



诺贝尔经济学奖经典文库

风险-收益分析

理性投资的理论与实践
(第1卷)

Nobel Economics Prize

RISK-RETURN ANALYSIS

The Theory and Practice of Rational Investing
(Volume I)

[美] 哈里 M. 马科维茨 (Harry M. Markowitz) 著
肯尼斯 A. 布莱 (Kenneth A. Blay)
唐亮 武微 译



机械工业出版社
China Machine Press

诺贝尔经济学奖经典文库

风险-收益分析

理性投资的理论与实践
(第1卷)

RISK-RETURN ANALYSIS

The Theory and Practice of Rational Investing
(Volume I)

[美] 哈里 M. 马科维茨 (Harry M. Markowitz) 著
肯尼斯 A. 布莱 (Kenneth A. Blay)
唐亮 武微 译



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

风险-收益分析: 理性投资的理论与实践 (第1卷)/(美) 哈里·马科维茨 (Harry M. Markowitz), (美) 肯尼斯·布莱 (Kenneth A. Blay) 著; 唐亮, 武微译.
—北京: 机械工业出版社, 2016.7

(诺贝尔经济学奖经典文库)

书名原文: Risk-Return Analysis: The Theory and Practice of Rational Investing

ISBN 978-7-111-54183-7

I. 风… II. ①哈… ②肯… ③唐… ④武… III. 投资—研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 153654 号

本书版权登记号: 图字: 01-2016-3482

Harry M. Markowitz, Kenneth A. Blay. Risk-Return Analysis: The Theory and Practice of Rational Investing, Volume I.

ISBN 978-0-07-181793-6

Copyright © 2014 by Harry M. Markowitz and Kenneth A. Blay.

All Rights reserved. 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.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education 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 © 2016 by McGraw-Hill Education and China Machine Press.

版权所有。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。

本授权中文简体字翻译版由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司和机械工业出版社合作出版。此版本经授权仅限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地区)销售。

版权 © 2016 由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司与机械工业出版社所有。

本书封面贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

风险-收益分析: 理性投资的理论与实践 (第1卷)

出版发行: 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: 施琳琳

责任校对: 董纪丽

印 刷: 北京天宇万达印刷有限公司

版 次: 2016 年 8 月第 1 版第 1 次印刷

开 本: 170mm×242mm 1/16

印 张: 13.75

书 号: ISBN 978-7-111-54183-7

定 价: 69.00 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) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光/邹晓东

丛书序一

厉以宁 北京大学教授

机械工业出版社经过长期的策划和细致的组织工作，推出了“诺贝尔经济学奖经典文库”。该丛书预计出版经济学获奖者的专著数十种，精选历届诺贝尔经济学奖获得者的代表性成果和最新成果，计划在三四年内面世。我以为这是国内经济学界和出版界的一件大事，可喜可贺。

要知道，自从20世纪70年代以来，世界经济学领域内名家辈出，学术方面的争论一直不断，许多观点令经济学研究者感到耳目一新。这既是一个怀疑和思想混乱的时期，也是一个不同的经济学说激烈交锋的时期，还是一个经济学家不断探索和在理论上寻找新的答案的时期。人们习惯了的经济生活和政府用惯了的经济政策及其效果都发生了巨大的变化，经济学家普遍感到有必要探寻新路，提出新的解释，指明新的出路。经济学成为各种人文学科中最富有挑战性的领域。难怪不少刚刚步入这个领域的经济学界新人，或者感到困惑，或者感到迷茫，感到不知所措。怎样才能在经济学的海洋中摆对自己的位置，了解自己应当从何处入门，以便跟上时代的步伐。机械工业出版社推出的这套“诺贝尔经济学奖经典文库”等于提供了一个台阶，也就是说，这等于告诉初学者，20世纪70年代以来荣获诺贝尔经济学奖的各位经济学家是怎样针对经济学中的难题提出自己的学说和政策建议的，他们是如何思考、如何立论、如何探

寻新路的。这就能够给后来学习经济学的年轻人以启发。路总是有人探寻的，同一时期探寻新路的人很多，为什么他们有机会进入经济学研究的前沿呢？经济学重在思考、重在探索，这就是给后学者最大的鼓励、最重要的启示。

正如其他人文科学一样，经济学研究也必须深入实际，立足于实际。每一个新的经济观点的提出，每一门新的经济学分支学科的形成，以及每一种新的研究和分析方法的倡导，都与实际有关。一个经济学家不可能脱离实际而在经济学方面有重大进展，因为经济学从来都是致用之学。这可能是经济学最大的特点。就以“诺贝尔经济学奖经典文库”所选择的诺贝尔经济学奖获得者的著作为例，有哪一本不是来自经济的实践，不是为了对经济现象、经济演变和经济走向有进一步的说明而进行的分析、论证、推理？道理是很清楚的，脱离了经济的实际，这些分析、论证、推理全都成了无根之木、无源之水。

与此同时，我们还应当懂得这样一个道理，即经济学的验证经验是滞后的，甚至可以说，古往今来凡是经济学中一些有创见的论述，既在验证方向是滞后的，而在同时代涌现的众多看法中又是超前的。验证的滞后性，表明一种创新的经济学研究思路也许要经过一段或短或长的时间间隔才能被变化后的形势和经济的走向所证实。观点或者论述的超前性，同样会被经济的实践所认可。有些论断虽然至今还没有被完全证实，但只要耐心等待，经济演变的趋势必然迟早会证明这些经济学中的假设——都会被人们接受和承认。回顾 20 世纪 70 年代以来的诺贝尔经济学奖获得者的经历和学术界对他们著作评价的变化，难道不正如此吗？

经济学同其他学科（不仅是人文学科，而且也包括自然学科）一样，实际上都是一场永无止境的接力赛跑。后人是有幸的，为什么？因为有一代又一代前人已经在学科探索的道路上作了不少努力。后人总是在前人成就的基础上更上一层楼，即使前任在前进过程中有过疏漏，有过

判断的失误,那也不等于后人不能由此学习到有用的知识或得出有益的启示。

我相信,机械工业出版社隆重推出的“诺贝尔经济学奖经典文库”会使越来越多的中国人关注经济学的进展,促进中国经济学界的研究的深化,并为中国经济改革和发展做出自己的贡献。

2014年9月21日

丛书序二

何 帆 中国社会科学院

20 世纪，尤其是 20 世纪后半叶，是经济学家人才辈出的时代。诺贝尔经济学奖（全称是瑞典中央银行纪念阿尔弗雷德·诺贝尔经济学奖）由瑞典中央银行于其成立 300 周年的时候设立，并于 1969 年首次颁奖。这一奖项被视为经济学的最高奖。截至 2014 年，共有 75 名经济学家获奖。

我们当然不能仅仅以诺贝尔奖论英雄。有些经济学家英年早逝，未能等到获奖的机会。诺贝尔经济学奖主要是授予一个领域的代表人物的，但有些领域热门，有些领域冷门，博弈论是发展最为迅猛的一个领域，研究博弈论的经济学家有很多高手，可惜不能都登上领奖台。有时候，诺贝尔奖的授奖决定会引起争议，比如 1974 年同时授给左派的缪尔达尔和右派的哈耶克，比如 2013 年同时授予观点相左的法玛和席勒。尽管同是得奖，得奖者的水平以及学术重要性仍存在较大的方差。但是，总体来看，可以说，这 75 位经济学家代表了 20 世纪经济学取得的重大进展。

经济学取得的进步是有目共睹的。经济学发展出了一套系统的分析框架，从基本的假设出发，采用严密的逻辑，推导出清晰的结论。受过严格训练的经济学家会发现和同行的学术交流变得非常方便、高效，大家很快就能够知道观点的分歧在哪里，存在的问题是什么；经济学形成了一个分工细密、门类齐全的体系。微观经济学、宏观经济学和经济计量

学是经济学的旗舰，后面跟着国际经济学、发展经济学、产业组织理论等主力，以及法律经济学、实验经济学、公共选择理论等新兴或交叉学科；经济学提供了一套规范而标准化的训练，不管是在波士顿还是上海，是在巴黎还是莫斯科，甚至是在伊朗，学习经济学的学生使用的大体上是同样的教材，做的是同样的习题。从初级、中级到高级，经济学训练拾级而上，由易入难，由博转精；经济学还值得骄傲的是，它吸收了最优秀的人才，一流大学的经济系往往国际化程度最高，学生的素质也最高；在大半个世纪的时间里，经济学成为一门显学，经济学家对经济政策有重大的影响，政府部门和国际组织里有经济学家，大众媒体上经常见到活跃的经济学家，其他社会科学的学科经常会到经济学的殿堂里接受培训，然后回到自己的阵地传播经济学的火种。

但是，我们也不得不指出，经济学发展到今天，遇到了很多“瓶颈”，创新的动力明显不足。经济学百花齐放、百家争鸣的时代似乎已经过去，整齐划一的研究变得越来越单调乏味。有很多人指责经济学滥用数学，这种批评有一定的道理，但并没有击中要害。经济学使用的是一种非常独特的数学，即极值方法。消费者如何选择自己的行为？他们在预算的约束下寻找效用的最大化。企业如何选择自己的行为？它们在资源的约束下寻找利润的最大化。政府如何选择自己的行为？它们在预算的约束下寻找社会福利函数的最大化。经济学的进步，无非是将极值方法从静态发展到动态，从单个个体的最大化发展到同时考虑多个个体的最大化（博弈论），从确定条件下的极值发展到不确定下的极值，等等。其他学科，比如物理学、生物学也大量地使用数学工具，但它们所用的数学工具多种多样，变化极快，唯独经济学使用的数学方法仍然停留在原地。

经济学遇到的另一个问题是较为强烈的意识形态色彩。经济学家原本也是各执一词，争吵激烈，大家谁也说服不了谁，最后还是要“和平共处”。20世纪70年代之后，经济学不仅在研究方法上“统一”了，思

想上也要“统一”，经济学界对异端思想表现得格外敏感，如果你跟主流的思想不一致，很可能被边缘化，被发配到海角天涯，根本无法在经济学的“部落”里生存。这种力求“统一思想”的做法在很大程度上损害了经济学的自我批判、自我更新。

经济学常常被批评为社会科学中的“帝国主义者”，这不仅仅是因为经济学的研究方法经常会渗透到其他学科，更主要的是因为经济学和其他社会学科的交流并非双向而平等的，别的学科向经济学学习的多，而经济学向其他学科学习的少。经济学变得日益封闭和自满，讨论的问题“玄学”色彩越来越浓厚，往往是其他学科，甚至经济学的其他领域的学者都不知道讨论的问题到底是什么意思，于是，经济学和其他学科的交流就更加少，陷入了一个恶性循环。

科学的发展离不开现实的挑战。20世纪中叶经济学的大发展，在很大程度上是对20世纪30年代的大萧条，以及战后重建中遇到的种种问题的回应。20世纪70年代的滞胀，引起了经济学的又一次革命。如今，我们正处在全球金融危机之后的新阶段，经济增长前景不明，金融风险四处蛰伏，收入分配日益恶化，这些复杂的问题给经济学家提出了严峻的挑战，经济学或将进入一个反思、变革的新阶段，有可能迎来一次新的“范式革命”，年轻一代学者将在锐意创新的过程中脱颖而出。

创新来自继承，也来自批判。机械工业出版社拟推出“诺贝尔经济学奖经典文库”，出版获得诺贝尔奖的学者的各类著作，其中既有精妙深奥的基础理论，又有对重大现实问题的分析，还有一些是经济学家们对自己成长道路的回忆。有一些作者是大家耳熟能详的，也有一些是过去大家了解不多，甚至已经淡忘的。这将是国内最为齐全的一套诺贝尔经济学奖得主系列丛书，有助于我们对20世纪的经济学做出全面、深入的了解，也有助于我们站在巨人的肩头，眺望21世纪经济学的雄伟殿堂。

2014年12月12日

译者序

哈里 M. 马科维茨 (Harry M. Markowitz) 是享誉美国和国际金融经济学界的大师, 其一生著作颇丰, 研究范围涉及金融微观分析以及数学和计算机在金融经济学领域的应用等各个方面: 1952 年, 马科维茨在《金融》杂志上发表的题为《资产组合选择: 投资的有效分散化》的论文, 第一次给出了风险和收益的精确定义, 通过将收益和风险定义为均值和方差, 马科维茨将强有力的数理统计方法引入资产组合选择的研究, 这是现代金融理论历史上的里程碑, 同时标志着现代组合投资理论的开端, 因此, 马科维茨的理论被誉为“华尔街的第一次革命”。之后, 马科维茨相继发表了《投资组合选择: 有效分散化》(1959 年)、《资产组合选择和资本市场的均值-方差分析》^①(1987 年) 以及《投资组合理论的基础》(1991 年) 等著作, 为金融经济学领域的研究做出了巨大的贡献。马科维茨凭借其在投资组合理论、稀疏矩阵计算以及模拟程序涉及语言 (SIMSCRIPT) 领域的研究成就, 于 1989 年被美国运筹学学会和管理科学协会授予冯·诺依曼奖, 并且在 1990 年, 马科维茨因为其 1952 年的论文《投资组合选择: 投资的有效分散化》和 1959 年出版的著作《投资组合选择: 有效分散化》, 被授予诺贝尔经济学奖。

本书是马科维茨和肯尼斯 A. 布莱 (Kenneth A. Blay) 合著的著作的第 1 卷, 本书的主要内容是关于理性投资者的投资理论和

① 此书中文版已由机械工业出版社出版。——编者注

实践。马科维茨认为，在一定的条件下，投资者的投资组合选择可以简化为平衡两个因素，即投资组合的期望收益和方差，其中，投资组合的风险可以用投资组合的方差来衡量，通过投资组合的分散化可以降低风险。而投资组合的风险不仅依赖于不同资产各自的方差，而且也依赖于资产的协方差，在这种情况下，关于大量不同资产的投资组合选择的复杂的多维问题，就被约束成为一个概念清晰的简单的二次规划问题，即均值-方差分析。此外，本书中，马科维茨也给出了最优投资组合问题的实际计算方法。马科维茨的这一研究著作可以在如何合理运用投资资金，如何选择投资组合，以及如何在一一定的投资风险水平下获得最大的收益等方面为国内理性投资者提供较好的帮助，因此，我们欣然接受了这部巨著的翻译工作。

这样一部著作的翻译工作，凭借一人之力很难完成。为了向国内读者及时提供高质量的译作，我们组成了翻译小组，耗时半年，经过多次讨论，终于将这本著作翻译完毕，在此对翻译小组的成员表示感谢。此外，本书还得到了教育部青年基金项目“宏观金融不稳定——微观机理和传导扩散”（项目编号 12YJC790173）的大力支持。

全书共分 5 章，唐亮负责翻译文前和第 1 章；武微负责翻译第 2 章和第 3 章，以及本书的注释部分；万相昱负责翻译第 4 章和第 5 章；全书的统稿和校对工作由唐亮和万相昱完成。

本书的翻译得到了机械工业出版社华章公司施琳琳编辑的鼎力帮助，在此对她表示感谢，此外，机械工业出版社华章公司的李文静主任也多次和我们沟通，力图在图书翻译过程中给予更多的便利，在此对她一并表示感谢。

在翻译的过程中，我们努力做到“信、达、雅”，但由于译者水平有限，译稿难免存在一些疏漏和错误，请读者批评指正，以便今后再版时校正。

唐 亮

2016 年 1 月 24 日于东北师范大学

推荐序

我们可以将投资组合的选择过程划分为如下两个阶段：始于利用现有经验进行观察，终于对可获取的投资组合的未来绩效的信念，此为第一阶段；始于未来绩效的信念，终于做出投资选择，此为第二阶段。我们主要关注后者。

——哈里 M. 马科维茨 (Harry M. Markowitz) (1952)

马科维茨第一次将风险置于投资组合管理的核心，并重点解释了投资的含义：“投资是对未知的未来的一次赌博……”马科维茨的著名评论“风险等于回报”现在看来仿佛不过是一句温馨提示，然而在 1952 年，这是一种全新的理念。从此开始，风险和回报在金融领域具有同等地位。可以说，1952 年之前，现代金融没有任何发展。

——彼得·伯恩斯坦 (Peter Bernstein) (2007)

我认为马科维茨 1952 年在《金融》杂志上发表的文章对于现代金融领域的开端具有与发现宇宙大爆炸同等的重要意义，“投资组合选择”……

——默顿·米勒 (Merton Miller) (2000)

马科维茨的到来，使现代金融领域一片光明。

——威廉·夏普 (William F. Sharpe)，

引自伯恩斯坦 (2007)

60 多年前，马科维茨提出的“风险等于回报”这一观点，目前已经成为不计其数的学院、学者和实践者坚定的理论基础，形成了投资组合理论的世界观。现在，马科维茨的观点是促进学者进一步完善多元化投资组合的动力，甚至使其更加大胆地尝试建立全新的投资组合科学。

在我从事投资组合管理的职业生涯早期，我阅读了 1986 年 Brinson、Hood 和 Beebower 关于资产配置的研究报告，其中 91 项养老基金的计算促使我思考均值-方差理论在构建投资组合中的最优性、现实性和持续性问题。我沉浸于现代投资组合理论（或 MPT）的研究之中，尽管这一理论早已被广泛认知，但现在才发现它的重要性。

我的职业是特许金融分析师和注册会计师，本质上我并非专业学者，仅仅是一个商人。然而，我的生活在学术和商业之间频繁往返。对于我的学术界朋友而言，我是一位尊重优秀学术工作，愿意并且频繁地向初步研究和实践研究提供金融帮助的商人。对于我的生意伙伴而言，我是一位热情专注的老师，是可能迷失在探索细致入微的问题并针对问题解释自己想法的老师。遗憾的是，在学术界和商界，我看到太多懒惰的学者，甚至是不诚实的学者。

商业存在的目的是使人们生活得更加美好。我不仅是遵守纪律的学生，而且是投资组合管理的科学实践者。我领导的投资公司承担着管理成千上万位顾客数十亿美元投资组合价值的责任。他们未来的幸福在很大程度上取决于我们。出于责任和纪律，我们将诚实作为指导原则。我们已经为追求诚实的旅程做好了充足的准备，即使这会与我们生来的惰性相冲突。做正确的、良好的事情远远比做成功的、繁荣的事情重要。显然，解决冲突的更好的方式是赞美美德而不是羡慕成功，但是我认为美德和成功本质上是和谐的，做正确的事情和成功的结果并不矛盾。

对于大多数投资实践者而言，我承担责任的压力是巨大的。我和我的公司持续不断地检查并监控新范式的演变和影响我们世界观的一些新

的挑战。作为他人资产的管理者，我们有责任这样做。

20 世纪 80 年代，作为一家小型证券经纪自营公司的年轻的投资分析家和投资组合的管理者，我的主要职责是研究资产配置和设计投资组合模型。我开始专心致志地研究均值-方差分析方法的理论和实践的逻辑性。尽管这一过程简单却充满意义，我很快发现为了增加收益，具有良好的判断力很重要。与之对应，盲目启发式的教学、普遍的经验法则和表面推理的方法并不能够让实践者获得更高的收益。

在对现代投资组合理论进行拓展的过程中，我的态度是非常严谨和认真的，特别是对当期期望收益、方差和相关估计发生微小变化时的有效边界的变动及其敏感性分析。早期，以磁盘操作系统为基础的个人计算机可以对成千上万个有效边界进行快速的重复计算，这促使假设的微小变化可以在投资组合的设计过程中产生巨大的方差。就像体育运动锻炼会使世界级运动员产生肌肉记忆一样，这种重复的过程来源于对判断的细化、风险的敏感性分析以及投资组合构建的细微差别。换句话说，这种强烈的针对性练习的明显好处是：当追寻更高回报和固定有限价值的时候，对于功利的权衡取舍会产生更加准确的直觉判断。

良好的判断能力和实践智慧不可能像成功的重要因素一样被过分强调，并且这些优点很大程度上起源于对资本市场历史严肃的、深入的研究。现代投资组合理论以未来收益的主观概率为基础，尽管过去概率是一个重要的参考标准，但不能直接复制。在我看来，学术界存在的惰性已经滋生了大量经不起推敲的结论，甚至某些结论和现代投资组合理论是对立的。充分理解投资组合收益的主观预期生成过程对现代投资组合理论而言非常重要，甚至会影响到能否成功地应用现代投资组合理论指导实践。从这个角度来看，贝叶斯的统计学和条件概率理论是现代投资组合理论的重要基础。

因为大部分资产组合彼此之间存在密切联系，所以 2008~2009 年爆

发的金融危机导致全球财富骤然出现巨大下滑。这次金融海啸来源于对美国住房市场形成了错误的“完美预期”、错误评价和系统风险的无知，具体表现包括：按揭抵押债务、美联储的货币政策、抵押贷款的证券化、6000 亿美元衍生工具的风险、过度的投资组合杠杆，以及资产配置过程中的流动性缺失打击了多样化收益。金融危机带来的严重创伤给现代投资组合理论中多元化投资组合带来了严重的问题。人们想知道是否我们已经进入这样的新时代：投资组合的构建需要以新的规则为基础，以及对于风险的理解已经超过传统的系统风险和非系统风险的想法。和许多实践者一样，我的同事和我开始想知道现代投资组合理论模式是否已经走到了尽头。借用 R. E. M 乐队的一句流行歌词^①来讲，就是“我可能失去了对现代投资组合理论的信仰”。贝叶斯的理论是否应该脱颖而出呢？大量证据表明，我们应该更新主观概率的生成机制，放弃过去我们坚持的投资组合模式。

为了寻找这个问题的答案，我们的客户和财务顾问与马科维茨取得了联系，在此表示感谢。马科维茨欣然接受了我们的邀请，并成为我们公司投资委员会的顾问。打给马科维茨的第一个电话是一段意义重大的合作关系的起点，从那开始，我和马科维茨结下了深厚的友谊。这带给我们的好处是：现在，我们比以前任何时候都更加强烈地赞同现代投资组合理论。形成这一动机的原因是作为金融领域先驱者的马科维茨先生在本书中涉及的诸多内容。

在我们的合作关系中有很多例子可以证实这一合作的意义，其中之一就是马科维茨对我们最为迫切的问题的解答，当时，我们对“现代投资组合（MPT）的收益分布服从高斯分布”这一假设提出质疑并引发了争论。我们认为在某种程度上，资本市场危机呈现明显的长尾特征，并

① 文中所引用的歌词来自于 R. E. M 乐队的歌曲 *Losing My Religion*。——译者注

且呈现出明显的偏峰态势，由此看来，现代投资组合收益分布的非正态分布与现代投资组合理论的有效性是相互矛盾的。为此我向马科维茨提出了一个特定的问题：现代投资组合理论在非正态的世界中存在吗？为了回答我的问题，在我们最早的咨询过程中，马科维茨冷静地指导我们将他 1959 年的著作翻到第 121 页的表格部分——资产组合的选择，然后向我们解释道：在最初的时候，现代投资组合理论从来就没有假设或者需要假设现代投资组合的收益分布服从正态分布，并且现代投资组合理论完全存在于非正态的世界中。除此之外，马科维茨坚定地相信 2008 年和 2009 年的股市表现并未呈现出长尾特征，但是实际上，2008 年和 2009 年的股市表现在较小的程度上却符合历史均值-收益的两种标准差分布。虽然 2008 年和 2009 年发生的金融危机是惨痛的，但是在那之后，无论是国内还是国外，金融危机都没有再次发生。“太棒了”是我们对马科维茨的回答的唯一反应，也是我们对其回答非常信服的表现。马科维茨在至少 50 年前就仔细考虑过这个问题，像他认真思考许多其他问题一样。他在 2010 年的一篇杂志中写道：“当我在写作 1959 年那本书的时候，我总结道，对于许多有效的组织，如果收益分布的特征无法获知，那么选择二次逼近方法更为适合，并且在那种情况下，无论分布的形状如何，期望收益的均值-方差逼近的估计值估计效果是最佳的。”

在马科维茨的帮助下，我们以自己的信念为基础，重新估计了公司的资产组合。结果证明我们之前坚持的理论和形成的信念是密切相关的，因此用于评价投资组合的模型只需要进行细微的调整。

对未知世界探究的欲望促进了我们对现代投资组合理论系统的理解。我们想知道，作为现代投资组合理论的实践者和拥护者，如果我们没有理解收益分布呈非正态分布的基本前提，我们是否会对其他前提产生错误理解？如果我和我的公司对现代投资组合理论的基本假设产生了疑问，那么又会有多少人同样感到疑惑呢？我相信答案可能是成千上万人。

我们认为在资产组合管理领域中，不久以后都会开始对现代投资组合理论产生类似的疑问。结果也确实如此。可以预见的是，结果的改变会产生对现代投资组合理论的攻击，2009~2012年，大量学术期刊和各种杂志充斥着这样的观点：现代投资组合理论失败了，多元化投资组合无效。此后，现代投资组合理论被我们打败了，多元化投资组合也起不到任何作用。之后所有人都异口同声地问“现代投资组合理论怎么了”？从那时开始，马科维茨将这一时期赋予了正式的名称，即“大混乱”时代，这篇序言就是针对这一问题给出的正式的解答。

与马科维茨的合作关系和咨询工作十分令人满意，很多时候甚至令人兴奋不已。除了研究资产收益分布的非正态分布特征之外，我们还研究了许多现代投资组合理论其他方面的问题，包括：仅使用均值和方差计算近似几何回报的有效性的各种方法；在概率已知和概率未知条件下的多期决策过程；创建有效边界的替代方法；最优投资组合的均衡状态和稳健性；用于替代方差对风险进行定义的其他指标（可以用半方差、在险价值 VaR 和条件 VaR 替代方差）；杠杆和流动性对现代投资组合理论有效边界的影响；现代投资组合理论框架下企业合并对最初投资者税收规避的影响以及如何刻画有税收条件下的有效边界；在决策者都是理性人的前提下，行为金融学的有效性。60年间，关于现代投资组合理论以前忽视的问题已经取得了显著的成就。看来，“大混乱”是此项研究得以进展的催化剂。

马科维茨对这些新老问题的回答，令我想起了来自古希腊的古老传统——辩论。传送一份书面的辩论意见是对对方观点和我方终止的一份正式回应。传统的辩论蕴含着辩护的含义，这显然是有失偏颇的，而现代投资组合理论的争辩则并非如此。马科维茨在他 1952 年的文章和 1959 年的著作中已经先验性地陈述了他的观点。现在，时间已经过去了 60 多年，经过系统分析、深入研究和理性的写作，本书将会对马科维茨