

## 共同基金常识 1：来自一个园丁的智慧

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们重新关注投资，找来一本华尔街经典著作，叫做共同基金常识，号称华尔街的投资圣经，作者是指数基金之父约翰伯格，这本书里讲述了很多投资中的常识性智慧，这些智慧，才是投资中最为关键点。很多投资界的大佬都为这本书做序，比如高瓴资本的张磊就说，自己很庆幸很早的时候，就读过这本书。才有了日后的成就，让他懂得投资就是要和时间做朋友的道理。

约翰伯格这个人，对于投资圈的贡献巨大，他除了创设了指数基金这个门类之外，还提出了十分简单的奥卡姆剃刀原则，也就是股市长期的回报率无非就是三个变量，1 初始投资时候的股息率，2 随后的盈利增长率，3 市盈率变化，老齐翻译一下就是，分红，成长和估值变动。市场千变万化，确实都离不开这三个变量。你把这三个问题想清楚了，投资其实是一件最简单的事情。比如录这本书的时间是 2021 年 9 月，在这个时间点上，其实市场到处都是这种机会。很多行业或者公司的股息率已经是历史最高，成长性依旧很好，估值极低。只是因为宏观条件变动，投资者情绪悲观，所以才造成了持续下跌。但放在长期范围内，其实已经有了非常确定 的投资机会。

另外，约翰伯格还提出过一个常识，就是市场反复证明，投资业绩必然有均值回归，无论对什么基金来说，最终回报，都会向长期均值回归，所以老齐也始终告诉大家，好的基金一定要买跌不买涨，千万别追高。但可以抄底。这些都是非常实用的东西和技巧，在这些常识之上，我们也演化出了无数的方法策略，都有利于增厚我们的收益。

我们先来看第一部分投资策略，大家都觉得美国股市一直都在上涨，但其实并非如此，他们也经历过比较艰难的时候，一个是70年代，我们就不说了，还有一个是2001-2009年，这个10年当中，美国股市经历过两次大的股灾。大量投资者财富缩水，即使你用了很专业的投资技巧，在这段时间内，恐怕也是收益停滞不前。那段时间的美股，其实要比最近10年的A股，困难的多。作者说，之所以这样，就是因为在2001年之前的18年里，美国市场经历了一波超级大繁荣，所以让所有投资者信心爆棚，而随后他们就进入了硬币的另一面。当他们信心足够低迷的时候，其实市场估值，很可能已经具备吸引力，作者也称之为投资悖论。就是你越想投资的时候，未来的回报就越低，当你不想投资的时候，就想把球还我我要回家，反而这时候是投资回报最高的时候。

历史上充满了这样的插曲，投资者的狂热推动了股票价格超过合理价位，然后产生了不该有的繁荣，最后投资者被裹挟其中，损

失惨重，投资市场确实充满了很多的不确定性，但是作为长期投资者，我们不能因为存在巨大损失的可能就被吓跑。没有风险，肯定就没有回报。

作者举了一个园丁强斯的故事，他被误认为了总统顾问，结果总统问他，股票市场崩溃，强斯怎么看，此时的强斯，想起了花园里的道理，有春夏就有秋冬，秋冬过去又是势春夏，只要草木的根基不受损失，就能顺利生长。这让总统感到非常满意。作者的意思就是告诉我们，应该持续保持乐观，尽管经济受到周期影响，但是整体必然向上。美国在过去 100 多年中，也有过无数黑暗的日子，大萧条时期经济下滑了 27%，然后经济最后还是复苏了。长期增长是非常确定的事情。虽然有春夏秋冬不同交替，但是各类资产，其实也都是向上生长的。这些最朴实的道理，其实就是投资的基础智慧。

虽然过去的经验无法预测未来，但是对过去的研究，加之使人自律的常识，这依然是一个聪明的投资者最可以依靠的方法。老齐也经常再给大家普及两个字，就是常识。啥是常识，低买高卖是常识，树不能涨到天上去也是常识，大家都不看好的时候，就是便宜了，大家都看好，再好的东西，他也是贵了，这些统统都是常识。

市场中投机的人实在是太多了，大家都希望赚到别人兜里的钱，所以总是试图先别人一步而行动，但这种事情，其实具有极大的风险，短期回报我们根本无法控制。我们要在投资之前，务必想清楚投资的三大要素，风险，成本和时间。比如在 2008 年金融危机当中，大家都觉得这是经济的寒冬来了，但是作者这样的长期投资者，却感受到了春暖花开，因为整个市场估值已经极具吸引力，股票市值与 GDP 的比值关系，也回到了非常合理的区间。所以感性看起来很恐慌，但理性已经非常的贪婪。

栗渺社分享微信jnztxy谨防N手群转卖，以免断更

股债其实也存在一个长短博弈，短期来看，股票很不确定，涨跌显得有点随机，债券却相对稳定，还本付息，为我们提供固定收益，但是如果把时间拉的足够长，比如几十年这个周期，股票的回报率几乎是一个常数，也就是通胀前 10%，扣除通胀 6.6%，而债券却非常不确定，债券收益率一开始很高能到达 4%以上，而到了最近几十年已经越来越低了，现在只有不到 2%。未来可能更低，甚至我们要接受，债券无利率的时代。日本已经实现了，美国可能很快也实现了，我们稍微慢一点。但是十几年后，恐怕也有这么一天。

债券没利率了，商品是周期性的，货币是贬值的，那么所有资产中，能够长期投资的，就只剩下了股票。上面也说了，股票市场

的实际回报率最近 200 年都一直很稳定，在 7%左右。但是股票最大的问题就是波动，标准差达到 20%，也就是说，大多数时候，会在-10%到正 10%之间，来回波动。如果你就是很背，那么确实有可能 10 年不赚钱，甚至还赔钱。作者列出一张表，以 50 年周期来测算，最高的年回报率都在 30%以上，也就是说，你只要买在最低点，那么长期回报高的惊人，但是如果你要买在最高点，可能确实很久都是负数。

如果你只投资股票指数一年那么你平均下来，最好的成绩可能是 24.8%，最差是亏 11.7%，如果你投资 5 年，那么最好的平均成绩能达到 14%，最差是-0.6%，也就是说，你持有 5 年，基本上就能杜绝亏损了。如果你投资 10 年，那么最好平均成绩是 11.5%，最差是 2.3%，投资 50 年，最好是 7.9%，最差也有 5.8%。换句话说，股票投资你拿到时间越久，就越是确定。跟你选择的时间节点，关系越小。所以择时，其实只是对短期业绩有帮助，但是对于长期业绩帮助并不大。另外，作者还揭示了一个规律，那就是市场的波动性，几乎都是一定的。即便行情不佳，那么 20%的波动率也是有的，所以没什么事情，可以让股市的波动下降。那么波动是好事还是坏事呢，对于短期投机的人来说，肯定是坏事。会屡屡击穿你的底线。但是对于长期价值投资者来说，反而是个不错的东西，因为有波动，你就获取了更多的超额收益。

再来说债券市场，其实也有波动，标准差是 8.8%，比股票的标准差小了一半多，但还是再波动的。有人不解，明明是还本付息的东西，为什么还会有波动，这主要是因为通货膨胀，在不同的时间周期，通货膨胀率变化，对于股票市场的实际回报率影响并不大，但是对于债券的实际回报却冲击巨大。通胀率提升，投资者的实际回报就降低了，那么他们就会要求借债方，提升利率作为补偿，这就造成了市场利率的上升，然后带来的结果就是，原来的债券都不值钱了。所以债券的价格和债券的利率负相关，利率上升，价格就会大幅下降。这几十年来，实际长债收益率是在不断下降的，所以其实债券市场的回报并不低，也就是说，几十年前那些买了高息债券的那些人，获得了不错的回报，但现在的问题是，债券收益率已经降到了 2% 以下，未来降无可降了，那么未来的回报还能来自于哪呢？

作者说，如果我们把风险定义为，无法在长期取得实际回报的可能性，那么债券风险比股票更高。也就是说，债券这颗种子，长期很可能会越长越残，因为他失去了生长空间。所以如果站在长期的角度去做投资的话，必须以股票资产为主，债券资产为辅助。债券主要的目的，其实就是应对中短期的不确定，功能其实跟现金资产差不太多。债券比现金的超额收益，其实也越来越有限。所以老齐基本用来打底的债券型资产，一般都是固收加产品，也就是这个里面本身就有一部分股票。我不图他赚钱，行情不好的

时候，你只要保证不亏就行。明天我们再来看看金融市场的馅饼理论。

## 共同基金常识 2：买基金为啥还赚不到钱 ？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈。今天我们继续来讲这本书，共同基金常识。昨天我们说到了，金融市场长短期悖论，长期投资现金，肯定亏损，而债券回报风险也比较大，反而是股市是风险最低的资产，也是确定性最高的。短期来看，债券回报最确定，现金不会亏，股票反而波动风险不可控，所以怎么投资，取决于你的价值观，是否能够坚持长期主义。如果在美国投资，你可能还要考虑一个成本和税收的问题，作者说，你的实际收益，要比基金的实际回报率低 2-4 个百分点，也就是说，如果实际回报是 7% 的话，那么你的实际回报可能就只有 3-5%

主动投资者所承担的管理费用和交易成本，大大高于被动投资者所承担的部分，那么长期下来，被动投资者会获得更高的净回报率。作者说，战胜市场很难，因为你本身比市场的成本更高，而且主动投资，也不容易能够拿得住。经常违反长期投资的原则，

所以最后反而丧失了效率。如果要做主动管理，择时是必须要进行的事情，也就是说，在某一时间点，要把股票变成债券，再另外的时间点，把债券变成股票。但其实很难每次都做正确，甚至还有更多地的错误可能。也就是股市下跌却深陷其中，市场上涨，却没跟上节奏。即便再出色的投资者，也不可避免。作者在华尔街干了 50 年，他没有听说，哪位经理，能够将择时的成功，始终保持下去的。

另外，长期投资组合的高换手率也是个问题，主动基金不择时也会选股，那么就不得不地把股票进行调整。以让自己基金的结构和风格，更适应市场环境。高换手率，其实就意味着成本上升。虽然基金的交易更便宜，但是也还是要收钱的。这就叫做投资中的摩擦成本，只有指数是不会频繁调整的。

其实很多人都有个误区，认为把钱教给基金管理了，自己就可以不学习了，接下来可以躺着赚钱了，哪有那么简单？从历史经验来看，投资者总在市场见顶的时候，疯狂买入基金，而当市场见底的时候，疯狂赎回。比如 1987 年 9 月份，市场流入 280 亿美元的资金，但随后在 10 月份，就迎来了大崩盘。那么有人说，我到顶部不买，底部不抛行不行，答案是不行，你不买他就一直涨，你不卖他就一直跌。因为你的行为基本代表了从众的结果，或者说这是一个先有鸡还是先有蛋的问题，正式疯狂的申购才推

升了行情见顶，也正是因为不计成本的赎回，市场才跌无可跌。1983 年，是牛市的第一年，这时候大家发现市场即将上涨了吗？其实并没有，基金认购只有 10 亿美元，大家都慌得一比，到了 1997 年，此时大家已经觉得，互联网改变了世界，股市将永远上涨，所以涌入的资金已经多达 2190 亿美元。所以大家其实都知道低买高卖，但是却言行不一，投资者都在高买低卖。这点在 A 股市场上可能更为明显。栗渺社分享微信jnztxy谨防N手群转卖，以免断更

随着技术越来越先进，投资者也越来越没有耐心，60-70 年代的时候，基金换手率在一年 8%，也就是说基金持有者平均持有年限是 12.5 年，而到了 2008 年前后，基金换手率已经达到了 31%，意味着大家勉强也就持有 3 年，那么现在是多少呢，平均可能不到一年了，老齐跟基金公司的领导吃饭了解到，有些基金平台，比如蚂蚁，有相当大的一部分人都在搞短线投机，可能持有周期只有几天。只做市场最热门的产品，一跌就买入，一涨就卖出。典型的波段打法，历史上来看，越是行情顶部，这种现象就越明显。这种投资，其实最终必然亏损，甚至一直玩下去还可能血本无归。

但更令作者诧异的是，不光是基金投资者这样，基金经理也这样，随着行情上升，换手率就越来越高。但老齐认为，这个统计可能意义不大，因为在 90 年代的时候很多的量化产品引入，有的可

能在做超短线日内交易，这些基金的超高换手率，拉高了行业均值。

作者说，全世界最伟大的投资大师就是巴菲特，而巴菲特是坚持长期主义的典范，他的换手率接近于 0，他的几大重仓股，基本上明牌玩了 40 年，也就是说，巴菲特在选股上早就没有秘密了，所以他还是股神，就是因为那份惨无人道的坚持。

晨星有一个研究，说基金们的高换手率，对于业绩提升没有帮助，而作者则认为，晨星太乐观了，实际上如果基金们都不换手，那么其实他们的最终收益率会更高。换手越多的，业绩也就越差。另外，老齐还可以多说一句，持仓越集中，其实反而说明他是长期主义，是价值主义，如果持仓很分散，前十大重仓股加起来才 30%，那么其实就是布局赛道的打法，肯定是高换手率的。短期业绩有可能因为某个热门而起飞，但是中长期其实肯定会比较平庸。所以如果我们来挑好的主动基金，一定是选择持股集中，风格明确的，如果要是持股分散，那还不如买指数算了。花着主动基金的钱，干着指数基金的事，这就有点得不偿失了。

金融市场长期回报的来源，对股票而言就是企业的盈利和分红，对债券而言就是利息支付，至于市场估值的变动，都是短期回报，也都是投资者之间，你死我活的博弈，所以你把关注点放在哪，

也就证明你是哪类人，关注长期回报的才是投资者，关注短期估值波动的，都是投机者。所以多想想花匠的说法，秋冬之后就是春夏，花草只要根茎没问题，就会自然生长。别在意短期的波动，因为长期回报，要比波动大的多。老齐这几年有个心得，尽量做到只买不卖，除非特别热门，市场为之疯狂的时候，我们才会提前卖出。比如 2018 年初的大蓝筹，2019 年的猪肉股，2020 年的食品饮料核心资产，黄金，2021 年的有色金属，石油，芯片，新能源。

接下来我们看作者著名的投资理念，奥卡姆剃刀原则，奥卡姆是一位英国哲学家，他的理论就是，越简单的解释，就越有可能正确，这就是奥卡姆剃刀原则。作者把这个理论放到了金融市场上，他研究了过去 200 年的历史，股市的长期真实回报率是 7%，如果以 25 年为一个周期来计算，那么股市的滚动实际回报率，在 2%-12%之间，之前也说了，如果算 200 年的话，几乎任何一个 50 年，回报率都是 7%，这个数字是怎么来的呢？是股利增长率和回报率之和。所以也就是说，只要是长期投资，就只有这两个因素会起作用，其他的估值变动都不起作用。

估值这个东西，其实就是市场的情绪和看法，比如从整体市盈率 8 倍，涨到 16 倍，那么整个市场指数就涨了一倍，反过来从 16 倍跌到 8 倍，那就跌了一半，所以估值的变动短期要比盈利和股

息率的变动大的多，这就是为什么短期股市投资并不确定的原因。如果我们站在一个长期的范畴上去考虑问题，其实基准就是那个遛狗的人，而估值的上蹿下跳，就是那条跑来跑去的狗。当估值带来的回报，过多的时候，未来就一定会发生均值回归。

当市场表现比较好的时候，人们总是倾向于，多估算盈利，而低估市盈率乘数，也就是说，总认为高增长可以消化掉高估值，但往往消化高估值的都是急速的下跌，比如 2020 年底，大家都认为，如果茅台能以 20% 的速度增长，2 年以后，估值就合理了，但结果消化茅台高估值的方式，是下跌 40% 以上。站在 2021 年 9 月这个时间点，老齐认为，宁德时代也照样会走出这样的行情。

作者根据奥卡姆剃刀原则，推导出了一个简单的理论，决定股市长期回报的就 3 点，股息率，增长率，和市盈率如果初始投资的股息率是 3%，预期增长率是每年 7%，则回报率就是 10%，如果市盈率是 15 倍，而未来会涨到 18 倍，那么相当于 10 年增加 20%，每年回报率就再增加 2%，也就是说，你的长期回报率是 12%。所以你要做一笔投资的时候，也要像作者这么算算，如果没有股息率，也不确定估值会怎么变，那么你就只能寄希望于增长率。这就是纯粹的基本面指标。

这套方法，算指数也是很好用的，比如 1960 年到 1969 年，初

始股息率 3.1%，平均盈利增长 5.5%，但是这十年估值降了 10%，那么每年就要扣掉 1 个点，最后算出来是年化 7.6%，与实际数值 7.8%格外接近。明天我们再看看，用这个奥卡姆剃刀原则，如何实现投机和投资。

共同基金常识 3：初始股息率对投资收益率的影响！

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，共同基金常识。昨天我们说到了奥卡姆剃刀原则，凯恩斯的理论其实也与之有共通之处，他认为金融市场有两个回报来源，投资就是在整个资产生命周期内，预测未来收益的活动，而投机，是一种预测心里的活动，希望传统的估值基础发生有利的变化。而作者所说的奥卡姆剃刀原则，也是这样，其实投资和投机的区别就在于，你是否会关注市盈率的变化，如果你的收益来源，都指望市场估值的提升，那么你就是投机，如果你指望着市场盈利的成长，而不把希望压在估值上，那么就是投资。

作者说 1926 年到 1997 年，持续了 8 个 10 年周期，初始股息率是 4.5%，盈利增长率是 4.2%，那么两部分之和就是 8.7%，这就是

你未来的长期回报，是确定的事情。那么实际回报率是 10.5%，这中间 1.8% 的差值，就是来自于投机的因素，时间越长，其实投机带来的影响就会越中性。而时间越短，投机的影响就会越大。为什么现在很多基金都跟你说，拿个 3-5 年就不可能赔钱了，其实就是这个道理。3-5 年的周期，基本上投资的确定性收益就能战胜，投机的不确定性波动了。

或者反过来说，市场之所以有强烈的波动，就是和短期的投机息息相关，短期策略越多，那么市场的波动就会越大。而波动越大，其实投机者就会越多，但他们也越是赚不到钱。举个例子，美国股市和 A 股对比，美国股市机构投资者更多，这些长期资金比例高，就会让整个市场更加稳定，不容易出现暴涨暴跌。而 A 股是一个散户市场，机构投资者数量少，所以波动大。最后散户看起来好像有很多机会，但实则更难赚钱。

在美国股市上，最为黑暗的 70 年代，为什么会亏损呢？作者的解释是，股票初始股息率并不低是 3.4%，盈利增长率也很高达到 9.9%，这加起来基础回报就有 13.3% 了，已经是个非常可观的回报，但是市场的市盈率估值，却发生了大幅下降，从 15.9 倍跌到了 7.3 倍，相当于下降了一半多，估值每年平均降幅在 7.6%，那么大家算算，一下收益就都被吃掉了。之所以会发生这种情况，就是因为前一个 10 年，是美股的黄金十年，大家投资意愿十分

强烈，市场出现了明显的亢奋，估值提升了太多。

但是 70 年代之后的 10 年，又是黄金 10 年，如果把 80 年代和 70 年代合并统计，其实综合回报就达到了 11.5%，非常接近 11.4% 的基础回报了，因为在这 20 年当中，市盈率从 15.9 倍，到 15.5 倍几乎没有任何变化。老齐给你总结一下，如果你觉得未来市场估值不会发生大的下跌，那么你最终获取的就是 10-12% 之间的基础年化回报。如果估值有下跌一半的风险，那么可能会吃掉你近 7% 的年化回报。相反在这 10 年当中，如果估值有提升一倍的可能，那么你就能多获得这部分年化回报。而估值到底会涨还是会跌，主要看现在的估值位置，如果估值已经到底，那么未来 10 年，估值有很大的可能翻一倍，再下跌的可能基本已经被封死。所以这时候的胜率是很大的，甚至超额收益的确定性都是很大的。这其实也是老齐经常所说的，均值回归的根源。

作者还分析了 2000 年后的 10 年，这十年是比较惨的，股息率仅仅高于 1%，盈利增长率是下降的 2%，市盈率创了极高值，那么也就是说，站在 2000 年的时间点，没有任何理由，让我们继续留在市场里面再去做投资，因为在一个周期内，必然会有一场巨大的亏损发生。所以有且只有这种时候，长期主义者才会离开市场。老齐也跟一位当年社保基金的领导聊过，2007 年社保也在 5000 点之上减仓，2008 年 2000 点之下加了 1000 亿回去，大家

都吐槽社保是看着底牌玩赖，但其实他确实能看到底牌，但他这么大的规模来说，其实这个底牌基本都是明牌。大家都能看得到。而他的逻辑框架，就是约翰伯格的这套理论方法。当你看不到估值上行，也看不到盈利持续成长的时候，甚至连股息率也低得可怜了。就必须要进行避险。

那么问题来了，作者大部分的数据，都是基于之前回测得来，那么我们如果往后做投资的话，该如何去做预测呢？其实这个也并不复杂，我们只要记住一点，20 年的平均回报率差不多就是 8-10%，股息率 2-3%，增长率 6-7%，基本就是这个水平。如果在段时间内，我们取得的回报率超过了这个值，甚至超过了许多，那么未来就要趋于保守。比如在 90 年代末，大家一算，年化回报都已经到 18%了，那么未来收益就已经基本看不到了。

具体预测某一年的回报率确实很困难，作者也预测过很多年份，但是基本都与结果相差甚远。比如即便在 90 年代末，之前年化回报都到 18%的年化了，那么按理说肯定要看跌了，但那一年其实仍然上涨。到了 2001 年才开始大跌。所以最好的办法，可能有两个 1 是不合理的利润，我们就不吃，干脆让开最后的鱼头和鱼尾，另一种方法就是，我们在脱离合理的回报率的情况下，要自己先清醒一下，从基本面驱动，转为技术驱动或者量化驱动。比如我们的高位止盈等方法。就是为这一时刻做的准备。更多一

有时候，盈利上升，会带动整个的预期提升，比如 91 年经济低迷，但到了 97 年就经济繁荣，在这期间，企业增速以 16.6% 快速增长，而 90-98 年的市场估值也从 15.5 倍，提升到了 27 倍的水平。所以此时更多地投资者相信，高增长是可以维持下去的，那么既然高增长可以维持，市场也就可以给更高的估值。所以结论就是，虽然股市很高，但依旧安全，且还会上涨，事实上 98 年之后，股市也依旧继续向上。反而是 96 年就说过非理性繁荣的美联储主席格林斯潘被啪啪打脸。一直不碰科技股的巴菲特，也被媒体羞辱。

接下来作者还说了一下，关于债券投资的回报率测算，债券其实比股票在长期范围来看要随机的多，以前的经验，无法预测之后的结果，唯一可能有点用的因素就是，初始回报率，决定了最终的现实回报率。比如债券回报最差的 50 年代，初始回报率就只有 2% 左右，跟现在很像，所以长期来看，最后就没啥回报了。1980 年的时候，初始回报率达到 10%，那么后来的现实回报，高达 12.6%，90 年也不差，因为一开始的回报是 8.2%，最终也有 9.9% 的年化。也就是说，初始回报率和最终的实际回报率，相关性极高，接近了 1。虽然你可以通过债券牛市赚点差价，但也总要有足够的空间才行，如果利率的下降没有空间了，那么债券牛市自

然也就没有空间。当然债券还有一个因素就是结束时的利率，如果结束时的利率上升，那么要从初始利率中扣减，如果结束时的利率下降，那么就在初始利率中叠加。所以高初始利率的年份投资债券，长期持有是划算的，而低初始利率的年份，就很困难了。本来就没啥收益，如果利率再提升，那就甚至会赔钱了。

那么我们现在赶紧看看这时候的利率是多少，美国只有 1.3%，我们只有 2.8%，那么长期回报，肯定都非常低，所以如果站在短期做资产平衡为目的是可以的，但是如果站在长期的角度去考量，债券的作用可能仅仅是平抑波动。未来我们可能都会走向零利率，所以在我们的资产配置模型当中，债券的比重可能会越来越低。股票市场的估值会越来越高，目前中位数已经从 15 倍，提升到了 20 倍。

但是老齐也解释一下，之所以我们还在配置固收加产品，也还在配置长债，这些都是基于中短期的市场波动考虑。如果真的可以放 20 年，完全不看市场，能够忍受市场任何波动的话，其实 2021 年 9 月这个时间点，至少应该 8 成以上的股票仓位。未来债券的作用，可能会类似于黄金，基本就是短期避险和平衡资产。

2009 年作者预测，下一个十年，美国政府长债的回报率在 4.5% 左右，当时的初始利率差不多是 3.8%，这个目标基本实现了，其实主要来自于利率的持续下降，如今利率只有 1.3% 了，降低了 3 分之 2，所以溢价都是从这里产生的。那么未来 10 年还可能有这么高的收益率吗？老齐大胆预测，肯定没有了，未来 10 年美国的债券回报率不会超过年化 3%，而我们也不会超过年化 5%。所以是时候，跟债券投资说再见了。

格雷厄姆曾经说，短期股市是投票机，长期是称重机，那么预测未来很重要吗？预测未来的时候，我们要重点预测一些什么？明天我们接着讲。

#### 共同基金常识 4：预测择时还是资产配置？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，共同基金常识。今天我们来看，如何预测？投资者不可能不去思考未来，但预测却总有概率，即便我们有 80% 的胜率，却也可能遭遇巨大的损失，著名的资产配置大师伯恩斯和阿诺特就解释过，牛市没那么美好，熊市也没那么糟糕，牛市虽然提高

了资产价值，但是却降低了未来的回报率，而熊市刚好相反，现在虽然不赚钱但是未来会很赚钱。我们总是希望自己在投资初期遇到熊市，而在投资结束的时候遇到牛市，但这种择时其实很难把握。或者只是一厢情愿而已，那么解决方案，就是通过资产配置，来同时持有股票和债券，避免对于投资组合的极端修改。这种投资方式才是理智的。老齐给你解释一下，这就是我们告诉大家，永远留有后手的意义，预测肯定大家都会做，但是不可能有预测，会 100%的正确，即便你认为把握很大了，也容易产生极端的黑天鹅事件爆发，所以我们尽量不要过于极端配置在一类资产上。这样方便我们遇到极端情况下进行有效的调整，比如股债均配的组合，遇到牛市，我们股票赚钱了，但是未来回报很低，那么我们就平衡一下，降低权益资产，这样就相当于把收益装到了兜里，遇到熊市，现在赔钱了，但是未来收益很高，此时我们降低债券比例，去抓未来收益，也能获得很好的回报。

资产配置的原理就是，在经济周期的不同阶段，这些资产涨跌不一，或者说总有一个资产会上涨，那么我们把他拿到一起，经历过无数的春夏秋冬更替，最终实现全面盈利。其实组合收益并不差，我们看到很多的固收加产品，2-3 成的股票仓位，长期就能跑出年化 10-12 的回报，而且回撤极低。不容易击溃你的心里底线，非常有利于长期持有。换句话说你有 8-9 成的概率可以拿到这个年化 12%的回报，而全主动基金，或者干脆自己做股票收益

确实高，有的甚至年化在 20%以上，但是最大回撤超过 40%，那么对于一般人来说，拿到这 20%年化的概率，可能连 10%都不到，所以你算算预期回报，那边是  $90\% \times 12\% = 10.8\%$ ，这边是  $10\% \times 20\%$ ，也就 2%。所以固收加产品，或者股债配置组合，要远远好于全仓持有股票。

最早的资产配置理论是从塔木德而来，塔木德让犹太人，三分之一买房子，三分之一买商品做生意，留三分之一做现金。这其实就是最早的，固定资产+股票+固收和现金的组合。作者说，如果站在现在的角度，我们可以把塔木德的方案稍微改变，三分之二配股票，三分之一配债券。相当于股 7 债 3 的配比。虽然作者是指数投资之父，虽然他之前用了无数多的笔墨，告诉你长期来看，股票回报远远高于债券，但是他其实仍然主张平衡策略。

作者给了一张列表。分别是不同的股债比例关系，在将近 100 年的时间里，如果你只持有股票，出现损失的年份是 20 个，最大的 3 年损失是 61%，发生在大萧条时期，即便你拿满 2 年也是损失 37%，如果是股 4 债 6 的保守组合，损失的年份数将下降到 15 个，最大的 3 年损失是 14.9%，最大的两年损失只有 13%。一下就安全了许多。而股 2 债 8 的固收加组合，拿 2 年最大损失在 5%以内，拿 3 年就肯定不会赔钱了。

那么有人问了回报会差很多吗？作者说选取 73 年以后的 23 年时间里，股票的回报是年化 16.6%，而股 6 债 4 的进攻组合，回报也高达 14.6%，注意这个组合，不做任何平衡，所以在即将结束的时候，其实股票的配置比例已经上升到了 86%。在这个过程中，债券的作用主要作用是，1 收入来源，可以不断让你有现金流入。2 缓解焦虑，手里有钞票，就心中不慌。换句话说，有一部分债券在，我们才能更好的投资股票，更长期的持有。

作者建议投资者，可以根据四个维度去考量，1 是投资目标，2 是时间跨度，3 是风险容忍度，4 是融资来源，前三个都好理解，也是我们之前一直说的东西，第四个融资来源，大家可能不解，比如公募基金和私募基金可能就不一样，公募要随时应对赎回，私募就相对稳定。当然最好的是机构资金，比如社保和捐赠基金这样的，是一个超级长期主义，一下就给你 10 年以上的时间，中间的波动，人家根本不会考量，这种融资来源，我们就可以更加激进一些。比如现在很多人都说社保未来的缺口巨大，其实主要是因为社保基金投资权益资产的比例太低，目前只有 30%，是因为领导付不起责任。所以才不敢加的太高。怕万一市场波动，引发舆论讨伐。但其实社保是一个 20-30 年周期的资金，他的配置权益资产的比重至少应该在 80%以上，这个配置比例，未来我们的养老金缺口问题其实是可以解决的。

从长期来看，其实全仓股票，也未必是收益最高的方案，按照历史经验，股 8 债 2 或者是股 6 债 4，其实完全可以实现全仓股票的收益效果，同时让波动率大幅下降，胜率大幅度提升。不过这里面确实有一个问题，就是 70 年代的时候利率确实高，以后可能差距会稍微明显一些，所以之前我们也说了，权益类资产的比重会持续提升。

这里老齐可以多说一句，其实我们可以更多地关注市场估值的变化，如果市场估值低，那么我们就可以多配股票资产，当然股票资产里面也有风格的因素，比如到底是成长还是价值，这个关系也十分巨大。而如果估值已经很高，甚至自下而上已经挑不出特别好的公司的时候，那么就要将权益资产降低。通常情况下大家最好在股 6 债 4，到股 4 债 6 之间调整就可以了，除非特别极端，才需要调整到 3-7 比例，或者 2-8 比例，尽量不要完全清空一项资产，因为那样会让你的持仓非常极端，就有犯大错的可能。

作者也给普通的投资者一些建议，假如你要是一个年轻的投资者，有着丰厚的回报，也有更长的投资期限，你可以把 80% 的资产比例都去投资股票，剩下的 20% 配置债券，随着你的积累阶段后期，自己岁数越来越大，在逐渐的将权益资产的配置比例降到 70% 的范围。当然如果你是一个风险规避型投资者，希望提取自己的投资收益，也无法承担投资损失，那么股票的比例可以降低

到 60%左右，从这里开始，年龄大的时候可以降到 50%，你适应什么样的资产配置比例，其实跟个人偏好有很大的关系，你只需要回答两个重要的问题，你的钱，多久不用，你最大能承受多少损失。把这两个问题想清楚，其实资产配置方案也就有了。比如 5 年不用，能承受 15%的最大回撤，那么可以做我们粉丝群给的 3322 组合，如果能承担 20%的回撤 10 年不用，那么 5 个 2 你也可以做。如果是长期不用，能承受 30%的回撤，甚至可以做高净值的全主动组合。博取超过 20%的年化回报。立足于 2021 年 9 月这个时间点，其实老齐更建议的是 5:5 均衡配置，因为现在的市场位置不高不低，到了 2022 年可能可以稍微激进一点，变成股 6 债 4 的进攻阵型。

当你的配置建好之后，下一步我们就是微微调整，注意是微调，而不要剧烈调整。通常有两个行动选择，1 是恢复出厂设置，也就是恢复初期比例。我们所说的再平衡，2 是更新配置比例，比如进攻转防守，防守转进攻，比如未来如果股市预期收益率持续上升，那么我们就加股票的仓位。反之就降低权益资产比重。采取第一种固定比例的好处就是简单，一套模型打天下，你不会犯太大的错误，也不需要有任何判断。第二种方式，你可能会赚到更多地超额收益，但是如果你对市场把握不是特别好，那么就反而容易发生亏损。在调整配置的时候，大概有这么 2 个原则，1 能不动尽量不动，2 能保守尽量不要激进。有句古话叫做，小心

驶得万年船。

一个理想的资产配置，包括两个最为明显的投资维度，分别是风险和回报，但还有一个维度一般人不容易体会，这就是成本，同样关键，什么意思，就是说你到底用什么来做配置，比如主动基金的成本就是一年超过 2%，而被动基金则不到 1%，那么对于特别长期的资金来说，这每年 1%的差距，将是致命的，甚至能让总差异天差地别。明天老齐再给大家算算这笔账。

## 共同基金常识 5：简化投资才能增厚收益

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，我们继续来讲这本书，共同基金常识，昨天说到了投资成本是关键，甚至如果站在长期的就角度来讲，竟然他比初始点位和策略选择还要重要。老齐给你算笔账，比如你的回报是年化 10%，那么你持续了 30 年，最后的总回报是 17 倍，但如果你的年化回报，能从成本中节约 1 个百分点，那么最后就是 22.9 倍，是的，就这 1 个点的成本，让最终的总回报差了 35%，那么如果 50 年的周期呢，10% 总回报是 117 倍，而 11% 是 184 倍。二者相差 57%。那么怎么投

资是最便宜的？答案就是尽量选择指数。

有一个指标叫做股权风险溢价，是我们经常会提到的东西，什么意思，就是股票的预期回报率减去长债利率，比如市场市盈率是12.5倍，那么预期回报率就是市盈率的倒数，也就是8%，而市场利率是3%，那么这中间的5%，就叫做风险溢价。但只这么计算其实还不准确，应该把股票的投资成本剪掉，比如8%的预期回报，要减去2%的资金成本，那么最终，风险溢价就是3%。那么此时市场利率如果提升到了5%，而市场估值不变的话，那么可能也就意味着，投资股票无利可图。在老齐看来，保持一个2-3%的风险溢价水平，是非常合理的水平。如果低于这个数，我们可能就要偏向保守。我们来分解一下，也就是说，股市的估值不能太高，太高的话就会让倒数降低，另一方面市场利率也不能太高，市场利率过高，必然压制指数上行。

作者说，在股权风险溢价中，其实成本的占比是非常高的，甚至总数越低，消耗的空间也就越大。1.5%的管理费其实只是明面上的成本，很多基金还要承担高换手带来的额外成本，所以一个主动基金，大概的成本占资产的2.5%，注意这是年化，所以最后高成本投资和低成本投资，结果差异是巨大的。

作者倡导以简单化的原则来进行投资，从而获取现实中可能最高

的回报率，简化投资决策的第一步就是接受这个现实，因为只有简单化才能低成本。那么怎么才能简单化，作者说，最简单的方法就是投资于单只平衡型市场指数基金，65%的股票，35%的债券，这种基金会提供你一个十分分散的投资。组合中的股票和债券，也都不是主动管理。在过去的半个世纪里，这样一只基金，会获得股市和债市综合回报的 98%，也就是他几乎完全跟上了市场变化。

作者比较了 47 年到 97 年的 50 年间，投资于积极主动的平衡基金年回报率是 9.8%，而被动平衡指数基金，由于低成本，能到达 10.7%的年化，最后二者收益差距是 60%，作者管这个叫，失之毫厘，谬以千里。当然可能很多人都说，50 年是一个根本就看不到的周期，那么我们不如就算 15 年，主动平衡基金年化回报是 12.8%，很高了，而指数平衡基金能达到 14.7%，又高了 2 个点，那么初始投入 1 万美元，最后结果分别是 6 万美元和 7.8 万美元，差了得有 30%。另外一个好处就是你也没必要，去费劲巴拉的找，市场中最好的基金了。你最后发现，精挑细选半天，还不如用指数搭台。当然老齐得解释一下，这个说的是美国市场，美国市场自打 70 年代之后，养老金计划入市，让机构投资者比例大增，所以他已经越来越有效，在高度有效的市场环境之下，主动基金确实很难再获得阿尔法收益，因为大家的分析逻辑基本都趋于一致。但是在咱们这，目前普通投资者的比例还在 60%以上，

所以说还有大量的韭菜可以收割。那么主动基金，自然也就还有超额回报。至少现在成长周期中，主动基金跑赢市场的比例是很高的。尽管这个事情已经用数据被证明了，但是最有意思的是，即便是新入市的小白投资者，也不甘愿只拿平均收益，而是总觉的我要比别人聪明一点，所以总是寄希望于通过自己的择时，以及选股，甚至选择基金经理，获得更高回报，这就叫做迷之自信。如果让老齐来总结，就是在一个熊市里，买入市场平衡基金组合，然后一直持有，就这么简单。除非市场疯狂，你看到了人性的扭曲与道德的沦丧，否则不要减仓。即便减仓的时候，也不要全都卖，卖掉 20-40%其实就相当于改变了组合的配比，比如原来你拿了 60%股票，卖掉 40%，就相当于你把仓位降到了 36%。这么操作比你调仓换股，成本要更低。

不要过于相信，基金们过往的业绩，有相当大的偶然性，市场中几千上万只基金，而且很多基金，干脆就是各守一条赛道，所以就像世界杯的所有球队都有下注，总有一个会夺冠军。这并不是通过预测和判断得来的结果，而是精心策划实现的。如果你相信这个，那你就注定会亏损。基金公司总是在宣传他们业绩最好的基金经理，目的就是新发基金，或者让基金冲规模，这样就有更多的管理费可赚。而投资者买进去之后，就该倒霉了，很可能后面发生强烈的均值回归。比如 2020 年底，所有的王牌基金经理，都在重仓白酒和医药。但到了 2021 年 9 月，这部分已经让你亏

去了 40%。这时候人家又开始给你讲，新能源，芯片，强周期的故事了。估计还会有很多投资者上当，2022 年这时候，可能同样的亏损就会发生。老齐提醒大家，别去买热门基金，在国内主动基金可能还有 10 年左右的超额收益，10 年以后，95%的主动基金，恐怕也都跑不赢指数了。

作者讲，按照晨星基金的四分位评分法，好基金，10 年中大概有一年是表现不佳的，而差基金，大概 10 年中有 4 次表现垫底，而指数基金，也是 10 年仅有一次表现不佳，而且是处于第三分位，我们其实能战胜市场的时候，就是一致性预期出现的时候，也就是说所有人都看多，任何基金都表现很好。这个时候市场情绪就为我们排除掉了一个错误答案。未来的结果，肯定会落在大家的一致性预期之外。关于这方面的知识，大家可以去看，投资大师肯费雪说。老齐也给大家详细的讲过，另外，作者还给我们提供了一个有用的知识点，当我们从大盘股票组合转向小盘股票组合，或者从价值转向成长的时候，其实风险在持续的增长，也就是说，当小盘股升天之后，市场往往会出现一波比较惨烈的调整，泥沙俱下，会带动整个市场重新关注价值，而这个时候是整个市场风险较低，且未来预期收益率较高的时候。举个例子，比如 2015 年千股跌停可怕吧，2016 年又来了个熔断，但是熔断过后，其实市场就进入了一个低风险高收益的时间段，从 2016 年，投资到现在，至少是年化 15-20% 的回报。所以我们应该在

市场暴跌之后去抓价值，而当价值上涨，托起市场指数基本盘之后，再去抓成长，等成长和周期开始上天，就要回避风险。股市的规律大体如此。但也有意外，有时候是因为周期特征强烈，大盘股先涨，然后小盘股飞天，大盘股再涨，最后整个市场全都高估。比如 2007 年就是这样。

作者提醒我们，要小心那些明星基金经理，晨星这样的评级机构，只针对过往业绩打分，甚至有数据已经证明，在基金经理们得到 5 星评级时买入，然后他们评级下降时卖出，这是一个明显的，风险大于收益的事情。回报率要远低于市场平均水平。那么能不能反过来用呢，也就是关注评星比较低的基金，作者说，这个也不可取，表现好的基金，可能是因为赶上了行情，但表现不好的基金，并不能证明，他日后就一定会赶上行情。这需要全方位评测，和一些运气的成分。

规模是主动管理基金的天敌，作者说在 200 亿到 300 亿美元的这种规模的基金里，没有一只基金的表现能超过标普 500 指数。这点老齐是同意的，所谓阿尔法回报基本都来自于小盘股，那么你的基金规模太大，其实只能去投资大盘股了，那你顶多就跟指数一样，是不可能产生超额收益的。所以在 A 股规模超过 100 亿的基金，基本上就是配置性质了，逆向投投他们还有意义，如果长期来看，基本上不太可能超越指数了。有的投资者还比较逗，

一下选择好几个百亿以上规模的基金，最后结果其实就跟买了个大盘股指数没啥区别。你要是想战胜指数，那么就得把握成长周期，特别是风格切换的机会。

明天我们再来看看，到底该持有多少只基金为好，有些朋友把老齐讲过的基金几乎都买了，手里有 30 多只基金，这样做会有什么问题？

共同基金常识 6：该持有多少只基金？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，共同基金常识。今天我们来看看，应该持有多少只基金最合适，上面说了，一只平衡型指数基金，只持有 65% 的股票和 35% 的债券，基本就已经够用了，如果你非要投资主动管理基金，那么作者建议 4-5 只就顶天了，超过这个数字，持有的基金过于分散，容易导致收益平庸，你持有的主动基金越多，最后实际上也就越倾向于一只指数基金。当然长期来看，肯定还不如指数，因为指数的成本低，而主动基金要贵 1.5 个百分点，那么长

期下来你的回报是很差的。老齐也十分赞同这个说法，确实没必要持有太多的基金，我们每买一只基金产品，都要有一个确定性的目的，到底为什么而购买。你是为了配置，还是为了有超额收益，又或者去押一个周期回归，必须要有很强的目的性，特别是对主动基金而言，你买的其实是基金经理的管理能力，而不是他的持仓。

作者也分享了一个数字，持有一只基金的风险是最高的，但持有 4 只基金，几乎就可以把风险降到了指数基金的级别，持有 10 只基金，其实风险也没有降低多少。到了 25 只基金，风险也就不会再下降了。所以结论就是，你要是不想持有指数，那么就持有一个 4-5 只基金的组合就可以了。

至于权重怎么配，这其实是组合中最大的难点，作者说，国际投资最多 20%，大盘股方面，要配置绝对的资金量。他给出了一个比较标准的配置，大盘 50%，中盘 10%，小盘 20%，特殊 10%，国际 10%，通过这个配置，基本上能够让收益追上基准，而且还略有超额。他还建议把你的投资分成两部分，一部分是严肃资金，也就是老齐说的投资基本盘，这块基本要做到指数化，占到 90%，剩下可以拿 10%出来，做乐趣资金，追涨杀跌，根据你的判断，企图在市场中获得更多收益。但基本上，这部分都是会亏钱的，不过没关系，因为基本盘护住了，乐趣这方面亏一点，也无伤大

雅。反而能加速你的学习。

我们常说，基金一定要坚持长期主义，但是在这个基础上要加一句话，叫做你得先买入正确的基金，正确的买入加长期持有，才能够赚到钱。有些基金根本就是错误的，不少投资者都在错误的时间，买入了错误的基金，最后损失惨重。比如很多人都在 2015 年买入了好多的传媒基金和军工基金，这种行业基金，拿了好多年，最后都不赚钱。还有人更二，周期的顶点，买了很多周期基金，那么这些东西，你即便长期持有，等到下个周期来了，也顶多就是少亏一点，拿的时间再长，也不可能赚钱的。所以这时候长期持有肯定就是错了。

说完了理念上的常识，我们再来看看，关于投资的选择，早在 1978 年，作者就做了第一只指数基金产品，叫做先锋指数信托，作者一开始就想实现低成本投资，但后来他们发现，战胜指数几乎很难，长期来看，至少 95% 的基金经理都会跑输指数。标普 500 指数，成为了表现最好的业绩基准。如果说标普 500 是大盘股的绝佳组合的话，那么与之对应的，还有一个叫做威尔逊 5000 的股票指数，他代表着小盘股组合，也跑赢了 86% 的基金到了 95 年之后，指数基金开始蓬勃发展。越来越多的美国投资者，习惯于通过指数，来配置资产。越来越多的机构，也开始使用了指数投资的逻辑。其实国内也一样，老齐一直跟大家强调，如果你能

够把沪深 300 和创业板，两个指数玩明白了，那么你就已经是全市场最牛的基金经理了，甚至没有之一，那些大幅跑赢沪深 300 的基金，其实最后你会发现，他只是把风格调整到了创业板上而已。

作者做了一个不同年限的指数与主动基金的对比，发现无论是 5 年期限，还是 50 年期限，都是标普 500 指数完胜。也就是说，如果你投资 5 年以上，其实就应该用指数基金进行布局。投资的时间越长，成本低的优势就会越明显。而且这么投资有 2 点好处，1 是你根本不用担心跌下去起不来，无论是价值还是成长，大盘还是小盘，一定是轮动的，所以跌下去肯定敢于加仓，2 是你也压根不用担心基金经理离职。谁管理指数，都是一样。所以我们根本不用再去做基本面的研究和分析，只需要把目光集中在市场上就可以了，每天想的其实只有两个问题，该多配股还是多配债，该多配大盘还是多配小盘，看不清方向，犹豫的时候你就均配，有胜算和自信了，就超配。投资一下变得如此简单和明了。指数基金交易的成本还很低廉，你即便错了，赶紧转回来，也花不了多少钱。

当然，这么投资的劣势就是，你不太可能产生巨大的超额收益。从此再也没有一夜暴富的可能。所以在做这种组合的时候，我们要先调整好自己的心态才行。

作者统计了一下，发现历史上，标普 500 指数，有三段时间落后，分别在 1965 年-1968 年，1977 年-1980 年，还有 1991 年-1993 年，为什么会这样，第一个时期是牛市的顶部，是快速获利的时代，小盘股满天飞，获得了很高的回报，所以代表大盘股的标普 500 就跑输市场，但是很快，在 1968 年这些泡沫破灭的时候，专门追热门的那些基金，相继破产。标普 500 指数，则在 1969 年，以较大的优势再次胜出。并一直保持到了 1976 年，也就是说，跑输 3 年，但跑赢了 7 年。

在 1977 年发生了第二次异常，这也是小股票表现好的一个阶段，又是 3 年周期，这次与上次不同的是，68 年是小股票疯狂，而 74 年是从低迷中复苏，大盘股从这时候开始反弹，小股票则滞后了 3 年，也就是 77 年才有反映，所以在 77 年的时候，后知后觉的小股票，跑出了 3 年优势。

接下来牛市彻底回归，标普 500 继续主导市场，到了 1991 年，市场进入了一次小牛市，标普 500，这段时间表现不差，年化 15.6%，但是小股票却达到了 22.5%。那么我们可以总结一下，什么时候指数才会跑输市场呢？大部分都是在市场过热期，而什么时候会过热呢？就是大盘股会先涨一段时间之后。也就是说，当你发现大盘股对小盘股已经跑出了很大的优势之后，那么我们就

可以想办法，慢慢的多露出一些小盘股指数的仓位。而反过来，当小盘股大幅跑赢大盘的时候，我们就还是要把仓位调到基础指数之上。小盘股表现得周期，基本就是 3 年时间左右，大家也可以算算，2019 年这一波小盘股占优势的行情，已经持续几年了。所以 2022 年市场很可能会变盘。这其实也是我们做风格轮动的依据。长期来看，大小盘指数的，长期收益率应该是差不多的。所以当一方跑输太多的时候，就要敢于去做逆向的仓位暴露。这样你会获得风格上的超额回报。

有人问老齐，国内有没有这样的全市场指数呢？其实有，但是这么做不好，不如用沪深 300+创业板的方式，基本上你就可以把所有主流价值行业和龙头公司全都覆盖了，甚至你连中证 500 都不用配，因为 500 现在大部分都是纯小盘股，几乎已经没有行业龙头了，那么未来他还会有个别时候会上涨，甚至跑赢市场，但是不太容易成为主流了。所以如果要想让老齐来配置全市场，沪深 300+创业板，各 50%就是我的业绩基准。在投资中，我会在 6-4 还是 4-6 之间进行一定的调节。老齐大概算了一下，长期收益要明显高于只配沪深 300，成立以来的回报，比纯 300 指数高了一倍。沪深 300 是 80%的涨幅，而 300 加创业板则是 160%，优势还是十分明显的。但这么配置就是回撤太大，最大的回撤快 60%了。

作者在主动基金的总回报率与抛硬币比赛的随机结果，做了个比较，发现都遵循正态分布的特征，也就是说，主动基金的业绩，带有很强的随机属性，这些基金产生的回报有很大的概率，处于正 1 或者负 1 的标准差之间，也就是说大部分基金的业绩，跟市场基准差不太多。然后随即向两边发散，能产生特别好的业绩，或者产生特别差的业绩，概率都非常的低。但是老齐可能有点不同的看法，因为公募基金本身就有业绩基准，而这个业绩基准就是我们所说的指数表现，所以他是瞄着这个目标开枪的，那结果肯定就会分布于这个目标周围。所以这个也很正常。如果要客观一点，其实可以用私募基金去考量，私募要做的是绝对收益，所以他可能会有更多种可能。明天我们继续来讲，关于投资组合的建立，以及产品的选择。

## 共同基金常识 7：投资组合中如何选择基金？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书。共同基金常识，今天我们继续来讲，关于投资组合的产品选择，基金产品分为两类，一类是工具类的，比如指数，有宽基指数或者是行业指数，另一种是主动管理类的，老齐经常跟

大家说，对于主动基金的投资要被动一点，对于被动基金的投资要主动一点。买被动基金，你买的是一个配置市场的工具，买主动基金，其实买的是投资经理的能力，很多朋友总是说，某某经理持仓什么什么，还能不能投，这其实是错误的，他的持仓都是严重滞后的反映。所以我们不能以他的持仓为依据，作为购买的理由，我们只能通过持仓和历史业绩分析这个基金经理的风格和水平，看他在牛市的表現，以及在熊市控制风险回撤的能力，这才是我们该去在意的东西。

有人说主动基金风险会更小，真实情况是不是这样呢？作者说缺乏证据，虽然他们可以调整仓位，也可以调整结构来规避市场风险，但是没有证据表明，他们能够在市场的重大回撤之前，提前防守。通过作者几十年来，对于基金行业的研究，他发现，市场低点的时候，恰恰是这些主动基金，仓位最低，持有现金最多的时候，而在牛市到来之后，市场疯狂上涨，基金们的持仓大幅上升。

至于结构调整方面，作者说，由于指数都是 500 只股票分散持仓，所以他的回调，反而比高度集中持仓的一些基金，要显得更加稳定。另外，指数由于仓位始终较高，所以在下跌之后的恢复过程当中，会有更加出色的表现，比如 1987 年的股灾，当时市场下跌了 29%，主动基金也并没有什么优势，而后来市场反弹，指数

基金当年的实际回报率还有 5.2%，但主动基金，就没有收益了。1996 年中期的下跌，标普 500 指数跌幅是 6.4%，而主动基金则跌去了 9.5%，其实咱们这里也一样，2021 年整体市场下跌幅度其实十分有限，截止 9 月份沪深 300 只下跌了 5%，创业板还上涨了 12%，但今年不少基金，回撤幅度已经超过了 20%，其中不乏去年最优秀的一些基金，也是规模巨大的基金，反而是 2021 年暴涨的基金，他们去年的规模都非常微小，这说明什么，赔钱的是大多数，赚钱的是极少数。当一只赚钱的基金，突然规模变大之后，他也就离坑人不远了。所以说指数拥有更高风险，这是并不正确的思维误区，真正能降低风险的方式，就是资产配置比例，也就是说你要想真正的控制回撤，就把指数的比例降低。对于这个观点，反正现在是公说公有理婆说婆有理，老齐也调研过很多的基金经理，分歧还是比较明显的，大家认为自己有能力控制回撤。但过往的业绩是否能证明未来呢，这个也说不好，过去的最大回撤，并不能说明太多问题。举个最简单的例子，交银基金的杨浩，2021 年前 8 个月的回撤比 2018 年全年都要大。

现在有一种说法，高度有效的市场，才适用于指数化投资，这点老齐也很认同，也多次表达过这类观点，像 A 股这么没那么有效的市场，还有很多韭菜可以收割，所以指数化投资者可能暂时还跑不赢主动基金。但是作者显然不这么认为，他认为跟市场是否有效没什么关系，关键在于，任何分立的市场或者市场板块中的

任何投资者，都无法跑赢他们所运营的投资领域，什么意思，老齐给你解释一下，作者的意思就是说，市场中不光有好的基金经理，还有很多差的基金经理，而指数化投资，就是位于好与差之间，甚至明显偏向好的位置，好的基金经理取得的超额收益，被更多地差经理所抵消掉了。所以即便是无效市场，他也是这样，作为投资者，你可能也很难分辨，哪些是好经理，哪些是差经理。如果你要是能分辨出来，那么你可能本身就拥有战胜市场的实力了，也就不需要通过这些经理去投资了，所以这事本身是个悖论。其实这个说法是有一定道理的。

在有效市场和无效市场当中，其实最大的区别在于差距，也就是说，在一个有效市场，好的基金经理和差的基金经理差距不大，但是在一个无效市场当中，则差距很大。但依旧是大多数经理跑不赢指数。

那么债券型基金需不需要指数呢？其实更需要，在股票基金里面，还有彼得林奇这样的牛人，但是在债券基金市场，则更为平均，那样的话，高成本其实就成了一个不可挽回的劣势。最后作者发现，主动债基和指数债基的差距，基本就是他们的手续费差距。

作者谈到未来的时候强调，可能有三点重要变化，1 股票型基金

仓位会越来越高，基本最后就不留现金，2 基金的成本会下降，有指数基金在做比较，主动基金也会进一步调降费率，3 基金投资组合的换手率，会下降。如果主动基金们反向而行，那么只会增长指数基金的优势。其实老齐最后就想为大家做一个标准投资品，以极低的费率投资指数基金，配置一定的债券比例，然后就是对市场风格进行微调，也就是说，在某一种风格走向极端之后，让他实现平衡。通过这种简单的方式，让绝大多数投资者可以获得年化 10-12% 的回报。像余额宝一样，广泛推广，让那些励志要实现投资保值增值的朋友，有钱就可以买。做一个互联网时代的，投资理财爆款产品。

下面我们就具体讲讲投资风格，基金是有明确风格的，而这个风格代表了不同的回报率，比如在某一刻就是大盘蓝筹股持续上涨，但在 2021 年就是将周期和成长演绎到了极致。晨星的基金评级，就做出了 9 种风格箱，也就是一个井字格，分别是大中小盘，然后成长均衡价值，作者 1996 年，做了个记录，大盘混合基金，比例最高，多达 211 只，其次是大盘价值，差不多是 100 只基金，然后是中盘成长，90 只，中盘混合 84 只。小盘成长 60 只，数量最少的是小盘混合。到了 10 年后，也就是 2008 年基金数量翻了两倍，最高的还是大盘混合，其次变成了大盘成长，接着是大盘价值，大盘成长和小盘成长。最少的是中盘价值。把基金划分风格是为了比较，你拿大盘价值，跟人家的小盘成长比，

其实是没啥意义的。必须得是同类基金，才有比较的空间。

从回报率的结果来看，确实成长型基金会更好一些，特别是在牛市期间。但如果按照风险回报率来看，价值明显高于成长。乍一看好像是高收益高风险，体现在走势上就是更高的波动。

这就引出一个经过风险调整的回报率，比如两只基金回报相同，但是一个基金波动是 11%，另一只是 9%，那么波动更小的这个肯定更值得投资。这其实就是夏普比率的概念，夏普比率越高，基金的性价比就越好。但他的问题也同样明显，过往的收益率，并不能预测未来的收益率。而每种风格的基金，夏普比率也明显不一样，也就是说，当市场风格转向的时候，有些数据会出现明显偏差。比如 2020 年，大家认为夏普比率最高的一部分基金，到了 2021 年，回撤幅度都非常大，这就是完全不同的市场周期，对夏普比率造成的影响。

经过作者的研究发现，经过风险调整后的回报，基本上与总回报相同，所以风险无法解释回报率的差异，也就是说，高风险不一定会带来高回报。那些所谓的高回报，只是在某一段行情中产生，长期来看，并不一定成立。反而他们在研究过程中，发现了一个规律，成本反而是影响回报的最大因素，他按照基金的成本划分了四个等级，最后发现，成本最低的组别，总回报率最高，而

成本最高的组别，总回报率最低，而由于是按照成本划分，所以四个组别的风险几乎一样。

最后他们还发现了一条斜率，当费率上升 1%，就会让最终回报下降 1.8%，这个逻辑就是，成本越高的基金，换手率往往也就越高，而高换手并没有带来更好的回报，甚至换手越多，成绩反而越差。这个规律不光在大盘混合基金中存在，还广泛存在于各种类型的基金当中。但是，费率影响较小的，其实是小盘基金，即使费率有影响但也可以忽略不计，甚至高费率的小盘混合基金，回报还要好于低费率，那么这又是怎么解释呢？咱们明天接着讲。

## 共同基金常识 8：不要总想战胜市场！反而更容易赚到钱

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，共同基金常识，昨天说到了风险并不决定基金的回报，费率对于最终的回报，才是关键因素，这里面 9 种风格中有个意外，就是小盘混合，作者用了两组数据一个是 90 年代的，一个

是 2000-2008 年的 90 年代高费率小盘混合表现还更好一些，但是到了 2008 年之前，也表现得很差了，只能说差距是在所有风格里面最小的，逻辑就是，小盘股众多，而且发展不确定性很高，所以在小盘周期，确实有些牛股可以贡献很大的收益，容易跑出阿尔法回报，但在大盘风格周期，其实这个理论也就是不适用了，老齐给你翻译下，也就是说，我们要想做主动选股周期，应该在成长周期去做，在大盘价值周期，其实主动基金意义不大，反而会因为费率过高而拖累收益。

用以往的业绩，来预测一只非指数基金的相对回报率，这简直就是傻瓜的游戏，注意这里说的是相对回报，也就是他是否能超越基准，而不是赚不赚钱。指数是什么？一般来说，就是基金的零和游戏，还因为有比较高的费率，所以这也是一场相对市场的负和游戏，那么要预测哪只基金能跑赢市场根本就不可能。甚至反向预测反而更加准确一些，也就是，有些基金表现过于出色之后，未来可能会在很长一段时间表现平庸。老齐甚至会告诉我们的的小伙伴，好基金，要买跌不买涨。而且可能只有小盘基金里面，才有可能会有主动跑赢被动的情况。但即便如此，作者也不太相信这个结果，他认为这里面有偶然的因素，因为小盘基金，规模通常都比较小，更容易产生一些意外因素，而且样本率不足。所以他还是反对，指数化投资，只适用于大盘市场的观念。他认为，投资市场上最具有欺骗性的话就是，市场是无效的，也是可以战

胜的，如果你相信这点，你肯定会万分痛苦。而且最后很容易赔钱。反而把心态放平，不要总试图战胜市场，那么其实你最后反而很容易赚到钱。

现在基金公司的做法是，把一种风格做到极致，比如小盘成长基金，就专门做这些股票，这就叫极致风格，甚至还要用一些高贝塔的因子去调整他的组合，让他更加具备波动性，平常可能日子很难，规模很小。而一旦市场周期转到这种风格上，他就会瞬间爆发，基金规模一下能从几个亿涨到几百亿，现在很多以营销为主的基金公司，全都在这么搞，因为这么做对于基金公司的利益更大。但对于投资者却是一种割韭菜的思路。你想想几百亿的资金，都是追高买入的，等风格一转走，那么这些人也就全都亏损了。

作者说，你可以想象一下，所有的基金经理，都在绞尽脑汁，用尽了他们的智慧和能力，以及他们掌握的各种消息渠道，就是为了挖掘最好的股票，并且丢弃最差的股票，所有人都想要赢得这场比赛，吸收最多的资金，这就好比一场核战争，双方都下了血本想战胜对手，但最后谁能赢下来呢？美国军方曾经做过一次实盘推演，结果是不参与战争，才能赢得战争。在投资市场也是一样，你不加入任何的风格，才能赢得这一场最终的风格大战，选股大战。根据历史回测统计，有些风格确实能在某一时间段，主

动打败被动，但是只要把时间拉得更长，就会出现均值回归。对此老齐部分同意作者的观点，但是也有点不同的见解，投资风格这个东西，我们绝大多数时候是不应该去押注的，我们也根本不可能看清，但是特殊时期，其实是可以做一定的变化的。我们完全可以用排除法，比如某一时间段，某一种风格已经过热了，我们可以逐渐降低他的配比。然后挪到冷门上去，这种操作一定要慢，规模也一定要小，还是那个观点，守正出奇。先要保证我们跟上指数，然后才能试图超越。这个业绩基准非常重要，有这个基准在，我们就不会迷路。

作者做了一个股票型基金的指数，他发现在美国市场，指数基金，对于股票型基金均值是有明显胜率的，无论是3年期，5年期，还是10年期，都是如此。但这里面用股票型基金均值来对比可能略有误区，因为有很多特别差的股票基金，确实拉低了整体收益。

对于债券方面，主要分为长短债，短债是1-3年的，长债是10-20年的，降息周期，一定要持有长债，加息周期要多持有短债，其实短债回报跟货币基金差不太多，所以如果我们不用短债，就用货币基金替代，也是可以的。那么问题就简单了，就是到底要不要持有长债，要持有多少长债的问题。

机构对于投资债券还是情有独钟的，只是散户不习惯罢了，在基金行业，债券固收的规模要比股票权益的规模大的多。当然这是相对的，也许一次大牛市来临的时候，股票资产就会快速上升，比如美国就是 95 年之后，股票基金大幅超越了债券基金。但是市场不好的时候，股票基金规模大幅下降，债券就会上升。所以他两始终是跷跷板的关系。或者说，这干脆就是一个龟兔赛跑的故事。债券就是那只乌龟，股票就是上蹿下跳的兔子。

不过债券基金也有个比较大的问题，彼得林奇就指出，债券基金的表现，落后于单只债券，甚至有的还差好多，付给管理专家的费用，甚至超过了他们为投资者带来的好处。作者说，虽然没有那么夸张，但是也确实事实，最出色的基金经理，在扣除成本之前，也很难积累太多的优势。而扣除成本之后，收益反而收到损失。而且债券这块，其实很难获得超额收益，管理难度也并不太大。所以收费很不划算。

作者举了一个臭名昭著的案例，说短期政府债券，年费率 1.03%，最后他测算了一下，免佣债券基金的成本消耗掉了国债收益的 13%，而普通的附佣债券，成本消耗比例达到 29%，假设国债回报率是 5%，基金成本 1.5%，那么净回报率就是 3.5%，如果要让基金经理，把债券的回报提上来，需要增加 1.5 个百分点的阿尔法，也就是说比原来提升 40%。这几乎是不可能的。即便偶尔涌

现一下这样的大神，你也很难分辨出来。

作者做了数据测算，样本率基本上占据了市场上 60% 的债券型基金，低成本基金，跑赢高成本基金的幅度，基本上跟成本费率的差距相等。也就是说，每组基金最后的总回报率是一样的，无论你水平再高，怎么折腾，他也差不了多少。而且作者还发现一个规律，一般成本最低的基金，都是久期最短的，波动率也最小，品质最高的，所以不但收益最后很高，连风险也是最低的。

在美国有很多的指数基金，比如原来的雷曼短期 1-5 年期美国政府指数，还有巴克莱短期，1-5 年美国国债指数，这两个基金，费率都是 0.2%，属于是全市场，费率最低的一档，5 年期净回报达到了 5.8%，成本消耗只有 3%，而成本最高的一档，同期净回报率只有 4.5%，成本消耗回报率是 26%。所以被动管理的债券指数基金，完胜主动管理产品。那么其实也就说明，债券这种东西，主动管理基本无效。只要你把风险给分散开，就基本没问题了，而债基指数，基本干的就是这个事。咱们国家也有这样的指数基金，比如我们常说的易方达中证综合债，这个债基指数，每年只要 0.3% 的管理费，广发中债 7-10 年国开债，这个更便宜，每年只有 0.15%。而主动债基方面，广发纯债则要 0.7%，短债为代表的新华纯债也要每年 0.6%。纯债其实并没有什么太多的收益优势，如果你不是持有二级债的话，其实不如直接用债券指数代替。

这些常识告诉我们，应该到最低的成本区间，去挑选债券基金，我们才会有更高的胜算。

除了管理费之外，大家还要注意两笔钱，一个是销售费率，另一个是赎回费率，比如现在到银行渠道去买这些产品，100 万以下费率竟然高达 0.6%，但是在互联网渠道买，只要 0.08%，赎回方面也是，7 天以内赎回的话，费率高达 1.5%，7 天以后，就降低到了 0.1%，1-2 年就只要 0.05%，持有 2 年以上，赎回费就全都免除了，所以债券基金，千万不能 7 天之内频繁操作。损失非常大，而且也千万不要去银行渠道买，比互联网渠道贵了 10 倍，那就太坑了。一般这些东西，银行理财经理不会告诉你的。作者的建议是，你投资债券，一定要盯死管理费这一项，上限是 0.5%，不能再多了。超过 0.5%管理费的纯债基，就不要去碰了。明天我们再来讲讲，全球投资的话题。

## 共同基金常识 9：守着金矿找宝藏

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，共同基金常识，今天我们来看看全球投资的话题，作

者上来讲了一个古代波斯人的故事，很多人可能也听过，说一个人有一天夜里，梦到自己找到了一个巨大的钻石矿，于是他就决定出去寻找，结果他走到了全世界的各个角落，最后也没找到，绝望至极，投海自杀了。后来，讽刺的是，他原来住过的那个家里，竟然发现了一个巨大的钻石矿，产出了全世界最好的钻石。这个故事的寓意非常简单，待在自己的家里，也能挖到宝藏，不用到处瞎折腾。作者是针对美国人说的，不用到处去搞什么全球投资，全世界经济最好的是美国，最多的创新和增长也是美国。5%的人口，为全世界提供了 25%的产品和服务，这都是美国。所以美国就是一个钻石矿。投资美国才是最为明智的选择。所以全球化投资的组合中，美国至少占 80%，而其他国家顶多占 20%

作者说，原来有一种观念，美国占一半，然后英法德日，占 25%，新兴市场和其他市场再占 25%，这样就把风险分散了。理论基础就是，在每个国家都要下注，不参与任何一个国家的赌博。但作者说，这里面有一个隐藏的不为人知的误区，那就是货币，很多人都觉得，在海外投资，也获得了很大的回报，但是结果发现，其实外汇贬值了。数据显示，如果只看年回报率，境外市场比美国高出 3.6%的年化，是一个非常好的水平，但如果完全以美元计量，那么国际市场的回报，实际相当一般，反而落后美国市场 4.1 个百分点。

所以作者的观点很明确，应该把投资的重点放在美国，甚至用 8:2 的比例，只放很小的一部分在国际市场就可以了。他们是经过测算，得到的这一比例，认为拥有最低的风险，标准差最低，也就是说有效降低了波动，但是收益的损失并不太大。作者给我们提供了一个很好的思路，老齐也认为应该拥有国际视野，特别是在当本国风险明显加大之后，比如 2015 年，我们就把更多地资产从国内撤出，转到美股配置上面，随后 2016 年，又开始逐渐的转回。这其实就是一个避险的思路，也有不少朋友问老齐，如果我们遇到 90 年代日本那种大崩溃，我们该怎么避险，其实很简单，投资美国你就避险了，90 年代美股是一个巨大的牛市。而日本股市却面临全面崩溃。这个思路一定要记好了，未来肯定用得上，但是不会很频繁。

另外，其实标普 500 指数，已经是一个全球分散化的指数了，他里面的公司，77%的收入来自于北美，23%来自于其他国家，其中 13%来自于欧洲，还有 2%来自日本，亚洲新兴市场还有 5%，拉美占了 3%，即便是那些纯粹的美国公司，他们也都是国际化业务，比如可口可乐 67%的收入来自于海外，微软有 55%，连 AIG，美国国际集团，都有 54%的占比。所以其实投资于标普 500 指数，就已经是一个全球化的资产配置了。在标普 500 之外，你再配置更多地外国股票，其实也是没有必要。风险和回报就很不划算了。有人问，那么美国发生金融危机，我们该怎么办，没什么办法，

作者说，如果美国发生金融危机，那么美元世界货币的属性，也一定会把危机输出给全世界。所以你无论投资欧洲，亚洲，还是拉丁美洲，同样跑不掉。

老齐也多说一句，作为中国的投资者， 中国和美国是我们主要的投资方向， 我们认为这是未来当之无愧的世界第一和世界第二，甚至会占到世界经济的半壁江山，只要配置好中美市场，其实我们的风险已经基本就消除了。其他的什么越南，印度，印尼，这些股市我们是不怎么看的，因为拥有巨大的不确定性，指不定哪天就出现一个巨大的金融危机，造成整个金融你系统崩溃，他们其实距离我们差距很大，发展的道路也非常不确定。

在基金行业中，拥有着非常明显的均值回归，这里要解释一下，均值回归的基准线，并不是不亏不赚，而是指数，也就是说，如果一个主动基金，短期偏离指数过大，未来他一定会向指数回归。所以很多人总来质疑老齐，有些基金你让我们卖了，但卖完后，他又涨了，确实如此，大部分基金长期持有都是会上涨的，那是因为指数本身就是长期上涨的，我让你卖了他，是因为他短期内超越指数太多，未来很可能会走均值回归，长期不涨，然后向指数靠拢。指数一定不是最好的基金，但是他一定会属于中上等，所以很难有一只基金长期大幅超越指数，而且一直保持这种优势。一定有他大幅跑输指数的情况，这个观点在 2020 年，绝大

多数人其实都并不相信，但是在 2021 年大家逐渐相信了，2020 年那些封神的基金经理，在 2021 年全面折戟沉沙。甚至有一个常胜将军，都被 2021 年的行情给整抑郁了。可见压力之大。所以老齐给你一个绝招，如果你想战胜指数，就必须有逆向投资思维，也就是说你得习惯于买那些大幅弱于指数的基金，然后等他均值回归发生。这需要你有强大的心里承受能力。

作者一直说，指数基金，就是共同基金的圣杯，他也给我们提出了一些投资基金的误区，第一不要长期持有一只基金，第二像投资股票一样买了很多基金，还经常更换，第三自己去判断到底该买入还是卖出，第四被基金的过往业绩洗脑，被广告和银行理财经理给忽悠。这都是我们最经常犯下的错误。

不过也有人研究，基金中似乎也存在着一一定的惯性，历史上领先的基金，有 60%的概率，在随后两年将继续成为领先者，不过这个概率实在有点低。基本上跟扔鞋也差不太多。如果再考虑到一些税费的元素，那么基本上就完全随机了。那么如果我们把 2 年变成 8 年呢，也就是 4 个 60%的概率，这就低至了 20%多。也就是说一只基金，想连续 8 年-10 年跑赢市场，概率低至 2 成。所以即便这样的概率存在，我们也无法应用他来获得超过额收益。作者在 1998 年选出了 12 只明显跑赢市场的基金，在随后的 10 年里，只有 2 只继续跑赢市场。概率实在低的惊人。如果你把这

12 只基金都买了，反而会落后于市场的表现。

在美国还有一种职业，就是基金的投资顾问，也就是那些所谓的帮你买基金的人，他们的业绩也 同样一般，年化回报率只有 11.8%，远远落后于标普 500 指数的表现。甚至落后于普通基金指数，那么是不是说，基金顾问有效降低了风险呢，答案也不是，通过风险调整后的回报率，也不高，只有指数整体回报率的 42%，只有很少的投资顾问，他们给出的组合，性价比超越指数。这个结果告诉我们，绝大部分专家可能都是混子，他们给出的组合表现，甚至不仅是负面，甚至要远逊于你自己随便选择。

那么这些人的能力可能有问题，专业人士能不能干好呢？比如市场中的那些 fof 产品，也就是基金中的基金。但作者的结论有点意外，他说基金中的基金可能是最为糟糕的选择，6 只产品 5 只落后，而且严重落后于他们所投资的同种风格的基金。原因就是 FOF 要双重收费，成本更高。最后他们算了算，如果你要选择一只 fof 产品，那么就相当于你随便选择一只基金，然后再减去每年 1%的成本。你还别不知足，这可能是 fof 基金跑出的最好的结果。剩下的产品可能都处于最差的 10%区间。作者称之为了一场失败者的游戏。

这几年国内的 fof 产品发展非常快，主要就是基金公司在推他们

公司内的组合，相当于原来单卖苹果和香蕉不好卖，如今把他们做成一个果篮往外卖，结果其实很糟糕。但投资者却浑然不觉。你去买基金公司的 fof，不如自己去买 3-4 只基金做个组合，起码不会再被收一道费用。老齐认为，未来可能唯一一种有前途的 fof 模式，就是指数。通过指数基金，构建几个不同风险的组合。让那些完全不懂理财的人，结合自身的实际去购买，适当的做一些资产比例调整和风格调整，成本比你直接买指数多了 0.2%，这基本上可以接受，可能也是唯一说的通的模式。

基金投资者应该高度关注投资成本，现在很多组合都是付费跟投，这种模式要格外小心，因为会让你付出非常高的成本，他还不一定能跑赢市场，加上成本他就一定跑不赢。所以这就变成了一种得不偿失的投资方式。明天我们再来看看，什么东西能增厚投资业绩，比如我们所熟悉的均值回归原则。

## 共同基金常识 10：市场中的万有引力

各位书友大家好，欢迎做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这

本书，共同基金常识。今天我们来讲讲投资业绩，先来看一个老齐经常强调的东西，叫做均值回归，作者说，这其实就是市场中的万有引力定律，随着时间的推移，投资回报率似乎被吸引到某个基准当中，我们经常被销售顾问推荐那些热门产品，通常都会给你展示他们短期内超高的回报率，然后诱导你购买，那意思就是说，你看他过去一年翻倍了，你现在买以后都能翻倍，如果你相信他的鬼话你就上当了，这是一个非常拙劣的营销技巧，但是却让无数投资者上当，甚至我们都会说一句很难听的话，这个世界傻子太多，骗子都不够用了，这种事其实想想也知道，怎么可能会有人持续跑出好业绩呢？你买这种热门基金经理，之后还想赚钱，那么你就是把他当神来买了。这个社会真要有神仙存在，他为什么要替你管钱？所以醒醒吧，不是因为这个基金经理能力强，销售才推荐他的产品，恰恰相反，而是他跑出了好业绩，好忽悠，所以才推荐这种产品。作者做了个统计，在上一个十年，业绩最佳的基金，在下一个十年，往往是业绩最为平庸的，而上一个十年表现最差的基金，则在下一个十年出现了较大的分化，有一部分基金，表现特别好，跑到了所有基金的前列，但是还有一部分基金，依旧是最差的。为什么这部分基金没有出现，向上回复呢，就是因为他们没有忍住，出现了风格漂移。也就是说种西瓜的，看人家冬天收白菜了，自己地里还空空如也，所以没有经得起诱惑，把自己的西瓜地都给铲平了，也去种了白菜，结果到了夏天，西瓜该收获了，他的地里依旧是啥也没有。

所以这个事很让人抓狂，看起来买市场表现最好的基金不行，而买表现最差的基金似乎也不行。注意，我们这里说的均值回归，是相对指数而言，并非是他不涨了，而是涨幅从大幅领先指数，到落后于指数。

均值回归这种事，需要有一个漫长的过程去实现，不是说他表现很好，未来几个月就一定会下来，有时候这种末日狂欢还要经历很长一段时间。被套很难受，踏空更难受，需要你有一颗强大的心脏才行。有很多人都是一开始不敢买，后来涨的实在太多了，没忍住冲进去了，结果被全仓干死了。2020 年白酒就是这样的结果。

那么有人也说了，巴菲特和彼得林奇是怎么回事，其实巴菲特也发生了强烈的均值回归，他的超高业绩都是在他早期的时候积累的，那时候他就收购一两家公司，所以一年有的时候就能增长 50%以上。等他规模大了之后，特别是 2000 年以后，其实巴菲特的业绩跟标普 500 指数差不多，最近几年还不如标普 500，彼得林奇也一样，他自己都说，有个规律林奇上去，股市就会下来，也就是说，每当他的事业有明显进展的时候，一定会遭遇熊市，而彼得林奇最成功的的地方，就在于他懂得功成身退，在自己成为基金之王的时候，退休了。留下了一份外人无法战胜的年化回

报。当年跟他同时代的另外两个人，约翰涅夫和比尔米勒，一开始也都不差，但在后面发生了明显的均值回归现象，反而把彼得林奇捧出来了。

当然作者也说了一点，有些基金经理很鬼，他深知均值回归的规律，所以他在取得了一些骄人业绩之后，便开始变得佛系，当我规模很小的时候，我使劲折腾，尽量靠着集中投资，搞出一个耀眼的业绩来，然后扩大规模，功成名就，等到名利双收之后，他怕自己的业绩掉下来，于是转而开始追踪指数，赚着主动基金的管理费，干着指数基金的事，然后再搞一只小基金，重新去押宝。所以你看到他的业绩，前高后中庸，并没有明显低于指数，由于他之前的回报率很高，这么做的好处就是，计算他个人职业回报率的时候，会非常的好看。但其实他自己心里非常清楚，自己已经不可能再跑赢指数了。之前的运气已经耗尽。

下面我们再来看看成长型股票和价值性股票，成长股的定义是，具备高于平均水平的增长率，市盈率和市净率，而价值股说的是，每一项指标，提供的回报率都要高于平均水平。而作者对 60 年中的成长型基金和价值型基金都做了研究，在市场中，传统的认知是价值普遍好于成长，但也有不少投资大师，以专门做成长股著称。比如罗普莱斯，比尔米勒这些人，作者做了个统计，在 60 年这个周期当中，成长型总回报率差不多是年化 11.7%，而价

价值型总回报率是 11.5%，几乎是持平。1970 年之前的 40 年，都是成长型基金胜出，而到了 70 年代则是价值型基金胜出，77 年到 82 年又是成长，2000 年前的几年，是极致成长，到了 2000 年之后的几年又变成极致的价值。所以成长周期和价值周期交替而行。老齐也告诉我们的的小伙伴，这就叫做春夏秋冬四季更替，不要总觉得一种风格可以包打天下，一定有他灵的时候，也有他不灵的时候。你在一种风格里等着，总有春暖花开的时候，也可以分别布局两种风格，这样总有一种风格，会给你带来更好的回报。但现实中却是，绝大多数的投资者，都在追着热点跑。那么最终结果就是被左右打脸。总是高位接盘。这里老齐也多分享一句，在 A 股上，成长和价值的周期通常都是 3 年-3 年半一次切换，也就是说，7 年一次大牛市当中，无论你做成长还是价值，一定会赶上一次大的上涨。所以如果一种风格长期低迷，其实反而是我们应该加大投入的时候，比如 2016 年到 2018 年创业板一直从 4000 点跌到 1200，这时候显然就该加大对于成长的配置，如果再细分一些，到了 2021 年，中证 500 涨幅严重落后，那么在 2021 年 5 月以后，其实老齐就多次提示了中证 500 的投资机会。还在高净值社群里面，专门为大家调研了中欧价值，这是一只 500 风格的加强型基金。我们调研播出之后，这只基金就涨了 10%

市场中除了成长价值的划分，还有高价股和低价股的分类，这个

作者也有过研究，低价股从 1962 年到 1968 年，享受了 6 年盛宴，然后就切换到了高价股上面，低价股随后遭遇了 6 年低迷，一直持续到 1974 年。随后低价股又开始吃香，持续到 83 年，随后又是 7 年低迷，一直到 90 年。总之，也是波动前进。

大小盘划分也是类似，73 年到 82 年，小盘股明显胜出，但是 82 年到 89 年又是大盘股胜出。所以无论用那种方法划分，其最后的结果，都是风水轮流转。这也完全符合我们说的均值回归定律。之所以这样，其实就是因为投资者情绪在起作用。大家总是从一个极端，发展到另外一个极端，当大家以为找到了破解行情的因子了，那么这种因子就会被玩坏。从而造成未来很长一段时间的低迷。什么是因子，其实上面说的都是因子，大小盘，高低估值，成长价值，甚至一些特殊的财务指标。很多机构都试图在用这些因子，把上涨做归因处理，说白了就是给行情做个画像，方便他们去按照这个思路寻找，这么做的机构多了，风格也就会越来越明显，而当风格发生极致之后，市场也就走向了尽头，这些方法也就该不灵了。所以你也很难说清楚，是鸡生蛋还是蛋生鸡，一开始市场风格纯粹在随机游走，但是大家非要去找规律，找到一些随机的规律之后，不断地买入，然后大家就相信这些与行情有联系，于是大家都这么干，他就真的有联系了。最后等大多数人都买进来之后，一些人获利颇丰，开始离场，那么就会扯断这种联系。也就是我们所说的因子失效。引发暴跌。这时候大家就开

始去寻找新的因子。往往就会切换到与之完全相反的风格上，一开始只是为了避险，后来买的人多了，他也就涨起来了，这就是又开始成为新的信仰。市场在这种情绪之间，来回反复。产生了波动和均值回归现象。当然一大批追热点的投资者，也就损失惨重。明天我们再讲另外一个常识，叫做凯恩斯回归。也会给大家，讲讲现在的基金行业，一些相对业绩的管理方法，一些规模特别大的基金，为什么会变得平庸。他们还会主动选股吗？咱们明天再见

## 共同基金常识 11：投资时间越长！业绩差距越小

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，共同基金常识，昨天我们说到了一个均值回归的现象，作者说普通股股票也遵循这个规律，在 25 年的滚动周期里，93% 的时间，实际回报率都在 4-10% 的范围内进行波动，也就是说，标准差是正负 2%，非常小，如果 10 年逆周期，标准差就扩大到正负 4%，而 50 年周期就是正负 1%，换句话说，你投资的时间越长，收益回报也就越是确定。

这主要是两个原因，1 是股息，2 是盈利增长，这两块会保证你得到一个近 7%的基础回报收益，而估值变动，在长期范围内，显得就没那么重要了。那么我们该如何利用这个规律，我们在投资个股的时候，完全可以先去计算一个他的长期回报率，这就是我们的预期收益，然后再计算一下他现有的收益，如果现实大幅跑输预期，那么我们就可以买来长期持有，这样就会有长期的绝对收益。比如 2021 年 9 月份的银行业，估值已经历史最低，而股息率有 5%，长期增长有 10%，那么也就意味着，未来预期回报率能有 15%每年，但这一年股价却越来越低，这就是我们应该把握的确定性投资机会。所以我们在知识星球齐俊杰的粉丝群，2021 年中期一直在推银行的定投，就是这个逻辑。

下面我们来看凯恩斯回归，在短期内，股票的回报率中的非理性，是由投机因素造成的，股票市场的非理性，可以由市盈率，也就是市场估值来度量。按照凯恩斯的说法，市盈率就是投资者愿意为每一块钱的利润，支付的价格。如果说基本面因素在长期决定市场回报率，那么投机的力量，就在决定市场短期的回报率。以市场整体来看，14-21 倍估值间波动，那么也就是说，大家愿意为 1 块钱的利润，支付 14 块钱的价格，如果情绪很乐观，那么支付 21 块钱也没为啥问题，那么这就相当于，股市上涨了 50%，但如果悲观呢，可能他只愿意支付 7 块钱，那么股价就又跌去了

66%，所以股价的变化实在太大了，但其实利润并没有变化。这就叫做不是风动，不是帆动，仁者心动。当时间长了冷静下来，这个心不动了，随后也就只有业绩起作用了。

如果你能看透人性，站在价值投资的立场上，那么估值的从下到上的变动，就是你的超额收益。也就是你战胜市场的机会所在。但前提条件是你高点退的出来，低点回得去，这里面有一个较大的风险，就是市场估值并非是一成不变的，他是在逐渐向上抬升的，也就是说，你很可能会因为过早退出，而没办法吃到巨大的利润。所以最后聪明反被聪明误。比如美国股市 2016 年就已经高估了，但是后来这几年依旧没跌下来，标普 500 指数，甚至还翻了一倍上去。现在想想，要是老齐只从美股撤出，而不投资 A 股的话，那么肯定损失惨重。

虽然现在的金融市场，风险更高，但其实也为我们带来了更多回报的可能，在一份退休计划当中，作者认为，至少应该是股 7 债 3 的比例，否则不足以保证你的生活。老齐认为，配置比例这块要因人而异，如果你要是退休了，随时要用钱，其实没必要太过于激进。有一个最简单的算法，就是你距离 100 岁，还有多少年，就是你该配置股票资产的比例，比如老齐今年 40 岁，那么我的股票资产比例就最好比超过 60%。如果你要是 20 岁，就多配一点，配到 80%也可以。

下面我们看看投资的相对主义。很多基金管理人，都会采用相对收益的概念，也就是说，市场下跌了 5%，我只要不赔钱，那么我的业绩就说的过去。当然短期相对业绩有一定的随机性，很多基金还要考量 5 年的相对业绩，甚至 10 年相对业绩。你只要 10 年跑赢市场，那么其实就算是一个非常不错的基金经理了。所以这也就造成一个现象，基金经理会选择利用基准来防守，而不是用清仓防守。追踪指数，他至少不会跑输，而一旦清仓之后，指数还涨，那么他就会彻底跑输基准，可能很长一段时间都拿不回来了。

基金其实回报都不差，A 股市场上的股票型基金，年化回报能达到 18%以上，非常了得了，但是投资者却很少能赚到钱，即便赚钱的，也非常少，最主要的原因，就是持有人的钱是持续投进来的，一开始大家都不相信，只投了很少的一部分，然后涨了，大家相信了，就会加大投入，基金总规模持续变大，所以如果看总回报的话，其实基金也收益很低。远没有净值显示的那么高。

作者说，现在基金们，频繁披露业绩，一方面让信息更透明，另一方面，其实对投资是不利的，因为会加重基金投资者，对短期基金优胜者的喜好。而基金们也可以借着这些短期业绩，进行高度的市场营销。所以才有了现在这种文化。但越是在意短期业绩，

其实你就越是会赔钱。

另外，现在也有很多基金，采取了仓位露出的策略，其实也是在模拟指数，举个例子，宁德时代涨疯了，那么我怕被市场甩掉，就也得配置 15% 的仓位，因为现在宁德时代，在创业板中的占比就是 15%，如果要防守，那么可以降到 10%，但是肯定还是要配置的，否则就十分有可能被指数打败。特别是那些超大的基金，他们可能未必会去做一些基本面的研究，也未必就那么看好宁德时代，但因为指数里有，而且权重很大，所以就必须买。超过 500 亿的基金，其实可选择的空间已经不大了，就是把指数刷一遍，然后该有的都配齐就可以了。你也不可能有超越指数的机会了。因为公募基金还有双十规定，即便是这些大盘股，你也不能买入太多。所以注定就是中庸，而小盘股你根本就吃不下去。持仓小的话，他即使大涨，对你影响也十分有限。比如你 500 亿，买一家 50 亿的小公司，5 个亿就到规模上限了，那么才占你持仓量的 1%，这只股票翻一倍，对你来说也才有 1% 的回报。

所以现在投资相对主义盛行，那么大家的目的其实都是避免回报低于指数，而并不是获得更多的长期绝对收益。指数化投资越是强大，主动基金跑赢的概率也就越小。基金规模越大，他跑赢指数的机会也会越小。但问题又来了，规模不大的基金，哪只能够跑出来呢？这个问题非常难以回答。目前 A 股市场上近万只基

金，如果从小规模基金里面，挑选一只未来能够大涨的基金，可能比从股票中选出一只未来即将爆涨的股票还要难，概率也还要低。

对于主动选股的基金经理们，其实坏消息还有很多，比如另一种类似于指数的投资方式也正在兴起，这就是量化投资，现如今随着计算机的普及，运算能力越来越强大，定量分析技术已经广泛应用于选股和组合当中。量化策略其实也是为了超越指数而生的，比如红利基金就是股息率策略，这东西就是一种量化加持，以求长期跑赢市场，还有一些增强型指数基金，针对市场指数进行某些特定调整，并且严格限制跟踪误差。既要保持密切，又要形成超越。作者也承认，他们的运行成本低于行业基准，回报稍微好于指数本身。

不过作者也说，量化基金和指数增强产品他们最大的问题就在于规模，随着他们的规模越来越大，投资者对他们越来越认可，这些指数增强产品的优势正在逐渐下降。甚至最后逐渐退出市场，作者这个预言基本成真。现在美国市场，其实已经很少再有指数增强产品了，因为信息太透明了，根本增强不了。一旦一个策略有效，很多人都会争相效仿，然后很快他就无效了。所以最后很多指数增强产品，反而跑不赢指数了。

在作者的体系中，股票指数其实已经包罗万象，甚至包括全市场投资者的想法，信息，以及各种策略，但是唯一不包括的就是其他的资产类别，也就是说，你除了指数之外，可能还要重视债券和现金储备的作用，他提醒我们应该建立一个，包括指数，债券和现金储备的均衡配置，然后就是要衡量你的投资周期，短期降低波动率是有价值的，而收益率差 1 个百分点，也差不了多少钱，但是反过来说，长期降低波动率是毫无意义的，但是一个百分点的回报率却是无价的，甚至会让你的总回报差 30-50%，所以你要投资 10 年以上，股票资产尽量在 5-6 成。如果投资 30 年，那么你可以在 8 成以上。但如果你只想 5 年就取出来，那么就千万别超过 4 成。所谓资产配置，其实就是这么简单。他必须是一个具有针对性的。以后老齐如果要做产品，我一定会做一个有各种封闭期的产品，逼着你把钱按照期限分配好。投资太舒服了，反而会让你赔钱或者浪费效率。明天我们来重点讲讲，基金的规模，对于投资结果的影响。

共同基金常识 12：胜利是最大的失败

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，明天我们继续来

讲这本书，叫做共同基金常识。今天我们来看看，基金资产的规模，作者用了一个副标题，叫做胜利是最大的失败，简单来说就是，基金在取得胜利之后，必然规模过于膨胀，而在他规模膨胀之后，也就注定了其开始走向平庸。1982 年初，在那轮大牛市之前，美国股市的总市值是 1.3 万亿美元，基金总共才持有 400 亿美元资产，仅为总市值的 2.8%。这个数字远比咱们现在要低的多，但是到了 2000 年前，共同基金所控制的股份规模已经达到了 25%，如果加上其他的专户等等，可能比例已经超过了 40%，也就是说，美国市场机构化的程度，在 2000 年前，就已经超过了我们现在的水平。那些美股上的大型公司，已经基本被各家基金公司所瓜分。而且他们基本都会在机构之间完成换手，股票型基金每年换手率 90%，几乎所有持仓都要动一遍。

但是还有一个现象，就是基金们较少持有流通市值最大的股票，也就是说，基金持有比例随着股票的流通市值上升而下降。基金持有所有美国股票的比例是 21%，相比之下，持有市值最大的 100 只股票的比例只有 15%，为什么会这样，说明基金们偏爱小市值公司的投资，因为小市值公司，才拥有跑赢市场的可能。

当基金行业的规模越来越大，那么其实作为基金业这个整体来说，跑赢市场的可能也就越来越低，这其实很好理解，因为机构规模越来越大，就没有散户群体可以收割了，那么他的超额收益

肯定就没地方取得了。镰刀互砍之下，其实最后的结果就是风格更替，你想想当你持有一只股票，涨幅很多倍之后，净值虽然取得了超高收益，但是这些其实都是虚假的，因为你没办法落袋为安，以前你忽悠散户进去接盘，然后自己全身而退，最后这东西暴跌，你毫发无损，但这种缺德事，在机构博弈时代很难做了，大家都是千年的狐狸，你就没办法再玩聊斋了，谁都知道怎么回事，所以我们看到 2020 年机构抱团的时候，你好我好大家好，到了 2021 年抱团股瓦解，参与抱团的基金基本都跌去了 30-40%，所以这就给大家敲响了警钟，A 股也即将进入这个时间段。超高净值，都是假象，你退出来的时候，才发现，没有接盘侠。不过这事现在基金公司肯定心里清楚，而基民们还在傻了吧唧的纳闷，不明白其中的道理。其实老齐总说一句话，金融市场在真正有人承担损失之前，一切盈利都是虚假的。大家一定要好好想想这句话，你得弄明白了，你在赚谁的钱，如果你想不出来，谁会把钱输给你，那么你其实即将把钱输给别人。就好比在牛市顶点冲进去的那帮人，你是最后接盘的，还赚谁的钱？

在美国，基金的巨大规模，其实也会拖累业绩，作者写这本书的时候，美国两只最大基金，彼得林奇曾经管过的麦哲伦基金有 750 亿美元，而另外一个领航的 500 指数基金，也有 640 亿美元，还有 17 只基金，超过了 200 亿美元资产。48 只基金超过 100 亿美元，这些超大规模的基金，合计得有 1 万亿美元。作者通过数

据回测发现，随着基金规模的不断变大，业绩却在恶化。市场最大的 5 只基金，规模和相对回报，出现了明显的负相关，也就是说从大幅跑赢市场，到跑输市场。最终被业绩所拖累，造成规模降低。而且后面业绩一直很平庸，很难再表现出之前的实力。注意老齐说的这个长期，某些年份，他们还是能够雄起一下的，特别是连续跑输一段时间之后，也有均值回归的规律发生。这也反过来，再次印证了以前那个规律，基金的超额回报，都是在小盘股，和成长股周期之内取得的，真到了大盘价值股的周期，我们也就别费那个劲了，最好的办法就是持有市场大盘股指数，比如我们的沪深 300 。甚至是上证 50.

作者做了个测算，1998 年，如果一个 10 亿美元的基金，那么他能够投资的股票是 3000 只以上，如果规模到了 50 亿，他就只能投资不到 1300 只股票了，如果规模到了 200 亿美元，他能投资的范围只有 479 只个股。如果再考虑一些流动性风险，投资一家公司的上限比例不能超过 5%，那么最后的范围是 257 只股票可以选择。所以基金的规模越大，反而基金经理的作用越小。他已经没啥可干的了，最简单的方法就是把这 257 只股票全都买下来。所以他就变成了一个弱化版的指数基金。那些能够涨 10 倍的股票，完美的被他给剔除出去了。所以最终业绩也就必然会弱于指数。如果持有指数，大盘成长，大盘价值，中盘成长，中盘价值，这四种风格，你其实都有机会获得收益。但是如果你只持

有超大规模的基金，那么只能是大盘价值这个周期，才能获得超额回报。其他的周期应该都跑不赢指数。

另外，基金规模越大，进出就越是不方便，对于股市上某只股票的流动性要求也就越高，知道巴菲特为什么不在股灾中卖出吗？因为他的规模，根本就没办法卖，如果自己跟着卖，他自己就能把股票价格打到很低很低。你有 1 万块钱，能随时做到跌 8% 止损，但是当你有 10 亿持仓的时候，你根本就没办法止损，一旦股价掉头向下，你可能卖几千万就封死跌停了。所以要想出货，就必须在上漲阶段边拉升边出货。趁着其他人都在疯抢，你才有可能走得掉。相反你要看好什么东西，可能在很早的时候，就要开始下手买，趁着下跌，一路跌一路买，否则你根本就吃不到太多的仓位，真到了底部你再建仓，稍微一买，股价就涨起来了。反而没有利润空间了。这就是为什么那些投资大师，无一例外全都是左侧交易者，因为他们的规模，不允许他们做右侧。规模越大，左侧就越是不容易。最后大家也就干脆不动了。因为根本就没办法动。巴菲特就经常说，现在留给她可以投资的公司越来越少，所以最后他不得不去买苹果这样的公司。然后还得一直拿着。所以巨大的规模肯定是一种负担。我们 A 股上也是这样，那些做的最好的基金，基本上从小规模，慢慢变大的，而几年前的大规模基金，很少能再有出色的业绩表现。

假如一个大型基金，作着指数基金的持仓，收着主动基金的费用，那么他长期下来跑输指数就是必然的，如果他还有一定的换手率，比如每年 100%，那么这会让他再产生 1.6%的成本，加上 1.5%的管理费，耗费了差不多 3%，这已经占到了每年 10%收益的三分之一。所以老齐一直告诉我们的的小伙伴，除了大盘价值周期，或者大幅跑输大盘指数之后，尽量不要持有规模过大的基金。

所以作者的结论就是，超越市场，只能是少数人，小规模的游戏，不存在大部分人，大规模的战胜市场的可能。这个从逻辑上就根本说不通。但是基金公司通常不会承认这点，基金经理们也不会承认这点，因为基金规模越大，他们提到的管理费也就越多。虽然赚不到更多地业绩了，但是他们的利益却在持续上升，甚至爆发式增长。一个热门基金从 10 亿增长到 200 亿，可能只需要一个季度，那么对他来说，一年的管理费，就从 2000 多万，提升到了 3 个亿。所以没人会拒绝这样的诱惑。但投资者却被蒙在鼓里。不知道在巨大规模之下，这只基金即将变得十分的平庸。

那么怎么避免这种基金业绩下降的情况呢？要么对新的持有人封闭，也就是不许再申购了，这样可以保证基金的规模不再上升。要么就是对基金增加更多地投资经理，然后把工作量划分。相当于一只大基金，变成好几只小基金。最后还有一招，就是主动降低费率，降低换手率，让他像指数基金靠近。知道打不过市场了，

就尽量别被市场落下太远。

下一个部分作者讲了税收对于基金投资业绩的影响，因为这个涉及到制度的差异，在咱们这几乎没有这个影响，所以我们就不细讲了，大概作者的意思就是说，最高换手基金，会有很多的税收成本，而且你频繁买入和卖出基金，也有很多税收成本，最好的投资方法就是始终拿着指数基金，千万别动。这样税收成本最低。其实美国这种税收安排，虽然看起来从投资者身上抽血，但其实反而保护了投资者的利益。你怕交税，就尽量长期持有，而长期持有最终反而对投资者更为有利。明天我们再来看看，投资基金中的时间的作用。这是成本，收益，风险之外的第四个维度。

共同基金常识 13：基金的回报很高！为何还是赚不到钱？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，共同基金常识。今天我们再来看看，投资中的时间维度，这是成本，风险，收益，三个维度之外的，另一个维度。作者还用了一个立方体来解释，长宽高，分别是回报，风险和成本，

时间作为第四个维度，对前三个维度都有作用和影响。

我们先看第一个维度，回报，这也是所有投资者最为关注的问题，之前我们讲了基金的回报并不差，即便在 A 股市场，基金的平均年化回报也有 18%，这个回报水平虽然不能继续下去，但是站在长期的角度，拿到 10-12% 的年化回报并没有什么太大的问题。至于第二个维度风险，他跟回报是长与宽的关系，构成了一个平面，如果风险成为短板，那么这个平面的面积也不会太大。所以在专业投资者的眼中，更多地是使用了一个风险调整后的回报的概念，这意思其实就是让长  $\times$  宽的面积达到最大。要么在同等风险下，拥有更好的回报，要么就是在同等回报下，降低风险。这个性价比越高，投资者也就越能赚到钱。比如我们说的资产组合就是可以降低波动的同时，提高回报率，但这个性价比也有极限，风险最大和风险最低，都不是性价比最高的方式。所以需要我们去寻找一个动态的平衡点。

第三个维度就是成本，这就相当于一个立方体的高度，把投资从平面，发展到了立体空间，如果成本是短板的话，那么这个平面再大，他也不会拥有很好的体积。所以要求在平面的基础之上，必须要将成本降得最低，那个最大的体积，就是我们追求的，最好的投资方式。

那么第四个维度时间，他对于回报，成本，风险都有分别的影响，所以最后也对投资产生深远的影响。简单来说，你只投资 3 年，追求最大回报，跟你要投资 30 年，追求最大回报，完全不是一个概念。3 年内获得回报，你根本无需关注成本，只需要在意风险和收益就行了。而 10 年，你其实根本不用关心风险，只关心收益和成本就够了。如果投资 30 年，甚至收益都是一个常数，你最后关心的应该只有成本。

我们都在讲复利的作用，作者也举了一个例子，你 25 岁，到 65 岁的时候，要获得 50 万美元的资产，那么你怎么做呢，如果每月去投资股票，只需要每月拿出 43 美元坚持 40 年就够了，如果你要是储蓄，那么每月得存下 328 美元，是投资股票的 8 倍。

而且作者还做了个测算，投资时间越早，你每月付出的成本，将呈现几何数字的下降，而投资时间越晚，你其实就要付出更多地钱。比如还是那个例子，你从 25 岁开始，每月只投 43 美元就够了，但是如果晚十年从 35 岁开始，则需要每月 143 美元，如果到了 45 岁才开始，那么每月支出就多达 505 美元，相当于提高了 12 倍。

投资中有一个快速计算复利的公式，就是 72 法则，拿 72 除以回报率，就是你的投资翻倍的年限，比如年化回报是 4%，72 除以

4=18,也就是说你的投资 18 年才能够翻倍,如果你把投资回报率提到 10%,那么 7 年就能翻倍,也就是总资产达到 2 倍。后面就是以此类推,14 年变成 4 倍,21 年总资产膨胀到 8 倍。所以大多数人至少都有 35 年时间可以用来投资,如果你找对方法的话,至少能做到本金膨胀到 32 倍。那么你算算,财务自由还难么?假如你想 60 岁过上,每月 2 万的生活,只需要准备 600 万资金就够了。而这 600 万你用 35 年去投资,那么起始资金只需要不到 20 万就够了。600 万绝大多数家庭都没有,但是 30 岁以下的年轻人,拥有 20 万可投资资产,其实一点都不少。关键是要行走在正确的道路上,我们都可以创造一个幸福的晚年。

另外,在一个 30 年周期的跨度之内,我们之前也说了,你甚至没必要去考虑风险和收益了,因为压根就不重要,收益会是一个常数,就是每年 10%,通胀调整后 7%,而风险几乎为零。即便你从最高点入市 30 年之后,也肯定会赚钱了,而且回报率也差不太多。作者也做了一张图,好比一把朝向右侧的剪刀,年限越短,这一年的收益跨度越大,比如下一年,你有可能是赚 25%,也有可能赔掉 11%,但是如果持有 50 年,你最好能赚年化 7.7%,最差也能赚年化 5.7%。在这么长的周期内,对你影响最大的就是成本。你每年多付出的 2 个点,在 40 年之后,会吃掉你一半的资产。那么每年要差 4%呢?40 年后总资产差了 8 倍。所以长期范围内,一定是成本优先,回报其次,风险必要考虑。也就是我们

所说的，尽量用指数，拿更高的权益仓位。想投资 30 年，去做股债平衡，这就相当于主动丢掉 2 个点的年化回报。所以长期管理和短期管理，思路是完全不一样的。

下面我们来看基金的管理，其实基金的设计很好，让专业的人做专业的事，但是这么多年过去了，这个目标其实并未达到，基金所有权和控制权分离，其实损害了持有人的利益，现在越来越多的基金以营销和规模为导向，最终背离了投资者的信任。美其名曰给投资者更好的体验，但是金融行业跟其他的消费品行业是不一样的，消费者最想要的东西，一般就是最好的东西，但是投资者最想要的东西，却一定会让你赔钱。而基金公司，现在就在这么干，你们最想要啥，我就给你啥，最终让自己的规模爆发，反正赔掉的都是你们的钱，我的管理费足额赚到手。

基金的管理其实是最重要的，他必须富有信托责任，通过专业和自律，定位为长远，所谓信托责任，就是要完全站在持有人利益的角度出发，收取合理的价格，是可以的，但不能危害持有人利益。那些只为做大做强，甚至营销导向，在行业过热的时候，还玩命发新基金上规模的基金公司，显然违背了这种信托责任。其实投资者很好分辨，那些不做行业基金，不注重市场排名，一到市场过热，就限制申购的基金公司，才是负责的体现。

专业竞争力和自律，就是说基金公司能不能不去追热门，不去投机。当市场一种风格过热的时候，那些铺天盖地，发同类型新基金的公司，我们应该拉入黑名单。比如大家可以到回去看看，2020年底，谁在发白酒和医药类的基金，2021 年中期，谁又在主推新能源和周期类基金。这些基金公司，基本都是营销导向的公司。他们每年都会推一个明星经理，并不是因为管理能力强，而是因为他们在这条赛道上都押注。然后捡好的出来做营销。这么做确实有点缺德。

第三就是着眼于长期，投资要有定力，关注长期回报，老齐举个例子，现在蚂蚁上的投资者基本都是投机者，那么有些公司为了适应蚂蚁的风格，就故意做一些高波动产品，让这些投机者追涨杀跌，一方面吸粉，另一方面扩大规模。所以老齐一直认为，蚂蚁和天天基金，虽然是行业最大的平台，但是却离长期投资价值投资渐行渐远，这些互联网思维，其实对于投资者非常不利，你天天与这些投资者为伍，最后也就越来越急功近利，说白了最后这两个平台，就沦为了韭菜收割地。是基金公司收割流量和管理费的目标。

一般来说，扩大规模，必然会让主动投资的范围缩小，所以不会给投资人带来好处，甚至会产生非常不利的影响，但是基金公司为了自己赚取收益，却必然要扩大规模，所以这就形成了利益悖

论。你要想做大就必然牺牲持有人的利益，你要想为持有人负责，就注定做不大。这就是目前主动基金遭遇的困境。

根据之前作者的分析，主动基金的回报率与市场总体回报率之间的差值，基本上就是基金的成本所导致的，而且大规模基金，业绩反而较差，小规模基金，还有可能跑赢市场，所以最终就变成了，你越是寻找明星基金经理，反而最后业绩也就会越差。越想战胜市场，就越不容易跑赢均值。那么我们到底该怎么做，作者的意思肯定就是长期持有指数，但是一般投资者是很难做到的，因为波动太大，那么退而求其次的方案就是，持有股债平衡性指数基金，长期持有。但是这么投资可能又太无聊，有时候也没办法避免风格的扰动，那么这个痛点怎么解决，其实这也是老齐这几年正在研究的方向，明天说说我的解决之道。

## 共同基金常识 14：指数 FOF 的未来

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，共同基金常识，昨天我们说到了，如何让大家降低风

险的同时，获得更高的收益，还得成本低廉，避免风格上的扰动。看起来比较贪心，但是其实还是有办法的，需要在指数型平衡基金的基础上，做一定的低成本量化管理，形成一个指数 FOF 的模式，这样指数基金的费用很低，简单优化管理再加 0.2% 的费用，大家也还能够接受，长期下来，也不会吃掉多少收益，这样的组合，既能够控制回撤，也能够长期持有，还能够应对风格的变化，会按照一定的程序，在价值，成长，甚至美国股票之间进行自由切换比例关系。通过量化，实现对于风格的优化，也废不了太多的人工，也不需要深入去研究行业，所以这种模型成为一种可能。老齐也正在致力于研究这种成本低廉的投资模型开发。让我们可以用更低的成本去管理基金，也可以用更低的风险，获得更高的回报。未来把这套逻辑应用于公募 fof 的产品当中，将会实现一个互联网时代的爆款产品。也只有这种指数化产品，与规模无关，不会因为规模暴涨，而导致投资收益降低，最终做到，管理人和持有人利益一致。

下面我们再看看，关于基金的营销，如何才能够降低成本。今天我们来看看，基金的营销话题，作者说基金行业当中，市场营销正在成为一股主要的驱动力量。但现在也出现了很多的问题，首先，他消耗了太多的费用，减少了持有人的回报，现在基本上基金公司会在渠道上投入重金，甚至给很高的佣金比例，其次，渠道销售，为了得到更好的收入，经常把基金吹的天花乱坠，把很

多偶然的回报，吹成是必然，把之前的回报，说成是可持续的回报，最后，也是最重要的一点，这种营销驱动，让投资者和基金的关系发生改变，持有人不再是基金的所有者，而基金被作为投资顾问的客户来对待，也就是说，基金公司不再对持有人负责，而只需要对渠道负责。结果会相当严重，比如以前基金公司得让客户切实赚到钱，客户才会留下来，但现在你必须要做出短期爆发性的业绩，渠道才有营销的基础，那么业绩短期爆发，渠道拿去营销，最后的结果就是客户必然亏钱，而且是越亏越多。但是客户的利益，不再被基金公司重视。

更要命的是，如今基金公司已经开始受到渠道的反噬，甚至渠道已经成了爹，比如银行渠道，完全可以影响基金的投资操作，甚至可以要求换掉基金经理，现在蚂蚁也是如此，甚至可以定期召集基金公司过来开会，让基金们不断加大投入，发红包等等。基金公司们也苦不堪言，你如果不跟渠道玩，那么规模没有保证，跟渠道玩，就会交出大量的渠道费，而且有的时候，干脆就是被剥削，比如某银行渠道，推荐 A 基金后，拿到了返佣，转手就给客户发短息，说现在 A 不好了，应该卖掉去买 B，所以基金公司的佣金也就白出了。并没有得到多少管理费。最后客户赔了钱，付出了很多费用，而基金公司其实也没有拿到手多少，钱全都让渠道给赚走了。而渠道其实就是在作恶。光老齐这里，每年被银行理财经理坑惨的，高位追热门基金的粉丝，就不计其数。而且

投资者持有基金的时间,也越来越短。投资者也在买入卖出之间,付出了太多的费用。

所以基金公司应该想想,自己要做营销公司还是做投资公司,是把投资者当成所有者还是客户,这有着很大的区别,甚至做法完全相反,但很可惜现在基金公司已经逐渐走向了营销公司,持有人客户化越来越明显。甚至不少基金公司,干脆把持有人当成韭菜去收割。

现在不少基金公司其实已经发现,跑赢市场已经越来越难,所以他们的做法就是尽量选择高波动的行业基金,制造短期业绩,然后拿短期业绩出来做营销。打造基金经理的个人品牌,比如某家知名的大公司,就是这么干的,每年都会推出一个明星基金经理,有的干脆就是只干过 1-2 年的新人,明明是行业基金,分散持仓,非得说是主动管理能力强,然后尽快发售新的产品,以求上规模的目的。现在互联网给了很多基金这种营销的机会,一些平台,就如同基金超市一样,把短期业绩好,甚至过热的基金,都摆在了前面,优先推送给不明真相投资者。

作者写这本书的时候,互联网已经成了新科技的代表,很多投资者也开始从互联网渠道了解基金的信息,但是这并没有为投资者带来收益,大家的投资和交易变得越来越简单,甚至坐在电脑前,

敲几个按键，就能买入和卖出基金，这反而加速了投资者的亏损，而且在网站上，他们也总是获得各种基金排名的信息，每天你都能查看基金的净值，这都让我们的心里产生躁动，为什么别人的基金天天涨，我的基金却一直不涨。我要不要也把基金给换了。但往往当你最后挺不住更换基金之后，就会发现，被你卖掉的基金不怎么跌了，甚至逐渐开始恢复上涨，而你买入的基金却开始了下跌。

那么投资者会不会去购买指数基金呢？答案是不会，虽然作者已经告诉你了，指数基金终将打败 90% 的主动基金，但这是在一个长期且不确定的时间范围取得的结果，而放到每一年，指数基金一般都在中游，大概只能打败 60% 的主动基金，所以大多数投资者根本就不会对他们感兴趣。但其实这才符合投资的规律，其实也是马拉松的规律，一开始速度并不快，但是后程却越来越猛，而但凡是那些上来就冲刺的选手，必然跑不了多远，就会慢下来，甚至无法坚持。

在投资的过程之中，信息经常被误以为是知识，而知识其实极少被转化为智慧，但恰恰智慧才是最有效的，远比一些碎片的知识 and 数据有效的多，所以我们最后发现，生活在技术进步面前，越来越方便了，但是投资收益却越来越差。或者说，你了解的信息越多，接触的数据越广泛，你可能也就亏损越严重，这是因为你

没有读书，缺乏足够的认知体系去驾驭这些信息，最后反而凌乱了。没有让信息为你所用，反而让信息成为了你情绪的放大器。

这里老齐解释一下，什么是信息，什么是智慧，看到很多业绩靓丽的基金，这就是信息，而你知道他收益太好，规模过大，未来毕竟走向平庸，反而一些冷门的基金，只是因为市场风格不合适，才导致其业绩不佳。但他其实正在为未来的业绩爆发而蓄势。这才是智慧。所以信息和智慧得出的结果，可能完全相反。另外，信息大爆炸还有一个重要的后果，你几乎无法在拿到第一手有效的资料，这个意味着什么呢？大家可以想想，其实结果很可怕，意味着你得到的信息，其他人也都得到了，你担忧的，其他人也正在担忧，所以信息的作用开始发生逆转，出现相反的方向。比如原来我们听说加息，股市就要跌了，但现在你听说加息，别人也都听说了，大家都已经为加息做了准备，甚至过度悲观，那么加息落地之后，市场反而可能没什么反映，甚至低开高走，成为利好。这就是信息时代给我们带来的巨大改变。

我们接下来再看看基金的董事们，他们的利益也比较分裂，理论上他们为股东服务，也就是为基民的利益服务，但他们其实都是基金公司的高管，基金公司的利益才是他们的根本利益，甚至最后股东反而成了他们眼中的韭菜，明知道发行热门基金，会损害股东的利益，但是为了营销，为了长规模，大多数基金公司也还

是这么干了。所以一方面，他们拿着股东的天价年薪，另一方面，干着坑害股东的事。但老齐反而觉得，这个事其实很平常，不光是基金公司，绝大多数上市公司，也都存在着这种情况，特别是对于小股东的利益，董事们根本不会负责。所以这块我们也就不多说了，包括本书的最后一部分，其实讲的是企业家精神，说的也还是这么一回事，呼唤基金管理公司的良知，为股东利益，为基民利益着想，但这个东西在如今这种机制下，也就只能凭良心了。从我们投资者的角度，我们只能去尽量选择一些有良心的管理者。而且老齐总是告诉小伙伴，除非你自己提高，否则金融的世界里面到处都是坑。你也不知道谁真对你好。谁又在一直忽悠你。绝大部分投资者其实是缺乏这种认知的。

这就是本书的全部内容了，想要投资基金，特别是想在基金上取得长期回报的朋友，应该把这本书多看几遍，其实留给我们的道路只有一条，那就是股债平衡指数策略。有且只有这条路，能够让你兼具收益，且风险较低，还得成本较小，能够长期投资。但老齐认为，股债平衡指数策略，其实稍加调整，也可以做的更好。让基金公司跟持有人利益做到统一，规模和业绩统一也并非不可能。反正现在痛点就摆在这，谁能解决这个问题。谁就能创造伟大的生意。也许老齐未来会给大家一个解决方案。