少用這種方式分銷給投資大眾。因此有很多投資銀行只從事債券交易，可能有幾百家公司同時只專門做某類債券，例如市政債券、不動產抵押債券或公用事業債券。債券業者派出數以千計的業務員到家庭、商店和辦公室尋找投資人，嘗試轉賣手中的債券，賺取差價。債券業務員和他們代表的公司，主要的興趣只是他們已經買進的證券；對於其他類別的證券，不太可能擁有詳細的知識或明智的看法。

業餘債券投資人

債券公司通常都不怎麼注重投機者的需要。他們銷售的債券大部分都附有固定利息，沒有什麼資本增值的機會。債券行情上漲時——一檔債券偶爾會極受歡迎——價格立刻上漲2、3美元。習慣在這種情況下獲利落袋的投資人，通常不受債券公司歡迎；債券公司喜歡的客戶是爲了賺取固定利息收益而購買債券投資人，而且他們通常都繼續持有債券至到期爲止。爲了快速獲利而購買債券的短線客戶，很少賺到真正的大錢，反而經常因此不能得到債券公司的歡心。這種投機操作通常是業餘債券買家的特性，他們具有的債券知識不多，剛好只夠他們幻想自己是專家。

發行股票籌募資金

一般債券公司偶爾會經手特別股和具有優先權的證券。特別股是由希望籌募新資金的公司，用發行債券的方式創造和銷售，成長中的公司爲了維持強有力的資本結構，必須向大眾籌募新資金，會被迫銷售若干普通股或特別股，以便支撐本身日漸升高的債務結構。近年來，公用事業公司也常常發現，可以直接向客戶銷售股票，並且設立專門處理發行業務的部門。如果公司經過很長一段時間，才需要新資金，顯然不能用常見銷售股票以外的方法來籌資。

普通股股本會擴大，通常是利用盈餘公積再投資而累積