

## 新一代價值投資大師霍華·馬克斯 從垃圾債中找黃金

誰寫的書讓巴菲特看了兩遍？誰的投資備忘錄又是華爾街每年必讀的文件，媲美巴菲特每年給波克夏股東的信？

那就是美國投資界新一代價值投資大師，橡樹資本管理公司（Oaktree Capital Management）董事長暨共同創辦人霍華·馬克斯（Howard Marks）。每逢金融危機前夕，都可以看到他大聲疾呼投資人要小心。例如他在二〇〇〇年精準預言科技股的泡沫即將破滅；在金融海嘯前兩年就開始警醒投資人，小心過熱行情。

雖然極為重視風險，但馬克斯最有名的投資成就卻來自投資冷門商品，不管是可轉換債券（可將債權轉換成股票的證券）還是垃圾債券（不符合投資等級的債券），他都能發掘其中被人忽視的價值，進而取得高額報酬。這也讓他迅速累積財富，《富比世》估計他的身價有二十億美元，在全球富豪榜中排名一千零三十名。

霍華·馬克斯原是第一花旗銀行的資深副總裁，後來先後成立西部資產管理公司（TCW）與橡樹資本，他的創業，自然也是以發行主要投資垃圾債券的基金起家。與市場同業走不同的路，表現也不同凡響。截至二〇一六年的二十八年來，橡樹資本的平均年化報酬率達到一八·九%，同個時期代表美國股市的標準普爾五百指數績效只有一〇·一%，代表世界股市的M S C I全球指數只有四·七%。這意思是說，如果拿出一萬元交給橡樹管理，二十八年後會變成一百零七萬元。

如今橡樹資本已經是世界級的投資公司，在全球十三個國家、十八個城市有超過九百位專業經理人，管理的資產規模也超過千億美元。而馬克斯也透過橡樹資本固定撰寫投資備忘錄給客戶，吸引包括巴菲特與華爾街的投資人注意，馬克斯更將投資理念寫成《投資最重要的事》（The Most Important Thing），二〇一一年一出版就迅速成為價值投資法的投資經典。

### 投資哲學 1：第二層思考

馬克斯的投資哲學集結濃縮在《投資最重要的事》中。他認為，成功投資就是要比市場的其他人表現得更好。而要做到這一點，不只要有很好的運氣，還需要有卓越的洞察力，而這樣的洞察力就是馬克斯所說的「第二層思考」。

什麼是第二層思考呢？馬克斯認為，第一層思考只需要考量對未來的看法；第二層思考比較深入、複雜，會考慮很多事情，像是未來可能產生的結果會落在哪些範圍？我認為會出現哪個結果？我的看法正確機率有多高？大家有哪些市場共識？我的預期與市場共識有多大的差異？這項資產的市價與市場共識認為的價格有多吻合？價

格所反映出的共識心態是過於樂觀還是悲觀？等等問題。

舉例來說，當第一層思考的人說：「這是一家好公司，就買這支股票吧！」第二層思考的人會說：「這是一家好公司，但每個人都認為這家公司很好，所以這不是好公司。這檔股票的股價被高估，市價過高，所以賣出！」

第一層思考看到公司不錯，就決定買進，但是第二層思考會更進一步的再觀察市場的共識（大家都覺得公司很好）、股價狀況（因為大家都覺得很好，使得股價已經反映公司很好的情況），才做出結論（市價過高，所以賣出）。

馬克斯認為，第一層思考的人會尋找簡單的公式和容易的解答，這也意味著每個人都可以輕易做到相同的思考，所以通常會得出相同的結論，但這不可能取得卓越的投資成果，因為如果大家的看法都一樣，那就表示投資績效都會相同，也就不可能打敗大盤，因為不可能每個人都打敗大盤。

因此，想要打敗大盤，就必須要當個第二層思考的人。不只要比市場共識更深入思考，還要做出正確的預測，這樣才有可能有出色的績效。在二〇〇六年的投資備忘錄中，馬克斯這樣說：「你不可能做著別人都在做的事，還要期待表現比他們好……不應該把與眾不同當成目標，而該把它當成一種思考方式。為了讓你與其他人有所區別，與眾不同能幫助你擁有不一樣的想法，並用不同的方式處理那些想法……只有當你採取與眾不同的行為，你的表現才會與眾不同，而且只有當你的判斷比別人卓越時，你才会有高於平均的表現。」

### ★霍華·馬克斯投資心法

- 要達到卓越的投資績效，你必須對於「價值」擁有與眾不同的觀點，而且你必須做出正確的判斷，這不是容易的事。
- 投資在便宜標的上並不需要要求投資標的擁有高品質，事實上，如果品質低到讓投資人害怕避開，反而更是便宜標的。
- 買得好，就等於成功賣出一半。
- 確認風險往往是從了解投資人掉以輕心、過於樂觀與對某個資產出價過高開始。換句話說，高風險主要來自高價買進。
- 「普遍相信沒有風險」就是很少見的高風險，因為只有投資人適當的規避風險，預期報酬才會內含適當的風險溢酬。

- 大部分的投資人決定一件東西是否有高風險，看的是品質，而不是價格。
- 你必須做的事不只是與群眾做出相反的事，還要知道群眾為什麼是錯的。只有這樣你才能強力堅持自己的看法，加碼更多看似錯誤，而且虧損可能高於獲利的投資標的。

## 投機大師安德烈·科斯托蘭尼 從人心和資金流向看清市場

他沒有股神巴菲特旗下的波克夏集團大軍，卻能與股神平起平坐；也沒有債券天王葛洛斯千百人的研究團隊，但只要他動口，全球市場皆側耳傾聽；他不像投資大鱷索羅斯（George Soros），會在各地發動貨幣戰爭，但當他一派優雅提出某國貨幣被錯估時，沒有一個政府敢掉以輕心。他是「德國股神」安德烈·科斯托蘭尼（Andre Kostolany），古往今來的大師中，少數不打團體戰，特立獨行的散戶投機家。

一九〇六年出生於匈牙利，他在十三歲就靠貨幣套利賺下生平第一筆投機財，二十一歲踏入證券業，三十歲出頭便已賺到相當於目前四百萬美元（約合新台幣一億兩千萬）的身價；但也曾因看錯方向而破產兩次。

長壽的科斯托蘭尼活了九十三年，「唱反調」堪稱他的基調，成功、度過低潮、東山再起、保持不敗都與這項特質有關。因為他，「投機」一詞被重新定義，增加了深思熟慮、摸透大眾心理和趨勢，繼而逆向操作，不憂不懼等待獲利或翻盤的智慧，蛻變為一門藝術；因為他，「投機客」與張牙舞爪、短視近利漸行漸遠，從暗處從容登場，晉升為瀟灑優雅的「投機家」，所言所行隱隱然有禪機，幾乎與哲學家平起平坐。

回首科斯托蘭尼的人生路，矛盾和對立與他形影不離：一九〇六年出生於匈牙利，猶太裔，卻是受洗的天主教徒；父親是工業家，家境富裕；十三歲時，科斯托蘭尼隨家人移居維也納，在家庭和外在環境耳濡目染下，深深著迷於歐洲多種貨幣的各種變化，進而利用不同貨幣價差投資獲利，自此上癮八十年沒有停歇，第一次外匯投資的獲利是一〇%。

身處花都、始終嚮往記者生涯的科斯托蘭尼，在一九二九年以「靈敏的鼻子」嗅出股市處於高點，在市場中獨採放空操作，趁股市大崩盤的頹勢賺進第一筆財富。

## 人與狗比喻經濟和股市

一九五〇年以後在巴黎停留時期，是科斯托蘭尼建立人生觀、金錢觀的關鍵時刻。他擔任經紀人、交易員，也開始放空投機，立志成為百萬富翁。在這個階段闖下名聲，

累積驚人財富，換算今日幣值，年收入逼近新台幣千萬元。經歷戰爭和半世紀金融危機，領悟政治和投機、投資永遠脫不了關係，放眼全球市場和標的物，成為大開大闢、以眼光和決斷為工具的大投機家。

另一方面，他又不忘潑人冷水，「如果股市投機家那麼好當，就不會有礦工、伐木工人以及做其他重活兒的人了，人人都當投機家不就成了？」科斯托蘭尼知道，交易市場是一個逆反人性的世界，「像醉鬼一樣」，一般世俗的看法放到投資這行業都必須「反著看」。對於市場，科老有一個有名的比喻：男子帶狗在街上散步，像所有狗一樣，這狗先跑到前面，再回到主人身邊。男子優閒的走了一公里，而狗跑來跑去，走了四公里。男子就是經濟，狗則是證券市場。長遠來看，經濟和證券市場所發展的方向相同，但在過程中，卻有可能選擇完全相反的方向！

因此，在他眼裡，想要用科學方法預測股市行情或未來走勢的人，不是江湖騙子，就是蠢蛋，要不然就是兼具這兩種身分的人。而對於技術操作，他也批評：「熱中圖表分析的分析師，都屬於著了魔的人，在我看來，閱讀圖表是一種科學方法，卻無法帶來知識。」

曾經身為交易員，科斯托蘭尼不諱言：「所有的經紀人和銀行的投資顧問，都處在和客戶的利益衝突中，他們只有在成交時才能賺錢，這點對客戶而言相當不利，」因此，「我去餐廳吃飯，從不點侍者推薦的菜，因為他只想把這個菜賣出去。九〇%的證券投資建議和推薦也是如此。」

## 固執型 VS. 猶豫型投資人

科老說，投資者分成兩類：固執的人（投機人士和投資者）和猶豫的人（證券玩家），長期來看，只有固執的人才是證券市場中的勝利者，他們的獲利是由猶豫者支付的。投資要成功，就必須當個固執的投資人，有勇氣在眾人搶股票時賣股票。當大家都不要股票時大膽買進；當眾人搶購時從容賣出，逆著人類一窩蜂的心理，在「槍炮戰火中買進，在悠揚音樂中賣出」，才能摸懂市場起落的道理。而「固執的投資者須具備四種要素：金錢、想法、耐心，還有運氣。」他說。而當問起一個優秀的投機家需要具備哪些特質？科老的回答是：敏銳的洞察力、直覺和怪念頭。

敏銳的洞察力指的是了解事情的關聯，並且從不合邏輯的紛亂中區分出邏輯來；直覺也就是長年在交易市場取得的經驗和生活經驗；而怪念頭可以使人把一件事和所有可能的事情放在一起考量，包括好的事情和壞的事情。

此外，也必須具備自我控制力和靈活性，以便坦承我們弄錯了。另外，優秀的投機家在想法成真之前，又必須耐性十足，心臟很強，仔細思量每一次的成功與失敗，

對這些事件的結果心懷感激。當他獲致成功，絕不可乘勝追擊，反而要謙卑低調。千萬不可吹噓自己的成就，因為正如許多長年進出市場的人所堅稱：從市場賺來的錢只是借來的，下一次就得付出高昂的利息償還回去。市場是一個放高利貸的人，投機家無論成功或失敗，都必須從中學到一些東西。

那哪些又是投機客最差勁的特質？答案是：頑固、冥頑不靈。但當發覺自己犯了錯，就必須當機立斷，然後跳船。「進出市場的人和醫師一樣，首要之務是診斷。市場為什麼下跌或上漲？一旦發現走錯了方向，就必須修正行動，」一如醫學被形容為是種治療的藝術。科老指的並非一百元買進跌到九十元的那種錯誤，而是「在論述的結構中發現錯誤，或者注意到有一個戲劇性、出乎意料的事件出現了，所以優秀的投機家要將無法估計的東西納入考量。」而科老建議投資人：應該反週期操作，不考慮股市大眾的想法。