

擊敗黑色星期一的
投資鬼才

馬丁・茲威格操盤全攻略

馬丁・茲威格 Martin E. Zweig——著

黃嘉斌——譯

我希望藉此機會向幾位人士致意，感謝他們對本書所做的貢獻：Joan Graff 與 Lisa Liss，兩位負責本書的打字；茲威格證券的 Joe DiMenna、Carol Whitehead 與 Tim Clark，奈德戴維斯研究機構的 Ned Davis，還有 Delafield, Harvey, Tabell 機構的 Ken Tower，感謝他們在研究方面提供的協助；奈德戴維斯機構的 Debbie Drake 提供本書的圖形；華納出版社的 Jim Frost、Larry Kirshbaum 與其他每個人；我的經紀人 Nat Sobel；*Wall Street Week* 的 Lou Rukeyser 與《巴倫週刊》的 Alan Abelson，他們在多年前，當我的事業剛起步時，給我機會藉由他們的刊物發表看法；Jonathan Weiss 教導我相信自己的股票行情判斷；我母親和已經過世的父親，感謝的理由很明顯；我已經過世的叔叔 Mort，他最早鼓勵我研究股票；還有我最好的朋友和同事 Morrie Goldfischer，他最初敦促我寫這本書，並且不辭辛勞地編輯本書，而且還要容忍我的個人風格和時間限制。

目・錄

導 論	我如何預見風險提高，並藉由市場崩盤賺錢	007
第 1 章	本書和其他股票書籍有何不同， 能夠帶給各位什麼 基本面指標 / 選股 / 具備彈性的投資哲學	015
第 2 章	我如何與為何從事市場分析 & 選股 我的第一筆投資 / 出版《茲威格預測》	028
第 3 章	大盤股價指數的意義 股價指數與市場活動 / 無加權價格指數 / 通貨膨脹的調整 / 1929 年究竟發生了什麼？	053
第 4 章	貨幣指標：「不要和 Fed 抗衡」 基本利率指標 / FED 指標 / 分期付款債務指標 / 貨幣模型 / 買進和賣出訊號	079

第 5 章	動能指標：「趨勢是你的朋友」 騰落指標 / 上漲成交量指標 / 4%模型指標	133
第 6 章	結合貨幣與動能指標：唯一需要的投資模型	162
第 7 章	試圖抗衡盤勢：自找麻煩	184
第 8 章	人氣指標：何時與群眾分道揚鑣 共同基金的現金 / 資產比率 / 投資顧問 / 《巴倫週刊》廣告 / 二次發行供股 / 茲威格人氣指數	190
第 9 章	季節性指標：整年的預測指南 223 勝 vs. 8 敗 / 每個星期的星期幾 / 月份型態 / 月底效應 / 總統選舉循環 / 年底的節稅賣壓	231
第 10 章	主要多頭與空頭市場：如何儘早判斷 預測多頭市場的兩個基本指標 / 空頭市場的三個重要現象	261

第 11 章	選股方法：霰彈槍 vs. 來福槍	287
	瀏覽金融相關報導 / 本益比 / 價格行為 / 內線交易	
第 12 章	我個人的選股：	
	為什麼有時候應該賣得「太早」	331
	德菲勞爾醫療器材 / CACI, INC. / Emulex Corp. /	
	德雷法斯 / 密特蘭迪克銀行	
第 13 章	停損！如何侷限投資風險，並讓獲利最大化	351
	何謂停損？ / 鎖定獲利	
第 14 章	放空股票：非關愛國情操	376
第 15 章	答客問	387
第 16 章	明智投資人的結論	411

我如何預見風險提高， 並藉由市場崩盤賺錢

1987 年 10 月 19 日的關鍵一天，道瓊工業指數暴跌 22.6%，運用本書談論這套歷經時間考驗的指標和策略，讓我在崩盤發生之前，得以即時採行防範措施。結果，「黑色星期一」當天，我的《茲威格預測》（*Zweig Forecast*）投資組合反而上漲 9%！本章準備和各位分享這方面投資決策的背景和根本論點。

1940 年代，我還小的時候，晚餐的聊天話題，經常會圍繞著十多年前的經濟大蕭條打轉。所以，每當和股票打交道，我難免會想起這段可怕的大空頭市場。可是，我很早之前就發現，如果經常喊著「1929 年回來了」，夢魘成真的機會恐怕不大，而且會像那個喊著「狼來了」的牧童一樣，最後再也沒有人相信你……而且這也是理所當然的反應。另外，對於多數人來說，

1929 年股市崩盤與隨後的經濟大蕭條，確實造成了不可抹滅的心理衝擊。至少 1987 年的大崩盤，就勾起了 1929 年的慘痛回憶。

撇開 1987 年的黑色星期一不談，我上次認為 1929 年可能重演的案例，是 1978 年 9 月的行情走勢。我深信當時的股票市場即將崩盤，而且也大膽在《茲威格預測》呼籲「留意崩盤」。我把當時可能發生的情況，和 1929 年相提並論。結果，股票市場確實發生「10 月屠殺」（October Massacre），但股價跌幅並沒有到達災難性程度：道瓊指數下跌 13.5%，一般股票跌幅為 21.7%（茲威格無加權的股價指數，Zweig Unweighted Price Index）。

這次的跌勢雖然不能視為小兒科，但也不足以和 1929 年相提並論。我從這次的經驗（還有其他純粹判斷錯誤的狀況）學到教訓，不要再呼喊 1929 年了。反之，每當我認為 1929 年可能重演，我只準備心平氣和地慢慢說，但會採取防範措施，保護自己的投資組合。

整個 1987 年期間，我不斷嘮叨著市場價格高估，但一直到勞工節左右，才開始強調當時狀況和 1929 年、1946 年與 1962 年之間的相仿之處。這些案例最後

都發生崩盤，但 1929 年和 1987 年的崩盤之前情況最相似。正因為如此，我曾經在兩期的《茲威格預測》提出警告。

1987 年 9 月 18 日的《預測》談到貼現率調高，而這種單次調高的現象，曾經導致 1946 年和 1968 年（隨後在 1969 年又調高一次）的大跌，1973 年空頭市場也是因為貼現率第一次調高而開始。華爾街分析師普遍認為，這類的利率調整至少要發生 3 次，才會造成真正的影響。另外，我也藉由圖形說明市場本益比、股息殖利率與帳面價值等資料，在在都顯示股票價格高估。

1987 年 10 月 9 日的《預測》，標題是「風險正在提高」。我在文章的第一段就強調，「近幾個星期的發展，完全無異於 1929 年、1946 年或 1962 年市場崩盤前的情景……我無法避免地歸納出結論：這是前一次 1981 年爆發空頭市場以來風險最高的市況。」至於 1929 年的情況是否將重演，我沒有必要強調、也沒有充分把握。我只是覺得，發生這種情況的機會很大，而且也擔心先前幾個月以來的狂熱投機風潮還會繼續發展。該死，我如果真的 100% 確定，就會放空市場上的每支股票……但只有傻瓜才會對於這種事情有絕對把握。我考慮的是機率，不是確定性。所以，我講究的是

策略，不是佈道。

基於前述緣故，到了 9 月 25 日，對於《茲威格預測》熱線聯絡的每位客戶，我都建議他們的投資組合至少應該持有 1% 的 11 月份賣出選擇權（賣權讓投資人有權利在特定期間內，按照特定價格，賣出特定數量的股票）。當時，11 月份賣權的價外程度（out of the money）大約是 8%。換言之，即使股票市場下跌 8%，這些賣權還是沒有價值。另外，即使行情跌幅顯著超過 8%，但發生在 11 月份之後，這些賣權仍然全無價值。總之，只有當股票市場在 11 月中旬之前發生崩盤，這些賣權才有價值。

我琢磨著，如果股票市場發生 1946 年或 1962 年規模的跌幅，這些賣權的獲利應該足以保障所持有之多頭部位的 40%（這些部位原本已經設定停損），甚至還可能創造些微利潤。我的判斷萬一錯誤，這些賣權造成的全部虧損，大約只佔整個投資組合價值的 1%，而且——股市行情在這段期間如果上漲的話——這部分損失也可能被股市漲幅抵銷。記住，我並沒有絕對把握，但機率站在我這邊。

結果，股票市場確實發生類似 1929 年的走勢。從

1987 年 8 月份的高點 2722 起算，道瓊指數的 10 月 19 日收盤低點為 1738，跌幅高達 36.1%。這波跌幅幾乎對等於 1929 年 10 月 29 日收盤的跌幅 39.6%。結果，我們在 9 月底按照 2 $\frac{3}{8}$ 購買的賣出選擇權價格大漲（這是 16 年來《預測》第二次建議買進賣出選擇權，也是近兩年來的第一次）。

然後，隨著行情崩盤，我分批出脫賣權。從 10 月 15 日開始，我分五批賣出這些選擇權，價格分別為 9.25、19.25、54 與 86.50，最後一批是在 10 月 20 日賣出，價格為 130。這些賣權的整體加權平均獲利為 2075%，讓整體投資組合價值成長約 20.8%，遠超過剩餘持股發生的損失 7%（絕大部分股票已經停損出場）。（10 月 16 日收盤，股票投資組合總共只下跌 8%。）所以，我們的投資組合在黑色星期一獲利 9%。

我如果是天才的話——這個行業沒有天才——就會在崩盤前賣掉所有的持股，然後買進更多的賣權，繼續持有到崩盤低點才脫手，如此就能藉著股市崩盤而致富。可是，現實狀況並非如此。現實狀況是在技術指標轉弱時，適時降低風險，期待市況好轉時能夠賺點錢，祈禱自己能夠安然渡過崩盤、瘟疫、地震天災，等到多頭市場來臨時，手頭上還有點錢可供投資。

既然不是很有把握，我為什麼如此擔心崩盤呢？首先，我常用的貨幣、人氣、盤勢等指標，崩盤前的狀況都只是稍微偏空。而我的所有這些模型，都可以回溯到幾十年前，藉由電腦的幫助將整體綜合模型劃分為「十分位」，譬如：過去所有讀數的最高 10%，次高 10%，依此類推。

10 月 19 日市場崩盤前幾個禮拜，模型綜合讀數只不過跌到第 4 個十分位。雖然是 1984 年以來的最差讀數水準，但 1973～74 年空頭市場期間，讀數經常持續落在第 1 或第 2 個十分位。第 4 個十分位只不過稍低於平均數。當然，自從 1984 年底以來，讀數大部分期間都落在第 8 到第 10 個十分位之間。

根據過去的資料顯示，第 4 個十分位平均只會導致 S&P 指數發生年度化虧損 3.4%，第 1 個十分位則會造成每年 28% 以上的損失。貨幣狀況僅稍微偏空，因為沒有信用緊縮的問題（殖利率曲線呈現正向常態……這也是 1987 年與 1929 年之間的主要差別）。人氣指標大致保持中性（雖然同年稍早頗糟……但行情發展到主要頭部之前，人氣指標通常都會有所改善），盤勢發展當然偏空。

所以，我所採用的指標——經過量化與歷史測試——只不過稍微呈現偏空的狀態，程度並不嚴重。真正讓我覺得困擾的，是當時與 1929 年、1946 年與 1962 年之間的相似性。換言之，股價本益比與股息殖利率嚴重高估，而且價格直線上漲，數年以來始終沒有出現主要修正，道瓊指數已經呈現超過一倍的漲勢。我發現，這些狀況如果發生在多頭行情的後期，出現長達幾個月的主要漲勢，發展過程只發生一次小型修正（位在 1986 年秋天的 1755），還有另一次小型修正發生在 1987 年春天，由 2404 跌到 2216，然後就爆發 2~3 個月的急漲走勢而到達最後高點（8 月份的峰位 2722）。

先前提到的那些行情案例，最初都出現看起來「正常」的修正，隨後卻演變為一系列崩跌。關鍵是 9 月份的發展，讓我覺得非常不自在，當走勢出現小型下跌修正，華爾街的普遍反應是「趁機買進」。大家都已經不怕，而且相信應該「逢低買進」，這種心態讓我嚇得趕快跑去買入賣出選擇權。

多年來的經驗告訴我，最好接受指標的偏多或偏空指示，然後採取適當的對應策略，並且繼續保持如此，直到指標發生變化為止；這個時候，才改變策略。隨時準備妥當，隨時準備因應市況變動，務必隨時引用可靠

的市場指標。當指標顯示你應該做什麼，就根據指示採取行動！我所犯過的最嚴重錯誤，就是忽略——甚至懷疑——指標訊號……就如同飛行員不相信雷達。我花了28年的時間，不斷測試與改進本書準備討論的股票市場主要指標。這套系統雖然不完美，但截至目前為止，仍然是我所知道的最可靠指標。

對於投資人來說，耐心是最珍貴的特質之一。我非常欣賞某些棒球選手，譬如現在的韋德·包格斯（Wade Boggs），還有我年輕時代的泰德·威廉斯（Ted Williams）。他們之所以能夠成功，關鍵就是耐心等待紅中好球，不要看到球投過來就揮棒，而是想辦法挖個坑給投手跳進去，讓他投到0好2壞，或1好3壞。強迫投手必須投出好球……經常是快速直球。換言之，打者如果具備耐心，就可以取得有利的勝算。唯有到了這個時候，才揮出大棒。

股票市場的情況也很類似。我等待指標顯然偏向一方，等到充分掌握勝算，然後才採用積極策略「揮出大棒」。指標系統如果沒有顯露充分勝算，我就會採取守勢，繼續等待時機。本書接下來的篇幅裡，我將說明各位如何運用這套投資哲學賺錢。

本書和其他股票書籍有何不同， 能夠帶給各位什麼

各位如果想要尋找一套簡單、穩當，而且可行的系統，藉以操作，擊敗股票市場，那麼本書正是你所需要的。我將告訴各位，如何避免觸犯最常見的投資錯誤，如何保障資本，如何賺大錢。你所需要做的，就是每個星期花半個鐘頭時間，按照我說明的方式，更新指標，而且完全按照指標行事。

無可否認地，沒有人可以永遠比市場高明。市場行情預測如果很容易，大家都會變成富豪。甚至是華爾街傳奇人物伯納德·巴魯克（Bernard Baruch），他早期也

曾經破產。我手中沒有水晶球，而且也不想要有。我發現，仰賴水晶球的投資人，經常都要打掃滿地玻璃碎片。只要能夠預測市場趨勢，掌握其脈動，並且在趨勢發展過程中持續順勢而為——如此我就覺得很滿意了。

自從擔任投資顧問以來，我讀過大部分有關股票投資的書籍——因為出版商都會寄給我，希望我能夠把這些書推薦給客戶。很遺憾地，我發現這些書通常都沒明顯用處。

有些書是以「迅速致富」做為誘餌。「我如何輕鬆一夜致富，賺進 100 萬美元」——掛在彩虹末端的財富。貪婪是強而有力的動機，很多人購買這些書，就是希望根據其中的方法，快速地賺進大把鈔票。當然，這是不可能的。這個世界並不是如此運作的。

另一些書雖然沒有做出離譜的承諾，卻提供操作或選股的系統。系統雖然未必不好，但多數缺乏實際效果。雖然說沒有任何純潔的女孩會因為某本書而墮落（譯按：針對審查制度而言），但我懷疑這些系統可能讓很多投資人幾乎因此被毀滅。

還有一些書籍幾乎就是投資百科全書，內容由選擇權到貴金屬，由房地美到房利美，由商品到收藏品。這