权益类基金
投 资 手 册

EQUITY FUND INVESTMENT MANUAL

指导单位
中国证监会上海局

编撰单位
上海市基金业同业公会
睿远基金管理有限公司

权益类基金
投资手册

EQUITY FUND INVESTMENT MANUAL

序

投资是认知的变现

和投资者交流过程中，我们会发现投资经理和投资者之间存在较大的沟通鸿沟。例如，投资者一般关心的问题是：科技好不好，消费好不好，现在应不应该买基金，应不应该买黄金，应不应该买原油，对于全球新冠疫情、全球化、就业、收入、增长，你怎么看？

而基金经理/投资经理的回答通常都没有那么有趣，一般就是我怎么找到一个好的企业，怎么评估一个股票的价值。最后导致一个非常魔幻的情况，我看到一个客户对投资经理的留言是：讲了半天，不知所云，你就告诉我科技股能不能买就行。这里沟通上的鸿沟，可能反映了两个层面的问题，一是投资经理视角下的二级市场投资行为，另一个是普通大众投资者视角下的投资行为，包括投资股票、基金等。大家虽然都是在谈“投资”，但其实又因为不是一个层面上的“投资”，所以才会出现上面那样魔幻的情况。

诚然，投资者一般会问：1.最近对市场怎么看，是买入还是卖出的时机？2.对某个行业、个股，近期热点事件的点评和观点。3.投资大师分享的投资经验，应该如何解读，学习和运用？其实，对于这些聚焦“操作”层面的问题，答案或许并没有那么重要。原因是：1.每个人都有利益立场，所以观点只是参考，并不能直接作为操作依据。2.一次性的观点不重要，重要的是观点产生的角度和逻辑。 更重要的是，很多投资者并不理解，其实这些问题的答案对不对，可能对最后的投资收益都不应该有那么大的影响。

以普通投资者视角下的股票投资行为为例，一笔投资的成功与否，不仅决定于某个观点是对还是错，更取决于：

1.资金属性：资金来源，能投多长时间，有时候可能这笔投资的选择是成功的，但投资人的投资期太短，没法扛到收获的时候，甚至中途因浮亏而赎回；

2.风险承受能力：是否有硬性的波动限制，是否能接受亏损风险？

3.投资组合构建的情况：买多少，全仓还是一半，还是10%？即使是10倍股，如果仓位很低，最终对自己整体的收益贡献也会非常有限；

4.资金进出时点：用多少价格买比较合适；发生什么情况需要立即退出，什么情况需要补充加仓，什么时候可以长期持有不动，等等。

但对以上内容的理解，大家往往本末倒置了。本是什么，是我们对投资市场的理解、能力圈、交易体系和能力，我们永远无法长期稳定地获得超过我们能力圈的投资业绩。相比之下，投资结果只是我们能力的体现。本末正置，纲举目张。投资是认知的变现。长期来看，

沟通上的鸿沟

投资者关心的问题

- 科技好不好？
- 消费好不好？
- 现在应不应该买基金？
- 应不应该买黄金？
- 应不应该买原油？
- 对于全球新冠疫情、全球化、就业、收入、增长，你怎么看？

基金经理的回答

- 我们怎么找到一个好的企业？
- 怎么评估一个股票的价值？

一笔投资的成功与否关键因素

值得投资者关心的问题

- 资金属性
- 风险承受能力
- 投资组合构建的情况
- 资金进出时点

总结

我们永远无法长期稳定地获得超过我们能力圈的投资业绩。相比之下，投资结果只是我们能力的体现。

> 中短期来看，概率和运气会对投资业绩带来巨大的影响，或许能获取很高的投资收益。但长期来看，如果真实的投资能力没有跟上，靠运气带来的财富大概率会因为实力亏回去。

投资业绩一定是真实投资能力的体现。中短期来看，概率和运气会对投资业绩带来巨大的影响，或许能获取很高的投资收益。但长期来看，如果真实的投资能力没有跟上，靠运气带来的财富大概率会因为实力亏回去。

认知是什么？首先，是投资价值观和投资哲学。世界万分复杂，投资世界也不外如是。同样的事件，不同的角度会得出不同的观点，不同的参与主体有不同的感受和体验，不同的时候有不同的影响力和答案。它更像是一个开放式的文科题，而不是类似数理化般有个唯一的、封闭式的正确答案。所以，作为投资者，首先需要确定的是观察投资世界的角度。比如，在价值投资者的眼里，更多看到的是自下而上对行业趋势、企业竞争优势、经验壁垒、自由现金流、盈利能力、企业家精神的变化，更关注的是为了购买某个经营能力付出的价格。太贵了就不划算。在趋势和博弈投资者的眼中，会更关注行业、宏观、投资者情绪、资金变化趋势、预期与预期差等因素。价格高不是问题，只要能有机会能出现更高的价格。不同的观察角度和结论并没有对错，都是真实的对可观世界的反馈。其次，交易体系。马克.泰尔曾在《巴菲特和索罗斯的投资习惯》书中分享到，长期来看，稳定的投资表现不仅来自于对未来市场上涨或下跌的准确判断，更取决于投资者是否建立了一套完整的投资体系或系统。好的投资表现，不会仅仅来自于正确的观点与预期，而是来自于投资认知、资产配置、组合构建、仓位管理、交易策略、跟踪控制、纠错机制等多个因素的综合影响。最后，识别自我的非理性行为。知行合一，抵住贪婪与恐惧的影响。不管是价值投资还是其他投资方法，成功的投资大师都有一个共同的特点，也就是建立自己理性多维度的认知体系以及克服非理性行为所带来的影响，这其中包括成功抵抗内心对投资结果不好的恐惧、成功回到对当下动作的专注思考、不被非理性情绪影响自我的判断力，维持科学客观的决断等。说到容易做到难。投资，本质上是在当下付出一定的投入，期待通过投资交易把握市场机会，期待未来实现更多回报的行为。正因为如此，投资者给未来赋予更好的期待，希望实现好的结果。但人们的天性总是趋利避害的。因为我们希望美好的结局，所以在身在其中的投资者，难免会有很多对亏损、无法实现自我投资目标结果的恐惧，和很多对更美好未来的寄望。这就是贪婪与恐惧情绪的来源。可是未来永远是不确定且无法预测的，各种不可能事件都有机会发生。

相对于投资结果，成功的投资者会更关注投资的过程。他们相信，坚持用正确的方式做正确的事情，短期结果无法预料，但只要时间够长，投资次数足够多，获胜的概率够大，一定会成为最后的赢家，实现自我的投资目标。他们不需要精准预测到下一步的变化，例如每一个市场价格的上下波动、例如市场中各参与者可能的应对行为，例如各种黑天鹅和灰犀牛事件会否发生。而是相信市场下一步的走向永远是一个概率行为，大概率的事件有更高的发生概率但也不一定发生，小概率事件也不一定不发生。所以短期的投资结果，无论结果好坏，对他们的情绪和行为并不会受到任何影响。而只会专注回到对当下投资行为的客观分析、回顾与改进的思考中。

在一定程度上，这也是“因上努力，果上随缘”所蕴含的。因为因上努力，所以我们致力于提升自我的认知水平，清晰并坚信自我的投资逻辑，完善并知行合一地坚持正确的交易体系。坚持用正确的方式做正确的事情，长期来看好的结果大概率会随之而来。 因为果上随缘，所以我们能接受预料之外的事件发生对投资结果的影响，理解短期亏损的可能性和必然性，运气好的时候亦然。在开始获利、大幅获利或者持续获利的时候，不会欣喜若狂，产生过度自信的情绪，过度交易；在短期投资不利，市场走向与原来观点长期违背，也不会过于痛苦，自信和情感受到严重的伤害。

目 录

CONTENTS

01 投资前

07 为什么要投资？
09 公募基金适合大众投资吗？
15 我适合投资基金吗？
19 投资权益类基金有什么风险吗？
23 为什么要长期价值投资？

02 投资时

29 如何合理地规划好资金？
31 如何选择适合自己的权益类基金？
37 选择好权益类基金后，如何购买呢？
41 一下子拿不出太多钱，如何定投权益类基金？

03 持有中

47 权益类基金是如何运作的？
49 基金公告要看吗，如何看？
51 净值涨涨跌跌，我很担心怎么办？
55 基金分红了，我该怎么做？
57 长期持有，卖出时有什么讲究？
61 权益类基金如何才能获得长期回报

01 投资前

07 为什么要投资?
09 公募基金适合大众投资吗?
15 我适合投资基金吗?
19 投资权益类基金有什么风险吗?
23 为什么要长期价值投资?

为什么要投资？



“钱够不够花？”若问起这个问题，可能我们的第一反应都是不够花。

为什么会不够花，原因很多，其中一个原因是通货膨胀带来的购买力下降，也就是说，我们的钱在贬值。很多不想为理财伤脑筋的人总以为：把钱放定存就好了，每年有固定利息，又不用为理财忙东忙西，何乐而不为？其实不然，因为每年的通货膨胀会使得金钱的“实质购买力”下降。当每年的通货膨胀率高于定存利率时，就代表金钱的价值缩水了。实际上，通货膨胀一直存在，财富一天天在缩水，所以，可千万别以为把钱放银行就没事了。

物价上涨，一方面要求我们获得更多的财富收入，比如劳动收入，包括工资、奖金、工资以外的劳动所得等等。另一方，也可以通过资本收入，来增加自己的财富收入。这里就有租金、利息、股利、利润、资本所得，包括投资收益，等等。换句话说，我们可以通过投资理财，争取使我们的财富得以保值增值。

法国学者托马斯·皮凯蒂在《21世纪资本论》一书中研究了自18世纪工业革命以来主要发达国家的资本变化演变趋势，并发现资本收益率（R）>经济增长率（G）是1970年以来的一个主要趋势。资产必须保证一定的增长率，且能够高于通胀率，才能维持并提升我们的生活水平。在经济生活中，假定通胀水平低于经济增速，在这一环境下，只有资本的收益率大于平均经济增长率，资本才愿意承担风险，开展经济活动。借鉴发达国家的经验，随着产业结构升级，资本收益率将大于经济增长率，资本收入在整个国民收入的比重会进一步提高。因此，获取优质的资产是取得超额收益的来源。

那投资什么呢?

美国宾州大学沃顿商学院的西格尔教授，统计了过去200年间美国各大类金融资产，包括股票、长期及短期国债、黄金和美元的表现。很多时候我们认为持有现金最保值，那真实结果如何呢?

根据西格尔教授的研究，持有美元的实际年化收益率是负的，如果在这期间你一直持有现金，那么由于通胀的原因会损失掉绝大多数的价值，即一美元最终会贬值成5美分。而被认为抗风险能力最强的黄金，长期来看实际的年化收益率也非常低。债券的实际年化收益率比黄金要高，实际年化收益率也仅为3%左右。而收益最高的资产则是股票，实际年化收益率达到了6.6%。（见下图“1802-2014美国各类资产年化收益率”）

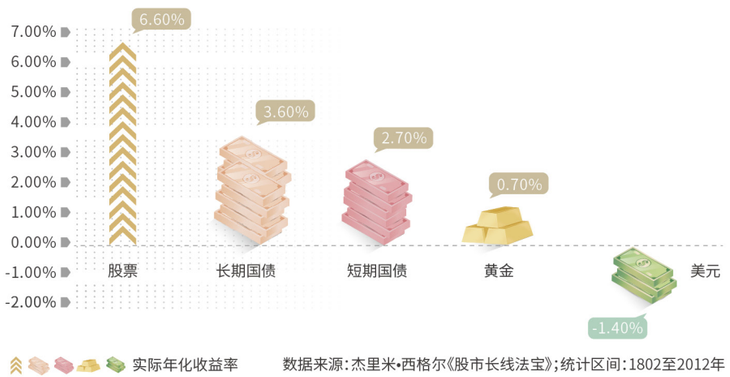
国内的情况又如何呢？根据Wind的数据统计，上证综指自1990年12月19日成立以来，截至2019年底的年化收益率为12.48%。而深证成指自1991年4月3日成立以来，截至2019年底的年化收益率为8.54%。再来看看基金，代表全体基金整体收益水平的中证基金指数，在自2003年设立起至2019年底当中的总回报超过5倍，年化收益12.05%。具体来看，中证混合基金指数同期年化回报为13.64%，中证股票基金指数同期年化回报为13.24%。

但是当提起投资股票或者基金的时候，我们脑海里似乎总是出现“一赚二平七亏”的负面印象，而根据中国基金业协会每年的统计，真正能赚到基金收益水平的投资者也仅占少数。实际上，能否通过证券基金市场赚钱，关键在于我们如何投资证券基金市场。

对基金有所了解和投资经验的朋友，不论是不是专业人士，可能最怕回答的问题就是：“我准备投资，你帮我推荐个基金。”然后紧接着就会问：“这只基金能赚多少钱？”坦白讲，这样的问题太过笼统因而很难回答。但对于普通投资者而言，投资基金这门功课其实也并不好做，不仅需要有理性思维，能够充分考虑自身情况而审慎参与；还需要有一定的数据统计分析能力，能够辨识基金数字背后的陷阱；甚至还需要有一些心理学的常识，能够抵御不同市场环境下非理性思维对自身的干扰。正是因为有这样或那样的难度，我们希望能用大家可以理解的方式，帮助大家更好地理解权益类基金投资，这也是这本小册子的初衷。

如果觉得自己从来没有接触过金融知识，看不懂财务报表；没有买过股票，也没有去过证券营业厅；不会看股票走势图，不懂K线图……这些其实都不会影响我们投资于证券市场当中，也不会影响我们进行基金投资，更不影响我们能否成为一个理性投资者。在这本手册当中，我们不会给一个明确的建议，也不会向大家推荐具体的基金，更不会告诉大家什么时候买，买多少，什么时候卖。我们不会给出这样的建议，但是会和大家分享投资权益类基金的理念和思路，是一种投资观或投资哲学，并且会告诉大家权益类基金的盈利来源是什么，等等。只有搞清楚了这些问题，我们才会有继续前行在权益类基金投资之路上的指引，才更有可能收获时间给予我们的馈赠。

1802-2014美国各类资产年化收益率



数据来源:杰里米•西格尔《股市长线法宝》;统计区间:1802至2012年

公募基金适合大众投资吗？



在生活中，无论是去银行、去证券公司、刷手机、甚至是去逛街买菜的时候，我们都会常常收到各种机构派发的理财产品宣传。理财产品种类繁多，产品传单上收益率几个大字更是充满着诱惑力。但对于普通投资者来说，识别众多理财产品都很困难，更不要说从中选择既靠谱又赚钱的了。实际上，我们不需要去学习所有的理财工具，也并不存在完美的理财工具，我们要做的，是根据自身实际情况，找到适合自己的投资理财工具。（见下页“小知识：基金、股票、债券和银行储蓄存款对比”）

除公募基金之外，我国资产管理行业还包括银行理财、券商资管、信托公司、保险公司等不同类型机构。据《中国资产管理行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》统计，截至2018年末，我国资产管理行业总规模达到124.03万亿元，其中银行理财所占比例最高，约占24%，其次为信托公司和基金公司。近年来，主动管理能力突出的公募、私募基金规模持续增长，根据中国证券投资基金业协会的统计，截止2019年末，公募基金产品数量达6544只，资产管理规模达到14.77万亿元。公募基金在股票投资方面已经遥遥领先各类资管产品，其股票投资专业优势得到大众投资者的广泛认可，公募基金也成为普通投资者间接投资股票市场最主要的投资工具。

对于没有专业投资经验、缺乏投研专业知识的普通投资者来说，到底适合选择什么样的产品来投资呢？其实，公募基金不失为一种靠谱的投资工具。无论从行业成熟度、投资门槛、能力要求、收益回报等各方面，公募基金都是一款值得普通投资者去学习并实操的投资工具。

小知识：什么是公募基金

公募基金是指以公开方式向社会公众投资者募集资金，并以证券为主要投资对象的证券投资基金。基金由基金管理人管理、基金托管人托管，以资产组合方式进行证券投资。这些基金在法律的严格监管下，有着信息披露、利润分配、运行限制等行业规范。

小知识：基金、股票、债券和银行储蓄存款对比

投资渠道	收益来源	经济关系		资金投向	收益风险
• 基金管理公司及银行 • 证券公司等代销机构	• 利息收入 • 股利收入 • 资本利得	• 信托关系 • 投资者购买基金份额后成为基金受益人 • 基金管理人替投资者管理资金	基金	• 间接投资工具 • 主要投向股票、债券等有价证券	• 投资于众多有价证券 • 能有效分散风险 • 风险相对适中 • 收益相对稳健
• 证券公司	• 股利收入 • 资本利得	• 所有权关系 • 投资者购买后成为公司股东	股票	• 直接投资工具 • 主要投向实业领域	• 价格波动性大 • 高风险、高收益
• 债券发行机构 • 证券公司及银行等代销机构	• 利息收入 • 资本利得	• 债权债务关系 • 投资者购买后成为该公司债权人	债券	• 直接投资工具 • 主要投向实业领域	• 价格波动较股票小 • 低风险、低收益
• 银行 • 信用社 • 邮政储蓄银行	• 利息收入	• 表现为银行的负债 • 银行对存款者负有法定的保本付息责任	银行储蓄存款	• 间接投资工具 • 银行负责资金用途和投向	• 银行存款利率相对固定 • 损失本金的可能性很小 • 投资比较安全

公募基金主动管理体系能力突出

美国共同基金教父级的人物，领航基金创始人约翰.博格曾经说过一句话: Don't try this at home。投资是极其专业的事情，不适合普通人在家里尝试。投资并非易事，在投资中，普通人是在和专业的机构投资者对抗。

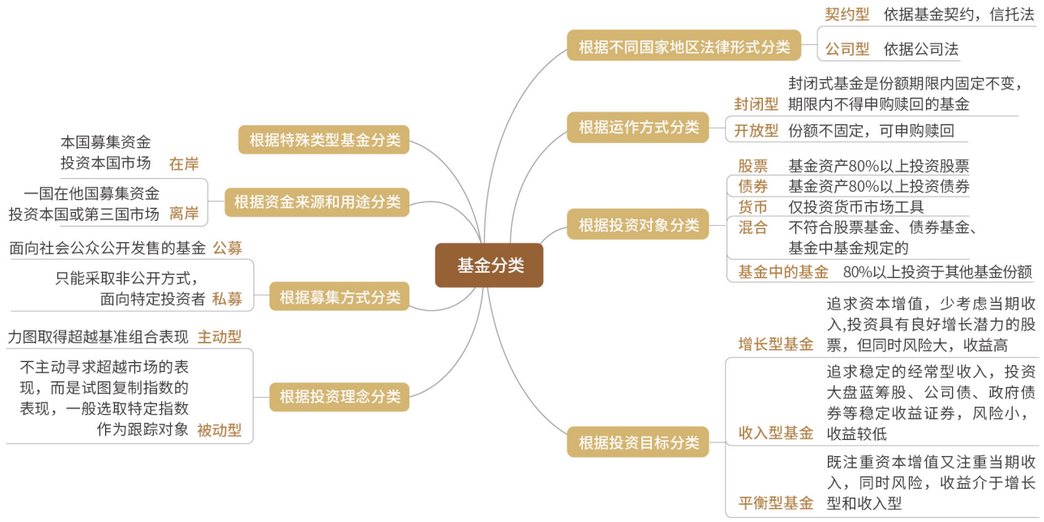
我们知道基金的本质是信托关系，投资者将资金交由基金经理负责打理。选择一只适合的基金，不用天天去操作，基本面、宏观经济、行业情况、开市闭市，就交给基金经理和投研团队去研究。基金投资的关键是要选择一只好的基金，虽然选择好的基金也并不简单，却也比股票投研难度少了很多。

机构投资者不仅拥有好的教育背景、完整的投研平台、系统化体系化的投资流程，还有完备的风险控制体系。投资就是他们的专业。许多优秀的基金经理，在投资行业有着几十年的历练，几万小时的训练，从而可以形成一套适宜的投资理念和方法论，去支持他的投资行为。可以说，主动管理能力是公募基金的核心竞争力，为投资者创造了长期稳健的回报。我们需要做的，就是通过配置正确的基金产品，让专业管理人为我们理财，实现自己的人生财富目标。

公募基金行业成熟度高：制度完善、监管严格

我国公募基金行业从成立之初就充分借鉴国际经验，搭建科学的制度框架，包括独立托管、每个交易日发布净值、信息披露、组合投资等设计。从1998年第一家公募基金管理公司成立开始，经过二十余年的发展，我国公募基金行业已建立起了先进完善的制度 >>

小知识：基金的分类



体系，具有规范而严格的信息披露制度、托管制度、风险控制体系，公募基金产品门槛低、多样化、运作规范、流动性好、操作灵活方便。以公募基金的信息披露为例，公募基金在招募说明书中要披露产品的各项信息，在定期报告中要披露前十大持仓以及报告期内运作回顾和未来展望等，真正做到了信息的公开透明。同时，在风险控制方面，公募基金还有资产组合比例限制等要求，强制基金进行分散投资，规避利益输送。严格的制度为行业的成熟发展奠定了基础，我国公募基金行业在长期的股票投资中已经体现出了高度的专业优势，成为普惠金融的典型代表。

公募基金省心亲民：投资门槛低、流动性高

了解过股票交易的投资者都知道，股票交易买卖最小单位为1手也就是100股，而公募基金的优点就是投资起点低。大部分的公募基金的投资门槛为1000元，有的基金10元或者100元就可以参与投资，货币基金的投资门槛更是低至0.01元，较低的投资门槛可以让广大投资者参与进来。投资者还可以通过基金定投的方式来避免择时的烦恼。此外，基金的流动性相较于信托产品、私募基金等是比较高的。大部分的基金是开放式基金，即投资者可以随时进行申购和赎回的操作，投资者的资金赎回一般来说不成问题。

公募基金产品布局丰富：范围广、品类多

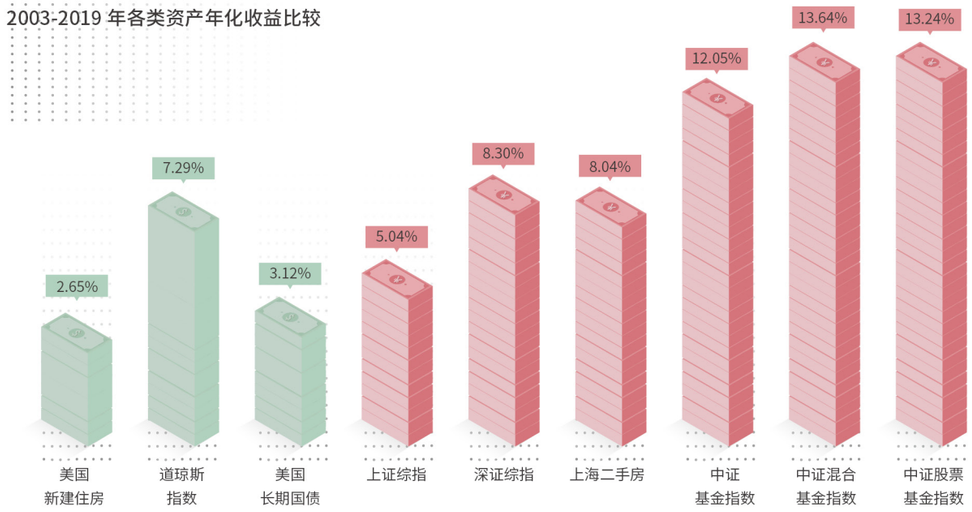
公募基金有着丰富的产品布局，其范围涵盖股票基金、混合基金、债券基金、货币基金、指数基金等等。公募基金的投向除了大家熟悉的股票和债券外，还可以投资港股、美股、黄金、原油等其他大类资产，其中有很多是普通投资者无法涉及的领域，所以投资基金可以丰富我们的投资渠道。由于底层资产配置的差异，公募基金衍生出了不同风险等级的产品，例如，有风险较低的货币型基金，有各类混合型基金，还有股票型基金。可以说，公募基金能充分满足投资者的所有风险等级要求。

国内外权益类基金的长期表现

我们先来看中国和美国这两个有代表性的市场当中的几个历史数据，来看看各主要资产的收益情况，权益类基金是否有优势。

以美国的情况为例，根据美国商务部的统计，自1963年至2019年间，美国新建住房销售的中位价从18000美元，上涨到321500美元，总收益将近1700%，年化收益率约为5.28%。同期代表美国股票市场的道琼斯指数的表现如何？从1963年至2019年底，该指数增长超过4200%，年化达到6.86%。

我们国家的表现如何？来看上证综指，自1990年12月19日成立以来，截至2019年底的年化收益率为12.48%。而深证综指自1991年4月3日成立以来，截至2019年6月底的年化收益率为8.54%。而根据万得的数据，自2010年6月开始统计的中国百城住宅价格月平均指数，截至2019年底的年化增长为5.8%。再来看看基金的表现：代表全体基金整体收益水平的中证基金指数，在自



注：收益率计算使用复合年化平均值，其中，美国长期国债收益率为算术平均值　数据来源：Wind；统计区间：2003 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日

2003年起至2019年底当中的总回报超过5倍，年化收益12.05%。其中，中证混合基金指数同期年化回报为13.64%，中证股票基金指数同期年化回报为13.24%。

这样来看，权益类基金及相关的权益类资产，从过往的统计来看，其长期回报确实领跑于各类主要资产。（见上图“2003-2019年各类资产年化收益比较”）

小知识：基金的分类

实际上，基金按照不同的标准可以划分为不同的种类。（见上页“小知识：基金的分类”）

1、根据投资对象的不同，可以分为货币型基金、股票型基金、债券型基金、混合型基金、基金中的基金等。

根据《公开募集证券投资基金运作管理办法》中对基金的分类标准，80%以上的基金资产投资于股票的为股票基金；80%以上的基金资产投资于债券的为债券基金；仅投资于货币市场工具的为货币市场基金；80%以上的基金资产投资于其他基金份额的为基金中基金；投资于股票、债券、货币市场工具或其他基金份额，并且股票投资、债券投资、基金投资的比例不符合股票基金、债券基金、基金中基金规定的为混合基金。

2、根据运作方式的不同，可以分为封闭式基金和开放式基金。

封闭式基金是指基金份额在基金合同期限内固定不变，基金份额可以在依法设立的证券交易所交易，但基金份额持有人不得申请赎回的一种基金运作方式。开放式基金是指基金份额不固定，基金份额可以在基金合同约定的时间和场所进行申购和赎回的一种基金运作方式，即投资者可以随时进行申购和赎回的操作。

3、根据投资理念的不同，可以分为主动型基金和被动型基金。

主动型基金是一类力图取得超越基准组合表现的基金。与主动型不同，被动型基金并不主动寻求超越市场的表现，而是以减小跟踪误差为目的，通过购买该指数的全部或部分成份股构建投资组合，使投资组合的变动趋势与标的指数相一致，以取得与标的指数大致相同的收益率。被动型基金一般选取特定的指数（如沪深300指数、标普500指数、纳斯达克100指数、日经225指数等）作为跟踪对象，因此通常又被称为指数基金。

在被动型指数基金中，根据追踪标的不同，又可以分为全市场指数基金、行业指数基金、概念型指数基金和ETF基金等。全市场基金是以全市场指数为基准，例如，基准是沪深300，那么基金经理目标就是要跑赢沪深300。有些基金产品基准是中证1000，那么这个产品的小盘股风格会更大一些，波动也会更大。此外，还有一些是行业基金，比如某某消费品基金、某某医药基金，那么这个产品的投资方向会以这些细分行业为主。概念型基金往往随某些热点主题或政策预期应运而生，例如新兴产业基金、一带一路基金等。ETF基金称为交易所交易基金，跟踪一定的指数。投资者既可以像封闭式基金一样在交易所二级市场买卖，又可像开放式基金一样申购和赎回，买卖更加方便。>>

权益类基金投资的收益来源本质上是企业

说到投资赚钱逻辑，我们首先应该想明白投资赚的是什么钱？从资金来源看，我们的投资收益来源简单可以划分为两类：市场的钱和企业盈利增长的钱。

先说赚市场的钱。一方面随着经济发展、GDP增长，央行发行货币的总量在增加。另一方面是在市场中赚别人的钱，就是在低的价格买进，在高的价格卖给别人，赚价格波动的钱。如果想要赚这种钱，唯一的期望就是有更多的人想要它，从而抬升价格让你退出。宏观经济学的鼻祖凯恩斯将这种依赖短期价格变化获利的方式比喻为选美，说选美大赛中的赢家，不是你眼中最美的，而是大部分投票者眼中最美的。所以，要想猜中赢家，就不能相信自己的审美观，必须猜测其他人认为谁最美，然后投票给可能收到最多票的美人，至于她是不是自己心中最美不重要。方式可行，只是难度很大，很难保证自己不是最后一个接棒的投资者。

相比而言，赚企业经营盈利的钱会更好实现一些，也会让投资者睡得更安稳。权益类投资能够创造财富的核心主要是来自于上市公司的分红、来自于公司本身的增长、市盈率的变化。有些时候，我们很容易过于关注市盈率的波动。从短期来看，投机性的收益会远高于长期投资收益，但如果从长期看，公司提供的回报是远远超过估值波动带来的回报的。

我们常常容易过于关注短期波动带来的投机性、一次性的收益，而不太关注长远的企业发展提供的回报。有很多人认为，中国的上市公司质量不佳，还有一个抱怨是市场主要是散户主导，不看基本面，但其实拉长时间来看，整个市场的主流一定是看基本面的。A股市场既是融资市场，也是投资市场，能够创造长期回报，才能吸引各类投资主体平等参与其中。我们的资本市场是不是有足够好的公司，能够提供比较好的回报，答案是有的。有一批公司因为自身增长而带来的股价的大幅上升，近十几年来达到20%，甚至30%复合回报的公司不在少数。

A股有一批优质公司，特别是行业龙头公司，这些公司近几年大量被外资持有。这是一个估值抬升的过程，我们投资者可以分享这样的投资收益。但从长期来讲，投资收益还是靠这些公司本身的价值创造。

长远来看，只有更多优秀的公司上市，资本市场才能创造更多的长期回报，让好的公司上市，投资人才能分享好公司带来的长期回报。就像一个池子要活起来，一定要把水龙头拧开，唯有源头活水来，池子越来越大，才会自然而然形成自己的生态系统。资本市场有更多的优秀企业进场，通过资本市场获得更多的资金支持，不断做大做强；投资者通过资本市场进行资产配置，分享优秀公司的价值创造，实现保值增值；资本市场发挥好资源配置、资产定价、缓释风险的作用，更好地惠及投资者。

所以通过投资权益类基金来赚钱，背后还是因为权益类基金将大家的钱投资在了许多优秀的上市公司股票上，赚的是上市公司凭借良好经营增长的钱。A股确实也有相当数量的长牛公司，优质的权益类资产将在未来不断地为我们创造价值。投资最重要的正是这些企业本身。市场不可能长期漠视一个企业的成功，也不可能漠视一个企业的失败。一个行业是否有基本的需求，一个企业是否有很深的护城河，管理层是否品德优良、能力超群，这些都是重要的衡量维度。这些优秀的企业是资本市场正和游戏的基础，也是权益类投资的收益来源。

小知识：基金公司的资金如何监管

根据我国法律规定，基金资产交给基金托管人托管，托管人是具有投管牌照银行和券商，托管人对基金资产的投资运作负有保管和监督责任，须对基金披露信息进行复核和审查，这就保证了基金资产核算的准确性和真实性，也监督了基金管理人行为的合法和合规性；其次基金管理公司的运作必须接受中国证券监督管理委员会的监督和领导；最后按照《证券投资基金法》规定，"基金资产独立于基金管理人、基金托管人的固有财产"。所以若基金管理公司或托管人面临破产，债权人也无法动用基金专户资产。所以大可不必担心投资者的资金会因为基金管理公司破产而无法收回。

4、按照投资对象的不同，可以分为权益类基金和固定收益类基金。

根据上交所资本市场研究所的定义，基金可分为权益类基金和非权益类基金（即固定收益类基金），权益类基金主要有股票型基金、混合型基金和QDII基金，主要投资对象为股票等权益类产品。根据海通证券金融产品研究中心的标准来看，权益类基金包含主动型管理的基金，不含传统老封基、指数型、偏债混合型基金和QDII基金；固定收益类基金包括纯债债券型、准债债券型、偏债债券型基金、可转债基金和封闭债基，不包括货币基金、理财债基和指数债基。

权益类资产长期收益率的合理区间是多少

如果我们投资基金产品是希望能够赚长期优质企业盈利增长的钱，就可以将自己的预期收益目标（获取收益的时间、最大回撤的幅度、追求的预期收益）调整与基金风险收益特征匹配。

根据招商证券的基金业绩分析，自成立起的近20年来，主动管理权益类基金不仅数量和规模大幅上涨，而且在中长期取得了比股票市场更高的收益，风险收益水平更佳，近十年（2010/1/1-2019/12/31）的平均收益率高达73.21%，但大部分投资者可能都没有得到这个收益，原因是什么呢？其中之一就是投资者的收益风险目标和基金管理人的收益风险目标不匹配。两者的目标不一致，最终的结果可能就是投资者不满意提前离场，但基金产品可能赚了钱，投资者反而亏了钱。所以认知自己、认知自己投资的产品十分重要，就好比坐公交车，一定要选择能将你送回家的那趟车，坐错车的结果就是不仅没有到家，反而白白浪费了时间。

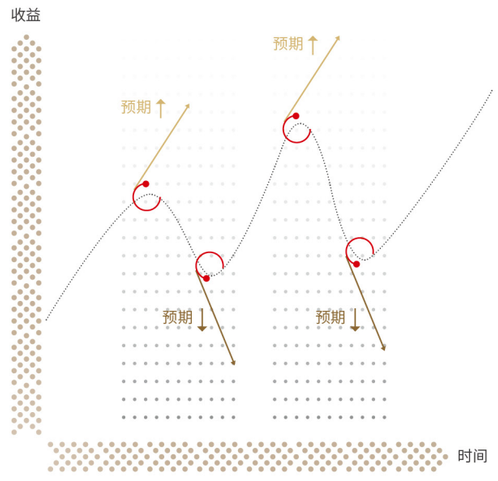
正因为此，预期这件事的重要性或许会超过很多人的预期，它不仅仅影响了同样的一笔投资回报下的幸福感，甚至很大程度上会对接下来的决策产生重大的影响。

“持有不现实的期望会影响我们认知信息的方法，并造成损害。”

这是马克·道格拉斯在《交易心理分析》中对管理期望这一事件的精彩阐释。有收益预期并没有错，但如果设定了不切实际的收益预期，就会带来痛苦的情绪。另一方面我们的本能会天生回避痛苦，回避的方式就是会把错误进行合理化、正常化，并且会自行收集信息以中和冲突的信息，从而为之后的错误埋下更大的隐患。

在每一轮的周期中，当市场快速上涨直到过热见顶时，我们的预期往往也会跟随市场不断上涨，当市场快速下跌，我们的预期又会坠入谷底；就像在2015年市场异常兴奋的时候入场的客户可能是抱着极高的预期，又或是在2018年底或者2020年初新冠疫情来临离场的客户，可能对未来市场的预期又极度悲观。但结果却是在这两种预期下，市场都让人“失望”。

它没有过热时预期的那么好，也没有过冷时预期的那么差。(见“下图”)



目前市场上大部分优秀的权益类基金管理人，追求的都是长期大概率获胜的投资方法，赚长期优质企业盈利增长的钱。所以我们投资基金时，收益风险的目标预期也要拉长周期，“后其身而身先”，如果一心只想追求短平快，反而可能得不偿失。长期来看，权益类市场和产品有很明显的赚钱效应，但他又是一个好动的儿童，所以需要我们站在3-5年长期的视角去做投资规划，花些心思去了解波动背后赚钱的逻辑以及我们受益的真正可靠来源，保持投资的合理预期，用时间平滑人性的躁动，以静制动，实现投资目标。

小知识：养老基金如何投资权益类基金

长期来看，主动权益类基金将有望成为中国家庭主要的财富配置选择。在美国50年代，共同基金持有股票占股市的比例是11%。到了1970年，增长到了27%。之后，由于70年代美国推出401K养老金计划的税收递延政策，进一步推动了共同基金的发展，到2000年，美国共同基金持股比例已超过50%。近几年，美国共同基金持股占比更是突破了70%，是市场的主流。

公募基金作为我国最具代表性的普惠金融工具，理应也必将承担起理财养老的重托。2018年2月11日，证监会正式发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》，养老目标基金成为我国专为养老金市场而设的特殊公募基金产品。未来公募基金行业应当以更积极的姿态担当养老重托，为我国老百姓的养老生活提供财务上的有力支持。养老需求也必将给公募基金带来长远的发展前景。

养老基金应当通过分享我国经济增长的长期红利，来为老百姓的养老安排提供保障，而不应当去赌个别细分行业、个别股票的未来前景，更不能投资复杂的衍生品增大基金风险。因此，建议纳入养老体系的公募基金应当保持适度分散，投资范围应被受到严格限制和持续监管。

作为一种长期资金，美国等成熟市场养老金规模庞大，能够承受短期波动获得长期回报，使得股票这样的权益类资产成为最主要的选择。

我适合投资基金吗?



在开始投资股票或者权益类基金之前，我们应该先对自己的财务状况做好充分的了解与分析。现实当中，我们都会在购买权益类产品前填写风险问卷，评估我们的承受能力，这当中常常会问到诸如个人投资经历等许多复杂问题，通常来说这些问题可能有点太书面，那有没有更通俗易懂的问题来帮助我们了解自己呢?

投资大师彼得·林奇为我们从投资者自己的角度想了三个问题，分别是：

1.我有一套房子吗?

2.我未来需要用钱吗?

3.我具备股票投资成功所必需的个人素质吗?

就让我们来一个一个来回答吧。

第一个问题是，我有一套房子吗？彼得·林奇认为，在打算要进行任何股票投资之前，应该首先考虑买套房子，毕竟买房子是一项几乎所有人都能够做得相当不错的投资。如果现在还买不了的话，也可以尝试从买房子的角度去思考权益类资产投资。为什么要用买房子这个角度去思考呢？原因很简单，因为很多事情是相通的。尽管也有人会因为一些财务状况而被迫以亏本的价格将房子卖出，但很少有人会一次次的在房屋买卖中连续亏钱，可是在股票市场上接连亏钱的事情却似乎屡见不鲜。

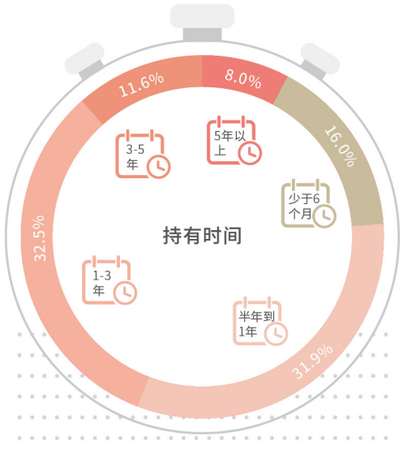
当然如果简单拿房产投资的收益和股票投资的收益相比，似乎不太公平。毕竟房子和股票从使用价值上来看就大相径庭，有刚性需求的房子可以为我们提供一个住所一个家，而股票可能只是我们手机里的一串数字而已，很难有什么实际的使用价值。

但为什么我们在买卖房子上显得十分老练，却常常在权益类投资时候显得业余呢？我们可以来剖析一下我们在买卖房子时候的一些行为，再和买卖权益类资产的时候做一个对比。

当我们在报纸或者手机里看到新闻里说“房价暴跌”这个标题时，我们并不会吓得马上去翻房产证然后出门去交易所卖房子。但是如果这个标题是“股市暴跌”，我们的行为可能会大不一样，转眼间就打开了交易软件，准备卖出。买卖权益类资产比买卖房子方便得多，卖掉房子需要找中介、打广告、找律师、搬家等等，而卖股票或者基金，只需要点几个按钮即可。

其实房地产和股票一样，长期持有一段时间的赚钱可能性才最大。与股票或者基金经常频繁买进卖出不同的是，房地产通常会被长期持有，比如许多城市要求满五年才能在二手房市场的 >>

基金个人投资者持有单只基金的平均时间



图表来源：中国证券投资基金业协会《2018 年度基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》



交易中免除一些费率，而彼得·林奇估计美国房产的平均持有年限是7年左右。与此相比，他提到纽约股票交易所87%的股票每年都会换手一次。而根据中国证券投资基金业协会发布的2018年度基金个人投资者问卷报告，我们可以看到，接近半数的投资者持有时间少于1年，5年以上的投资者比例只有8%。（见上图“基金个人投资者持有单只基金的平均时间”）

还有，在房屋投资上我们之所以普遍优秀，还因为我们懂得如何检查房屋的好坏，比如查看房子周边环境、公共设施；房屋结构有没有问题，朝向采光是不是最佳；有没有明显的裂缝；有没有漏水，水压怎么样；房子的落户情况如何，学区如何……等等。所以难怪人们大多时候能在房地产市场上获得满意的回报，但却在股票市场上亏钱，因为选房子以及实地考察通常要花几个月的时间去切身了解，而选择股票或者基金所耗费的时间却少得可怜，也许仅仅是听别人说了一句，或者是一个新闻标题，我们就匆匆入场，而并没有对这笔投资做充分的了解。如果我们像买房子一样去买权益类基金，也许会帮助我们打开一个新思路。

第二个问题是，我未来需要用钱吗？彼得·林奇提醒投资者在投资权益类资产之前首先要重新检查一下自己和家庭的财务预算情况。如果这笔打算投进股市或者权益类基金的钱，在两三年之内有要拿出来用于孩子上学或者购置房屋之类的需求，那么就不应该把这笔钱用来投资。如果没有极端情况的话，股票市场未来10年到20年的趋势，相对来说是可以预见的，但至于未来两三年内股票的价格是涨还是跌，对于这个问题预测的准确概率可能就和扔硬币猜正反面的概率差不多。



第三个问题是，我具备股票投资成功所必需的个人素质吗？这是所有问题中最为重要的一个问题。彼得·林奇认为应该包括：耐心、自立、常识、对于痛苦的忍耐力、心胸开阔、超然、坚持不懈、谦逊、灵活、愿意独立研究、能够主动承认错误以及能够在市场普遍性恐慌之中不受影响保持冷静的能力。

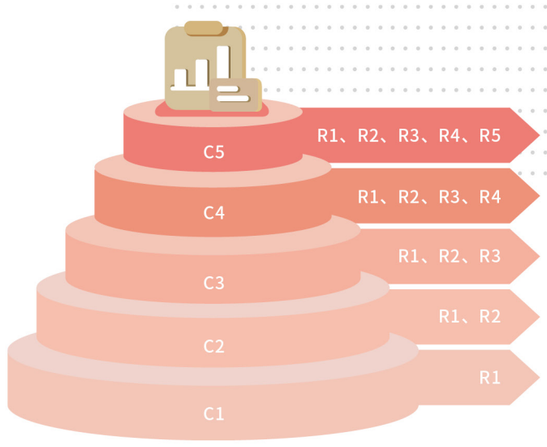
为什么说这种面对恐慌或狂热时候保持冷静的能力在投资当中很重要呢？因为我们的情绪确实常常影响我们的投资，人类内在的本性让情绪也成为了股市的晴雨表。在股市下跌后或者经济看起来停滞不前的时候，我们特别容易被那些负面新闻所影响，由于过于担心股市进一步下跌，以至于没有胆量趁机以低价买入好公司的股票；但是在股市开始上涨的时候，却容易以较高的价格追涨，并且在股市回调之后灰心丧气，匆忙低价卖了。

有时候我们自诩为“长期投资者”，但是一旦股市大跌或者是稍稍上涨，就马上变成了短期投资，在股市大跌时宁愿损失极大也会恐慌性全部抛出，或者偶尔能够得到一点点小利时也会迫不及待地将股票全部抛出。有时候我们把自己想象成逆向投资者，认为当其他投资者都向左转时，只要采取相反的做法就能大赚一笔。但真正的逆向投资不是这么简单，真正的逆向投资并不是那种与人人追捧的热门股票对着干的投资者，例如卖空一只所有人都在买入的股票，真正的逆向投资者会耐心等待市场热情冷却下来，然后再去买入那些不再被人关注的权益类资产。

投资的窍门也许不是要学会相信自己内心的感觉，而是要约束自己不去理会内心的感觉。

基金风险评级和风险承受能力测试

相信大家对基金风险评级这个词并不陌生，



而我们在购买基金产品前都会要求完成个人风险承受能力测试，评估我们的风险承受能力。那么，基金风险评级的评价标准是什么？如何科学地看待个人风险承受能力测评呢？

基金产品或者服务的风险等级，按照风险由低到高顺序，一般划分为：R1、R2、R3、R4、R5五个等级。划分时要考虑的因素包括：产品流动性、杠杆情况、结构复杂性、投资方向和投资范围、募集方式、发行人等相关主体的信用状况、同类产品或者服务过往业绩等。相对应的，针对普通投资者，也要按照风险承受能力，由低到高划分为 C1（含风险承受能力最低类别，保守型）、C2（谨慎型）、C3（稳健型）、C4（积极型）、C5（激进型）五种类型。

从2017年7月1日起执行的中国证券投资基金业协会《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》提出了一条非常重要的规则：普通投资者的风险承受能力要和基金产品或服务的风险相匹配。

相应的，

C1级的投资者匹配R1级的产品或服务；

C2级的投资者匹配R2、R1级的产品或服务；

C3级的投资者匹配R3、R2、R1级的产品或服务；

C4级的投资者匹配R4、R3、R2、R1级的产品或服务；

C5级的投资者匹配R5、R4、R3、R2、R1级的产品或服务。（见“上图”）

那么在进行投资决策之前，如何知道自己的风险承受能力是哪个等级呢？是否有具体的衡量方法呢？我们可以通过完成投资者风险测评问卷，来对我们的风险承受能力有一个初步的认识。一般在购买相应的基金产品或服务前，基金公司都会向我们提供风险测评问卷，大多数情况下大家只要在手机app上动动手指就能获得测评结果。

在得到个人风险承受等级测试的结果之后，我们就可以根据自身风险等级，购买相对应风险等级的产品。

通常保守谨慎型的投资者，可以购买货币型基金、低风险的债券基金等。一般而言，货币型基金只投资于货币市场，如短期国债、回购、央行票据、银行存款等等，风险低，且取用灵活。稳健型的投资者，可以选择风险高一些的债券型基金，这种类型的债券型基金，除了投资一些债券外，还可以配置不超过10%-20%的股票，以便在权益类资产中获取一定的超额收益。除此之外，稳健型投资者还可以配置一些混合型和股票型基金的权益类基金，但是配置比例不宜过大。激进型投资者则可以选择风险较高的股票型和混合型的权益类基金，这类基金会随着股市的波动上涨和下跌，因而短期波动的风险较大，下一章节我们将会具体分析权益类基金的投资风险。

投资权益类基金有什么风险吗?



什么是投资中的风险呢？在不同的时间点问不同的人，得到的答案都是不一样的。

格雷厄姆的《聪明的投资者》一书中这样描述：在1999年的时候，风险并不意味着赔钱了，而是指赚的钱比其他人少。当时许多人所担心的是，在野餐会上突然遇到某个人，而这个人通过进行网络股的短钱交易比自己赚钱更多、更快。随后，到了2003年的时候，风险的含义突然变成了：股市有可能继续下跌，直到将手中所剩下的一点财富消耗殆尽。

类似的，2018年上证综指从3500点附近跌破3000点之后，市场上逐渐由多转空，风险的含义似乎是指数有可能继续下跌，于是我们很容易在这种预期下清空自己的权益类投资。而当市场触底快速反弹之后，风险的含义似乎又变成了别人都踩踏入场了，我如果再不买就要少赚很多钱，那不就是亏了吗?

小知识：投资中的“不可能三角”

我们可能常常在寻找一只完美的基金，应该是收益很高、不太会亏，还可以随时赎回或者不用持有太久。但实际上，想要找到这样的基金，难度是很大的。

“收益很高、不太会亏，还可以随时赎回”，对应的是投资当中的三个维度，也就是：收益、风险和流动性（时间）。而这三个维度难以兼得，也常被称作是“投资不可能三角”。

具体来看：

满足高收益和低风险的资产，就很难满足流动性。比如定期存款的利息高于活期存款，但是不能随时取走，流动性受到了限制。

满足低风险和流动性的资产，就很难满足高收益。比如银行存款、货币基金等，这些资产相对而言的风险较低，存取也较为灵活，但是不可能获得高收益。

满足高收益和流动性的资产，就很难满足低风险。比如一些基金为了获得高收益，会重押某个板块或者个股，但这样的操作方式带来的就是较大的潜在回撤风险。

对于基金来说，不同的产品，由于管理团队、管理人能力以及投资策略的不同，在这三个维度上面能够到达的边界有所不同。换句话说，高水平的管理人也许可以做到比别人的收益更高，或者回撤更小，结果甚至同时满足以上三点。但是，仍然存在这三个维度的能力边界，到达一定界限的时候，就必须要对三者之间进行取舍了。

投资权益类基金会面临哪些风险

任何一种投资行为都存在风险，只是程度有所不同。基金作为一种“代客理财”的方式，基金管理人代投资者管理资产同时，并不承担投资损失风险，并不保证本金安全。基金募集后，最终将投资各类证券，因此市场宏观环境、行业发展前景、上市公司的估值水平、公司的竞争力、市场参与者的行为等因素，都将导致基金投资不可避免地面临一定风险从而产生盈亏的可能，所以投资这类基金时要了解以下几类主要风险：

基金投资对象本身具有的市场风险和信用风险。比如股票价格易受上市公司业绩、行业景气因素影响而上下波动；企业债由于发债公司违约拒付利息或本金等。金融工具或证券的价值对市场参数变化具有敏感性，这类风险是基金资产和自有资产合法经营中，所不可避免地承受因市场任何波动而产生的风险，其中包括：经济周期风险、政策风险、利率风险、汇率风险、上市公司经营风险、购买力风险、流动性风险等。这些风险的存在不可避免地会对基金运作产生不同程度的影响，体现在投资收益方面也会造成投资收益的波动。

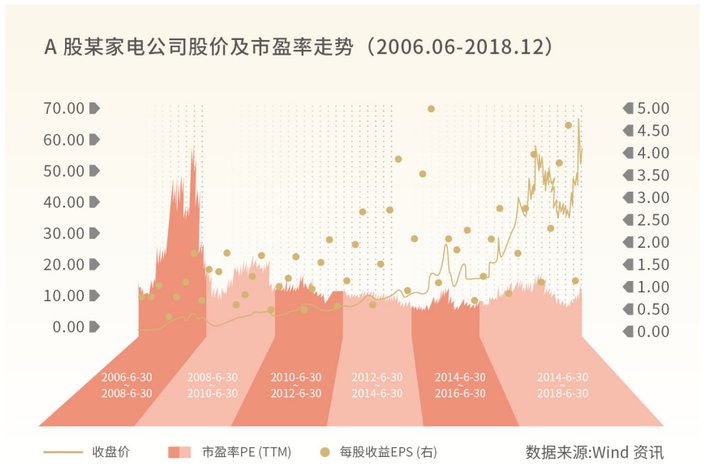
管理风险。比如基金经理把握市场和证券研究的能力有高有低，会有投资判断失误的风险。

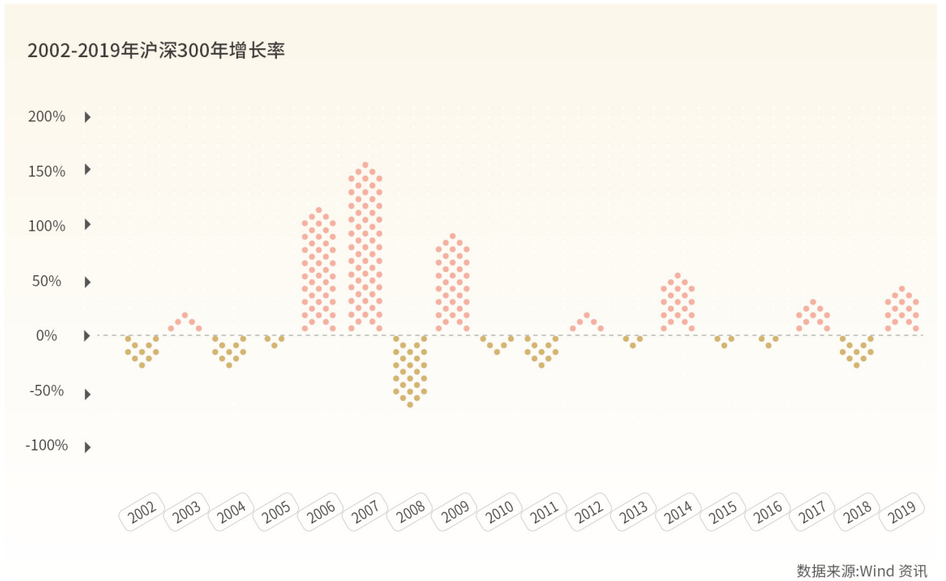
流动性风险。基金投资的流动性风险是指基金投资人无法以当日单位基金资产净值全额赎回，从而导致面临基金资产净值下跌的风险。这种情况通常发生在基金面临巨额赎回或暂停赎回的极端情况下。此外，有些基金的特殊安排对流动性有些约束，如QDII基金。另外，正常赎回申请遇到长假，可能需要十几天才能收到资金，因此投资者需要提前做好资金安排。

系统性风险和非系统性风险。系统性风险即市场风险,即指由整体政治、经济、社会等环境因素对证券价格所造成的影响。系统性风险包括政策风险、经济周期性波动风险、利率风险、购买力风险、汇率风险等。这种风险不能通过分散投资加以消除,因此又被称为不可分散风险。非系统性风险是指个别证券特有的风险,包括企业的信用风险、经营风险、财务风险等。非系统性风险可以通过分散投资加以规避,因此又被称为可分散风险。

权益类基金为何具有波动性

权益类资产作为大类资产中的重要组成部分，其背后所代表的是一个市场、一个 >>





国家最优秀的一批公司的所有权，企业的内生发展、经济的进步会带来企业价值的增长。在中国，长期以来的经济发展使得一大批企业脱颖而出，这些优秀公司股价的长期表现也令人瞩目。然而，优质企业的股价并非是单边或线性上涨的。A股某家电企业的股价从趋势上来看长期向上，但这一上涨是以震荡向上的非线性方式实现的。如果投资者在途中发生较大回撤的区间顶部买入，底部卖出，那么不仅不会收获股价上涨的收益，反而会造成本金的亏损，投资权益类资产的风险也由此而生。（见上图“A股某家电公司股价及市盈率走势”）

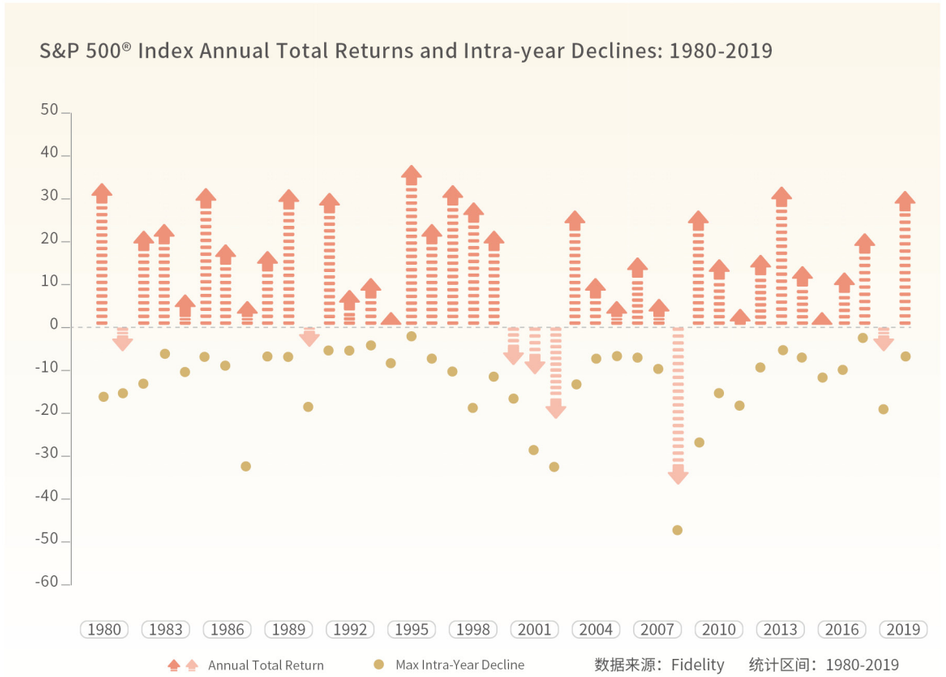
除了个股，我们还可以看看指数，以沪深300指数为例，也有同样的趋势，尽管各单年度有涨有跌，但长期来看当市场出现较大调整后，也意味着在孕育新的投资机会。（见下页“2002-2019年沪深300年增长率”）

再以美国标普500指数为例，从1980年至2019年的数据显示，近四十年来每年大约都会发生一次幅度为13%的市场调整，但是该指数在82%的时间内依然获得了正回报，并且每一个深度回调后都是复苏以及潜在的市场新高。（见下页“S&P 500® Index Annual Total Returns and Intra-year Declines:1980-2019”）

权益资产标的普遍具有非线性的资产价格走势，而权益类基金则主要投资于这类权益类资产，尽管基金通过投资不同的股票一定程度上分散了相应的风险，但并不能完全消除个股的短期风险，因此，权益类基金的净值在短期也可能出现一定的波动，市场波动也是权益类投资的一部分。

那么这背后本质的原因是什么呢？我们在这里分享一个重要的知识点，叫做：风险和收益的匹配性。需要多少的收益，就需要承担相应的风险。把钱存银行是没有风险的，那么能提供的收益一定是不高的。相反，买主动权益类产品，由于股票市场天生的波动性，看上去是有风险的，但是承担这个风险的“性价比”很高，因为主动权益类产品，长期都能带来比较好的回报。而好的基金管理人，创造的回报就更加惊人了。

很多时候，我们觉得所谓的“危险”，其实远比我们想的安全。相反，我们感觉的“安全”，也远比我们想的危险，不投资有可能才是最大的风险，而看上去高风险的权益类投资，长期可能带来巨大的回报。



为什么要长期价值投资？



复利的力量

我们常常希望种下去的种子很快就可以生根发芽，我们希望自己的孩子能够早点懂事一夜长大，但我们也知道想要长为真正的大树、想要成为真正的人才，都需要耐心和时间，才能有充足的养分陪伴生长。

投资也是一件并不能立竿见影的行为，有的时候我们也希望投进去的钱能够快点给我们带来回报，但投资其实同样需要耐心与时间，少则几年，多则是几十年甚至是整个人生的一场陪伴。

小故事：

缔造了先锋基金（Pioneer Fund）、创造了55年投资生涯复合收益率13%的菲利普·卡雷特（Philip Carret），就是这样一位成功的投资者。

卡雷特和巴菲特从外表上来看，有很多相似之处：圆脑袋并且喜欢咧嘴微笑；性格上来看，他们也有一种反叛的性格：寻找没人想要的东西，而且不在意这些股票被市场长期冷落，能够做到这一点，离不开他们对于投资的耐心，而这正是成功的价值投资者所恒常的一份特质。

“卡雷特和巴菲特的成功离不开他们对于投资的耐心，而这正是成功的价值投资者所恒常的一份特质。”

在巴菲特看来，菲利普·卡雷特是“真正的长期投资者”，卡雷特于1928年创办了先锋基金，并管理该基金长达半个世纪，直至1983年退休为止。在55年的管理时间中，先锋基金的年复合收益率为13%。这意味着如果有人在基金成立时就投入1万美元，并且选择红利再投资的方式，55年后将得到800万美元。

这种“红利再投资”，就是我们经常会提到复利概念。那么复利为什么有那么大威力呢？背后就是来自时间的杠杆。

我们假设一个人的投资能力能达到年化收益率25%，那么10年后就能达到10倍收益率，20年后就是100倍，30年后就是1000倍，40年后就是10000倍。假设最初投入1万元，40年之后变成了1个亿。时间杠杆意味着，越到后面，收益率越高，前面的收益几乎可以忽略不计。比如上面的例子，如果是30年，1万元投资就“只有”1000万，后面多放10年，会增加9000万，是前面30年收益的9倍。巴菲特90%的财富，也是来自60岁之后。

在投资基金产品中，时间也是一个最重要的约束，投资时间的长短，一定程度上会影响最终的收益率。我们假设有一个投资者在1964年巴菲特接管伯克希尔的投资时，就买了1万元伯克希尔的股票。按照伯克希尔公司截至2019年底股票市值的平均复合年化收益率20.3%测算，将这笔1万元的投资持有至2019年底，总资产将达到惊人的3.1亿元。如果按照实际收益率测算，持有5年后，1万元投资会变成3.5万元。对于许多人来说，持有5年已经是比较长的时间了。但是如果这个人再多持有10年，到了10年后这笔钱会变成5.9万元，多持有10年，收益增长了近2倍。如果我们有足够的耐心，再多持有10年，到了25年这笔投资变成了125万元，这次多持有10年，收益增长了21倍。到了第50年，这笔投资会变成5686万元，相较于第25年的收益增长了45倍。

复利是如何让这1万元发生如此神奇的增值呢？原因就在于复利的计算考虑了前一期的收益，收益也会计入本金重复计算，成为下一年的新本金，这比单利计算得到的收益要多得多。（见下图“1964-2019年伯克希尔公司投资曲线”）

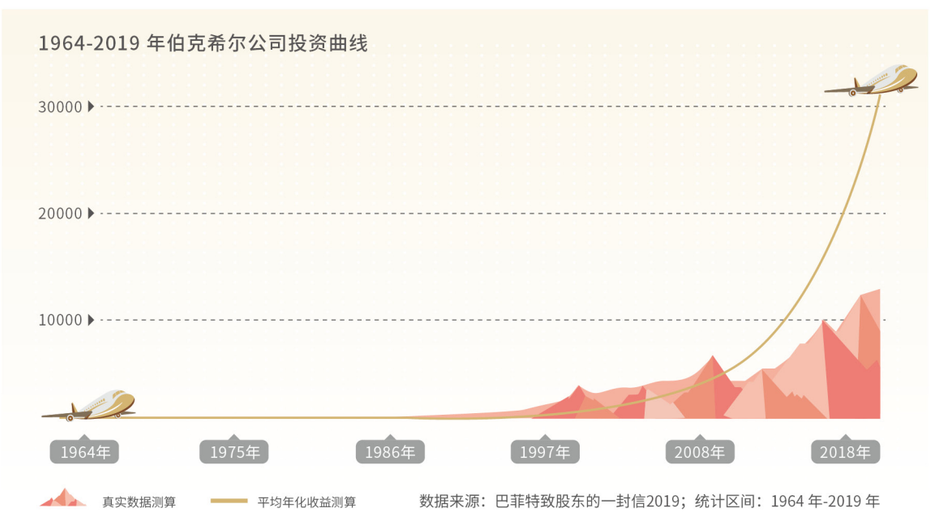
因此我们说，时间是投资中的重要约束，这也是复利的力量。做时间的朋友，让时间慢慢的走，只要方向正确，时间杠杆将给我们带来巨大的回报。无论是投资还是人生，时间约束都将对结果产生巨大影响。

了解价值投资

价值投资的核心逻辑：便宜+买好货

价值投资最重要的就是牢记估值。这听起来简单，但实际上却有较高的门槛，主要是因为投资者对内在的价值评估不了，企业股权的价值评估非常专业且有较高难度。为什么企业的市值一会儿跌到那么少，一会儿又涨了那么多。这里面除了人性之外，还因为股票是资产市场，越是不容易估值的市场越容易产生巨大的波幅。

另外，不是买价值股就是价值投资，买那些看起来不起眼的普通公司就不是价值投资，关键>>



数据来源：巴菲特致股东的一封信2019；统计区间：1964 年-2019 年

看在什么价位买。当然，在估值的前提下最好买优秀的企业，因为优秀的企业有更大的胜算。在估值能够满足要求的前提下也就意味着潜在回报率是在必要回报率之上。

企业的内在价值理论上可以由未来的自由现金流贴现算出，但是DCF模型（现金流贴现模型）可操作性差，更多的是一种思维方式。价值投资评判内在价值不是靠公式算出来的，而是靠对行业的了解、对公司的了解、对人的了解，以及对业务的了解等等。

价值投资真正的回报来源是哪里呢？就是这个公式：投资收益率=ROE×(1-分红率)+1/PE×分红率（ROE：净资产收益率；PE：市盈率）。ROE很重要，1/PE也很重要。所以，“便宜”、“好货”都在这个公式里面体现出来了。ROE很高的公司为社会创造很大的价值，同时给股东、员工也创造了很大的价值。如果理解了这个就理解了价值投资的精髓，最后会发现最丰厚的回报不是来自那些红极一时的明星，而是最朴实的企业。

在选择优秀公司时，应该看重ROE（净资产收益率）指标。在分红率为0%的极端情况下，ROE是有效增长的上限，超过ROE的增长需要增加负债或者股权融资。在成长空间无限的行业里，时间拉的越长，复合回报越接近ROE水平。但是A股的投资者往往过于看重公司的业绩增长,实际上大部分ROE低而增长快的公司都没有长期投资价值，除非其有很强的“规模正反馈（即规模扩大后ROE可以提升）”。发掘优质的成长股，要重视“规模正反馈”，规模扩大后采购成本或单位研发成本是否大幅降低，对客户吸引力变强或者客户转换成本是否变高。同时价值投资往往对人性的考验更大，有时候就是会被人嗤之以鼻，因为价值投资的反应周期和迟钝性更明显，可能很久都不反应，所以要有比较合适的业绩增长。

所以，价值投资最重要的能力是准确判断评估企业的内在价值，“便宜买好货”是简单的投资逻辑，但如何准确判断和评估有非常高的要求，需要专业团队来研究企业是否有很深的护城河；所处行业是否有基本的需求、是否有广阔的未来；企业管理层是否品德优良、能力超群；估值是否合理，严格遵守估值纪律，不买高估的标的等等，这些都是基金投研团队选取优质上市企业的重要衡量维度。 这些主动管理的能力差别，使得基金业绩出现分化。主动管理能力强的公司和基金经理所管理的基金，大概率有持续向好的能力。也就是说不仅是短期赚钱，未来大概率还会继续为投资者赚钱，这些盈利来自于优质企业的增长收益，而不是来自于市场博弈，因此更加有持续性。

价值投资的有效性及长期有效的原因

从内部因素的角度出发，价值投资的有效性根植于以下几个方面：第一，均值回归和资本逐利，这是价值投资的最重要的基础。第二，价值投资有很多种实现手段，不仅仅表现在用股价兑现，还有其他的手段。第三，好公司会持续创造价值。第四，价值投资符合商业本质。第五，价值投资在全球范围内会持续存在。

首先，均值会回归，资本会逐利，这是价值投资的重要基础和核心驱动力。价值回归是最基本的投资常识，价格有向价值回归的万有引力。当投资标的涨幅过大、价格过高的时候，未来的潜在回报不足，不仅难以吸引新的投资者，老的投资者也会离场，转而寻找回报更为丰厚的资产。而当趋势投资者的力量开始衰竭的时候，走势就会出现反转。这种逻辑链不仅仅体现在A股市场，在全世界各个市场都适用。只要涨幅过高，把未来的收益几乎都兑现掉时，就可以卖出标的。因为即使当下不是短期价格最高点，如果将投资周期拉长，从长期看，这个高点最终都会体现出来。

最先进入市场的往往是最坚定的价值投资者；其次是基本面加趋势的投资者；再次，是趋势投资者；最后冲进市场的大多是散户。而等到散户进入市场，基本面大多已经全部兑现。究其根本，完美无缺的逻辑总是非常诱人的，但当这些投资者能够确认这个逻辑完美无缺时，股价也早已把完美无缺的逻辑全部包含了，所有利好信息都已经反映在股价中时，股价也会达到最高点。反之，如果跌幅过大，价格低于内在价值使得未来的潜在回报丰厚的时候，就会吸引越来越多的投资者。

从这种角度，价值投资的理念与“至贱则贵，至贵则贱”的古语不谋而合，标的资产只要足够便宜，性价比足够高，那么有可能就是一个宝贵资产；而如果一个好的东西却非常贵，其投资价值要被打了折扣。

均值回归也同样适合于行业竞争和公司经营层面。社会有最终消灭企业利润的强大力量，任何企业的发展都是向社会平均回报回归的过程。如果市场参与者追逐的公司都是增长百分之三十、四十的公司，把这个问题反过来想会怎么样？——如果一个公司或行业的增速长期超过GDP，同时它的回报高于社会的平均回报（如净资产收益率ROE高于平均水平），这个企业或者行业一直发展下去，其后果是什么？这个行业和企业就会变成一个国家。另外，当下比较热门的电子企业，动辄以百分之三四十的增速成长，但实际净利润率往往只有几个百分点，ROIC（资本回报率）只有个位数，这种成长模式其实是难以长期保持的。

回望《基业常青》中提到的优秀公司，至今仍能常青的并不在多数，企业和行业都一定会向社会平均回报回归，这是经济发展的客观规律，是不可抗拒的力量。而反过来看，一个企业或一个行业只要对社会有价值，也就不可能长期大幅度低于社会的平均回报，否则就会影响市场供求。

其次，价值投资有多种实现手段。好公司的价值能持续创造且实现手段多样，这是价值投资的又一重要基础。因为退一步讲，即使优质的投资标的没有实现价格上涨，由于价值实现途径多样化，投资回报也会以其他方式体现出来：分红和回购、大股东及管理层的增持、市场趋势性的机会等都是常见的价值实现手段。设想在一个非流动性市场中，如果投资者能以五倍的市盈率购入一家公司的股票，其静态收益率就可以达到20%，在完全分红的情况下，投资者的回报就会以每年20%的复利持续滚动，即使股价没有明显上涨，分红复利的力量也足以带来令人震撼的投资回报。

再次，价值投资有效的原因还在于好公司持续创造价值的能力。有核心竞争力的优质上市公司，资本回报会远高于社会的平均回报，随着时间的推移，这些好公司的内在价值会不断增长。

另外，价值投资还因为符合商业本质而具有更高的概率获得成功，价格亦会围绕价值波动。股价有回归公司内在价值的必然性，优秀的企业不会被长期忽视。但是要特别注意，回归的时间是不确定的，因而强调长期就显得格外有意义。有一句话叫做价值不会缺席，但常常会迟到，所以价值投资要保持长期的投资眼光，要相信与时间做朋友，价格低估的标的迟早会被发现，是金子总会发光。保持长期也能更好地发挥复利的作用，体现耐心的价值——每年不追求耀眼的正收益，但是可以期待较好的长期业绩。有时候我们过分倚重历史走势、投资总结，但做投资就像开车，历史是后视镜，没有后视镜是不行的，但是总不能在后视镜里面去开车。要看着前方，也要看一下后视镜，这个非常关键。

最后，价值投资在全球范围内会持续存在。A股是开拓价值投资机会一块难得的土壤。由于投资者结构的差异和壳的价值，A股公司普遍存在跌不透的现象，估值一直处于高位，这种现象在小盘股上体现得尤为明显。不难发现，对于A股和H股同时上市的公司，绝大多数A股的公司相对于H股都有非常明显的溢价，而且这些长期溢价在90%以上的时间内都能够维持。另外，相对于海外成熟的市场，A股的中小投资者的参与比例非常高，据深交所统计，截至2019年年底，受访者当中50万元以下的资产账户占比约为75%，一定程度上天然具备博弈和趋势投资的特征，换手率很高。这种散户化和进而引发的情绪化使得波动性成为A股的一种典型特征，牛市持续的时间短，但是股价抬升斜率陡峭，速度很快。个人投资者在整个博弈过程当中存在劣势，以短期和相对业绩为主的考核方式与价值投资的规律也不匹配。因此，A股市场中价值投资的转型机遇十分丰富。

放眼全球，价值投资的机会是在全世界范围内都是普遍存在的。即使是以机构投资者为主要参与者的成熟市场，资金的管理也还是靠人来完成的，而人性又多是相同的。另外，很多机构投资者所掌握的资金本身也不是长期资金，加上客户信任常常会在短期业绩不良的情况下崩坏，价值投资对于很多资产管理机构来说也很难落地。

> 放眼全球，价值投资的机会是在全世界范围内都是普遍存在的。即使是以机构投资者为主要参与者的成熟市场，资金的管理也还是靠人来完成的，而人性又多是相同的。

价值投资需要长期的资金和长期的机制

如果我们只关注那些能够短期就有回报的投资机会，那些需要在短期就能得到反馈的错误定价机会，这会使得我们的投资机会受限。短期的业绩排名是“赛马心态”的一种反映，很明显，这种对于原本是长期投资的资产，进行短期排名追踪的做法，可能对投资者来说本身就是在引导一种错误的思维方式，即把短期结果置于眼前。

如果想要有长期的投资回报，那么评价体系也应该是长期的。具体而言，价值投资的考核机制必须是长期的，资金也应该是长期的，天天排名没有必要。很多时候股票的价格短期不反映价值，需要我们等待和忍耐，如果天天看排名，就很难忍得住，而且有些股票甚至是很久之后才会有所反映。

对于资产管理机构来说，如果资金是长期的，但是考核期相对比较短期，这实际上是错配，需要引导和建立长期的机制和文化。比如，鼓励机构采取中长期的考核和激励约束机制；市场淡化短期业绩排名，减少对短期排名的关注；鼓励评级机构有卖出及卖出以下的评级比例；加强投资者的引导和保护；通过制度、机制、文化等多种方式和途径倡导价值投资和长期投资理念，引导市场看重股票的长期表现，避免追求短期收益。

真正的长期投资策略能够在一定程度上扩展投资范围和机会，与此同时，长期投资通常也会面临短期波动的考验，这要求资产管理人有基于此的文化和激励约束机制相配合。