

Questions Three

在投资方面永远胜人一筹
当代投资大师的经典方法论

The Only Three Questions That Still Count

投资最重要的 三个问题

战胜市场的三个永恒秘诀

[美] 肯·费雪 拉拉·霍夫曼斯 珍妮弗·周 / 著
(Ken Fisher) (Lara Hoffmans) (Jennifer Chou)

谢天 / 译



中信出版社·CHINACITICPRESS

The Only Three Questions That Still Count

投资最重要的 三个问题

战胜市场的三个永恒秘诀

[美] 肯·费雪 拉拉·霍夫曼斯 珍妮弗·周 / 著
(Ken Fisher) (Lara Hoffmans) (Jennifer Chou)

谢天 / 译

图书在版编目 (CIP) 数据

投资最重要的三个问题 / (美) 费雪, (美) 霍夫曼斯, (美) 周著; 谢天译. —北京: 中信出版社, 2014.5

书名原文: The Only Three Questions That Still Count: Investing by Knowing What Others Don't

ISBN 978-7-5086-4472-1

I. ①投… II. ①费… ②霍… ③周… ④谢… III. ①股票投资 IV. ①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字 (2014) 第 047847 号

The Only Three Questions That Still Count: Investing by Knowing What Others Don't by Ken Fisher

Copyright © 2012 by Fisher Investments.

This book is a revised edition of The Only Three Questions That Still Count: Investing by Knowing What Others Don't

published by John Wiley & Sons, Inc., 2007.

Simplified Chinese translation Copyright © 2014 by China CITIC Press.

All rights reserved. This translation published under license.

Copies of this book sold without a Wiley logo on the cover are unauthorised and illegal.



投资最重要的三个问题

著 者: [美] 肯·费雪 [美] 拉拉·霍夫曼斯 [美] 珍妮弗·周

译 者: 谢 天

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京通州皇家印刷厂

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 23.5 字 数: 320 千字

版 次: 2014 年 5 月第 1 版

印 次: 2014 年 5 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2012-4275

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-4472-1/F·3150

定 价: 68.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

第 1 章 第一个问题：你的哪些信仰实际上是错误的？

如果你知道一件事是错误的，你就不会相信它了 / 003

错误的关联 / 010

换一个角度思考问题 / 019

如果你大错特错了 / 026

第 2 章 第二个问题：你能理解什么别人无法理解之事？

理解无法理解之事 / 037

忽略丛林里的石块 / 038

避免脱离媒体和盲目从众 / 039

关于收益率曲线的惊人秘密 / 045

收益率曲线想要告诉我们什么 / 057

总统任职周期 / 066

第3章 第三个问题：我的大脑在怎样误导我？

这不是你的错 / 079

打破石器时代遗留的思维定式——骄傲与悔意 / 085

“羞辱者”最常用的手段 / 099

把你的脑袋从洞里探出来 / 101

第4章 资本市场技巧

建立并应用资本市场技巧 / 111

没有什么会永远有效 / 115

提高预测的准确率，但不要像专业人士一样预测 / 121

最好在全球范围内寻找基准 / 130

第5章 到底是不是空无一物

我祖父和斯泰因的经验 / 153

问题的核心：石油与股票 / 159

应该在5月卖出股票 / 171

第6章 不，事实正好相反

如果你错了——大错特错了 / 181

乘数效应与瘾君子 / 189

让我们试着把一种赤字变成另一种赤字 / 196

新的金本位制 / 202

第7章 令人震惊的事实

供给与需求，仅此而已 / 213

美元疲软还是坚挺——有何影响？ / 228

第8章 “羞辱者”与人类落后的思维方式

市场的可预测性 / 241

股市泡沫剖析 / 249

熊市的几个基本规则 / 259

造成熊市的原因是什么？ / 273

第9章 制定有指导性的投资策略

坚持遵循自己的投资策略 / 283

四个重要的规则 / 289

最后！如何选择一只只涨不跌的股票 / 307

你应该何时卖出股票？ / 314

结 论 到了说再见的时候了 / 323

致 谢 / 329

附录一 因果关联与关联系数 / 331

附录二 没有参考价值的新闻 / 335

附录三 更没脑子的傻瓜 / 337

附录四 我讨厌基金 / 339

The
Only
Three
Questions
That
Still
Count

第 1 章

第一个问题：

你的哪些信仰实际上是错误的？

如果你知道一件事是错误的，你就不会相信它了

如果你知道一件事是错误的，那你从一开始就不会相信它，这一点没有人会反对。但是在当今世界上，一些行业的技巧被宣传得神乎其神，我们相信的很多东西其实已经是错误的了。这与很久之前人类相信地球是平的没什么两样。

即使你相信了错误的论调，也没有必要责怪自己。几乎所有人都犯过这样的错误。一旦你意识到并接受了这一点，那么你比其他任何人成功的机会都要多。

如果区分事实真相与错误的宣传轻而易举，世界上就不会有那么多伪真相了。尽管不容易，这也不是不可能做到的。对人们来说，要真正做到这一点有一个难题，就是要以批判的眼光来看待之前的所有信仰——几乎没有人会喜欢这样做。事实上，大多数人都不喜欢进行自我审视，而更情愿说服自己（和他人）的信仰是正确的。但实际上，对于你自以为了解的任何结论，你都不应该相信。

为了理性地分析我们所坚持的错误信仰，我们必须首先思考：为什么有那么多人相信假象呢？为什么这些假象得以存在几十年，让人们以为它们才是事实？还是那个观点：人们愿意相信错误的事，因为人们很少认真地审视自己的信仰，尤其是他们相信的东西看起来很符合逻辑，而且周围的人都同意自己的想法。

在社会关系中，人们往往倾向于反对别人的观点，比如有人会说：“我知道某某（这里可以指美国的共和党人或民主党人）的观点都是虚伪的！”但是我们却没有想过要质疑自己的想法，也不会像爱因斯坦、爱迪生或是牛顿那样思考宇

宙的本质。我们会本能地接受老一辈人或者比我们有智慧的人传授给我们的知识，而不会想到要去质疑，因为我们相信一些真理是我们无力质疑的。生活中这种情况屡见不鲜。我的意思是，如果连他们都无法解决问题，那我又怎么有这个能力呢？

在这里举一个求医问药的例子。我们生病时会主动跑到医生那里，先描述一下病症，听听医生的诊断，再拿着处方去开药。通常来讲，这个流程是没什么问题的，因为医学是一个集科学与技能于一身的行业，两者在很大程度上并行不悖——但这还不够完美，因为这个行业仍有很多未解之谜——经过一段时间，在科学的辅助和推动下，相应的技能将会提升。在做很多事方面，我们都有固定的、运行良好的流程，因此对于缺乏这种流程的领域，例如资本市场，就往往会视而不见。

你可能会与其他的投资者分享很多信念。几十年来，这些信念被印在了教科书上，刚刚踏入投资领域的人最开始接触到的就是它们，甚至我们身边的大人物也接受了它们。你以为自己是谁啊，还敢对这些观点提出质疑？

而你恰巧就是那个最应该提出质疑的人！

例如，投资者往往坚持一个观点：如果股票市场的市盈率较高，那么与市盈率较低的情况相比风险就更高，上涨的空间也比较有限。乍一看上去，这似乎很有道理。市盈率高表明一只股票的价格（或整个股市的价格）与收益相比高出很多。由于差距比较大，人们会认为市盈率高意味着一只股票的价格高出了其实际价值，很可能开始下跌。这个观点听起来很符合逻辑，长期以来也是投资其中的一个基本准则，绝大多数人都赞同它，因此如果你跟朋友说这是错误的，他们会强烈地反对你、嘲笑你，甚至认为你没有素质。

但是我在 15 年以前就已经通过数据证明，不管市盈率有多高，它本身不能反映市场风险或收益水平。抛开数据不谈，如果你觉得理论比较有说服力（我们之后会讲到理论），仍然会发现市盈率跟市场风险或收益没有因果关系。但是如果你跟别人这样讲，尤其是那些经过训练、在投资方面知识较为丰富的人，他们会认为你疯了——这真是个很大的打击。

如果我们接受了市盈率本身不能预测未来收益这个事实，当人们为市场上的高市盈率而感到慌乱和惴惴不安的时候，我们就可以赌市场不会衰退。虽然这样

做不会经常起作用，因为别人也可以站在我们一边，从而打压市场（我们之后会讨论如何更好地看清形势），不过大部分情况下，这种方法还是有效的。同样的道理，如果市场上的市盈率较低，人们对此应该是很乐观的，那我们仍然可以持相反的观点。关键在于，我们要看清事实真相，而不是道听途说。这是科学投资方法的基本道理。

这些流行的错误观点（比如市盈率），大多数最优秀、最聪明的人都相信，并通过各种媒体传达给普通投资者。他们不希望遭到任何人的质疑，不管是你、我，还是其他人。我们坚信他们是正确的，就像天主教徒对圣父、圣子、圣灵三位一体的信仰，或者环保人士对全球变暖的坚持，不需要任何证据来证明。我的天哪！居然没有人来质疑他们，没有人表达异议！如果你这样做了，你就会被视为异教徒，说你褻渎了正统的信仰。而且正因为没有人持反对的观点，整个社会都觉得没有必要要求这些宣扬投资真理的人提供可靠的数据来证明。也正是因为这样，迷思才得以继续流传。

为什么没有多少人愿意寻求确凿的证据来证明大家普遍接受的投资观点是否正确呢？为什么投资决策不能像修理汽车一样得到严格的检查呢？至少，我们应当对金融业提供的报告持怀疑态度。为了将你现在在投资方面的成果维持下去（或者扭转颓势），你应当学会怀疑，应当做一个怀疑论者，勇敢地告诉皇帝他其实没有穿衣服。看看你周围，思考一下你和投资伙伴们坚持的真理是否正确。但最重要的事，就是怀疑自己。

很久之前，我在读报刊或者收听新闻的时候经常会发现一些错误，我会通过自己一个人的力量展开调查，来证明我的观点是正确的。（人们都喜欢证明自己是正确的。）我会搜集一些材料并进行数据分析，以证明他们的错误和我的正确，而且几乎每次我都是正确的，为此我很满意。（一个人往往集被告、法官、陪审团和行刑者于一身，每次的判决都对自己有利，这非常不可思议。）但后来我意识到我的做法并不对。我应该从媒体报道中寻找我认为**正确**的观点，并做调查来证明它们是不是真的没问题。

为什么要这样做呢？

如果我认为报道是真实的，那么很可能绝大多数人也这么认为，即使不是所有投资者甚至是所有人。如果我们都错了，那实际影响力就比较大了。如果我

够证明我是错的，同时大多数人也都是错的，那我就掌握了非常有价值的信息。我可以通过这个信息来下一个和其他人相反的注。这就是了解别人不知道的信息的一种方式。

假设我认为是因素X导致了结果Y。如果我是这样想的，那么很可能大多数人也这样认为。如果我错了，那么其他人也就错了。当X发生时，大家都会判定Y也将发生。假设我了解到X并不能导致Y的发生，那么应该有其他原因导致Y发生。这就意味着在X出现以后，Y的发生并不是一个必然事件，它与X没有必然的关联。因此，如果X出现了，其他人仍然会赌接下来Y将发生，而我就可以赌它不会发生，而且我赢的概率比较大。（如果我能够搞清楚导致Y的原因是什么，那我的胜算就更大了。我们将在第2章和第二个问题中讨论这一步骤。）

市盈率问题在这里是一个很好的例证。假设市场的市盈率大幅上升，一般的投资者发现了这一点就会得出结论认为风险增加、未来收益预期降低，并认定市场表现不佳。有些时候股票价格可能的确会降低，但大多数情况下股价依然会上涨，因为市盈率本身并不能告诉你市场风险的大小和市场未来的发展方向。

每当我看到市盈率升高，投资者对其产生了恐惧，我就可以断定股票市值不会下降。在2000年那样的情况下，我可能会输；但更多时候，例如在1996、1997、1998、2003和2009年，我就会赢。我不指望你们能马上理解我的意思。现在，我只希望你们相信有关市盈率的传统观点，而无须质疑它（我们之后会具体讨论这一点）。我希望你们能问问自己的内心，你们是否认为这个传统观点是错误的，是否有胆量去反对它，并相信自己有较大的胜算。

运用第一个问题

思考成功的投资活动时必须首先保证不出错，然后要做一些正确的事。希波克拉底广受赞誉的一句名言是“无损于患者为先”，这也是一个好的投资原则。

首先，为了不出错，你必须思考你的信仰，问问自己它是不是正确的，是不是符合实际。你尽管放开手脚，大胆地对你知道的每一件事展开质疑。大多数人都不会愿意这样做，因此如果你做了，你就会占有很大的优势。我们要思考的第一个问题就是本章的标题：你的哪些信仰实际上是错误的？

你必须对自己坦诚，才能正确地思考这个问题。很多人，尤其是投资行业的人，都不愿意承认自己的错误。他们会告诉你他们的表现很好，甚至自己也相信了，但实际上他们表现得并不好。他们自己从不展开可靠的研究分析。你需要意识到，不管是你自己，还是你相信的专家、学者，在很多基本的问题上都有可能出错。我也一样！

你是否曾经问过自己有关资本市场的问题？问问你自己，你的信仰是不是错误的，是否需要认真进行审查。作为人类，我们往往过于自信，这并不是一个新的现象。行为科学家会说，我们石器时代的祖先仅仅用石头和木棒武装自己就敢去追捕体形庞大的野兽，他们实在是过于自信了。可如果他们反省一下自己，并理性地认识到向水牛投掷木棍实在是太愚蠢了，那他们的家人和族人就要饿肚子。事实上，过于自信——也就是在理性告诉自己做不到的时候，仍然相信自己能够成功地做一件事——正是我们在某些领域获得成功的基本要素，也是种族成功进化的必要条件。然而，在资本市场领域，过分自信就会造成伤害（我们将在第3章具体讨论这一点）。

正因为如此，投资者们不愿意反对人们普遍接受的观点。如果我们这样做了，我们很快就会发现，市场会尽所有的人力、物力和财力来羞辱我们。我给市场取了一个绰号，叫作“巨大的羞辱者”。自此，我的目标就变成了尽量与“羞辱者”互动，同时努力避开它的羞辱。

市场是个公平的羞辱者，每一个人无论贫富、肤色、身材、性别、在投资方面是个新手还是专家，都会受到它的羞辱。但坦白讲，我遭受的羞辱比你们要多得多。对于市场来说，羞辱你很有趣，但是羞辱我更有趣，因为我（也许）是一个公众人物，是一个比较大的目标。你们可以试着想想市场有多么热衷于羞辱沃伦·巴菲特。你的地位越高，它就越会注意到你。但在现实中，它仍然努力让每个人都遭殃，而且在这方面它从不失手。它实在是太贪得无厌了！

那么对于你个人来说，如何能最大限度地满足它呢？只要以每个人都掌握的信息为依据，将全部家当都掏出来下注就可以了。那么如何避免它的羞辱呢？答案就是尽量了解别人不知道的信息，并将赌注都下在这些信息上。

请试着通过我教给你的方法来思考第一个问题，从媒体报道中寻找与你的想法吻合的观点，列一张单子。这些报道可以是关于某一只股票、整个资本市场、

各国货币或者任何板块的。你可以把任何能够影响你决策的内容都写下来，比如某一只股票的涨跌和资产配置等。

然后，在另一个地方写下你没有参考任何数据或信息做出的所有决策。在这些内容里，你总能找到自己始终坚持的观点，这些观点可能是正确的，也可能是错误的。根据所有人都掌握的信息做决策时，你要特别谨慎。你可以把这些决策都用明显的记号标注出来，问问自己是否有足够的证据来证明这些决策是正确的。有吗？很多决策者都会发现自己找不出多少证据。

那些蒙骗了你的假象

举例来说，你持有一只市盈率较高的股票。你相信市盈率高意味着股票价格过高，因此你决定抛售这只股票，买入另一只市盈率比较低的。这是一个比较理性的决策，你之前可能屡试不爽，而且大多数人都认为这个决策是正确的。

但是高市盈率对某一只股票或者整个市场是否真的有坏处呢？你自己研究过相关数据吗？如果你思考过这个问题，你又是在哪里找到答案的呢？你是查过数据，还是什么都没有做，仅仅认为传统智慧或者某个所谓的专家的观点是正确的？

再举一个例子。假设你现在持有的一只股票在牛市表现不错，但在熊市表现一般——这是一只典型的波动性较高的股票。然而，你知道美国联邦政府的预算赤字越来越高，已经达到了历史最高点并且“无法再继续增长下去”，并且知道如果联邦预算赤字不受控制就会“对经济造成危害”，进而“对股票市场造成危害”。赤字造成的债务需要未来几代人来偿还，市场迟早会做出反应，对吧？从长期来看，赤字的压力会产生涟漪效应，阻碍经济增长和收入的增加。根据当前赤字的规模，你可以判断出熊市早晚会出来。在这样的情况下，你持有的高波动性股票会大幅下跌，对你来说就是严重的损失。

但是你怎么知道预算赤字达到最高水平意味着股票价格将下跌呢？事实是否真的如此？很多人不会思考这个问题，也不会以历史为鉴。如果他们想到了，他们就会对股市保持乐观的情绪，而不是产生恐惧。从以往经验来看，美国或者其他国家的预算赤字升高往往伴随着高于平均水平的股市收益。不要害怕赤字，财政盈余过多才会导致市场不振。

你可能还是无法理解。赤字一定是不好的，盈余一定是好的，对吗？毕竟，在英语中，“deficit”（赤字）这个词与“deficient”（缺陷）源于同一个拉丁词根，那赤字一定是不好的！在类似的问题上，大多数人都不愿意动摇自己的信仰。大规模的赤字有坏处这个想法已经根深蒂固了，这个观点也被专业人士和非专业人员，以及美国两党成员广泛接受。在政治活动中，为了赢得更多民众的支持，最好的办法就是承诺降低财政赤字。这会让所有人都感到满意。

下面列出了一些你可能相信的流行观点，至少大多数人都相信。我们已经谈到了两点：

1. 市场上的市盈率高比市盈率低更危险。
2. 政府预算赤字过多没有好处。

我们再来看看其他的：

3. 美元疲软对股市无益。
4. 利率率上涨对股市没有好处，利率率下降才是好事。
5. 降低税率会导致债务增加，这对股市无益。
6. 油价上涨对股市和经济发展都有坏处。
7. 经济发展得好，股市就有前途。
8. 经济增速较快国家的股市比经济增速较慢国家的股市更繁荣。
9. 小盘股比大盘股的收益好。
10. 发展较快的公司比发展较慢的公司股票收益更好。
11. 价格低的股票比价格高的股票收益好。
12. 大额贸易赤字对股市来说是坏消息。
13. 美国的债务实在太多了。

这些观点你都很熟悉吧。大多数人坚持的观点往往是部分甚至完全错误的，以上仅列出了一小部分。例如，“美国的债务太多”这一观点早已经过时了。你可能会极力反对我，或者我的想法会让你非常生气，因为我动摇了你一直以来的坚定立场。如果我真的让你感到愤怒或者不服，那你真的得要读一读本书了。如果有人指出你的想法是错误的，正常人的反应都是跳出来反驳；而且如果遭到了进

一步的挑衅，那么真的会有人气得发疯。

愤怒是一个很好的警告信号，因为它永远，永远跟恐惧相伴。愤怒的人往往感觉不到自己内心的恐惧。如果你真的感到愤怒或者不服，那你必须首先问问为什么自己的观点一定是正确的。你所坚持的信仰是错误的吗？它是一种偏见吗？你到底是不是正确的？有时候，上面列出的一些情况或者其他类似观点一部分是对的，一部分是错的，具体取决于现实情况（我们之后会深入探讨这个问题）。但最明显的问题是：你为什么必须要相信这些观点呢？

在我看来，你相信这些观点主要基于两个事实：（1）它们符合常识，而你不太愿意对常识提出质疑；（2）你周围的人往往同意这些观点，认为它们是正确的，而你也不愿意与多数人作对。

让我来证明你到底是对还是错（还是大错特错）

如果你打算根据第一个问题来驳斥投资领域传统的错误观点，那你基本上会得到三种结果：你可能始终是对的（但这个概率比你想象中的要小），你可能是错的，或者你大错特错了。任何一种结果都是好的，都有助于你下次做得更好。

下面我们深入研究一下第二种结果，也就是你错了的情况。你和其他投资者（包括专业人士和非专业人员）往往相信事情的发生是有原因的——例如X的发生是由Y导致的——但事实上，两者之间并没有必然的关联。现在你应该愿意接受我的观点了，不然你不会继续往下读。我们之前提到了高市盈率增加股市风险、降低预期收益这个流行的错误观点，并进行了驳斥。前面已经讲过，事实证明，高市盈率并不代表预期收益会下降，两者一点儿都不沾边儿。事实上，从历史经验看，高市盈率也可以带来非常好的收益，而且低市盈率也不代表股票的收益较好。

错误的关联

先抛开有关市盈率的错误观点容易让人接受的原因不谈，我们知道，绝大多数人都认为高市盈率意味着低收益和高风险。

如果这个信仰是真的，你就可以找到高度相关数据来证明所谓的原因和结果之间的相关性。一位统计学家可能会告诉你，即使找不到具体的因果关联，你仍然能够在两件事中间找到高度的关联性。但这位统计学家也会告诉你，没有高度的关联性，也就不会有因果关系（除非你陷入一种科学的非线性状态，但据我所知，这种状态在资本市场中根本不存在——不过你读完本书后可以通过三个问题自己去探索一下）。如果一个迷思被广泛地接受，你会发现关联性其实根本不存在，但是人们坚信它是存在的，并努力想证明和接受这一点。

投资者往往会搜集证据来支撑自己最喜欢的迷思，并为自己的立场进行辩护。他们坚信因素X导致了结果Y，而忽略了能够证明X根本不会导致Y的大量证据。现在让我们假设每一个人的初衷都是好的，但即使如此，人们也难免会将注意力集中在有利于支持他们偏见的证据上，而忽略与他们观点相反的证据。极力为自己的立场辩护是人之常情，谁都没有动力接受与自己立场相反的观点。人们通过不同的方式来支持自己：一是在回顾历史的时候，人们只能看到迷思被当作真理来看待的时期，而忽略了其他时期；二是扭曲X或Y的定义，这样从统计学的角度看，它们两个就是有关联的，之后便抛开被扭曲的定义不谈，广泛地宣传所发现的结果。因此，发现有利于普及错误观点的证据成了大家热衷的事。

为什么高市盈率不能说明任何问题

哈佛大学的约翰·Y·坎贝尔和耶鲁大学的罗伯特·J·席勒在1998年做了一项著名的研究，这是对X或Y进行重新定义的一个很好的例证。他们的论文并没有提出新的观点，因为人们对高市盈率的恐惧永远不会消散。他们仅仅给出了一些数据来证明高市盈率往往伴随着低于平均水平的收益率，这已经是大家普遍接受的观点了。

与他们1996年的研究相比，这是一个很好的改进。但这次的研究如此迅速地得到了大众的欢迎和认可，是因为它旧瓶装新酒，用新的统计数据将人们已经接受的观点又证明了一次。坎贝尔和席勒都是知名的学者。受到前期研究的启发，1996年艾伦·格林斯潘首先提出了股票市场的“非理性繁荣”。这个概念几乎在一夜之间就传遍了全世界，并被收进了我们的词库中。