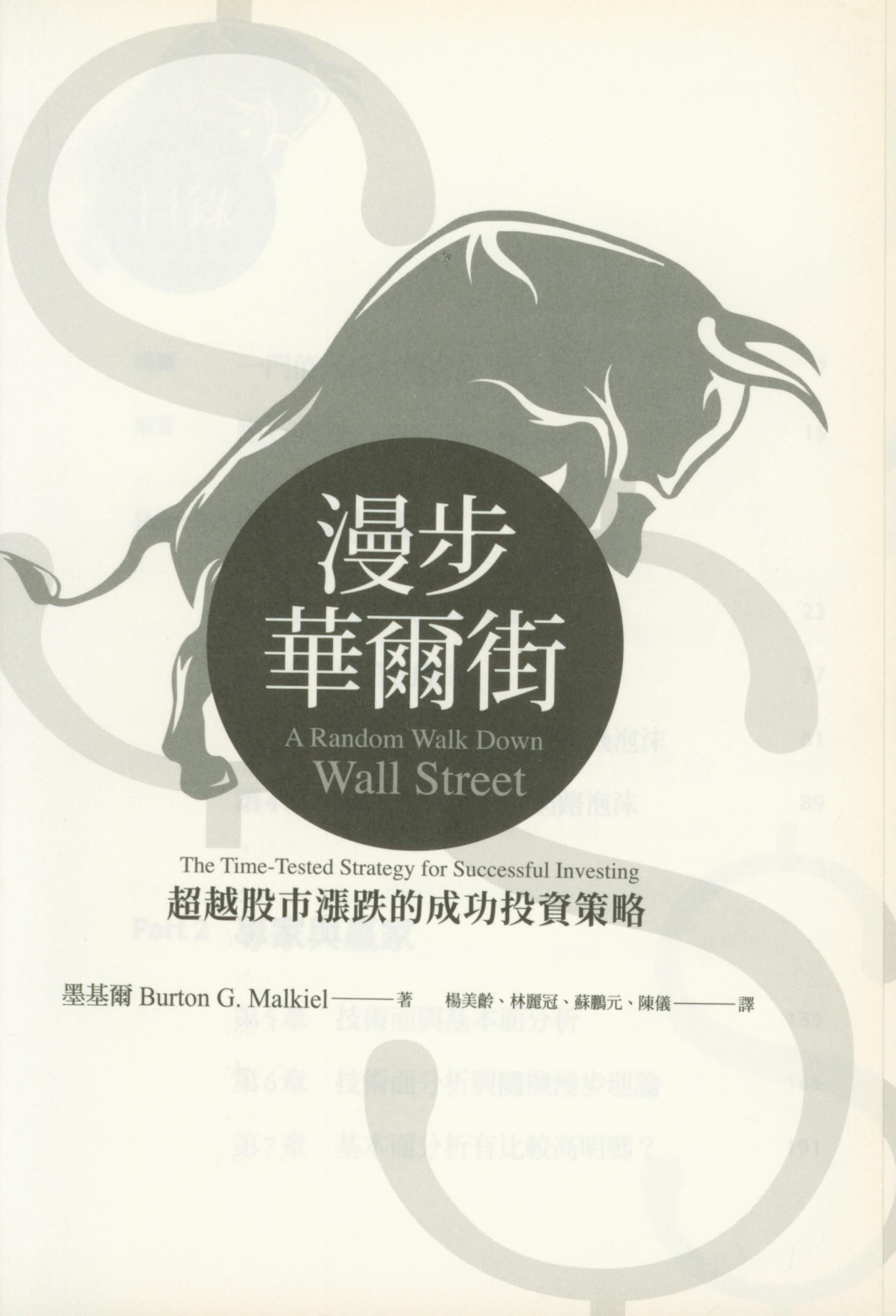




漫步 華爾街

A Random Walk Down
Wall Street

The Time-Tested Strategy for Successful Investing
超越股市漲跌的成功投資策略

墨基爾 Burton G. Malkiel —— 著 楊美齡、林麗冠、蘇鵬元、陳儀 —— 譯



目錄

導讀	一門值得終生學習的學問／周行一	7
前言	點石成金	15
Part 1	股票與股價	
第1章	磐石與空中樓閣	23
第2章	瘋狂的群眾	37
第3章	1960～1990年代的投機泡沫	61
第4章	2000年代初期的網路泡沫	89
Part 2	專家與贏家	
第5章	技術面與基本面分析	135
第6章	技術面分析與隨機漫步理論	165
第7章	基本面分析有比較高明嗎？	191



Part 3 全新的投資技術

- | | | |
|--------|------------------|-----|
| 第 8 章 | 穿新鞋學習現代投資組合理論 | 221 |
| 第 9 章 | 藉由承擔風險來提高報酬 | 243 |
| 第 10 章 | 行為財務學 | 265 |
| 第 11 章 | Smart Beta 與風險平價 | 303 |

Part 4 愜意漫步華爾街

- | | | |
|--------|--------------|-----|
| 第 12 章 | 個人理財的 10 項練習 | 341 |
| 第 13 章 | 股票與債券的報酬 | 383 |
| 第 14 章 | 做好人生的投資規劃 | 407 |
| 第 15 章 | 進軍股市三大步 | 441 |

一門值得終生學習的學問

後記

473

Part 5 特別收錄

衍生性商品入門

481

決定期貨與選擇權價格的因素

521

附錄 基金和ETF投資指南

533

導讀

一門值得終生學習的學問

周行一

政治大學財務管理系特聘教授

多年前，當天下文化邀我擔任舊版《漫步華爾街》翻譯稿的校訂時，我著實興奮了一陣子，因為這本書是投資實務的經典之作，常為美國著名大學 MBA 投資學課程的指定參考書。它不像坊間一般的投資指南，缺乏堅實的理論及實證基礎，或完全以線圖或心理分析方法剖視投資，間接鼓勵了投機風氣。此書結合了投資理論及實務，深入淺出介紹投資理論，並巧妙轉換理論成實用的投資理財法則，對一直嘗試傳播正確投資觀念於國內的學者來說，這本書正是能幫助正確投資觀在國內迅速萌芽生根的利器，我怎能不興奮呢？

本書作者不斷修訂《漫步華爾街》，每次修訂版都有與時俱進非常值得閱讀的新材料，例如：新金融商品的介紹，他會分析不同商品對投資人的意義，建議投資人應以分散風險的角度評估新商品的投資效果，避免單純的投機行為。他也強調市

場泡沫是歷史的一部分，會一再的重演，投資人應從中學習教訓，不要一再受傷害，而且投資應以人生理財規劃為基礎，認識風險，了解人生不同階段的理財目標以及自己承擔風險的能力。最重要的是，作者強調被動型指數投資法並未因時空改變而失去其價值，不論新金融商品如何讓人目眩神迷，一般投資人還是應以分散風險，長期投資的角度切入投資，不能掌握這個原則的人，經常都是最後吃虧的人。

新修訂版也納入了晚近投資學領域中最引人入勝的研究方向——行為財務學，這是學術界針對傳統投資學的缺陷所產生的顛覆性論述。傳統上，財務經濟學家假設投資人會做出理性的決策，但是卻發現以這種假設為基礎所引伸出的理論無法解釋許多投資行為，例如：投資人會捨不得賣賠錢的股票，卻會趕緊獲利了結；有時投資人顯得信心滿滿，但有時又踟躕不前；投資人好像缺乏主見，喜歡跟著大家走。學者結合心理學的研究發現，解釋為何投資人會有不符合理性假設的行為，並提出一些方法，幫助投資人避免因心理作怪做出錯誤投資決策的機會。

讀了本書之後，投資人會了解，投資不是畫畫股價線，看看電視上分析師的解說，或聽聽股友的小道消息，即可成功的。成功的投資人必須有正確的投資觀念，而觀念的建立必須植基於對投資學的理解，所以值得終生學習。一般人對投資學教科書望而怯步，乃因深奧繁複的數學公式，使讀者難以理解

公式中的投資道理；本書幾乎沒有數學公式，即使有，也是極簡單的代數式，偶爾有計算的例子，數字演算過程也極簡單，這是本書的主要優點之一。作者以淺白易懂的文字講解投資理論及實證經驗，只要粗具算術底子的人便能看懂。但本書不是漫畫，隨意瞄過即可一窺堂奧，讀者需有反覆閱讀的心理準備，方能真正理解其內容。不過我認為本書對投資人最有用的訊息，在於將作者建議的投資原則應用在實務上是非常簡易的，只要願意有紀律的執行，任何人都可以輕而易舉的投資。

建立自己的投資觀

投資是理念的實踐，而非專靠投機碰運氣。就像遊戲，有的簡單無比，不需要花腦筋，例如：翻書比賽，翻單頁的贏，雙頁的輸，不需要任何學習，經驗累積也無多大用處；有的遊戲需要不停的練習，大量的思考才能增加贏的機會，例如：下象棋，象棋高手都有一套下棋理念，決定其下法。投資也是一樣，經由不停的學習及經驗累積，投資人可以發展出一套適合自己的投資理念，這種理念也可稱作投資觀，是可以經由學習而進步的；學習的過程也許困難，但成果卻非常值得努力，讀者如果持學習的心態，願意花功夫去增進投資觀，本書可以給你無窮的益處。

好的投資理念，有賴於對投資理論及實證經驗的理解。舉

個簡單的例子，報酬率與風險的關係為正比，所以長期投資所承擔的風險應比短期投資高，這是因為長期投資人不需於不利時機調整投資組合而遭受損失，因此可獲得較高的平均報酬。但不明此理的投資人於短線投機時，通常挑選風險最大的股票一搏，反而不符投資原則。

《漫步華爾街》的寫作目的，即在幫助投資人了解投資理論與實務，以培養健康的投資觀念，保障生活並增加財富。作者墨基爾以「漫步」為書名，語帶雙關，饒富深意。「漫步」給人的印象原應是輕輕鬆鬆、無憂無慮的；對情侶來說，更是羅曼蒂克的。但在投資學裡的含意，此二字卻能使以畫股價線圖為分析基礎的技術師或投資人毛骨悚然。因為它在投資學裡指的是，當時間改變時，資產報酬率的形態沒有規則可循，無法預期，致使報酬率呈現隨機「漫步」的情況，令搶短線的投機客非常頭痛，因為股價基本上是無法以線圖或其他已知的資料預測的。

投資不同於投機

每一個投資人都無可避免的想預測投資，因為正確預測股價的報酬實在太大了，代表的是無盡的財富。由於看圖說故事不需要投資分析的訓練，一般投資人自然習以為常的依賴技術分析線圖、市場耳語或消息為買賣依據，尤其台灣投資人的金

科玉律是，不停的逢低買進或逢高賣出才可迅速累積財富，投機與投資沒有分別，所以「人氣」、「心理」、「消息」比任何因素都重要。但若股價果真這麼容易預測，為什麼我們周遭很少短期投資致富的人，反而常見到親朋好友損失不貲，股市大戶垮台的事情呢？

本書開宗明義即指出，兩大投資分析的理念；它們是偏重心理面的技術分析，與偏重預測公司表現的基本面分析。前者與作者所謂的「空中樓閣」(castles in the air) 關係密切，而後者即作者所謂的「磐石理論」(firm-foundation theory)，為當代新投資理論的基礎。墨基爾並不絕對排斥技術分析，而且認為技術分析可能獲利，但他建議投資人以理性的態度，把投資當做終生規劃的工具。

泡沫形成如出一轍

本書以介紹西方歷史上有名的投機泡沫開始，可見作者希望讀者避免參與類似投機而追悔不及的苦心。當人們基於預期心理一窩蜂追逐股價，股價即會愈飆愈高，遠離其應有的價值，而形成「泡沫」，此時任何風吹草動都可能震破泡沫，使股價急劇下跌。最倒霉的當然是在泡沫破滅前承接的人，而在其他時間買進的投資人也不見得好過，因為泡沫一下子就破了，價格下跌速度非常之快，而且交易量極少，此即俗稱的

「無量下跌」。古今中外泡沫形成及破滅的過程極為類似，墨基爾於書中所舉的 17 世紀荷蘭鬱金香投機熱潮、美國 1960 年代科技股價的瘋狂震盪情況與 20 世紀末的網路泡沫，形成的本質雷同，與 1989 到 1990 年台灣股市的情形，如出一轍。如果墨基爾也研究台灣股票的話，一定會大書特書這個泡沫的。

相信心理面為決定股價最關鍵因素的人，自然以預測泡沫的形成為目標，而以技術分析的線圖為預測方法，冀望從線圖中解析市場心理。墨基爾特別告訴投資人，群眾心理不可恃，並在書中仔細解讀了學術界對報酬是否呈漫步形態的研究。股價「漫步」是很多實證研究的結果，即使有時股價走勢有跡可尋，但扣除進進出出的交易成本及所承擔的風險，按這類蛛絲馬跡交易通常是划不來的，預測短期股價更是幾乎不可能，所以投資人頻繁進出股市，長久以後並不有利。

而不相信心理面的人，採用的則是基本面分析，即墨基爾所謂的磐石理論。他們認為股價之基礎為盈餘，未來賺錢愈多的公司，現在的股價應愈高。但作者指出，這種較理性的方法其實用性有限，主要因為盈餘預測不易，且常受公司操縱。作者亦以美國安隆公司倒閉為例，說明公司會因公司治理機制不佳而產生傷害投資人權益的弊端，想要以選股獲利的人，不可不慎。

風險量化

投資學的理論基礎，到 1960 年代馬可維茲提出以投資組合來分散風險的理論，才漸漸建立起來。馬氏的主要貢獻在於證明當投資組合的資產數目增加時，可以在不減少預期報酬率的情況下，將風險數量化，並喚起大家對風險的注意。但風險的降低有其極限，任何一個投資組合的總風險，有一部分的確會隨資產數目增加而減少，這部分稱為「可分散風險」；而剩下的一部分是無法分散掉的，叫做「系統性風險」。植基於馬氏的理論，爾後發展出在實務界耳熟能詳的資本資產定價模型（CAPM），即強調資產報酬率完全由其系統性風險決定，既然如此，只要能估計系統性風險（貝他值），就能按貝他值選擇投資組合，使其系統性風險符合自己的偏好，或者按系統性風險，挑揀價格偏低的股票。

但 CAPM 不是萬靈藥，實證研究發現，在很多情況下，貝他無法完全解釋資產報酬產生的許多異常現象（anomaly）；例如：週一的報酬為什麼特別低？現在較流行的是探究哪些非貝他因素可以更精確的預測股價，例如：公司規模及股價淨值比等等。墨基爾對從 1960 年代至今的理論及實證研究有簡單明瞭的解析，並說明其在實務上的應用。

近來衍生性金融商品及五花八門的新金融商品已成為家喻戶曉的名詞，本書亦重點介紹了期貨、選擇權、指數股票型基

金（ETF）以及房地產證券化、黃金、骨董藝術品等商品，並特別提醒投資人這類交易的風險及應用之道，最後本書以個人理財規劃為結束，建議個別投資人按自己的財務條件，生活目標及風險偏好，做投資規劃，並且提供了作者個人數十年來成功投資的經驗法則。作者特別強調，年齡與風險承擔能力息息相關，年輕時不注意長期投資的好處，或年老時承擔太高的風險，都是不智的。

不少投資人冀望「明牌」，讀了本書之後你應當會了解，靠明牌獲利的機會不大，因為如果全靠明牌即可獲利，那麼市場就太沒有效率了，與本書回顧的學術發現不符。《漫步華爾街》不是一本報明牌或讓讀者可以出奇制勝，馬上獲暴利的書，而是幫助讀者，建立合理投資觀念的書。觀念的改變不在一朝一夕，其收穫亦是點點滴滴累積起來的。要做個心理面或基本面的投資人是你的選擇，但如果放棄了改變觀念的機會，你就少了一項選擇！對作者而言，一個最簡單的選擇是採用被動的指數型投資方法，既不需要畫技術分析圖、搶短線、晚上睡不著覺，也不需要花時間選股，更可避免行為財務學所指出的心理陷阱，是種便宜又大碗的投資方式，您應該認真的考慮！

前言

點石成金

本書發行第一版至今已經超過 45 年。第一版傳達的是一則很簡單的訊息：比起買賣個股或主動式管理的共同基金，投資人購買並且持有指數型基金可以得到更高的報酬。我大膽主張，購買並廣泛持有市場中所有股票，績效很可能會超過由專家操盤、管理費高、交易成本高，因而貶損投資報酬的基金。

超過 45 年後的現在，我對原先的理論更有信心，超過 6 位數美元的獲利足以證明我的想法。簡單舉個例子來說，在 1969 年初，有一位投資人以 10,000 美元投資標準普爾 500 指數型基金（Standard & Poor's 500 Index Fund，簡稱 S&P 500 指數型基金），假設他將所有股利都再投入這檔標的，截至 2018 年 4 月為止，他的投資組合價值會變成 1,092,489 美元。不過，另一位投資人如果買進主動式管理的基金，他的投資組合價值則是 817,741 美元，兩者的差別顯而易見。到 2018 年 4 月 1 日為止，指數投資人的獲利高出 274,748 美元，足足比基金投資人的報酬還要高出 25%。

既然如此，這本書為什麼要出新版呢？如果基本訊息都沒有改變，那麼改變的是什麼？答案是，大眾可以利用的金融工具出現巨大的變革。本書致力於提供散戶全方位的指南，自然需要更新，並涵蓋所有投資工具。此外，投資人也可以受惠於學術界與市場專家針對新資訊提出的批判性分析，書中將以平實的敘述，讓所有對投資有興趣的人都能讀懂。股票市場一直有許多令人困惑的說法，需要有一本書來釋疑解惑。

過去 45 年以來，我們已經習慣科技在實際環境中的快速變化，舉凡電子郵件、網路、智慧型手機、個人數位助理、智慧家電、iPad、Kindle 電子書與閱讀器、視訊會議、社群網路等創新發明，還有醫學上從器官移植到雷射手術，以及非手術性治療腎結石與血管栓塞等種種進步，都對我們的生活影響重大。與此同時，金融領域中的創新也同樣快速。1973 年本書首次問市時，市面上還沒有貨幣市場基金（money-market fund）、自動櫃員機、指數型基金（index mutual funds）、ETF、免稅基金（tax-exempt fund）、新興市場基金、目標日期基金（target date fund）、浮動利率債券（floating-rate note）、波動性衍生性商品（volatility derivatives）、抗通膨證券、權益型不動產投資信託（equity REITs）、資產擔保證券（asset-backed security）、Smart Beta 策略商品（Smart Beta strategies）、羅斯退休帳戶（Roth IRAs）、529 學費儲蓄計畫（529 college savings plan）、零息債券、金融期貨與商品期貨、選擇權，也

沒有投資組合保險（portfolio insurance）或高頻交易（high-frequency trading）等創新的交易技術，更別說其他投資環境的變動。本書因而增加許多新內容來解釋金融創新，並告訴各位身為消費者應當如何從中獲益。

這個新版本也針對投資理論和實務的學術進展，提供清楚易懂的說明。第 10 章說明行為財務學（behavioral finance）這個令人振奮的新領域，並且強調投資人應該從行為學家的見解中學習的重要心得。第 11 章要回答 Smart Beta 策略是不是真的很聰明，風險平價策略（risk parity）是不是太冒險。此外，本書還增設新的一節，提供退休族群實用的投資策略。多年來，我不斷增加許多新資料，對於在大學或商學院時代讀過舊版的讀者而言，也會發現新版本相當值得一讀。

在新版當中，我仔細審視前幾版的基本論調：由於股市的訂價機制相當有效率，就連蒙眼對著股票清單射飛鏢的黑猩猩，也能選出與專家管理的投資配置表現一樣好的股票組合。在過去 45 年當中，這項理論不可思議的有效運作，並持續得到驗證，超過三分之二專業資產管理人員的績效不及無人管理的廣基指數型基金。不過，仍有學者與專家質疑這項理論的有效性。然而隨著 1987 年 10 月股市崩盤、網路泡沫，以及 2008 ～ 2009 年的金融危機，引起人們進一步質疑市場效率是否過譽。這個版本會解釋近期的爭議，並重新檢視「擊敗市場」的主張是否真的可行。我的結論是，「效率市場已死」的理論

言過其實，因此，我會檢視人們普遍認為可以幫助散戶提高勝算的眾多選股技巧，並評估證據。

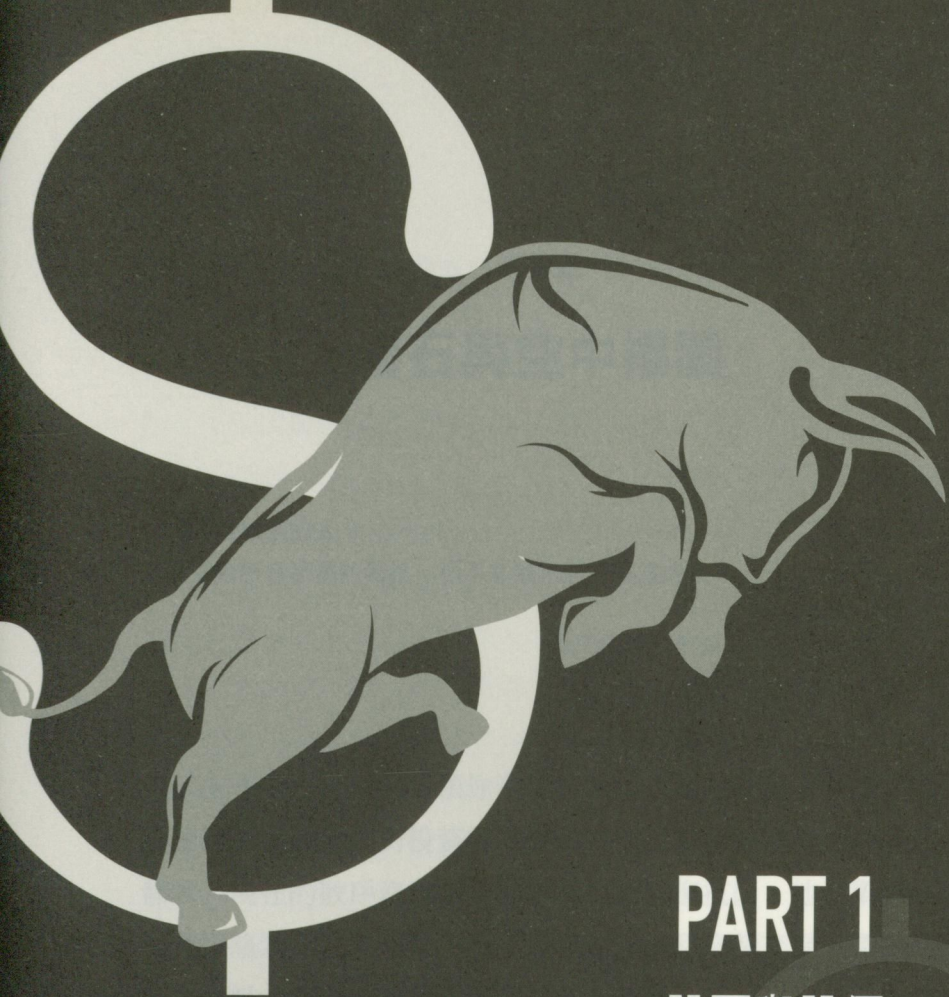
本書基本上仍然是為散戶撰寫、易讀易懂的投資指南。我曾經輔導許多個人與家庭進行財務規劃，也愈來愈了解，個人承擔風險的能力多半取決於年齡與賺取非投資收入的能力。同理，大多數投資的風險會隨著投資期間延長而降低，因此最佳的投資策略必須將年齡納入考量。第 14 章〈做好人生的投資規劃〉對所有年齡層的投資人都非常有幫助，單單這一章，就和個人理財顧問的高額面談費用等價。

我對前幾版提及的所有人迄今依然心懷感謝。但對於第十二版特別有貢獻的人，我也必須向他們致謝。我特別要感謝伯格研究協會（Bogle Research）的麥可·諾蘭（Michael Nolan）以及我的助理班傑明·曹（Benjamin Tso）與安·丹尼爾基（Anne Daniecki）。我還要謝謝先鋒集團（Vanguard Group）的克里斯·麥艾薩克（Chris McIsaac）、亞歷山大·伯頓（Alexandra Burton）與安德魯·休曼（Andrew Shuman），他們提供非常多數據，為本書貢獻重要的助力。

此外，我也必須感謝丹尼爾·坎貝爾（Daniel Campbell）、賈庫伯·朱瑞克（Jskub Jurek）、史蒂芬·路斯霍德（Steven Leuthold）、喬伊絲·尼斯曼（Joyce Niesman）、克里斯坦·帕里伯格（Kristen Perleberg）、詹姆斯·賽爾維斯（James Sarvis）、史黛西·賽爾維斯（Stacy Sarvis）、傑洛米·修瓦茲

(Jeremy Schwartz)、傑洛米·席爾格 (Jeremy Siegel)，以及賴瑞·史維多 (Larry Swedroe) 等人的協助。我和諾頓公司 (W. W. Norton) 迄今仍然共同進行一項非常棒的研究，而我要特別感謝德瑞克·麥菲利 (Drake McFeely) 與納森尼爾·丹奈特 (Nathaniel Dennett) 的鼎力協助，沒有他們兩人，這個版本不可能順利出版。

我的妻子南西·墨基爾 (Nancy Weiss Malkiel) 對最近七版的修訂貢獻最大。她除了給予我最深情的鼓勵和支持，還仔細讀過許多份草稿、提供無數建議，大幅提升文字的理解性與品質。她還是能找出逃過我、校對與編輯法眼的錯誤。最重要的是，她是我生命中無限喜樂的源頭，沒人比她和她的摯友派普爾 (Piper) 更值得我題獻此書。



PART 1

股票與股價

第 1 章

磐石與空中樓閣

何謂憤世嫉俗的人？

就是知道所有事物的價格，卻不知道它們的價值的人。

——王爾德 (Oscar Wilde)

《溫夫人的扇子》(*Lady Windermere's Fan*)

在本書裡，我要帶領你漫步華爾街，為你導覽這個複雜的金融世界，並且針對投資策略與機會提供實用的建議。許多人都說，現在的散戶沒有機會和華爾街的專家抗衡。他們舉專業投資策略為例，如複雜的衍生性投資工具和高頻交易，還有他們在報紙上讀到的案例，如做假帳、巨額併購，以及獲得大量資金的避險基金等。這些複雜的金融活動似乎都顯示出，現今市場當中已經沒有散戶的生存空間。這真是錯得離譜的見解；你可以做得和專家一樣好，甚至更好。2009 年 3 月股市崩盤時，能夠保持冷靜看著股價回溫，並持續獲取優異報酬的人，正是那些穩健的投資人。2008 年，許多專家卻因為買進不熟悉的衍生性證券，輸得傾家蕩產，就跟他們在 2000 年代早期買進太多價格過高的科技股如出一轍。