

市場的預兆

剖析股債動態、熱錢走向，
揭露未來十年必勝的投資組合

HOW TO LISTEN WHEN MARKETS SPEAK

Risks, Myths, and Investment Opportunities in a Radically Reshaped Economy

James Patrick Robinson

Lawrence G. McDonald

詹姆斯·派屈克·羅賓森 著

呂佩憶、林麗冠 譯

羅倫斯·麥唐諾

| 目錄 |

作者的話	6
前言 讓你想趕快檢視投資組合的大膽預言	7
序章 後果的盛宴	11
市場的震撼教育，催生了強大的風險預測模型	14
市場準備告訴我們的十一件事	15
第四次轉折——危機降臨	18
第一章 一個時代的結束	19
我們所知的世界已不復存在	25
世界貿易組織的危險新成員	28
投資人筆記：境外外包與通貨緊縮	30
美國受制於中國	32
投資大師觀點：訪談安德雷·艾斯特夫斯	37
第二章 美國已無法回頭	43
投資人筆記：日本資產榮枯對美國市場的重要性	50
紓困之國的誕生	51
投資人筆記：外匯的重要趨勢如何幫助你獲利	54
投資人注意：導致長期資本管理倒閉的原因， 也在2020年3月拖垮好幾間避險基金	62
槓桿是強大的毒品	68

第三章	量化寬鬆帶來的曙光，以及光芒的消逝	71
	政府為2008年金融危機花了多少錢？	74
	美國汽車工業的消亡	77
	投資人筆記：朝野分裂對債券的影響	79
	投資人筆記：量化寬鬆如何推升股票與債券	84
	投資人筆記：企業實施庫藏股，是美股需求的最大來源	90
第四章	新華盛頓共識帶來的長期價格上漲	93
	市場內的潛在威脅	96
	投資人筆記：波動性策略是樁高風險生意	98
	波動性末日	106
	風險指標亮起鮮紅的警示燈	110
	通膨怪獸已從冬眠中甦醒	120
第五章	化石燃料為通往綠色能源鋪路	127
	石油是最原始的必需品	134
	全球能源需求預測可能完全錯誤	139
	投資人筆記：核能可以補足缺口嗎？	142
	投資人筆記：即將到來的石油業併購浪潮	145
	為通膨加溫	149
	投資人注意：造成通膨揮之不去的更多原因	152
	最大規模的資本遷移	157
	投資大師觀點：訪談大衛·泰珀	160
	投資人筆記：五十二週高低點的重要性	163

第六章	被動投資的陰暗面	169
	投資人筆記：ETF 如何運作？	175
	被動投資的風險	180
	金融市場資本的嚴重扭曲	188
	人口定時炸彈	188
	投資大師觀點：訪談大衛·安宏	192
第七章	泡沫心理學與加密貨幣狂熱	201
	泡沫心理學	203
	史上最大的泡沫之一	207
	投資人筆記：成就比特幣的因素，以及投資人獲利之道	208
	詐騙者的絕佳溫床	210
	目光銳利的狙擊手	213
	當泡沫破裂時	217
	投資人筆記：了解 DCF 模型（並從中獲利）	224
	投資人筆記：當通膨率高於 3% 時，價值股表現優於成長股	228
	第四次轉折	231
第八章	美元貶值	233
	俄烏戰爭後祭出的美元武器	235
	美國——是敵是友？	239
	投資人注意：金融抑制的手銬	241
	沙漠中的碰拳問候	249
	全球安全性的脆弱結構	252
	投資人注意：全球努力擺脫美元，代表美元的結構性衰落	254

投資人注意：社會安全經費何時會用罄？	258
--------------------	-----

投資人筆記：相對於流通在外的美元存量，	261
---------------------	-----

黃金仍被嚴重低估

投資人注意：商業房地產對美元構成另一個重大威脅	264
-------------------------	-----

第九章 實體資產——未來十年的投資組合	271
---------------------	-----

與查理·蒙格握手	273
----------	-----

能源領域的投資配置	279
-----------	-----

投資人筆記：阿德里安·戴認為值得關注的六個投資跡象	283
---------------------------	-----

短期持有金礦公司，不要長期持有	286
-----------------	-----

投資人筆記：如何評估黃金公司的價值？	287
--------------------	-----

鈾市場	299
-----	-----

投資人筆記：價值和實體資產領域的領導者	304
---------------------	-----

利用投降式拋售來交易礦業股	306
---------------	-----

沙漠中不斷變動的沙子	309
------------	-----

致謝	311
----	-----

注釋	315
----	-----

作者的話

這本書，是我在全球金融界漫遊十五年的成果。當雷曼兄弟倒閉時，我以為自己失去了一切。就像一隻被拋出巢穴的小鳥，我必須重塑自我。在那條漫長且時而孤獨的道路上，我出版了雷曼倒閉的內幕故事，並在世界各地發表經濟相關的演說。不知不覺間，我集結了一群才華洋溢的人，他們在接下來的幾年裡，成為我的智囊團。幸運的是，我有好朋友和偉大的導師，我仰賴他們的智慧而完成了這本書。對於每一位與我分享市場總體視角，並讓我清晰地看見國際資金流動的人，我都衷心感激。因為你們才會有這本書。

前 言

讓你想趕快檢視投資組合的大膽預言

尼爾·弗格森 (Niall Ferguson)

在本書中，作者麥唐諾預言了「持續通膨的新時代、全球衝突升級、多極世界聯合對抗美國、美元走弱的恐怖現象、一連串主權債務危機，以及資本從金融資產向實體資產的巨大轉移」，「自然資源的災難性短缺」更是意料之中了。

正如我在自己的書《末日：致命瘟疫、核災、戰爭與經濟崩盤，災難對人類社會的啟示》(*Doom: The Politics of Catastrophe*)中指出的，末日預言總是有觀眾，末日預言家已經預言了數千次世界末日，結果一次也沒應驗。但麥唐諾是另一種末日預言家。他是《雷曼啟示錄》(*Colossal Failure of Common Sense*)這本權威內幕書的作者，對金融市場有著非凡的洞察力，這是數十年來華爾街對話的結果，最早可以追溯到1987年的股市崩盤。他這本新書傳達的消息不是世界即將

結束，而是全球經濟正在經歷一場典範轉移。市場已經在告訴我們這件事。你只需要像麥唐諾那樣貼近地面傾聽。或者，也許應該說「貼近交易廳傾聽」。

華爾街這些對話的問題在於，雜訊的比率相當高。為了剔除這些雜訊，麥唐諾開發了一種奠基於二十一個系統性風險指標的金融風險模型，包括企業違約率（corporate default rate）、股票市場的放空比率（short-interest ratio）和投資人情緒調查（investor sentiment survey）。自2010年創立《熊市陷阱報告》（*The Bear Traps Report*）以來，他一直是與那位健談且情緒化的市場先生最愛的溝通管道之一。

我非常認同本書的核心論點。冷戰於1980年代末期至1990年代初期結束，隨之而來的是持續將近四十年、一整個世代的金融業榮景，不過這段繁榮期間也伴隨著諸多危機。這次繁榮的主要動力是全球化、亞洲勞動力整合以及儲蓄（別忘了還有人才），這些要素進入了日益無國界的金融體系，成功地借助了源自矽谷的資訊科技創新。這些強大的力量，將通膨從1970年代的高點，一路壓低至2009年的低點。

但是那個時代，現在已經結束了。是什麼使它結束了呢？

首先是世界各地的中央銀行總裁，他們為了避免危機（尤其是在1998年、2001年、2008至2009年和2020年）而變得愈來愈魯莽，不斷降低利率，隨後購買債券和其他金融資產（即「量化寬鬆」），大規模擴大其資產負債表。麥唐諾認為，這些措施產生了抑制波動率的作用，促進了金融市場的結構性轉

變，有利於ETF、被動投資和短期波動策略。

其次，中國於2001年加入世界貿易組織（WTO），並確保與美國的永久正常貿易關係，導致美國製造業能力持續空洞化，並帶來了種種社會和政治後果。

第三則是財政政策，也就是從全球反恐戰爭開始，到拜登政府的各種產業政策措施，使美國聯邦債務相對於GDP的比例，達到了第二次世界大戰以來的新高。

第四，針對全球化的政治反彈，在華府產生了一種新的保護主義（和反中）的兩黨共識。

最後，全球打擊「化石燃料」投資以支持「再生能源」的運動，正導致一場意料之外的能源危機。

麥唐諾的結論很大膽：「資本從成長股轉向價值股的巨大遷移才剛開始而已。我們還在第一回合。隨著成長股市場中的每次反彈都失敗，仍在尋找應許之地的投資人，將會感到更加失望。有一天，他們會勉強收拾行囊，進入價值股領域。他們將會看到黃金、白銀、鉑金和鈀金的反彈。」

換句話說，冷戰間歇期的通貨緊縮時代已經結束。通貨膨脹不會回到2%或更低。美元注定會經歷一段疲軟期。建議投資人拋棄科技股，轉而投資貴金屬，更不用說銅、鋰、鈷、石墨和鈾，相對於「能源轉型」的蓬勃需求，這些資源都將供不應求。

有些人可能會說，這種觀點沒有充分考量未來科技創新（如人工智慧）的潛在收益，或長期停滯捲土重來的可能性，