

肯恩費雪

教你看懂投資市場

Markets Never Forget (But People Do)

How Your Memory Is Costing You Money-and Why This Time Isn't Different

肯恩·費雪 Ken Fisher、菀菀·霍夫曼斯 Lara Hoffmans—著
陳重亨—譯

5 前言

17 第1章 司空見慣的尋常

您說得沒錯，約翰爵士／很正常的常態／失業型復甦／大家都害怕但絕少出現的二次衰退

63 第2章 被平均值愚弄

多頭市場基本上高於平均值／V型反轉萬歲／正常漲跌也會走極端，不會是平均值／暫停休養（和困惑）／很難剛好符合平均漲幅，非常困難

99 第3章 行情波動很正常

振盪波動到底是什麼？／波動幅度本身就是振盪波動／例屬尋常／股票比債券更少波動嗎？／經濟波動，也很正常／波動本身不是壞事／從來不嫌沉悶

133 第4章 長期空頭？（長期）多頭啦！

從空頭的眼鏡看世界／兩次長期大空頭市場？／股票——漲多跌少

159 第5章 負債與思慮不周

赤字並不壞，預算盈餘才要命／巨額政府負債的
歷史／現在到底有誰破產了呢？

189 第6章 長期偏好和其他投資錯誤

沒有哪類股票可以永遠稱王／長期偏好跟長期預
測一樣，都是錯的／儘管看來安全可能仍是追逐
熱潮／活用歷史增進優勢

225 第7章 政治因素

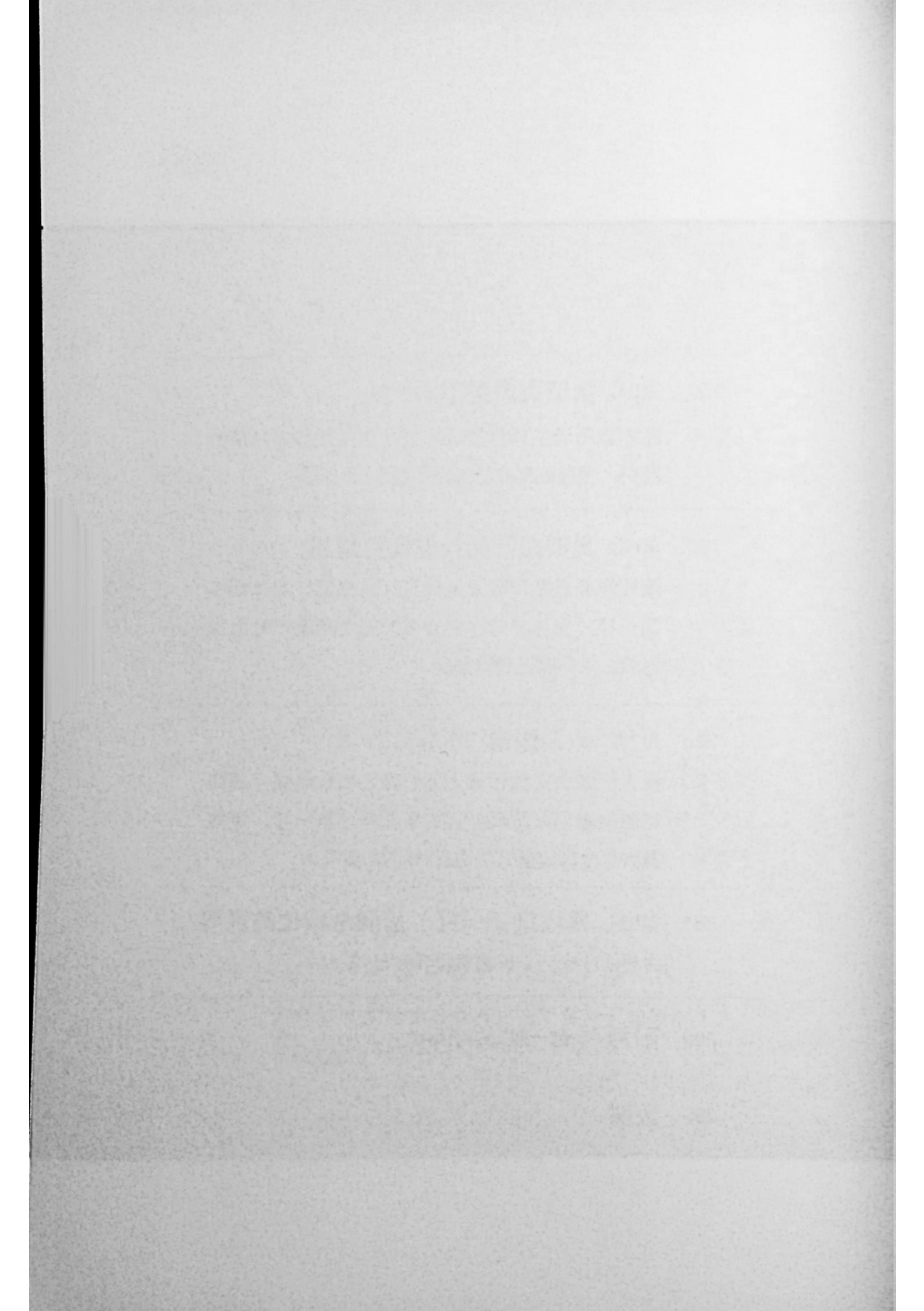
進入非意識形態領域／你的黨沒有比較強／總統
與風險厭惡／詭譎多變的第四年和第一年／吸血
蟲大軍全球流竄／吸血蟲VS企業家

261 第8章 畢竟這（一直）是個全球化的世界

世界小小小／正確觀察世界／結語

289 附錄——獨一無二的堪薩斯

295 致謝



前言

希望永遠蹦越而出

在我年輕的時候，鮑伯·霍伯（Bob Hope，1903-2003）可是個巨星，非常、非常、非常有趣。不管是他跟平克勞斯貝（Bing Crosby）拍的電影（曾主演52部電影）；冒著生命危險，親自前往海外軍事衝突地區表演慰勞美軍；或者是在電視上表演脫口秀，總之你在任何地方都看得到霍伯，打從他1938年以來的每一次表演，還有他的招牌歌〈謝謝你的記憶〉（Thanks for the Memory；李奧·羅賓〔Leo Robin〕作詞，雷夫·蘭傑〔Ralph Rainger〕作曲，首度灌錄為霍伯和雪莉·羅絲〔Shirley Ross〕）。霍伯留給我們的身影是如此巨大，已然超越偉大。希望永遠蹦越而出，無時無刻！但不幸的是，我們的記憶卻不是這般運作。事實上，對於經濟和投資市場的現實，我們的記憶力實在是糟透了。

人們都是健忘的，忘得那麼多！那麼經常！而且忘得那麼快！對那些不久前發生過的事，我們轉眼即忘，怎麼也想不起來。這樣的忘性會導致投資錯誤，這種尋常的失誤可謂堆積如山。說不定霍伯也該唱一首〈胡鬧啊！我的記憶〉。這正是個事實，在投資市場中我們的記憶常常如此惡作劇，而我們總是學不到教訓。

我們會忘記一些真正發生過的事，忘記那些事件、原因、結果，甚至連自己的感覺都會忘記。也因為我們健忘，所以總是把注意力擺在此時此地和剛剛才發生過的事，即行為學家所謂的「目光短淺」（myopia）。我們往往以為自己所看到的事物是新的，跟過去不一樣、也顯得更重要，其實那些事物常常都已經見過，或者跟過去極為相似。這種類似例子在歷史中到處都有。

人類這種目光短淺的傾向並非偶然，實乃演化的產物。數百萬年來的人類演化，讓我們迅速忘記痛苦，否則我們不會去做那些看似瘋狂的事，例如利用棍棒和石頭獵捕巨大的野獸，或者在乾旱、冰霜、大火摧毀作物之後，照常地耕種田野；當然也沒有哪個女人會想生第二個小孩。幸虧我們都很健忘，而且忘得還挺快的。

忘記痛苦是一種求生本能，但不幸的是，這表示我們也會忘記經驗教訓。而且，儘管人們健忘，市場卻不會忘記。事實上歷史並不會完全重演，每個空頭市場都有獨特的成因，多頭市場也是如此。但人類的行為卻不會改變，至少改變的幅度不夠大也不夠快。投資者可能不記得在過去某些狀況下，他們曾經多麼恐慌或多麼興奮。對於債務、赤字、愚蠢政客、消費者花太多錢或花太少錢等因素，他們可能都不記得曾經如何感到恐懼。但市場對這些狀況記得非常清楚，細節容或有所改變，但行為卻幾乎沒什麼不一樣。

數十年來，我聽到許多人提到「當前情況極為罕見」的看法，並將之視為事實，那些人可都是非常優秀的專業人士。但歷史證明他們所說的罕見狀況其實並不罕見，有些甚至可說是尋常之至。我這本書裡會舉出許多類似的例子。然而當你向某人指出，他據以為事實

的意見陳述其實是個錯誤時，你馬上就要撞牆，因為他根本就不相信。他們以為自己知道，以為在媒體或網路上讀過，認為朋友們都同意，所以他們認為那就是事實。但那可能只是假的事實而已，如果我們不是這麼健忘，應該很容易就能分辨出來。然而因為我們每個人都很健忘，所以我們組成的社會也一樣健忘。

這是為什麼整體的投資人會一再地犯下相同錯誤。你不認為投資人容易犯錯嗎？我們可以來看看CXO顧問集團（CXO Advisory Group）對於所謂「投資大師」在各種專欄公開預測的評比排行。那些人有些是專業的資產管理業者（包括區區在下也名列排行榜中），有些雖然不管理資產，但也負責編撰市場通訊或投資專欄。在那份名單上的每一位，都是以某種方式公開預測投資市場的專業人士。

結果CXO對這些專業預測的正確性評比如何呢？明白地說，平均正確率是47%。¹（各位可以參看第一章，看它們對我的預測評價為何。）我甚至都想不起來曾經看過平均值超過50%以上的。而這些人都還是「專家」呢！這些知名的市場專業預言家，平均正確率竟然都不到五成！如果連專家都如此灰頭土臉，你就知道那些靠自己的分析來預測盤勢的業餘散戶也不可能做得更好（事實上，非專業投資人的平均正確率就更低囉。請參閱第二章）。

¹ CXO Advisory Group, "Guru Grades as of 06/30/2011." www.cxoadvisory.com/gurus/.

我們記不得那些忘記的事

為什麼投資人的正確率連五成都不到呢？一個最重要的原因就是：我們健忘！因此無法從過去的錯誤中學到真正的教訓。投資人曾被貪婪或恐懼的感覺壓倒，事後卻又忘了貪婪和恐懼感並不曾帶給我們好處。而且他們還會因為「現在」的感覺更為強烈（即使根本並不是），而忘了過去曾經擁抱錯誤的貪婪或恐懼感。

投資人會被一些事後證明極為尋常的行情波動所愚弄，因為他們忘記自己早就經歷過多次類似的行情波動。他們會過度反應，根據一些大肆宣染的媒體報導而對行情過度悲觀或過度樂觀，事後證明那些報導也許是誇大其詞，或者就是看錯行情，甚至只是落後的資訊。對那些不正確的資訊，投資人何以反應過度呢？不就是因為他們忘記媒體常常一再地犯錯嘛！原因都一樣，那就是人性。

比方說，2008年的市場波動讓投資人極為恐慌，但當時的波動就跟任何空頭市場盤底的情況非常一致，投資人早在2003年就經歷過相同情況，而在1974年甚至領受更多。所以他們也錯過了2009年年底掙脫底部的迅速攀升行情，事實上這樣的多頭反攻在2003年也出現過，只是幅度沒這麼大。（還有1975年到1976年之間的情況。在空頭市場即將結束，反空為多的趨勢反轉中，這樣的劇烈波動都會一而再、再而三地出現。我之所以特別舉出2002年到2003年的情況，是因為它才發生在短短數年前，投資人至少也應該要記住嘛！）

當然，相較於最近幾年，2008年的行情的確波動較大，但若放在比

較長遠的歷史中來做比較，其波動幅度就沒什麼特別了。可惜投資人忘了去查看一下歷史。在我們的世界中，很少人會從歷史中學習。首先，對大多數人而言，歷史常常顯得很枯燥；其次，在大多數人的短視心態中，短短數十年也認為太久遠，就是不相信那些過去的事跟現在有什麼關聯。事實上，投資市場的變化並不太大，因為它們的運作基礎，也就是人的互動反應，長期而言也變化不大。以行為心理學來說，最基本的一課就是人類的改變和學習都非常緩慢。

我還會舉出更多例子：投資人喜愛特定政客，認為他的政黨對股票市場比較有利，但就算從最近的歷史狀況都可以明白，沒有哪個政黨對整體股市比較有利或不利（請參閱第七章）。投資人也常常以為某些特定種類資產長期而言表現較佳，儘管在不太遙遠的過去已經被證實是個錯誤（請參閱第六章）。因為他們又忘了，忘記之前的痛苦，之前一次又一次的痛苦。因為同樣的誤解和錯誤認知，而一再犯下同樣的錯誤。

幸運的是，我們並不需要百分之百正確才能做好投資。要做到百分之百正確，是不可能的。如果你指望自己的投資可以達到百分之百正確，你必定要大失所望，因為沒有人會永遠正確。事實上，你只要對的時候多而錯的時候少，那就可以了。即使是那些最厲害的投資人也曾經犯下許多錯誤。在投資界裡，如果你的正確率有60%，就算是個傳奇囉；要是達到70%，那可是個神啦！就算只稍微超過50%，就表示你做得比大多數投資人更好，甚至勝過一大堆投資專家呢。

在我看來，要改善投資績效的好辦法，就是先減少犯錯率。如果你能更清楚地看清世界，不墜入困擾大多數投資人的錯誤認知，就能夠減少犯錯。我在《富比世》的專欄和拙著，基本上所說的都是幫助各位減少犯錯。也就是仔細觀察世界，從不同的角度去看，更正確地理解（就我而言），再來決定如何行動或按兵不動。儘管這麼做還是會犯下許多錯誤，但那就沒什麼關係了。

→ 要看清世界，減少犯錯率，有一個很棒的工具。就是保持冷靜沉著，經常運用一點市場歷史提醒自己，來改善自己的記憶，就能讓你看清世界、減少犯錯。我這本書會告訴各位該怎麼運用這項工具。

歷史就是個（威力強大的）實驗室

如果你明天穿綠色襯衫去上班，然後宣稱「我今天會贏得100萬！因為大家都知道，星期二穿綠色襯衫就可以贏得100萬！」恐怕你的同事都要罵你神經病。這是因為你的預測：第一、缺乏歷史先例；第二、毫無現實根據。對此，各位都能清楚地看出來。

然而當我說到歷史是個威力強大的工具，可以在資本市場中發揮預測作用時，總有人會說「過去的績效並不能顯示未來」。不過「歷史」不該如此看待，而是要當做一個實驗室，從中可以看出合理預期的範圍。比方說，當X事件發生的時候，通常會產生B、C或D的結果，但從A到F之間也都可能發生。因此我就會知道，雖然什麼狀況都可能出現，但從A到F比較可能發生，其中尤以B、C和D的情況最可能出現。除此之外的狀況，發生的機率就非常低，如果要