

# 第一章 输家的游戏

绩效评比公司定期发出令人不愉快的资料，一再用事实和数字，告诉我们投资经理绩效不佳，无法击败市场。即使偶有佳作，绩效超出一般水准，激起我们的期望，这种期望却很快就被粉碎，变成虚假的希望。全美国的专业投资经理经常明白表示，他们的目标是要超越市场指数，实际情形正好相反，他们没有击败市场；市场反而击败了他们。

人类面对和自己的信念相反的信息时，通常会用两种方式因应。有些人会忽略新知识，坚持原有的信念；有些人会接受新信息的正确性，在理解现实时列为考虑因素，予以利用。

投资管理一向是以下述单一基本信念为基础，也就是专业投资经理可以击败市场，这种假设似乎是错误的（请见图 1-1）。

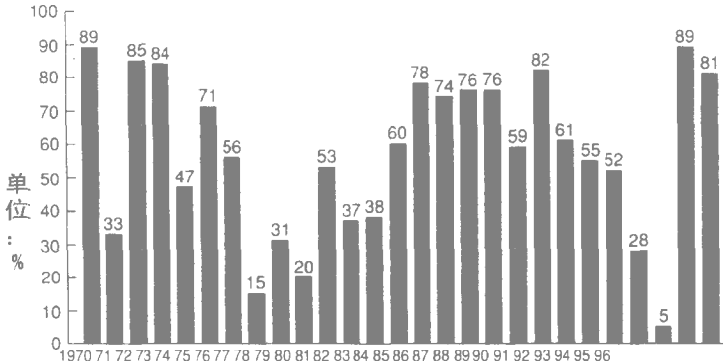


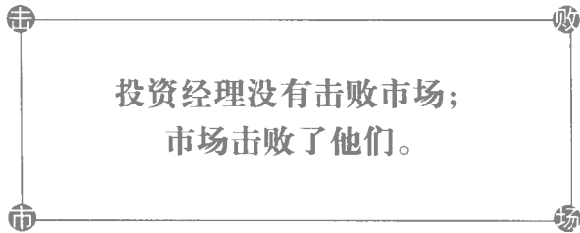
图 1-1 绩效不如 S&P 500 指数的股票型共同基金

如果能够超越市场的假设正确，那么决定如何进行，以便成功，就会变成简单的逻辑问题。

首先，因为整个市场可以用被动和公开挂牌的指数，例如，以标准普尔 500 种股价指数（S&P 500）作为代表，成功的经理人只要重新安排投资组合，使投资组合胜过“没有头脑”的 S&P 500 就成了，他可以在选股上别出心裁，可以策略性地强调特定类股，或进行波段操作（market timing），也可以用不同的方式，搭配运用这些方法。

其次，积极主动的经理人希望尽量多做“正

确的”决定，因此，一定会纠集一批天资聪明、教育良好、雄心勃勃、工作认真的专家，大家一心一意找出价格低估的证券买进，高估的证券卖出，靠着和大众精明的对作，击败市场。



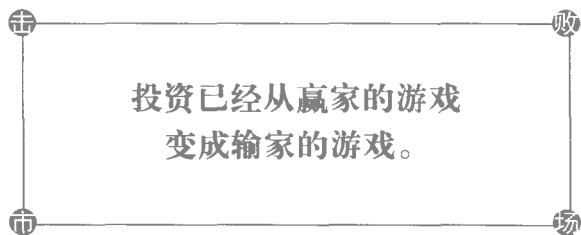
不幸的是，大部分投资机构可以击败市场的基本假设是错误的。投资机构就是市场，整体而言，他们不可能表现出超越自己的绩效。事实上，考虑主动管理的成本，如费用、手续费等等之后，长期而言，大多数投资经理的绩效一定不如大盘。

因为投资机构太多，而且能力高强，决定为客户创造良好的表现，以致投资管理已经变成了输家的游戏，而不是“赢家的游戏”。

分析机构投资如何从赢家的游戏变成输家的游戏之前，我们先考虑这两种游戏之间的重大差别。在赢家的游戏中，结果由赢家正确的行动决定；输家的游戏中，结果由输家犯的错误的决定。

标准电子公司（TRW Inc.）杰出的科学家西

蒙·蓝莫博士（Dr. Simon Roamo）写了一本游戏策略的巨著，叫做《网球庸手的高超打法》（Extraordinary Tennis for the Ordinary Tennis Player, 1997 年由纽约皇冠出版公司出版），指定赢家的游戏和输家的游戏之间的重大差别。蓝莫博士指出，这么多年来，网球不是只有一种打法，而是有两种打法，一种是职业球员和极少数天生业余好手的打法，一种是所有其他人的打法。



虽然两种打法的球员都用相同的器材、服装、规则和计分法，并且遵守相同的礼仪和习惯，玩的游戏却大不相同。蓝莫博士经过深入的统计分析后，把结果摘要说明为：职业球员赢得分散，业余人士输掉分散。

在专家的网球比赛中，最后结果由赢家的行动决定，职业网球好手像激光一般精准，用力击球，你来我往，缠斗不休，直到有一方打到对方救不到球，或是迫使对方犯错为止，这些高明的

球员很少犯错。

蓝莫博士发现，业余网球赛几乎完全不同，很少有厉害的发球、长久而刺激的对打和近乎奇迹式的救球，就是有，也间隔很久才出现一次。相反的，球经常打到网上，或是打到界外，发球两次失误也相当常见，业余球员很少打败对手，反而是一直在击败自己，在这种网球打法中，胜利者得到比较高的分数是因为对手失分更多。

蓝莫博士是科学家和统计学家，他用很聪明的方法，收集资料，测试自己的假设，他不记录传统的比赛分数，如 15:0、15 平、30:15 之类的比分，而是简单地计算得分和失分，他发现在专家比赛中，大约 80% 的分数是赢分；但是，在业余网球比赛中，大约 80% 的分数是失分。

这两种打法截然相反，职业网球赛是赢家的游戏，结果由赢家的行动决定，业余网球赛是输家的游戏，结果由输家的行动决定——输家自己打败了自己。

著名的军事史专家萨缪尔·莫里森（Samuel Eliot Morison）海军上将，在他深思熟虑的大作《策略与妥协》（*Strategy and Compromise*, 1958 年纽约小布朗出版公司出版）中，也提出了同样的重点。书中指出：“在战争中，错误无可避免，军事决定的基础是对敌人力量，以及意图的评估和情报，

这种评估经常错误，情报从来不会完整，还经常误导。”莫里斯的结论是：“其他一切条件相同时，犯最少战略错误的一方会赢得战争。”

战争是终极的输家游戏，高尔夫是另一种。汤米·雅穆尔（Tommy Armour）写了一本巨作《如何随时打出最高水准的高尔夫》（How to Play Your Best Golf All the Time，1971年纽约西蒙·舒斯特出版公司出版）指出：“赢球最好的方法是尽量少打坏球。”所有只在周末打高尔夫的人应该会同意这个说法。此外，有很多游戏也是输家的游戏；若干游戏，如机构投资原本是赢家的游戏，但是，随着时间流逝，已经变成了输家的游戏。例如，七八十年前，只有非常勇敢、灵活、意志坚定、视力很好的年轻人，才有胆子尝试开飞机，在当年那种光荣的岁月中，飞行是赢家的游戏。但是，时代已经改变，飞行也改变了。今天如果你搭的波音 747 客机驾驶员，戴着执行任务 50 次纪念的帽子，脖子上围着白色的长丝巾，走上飞机，你一定会下飞机。这种人现在已经不该在飞机上，因为今天的飞行变成了输家的游戏，只有一条简单的规则：“不能犯错。”

同样的，近几十年来，我们称为“金钱游戏”

的投资管理已经从赢家的游戏，演变成输家的游戏<sup>①</sup>。投资环境已经出现根本的改变，70年代后，市场由致力超越市场、设法赢得胜利的法人主宰。不过是10年的时间，投资机构的市場活动从只占公开交易总量的30%，增加到压倒性的80%，所有的重大差异都是由此而来，活跃的投资经理不再和小心翼翼的保管银行竞争，或是与不熟悉市场的业余人士竞争，现在他们要跟其他专家竞争。

这种金钱游戏当中有一群强敌，每天至少有200家大型投资机构，以及另外1000家中小型法人，用最激烈的竞争方式，整天在市场中操作。50家最大、最活跃的法人占去整个市场交易的50%。因此，我们买进或卖出时，大约有一半的时间，“相对人”是这些拥有一切资源的超大型专业机构。

在新游戏规则下，关键的问题是：活跃的经理人要多能干，才能至少收回积极管理所需的成本？答案令人望而生畏。如果我们假设投资组合的周转率为80%（暗示基金经理持有一般的股票15个月；15个月大约是基金管理业的平均持有期

或许赢家的游戏会自我毁灭，因为这种游戏会吸引太多的玩家参与，所有参与其事的人都想赢，这也是黄金潮的结局总是令人不愉快的原因。

间)，而且买进和卖出的交易总成本各约 1%（包括手续费和进出的价差），加上 1.25% 积极管理的费用（略低于美国股票型共同基金的平均收费），那么，一般基金每年的操作成本要 2.85%。以下是计算方法和说明：

$$(0.4\% + 0.60 \times [1\% + 1\%])$$

远超过完全包含经纪商手续费和交易价差的交易成本，显示交易成本到底多大，最好的方法是拿一个“虚拟投资组合”理论上的成果，和一个“真正投资组合”实际结果比较，专家会告诉你其间的差异总是很惊人。而且还有另一种交易成本——因为市场看来流动性极高，会使你愚蠢地介入你在不能“确定”随时可以退出时，原本不会介入股票的成本。这是真正的流动性陷阱，试想一般人如果不是这样不确定不会被抓到，在公路上或床上的行为会有多大的不同。投资也一样，你并非总是被抓到，也并非总是不会被抓到，这些成本全都是交易总成本的一部分。

要收回这些成本困难得令人讶异，例如，假设股票年度平均报酬率为 10%，那么积极管理必须克服 2.85% 年度操作成本的负担。如果基金经理只希望在扣除成本后，能够媲美大盘 10% 的报

酬率，则在扣除成本前，基金经理就必须达到 12.85% 的报酬率。换句话说，即使你只想和大盘表现得一样好，你的基金经理就必须能够超越大盘 28.5%！<sup>①</sup>

现实很严苛，这表现在大多数投资经理在金钱游戏中一直都是输家。历史纪录显示，到 1997 年为止的 25 年里，整体而言，3/4 以上由专家管理的基金，绩效不如标准普尔 500 种股价指数。

因此，声称“我是赢家，我可以在金钱游戏中获胜”的人，现在要负起举证的责任，因为在输家的游戏中，只有傻瓜才会支持假的“赢家”，投资人有权要求投资经理确实解释他们所做的是，说明为何这样做会有非常好的结果。

如果从整体来看，投资经理不能击败市场，那么投资人想介入市场，确实至少应该考虑加入模拟市场的被动式指数型基金。绩效评比公司提出的资料显示，长期而言，指数型基金的绩效一定胜过大多数投资经理。

投资为什么会变成输家的游戏，原因是在每一位投资经理想要解决的复杂问题中，投资经理和众多坚决的对手寻找答案的作为，已经变成最

<sup>①</sup> 这点使沃伦·巴菲特和约翰·耐夫（John Neff）持续不断的优异表现，显得格外惊人。

重要的变数，对管理主要共同基金和投资管理机构的专家而言，尤其如此。致力击败市场不再是答案中最重要的部分，经理人本身现在是问题最重要的部分。

任何一位投资经理要超越其他专家，都必须技巧极为高超，行动极为迅速，才可能经常抓到其他专家的错误，也才能有系统地赶在其他专家之前，先利用这些错误。30年前的情况不同，当时积极活跃的专家很少，买卖占的比重不到10%。在1960年轻松、和缓的日子里，纽约证券交易所的交易中，有90%是散户之间的买卖，专业人士居于少数，过得很愉快，他们有很多“机会目标”。这种情形已经一去不回了，现在的情形正好相反，经验丰富的专业人士占了交易中的90%，他们当然也会犯错，但是，其他专家总是在寻找错误，并且会以最快的速度，重重地打击这种错误。吸引人的投资机会根本不常出现，少数的机会一出现，也维持不了很久。不错，一些专业人士在任何特定年度，或在任何10年里，的确能够击败市场，但是，检视记录后，可以发现能够长期击败市场指数的专家屈指可数。有一件事更让寻找超级投资经理的投资人沮丧，就是经理人过去即使有优异的纪录，未来也不太可能再表现优异的绩效。在投资绩效方面，过去不是预示未来

的前兆。在物理学和社会学上，回归平均数（行为移向“正常”或一般趋势）是始终存在的强大现象，在投资方面也是这样。极为高明的专业投资经理太多了，多到任何专家几乎不可能超越他们现在共同主宰的市场。

对你来说，要变得明智，一开始就要了解，能够长期超越市场指数的大型投资机构少之又少，要预测哪一位经理人会有杰出绩效，也是难上加难。

下一步是决定这种输家的游戏是否值得参与——即使你可能赢得这种游戏。



## 第二章 击败市场

扣除市场风险的因素后，要击败市场，惟一的方法是发现和利用其他投资人的错误。

击败市场确有可能，而且大部分投资人在某一个时段，都击败过市场，但是，很少投资人能够始终以智谋取胜，胜过其他投资人，长期持续一贯地击败市场。

活跃的投资经理人可以运用下列所有投资方针，或只利用其中的一种：

1. 波段操作。
2. 选择特定个股或类股。
3. 改变投资组合的结构或策略。
4. 高瞻远瞩的长期投资观念或

哲学。

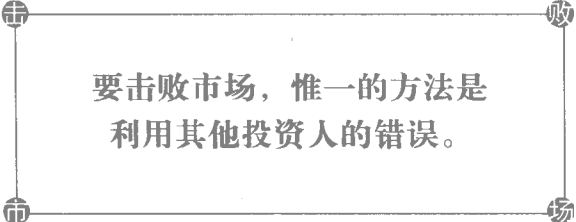
即使是最不常观察市场和股票的人，看到明显胜过“一般绩效”的众多大好机会，也会怦然心动，大盘、主要类股和个股的走势会呈现一种假象，“明白”显示活跃的投资人可以创造更高的绩效。毕竟，我们也可以看到超级篮球明星迈克尔·乔丹、高尔夫高手老虎·伍兹和超级名模辛迪·克劳馥，都以他们独有的方式，持续展现高于一般水准的表现，那么为什么就不能有一些投资经理人，持续胜过一般的投资经理人？简单地说，为什么击败市场这么难？

## 波段操作

要提高潜在的投资报酬率，最大胆的方法是靠波段操作，典型的波段操作者在市场上进进出出，希望在上涨时，把全部的资金投资下去，价格下跌时，把资金全部撤出。还有一种波段操作的方式，是把股票投资组合，从预期表现会不如大盘的类股中退出，投入表现可能优于大盘的类股。

在债券投资组合上从事波段操作，目的是希

望在利率下降、促使长期债券价格上涨前，把投资组合转入到期日很久的债券，在利率上升、驱使长期债券价格下跌之前，再转入到期日近的债券。



要击败市场，惟一的方法是  
利用其他投资人的错误。

如果是替平衡型投资组合从事波段操作，就要在股票的整体投资报酬率高于债券时，致力增加股票投资的比重，在债券整体投资报酬率高于股票时，转进债券投资，在短期投资工具的整体投资报酬率高于债券或股票时，投资组合转进短期投资。

以 1940 年到 1973 年间两种完美的投资成效为例，进行比较分析时，会让人感到波段操作的潜力十分诱人，第一种投资是在行情上涨时，百分之百投资股票，市场下跌时，保持百分之百的现金。

在这 34 年里，一共交易 22 次，买进和卖出各 11 次，以道琼斯 30 种工业股价指数作为股价

的代表，1000 美元会增加到 85937 美元。

在同样的 34 年里，这个假设的投资组合总是百分之百投资，而且总是投资在表现最好的类股中，同样的投资 1000 美元，买进和卖出各 28 次，最后会暴增到 43.57 亿美元！在这段期间的最后两年，投资人必须胆识过人，必须在 1971 年元月，把 6.87 亿美元投资在餐厅类股，这样到年底会变成 17 亿美元，然后再投资黄金类股，到隔年圣诞节会暴增到 44 亿美元！这个例子当然很荒唐，从来没有人达成过这种绩效，将来也不可能有人能够做到这么优秀。更重要的是，无论是过去或是未来，靠着“波段操作”，不要说不可能创造上例这么神奇的成就，连想达成远低于这种成就的绩效都不可能，因为没有一位经理人能够持续不断，远远比同行专业的对手精明。

在股票似乎高估时，精明的卖了，减轻暴露在市场中的风险，等价格似乎跌到诱人的低水准时，再大胆投资。这样低买高卖虽然很吸引人，但是有强而有力的证据显示，想提高报酬率，波段操作不是有效的方法，其中有一个残酷而有力的原因，就长期而言，这种方法通常行不通。

投资经理波段操作的成绩令人一见难忘，因为绝大部分都是亏损。有一份精心研究波段操作、但未出版的报告断定：在计算错误和交易成本之

后，投资经理对市场的预测 4 次必须有 3 次正确，他的投资组合才能损益两平。为什么波段操作这么不容易提高投资绩效？罗伯特·杰福瑞（Robert Jeffrey）提出过解释，原因是在这么短的期间内，而且在投资人最可能受平凡的共识左右时，发生有这么多的“动作”。一份未出版的报告研究 100 家大型退休基金及其波段操作的经验，发现所有退休基金都从事过波段操作，但没有一家能靠波段操作提高投资报酬率，事实上，100 家中有 89 家因为“波段操作”而亏损，而且在 5 年内，平均亏损高达 4.5%。

就像有“老”飞行员、也有“大胆”的飞行员，却没有“大胆的老”飞行员一样，也“没有”靠波段操作一再成功的投资人。贪心或恐惧促成的决策通常都是错误的，通常也太慢，而且很可能是反方向才正确。在真刀真枪的金钱游戏上尤其如此，试图猜透市场或胜过众多专家，以便“卖高买低”，连想都别想，你一定会失败，而且可能输得很惨。

费雪·布莱克（Fischer Black）说得好：“一般说来，无论投资人退出市场或留在市场里，市场的表现都一样好，所以投资人有一部分时间退出市场时，和简单的买进长抱策略相比，一定会亏钱。”