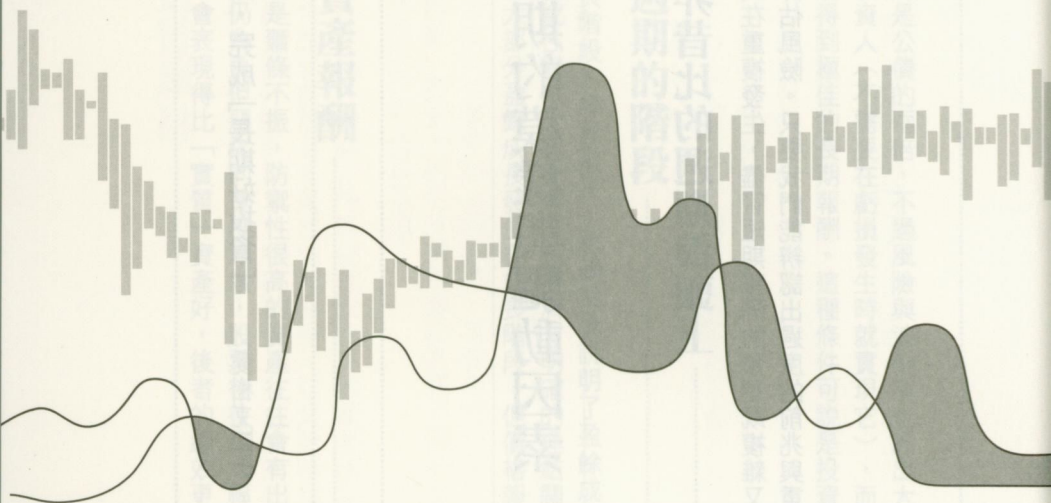


| 高盛首席分析師教你看懂 |

進場的訊號

洞悉市場週期，贏在長期好買賣

彼得·C·奧本海默 Peter C. Oppenheimer 著 曹熾恆 譯



THE LONG GOOD BUY

ANALYSING CYCLES IN MARKETS

第一篇

〔國際好評〕

〔推薦序〕 遵循市場週期，完成「長期好投資」

愛樹克 Laax

〔序〕

〔前言〕

以古鑑今：週期的模樣與驅動因素

第1章

騎乘於今非昔比的週期浪頭上

經濟與金融市場一直有模式在重複發生，儘管短期報酬的預測既複雜又費解，仍有實用資訊可供投資人檢視，協助評估風險。只要我們能辨認出過度的前兆與重要反折點的跡象，就能創造更高的報酬。

8

10

14

18

26

第2章

長期報酬

42

長期來看，股票的報酬大約是公債的兩倍，不過風險與波動率也高出大約兩倍。任何有能力承受按市值計算風險的投資人（不需要在虧損發生時就實現它），而且撐得住長期投資（至少五年）的話，往往能得到極佳的長期報酬。這種條件可說是投資人獲得「長期好投資」的最佳機會。

第3章

辨識股票週期的階段

64

絕望階段、希望階段、成長階段、樂觀階段，這個架構說明了盈餘成長與價格績效的關係，會在整個週期中出現系統性變化。這些階段與經濟有明確的連結關係，有助於我們鑑別何時發生階段轉移。儘管大部分盈餘成長發生在成長階段，但價格報酬主要出現在希望階段與樂觀階段。

第4章

週期間的資產報酬

80

在衰退的後期，經濟活動最是蕭條不振，防禦性很高的資產往往會有出色的表現。隨著進入復甦的初期階段，成長率仍為負但惡化的速度減緩，股票往往會大幅反彈。價格已經反映過未來期望的金融資產，會表現得比「實質」資產好，後者的績效更多是反映當前的供需平衡，績效往往最差。

第5章

跨週期的投資風格

99

對週期性價值型類股而言，最好的環境就是在經濟成長加速伴隨著通膨與利率上升時；與此同時，光譜的另一端是防禦性成長型產業，在經濟成長比較疲弱且不足時，表現會比較好。以通則化考量，週期性企業與防禦性企業之間的關係，以及價值型企業與成長型企業之間的關係，對投資人格外有幫助，因為它們與投資週期及經濟週期之間的清楚關係，往往會隨時間而顯現出來。

牛市與熊市的本質與起因：導火線與關注點

第6章

熊市之因：熊市的本質與樣態

118

熊市是投資週期裡一個正常或甚至不可避免的部分，不過它們的樣態、持續期間和嚴重程度有天壤之別，端視熊市發生前的導火線與情勢而定。儘管避開熊市是一個合情合理的目標，但時機極其重要。推估熊市將至而太早出場，會跟保持全額投資直到熊市開始，所付出的代價一樣高。

第7章

牛市之眼：牛市的本質與樣態

149

一般來說，波動性較小與時間較長的經濟週期，表示會有比較久的牛市；更低且更穩定的利率，往往帶來更強勁的牛市；有較高股息殖利率的市場，報酬來自股息的比重較高。此外，牛市之中還有一些混沌的期間，走勢呈現瘦弱而平坦（低波動性、低報酬），或是營養而平坦（高波動性、低報酬），平均而言市場行情會盤旋但不會下跌。

第8章

吹泡泡：過度發展的跡象

166

價格與估值的激增，對未來成長與報酬有不切實際的索求，是泡沫產生的合理實務定義。熱衷於某個題材，卻不怎麼考慮為估值所付出的成本，或是這些估值所隱含的報酬，這也是泡沫正在發展的一個重要特點。歷史上的泡沫儘管源自大量不同的產業，也各有天壤之別，卻有一些共同點與特徵將彼此串連起來。

未來的啟示：後金融危機時代的變化， 以及對投資人的意義

第9章

金融危機之後的週期變化

並非所有的週期都相似，不過自二〇〇七／二〇〇九年全球金融危機以來的環境特別不尋常，經濟與金融市場間的許多傳統模式和關係改變了，在某些情況下更似乎已經瓦解。了解這些改變很重要，能為金融危機以來的市場動向找到脈絡，幫助我們更明白週期在未來可能如何演進。

192

第10章

零點以下：超低債券殖利率的影響

債券殖利率為零不必然對股票有利。日本和歐洲的經驗顯示，較低的債券殖利率已經推升必要的股票風險溢酬，投資人冒險購買股票會要求更高報酬。零或負的債券殖利率也會影響週期，讓它沒那麼多變，可是也使股票對長期成長預期更敏感。只要有任何衝擊導致經濟衰退，股票估值所承受的負面效應會比過去週期所看到的還來得更大。

225

第11章

科技對週期的影響

246

雖然創新的速度和這些新科技創造出來的衍生事業看似空前絕後，但歷史證明我們正在經歷與過去雷同的模式。驅動科技浪潮的主要公司仍會居於優勢地位很長一段時間，可是網絡效應會催生進一步的創新與新企業。贏家通常恐怕是時機、良好的管理與融資綜合發揮作用下所產生出來的。

〔摘要與結論〕

.....

267

〔註釋〕

.....

277

國際好評

本書雄辯地將作者豐富的經驗與行為金融學的見解融合在一起，記錄和理解金融繁榮與蕭條。本書應該是任何金融學系學生的基本讀物。

——艾利亞斯·帕帕約安努（Elias Papaioannou），倫敦商學院經濟學教授

這是一本出色的書，在作者多年來形成的結構化分析框架內，捕捉到了一位主要市場從業者
的見解。它為市場如何運作以及市場的發展方向提供了一個生動而獨特的視角。

——輝·皮爾（Huw Pill），哈佛商學院資深講師

奧本海默於本書提供了高明的洞見、睿智的建言、趣味的軼事。若想理解金融市場是如何運
作的——以及是如何失靈的——本書便是必讀之作。

——史帝芬·金恩（Stephen D. King），經濟學家 & 《大退潮：全球化的終結與歷史的回歸》作者

奧本海默對市場週期及其驅動因子的深刻分析，真的能增添我們理解市場及長期投資報酬是如何變動。

——基思·斯凱奇（Keith Skeoch），標準人壽安本（Standard Life Aberdeen）前執行長

奧本海默一向擅於將金融市場表現解構為容易理解的論述，於本書中，他匯集了自身職涯裡豐富的思維與模式，對於想理解市場（尤其是股票市場）是如何被驅動的人非常有幫助。

——吉姆·歐尼爾勳爵（Lord Jim O'Neill），英國智庫皇家國際事務研究所（Chatham House）所長

本書是理解過去一百年金融市場週期、趨勢和危機的絕佳指南，其撰書目的在於協助投資人評估風險、判斷不同結果的可能性。本書筆鋒清楚易懂，以簡單的邏輯為根基，讀者無需數學專業即可閱覽，並收集了大量美妙的歷史數據和研究。對我來說，本書是現存關於本主題最棒與最容易理解的傑作。

——布萊恩·格林菲斯勳爵（Lord Brian Griffiths），高盛國際銀行前副總裁

推薦序

遵循市場週期，完成「長期好投資」

愛樹克 Izax / 《Smart致富》專欄作家

「近期來看，我們相信，對應當前的股價水平，市場明顯低估肺炎疫情對企業盈利造成的衝擊，這意味市場修正的風險已經非常的高。」

——彼得·C·奧本海默，高盛首席全球經濟分析師，二〇二〇年二月二十一日

去年二月下旬，當資本市場選擇忽視肺炎風險，仍兀自屢創新高的同時，高盛的投資和研究團隊，不負其歷史盛名，以精準縝密研究，領先市場洞見正確的投資趨勢。而這卓越團隊，最為重要的關鍵人物之一，就是高盛首席全球分析師——彼得·C·奧本海默（Peter C. Openheimer）。

《高盛首席分析師教你看懂進場的訊號》原作出版於二〇二〇年四月，正是市場最為腥風血雨的時候。書中對於經濟以及金融市場周期的相關論述，甫上市就要面臨實戰考驗。究竟，作

者所強調的策略——根據總經和金融市場周期重複模式，進而評估投資週期演進下風險與潛在回報——能不能真讓投資人享受到「長期好投資」？還是只是「紙上談兵」？

真實環境的檢驗，相信對金融市場的任何分析師都是殘酷的考驗，但這對奧本海默並不適用！二〇二〇年三月十四日，當奧本海默在接受訪談時，從他的書本理論出發，清楚的告訴我們，接下來即將揭開的熊市究竟是何樣貌。根據其分析，熊市具有三種基本類型：分別為（經濟）週期性衰退、結構型衰退，以及事件驅動型衰退。當時，標普五百指數跌幅從高點滑落達一五%，而根據歷史數據回歸，事件型的回挫平均要達二九%才滿足。因此，在該次訪談中，他表示市場的修正應該還沒結束。不過，就在這樣悲觀的預測背景下，他也提醒大家，相較於週期性和結構型衰退，事件驅動型衰退所造成的下跌，不但相對跌幅稍小（結構型平均跌幅達五七%、週期型為三一%），回彈過高的時間點也會快上許多（事件驅動型平均只需要十五個月就能再創歷史新高，相較於週期型需五十個月、結構型更需要一百一十一個月才能回復前高）。

如今回顧，當時這些先見之明，都成為資本市場的真實情境。最終市場回跌幅度果然達到二九%以上（標普波段跌幅達三五%），不過股市也在市場大幅拋售後開始展開強彈，並隨著疫情逐步緩解以及人類適應和病毒共存後，逐步攻高，標普五百指數也順利於半年後就收復了歷史高點，並未墜入疫情剛爆發時，相當多悲觀人士所預期的L型長期衰退熊市。

換句話說，如果您第一時間就能跟上奧本海默對於經濟週期循環和熊市型態的正確認識，不

但能在第一時間，熊市剛啟動的初跌段，就果斷採取行動持盈保泰（避免近兩成後續跌幅）；更重要的是，面對後來慘烈的肺炎熊市，您肯定不是個會在谷底恐慌拋售甚至作空的順勢者，而是會勇敢當個積極型的「危機入市」者，並跟上後續的大牛市榮景，獲利滿盈。作者在去年的危機考驗中，真正運用書中理論，實踐如何把握市場良機、達成「長期好投資」！

展望未來，在我們有生之年，熊市的週期性降臨，將是難以避免的投資挑戰。有了這本書，您將正確認知每次熊市的型態，據此擬定對策，順利掌握投資良機。不過，正確判讀熊市，僅是投資相當重要的一環。本書更精采的，是從歷史框架的角度，來告訴您牛市的週期型態，以及可能伴隨而來可辨識的環境要件（例如政府政策、利率、通膨、企業盈餘增長）。更重要的是，在認識牛市週期，並清楚投資策略之後，最終該如何正確洞悉「泡沫的本質」，以便在市場全面狂熱情況下全身而退？對此，本書也提供了很好的解答。藉由探究歷史上的每一次泡沫成型和崩解，協助投資人於未來不重蹈覆轍，順利保全於牛市週期循環下獲得的豐碩回報。

除了牛熊市外，本書也花費了相當篇幅闡釋在不同經濟週期下，您可以預期的股債資產的長期投資報酬。不只如此，針對各類股和產業類型常有的報酬表現，例如週期型、防禦型、價值型和成長型股票，如何根據其本質不同，搭配經濟週期循環來正確評斷其隱含的投資價值？閱讀此書，您都將了然於胸。

除了梳理歷史經驗的數值回歸外，本書同時還闡釋了更多的未來趨勢發展動向。在未來啟