



寰宇財金 204

反向操作致富術

如何掌握股市人氣指數

The Triumph of Contrarian Investing

Ned Davis 著

帛宏譯

寰宇出版股份有限公司



Education

US

Boston, Burr Ridge, IL Dubuque, IA Madison, WI New York,
San Francisco, St. Louis

International

Bangkok, Bogotá, Caracas, Kuala Lumpur, Lisbon, London,
Madrid, Mexico City, Milan, Montreal, New Delhi, Santiago,
Seoul, Singapore, Sydney, Taipei, Toronto

反向操作致富術 / Ned Davis 著; 帛宏譯. -- 初版.

-- 臺北市 : 麥格羅希爾, 2005 [民 94]

面 : 公分 -- (寰宇財金 : 204)

參考書目 : 面

譯自 : The triumph of contrarian investing :
crowds, manias, and beating the market by
going against the grain
ISBN 986-157-067-5 (平裝)

1. 投資心理學 2. 證券

563.5014

93024057

反向操作致富術

© 2005 年, 美商麥格羅·希爾國際股份有限公司台灣分公司版權所有。

本書所有內容, 未經本公司事前書面授權, 不得以任何方式 (包括儲存於
資料庫或任何存取系統內) 作全部或局部之翻印、仿製或轉載。

Original: The Triumph of Contrarian investing

By Ned Davis

ISBN: 0-07-143240-X

Copyright © 2004 by McGraw-Hill, Inc.

All rights reserved.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 0 Y C 2 1 0 9 8 7 6 5

作 者 Ned Davis

翻 譯 帛宏

主 編 王孝平

合作出版 美商麥格羅·希爾國際股份有限公司 台灣分公司
暨發行所 台北市 100 中正區博愛路 53 號 7 樓

TEL: (02) 2311-3000 FAX: (02) 2388-8822

<http://www.mcgraw-hill.com.tw>

寰宇出版股份有限公司

台北市 106 大安區仁愛路四段 109 號 13 樓

TEL: (02) 2721-8138 FAX: (02) 2711-3270

E-mail: ipc@ifcc.com.tw

<http://www.ifcc.com.tw/ipc.htm>

總代理 寰宇出版股份有限公司

劃撥帳號 第 1146743-9 號

出版日期 西元 2005 年 元 月初版
行政院新聞局出版事業登記證 / 局版北市業字第 323 號

印 刷 盈昌印刷有限公司

定 價 新台幣 260 元

ISBN : 986-157-067-5

網路書店 : 博客來 www.books.com.tw

華文網 www.book4.com.tw

目 錄

前 言 5

1 導 論 13

2 群眾心理的科學研究 43

3 狂潮與恐慌 51

4 標題與封面故事 71

5 群眾心理指標 93

6 後 記 123

附錄 個股的人氣指標 129

參考書目 235

前言

1971 年，我剛認識奈德·戴維斯 (Ned Davis)，開始與他交換市場波段操作的觀念，大約在同一個時間，我創辦了股市投資雜誌《朱懷格預測》(Zweig Forecast)，當了二十七年主筆後，才恢復正常生活，卸下一些重擔。我的預測運用了各種指標，包括：貨幣、大盤與價值。但是我**最強調的指標是人氣指標**。為了說明這一點，我寫了一本小冊子，叫做《投資人預期》(代表「投資人氣」好聽的名字)，我把這本小冊子送給雜誌的每一位新訂戶，小冊子的引言轉載在下面。這本小冊子也包括我為《拜倫周刊》(Barron's) 所寫、主要討論人氣指標的多篇文章。我很幸運，除了一篇明顯的例外，每篇文章都正確預測到市場轉折，第一篇文章在 1970 年 11 月刊出，探討以選擇權交易量作為人氣指標的問題，文章看好股市，市場也很幫忙，直線上漲。

接著，《拜倫周刊》在 1971 年春季，刊出我的另一篇文章，探討我所發明的買權賣權比率 (puts-calls ratio)，當

時我警告市場過度樂觀，可能下跌，隨後出現一波嚴重的中期修正，時間大約七個月。當時買權和賣權只能透過相當神秘的期權經紀商，我在櫃檯買賣。但是早在 1945 年，在密西根州立大學寫作財務學博士論文時，就從證管會拿到選擇權資料。我可能是當時唯一擁有這些資料的人…我發現選擇權是瞭解「人氣」的絕佳依據。因此，戴維斯和我雖然都堅決相信應該利用人氣，顯然我不但掌握了理論，也公開做了一些正確預測。

隨後多年，《拜倫周刊》刊出十五篇以上我的「預測」文章，其中只有一篇砸鍋（如果你看到這篇探討場內交易員放空的文章，請你把它燒了！）這些文章大都探討「人氣」指標，其中有些指標是我發明的，例如：零股放空總比率，有些是改進別人的指標，如：大眾放空比率。總而言之，刊在《拜倫周刊》的文章有助於促銷《朱懷格預測》雜誌，長年以來，這本雜誌在賀柏特公司（Herbert）投顧服務評等中，經過風險調整後的報酬率一直高居第一名。進而協助我成功的創立資金管理事業，戴維斯和我主要靠著人氣指標幫忙，正確預測到 1987 年的股市崩盤後，公司的業務更是明顯的脫穎而出。

因此，我不只是宣揚一些理論，想幫忙戴維斯這本書大賣，而是希望用很簡單的方法，說明人氣指標很有價值。人氣指標幫我和戴維斯，建立了極為成功的股市事業，我們不但依據理論，也有實際成果，就像古老諺語說的一樣：「事實證明了理論。」

特別報導—— 投資人預期為何是股市趨勢關鍵

經濟因素的確影響股票的長期價值，各種貨幣統計和利率更是如此，但是**投資人預期對股價的衝擊最大**。如果我們能夠衡量投資人預期規模，正確解釋，就可以在合理的錯誤範圍內，預測主要的股市波動。

投資人預期的意義

簡單的說，投資人預期是股市各種參與者、包括：投資人與投機客共同的想法，為了方便起見，這種看法可以用不同程度的樂觀或悲觀表示。在正常情況下，為了得到各種人氣指標，可以把市場分為相當同質性的各種投資人，例如：可以分為零股投資人、空頭、交易所會員、共同基金投資人與外國投資人等等。

得到投資人態度的很多樣本後，我們錯誤解讀市場整體預期的可能性會減少。此外，我們發現某些類別的投資人預期比較可靠，另一些比較不可靠；因為某些類別投資人的預期只有在特殊市場狀況中，才有意義。因此，投資人預期可以分為很多次級分類，互相印證，提高預測能力。

投資人預期理論具有預測能力

投資人預期理論先驅是麻省理工學院教授保羅·庫納（Paul Cootner），庫納在 1962 年提出有力的說法，假設股價在反射區間內，總是符合隨機漫步（Random Walk）理論，反射區間理論的詳細情形如下：

股市有兩大類參與者，一種是專家，另一種是非專家。專家的數目遠低於非專家，不見得是所有或很多在華爾街工作的人。專家可以用很低的邊際成本，取得相當可靠的基本面研究，而且因為他們相當瞭解股票的真正價值（以下簡稱為真值），對於股價未來走勢也相當有概念。

另一方面，絕大多數投資人是非專家，包括：零股投資人和一般股友。他們很難取得研究，對於真值所知甚少，做投資決定時可能出錯，因此非專家主導股市活動時，價格會以某種中心價值為準，隨機波動。

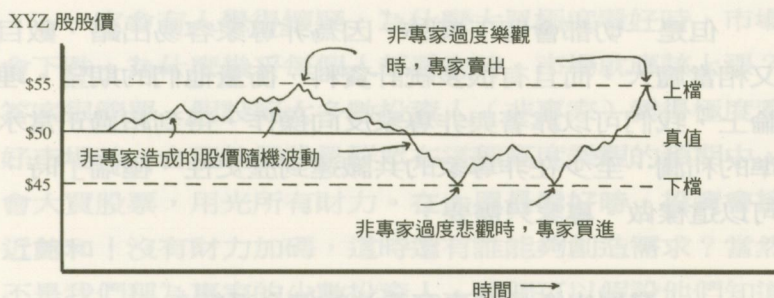
專家卻瞭解真值，會小心的看著非專家造成的股價隨機波動，隨機波動造成股價嚴重偏離真值，或是偏離假設的「反射區間」時，專家就會進場，從價格與價值的差異中獲利。

以下圖中的 XYZ 股為例，假設專家認定的真值為每股 50 元，只要非專家在短期內造成的股價隨機波動不大幅偏

離 50 元(例如在 45 到 55 元的區間),專家就不會行動。(請注意,長久之後,因為真值變化,區間會往上移或往下降)。但是假設非專家因為某些原因,變得過度看好,把股價推向 55 元的上檔,現在價格和價值的差距相當「大」,因此引起專家賣出,甚至放空。同樣的,如果非專家變得過度看壞,把股價打到 45 元的下檔,專家會認為股價「低估」,就會進場買進,把股價重新推高。

請注意,非專家變得過度熱中或過於悲觀,把股價推到接近反射區間限制時,專家就會進場,把股價推向非專家預期的相反方向,離開區間的上下檔!

因此廣義的投資人預期理論可以說是:非專家投資人對股價未來走勢的預期,「明顯」偏向一邊時,市場會向大眾預期的相反方向波動!



反射區間內的隨機漫步

庫納用一些複雜的統計技術，證明他提出來的「反射區間」假設，卻沒有談到投資人在實務上可以用什麼方法，從這個理論中獲利，甚至沒有談到是否有方法。理論上，有兩種方法可以獲利，一是追隨專家投資人，二是與非專家反向操作。

不幸的是，第一種方法希望很小，因為專家相當聰明，又很精明，會掩飾自己的做法，大家通常來不及追隨他們，從中獲利。此外，學界研究指出，真正的專家——也就是能夠持續不斷精確預測價格的人，數目少得讓人不敢相信，而且的確遠低於一般認定的「專家」數目，因此，專家的活動很難看到，其中一個例外是公司內部的人，包括：高級職員、董事和大股東的交易活動。

但是一切都會留下痕跡，因為非專家容易出錯，數目又相當龐大，而且有很多統計資料，衡量他們的期望。理論上，我們可以靠著與非專家反向操作，得到超過正常水準的利潤…至少在非專家的共識達到歷史性「極端」時，可以這樣做。專家只需要：

一、發展出衡量非專家看法的健全系統；

二、建立能在非專家看法明顯走向「極端」時，能夠

發出警示的穩定指標；

三、保持情緒穩定，以便跟大眾的作法正好相反。

反射區間內的隨機漫步

第一步相當容易做到，第二步卻相當困難，不過大家多年的細心研究找到了一些有用的指標。但是即使前兩步都做好了，大部分投資人卻做不到第三步。幾乎每個人都看空，情勢「看來」最暗淡時，你很難背離「群眾」買進…或是在大眾極度看好，經濟顯得強勁時賣出。但是要創造優異的報酬率，正應該這麼做，畢竟如果你隨時都和大多數投資人一樣操作，得到的績效注定會與群眾一樣差勁。

為何投資人預期理論有效？

一定沒有人覺得懷疑，為什麼大眾極度看好時，市場會下跌，為什麼幾乎每個人都看空時，市場就應該上漲？答案很簡單，假設絕大多數投資人（非專家）變得極度看好市場時，合理的假設是群眾在這種高度樂觀的預期中，會大買股票，用光所有財力。在大眾最看好時，投資會接近飽和！沒有財力加碼，這時還有誰能夠創造需求？當然不是我們稱為專家的少數投資人，我們可以假設他們知道股價高估，當股價和大眾樂觀氣氛上升時，他們會倒出股票給非投資人。

因此，群眾變得極為看好時，卻沒有需求。非專家滿手股票，沒有現金；而專家資金雄厚，卻不想買進。需求已經飽和，即使供應微幅增加，都會造成股價暴跌。這時你大可賭股價只會下跌！同樣的，大多數非專家十分悲觀時，會恐慌賣出，供應很快就會消失，股價很可能上漲！

朱懷格狄曼納公司 (Zweig-DiMenna Associates L.L.C)

總經理馬丁·朱懷格 (Martin Zweig) 謹識

二、建立能在非專家看法明顯走向「極端」時非隨眾

1

導 論

少有人走的路

(THE ROAD NOT TAKEN)

在很久以後某一地，

我將歎息訴說於人，

兩路岔開在樹林裡，

我選的那條足跡稀，

而一切差別由此起。

羅伯·佛洛斯特 (Robert Frost) 作

讀中學時，我第一次在一家商店的海報上，看到佛洛斯特的名詩《少有人走的路》時，立刻買下海報，貼在牆上。從那天起，我天性裡有一些東西，促使自己在股市和個人生活中，很注意群眾，走「少有人走的路」。在人生旅途中，走出自己的道路很重要，這樣會讓你瞭解個性和獨立性（讀者要是有興趣，書後包括〈後記〉，說明為什麼我認為在個人生活中，也應該考慮走「少有人走的路」）此外，在投資方面，走少有人走的路，可以讓你掌握瞭解股市、從中獲利的關鍵。本書會探討群眾心理，以及在股市中群眾心理如何表現，藉此決定應該如何保持心胸開放，而且