

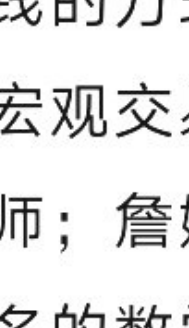
02 | 普通投资者的劣势



张潇雨 · 个人投资课

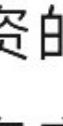
昨天

[进入课程 >](#)



02 | 普通投资者的劣势

10:42 9.8 MB



张潇雨亲述

你好，欢迎来到张潇雨的个人投资课。

熟悉投资的同学可能知道，这个世界上赚钱的方式有很多种。比如索罗斯擅长的是宏观交易；巴菲特和芒格是价值投资的宗师；詹姆斯·西蒙斯不但有以自己名字命名的数学定理，也是量化投资的先驱；而敢于抓住市场极端变化的华尔街“大空头”约翰·保尔森，他的流派叫做“事件驱动型投资”……

这些方法你不熟悉也没关系，这些都是个别专业投资人在做的事。但提到这些专业投资人的时候，我们常有一个印象，就是他们消息灵通、智商很高、经验丰富……在我们看来，这就是业余投资者和专业投资者的主要差距。

但是，这真的是我们的劣势所在吗？

在我看来，聪明、消息灵通、经验丰富这些都只是表象，普通投资者比起专业人士的真正差距，是一些更不容易看到的东西。

上节课我们讲了普通投资者的优势，而对于投资来说，我们必须全面地理解自己，才能找到最适合自己的投资方式。所以这节课，我们来说说普通投资者的劣势。

—— 1 ——

先举个例子。

2017年，有一篇著名的学术论文面世，题目叫做《一个世纪的趋势投资证据》（A Century of Evidence on Trend-Following Investing）。这篇论文带来了一个相当反直觉的结论，也提供了一个非常赚钱的操作，简单说就是：

我们盯住一个国家的股市，如果过去的这一个月，股市是上涨的，我们在下一个月就做多买入；如果过去这一个月，股市是下跌的，我们就做空卖出。

没了，就这么简单。

这个结论是怎么得出来的呢？

这篇论文的三位作者，都来自一个叫 AQR 资本的基金。这个基金可以说是职业投资机构中的翘楚。AQR 基金的创始人叫克里夫·阿斯内斯（Cliff Asness），是业界的传奇人物。

如果你了解一点金融史，一定听过尤金·法玛这个名字，就是发明了有效市场理论的著名金融学家，也是诺贝尔经济学奖的获得者。而这个阿斯内斯就是当年他在芝加哥大学最得意的学生，如今则是金融业的巨头之一。

阿斯内斯在读博士期间的学术研究就已经非常知名了。还没毕业，高盛就邀请他根据自己的研究成果单独成立一个交易部门。所以阿斯内斯先是在高盛做部门主管，后来又离开，创立了自己的 AQR 基金。

到如今，这个基金管理着2260亿美元的资产，比我们熟知的雷·达里奥的桥水基金还要大，是全世界最成功的对冲基金之一。可贵的是，AQR 内部非常鼓励发表研究成果和学术文章，而且质量非常高，很多都直接登在业界的顶级期刊上。我们上面提到的那篇论文就是其中之一。

在得出结论之前，AQR 做了大量复杂的测算，简单来说，这个研究的跨度从1880年到2016年，横跨了三个世纪，长达137年。而且对市场上几乎所有资产——67个大类，都进行了测算，包括29种商品（比如黄金、石油、小麦）、11个市场的股票指数、15个债券市场，还有12种外汇，研究也覆盖了全世界的主要国家的资本市场，可以说非常综合和全面了。

那么计算的结果是什么呢？简单说就是一句话：“**涨就买，跌就卖**”的投资方法，不但有效，而且效果极好——

在长达137年里，每年的超额回报有18%，即使扣除成本之后也高达11%；而且不但效果好，还在不同年代、不同资产类别、不同经济周期甚至在经济危机的时候都表现非常好——从1880年开始，它在每一个10年之内都是赚钱的。并且，在历史上十次大型的金融危机和股灾里，有八次这个策略都表现非常出色，另外两次也没造成太大的亏损。

下图是这篇论文的统计数据图表。总之，这个方法相当灵验。

Exhibit 1. Performance of Time Series Momentum, 1880-2016.

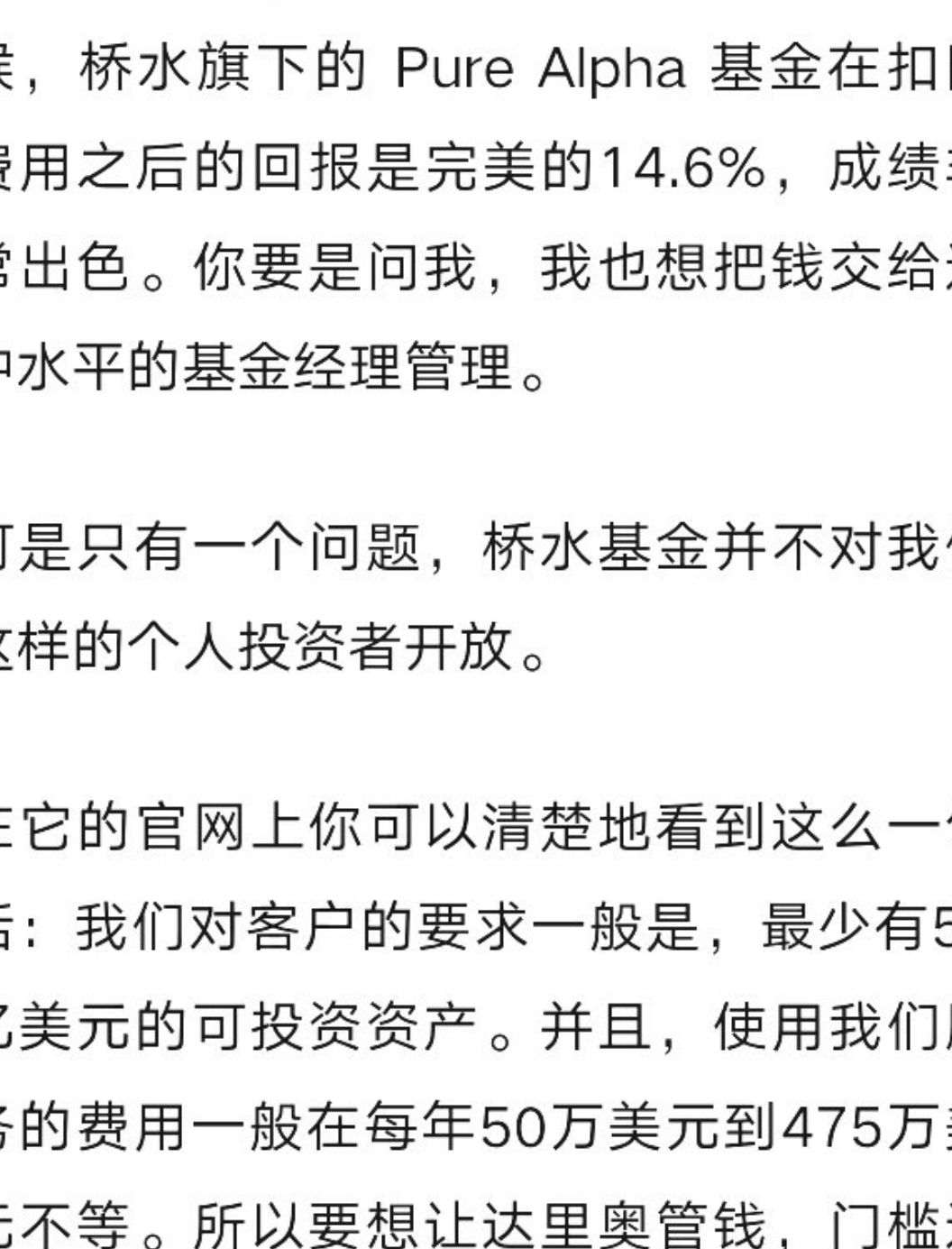
This table shows the strategy's annualized excess returns (i.e., returns in excess of the risk-free interest rate) before and after simulated transaction costs, and gross and net of hypothetical 2-and-20 fees.

Time Period	Gross of Fee, Gross of Cost Excess Returns	Gross of Fee, Net of Cost Excess Returns	Net of 2/20 Fee, Net of Cost Excess Returns	Realized Volatility	Sharpe Ratio, Net of Fees and Costs	Correlation to U.S. Equity Market	Correlation to U.S. 10-year Bond Returns
Full Sample	18.0%	11.0%	7.3%	9.7%	0.7%	-0.01	-0.01
By Decade							
Jan 1880-Dec 1889	12.1%	5.2%	2.6%	9.5%	0.27	-0.11	-0.06
Jan 1890-Dec 1899	17.4%	10.0%	6.0%	8.9%	0.73	-0.02	-0.15
Jan 1900-Dec 1909	15.3%	6.0%	3.3%	9.5%	0.34	0.02	-0.35
Jan 1910-Dec 1919	12.3%	4.1%	1.6%	12.6%	0.13	0.12	-0.01
Jan 1920-Dec 1929	20.8%	13.3%	9.2%	8.5%	1.09	0.15	0.06
Jan 1930-Dec 1939	15.4%	9.8%	6.3%	8.6%	0.74	-0.11	0.20
Jan 1940-Dec 1949	23.8%	14.8%	10.4%	10.0%	0.99	0.33	0.11
Jan 1950-Dec 1959	26.7%	17.6%	13.1%	9.3%	1.45	0.23	-0.19
Jan 1960-Dec 1969	22.0%	9.5%	6.0%	10.9%	0.56	-0.09	-0.37
Jan 1970-Dec 1979	27.4%	20.5%	15.1%	6.9%	1.70	-0.34	-0.25
Jan 1980-Dec 1989	20.1%	13.3%	9.1%	9.4%	0.96	0.18	-0.16
Jan 1990-Dec 1999	16.8%	12.3%	8.3%	8.4%	0.98	0.01	0.21
Jan 2000-Dec 2009	11.6%	9.6%	6.4%	10.3%	0.61	0.34	0.27
Jan 2010-Dec 2016	7.0%	6.2%	3.3%	8.1%	0.41	-0.15	0.28

（注：Gross of Fee = 不包括给基金经理的付费；Gross of Cost = 不包括各种交易费用；Net = 扣除各种成本费用之后的超额回报）

Exhibit 6. Time Series Momentum during the 10 Worst Drawdowns for 60:40.

This figure shows the returns of time series momentum (gross of fee, net of cost) and return of the portfolio that invests 60% in US stocks and 40% in US bonds over the 10 time periods that are selected as the largest drawdowns for the latter portfolio.



（注：趋势投资为绿色，60/40股票和债券投资组合为紫色；从左到右的危机时期分别是：1893年恐慌、1907年恐慌、一战、大萧条、1937年衰退、60年代末滞胀、1987年闪崩、互联网泡沫、2008年金融危机）

—— 2 ——

听到这里相信你一定在想：如果我也能实现这样的操作，岂不是赚大钱了？

那么，关键问题来了：AQR基金采取的“高抛低吸”的傻瓜式策略，我们能复制吗？

答案是，比你想象的困难得多。原因就是，很多看起来能赚钱的方法，普通投资者由于种种条件限制很难做到。

比如，这个投资策略为了分散单一国家单一资产品种的风险，实际上是进行全球配置的，而且不只是投资股票，债券、大宗商品、外汇等等都有所涉猎。

对于我们来说，有时候去海外开个账户都挺困难，能在这么多国家同时跟踪这么多大类资产的价格走势，并不是一件容易的事。但这些对于一个专业的对冲基金来讲，根本不算什么问题。

另外，由于不同国家的不同监管要求，做空一个国家的市场对于普通投资者来说也难以实现。

比如很多同学可能都看过一部叫《大空头》的电影，里面的主角们靠买入 CDS——也就是信用违约互换（Credit Default Swap），来做空美国房地产市场，获得了巨额利润。想象一下，如果你当时也眼光神准，一下看出了美国房地产市场的泡沫，有没有可能也靠这个赚到大钱呢？

并没有。因为 CDS 这种东西按照法律，是不能卖给个人投资者的。为了保证个人投资者的利益，法律规定，CDS这种复杂的金融衍生品，只有机构投资者才能买，个人投资者再有钱也是买不到的。

还有，虽然趋势投资这个策略相当朴素，但它要求我们月复一月、年复一年地执行。

这意味着，在市场真的开始下跌的时候，你要毫不犹豫地减仓卖出，即使当时卖明显是亏钱。对于专业的对冲基金来说，它们往往会利用编程和算法来进行操作，减少人为干扰因素。但对于我们普通投资者来说，这显然是不现实的。

不光上面说的这些，普通投资者的局限还不止于此。

有些同学可能已经在想：既然顶尖的专业投资者这么厉害，我们去买他们的基金不就好了？比如我没时间看论文，那就把钱交给AQR管好了。

这样可以吗？可惜不可以。

刚才我们提到了雷伊·达里奥（Ray Dalio）和他管理的著名的桥水基金，这只基金目前掌管着超过1500亿美元，旗下的产品常年回报在11%~15%的水平，而且业绩极其稳定：在2008年全球金融危机时回报是正的；2018年全球市场疲软的时候，桥水旗下的 Pure Alpha 基金在扣除费用之后的回报是完美的14.6%，成绩非常出色。你要是问我，我也想把钱交给这种水平的基金经理管理。

可是只有一个问题，桥水基金并不对我们这样的个人投资者开放。

在它的官网上你可以清楚地看到这么一句话：我们对客户的要求一般是，最少有50亿美元的可投资资产。并且，使用我们服务的费用一般在每年50万美元到475万美元不等。所以要想让达里奥管钱，门槛还是稍微有点高的。

这背后也有它的原因：本来市场上能稳定提供超额回报的专业基金管理人就极为稀少，这一点我们在后面的课程还会讲到。所以一旦真的出现一个常年都能跑赢市场的人，所有的钱都会涌向他的基金，而这时候这名基金经理出于供需关系和管理上的方便，就更倾向于去拿大体量的资金，而不接受普通投资者的钱了。比如像达里