

投資人宣言

建構無懼風浪的終身投資計畫

本書初出版於2008年崩盤慘劇甫落幕之時。

面臨全球市場的滿目瘡痍，

威廉·伯恩斯坦引領讀者直視這片金融叢林的本質，

探索報酬與風險的微妙關係；然後以全新的思維，

擬定一套無論順境逆境皆可安枕無憂的終身投資計畫。



威廉·伯恩斯坦 (William J. Bernstein) 著

黃嘉斌 譯

The Investor's Manifesto

Preparing for Prosperity, Armageddon,
and Everything in Between



WILEY 寰宇投資策略

威廉·伯恩斯坦 William J. Bernstein

博士兼具醫學博士資格，是位神經科學家，也是投資管理公司「效率前緣顧問機構」（Efficient Frontier Advisors LLC）的共同創辦人。他同時也是資產配置期刊《效率前緣》（*Efficient Frontier*, www.efficientfrontier.com）的編輯。伯恩斯坦出版了四本暢銷書，包括《智慧型資產配置》（*The Intelligent Asset Allocator*）與《投資金律》（*The Four Pillars of Investing*），以及兩本經濟史方面的著作：《富饒的誕生》（*The Birth of Plenty*）與《神奇交易》（*A Splendid Exchange*）。《智慧型資產配置》與《投資金律》備受各方好評，簡潔闡述在沒有財務顧問協助的情況下建構分散性投資組合的方法。《錢雜誌》（*Money*）定期刊載他的專欄，伯恩斯坦的文章也常見於財經雜誌《巴倫》（*Barron's*）、《共同基金》（*Mutual Funds*）、《美國醫療新聞》（*American Medical News*）與晨星公司。

投資人宣言

建構無懼風浪的終身投資計畫

THE INVESTOR'S MANIFESTO

Preparing For Prosperity,
Armageddon, And Every Thing In Between

William J. Bernstein

威廉·伯恩斯坦

黃嘉斌——譯

目錄

前言	006	
序	010	
第 1 章	金融簡史	020
	緣起	021
	幾近亡國的威尼斯	027
	風險溢價顯著縮水	030
	摘要總結	031
第 2 章	金融市場的本質	032
	烏鴉與報酬	032
	歷史與數學	037
	高登先生的神奇方程式	044
	數學細節：股利折現模型	049
	甜蜜的家？	055
	股市冒險	058
	數學細節：風險	064
	與上帝賭博	068
	法馬的失敗嘗試	070

巨星包袱	074
傑克·柏格計取對手	077
你想要運氣還是技藝？	085
債券基金：更平坦的競技場	087
摘要	087

第 3 章 投資組合的本質 090

資產配置四大必要	092
資產配置兩大步驟	095
數學細節：平均數—變異數分析	104
運勢與分歧波動	106
追逐彩虹	109
摘要	114

第 4 章 鏡中敵人 116

內心的惡魔	118
不當行為	121
便宜的心理治療	137
摘要	146

第 5 章	盜匪之徒	147
	烏煙瘴氣的「都會區」	148
	基金遊樂園	155
	摘要	162
第 6 章	建構投資組合	163
	終身財務規劃的基本概念	163
	退休儲蓄的基本要點	165
	定期定額？定期定值？	173
	四類投資人，四種計畫	175
	關於重新調整平衡的問題	188
	數學細節：重新調整平衡、動能，與回歸均值	192
	好好教育小孩	195
	摘要	197
第 7 章	核心要義	201
	投資理論與歷史概述	202
	無所不包的投資組合理論	203
	最大的敵人，就是自己	204
	正面我贏，反面你輸	204
	付諸實踐	205

前言

比爾·伯恩斯坦(Bill Bernstein)*身兼數種身分——投資顧問、神經科專門醫師、經濟史學家、暢銷作家、個人理財專家——在我認識的人當中，他可能是最聰明的人。很幸運地，他也是個親切的人。事實上，在我擔任《華爾街日報》個人理財專欄作家的13年期間，每當才思枯竭的時候，他總是最可靠的救星。

「比爾，最近有什麼特別的點子？」我壓低聲音講電話，希望藉由開玩笑的語調，遮掩我另一篇專欄文章即將截稿的絕望情境。感謝老天，比爾總是能夠及時伸出援手。比爾是到了相當年長，才開始把心思轉移到金融領域，所以他所具備的熱忱和見解，往往是我們這些看慣華爾街金錢遊戲的人所難以掌握的。

關於他的熱忱與見解，各位可以從《投資人宣言》切身感

* 譯按：即本書作者威廉·伯恩斯坦。比爾是威廉的暱稱。

受——運用他直白的話語闡述，伴隨些許誇張的措辭和幽默氛圍。比爾和我在很多方面的看法並不一致，但有一件事情是我們兩人都認同的：最近發生的經濟和市場災難，算得上是「具有教誨功能的時刻」（teachable moment，借用比爾在本書序言中的用語），卻也可能是整個世代的最佳投資機會。

2008-2009 年的金融崩解事件，給大家帶來了什麼啟示呢？本書後續篇幅裡，讀者將看到比爾的精彩論述。可是，為了幫各位暖身，此處準備先談談五項重要，但或許不怎麼顯而易見的啟示。

（一）我們很多人並不如自己想像的勇敢。

想要賺取高報酬，就需要承擔高風險。2009 年的股票市場看起來確實危險，這是我們可以樂觀的理由之一。可是，未來幾年之內，股票即使能夠提供合理的報酬，我們也未必能夠實際享有，因為投資人面對行情劇烈波動，可能不知所措而應對失當。

你是否具備了股票成功投資人的條件？這可能是各位評估自身風險承受能耐的最佳機會。各位如果能夠鎮靜度過 2008-2009 年的行情跌勢，或許就意味著你確實有能力掌管股票為重的投資組合。反之，你如果因為經濟動盪與自身投資虧損而感到恐懼，將來或許就應該採用更保守的投資組合。

（二）信用擴張可能造成傷害。

我們大多會做「心理盤算」（mental accounting）^{*}，把汽車貸

* 譯按：mental accounting 通常翻譯為「心理帳戶」，但我個人認為，這個專有名詞翻譯為「心理盤算」更恰當。

款和車子聯結在一起，房地產抵押貸款和房屋聯結在一起，信用卡餘額和瘋狂度假週末聯結在一起。可是，這些債務一旦發生，實際上就會擴張我們的整個信用。這個簡單的事實，最近給了我們一記當頭棒喝——過去十年來的大肆借款，遭遇了股市與房市的大崩盤。

時序邁入 2008 年，假定我們擁有一棟價值 \$400,000 的房子，還有規模 \$200,000 的股票投資組合，以及 \$300,000 的債務。現在，股票投資組合價值可能只剩下 \$100,000，房屋價值可能跌到 \$350,000，總資產減少了 25%。可是，真正的傷害，其實來自淨值，也就是總資產減去總負債的餘額。淨值減少了 50%。

（三）我們的房屋沒辦法因應退休所需。

最近發生的房屋市場崩盤，應該讓「投資房地產絕不會錯」的想法徹底斷念。人們即使已經不能每年賺取兩位數的房屋升值利益，可能還會繼續認為房屋可以作為退休的生活憑藉。

退休之後，我們可以大屋換小屋，或承做房屋反向抵押貸款（reverse mortgage），藉由房屋淨值彌補退休生活所需。可是，房地產買賣的費用可不便宜，反向貸款也涉及各種費用。另外，我們總要找個地方住，有個安身之地——這意味著我們最好把房屋看成是消費品，不是投資。

（四）我們是需要儲蓄的！

如果不能每年賺取兩位數的房屋升值利益——或兩位數的股票投資報酬——我們還能怎麼辦？答案很簡單：我們或許應該拼命儲蓄。

沒錯，運氣好的話，最近發生的經濟災難，或許可以幫助美國人不再相信儲蓄率偏低的各種藉口。1990 年代，理財專家告訴大家，我們不用儲蓄，因為股票投資組合會持續大幅增值。近十年來，專家們又告訴大家，我們不需儲蓄，因為我們住的房子愈來愈值錢。

現在，我們的股票投資組合，還有我們的房屋，價值當然都顯著縮水。所以，1990 年代的股票神奇報酬，還有近十年來的房地產傑出收穫，結果都是向未來借貸——而那個未來的現實，讓我們深感胃部絞痛。教訓：不要把理想的投資報酬，當做不儲蓄的藉口，因為物極必反，「不理想」總是緊跟著「理想」而來。

（五）精明資金或許並沒有那麼精明。

最近十年的前半段，正是讓大家看了流口水的欣羨時代，我們目睹「精明資金」如何買進避險基金、未上市股票，以及我們普通投資人夢寐以求的其他神奇投資工具。所以，他們賺進天文數字的鈔票，而我們只能在平凡的共同基金堆裡打滾。不得了的報酬？喔……那些跟著馬多夫（Bernie Madoff）之流投資的人，結局並非如此。

大家應該聽夠了我所說的。接下來，不妨聽聽比爾的說法。各位想必因此變得更明智——說不定也會變得更富有。

喬納森·克萊曼斯（Jonathan Clements）

《有錢 21 招》（*The Little Book of Main Street Money*）作者

2009 年 7 月

序

大約 8 年前，我出版最後一本投資相關書籍，當時決定不再寫這方面的書，理由有兩點。

第一、「金融」是個範圍受到相當限制的領域；真正明確的知識並不多。不論個人投資者，或甚至專業投資人，他們需要精通的知識實在很有限。金融學術界如果要整理一份清單，顯示真正必要閱讀的專門著作或論文，數量大概只有幾十種。反之，對於普通醫生、社會工作者或科學家，他們需要閱讀的著作，可能需要擺上好幾個書架，甚至好幾個房間。總之，我的最初兩本書，已經暢述了我對於金融領域想說的一切。這個情況直到目前才出現變化。

2008-2009 年發生的金融崩解，顯著改變了投資地貌；我先前的著作如果會在某個時候被超越的話，那就是現在了。這是個具有教誨功能的時刻 (teachable moment)，我準備利用這次機會，清楚而明確地倡導一套永恆適用的投資原則。

1934 年，現代價值投資科學之父班傑明·葛拉漢 (Benjamin

Graham) 出版他的鉅作《證券分析》(Security Analysis)，闡明目前普遍公認的股票／債券價值評估方法，這本著作甚至到了今天，仍然是任何每一個金融研究者的必讀經典。如同任何富於變化的綜合性著述一樣，每位閱讀者的感受都各自不同。

葛拉漢的文筆典雅，文章結構嚴謹，這本著作確實讓我心曠神怡，堪稱所有金融作家的典範。他照亮了當時殘破不堪的股票／債券市場，那些過去不可一世的大企業，幾乎變得一文不值——總之，當時的環境與目前沒有太大的差異。

就當時世代的投資人來說，葛拉漢稱得上是獨行者，他鑽研各種統計資料而提出結論，認為任何擁有現金可供投資的人，如果至少持有一些股票，那就太瘋狂了。他主張股票與債券各佔一半的組合；現在，這種組合普遍被視為保守，但在 1934 年，則被多數人視為過分魯莽。

幾十年前，當我第一次閱讀《證券分析》，看到葛拉漢所描述的那些長久以前發生的混沌市況，不免讓我想起觀賞某部二流廉價電影《羅馬衰亡》(Fall of Rome) 的感覺：蠻有趣的，但和現代金融市場的平穩狀態全然無關。

我錯了——完全錯了。市場不再平穩，2008 年到 2009 年之間的某些時候，市場價值評估和 1934 年之間的相似性，顯然高過我們多數人所願意接受的程度；相信不久之後的未來，相同的情況還會再發生。現在就如同「經濟大蕭條」最嚴重的期間，有紀律而勇敢的投資人，如果還擁有資金流動性，應該掌握大好機會。如果有什麼時候，是適合審慎建構包含股票在內的長期投資組合，顯然就是現在了。

我不想再寫金融投資方面的書，第二個理由和意識型態比較有關，而和金融經濟學本身比較無關。投資想要獲得成功，需要幾種技巧彼此配合，很少人可以同時具備這些技巧——這是我相當不願意接受的論點，因為我畢竟已經寫過兩本投資書籍，強調任何人只要擁有適當的工具，就能達成預期目標。

我又錯了。多年來，不論通過電子郵件往來，或面對面交談，我曾經接觸數以千計的投資人，卻歸納出一項令人悲哀的結論：只有極少數的人，有能力成功管理自己的投資。

成功的投資人需要具備四種能力。第一、對於投資相關程序，他們必須覺得有興趣。這無異於木工、園藝，或為人父母。投資人如果不能享受資金管理活動，績效必然不理想；不幸地，多數人對於金融投資活動的愛好程度，就如同接受牙齒根管治療。

第二、投資人需要具備相當程度的數學能力，此處所為謂的程度，當然不只是簡單的算術或代數，甚至不只是操作試算表。想要掌握基本的投資理論，就必須擁有或然率方面的知識基礎，而且還要有相當程度的統計學知識。不幸地，如同某位金融專欄作者多年前對我說的，對於 90% 以上的人而言，分數已經是勉為其難了。

第三、投資人需要瞭解金融發展歷史，由「南海泡沫」到「經濟大蕭條」。上天保佑，如同我們即將看到的，即使是金融專業人員，對於這方面也有點摸不著頭緒。

投資人即使兼備這三種能力，如果欠缺第四項條件，一切還是等於零：他們必須具備嚴謹的情緒紀律，即使在水深火熱或資本即將崩解的情況下，仍然可以按部就班執行策略計畫。「保持既定方

向」：漲潮情況下，聽起來似乎很簡單，但碰到退潮，恐怕就不是那回事了。

根據我的估計，整體人口之中，大概只有 10% 的人，可以具備前述任何一項條件。所以，兼具這四種條件的人，一萬個人恐怕才有一個（換言之，10% 的 4 次方）。這項估計或許有些太悲觀。這四種條件畢竟不是彼此獨立的：某個人如果夠聰明的話，他對於金融投資也比較可能感到興趣，甚至比較願意花時間瞭解金融歷史。

可是，即使我們接受最樂觀的假設：有 30% 的人可以具備四種條件之中的任何一種。這種情況下，有能力自行管理投資的人仍然不到 1%。縱使具備了這些條件，恐怕還會涉及某些個性、毅力或膽識方面的議題。前述談到的最後一項條件，也就是傳奇投資人查爾斯·艾利斯（Charley Ellis）所謂「情緒遊戲」的從事能力，應該和另外三種條件完全獨立；華爾街散布著許多骨骸，他們都是知道怎麼做，卻做不到的人。

就在前不久的一、兩個世代，對於普通人來說，缺乏金融投資能力並不是什麼了不得的缺陷。多數美國人根本沒有多餘的資金可供投資，而且大型企業的員工，經常都會參加公司設定的傳統確定給付制（defined-benefit, DB）退休金計畫，由專業經理人負責管理投資，然後提供退休者確定金額的收益。

不幸地，就像是迪斯可舞一樣，確定給付制度已經步入歷史，美國人現在必須成為自己的投資經理人。如同牛群一樣，人們被趕入所謂的確定提撥制（defined-contribution, DC）計畫，包括 401(k)s、403(b)s，還有最慘的 457s。某種程度上來說，一般工作者是否應該管理自己的投資，理當取決於所具備的力量。