



伍治坚

来自雪球 发布于2016-07-13 09:12

+ 关注

竹篮打水一场空，谈谈择时。

择时，英语里叫做**Market Timing**。顾名思义，择时的意思就是选择买入股票和卖出股票的时机，并试图从中获利。今天就这个问题我来具体展开谈一下。

首先，择时对于投资者来说的诱惑是非常大的。因为如果可以正确的判断股市的低点和高点，那么通过在低点买入，高点卖出，投资（投机）者可以获得非常丰厚的回报。

The Allure of Market Timing: Missing the Worst Days 20 Years (1/1/1995 - 12/31/2014)				
\$10,000 Invested in the S&P 500 Index	S&P 500 Annualized Return	Value of \$10,000 at the end of the period	Gain/Loss	Impact of Missing Days
All 5,036 trading days	9.85%	\$65,475	\$55,475	--
Less the 5 days with the biggest losses	12.24%	\$100,688	\$90,688	63.48%
Less the 10 days with the biggest losses	14.13%	\$140,670	\$130,670	135.55%
Less the 20 days with the biggest losses	17.19%	\$238,681	\$228,681	312.22%
Less the 40 days with the biggest losses	22.19%	\$550,011	\$540,011	873.43%

比如上表中做了一个简单的计算。回顾美国股市过去20年，一共有大约5,000多个交易日。如果这20年全都持有标准普尔500指数(Buy and Hold)，那么投资者的回报是每年大约9.8%。但是如果可以预测到下跌最大的五天，并且避免掉这五天（假设在这五天中的每一天之前把股票卖掉，并在一天后买回），那么投资者的回报可以提高到每年12.2%。而如果可以避免到这20年中下跌最大的40个交易日，那么投资回报可以上升到每年22%。

当然，5天对于5,036个交易日来说，只是区区的0.099%。要想取得这样的超额回报，投资（投机）者需要有非常高超的预测能力，预见到明天是一个“大跌”的日子。

进行这样的择时游戏的一个危险在于，如果投资（投机）者的预测发生错误，在不该卖出的日子中将其持有的股票卖掉，那么他将会受到毁灭性的打击。

The Problem with Market Timing: Missing the Best Days 20 Years (1/1/1996 - 12/31/2015)				
\$10,000 Invested in the S&P 500 Index	S&P 500 Annualized Return	Value of \$10,000 at the end of the period	Gain/Loss	Impact of Missing Days
All 5,036 trading days	8.19%	\$48,249.94	\$38,249.94	--
Less the 5 days with the biggest gains	5.99%	\$32,008.68	\$22,008.68	-42.46%
Less the 10 days with the biggest gains	4.49%	\$24,079.67	\$14,079.67	-63.19%
Less the 20 days with the biggest gains	2.05%	\$15,004.35	\$5,004.35	-86.92%
Less the 40 days with the biggest gains	-1.96%	\$6,734.45	-\$3,265.55	-108.54%



同样以过去20年的标准普尔指数500（美国股市）为例（截至2015年12月31日）。这20年Buy and Hold的投资回报为每年8%左右。但是如果投资者由于各种原因在股市上涨最大的5天没有持有股票，那么其回报就会下跌到每年5.99%，和原来的Buy and Hold相比整整差了42%。如果投资者错过了股市上涨最大的10天，那么其回报会进一步下跌到每年4.49%左右，和原来Buy and Hold的回报相比整整差了63%。

换句话说，如果投资（投机）者搞错了5,000多天中的5天（0.1%），在那上涨最大的5天阴差阳错没有持有股票，那么他即使坚持投资（投机）20年，也很难把那5天的损失补回来。

有朋友问，你上面说的都是美国的股市，可是我们在国内，国内股市和美国股市不一样呀。这个问题问的不错，但事实上上面提到的道理在A股也是相通的，甚至更甚（因为A股的波动率更大）。

长期不坚持的后果（中国版）

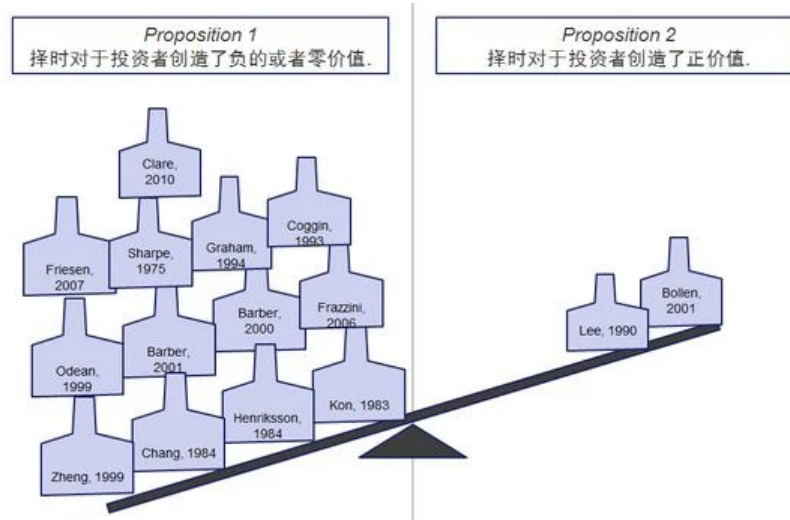
39

WOODSFORD
CAPITAL



比如上图显示了两条价格线。蓝色的是从1997年1月1日开始的A股指数回报，而红色显示的是A股指数减去10天最大涨幅日以后的回报。你可以看到，在这20年间，只要错过这10天，投资（投机）者的回报就只是原来A股指数呆而不动策略(buy and hold)的回报的一半左右。

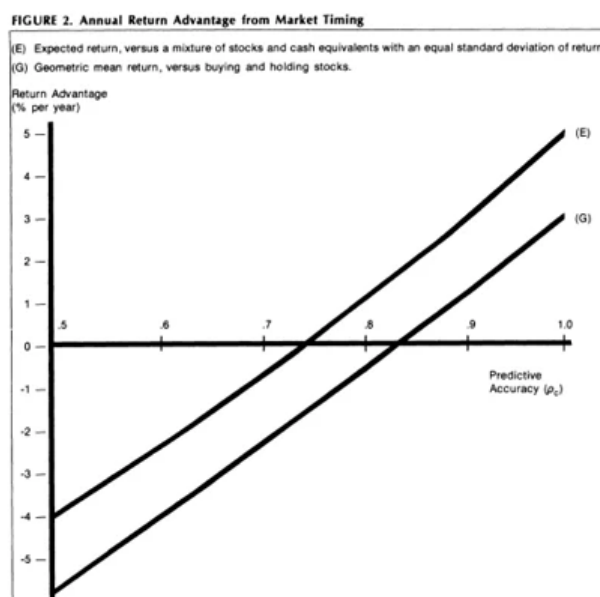




Source: Woodsford Meta Analysis

投资（投机）者缺乏择时的能力，也不只是一篇学术研究或者一个学者得出的结论。在上面的Woodsford Meta Analysis中，我们检验了在旨在回答这个问题的所有的主流学术期刊，将他们的研究结果汇总在上图中。你可以看到，绝大部分的学术研究都得出相同的结论：投资（投机）者没有通过择时来提高自己回报的能力。

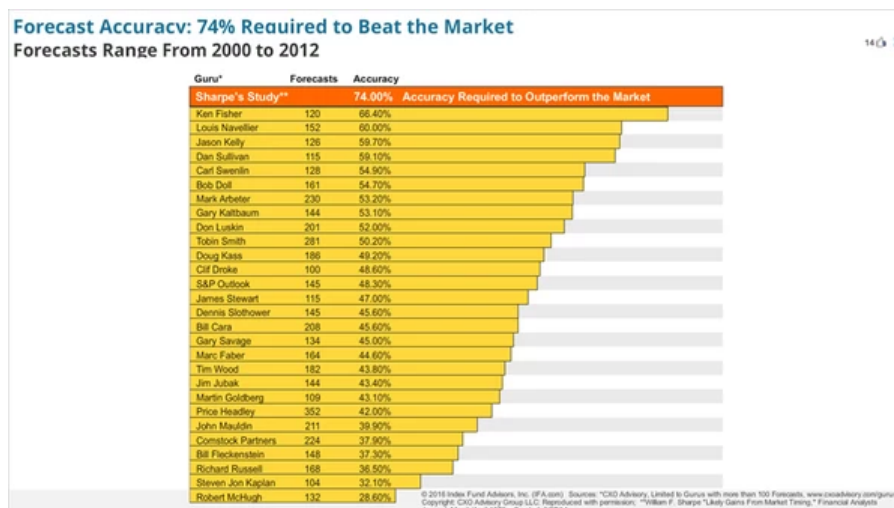
当然，名气再大的投资专家，也无法拍胸脯保证说我一定能够知道明天的股市是涨还是跌，更别说预测明天的股市走向是不是20年中最大的几次涨跌日了。因此很多读者朋友们可能会问：如果要求我的择时策略是有效的，我需要保证的最低的预测准确率是多少？



Source: Sharpe, William F. "Likely Gains from Market Timing." 34; Financial Analysts Journal (1975): 60-69.



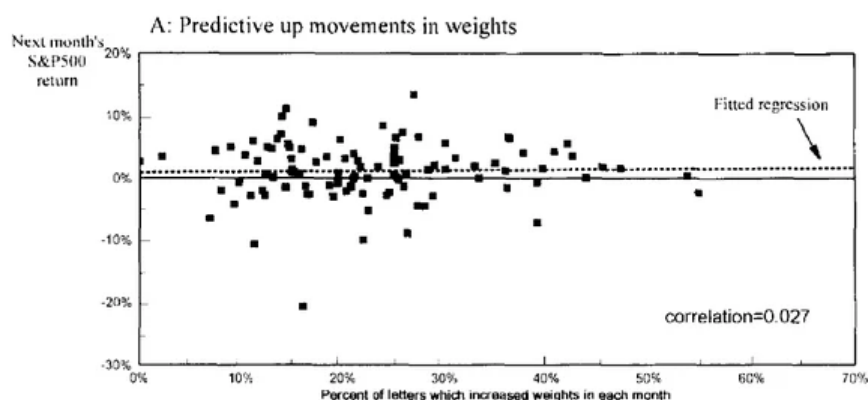
果你无法达到70%的准确率，那么你还不如做个傻瓜，买个指数基金/ETF然后呆而不动 (Buy and Hold)。



那么有没有人能够达到74%的预测准确率呢？Sharpe统计了当时美国一些比较有名的股票预测专家的记录，发现竟然没有一个人能够达到74%的准确率。在上图中你可以看到，记录最好的预测专家Ken Fisher，其准确率为66%左右。这已经是十分惊人了，但还是没有达到74%的可以帮你赚钱的准确率。其他那些更蹩脚的预测“砖家”咱就不提了。

在美国，预测股市的除了上面这些“砖家”之外，还有很多投资简报和期刊杂志 (Newsletter)。很多这类出版物也由“专家”或者“专家组”进行撰写，而其中有一大部分很重要的内容即预测股市的走向。那么这些期刊杂志的预测准确性有多高呢？

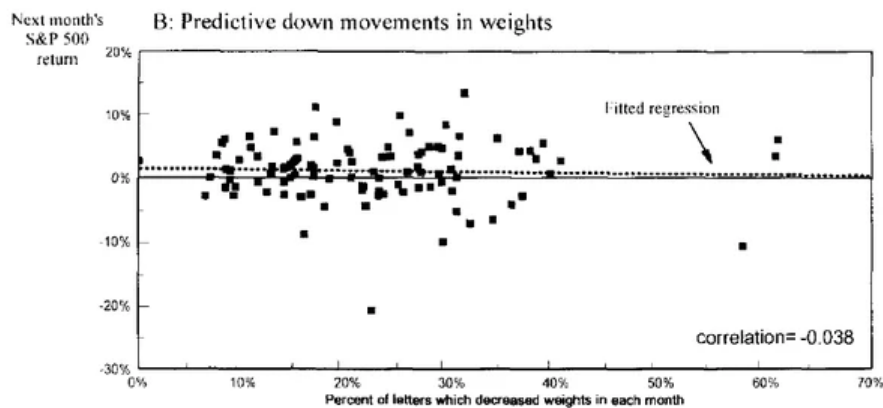
美国有位学者收集了数百本投资期刊，并对它们对于股票市场的预测做了统计分析，得出的结果并不让人乐观。



Source: Graham, John R., and Campbell R. Harvey. "Market timing ability and volatility implied in investment newsletters and asset allocation recommendations." *Journal of Financial Economics* 42.3 (1996): 397-421.



等），而纵轴显示的是在做出推荐之后的下一个月，美国股市的回报（介于-30%到20%之间）。你可以看到，这些投资简报做出的购买股票的预测，和股市的走向基本没有什么相关性。在很多时候，简报做出了增加购买20%-40%的股票的建议，而下一个月股市下跌了10%，甚至在个别月份下跌了20%。



Source: Graham, John R., and Campbell R. Harvey. "Market timing ability and volatility implied in investment newsletters: asset allocation recommendations." *Journal of Financial Economics* 42.3 (1996): 397-421.

在这些简报季刊做出看跌预测，建议投资者们卖出手上的股票时，其正确率也很差劲。比如上图显示，在这些简报建议卖出股票后的一个月，美国股市大约有一半时间是上涨的。也就是说那些所谓的“砖家建议”的价值和投一枚硬币然后根据正反面去买卖股票差不多。

在本文的最后，让我援引几位智者对于投资（投机）者热衷择时的评论吧。

Benjamin Graham



If I have noticed anything over these 60 years on Wall Street, it is that people do not succeed in forecasting what's going to happen to the stock market.

- Benjamin Graham

Interview with Hartman Butler, "An hour with Mr. Graham", 1976



William Bernstein

20



There are two kinds of investors, be they large or small: those who don't know where the market is headed, and those who don't know that they don't know. Then again, there is a third type of investor, whose livelihood depends upon appearing to know.

— William Bernstein

The Intelligent Asset Allocator, 2000

William Bernstein写过多本关于投资方面非常优秀的书籍。他在其中的一本著作《The Intelligent Asset Allocator》中说：这个世界上有两种投资人：第一种是不知道股市往哪里走的，第二种是不知道他们自己不知道股市的走向的。但是事实上还有第三种人：他们靠假装可以预测股市的走向来骗吃骗喝。

Charles Ellis

21



Market timing is a wicked idea. Don't try it – ever.

-----Charles Ellis

Winning the loser's game, 2002

Charles Ellis, 曾经是耶鲁大学基金会主席，出版过多本关于投资的经典书籍。在其中一本书籍《Winning the loser's game》中他提到：择时是一个非常糟糕的主意：永远不要去尝试。



议之后，竟然还是有那么多人对自己的择时能力如此自信。比如有些网友非常愤怒的质疑我有没有看过Jack Schwager写的Market Wizards，那本书里介绍的交易员难道不都是择时的成功典型么？

Jack Schwager的Market Wizards，我还真看过，而且是在十多年前。除了Market Wizards，我还看过他写的The new Market Wizards, Technical Analysis等书。Market Wizards当年是本畅销书，因为Schwager采访了一些比较有名的基金经理和交易员。

但事实上在原书中只是一些访谈记录，并没有这些交易员的真实交易记录，因此无从考证他们的真实能力。很多自称大师的交易员，你永远找不到他们的交易记录。比如大家可以去Google：track record of Mark Weinstein（这是该书里面提到的成功交易员之一） - 你很难找到任何信息。

在期货领域，自称大师骗吃骗喝的绝不在少数。比如广受中国期货交易员推崇的拉里威廉姆斯(Larry Williams)。让人吃惊的是，这种在美国市场已经完全丧失信誉的交易员竟然在中国还有那么大的号召力，真是让人哭笑不得。

这让我感觉到，在市场之中，试图去通过择时盈利的投资（投机）者，以及相信自己有能力通过择时来战胜市场的投资（投机）者，永远不会少。当然他们不可能都那么优秀，也就是说很多人在没有证据表明自己有能力择时的前提下还是盲信自己超乎异常的市场预测能力，这是什么原因呢？

事实上这方面的研究很不少，比如关于人的行为学偏见的研究。比较常见的行为学偏见，有过度自信（对于自己的能力估计过高），以及选择性回忆（对自己的交易记录只记得赚的那部分，选择性的把亏得那部分忘记了）。


当然，还有一部分原因，正如上文提到的William Bernstein说过的：“事实上还有第三种人：他们靠假装可以预测股市的走向来骗吃骗喝。”

当然我也不是否认这个世界上没有投资奇才。我希望和大家分享的是：

1. 通过择时预测市场非常难，到目前为止只有非常少的人做到。
2. 在这些非常少的通过择时战胜市场的交易员中，他们的成功多少来自于运气，多少来自于能力，是一件很难说清楚的事。在很多情况下，很难区分他们是通过运气还是能力获得盈利的。
3. 即使有些人撞大运或者通过一些其他原因（比如内幕交易）获得超额利润，这并不代表你也可以做到。聪明的投资者会认真审视自己的交易能力，选择最符合自己的投资方法。

希望对大家有所帮助。





伍治坚伍治坚


伍治坚是新加坡五福资本管理公司(Woodsford Capital Management Pte Ltd)的CEO。公司遵从证据主义投资哲学，专注于提供美元资产配置咨询服务，目前资金管理规模五亿人民币左右。治坚毕业于复旦大学和新加坡国立大学，是特许金融分析师(CFA)。

事莫贵乎有验，言莫弃乎无征

微信公众号：伍治坚证据主义 (wzjevidence)
微博：伍治坚Evidentialist
知乎：伍治坚

· 已收录至专栏 ·

伍治坚证据主义

 260篇文章, 24379人关注

进入专栏 >

打赏

—— 9人打赏 ——

 6

 6

 1

 1

 1

 1

 1

 1

 1

273 转发 · 377 评论 举报

转发

赞

收藏

微信

微博

 评论...

😊 \$ 🌐 📧

☐ 同时转发

精彩评论 (10)

 怀念奔奔儿

2016-07-13 10:28

@笨笨的投资者1: 评论已被 笨笨的投资者1 删除

巴菲特表面上看是在选择时间，实际上是在选择价格

👍 赞(58)

👏 打赏

💬 回复

 雪球达人秀

2016-07-13 10:30

😏 格雷厄姆就是不注重择时，结果在熊市中途抄底，破产，之后写了《证券分析》

👍 赞(44)

👏 打赏

💬 回复

 小螺号瞎jb吹

2016-07-13 13:37



已不择时是对的。然而，有时候可以不择时吗。举例来说，现在中小板的估值高于93.3%的过去五年的交易日，高于96.6%的过去十年的交易日；创业板... [展开](#)

口说无凭，上图吧

 赞(18)  打赏  回复



刘轶南老师

2016-07-13 11:20

我可以告诉你——

1、2015.6.15，我清仓了。

2、2015.12.31，我清仓了。

3、2016.5.4，我清仓了。

当然，英国脱欧前我也清仓了。

我建立于2015.6.22的组合至今16%的利润，跑赢沪深300指数超过45%。择时确实不能让我得到丰厚的利润，但是择时让我最大回撤只有2016年1月持股过春节之后的3.84%，未出现超过1个月的亏损。

美股的2001、2007都告诉我们择时是有用的，A股的股灾告诉我们择时是必须的。

除非你肯定没有系统性风险的可能，否则你必须择时。

择时可以根据国家宏观数据、大众行为、整体估值，择时与价值投资本身就是一体的。

 赞(12)  打赏  回复



燕野村夫

2016-07-13 14:02

@白话投资: 对e老师的数据存疑，我看到的pe数据（wind）：（1）中小板综合指数399101，数据始于05年12月，截至目前最高96（15年），最低15（08年），算术平均41，目前59。（2）创业板399006，数据始于10年6月，截至目前最高137（15年），最低28（12年），算术平均56，目前56.供参考 [展开](#)

你可以翻翻E兄之前的帖子，包括贴图，E兄的数据是经过处理的，不是直接用wind的全数据，所以他的估值每天要到3点40左右才能跑出来，和直接算的加权或者等权都不一样。

创业板的没研究过，全市场的pe我试了很多次，虽然还差一点，但也算终于接近E兄的计算结果，大概明白E兄的计算估值的思路——

这种计算其实是要加入一些个人主观东西的，但我比较认同这种计算方法。也相信根据这个可以帮助我的投资。

 赞(8)  打赏  回复




白话投资

2016-07-13 13:52

@ETF拯救世界: 作者的不少文章我都很喜欢，可惜这条偏偏有些不同的看法。短线择时当然很难，以前帖过一个针对A股的研究报告，《择时交易的小概率困境》，所以不到万不得已不择时是对的。然而，有时候可以不择时吗。举例来说，现在中小板的估值高于93.3%的过去五年的交易日，高于96.6%的过去十年的交易日；创业板... [展开](#)

对e老师的数据存疑，我看到的pe数据（wind）：（1）中小板综合指数399101，数据始于05年12月，截至目前最高96（15年），最低15（08年），算术平均41，目前59。（2）创业板399006，数据始于10年6月，截至目前最高137（15年），最低28（12年），算术平均56，目前56.

供参考

 赞(7)  打赏  回复

[首页](#)

[精华](#)

[问答](#)

[行情](#)

[交易](#)

[搜索](#)

[没有账号？立即注册](#)

[登录](#)

[行情](#)

[交易](#)

[搜索](#)

[没有账号？立即注册](#)

[登录](#)



根据我的经验，在人多的地方讲这种基本常识被喷的概率很大 😊 因为，这等于是在否定很多人的人生价值 😊

👍 赞(5) 🎁 打赏 💬 回复

 **Marcus唱空买多** 2016-07-15 06:38

@伍治坚: 标准普尔500代表的是美国(几乎)所有的大公司，是(几乎)整个股市。和e兄举的中国中小板两个概念。对于普通投资者来说，如果没有专业知识，他压根就不应该去碰中小板。主板都玩不好，搞什么中小板。两者的主要区别在于有效性。我在原文中举了那么多证据，就是想告诉大家没有证据表明股民有通过择时获... [展开](#)

根据估值不叫择时。试图判断短期的走势才叫择时

👍 赞(3) 🎁 打赏 💬 回复

 **不文不武** 2016-07-13 18:09

@ETF拯救世界: 作者的不少文章我都很喜欢，可惜这条偏偏有些不同的看法。短线择时当然很难，以前贴过一个针对A股的研究报告，《择时交易的小概率困境》，所以不到万不得已不择时是对的。然而，有时候可以不择时吗。举例来说，现在中小板的估值高于93.3%的过去五年的交易日，高于96.6%的过去十年的交易日；创业板... [展开](#)

价值投资就是持续进行价值与价格的比较，所以择股即择价，择价即择时，择股与择时并不矛盾。


👍 赞(3) 🎁 打赏 💬 回复

 **ETF拯救世界** 2016-07-13 13:33

作者的不少文章我都很喜欢，可惜这条偏偏有些不同的看法。短线择时当然很难，以前贴过一个针对A股的研究报告，《择时交易的小概率困境》，所以不到万不得已不择时是对的。然而，有时候可以不择时吗。举例来说，现在中小板的估值高于93.3%的过去五年的交易日，高于96.6%的过去十年的交易日；创业板两个数据分别是93.3%和93.8%。那么在这个时候，持有中小创业的投资者先行退场是不是一个好策略呢。当然短期可能冲到高于历史任何交易日的估值，但长期来看，这种情况先撤大概率是明智的。橘生淮南则为橘，标普500估值也在高位，指数不断刷新高，结果估值只有20出头。中小创业7、80的估值，择一下时恐怕没有什么问题。

👍 赞(3) 🎁 打赏 💬 回复

全部评论 (377) 最近 最早 赞

 **JeremyMoore** 07-19 11:19

Market timing is a wicked idea.Don't try it-ever.




👍 赞 🎁 打赏 💬 回复

 **估计** 06-28 00:59

@江边垂钓: 我最近在想一个问题，买入指数，持有的策略拿我的实际操作说，2007年07月1日~2016年06月30日，长达九年的时间里，沪深300指数：-16.21%恒生指数：-4.49%如果我按照本文作者倾向的”买入指数，持有的策略“这是否会击垮我对以证券投资为养家糊口、进而以证券投资为职业的信心？？（过去这九年，我... [展开](#)



|可术端吃端|吗。




 赞  打赏  回复



发发0

05-20 17:59

美国著名的金融经济学家和诺贝尔奖得主，William Sharpe曾经研究过这个问题。在一篇学术论文中Sharpe提出，要想在择时的游戏中占得便宜，预测者需要达到74%的准确率。如果你无法达到70%的准确率，那么你还不如做个傻瓜，买个指数基金/ETF然后呆而不动(Buy and Hold)。




 赞  打赏  回复



发发0

05-20 17:44

进行这样的择时游戏的一个危险在于，如果投资（投机）者的预测发生错误，在不该卖出的日子中将其持有的股票卖掉，那么他将会受到毁灭性的打击。




 赞  打赏  回复



五月雪君

2016-11-02 10:05

我刚打赏了这篇帖子 6 雪球币，也推荐给你。

 赞  打赏  回复




大象啃蚂蚁

2016-10-22 16:57

@Laughing星仔: 总结，择时是神仙做的事，而且没有犯错空间，预测错一两次收益率就大减

记录一下



 赞  打赏  回复



春林投资

2016-10-22 16:24

大部分人还是不知道自己不知道。

 赞  打赏  回复




Laughing星仔

2016-10-22 15:40

@雪球达人秀: 🤔 格雷厄姆就是不注重择时，结果在熊市中途抄底，破产，之后写了《证券分析》

他破产不是因为投资的企业大量破产，而是因为作为价值投资者，他使用了高杠杆，这一再说明是价值投资的大忌


 赞  打赏  回复



Laughing星仔

2016-10-22 15:38

"William Bernstein写过多本关于投资方面非常优秀的书籍。他在其中的一本著作《The Intelligent Asset Allocator》中说：这个世界上有两种投资人：第一种是不知道股市往哪里走的，第二种是不知道他们自己不知道股市的走向的。但是事实上还有第三种人：他们靠假装可以预测股市的走向来骗吃骗喝。"

 赞  打赏  回复



👍 赞 💰 打赏 💬 回复



求真求善求美

2016-10-19 13:41

真厉害

👍 赞 💰 打赏 💬 回复



投资信仰人生

2016-10-19 13:26

送给所有朋友，写得很不错！

打雷时要在场！冬天要熬过去！

投资不需要急，要有逻辑，选择好企，低位拣货，分散持股，耐心坚持，适时调仓，不惧风雨，大底大买，等待花开。

我喜欢人人都离不开的好公司，我喜欢人人都不看好时慢慢拣货，我喜欢在漫漫严冬中播下种子耐心等待春天的到来。

~~信仰人生，投资人生，信仰投资~~

👍 赞(1) 💰 打赏 💬 回复



谦和屋

2016-09-27 14:19

有这么种情况。不知该算择时还是不能算择时。

当估值高的时候，卖出，越高越卖，一批一批卖。

反之亦然。

显示出来，就是择时。比如，去年四千多点，就开始一批一批卖，然后，股灾的时候，一批一批买。

这看上去，就是择时。

如果，这样的买卖逻辑是择时的话，那么，我认为，短期择时是不要的。而长周期一定要择时。

因为，基金经理是有仓位要求的。个人投资者是可以自己定仓位的。

当然，如果，这样的逻辑，是根据估值买卖，不过是以择时的结果提现出来的话，那么，就没关系了。

👍 赞 💰 打赏 💬 回复



x998

2016-08-12 04:51

不错

👍 赞 💰 打赏 💬 回复



blueParachute

2016-08-05 12:56

@宁静的冬日M: 从行为学的角度看，投资者出现heuristic bias，背离贝叶斯法则则是正常现象，尤其是当他们猜对了一次“均值回归”之后 😊 谢国忠当年猜对了香港楼价的均值回归，再猜大陆楼价的均值回归时又怎么样呢？John Paulson在08年金融危机后据说也是拥有猜对均值回归的慧眼，最近几年又如何？索罗斯猜对过英镑... [展开](#)👉



👍 赞 💰 打赏 💬 回复



@qq99999: 评论已被 qq99999 删除

嗯，我当时确实是站在散户的角度考虑的~谢谢仁兄给了我另一种思路

👍 赞 💰 打赏 💬 回复



雪球达人秀

2016-07-30 07:35

@qq99999: 评论已被 qq99999 删除

🤔 那该如何做呢

👍 赞 💰 打赏 💬 回复



L图图

2016-07-21 20:09

@伍柒壹: 这是标准的测不准理论。

与其如此不如说天下没可认知真理可言，作者和我都是胡说，因为可能是偶尔运气好对了，但不代表掌握真理了。

哈哈哈，你们两个都是伍式家族的啊，理念也不错吧

👍 赞 💰 打赏 💬 回复



伍柒壹

2016-07-21 15:14

这是标准的测不准理论。

与其如此不如说天下没可认知真理可言，作者和我都是胡说，因为可能是偶尔运气好对了，但不代表掌握真理了。

👍 赞 💰 打赏 💬 回复



沽上犇牛

2016-07-20 08:42

@重庆大学金锦: 文中“去掉20年中涨幅最大（最小）的N个交易日，业绩就会下降（上升）XX”其实会带来很大的误导，因为这些大幅上涨（下跌）的交易日是非常集中的，这就说明中长期的择时是并非没有必要。

能买在股价启动点的，恐怕不多。

👍 赞 💰 打赏 💬 回复

1 2 3 4 5 ... 19 下一页

[常见问题](#) [联系方式](#) [加入我们](#) [关于雪球](#)

[A 股开户](#)

[港股开户](#)

[美股开户](#)

风险提示：雪球里任何用户或者嘉宾的发言，都有其特定立场，投资决策需要建立在独立思考之上

[蛋卷基金](#)

[私募中心](#)

[雪球保险](#)

互联网违法和不良信息举报：01061840600-8030 / secretary@xueqiu.com

© 2017 XUEQIU.COM 北京雪球信息科技有限公司 京公网安备11010502026957 京ICP证100666号 京ICP备10040543

证券业协会会员单位（代码817027） 广播电视节目制作经营许可证: (京)字第08638号

