

WILEY

S a f e H a v e n

Investing for Financial Storms



# 避风港

(Mark Spitznagel)

[美] 马克·斯皮茨纳格尔——著

江生于华——译

## 金融风暴中的 安全投资

《黑天鹅》《反脆弱》作者纳西姆·尼古拉斯·塔勒布 作序推荐

中信出版集团

# 避风港：金融风暴中的安全投资

（美）马克·斯皮茨纳格尔

## 版权信息

书名：避风港：金融风暴中的安全投资

作者：（美）马克·斯皮茨纳格尔

译者：江生;于华

出版社：中信出版社

出版时间：2023-03

ISBN：978-7-5217-5190-1

## 目 录

[前言 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布](#)

[第一部分 基本原理](#)

[第一章 与运气抗争](#)

[第二章 自然的告诫](#)

[第三章 永恒轮回](#)

[第二部分 验证假设](#)

[第四章 分类法](#)

[第五章 整体论](#)

[第六章 大胆猜测](#)

[后记 热爱你的命运](#)

[致谢](#)

我筋疲力尽，淹没于无情的冰雹  
一路艰辛，荆棘刺痛，伤痕累累  
如被猎杀的鳄鱼，如被收割的玉米  
“进来吧，”她说，“我会为你遮风挡雨。”

——鲍勃·迪伦——

## 前言 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布

### 圣玛丽娜

我的祖上居住在黎凡特北部的一个小村庄，那儿有一座小山，山上矗立着一座纪念圣玛丽娜的教堂。玛丽娜是当地的一名圣徒。不过，在别的传说中（比如东罗马帝国的比提尼亚，或安纳托利亚的其他地区）她有着不同的特质。

玛丽娜生于公元5世纪，在一个富裕的家庭中长大。她的母亲去世后，父亲决定脱离世俗生活，出家为僧。他打算在黎巴嫩山脉的科伦拜恩（砍纳宾）山谷的石屋里度过余生，石屋离我的故乡大约8英里<sup>[1]</sup>。玛丽娜执意要与父亲一起修道，于是女扮男装，化名为马里诺斯。

大约10年后，玛丽娜的父亲去世。一个路过的罗马士兵与当地旅店店主的女儿珠胎暗结，他教唆店主的女儿指控无辜的马里诺斯神父。店主一家怕遭到罗马士兵的报复，只得照办。

玛丽娜背负了责难，但她不需要精干的诉讼人来证明自己的清白。为了忠于僧侣的身份和神圣的使命，她没有透露自己的性别。玛丽娜被迫抚养孩子，为自己从未犯下的罪行忏悔。她被逐出修道院，过了10年乞丐生活。

每天，玛丽娜都要遭受乡人的蔑视。然而，她坚定不移，从未屈服于揭露真相的诱惑。

后来，她英年早逝，涤罪仪式让人们知道了她真正的性别。指控者的罪孽在她死后被揭露，她被尊为希腊东正教圣徒。

哈吉娅·玛丽娜的故事向我们展示了另一种英雄主义。为了伟大的事业无所畏惧，甘冒生命危险；成为战争英雄；为献身哲学而喝下毒堇汁；在罗马竞技场被狮子撕咬，却依然傲然屹立，最终成为殉道者，这些是一种英雄主义。但相比之下，在无法保证沉冤得雪的情况下，日复一日地忍辱负重重要艰难得多。剧痛大不了一死，隐痛却更难以忍受，承受隐痛的人更有英雄气概。

## 斯皮茨纳格尔

我与马克·斯皮茨纳格尔是20多年的老相识。我记得他在读完赫尔曼·黑塞的《悉达多》之后，践行过一段时间的素食主义生活。书中的主人公说：“我可以思考，我可以等待，我可以禁食。”我的建议是遵循希腊东正教的斋戒戒律，一年中三分之二的的时间素食（另外三分之一的时间可以吃肉，主要是在周日和节假日），但这样的要求似乎太宽松了，并没有说服他。

他略施小计，神不知鬼不觉地将自己的音乐品位灌输给同事（主要是向马勒推荐冯·卡拉扬的演奏）。我们早期的办公室交流像是某种仪式，话题的开始和结束通常涉及卡尔·波普尔以及科学方法中的中心不对称理论（例如黑天鹅事件）。我们坚信自己并不只是做交易，而是知识型企业的参与者。也就是说，我们在商界运用适当的推理和概率论，并根据市场反馈进行大胆改进。我们的交流还包含很多德语术语，比如思想实验（Gedankenexperiment）。我想，我们在办公室所谈论的思想创始人和主题有一个注定的发源地，那就是战前的维也纳及其世界观。

斯皮茨纳格尔向来冷静坚定，这或许是因为他的头脑异常清晰。我必须爆料，我本人远比媒体宣传的更圆滑世故，而他恰恰相反，尽管在外人（比如记者和一些容易轻信的人）面前他隐藏得很好。他甚至成功地蒙蔽了作家马尔科姆·格拉德威尔，后者在《纽约客》中对我们进行了报道，认为在酒吧里化干戈为玉帛的会是斯皮茨纳格尔，而我则是挑起纷争的人。

办公室的气氛轻松幽默，别具一格。来访者通常会被黑板上铺天盖地的数学公式蒙蔽，以为我们的主要优势只是数学。事实并非如此，马克和我在做量化交易之前都是场内交易员。虽然发现目前金融模型中的数学缺陷为我们的工作奠定了基础，但我们的优势与深入交易场，了解校准、微调、执行、订单流和交易成本的重要性息息相关。

值得注意的是，那些共担风险的人，也就是那些用自己的钱进行风险投资的成功者（比如退休的纺织品进口商或前购物中心开发商），会很快获得优势。相反，那些由人事部门进行年终评估的工商管理硕士却需要帮助，他们在金融领域两种优势都不占——既缺乏直觉，又缺乏数学能力。与马克初识时，我们都处在场内交易和概率论（如极值理论）新分支的十字路口。当时（包括现在），站在这个十字路口的只有我们两个人。

## 相互尊重的骡子协会

现在的主导思想是什么？

有些活动既没有收益，也没有反馈。这是普通人所忽视的问题。

相关推论是：

永远不要低估缺乏反馈对人们无意识行为和选择产生的影响。

马克总喜欢举一个例子：某人练习了很长时间的钢琴，却毫无长进（也就是说，几乎无法完整地弹奏一首曲子），但他坚持不懈，突然有一天，他完美地演奏了肖邦或拉赫玛尼诺夫的钢琴曲。

这个例子与现代心理学无关。心理学家讨论递延收益的概念，将无法延迟满足视为一种障碍。他们认为，看重眼前的1美元胜于未来2美元的人最终会穷困潦倒。但这绝非斯皮茨纳格爾的思想主旨，因为谁也不知道最后能否得到收益。况且，心理学家都是些末流科学家。多数时候，他们探讨的几乎所有问题都漏洞百出。“延迟满足能带来社会经济优势”的观点最终被证明是错的。现实世界略有不同，与今天给你1美元的人相比，一年后给你2美元的人可能会破产（或锒铛入狱）。因此，在不确定的情况下，你必须考虑现在能拿到什么。

钢琴练习的例子表达的观点与延迟满足无关，它强调的是在无法获得外在满足的情况下行动的能力——或者，更确切地说，在随机满足的情况下行动的能力。要在没有希望的日子里坚强地生活。

第二个推论是：

塞翁失马，焉知非福。

这一信念让那些锲而不舍、胸有成竹的人，在无主见的人群中坚持正确行事。

永远不要低估人们渴望得到他人认可的需求。为了应对这种满足感的缺失，科学家和艺术家不得不创造出各种奖项和声名显赫的期刊，让凡夫俗子看上去冠冕堂皇，虚荣心得到满足。你的观点最终是否被证明是正确的并不重要，因为在提出观点和证明观点之间总有出人头地的机会。最终，“研究”变得面目全非，成了一件挂羊头卖狗肉的事。一旦在“声名显赫”的期刊上发表了论文，你就大功告成了，即使完整的想法在未来永远无法实现。这个游戏在金融学和经济学等没有实质反馈的学术领域制造了“引用环”和小团体，人们可以无休止地胡说八道，并获得同行的赞誉。

例如，马科维茨的投资组合理论，或相关的“风险平价”理论，要求资产之间的相关性已知且确定。如果去掉这些假设，你就没有理由构建投资组合（其他更严重的缺陷就不提了，比如本书讨论的遍历性）。然而，除非不知道计算机的存在，也无法访问数据，否则人们就会发现相关性（如果有）并非一成不变，而是随机变化的。人们采纳这些模型的唯一理由是，别人在使用它们。

最终，你会遇到一些拥有厚重简历却不学无术的人（少数人还获得了诺贝尔奖）。这种引用环或互相支持的小团体被古人称为“相互尊重的骡子协会”。

### 具有成本效益的风险缓释

大多数金融和商业回报来自罕见事件——日常事件与总回报几乎无关，但金融模型所显示的恰恰相反。被骡子协会蒙蔽的一个典型例子是，一只被称为“长期资本管理”的基金，因错误估算于1998年破产。几位诺贝尔奖得主在一个月内就证明了其模型是虚假的。20世纪80年代，尤其是1987年的股市大崩盘之后，几乎所有人都知道这是个骗局。然而，在经历了一个漫长的周末之后，大多数（如果不是所有的）金融分析师表现出如纽约下水道般清晰敞亮的思维，这反映出“相互尊重的骡子协会”对整个行业的掌控程度。

的确，投资界有不少分析师使用了明显错误的数学方法，设法让自己的模型看起来有模有样、精致复杂，但从长远看，最终却损害了客户的利益。原因何在？很简单，因为他们押注的是别人的钱，而回报却是

自己的——他们并未风险共担。

稳定的回报（持续追加）伴随着隐藏的尾部风险。1982年和2008年，银行的资金损失比有史以来的所有损失都要惨重，但银行经理们仍然赚得盆满钵满。当大难临头时，他们仍声称标准模型的风险很低——所以我们要粉碎这些作为欺骗工具的模型。

所有商业活动都存在这种风险转移现象：企业最终会遵循金融分析师的意见，不为尾部风险投保。在他们眼中，一家能够抵御金融风暴的公司，可能不如一家在下次利率轻微波动时表现脆弱的公司，只要后者的每股收益率比前者高出一点点！

现代金融工具催生出“寻租”者，他们的利益与客户的利益不同，最终他们会获得纳税人的救助。

经济上的寻租者显然是社会的敌人，但我们发现了更险恶的敌人：模仿者。

斯皮茨纳格尔在Universa Investments基金公司（以下简称Universa公司）创建了一种尾部风险对冲的投资组合，不再需要延迟随机满足。正如本书倡导（与规划）的那样，风险缓释需要具有“成本效益”（即它应该增加你的财富）。要做到这一点，它需要降低大风险，而非小风险。

作为一种可投资的资产类别，尾部风险对冲应运而生。尾部风险对冲避免了险恶的黑天鹅事件对投资组合的影响；具有成本效益的尾部风险对冲淘汰了所有其他形式的风险缓释策略。于是，人们发展了该理念，一个新范畴诞生了。模仿者纷至沓来——正是之前被现代金融工具愚弄的那批人，那些“相互尊重的骡子协会”会员找到了可贩卖的新事物。

Universa公司证明了一个事实：尾部风险对冲不仅没有替代品，而且就其本身而言（引用保时捷的广告词），它无可替代。

从原则到执行，事情要复杂得多：在外人看来，输出很简单，但从内部看，过程却很艰难。事实上，即使从业者具备天然优势，并且理解收益和概率机制，也需要多年的研究和实践。

欢迎访问：电子书学习和下载网站 (<https://www.shgis.com>)

文档名称：《避风港：金融风暴中的安全投资》马克·斯皮茨纳格尔 著.pdf

请登录 <https://shgis.com/post/2886.html> 下载完整文档。

手机端请扫码查看：

