

SKIN IN THE GAME

Hidden Asymmetries in Daily Life

非对称 风险

风险共担，
应对现实世界中的不确定性

[美] 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布 著
(Nassim Nicholas Taleb)

周洛华 译



《黑天鹅》《反脆弱》《随机漫步的傻瓜》作者
塔勒布重磅新书

中信出版集团

SKIN IN THE GAME

Hidden Asymmetries in Daily Life

非对称 风险

风险共担，
应对现实世界中的不确定性

[美] 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布 著
(Nassim Nicholas Taleb)

周洛华 译

图书在版编目 (CIP) 数据

非对称风险 / (美) 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布著 ;
周洛华译. -- 北京 : 中信出版社, 2019.1
书名原文: SKIN IN THE GAME
ISBN 978-7-5086-9847-2

I. ①非… II. ①纳… ②周… III. ①经济学 - 通俗
读物 IV. ① F0-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 269401 号

SKIN IN THE GAME by Nassim Nicholas Taleb
Copyright ©2018 by Nassim Nicholas Taleb
Simplified Chinese translation rights © 2019 by CITIC Press Corporation.
All rights reserved.
本书仅限中国大陆地区发行销售

非对称风险

著 者: [美] 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布
译 者: 周洛华
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)
承 印 者: 北京通州皇家印刷厂

开 本: 880mm×1230mm 1/16
版 次: 2019 年 1 月第 1 版
京权图字: 01-2018-7219
书 号: ISBN 978-7-5086-9847-2
定 价: 68.00 元

印 张: 23 字 数: 200千字
印 次: 2019 年 1 月第 1 次印刷
广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号



版权所有·侵权必究
如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。
服务热线: 400-600-8099
投稿邮箱: author@citicpub.com

献给

两位勇敢的先驱

罗恩·保罗

拉尔夫·纳德

风险共担：市场变革中的因应之道

对于全球金融界来说，纳西姆·塔勒布并不陌生。有“黑天鹅之父”之称的塔勒布，无疑是位金融市场的特立独行者，从华尔街的期权交易员到“不确定性”理论界的专家，自 2001 年《随机漫步的傻瓜》一书出版以来，他就成了华尔街一个引人注目的协作者。他先后出版了“不确定性”四部曲：《随机漫步的傻瓜》、《黑天鹅》、《反脆弱》和这本《非对称风险》。塔勒布更是在这本书中经常对华尔街极尽戏谑和调侃，例如，2009 年的达沃斯论坛上，他对雷曼兄弟的破产表示“开心”，表示这是雷曼兄弟公司罪有应得。当然，在各种争议中，塔勒布让市场更为印象深刻的仍然是他对不确定性的深刻思考。

在《非对称风险》这本书中，塔勒布十分强调知行合一，他旗帜鲜明地指出，要发表观点，你首先要入局（skin in the game），要使自己成为风险收益对称的风险共担者，空中楼阁式的夸夸其谈或宏篇大论毫无意义。在现实世界中，塔勒布笔下的非对称性，可以说无处不在。在本书中，塔勒布涉及的视野宏大，从安泰俄斯之死到墨丘利的拒食海龟，从罗德岛上的出售粮食到罗伯特·鲁宾所在的华尔街销售金融产品，从 3 800 年前的《汉谟拉比法典》中的对称性到现代社会财富的巨大不平等；塔勒布在知识的海洋中纵横，撷取合适的材料，勾勒知识的不确定下形态各异的非对称性，以及对称性的风险共担的必要性。或神话，或宗教，或正

史，或杂记，透过这些形散神聚的故事集，塔勒布的核心观点聚焦到一点：没有“风险共担”就一事无成，真正的理性在于避免系统性毁灭。

在资本市场层面，风险共担更为关键，本书中作者对此也批判得最为尖锐。从被作者批评为“对金融风险几乎一无所知的伯南克”，到“罗伯特·鲁宾的勾当”，再到“信口雌黄的宏观政治经济学家”……而被视为现代资本市场代表的华尔街，在作者笔下几乎成了骗子们炫耀骗技的舞台、非对称风险的高发地。在作者看来，无论是什么市场主体，都应充分认识到无处不在的信息非对称性，并在此基础上（就像作者明确指出的）“将灵魂投入‘风险共担’中去”。正如作者那句有点绝对又不无启发的结束语：没有“风险共担”就一事无成。

当然，就像英国《卫报》专栏作家佐伊·威廉姆斯（Zoe Williams）在本书书评中所指出的，尽管本书的核心观点非常有吸引力，但在细节上存在一些瑕疵。比如书中提到的“1982年英阿马岛战争中，英国皇室成员安德鲁王子驾驶着直升机在前线作战时，承担了比普通士兵更多的风险”；以及，对英国的清真食品比例的描写等细节，在威廉姆斯看来，都与真相有出入。

另外，本书中，作者以嘲讽的口吻批评说，“2010年，对金融风险几乎一无所知的伯南克连任美联储主席”，早在2009年的达沃斯论坛上，塔勒布就曾直接呼吁：“美国政府‘绝对必须’对银行实施国有化，以阻止其给金融系统带来更多损失。”（2009，路透社）我们不知道如果美国政府对银行实施国有化的真实后果，也暂且不论伯南克的政策从长期看，是否恶化了美国金融机构的道德风险，至少从十年后的今天回头去看，纵向上对比，这轮金融危机的结局相比肇始于1929年的那轮大萧条的结局要好得多；横向对比欧洲、日本的银行业，2008年金融危机之后的美国银行业发展得也没那么差。至于伯南克任职美联储期间，与时任美国

财政部部长亨利·保尔森一起推出的危机应对政策，虽然在作者看来，“政府主导的救援行动，使得整个金融市场的运行机制脱离了‘决策者承担后果’的风险匹配原则，使得市场的受益者、决策者和参与者可以脱离‘风险共担’，在不承担风险的情况下做出决定并攫取利益”，但是伯南克以及保尔森受到的好评绝不只是来自华尔街的那些“利益攫取者”。比如巴菲特就曾在 2014 年接受 CNBC（美国全球性财经有线电视卫星新闻台）采访时明确指出：“2008 年的时候，我们的金融系统被几个人所拯救，如果不是亨利·保尔森和美联储前主席伯南克，我们现在将生活在一个相当不同的国家里。”当然，在作者眼中，巴菲特不过是一个随机游走状态下运气特别好的傻瓜（2010，CNBC）。不过，退一步说，哪怕伯南克真的像作者所揭露的，对金融风险一无所知，但无论是伯南克还是保尔森，对紧急救援措施可能引发的道德风险都有着非常清醒的认识。在《行动的勇气》一书中，伯南克这样写道：“无论大家是否理解，我们采取救助措施确实可以避免金融体系出现灾难性的崩溃，有利于保护美国经济，符合每个人的利益……2008 年 9 月，我绝对相信，在一场重大的金融危机期间，一味强调道德风险，会产生误导作用，也是非常危险的。”

最后，我也想对本书的英文书名 *Skin in the Game* 谈点儿个人理解。如果用直白一些的译法，我觉得可以直接翻译为：入局。金融是一门具有很强现实性和操作性的专业，站在旁边看的，终究只是看客。入局，并共担风险，才能更加贴切地理解这个变动不居的市场，实际上这也是塔勒布一直强调的。

是为序。

巴曙松 教授

北京大学汇丰金融研究院执行院长、香港交易所首席中国经济学家

中国视角下的“非对称风险”

你如果精读过塔勒布前几部著作《随机漫步的傻瓜》《黑天鹅》《反脆弱》，会不禁感叹，他不只是一位投资风控大师、全球畅销书作家，更是一位具有巨大思想颠覆与穿透能力的哲学思想家。2015年，我曾邀请他与上海金融界人士做过一场内部交流。当时，他谈到了投资随机性以及产生非对称风险的关联度，其间提到了“skin in the game”的说法。2018年年初，在该书英文版正式出版前，中信出版集团购得版权，希望我能翻译此书。然而，通读书稿，并在译完了几章后，我决定放弃。中国读者，尤其是投资界人士，有权利读到一本更好的塔勒布书的译本，而我的同事周洛华博士显然更完美地实现了我这个心愿。

个别金融界人士曾把“skin in the game”译为“风险共担”，我在初译本中曾用“切肤博弈”，塔勒布上一本著作《反脆弱》的中文版译文中用了“切身利益”的译法，而洛华博士的译本用了“实盘游戏”，最终出版方从读者角度考虑定书名为《非对称风险》。我充分理解出版方的最终定名，这是为了让更多中国读者能认识到社会行为与投资进程中的随机性，以及潜藏其中并产生的各种非对称风险。

前些年，许多中国人都低估了社会发展的风险概率，对形势走向往往过于乐观，以至出现大量高杠杆的举动，导致全民浮躁与潜在的系统性风险。比如，中国人倾向于认为，经济将保持高增长，房价会一直涨

下去，股市将突破 10000 点。近年来，楼市股市低迷，经济下行压力加大，中美经贸摩擦无疑给中国人上了一堂生动的全民教育课。

事实上，塔勒布过去十多年的思考，一直在提醒人们更好地认识、防范与共担各种随机性产生的风险。2001 年，他出版了《随机漫步的傻瓜》，通过大量的事实说明，所谓的成功者可能是由随机事件造就的。成功很可能是因为幸运，千万别高估自己的能力与智慧。书中最有趣的例子是，只要猴子足够多，时间足够长，总有一只猴子能够碰巧写出与《荷马史诗》一样的叙事诗。

2007 年的《黑天鹅》一书，使塔勒布获得全球美誉。其实，书中所阐述的不过是一些容易被忽视的、无法预测的日常生活现象。那些无法预测的意外事件一旦发生，就会产生极端的、颠覆性的影响。书中的一个令人印象深刻的例子是，那只天真的火鸡，在前面 1 000 天中，一直认为它的主人是天下最好的主人，但它却在第 1 001 天时被杀了。

2012 年的《反脆弱》则论述了在混乱或意外事件的打击下，有的事物会变得更加坚强，如同感冒病毒有时会杀死人，有时会让我们的免疫系统更加健康；风会熄灭蜡烛，也会使火越来越旺。暴露在波动性、随机性的冲击中，那些脆弱的一面往往会败下阵来，而脆弱性的对立面即“反脆弱性”则会让人在冲击中壮大与成长。

诚如“风险共担”词组的英文直译“暴露在游戏中的皮肤”所描述的，同样一件事所产生的风险，对于每一个个体而言并不是对称的。政客夸夸其谈、理论家高谈阔论、银行家坐收渔利，他们所承担的风险远远不能与另一种人相比，如敢于牺牲的革命者、兢兢业业的实践者、投入成本的创业者。所以，一个人的价值、真正受到尊重的程度，取决于他愿意为他人承受多少损失。那些不愿意承担风险，还将他人置于风险之中的人，应该被置于人类金字塔的底部。很显然，塔勒布花了近二十

年的时间，希望能寻找到人类社会的基本道理，也即每一个人应该持有的坚定理念。

这个道理很容易明白，但不容易被发现与践行。塔勒布追溯 3 800 年前“比今天法律更先进”的《汉谟拉比法典》，来讲述“风险共担”的重要性，“如果建筑师建造的房子倒塌了，并导致房屋主人死亡，那么建造房子的建筑师应该被处死”。

在塔勒布看来，“风险共担”的这一理念不仅仅与公平性、互惠性、商业效率和风险管理密切相关，也是我们理解人类社会和整个世界的前提。在当今的生活中，对称性和互惠性的背离问题并不少见，一个没有风险共担的系统会慢慢积累不平衡，最终垮掉。比如 2008 年金融危机发生后，一方面政府用纳税人的钱救助快要破产的大金融机构；另一方面这些机构的高管们继续拿着高额奖金，本应该由这些高管承担的风险，都被转移到了普通人身上，这就是书中所称的“罗伯特·鲁宾的勾当”。这样的例子并不少见，比如西方国家在伊拉克、利比亚所尝试以及在叙利亚正试图尝试的所谓“政权更迭”，同样是一种没有“风险共担”精神的表现。在全书中，处处能看到塔勒布犀利的批判。

塔勒布一如既往地以超高的信息量与鲜为人知的素材，验证了他的观点。比如，在书中关于古希腊神话中安泰俄斯的例子，虽然他是不可战胜的，但是一旦他的身体不再和大地接触，就会失去所有的力量。大力士赫拉克勒斯就是利用这一点，将安泰俄斯举到空中使其无法从大地母亲那里获取力量，然后杀死了他。这个故事说明，任何思想都不能脱离实际，脱离了实际就会失去生命，如同投资人不了解标的的基本面情况，或其基本面已经变化而没有觉察到，投资很可能因此面临危险。

作为一位投资风控大师，塔勒布从投资的角度不断提醒，作为投资人，要时刻有面对风险的意识。只有这样，才会督促自己不断学习。做投

资，核心要看对未来的认知能力，看谁更具有前瞻性。而学习恰恰是掌握前瞻性的根本方法。无论是多么高收益的投资大师，都应当持续学习。

塔勒布的另一提醒也很重要。要承担风险的责任，必须有抗压的能力。做投资要时刻面临压力，如何让自己顶住压力，应对各种各样的状况，直接决定了投资的成败。投资需要积累，需要我们及时化解压力。诚如塔勒布所言，“风险共担”涉及的尊严是一种长久的责任。承担风险（一种固定的风险阶层）是人和机器的区别，而这恰恰是投资人的基本意识。

在具体实践中，塔勒布区分了研究和投资定位的差异。有些人是很好的分析者，但不一定是很好的投资者；而有的人是很好的投资者，但不一定是很好的分析者。当然，这两个工作性质不同，更重要的是二者承担的结果往往不同。人总是有自我肯定或者认同的心理，即使出现错误，也会找各种理由来为自己解释。就如同《非对称风险》中所说，不要听从以提建议为谋生手段的人的建议，除非对他们提出的建议有对应的惩罚措施。

从中国社会目前的发展现状看，塔勒布的提醒是相当有针对意义的。塔勒布认为，“风险共担”的缺失会造成伦理和认识论上的影响，没有“风险共担”，就没有进化。中国学术圈、决策层与商业界都应当警惕这类人：他们对事物进程有影响力，却没有切身参与并拒绝“风险共担”，满足于自己设计的“空中楼阁”，而反对那些真正具有丰富实践经验的想法。

我强烈推荐大家研读塔勒布的书，它对我们如何理解包括投资在内的人生进程，社会演进中发生的波动、混乱、风险以及责任，都大有裨益。

王 文

中国人民大学重阳金融研究院执行院长

2002年秋天，达特茅斯学院的保罗·沃尔弗森研究员（他也是我的导师玛格丽特·彼得罗芙教授的丈夫）给我发来一封电子邮件，里面介绍了《纽约客》杂志对本书作者塔勒布的采访。当时塔勒布管理的对冲基金 Empirica，从“9·11”恐怖袭击事件之后的市场大跌中获得了丰厚的收益。他坦言自己事先并不知道任何黑天鹅事件的消息，他只是认为市场对重大系统性风险的估计严重不足，导致深度价外的看跌期权价格被严重低估，因此，他提前布局，在通用汽车股价还在30美元左右交易时，买下了以每股5美元抛出该股的看跌期权，事后证明这次投资极富远见。因时隔多年，文章披露的有关交易细节我记得不是很清楚了，但是塔勒布对风险有一种根植于内心深处的切肤之痛，这给我留下了深刻印象。他说：“对于我的大多数美国同学来说，风险就是一种对自己不利的概率分布。而我从小在战火纷飞的黎巴嫩长大，风险对于我来说意味着在每天吃晚饭的时候，我不知道白天和我一起踢球的小伙伴还能活下来几个人。”

这本书就是基于对风险的这种认识而写成的。从某种意义上讲，这也是一部人类学著作，作者揭示了人们在面对不确定性和外部压力时，只有身临其境、设身处地亲自承担风险，才能做出正确的决定。人类学研究表明，人类的决策过程主要是由激素推动的。知识、经验和理智在这个过程中所起的作用并不大，我们往往是在做出决定之后，再用智慧去寻找证据以便证明自己的决定是正确的。我们在决策过程中，常伴有

心跳加快、手心出汗、额头发冷和主观忽略部分事实等现象，这些都说明了包括肾上腺素在内的多种激素参与了决策过程。如果决策者本人不承担决策失误的风险和损失，他就不能身临其境地在压力下产生这些激素，也就不能做出正确的决定。作者因此呼吁建立一种“做出决定”（权利）和“承担后果”（责任）相互平衡的机制，也特别强调决策者本人的担当精神。这让我想起达特茅斯学院工程学大楼入口处的格言：为最困难的任务准备最负责任的肩膀（并没有提到最聪明的头脑和最复杂的模型）。

作者坦言 2008 年席卷全球的金融危机，很大程度上是由美国的金融机构权利和责任不匹配造成的，金融业的高管们只享受高额报酬而不承担经营的风险和损失，由此埋下了危机的祸根。作者在附录中令人信服地用数学方法论证了在权利和责任不匹配和非对称的委托代理机制下，代理人只会考虑如何尽可能地延长游戏的时间，以便自己能够获得更多的业绩提成，而不会考虑委托人的总体回报水平。作者在概率密度函数中突出了“矩”的概念，揭示了看似能够产生“长期稳定回报”的投资策略其实隐含了本金全损的巨大风险。代理人会用委托人的钱去承担小概率的高风险，以此换取大概率的低风险收益，这样做的代价就是整个受托资产隐含着巨大的毁灭性风险，委托人最终会因遭遇爆仓风险而损失全部资产，而与之无关的普通纳税人更是为救助金融机构而付出了额外的代价，从而形成“高管受益，股东受损，民众买单”的结局。距离上次金融危机已经 10 年了，如此犀利而透彻地论证金融系统存在的问题的作品仍然凤毛麟角，作者直言不讳且可贵地指出了早在金融危机爆发之前，金融系统和金融机构就已经酝酿并弥漫着一场“用别人的钱去冒险”和“赚傻子的钱让穷人去买单”的道德危机，这才是导致金融危机的根本原因。

原作的书名是 *Skin in the Game*，大意是把自己暴露在某种投资、游戏、任务、使命的风险之中，引申的意思是全身心地投入一项事业，享受其成果，担当其风险并承受其损失。作者在政治、历史、宗教和金融领域的讨论中都运用了这个概念，这使得书名很像是一个特征函数，它提炼了所有这些场景的共性，体现出一种简洁精致的数学美感。不过这个书名很难在汉语中找到合适的词来翻译。

作者涉猎广泛，文风汪洋恣肆，常把朴素的真理寓于平凡的比喻之中，以至原文有一种“真佛才说家常话”的感觉。由于有些口语化的表述在中文的语境中并无相应的场景，这给我最初的翻译带来了不少困难。是忠于作者，还是取悦读者？最终我意识到这两者其实并无矛盾之处，克服翻译困难的关键是排除自己企图左右逢源的纠结心态，这样才能彻底解放思想去全面理解作者的意图——理解的背后并不是更高的智慧，而是更大的勇气。

考虑到现实的国情和中文的语境，我在翻译过程中将作者对经济学家们的无情鞭挞弱化为嬉笑怒骂，如果由此引发作者的愤怒，我将慨然吞下这颗子弹，因为这是译者应该承担的责任。其中最值得一提的是作者对经济学中所谓“理性”概念的批判，这让我想起维特根斯坦在第二次世界大战期间到盖斯医院担任志愿者的经历，当时他和格兰特医生一起推翻了“休克”一词的用法。“休克”在医学上的定义很模糊，造成休克的原因又很分散，因此，使用这个词并不能给急救医生提供必要的信息。维特根斯坦认为，一个词的意义根植于它的用法，如果它只是带来了混乱和困惑，那还不如抛弃这个词。类似的情况发生在经济学中，“理性”一词被定义得十分模糊，在大多数情况下这个词被用在背离人性的假设条件中，以便得出一个脱离实际的经济学模型；还有一些人使用这个词的主要目的是攻击对手的“非理性”。作者在书中结合自己多

年的实践经验，从遍历性的角度指出了经济学家们所仰赖的模型的错误之处。作者坚信交易员应该用生存来检验实践，而不是用模型来比拼理性，因为最大的理性就是生存，那些被经济学家贴上“不理性”标签的行为，恰恰源自人类自我保护的生存本能。他进一步提出，经济学家犯这些错误的根源在于他们脱离实际，没有做到“风险共担”。作者认为，实践应该成为我们获得真理和获悉真相的唯一途径，这种推崇实践的精神值得我们尊敬。

全书的翻译工作得到了各方的大力支持，王亚娟和朱经毅分别校译了正文和数学附录，指出了译稿的许多错误；中国人民大学重阳金融研究院的很多同志与我通力协作，没有他们的支持，我不可能按时完成这本书的翻译工作。对上述同志的支持和帮助，我既感惭愧又感安慰，同时也心存感激。倘若中译本仍有瑕疵和错误，责任应由我一人承担，毕竟，这是我应该承担的风险。

周洛华^①

2018年8月

① 周洛华，湖南益阳人，现任中国人民大学重阳金融研究院副院长、经济学博士。历任上海舍汇信息技术有限公司董事长，东方网股份有限公司首席财务官，上海大学经济学院副院长，宝山区发改委副主任（挂职锻炼），国泰君安投资管理公司并购部副总，美国达特茅斯学院博士后研究员，英特尔中国科技有限公司成本会计。著有教育部“十二五”规划教材《金融工程学》和《金融的哲学》等。

目 录

推荐序 1	IX
推荐序 2	XIII
译 序	XVII
第一卷 绪 论	
<hr/>	
安泰俄斯之死	009
今天的利比亚	010
玩人丧德	012
古之军阀亦有道矣	014
罗伯特·鲁宾的勾当	015
学会做减法	018
对称性	021
从汉谟拉比到康德	021
从康德到胖子托尼	028
现代主义	036
将灵魂投入“风险共担”	043
手工匠人	045
不确定性的共同基因	055
我的探索之路	056
一群牛对着我弹琴	057
书评家们	058
本书的组织架构	060
日常生活中的非对称性	062

第二卷 初探代理人问题

第 1 章 为什么每个人都必须吃掉自己捕到的海龟： 不确定条件下的公平性问题	067
每天都有新客户	068
罗得岛粮食的价格	070
不确定性中的公平性问题	072
瓦·萨夫拉和“域外人”	075
自己人和外面人	077
“我们”的最佳规模	080
你在对角线上吗？	081
所有人在一条船上	082
对别人的书评头论足	083
短暂的就医经历	085

第三卷 最大的非对称性

第 2 章 最不宽容者获胜：顽固少数派的主导地位	091
对花生过敏的罪犯	092
重整化	097
否决权	100
通用语	101
基因 vs 语言	102
宗教单行道	104
重申去中心化	107
我的道德，你的约束	108
从统计概率看少数派主导现象的稳定性	110
波普 - 哥德尔悖论	111
科学和市场的偏锋	113
一头狮子就够了	114
总结与展望	115