

MARKET SENSE
AND NONSENSE



我眼中的 市場真相

How the Markets Really Work
(And How They Don't)

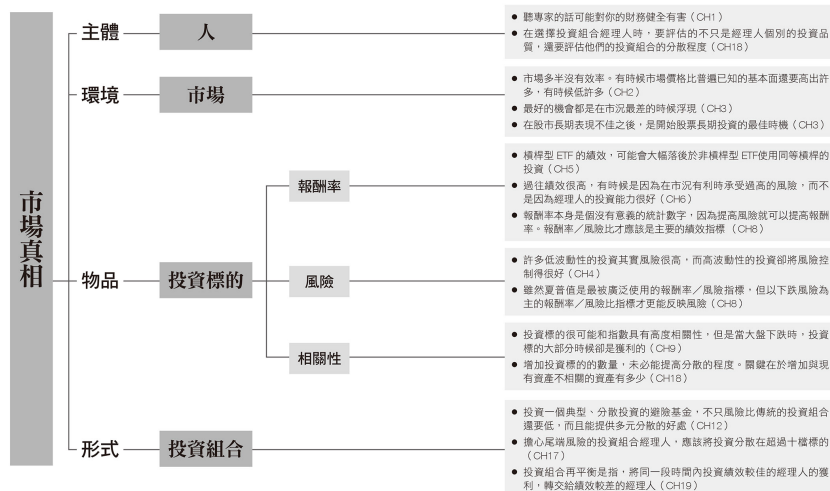
JACK D. SCHWAGER

傑克·史瓦格 —— 著

呂佩德 —— 譯

《金融怪傑》系列作者大膽戳破55個投資謊言
赤裸剖析市場本質與獲利門道

跟著史瓦格看見 市場真相



目錄

代序

前言

第一部

關於報酬、風險與市場的真相

第1章

專家的選股能力比不上猩猩擲飛鏢的結果

喜劇頻道對決商業頻道

精靈指數對決大盤

付費建議對決大盤

第2章

無效率市場假說充滿缺陷

效率市場假說與實務上的證據

價格未必永遠是對的

次貸投資

負價值資產—Palm/3Com 事件

市場為什麼會崩盤？

基本面發展與價格波動的脫鉤
價格波動決定財經新聞的內容
效率市場假說的錯誤前提：以下棋為例
根本不打算賺錢的投資人
效率市場假說缺少的成分
為什麼很難打敗大盤？
診斷效率市場假說的缺陷
效率市場假說注定被經濟學理論淘汰

第3章

過往績效不代表未來績效

交出高報酬與低報酬後的表現
高報酬與低報酬對長期投資隱含的意義
選擇績效最佳的類股有好處嗎？
投資過去報酬率最佳的避險基金會成功嗎？
為何過去報酬率高的類股和策略風格績效會這麼差？
等等，這暗示什麼

第4章

用錯風險指標比不用還糟

錯估風險指標比沒估還糟
使用波動性為風險指標
標準差衡量波動性的問題根源

隱藏風險

評估隱藏風險

不要混淆波動性和風險

風險值法的問題

哪一個風險看起來比較大？

第5章

高波動性不等於高風險

投資槓桿ETF所得到的，可能不是你預期的

第6章

過往績效紀錄埋藏獲利陷阱

過往績效的陷阱

資料相關性的陷阱

當過往的良好績效是壞事時

蘋果與橘子的陷阱

過往績效紀錄愈久，可能愈不重要

第7章

預估報酬率有時具代表性，有時不

第8章

檢視過往績效不能只看報酬率

為什麼只看報酬率沒有意義

經風險調整的報酬率指標

視覺化績效評估

第9章

相關性是評估風險的重要工具

定義相關性

線性關係

判定係數

偽相關

相關性的誤解

專注研究空頭的月分

相關性 VS. beta值

第二部

關於避險基金的真相

第10章

避險基金的起源

第11章

認識避險基金的第一堂課

避險基金與共同基金的差異

避險基金的類型

避險基金與股票的相關性

第12章

避險基金的實際投資情況

投資避險基金的理由

在投資組合中納入避險基金的優勢

特例—受管理期貨

單一基金的風險

第13章

對避險基金的恐懼

三偏誤所帶來的恐懼

第14章

避險基金指數不是觀察績效的合理指標

第15章

槓桿並非風險指標

武斷的投資規則是愚蠢的

槓桿與投資人偏好

當槓桿危險時

第16章

受管理帳戶：比基金更適合投資人的選擇

受管理帳戶與避險基金之間的主要差異

受管理帳戶的主要優勢

個人受管理帳戶 VS. 間接受管理帳戶

為什麼經理人會同意受管理帳戶？

受管理帳戶有沒有不適合的策略？

四個常見反對受管理帳戶的原因

第16.5章

有人說避險基金的投資報酬是海市蜃樓

第三部

關於投資組合的真相

第17章

分散投資分十檔股票還不夠

分散投資的好處

分散投資要多分散

隨機風險

特殊風險

分散投資的條件

第18章

分散投資不是愈多愈好

第19章

對投資組合進行再平衡

再平衡的新實驗

為何再平衡有用？

第20章

波動性高可能有好處

第21章

建構投資組合的八原則

投資組合最佳化的問題

建立投資組合的八個原則

繪製相關性表格

相關性之外

後 記 32個投資觀察

附錄一 選擇權的基本概念

附錄二 經風險調整的報酬率指標計算公式

致 謝

關於作者

不論你多用力把一條死魚丟進水裡，牠還是不會游泳。

——剛果諺語

代序



傑克請我為本書寫序的時候，我感到受寵若驚。但我要先說一件令我不滿的事，即使這樣看來好像有點忘恩負義，但我還是要說——傑克怎麼不早點寫這本書呢！

如果1970年代我在念MBA的時候有這本書可參考，那就太棒了。那時候學校教我們效率市場理論（MBA課程到現在還在教這個），我覺得這根本完全不合理。至少，當我張開眼睛觀察真實的世界，發現所有的東西都和商學院教我的理論不一樣時，我覺得這根本一點也不合理。真希望那個時候我的桌上就有傑克的這本書，裡面有簡單、直接的解釋，以及他對效率市場假說的駁斥，可以幫助我的研究，不再因為那些理論而苦惱。

對現在的年輕基金經理人來說，這本書能幫助他們更了解風險的各個層面，而不只是用那些學校教的狹隘框架，或是我總是直覺使用的風險判斷方法（結合「損失厭惡」和「最佳期望」）。

真希望我能早點把這本書送給我的客戶，讓他們知道如何判斷我和其他基金經理人的績效。讓他們了解，績效不是光看近期報酬率、波動性、相關性、最大跌幅（drawdowns），或者是否超越大盤，而是有更長遠和更深刻的角度來理解所有因素。

身為商學院教授，真希望我能早點把這本書送給我的MBA學生，讓他們知道學校課本寫的都是迷思和錯誤資訊，並拆穿這些學術界的

胡言亂語，以免他們誤入歧途。

真希望這些年來，在我擔任投資委員的時候能有這本書的幫助。該如何正確看待短期績效、長期績效、風險指標、相關性、基準指標、指數與投資組合管理，如果當時有這本書就好了！（傑克，你怎麼不早點出書！）

也許最重要的是，我可以把這本書送給我的親友，幫助他們了解市場到底是如何運作（以及了解市場並沒有好好運作），他們將終身受惠。

所以，我還是要感謝傑克寫了這本簡潔的市場常識指南。雖然晚了一點，但總比完全沒有來得好。我會把這本書介紹給我認識的所有人。這本書應該成為每位投資人必讀的書，而且愈早讀愈好！

喬爾·葛林布拉特 (**Joel Greenblatt**)

寫於**2012年8月**

前言

多年前，我曾在華爾街一間券商擔任研究部主管，我的工作之一就是評估商品交易顧問（commodity trading advisors, CTA）這種基金。^[1]監管機構要求商品交易顧問基金揭露一份統計資料，是已註銷的客戶帳戶中獲利帳戶的比例。我很驚訝的發現，我所看到的所有帳戶在註銷時都呈現虧損，就連那些當大盤績效為負的那幾年根本沒有投資的帳戶也一樣！這顯示，投資人非常不擅於擇時，所以大部分的人都虧損，**就連選擇市場常勝軍CTA的人也一樣！**投資人不擅於擇時所顯示的是，他們在標的績效很好的時候決定投資，並且在績效差的時候賣出。雖然這樣的投資決策看起來好像很正常，甚至是人類的直覺，但基本上卻是錯的。

投資人絕對是自己最大的敵人。大多數投資人的直覺會讓他們做出錯誤的決定，而且他們總是一再犯這樣的錯。華特·凱利（Walt Kelly）的著名動畫片《波哥》（*Pogo*）裡，有一句名言很適合當作投資人必知的箴言：「我們已經見過敵人了，那就是我們自己。」

投資失誤並不是只發生在新手投資人身上，專業投資人也會一再犯同樣的錯誤。一個常見的錯誤就是，**根據不充分的資料或與事實無關的資料推斷結論**，而且這樣的錯誤會以各式各樣的方式出現。2000年代初期的房地產泡沫就是一個經典的例子。造成這個泡沫的主因之一，就是用數學模型來為複雜的不動產抵押貸款證券（mortgage

backed securities) 定價。問題在於，根本沒有足夠的資料來建構模型。

當時，這種貸款的借款人不需提供自備款、工作、收入或者資產證明，就可以取得房屋抵押貸款。因為以前沒有發生過這麼低品質的抵押貸款，所以不會有相關的過往資料可供參考。複雜的數學模型都是根據與現況不符的舊資料所做出的推論，因此導致災難性的失敗。

[2]雖然沒有相關的資料，人們仍使用這些模型來解釋，為何將充滿風險的次貸連結債務證券化給予高評等。結果，導致投資人損失超過一兆美元。

根據不充分或者不適當的資料得出結論，這在投資界屢見不鮮。建立投資組合的數學模型就是一個例子。投資組合最佳化模型使用資產過往的報酬率、波動性和相關性，來建立最佳的投資組合，也就是認為選定的資產組合能創造在特定波動性下的最高報酬率。但這麼做，忽略了一個重要問題，那就是過往的績效、波動性以及各資產間的相關性，是否能代表未來的情況——通常不會。而且，即使這些數學模型所推導的結果完全符合過去的情況，但是對未來卻完全不管用，甚至會誤導。然而，對投資人來說，未來才重要。

投資的市場模型和理論都是為了數學上計算方便，而非以實際證據為根據。**投資界的所有理論都是奠基於市場價格是常態分布的假設**。這個假設對證券分析師來說很好用，因為以精確機率為基礎的假設才能成立。每隔幾年，全球市場上會經歷一次被稱為「千年一見」甚至「百萬年一見」（或是更久）的價格波動；這些事件的機率又是從哪裡來的？這些機率是在價格常態分布的假設下，出現價格大幅波動的機率。這些極為罕見事件，卻在短短幾年內全部發生了。令人不

禁思考，這樣的數學模型到底符不符合現實世界的市場。可惜大部分的學術和金融機構都沒有得出結論。對他們來說，數學計算的方便性比現實情況來得更重要。

事實就是，如果要在現實世界中使用某些投資模型的話，許多人使用的模型和假設就會是錯的。此外，投資人帶著自己的偏見和毫無根據的信念，會引導他們得出錯誤的結論和有缺陷的投資決策。在本書中，我們將質疑那些應用於投資過程中各層面的傳統觀點，包括資產選擇、風險管理、績效評估與投資組合配置。我們用事實來檢驗，就會發現人們所接受的市場真相，其實是沒有根據的假設。

[1] 商品交易顧問是監管機構對於在期貨市場交易的基金經理人的官方稱呼。詳見第3章注釋。

[2] 雖然最被廣泛用來為房屋抵押貸款證券定價的模型，使用的是信貸違約交換合約（credit default swaps, CDS），而非使用違約率來衡量違約風險，但是信貸違約交換合約的價格計算也深受過往違約率的影響，這些過往的違約率都是用不包含現況的歷史資料所計算出來的。

第一部

關於報酬、風險 與市場的真相

第1章

專家的選股能力比不上 猩猩擲飛鏢的結果



2009年3月4日，喜劇頻道（Comedy Central）的諷刺新聞節目《每日秀》（*The Daily Show*）主持人強·史都華（Jon Stewart），重砲抨擊消費新聞與商業頻道（CNBC）對市場的一連串錯誤預言。引發史都華不滿的原因是，CNBC記者瑞克·山特利（Rick Santelli）在芝加哥商品交易所的交易廳報導時憤怒大喊，反對政府補助「魯蛇的房貸」，這段影片在網路上被瘋傳，引爆後來的茶黨運動。史都華抨擊的點在於，山特利批判不負責任的屋主沒注意到所有的警訊，但CNBC其實沒資格批評他們。

喜劇頻道對決商業頻道

史都華播出一連串CNBC的影片，凸顯多位CNBC播報員給過最丟臉、最荒謬的預測與建議，每段影片後面還有黑底白字說明最新的進展。影片內容包括：