

TOUZIDAWELLIE

投资大围猎

——你是猎手还是猎物？

王晓萌◎著



揭穿巴菲特模式骗局， **披露**经典理论重重陷阱

99%的人**投资**几十年后必然失败，正如人们几十年前的储蓄一样
金融圈内少数精英的**绝密铁律**，广大投资者的财富**突围之路**



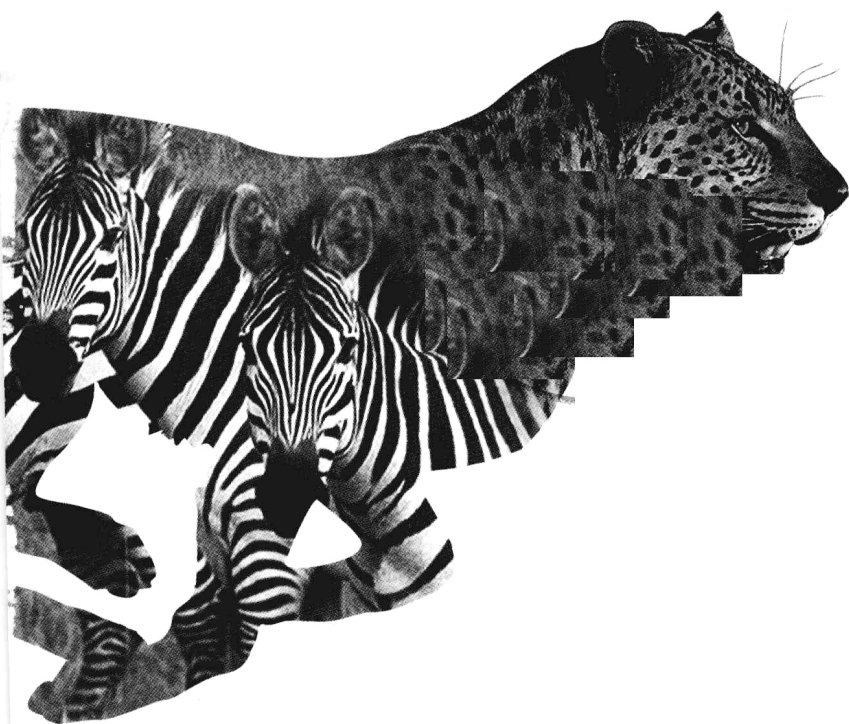
经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

TOUZIDAWELLIE

投资大围猎

——你是猎手还是猎物？

王晓萌◎著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

投资大围猎：你是猎手还是猎物/王晓萌著. —北京：
经济管理出版社，2011.1

ISBN 978-7-5096-1176-0

I. ①投… II. ①王… III. ①投资学 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 231999 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010)51915602 邮编：100038

印刷：北京银祥印刷厂

经销：新华书店

组稿编辑：勇 生

责任编辑：勇 生

技术编辑：杨国强

责任校对：陈 颖

720mm × 1000mm/16

17.25 印张 266 千字

2011 年 1 月第 1 版

2011 年 1 月第 1 次印刷

印数：1—11000 册

定价：38.00 元

书号：ISBN 978-7-5096-1176-0

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部
负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010)68022974 邮编：100836

序

中国人的投资突围——另一套游戏规则

中国经济总量上已经成为世界第二大经济体，就在中国以独具特色的经济发展之路令全球惊美的时候，中国投资人所秉持的金科玉律仍旧来自国外传统书本，效果自然欠佳，这不能不说是种遗憾。

手中的纸币一定会贬值？几十年后拿什么钱养老？买股票、基金为什么会赔钱？这些话题人们总在议论却“议而不决”，一个原因就是陷入了西方传统投资理念的套子里讨论出路，自然会南辕北辙。

老百姓面临的问题十分现实，手中纸币快速贬值，过去几十年人们已经深刻地体会到这点。钱存在银行就会越来越不值钱，去投资不仅不保值，大部分人还亏了钱。表面上偶然的投资失败，是否隐藏着隐秘的规律和真相？

西方的“舶来品”——“长期投资”、“价值投资”、“委托专家投资”等理念风行中国多年。不错，这样一来国人的心理负担小了，亏钱了可以安慰自己是“长期投资”、“价值投资”，可以抱怨专家水平太低。这些西方的投资理念不仅在中国效果不好，在西方也被学界抨击，真正的投资圈内人更是有着自己玩的另一套游戏规则。

投资大师基本靠运气

巴菲特是国人的偶像，研究者却从概率的角度推算其实巴菲特等人很大程度是依靠运气和特殊的玩法赢得了财富。普通人使用同样的特殊杠杆投资，平均不到 300 人即可有一人和巴菲特的成绩一样好。

目前国内外投资机构多宣称自己的投资逻辑来自巴菲特或“价值投资”，需注意巴菲特自己曾称不会详细说明自己是如何投资的，保罗·萨缪尔森更直接指出“巴菲特不会告诉你如何成为巴菲特”。而巴菲特的老师、



“价值投资”理论的鼻祖格雷厄姆在临终前宣布“价值投资”已经没有用处了！因此国人学习巴菲特的“价值投资”固然可取，但仍应在了解内情之后，有甄别地汲取有益的内容。

好的基金更容易赔钱

一些投资人都喜欢历史业绩好的基金，崇拜历史业绩好的基金经理，而投资圈内的大师则指出追逐是输家的游戏，好的基金经理最终往往可能失败。在投资圈内 10 年的作者更辛辣地指出各国政府不得不立法规定两件事：投资公司要标示“历史业绩不代表未来业绩”；烟草公司要标示“吸烟有害健康”，可惜国人并不了解其中潜意。

书中采用较隐秘的文献回顾了多位大师或明星基金最终失败的命运，从西方投资历史的视角揭示了西方投资圈内秘而不宣的投资道理——“均值法则”。

庄周梦蝶——避免国人投资悲剧

假如长期投资几十年，并且每年股市都上涨 10%，你可能还会损失 70% 的财产！就算巴菲特只为你一个人效劳，你也会损失大部分财产。这些离经叛道的说法却是少数专业的圈内人的共识，这些人自比“投资猎手”，默默地获得投资的巨大收益。

而多数国人数十年后面对养老难题，只会抱怨自己和大多数人一样命运不好；有人可能沾沾自喜，以为自己的投资成果还不错。庄子《齐物论》中记录庄子梦中变成蝴蝶，醒来疑惑自己到底是梦中变成了蝴蝶，还是蝴蝶在梦中变成了自己。也许在投资的某些方面，人们都以为自己是猎手，但从另一个角度看人们都是猎物。

突出重围

可贵之处是本书以西方投资历史的角度颠覆了西方投资理论的“金科玉律”之后，提出了解决思路。比如作者和比肩巴菲特的大师——新兴市场教父墨贝尔斯交流时，直接提出既然好的基金必然失败，那么表现很差的基金是否值得购买，双方对这一思路进行了精彩的交流，而这种看似离经叛道的探讨在圈外人看来颇有趣味，更有直接的投资指导意义。

书中融入保罗·萨缪尔森、夏普、席勒、马科维茨、托宾等诺贝尔经济学奖得主观点，结合作者实践提出了资产配置解决思路，因此虽然颠覆

了传统的投资理念，但以经济学家的角度看这本书并不能算是“非主流”。

金融关系国运，而投资却关系百姓的家运。国人都是这场浩大的投资围猎中的猎物，只有极少数圈内人隐秘地充当着猎手。希望本书能启迪国人的投资智慧，帮助国人在投资大战中酣畅淋漓地杀出重围。

曹红辉

中国社会科学院金融研究所

金融市场室主任、研究员

2010年12月18日

3

投资
大围
猎



序

目 录

上篇 悲壮难逃——隐藏在历史角落的财富真相

第一章 幸存者游戏——投资大师都靠运气 / 3

第一节 幸存者游戏——靠运气吃饭的大师们 / 3

第二节 巴菲特辩护：我不是猩猩 / 6

第三节 随机性愚弄：写唐诗的猴子 / 9

第二章 隐蔽的历史：价值投资不能赚钱 / 11

第一节 格雷厄姆小传：疯狂的年代 / 11

第二节 投资大师用自己的方法都不赚钱 / 15

第三节 被掩埋的历史：放弃价值投资 / 17

第四节 利物莫传奇：我的一生是个失败 / 19

第五节 凯恩斯：资本主义的救星 / 21

第三章 巴菲特真相——传奇背后的秘密 / 25

第一节 显赫的家世：人脉比选股重要 / 25

第二节 巴菲特：“我不会告诉你们怎么赚钱” / 29

第三节 巴菲特的真实业绩是多少 / 32

第四节 打动人心的“技术漏洞” / 34



第四章 “长期投资”的真相 / 39

- 第一节 巴菲特和索罗斯都坚决反对长期投资 / 39
- 第二节 股市长期看总是会上涨的吗 / 43
- 第三节 蛊惑人们去冒险的最好办法 / 46

第五章 唯一的真理：“均值回归” / 49

- 第一节 均值回归：十分隐秘的规律 / 49
- 第二节 昨夜星辰：好基金必然变坏 / 52
- 第三节 明星基金经理的噩梦：米勒王朝的倒塌 / 56
- 第四节 答案：对话新兴市场投资教父 / 59

第六章 不能说的秘密 / 61

- 第一节 卖桔者言：王牌基金赔钱多 / 61
- 第二节 赔钱的基金总收益率也是正数 / 63
- 第三节 追逐是输家的游戏 / 65

第七章 基金 140 年 / 67

- 第一节 基金就是用来赎回的 / 67
- 第二节 美国人买基金不花钱 / 72
- 第三节 布雷迪：投资基金有利身体健康 / 73
- 第四节 基金是提款机，但你必须先把钞票取出来 / 74
- 第五节 基金经理业绩还不如指数 / 77
- 第六节 洛克家族的故事 / 79
- 第七节 诺贝尔经济学奖得主的投资策略 / 80
- 第八节 贝尔公司如何买基金 / 83
- 第九节 基金管理人聪明的辩护 / 85

第八章 | 股市的本质 / 89

- 第一节 股市的钱从哪来 / 89
- 第二节 炒股比抢劫安全 / 91
- 第三节 赚不赚钱要看手相 / 92
- 第四节 “9·11”的现场股评 / 94
- 第五节 预测世界杯结果 / 96
- 第六节 寻找牛股的游戏 / 97

第九章 | “复利”是致富的奇迹还是滥用的花招 / 99

- 第一节 复利的奇迹：拿破仑的玫瑰 / 99
- 第二节 谁偷走了我们的钱 / 104
- 第三节 复利的谎言：人人都能触摸月亮 / 107
- 第四节 那个快乐的下午 / 110
- 第五节 小技巧：看透未来的水晶球 / 111

第十章 | 隐蔽的骗局：人们注定损失大部分财产 / 115

- 第一节 即便巴菲特为你服务 / 115
- 第二节 谁抢走我们一半财产 / 119
- 第三节 骗局的由来 / 124
- 第四节 巴菲特的十年之赌 / 127
- 第五节 失败的不是对冲基金，而是投资者 / 129



下篇 笑傲江湖——投资者手记

第十一章 寂寞说“钱” / 135

- 第一节 寂寞的钱 / 135
- 第二节 秦时明月汉时关——钱的老照片 / 143
- 第三节 天下攘攘，皆为利往——该死而不死的美元 / 146
- 第四节 赚钱秘招——怎么“花钱” / 149
- 第五节 纸币的矛盾——一半是海水，一半是火焰 / 152
- 第六节 坚硬的纸币 / 153

第十二章 黄金的投资纲领 / 155

- 第一节 可触摸的太阳 / 155
- 第二节 黄金都在谁手中 / 157
- 第三节 只看核心因素 / 159
- 第四节 魔鬼的汗珠：石油引领黄金 / 160
- 第五节 玩“赚”黄金，也看汇率 / 162
- 第六节 黑天鹅的命题——危机中赚钱 / 164
- 第七节 最后的保障 / 166
- 第八节 必定盈利的模型 / 168
- 第九节 教给巴菲特一招 / 171
- 第十节 巴菲特对黄金的价值观 / 173
- 第十一节 “金本位”幻觉 / 174





第十三章 拥爱熊市 / 177

- 第一节 山雨欲来风满楼 / 177
- 第二节 股市的极限法则 / 181
- 第三节 吉姆·罗杰斯名言 / 183
- 第四节 中国台湾牛市闹剧 / 185
- 第五节 拥爱熊市——彭透斯国王的故事 / 186
- 第六节 凤凰涅槃的英雄情怀 / 189
- 第七节 大熊市不过如此 / 190
- 第八节 安全区间在哪里 / 195
- 第九节 “定价增投”，防守反击 / 198
- 第十节 不战则不败 / 200

第十四章 资产配置的通俗版本 / 203

- 第一节 配置的作用——消失的风险 / 204
- 第二节 再平衡——迷人的5年 / 207
- 第三节 人生只能赌一次 / 212
- 第四节 萧条中的发财机会 / 214
- 第五节 偏爱实物资产 / 215
- 第六节 核心加卫星 / 216
- 第七节 配置——开始是最重要的 / 217
- 第八节 无心插柳柳成荫 / 219
- 第九节 最后的忠告 / 222



附录一 部分采访场记 / 227

- 一、外汇投资——推开你的上帝之门 / 227
- 二、炒汇需用杠杆撬动收益 / 229
- 三、长期投资黄金，怎样才值得 / 231
- 四、解读白银投资之谜 / 233
- 五、未来5年，投资什么房产好 / 235
- 六、房屋供求矛盾突出 / 238
- 七、有些大事儿，于我们何干 / 240
- 八、虎年钱经·市场教育我们的方式 / 241
- 九、A股神话的终结 / 242
- 十、我对罗杰斯先生的一点冷感受 / 245
- 十一、此文不佳 / 247
- 十二、定投基金，我错了吗 / 248
- 十三、中国基金的问题——老婆不是娶的、是嫁的 / 252
- 十四、金融危机启示录 / 255
- 十五、用历史的大胸怀，笑看投资的小问题 / 257

附录二 表格工具 / 261

参考文献 / 265

上
篇

悲壮难逃

——隐藏在历史角落的财富真相

第一章 幸存者游戏

——投资大师都靠运气

第一节 幸存者游戏——靠运气吃饭的大师们

幸存者游戏：假设 25 岁的年轻人每年玩一次俄罗斯轮盘赌博（1/6 的概率被左轮手枪打死），他几乎没有可能活到 50 岁生日的时候。但是如果几千个 25 岁的年轻人都在玩这个游戏，那么总会有少数几个人能够活到 50 岁，其他人则已成一堆墓碑！

——对冲基金管理人、库郎大学数学研究所研究员纳西姆·尼古拉斯·塔勒布

第一次世界大战时期，白天吃了败仗的沙俄士兵，晚上借酒消愁、喝得酩酊大醉的时候，用一种残酷、刺激的赌博方式取乐。赌博规则很简单：在左轮手枪的六个弹槽中放入一颗子弹，快速旋转转轮之后，关上转轮。游戏的参加者轮流把手枪对着自己的头，扣动扳机，中枪毙命的当然就输了，坚持到最后的幸存者就是赢家。旁观的赌博者，则对参加者的性命压赌注。久而久之，这种赌博方式得到了“俄罗斯轮盘赌”的名字。

按塔勒布的说法，在股市上风光无限的投资大师们，就是那些枪口下边活下来的幸存者。投资大师和亏钱的股民、基民的区别就是，运气较好。

早几年英国《金融时报》很老到地羞辱了一下专业投资人，一个 5 岁

的英国小孩，从英国《金融时报》证券交易版中用手随便地指出一堆股票，把他选择的股票和英国顶尖股票分析师们提供的股票做个比赛，一年之后小孩选择的股票赚的钱比顶尖股票分析师推荐的股票还赚钱。那年要是评选全英金牌股票分析师，小孩就可以当选，可惜年纪太小，不然这个荐股成绩去哪个大公司都是年薪几百万元的收入。

小孩纯粹是靠运气赢了股票专家，基本上伟大的投资大师们也是靠运气扬名立万，包括“万人迷”巴菲特、“华尔街教父”格雷厄姆、“投机大鳄”索罗斯也极可能是靠运气好赚的钱，股票投资业里，简直就是一场轰轰烈烈的幸存者游戏！

1966~2000年这35年中，巴菲特掌舵的伯克希尔·哈撒韦公司有高达23次跑赢了标准普尔500股票指数，相当每3次能赢2次，绝对是优秀成绩。

如果从北京平谷农村地里头找22个种桃的朋友在市场上随便买股票，经过35年后，也会有一位桃农一样能超越股票指数23次。巴菲特超越市场次数的好成绩，在概率上是 $1/22$ ，而参与市场炒股的人当然不止22个人。

巴菲特崇高的声誉还因为持续地赚到了明显超过市场收益的钱，也就是有超额回报率。一般人不会知道，巴菲特的投资方式中实际上使用了特殊的杠杆投资，就是放大了投资的收益和风险，赚钱的时候当然就是大赚。

如果再从郊区多找一些养猪的，模仿巴菲特的特殊杠杆投资方式，在市场上随意买卖股票并持有35年，是不是也能出现一个“股神”呢？平均每250名养猪的农民中就会出现一位股神，在35年期间成绩会和巴菲特一样好，从数学上计算这个概率是 $1/250$ 。

现在股市上“股神”并不是特别多，主要是因为绝大多数股民没有条件采用巴菲特特殊的杠杆方式投资，因此实际上在股市可能得有几十万、几百万股民在概率上才会出现一个“巴菲特”。

去图书馆翻阅老报纸就知道，一般意义上的“股神”大约3年后会销声匿迹，而众人景仰的世界性投资大师90%会在15年内彻底完蛋。这样一看，巴菲特连续几十年的辉煌纪录，确实是一个不简单的事情，在数学

计算结果上这是很小概率的事件。

一般投资者从心理上难以接受“大师不过是运气好”这样的结论。早在1970年，刚过30岁的美国人法玛（Fama）写了篇论文《有效资本市场：实证研究回顾》，法玛因这篇文章一夜成名。论文中说了这样一个道理，“因为股票市场有效率，任何企图战胜市场的企图都是妄想”，“有效市场”理论简单的比喻是，我们在家乐福结账的时候，理智的做法是随便找个队老实点排着，因为一般每个收银台排队的人都会差不多。要是发现其中一个收银台人明显少，最好别去，因为多半是机器坏了或者有位仁兄买了几车货。去找更短的队伍，有时省时间，有时反而更费时间，总体上别希望能在排队结账这事上占到便宜。

因此，多数专业股票投资明星们总会“独领风骚三五年”，但无法持续跑出好成绩，毕竟幸存者总是少数，而且最终幸存者会消失的。

统计1982~1997年一直存续的181家美国股票基金中，只有14家的业绩超过了同期标准普尔500股票指数的业绩（见图1-1），成功率仅为7.7%，92.3%以上的基金经理投资是失败的。而幸运取胜的14家基金究竟会是哪些，在一开始是不能预测的。

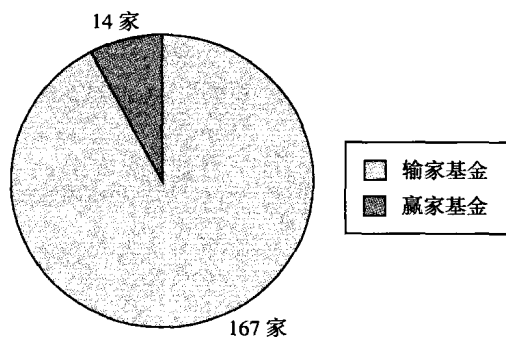


图1-1 181家基金1982-1997年16年的表现

幸存者游戏的现实确实难以让人接受，我有幸也和一些亚太区甚至世界公认的投资明星交流过。确实某几位大师的气质、魅力令人折服，我面对他们的时候心里经常出现个念头，他不做投资管理人或许也会成为了不起的人物。不过，究竟是因为他拥有魅力才成为了市场的幸存者，还是因为成为了市场的幸存者才渐渐有了不俗气质和魅力，这一直是我心中的疑