



WILEY

市场真相

看不见的手与脱缰的马

MARKET SENSE AND NONSENSE

[美] 杰克 D. 施瓦格 (Jack D. Schwager) 著 林静容 徐东升 潘禹辰 译

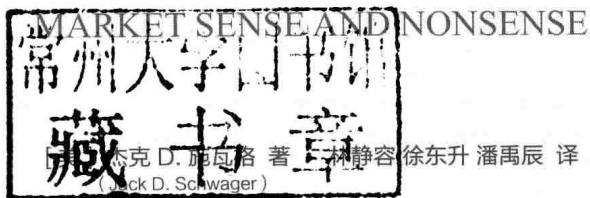
梁外信



机械工业出版社
China Machine Press

市场真相

看不见的手与脱缰的马



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目(CIP)数据

市场真相：看不见的手与脱缰的马 / (美) 杰克 D. 施瓦格 (Jack D. Schwager) 著；林静容，徐东升，潘禹辰译. —北京：机械工业出版社，2018.2

书名原文：Market Sense and Nonsense

ISBN 978-7-111-58971-6

I. 市… II. ①杰… ②林… ③徐… ④潘… III. 投资—研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 011172 号

本书版权登记号：图字 01-2013-2098

Jack D. Schwager. Market Sense and Nonsense: How the Markets Really Work (and How They Don't).

ISBN 978-1-118-49456-1

Copyright © 2013 by John Wiley & Sons.

This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. Simplified Chinese translation copyright © 2018 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. Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

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。

市场真相：看不见的手与脱缰的马

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：宋学文

责任校对：殷虹

印刷：北京诚信伟业印刷有限公司

版次：2018 年 3 月第 1 版第 1 次印刷

开本：147mm × 210mm 1/32

印张：10.5

书号：ISBN 978-7-111-58971-6

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

给我挚爱的孩子们以及我们共渡的美好时光：

献给丹尼尔以及我们的缅因漂流时光（不过下次最好不要让我再进急诊室了）；

献给扎克里以及我们的哥斯达黎加雨林、火山口路游，以及螃蟹大游行时光；

献给萨曼莎以及群山和某个特别周末的卢加诺餐厅；
这些时光让我不禁微笑，我希望也能让你们会心一笑。

给我的爱妻，乔·安，为那些美妙的时光：

5 000 BTUx2（应该是暖气坏了吧），身无分文的蜜月，大雪纷飞的感恩节的博尔顿，米勒瓦斯卡和莫宏克山，墨西哥的火山，梅特尔峰，在新斯科舍和爱德华王子岛驾车飞驰，在盖斯勒度假，断崖之行，大印度之旅，冬天的黄石公园，长角湾，还有那家 Net Result 餐馆。

推荐序

当初杰克让我为本书作序的时候我简直是受宠若惊，但是现在我却要说说我的不满了。这好像对杰克有点不公平，但我还是不吐不快。我想说：为什么杰克你不早点写这本书呢？！

我多么希望 20 世纪 70 年代我念 MBA 的时候就有这本书作为参考书啊，那就棒极了。那时候学校教我们有效市场理论（今天的 MBA 也还在教这个），但是我发现这个理论完全讲不通。至少当我睁开眼睛观察现实世界，发现所有的东西都在商学院课堂教我的理论之外运行的时候，我觉得这个理论讲不通。多么希望那时候我书桌上能放着杰克这本书，里面写着简单直接的解释，以及他对有效市场理论的驳斥。这些都能帮我理解那些理论而不必那么彷徨。

对现在的年轻基金经理来说，这本书能帮助他们更好地理解风险的各个不同方面，而不只是用那些学校里教的狭隘的风险框架，或者是对风险的直觉理解，即害怕损失加上期望最好的情况（这也是我一直使用的）来判断风险，这样他们才能更深刻地理解在投资组合层面上的风险的意思。

我多么希望我能早点看到这本书，这样我就能给我的客户

看，让他们知道如何看待我和其他基金经理的业绩，让他们懂得业绩不是光看近期回报，或者波幅，或者相关性，或者跌幅，又或者跑赢了谁，而是从更长远和更深刻的角度来看待所有这些因素。

我多么希望作为一个大学教授，我能把这本书给我的MBA学生看，让他们知道学校课本上教的那些都是神话和误导，让他们在被洗脑之前就拆穿它们，以免未来误入歧途。

我多么希望在这些年我参加那些投资委员会的时候能有这本书的帮助。如何看待短期业绩纪录、长期业绩纪录、风险指标、相关性、标杆、指数以及管理投资组合，这些都是多么有用的工具！（杰克，你早干吗去了？）

也许更重要的是，我可以把这本书给我的家人和朋友，这能让他们终身受益，因为他们将会了解市场如何运作，或者了解市场在何时无法正常运转。

好吧，我还是要感谢杰克写了这本清晰简洁的常识性的市场指南，虽晚犹不迟。我会把此书介绍给我认识的所有人。《市场真相》应该成为每个投资者的必读之书，而且越早越好！

约尔·格林布拉特

2012年8月

前言[⊖]

多年以前，我在华尔街一个券商那里做研究总监。我工作的职责之一就是评估商品交易顾问基金（commodity trading advisors, CTA）[⊖]。监管机构要求CTA披露的一个数据是其已注销的客户账户中，盈利账户的比例。我惊奇地发现，基本上我看到的所有账户注销时都是净亏损的，哪怕是那些没有经历过入市亏损年度的客户！很显然，这表明投资者选择进入和退出市场的时机是多么差，以至于他们里面的大部分人都亏钱了，**哪怕他们选的是市场的常胜将军，CTA！**投资者对时机选择难以把握表明了这样一个事实，那就是他们在投资进行顺利的时候会投钱进去，但是一旦投资发生损失他们便会退出市场。这样的投资决策看似很正常，甚至是我们的本能，但却是错误的决策。

投资者最大的敌人正是自己。大多数投资者的天性直觉恰恰让他们做了错误的决定，而且屡试不爽。华特·凯利（Walt

⊖ 前言的前两段有些文字由杰克 D. 施瓦格（Jack D. Schwager）的《交易管理：神话与真相》（*Managed Trading: Myths & Truths*, John Wiley & Sons, 1996）一书改编而来。

⊖ 商品交易顾问基金（CTA）是官方指定在期货市场上交易的基金经理所管理的基金。

Kelly) 的著名动画片《勃哥》(Pogo) 里的一句名言可以作为广大投资者的箴言：“我们已经见过我们的敌人了，那就是我们自己。”

在投资上犯错误可不是菜鸟的专利。即便是职业投资者也常常会犯错误。一个最常见的错误就是基于不充足或者与现状不符的数据得出结论，而这个错误的表现形式多种多样。2000年年初的房地产泡沫就是一个经典例子。造成这个泡沫的一个主要因素就是用数学模型来对复杂的住房抵押贷款证券(mortgage backed securities)进行定价，而问题的症结正是根本没有足够的数据来建构模型。当时，那些次贷借款人无须工作、收入或者资产验证就拿到了住房抵押贷款。因为此前根本没有出现过质量如此之低的抵押贷款，因此根本就没有相关的历史数据可供借鉴。那些复杂的数学模型都是基于与现状不符的历史数据而构造，因此导致了灾难性的失败[⊖]。这些数学模型在没有相关历史数据可供参考的情况下，仍对充满风险的住房抵押贷款证券提供了高评级依据。投资者损失了超过万亿美元。

基于不充分或者不适当的数据得出结论在投资界毫不鲜见。以数学模型构建投资组合是另一个普遍存在的例子。通常投资组合优化模型用历史回报、波幅以及资产之间的相关性来构建最优投资组合，最优的意思是在既定波幅水平下能产出最高未来回报。但这里忽略了一个重要问题，那就是历史回报、波幅

⊖ 虽然大多数用以对住房抵押贷款证券定价的模型都使用信贷违约互换(credit default swaps, CDS)而非违约率来衡量违约风险，但是CDS的价格计算也受到了历史违约率的重要影响，这些历史违约率都是不包含现状的历史数据来计算的。

以及资产相关性是否能代表未来水平。这个答案通常是否定的，也就是说数学模型推导的结果能精确地符合历史数据，但却无法对未来提供有意义的指导，有时候甚至会导致误导性的结论。然而未来，才是对投资者最重要的。

市场的理论和模型通常都是基于数学上的简便，而非实证证据。投资理论的大厦建造在市场价格是正态分布这样的假设上。正态分布假设对证券分析师而言非常好用，因为只有这样那些基于精确的概率论的假设才能成立。每隔几年，全球市场上总有那么一次价格波动会被称为“千载难逢”甚至“百万年间才有那么一次”，这些概率从何而来？这些概率都是在**价格正态分布假设下**，某个价格波动的幅度出现的概率。这些万年难遇的时间在短短数年内都让我们碰上了，难免让人怀疑这些数学模型到底是否符合现实世界里的市场状况。可惜对于大多数的学术研究和财务建制而言，这个结论并未盛行。数学上的简便战胜了现实。

一个最明了的事实就是，如果我们硬要坚持在现实市场中使用这些模型的话，很多广泛使用的投资模型及其假设都是错的。同时，投资者固有的偏见以及无根无据的信念，又进一步导致更加错误的结论和投资决策。在本书里，我们会质疑那些普遍应用于投资过程中各个方面的主流观点，包括资产选择、风险管理、业绩计量以及投资组合配置。那些普遍接受的真理在残酷的现实面前往往会显露它们的无稽。

目录

推荐序

前言

第一部分 市场、收益与风险

第1章 专家建议 / 2

喜剧频道大战CNBC

精灵指数

财经通讯

投资见解

第2章 无效市场假设 / 14

有效市场假说与实证研究结果

价格未必总是对的

市场坍塌：有何信息支持？

基本面的变化与股价变化之间的断裂

价格变化决定了金融新闻

运好还是技高？文艺复兴大奖章基金的辉煌纪录
有效市场假说的错误前提：以棋局为喻
有些投资者甚至并没有想要赢
缺了哪一块
瞎猫碰到死耗子：为何市场如此难以战胜
对有效市场假说的谬误进行诊断
为何有效市场假说注定要被经济学理论所抛弃
投资见解

第3章 历史回报的残暴统治 / 58

标普指数在市场见顶或见底后的表现
高回报和低回报年份对长线投资的含义
选择最好的板块有用吗
对冲基金：最高历史回报策略的相对业绩
为何选择业绩最优的板块或策略类型会跑输那么多
等等！我们是不是想说明……
投资见解

第4章 风险计量指标 / 90

错误计量不如不计量
风险计量指标：波动性
问题在哪里
隐含风险
如何评估隐含风险
我们容易混淆波动性和风险
风险价值（VaR）指标存在的问题
资产风险：为何其外表极具欺骗性？价格重要吗？
投资见解

第5章 波动性：不仅是风险——以杠杆ETF为例 / 115

杠杆ETF：所得非所愿

投资见解

第6章 历史业绩陷阱 / 125

潜在风险

数据相关性陷阱

过高的收益率可能反而是坏事

无可比性

过长的历史业绩往往失去意义

投资见解

第7章 回测数据，天使还是恶魔？ / 135

投资见解

第8章 如何评价历史业绩 / 138

仅仅看收益率是没有意义的

风险调整后的收益指标

索提诺（Sortino）比率

可视化业绩评估

投资见解

第9章 相关性：事实与谬误 / 168

相关性的定义

相关性体现的是线性关系

确定性系数

“荒唐的”相关性
相关性之误区
熊市中的表现
相关性与贝塔
投资见解

第二部分 以对冲基金作为投资选择

第10章 对冲基金的起源 / 182

第11章 对冲基金概述 / 192

对冲基金与共同基金的差异
对冲基金类型
与股票的相关性

第12章 对冲基金投资的观念与现实 / 209

对冲基金投资的基本原理
在对冲基金中引入投资组合的优势
管理期货的特例
单一基金风险
投资见解

第13章 关于对冲基金的恐惧：人性使然 / 219

一则寓言
关于对冲基金的恐惧

第14章 FOF表现不佳的悖论 / 226

投资见解

第15章 杠杆谬论 / 233

武断的投资规则的愚蠢之处

杠杆和投资者偏好

杠杆何时危险

投资见解

第16章 账户管理：比基金投资更便捷的选择 / 241

管理账户和基金之间的本质区别

管理账户的主要优点

个人管理账户与间接管理账户投资

为什么基金经理认同管理账户

有没有投资策略是不适用于管理账户的

反对管理账户的四种观点

投资见解

对第二部分的补充 对冲基金的投资回报如梦幻泡影？ / 254

第三部分 投资组合

第17章 分散投资：10只股票够不够 / 260

分散投资的益处

分散投资：要多分散才合适

随机风险

异质风险

分散策略的有效性讨论

投资见解

第18章 分散投资：何时该去繁从简 / 270

投资见解

第19章 劫富济贫的罗宾汉投资 / 276

新的实验

投资组合重组的原理是什么

澄清一点

投资见解

第20章 波幅大就一定不好吗 / 287

投资见解

第21章 投资组合的构建原则 / 292

投资组合最优化问题

投资组合构建的八个原则

相关系数矩阵

投资见解

附录一 期权基础知识 / 308

附录二 风险调整后的收益指标 / 313

关于作者 / 317

第一部分

市场、收益与风险

**MARKET
SENSE
NONSENSE**



第1章

专家建议

喜剧频道大战 CNBC

2009年3月4日，美国喜剧频道（Comedy Central）著名节目主持人乔恩·斯图尔特（Jon Stewart）把CNBC对市场的一系列错误预言骂得狗血淋头。乔恩·斯图尔特可不是平常人，他是美国喜剧频道的毒舌脱口秀节目《每日秀》（*The Daily Show*）的著名主持人。激起乔恩·斯图尔特怒火的导火线是“里克·圣泰利[⊖]咆哮”，即CNBC节目主持人里克·圣泰利在芝加哥商品交易所报道的时候怒吼道：“（政府）应该停止对那些窝囊废进行房贷补助！”这个魔性的咆哮视频在播出后瞬间传遍四面八方，并

⊖ 里克·圣泰利（Rick Santalli）是美国CNBC的新闻节目主持人。他曾经是CNBC商业新闻网络编辑，1999年成为CNBC的新闻节目主持人，常年在芝加哥期货交易所大厅现场进行报道。里克·圣泰利咆哮发生在芝加哥商品交易所。——译者注