

# ／ 目 录 CONTENTS ／

|           |                                   |           |
|-----------|-----------------------------------|-----------|
| ／ 第 1 章 ／ | <b>投资常识</b>                       | <b>1</b>  |
|           | 巴菲特亲自讲给你                          |           |
|           | 巴菲特讲的投资故事                         | 2         |
|           | 赶走所有经纪人、基金经理和投资顾问!                | 4         |
|           | 持有企业股票, 然后静待时机                    | 5         |
| ／ 第 2 章 ／ | <b>股市收益</b>                       | <b>8</b>  |
|           | 必然等于企业长期业绩                        |           |
|           | 1900 年投资 1 美元, 2015 年变成 43 650 美元 | 10        |
|           | 经济基本面决定股市最终表现                     | 13        |
|           | 以 10 年视角看投资, 收益极为稳定               | 14        |
|           | 以 10 年视角看投机, 收益波动巨大               | 15        |
|           | 投资者心理摸不透, 市场长期走势可以预测              | 17        |
| ／ 第 3 章 ／ | <b>指数基金</b>                       | <b>20</b> |
|           | 最简单的工具往往最有效                       |           |
|           | 持有涵盖整体股票市场的投资组合                   | 22        |
|           | 赢家与市场为友, 输家与市场为敌                  | 26        |
|           | 指数基金表现优于 90% 的主动型共同基金             | 27        |
|           | 投资的真理: 人多的地方不要去!                  | 28        |

|           |                                |           |
|-----------|--------------------------------|-----------|
| / 第 4 章 / | <b>成本</b><br>长期收益的“胜负手”        | <b>32</b> |
|           | 扣除成本后，击败市场是一场输家游戏              | 34        |
|           | 客户的游艇在哪里？                      | 36        |
|           | 本应属于我的 179 900 美元去哪了？          | 38        |
|           | 金融中介：不承担任何风险，却收下 60% 的收益       | 40        |
| / 第 5 章 / | <b>费率</b><br>“到低成本池塘里钓鱼”       | <b>44</b> |
|           | 业绩起起伏伏，而成本始终存在                 | 46        |
|           | 费用是巨大的、狡猾的、隐性附加的               | 47        |
|           | 10 年后，成本最低的基金赚 8 倍，成本最高的只赚 6 倍 | 48        |
|           | 阻止经理人不劳而获，便可笑纳全部收益             | 51        |
| / 第 6 章 / | <b>股利</b><br>对长期收益影响巨大         | <b>54</b> |
|           | 你要 170 万美元，还是 5 910 万美元？       | 56        |
|           | 费用能吃掉基金的全部收益                   | 57        |
|           | 还会不断侵蚀你的股利收益                   | 58        |
| / 第 7 章 / | <b>行情和热点</b><br>制造盲目的乐观和贪婪     | <b>62</b> |
|           | 行情好，资金流入；行情差，资金流出              | 64        |
|           | 成本和通胀的双重惩罚                     | 65        |
|           | 错误的基金和错误的时机，让收益大打折扣            | 67        |
|           | 当情绪遇上营销，投资的灾难便开始了              | 69        |
| / 第 8 章 / | <b>税金</b><br>经常被忽视的重要成本        | <b>72</b> |
|           | 频繁换手导致税收负担加重                   | 74        |
|           | 主动型基金让投资者损失 28 600 美元          | 75        |
|           | 压垮骆驼的最后一根稻草是什么？                | 76        |

|                   |                            |            |
|-------------------|----------------------------|------------|
| <b>/ 第 9 章 /</b>  | <b>低收益率<br/>我们不得不面对的未来</b> | <b>80</b>  |
|                   | 股市的黄金时代即将结束                | 82         |
|                   | 未来的股市收益可能只有 6%，甚至 4%       | 85         |
|                   | 债券收益也可能低于历史平均水平            | 86         |
|                   | 平衡型基金收益率将接近于 0             | 87         |
| <b>/ 第 10 章 /</b> | <b>选中长期赢家<br/>如同在草堆里寻针</b> | <b>94</b>  |
|                   | 40 多年里，80% 的基金不复存在了        | 96         |
|                   | 355 只基金中，仅有 2 只称得上优秀       | 97         |
|                   | 大名鼎鼎的富达基金，也成了明日黄花          | 98         |
|                   | “大钱包”：超额收益的天敌              | 100        |
|                   | 与其在草堆里寻针，不如买下整个草堆！         | 102        |
| <b>/ 第 11 章 /</b> | <b>均值回归<br/>优秀短期业绩的宿命</b>  | <b>106</b> |
|                   | 表现最好的基金中，有 18% 会在 5 年内停止运营 | 109        |
|                   | 我们只是“随机漫步的傻瓜”              | 109        |
|                   | 明星基金很少是“恒星”，多数是“彗星”        | 111        |
| <b>/ 第 12 章 /</b> | <b>投资顾问<br/>大多数毫无价值</b>    | <b>116</b> |
|                   | 70% 的家庭依赖投资顾问              | 118        |
|                   | 哈佛商学院教授：投资顾问在帮倒忙！          | 119        |
|                   | 靠投资顾问赚 2.9%，自己买基金赚 6.6%    | 120        |
|                   | 世界最大股票经纪公司让投资者损失 80%       | 122        |
|                   | 面对投资顾问，当心、再当心！             | 123        |
| <b>/ 第 13 章 /</b> | <b>严控成本<br/>尽可能化繁为简</b>    | <b>126</b> |
|                   | 50 年后，指数基金将跑赢 98% 的主动型基金   | 129        |

|                   |                               |            |
|-------------------|-------------------------------|------------|
|                   | 减少 0.21% 的费率，能帮投资者多赚 2 058 美元 | 131        |
|                   | 确保自己赚钱，而不是帮基金经理赚钱             | 133        |
|                   | 无论市场是否有效，指数工具都会起作用            | 134        |
| <b>/ 第 14 章 /</b> | <b>债券型指数基金</b>                | <b>138</b> |
|                   | 优秀业绩有目共睹                      |            |
|                   | 当前，债券收益比股票高 1.1%              | 140        |
|                   | 过度依赖垃圾债券，风险极高                 | 142        |
|                   | 主动型债券基金收益同样落后基准指数             | 143        |
|                   | 怎样构建理想的投资组合？                  | 144        |
| <b>/ 第 15 章 /</b> | <b>ETF</b>                    | <b>148</b> |
|                   | 一只披着羊皮的狼                      |            |
|                   | ETF 背离了指数基金的初衷                | 150        |
|                   | 总成交量 550 亿美元，换手率 2 900%!      | 152        |
|                   | ETF 就像最好的猎枪，是自杀的最佳工具          | 155        |
|                   | 中间商美梦成真，投资者的梦谁来圆？             | 156        |
| <b>/ 第 16 章 /</b> | <b>“新型指数基金”</b>               | <b>160</b> |
|                   | 对理性和历史的双重违背                   |            |
|                   | 承诺高收益，收取高费用，却不负责结果            | 162        |
|                   | 有利于发起人，有害于投资者                 | 163        |
|                   | “聪明 $\beta$ 之父”也认为它终将崩溃       | 164        |
|                   | 安全是不是比后悔好一些？                  | 167        |
| <b>/ 第 17 章 /</b> | <b>选择防御型投资</b>                | <b>170</b> |
|                   | 做更聪明的投资者                      |            |
|                   | 如何成为聪明的投资者                    | 172        |
|                   | 财富不可能来自买卖，只能源于价值增长            | 174        |
|                   | 直截简明的多样化 + 理性长期预期             | 175        |
|                   | 传统指数基金完美诠释格雷厄姆教诲              | 177        |



|                   |                          |            |
|-------------------|--------------------------|------------|
| <b>/ 第 18 章 /</b> | <b>资产配置（一）<br/>原则和策略</b> | <b>180</b> |
|                   | 资产配置能导致 94% 的收益差异        | 182        |
|                   | 股债配置比例应与风险容忍度相一致         | 183        |
|                   | 聪明投资者的四项抉择               | 186        |
|                   | 用低成本指数基金替换高成本主动型基金       | 187        |
|                   | 没有万无一失，只能力求最好            | 189        |
| <b>/ 第 19 章 /</b> | <b>资产配置（二）<br/>退休规划</b>  | <b>192</b> |
|                   | 60% 股票与 40% 债券           | 194        |
|                   | 随年龄变化调整配置计划              | 196        |
|                   | 退休后收入应跑平通胀               | 197        |
|                   | 海外资产配置不要超过 20%           | 198        |
|                   | “生命策略”基金是投资者的明智之选        | 200        |
|                   | 重视社会保险                   | 202        |
| <b>/ 第 20 章 /</b> | <b>投资的智慧<br/>经得起时间检验</b> | <b>208</b> |
|                   | 成功投资的必要常识                | 211        |
|                   | 当约翰·博格遇见本杰明·富兰克林         | 212        |
|                   | 通向财富之路                   | 214        |
| <b>致 谢</b>        |                          | <b>217</b> |



# 第1章

# CHAPTER 1



## 投资常识

巴菲特亲自讲给你



帮手们越帮越忙，戈特罗克家族的财富越来越少，原因何在？

股票经纪人说：“做点什么吧。”指数基金说：“坐那儿什么也别做。”到底听谁的？



## THE LITTLE BOOK OF COMMON SENSE INVESTING



从根本上看，指数基金不过是买入美国股市上的所有股票并永久持有的共同基金，因此，要认识指数基金，我们首先要了解股票市场的运行机理。伯克希尔·哈撒韦公司董事长沃伦·巴菲特曾在 2005 年的公司年报上讲过一个故事，我斗胆对这个故事进行了一番改造。这个耳熟能详的故事，可以让我们清晰认识这个庞大而复杂的金融市场固有的非理性和反效率性。

## 巴菲特讲的投资故事

很久以前，曾经有一个非常富庶的戈特罗克家族。经过世世代代的生息繁衍，这个包括几千个成员的大家庭成了所有美国股票的 100% 所有者。投资让他们的财产与日俱增：几家公司创造的收益，再加上它们所分配的股利，成为这个家族取之不尽的财源（如果戈特罗克每年再购买一点新发行的有价证券，也许会让这个问题稍加复杂化）。所有家族成员的财富都在以相同的速度

增长着，大家相安无事、和睦相处。这场永远不会有输家的游戏让戈特罗克家族的投资如滚雪球一般，几十年便会翻上一番。戈特罗克家族在玩一场赢家的游戏。

但好景不长，某些擅长花言巧语的帮手出现了，他们劝说一些“头脑灵活”的戈特罗克家族成员，使他们相信只要动动脑筋，自己就能比其他亲戚多挣一点。帮手说服这些家族成员把手里的一部分股票卖给其他亲戚，然后再向他们买进另一些股票。作为中间人，这些帮手全权负责股票交易，他们的回报就是从中收取佣金。于是，所有股票在家族成员之间的分配格局发生了变化。但让他们感到意外的是，家族财富的总体增长速度却降低了。原因何在呢？因为这些帮手拿走了其中的部分收益。最开始的时候，美国产业界烘制的这块大蛋糕全部属于戈特罗克家族，但是现在帮手们却要拿走其中的一部分。

更糟糕的是，这个家族以前只需要为他们收获的股利纳税，但现在，部分家庭成员还要为股票交易实现的资本利得纳税，这就进一步削减了整个家族的财富。

几个自感聪明的家族成员很快就意识到，他们的计划实际上反而让家族财富减少了。他们认为，这些帮手挑选的股票并不成功，有必要聘请更专业的人，帮他们挑选更好的股票。因此，他们开始雇用选股专家，也就是更多的帮手。这些人通过提供中间服务而收取费用。一年之后，当整个家族再度评估其资产的时候发现，他们享有的份额进一步减少了。

噩梦还远没有结束。新上任的管理者必须设法保障自己的收入，于是更加积极地交易家族持有的股票。这不仅增加了经纪业务的佣金，也让家族需要支付的税款直线上升。现在，家族最初

所享有的 100% 股利和收益又再度缩水。

“起初我们没有为自己选好股票，于是聘请专家帮我们选股，结果我们又找错了选股专家。”这些聪明的家族成员又开始想，“到底该怎么办呢？”前两次的挫折并没有让他们就此罢休，他们认为应该继续寻找帮手。于是他们找来了最好的投资顾问和财务规划师，请他们协助寻找足以胜任的选股专家。当然，投资顾问们肯定会信誓旦旦地向这些家族成员保证：“只要付给我们一些费用，一切问题都会迎刃而解。”结果，额外产生的成本，又让戈特罗克家族的蛋糕少了一大块。

### 赶走所有经纪人、基金经理和投资顾问！

最后，戈特罗克家族终于察觉到情况不对，于是，大家坐在一起，严厉批评了那些试图卖弄小聪明的家庭成员。他们疑惑不解地问：“以前，我们是这块大蛋糕的唯一主人，我们享有 100% 的股利和收益，但现在怎么会萎缩到只有 60% 了呢？”家族中最聪明的成员——一位贤明的老叔叔温和地对大家说：“你们付给那些帮手的钱，还有你们本不必支付的那些税款，本来都是属于我们自己的股利和收益。回去解决这个问题，越快越好，赶走所有经纪人，赶走所有基金经理，再赶走所有顾问，这样，我们的家族将重新拥有美国企业帮我们烘制的大蛋糕。”

于是，大家听从了老叔叔的建议，重新捡起最初消极但有效的策略，继续持有美国企业的所有股票。

这也正是指数基金的操作策略。

## 持有企业股票，然后静待时机

举世无双的投资大师沃伦·巴菲特对以上故事进行了总结：对全体投资者而言，收益将随着交易量的增加而减少。

这个说法虽然精确，但我还是想补充一句：上述故事反映了金融行业从业者与股票债券投资者之间存在利益上的深刻冲突。金融行业从业者想要赚钱，就得说服其客户：“不要只是坐在那儿，想办法做点什么。”但对客户来说，要想让财富增长，就必须遵循相反的准则：“什么也不要做，等着就足够了。”试图击败市场是不可能的，而这是唯一可以让你避免陷入其中的办法。

倘若某个行业的做法，总是不断损害整体客户的利益，那么客户清醒过来只是时间早晚的问题。然后，这种变化就会不请自来，而这种变化必然引爆当下金融系统的革命。

因此，戈特罗克家族故事的主旨是成功的投资就是持有企业，并赚取企业股利带来的巨额收益和美国（从这一点来看，或许全世界）企业的增长收益。投资活动越频繁，中介成本和税金就越高，财产所有者的整体净资产就越少。而投资者的总体成本越低，他们所能实现的收益也就越高。因此，要在长期投资中成为胜者，明智的投资者就必须将财务中介成本降到最低，让这些成本仅仅局限于绝对必要的层次上。这就是常识带给我们的告诫，也是指数投资的真正含义。当然，这也是本书想要传递的核心信息。



## 杰出投资者锐评

### 基金经理才是最大的“成本”

不妨听听哈佛管理公司前总裁杰克·梅尔（Jack Meyer）的说法。他是一位非常成功的投资大师。在他的领导下，哈佛慈善基金规模增长了3倍多，从80亿美元增长到270亿美元。在2004年《商业周刊》（*Business Week*）的一篇专访中，梅尔指出：“金融行业就是一个巨大的骗局。很多人自认为可以找到能战胜市场的基金经理，但这些都错了。因为这些基金经理要收取费用，为投资者带来交易成本，因此，从总体上看，他们是在削减价值。”

当被问及哈佛慈善基金的成功对私人投资者有何启发时，梅尔先生认为：“首先，投资要分散风险。投资组合要涵盖多种不同的资产类别。其次，尽可能降低中间费用。这就是说，一定要避免那些过度包装、收费昂贵的基金，尽量买入低成本的指数基金。再次，进行长期性的投资。投资者只要持有指数基金，就可以降低交易费和税金。不要对此有丝毫怀疑。”

从学术角度看，《漫步华尔街》（*A Random Walk Down Wall Street*）一书作者、普林斯顿大学教授伯顿·马尔基尔（Burton Malkiel）认为：“指数基金的（年化）收益率，通常较主动型基金超出2%左右。总体而言，主动型基金的收益不可能超过市场平均业绩。它们在费用和交易成本上的劣势，必然导致其平均收益水平低于指数基金。”

“经验已经无可辩驳地说明，指数基金购买者所获得的收益，应该会高于



一般基金经理管理的基金，因为后者不仅收取昂贵的顾问费用，频繁的组合换手也会减少投资收益。指数基金是一种只需承担低廉费用就可获得合理收益的方法。”




# 第2章

# CHAPTER 2



## 股市收益

必然等于企业长期业绩



短期来看，股市是一台投票机；长期来看，股市是一台称重机。你是不停投票还是耐心等它趋于水平？

投资与投机，长期积累与短期博弈，你认为谁会赢谁会输？



## THE LITTLE BOOK OF COMMON SENSE INVESTING



在第1章中，戈特罗克家族的精彩故事清楚地说明了投资的核心现实。巴菲特曾说：“所有投资者从现在开始到‘审判日’为止所能赚取的回报总额，只能是他们所投资的企业在此期间创造的收益总和。”巴菲特以他自己的伯克希尔·哈撒韦公司为例阐述了这一点。对于这家在他手里经营多年的上市投资公司，他指出：

股票的市场表现偶尔会超过或低于企业的经营业绩，于是，少数股东可以通过买卖股票获得超额回报，其交易对手则要承担相对的损失。然而，长期而言，伯克希尔全体股东的总收益必然要等于公司的经营利润总额。

## 1900年投资1美元，2015年变成43 650美元

投资者经常忘记这个永恒的原则，但事实并不会以我们的意志为转移。历史一再告诉我们，我们稍加用心就会发现：美国企

业赚取的长期累计收益，年度股利收益率（dividend yield）与年度收益增长率（rate of earnings growth）之和，以及美国股市的累计收益之间的相关性。如果你思考一下这些关系，也许会恍然大悟：这难道不就是最简单的常识吗？

证据？我们只要看一下美国股市和美国企业在整个 20 世纪中的表现就足够了（见图 2-1）。股票的总体年均收益率为 9.5%。单纯的投资收益率为 9.0%——包括 4.4% 的股利收益率，以及 4.6% 的收益增长率。

每年平均 0.5% 的差异，来自我所说的投机收益。投机收益可能是正数，也可能是负数，这取决于投资者在特定期限内，愿意为每 1 美元收益所支付的价格，是高于还是低于期初的价格。



图 2-1 1900—2016 年投资收益率与市场回报率的比较，从期初 1 美元开始

市盈率（股票价格与收益的比值， $P/E$ ）是指投资者愿意为1美元的收益支付的价格。投资者对市场的信心起伏不定，市盈率也会随之上下波动<sup>①</sup>。每当贪婪主宰市场的时候，我们就会看到市盈率居高不下；而当希望成为市场的主旋律的时候，市盈率就会较为适中；而当失望与恐惧弥漫市场时，市盈率则会一落千丈。于是，股价会起伏波动，周而复始，投资者的情绪波动也会反映在投机收益上，有时它们可能暂时偏离经济基本面长期向上的发展趋势。

如图 2-1 所示，股票投资收益（股利收益加上收益增长）与市场总体收益（包括投机收益的影响）趋向一致。两者之间出现差异，只是短期现象。

这些收益经过 116 年的复利，最终的结果让人叹为观止。按 9.5% 的年投资收益率计算，1900 年投资的 1 美元，到了 2015 年就会变成 43 650 美元<sup>②</sup>。当然，我们当中很少有人能活上 116 年，但是，就像戈特罗克家族那样，在经历了世代传袭后，复利的魔力会让我们的后代体会到无尽的神奇。也许这就是终极赢家的游戏吧。

从图 2-1 中我们可以清楚地看到，企业的投资收益一直处于波动中。某些时候——比如说 20 世纪 30 年代初期的“大萧条”，收益波动十分剧烈。但是，如果稍微拉开距离、眯着眼睛看，企业收益的基本趋势仍像是一条平稳上升的直线，虽然每隔一阵子就会出现周期性波动。

<sup>①</sup>利率也会影响到市盈率，只不过影响可能很不规则。因此，我在这里只是点到为止。

<sup>②</sup>我们还是要公正地看待这一问题。如果我们按 6.3% 的真实收益率（扣除 3.2% 的通货膨胀因素），而不是 9.5% 的名义投资收益率作复利计算，那么最初这 1 美元的累计收益就只有 1 339 美元了。无论怎样，超过 1 300 倍的财富增长率也足以让人瞠目结舌了。