

HZ BOOKS
华章经管

Mc
Graw
Hill

不惧怕下跌！
个人投资者和机构投资者的必读经典

赢得输家 的游戏

(原书第5版)

Winning the Loser's Game

Timeless Strategies for
Successful Investing (5th Edition)

华章经典 · 金融投资

CHARLES D. ELLIS

〔美〕查尔斯 D. 埃利斯 著

制胜华尔街的
经典指南
全新第5版！

Charles
D. Ellis



机械工业出版社
China Machine Press

赢得输家的游戏

(原书第5版)

Winning the Loser's Game

Timeless Strategies for
Successful Investing (5th Edition)

华章经典 · 金融投资

C H A R L E S D . E L L I S



机械工业出版社
China Machine Press

Charles D. Ellis. *Winning the Loser's Game: Timeless Strategies for Successful Investing*, 5th Edition.

ISBN 0-07-154549-2

Copyright © 2010 by Charles D. Ellis.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) and China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2010 by McGraw-Hill Education (Asia), a division of the Singapore Branch of The McGraw-Hill Companies, Inc. and China Machine Press.

No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字翻译版由机械工业出版社和麦格劳-希尔教育(亚洲)出版公司合作出版。

版权©2010由麦格劳-希尔教育(亚洲)出版公司与机械工业出版社所有。

此版本经授权仅限在中华人民共和国境内(不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区)销售。未经出版人事先书面许可,对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播,包括但不限于复印、录制、录音,或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本书封底贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签,无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版

版权所有,侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号:图字:01-2010-1047

图书在版编目(CIP)数据

赢得输家的游戏(原书第5版)/(美)埃利斯(Ellis, C. D.)著;王茜, 笃恒译. —北京:机械工业出版社, 2010.6

(华章经典·金融投资)

书名原文: *Winning the Loser's Game: Timeless Strategies for Successful Investing*

ISBN 978-7-111-30835-5

I. 赢… II. ①埃… ②王… ③笃… III. 证券投资 IV. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第098896号

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037)

责任编辑:宁 娜 版式设计:刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷

2010年6月第1版第1次印刷

170mm×242mm·15印张

标准书号:ISBN 978-7-111-30835-5

定价:36.00元

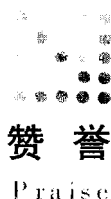
凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

客服热线:(010) 88379210; 88361066

购书热线:(010) 68326294; 88379649; 68995259

投稿热线:(010) 88379007

读者信箱:hzjg@hzbook.com



本书加入了 2008 ~ 2009 年市场事件中汲取的最新经验，是本必须重读的经典。

——摩根士丹利研究部总经理

马丁·莱博维茨 (Martin Leibowitz)

本书是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

没有人比查尔斯·埃利斯更明白如何成为一名成功的投资者；没有人比他解释得更清晰、更有说服力。这本及时更新的投资经典值得每位投资者阅读。

——康斯薇洛·迈克 (Consuelo Mack)，PBS 电视台

《康斯薇洛·迈克财富之路》主持人和总编辑

查尔斯·埃利斯是投资界数十年来最有影响力的作家之一。本书是个人投资者和机构投资者的必读经典。

——伯顿·马尔基尔《漫步华尔街》作者

查尔斯·埃利斯的这本经典之作历来都是专业投资者的必读书。第 5 版经过更新，更适合每个对投资和市场感兴趣的读者。本书简明易懂，引导个人投资者依靠专业人士，而不是个人的情绪，通过利用其他投资者已知的

方法建立自己的投资组合。埃利斯列出了长期投资成功的 4 个主要原则，将其运用于个人的投资决定，强调明确自身目标、承受投资风险及设定适当的长期行动方针的重要性。

——艾比·约瑟夫·科恩

(Abby Joseph Cohen) 高盛集团

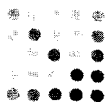
经常有各种投资者问我：“如果只能读一本投资方面的书，你会读哪一本呢？”答案很简单——《赢得输家的游戏》。通过运用可靠的数据和简单的故事，埃利斯在其经典作品的最新版本里成功地阐述了关于投资的最重要知识。在如今严峻的形势下，这是本必读经典！

——先锋基金董事长兼首席执行官

威廉·麦克纳布 (William McNabb)

你无法从这部出色的作品中学会像耶鲁大学基金会一样，把每 3 美元变成 23 美元（查尔斯·埃利斯所在的 16 年间）；但你会明白，要试图击败市场，你的对手是像耶鲁大学基金会这样的机构。通过投资指数基金来击败 85% 的投资者显然是更好的选择，也就是说，与其说这本书是关于如何竞争的，还不如说它讲的是如何进行合理的资金管理。没有人比查尔斯·埃利斯做得更好。

——安德鲁·托比亚斯《投资圣经》作者



推荐序

Foreword

查尔斯·埃利斯的《赢得输家的游戏》写得非常棒。这部经典著作最初由一篇精辟的文章《投资政策》发展而来，1985年首次出版，到现在已经是第5版，内容更加丰富。当然，书的核心没有变——管理好你的投资组合，谨防华尔街的哄骗。

负责的投资者不仅理解而且会亲自执行他们的投资策略。如果股民们都能遵循这个常识性的投资方法，投资绩效将会得到大大的改善。自主的投资者能避开大量与自身利益冲突、降低投资回报的华尔街负面干预。见多识广的投资者不会盲目从众而遭受损失，还能避开像伯纳德·麦道夫这种江湖郎中的骗局。作为睿智的指导者，查尔斯建议我们通过认识自己和投资方案来取得成功。^①

亲身实践

明智的投资者会自食其力。自称无知于是把财产交给专业人士管理的策略也会失败。除非一个人懂得足够多，

① “认识你自己”，这句镌刻在特尔斐神庙上的名言，提醒人们，最难认识的就是自己。——译者注

足以评估投资顾问的能力，否则怎么选对顾问呢？讽刺的是，个人投资者不断索取足够的信息来评估投资服务商的技能，最终放弃了自己做投资决策的权利。

学习始于阅读。查尔斯·埃利斯的《赢得输家的游戏》为我们指明了一个伟大的起点。伯顿·马尔基尔（Burton Malkiel）的《漫步华尔街》、约翰·博格尔的《博格尔长赢投资之道》和我的《非传统的成功》都试图帮助个人投资者建立合理的投资模式。这些书都提出了简明易懂的方法，浓缩起来和两三页的诗歌一样简短。但是，为什么这些书都写了几百页呢？书中只有很少的文字在描述结论，大部分都是在激励个人投资者建立一个明智的投资模式，坚定其贯彻该投资模式的决心。《赢得输家的游戏》是最能让读者信服的书之一。

自主管理投资组合的观念让很多投资者感到畏缩。事实上，正确的解决方法是要找到一种基本的、简单的方法来应对在个人投资周期内的市场下跌。正如查尔斯发现，我们需要“注意我们不能委托给他人的部分——为自己考虑，为自己行动”，毕竟，“我们就是这样做出其他决定的，如和谁结婚，在哪里生活，是否要学会一种乐器，去哪里运动，打什么领带，点什么菜……”要把管理投资组合列入自己的职责清单。

极少有理财经理会把客户的利益放在第一位，督促投资者对自己的投资组合负责。在利益至上的华尔街，客户的利益被置于理财经理的自身利益之后。让经纪商（佣金）、基金经理（基金规模）和金融顾问（高额费用）获益的投资组合，恰恰会让投资者受害。如果利益和责任相冲突，理财经理只会损人利己。

理解你的投资

投资界存在两种投资者——能做出高质量积极管理决策的一小撮精英

分子和既无资源又没接受过战胜市场所需训练的大部分人。要想成为精英中的一员，需要全身心投入，理解和利用市场机会。能做到这点的人凤毛麟角。不幸的是，很多人都想象自己拥有积极管理（击败市场）的技能，从而追求代价高昂的策略，最终却走向失败。

绝大多数的投资者都应该加入“消极管理俱乐部”。在这个俱乐部里，成员们并不会在今天异常高效的市场中寻找边边角角的机会，而是明智地接受市场的一切。关于投资指数基金的跟踪市场策略，查尔斯举了一个十分有力的例子，说明了指数基金简单、透明、低成本、税收优惠、高收益等特点。

《赢得输家的游戏》里提到了共同基金长期表现不佳。例如，第17章提到，在过去的十年内，指数基金的收益率高于80%的共同基金。令人震惊的是，投资者遭受的损失实际上比查尔斯说的还要大。首先，书中的绩效数据必然没有统计到大量破产的基金，也就是生存者误差（survivor bias）现象（查尔斯在第14章做了很好的解析）。这部分基金投资者经历痛苦并没有在进取型基金的分析中显现出来。其次，这些绩效数据还没有计算税收。和税务低效的共同基金相比，税收优惠的指数基金拥有相当的优势。最后，在购买共同基金后，大量投资者为经纪商支付认购费用（前端收费或后端收费），原因在于经纪商通过多重基金份额类别的复杂系统进行收费，而对不同等级的投资者收费方式也不同，这些也没有在标准绩效数据中表现出来。根据生存者误差、税收、费用等因素调整后，再进行指数基金和积极管理基金的比较，指数基金就具有不可逾越的优势。

当投资者认识到指数基金的优越性后，下一步就是选定一家投资管理机构。华尔街在其追逐利益的过程中，连一些基本产品，例如被动投资工具也不放过，往往收取过高的年费以及前端或后端认购费用。幸好，先锋基金（Vanguard）和美国教师退休基金会（TIAA-CREF）在非营利的基

上操作，以最低廉的价格为投资者提供最优质的产品。事实上，不以盈利为目的，使得这两所机构能够消除利益驱动和托管职责的冲突，从而能够专注服务于投资者的利益。（我是教师退休基金会的董事、约翰·博格尔建立了先锋基金，查尔斯也是先锋基金的董事。）

尽管查尔斯·埃利斯为指数基金的优越性举出了有力的例证，但投资者的反应并不理想。在财经演员们喧闹的建议声中（全美广播公司的吉姆·克莱默（Jim Cramer）就是例子）和每月热销基金的促销广告中（追求利润的大型基金公司的舆论控制），倡导理智投资实践的理性声音很少受到关注。因此，到2007年年底，指数基金只占5%多一点的比例，其他近95%的资金都流入毁灭财富的进取型基金经理手中。在理性世界里，这个比例应该反过来才对。

查尔斯劝诫投资者避开股票选择的游戏，专注于资产的配置。深入的学术研究结论和他的观点一致。耶鲁大学管理学院的罗杰·伊伯森（Roger Ibbotson）在报告中指出，超过90%的投资收益变动取决于资产配置，选股和波段操作的重要性位居其次。或许更重要的是，对于大众投资者来说，百分之百的收益都来自资产配置，因为选股和波段操作是负和博弈，降低了总体收益。让我们专注于资产配置吧！

了解你自己

风险承受能力在资产配置决策中起到核心作用。成功的投资者根据自身的客观禀赋和主观偏好来设计投资规划。尽管承认一刀切的解决方法在金融界行不通，但作者们还是提出了各种具体的资产配置建议。

考虑到各种建议的局限性，查尔斯·埃利斯推荐将投资组合的大部分用于股票投资。事实上，在第22章，埃利斯指出：“在你年轻的时候，应

该全部用于股票投资。”他建议将股票组合作全球化配置，而我倾向于建议更多样化的配置，包括购买各种国库券和通胀保值国债。当然，最重要的是根据投资者的风险承受能力来选择恰当的投资组合，而非一味地听从查尔斯·埃利斯或我的建议。

深刻了解自己，能帮助我们避开追涨杀跌的人性弱点，从而获得投资的成功。查尔斯注意到，无论是进行具体投资还是决定资产配置，投资者往往高买低卖。

遗憾的故事

一个于 15 年间都击败了标普 500 指数的基金经理比尔·米勒的故事，暴露了积极管理和投资者行为的问题。1990 年 1 月 1 日到 2005 年 12 月 31 日，这个炙手可热的基金经理，每年的收益率为 16.5%，大大超出标普 500 指数同期的 11.5%。一切都那么顺利。

不幸的是，美好的一切，包括 15 年的胜利，都走到了尽头。从 2006 年年初到 2008 年年底，这个经理的年收益率为 -23.7%，而标普 500 指数年收益率为 -8.4%。15 个丰收年，3 个歉收年，总的来看，该经理年收益率为 8.6%，仅略高于市场（市场年收益率 7.9%）。

简单的绩效报告还无法描述这些数字对投资者财富的影响。在丰收年的早期，管理的基金只有 8 亿美元，相对不多。15 年后，资产膨胀到 197 亿美元，在牛市的顶部，投资基金的资产也达到最高水平。但是，接下来 3 年市场表现低迷，投资不力，资产一下子缩水到仅剩 43 亿美元。

尽管从简单的时间加权收益（基金官方资料和广告都用此法宣传）来看，该经理能勉强击败市场，但从现金加权收益看，并非如此。考虑到投资者的现金流动，每年的现金加权收益比标普 500 指数落后 7%。在 18 年

中，15 年上涨，3 年大跌，曾经远近闻名的基金经理竟然损失了客户 36 亿美元的价值。

这个大起大落的基金经理的故事，就是反映共同基金行业弊病的一个例子。基金公司和出版界一直追捧他，吸引人们关注其制胜策略。投资者投入大量资金用于这种看似无往不胜的选股方法。管理的资金量和绩效同时上升。但随着绩效的恶化，投资者饱受伤害。基金公司、出版界和公众的注意力也从没落的英雄身上转移到其他地方。基金公司获利了，基金经理也获利了，只有投资者埋单。

查尔斯·埃利斯

查尔斯·埃利斯树立了一面旗帜。20 世纪 80 年代末，我已经负责管理耶鲁捐赠基金好几年，在巴尔的摩召开的一次普莱斯地产基金投资者会议上，查尔斯发表演讲，那是我们第一次见面。尽管我几乎已经忘记那天的事情——毕竟 20 多年过去了，但还是能生动地回忆起。查尔斯向我们讲到，在菲利普斯·埃克塞特、耶鲁和哈佛的经历改变了他人的人生。当我听他描述自己对教育的热爱时，我就知道自己应该去认识他。

1992 年，查尔斯加入耶鲁大学投资委员会，同事和我都热切地期待他为会议带来智慧。我们从来没有失望过。查尔斯总是温和地提出建议，并且多半以经过精巧设计的故事为形式（我们称之为查尔斯式“寓言故事”）。查尔斯通过见效迅速、影响深远的方法增进了耶鲁大学的魅力。作为对他杰出服务的回报，查尔斯在 1999 年接任耶鲁大学投资委员会主席一职。

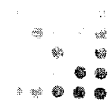
1992 年加入该委员会的时候，耶鲁大学基金仅有 30 亿美元。16 年后，到他退休时，资金已经达到 230 亿美元。为了纪念查尔斯对基金的

贡献，投资办公室把他载入史册，用埃克塞特银、耶鲁蓝和哈佛红来装饰，为其 20 年的生涯画上圆满的句号。查尔斯·埃利斯树立了一面旗帜。

大卫·史云生 (David F. Swensen)

耶鲁大学首席投资官

2009 年 3 月



导 读

Foreword

普通投资人怎样成为“输家游戏”中的赢家

丘吉尔的聪明发现“每个人都想赢”显然也适用于股票市场，不过，约翰·博格尔、伯顿·马尔基尔与本书作者查尔斯·埃利斯，都从机构投资者长期投资业绩的表现中发现了如下事实：许多号称能战胜市场的所谓进取型投资机构，最终整体上输给了跟随市场的指数基金。指数基金为什么能成为赢家呢？查尔斯·埃利斯以“输家游戏”这一独特视角，通过其规则的解读把其中所隐藏的道理简明地传达给投资人，那些想通过博取股价波动差价获益的进取型投资人不可能成为赢家的原因在于证券市场是一场“输家游戏”。

1. 为什么进取型投资人会成为“输家游戏”中的“输家”

“输家游戏”相对于“赢家游戏”而言，在赢家游戏里，结果是由赢家的正确行动决定，即胜负由游戏的一方战胜另一方决定。而在输家游戏里，结果则是由输家的错误决定，即胜负由游戏打败自己的一方所决定。例如，专业网球比赛属于“赢家游戏”，获胜方靠打败对手获胜；而业余网球比赛属于“输家游戏”，获胜方获胜则

因为对手自己打败了自己。

如果将证券投资人分为两大类，并观察他们的投资行为，就可以理解为什么进取型投资人会成为“输家游戏”中的“输家”。在证券市场，一类投资人是买进股票后坚持长期投资的持有人，一类投资人是希望通过交易获得更高收益的交易人，通常这类投资人称为进取型投资人或积极投资人。证券市场一种显而易见的现象是，股指长期是上涨的，无论是持有者还是交易者，他们所持有的股票的未来市场价值会高于他们当初买进这些股票的市场价值，投资者因此也会获得投资收益，那么最终结果是持有者是赢家而交易者是输家。因为这些持有型投资人在股指的变动中鲜有交易，因此也没有因交易导致损失以及额外的交易费用支出。然而，比较而言，这些交易者即使所持有的股票市场价值与持有者一样高于买进时的市场价值，但由于交易费用的额外成本支出必然导致他们不如持有者而注定成为输家。这种输赢结果的具体表现就是指数基金收益水平能跟随指数上涨水平，而包括进取型投资基金在内的各种基金收益水平长期远远不及指数基金收益水平。

查尔斯·埃利斯认为，那些一相情愿想通过博弈市场价格波动差价取胜的积极交易人之所以注定成为输家，原因在于这些交易者与自己博弈的结果。相对于交易者的交易费用等成本支出，投资人作为市场整体并不需要额外的交易费用，结果就是交易者不断失误而持有者没有失误并因此决定了胜负。

投资人一旦成为交易者，就无法避免由交易费用所产生的额外投资成本。投资人无论是自己交易还是委托经理人管理交易都将付出高额的交易成本。买卖股票的直接交易费用、雇佣经理人的高额薪酬、装备先进的交易设备以及交易软件都必须付出昂贵的费用，这些额外的成本支付是导致积极型投资人沦为输家的主要原因。

2. 指数基金是投资人赢得“输家游戏”的最好样板

在“输家游戏”中，由于每个交易者都是与代表他们自己整体的市场博弈，市场无失误而他们作为交易者不断失误并因此将他们分成赢家输家。那么，个别专业投资人是否能够轻而易举战胜市场而成为胜者呢？结果并没有那么乐观。前言中列举了一个“遗憾的故事”，比尔·米勒这位15年都击败了标普500指数炙手可热的基金经理，最终以给投资人造成较大损失黯然收场。在指数基金诞生以来的几十年，指数基金之外机构投资者的投资收益长期远远低于指数基金，那些短时期超过指数基金表现的投资机构并不能长期保持对指数基金的投资收益优势。而指数基金属于“输家游戏”中赢家的一方，专注于资产配置而不参与交易博弈，指数基金所购买的股票都是构成指数标的股票，除非其中的股票从指数中剔除，否则指数基金就会长期配置这些企业股票而不会交易卖出。从这个意义上讲，指数基金成为“输家游戏”中的赢家，既可以理解为指数基金站在了游戏赢家的一方，也可以理解为指数基金本来就没有参与这场“输家游戏”。

查尔斯·埃利斯从证券市场发展的历史中总结出，在半个多世纪以前的20世纪五六十年代，个人投资者主导市场，有些专业投资经理夜以继日进行研究，基于最新信息以及对大量股票价格和价值的比较分析，一度战胜市场，但时至今日，这种情况已经极为罕见。首先，互联网等带来的信息迅速传递和信息共享便利使投资人几乎能分享到同样的投资资讯，即使少数机构构建更强大的信息系统，所获收益也会被成本吞噬。其次，个人主导市场的情况逐渐让位于机构投资者，他们的整体表现在某种意义上讲构成了市场，机构投资者想要战胜市场无疑会陷入自己战胜自己的悖论，最终不得不接受各类机构投资收益水平不如指数基金的结果。

3. 投资人为什么要构建自己的投资组合

既然指数基金能够代表市场一方，长期能够给投资人带来投资回报，投资人还有什么理由自己构建投资组合呢？答案是，投资人自己构建投资组合能够节省把钱交给基金进行投资的管理费用，从而取得比指数基金更好的投资收益，成为更大的赢家。例如在美国过去 20 年时间，如果投资人自己建立了跟随市场表现的投资组合，那么能够获得年均约为 11% 的复利收益，如果将资金交给同样跟随了市场表现的指数基金，扣除基金公司年均约为 2.2% 的管理费用，投资人获得的年均复利收益约为 8.8%。虽然二者每年 2.2 个百分点的差异似乎不算很大，但是二者 20 年复利收益总体结果差异较大，指数基金带给投资人的回报不到 5 倍，而投资人自己构建投资组合则能获得超过 7 倍的投资收益。不言而喻，投资人自己构建投资组合的选择是最明智的。

4. 投资人如何赢得“输家游戏”

如果投资人已经清楚靠股票价格博弈去对抗市场的结果是注定输给市场，而且也确信赢得“输家游戏”的最佳选择是不选择加入作为输家的交易者一方，那么投资人就可以开始自己的投资了。投资人首先要做的就是参照指数基金的投资方法，通过组合投资构建一个跟随市场整体的投资组合。这一点看似很难实际并不复杂，虽然构建与整体相近的投资组合需要复杂的统计学原理加以解释，但实际操作时却简单易行，只要投资人选择 30 家以上不同类型的企业并将所投资金均衡配置在这些企业中，基本上就能获得与市场整体表现基本一致的投资收益。

不过，鉴于大多数投资人以往的表现有偏好交易的特性，还望投资人在实际操作前三思，评估一下自己是否真的有不当“输家游戏”交易者的定力，只有肯定自己是通过对上市公司进行资产配置长期投资的人，确信自己是按照规则行事而不是主观上想做得更好的人，你就可以开始你的投

资了。试图做得更好在投资中实在不是什么好东西，它容易骗得自己对自己的信任而导致偏离规则，本来做好了不参与游戏或者站在赢家一方的准备，却可能由于“想做得更好”这一念之差而跌进“输家游戏”陷阱。

中国证券市场发展的历史较短，但该书所描述的内容却同样适用。虽然市场上时时会冒出各类战胜市场的“股神”，但大多都没有逃脱昙花一现的命运。就机构投资者而言，指数基金的收益水平也高于其他各类基金的整体收益水平。今后，随着各类投资机构快速成长以及网络技术的普及所带来的获得资讯的便利，中国证券市场中曾经有过的少数机构靠打败大多数散户获胜的“赢家游戏”，正迅速终结转化为机构投资主导的“输家游戏”，投资人想成为赢家，应该吸收该书观点和操作方法，应站在作为赢家的市场一方，或者以不参与“输家游戏”的态度，专注于资产配置，构建符合市场整体的投资组合，在长期投资中获得合理投资收益。

齐东平

中国人民大学副教授