

HZ BOOKS
华章经管

Mc
Graw
Hill
Education

管理大师彼得·德鲁克：迄今为止关于投资策略和投资管理的最佳作品
《漫步华尔街》伯顿·马尔基尔：个人投资者和机构投资者的必读经典

赢得输家的游戏

精英投资者如何击败市场

(原书第6版)

Winning the Loser's Game

Timeless Strategies for
Successful Investing (6th Edition)

华章经典 · 金融投资

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

投资界数十年来
最有影响力的作品

全新第6版

[美] 查尔斯·埃利斯 著

笃恒 王茜 译

Charles
Ellis



机械工业出版社
China Machine Press

赢得输家的游戏

精英投资者如何击败市场

(原书第6版)

Winning the Loser's Game

Timeless Strategies for Successful Investing (6th Edition)

华章经典 · 金融投资

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

[美] 查尔斯·埃利斯 著

笃恒 王茜 译



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

赢得输家的游戏: 精英投资者如何击败市场 (原书第 6 版) / (美) 埃利斯 (Ellis, C.) 著; 笃恒, 王茜译. —北京: 机械工业出版社, 2014.7
(华章经典·金融投资)

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

ISBN 978-7-111-47906-2

I. 赢… II. ① 埃… ② 笃… ③ 王… III. 投资管理—研究 IV. F830.593

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 207955 号

本书版权登记号: 图字: 01-2013-7160

Charles D. Ellis. Winning the Loser's Game: Timeless Strategies for Successful Investing, 6th Edition.

ISBN 978-0-07-181365-9

Copyright © 2013, 2010, 2002, 1998 by McGraw-Hill Education.

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 © 2014 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(不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)销售。

版权 © 2014 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。

赢得输家的游戏 精英投资者如何击败市场 (原书第 6 版)

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: 刘利英

责任校对: 殷虹

印刷: 北京瑞德印刷有限公司

版次: 2014 年 10 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 170mm × 242mm 1/16

印张: 15.5

书号: ISBN 978-7-111-47906-2

定价: 45.00 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

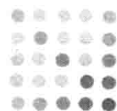
购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

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



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6版，内容更加丰富了。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，投资绩效将会得到很大的改善。自主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因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，足以评估投资顾问的能力，否则怎么选对顾问呢？具有讽刺意味的是，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，最终放弃了自己进行投资决策的权力。

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

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方向。伯顿·马尔基尔（Burt Malkiel）的《漫步华尔街》^①、约翰·博格（Jack Bogle）的《博格长赢投资之道》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，浓缩后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，坚定其执行该投资模式的决心。《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畏缩。事实上，正确的解决方法是找到一种基本的、简单的方法来应对个人投资周期内的市场下跌。正如查尔斯所发现的，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：能做出高质量主动管理决策的一小撮精英分子和既无资源又未接受过战胜市场所需训练的大部分人。成为精英中的一员，需要全身心投入，理解和利用市场机会。能做到这一点的人凤毛麟角。而且，不幸的是，很多人都想象自己拥有主动投资管理（击败市

① 该书中文版已由机械工业出版社出版。——译者注

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18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。第一,书中的绩效数据必然没有统计到大量破产的基金,也就是生存者偏差(survivor bias)现象(查尔斯在第15章做了很好的解析)。这部分基金投资者经历痛苦并没有在主动型基金的分析中显现出来。第二,这些绩效数据还没计算税收。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。第三,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)。因为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体现出来。经生存者偏差、税收、费用等因素调整后,再进行指数基金和主动管理基金的比较,指数基金就会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和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)在非营利的基础上进行操作,以最低廉的价格为投资者提供最高质量的产品。事实上,不以盈利为目的,使得这两家机构能够消除利益驱动和托管职责的冲突,从而能够专注于投资者的利益。(注意在我的书目推荐清单中,我本人是教师退休基金会的董事,约翰·博格建立了先锋基金,而伯

顿·马尔基尔和查尔斯也曾是先锋基金的董事。)

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，但投资者的反应却并不理想。在财经演员们喧闹的建议声中（美国国家广播公司的吉姆·克莱默（Jim Cramer）就是例子），和每月热销基金的促销广告中（大型盈利性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，指数基金只占了5%多一点的比例，其他将近95%的资金都流入了毁灭财富的主动型基金经理手中。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游戏，专注于资产配置。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，100%的收益都来自资产配置，因为选股和波段操作是负和博弈，会减少总体收益。还是专注于资产配置吧！

了解你自己

风险承受能力在资产配置的决策中起核心作用。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是行不通的，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·埃利斯建议将投资组合的大部分用于股票投资。事实上，在第25章，埃利斯指出，“在你年轻的时候，应该全身心进行股票投资。”他建议将股票组合做全球化配置，而我倾向于更多样化的配置，包括购买各种国库券和通胀保值债券。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，而不是一味地听从查尔斯·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，投资者往往是高买低卖。

遗憾的故事

一个 15 年间都击败了标普 500 指数的基金经理的故事，暴露了主动型管理和投资者行为的问题。从 1990 年 1 月 1 日开始，到 2005 年 12 月 31 日为止，这位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 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（注：市场年收益率为 7.9%）。

简单的业绩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了最高水平。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 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，却并非如此。考虑到投资者的现金流动，每年的现金加权收益比标普 500 落后 7%。在 18 年间，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。投资者则投入大量资金，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，而随着绩效的恶化，投资者饱受伤害。基金公司、出版界和公众的注意力便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

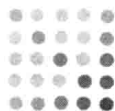
查尔斯·埃利斯树立了一面旗帜。20世纪80年代末，我已经负责管理耶鲁捐赠基金好几年，在巴尔的摩召开的一次普莱斯地产基金投资者会议上，查尔斯发表演讲，那是我们第一次见面。尽管我几乎已经忘记那天的事情——毕竟20多年过去了，但还是能生动地回忆起，查尔斯向我们讲道，在菲利普斯·埃克塞特、耶鲁和哈佛的经历改变了他人的人生。当我听他描述自己对教育的热爱时，我就知道自己应该去认识他。

1992年，查尔斯加入了耶鲁大学投资委员会。同事和我都热切地期待他为委员会带来智慧。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、影响深远的方法提升了耶鲁大学的魅力。作为对他杰出贡献的回报，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，资金规模已经达到230亿美元。为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年的生涯画上了圆满的句号。查尔斯·埃利斯树立了一面旗帜。

大卫·史文森 (David F. Swensen)

耶鲁大学首席投资官



前言

Preface

如果参加了 401 (k) 计划或拥有个人退休账户，你很可能在决定怎么投资时需要专业帮助，而这本简单易懂的书就是为你而写的。

你也很可能特别忙，考虑到这一点，这本书非常简短。你可能会更喜欢坦率直接的沟通——尤其在金钱方面。我也是！

我如此幸运！出生在美国，娶了一个出色的、能激发我灵感的女人为妻；有优越的教育背景；幸福地拥有我钦佩和喜爱的父母、儿女和孙子、孙女们，还拥有很多朋友。在过去迅速发展和全球化的半个世纪，我从事投资管理或相关的工作，拥有充实的职业生涯。

投资管理不仅是一项有着无穷魅力的职业，也是一项备受聪明、勤奋、创新的年轻人喜爱的事业。我所具备的优势让我感受到服务他人的责任。这就是我写本书的原因。

经过长期关注，我发现曾经吸引我进行投资的长期持有投资思想如今正被短视的投机主义所侵害。在从传统的固定收益养老金到固定缴费 401 (k) 养老计划的加速转变中，我的忧虑进一步放大。大多数人并不知道该如何处理自己的 401 (k) 计划。他们明明知道大量的信息媒体只是在做广告，往往误人子弟，但却不知道该从哪里寻找自己需要的帮助。他们太忙，没有时间去“细究这一切”。他们和你都有更重要的事情要做。

退休保障计划发生了很大变化。就固定养老金计划而言，计划发起人负责全部投资决策，我们有生之年都能收到保险金的返还。401(k)计划则不同，我们自己是最主要的投资决策者，承担自己“活得比账户长”和老年时代饱受贫困之苦的风险。尽管确实适用于部分人，但这种自我指导式的“退休保障”对大多数人来说毫无帮助，除非他们能得到基本帮助，而且能够明智地按成功的法则行动。正因为如此，你会发现本书直截了当的阐述能让你省时、省钱、省心。

股市也发生了很大变化，以致个人投资者遇到了巨大的问题。本书第1章描述了这种深刻的变化——“输家的游戏”。遵循发现问题—解决问题的传统，我写本书的目的就是，让每个读者都能够找到自己财务保障方面的问题：了解自己面临的问题，知道怎样采取适当的行动，把输家游戏转变为每个明智投资者都能成为长期赢家的赢家游戏。

丘吉尔精明地发现，“所有人都非常喜欢赢。”我们都想在投资中取胜，我们都能够赢——以更低成本、更低风险、更少的时间和努力，只要我们了解自己真正的目标，发展明智的策略，并且长期坚持，就能让市场为我们工作，而不是跟我们唱反调。

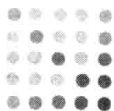
著名的编辑、语言学家威廉·鲁凯泽(William S. Rukeyser)花费了大量时间和心血，通过用精炼的语句来编排段落顺序、去除繁冗的部分，使得本书简明清晰、重点突出。他让每个读者都能更容易、更好地理解书中内容^①。我离家去读大学时，奶奶对我有一个期望，而威廉帮助我几乎实现了这个很高的期望——我不仅能读很多书，而且学会了如何写书。

50年来，在亲身实践及不断从全球杰出实践者和专业理论家身上学习投资经验的过程中，我一直试图收集、提炼并尽可能清晰而直白地阐述取得投资成功的要诀。在越来越深刻地体会到有太多具体细节尚不被

① 如果威廉的编辑能为每位读者省1个小时，同时新增50万位读者，那么威廉就相当于为读者节省了250年的时间。一个月的努力竟能收到如此效果！

了解或者无法认知的同时，我也越来越坚信对于希望赢得这场输家的游戏并且足够自律的个人投资者而言，本书传达的简要信息正是目前以及未来 50 年通往成功的关键。

成功投资的核心原则从未改变，也永远不会改变。实际上，短期数据和核心原则冲突最大的时候，恰恰是最需要这些原则的时候。任企业、市场和经济起起伏伏，核心原则却始终如一。正因为如此，读完本书后，你将了解获得投资成功真正必须了解的所有要诀。



目 录

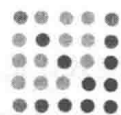
Contents

推荐序

前 言

- 第 1 章 输家的游戏 / 1
- 第 2 章 赢家的游戏 / 11
- 第 3 章 击败市场 / 19
- 第 4 章 市场先生和价值先生 / 31
- 第 5 章 投资梦之队 / 37
- 第 6 章 投资者风险和行为经济学 / 47
- 第 7 章 不公平的竞争优势：指数投资 / 55
- 第 8 章 悖论 / 65
- 第 9 章 时间 / 71
- 第 10 章 投资回报 / 77
- 第 11 章 投资风险 / 87
- 第 12 章 建立投资组合 / 95
- 第 13 章 投资方案为何重要 / 101
- 第 14 章 走向胜利 / 105

- 第 15 章 绩效评估 / 111
- 第 16 章 粗略地预测市场 / 121
- 第 17 章 个人投资者 / 125
- 第 18 章 选择基金 / 139
- 第 19 章 关于费用：买家注意 / 147
- 第 20 章 投资规划 / 153
- 第 21 章 又一场灾难 / 167
- 第 22 章 为 401(k) 投资者的几点考虑 / 175
- 第 23 章 “残局” / 179
- 第 24 章 富人的投资 / 189
- 第 25 章 现在你可以开始了 / 197
- 第 26 章 临别赠言 / 201
-
- 附录 A 为投资委员会服务 / 203
- 附录 B 东方快车谋杀案 / 218
- 附录 C 书目推荐 / 227
- 译者后记 / 230



第1章 Chapter 1

输家的游戏

华章经典·金融投资
HUZHANG CLASSIC
Finance & Investing

SHORT SELLING OF
A SUBJECT FOR DE

绩效评估公司总是公布一些让人失望的数据。这些数据和事实一次又一次地告诉我们，共同基金绩效不佳，并不能击败市场。养老金和捐赠基金等也面临同样残酷的现实。偶尔高出平均水平的结果让人们提高了期望，但这种期望很快就被证明只是不切实际的幻想。与超出市场平均水平的目标相反，投资经理们并没有战胜市场，反而是被市场击败了。

在遇到与自身信念冲突的信息时，人们倾向于做出两种回应。一部分人忽略新的信息，继续保持旧有观念；另一部分人则选择接受新的信息，把这些信息作为评估现实时的考虑因素，并加以利用。大多数投资经理和个人投资者都属于第一种人，处在故步自封的状态中，在市场环境历经变迁的时代里依然坚守着一套浪漫主义的信仰。他们妄想存在“投资机会”的观点被反复证明是代价高昂的。

传统的投资管理基于一个简单的基本假设：投资者可以战胜市场，优秀的基金经理一定会战胜市场。但市场随着时代而改变，这一假设已被证明是不切实际的：若取整数，1年期间有60%的基金表现不及市场，10年期间70%的基金被市场击败，20年期间约80%的基金表现不及基准指数（见图1-1和图1-2）。

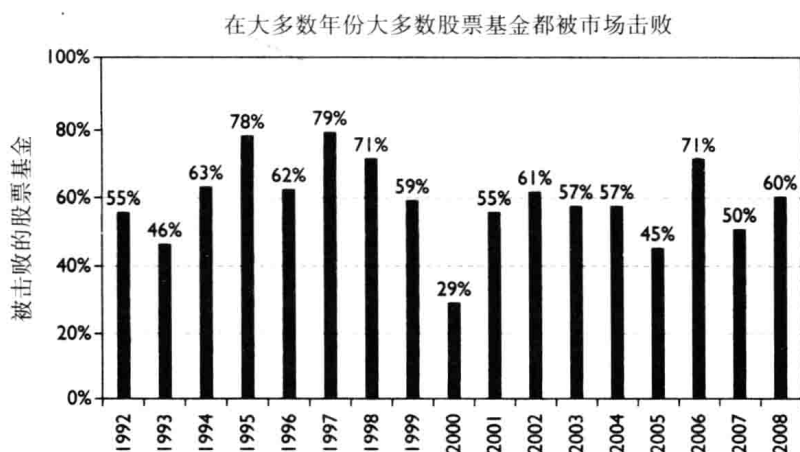


图 1-1 总体市场 VS. 威尔夏 5000 指数

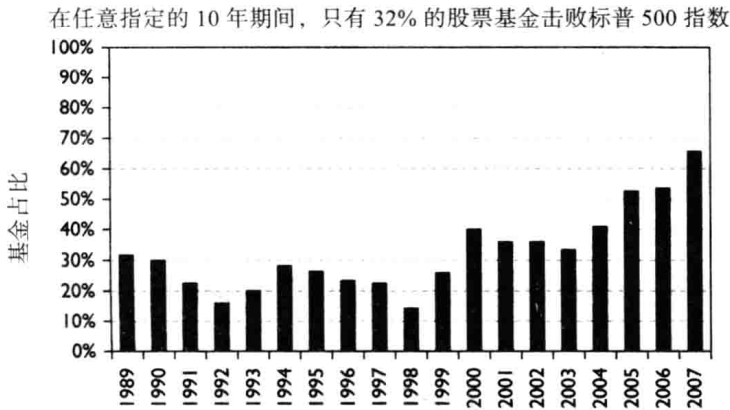


图 1-2 1989~2008 年，只有 32% 的股票基金击败了标普 500 指数

如果能够战胜市场的假设是真的，那么决定如何去做以便获取成功就是一个简单的逻辑问题。

首先，由于总体市场可以由一些公开挂牌指数，如威尔夏 5000 指数来代表，因此一个成功的投资经理只需要考虑如何安排一个比“没有头脑”的指数更有成效的股票组合。他可以通过精选个股、对特定板块进行战略强调、市场择时或者对这些策略进行多种组合而有所不同。

其次，由于主动型的投资经理想要做出尽可能多的“正确”决定，因此他们会组建一个高智商、有良好教育背景、充满激情、异常勤奋的专业团体。这个团体的目的就是低价买入、高价卖出——通过机智地战胜他人来击败市场。

然而，不幸的是，认为大多数机构投资者能击败市场的假设是错误的。如今，市场就是由这些机构组成的。交易所交易中机构交易的占比超过 95%，场外交易及衍生品交易中机构的占比甚至更高。正是因为投资机构如此庞大、能力超群且下定决心为客户获取回报，投资已经成为一场输家的游戏。哪怕天赋异禀、勤勉过人，作为一个整体，专业投资者仍不可能超越自己的表现。事实上，由于主动型投资管理需要支付很多成本，如各种费用、佣金、大额交易对市场的影响