

# 黑天鵝 策略

無畏金融風暴的避險投資法

## SAFE HAVEN

Investing for Financial Storms

**Mark Spitznagel**

馬克·史匹茲納格爾——著

黃嘉斌——譯



當時我已精疲力盡，任由冰雹將身體掩埋  
灌木毒刺接連侵襲，在羊腸小徑步履蹣跚  
像隻被獵捕的鱷魚，在玉米田裡踐踏蹂躪

「進來吧，」她說道

「這裡就是你的避風港。」

—— 巴布·迪倫

# 目錄

Contents

| 前言 | 006

納西姆·尼可拉斯·塔雷伯

---

**第一篇 何者為先** 015

第 1 章 與運氣戰鬥 016

第 2 章 大自然的告誡 044

第 3 章 永恆輪迴 075

---

**第二篇 何者為後** 119

第 4 章 分類方法 120

第 5 章 整體主義 146

第 6 章 大膽猜想 189

---

| 後記 | 熱愛命運 221

| 謝詞 | 237

## 前言

Foreword

納西姆·尼可拉斯·塔雷伯

(Nassim Nicholas Taleb)

### 聖瑪莉娜

我的故鄉位於黎凡特（Levant）的北部，而在家鄉村莊附近的小山丘頂，那裡有座紀念聖瑪莉娜（Santa Marina）的教堂。瑪莉娜是本地的聖徒，儘管傳統上也有人認為她別有隸屬，例如比提尼亞（Bithynia）或東羅馬帝國安納托利亞的其他省份。

瑪莉娜成長於西元第 5 世紀的某富裕家庭。在母親過世之後，她父親決定擺脫世俗，專心追求修道生活，並打算在某個岩石鑿成的洞窟內度過餘生。該洞穴位在黎巴嫩山腳下的 Connubium（Qannubin）山谷，距離我住的村莊大約有 8 英里。瑪莉娜堅持要和父親一起生活，並假扮成男孩，化名為馬里諾（Marinos）。

大約十年後，她的父親已離世，此時有位外來的羅馬士兵染指了本地某客棧老闆的女兒，並使其懷孕，而且還唆使她指控無辜的馬里諾是兇手。客棧老闆的女兒和她的家人因擔心士兵可能挾怨報復，最終也只好被迫就範。

瑪莉娜默默承擔了這項罪名——儘管她不需聘請多高明的辯護者就能證明自己的清白。她始終沒有暴露自己的性別，繼續維持僧侶的身份從事修道工作。瑪莉娜後來被迫扶養那位小孩，為自身所沒有犯下的罪行懺悔，並在修道院牆外附近渡過了十年行乞生活。

瑪莉娜每天都必須忍受周遭人們的羞辱。可是，她繼續堅持，從來沒有想過要替自己平反。

她很早就離開人世，在其死後的淨化儀式過程，真實性別也自然地被公諸於世。當初瑪莉娜被指控的罪孽，終於在她過世後獲得平反，並被封為希臘正教的聖徒。

聖瑪莉娜的故事向我們展示了英雄事蹟的另一種面貌。比起英勇行為很自然地帶來的感受，譬如為了某遠大宗旨而冒著生命風險，在戰鬥之中成為英雄，為了某種哲學理念而飲鳩致死，或身處羅馬競技場面對猛獅攻擊，無畏地成為烈士；然而，在這種無從辯解的情況下，每天忍受人們的羞辱，並繼續堅持下去，這顯然要困難得多。外在傷害會隨著時間消失，但這種內心傷痛更令人難以承受，但也更具英雄色彩。

## 關於史匹茲

我跟馬克·史匹茲納格爾（Mark Spitznagel）是認識超過二十年的舊識，所以我還記得他曾是素食主義者的那段時光，或許是受到赫曼·赫塞（Herman Hesse）《流浪者之歌》（*Siddhartha*）的影響，因為主角聲稱：「我可以思考，可以等待，可以禁食。」而我建議他可以採用希臘正教的禁食法，一年大約有三分之二的

時間吃素（剩餘三分之一時間則可以享受葷食，特別是星期天和假日），但最終未能說服他。這樣的做法程度上顯然還太保守了。

他總是設法默默地將自己的音樂品味強加於同事（主要是卡拉揚指揮的馬勒作品），另一方面，我們倆早期總是以卡爾·波普爾（Karl Popper）和中央（黑天鵝）不對稱性質科學法做為談話的開端和結尾，就如同一種儀式。有些人則堅持認為，我們並不是從事交易事業，而是在進行某種知識活動，並試圖把正規的推論和機率理論引用到商業世界，再根據市場的回饋，毫不謙虛地改進這些領域。所有這些，有個德國術語叫做「思維實驗」（Gedankenexperiment）。我懷疑，關於我們兩人和侵入我們辦公室的討論議題，顯然與非隨機性的地理起源有關：戰前的維也納世界觀（Weltanschauung）。

史匹茲有著相當頑固的性格，這可以解釋為他擁有相當敏銳的頭腦。我必須跟各位透露，相較於我寫的文章，我本人更善於變通，不會過於執著；他的情況則正好相反。不過由於他擅於遮掩這點，所以像新聞記者或其他容易上當的人，也更容易受他迷惑。他甚至有辦法愚弄撰稿人麥爾坎·葛拉威爾（Malcolm Gladwell），讓《紐約客週刊》（*New Yorker*）中的報導把他稱作酒吧紛爭的和事佬，而我則是那個製造紛爭的人。

我們辦公室瀰漫著獨特的俏皮氛圍。造訪者常會被白板上隨手寫上的數學方程式塗鴉給迷惑，以為我們的主要專長只有數學。不，包括馬克和我在內，在從事計量研究之前都曾經是場內交易員。我們的活動主要是探究現有金融模型的數學瑕疵，而我們真正具備的優勢，則和先前的場內交易經驗有關，另外還包括

瞭解校準的向心性質、微調、交易執行、委託單流量以及交易成本。

請注意，當談到金融交易的範疇，那些涉及切身利益的人，也就是那些運用自有資金冒險而成功的人（譬如：退休的紡織品進口商或購物中心開發商），很快就能得心應手。反之，那些依賴人事部門年終評估且毫無建樹的金融 MBA，這類人的直覺既不靠譜，對數學也一竅不通，他們通常需要仰賴別人的幫忙。至於我跟馬克，我們倆從一開始就處於場內交易與機率新奇理論（譬如極端值理論，Extreme Value Theory）的交會處，而當時懂這個領域的人（現在也是），用兩根手指就能數得出來。

## 相互推崇的驟子

- 當今引領風潮的主流觀點是什麼？只要是缺乏報酬或回報的活動，都會被一般人所忽略。
- 延伸觀點：永遠不要低估得不到回報的情況，這點深深影響了人們潛意識行為和選擇。

馬克經常會舉下面這個例子做說明：某位長期學琴的人，演奏技巧毫無進展（換言之，連「筷子進行曲」都彈不好），但他仍舊堅持不懈的持續練習；有一天，他突然發現自己竟能完美地演奏蕭邦及拉赫瑪尼諾夫的作品。

不，這和現代心理學無關。心理學家探討了遞延回報（deferred payoff）的概念，同時把人們無法接受延遲滿足的情況視為一種缺陷。他們認為，那些寧可立即得到 1 美元而不是在未

來得到 2 美元的人，他們在人生的道路上最終會走得很艱辛。然而，史匹茲不認同這樣的觀點，因為你並不曉得自己最後是否還能夠取得回報，而且心理學家並不是高明的科學家，對於他們探討的所有事情，可以說幾乎從來沒有對過。關於遞延滿足可以帶給人們社會經濟方面的優勢，這種觀點最終被揭穿了。現實世界的情況則稍有不同；由於存在了不確定性，你必須考慮當下你所能擁有的財富，而那位承諾一年之後將給你 2 美元而不是當下給你 1 美元的人，那時候他可能已經陷入破產的窘境（或是銀鐐入獄）。

因此，這裡即將探討的概念並不是遞延滿足，而是在沒有外部滿足（或面對隨機滿足）的情況下運作的能力。也就是面對沒有承諾的情況下，還能夠生存的勇氣。

■ 第二個推論：看好而不好看的事情，必定具備某種優勢。

這點可以讓鍥而不捨、而且精神上有能力做正確事情的人，得以面對無數的蠢蛋。

永遠不要低估人們對於得到他人肯定的渴望心態。科學家和藝術家因為缺乏別人認同，需要藉由獎項或專業期刊來彌補。這些設計是為了滿足非英雄主義者的需要，讓他們在這種場合看起來可以更為體面。你的想法最終是否會被證明為真，根本無關重要；你可以受惠於中間的過程。因此，「研究」最終會被操弄成為某種表面上看起來像是研究的非研究活動。你能夠在備受尊崇的專業期刊發表文章，就算是有所成就了，即使整個構想在未來根本不會產生任何作用，那也無傷大雅。這種遊戲在學術金融與

經濟學領域創造了索引圈俱樂部<sup>1</sup>（卻沒有產生實質的回饋），你可以在這裡胡亂瞎扯，仍然可以得到同儕的讚譽。

舉例來說，馬可維茲（Markowitz）的投資組合建構理論（或其關連的「風險平價」〔risk parity〕）要求資產彼此之間的相關性必須是隨機、而且已知的。這些假設如果不成立，就沒有理由建構投資組合（更遑論其他更嚴重的瑕疵，譬如本書稍後將討論的遍歷性〔ergodicity〕）。然而，除非人們會利用電腦篩選程序並取得數據資料，如此才能注意到非固定的相關性（如果存在的話），而且呈現隨機變動。人們之所以使用這些模型，唯一的藉口只是因為大家也都採用它們。

最終，我們將一群擁有傑出履歷（有些人甚至獲頒諾貝爾獎），但幾乎是毫無所知的人。這些索引圈或相互支持的群體在古時候被稱為 *mutua muli*，也就是相互推崇的驢子。

## 符合成本效益的風險減緩

金融與商業報酬大多是來自於罕見事件，平常所發生的事情幾乎不會影響總報酬；金融模型的情況則剛好相反。有一家名不符其實的「長期資本管理公司」（LTCM）於 1998 年倒閉，該公司就是這種過度裝飾、相互推崇的代表。幾位獲頒諾貝爾獎的學者，他們在短短一個月之內就證明這個模型有多麼空泛。1980 年代，尤其是在 1987 年股市崩盤之後，這種江湖騙術已經變得

---

1 譯按：「索引圈」是指一群作者同意引用彼此的論文，但根本不在乎相關引用是否恰當。

家喻戶曉。然而，絕大多數金融分析師的腦袋，卻有如同休假時的紐約下水道工人一樣，這也就可以解釋為什麼這些相互推崇的團體得以控制整個產業。

事實上，投資界充斥著這類分析師，他們雖然採用明顯錯誤的數學方法，卻設法讓自己看起來還算不錯；即使外表包裝精美，但到頭來還是會重傷他們的客戶。為什麼？理由很簡單，因為承擔風險的是「其他人的錢」（other people's money, OPM），報酬卻屬於他們——也就是缺乏共同承擔風險。

穩定報酬（持續認可）伴隨著隱藏的尾部風險<sup>2</sup>。銀行在1982年和2008年兩段期間發生的虧損，甚至超過銀行成立以來獲利的總額，但經理人依然照樣賺大錢。當他們坐在火藥庫上，卻對外宣稱標準模型的風險很低。因此，我們需要摧毀這些騙人玩意的模型。

這種風險轉移可以在所有的商業活動中看到：企業最終還是會遵從金融分析師的格言：不去針對尾部事件進行避險。在他們的眼中，只要B公司的每股盈餘較超過A公司1美分，就算A公司承受得了金融風暴的風險，其素質仍然被視為不如B公司，即便它們甚至連一次的輕微經濟衰退或利率調升都承擔不起！

所以，現代金融工具協助創造了某種尋租階級（rent-seeking class）<sup>3</sup>，他們的利益不同於他們服務的客戶，而且他們最終可以得到納稅人救助而脫困。

金融尋租者雖然是社會公敵，但實際上還有個更惡劣的敵人：模仿者。

2 譯按：尾部風險是指報酬機率分配兩端尾部罕見事件蘊含的風險。

3 譯按：這些人尋求財富累積，卻沒有貢獻對應的生產力。

對於管理避險基金 Universa Investments 的史匹茲來說，由於他建立了規避尾部風險的投資組合，因此他不需要依賴遞延隨機滿足。如同本書的介紹（和闡述），減緩風險需要具備「成本效益」（cost-effective，換言之，應該能藉此提升財富），想要達成這個目的，必須減緩重要的風險，而不是無謂的風險。

因此，規避尾部風險——成為可投資資產類別中的一種新型態。規避尾部風險排除了黑天鵝對於投資組合造成的嚴重影響，同時具備成本效益的尾部避險，也遮蔽了所有其他形式的風險減緩措施。這種構想在人們心中生根發芽，於是一種新的類別應運而生，也導致大量的模仿者，尤其是那些過去曾被現代金融工具愚弄的相互推崇者，現在找到了一種新的推銷產品。

Universa 基金提供的證明顯示：尾部避險不僅沒有替代品，而且就像保時捷廣告所吹捧的：這是一種完全無可取代的做法。

當你從原理轉移到實務面，事情通常會變得複雜許多。對於外人而言，輸出結果往往談得容易，但對於內部執行者而言，這個過程通常很困難。事實上，除了天賦優勢，以及對回報與機率概念的瞭解之外，還需要多年的研究和實踐。

稍早，我曾提到馬克的優勢來自於場內交易，還有天生（沒有誇大）對於尾部數學的瞭解。事實上，並不完全如此。他的優勢其實大部分是來自於行為層面，我對他頑固性格的形容，實在過於輕描淡寫。人類最被低估的特質，或許是某種頑強、執著和幾近於乏味的紀律。這 20 多年來，我從來沒有看過他稍微偏離自身立下任何的規範。

這就是他對於投資行業的不朽詛咒。



第一  
篇

---

# 何者為先

## 與運氣戰鬥

### 血書

19 世紀的德國哲學家尼采（Friedrich Nietzsche），曾透過他的波斯先知查拉圖斯特拉（Zarathustra）說過：「對於所有文字的記載，我只愛人們用鮮血寫下的東西。」

若是如此，尼采應該會喜歡這本著作。

本書是由我和運氣戰鬥下的鮮血所寫成，記載了我長達 25 年征戰的交易生涯，內容衍生自我身為避險基金經理人與專業安全避險投資人（safe haven investor）所採行的投資和風險減緩操作。我和我的避險基金 Universa Investments，從始至終將遵循本書所傳遞的訊息（這是我們的宣言）。

嘴巴上說說很容易，理念與評論就是如此。真正的關鍵只和行為有關，也就是戰場上的作為。我的工作不同於「知道別人所不知道的東西」的福爾摩斯。我的工作是做別人不做、或不能做的行為（還有幾乎同等重要的：知道自己不知道什麼）。實際操作與展示有效的安全避險投資，其重要性遠超過爭論應該怎麼做。即使是那些宣稱會這麼做的人，大多也忽略了海明威簡潔有力的警語：「千萬別把動作與行動混為一談。」

截至本文撰寫當時，Universa 基金減緩風險的投資組合在長