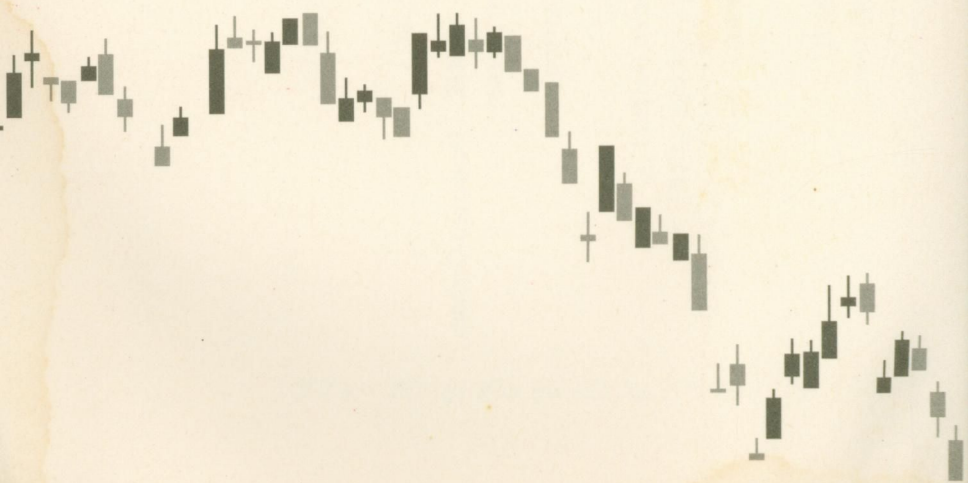


大是文化

該恐懼？ 還是該貪婪？

從股市大師傳奇，學恆久不變的獲利心法

陳柏宏◎著



心理學家說，「貪婪」與「恐懼」是
騙徒最常利用的兩個人性弱點。
投資大師巴菲特說投資，要
「在別人恐懼時貪婪，在別人貪婪時恐懼」。

彼得·林區 (Peter Lynch)

約翰·奈夫 (John Nell)

(John C. Boyle)

喬治·索羅斯 (George Soros)

米契爾·普里察克 (Michael Price)

華倫·巴菲特 (Warren Buffett)

伊萊恩·羅伯遜 (Elaine Robertson)

約翰·坦普頓 (John Templeton)

馬克·莫比亞斯 (Mark Mobius)

本傑明·葛拉漢 (Benjamin Graham)

吉姆·羅傑斯 (Jim Rogers)

比爾·米勒 (Bill Miller)

307 261 212 233 24 223 56 205 89 177 91 11 49

作者序
現在，該恐懼？還是該貪婪？

6

第一章
價值投資至尊，大師叫他老師——班哲明·葛蘭姆 (Benjamin Graham)

15

第二章
最悲觀就是最好——約翰·坦伯頓 (John Templeton)

45

第三章
永不空手而回的雪球——華倫·巴菲特 (Warren Buffett)

67

第四章
最投機的慈善家——喬治·索羅斯 (George Soros)

93

第五章
基金經理人的總司令——約翰·聶夫 (John Neff)

119

第六章	逛街找靈感的基金之神——彼得·林區 (Peter Lynch)	149
第七章	選市不選股——約翰·柏格 (John C. Bogle)	177
第八章	價值型基金的傳奇操盤手——麥可·普萊斯 (Michael Price)	205
第九章	避險基金之王——羅伯森 (Julian Robertson)	223
第十章	崩盤是最美妙時刻——馬克·墨比爾斯 (Mark Mobius)	253
第十一章	最佳財務學老師——吉姆·羅傑斯 (Jim Rogers)	281
第十二章	連續十五年打敗大盤——比爾·米勒 (Bill Miller)	307

【作者序】

現在，該恐懼？還是該貪婪？

有經驗的投資人都同意：買股票比較容易、賣股票比較難，買賣最簡單的方法是逢低買進、逢高賣出。

問題是低買高賣符合大家的期望，卻大大違反人性，操作起來極為困難。因此根據八十／二十原則和美國的統計，從事短線交易的投資人中，有八成虧損，只有兩成的人賺錢，原因是大部分人實際操作時，都是買高賣低，變成兩面挨耳光，左右不是人。

大部分投資人都知道，低買高賣確實是真正的賺錢之道，只是知易行難，就是做不到，也不明白自己失敗的原因。依據神經經濟學最新的研究，這個問題跟人類進化過程中的神經發展有關。

神經經濟學太艱深、太複雜，不是三言兩語可以說完。簡單的說，就是人類的投資行為受到群眾心理、貪婪、恐懼、信心、後悔、快樂等情感控制，不敢在市場低迷不振時大膽買進，反而在市場趨於狂熱時，不自覺的受到天性左右，跟著群眾走。

不過這個問題可以靠著「學習」而克服，看看投資大師如何在低潮時進場，高潮時出場，模仿他們的作法，應該可以學到他們賺錢之道中最基本的原則——在別人恐懼時貪婪，在別人貪婪時恐懼的危機入市原則。

二〇〇八年九月十五日，美國第四大投資銀行雷曼兄弟公司宣告破產，驚濤駭浪的全球金融風暴立刻失控，升級為全球金融海嘯，形成一九三〇年代以來最可怕的金融巨災。

美國股神華倫·巴菲特就在雷曼兄弟倒閉八天後，全球金融市場風聲鶴唳，美國多家大型金融機構搖搖欲墜時，立下危機入市的新典範。

巴菲特以五十億美元，買下高盛一大筆長期特別股，股息高達一〇%，另外得到未來五年內，以每股一一五美元的執行價格，買下高盛四千三百五十萬股普通股的認股權。

三天後，高盛股價漲到一百三十八美元，假設巴菲特行使認股權，並且以這個價錢賣掉現股，就會賺到十億美元；半年後高盛股價在一百三十美元上下盤旋，巴菲特仍然賺錢。

總計巴菲特在那年九月中前後兩週內，投資了一百三十億美元，投資條件都好到讓人不敢相信。

這就是危機入市的典範，不過巴菲特的話沒有這麼白，而是有一點哲學意味，他說的是：「在別人恐懼時，要貪婪，在別人貪婪時，要恐懼。」換成台灣投資人常用的說法，就是「危機入市，居高思危。」

貪婪和恐懼是掌控市場的最重要因素，股價飛漲時，投資人希望股價再漲個兩、三倍，

捨不得賣掉，這就是貪婪；在股價慘跌時，卻害怕股價會跌到一文不值，不敢買進，這就是恐懼。

但從金融市場的發展歷程來看，世界不會碰到末日，太陽明天依舊升起，苦難之後一定是極大的歡樂，股市一樣如此。這就是巴菲特當時在報端發表專文，要大家在市場極度恐懼時貪婪（買股票）的原因。

巴菲特可說是歷史上最成功的投資人，靠著價值型投資，建立起龐大的波克夏控股公司，擁有的美國股票投資組合價值超過五百億美元（新台幣一·六五兆元，大約等於台灣政府一年的總預算），自己一度還是世界首富，自然有獨到的投資之道，善用「貪婪和恐懼」是其中一個原則。

大家都知道，巴菲特的投資之道是師承價值型投資大師葛蘭姆（Benjamin Graham，也有人譯為葛拉漢——中式英語的發音），但追根究柢，價值型投資也是危機入市的另一種形式，這一點稍後再詳細解釋。

巴菲特危機入市的原則其實是師承二百年前的世界首富、法國皇帝拿破崙的金主、縱橫歐洲大陸的傳奇性投資天才羅思齊（Mayer Ansel Rothchild）。

羅思齊說過：「街上血跡斑斑的時候，就該投資了。」此外，一百年前紐約股市也有一句名言，說「華爾街人行道上長出青草時，就是入市的時候。」

當時街上血跡斑斑和華爾街人行道長出青草都很寫實，當年法國國內常有動亂，拿破崙

好大喜功，連年征戰，情勢動盪不安，流血事件頻傳，嚴重影響市場走勢，但羅思齊認為，這種時候正是投資人最恐懼的時候，也是最適於進場的時候。

至於一百年前的華爾街，每隔不到十年，就會爆發一次恐慌式崩盤，嚴重到金融鉅子摩根必須拿錢出來，替政府紓困，情況慘到華爾街上人跡稀少，人行道上長出青草，經過幾個月後，市場才慢慢回魂，在這種時候入市的人事後都歡喜收割。

說到戰爭，沒有一個人像坦伯頓這麼大膽，利用人類有史以來最大規模的戰爭爆發時大買股票，創下危機入市最傳奇性的典範（編按，坦伯頓於二〇〇八年七月去世）。

一九三九年第二次世界大戰在歐洲爆發，歐洲局勢危殆時，約翰·坦伯頓委託營業員，買進美國兩大交易所中所有股價低於一美元的股票，每一檔要買一百美元，結果一共買到一百零四家公司的股票，每家公司都買到一張（一百股），其中有二十四家是破產的公司。

剛入社會的坦伯頓根本沒有錢，買股票所需的一萬美元全都是跟老闆借來的，他認為股票已經跟糞土一樣便宜，所有股價低於一美元、被投資人拋棄的阿貓阿狗股是最有價值的投資標的，同時世界大戰會把美國經濟從泥淖中拉拔出來，幾乎所有股票應該都會上漲。

四年後，他賺了四萬美元，這一百零四張股票中只有四張變成壁紙。他的第一次驚人之作，證明了他的投資法則之一：最悲觀的時候就是最好的買進時機。

後來坦伯頓屢次把買低賣高的原則發揮到極致，多次在危機中買進，賺到驚人財富。

比較近的一次傑作是在二〇〇一年第一季那斯達克股市瘋狂上漲、即將崩盤時，放空八

十四檔那斯達克股票，平均每檔股票放空二百二十萬美元，一共動用一億八千四百萬美元，賺了八千六百萬美元。

坦伯頓在二次大戰結束後，成立開創全球投資的基金公司，活躍在世界各國市場中，成為投資全球市場與新興市場的先驅。到了老年，親手挑選在台灣當過國際投信總經理、長得像《X戰警》的帶頭大哥X教授，人稱「新興市場教父」墨比爾斯當接班人，替他操作旗下海外基金。

墨比爾斯出任基金經理人才八個月，就碰到歷來規模最大的一九八七年股市崩盤，基金資產淨值和基金本身價格都在轉眼間暴跌三成，他會覺得害怕嗎？怎麼因應？

墨比爾斯轉任基金經理人前，曾在香港經商多年，看過香港股市一九七三年和一九八三年崩盤，可說是經驗老到，因此他不但心崩盤，反而對崩盤有一種莫名的喜愛。他的說法是：「對我來說，崩盤是最美妙的時刻，因為我可以用我不敢相信的大廉價買進股票。」

他的想法和投資天才羅思齊一樣，羅思齊說：「街上血跡斑斑時，就是我買進的時候。」墨比爾斯的說法更進一步：「街上血跡斑斑、即使是街上灑著你自己的血時，就是買進的時候。」

隨後幾年裡，墨比爾斯又碰到幾次大大小小的崩盤，讓他有機會大展身手，發揮危機入市、人棄我取的投資心法。

和墨比爾斯一樣在台灣赫赫有名的投資大師羅傑斯投資策略比較多變，但也奉行危機入

市、人棄我取的原則。

羅傑斯靠著實地考察，發現中國經濟和股市的潛力，早在上海證券交易所還窩在一間小房子裡時，就在上海買了一檔銀行股，天安門事件後大約一年，再度買進中國股票，一九九七年亞洲金融危機後，又大買中國股票。

二十世紀投資大師中，除了指數型基金之父柏格倡導以低廉費用，投資追平大盤的指數型基金，奉行一種可說是簡易型價值投資法外，其他大師幾乎都有一個共同的特點——都奉行價值型投資始祖葛蘭姆的價值型投資原則。

價值型投資原則流傳廣遠，因此有很多解釋，但主要意義應該是投資要重價值、不重價格。價格很重要，但光是價格不能代表什麼，必須拿價格和淨值之類的其他價值指標相比，股價淨值比（每股市價除以淨值）愈低愈好。

除了一九三〇年代大蕭條期間，股市只要不崩盤，在正常市場中，股價不容易跌到每股淨值之下。但股市是奇怪的地方，就是會有一些還算很好的公司爺爺不愛、姥姥不疼，股價長年低迷不振，難得有機會翻身，漲到淨值以上，這種股票就是價值型投資人最愛的股票。換一個角度來看，這種股票得不到投資人的信任，就是投資人對這種股票有信心危機，這種股票可能因為一些神秘的原因，得不到投資人的歡心和信任，成為市場中的棄兒，但本質仍然良好，總有一天，只要市場有效率，一定會還這種股票公道。

從廣義的角度來說，買進這種人人害怕的股票，也是大家恐懼時你應該貪婪的作法，可

以算是另一種形式的危機入市，人棄我取的投資方式。

從這種解釋推而廣之，當然可以說二十世紀所有遵循價值型投資原則的大師，包括彼得·林區、約翰·聶夫等人的操作中，都同時蘊含恐懼與貪婪兩種特質，都是奉行危機入市原則。

不過，談了這麼多外國投資大師趁危機神勇入市的作法，總是好像有一點點隔靴搔癢的感覺，台灣的投資人可以從中學到這種投資原則嗎？有什麼明確的指標可以遵循，作為判斷市場是否陷入危機的依據？

台灣一位投資前輩的故事可以解答這些問題，說明本地投資人可以依據什麼標準，在眾多投資人危疑震撼、人人自危時，大膽入市。

話說民國七十七年中秋節前夕，當時的財政部長郭婉容宣布復徵證券交易所所得稅，掀起軒然大波，股市連續無量暴跌十九個交易日，每天一開盤，所有股票都跌停板，然後一價到底收盤，沒有人買進，自然沒有成交值，市況慘到無以復加。

這位前輩卻有危機入市的素養，在股市無量暴跌十一日時，擬定入市計畫，準備在暴跌第十五天開始買進，每隔一天買進金額要加倍，也就是假設第十五天買進五萬元的话，第十七天要買進十萬元，第十九天要買進二十萬元，以此類推。

到了第十五天，這位前輩從收音機中聽到所有股票跌停板的廣播，猶豫了一早上，沒有膽量委託買進。

到了第十七天，他終於拿起電話，打給營業員，說要買進什麼股票和什麼股票，營業員不敢相信，一再問他是要買還是要賣，迫得他用國語和台語重覆了幾次「要買，不是要賣」。結果當然以跌停板價格順利買到，而且如果他要買一百倍張數股票的話，也可以統統買到。

到第十八天，他到券商營業處所辦理交割，從大門進去到交割櫃檯十幾公尺的路，他十秒不到就走完了，走起來卻有極大的震撼。

這樣正常嗎？一點都不正常。爲什麼？因爲當時全台灣只有十三家證券號子，而且大都只有總公司，沒有遍設分公司，同時股市正走太多頭行情，股市崩盤前，號子裡擠的人山人海，十幾公尺的路至少要擠十分鐘才能走完。

第十九天，早上九點開盤後，又是所有股票跌停板，這位前輩又猶豫要不要委託買進，大約猶豫了一個多小時，下定決心打給營業員要買進，營業員說：「買不到了，開盤到現在全部漲停板了。」

你從這個故事中，可以看出什麼指引了嗎？作者看出的是，你到號子去觀察人氣，看盤的人要是少到十隻手指頭可以算完，代表危機正深，可能深到無以復加了，你要趕快貪婪的下手大買。

第 1 章

價值投資至尊，大師叫他老師

■ 班哲明·葛蘭姆

華爾街上沒有通曉過去和未來的神仙，只有贏家、輸家和一堆真真假假的大師。假大師可能引領風騷一時，真大師可以留名青史，大師中的大師難得一見，卻長久影響股市。價值型投資之父葛蘭姆（Benjamin Graham）就是少見的大宗師。

葛蘭姆在財經、投資界的地位崇高之至，很難找出能超越他的人。曾經為避險基金大師索羅斯操盤的倪德厚夫（Victor Niederhoffer）特別討厭偶像，喜歡破舊立新，卻在傑作《倪德厚夫的投機術》（*Practical Speculation*）中，特別用了整整一章的篇幅，討論葛蘭姆的一切，其中兩段話，道盡了葛蘭姆像神一般的地位：

「我們在網路上找到成千上萬讚揚葛蘭姆的文章，找不到一篇批評文字，最常提到的稱頌是『證券分析之父』、先知、傳奇性投資專家、價值型投資之父、投資遊戲大師、價值型投資中的至聖先師、價值型投資先驅、歷來最成功的投資專家、備受尊敬的導師。」

據說葛蘭姆靠著買進股價不到資產淨值一半的股票，賺到大筆財富，這種方法在葛蘭姆與杜德（David Dodd）合著的《證券分析》（*Security Analysis*）中，有詳細的說明，這本書普遍被人視為是價值型投資的聖經。」

幾十年來，大概除了史坦哈特（Michael H. Steinhardt），美國大部分有頭有臉的投資專家，幾乎都自稱是遵循葛蘭姆創始的價值型投資理念操作。連史坦哈特這樣一天到晚搶進搶