

迄今为止关于投资策略和投资管理的最佳作品。

——彼得·德鲁克

赢得

查尔斯·艾里斯 (Charles D. Ellis) 著

刘恩廷 马常松 译

(第四版)

“输家的游戏”

WINNING THE LOSER'S GAME

投资者永恒的制胜策略

TIMELESS STRATEGIES FOR SUCCESSFUL INVESTING

日經225	12865.05	-300.40	-2.28%	俄羅斯	1683.74	-94.55	-5.32%	11479.39	-18
東證一部	1235.54	-28.21	-2.23%	英國指數	5344.90	-105.30	-1.93%	7416.98	-3
東證二部	2578.93	-15.97	-0.62%	法國指數	4364.99	-83.85	-1.90%	41.97	-1
JASDAQ	56.79	0.24	0.42%	德國指數	6311.66	-121.27	-1.91%	3.60	
上海綜合	2344.47	24.60	1.06%	土耳其	40662.44	-1284.4	-3.16%	9.46	
上海A股	2461.04	25.93	1.06%	匈牙利	20342.73	-556.76	-2.74%	5.14	
上海B股	151.41	0.05	0.03%	奧地利	3469.45	-72.97	-2.10%	139.72	
深圳A股	697.28	9.66	1.40%	波蘭股市	39769.08	-967.73	-2.43%	321.48	
深圳B股	374.58	3.16	0.85%	捷克股市	1434.80	-7.80	-0.54%	AMEX能源	701.69
滬深300	2348.47	35.07	1.52%	瑞典股市	850.36	-24.91	-2.85%	NYSE能源	13258.42
香港恆生	20484.37	-446.30	-2.13%	芬蘭股市	8389.51	-122.28	-1.44%	費城油業	278.89
香港國企	10714.44	-251.93	-2.30%	挪威股市	354.06	-6.00	-1.67%	AMEX石油	1260.00
香港紅籌	4090.68	-79.35	-1.90%	希臘指數	3313.35	-41.70	-1.24%	費城半導	369.94
台灣加權	6978.60	-22.14	-0.32%	義大利	21803.00	-396.00	-1.78%	NSDQ金融	2501.21
台灣店頭	113.37	-0.08					NYSE金融	6184.24	
韓國指數	1541.41	-26.30					NBI生技	915.95	
越南股市	511.53	3.48	0.68%	冰島	4324.19	-73.76	-1.68%	AMEX生技	866.40

销量超过
200000
册



中国时政经济出版社

赢得“输家的游戏”

投资者永恒的制胜策略

[美]查尔斯·艾里斯 (Charles D. Ellis) 著

Winning the Loser's Game

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

赢得“输家的游戏”/(美)艾里斯(Ellis,C.)著;刘恩廷,马常松译.

—北京:中国财政经济出版社,2009.1

书名原文:Winning the Loser's Game

ISBN 978-7-5095-1103-9

I. 赢… II. ①艾… ②刘… ③马… III. 私人投资—基本知识
IV. F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第189682号

著作权合同登记号:图字01-2008-4665号

Charles D. Ellis

Winning the Loser's Game

ISBN 0-07-138767-6

Copyright © 2002,1998 by Charles D. Ellis. All rights reserved.

Original language published by McGraw-Hill, a division of The McGraw-Hill Companies, Inc.

No part of this publication may be reproduced or distributed in any form or by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

Simplified Chinese translation edition is published and distributed exclusively by China Financial & Economic Publishing House under the authorization by McGraw-Hill Education (Asia) Co., within the territory of the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan. Unauthorized export of this edition is a violation of the Copyright Act. Violation of this Law is subject to Civil and Criminal Penalties.

本书中文简体字翻译版由美国麦格劳-希尔教育出版(亚洲)公司授权中国财政经济出版社在中华人民共和国境内(不包括香港、澳门特别行政区及台湾)独家出版发行。未经许可之出口,视为违反著作权法,将受法律之制裁。

未经出版者预先书面许可,不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: webmaster@ewinbook.com

(版权所有 翻印必究)

社址:北京海淀区阜成路甲28号 邮政编码:100036

发行电话:010-88191017

三河市和达印务有限公司 各地新华书店经销

787×1092毫米 16开 13.25印张 138千字

2009年1月第1版 2009年1月北京第1次印刷

定价:29.80元

ISBN 978-7-5095-1103-9/F·0925

(图书出现印装问题,本社负责调换)

推荐序

换一种思路

林义相

如果有人对你说：规划健全的长期投资计划时，以10年为一个单位最为适宜，你会有什么样的反应？如果有人对你说，每10年对你的投资策略进行一次检讨，你又会有什么样的反应？在查尔斯·艾里斯先生看来，因为探讨10年这么久的时间，会提醒我们健全的投资具有长期性质。我们在规划时，明确考虑相当长久的时间，会比较明智，思虑一定会比较周到。但是，10年，这对于中国的投资者来说实在是太漫长了，对于中国的股票市场来说也实在是太漫长了。上海证券交易所和深圳证券交易所成立至今还不到20年的时间。我们从周围感觉到的投资期限，完全是另外一个概念，一年以上就算是长期的了，半年是中期，短期则是指几个星期甚至几天。但是，本书作者告诉你，如果你在最近的二三年内需要用钱买房子，那么这笔钱最好不要投资在股票上。《赢得“输家的游戏”》中的投资期限与我们股票市场操作中的期限，简直就像是两个世界中的概念。但这里面难道没有值得我们思考的地方吗？我国股票市场的产生和发展是与我国的国有企业改革和国有经济改革相联系的，是我国经济现代化的一个重要组

成部分。我国的改革和经济的强盛绝不是一朝一夕可以实现的，我国股票市场的发展和股票投资的期限也应当从这样一个长期的过程来加以考虑。只要我们对我国的经济发展和经济现代化前景有信心，就应当对我国的股票市场有信心。最好的投资方式，就是买了股票后至少放个十年八年，赚取与我国的经济发展整体成就相适应的长期投资回报。

长期投资策略确定以后，还需要把握股票买进与卖出的时机。《赢得“输家的游戏”》告诉大家，大多数投资因为太受人性左右，比较喜欢持续上涨的股市，而且在股价已经高涨时，热衷于买进更多的股票，在股价已经很低的错误时间受到诱惑卖出。对于很多投资者常犯的此类错误，正可谓一针见血。本书进而告诉你，对于长期投资者最为有利的股票市场状况是股市的大跌，而不是大涨。这与我们的直觉简直是背道而驰。但冷静想想，其中似乎有我们的直觉无法达到的智慧。

在投资时机方面如此，在投资的品种方面又怎样？本书告诉我们：投资者在很多共同基金之间换来换去，这种严重的错误是自找麻烦，是不了解或不能了解从一而终的重要性，这样一定会尝到苦果。只要我们把这段话中的共同基金换成股票，或者我国的证券投资基金，这句忠告对我国的证券投资者就完全适用了。尤其是在交易手续费和交易印花税很高的时候，有多少投资者算过，亏在不断变换投资品种上的钱有多少？

确实没有多少人对这些费用予以足够的重视，更没有几个人注意到诸如管理费等长期费用加在投资业绩上的负担是何等沉重。以基金为例，如果基金的投资业绩与市场大盘持平，假设基金的年管理费和托管费之和为 2.75%，基金的期限为 15 年，那

么，在这个基金的存续期内，这样的费用将耗去你投资总额的30%以上。也就是说，你在基金上投入的100元，事实上只相当于不到70元是你的真正投资并为你带来回报。真是不算不知道，一算吓一跳。

当然，有人会对这个算法提出异议，尤其是基金管理公司的专家们。他们会说自己是投资专家，不是一般的散户，他们可以获得比市场高的收益率。在投资基金出台的时候，不仅基金管理公司自己是这样说的，很多投资者也是这样说的，甚至连某些带有官方色彩的材料中也是这样说的。这样的说法几成共识，似乎这就是投资基金的优势所在，似乎这才是投资基金存在的理由。短短几年的投资基金实践已经无情地打破了基金管理公司的专家们在投资管理上的神话。这不是我国基金业专家们的过错，也不是他们的无能。正是因为他们都太能干，都太聪明，以至于无人能够比其他人更能干、更聪明，无人可以持续地获得比其他人更高的投资回报。如果我们在3年前读到《赢得“输家的游戏”》一书，那么我们一定会明白：“对投资者而言，要达成有益的成果，真正的机会不在于努力超越大盘，而在于建立并遵守适当的长期投资策略，使投资组合能够跟随市场的长期主要动力而受益。”《赢得“输家的游戏”》一书多次重复的一个观点就是，试图“击败市场”是一种输家的游戏，最好的对策就是不参加这种游戏。当然，我们也不应该相信输家游戏中的常胜将军！

我们不应该相信，也不应该要求投资基金的经理们做得比市场更好。如果基金经理能够做得跟市场一样，已经很不错了。我们投资于基金并支付管理费，并不是要求比市场更高的投资回报，而是因为投资经理们为投资者操劳，为投资者进行日常的

投资管理。作为投资者和投资管理者，其角色是完全不同的。

对于投资经理人的评价，最重要和最好的标准并不是投资组合的回报水平，而是要看投资经理人是否遵守承诺，完成投资者交给他并期望他完成的任务。投资结果偏离投资者预先的要求，如果没有合理的解释，那么投资管理人就不是一个称职的管理人，而不论这种偏离是让投资者承受损失还是获取意外的收益。

一个好的投资基金的投资者或资产的委托者应当做到以下几点：第一，了解自己的投资目标和真正的耐力，检讨自己忍受投资失利的能力。你所承担的风险绝不能超过自己的承受力。第二，了解投资市场的状况，不要期望投资经理能够获得超过他们能力的业绩。如果你坚持要有“击败市场”的业绩，你会找到愿意做这种承诺的经理人，但是他们的承诺可靠吗？选择经理人时，要找有能力完成你交付的任务、了解而且接受这一任务的人。第三，要经常努力规范自己，要有信心，信守稳定的长期计划。看来，做一个合格的投资者并不比做一个合格的投资管理者更轻松容易。

《赢得“输家的游戏”》一书给了我们很多不符合直觉的观点和想法。上述关于投资期限、投资时机、投资品种、投资费用、投资管理人以及投资者自身等各个方面有悖于常理而又合情合理的精彩论述都为我们提供了证明。虽然本书的丰富内容不止这些，但这已经足以让我们换一种思路来考虑投资问题了。

前 言

“这次不同了。”在20世纪80年代和90年代大牛市的后期，这几个字开始在投资团体和公众媒体上流传开来。随着股票市场发疯式地增长以及对 dot. com 公司革命的预期，投资变成了美国人新的全国性消遣。专业投资者和业余投资者都被一种观念所迷惑：老的投资法则被一种新的经济范式所取代。谁还关心收支平衡、分散风险以及长期投资呢？

但是，这次也没什么不同。正如过去经常发生的一样，市场再一次证明了鲁莽的投资和不计后果的投机是愚蠢的。对很多人来说，这是一个痛苦的教训。在2000年春天投机泡沫爆裂时，市场损失了上万亿美元。

前事不忘，后事之师。温习一下经过时间检验的至理名言总是有益的。《赢得“输家的游戏”》就是这样一种资源。这本书源于艾里斯1975年发表于《金融分析家月刊》（*Financial Analysts Journal*）上的一篇文章，这篇文章分析了试图打败市场的愚蠢性，是一篇见解深刻、引起很大争议的文章。自1985年第1版出版以来，本书就成为投资者的必读书和试金石。尽管这本书的假设在1975年看起来似乎是反传统的，但其中蕴含的智慧却一次次得到证明。直到今天，从我的观点看，这篇文章仍然是有史以来

关于投资的最全面、最实际、最有意思的作品。多年来，我曾经多次温习艾里斯的深刻见解，每次都能发现新的涵义。

我第一次领略到艾里斯的智慧是在1980年读MBA期间。他那篇发表于1975年、标题为《输家的游戏》（*The Loser's Game*）的文章被指定为投资管理课程的必读文章。我还记得当时我拿起这篇文章，认为它很可能不会告诉我什么我不知道的新东西。但等待我的是惊讶。

我看到的是一篇用平实的语言——就连MBA学生都能理解的术语——写成的一篇非常有说服力的文章，它解释了投资管理如何从赢家的游戏转变成输家的游戏。在20世纪70年代，随着这一行业被机构投资者（institutional investor）所主宰，战胜市场的机会变得更加微乎其微。作者比较了投资与另一个输家的游戏——业余网球比赛——在这种比赛中，获胜者通常是犯错误少的人，而不是努力尝试发出好球的人。

1982年，当我从生产企业跳槽到货币管理行业并加入Vanguard公司时，我的一位新同事又给了我一份艾里斯那篇著名的文章作为见面礼。作为指数投资领域的领先者，Vanguard公司在“输家的游戏”中为投资者提供了一种全新的武器。指数基金试图匹配而不是超越市场的表现，而且随着时间的推移，这种被动的方法逐渐在绩效方面显现出了巨大的优势。

但是，这次我以一个行业参与者的观点再一次阅读了这篇文章。最让我产生共鸣的是作者对投资产业失败的直言不讳的评价。然而，作为一家共同基金公司，Vanguard拥有一种与众不同的公司结构，其设计前提是：更好的共同基金公司形式可以赢得输家的游戏。投资管理公司可以通过采用一种有纪律的（disci-

plined)、敏锐的投资方法，并将其客户的需求放在首位，从而成就一种强大的、可持续的长期竞争优势。我们开始通过格林威治公司（Greenwich Associates，由艾里斯于1972年创立，是一家国际商业战略咨询公司）来获得艾里斯的咨询经验。

由于我们关于投资的观点相同，所以查尔斯·艾里斯与 Vanguard 公司建立一个正式的联盟只是迟早的事。令我感到高兴的是，在他从格林威治公司退休后，我们将他聘入 Vanguard 公司的董事会，这个联盟终于在2001年建立了。现在我可以幸运地以 Vanguard 公司数百万投资者的名义定期请他提供专家意见。由于长期以来深受其思想的影响，我很高兴能够近距离地分享他的经验与观点。

《赢得“输家的游戏”》一书重要的且经得起考验的一面是它对所有的投资者都具有广泛的适用性。第4版尤其如此，新版增加了5个新的章节，包含了指数基金优势的新资料。

- 专业投资者（或者那些渴望成为专家的人）将会发现一个为了成功而必须克服的明确的挑战，即保持谦逊。
- 受托人将会发现一套管理重要的资金池（pools of capital）以确保目标和目的得以实现的指导方针。
- 个人投资者将会发现经过时间检验的建议和宏观图景——一种可以在各种投资环境中提供“现实性检验”（reality check）的有价值的资源。

自从《输家的游戏》一文于1975年发表以来，投资业经历了一次重要转变。那时，个人退休账户（individual retirement ac-

count, IRA) 刚刚出现, 401(k) 退休计划还没有面世。但在随后的 10 年中, 发生了一个重大事件: 由于 IRA 和 401(k) 的出现以及股票市场的长期走强, 数以百万计的美国人发现了长期投资的好处。到 2000 年底, 美国投资者投资于 IRA 的资金达到 2.7 万亿美元 (其中 46% 投资于共同基金), 投资于 401(k) 的资金达到 1.7 万亿美元 (其中 45% 投资于共同基金)。2000 年末, 美国个人及机构投资者投资于共同基金的总资产——包括退休资产和非退休资产——总共达到 7 万亿美元。

这一显著增长的核心是基于财务授权 (financial empowerment) 这一简单的概念。个人可以通过有纪律的投资对其财务福利承担责任。不管目标是为子女储蓄大学教育费用, 还是为退休或其他长期需求储备资金, 成功都取决于一个简单而又明智的方法: 建立一个适合你自己的目标、时间范围并能最小化你的成本的谨慎的、分散的投资计划——然后坚持执行。自制力强的投资者有信心去忍受不可避免的市场下跌。与那些狂热地买卖基金和证券、徒劳地希望击败市场的投资者相比, 也许他们晚上睡得更安心。最重要的是, 最终他们在增加财富方面会更成功。

投资者总会在某些时候试图放弃投资的基本原则而屈服于贪婪或恐惧。这正是我们在 20 世纪 90 年代投机性股市泡沫中以及在泡沫破灭后的激烈反应中所看到的, 那时, 非理性的恐惧使得一些长期投资者逃离了股市。《赢得“输家的游戏”》对投资的风险与回报采取了一种平衡、现实的观点, 对于那些正在努力了解近期股市历史的投资者来说, 这正是本书的价值所在。

书店的书架上挤满了投资类书籍, 但依我来看, 其中只有极

少数是必读书。多年来，我曾经向很多商学院的学生、Vanguard 公司的新员工以及我的朋友们推荐过这本书，现在我很高兴向你推荐这本必读书。

约翰·布伦南 (John J. Brennan)

于宾夕法尼亚州马尔文

致 谢

我很幸运。作为格林威治公司（Greenwich Associates）合伙人的30年中，有很多年我是与美国、澳大利亚、加拿大、日本和欧洲主要的投资管理公司的领导者共事的。我们的讨论是开诚布公的、严肃而又客观的。我永远感谢他们为我提供了学习、理解投资管理的独一无二的机会。

我要特别感谢参加了一系列为期三天的投资管理学术研讨会的高级投资专家们。这些研讨会是由我在 Donaldson, Lufkin, and Jenrette 的朋友和以前的合伙人主办的，我有幸当了33年的领导人。本书的许多观点都是在这些研讨会的基础上发展而来的，其他一些观点来自我在哈佛商学院和耶鲁管理学院的教学体验，以及 AIMR 每年夏天在普林斯顿为高级专家举办的在职培训课程，还有一些是与致力于为全球专业组织提供服务的 ICFA 及 AIMR 公司的同事进行讨论的结晶。

本书观点的最后一个来源是我在耶鲁投资委员会的任职经历，特别是与大卫·斯文森（David Swensen）、迪恩·高桥（Dean Takahashi）、理查德·莱文（Richard Levin）的讨论。

最后说一下，我是 Vanguard 公司的董事之一。我写这本书并不是由于我任职于 Vanguard 公司，而是刚好相反。我很高兴、很荣幸能够加入 Vanguard 公司，因为这家卓越的公司致力于为有志

于在投资中获得成功的投资者服务。

很多朋友慷慨地与我分享了他们的时间与观点，他们包括 Linda Koch Lorimer, Chad Ellis, Harold Ellis, Claude Rosenberg, Jason Zweig, Jonathan Clements, Dero Saunders, Tad Jeffrey, Rosalind Whitehead, Dean LeBaron, Paul Bordeau, and Yuji Kage。Shirley Cacace 完成了所有的录入工作。

查尔斯·艾里斯

于纽黑文

目 录

前 言 / 1

致 谢 / 1

第 1 章 输家的游戏 / 1

第 2 章 击败市场 / 11

第 3 章 市场先生和价值先生 / 23

第 4 章 投资者的梦之队 / 28

第 5 章 波哥的哀伤 / 34

第 6 章 你不公平的竞争优势 / 39

第 7 章 悖论 / 44

第 8 章 时间因素 / 54

第 9 章 投资回报 / 60

第 10 章 风险 / 71

第 11 章 建立投资组合 / 82

第 12 章 投资策略为何重要 / 88

第 13 章 投资策略的目的 / 94

第 14 章 绩效度量 / 102

第 15 章 投资经理的管理 / 118

第 16 章 对市场的评估 / 136

- 第17章 个人投资者 / 141
- 第18章 规划你的操作方法 / 154
- 第19章 造福后人 / 172
- 第20章 你现在可以开始了 / 181

- 临别赠言 / 187

第 1 章 输家的游戏

绩效评估公司总是不断地发布一些令人不愉快的数据。这些事实和数字一再告诉我们投资经理绩效不佳，即无法击败市场。即使偶尔有超过平均水平的表现，提高了我们的期望，但这种期望也很快就被打破，变成虚假的希望。与他们常说的超越市场平均的目标相反，全美国的专业投资经理没有能够击败市场，反而是市场打败了他们。

在面对和自己的信念相反的信息时，人们通常会有两种反应。有些人会忽视新的知识，而坚持原有的信念；有些人会接受新信息的正确性，在理解现实时将其列为考虑因素并加以利用。

投资管理一向是以下述单一基本信念为基础，即专业投资经理可以击败市场。这种假设似乎是错误的（参见图 1.1）。

如果能够超越市场的假设正确，那么如何去做以便获得成功就变成了一个简单的逻辑问题。

首先，因为整个市场可以用被动和公开挂牌的指数如标准普尔 500 指数（S&P 500）来代表，成功的经理人只要重新安排投资组合，使投资组合胜过“没有头脑”的 S&P 500 就成了。经理