

積極型 價值投資法

Active Value Investing Making Money in Range-Bound Markets

超越市場漲跌的贏家法則



在多頭市場大膽追高，在空頭市場耐心守候

牛皮盤整時刻，
首要之務是運用價值投資法

才能避免資本一再虧損，
才是攫取獲利的實用架構

Vitaliy N. Katsenelson

凱茨尼爾森 著
洪慧芳 譯

毛仁傑 禮正投顧
總經理

鄭貞茂 花旗銀行台灣區
首席經濟學家

黃達業 台大財金系教授暨
台大金融研究中心主任

聯合推薦

財信出版

作者

凱茨尼爾森

Vitaliy Katsenelson

特許財務分析師 (CFA)

一九九四年投身投資業，如今擔任投資管理合夥公司 (Investment Management Associates) 的投資組合經理人，運用基本分析管理法與散戶資產。丹佛市科羅拉多大學商學院兼任教師，凱茨尼爾森的文章常見於《金融時報》、道瓊社與Minyanville.com。凱茨尼爾森擁有特許財務分析師的證照，是CFA機構的會員，擔任科羅拉多CFA協會的委員，也是退休投資機構 (Retirement Investment Institute) 的委員。凱茨尼爾森在科羅拉多大學以優異的成績取得財務學士與碩士學歷。想閱讀凱茨尼爾森多年來發表的文章，請上 ContrarianEdge.com 或 ActiveValueInvesting.com。

譯者

洪慧芳

國立台灣大學國際企業學系畢業，美國伊利諾大學香檳分校MBA，曾任職於西門子公司、花旗銀行，目前從事書籍及電腦軟體翻譯工作，譯有《投資銀行交易祕辛》《綠色商機》《避險基金交易祕辛》《中國CEO》《年輕就學會富有錢人》《大師解讀行銷》《開會開到死》《主管別瞎忙》《看得見的領導》《引爆市場力》《別自個兒用餐》《中國製》。

閱讀本書彷彿如和凱茨尼爾森進行對話：深入、敏銳、探究、簡鍊。

——納西姆·尼可拉斯·塔雷伯 《黑天鵝效應》作者

凱茨尼爾森帶大家了解建構積極型投資組合的想法流程。在價值投資領域中，關於何時賣股的討論並不多，本書剛好探討這個主題，兼顧理論、實務與常識觀察。

——大衛·埃霍恩

《積極型價值投資法》清楚說明股市並非平順趨勢，而是有高低震盪期。凱茨尼爾森解釋盤整市場，強調評價的重要性：股票買價會影響最終報酬。盤整市場特別需要以不受限制的分析流程，找出價值低估的股票，凱茨尼爾森為此提出獲得超額報酬的實用架構。——埃德·伊斯特林 克萊斯蒙研究公司總裁及《意外報酬》作者

本書精彩記錄並打破買進持有的執念，是思想開明的投資人，不分專業人士或個體散戶，都應該拜讀的佳作。——唐諾·卡西迪 退休投資機構總裁

《積極型價值投資法》精彩結合標的公司的價值與市場動態對投資組合績效的影響，了解兩者的投資人可以在多種市場中靈活獲利。凱茨尼爾森擅長以寓教于樂的方式包裝專業財金見解。——艾倫·布朗 摩根士丹利風險部執行董事與《老千騙局》作者

積極型 價值投資法

超越市場漲跌的贏家法則

Active Value Investing
Making Money in Range-Bound Markets

第二章 長期多頭、空頭、盤整市場

多頭市場的安穩

空頭市場的低迷

日本「按理」是長期空頭市場

長期盤整市場是什麼樣子？

多頭與盤整市場的波動

第三章 股市數學

資本增值的來源：盈餘成長

資本增值的來源：本益比

股利收益率的來源

盤整市場為什麼會尾隨多頭市場？

不到最後不見分曉

EC

EC

第四章 債券：可行的替代標的？

BE

為什麼不選債券？

OB

在盤整市場中資本配置的重要性漸減

SA

SA

SA

SA

SA

Q2

Vitaliy N. Katsenelson

凱茨尼爾森 著

洪慧芳 譯

果出論學市建建，介間

限限到到到到到

限限到到到到到

限限到到到到到

限限到到到到到

限限到到到到到

限限到到到到到

限限到到到到到

限限到到到到到

限限到到到到到

限限到到到到到

限限到到到到到

限限到到到到到

推薦序	財富的希望之鑰／毛仁傑	9
推薦序	從失敗裡重新出發／鄭貞茂	13
推介		15
作者序		19

第一單元 未來前景

第一章	簡介：盤整市場的出現	31
準備好降低預期		32
辨識動物代稱		33
長期 vs. 周期		33
區分長期多頭、空頭、盤整市場		34
百年夠久嗎？		36
股市是馬拉松長跑中的領先指標		38
國際股市的表現也很亮眼		40
黃金會再翻紅嗎？		42
黃金近來的新對手		44
長期的錯覺		45
盤整市場侵蝕多頭市場的報酬		48
長期可能比我們想得還短		50

第二章 長期多頭、空頭、盤整市場的情緒 55

多頭市場的安逸 56

空頭市場的低迷 58

日本「按理」是長期空頭市場 60

長期盤整市場是什麼樣子？ 62

多頭與盤整市場的波動 65

第三章 股市數學 71

資本增值的來源：盈餘成長 73

資本增值的來源：本益比 84

股利收益率的來源 94

盤整市場為什麼會尾隨多頭市場？ 99

不到最後不見分曉 100

第四章 債券：可行的替代標的？ 105

為什麼不選債券？ 106

在盤整市場中資本配置的重要性漸減 108

第二單元 積極型價值投資

分析學簡介：品質、評價與成長架構

115

第五章 品質

117

競爭優勢

118

管理

121

可預期收益

131

穩健的資產負債表

133

自由現金流量的重要

139

高資本報酬率

148

結語

149

第六章 成長

151

成長來源：收益成長與股利

152

往事已矣

163

未來的成長引擎

164

股利

166

成長很重要！

170

第七章 評價	171
奶農泰維的評價法	172
相對評價工具概要	182
絕對評價工具：現金流量折現分析	188
相對 vs. 絕對工具	191
絕對模型概要	193
數學的偽精準	194
絕對本益比模型	197
折現率模型	209
安全邊際模型	212
絕對本益比與安全邊際的結合	217
全套工具應用	219
本益比壓縮與因應之道	220

第八章 整合運用	229
進一步釐清	230
三者只具其一還不夠	230
三者中有二項較好，這樣足夠嗎？	233
結語	242
進一步釐清	242
三者只具其一還不夠	242
三者中有二項較好，這樣足夠嗎？	242
結語	242

策略簡介：流程與紀律的重要	243
---------------	-----

第九章 買進流程：微調 245

流程與紀律的重要	246
長期思維，短期行動	248
認識波動性	249
抓股票時機，不是抓市場時機	251
現金至上	253
時機一到就行動	254

第十章 買進流程：反向投資 255

逆勢操作才是關鍵	256
不必持有	258
當個迷思終結者	259
量化一切，當個反標題投資者	261
時間套利	262
找新點子	264
親自做深入的研究並加以記錄	271

第十一章 買進流程：國際投資 273

世界是平的：向全世界招手	274
同樣的差異	275
企業總部在國外不一定是外國企業	276

你承擔的海外政治風險比你想的還大	277
美國又是如何？	279
找出安適區，從那裡出發	279
不要把高成長經濟與優質投資標的混為一談	281
匯率風險	282
投資多少才算太多？	283
結語	284

第十二章 賣出流程：汰弱擇強 285

股價上漲後賣出	287
基本面惡化時賣出	292
結語	298

風險與風險分散簡介 301

第十三章 不同的風險觀點 303

何謂風險？	304
隨機的特質	305
鱷魚先生、隨機與投資	306
了解品質、評價與成長架構指標之間與內部的關連	313
找出隨機對價值創造因素的影響	314
錯誤的成本	317
結語	319

第十四章 不同的風險分散觀點 321

別賭上所有積蓄！	322
雞蛋太多或籃子太多	324
心理帳戶與風險分散	325
心理帳戶與股票組合的隨機性	328
隨機性可能對你有利	331

第十五章 結語與寓意 333

我可能是錯的，不過我想不是	334
多頭市場	335
空頭與盤整市場	337
債券？	339
我沒錯	340

附錄 多頭市場醞釀期 341

謝詞 351

作者附註 355

推薦序

財富的希望之鑰

毛仁傑

禮正投顧總經理

2009年農曆新年長假，台灣發放消費券，刺激各地旅遊人潮暴增，重要交通路線大塞車，總算有點熱鬧的年節氣氛。可是在歡樂的背後，彼此心知肚明，2008年的財富大縮水，讓大家面對未來特別謹慎，甚至於茫然不知所措。

利用難得的假期，仔細閱讀財信出版社送來請我寫序的這本書。拜讀過後，感觸良深，腦中不斷出現一絲憾意與重燃的希望。

遺憾的是：如果這本書能夠在2007年作者原文出版時就翻譯問世，應該可以幫助很多人避開驚心動魄的2008年金融海嘯。畢竟，投資理財的書籍最重要的目的就在傳達觀念，更期待進一步影響讀者有具體的行動，可以趨吉避凶。

如今往者已矣，來者可追。與其因金融海嘯捲走大量資產而懷憂喪志，倒不如正視未來，積極找出重新累積財富的方法。本書作者凱茨尼爾森是個教育工作者，又是備受推崇的投資銀行家，理論基礎與實務經驗兼俱。他所介紹的積極型價值

投資方法，非常具有實用性與可靠度。只要仔細研讀，充分運用，面對未來的經濟情勢也可以重新燃起希望。

作者根據歷史經驗及確實的統計數字，在2007年初就預測美國股市在2020年之前都是一個大盤整市場。最主要的原因是：2000年結束的美股18年多頭市場已經為未來這段長期慘澹的軌跡奠定基調。二十世紀美股的表現紀錄佐證這個大膽的預言。過去一百年間，美股每一次出現長期的多頭市場後，就會出現時間長度相類似的盤整市場。面對盤整市場，在投資策略上要有非常不同的思維。

作者認為盤整市場就是所謂的償還市場，投資人以下降的本益比償還前一個多頭市場所賺的超額利潤。因此盤整市場中，股票的報酬並沒有明顯優於其他固定收益資產。在多頭市場的時刻，大部份的股票報酬都優於固定收益資產，所以資產配置計劃相當重要，股票比例愈高，整體資產報酬愈高，選股差異倒是其次。但盤整市場中，持有大盤指數的被動買進持有策略並不適合，真正能夠創造較高報酬的是選對股票。

什麼樣的股票才能在盤整市場中脫穎而出？積極型價值投資法的邏輯是最適用的方法。作者從品質、成長與評價三個標準來選股。公司的品質可以從持久性的競爭優勢（如：強大的品牌，高進入障礙，專利保護）、良好的管理團隊和穩健的資產負債表等角度來評估。選擇高品質的公司是價值型投資的基石。

成長性是多頭市場提高報酬的利器，大部份時候比品質更能獲得市場認同，加速本益比的升高。在積極型價值投資法中，肯定了成長是非常重要的價值創造因素，它有效地抵抗盤

整市場中本益比的壓縮。不過不能像多頭市場中過度放大成長的魅力，而是必須和品質、評價一起加入分析。不能只買成長最快的公司而忽略了品質與評價，因為成長背後擔負的風險在盤整市場中造成的下跌壓力更大。

評價是本書對於實務投資運用上最有效的觀念。作者建議在2020年之前的操作中，使用絕對評價模式（亦即現金流量折現法）是比較好的評價工具，不要掉入多頭市場為高本益比個股所設計的相對評價模式。因為歷史的紀錄顯示，盤整市場時期，低本益比族群的報酬率遠優於高本益比族群，這和多頭市場的特色剛好相反。

挑選股票和有紀律的投資在盤整市場中比在多頭市場更為重要。一旦具有盤整市場的思維，就應該把焦點轉到個股上，然後嚴格執行三件事：一、為投資組合挑選適當的公司；二、以適當的價格買進；三、買進的時候就想好適當的價格賣出，等時候到了一定要執行。第三點和多頭市場時抱愈久賺愈多的策略是完全不同的思維，是未來幾年投資股票時最需注意的重點。

作者鼓勵大家，在盤整市場中，不需要到處去發掘新的潛力股，鎖定品質好，成長性高的公司列出一張表，然後在這些公司股價低迷，落入評價標準之下後積極買入。也不需要去猜測股價指數的高低起伏，因為很難預測，也違反人性。買進以後，在股價快充分反映價值時賣出，而不是等到價值高估時才賣。

凱茨尼爾森是科羅拉多大學商學院的兼任教師，因此在書中會引用一些數學觀念來解釋股市現象，對數學有恐懼感的讀

者請不要過度排斥，只要在數學的部份跟著作者的描述簡單看過，了解作者的推論邏輯就可以了。事實上，整本書對過去、現在與未來股市的推論相當合理，而提出的投資策略建議，更是在實務界有豐富經驗的老手才有的功力，非常值得大家研讀與學習。2008年金融海嘯失去的財富，只要肯努力、夠用心，還是有慢慢賺回來的機會。希望本書就是那把打開機會之門的鑰匙。

推薦序

從失敗裡重新出發

鄭貞茂

花旗銀行台灣區首席經濟學家

好書越沉越香，歷久而彌新，尤其是在2008年金融大海嘯之後，投資人如果重新檢視手中的資產組合，對照於書中所描述的積極型價值投資法，便可了解為何自己虧損那麼多的原因。

儘管全球股市在2008年才慘遭滅頂，但本書作者凱茨尼爾森先生卻早已斷言美國股市在2020年之前都會持續2000年以來的盤整格局。現在事後看來，當股市處於多頭格局時，尤其是經歷了5年（2003-2007）的多頭行情之後，根據統計上均數復歸（mean reversion）原則，其實早已蘊釀大幅修正的伏筆。

一般人在投資股市時，往往容易被平均報酬所迷惑。舉例來說，假如投資美國S&P500指數的長期平均報酬率為8%，投資人便認為投資10年應可獲得80%的報酬，而不論每年S&P500指數表現為何。但若實際觀察S&P500指數每年變化，投資人將驚訝地發現，多數時間S&P500的報酬率都落在8%