

HZ BOOKS
华章经管

WILEY

金融投资理论如此复杂，却又如此简单

投资新革命

Capital Ideas Evolving

华章经典 · 金融投资

PETER L. BERNSTEIN

〔美〕彼得 L. 伯恩斯坦 著

高小红 迟云 钟雄鹰 译



机械工业出版社
China Machine Press

投资新革命

Capital Ideas Evolving

华章经典·金融投资

PETER L. BERNSTEIN

〔美〕彼得 L. 伯恩斯坦 著

高小红 迟云 钟雄鹰 译



机械工业出版社
China Machine Press

Peter L. Bernstein. Capital Ideas Evolving.

Copyright © 2007 by Peter L. Bernstein.

This translation published under license. Simplified Chinese Translation Copyright © 2008 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可,不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签,无标签者不得销售。

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:01-2007-3355

图书在版编目(CIP)数据

投资新革命/(美)伯恩斯坦(Bernstein, P. L.)著;高小红,迟云,钟雄鹰译. —北京:机械工业出版社,2008.3

(华章经典·金融投资)

书名原文:Capital Ideas Evolving

ISBN 978-7-111-23456-2

I. 投… II. ①伯… ②高… ③迟… ④钟… III. 金融投资—研究 IV. F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第017789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:程琨 版式设计:刘永青

北京牛山世兴印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2008年3月第1版第1次印刷

170mm×242mm·14.75印张

标准书号:ISBN 978-7-111-23456-2

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

本社购书热线:(010) 68326294

投稿热线:(010) 88379007



献给芭芭拉
为爱情、感谢和愉快

译者序

P r e f a c e

当代的投资者们能够享受到众多投资产品和策略的盛宴，不能不感谢那些充满创新精神的投资大厨们。

这些大厨们发展出一系列的方法，来度量金融市场的风险和回报。没有他们那些革命性的理论，今日的投资绝对不会有如此复杂，也不会有如此简单。

伯恩斯坦就是他们当中的佼佼者。作为证券业的“老兵”和《投资组合管理期刊》的创办者，他的理念在华尔街的发展历程中发挥了举足轻重的作用。在其 1992 年的著作《投资革命》（*Capital Ideas*）中，他对资产管理理论的一些重大进步做出了精确而恰当的分析。

在本书中，伯恩斯坦主要讲述了这些理论中究竟有多少已经成为全球性的标准，为众多机构投资者、养老基金、对冲基金、投资顾问和精明的交易者所奉行。

本书的第一部分讲述了行为金融论者对**资本理念**的攻击，尤其是他们对有效市场假说的攻击。人类的某些特殊倾向，如不变性失误、框定、有效性幻觉等，以及人们在投资过程中的认知偏差、认知困难、凭直觉行事和禀赋效应等，已经成为行为金融的拥护者对抗理性假设的核心，而正是理性假设推动和支持了**资本理念**。但行为金融的代表人物都否认投资者是非理性的这一观点，而只是反驳非现实的理性概念。丹尼尔·卡尼曼认为理性模型的失败在于大脑需要理性，没有人能够设计出一个像模型的假设条件一样工作的大脑，而理查德·泰勒

认为人与超理性的机器有着巨大的差别，因此理性模型有着天生的缺陷。但是，行为金融对于标准理论和金融模型的攻击有多大的伤害？对于理性经济主体模型的批判以及理性经济人实证检验失败的例子是否说明《投资革命》一书毫无用处或者完全过时？这还需要进一步论证才能做出最终的判断。

本书的第二部分介绍了保罗·萨缪尔森以及其他一些知名学者的观点，他们以不同的方式致力于将金融理论中的核心观点应用于实际。

保罗·萨缪尔森是一位年过九旬的资深理论家，现在，他的研究和理论分析仍然是一流的。萨缪尔森一直认为，股票市场上“没有飞来横财”。因此，他对获取超过市场整体回报的努力，或者从更实际的角度讲，使共同基金指数超过诸如标准普尔500指数等市场主要基准指数的努力，持怀疑观点。他的另一贡献是培养了一大批学生，其中很多人后来成为著名学者，如哈佛商学院的罗伯特·C·默顿（Robert C. Merton）、麻省理工学院（MIT）斯隆管理学院的罗闻全（Andrew Lo）以及耶鲁大学考尔斯基基金会（Cowles Foundation）的罗伯特·希勒（Robert Shiller）。

默顿在数学上有相当高的造诣。虽然他曾协助布莱克和斯科尔斯共同研发期权定价模型，并因此而获得了诺贝尔奖，但是默顿不再从事理论结构方面的研究工作。相反，他开始充满激情地设计基于**资本理念**的新制度，其目的是帮助投资者克服本书第一部分中谈到的行为异象。这里，他的数学功底能发挥作用，但却与他想要实现的目标只有偶然联系。

罗闻全是默顿在MIT教的最出众的学生之一，可以说，默顿是罗闻全在金融学方面的启蒙老师。罗闻全几乎听过默顿的每一门课。罗闻全追求的目标与默顿对制度的强调在很多方面都是一致的，但他采取了不同的方法。由于罗闻全坚信“进化力量”的威力，所以他更倾向于解释制度的“变迁”，而不是创造新的制度形式。

希勒在很长一段时间内很喜欢研究金融市场的波动性，曾论证过市场上的波动性远大于在理论上决定资产价格的基本面状况。对该领域的研究促使他把注意力转向经济繁荣与萧条交替循环模式，这最终给他带来的荣誉甚至超过了他在学术界出版的那本书——《非理性繁荣》。该书于2000年年末股市达到巅峰时出版发行。虽然繁荣与萧条交替循环模式不是**资本理念**的组成部分，但**资本理念**是希勒研究框架的一部分。

比尔·夏普现在怎么看待资本资产定价模型（CAPM）呢——模型的内涵，在市场中的角色，还有这些年来围绕着它在实证检验上的缺陷产生的种种争议？夏普现在从一种不同的视角来看待CAPM，已经从一名荣获诺贝尔奖的理论家转变成

一名金融工程的前驱者。夏普正寻找途径帮助个人投资者从自我矛盾决策的泥潭中解脱出来，并达到一种他们知道如何分析投资问题且能够探求解决方案的境界。他还努力工作以完成一些有待完成的工作，与该书中的其他理论家一样，如今夏普更多地涉足于理论的运用而非发展新理论。他是财务引擎公司（Financial Engine）的联合创始人，该公司是一家成功的硅谷风险投资企业，其主要业务是运用计算机给公司雇员提供专业的资产配置及风险管理建议。

虽然哈里·马科维茨在 1952 年发表了他的投资组合选择理论并以此启动**资本理念**，但现在的马科维茨与当年的马科维茨明显不同，当年的马科维茨提出的投资组合选择理论奠定了单因素模型和 CAPM 的基础。但是，现在的马科维茨早已对传统的新古典“均衡模型”不抱有任何信念，并对 CAPM 的两个基本假设提出了质疑。如今，他已经成为一家实验室的金融工程师，从事一些有雄心的项目，运用复杂的计算机程序来详细地探索股票价格在市场中的行为。

斯科尔斯曾是长期资本管理公司的主角之一，在该公司突然破产后，他于 1999 年创立了 Platinum，以证明自己能否管理风险、保全资本，并为有价值的项目赚钱。到目前为止，Platinum 取得了可喜的进展。Platinum Grove 不预测系统因素（如贝塔或阿尔法）；相反，斯科尔斯及其同事在资本市场通过提供他所谓的“流动性与风险转移服务”来赚钱。斯科尔斯用希腊字母表的末字母欧米嘎来描述该赚钱机会，并认为欧米嘎不是一个零和游戏。

本书的第三部分主要讲述了一些机构投资者非凡的成功，并且我们将看到这些投资者如何使用**资本理念**的原理来构建他们的投资策略。

到 2006 年中期，BGI 成为世界上最大的指数基金管理公司，其指数基金资产达 13 000 亿美元，并且 BGI 也是最大的积极型投资管理公司之一，负责管理旗下 3 000 亿美元的资产。2006 年中期，仅对冲基金一项就多达 1 270 亿美元，并全部实现机构内部运作，使得 BGI 成为世界上第六大单一对冲基金管理公司。而且，几乎所有积极管理策略，涵盖了权益、固定收入证券、资产配置及通货，在实施后都获得了正阿尔法。格罗斯曼说：“我们产品线的传统可以直接追溯到马科维茨、夏普、莫迪利亚尼-米勒和布莱克-斯科尔斯的原创理论。他们的理论模型仍然是我们工作的核心。他们为我们所做的每件事增色。”本书第 10 章将会对 BGI 的投资理念进行详细介绍。

在过去的十年中，耶鲁捐助基金增长了 3.7 倍，并且这是在给学校的支出做出了巨大贡献之后所取得的骄人成绩，而同一时期标准普尔 500 指数仅上升了 2.2 倍，该

指数既包含了所有股利的再投资，也没有扣减任何支出。除了1988年和1991年外，耶鲁的年回报率每年都击败了通货膨胀率。在2001~2002年的大熊市中，标准普尔500缩水了30%，而耶鲁的投资组合却增长了10%。与此同时，该基金对耶鲁大学必要支出的年贡献已经上涨了12倍多，达到61 800多万美元，从占大学预算的10%上升到30%。在基金积极成长的同时，投资组合的年波动率却从15%下降到11%以下。谁能在投资组合管理中创造出如此奇迹？在一个持续性和高回报不能兼得的世界里，他怎样获得如此巨大的成功？本书第11章将会对此做出详细回答。

阿尔法其实意味着在考虑风险因素影响之后仍然有好于市场的表现，即所谓的“超越大市”。与此同时，贝塔则是度量市场本身行为的。贝塔风险是市场与生俱来的，任何投资者都不可能完全避开。无论你选择的是股票市场、债券市场、现金市场、海外股票市场还是房地产市场，你都必须面对风险。虽然CAPM明确阐述了阿尔法和贝塔是回报的两个不相关来源，但是投资者从来没有真正领悟该区别的所有含义。该区别意义重大，因为如果承担贝塔风险和阿尔法风险而得到的回报是独立的，那么把这两者结合起来的新方法就有可能降低而不是增加组合风险。实践还表明，将阿尔法和贝塔分离的新技巧在投资管理中无疑是一项有价值的创新。

如今，市场提供了很多不同方式来分离组合中的阿尔法回报和贝塔回报。本书第14、15章所展示的实例，指出了这些变化的发展方向。第一个例子是关于分离阿尔法和贝塔管理的简单方法。著名债券经理比尔·格罗斯（Bill Gross）在做出和这些基本概念一致的思考后，于1986年提出了该方法。第二个例子展示了马文·当斯马（Marvin Damsma）是如何使阿莫科组合朝最优化的方向发展的。第三个例子来自巴克莱国际投资公司，它揭示了将阿尔法从贝塔中分离的细微过程。然后作者开始讨论另一种方法，它从一个不同的、新颖的角度关注阿尔法和贝塔的分离。

在本书的第四部分中，作者指出**资本理念**不会永恒不变。新的参与者、新的机构以及新的金融工具导致了风险管理的新策略、寻求阿尔法的新途径、全球的新市场以及理论结构的新变化。大胆的试验和革命性的技术屡见不鲜，这就是本书的主题。这些观点将始终处于中心位置，但围绕它们的结构则是动态的，是一个达尔文所谓的持续不断的进化过程。默顿说：“我们有一套全新的模式。不，是一套更丰富的模式。**资本理念**的解释依然正确——并非那些观点错了，我们必须转变。我的意思是，我们要了解这个体系以及它是如何将运用这些观点成为可能的。”

前言

Preface

理论学家总是抵制事实，因为事实很难确认并总是随意变化，而且假定其他情况都相同，他们还能够吸收大量的外部冲击。早期因为没有参考的框架，一种思考问题的方法，或者简言之，缺乏一种理论范式，对这些事实的分析是绝对不可能的，因此我们的思想滑落到古老的坟墓中是不可避免的。

保罗·萨缪尔森，“凯恩斯与‘通论’”

Economica 14 (1946), pp. 187-199

我们抽象现实从而建立模型，但是在模型之外存在超模型，这使得我们相信模型最终要失败。模型之所以会失败，是因为它们没有包含所有存在于现实世界中的相互关系。

迈伦·斯科尔斯，2005年9月在纽约 NYU/IXIS

对冲基金会议上的演讲

20世纪的最后30年席卷整个华尔街的理论和实践的重大突破早已经被象牙塔中的学者经过多年辛苦所实现，这些突破都远离纽约市的世界金融中心。因此，1992年出版的本书的前篇《投资革命》一书的副标题

就是“源自象牙塔的华尔街理论”。

但是，这些源自象牙塔的华尔街理论的成果在过去 30 多年中不断进化。今天，从华尔街到世界各地的金融中心，《投资革命》一书中所描述的概念已经成为一般性的常识。这些资本理念以一个简单的概念入手，即风险是一切投资决策的中心，因此分散投资对于一个成功的投资行为是必要的，而且市场是不容易被击败的。**资本理念**——象牙塔的成果（或称做“新古典金融”）——现已成为活跃的投资和风险管理市场中无数重大革新的智慧核心。

这些革新包含过去大家无法接受的概念和工具。当我在 1989 ~ 1991 年间撰写《投资革命》一书时，其中最具有吸引力的就是关于有效市场的消极管理和对其令人不安的含意的思考。今天，正如在本书以下部分讲述的那样，即使是《投资革命》中所提及的理论学家也在资本市场上勤劳工作，他们中的一些人致力于寻找新的积极管理方法或致力于寻找阿尔法的方法^①，而另外的一些尝试将理论观点应用于养老金问题和促进市场的有效性和公平性。不管是哪一类，都是在拓宽风险管理的范围。

当**资本理念**从象牙塔空降到计算机机房时，金融市场的形式和功能一直在发生着根本性的转变。这种转变就是本书——《投资新革命》要讲述的内容。

* * *

将现在和我 1989 ~ 1991 年写《投资革命》时的世界进行比较就可以发现，当投资者能轻易击败市场、从来不校正风险以及根据表面现象估计期权价格时，很多理论很难应用于这样的投资环境。在 20 世纪七八十年代，很多投资者对于一些令人不愉快的根植于数学的理论，最初的反应是以“胡说八道”的罪名来抵制。风险是意外的事情。在《漫步华尔街》(A Random Walk Down Wall Street) 一书中，伯顿·马尔基尔提到华尔街人士接纳有效市场理论的热情犹如萨达姆·侯赛因向加拿大犹太人文化教育促进会(B'nai Brith)发表演讲。伯顿告诉我《漫步华尔街》的第 9 版^②将这个比喻换成“杰夫·斯基林(Jeff Skilling)对于商业改进协会(Better Business Bureau)的热情”。

然而，为了使读者能够信任这些先进理论，我希望本书包含一些我所描述的资

① 阿尔法指超过某一基准的风险修正收益（如标准普尔 500 指数），以下章节将对这个简要解释做进一步扩展。

② 此书已由机械工业出版社出版。

本理念实际应用的例子。在综合考虑之后，我列出三个手头上实际发生的关于将理论结构应用于实际的案例，并且在当时我没有办法获得这些案例。

第一个案例是美国富国银行（Wells Fargo Bank），很多资本理念的创造者都是这个银行的顾问。但是，富国银行一直在努力寻找指数基金和风险受托控制资产管理的客户，他们的做法没有为银行赚到钱。我经常想起吉姆·维汀（Jim Vertin）告诉我的一句话，即“推着石头上山”。然而，就像我在《投资革命》一书中一贯坚持的“他们是名副其实的学以致用者”，本书的第10章将证明时间是如何证明我观察的正确性的。

第二个案例是巴尔·罗森堡（Barr Rosenberg）。巴尔是一个经院学者，他发展了第一个关于资本资产定价模型以因素形式分析的可行性变量。他同样在圆石滩（Pebble Beach）开展过很多的大型研讨班，向从业者介绍复杂的市场有效性、均值/方差、资本资产定价模型、期权定价等。没有巴尔的艰苦努力，职业投资者易于理解和接受的资本理念的程度不会如此普及。他应该收到比这些成就更多的奖励。

投资组合保险（portfolio insurance）是理论应用于实践的第三个例子。加州大学伯克利分校的海恩·利兰（Hayne Leland）已经组合过不同的产品，并多次向我描述其一直研究的“终极发明”——默顿的关于市场中看涨期权复制理论的现实版本。^①在某一时期，当投资组合保险理论应用于实际并变得疯狂时，海恩·利兰的梦想似乎实现了，紧接着是1987年10月19日股市的崩盘，当股票的价格在一天之内下降20%时，投资组合保险和股市一起崩溃了。

与《投资革命》不同的是，本书大部分都是关于理论的实际应用，在很少的篇幅提及新理论的发展。

一个非常有趣的现象就是这些事情不只是发生在金融领域。密歇根大学罗斯商学院E. 瀚·金（E. Han Kim）及其两位同事最近撰写了一篇论文，这篇论文研究了截至2006年6月过去35年间在主流经济学杂志上发表的论文，这些论文引用了超过500篇文献。¹通过对论文内容的回顾，金及其合作者发现：在20世纪70年代早期，引用率最高的文献中77%的都是理论性文章，只有11%的是实证性文章。在20世纪末，60%的都是实证性文章而11%是理论性文章。这些主要是计量经济学的贡献。

那么，究竟是什么原因促使注意力从理论转向理论的应用呢？尽管很多微妙的

① 很偶然的机会，在谈到交易成本在1987年10月19日如何差点葬送组合保险理论时，默顿向我指明如果没有交易成本就没有布莱克-斯科尔斯-默顿期权定价模型，交易成本使得复制的投资组合不现实，并使得期权不可替代。

力量还在发挥作用，但台式计算机以及它能够处理的日益复杂的软件的出现是最主要的原因。计算机提供了轻松处理数据并测试理论的机会，这在电子计算器和计算尺时代是无法想象的。另一方面，过去这些计算和测试过程是不能反过来做的。当学者和从业者使用计算机来测试理论并寻找一些新的方法使理论应用于实践时，新理论并不是来自计算机，而是来自人类的智慧。

在《投资革命》初版后的几年中，这些理论坚不可摧的生命力变得非常强大，以至于人们不得不承认这些理论。这些理论形成的强大动力持续在市场中发挥作用，久而久之，理论和实践更加接近。事实上，这些理论已经创造了一个它们自己的世界。即使对这些理论最强烈的怀疑论者现在也已在理论和实践上从最基础的认识，即现代华尔街起源于象牙塔开始，摒弃了其反对意见。

* * *

比尔·夏普曾经说过：“马科维茨出现后，光明就到来了。”²在马科维茨 1952 年发表《投资组合选择》(*Portfolio Selection*) 之前，没有真正意义上的关于投资组合结构的理论——只有经验和惯例。正是马科维茨将投资定义为对未来不确定性的赌博，并首次将风险确定为投资组合管理的核心。在比尔·夏普于 1964 年建立资本资产定价模型之前，没有真正意义上的风险处于核心位置的资产定价理论——只有经验和惯例。在弗朗哥·莫迪利亚尼 (Franco Modigliani) 和默顿·米勒 1958 年的论文之前，没有真正意义上的关于公司金融和金融市场“均衡”理解的理论——只有经验和惯例。³在尤金·法马 (Eugene Fama) 于 1965 年提出“有效市场假说”之前，没有理论能够解释市场为何很难打败，甚至没有这种认识存在的可能性。在费希尔·布莱克 (Fischer Black)、迈伦·斯科尔斯 (Myron Scholes) 以及罗伯特·默顿 (Robert C. Merton) 于 20 世纪 70 年代提出衍生证券的价值和本质特点之前，没有期权定价的理论——只有经验和惯例。

在 1952 年马科维茨撰写《投资组合选择》之前曾经占主导地位的投资活动现已消失。尽管 1952 年的投资者和 1873 年的投资者思考同样的问题并使用同样的语言交谈，然而他们交谈的主题可能已经从关注通货紧缩转变到关注通货膨胀了。资本理念所宣传的革新创造了一种全新的关于金融市场本质、投资理论、未来不确定性在投资决策中作用的思考方法。保罗·萨缪尔森曾经使用形象的语言来描述这一过程：类似于使用天花感染一度与世隔绝的土著人一样，马科维茨 - 夏普 - 托宾利用投资

组合均值方差的二次规划极大地改变了真实世界。⁴

风险是所有这些理论的核心。马科维茨最有名的观点——“你在考虑回报的同时一定要留意风险”——在今天听起来像司空见惯的口号，然而在 1952 年赋予风险和寻求的报酬至少同等的权重则是完全的创新。没有任何东西能够像投资组合选择理论一样将资本理念与 1952 年以前的世界分开。莫迪利亚尼和米勒随后提出改变公司的负债结构对公司价值没有影响，因为公司的价值取决于其从事商业活动的风险，改变负债比例只是改变风险在利益相关者之间的分配方式。资本资产定价模型指出某项资产的预期回报是其风险或贝塔系数的函数，而有效市场的定义就是依资本资产定价模型的预测所产生的。对风险进行套期保值则是期权定价模型发展的主要动力之一。

在以后的每一个章节，不管是哪种方法，都是关于如何管理各种变量的风险。故事的主人公都精于寻找赚钱的方法，但是我们也应该看到，他们都意识到风险管理是成功取得超额回报的关键。

* * *

为何风险如此的重要以至于成为所有投资活动的中心？仅仅是因为金融决策始终伴随着不确定性？这里没有答案。所有事情的决策都面临不确定性，寻找这些问题真正的答案更加具有启发性。

过去，当大部分经济活动由狩猎、捕鱼和农业组成时，经济中不确定性的唯一来源就是天气。对于天气而言，我们不能做任何事情。最后，人们依赖于这样或那样的祈祷和咒语作为风险管理唯一可能的形式。当所有的事情都被看做神的意志或者命运时，我们还能做什么呢？

进入现代后，自然的重要性已经降低。什么取代了它的位置？在 20 世纪二三十年代，数学家约翰·冯·诺伊曼（John von Neumann）建立了策略博弈理论（与机会博弈相对），我将使用他的话来回答这个问题。博弈论最深刻的见解是使我们意识到我们不是鲁滨逊·克鲁索（Robinson Crusoes）——人与人之间相互隔绝。将这样的差异抛到脑后是自然科学的技术和概念经常让社会科学家走上歧路的主要原因。

在约翰·冯·诺伊曼之前，决策理论认为每个人做出的决策都不会对他人的决策范围产生影响。所以，每个人都从自身的角度来计算效用，这样的思想是经不起推敲的。任何人都不是是一座孤岛。正如约翰·冯·诺伊曼及其合作者奥斯卡·摩根

斯顿 (Oskar Morgenstern) 指出的, 实际的经济和鲁滨逊式经济存在差异:

克鲁索遇到的问题和身处社会经济所遇到的问题存在明显差别……克鲁索排他性地控制所有变量……获得最大满足……为了将博弈规则带入到竞争和斗争的社会中……很有必要考虑 n 个人的博弈 ($n \geq 2$), 并因此放弃对问题单独最大化的一面。⁵

所有的经济系统, 即使是最原始的, 都依赖于生产和技术。但是, 资本主义就是斗争和竞争——更加关注买与卖, 而不是生产和技术。资本主义就是一个庞大的约翰·冯·诺伊曼博弈! 买与卖取决于人类的决策: 顾客的决策是什么? 供应商的决策是什么? 雇员的决策是什么? 政客的决策是什么? 其他投资者的决策是什么? 这个过程有非常强的互动性, 而敌手就是我们自己。

当我们每个人回答上述问题时所做出的决策, 反过来都会影响顾客、供货商、雇员、政客和投资者怎样针对我们的决策做出选择。最后, 投资组合的价值不是某些人告诉你在很长的一段时间将发生什么, 而是其他的投资者将为你的资产支付多少。

博弈理论使我们明白人类给自己带来了更加复杂的不确定性。我们不能容忍“人性永恒不变, 我们接受这一点吧”这样的说法。人类不断地从经验中学习, 从技术中学习。各种形式的演进从未停止过。昨天对于特定境况的反应仅仅是明天对于将要出现的境况反应的一种提示——但是, 不管怎样, 就像莱布尼茨 (Leibniz) 所说, 今天的境况在明天会重演, 虽然不是十分准确但是适合多数情况。

因此, 我们确实不知道将来会怎么样。世界上的风险不过就是关于他人决策以及我们对于这些决策如何反应的不确定性。

* * *

产生于 1952 ~ 1973 年间的**资本理念**中的一些基本概念, 伴随金融世界无处不在、迅猛、无比困惑但令人着迷的变化而不断变化。这些变化包括从 20 世纪 70 年代通货膨胀的黑暗岁月到 20 世纪 80 年代早期所经历的大牛市、从导致 1987 年 10 月股市的小泡沫到导致 2000 年股市崩盘的不断膨胀的高科技泡沫。在通信和全球化领域已经发生革命性变化, 且金融工具不断创新、交易者不断交替的今天, 这些都是 20 世纪七八十年代的投资者无法想象的。

当这些事情发生时, 其对《投资革命》主要思想的冲击已经在投资管理的实践中

产生了强烈、鲜明、持续、多样化且重大的影响。理论和实际运用的分界线一度是泾渭分明，如今却已模糊不清，正如现在很难将一位商学院教授与华尔街的工程师或长期从业者区分开来一样。

当《投资革命》在 1992 年出版时，我认为那时的市场创造了辉煌，但是金融市场对于各项经济活动的影响已经无处不在。事实上，经济的全球化在没有市场存在的情况下是不可想象的，因为市场出现的众多创新和各种复杂的金融工具有利于资本流动和管理新的风险暴露。仅仅依靠信息本身不能够形成市场价格，市场价格把信息从已知者向未知者传递，有时则相反，使得我们的生活更加复杂。

因此，20 世纪 90 年代初期已经出现的信息流现已变成虚幻和事实的洪流随时冲击我们。在我写作本书的最初版本时，计算机对于大多数投资者和商业管理者而言还只是笨拙而原始的辅助工具，现在则已成为商业和信息世界的中心。^①计算机改变了通信、计算投资组合决策以及风险管理的方式，这是 20 年前的人无法想象的。^②或许更重要的是，20 世纪 90 年代末疯狂的泡沫及其灾难性的后果使得很多投资者对于理性假设产生了怀疑，而《投资革命》正是建立在理性假设基础之上的。

* * *

尽管存在一些争议，**资本理念**的应用已经发展成全球金融市场交易活动和投资组合日常管理中正规的操作程序。风险和期望回报之间的权衡贯穿于所有的投资决策。市场不易打败的概念是常识，即使是那些宣称知道如何进行更好操作的人也承认这一点。公司金融的原理经历了重大的变化；事实上，莫迪利亚尼和米勒推出的大胆概念对于 20 世纪末的泡沫及其后果的重大影响远远大于所能观察到的。阿尔法和贝塔曾经一度是资本资产定价模型中让人难以理解的语言，现在已经成为最复杂的投资组合管理和投资绩效评估中关键的因素。在对冲基金以及渐渐被人接受的卖空策略中尤为显著的新投资组合结构，变得越来越重要。所有这些在**资本理念**中都有原始依据。

最后，法马声称期权定价模型是 20 世纪经济学上最重要的革命，同时，期权定

① 当时的手稿是在基于 DOS 系统的计算机上写的，这种格式我已不再使用了。

② 谈论有关超越梦想，2006 年 7 月 26 日《华尔街日报》的一篇文章报告说 Marshall Wace，一位投资顾问，设计了一套计算机模型，在 2005 年从 246 家证券公司收到 500 000 条交易信息。

价模型也是各种产品、策略以及创新的来源并在以后仍将产生影响。⁶ 仅举一例说明，在 2006 年年末，衍生产品的名义价值已达 370 兆美元，这是一个让人眩晕的数字。^①

* * *

本书的开头将直接面对行为金融论者对**资本理念**的攻击，尤其是他们对有效市场假说的攻击。第 3 章讲述保罗·萨缪尔森的流行观点，这是对市场行为和投资组合构成最伟大的洞见之一。保罗·萨缪尔森对获取超过市场整体回报的努力，或者从更实际的角度讲，使共同基金指数超过诸如标准普尔 500 指数等市场主要基准指数的努力，持怀疑观点。

其后的篇幅介绍一些其他知名学者的观点，他们以不同的方式致力于将金融理论中的核心观点应用于实际。接下来的章节讲述从一些机构投资者非凡的成功上，我们将看到这些投资者如何使用资本理念的原理来构建他们的投资策略。

这仅仅是开始。听起来似乎有点儿讽刺意味，但是当越来越多的投资者使用“资本理念”来构建策略、创新金融工具、致力于获取相对于风险的更高回报时，真实世界本身的发展趋势将越来越与《投资革命》所描述的世界趋同。接下来的章节我们反复强调在很多场合所观察到的事实。这些观点不再是胡说八道。

或许这些理念最显著的特点就是：即使有一些理论经不起一系列实证的检验，但是它们对于投资决策的影响是持续的。这种情况和普利策奖得主、英美语言文学教授路易斯·梅南（Louis Menand）谈论的关于弗洛伊德的《文明及其不满》（*Civilization and Its Discontents*）一样：

当权威成为对事物最终的判断标准时，社会环境已经全然地被侵蚀了，我们将不能再理解、不能再将其作为评价标准的思维方式。⁷

这些模型的理论创建者在实证检验时遭遇困难不足为奇。在很多情况下，模型的基础假设是人为设定的，这意味着将模型直接运用于解决实际投资问题通常是不可行的。学者和其他人一样知道真实世界和他们所定义的世界是不一样的，但是他们寻求的是对于市场如何运作、投资者如何相互影响以及风险在整个投资过程中支配性地位等问题更为深刻和更为系统的理解。他们充分意识到他们的理论是尚未完成的工作。他们正在建立研究的起点，而且当一步步走下去时，他们开始建立完整

① Cited in International Strategy & Investment Group's publication, *ISI Reports*, December 11, 2006.

的框架去解释市场绩效并解决投资者在风险和回报权衡问题上的两难困境。这一框架仍在演进过程中。

* * *

与所有伟大的革新一样，时间总是会给一些基本的课题提出无法预期的理论和实际变数。时间也会带来失望以及反向革新的成果。**资本理念**中的每一部分都假设投资者理性显得有点儿牵强，它的确是不真实的。如果考虑到市场的高波动性、泡沫和冲击的存在、过分关注短期的发展以及信息使用非正常的差异，那么理性假设的缺点实在过于明显。我们不能完全不考虑行为金融所提出的一些观点来对**资本理念**在当今世界所扮演的角色进行考察——尤其是在行为金融最主要的思想家已经获得了诺贝尔经济学奖的情况下。

正如我们所看见的，这种冲突在某些地方相当激烈，但是使用行为金融去检验一些基本的假设已经形成一种推动力，并推动在最初观点的框架下探索新观点。这样一来，**资本理念**就渗透到投资决策的各个领域。

这种主张并不是忽略自《投资革命》1992年出版以来金融界发生的重大变化，也不是忽略从各个方面抨击旧观点的深刻创见。但是，1952~1973年的理论创新对于现实的转变是如此深刻，以至于整个世界无法再回到革新前的时代。每一个新的理论概念都是以这些基本观点为起点的。

尽管有投资者理性以及信息作用的严格假设，有效市场假说仍然是我们判断市场行为和管理者绩效的标准。如今，和过去一样（在某种程度或许比过去更多），只有很少的投资者能够找到一些策略在可接受的范围内打败市场。虽然马科维茨关于构造投资组合的描述需要一些在现实世界中无法复制的假设，但是风险-回报的权衡是我们进行一切投资选择的中心。从本质上讲，马科维茨所强调的投资组合整体与单项持有资产之间区别的观点随着时间的推移得到了认可，而非相反。虽然资本资产定价模型中的贝塔值不再是风险的唯一参数，但是投资者不能够忽略某一资产类别期望回报的风险与超过该类资产回报的投资决策风险之间的差别。莫迪利亚尼和米勒认为股票市场是公司能否赚取其资本成本的决定性因素，在很多方面，这个观点成为20世纪末股市大泡沫的学术驱动力，也是随之而来的公司会计丑闻的根源。

最重要的是，布莱克-斯科尔斯-默顿期权定价模型关于衍生产品定价和无限制应用以及对波动性的意义方面的洞见，已经渗入到世界范围内所有的资产市场。