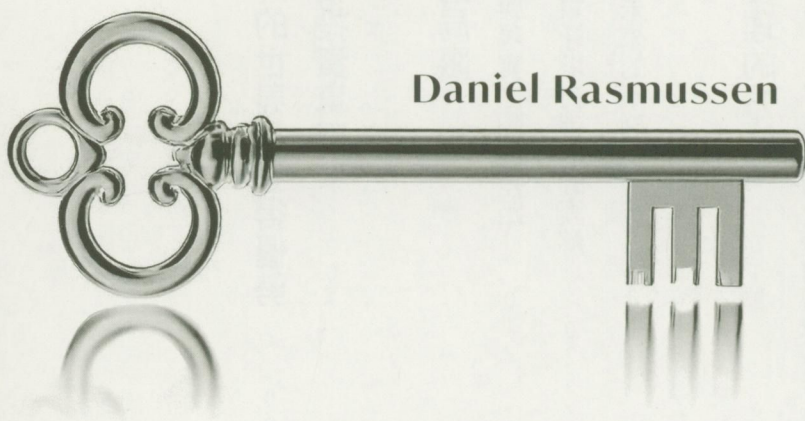


# 不確定時代的 投資關鍵

— The Humble Investor —

用實證策略駕馭危機、通膨與泡沫，創造超額報酬！



Daniel Rasmussen

丹尼爾·拉斯穆森  
—— 著

黃嘉斌  
—— 譯



目次

作者序——在充滿意外的世界裡獲得優勢 004

前言——謙卑地尋找投資真理 007

第一篇——認識預測的局限

第一章·預測與現實之間的差距 012

第二章·學術象牙塔對市場的誤解 025

第三章·了解未來的不確定性 035

第二篇——實踐投資真理的方法

第四章·兩大因子，打造超越大盤的股票投資組合 047

第五章·在國際間進行分散投資 075

第六章·私募股權投資的風險與泡沫 0 8 8

第七章·投資債券應追求品質，而非殖利率 1 1 2

第八章·私募信貸是放款業的定時炸彈 1 2 7

### 第三篇——歷經時間考驗的投資策略

第九章·我們有可能掌握市場時機嗎？ 1 4 1

第十章·泡沫可以預測嗎？ 1 5 7

第十一章·危機時期的投資策略 1 7 0

第十二章·如何順利度過通膨？ 2 0 2

第十三章·逆周期資產配置策略 2 1 2

後記 2 3 1

致謝 2 3 5

注釋 2 3 7



作者序

## 在充滿意外的世界裡獲得優勢

市場總是在繁榮與蕭條之間擺盪，原本一度取得非凡成功的投資策略，最終卻失敗收場。試圖預測這些突然發生的典範轉移，只會深陷致命的賭局。

可是，金融市場之所以如此迷人，正因這種不斷變化、不可預測的走勢。金融市場蘊含的運氣成分，遠非生活中其他領域可以比擬，投資人只能被迫面對。

然而，與其接受那些我們無法改變的現實，大多數投資人更傾向與命運搏鬥，試圖理解那些無法理解的事物。人類似乎有一種出自本能的需求，覺得自己需要做預測，並根據這些預測制訂計畫，而不管預測的精確性如何。我們覺得自己需要預測未來，即使當前狀況清楚顯示，我們根本缺乏這方面的能力。

有鑑於此，本書建立了一套「謙卑」的投資理論，因為事態發展總是出乎意料，而且我

們對於世界的理解和對於未來的預測能力相當有限。我們是透過一面漆黑的玻璃向外探看。

謙卑並不意味著放棄好的投資決策。我相信，如果可以更精確評估什麼是可能的、什麼是不可能的，我們就可以做出更好的決策，比較不易受到意外事件影響。如果我們能夠運用這些知識，辨識出其他人過分自信的投資方式，就有可能在賭他們犯錯時取得優勢。

這並不是一本教導各位「如何」行事的指南，像是每個月應該存多少錢、資產應該如何配置才能致富。反之，這本書最好被歸類為計量史學（cliometrics），也就是利用經濟學與計量經濟學的方法來了解歷史。這一場跨領域的知識探索，以嚴謹的實證精神為基礎，深入探討投資這個領域。藉由分析市場的內部運作，結合邏輯推理、對人類行為的基本理解，以及預測經常出錯這個事實（我稍後會證明這點），希望協助各位謙卑的投資人，做出更好的投資決策。

為了幫助各位閱讀本書，我將內容劃分為三篇：

第一篇，我引用了最近的投資預測研究資料，其中顯示了我們有多麼不擅長預測。我也探討現代金融理論，包括股利折現模型、資本資產定價模型，以及效率市場假說，並解釋這些理論為什麼經常不足以解釋金融市場的行情波動。

第二篇，我將探討個別證券和資產類別層面的報酬驅動因素。我研究了股票投資中各種因子的角色、跨國分散投資的重要性，與債券中的標的選擇。我認為，對於預測未來保持謙卑，再加上深入研究歷史，可能會帶來出眾績效。我也抨擊了華爾街的傲慢，批判股利折現模型、私募股權、捐贈基金模型，以及其他華爾街奉為圭臬的理論。

第三篇，我討論了市場時機、泡沫與危機，以及在因應這些類型的事件時，各種資產類別中哪些方法有效、哪些則無效。

這三篇的內容環環相扣，建立了一套有別於主流的市場思維，最終將在我目前的研究中，整合成一套逆周期的資產配置策略。畢竟在投資時，市場的主流共識已經反映到價格之中；任何人想要賺錢，看法就必須與主流相悖。可是，為了唱反調而唱反調沒有意義，你不需要反其道而行，而且必須做正確的事。

想要在華爾街做正確的事，最簡單的辦法就是準確辨識出我們不知道、也無法預測的事，然後賭那些不了解自身局限的投資人犯錯。當別人被過時的理論或過分自信的預測所誤導而措手不及，本書將讓你對於意外做好準備，並提供一套策略，讓你在這個充滿意外的世界裡獲得優勢。

## 謙卑地尋找投資真理



過去十年來，我對各種不同的投資論述做了系統性的研究。除了從我曾經服務的大型著名機構，如橋水基金（Bridgewater）與貝因資本（Brain Capital）獲得的專業經驗之外，我也訪問了十多位基金經理人，深入而廣泛地研讀投資方面的各種學術研究資料，並且每周撰寫一篇關於投資的部落格文章；另外，我還管理一家資金規模十億美元的對沖基金Verdant Advisers，這是我當時在史丹佛商學院宿舍成立的基金。

我最重要的發現，甚至重要到徹底改變了我的事業發展方向，那就是：未來的可預測性，遠低於多數投資人認知的程度。在市場上最容易賺錢的地方，往往是別人對自己的預測過於自信的地方。

市場是由各式各樣的參與者組成，這些人總認為唯有自己可以預測未來，但結果幾乎都

是錯的。這些人性缺陷意味著半強式效率市場假說（semi-strong form of EMH，第二章會深入探討）通常是正確的：很少人能夠長期穩定地打敗市場。

不夠用心的讀者可能會指責我虛偽，覺得我不斷強調人們沒有能力做預測，然後又宣稱自己找到了預測一切的神奇方法；覺得我推崇「柏格頭」（Bogleheads，一個倡導指數化投資的組織）認為被動投資優於主動操作的觀點，卻又經營一家進行主動操作、並收取高額管理費的對沖基金。但我希望，本書提出的論點，並不僅是斷言「也許你無法戰勝市場，但我可以」，而會比這更有趣一些。

市場很難被打敗，並不是市場上的人都能預測神準。反之，如同本書稍後說明的，市場呈現的劇烈波動，正是頻繁預測錯誤所造成的結果。效率市場假說並沒有打擊投資人的信心（如同人們普遍認為的那樣），反而是對投資人太過抬舉了。

想要擬訂較適當的策略，我們必須認知到：精確預測未來，幾乎是不可能的。我們要把注意力從水晶球上移開，轉而研究過去的資料。我們需要探索市場如何運作，以及不同策略在金融市場的大量數據中表現如何。

馬克·吐溫（Mark Twain）曾經說過，歷史不會重演，但會以相似的韻律重複。我們希

望運用計量經濟學（econometrics）研究事件的發展韻律，捕捉資料蘊含的型態，然後有系統地運用這方面的歷史知識，在面對不確定的局面時，擬訂明智的決策。

透過嚴格的邏輯思維，搭配盡可能廣泛的實證測試，可以幫助你避開華爾街設下的眾多陷阱，突破傳統金融理論的許多浮誇與誤導。我曾經任職於對沖基金與私募股權基金，總是抱持這種高度懷疑，檢視我的投資程序。建構禁得起時間考驗的資產配置相當重要。

我並非把奇聞軼事、案例研究與個人經驗，當成邁向真理的踏腳石，而是想要確定哪些論據可以作為有效法則，也就是研究歷史數據、辨識過去的模式，作為未來決策的依據。

我透過量化方法進行研究，判定個別法則是否能夠有效運作，藉此淘汰不良的論據（譬如：不要只因為企業的歷史營收成長強勁就買進）。我一直在研究什麼是可知的、什麼是不可知的，以便聚焦在最可靠的論據之上。

這種處理方式不僅以方法學來說更好，同時也能克服人類心理的基本缺陷。人類心理經常出現一種矛盾：即使面對相反的證據，我們仍傾向相信自己在特定情況下的即時判斷能力，勝過事先深思熟慮後訂下的規則。這就是為什麼我們必須將投資決策建立在市場運作（或失靈）的基本法則之上。