

Trader Vic—
Methods of
a Wall Street Master

Victor Sperandeo 著

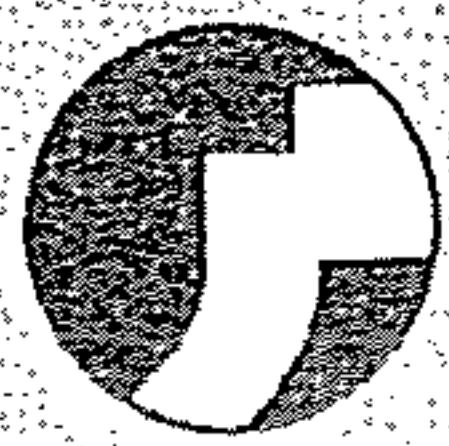
俞濟群 譯

專業投機原理

I



John Wiley & Sons, Inc.



數字智慧投資 303

專業投機原理

I

Trader Vic —
Methods of
a Wall Street Master

Victor Sperandeo 著
俞濟群 譯



JOHN WILEY & SONS, INC.

New York • Chichester • Brisbane • Toronto • Singapore

Trader Vic — Methods of a Wall Street Master
by Victor Sperandeo

Published by John Wiley & Sons, Inc.

No part of this book may be reproduced in any form or by any means,
without the prior written consent of the publisher.

Copyright©1991,1993 by John Wiley & Sons, Inc.
All rights reserved.

代 序

當 Victor Sperandeo 將手稿交給我，我並沒有因為文稿量大而感到驚訝。另一方面來看，我也不感到訝異，畢竟他只描繪出他對市場具有廣泛知識的一小部份。

我每月和 Victor 會談三或四次。我們共同分享市場觀點，而且他總是慷慨地提出他對市場走勢的看法。我感到驚奇的是，他對於市場的看法從未脫離他對世界的論點。在談話時，他總會帶進哲學、心理學、政治學和經濟理論，然後才告訴你道瓊指數或重要商品的交易區間。他的興趣並非閒來無事。他主動積極的心智活動總會設法將上述主題及其對市場的影響力結合起來。

他對市場的看法以及在本書中所陳述者，是獨特而統合的。Victor 並非技術分析師，也不是單純的基本分析派人士，更不是價值玩家或敏捷的時機掌握者。他的操作採折衷而專注的方式，我很高興他終於能訴諸文字。

Victor 選擇了各種方法中最好的因素，以及他獨立研究的心得，使得本書對所有人都顯得有價值，不論讀者的興趣或專業屬於股票或是期貨市場。有關經濟及商業循環的章節，其寫作方式淺顯易懂，所提出的觀點有助於對經濟體系運作不理解的讀者。對於成功及失敗心理有興趣的讀者，務必閱讀第二

篇。

我總是和Victor或其它市場專家有相左的看法。但是對於討論市場的書籍來說，我相信只要從中汲取一個觀點，便能值回票價。從這樣的觀點來判斷，本書不僅值得購買，而且十分廉價，在探討市場的文獻中無異一大貢獻。

Leon G. Copperman
Partner, Goldman, Sachs & Co.
Chairman and Chief Executive Officer
Goldman Sachs Asset Management

目 錄

代序.....	1
前言.....	3
謝辭.....	15

第 I 篇 建立基本的知識

第一章 由賭徒到市場宗師：一位專業投機者的歷程	7
第二章 鱷魚原則：重點思考的必要性.....	27
第三章 一致性成功的事業經營哲學.....	37
第四章 在混沌的市場中尋找秩序：道氏理論簡介...	49
第五章 趨勢的精義.....	81
第六章 技術分析的優點與缺點.....	97
第七章 創造財富的契機：辨識趨勢的改變.....	111
第八章 失敗可能來自於分析報告未提供的資料.....	141

第九章 世界真正的運作方式：經濟學的基本知識… 177

第十章 繁榮與衰退：誰拿唧筒？誰拿刺針？…… 215

第十一章 衡量風險以管理資金…… 265

第十二章 讓你發生虧損的方法至少有五十種…… 285

第II篇 邁向成功的決心：情緒的紀律

第十三章 史波克症候群：理性與情緒之間的戰爭…… 321

第十四章 成功之道…… 343

第十五章 改變才能堅持…… 359

第十六章 克服謬誤的自尊…… 399

第十七章 追尋個人的自由…… 421

術語一覽表…… 425

參考書目…… 439

前 言

有關金融市場的書籍……我個人的圖書館也至少有1,200本。它們是討論證券分析、選擇權策略、期貨策略、技術分析、以及其他相關內容的書籍。這些書籍大多包含相當不錯的構想，其中約2%是真正傑出的作品。然而，它們大多存在一個共同的問題：試圖推銷一種「戰勝市場」的方法，很多方法甚至沒有經過實際市場的完整測試。另一些書籍的內容非常專門，除非讀者已經擁有相當充分的相關知識與多年經驗，否則根本無法瞭解。

市場新手或專業老手都透過嘗試錯誤的途徑，花費無數的寶貴時間學習市場的知識，或試圖將某種方法運用在市場中。我希望尋找一本可以避免上述無謂浪費的書籍，它包含所有的市場基本觀念與獲利知識。結果，我找不到一本適當的書，所以我決定自己寫一本。另外，我也希望提供我對市場的觀察與發現，它們協助我在十年內，創出每年平均70.7%的名目報酬率，而且任何一年都未曾發生虧損，請參考表P.1。

在華爾街的交易生涯中，我發展出一種獨特方法整合各方面知識，包括：勝算、市場與交易工具、技術分析、統計機率、經濟學、政治學、以及人類心理學。大多數市場玩家都倚賴其中一、二、或三種領域內的知識，我卻結合這些領域試圖

表P.1 Victor Sperandeo的投資年報酬率

<i>Year</i>	<i>Nominal Annualized Rate of Return^a</i>	<i>S&P 500^b</i>
1978 (10 mos.)	115.26%	15.18%
1979	74.48	18.65
1980	98.49	32.42
1981	49.99	(4.97)
1982	127.44	21.56
1983	30.79	22.55
1984	12.99	6.29
1985	9.58	31.75
1986	10.72	18.67
1987	165.36	5.20

a V. H. Sperandeo的10年期名目報酬率——70.71%（不包括現金的利息）。

b S&P 500的10年期名目報酬率——11.5%（包括股息）。

由各種角度評估風險—獲利的關係，以確實掌握自己的勝算。這看起來似乎相當複雜與煩瑣，實際上並非如此。將所有領域的相關知識濃縮為可以直接運用在市場中的原則，複雜的體系可以簡化為相對單純而易於處理的根本觀念。這本書便是希望闡述這些根本觀念，它適用於像我這類市場玩家，以書籍做為主要的資訊來源。

孩童時代，我閱讀的第一本書是有關棒球選手的書。我非常熱愛棒球，並希望有一天可以成為頂尖的職業選手。於是，我閱讀著名運動員的故事——「名人堂」內的選手，例如：Ty Cobb。我模仿他們，學習他們的打擊與防守風格，如此不斷練

習，直至有一天，我發現我已經不再模仿了，因為我已經擁有這些技巧。我的一生都以這種模式學習：選定一個目標，閱讀與觀察這些傑出專業者的教誨，透過模仿而不斷練習，最後我可以發展出一種屬於自己的獨特風格。

然而，情況已經有了變化。我在孩童時代的願望是成為英雄——成為另一位Ty Cobb，希望在奧運會上贏得體操的金牌……。但是，在成長過程的某一階段，你總是必須放棄這種追求榮耀的想法。

社會上普遍存在一種看法——在美國尤其如此——如果你不是相關領域內的第一把好手，則你必然仍有所欠缺。可是，第一號人物僅有一位，我認為人們如果以成為第一把好手為主要的目標，這相當於是在追求挫折的人生，即使他們確實可以達成目標也是如此。以西部時代的快槍手為例，一旦你被公認為最快的槍手，你也是眾人希望擊倒的對象，最後你被擊倒時，你還擁有什麼呢？唯有在可以持續的情況下，榮耀才是美好的（當然你首先必須擁有它），但榮耀通常無法持續很久。以我最近觀賞「美國網球公開賽」為例，某位評論家引用葛拉芙（Steffi Graf）的說法，她在每30場的比賽中僅滿意其中的一場。葛拉芙是最傑出的網球選手之一，最近三年的比賽中，她的勝率高達97%（！），但她基本上不滿意她的比賽。這非常不幸，以葛拉芙這樣擁有偉大成就的選手，她基本上卻對自己的表現不滿意。

成功與快樂的精義是來自於自我潛能的實現，並體認錯誤是不可避免的過程，甚至是生命的一部份。在這項前提之下，

我撰寫這本書是爲了協助世人在金融市場中追求最大的人生意義：自我滿足（self-satisfaction）。

類似如 Ty Cobb、Babe Ruth、Willie Mays、Mickey Mantle、以及其他當代著名選手，他們都成爲孩童們心目中的偶像，而讓孩童與成人都將運動視爲是一種綻放榮耀的領域。然而，每位傑出的職業球員都有一段非凡的歷程。在強烈競爭的環境下，他們以經年累月的一致性表現脫穎而出。這群歷經考驗的運動選手，對我們孩童的影響可能更勝過電影明星，尤其近年來，許多頂尖的運動選手喪失對於自我的控制而沉迷於藥物之中，這些經常都是榮耀帶來的結果。

我是一位市場專家——如果你認可的話，我稱得上是一位大聯盟的球員——我是這個領域內的頂尖好手之一。然而，如果有所謂的「交易者名人堂」（Trader's Hall of Fame）的話，我想我可能無法入選。在任何特定的期間內，許多市場玩家都比我賺更多的錢。某些人曾經贏得交易競賽，某些人曾經大賭一番而獲勝。許多人曾經頂著榮耀的光圈，但隨後又黯淡下來。我從來沒有參加交易競賽，也從不參與我輸不起的賭局。我想我最大的長處是我的一致性表現。就如同那些榮耀焦點以外的棒球選手一樣，我引以爲傲的是我可以不斷地留在場內比賽，並持續提昇自己的技巧，或隨著外在環境的變化調整自己。

閱讀任何領域的書籍時，我總是要求這本書的作者或討論的對象擁有公認的成就。所以，如果我宣稱自己擁有一致性的表現，我應該提出證明。

我的交易生涯是起始於1966年，當時我在「華爾街」擔任報價的工作。我為自己設定一個目標：在非常穩定的情況下，經年累月的賺錢。從1971年開始獨立交易以來，截至1988年1月停止從事例行的盤中交易為止，我的交易帳戶不會在任何一年發生虧損。在1972年7月1日至1987年12月31日之間，我自己與我管理的帳戶總共獲致1,000萬美元的毛利。①在這些帳戶中，我至少必須對於盈虧承擔一半的責任。

表P.2列出我在1972年至1987年之間的績效。我在Interstate Securities服務時，也透過自己的公司Hugo Securities交易，這部分交易並沒有列入表P.2中。我在Hugo的交易績效大致與Interstate相同，所以表格內的總績效實際上應該再增加兩倍。然而，為了避免混淆，我並沒有計入這段期間在Hugo的交易記錄，因此這些績效除了來自個人的操作外，其中還包括我所聘用人員的交易結果。即使不考慮這部份績效，我想表內所列數據應該也可以代表相當傑出的平均打擊率：足以讓我教導一些打擊的技巧。

然而，除了基本的打擊知識以外，你還需要學習許多相關技巧。即使是最優秀的打擊手也有陷入低潮的時候，某些才華橫溢的大學選手始終不能擠身進入大聯盟。如果我在交易生涯中學到什麼，那便是——知識本身絕對不是成功的保證。除了知識外，你還需要一套執行知識的管理計劃，以及嚴格遵守計劃的心理規範，如此才可以免除情緒的干擾。這便是本書將討論的內容：在心理上與財務上界定一種在市場獲致成功的方法。

表P.2 淨績效紀錄：交易月盈虧^a

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
January	*	\$ 17,016	\$ 37,913	\$ <146,983>	\$25,613	***	\$ 29,482	\$ <44,926>
February	*	<4,088>	13,261	90,634	37,498	***	****	122,894
March	*	15,730	16,187	113,225	33,900	***	<7,567>	1,008
April	*	16,752	<27,539>	38,247	<59,548>	***	17,869	90,872
May	*	34,630	35,000	95,333	39,792	\$ 5,464	78,507	<7,884>
June	*	8,090	6,551	<79,290>	46,777	16,843	50,974	56,421
July	\$ 15,693	33,002	103,999	**	10,637	40,190	22,639	<13,625>
August	30,002	37,078	269,300	**	26,222	232,182	105,375	116,010
September	7,737	44,081	25,593	196,086	9,824	97,910	52,369	60,952
October	21,804	54,005	61,805	47,836	18,058	16,145	36,884	10,140
November	11,272	56,577	81,116	33,041	***	<14,817>	67,280	<2,222>
December	21,893	53,662	13,001	3,142	***	14,961	103,094	11,065
Rebate							48,854	64,812
transfer tax								
Total/Year	\$108,401	\$366,535	\$636,187	\$391,271	\$188,773	\$408,878	\$605,60	\$465,517

a 數據代表交易的淨盈虧，但未扣除辦公室費用。

* 1972年7月份開始交易「雷納」（Ragnar）的公司帳戶。

** 這段期間沒有交易——「雷納選擇權公司」（Ragnar Options Corp.）重整。

*** 沒有交易——「雷納選擇權公司」解散，準備前往Weeden & Co.。

**** 暫時休息，準備前往Interstate Securities。

各個期間的交易資本：1972-1976年間為25萬美元；1977年為50萬美元；1978-1986年為200萬美元；1987年為10萬美元。

不幸地，由於篇幅有限，我必須假定讀者對於金融市場的運作已經俱備基本知識。我撰寫本書的主要目的，是希望某些初學的專業交易員可以在校園外攻讀「投機學」的博士學位；某些業餘人士如果不希望將所有的市場決策交付經紀人或基金

表P.2 (續)

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
\$ 22,813	\$78,221	\$ 148,971	\$201,650	\$166,573	\$ 6,816	\$ 40,890	\$ <27,634>
56,200	89,813	140,334	43,703	31,699	62,110	15,620	<30,045>
4,347	156,169	<14,856>	87,672	65,600	11,039	30,527	<38,935>
86,402	91,461	42,442	96,229	<1,718>	4,063	30,124	71,802
25,512	41,006	<29,870>	<5,497>	<26,188>	121,643	16,958	16,397
86,440	54,504	173,507	151,067	74,708	<27,247>	<1,219>	9,006
214,345	17,744	<93,951>	<73,841>	<34,668>	<20,558>	83,926	<5,755>
89,118	26,861	130,856	107,170	84,441	11,360	<9,490>	<40,270>
68,554	<3,194>	180,533	69,610	93,368	19,102	84,629	33,933
74,167	<29,924>	853,908	18,452	104,116	36,114	<12,050>	86,623
60,299	178,655	120,651	3,564	<349,722>	28,572	<9,471>	644
122,015	<3,659>	259,110	69,894	116,514	10,391	<5,125>	11,662
74,734	31,381	0	0	0	0		
\$984,945	\$729,038	\$1,911,633	\$769,672	\$324,721	\$263,405	\$265,320	\$87,488

各個期間的交易資本：1972-1976年間為25萬美元；1977年為50萬美元；1978-1986年為200萬美元；1987年為10萬美元。

經理人，則可由本書獲得完整的交易技巧；對於某些專業老手，如果他們希望瞭解如何預測經濟與市場，也可由本書獲得一些助益。

在股票與商品之中，都有所謂的「行情的玩家」(market player；譯按：有時候翻譯為「市場玩家」)與「價值的玩家」(value player)。行情的玩家基本上是根據他對市場價格走勢的知識來交易。價值取向的基本分析者，則是買進價格低估的股票或商品，並持有相當時間以等待升值。就大多數成功的專業者來說，他們都同時具有這兩種取向，但前者多過於後

者。我的情況也是如此——主要是以行情爲取向。所以，本書的主要重點在於，如何預測市場的價格走勢，以及如何管理市場、股票或商品的風險。至於如何選擇值得進一步分析的類股，並解釋個別股票在何種條件下可以上漲，這在本書中僅居於次要的地位。有關如何詳細分析個別股票，讀者可以參考許多選股策略的好書，以及許多專業分析師在這方面的貢獻。非常感謝這些分析師的存在，因爲他們提供很多有用的資訊，雖然這些資訊經常相互矛盾。

我的市場經驗可以回溯至1966年。截至目前爲止，我對於我的交易成就頗引以爲傲。我發展出一套在金融市場中穩定獲利的方法，而且不需要埋首在無數的公司財務報表中，也無需綜合評估許多「專家們」的分歧意見。②本書的第I部份將解釋我使用方法的基本知識——這是較簡單的部份。第II部份將解釋如何整合這些知識，並讓它們發揮功能——這是較艱難的部份。

自從本書1991年首度出版以來，市場出現一種不尋常而又普遍的現象：市場總是具有相同的性質，因爲它們始終不斷變化。股票市場已經成爲一種機制性的「泡沫」（institutionalized bubble）交易工具。我開始學習交易的時候，市場的起伏不定而波動相當劇烈。在1966年至1974年之間，有四年呈現上漲的行情，五年呈現下跌。然而，自從1974年以來，則有15年上漲而僅有3年下跌。這三次下跌的幅度都相當有限，分別爲1977年的7.1%、1981年的4.9%、以及1990年的3.1%（這是以S&P 500爲準）。最近10年以來，S&P 500的年度化總報酬平均爲19.1%。猶如1940年代至1980年代中期的房地產市場一樣，股

票市場已經成爲「保證獲利」的交易管道。

基於這個緣故，定期存單的投資者紛紛轉入股票市場，因爲定期存單3%的殖利率顯然不具吸引力。一般民眾與機構法人抱持這種「絕對不會虧損」的心理，終將導致1930年代以來的最大財富損失。理由並不難以瞭解。1975年「聯邦準備銀行」與卡特總統選擇以通貨膨脹爲手段，促進美國經濟恢復「成長」。1980年代預算赤字取代通貨膨脹成爲「經濟成長」的動力。1990年代柯林頓總統又回頭選擇通貨膨脹。1991年至1993年之間，股票市場的表現如此耀眼，理由很簡單：

1. 調降公司所得稅，平均稅率由43%降爲37%。
2. 利率水準下滑，「聯邦基金」（Fed Funds）的利率由1989年3月的10%，降爲1992年第二季的3%。這保證公司的盈餘可以改善。請留意，美國是一個信用高度擴張的國家——在創造每一美元的稅前盈餘時，企業界在1990年需要支付70美分的利息費用，現在僅需要支付50美分。
3. 提高生產力（企業界大量裁員）！

這並不代表美國經濟的成長，而僅是公司盈餘的暫時性增加。柯林頓執政期間，利率與稅率調高時，公司的盈餘將遭受致命的打擊！我建議你仔細閱讀第9章與第10章，以瞭解經濟體系目前的根本情況。另外，第6章與第7章的技術分析內容也完全適用於現今的市場。

我真心希望本書能夠對你有所幫助，並祝福你一切幸運。

根據我個人看法，在1990年代的剩餘幾年之內，你確實需要本書的協助與我的祝福。

註：

- ① 1980年代的中期，我曾經管理一個發生虧損的基金Victory Parthers，但當時情況非常特殊。詳細情況請參考第一章。
- ② 這句陳述並不意味，公司財務報表無助於分析證券，我完全沒有這個意思。我所強調的重點是，本書討論的知識將可以增加你在市場中的勝算。

謝 辭

我看過「華爾街」(Wall Street)這部電影以後，興起撰寫本書的念頭。媒體經常扭曲金融界的實際情形，這是我希望澄清的觀點。透過辛勤的工作、合理的決策、幾陣的笑聲、以及一些好友，金融市場是一個可以同時提供快樂與成功的場所，絕對沒有必要訴諸電影中描述的那種邪惡情節。

看完電影後興起的這股念頭，稍後演變為一個遠超過我預期的計劃。如果沒有親朋好友與公司同仁們提供的協助，我絕對無法完成本書。首先，我非常感謝T. Sullivan Brown，他的流利文筆與相仿的理念，使本書可以成為一本我深以為傲的作品。我也很感謝我的合夥人Norman Tandy與Douglas Kent，他們的協助與建議都已經成為本書的一部份。

妻子Teresa對我的協助，已經不是言語所能夠表達。在整個交易生涯中，如果沒有她的貢獻、支持與耐心，我根本不可能培養出任何值得一提的技巧。我也希望感謝我兩個女兒對我的熱愛與瞭解，以及她們對於本書內容的興趣。

我也希望感謝我過去與現在的員工與同事們，他們對我的協助實在太多了，在此無法一一致意。最後，我要感謝我的朋友們，他們的關心與愛護都已經成為我個人成長與成就中的一部份。

第 I 篇

建立基本的知識

導 論

「賭博例」的奧祕

「賭博例」（Gamboni）的奧祕便是如何在金融市場中生存的奧祕。瞭解它…真正地瞭解它…你可以成爲一位成功的交易者、投機者或投資者。所以，故事的發展如下：

喬是一位撲克好手，一位真正的玩家。事實上，他的技巧已經到達爐火純青的地步，所以他必須到處旅行，以尋找不認識他而又願意接受高賭注的對手。某天下午，在芝加哥鄰近的一家酒吧中，他與酒保閒聊著，並問道：「這附近有沒有好的撲克賭場？」

「你是指多大的賭注？」

「很大！」喬說道，「你所知道的最大賭注。」

「嗯，我聽說附近的農場有一個賭局。距離這裡蠻遠的，但那裡農民賭得很大。讓我先打個電話確定一下。」

於是，這位酒保打了電話，並告訴喬如何到達那個農場。

當天晚上，經過長距離駕駛後，喬把車子停在一個荒涼的穀倉前。他慢慢走進穀倉內，小心避開地上的豬屎。他在穀倉後頭發現一個房門半開的房間，燈光夾著嫵嫵的香煙由房門中

透出。一股熟悉的興奮感覺穿過全身，他走進房間，並自我介紹。

穿著工作服的農民圍坐在一張圓桌邊，每個人都嚼著雪茄或煙斗。喬粗略估計一下桌面上的賭注大約有4萬美元——太完美了。於是，他坐下來。負責發牌的農夫說道，「下注！」所以，喬開始他的賭局。

經過約一小時後，喬沒有什麼輸贏。這個時候，他拿到三張A與兩張Q——富爾豪斯（full house）。桌面上的賭金已經相當可觀了，他又加碼1.5萬美元。接下來的兩家都沒有跟進，但坐在對面那位面無表情的農民不僅跟進，而且又加碼1.5萬美元。喬確定他一定想唬人，所以跟進後，把手上A帶頭的富爾豪斯攤下。那位農夫也攤下手中的牌：毫無配對的三張梅花與兩張方塊。強壓著笑容，喬開始整理桌面上的賭金。

「請等一下，」這位農夫帶著不高興的語調說道。

「等一下，你什麼意思，」喬說道，「你什麼也沒有。」

「請你回頭看右方的標示，」這位農夫笑道。

於是，喬回過頭看：

三張梅花與兩張方塊構成「賭博例」，
它在此處代表最大的一手牌

喬實在非常生氣，但規則就是規則，於是他以剩餘的賭金繼續玩下去。又過了一小時左右，他拿到三張梅花與兩張方塊

...「賭博例」！於是，他把所有賭金都押進去了，對手仍然是這位面無表情的農夫，在最後一輪的加碼中，他把手腕上的純金勞力士也押上了。這位農夫攤開手中的牌：Q帶頭的黑桃同花順。喬也攤開他的「賭博例」，並開始整理賭金。

「等一下，朋友，」這位農夫說道，臉上的笑紋幾乎可以夾死蒼蠅。

「但我拿了一手賭博例，」喬大叫道。

「完全沒錯，但請看看那邊的標示，」他指著喬的左後方。

此處每晚僅允許一次「賭博例」

喬除了鞋上沾滿的豬屎以外，身文分文的離開穀倉，不過他還是感謝信用卡的發明者。那位面無表情的農夫開著拖車回家，手腕上吊著純金的勞力士。

所以，「賭博例」的奧祕是：如果你希望獲勝，你必須瞭解規則；另外，你必須願意坐上賭桌，你才有獲勝的機會。

這便是本書討論的範圍：界定賭桌上需要的知識與規則，並使你經年累月地獲取穩定的利潤。除非你可以利用適當的計劃將知識付諸執行，並以規則組織既定的計劃，否則全世界的知識毫無用途。在金融市場中，這意味著：取得相關的知識，界定操作的哲學，建立資金的管理方法，並嚴格遵守明確的規則，擬定每天的例行決策。根據本書所列觀念，你可讓資金發揮充分的功能，如果你能夠嚴格執行相關的方法，你必然可以

獲利。

第一章

由賭徒到市場宗師： 一位專業投機者的歷程

人們稱我爲交易者，但這本書主要是爲投機者與投資者而寫——如果你瞭解這三項名詞的差異，可以發現其中的矛盾。所以，首先讓我做一件政客永遠不會做的事：界定我的用詞。任何市場同時都存在三種價格的趨勢：短期趨勢，它可能持續數天至數個星期；中期趨勢，它可能持續數個星期至數個月；長期趨勢，它可能持續數個月至數年。在市場中，存在三種基本類型的參與者：交易者、投機者與投資者。

交易者的活動主要集中在盤中交易或/與短期趨勢。他們買賣股票、債券、商品、或任何交易工具時間架構都在數分鐘至數星期之內。投機者專注於中期趨勢，他們建立市場部位，並持有一段大約數個星期至數個月的時間。投資者主要是考慮長期趨勢，持有的部位可以長達數個月至數年之久。

進一步討論前，我希望表明我的立場，當我提及投機者（speculator）時，我沒有任何貶損的意思。當我使用這項名詞時，它僅代表上述說明的意思：主要是參與中期趨勢的市場玩家。根據我個人的看法，投機行爲（speculation）經常被賦與一種負面的意涵。一般來說，投機者被視爲是炒作股票、房

地產或其他交易工具的人。然而，事實上，所有市場的投機者都是根據中期的價格趨勢，而希望透過買、賣行為獲利。投機者可以為市場提供不可或缺的流動性（liquidity），在大多數情況下，也可以促進金融資產的平順移轉，並透過資產配置讓它們發揮最佳的功能。本書其他部分還會進一步區分投機者與其他市場參與者之間的差別。

在我的職業生涯中，我大體是扮演投機者的角色，但這並不是我扮演的唯一角色，因為我會參與所有三種趨勢。在我所進行的每筆交易中，我都熟悉相關知識，所以我應該可以被稱為：一位願意投資的投機性交易者。因為缺乏更適當的名詞，所以我選用「交易者」這個頭銜。

以我處理金融市場的方法來說，這三種行為都有相互重疊之處；換言之，投機行為的原理，經過適當的調整之後，它們也適用於交易與投資。如果你瞭解投機行為，你可以相當容易地轉換為交易者或投資者的角色。更重要地，就近十年來市場呈現的劇烈價格波動而言，我堅決相信，任何買、賣行為如果不瞭解進、出市場的重要性，或不根據中期趨勢調整投資組合的結構，都是相當愚蠢的態度。這便是我決定將本書主題鎖定在投機行為上的理由。

本書內容是根據我對於投機藝術的瞭解，並摘選其中精義構成。此處所謂的藝術是就一般的意義而言，並不是指真正的藝術（fine art）。然而，猶如每一位畫家都有其獨特的表達方式，每位投機者也有獨特的市場風格。雖說如此，但每一位真正成功的市場玩家都必須運用一套類似的工具：根據一套有效

性始終不變的根本理念與知識擬定決策。由我的知識中，包括我對於其他投機者的觀察在內，我將抽取最根本的精義提供給你。

我的投機方法，整合各方面知識，包括：勝算、市場與其交易工具、技術分析、統計機率、經濟學、政治學、人類心理學、以及哲學。我花費了10年時間（1966年至1976年）取得相關知識，並將它們組織為有系統的格式。在1974年之前，我是根據普通常識、技術分析、以及謹慎的風險管理交易。之後，我學習如何由宏觀的角度交易。如果金融交易有一個最致命的缺失，那便是根據單一的事件擬定投資或交易的決策——在不瞭解整體風險的情況下投入資金。若希望瞭解整體的風險，僅有一種方法：透過系統性的知識。

講解我的方法與知識前，讓我概略說明我的交易生涯，並解釋一些關鍵的發展，它們引導我逐漸形成投機的知識。在1966年至1977年之間的11年，就像我的學徒期間（很長的學徒期間），經過這段訓練後，我掌握一個畢生難逢的良機：在1978年3月至1986年9月間，我透過Interstate Securities成為一位獨立作業的承包人。在這段期間內，我交易股票、債券、期貨（包括：商品與指數）以及各種選擇權，我每年平均收入60萬美元，其中包括我個人的帳戶，以及在「50-50盈/虧均攤」的基礎上與Interstate和少數其他金融機構合作。我覺得我已經發現畢生追求的自由。

對於自由的渴望

就我來說，自由（freedom）不僅僅代表政治上的自由（liberty）；它代表一種根據自己理想與希望過活的能力，這需要一種全然獨立的經濟條件，而唯有赤裸裸地搶劫或自身的愚蠢才可能喪失的狀況。即使是在十歲出頭時，我的心目中，送報或送貨的工作便相當於是奴隸的生活——太多外來的控制。所以，我便以自己較能夠控制的方式賺錢：賭博。

我並不是從事實際的賭博；我是投機。賭博必須承擔不利勝算的風險，例如：彩券或吃角子老虎。投機是在掌握有利勝算的情況下才承擔風險。投機的藝術包括許多能力：精確地解釋當時的狀況；掌握勝算；知道如何下賭注，即使是在輸的情況下，你仍能夠參與下一盤賭局；俱備心理的紀律，執行客觀的知識，而不是由情緒主導決策。

對我來說，「賭博」從來不是一種高風險的行爲。我開始學習撲克時，我閱讀所有相關書籍，並發現輸贏的關鍵是取決於如何管理勝算；換言之，當你持有的牌可以掌握勝算時便跟進，否則便蓋牌，如此你便居於贏方。所以，我記憶每一種牌型的勝算機率，並依此決定對策。這便是風險管理方法的精義所在，雖然我當時並不瞭解這點。

我曾經閱讀一本John Scarne寫的書①，它間接改變了我的一生。他談論許多欺騙的行爲，並解釋作弊的手法。我瞭解，如果希望精通撲克，我必須學習如何識破作弊的手法。研究這項新知識時，我發現一家魔術牌戲的專賣店Lou Tannen's Magic Shop。在那裡，我認識一位影響我一生的人Harry Lorayne。

Harry 是撲克牌魔術最傑出的專家之一，他有關記憶技巧的許多著述使他享有盛名。我當時非常崇拜他，而且目前也是如此。他每一項技巧都是自己的創新發明，它們結合了意志、精力、智慧、練習與想像力。他是一位全然自創風格的人，我當時在許多方面都儘可能地模仿他。Harry 不僅是我的偶像，他也是我的朋友，每週六我大多泡在 Lou Tannen，觀賞他和其他魔術師的表演。

我不僅學習 Harry 的玩牌技巧，更重要的是他的記憶方法。爲了練習玩牌的技巧，我隨身都帶著一副牌。我與女朋友去看電影時，我的左手會練習單手切牌，而右手就如同每一個 16 歲男孩與女朋友看電影時所應游走的位置。在 16 歲至 20 歲之間，我的收入頗豐，這主要來自於撲克賭局與牌技魔術表演。

然而，1965 年下半年，我發現撲克賭博是一種處身於法律邊緣的行業，顯然不適合做爲一生的職業。所以，我翻閱《紐約時報》的就業版，並發現生物學家、物理學家與證券交易員的收入最高——每年 2 萬 5,000 美元！因爲我知道自己對於勝算的掌握技巧遠勝過分析細胞或原子，於是我便前往 Pershing & Co. 擔任報價的工作，目標則鎖定爲「華爾街」的交易員，實現我對自由的理想。

判讀盤勢的智慧

我開始觀察金融領域內的成功操作技巧，並閱讀所有相關書籍。在 Pershing 的期間，我的崇拜對象是 Milton Leeds，他穿著雪白的訂製襯衫與合身的西裝，坐在高臺上監看整個交易場

所，他在我的心目中就像天神一般。當他透過麥克風喊「99！」時，這代表公司方面即將下單，而且必須優先處理。所有員工都會保持肅靜而全神看著他，直到他下達類似如「以市價買進3,000股電話股」的指令為止。

Leeds被視為「看盤高手」（tape reader；譯按：tape是指交易價格與數量的報導，但也泛指相關新聞的報導），但他通常都是根據新聞交易。他會監視「美聯道瓊社」與「路透社」的新聞報導，重要新聞發佈時，他可以迅速判斷而下單。幾秒鐘之內，場內經紀人便可以完成他的交易指令。由於他能夠迅速判斷新聞對於市場的影響，在加上整體組織的配合，所以他總是可以掌握行情的先機，這便是他成功的理由。他是一位非常精明的人，交易記錄極為傑出，尤其是記錄中表現的一致性。雖然我從來不曾模仿他的交易方法，但他卻是我心目中的成功偶像。我當時的最大願望，便是有一天我也可以成為一位看盤高手。

在那個年代，大多數著名交易員與投機者都是以「判讀盤勢」交易，我希望有一天我也可以成為他們其中一員。我閱讀這方面有限的書籍，並練習看盤，記憶許多不同股票的最近價位。透過不斷的練習，我開始對市場產生感覺了。

現在的人們或許並不瞭解何謂「判讀盤勢」，它是現代技術分析的雛形。猶如目前的技術分析一樣，判讀盤勢需要仰賴模式的認定。兩者之間的最大差異是，模式認定主要是倚靠潛意識，而意識的判斷相對較不重要。這猶如運動比賽一樣，你停下來思考應該如何做時，你立刻會喪失注意力。你必須隨時

掌握所有因素，所以你無法根據意識反應。你必須同時觀察10支至40支股票，不斷記憶先前的高、低價位，以及重要的成交量。同時，你在潛意識中還必須知道價量跳動的速度與韻律、報價機聲的響、個股發佈新聞的頻率、大盤指數與個股價格的變動、以及價格與成交量的模式。所有這些因素構成的潛意識結論，就是通常所謂的「市場直覺」。

由於知識的進步——尤其是電腦與通訊的技術——盤勢判讀已經是一種消失的藝術。目前，只要你的經濟狀況可以負擔一套電腦化的報價資訊系統，僅要按下幾個鍵，便可以完全掌握過去所謂的「直覺知識」。你可以隨時知道任何個股、類股、指數或期貨的走勢圖，而且可以自動更新每次的價格跳動。配合某些電腦軟體，你還可以畫趨勢線、設定買賣的警示價位、…。我相信，這種需要特殊才華的盤勢判讀能力，目前已經不切實際，而且也沒有必要了；場內交易員或許是唯一的例外。因此，交易已經成爲一種更開放而競爭更劇烈的領域。

然而，所有的看盤高手目前仍然掌握一項優勢。擬定交易決策時，你必須絕對相信自己的正確性，但你還必須接受一項事實：市場可以證明你爲錯誤。換言之，在被證明爲錯誤前，你絕對正確。因此，你必須根據原則與法則交易，任何感覺或願望都不得干涉這項程序。買進或賣空時，你都必須捫心自問：「在那一個價位上，市場將證明我爲錯誤？」一旦你決定這項價格，市場又觸及此價位時，沒有任何理由可以阻止你出場。這是最根本的法則：迅速認賠。在金融市場中發生重大虧損，最通常的理由便是因爲人們違背這項法則。雖然無數書籍不斷強調這項法則，並以各種不同方式解釋，但人們仍然觸犯

相同的錯誤，這顯示人類的天性實在非常難以捉摸。爲了探索這方面問題，並提出適當的解釋，所以我在本書第II部份，將討論交易情緒與心理層面。

再回到遠古的歷史中。在Pershing工作的期間，我晚上也到「皇后學院」Queens College進修經濟學與財務學。此外，我也開始閱讀《華爾街日報》，以及任何與金融市場相關的書籍。我在Pershing每週的工資是65美元，如此經過六個月，我轉至「史坦普」擔任統計方面的可怕工作。此處的待遇較高，每週90美元，但這項工作實在不適合我的個性，這裡就如同圖書館般的寂靜無聲，每天花費數小時時間登錄與調整數據。如果有人打個噴嚏，我都會感激萬分；這讓我有機會打破令人窒息的寂靜而說句「老天保佑你！」我犯了太多錯誤，所以我被解雇了。這是我第一次在工作上遭遇挫敗，由於我當時實在太沮喪，所以我甚至沒有感謝那位介紹我到此追求交易生涯的人，但我又踏上另一條類似的條路。

非常幸運地，我在大學修習的會計學讓我找到另一份簿記的工作。當時是1966年底，我來到Lehman Brothers，此處總共有32位合夥人，我負責爲其中12位合夥人整理帳目與交易記錄。Lehman Brothers是一家主要的投資銀行，它在許多投資中累積了龐大資產，例如：以每股4美分的價格大量買進Litton Industries，並持有至每股價格爲120美元。在Lehman Brothers工作，讓我有機會實際觀察投資銀行的作業情況，並瞭解這家世界上最大的市場參與者之一是如何操作股票與選擇權的投資組合。於是，我逐漸明白選擇權的運作方式，並因此成爲選擇權會計帳的專家。

我在Lehman Brothers學到一件我永生難以忘懷的經驗。由於我負責登錄帳目，所以我相當瞭解他們賺了多少錢。有一天登錄帳目時，我發現Lehman不斷爲其信託基金買進Superior Electric的股票。當時我對於投資尙懵然無知，我猜想這家大投資機構應該瞭解自己在做什麼，所以我打電話給Harry Lora-
yne，並把這件事告訴他。Harry聽信我的說法，他在44美元的價位買進不少的股票。在隨後的幾個月之內，我無助地看著股價一路跌至30美元。Harry最後賣出他的持股，總共虧損4萬美元。我當時的感受遠甚於我個人的任何損失。這是最後一次建議朋友買進某支股票，但——不幸地——卻不是最後一次誤信別人「應該知道自己在做什麼」而建立部位。然而，我確實學到了一項教訓：不可基於幫助朋友的立場，免費提供任何有關市場的建議。在職業的立場上管理他人的資金，這種情況是可以接受的，即使這個人是你的朋友也是如此；如果發生虧損，這只不過是職業上的協定。然而，當你認爲是在幫助朋友而提供建議，又完全是另一回事——實際的結果通常是傷害而不是幫助。

總之，我在Lehman Brothers工作的同時，仍繼續研究，並利用Harry傳授的記憶方法，熟記「紐約股票交易所」掛牌交易的1458支股票代號。在1968年，向Filer Schmidt & Co.應徵工作時，我將這方面的技巧展示給負責應徵的合夥人Ricky Bergman。在讚不絕口的情況下，Ricky錄用我，我也充滿熱忱地開始我的交易生涯。

選擇權交易

1968年選擇權尚屬於發展的初期階段。它們都在店頭市場交易，而且沒有統一的契約規格。讓我進一步解釋。股票選擇權是一種契約，持有者有權利在既定期間內，根據一定的價格（履約價格；strike price），買進或賣出一定數量的股票；買進選擇權稱為call，賣出選擇權稱為put。1968年，每口契約的標準股數為100股（目前也是如此）；履約價格通常都是選擇權發行當時的股票市價；最普遍的契約期間是6個月又10天（這是因為一項投資至少必須持有6個月又1天，才可以申報長期資本利得稅）。當時與目前的最大差異，是選擇權的價格（權利金；premium），它會隨著時間與交易商的不同而有不同的報價。

某甲打電話給「ABC選擇權公司」，要求提供OXY（Occidental Petroleum）股票6個月又10天的買進選擇權報價時，並不保證他可以根據報價買進該選擇權。此外，如果他打電話給另一、兩位交易商，他可能發現價格有20%-30%的差異！交易商提供給某甲的報價假定為每口契約225美元，這只是「參考價」（workout price）而已，交易商隨後將尋找願意接受150美元-175美元價格的賣方。如果可以找到，交易商即可以扮演中間人的角色，將低價買進的契約轉賣給某甲。如果交易商無法在合理價格找到賣方，只能算運氣不佳而毫無所得。

1968年至1970年，我在Filer Schmidt便是擔任這種仲介選擇權的工作，每撮合一口契約可以賺取固定的佣金（6.25美元），稍後在「美國選擇權公司」（U. S. Options）則是根據「仲介價差」抽取某一百分率的佣金。在Filer工作期間，我也為一位客戶Starret Stephens管理我的第一筆避險基金（hedge

fund），他是我在Lehman Brothers服務時認識的客戶。他擁有一個價值100萬美元的投資組合，我建議他以賣出選擇權（put）避險，以取代直接賣空股票，於是他撥出5萬美元的資金供我操作。當時，這是相當新穎的操作手法。賣出選擇權可以提供一種具有槓桿效果的「保險功能」，並騰出資金做多。

這個基金確實發揮它的功能，1968年12月份股價出現頭部前，7月與8月便發生一波拉回的走勢。非常不幸地，Starret Stephens在1969年便過逝了，恰巧是在1969-70年大空頭市場正式展開前。由於他的過逝，基金也隨之解散。這是我第一次直接管理他人資金，也是我第一次從事避險交易，它使我有機會在市場中測試我判讀盤勢的能力。這次經驗使我瞭解賣空交易的重要性——截至目前為止，這仍然是我的專長之一。

這筆基金解散後不久，當時處於1969年的空頭市場，爲了追求更大的獨立交易空間，我離開Filer Schmidt & Co.，前往「美國選擇權公司」（U. S. Options）。因爲當時處於空頭行情中，公司方面不願意在薪水上做承諾，管理階層建議讓我就撮合選擇權的價差抽取固定百分率的佣金。我答應了，但我明白地告訴他們，我第一年便準備賺取10萬美元的收入。我這麼說相當於是一項警告，因爲我知道公司副總裁每年的薪水才僅有2.5萬美元，而且其他選擇權交易員的年收入約爲1.2萬美元至1.5萬美元之間。

經過六個月，我的佣金收入已經累計至5萬美元。有一天，老板把我拉至一邊，輕聲告訴我，「維克，你幹得不錯，我打算讓你開始領薪水。」

「哦？」我說，「多少？」

「每年\$20,000，」他答道，似乎這是給我很大的面子。

「但…，」我說，「我今年準備賺進10萬美元，而且我已經完成一半了。」

「哦！沒錯，但我們準備成立一個按點數分紅的獎金制度。你每銷售一口契約，便可以得到一點。在年底的時候，我們提撥公司利潤15%為獎金，每個交易員根據點數分紅。」

「嗯…，」便是我的回答，但我的腦中立即浮現一些很明顯的疑問，例如：如果公司沒有獲利怎麼辦？公司的獲利又怎麼計算？不用說，我開始尋找另一個更適當的獵場。三週之後，我開始在Marsh Block管理一個股票與選擇權的投資組合，並抽取50%的績效獎金。一位好朋友（他最後也離開「美國選擇權公司」）後來告訴我，我過去的老板在三週休假中打電話告訴他，「我們讓維克領薪水完全是為他著想；他這個月好像很不高興。」實在奇怪！他要求我減少80%的收入，而竟然還希望我覺得很高興！這更強化我對於自由的嚮往。

在Marsh Block，我運用過去累積的盤勢判讀經驗與選擇權的知識，第一次利用股票與選擇權來配合交易。一般來說，我會買進一個選擇權的跨形價差交易（straddle）契約，並根據盤勢發展，隨後再決定買進或賣空股票。跨形價差交易是由一對選擇權構成：一單位的買進選擇權與一單位的賣出選擇權，它們的履約價格與到期時間完全相同。例如，假定XYZ股票目前市價是每股25美元，我認為它將跌至21美元。若以同業價格計

算，我大約能以400美元的權利金（譯按：100股），買進95天期的跨形價差交易，並等待弱勢反彈來賣空股票。

如果股價上漲至27美元，我將在盤勢轉弱時賣空100股。選擇權到期時，如果股價持續上漲至30美元，則我將根據25美元的契約價格履行買進選擇權，並回補空頭的股票部位，這時候的賣出選擇權將毫無價值，所以總共的虧損為200美元。

（譯按：選擇權的成本為400美元，股票空頭部位損失300美元，履行買進選擇權獲利500美元，總共損失200美元。）如果在選擇權到期之前，股價正如我所預期地跌至21美元，則我將買進200股（譯按：包括回補100股的空頭部位），並實現股票空頭部位的600美元利潤。在這個時後，我仍然擁有200股的多頭部位（100股現股與買進選擇權），其中100股現股可以鎖定賣出選擇權的既得利潤（譯按：400美元），股價在選擇權到期前，如果回升至25美元以上，買進選擇權還可以獲利。（譯按：選擇權的成本為400美元，股票空頭部位獲利美元600，賣出選擇權獲利美元400，所以淨獲利為600美元，再加上買進選擇權仍有獲利的可能。）除此之外，我也可以在21的價位僅買進100股股票，實現股票空頭部位的利潤600美元，並讓選擇權的跨形價差交易繼續發揮功能。交易時，我永遠要求「風險/獲利」的比率至少為1：3。在我所採用的各種策略中，判斷正確時，我可以獲得巨額的利潤；若發生錯誤，損失卻相當有限——這便是資金管理的精義所在。

不幸地，我在Marsh Block所獲待遇幾乎是「美國選擇權公司」的翻版，唯一的差別僅是手段而已。當我收到每月損益表時，發覺我的「費用」大得荒唐。例如，我僅佔用一線電話，

每個月卻需分攤500美元的電話費！總之，我希望進一步控制我的管理費用。

經過六個月後，我認為唯有自行創業才是根本的解決之道。「華爾街」上的許多交易員顯然都遭遇相同的處境；幾乎我所認識而尊敬的每一位交易員，都準備承擔風險與我一起工作。我找到一位提供資金的合夥人，並聘用一些「華爾街」最棒的交易員，於是「雷納選擇權公司」（Ragnar Options Corp.）在1971年中正式開張。

獨立的滋味

在雷納（Ragnar）的時期，我們以非常前衛的方式經營選擇權業務。根據我的瞭解，我們是第一家提供明確報價與保證交割的經紀商/交易商，而且不因此收取較高的權利金。我們稱此為「提供合理的明確報價」。如果我們不能在市場中找到既有的選擇權契約撮合一筆交易，我們便自己銷售（write）選擇權。我們的競爭對手認為，我們一定擁有龐大資本才可承擔相關的風險。實際上，我們最初的資本僅有50萬美元——其中營運資本為25萬美元，公司的交易帳戶為25萬美元。我們的想法是，藉由明確報價與保證交割提高交易量，如此便可以吸收小額的虧損。這項策略確實有效。六個月內，根據我的瞭解，雷納已經是全世界選擇權店頭市場的最大交易商。

1972年7月前，我負責管理公司，並與其他交易員共同從事選擇權的仲介業務；之後，我接替合夥人「操作存貨」（running the inventory）。「操作存貨」是指管理雷納的選擇權與

股票組合。這是我正式踏入獨立交易員生涯的第一步。我第一次擁有完整的權利操作一個帳戶，交易績效列於表P.2中，我正邁向一致性獲利的目標。

1973年「芝加哥選擇權交易所」（Chicago Board Options Exchange；簡稱CBOE）將選擇權的契約規格標準化，於是我們喪失了競爭優勢，因為我們過去的成功主要便是透過自己的程序將契約標準化。然而，我們買進交易所的三個席位，而且第一年交易量便佔整個交易所的15%。一切非常順利，但1975年7、8月間，我的主要合夥人在未經我的同意下，交易一筆非常龐大的部位，並造成嚴重虧損。雖然公司交易帳戶的情況相當理想，但因為我的合夥人發生虧損，所以我們被迫重組以符合最低資本的規定。

透過一些果斷的處理，我們總算渡過難關。我記得當時與Jim Brucki會談的情況，他在CBOE主管稽核的工作（Jim後來也到Interstate，我們成為好朋友）。由於我的合夥人發生虧損，我們已經違反交易所的一些資本規定。Jim是一位身材高大而粗獷的人，他看著我說，「你準備怎麼處理這個問題？」

我回答，「讓我們討論一下，我們會設法補足相關部位的保證金。」

Jim說，「好的，你有20分鐘的時間考慮如何繼續經營。」

我、John Bello、以及發生虧損的合夥人一起走進隔壁房間協商。我買斷這位主要合夥人的股權，補繳所需要的資金。我

勉強讓雷納保持完整的狀況，又繼續經營了15個月，直至Weeden & Company提出非常有利的條件接收我們公司，包括所有員工與我在內。在Weeden的期間，我成為「績優熱門股」（glamour stocks）——類似如：IBM、National Cash Register、Eastman Kodak等市場領導股——的大額交易員。我仍然將雷納維持為一個獨立的經營實體，我目前還是透過它交易。

在公司重組前，市場中出現某些狀況，這是我交易生涯的重要轉捩點之一。我錯失1974年十月初的急漲行情，以及隨後出現的暴跌走勢，後者使「道瓊指數」在12月跌至12年以來的最低點。這幾個月內，我還是勉強有所獲利，但整體發展卻令我十分震驚——我錯失了一個大好的獲利機會。我疏忽了什麼？我需要接受什麼教訓才不致重蹈覆轍？我自問，「趨勢究竟是什麼？它有什麼性質？它通常會持續多久？它向上或向下的幅度通常如何？修正的走勢有何性質？它通常會持續多久？」於是，我開始研究以往疏忽的問題。

探究趨勢的性質

爲了回答上述問題，我首先必須界定、衡量、歸納所有趨勢與修正走勢，並設定一個標準做為「通常」的定義。1974年至1976年，我利用所有空閒時間研究市場歷史，這些研究是以「道氏理論」（Dow Theory）為主軸，因為我認為這套理論對於市場走勢的界定最明確。我根據的資料是Robert Rhea在1939年過逝以前的研究工作。我標示「道瓊工業指數」與「道瓊運輸指數」由1896年至目前（我現今仍然從事這方面研究）的所有趨勢，將它們分別歸納為短期、中期與長期的趨勢，衡量

它們的幅度與期間，並登錄於表格中。然後，透過統計分析的方法，將它們簡化為我能夠運用於交易格式，尤其是風險管理。本書後續章節會討論如何運用這些資料。

這段期間我為自己的交易方法，建立起預測市場行為的根本觀念，這種方法也適用於期貨市場。毫無疑問地，我在這兩年內獲得的知識，是我在Interstate績效傑出最主要的單一原因。我最佳的月份是1982年9月，這也是Interstate當時的最佳單月交易記錄，我管理的公司帳戶當月獲利是88萬美元，而帳戶的交易資本為100萬美元，其他兩個帳戶的獲利率大約也是如此。這個月份的巨額獲利來自於一個行情預測，而這項預測是直接引用我在1974年至1976年之間發展的統計方法與知識。

此處，我想談論一段題外話。這兩年的專心研究雖然使我在行情預測上獲致重大突破，但我在個人生活上也付出慘重的代價。當時，我的女兒Jennifer正處於關鍵的年齡（三歲至五歲），我幾乎完全沒有陪伴她。我由辦公室回家，吃過飯後便直接進入書房繼續研究。當她走進我的書房，我會不耐煩的趕她出去，完全忽略她非常需要她父親的關懷與愛心。這是一項嚴重的錯誤，我們父女倆人到今天還在為此錯誤付出代價。如果我可以重新來過，我一定會抽空多陪伴Jennifer。

我提及這個件事並不是基於懺悔的緣故，而是希望強調一個非常重要的觀點。猶如我在「前言」的說明，本書是希望協助讀者在經濟上與個人生活上獲得成功。在我生命中的那一時刻，我未能整合這兩方面，顯然是一個嚴重的錯誤。生命應該是一種平衡而協調的過程，重點並不在於你賺了多少錢，而是

你整體的快樂程度。

1974 年以後，我在事業上的發展也不是完全沒有挫折。1983 年我同意管理一個 4,000 萬美元的基金 Victory Partners。或許我當時有一點自以爲了不起，或許是因爲我想接受挑戰，我將基金的累積獲利目標設定爲每年 25 %（扣除佣金之後），唯有操作績效超過此標準時，我才收取報酬。第一年大盤下跌 15 %，基金的獲利爲 13.3 %。這意味著基金下一年度的獲利率至少需要 40 %！

在 1984-85 年期間，市場的中期趨勢非常不適合交易。價格沒有什麼波動，行情幾乎呈水平狀發展，我被迫在短線上進出。雖然我其他三個交易帳戶都處於獲利狀況，Victory Partners 卻發生 13 % 的虧損，這最主要是來自於佣金費用。在 Interstate，我是支付場內經紀商的費率，這相當於目前法人機構適用的費率。然而，Victory Partners 卻必須支付零售的佣金費率——大約高出五倍——在沒有明顯行情的市況下，短線進出便成爲虧損的主要原因。另外，電腦程式交易也開始嚴重影響短期趨勢的性質，使我多年來運用的交易法則完全不再適用。於是，我建議解散基金，我們在 1986 年正式解散基金…一個慘痛的經驗。

我預測行情時，並不是採用單一的分析方法。我永遠會結合技術分析、統計方法、以及經濟基本面等因素，評估任何投機部位的風險。唯有這三項因素相互配合時，我才會在市場中建立重要的部位。另外，根據我的經驗，瞭解政府當局對於市場的既定或潛在干預態度，對投機的成敗也有絕對的重要性。

美國國會、總統、聯邦準備理事會、外國政府、以及外國中央銀行，它們的貨幣政策與財政政策可能產生的影響，你也必須能夠瞭解。你不僅需要瞭解政府政策的影響，你也需要掌握主管當局負責人的個性與心態，並預期他們可能採取的政策。接下來幾章，我會探討這方面的問題，第II部份則會深入解說。

自由的實現

1978年一位真正傑出的交易員Howard Shapiro邀我至Interstate Securities工作，於是我渡過一段最令我滿意的日子。最初，我是支領薪水，並全權管理一個50萬美元的交易帳戶。1979年Interstate將我的職務變更爲獨立承包人（independent contractor），於是我成立了Hugo Securities，這是一家目前仍然存在的私人交易合夥公司。唯一的條件是：Interstate交易帳戶的一切都是「50-50平均分攤」，包括獲利、虧損與費用。這個條件也適用我管理的其他所有帳戶。表1所列的績效，涵蓋期間爲1978年至1986年，這是我交易Interstate帳戶的毛利（尚未扣除費用）。我自己也有一個交易帳戶，但金額相對較小，另外還有一個帳戶，規模大約類似Interstate的帳戶；所以，我實際的交易績效大約兩倍於表P.1所列的數據。

Interstate的工作環境非常理想。我可以從事巨額交易，但除非發生虧損，否則完全不需動用自己的資金。由於營運上所俱備的經濟規模，這裡提供的資訊網路設備非常完美。我的上班時間完全自己決定，我可以掌握自己的交易獲利，又可以完全根據自己方式生活。我已經找到我需要的自由。

我非常幸運能夠與「華爾街」的一些頂尖交易員共事，包括：Frankie Joe、Howard Shapiro 以及其他的人。我們雖然各有不同的交易風格，但除了少數人外，我們都賺進非常可觀的財富。然而，我觀察許多不同交易員時，我開始瞭解這個行業中的許多不同層面：那些在工作中不能控制自己情緒的交易員，付出嚴重的個人代價。我發現，某些在個別領域內的頂尖好手，基本上卻非常不快樂，我希望知道何以如此。我想瞭解，如何在最廣義的層面上獲致成功。我獲得的結論便包含於第II部份中。

天下沒有不散的宴席，1986年9月份Interstate決定將公司股票上市，並解散交易部門。主要的理由是交易部門的獲利，在季的基礎上過於不穩定，公司方面擔心，盈餘不穩定可能對於股價產生不良的影響。我認為這是一項錯誤的決定。根據我的瞭解，交易部門每年都有獲利。我記得有一年，我們10個人便創造3,000萬美元的收入，代表10個交易員便為公司帶來約1,500萬美元的盈餘。雖然如此，既然有了決定，便是我離開的時候。

我在1986年10月成立自己的辦公室，並繼續積極交易。在1988年1月，我決定成立一家基金管理公司：Rand Management Corp.，這便是我目前交易的場所。

附註：

① Jonh Scarne, Scarne On Cards (New York: Crown Publishers, 1969)。

第二章 鱷魚原則： 重點思考的必要性

一個人捨棄原則時…會產生兩項主要的結果：
就個人而言，無法規劃未來；就社交而言，無法溝通。①

——Ayn Rand

活生生的吞噬

我有一個交易法則稱為「鱷魚原則」（Alligator Principle）。這源自於鱷魚的吞噬方式；獵物愈試圖掙扎，鱷魚的收獲便愈多。假定一隻鱷魚咬住你的腳；牠咬著你的腳並等待你掙扎。如果你用手臂試圖掙脫你的腳，則牠的嘴巴一張一合，便同時咬住你的腳與手臂。你愈掙扎，便愈陷愈深。

所以，萬一鱷魚咬住你的腳，務必記住：你唯一的機會便是犧牲一隻腳。若以市場的言語表達，這項原則是：當你知道自己犯錯時，立即了結出場！不可再找藉口、期待、禱告、或採取其他任何動作，趕緊離場…不可試圖調整部位、避險、或其他無謂的措施；趕緊認賠出場！

猶如我學習的許多事物一樣，這項原則也是來自於慘痛的經驗。1970年代中期，我在INA Insurance上建立一個很小的選擇權部位。我買進20口12月份到期而履約價格為25美元的買進選擇權，價格為 $1\frac{1}{4}$ （每口契約125美元）。我買進之後不久，股價開始下跌，選擇權的價格先是下跌 $\frac{1}{8}$ （每口契約12.5美元），接著出現 $\frac{1}{4}$ （每口契約25美元）的跌幅。根據我當時交易選擇權的法則，當我損失 $\frac{1}{4}$ 美分時便認賠出場。然而，我當時不僅沒有接受500美元的損失，反而以 $\frac{3}{8}$ 的價格銷售60口12月份到期而履約價格為30美元的買進選擇權。這個時候，股價因為併購的謠言而開始上漲。我以 $\frac{3}{8}$ 美元銷售的12月份30美元買進選擇權，其價格上漲至 $1\frac{5}{8}$ 美元，而12月份25美元買進選擇權的價格則上漲至 $2\frac{1}{2}$ 美元，現在該怎麼辦？沒問題，我仰仗著併購的謠言而以 $1\frac{1}{8}$ 美元的價格銷售25口賣出選擇權！接著，公司方面正式否認併購的謠言，賣出選擇權的價格由 $1\frac{1}{8}$ 美元上漲至 $1\frac{3}{8}$ 美元！我每採取一步挽救措施，情況便進一步惡化。這隻鱷魚終於飽餐一頓——我把500美元的損失擴大為6,000美元，這僅因為我沒有遵守一項我明明知道正確的原則。

你知道嗎？INA當時算得上是一支冷門股；沒什麼交易量，價格也罕有表現。一旦價格出現明顯變化時，應該很容易預測走勢。我當時認為，如果承認自己在INA上犯了錯誤，相當於承認自己不認識英文字母。由於「謬誤的自尊」②（false pride）與虛榮，我一再地違背交易法則。

根據重點思考

讓我以一個例子說明重點思考的功能。1989年10月13日星

期五早晨，我認為市場已經隨時可能出現拉回的整理走勢。開盤前，我開始打電話給客戶，告訴他們我的看法，重點如下：

我認為市場即將出現一波主要的修正行情。自從3月23日以來，市場便持續處於主升段中。歷史上所有多頭行情中，僅有29%的主升段走勢，持續的時間比這波行情更久。另外，這段期間內，「道瓊運輸指數」已經上漲52%。相形之下，在「道瓊工業指數」92的年歷史中，包括多頭與空頭在內的174個上升走勢，其中僅8次的漲幅超過52%。垃圾債券市場已經幾乎瓦解——完全沒有買盤。此外，「道瓊工業指數」在10月9日創高價以後，已經連續下跌四天，而10月9日的高點並沒有受到「道瓊運輸指數」或行情寬度（breadth；譯按：這是衡量市場上漲與下跌家數之間的關係，通常以「騰落指標」[advance-decline；A/D]表示）的確認——這顯然是空頭訊號。

「道瓊工業指數」持續攀升，市場氣氛十分樂觀，主要是受到公司併購消息與績優熱門股走勢的影響，但絕大部分個股都已經出現頭部，並處於中期跌勢中。日本與德國已經調高利率；美國目前的通貨膨脹率約為每年5.5%，在近兩個報告期間內，聯邦準備體系內的「自由準備」（Free Reserve）都有降低的趨勢。在目前情況下，我不認為「聯邦準備銀行」有放鬆銀根的可能性。

所以，我目前正在買進指數的賣出選擇權（put），建立空頭部位；現在的規模還不算大，但如果出現價跌量增的盤勢（大約1.7億股），「道瓊工業指數」跌破2,752的水準（8月份的高價），我會積極賣空。

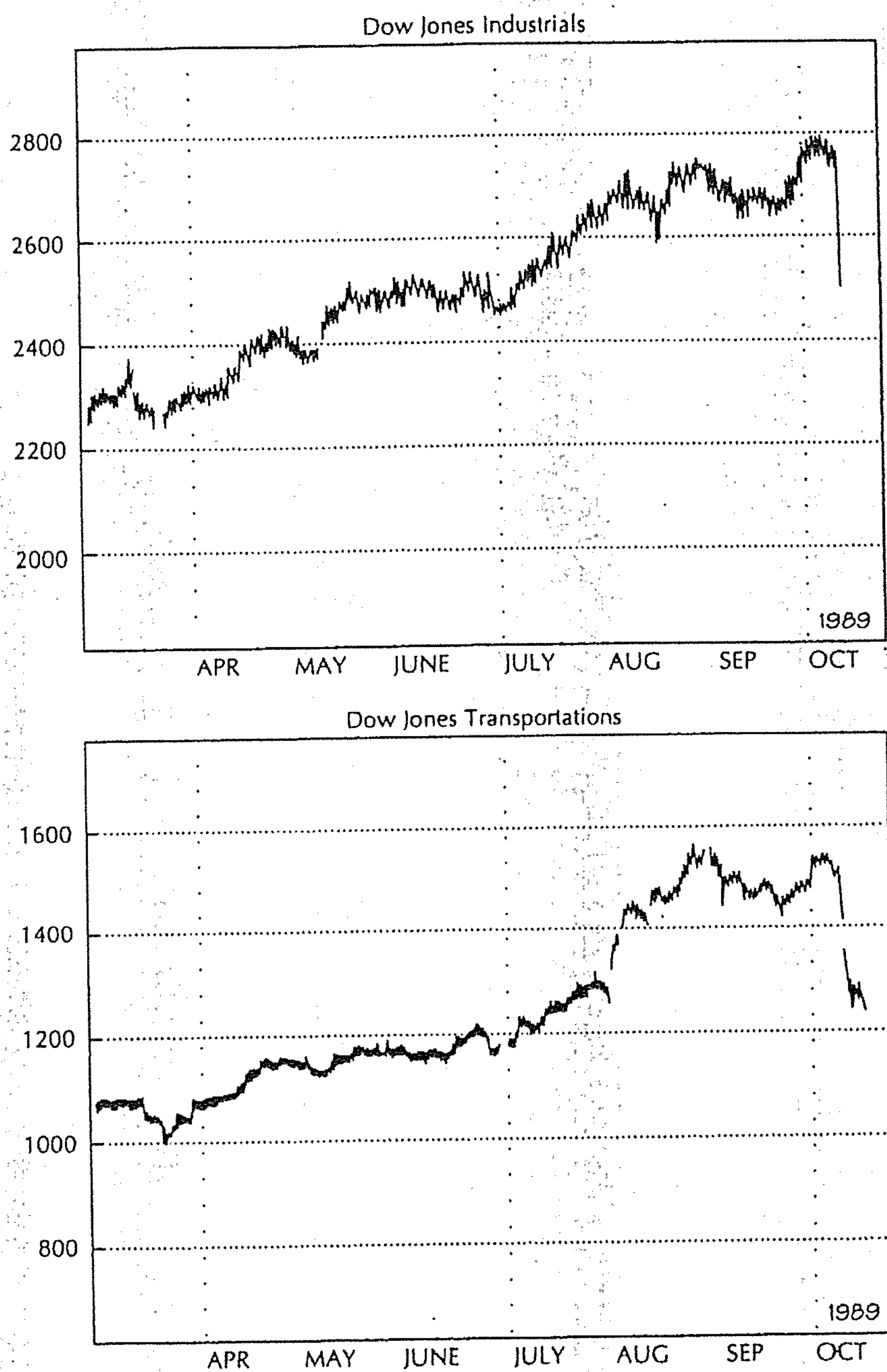
中午過後不久，盤勢開始下滑，但成交量並沒有放大。我慢慢買進指數的賣出選擇權，持續擴大我的空頭部位，料想大盤下週將繼續向下探底。我非常留意成交量的變化。大約下午2：45的時候，消息傳出「聯合航空」（United Airlines）併購案的資金融通失敗，成交量暴增，S&P 500指數期貨開始一路挫跌，我也開始大量搶進賣出選擇權。大約下午3：00過後不久，我的買單再也無法成交——情況已經完全失控了。「道瓊工業指數」收盤重挫191點。

週一早晨我預料開盤指數大約會下跌50點左右，如果情況真是如此，我已經擬定一張清單，列示我希望做多的個股與選擇權。我持有的賣出選擇權都設定在開盤價賣出，然後等待開盤。在開盤後兩個小時內，市場籠罩在一片賣壓下，指數跌幅超過60點。我的空頭部位完全獲利了結，並建立股票與選擇權的多頭部位。我當初建立空頭部位的佣金成本約為73,605美元，毛利約為831,212美元，所以淨利為757,607美元。接下來幾週內，我繼續持有多頭部位，最後又獲得相當不錯的利潤。

我完全不知道「13號星期五」的收盤指數會重挫191點——這是歷史上的單日第二大跌幅；我也不知道「聯合航空」併購案會爆發融通失敗的消息。如此重大的跌幅，確實是巧合，但我掌握這波跌勢，與運氣全然無關。我使用的每一項分析準則——包括前文中所未提及的多項理由——都顯示大盤即將修正；所有的勝算都站在我這邊。

圖2.1

1989年10月13日股票市場小型崩盤。由於「聯合航空」的資金融通發生問題，「道瓊工業指數」在一天之內下跌191點，這是歷史上的第二大單日跌幅。同一天，「道瓊運輸指數」下跌78點。



Data for chart courtesy: Daily Graphs

後文將逐項解釋我如何預測這類行情。然而，如果我必須將方法中的所有成份都以一句話表示，它將是：根據重點思考（thinking in essentials）。

重點未必在於你知道多少，而是在於你知道內容的真實性與相關性。Barron's 雜誌，每週都有數十頁印刷精美的摘要說明，敘述當週股票、債券、商品、選擇權以及其他交易工具的行情。資訊如此繁多，處理所有資料並瞭解它們代表的意義，實在超出人類心智的能力範圍。

簡化資料的方法之一是專精於其中一、兩項領域。另一種方法是運用電腦處理組織與篩選的工作。但是，不論如何簡化資料，處理資訊的關鍵還是在於：如何由每天無數的資料中抽取根本重點（essentials）的能力。

爲了掌握這種能力，你必須以原則（principles）統轄資訊，原則是界定金融市場性質（nature）的基本概念。一項原則是由無數特定事件與無數相關資料中，所抽象化的一種普遍性概念。複雜的市場資料在原則的統轄下，將變爲相對單純而易於處理。

以一項簡單的陳述爲例：「成長需要仰賴儲蓄。」③這是否是真理？這是否是一項原則？在普通常識的層面上，這顯然是一項原則。購買一棟房子，你需要付頭期款；若要付頭期款，你便需要儲蓄。另一方面，凱恩思學派的經濟理論主張，能以預算赤字的方式刺激經濟景氣；所以，儲蓄實際上將妨礙成長，支出才是經濟持續繁榮的關鍵所在。那種看法才正確

呢？這涉及什麼原則呢？

我們暫時假定，成長確實需要仰賴儲蓄，而且不僅適用於購買房屋的單一事件，也適用於經濟活動中所有個人與團體——換言之，該陳述是一項原則。就金融市場的角度來說，這項原則告訴你什麼？答案是「很多！」例如，它顯示信用擴張的企業兼併活動不可能永遠持續下去，尤其在股票市場的巔峰水準上。景氣不佳的情況下（經濟衰退或經濟蕭條），一家公司的負債若遠大於現金準備與流動資產的總價值，它的生存條件便相當脆弱。這類公司的生存，完全仰賴未來的所得或額外的信用。經濟衰退期間，信用高度擴張的公司，將遭逢銷售量減退與信用成本提高的雙重打擊。如果你考慮投資的風險與相對的報酬，你將會質疑這類公司的生存機會、未來的獲利潛能、乃至於投資的潛在價值。

同理，這項原則也可以適用於整體經濟。如果成長確實需要仰賴儲蓄，國家整體生產者創造的財富，必須大於整體消費，如此才可以將餘額投資於未來產品與服務的生產。聯邦政府持續採用預算赤字的政策，相當於以明天的生產融通今天的支出。這種情況下，僅有兩個可能的結果。或是(1)美國未來的總產量呈現突破性的發展，政府得以染指原本屬於儲蓄的部份，並以此清償債務，而且剩餘的儲蓄仍足以融通投資；或者(2)由於政府不斷增加課稅，或以通貨膨脹的手段稀釋生產者既有的財富，導致成長或成長率的減退。更重要者，如果政府試圖繼續採用預算赤字的政策，試圖繼續支出目前並不存在的財富，終必造成一場金融大災難——嚴重的空頭市場。

這個例子中，我們的重點並不在於你是否同意這個原則的正確與否。這個例子的主要目的在於說明，一項陳述、一點點知識，如何可以形成一系列的推理與結論。如果我們瞭解基本原則，原本看似非常複雜的現象，便可以整理為相對單純的知識。

任何領域內，明智的決策都需要仰賴根本的知識（essential knowledge），使所有的觀察事件都可以訴諸於這項統轄因果關係的根本概念。在金融市場中，基本知識代表的是價格走勢與價格趨勢的原則。它們代表市場的普遍性質（nature），並界定各個不同市場的特質（distinguishing characteristics）。

培養這種知識，需要持續將明確的事件轉化為抽象的概念，並將抽象的原則套用在實際的事件上；根據今天事件的分析，預測長期的未來；以適用近期與過去歷史的同一個概念，瞭解今天發生的事件。我稱這種程序為「根據重點思考」，或「根據原則思考」。

認定你應該根據原則思考，是一回事；如何認定原則又是另一回事。閱讀有關金融市場的書籍與雜誌時，你會發現每個「專家」都有看法，這些看法卻經常相互矛盾。這一部份是來自於定義的問題。以我們每天都可以聽到的名詞為例：多頭市場、空頭市場、趨勢、經濟衰退、經濟蕭條、經濟復甦、通貨膨脹、價值、價格、風險/報酬、相對強度、資產配置、…。金融圈內人士大多知道它們，但很少人可以明確地定義這些名詞。然而，界定這些名詞不僅是一種概念化的程序；更是瞭解市場的根本步驟，並認定統轄它們的原則。

本書的其他篇幅中，我將提出：瞭解市場的基本知識，以及如何利用這些知識獲利——一位成功市場玩家需要「投機原則」。

附註：

- ① Ayn Rand, "Credibility and Polarization," The Ayn Rand Letter, vol. I (1), 3。
- ② "false pride"是引用心理學家Karen Horney博士的用語，本書稍後將討論這個問題。
- ③ 所謂的成長，我是指財富的持續累積。

第三章

一致性成功的事業經營哲學

如果你閱讀歷史上偉大交易者的傳記，你發現他們之中許多都曾經至少破產過一次，有些甚至破產過兩、三次。另外，我們又知道，大約僅5%的商品交易者能夠賺錢。於是，你可能會覺得奇怪，「這究竟是怎麼一回事？」

人們在市場中發生虧損，理由雖然很多，但有一項最嚴重、也最容易觸犯的錯誤，那便是把過多的風險資本投入單一的部位——孤注一擲。這項錯誤之所以產生，是因為人們在交易之前，並沒有為自己設定一種經營事業的哲學（business philosophy）。

身為一位交易者，我的目標始終是：在經濟獨立的情況下保有自由；所以，我的目標是：經年累月地穩定賺錢。我一向都把自己的交易生涯視為是一種事業經營，而一位謹慎的企業家首先便希望能夠維持他的經常開銷，然後再追求盈餘的穩定成長。我從來不執著於大撈一票的機會，首要之務是保障資本，其次再追求一致性的報酬，然後以一部份獲利進行較有風險的交易。結果，大撈一票的機會還是會出現，但我並不需要承擔過度的風險——這一切並不是巧合。

讓我們以經營事業的角度考慮，我的哲學基於三項原則，

重要性排列如下：保障資本、一致性的獲利能力、以及追求卓越的報酬。這三者是我的基本原則，因為它們是所有市場決策的最高指導原則。在我的投機策略中，每一項原則都有不同的份量，而且彼此之間有銜接的關係。換言之，資本保障將造就一致性的獲利能力，後者又使我可以追求卓越的報酬。

保障資本

在我的事業經營哲學中，保障資本是最核心的原則。換言之，在任何潛在的市場活動中，風險是我最重要的（prime）考量。在我問「可以實現的潛在利潤如何？」之前，我會先考慮「我所可能遭逢的潛在虧損如何？」就風險/報酬的角度思考，最大的可接受比率為1：3（這項比率將在本章與第11章分別說明）。如果市場的風險/報酬情況很差，我會持有現金，不論普遍看法如何。所以，我並不關心我的績效是否可以「超越大盤指數或平均水準」。我追求的是絕對的報酬，而不是相對的報酬。

對我來說，鈔票並不是綠色（譯按：美鈔的顏色）…它是黑色或白色。黑色與白色是對應著「真理與謬誤」、「正確或錯誤」、「好或壞」。在倫理學的觀點上，社會的教導是「並無所謂的黑與白，僅有灰色」：灰色——妥協與矛盾——代表缺乏絕對。然而，帳冊上所有數據都是絕對數據：2 + 2 必然是4，而2 - 6 永遠是-4！雖然如此，但在非常微妙的情況下，現代的投資人卻被訓練來接受基金管理圈子推銷的灰色觀念。如果大盤指數下跌20%，基金淨值僅下跌10%，投資人應該覺得高興——畢竟來說，他的績效仍超過平均水準10%！

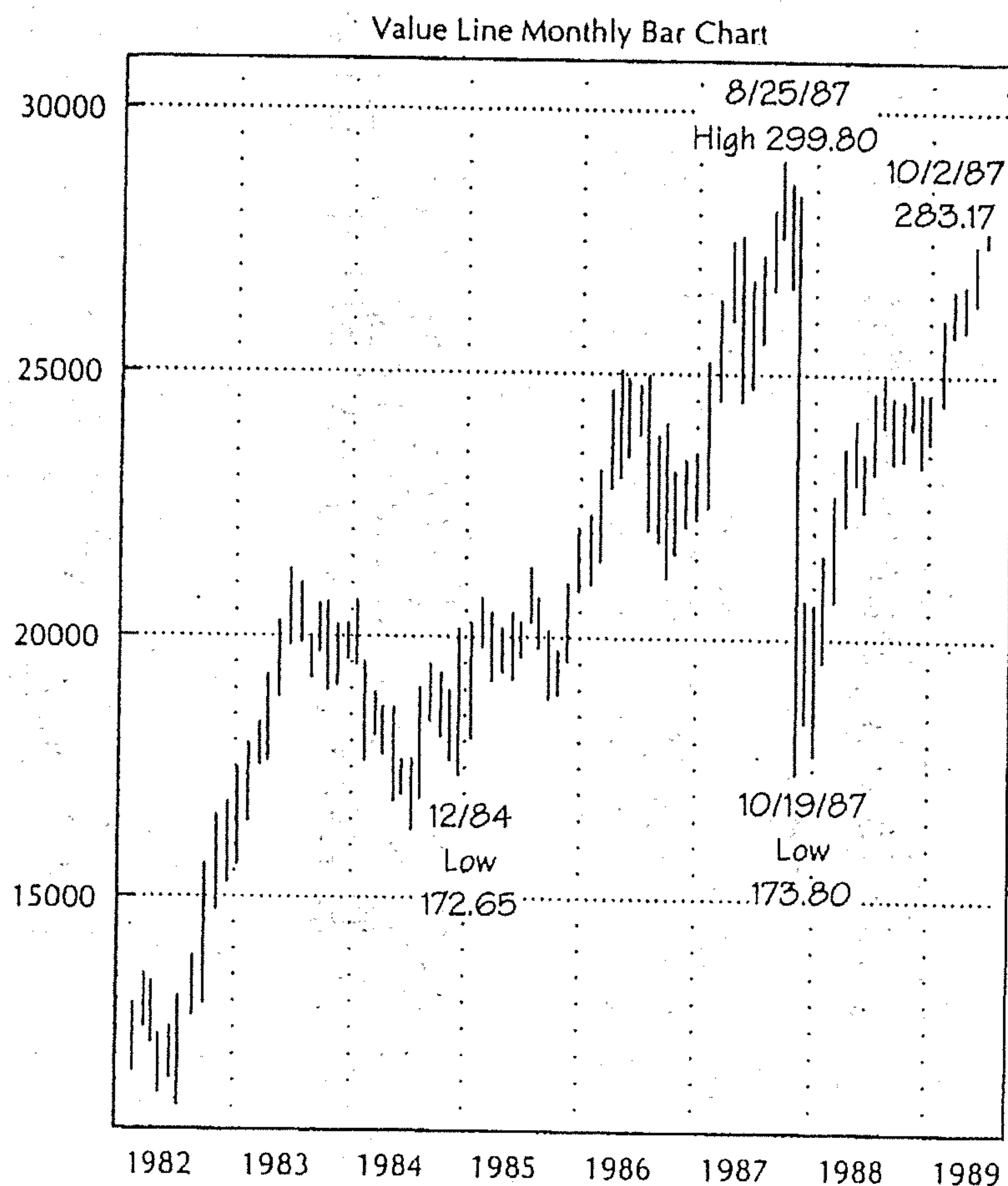
「我有沒有賺錢？」這是投資者唯一的問題。爲了確保這個問題有一個肯定的答案，你唯有在掌握明確的勝算時——換言之，保持最低的風險——你才可以投機或投資。例如，如果所有指標都顯示，股票市場（或黃豆、原油、……）的長期趨勢已經接近頭部，至少中期的發展是如此，則你的投資組合爲什麼還要100%站在多方呢？爲了賺取較國庫券殖利率多幾個百分點的報酬，難道便值得冒損失50%的風險嗎？

請參考圖3-1的「價值線」（Value Line）。如果投資者在1984年12月的低點買進，並持有至1987年8月25日（我的指標在8月25日出現賣出訊號），不計算股息的獲利爲67.9%。如果這位投資者持有至10月2日（賣出訊號再度出現），獲利仍有65.9%。然而，如果他繼續持有，10月19日的時候，他將在14天之內損失兩年十個月累積的所有利潤——換言之，不計股息的報酬率將回歸至0%。很明顯地，當時市場完全不俱備合理的風險/報酬關係。你或許會說「後見之明永遠是正確的」，但在8月至10月的期間，我幾乎是兩手空空——我的資金大多轉至國庫券——並在價格崩跌時賣空。你繼續閱讀本書時，將發現這何以不是運氣。

另一種我認爲風險過高而不適合參與的活動：在多頭市場的末期，大量投資兼併股票與垃圾債券。某些人或許會告訴你，「不論股票市場的情況如何，市場中永遠有理想的交易。」嗯，或許沒錯。然而，我已經有相當經驗瞭解空頭市場的真正景象。股票價格日復一日地下跌，似乎永無止盡。許多先前被視爲體質健全的企業，它們被迫清算流動資產以清償債務，而體質較差或/與信用高度擴張的企業則以倒閉收場。擴張

圖3.1

「價值線」的月線圖。如果投資者在1984年12月的低點買進，並持有至1987年8月份的高點，不計算股息的獲利為67.9%。如果這位投資者持有至10月2日，獲利仍有65.9%。然而，僅僅在兩週後的10月19日收盤，所有利潤將被一掃而空。



TQ 20/20 © 1991 CQG Inc.

信用的兼併（leveraged buyout；LBO）便是如此，這股1980年代盛行的投機泡沫終必破裂，1989年10月的「聯合航空」（United Airlines）便是一個典型的例子。

根據我的哲學，在市場頭部附近介入LBO的唯一合理方法是，在風險／報酬比率優於1：10的情況下，即早進場而少量做多買進選擇權。然後，在股票價格到達兼併目標之前，獲利了結——走人！

在另一方面，介入兼併股票最理想的時機，是在空頭市場的底部或在多頭市場的初期。這才是股票具有真實價值的時候。猶如Robert Rhea所說，空頭市場的最後階段「是來自於健全股票的失望性賣壓，不論價值如何，許多人急於求現至少一部份的股票。」市場玩家如果可以避免在多頭市場的頭部附近投資——恐慌性的崩跌可以造成嚴重的傷害——並在空頭市場中賣空，則這個時候便可以掌握這股失望性的賣壓。在多頭市場的頭部，你或許會錯失最後10％、甚至20％的獲利（不過仍可以收取國庫券的殖利率），但當股票具有可觀的上檔潛能，下檔風險卻非常有限時，你絕對有資金投資。根據我的看法，這種累積財富的方式便是：保障資本，掌握一致性的獲利能力，並耐心等待正確的機會以攫取非凡的利潤。

一致性的獲利能力

當然，市場不會永遠位於頭部或底部的附近。一般來說，在任何市場的多頭行情頭部與空頭行情底部之間，一位優秀的投機者或投資者應該可以掌握長期價格趨勢（不論向上或向下）的60％至80％。這段期間內，交易重點應該擺在低風險的一致性獲利。

一致性的獲利能力是屬於保障資本的輔助原則（corrol-

lary)。何謂輔助原則？輔助原則是一種概念，它直接來自於一個更根本的原則。就目前討論的情況來說，一致性的獲利能力是保障資本的輔助原則，因為資本不是一種靜態的數量——它會增加（獲利）或減少（損失）。如果資本要穩定增加，你必須要有一致性的獲利能力；如果你要有一致性的獲利能力，必須要保障你的獲利，並儘可能降低損失。因此，你必須衡量每一項決策的風險與報酬的關係，根據已經累積的獲利或虧損評估風險，如此才能增加一致性的勝算。

例如，假定你是以季為基礎操作。在一季的開始，任何新部位的規模都應該很小（相對於風險資本而言），因為當期還沒有累積獲利。另外，你應該預先設定承認自己錯誤的出場點，一旦行情觸及這個價位，你便應該認賠出場。如果第一筆交易發生虧損，任何新部位都應該根據損失而按比例縮小。依此方式交易，任何一季結束時，你都不會虧損所有的風險資本——你永遠還有籌碼。反之，如果你有獲利，應該將一部份獲利運用在新部位上，並將其餘獲利存入銀行；如此，你不但可以增加獲利的潛能，又可以保障一部份的獲利。

如果我是一位年輕的投機者，並擁有5萬美元的資金交易商品期貨，我最初的部位不會超過總資本的10%——5,000美元——並設定停損而將潛在的損失侷限在10%至20%之間——500美元至1,000美元之間的損失。換言之，根據這項設計，我的虧損絕對不會超過總風險資本的1%至2%。如果第一筆交易發生1,000美元的損失，則次筆交易的部位將減至4,000美元，並將潛在損失設定在400美元至800美元之間。依此類推。

就另一方面來說，如果我第一筆交易獲利2,000美元，我將存入銀行1,000美元，並將次一個交易部位增至6,000美元，這將增加我的起始（initial）風險資本（5,000美元）達20%，而實際（actual）風險資本也增加相同的金額。依此方式，即使我下一筆交易發生虧損，就整個期間來說還是有獲利（譯按：這是指一筆交易最多虧損20%而言）。如果我對於行情的判斷有50%的正確機會，則這種交易策略將可以創造相當可觀的收穫。假設我頂多只接受1：3的風險／報酬比率，即使我每三筆交易僅有一次獲利，我的收入仍然相當可觀。換言之，如果你每一筆交易，可能的（probable）報酬至少是客觀可衡量（objectively measurable）之潛在損失的三倍，長期下來，你便可以維持一致性的獲利能力。

任何人進入金融市場，如果他預期所將有一半以上交易的會獲利，這項預期會被很粗魯地驚醒。你不妨以棒球的角度思考——最佳選手的打擊率也只不過是30%至40%。然而，優秀選手都知道，安打的效益總是大於三振的傷害。報酬總是大於風險。

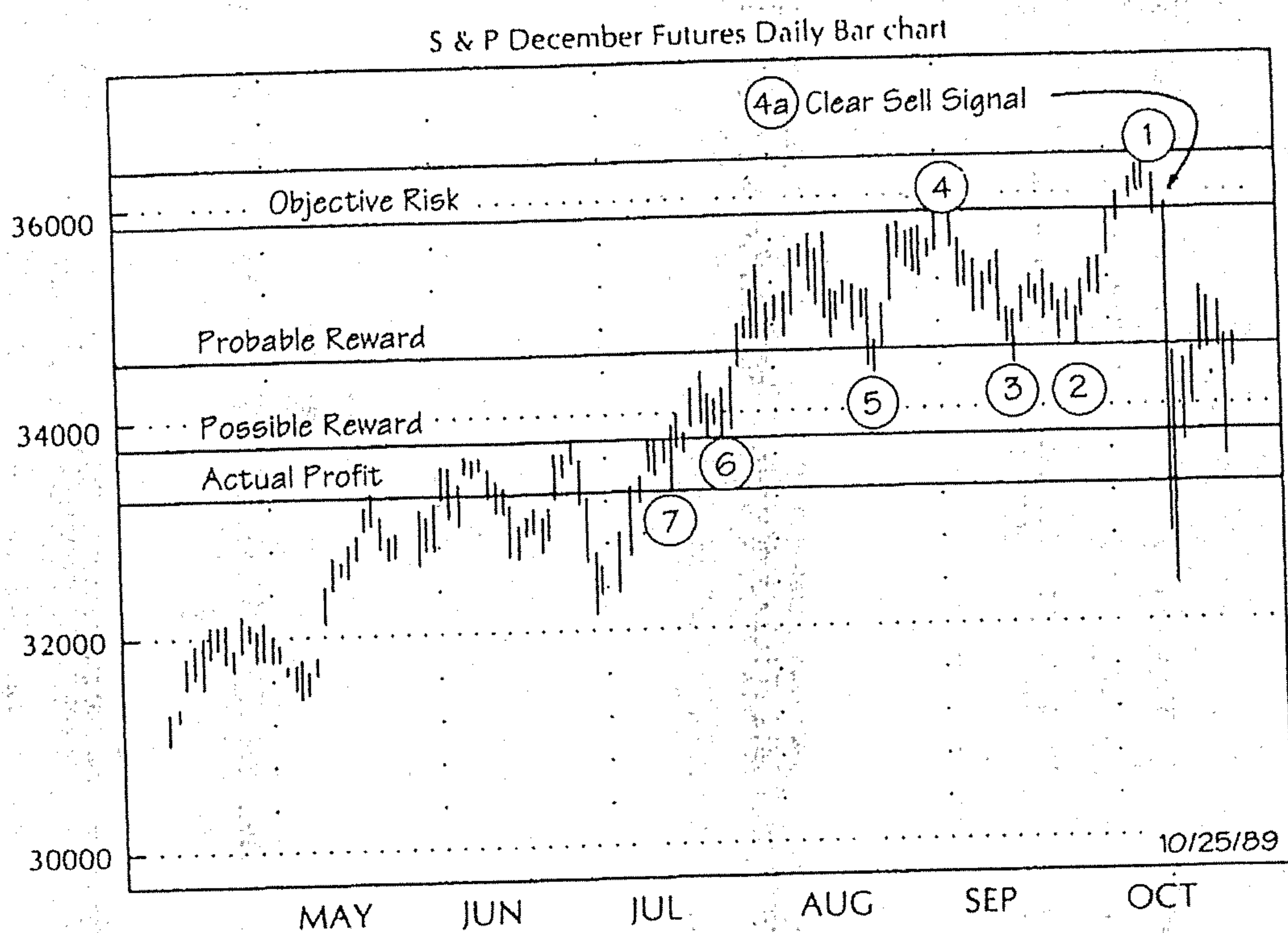
持續評估風險與報酬之間的關係而永遠掌握勝算，這項概念適用於所有趨勢。例如，我從事S&P 500指數期貨的盤中交易時，我有興趣的最小波段幅度，是我可以將潛在損失（通常在遞單時便已經決定）侷限在三檔至五檔之間（每檔相當於每口契約25美元），而獲利方向的最近壓力或支撐則在15檔至20檔以上。我在中期趨勢中尋找交易機會時，也會運用相同原則，僅是單位較大而已，例如：一點至三點的風險與三點至十點以上的利潤。

以1989年10月的情況為例，由於槓桿效果的緣故，我雖然以選擇權建立空頭部位，但也考慮賣空S&P 500指數期貨。基於前一章說明的理由，10月12日星期四（請參考圖3.2），S&P指數跌破8月5日的高點359.85時，我應該賣空；而我的目標價位至少是346.50——前一波跌勢的低點。如果行情回升至364.50以上——10月10日的高價——市場便證明我的看法錯誤。所以，我的客觀風險如何？它是4.65點，相當於是每口契約2,325美元。可能的報酬又如何？它是13點，相當於每口契約6500美元——風險/報酬比率為1：2.8。雖然不完全符合我的準則，但其他風險評估因素則可彌補少許的不足。

一旦價格向下穿越可能的報酬點時（點②），我會調降出場點以確保獲利。我會留意隨後的次要支撐（點③、⑤與⑥），觀察市場的反應，並向下調整我的停損。有一項交易法則說，「迅速認賠，但讓你的獲利部位持續發展。」我對於這項法則的解釋是，「任何既有的獲利都不可再損失50%。」就這個例子來說，一旦價格向下突破346.85（點②），我會將停損設定在347.10，價格繼續向下跌破點⑥與點⑦時，我會把停損再往下調整。這筆交易最可能的結果是在342.15（點⑦上方四檔）停損出場，獲利為17.7點，相當於每口契約美元8,850。因為所有徵兆都顯示大盤將出現拉回的修正走勢，我認為這是一筆低風險的交易；但我當時非常自信，所以我並沒有進行這筆交易，而採用槓桿倍數更高的選擇權。

圖3.2

1989年10月13日崩盤期間，交易S&P 500期貨。重要的交易價位水準：



TQ 20/20 © 1991 CQG Inc.

1. 10月9日的高點：364.50。
2. 前一波跌勢的低點：346.85；可能的報酬點。
3. 下跌時的可能支撐；回升時的壓力。
4. 8月27日的高點：359.85；等待突破的關卡價位。
5. 8月27日以前形成的支撐；價格回升時，這是一個理想的停損點。
6. 另一個重要支撐。
7. 在10月13日至16日之間，這是可能的獲利了結價位。價格向上突破此水準時，是設定停損的理想價位。

追求卓越的報酬

當我已經獲利時，仍然運用相同的推理程序，但會進一步追求卓越的報酬。唯有當報酬與風險之間存在著合理關係時，我才會以更大的風險追求更高的資本報酬率。這並不意味我改變風險／報酬準則；我僅是增加部位的規模。

1974年的7、8月間便發生一個典型的例子，當時我在操作「雷納選擇權公司」的帳戶。我們的會計年度是於6月底結束，每一個會計年度開始，我的起始交易資本都是25萬美元。在7月份，我已經賺進約10.4萬美元的利潤，所以當季報酬率已經超過40%。當時，我非常強烈地看空行情，所以決定下個月將以半數的獲利建立空頭部位。在那個時代，「芝加哥期貨交易所」（Chicago Board of Exchange；CBOE）並沒有賣出選擇權的交易，所以我的空頭部位是建立在所謂的「合成賣出選擇權」（synthetic puts）之上。我投入5萬美元的風險資金，分別賣空3500股「德州儀器」、「柯達」、「麥當勞」與IBM，並各買進35口的買進選擇權。所以，我實際承擔風險的資金是買進選擇權的成本；每100股賣空的股票完全由買進選擇權避險——這便是一個「合成賣出選擇權」。

當「道瓊工業指數」跌破7月份的低點750時，我建立上述部位，行情也正如我預期地下跌。接著，8月8日尼克森宣佈辭職，股價開始加速崩跌。8月結束時，交易帳戶的當月獲利超過26.9萬美元，一個月的獲利便超過這個會計年度的起始資本。這便是我所謂的「積極地承擔風險」：勝算站在我這邊，我投入更多的資金。即使我的判斷完全錯誤，我也僅不過損失

先前的半數獲利，我還有許多資金可以從事低風險的交易。

結論

保障資本、一致性的獲利能力、以及追求卓越的報酬，這是三項單純的原則，如果你確實瞭解其中的精義，則它們將指導你在市場中獲利。然而，如果要實際地運用這些觀念，你還需要更多的知識。最佳的起點是瞭解市場價格走勢的性質。一個人若希望真正瞭解市場的行爲，他需要擁有一套不可或缺的知識：「道氏理論」（Dow Theory）。

第四章

在混沌的市場中尋找秩序：

道氏理論簡介

科學領域內有一項新理論——混沌理論（the theory of chaos）——它主張某些類型的自然活動具有混沌而不可預測的性質，僅能以或然率界定。舉例，醫生可以利用高度敏感的儀器監視與繪製心臟的跳動，但在某種情況下，心臟會進入隨機的心臟纖維顫動期（random fibrillation）（隨機而混沌的跳動可能導致生命危險），在這個期間，心跳無法以數學模型預測。這種混沌的現象可能危及生命，但研究者又發現，正常人在注意力集中的時候，腦波也會呈現混沌的現象，而在癲癇病發作或吸食毒品的「高潮期」，腦波的行爲則有規律而可以預測。

許多科學家認為，氣象預測是混沌理論適用的另一個領域。氣象的不可預測性是來自於所謂的「起始條件的敏感性」（sensitivity of initial conditions）。數學模型不完全適用於氣象預測，因為被模擬與實際的情況之間一旦有些微的差異，因果關係便會產生一連串的複雜反應，使得模型的預測結果完全不同於自然界的實際現象。混沌理論認為，氣象學家頂多僅可以在或然率的範圍內預測氣象。

如果混沌理論看起來像是一套消極的理論，僅是因為我沒有談論它的正面功能。研究混沌行為何以發生的原因，科學家認為他們可以阻止其中某些行為發生，或歸納其中的另一些行為。這套理論的潛在應用領域極廣，例如：醫學，生物化學、精神科學、氣象學、電腦、……。所以，雖然承認自然界的某些事件並不遵循完美的數學秩序，也無法精確地加以預測，但混沌理論認為，它們仍然可以被瞭解，某些情況下，甚至可以被預測與控制。

金融市場的情況也是如此。人類並不是數學可以控制的機械；他們是具有選擇能力的生物。而且，人類便是市場。每一天都會出現數以百萬計的市場決策，每一項決策都會影響價格。一組如此複雜的成份，其中還包括自由意志，若試圖以數學模型預測，是非常可笑的想法。你永遠無法以絕對的必然性來預測市場構成份子對於某些事件的總體反應，也無法預測市場將產生什麼新狀況。但是，混沌中也有秩序，尋找其中的秩序便是投機者的工作。

市場預測是屬於或然率的領域，判斷錯誤的風險永遠存在。你頂多僅能夠將風險降至最低，並將知識提昇至最高——瞭解可能導致未來事件的最初狀況。依此方式，你可能掌握有利的勝算，並使市場決策的正確機會多於錯誤。取得這項知識的第一步驟，是尋找一種方法監視市場行為的脈動。

經過適當的瞭解之後，「道氏理論」就像是外科醫生使用的高敏感心臟監視儀，或是預測氣象的氣壓計；它可以在或然率的範圍內，協助我們預測未來事件。它不會告訴你，變動發

生的原因，但可以顯示變動產生前的徵兆。它無法告訴你未來勢必如何發展，但可以提供未來較可能的發展概況。猶如William Peter Hamilton^①所說，「道氏理論是一種根據普通常識推論的方法，由市場指數每天的價格波動記錄，預測未來的市場走勢。」

好觀念經常被誤解

我們一般所稱的「道氏理論」，是Charles Dow（道氏）、William Peter Hamilton與Robert Rhea（李氏）等三人共同的研究結果。道氏是「道瓊公司」（Dow Jones & Company）的創辦人，也是「華爾街日報」的創辦人之一，並在1902年過逝以前擔任該報編輯。他首先提出股票指數的觀念，於是「道瓊工業指數」在1895年誕生。1897年他又提出鐵路股指數，因為他認為這兩項指數可以代表兩大經濟部門的生產與分配。

道氏希望以這兩項指數做為經濟活動的指標，他本人並未利用它們預測股票價格的走勢。1902年過逝以前，他雖然僅有五年的資料可供研究，但他的觀察在範圍與精確性上都有相當的成就。

道氏本人並未將他的觀點組織為正式的經濟預測理論，但他的朋友A. J. Nelson卻試圖這麼做，並於1902年出版The ABC of Stock Speculation一書。Nelson將道氏的觀點正式稱為「道氏理論」。

William Peter Hamilton在道氏的指導下研究，他是當時「道氏理論」最佳的代言人。道氏過逝後，Hamilton在1903年

接替道氏擔任《華爾街日報》的編輯工作，直至他於1929年過逝為止，他繼續闡揚與改進道氏的觀念，這些內容主要是發表在《華爾街日報》。另外，他也於1922年出版The Stock Market Barometer一書，並使「道氏理論」俱備較詳細的內容與正式的架構。

李氏（Robert Rhea）是Hamilton與道氏的崇拜者，他由1922年開始直至1939年過逝為止，在病榻上勉強工作，利用兩人的理論預測股票市場的價格，並有相當不錯的斬獲。透過周詳的研究，李氏使「道氏理論」俱備較嚴謹的原則與方法論，並公佈第一組「道瓊工業指數」與「道瓊鐵路指數」的每日收盤價圖形，其中還附成交量。

李氏對於「道氏理論」的貢獻極多，他納入成交量的觀念，使價格預測又增加一項根據。另外，他也提出相對強度（relative strength）的概念，雖然他並未採用這項名稱；我們稍後將於第8章討論此概念。The Dow Theory一書是由Barron's雜誌於1932年發行，目前已經絕版，李氏在此書摘取Hamilton的研究成果，並提出許多有助於瞭解「道氏理論」的參考資料。稍後，在Dow Theory Applied to Business and Banking一書中，李氏顯示「道氏理論」可以穩定而精確地預測未來的經濟活動。

李氏在所有相關著述中都強調，「道氏理論」在設計上是一種提升投機者或投資者知識的配備（aid）或工具，並不是可以脫離經濟基本條件與市場現況的一種全方位的嚴格技術理論。根據定義，「道氏理論」是一種技術理論；換言之，它是

根據價格模式的研究，推測未來價格行爲的一種方法。就這個角度來說，它是現代技術分析的鼻祖。

李氏過逝後，「道氏理論」落入一些無能之輩的手中。人們不再能夠掌握這項理論的精義，並做不適當的解釋與誤用，以至於它被視爲是一套過時的理論，不再適用於現代市場。這是完全不正確的看法。我曾經做過研究，將「道氏理論」運用在1896年至1985年的「工業指數」與「鐵路指數」（現在的「運輸指數」），我發現「道氏理論」可以精確地掌握74.5%的經濟擴張價格走勢與62%的經濟衰退價格跌勢，這是分別由確認日至行情頭部或底部而言。

另外，根據我的研究顯示，除了兩次世界大戰期間外，股票市場可以精確地預測經濟趨勢的變化，領先時間的平均數（median；譯按：在本書中，作者都採用"median"[中位數]，但他實際的意思卻是指「平均數」[mean]而言，所以往後"median"一律譯爲「平均數」）爲六個月；並可以預測經濟循環的峰位與谷底，領先時間的平均數爲一個月。1949年至1985年間，根據嚴格解釋的「道氏理論」來買、賣「工業指數」與「運輸指數」，理論上每年的平均報酬率（未經複利）爲20.1%。就這方面來說，我還必須補充一點，投資者若運用「道氏理論」，他將於1987年的崩盤期間賣空（我便是如此）。沒有任何其他預測方法可以宣稱，它俱備這種長期的一致性預測能力。所以，每一位態度嚴肅的投機者或投資者，都應該深入研究「道氏理論」。

道氏理論的「假設」

在The Dow Theory一書中，李氏列舉「道氏理論」中他所謂的「假設」（hypotheses）與「定理」（theorems）。事實上，它們應該分別被稱為原則與定義，因為「道氏理論」並不是類似如數學或物理學等嚴格的科學系統。撇開這方面問題不談，因為人們對於「道氏理論」的解釋並不正確，所以我將直接引用最初的資料來源。②以下，我將引用李氏本人的文字以及他的說明秩序。大體上，李氏的觀念仍然適用於目前，但我在引用文字之後會做一些必要的澄清與修正。

根據李氏的看法，「道氏理論」奠基於三項基本假設上，它們必須被「毫無保留地」接受。

假設1：

人爲操縱（Manipulation）：指數每天的波動可能受到人爲操縱，次級折返走勢（secondary reactions）也可能受到這方面有限的影響，但主要趨勢（primary trend）絕對不會受到人爲的操縱。

這項假設的立論根據是，股票市場非常龐大而複雜，任何個人或團體都無法長期影響整體股票市場的價格。這是「道氏理論」的重要根據，因為整體股票市場的價格，如果可能經由個人意願改變，觀察市場指數便沒有任何意義了，除非你想瞭解操縱者的意圖。我們探討「假設2」時，可進一步理解「假設1」的重要性。

道氏、Hamilton與李氏都認為，當時人們都過於高估人爲

操縱（包括個人與集體的操縱）的嚴重程度。他們都認為，人爲操縱的指控，主要是人們投機失敗時，用來推卸自身責任的一種藉口。

我相信，今天的情況也是如此。就嚴格管制的現代市場來說，個人對於市場的操縱基本上是一種不可能的行爲，甚至於短期間的操縱也不可能。然而，電腦程式交易則是一種重要的人爲操縱形式，我們將在第6章討論這方面的問題。就基本而長期的角度來說，主要趨勢仍然無法被操縱，但趨勢的性質可能被改變，我們發現自從1987年10月份崩盤以來便有這種現象。機構法人的交易動輒數十億美金，這會加速主要趨勢的進行。

假設2：

市場指數會反映每一項資訊（The Averages Discount Everything）：每一位對於金融事務有所瞭解的人，他所有的希望、失望與知識，都會反映在「道瓊鐵路指數」與「道瓊工業指數」每天的收盤價波動中；基於這個緣故，市場指數永遠會適當地預期未來事件的影響（上帝的旨意除外）。如果發生火災或地震等天然災害，市場指數也會迅速加以評估。

〔附註：李氏在括弧中的說明，應該改爲「上帝的旨意與政府的行動除外，尤其是聯邦準備理事會的行動」。〕

道氏本人也提及相同的基本看法：

市場價格不會像汽球一樣地在風中到處飄盪。就整體價格而言，它代表一種嚴肅而經過周詳考慮的行爲結果：眼光深遠而消息靈通的人士，會根據已知的事件或預期不久將發生的事件，調整價格。③

就目前的情況來說，這項假定需要稍加修正。不僅適用於「道瓊工業指數」與「道瓊運輸指數」而已，任何主要的市場指數都適用這項假設，包括：債券、外匯、商品與選擇權在內。

有關市場指數所俱備預先反映或經濟預測的功能，並沒有什麼神秘之處。投資者（長期持有證券與其他交易工具的人們）會利用股票市場與其他交易場所，將資本分配至他們認為最有利的個別股票、商品、以及其他金融交易工具。他們會根據過去績效、未來展望、個人偏好、以及未來的預期等因素來做評估，然後配置他們的經濟資源。結果，最能夠預測未來消費者（這是指最廣義的消費者而言，包括：資本、批發與零售市場的消費者）需要情況的投資者與企業，他們將可以生存，並獲得最多的利潤。正確的投資將獲得報酬，錯誤的投資將蒙受損失。

透過金融市場，投機者與投資者的行爲結果，通常會擴張有利的活動，侷限不利的活動。他們的行爲無法改變過去的事實，也無法解決既有資本財轉換性（convertibility）有限的問題，但他們通常確實可以防止劣幣驅逐良幣的現象。市場指數的變動僅是反映這種程序。

一般市場參與者如果不能正確預期未來的經濟活動，財富將持續減少，也無所謂的長期多頭市場。然而，事實上，一般的股票交易者可以適當地預測未來的經濟活動，並使股票價格的走勢循環，領先經濟循環的變動。兩者在時間上的落差，來自於股票市場具有流動性，經濟的調整則不具備這種流動性，因為資本財與存貨的轉換性較為有限。

李氏說「市場指數永遠會適當地預期未來事件的影響（上帝的旨意除外）」時（斜體字是作者的強調），他真的是這個意思。但是，這句陳述隱含另一層面的意思，「適當地」反映（properly discounting）涵蓋各種分歧的看法；換言之，它包括人們認為目前事件對於未來經濟活動之影響的各種不同意見。市場指數同時代表樂觀主義者、悲觀主義者以及「務實主義者」（realists）——包括一系列個人與機構的特殊看法，絕對不是任何單一個人可以複製的見解。

李氏的陳述並不意味，市場參與者對於未來事件的解釋大體上必然正確；但該陳述確實代表，市場指數必然反映市場參與者的主要看法。對於態度嚴肅的市場觀察者來說，市場指數將顯示長期趨勢的方向與力道，市場何時處於超買或超賣的情況，市場普遍的看法何時產生變化，市場何時的風險過高而不適合於積極參與。

我在註中為李氏的假設加上「政府的行動除外」，因為政府的立法程序、貨幣與財政政策以及貿易政策，都會對於經濟發展造成長遠的影響，所以——就如同天然災害一樣——它們會對股票價格產生立即而明顯的衝擊。另外，政府的決策者也

是人類，所以市場參與者也不可能永遠正確地預測他們的行為。我們可以提出一個典型的例子，1984年7月24日「聯邦準備理事會」主席Paul Volcker宣佈，Fed採用的緊縮性貨幣政策並「不恰當」。在預期銀根將轉鬆的情況下，股票市場當天的指數成為低點，並展開一波新的多頭行情。

假設3：

這項理論並非不會錯誤（The Theory Is Not Infallible）：「道氏理論」並不是一種萬無一失而可以擊敗市場的系統。成功利用它協助投機行為，需要深入的研究，並客觀地綜合判斷。絕對不可以讓一廂情願的想法主導思考。

股票市場由人類組成，人類都會犯錯。幾乎在每一筆股票交易中，如果某一方正確，另一方便錯誤。雖然市場指數是代表一種淨結果，或市場參與者對於未來判斷的「集體智慧」；但歷史告訴我們，數以百萬計的人們也像個人一樣會犯錯，股票市場當然也不例外。然而，市場有一項特性，它允許參與者迅速修正他們的錯誤。任何分析方法若認為市場不會犯錯，顯然是最根本的錯誤。

「效率市場理論」（the theory of efficient markets）便是一個典型的例子。它的主要論點是，電腦普遍化後，資訊的傳播非常迅速而有效，所以任何方法都無法擊敗市場。它僅是將「道氏理論」的一項主張做無限的延伸——「市場指數會反映每一項資訊」。這實在是無稽之談。「效率市場理論」認為，

每個人會同時取得每一項重要的資訊。這是相當荒謬的假設，因為每個人對於「重要」的定義未必相同。即使每個人確實可以同時取得每一項重要資訊，但每個人還是會根據自身的環境與偏好反應。如果每個人掌握的資訊都相同，而且反應也相同，則市場根本就無法存在。務必記住，市場的存在是爲了促進交易，交易之所以會產生，是因爲參與者對於價值的偏好與判斷不相同。④

市場指數具有預測能力，是因爲它在統計上代表一種市場的共識，這項共識是以鈔票表達。終究來說，價格取決於人們的判斷與偏好。如果你問場內交易員，今天的價格何以上漲，很多人可能會半開玩笑的答道，「因爲買進多於賣出。」這個回答的真正意思是，「我不知道爲什麼，但場內資金所代表的市場主要看法認爲，價格應該上漲。」

投機者的基本工作是辨識主要的影響因素，它們會驅動或改變市場參與者的主要看法，而市場指數是這方面的最理想工具，因爲它會反映大眾對於金融事件的看法。所謂的金融事件，涵概蓋面極廣，包括：政治與經濟的發展、科技的創新、服飾的流行趨勢、乃至於某家公司的盈餘展望。由於上述程序僅能在歷史範疇內進行，所以你頂多可以辨識過去的重要因素，並以此預測未來。某些因素在整個歷史上始終有效；一般來說，基本因素牽引的看法，變動相當緩慢。經過適當的研究後，你可以抽取這些基本的因素，並根據它們精確地預測未來。

根據Hamilton的說法，市場指數是經濟預測的氣壓器。在

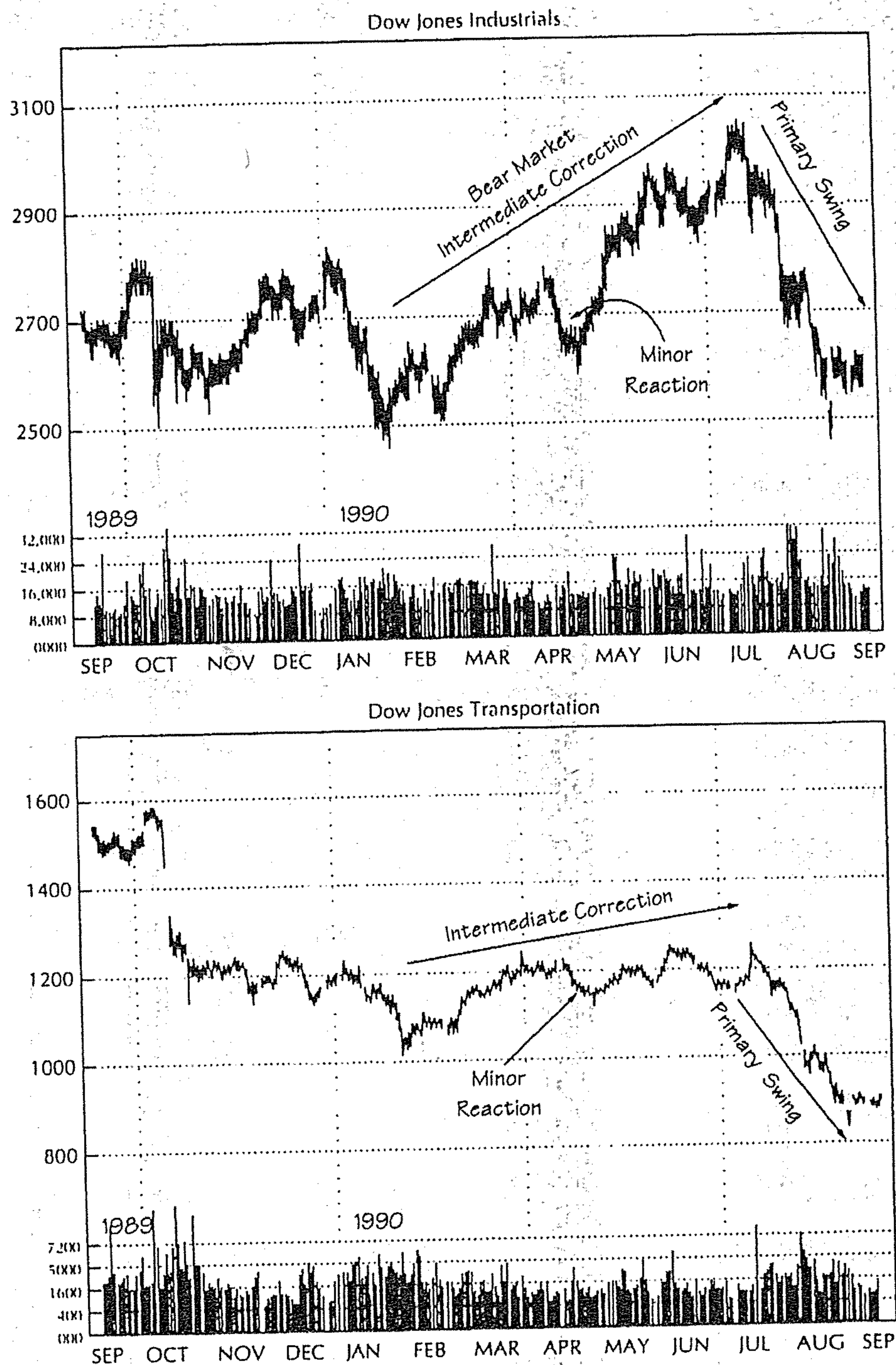
氣象預測中，氣壓器是衡量空氣壓力的一種儀器。因為空氣壓力的變化會先於氣象的變化，所以氣壓器是預測氣象的一種重要工具。然而，氣壓器本身無法提供任何有關降雨量的資料，氣壓與溫度之間也沒有高度的相關性。同理，市場指數雖然是經濟預測的根本工具，但我們還需要許多輔助資訊才可以解開謎題。

道氏理論的「定理」

提出「道氏理論」的假設後，李氏繼續由道氏與Hamilton的著述中，整理出他所謂的「定理」。這些定理出版於1932年，基本上仍然適用於今天。但是，我們不能以表面的意思解釋它們。為了確實瞭解這些定理的意義，我建議你準備一套「道瓊工業指數」與「道瓊運輸指數」完整的走勢圖，包括成交量在內，並配合Hamilton與李氏的相關評論，這些評論可以在《華爾街日報》或Barron's雜誌的歷史檔案中找到。不幸地，這是你必須自行完成的工作。一旦瞭解Hamilton與李氏的思想精義之後，你可以很容易地將這套理論運用於目前的市場，但你還需要知道其中的部分修正，我會在下列討論中說明。（相關討論，請參考圖4.1。）

圖 4-1

道瓊工業指數與道瓊運輸指數的日線圖，包含成交量。



定理1：

道氏的三種走勢（Dow's Three Movements）：市場指數有三種走勢，三者都可以同時出現。第一種走勢最重要，它是主要趨勢（primary trend）：整體向上或向下的走勢而稱為多頭或空頭市場，期間可能長達數年。第二種走勢最難以捉摸，它是次級的折返走勢（secondary reaction）：它是主要多頭市場中的重要下跌走勢，或是主要空頭市場中的反彈。修正走勢通常會持續三個星期至數個月。第三種走勢通常較不重要，它是每天波動的走勢。⑤

李氏的用詞大體相當精確，道氏的三種走勢不僅適用於股票市場的指數，也適用所有市場。李氏第一項定理可以重新整理如下：

股票指數與任何市場都有三種趨勢：短期趨勢，持續數天至數個星期；中期趨勢，持續數個星期至數個月；長期趨勢，持續數個月至數年。任何市場中，這三種趨勢必然同時存在，彼此的方向可能相反。

長期趨勢最為重要，也最容易被辨認、歸類與瞭解。它是投資者主要的考量，對於投機者較為次要。中期與短期趨勢都是附屬於長期趨勢之中，唯有明白它們在長期趨勢中的位置，才可以充分瞭解它們，並從中獲利。

中期趨勢對於投資者較為次要，但卻是投機者的主要考量。它與長期趨勢的方向可能相同，也可能相反。如果中期趨

勢嚴重背離長期趨勢，則被視為是次級的折返走勢或修正（correction）。次級折返走勢必須謹慎評估，不可將其誤為是長期趨勢的改變。

短期趨勢最難預測，唯有交易者才會隨時考慮它。投機者與投資者僅有在少數情況下，才會關心短期趨勢：在短期趨勢中尋找適當的買進或賣出時機，以追求最大的獲利，或儘可能減少損失。

將價格走勢歸類為三種趨勢，並不是一種學術上的遊戲。一位投資者如果瞭解這三種趨勢而專注於長期趨勢，也可以運用逆向的中期與短期趨勢提升獲利。運用的方式有許多種。第一，如果長期趨勢是向上，他可在次級的折返走勢中賣空股票，並在修正走勢的轉折點附近，以空頭部位的獲利追加多頭部位的規模。第二，上述操作中，他也可以購買賣出選擇權（puts）或銷售買進選擇權（calls）。第三，由於他知道這只是次級的折返走勢，而不是長期趨勢的改變，所以他可以在有信心的情況下，渡過這段修正走勢。最後，他也可以利用短期趨勢決定買、賣的價位，提高投資的獲利能力。

上述策略也適用於投機者，但他不會在次級的折返走勢中持有反向部位；他的操作目標是順著中期趨勢的方向建立部位。投機者可以利用短期趨勢的發展，觀察中期趨勢的變化徵兆。他的心態雖然不同於投資者，但辨識趨勢變化的基本原則相當類似。

自從1980年代初期以來，由於資訊科技的進步以及電腦程式交易的影響，市場中期趨勢的波動程度已經明顯加大。由

1987年以來，一天內發生50點左右的波動已經是尋常可見的行情。基於這個緣故，我認為長期投資的「買進——持有」策略可能有必要調整。對我來說，在修正走勢中持有多頭部位，並看著多年來的獲利逐漸消失，似乎是一種無謂的浪費與折磨。當然，大多數的情況下，經過數個月或數年以後，這些獲利還是會再度出現。然而，如果你可以專注於中期趨勢，這些損失大體上都是可以避免的。因此，我認為，對於金融市場的參與者而言，以中期趨勢做為準則應該是較明智的選擇。

然而，如果希望精確掌握中期趨勢，你必須瞭解它與長期（主要）趨勢之間的關係。

定理2：

主要走勢（Primary Movements）：主要走勢代表整體的基本趨勢，通常稱為多頭或空頭市場⑥，持續時間可能在一年以內，乃至於數年之久。正確判斷主要走勢的方向，是投機行為成功與否的最重要關鍵。沒有任何已知的方法可以預測主要走勢的持續期間。〔斜體字是作者添加〕

瞭解長期趨勢（主要趨勢）是成功投機或投資的最起碼條件。一位投機者如果對於長期趨勢有信心，只要在進場時機上有適當的判斷，便可以賺取相當不錯的獲利。有關主要趨勢的幅度大小與期間長度，雖然沒有明確的預測方法，但可以利用歷史上的價格走勢資料，以統計方法歸納主要趨勢與次級的折返走勢。

李氏將道瓊指數歷史上的所有價格走勢，根據類型、幅度大小與期間長短分別歸類，他當時僅有30年的資料可供運用。非常令人訝異地，他當時歸類的結果與目前92年的資料，兩者之間幾乎沒有什麼差異。⑦例如，次級折反走勢的幅度與期間，不論就多頭與空頭市場的資料分別或綜合歸類，目前常態分配的情況幾乎與李氏當時的資料完全相同；唯一的差別僅在於資料點的多寡。

這個現象確實值得注意，因為它告訴我們，雖然近半世紀以來的科技與知識有了突破性的發展，但驅動市場價格走勢的心理性因素基本上仍相同。這對專業投機者具有重大的意義：目前面臨的價格走勢，幅度與期間都非常可能落在歷史對應資料平均數（medians）的有限範圍內。如果某個價格走勢超出對應的平均數水準，介入該走勢的統計風險便與日俱增。若經過適當地權衡與運用，這項評估風險的知識，可以顯著提高未來價格預測在統計上的精確性。⑧

定理3：

主要的空頭市場（Primary Bear Markets）：主要的空頭市場是長期向下的走勢，其間夾雜著重要的反彈。它來自於各種不利的經濟因素，唯有股票價格充分反映可能出現的最糟情況後，這種走勢才會結束。空頭市場會歷經三個主要的階段：第一階段，市場參與者不再期待股票可以維持過度膨脹的價格；第二階段的賣壓是反映經濟狀況與企業盈餘的衰退；第三階段是來自於健全股票的失望性賣

壓，不論價值如何，許多人急於求現至少一部份的股票。

這項定義有幾個層面需要釐清。「重要的反彈」（次級的修正走勢）是空頭市場的特色，但不論是「工業指數」或「運輸指數」，都絕對不會穿越多頭市場的頭部，兩項指數也不會同時穿越前一個中期走勢的高點。「不利的經濟因素」是指（幾乎毫無例外）政府行爲的結果：干預性的立法、非常嚴苛的稅務與貿易政策、不負責任的貨幣或/與財政政策、以及重要的戰爭。⑨

個人也曾經根據「道氏理論」將1896年至目前的市場指數加以歸類，在此列舉空頭市場的某些特質：

1. 由前一個多頭市場的高點起算，空頭市場跌幅的平均數（median）為29.4%，其中75%的跌幅介於20.4%至47.1%之間。
2. 空頭市場持續期間的平均數是1.1年，其中75%的期間介於0.8年至2.8年之間。
3. 空頭市場開始時，隨後通常會以偏低的成交量「測試」前一個多頭市場的高點，接著出現大量急跌的走勢。所謂「測試」是指價格接近而絕對不會穿越前一個高點。「測試」期間，成交量偏低顯示信心減退，很容易演變為「不再期待股票可以維持過度膨脹的價格」（參考圖4.2）。
4. 經過一段相當程度的下跌之後，突然會出現急速上漲

的次級折返走勢，接著便形成狹幅整理而成交量縮小的走勢，但最後仍將下滑至新的低點（參考圖4.3）。

圖4.2

道瓊工業與鐵路指數——1956年空頭市場的起點。這是空頭市場開始的典型例子。高點的成交量偏低，顯示「不再期待股票可以維持過度膨脹的價格」。

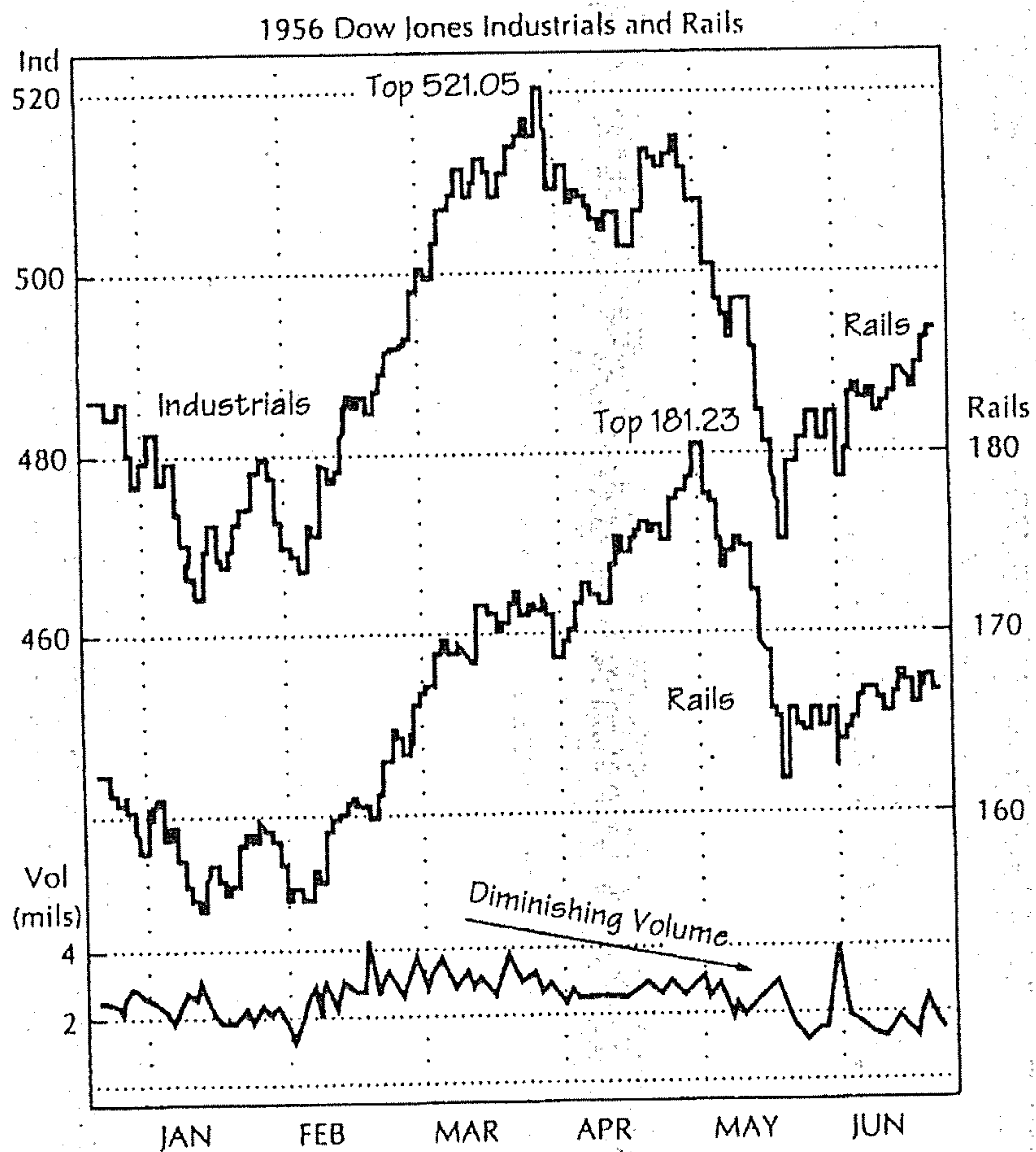


圖 4.3

道瓊工業（上側）與鐵路指數（下側）——1956年空頭市場的第一波次級修正走勢。在空頭市場中，次級折返走勢通常會突然會急速上漲，接著便形成狹幅整理而成交量縮小的走勢，最後仍將下滑至新的低點。

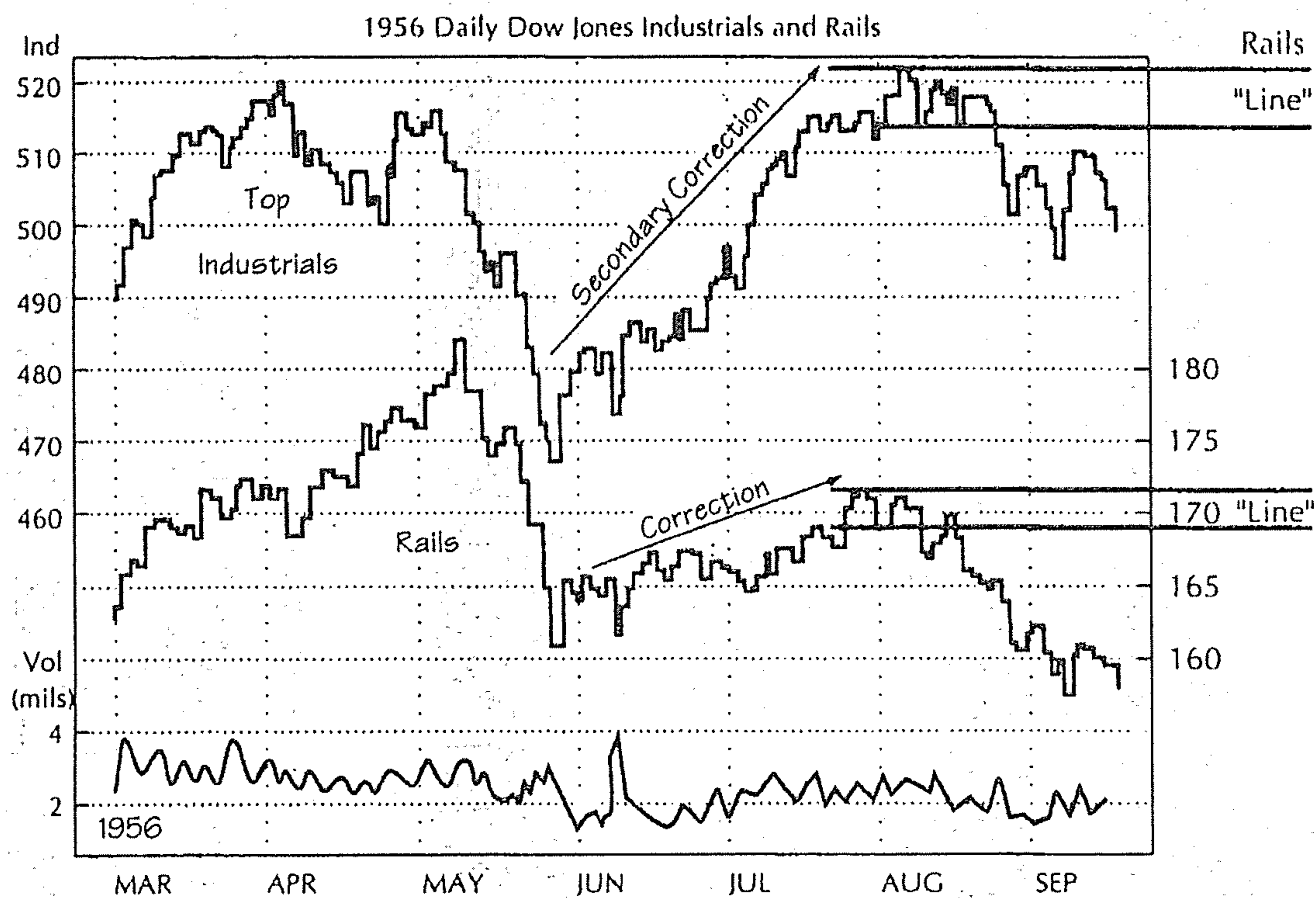


圖 4.4

1981年的道瓊工業與運輸指數——空頭市場的確證。爲了確認空頭市場的走勢，兩種市場指數都必須向下突破前一個中期趨勢的重要低點。就這個例子來說，「道瓊工業指數」在7月2日向下突破5月份的低點。「運輸指數」在同一天確認。不可將確認日與賣出訊號相互混淆，前者是7月2日。

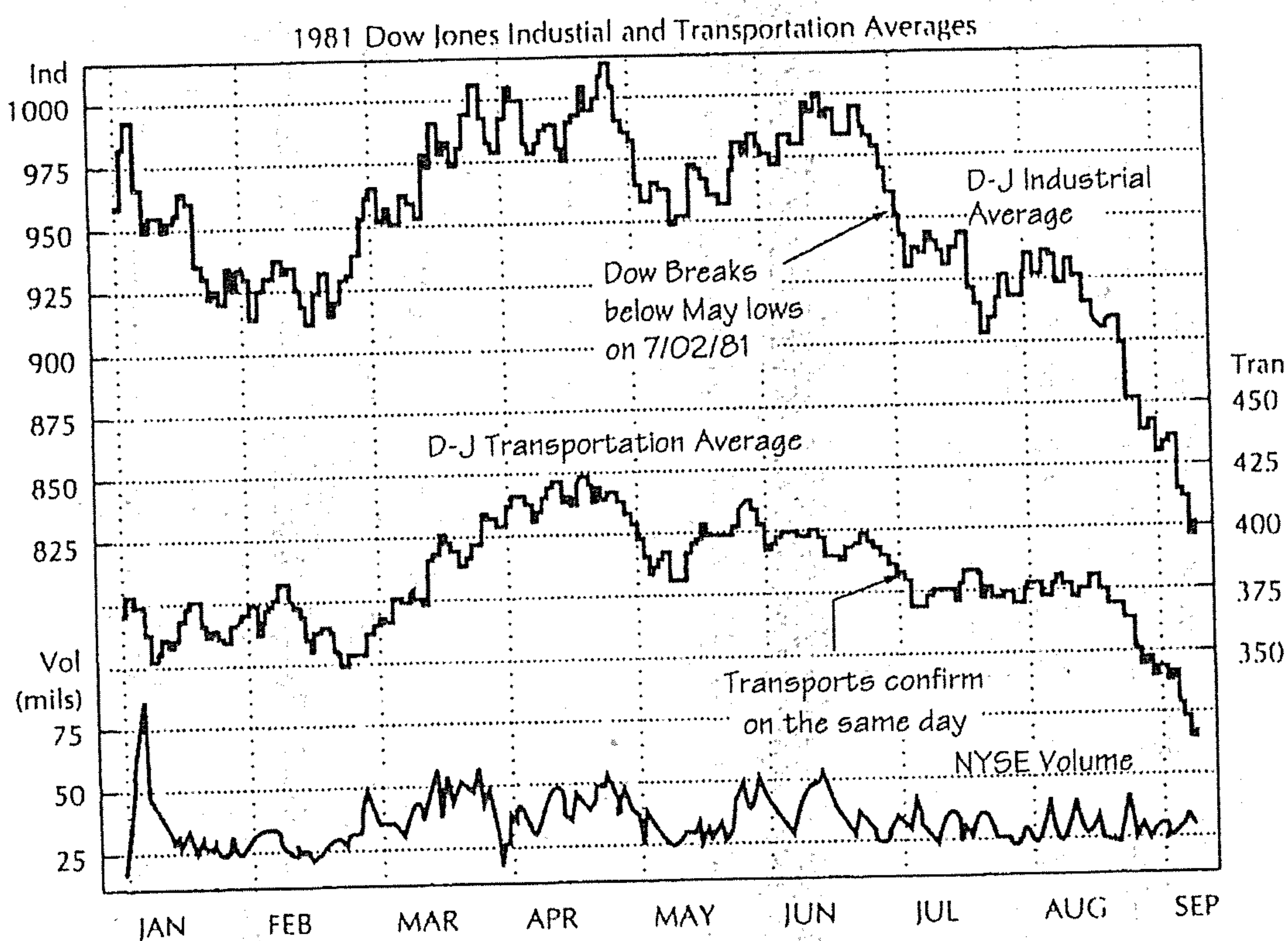
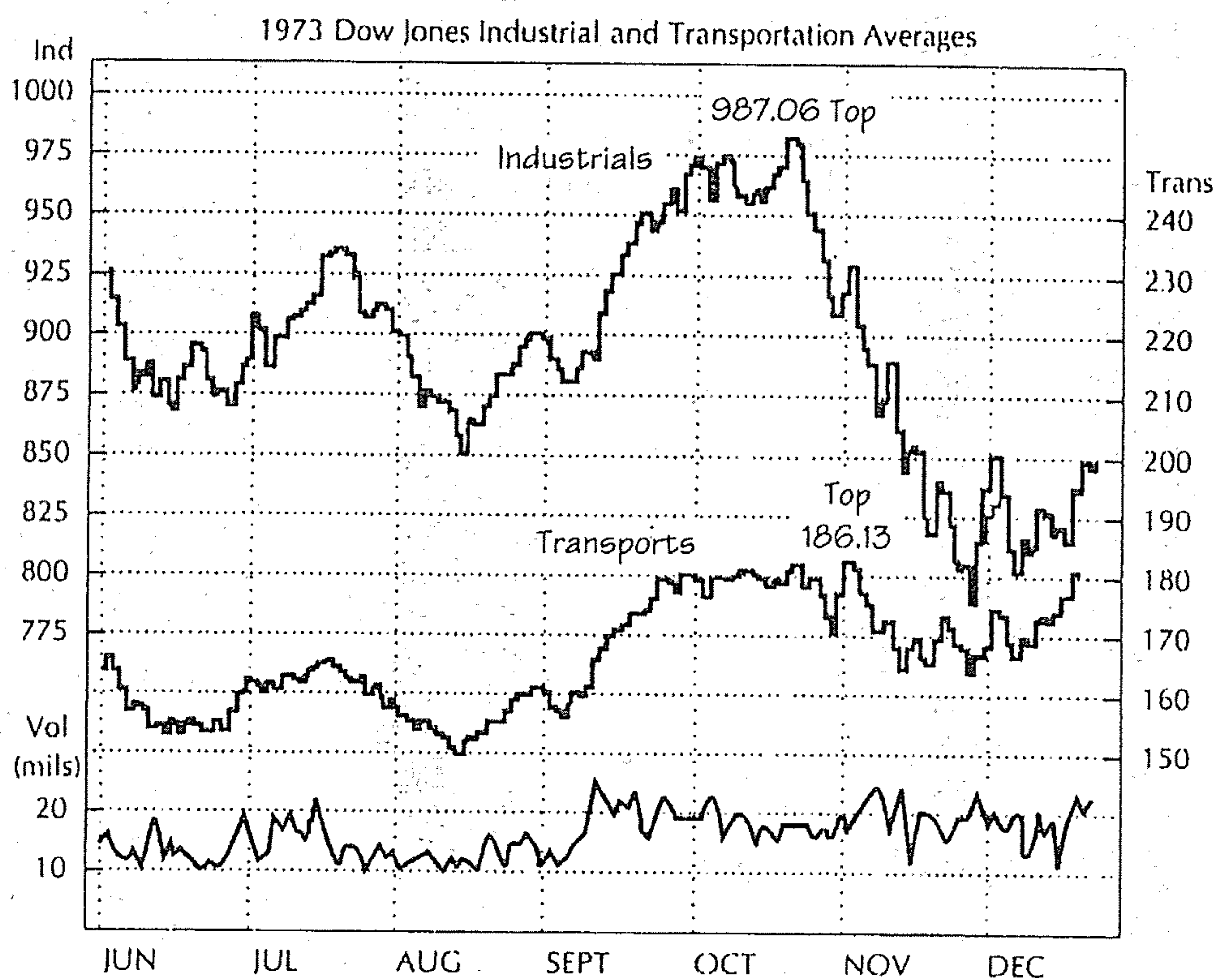


圖 4.5

1973年的道瓊工業與運輸指數——空頭市場次級修正走勢的典型 "V-形" 模式。空頭市場修正走勢起始於8月份，並於11月份出現頭部，形成空頭市場修正走勢的典型顛倒 "V-形" 模式。請留意，高點（工業指數為987.06，運輸指數為186.13）的成交量相對偏低，而低點的成交量相對偏高。



5. 空頭市場的確認日（confirmation date），是指兩種市場指數都向下突破多頭市場最近一個修正低點的日期。兩種指數突破的時間可能有落差，並不是不正常的現象（參考圖4.4）。
6. 空頭市場的中期反彈，通常都呈現顛倒的 "V-形"，其中低價的成交量偏高，而高價的成交量偏低（參考圖4.5）。

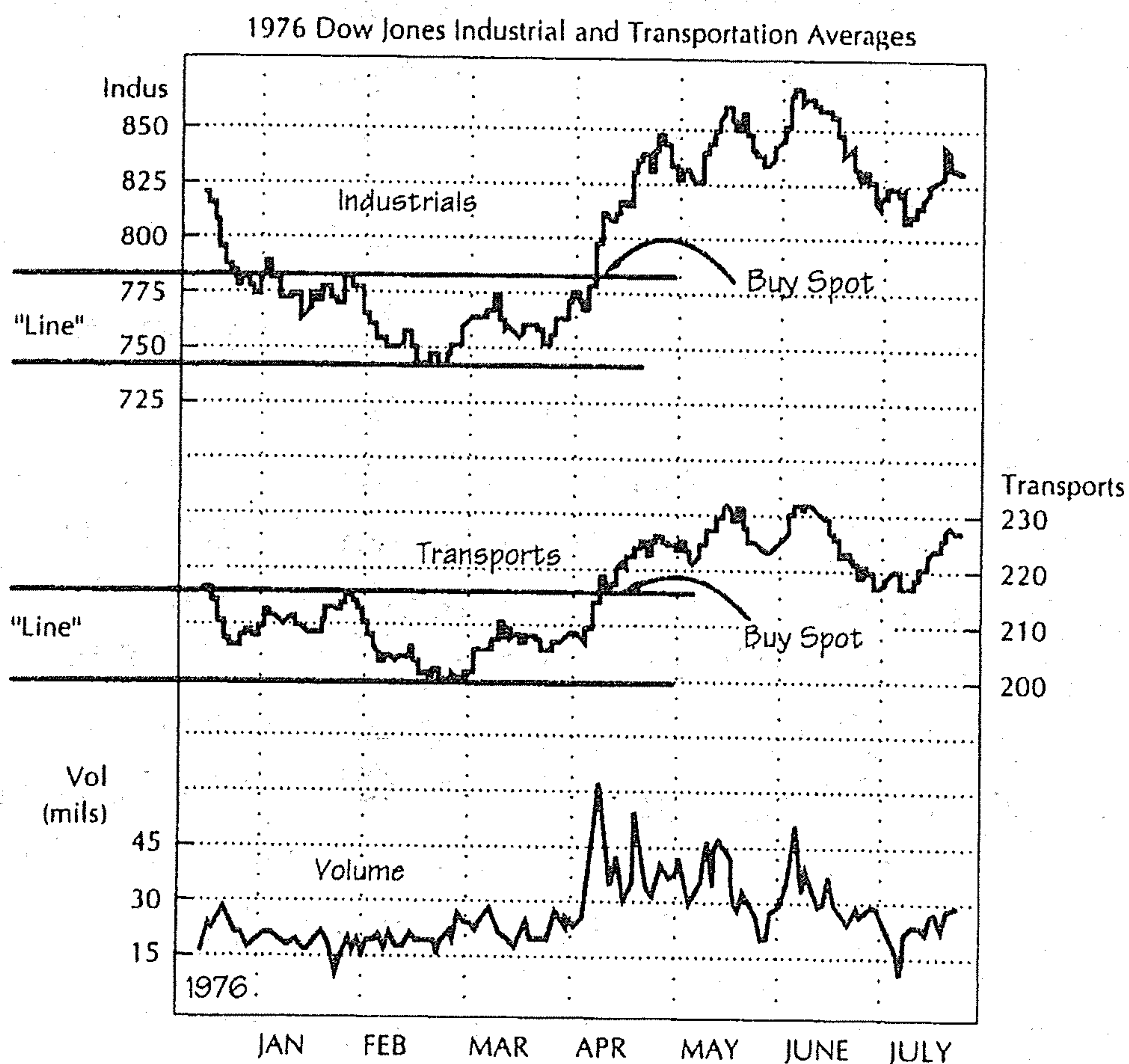
有關空頭市場的情況，李氏的另一項觀察非常值得重視：

空頭行情末期，市場對於進一步的利空消息與悲觀論調已經產生免疫的能力。然而，在嚴重挫跌之後，股價也似乎喪失反彈的能力，種種徵兆都顯示，市場已經達到均衡的狀態，投機活動不活躍，賣出行爲也不會再壓低股價，但買盤的力道顯然不足以推升價格……。市場籠罩在悲觀的氣氛中，股息被取消，某些大型企業通常會出現財務困難。基於上述原因，股價會呈現狹幅盤整的走勢。一旦這種狹幅走勢明確向上突破……市場指數將出現一波比一波高的上升走勢，其中夾雜的跌勢都未跌破前一波跌勢的低點。這個時候……明確顯示應該建立多頭的投機性部位。〔參考圖4.6。〕

這項觀察也適用於商品市場；當然，不包括其中有關股息的陳述。

圖4.6

道瓊工業與運輸指數——1976-78年空頭市場末期的狹幅盤整走勢。走勢明確向上突破盤整區間時，通常是做多的理想時機。請留意，走勢向上突破盤整區間時，同時代表空頭市場次級修正走勢的結束，以及多頭市場的開始。



定理4：

主要的多頭市場（Primary Bull Markets）：主要的多頭市場是一種整體性的上漲走勢，其中夾雜次級的折返走勢，平均的持續期間長於兩年。在此期間，由於經濟情況好轉與投機活動轉盛，所以投資性與投機性的需求增加，並因此推高股票價格。多頭市場有三個階段：第一階段，人們對於未來的景氣恢復信心；第二階段，股票對於已知的公司盈餘改善產生反應；第三階段，投機熱潮轉熾而股價明顯膨脹——這階段的股價上漲是基於期待與希望。〔參考圖4.7〕

這項定義也需要釐清。多頭市場的特色是所有主要指數都持續連袂走高，拉回走勢不會跌破前一個次級折返走勢的低點，然後再繼續上漲而創新高價。在次級的折返走勢中，指數不會同時跌破先前的重要低點。主要多頭市場的重要特質如下：

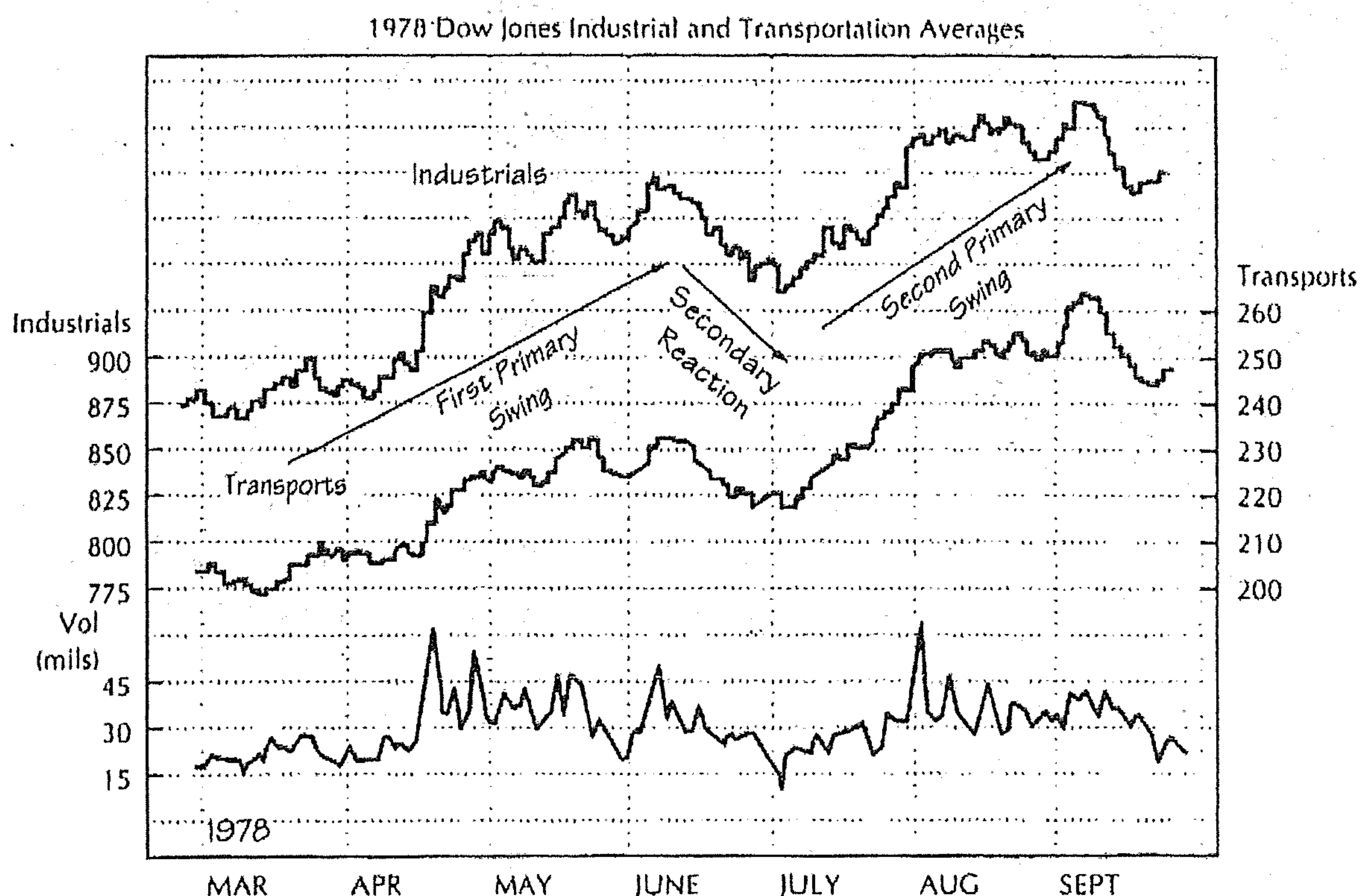
1. 由前一個空頭市場的低點起算，主要多頭市場的價格漲幅平均數為77.5%。
2. 主要多頭市場的期間長度平均數為兩年又四個月（2.33年）。歷史上的所有的多頭市場中，75%的期間長度超過657天（1.8年），67%是介於1.8年與4.1年之間。
3. 多頭市場的開始，以及空頭市場最後一波的次級折返

走勢，兩者之間幾乎無法區別，唯有等待時間確認。
（參考上述李氏的評論，但把「在空頭行情的末期」
改為「在多頭市場的初期」。）（同時參考圖4.6）

4. 多頭市場中的次級折返走勢，跌勢通常較先前與隨後的漲勢劇烈。另外，折返走勢開始的成交量通常相當大，但低點的成交量則偏低（參考圖4.8）。

圖4.7

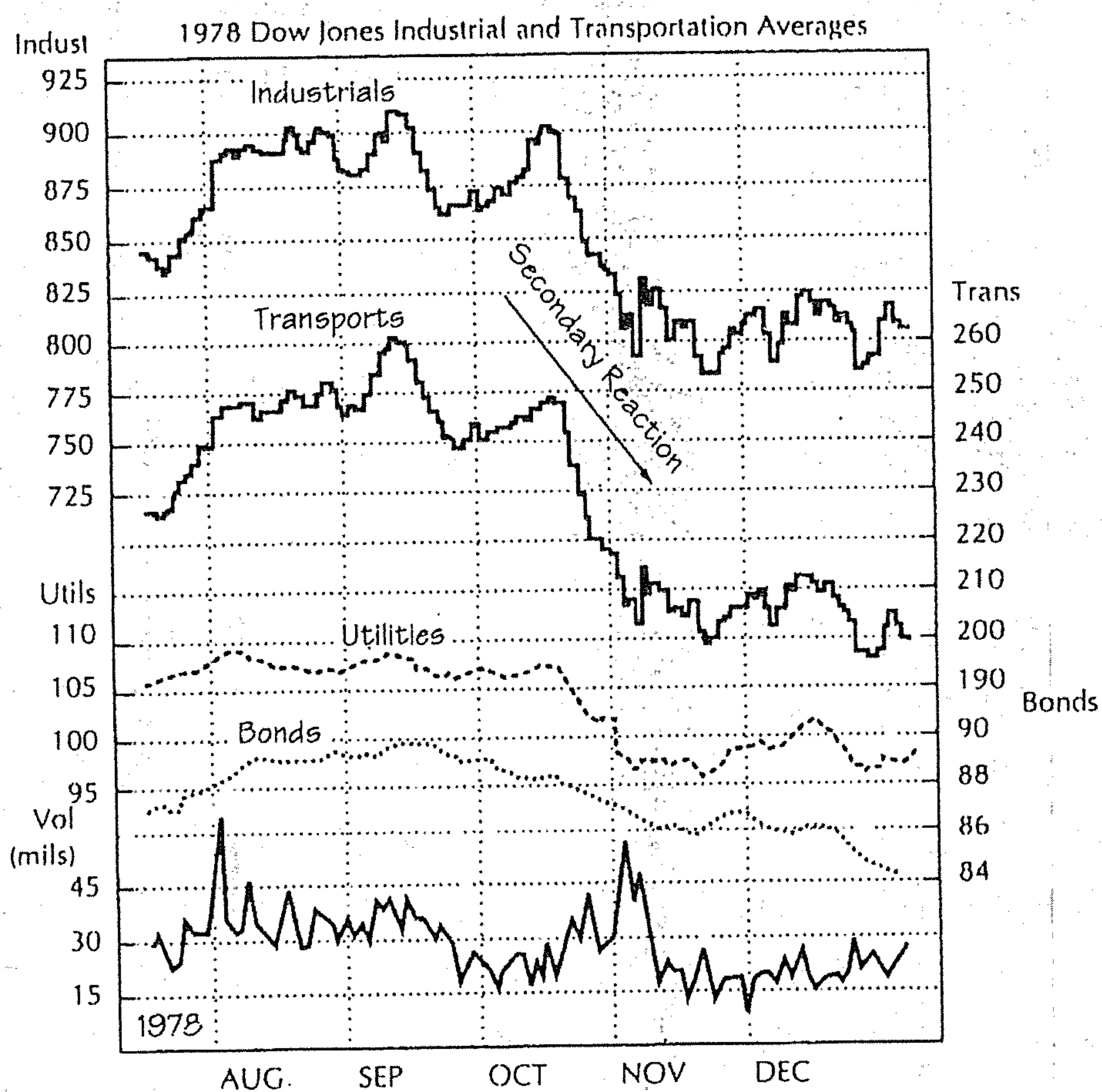
道瓊工業與運輸指數——1978-81年多頭市場的早期階段。這是多頭市場典型的早期發展——就這個例子來說，在第一與第二段主升波之間，夾雜著第一個次級折返走勢。第一段主升波便是李氏所謂的「……對於未來的景氣恢復信心」。



5. 多頭市場的確證日，是兩種指數都向上突破空頭市場前一個修正走勢的高點，並持續向上挺升的日子。

圖 4.8

道瓊工業與運輸指數——1978年多頭市場的次級折返走勢。多頭市場中的次級折返走勢，跌勢通常較先前與隨後的漲勢都劇烈。在折返走勢開始的成交量通常都相當大，但低點的成交量則偏低。



定理5：

次級折返走勢（Secondary Reactions）：就此處的討論來說，次級折返走勢是多頭市場中重要的下跌走勢，或空頭市場中重要的上漲走勢，持續的時間通常在三個星期至數個月；此期間內折返的幅度為前一次級折返走勢結束後之主要走勢幅度的33%至66%。次級折返走勢經常被誤以為是主要走勢的改變，因為多頭市場的初期走勢，顯然可能僅是空頭市場的次級折返走勢，相反的情況則會發生在多頭市場出現頭部後。

次級折返走勢（修正走勢；correction）是一種重要的中期走勢，它是逆於主要趨勢的重大折返走勢。判斷何者是逆於主要趨勢的「重要」中期走勢，這是「道氏理論」中最微妙與困難的一環；對於信用高度擴張的投機者來說，任何的誤判都可能造成嚴重的財務後果。

判斷中期趨勢是否為修正走勢時，需要觀察成交量的關係、修正走勢之歷史或然率的統計資料、市場參與者的普遍態度、各個企業的財務狀況、整體狀況、「聯邦準備理事會」的政策、以及其他許多因素。走勢在歸類上確實有些主觀成份，但判斷的精確性卻關係重大。一個走勢，究竟屬於次級折返走勢，或是主要趨勢的結束，我們經常很難、甚至無法判斷。然而，此處與稍後章節的討論，將可以提供一些有效的助益。

我個人的研究與李氏的看法相當一致，大多數次級修正走

勢的折返幅度，約為前一個主要走勢波段（primary swing；介於兩個次級折返走勢之間的主要走勢）的1/3至2/3之間，持續的時間則在三個星期至三個月之間。對於歷史上所有的修正走勢來說，其中61%的折返幅度約為前一個主要走勢波段的30%至70%之間，其中65%的折返期間介於三個星期至三個月之間，而其中98%介於兩星期至八個月之間。價格的變動速度是另一項明顯的特色，相對於主要趨勢而言，次級折返走勢有暴漲暴跌的傾向。

次級折返走勢不可與小型（minor）折返走勢相互混淆，後者經常出現在主要與次級的走勢中。小型折返走勢是逆於中期趨勢的走勢，98.7%的情況下，持續的時間不超過兩個星期（包括星期假日在內）。它們對於中期與長期趨勢幾乎完全沒有影響。截至目前為止（1989年10月），「工業指數」與「運輸指數」在歷史上共有694個中期走勢（包括上漲與下跌），其中僅有九個次級修正走勢的期間短於兩個星期。

在李氏對於次級折返走勢的定義中，有一項關鍵的形容詞：「重要」。一般來說，如果任何價格走勢起因於經濟基本面的變化，而不僅是技術面的調整，而且其價格變化幅度超過前一個主要走勢波段的1/3，都稱得上重要。例如，如果Fed將股票市場融資自備款的比率由50%調高為70%，這會造成市場上相當大的賣壓，但這與經濟基本面或企業經營狀況並無明顯的關係。這種價格走勢屬於小型（不重要的）走勢。另一方面，如果發生嚴重的地震而使一半的加州沉入太平洋，股市在三天之內暴跌600點，這是屬於重要的走勢，因為許多公司的盈餘將受到影響。然而，小型折返走勢與次級修正走勢之間的

差異未必非常明顯，這也是「道氏理論」中的主觀成份之一。

李氏將次級折返走勢比喻為鍋爐中的壓力控制系統。在多頭市場中，次級折返走勢相當於是安全閥，它可以釋放市場中的超買壓力。在空頭市場中，次級修正走勢相當於為鍋爐添加燃料，以補充超賣流失的壓力。

結論

「道氏理論」並不是一種俱備絕對包容性的市場預測方法，^⑩但任何態度嚴肅的投機者都不應該忽略這項知識。「道氏理論」的許多原理都蘊涵於「華爾街」和市場參與者的日常用語中，只不過一般人並沒有察覺而已。例如，市場專業者對於「修正走勢」（correction）都有普遍的認識，但就我瞭解，唯有「道氏理論」對於這項名詞提供客觀的定義。

研究「道氏理論」的基本原理之後，我們俱備一種根本的知識，瞭解如何根據目前與歷史的市場指數，評估未來的價格走勢。我們對於趨勢已經有一種普遍的概念。我們知道，任何市場都同時存在三種活躍的趨勢，它們的相對重要性對於交易者、投機者與投資者都各自不同。

瞭解這些概念之後，可進一步探討價格的趨勢。畢竟，如果你知道何謂趨勢，而且也知道它在什麼時候最可能發生變化，你實際上已經掌握市場獲利的全部知識了。

附註：

- ① William Peter Hamilton在1908年至1929年之間是《華爾街日報》的編輯。
- ② Victor Sperandeo與Sandra Kunze的未出版研究報告：A Proven Method of Economic Forecasting.
- ③ 除非另做說明，否則本章引用的文字都是摘自The Dow Theory, Robert Rhea (Barron's, 1932)。
- ④ 1901月7月20日的《華爾街日報》。
- ⑤ 有關市場主觀性質的進一步討論，請參考第9章。
- ⑥ 多頭市場（牛市）與空頭市場（熊市）的來源，根據我的瞭解，這是因公牛會把它的獵物頂高，熊會把它的獵物壓低。
- ⑦ Victor Sperandeo未出版的作品Statistical Characterization of Stock Market Movements，這項研究涵蓋1897年至目前的股票走勢。本章資料若未指明出處，便是引用這項研究報告的資料。
- ⑧ 讀者如果對於這種風險評估的統計方法有興趣，請參考作者即將出版的Trader VicII—Principles of Professional Speculation。（譯按：「寰宇」即將出版。）
- ⑨ 過去，我們的政府政策是以通貨膨脹為手段，促進暫時性的景氣。然而，隨著經濟的成長，不斷膨脹的貨幣供給將反映在物價水準中，實質盈餘與儲蓄的成長將減少。人民開始瞭解，通貨膨脹只不過是未來的稅負；所以，通貨膨脹成為人們最關切的問題，而政客們當然也會反映。於是，「聯邦準備理事會」開始收縮信用，而信用高度擴張的經濟現象就如同骨牌般地崩潰。現在，我們大有為的政府以預算赤字的方式代通貨膨脹，將未來的盈餘用於目前的消費，這是一種無法持續的行為。揭露偽裝的外衣，這兩種手段的長期淨結果完全相同。
- ⑩ 以1987年的崩盤為例。崩盤後，「道氏理論」從來沒有產生明確的買進訊號。當時的跌勢非常突然而猛烈，許多人受到嚴重傷害而不希望再投資。唯有基於經濟基本面的長期考量，人們才會再度進場投資。

第五章

趨勢的精義

上升趨勢？下降趨勢？ 趨勢的意義

很少人（包括專業人士在內）真正瞭解何謂「趨勢」，這是最令我訝異的現象之一。例如，如果某人把圖5.1擺在我面前，並問我對於黃金趨勢的看法，你認為我將如何回答？最合理的答案是：「你是指哪一種趨勢而言？」

我觀察這份圖形時，其中存在三種截然不同的趨勢：長期趨勢，它是向下；中期趨勢向上；短期趨勢又是向下（參考圖5.2）。判斷價格趨勢時，你必須非常明確，而且有一致性的標準。

我訓練交易員時，幾乎每個人都會拿出趨勢線繪製並不正確的圖形給我，並說道：「維克，你看這個，趨勢線已經被突破了，是不是很好的買進機會？」如果你並不真正瞭解何謂趨勢，你幾乎可以隨意繪製任何的趨勢線，但根據這種「趨勢線」所做的結論並無用處。

第7章將詳細解說如何以一致性的方式正確地繪製趨勢線。目前，讓我們進一步探討何謂趨勢，以及它如何產生變

化。

簡化爲根本重點

在「道氏理論」中，你能得到的最重要知識之一，可能是它對於趨勢的定義，但這僅蘊含在說明中，它並未明文解釋。道氏將趨勢劃分爲三類：長期、中期與短期的趨勢。唯有真正瞭解趨勢的意義，才可能判斷趨勢何時發生變化。而且，唯有精確地判斷趨勢的變化，並精確地設定買、賣時機，才可以提升利潤或降低損失。由「道氏理論」中，我整理出下列的定義：

圖5.1

1990年12月黃金期貨——黃金的趨勢如何？圖5.2標示三種趨勢。

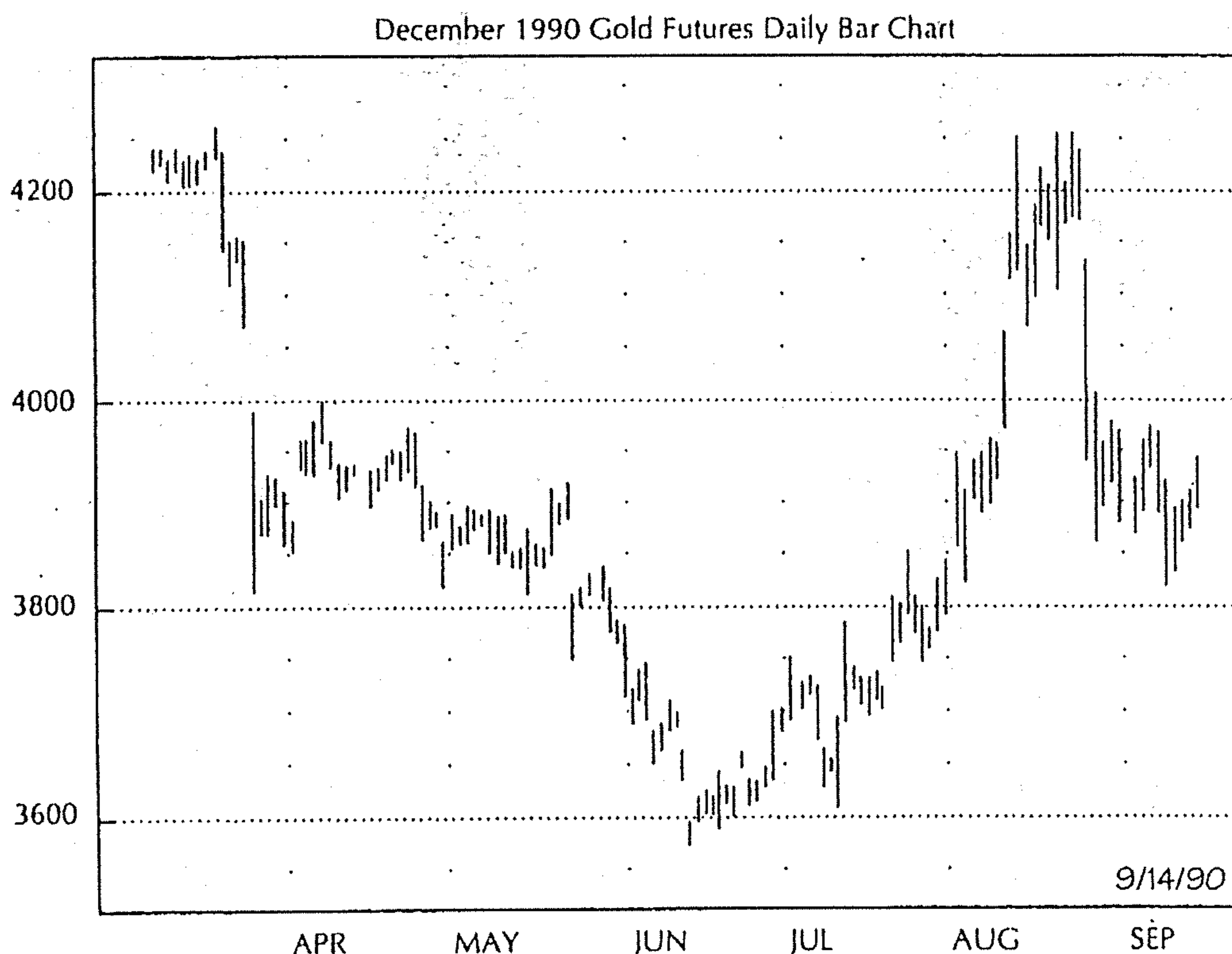
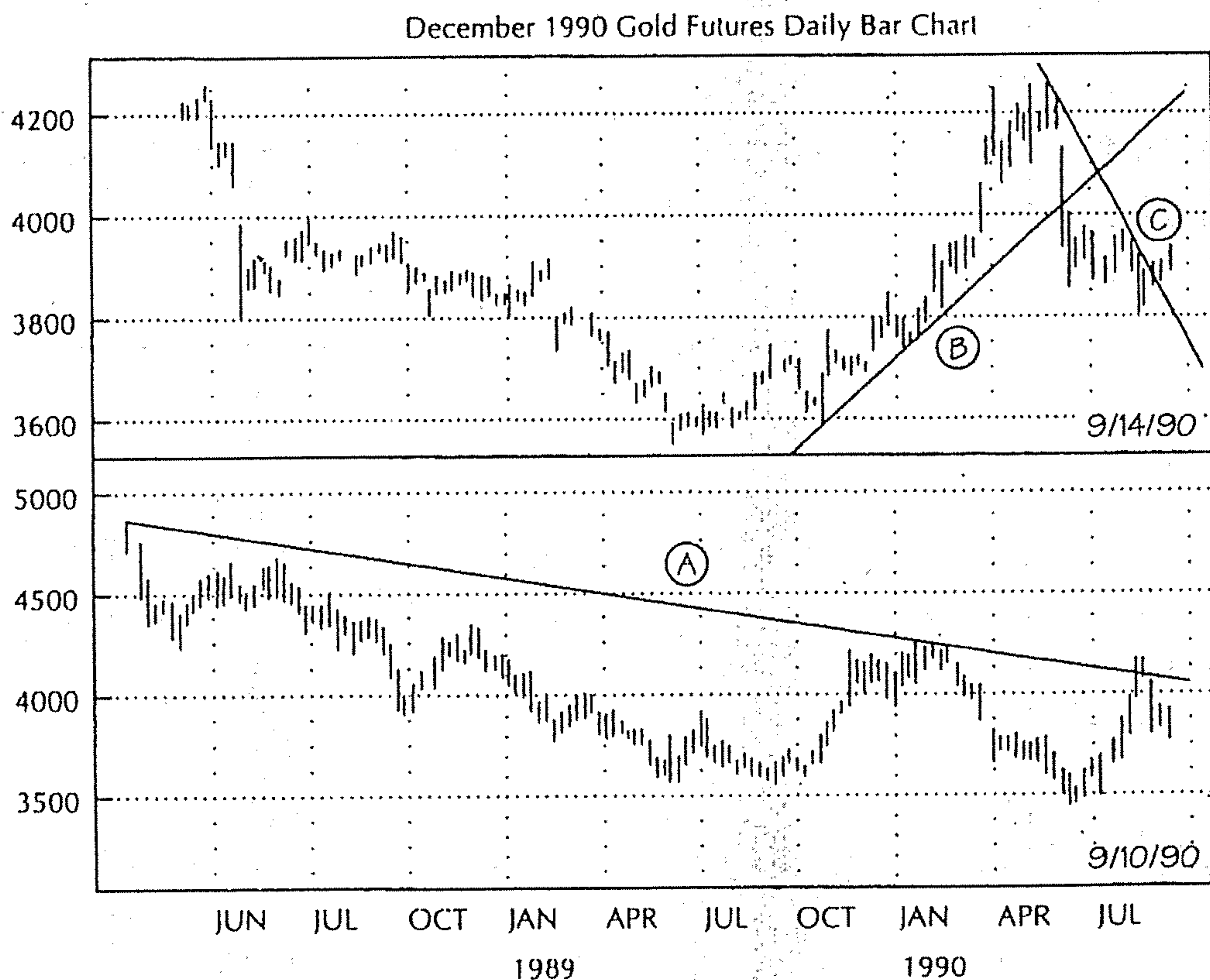


圖5.2

1990年12月份黃金期貨的日線圖（上側）與週線圖（下側）——三種趨勢。長期趨勢（數個月至數年）向下，它在下側的圖形中以A線表示。中期趨勢（數個星期至數個月）向上，它是以B線表示。短期趨勢（數天至數個星期）向下，以C線表示。



TQ 20/20 © 1991 CQG Inc.

上升趨勢——上升趨勢是由連續一系列的漲勢構成，每一段漲勢都持續向上穿越先前的高點，中間夾雜的下降走勢（換言之，跌勢）都不會向下跌破前一波跌勢的低點。總之，上升趨勢是由高點與低點都不斷墊高的一系列價格走勢構成①（參考圖5.3）。

下降趨勢——下降趨勢是由連續一系列的跌勢構成，每一段跌勢都持續向下穿越先前的低點，中間夾雜的反彈走勢（換言之，漲勢）都不會向上穿越前一波漲勢的高點。總之，下降趨勢是由低點與高點都不斷下滑的一系列價格走勢所構成（參考圖5.4）。

圖5.3

道瓊工業指數週線圖——指數處於上升趨勢（多頭行情）。上升趨勢是由高點與低點都不斷墊高的一系列價格走勢構成。

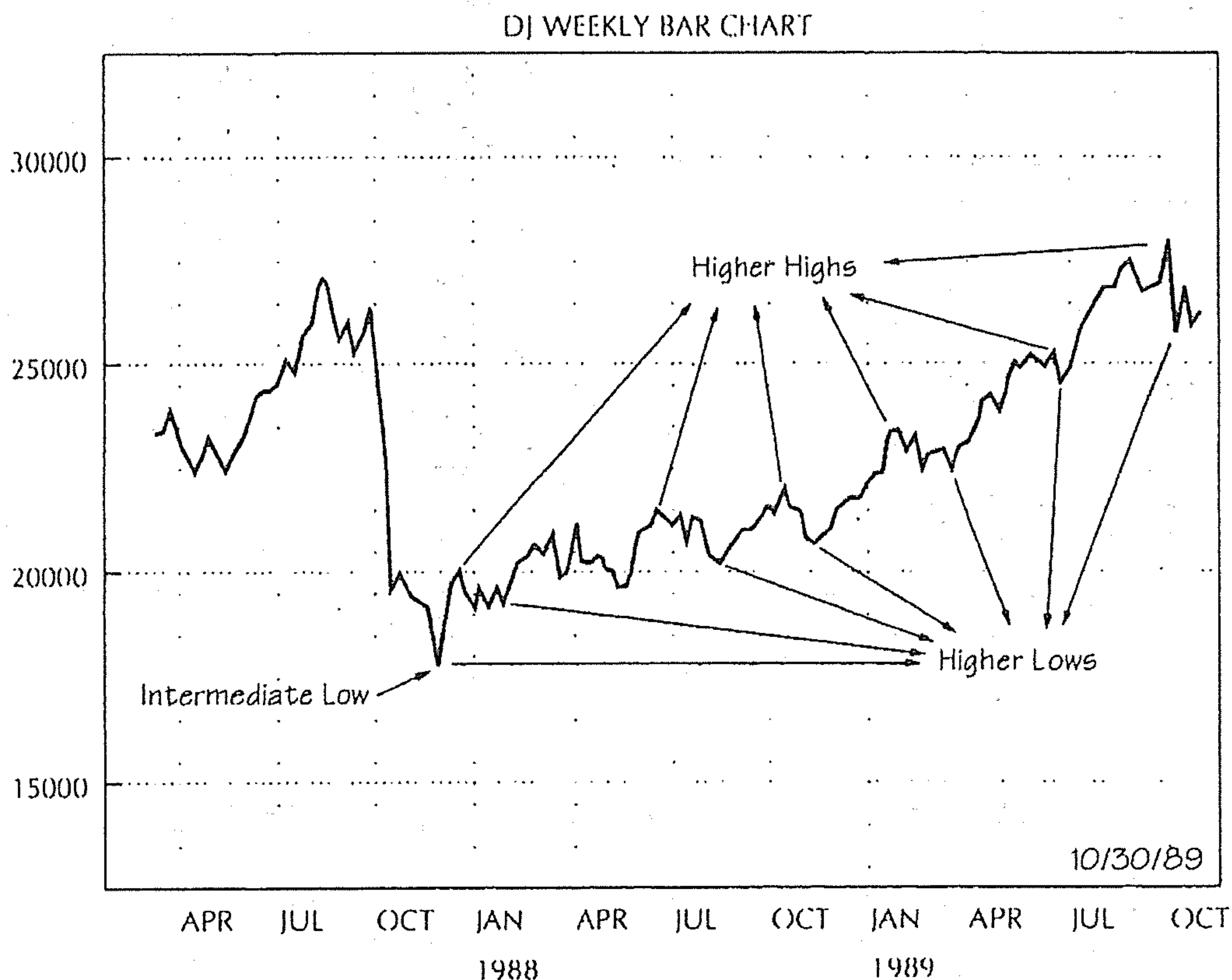
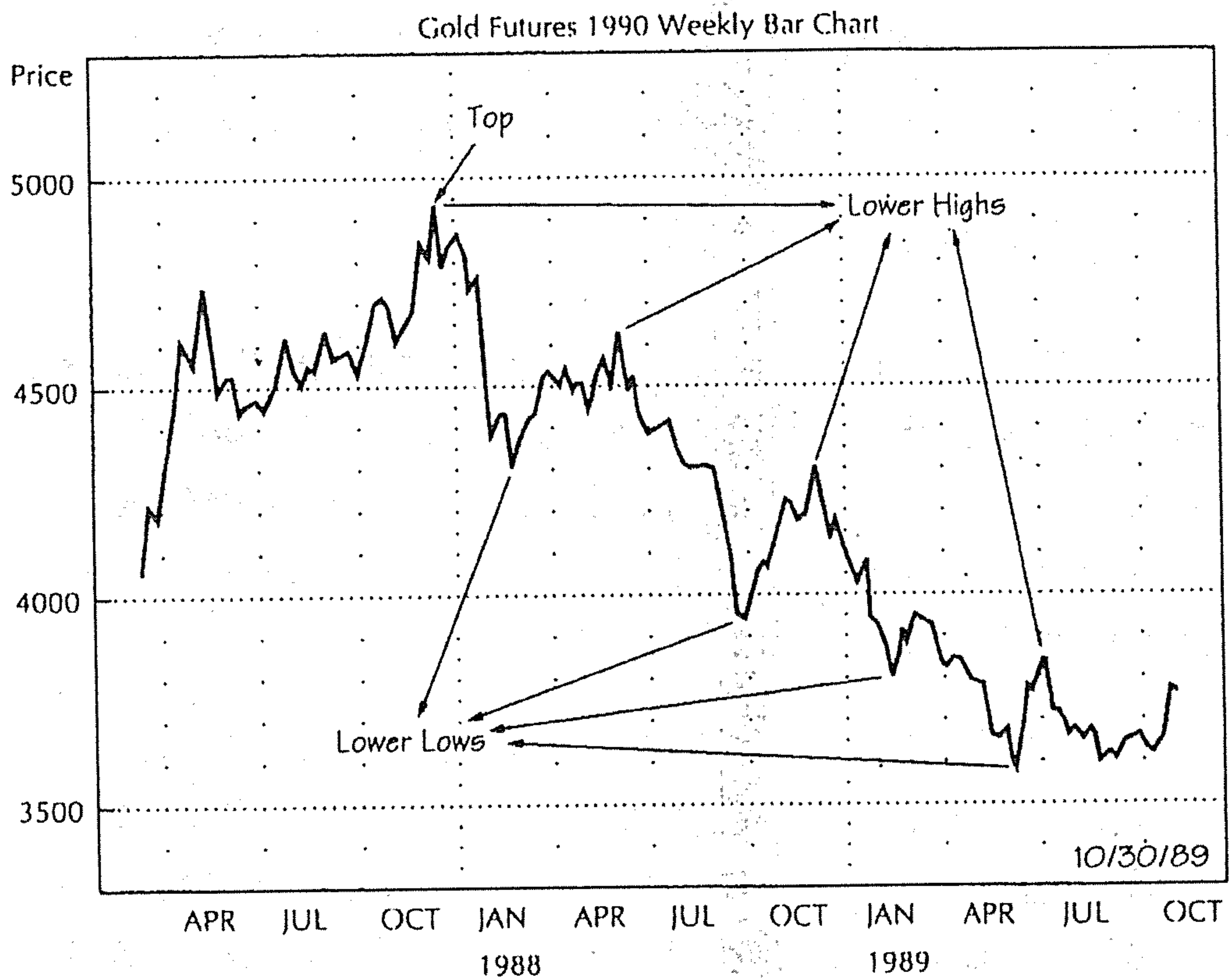


圖5.4

1989年黃金期貨週線圖——黃金處於下降趨勢。下降趨勢是由低點與高點都不斷下滑的一系列價格走勢所構成。



TQ 20/20 © 1991 CQG Inc.

如果你希望在本書有所收穫，務必留意上述定義。它們非常簡單，卻具有絕對的重要性。它們是普遍性的定義，可以適用任何市場與任何的時間架構。由圖5.3與5.4中可以發現一項結論，順勢操作是在金融市場獲利的途徑。然而，上述定義並未明確說明，如何決定先前的高點與低點。這完全取決於你的交易活動是專注於短期、中期或長期的趨勢——換言之，你究竟是從事交易、投機或投資。

不論你參與的是那一種市場或那一種時間架構，除非你知道趨勢的方向，並瞭解如何判斷趨勢的變化，否則你不可能獲利（運氣除外）。乘著「道氏理論」的記憶猶新時，此處另外將提出一些相當有用的觀點。其中某些內容僅適用於股票市場，但絕大部份都適用於任何市場。瞭解這些內容，將非常有助於你判斷趨勢可能在何時發生變化或已經發生變化。

確認的重要性

在股票市場的交易中，存在一種最嚴重的錯誤，那便是僅根據一種指數的走勢判斷。我們經常可以發現，某一市場指數出現反轉走勢達數星期或數個月之久，另一種指數卻呈現相反方向的走勢。這種現象稱之為背離（divergence），它僅有負面性質的用途。猶如李氏所說：

兩種市場指數必須相互確認（Both Averages Must Confirm）：——鐵路與工業指數的走勢永遠應該一起考慮。一種指數的走勢必須受到另一種指數的確認，如此才可以做有效的推論。僅根據一種指數的趨勢判斷，另一種指數並未確認，結論幾乎是必然錯誤。

李氏在1932年提出這項觀察。目前，除了「道瓊工業指數」與「道瓊鐵路（運輸）指數」以外，我們還有「史坦普500指數」（S&P 500）、「價值線指數」（Value Line）、「主要市場指數」（Major Market Index）、債券指數、美元指數、商品指數、…。所以，上述原則經過更新之後，「兩種

市場指數必須相互確認」應該改爲「所有的相關指數都必須相互確認」。1987年10月份崩盤後的情況便是一個典型的例子，它說明這項原則的必要性。

首先，你應該記得「道氏理論」中有一項「假設」：「這項理論並非不會錯誤」。這項假設便適用於崩盤後的情況。根據「道氏理論」，我認爲1987年10月份崩盤是空頭市場的第二支腳。所有相關指數都跌破先前的主要低點——這顯然是「道氏理論」中所謂的空頭市場。然而，空頭市場卻未出現。若由事後的角度而以嚴格的「道氏理論」解釋相關的發展，則1987年10月19日之後的盤勢是屬於主要多頭市場的次級修正走勢；然而，兩種指數都向下跌破前一波次級修正走勢的低點，市場卻未進入空頭行情，這是1991年以來首度發生的現象。

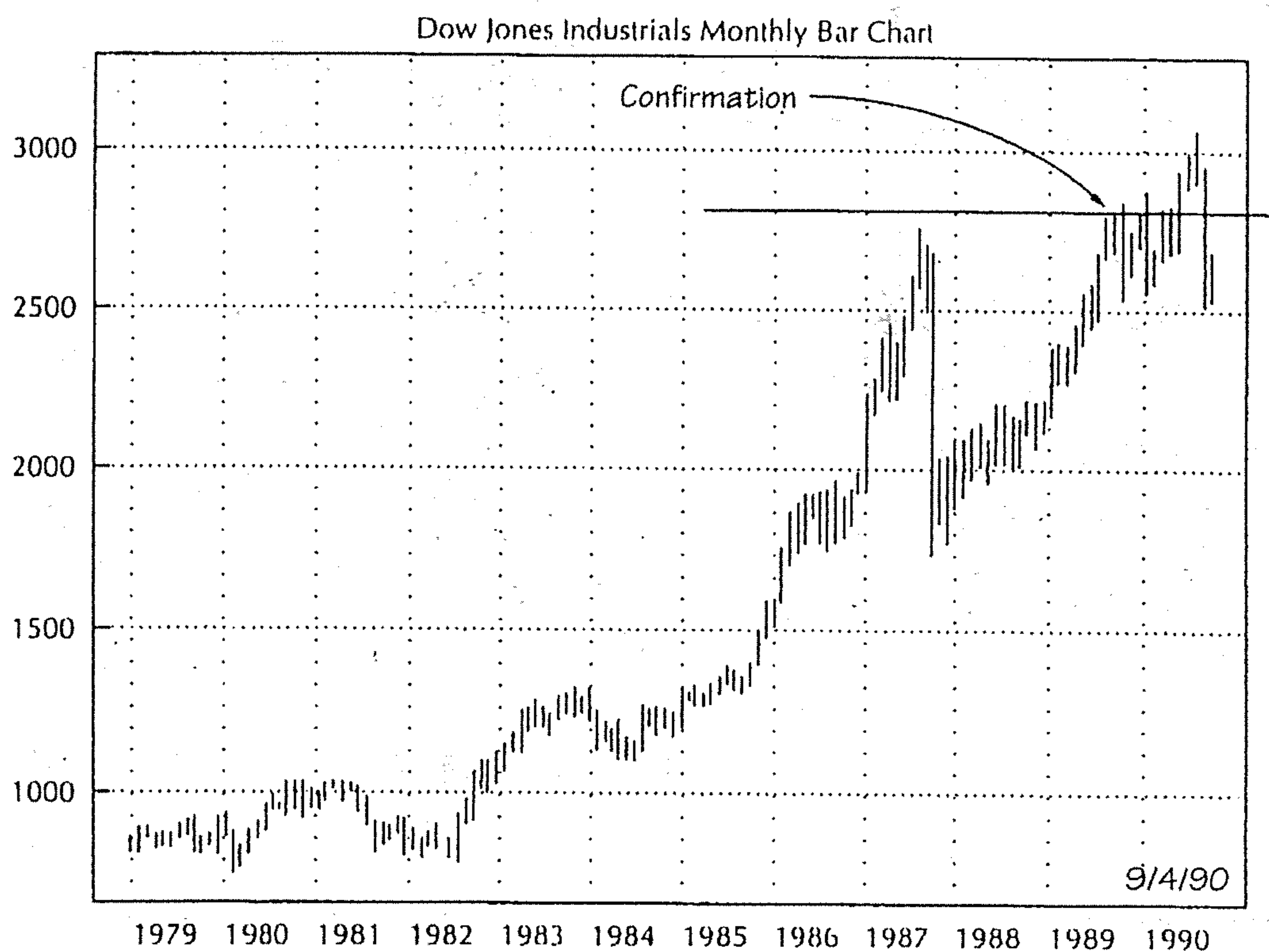
它必須被歸類爲修正走勢，因爲它不符合李氏對於主要空頭市場的定義。根據我的看法，如果Fed沒有在10月份放鬆銀根，而德國與日本也沒有在12月份採取寬鬆的貨幣政策刺激經濟，則空頭市場應該是合理的發展，如此才可以修正先前數年不當的投資現象。然而，它們畢竟干預了，S&P在12月份見底，市場最後又創新的高點。這個時候，「所有的相關指數都必須相互確認」的原則便開始發揮它的效力。

在1989年4月18日，「運輸指數」首先向上突破1987年8月份的高點。「價值線」在7月10日也出現類似的突破走勢，「S&P 500指數」則在7月24日突破（但S&P成份股僅有29%的個股在1989年創新高）。然而，根據「道氏理論」的嚴格判讀，確認日最早是發生在4月18日，當時「工業指數」向上突

破1987年8月份的高點，並持續向上走高（圖5.5）。現在，就「運輸指數」來說，我將1987年8月25日至1987年12月4日之間的走勢，歸類為主要多頭市場的次級修正走勢；而「工業指數」的修正走勢則發生在1987年8月25日至1987年10月19日之間。當時的情況非常混淆，但如果沒有「道氏理論」的客觀指引，我會更加的混淆。

圖5.5

道瓊工業指數週線圖——多頭市場持續的確認。1989年4月18日確認多頭市場持續發展，當時指數向上突破1987年8月份的高點，並繼續向上攀升。



這裡我必須指出，雖然1987年的行情發展相當特殊（就歷史的角度來說），但根據「道氏理論」的嚴格判讀，在10月14日便出現明顯的中期賣出訊號，當時「工業指數」以大成交量向下突破9月21日的低點（「運輸指數」已經提早創新低點）。不論你將當時的長期趨勢視為是多頭或空頭市場，這項中期賣出訊號都有效。然而，如果你把崩盤走勢視為是空頭市場的第二支腳，則往後便沒有明顯的多頭進場訊號。

在空頭行情的假定之下，我在1987年10月24日建立多頭部位，因為我認為當時將展開次級的向上修正走勢。在1988年3月份結束多頭部位之後，我在1989年10月份之前便未再大量介入股市，而後者的情況已在第二章做了說明。1989年10月13日，我對於市場的預測主要便是基於「道氏理論」。

行情的四個階段

我稱為「訊號」（signals）的兩個關鍵指標分別是狹幅盤整與成交量關係。任何市場都必然處於四種技術階段之一：(1)承接（accumulation；長期投資者的買進），(2)出貨（distribution；長期投資者的賣出），(3)向上或向下的趨勢，(4)整理（consolidation；在經過確認的趨勢中，發生獲利了結之後的調整）。以另一種方式說明，如果市場並無趨勢，便是處於狹幅盤整（line）的走勢。李氏將狹幅盤整定義為：

狹幅盤整（Lines）：——「狹幅盤整」是長達兩、三個星期或以上的價格走勢，在此期間，兩種指數都在大約5%的價格區間內波動。這種走勢可能代

表承接（accumulation）或出貨（distribution）。兩種指數同時向上穿越盤整區間的上限時，代表是承接的盤整，而價格應該繼續走高；反之，當兩種指數同時向下穿越盤整區間的下限時，代表是出貨的盤整，價格應該繼續走低。如果僅根據一種指數判斷，另一指數並未確認，結論通常為錯誤。

狹幅盤整的走勢通常發生在中期行情的頭部或底部，這種情況下，李氏的定義完全適用。在主要的市場頭部，擁有較佳資訊而態度謹慎的長期投資者，試圖在一段期間內出清（非常大量的）投資組合，又不希望明顯壓低價格。由於當時市場上的多頭投機氣氛仍然相當濃厚，他們可以分批出貨，將籌碼轉手給交易者與投機者。因此，在數個星期或以上的期間內，價格將狹幅波動而沒有明顯向上或向下的趨勢，這便形成狹幅盤整的走勢。這也可能發生在某特定的個股或商品市場。

最後，市場共識認為價格將下跌時，將穿越狹幅盤整的下限。就市場術語來說，這是「突破」（break）——賣空股票或商品的絕佳時機（參考圖5.6）。

在主要的市場底部經常也會發生相同情況，但方向相反。價格大幅下跌後，明智的長期投資者認為當時的股票價格具有長期投資的價值，於是開始建立大規模的部位。或許是為了試盤，或許是不希望推升股價，他們在數星期至數個月的期間內，默默地承接股票。結果也形成狹幅盤整的走勢。最後，市場共識認為價格將上漲時，將穿越狹幅盤整的上限。就市場的術語來說，這是「突破」（break）——買進股票或商品的絕佳

時機（參考圖5.7）。

圖5.6

5月份的糖期貨——價格突破，通常是理想的賣空訊號。

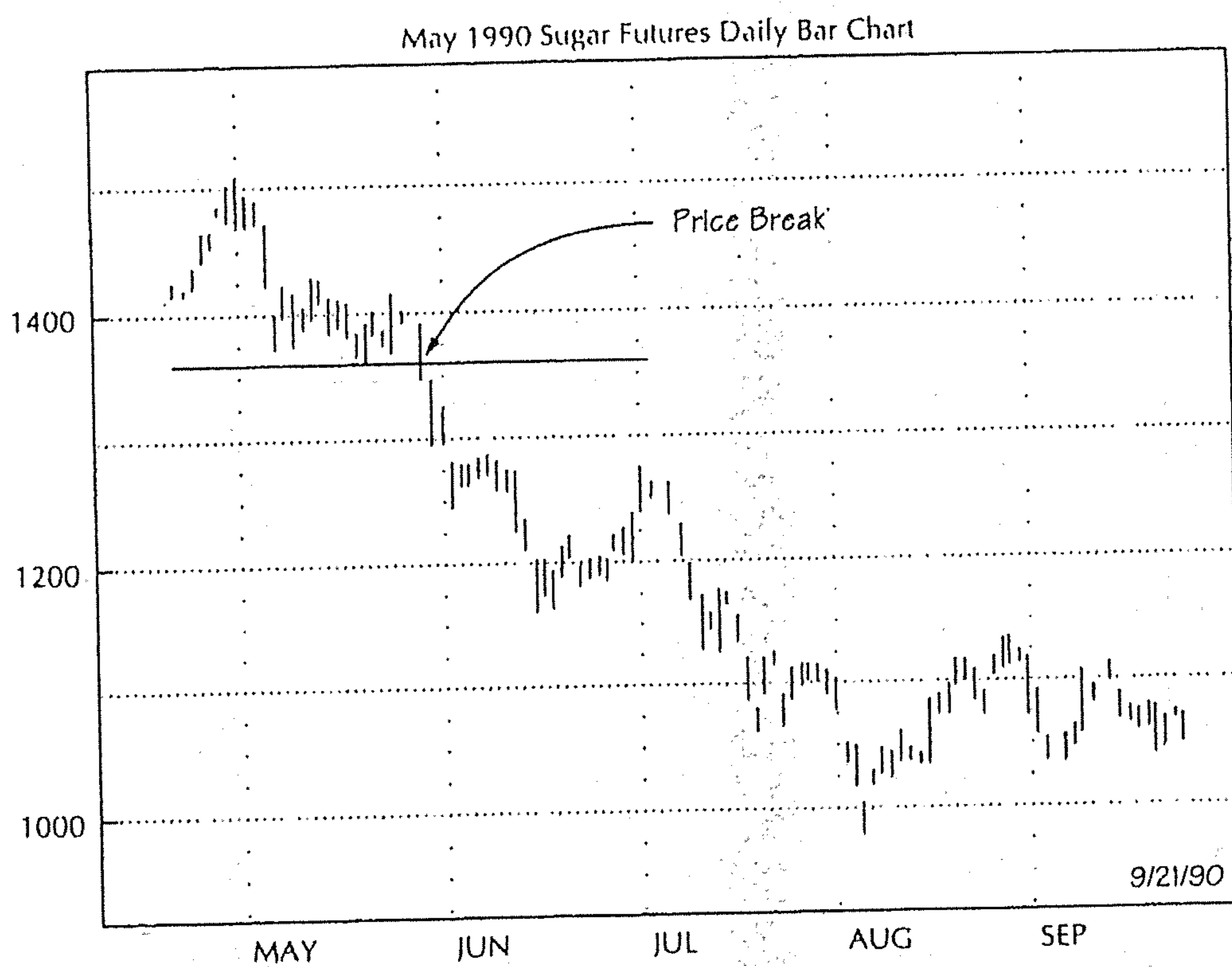
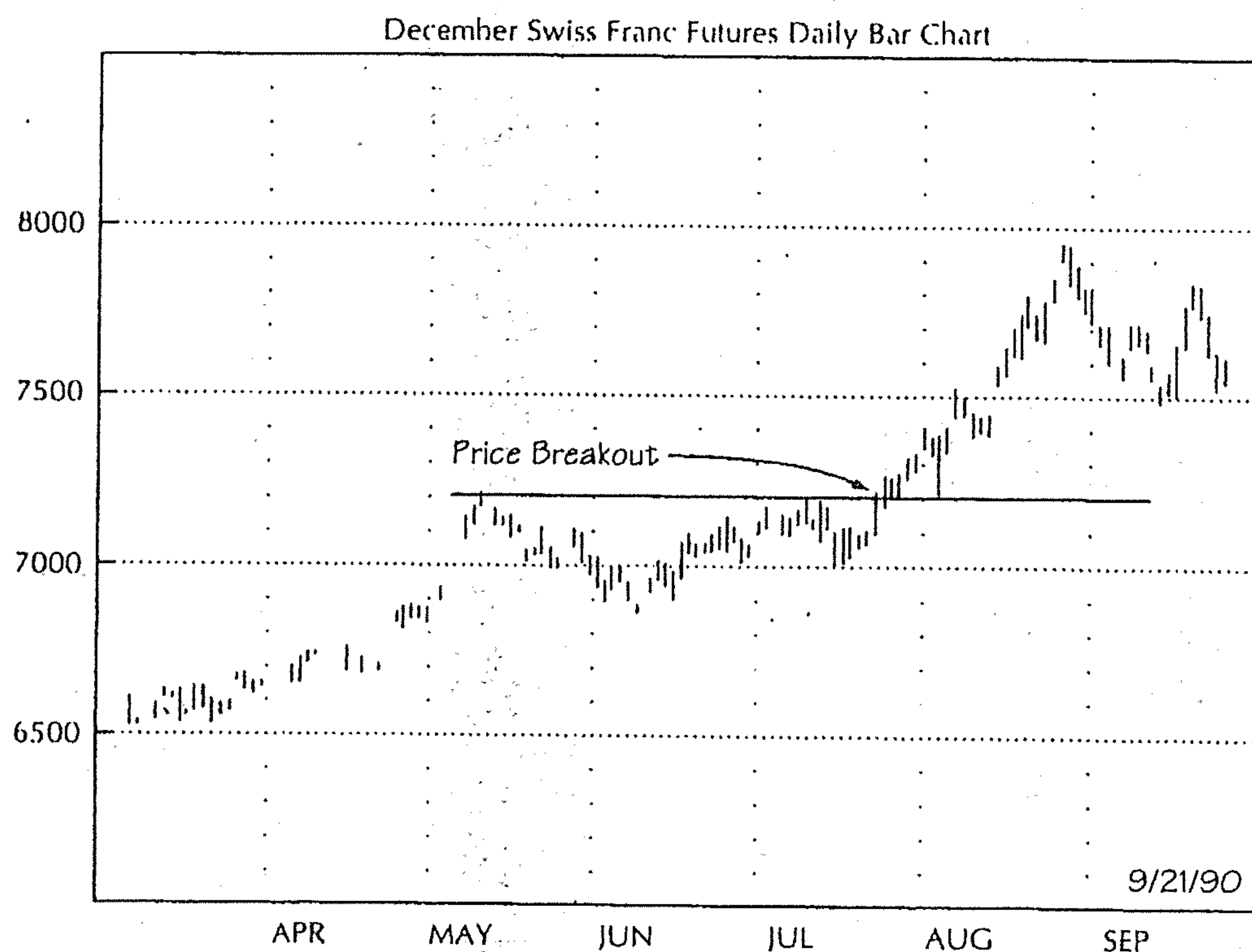


圖5.7

12月瑞士法郎期貨——價格突破，通常是理想的買進訊號。



TQ 20/20 © 1991 CQG Inc.

觀察每天的價格波動時，「突破」是唯一對於每一種市場參與者——不論是交易者、投機者或投資者——都很重要的走勢。猶如李氏的評論：

每天的波動（Daily Fluctuations）：——根據單日的指數波動推論，幾乎必然為錯誤，而且也沒有什麼價值，唯有「狹幅盤整」的走勢為例外。然而，每天的價格走勢都應該加以記錄，因為一系列的單日走

勢最後必然會發展爲一種易於辨識而具有預測價值的模式。

某些情況下，頭部或底部形成後，趨勢往往會突然改變，沒有經過狹幅整理的期間。另外，狹幅盤整的走勢，有時也會發生在經過確認之主要趨勢的中間。這可能是因爲下列兩項理由中的一種：價格走勢（上漲或下跌）相當陡峭，許多交易者與投機者獲利了結時，便造成趨勢暫時停頓；或者，市場對於未來發展並不確定，分歧的看法使得價格維持在相對固定的價位。第一種情況，我稱爲「整理」（consolidation）。第二種情況，我稱爲「等待行情」（waiting market）。

重要的成交量關係

在趨勢明顯的行情中，價量關係非常重要。猶如李氏的評論：

成交量與價格走勢的關係（The Relation of Volume to Price Movement）：——在超買的行情中，會出現價漲量減而價跌量增的現象；相反地，行情處於超賣狀況時，會出現價跌量縮而價漲量增的現象。多頭市場結束的期間會出現活絡的交易，在開始的期間則交易相對冷清。

根據定義，在「超買的」行情中，價格主要是受到感覺、希望與預期的驅動，但並非基於健全的經濟判斷與價值考量。這種情況下，掌握明確資訊的人已經離開市場，一般參與者的熱情也逐漸冷卻。市場已經俱備恐慌的條件，只要出現些許的

徵兆，便足以引發層層賣壓。所以，在超買的市場中，通常會出現價跌量增而價漲量縮的走勢。

超賣的情況也適用類似而反向的推理。超賣的市場發展至某一階段後，由於股票價位已經明顯偏低，精明的投資者開始在低檔持續地買賣。市場中逐漸興起一股對於未來的希望與預期，在些許挑逗之下，便使股價在大成交量的情況下向上飆漲。這種價-量關係雖然適用於任何的金融市場，但——不幸地——僅有股票市場可以提供即時的成交量資料。在商品市場中，估計的成交量公佈於次一個交易日，實際的成交量則公佈於次兩個交易日。所以，請留意，價—量關係是一種通常而不是永遠適用的資料。它們應該是輔助工具，而不是主要的考量。

結論

現在，你已經知道什麼是趨勢，什麼是狹幅盤整，並瞭解一些造成趨勢變動的徵兆與原因。你也明白價格與成交量之間的重要關係，以及它們如何反映市場的心理狀況。如果你可以根據本章與前一章的內容思考市場的行為，你已經遠超過一般群眾的層次。

下一個步驟是將這項知識——尤其是趨勢與趨勢變化的知識——簡化為一種單純而易於管理的系統。我將提出一種獨特而非常單純的圖形系統。這套系統是以模式認定為基礎，所以它是一種技術方法。然而，提出這種系統以前，我需要先說明技術方法的優點與缺點。

附註：

- ① 對於市場指數來說，所有相關的指數都應該相互確認。若非如此，則存在背離的現象——代表趨勢可能產生變化。

第六章

技術分析的優點與缺點

「華爾街」中充滿了技術分析者。場內交易員、樓上的交易員（upstairs traders）、投機者、甚至於某些長期交易者，都試圖運用可能重覆出現的模式，預測未來的市場走勢。這些模式之所以發生，並沒有涉及什麼神秘的理由。由心理角度來說，人們通常會以一致性的方式反應一組類似情況。然而，人類心理非常複雜，而且沒有任何兩組市場情況會完全相同；所以，利用技術分析預測未來的市場行為，在態度上必須非常謹慎。

根據Robert Edwards與John Magee的說法，「技術分析是一種科學，它記錄某支股票或「市場指數」的實際交易歷史（價格的變動、成交量、以及其他類似資料），通常是以圖形記錄；然後，再根據歷史圖形推測未來的可能趨勢。」^①他們倆人採用的基本前題非常類似於「道氏理論」——市場的所有相關知識都已經反映在價格中。然而，技術分析者認為，價格與價格的模式是唯一的重要考量，這項假設則不同於「道氏理論」。

我並不是一位純粹的技術分析者，但許多獲利都是來自於技術性的考量，所以我無法像某些「基本分析者」一樣，對技術分析嗤之以鼻。它是擬定市場決策的重要輔助工具，使你可

以掌握所有的勝算，但許多市場玩家不能體認這點。在另一方面，投資或投機行為若單獨以它做為主要的評估方法，則技術分析不僅無效，而且可能會產生誤導的作用。

稍微調查一下專業交易者、投機者與投資者的看法，便可顯示技術分析的有效程度。完全仰賴圖形方法，其操作績效通常並不穩定。例如，1974 年一位技術分析者來找我，他的名字是 Leo，他認為我可以藉重他的知識。我以每週 125 美元的試用薪水任用他，如果他的建議確實有效，他還可以抽取某一百分率的紅利。Leo 每天早晨 6：30 便到辦公室，開始研究 120 多副彩色圖形，並運用一些到目前為止我還不懂的分析方法。他每天工作 16 個小時，顯然非常瞭解市場，但他在這方面的知識可能已經造成妨礙。

我要求他提供建議時，他會展示一些圖形，並解釋道：「這支股票可能在做底，」或「這支股票可能會填補缺口。」總之，不論他說什麼，他的看法總是非常不明確，並提出一些相互矛盾的可能性。我通常會回答，「好的，但我究竟應該怎麼做？買進或賣出？」Leo 無法給我一個簡單明白的答案。我對於他的印象非常深刻，尤其是他的襯衫袖口經常已經磨損而發毛，午餐總是由家裡帶來的鮪魚三明治。

我並不是說，所有的技術分析者都是如此，但技術分析本身顯然無法以根本重點思考。如果你經常觀看「金融新聞頻道」（The Financial News Network；FNN）的節目，你應該瞭解我是什麼意思。每位技術分析專家對於模式的解釋都各自不同，而且都可以提出自己的故事。根據我個人的觀點，我們僅

需要一些最根本的技術分析原則，並以它們做為輔助工具。一套真正有效的系統，應該涵蓋嚴格而健全的經濟基本分析，以及對於個別證券與商品的評估方法，再納入根本的技術分析精義。

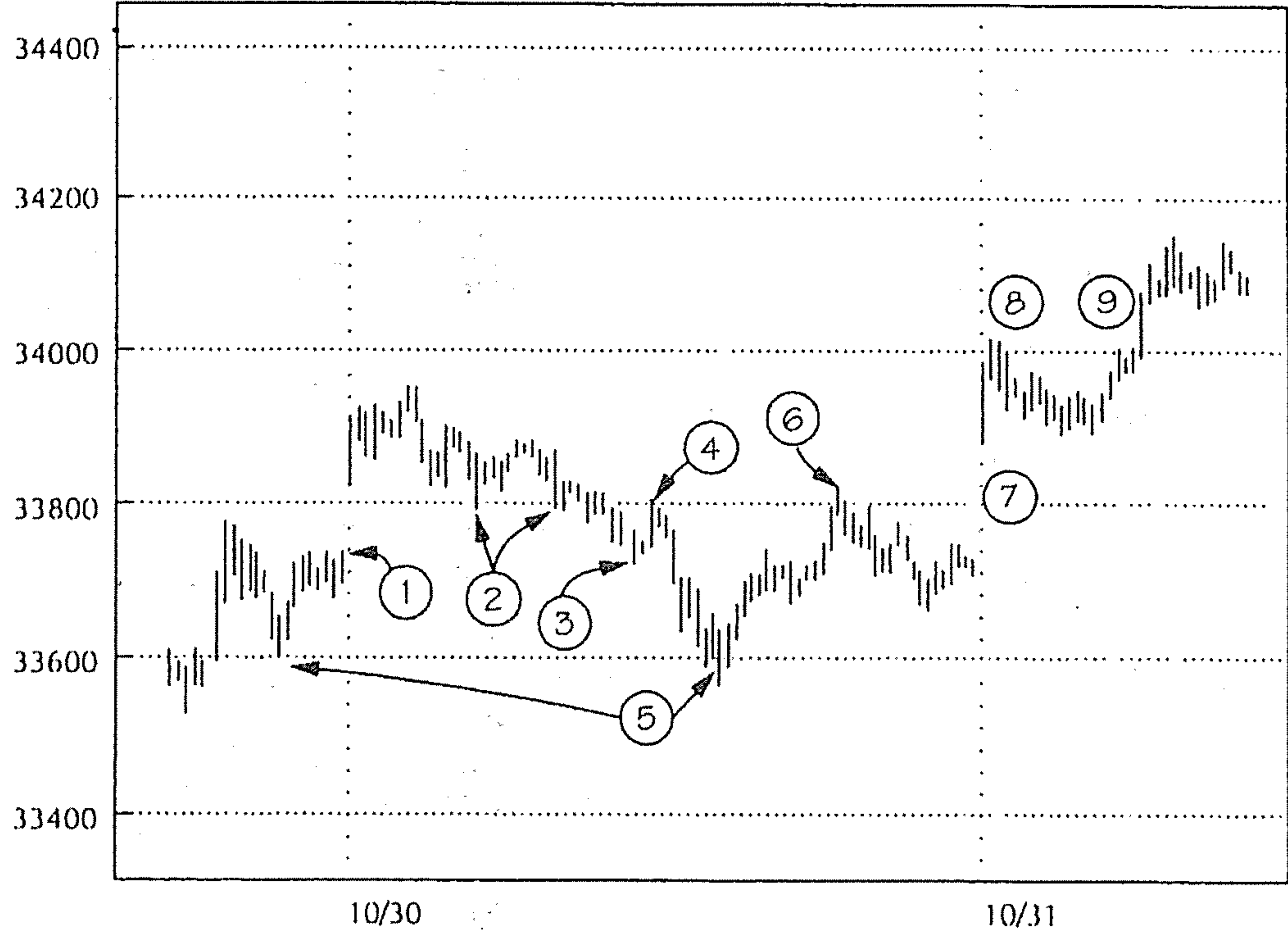
在我們的討論範圍內，各位必須瞭解三種技術分析者的活動：波浪觀察者（tide watchers）、人為操縱者（manipulators）與純粹派信徒（purists）。

波浪觀察者

所謂的波浪觀察者，試圖根據盤中價格趨勢的起伏而順勢操作。相對上講，他們並不關心經濟的狀況、個股本益比或盈餘成長、或任何其他商品的經濟基本面。他們所有的注意力幾乎完全擺在每天、每個時刻的價格走勢方向。隨著趨勢的上升、下降或橫向發展，他們將買進、賣空或保持空手。

波浪觀察者通常是主要交易所內的場內交易員（floor traders）或造市者（market makers）。他們之所以被歸類為波浪觀察者，因為僅關心價格的趨勢——「趨勢是你的朋友」是他們的根本思想。一般來說，他們並不理會任何重要消息，他們僅試圖根據「壓力」（resistance）與「支撐」（support）——可能造成波浪轉向的先前高點與低點——掌握趨勢（參考圖6.1）。

[REDACTED] b.1



TQ 20/20 © 1991 CQG Inc.

1989年12月份S&P期貨——盤中的壓力與支撐。

1. 如果今天開高，則昨天的收盤價為支撐；如果今天開低，則昨天的收盤價為壓力。
2. 「整數價位」(evens) 被視為支撐或壓力，就這個例子來說，它們是支撐。
3. 價格測試前一天的收盤價。
4. 「整數價位」形成壓力。
5. 價格測試「整數」價位與前一天的支撐水準。
6. 價格測試④的壓力。
7. 經濟領先指標出現利多消息，開盤價向上「跳空」。
8. 接近開盤價的最初高價形成壓力。
9. 價格測試壓力，並以大量向上突破而創當天新高。

在上升趨勢中，高於目前價位的先前高點爲壓力，低於目前價位的先前低點則爲支撐。在下降趨勢中，低於目前價位的先前低點爲壓力，而高於目前價位的先前高點則爲支撐。在上升趨勢中，如果突破先前的高點而價格繼續攀升，波浪觀察者將是買家，而任何顯著的連續向下跳動（ticks，「跳動」是指價格的最低變動單位；股票爲1/8，選擇權爲1/16，以及其他等等）代表可能的賣出訊號。如果突破先前的高價之後，價格未能繼續向上挺升，他們將賣出，任何顯著的向上走勢則代表可能的買進訊號。另一方面，向下的趨勢則適用類似而反向的推理。波浪觀察者永遠試圖掌握「他們」在想什麼、「他們」準備做什麼，他們是以價格走勢的性質做爲判斷的方法。②

由於場內交易員大多屬於波浪觀察者，所以投機者與投資者應該瞭解他們對於短期價格趨勢可能造成的影響。在短期內，某支個股或商品的價格，可能僅因爲他們之間的互動行爲而上漲或下跌數點。

例如，假定某股票交易所的場內交易員發現，XYZ股票的賣壓很輕，而股價下跌也沒有引發明顯的追殺賣盤。如果這種情況持續一陣子，則他們可能認爲XYZ幾乎沒有什麼賣壓。這種判斷下，他們可能乘著回檔的時機開始承接——在短線低檔開始買進——然後試盤。

假定XYZ的買-賣報價爲40 1/4-40 3/8，③而3/8的價位僅掛著500股的賣單。在1/2、5/8或更高的價位，賣單的情況究竟如何，僅能猜測，但他們認爲買盤的力道相當強，一些精明的交易員開始買進股票測盤，以觀察買、賣單的變化。最重要

者，當價格開始變動時，他們將觀察外來的委託單是否變化，若是如此，這些買、賣單的關係如何。

如果賣單不斷湧現，交易員只好放棄而拋出股票，再找另外的機會。然而，假定市場中出現買單，並在1/2與5/8的價位成交，接著又有一些經紀人跟進。如果這種情況持續下去，這支股票很快地便形成一種短線的多頭氣勢。

這個時候，場內交易員根本不知道XYZ公司的盈餘展望是否有任何變化，雖然當初的賣壓不重，很可能便是因爲這方面的緣故。總之，不論該公司的展望如何，如果股票出現相當的漲幅，便形成一個小型的飆漲行情。對於場內的多頭交易員來說，他們關心的僅是價格上漲而已。

另一方面，場外的大筆賣單隨時可能讓漲勢中斷。由於這個小型飆漲走勢純粹是投機行情，所以在上檔接手的買盤將遭到最嚴重的損失。小型的崩跌走勢也適用類似而反向的推理，這種走勢經常發生在小型飆漲走勢結束後不久。電腦程式交易可以發動、加速或/與擴大整個程序。

如果投機者或投資者瞭解這類波浪觀察者的行爲與影響，則可將此知識運用於許多方面。第一，場外的觀察者④在報價螢幕中發現這類活動時，可以根據盤中價格的循環，設定中期或長期的買、賣價位，提高獲利。第二，根據價格走勢與基本面之間、以及它與大盤之間的關係，可以在中期與長期的持續力道判斷價格走勢的「合理性」（legitimacy）。最後，波浪觀察者活動的性質，代表市場共識的一項關鍵指標。

最後一點對於投機者可能最爲重要。猶如地質學家監視火山活動預測地震，投機者可以監視盤中與每天的市場活動，衡量未來行情的發展。特定來說，成交量、漲-跌家數比率、重大經濟或市場新聞引起的短期反應、以及價格變動率等因素，都可以評估市場參與者的主要心理驅動力量。

以1989年10月13日的情況來說，僅僅因爲「聯合航空」併構案發生融通失敗的消息，使市場陷入恐慌性的賣壓中。顯示市場當時的心理結構非常脆弱。市場顯然極度懷疑多頭走勢的持續力道——只要有一些空頭或次級修正的徵兆，跌勢便一發不可收拾。

人爲操縱者

在「華爾街」，人爲操縱（manipulation）是一項齷齪的字眼。它具有不公平與不誠實的涵意，這種行爲經常被聯想爲賭場中的作弊。事實上，情況截然不是如此。根據《Random House Dictionary》（1969年大學版）的解釋，人爲操縱是「以高明的技巧處理或影響」。《韋氏字典》（1972年大學版）又提出另一種解釋：「以不公平或狡猾的手段，有技巧地控制或處理」。然而，試圖以自身的買賣行爲造成價格的變動，並因此而獲利，這並沒有什麼明顯的「狡猾」或「不公平」——換言之，除非「證券交易委員會」（Securities and Exchange Commission）想法不同。若是如此，便有狡猾的問題，因爲你可能因此被判刑入獄。然而，個人會被判刑，但法人機構則否。

大型的法人機構可以透過龐大金額的買賣，操縱市場的短

期價格。它們的目標是透過相關市場的背離價格獲利；價格的背離經常便是它們自身的行為誘導或造成。它們的成功，是利用波浪觀察者的心理。

以一個規模為20美元億的退休基金為例，假定它希望賣出價值2億美元的股票。它知道，如此龐大的賣出將導致股票指數下跌，所以它可以根據這項判斷獲利。在市況較平靜的時間，通常是下午2：00左右，它開始賣空S&P的指數期貨，建立200萬美元的空頭部位。這相當於是股票現貨部位的兩倍，大約需要賣空1,000至1,500口契約——就S&P期貨市場的規模來說，這筆交易很容易被消化。

然後，下午3：10左右，它開始以每五分鐘1,000萬美元的速度分批賣出股票，在臨收盤前，再賣出一筆大單。由於這一波波的賣壓，場內會出現相當明顯的空頭氣勢，價格開始下滑。相對地，期貨價格也會按比例下跌。在現貨與期貨市場中，波浪觀察者都會推波助瀾，使價格形成一種小型的崩跌走勢。

在股價的下跌過程中，這家退休基金在現貨的處理上雖然發生虧損，但空頭部位（兩倍的數量）回補的獲利遠足以彌補現貨的損失。記住，期貨交易的保證金只不過是5%，而股票的融資為50%；所以，透過槓桿原理，期貨市場的獲利潛能是股票的10倍。

第二天早晨，市場的整個浪潮又反轉過來，買氣開始蓄積，並造成一個小型的飆漲走勢。由於預先已經知道整個發展的——幾乎是必然的——結果，這家退休基金可以掌握理想的

買賣時機，在兩個市場的上漲與下跌走勢中，同時為自己與客戶創造可觀的獲利，再加上佣金的收入與免費的公共關係。最後，市場幾乎沒有任何變化，但卻有大筆的資金轉手了。法人機構採用各種電腦交易程式，有些非常複雜，它們雖然不完全是為了操縱市場，但總是不當的賺錢手段。

就公正的原則來說，電腦程式交易蘊涵的「不公平性」並不是來自於市場本身，而是來自於政府對於市場的任意規範。如果個人的操縱行為應該被懲罰，而機構法人的操縱行為應該被忍受，其中顯然有不公平之處。猶如J. O. O'Neil所說：

主管當局允許他們〔法人機構〕直接與「紐約股票交易所」的電腦連線，在瞬間之內便可以下達大量的交易指令。你和我則需要透過經紀人，要求他們把交易指令轉至紐約，執行一項指令需要幾分鐘的時間。⑤

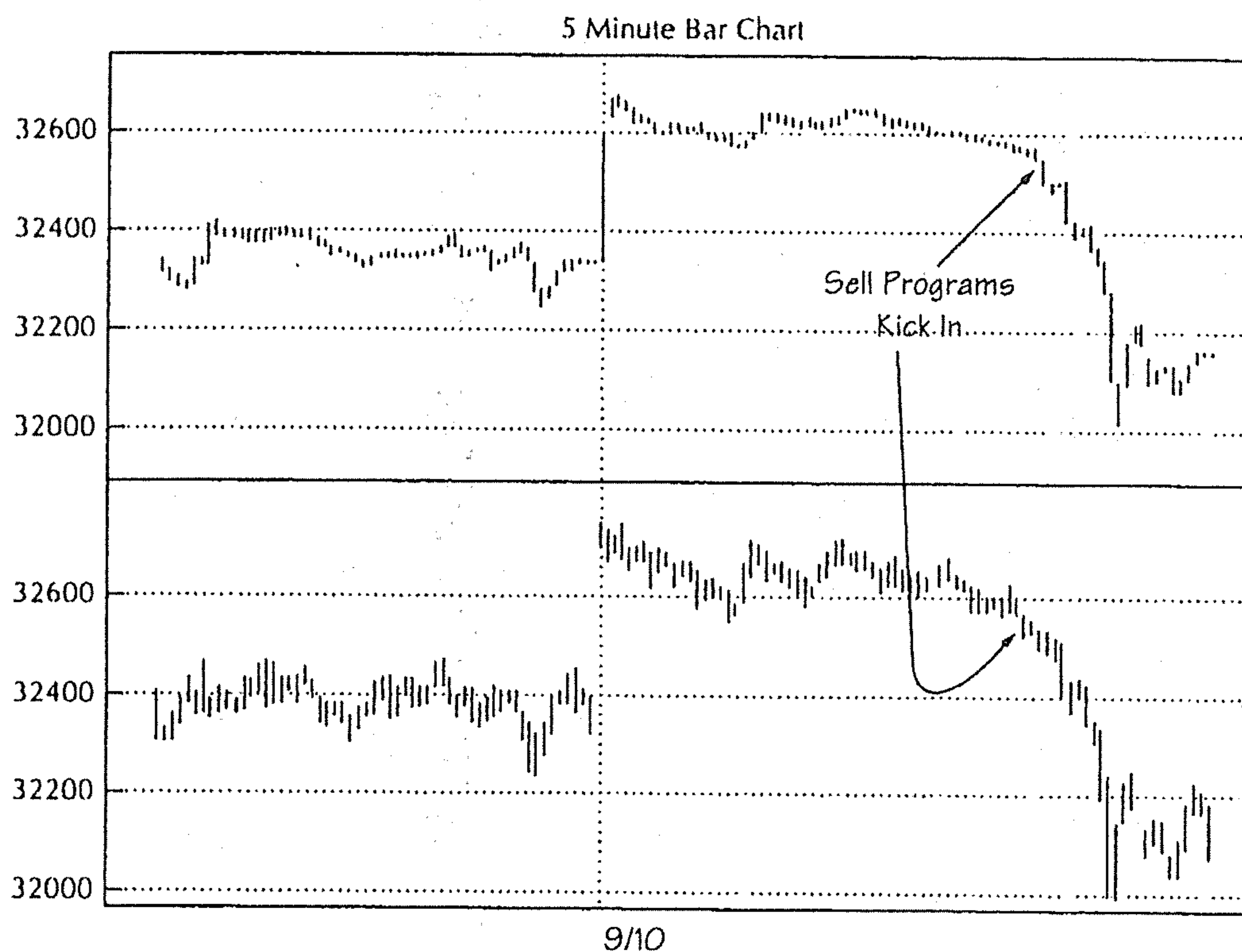
就我個人來說，完全自由化的市場是最理想的狀況，但主管當局至少可以明確界定何謂「人為操縱」，使每個人都瞭解「合法」交易的範圍。

自從1980年代中期以來，電腦程式交易已經完全改變盤中價格走勢的性質，並為市場帶來前所未有的不確定性。目前，在任何時刻，一位程式經理人的判斷便可以發動買進或賣出的電腦程式，並在純粹技術的基礎上（換言之，相關股票的盈餘展望沒有任何的基本變化），造成5至30點以上的短線走勢。

（參考圖6.2）

圖6.2

1990年12月份的S&P期貨與S&P現貨指數的五分鐘走勢圖。電腦交易程式對於盤中走勢的影響。電腦交易程式發明以前，任何如此大幅度的持續性走勢中，必然會夾雜著反彈。電腦程式可以使期貨與市場指數出現巨幅的波動，經常會使交易者誤判市場的趨勢。



TQ 20/20 © 1991 CQG Inc.

我過去經常從事S&P期貨的當日沖銷交易。在電腦交易程式發明以前，你絕對不會見到長達1 1/2時的跌勢，中間沒有夾雜任何反彈。你也很少看見目前經常出現的尖銳V-型（或顛倒的V-型）走勢。由於機構法人的交易量非常龐大，一般大眾因為恐懼而退出市場，目前從事S&P的當日沖銷交易，你感覺好

像有人拿槍指著你。任何時候程式經理人都可以扣發板機，於是市場在毫無預兆的情況下，突然出現不利於你的走勢，而你根本沒有迅速認賠的機會，尤其交易部位如果很大的話。

市場一旦出現電腦程式交流的短線波動，如果你站在錯誤的一方，可能造成致命的結果。當然，如果你站在正確的一方，獲利也相當可觀。問題是：這類走勢是由一個人發動，除了少數人之外，沒有人知道整個交易計劃，所以目前短線交易非常困難，而且經常演變為擲骰子的賭博。然而，分析S&P 500現貨與S&P 500期貨的走勢圖，精明的投機者或投資者可以辨識電腦程式交易的模式，並以此設定最理想的買賣價位。⑥以此方式掌握進、出場的時機，這對於投資組合的績效有相當大的幫助。相反地，在電腦程式交易的威脅下，以「市價」大筆買、賣股票或期貨，是相當愚蠢的行為。

就中期與長期的角度來說，電腦程式交易基本上無法操縱價格，但可以改變價格趨勢的性質，加速中期價格走勢的發展。就上升趨勢而言，它們可以引發大量的投機性買盤。就下降趨勢而言，可以對主要跌勢造成可怕的影響，就如同1987年10月崩盤的情況。

在1987年10月初，市場對於基本面已經產生懷疑。本益比為21倍，這是歷史上最高的本益比之一。帳面價值對股價的平均比率在名義上（nominally）高於1929年的水準，若經過通貨膨脹的調整，更高得離譜。這些因素再加上經濟各部門的負債情況，使市場已經瀕臨一個主要的修正走勢——如果不是空頭市場的話。就當時的情況來說，問題已經不是「是否」而是

「何時」。

10月19日以前，法人機構的數十億美元資金留在股市內，純粹只是爲了追求短期避險、套利與操縱策略的利潤。顯而易見地，當時如果Fed大幅緊縮信用，或美元匯率大幅下跌，這些「熱錢」會抽離股市，加重市場跌勢。當時，Barron's雜誌曾經訪問我，並將訪問內容刊登於1987年9月21日的一期中：

股票市場的跌勢形成氣候時，電腦程式交易會誇大整個情況的嚴重性，並造成史無前例的急跌走勢…

這種誇大的跌勢，通常稱爲「集體倒貨」（unwinding），所以主要多頭走勢的頭部附近充滿不確定性與風險。這種情況下，如果持續以全部資金投入股市，顯然完全忽略風險/報酬的合理原則。情勢即將變化時，首先變化的人往往獲利最豐碩。

純粹派信徒

在正式的理論基礎上，某些技術分析者相信：價格即是一切；所有關於市場的已知或未來的可知資料都已經包含在市場價格與走勢中。這便是純粹的技術學派信徒，其中較著稱者爲艾略特（R. N. Elliot）與Kronrodiov；某些不全然瞭解Edwards與Magee理論的信徒們也是如此，還有某些異端的「道氏理論家」。在不同的形式與程度上，純粹的技術學派信徒主張，價格走勢中存在一種形而上的必然性（metaphysical inevitability），它們是由命運、上帝、演化、或某種宇宙的力量決定，經濟分析與預測僅是要找尋正確的相關性或循環時間架構，闡明這些價格走勢的性質。

試圖以嚴格的循環理論或純粹的數學方法預測未來，完全忽略市場活動中的主觀性質。另外，這種態度也忽略政府干預與聯邦準備政策對於長期趨勢可造成的明確影響，有關這方面的問題，我們將在第九章與第十章中討論。在某種程度內，這類理論系統確實可以成功地運用於行情預測與分析，這主要是因為它們已經脫離一致性理論需要的嚴格基礎。或許它們的理論架構暫時符合市場的行爲性質，因為市場參與者具有某些一致性的行爲，這種情況下，只是短期的技術性觀察；或許它們的理論架構非常普遍或界定過於鬆散，而使用者有相當程度的解釋與推論空間。

就第一種情況來說，以技術分析模型擬定投機或投資決策，並預測未來走勢的幅度大小與時間長短，其績效將缺乏一致性——市況會急速的變化。就第二種情況來說，理論架構實際上將妨礙健全的推論與分析。總之，市況將改變，市場參與者的態度將改變，這類技術模型也終究會無效。

我必須再度強調，此處談論的並不是指所有的技術分析方法與運用，我僅指其中某些學派，他們主張：未來一切都已經預先決定，並因此而能以嚴格的數學模型預測未來。

摘要

技術分析可以提供重要的資訊，但需要以合理的態度看待它：技術分析是歸納重覆發生之價格模式的一種方法。這些價格模式之所以產生，主要是因為市場參與者在擬定決策時，都俱備類似的心理架構。在整個歷史上，市場對於類似情況通常

都會產生特定的反應，而技術分析的最大貢獻便是提供一種方法，衡量這種反應的趨勢。

在這種體認之下，技術分析可以為市場分析與經濟預測提供一個新的觀察角度，這是投機者與投資者經常忽略的一個領域。經過適當地瞭解與正確地界定，技術分析可以擴張市場知識的領域，並顯示某些原本無法察覺的獲利機會。

附註：

- ① Robert D. Edwards and John Magee, *Technical Analysis of Stock Trends* (Massachusetts: John Magee Inc., 1966) (第五版), p. 5。
- ② 「他們」是一種無所不在的市場擬人化概念，有關這方面的評論，請參考 G. C. Seldens, *Psychology of the Stock Market* (Vermont: Fraser Publishing Company, 1965)。
- ③ 場外觀察者 (upstairs trader) 是指在遠處一直使用螢幕從事交易的人。
- ④ 對於任何交易工具，買價 (bid) 代表當時場內願意買進的最高價格，賣價 (offer) 代表當時場內願意賣出的最低價格。
- ⑤ William J. O'Neil, "Program Trading vs. Investing in a New U. S.," *Investor's Daily*, 10/17/89, p. 1。
- ⑥ 如果你在場內有熟識的朋友也有幫助。

第七章

創造財富的契機： 辨識趨勢的改變

金融市場中最迅速而安全的賺錢方法，是儘早察覺趨勢的改變，建立部位（多頭或空頭），順著趨勢前進，並在趨勢反轉之前或之後不久，了結你的部位。任何市場的專業玩家都會告訴你，在低點買進而高點賣出（或是在高點賣空而低點回補），這僅能仰賴運氣的眷顧；但經過適當練習之後，你非常可能掌握中期或長期走勢的60%至80%。

爲了辦到這點，你首先必須知道有那些不同的市場，有那些金融工具可供交易，如何與在那裡交易，保證金的規定如何，以及其他類似問題。①瞭解這些相關知識以後，接著你需要以某種方法尋找俱備理想投資機會的市場。

就此來說，你可以到圖書館，花費三、四年的時間研究全世界的所有市場，完成研究時，你已經忘記你所學習的大部份內容。另一種可行的方法，是學習如何觀察圖形。

對於一位有經驗的市場玩家來說，如果希望在眾多的市場中，挑選潛在的買、賣機會，觀察價格走勢圖是最單純而有效的方法。學習一些簡單的技巧以後，你可以在一個小時內，瀏

覽兩、三百副圖形，並由其中篩選較理想的對象。然後，經過進一步地評估以後，你可以挑戰五至十個值得研究的市場。你在篩選圖形時，你是觀察個股、指數、商品是否存在趨勢變動的徵兆。

前一章中，我曾經嚴厲批評技術分析的某些觀點，但我也表示技術分析是一種不可忽略的投機工具。現在，有關趨勢變動的判定，我希望提出一種我最心愛的方法。我之所以偏愛它們，基於一個理由：長久以來，它們爲我創造穩定的獲利。它們非常簡單，很容易記憶，經過相當的練習以後，你甚至於不用鉛筆便可以判斷圖形的內容。

根據圖形解釋資料——辨識價格模式，並推測未來的價格走勢——屬於技術分析的領域。如果你閱讀有關技術分析的書籍，你將發現無數的價格模式：三角形、頭肩排列、狹幅盤整、楔形、空頭旗形、多頭旗形、七山（7 mountains）、……我僅選用其中可以歷經時間考驗的模式，並將我的技術方法維持在最簡單而根本的範圍內。

我將我的技術性觀察分爲兩大類。第一類包括本章內容，是處理趨勢與趨勢變動的根本原則；我在市場建立任何部位之前，都非常仰賴這部份內容的協助。第二類將在下一章中解說，它們是判斷趨勢變動的輔助性工具；我的市場決策會根據情況斟酌這部份因子。

本章中列出的方法，來自於我對於「道氏理論」的瞭解，以及我個人多年來評估市場趨勢與轉折點的經驗。猶如「道氏理論」一樣，這些方法並不是完全沒有錯誤的可能性，它們扮

演的角色，僅是一個更廣泛預測結構中的輔助性工具而已。這套方法有一個優點，它們可以毫無例外地適用於每一個市場：股票、指數、商品與債券。根據它們判斷，正確的機會遠多於錯誤；在適當的運用下，一旦決策發生錯誤，它們也可以讓你迅速認賠。

利用走勢圖擬定投機與投資的決策，這俱備兩項經常為人忽略的重要優勢。第一，對於大部份人來說，運用視覺思考較為簡單。第二，在走勢圖上設定明確的進場與出場點，你較可避免巨額輸贏時的情緒性壓力。

務必記住，運用走勢圖擬定決策，技術上的一致性在長期中最為理想，中期稍差，而短期的變化情況最嚴重。走勢圖中之所以存在模式，是因為市場參與者對於類似的情況會產生類似的反應。就心態上來說，投資者與投機者並不相同，但他們之間有許多共通之處；這些共通性質將反映在走勢圖的模式中。然而，盤中的短線交易者是根据截然不同的法則交易，因此他們產生的模式必須另外考慮。我們必須感謝盤中交易者的存在，因為他們為投機與投資行為提供不可或缺的市場流動性；除了提供流動性以外，他們的行為對於中期與長期趨勢幾乎沒有什麼影響。

走勢圖的判讀方法，雖然屬於「技術性」的觀察，但這是最廣義的角度而言；換言之，它們在視覺上呈現人類行為的特質，而這些特質重覆出現於市場價格走勢的歷史記錄中。

如何決定趨勢——繪製趨勢線

根據先前數章的講解，我們已經知道何謂趨勢。讓我們再複習一次；趨勢是某特定期間內，價格走勢的方向。在上升趨勢中，價格持續上漲而中間夾雜著暫時性的下跌走勢，但下跌走勢的低點不會低於前一波跌勢的低點。下降趨勢則相反——價格持續下跌而中間夾雜著暫時性的上漲走勢，但上漲走勢的高點不會高於前一波漲勢的高點。在圖形上，趨勢呈現鋸齒狀的模式；就上升趨勢而言，價格將持續創新高，其間所夾雜之回檔走勢的底部也不斷墊高；就下降趨勢而言，價格將持續創新低，其間夾雜之反彈走勢的高點也不斷下滑。

分析趨勢時，趨勢線是最有用的工具。不論業餘或專業的市場玩家經常觸犯一項嚴重的錯誤：趨勢線的定義與繪製，在方法上缺乏一致性。若希望趨勢線能夠發揮功能，必須精確反映趨勢的定義。我設計的方法非常簡單，而且具有一致性。它同時符合「道氏理論」中對於趨勢的定義，以及該理論對於趨勢變動的推論：

1. 選擇考慮的期間：長期（數個月至數年）、中期（數個星期至數個月）、或短期（數天至數個星期）。在既定的期間內，如果趨勢線的斜率變動非常明顯，可能同時存在數條趨勢線。

2. 上升趨勢線：在考慮的期間內，以最低的低點為起點，向右上方繪製一條直線，連接最高之高點前的某一個低點，而使這條直線在兩個低點之間未穿越任何價位（圖7.1與7.2）。延伸這條直線而經過最高的高點（譯按：這是指水平軸上的位置而言）。當趨勢線經過所考慮最高之高點後，它可能

穿越某些價位。事實上，這是趨勢發生變化的一種現象，稍後將討論這方面問題。

3. 下降趨勢線：在考慮的期間內，以最高的高點為起點，向右下方繪製一條直線，連接最低之低點前的某一個高點，而使這條直線在兩個高點之間未穿越任何價位。延伸這條直線而經過最低的低點（圖7.3與7.4）。

圖7.1

1989年12月份活牛期貨——上升趨勢。上升趨勢線是由最低的低點繪製一條直線，連結最高之高點前的某一低點，使該直線在兩個低點之間不會穿越任何價位。

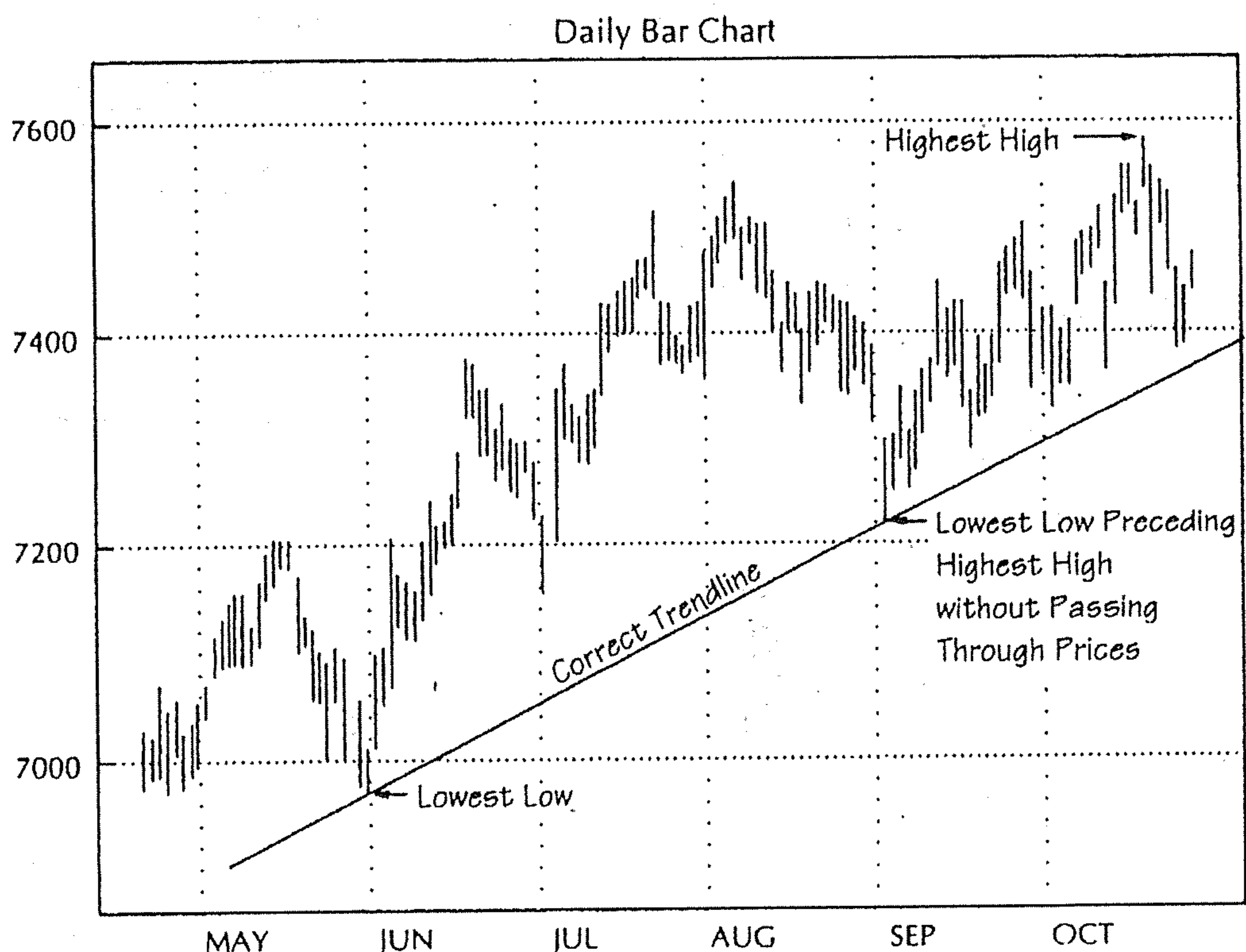


圖7.2

1989年12月份活牛期貨——錯誤的上升趨勢線。這條上升趨勢線並不正確，因為在兩個低點之間，趨勢線穿越某些價位。這種錯誤會導致趨勢變動的誤判。

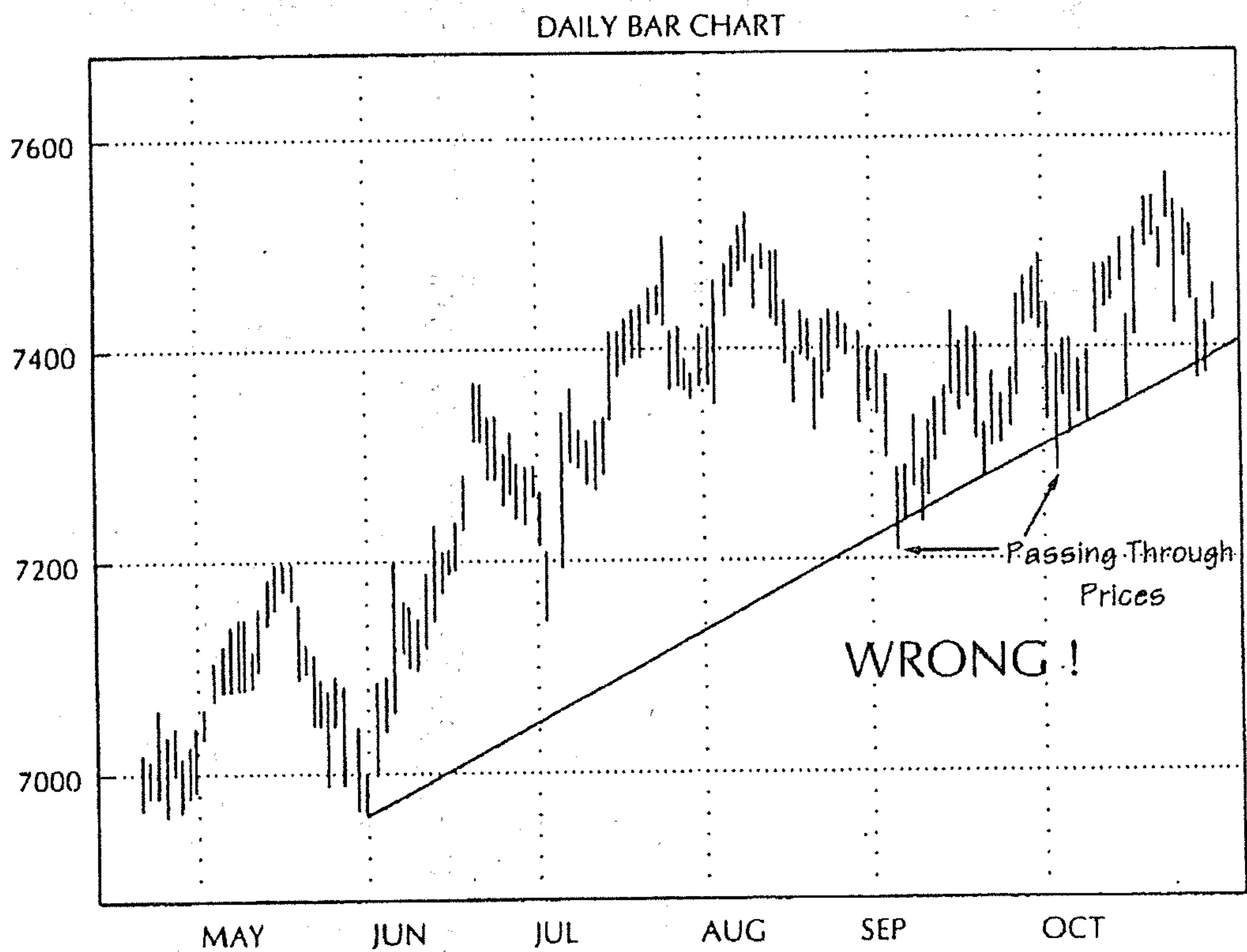


圖 7.3

1989年12月份黃豆油期貨——下降趨勢線的正确繪製方法。下降趨勢線是由最高的高點繪製一條直線，連結最低之低點前的某一高點，使該直線在兩個高點之間不會穿越任何價位。

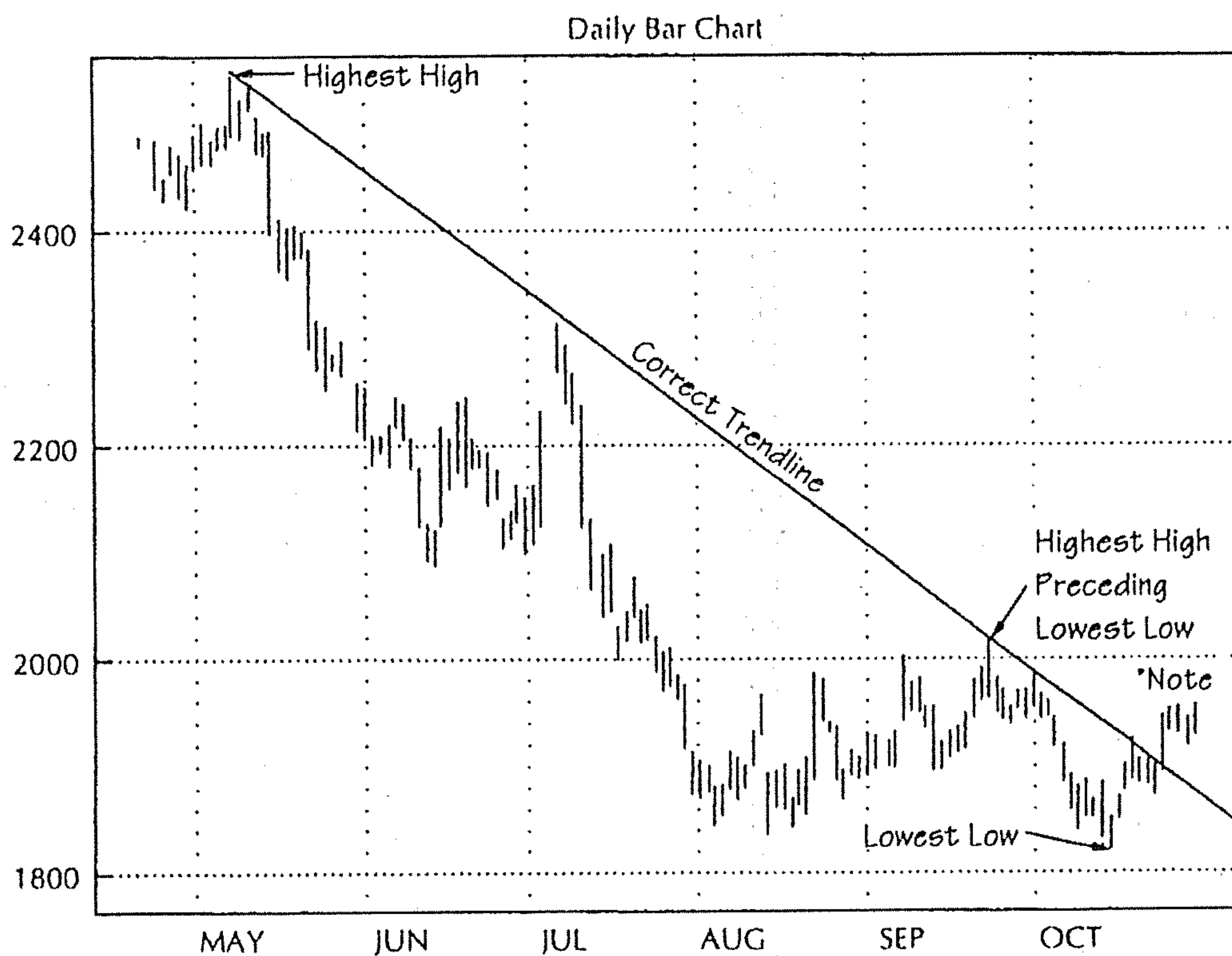
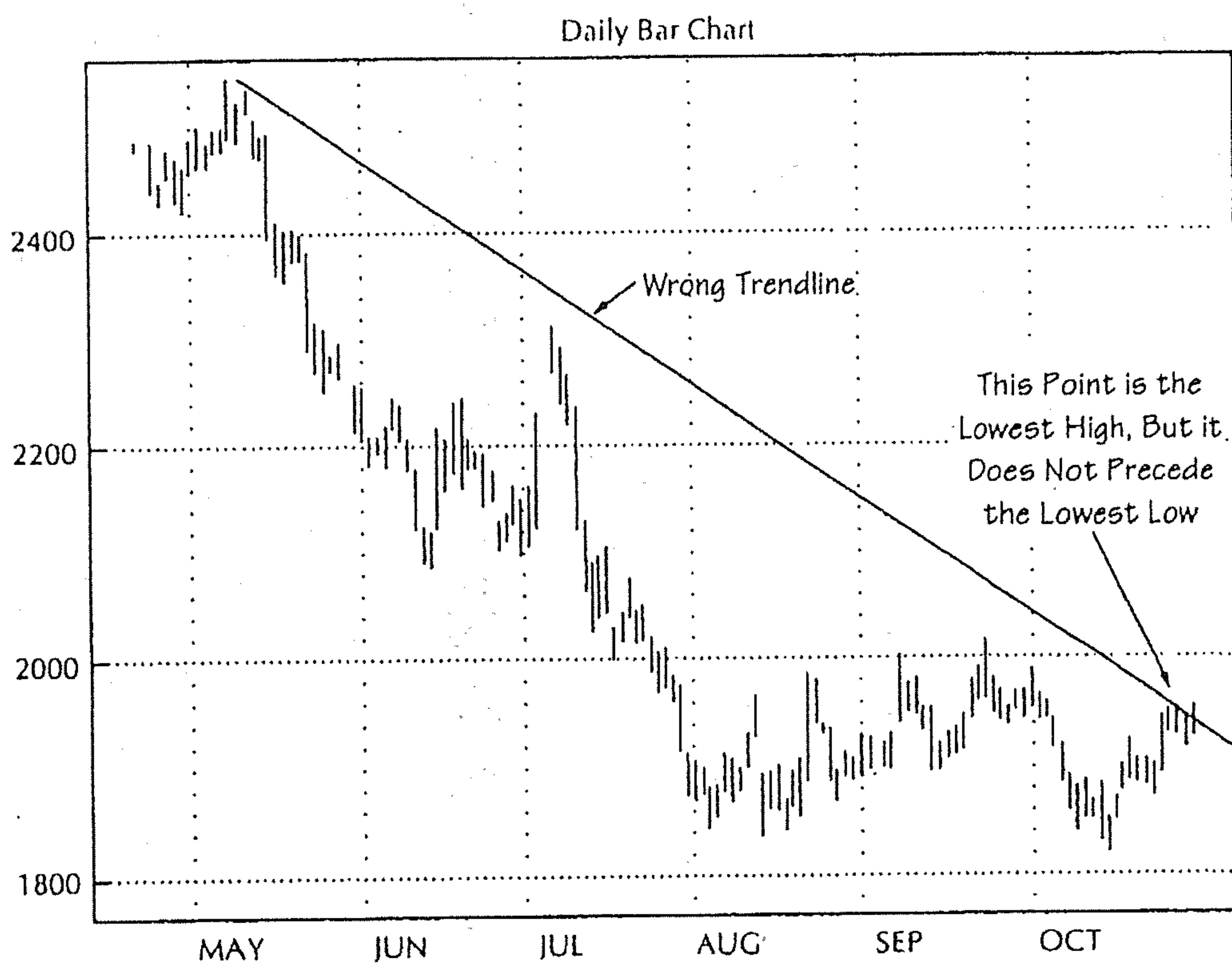


圖 7.4

1989年12月份黃豆油期貨——錯誤的下降趨勢線。這條下降趨勢線並不正確，因為在兩個高點之間，趨勢線穿越某些價位。請留意，圖7.3中，趨勢線顯示趨勢可能已經發生變動，本圖的趨勢線，未明確顯示趨勢變動的徵兆。所以，以正確的方式繪製趨勢線非常重要。



這種方法雖然簡單，卻非常精確而具有一致性。如果你根據相同期間內的資料線性迴歸分析（linear regression analysis），最佳套入直線的斜率將相當近似於趨勢線的斜率。這與其他方法不同，它使你可以避免依據個人的主觀看法繪製趨勢線——避免將個人的欲望強加在趨勢線之上。趨勢發生變動時，這項方法也可以在圖形上提供判斷的基準。

如何認定趨勢的變動：簡單的1-2-3準則

在底部買進而在頭部賣出，當然是最理想的投機方式，但這顯然不是一種可以穩定達成的境界：市場的發展太過不確定。然而，我們可以在技術上判定，趨勢何時將發生變動，並因此掌握大多數股票與商品之長期價格走勢的60%至80%幅度。

價格走勢有三種基本的變動，它們之間的相互配合，可以界定任何市場的趨勢變化：股票、商品、債券、……。它們分別為：

1. 趨勢線被突破。價格穿越繪製的趨勢線（圖7.5）。
2. 上升趨勢不再創新高，或下降趨勢不再創新低。例如，在上升趨勢的回檔走勢之後，價格雖然回升，但未能突破先前高點，或僅稍做突破又回檔。類似情況也會發生在下降趨勢中。這通常稱為「測試」（test）高點或低點。這種情況通常——但不是必然——發生在趨勢變動的過程中。若非如此，則價格走

勢幾乎總是受到重大消息的影響，而向上或向下跳空，並造成異於「常態」的激烈價格走勢（參考圖7.6）。

3. 在下降趨勢中，價格向上穿越先前的短期反彈高點；或在上升趨勢中，價格向下穿越先前的短期回檔低點（圖7.7）。

圖7.5

1990年價值線現貨指數——突破中期趨勢線。價格穿越一條繪製適當的中期趨勢線時，這是趨勢變動的第一個徵兆。1-2-3趨勢變動準則的第1種情況。

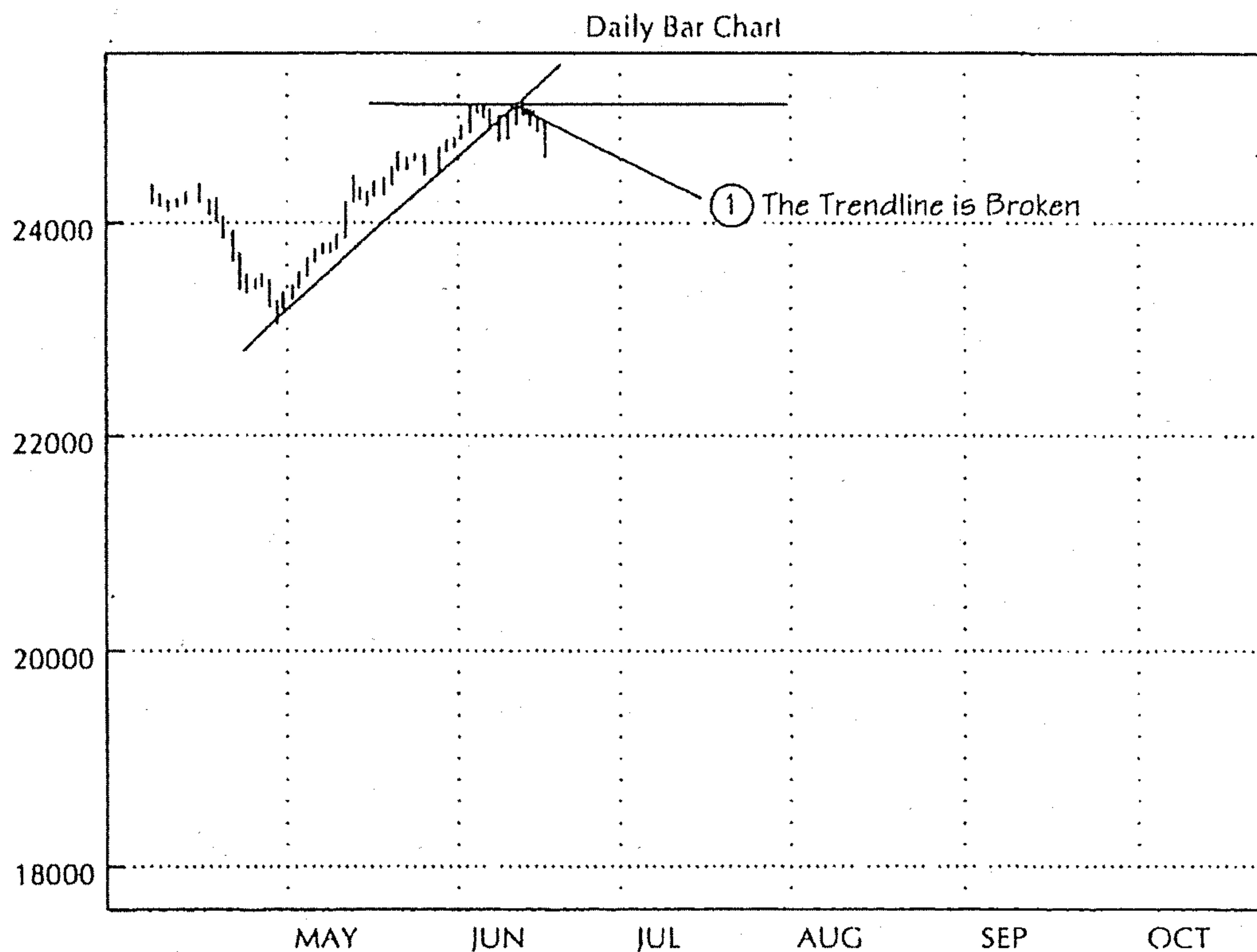


圖 7.6

1990年價值線現貨指數——測試先前的中期高點而失敗。價格接近而未能到達先前的高點時，這是趨勢變動的第二個徵兆。1-2-3趨勢變動準則的第2種情況。

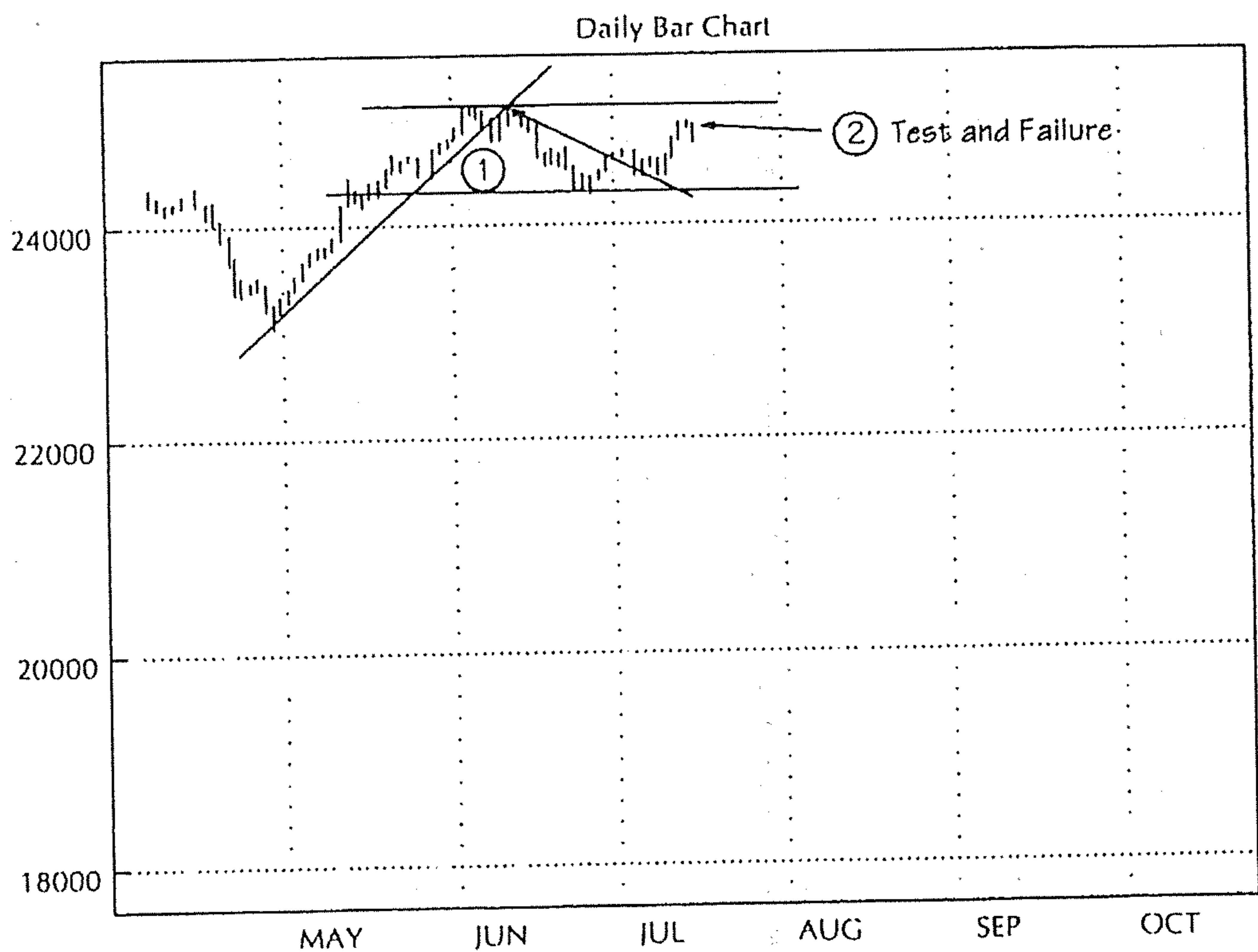
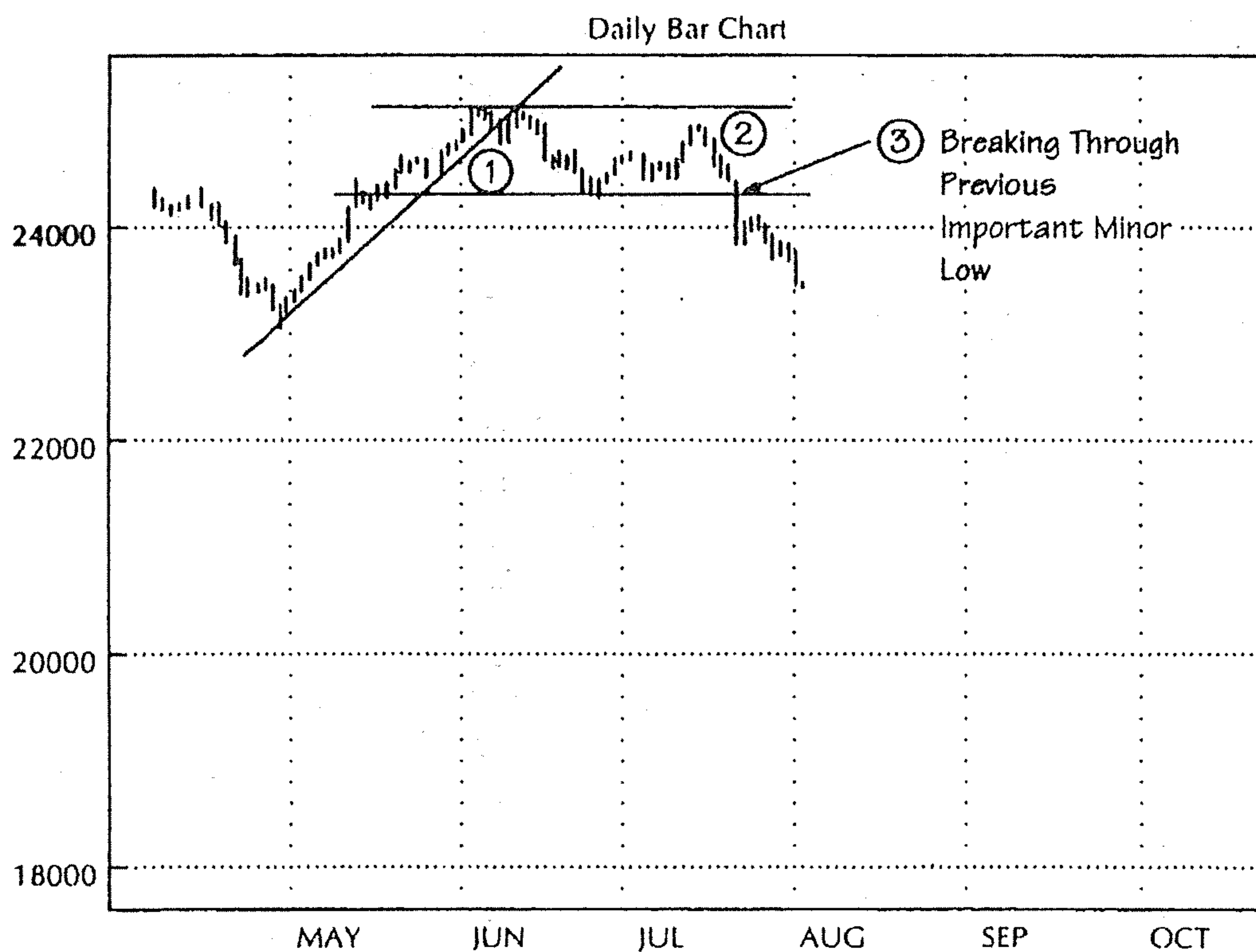


圖 7.7

1990年價值線現貨指數——價格跌破先前的中期低點。價格跌破先前的
重要低點，這是趨勢變動的第三個徵兆。1-2-3趨勢變動準則的第3種情況。



如果上述三種情況同時發生，相當於「道氏理論」對於趨勢變動的確認。②如果僅發生前兩種情況，代表可能的趨勢變動。在三種情況中，若出現兩種，則增加趨勢發生變動的或然率。三種情況同時產生，則界定所謂的趨勢變動。

在走勢圖中觀察趨勢的變化，必須根據下列方式將先前的原則轉換為圖形的格式（參考圖7.5-7.7）：

1. 繪製趨勢線。
2. 在下降趨勢中，繪製一條水平的直線穿越目前的最低價，再繪製另一條水平的直線穿越前一波反彈的高點。
3. 在上升趨勢中，繪製一條水平的直線穿越目前的最高價，再繪製另一條水平的直線穿越前一波回檔的低點。

就上升趨勢來說。如果價格穿越趨勢線，在穿越的位置標示①。如果價格接近、接觸或稍為穿越該條對應目前高價的水平直線而未能突破，則在該點標示②。如果價格向下突破該條對應前一個回檔低點的水平直線，則在該點標示③。如果這三個情況出現兩者，則趨勢很可能會發生變化。如果三個情況全部出現，則趨勢已經發生變化，並最可能朝新的方向繼續發展。

稍做練習，你便能夠以目測的方式判斷趨勢發生變動的準則，並以1-2-3思考：(1)突破趨勢線；(2)測試先前的高點或低

點；(3)向下跌破前一波回檔的低點或向上穿越前一波反彈的高點。1-2-3：趨勢已經發生變動了！

當然，根據這些法則交易，未必有100％的效果——沒有任何方法具有絕對的效果。在流動性欠佳、對於消息面非常敏感、或高度投機的市場與个股中，特別容易出現突然的反轉（參考圖7.9）。假定你根據1-2-3準則或其他類似準則交易，而行情突然反轉，這稱為「捱耳光」（getting whipped 或 getting whipsawed；譯按：這是在價格波動甚為劇烈的行情中，當你買進之後，價格突然下跌，或當你賣空之後，價格突然上漲）。避免捱耳光或降低損失的最佳方法是遵循下列法則：

1. 交易僅選擇流動性高的市場，並且歷史上甚少出現突然而大幅的反轉走勢。由圖形中觀察，流動性欠佳的市場經常出現成交量不大而價格劇烈波動的走勢。
2. 在可能的範圍內，避開對於消息面非常敏感的市場，或對於政府貨幣與財政政策反應劇烈的市場。由圖形中觀察，這類市場經常出現「跳空缺口」（gaps）——價格出現突然而巨幅的變動，而中間的價格並未顯示③（圖7.9）。
3. 唯有當你可以將出場點設定在先前的支撐或壓力價位，才可以建立交易部位。這種情況下，如果市場證明你的判斷錯誤，你可以迅速認賠。這類的出場點，如果事先已經遞入交易指令，稱為「停損」（stop losses）；如果僅是預先設定，而價格已經接近此價位時，才遞入交易指令，則稱為「心理停損」（men-

tal stop) (圖7.10)。(譯按：在譯文中，不論是獲利了結或認賠出場，這類的策略一律翻譯為「停損」；所以，停損代表：限制損失的擴大，或限制獲利的流失。)

圖7.8

1989年12月份商品指數期貨——流動性欠佳的範例。這是一份商品指數期貨的15分鐘走勢圖，它顯示成交量稀少、價格波動大、許多跳空缺口與沒有發生交易的期間。

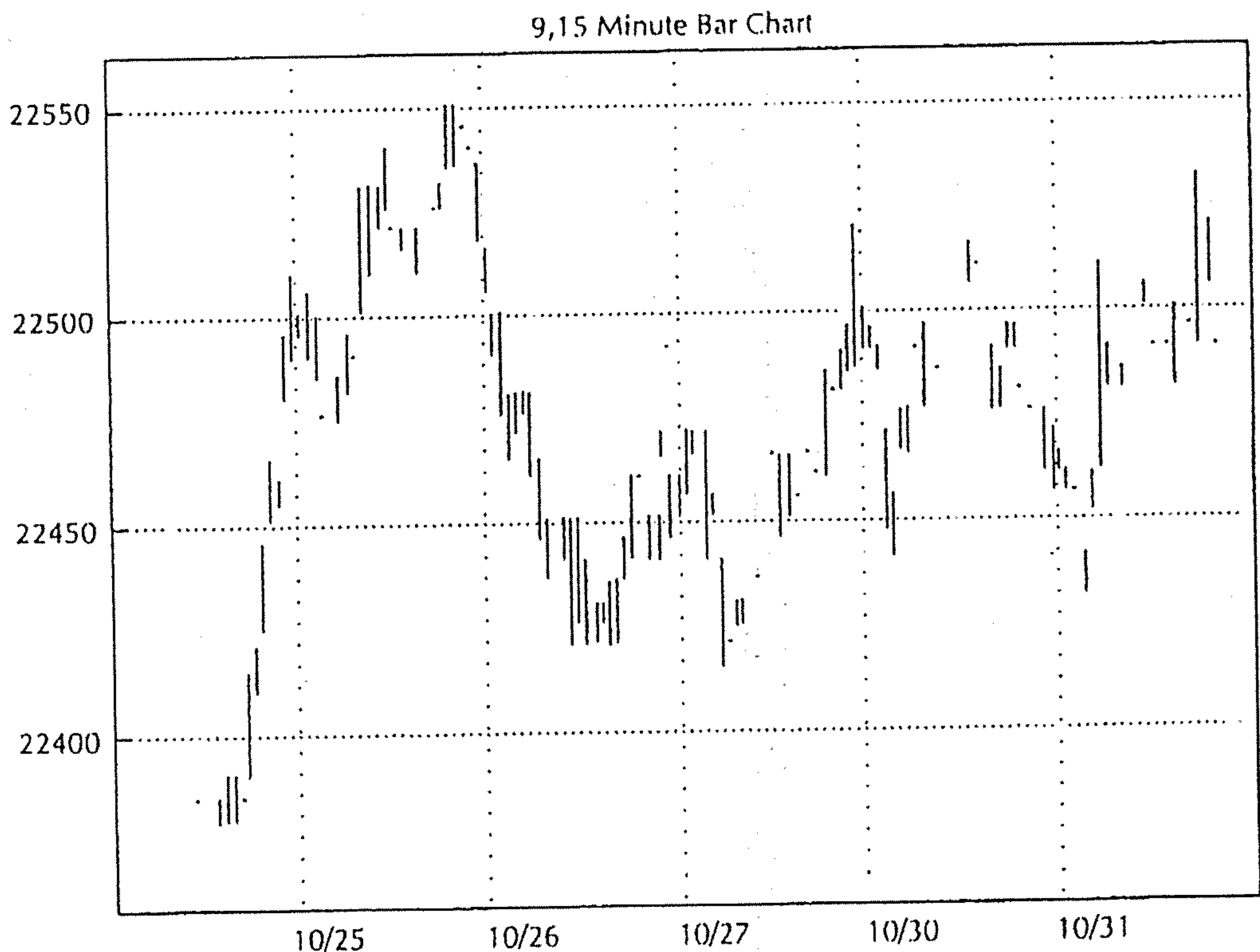


圖7.9

1989年12月份日圓期貨——一個對於消息面非常敏感的市場。外匯市場對於消息面相當敏感，因為中央銀行可以操縱供給面。請留意，每天的開盤價經常跳空，趨勢的變動也非常快速。除非在適當的情況下，否則在外匯市場建立投機部位的風險很高。

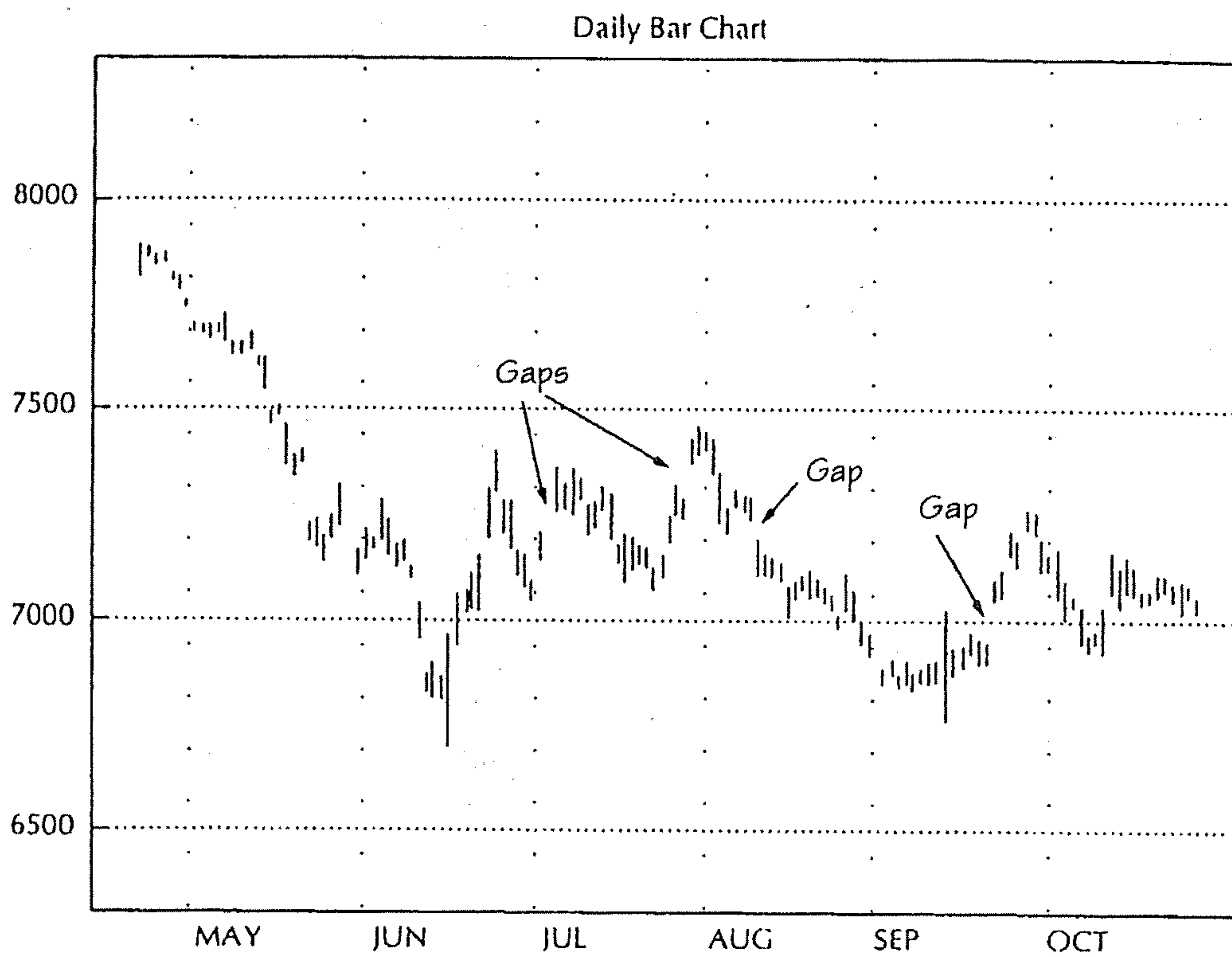
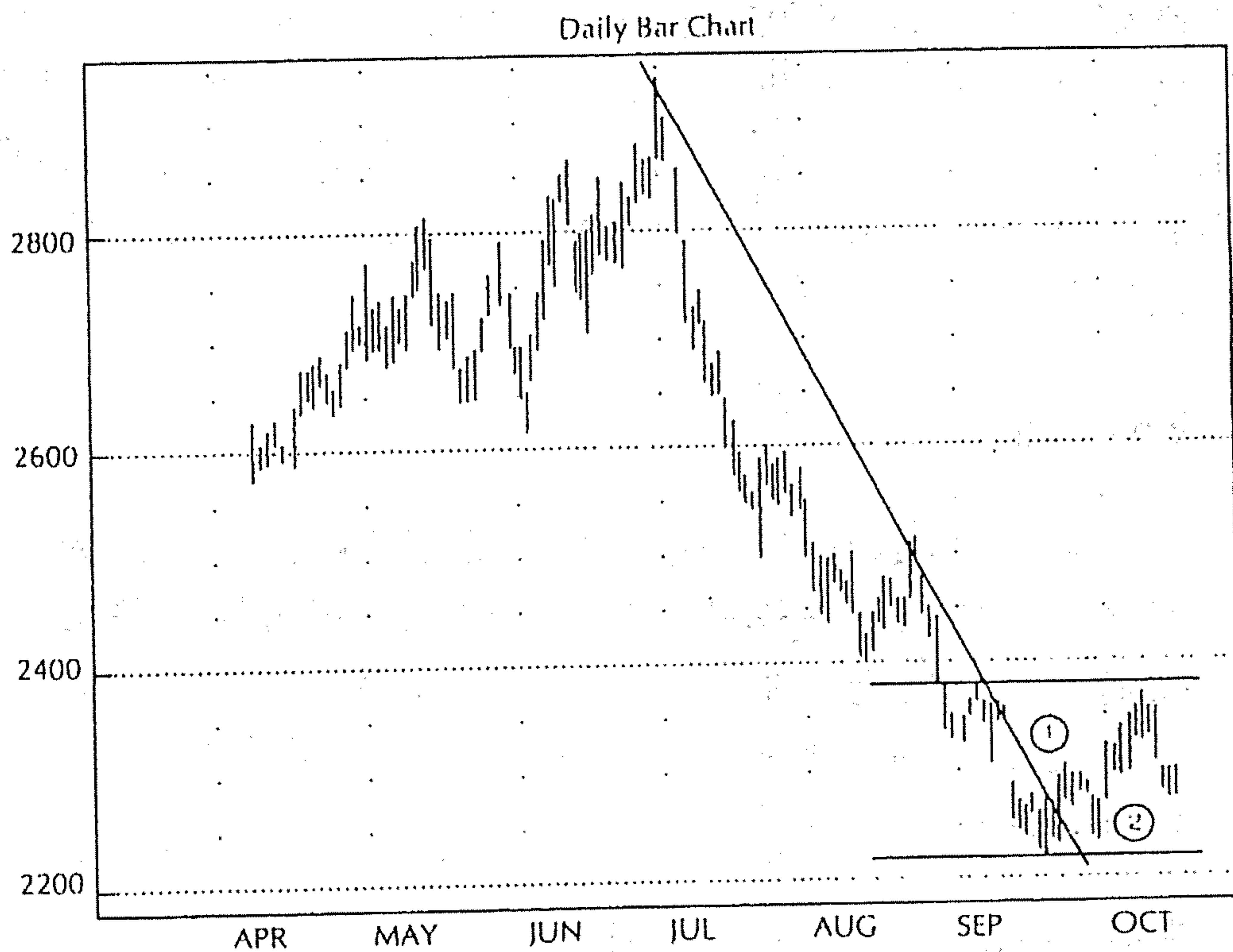


圖 7.10

1990年12月份的玉米期貨價格日線圖——一個適合於設定停損的市場。情況2滿足時，這是進場做多玉米的理想時機。市場的流動性高，停損點最初可以設定在最低點，當價格穿越上方的水平直線時，停損點可以往上移至該處。



TQ 20/20 © 1991 CQG Inc.

1-2-3 準則是一種簡單而有效的交易方法，如果謹慎運用，成功的機會遠大於失敗。然而，它有一項缺點，三個條件完全滿足時，你通常已經錯失一段相當大的行情。所以，此處將討論一種可以協助你提早建立部位的法則，它是我個人偏愛的方法，我稱它為2B 準則。

2B是否可以成立？往往是輸贏的分野！

前文討論趨勢變動的第二準則時，我們曾經提及一種狀況：在測試先前的高點（或低點）時，價格往往可以實際突破先前的高點（或低點），但走勢卻未能夠持續。雖然這僅是一種特殊型態的測試，但這種情況一旦出現，通常即是趨勢變動的訊號。換言之，單單這種現象的本身，便代表趨勢非常可能發生變化；就或然率來說，它的重要性遠甚於趨勢變動三項準則中的任何一種。由於它具有特殊的重要性，所以可以被視為是一種法則：

2B法則

在上升趨勢中，如果價格已經創新高而未能持續挺升，稍後又跌破先前的高點，則趨勢很可能會發生反轉。下降趨勢也是如此。這項法則適用於三種趨勢中的任何一種：短期、中期與長期（參考圖7.11、7.12與7.13）。

在盤中的短線趨勢中，價格創新高（新低）之後，如果2B法則成立，通常會發生在一天或以內（譯按：換言之，當價格創新高〔新低〕之後，如果2B法則得以成立，則在一天或以內便又向下跌破先前的高價〔向上穿越先前的低價〕）。在中期趨勢中，價格創新高或新低之後，如果2B法則得以成立，它通常會發生在三天至五天以內。在市場的主要（長期）轉折點，價格創新高或新低之後，如果2B法則得以成立，通常會發生在七天至十天以內。在股票市場中，價格創新高之後，隨後走勢

的成交量通常會低於正常水準，但反轉的確認（譯按：價格跌破先前的高點時）卻會爆大量。

圖7.11

1989年12月份黃豆粉期貨——短期的2B。這份黃豆粉期貨日線圖顯示短期的2B。價格創新高，而隨後又跌破先前的高點時，如果當日沖銷者在這個時候賣空，獲利相當可觀。

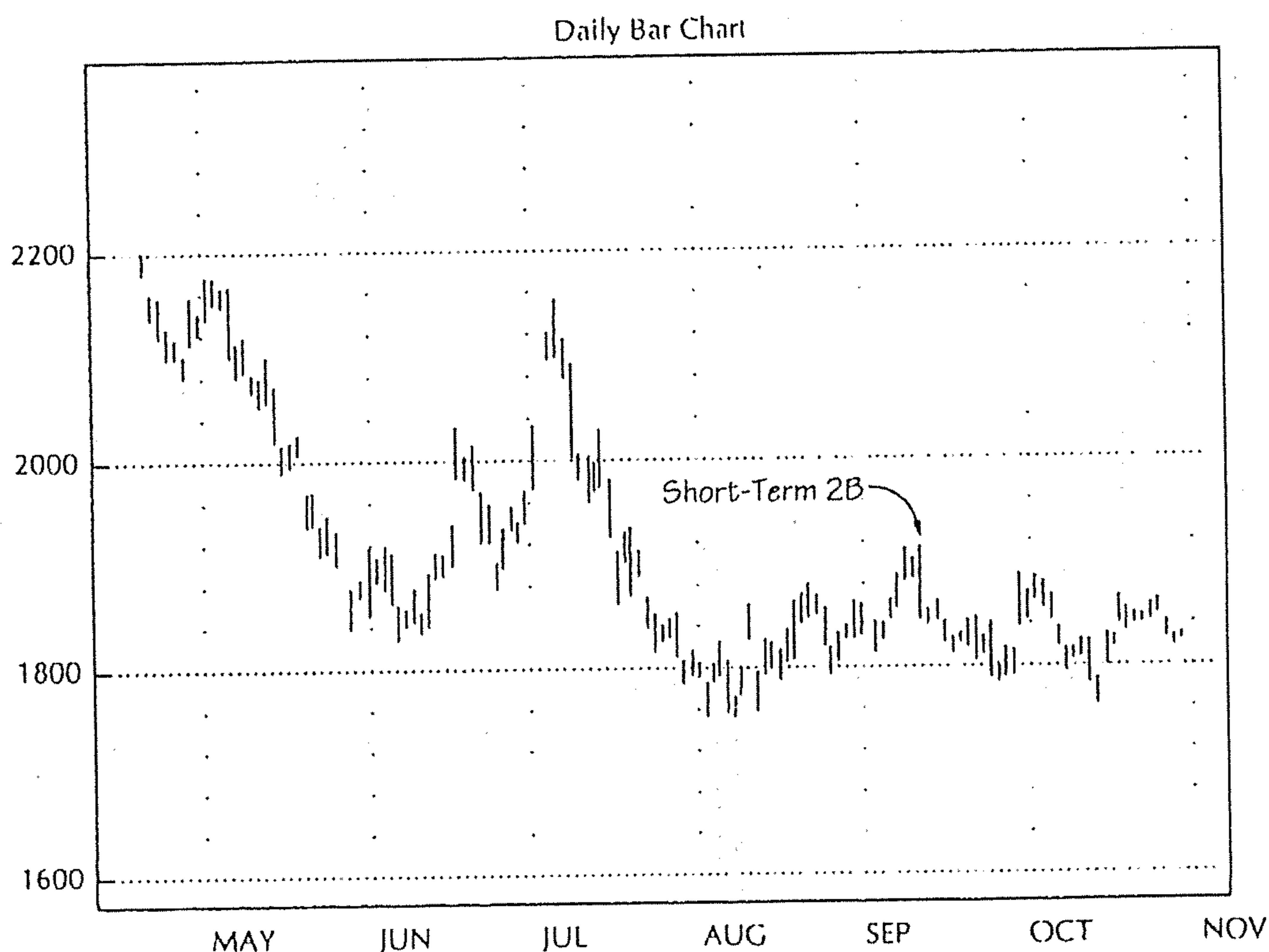
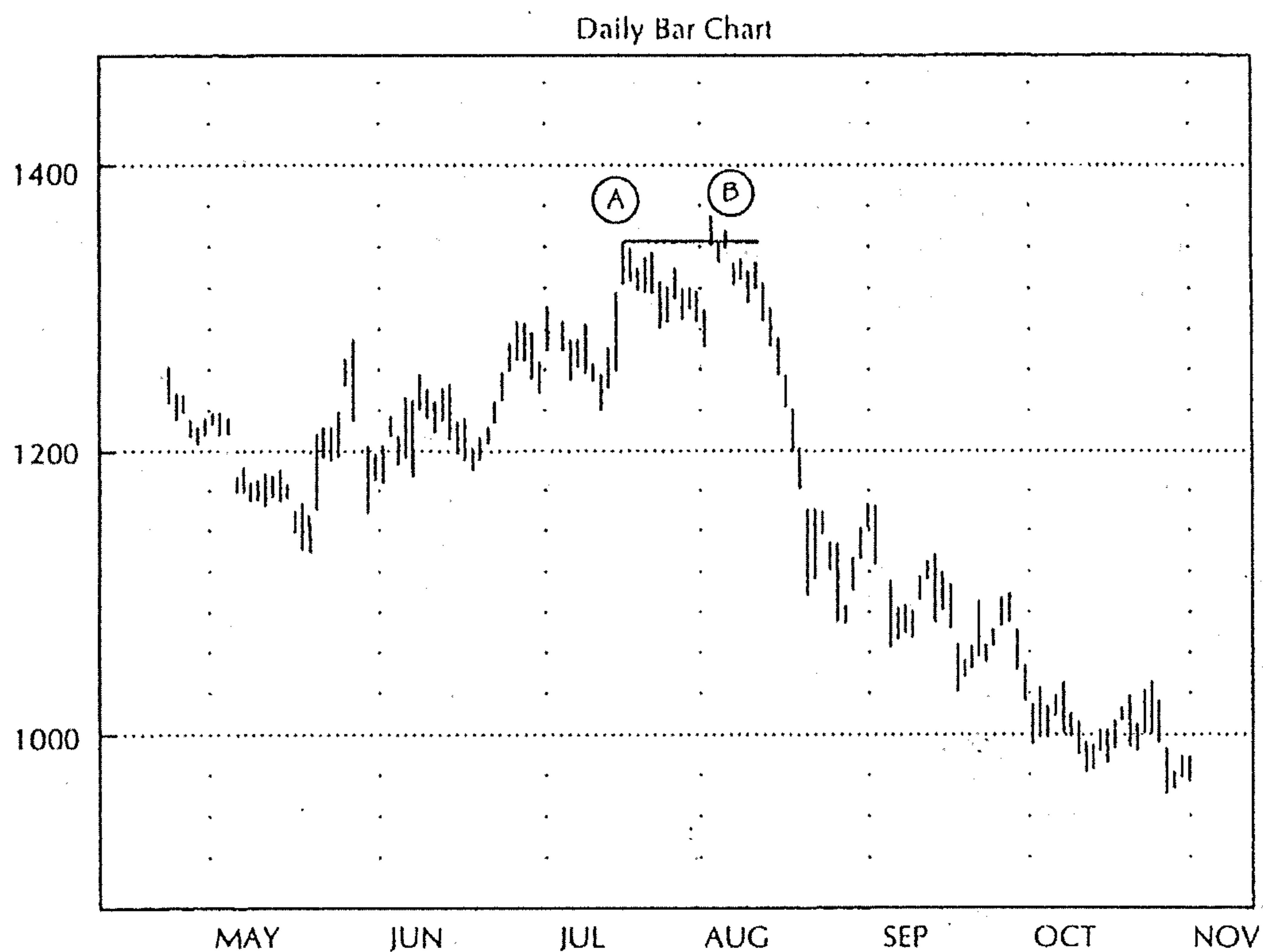


圖 7.12

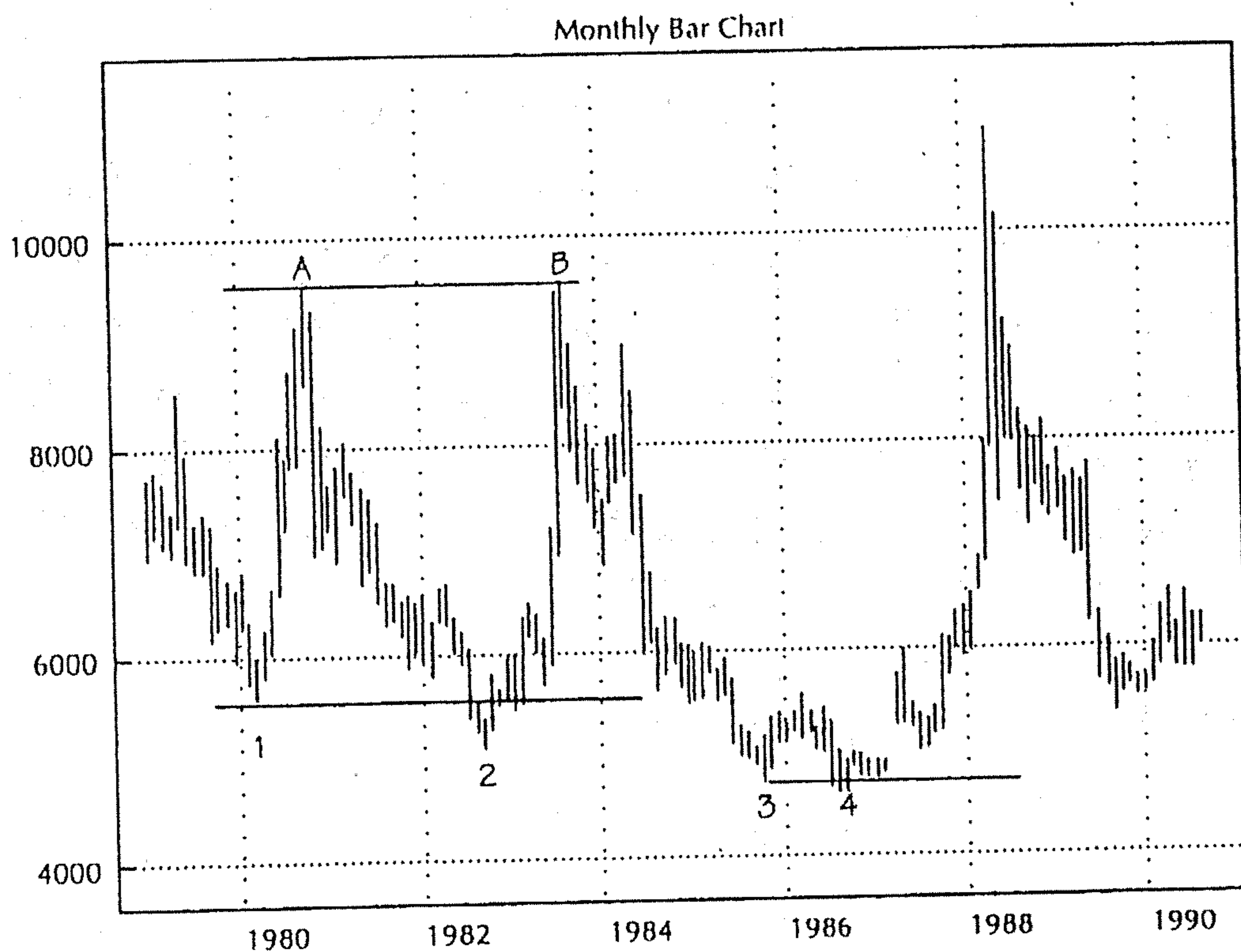


TQ 20/20 © 1991 CQG Inc.

1989年12月份可可豆期貨——中期的2B。這份可可期貨日線圖顯示中期的2B。先前的中期高點為A，價格在B點突破，但三天後又跌破A點的先前高價。

圖 7.13

黃豆的月線圖——以長期的2B交易。這份黃豆期貨的月線圖，顯示數個長期的2B。在B點，價格未能正式突破A點的高價時，2B代表絕佳的賣空良機。在點2，價格未能正式突破點1的低價時，2B代表絕佳的買進良機。在點4，依據2B準則交易的長期投資者，至少會捱一次耳光而出場。然而，稍後你應該再建立多頭部位，就其隨後的價格走勢而言，先前認賠的金額並不算大。



TQ 20/20 © 1991 CQG Inc.

依據2B準則交易，如果市場出現不利的走勢，你必須當機立斷，即刻承認錯誤。例如，在當日沖銷的交易中，如果你根

據2B賣空，當價格再度回升穿越新高價時，你必須立即平倉出場。

如果價格仍然未能正式突破高價，你可以再賣空，但必須限制自己的損失，並讓自己捱耳光出場。只要能夠迅速認賠，你便可以「留得青山在，不怕沒材燒」。就當日沖銷來說，2B準則的成功機會大約僅有50%，錯誤時，如果可以限制損失，正確時，讓獲利部位持續發展，你可以因此享有巨額的獲利。就中期與長期來說，2B準則的成功機會則遠較為高。

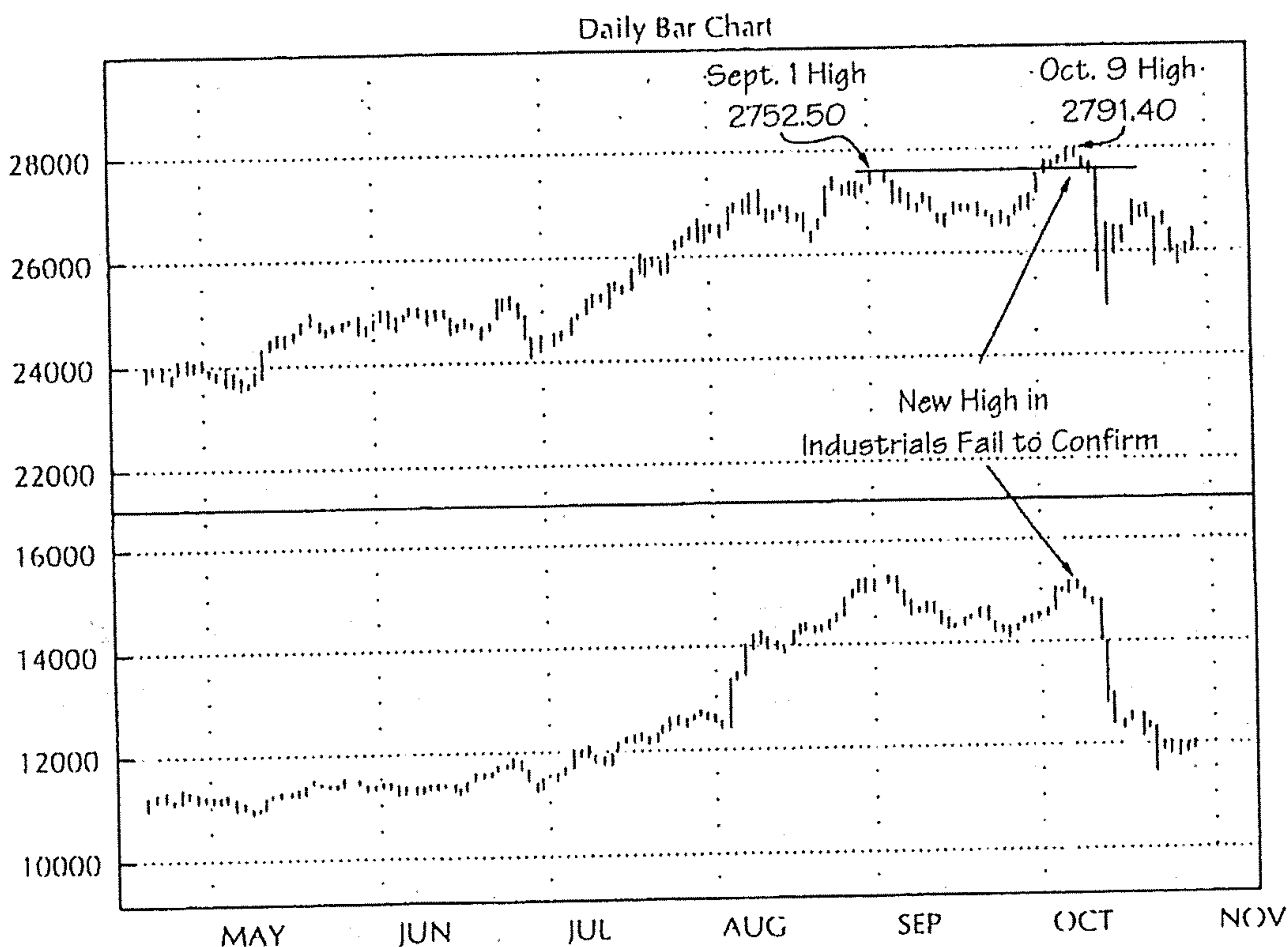
1989年10月13日的「道瓊工業指數」便出現典型的中期2B（圖7.14）。在10月9日，「工業指數」以低成交量創新高2791.40，但新高並未受到「運輸指數」的確認——明確的中期空頭徵兆。隨後的幾天內，行情不斷下滑，10月12日的收盤指數為2759.80，距離9月1日的先前高點2752.10僅有7.3點的差幅。所有相關指數也呈現跌勢。2B準則在10月13日成立的可能性很高。後續的發展都已經是歷史了。在些許的利空消息影響下，大盤竟然在恐慌性的成交量下暴跌191點。

測試的發生緣由與2B模式

爲了瞭解這些模式發生的緣由，你必須知道交易所場內的情況。以商品交易所的場內為例，它是由場內交易員與經紀人構成——前者爲自己的帳戶交易，後者以執行交易指令來賺取佣金。場內經紀人僅是爲客戶執行交易指令，但場內交易員則試圖掌握盤中的趨勢，並依據價格走勢操作。

圖7.14

道瓊工業與運輸指數，其中工業指數呈現中期的2B。運輸指數未確認新高點，更增加賣空的成功機會。



TQ 20/20 © 1991 CQG Inc.

透過經紀人而由場外交易商品的人們，通常會採用停損單。所謂的停損單，是指設定的價位一旦被觸及或穿越，則以當時「市價」（at the market）買進或賣出。以S&P 500期貨的交易為例，你可能告訴經紀人，「以356.20的停損價幫我買進五口3月份S&P期貨。」如果市場價格一度在356.10成交，隨後又回升至356.40，則場內經紀人將以當時的市價為你買進五口契約，因為你的停損價位已經被「觸及」（hit）。

交易者經常會以停損單限制損失。例如，一位交易者以市價買進五口契約，隨後可能遞入另一張交易指令，在市場證明他為錯誤的價位，設定賣出五口契約的停損賣單。因為場內交易員每天都在「交易塹」（pits）打滾，優秀的交易員非常瞭解交易的心理與狀況——尤其是交易者如何設定停損點。在沒有重大新聞的情況下，停損點通常都會設定在先前的（重要或次要）高點或低點。

由於瞭解停損點的位置，場內交易員與交易自己帳戶的經紀人，基於利益的考量，都希望把價格推動至「支撐水準」的稍下方或「壓力水準」的稍上方，迫使停損單成交。這稱為「清除停損」（taking out the stops）。在停損單清除以後，市場將重新調整。這便是大多數2B模式發生的原因，而且每一種市場都會出現這類活動。清除停損最常發生在短線的基礎上，但也同樣適用於中期與長期。在股票市場中，又涉及另一項相當微妙的特色。

股票交易所的場內也有場內交易員與經紀人，某些場內交易員稱為「造市專家」（specialists）——他們負責某些特定股票的交易。他們根據「登錄簿」（book）交易——登錄簿上列出買、賣單的價位與數量。造市專家的工作便是為他所負責的股票「造市」（make the market）——以有系統的方式，撮合股票的買、賣雙方。

一般來說，登錄簿上每一價位的股票數量都是數萬股，而「造市專家」每撮合100股便可以收取固定佣金，所以他們實際上是經紀人。基於自身利益考量，他們當然希望推動價格以促

使較多的單子成交，而且他們已經事先知道各個價位所掛的買、賣單數量，至少就他們自己的登錄簿而言是如此。

某些精明的交易員認識場內的造市專家，並培養出一種感覺而可以根據造市專業的行爲判定他們登錄簿上的大單子。對於這些交易員說，他們也有理由推動價格而使大單子成交。

例如，假定在多頭市場的行情中，IBM 買-賣報價爲 $110\frac{1}{8}$ - $110\frac{1}{4}$ ，所掛的股數分別爲5,000股。某位造市專家登錄簿中的買單情況爲： $\frac{3}{8}$ 爲1萬股， $\frac{1}{2}$ 爲2萬股， $\frac{5}{8}$ 爲2萬股。

一位精明的交易員可能對於這位造市專家的登錄簿相當瞭解，於是他在 $110\frac{1}{8}$ 買進5,000股。其他交易員發現這種情況也隨後跟進，他們精確地判定這位造市專家在上檔的數個價位都掛有大買單。於是，場內對於IBM便產生一種多頭的氣勢。成交量擴大，價格向上跳動，這位造市者的單子不斷成交，不僅賺進他的佣金，而且一路向上爲自己的帳戶買、賣而獲利，因爲他知道他不會發生虧損。交易員們不斷驅動價格，並一路獲利。當走勢的動能耗盡後，價格又回跌至原先的水準。

造市專家的世界是一個微妙的世界。前文中，我說造市專家在漲勢中爲自己的帳戶買、賣而獲利，這項陳述或許並不精確。實際的情況是如此：Prudential 打電話給這位造市專家，「幫我買進100萬股的IBM。」這位造市專家說道，「喔！你要買進100萬股。真巧合，我也是。」於是，他與Prudential一起買進IBM。

每當他買進1萬股，自己分5,000股，Prudential分5,000

股。現在，猶如我先前的描述，IBM 將蘊釀出多頭的氣勢。然而，他與Prudential不同，後者是買進而持有，造市專家則是買進股票以催動股價；換言之，他買進股票，但股價向上跳動時又反手賣出，而且他知道他的操作必然成功，因為買單已經掛在他的登錄簿。所以，造市專家的行業可以代代相傳而不會消失；這是金融市場中最沒有風險的賺錢行業。

顯然地，賺錢雖然可以，但造市專家不可以不負責任。如果他們僅顧自己推動價格，完全忽略客戶的利益，他們將因此失業。此處希望強調的重點是：價格走勢圖中的明顯模式，主要都是來自於交易所場內的專業活動。

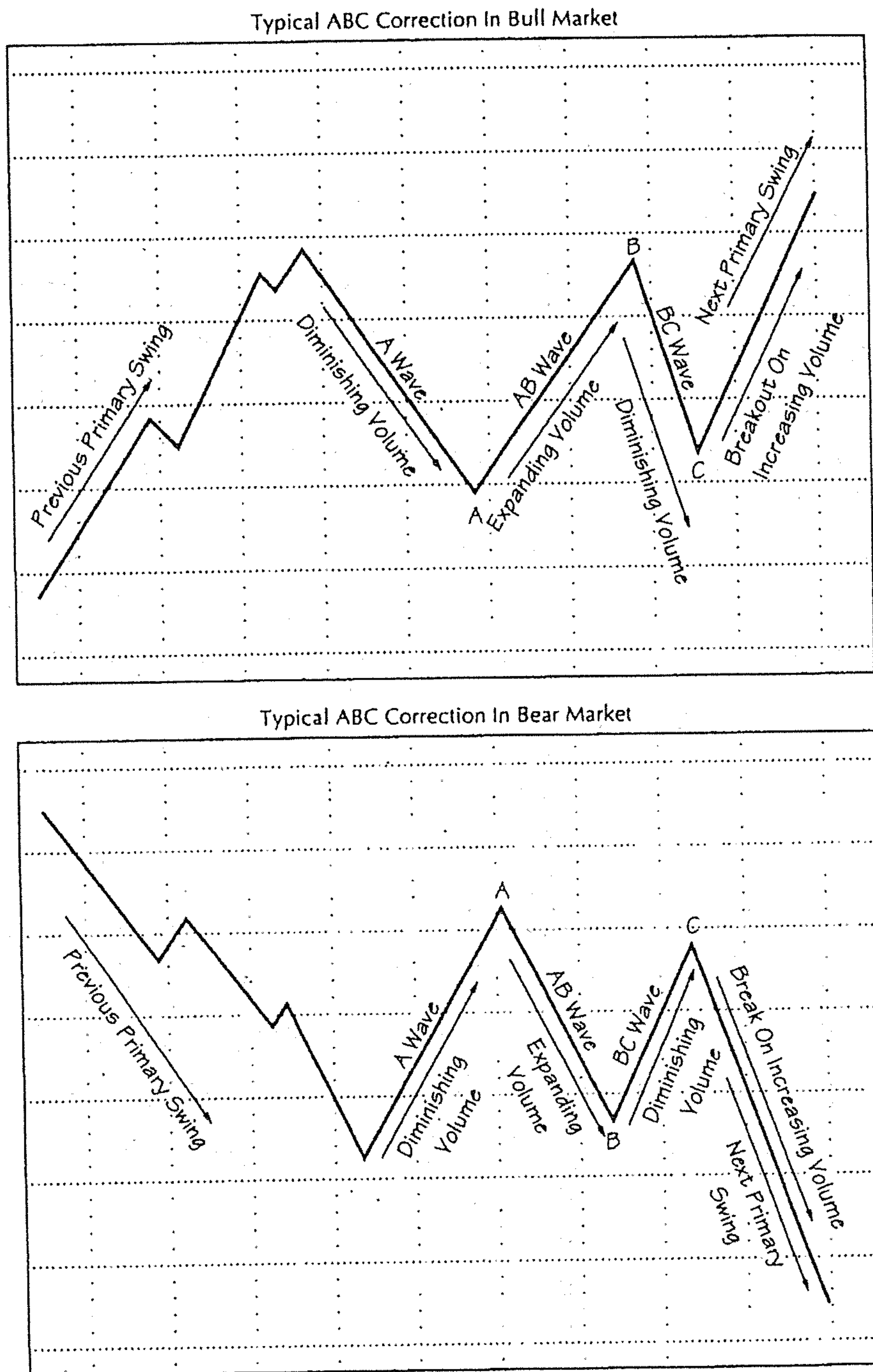
討論2B模式與發生的緣由時，我們假定市場並沒有出現重大的新聞，或個股的基本面沒有發生重大的變化。在沒有配合專門知識的情況下，單獨依據2B交易，可能涉及相當的風險，尤其是商品市場，因為它們對於消息面的變化非常敏感。然而，如果在最廣泛的知識配合下，這項準則可以為投機者帶來可觀的獲利。

次級修正走勢的ABC三波浪

根據我個人的看法，「艾略特波浪理論」太過主觀，不適合運用於專業的投機活動，但其中有一項觀點則非常有助於判斷多頭與空頭市場次級修正走勢的頭部與底部。「艾略特波浪理論」認為，市場價格走勢會遵循周而復始的波浪模式。在這些模式中，艾略特提出如圖7.15的A-B-C三波浪走勢。

圖 7.15

次級修正走勢的ABC三波浪——多頭市場（上圖）與空頭市場（下圖）次級修正走勢的典型三波浪模式。



不論在多頭或空頭市場中，次級修正走勢幾乎都呈現這種模式。此模式中的另一項特色，是BC浪的成交量會萎縮。一般來說，這種走勢必須配合其他重要指數的確認才有效。請留意，如果市場中出現重大的消息，上述模式可能被破壞。如圖7.15所示，在多頭市場次級修正走勢的C點，價格可能測試或向下突破A點的價位。空頭市場也有類似的情況。顯而易見地，如果你可以判定C點何時出現，則是做多（多頭市場）或賣空（空頭市場）的良機。

在多頭市場次級修正走勢的BC浪中，價格向上突破BC浪的下降趨勢線時，是建立投機性部位的理想機會，但有一個先決條件：在BC浪的跌勢中，成交量必須縮小。停損點應該設定在A點與C點的較低價位，因為任何法則都有可能失敗。

價格突破BC浪的下降趨勢線時，如果成交量並沒有明顯的變化，形成底部的可能性並不大。反之，如果突破時出現大量，突破走勢非常可能不是代表空頭的修正，而應該是主要多頭市場的第二支腳，當然這還需要基本面的配合。

摘要

投機的藝術是在中期趨勢中買進與賣出股票、債券、外匯、商品、以及其他交易工具。最理想的長期多頭部位，是建立在中期下降趨勢底部的附近，這可能是空頭市場的結束，或多頭市場次級修正走勢的轉折點。反之，最理想的長期空頭部位，是建立在中期多頭市場的頭部或空頭市場中期修正走勢的頭部附近。

如果你運用上述方法做為初步的篩選標準，可節省許多時間與精力。一旦熟悉這些準則後，你只要瀏覽圖形，便可以很快地整理出適合買賣的證券、期貨、以及其他交易工具，並剔除許多太過模稜兩可而不適合投機的對象。經過初步的篩選，你可以由較廣的角度做進一步的研究，並挑選報酬潛能最高而風險有限的對象，並實際的投機。下一章將討論另外一些技術分析的指標，它們可以協助你擬定投機決策。

附註：

- ① 這類資料可以在大型書店或金融書籍的專賣店中找到適當的書籍。"Series 7"的初級讀物是相當不錯的起點，可以讓你概略瞭解金融市場的運作機制。有關保證金的問題，則可向你的經紀人查詢。
- ② 我說「相當於」，因為「道氏理論」僅處理股票指數的主要趨勢與次級修正走勢中的趨勢變動，此處的定義則適用於所有市場。
- ③ 在交易所的場內，記錄員會觀察場內的活動，新價格成交時，他們會輸入新資料，並傳輸至場內與全球各地的報價螢幕上。在「快市」中，記錄員無法跟上價格的變動，所以螢幕的報價無法精確反映價格的變動。

第八章

失敗可能來自於 分析報告未提供的資料

鯷魚的資料有何重要性？

我非常佩服某些分析報告的周詳內容——嚴謹的研究，並由各種角度判定「市場價值」。無疑地，分析報告中包含許多有趣的資料，某些報告的推理健全，文筆流暢，而且極具說服力。然而，你知道嗎？許多年以來，我已經不再閱讀任何分析報告了！

我對市場專業者發表演講時，我經常在開場白中提出一個問題：

「如果秘魯沿岸的海潮向外移動，你應該買進或賣出黃豆？」

一般來說，聽眾的反應是：「我原本以為這傢伙很棒，但他究竟在說些什麼？」

然後，我會解釋，海潮向外移動時，秘魯沿岸的鯷魚便會隨著海潮移往太平洋的外海，所以鯷魚的捕獲量將減少。鯷魚主要是供日本人飼養牛隻，鯷魚的產量減少時，日本人便會以

黃豆做爲飼料。黃豆的需求增加時，黃豆與黃豆粉期貨的價格也會上漲。因此，秘魯沿岸的海潮向外移動時，你應該買進黃豆。

這個時候，我通常已經可以掌握聽眾的注意，但仍有一些人表現出一副「那又怎麼樣？」的態度。這個故事的重點並不是強調：你必須觀察秘魯沿岸的海潮，才可以有效地事交易黃豆。重點是：從事交易時，你沒有必要知道每一項可以被知道的知識。事實上，你不可能知道所有的相關知識；如果你根據特定市場的知識交易，則你很可能因爲一件你不知道、或未曾考慮的事件而失敗。換言之，失敗可能來自於分析報告未提供的資料。

猶如Peter Lynch在One Up on Wall Street一書的解釋，普通常識總是勝過無數的報告與數據。然而，我與Peter Lynch的看法有一點不同，我認爲如果你知道自己在尋找什麼，市場可以提供你需要的大部份知識。特定來說，有一些重要的技術指標，它們正確的機會大於錯誤，而且在我的交易生涯中，它們都歷經各種考驗。

隨意翻閱Edwards與Magee所著的Technical Analysis of Stock Trends，在短短五章內，我便發現20多種不同的技術排列模式。我非常尊崇Edwards與Magee，以及他們的經典作品，但我並不建議以這些複雜的技術模式做爲交易的主要工具。然而，適量的技術分析工具卻可以提供有效的助益，因爲它們可以輔助我們判定任何交易中的潛能與陷阱，尤其是在股票市場中。我稱它們爲「輔助性」的工具，因爲我絕對不會僅

根據它們從事任何交易。相對上，它們是告訴我「不可以做什麼」，而不是「可以做什麼」。

我最經常使用的輔助性技術工具為：

1. 移動平均（moving average）
2. 相對強度指標（relative strength indicators）
3. 動能指標（震盪指標）（momentum indicators [oscillators]）

猶如我先前所說，唯有你掌握有利的勝算時，才投入資金，這便是投機的藝術。這些輔助性技術工具可以協助你衡量勝算。在我知道的所有技術分析指標中，除了前一章討論的內容以外，它們的效果最理想。

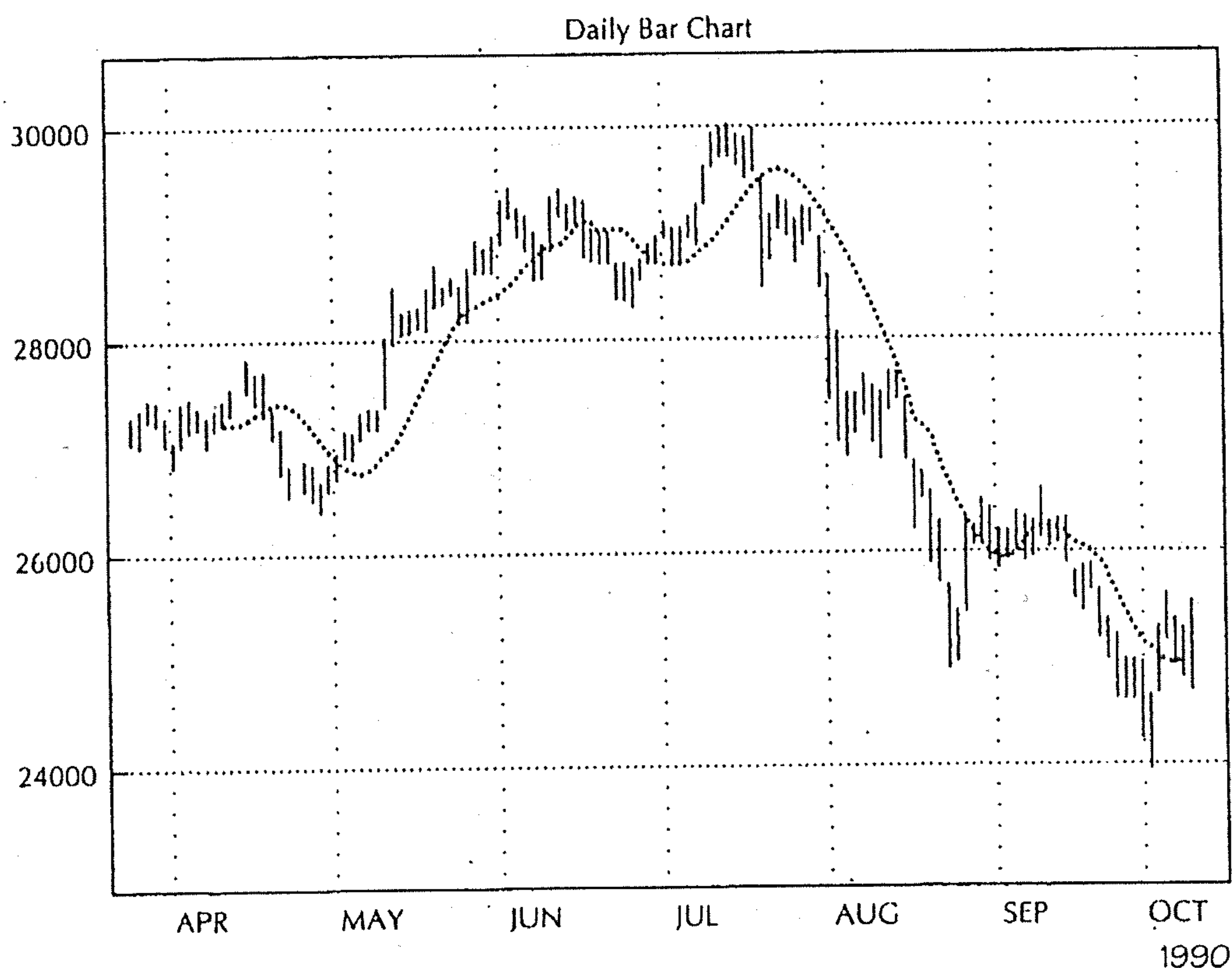
移動平均的觀念

移動平均是取某特定期間內數據的平均值，並不斷剔除最早的數據而以最新的數據取代，然後再重新加總與平均。

以「道瓊工業指數」收盤價的10天期移動平均為例，你首先取最近10個連續交易日的收盤價，計算總和與平均值。第十一天，你以當天的收盤價，加上前10天的總和，再減去第一天的收盤價，便是第十一天的10天期移動平均值。每天都重覆上述程序，則平均值將每天「移動」；換言之，平均值每天都會根據最新的收盤價而變動。如果你將計算的結果逐日繪製於價格走勢圖上，便呈現類似如圖8.1的情況。

圖8.1

道瓊工業指數日線圖——10天期移動平均線。虛線是道瓊工業指數收盤價的10天期移動平均線。請留意，相對於實際的價格走勢，移動平均線較平滑，在時間上有落後的傾向。



TQ 20/20 © 1991 CQG Inc.

這麼做有何意義呢？移動平均線會將不規則的價格波動平滑化，並凸顯趨勢與趨勢的反轉。由於它們是某特定期間的平均值，所以——根據定義——它們是經過鈍化的指數，落後於最近期的價格波動。採用的期間愈長，鈍化（落後）的效果愈大。詳細研究各種移動平均線的資料，可能發現某些重覆出現的模式，並根據這些模式判斷未來可能的價格趨勢。某些模式

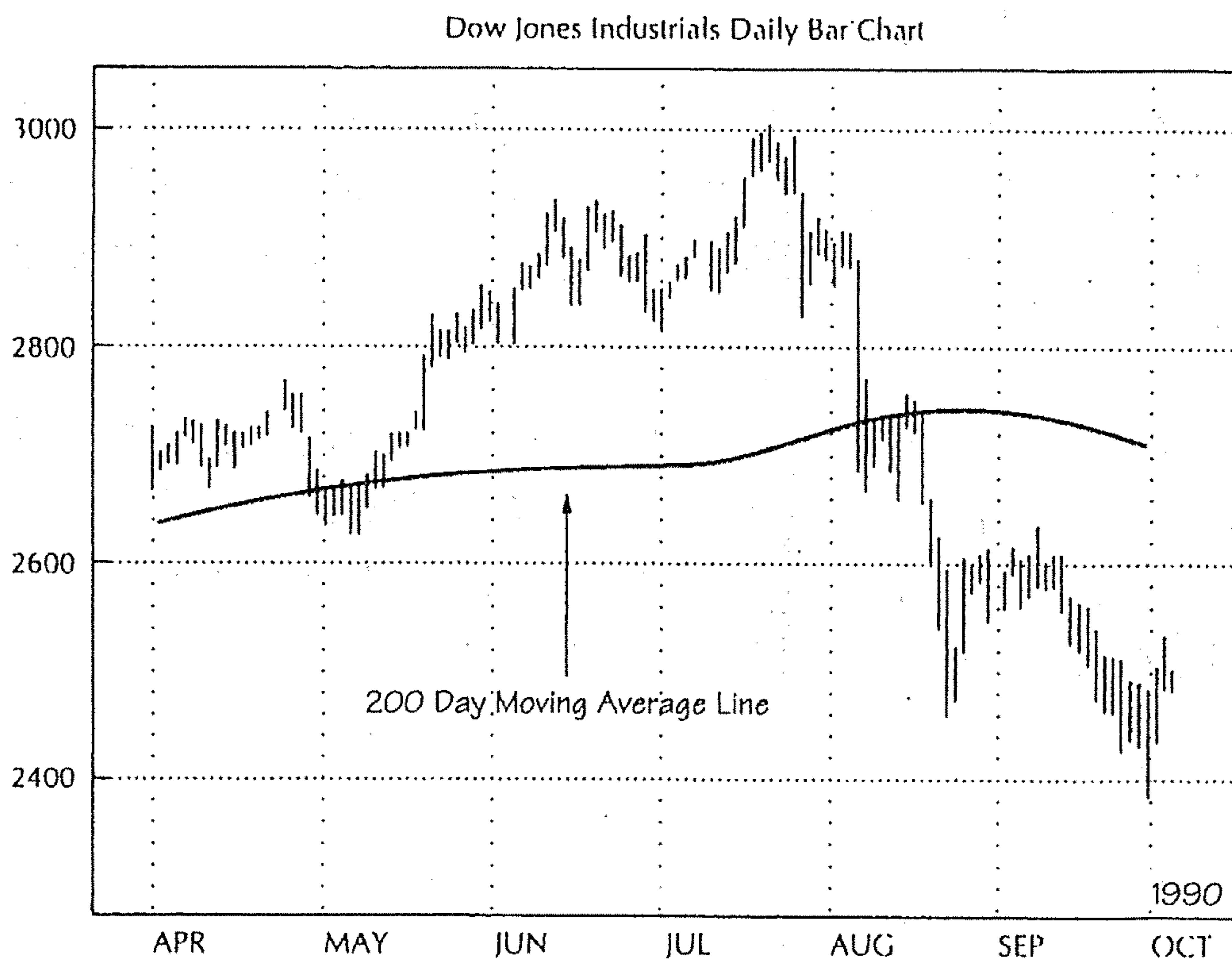
非常明確，可以用來做為股票與商品的買、賣訊號。

在我見過的每一本走勢圖譜中，幾乎都採用某些類型的移動平均線。許多技術分析家與交易者都採用他們自己設計的移動平均線，利用指數（exponentials）或其他加權方法計算。這裡我並不打算討論各種類型的移動平均，我僅提出我使用的移動平均線，並解釋我的運用方法。

個人而言，我認為股票市場（個股與指數）最理想的移動平均線，是200天期（200個交易日，相當於40週）的移動平均線（參考圖8.2）。

圖8.2

道瓊工業指數與200天期移動平均線。



我1968年開始採用這項指標，當時我閱讀William Gordon的一份研究報告，他將200天期移動平均的買賣準則運用於1917年至1967年的「道瓊工業指數」，每年的平均報酬率為18.5%。同時，他的研究報告顯示，投資者若在「道氏理論」對於多頭與空頭行情的確認日買賣股票，每年的平均報酬率為18.1%。①在這份研究報告中，Gordon以兩個簡單的法則決定移動平均的買進與賣出訊號：

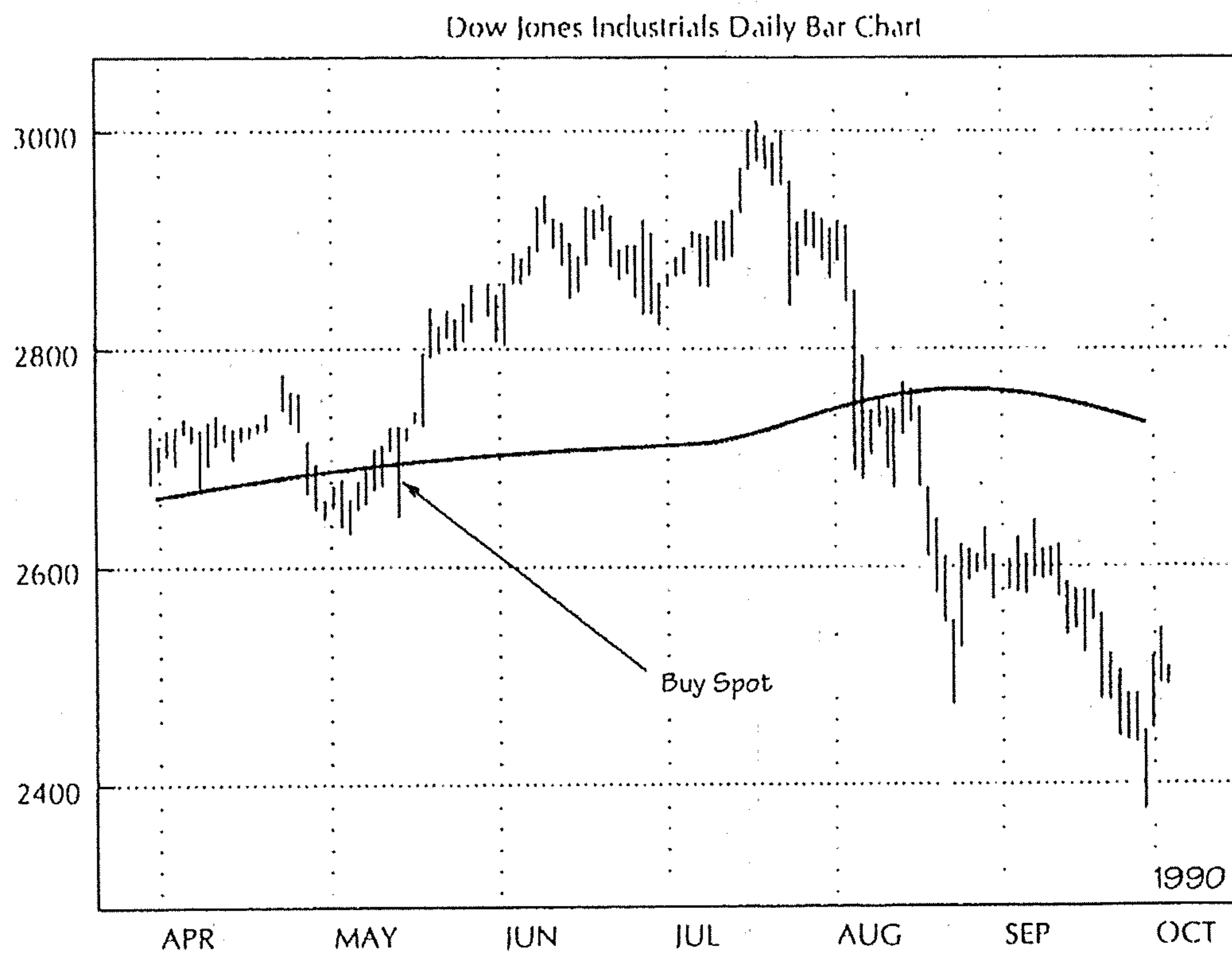
1. 如果200天移動平均線由先前的下降趨勢，開始轉為平坦或上升，而且價格由下往上穿越均線，代表主要的買進訊號（參考圖8.3）。
2. 如果200天移動平均線由先前的上升趨勢，開始轉為平坦或下降，而且價格由上往下穿越均線，代表主要的賣出訊號（參考圖8.4）。②

你不僅可以利用長期移動平均線預測市場指數，也可以將它運用於個股與商品中。對我個人來說，移動平均有兩項主要的功能——確認「道氏理論」以判斷長期趨勢，以及篩選個別股票。

選擇個別股票時，如果價格低於移動平均，我絕對不會買進；如果價格高於移動平均，我絕對不會賣出。你只要拿起任何的圖譜，並採用35週或40週的移動平均線，則你便瞭解我為何這麼做——勝算的問題。

圖8.3

道瓊工業指數與200天移動平均線——買進訊號。如果200天移動平均線由先前的下降趨勢，開始轉為平坦或上升，而且價格由下往上穿越均線，代表主要的買進訊號。

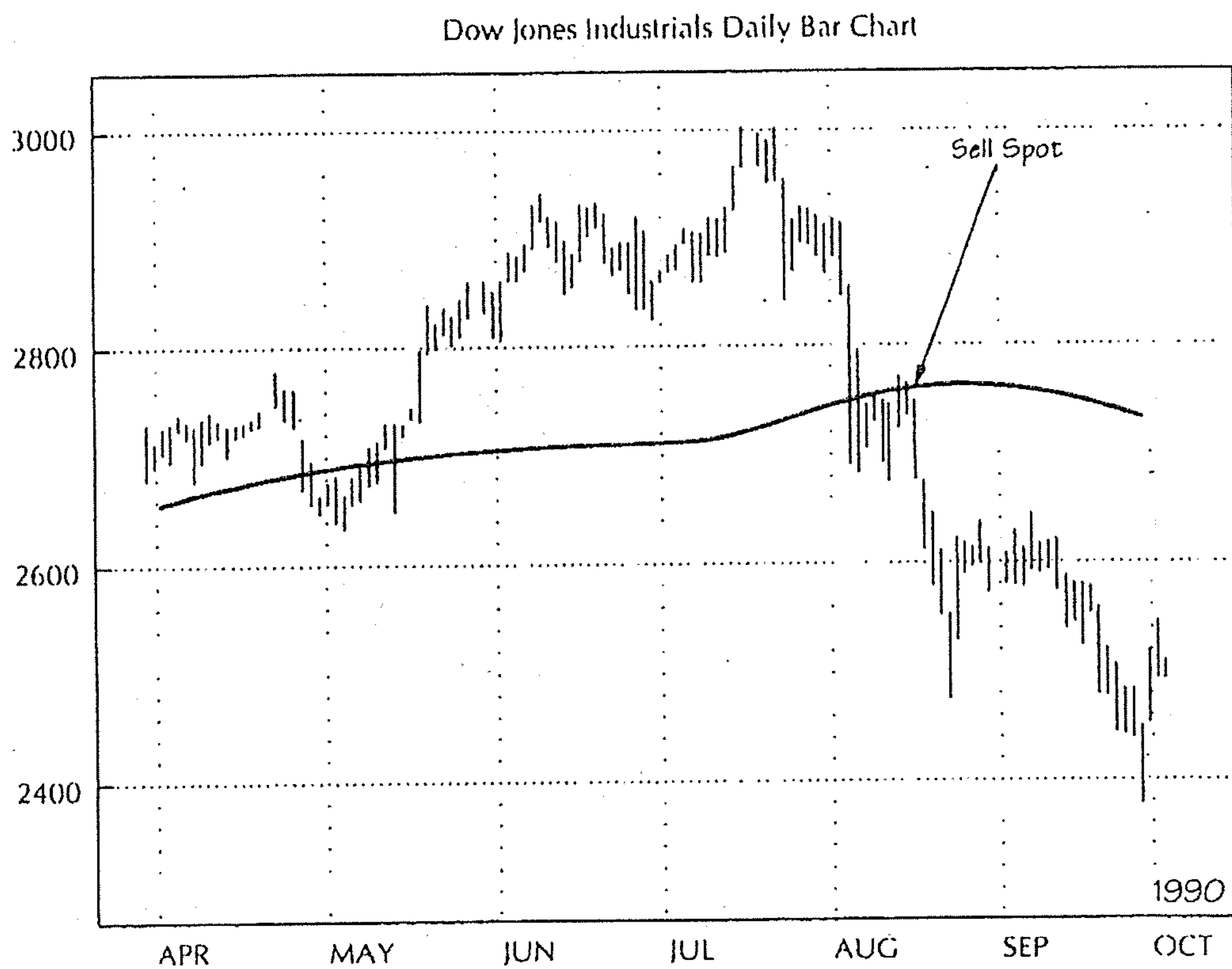


TQ 20/20 © 1991 CQG Inc.

就較短期的移動平均線來說，我僅發現另一組均線，具有一致性的功效，並禁得起時間的考驗。它不僅適用於個股與股票指數，也適用於其他許多商品。

圖8.4

道瓊工業指數與200天移動平均線——賣出訊號。如果200天移動平均線由先前的上升趨勢，開始轉為平坦或下降，而且價格由上往下穿越均線，代表主要的賣出訊號。



TQ 20/20 © 1991 CQG Inc.

1. 當10週移動平均線穿越30週移動平均線，而兩者的斜率都向上，並且價格又同時位於兩條均線的上方，這代表買進訊號（參考圖8.5）。

2. 當10週移動平均線穿越30週移動平均線，而兩者的斜率都向下，並且價格又同時位於兩條均線的下方，這代表賣出訊號（參考圖8.6）。

圖8.5

黃金期貨週線圖——10週/30週均線穿越法則的買進點。當10週移動平均線穿越30週移動平均線，而兩者的趨勢都向上，代表買進訊號。

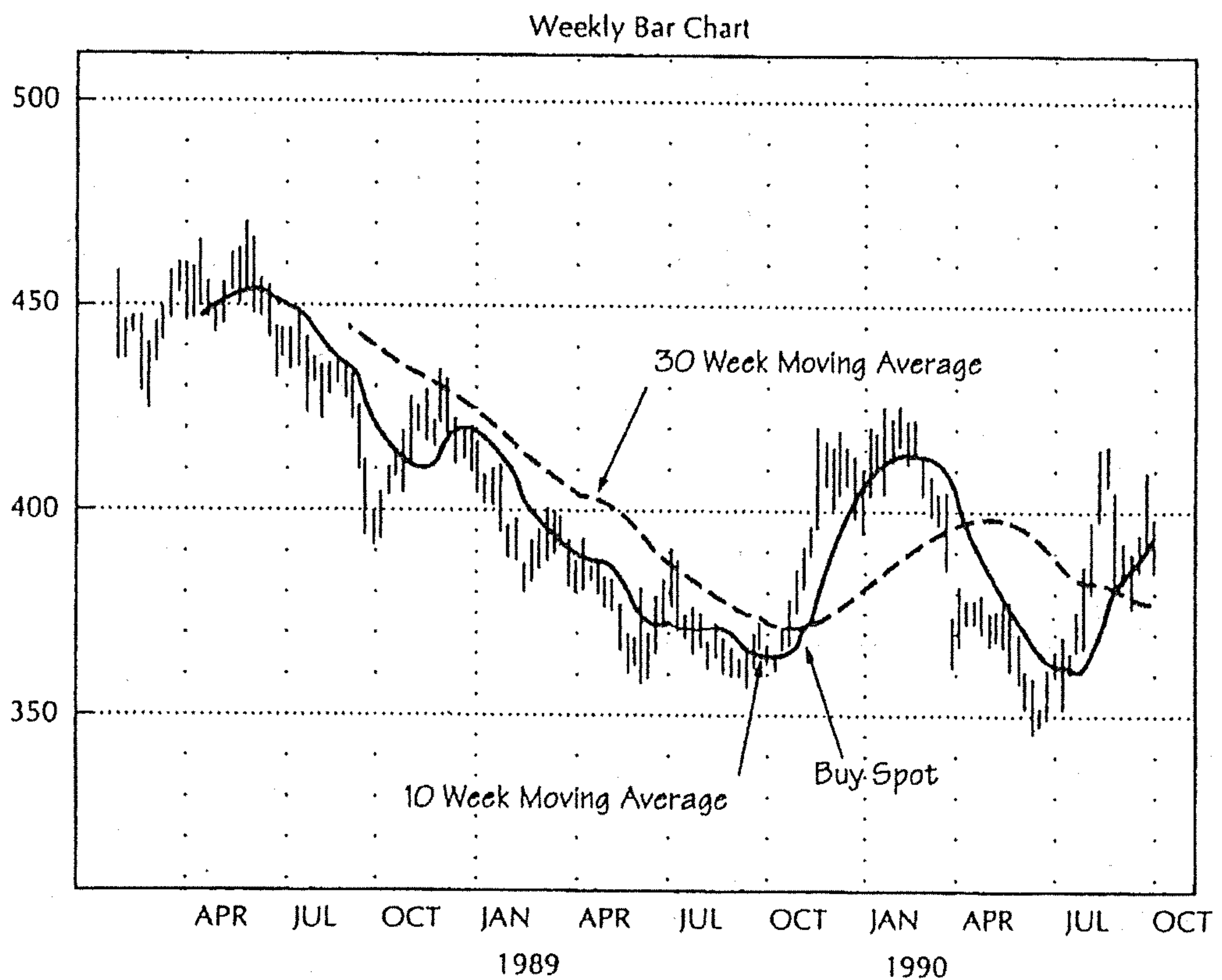
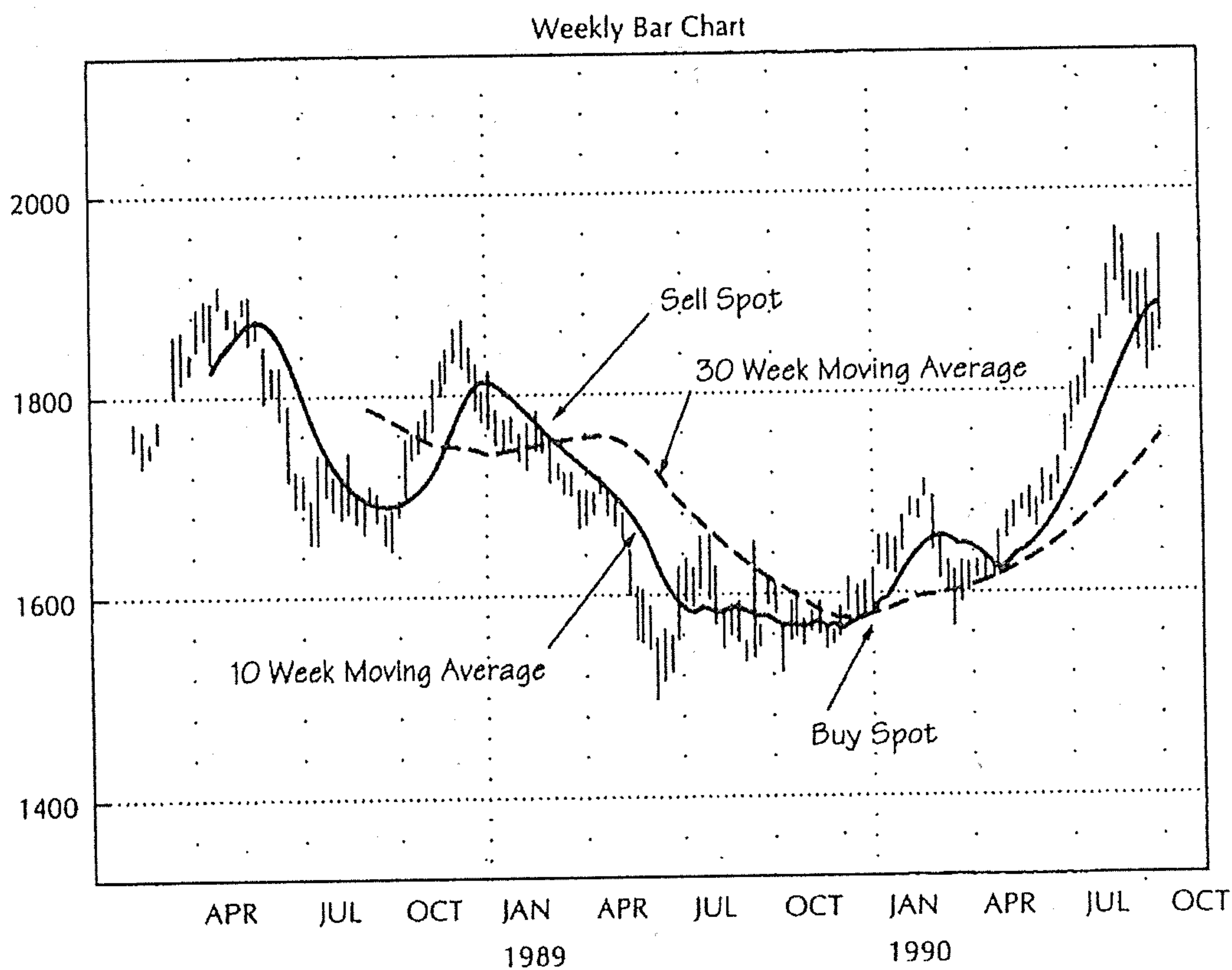


圖 8.6

英鎊期貨週線圖——10週/30週均線穿越法則的賣出點。當10週移動平均線穿越30週移動平均線，而兩者的斜率都向上，這代表賣出訊號。請留意，圖形中分別呈現一個賣出訊號與另一個買進訊號。



TQ 20/20 © 1991 CQG Inc.

當然，猶如所有的技術指標一樣，這些指標也絕對無法100%的有效。以1989年10月19日的情況來說，如果你僅採用10週/30週均線穿越法則，你勢必陷入崩跌的走勢中。當你的指標發出賣出訊號時，崩盤早就結束了。

在商品期貨市場中，並沒有明確的法則判斷什麼期間的移

動平均最理想；不同的市場與不同的時間，都需要採用不同期間的均線。例如，作者撰寫本文時，200天的期間適用於債券、美元指數與黃金，其他商品則不太適用。

基本上，你必須體認一項事實，就如任何技術分析工具一樣，移動平均的效能也會隨市場情況的不同而改變。你的時間架構愈短，情況愈是如此。所以，你必須測試不同期間的均線，並尋找一個最理想的期間。當它們不再有效時，你便必須調整。以豬腩來說，我一向採用4週與11週的均線，並以類似10週/30週均線穿越的法則交易。然而，最近，這組均線的訊號開始顯得遲鈍，我可能需要再測試其他的期間了。

運用移動平均線時——或任何其他技術分析工具——最嚴重的錯誤便是對它產生一種執著的態度。換言之，你絕對不可以認為自己已經發現「終結所有法則的一項法則」；這世界上沒有這種玩意兒。每一個市場都是處在不斷變化的程序中，任何方法若未考慮這項事實，它已經觸犯最根本的錯誤。

在哲學上，我非常不認同「實用主義」（Pragmatism）^③，但就交易法則而言，我的態度卻相當務實。當它不再有效時，你便應該拋棄它。否則，就如同人與人之間的關係一樣，它會讓你大失所望。我便目睹許多這類情況，這些人都曾經是「華爾街」最頂尖的交易員。所以，不論你發現任何的技術性方法或指標，萬萬不可讓自己的感情涉入其中。

相對強度的各種應用

根據我的瞭解，相對強度的概念，最初是由李氏（Robert

Rhea) 提出，這是刊登於1932年Barron's雜誌的一篇文章中。當時，他並沒有採用「相對強度」的名詞，而稱此為「股票的習慣與相互對照的績效表現」。相對強度 (relative strength) 是一支股票與一群股票或大盤指數之間的比率關係，這種關係也可以存在於一群股票與另一群範圍更廣的股票或大盤指數之間。

猶如移動平均一樣，相對強度也有許多不同的計算公式。在某些圖譜中，相對強度的計算較注重最近的價格資料。以New York Stock Exchange Daily Graphs為例，每支股票都附有相對強度線，它是以週為單位來表示個股價格與S&P 500指數之間的比率關係；除此之外，還有另一種根據時間加權的相對強度指標，它比較個股價格變動率與資料庫內股價變動率之間的關係，並給予每支股票一個介於1至99的數據（參考圖8.7）。以52為例，這代表這支股票的價格表現超過資料庫內其它52%的股票。④

相對強度的觀念或許有些難以瞭解，因為我們是處在一個以消費者為主的環境內。當我們還小的時候，我們發現父母親都是在大減價的期間採購，我們本身也維持類似的傳統；我們希望在低價買進，在高價賣出。

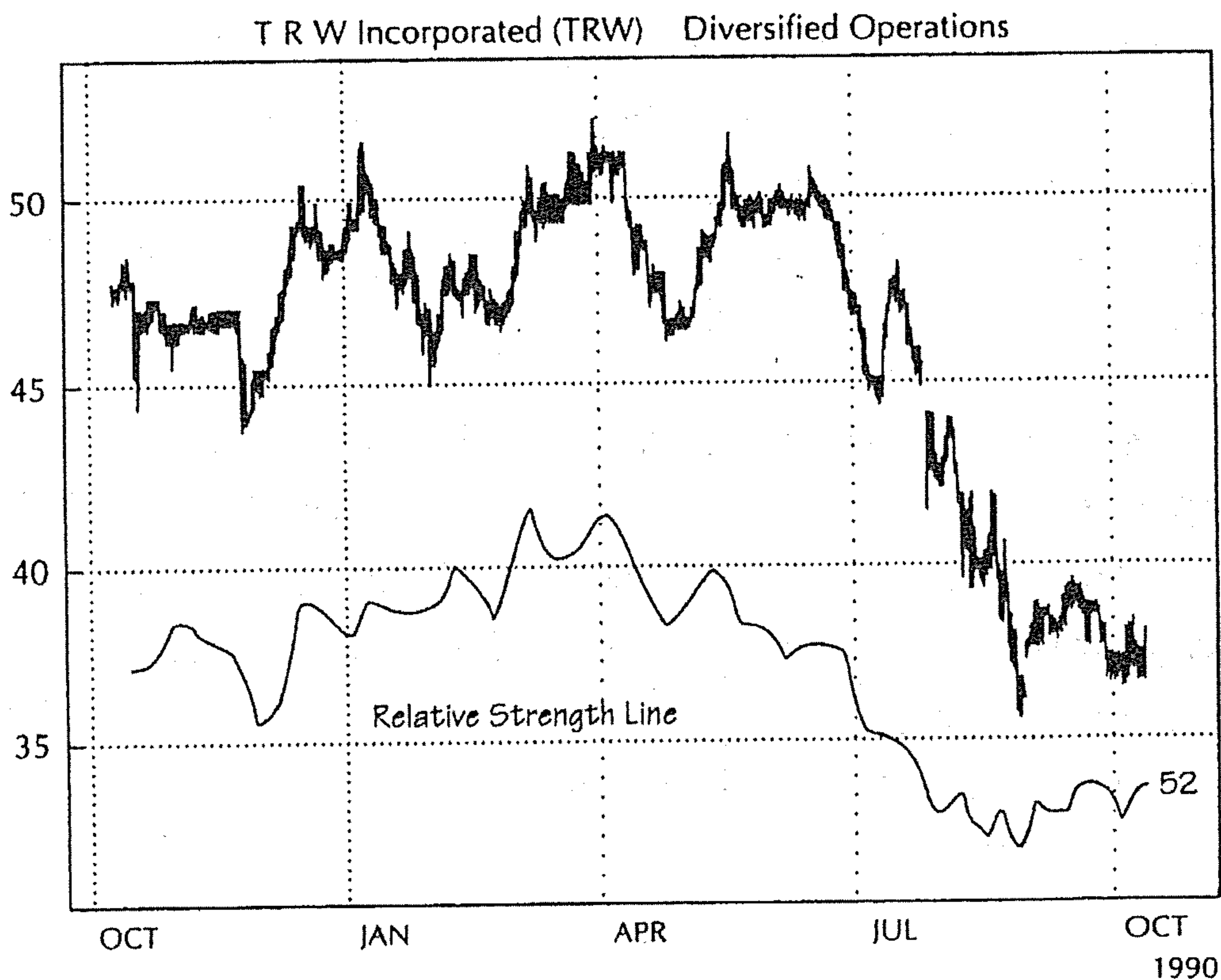
例如，假定你喜歡吃柑橘類的水果，如果你在水果店裡發現，橘子與葡萄柚的價格都是每磅50美分，你可能各買一些。一個星期以後，你再到這家店裡，卻發現葡萄柚的價格突然漲價為每磅一美元，橘子仍然是50美分，你可能僅願意買橘子，而等待葡萄柚的價格下跌。如果你以這種心態購買股票，你通

常會吃虧。

你絕對不可僅因為某支股票的價格較低而買進它；股價偏低往往都有很好的理由。你買進股票是希望它有所表現；換言之，它的上漲速度快於一般的股票。相對強度便是衡量這類的表現。在所有條件都相同的情況下，你如果希望買進一支股票，你應該根據相對強度指標買進一支最強勁的股票。

圖8.7

New York Stock Exchange Daily Graphs採用的相對強度指標。就這個例子而言，它代表個股與S&P 500之間的相對強弱關係。52是相對強度值，代表它的表現優於資料庫中的52%股票。



Data for chart courtesy: Daily Graphs

截至目前為止，我僅討論相對強度的一般使用方法。我們還可以由另一個角度運用相對強度的觀念，這直接關係著我對於趨勢的定義。在上升趨勢中，高價與低價都會不斷墊高。所以，我會觀察「道瓊工業指數」，指數創新高時，我會尋找在同一天或稍早也創新高的股票。

這些便是最強勁的股票——市場領導股。如果市場處於上升趨勢中，這些股票便是你應該買進的對象——假定所有的條件都相同——但不是在創新高的時候買進。你必需等待回檔，在跌勢中買進，因為它們迅速回升的機會較高。相對強度較高的股票，它們的上漲速度會快於其他的股票。

在市場的頭部附近，你準備賣空的時候，我建議你不可選擇相對強度較高的股票，因為萬一你判斷錯誤，損失將十分嚴重。我也不建議你賣空最弱勢的股票，因為它們的下檔空間非常有限。我建議你賣空相對強度適中的股票，因為萬一你判斷錯誤，受傷的程度不會太過嚴重，如果判斷正確，你還是有相當不錯的利潤。

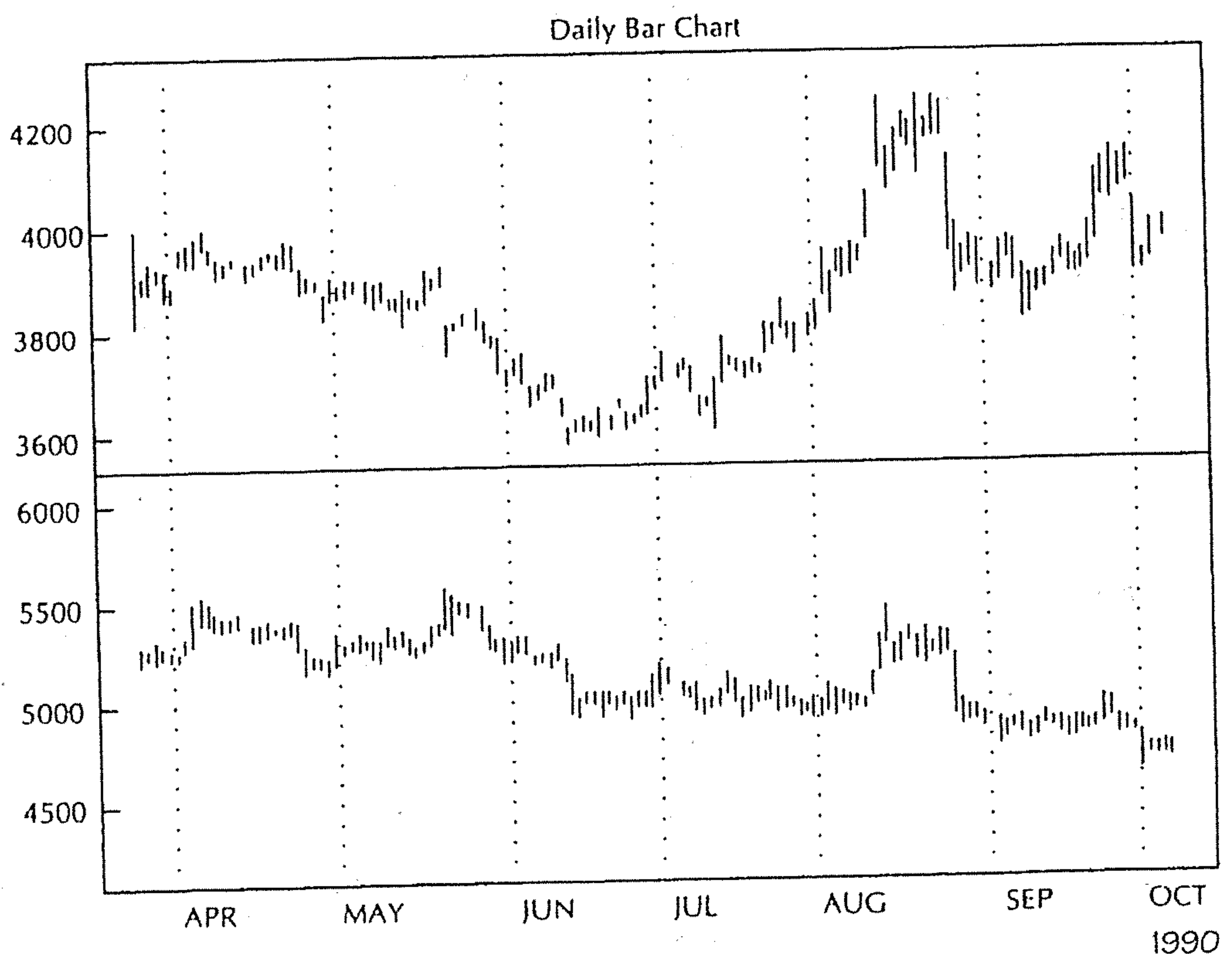
賣空強勢股的時機，是當「工業指數」與「運輸指數」都已經呈現中期或長期頭部的時候，而且趨勢變動的1-2-3準則也加以確認。這是在短期內迅速獲利的理想時機，因為當你確認強勢股的頭部出現之後，如果行情持續下滑，很可能會出現一至三天的恐慌性暴跌走勢。在這類交易中，你最好迅速獲利了結，因為許多買盤基於先前展現的相對強勢而在低檔準備接手，所以它們往往會迅速反彈。

相對強度雖然是一種重要的輔助性指標，但我認為它的重要性尚不及移動平均。換言之，如果某支股票非常強勁，但價格低於移動平均，我仍然不會考慮買進。

相對強度的概念也適用於商品市場，但運用上稍有不同。假定你考慮在貴金屬商品中建立多頭部位，你可以比較黃金、白銀、白金、以及其他類似商品的相對強度，並挑戰最強勁的一種商品。以圖8.8為例，它分別列出黃金與白銀的週線圖。稍

圖8.8

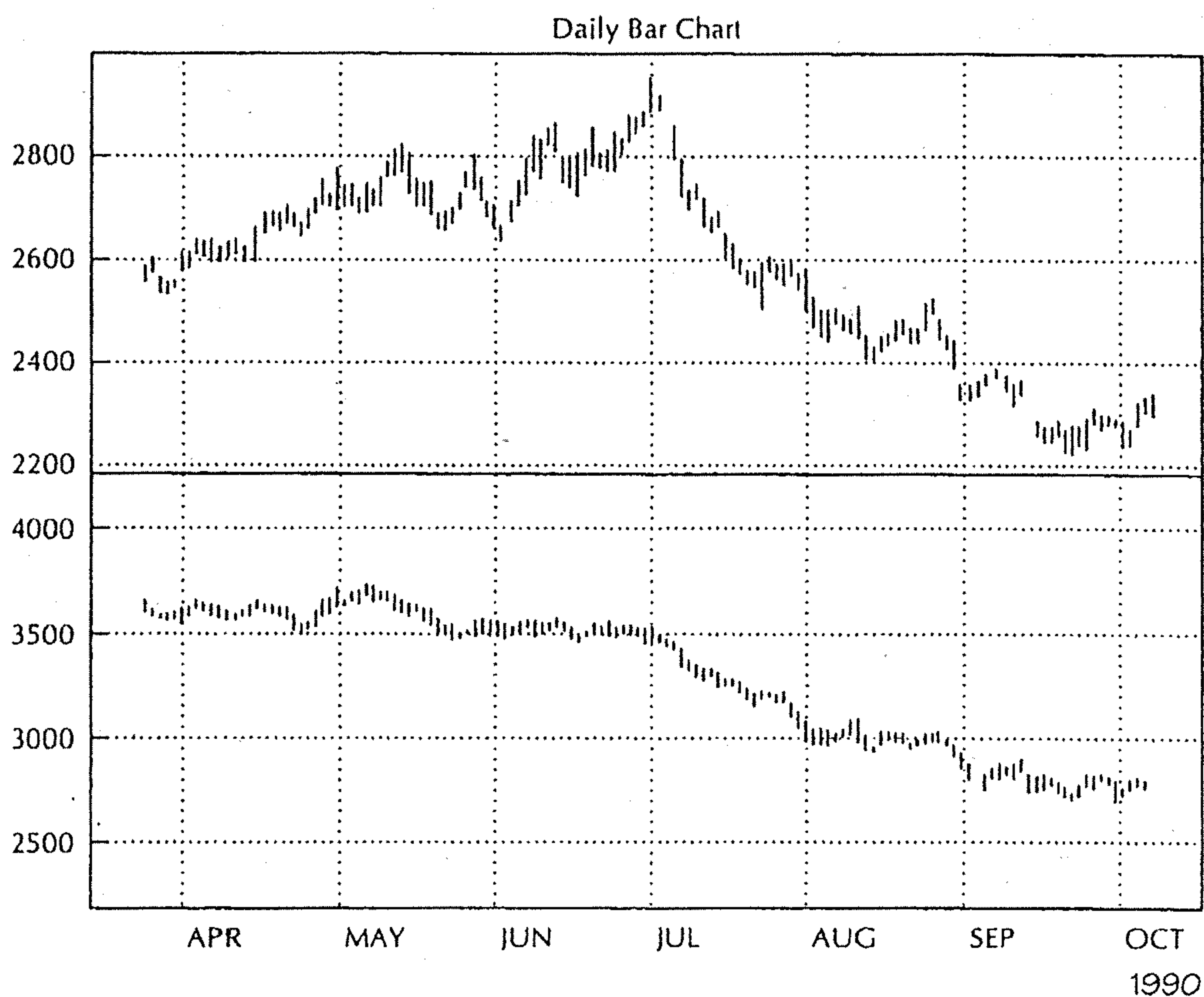
1990年12月份黃金（上圖）與1990年12月份白銀（下圖）期貨——相對強度的比較。稍加瀏覽便可以發現，黃金創新的中期高價，而白銀則否。另外，白銀在9月份創新低，而黃金則沒有。所以，黃金的相對強度高於白銀。



加瀏覽，我們便可以察覺兩種現象：第一，白銀在9月份創新低，而黃金則沒有；第二，黃金突破先前6月份的中期高點，白銀則未突破先前3月份的中期高點。所以，黃金的走勢顯然強於白銀——它的相對強度較高。

圖8.9

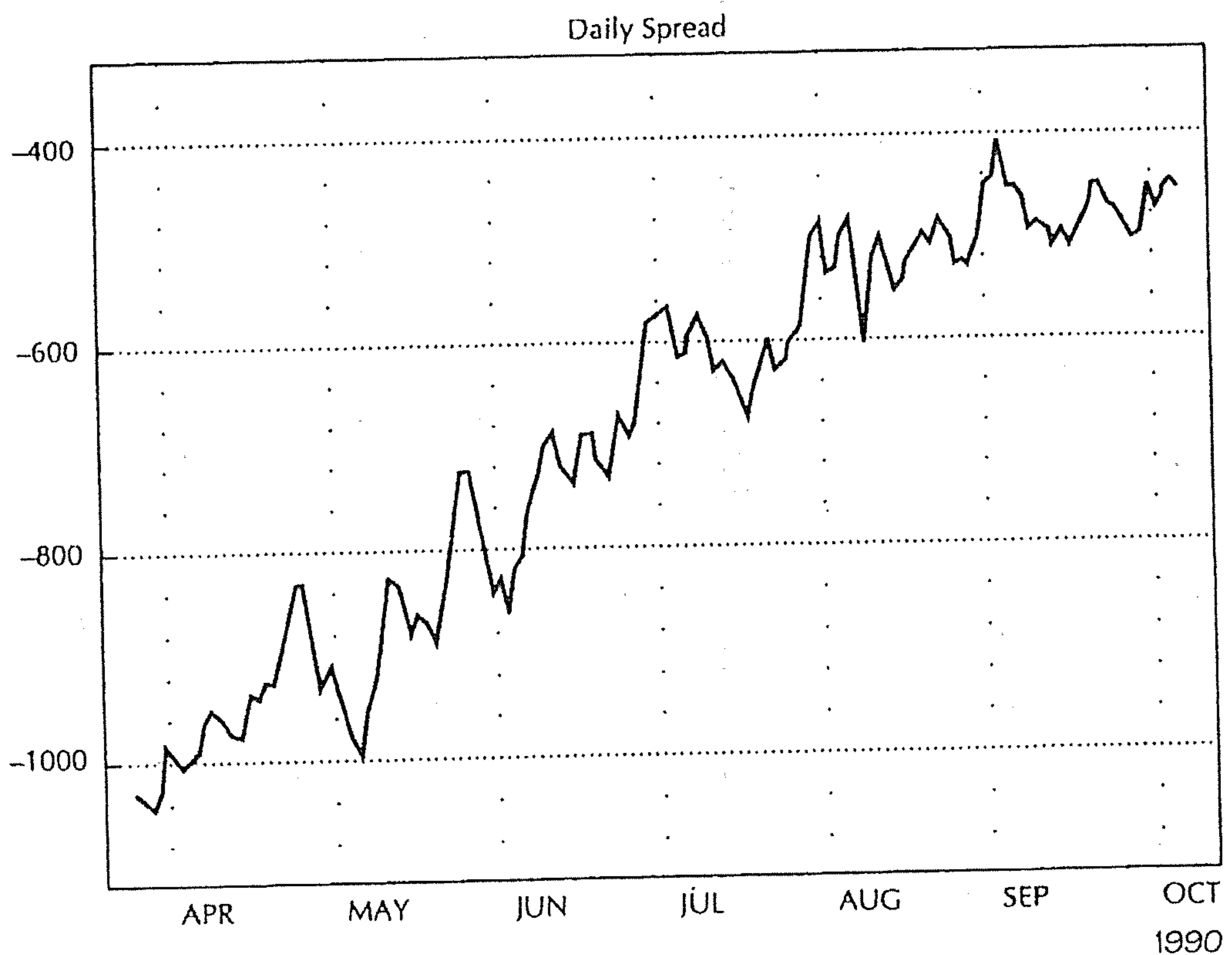
1990年12月份玉米（上圖）與1990年12月份小麥（下圖）期貨——相對強度的比較。價格是以每英斗0.1美分為單位（換言之，2400相當於是每英斗2.40美元）。稍加瀏覽便可以發現，玉米與小麥都是處於下降趨勢中，但玉米的表現優於小麥——它的相對強度較高。



在商品中，你也可以把相對強度的概念，運用在價差交易（spread）的部位上。以穀類商品為例，你可以比較玉米與小麥的相對強度。迅速瀏覽圖8.9的兩份日線圖，你可以發現玉米的走勢顯然強於小麥，所以你應該做多玉米而賣空小麥。這項決策可以由圖形8.10獲得確認，它是玉米對小麥的價差日線圖。

圖8.10

1990年12月份玉米、小麥的每日價差走勢圖。猶如相對強度的比較，「做多玉米而賣空小賣」是一個理想的價差交易部位。

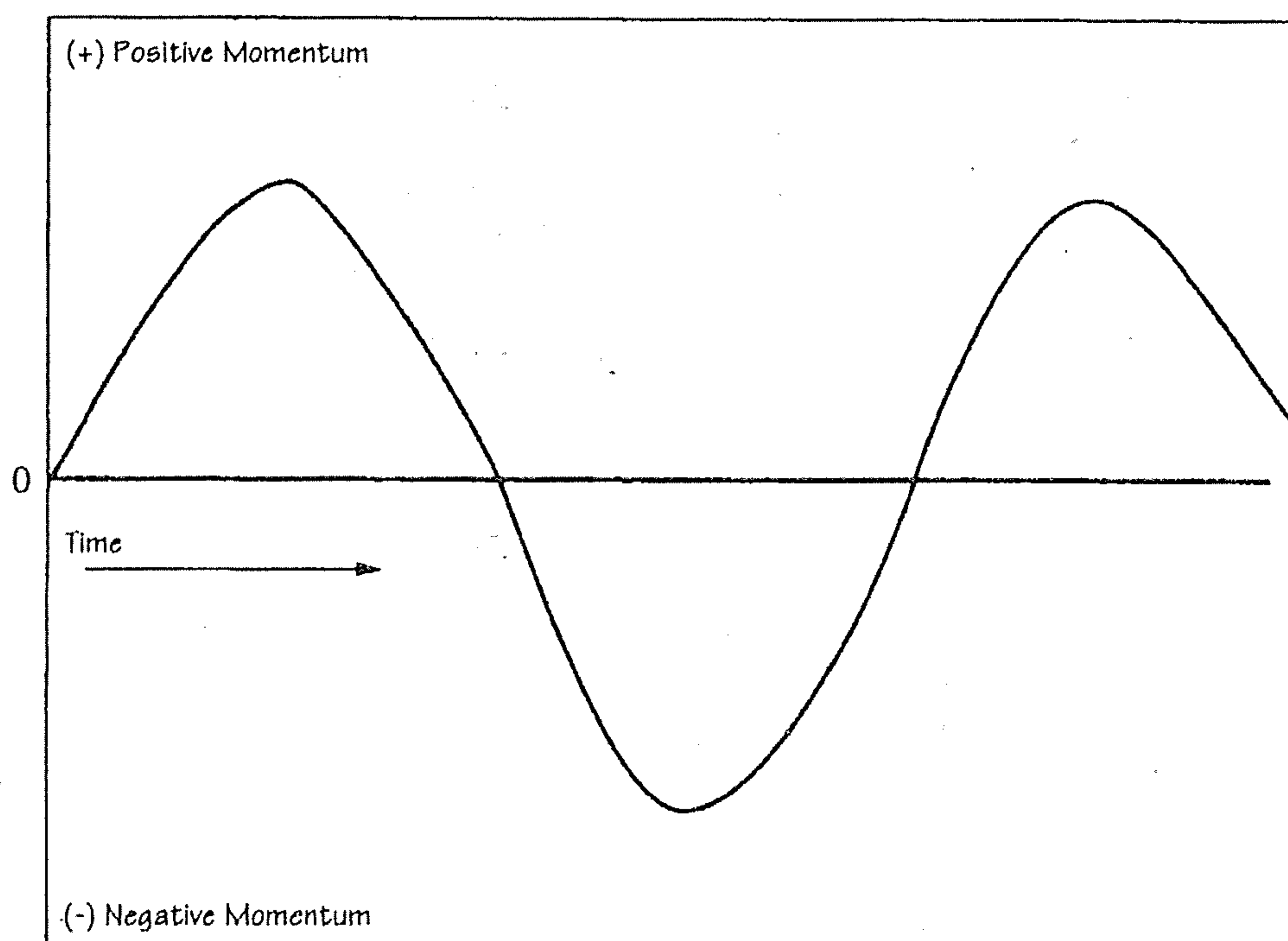


動能指標（震盪指標）

運動中的物體具有一種稱為動能（momentum）的性質，你可以稱它為物體的運動量（the quantity of motion of an object）。動能實際上是代表質量（mass）與速度的乘積。以搖動中的鐘擺為例，它的動能不斷變化，若以時間做為水平軸描繪動能，其形狀便如圖8.11所顯示。

圖8.11

以時間為基準繪製鐘擺的動能。鐘擺的動能是以基線為準而上下震動。你可以發現，這種模式與金融市場的動能震盪指標非常類似。



市場也具有動能，雖然它並不符合物理學上的嚴格定義。你可以將鐘擺動能的模式，視為是一種理想化的市場行爲，價格以某點爲中心而上下震盪，而價格變動的速度始終不斷變化；在圖形中，頭部與底部的反轉，則對應市場的頭部與底部。

然而，鐘擺有固定的質量與變動的速度，市場動能的質量（成交量）與速度（價格變動率）都不斷變化。此外，還有一些外來的干擾力量，例如：政治上與經濟上的重大新聞，都可以隨時改變市場的動能。

所以，我們無法以精確的方式衡量市場的動能，也無法利用它精確地預測市場未來的轉折點。然而，我們可以尋找一些高度相關性的市場動能，協助預測價格趨勢的變動。這類的最佳指標稱爲「震盪指標」（oscillators）。

「震盪指標」這項名詞目前已經是一種標準化的金融術語，根據我的瞭解，它最初出現於 *Profits in the Stock Market*，這是 H. M. Gartley 在 1935 年的作品。猶如移動平均與相對強度一樣，震盪指標也有許多不同的計算公式，但這些公式之間都有共通的性質，它們都是衡量市場參數（parameter）在某期間內之差值。因此，它們是衡量重要市場參數的變動率（the rate of change），這些參數可以是價格、行情寬度（breadth）、移動平均、成交量、……；它們會以基線爲準上下震盪，就如同鐘擺的動能一樣。

在股票市場中，我採用兩種震盪指標——分別以行情寬度

與價格爲參數。在商品市場中，我採用的震盪指標，則是以兩種移動平均之差值爲參數。

在股價指數中，我運用的振盪指標（價格與市場寬度）從1975年1月採用以來便始終有效（參考圖8.12與8.13）。我在商品市場中運用的震盪指標，其計算公式已經設定在我的報價系統中，我可以隨時更改移動平均的計算期間，以便就特定商品尋找最佳的套入（a good fit）期間（參考圖8.14）。

參考圖8.12至8.14可以發現，一個理想的震盪指標，會在市場趨勢開始變動的同時、或之前開始反轉。大多數情況下，我採用的震盪指標都相當精確。一般來說，市場處於上升趨勢時，震盪指標也會隨之上升。震盪指標愈高時，市場也愈呈現「超買」（overbought）的情況。在理想的狀況下，就如同圖8.11的鐘擺一樣，市場接近頭部時，震盪指標也會「遲緩下來」；換言之，它會趨於平坦而做頭。然後，價格開始反轉時，震盪指標會向下，而且持續向下，直至市場接近「超賣」（oversold）的情況，並出現類似於頭部的反轉走勢。

一般來說，震盪指標的數值愈高或愈低時——相對於先前出現的其他高、低點而言——它們愈重要。現在，讓我說明這些震盪指標的計算方法，以及如何運用它們。

衡量股票行情寬度的動能時，最理想的指標可以稱爲「10天約當期-淨變動-移動平均-行情寬度震盪指標」（10-day equivalent, net change, moving average, breadth oscillator）。這看起來十分複雜，實際上很簡單。在我正式討論它的計算方法前，先稍微解釋何謂「行情寬度」。

圖 8.12

1990年道瓊工業指數以及我的長期價格震盪指標。自從我1975年採用它以來，這項長期價格震盪指標的表現便相當理想。請留意9月底的情況，震盪指標在價格之前便已經反轉。

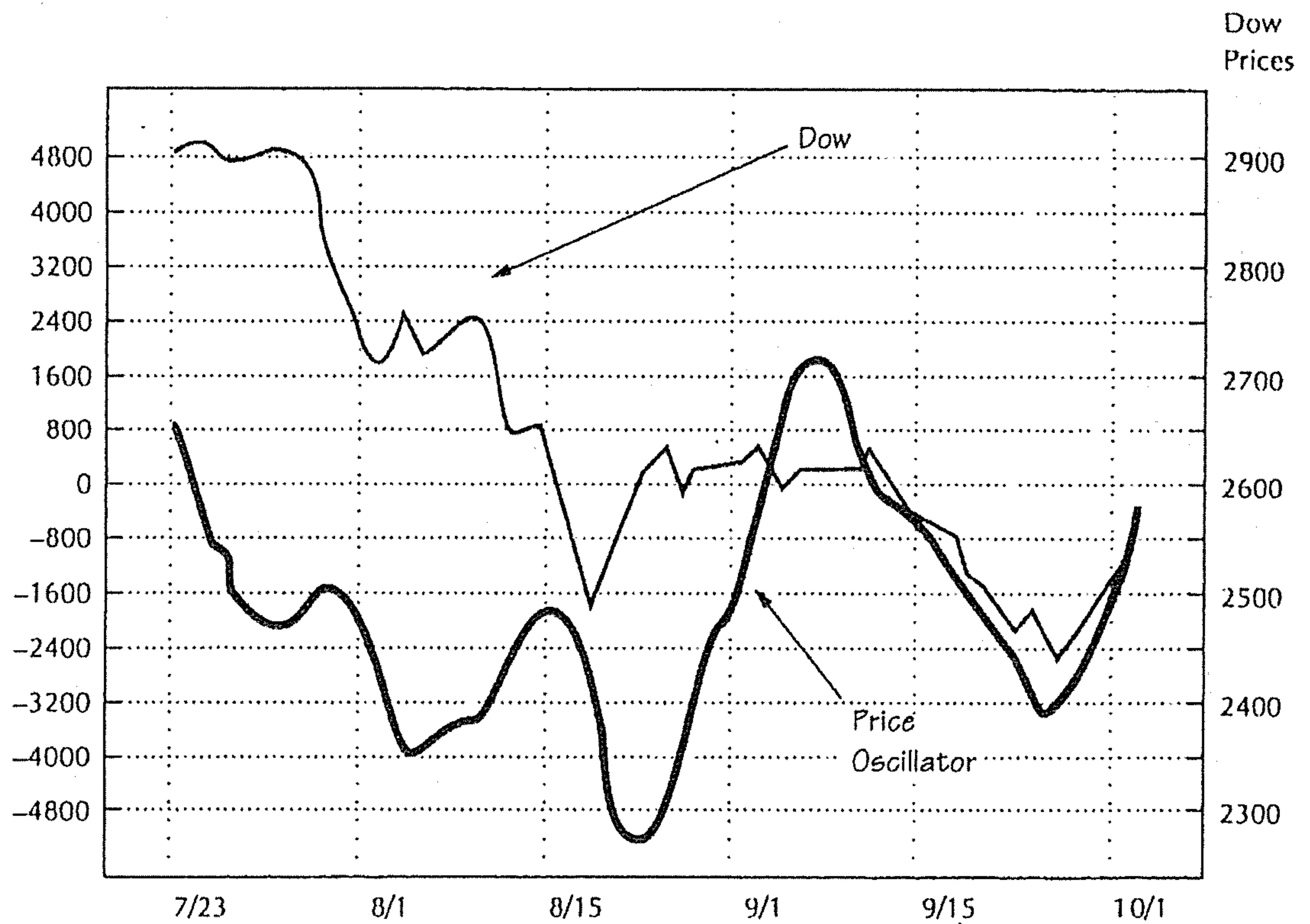


圖 8.13

1990年道瓊工業指數以及我的行情寬度震盪指標。較淡的線代表短期指標，較深的線是代表長期指標。比較這兩個震盪指標與圖8.12的情況。

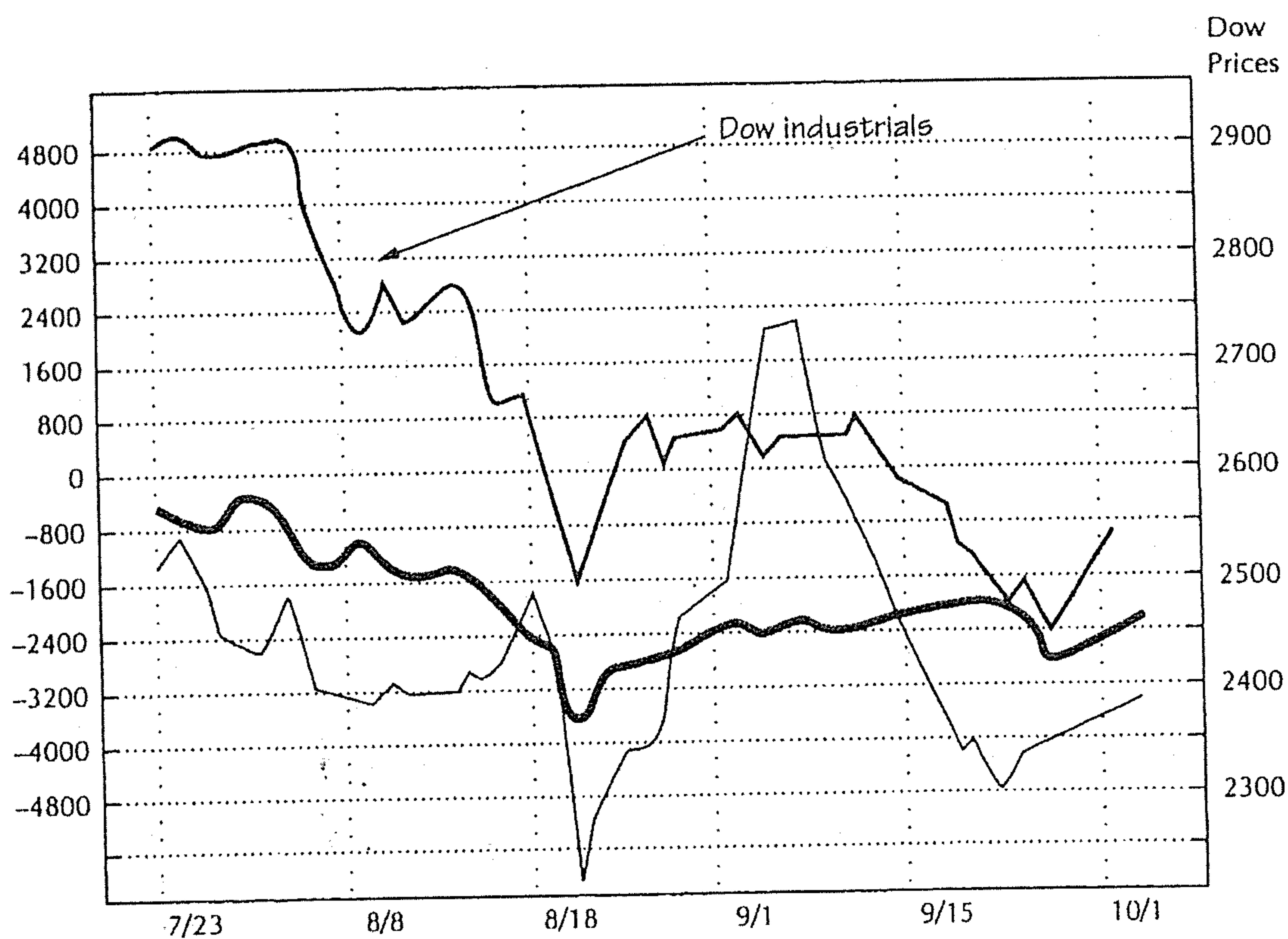
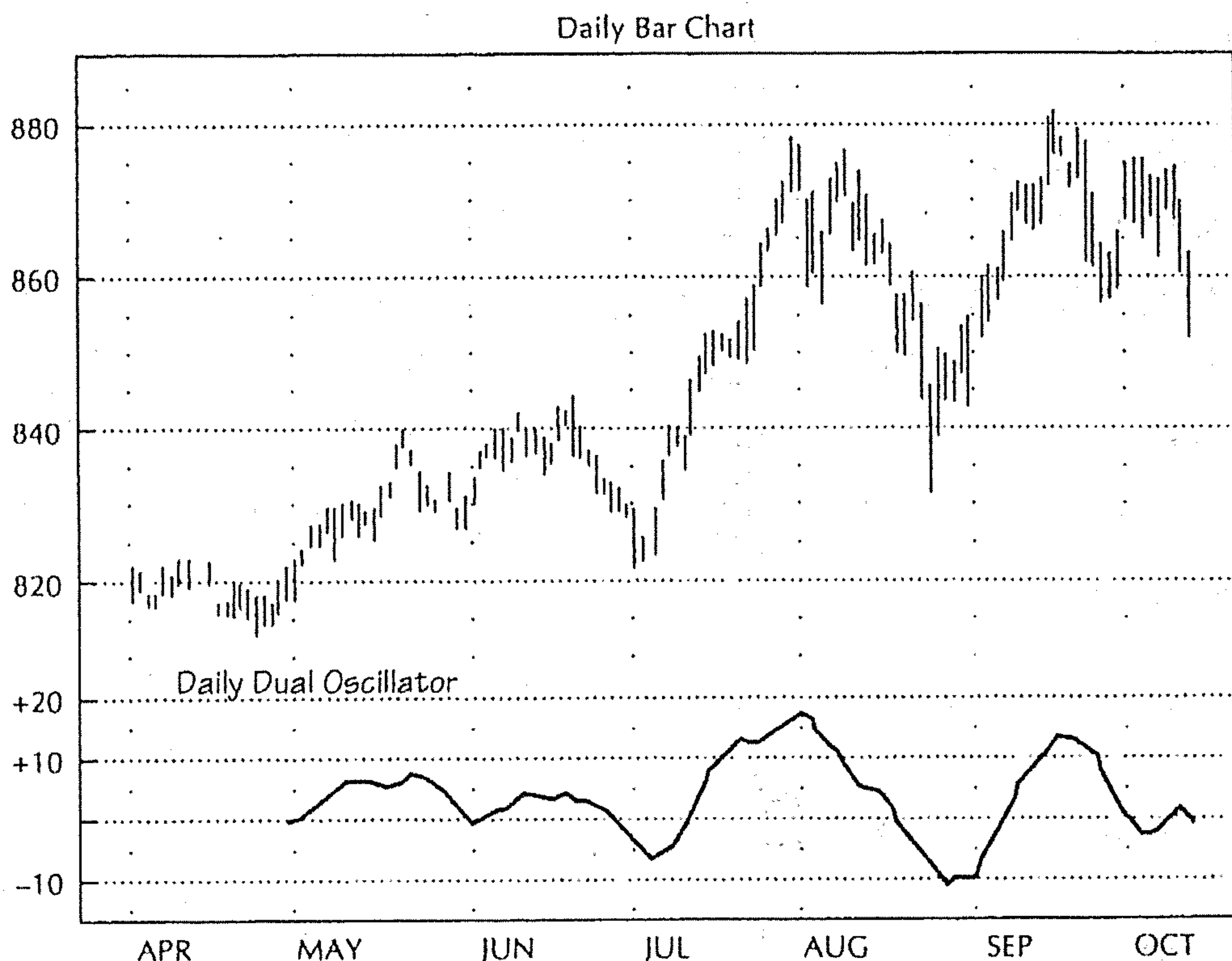


圖8.14

活牛期貨日線圖以及超買/超賣震盪指標。圖形下側的震盪指標是以7天期與21天期移動平均的差值為計算基準。這兩個期間適用於活牛，卻未必適用於其他商品。



行情寬度指標是用來彌補加權股價指數在分析上的缺失。以「道瓊工業指數」為例，它是由30種股票加權而構成。某些情況下，如果權數較大的股票出現較大的走勢，市場指數將無法合理代表整體工業類股的表現。對照所謂的「騰落線」（advance/decline line；A/D line；代表行情的寬度），可以判斷大盤指數是否可以代表整體市場的情況。

騰落線（A/D線）是計算「紐約股票交易所」每天上漲家

數與下跌家數的差值，並繪製為圖。一般來說，騰落線與「道瓊指數」會呈現相同方向的走勢，一旦兩者之間出現背離的，通常代表趨勢即將變動的訊號。

寬度震盪指標是衡量市場動能的方法之一，發出的訊號通常早於價格趨勢與騰落線的本身。

我實際上採用兩種寬度震盪指標，一為短期，一為長期，但通常較重視長期指標。就短期指標來說，每天早晨，我首先登錄上漲與下跌家數的淨值；我是以「紐約股票交易所」近10天以來的資料為準，並計算、登錄、繪製上漲與下跌家數之淨值的移動總和（moving sum）。換言之，我每天都會計算前一天上漲與下跌家數的淨值，然後加總近10天的數據。計算程序請參考表8.1。

就長期的指標來說，我取30天的期間，並做相同的計算，但將計算結果除以3，以代表10天期的約當值（參考表8.1）。圖8.13便是將上述結果描繪為圖形。

隨意瀏覽圖8.13便可以發現，在轉折的情況下，寬度震盪指標與「道瓊工業指數」之間存在顯著的相關性。然而，你也可以發現，如果你根據短期震盪指標交易，經常會「捱耳光」。在另一方面，長期震盪指標在轉折點上，經常會落後中期的價格趨勢；所以，若僅根據它交易，也無法即時掌握機會。這便是為什麼我僅以它們做為輔助性的工具。但是，就整體上來說，自從我1975年開始採用這兩項指標以來，它們與指數之間的相關性都很理想。⑤

表8.1 寬度震盪指標的數據

日期	今天的 A/Da	10天前的 A/Db	10天的 總和c	30天前的 A/Dd	30天的 總和e	除以3f
7/23	-1203	91	-1556	-552	-2167	-722
7/24	-2	-440	-1118	355	-2524	-841
7/25	312	465	-1271	458	-2670	-890
.						
.						
.						
10/1	761	-87	-3517	-1020	-6826	

- a 每天的上漲與下跌家數淨值——在「紐約股票交易所」的所有股票中，以上漲家數減去下跌家數。
- b 第10天以前的當天上漲與下跌家數淨值。
- c 最近10天A/D淨值的移動總和。以昨天的10天期移動總和，加上今天的A/D淨值，再減去先前第10天的A/D淨值。以7/24為例： $(-1556) + (-2) - (-440) = -1118$ 。
- d 第30天以前的當天上漲與下跌家數淨值。
- e 最近30天A/D淨值的移動總和。
- f 將最近30天A/D淨值的移動總和除以3，這便是10天約當期的移動總和。

表8.2 價格震盪指標的計算

日期a	紐約綜合指數 5天淨值b	10天移動總和c	10天淨移動總和d
7/23/90	-627	63397	886
7/24	-320	63077	300
7/25	-428	62649	-482
7/26	33	62682	-859
8/3	-536	61866	-1531
.			
.			
.			
10/1	302	52238	-2586

a 以「紐約綜合指數」為基準，以昨天的收盤減去先前第5天的收盤。

b 前一欄的10天移動總和。

c 最近10天的淨移動總和。以8/3為例： $61866 - 63937 = -1531$ 。

我採用的價格震盪指標稍微複雜一些，但評估行情時，它的重要性也高於寬度震盪指標。我是以「紐約綜合指數」每天的收盤價為基準計算，每天早晨，我計算前一天與先前第五天的收盤價差值。然後，加總最近十天以來的上述差值，這便是10天期移動總和。最後，再以昨天的10天期移動總和，減去先前第10天的10天期移動總和，這便是5天價差的10天期淨移動總和（請參考表格8.2）。將每天的計算結果描繪為圖形，並與

「道瓊工業指數」比較（參考圖形8.12）。我們可以發現，在轉折的情況下，價格震盪指標與「道瓊工業指數」之間存在顯著的相關性。

我運用寬度與價格震盪指標，以預測與確認行情的轉折點。瀏覽上述圖形可以發現，震盪指標的數值愈偏高或愈偏低時，中期價格趨勢發生變動的可能性也愈高。猶如鐵路平交道上的紅綠燈一樣，震盪指標接近或穿越先前的主要高點或低點時，代表即將有危險的狀況。它們不會告訴你，究竟會發生什麼危險，或危險什麼時候會出現，它們卻會提醒你是否需要謹慎行駛或全速前進。

在商品方面，猶如先前所提，我的報價系統已經設定震盪指標的計算公式，它是由兩項移動平均的差值構成。如果你也做類似的設定，你可以隨時嘗試改變移動平均的期間，針對特定商品尋找最適當的移動平均。

對於商品交易而言，這種設定有其必要性，因為個別商品與股價指數不同，前者的「正常」價格行為較常發生變化。所以，商品市場震盪指標的可靠性遠不如股價指數。雖然如此，如果可以找到適當的震盪指標，它們在確認趨勢變動上有不可忽視的價值。

事實上，有時候你可以發現非常理想的相關性，幾乎僅需要運用震盪指標便可以交易獲利。我個人絕對不會這麼做，我也不建議這麼做；但這是可能的，我也相信有許多交易者便是如此。這種做法存在一個問題：你判斷錯誤時，經常都是嚴重的錯誤。

許多技術分析師運用極端複雜的震盪指標，不僅用在大盤指數，也應用在個股。我並不這麼做。

投機者經常會運用過多的資訊。我認為，你最好僅採用少數幾個震盪指標，而且僅做為輔助性的工具，以確認或否定前一章討論的主要趨勢變動的指標。Frankie Joe有一條交易法則稱為 "KISS"，它代表 "Keep it simple, stupid !"（保持單純，笨蛋！）。這是一位「專家中的專家」提供的建議。

個股的選擇

截至目前為止，我討論的所有方法，幾乎都適用於每一個市場，包括：個股、商品與指數。無疑地，某些人僅交易個股——我過去也曾經以此為交易的重心。對於個股的選擇，我們有「道氏理論」可做為預測行情的一般性準則；在這個範圍內，你可以利用我們討論的技術方法選擇股票。現在，我再提出一些專門適用於個股操作的輔助性方法。目標當然是進一步提升你的勝算。

技術分析與基本分析的比較

市場中有一群人專門操作個股，他們在個別股票中投資、投機或交易。在這群人們中，基本上可以分為兩個學派——純粹的技術分析與純粹的基本分析。根據我個人的經驗判斷，這兩種純粹的學派都很難獲致穩定的績效。

大多數成功的投機者都屬於折衷學派：他們結合上述兩種

學派的精華，同時採用技術分析與基本分析的工具。我個人採用折衷而偏向技術分析的方法。我結合這兩章討論的技術性方法與基本面的統計資料，前者非常可能反映市場參與者的未來判斷，後者則與價格走勢之間保持長期而穩定的相關性。

基本分析者認為，長期來說股票價格取決於三項因素：股息殖利率（yield）、盈餘能力、以及個別公司的資產價值。換言之，任何股票的價值都是取決於這三項本質上的因素。我認為這種主張存在一個問題，它完全忽略價值的主觀性質。唯有當股息殖利率、盈餘能力、以及資產都必須直接反映在市場的集體判斷中，如此基本分析學派的主張才有效。事實上的情況並非如此。基本分析者經常發生一種現象：他們的判斷雖然「正確」，但時效的掌握卻錯誤。

葛拉罕（Graham）與陶德（Dodd）的選股方法是基本分析學派的主流之一。葛拉罕與陶德的方法認為，你應該買進低本益比與低帳面價值的股票，這是一種過於簡化的原則。他們的主張蘊涵著一項假設性的前題，這類股票很可能是「價值低估」的成長型股票，因為高本益比代表市場已經認同，並給予股票「適當的評價」。股票市場處在多頭行情的初期至中期階段以前，這種選股方法確實相當有效——除了少數本質最差的股票之外，所有股票都會上漲。然而，假以時日，你可能會遭遇麻煩。一般來說，某支股票的本益比與帳面價值偏低，背後必然存在理由，而且市場已經知道這些理由。

我認為本益比與帳面價值都是非常有用的工具，但我的運用方式截然不同。如果你觀察整體市場的本益比與帳面價值，

並以此比較過去的本益比與帳面價值，你可以發現一種理想的次要指標，顯示整體市場的超買與超賣情況。然後，你可以比較個股與大盤指數在本益比與帳面價值上的關係，並將這種關係視為是次要的（或許應該稱為更次要的）指標，以評估個股與大盤在超買與超賣上的相對表現。

盈餘成長的變動率

基本分析有一項非常理想的統計關係，它是盈餘成長變動率（譯按：作者是指盈餘的變動率而言）與股票價格變動率之間的相關性。Gordon Holmes 在1969年的作品中表示，「價格趨勢的斜率，在時間上幾乎都會領先對應或對等的盈餘趨勢斜率。時間的落差通常為三個月。」⑥

我對於這現象有三點評論。第一，它通常正確。第二，它禁得起時間的考驗。第三，它符合「道氏理論」根本觀點——市場會「反映所有事物」。然而，你如何運用這個現象呢？

首先，你必須確定這種相關性是否存在於你評估的股票中。大多數企業的盈餘都會受到季節性因素的影響，因此你觀察的盈餘數據不可少於六季，如此盈餘成長才是未來股價變動的有效指標。將盈餘的數據描繪在股價走勢圖的同一時間座標軸上（盈餘的數據必須落後三個月），如此你可以比較盈餘成長（衰退）與股價上漲（下跌）之間的相關性。這種相關性必須存在於考慮的整段期間內，否則兩者之間的相關性便不顯著，其盈餘也不適合用來預測未來的股價。

Holmes 根據盈餘成長與其他因子，設計一套相當複雜的選

股方法。⑦我的運用方法稍有不同。在William O'Neil提供的New York Stock Exchange Daily Graphs（紐約股票交易所每日圖形）中，盈餘的數據是以季為單位，其中還包括次一季的盈餘預估值。假定盈餘與股價之間的相關性確實存在。就買進方面來說，如果盈餘成長變動率小於股價變動率（或趨勢線的斜率），則可以考慮買進該股票。如果盈餘成長變動率大於或等於股價變動率（或趨勢線的斜率），另外尋找適當的對象。賣空方面也是如此。

如果你以這種方法交易，我希望給你一些忠告：許多人根據企業盈餘交易，這種情況下，預估的每季盈餘報告可能會讓你一敗塗地，尤其是高本益比的股票——它們經常出現暴跌的走勢。務必要知道實際的盈餘報告何時公佈，如果股價已經接近高點，則在報告公佈前應該出場。如果實際的數據不如預期中理想，則股價可能向下跳空，你累積的獲利也將在一夜之間消失了！

觀察殖利率與本益比的目的是在尋找高成長的潛力股。然而，事實上，盈餘成長是最能夠反映成長潛能的因子。以殖利率來說，它是股息除以股價。偏高的殖利率必然是因為股息偏高或/與股價偏低。可是，股價何以偏低呢？因為盈餘不佳！

以Citicorp與Traveler's為例，1990年7月，兩者股價大約持續下跌六個月，殖利率隨之上升。雖然股價持續下跌，但公司方面卻維持既定的股息。因為股價的下跌程度大於盈餘的衰退，所以本益比下降。這兩支股票的本益比都很低，殖利率則偏高，你覺得怎麼樣？是否代表它們是低價承接的理想對象？

我不認為如此。如果這兩家公司的表現持續不理想，怎麼辦？如果沒有在盈餘成長的範圍考慮，本益比與殖利率都是非常不可靠的數據。我經常喜歡把一個觀念表達為一個簡單的句子，「如果股價下跌，必然有下跌的理由！」你非常不可能在市場之前，發現價格低估的股票。

讓我舉一個例子，說明盈餘成長何以是選擇股票的一個關鍵因素。在「紐約股票交易所」掛牌交易的所有股票中，大約八成的公司會將盈餘的30%至65%分派為股息。假定一家成立不久的公司，股票價格為10美元，每股盈餘為1美元，分派的股息為0.5美元（佔盈餘50%，殖利率為5%），盈餘成長率為25%。本益比10倍，殖利率5%，這都是屬於中等的數據，所以很難根據這兩項資料判斷這支股票是否適合買進。可是，25%的盈餘成長率卻代表非凡的意義！

根據25%的盈餘成長率計算，該公司的盈餘在2.9年後將成長一倍。假定你現在持有這支股票，而且股息分派的比率維持不變，則你的殖利率在三年後便可增加大約一倍（譯按：約為9.8%，這是假定股價不變），再三年之後又可以再增加一倍（譯按：約為19%）。如果盈餘成長率保持不變，不到八年的，你的股息收益便約等於你當初投資的金額，這尚不包括股票非常可能出現的升值。根據本益比與殖利率挑選股票，將完全忽略這方面潛能。

基本面的其他考量

在兩支股票中選擇時，假定它們在其他方面都非常類似，

我會倚賴一些基本面的其他考量做最後的決策。

第一，對於兩份多頭氣勢相同的走勢圖，我會選擇低本益比的股票。同理，對於兩份空頭氣勢相同的走勢圖，我會賣空高本益比的股票。葛拉罕與陶德的教誨還是有些份量！

第二，考慮買進的時候，我會選擇信用擴張程度較低的公司；信用擴張的程度愈嚴重，愈容易受到銀根緊縮的影響。在賣空的情況下，我也會做類似的考量。第三，不論買進或賣空，都必須有足夠的市場流動性。

最後，股票市場中的某些投機者會判斷一家新上市公司或已上市公司提供的產品或服務，是否可以受到市場的接受。這種情況下，股票市場的交易者可能會判斷錯誤，或是低估消費者的需求，或是高估產品的吸引力。

雖然我通常不會參與這類投機活動，但這確實屬於一種投機行爲。我之所以不參與，是因為我無從衡量其中的勝算。這種行爲的成功與否，主要取決於普通常識。如果新產品很不錯、很有品味、很獨特，而且行銷策略很完善——總之，如果普通常識的評價很高——你大可買進一些股票，如果你禁得起損失的話。

技術分析的最後補充

除了本章與前一章討論的技術工具以外，我還希望就個股的技術分析提出一些補充。基本上，「道氏理論」的主張都適用於個別股票，但它們並不是十分有效。

在任何統計分析中，你的樣本愈多，重覆發生的現象愈普遍。個別股票俱備許多大盤指數的性質。例如，某支股票所有的相關知識都會反映在價格走勢中。成交量的關係也大致相同。股票循環的心理也是如此。所有的判斷原則都相同。然而，「道氏理論」有一項「假設」：這項理論並非不會錯誤；它更適用於個股。另外，你僅可以根據個別股票推論，沒有其他指數可以提供確認。雖然如此，但「道氏理論」對於個股操作仍有很大的幫助。

結論

截至目前為止，我們已經俱備一組單純而有效的技術工具，可供分析金融市場的價格走勢。我們由普遍的原則與「道氏理論」的概念開始，接著討論主要與次要的技術分析方法，最後則就個別股票的技術面與基本面提供特定的考量。下一章將為投機的彈藥庫增添一項更有力的裝備——普通常識，或經濟的基本分析。

附註：

- ① 我覺得我必須提出說明，一位真正瞭解「道氏理論」的人，很少會等待至確認日才建立部位。在比較「道氏理論」與移動平均線時，Gordon僅能夠選擇一個客觀的標準（譯按：確認日），這非常可以瞭解，但我堅信「道氏理論」對於市場走勢的長期預測功能，絕對優於200天期移動平均。
- ② William Gordon, *The Stock Market Indicators* (New York: Investors' Press Inc., 1968), pp. 28-39。
- ③ 這個學派認為，結果是判斷真理的唯一準則。換言之，結果可以證明手

段的合理性。

- ④ 參考New York Stock Exchange Daily Graphs, William O'Neil & Co., Inc., P. O. Box 24933, Los Angeles, California 90024。
- ⑤ 事實上，我曾經採用兩種價格震盪指標衡量「工業指數」，一為短期，一為長期，但從1980年代中期電腦交易程式出現以後，短期的價格震盪指標便不再有效。
- ⑥ 我是由Justin Mamis的著作中取得這項震盪指標，請參考The Professional Tape Reader，目前由Stan Weinstein出版。
- ⑦ Gordon A. Holmes, Capital Appreciation in the Stock Market (New York: Parket Publishing Company Inc.)，p. 32。
- ⑧ 同上，pp. 24-40。

第九章

世界真正的運作方式： 經濟學的基本知識

拼圖遊戲

設想一種遊戲：在沒有圖形或模式可供參考的情況下，拼湊一副1萬片的拼圖。假定每一碎片都僅是灰色而沒有任何圖案，形狀僅有些許的差異。完成這個拼圖需要非凡的耐心，而結果僅是一個毫無意義的灰色長方形。你認為你是否會嘗試拼湊它？我相當懷疑。雖然你可能會質疑設計者的意圖，但你應該會將它擱置一邊，讓少數有怪癖的人去尋找其中的莫名意義。

對於大多數人來說，當代經濟學就如同上述拼圖——瑣碎而無意義——經濟學家都是具有怪癖的人，他們試圖解決無聊而複雜的難題。經營企業或從事任何行業，我們都很難發現它們與經濟學理論之間究竟有什麼顯著的關係。然而，如果你希望在金融市場中交易獲利，把經濟學視為是無聊的東西而擱置一旁，可能是一種致命的錯誤。你必須瞭解，經濟學家的理論設計，以及政府官員與國會議員對於經濟問題提出的解決方法，將決定經濟活動的長期發展，並主宰價格的走勢方向。

如果你曾經留意市場的情況，你應該可以發現股票、債券與期貨市場如何反映政府的政策，例如：新預算的赤字水準、「聯邦準備理事會」對於貨幣供給的態度、財政部對於美元幣值的報告、以及有關新貿易法案的謠言。金融市場認為政府可以主導美國的經濟。現在，絕大部份投資與投機行為，成功與否都取決於是否可以正確判斷政府的動作與影響——貨幣政策、財政政策、以及或就個別市場與一般經濟循環進行的干預性立法。

我們的經濟是根據市場原理運作，但舞台的佈景是由政府決定——佈景隨時可能變動，這便是關鍵所在。如果你可以瞭解舞台經理人變更佈景依據的經濟理論，你可以預先判斷新的舞台佈置，調整自己的行為與立場。所以，成功的投機與投資，都需要俱備經濟學的知識；任何有效的市場預測系統都必須以它為基礎。讓我說明最後一句陳述。

我到紐約市的「皇后學院」學習經濟學理論，但我發現它幾乎全無意義——除非由負面的角度考慮；換言之，我學習當代經濟學思想的錯誤、而不是正確之處。

我的正式學校教育讓我瞭解主流凱恩斯學派（Keynesian）的觀點，我們政府便是以這套理論擬定經濟政策。然而，在自修的過程中，我發現大多數大學傳授的經濟學理論都違背主要經濟學家的思想原則，例如：亞當史密思（Adam Smith）、米賽斯（Ludwig von Mises）、海耶克（Frederick Hayek）、海滋立特（Henry Hazlitt）、蘭德（Ayn Rand）、以及其他學者。我認為，凱恩斯僅不過是一位思想較周密的商人與一位泡

沫（bubble）的營建者。①我發現凱恩斯經濟理論中的根本矛盾，並在「現代奧國經濟學派」（Modern Austrian School of Economics）中發現正確的經濟原理。②於是，我開始瞭解如何利用政府的泡沫行為獲利，在通貨膨脹的初期進場，並即早離場；泡沫破裂時，我已經安然落地，並準備進場收拾。

我不認為你需要接受正式的教育，取得金融交易活動需要的經濟學知識。事實上，我曾經鼓勵一位非常優秀的年青人不要上大學，並提供他一個交易的工作。我告訴他，在市場中學習，他的收獲將遠勝過大多數大學教育。透過觀察與經驗，他將學習這個世界真正的運作方式，而且很快成為一位優秀的交易員。

另一方面，我認識一位在某大型金融機構服務的證券分析師，她主修經濟學，並有五年的市場經驗。我向她請教，美國政府究竟是否能夠清償公債。她回答：「不行，政府的債務將繼續擴大。」然後，我又問她，在人們質疑政府清償債務的能力以前，公債的規模還可以持續成長多久。她回答：「我不知道，但最後這些債務都必須被一筆勾消。它們畢竟只不過是一些紙張而已！」只不過是一些紙張！？不可思議！！在次一個空頭市場中，她將無助地看著股票與債券不斷創新低。不幸地，我曾經與無數人談論這方面問題，他們都持著類似的見解，顯示這是一種普遍性的觀點，它是源自對於經濟學基本原理的誤解。

你不可以顛倒因果關係。華盛頓一些所謂為「經濟大師」，不可僅憑「國會」的紙上作業創造經濟繁榮。經濟學不

是一個神秘的領域，也不是少數專家與天才掌握的宗教啓示。許多政府決策者只不過是懦弱的政客，他們不敢告訴特殊的利益集團：天下沒有白吃的午餐。反之，他們採用種種複雜的技巧掩飾擴張支出的事實，並試圖逃避或故意忽略這些政策的必然結果——通貨膨脹或經濟衰退。然而，他們的行為都是在經濟學的名義下進行。

凱恩思在他所謂的「新經濟學」中，正式給予這些經濟謬論類似於科學的地位。他讓政府取得合理的根據，干預自由市場，控制貨幣與信用的供給，並採行不負責任的赤字預算與通貨膨脹的政策。除了極少數的例外，學術界將這些謬論視為是經濟學的公理（axioms），並進一步將它們發展為極端複雜的體系、術語、符號、以及數學方程式。難怪大多數人將經濟學視為畏途，或一門沉悶的學問。

如果你覺得經濟學非常沉悶或艱深，這一方面是因為政治家與學術界多年來不斷主張，我們的社會與市場間的交互運作太過複雜，不適合於一般人自行處理。他們認為，現代社會的「複雜經濟議題」需要相互權衡，必須在「理想」與「現實」之間取得平衡。

他們蘊釀出一種普遍的見解，唯有政府——在無數人員、高薪顧問、眾多的委員會與官僚機構的協助下——才有能力在全國分歧的利益考量下，尋找一個正確的「妥協之道」。他們認為政府應該管理經濟：透過通貨膨脹的手段，增加信用與貨幣的供給，以促進生產，同時又針對最具生產力的產業，課徵「超額利潤」的稅金；透過預算赤字的方式，提供「被剝削

者」公平的機會，同時又強迫可能提供他們就業機會的企業，支付最低的工資、社會安全的攤額與失業保險；透過貿易障礙保護國內的產業，同時又提供低利貸款或援助給「開發中」的第三世界國家，以便贏取它們的「友誼」；透過價格津貼政策以補助小麥、糖、黃豆、牛奶與其他農產品的生產，以「維繫美國農民的獨立與競爭力」，同時又將剩餘的作物以免費或低於成本的價格賣給外國；以及其他無數的類似現象。

我對於這套說法的反應，並不適合以文字表示，所以我僅提出一個忠告：「不要讓他們愚弄你！」如果你每個月都可以讓支票帳戶保持平衡，並瞭解不能永遠以債養債，則你對於經濟學的瞭解已經遠超過大多數政府決策者。他們與他們矛盾的計劃與法律，每年都耗費美國生產者無數的所得（我所謂的生產者，並不僅指產業界而言，而是指每一位有收入的人），這一切僅是毫無意義的拼圖遊戲。然而，如果你俱備正確的知識，可以利用這些碎片套入你自己的拼圖；你可以將政府的非理性行爲，轉變爲銀行帳戶內的鈔票。

身爲一爲交易者、投機者或投資者，你的賺錢方式是基於預期中的價格變化而買、賣交易工具。若希望把這份工作做好，你需要有一些基本的認識：人們何以要交易、何謂市場、誰參與其中、價格如何決定、價格何以會發生變化、什麼因素會造成價格的變化、價格何時發生變化、……。另外，由於政府對於市場的干預，較其他任何因素都會造成更大的價格波動，所以你必須瞭解政府的政策如何影響市場。猶如一位新聞記者的報導一樣，你必須提出、並回答下列的問題：誰（who）？什麼（what）？何時（when）？那裡（where）？

爲什麼（why）？如何（how）？在一般而基本的層次上回答這些問題，這是屬於經濟學的領域。就特定的市場回答它們，則屬於行情預測的領域。經濟學提供行情預測的基本觀念。

掌握正確的經濟學基本原理，你可以發展合理的市場預測方法，由無數的資料中篩選資訊，捨棄那些無謂的垃圾。你可以由一個簡單而正確的概念開始，觀察市場的資料，並推演出合理而精確的結論。你可以聽取分析師與「專家」的意見，並測試他們的結論是否俱備根本不變的有效性，判斷其中的矛盾與錯誤。總之，你可以成功地與那些「博學之士」相互競爭。

知識的多寡並不重要，重點在於知識的素質與有效性。我認識一個人，並親自觀察他——正確地——回答每一項關於交易的問題，他卻是一位失敗的交易員。他花費無數時間發展傑出而錯誤的市場預測方法。我非常佩服他的智能，在交易中，他卻遭逢無法克服的問題——他無法辨識主宰市場行爲的基本原則。

本章的目的是要提出與界定經濟學上的基本原理與術語，稍後我將說明如何運用它們預測經濟循環，並以這些知識在市場中獲利。猶如拼圖遊戲說明書中的圖形一樣，這些原理將指引你如何拼湊市場預測的拼圖。

魯賓遜的經濟學

我認爲節儉（economy）是最重要的美德，而政府負債是最危險的行爲；我們必須在節儉（economy）與自由（liberty）或浪費與奴役之間做

選擇。如果我們可以防止政府假藉照顧之名浪費人民的血汗錢，他們將很快樂。

——傑佛遜（Thomas Jefferson）

在這項陳述中，「節儉」（economy）具有兩種不太相同的意義。當傑佛遜說，「節儉是最重要的美德」時，他是指以謹慎而節約的態度管理公共收益。當他說「我們必須在節儉與自由或浪費與奴役之間做選擇」時，他是指政府的主要功能應該是什麼——應該擴張它的荷包提供公共服務，或應該保護人民的生命、自由與財產。

傑佛遜較歷史上任何政治家都更瞭解，政府的「浪費」僅可以由「人民的血汗錢」清償。他知道，政府「假藉照顧之名」不斷增加預算，並不斷擴充服務，這必然需要犧牲私人的財產與個人的自由。

不幸地，在過去兩個世紀以來，這個國家的人民透過政治領袖的推舉，已經選擇浪費優於自由；所以，我們現在每工作三天，便需要把一天的收入交由政府花費。即使如此仍不足夠。如果目前每年超過1,000美元億的赤字持續發展下去，我們的子孫將繼承一筆無法負荷的財務重擔。如果傑佛遜地下有靈，恐怕將寢食難安。

我們之所以陷入目前的困境，是因為我們採納錯誤的觀念，不僅是錯誤的經濟觀念而已，也包括錯誤的哲學觀念。美國人民被誘導而認為，世界上並無所謂的絕對正確與錯誤——一切都僅是相對因素之間的平衡；生命是一種非常複雜的過

程，所以應該把經濟政策交由「專家」處理。

本書並不是一本哲學性的著述，但沒有任何事物比「生與死」更真實——所謂「生」是指經濟上的生存。我不認為每一件事都很單純，但我認為大多數事物都沒有表面上那般的複雜。我無法列舉每一項錯誤的經濟觀念、並反駁它，但我可以提供基本的定義與原理，我知道它們是正確而合理的觀念，它們或許無法以傳統的智慧證實，但我銀行帳戶內的鈔票卻可以確認它們的有效性。所以，讓我們重頭開始，並探討何謂經濟學。

經濟學是一門研究人類某些行為的學問。根據經濟學家米賽斯（Ludwig von Mises）的定義，「它是一種科學，研究如何運用手段達成既定的目的③……它並不是討論有形的事物；它的對象是人類，他們的意義與行為。」④換言之，經濟學是研究人類為了達成目標，運用的工具、方法與行為。這項定義是經濟分析與市場預測的第一原則；瞭解它之後才可以將其他的原則整合為一貫的系統，並加以運用。

大多數經濟學教科書對於經濟學的定義可能是：研究「生產與分配，以及如何運用所得、財富與商品」的一門學問。⑤這雖然是經濟學的處理範圍，卻不是真正的定義。例如，它指出所得與商品已經存在，而且有異於財富。它假定情況已經發展至某種程度，而分配是一項主要的考量。總之，它假定人類是生存在一個高度複雜化的社會；事實上，這種高度的複雜化是基本經濟原理發展的結果，但這些原理最初適用於個人，即使是單獨生存於荒島上也是如此。

以Daniel Defoe筆下的魯賓遜（Robinson Crusoe）為例。他的活動明確顯示個人經濟行爲的基本層面，這也是市場經濟的構成基礎。漂流至一個只有食人族的荒島上，魯賓遜首先設計一種方法，以取得較目前所需更多的食物，並將它們儲存起來，如此他才可以設法取得其他的必需品。他利用節省的時間，建造住所，佈置設備以防禦土著的攻擊，並製造衣物。然後，透過辛勤的工作、獨特的創意、以及時間的管理，他簡化取得必需品的程序，並在時間允許的範圍內，製造其他的奢侈品。

在提高生活水準的過程中，關鍵在於：評估（evaluation）、生產（production）、儲蓄（saving）、投資（investment）與創新發明（innovation）。他評估當時可以掌握的目標與方法，根據他的需要做最適當的選擇。對於他追求的每一項事物，其價值（value）是根據許多因素判斷：對於需要之迫切性的感覺、追求它需要俱備的方法、以及需要花費的機會成本。他生產生存上的必需品，並加以儲蓄，所以他可以投資精力生產需要或想要的產品。每一事物的價格，是他評估自身的需求而願花費的精力與時間。他的活動是一種交易（exchange）的行爲，從事某項活動而放棄另一項活動，機會成本間的差異便是他的利潤（profit）。如果判斷錯誤，他將遭逢損失（loss）。他安排與管理每一步驟的時間；他根據短期、中期與長期的考量選擇。透過技術的創新發明，生活必需品的成本（以所需支付的時間與精力表示）將降低，他禁得起以較多的時間與精力追求「奢侈品」。

解釋魯賓遜的活動時，我以斜體字強調的概念，即是它們與市場經濟之間在行爲與結果上存在的對應關係。事實上，市

場經濟僅不過是這項相同的概念表現在社會的層次上而已。在理性人類的個人基礎上，評估、生產、儲蓄、投資與創新發明，都是人類生存與成長的必要條件。

在適當的考量下，經濟學的研究對象是人類維持生存可運用的方法，但因為人類是群居的動物，所以人與人之間的關係也是經濟學的重要領域。然而，經濟學的根本重心仍在於個人，因為社會僅不過是個人的集合。

何謂市場？

就群體而言，維持生存可以運用的基本方法也完全與個人相同。唯一的差異僅在於生產與交易（exchange）活動的複雜程度。就個人單獨而言，交易是從事某項活動而放棄另一項活動，交易的代價是以他個人的時間與精力表示。

自由的社會中，個人能夠以自己的產品（財產）交換（交易，exchange）他人的產品與服務，並透過分工（division of labor）、專業化（specialization）、以及他人的創新發明而蒙受利益。所以，市場經濟使生存變得較簡單，但運用的方法則較個人複雜。就可供運用的資源與選擇而言，市場經濟活動較複雜；但就個人的生存與成長而言，市場經濟活動較簡單。如果魯賓遜擔任荒島上的清潔工作，他無法維持生存；但在紐約市，很多人可以靠著清洗摩天大樓的玻璃窗過著不錯的生活。

類似魯賓遜這樣的個人，如果被迫生存在群體中，將基於自身的利益而試圖自願交換產品。他們會評估交換品的價值，根據自己的能力討價還價，並選擇最需要或最想要的對象。一

筆交易中，每一方都會以價值較低的物品交換價值較高的物品。交易涉及個人的判斷，每個人都會評估交換品的價值。評估價值的程序必然具有主觀的成份；換言之，這取決於個人的特定偏好、判斷、價值觀與目標。

由於價值具有主觀的性質——人們對於價值的判斷不同——這使人們具有交易的慾望與動機，而交易的雙方也可以同時獲利。⑥玉米生產過剩而肉類不足的農夫，他對於玉米的價值判斷將低於牧人，後者需要玉米飼養牛隻——於是交易的機會便出現了。交換剩餘品（*exchanging their surpluses*）的活動涉及愈來愈多的人時，交易將變得相當複雜。許多個人之間的互動，社會將透過自由的結合而提供生產與交易的場所，這便是市場。

人們根據供、需原理而自願交換時，便是以市場做為交易的場所。這項定義同時適用於路邊攤與「紐約股票交易所」。雖然交易的系統可以簡單或複雜，但都適用相同的市場定義：市場是由一群從事交易的個人構成——他們基於自身的利益而試圖交換財產。

貨幣的功能

唯有市場成員俱備高度的生產力，並對於生命具有長期的控制能力時，貨幣才有其必要性。就最基本的形式來說，貨幣僅是一種人們普遍需要的商品，因為它被公認為交換的媒介。它就如同醃魚一樣是商品，但它具有耐久性，具有公認的價值，容易分割，而且攜帶方便。貨幣可以簡化交換的程序，人

們無需採用「以物易物」的交換方式。它使經濟價值可以計算；人們可以將主觀的經濟價值，轉換為數據的形式。它提供一種計量的方法，使人們能以貨幣的形式儲存未消費（unconsumed）的生產。接受美元、黃金或任何公認的交換媒介，人們可以相信它未來——不論是數分鐘、數天或數年之後——的購買力。所以，貨幣僅是一種俱備「交換媒介」與「儲存價值」的產品，它就如同任何其他的產品與服務一樣，必須受制於供、需的原理。

信用（credit）是一種較複雜的貨幣形式。信用是市場創造的貨幣，它讓原本未被利用的儲蓄得以發揮功能。在信用發展的早期階段，當時是以黃金與/或白銀為貨幣，金屬本身可以借、貸（通常是做為抵押品），而清償借貸需要附加利息。於是，貨幣出現一種新的形式——紙鈔。

放款者發現，承諾支付持有者特定數量黃金或白銀的紙鈔，較適合做為交換的媒介。基於發行者的健全信譽，紙鈔一旦被普遍接受以後，發行數量總是會超過實質貨幣的存款，於是產生以信用為基礎的交換媒介（fiduciary media，譯按：無準備發行的貨幣）。⑦

發行者只要謹慎維繫它的清償能力，並讓存款者相信其信譽健全，它創造的替代貨幣（紙鈔）數量便可以超過實質貨幣的存款（譯按：以「金本位制」來說，實質貨幣為黃金，以黃金為準備發行的紙鈔，在理論上——但實際上並非如此——數量應該等於黃金存量，否則會造成通貨膨脹）。依此方式，財富可以加速成長，速度將遠超過實質貨幣借貸可能的範圍——

一切都取決於放款者如何判斷借款者未來的生產與交易能力。

如果政府完全不介入，信用紙幣（fiduciary note）的成長主要取決於市場因素。⑧換言之，發行銀行最後必須有能力回贖所有在外流通的黃金或白銀紙幣，所以貴金屬的存量是信用擴張限度的一項客觀標準。猶如任何行業一樣，某些銀行會欣欣向榮，某些銀行會倒閉；某些存款者可以賺取利息，某些存款者會損失一切。然而，整體而言，將信用擴張至實際的儲蓄數量之上，確實可以大幅提升財富的成長速度。

當今，不可兌換的貨幣（fiat money）——政府宣佈為法幣（legal tender）的紙幣——是一種普遍被接受的交換媒介。不可兌換的貨幣與信用紙幣（fiduciary note）相當類似，都僅是一種交換的媒介，貨幣本身並無任何用途，前者卻沒有客觀的價值（譯按：黃金或白銀）做為後盾。在不可兌換的貨幣體系內，貨幣與信用的供給數量並非直接取決於市場因素，而是由政府決定。貨幣發行數量已經不再有客觀的限度，一切都取決於政府官僚的主觀判斷。

銀行體系不再以貴金屬為準備，改採隨時可以支付的政府紙幣⑨，後者是由俱備課稅與印製鈔票權力的政府發行。⑩政府可以控制信用的寬鬆程度，採用的方法是規定銀行放款與買、賣政府貨幣市場交易工具的準備金比率，並直接或間接操縱利率水準。這大致上可以決定企業界與消費者的借款能力，後者又將決定貨幣供給的成長率。

雖然政府可以控制貨幣與信用的供給，貨幣的購買力與信用成本卻仍然受制於市場原理。貨幣與信用仍然受制於市場的

供、需原理，供給面卻受到操縱。然而，健全的企業擴張仍然是以儲蓄為基礎，以謹慎的態度擴張信用。

經過適當的管理，信用可以使財富加速成長，因為它能以最有效的方式運用儲蓄與潛在的產能。儲蓄的貨幣是一種對於未消費（unconsumed）物品的求償權。儲蓄者決定放棄目前的消費，選擇未來的消費（投資）。透過信用的發明，他們可以有所選擇，或是自行持有貨幣，或是將貨幣存於金融機構，並讓他人借用他們的儲蓄消費或投資，並因此在未來取得更高的購買力（譯按：這是指利息而言）。借款者利用借款購買未經消費的物品，並消費或投資，但他們都必須創造足夠的新財富清償借款與利息。放款機構在放款時，將創造新的貨幣，但如果借款者不能以創造的新財富償還這些貨幣時，實際的儲蓄將被消費。

何謂財富？

財富（wealth）是累積可供消費的產品與服務。唯有一種方式可以創造財富：生產多於消費，這需要仰賴科技（technology）的進步。科技是一種應用科學，而科學代表知識。人們取得知識而應用它，以提升生產力。由許多方面來說，我們的生命太過充實而遺忘科技的貢獻。我們將許多創新發明帶來的市場效率視為理所當然，例如：專業生產、分工合作與機械化程序。這些都是創新發現（discoveries），使人們的構想得以付諸實現。在市場經濟中，每個人都可以受惠於創新者的發現。科技創新帶來的效率可以延伸至整個市場，使每個人都能以更少的時間製造更多的產品與服務。每個人的生產力都提高

時，根據供給與需求的原理，每個人的消費都可以提升。

不論產品與服務變得多麼複雜，不論整個程序涉及多少人，魯賓遜在荒島上適用的原理仍然有效。爲了生存，他必須評估自己需要或想要什麼以提高生活的品質，並生產以供交換。他支付的價格是取得交換品必須做的犧牲。爲了累積財富，他必須儲蓄，並投資當前的時間與產品換取未來的消費。分工合作需要創新發明，這可提高生產力。

經濟學與人性

經營事業猶如逆水而上。他毫無選擇；不進則退。

——Lewis E. Pierson

自由市場經濟是人類創造的制度，它奠基於一種觀念，人類具有獨立而理性的思考能力，他們能夠維繫自身的生存。它雖然是人類創造的制度，卻是自然產生，它是個人在社會架構內理性行爲的自然結果。政府並未創造市場；它們以強行的干預破壞市場。如果政府讓它的子民自由發展，市場將自動產生，它們猶如有自己的生命。

我們可以觀察計劃經濟下的情況，雖然生產與交易受到嚴格的控制，「黑市」卻相當猖獗，而且主管當局大多默許這種現象，甚至鼓勵與援助。例如，最近有一個電視節目報導波蘭的情況，解釋某地方政府在一個小城選擇一塊幾英畝大的土地，劃分爲許多小塊（每塊的面積甚至小於許多美國家庭的後

院），將它們分配給人們，他們可以種植蔬菜供自己消費。不久，使用這些土地的權利便在政府默許的黑市中交易，價格遠超過波蘭一般家庭的年收入。何以如此？因為新鮮的蔬菜水果當時（我想目前還是如此）幾乎不存在於國營市場，僅在黑市中高價交易。一個家庭如果可以取得幾塊土地，並將收成的作物在私有市場中賣出，可以增加數倍的收入。

交易高度需求物品的「黑市」，雖然任何政府都會限制，但這種市場觀念在共產國家會受到嚴格的譴責。以蘇聯為例，它在研究「如何運用方法達成既定目標」時，採用一套截然不同的原理。人類並不被視為是一種具有獨立存在意義的實體，他們是另一種可供運用的天然資源以服務一個更高的主體——國家或共產社會。在這種觀點下，魯賓遜實現自我願望而提高生活水準的行爲，確實違背共產主義的基本教條：「人盡其才，各取所需」（from each according to his ability, to each according to his need）。不論任何的議題，「共同利益」（common good）是唯一的價值標準；而「集體智慧」（collective wisdom）——由自以為是的監護者解釋——則是真理最後的裁決者。⑪

對於他們來說，價值、價格、投資與創新發明，都有不同的意義與重要性。官僚根據政府的命令設定價值，以法令決定價格。國家計劃者的投資並不是基於獲利。他們要求人民的工作動機不可基於個人的利益。所以，這種社會的人民不願繼續生存在苟活的環境中，作者撰寫本書的時候，其政治領袖被迫逐步放寬市場的限制，因為他們擔心經濟將全面崩潰，政治將全然瓦解。

我基於非常重要的理由提及這些似乎是政治性的議題。你無法單純討論經濟思想而不考慮社會文化對於人性的看法。任何文化對於人性的主要哲學觀點，將決定政治結構的性質，並因此決定經濟活動的性質。哲學觀點愈正確，經濟政策也愈可能成功。人類被視為理性實體（這並不是指不會犯錯而言，而是指人類可以根據獨立思考維持自身的生存）的程度愈高，社會愈自由而不受到政府的干預。社會愈自由，人民的生活水準也愈高（這是指財富的累積而言）。⑫

爲了避免讓你覺得我的說法太過於抽象，我舉一個例子說明我如何利用這些思想獲利。在二十世紀裡，法國的政治始終充滿相當濃厚的左派社會主義色彩。1981年，激進的社會主義者密特朗（François Mitterrand）擊敗中間溫和派的對手季斯卡（Valéry Giscard d'Estaing）贏得總統的大選。當時，「紐約時報」非常推崇密特朗，雖然他的政見具有明顯的社會主義傾向。

密特朗承諾創造一個充份就業的繁榮社會，他計畫將許多主要產業收歸國有，包括銀行體系在內，對富有者課征較高的稅金，引進大規模的社會福利計劃，並採取通貨膨脹的手段刺激經濟。⑬我知道（許多瞭解經濟狀況的其他人也是如此）密特朗試圖控制市場活動的政策將帶來一場大災難，而法國法郎將兌美元崩跌。

我立即賣空法郎——當時它兌換美元的匯率爲4：1——並在大約三週之後以6：1的匯率回補（它最後貶值爲10：1），我在幾乎確定的情況下，輕鬆地賺取這筆利潤。我知道我的看

法正確，因為——套用亞里思多德的名言——「一個物品不能同時出現在兩地」。這句話在經濟學上則可以解釋為「你不能無中生有」。1983年時，密特朗的政策影響已經相當明顯。物價年增率為12%。政府預算赤字與貿易赤字都非常可觀。人們的生活水準普遍降低。法郎兌換其他貨幣的幣值進一步下滑。失業率佔總勞動人口的10%。實在令人訝異，密特朗竟然能夠執政到現在！我想這是可以理解的，因為我們的國父在「獨立宣言」的前文中曾經說道，「根據經驗顯示，人類的天性較願意容忍邪惡，卻不願更正他們習以為常的制度。」

不幸地，包括美國在內，世界上每一個國家都存在集體主義（collectivist）的成份。因此，某種程度上，人們不僅需要對自己的生活負責，而且還必須照顧其他人的福利。根據集體主義的意識形態，政府的主要功能在於透過強制的手段，將共同利益重新分配給那些不能（或不願）生產、或生產水準較差的人。所以，美國與全世界的市場都存在不同程度的管制。

尤其是貨幣與信用的供給，完全掌握在政治家的手中，所以市場大體上是受制於政府官僚的意念。然而，猶如優秀的偵探一樣，他可以根據動機逮捕罪犯，所以我們也可以根據當權人物的心智架構判斷政府政策的方向。他們的集體意識程度愈高，愈可能干預市場，並導致各種形式的不平衡。檢視政府干預政策對於生產、儲蓄、投資與創新發明的影響，並分析它們對於各個市場造成的衝擊（假定政府的政策不會半途修改，雖然它們經常如此），你可以預測價格變動的方向。

如果希望預測未來的經濟政策，你必須瞭解政府可以運用

的政策武器，以及主要當權者的個性與意圖。就美國來說，最根本的政策武器有：稅制、融通預算赤字的方法與水準、「聯邦準備理事會」對於貨幣與信用的控制、以及限制生產與貿易的特殊法規。應該觀察的關鍵人物有：總統、Fed 主席、財政部長、以及國會的重要領袖。首先必須瞭解這些人物能夠做什麼，然後再根據他們對於人性的觀點，推測他們可能做什麼，如此你便可以調整自己的部位配合政府未來的政策。

相對於預測新政策來說，分析其影響較簡單。猶如亞當史密斯在「國富論」（The Wealth of Nations）所說：

富裕的國家是可以讓人民輕易取得必需品與生活上的方便性。……談論國家的財富，便是談論其人民的富足。所以，任何政策如果會造成物價上漲，將減少大眾的富足程度與國家的財富，並因而減少人民的必需品與幸福。

政府干預對於經濟造成的影響，將受制於市場原理。一個簡單的原理是：價格控制會造成供給缺乏，價格補助會造成供給過剩。例如，雷根（Ronald Reagan）1980年當選總統時（譯按：他在1981年1月份上任），國內的石油產業在政府的支持下一片繁榮，進口石油課徵偏高的關稅，OPEC 操縱市場而造成人為的短缺，以及卡特政府運用複雜的價格控制與退稅制度限制「舊有油井產油」的價格，但放任新油井產油的價格。這造成瘋狂的鑽井熱潮——人們普遍參與鑽井的投機活動。

雷根當選後，宣佈石油產業將自由化。在此之後不久，一位從事股票經紀業務的朋友打電話給我，建議我買進Tom

Brown，這是一支店頭市場的石油股票，它在前一段期間由每股2美元上漲至68美元。我告訴他，「吉米，石油股的行情已經結束了；我可能會賣空這支股票。」他要求我不要這麼做，因為Tom Brown是他的好朋友，我聽從他的意思，但我賣空許多其他的石油股。

我告訴吉米，中東的石油卡特爾（cartel）很快便會在競爭的壓力下瓦解，雷根的自由化政策絕對會扼殺國內的石油產業，因為自由競爭會導致價格下跌。於是，他減緩買進石油股，但基於稅金上的考慮，他仍然持有石油股的部位希望拖至1981年。然而，在1981年1月份，他的石油部位已經下跌25%。S&P 500指數在1980年11月出現頭部，因為指數內石油類股的權數很大。Tom Brown最後又跌回2美元附近。不用多說，我大有斬獲，而我根據的僅是簡單的原理。

現在，讓我運用相同的原理推測未來。最近，法定最低工資向上調整，這將造成速食店與零售商店的獲利能力降低，並迫使某些店面歇業或裁減員工。自動化設備將趨於更普遍，因為勞工成本提高使它更具有使用價值。年輕人與無特殊技術的勞工將出現更嚴重的失業，而政府的失業福利支出將增加。政府「假藉照顧之名」的行為又將增添國家的困境。政府的干預無法迴避供、需的法則；它僅會胡亂更動天平兩邊的法碼。

容我重覆強調，經濟學之所以重要，這是因為它說明人類在達成目標時，運用的工具、方法與活動。經濟學的重心，首先必須擺在個人單獨的行為，其次才是在社會架構內來研究個人的活動。適用於個人的原理也適用於任何團體或整體社會。

正確的經濟學原理，必須假設人類是獨立思考的個體，並追求自身的福利。任何其他見解都會造成矛盾——根據這些見解進行的活動，必然造成錯誤的判斷與失敗的結果。猶如魯賓遜一樣，每個人都必須瞭解評估、生產、儲蓄、投資與創新發明等概念，如此才能維繫人類的生存與富足。對於交易者、投機者與投資者來說，市場預測絕對必須仰賴周詳而正確的經濟學知識，尤其是如何評估政府干預行為對於價格走勢的影響。

生產造成富足

如果可以掌握機會，將是無限的；如果忽略它們，機會將消失。生命中充滿許多機會。財富並不是在於賺錢，而是使人們能夠賺錢。成功是來自於生產而不是破壞。

——John Wicker

假定你為某人工作，整天僅是坐著喝咖啡，看漫畫，玩弄公司文具——就這麼混日子。你認為你可以混多久？不會太久，我保證。你的老闆應該開除你，因為你對於公司沒有任何貢獻——因為你沒有任何的生產。

為了生存與富足，人類必須生產，這是無法逃避的事實。生產是將天然資源或/ 與人造要素，重新排列與組合，並創造具有特定用途的新物品。我所謂的「創造……新物品」，並不是指「無中生有」。既有的魚類，漁夫把它們轉變為食物；透過其行為與創新，他生產食物。既有的鋼、銅、鋁、塑膠、…，汽車製造者把它們轉變為汽車。製片家結合導演、演員、

編劇與技術人員，製成影片以供娛樂、廣告或教育之用。醫生試圖恢復病人的健康。股票交易員提供價格與交易。這些都是生產的行爲。

生產的行爲可以簡單或複雜——由採集食物、製造塑膠品、乃至於石油精製品。產品可以是生理必需品或抽象概念——食物或詩歌——但每一種生產行爲都是根據預定的用途或目標而創造出新的物品。某些重要的壓力團體，譴責過度的生產。他們認爲，人類由於「過度生產」（overproduction）而愈來愈遠離「自然的境界」，並談論某些偏遠地區的人們仍然採集食物而過著「自然就是美」的生活。例如，「地球之友」（Friends of the Earth）的組織宣言中寫道，「唯一的理想科技便是沒有科技」，並進一步宣稱，經濟發展是「少數精英份子對於自然（natural）世界所課徵沒有對應選舉權的稅金。」（我懷疑何謂人爲的[artificial]世界。）另一些人則渴望著童話中的「亞當樂園」（Garden of Eden），將它視爲人類的烏托邦，並認爲生產性工作是人類追求知識得到的懲罰。

完全仰賴變幻莫測的大地之母，每天忙著打獵與收集食物，你是否希望過著這種一成不變而永無止盡的生活？你是否真正願意生活在「樂園」之中，那裡不需要思想，而「生產」也不具有任何重要性？如果你的生存必需品與所有的決策都已經被預先決定——任何選擇都無必要、也不可能——你的快樂將來自何處？不論這類「樂園」究竟如何，它絕對不是一種合乎「人性」的生存場所，我也絕不希望涉足其中。我實在不瞭解何以人們認爲河狸所築的擋水壩是自然的景觀，而紐約的摩天大樓便不是——兩者都是動物根據天性創造的建築。

根據Ayn Rand的說法，生產的基礎是「將理性運用至生存的問題。」⑭人類的生存必須仰賴心智的運用；辨識他們的需要與欲望，根據認定價值的相對重要性排列先後秩序，尋找達成目標的方法，採取生產的活動。人類與其他動物的不同之處，是他們根據自然法則重新架構自然，並創造生存的環境。他們由艱困的自然環境中自我提升，使稀有的必需品變為富足，延長生命，開創嶄新領域的挑戰與機會。然而，他們之所以能夠創造這些成就，唯有他們可以自由地生產。

我非常謹慎地提出生產的定義，它是泛指具備既定目標的所有活動。有一種相當普遍的經濟觀點認為，唯有創造有形物品的活動才屬於生產。許多經濟學家將產業劃分為生產部門與服務部門，似乎服務業並不具備生產性。某些人悲嘆自動化與機械化生產程序日益普及，迫使勞工移往服務部門，因此造成有技術的高級勞工人口不斷減少。他們認為，服務業僅是扮演重新分配的功能，不是創造真正的財富。這是非常短視而錯誤的見解，它們來自對於經濟價值與財富觀念的誤解。

可以滿足需求的任何東西都具有經濟價值，依此認定，商品與服務都有經濟價值。此處所謂的「需求」是泛指人類需要與想要的任何東西；我認為僅有一個人可以決定何謂需求——一個人。如果相當數量的個人想要某種東西，並願意支付對應的經濟價值作為交換，它便具有市場價值。

企業的目標是判斷或創造市場價值，並在滿足消費者慾望的過程中獲取利潤。追求這項目標時，企業家運用機械化、自動化與其他創新的程序製造更多的產品與服務，使更多人可以

享有更低廉的價格。因為科技創新而暫時遭到解雇的勞工，可以移往服務業，或留在製造機械化與自動化等高級資本財的產業。不論他們留在製造業或前往服務業，都是新的財富資源。機械化過程中儲蓄的人力、物力與時間，可以投資於新產品與服務，於是國家的淨財富可以增加。你可以稱此為人類生活的自然提昇。嶄新的生產程序淘汰舊有的方法，迫使社會上各層次人們提升知識與技術，以便在市場上競爭。

雖然也有一些態度強硬的人們，尤其是有組織的勞工團體，寧可選擇停滯不願成長，但那些擁抱變動、不斷提升知識的人，才可以成長——包括經濟與個人的成長。持續的思考、學習與生產，這是獲取自尊與自我價值感的基本必要條件。如果這項事實可以被更廣泛地瞭解與運用，就可以促進一個更健康、更快樂與更具生產力的文化。

服務業不俱備生產價值，這種觀念完全沒有根據。除了食、衣、住、行等民生商品以外，人們還有許多可供消費的空間——財富的運用。如果他們挑選一家高級餐廳進餐，這是在消耗財富，但他們的消費可以用來支付餐廳的裝潢與設備、房東的房租、侍者的薪水、……。總之，他們的消費可以支持其他無數人的生產活動。

經濟學家經常將人劃分為「生產者」與「消費者」，似乎兩者是不同的群體，或甚至於相互對立。這種劃分在經濟分析上當然有其價值，但每一位生產者也是消費者，每一位消費者也是生產者（除非你是靠祖產或政府的救濟過活）。在汽車裝配廠服務的工人，將各種零件組裝為汽車。他雖然僅從事組裝

的工作，仍是生產行爲。餐廳侍者也是如此，她提供服務與氣氛，並因此獲得報酬。生產者交易產品以支付勞工的工資，後者又交易他們的工資換取其他產品與服務。對於每個人來說，都同時扮演生產者與消費者的角色，這是由生產與交易活動構成的鍊環。在自由市場的經濟中，生產與交易是達成個人目標的唯一合理途徑。

生產是創造潛在的財富。財富是由未經消費的物品累積而成，不論這些物品是產品或服務都是如此——只要它們在市場上被視爲有價值。在這種觀點下，餐廳侍者未經使用的服務也是一種財富。目前，我們通常都以金錢爲單位衡量財富，這並沒有改變財富的基本性質。金錢的累積相當於是累積請求權，可以在市場上換取產品與服務，但金錢的購買力可能隨著時間的經過而變動。

市場中，成功是以財富的累積能力衡量，財富來自於創造或預測其產品或服務的需求情況，使價格不僅可以維持當前的消費，並可以累積而促使經濟成長。這個程序中，第一步驟是生產，其次才是儲蓄。

儲蓄，投資，信用與財富

儲蓄即是投資。

——Henry Hazlitt

生產是生存的必要條件，儲蓄則是經濟成長的必要條件。爲了累積財富，第一步驟便是生產的數量必須超過立即的消

費。其次則有兩種可能的選擇：將剩餘品儲存起來以供未來的消費，這稱為單純的儲蓄（plain saving）；或者，被儲存的產品可以用來提升未來的生產力，或用來維持某些較費時間的生產活動，這稱為資本儲蓄或資本累積（capital saving or capital accumulation）。

在單純的儲蓄中，產品暫時被儲存，但遲早會被消費而不復存在。在資本儲蓄中，產品累積的目的是爲了提高生產力或創造全新的產品。資本儲蓄可以改善人類的物質生活條件，使他有充裕的能力提高生活的水準，不僅可以增加知識與生產，而且可以享有休閒娛樂。資本儲蓄是對於未來的投資，就此觀點而言，儲蓄就是投資。

儲蓄是一種選擇的行爲，儲蓄者需要比較：將產品留至未來消費的目前價值，以及目前立即消費產品的價值。目前產品與未來產品之間的價值比率稱為「基源利率」（originary interest）^⑮——它衡量目前消費與未來消費之間的利率。基源利率愈高，資本儲蓄率愈低。反之，基源利率愈低，資本累積率愈高，財富的成長率也愈高。

在金融市場中，基源利率將反映在資本財的成長或衰退率，^⑯它直接關係著個人儲蓄與信用供、需的水準。資本累積與利率之間並沒有直接的關係。市場利率代表信用的成本，基源利率僅是信用的一部份成本。然而，人們決定在目前或未來消費時，基源利率是最根本的考量因素。基源利率取決於個人的偏好與其他的許多條件。下一章討論貨幣政策對於經濟循環的影響時，即可以瞭解上述區分的理由。總之，儲蓄是取決於

放棄目前消費以換取未來更高報酬的能力與慾望；它是爲了換取明天的成長，選擇今天不消費。

新科技是經濟成長的動力，它來自於創新發明與知識、時間、精力、以及儲蓄資源的投資。科技是知識的應用，而發明則是創造的行爲。所以，科技發明是創造新方法以應用知識的行爲。第一位以魚網捕魚的漁夫是發明者，魚網便是新科技。事實上，魚網是一種儲蓄的形式——它是一種簡化生產程序的資本財。

第一位以網捕魚的漁夫，必須儲蓄以取得知識、時間、精力與物料製造魚網。一旦他創造了魚網，並學習如何使用它之後，可以簡化生產程序。他不僅可以提供自己家庭所需的魚穫，還可以將剩餘的產量交換其他的物品。由於生產程序簡化，魚穫的稀少性也隨之降低，他的鄰居們可以專事於其他必需品的生產以交換魚穫。這個例子由較原始的層次上顯示，個人的儲蓄、創新發明、投資與資本的累積，帶來的效率如何貢獻給整體社會，並提升每個人的生產力。

在文明進步的每一階段中，我們都繼承前人的知識，並加以改進。這也是促進成長的一種儲蓄形式。我們繼承獨木舟而發明帆船。帆船變爲蒸汽船。蒸汽船又變爲柴油動力的超級油輪。所有情況都是如此。整個程序是建立在前人的準備工作上，以及個人的創造力。如果我們的漁夫祖先們完全消費他們的魚網與獨木舟而不願投資時間來重置它們；如果我們的祖先沒有將種植小麥與製造麵粉的知識留傳下來；如果人類猶如其他動物一樣，僅是單純的消費者，目前的文明便無法存在。唯

有透過產品與知識的儲蓄，投資與成長才有可能。

由社會發展的原始層次上觀察，我們很容易瞭解儲蓄是投資的基本。然而，在複雜的市場經濟內，我們很難體會兩者之間的關係。例如，一家工廠借款投資較有效率的新設備時，我們很難由這項行為中察覺儲蓄的功能。事實上，類似如凱恩斯之流的經濟學家，說服（或至少提出理由）其他具有影響力的經濟學家與政治家，生產與儲蓄並不是經濟成長的必要條件。

根據凱恩斯學派的理論，生產的驅動力量來自於總需求（aggregate demand），後者是以可支配所得（disposable income）的貨幣單位衡量。他認為，讓每個人持有一些額外的鈔票，他們會支出，便可以創造需求，並促使生產者增加產量（這當然必須假定生產者不會僅以提高價格反應）。另一方面，儲蓄會造成「消費不足」，降低總需求與GNP，並妨礙經濟成長。根據這個觀點，政府僅需要運用赤字預算增加支出，採取寬鬆的信用政策增加經濟體系內的貨幣供給，並鼓勵每個人儘量支出而不要儲蓄，便可以保證經濟的繁榮。對於凱恩斯學派的經濟學家來說，問題僅是如何謹慎地管理政府的支出與貨幣的供給。

我在前文曾經提及，貨幣是一種交換的媒介與儲存價值的工具，某人儲蓄金錢時，他或她持有對於未消費（unconsumed）產品或服務的請求權。單就這兩項陳述的表面意義來說，儲蓄似乎不俱備生產力；事實上，儲蓄與投資之間似乎沒有直接的關係。你可能認為，儲蓄將減少市場對於產品的需求，減少產業界的獲利，並因此導致經濟活動的衰退。這是完

全錯誤的推論。

儲蓄基本上可以分爲兩類：一種是將鈔票藏在床墊下的守財奴，另一種是普通的儲蓄者，他們將金錢存在銀行，或購買債券、黃金、股票、以及其他的儲蓄工具。一般來說，將鈔票藏在床墊下的守財奴不多，這種行爲將造成貨幣流通量（相對於其他商品）減少，導致物價下跌的壓力，並提升貨幣的購買力。請留意，貨幣是一種商品，它就如同任何其他商品一樣也受制於供、需的原理。貨幣供給量減少時，它以其他產品表示的價值便提高。如果未考慮貨幣的購買力，財富不能以貨幣的數量表示。

在第19世紀末的幾十年中，工業迅速擴張，美國的生活水準以罕見的速度提昇。如果僅以貨幣數量衡量財富，無法反映上述的現象。在經濟擴張的最巔峰20年內，以黃金與白銀爲基礎的貨幣供給相當穩定，一般物價水準卻下降50%。事實上，在整個18與19世紀，除了政府在戰爭期間需要透過發行紙幣籌措經費以外，物價水準都處於普遍下跌的趨勢中。

目前，物價下跌的現象被視爲是奇觀，因爲我們已經習慣於政府採用的通貨膨脹貨幣政策。然而，如果你將貨幣看待爲一種商品，上述的現象便很容易理解。現在，企業界在擬定產品價格與估算收益時，都會考慮物價上漲的因素；同理，過去的企業經營都會預估物價下跌的影響。即使營業收入的金額下降，企業的獲利也可能增加，因爲貨幣的購買力提高。過去之所以不同於現在，是因爲貨幣與信用的供給是由市場因素——而不是政府——決定。

許多現代的經濟學家在物價下跌與經濟衰退之間畫上等號，這是因爲自1920年代末期以來，物價普遍下跌僅發生在經濟蕭條或衰退的期間。謹慎分析這些期間的情況，可以發現政府干預的程度最爲嚴重。以1930年代爲例，「聯邦準備理事會」減少三分之一的貨幣供給，國會卻同時通過法案維持1920年代的物價水準。爲了維持較高的價格，政府付款給農夫們燒毀馬鈴薯，並鏟犁棉花作物。（1930年代，許多農夫是以驢子犁田，而驢子是以頑固著稱。在鏟犁棉花時，驢子必須踏在作物之前進，但據說驢子不肯這麼做。當時某份報紙發表評論道，驢子對於經濟學的瞭解遠勝過政府。）商家如果遵照政府擬定的偏高價格，可以把獲贈的「藍鷹」（Blue Eagle）徽章掛在窗口。羅斯福總統在「爐邊閒談」（fireside chats）中，鼓勵消費者在掛有「藍鷹」徽章的商店購物，並抵制價格偏低的商店。勞工法案授權工會調升工資，並鼓勵它們防止資方降低工資。於是，在經濟普遍衰退而失業嚴重的情況下，實質工資卻得以上升。基於某些緣故，政府官員似乎始終不瞭解，物價的下跌是來自於貨幣供給的減少。結果，當然導致美國歷史上最漫長的經濟大蕭條。

我們政府的支出與貨幣政策，總是擺盪在兩個相互矛盾的行爲之間，先是以寬鬆的信用政策驅動通貨膨脹的繁榮，接著又以緊縮貨幣與信用的手段控制通貨膨脹，於是又造成經濟衰退。由於政府的赤字支出政策與「聯邦準備體系」控制的貨幣供給，使得現代的美國人無法想像物價下降的經濟繁榮。如果你可以不擔憂通貨膨脹，把錢存在銀行而其購買力又會隨著時間經過而增加，難道不是很美妙嗎？你可曾想過，隨著科技的

進步與價格的競爭，再加上貨幣購買力的提升，高科技產品價格的下跌速度會有多快嗎？重點在於：景氣衰退並不是由物價下跌造成，兩者之間未必存在任何的因果關係。

守財奴減少貨幣流通數量的行爲，對於物價與市場的影響非常有限。假定貨幣供給數量維持不變，物價將因爲貨幣流通數量的減少而向上調整。如果貨幣的供給數量相對於其他產品與服務而持續增加——猶如目前的情況——守財奴藏貨幣的購買力將減少。如果守財奴1940年在床墊下藏100萬美元，以美元的購買力而言，這筆資金現在僅值12萬美元。所以，在儲藏（hoarding）的行爲中，守財奴僅會傷害自己。

許多理由支持政府應該控制貨幣與信用，其中最具影響力的論點是由凱恩思提出來的主張，儲蓄是一種不具生產力的行爲——經濟衰退是由「消費不足」造成，這是指儲藏（hoarding）而言。多年以來，儲蓄都被視爲是儲藏，但儲藏實際上是一種相對罕見的行爲，通常並不會對整體經濟形成真正的傷害，頂多是造成自己的損失而已。

一般來說，儲蓄者並不是守財奴，他們會把錢存在銀行與其他金融機構，或購買債券、股票、……等交易工具，並將儲蓄提供給信用市場。這類的儲蓄者委託他人或機構保管他的儲蓄，並預期未來可以獲得報酬。這種儲蓄便是經濟擴張的動力。另外，儲蓄水準愈高，信用成本愈低——這是簡單的供、需原理。

魯賓遜儲蓄食物以便騰出時間建造住所，也是運用相同的原理。在市場經濟裡，這項原理僅發生在較抽象的層次上，而

信用交易程序的步調也稍快一些。

信用交易是一種協定，放款者將產品或未經消費之產品的請求權（貨幣）借予他人或團體，在一段時間之後取得清償，通常還會附加利息。這類交易是奠基於放款者相信借款者能夠以未來的生產來清償。如果借款者清償借款，他雖然消費借來的請求權（資金），他創造的新財富具有更高價值的請求權（本金加利息）。對於放款者來說，清償價值大於借出價值之間的差額，便代表它未立即消費的報酬。

如果借款者未履行清償的義務，他在運用產品的請求權時，至少已經消耗部份的商品，而創造的新財富又不足重置原來的請求權。債權人可以取回債務人持有的剩餘價值。借出與取回之間的市場價值差額便是損失——被消費的財富——它先前代表的市場產品已經不復存在。

信用交易既不是禮物、也不是援助，它是市場上的交易。借款者（不論個人或團體）培養信用的方式，是穩定地從事生產，並根據交易協定（契約）履行清償義務。借取的資金可以用於消費或投資，但他必須承諾清償所借資金或物品。放款者選擇放款而不是立即消費或自行投資，是因為他相信借款者的清償能力。

信用交易建立在債權人與債務人之間對於時間偏好上的（time-preference）差異。^{①⑦}債權人（更明確來說，儲蓄的存款人）決定延後自身的消費或投資，債務人則決定提前消費或投資，並以未來的生產清償。

在複雜的市場經濟中，大多數的經濟交易會涉及某種形式的信用。零售店由批發商進貨，通常在30天或以上的時間才會付款。汽車經銷商可以借取資金購買存貨，這是因為它們可以高價轉售。公司企業可以發行債券融通事業的擴張。投機者可以融資買進股票。然而，不論信用的形式如何，都代表對於未經消費產品的請求權，交易的一方提供信用，另一方則承諾清償。放款者延後消費的行為，借款者則以未來的消費換取目前的消費。

我先前曾經談及，銀行從事放款業務時，並沒有借出實際的儲蓄，而僅是創造新的貨幣。雖然如此，但實際的儲蓄（以資本的形式）確實必須承擔風險。往好處看，借款者將創造足夠的新財富，以清償貸款而仍有獲利或持平。往壞處看，如果借款者未履行清償的義務，既有產品（儲蓄）將被消費或變為無用。企業借取資金投資新的機械設備時，會造成雙重的影響：借款者承諾儲蓄一部份未來的利潤，放款者必須以實際的儲蓄承擔風險。由這個角度思考，不論政府的財政與貨幣政策如何，信用與儲蓄之間都有直接的關連。

你借取資金時，實際上是借取某人對於未消費物品的請求權；如果你認為我太過於強調這個觀念，我要提出辯解，因為實在太多的人不瞭解儲蓄、信用、投資與財富之間的關係。儲蓄是信用擴張的基礎。信用是加速資本財投資的燃料。資本財的累積則可以加速經濟財富的成長率。然而，不論任何時候，貸款被「一筆勾消」時，遲早某個人必須以某種方式完全承擔儲蓄的損失；換言之，物品被消費而沒有重置。

社會上普遍存在一種非常危險的錯誤概念，因為政府與銀行體系似乎能夠以「無中生有」的方式創造貨幣，一旦發生壞帳時，它們也應該可以「一筆勾消」而不用承擔實質產品與服務的損失。公債尤其被視為是一種幾近於無限的資源，唯一的限制是大眾的信心。然而，猶如「永遠不沉」的「鐵達尼號」（Titanic；譯按：初航便沉船）一樣，政府在特殊利益集團的要求下任意揮霍，在正常的信用標準下，公債早就應該被宣佈破產。

有關政府的借款，以及政府擔保的紙幣與貸款，其中並沒有什麼神秘之處。政府發行債券或國庫券時，這是購買者延遲消費而讓政府消費，但政府承諾未來予以清償。然而，這與商業性借款不同，政府的清償能力並不是來自於未來的生產能力，而是來自於未來的課稅能力；換言之，政府借款的清償來源是我們與後代子孫未來的實質所得——美國人民的生產力。

政府的所得——不論來自於課稅、借款、或以通貨膨脹的方式增加貨幣供給——性質上都必須由全國的產能（productive capability）承擔。這是一種強制性的財富重分配，並更動常態市場要素的均衡位置。大多數政府活動在本質上都是以消費為導向而沒有任何生產。^⑮

政府的借款與放款雖然經過「擔保」，但並沒有太大意義，因為擔保完全仰賴課稅與/或印製鈔票的能力。如果政府選擇以印製鈔票的方式清償債務，通貨膨脹會導致美元貶值，這是另一種形式的稅金（但會造成極端倒錯的影響）。你不能「無中生有」，但你可以「由有變無」。政府以預算赤字融通

支出，這些債務遲早都必須全額清償，但經濟擴張所仰賴的寬鬆信用也將隨之消失。整體經濟不論以較高的稅金、通貨膨脹、普遍的景氣下降（經濟衰退或蕭條）、或是這三種方式的結合，我們支付的代價都完全相同——財富已經被消費了。

結論：僅次於免費的早餐

美國是一個始終令我覺得驚奇的國度。我的辦公室裡有一部價格1600美元的傳真機，我每週幾乎都會發現它令人不可思議之處。不知如何地，紙張上的影像可以轉變為電波，然後隨著電話線穿越數英哩的距離，並在另一部機器上轉為一模一樣的影像。

我對於電子晶片、數據機、……等新奇的科技玩意兒可以說是全然無知，但我僅花費1600美元的代價便可以享有如此神奇的機器，這項產品是由最傑出的心智，花費無數的時間與資金從事研究、發展與行銷。

以日常生活的例子來說，我的早餐可能是兩個蛋，再加上吐司與果汁，如果我自己準備，成本不會超過一美元。如果我必須自己生產相同的一份早餐，種植小麥、磨成麵粉、種植果樹、飼養母雞、……，這份早餐的代價恐怕就難以想像。這真是太神奇了——僅次於免費的早餐。

這雖然神奇，卻不是意外或奇蹟；這是一群人在市場上自由交易的結果。如果沒有政府的干預，新科技發明、消費者的偏好改變、或信用情況發生變化時，市場將調整而發生自然的小幅景氣循環；但生產與繁榮仍會保持永遠向上的趨勢。然

而，我們始終不能避開政府的干預。所以，我們會有上下巨幅波動的經濟循環。每個人都喜愛向上的發展，卻很少人知道如何在景氣衰退時保護自己。

猶如企業家一樣，經濟發生衰退或蕭條的時候，避開財務災難的唯一方法，是正確地預測行情的轉折點，並依此調整自己的立場。這是指在市場的底部擴張信用而做多，在市場頭部則由多轉空。這麼做需要俱備本章討論的經濟學原理，以及先前數章說明的法則。

本章我提出一些經濟學的基本概念，這是瞭解政府干預政策如何影響市場的必要知識。接下來的兩章中，我將解釋政府如何透過預算赤字與「聯邦準備系統」，以財政與貨幣政策進行干預；並說明政府干預何以是經濟長期趨勢的主要決定因素。本章與次兩章的主要目標是教導你，如何運用基本的經濟學原理防止這些干預造成你的損失，並在這個程序中獲利。

附註：

- ① 「泡沫」是一種技巧而不健全的資金籌措方法，以「無中生有」為目標。典型的例子有：連鎖信、金字塔式的策略、以及政府以預算赤字融通支出。
- ② 「現代奧國經濟學派」是由米賽斯（1881-1973）創立，他在1934年由日內瓦逃至維也納，因為他擔心奧地利可能受到納粹控制。1940年，他移民至美國。諾貝爾獎得主海耶克便是他的眾多學生之一，他對於現代經濟思想有不凡的貢獻。「奧國學派」主張完全自由放任的資本主義（laissez-faire capitalism）。
- ③ Ludwig von Mises, Human Action (Third revised edition, Yale University Press, 1963), p.10。如果各位對於「奧國經濟學派」的思想有興趣，我建

議一本很好的書：Thomas C. Taylor所著的An Introduction of Austrian Economics（Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute, 1980）。如果需要更進一步的資料，請聯絡：The Ludwig von Mises Institute of Austrian Economics Inc., Auburn University, Auburn, Alabama 36849。

- ④ Human Action, p.92.
- ⑤ The Random House Dictionary of the English Language, College Edition, 1969。
- ⑥ 價值具有主觀的性質，以及人們對於價值的判斷不同，才能夠造成交易。這種觀念看起來似乎很單純，但實際上是由米賽斯正式提出。在古典經濟學的理論中（亞當史密斯與其他人），交易的物品必須有相同的價值。
- ⑦ 以信用為基礎的交換媒介，是紙鈔超過實質貨幣存款的部份。它是人為創造的貨幣。
- ⑧ 然而，根據我的瞭解，歷史上從來沒有真正自由化的銀行市場。
- ⑨ 你的支票帳戶便是一種可以隨時動用的存款；換言之，你隨時可以到銀行提領實際的鈔票。我們的通貨包括「聯邦準備銀行」發行的紙幣。你不妨把紙幣視為是有抵押的借條（IOU）。然而，我們的紙幣卻沒有任何的抵押。所以，「紐約聯邦準備銀行」負責外匯業務的前副主席John Exter稱它們為「我什麼也沒欠你」（IOU Nothing）！
- ⑩ 下一章將詳細討論聯邦準備系統的運作方式，並說明貨幣的創造過程。
- ⑪ 1989年5月，我在中國看見一個典型的例子。北京「天安門」的屠殺事件中，雖然有許多目擊證人與錄影帶，但共產主義的監護者卻明目張膽地篡改歷史。
- ⑫ 我非常感謝已故小說家與哲學家Ayn Rand，她以極清晰而精確的筆調闡述真正的資本主義。
- ⑬ 本書內，除非另有說明，我使用「通貨膨脹」這個名詞時，是指增加貨幣供給，而不是指物價上漲而言。物價上漲是一種結果，因為貨幣供給的增加速度快於其他產品與服務的成長。換言之，通貨膨脹可能——而未必——導致物價上漲。（譯按：這是「通貨膨脹」的真正意義，卻不

代表目前的一般用法。)

- ⑭ Ayn Rand, "Capitalism : The Unknown Ideal, " What is Capitalism? (Signet, First Printing),p. 17。
- ⑮ 有關基源利率的完整討論，請參考Human Action， pp. 524-537。
- ⑯ 資本財可以用於未來的生產，或在追求更長期而更有利潤的目標時，用以維持生存。兩者都是儲蓄的形式。
- ⑰ 解釋信用交易發生的原因時，時間偏好的概念是「奧國經濟學派」最重要特色之一。米賽斯在其重要作品Human Action中有詳細的解說。
- ⑱ 這項陳述有例外情況，如郵局等以收費方式經營的政府機構，它們確實可能獲利，並創造財富。除此之外，國防方面的研究發展結果也可以創造財富。可是，整體而言，政府消費的財富遠多於生產，而其生產也遠較自由市場沒有效率。

第十章

繁榮與衰退： 誰拿唧筒？誰拿刺針？

影響經濟體系的波浪狀變動，在經濟蕭條〔衰退〕之後又是經濟繁榮，這是不斷嘗試擴張信用而降低市場毛利率的必然結果。以擴張信用帶來的經濟繁榮，絕對無法避免最後的崩解。唯一的選擇僅有：自願放棄進一步的信用擴張而使危機較早到來，或是稍後等待整體貨幣系統的全然瓦解。①

——米賽斯（Ludwig von Mises）

繁榮與衰退：經濟循環

18世紀下半葉以來，人們便爭論市場經濟循環波動的起因究竟是什麼。我希望在本書的討論範圍內解答這個問題，使你不僅在市場的上升階段可以獲利，在下降階段也是如此，這個時候，許多企業家與大多數投資者都處於虧損狀態，或至少是流失先前大部份的獲利。

本章之初，我引用米賽斯的評論，因為就經濟循環的起因而言，這是最精闢而明確的見解。他的表達方式或許太過於樸

實，答案卻非常單純。然而，猶如愛因斯坦提出的簡單公式 $E=mc^2$ 一樣，在簡單的陳述下蘊涵著無限知識。

如果你可以瞭解米賽斯的這段陳述，而且掌握其中所有細節，並運用在美國與世界的貨幣信用體系中，你對於市場主要轉折點的預測能力可以超過市場中90%的投機者。

在這段陳述中，米賽斯認為，如果要瞭解經濟循環，你必須瞭解貨幣、利率、信用、以及信用擴張對於經濟的影響。

經濟循環的性質

幾乎每個人都瞭解金字塔式計劃（pyramid schemes）的性質（類似如連鎖信函），而且我們大多都不會參與這些活動，因為我們知道這些計劃的創始者可能心懷不軌，或我們可能成為金字塔頂部的最後一位「有輸無贏」的參與者。經濟循環非常類似於金字塔式的計劃，而且不斷重覆發生，它們或許不是故意的行為，卻是來自於普遍被接受的錯誤經濟觀點。

18世紀以前並無所謂真正的經濟循環，以往雖然有經濟蕭條的現象，但它們的起因都非常明確。或者是為了籌措戰爭的經費，或者是為了供自己隨意的揮霍，國王會派遣他的衛隊四處徵收稅賦。這些行為將衝擊人民的「正常商業活動」，並導致經濟衰退。

或者由於戰爭，一個國家可能剝奪另一個國家重要的經濟資源，例如美國內戰期間，北軍奪取英國在美國主要的棉花資源，衝擊相關產業，使經濟普遍衰退。不論原因是什麼，我們

都相對容易判定經濟衰退的起因。如果沒有發生外部的（exogenous）事件，經濟活動將呈現直線狀穩定而緩慢的成長。

然而，大約從1750年開始，工業化國家的經濟活動出現重覆發生的循環波動，它們的起因並不明顯。這段期間，同時發生兩項重大的事件：一是工業革命，它起源於英國，並蔓延至整個西方世界；一是中央銀行的活動，更明確來說，這是由政府當局控制的部份準備金（fractional reserve）中央銀行活動。由於當時僅發生這兩項重大的經濟事件，所以政治經濟學家們開始探索，經濟循環是否起因於這兩項因素中的某一項。

當時的基本看法可以分為兩個學派。一是「重商主義者」（mercantilists），他們認為經濟活動的循環波動，起因於市場經濟內部（endogenous）的某些因素。對於這個學派來說，研究重點是尋找這些起因，並運用政府的控制手段消除它們，提供一個經濟發展的穩定環境。另一個學派是以李嘉圖（David Ricardo）為首的古典經濟學派，他們是分析紙幣與信用擴張對於貿易的影響，並以此解釋經濟循環。

根據古典經濟學的看法，經濟循環起因於外部（exogenous）因素；換言之，政府對於貨幣與信用市場的干預。不幸地，內部（endogenous）學派贏得勝利，後來並形成凱恩斯（John Maynard Keynes）經濟學的獨霸地位，這套經濟學目前仍以各種不同形式主導世界的經濟思想。所以，世界上主要工業國家都採用部份準備金的中央銀行體系——也因此無法避免繁榮與衰退的經濟循環。

「因為中央銀行存在，所以繁榮與衰退的經濟循環也存

在」，我瞭解這項陳述並沒有足夠的證據，但中央銀行確實是起因。稍後。我將解釋中央銀行的貨幣與信用擴張，如何導致繁榮/衰退的循環。在此之前，我先提出一個歷史上的案例，這是一個不斷重覆出現的典型範例，只是玩家不同而已。

雖然18世紀中期以前，經濟循環還沒有正式出現，但「英格蘭銀行」（Bank of England）在1692年已經開始從事中央銀行的業務。當時，第一種不可兌換的紙幣（fiat money）已經出現，稱為The Royal Commonwealth of Massachusetts。即使是在銀行業務的早期發展階段中，某些政府顧問顯然已經知道，部份準備金制度與信用擴張的短期利益。說明這方面的情況，最佳的例子或許是所謂的「密西西比事件」（Mississippi Scheme），它發生於18世紀的法國。②

路易十四當政期間（1643-1715），由於其奢侈荒唐的行爲，法國的財政與經濟狀況百病叢生。在王室超額支出的刺激下，巴黎與其近郊曾經出現一段繁榮期，但路易十四1715年過逝之後，國內與對外貿易都開始衰退，法國政府的償付能力出現嚴重的問題。

法國的公債總金額高達30億銀幣（livres）③，公債的名稱為billets d'état，國家每年稅收爲14.5億銀幣，政府預算爲14.3億銀幣，但不包括30億公債的利息。政府是否應該宣佈破產而重新開始，當時曾經引起一場辯論，但政客們擔心這會引來革命，所以只有採用其他的權宜之計。

政府最初的因應措施是採用重鑄貨幣的方式，將銀幣（livre）貶值20%。新銀幣的重量爲舊銀幣的4/5，面值卻相

同，並以法令強迫人民兌換新的銀幣。結果，國庫雖然增加0.72億銀幣的收入，但整個國家的貿易運作更加混亂，經濟也更加衰退。

爲了平息民眾對於貶值的抱怨，政府稍微調降稅率，並展開一項改革計劃，清除稅務人員普遍的貪污現象。這些措施轉移了大眾的注意力，並避開國家的財政危機，但政府的償付能力並沒有因此改善。

這個時候，一位蘇格蘭人John Law出現了。他是一位狂熱的賭徒，也是一位經常周旋於貴婦人之間的花叢老手，他因爲某位女人而在決鬥中殺死一個人，被迫由蘇格蘭逃至歐洲大陸。他在歐洲得以發揮他的賭博技巧，並運用他對於貨幣、信用與政府融通的新穎觀念。Law堅信，在沒有紙幣的輔助之下，整體貴金屬貨幣體系無法因應商業交易的需求，並會侷限經濟成長。換言之，猶如凱恩斯一樣，Law認爲，透過妥善管理的信用擴張，並以通貨膨脹的方式發行貨幣，即可以達成經濟的繁榮。（我非常好奇，凱恩思的思想是否受到Law的影響。）

Law向當時法國攝政王Orleans公爵進言，④說服攝政王相信私有中央銀行的必要性，並採行他的貨幣與信用理論，即可讓法國重新成爲經濟強國。

1716年，攝政王發佈命令，授權Law與他的兄弟成立一家銀行Law and Company，並發行1.2萬股的股票，每股500銀幣（livres）。購買股票時，可以支付四分之一的銀幣，其餘以公債（billets d'état）抵付。攝政王又授權Law發行銀行紙幣，並

宣佈紙幣可以依據面額繳納稅金（某種程度內，這相當於是宣佈紙幣爲法幣[legal tender]）。

Law並不是銀行業務的生手。他父親是蘇格蘭的銀行家，Law本人精通貨幣、信用與交易業務，他瞭解必須博得大眾對於銀行紙幣的信心，如此整套計劃才得以運作。所以，發行紙幣時，他宣佈銀行紙幣見票即可以兌換一定成色的銀幣。大眾普遍預期銀幣會進一步貶值，所以非常願意持有銀行的紙幣；發行之後不久，紙幣便對銀幣出現溢價（premium）。

大眾對於Law與紙幣的信心迅速增強，紙幣兌換銀幣的溢價高達15%，而銀行也在法國的五大金融中心設立分行。這個期間，公債（billets d'état）的交易價格則有78.5%以上的折價（discount）。

截至目前爲止，Law完全根據健全的經濟學原理行事。畢竟，當時法國需要的是人民對於國家信用與貨幣的信心。Law發行充分可以兌換的通貨，便具有這些功能。

事實上，持有紙幣可以防範銀幣的貶值。只要大眾繼續相信銀行的信用，以及紙幣與白銀之間的兌換能力，他的紙幣「就像黃金一樣有價值」。由於人們對於通貨恢復信心，國內與對外貿易也開始復甦。稅收情況趨於穩定，公債的清償雖然緩慢，但總是在逐步改善。

Orleans公爵雖然不瞭解這究竟是怎麼回事，他卻知道神奇的紙幣治癒了法國所有的經濟病証。由於他認爲這是迅速清償政府公債的良機，攝政王在1717年犯下兩項致命的錯誤。

第一，他授權Law成立一家新公司，它擁有唯一的特權在「路易思安那特區」（Louisiana Territory）交易，這包括整個密西西比河西岸在內，當地蘊藏大量的黃金與白銀。這家公司發行20萬股的股票，票面金額為每股500銀幣（livres），購買者可以根據公債（billets d'état）的面額抵繳股款，雖然公債當時的交易價格約僅面額的16%。

第二，攝政王將Law的銀行改為國有銀行，並稱為「法國皇家銀行」（Royal Bank of France）。在隨後的幾年內，攝政王發行十幾億銀幣的紙鈔，他顯然不明白這項政策的後果。我們不知道Law當時是否同意這項政策，但銀行在他的管轄期間內，紙幣的發行量從來不曾超過6,000萬銀幣。

十多億銀幣的紙鈔並不是在法國街頭散發，而是以放款的方式發行。換言之，以通貨膨脹方式發行的紙幣，造成大量而快速的信用擴張。除此之外，政府又以另一種方法回贖仍然流通在外的公債，攝政王又下令重鑄銀幣，人民可以拿舊有的4,000銀幣，再加上1,000銀幣面值的公債，交換重量較輕的5,000新銀幣。

信用擴張立即的結果是投機性的繁榮。商人們大量舉債而買進國內、外的商品，國內產業大幅擴張，進口增加，建築業熱絡（尤其是巴黎近郊）。在這次繁榮期中，最閃亮的明星是Law的「密西西比公司」（Mississippi Company）。Orleans公爵授權該公司擁有唯一的特權在印度、中國、南海與「法國東印度公司」的所有屬地交易。公司也改名為「印度公司」（The Company of the Indies），Law立即發行5萬股新股票，

每股爲500銀幣，購買者可以根據公債（billets d'état）的面額來抵繳股款，而且承諾每年發放每股200銀幣的股息。

新股票的發行立即造成投機的熱潮。民眾相信Law是金融奇蹟的創造者，數以千計的人在他的住宅外排隊等候，試圖購買價格每天不斷上漲的股票。攝政王目睹這種熱烈的反應，認爲這是回贖所有公債的良機，於是又授權再發行30萬股新股票，每股價格5,000銀幣，購買者還是可以根據公債的面額抵繳股款。

你可能認爲發行如此巨量的股票，必然會澆熄瘋狂的投機熱潮。事實上並非如此。在信用擴張的煽火助威下，新股票的价格在幾個小時內便上漲10-20%。馬夫與女傭可以一夜致富，人們普遍認爲這種神奇的繁榮可以永遠持續下去。非常令人訝異地，紙鈔的信用竟然維持了數年之久，但支持紙幣的黃金與白銀逐漸而穩定地流往國外。

猶如所有信用驅動的繁榮一樣，以通貨膨脹方式發行紙幣，導致法國的物價普遍上漲，國外產品的價格相對低於國內。隨著進口的增加，出口的差額必須以硬幣結算，所以國內的黃金與白銀存量不斷減少。另外，有些人知道，「皇家銀行」的黃金與白銀準備金僅是紙幣流通數量的一小部份，他們悄悄地把紙幣兌換爲銀幣，並移往國外的銀行。

1720年，銀幣嚴重缺乏，以至於無法正常對外貿易，因爲對外貿易必須以硬幣結算。爲了防止人們儲藏黃金與白銀，政府首先宣佈銀幣對紙幣貶值5%，隨後又將貶值的幅度增加至10%，並規定銀行的硬幣付款不得超過100銀幣價值的黃金與

價值10銀幣的白銀。

上述禁令使政府得以暫時渡過危機，直至Law在1720年2月又犯下一個致命的錯誤。在他的建議下，政府宣佈禁止任何人持有500銀幣價值以上的硬幣，並禁止民間儲藏貴金屬、寶石、銀器、…，若違反規定，不僅處以重罰，而且沒收收藏品。這項法令使得一些貪污的官吏們可以混水摸魚，以一半的價值出售沒收品。相關措施不僅沒有恢復人們對於紙幣的信心，反而徹底瓦解大眾的信心，並將法國推往革命的邊緣。

1720年5月20日，銀行終於停止支付硬幣，與Law有關的股票價格劇挫。泡沫破裂，金字塔崩坍，我相信這是股票歷史上的第一次崩盤。「印度公司」的股票價格狂跌；雖然政府盡全力挽救，但紙幣對黃金與白銀的價值一路下滑。商業活動完全陷於停頓，政府的每一項措施都僅使問題更加惡化。Law曾經被視為是法國榮耀的救星與英雄，現在卻成為代罪羔羊而幾乎被忿怒的群眾謀殺。最後，他被迫離開法國，幾乎沒有帶走任何他曾創造的巨額財富。

於是，法國成立一個緊急委員會，試圖恢復金融體系的秩序。經過查證以後，他們發現政府公債的金額不僅沒有減少，反而增加至31億銀幣（livres）。他們又發現政府財政官員的腐敗程度非常嚴重，某些官員被終生監禁於巴士底監獄（Bastille）。最後，經濟秩序與政府償付能力終於稍有改善，但猶如歷史所顯示地，相同的錯誤不斷重演，造成人民的生活艱困，貴族與勞動階層的貧富差距也愈來愈大。這些與其他問題終於導致「法國大革命」的爆發，以及拿破崙的執政。

我實在無法克制自己不提這段故事，因為它是一個顯示信用擴張對於經濟影響的典型範例。經濟歷史上每一個繁榮/衰退循環都呈現類似的模式，僅是程度或許沒有如此劇烈。經濟衰退持續一段時間以後，經濟活動趨於遲緩，社會要求政府必須提出「某些對策」。雖然市場已在調整，但某些自以為是的經濟學家配合政府提出復甦經濟的計劃。

毫無例外地，這些計劃會呼籲停止以通貨膨脹的方式發行貨幣，平衡政府預算、減少政府赤字（如果有的話），穩定本國貨幣相對於外幣的價值。但是（永遠有一個但是），爲了達成這些高貴的目標，政策上必然需要以某種形式干預市場的自由運作，最後又出現新的信用擴張，於是又是另一個繁榮/衰退的循環。

中央銀行的信用擴張，何以必然造成繁榮/衰退的循環呢？簡單地說，它會不當地配置資源，混淆經濟計算；結果，或者必須像吸食毒品一樣，以愈來愈強烈的信用擴張預先防範不可避免的後果；或者，經濟將趨於冰冷——經濟衰退或蕭條。然而，如果希望真正瞭解其中的發展，則需訴諸經濟學的基本原理；你必須瞭解信用擴張對於基源利率（originary interest）的影響。

前一章，我們曾經講解米賽斯對於基源利率的定義，它是目前物品與未來物品在價值上的比率；換言之，「將未來的物品折現（discount）爲目前的物品」。⑤在市場從事交易的個人，便是根據基源利率爲基準，判斷他的消費水準，以及單純（plain）儲蓄與資本（capital）儲蓄的水準。換言之，基源利

率將決定市場中的產品供給有多少是用於目前的消費，多少是用於未來的消費。它在市場中是表示為市場利率的一個成份（component）。

市場利率會根據主要市場參與者的基源利率水準調整。然而，我們必須注意，市場是一個持續變動的機制，基源利率的水準也會不斷變動，它會因人而異，因市場（狀況）而異。然而，透過企業家之間的相互競爭，基源利率會趨於一致化的水準。

如果希望瞭解信用擴張如何導致繁榮/衰退的循環，你必須瞭解基源利率與市場毛利率之間的差異。市場毛利率是由三個成份構成：基源利率、企業家的成份（entrepreneurial component）與價格升水（price premium）。企業家成份代表債權人提供資金供他人投資的誘因部份。價格升水是預期貨幣購買力發生變動的溢價（正值）或折價（負值）。以最簡單的方式來說，基源利率是市場評估目前消費相對於未來消費的主觀價值，企業家成份是債權人根據其對於債務清償信心所做的加碼，價格升水是債權人根據其對目前與未來之貨幣購買力預期變動所做的加碼。

在每一筆信用交易中，市場毛利率一定包含這三項成份；它們都會持續變動，而且相互影響。猶如任何其他市場一樣，每筆貸款的名目（nominal）利率最後都是取決於供、需的力量。在自由市場中，企業家與推銷者都希望獲利，產品的銷售價格高於生產成本與市場毛利率的總和。市場毛利率顯示企業家與推銷者如何減少生產要素的立即消費，以供未來生產更多

的產品。市場毛利率讓企業家瞭解，如何最有效運用數量有限的既有資本財，後者來自於市場參與者的儲蓄（譯按：「既有」是指「可供運用」的意思）。

某種情況下，中央銀行擴張信用時，市場毛利率的功能會完全遭到破壞。假定信用擴張採用的方式，是增加貨幣供給讓銀行放款，猶如法國在「密西西比事件」發生的情況。這種情況下，貨幣本身便是一股驅動的力量，而且在商品與勞工價格變動以前，貸款市場已經直接受到影響。

最初，基源利率並不會變動，但因為資本明顯增加，會導致市場毛利率中的企業家成份降低。雖然額外的資本實際上並不存在，在企業家的紙上作業中，貨幣供給的增加確實使資本顯得實際存在。在此之前，某些計劃並不可行，但現在確可行。在信用擴張的早期階段，企業家無法分辨既有資金與既有資本之間的差別——於是，整個經濟計算的基礎便受到扭曲。

以人爲的方式降低市場利率，這與既有資本財的供給或與基源利率當時的水準都沒有關係。然而，因為增加既有信用造成的扭曲，在擬定相關決策時，上述關係便如同存在。所以，資本會由最佳的用途中移開，鼓勵不當的投資，最後造成資本的消費。

此外，從事經濟計算時，市場利率中的價格升水成份，其功能也完全被破壞。因為貨幣供給增加，在影響物價以前，會先直接影響貸款市場，所以價格升水必須經過一段時間才可能合理反映物價的上漲，而後者是貨幣供給增加的必然結果。所以，在信用擴張初期，市場利率中的價格升水會明顯偏低，因

爲債權人無法合理估計貨幣未來的購買力。⑥

在部份準備金的銀行體系（fractional reserve banking system）內⑦，信用擴張總是會導致通貨膨脹的貨幣供給，我稍後會詳加解釋。某些主張以通貨膨脹方式擴張信用的人們認爲，通貨膨脹的貨幣供給，造成的物價上漲會先影響商品價格，其次才會影響工資。所以，生產者的成本將增加，消費者物價將走高，但因爲薪水與勞工階層的儲蓄傾向（譯按：換言之，每增加一單位所得時的儲蓄變動量）與能力都相對低於其他階層，他們將被迫減少支出，這些儲蓄便可以供應資本的擴張。

另一方面，他們認爲，企業家與商業界的儲蓄傾向較高，所以價格上漲造成收入增加時，儲蓄的增加幅度將大於消費。所以，薪水與勞工階層的消費減少時，整體經濟的新資本累積將增加。這種強制性的儲蓄（forced savings）將促使基源利率下降（減少立即的消費），而資本投資將增加，於是加速經濟進步與科技創新的步調。

這或許沒錯，過去也確實曾經發生如此的現象，但這種論證忽略數個重要的層面。首先，工資的反應未必落後商品價格。以1970年代的工會爲例，它們瞭解通貨膨脹的影響，並要求提高實質工資；換言之，工資的調整幅度大於消費者物價指數（CPI）的漲幅——所謂的「工資-物價的惡性循環」（wage-price spiral）。另外，企業家與商業界的儲蓄傾向也未必高於薪水與勞工階層。然而，這項論證忽略一項最重要事實，通貨膨脹將促使市場提高消費資本財的傾向。

通貨膨脹——由於中央銀行擴張信用而導致貨幣供給增加——將扭曲經濟與會計的計算。中央銀行增加信用市場可運用的資金時，會創造原本並不存在的貸款機會。名目利率——實際的平均利率——或許不會變動，但因為貸款市場的資金增加，市場毛利率會降低。所以，市場會發生額外的貸款；如果沒有擴張信用，這些貸款原本都不會發生。這便是Fed目前（1991年2月）嘗試的行爲。

對於企業家來說，他們處理的是實際的金額數據，一旦信用市場可運用的資金增加時，先前原本不可行的計劃，現在變得似乎可行。對他們來說，信用是投資新計劃的未消費財（unconsumed goods）請求權。愈來愈多企業家著手新計劃時，將刺激商業活動，於是經濟趨於繁榮。然而，不論在任何時間，可供經濟擴張的產品與勞工數量都有限（換言之，它們都是稀有資源）。信用擴張造成這些稀有資源的需求增加，所以工資水準與生產財的價格都會趨於上漲。

工資增加時，消費財的需求也會對等的增加，價格也會上漲。這些現象會發生在不同階段，在不同的時間，以不同的程度影響經濟中的不同部門。對許多廠家來說，它們的產品價格在消費市場中逐漸攀升，將造成實質獲利增加的假象。

在實質獲利增加的假象影響下，商業界估計它們有能力消費更多，這也促使消費物價的上漲。生產者物價首先受到影響，影響的程度也最大，但消費者物價的上升使生產廠家覺得安心，雖然生產成本提高，但收入的增加可以因應資本的擴充計劃。

米賽思是第一位瞭解這整個程序的經濟學家。他的解說有些複雜，但我希望讀者耐心研究下列分析，因為這可以使你避免在多頭市場的頭部全額投資而遭受損失。

以米賽思的符號表示， p 代表信用擴張前夕可以運用的資本財數量， r 代表以 p 生產時所必須儲蓄的重置資本，而 g 則代表 p 可以生產的消費財數量。假定在信用擴張前，經濟是處於成長狀態而可以生產 p_1 與 p_2 的剩餘資本（資本儲蓄），其中 p_1 用來繼續生產原先已有的產品（數量為 g_1 ），而 p_2 則用來生產新發明的產品（數量為 g_2 ）。

如果沒有信用擴張，則 p （既有資本）將生產 $r + g$ （必要的重置資本與消費財），以及 $p_1 + p_2$ 的資本儲蓄（生產既有產品與投資新計劃所需的新資本）。經濟成長則是來自於 $p_1 + p_2$ 生產的 $g_1 + g_2$ （更多的既有產品與新發明的產品），而科技創新可以加速這種程序。然而，實際情況並非如此，中央銀行爲了刺激就業與生產水準，在經濟體系內注入資金，並創造可供運用的額外信用。

在信用擴張的刺激下，企業家決定生產額外數量的既有產品 g_3 ，以及新發明的產品 g_4 。爲了生產 g_3 與 g_4 ，需要額外的資本財 p_3 與 p_4 。然而，猶如先前所提，經濟擴張可以運用的資本財僅限於 p_1 與 p_2 ； p_3 與 p_4 並不存在，它們僅是看起來存在而已！企業家計畫生產 g_3 與 g_4 ，這項決策來自於信用擴張所造成的假象。

由另一個角度看，企業家在計劃中可以實際運用的資本財

數量爲 $p_1 + p_2 + r$ ，但看起來似乎有 $p_1 + p_2 + p_3 + p_4 + r$ 。企業家打算以看起來似乎存在的資本，生產 $g_1 + g_2 + g_3 + g_4$ ，但因為缺乏實際存在的資本，於是市場會競價爭取 $p_1 + p_2 + r$ 。生產財的價格可能首先上漲，並超過消費財的價格漲幅，導致基源利率在短期內下降。

這段期間內，增加未來產量的意願，實際上可能創造新的實質財富。然而，信用持續擴張時，消費者物價的漲勢最後會超過生產者物價。在資本尚未形成以生產消費財以前，工資與企業利潤的增加（這主要都是似乎存在的增加，而不是實質的增加），將導致消費財的需求增加。於是，消費者物價上漲。如果消費者物價持續上漲，人們希望儘速擁有消費財，避免未來支付更高的價格。換言之，基源利率將趨於上升，人們希望增加立即的消費，而減少未來的消費。資本——以儲蓄的形態而言——被消費了。情況發展至此，類似如川普（Donald Trump）之流的投機客，將儘可能舉債買進他們認為短期內價格將上漲的物品。

就計算的角度來說，貸款的需求增加時，利率可能攀升。然而，利率中的企業家與價格升水的成份，其調整在時間上必然會落後，因為資本的「適當」配置需要花費時間。銀行界認為，偏高的利率應該可以彌補物價變動的影響，所以它們繼續放款給企業界，並相信經濟擴張將永遠持續。

事實上，銀行界對於經濟擴張的信心並沒有合理的根據，因為它們未察覺自己是扮演煽火助燃的角色，催動稀有資本財的價格戰爭。企業家判斷銷售金額的增加可以因應生產成本的

增加，所以持續增加貸款以擴充生產，利率將持續上升，生產財與消費財的價格也不斷上揚。銀行唯有持續創造貨幣，不斷增加貨幣供給，如此經濟繁榮才得以持續發展。

然而，不需多久，甚至增加貨幣供給也無法支撐經濟繁榮。如果銀行持續採行擴張性政策，人們終究會瞭解真相。他們發現貨幣的實質購買力不斷下降，於是開始囤積實質的物品——基源利率將急速上升，貨幣需求暴減。於是演變為失控的通貨膨脹，猶如不久前的巴西與目前的阿根廷。米賽斯稱這個階段的信用擴張為「崩解的繁榮」（crack-up boom）。

然而，事態通常不會演變至這種程度。固定收入的消費者因為生活成本的提高，將向政治家激烈反應。政治家又會責怪某些人，於是迫使中央銀行踩煞車。中央銀行開始緊縮信用。企業家再也無法負擔目前轉為稀少的貸款，他們察覺自己必然失敗時，便放棄新的擴張計劃。銀行停止放款，因為它們發現自己的行為已經超過謹慎經營的限度。銀行開始回收放款。信用停止擴張。

這個時候，經濟繁榮反轉。企業界為了清償債務，拋售存貨以求現，物價開始下跌。一般來說，生產財的價格跌勢遠甚於消費財，以1929年至1933年之間的情況為例，當時的零售銷售量下降15%，資本財銷售量的跌幅高達90%。工廠關閉。勞工失業。經濟體系內的信心趨於低迷時，利率中的企業家成份大幅調高，更加速通貨緊縮的發展。在這類的發展程序中，通常會爆發震撼性的新聞，使既有危機轉變為恐慌，這經常反映在股票與商品的價格崩跌中。於是，經濟步入衰退。

在這種情況下，經濟學家通常會責怪資本主義制度的缺失，認為「過度投資」（overinvestment）是造成經濟衰退的主因。這是有關「繁榮/衰退循環」的最嚴重誤解。造成經濟循環的原因並不是過度投資，而是米賽斯所謂的「不當投資」（malinvestment）。信用擴張導致市場毛利率下降時，將鼓勵企業家把似乎存在的資本 $p1 + p2 + p3 + p4 + r$ ，視為是實際存在的資本 $p1 + p2 + r$ ，這才是發生問題的真正原因。這必然會使經濟體系在超出資本財實際供應的範圍外，從事投資與資源的分配。

這猶如是以興建2500平方英尺房屋的水泥份量，打5000平方英尺房屋的地基——你或是必須修改設計，或是興建一個無法支撐整棟建築的超薄地基。

我在前文曾經說明，增加財富必須以儲蓄投資，才可以增加未來的生產。科技的創新發明雖然可以加速財富的成長，但唯有透過儲蓄的資本才有可能。一般來說，在信用擴張的過程中，一部份 $p1 + p2 + r$ 將投資於創新發明，這雖然可以加速財富的成長，並抵消上述一些負面影響，但僅有緩和的功能。

信用擴張造成的不當投資，遲早會令經濟繁榮趨於瓦解，財富也因此而被消費。在繁榮/衰退的循環結束時，實際的生活水準與整體經濟的財富，或許仍大於循環之初；雖然情況經常如此，但如果沒有不負責任的信用擴張，情況必然更理想。

在中央銀行信用管制影響下的市場中從事投機活動，你必須能夠辨識「繁榮/衰退循環」的發展階段。為了俱備這項能

力，你必須瞭解各種不同形式的信用擴張。特定而言，你必須瞭解「聯邦準備理事會」與財政部如何控制貨幣與信用。因為各國中央銀行的運作方式基本上都相同，所以你只要瞭解美國的體系，便可以明白所有中央銀行的情況。所以，政治家試圖協調國內與國際的貨幣政策時，你便可以理解、甚至於預測可能發生的經濟後果。

聯邦準備體系的結構與功能

在本章的標題中，我提出一個問題：「誰拿唧筒？誰拿刺針？」在「密西西比事件」的法國，答案是John Law與Orleans公爵。在當今的美國，類似的答案則是「聯邦準備理事會」（Federal Reserve Board）與「聯邦公開市場委員會」（Federal Open Market Committee；FOMC）。這兩個機構擁有獨佔的權力，控制整個「聯邦準備體系」的貨幣與信用供給，範圍實際上涵蓋全國所有存款機構。

它們掌握的經濟權力絕對可以让你心驚肉跳。事實上，我們都必須仰賴Fed的臉色來生活，判斷未來政策動向時，我們必須揣摩Fed主席、重要理事與FOMC成員的晦澀評論。Fed主席的一句話便可以扭轉整個股票市場的走勢，這發生在1984年7月24日，當時Fed前主席Paul Volcker宣佈，「Fed的〔緊縮性〕政策並不恰當。」股票市場在同一天見底，隔天便展開新的多頭走勢。

非常諷刺地，可以用一句話扭轉股票市場和政府機構，在「1913年聯邦準備法案」的章程中表示，Fed的目標在於穩定

貨幣與信用市場的運作。

根據法案的規定，Fed的成立宗旨是「供應一種具有彈性的通貨，提供商業票據的貼現服務，改善與監督銀行的業務。」1963年，Fed擴大功能目標以「協助反制通貨膨脹與通貨緊縮的情況，共同創造有利的環境，以維繫高度的就業水準，穩定的美元幣值，國家的成長，並提升消費水準。」⑧請留意，重點在於消費而不是生產——凱恩思理論下的標準產物。）

目前，Fed幾乎已經是政府的另一個部門，它擬定政策時，將配合「國會」、總統、財政部與其他國家的中央銀行。然而，Fed的主要功能是扮演美國中央銀行的角色。首先，讓我們觀察它在這方面的運作。

身為一個國家的中央銀行，Fed的主要功能是：

…管理銀行信用與貨幣的流量。執行這項主要的功能，基本上是蒐集與解釋有關經濟與信用情況的資訊。另一項功能是檢視與監督國有銀行…取得有關它們狀況的報告，並協調其他監督當局以發展與管理政策…。⑨

Fed最大的權力基礎在於「管理銀行信用與貨幣的流量」；簡言之，這是以通貨膨脹或通貨緊縮的方式，控制貨幣與信用的供給。

進一步討論前，讓我簡單界定Fed的意義。「聯邦準備體系」有三個基本成份：「理事會」（Board of Governors）、

「聯邦公開市場委員會」（FOMC）與「聯邦準備銀行」。身為聯邦政府的機構之一，「聯邦準備體系」的組織由法律規定。「理事會」與FOMC——「理事會」的七位成員佔FOMC 12個席位中的七席——可以獨立擬定與執行美國的貨幣政策。提及Fed時，通常是指這兩個成份而言。

「理事會」的七位成員是由總統提名，經過聯邦參議院同意而任命，任期為14年。任期經過特殊的安排，每個偶數年份都有一名理事卸任，任滿14年的卸任理事不得再被提名。「聯邦公開市場委員會」共有12個席位，包括「理事會」的七位成員，「紐約聯邦區域銀行」的總裁，另外四個席位則由其他11個「聯邦準備區域銀行」（Federal Reserve District banks）的總裁輪流擔任，任期為一年。

FOMC負責擬定與執行美國的貨幣政策。「理事會」雖然有全權控制貼現率與法定準備金，但它的政策必須遵照FOMC集會多數投票決定的政策目標。

目前，FOMC每年定期舉行八次集會。委員會可以自行決定開會的議程，並隨時都可召開臨時會議。另外，FOMC會根據政策目標擬定公開市場操作的計劃，並由「紐約聯邦準備銀行」負責執行。

公開市場操作是由Fed在公開市場買、賣政府證券。這些交易會直接而立即地影響銀行體系持有的準備金，並藉此控制信用水準與貨幣供給的成長率。透過公開市場操作，Fed可以放寬或收縮信用，並操縱利率水準。讓我詳細介紹這項程序。

貨幣與信用：如何創造與控制

前文曾經說明，在銀行發展歷史的早期，放款者發行的金本位或銀本位銀行紙幣數量，可以超過它們實際持有的黃金或白銀。只要大眾相信發行機構隨時有能力以硬幣兌換紙幣，銀行可以創造紙幣（信用媒介，fiduciary media），這些紙幣在市場中普遍被視為是交換的媒介。我在「密西西比事件」中也曾經說明，紙幣的發行數量如果過多（相對於黃金與白銀），會造成災難性的後果——價格的通貨膨脹與經濟的瓦解。

在「聯邦準備體系」內，基本原理也完全相同，但有一項重大的差異——除了政府宣佈為法幣以外，沒有任何東西支持美元。這是一種不可兌換的貨幣系統（fiat money system）。美元的價值完全取決於市場對於其購買力的信心，貨幣購買力最後則取決於通貨相對於市場中其他產品與服務的供、需關係。

在貴金屬本位的制度中，相關金屬的數量可以限制紙幣的發行。在不可兌換的貨幣制度中，Fed 則是以法定準備（reserve requirements）控制貨幣的發行數量。自從「1980年貨幣管制法案」（The Monetary Control Act of 1980）通過以後，美國所有存款機構都必須遵守法定準備的規定。

法定準備是指存款機構的準備金負債（reserve liabilities）必須提列一定百分率做為準備金資產（reserve assets）。準備金負債包括交易存款、定期與儲蓄存款、以及對於國外銀行的淨負債（歐洲美元的負債）。準備金資產包括：存款機構持有

的現金（實際的鈔票與硬幣）、以及存放於「聯邦準備區域銀行」的準備金存款（reserve deposits）。基本上，存款機構擴張信用與貨幣供給時，法定準備是唯一的客觀限制。

例如，假定某商業銀行擁有1億美元的交易存款（可以隨時開支票的存款），目前它至少必須提列120萬美元的資金，或是存入「聯邦準備區域銀行」，或以現金形式持有。1億美元是準備金負債，120萬美元是根據目前的準備率（reserve ratios）計算的法定準備。表10.1是「聯邦準備理事會」公佈的準備金比率。

就貨幣的創造來說，準備金比率與存款機構所能創造的貨幣數量之間，存在一種反向的關係。例如，如果準備率為10%，銀行體系內每增加一美元，所創造的新貨幣為10。以較實際的例子來說，假定Fed在一週內買進價值2.5億美元的政府公債，以10%的準備金比率計算，貨幣供給的增加潛能為25億美元。相反地，Fed賣出2.5億美元的公債，則最高可以收縮25億美元的信用。

如果我們由所有存款機構的整體角度思考，同時觀察它們在市場中的交易，以及它們與「聯邦準備區域銀行」之間的交易，或許容易造成混亂。所以，我們以一個假設性的模型解說，一個稱為ABC的國家，它的中央銀行是採用部份準備金的制度。

現在，我將逐步介紹信用擴張的程序，並說明Fed（或任何中央銀行）如大筆一揮便創造或刪去貨幣。為了單純起見，我僅列出資產負債表中受到影響的部份，所以請不要介意資產

與負債之間的不平衡關係。在完整的資產負債表中，借、貸雙方必然平衡。

表 10.1 準備金比率，1990 年 5 月

負債類型	準備金比率（％）
交易帳戶	
0-4, 040萬美元	3
超過4, 040萬美元	12
定期與儲蓄存款	
個人	0
非個人	
到期時間少於11/2年	3
到期時間在11/2年以上	0
對於國外銀行的淨負債（歐洲通貨的負債）	3

爲了單純起見，假設ABC僅有支票存款，總額爲10億美元，全部都對外放款；另外，中央銀行設定的準備率爲10％。我們又假定ABC的銀行體系會在中央銀行的許可範圍內做最大額度的放款。在這種情況下，ABC整體存款機構與中央銀行資產負債表的相關部份將分別如下：

ABC中央銀行：資產負債表相關部份

相關資產（單位：1,000美元）

政府證券	150,000
------	---------

相關負債

ABC中央銀行紙幣	100,000
-----------	---------

準備金存款	95,000
-------	--------

ABC整體存款機構：資產負債表相關部份

主要資產（單位：1,000美元）

貸款	1,000,000
----	-----------

現金	5,000
----	-------

中央銀行的準備金存款	95,000
------------	--------

政府與其他證券	150,000
---------	---------

主要負債

支票存款	1,000,000
------	-----------

請留意，整體存款機構的準備金資產（現金與中央銀行的準備金存款），恰好等於準備金負債的10%（支票存款的10%）。這個時候，銀行體系創造貨幣的能力已經發揮至極限了。如果銀行增加新的放款，放款將成為支票存款，並使銀行體系違反10%的法定準備規定。

假定中央銀行認為，ABC目前的失業率太高，決定增加貨幣供給，刺激經濟景氣，創造新的就業機會。

假定中央銀行決定透過公開市場進行操作，向銀行體系買進價值5,000萬美金的ABC政府公債。進行這筆交易時，中央銀行以自己的名義開立支票（無中生有？），然後商業銀行把支票存入它們在中央銀行的準備金帳戶。中央銀行大筆一揮便完全這筆交易。

現在，整個銀行體系增加5,000萬美元的準備金。所以，它們的資產負債表將成為：

ABC中央銀行：資產負債表相關部份

相關資產（單位：1,000美元）

政府證券	200,000
------	---------

相關負債

ABC中央銀行紙幣	100,000
-----------	---------

準備金存款	145,000
-------	---------

ABC整體存款機構：資產負債表相關部份

主要資產（單位：1,000美元）

貸款	1,000,000
----	-----------

現金	5,000
----	-------

中央銀行的準備金存款	145,000
------------	---------

政府與其他證券	100,000
---------	---------

主要負債

支票存款	1,000,000
------	-----------

現在，銀行體系擁有5,000萬美元的超額準備（excess reserves）；換言之，銀行體系根據既有支票存款，提列10%的準備金存入中央銀行的準備金帳戶之後，帳戶餘額尚多出5,000萬美元。代表它們的超額準備足以支持另外5億美元的放款（5,000萬美元除以10%，等於5億美元）。由於銀行的主管都非常慷慨而愛國，他們希望看見充分就業與經濟成長，所以立即同意各類放款。

銀行放款時，創造的資產與負債在帳目上會自動平衡。就這個例子來說，銀行會在貸方的借款者支票帳戶中登錄5億美元，並在借方的貸款科目中登錄5億美元，所以資產負債表將為：

ABC整體存款機構：資產負債表相關部份

主要資產（單位：1,000美元）

貸款	1,500,000
現金	5,000
中央銀行的準備金存款	145,000
政府與其他證券	100,000

主要負債

支票存款	1,500,000
------	-----------

所以，透過公開市場操作買進價值5,000萬美元的政府公債，中央銀行可以增加5億美元的貨幣供給——新創造的5億美元。如果中央銀行在公開市場賣出債券，整個程序恰好相反。

我希望讀者瞭解，這便是實際發生的情況，只不過是一個較簡化的版本罷了，不僅「聯邦準備體系」如此，也代表世界上每一個中央銀行運作的方式。實際情況雖然較複雜，但不論程序涉及多少銀行，對於信用與貨幣供給的潛在影響，大致上便如同前述ABC的情況。我將詳細說明這點，對於心存疑惑的讀者來說，這是一場不錯的心智練習。

就淨效果來說，Fed買進政府證券時，在帳面上創造買進證券所需的貨幣——這僅是以自己的名義開立一張支票。這筆新的資金於是進入銀行體系內，並增加銀行體系的準備金資產。準備金資產增加的部份，可以透過信用擴張增加貨幣供給，貨幣供給的最大潛在增加數量，相當於準備金的增加部份除以準備金比率的平均淨值。我們離開ABC進入真實的世界時，情況將變得稍微複雜一些。

如果回頭觀察表10.1，你可以發現「聯邦準備體系」目前規定的準備金比率介於0%與12%之間，不同的負債類型適用不同的比率。如果你由床墊下翻出1萬美元，並到銀行買進10年期的定期存單，這筆交易適用的準備金比率為0%（這是到期時間在1 1/2年以上的定期存款），整個銀行體系潛在的貸款增加數量為 $10,000 / 0.12 = 83,000$ ！Fed買進證券時，情況也完全相同。

淨準備金比率——依此比率計算，整體存款提列的準備金恰好符合法定準備的規定——取決於市場如何處理貨幣。我們可以舉一個實際的例子，說明法定準備與存款負債之間的整體關係。根據1990年5月7日Barron's雜誌的報導，貨幣供給的最

廣義衡量值M3爲4.066兆美元，而「聯邦準備區域銀行」的準備金存款總額爲603億美元。在4兆多美元的貨幣供給中，實際的鈔票僅有2,284億美元，代表其餘貨幣是存放於各個機構中的某種存款（負債）。

所以，準備金資產對貨幣總存款的比率爲1：70。即使我們認爲M3不足以代表真正的貨幣總供給，同期的Barron's雜誌也刊載，Fed持有價值233,966,000美元的政府證券。假定準備率的平均淨值爲10%，則FOMC12位成員便有權力爲整個經濟體系增加2.3兆美元的信用——超過M3的一半！

現在，你是否瞭解公開市場操作，何以是如此強而有力的貨幣政策工具？

希臘的大哲學家柏拉圖（Plato）相信，一般人無法管理自己的生活與周遭的事物。在理想的狀況下，世界應該由哲學之王掌管。某種層面上，柏拉圖的理想已經實現。FOMC的成員便是美國經濟的哲學之王，而由於美國是世界上最強大的工業國家，所以這12位成員足以影響全球的經濟。他們是國王，而市場是他們的子民——他們的行爲僅受到法律的規範。

FOMC僅由12位成員構成——「理事會」的成員與五家區域銀行的總裁——他們投票決定政策，以主宰自由市場的經濟活動。他們根據總體經濟數據設定目標，並採取行動，重要的經濟數據包括：失業水準、產能使用率、消費者物價指數（CPI）、生產者物價指數（PPI）、貨幣供給（以M1、M2與M3來衡量）的成長與成長率、貿易餘額、貨幣供給水準（M1、M2與M3）的指數、準備金餘額、以及其他指標。他們隨

時監視這些總體指標的變化，以多數同意的方式決定如何達成政策目標，並依此調整策略——在FOMC的秘密會議中。

在這裡，我忍不住要插上一段題外話。FOMC集會時，他們會儘量防止市場得知會議的決定。然而，委員會的12位成員都會帶著他們的助理與會。大多數委員都已經結婚而有家庭，他們的助理也是如此。另外，還有許多秘書與員工需要整理會議記錄。我們知道美國是怎麼樣的一個國家，國家安全局的一舉一動都無法逃避媒體的掌握（我並沒有藐視的意思），你是否真正相信會議的決定絕對不會對外洩漏？我不認為如此。事實上，這讓我有一種想法。

我們無需再增加稅金與福利計劃，政府可以在FOMC集會之後，立即將會議記錄秘密地交給國內各貧困地區的特殊委員會。政府可以訓練這些委員會如何在市場中交易，於是他們可以根據這些內線消息在市場中獲利。如此便可以解決貧困地區所有的財政問題！當然，這只是開玩笑而已，但我相信必然有少數人可以取得這些內線消息。

誰拿唧筒？誰拿刺針？毫無疑問地，便是Fed，而唧筒與針刺則是「公開市場操作」與其他政策武器，這使它們可以控制信用與貨幣的供給與需求。根據重要性的先後秩序排列，Fed掌握三項貨幣政策的主要工具：設定法定準備、設定貼現率、以及執行公開市場操作。

法定準備，聯邦基金利率，貼現率

就法定準備的運作機制來說，此處無需再多做說明，大致

情況便如同前文中有關ABC銀行體系的討論。然而，我們必須瞭解，銀行如何以各種不同方式提列準備金，以及Fed如何在這個範圍內，影響貨幣與信用的供給，並監督放款機構的活動。

「理事會」利用準備金比率規範法定準備，後者僅能夠以兩種準備金資產的形式持有——現金與「聯邦準備區域銀行」的存款。就個別的放款機構來說，資金將不斷流進與流出，所以個別機構的準備金資產在短期內可能發生不足或過剩的情況。準備金不足時，銀行或放款機構有兩種解決的方式：在短期的基礎上，借取其他機構的超額準備；或者，可以向「聯邦準備區域銀行」的貼現窗口借款。

金融機構超額準備的借貸市場稱為「聯邦基金」（Federal Funds）市場，利率水準稱為「聯邦基金利率」。這種「借債還債，東借西還」的市場，以及利率水準，都是非常值得觀察的重要指標。表面上，這個市場僅是讓銀行可以短期融通不足的準備金，但實際上使整個銀行體系得以做最充分的放款。

事實上，在1979年以前，Fed的政策目標便是以聯邦基金利率表示，並以此為公開市場操作的準則，這可以顯示聯邦基金市場的重要性。何以如此？因為銀行間（interbank）利率水準可以決定準備金借款的寬鬆程度，並被視為是整體信用市場的利率指標。然而，回顧卡特執政的期間（1976-1980），最初發生幾近失控的通貨膨脹，接著是利率管制，接著是信用緊縮，接著是自由化與22%的利率！

將聯邦基金利率視為唯一的目標利率，顯然不足以控制市

場的信用水準。猶如市場中的任何事物一樣，供給與需求將決定信用擴張的程度。卡特執政期間，銀行願意以高利率放款，人們也願意借款，因為他們認為利率將繼續走高。然而，1990年底體系內出現巨量的超額準備，但銀行就是不願意放款。

1979年之後，除了控制聯邦基金利率之外，Fed也試圖利用重貼現率控制信用擴張。重貼現率是放款機構向「聯邦準備區域銀行」借取準備金時適用的利率。理論上，重貼現率是由各「聯邦準備區域銀行」決定，但需要經過「聯邦準備理事會」同意。然而，實務上，各「區域銀行」的重貼現率都一律相同，它們會自動接受「理事會」建議的重貼現率。

融通準備金的時候，重貼現率與聯邦基金利率之間有相當大的差異。在貼現窗口融通，這是最赤裸裸的通貨膨脹。銀行向貼現窗口借款時，Fed以自己的名義開立一張支票，創造的貨幣便可以做為借款銀行的新準備金。

借款銀行根據貼現率支付利息，整體銀行體系放款最高的增加額度，大約是借取準備金的10倍。由於貼現率必然低於市場利率，所以就如同我最初開始從事選擇權交易的情況一樣，借款銀行扮演「仲介的角色」，以較低的利率向貼現窗口融通，然後以較高的利率放款。

然而，這種仲介交易有瑕疵。向貼現窗口借款，代表借款者超額放款。任何金融機構都不願意被Fed盯上，所以放款機構會嚴格限制貼現的次數。基本上，它們向貼現窗口融通時，都會接到一種沉默而明白的警告，「你要好好自我檢討。如果你需要準備金，由自己的管道籌措。」

相較之下，聯邦基金市場非常自由。銀行只要可以「居間仲介而撮合交易」，並清償向同業借取的款項，便可以在聯邦基金市場借款。1970年代末期，市場信用非常浮濫，因為Fed不願賣出足夠數量的政府證券，推高聯邦基金利率，所以無法壓抑擴張信用的銀行間借款行爲。

當時，Volcker所能做的僅是要求「理事會」同意（4票對3票），將重貼現率由10.5 %調升至11 %，這項策略的效果遠遜於以公開市場操作推高聯邦基金利率。

Fed在1970年代顯然不瞭解，利率並不是決定信用與貨幣供、需的唯一因素。這需要回顧米賽斯對於市場毛利率的解釋，以及其三種成份在「繁榮/衰退循環」中的變化。

在擴張期間，如果基源利率因為物價走高而偏低，如果價格升水成份因為市場利率走高而被市場認為偏低，如果企業家成份在盈虧的計算中被視為可以接受（不論名目利率多高），則市場參與者會盡可能地借款！

換言之，不論實際的利率水準如何，只要信用的供給與需求都沒有問題，銀行將持續放款，信用也將持續擴張。Fed無法壓抑1970年代的信用擴張，其中還有另一項理由，因為當時僅有聯邦準備的會員銀行才必須遵守法定準備的規定。這意味著不受管制的放款機構可以隨意創造貨幣，其中一部份會成為Fed會員銀行的新存款，並讓它們擴張信用。另外，會員銀行與其他機構的外國負債（歐洲美元）都不需受到法定準備的規範，所以國外創造的美元可以回流至國內，並進一步刺激貨幣

供給的成長。

當時，我們處於信用擴張的繁榮末期，物價普遍上漲，人們認為物價水準將永無止盡地攀升。群眾在房地產、股票、商品、以及其他任何可供投機的對象上累計龐大的帳面財富；同時，固定收益的一般勞工卻身受其苦，抱怨政府未能有效壓抑物價。這是「密西西比事件」的大規模重演。

然而，只要利率繼續上揚，今天的貸款還是勝過明天的貸款，因為市場瞭解美元的購買力不斷下滑。政客們為了討好選民，頻頻向Fed施壓，要求保持偏低的利率水準。政府部門中雖然有些人瞭解情況的危急，卻不敢採取行動，因為擔心整個經濟像骨牌一樣的崩塌，會影響民主黨的下屆大選。

1979年最後一季美國經濟已經出現「囤積實物」的普遍心理。黃金價格飆漲，1980年1月初期貨市場出現每英兩875美元的天價。沒有人願意持有紙幣。人們搶進股票、期貨、房地產或黃金，持有一年，甚至於幾個月，便可以獲得20%以上的利潤！太神奇了！垂手可得的財富！這難道不是警訊嗎？這看起來不正是「密西西比事件」嗎？

非常幸運地，我們畢竟還具有最根本的經濟智慧，瞭解我們正邁向「崩解的繁榮」（crack-up boom），類似德國在30年代與南美洲某些國家目前的情況。1979年10月12日星期二，Paul Volcker提早由南斯拉夫的貝爾格萊德返國，他當時正參加「國際貨幣基金」與「世界銀行」的會議，並宣佈FOMC將於當週六召開緊急會議（Fed偏愛挑選休假日集會，使市場無法立即反應）。

週六晚上6點，Volcker舉行記者會，宣佈他準備徹底改革Fed貨幣政策的計劃。

Volcker宣佈，重貼現率由11%調升為12%，而且法定準備也將適用於銀行的國外負債。這兩項行動顯示，Fed已經有控制通貨膨脹的決心。另外，Volcker又宣佈，從此以後，FOMC不再仰賴設定聯邦基金的目標利率，將透過公開市場操作直接控制銀行的準備金，並以此直接控制貨幣供給。這才是貨幣政策的關鍵改革。這個時候，Volcker僅是採用心理戰術平息投機熱潮。1980年大選之後，真正的緊縮才會開始。

我詳述這段故事，目的是希望顯示，「哲學之王」確實控制我們的經濟，他們的知識卻相當有限。Fed以嘗試錯誤的手段追求真理，卻以我們的經濟生活當做實驗品。在我進一步說明Fed這方面的問題前，讓我先討論公開市場的操作。

公開市場操作

任何的公開市場操作——Fed買進或賣出政府證券——都會以一美元對一美元的效果影響銀行體系內的準備金數量；買進會增加準備金，賣出會減少準備金。如果你瞭解金本位制度的運作方式，則Fed在公開市場操作俱備的權力，相當於Fed擁有數百萬英兩的黃金，可以隨時注入或移出銀行體系——如果在私有部門，這應該被視為是一種獨佔的權力。

公開市場操作有數種不同類型，每一種方法對於信用供應與貨幣成長的影響都稍有不同。某些操作相當隱密，某些相當

公開。如果你瞭解各種操作的方法，並以此觀察Fed的活動，不僅可以掌握貨幣政策的方向，並可以瞭解「理事會」與FOMC成員的心理。由於經濟活動的方向，主要取決於這些大人物的心智，所以我們需要嘗試瞭解他們的思想。

公開市場操作基本上可以分爲兩種：長期與短期。爲了達成長期的操作目標，主要的工具是買斷或賣斷證券，所謂「證券」通常是指財政部發行的國庫券、中期與長期債券。如果目標是增加準備金的供應量，經理人會在拍賣過程中，由交易商買進證券，直至準備金達到理想的水準爲止。如果目標是減少準備金的供應量，經理人會在拍賣過程中，將證券賣給交易商。另外一種增加準備金的方法，是聽任銀行體系投資組合內的證券到期而不替補。

經濟體系內出現季節性的貨幣需求增加（例如：聖誕節的採購旺季），或因爲其他技術性的短期因素導致準備金不足時，Fed會運用附買回協定（repurchase agreement；RPs；市場簡稱爲repos）。在附買回交易中，Fed向交易商買進證券，交易商同意根據特定的價格，在特定期間（期間可能在1天至15天，通常爲7天）內買回這些證券，但交易商通常有權利在到期前終止契約。

附買回協定的反面是「配對的賣出一買進交易」（matched sale-purchase transactions）。市場上通常稱爲「配對賣出」（matched sales），由兩部份構成，一是立即賣出證券（通常爲國庫券）的契約，另一是稍後（通常不超過7天）向同一位交易商買進相同數量證券的配對契約。發生季節性或

其他技術性情況時，Fed 可以在短期的基礎上，利用配對賣出減少體系內的準備金。

根據上述的講解，這些操作似乎沒有害處，甚至相當合理。然而，容我重覆強調，你必須瞭解所有的公開市場操作都是創造或減少銀行帳面上的存款。增加額外的準備金時，銀行體系可以透過放款增加貨幣供給。在這種情況下，以米賽斯的用語表示，不論名目利率的水準如何，市場毛利率的水準都會下降。

相反地，如果Fed 賣出證券而抽取系統內的準備金，會減少銀行準備金帳戶內的餘額。如果Fed 的緊縮使整個銀行體系的準備金不足，銀行將提早回收貸款，景氣將開始收縮——即使名目利率維持不變，市場毛利率的水準也會上升。

附買回與配對賣出雖然是短期的操作工具，可能產生顯著的長期影響。如果Fed 固定從事附買回交易，始終保持一定餘額的附買回協定，由銀行體系的角度來看，相當於是買斷。

聯邦基金是一個非常有效率的市場。任何銀行基於利益的考量，一定會透過市場借出超額準備，即使僅是隔夜的放款也是如此。如果Fed 透過附買回而持續釋出準備金，對於聯邦基金市場與聯邦基金利率都會構成重大的衝擊。如果Fed 終止以附買回提供短期準備金的例行性政策，相當於是以隱密的手法「稍加」緊縮。配對賣出或變動配對賣出的餘額，對於市場也會產生類似而反向的影響。

在Fed 所有的政策中，買斷與賣斷的意義最明顯。發生這

類的交易時，新聞媒體會立即加以報導，它們的影響通常很容易預測。

然而，有關Fed政策影響的最佳指標，並不是買斷與賣斷的數量，而是銀行體系內自由準備（free reserves）的水準與變動量。

自由準備等於超額準備減去貼現窗口不包括長期融通的借款餘額。①這項數據是衡量Fed政策寬鬆或緊縮的關鍵指標，每個週日都會刊載於Barron's雜誌與其他金融刊物，你也可以直接向Fed取得這項資料。概略上，如果自由準備為正值，你可以將該數據乘以10，計算當前市場中的信用供給潛能。如果自由準備為負值，代表信用正趨於緊縮。然而，Fed在緊縮信用時，這項數據未必為負值。

Fed緊縮信用時，這項數據也可以是正值。以米賽斯的市場毛利率思考，或許較清楚。如果自由準備的水準趨於下降，不論名目利率如何，市場毛利率的水準都會上升。

這代表可供投資的資本已經看起來較先前為少。如果其他條件不變，自由準備的水準降低，則情況恰好相反。在判斷信用的發展時，你應該觀察自由準備水準的變動量，以及聯邦基金利率、貼現率、調整後貨幣基礎（adjusted monetary base）的成長（下降）率②、貨幣供給成長率、消費者物價指數（CPI）與生產者物價指數（PPI）。

長期來說，Fed的政策有一個基本的趨勢，它將持續擴張，貨幣供給將繼續增加，美元的購買力將不斷下降。根據美

國勞工部與「勞工統計局」的資料顯示，1988年12月價值1.20美元的物品，在1961年為30美分，在1913年12月份為10美分。然而，Fed的擴張性貨幣政策，並不是導致美元價值下降的唯一因素。美國政府持續採用的赤字支出政策，也應該負起相當的責任，所以我們必須瞭解赤字支出對於經濟循環的影響。

赤字支出：對於貨幣與信用的影響

此處將提供一些令人心驚膽跳的事實。美國政府最近一次未出現赤字的年份是1969年，當年的預算盈餘大約為40億美元。從此以後，赤字支出便處於惡性膨脹的趨勢中，所以1990年3月預算赤字——單月份的預算赤字——便大於1975年整個會計年度的預算赤字。

根據Grant's Interest Rate Observer的資料顯示，1989會計年度結束時，聯邦總負債毛額為2.866兆美元，尚不包括政府保險計劃的面額4.124兆美元，以及在外流通的聯邦信用1.558兆美元。1989年，政府支出經費為GNP的22%，創七年來的新低記錄！聯邦債務的利息費用佔GNP的3.3%，而且自從1983年以來便不曾低於3%。以1988年9月30日為基準，「聯邦審計長」（Comptroller General）估計美國的淨值為負的2.4526兆美元，不包括以面額計算的公有土地與採礦權。⑬

基本上，這些數據本身便足以反映其意義。美國有一個舉債成癮的政府，這個趨勢如果持續發展，則滿足債癮的劑量終致命。

假定你向兩家銀行各申請一張信用卡；你每個月都以一張

信用卡支付另一張信用卡，而且你的支出始終大於你的收入。這兩家銀行都不瞭解你的行爲，並因爲你每月份都按時付款而增加你的信用額度——在銀行的心目中，你是信用最佳的客戶。

雖然銀行不瞭解你的情況，但你開始半夜驚醒，盤算著每個月不斷膨脹的利息費用，擔憂整個計劃不知還可以維持多久。

這基本上便是美國政府數十年來的運作方法。它有兩個主要的舉債管道：一般民眾或Fed；爲了清償債務，它每年都必須借入更多的資金。

如果你傾聽政治家們分析預算赤字的情況，以及它們對於美元價值與經濟循環的影響，你將一頭霧水。在野黨永遠責怪預算赤字造成惡性通貨膨脹，執政黨則宣稱預算赤字與通貨膨脹毫無關係。

這兩種說法都不正確。如果財政部發行的債券是賣給一般民眾，並以此籌措資金來融通赤字，資金是由一般民眾的手中轉移至政府。然後，透過政府的支出，資金最後還是回流至一般民眾的手中。除了財富重新分配以外，上述的程序基本上並不會導致通貨膨脹——發行債券並未直接創造新的貨幣。

另一方面，如果財政部發行的債券是直接賣給Fed，債券的款項是以「印製鈔票」的方式支付——Fed在「財政部」的帳戶中登錄一筆存款，它便擁有公開市場操作的籌碼了。這種程序顯然而直接地具有通貨膨脹的效果，但這並不是經常的作

業方式。赤字支出會以一種更微妙的方式引導Fed的通貨膨脹政策。

如果我們有一個舉債成癮的政府，Fed便是毒品——信用——的供應者。整個過程大致如下：如果政府需要銷售1,000億美元的公債給一般民眾（包括銀行體系在內），Fed會透過公開市場操作買進100億美元的公債，使銀行體系可以增加放款1,000億美元，以融通新債券交易所需的資金。

這是一套圓滿的計劃——本質上無異於「密西西比事件」。如果政府以這種方式運作，短期內可以保證自身的信用供給，長期則會為我們全體帶來經濟危機。

有關公債的問題，經濟主流思想中存在許多錯誤的觀念。其中最嚴重的錯誤是政府的赤字融通對於私有部門的信用供給並無影響。某些分析家以1982-83年的情況證明這項論點，當時的赤字不僅龐大，而且還在增加中，但名目利率卻趨於下滑。

事實上，根據我在1983年1月的研究顯示，預算赤字與名目利率之間通常存在一種反向的關係；赤字偏高期間，利率幾乎必然趨於下滑，赤字減少時，利率則攀升。然而，這並不表示赤字不會影響信用的供應。將名目利率視為是借款的實質利率，是非常嚴重的錯誤。

赤字支出與名目利率之所以會呈現反向的關係，主要理由在於Fed的政策。經濟衰退期間，失業增加，產業界減少生產，借款較少，獲利也減退，所以政府的收入也減少。同時，由於經濟不景氣，人們更加仰賴政府的福利計劃。因此，經濟

衰退期間，政府的赤字支出會增加。

爲了平息政治上的反衰退壓力，Fed 在公開市場中大量買進公債，創造超額的準備，以人爲方式降低市場毛利率。偏低的利率僅是一種假象而掩飾實際的情況——可供借取的實質資本相當缺乏。

雖然如此，偏低的名目利率仍然吸引企業家投資，並刺激景氣復甦。復甦的步調加快時，貸款增加，信用需求增加的速度快於供給，利率開始攀升。隨著經濟復甦，就業增加，政府稅收增加，而赤字減少（至少赤字的增加速度會減緩）。

透過供、需法則，赤字支出對於信用市場還有一項重大的影響。任何時候，政府在市場中借取資金時，私有部門的潛在資源便轉移至政府的手中。

所借取的貨幣是對於未消費財（unconsumed goods）的請求權，市場在任何時候都僅存在有限數量的未消費財。所以，政府借取資金時，它取走原本屬於私有部門的未消費財請求權。沒有任何藉口可以改變這項事實。雖然政府大量借款，但 Fed 不斷在信用市場增加貨幣供給，使利率維持不變，甚至於降低，這將掩飾實際的情況——以人爲的方式降低市場利率，扭曲經濟的計算，並以不合理的方式分配經濟資源。

以 1969 年開始的一個例子說明。Fed 降低貨幣供給的成長率，利率急速攀升，整個國家立即陷入衰退。信用需求降低後，利率開始下滑。政府由於稅收減少而支出增加，預算從 1969 年的盈餘轉爲 1970 年的赤字 28 億美元，1972 年的赤字暴增

至234億美元！

貼現率穩定下降，由1970年的6%降至1971年的4.5%。所以，信用擴張又開始產生預期的效果。景氣趨於活絡，就業水準提高，企業盈餘改善。於是，聯邦稅收增加，赤字急遽降為1974年的47億美元。

消費者物價也受到影響——暴升！消費者物價指數（1982—1984 + 100）由1969年的35.6增加為1974年的46.6——五年之中上漲超過28%！

面對不斷攀升的物價，Fed再度踩煞車，經濟也再度衰退。1974年至1976年之間，貼現率由8%降至5.25%，而赤字則由47億美元增加為664億美元。這個循環持續至今天。

增加稅收可以減少赤字，這又是另一種普遍的誤解。猶如巴金森定律（Parkinson's Law）所說，「支出會隨著收入而增加」。自從甘迺迪以來，政府的淨稅收每年增加，但目前的預算赤字已經創新記錄。減少預算赤字的唯一方法是減少預算。

直接的預算赤字似乎還不夠嚴重，政府的另一項負擔也不斷加重，這是James Grant所謂的「潛在赤字」（the latent deficit）——自從「新政」（New Deal）時期以來累積之政府擔保與所有可能發生的負債。美國政府的保險計劃面額，由1979年的6,620億美元增加為1989年的4.214兆美元。直接貸款、政府擔保貸款與「政府支助企業」（Government Sponsored Enterprises）等可能發生的負債，則由1970年的2,000億美元增加為1989年的1.558兆美元。

這些天文數字似乎已經失去意義，但我們不妨由另一個角度觀察。在所有的農業貸款中，大約75 %由政府融通；在房屋抵押貸款中，大約88 %是由聯邦政府某種方式資助。⑭

我不希望被視為是悲觀的預言家，但這個程序遲早都必須結束。一旦結束時，由於影響的層面如此的深遠，我們將目睹歷史上最嚴重的經濟調整——大蕭條。然而，這取決於Fed、行政當局與美國國會如何處理問題，我們還有很長的時間可以過目前的日子，一段繁榮的經濟擴張期，以及隨後一段短暫而劇烈的經濟衰退，以緩和先前的通貨膨脹擴張。

身為這種環境下的投機者，你必須隨時留意下檔的可能性。你必須密切觀察Fed 與財政部的活動與宣示，並防範市場的反應。

如何根據貨幣與財政政策以預測趨勢與趨勢的變動

任何市場的長期價格趨勢最終都是由市場力量——供給與需求——決定。然而，不論任何市場，在供給與需求的方程式中，一部份都是貨幣與信用的供給與需求。不論是股價指數、個股或商品，Fed 與政府的財政政策都會明顯影響貨幣與信用，以及價格趨勢。

我最大的交易勝利，來自於我能夠預測政府政策的結果（當然還需要配合其他的方法）。然而，我最大的失敗，發生於我假定政府會採取合乎理性的行為。

例如，1982年7月，我持有畢生罕有的龐大多頭部位。當時處於空頭市場中，「道氏理論」發出買進訊號。我一路買進，在三個星期內累積38.5萬美元的獲利。

然而，7月23日，參議員Bob Dole提出一項稅法修正案，這是歷史上最大的增稅方案。我誤以為雷根會信守大選時不增稅的承諾，並因此認定這項法案不可能通過。14天內市場下跌12天，我結束部位出場時，已經轉盈為虧。單月虧損為9.3萬美元，這是我畢生第二大的單月虧損。（我實際的虧損約是這個數目的兩倍；9.3萬美元僅是我在Interstate的損失。）

Fed準備採取寬鬆政策的消息傳出後，市場在8月12日見底。如果你認真思考當時發生的情況，這一切實在太荒唐了。因為赤字造成的壓力，聯邦政府在空頭市場瀕臨結束時宣佈增加稅金，以舒緩赤字的負擔。

由於增加稅金很可能會使經濟陷入更深的衰退中，Fed瞭解，除非經濟能夠復甦，否則增稅法案毫無意義可言，於是開始增加貨幣供給，驅使利率下降，經濟也開始擴張。基本上，透過信用擴張，Fed使政府的增稅法案可以達成增加稅收的目的。人們稱此一切為自由市場經濟！

因為誤信政治家的言論而造成的第二次虧損，發生在1984年11月，當時是雷根競選連任獲勝後不久。他提出所謂「簡化」（simplified）而「收益中性」（revenue neutral）的稅法。我相信他，並因此建立畢生最龐大的多頭部位——一頁一頁數之不盡的股票買進選擇權。結果，所謂的「收益中性」是

指政府將拿企業界的錢補助個人，市場在11天之內下跌九天。當月虧損超過34.9萬美元，這是我畢生最大的單月虧損。同樣地，總虧損大約是這個數目的兩倍。

這兩個案例中，我的失敗是因爲我未依照政治家的思路思考，但我至少學得一些教訓。不論這些政治家表露的意圖是什麼，你絕對可以相信他們能夠找到權宜之策（或務實的策略）。當我得知葛林斯班（Alan Greenspan）接任「聯邦準備理事會」主席時，實在忍不住笑出來，他一向是堅決提倡金本位制度與自由放任的（laissez-fair）資本主義，結果變成一位廢話連篇而毫無內容的專家——標準的「優秀」政治家。雷根大選時，高聲急呼「有限度的政府」與「回歸市場經濟的原則」；結果在他總統任內，預算不斷擴大，赤字完全失控。這個美國經濟史上最快速的信用擴張，使得經濟泡沫極度膨脹。1987年中我已經準備妥當，等待著刺穿泡沫的針刺出現，接下來的發展則是各位都已經耳熟能詳的歷史了。

萬萬不可錯估Fed的角色，它是一個貨真價實的政治機構，必須接受來自總統、國會與其他利益集團的關說與壓力。何以如此？這是人類的本性。任何人如果膽敢抗拒這些壓力，他將喪失影響力，最後也會喪失他的官位。如果你相信Fed是一個真正「獨立運作的機構」，未免太過於天真了。大體上，Fed的成員將被迫根據執政黨務實而短期的政策行動，他們追求的並不是健全的經濟政策。「絕對不可以做多政治家——而且Fed是由一群政治家構成」，這條交易守則並未列入稍後講解交易守則的一章。

根據政府的財政與貨幣政策預測市場的長期趨勢，基本上是在經濟循環的範圍內，運用經濟基本原理思考。整個問題的重心在於如何掌握政治家們的心態，如何評估總統、財政部長與Fed重要官員的講話。價格的長期可能性實際上僅有兩種：向上或向下的趨勢。Fed爲了配合政府財政政策，或試圖主動扭轉下降的市場趨勢時，轉折點將出現。容我在此重覆引用本章之初米賽斯的評論。這個時候，這段評論的意義應該更爲明白：

影響經濟體系的波浪狀變動，在經濟蕭條〔衰退〕之後又是經濟繁榮，這是不斷嘗試擴張信用而降低市場毛利率的必然結果。以擴張信用帶來的經濟繁榮，絕對無法避免其最後的崩解。唯一的選擇僅有：自願放棄進一步的信用擴張而使危機較早到來，或是稍後等待整體貨幣系統的全然瓦解。

結論

本章中，我們知道經濟循環是信用擴展與收縮的結果，這是因爲我們採用不可兌換的貨幣制度，而由Fed以獨佔的方式操縱貨幣政策，以及政府政客們玩弄的財政政策。我們也瞭解，只要政府繼續控制貨幣政策，必然有繁榮與衰退。而且，只要有繁榮與衰退，投機者就有機會在價格上漲與下跌的過程中賺錢。說來或許有些荒唐，我是自由市場經濟最堅決的信徒，但如果我們改採金本位制度，並取消Fed的組織，我大部份的知識將全然無用。然而，不幸地，我恐怕無法目睹這種情況發生，至少在我的有生之年是如此。

只要政府繼續操控貨幣與信用市場，並導致景氣的循環波動，投機者的工作便是從中獲利。留意觀察政府的政策與政策的擬定者，你經常可以預先判斷他們可能採取的政策，並預測這些政策將產生的經濟後果。所以，這一切都回歸至我在第一章中強調的重點——根據原則思考。

Fed 的政策與政府的財政政策明目張膽地違背經濟的基本原理時，根據相關的經濟學基本原理判斷，你的結論應該正確。之後，問題僅在於時間的拿捏——市場需要經過多久的時間才瞭解所發生的一切，並對政府錯誤政策的影響產生反應。於是，「道氏理論」、技術方法、以及我們截至目前為止討論的所有基本重點，便是它們發揮功能的時候了

附註：

- ① Ludwig von Mises, *Human Action* (Chicago: Contemporary Books, Inc., 1966), p. 572。
- ② 這段故事的所有資料都是取自 Charles Mackay 所著的 *Extraordinary Popular Delusions and Madness of Crowds* (New York: Harmony Books, 1980), pp. 1-45。
- ③ 這是法國當時的貨幣單位，最初價值相當於是一磅的白銀。然而，由於銀幣的重鑄與政府以赤字方式融通支出，livre 不斷貶值，所以當時它兌換英鎊的匯率大約為 24：1。
- ④ 路易十四的繼承者年僅七歲，所以由 Orleans 公爵擔任攝政王。
- ⑤ 乍看下，基源利率的概念似乎相當晦澀。然而，它是瞭解經濟循環的一種必要觀念。基本上來說，基源利率是實質利率之所以存在的主觀基礎。每個人心中都有這項主觀的利率，以判斷他生產的物品是要在目前消費，或留待未來。

- ⑥ 分析近來發生的儲貸機構危機，這種現象便非常明顯。
- ⑦ 就目前來說，世界上所有的銀行都採用這種制度，我稍後將詳細討論。
- ⑧ The Federal Reserve System : Purposes and Functions , fifth edition, Published by the Federal Reserve Board, 1965, p. 1。
- ⑨ 同上，p. 4。
- ⑩ 存款機構是指商業與儲蓄銀行、儲貸機構（savings and loan associations）、信用合作社、外國銀行在美國的分行或辦事處、以及可以經營外匯交易的銀行（Edge act and agreement corporations）。
- ⑪ Fed除了在短期的基礎上，對放款機構融通準備金以外，某些情況下，也可以透過貼現窗口放款給個人或公司，這部份的放款稱為長期融通。
- ⑫ 調整後貨幣基礎是由「聖路易聯邦準備銀行」負責計算，包括：銀行體系的準備金總額，加上通貨總量，再根據法定準備變動與季節性因素調整。它在設計上是衡量Fed所有行動對於M1的影響，M1包括：通貨、旅行支票、支票存款、以及其他無條件可以開支票的帳戶存款。
- ⑬ 本段所有資料都取自Grant's Interest Rate Observer , April 27, 1990, Vol. 8, No. 8, p. 5. 聯絡地址為：233 Broadway, New York, NY 10279, 電話：（212）608-7994。
- ⑭ Grant's Interest Rate Observer , April 27, 1990, Vol. 8, No. 8, pp. 2, 5。

第十一章

衡量風險以管理資金

風險的真正意義

假定我告訴你，股票市場的風險可以根據客觀的方式衡量。如果你是經驗老道的市場專家，我知道你會怎麼想：「狗屎！不可能！」假定現在是1989年10月9日，你在市場中做多，我告訴你，市場大幅拉回整理的可能性是7：1。如果你知道這個比率，他相信它，你是否會改變既有的策略？如果你當時做多行情，我想你會的。

事實上，在股票市場中，確實能夠以計量的（quantitative）方法衡量風險；有方法可以判定市場上漲x%與下跌y%的機率。它不是一種「系統」；它是一種一致性的方法，衡量當時市場趨勢持續發展或反轉的可能性。運用這種方法，投機者或投資者無需再仰賴變幻莫測的主觀「價值」判斷，而改採客觀的方式衡量風險。

然而，何謂「風險」？我1966年初踏入金融圈時，對於撲克賭博的瞭解遠超過市場，我知道兩者之間有許多相似之處。兩者都需要技巧與運氣，但技巧的成份多於運氣。兩者都需要瞭解如何管理資金，所以即使連輸幾手牌，你還有本錢玩下

去。而且，兩者都暴露在發生虧損的可能性之下，這便是風險。

我十幾歲時，並沒有在雜貨店裡賺那不能再低的工資，而是靠著賭撲克過著相當不錯的日子。我是一個撲克好手，因為我知道如何衡量與管理賭局內的風險。我考慮的重點不是檯面上的賭金多寡——以價值（value）為主的評估方法——唯有掌握有利的勝算時，我才會跟進；換言之，我跟進時，我的考量重點是相關的風險。風險涉及機率，機率涉及勝算。勝算有兩種形式：或是專業好手的主觀判斷，或是根據有限可能性的統計分配計算機率，然後再以機率衡量勝算。

在撲克賭局內，勝算是明確、客觀而可以衡量的數據。例如，假定你坐在莊家右側，與五位對手玩五張牌的撲克。假定底注是10美元，第一輪後，檯面上有50美元。如果第一位對手喊10美元，除了你之外每個人都跟進，所以現在已經有90美元的賭金——你的潛在報酬是9：1（雖然其中有10美元是你自己的，你每一輪都必須分別考慮風險/報酬的關係）。假定你已經有四張紅桃，並希望最後一張牌可以湊成同花（同花能夠贏的機率最少為0.9963），最後一張牌是紅桃的機率是1/5.2——你的風險是5.2：1。風險為5.2：1，而報酬是9：1，所以風險/報酬的比率是1.73：1。風險/報酬的比率是1.73：1，同花贏牌的機率為0.9963，所以調整後的風險/報酬比率是 1.73×0.9963 ；換言之，你的勝算優於1.72：1。

如果你完全根據這種策略撲克，某一手牌仍然可能輸錢。你偶爾還可能手氣甚差而連續輸錢，但長期來說，你贏的錢會

多過於輸的錢。我不認為這是賭博。賭博是盲目承擔風險。投機則是在掌握有利勝算的時候才承擔風險。這便是賭博與投機之間的根本差異。

在紙牌中，專注於風險的策略相當有效，所以我到「華爾街」投機股票時，自然也希望以某種客觀的方法衡量勝算。然而，我向一些專家請教如何判斷風險時，他們總是咯咯笑道，「你不能在市場中衡量風險。這不是賭撲克。這與數學沒有關係。市場是隨機漫步的遊戲，」或「效率市場理論使風險/報酬的分析全然無效。」

他們並不衡量風險，而是談論著如何分散風險，或更常專注於「價值」（value），並說「尋找價值，買進有價值的對象，然後抱牢。就長期而言，你將因此獲利。」這些建議不合我的胃口；除非我能客觀地掌握有利的勝算，否則我不希望暴露於風險中。

目前，市場專家在這方面的建議要比60年代末期複雜許多，但基本態度還是相同。大多數專業者目前都是根據某些相對性的績效或價值來分配資金。以股票投資組合的管理來說，Alpha與Beta便是典型的工具。Alpha是衡量素質的指標，比較個股相對於大盤的績效。假定某支股票的Alpha值為1，代表這支股票的績效平均每個月優於大盤1%。所以，如果大盤在六個月上漲10%，該股票將上漲17.8%。Beta是衡量價格的波動程度。如果某支股票的Beta值為2，大盤上漲10%或下跌10%時，這支股票應該分別上漲20%或下跌20%。

大多數帳戶經理人買進股票時，都是根據某一組合的

Alpha 與 Beta，再配合其他的相對性指標，例如：本益比、帳面價值與殖利率；而他們稱此為「風險評估」（risk evaluation）。然而，這些指標究竟與風險有什麼關係呢？它們是否可以顯示當前的經濟趨勢，或Fed政策變動的影響？它們是否可以充分反映整體市場發生劇烈變動的可能性？答案是：「很少！」

我並不是說這些指標全無用處，我完全沒有這個意思。然而，如果以價值做為投機或投資的主要工具，它應該是一種客觀而靜態的概念。價值（value）蘊涵著評估價值（evaluation），這是由個人心智決定。某項東西的價值如何，完全由市場中的個人決定它的價值。價值是一種變幻莫測的東西。不妨以Penn Central為例觀察。

1970年初，「價值線投資公司」（Value Line Investment Service）評估Penn Central每股的「價值」（worth）為110美元（以該公司的資產衡量），當時的股價74美元處於「價值低估」（undervalue）狀態。根據這項衡量標準，股價應該大漲。然而，它下跌至每股2美元！分析家以該公司持有的資產來評估其價值，但他們顯然沒有考慮經濟衰退會使資產價值下降。他們假定市場衡量價值的標準將保持不變。

以最近的例子來說，1990年6月，某些分析家認為花旗銀行的股價24.5美元處於低估狀態。我最近所查看的價格為14美元。他們假定花旗銀行的規模太大而不可能發生問題，經濟不會出現衰退，所以它先前的壞帳可以恢復為正常的應收放款。他們所有的結論都來自於上述的假定，而未考慮行情下跌的風

險。

行情下跌時，花旗銀行、川普（Trump）或任何仰賴持續性通貨膨脹而以資產高度信用擴張的個體，都免不了價值下挫或失敗的命運。

現在，讓我們考慮「買進並持有價值」的概念。這種觀點必須面對一項事實——唯有市場才可以判斷價值。例如，IBM是「價值」的典型代表。然而，如果你在1983年1月或以後買進這支「藍籌股中的藍籌股」，並持有至1989年11月份，你將發生虧損，這段期間是本世紀股票市場的第三大多頭市場！為什麼要「持有價值」而投資下跌中的股票呢？為什麼在你可以賺錢的時候而忍受這些痛苦呢？

金融市場每一種傳統方法，都不能解答一個單純而根本的問題：「市場維持目前趨勢的勝算有多少？」換言之，目前做多或賣空的風險如何？Alpha、Beta、價值、本益比、殖利率、帳面價值——這些指標都有的功能，但都是次要的考量，首要之務在於判斷市場趨勢的最可能方向。最重要的是建立一種衡量市場風險的標準。所以，你在股票市場做多或賣空時，如何衡量風險？

衡量風險的革命性方法

我花費多年時間思考這個問題。為了衡量某項事物，你首先必須建立一種標準的參考單位，然後才能透過比較來計算數量上的關係。在金融市場中，這是一個非常複雜的問題：你如何建立一種衡量風險的標準，判斷成功的機率，而且程序中不

可涉及任意與主觀的成份？

市場並不像撲克牌一樣僅存有限的可能排列，市場是由個人組成，每個人都有特定的價值與慾望，而價值與慾望在性質上都是主觀的概念——取決於個人的心智架構與情緒。所以，如果希望衡量市場的行為，並預測任何投資的成功可能性，你似乎必須無所不知——你必須隨時掌握每個人的心智，並瞭解他們對於未來事件的反應。在絕對確定的情況下，預測未來的價格走勢是不可能的。我們頂多僅能以機率處理，所以問題將是：你以什麼標準衡量市場的機率？

所謂機率，這是根據統計分配計算某事件發生的可能性。保險公司便是根據死亡率統計表（mortality tables）計算保險費。例如，24歲白種女性每年在紐約死亡的可能性目前為50,000：1。對於這群人而言，假定金額10萬美元的保單，人壽保險的每年平均保費為\$100。根據統計機率顯示，可能的結果是保險公司每支付1美元給死亡之24歲白種女性的受益人，保費的毛利為50萬美元。所以，保險公司掌握的有利勝算為50：1——相當不錯的勝算管理。難怪大多數管理完善的保險公司都有理想的獲利（這是指它們的資產負債表內沒有太多的垃圾債券與房地產）。

對任何來說，都無法精確地衡量其剩餘壽命，但仍然可以界定一種標準，衡量某特定健康狀況的個人，活至某一年齡的可能性——保險公司便是以此為生。類似的推理也可以適用於股票市場。1974年，我以兩年的時間全心研究股票市場的走勢，資料可以回溯至1896年，這項研究目前仍然持續進行中。

我發現市場走勢也像人類一樣，其「平均剩餘壽命」（life expectancy）的分配，在統計上俱備顯著的意義。讓我進一步解釋。

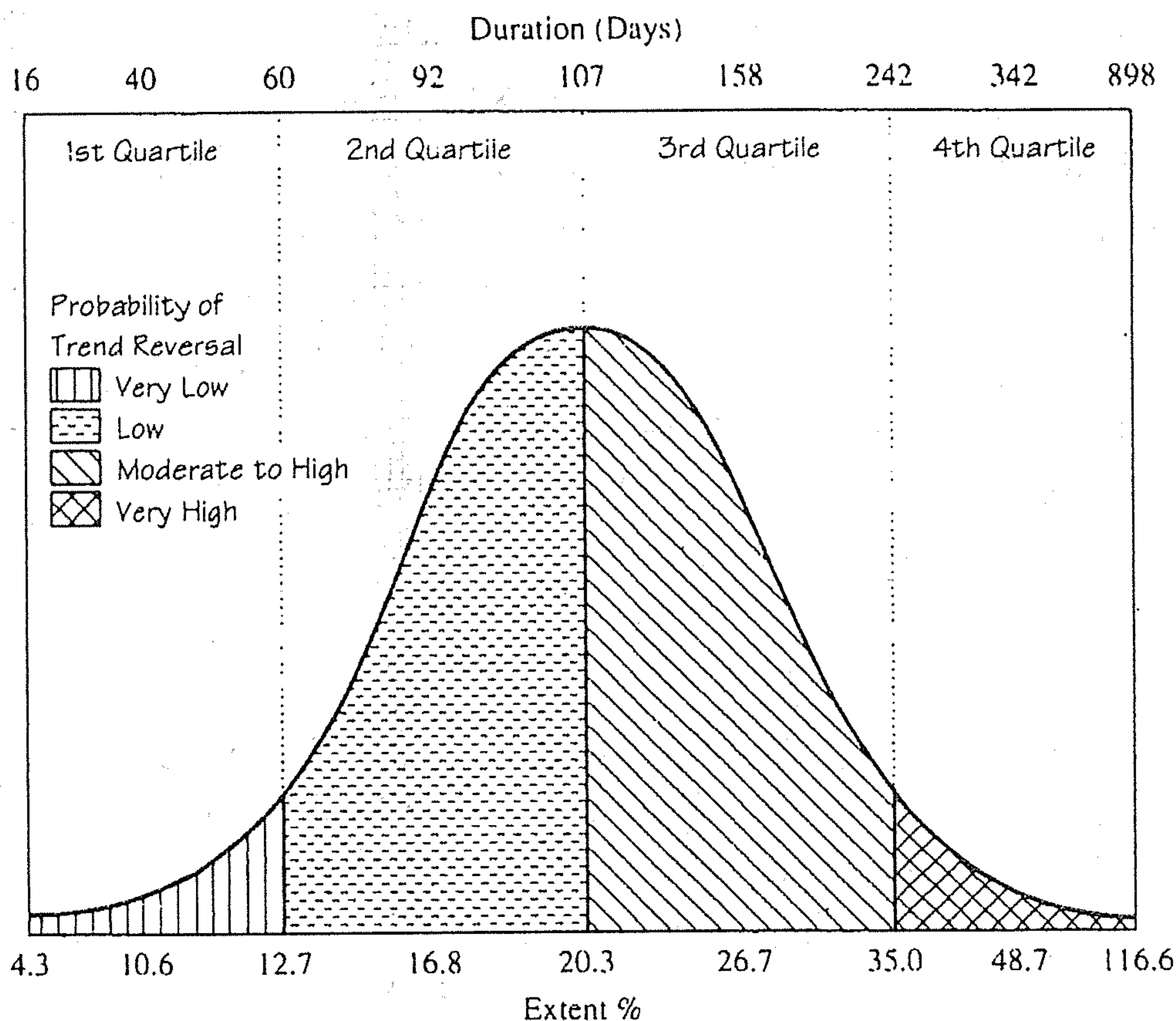
1974年10月，我錯失低檔的進場機會之後，我開始思考一些問題以避免重蹈覆轍，這些問題包括：趨勢到底是什麼？它們的幅度通常如何？它們持續的期間又如何？根據道氏對於同時存在之三種趨勢的定義——短期趨勢，持續數天至數個星期；中期趨勢，持續數個星期至數個月；長期趨勢，持續數個月至數年——我將「道瓊工業指數」與「道瓊運輸（鐵路）指數」的歷史價格走勢加以歸類，登錄它們的幅度（價格走勢相對於先前高點或低點的百分率幅度）與期間（價格走勢所持續的日數），並繪製統計分配的圖形。

根據李氏（Robert Rhea）的分類方法（以及我的部分修正），我將走勢區分為主要走勢（長期的多頭或空頭市場）、中期主要走勢（介於兩個次級折返走勢之間的一段主要走勢）、中期的次級修正走勢（與主要趨勢相反的重要中期走勢）、再加上其他較不重要的分類（這個程序的最困難部份，是區分次級折返走勢與逆趨勢的小型走勢）。研究結果顯示，自從1896年以來所有的市場走勢，幅度與期間形成一個具有顯著統計意義的常態分配（請參考圖11.1）。

在這個常態分配中，統計樣本傾向於集中在分配的「平均數」（median）附近（譯按：本書中，作者都採用 "median"〔中位數〕，但他實際的意思卻是指「平均數」〔mean〕而言，所以往後 "median" 一律翻譯為「平均數」）。例

圖 11.1

自從1896年以來，道瓊工業指數在多頭市場中主要走勢的幅度與期間分配圖。



如，「道瓊工業指數」在多頭市場中主要中期走勢的漲幅，目前的平均數為20%。1896年以來曾經出現112個多頭市場的主要走勢，其中57個走勢（50.89%）的漲幅介於15%與30%之間，最小的幅度為4.3%，最大的幅度為116.6%。在這些走勢中，25%的走勢漲幅超過30%，33.04%的走勢漲幅低於15%。單就這項準則而言，你可以判斷主要走勢的漲幅通常介於15%

至30%之間。當然，在做相關判斷時，你絕對不可以僅倚賴這項準則。

不妨考慮人壽保險公司如何蒐集資料。它們提出的第一個問題是年齡。其次是工作的危險程度、醫療記錄、家庭記錄、……等。然而，死亡率統計表是標準的參考依據，並以此做為起點評估某項保單的風險。同理，我是以上述常態分配為依據，計算某行情到達或超過特定幅度與期間的機率。我絕對不會以此預測當時走勢的確切幅度與期間。大多數市場參與者的判斷改變時，市場轉折點便發生了……就是這樣。市場參與者改變他們的看法，通常是源自於經濟的基本因素、「聯邦準備理事會」的政策、主要的國際事件、以及我在前幾章討論的種種理由。

以幅度與期間的分配架構預測某特定行情的確切轉折點，這就如同保險公司可以根據死亡率統計表，在你買保險的當時，判斷你將在那一天因為什麼理由而過逝。我並不希望說不吉利的話，但每個人都會在不同的時間，在不同的情況下，因為不同的理由過逝，行情的結束也是如此。然而，你明年在舞台上比較可能看見誰，Meryl Streep（瑪莉史翠普）或George Burns（喬治本斯）？這些架構是在歷史的層面上顯示機率分配，以供你判斷當前的市場趨勢會持續或結束。

讓我們再回到保險的比喻中。如果有兩個男人，一個18歲，另一個75歲（美國男人的平均壽命），健康情況都非常理想，他們到保險公司購買期間相同的人壽保險，年輕人的保費將很低，老者的保費將很高。保費的水準是根據風險計算；換

言之，在所繳保費總額超過保單金額（包括利息在內）之前，受保人死亡的機率必須很低。然而，如果這位年長者的體溫高達102度，又是一位老煙槍，保險公司可能根本不願意賣保險給他。

由相同的角度考慮1987年10月的崩盤與1989年10月的小崩盤。1987年崩盤當時的主要中期趨勢是起始於5/20/87。截至8/25/87為止，「道瓊工業指數」在96天以內上漲22.9%，「運輸指數」則在108天以內上漲21.3%。不論就幅度或期間而言，它們都已經是歷史上多頭市場中期走勢的平均水準。以人壽保險的術語來說，行情已經到達平均壽命；換言之，在歷史上所有中期走勢中，50%是結束於此之前。單就這個準則而言，提高警戒是必要的，所以應該進一步檢查病歷表。

當時的市場已經不是身心健全的人。指標出現背離；「工業指數」在8月創新高，但「騰落比率」（advance/decline ratio）卻未創新高——空頭的徵兆。市場的平均本益比為21倍，這是1962年（當時為22倍）以來最高的水準。平均帳面價值（未考慮通貨膨脹的名目價值）對股價的比率高於1929年的水準。政府、企業界與消費者的負債都到達前所未有的水準。其他還有我先前討論的種種現象。1987年10月份，市場不僅不是一位身心健全的人，它是酒精中毒，再加上肺炎第三期，而且每天還抽三包無濾嘴的「新樂園」。

所以，我斷然出場，並等待賣空的機會。10月份的第一個壞兆頭是「華爾街日報」刊登的一篇報導：「Fed主席葛林斯班認為，如果金融市場普遍存在通貨膨脹的憂慮，利率將『高

得危險』。葛林斯班指出，這種憂慮並沒有根據，但他暗示貼現率可能被迫調高以緩和市場的憂慮。」隔天，股票市場重挫91.55點，除了葛林思班發表的評價以外，似乎沒有其他立即的理由導致市場的暴跌。「道氏理論」在10月15日發出賣出訊號，我想即使是最輕微的刺激，這位病人的心臟也可能因此停止跳動，於是我開始賣空。

德國與日本不願意接受貝克（James Baker）的要求，以通貨膨脹的手段刺激它們的經濟，並協助支撐美元匯率，心臟病終於發作了。爲了回應德國與日本的「不合作」態度，貝克在10月18日星期日對全世界宣佈，他「將聽任美元下滑。」這個時候，我知道金融市場將因爲美元的貶值而崩跌。10月19日，市場跳空下跌，我在開盤賣空S&P 500期貨，單單這個部位就讓我獲得可觀的利潤。然而，整個情況並非毫無瑕疵，我聘用的一些獨立交易員（他們可以自行交易），當時是做多行情，所以他們的損失抵消我的一部份獲利。

我在此說明1987年10月崩盤前的思考方向，這是爲了顯示幅度與期間的準則，可以提醒你觀察市場的健康狀況——它們提出警告，促使你留意基本面的變化。它們的功能往往不僅如此而已。例如，在1989年5月至10月之間，我幾乎完全沒有進場，這一部份是爲了籌備我的基金管理公司，但一方面也是因爲擔心下檔的可能性。截至10/9/89爲止，「工業指數」起於3/23/89的主要中期走勢，漲幅爲24.4%。同一期間，「運輸指數」在兼併股票的帶動下暴漲52%。讓我將這段發展納入我的統計架構內。

在多頭市場的中期主要走勢中，淨漲幅的平均數（假定你在中期修正走勢的谷底買進，並持有至次一個中期修正走勢的谷底，其股價淨上漲的百分率）為10%。另外，在歷史上的112個類似走勢中，僅有15個走勢的淨漲幅超過24.4%（這是10月9日已經出現的漲幅）。更重要者，不論多頭或空頭市場，在174個上升走勢中，僅有8個走勢的幅度等於或超過「運輸指數」當時的漲幅（54%）。換言之，根據歷史資料，當時趨勢結束的勝算介於7.46：1至21.75：1之間。這告訴我應該了結所有的多頭部位，並等待賣空的機會。若僅根據這項統計準則考慮，在1989年10月份做多行情，必須承擔非常不利的風險。此外，基本分析與技術分析也都支持統計分析的結論。

「工業指數」在10月9日創新高，但「運輸指數」並沒有確認——空頭的訊號。在10月13日星期五，日本與德國分別調高利率，使它們的企業界與消費者必須承擔更高的信用成本購買美國的產品。Fed緊縮信用與貨幣的供給（相對於前兩個報告期間的自由準備而言），消費者物價指數已經攀升至每年5.5%的水準，當時並沒有空間刺激相當疲軟的景氣。東北部的房地產價格已經明顯下滑，這影響大多數的區域性銀行。垃圾債券市場早就跌破底部。總之，這位病人的年紀既高，體質又弱，心臟病也隨時可能復發——不論保費多高都不是承保的適當時機。這當然也不是做多的時候。我在正確的時機，賣空正確的交易工具，這當然有幸運的成份，但上述的統計分配架構讓我瞭解下檔的機會。

任何瞭解我的人都知道，我完全不介意賣空的操作。我希望強調，上述的風險評估方法也同樣適用於退休基金的經理

人，他們在某一程度上必須做多股票。假定根據基金的章程規定，股票最低的投資比率為20%，最高為60%，經理人希望決定股票市場適當的資本配置比率。如果股票市場處於多頭市場的第三主要上升波，根據統計數據顯示，第三主升波的漲幅與期間平均值分別為18.8%與139天。如果行情已經在103天內上漲12%，經理人必須瞭解，在歷史上23個多頭市場的第三主升浪中，有16個走勢持續得更久。單就這項數據來考慮，經理人的持股比率不應該超過最高水準60%的69%。換言之，單就歷史統計數據判斷，持股比率不應該超過41.4%。

我希望再次強調，這僅是一個起點而已，一個評估市場風險的根據。如果在上述的統計數據背景下，通貨膨脹率為1%，本益比為9倍，利率為5%，而企業盈餘正處於快速成長的階段，則應調降統計數據代表的意義，並維持最高的持股比率60%。

就我個人的成功而言，上述的風險衡量具有絕對的重要性，尤其是在判斷長期與中期走勢的轉折點方面。它讓我把思考重心擺在風險之上，這是我投機方法的基礎。不論你以什麼方法預測行情或選擇股票，都應該在市場平均剩餘壽命的架構內評估市場風險。這套方法都為風險管理提供一個嶄新而獨特的領域。

以勝算管理配置資本

第二章曾經提及，我主要的考量重心在於降低風險，同時將充分的資金擺在適當的場所，賺取穩定的利潤。這個目標是

以謹慎的資金管理系統達成。

資金管理是配置金融資產與判斷進、出場時機的一種藝術。任何有效的資金管理系統都應該包括三種重要的成份：(1) 評估風險／報酬的方法，(2) 判定一筆交易成功機率的方法（不論是短、中、長期的交易），(3) 資產配置的系統。由於你處理的是資金，所以這三個成份基本上必須簡化為客觀而可以衡量的準則。

前文已經討論風險評估的統計架構。另外，如果你還記得的話，我也曾經指出，我的風險／報酬比率最多只能3：1，而且我說明如何以技術分析的方法在價格走勢圖上計算這項比率。基本上，你只需要觀察圖形，判斷價格可能到達的價位——目標價位；並決定市場證明你為錯誤的價位——出場價位；然後計算下列比率：

$$\text{風險／報酬比率} = \frac{\text{買進價位} - \text{出場價位}}{\text{目標價位} - \text{買進價位}}$$

這項比率是由技術分析的角度表示風險／報酬的關係：最大的可能損失與可能的潛在獲利。不論由任何角度考量風險／報酬，都應該是一種機率。然而，我們處理非技術性的因素時，如何計算量化的機率，就有些棘手了。評估整體性的風險／報酬關係時，應該考慮所有資訊，包括技術分析與經濟的基本原理。讓我以實例說明如何結合所有的相關因素。

這個例子發生在1989年10月的黃金市場。在10/27/89，黃

金價格向上突破先前的反彈高點367.70美元，確認1-2-3中期趨勢變動的訊號，我進場買進黃金。在這個時候，根據相同的準則判斷，長期趨勢也可能發生變動——價格向上突破趨勢線（條件1），並已經測試先前的低點而未跌破（條件2）。①

在中期趨勢上，由於趨勢變動已經確認，如果價格跌破我的買進點，證明我的判斷錯誤，所以我將心理停損設定在稍低於375.70美元的位置。中期趨勢的目標價位設定在7/25/89的高點399.50美元。因此，我的風險／報酬比率為：

$$\frac{376.70 - 375.70}{399.50 - 376.70} = \frac{1}{22.8}$$

在長期走勢圖上（週線圖），上檔空間更廣。我判定目標價位在433.50美元（壓力水準）。如果可以突破，上檔的另兩個壓力區分別在469.50美元與502.30美元，如果觀察更長期的圖形（月線圖），目標價位在800附近。我不想再計算每一價位的風險／報酬比率，但這些比率顯然非常有利。

由技術分析的角度來說，如此理想的機會不常出現。唯一的問題是計算成功的機率，並決定進、出場價位。你應該怎麼做：以中期趨勢為準來操作，或採取買進-持有的長期策略？

爲了解決這個問題，我採取最保守的假定。換言之，因為根據定義中期趨勢已經變化，所以我假定這是一個爲期三週至三個月的前期趨勢。於是，我取出1981年以來的黃金價格資料，挑選爲期三週至三個月的上升走勢，並登錄走勢的幅度。

我發現這類走勢總共有18個，最小的漲幅為9.4%，最大的漲幅為68.8%，平均漲幅為15.2%。以12月份期貨的低點360.60美元為基準，黃金價格漲幅至少為9.4%的機率非常高，這相當於是每英兩33.90美元的漲幅，價位為394.50美元。另外，根據近九年的資料顯示，50%走勢的漲幅都超過15.2%，若以此計算，12月份期貨的漲幅為54.81美元，價位為415.40美元。

就資產配置而言，上述資料有什麼意義？技術性的風險/報酬比率極度偏低，這波段走勢至少到達394.50美元的歷史機率很高，所有基本面的考量也支持在10月27日建立多頭部位。在這種情況下，所有條件都非常理想，這顯然是採取積極行動的時候了。

這代表在走勢的初期，你應該儘可能運用槓桿效果。在我管理的所有投資組合中，我以大約10%的資金購買黃金期貨的買進選擇權、某些黃金個股的買進選擇權、以及某些黃金个股（股票是供風險取向最低的客戶）。價格向上突破400美元時，我開始分批獲利了結，但我仍持有少部份多頭部位，並保持偏高的槓桿倍數，我打算繼續持有這部份的部位，直至市場證明我錯誤為止。

我為什麼要了結一部份的獲利呢？因為價格到達中期趨勢的目標價位以後，繼續持有部位的風險/報酬比率大幅增加。至於我何以繼續留在場內，這是因為我相信長期趨勢仍然向上。我必須強調，我已經回收本金與一部份獲利，而持有的部位僅是總利潤的一部份。你猜結果如何？我的判斷錯誤，這部份部位發生虧損。然而，我雖然未察覺黃金無法維持漲勢，但我的

資金管理方法讓我全身而退，並保有一部份獲利。

讓我說明上述程序與我的交易根本哲學之間的直接關係。

首先，利用槓桿原理，挑選適當的買進點與停損點，我的資金並未暴露在偏高的風險中。如果發生非常罕見的情況，價格再度向下跌破趨勢線，我會認賠出場，損失頂多是1-2%。隨後，如果價格又回升，我有能力再進場。總之，這筆交易符合保障資本的原則。

其次，價格到達目標價位時，我了結相當比例的部位鎖定獲利，這符合一致性獲利能力的目標。

最後，我以一部份獲利繼續持有多頭部位而追求卓越的績效。我對於長期趨勢的判斷雖然錯誤，但整體部位卻仍有獲利。根據相關的風險配置資本，設定初步的目標價位以鎖定利潤，再運用一部份的獲利追求更高的績效，如此一來，即使連續發生數次的損失，你還有能力繼續留在市場交易。

資本配置

不幸地，我們沒有簡單的公式可以設定在電腦中，計算最佳的資本配置。例如，我無法在歷史資料與「工業指數」和「運輸指數」等買賣價位之間，建立一種線性的風險關係，因為這違背市場的性質。你的市場判斷必須儘可能根據寬廣的知識，結合所有知識評估未來事件。

假定我們處在一個強勁的多頭市場中，漲幅與期間都已經超過歷史的平均水準；通貨膨脹率僅2%；全球政局非常穩

定，沒有任何潛在的衝突；企業界的獲利情況與財務結構都很理想；每一個主要國家的預算大致維持平衡，或僅有小額的赤字，而且都採用自由的金本位制度。很棒，是嗎？這種情況下，你顯然應該投入100%的資金。

事實上，你需要根據主要的市場驅動因素，建立一個風險評估的表格，考慮它們相對的重要性，判斷你應該以何種方式投入多少的風險資本。如果你決定投資，應該再根據上述背景，選擇最可能達成目標的交易工具。

截至目前為止，我僅討論抽象的原則，所以讓我做更明確的說明。評估股票市場的風險時，你應該回答下列問題：

1. 長期趨勢如何？它是處於上升趨勢、下降趨勢、狹幅盤整、或趨勢正在變化中？
2. 就歷史資料考慮，目前長期趨勢的期間與幅度如何？它是處於初期、末期或中間階段？
3. 就歷史資料考慮，目前的中期趨勢如何？
4. 「道氏理論」對於目前的行情有何看法？是否存在背離的現象？成交量是否有明顯的變化？行情寬度是否配合趨勢發展？
5. 移動平均的情況如何——應該買進、賣出或持有？
6. 根據震盪指標顯示，行情是處於超買、超賣或中間的階段？

7. 經濟面的情況如何？

- a. 通貨膨脹的情況如何？Fed的政策取向如何？政府、民間、企業界與私有部門的負債情況如何？以自由準備衡量，信用的成長率如何？貨幣供給成長率如何？利率水準如何？市場對於政府債券的接受程度如何？
- b. 美元匯率的走勢如何，貶值的可能性如何？日圓與德國馬克匯率的走勢如何，日、德的政府是否會採取維護匯率的措施？
- c. 美國消費者普遍的心態如何：生產而儲蓄、借款而支出、或介於兩者之間？
- d. 什麼產業部門最強勁？什麼產業部門最疲軟？市場是否有領導類股？根據目前情況判斷，如果有些許利空消息，是否會使整個行情出現反轉？
- e. 什麼潛在的問題可能使人們對於整個經濟狀況的判斷，發生突然的改變？

8. 是否存在可供運用的重大謬誤現象，尤其是行情發生變動的時候？

一旦回答上述問題後，你便可以決定在何時、於何處、投入多少資金。決定採取行動時，你必須在嚴謹的紀律下操作。這便是交易守則的重要性所在，它們是下一章的討論主題。

註：

- ① 請留意，就這個例子來說，條件2完成於趨勢線的突破前。沒有任何法則規定，趨勢變動的1-2-3準則必須以什麼秩序發生。

第十二章

讓你發生虧損的方法

至少有五十種

4,017美元的吹風機

1979年的某一天，我在盤中交易時，接到朋友蘇珊的電話。我當時做多40口小麥契約，行情已經出現，所以我必須密切觀察市場的發展。我設定一個準備認賠的心理停損價位。總之，蘇珊打電話給我，她的情緒非常激動——一把眼淚，一把鼻涕——我不清楚她在說什麼。

我當然非常關心。我想她可能跟丈夫發生劇烈的爭吵而必須立即解決。結果，我總算瞭解事情的真相。

她哭哭啼啼地說，「我的…吹風…機…壞了！」

我幾乎不相信我的耳朵。「你的吹風機！這就是你這麼傷心的理由！」我看著多年的好兼同事Norman Tandy…他僅是憋著嘴笑。

「蘇珊，」我說道，「蘇珊，不要傷心。你的吹風機值多少錢？」

「...17塊。」

這個時候，我幾乎忍不住要笑出來，「我買一個新的給你，如果這樣會讓你覺得好過一點的話。」

當然，我瞭解，如果一個人會爲了吹風機而難過到這種程度，那一定有別的問題。所以，我慢慢與蘇珊談著，希望知道究竟是怎麼回事。這個過程中，我忽略盤面的變化。

我看著報價螢幕，突然發覺價格已經穿越至心理停損下方2美分。這是100美元乘以40——4,000美元！我立即拿起電話把部位平倉，結果我多損失了4,000美元。於是，我買了一把4,017美元的吹風機，甚至還不能挑選顏色。

當時，我再也忍不住笑出來了，甚至現在每想到這件事，我都還想笑。我提這段故事的重點是：永遠有你想不到的事情會讓你發生虧損。有一段歌詞說道，「有五十種方法可以離開你心愛的人」，你至少也有50種方法發生虧損。

然而，交易者發生虧損最常見的理由，則是未遵循交易守則，認為「這一次」例外。每個人都免不了發生這類錯誤，但這是可以控制的。如果你瞭解交易守則，而且——更重要地——瞭解它們存在的理由，這是一種幾乎可以全然避免的錯誤。

交易守則與其背後的理由

許多人誤以爲市場行爲是完全可以預測的。絕對不是如此。在市場中交易，這是一場有關勝算的遊戲，目標是要永遠

掌握勝算。猶如任何有關勝算的遊戲一樣，爲了贏取勝利，你必須瞭解、並遵守規則。然而，交易守則有一項最大不同，它最主要功能是克制你的情緒。假定你已經俱備建立部位的必要知識，其中最困難的部份是以正確的方法執行交易。這便是交易守則的功能。

市場行爲會受到太多變數的影響，只要些微心理的衝動，你便可能扭曲它們，只需要些許的藉口，你便可能承擔不必要的風險，或過早獲利了結。

最近，在一筆S&P 500的期貨交易中，我在開盤後10分鐘進場賣空，並在盤中高點的上方5檔設定停損。隨後30分鐘，價格下滑至我進場點的下方10檔左右，然後盤勢似乎有反彈的徵兆。雖然我沒有看到任何明確的回補訊號，但我在情緒上不希望這些微薄的利潤轉爲損失，於是我讓助理幫我回補，賺取10檔的利潤（每口契約250美元）。

大約15分鐘之後，行情重挫兩大點（1大點爲20檔，相當於每口契約500美元）。如果我遵照守則交易，我的獲利可以增加四倍。我當時的想法是，「行情看起來好像要反彈，我最好趁早獲利了結。」然而，這實際上僅是藉口而已，它掩飾我擔心在這筆交易中犯錯的恐懼感。事實上，價格確實稍微反彈，但從來沒有接近我的停損——原來準備讓市場證明我錯誤的價位。

交易守則的宗旨，是在人性的許可範圍內，儘量以客觀而一致的態度交易。如果沒有交易守則，你的願望可能主導交易決策，在市場交易中，你的願望十之八、九無法實現。本章的

目的是介紹一些重要的交易守則，並說明它們背後的理由。另外，我還會列舉一些人們很少談論的虧損原因。

交易守則

守則1：根據計劃進行交易，並嚴格遵守計劃。

在任何交易之前，你務必要知道自己的目标，以及打算如何達成目標。這不僅代表你必須瞭解風險／報酬的關係，而且還必須界定市場可能發生的所有狀況，並擬定相關的對策。換言之，在任何交易之前，你必須知道每一種可能發生的結果。在交易的過程中，思緒混淆是你最大的敵人；它會造成你的忿怒與情緒激動。根據定義，思緒混淆來自於無知，不瞭解當時的情況究竟是怎麼回事，不知道如何反應。

擬定交易計劃時，首先必須決定你的時間架構。換言之，必須決定你的部位是屬於當日沖銷的交易（部位的建立與結束都在同一天之內）、短期交易（持有數天至數個星期）、中期投機（持有數個星期至數個月）、長期投資（持有數個月至數年）。

上述決定可以让你瞭解應該專注於什麼趨勢，以及如何根據相關趨勢設定停損（參考守則3）。一旦決定之後，你可以考慮所有可能的價格發展情節，並擬定每一情節的反應對策。特定而言，你應該如何設定停損、在何處設定獲利了結的目標價位、在何處追加部位、……。

當然，有時候還是會發生你全然無法控制的混淆——50種

發生虧損的方法。例如，某一天，我還在Interstate的時候，我做多40多種股票，每種大約2000股。我還持有股價指數的買進選擇權，以及指數期貨。我全心全意交易之際。突然……一片黑暗。

不是，沒有瘋子闖進來拿鎚子敲我的腦袋。停電了！我們雖然有自動供電系統，當時也不靈光。另外，電話線也和供電系統混在一起，所以連電話也不通。

當時，我透過數個不同的經紀人與幾個交易所交易，我完全不知道市場的行情發展。所以，我急忙衝出辦公室，順著樓梯下樓，沿路摸索口袋裡的銅板準備打電話。我甚至不知道交易所的電話號碼，因為辦公室的電話都是直接與交易所連線。

最後，我來到路旁的公用電話亭，倉皇地了結我的部位。我還得打詢問臺請服務人員幫我查芝加哥S&P 500期貨交易塹的電話號碼，你可以想像我當時的狼狽狀。現在回想起來蠻有趣，但當時真是不知所措。而且，根據「墨菲定律」（Murphy's Law），市場出現一波不利於我部位的行情。這是你無法控制的混淆，所以你或許應該準備兩套自動供電系統。

守則2：順勢交易。「趨勢是你的朋友」。

這可能是大家最耳熟能詳的交易法則。這看起來雖然很簡單，你卻很容易違背。記住，趨勢總共有三種——短期、中期與長期。每一種趨勢都不斷變動，任何一種趨勢的方向都可能與另兩種相反。短期趨勢最經常發生變動，程度也最劇烈，其次是中期趨勢。

務必知道你是根據什麼趨勢交易，並瞭解它與另兩種趨勢的相關性。運用1-2-3趨勢變動的準則，判斷趨勢反轉的價位。價格觸及反轉價位時——立即出場！另外，你也應該留意2B模式與其他技術指標，儘可能預先掌握趨勢可能反轉的訊號。

守則3：在許可的範圍內，儘可能採用停損單。

建立部位之前，你應該預先決定市場證明你判斷錯誤的價位。對於許多交易者來說，行情觸及預定價位時，認賠出場是最困難的動作之一。你可以利用停損單減少這方面的困擾。行情觸及停損價位時，停損單會自動轉變為市價單（market order）。

如果你的交易量很大，你僅能使用心理停損。如果你預先遞入一張大量的停損單，場內交易員會想盡辦法觸發你的停損。

所以，建立一個部位時，應該遞入第二張交易指令，在停損價位上結你的部位。確實的運作方法，取決於你以何種趨勢交易。一般來說，停損單的效力僅及於遞單當日收盤為止。可是，你可以在停損單附上一個但書「取消前有效」（good 'til cancel，或GTC），這張交易指令在你取消前都有效。

事實上，傳達任何交易指令時，必須留意措詞，不可引起誤解。我的好朋友John Malley，也是一位交易員，他告訴我有些人會下達涵意不清的指令，例如："Sell me 500 IBM at the market"（譯按：「以市價幫我賣出500股IBM」，但也可能解釋為「以市價賣我500股IBM」）。所以，John回答，「嗯...

賣我？你是說你要買進，你要我賣你500股IBM？」當然，客戶會不耐煩地說，「不，不，不，我要賣出！」

John的態度是正確的。當你買進「賣出選擇權」(put)時，你是做空。當你賣出「賣出選擇權」時，你是做多。「以市價幫我弄個10口12月份的S&P」，意思顯然不清楚。措詞必須明確，尤其是當你以市價下單的時候，務必清楚表達你的意思，也務必確定經紀人沒有誤解。

守則4：一旦心存懷疑，立即出場！

以另一個方式來說，評估自己的部位時，你持有的每一個多頭部位，今天都應該是個買進機會，你持有的每一個空頭部位，今天都應該是個賣出機會。換言之，如果你不具備信心，絕對不應該建立部位。

投入自己的資金，些許的恐懼或憂慮，這是很自然的現象，並不代表每當你有些微懷疑時，便應該結束部位。然而，情況開始發生變化而勝算不斷減少，懷疑與不確定感始終環繞在你的心頭，則應該結束部位。

這項交易法則還有另外一層意義。恐懼與有根據的懷疑，兩者之間存在明顯的界線。這聽起來或許有些令人混淆，但如果每建立交易部位，你便心存不確定感與懷疑，則你應該離開市場！如果你對於交易不具備信心——至少在大多數時候——你根本不適合從事交易。習慣性的恐懼與懷疑，將嚴重傷害你的生理、情緒與財務狀況。這沒有什麼值得羞恥之處；這只是一種不適合交易的個性。

避免產生懷疑的最佳方法，是儘可能掌握所有的相關資訊。某些情況下，這甚至還不夠。

我曾經聽過一段故事，一位大富翁與一位公司併購的分析師相互配合，兩個人的合作一向都很順利。有一次，分析師提出幾支可能可以買進的股票，其中包括Northwest Airlines與Cessna在內，它們都是當時的潛在併購股票。某天，這位富翁接到分析師的電話，他說，「我剛接到消息，已經開始發動了。買進飛機。」

這位富翁於是以每股60美元的價格買進40萬股的「西北航空」，總金額是2,400萬美元。隔天，股價跌至59美元，接著又跌至58美元。於是，富翁打電話給分析師。

「怎麼回事，你不是說這筆交易已經發動了嗎？」

分析師當時很忙，「是的，是的，還在進行中…沒問題…一定漲，」然後便把電話掛斷了。

隔了兩天，股價跌至55美元，富翁又打電話。這次分析師並不忙。

富翁問道，「什麼時候會宣佈？」

「後天。」

「什麼價格？」富翁也有些困惑。

「市價以上。」

「那我就不懂了，」富翁說，「價格已經跌5美元，現在是55美元。」

分析師非常訝異：「55美元！你什麼意思。Cessna目前的價位是24美元！」

「Cessna！…CESSNA！」

「沒錯，Cessna！我叫你買進飛機，」分析師非常震驚的說道。

富翁說道，「但『西北航空』也會飛啊！」

這位富翁立即了結他的部位，虧損200萬美元。在整個過程中，他的懷疑都是有根據的。多了一個故事可以驗證這項交易法則，「一旦心存懷疑，立即出場！」

守則5：務必要有耐心。不可過度擴張交易。

Frankie Joe曾經說過，任何市場每年通常有三至五個交易良機，包括個股在內。Frankie是一位投機者，他主要是以中期趨勢交易。然而，他的評論基本上適用於每一種趨勢。如果你願意的話，你可以投擲銅板決定：「正面做多，反面賣空」，每天從事一百筆交易。可是，如果你這麼做，就必須全憑運氣了。

如果希望取得穩定的獲利，必須觀察你有興趣的市場，建立部位之前，你必須儘可能掌握有利的因素。以S&P 500期貨的當日沖銷為例，每天通常有二、三次交易的好機會，有時候

卻一次也沒有。

每一種市場指數、個股與商品，都有其獨特的步調、韻律與性質。唯有你熟悉市場的情況時，才可以考慮交易，而且你必須等待適當的機會：如果你判斷正確，獲利潛能很高，如果你判斷錯誤，則損失有限。耐心地留意觀察，當你掌握有利的勝算時，斷然採取行動。

就另一個層面來說，如果你僅是交易自己的帳戶，而且交易的時間架構很短，則應該把股票的種類侷限在十種以內；就期貨交易而言，則應該把商品的種類侷限在五種以內。最重要的理由僅是單純的注意力問題。你可以記住多少電話號碼？或許十個、八個。所以，如果記憶電話號碼有所困難，則你也很難同時留意十個或以上的交易部位。瞭解自己的部位，注意相關的行情發展，這是交易成功的必要條件。對於大多數人而言，同時考慮五種不同的事物，已經是嚴苛的挑戰了。

守則6：迅速認賠；讓獲利部位持續發展。

在所有的交易守則中，這是最重要、最常被引述、也最常被違反的一條守則。

市場就像是法庭，你是被告——被證明為有罪以前，你是清白的。換言之，從事一筆交易時，你必須假定：被證明為錯誤以前，你是正確的。價格觸及你的停損點或你選定的心理出場價位時，市場便已經證明你為錯誤，這是「最高法院」的判決——不能繼續上訴，你已經沒有自由行動的權利，你必須出場。

你的判斷正確時，必須「讓自由主宰一切！」如果你是根據1：3的風險／報酬比率交易，一般來說，每一次的獲利可以抵上三次的損失。守則7是例外。

就某一層面的意義來說，守則6是前五條守則的總結。如果你有交易計劃，你瞭解何時應該獲利了結，何時應該加碼，何時應該出場。如果你順勢交易，你允許的損失，將由趨勢變動準則來客觀界定。如果你對於交易有信心，你不太可能過早獲利了結。如果你不過度擴張交易，你不僅可以減少損失，而且更可能掌握真正的機會。如果你確實瞭解「迅速認賠；讓獲利部位持續發展，」你至少可以把四條守則合併為一——相當經濟！

守則7：不可讓獲利部位演變為虧損。（或者，儘可能持有必然獲利的部位。）

這相當困難，因為你必須根據自己的交易架構界定「獲利」。為了便於說明起見，假定你是根據1：3的風險／報酬比率交易。如果價格朝有利方向發展，而風險／報酬比率成為1：2（譯按：這是指價格已經更接近目標價位，而且距離下檔的停損較遠，所以這項比率降低），守則6要求你讓獲利部位持續發展。然而，如果價格趨勢突然反轉，你最後被停損出場，你又違反守則7！你應該怎麼辦？

我建議每當風險／報酬比率成為1：2時，你應該將停損點（或心理出場點）調整至成本之上，而持有必然獲利的部位。就某個角度來說，這個部位的風險／報酬比率已經是0。你只可

能獲利而不可能損失。如果價格持續朝有利方向發展，並到達當初的目標價格，則了結三分之一或一半的獲利，並調高停損。如果價格仍朝有利方向發展，則繼續調高停損。如果你是以長期趨勢交易，甚至可以在適當的價位擴大部位的規模，當然這必須考慮你交易的市場性質。

守則 8：在弱勢中買進，在強勢中賣出。應該以買進的意願來同等對待賣出。

這條守則主要是適用於投機與投資行爲，但也可以適用於短期交易。它是守則 2——順勢交易——的輔助定理。如果你以中期趨勢投機，提升獲利潛能的方法，是在小漲勢中賣出，在小跌勢中買進。如果你是以長期趨勢投資，應該在空頭市場的中期漲勢中賣出，在多頭市場的中期跌勢中買進。

不論在中期或長期趨勢中，上述的原理也適用於擴充已獲利的部位。在理想的狀況下，你當然希望在空頭市場的小漲勢高點附近投機賣空，在多頭市場的小跌勢低點附近投機買進；並在空頭市場的中期漲勢高點附近投機賣空，在多頭市場的中期跌勢低點附近投資買進。在許多情況下，2B 準則非常適用這項策略。

許多市場參與者都有明顯的多頭或空頭傾向，而且僅願意做多或做空。事實上，許多市場參與者把做空行情視爲瘟疫，避之猶恐不及。這是嚴重的錯誤，完全違背市場的性質。如果「趨勢是你的朋友」，則雙向運作是維持友誼最佳的方式。任何精練的多頭玩家，也必然俱備做空的知識——他僅需要做反向的推理。在做空行情方面，獲利的速度通常較快，因爲下跌

走勢總是快於上漲。

守則 9：在多頭市場的初期階段，應該扮演投資者的角色。

在多頭市場の後期與空頭市場中，應該扮演投機者的角色。

投資者是追求長期的報酬與／或資本的所得流量。投資者主要是關心盈餘、股息與淨值的上升。

另一方面，投機者主要是關心價格走勢，以及如何根據價格走勢獲利。由風險／報酬的觀點來看，投資最適當的時機是在多頭市場的初級階段，因為不論由任何的基本角度觀察，成長的機會都最理想。

行情逐漸趨於成熟，價格走勢進入第三、第四波…時，價格水準的考量將愈來愈重要，謹慎的玩家在心態上應該轉為投機。我在第十章曾經解釋，在信用擴張驅動的多頭市場中，當行情發展至某一階段以後，價值將停止增長，企業界以浮濫的資金追求有限的資源，價格將開始膨脹——資金行情。

在空頭市場中，投機是唯一的明智之舉。根據定義，我們無法以做空來投資。在空頭市場中，長期做空是透過預先賣出投資而獲利，這項行為本身並不是投資。撇開這點不談，空頭行情最佳的運作方式是不斷地進、出市場，在主要走勢中做空，在次級修正走勢中做多。一般來說，空頭市場歷經的時間短於多頭市場；空頭市場的主要走勢在幅度上與多頭市場相當類似，但期間則較短。

相對於多頭市場來說，如果你妥善管理資金，在空頭市場能夠以較短的時間獲取類似的利潤，風險並不會更高，甚至可能更低。就經濟循環的性質來看，你不曾見過「黑色星期一」的復甦，所以就某一角度而言，空頭市場較安全。

守則10：不可攤平虧損——虧損部位不可加碼。

「攤平虧損」（average down）僅是一種試圖避免承認錯誤或期待解套的藉口，而且是在不利的勝算情況下。它之所以被稱為「攤平虧損」，因為這是一種追加部位的行為，並因此降低整體部位的淨虧損百分率。這項行為的合理化藉口是：「這支股票（期貨、債券或任何交易對象）將上漲（下跌）。我現在雖然損失，但如果追加部位，可以降低平均成本，最後可以大賺一筆。」

守則10實際上是守則6——迅速認賠——的輔助定理。然而，「攤平虧損」是一種極常見的錯誤行為，所以它應該有屬於自己的「不可」守則，這是為了提醒你，它是一項錯誤的行為。

然而，某些行為看起來似乎是攤平虧損，實際上卻不是。例如，如果你在空頭市場中尋找中期的做空機會，猶如上文所說，最佳的做空時機是在小漲勢中。假定股票市場連跌四天，似乎將形成空頭市場的主要下跌走勢，理想的做空時機在第一天的反彈。如果價格連續反彈兩天，第三天再反彈的可能性很低，所以第二天可以追加部位。如果第三天又反彈，第四天繼續上漲的可能性不到5%，你可以再做空。然而，如果行情連

續上漲四天，中期趨勢很可能向上，你應該認賠出場。

這項策略與攤平虧損之間的差異，在於你有一套交易計劃，並設定市場證明你錯誤的停損點。在計劃中，你將評估每天的反彈幅度，以及反彈的天數。交易之初，你不僅已經限定反彈的天數，而且也設定認賠的出場價位。攤平虧損的策略並不設定停損，部位的了結完全取決於主觀的情緒。

守則11：不可僅因為價格偏低而買進。不可僅因為價格偏高而賣出。

這完全不同於在超級市場買水果，交易中並無所謂的「特價品」。交易的重點僅在於獲利或虧損，這與交易工具的價格沒有任何關係。價格僅在少數情況下會影響交易決策，例如：你可能因為保證金過高而無法從事某筆交易，或其他交易機會可以提供較佳的槓桿效果，而其風險/報酬比率相似或更理想。

不可以存在這種心理：「這已經是歷史低價，它不可能再跌了！」或「這已經不可能再漲了，我必須賣出！」除非你見到趨勢發生變動的徵兆，否則趨勢持續發展的機會較高。當市場處於歷史高價或低價，但沒有任何徵兆顯示趨勢即將反轉，我建議你不要去挑逗它，繼續等待趨勢變動的訊號。順勢交易，耐心等待。

守則12：僅在流動性高的市場中交易。

現在，許多住在美國東北部的人可能告訴你，他們的住宅價值50萬美元。然而，這句話的真正涵義可能是：他們過去以50萬美元的價格買進；或者，幾年前，他們以房屋作第二次抵

押貸款時，當時價值是50萬美元。事實上，現在市場上充滿價值50萬美元的待沽房屋，幾乎全無問津之人——房屋市場幾乎完全缺乏流動性。在財務報表上，50萬美元的數據或許暫時沒有問題，但這與市場價值全無關連。

如果你在流動性不佳的市場交易，你也可能遭遇類似情況。價格的變動速度非常快，可以輕易地穿越你的停損，並讓你的損失較預期多出一倍。在商品與外匯的期貨交易中，僅選取最近月份的契約，在股票與選擇權中，選取成交量大而交易活絡的個股。

守則13：價格變動迅速時，不可建立部位。

這條法適用於場外交易者——他們仰賴電子報價系統取得最新的報價資料。「快速市場」（fast market）是指場內的交易進行得非常快速，報價系統的價格輸入速度跟不上實際的交易。發生這類狀況時，交易所通常會提出警告。換言之，在快速市場中，你在螢幕上看見的報價，並不是當時的實際報價。快速市場中，行情向上突破時買進，或行情向下突破時賣空，都是非常迷人的機會。你看見價格一飛沖天或直線下跌，滿腦子都是鈔票的影像。

我辦公室裡有一位年輕的交易員不信邪，他在向下突破的快速市場中以市價賣空S&P 500期貨。他的成交價格較下單時的螢幕報價低16檔（每口契約400美元）。他回補時，根據螢幕報價顯示，這個部位有16檔的獲利，但實際的回補價格卻較成本高出10檔——每口契約虧損250美元。然而，這次教訓似乎還不夠，第二天他又犯同樣的錯誤。我不認為他還會在快速

市場中交易。交易中，你唯有倚賴報價資訊。在快速市場中，報價資訊完全不可靠，所以不要交易！

守則14：不可根據特殊情報（tips）交易。換言之，「順勢交易，而不是順著朋友的意見」。另外，不論你對於某支股票或某個市場有多麼強烈的感覺，也不可以提供免費的消息或意見。

不妨由機率的角度思考，在數以萬計的市場參與者之中，你的朋友知道某項全世界都不知道的消息，你認為這種可能性有多大？如果他或她真的知道某項特殊消息，這很可能是「內線消息」，根據內線消息交易是違法的行爲。

所謂的「特殊消息」，99.9%是屬於個人的看法。在The Secrets of a Professional Futures Trader一書中，作者Henry Clasing指出，穩定的贏家幾乎絕口不提他們在市場中的活動細節，但穩定的輸家則會「向每一位聽眾說明他們在市場中的一舉一動，甚至於以強迫推銷的方式吹噓。」①就心理層面而言，人們迫切地希望提供特殊消息，他們可能是在尋求認同與贊許。他們絕對不是爲你著想，這點是可以確定的。所以，有人向你推銷特殊消息時，我建議你說，「不客氣，謝謝，我不需要。」

我曾經聽信特殊消息…一次。前文中，我曾經提及Jim Bruckie，當年Ragnar發生一些麻煩時，他當時在CBOE負責稽核的工作，我們有過往來，他隨後也來到Interstate，我們舉辦了一個歡迎酒會。我正準備離開時，聽到熟悉的聲音，「嘿，維克，維克，等一下。」

我回過頭來，看見一位好朋友急匆匆地跑過來。他低聲地說道，「維克，Dataforce。」我說，「哦？」我的朋友說道，「維克，相信我，把這支股票留給你的小孩。」他告訴我，這是Artie Wagner提供的消息。Artie當時在Lehman Brothers負責店頭市場的交易被視為是店頭市場的主宰者，他的交易記錄非常了不得。

所以，出自於好奇心的緣故，我查閱這支股票。它在店頭市場的交易價格為7/8。當時，我的交易手氣正順，所以把這支股票視為是「永不到期的選擇權」而買進，心想「看你由7/8還能跌到那裡？」

還能跌到0嗎？結果便是如此。我大約買進35萬股，而這支「永不到期的選擇權」最後竟然跌到一文不值。更慘的是當它跌至3/8時，我又買進35萬股，心想「這次你總不致於再跌了吧！」我還是錯了。停止報價時，我試圖瞭解這家公司的背景，我甚至於找不到它。沒有電話號碼，沒有地址，它就是…消失了。

只要早走一步，我就不會聽到這位朋友的特殊消息。真是非常特殊的特殊消息。猶如我最好的朋友Norm所說，「如果你不斷地聽信『把這筆交易留給你的小孩』的小道消息，你的小孩將在孤兒院長大。」他還提供一個非常明智的建議，聞到小道消息即將飄過來時，趕快說「對不起，我要上洗手間」，然後你整個晚上儘可能迴避他。

你不可以聽信特殊消息；同理，你也不可以提供特殊消

息。幫助朋友當然是一種可貴的感情，但如果你有朋友從事交易，你們僅該就一般的看法交換意見。如果你真希望幫助朋友，務必不要提供建議；你的朋友也有大腦——讓他或她用自己的大腦。

這項交易守則希望傳達的概念是：沒有任何東西可以替代個人的判斷。如果你沒有信心根據自己的判斷交易，不要交易。順勢交易，而不是順著朋友的意見。

守則15：永遠得分析自己的錯誤。

虧損的交易未必代表錯誤，錯誤也未必導致虧損。一筆絕佳的交易可能發生虧損；另一方面，即使犯錯，你仍然可能獲利。如果你遵循交易法則而發生虧損，就放棄它；不需要再做分析。你可以對自己說道，「好吧！」然後再繼續下一筆交易。可是，如果過早了結一個部位，隨後眼見原本屬於你的獲利滾滾而入，你便該想想自己到底犯了什麼錯誤。

何以需要分析自己的錯誤呢？因為錯誤與失敗是最佳的導師；它們讓你更加明白，你必須永遠遵循交易守則。如果你可以真心反省發生錯誤的理由，重蹈覆轍的可能性便很低。

一般來說，錯誤並不是源自於無知，而是恐懼：恐懼犯錯、恐懼遭到羞辱、以及其他等等。你若希望提昇自己的交易境界，則必須克服恐懼；若希望克服恐懼，首先必須承認你有恐懼感。本書第II篇，我會詳細討論這方面的問題。

守則16：務必提防「錯誤的併購消息」（takeunders）。

某天，我接到朋友的電話，他是某家大企業的董事。

「維克，」他說道，「XYZ 剛同意與ABC 合併。你一定要買進XYZ。這是穩賺的交易。」

「佛萊德，」我說，「你告訴我這項消息，是否合法？」

「絕對沒有問題！我們與這兩家公司都沒有任何關係，而且它們已經宣佈了；只是媒體還沒有報導而已。」

於是，我查看XYZ 的價格，每股6 美元，我買進了一些。兩週後，兩家公司合併了…ABC 兼併XYZ，價格為每股\$4.50！結果，我發生虧損——標準的takeunder（譯按：這是對應takeover〔兼併〕而言）。

我想這是我第二次根據特殊消息交易，它也是最後一次。我聽到的特殊消息中，這是唯一實現的一次。確實有兼併（takeover），價格卻不對（takeunder）。從此以後，我再也不碰這些潛在的「兼併」股票。

守則17：如果一筆交易的成功與否，必須取決於交易指令的正確執行，則不該從事該筆交易。

Norm 還在Merrill Lynch 主管國際選擇權交易部門時，他習慣將執行不當或時效不佳的交易記錄下來。某天，他遞入一張交易指令，經過10 分鐘還沒有回報。於是，他打電話進入場內：「嘿！怎麼回事，10 分鐘還沒有成交。」場內經紀人毫不猶豫地說道，「你知道嗎？我就坐在造市者的左側而大聲喊價，我想他一定聽見了。最後，我站起來，推他一把，問他，

『成交沒有？』他說，『成交什麼？難道你不知道我的左耳不靈嗎？』」

哦！當然！

我這輩子最大的一筆虧損便是因爲人爲的疏忽。1982-1983年間，當時S&P期貨與NYSE期貨的交易非常熱絡（NYSE契約相當於在紐約交易的S&P契約）。在一筆套利交易中，我做多350口S&P，並賣空500口NYSE。我當時正打算平倉出場。於是，打電話給我在芝加哥的場內經紀人Paul，向他詢問行情報價。

「買-賣報價，40-45，」Paul說道。

我掛斷電話，並立即回補500口NYSE的契約，所以我僅剩下350口未抵補的S&P多頭契約。然後，我打算賣出S&P契約，根據Paul的報價，買進價爲40。我連絡上在S&P交易塹的經紀人時，才發現價格不是40-45，而是20-25！結果，Paul看錯手勢！

如果當時的報價確實是40-45，我已經獲利。如果我知道報價實際上是20-25，我便不會回補NYSE契約——在電腦程式交易尚未出現以前，4檔已經是相當不得了。

當時，因爲我的部位僅勉強浮出水面，所以我決定暫時持有S&P的部位。然而，市場突然出現新稅法的利空消息。在我了結部位之前，S&P下跌2、3大點。這筆交易讓我虧損數十萬美元。

這雖然是極端的案例，但重點是你有時候會因為執行不當而受害，而且你不知道什麼時候會發生。你應該養成重覆核對的習慣，在可能的範圍內，應該再次確定報價。如果你覺得資料或情況有些詭異，應該澄清。不要理會場內的人有多忙碌，他們的工作是提供精確的資訊、適當的執行與及時的報告。

我並沒有指責場內經紀人的意思。如果你有機會的話，應該在交易忙碌的時候，參觀交易所場內的情況。某些時候，情況會趨於白熱化，而經紀人也是人，他們也會犯錯。你不可誤以為他們是永遠不會犯錯的機械。你必須保護自己的利益，尋找最可靠的經紀商，儘可能重覆確認。

最近又發生另一個例子，我設計一套S&P期貨的當日沖銷系統。根據紙上作業判斷，這是一套相當不錯的系統，於是我把它交給助理作臨場測試。理論上，它的績效非常理想，但我沒有想到進、出場需要各浪費三檔。誰想得到市場的交易量竟然如此稀少，小量的測試便足以驅動3檔的價格！然而，實際情況便是如此，我們必須調整系統以涵蓋執行上的誤差。

守則18：必須保有自己的交易記錄。

某些情況下，尤其是交易自己帳戶時，你希望拿起電話，直接下達交易指令，而不留下任何的記錄，因為你認為經紀商會登錄所有相關資料。可是，經紀商也可能犯錯。

每下達一個交易指令，你便應該記錄日期、時間、交易工具、買進或賣出、下單時的報價、以及實際的成交價格。定期核對自己的記錄與經紀商的報告。如果沒有自己的記錄，你無

從判斷經紀商的報告是否正確。

守則 19：瞭解、並遵守法則！

對於每一條交易守則，你至少有五種方法違背它，而且交易者總是會想出新的方法。依此推理，我列舉十八項交易守則，你至少應該有九十種方法違背它們。每當你違背一項交易守則，你又發現一種虧損的新方法。

85%的法則

沒有任何人可以永遠處於100%完美的狀況。有太多事物可能使你分神。你可能與妻子（丈夫）或心愛的人爭吵。某人可能在緊要關頭打電話給你。周遭的一切都可能使你分神。

例如，1984年5月4日，我應邀到芝加哥演講。當時與我同台演講的還有Walsh Greenwood的總經理Steve Walsh，以及一位造市者Gary Knight。演講後回答問題時，一位聽眾提出，「我希望請教這位造市者。交易所的相關規定偏袒擁有席位的造市者。」

毫不猶豫地，Gary說道，「是的。」

「我認為這並不公平，」這位聽眾說。

「那你可以買一個席位，」Gary回答，「目前的價格大約25萬美元。」

務必記住，遊戲規則有利於場內交易員；這是他們維持生

計的憑藉。

總之，我在台上演講。當時我看空行情，而且我在1月份打了一支滿貫全壘打。行情已經由漲勢轉為狹幅盤整。我正在尋找做空的機會，我已經等了三個月。「墨菲定律」再度靈驗，我離開辦公室的那天，行情向下突破。Frankie Joe 掌握這個賣空機會而贏得交易大賽的冠軍…而我坐在飛機上。

重點是：如果你希望在市場尋求生，必須在生理上、心理上與情緒上儘可能維持100 %的完美境界。根據我的估計，如果你實際上可以保持85 %的平均水準，你的表現便相當不錯了。

所以，從事交易時，心理上要有所準備，你可能因為夢想不到的理由而虧損。某個時候，你完全掌握行情的發展，你已經站好姿勢準備揮出全壘打，你卻與妻子爭吵，你的家人過逝，或發生你從來想不到的某些事。

以100 %來準備，但85 %便可以接受；這便是現實。

附註：

- ① Henry Clasing, The Secrets of a Professional Futures Trader (Brightwaters, NY: Windsor Books, 1987) p.15。

第 I 篇結論：綜合整理

情況便是如此，你已經瞭解如何由根本做起。截至目前為止，我討論的是個人交易成功的基本知識。我簡略描述我的交易生涯，然後說明我一路走來所汲取的知識。

在我提出的所有內容中，存在一個共通的脈絡，便是我認為最基本的知識與原理。我想如果你可以運用這些基本的概念，發展出自己獨特的交易風格，這些知識也將適用於你。

如果你根據基本重點思考，將你的交易方法依經過時間考驗的原理整合，你可以適應不斷變動的任何市況。你雖然會針對行情的變動調整短期的策略，但基本原理始終有效。

如果你明確界定自己的交易哲學，並嚴格遵守，你在交易過程中可以掌握重心；避免脫軌。特定而言，如果你可以保障交易資本，維持穩定的獲利，不刻意追求全壘打，你可以避免大多數交易者一敗塗地的下場。

如果你研習「道氏理論」，你對於市場——所有市場——行為的領悟將不是其他理論所可比擬。你將瞭解，市場活動基本上是一種心理現象，無法由絕對的角度衡量，但在機率的層次上卻有高度的可預測性。

如果你瞭解何謂趨勢，它們何時發生變化，你所俱備的知

識可以節省許多無謂的探索。你可以避免隨意進、出市場，並掌握順勢操作的訣竅。

如果你瞭解技術分析，包括優點與缺失，它們將協助你判定交易的時效。如果你僅採用少數基本的技術分析工具，你可以避開大多數技術分析者陷入的困境——過多指標造成的無所適從。

如果你瞭解經濟學的一些基本原理，包括貨幣與信用如何影響經濟循環，你可以預測市場如何反應政府的干預政策，並從中獲利。

如果你瞭解如何管理資金，根據合理的風險-報酬關係從事交易，你永遠不會被市場三振出局。

如果你可以嚴格遵循交易守則，就能夠穩定達成你的交易目標——這是優秀交易者的典型特質。

然而，猶如先前所說地，知識本身並不足夠。我曾經訓練38位交易員，灌輸他們本書截至目前為止的所有知識，但其中僅5人可以穩定獲利。這並不是因為知識本身有所瑕疵。問題發生在人的部份；特定來說，他們無法以一致態度運用知識。我訓練的每一位交易員都有賺錢的能力；他們都瞭解何時觸犯某項交易守則，或未根據我傳授的基本原理從事思考。然而，他們就是不斷地重覆犯錯。

我非常困惑何以如此。我深入研究心理學，閱讀200多本相關的書籍。我獲得的答案則是第II篇的內容。

第Ⅱ篇
邁向成功的決心：
情緒的紀律

學習的對象畢竟不是我們是否失敗，而是我們何以失敗，並如何根據失敗改進，汲取我們過去不會運用的知識。就某種微妙的層次來說，失敗即是勝利。

——Richard Bach

你拿起這本書時，很可能希望它可以幫助你在金融市場中賺錢——這是值得追求的目標。事實上，本書的宗旨是協助你達成真正的成功，而不僅是賺錢而已，因為達成經濟目標與成功的人生，兩者之間存在相當大的差異。根據多年來在「華爾街」的經驗，我看過太多人爲了追求財富犧牲了他們的生活。以下這段寓言可以表達我的論點。

一位交易員的夢境

從前有一位富有而著名的交易員。他一生都致力於成爲全世界最棒的交易員，並且賺很多錢。他實現了這項目標，現在他已經擁有一輩子都花不完的財富。他發言的時候，整個金融界都會肅然傾聽。然而，他卻陷入困境之中。不論睡眠多麼充分，他早晨起床時，始終覺得全身僵硬。工作的時候，他已經不再具有以往的精力與熱忱——他所有的努力似乎都毫無意義。一生中，他首次覺得無助與失控。

某天，他覺得疲憊而全身乏力，勉強來到辦公室，當他坐在桌子前，卻完全沒有打開報價機的慾望。於是，他慢慢站起

來，打開窗戶，心想新鮮的空氣或許有所幫助。可是，窗外的空氣充滿濕氣與霉味。他甚至懶得去關上窗戶，便倒在躺椅上，心裡琢磨著：「我究竟是怎麼回事？我已經擁有一切。我應該很快樂才對。」在混亂的思緒中…他又睡著了。

他跌入一個四無邊際的黑洞裡，覺得黑漆漆的虛空將他往下吸，突然一股冷流將他往上帶，於是他漂浮在太空中。在遙遠的地方出現一個小光點，他開始在虛空中掙扎，試圖朝光點前進。逐漸地，光點慢慢變大；最後，它已經不再是一個光點了，而是通往一座桃花心木大門的明亮走道。在一種迫切的衝動驅使下，這位交易員加快自己的動作，覺得門後隱藏著某些重要的事物。在陰冷的虛空中仍然滿身大汗，他終於踏上堅實的走道，並舉步走向那座大門。

他的腳步聲迴響在空洞的走道，四周籠罩在不知來自何處的明亮光華中。大門隱約可見，但隨著距離的縮短而愈來愈清晰。他看見大門上掛著一面銅牌，但還看不清楚寫些什麼。他加快自己的腳步，終於可以看見銅牌上的刻字。上面寫道：

如果你在尋找問題，請進。

如果你在尋求解答，請進。

他走到大門前，這座大門較他六呎的身高至少還高出兩倍。他扭轉門把推動時，大門很輕易地滑開，當它靠上內壁，上方落下不少灰塵。稍微猶豫之後，他便踏進了大門。

他處身在他最早使用的辦公室中，這是由一座倉庫改裝而

成，完全沒有窗戶，光線非常微弱。那座櫻花木書桌上，堆放著一些看起來並不熟悉的檔案與帳冊。書桌旁有一張長方形桌子，上面僅擺著一個鍵盤，並接連著一個巨大的螢幕，上面正顯示著他的臉孔。鍵盤前，坐著一位蓄著白鬚鬚的老人，他穿著及地白袍。隱約地，這位交易員認為他便是「時間之父」。這位老人慢慢轉過身來，目光如炬，並以低沉的聲音說道，「什麼事情耽擱了你？我一直在等你。」

「可是我根本不知道這是怎麼回事？我為什麼來到這裡？」交易員結結巴巴地說道。

「你當然知道，你來這裡學習如何才能夠成功。」老人笑著說。

「可是我已經知道什麼是成功，」交易員反駁道，「我就代表成功。」「或許吧！但根據什麼標準呢？」

這位老人並不給交易員回答的機會，轉過身開始在鍵盤上輸入一些指令，螢幕上顯示出交易員一生的種種畫面。過去發生的點點滴滴又生動地展露在他的眼前。他看見長久以來忘記的事件，以及一些過去視而不見的事物。看著看著，這位自以為可以完全控制自己情緒的人，卻陷入了又哭又笑的情境中。他看見自己賣掉大學時期使用的吉他時，他哭了，因為他當時認為吉他是一種玩物喪志的東西。他看見自己某一天因為虧損30萬美元而忿怒的臉孔時，他大聲地笑著。當他看見前妻生下他們的小孩而他卻忙著工作，他又哭了。當他看見一位女孩，帶著甜美的笑容與優雅的動作，與她未來的丈夫打網球時，他又笑了。隨著畫面一幕一幕的變動，他又哭又笑，他終於瞭解

他擁有的一切是多麼貧乏，而拋棄的一切又多麼珍貴。最後，螢幕出現一片空白，那位老人轉過身來。

他沉默了一會兒，然後說道，「你是否仍然認為自己非常瞭解何謂成功？你有相當的成就——名利雙全——但你把自己擺在何處？你想要什麼？你夢想著什麼？」他停頓了一下，拍拍桌面上的帳冊，然後繼續說，「某些人僅有夢想而從來未付諸實現。某些人僅是默默工作而從來沒有夢想。可是，還有少部份人，他們不但有夢想，而且也將夢想付諸實現。」

交易員緩慢地搖搖頭，低聲地說，「你是誰？」可是，在他說話的一霎那，老人已經消失在雲霧中，他醒過來時，仍然大聲地重覆喊道，「你是誰？」

陣陣涼風由窗口吹進來，早秋的冷風驅散了城市空氣中的潮濕霉味。交易員轉過頭望著窗外的天空，灰暗的雲朵已經逐漸散開。不久之後，樹葉將轉黃而枯萎，春天又將帶來新的生命。他慢慢地從躺椅中站起來，走向窗口。他又聽到那迴盪在走道的腳步聲…於是他開始夢想。

我想這段寓言的意義非常明白：名與利並不代表成功。對於每一個領域內的每一個人，成功都不是來自於某項特定的成就——它是一種生活的境界。猶如某位市場交易員所說：「成功的生命是由成功的年份構成，後者是由成功的月份構成，它們又是由成功的星期、天、小時、以及短暫的時刻累積而成。成功是由一組目標構成。所以，你如果希望成功，則不僅必須有長期的目標，也要有短暫時刻的目標；每一個目標都應該相互關連，並結合為一個生命的宗旨——快樂而

充實的生活。」①

成功必須俱備目標，這個概念並沒有什麼新的啓示。你可以翻閱任何討論如何成功的書籍，或成功者的傳記，你將發現成功與目標有密不可分的關係。如果缺乏明確的目標，就無法匯集精力，無法擬定計畫，自我提昇的努力將失去焦點。然而，僅有目標也無法確保成功。寓言中的那位交易員，在達成畢生的野心以後，卻充滿失落的空虛感——他喪失了生活的毅力。

我想，那位交易者的經驗多少反映在我們每個人身上。或許形式與程度各有不同，但在情緒的心境與意識的信念（beliefs）之間，每個人都會有矛盾與衝突。衝突過於激烈而無法有效運作時，我們將犯錯…有時是大錯。在人類的生命中，最嚴苛的挑戰是如何達成整合的境界；在這種境界內，理智與情緒可以融合為一個共同的架構，並提供我們成功所需的知識、方法與動機。達成這種境界，需要將外部的知識與內部的獨特經驗整合。核心的問題在於如何設定可行的目標，並且又具有驅動力的真實感——這些目標在情緒上具有重要性，而且又可以提升生命的意義。

所有動物都面臨一個根本的選擇：生或死。每一物種都有本能的生存方法，但人類最為獨特；老虎獵食，鹿到處尋求安全的草地，但人類會思考。人類是唯一必須透過意識與積極的心智運作選擇生存方式的生物。對於任何動物來說，成功代表根據本能的生活方式維繫生命。對於人類而言，成功代表以理性的方式來生存。人類必須運用邏輯與推理來辨識真實，界定

生存的必要條件，學習如何滿足個人的需要。所以，人類必須採取行動實現自我。

成功需要完全面對現實，辨識與生活在真理（truth）之中，這並不是因為它是上帝指示的真理，而是因為唯有真實，現實與真理，人類的生命才有動力。

將真理付諸行動，是成功之所以有意義的根源。在哲學上，這是誠實的泉源與力量。誠實是不斷追求知識的心態，包括自我反省的知識在內，而所有的行動都只能以此為依據；這蘊涵著另一種意義，透過任何欺騙手段（包括自欺在內）達成的一切都沒有意義，而且會有破壞性的後果。誠實不是根據某種指令生活，例如：「你不可以做偽證」而怕受懲罰；它是理性人類生存的必要條件。

在上述寓言中，這位交易者雖然有誠實的意圖，但卻未誠實地面對自己，使自己陷入幾近崩潰的境界。他沒有不斷檢視與評估內在與外在的狀況，而將名與利設定為目標，並在追求名利的過程中喪失了生命的意義。他以金錢與影響力衡量自我的價值，使他沒有能力享受生活的過程。他將自己設定為著名心理學家Karen Horney所謂的「理想化的自我形象」（an idealized image of himself），使自己僅能構倚賴一套僵硬的「應該」（shoulds）來生活，但這些「應該」與提供快樂的價值並沒有明顯的關連。②他對於辛勤工作、效率與自尊的「應該」，原本可以用來提升生活，卻用來維繫理想化的自我形象，並使他與生活產生隔閡；原本可以用來充實自我的價值，但卻形成自我的疏離感。由於這位交易者未能追求自我的知識

——未誠實面對自己——他的價值與長處反而成爲生命中的破壞因素。

截至目前爲止，我並未單就金融市場的角度討論成功，所以我究竟有何意圖呢？答案是：太多人進入金融市場追求名與利，他們都將無法逃避失敗的命運。寓言中的交易員反映出大多數市場參與者的心理：「只要有足夠的財富，我就可以隨心所欲地做任何的事，而每個人都將崇拜我…我將自由…我將快樂！」

根據我個人的經驗與觀察，我認爲這是一種致命的想法。財富雖然可以提升人們的生活，實際上卻經常造成破壞；理由是缺乏自我瞭解。許多在金融市場獲致成功的人們，卻染上壓力導致的心臟疾病。某些人每天晚上僅能在酒瓶裡找到安寧，利用財富逐漸瓦解他們創造財富的能力。另一些人能夠鎮靜地渡過數次破產的打擊，卻無法承受自己的經濟成功。更有許多人，充滿精力與熱忱地來到金融市場，卻垂頭喪氣地離開，信心遭到徹底的摧毀，再也無法在壓力下工作。

追求財富的慾望，確實可以驅使你獲得更多的市場知識，並使你賺錢，但你的個人生活卻必須付出沉重的代價。追求名氣的慾望，通常是源自於缺乏自信與自尊，在這種心態上獲致的任何名氣都毫無意義。將名利視爲唯一的追求對象，其程度的多寡即代表你失敗的程度——這不僅是就個人的生活而言，經濟的生活也往往是如此。

相關的理由非常複雜，後文將會詳細討論。本書第II篇的內容希望提升你自我瞭解的能力，使你可以與真正的你打交

道，並使你掌握成功必須俱備的條件。所有這一切都圍繞在一個重點上：情緒之紀律的性質與根源——執行知識的意志力。

附註：

- ① 取自與Jim Brown的一段對話，他是Rotan Mosle Inc.的經紀人與資產經理人，該公司位於德州的聖安東尼。
- ② Dr. Karen Horney, *Neurosis and Human Growth* (New York : W. W. Norton & Company, 1950)。

第十三章

史波克症候群： 理性與情緒之間的戰爭

導論

我的已故好友Frankie Joe稱金融交易活動為一場戰爭。然而，戰場是在內心深處，戰爭的規模與性質則因人而異。

我曾經見到交易員一動也不動地默默坐著，似乎一切都在控制中，但他們的內心正在劇烈掙扎，無法了結一個明顯不利的部位。我曾經見過瘦骨如柴的交易員，揮動一座15磅重的時鐘，扔向兩英吋厚的實木牆壁，撼動兩個房間的玻璃窗。我還聽過連我也覺得訝異的髒話。我也見過人們縮在椅子上，捧著胃部強忍著壓力引發的疼痛。我面對著報價螢幕時，也經常雙手冒汗，心跳轉劇，面紅耳赤，腎上腺素大量分泌，似乎我遭遇莫大的危機，而實際上僅不過面對著數字不斷跳動的報價螢幕而已。在這場戰爭中，我們面對的究竟是怎麼樣的內部敵人呢？當我們面對著數字這類的客觀事實，內心深處何以蘊釀如此非理性、甚至於狂烈的情緒呢？

回答上述問題，並學習如何克服我們內部的敵人，或許是追求成功的最重要單一課題——不僅是就交易者或投機者的身

份來說，也是就個人整體而言。在交易生涯內，我曾經與許多人共事，其中僅少部份人可以穩定地獲利，他們是真正的專業者，但大多數人最後都以虧損結束，未繼續留在金融圈。例如，我在1980年代曾經訓練38位交易員，其中能夠獲利的只有五位，並繼續發展他們個人的交易事業。我教導他們在金融市場生存與獲利的知識與方法。他們都可以隨意運用辦公室裡的任何資訊，也可以隨時與我交談，但他們大多無法維持六個月以上。觀察與評估他們的行為，我開始瞭解成功與失敗之間的重大差異，這不僅是就交易而言，也包括任何領域與事業。

差別並不在於智慧與知識，而是在於執行知識的意志力。取得交易或任何領域必要的知識都相對容易。以瘦身計劃為例。你可以走進任何書店找到無數這方面的書籍，專家們提供許多有效的減肥方法。然而，每100位嚐試減肥計劃的人，僅12個人曾經實際減輕體重，這12個人當中僅2個人可以保持一年以上。所以，成功率為2%——低於商品交易的成功率5%。

不論交易、減肥或追求任何目標，最困難的部份並不是知道怎麼或如何做；而是下定行動的決心，並堅持下去。我們擬定決策時，通常至少有兩種以上的選擇。後續的執行之所以困難，是因為我們對於選擇仍然處於三心兩意的衝突中。這種衝突的來源與性質究竟如何呢？即使我們知道應該怎麼做時，何以經常還是難以實際去做呢？

在一部老舊的電視影集「星際迷航記」中，主角之一的史波克便為上述問題提供了最佳的解答。半為瓦肯人（Vulcan），半為地球人，史波克在天性上便處於相互衝突的狀況。

根據故事的說法，遠古的瓦肯人是一種殘暴而野蠻的人種。唯有在邏輯與理性的哲學嚴格規模下，瓦肯人才可以馴化野蠻的特質，並冷靜地致力於追求知識。在邏輯的嚴格規範下，「純粹的」瓦肯人應該不會被感情與情緒困擾。然而，史波克一半是人類，幼年時受到母親的情緒影響，所以他仍然有情緒上的問題。最感人的故事是形容他在理性與情緒之間的掙扎，他在生死關頭被迫處理情緒上的反應。

我認為，史波克之所以吸引如此多的影迷，最主要是因為他的個性被戲劇性的手法凸顯，並反映出人性的衝突。在影片的對白中，你經常可以聽到類似下列的對話，「我的頭腦告訴我停止，但我的心靈告訴我放手去做，」這意味著人類的天性有兩種截然不同的層面：一是理性，一是情緒。大多數人認為，人性這兩個層面是相互分離，毫無關連，而且經常處於相互衝突的狀況。接受這種情緒與理性的兩分法——認為它們必然沒有關連，甚至於相互衝突——這便是大多數人性衝突的根源，包括內心與人際之間的衝突在內。

猶如史波克一樣，如果我們的天性也被截然畫分為二，如果我們的天性中有兩個不同而相互衝突的層面，我們將倚賴那一個層面呢？或許更重要地，我們如何可能避免內部永恆的衝突與挫折，並擁有一個經過整合的人性與完整的生活呢？

如果你接受情緒與理性互不相容的前提，上述問題必然僅有否定的答案。如果你相信人類的靈魂必須永遠處於對決的狀態，它便會如此。我稱此為自我折磨的史波克症候群。這個行業之所以處於戰爭狀態，生活之所以是痛苦的掙扎，敵人便是

史波克症候群。然而，猶如大多數戰爭一樣，解決衝突未必需要仰賴暴力的手段，而僅需要拔除導致衝突的概念。就目前的案例來說，這是指我們必須挑戰上述前提，情緒與理性是兩種互不關連的人性層面；這是指我們必須正視情緒在人類生活中所代表的性質與目的，尤其是忿怒與恐懼代表的功能。

由獵食者到交易者：人類情緒的演化

山頂洞人奧格正在一棵大樹下打盹，並消化野香蕉的午餐，身旁擺著一隻木棒。突然傳出啪的一聲，不到30呎外有樹枝被野獸撞斷。奧格一躍而起，雙手持著木棒，肌肉緊繃而隨時準備攻擊，眼睛注視著聲音的來源。他嗅著空氣中的味道…野豬，雖然危險，但也是美味的獵物，它正在上風的位置。

他悄悄地逼近獵物，心跳轉劇。10呎外的樹叢傳出磨擦的聲音，然後是一片死寂。奧格舉起他的木棒，雖然有一股轉身逃跑的衝動，但他還是留在原地，一動也不動，準備攻擊。

在恐怖的嚎聲中，野豬由樹叢裡衝出來，獠牙朝下而隨時準備殺死它的敵人。奧格也發出一聲可怕的吼叫，躍向一旁，並揮動木棒攻擊，但出棒太晚而僅擊中野豬的背部。腿部傳來一陣劇痛，奧格低頭看，大腿的外側被獠牙畫開一道血溝，鮮血不斷流出。野豬回過頭來，稍微猶豫一下，又開始衝過來。受傷後的奧格非常忿怒，以超人的力量揮舞木棒，這次攻擊恰到好處，野豬的頭顱被擊碎而當場死亡。稍微整理一下傷口後，奧格拖著野豬回到洞穴，他與他的伴侶將可以享受一個星期的野豬肉。

現在，交易員約翰坐在他私人房間的報價機前，正等著CBOT（Chicago Board of Trade；芝加哥期貨交易所）債券期貨的開盤。根據昨天的新聞報導，日本中央銀行調高利率，所以他在昨天收盤時建立一個新部位，賣空200口債券期貨契約。他的判斷簡單而合理。債券市場已經上漲了好幾個月，而目前正形成技術性的頭部。

日本人是美國公債的最大持有者，而現在融資購買債券的利息已經高於殖利率。美元對日圓的匯率持續下滑，而因為美國經濟相當疲軟，Fed不可能調高利率支撐美元。事實上，市場甚至謠傳Fed將調降利率。外國投資人持有20%的美國長期公債，他們將拋售公債…他有把握。這是多年來罕見的好機會！

然而，他也知道自己的判斷可能發生錯誤。所以，他在昨天高價的上方5檔處設定心理停損，這相當於是在賣空價位的上方10檔。①在這筆交易中，他僅願意承擔62,500美元的風險…不能更多。

開盤了！他的心跳稍微加快。價格以昨天的收盤價開出來！他原本預期會跳空下跌！一定發生什麼差錯。經過10分鐘之後，價格較開盤價上揚2檔。他拿起內線電話找他的助理。

「比爾，打個電話到債券交易塹，看看發生什麼問題。」

「知道了，約翰。」

他放下電話，點燃一根香煙，盯著價格走勢圖。「我應該

沒錯，」他自言自語地說，「我知道這裡應該反轉，一定會！」他的助理在內線電話上。「交易很熱絡，但沒有什麼不尋常的現象；沒有不尋常的大額賣單。」

在接下來的一個鐘頭內，價格持續攀升，逐漸接近他的心理停損。他已經損失7檔、8、9…突然，價格就像攻擊中的也獸一樣，向上跳動5檔，直接穿越他的心理停損。

「不…！」約翰尖叫一聲，甚至迴響在門外的走廊中。然後是一片死寂。大約一分鐘後，內線電話打破了寂靜。

「約翰，我是不是應該回補？」

「不，一定會暴跌…穩住。」

約翰的聲音很平靜…或許太過於平靜了。他必須刻意壓低聲音，以防止腦袋爆開。心跳加速，他甚至於可以感覺腎上腺素不斷分泌。他又點了另一根香煙。價格又向上跳一檔…現在已經損失15檔，總共200口契約——93,750美元。

接下來幾個鐘頭內，價格基本上都在原地打轉：向上跳一檔，又回跌一檔。約翰的心情也隨著價格起伏不定。

突然間，價格又開始向上攀升，速度不快，但走勢非常穩定。煙灰缸已經堆滿煙頭，而汗水由他的額頭滾落，約翰以一種詭異的神情盯著報價螢幕，心中自動盤算著自己的虧損：10萬美元、106,250美元、112,500美元、118,750美元。內線電話又響了；他的助理。

「約翰？」

「他媽的，不要！！！它一定會下來！」

他用力掛斷電話，猛搥桌子，一面對螢幕叫道「下來，你這個XXX…！」突然之間，他再也無法承受了。

「比爾！！！把那些XXX全部補回來…現在！」

然後，他氣衝衝地離開辦公室，直奔「三一廣場」的酒吧，以威士忌澆熄心中的怒火。

隔天早上，債券向下跳空開盤，連續五個小時都籠罩在沉重的賣壓下。場內傳出消息，日本方面大量拋售債券。比爾垂頭喪氣地看著盤面。約翰並不在辦公室；他宿酒未醒而在家裡睡覺。

獵食者奧格與交易者約翰，兩者都是人類，他們的天性同樣都是源自於數百萬年來的演化程序。在奧格與約翰之間，相似性遠多過相異性，相異性僅是程度上的差異而已。兩者都俱備高度演化的智慧。兩者都俱備想像力（山洞內的壁畫便是證據）。兩者都有情緒。最大的差別是，約翰擁有較多的智能與知識。

然而，何者的行為更可以配合天性與環境呢？顯然是奧格。他的忿怒與恐懼對他有所助益，協助他保護自己，並獲得食物。在另一方面，約翰也呈現基本上類似的情緒反應，他的行為卻有自我破壞的效果。

根據精神病理學家Willard Gaylin博士的看法，在達爾文的演化論中，忿怒與恐懼是在緊急或壓力的情況下，提升生存機會的情緒，但我們的某些遺傳已經不再有用。他認為：

在許多物種中，忿怒與恐懼都是應付危險的重要情緒反應。當我們的文明較接近動物的遠祖時，這些情緒對我們較有助益。當我們受到野獸威脅，忿怒可以凝聚我們的力量，並在智慧的配合下，展開攻擊。然而，現在的危險不再是來自於樹叢，大多是由信封袋裡落出來…。數百萬年的演化，可能僅因為幾萬年的文明而顯得過時了。②

Gaylin並未主張，忿怒與恐懼在現代生活中全然沒有地位，但他暗示我們有責任適當引導它們。否則，它們反而會造成我們的危機。預期危險時，忿怒與恐懼的情緒，可以使野獸在心理上與生理上產生戰鬥或逃避反應——根本的生存工具。現代人與野獸不同，我們的反應並不侷限於戰鬥或逃避。我們面臨任何威脅時，通常可以消除造成威脅的因素。

我們可以改變現實環境中的基本性質。在某種層次上，我們是自身未來的規劃者之一，不需被動地臣服於現實環境。③

在另一方面，廣泛的選擇，配合著想像與預測未來事件的能力，可以讓我們預先掌握擔憂的事物。不同於野獸，我們的情緒不會對於現實環境自動產生反應。我們反應的對象是經過解釋（interpretation）的現實環境。一個人如果相信風是來自

於亡靈尋找安息之所，他對於暴風的反應必然不同於受過訓練的氣象學家。情緒可以協助我們或傷害我們，可以保護我們或摧毀我們，這取決於我們對於未來現實環境之信念與判斷的精確性。

情緒的助益

心理學家Nathaniel Branden將「情緒」定義為「人類評估現實環境的某些層面對於自身將產生的利弊關係，並根據這些經驗所做的身心（psychosomatic）反應。」④情緒是一種「身心」的形式，這表示情緒是一種源自於心理程序的生理反應。這種心理程序是一種價值評估，以判斷相關事物對於我們是有利、還是有弊。

以一把裝上子彈的鍍銀左輪槍為例。一位小孩子如果不瞭解槍枝的殺傷力，他可能會被光亮的外表吸引。然而，這位小孩如果曾經見過他的父母被槍枝殺害，他應該會排斥槍枝而躲開它。第一種情況下，左輪槍是有趣而好玩的東西，一項新發現。第二種情況下，左輪槍是危險而有害的東西，殺人的傢伙。

同理，我們對於任何事物的情緒反應，取決於潛意識在既有的知識範圍內如何評估該事物。判斷與反應的速度非常快，遠甚於意識的作用。我們必須停頓、思考、反省，才可以辨識情緒的來源，如果確實可以理出頭緒的話。我們由何觀察呢？根據我的瞭解，Ayn Rand提出一個最適切的答案：

人類對於善良與邪惡的感受能力雖然沒有選擇的

餘地，但可以根據價值觀選擇何者是他所愛或所恨，希冀或恐懼。如果他選擇非理性的價值觀，他將把情緒的機制由保護的功能切換為摧毀。非理性即是不可能；它與現實相互矛盾；慾望無法改變事實，但事實可以摧毀慾望的所有者。如果人類希冀、並追求矛盾——如果他既希望吃下蛋糕，同時又保有蛋糕——他的意識將會崩解；他將會把內在的生命轉變為盲目的戰爭，一切都陷入黑暗、不協調、無意義的衝突……。

⑤

爲了瞭解我們的情緒，必須瞭解情緒的來源：我們的價值觀。「價值是取捨的判斷標準。」⑥我們的價值觀是由許多我們認為必要或想要的事物、觀念與原則構成，不論喜歡或不喜歡，它們都存在我們的潛意識中，並排列為井然有序的架構。

這個層次分明的架構，讓我們的心靈可以判斷價值——我們的慾望、目標與信念——我們是根據善、惡、利、弊的標準，擬定它們相對的重要性，並排列它們的秩序。在理想的狀況下，如果我們的評估標準與我們的理性相互協調，我們珍惜的每一種價值、信念與目標便不會矛盾，對我們的生活也有助益。我們在意識或潛意識中選擇自身的價值，而所做的選擇將成為情緒電腦的程式軟體。⑦猶如一般電腦一樣，軟體的內容將決定結果的價值。

人類是具有意志力（volitional）的生物。爲了求取生存，人類必須選擇思考；辨識現實，整合可供運用的資料。這即是自由意志（free will）。我們俱備自由意志，這是指我們可以

提供或改變潛意識電腦的程式，但我們不能改變它的功能。

我們的情緒便是這項功能的一部份。生物學上的演化使我們俱備一套機制，以迅速反應複雜的事件，但我們在潛意識中接受的價值與信念（beliefs），將決定情緒反應的形式。所以，價值觀的有效性（這是指在現實環境的有效性而言），將決定情緒的有效性。此外，因為人類俱備概念化的能力，並能夠預測未來的事件——不論這些能力是事實，或僅是想像——我們可以把情緒的功能擴張至其他動物在「設計上」的領域之外。根據Ayn Rand的說法：

人類的肉體是一種舒適-痛苦的機制，可以自動顯示身體的健全或傷痛，它可以反映基本的抉擇，生或死。人類意識中的情緒機制也是如此，它俱備相同的功能，可以反映兩種情緒上的基本抉擇：快樂或痛苦…。情緒是一種評估，判斷何者可以提升他們的價值，何者將威脅他們…迅速的盤算將使他得知獲利或虧損的總和。

然而，人類肉體上的舒適-痛苦生理機制，是一種自然存在的價值標準，並取決於個人的身體性質。情緒機制中的價值標準便非如此。因為人類沒有先天的觀念，所以不會有先天的價值判斷。⑧

這種觀點截然不同於史波克與瓦肯人。史波克希望否決情緒的存在與有效性，因為他認為情緒具有非理信與負面的性質。Rand在情緒與價值、以及價值與理性之間建立一種直接的邏輯關連。她認為，價值觀的精確性與有效性，將決定情緒的

完整性與力量。根據Rand的觀點，情緒的衝突起源於價值觀的衝突，如果在理性的運作上認定價值觀為錯誤，人類有能力修正。

所以，根據天性與遺傳來說，我們並非註定會陷入內在的衝突。然而，爲了避免內在的衝突，我們必須選擇相互一致而有助於生活意義的價值觀，唯一的方式是透過理性的思考。

俱備相互一致而明確界定的價值觀，情緒便可以擔任保護的功能，成爲人類靈魂的快樂-痛苦機制，並在必要的情況下，針對複雜的事件提供立即而有效的反應。這便是人們所謂的「直覺」或「第六感」。更重要者，在工作、遊樂與人際關係中，凡是有助於提升生活意義的行爲，情緒都可以提供報償，這種奇妙的身心反映，我們稱爲愉悅的心境。在健全的情緒架構下，我們不僅可以追求成就，而且可以享受生命的過程；其中的樂趣可以不斷強化我們的追求動機。

情緒的破壞性

不幸地，達成情緒的一致性，可能是我們面臨最艱困的挑戰。人類不能免於錯誤：我們會犯錯，我們的父母會犯錯，以及其他等等。我們每一項信念，每一項抉擇，都會影響潛意識的程式，並因而影響情緒的反應。新的抉擇與資訊出現時，我們的心智會重新檢驗，並試圖協調新、舊的成份，於是衝擊會貫穿整個情緒架構。

新資訊在價值架構中所處的位置愈基本，它對於情緒反應的衝擊愈嚴重。現實環境迫使我們承受自身行爲的後果——

筆好交易帶來獲利，一筆壞交易造成虧損。意識與潛意識中的價值結構與內容，將決定我們在情緒上如何體驗（experience）行為的後果——我們如何感受（feel）自身的行為。我們體驗快樂時，生命將充滿動力，並渴望地繼續向前邁進。我們體驗痛苦時，將陷入沮喪與恐懼中，並試圖逃離造成痛苦的原因。

如果我們試圖將錯誤或相互矛盾的信念整合進入價值架構內，會如何呢？如果我們做了錯誤的抉擇，或在必要的時候未抉擇，又會如何呢？如果情緒是由價值與信念決定，持有錯誤的信念或相互衝突的價值觀，將會產生誤導或「混淆的」（mixed）情緒，也可能提供自我摧毀的行為動機。

例如，如果某人相信人性本惡，而且應該以一生的時間贖罪，並準備死後前往天堂，則追求與取得物質的財富便不是十分重要。如果某人在潛意識中認為，自己沒有快樂的權利，在面對值得愉悅的事件時，他可能會有罪惡感。如果一個民族相信他們是最優秀的阿利安種族，相信上帝指派他們統治其他民族，他們將漠視無辜的屠殺。根據心理治療的現象顯示，某些情況下，面對積極的成就時，某些人會呈現痛苦、恐懼或罪惡感，面對著他人或自我的毀滅時，卻會呈現興奮的愉悅。

很少人——如果有的話——的情緒架構是全然的自我提升（以正面的意義而言），或全然的自我毀滅。我們都會有混淆與矛盾的價值觀和前題；某些信念可以自我提升，某些則會自我否定。以先前的交易者約翰為例。他認定知識的重要性，並正確地運用它們（雖然時效的掌握不理想）。他充滿自信地建立部位，但他最初便承認自己可能犯錯。我們可以假定他是一

位相當成功的交易員，因為他有能力從事200口契約的交易。如果這筆交易很順利，他一定非常得意，因為他不僅可以獲利，而且市場證明他的判斷正確。這都是很合理的現象。然而，市場出現不利的走勢時，他產生遭到攻擊的威脅與恐懼感。他讓恐懼與謬誤的自尊（false pride）超越理性的判斷⑨。他雖然知道自己違背了交易守則，但仍然讓希望（wish）取代現實（reality）。

交易者約翰或現實世界的任何人，他們的行為何以違背既有的知識，其中的理由非常複雜，我們將在下一章詳細討論。然而，如果我勉強將相關的理由簡化為一個句子，應該是：他試圖避開犯錯的痛苦。最嚴重的威脅並不是來自於金錢的損失——優秀的交易員會把偶爾的虧損視為是交易的一部份。導致非理性行為的強烈恐懼感是來自於犯錯的可能性。他採取行動規避痛苦，這便是他的問題。

故事中，他採取的最後一項行動是——逃避。他逃離辦公室，試圖以酒精轉移自己的痛苦，恢復自己的情緒。結果：他的虧損超過原本設定的程度，錯失隔天的交易機會，忍受飲酒過量的痛楚，這一切都是因為他的價值觀過於強調避免犯錯的重要性。他的情緒引導他走上自我毀滅的道路。

某些時候，即使你認為自己處於最佳狀態，仍然可能採取自我毀滅的行動。例如，你在場外進行S&P期貨的當日沖銷交易時，交易指令的執行經常十分不理想。情況的發展大致如此，我打電話給場內，要求報價。

場內經紀人：「345 25-30。」

維克：「市價買進30口。」

場內經紀人：「35成交30口。」

維克：「35！現在價格多少？」

場內經紀人：「25-30。」

在報價為25-30的時候，我以市價買進，竟然30沒有成交任何契約，全部成交在35，而交易價格仍然是25-30。某個人偷了我30次的25美元，我卻無能為力：750美元就這麼不見了。實在應該請「調查局」到芝加哥期貨交易所調查這類行為。這使我非常忿怒。

在1986年與1987年初，我主要從事S&P的當日沖銷交易，經常一天進、出30次以上，許多交易便發生上述狀況。雖然我在交易中獲利，但這種不公平的現象太令人生氣，並使我的血壓升高。為了健康上的考慮，我有三個可行的方案：

1. 不要從事S&P的當日沖銷交易。
2. 接受欺騙而繼續從事交易。
3. 繼續生氣，並以自己的身體為代價賺錢。

由於我很在意自己的健康，所以選擇第一與第二個方案。

我減少交易次數，我交易時，心中已經準備接受搶劫。於是，我的血壓降低了。

Gaylin 認為，現代文明使恐懼與忿怒變得有些過時，他便是指這種情況而言。我們回頭討論交易者約翰，他所有的情緒反應原本都是爲了保護自身，讓他以戰鬥或逃避因應危險。約翰面對著真實而有形的威脅，他可能發生虧損；這種情況下，某種程度的恐懼反應是可以理解的。然而，他的忿怒與實際發生的一切，完全失去了平衡。事實上，他無需選擇戰鬥或逃避，至少可以不採取實際的行動。他試圖逃避，卻愈陷愈深。執行停損是唯一的合理逃避方式。他試圖戰鬥，結果呢？如果你希望過著充滿挫折感的生活，那你不妨嘗試與市場戰鬥。

如果約翰執行停損，情況又會如何呢？應該會好多了。他會蒙受一些痛苦，但也可以避免發生額外的損失；更重要者，他知道自己遵循交易守則，所以他可以很有自信地重新來過。他可以重新考慮當時的情況。他可能認為，自己的判斷太過於精確而超過市場的反應，並決定等待另一個賣空機會。然而，他並沒有這麼做。他讓自身的矛盾擊敗自己；他讓情緒由保護者轉變爲摧毀者。

一致性表現的根源：情緒的紀律

我雖然還沒有達到全然一致性的整合境界，但我並不準備屏息以待。人們在這個佈滿荊棘的世界中成長，圍繞在各種瘋狂的哲學思想中，承受來自家庭方面的錯誤壓力，接受學校制度的矛盾教育，在社會上試圖謀取生計，並嘗試在整個價值體

系內納入完美的秩序，同時又必須調整情緒反應符合既有的價值結構，這一切幾乎已經超越可能的範圍。所以，我們能夠怎麼辦？我們能夠做的僅是儘可能地追求整合的境界——讓思想、行為與情緒相互一致——而使生活基本上成為是一種愉悅的過程。

如果想獲得理想的交易績效，你必須：

1. 建立目標。
2. 取得市場的相關知識。
3. 界定有效的交易守則。
4. 嚴格遵循交易守則而執行上述三者。

前三點相對容易，但付諸執行非常困難。如果對於自身與市場都俱備完整的知識，執行便很容易。不論我們在生命中追求什麼目標，情況都是如此。然而，我們的知識並不完整，而且無法全然避免錯誤，所以我們的行為必須根據既有的最佳知識，不可受到誘惑而違背交易法則，因為我們在心理上與生理上都必然會遭受恐懼與憂慮。猶如任何技巧一樣，克服非理性的衝動，需要訓練與紀律，就此處來說，這是情緒的紀律。

紀律是一種態度，使行為可以完全依據一套既定的法則或原則。猶如先前的說明，情緒是一種與生俱來的功能，取決於我們的價值觀與信念。嚴格來說，情緒不能夠被直接訓練，而情緒上的紀律並不適用於情緒本身，適用於我們如何處理它們，如何以思想與行動回應情緒。

情緒的紀律是接受情緒的一種持續性程序，試圖辨識它們在價值觀上的根源，評估它們與當前事件在關係上的有效性，並在目標與行動之間建立一種經過整合的一致性關係。經過持續的練習，情緒的紀律將成爲一種習慣，使你可以處理情緒而不至於迷失在情緒之中。

如果你可以接受情緒，瞭解情緒是與生俱來的功能而不應該與它們搏鬥，你便不會把它們視爲破壞者，而是自我中不可或缺的一部份，它們可以提供潛意識中的可貴資訊。如此一來，先前用來與情緒搏鬥的精力便可以轉移至他處，嘗試瞭解它們在價值體系中的根源，並評估你對於當前事件的反應。透過這種程序，並觀想情緒衝動的反應可能造成何等可怕的後果，你可以更加相信你有選擇的餘地，你可以選擇理性或非理性的行爲，這是在你的控制之中。

情緒激動時，我們的精力與感知都會大幅提升。何以需要與它搏鬥呢？我們可以運用這些精力與感知。經過持續的練習，情緒的紀律可以協助我們營建自信心，並控制自身的行爲。它讓你可以將先前浪費的精力轉移至自我瞭解的有益目標。情緒的紀律是一種工具，它使你可以管理情緒，並選擇最佳的行動，而無需被迫接受強制性的反應——它使你俱備意志力執行你的知識。

擁有執行的意志力，代表有能力或力量執行一套具有特定目標的行爲計劃。這代表有能力決定（decide）。「決定」在拉丁文的意思是「排除」（cut off）。一旦你真正做成決定時，你的心智已經認定沒有其他更理想的可能選擇。這種情況

下，執行計劃已經不是選擇性的問題，而是必要性的問題。計劃的本身變為一種價值，如果能夠將它整合進入潛意識中，它實際上可以受到情緒的支持。依此方式練習，則情緒的紀律不僅可以提昇你的行為能力，也可以降低情緒衝突的程度與頻率——它可以促成一致性的思想、行動與感覺。

結論

史波克的個性凸顯出我們共有的一個核心問題：情緒與理性的衝突。然而，他處理這類衝突時，違反了瓦肯哲學的最高原則：邏輯。他忽略一項事實，情緒是與生俱來的一種不可或缺的成份，否定或試圖排除它的存在，勢必造成內部的永恆衝突。他不瞭解，我們必須根據選定的標準——生命是一種理性的存在——界定個人的價值觀。

在意識或潛意識的層次上，情緒取決於我們選定的價值觀。為了確保情緒具有正面的意義，我們必須透過情緒的紀律，排列與整合情緒的反應。否則，情緒與理性將處於持續性的衝突中。

身為交易者、投機者或投資者，建立一個部位時，你的判斷與情緒便必須直接應付挑戰。根據定義，你必須接受風險，而風險必然伴隨著某種程度的恐懼與其他各種情緒。如果你像史波克一樣，忽略或試圖壓抑情緒，你造成的內部衝突在心理上與生理上都將構成嚴重的傷害。心理上，情緒的衝突將直接造成心理的負擔。生理上，情緒反應造成的壓力將導致失眠、高血壓、胃潰瘍、疲倦、或其他更嚴重的傷害。

將情緒的紀律視為一種持續的程序而不斷練習，你可以控制自己的心智，並培養決斷力，同時也可以降低情緒衝突的程度與頻率，這不僅對交易重要，也是一種積極的生活方法。這是我知道唯一的方法，可以促使身心的一致性，並持續滋長自我的尊嚴。

然而，我們的價值觀與信念都有矛盾與混淆之處，它們隱藏在潛意識中，所以情緒的紀律在練習上並不容易。判定情緒反應的根源尤其困難。這需要透過自我的反省，以辨識與瞭解價值信念和現實之間的關係，並捨棄矛盾的信念。可是，捨棄不當的信念，採納新的信念，並不能保證我們的情緒反應會隨之改變。改變情緒的反應，需要透過長期的自我反省，誠實地面對自己，而且在放棄某些珍貴的價值時，必須願意承受相關的痛苦。

本章中，我提出一個問題，不僅在金融交易上非常重要，它與實際生活也有密切的關係：史波克症候群；並由一般性角度提出解決問題的方法：情緒的紀律。下一章我將討論成功的意義與根源，並將情緒衝突的問題分解為更明確的部份。特定而言，我將說明動機與決心的性質。將情緒衝突的問題，畫分為定義明確而易於瞭解的領域，目的是使它們較易於接受改變。

附註：

- ① 債券期貨的最低價格跳動點是1/32，所以一檔是1/32，相當於每口契約3 1.25美元。
- ② W. Gaylin, *The Rage Within* (New York: Simon and Schuster, 1984), pp.

17-18。

- ③ W. Gaylin, *The Rage Within* (New York : Simon and Schuster, 1984), p. 23。
- ④ Nathaniel Branden, *The Psychology of Self-Esteem* (New York : Bantam Books, 15th edition, 1969) p. 69。
- ⑤ Ayn Rand, *The Virtue of Selfishness* (New York : American Library, 1964), p. 28。
- ⑥ Ayn Rand, *The Virtue of Selfishness* (New York : American Library, 1964), p. 5。
- ⑦ 我所謂的潛意識 (subconscious)，是指不直接受意識控制的部份，這與佛洛伊德等人採用的「無意識」 (unconscious) 並不相同，它是指自我而言。
- ⑧ Ayn Rand, *The Virtue of Selfishness* (New York : American Library, 1964), p. 27。
- ⑨ 「謬誤的自尊」這個概念將於下一章詳細討論。

第十四章 成功之道

成功的必要條件

我認為，身為交易者、投機者與投資者，如果希望在金融交易中獲致穩定的成功，需要俱備一組個性上的特質。

第一，必須俱備有根據的自信心（self-confidence），相信自己的心智可以學習真理，並由正面的角度運用在生活中的每一個領域。

第二，必須俱備自我的動機（self-motivation）與決心（commitment），有能力與意願將時間與精力花費在交易的知識上，並學習如何交易。

第三，必須俱備智識上的獨立性（intellectual independence），面臨各種不同的見解時，可以根據事實自行判斷。

第四，真誠地熱愛自己的工作，體認最大的報酬來自於工作過程的本身，而不是工作得到的名與利。

這些特質在生活中的每一個領域都很重要，金融圈內的快速步調與波動，更凸顯出它們的必要性。缺乏自信，你將永遠

處於恐懼犯錯的情境中，這種恐懼感遲早會令你無法思考或擬定決策。缺乏自我的動機與決心，市場中的劇烈競爭將會活生生地吞噬你。缺乏智識上的獨立性，你將迷失在變幻莫測的意見浪潮中，並陷入金融的漩渦內。缺乏誠實面對自己的能力，你的願望將取代現實，你將發現自己不是根據事實擬定決策，而是根據自身的願望與期待。缺乏對於工作的熱愛，你的工作將變得沉悶無趣；你將喪失持續工作的動機與力量。

這些都是可以培養的特質，但你必須透過堅毅的決心瞭解自己，並釐清你與現實之間的關係；換言之，你必須瞭解你想由生命中得到什麼，你為什麼想得到它，你如何得到它。自我瞭解是人生的指南針，它將指引你踏上成功的道路，它也是一座燈塔，因為人生免不了挫折與痛苦，當你因此陷入徬徨與混淆時，它將指引你正確的方向。然而，唯有你試圖向前邁進，它才會指引你。

第II篇的前言中，那位睿智的老人說道，「某些人僅有夢想而從來未付諸實現。某些人僅是默默地工作而從來沒有夢想。可是，還有少部份人不但有夢想，而且也將夢想付諸實現。」看看那些成功而快樂的人。他們最大的特徵是熱愛他們的所做所為。觀察他們，你將發現，他們可以不接受報酬而工作，賺錢僅是附帶的收穫。對於他們來說，每天都是嶄新的挑戰，值得以全部的精力與熱忱來應對。在家裡、工作或休閒中，他們的行為都反映出每個時刻、每天與一生的目標架構，並整合為豐富的人生。他們採取的行動，是來自對於生命的熱愛；向前邁進時，失敗、痛苦與挫折僅是過程中的點綴，不是不可克服的障礙。他們將夢想付諸實現。

另一方面，看看那些兩眼空洞而缺乏精力的人，每天都在非常不情願的情況下掙扎地過日子。他們過著毫無意義的生活；或者，他們從來沒有夢想，每天就像機械一般地重覆著；或許他們也曾經有過夢想，但從來未付諸實際的行動，最後連夢想也消失了。這些人並不理解，他們的價值與目標便是他們自己；他們追求的一切完全無關乎明確界定與瞭解的自我利益，在此過程中，他們成為犧牲者與自身的迫害者，陷入自我懷疑的恐懼與不安全感中。

我們可以有所選擇：我們可以決心操控自己的生命，並且邁向成功；或者，我們可以選擇恐懼與痛苦，並讓其他人與事件控制我們。正確的抉擇非常明顯，並且可以由一個單純的決心開始：CARPE DIEM！！這是以拉丁文表示的「掌握現在！！」你必須認定，生命中的每一時刻都珍貴無比，都是你的，而且應該以最高的熱忱迎接它。在任何情況下的任何時刻，你都可以展開成功所必要的變動程序。掌握生命，決心攫取那無限的可能性。掌握現在！！夢想，但必須下定決心以所有的力量將夢想付諸實現。

成功的意義

在根本意義上來說，成功並不是來自於某特殊領域內的能力或成就。你可以在事業中獲致成功，而在個人生活中一敗塗地，就像霍華休斯（Howard Hughes）一樣，在富裕的生活中過著悲慘的日子。你也可能貧窮而快樂，享受生命中的「單純」。然而，如果有機會的話，大多數人難道不想同時擁有充裕的財富與充實的個人生活嗎？我相信，幾乎每個人都希望如

此。

我相信，如果俱備正確的動機與決心，自由國家中的每一個人，都有機會達成個人的成就與經濟的成功。

非常奇怪，在一個充滿經濟機會的國度裡，人們對於金錢竟然會存在愛-恨的關係。某些人將金錢視為是一種奴役之物，「如果我不是被迫追求萬能的金錢，我可以做我想要做的事，過著充實的日子。」另一些人把金錢本身視為是目的，他們一輩子追求金錢而從來沒想到要享受它們。一個人對於金錢的看法與他對於成功的概念，兩者之間存在著密切的關連。我們都知道一句古老的諺語，「金錢不能買到快樂，」話雖沒錯，但金錢還是充滿誘惑。為什麼？金錢究竟能夠買到什麼呢？

這個問題的答案實際上很簡單：金錢是一種工具，它讓人能以自身的勞力生產交換他人的產品與服務，或儲存自身努力的結果以供將來之用。金錢是一種手段，將個人的精力轉變為物質；它是將夢想轉變為現實的工具。

在當今的環境裡，我們幾乎都能夠從事個人熱愛的工作。金錢之所以迷人，是因為它在工作過程中可以提供許多物質的享受。就這個層面來說，個人必須決定金錢的重要性，必須在下列兩項問題的答案中找到均衡點。第一，「我熱愛的工作是什麼？」第二，「我在物質上想要什麼？」如果這兩個問題的答案無法相互協調，僅有一個解決的辦法：改變答案！否則，你註定會過著充滿挫折的生活。本書剩餘篇幅所要討論的便是這類的衝突，以及排除它們的方法。

我想，任何人在任何領域裡都可以擁有個人的成就感，以及滿意的經濟成就，這便是我所謂的成功。成功是一種生活的情境——一種活著的感覺。成功是一種變動；它是以目標為導向的一種動態行為程序，以不斷追求個人的成就、快樂與成長。

現實環境不會把成功放在銀盤子裡交給少數的人。成功來自於自我創造（self-created）而不是給予。生命是一種程序。更特定來說，它是一種自我維繫（self-sustaining）與自發性（self-generated）活動的一種程序。①這對所有生命都是如此，包括最原始的植物、阿米巴與人類。生命是一種活動的程序，不能活動即是死亡。在這種意義上，僅有一個根本的抉擇，僅有一種方法判定最終的成敗：生或死。生物的每一項活動不是自我助益，便是自我破壞。人類也是如此，卻有一項重大的差異：有關目標與活動的自我助益與自我破壞，我們每一個人都必須獨自判斷與界定其間的差異。我們必須根據人類的特殊稟賦——意識認知的理性概念形式——評估（evaluate）可行的抉擇。②生命的成功與失敗，乃取決於如何運用心智，如何思考、感覺與行動。所以，為了控制自己的生命與成功，你必須瞭解自身的心智如何運作，並瞭解如何運用它達成目標。

心智的超級電腦

我們採取的每一項行動，直接的刺激都是來自於潛意識，而不是意識。我拿起咖啡啜飲一口的時候，我是告訴意識說，「現在喝咖啡，」而潛意識從這裡開始便接管一切，將我由孩

童時期練習至今的無數技巧付諸行動。

相同的程序不僅適用於生理活動，也適用於心理活動，包括思想與情緒在內。每天早上我觀察價格走勢圖時，大多數的思考與分析都不是在意識的層次上運作。我拿起資料，然後告訴潛意識，「看看這個，你有什麼意見。」觀察價格走勢圖時，我立即知道我的看法，以及對於行情的結論；我雖然可以將它們表達出來，但這些看法與結論都是在潛意識中形成。這猶如 $2 + 2 = 4$ 一樣：我碰到這類問題時，不需在意識中重新回憶加法的運算法則；相關的知識已經整合進入我的潛意識中。

人類的心智就像一部超級電腦，產出的品質將取決與輸入資料的品質，以及軟體程式的性質。輸入的資料包括過去的知識與經驗，以及日常生活中發生的事件。產出取決於你如何處理資料，如何訓練心智發揮功能。在任何時刻，你並不需要全然控制思考的程序；這基本上是一種自動化的程序。

目前，你的動機——驅使你採取行動的信念與價值觀——已經擺在你的潛意識心智中。你或許覺得你可以控制自己的行動，但實際上你可以自由控制的範圍相當有限。

你的潛意識就像是電腦的處理器與記憶體，而操作程式便是過去的知識與經驗。你唯一的控制工具是鍵盤——當時的意識與思想。如果不滿意產出，你必須更改輸入的資料，或程式的結構與內容，但通常是同時更改兩者。

潛意識是一項可貴的資源，正確的處理下，可以驅使你邁向成功。你是否曾經注意，運動迷們可以輕鬆地舉出人名、統

計數據、比賽的時間表與各種攻防的策略？他們何以能夠辦到？在日常的資料輸入中，潛意識扮演非常重要的功能，它說，「這很重要；將它們記起來，以供不時之需！」只要在早上喝咖啡的時候，順便閱讀報紙的運動版，或一邊喝啤酒一邊觀賞電視轉播，運動迷們便可以輕鬆地吸收相當複雜的資訊。他們大多不會刻意地研究。閱讀運動版的新聞報導，這並不像在工作。他們僅是輕鬆地閱讀或觀賞，但意識非常集中，而其他便由潛意識接管。如果在生活中的每一個領域，你的心智都能夠如此運作，你認為你的成就將如何？你會有多麼成功？

即使你並不是運動迷，但在生活的其他領域內，一定有你感到興趣的嗜好。如果你非常幸運的話，你對於工作與人際關係可能便有這類感覺。然而，讓我們採用較尋常的假設，你的興趣可能是在橋牌、高爾夫球或跳舞等娛樂中。不論你的嗜好是什麼，你在從事這些活動時，感覺如何？這些活動通常不是都很輕鬆，甚至於讓你感覺精力充沛嗎？你是否覺得，你的意識沒有在思考而由潛意識接管一切時，你的表現通常最理想？你是否希望在大多數情況下都能保持這種境界？

你可能也有下列類似的經驗。假定你熱愛高爾夫球。某天，你前往打球，覺得一切都非常「對盤」。你打了畢生最完美的一場球，每一桿都很完美。你有飄飄然的感覺，但這種感覺僅是隱約出現而沒有讓你分神。

你的球伴認為你是處於「失神」或「無意識」狀態下打球。打完八洞之後，整個過程開始在你的意識中浮現了，你想著：「哇！我實在打得太棒了。如果我可以繼續保持這種水

準，這將是畢生傑作！誰知道，我說不定可以成為職業選手！」結果如何呢？

是的，你的注意力開始分散，而整場球也完蛋了。你非常生氣地對自己說道：「怎麼會這樣？我把一場最完美的球賽毀了！好了，放輕鬆，慢慢來，」但這場球就是不聽使喚。你打完最後一洞時，畢生最完美的一場球也不過是成績平平而已。你覺得非常懊惱，似乎人生最重要的成就已經由你的手中溜走了。你知道嗎？你的看法沒錯！

個人的成就與成功，直接來自於心智超級電腦根據設計發揮的功能。我們全心投入某項生理或心理的活動時，意識認知與潛意識心智會相互協調而整合。在俱備如何運作的精確知識下，潛意識心智會立即輸入意識的認知，並提供最快速而精確的產出——生理或心理的活動。產出之所以精確，是因為程式正確而輸入資料有效。輸入資料之所以有效，是因為意識認知完全專注於與目標有直接關連的資料。

例如，你全心打高爾夫球的時候，已經提供潛意識所需要的執行程式，這是來自於你對高爾夫球的知識，包括相關的規則、成功職業選手的著作、觀察模仿專家們的動作、以及在球場的練習。

你的意識認知完全專注於蒐集潛意識需要的資料，以便有效的執行，例如：如何擺球、如何測量距離與風向…。失誤的恐懼與好球的興奮，完全不會干擾專注中的意識。你的注意力僅集中在一個目標：在能力範圍內打好每個球，而使總桿數達到最低；這項意識的目標，使心智得以專注，並使潛意識的心

理程序也得以專注。當你的意識專注由每一桿的動作，轉移至職業選手的幻想以後，潛意識中的另一個程式便開始執行，破壞你的整場球。然而，如果你希望在高爾夫球中獲致成功，你的超級電腦將提供你以目標為導向的動機。

我相信，我們可以管理與控制這部超級電腦，並使它在大多數情況下都可以發揮有效的功能；而且，我也相信，大多數人都可以辦到這點。管理這部超級電腦的關鍵，是瞭解個人動機的性質與根源，並知道如何改變它們。

動機的探索與運用

你全心投入某項活動時，便擁有最高度的動機。讓我解釋這句話的意思。爲了擁有動機，你必須具備最充分的理由採取某項行動；換言之，決定自由意志（determines volition）。意志是意願或選擇的表現。當你擁有動機，而且意志已經決定，你已經沒有選擇的餘地，因爲選擇已經完成，你的心意已經決定。你處於一種全然專注的境界，你的心智已經全然投入（committed）。

這不是一種你可以隨意達成的境界。你可以整天告訴自己，「我要減輕體重，我要減輕體重，」但如果缺乏適當的動機，你的潛意識將不斷回答，「不！不！」你將感覺挫敗，並譴責自己。無法進步，你頂多僅能夠維持停頓。無法成功，你將失敗。

在生活或任何專業領域內，成就與進步的程序有四項要素：

1. 目標（goals）：你必須知道希望追求的最後結果，並決心達成這些結果。
2. 行動（actions）：你必須根據目標擬定計劃，並以果斷的行動執行計劃。
3. 認知（awareness）：你必須觀察行動的結果，評估成功或失敗的程度，這不僅是就物質的角度而言，也包括個人的情緒層面在內。
4. 改變（change）：如果你遭逢挫折，必須重新檢討目標與行動，判斷問題的所在，並願意修正。

這四者都是成功的必要因素，設定目標是最根本的程序。設定目標的本身，看起來或許相當容易。任何人都可以拿出紙筆，寫下他希望的事物。然而，白紙黑字並不代表建立（establish）目標。目標本身並沒有任何力量，除非你認為它們非常實在（real）；這並不僅僅是慾望而已，它們應該是你賴以為生的必需對象——就如同食物一樣。

如果目標被視為是一種根本的需求，並設定在超級電腦的程式中，它會盡一切所能驅使你朝目標邁進，而其餘的三項步驟也變得相對簡單。這種心境稱為「投入的決心」（commitment），它是一致性表現的根源，也是情緒紀律的依據。

「決心投入」（commit）是來自拉丁文的 "committere"，它的本意是「結合在一起」（to bring together）。在這層意義上，投入的決心是指將意識與潛意識（包括情緒在內）結合在

一起，追求你的目標。達成投入的決心，這是使目標變為可能的關鍵步驟，它也會使目標俱備力量，並使你有能力執行計劃。

請留意，我說「達成」（acquiring）投入的決心，而不是說「擬定」（making）投入的決心。因為如果你的心智取向不正確，經常無法「擬定投入的決心」。在追求目標的過程中，涉及的並不僅是堅決的「意志力」（will power），或抗拒「誘惑」（temptation）；而是尋找一種方法改變心智的內容與聯想（associations），以確保真正的動機。

人類具有自由意志（free will），通常是指個人在任何時間與任何議題上，都有力量選擇或控制他的活動。例如，我可以或不可以拿起面前的杯子，我可以或不可以回補目前的空頭部位，我可以或不可以維持減輕後的體重。我不認為情況如此單純。

以心智的超級電腦來說，你的行為——心智活動的產出——取決於輸入的資料，取決於你的感知，取決於你的意識如何看待現實，取決於你如何訓練潛意識發揮功能。自由意志並不代表你可以做任何想做的事，也不代表你可以隨意選擇何時與如何；它僅代表你可以選擇心智的程式。

歸根究底，自由意志僅有一項基本的抉擇：思考或不思考。這並不是說在你清醒的每一時刻與每一議題上，你都必須在意識中以邏輯判斷思考與行動的這項抉擇——意識的運作太過於緩慢。這項抉擇是要求你瞭解與認知動機的性質與根源，並在必要的時候修正。它代表內省（introspecting）——以意識

認知來辨識與評估潛意識的內容。所以，讓我們來討論潛意識的性質，並探究動機來自於何處。

情緒決定動機。特定而言，我們受到情緒上的兩種根本力量驅動：追求快樂的慾望與避免痛苦的需求。不妨想一想。我們希望某件事物時，我們是否真正想要這件事物的本身？不，我們想要的是達成目標後的結果，它對於我們生理與心理將產生的變化，才是我們想要的。例如，許多人想要減輕體重，他們對於實際的脂肪並沒有興趣；他們是希望改變對於自己的感覺。他們實際想要的是對於生命的控制感、健康的感覺、身材更吸引人、覺得較有活力、可以長壽、……。

再舉一個例子，大多數人都希望與異性保持良好的關係，但我們真正想要的是被瞭解與尊重的感覺、享受相互照顧的溫馨、一種朋友與知己永遠在那裡的安全感、性交的快感……。

所有這些希望都蘊涵著改變現況的慾望。特定來說，它們蘊涵著由不滿意至滿意的慾望，或由滿意至更滿意的慾望；由痛苦至快樂的慾望，或由快樂至更快樂的慾望。快樂的潛在感覺才是真正的目標，才是慾望的直接對象。然而，這些欲望的本身卻未必可以形成動機。我們還有相互衝突的慾望，它們來自於避免痛苦的需求。

猶如交易獲利一樣，節制飲食以保持健康是大多數人的理想之一，而且人們也俱備成功需要的知識，實際成功的比率卻很小。一般來說，失敗的理由並不是因為人們不能做到，而是他們不願意做；缺乏真正的動機。

一位節食中的人，啃著他的紅蘿蔔與萵苣，配著檸檬汁，當他看見香噴噴的16盎司牛排送到隔桌時說道，「搞什麼鬼！我受夠了！」或者，另一位男士遇到一位他很喜歡的女士，甚至於還拿到她的電話號碼，卻不曾撥過電話，因為他想，「如果她不喜歡我怎麼辦？」或，「我只會再度失望。」

就第一個例子來說，節食是一種痛苦的程序，它代表由愉快的事物移開，而不是移往更快樂的事物。在他的心目中，達成減肥的目標並不真正代表快樂，而是痛苦！

第二個例子中，這位男士的行為幾乎完全由避免痛苦的慾望主導：被拒絕的痛苦、失望的痛苦、發生錯誤的痛苦、失去「自由」的痛苦…。同樣地，採取行動以追求目標，這關連著心智中的痛苦，而不是快樂。在心智中存在一種快樂/痛苦的矛盾，潛意識無法有效處理這種困境：移往目標將造成痛苦，維持現狀又不滿意。在可以選擇的情況下，潛意識通常會讓避免痛苦的需求，壓抑追求快樂的慾望；所以，他在追求目標時將遭受失敗。

觀察人們從事當日沖銷的交易時，我經常發現許多人呈現類似的狀況，包括我個人在內。在一份獲利的交易記錄中，虧損交易的筆數往往多於獲利交易。若是如此，獲利交易的利潤必須大於虧損交易的損失。然而，交易者經常觸犯一項錯誤：過早獲利了結而過遲認賠。何以如此？因為他們沒有遵循交易守則的動機。他們瞭解（understand）交易守則，但並不體認（realize）它們。

如果你根據1：3的風險／報酬比率交易，平均每筆交易的獲利至少應該是虧損的3倍。然而，上述比率演變為1：2時，交易者經常無法忍受些微的不利走勢。他的潛意識投射出痛苦，並列印出許多錯誤的資料，在恐懼與混淆中，稍微出現不利的行情時，便倉促了結部位，可能僅實現一筆1：1.5的交易，當價格恢復原來的走勢，到達原訂1：3的目標價位時，他只能破口大罵。

另一方面，行情立即出現不利走勢而觸及停損價位時，交易者不願認賠，而開始期待情況會好轉，希望幸運之神的照顧。可是，市場顯然不夠體貼，將原本1單位的虧損擴大為1、5、2、甚至於更嚴重。避免痛苦（虧損與錯誤）的需求，使他違反他明知道正確的交易守則。這便是不同形式的相同矛盾：執行交易守則造成痛苦，不執行它們又增添不滿意的程度，並剝奪交易的資本。

如果你自我反省，我想你將發現，當你邁向目標而發生困難時，往往便是這種快樂／痛苦的矛盾在做祟。假定你俱備正確的知識，而在執行上發生問題，這是因為動機產生衝突，潛意識中存在兩種對立的需求；一般來說，避免痛苦的需求往往會佔上風。

非常諷刺地，在這種情況下，結果總是挫折與不滿意的痛苦。為了避免某一類型的痛苦，潛意識卻造成另一類型的痛苦，並進一步強化挫折與不滿意的感覺。這種程序若不修正，將導致惡性循環而侵蝕個人的價值感、破壞成就、遏阻個人的成長；使你陷入失敗的命運。

爲了建立積極而不矛盾的動機，潛意識必須將追求目標視爲是一種快樂——而不是痛苦——的程序。如果你可以創造這種心境，採取行動達成目標的抉擇已經完成；抉擇已經不復存在。基本上，堅持既定的決策，便是投入的決心——在這種心智狀態下，知識、動機與執行都指向相同的目標。這是一種完全整合的境界，你的心智將驅使你邁向成就與必然的成功。

結論

成功是以目標爲導向的一種動態行爲程序，不斷地追求個人的成長、成就與快樂。成功的最關鍵因素是追求目標的決心；換言之，在共同的目標下，將意識與潛意識結合。許多人無法下定決心，這是因爲動機的衝突，而這又是因爲情緒的衝突，而後者又是起源於相互衝突的價值觀與信念。一旦瞭解這種狀況之後，積極修正的處方便很明顯了：

1. 辨識侷限性與破壞性的價值觀與信念，排除它們。
2. 採納嶄新而有益的價值觀與信念。
3. 排除那些造成侷限性情緒反應的潛意識聯想，代之以嶄新而有力的聯想。

猶如大多數處方一樣，說起來相當容易，實際運用卻很複雜。下一章，我將說明如何將這個處方轉化爲積極而有益的活動。

附註：

- ① Ayn Rand, *The Ayn Rand Lexicon* (New York : Meridian, 1988) p. 254。
- ② 有關這個問題，請參考 *The Introduction to Objectivist Epistemology*。

第十五章 改變才能堅持

如果你不知去向，很可能因此迷失。

——David Campbell

成爲一位成功的交易者，必須保持一種心態：遵循交易守則代表快樂，違背交易守則代表痛苦。然而，即使你遵循交易守則，你偶爾還是會發生虧損，虧損總會帶來一些痛苦。你必須瞭解這種痛苦是自然而正常的現象，就如同你在刮鬍子的時候也難免割傷自己。在情緒的層次上，你必須能夠接受，這類痛苦並不重要，總會過去的。你必須明確體認，成功是一種改變的程序，而痛苦是程序一部份。

由交易者與個人的角度來說，如果成功是一種由慾望驅動的改變程序，試圖調整當時的生理與心理狀況，成功的精義是掌控生理與心理環境的一門管理藝術。然而，猶如我先前所說，在俱備充份的知識下，改變生理環境的問題——採取有效的行動——取決於正確的動機，或根據知識採取行動的意志。

我們知道，缺乏執行的意志，是來自於信念、價值觀與聯想的侷限性，所以在改變程序的最初階段，便該檢視心智的內容，並辨識這些侷限性的所在。

特定而言，改變的方法是揭開潛意識的內容；尋找局限性的聯想、價值觀與信念；並以新的觀念取代，使我們得以邁向選擇的道路。務必記住，目的是達成一種心智狀態，使追求目標成爲一種快樂——而不是痛苦——的程序。

我們可以運用三項基本工具達成此目標：生理的軀體、意識與自動運作的潛意識。這三項工具早就相互配合而處於運作狀態中，每項工具都可支援或破壞其他兩者的功能。我希望提出一些基本原則，解釋如何控制它們，使它們一起支持你。

運用你的身體

維繫任何狀態都需要耗費精力，就如同設計不佳的機械將耗費較多的能源一樣，處於沮喪與挫折的心境中也將耗費較多的精力。不快樂與不滿意會造成額外的的工作；它浪費精力，抑制慾望；對你的身體會產生負面的影響。

設想某人處於沮喪的情境中。你可以由什麼生理特徵判斷他的感受？可能是行動緩慢、無精打采的動作、垂頭喪氣、語氣低沉而單調、呼吸短淺而夾雜著嘆氣。某人快樂而興奮的時候又如何呢？可能是行動迅速、姿態生動而富於表情、聲調高而頓挫分明、腰桿挺直、呼吸深沉…。其他如忿怒、得意、痛苦、戀愛或遭到拒絕，這些情緒又如何呢？它們也都有生理上的特徵。

我們每一種感受都會反映在身體上，這種現象很有道理，因爲猶如我先前所說，情緒是潛意識價值判斷的一種生理與心

理的反應。然而，由相反的角度來說——換言之，身體的改變也可以影響你的情緒——難道不也很有道理嗎？。絕對是如此。例如，研究動機的專家Anthony Robbins在他的錄影帶中提出下列的動作練習。①你不妨試試看：

站得筆直，兩肩擺正，抬頭看天花板。臉上露出大笑的表情，這看起來或許非常荒唐。現在，儘可能感覺自己很沮喪，但不可改變任何姿勢。繼續嘗試。

你結果是不是大笑出來？如果感覺受到挫折、疲憊、悲痛或慵懶，你必須將自己的身體交給潛意識產生這種感覺。當你感覺動機充分時，身體便會表現充分的動機。覺得很舒暢時，動作便會表現出很舒暢的樣子。你感覺的精力充沛程度，便是你實際擁有的精力。所以，你的食物與運動，你如何運用與對待你的身體，都是重點所在。

如果心智中存在某種聯想，阻止你採取積極的行動，你可以運用身體打斷這種聯想。Anthony Robbins將這一切整理為一種科學，所以我建議你參考他的書籍與錄影帶。然而，著手這項改變的程序時，你必須體認，透過身體的運作、練習與食物等方法，你有力量改變心智狀態。

觀察職業運動選手時，你發現他們在重要時刻都會採取某種儀式。對棒球選手來說，可能是以球棒敲敲自己的腳，抓起一把砂子磨擦球棒，然後以腳整理打擊區。對網球選手來說，可能是在發球前在地面上拍一定次數的球，或在接球時來回跳動。足球選手更是以迷信著稱，比賽前總有一定的儀式。這些儀式都有共同的目的，重覆身體動作，以呼喚潛意識進入專注

的境界，準備因應接下來的挑戰。透過一定的儀式，運動選手以他們的身體管理潛意識。

我在Interstate的時候，我們也有儀式。一為交易員戴著牛仔帽，並在腰上繫著手槍，行情出現不利走勢時，他會拔出手槍射擊報價螢幕。我經常戴著轟炸機員的皮帽，希望價格下跌或行情出現不利走勢時，我便會「轟炸」市場。這些動作或許有些稚氣，但都是很重要的儀式，可舒解鬱結的心情與交易的壓力。它們可以轉移忿怒的情緒，更重要者，它們使交易變得有趣，即使是虧損的時候！

每個人都有身體上的儀式，雖然我們未必能察覺。每天早上繪製走勢圖，便是我的儀式之一。我可以輕易地把資料輸進電腦，讓它幫我計算，並列印圖形，但親自登錄數據，繪製趨勢線，可以使我的心智集中。

然而，並不是所有儀式都具有正面的意義。由於工作的關係，我曾經在紐約住過一段時間，這裡最大的特色便是交通擁塞，駕駛人不斷地按喇叭（尤其是計程車司機）。這便是毫無意義的行爲，僅是添加原本已經夠緊張的不健康氣氛。

你的儀式是什麼？一定有。不妨考慮它們在你的生活中究竟扮演什麼角色？這些儀式有什麼功能？它們會舒解你的鬱悶或增添你的挫折感？會使你專注或使你分神？它們是否可以使你掌握快樂與避開痛苦，或是相反？

留意你如何運用自己的身體——你的儀式。當你發現自己面對著報價螢幕咒罵著、由於虧損而沮喪、在擁塞的道路上忿

怒地按著喇叭、或任何使你覺得更不成功的行為時，你不妨深深地吸口氣，並考慮上述問題。

然而，最重要的是你必須採取行動使自己覺得舒服一些。把姿勢擺正、深呼吸、行動中表現出生氣、說話的聲調要有頓挫感、放一段你喜歡的音樂；根據你希望的感覺運用你的身體，你可以阻斷那些控制你行動的負面聯想。如果你可以成功地改變自己的感覺，應該珍惜這些改變；感受其中的樂趣，享受控制的快感。如果你經常如此練習，則可以在心智中建立新的聯想，在身體上培養新的儀式，在必要的時候，你可以仰賴它們改變你的情境。依此方式練習，你可以立即開始改變。

僅仰賴生理上的改變而改變你的感受，似乎有些欺騙或不真實的意味。畢竟，我們的感受不才是真正的重點嗎？以機械性方式改變你的感受，難道不是對自己不誠實嗎？對於這些問題，我建議你考慮下列情況，究竟何者較有欺騙的意味或不真實：對著你無法控制的擁塞交通尖聲咆哮，或吸口氣而讓自己放輕鬆，並問自己一些問題？何者較為實際：早上醒來感覺一種莫名的挫折感，並放縱這種感覺，或提起精神，拍拍手，歡欣地準備迎接新的一天？

你的感覺確實是重點所在，但只要身體上的部分改變，你便可以大致上根據希望的感受，選擇你的感受。另外，改變你運用身體的方法，學習如何管理心境，這僅是永久性改變的一個層面而已。配合下面幾節討論的內容，運用你的身體加速這項變動的程序，協助你根據選擇的感受在潛意識中建立新的聯想。

交易中，情況尤其是如此。心情處於低潮的時候，你就看不見機會，反應不理想，缺乏信心。交易並不是一種例行的工作，而可以讓你安然渡過這些艱困的期間。你必須保持敏銳而專注的精神，才能夠做好工作。情況不理想時，你必須以身體的動作振奮自己。我經常會利用一副牌協助自己保持專注。我一面看著報價螢幕，一面洗牌、單手切牌或以其他的動作集中精神。曾經有人告訴我，僅要看我每分鐘的洗牌次數，便知道我是否擁有部位。

運用身體方面，我尤其強調運動的重要性。許多研究報告都顯示，運動可以降低壓力，增進精力與心智的活力，並有助於提升自尊心。因為交易必須面對著市場中的不確定性，是一種壓力很大的活動。我個人可以為運動的效益做見證，停止做運動時，我的生理與心理狀態便會立即反應，顯示所有相關的研究報告都沒有錯。

覺得疲憊或蒙受壓力的時候，通常你最不想做的事情便是運動。然而，這個時候，你知道你必須站起來，穿上運動服，到戶外或健身房，然後運動。根據我個人的經驗，當我克服心中猶豫而前往運動時，從來不會覺得後悔。另外，心情低潮往往是不運動最不恰當的時機。陷入低潮時，你必須中斷那些讓你陷入低潮的模式，運動便是最佳的方式之一。有些時候，這或許相當困難，但你會得到應有的報償。

我認識一些人，把運動時間看成重要的正式約會。猶如會議或商業聚會一樣，他們在行事曆上以色筆圈出運動的時間，唯有特殊的故事才會取消，例如：家中有人過逝。不妨想一

想。你的健康、你的精力與你的生命，難道不是和商業約會或社交聚會一樣重要嗎？運動是一種投資，它代表現在與未來的感覺，而且它還有助於你的事業經營，因為它可以提供更多的精力，更專注的精神，並提升你的自信心。這段話——讓你、我共勉。

運用與管理身體的活動，這是改變處境最快的方式，但並不足以造成永久性的改變。你可以利用身體的活動中斷舊有的模式，建立新的聯想，但如果你想把這些新的聯想真正深植在潛意識中，你必須以信念與價值觀支持它們。若希望這麼做，你必須面對自己最重要的資產：意識。

運用你的意識

討論如何改變心境時，我雖然首先提及身體活動的運用，其中已經蘊涵著意識的運用。因為在你從事任何變動以前，你必須認知（aware）自己的問題，專注（focus）於發生的問題，評估（evaluate）目前行動的後果，並投射（project；譯按：將觀念具體化為心象的程序）即將採行之其他行動的影響。

認知、專注、評估與投射都是可供運用的工具，我們必須學習如何使用它們，如此才能夠成功。雖然它們都已經在運作中，但由於不當的個人管理，這些工具的運作可能產生不利的功能。如果它們的運作並不恰當，這是因為我們的聯想、信念與價值觀呈現矛盾與侷限性，導致潛意識發出相互衝突的指令。非常諷刺地，我們瞭解這些侷限性的唯一方式，是透過它

們所壓抑的功能——認知、專注、評估與投射。

1980年代初期，我在辦公室訓練交易員時，我告訴他們，有效從事交易必須學習三件事情：觀察、專注與思考。我希望傳達的意念，是成功交易必須俱備的心智狀態。假定你已經擁有交易需要的基本知識，下一個步驟是觀察市場的行為；留意與思考當時發生的資料，例如：經濟與政治的新聞、市場的價格走勢、相關市場的價格互動、以及其他等等，這就如同你在閱讀運動版的報導、玩橋牌或其他你認為有興趣而易於學習的事物。

如果你能夠進入專注的境界，你的意識將全然指向市場，遠離生活的其他問題。這種情況下，你將「感覺」市場的走勢方向，你將「聽見」來自潛意識的指令：「立即賣空S&P指數期貨。」

實際建立交易部位之前，你應該干預意識的運作，並評估潛意識的結論。所謂評估，是核對這筆交易是否符合你的交易法則。你必須問自己：「風險/報酬比率是否至少有1：3？這筆交易是否順著你希望介入的趨勢？價格是否已經測試先前的重要高點而未能突破？...。」

換言之，你必須根據自己擬定的交易法則，評估潛意識所做的判斷是否有效。如果潛意識的判斷確實有效，則交易。否則，放棄。如果你能以一致的態度進行這個程序，你的交易應該很理想，並對於潛意識的「聲音」愈來愈有信心；評估的程序也會愈來愈自動化，這時候你幾乎可以全然「信賴你的直覺」。

不幸地，訓練這些交易員時，我不能以上述的明確方式說明這個程序的性質，因為這是我隱含的操作方法；換言之，我採用這種方法，但並不全然認知我的所做所為。許多擅長某些事物的人，並不知道自己的技巧究竟是什麼。他們可能說，「我信賴我的直覺，」或「我只是隨心所欲地做，結果就是如此。」對於那些特別擅長某些事物的人來說，我相信他們都非常仰賴上述程序，程度上或許有差異，但性質上應該大致如此。

在擬定適當決策與採取有效行動的時候，你必須「觀察、專注與思考」，以另一種方式表達，你必須整合認知、專注、評估與投射的功能。如果你瞭解這些功能如何運作，你便可以學習如何管理與控制生活中的每一個層面。所以，讓我更詳細地說明這些功能，並解說如何運用它們辨識與改變價值觀、信念與聯想的侷限性。

認知

究竟何謂認知（awareness）呢？哲學家對於這個問題的答案已經辯論了2000多年，我們僅準備採用一個簡單的答案：認知是感知（perceive）存在的能力或功能。我們感知的對象是現實的原始資料。我們如何認知對象，我們的心智如何解釋，取決於我們的知識與信念。

例如，如果你拿一副股價走勢圖給某人看，他幾乎完全不瞭解金融市場，他可以認知什麼？基本上，他僅看到一大堆亂七八糟的線條與數字，或許還可以察覺價格呈現某種波浪狀。

我舉這個例子是要強調一個重點：你的認知範圍具有前後關連性（contextual）。爲了認知某個對象，你必須瞭解理對象的性質。這便是知識何以重要的原因——它擴大你的認知範圍。務必留意，潛意識僅能夠「閱讀」它在程式設計上所能瞭解的語言，不能接受太多外來的（extraneous）資訊——它根本不知道如何處理！

然而，認知最大的障礙並不是知識的不足，而是在心智程式中發生無意的（inadvertent）疏忽。如果我們指示潛意識不要接受某些資料，它會聽從命令，也將因此而不可能全然瞭解相關的事物。然而，只要記憶你已知的某些事物，你便可以運用認知的功能，理解你疏忽的事物，並察覺其中的問題。

如果生活中的結果不符合你的意圖，顯然出了差錯——你的心智出現矛盾。達成目標最大的障礙可能是認知的侷限性，這是因爲我們在無意中採用負面的聯想與信念。反之，正面的聯想與信念，可以提升認知。

如果你不斷疏忽重要的事物，認知這種現象的唯一徵兆是某種類型的失敗，然後你可以利用失敗爲起點。爲了追求一致性的成功，你務必體認與接受一項事實：不僅是成功，你的失敗也是絕對重要的步驟。體認錯誤與失敗，並學習接受它們，這是一種積極的態度。

我說你必須「接受」成功與失敗時，我強調的意念是：你造成的每一項結果，都是自己選擇的結果。你，也唯有你，必須對自己所造成的結果負責。超級交易員的訓練師 Van K. Tharp 如此解釋：

事情出錯的時候，投資者（或任何人）最應該做的事，是判斷自己如何造成這種結果。我並不是說你應該責備自己。我是說，在某個時間，在某種情況下，你做了某種選擇而導致目前的結果。分析那項選擇究竟是什麼，並在未來遭遇類似情況時，讓自己有其他可供選擇的方案。未來發生類似情況時，如果採用不同的決策，你得到的結果也將改變。而且，現在便設想你將採行的方案，以便將來易於執行。②

人們經常將錯誤、失敗與痛苦歸咎於其他人或事件。然而，如果你不斷提醒自己，它們都是你個人行為的結果，你可以認知它們的原因。錯誤、失敗與痛苦都是生活的一部份，我們都希望規避它們，但我們不能以否認來規避。如果我們可以透過選擇接受它們，它們便無法支配我們。它們變得正常，甚至於是成長、學習與成就的正面機會。

在 *Reminiscence of a Stock Operator* 一書中，Jessie Livermore 寫道，「我不介意犯錯，但我不願意處於錯誤之中。」我對於這句話的解釋是，犯錯是可以接受的，但不可以犯錯之後而不承認，並繼續置身於錯誤之中。我曾經在Lehigh大學演講，我問當場200多位的學生，有多少人願意承認自己的錯誤。只有一個學生舉手！我立即提供一個交易員工作給他，我是講真的。

因此，以一部份心智留意自己的行為。傾聽頭腦中的「細微聲音」，以及你對自己說的話，並嘗試將錯誤的結果與痛苦歸咎於外部的力量。你這麼做的時候，你是試圖改變現實符

合你的心智內容，而不是調整你的心智內容來精確感知現實。這種程序稱爲「尋找藉口」（rationalization），這是避免痛苦採用最危險與混淆的方法。尋找藉口之所以危險與混淆，因爲它總是偽裝在邏輯的外表之下。

在生活的某些層面中，尋找的藉口可以存在很久的時間，你無需處理它造成的影響。在「華爾街」，藉口可以造成立即的傷害。如果你不願意接受失敗，如果你試圖將失敗歸咎於外部事件，你無法在先前的錯誤中學習，結果可能是徹底的失敗。

關於錯誤與失敗，我們可以尋找的藉口實在太多了，它們通常都蒙著真理的外衣。例如，某人在男女關係中不斷遭逢失敗，他被一位新認識的異性朋友吸引時，他可能對自己說道，「我只是在愚弄自己。我不能不斷更換女朋友。我還沒有準備另交女朋友。我需要時間建立自我的感受。」情況可能真的是如此，但實際的動機也很可能是再度失敗的恐懼感。

總之，我們必須謹慎留意試圖逃逸的慾望，尤其是真理在我們可以理解範圍內的時候。如果你可以掌握這些試圖否認的關鍵時刻，認知它們真正的情況，你便可以運用專注、評估與投射來消除它們。

專注

專注是指引認知的方法；在專注的情況下，我們同時縮小與擴大意識認知的領域。例如，對於市場俱備一般性知識的交易者，他同時只應該從事二至五個市場的交易（最好是相互關

連的市場）。他減少交易的市場數目時，對於這些特定市場所能處理的資訊也因此可以擴大。

意識同時只能處理數量有限的資訊。爲了處理與瞭解層出不窮的認知對象，心智僅會選擇部份的感知對象，將它們整合納入知識與記憶的前後關連中。我們僅納入認爲重要的對象，並由價值觀與信念做爲濾網，以指引我們的專注。

價值觀與信念決定我們專注的方向，後者又決定我們如何感知自身，以及如何感知我們與外在環境和他人之間的關係。透過自我認知（self-awareness），如果我們能夠辨識專注的方向，我們可以選擇相關的價值觀與信念，決定生活的方向，並控制這個方向。

例如，我檢視自己由何處取得專注於市場的能力時，發現自己非常幸運，在孩童時代，我便採取一種非常有助於學習與成就的信念。在某一期間，我並不瞭解何以如此，但我決定，成就任何事物的唯一方法，是就我所認定的領域，儘量閱讀，不斷練習，並以成功者做爲模仿的榜樣。

這種信念最初運用於棒球，其次是體操，再來是撲克牌，最後是在金融市場交易與投機。以一句話來說明這個信念：

只要有足夠的知識與練習，我可以精通任何我所希望的事物。

有關達成目標所需整個學習與練習的程序，我很早也採取一種非常重要的聯想：

這很有趣！

我當時並不瞭解，這種聯想讓我成功。這些聯想深植我的內心，它們現在發揮的功能遠勝於我當初玩棒球的時候，因為我現在更瞭解如何學習與成長。

學習很重要，這個信念讓我專注於儘可能地吸收知識，擴大我的認知領域。例如，我學習棒球的時候，曾經閱讀一本有關棒球基本技巧的書籍，於是我觀察職業選手的動作，並思考他們如何運用這些基本技巧。這擴大我的認知領域與知識，因為職業選手的動作成爲一種評估的標準，判斷我自己的表現。我將職業選手的動作映射在我的心中，並儘可能模仿他們的姿勢與風格，使自己的揮棒動作與守備技巧都達到理想的境界。

目前，學習與練習並重的信念，以及我獲得的成果，使我充滿自信、精力與熱忱地追求我的目標。這使我對一般人所謂的「艱辛工作」產生積極而精力充沛的感覺。研究市場確實是艱辛的工作，但它們在我的內心並未產生負面的意涵。對我來說，工作是快樂的泉源。就如同棒球一樣，它很有趣。我將自己的作爲視爲是有趣的活動，這使我可以敞開心智而無畏地接納所有資料。我的潛意識沒有理由遮斷我的認知，因為我基本上認爲，只要根據這種方法行動，我終究是一個贏家。

相反地，孩童時期的另一個聯想，對我造成嚴重的限制，我花費相當的精力克服這項聯想，甚至於現在還非常在意它。雖然我精通棒球、體操與撲克牌，但我高中時期的學業成績很差。我從來沒有認真學習，一切都僅求及格而已。我的成績大

多是C，外國語言不及格。學校生活對我來說是一種沉重的負擔，一種必須忍受的邪惡，因為我沒有選擇的餘地。事實上，我的聯想是：

學校是一個令人痛苦的沉悶場所，使我無法從事
我熱愛的活動。

你不知道我多麼希望，能夠把我慣有的精力與熱忱運用在學校的功課中。現在，我必須聘請一位作家協助我撰寫本書，這一方面雖然是因為我沒有足夠的時間，主要更是因為我在學校中沒有學得足夠的寫作技巧。

非常幸運地，我始終熱愛閱讀，這對我幫助很大，每當我需要學習新事物時，免不了會有一種恐懼感。例如，我完全仰賴我的同事Douglas——一位電腦天才——照料辦公室裡的電腦，教我如何使用這些設備。我們安裝新的報價系統時，我的心中總會想著，「還好有Douglas，我自己絕對沒有辦法搞清楚如何操作這些東西。」

在有關電腦的學習方面，我對於正式教育的信念，嚴重侷限我的專注能力。我不認為學習很有趣，它是一種沉悶的程序。所以，每當我不知道如何使用電腦設備，或有什麼差錯的時候，我總是找Douglas幫我解決。我知道，我可以學習電腦——它們不可能比市場更複雜——但我在這個領域內無法保持專注。很幸運地，我實在沒有必要學習，因為我始終可以仰賴Douglas，但如果我真的必須學習的時候，我便需要挑戰上面的陳述。

「我自己絕對沒有辦法搞清楚如何操作這些東西，」不妨想想這句陳述的威力。這類的陳述會侷限我們的專注能力。潛意識的功能雖然非常可觀，但它也很容易受騙——它相信你要它相信的任何事物。你對自己說，「我自己絕對沒有辦法，」或「我沒有能力做這個，」或「開玩笑，這是不可能的，」或「沒有人這麼做，」你的潛意識便會傻呼呼地說道，「曉得了！」於是開始強化你原本已經有的侷限性。

這類侷限性很容易受到控制，你僅需認知你對自己說的話並改變；透過努力重新架構你說的話，迫使潛意識產生正面的行動。你必須善用潛意識易於受騙的性質，管理專注的能力。

例如，你想說「我自己絕對沒有辦法」的時候，你可以修正為「這相當不簡單，我如何使它變得容易一些？」你想說「我沒有能力做這個」的時候，你可以修正為「我以前曾經失敗，現在應該怎麼解決呢？」你想說「開玩笑，這是不可能的」，你可以修正為「這為什麼看起來不可能，我到底疏忽了什麼？」你想說「沒有人這麼做」的時候，你可以修正為「奇怪，以前為什麼沒有人這麼做？」或甚至於「這可能是一個突破，以前從來沒有人這麼做過！」

我們與自己的對話方式將引導我們的專注能力。我們對自己的說話內容與方式，代表我們對於人生是採取積極或消極的態度。另外，這也會影響潛意識產生之結果的質與量。

如果你瞭解如何與自己對話，瞭解如何要求自己，瞭解如何對自己提出問題，你便能將心智專注由負面的聯想轉移至正

面的聯想，這只需要在意識上改變說話的語氣、語意的重心、要求的內容、以及問題的意涵。

疑問的力量

你是否曾經留意，上文中，我將大部份的陳述重新組裝為疑問句？這並不是巧合。疑問句最容易改變認知的專注。

每一個人的腦海裡，都蘊藏著非常可觀的知識，遠超過意識所可理解的範圍。對自己提出問題時，我們指引潛意識針對真正的問題尋找答案，而不是被動地接受自我的侷限。許多情況下，答案早已經存在，你需要做的僅是提出問題！然而，你必須誠心誠意地提出正面的問題，並全心期待答案。

本書第I篇中，我曾經提及一個問題，足以顯示疑問的功能。1974年，我錯失10月份的低點時，我問自己：「我需要學習什麼才不至於重蹈覆轍？」這個問題又牽引出一系列的問題，例如：「趨勢究竟是什麼？它通常會持續多久？它的漲幅或跌幅通常如何？」回答這些問題的過程中，我「突然想到」——就像漫畫中所亮起來的燈泡一樣——運用歷史價格的統計分配評估風險。

如果當時我提出來的問題是：「維克，你怎麼會這麼愚蠢而錯失這個走勢呢？」或「看看你所錯失的良機！」我的一生會多麼的不同啊！若是如此，我雖然不知道現在會如何，但我確定自己絕對無法發展出獨特的統計方法分析風險，這可能是我一生最引以為傲的成就。

所以，你必須留意對自己說的話，對話中不要採用譴責的口氣，應該提出問題引導積極的改變。有些問題絕對應該避免，例如：「這種事怎麼會發生在我身上？我怎麼如此倒楣？我怎麼會如此愚蠢？這個世界何以如此不公平？我為什麼不能也富有？為什麼大家都如此對待我？」你提出這類問題時，潛意識提出的答案可能與現實全無關連，例如：「因為你不值得這一切。因為你是一位天生的輸家。因為你是一個無知而毫無價值的人。因為除了少數的幸運者以外，人生本來就不公平。因為只有幸運者才能夠富有，而你只是一個天生的輸家。我早就告訴過你，因為你是一個無知而毫無價值的人，你不值得擁有這一切。」

你對自己提出這類問題時，就如同你問某人，他是否還繼續打他的妻子，雖然你沒有任何證據顯示他曾經這麼做。這類問題都別有所指；它們都隱含地接受一些應該被挑戰——而不是被強化——的負面信念。

我以相當篇幅談論如何提出問題，不僅因為它們可以有效改變你專注的方向，而且也因為其中含有根本的評估成份，透過評估才可以瞭解妨礙成就的局限性價值觀與聯想。

評估的重要性

進一步討論以前，我想應該重新回顧心智的運作方式。我們的活動雖然直接受到潛意識心智的程式驅使，但根本的決定因素是我們持有的信念與價值觀（不論我們是否能夠認知）。特定而言，在潛意識的層次上，我們的行動是受到兩種主要情

緒驅使：追求快樂的慾望與避免痛苦的需求。另一方面，這兩種情緒取決於潛意識中的聯想，而聯想的形成又是根據我們接受的價值觀與信念，這個程序未必受到意識的認可。

截至目前為止，我們似乎把「價值」與「信念」視為相同，實際上並非如此。價值是我們所追求者，是行動希望獲得或保有的對象。爲了判定價值，我們首先必須評估（evaluate）；換言之，根據價值的某種標準排列重要性。信念是評估所根據的標準；它們決定我們對於價值的反應方式。價值是行動的對象，信念是標準，讓我們可以根據某種方式體驗價值。

例如，假定兩個人都視金錢爲有價值；換言之，兩人都希望賺很多錢。其中一個人對於金錢的觀念很健康，認爲它是達成許多慾望的工具。然而，另一個人在潛意識中認爲「金錢是萬惡的根源。」如果兩個人都賺了很多錢，第一個人可以充分享受，買一棟漂亮的房子，經常渡假。第二個人可能無法真正享受他的財富。他使用金錢時，會隱約浮現罪惡感。

你整體的道德架構——價值觀與信念——將決定你的特質（character）；決定你的行爲。信念決定個性（personality）；它們決定你如何行爲與如何體驗行爲。瞭解價值觀與信念，以及兩者之間的差別，是非常重要的概念，所以我們將分別詳細討論。

價值與特質

除了生理特徵之外，特質（character）與個性

（personality）讓你成為真正的「個人」（individual）。你的特質取決於你的價值觀是什麼，你追求的是什麼。你的個性取決於你如何行爲。猶如先前的說明，你的行爲取決於你的價值觀。你如何行爲取決於你採用的一組獨特法則或標準——你的信念。首先，讓我們討論價值。

價值有兩種基本的型態：手段（means）價值與目的（ends）價值。你是否記得，我在第I篇對於經濟學的定義？它是研究如何運用手段達成既定的目的。手段價值是我們生活中實際追求的形式，例如：金錢、事業、個人關係、健康與汽車。目的價值是我們希望達成的情緒性愉悅狀況，例如：愛、成功、快樂、滿足、舒適、安全與興奮。第II篇的討論範圍內，我們關心的主要對象是目的價值；生命是由目的價值驅動。

我們持有的每一項目的價值，都存在一個負面的對應情緒，我們姑且稱爲「反價值」（disvalue）。反價值是我們希望避免的情緒性痛苦狀況，例如：被拒絕、失敗、挫折、憂慮、忿怒、羞辱與沮喪。我們是受到追求愉悅的慾望與/或避免痛苦的需求所驅動，我們的目的價值與反價值便是驅動者。

你可以對自己提出下列的兩項簡單問題，來判定你的目的價值與反價值：

在我的_____中，什麼最爲重要？

在我的_____中，什麼是我所希望儘可能避免的事物？

首先在空格內填入「生命」，其次再填入較特定的內容，例如：事業、人際關係、或你希望考慮的任何生活層面。回答問題時，以最快的速度寫下答案，不可停頓。例如，你的答案可能是：

在我的_____中，什麼最重要？

愛	安全
成功	成就
熱情	滿足
冒險與刺激	同情
狂喜	滿頭黑髮

在我的_____中，什麼是我希望儘可能避免的事物？

被拒絕	生理的危險
失敗	忿怒
羞辱	沮喪
尷尬	禿頭

回答相關問題時，請留意不要把答案神聖化，下一章將處理這方面的問題。儘可能深入而誠實地回答問題。其次，將你的價值與反價值依重要性排列。這可以反映價值體系的排列架構，或其重要性的秩序。現在，開始分析檢討，觀察其中的一致性、衝突、侷限性的價值與積極的價值。結果可能會讓你相當訝異。

例如，在價值排列中，如果「愛」非常重要，在反價值的排列中，「被拒絕」非常重要，你找到「愛」的機會有多大？追求「愛」時，你難道不需要面對「被拒絕」的可能性嗎？當然是如此，而且請留意，避免痛苦的需求往往勝過追求愉悅的欲望。

分析自己的答案，你應該可以發現許多行為何以會產生。例如，如果你認為「成功」最重要，把「愛」擺在第二或第三位，你很可能經常在辦公室加班，寧可招致配偶或伴侶的抱怨。如果「尷尬」是最重要的反價值，你在社交場合可能害怕公開說話或嘗試新的事物。你的價值觀與反價值觀將決定你的特質。你如何採取行動追求或避開它們——你的行為——將決定你的個性。

如果你像大多數人一樣，你的特質並不是根據有計劃與有組織的方式界定，而是透過一種滲透（osmosis）的程序逐漸發展。你將在生命的過程中由外在吸收價值與反價值觀，例如：你的成長環境、教育與社交層面。你的價值觀可能非常混亂而毫無章法，甚至於相互矛盾。

或者，價值觀的結構可能相當協調，但你的反價值觀非常混亂。總之，如果你希望控制自己的生命，就必須瞭解自己特質的結構，才能開始展開你希望的改變。

所以，我希望你坐下來，開始上述程序，儘可能探索自己生命中的各個領域。你可能因此發現許多先前未察覺的心智層面。

信念與個性

許多人可能俱備類似的目的價值與反價值，但個人的體認則不相同。這是因為我們的信念有所差異。信念有兩種形式：對於生命、人性與事物的一般性概念；以及衡量自身與他人行動之意義的法則。

一般性的概念——經常稱為整體信念（global beliefs）——反映我們對於世界、人性與自身的觀點。所以，整體信念的陳述，通常以動詞「是」表達，例如：「生命是_____，人類是_____，我是_____。」

法則較為明確，它們決定某項結果必須以某些事件為前題。它們通常以「如果，則」的形式表達，例如：「如果我賺了100萬美元，我將很快樂。如果你愛我，你應該儘可能地陪伴我。如果我犯錯，我將可因此學習。」每個人都有一組獨特的整體信念與法則，決定我們獨一無二的個性。

例如，不妨考慮我先前所提成功的必要條件：自信。自信的感覺是來自你對於個人意義與效力的體認。你對於自己的感覺，主要並不是取決於自己的行為實際如何，而是取決於你如何判斷自己的行為，行為的判斷又取決於判斷的標準——你對於意義與效力的信念。

例如，假定一位極具才華的年輕交易員，他以下列信念判斷成功或失敗：

如果我是一位優秀的交易員，則90%的交易都會

獲利。

如果我是一位優秀的交易員，則我賺的錢必須多於世界上其他的交易員。

如果我是一位優秀的交易員，則我在任何市場上的操作都必須優於世界上的其他交易員。

相當有野心的年輕人！可是，他將因此註定陷入充滿挫折與不安全感的命運中。這些是不可能的標準，任何人都無法依此建立穩定的自信心。

爲了獲取自信，你應該採用可能達成的標準。這看起來似乎有循環論證的意味，實際上並非如此。例如，如果我對於經營事業的成功標準是：每個月都有盈餘。這是可能達成的標準。反之，如果我將標準定爲每個月淨賺100萬美元，則我很難在這個標準下獲得自信心。

標準不同於目標。目標是你追求的真正對象；標準則是判斷行爲的參考依據。我希望每個月都淨賺100萬美元，我認爲這是可能的標準（實際上並不是我的目標之一），但以它判斷成功與自我價值，則屬於完全不切合現實的標準。我相信爲了追求成功，一方面你應該嚴格要求自己——你設定的目標預高，你的成就也愈高；另一方面，用來評估自我價值的標準應該設定得寬鬆。

在一般的情況下，侷限性的信念是失敗的根源，這包括不能把生命視爲是愉悅的過程在內。以下是一些典型的侷限性整體信念：

我不夠聰明。

我不夠自信。

我太年輕。

我年紀太大。

我太無知。

我不值得擁有這些。

我永遠也不可能富有。

我無法改變自己。

生命是一場詛咒。

生命是一場荒唐的夢。

生命是「一位白癡的夢話，充滿毫無意義的聲音與忿怒。」③

生命完全超出我的掌控。

人很殘酷。

人很愚蠢。

人很懶惰。

人性本惡。

人們會儘可能利用你，然後將你棄之如敝屣。

如果把持這類信念，如何達成你的目標呢？

例如，如果你很重視「愛」的價值，你又認為人們會儘可能地利用你，然後將你棄之如敝屣，每當你體驗「愛」的感受時，必然會興起戒心，擔心被利用。

如果你堅信自己不夠聰明，不論你多麼認真學習，你在智識的領域內都不可能達到獨立的境界。面對不同看法時，你總是害怕別人比你聰明——你將覺得自己無法獨立抉擇。

猶如馬克白（Macbeth）一樣，如果你堅信人生就如同「癡人說夢」般無意義，你將驅使自己邁向毀滅。

你的信念是自我實現的最終預言。務必記住，潛意識很容易受騙——它相信你要它相信的一切。如果你相信自己不應該享有財富，你的心智便不會讓你富有。如果你認為自己不應該擁有愛情，它便不會讓你擁有這種溫馨的感覺。如果你認為自己不聰明，它就會讓你愚蠢。

所以，如果你希望成功，就必須拋棄侷限性的信念。修正侷限性的信念，第一個步驟是要認知它們是什麼，而認知的對象則是來自於行動中的症狀。這些症狀非常類似於我們先前價值觀的討論；換言之，經常不能夠堅持追求自己的目標，並對自己提出負面的問題與陳述。這種類似性並不令人意外，因為價值觀與信念之間存在密切的關連。

我們與自己的對話，以及我們對自己提出的問題，它們是

信念之所以產生的原因與信念所造成的結果。例如，你對自己說，「我實在很笨！」不論這種感受多麼短暫，都會強化這個信念。你說這句話基本上可能並沒有自責的意思，但如果你經常如此對自己說，尤其在情緒激動的時候，你的心智將開始相信它。

同樣地，認知自己之侷限性信念與法則最佳的方式，仍是對自己提出一些問題：

在我的_____中，究竟是什麼侷限性信念妨礙我？

依照先前的方式來進行。首先，在空格內填入「生命」，儘快寫下各種答案。其次，再填入較特定的內容，例如：事業、人際關係、或你希望考慮的任何生活層面。

第二個步驟是處理你的法則。如果你在認定侷限性信念上有困難，第二個步驟或許可以協助你。首先，將你珍惜的價值，按重要性排列。對於每一項價值，都問自己應該如何才能實現它。你回答的格式可能是「如果，則」或是「如果要_____，則我必須_____。」例如，如果你非常重視成功，則情況可能是：

我必須如何才能夠感覺成功？

如果要成功，則我必須_____每年賺100萬美

元。

有一位迷人的配偶，以及兩個小孩。

擁有阿諾史瓦辛格的身材，身體的脂肪不可以超過13%。

隨時都覺得非常快樂。

永遠不與任何人發生衝突。

永遠不會覺得忿怒或挫折。

對於所做的一切都俱備無與倫比的技巧。

在適當的條件下，其中某些法則或許相當合理，但大多不切合實際。反之，如果你認為，成功的感覺就是每天起床都準備盡自己所能渡過一天，情況可能大不相同。沒有人可以隨時都覺得非常快樂。每個人都會有忿怒和覺得挫折的時候。並非每個人的身材都能夠與阿諾史瓦辛格完全相同。

我的重點是：我們經常設定一些不可能的法則，因而剝奪任何的成功機會。

練習時，你經常發現自己是根據手段價值表示成就，例如：金錢的數量。你的價值觀、重要的信念、甚至於你的法則，都可能相互協調而具有正面的意義，你卻對於達成目的價值的手段價值抱著負面或相互衝突的信念。爲了瞭解這些負面

的信念，你可以運用下列的填充技巧：

擁有（手段價值）意味著

回答問題時，首先由效益的角度考量。例如：

擁有很多財富意味著

我可以完全的自由。

我有更多的時間陪伴我心愛的人。

我不用再擔心帳單。

我可以得到我想要的衣服、房子與汽車。

我不再需要仰賴公司的福利。

其次，列出你認為這項手段價值可能造成的負面影響。例如：

金錢是萬惡的根源。

金錢不能買到幸福。

爲了富有，你必須剝奪貧困者。

富有者無法進入天堂。

賺錢意味我必須違背良心。

賺錢意味我必須承擔很重的責任。

如果你探索自己的心智，可以發現許多你意想不道的侷限

性信念，它們妨礙你希望擁有的感覺，以及在生命中希望達成的境界與目標。面對這些心智視為是「自明的真理」時，你可能會說，「這實在沒有什麼道理。」你可以提醒自己，富人不是完全是勢利鬼，如果你有錢的話，你並沒有必要成為一個勢利鬼。總之，你可以在心理上取消這些信念的有效性。

現在，我告訴你的是：你俱備成功需要的智識與能力；只要排除自己設定的限制。所以，檢視所有的信念與法則，辨識其中具有侷限與不可能性質者。

截至目前為止，我主要是討論如何辨識侷限性的信念，但為了修正，你必須排除這些信念，並代之以積極而有力的信念。讓我試舉一些積極的整體信念，你可以根據這些脈絡設定屬於你自己的適當信念：

積極的整體信念：

生命充滿無限的可能性。

每個問題都代表新的挑戰與新的成長機會。

我很幸運能夠擁有健康的身體。

我有能力控制自己的命運。

人們是提供知識、啟發與歡樂的泉源。

我決心做的事，總有達成的方法。

界定你希望採用的新法則時，務必讓自己容易獲勝。這些

法則應該讓你感覺熱情、摯愛、快樂、成功…沒有必要設定困難或不可能的法則。

沒有錯，生命永遠必須面臨挑戰，但在不斷追求目標的過程中，挑戰已經非常足夠，我們不需再「做些不可能實現的美夢」或「攻擊不可能被打敗的敵人」。人生苦短，我們不應該再為自己設定障礙而使生命顯得乏味。

花費相當工夫做這些練習以後，你將瞭解對於自己造成限制的價值與信念，你對希望採用的價值與信念也應該有明確的概念。現在，問題是實際上如何進行。我們又面臨相同的問題，知識本身並不足夠；我們需要一種執行的方法。這便是投射（projection）發揮功能的場合。

如何管理潛意識

我們的生命中都曾經發生重大事件，回憶時，當時的快樂或痛苦又歷歷重新浮現。例如，你或許在事業中曾經贏得重大勝利，每當回想當時情況，你便面露微笑而覺得非常驕傲。或者，你曾經遭遇一段感情的波折，而每當憶起歷經的衝突與失去的一切，你便心痛如絞。

當你將某些事件投射於未來時，也可以因此感受快樂或痛苦。你可以設想自己沐浴在巴哈馬的明媚陽光中，手中拿著飲料，陣陣涼風襲來，耳邊又隱約可以聽見浪花拍打岸邊的聲音。你想像這些景象，便覺得全身輕鬆而面帶微笑。或者，你開車的時候，想像某人突然衝到車前被你撞死，這將是一幕可怕的景象。

快樂與痛苦的感受不僅侷限於目前；我們可以將它們由過去呼喚出來，並投射至未來。

因為潛意識是受到兩種主要情緒力量驅使——避開痛苦的需要與追求快樂的慾望——所以我們希望消除某種侷限性的聯想時，應該勸服潛意識瞭解，這個聯想可以造成痛苦，非常的痛苦。

反之，希望建立積極的新價值觀或信念時，你必須勸服潛意識瞭解，它們將導致非常的快樂。

在意識的層次上，我們需要將負面與侷限性的價值觀與信念，連結至過去、現在與未來的痛苦；並將積極而有益的價值觀與信念，連結至目前與未來的快樂。

Anthony Robbins 設計一種方法，他稱為「狄更斯模式」（Dickens Pattern），這個名稱取自狄更斯的小說「聖誕頌」（A Christmas Carol），其中一位神秘的精靈以類似的方法引用在Scrooge身上。這位精靈帶著Scrooge前往過去、現在與未來，並展示他一生中種種的快樂與痛苦。有一點特別值得留意之處，促成Scrooge改變最有效的誘因，是目前行為將導致的未來痛苦。

「狄更斯模式」的基本內容如下：

1. 選取一種你希望改變的信念。閉上雙眼，回想這個信念在過去造成的種種痛苦。感受它形成的重擔。回憶這項信念導致的各種後果。想想你因此損失的一切，

情愛與樂趣。這項信念對於你的經濟、事業與人際關係造成何種的影響？全心專注於你曾經遭受的痛苦與損失，就如同它們又重演一次。盡可能回想所有的痛楚經歷，這一切都是因為這項侷限性的信念。

2. 仍然閉著雙眼，思考這項侷限性信念在目前造成的痛苦，包括過去經驗導致的一切傷害。你現在覺得怎麼樣？你是否覺得精疲力盡？你是否覺得無助，不能控制自己的生活？它們怎麼影響你的社交生活？你是否因此錯失許多歡樂的機會？它們如何在生理上、情緒上與精神上影響你？感受其中的痛苦。
3. 移往未來，將這項信念引發的痛苦投射至一年以後。拖著過去的沉重包袱，感受它的壓力。這項痛苦會讓你在事業上付出什麼代價？會讓你在人際關係上付出什麼代價？對於你的自我形象與自信心會造成什麼傷害？在情緒的層次上，確實感受相關的痛苦；運用你的身體；深呼吸；擺出承受痛苦的姿勢。觀想鮮明的痛苦，專注其中。接著，將自己投射至五年之後，並重覆上述痛苦程序。想像這些失敗在你的生命過程中將擴大至何種程度，並感受這些失敗不斷累積的壓力。你對自己說些什麼？你對自己的感覺如何？你變得更堅強或虛弱？更能控制或更失控？觀想自己持有這項侷限性信念造成的結果。你看起來是否老態龍鍾？你看起來是否精疲力盡？你看起來是否狼狽不堪？你在生命的每個領域內付出什麼樣的代價？你心愛的人將如何受你拖累？漫長的五年。讓你感受的

痛苦不斷地強化，讓你的身體隨著痛苦而消沉。觀想生活每一層面所受的打擊。其次，將痛苦投射至10年與20年之後，並重覆上述程序。

附註：如果你誠心進行這項程序，這是一種痛苦不堪的經驗。以Terry（本書作者之一）來說，他將痛苦投射至一年時，便有強烈的放棄衝動。然而，如果痛苦足夠強烈，你的心智將迫使你立即改變。盡你所能，讓未來的痛苦儘可能鮮明。

4. 將自己拉回目前，活動一下筋骨，深深地吸幾口氣，運用你的身體讓自己覺得精力充沛。徹底忘掉局限性的信念，專注於你希望採用的嶄新信念。你的心智已經準備接受變化…讓自己感覺期待的興奮。以意義明確的詞句表達新的信念，並想著：「如果我現在擁有這項信念，我的一生將因此截然不同。」
5. 閉起雙眼。設想自己現在已經改變信念，會有什麼變化？觀想自己得到的控制感與自信心。體會控制與自信的感覺，運用身體強化這些感覺。儘可能的深呼吸，設想自己現在已經擁有這項信念。接著，將自己投射至五年之後，並攜帶著這項信念五年來累積的成就。你覺得如何？是否更能控制自己的生命？是否更覺得精力充沛？是否覺得自己更有魅力？是否覺得更能貢獻自己？是否更有自信？對於生命是否更充滿熱情？這項積極的信念又將如何影響你的經濟狀況？你

是否可以嘗試以往不敢嘗試的事物？這些改變將如何擴展至生命中的每個領域？你的人際關係是否將更圓滿？感受相關的變化，讓它們反映在生活的每一層面。秉持著這個信念，你對於自己在這五年來的表現覺得如何？再往前移動五年，並重覆上述程序。看看這十年來的變化！一切是否大不相同？體會生命層次呈現的提昇。現在，往前移20年，感受其中的生命變化與擴展！

6. 觀察這兩種信念帶來的結果，決定你選擇何者。回到目前，感受新未來將呈現的興奮與無限的可能性。
7. 坐下來，記錄每項新信念將如何提昇生命的意義。

上述程序是在你的潛意識中建立新的聯想。它將所追求的積極改變，連結至快樂——而不是痛苦。

幾乎所有侷限性信念，都可透過這種方法改變。至於效力的程度，取決於你如何進行這項程序，如何讓相關的痛苦與快樂生動地呈現出來。我提出這種方法的動機，是希望你嘗試並體會其中的潛能。我強烈建議你從事這項實驗，研究Anthony Robbins與其他人的著作，自己能夠進一步提昇改變的能力，控制自己的生命。

關連設定

每一天的每一個時刻，你的潛意識都不斷形成聯想，將人、事、物連結至快樂與痛苦。本章所有的內容，便是說明如

何控制這個程序，並以此導引自己的生活。我最近學習的一種方法尤其強而有力，它稱為「關連設定」（anchoring）。

關連設定是一種潛意識的心智程序，它將某種感覺刺激，連結至某種或某組情緒狀況。這是什麼意思？每當你處於相對強烈的情境中，任何顯著又重覆的外在刺激可以關連至你經驗的情緒。如果這種關連足夠強烈，每當這項外在刺激發生，便可實際引發所關連的情境。

外在的刺激可以由五種感官構成。例如，你由車子的後視鏡看到後方出現閃爍的警燈時，這會引發何種情緒？大多數人會覺得很懊惱，不論你當時是否做錯了什麼，因為你過去曾經在這種情況下被開罰單。

某首歌或許可以喚起你心中某種感覺或記憶。假定你與高中時代的異性知己，在某種特殊的情況下曾經一起聽一首「你們的歌」。現在每當聽到這首歌的時候，你可能會想起她（他），以及當時共享的歡樂或痛苦情緒。你的配偶或密友可能有某種特殊的小動作或說話語調，可以喚起親蜜與溫馨的感覺。你聞到麵包香味時，你可能會出現饑餓的感覺，即使你一個鐘頭以前才吃過午餐。

我先前曾經提到身體的儀式，它們便可以引發潛意識中設定的關連。你實際上可以設定關連，讓它引發你希望的情境。如果你希望工作可以專注，你可以發展出一種「感官刺激-設定關連」的聯想，讓它喚起你需要的情境。我再引用 Anthony Robbins 提出的方法：

這基本上涉及兩個步驟。首先，將自己投入某種希望關連的情境。其次，處在這種情境的巔峰狀態時，你必須不斷提供某種特定的刺激。例如，某人大笑的時候，處於一種特定的情境中——整個身體當時都完全配合這種情境。這個時候，如果你以某種特定方式扭他的耳朵，並發出數聲特定的聲音，稍後再提供相同的刺激（扭耳朵與聲音），這個人又會開始大笑。④

關連設定（anchoring）的四個基本要素是：⑤

1. 情境的強烈程度——設定一個有效而持續的關連，你需要處於強烈的情境中；整個身體與心智都應該涉入這個情境。關連設定的強度與經驗的情緒強度之間，存在直接的正向關係。
2. 設定的時機——引發情境的感官刺激（可以是聲音、景象、觸覺、味道、或其綜合）應該建立於情境的巔峰狀態。
3. 刺激的獨特性——應該選擇不尋常的刺激。如果你有摸下巴的習慣，便不宜做為設定關連的誘發因子，因為你可能無意中引發刺激，你的心智並不知道如何因應。這種情況下，刺激的鮮明程度會稀釋，設定關連也將無效。設定關連最理想的誘因應該由幾種獨特的感官知覺組合而成。
4. 刺激的重覆性——刺激必須可以重覆。例如，如果設

定關連是以某種語調說「我愛你」，你必須能以相同的語調說「我愛你」，如此才能引發相同的反應。

在設定關連的程序中，通常必須重覆數次才能成功。數次以後應該測試。我認識一位年輕人，他與漂亮的年輕女孩對視時，總是沒辦法微笑。他並沒有害羞的感覺，就是沒辦法微笑。於是，他開始設定關連。

某天，一位非常迷人的女孩對他微笑時，他發覺自己也發出微笑。因為他剛學習了關連設定的方法，並認為這是理想的機會。當時的感受正是他希望的感覺，而微笑正是他希望的反應，於是他觸摸左耳垂上方的耳骨。現在，每當他以相同方式觸摸左耳時，便會露出一臉友善的微笑。

改變心智時，我建議你採用關連設定做為輔助性的工具。這是一種非常有效的方法，因為它直接以潛意識為對象。它可以根據你的需要管理你的情緒。工作的時候，它可以協助你保持專注；疲倦的時候，它可以讓你精力充沛；沮喪的時候，它可以讓你興奮；演講的時候，它可以讓你覺得自信而熱忱。

它何以有效？我實在不知道。在「小飛象」的故事中，一隻大耳的小象認為，只要它持有「神奇的羽毛」便可以隨意在地上飛翔。當然，羽毛實際上沒有任何的魔力；這只是一種心理的憑藉而已。關連設定或許僅是另一隻神奇的羽毛。然而，這又怎麼樣？它確實有效！

結論

截至目前為止，我提出一個核心問題，並提出解決之道：如何取得穩定性的能力，使你能夠根據自己的知識行動。我釐清問題的核心：理性與情緒之間的衝突。我討論人類心智中的超級電腦，並說明成功的關鍵是：建立的目標，能夠受到協調而強烈的動機與決心所支持。

本章中，我簡略地談及一些技巧，獲得所需要的動機與決心。所有觀念都來自於閱讀與學習，並思考人們（包括我個人在內）何以產生各種行為，以及如何改變行為。然而，這方面的討論受限於本書的宗旨與篇幅，只能概略說明。在我討論的範圍之外，還有許多相關知識，建議你可以進一步探索。本書提供的參考書目是一個相當好的起點。

我觀察自己與其他人的行為時，發現任何人都可以改變自己，只要他（她）有改變的慾望。我認識一個人，經常打電話給我，討論她個人的問題。她的生活是由一些不同形式的相同錯誤構成的一個永無止盡的循環。我非常關心她，因為她俱備無限的潛力。然而，我觀察她與周遭的人們時，我發現一種共通的現象：追求悲慘的熱情。

我當初無法相信這種現象，後來在一位心理學家Karen Horney的著述中發現相關的解釋，某些人會陷入自我毀滅的循環中，並在一種強烈的熱情驅動下，不斷重覆相同的錯誤。

這種程序圍繞在一種有組織的微妙體系中：謬誤的自尊。這是一種非常普遍的心理，幾乎存在於我認識的每一個人身上（包括我在內）。所以，我認為這是一個值得探討的主題。

附註：

- ① Anthony Robbins, Unlimited Power, New York : Ballantine Books, 1987。
- ② Dr. Van K. Tharp, "The Psychology of Trading," 摘自「金融怪傑」(Market Wizards)。
- ③ 莎士比亞的「馬克白」(Macbeth)。
- ④ Anthony Robbins, Unlimited Power (New York : Ballantine Books, 1987), p. 321。
- ⑤ 同上, pp. 222-223。

第十六章

克服謬誤的自尊

自我認識……本身不是目的，而是一種釋放同時成長力量的工具。

——Dr. Karen Horney

交易失敗最重要的理由

思考交易者成功與失敗的原因時，最令我困惑的是人們竟然俱備如此可觀的自欺能力。我不瞭解某些優秀的交易員何以會在交易中違反明顯的交易法則。我不瞭解某些交易員何以不斷重覆相同的錯誤，而且永遠無法由錯誤中學習。我不瞭解某些明顯不快樂而甚至於悲慘的人，每天早晨起床，都必須再面臨不快樂與悲慘的一天，卻完全不嘗試思考究竟出了什麼差錯，當然更別提改變了。

我知道這種現象的根源應該與自欺（self-deception）和合理化的藉口（rationalization）有關，但其嚴重的程度卻讓我心驚肉跳。探索這方面的問題時，我覺得有點無助。我幾乎閱讀心理學領域內的每一本書，試圖瞭解這方面的問題。後來，我發現Karen Horney的著作Neurosis and Human Growth（神經症與人類的成長）。①這本書讓我深入瞭解人類的自欺行爲，我

有強烈的慾望將其中的內容與你分享。它不僅讓我瞭解自欺的觀念，並讓我進一步瞭解我自己的某些動機，包括正面與負面的動機在內。

根據Horney博士的說法，每個人天生都俱備一組「既定的潛力」（given potentialities），而且我們有天生的慾望去實驗它們。換言之，我們天生都俱備「真正的自我」（real self），生命的宗旨便是透過自我發現（self-discovery）的程序，實現這個自我。然而，我們生存在一個不完美的世界中，所以「在內在呈現壓力的期間…個人可能會與真正的自我產生疏離。於是，他會根據內在指示的嚴格系統以大部份精力塑造自己，並讓自己成為絕對的完美。

他會塑造一種神格化的完美自我形象，並讓自尊陶醉在他認為能夠或應該的境界中。」

這種人爲的觀點成為一位暴君，驅使人們在心智上重建現實，符合他自身、他與世界之間、以及他與其他人之間的理想化形象。結果使謬誤與逃避的系統不斷膨脹，使人們愈來愈不能夠辨識與接受現實。

我將解釋的問題非常微妙，必須分別討論其中的基本觀念，它們組成一個龐大的虛幻系統——謬誤的自尊（false pride）——這種幻覺不時困擾著交易者。Horney博士在她的著述中詳細地說明謬誤自尊的系統，本章僅提出我認為最相關的部份：理想化的自我形象（the idealized self-image）、追求榮耀（the search for glory）、應該的暴君（the tyranny of the shoulds）、以及神經性的自尊（neurotic pride）。在金融交易

與社會中，這些概念都非常普遍，所以它們對於自我認知（self-awareness）的瞭解有不可忽略的重要性，猶如先前的討論，自我認知是個人任何改變與成長的第一步驟，對於交易者更是如此。

我認為，在金融圈內，自我認知的重要性遠勝過其他行業。我有明確的理由支持這項看法，你交易的時候，法官的鎚子每天都會敲在帳冊上。醫生可以掩飾自己的錯誤而告訴病患的親屬，「我已經盡力了，但…」律師在結辯的前一天晚上，可以徹夜喝酒，輸了官司的時候，他可以說服自己與客戶，陪審團的立場不公正。然而，一位交易者無法欺騙任何人，也無法說服任何人。市場是最後的審判者，每天都會下達判決。所以，我認為，對於一位成功的交易者、投機者或投資者來說，瞭解謬誤的自尊系統究竟如何運作，絕對有其重要性。

你的邪惡雙生兄弟：理想化的自我形象

你可以將「既定的潛力」視為是核心的自我，它是生命希望實現的對象。不幸地，許多人經常追求一組謬誤的潛力，這是我們在自己發現的過程中，所賴以防範痛苦的工具。我們發展出一種雙重的自我，並使自己陷入內在的衝突中。一方面，核心自我——我們的生命應該如何的一種標準——始終存在，我們自然希望實現真正的潛力。然而，另一方面，我們卻發展出一位「邪惡的雙生兄弟」，試圖凸顯不切實際而理想化的潛力，破壞核心自我的成長。

透過想像力，這位邪惡的雙生兄弟建立一座堡壘，防範我

們感知充滿敵意的現實。基於保護的緣故，「不知不覺地，想像力開始發揮功能，並創造出一個自我的理想化形象。在這個程序中，它讓自己俱備無限的權力與超凡的能力；它成爲一位英雄、天才、情聖與神祇。」

追求榮耀

根據前幾章建立的心智模型，我們的行動是由潛意識中的價值觀與信念驅動。根據Horney博士的見解，如果人們採用一種自我的理想化形象以防範基本的憂慮②，則以模型來做合理的推論，人們會試圖把理想化的自我形象實際化。引用Horney博士的說法：

…自我理想化不可避免地會演變爲一種更廣泛的慾望，我建議稱它爲…「追求榮耀」。自我理想化始終保持中心的地位。其中的其他成份，永遠都會呈現——雖然不同情況會有不同程度的力量與認知——對於完美與神經性野心的需求，以及一種報復性勝利的需求。

完美的需要，這與大多數人都有關係。錯誤與痛苦是人生中必然的成份，這是最難以接受的事實之一。我要提出一個問題：「這爲什麼如此難以接受？」

我想這可能是因爲它違反了理想化的自我形象。如果我們自認完美，我們應該不會犯錯，我們應該不會蒙受痛苦，我們應該能與任何人相處，我們應該可以說服每一個人，我們應該…。

應該，應該，應該。完美的需求反映出一組僵化的「應該」與「禁忌」，它們是理想化自我形象的必要條件。前一章的例子曾經提及一位交易員，他採用全然不切實際的標準評估成功。這類人可能便是受到理想化自我形象所主導。

以交易員的身份來說，我有一項嚴重的弱點，它至少一部份是來自於完美的需要。在市場的主要轉折過程中，我經常稱自己為「完美主義者」。自從1971年以來，我僅錯失兩個主要的下跌行情，其他的行情走勢我都能精確判定轉折點。然而，如果誤判轉折點時，我總是非常不願意進場順勢交易，這是相當嚴重的缺點。例如，在1990年7月底，我正等待賣空的機會，在我還沒有建立部位之前，伊拉克的海珊突然攻擊科威特，使我措手不及。

我看著價格一路挫跌，卻無法迫使自己在下跌的過程中進場賣空。如果我採取行動，至少可以獲得10%的利潤，但我並沒有這麼做…一旦錯失了高點，我總是擔心在低點賣空。

另一個例子發生在1989年，我未留意商品市場某些的發展，並因此錯失了理想的買進或賣空機會，我對自己非常生氣。身為交易者，我確實應該留意市場的發展，但身為人類與生意人，我當時的注意力並沒有擺在市場中。然而，我無法接受這個解釋，並因為不是一位完美的交易者而對自己非常不滿。

這兩個例子都說明追求完美的需求如何影響我們的生命。完美的需求是一種非常激烈的力量，我準備在「應該的暴君」

一節再做完整的討論。

神經性的野心（neurotic ambition）——追求外在成功的強制性慾望——即是追求榮耀的一個層面，這種特質在「華爾街」尤其普遍。這個現象並不令人訝異，因為這類野心需要在競爭性的環境中受到滋潤，而「華爾街」極具競爭性。

神經性的野心是試圖證明與實現非凡的個人特質。一個缺乏真正自信心的人，將追求較高的地位，達成Nathaniel Branden所謂的「虛假的自尊」（pseudo self-esteem）。在神經上充滿野心的人，相信自己是天才或無所不能，他們需要以外在的成就證明自己。這種人爲了將理想化的自我實際化，他們必須追求「最佳」，並被認爲「最佳」。

然而，由於追求的理想在本質上屬於想像與不可能，所以一切勢必徒勞無功。因此，這些試圖將理想化自我實際化的人，他們永遠無法停止追求。停止追求需要承認他們對於自己與對於世界的觀點錯誤。基於這個理由，神經上具有野心的人，特色之一經常是才華橫溢，他們追求的一切在性質上都屬於強制性，而且永遠無法真正體會個人的成就感。Ivan Boeskey便是典型的例子。他以金錢——而不是自己的努力——購買成功，這並不是完全爲了金錢，而是因爲神經性的野心。

神經性的野心以及對於成功與財富真正的需求，兩者之間經常有明顯的差異。這種差異反映在個人的動機上，以及在目標達成時的情緒反應上。對於神經上具有野心的人來說，生命不被視爲是一種程序，而是通往不可能未來的途徑。行動僅是一種宣洩：「他們獲得更多的金錢、更崇高的地位、更大的權

勢時，他們也將感覺徒勞無益的衝擊。他們不會因此覺得心靈的平靜、內在的安全感或生活的樂趣。他們追求榮耀的魅影，卻無法平息內在的沮喪。」

我說神經性的野心在「華爾街」尤其普遍，我並不是指大多數人都有追求外在成功的強制性神經慾望。然而，我相信金融圈內，許多人（尤其是交易員）都有強烈的神經性野心成份。

「如果我富有，則我將很快樂。」每當我們閃過這個念頭時，那便是神經性野心在作祟。在這類觀念的表面之下，蘊涵著謬誤與理想化的信念，認為如果我們富有，便會或能夠如何。「精疲力盡」（burnout）也是神經性野心的症候，尤其是過氣的成功交易者。追求榮耀的徒勞行為終究會使人精疲力盡。我們的慾望是否或多寡來自於神經性的野心，這是自我認知的重點之一；它會破壞我們享受人生過程的能力。

就造成的傷害與痛苦來說，追求榮耀最嚴重的影響是對於報復性勝利（vindictive triumph）的需求。這個成份在大多數人身上並不非常明顯，但每個人多少都沾染這種色彩。Horney博士認為：

〔報復性勝利的需求〕可能和實現個人成就與成功有著密切關係，若是如此，主要的目標便是羞辱他人，或以自身的成功擊敗他人；或是取得權勢與地位使他人受苦——通常都是以羞辱的方式表現。另一方面，由於追求超凡入聖的境界僅是一種幻想而已，所以報復性勝利的需求在表現上便成為是一種不可抵擋

而無意識的衝動，主要是在於挫敗或凌駕他人。我稱此爲「報復性」，因爲其動機來自於報復孩童時期所受的羞辱——這種衝動在後來的神經發展上又受到強化。

在「華爾街」這部電影中，Gordon Gecko的特性便充分反映報復性勝利的需求。Gecko擁有龐大的財富與權勢，主要便是基於報復性勝利的需求。他並不是根據世俗標準而以金錢的多寡衡量成功與失敗。他是以操控市場的能力衡量成功，並在這個過程中傷害與控制相關的人。在這種衝動的驅使下，他將一位（在神經上）野心勃勃的年輕人納爲羽翼，Gecko利用他摧毀任何妨礙理想化自我形象的敵人。

進一步說明以前，我希望提出一點澄清，「華爾街」這部電影使我很生氣，因爲它由謬誤的角度形容「華爾街」的運作方式。它暗示具有權勢的人們，尤其是在購併活動中，大多是陰險狡猾而充滿報復心理。「華爾街」確實有Gordon Gecko這種人，但並不普遍；成功的人一般仰賴的是能力，而不是寄生的行爲。我在一個電視節目中聽說，「華爾街」作者Oliver Stone的父親是一位股票經紀人。作者如此污衊他父親的職業相當有趣。或許報復性勝利的需求便是他的動機根源，誰知道？

雖然如此，在現實世界中，許多大企業內確實存在「政治性」的運作與「勾心鬥角」的活動，Gecko具體反映出這些成份。另外，他也具體反映一般人受到傷害時的報復心理。

報復性勝利的需求，本質上是一種破壞性的衝動，會傷害自己與周遭的人。它經常以明目張膽的方式表現。例如，我曾

與一位交易員共事，他最心愛的一本書便是馬基維利（Machiavelli）所著的「君王論」（The Prince）；他每天都與這本書同枕共眠。我看著他利用同事間的友誼與信賴，迫使同事遭到解雇。我質疑他的道德觀時，他回答，「如果你希望在這個世界上高人一等，你就必須這麼做。」

我並不認為，「追求榮耀」在每個人身上都是非常重要的衝動；我也不認為，這個世界上充滿這種無助的神經病患。然而，我確實相信，幾乎每個人身上多少都有追求榮耀的成份，並導致許多無謂的錯誤、失敗與痛苦；尤其是金融交易者。可是，這些衝動都深深隱藏在內心而難以認知，並且混雜在健康的動機中。所以，我們必須能夠辨識來自於追求榮耀的動機。

強制與想像

就特質上來說，來自於追求榮耀的動機與健康的動機有兩點不同：一是強制性（compulsive）的特質，一是Horney博士所謂的「想像的特質」（imaginative character）。

強制性的行為，是指其動機來自於規避錯誤感知的痛苦。根據Horney博士的說法：

我們稱某種慾望為強制性，是指它不同於自然的（spontaneous）慾望。後者來自於真正的自我，前者是由神經結構的內在需求決定。為了避免憂慮、被他人拒絕、罪惡感、衝突、以及其他類似的痛苦感受，個人必須壓抑真正的慾望、感受與利益，而遵照強制性慾望的指示。換言之，規避某種危險時，自然

與強制的差別，也就是「我希望」與「我必須」的差別。

這項評論完全符合我們在第十四與十五章所提的腦部模型。我們雖然俱備意識上的意圖，卻經常受到內在動機所驅使，它們來自於潛意識中我們未認知的價值與反價值。在追求榮耀的過程中，我們被迫採取行動，並使理想化的自我形象免於受損。所以，我們受到追求榮耀的慾望驅使時，行為上將呈現一種特色：不顧自身的最佳利益，採取強制性的行為，追求榮耀的強制性特質，可以使人「漠視真理，而不論這項真理是關係自身、他人或單純的事實。」例如，我們在第十三章曾經討論交易者約翰，他認為債券價格「必須下跌」。他實際上的意思是：「我的判斷必須正確！」再舉一個例子，對於絕大部份人來說，他們關心「自己正確」的程度遠超過事實的真相。

除了強制性以外，追求榮耀的想像力特質也頗值得重視。想像力（imagination）是一種美妙的能力。它使我們可以將自己投射至未來，在心智上可以重新整理現實中的對象，以設定目標，使它們具有可行性與意義。然而，如果我們的行為只是基於純粹的想像，則想像力是一種破壞性的工具。

願望被視為是權利時

理想化的自我形象與榮耀的追求，都是想像力的產物，而且唯有不斷透過想像力的運作，才可以維繫。以這種方式運用想像力，它將成為一種自欺與尋找合理化藉口的工具。事實上，在追求榮耀的過程中，我們是生存在虛渺的幻境。易受騙

的潛意識將虛渺的幻境視爲現實時，願望將轉化爲對於現實的請求權利（wishes become claims on reality）。

前一章曾經提及，我們必須留意自己與自己的對話，尤其是對自己提出的問題。我建議你防範某些問題，例如：「這種事情怎麼會發生在我身上？他（她）怎麼可以這樣對我？這個世界爲什麼這麼不公平？」不妨考慮這些問題的意涵。

當你問，「這種事情怎麼會發生在我身上？」這是否意味你有權利要求更多，這是老天爺或命運欠你的？當你問，「他（她）怎麼可以這樣對我？」這是否意味著其他的人應該自動地瞭解你，並提供你需要的一切？這是否意味著其他人必須迎合你的需要？當你問，「這個世界爲什麼這麼不公平？」這是否意味現實世界並不符合世界應該有的定義？

我認爲正是如此，我認爲所有的意涵都顯示，願望已經被轉化爲對於現實的請求權。這更反映出一種潛意識的信念，現實應該遵從你的需要，而不是你的需要應該回應現實、你的目標、以及個人感受的事實。

所有被視爲是權利的慾望，都具有一個特色，它們被視爲是不受法則管轄的例外。它們就是不一樣；它們是少數真正瞭解愛、正義、人性……的人特有的權利。以交易員來說，他們雖然瞭解交易守則的必要性，但其「超絕的智慧」使他們得以不受限於交易守則。行情出現不利走勢時，他們會有強烈的不公平感受。

將需求視爲權利的人，不願意承擔失敗的責任，不願意處

理現實的問題，僅根據自身願望判定真理與謬誤、對與錯、敵與友。這種與現實全然無關的願望，將成為評估一切的標準。

我在本章之初曾經說過，人們的自欺能力使我非常困惑。現在，對於旁觀者來說，我瞭解自欺深植於被視為權利的願望中——換言之，存在於追求榮耀所驅動的想像力中——這些人幾乎不能夠辨識真理與合理化藉口之間的差異。Horney 博士認為：

神經性的請求權利…是以自身之外的世界為對象：他嘗試主張一種例外的權利，這是他特有的權利。他覺得自己有權利不受任何限制而生活在虛幻世界中，他實際上認為自己超越一切。他無法維繫理想化的自我時，他所俱備的權利使他可以將失敗的責任歸咎於外在因素。

你與這類人交談時，不論你的見解多麼合理與具有說服力，即使費盡口舌，他們就是聽不見你的話，因為經過扭曲的現實會過濾他們的感知與認知。

自欺並不是意識的抉擇，它是在潛意識系統內經過長期發展而成。在心智中，它被視為真理而受到周全的保護，唯有現實當面挑戰它時，人們才會覺得受到威脅。即使如此，他們還是會訴諸於理想化的思考模式，例如：「我還沒有達到那種層次，但總有一天，我到達完美境界時，我會得到應有的報酬。」

有一句俗諺說，「你無法改變他人的見解，他們必須自己

改變。」一般來說，唯有整個世界都在他們面前崩解，唯有他們已經毫無退路而只有向前時，人們才會考慮改變。我討論這些內容，是希望你不要陷入追求榮耀的惡性循環中。不要被逼到牆角而毫無退路。

身處絕境並不是改變的必要條件。由現在開始，觀察我所提的症狀。一切只要面對自己的問題，並承擔責任。

犯錯是金融交易的一部份。現實直接向你挑戰時，儘可能試問自己，你的什麼行為導致這一切；這不應該以自責的方式為之，而應該將它視為是積極改變與成長的機會。

應該的暴君

根據截至目前的討論，可能導致一項結論，自我的理想化與其造成的追求榮耀，將形成一種傲慢的自我偏執（arrogant egomaniac），但這是因為我僅簡略討論追求完美的需求。假定在某種程度上，人們會建立超凡的自我形象，則在潛意識中，他們將「被迫」與這個形象共處，不論它是如何的不切合實際：

他的心智保持著完美的形象，並在無意識中對自己說，「不論你實際上是多麼醜陋的生物；你應該是如此；理想化的自我才是最重要者。你應該容忍一切，應該瞭解一切，應該與每一個人融洽共處，應該具有生產力…因為它們都是屬於無情的應該，所以我稱為「應該的暴君」。

在需求完美的表面之下，基本上是一種不滿意與缺乏自我價值（self-esteem）的感覺。追求完美僅是一種盾牌，以防範心智認知這種基本上的不滿意。這些人僅要保持著完美的形象，並追求它，則他們便可以感受自身的價值，甚至於呈現優越感。他們自認為是人類中的少數優秀份子，願意做必要的犧牲而使「真正的」自我實際化。他們將別人的快樂都視為是「膚淺」或「虛假」。唯有他們，以及少數「理想的女人」或「理想的男人」（這些理想的人是他們希望而不曾遇見的人），才理解這類的榮耀。然而，在最根本之處，卻是缺乏真實的自我價值感，而這種感覺會以不同的方式浮出表面。

在追求榮耀的所有動機中，我相信需求完美是最重要者，而它反映在應該的暴君中。真正而自我選擇的價值觀與目標被擱置一旁，他在潛意識中受到完美的需求所驅動，並採用一套內部指令的僵化系統，「它包括…〔他〕應該能夠做、能夠成為、能夠感覺、能夠知道——以及不應該的禁忌。」

每個人都需要仰賴真正的價值與反價值系統，並以其做為行為的準則，但這與上述的僵化系統之間通常都有明顯的差異。所以，我們必須瞭解兩者之間的主要差異，以辨識真正而有益的價值觀與信念，以及追求完美所關連的應該或內部的指令。

第一，「應該」或內部的指令，並未考慮其可行性。人們相信他們應該同時是完美的交易者、完美的丈夫（妻子）、完美的父親（母親）、完美的音樂家與完美的運動選手。他們應該可以輕而易舉地解決自身與他人的問題。

第二，「應該」並不考慮成就所必要俱備的條件。因此，交易者可能瞭解，他必須俱備充分的市場知識才可以有效地交易，但他認為讀一、兩本書便足夠了。就如同任何技巧一樣，一位優秀的交易者需要長期的學習，每天專心研究，但他會故意忽略這項事實。在這種情況下，交易者不可避免地會犯錯，而且無法透過學習來修正。他不會把失敗歸因於知識不足，而會歸咎於某些的外部因素。

第三，內部指令的運作「不理會自身的心靈條件——他當時所能夠感覺或做的條件。」他絕對不應該感覺受傷害、他絕對不應該感覺忿怒、他絕對不應該缺乏工作的慾望…。「他就是對自己下達絕對的指令，完全否決或漠視實際存在的缺失。」

第四，「應該」具有抽象的性質——它們缺乏道德理想所俱備之真正與自然的特質。我的意思是，「應該」本身被視為是目的，而不是達成目的的手段。

前一章曾經討論人們對於自己設定的侷限性價值觀與信念。你是否察覺，在應該的暴君與侷限性的聯想之間存在著關連？再次地，應該的暴君會反映在你對自己與他人的對話中。

如果你對自己說「我必須」，你已經把行為的動機，由自身的宗旨與目的中，轉移至外在的因素，結果你體驗的並不是你自己的行為。

如果你對自己說「我必須能夠」，你已經剝奪自己由錯誤中學習的機會——因為你會忙著責怪自己的錯誤，而無法由客

觀與積極的角度來觀察自己所犯的錯誤。

追求完美的人，試圖把自身與理想化的自我形象和內部的指令視為是一體：

在意識或潛意識中，〔他試圖〕以自己的標準為傲。他不會質疑它們的有效性，並嘗試透過某種方法將它們實際化。他可能以實際行為試圖實現它們。他應該是每個人推崇的對象；他對於每一件事的知識都應該優於每一個人；他絕不應該犯錯；他嘗試的每一件事絕不該失敗…而且，在他的心智中，他確實自認符合這些超級標準。他的傲慢甚至不考慮犯錯的可能性；萬一發生錯誤，他可以歸咎於外部因素。他專斷設定的正確性是如此的僵化，所以他的心智根本不可能犯錯。

在一組特定的「應該」驅使下，透過遵循「應該」追求完美，他們必須嚴重地逃避現實。這些人要求讚美、尊敬與盲目的服從。他們可能非常慷慨而迷人，尤其是對於願意讚美他們的新來者。他們試圖征服異性、影響周遭的朋友、蒐集奇珍異品…。

對於這些人來說，「他們是什麼」與「他們應該是什麼」，兩者之間沒有明顯的差別。然而，不論如何嘗試，他們永遠必須面對一個潛在的事實：他們的「應該」實際上無法達成。

由於追求完美的需求如此強烈，他們經常希望掌握有形的

成就與能力。我不希望指名道姓，但我認識幾位這類型的交易員。毫無例外地，他們在自己擅長的領域內都有一定的水準，非常慷慨地分享他們的知識，個性迷人而願意與人談論。然而，同樣毫無例外地，在某些他們認為重要的領域內，他們拒絕辯論與質疑。

一般來說，行情出現不利走勢時，他們責怪市場中每個人的「愚蠢」。他們的藉口經常是：「我的反應較市場快了一步。」在極少數的情況下，他們也會承認錯誤，但他們的犯錯理由僅對於自己有說服力。我發覺他們最重要的特色之一是固執己見，不但交易上如此，對於經濟、政治、人際關係或其他一切也都是如此。

我相信他們的固執可以反映潛意識中，抗拒健康的學習與成長程序的程度。由於他們主要是專注於自我的榮耀，超過某種程度的挑戰將危及他們的幻想，所以便產生了固執。

將自身附著於想像而理想化的愛（love），以期解決本身的憂慮，這種情況又完全不同。追求完美的人會盡其所能遵循「應該」，而追求以「愛」做為解決之道的人，發覺自己完全無法符合內部指令。結果，他們認為如果可以達成理想的愛，將釋放出內部的力量，並使他們得以符合內部指令的暴君。

我不想進一步討論這方面的細節，這類人經常會以一種全然的認同，將自己依附某人之上，後者通常是追求完美的人。他們成為依附者，不會質疑他們依附的人。他們大多屬於差勁的交易員，因為他們缺乏專注、自信心、獨立判斷的能力、以及遵循交易守則的決心。

對於強調「自由」的人，他們會有抗拒內部指令的傾向：

由於自由——根據他的解釋——非常重要，他對於任何的強制（coercion）都極度敏感。他可能以被動的方式來抗拒。於是，對於他感覺該做的每一件事，不論是閱讀一本書，或是與他的妻子做愛，都會變為——在他的心目中——強制，並在意識或無意識中憎惡它們，使他覺得無精打采。如果他有所反應的話，都是在內部抗拒的衝動下進行。

他也可能以積極的方式反抗應該。他可能試圖將它拋諸腦後，或走向相反的極端，堅持在他高興的時候做他高興做的事。反抗可能非常劇烈，這經常是一種絕望性的反抗。如果他不能成為虔誠、純正與誠摯，便徹底的「壞」，雜交、說謊與冒犯他人。

不論以什麼形式反抗，追求這類「自由」絕對無法成為成功的交易者，因為只要提及「紀律」，他便有強制的感覺。另外，如果任何人這種方式反抗，必然也不願意擬定計劃。

我認識的這類交易員中，個性通常都很極端。某些時候，他們可以堅持交易守則而交易得相當順利，接著便在一筆非常龐大的交易中，損失他們三週累積的獲利。似乎當他們堅持交易守則而成功的時候，將迫使他們違反交易守則，並在抗拒的心理下拋棄獲利。

應該的暴君不論以什麼形式呈現，都蘊含著可怕的力量。道德的強制性力量驅使暴君的子民們向前進，並由一個魅影指

引：神經性的自尊。

真實的自尊/謬誤的自尊

真正的自尊是一種成就感，它來自於達成自我實現過程中建立的價值。神經性的自尊是一種虛幻的成就感，它來自於達成一種或數種的內部指令。

神經性自尊是人無法改變的根本原因，令人停留在悲慘的境地，而非常諷刺地，這也提供他們繼續向前的動力。人們試圖以「應該」的成就，取代真正的價值成就，便會產生謬誤自尊的結果。這是一種特殊的感覺，它來自於理想化的自我與想像的潛能。

然而，核心的自我始終存在。它不斷提醒我們，追逐竹桿上綁著的紅蘿蔔並沒有任何意義。如果我們希望達成生命中期待的結果，追求的價值與目標必須反映真實的自我，以及我們與世界的關係。我們需要學習傾聽自我的聲音，當它說：「這裡出了差錯」，我們必須掌握這稍縱即逝的機會。

如果你缺乏動機達成目標；如果你認為命運欠你某些特殊的待遇；如果你認為達成目標並沒有意義；如果你覺得與自己之間產生疏離；如果你發覺我在本章討論的某些情況適用你；則你必須在最基本的層次上自我挑戰，並質疑自己最深層的動機。若是如此，你將發覺謬誤的自尊系統在運作著。

你有能力克服謬誤的自尊。最困難而首要的步驟，是體認它的存在。挑戰謬誤的自尊，割捨理想化的自我形象。拋棄應

該的暴君而根據真正的價值觀行動，這會導致情緒上的痛苦。在追求榮耀的過程中，形成的信念與聯想對你有至高的重要性，所以可能非常難以割捨。

200 萬年前，我們的祖先面臨危險的時候，他們的判斷必須正確，否則便是死亡。相反地，在金融交易中，錯誤是一種不可避免的成份。謬誤自尊造成的不願意承認錯誤，使大多數交易者無法成功。這種基本的心理，破壞他們遵循交易守則的能力。

不論身為交易者或個人，你都有所抉擇。你可以讓追求榮耀的情緒主導你的行為，並忽略事實；或者，你可以認定必須透過學習才能成長，學習將來自於錯誤。你勢必會犯錯——你有時候會獲勝，有時候也會失敗。當你犯錯的時候，你需要分析錯誤，並因此改變自己的行為，如此才能成長。這種程序將不斷地增進你的技巧，並提昇自我的價值。以一致性的態度練習，將造成真正的自尊感，並由交易中獲得穩定的利潤。

務必記住，你在挑戰謬誤的自尊，並捨棄所追求的榮耀時，其中不論涉及多麼嚴重的痛苦，都是必要的經歷，否則它們將剝奪你由真正的成長與成就中享有愉悅與寧靜。運用本章與先前章節提供的知識，你可以克服謬誤的自尊，並發現真正的自尊是來自於「既有潛能的實際化」（actualizing your given potentialities）。

附註：

- ① Dr. Karen Horney, *Neurosis and Human Growth* (New York, W. W. Norton & Company, Inc., 1950)。除非另有說明，否則本章引用的文字皆出自本

書。

- ② 根據Horney博士的說法，基本的憂慮是一種根深蒂固的感覺，「在充滿敵意的世界裡，一種被孤立與無助的感覺。」

19

19

19

19

19

19

19

19

19

19

19

19

19

19

19

19

19

19

19

19

19

19

第十七章

追尋個人的自由

本書最初，我曾經說過，自由（freedom）不僅僅代表政治上的自由（liberty）；它代表一種根據自己的理想與希望過活的能力，這需要一種全然獨立的經濟條件，唯有赤裸裸地搶劫或自身的愚蠢才可能喪失的狀況。事實上，它的涵意不僅如此而已。它意味著你可以不受到經濟能力的限制，盡情享受人生的歡樂。然而，你在任何情況下都無需擔憂你自己與家人的生活時，更容易達成自由。

我看著我的小女兒Janene時，總是忍不住微笑。她身上散發出一種生命的狂喜，這是很少人所俱備的特質，我希望她一生都能夠維持這項氣質。以12歲的年紀，她曾經寫了一首詩，其中一段即反映出這種生命狂喜的韻味：

美好的事物很少時，不要專注於邪惡，

這個世界無需完美便能得到我的熱愛。

Ayn Rand也以較精緻的手法表達幾乎相同的觀點，「價值——而不是災難——才是目標，首要的考量，生命的動力。」Janene的詩與Rand的評論都蘊涵著相同的精神：雖然人們與世界都不完美，雖然痛苦與災難確實存在，但它們並不是、也不

應該是生命的重點。

對許多人來說，災難與痛苦是生命的重點。這並不是說他們會深入思考痛苦與災難。某些人確實會如此，但一般都是情不自禁地專注於痛苦。他們花費的時間與精力不是用來追求價值，而是用來避免痛苦。這使痛苦成為生命的重點。

你不能追求負面的東西。根據定義，如果避免痛苦成為生命的重點，積極的行動便受到侷限。如果你允許痛苦成為生命的主導力量，將破壞自己的思考與成長的能力。你或許會躲入表面上安全的沉悶生活裡，或是追求榮耀，但兩者都使你無法享受生命過程中原本存在的熱情。

生命中原本充滿風險。你的每一個行動，每一項抉擇，其中都有錯誤與失敗的可能。我對於這一切的體會可能較深，因為我的生活必須以客觀的方式控制市場的風險。如果你無法接受風險、失敗與痛苦是交易程序的一部份，你便不應該從事交易——否則你將發生虧損，或交易將是一種悲慘的活動。

身為交易者，維持心智平衡最根本的條件，是建立自己擁有信心的部位，而且必須瞭解你的工作、思想與接受風險的意願，都可能不會帶來報酬。更重要者，失敗時，你必須願意繼續。你必須願意接受痛苦，因為誠實與成長經常都伴隨著它。

生命中的每一個層面都是如此。

許多人經常喜歡使用「愛」這個字眼，這使我在使用它時覺得相當猶豫。然而，生命中的每一項行動都應該出自於愛，它的精義是自我的施捨（giving of yourself）。讓我說清楚，

我並不是說無私或犧牲的施捨，不是一種不期待回報的施捨（我認為這是不可能的），而是在施捨中知道自己可能無法得到報酬，並且在你沒有得到報酬時，你還能再度施捨。

我所謂的施捨是指貢獻與給予。將自己貢獻給世界；在交易中提供你的產品與服務；貢獻你的成就、生產力、精力、思想與觀念：所有這一切都將在精神上與物質上豐富人的生命。

以這種方式施捨，你的報酬將數以倍計——不論是以金錢衡量，或是以經驗的快樂來表示。這不是「給予與取得」，不是「給予而汝將得到」；這是「在交易中給予與取得」。

你可以運用你的心智施捨自己——讓自己致力於學習與成長——並因此取得新的機會與經驗。透過自己的行為與努力，你可以讓自己擁有新的抉擇與可行性。你可以讓自己在市場上承擔風險，並取得財務上的效益。你可以開放自己而施捨給他人，讓人們瞭解真正的你，丟棄那原本防範他人傷害或拒絕你的保護盾牌，你將因此獲得特殊的友誼回報，以及反映你靈魂的真正知己。

開放自己而承受生命的風險，這或許令人害怕，但實際上你別無其他選擇。人生難免受苦。

你沒有逃避風險的自由。你沒有免於恐懼的自由。你沒有規避痛苦的自由。你沒有不承受失敗可能性的自由。然而，你有自由接受這一切為你生命的一部份，而且是最不重要的一部份。

這並不是說風險、恐懼、痛苦與失敗都不重要。本書的第

I篇完全用來說明如何侷限市場的風險，並儘可能掌握有利的勝算。第II篇，我以相當的篇幅說明如何管理逃避痛苦的慾望，並有效地運用這個慾望。是的，它們都很重要，但問題是如何看待它們的重要性——它們的地位與整合。

追尋個人的自由，並不是說你可以不計後果，而隨心所欲地做你想做的事。這並不是說生命可以免除痛苦、錯誤與失敗。這也不是說「吞噬你的情緒」而假裝它們不存在。

追尋個人的自由，意味著能夠全然地施捨給你自己、工作與他人。這意味著能夠建立真正的動機，控制自己的機能，例如：避免痛苦的需求與追求快樂的慾望，並指向相同的目標。然而，最重要者，這意味著學習享有生命過程中的愉悅。

在你追求個人自由的過程中，我希望本書能夠協助你。

祝你幸運，交易順利！

術語一覽表

A

騰落線 (advance/decline line) 衡量市場走勢的一種指標，它由證券價格的上漲家數（某天股價上漲的家數）與下跌家數（某天股價下跌的家數）差值累積而成。

alpha 衡量素質的指標，以比較個股相對於大盤的績效。假定某支股票的alpha值為1，代表這支股票的績效平均每個月優於大盤1%。所以，如果大盤在六個月上漲10%，則該股票將上漲17.8%。

套利 (arbitrage) 1.根據暫時性的價格差異，同時買、賣兩種可以互換的證券，例如：兩支合併的個股。2.在某一個市場買進證券或商品，同時在另一個市場賣出相關的交易工具，試圖賺取短期的價差利潤。

賣出報價 (ask) 交易所內，商品或個別股票當時的最低賣出價格。

平價 (at-the-money) 在選擇權中，根本交易工具的價格恰好等於選擇權的履約價格。（參考：折價、溢價與選擇權。）

B

空頭 (bear) 對於市場長期趨勢持悲觀看法的人；換言之，認為市場已經或即將進入長期下跌趨勢的人。

空頭市場 (bear market) 任何市場（尤其是股票市場）的長期下降趨勢（趨勢持續數個月至數年），其中夾雜著愈來愈低的中期（涵蓋的期間為數個星期至數個月）低點與高點。

beta 它是衡量價格的波動程度。如果某支股票的beta值為2，大盤上漲10%或下跌10%時，這支股票應該分別上漲20%或下跌20%。

買進報價 (bid) 表示投資者、交易者或交易商願意以某價格買進證券或商品；另外，它也代表商品或個別股票當時最高的買進價格。

買賣報價 (bid and ask) 任何商品或個股在交易所當時的報價。買進報價是當時市場上所願意買進的最高價位。賣出報價是當時市場上願意賣出的最低價位。

大額交易 (block) 相當大量的特定股票，通常為1萬股或以上。

藍籌股 (blue chip) 某產業內的領導普通股，例如：IBM，其產品與服務被廣泛認可，盈餘績效在任何經濟環境下都有一定程度的表現。

債券殖利率 (bond yield) 將債券的票息表示為價格的百分率。

底部（bottom） 市場價格走勢在反轉向上之前的最低價位。

帳面價值（book value） 衡量普通股的每股淨值。以公司總淨值減去無形資產與優先股，再除以普通股在外流通的股數。

向下突破（break） 一種向下的價格走勢，它突破先前的重要低點，並持續向下。通常是指價格走勢經過相當期間的狹幅盤整後，向下突破。

向上突破（breakout） 一種向上的價格走勢，它突破先前的重要高點，並持續向上。它通常是指價格走勢經過相當期間的狹幅盤整後，向上突破。

經紀費用（brokerage） 登記有案的證券商或商品經紀商在執行交易指令時收取的費用，又稱佣金。

多頭（bull） 對於市場長期趨勢持樂觀看法的人；換言之，認為市場已經或即將進入長期上漲趨勢的人。

多頭市場（bull market） 任何市場（尤其是股票市場）的長期上升趨勢（趨勢持續數個月至數年），其中夾雜著愈來愈高的中期（涵蓋的期間為數個星期至數個月）低點與高點。

C

買進選擇權（call） 一種選擇權的契約，持有者有權在特定時間內，以既定價格買進特定數量的股票、債券與商品。

資本 (capital) 用於生產所得的累積資金或產品。

car 市場中的慣用語，是指一口的商品契約。

佣金 (commission) 登記有案的證券商或商品經紀商在執行股票、債券、商品或選擇權等買、賣交易指令時收取的費用。

商品 (commodity) 在現貨或期貨市場所交易的大宗商品，例如：金屬、穀物、肉類…。一般來說，商品是指期貨市場的商品而言，包括股票指數在內。

整理 (consolidation) 是指證券或商品價格在一段相當期間中處於狹幅的區間內。就技術分析上來說，整理期間通常是指某金融交易工具在此期間內，呈現大規模的進貨或出貨，所以在整理期間之後通常會出現強勁的價格走勢。

契約 (contract) 商品市場的交易單位；契約的大小在不同的市場各自不同。

修正 (correction) 一種與長期趨勢或主要趨勢（涵蓋數個月至數年的時間）相反的中期價格走勢（涵蓋數週至數個月的時間）。一般來說，中期走勢的折返幅度為主要走勢在在折返前的三分之一至三分之二。

D

當日沖銷 (day trade) 一筆交易部位由建立到了結都發生在同一天之內。

交割 (delivery) 期貨契約結算時，以擁有或控制的商品交換現金。

需求 (demand) 在市場中，取得某種產品或服務的意願或慾望。

股息 (dividend) 公司以現金、股票或資產等方式分配給股東的盈餘。股息由董事會決定。

重貼現率 (discount rate) 會員銀行向「聯邦準備區域銀行」直接借款所適用的利率。

道瓊工業指數 (Dow Jones Industrial Average) 這是美國股票市場最廣被使用的股價指數之一，它是由30支工業類股構成。

道瓊運輸指數 (Dow Jones Transportation Average) 這是美國股票市場最廣被使用的股價指數之一，它是由20支運輸類股構成。

E

盈餘 (earnings) 普通股擁有的公司淨所得，除以在外流通股數，大多數公司都是每季公佈一次（又稱為每股盈餘）。

效率市場理論 (efficient markets theory) 對於市場的一種觀點，它認為市場價格會反映所有已知的相關資訊。換言之，市場對於新資訊的反應將在瞬間完成。

交易所 (exchange) 有組織的交易場所，其會員經紀商與交易員在此交易商品、期貨、證券等交易工具。

履約 (exercise) 履行選擇權或認股權證賦予的權利。例如，普通股買進選擇權的持有者有權利根據契約上的價格買進100股普通股。

到期日 (expiration date) 選擇權契約上規定的特定日期，選擇權在此日期之後將沒有價值，所有者不再享有契約上所載的權利。

F

聯邦準備理事會 (Federal Reserve Board) 由美國總統任命的七人小組，負責擬定美國的貨幣政策，並監督「聯邦準備系統」的運作。

聯邦準備系統 (Federal Reserve System ; The Fed) 美國的中央銀行系統，主要構成份子有「聯邦準備理事會」、「聯邦公開市場操作委員會」、九個「準備區域銀行」與會員銀行。主要責任是規範貨幣與信用的流量。

聯邦基金 (Federal Funds) 銀行與某些金融機構擁有的超額準備金。這些資金可供其他銀行借取以做為法定準備金。

聯邦基金利率 (Federal Funds Rate) 金融機構相互借貸聯邦基金適用的利率。這項利率主要是受到Fed短期公開市場操作的控制。

明確報價（firm quote） 金融交易工具所實際可以買、賣的價格。

場內交易員（floor trader） 交易所的會員，他在交易所內為自己的帳戶進行交易。

聯邦公開市場委員會（The Federal Open Market Committee；FOMC） 它是「聯邦準備系統」的一個委員會，總共由12個成員構成，包括：「聯邦準備理事會」的七個成員、「紐約聯邦準備銀行」的總裁、以及八個區域銀行中的四位總裁，後者是以輪流方式擔任。委員會主要任務是擬定公開市場操作的決策。

自由準備金（free reserves） 是指整體「聯邦準備系統」持有超過法定準備的準備金。這可以代表「聯邦準備系統」存在的信用擴張潛能。

基本分析（fundamental analysis） 一種分析證券的方法，研究整體經濟與產業的狀況，以及個別公司的財務與管理狀況，並藉此評估特定公司的價值。

期貨（futures） 在未來買賣商品的標準化契約。

期貨契約（futures contract） 在未來某特定時間，於某特定地點，交割某特定類型與等級商品的標準化契約，而且它是在交易所內交易。期貨契約是一種可以轉讓的契約。

績優熱門股（glamour stock） 交易熱絡的股票，通常是指績優股而言。

成長型股票（growth stock） 一種投機性相對較高的股票類型，一般是指成立不久的公司，預期的成長相當快速。這類股票的股息通常很低，本益比很高。

H

避險（hedge） 降低既有商品或證券部位的一種投資行為，通常是建立與既有部位相反的部位。例如，某人在100美元的價位持有1萬股XYZ股票，他可以買進履約價格為98美元的100口XYZ賣出選擇權。

高價（high） 在特定期間內，商品或證券的最高交易價格。

I

通貨膨脹（inflation） 增加貨幣供給量。貨幣供給增加的數量超過產品與服務的供給增加數量，物價水準將上升。

內線（insider） 某人擁有一般大眾不知道的資訊，這項資訊可能在未來影響股票的價格。

折價（in-the-money） 具有內含價值的選擇權。對於買進選擇權而言，這是指根本交易工具的市場價格高於買進選擇權的履約價格。對於賣出選擇權而言，這是指根本交易工具的

市場價格低於買進選擇權的履約價格。

指數期貨（index futures） 以現貨市場指數做為根本交易工具的期貨契約。這與商品期貨不同，它並無有形資產可供交割，而是以契約到期時期貨契約的現貨價值來交割。

中期趨勢（intermediate-term trend） 在任何市場中，持續時間長達數週至數個月的價格走勢。

投資者（investor） 一種市場參與者，他買進證券而持有相當長的期間（數個月至數年），目的通常是取得收益或資本利得。

J

垃圾債券（junk bonds） 這是泛指擴張信用併購時，公司發行的債券，目的在於籌措資金以買進足以控制被併購公司的股票。垃圾債券與一般公司債的差別在於債券的發行數量與發行目的。這類債券之所以被稱為「垃圾」，是由於這類債券在發行後不久，其市場價值便大幅下，因為擔保債券發行之根本資產的市場價格下跌。這類債券並沒有其他的抵押擔保。

L

槓桿效果，擴張信用（leverage） 借取資金交易或投資，增加潛在的淨報酬。

擴張信用的併購（leveraged buyout） 向大眾或私人來源籌措資金，購買足以控制某公司的股份，資金的籌措方法是以

該公司的資產做爲抵押，以發行或銷售債券（垃圾債券）。

負債（liabilities） 必須支付個人或法人的債務或法定清償義務。

狹幅盤整（line） 技術分析的名詞，形容市場價格走勢在某期間內，在狹幅的區間（通常不超過5%）整理。

做多（long） 擁有證券或商品，而預期其價值或價格將上漲。

長期趨勢（long-term trend） 一般性的價格上漲或下跌走勢，持續的時間長達數個月至數年。

低價（low） 在特定期間內，商品或證券的最低交易價格。

M

主要市場指數（Major Market Index；MMI） 是20種成份股的股價指數，用以追蹤與輔助30種的「道瓊工業指數」。MMI 是由是由15道瓊成份股與另5支「紐約證券交易所」（NYSE）的掛牌交易股票構成。

操縱（manipulation） 某些情況下，這是「證券交易委員會」禁止的證券交易行爲。操縱是指以有技巧的方式（有時候是不合法的方式）影響市場價格。

保證金（margin） 在保證金帳戶內，淨值（現金）佔總

市場價值的比率。

O

賣出報價 (offer) 表示投資者、交易者或交易商願意以某價格賣出證券或商品；另外，它也代表商品或個別股票當時最低的賣出價格。

公開市場操作 (open market operation) 「聯邦公開市場委員會」買、賣政府或政府機構的證券，目的在於增加或減少銀行準備金，以控制貨幣供給。

選舉權 (option) 在一定期間內，根據特定的價格買進（買進選擇權）或賣出（賣出選擇權）特定數量證券（股票、債券、期貨…）的權利。

溢價 (out-the-money) 不具有內含價值的選擇權。對於買進選擇權而言，這是指根本交易工具的市場價格低於買進選擇權的履約價格。對於賣出選擇權而言，這是指根本交易工具的市場價格高於買進選擇權的履約價格。

超買 (overbought) 技術分析的術語，這是指市場的買進力道超過基本面支持的合理程度。

超賣 (oversold) 技術分析的術語，指市場的賣出力道超過基本面支持的合理程度。

店頭市場 (over the counter market ; OTC market) 股票的交易市場，其中的股票並未在主要的交易所掛牌。

P

權利金 (premium) 選擇權的市場價格，它取決於時間的長短、根本交易工具的價格與波動率高低。

本益比 (price/earnings ratio, PE ratio) 股票當時的價格，除以每股盈餘。

程式交易 (program trading) 透過電子方法 (通常是電腦) 以執行預定程序的交易策略。

賣出選擇權 (put) 一種選擇權的契約，持有者有權利在特定的時間內，以既定價格賣出特定數量的股票、債券與商品。

Q

報價 (quote) 交易所內對於其交易證券提供的當時買、賣價格。

R

區間 (range) 在某期間之內，特定證券或商品的價格高、低界限。

折返 (reaction) 與當時趨勢相反的價格走勢。折返與次級修正不同，前者可以發生在短期趨勢、中期趨勢或長期趨勢之內，後者則是在長期趨勢內的中期折返走勢。

壓力（resistance） 任何價格水準被市場視為是重要的高價。價格向上接近此水準時，價格走勢經常會趨緩或折返，價格向上突破時，通常會出現大幅的走勢。

S

次級折返（secondary correction） 在股票市場，這是與主要（長期）趨勢相反的中期價格走勢，通常在至少14天內出現最低5%的折返。

做空（short） 在擁有證券或期貨契約以前便賣出。持有空頭部位的人，如果不回補，則有履行交割的義務。

短期趨勢（short-term trend） 涵蓋期間在數天至數週的價格趨勢。

史坦普期貨（S&P futures） 位於芝加哥的期貨交易所，期貨契約的交易是根據史坦普500現貨指數。

投機者（speculator） 一種市場參與者，他買、賣金融交易工具是試圖由中期（數個星期至數個月）價格變動中獲利。

停損單（stop order） 這是一種交易指令，市場價格觸及或超過停損單上設定的價格時，停損單將成為市價單。

跨形價差交易（straddle） 這是由一對買進選擇權與賣出選擇權構成的價差交易部位，兩個選擇權的根本交易工具、履約價格與到期日都相同。

履約價格 (strike price) 選擇權契約上設定的價格，持有者執行選擇權時，可以根據此價格買進或賣出根本交易工具。

支撐 (support) 任何價格水準被市場視為是重要的低價。價格向下接近此水準時，價格走勢經常會趨緩或折返，價格向下突破時，通常會出現大幅的走勢。

T

併購股 (takeover stock) 任何涉及或被認為涉及併購交易的股票。

技術分析 (technical analysis) 一種預測行情的方法，完全仰賴過去的價格與成交量的行為，預測未來的價格走勢。

檔 (tick) 交易所允許的最小價格跳動單位（股票為1/8、股票選擇權為1/16...）。

頭部 (top) 任何市場在特定期間內的高價（例如：盤中的頭部、每週的頭部與長期的頭部）。

V

成交量 (volume) 在某期間內，所有權發生變化的股票股數或商品契約口數。

參考書目

- Brandon, Nathaniel. *Honoring the Self*. New York: Bantam Books, 1985.
- . *The Psychology of Self-Esteem*. New York: Bantam Books, 1981.
- Cunningham, Noble E., Jr. *In Pursuit of Reason: The Life of Thomas Jefferson*. Baton Rouge: Louisiana State University Press, 1987.
- Edwards and Magee. *Technical Analysis of Stock Trends*. Springfield Massachusetts: John Magee, 1972.
- Friedman, Milton, and Schwartz, Jacobsen. *A Monetary History of the United States 1867-1960*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1971.
- Gartley, H. M. *Profits in the Stock Market*. Pomeroy, Washington: Lambert-Gann Publishing, 1981.
- Gann, W. D. *Profits in Commodities*. Pomeroy, Washington: Lambert-Gann Publishing Co. Inc., 1976.
- Gaylin, Willard, M.D. *The Rage Written*. New York: Simon & Schuster, 1984.
- Gordon, William. *The Stock Market Indicators*. Palisades Park, New Jersey: Investors' Press Inc., 1968.
- Hazlitt, Henry. *Economics in One Lesson*. New York: Arlington House Publishers, 1979.
- Homer, Sidney. *A History of Interest Rates*, Second Edition. New Brunswick, New Jersey: Rutgers University Press, 1963.
- Horney, Karen. *Neurosis and Human Growth*. New York: Norton & Company, 1950.
- Kroll, Stanley. *The Professional Commodity Trader*. New York: Harper & Row Publishers, 1974.
- Le Bon, Gustave. *The Crowd*. New York: The Viking Press, 1973.
- Lefevre, Edwin. *Reminiscences of a Stock Operator*. New York: Doubleday, 1965.
- Lorie and Hamilton. *The Stock Market: Theories and Evidence*. Homewood, Illinois: Richard D. Irwin Inc., 1965.
- Mackay, Charles. *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of the Crowds*. New York: Harmony Books, 1980.
- McKeon, Richard. *The Basic Works of Aristotle*. New York: Random House, 1941.

Merrill, Arthur A. *Behavior of Prices on Wall Street*. Chappaqua, New York: The Analysis Press, 1966.

Pacelli, Albert Peter. *The Speculator's Edge*. New York: John Wiley & Sons.

Rand, Ayn. *Atlas Shrugged*. New York: The New American Library (Signet), 1959.

—. *The Virtue of Selfishness*. New York: The New American Library (Signet), 1965.

—. *Capitalism—The Unknown Ideal*. New York: The New American Library, 1967.

—. *Philosophy—Who Needs It?* New York: The New American Library, 1982.

Rhea, Robert. *Dow's Theory Applied to Business and Banking*. New York: Simon & Schuster, 1938.

—. *The Dow Theory*. New York: Barron's, 1932.

Robbins, Anthony. *Unlimited Power*. New York: Ballantine Books, 1987.

Seldon, G. C. *Psychology of the Stock Market*. Wells, Vermont: Fraser Publishing Co., 1965.

Schabacker, R. W. *Stock Market Theory and Practice*. New York: B.C. Forbes Publishing Co., 1930.

Schultz, Harry. *A Treasure of Wall Street Wisdom*. Palisades Park, New Jersey: Investors' Press Inc., 1966.

Schwager, Jack D. *Market Wizards*. New York: New York Institute of Finance, a division of Simon & Schuster, 1989.

Wyckoff, Peter. *Wall Street and the Stock Market*. Philadelphia: Chilton Book Co., 1972.

Von Mises, Ludwig. *Human Action*. Chicago: Contemporary Books, 1966.

—. *The Theory of Money and Credit*. Indianapolis: Liberty Classics, 1981.

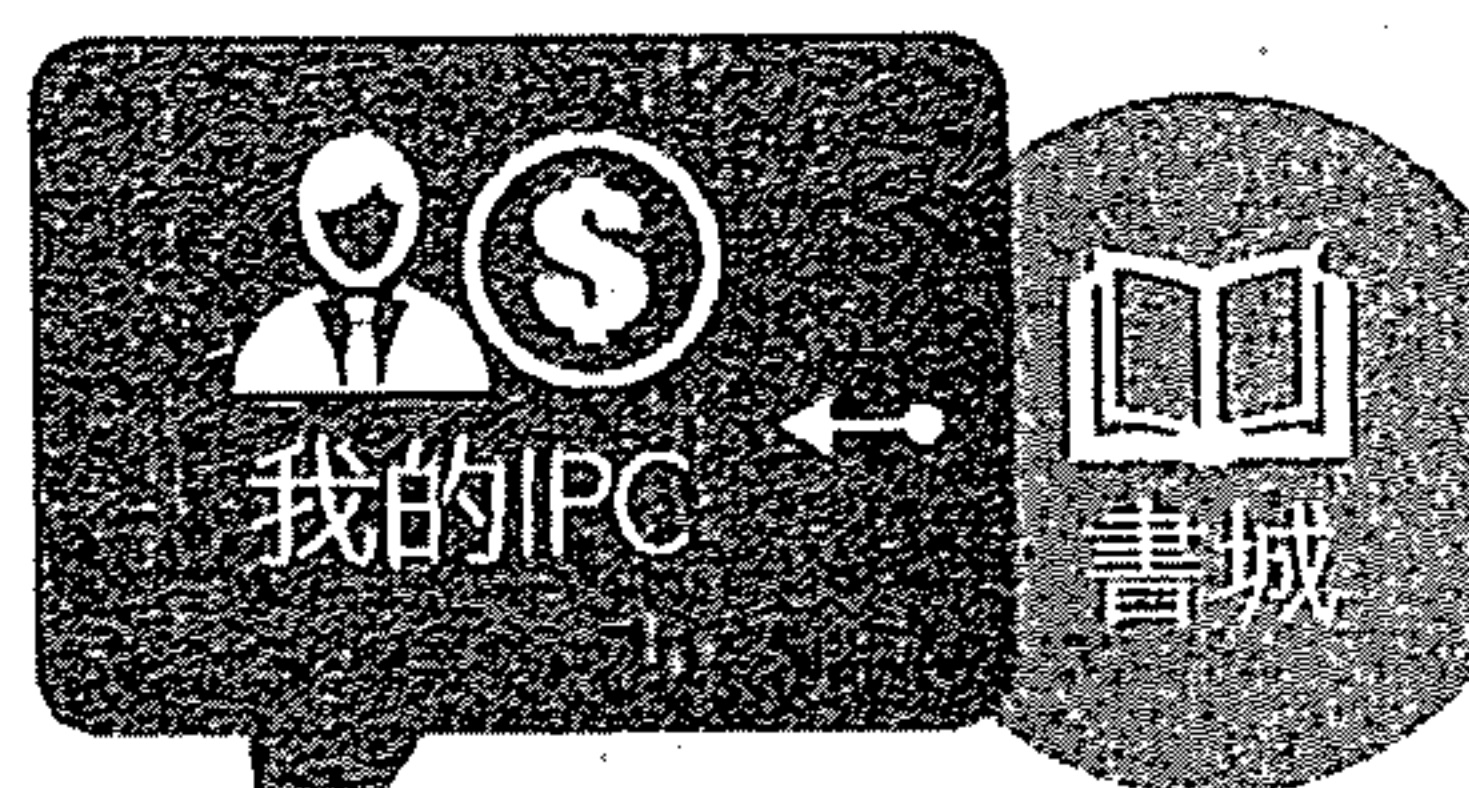
全新改版

Invest your profession

強檔上線

歡迎大家加入IPC

即可享有會員專屬優惠



>>> www.ipci.com.tw

IPC 寰宇財金網

財金趨勢與產業動態的領航家



書

財經書·我選擇寰宇!

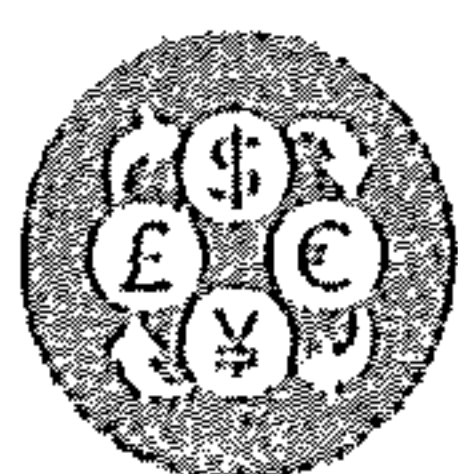
城全新改版

Invest your profession. Trade your advantage.

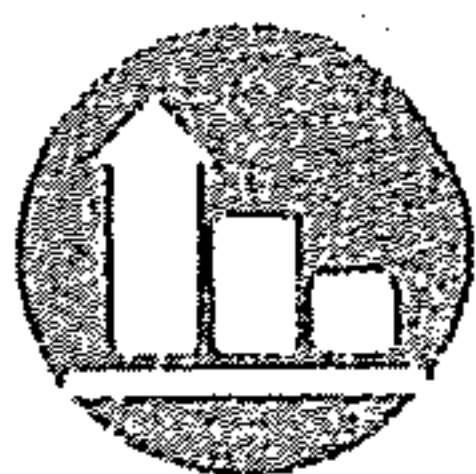
歡迎大家加入IPC 立即享優惠

強檔上線

專屬達人專區、財金主題企劃
多種全新服務將陸續強檔上線



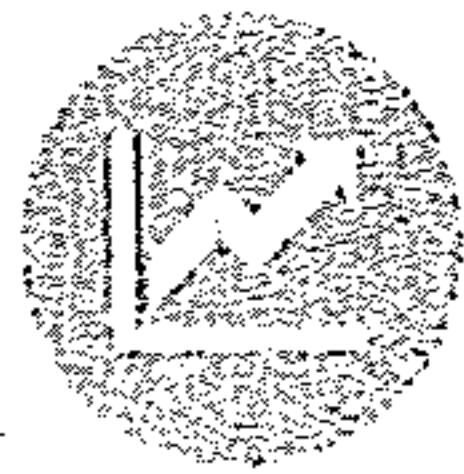
外匯



股票



投資



程式



寰宇財金網

www.inci.com.tw



震宇圖書分類

技 術 分 析

分類號	書名	書號	定價	分類號	書名	書號	定價
1	波浪理論與動量分析	F003	320	40	統計套利	F263	480
2	股票 K 線戰法	F058	600	41	探金實戰·波浪理論(系列 1)	F266	400
3	市場互動技術分析	F060	500	42	主控技術分析使用手冊	F271	500
4	股票成交當量分析	F070	300	43	費波納奇法則	F273	400
5	動能指標	F091	450	44	點睛技術分析一心法篇	F283	500
6	技術分析 & 選擇權策略	F097	380	45	J 線正字圖·線圖大革命	F291	450
7	史瓦格期貨技術分析(上)	F105	580	46	強力陰陽線(完整版)	F300	650
8	史瓦格期貨技術分析(下)	F106	400	47	買進訊號	F305	380
9	市場韻律與時效分析	F119	480	48	賣出訊號	F306	380
10	完全技術分析手冊	F137	460	49	K 線理論	F310	480
11	金融市場技術分析(上)	F155	420	50	機械化交易新解：技術指標進化論	F313	480
12	金融市場技術分析(下)	F156	420	51	趨勢交易	F323	420
13	網路當沖交易	F160	300	52	艾略特波浪理論新創見	F332	420
14	股價型態總覽(上)	F162	500	53	量價關係操作要訣	F333	550
15	股價型態總覽(下)	F163	500	54	精準獲利 K 線戰技(第二版)	F334	550
16	包寧傑帶狀操作法	F179	330	55	短線投機養成教育	F337	550
17	陰陽線詳解	F187	280	56	XQ 洩天機	F342	450
18	技術分析選股絕活	F188	240	57	當沖交易大全(第二版)	F343	400
19	主控戰略 K 線	F190	350	58	擊敗控盤者	F348	420
20	主控戰略開盤法	F194	380	59	圖解 B-Band 指標	F351	480
21	狙擊手操作法	F199	380	60	多空操作秘笈	F353	460
22	反向操作致富術	F204	260	61	主控戰略型態學	F361	480
23	掌握台股大趨勢	F206	300	62	買在起漲點	F362	450
24	主控戰略移動平均線	F207	350	63	賣在起跌點	F363	450
25	主控戰略成交量	F213	450	64	酒田戰法—圖解 80 招台股實證	F366	380
26	盤勢判讀的技巧	F215	450	65	跨市交易思維—墨菲市場互動分析新論	F367	550
27	巨波投資法	F216	480	66	漲不停的力量—黃綠紅海撈操作法	F368	480
28	20 招成功交易策略	F218	360	67	股市放空獲利術—歐尼爾教賺全圖解	F369	380
29	主控戰略即時盤態	F221	420	68	賣出的藝術—賣出時機與放空技巧	F373	600
30	多空對沖交易策略	F225	450	69	新操作生涯不是夢	F375	600
31	線形玄機	F227	360	70	新操作生涯不是夢—學習指南	F376	280
32	墨菲論市場互動分析	F229	460	71	趨向指標操作要訣	F379	360
33	主控戰略波浪理論	F233	360	72	甘氏理論(第二版)型態-價格-時間	F383	500
34	股價趨勢技術分析—典藏版(上)	F243	600	73	雙動能投資—高報酬低風險策略	F387	360
35	股價趨勢技術分析—典藏版(下)	F244	600	74	與趨勢共舞	F394	600
36	量價進化論	F254	350	75	技術分析精論第五版(上)	F395	560
37	讓證據說話的技術分析(上)	F255	350	76	技術分析精論第五版(下)	F396	500
38	讓證據說話的技術分析(下)	F256	350	77	不說謊的價量	F416	420
39	技術分析首部曲	F257	420	78	K 線理論 2：蝴蝶 K 線台股實戰法	F417	380

技 術 分 析 (續)

分類號	書名	書號	定價	分類號	書名	書號	定價
79	關鍵買賣點：突破實戰交易的科學與藝	F433	650	80	約翰墨菲視覺分析	F445	450

智 慧 投 資

分類號	書名	書號	定價	分類號	書名	書號	定價
1	股市大亨	F013	280	37	探金實戰·作手從錯中學習	F354	380
2	新股市大亨	F014	280	38	投資悍客	F356	400
3	智慧型股票投資人	F046	500	39	王力群談股市心理學	F358	420
4	超級強勢股	F076	420	40	股票作手回憶錄(完整版)	F374	600
5	與操盤贏家共舞	F174	300	41	超越大盤的獲利公式	F380	300
6	掌握股票群眾心理	F184	350	42	智慧型股票投資人(全新增訂版)	F389	800
7	掌握巴菲特選股絕技	F189	390	43	非常潛力股(經典新譯版)	F393	420
8	高勝算操盤(上)	F196	320	44	股海奇兵之散戶語錄	F398	380
9	高勝算操盤(下)	F197	270	45	投資進化論：揭開“投腦”不理性的真相	F400	500
10	透視避險基金	F209	440	46	擊敗群眾的逆向思維	F401	450
11	倪德厚夫的投機術(上)	F239	300	47	投資檢查表：基金經理人的選股秘訣	F407	580
12	倪德厚夫的投機術(下)	F240	300	48	魔球投資學(全新增訂版)	F408	500
13	圖風勢—股票交易心法	F242	300	49	操盤快思 X 投資慢想	F409	420
14	從躺椅上操作：交易心理學	F252	550	50	文化衝突：投資，還是投機？	F410	550
15	華爾街傳奇：我的生存之道	F264	280	51	非理性繁榮：股市·瘋狂·警世預言家	F411	600
16	費雪·布萊克回憶錄	F265	480	52	巴菲特 & 索羅斯之致勝投資習慣	F412	500
17	歐尼爾投資的 24 堂課	F268	300	53	客戶的遊艇在哪裡？	F414	350
18	探金實戰·李佛摩投機技巧(系列 2)	F274	320	54	投資詐騙課：識破投資騙局的五個警訊	F418	380
19	金融風暴求勝術	F278	400	55	心理學博士的深度交易課	F424	500
20	交易·創造自己的聖盃(第二版)	F282	600	56	巴菲特的繼承者們	F425	650
21	華爾街怪傑巴魯克傳	F292	500	57	為什麼總是買到賠錢股	F426	380
22	交易者的 101 堂心理訓練課	F294	500	58	約翰柏格投資常識(全新增訂 & 十周年紀念版)	F430	480
23	兩岸股市大探索(上)	F301	450	59	不存在的績效：馬多夫對沖基金騙局最終結案報告	F432	500
24	兩岸股市大探索(下)	F302	350	60	投資哲人查理蒙格傳	F435	500
25	專業投機原理 I	F303	480	61	優勢投資人交戰守則	F436	420
26	專業投機原理 II	F304	400	62	哥倫比亞商學院必修投資課	F437	700
27	探金實戰·李佛摩手稿解密(系列 3)	F308	480	63	索羅斯金融煉金術	F442	600
28	證券分析第六增訂版(上冊)	F316	700	64	股市金融怪傑	F444	580
29	證券分析第六增訂版(下冊)	F317	700	65	頂尖避險基金經理人的形成	F446	450
30	探金實戰·李佛摩資金情緒管理(系列 4)	F319	350	66	股海奇兵之贏在判讀力	F448	380
31	探金實戰·李佛摩 18 堂課(系列 5)	F325	250	67	金融怪傑(30 周年紀念版)	F450	650
32	交易贏家的 21 週全紀錄	F330	460	68	股票作手回憶錄(經典新校版)	F451	380
33	量子盤感	F339	480	69	新金融怪傑(30 周年紀念版)(上)	F452	380
34	探金實戰·作手談股市內幕(系列 6)	F345	380	70	新金融怪傑(30 周年紀念版)(下)	F453	350
35	股票作手回憶錄—註解版(上冊)	F349	600	71	新世紀金融怪傑(上)	F455	450
36	股票作手回憶錄—註解版(下冊)	F350	600	72	新世紀金融怪傑(下)	F456	450

投資策略

分類號	書名	書號	定價	分類號	書名	書號	定價
1	經濟指標圖解	F025	300	30	超級績效—金融怪傑交易之道	F370	450
2	史瓦格期貨基本分析(上)	F103	480	31	你也可以成為股市天才	F378	350
3	史瓦格期貨基本分析(下)	F104	480	32	順勢操作—多元管理的期貨交易策略	F382	550
4	操作心經：全球頂尖交易員提供的操作建議	F139	360	33	陷阱分析法	F384	480
5	股票成交量操作戰術	F182	420	34	全面交易—掌握當沖與波段獲利	F386	650
6	股票長短線致富術	F183	350	35	資產配置投資策略(全新增訂版)	F391	500
7	交易，簡單最好！	F192	320	36	波克夏沒教你的價值投資術	F392	480
8	股價走勢圖精論	F198	250	37	股市獲利倍增術(第五版)	F397	450
9	價值投資五大關鍵	F200	360	38	護城河投資勢：巴菲特獲利的唯一法則	F399	320
10	計量技術操盤策略(上)	F201	300	39	賺贏大盤的動能投資法	F402	450
11	計量技術操盤策略(下)	F202	270	40	下重注的本事	F403	350
12	震盪盤操作策略	F205	490	41	趨勢交易正典(全新增訂版)	F405	600
13	透視避險基金	F209	440	42	股市真規則	F412	580
14	看準市場脈動投機術	F211	420	43	投資人宣言：建構無懼風浪的終身投資計畫	F419	350
15	巨波投資法	F216	480	44	美股隊長操作秘笈：美股生存手冊	F420	500
16	股海奇兵	F219	350	45	傑西·李佛摩股市操盤術(中文新譯版)	F422	420
17	混沌操作法 II	F220	450	46	擊敗黑色星期一的投資鬼才：馬丁·茲威格操盤全攻略	F423	500
18	智慧型資產配置	F250	350	47	計量價值的勝率	F428	500
19	混沌操作法新解	F270	400	48	尋找股價震盪前的下一個星巴克、麥當勞、沃爾瑪與全食超市	F429	500
20	在家投資致富術	F289	420	49	股海奇兵之成長型投資	F431	280
21	看經濟大環境決定投資	F293	380	50	超級績效 2：投資冠軍的操盤思維	F434	450
22	高勝算交易策略	F296	450	51	21世紀價值投資	F438	500
23	散戶升級的必修課	F297	400	52	耶魯操盤手：非典型成功	F439	500
24	他們如何超越歐尼爾	F329	500	53	超級績效 3：動能大師圓桌論壇	F440	420
25	交易，趨勢雲	F335	380	54	尋找超值股：解決投資難題的價值檢定程序	F441	420
26	沒人教你的基本面投資術	F338	420	55	股票交易精鍊手冊	F443	420
27	隨波逐流～台灣 50 平衡比例投資法	F341	380	56	順勢交易：多空策略實作指引	F447	450
28	李佛摩操盤術詳解	F344	400	57	當沖專業原理	F449	500
29	用賭場思維交易就對了	F347	460	58	笑傲股市：歐尼爾投資致富經典	F454	500

程式交易

分類號	書名	書號	定價	分類號	書名	書號	定價
1	高勝算操盤(上)	F196	320	9	交易策略評估與最佳化(第二版)	F299	500
2	高勝算操盤(下)	F197	270	10	全民貨幣戰爭首部曲	F307	450
3	狙擊手操作法	F199	380	11	HSP 計量操盤策略	F309	400
4	計量技術操盤策略(上)	F201	300	12	MultiCharts 快易通	F312	280
5	計量技術操盤策略(下)	F202	270	13	計量交易	F322	380
6	《交易大師》操盤密碼	F208	380	14	策略大師談程式密碼	F336	450
7	TS 程式交易全攻略	F275	430	15	分析師關鍵報告 2—張林忠教你程式交易	F364	580
8	PowerLanguage 程式交易語法大全	F298	480	16	三週學會程式交易	F415	550

期貨

分類號	書名	書號	定價	分類號	書名	書號	定價
1	高績效期貨操作	F141	580	5	分析師關鍵報告(期貨交易篇)	F328	450
2	期貨賽局(上)	F231	460	6	期貨交易策略	F381	360
3	期貨賽局(下)	F232	520	7	期貨市場全書(全新增訂版)	F421	1200
4	期指格鬥法	F295	350				

選擇權

分類號	書名	書號	定價	分類號	書名	書號	定價
1	技術分析 & 選擇權策略	F097	380	7	選擇權 36 計	F357	360
2	交易・選擇權	F210	480	8	技術指標帶你進入選擇權交易	F385	500
3	選擇權策略王	F217	330	9	台指選擇權攻略手冊	F404	380
4	活用數學・交易選擇權	F246	600	10	選擇權價格波動率與訂價理論	F406	1080
5	選擇權賣方交易總覽(第二版)	F320	480	11	選擇權策略完全手冊(上)	F457	750
6	選擇權安心賺	F340	420	12	選擇權策略完全手冊(下)	F458	750

共同基金

分類號	書名	書號	定價	分類號	書名	書號	定價
1	柏格談共同基金	F178	420	4	理財贏家 16 問	F318	280
2	基金趨勢戰略	F272	300	5	共同基金必勝法則-十年典藏版(上)	F326	420
3	定期定值投資策略	F279	350	6	共同基金必勝法則-十年典藏版(下)	F327	380

債券 貨幣

分類號	書名	書號	定價	分類號	書名	書號	定價
1	賺遍全球：貨幣投資全攻略	F260	300	3	外匯套利 I	F311	450
2	外匯交易精論	F281	300	4	外匯套利 II	F388	580

財務 教育

分類號	書名	書號	定價	分類號	書名	書號	定價
1	點時成金	F237	260	5	就是要好運	F288	350
2	蘇黎士投機定律	F280	250	6	財報編製與財報分析	F331	320
3	投資心理學(漫畫版)	F284	200	7	交易駭客任務	F365	600
4	貴族・騙子・華爾街	F287	250	8	舉債致富	F427	450

財務 工程

分類號	書名	書號	定價	分類號	書名	書號	定價
1	固定收益商品	F226	850	3	可轉換套利交易策略	F238	520
2	信用衍生性 & 結構性商品	F234	520	4	我如何成為華爾街計量金融家	F259	500