

# 投资为何不容易

方锐

自 1609 年世界上第一家证券交易所——荷兰阿姆斯特丹证券交易所成立以来,股票市场的历史已经跨越了整整四个世纪。不过,在长达 400 年的时间里,真正能够在证券市场上持续几十年并取得高回报的投资者少之又少。绝大多数人难以取得持续的超额收益,很多人甚至是以亏损铩羽而归。“7 亏 2 平 1 赚”的魔咒久久盘旋而挥之不去。投资为什么不容易呢?

## 有效市场假说

金融市场当然少不了“学院派”的观点。上世纪 60 年代,奥斯本提出了“随机漫步理论”。他认为股票价格的变化类似于化学分子的“布朗运动”(悬浮在液体或气体中的微粒所做的永不停止的、无秩序的运动),具有“随机漫步”的特点。也就是说,证券价格的波动是随机的,没有规律可循的。“随机漫步理论”的提出间接地否定了证券市场中的图表技术派。

但是,当时包括经济学家萨缪尔森等人的看法是:金融市场并非不按经济规律运作,甚至可能恰恰相反。

紧接着,尤金·法玛在 70 年代提出了有效市场假说。“有效市场”是一个市场:市场中存在着大量理性的、追求利益最大化的投资者,他们积极参与竞争,每一个人都能轻易获得当前的重要信息。在一个有效市场上,众多精明投资者之间的竞争导致这样一种状况:在任何时候,单个股票的市场价格都反映了已经发生的和市场预期将会发生的事情。如果这个假说成立,也就意味着试图通过买入被低估的股票,待其回归“内在价值”后卖出的基本面分析者所做的工作都是徒劳的。

## “路边苦李”

证券市场真的如此有效吗?让笔者从一个故事说起:古时候有这样一个人

传说:有个叫王戎的人在七岁的时候,有一次和其他小朋友出去玩。他看到路边的李子树上结满了李子,多到都要把树枝压断了。许多小孩争相跑去摘李子,只有王戎纹丝不动。有人问他原因,他说:“这李子树就长在路边,却结满了那么多的果实而没人摘,其果实必定是苦的。”后来别人摘来果实一尝,果然如此。故事很快就传开了。甚至当地的教育部门都把这个故事写进教科书中,叫做《路边苦李》。以此来告诫大家这个道理:李子在路边而无人摘,必苦也。

这个故事本身似乎恰恰说明了市场是有效率的,想“捡漏”没那么容易。不过,各位看官先别急着下结论:第二年,王戎和一群小朋友又去郊外玩耍,忽然看见路边又有一棵李子树,树上结满了李子,上面的李子个个大皮红。这一次小朋友们都对李树视而不见,没有人跑过去摘李子。只有王戎走过去摘了一个尝了尝,然后坐下来美美地吃了一顿。小伙伴们惊讶的问他:“路上的李树,结满了果实而没人们摘,难道不苦吗?”王戎回答说:“现在大家都知道了‘李子生大路而无人摘,必苦也’的道理。大家肯定以为路边的李子都是苦而不能吃,所以都没有去尝过。因此我一定要亲自尝一尝才知道啊!”

由此可见,无需去争论“有效市场假说”中“理性人”与“充分获得信息”等假设条件。假如市场上所有的人都认同“有效市场假说”,大家都不再阅读信息,努力预测,积极参与(因为这样做是徒劳的),则市场很快又会变得缺乏效率,“机会之门”又将对积极参与的投资者重新打开。所以,有效市场假说“自身便埋下了矛盾的种子,难以实现。

## “掷币大赛”

既然市场不是完全有效的,那么是否有一些人能够通过一些特定的投资方法或投资哲学取得不错的投资回报呢?环顾全球,当今最负盛名的投资者非沃伦·巴菲特莫属。他师从格雷厄姆,从其 1956 年创办合伙企业开始,在长达五十多年的时间里,巴菲特取得了大约年化 22% 的投资收益率,累计回报率高达 83000 倍。虽然巴菲特的投资回报都是经过多年的严格审计的,但是对于巴菲特的质疑,在全美过去几十年都没停息过。质疑者认为巴菲特是一个典型的“3 西格玛”事件(形容事件出现的几率很小),更有甚至认为他和一个通过买彩票中了巨额大奖的“傻瓜”没有分别。

对此,巴菲特曾在哥伦比亚大学做过一个著名的演讲。在演说中,他指出:假如全美有 2.25 亿人通过“捉对厮杀”进行猜硬币正反的淘汰赛,赢家进入下一轮,输家被淘汰出局。这意味着每过一轮就会有一半人被淘汰,最终会有 215 人胜出,他们都是连续 20 轮猜对硬币正反面的人。这时,反对者会恼羞成怒的说:假如把 2.25 亿人换成 2.25 亿只大猩猩。同样会有 215 只猩猩胜出。”巴菲特接着指出:假如这 2.25 亿大猩猩像美国的人口一

样分布于美国各地,且在胜出的 215 只大猩猩中有 40 只来自奥马哈的一个十分独特的动物园,那么大家肯定会前往这家动物园向饲养员问个究竟。换句话说,如果那些成功的赢家不同寻常地集中,你肯定想弄明白这到底有哪些非同寻常的因素。这就好比全国有某种罕见的癌症病人 1500 个,但其中的 400 人集中在某个小村落里,医学家们肯定会去那个村子探个究竟,而不是无动于衷。接下来,巴菲特举了 9 个投资人的例子,这 9 个人在过去 15~20 年时间里,都大幅跑赢了标准普尔 500 指数。最关键的是,他们来自同一个公园——格雷厄姆多德公园”。他们都遵循着格雷厄姆的投资哲学——都只关心股票的价格与价值。

## 价值投资有多难

巴菲特的演说为“价值投资”博得了精彩的一分。不过,虽然巴菲特举了 9 个实践者的例子,并引用了“癌症村”的案例,但如果仅从随机分布的角度看,某些看似不随机的事件恰恰可能就是随机事件。比如,如果我们用一个自动发射器随机角度的向一面大大的正方形靶子发射 100 根飞针,那么理论上,这些飞针插中正方形靶子中任何一个地方的概率都相同。现在如果把把这个正方形靶子划分成 100 个更小的正方形,那么这些随机发射的 100 根飞针恰好分别插中 100 个小正方形的概率其实是非常低的,也就是说这 100 根飞针恰好均匀分布的概率其实是非常低的。常见的结果是:一些小正方形里有好几根飞针,而另一些小正方形里一个飞针也没有。可见,“癌症集群”完全可能是随机的结果。此外,当我们拿出一群赢家作为例证,宣扬他们是如何“基业长青”之时,不要忘了还有大量遵循同样投资理念的人收益平平,甚至亏损累累。这些人由于业绩平平,无法现身,因此沦为了“沉默的反证”。

除此以外,假如说一千个人的心目中有一千个哈姆雷特的话,那么一千个人就会有一千种对格雷格姆的理解,也会有一千种对“价值投资”的理解。毕竟,每个人的学习能力与经验阅历是有区别的。即便把考察对象缩小到顶级商学院的高材生,结果也不如人意。即便考虑到你们是哈佛的毕业生,你们中最多也只会 有 2%,甚至 1% 的能达到巴菲特的投资水平。”某对冲基金经理曾对哈佛大学的毕业生如是说。所谓的“价值投资”知易行难,最多只能算通往成功投资之路的必要条件之一而已。

## “红色皇后”

在我这个国度,你能跑多快就跑多快,这样才能使自己保持在原地。”“红色皇后”对爱丽丝说。这个“红色皇后”就源自英国数学家刘易斯·卡洛尔的儿童文学名著《爱丽丝镜中奇遇记》中的一个角色。在书中,虽然红色皇后拉着爱丽丝在高山低谷中奔跑,但她们其实一直停留在原地。到了上世纪七十年代,范瓦伦把这个概念引入到进化生物学中,提出了“红色皇后理论”。

范·瓦伦通过长期研究发现,一个物种的有机体的生存能力并不会随着时间而增强,相反,各个物种的有机体灭绝的可能性是随机的。比如说,因为一种生物适应性的改善会导致这种生物数量的增加,那么对于生活在同一环境中的其他生物就会造成很大的压力。其他生物如果要生存下来,也必须进行相应的进化。这样多种生物之间就不断较着劲,结果可能是每种生物都比上一代更具适应性,但实际上每种生物的生存能力都没有实质性的增加。这个理论简单的说就是:一种生物若要一代代繁衍下去,其进化的速度一定要和与其共同进化的系统

保持一致。

最明显的例子就是捕食者和被捕食者之间的“军备竞赛”。比如猎豹与瞪羚,经过一代代的激烈竞争,跑得慢的猎豹饿死了,活下来的都是越跑越快的“短跑精英”。然而这些最善跑的猎豹捕到的瞪羚却不比祖先多。因为猎豹遭受考验的同时,瞪羚由于面临着同样的考验,其速度同样也有很大的进步。双方不断进化,越跑越快,但他们的相对生存能力都没有实质性提高。

宿主与寄生虫之间的“军备竞赛”则是另一个典型的例子。宿主会产生一些变异来杜绝体内的寄生虫,寄生虫由于其生命周期往往相当短(细菌 20 分钟就自我复制一次),因此很快就可以适应宿主的身体条件,又产生变异重新“上身”。在寄生虫适应了新环境后,宿主又会有新的抗体产生。于是双方长期共存下去。就像红色皇后说的那样:永远在跑,却一直在原地。

互联网,特别是移动互联网的普及,使得知识与信息的传播速度剧增。资本市场的投资者们仿佛也被拴在了这台“红色皇后”的跑步机上。在你每天大量的阅读与学习时,其他个体也是如此。与你共存的由大量个体组成的整个“系统”也在不断演进中。大多数个体持续的进化,不断阅读与学习,也只能是使自己尽量不掉队而已。市场不完全有效绝不等于投资者可以轻易获取超额收益。

## 汉尼拔的启示

设想这样一个场景:一辆失控的火车飞驰而来,前方铁轨上绑着五个人,你站在轨道上方的天桥上,你前面有一个胖子背对着你站在没有护栏的天桥边。假如当你把它推下去后就他庞大的身躯可以阻止火车,挽救那五个人的生命。你会推他下去吗?如果你的回答是不会或者犹豫不决,那么恭喜你,你是一个正常人。但是,有这么一类人,他们会毫不犹豫,泰然自若地推下那个胖子。在他们看来,这只是一道简单的数学题:死了一个却挽回五条人命。他们不但不会内疚,反倒觉得自己立了大功。

精神病学家们的研究发现:有一类人,他们在做有关高风险、高度紧张事件的决策时:异常专注,理性,不受任何正常人思维的约束,毫不畏惧,泰然自若。这群人就是“精神特异者”。《沉默的羔羊》中的精神科专家汉尼拔就是一个代表:他是精神病学博士,绝顶聪明,可以穿透人的心理,对社会现实有着独到而又深刻的理解。同时,也在古典文学与音乐方面拥有极高的造诣。但在另一方面,他却是个食人魔。当他将坐在餐桌旁的受害者的头颅切开后,便取出脑组织将其烹饪并吃掉。整个过程他都是处于非常轻松、愉悦的状态。对他来说,这是一种高层次的享受。

精神特异者往往极度自我、冷酷无畏、不共情,也不在乎他人的看法。不过他们和精神病人不能划等号。精神特异者就像一辆高性能的超级跑车,就其本身而言,没有好坏之分,其优劣最终取决于操纵方向盘的人。在外科医生、大牌律师、拆弹专家、特战队员、乃至政治家、企业家等人群中,这类人的比例最高。而且越是顶尖专家,精神特异的程度也往往越高。英国精神病专家达顿对此做过大量研究。一位英国最杰出的外科医生曾对他说:“一上手术台我就变成了一部冷



漠无情的机器。当我手中的的手术刀游走在于大脑组织与纤维神经时,感情用事只会帮倒忙。”另一位顶级的皇家法律顾问也曾对他说:在法庭上,我折磨证人席上的每一个人,同时诱使强奸嫌疑犯在听证席上落泪。我简直就像在杀人。但我对这些坦然处之。因为我的客户花钱雇了我。一天的工作结束后,我对这天发生的事毫不在意,哪怕明明知道刚才发生的事会毁了受害者的人生。”

口说无凭,科学测试的结果更是惊人。哈佛大学的研究人员曾对一群经验丰富的拆弹专家们做过测试,发现他们在拆除炸弹的过程中,所有人的心率都非常平稳。更令人吃惊的是,其中拿过奖章的人,他们的心率居然比平时降低了——他们处于冥想般的专注中。另一位顶尖的英国皇家特种队员也做过类似的测试。当在他面前播放了 60 秒中包括肢解、酷刑等极度血腥、暴力的画面后,普通人的心率、脑电波活动等指标都直线上升,而他的各项指标居然比自己测试前还要低。大量研究还表明,在商界名流大碗中,“精神特异者的比例远远高于

普通人群。对这些人而言,一旦进入工作状态,感情与情绪就成了一种享受不起的奢侈品。

让笔者来回放一下巴菲特的生活细节:当他的儿子因为换屋顶的灯泡摔倒在地时,他却若无其事的径直走上楼去;当孩子们管他要一点小钱时,他要求他们必须打借条,同时还要支付利息;当他的亲姐姐因投机失败,生活困苦,而求助于他时,他很不愿意帮忙;在社会名流的宴会上,当别人喝着红酒举杯相庆之时,他却正在美美的品着可口可乐……毫无疑问,他具备精神特异者的特质:极度自我、专注、理性、不共情,毫不在意别人的看法。他紧握着一张自己的“内部计分卡”。正因为如此,他才能够市场哀鸿遍野,极度悲观之际放手买进,并且,其投资思路也丝毫不受市场大起大落的影响。

在那台“红色皇后”的“跑步机”上,只有精神特异牌的“跑车”才能打破魔咒,冲破藩篱。如果你没有一台这样的“超级跑车”,那么“格雷厄姆多德公园”的碑柱上也不会留下你的名字。

(作者系特约撰稿人、职业投资人)

# “有效市场假说”

方锐

1970 年,法玛提出了有效市场假说(Efficient Markets Hypothesis),其对有效市场的定义是:如果在一个证券市场中,价格完全反映了所有可以获得的信息,那么就称这样的市场为有效市场。

该假说包含三个要点:  
第一,在市场上的每个人都是理性的经济人,金融市场上每只股票所代表的各家公司都处于这些理性人的严格监视之下,他们每天都在进行基本分析,以公司未来的获利性来评价公司的股票价格,把未来价值折算成今天的现值,并谨慎地在风险与收益之间进行权衡取舍。

第二,股票的价格反映了这些理性人的供求平衡。

衡,想买的人正好等于想卖的人,即,认为股价被高估的人与认为股价被低估的人正好相等,假如有人发现这两者不等,即存在套利的可能性地话,他们立即会用买进或卖出股票的办法使股价迅速变动到能够使二者相等为止。

第三,股票的价格也能充分反映该资产的所有可获得的信息,即“信息有效”,当信息变动时,股票的价格就一定会随之变动。一个利好消息或利空消息刚刚传出时,股票的价格就开始异动,当它已经路人皆知时,股票的价格也已经涨或跌到适当的价格位了。

“有效市场假说”实际上意味着“天下没有免费的午餐”,世上没有唾手可得之物。在一个正常的有效率的市场上,每个人都别指望发意外之财,所以我们花时间去看路上是否有钱包可捡是不明智的,我们费心去分析股票的价值也是无益的,它浪费我们的心思。

当然,“有效市场假说”只是一种理论假说,实际上,并非每个人总是理性的,也并非在每一时点上都是信息有效的。有意义的是,在提出自己的理论 30 多年之后,尤金·法玛因为“有效市场假说”成为 2013 年诺贝尔经济学奖得主之一。  
(作者系特约撰稿人、职业投资人)

