金融证券经典译丛

独家授权中文版　先锋集团缔造者约翰·鲍格尔执笔

共同基金常识

Common Sense On Mutual Funds



约翰·C·鲍格尔　著
王晓峰　译

上海证券报　总策划
百家出版社

中国证券书库

独家授权中文版　先锋集团缔造者约翰·鲍格尔执笔

共同基金常识

Common Sense On Mutual Funds

■ **来自基金经理的评价**

这是一本极具震撼力的书，每位投资者必读。鲍格尔以他的独一无二的投资理念在基金业中掀起了一场运动，最终使得美国的投资者得到了更好的服务。尤其是第四部分“基金管理”，绝对精彩，我想那些记者和证券管理委员会的人看了以后一定会惊叹不已。

沃伦·巴菲特

■ **来自学术界的评价**

巴菲特不可能告诉你如何成为沃伦·巴菲特。而鲍格尔对他的投资原则的详尽描述，使我和上百万的投资者在20年后将令我们的邻居羡慕不已。而与此同时，我们在这充满着变数的20年中又能高枕无忧。

麻省理工学院经济系教授　鲍尔·A·萨缪尔森

■ **来自业界的评价**

《共同基金常识》一书代表了华尔街上一个极需灵感的职业的顶极水平。用托马斯·潘恩和本杰明·格雷厄姆的语言，杰克·鲍格尔勾勒出一份卓越的极富逻辑性的计划，不仅是为了提高投资者的收益，更是提升了基金界的整体水准。这不仅仅是鲍格尔的最好一本书，也可能是有关基金方面的最好的一本书。每一位基金投资者、基金业高层或经理都应该读这本书。杰克，你写得真棒！

《晨星》杂志社总裁兼首席执行官　唐·菲利普

■ **来自媒体的评价**

当我见到杰克·鲍格尔并且了解了指数基金后，作为一名投资者我认为找到了成功的起点。如果你想在市场上表现得更好，并且真正知道自己在做什么，请看本书。

《新闻周刊》专栏作家　简·布兰特·奎恩

ISBN 7-80656-755-0

9 787806 567555 >

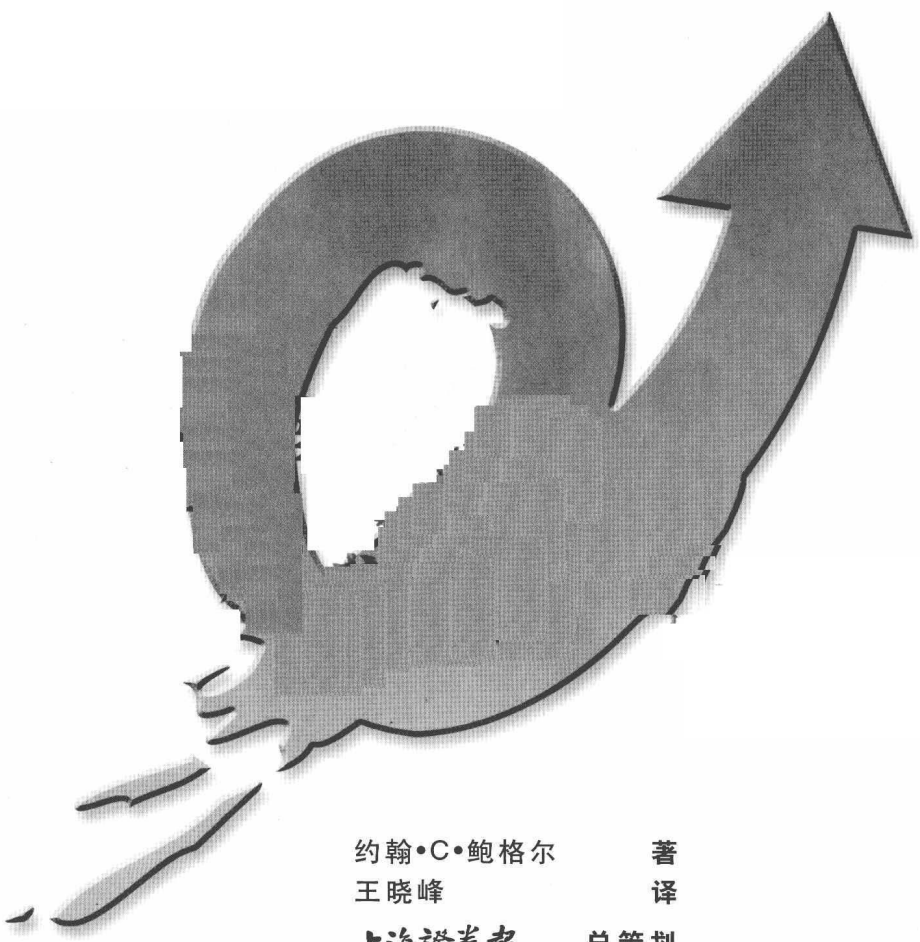
定价：45.00元

金融证券经典译丛

独家授权中文版　先锋集团缔造者约翰·鲍格尔执笔

共同基金常识

Common Sense On Mutual Funds



约翰•C•鲍格尔　著
王晓峰　译

上海證券報　总策划
百家出版社

图书在版编目(CIP)数据

共同基金常识 / (美)鲍格尔著；王晓峰译 . —2 版(修订本).—上海：百家出版社，2002.11
ISBN 7 - 80656 - 755 - 0

Ⅰ.共… Ⅱ.①鲍…②王… Ⅲ.证券投资 - 基金 - 研究 - 美国 Ⅳ.F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 085034 号

丛 书 名	中国证券书库·金融证券经典译丛
书　　名	**共同基金常识**
著　　者	约翰·C·鲍格尔
译　　者	王晓峰
责任编辑	郭丽丽
特约编辑	邱家和
封面设计	阎玉华
出版发行	百家出版社(上海天钥桥路 180 弄 2 号)
经　　销	全国新华书店
印　　刷	松江新桥新生印刷厂
开　　本	640 × 935 毫米　1/16
印　　张	24.5
字　　数	350 000
版　　次	2002 年 11 月第 2 版第 2 次印刷
印　　数	1 - 2000 册
ISBN 7 - 80656 - 755 - 0/F·57	
定　　价	45.00 元

特别推荐

来自基金经理的评价

这是一本极具震撼力的书，每位投资者必读。鲍格尔以他的独一无二的投资理念在基金业中掀起了一场运动，最终使得美国的投资者得到了更好的服务。尤其是第四部分“基金管理”，绝对精彩，我想那些记者和证券管理委员会的人看了以后一定会惊叹不已。

沃伦·巴菲特

杰克·鲍格尔是投资界的一位伟大先知和先驱。在本书中，他与我们分享了他的知识、经验和决策方式，使我们能成为更好的投资者。而最后具有哲学意味的一章更使我们懂得如何做一个优秀的人。

摩根·史坦利迪恩公司首席投资分析师

巴伦·R·魏恩

我的好友杰克·鲍格尔再一次为投资者指引了一条通向成功的道路。他的讯息是如此清晰、详尽，并且最为重要的一点是理性。他提供了非常正确的建议，就是投资者应该用一些简单的原则来制定投资计划，并且用必要的原则来坚持它，而不受偶然事件的影响。我们都知道，第一部分要比第二部分更容易理解。为了让大家更清楚地明白，他详细地列举了许多被证明是对投资者有害的，而在投资界却普遍流行的趋势和观点。所有的人都应注意这一点。

美林资产管理公司董事长

阿瑟·泽凯尔

来自学术界的评价

巴菲特不可能告诉你如何成为沃伦·巴菲特。而鲍格尔对他的投资原则的详尽描述，使我和上百万的投资者在20年后将令我们的邻居羡慕不已——而与此同时，我们在这充满着变数的20年中又能高枕无忧。

麻省理工学院经济系教授
鲍尔·A·萨缪尔森

鲍格尔的这本新书证明了最近的股价趋势并不会持久，并告诉读者什么才是可能达到的真正的长期收益。而当市场回归到正常状态，过多的费用会使投资者难以承受。鲍格尔的见解确实是成功投资的重要元素。这本书棒极了——甚至好过《鲍格尔谈基金》。

宾夕法尼亚大学沃顿分校金融系教授
杰瑞米·J·西格尔

这位将指数基金以及低成本、消费者导向的基金奉献给美国公众的人，现在将他半个世纪在基金管理上的经验中得到的智慧也奉献给了大家。从初入市的投资者到基金经理，每个人都应该读一读《共同基金常识》。

普林斯顿大学经济系教授
伯顿·G·马尔可尔

《共同基金常识》提供了许多关于金融市场、投资收益及基金的极富洞察力，有时则有争议的见解。从总体上说，它为今天的投资者呈现了一个简单的、持续的低成本投资哲学。

哈佛商学院教授
简·O·莱特

来自机构的评价

超群的智慧、个性和表现，杰克·鲍格尔是基金经理中的精英。他是个投资天才，他与传统的思想对抗，结果证明他是对的。在《共同基金常识》这本书中，杰克·鲍格尔向人们展示了他的才华。本书充满了他从成功创造先锋基金时所使用的长期投资策略中提炼的

非常实用的投资建议。对于每一位对投资世界有兴趣的人，本书必读。

美国前财政部部长
威廉·E·西蒙

《共同基金常识》一书代表了华尔街上一个极需灵感的职业的顶极水平。用托马斯·潘恩和本杰明·格雷厄姆的语言，杰克·鲍格尔勾勒出一份卓越的极富逻辑性的计划，不仅是为了提高投资者的收益，更是提升了基金界的整体水准。这不仅仅是鲍格尔的最好一本书，也可能是有关基金方面的最好的一本书。每一位基金投资者、基金业高层或经理都应该读这本书。杰克，你写得真棒！

《晨星》杂志社总裁兼首席执行官
唐·菲利普

《共同基金常识》向大家解释了如何提高你的投资收益。与此同时，鲍格尔还对税收、成本和其他共同基金事务提供了实用的建议。这是一本基金投资者必读之书。

布隆伯格公司的创始人
迈克·布隆伯格

来自媒体的评价

当我见到杰克·鲍格尔并且了解了指数基金后，作为一名投资者我认为找到了成功的起点。如果你想在市场上表现得更好，并且真正知道自己在做什么，请看本书。

《新闻周刊》专栏作家
简·布兰特·奎恩

一辈子在选股，我现在不得不承认鲍格尔对指数基金的评价，令我们想到的不是如何超越他，而是在想如何加入他的事业。鲍格尔的智慧，以及用常识的手段解释事物的方法，使本书成为任何一个想在这个疯狂的股票市场上投资的人不可或缺之书。

基金经理及 The Street. com 专栏作家
杰姆斯·J·克莱姆

以他惯常的清晰和坦诚，鲍格尔带给大家一本使你更聪明、更富

有的书，它将受到冷静、理性的投资者的欢迎。请大家记住它关于基金投资的八个原则。它会使你多赢钱或少亏钱。

美国著名金融记者
泰勒·马斯森

序　言

上海证券报的李东同志要我为鲍格尔的《共同基金常识》中译本作序，我自知浅陋，诚惶诚恐。认真通读《共同基金常识》后，获益匪浅，感触良多。现整理所得的点滴体会，权代从命。

正如书名所示，鲍格尔先生在书中特别强调的并非基金行业的深奥的专业知识和技术，而是一些最基本、最浅显不过的“常识”：长期的观念，投资的观念，成本的观念，尊重市场的观念。

长期的观念　鲍格尔先生讨论的投资期限，短则几年，长则几十年，甚至超过百年。他正是在这么长的期限内探讨证券市场的风险和收益问题。具体到个别的投资者，他所讨论的也是从二三十岁到退休，甚至到生命结束的几十年时间。他认为只有在相当长的时间内，才可以剔除由于投机引起的市场波动，揭示投资的真实的收益和风险。

投资的观念　鲍格尔先生强调了股票市场价格的长期上涨应当基于公司的业绩和利润率。正是由于有了公司的利润，然后才有投资者的投资收益。从长期的动态过程来看，由公司经营业绩决定的公司价值线是公司股票价格波动的趋势线，由于市场供求关系造成的价格波动迟早要向这个趋势线回归。市场供求关系通过诸如市盈率等指标影响股票价格的短期变动，使股票价格脱离公司的价值，而投机者看中的就是在股票价格的日常波动过程中的获利机会。

成本的观念　鲍格尔先生在本书中特别强调了基金投资中的成本问题：不要小看股票基金的每年费用只有 1 到 2 个百分点，但是它却占去了基金每年收益的 10%、20% 甚至更多！随着投资期限的延

长，成本的累积效应比许多人想象的要大得多，可能会成为影响投资收益的第一大因素。

尊重市场的观念 以鲍格尔先生在基金业的经验、地位、影响力和所取得的成就，他不但没有轻言打败市场，还在《共同基金常识》中一再提醒读者应当满足于市场收益率，并且通过控制成本使得投资收益尽量接近市场收益的100%。

这些基本观念之间是相互联系的：长期的投资才最有可能获得与企业的长期经营业绩相对应的投资回报，才最有可能避免证券市场短期波动引起的额外风险。长期投资的风险与收益才最接近市场的风险和收益。满足于市场的收益与风险，就不要想方设法打败市场，就不要频繁交易和积极管理。消极的指数基金，低换手率和低成本，才是基金投资的明智选择。

我们都知道，长期的观念、投资的观念、成本的观念以及尊重市场的观念都是我们在投资活动中最基本、最浅显不过的“常识”。成本是任何经济活动都必须考虑的十分重要的因素，证券投资当然也必须考虑资金的成本和交易的成本。长期的观念、投资的观念以及尊重市场的观念更是我们在学投资学时就耳熟能详的基本概念和基本原则，也是我们在中国证券市场上经常听到的、不少人孜孜不倦的教导。

十多年前，我本人也是牢记着这些原则投身于证券投资活动的。在这些年的不同的工作岗位上，我也试图从这些观念和原则出发来观察市场、理解市场、决定我面临的各项工作和业务。但是，市场的现实，特别是最近几年的中国证券市场的现实让我越来越困惑：股价居高不下的ST、PT上市公司，轻易击败市场的投资管理高手，高得出奇的交易成本，以及每年好几倍的换手率，等等。这些困惑的加深，以至于令人有时要怀疑这些原则本身。读了鲍格尔先生的《共同基金常识》一书，似乎又明白了，原则就是原则，自有它永恒不变的基础。我们不能以这些原则来理解和解释市场现实，是因为我们对于这些原则的认识不够深刻。

市场总是有理的。当市场的现实与我们熟知的一些原则不一致的时候，既然我们的理念赞同这些原则，那么我们就应当探讨这些原则之所以有效的前提条件和适用范围。我们是否可以这样来理解，

这些原则最直接有效的市场是处于均衡状态的市场。当市场打破均衡，处于发展过程中的时候，这些原则可能就不会以最直接、最简单的形式得到表现，而要在市场发展的过程中来运用这些原则，需要结合市场发展过程，在深刻理解其本质的基础上恰如其分地把握，谨慎地运用这些原则。

我们的市场处在初期发展的阶段，作为“常识”的长期的观念、投资的观念、成本的观念和尊重市场的观念还很难在市场现实中得到直接地体现，但这并不等于这些“常识”对我国的证券市场是不适用的。我们对于这些“常识”的理解还很肤浅，还很初级，但从鲍格尔先生笔下出来的“常识”，可能就是积数十年市场经验和思考而达致的否定之否定，是看似浅显常识的“大智”。我相信，哪怕是在一知半解的基础上对这些“常识”的尊重和身体力行，即使不能“增福”，至少可以“避祸”。

不合常识就不正常，这也是一种常识。中国证券市场也很难例外。

林义相

原　序

约翰·鲍格尔的这本书不像我看过的任何一本有关投资的书。因为他讨论了其他作者忽视的敏感问题。我一直在思索为什么这些问题在其他地方受到如此少的关注。我想原因是其他专家的视野没有鲍格尔宽广，或是他们没有更多地关注读者最感兴趣的问题。

人们常常忘记鲍格尔远远不止是一个极其严肃的投资专家，对于个人投资者应该怎样管理他们辛苦挣来的财富给予真诚建议。他首先而且最重要的是一个卓越的管理者。凭他自多年前开始创业时就具有的高超技能和正确决策，鲍格尔缔造了一个伟大的共同基金帝国。因此这本书的读者可以更加全面地了解共同基金世界的本质，以及共同基金业对人们手中的钱带来的影响。

尽管我们听到过无数对基金公司的管理者的溢美之辞，但卖方和买方之间的利益冲突仍根深蒂固地存在于我们的经济系统中。约翰·鲍格尔的目标是在公司与顾客之间寻求利益的平衡，从而使公司能获得长远的发展。这决不是件容易的事。然而，鲍格尔为自己确立的这个艰巨而复杂的事业，使他得以用一种非常独特的眼光来看待竞争。这本书非常清楚地表明，他对所看到的十分担忧。

如果把经济系统作为整体，我们必须认为投资管理行业是在经济系统框架内的一门生意。投资管理这门生意是特别有利可图的。这样，这门生意也会同样充分反映资本的一条铁律，即资本一定会流到那些预期回报率最高的领域。在过去的 10 年中，共同基金的数目从 1260 家猛增到 5810 家，基金经理人从 1260 人上升至 5810 人。另一方面，共同基金却还有另一条资本铁律，即当新竞争者被高回报

率吸引而在这个行业投入资本，努力从原来占据市场的企业的手里夺取市场份额时，这一过程不可避免地会导致这一行业回报率的下降。约瑟夫·斯库摩伊特在其一句著名格言中，把这一过程比喻为“创造性的毁灭”。它是我们经济系统的运行之所以非常成功，以及尽管我们的经济系统有许多明显的瑕疵，它仍继续被公众广泛接受的原因。

在共同基金领域里却从来未发生过这种事。管理者的增长速度远远超过其服务的顾客的增长速度。不管愿意不愿意，越来越多的人进入该领域，却并没有从任何方面减少所有这些人的利益。偶尔有投资管理者一开始就失败，或一家成立已久的公司因各种各样的原因而倒闭，但绝大多数的投资基金管理者正挣着其他行业只能看着妒忌的资本收益。

鲍格尔在怎样投资和如何理解资本市场的问题上的罕见智慧和才能，足以成为读者阅读此书的理由。但这本书传递的最重要的信息是个人投资者财富的积累是与管理那些资产的共同基金业合理架构分不开的。这本书最有价值之处在于，鲍格尔对于共同基金业的架构对个人投资者财富积累的影响的敏锐洞察力。阅读这本书不仅是有趣的，而且十分值得。

彼得·L·伯恩斯坦

前　言

写作这本书，我想达到两个目标：首先帮助读者成为更成功的投资者；第二，为共同基金业的改变制定一个计划。我的第一目标是我所熟悉的。在1993年出版的《鲍格尔关于共同基金》一书中，我提出了建立一个成功的共同基金投资计划的常识性方法。同样，这本书关注共同基金。因为我相信一个拥有股票和债券等有价证券的分散化投资组合是长期投资策略的关键。对于几乎所有的投资者来说，最明智和最有效的分散化投资方法是通过共同基金。尽管本书中一些观点与我以前所著书中的观点有些重复，但此书包括了近几年来投资市场的显著变化。

我的第二个目标对于我来说，是全新的研究方向。在过去的10年中，当坚挺的金融市场已使共同基金成为投资者的投资选择时，该产业也接受了考验，基金的长期投资原则受到了威胁。在共同基金业发展到了十字路口的时候，本书分析了现实的一些问题，并提出执行成功投资策略的基本原理。这些投资原理也为我提出产业改革奠定了基础。如果共同基金仍然是美国家庭的投资选择，那么产业的改革是势在必行的。

作为投资者，应该考虑这些问题。共同基金的持有人现在有5000万之多，而且还在迅速增长。与1990年初的1万亿美元相比，现在该行业的资产规模达到了5万亿美元。共同基金在我们的经济生活中已显现出越来越重要的作用。对许多投资者来说，共同基金是他们退休以后生活的保障和希望。因此我们必须认真对待这些问题。它们将决定下一世纪基金持有人和基金产业的命运。

这本书的观点被越来越多的共同基金持有者所接受。但除我之外，基金业的领导者们似乎并不接受其中大部分的观点，至少在他们的公开声明中是这样的。的确，我的立场可能会引起负面的回应：勉强的接受，怀疑的眼光，彻头彻尾的反对，甚至可能是谴责。

因为在这个产业中和我持相同观点的人只是少数的，也许在行业的领导者中我是唯一的一个，所以我只能用常识和理性来令我的观点得到公众接受。我十分依重对于历史记录的细致分析。但历史终究是历史，所以我不仅要解释我的投资哲学是怎样起作用的，而且要说明为什么它起作用。正因为这本书提出的投资理论符合常识和基础逻辑，所以它一定能在实践中成功。的确，常识以及理性即是明智投资的要旨。投资者越快领悟投资的基础原理，他们就能更多地积累资本。因此，我选择这本书的副标题来及时传递我这个永远的真理：给聪明投资者的新诫令。对基金持有人来说，时间真的是金钱。

“常识”的定义

牛津英语字典（OED）的第二版在定义“常识”时，抓住了这些本质：“理性的人们拥有的自然智慧……任何人天生具有的普通的明智行为……良好健全的实际感觉。”在这本书中，我想宣扬这些本质，因为我相信，这不仅有助于常识在基金投资中成为重要的依据，也有助于推动共同基金业的转变。1888 年伦敦《泰晤士报》出版的 OED 第二版提供了恰当的引证：“常识大致要求睿智、聪慧、健全的判断、清晰的洞察力以及有条不紊的思维。”我相信最终共同基金投资者都能达到这样的要求。随着基金持有人及共同基金的资产数量的不断增加，这一要求也是必须的。

我选择“共同基金常识”作为标题不仅是为了强调常识的重要性，而且因为“常识”是 1776 年一本著作的标题。作者托马斯·潘恩是费城人，他是美国的开国元勋之一。他急于想结束大不列颠的乔治三世在美国的统治。这个作者也许比任何人更多地为美国独立战争准备了条件。在冠以“常识”为名的四本小册子中，第一本开头一段，托马斯·潘恩描述了他所面临的挑战：

> 也许以下篇章中所包含的情感仍不够时尚，不会获得他们的普遍支持；很久以来，我们习惯于不去想一件事是错的，于是它表面上就变成正确的了，而谁要质疑它，首先得到的是旧世俗捍卫者可怕的反对声。不过骚动不久便会平息。时间会使人理性，但更多的是转变观念。

同样的，我对这行业的感情仍不够时尚不会获得他们的普遍支持。我仍然相信当今共同基金业存在着的“不问情况就先接受”的可怕论断会很快平息。我希望通过时间和理性来转变这种观念，而常识最终将加速这种转变。

所以我问您，亲爱的读者，是否容许我和您一起探索新的方法，包括怎样成功地投资共同基金，以及思考共同基金业的未来。我提出这些想法时的感觉和托马斯·潘恩提出他的想法时是一致的：

> 在以下书中，我仅提供简单的事实、清晰的论点和常识；我不会要求读者做任何准备，除了希望你们远离自己的偏见和先入为主的想法，仅用理性和情感来决定；那样他将显出，更确切地说没有失去一个人的真实品行，而且他的眼界会超越时限。

五个部分的说明

这本书分为五个不同的部分，前三部分致力于从投资者建立共同基金组合时最为关心的三个主要的方面，检验常识性的原理：投资策略、投资选择和投资业绩。第一部分“投资策略”，着重于长远的眼光、对股票和证券市场的投资回报本质的了解以及在投资者的投资组合中资产配置的重要性。这一部分中的每一章都得出这样一个结论：常识和简化是投资成功的关键。第二部分“投资选择”中也能得出相同的结论。在这部分中我首先涉及了指数基金，然后是怎样在股票基金和债券基金中作选择以及怎样在各种各样的投资类型中作选择。我也涉及了全球性投资问题，强调了全球性投资策略会有增加风险，但同时也发现常识仍在这里起作用。在讨论寻找“圣杯”——未来可获得高额回报率的共同基金时我也有同样的发现。第三部分“投资业绩”，是一些在向现实提出挑战时保持头脑冷静的提示。这包括过去的基金回报和过去的金融市场回报，不管是高或

低,它都会恢复到一个长期均值的趋势。我也讨论了目前人们关注短期相对回报率(完全不考虑长期绝对回报率)的问题、令人吃惊的基金增长的反面影响、以及大多数基金公司对税收的漠不关心。第三部分总结了时间的重要性:时间增加了报酬,减少了风险,但也同时增大了投资成本的负作用。

很多读者会发现在关于怎样成功投资共同基金的书中竟然会包括本书最后两部分的内容。第四部分"基金管理"所讨论的问题正是以前章节中讨论的基金收益普遍不令人满意的主要原因。这些问题也许并不适合在这本书中讨论,但共同基金业的运作已离开它的传统原理。现今共同基金业的焦点在于营销而不是管理,而且它使用信息技术的方式对投资者有害无益。总之,共同基金公司没有很好地为基金持股者的利益服务。我认为问题的根源在于共同基金的管理架构和该行业特别的运作架构——基金公司的董事们把整个基金的运作托付给外面的管理公司。于是我再次指出常识和简化是这些问题的解决方法。为了更好地为共同基金投资者服务,唯一的选择是重建共同基金业。但是不能否认,甚至是最好的公司结构,也不可避免地会反映出组成公司的人的价值。在第五部分——"企业精神",我冒昧地讨论了我个人作为建立过一家具有独特结构的共同基金公司的领导者和企业家的经验。然后我以对那些在这个特殊环境中供职以及在这个特殊环境中受到服务的人的描述,作为本书的结尾。

在我们讨论下去之前,关于这本书我有几句话要说。虽然我组织了章节的安排,使之内容连贯、承上启下,但我的目的一直是每个章节独立成篇,这便造成有时候我需要重复一些主题和数据,我希望这样为读者集中研究某个特定问题时所提供的方便,将大于重复内容给读者造成的麻烦,因为读者的兴趣和时间是有限的。一些读者也许会对这些章节中的某些主题感到似曾相识,因为我曾在演讲中提及或在期刊杂志上发表,但都不成熟,我在这本书中已使之完善了。不管怎样,这本书的大部分材料是第一次公开。

常识的回归

尽管我在以后的篇章中所阐述的常识性的投资原则和基金业架构的常识性原则，正像托马斯·潘恩所说的，“不够时尚，不会获得他们的普遍支持”，我希望读者们不要加入“旧世俗捍卫者可怕的反对声”。潘恩感人肺腑的话语最终感动了殖民地的人民，美国独立战争成功了。希望我的常识性的观点也能很快得到基金投资人的赞同。

《共同基金常识》将描述共同基金投资者遭受到的不公平待遇，他们的处境与我们的祖先在英国人殖民统治时期相似。基金业充满了“没有任何解释的税负”——它们的形式是基金经理人征收的高费用，这些高费用，还有无效的管理策略，是由那些应该代表基金持有人利益的基金的董事们通过的。基金持有人，就像殖民地时代的美国民众一样，必须争取自治的权力。

就像托马斯·潘恩指出的：“不受监督的国王不能被信任……对绝对权力的渴求是独裁的通病。”基金管理公司好像国王一样控制着基金持有人的资产。18 世纪的英国贵族们可以接受国王的任何怪念头，现在的基金董事们不是一样吗？我当然不会遣责基金管理公司关注自身的利益。但基金持有人的利益与基金管理公司的利益之间如何平衡，似乎没有独立的监督人和有效的平衡方式，尽管事实上是基金持有人所有着基金。就像美国的其他公司一样，股东应该享有控制公司的权力。

原则和实践

共同基金投资者，以及他们所拥有的基金应该遵循这本书前三个部分所阐述的正确的投资原则。鉴于基金行业的公司架构开始放弃这些投资原则，基金投资者应该坚持要求基金改变它们原有的架构，来弥补目前存在的所有权和控制权之间的裂隙。我将用常识性的原理与你们讨论上述这些问题，希望你们从交给基金公司的资产中获得的收益能真正地提高。

你可能没有听到过托马斯·潘恩最后一句话。当你思考这本书提出的一些关键问题时，毫无疑问你会发现一些问题很陌生，一些要求也很难达到。与此相似的是，托马斯·潘恩在1776年出版的4本小册子中，最后总结道：

> 这个过程将是陌生和困难的；但就像我们走过的任何一条道路一样，只需一点时间就可以变得熟悉和容易；而且，在宣布独立之前，大陆（指独立前的美国大陆——译者注）就会感觉像一个人一直维持着清淡的生意，知道它应该关门，但却不愿意痛下决心；希望结束这门生意，却仍然反复思考是否必要。

我知道它并不简单，当然在我的一生中也不可能完全达到目标。但正如托马斯·潘恩在华盛顿将军为独立战斗的前一年所说的："这是考验人们精神的时候……这个事业值得我们坚持；那些立场坚定、充满良知的人，将至死不渝地追求真理……专制和暴政，很难被征服，但斗争越是艰苦，胜利越是辉煌。"

约翰·C·鲍格尔
于宾夕法尼亚州，福基山谷
1999年2月

目　录

序　言
原　序
前　言

第一部分　投资策略

第一章　长期投资/机遇与花园 …… 3
1.1 机遇·花园与长期投资 …… 3
1.2 如何令我们的花园繁荣 …… 6
1.3 股票市场的收益 …… 8
1.4 什么是标准差 …… 10
1.5 债券市场的收益 …… 11
1.6 现实与理论的距离 …… 16
1.7 投机取代了投资 …… 24
1.8 长期投资的简单原则 …… 25

第二章　收益的本质/奥克姆的剃刀 …… 28
2.1 奥克姆的剃刀与股票市场 …… 29
2.2 奥克姆的剃刀与债券市场 …… 39
2.3 巨大的泡沫 …… 42
2.4 未来从现在开始 …… 46

第三章 资产配置/基金业绩揭秘 …… 48
3.1 从《塔木德经》到现代投资组合理论 …… 48
3.2 风险就在前面 …… 49
3.3 合理配置资产 …… 51
3.4 综合考虑年龄和资产 …… 54
3.5 第三维 …… 56
3.6 关于成本的三种视角 …… 62
3.7 风险溢价 …… 63
3.8 资产配置和成本 …… 67

第四章 关于简洁/到你该去的地方 …… 68
4.1 别无选择时,请回归于简单 …… 69
4.2 股票投资组合简单化 …… 72
4.3 规则一:选择低成本基金 …… 74
4.4 规则二:认真考虑附加成本 …… 76
4.5 规则三:不要过高评价基金的历史业绩 …… 77
4.6 规则四:利用历史业绩判定持续性和风险 …… 78
4.7 规则五:警惕明星基金 …… 80
4.8 规则六:警惕资产规模 …… 81
4.9 规则七:不要持有太多基金 …… 82
4.10 规则八:坚守你的基金组合 …… 84
4.11 简单化与复杂化 …… 85
4.12 坚持简单化 …… 85

第二部分 投资选择

第五章 指数基金/经验战胜期望 …… 89
5.1 指数的选择 …… 90
5.2 历史的教训 …… 93
5.3 跟踪指数是长期投资策略 …… 96
5.4 标准普尔500指数不代表整个市场 …… 99

5.5 指数基金因成本低而成功 …… 102
5.6 指数基金优于一般的管理基金 …… 105
5.7 并非所有的指数基金都相同 …… 110
5.8 指数化在整个市场中的有效性 …… 112
5.9 指数化的胜利 …… 114
5.10 指数化的未来 …… 116

第六章 类型的选择/井字游戏 …… 118
6.1 玩井字游戏 …… 119
6.2 相互间的比较 …… 120
6.3 不太准确的比率 …… 124
6.4 平衡基金:风险、收益和成本 …… 124
6.5 上帝、帕斯卡尔和战争游戏 …… 129
6.6 时间能说明一切 …… 131

第七章 关于债券/淡出江湖 …… 132
7.1 麻烦缠上了公司 …… 134
7.2 什么是“类商品” …… 134
7.3 一个典型的例证 …… 136
7.4 成本很重要 …… 137
7.5 管理者的技能 …… 144
7.6 手续费是昂贵的成本 …… 145
7.7 如何避免过高的成本 …… 147

第八章 全球化投资/钻石宝藏 …… 149
8.1 证券投资全球化并不明智 …… 150
8.2 货币风险及收益 …… 151
8.3 全球化的有效边界 …… 152
8.4 国际经济和金融市场 …… 155
8.5 风水轮流转 …… 156
8.6 全球化投资者的表现 …… 157
8.7 构筑你的全球化投资组合 …… 158

8.8 全球化指数投资更高明吗 …… 159
8.9 “宝藏”就在眼前 …… 162
8.10 对“钻石宝藏”的再讨论 …… 163

第九章 优质基金/圣杯的探寻 …… 165
9.1 平衡基金的历史 …… 166
9.2 发现指数基金 …… 167
9.3 挑战指数基金 …… 168
9.4 挑选赢利基金的理论 …… 169
9.5 令人失望的现实 …… 172
9.6 一个基金经理的告白 …… 173
9.7 另一种失望 …… 173
9.8 又一个失望 …… 175
9.9 “从无尽的深渊中召唤灵魂” …… 177
9.10 圣杯在哪里 …… 178

第三部分 投资业绩

第十章 均值回归/牛顿先生对华尔街的报复 …… 183
10.1 共同基金优胜者归于平凡 …… 184
10.2 引力和股票市场的各种类别 …… 187
10.3 普通股的回归 …… 192
10.4 应对引力作用的投资行为 …… 196
10.5 皇冠上的明珠 …… 197

第十一章 投资相对论/幸或不幸 …… 199
11.1 一个强大的“妖怪” …… 200
11.2 指数化的兴起 …… 202
11.3 “如果它看起来像鸭子" …… 203
11.4 指数基金:强劲的对手 …… 204
11.5 优化指数策略:定量型投资 …… 205
11.6 基金经理人的位置在哪里 …… 206

11.7 改变你自己 …… 207
11.8 狄更斯回来了 …… 208

第十二章 资本规模/一招失手,满盘皆输 …… 210
12.1 越大就越好吗 …… 210
12.2 规模与收益 …… 214
12.3 规模带来的问题 …… 215
12.4 规模多大才合适 …… 217
12.5 太多的钱会损害投资效果 …… 219
12.6 一招得手,满盘皆活 …… 221
12.7 好梦难圆 …… 222
12.8 问题终可圆满解决 …… 225

第十三章 税收的影响/视差的含义 …… 227
13.1 税收:利润的吞噬者 …… 229
13.2 税收对 α 的冲击 …… 231
13.3 税收与高换手率 …… 232
13.4 更换经理人不是个好办法 …… 233
13.5 指数基金:一个好办法 …… 235
13.6 避税基金:更好的办法 …… 237
13.7 60 年的"新"思路 …… 238
13.8 买股票还是买基金 …… 240
13.9 避税的策略 …… 241
13.10 从视差的角度看 …… 244

第四部分 基金管理

第十四章 关于时间/魔力还是专制 …… 247
14.1 收益:第一维 …… 248
14.2 风险:第二维 …… 249
14.3 成本:第三维 …… 250
14.4 长期投资:聪明的苏格兰人 …… 251

14.5 时间:第四维 …… 252
14.6 "72"准则 …… 255
14.7 空间的规则 …… 259

第十五章 关于原则/重要的原则必须坚持 …… 261
15.1 扩张驱动基金产业 …… 262
15.2 管理和扩张 …… 263
15.3 影响基金业绩的信息 …… 265
15.4 世界语的狂热爱好者 …… 273

第十六章 关于营销/信息是手段 …… 276
16.1 巨额营销费用对谁有利 …… 277
16.2 12b－1 收费揭秘 …… 281
16.3 宣传掩盖风险 …… 281
16.4 所有者还是客户 …… 283
16.5 新闻界拥有信息 …… 285
16.6 聚敛资产:真正的生意 …… 286

第十七章 关于技术/对什么有帮助 …… 289
17.1 投资技术:更大、更快、更复杂 …… 292
17.2 信息技术:信息还是智慧 …… 293
17.3 交易技术:趁热打铁 …… 294
17.4 报告卡片 …… 296
17.5 技术的普遍冲击 …… 297

第十八章 关于董事/为两个主人服务 …… 299
18.1 控制的杠杆 …… 300
18.2 控制的结果 …… 301
18.3 法律如何规定 …… 303
18.4 可以替代的架构 …… 305
18.5 采取法律行动了吗 …… 306
18.6 国会和证券管理委员会 …… 307

18.7 空衣架 …… 308
18.8 谁是真正的主人 …… 309

第十九章 关于结构/战略原则 …… 311
19.1 所有权结构的比较 …… 312
19.2 创造的历史 …… 313
19.3 战略取决于结构 …… 315
19.4 辛巴与食物链 …… 324
19.5 展望未来 …… 326
19.6 信息时代的优势 …… 326
19.7 来自另一位专家的启示 …… 327
19.8 修正还是重组 …… 328

第五部分 企业精神

第二十章 企业家的才能/创造的乐趣 …… 333
20.1 我遇到了真正的企业家 …… 334
20.2 合并、解散、观念 …… 335
20.3 步履维艰 …… 336
20.4 熊彼特对企业家的描述 …… 338
20.5 事情的来龙去脉 …… 340

第二十一章 领导者的才能/使命感 …… 342
21.1 简洁的重要性 …… 343
21.2 一次偶然的经历 …… 344
21.3 领导者的四种品行 …… 344
21.4 语言的力量 …… 346
21.5 服务者和领导者 …… 347
21.6 格林里夫的看法 …… 348
21.7 挫折和决策果断 …… 350
21.8 耐心和勇气 …… 351
21.9 未来的领导者 …… 352

21.10 运气也起了作用 …… 353

第二十二章 人本主义/客户和团队 …… 354
22.1 像受托人一样行事 …… 355
22.2 基金持有人的反应 …… 357
22.3 先锋集团的员工 …… 359
22.4 优异表现奖 …… 360
22.5 合伙人制度 …… 361
22.6 黄金规则 …… 363

后记/常识就是原则 …… 364

第一部分
投资策略

作为投资者，首先必须考虑的是如何选择投资策略。投资就是为获得将来的收益而推迟当前消费的一种行为。而长期投资更是可以使投资者得到满意的回报。但是，人们往往会忘记长期投资的基本原则：持有管理良好的基金作为终身投资，避免投资那些投资组合经常改变、流动量极大的基金。

为了说明长期投资的优点，我从美国股票市场和债券市场中撷取了历史数据，考察各只股票和债券的风险和回报，它们各自的收益和股息以及由于市场对它们的收益和股息的评价差异而引起的市场波动。股票和债券的收益和分配从长期来看是稳定的、可信的。而市场的波动则是短期而又断断续续的。回顾这些历史数据，对理解什么是投资有重要意义。

在讨论如何进行有效的资产配置时，首先必须讨论风险和收益的问题，这是每一个明智的投资者在计划自己的长期投资时必须考虑的。在我认为，简单就是最好的投资策略。

第一章　长期投资机遇与花园

投资就是对未来的一种信念。我们之所以把钱交给一家公司，是因为我们相信，或者至少我们希望他们能竭尽全力，使我们的投资得到高额回报。我们之所以购买美国的股票和债券，是因为我们相信美国经济会长期繁荣，而金融市场将永远健康发展。

我们投资一家共同基金，是因为我们相信基金经理们会像机敏的仆人一样看管我们的资产。我们也知道分散投资的重要性，因为它可以降低每一只股票本身固有的风险。

人们对投资的信心，往往在牛市时高涨，而在熊市时低落。但证券市场仍然健康地发展到现在。它经历了大萧条时期、两次世界大战，东欧社会主义的兴衰，以及一连串令人不安的变化：如许多公司的兴起和破产、通胀和通缩、消费品价格指数的波动、信息技术革命以及金融市场的全球化等等。近几年来，我们对投资的信心更足了，因为证券市场从1982年开始到现在几乎一直是牛市。当新千年来临之际，我们对投资的信心达到有史以来的最高点。

1.1 机遇·花园与长期投资

在未来，是不是会出现不可预见的经济危机，使经济产生严重的衰退，以至于彻底摧毁我们对投资的信心？有可能。风平浪静往往会使我们失去对风暴的警觉。在长长的金融投资历史中，不时地会出现乐观的投资者将金融资产的价格推高至一个非理性的高度，而他们则掉进投机的旋涡，不能自拔，最终遭到惨重的失败。投资是不

确定的。但作为一个长期投资者，我们不能让这种可能性阻挡我们进入市场。因为没有风险，就没有收益。

风险的代名词是“机遇”。在今天这样一个浮夸、多变和复杂的世界里，“花匠强斯(Chance)”的故事可以给长期投资者带来一些启示。花草树木四季的变化犹如经济环境和金融市场的周期循环，而他对过去的经验能够昭示对未来的信念，我们也可以效仿。

强斯从小一直生长在一个富豪大宅里，与世隔绝。他有两个爱好：一个是看电视，一个是照料他门外的花园。人近中年，突然这个豪宅的主人病死。他只好走出宅子，开始与世人接触的第一步。在路上，他被一个有权势的工业巨头、也是总统顾问的轿车撞倒了。当他被送到这位工业巨头的家里进行医治的时候，他说他是“花匠强斯”。别人误认为他的名字叫“乔斯瑞·加迪那”。

这时总统正好来探访这位工业巨头。刚刚复原的强斯也参加了他们的谈话。经济正在衰退，蓝筹股公司业绩大幅度下降，股票市场面临崩溃。出乎意料，总统请教他的意见：

> 强斯浑身颤抖。他觉得他的思维好像被人拉出了脑袋，抛向了空中。最后，他说：“在花园里，每棵花草树木都有各自兴衰的季节。每年都有春天和夏天，但也有秋天和冬天。但是冬天之后，又是春天和夏天。只要这些花草树木的根基还在，一切都会好的。”

说完这些话，他胆怯地抬起眼睛。他看到总统在默默地微笑，看来总统对他的话很欣赏。

> “我必须承认，加迪那先生，你的话是我很长时间以来听到的最新颖、最鼓舞人心的建议。我们之中许多人都忽视了自然和社会是一样的。像自然界一样，我们的经济体系，从长期来看，是稳定而有秩序，因此在它处于暂时低谷的时候，我们没有必要害怕什么……，我们对自然界的四季变化处之坦然，而对经济的周期循环却惊慌失措，多么愚蠢啊！”

这个故事不是我编造的。它是加斯·考辛斯基的小说《成为三个》前几个章节的概述。这部小说还被改编成电影，主角是彼得·塞林斯。像强斯一样，我也是个乐观主义者。我觉得我们的经济状况十分健康和稳定。它虽然经历了四季的兴衰。但总的来说，一直

在持续不断地向上，从一次次的灾难中振作起来。

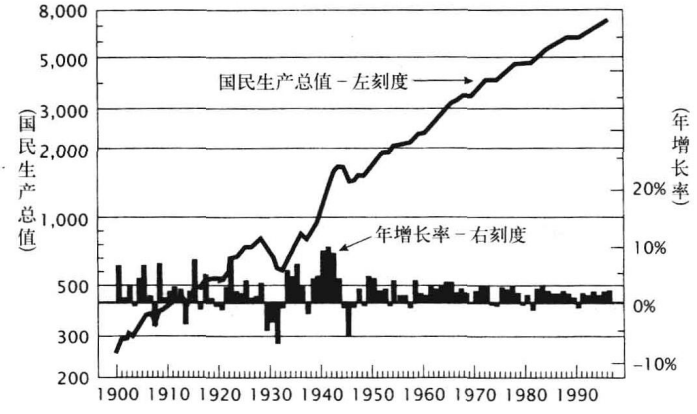


图 1.1　美国国民生产总值，以 1992 年美元币值计(1900－1998)

图 1.1 记录了 20 世纪美国经济的发展历程。即使在最黑暗的大萧条时期，对未来的坚定信念最终也得到了回报。从 1929 年到 1933 年，美国经济总量大幅下降 27%。但紧接着，经济就开始复苏了，在 40 年代的剩余几年里，美国经济上升了 50%。从 1944 年至 1947 里，为二战服务的美国经济部门在向生产和平时期的民用品转型时，美国经济在短期内出现了收缩，生产总量下跌了 13%。但之后的 4 年内，经济全面复苏。而在过去的 50 年里，我们的经济从对经济周期十分敏感的资本密集型的工业经济，转换至周期变化较小的服务型经济。

经济的长期发展，反映了一系列经济变化的轨迹。在整个 20 世纪，我们的真实国民生产总值年均增长 3.5%。在被称为当代的二战之后半个世纪里，经济年平均增长速度为 2.9%。未来，我们仍然不可避免会经历衰退时期，但我们相信之后一定会迎来更长时期的经济增长。

同样，证券市场也经历了多彩的秋天、贫瘠的冬天、充满活力的春天以及温暖的夏天的循环，但一直是循着上升的轨迹。我回顾了两个最重要的投资品种——债券和股票长期收益和风险。从历史数据中，我们可以得到很多启示，而从这些启示中我们得到了成功的投资策略。这些历史数据也说明了一个结论：要投资成功，首先必须是一个长期投资者。从短期来看，股票市场和债券市场变幻莫测。但

从长期收益和风险的比较看来，股票市场和债券市场的发展十分稳定，长期投资一定会取得成功。虽然从历史数据中得到的经验，不能保证在将来会继续获得成功。与长期投资相对的是短期投资。从金融媒体披露的许多事例和不少专业及个人投资者的实践中，我们可以看到，短期投资事实上十分危险。在目前的牛市中，大多数投资者跟从那些弥漫在我们金融市场中的短期行为。他们为了获得短期的暴利，在股市中频繁地进出，企图把握股市涨跌脉搏，结果只是获得了成堆的交易量。我们不能控制我们的投资回报，但一个长期投资计划，加上对未来的信心，再加上我们可以控制的部分：风险、成本和时间，一定会获得满意的收益。

1.2 如何令我们的花园繁荣

全仗宾夕法尼亚大学瓦尔顿分校的杰里米·J·西格尔，令我得到了详尽的股市和债市的历史数据。这些数据充分证明了长期投资的价值。

我们的证券市场就像花园一样，为投资者提供了许多获利的机会。图 1.2 是西格尔在《长期股票运行》一书中绘制的，它表明在所有的金融投资资产股票、债券、美国国库券和黄金中，股票的投资回报率最高。这张表涵盖了从 1802 年到 1997 年，整个美国股票市场的历史。以该表所示，如果 1802 年在股票市场投资 1 万美元，并且将所有的股息再投资（忽略税收因素），1997 年可以得到 56 亿美元（已计算通胀因素）的回报。如果在 1802 年投资美国长期政府债券，并且也将所有的利息再投资，最终获得的收益为 800 多万美元。股票的收益率每年平均增长 7%；而债券的收益率年平均增长 3.5%。至少对于一个投资达 196 年（赶上了玛士撒拉[①]的寿命）的长期投资者来说，年收益率的显著差别最终导致了最终收益的巨大差异。

西格尔的研究表明，在证券市场发展过程中，可以分为三个阶

① 玛士撒拉：《圣经》中挪亚的祖先，他以高寿 969 岁著称。毫无疑问，一个如此长寿的人一定会有足够的时间对经济和金融市场的周期规律了如指掌。

段,每个阶段股票的年收益较为相似。第一个阶段是 1802 年至 1870 年。那个时期,西格尔称为“美国从农业国家转变为工业化国家”。第二个阶段是从 1871 年至 1925 年,美国成为重要的国际经济和政治力量。第三个阶段是从 1926 年至今,这个阶段被称为现代证券市场时期①。

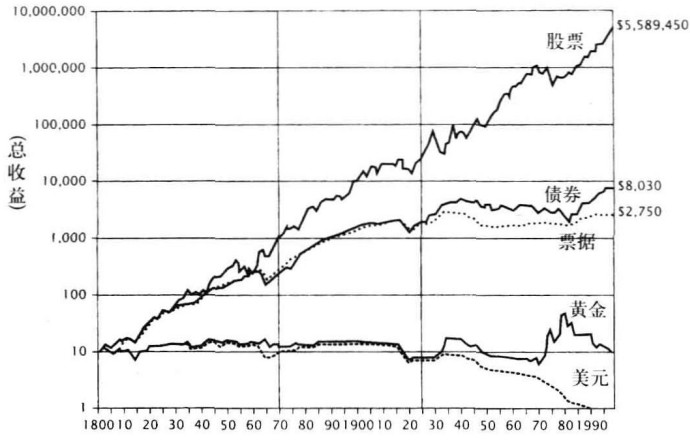


图 1.2　10,000 美元初始投资的真实收益(1802 - 1997)

这些长期投资的数据只包括美国金融市场。(不少研究表明,其他国家的股票市场收益较低,而风险较高。)早期的数据来自于一些零散的股票收益记录。因为当时人们只关注那些大公司的股票,而那时的股票市场的规模和公司种类与现在有天壤之别(例如,在那些零散的记录中,没有一个明确的公司收益记录可以与当今依据严格而透明的财务标准制定的公司财务报告相提并论。)19 世纪早期的收益报告主要是来自于银行股票;在内战后的一段时期,主要是来自于铁路股票;而 20 世纪早期的公司收益报告,主要是来自于商品股票,包括那些生产绳索、麻线和皮革的主要厂商。在 12 个最早列入道琼斯指数的成份股中,只有通用电器现在还幸存着。但整个证券市场的发展过程,有一些东西是一直保持着的。西格尔教授的研究表明,在这三个阶段中,每个阶段的真实收益都在 7% 左右,

① 第一个阶段的数据来源不明。第二个阶段的数据是根据权威的独立研究机构卡尔斯委员会 1938 年的报告产生的;第三个阶段涵盖了具有极高权威的标准普尔指数诞生到发展的全过程。

1871 年至 1925 年较低一些，而 1926 年以后的目前阶段较高一些。

在债券市场上，西格尔教授观察了一直作为固定利率投资基准的美国长期政府债券的收益率。长期债券的年平均收益率为 3.5%。但是，与证券市场稳定的高收益相比，债券市场的真实收益波动频繁，在头两个阶段，年平均收益为 4.8%，而在第三阶段则跌落至 2.0%。尤其在 20 世纪下半叶的后期，债券的收益率更加不稳定和难以预测。

1.3 股票市场的收益

我们先来看看股票市场。表 1.1 显示的是各个阶段股票市场的名义收益率和真实收益率。较高的数字是名义收益率。名义收益率没有计算通胀因素。而真实收益率则计算了通胀率，更精确地反映了投资者购买力的增强。因为投资的目的即是增加个人的真实财富——增强购买生活用品和享受服务的能力。所以，长期投资者最终关注的一定是真实、而非名义收益率。

表 1.1 年平均股票市场收益(1802 - 1997)

	总名义收益	消费者价格通胀率	真实收益
1802 - 1870	7.1	0.1	7.0
1871 - 1925	7.2	0.6	6.6
1926 - 1997	10.6	3.1	7.2
1802 - 1997	8.4	1.3	7.0
1982 - 1997	16.7	3.4	12.8

在证券市场发展的早期，名义收益率与真实收益率的差别很小。在第一个阶段(数据来源不确定)，从 1802 年至 1870 年，年通胀率只有 0.1%，因此，年平均真实收益率仅比名义收益率 7.1% 低 0.1 个百分点。

在 19 世纪的大多数年份，通胀率依然很低。在第二个阶段，从 1871 年至 1925 年，收益率状况基本与第一阶段相似。年平均名义收益率为 7.2%，而真实收益率为 6.6%。当中的差距源于年平均 0.6% 的通胀率。

在当代，通胀率上涨得很快，每年平均为 3.3%，使得名义收益

率与真实收益率的差距越来越大。从1926年起,证券市场的年平均名义收益率达到10.6%,而减去通胀率后的收益率仅为7.2%。而二战以后,通胀率更是显著升高。举例来说,从1966年至1981年,通胀率狂升至年平均7.0%。这个时期证券市场的名义收益率为6.6%,而真实收益率则为-0.4%。而近期通胀率开始有所下降。从1982年至1997年,在这个长期的大牛市时期,平均真实收益率达到12.8%,直逼美国历史上股票市场阶段收益率的最高纪录(1865年至1880年,股票市场的年平均收益率达到14.2%。)

当代的高通胀大部分应归罪于我们国家的货币体系从金本位转至纸币本位。在金本位时期,每个流通中的美元都可与固定数量的黄金交换。而在我们目前的纸币本位的货币体系下,美元没有任何东西支撑,除了公众对它价值的共同认可。而政府也可以在极少约束的情况下,发行更多数量的美元。有时,大幅增加货币供应量会引起通货膨胀率的大幅提高。但尽管如此,股票市场的真实收益率依然会保持稳定。既使名义收益率随着通货膨胀率大幅增长,真实收益率依然保持在7.0%左右,与19世纪一样。

1.3.1 股票市场的风险

虽然股票市场从一个较长的阶段来看,收益率十分稳定。但从每一年来比较,收益率会有一定的波动。我们用年收益率的标准差来计量年收益率的波动状况。表1.2显示的是在股票市场的三个阶段以及1982年以后至今的这个时期每年收益率的波动情况。它还显示了每个时期最高和最低的年收益率。从1802年至1870年,每年的收益率与7%的年平均收益率的标准差为16.9%;也就是说,在这个时期的2/3的时间里,每年的真实收益率在-9.9%至23.9%之间波动。从1871年至1925年,收益率的标准差为16.8%,与第一阶段相似。而从1926年至今,收益率的标准差达到20.4%。如表1.2所示,年收益率的波动可以超出标准差的范围。股票市场收益最高的年份是1862年,真实收益率达到66.6%。收益最低的年份是1931年,真实收益率为-38.6%。当然,这个有关股票市场发展的整个历史过程中真实收益率的完整记录,并不能说明一个投资者在其中任何一年可能获得的收益。

表 1.2 年平均股票市场波动率(1802 - 1997)

	年真实收益的标准差	最高年真实收益率%	最低年真实收益率%
1802 - 1870	16.9	66.6	-29.9
1871 - 1925	16.8	56.1	-31.2
1926 - 1997	20.4	57.1	-38.6
1802 - 1997	18.1	66.6	38.6
1982 - 1997	13.2	31.0	-11.5

1.4 什么是标准差

标准差是公认衡量收益率变动的标准,它说明在给定的一个时期内投资收益的变动情况。例如,一个投资项目的年平均收益率为10%,而投资期间,2/3 时间的年平均收益率在 -5% 至 25%——与10% 的年平均收益率都偏离 15 个百分点——那么,这个投资项目的标准差为 15。而 95% 的年平均收益率位于两个标准差之间。

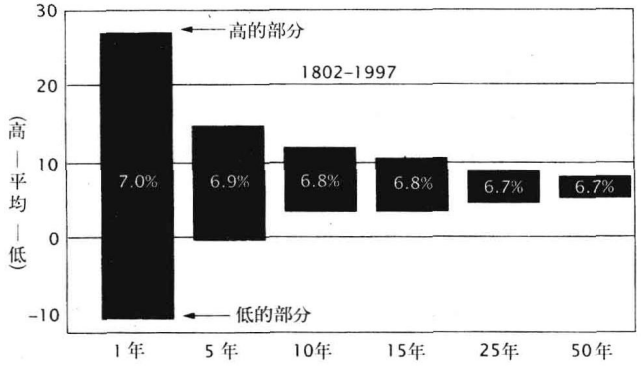


图 1.3 股票市场年收益率的范围

收益率的标准差

高收益有部分	25.1	14.4	11.2	10.3	8.7	7.7
低收益有部分	-11.1	-0.6	2.4	3.4	4.7	5.7
标准差	18.1	7.5	4.4	3.3	2.0	1.0

然而,这种大幅波动随着时间的延长会迅速下降。图 1.3 向我们说明的是,美国股票市场年收益率的标准差为 18.2%,而 5 年收

益率的标准差则降低一半还多，只有7.5%；10年的话，标准差又减少近一半，至4.4%。虽然长期投资10年以后，收益几乎已不受短期的波动影响，然而标准差的影响力随着时间的继续推延愈加减弱，直到它在50年时，标准差达到0.1%。在这个范围里，最高收益率为7.7%，最低收益率为5.7%。投资时间越长，年平均收益率的波动越小。投资者不应低估自己投资的时间。如果一个投资者从25岁开始考虑自己的退休金计划，然后，在自己退休之后，一直到75岁或更大年纪，再获取积累的资本收益，这样不就可以获得长达50年的长期投资时间了吗？

1.5 债券市场的收益

在债券市场，可能令人十分惊奇的是，收益的稳定性较股票市场差距极大。从1802年至今，美国政府长期债券的年平均真实收益率为3.5%。然而，在这段时间里，如表1.3所示，收益率波动频繁。从1802年至1870年，长期政府债券的年平均真实收益率约为4.8%。从1871年至1925年，年平均为3.7%。但是从1926年以后，长期政府债券的真实收益率仅为2.0%。在二战以后更短的这段时间里，债券的真实收益尤其不稳定。从1966年至1981年，年收益率是负的：-4.2%。而1982年至1997年，收益率状况发生巨大转折，债券市场的年平均收益率达到9.6%，一个异常高的收益率，尽管它与同时期股票市场年平均12.8%的收益率还相去甚远。

表1.3 年平均真实债券市场收益率——长期政府债券(1802-1997)

	总名义收益	消费者价格通胀率	真实收益
1802-1870	4.9	0.1	4.8
1871-1925	4.3	0.6	3.7
1926-1997	52.2	3.1	2.0
1802-1997	4.8	1.3	3.5
1982-1997	13.4	3.4	9.6

1.5.1 有关长期投资收益率历史记录的注意事项

这个有关长期投资的讨论主要依赖于股票和债券的平均长期收

益。但投资者必须记住,使用平均值是为了减小在整个市场发展中不可避免的大幅波动。如斯蒂芬·杰伊·古尔德在《智慧的发散:从柏拉图到达尔文》中所描述的:"波动是基础的事实,而平均值是对事实的提炼。"古尔德的这句话最近又被经济学家兼作家彼得·伯恩斯坦引用,他还加了一段精彩的批注:

> 长期投资的平均增长率像灯塔,或是美女,不断地诱导投资者面向更长远的未来,获得与平均增长率差不多的收益。而其中出现的收益的大幅波动对于长期投资来说会越来越小,所以平均值明确了我们的期望值。

但是,股市的这些波动不是没有来由的,也不是孤立的插曲。每一个插曲都非常重要,它告诉我们这个市场是如何运作的。每一个插曲也是前面插曲的延续——你可以认为"插曲"是指任何事——昨天发生,上个季度发生的,甚至是70年或100年前发生的事。

伯恩斯坦还引用了福特基金财务总监劳伦斯·西格尔在《投资组合管理通讯》中的一段话:

> 风险不是由短期的波动引起的,因为长期投资者完全可以不理会它。确切地说,因为不可能有固定的未来收益率,只有也许不可能实现的预期收益率,因此,对于长期投资者来说,风险可能就是在更长远的未来,股票的回报很糟。

这些描述提醒了我们,金融市场的未来收益是不确定的。但他们的这些话并没有否认我的核心观点:关注长期远比关注短期有收获。这个道理很少投资者懂得。

1.5.2 债券市场的风险

债券长期的低收益率,使得它们比股票风险性小。表1.4显示的是在三个主要时期以及自1982以来长期债券市场债券收益的标准差和各个时期最高及最低的年收益率。自1802年以来的,债券年平均收益的标准差为8.8%——是同时期股票市场收益率标准差的一半还少。其中从1802年到1870年,债券年平均收益标准差为8.3%。在第二个阶段,也就是从1871年至1925年,波动更是有所减弱,债券年平均收益率的标准差降至6.4%。自1926年以后,债券的年平均收益率的标准差升至10.6%。而从1982年至1997年,攀

升至13.6%，而且与一直以来的规律背道而驰，这一时期的标准差竟高于13.2%的股票市场的收益率标准差。这一现象可能是由于在这一时期之前通胀率快速地大幅飙升，而这一时期又开始有所下降引起的。

表1.4 年平均债券市场波动率(1802－1997)

	年真实收益的标准差	最高年真实收益率%	最低年真实收益率%
1802－1870	8.3	29.8	－21.9
1871－1925	6.4	17.8	－16.9
1926－1997	10.6	35.1	－15.5
1802－1997	8.8	35.1	－21.9
1982－1997	13.6	35.1	－10.0

虽然每个时期的股票市场真实收益率很少受通胀率影响，但它对于债券的真实收益则有很重要的意义。一种债券在兑付之前的几年中，利息是固定的。在物价飞涨的时候，这些固定利息的真实价值就会大幅降低，也就是减小了债券的真实收益。如果投资者预期通胀率会上升，他们应该要求债券发行人制定较为适宜的利息率，以弥补预期的通胀带来的损失，确保一个可以接受的真实收益率。但历史数据显示，投资者往往对未来通胀毫无防备。例如，在战后的35年里，他们从来没有考虑到通胀的可能。直到80年代，他们才开始要求弥补之前的损失。事实上直到1982年，通胀率一直在上升。债券的真实收益波动很大。在任何现实的时间段里，债券收益的历史数据对未来债券收益的预测没有多大用处。

不过，近几年来，美国开创了两个新的政府债券品种，可以避免债券上述两个传统的风险。一种叫作不附息票债券，它保证投资者在25年或更长时间里获得固定的收益率。另一种叫作通胀率套期保值债券，它的利率较低，但保证投资者免除物价指数上升的风险。但是这其中无论哪一种都不能保证它们的名义或真实收益率高于传统债券的收益率——只是它们的收益较可预测。

1.5.3 埋下种子等待发芽

股票和债券的长期投资风险和回报的分析，为长期投资者提供了选择投资策略的常识。首先，长期投资者应该对股票投资充满信

心。自1802年以来,根据西格尔教授的观察,在任何一个投资时期,股票的收益率都高于债券,可以提供最好的投资增长机会,而且又不受通货膨胀的影响。西格尔教授提供的数据还表明,如果风险就是可能长期投资以后,得不到真实回报,那么债券的风险比股票大。如果你相信我们的经济从根本上来说是健康的,获取长期收益的最好办法就是现在就埋下种子等待发芽,也就是投资普通股票。当然,你也必须准备好寒冷的冬季有可能突如其来,而在那个季节债券的表现往往不错。

自1802年以来,美国200年的历史中,股票收益的波动大大高于债券。从短期来说,股票的风险比债券大。就是在更长一些的时间段里,股票也有可能表现比债券差。事实上,自我们的证券市场建立以来,在187个10年的时间段里,债券在38个时间段里表现好过股票,大约占到整体的1/5。在172个25年的时间段里,债券在8个时间段里表现好过股票,仅占1/20。为了避免在短期内或更长一些时期,股票可能表现较差,从而导致投资收益的损失,长期投资者必须将债券包括在他们的投资组合中。其结果是投资组合成为一个平衡的投资计划,我们将在第三节里详述这一投资策略。选择一个适当比例的股票债券投资组合,然后持有这些投资组合,经历市场的起起伏伏,最后你不仅经受住了寒冷的冬季,而且还获得了非常丰厚的果实。

1.5.4 投资是有成本的

在这里显示的市场收益数据,虽然对制定一个长期投资策略非常有用,但它有一个十分突出的缺点,这些收益数据仅仅反映了不考虑投资成本的理论上的可能性。投资者实际得到的收益要比数据显示得小。在共同基金行业,投资成本的差别非常大。一个激进型的小型股票投资基金,总的费用,包括运行支出和交易成本,可能为3%。而一个市场指数基金,即一种仅仅购买并持有某一个指数的成份股的指数型基金,它的成本最小。因为它可以不承担顾问费和交易成本,只有很少的运行支出,成本仅占到总资本的0.2%,甚至更少。一般来说,一个投资普通股票的共同基金,由专业的投资顾问管理,买卖股票的目的是为了超出市场平均表现,每年需要承担的支出

约为资产的1.5%(一般被称之为费用比率)。因此,保守地估计,投资组合的交易成本约为0.5%,总的费用将使每年的投资回报减少2.0%。

长期投资者在估算未来收益的时候,必须了解投资收益率会受到投资成本的影响。一般来说,投资成本对名义收益和真实收益的影响是相等的。但在持续通胀的情况下,真实收益受到的影响更大一些。这里我们给出了一个例子:假设一个股票市场的年名义收益率为10%,一个共同基金每年承担的费用大约是2%——是市场总体回报的1/5。现在我们再假设通胀率为3%,于是,这个市场的真实收益为7%,费用占据真实收益近1/3。接下来,投资者总是要支付税收的。不管公平与否,税额是以名义收益的一定比例征收的,而不是依据真实收益。如果我们假设对基金收入和基金收益分配的税收将减少基金2%至5%的税前收益,那么一个共同基金2%的成本在税后将占据市场总体平均收益率的四成。说得更明白一些,就是如果长期投资者支出最少,他在股票市场上可以有机会获得最大的真实收益。

1.5.5 馅饼理论

现在让我们来讨论一下成本的真实效应。假设股票市场总体的名义收益率为11%,这个数字是1926年以后这个投资时期的一般收益率(这个数字没有计算通胀率的因素)。如果你把这个收益率看作一个圆形的平面——比如说是个馅饼——11%就是一个大馅饼,所有的市场参与者都可以分享。如果我们集合那些表现较好的投资者的收益,他们的收益一定会被那些表现较差的投资者的收益所抵消,而且数量正好相等。这就是剔除成本影响因素的所谓毛馅饼。也就是说,如果一个成功的投资者获得比市场平均水平高出——假设为2%的收益率———一定会被他的不成功的同行低于市场平均水平2%的收益率抵消。因此,如果有一部分人获得13%的收益率,另一部分就获得9%的收益率。

现在,我们假设所有市场参与者的投资成本为2%。11%的总体的馅饼被缩小成了9%的净馅饼,让市场参与者分享。非常简单,我们的那些成功者获得了11%的净收益(相当于市场的毛收益),而我们的失败者仅获得7%的净收益(比毛收益减少4%)。结果就是

我们的成功者，在支付了交易费用后，仅仅获得了市场的平均收益，而失败者的收益则比市场平均收益少了4个百分点。我们可以看到，要获得市场平均收益是如此困难，阻碍成功的不利因素实在是很多。

用馅饼作比喻不算什么创举。事实上，它只需要很简单的二年级水平的算术式就可以理解：

市场毛收益 - 成本 = 市场净收益

这个三段式非常明显：

1. 所有的投资者拥有整个股票市场，因此活跃的投资者（作为一个整体）和消极的投资者——每时每刻拥有每只股票——他们的总体收益一定与股票市场的平均收益相等。

2. 活跃投资者作为一个整体，他们承担的管理费用和交易成本一定比消极的投资者承担的费用高。

3. 由于活跃的投资与消极的投资，共同获得同样的毛收益，因此消极投资者获得更高的净收益。证完。

如果金融市场从根本上来说的确是一个充满了不确定性的市场，那么上述说法是正确的。在这种理论的引导下应运而生了被动投资工具——一般被称之为非管理指数基金。所以，当我们欣赏那些诺贝尔经济学奖获得者和金融专家如萨缪尔逊、托宾、莫第格里阿尼、夏普、马柯维茨和米勒为我们贡献的许多有关有效市场理论的方程式和精彩的证明的时候，我们应该记住一个人并非一定要达到最远的目标——在考虑风险因素的情况下，市场平均收益提供了最佳的效用——用简单的方式解决复杂的问题。而且你还会在第四节中学到，在积累金融财富这样一个严肃的游戏中，简单最终会战胜复杂。

1.6 现实与理论的距离

很多偶然的因素会阻碍股票的收益，我们从馅饼理论中可以很清楚地了解到，它们还有更深远的含义。如果长期投资就是构建一个以一个较为适宜的比例分散投资于股票和债券的投资组合，然后

持有它度过市场的起起伏伏，并且保持最低的成本，那么在实践中它一定会被共同基金的管理者和投资者所推崇。但事实上，无论是哪一方都是在遭受巨大损失后才会支持这种理论。那种要战胜市场的雄心往往使人们忘记实际上是很简单的道理。让我们借用《哈佛报》的编辑查尔斯·达德利·沃纳有关天气的话来描述这种情形：每个人都在谈论长期投资，但谁都没有这么做。

投资者，无论是专业的还是业余的，并没有忽视历史的教训，但他们不愿意记挂着这些教训。太多的基金经理、投资顾问以及证券经纪商，太多的金融报纸和电视台（为了一个明显的目的）积极地参与短期预测，估计市场趋势以及热门（有时是冷门）股。而当今狂热的投资气氛更是鼓励人们赶快作出行动，好像在说："赶快行动，在还没有太迟之前。"

为了向大家表明短期投资相对于长期投资的缺点，我分析两个普遍使用的短期投资策略，让大家明白基金经理是怎样遵循这些策略，最终导致失败的。第一个是市场择时——就是试图在市场下跌的时候，将股票资产换成债券或现金；而预期市场上升的时候，将债券与现金换成股票。但对于实际操作者来说，市场择时的做法往往会导致相反的结果：在股市下跌的时候在市场里，而股市上涨的时候人他们却已退出了市场。

建立一个日程表，告诉投资者什么时候入市，什么时候出市，这种主意实在是很荒唐。我在金融界呆了 50 年，我从来不知道有谁很成功，并且一直很成功地做到这一点。我也不知道谁知道谁能成功地做到。但是市场择时的投资策略显然越来越得到共同基金投资者和专业经理人的接受和欢迎。

另一种策略就是快速地变换长期投资组合。它也是基金投资者和管理人经常使用的方法。这个策略是基于这样一个前提：投资者能一下子捕捉到一组非常好的股票和基金，看着它成长，然后在它到达顶峰的时候卖出。这意味着将是很昂贵的操作，就像市场择时一样，也没有任何历史记录表明有哪个基金投资者或经理人通过快速地变换投资组合提高了收益。

1.6.1 媒体的误导

金融媒体对于我们寻找通过市场择时或其他方法，使收益率超出市场平均水平的事例提供了很好的途径。这些媒体反映了金融市场中由所有投资者作出的投资决策而导致的各种各样的市场行为。这些媒体还会通过突出或用夸张的描述来夸大市场行为的作用。

我们来看看两则来自美国最权威的商业杂志之一的《商业周刊》的封面报道。在 1979 年 8 月 13 日，《商业周刊》刊登了一篇文章名为“证券市场业已崩溃”。但像图 1.4 所显示的，这篇文章的发表看来没有“控制好时机”。当时，道琼斯工业平均指数为 840 点。而到了 1980 年底，它升至 960 点。在以后的两年，指数开始下跌。在 1982 年 7 月，它跌过了 800 点水平线，但 1983 年 5 月它又升至 1200 点。《商业周刊》于是在当月 9 号又写一篇名为“证券市场的重生”的封面报道，这时市场指数已经比 1979 年 8 月上升了近 50%。看了这篇文章之后，我对我的一位同事说：“看着吧，好戏要结束了。”于是，只过了没多久，证券市场的好戏渐渐落幕了。《商业周刊》在道琼斯指数 840 点时喊“卖”，在 1200 点时喊“买”，结果在它喊“买”的两年之后，也就是 1985 年 5 月，股指仍然徘徊在 1200 点附近。

只把《商业周刊》的杰作显示给大家似乎不够公平。《时代周刊》也曾冒着风险做出强烈而不含糊的对市场未来走势的判断。在它 1988 年 9 月 26 日的那期的封面报道的题目是：“买股票？没门。”而且封面还画了一个巨大无比的熊。这篇文章写下了以下这些“充满智慧”的语言：“这是一个危险的游戏……毋庸质疑，事情变得越来越糟……市场已变成掷骰子的游戏……中小投资者成为深处危险的一族……股票市场是世界上最差的投资方向。”当这些话发表的时候，道琼斯指数已经从 1987 年 10 月股灾前的 2700 点跌至 2000 点。从那时起，道琼斯指数渐渐攀上了 9000 点——翻了四番还多。如果投资者听《时代周刊》的话，现在只好在一边痛苦地看着股票市场经历有史以来最大的牛市。

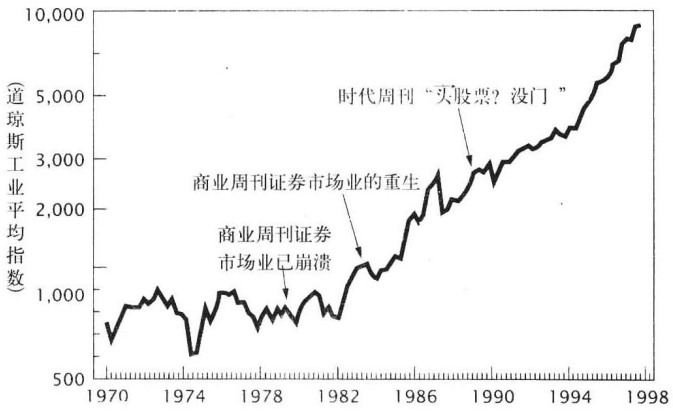


图 1.4　根据媒体言论投资——《商业周刊》和《时代周刊》

我并不是抨击《商业周刊》和《时代周刊》，也不是把它们拿出来做反面教材——这些是非常好的资源，它们的观点一直是错的，我们可以靠它们获得更高的收益，只要照他们的话反着做就行了。我的观点是：短期的市场趋势是不可预测的，无论是一个月，还是一年。我们也不应该期望它是可预测的，更不能依靠一天之内突发奇想的一时冲动来做出我们的投资决策。无论是来自权威出版物的大标题，还是来自我们自己的冲动，这些决策一般都是只关注短期因素，而模糊了我们对市场长期趋势的看法。

1.6.2 共同基金的市场敏感

不幸的是，我们得到的资料表明，那些共同基金的投资者对市场一时的波动反映激烈，并且往往是跟从大多数人的意志。共同基金的投资被证明是最具“市场敏感性”的，因为投资者往往对股价的波动过份敏感。我们来看一下图 1.5，对照每一次流入共同基金资金占基金总资产比例的高峰和谷底。随着 1973 – 1974 年股市下跌 48%，投资者在接下来的 24 个季度里，从 1975 年的二季度至 1981 年的四季度，一直在从共同基金里抽出资金，累计抽出 140 亿美元资金，相当于初始时期基金总资产的 44%。然后，就在股市开始它漫长牛市之前，1982 年第三季度，共同基金的投资者终于又开始积极起来。一直到 1987 年第三季度，流入共同基金的资金达到 800 亿美元（相当于初始时期基金总资产的 122%）。

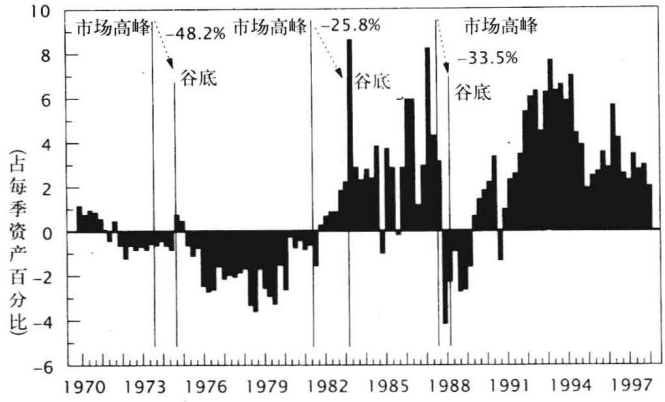


图 1.5 股票基金的现金流量(1970－1997)

在 1987 年的前 9 个月,投资者将大笔的资金投入基金(占到 1982 年第三季度至 1987 年第三季度累计流入基金总量的 35%)。事后证明,他们中大多数人的买价是有很大泡沫的。接下来是 1987 年 10 月的股灾,投资者的钱大大地缩水了。接下来的一年半时间里,越来越多的基金赎回资金大大高于不断下降的新入市的资金数。基金总资产的 5% 左右被用于赎回基金。在那时,股票价格正好是物有所值的时候。然而可悲的是,那些过分敏感的投资者恰恰在股市又一次开始腾飞之前退出了市场。

1987 年 10 月的那次股灾使很多非常理性的投资者放弃了股票市场。但一旦股市重又开始上窜的时候,那些投资者又立即改变了他们的想法,资金像潮水一样拥入共同基金,一直持续到 1998 年的中期。所谓小溪汇成大河,在 1983 年第一次大牛市的时候,共同基金的净买入资金为 10 亿美元,到 1997 年,已经翻了 200 倍,达到 2190 亿美元。如果将投资者流入和流出基金的资金作为股市的反向指标的话,那么目前的资金量不是个好消息。但无论未来如何变化,这些数据是股票市场一个伟大悖论的又一证明:当股价高企的时候,投资者都想坐进股市的彩车里;而当股票正以"特价"出售时,却很难吸引他们。

1.6.3 基金投资者成了短线客

我们不仅可以从他们对基金时爱时恨的关系中,看到基金投资

者的短期行为,而且他们还采用另一种短期的策略:迅速地改变持有的共同基金。投资者跟从这种策略,频繁地更换他们的共同基金组合达到了惊人的程度。如图 1.6 所示,在整个 60 年代至 70 年代的大部分时间,每年的换手率在 8% 以内,表示平均一个基金投资者持有基金的时间约为 12.5 年(计算的持有时间就是换手率的倒数)。现如今基金投资的年换手率达到了 31%,意味着平均一个基金投资者持有基金的时间仅为 3 年(这个 31% 的换手率包括每年流出基金的资金比率,大约占基金总资产的 17%;以及流出基金又流入其他股票投资基金或进入债券或外汇投资基金的资金,大约占基金总资产的 14%)。共同基金持有时间 75% 的下降比率,表明基金投资者违反了作为一个聪明的长期投资者的策略。

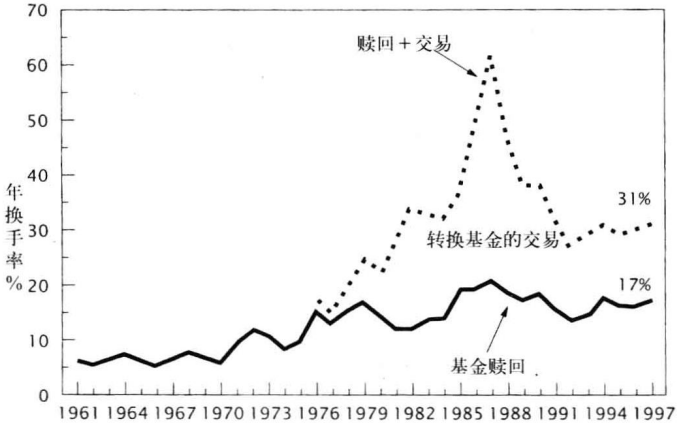


图 1.6　投资者交易股票基金单位的年换手率

图 1.6 中特别注明的地方是 1987 年出乎意料高的换手率,那一年股市大跌。那时,换手率达到 62%(持有时间仅为 1.6 年)。设想一下,如果在下一次股市突然狂泻的时候投资者持续抽出资金,共同基金业将会发生什么样的情况。

1.6.4 跳来跳去的基金经理

投资者们信奉短期投资的哲学并不奇怪——他们是从他们的基金经理人那里学来的。从 40 年代到 60 年代中期,一般一个投资基

金的投资组合的年换手率为17%。而1997年,年换手率惊人地翻了5倍,达到85%。投资基金的经理们平均持有一只股票的时间只有1年多一点!这是多么令人不解。投资基金经理有责任将客户的资产妥善、审慎地管理。而实际上他们频繁地变换投资组合,就像短期的投机者一样。最近几十年来,借助于激增的通讯技术,投资基金的经理们使用一种新的方法试图取得收益:速射交易。这种方式带给投资者的是巨大的交易成本和税收。正如哥伦比亚法学院教授路易斯·洛恩斯坦1998年在他的一篇文章中所说的,投资基金经理"显示了一种持久的对短期股票价格的关注,从而忽视了这一行业中的精妙之处。"尽管有一些被我称作"运行良好"的投资基金(它们一般遵循着低换手率的策略),现在,整个共同基金行业走的是一条低效率的道路。我们可以从图1.7中看到急速增长的共同基金投资组合的换手率。



图1.7 共同基金投资组合的换手率(1946-1997)

基金经理们对美国毫无疑问是最成功的基金经理沃伦·巴菲特关于长期投资的至理名言也无动于衷。他巨大的投资组合(只有少数几只股票)的换手率,不仅是低,而且简直可以说是不存在的。以下是他在他所拥有的伯克希尔·哈萨维的年度报告中对他的投资哲学的描述:

保持休止状态是非常聪明的行为。我们和大多数基金经理

们一样，都不可能因为预测到联邦储备局对利率的变动或一些华尔街专家改变了他们对市场的观点而购买到高收益的股票。因此，以我们在这个市场中微小的地位，为什么要独辟蹊径呢？

大家可能会问：那些基金经理的操作怎么可能与巴菲特的原则背道而驰呢？巴菲特是这样描述他独特、高效的投资方式的："一直持有我们主要的投资组合，无论它的价格相对于它目前的市场价值的比值……直到它破产……我们一直在寻找那些我们相信可以在未来10年20年一直保持强大的生命力的公司。作为投资者，我们对股票市场波动的反应就像我们对太空探测一样一无所知。我们欣赏努力挖掘公司价值的人而不是投机者。"

巴菲特对共同基金行业普遍流行的高换手率没有好感："基金经理们是如此活跃，一直在转圈的伊斯兰教托钵僧跟他们一比，要显得镇静得多。说实在的，现在'职业投资者'变成了一个自相矛盾的词，就像语言学中的反讽，如'庞大的小虾米'，'女泥地摔跤手'以及'廉价的律师'等。"

叙述这一基金业的真实情况后，巴菲特先生迅速得出了正确的结论。"作为一个对企业状况并不了解的投资者如果想成为美国工业的长期股东，"他说，"可以定期地投资指数基金。"通过这种方法，"那些所谓无知的普通投资者的表现可以好过所谓的专业投资者。矛盾的是，当'迟钝'的投资者知道他的缺陷时，他不再是'迟钝'的了。"长期投资，就像那个著名的童话故事中行动迟缓的乌龟，最终会像战胜行动敏捷的兔子一样战胜投机。但整个基金业却忘了这个简单的道理。

可能有人认为，基金业高换手率现象是他们精心策划的高收益投资计划的一个副效应。但显而易见的结论是：作为整个基金业，事实并不是如此。控制着股市中1/3数量股票，基金管理人大多数是频繁地与他们的同业交易，而不是其他投资者。这样，每一笔交易对于所有的基金投资人来说，都是零和游戏。但是重要的是，其中一些钱会留给那些操纵交易的人，于是零和游戏变成了负和游戏。下面的实验验证了这个结论。共同基金业的权威杂志——《晨星》最近有份调查，发现只有极少数基金经理通过调换投资组合显著提高了基金的收益，但与此同时，收益的提高往往来源于购买风险性很大的

股票。这个调查显然不能成为基金业高换手率策略的有力辩护。

1.7 投机取代了投资

1951 年,在普林斯顿撰写有关共同基金的论文时,我在论文中对基金业在金融市场的地位表述了一种现在看来显然是盲目乐观的观点。我认为,具有专业分析能力的基金管理人,注重的是投资价值,而不是股票的波动情况,他们将会给市场带来"坚定、成熟、智慧、分析研究的投资理念,而不是跟从大众对股票价格的评价。"

为了充分表述这个观点,我对约翰·梅纳德·凯恩斯的论点进行了引述。他认为,基于股票越来越多地被那些对投资毫无认识的人占有,股票的价值越来越受这些无知的人的心理因素影响,投机占据了整个市场。证券业的专业投资者和专家的力量不可能与大众的观点对抗,所以他们只得试着去预测公众未来对股票价值的评价。

而我对此表述了我相反的观点。因为我认为,随着共同基金和其他金融机构的成长,他们在金融市场的地位会变得越来越重要。他们将依靠他们专业的投资理念,以股票的长期价值来准确地评估股票,而不是依赖大众的心理。当时,基金投资组合的年平均换手率一直在 20% 以下,因此,我认为共同基金业的成长"将意味着这个行业不再是(用凯恩斯的话说)'仅仅是投机大潮中的一小朵叛逆的浪花'"。

可悲的是,目前基金业投资组合的换手率显示,我那时是多么乐观而幼稚。今天的共同基金业越来越倾向于投机——而离长期投资越来越远——远到法律所不容。

我自己多年的研究表明,《晨星》杂志的结论还过于乐观。我发现大多数基金如果他们只是将他们在年初的投资组合持有一年,当中不做任何调整,可以获得更多的收益。不管怎样,今天频繁换手的基金经理人的市场表现比原先基金业刚刚发展时,更低于市场平均收益。我想由于频繁交易带来的高额成本是其中的一个原因。

在这个充满着创造性的行业中,我们毫无疑问将目睹层出不穷的短期投资策略,每一个都有诱人却最终被证明无效的承诺:他们积极的短期操作将比简单地买入持有更有收益。因此,市场择时只是

基金经理人做的愚蠢的事之一,高换手率也同样是没有效率的。高换手率所带来的高成本和高税收,这种策略对投资人来说危害性更大。

1.7.1 了解投资经济学

以我的观点,市场择时和高换手的策略,都是由于对投资经济学缺乏了解,以及醉心于投资的过程。如我在第二节将要详述的,金融市场长期回报的来源很容易解释:在股票市场,是公司收益和红利;在债券市场,是利息收入。市场平均回报,则是在减除投资成本前的收益,而且大多不是基于投机和高换手的活动,因为这些操作方式只是收益在投资者之间的转移。作为长期投资者,所有的投资回报是来自于企业的成长,而不是靠买卖程序中的手段。投资共同基金的艺术,我认为是平实和简单的投资理念。

如果每一只股票的价值来自于发行这只股票的公司的业绩,那么整个股票市场就代表了整体上市企业的有形和无形资产,而不是一堆股票凭证。不考虑投资成本,投资者最终获得的长期投资收益应该大约是美国公司的收益和股息。高换手最终对整个投资界来说不可能产生任何收益,因为此举不可能提高公司的收益和股息。而市场择时的作法也不能对公司的内在价值有什么影响。作为长期投资者的理想投资方式是,保持一种股票与债券适当比例的投资组合,然后持有它,度过市场的一次次潮起潮落。

1.8 长期投资的简单原则

虽然许多投资者还没有采取这种理想的投资方式,但这种方式很容易操作。在投资共同基金时,聪明的投资者应该关注那些他们能控制的长期投资的各个方面。无论是多么复杂或是多么简单,投资者不应该去关注市场的短期走势,或是寻找下一个热门的基金,而应采取明智的基金选择。而选择基金的关键是关注风险、成本和时间这些投资者可以控制的因素,而不是投资者不可能预测到的如未来的回报之类的因素。

就像一个花园里的植物从发芽到繁茂非常缓慢,因为它们的根

基需要好多年才能变得强壮。成功的投资需要时间。给你自己尽可能多的时间。在你20岁的时候开始投资,那怕只有很少一点钱。不断积累的收益将使你的投资组合经过市场的起起落落之后变得壮大。例如,投资10年,如果市场的年平均回报率为10%,那么初期投资的1万美元将会达到接近2.6万美元,是初期投资额的2.5倍还多。(假设真实收益率是7%,最终的收益将接近你初期投资额的2倍。)投资50年,如果市场的年平均回报率为10%,那么1万美元到时将会达到120万美元,是初期投资的120倍。

为了在现实的市场中更多地利用复利获得收益,投资者应该特别关注投资成本——投资咨询成本、基金管理费、交易费用以及税收。在投资结束的时候,当你计算你的退休后的财产时,你会发现投资你的投资组合的收益远远比你所投资的市场的收益来得低。虽然每年的收益只有很少的差别,但是多年以后,你会发现你最终获得的收益差别有多么显著。让你的投资组合有更多的时间从复利中获得收益,并且尽量地降低成本。永远不要忘记成本,它就像杂草,阻碍着花园的成长。

这些简单的原则都是长期投资策略的基础,最终会使投资者对投资的信念得到回报。而大多数偏离长期投资理念的基金投资者最终只能得到破灭的希望。通过采用高成本的短期投资策略,贪婪地追逐不现实的收益,使他们远离成功投资的一个重要因素:简单。制定一个简单的投资计划,然后任由市场按照它的规律运转。投资的秘密在于:没有秘密。

让我们回到花匠强斯的故事中去。我们已经有了一个长长的春天和夏天——有史以来最长的牛市。但是"仍然还会有秋天和冬天。"当季节转换时请不要惊慌,因为这是再正常不过的。真实上,这个时刻可能马上会到来。但是从长期来看,如果你遵守以下简单的规则,那么你的投资将会生存下来,最终获得丰厚的收益:

●投资你必须投资的:投资最大的风险是没有把你的钱放在未来将获得巨大收益的股票,而不是短期的股价波动;

●时间是你的朋友:给自己尽可能多的时间。从20岁起开始投资,即使只有一小笔钱,不要停止。即使在艰难的岁月也要坚持,使投资成为一种习惯。要知道,复利将会产生神奇的结果。

●冲动是你的敌人。在你的投资过程中，不要带入个人的情绪。对于未来的收益要有理性的预期，并且在市场波动时不要改变这种预期。寒冷、黑暗的冬季最终会被光明、博大的春季取代。

●基础的算术。控制你的投资支出。你的净收益就是你投资组合的总收益，所以你应该尽量减少成本（佣金、咨询费用、交易成本）。

●坚持简单的投资策略。不要将投资过程搞得复杂化。基础的投资策略就是简单——形成一个合理的股票、债券及现金储蓄的投资组合；选择一个已经运行一段时期，并且主要投资蓝筹股的基金；小心地平衡风险、收益与所有的成本。

●坚持你的计划。不管发生什么事，坚持你已拟定的投资计划。这句话我已经说了上千遍。这是我能给予你们的最重要，也是最简单的投资秘诀。

不管岁月是如何平静或是风浪迭起，让我们对未来充满信心。可能未来的那个冬季比平常更长、更冷，或者未来的那个夏季比平常更干燥、更炎热。但从长期来看，我们的经济和我们的金融市场是稳定而有序的。不要让短期的波动、市场大众的心理因素、不切实际的期望、恐惧以及贪婪迷住我们的眼睛。如果你记住强斯的话，成功一定属于你：

> 我非常了解花园里的一切。我在那里干了一辈子……经过一段时间，花园里所有的植物都会越来越健壮。而且花园里永远会有空间，让各种各样新的树和花生长。如果你喜欢你的花园，愿意付出你的劳动，并且愿意耐心等待，那么，在适当的季节里，你一定会看到满园的繁茂景色。

第二章　收益的本质
奥克姆的剃刀

基督教教义中说，“无须记住过去，也无须记住未来。”这种哲学对那些关注美国金融市场中短期波动的投资者来说是很适用的。但建立一个长期投资的策略，记住过去是非常关键的，因为它可以帮助我们了解左右证券价格的因素。当我们将金融市场中发生的事进行理性地分析，我们将对股票和债券长期回报的来源和方式有充分的了解。这些认识可以为我们确定未来的收益提供坚实的基础，并且为我们形成下一年的投资计划提供理性的推论。

奥克姆·威廉爵士是14世纪英国的哲学家。他认为陈述越是简单，结论可能越是正确。这个原理被称之为“奥克姆的剃刀”。而我将它作为方法论运用到对金融市场的研究中。挥舞奥克姆爵士的剃刀，我将一切复杂的方法论和投资方式削减到只剩三个关键的部分。以下的分析表明了我的观点，就是短期内无论是单个证券的表现，还是某个投资组合的表现都难以预测。而投资组合的长期表现虽然也是无法预测的，但是通过分析过去的收益，可以帮助我们建立一些对未来收益进行预测的参量，给予聪明的投资者对于未来收益的理性的预期。

奥克姆剃刀的理论对于以较为适当的成本，广泛地投资于各种各样的共同基金，并且长期持有的投资者来说是非常合适的。这一小节中描述的整个市场的收益反映的是综合收益，投资者作为一个群体来说，收益相对要少些（回想一下我们在第一节谈到过的投资成本）。所以，无论我们预期市场收益将会有多少，我们必须将根据

要承受的成本，将实际收益减去2个甚至更多的百分点。

因为长期投资的回报率一般都根据那些代表美国股票和债券市场总体水平的指数来获得，所以我的分析大多依赖指数基金。（我们将在第五节讨论指数基金。）那些投资较大市值股票的基金，以及投资蓝筹股的基金，也适合我的分析。以上的基金表现与市场的总体表现差距较小，因为它们的成本较低。

2.1 奥克姆的剃刀与股票市场

我们从美国200年证券市场的历史谈起。如我们在第一节中曾讲述的，自1802年以来，股票市场的年平均真实收益率为7%，虽然其中经历过一些惊人的波动——在1862年曾达到最高记录67%，而1931年曾达到最低记录－39%。虽然有如此巨大的达到106个百分点的振幅，足以说明股票市场的短期风险多么大，但是对于市场的长期回报来说，7%的年平均收益可以说是显著的持续的回报率。

图2.1显示了近乎两个世纪的股票回报。如果在1802年初投资1万美元，每年平均收益7%，现在将获得56亿美元的真实回报。现在让我们将西格斯教授的数据分割成几个以25年为界的时间段。

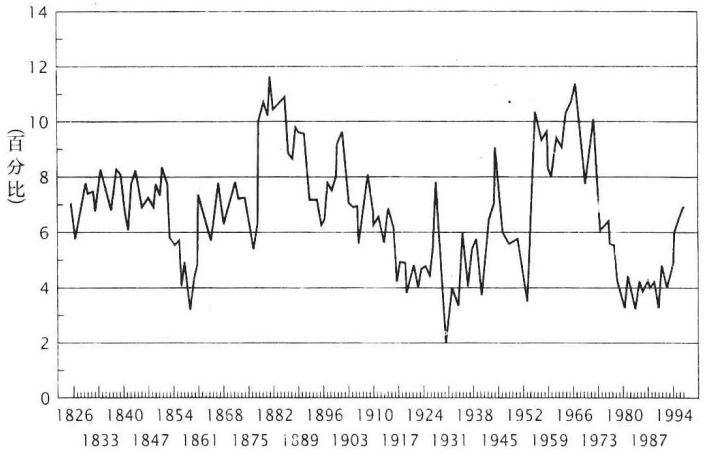


图2.1　每25年真实的股票收益率（1826－1997）

如图2.1所示,196年中股市106个百分点的巨大振幅如果分成25年一个时间段,振幅就小得多。在每一个时间段,年平均真实收益从2%到12%。(没有一个时间段的收益是负的。)在2/3的这些时间段里,年平均收益从4.7%到8.7%,与平均值增减2个百分点,也就是说年平均收益的标准差为2%。

如何来解释这些回报率?它们源自何方?它们的本质是什么?为什么经过一段时间,波动就会减少?金融市场似乎存在着一些永恒的特性。当时间的跨度从一年上升至25年时,短期投机的巨大影响消减了,而投资回报越来越接近于投资的基础:股息收益和利润增长。这两个部分是推动股票收益增长的动力,从1871年(这是卡尔斯委员会在30年代对股票市场进行细致研究的起始年份)起,我们可以较为精确地观察到这两个部分的影响。

我们可以用历史数据来回答一个简单的问题:为什么股票市场会给予7%的年平均回报?答案是:完全是由于美国企业不断提升的利润和股息。[①] 从1871年至1997年,美国企业的股息和年利润率,剔除通胀因素,平均达到6.7%。换句话说,就是从股息和每股收益中所得的股票长期回报,接近股市所给予的年平均7%的真实收益率。其他因素对于股票收益的影响微不足道。

当然,围绕这个基准,会有许多不同的变化。主要是由于人们在不同的时期愿意为1美元的每股收益付出的价值不同。这个投机因素往往会给基础的回报率增加4个百分点,或者减少4个百分点。例如,在25年为一个时间段里,市盈率从8倍上升至20倍,将增加回报率4个百分点;而市盈率从20下跌至7倍,回报率将相应减少4个百分点。一只股票的根本收益与实际收益的差别取决于投机部分的大小——人们对股票价值评价的变化,也就是股票价格和公司每股收益之间关系的变化。

图2.2非常清楚也说明了在一个较长的时期,股票的根本收益对股票的实际收益的影响是起决定作用的。在这张图表上,让我们来比较一下从1871年至1997年这一阶段里,股票市场的根本收益

① 这些数据来自于1871年至1997年中美国企业的股息和每股收益的增长。1802年至1870年只有总收益的记录。然而,这两个时期7%的真实股票收益记录,使我们获得了两个世纪的数据,供我们建立起连续的真实收益记录——这个时间对我们的一生来说是足够长了。

与真实收益，两条线不断地分离，但最终又合并到一起。或高或低的分歧来源于不同时期市盈率的高低，但显然基本因素主导了两者之间的关系。

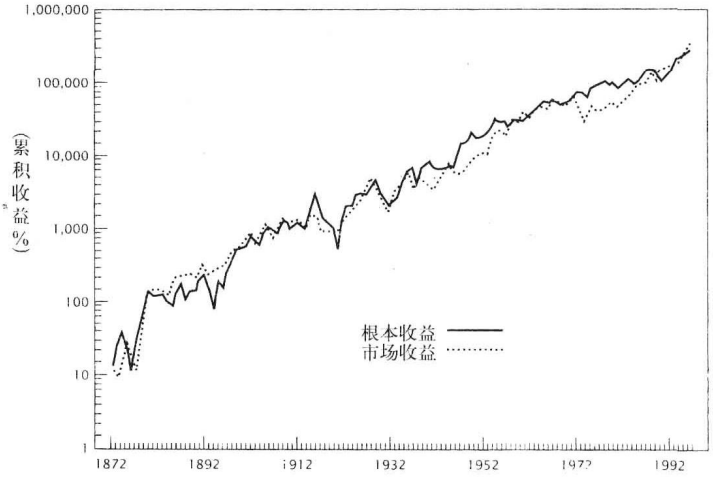


图 2.2　根本收益与市场收益(1872 - 1997)

2.1.1 剃刀理论的再探讨

于是，我在奥克姆的剃刀理论的基础上，发展出了一个简单的理论。以下这些变量决定了股票市场的长期回报率：

- 投资开始时的股息率。
- 利润的增长率。
- 在投资期间市盈率的变化。

上述三个部分几乎组成了投资并持有股票期间的收益。通过分析股票收益的这三个组成部分，可以较合理地预测股票未来的收益。期初投资的股息收入是一个已知的变量。利润的增长率一般可以通过几个有限的参数预测得到。而市盈率的变化却是较难预测。总收益即是这三个部分的总和。例如，一只股票的初期的股息率为 3%，加上预测的未来 10 年的利润年增长率为 7%，这样收益就为 10%。市盈率的变化——假设从期初的 15 倍升至期末的 18 倍——将使总

收益增加2个百分点,那么这只股票的收益率为12%。这个简单的算术是我们下面表2.1所列的历史数据分析的基础。

如我在第一节中所提到的,长期投资者的主要目标是获得较高的真实收益。因为真实收益剔除了通货膨胀的因素。它们代表了投资资金购买力的真实增长。然而,在这次的分析中,我使用名义收益率。我这样做是因为有关股息、利润增长以及市盈率的最精确的数据大多是名义的而非真实的。虽然我们知道通货膨胀对市场总收益的影响,但我们没有办法将这种影响在这三者之间分摊。

以上的分析数据包含了从1926年开始的整个现代证券市场时期。我用奥克姆的剃刀理论来观察10年为一个阶段的证券市场的回报率。因为只有极少数的投资者有这个耐心去思考以25年为一周期进行投资。但即使是10年为一个阶段,也可以使我们完全忽略那些导致市场此起彼伏的令人费解的因素。

表2.1 每10年股票市场名义收益率(1927-1997)

阶段								
始于1.1	终于12.31	期初股息率	每10年平均①	最终市盈率②	市盈率效用③	计算所得的收益率	实际收益率	比较
1927	1936	5.1%	-1.9%	16.8	4.5%	7.7%	7.8%	-0.1%
1930	1939	4.5	-5.7	13.9	0.4	-0.8	-0.1	-0.7
1940	1949	5.0	9.9	7.2	-6.3	8.6	9.2	-0.6
1950	1959	6.8	3.9	17.7	9.4	20.1	19.4	+0.7
1960	1969	3.1	5.5	15.9	-1.0	7.6	7.8	-0.2
1970	1979	3.4	9.9	7.3	-7.6	5.7	5.9	-0.2
1980	1989	5.2	4.4	15.5	7.8	17.4	17.5	-0.1
1990	1997	3.1	7.3	24.1	5.7	16.1	16.6	-0.5
平均		4.5%	4.2%	14.8	1.6%	10.3%	10.5%	-0.2%

注:数据来源于标准普尔综合股票指数

①平均利润增长率

②期初市盈率:10.9倍

③每10股由市盈率的变化而产生的收益率

如表2.1所示,从1926年至今的7个整10年和1个不到10年的8个阶段里,股票的期初股息率、利润增长率以及市盈率变化的总

和差不多相当于这8个阶段股票投资的名义收益率。没有一个阶段两者之间相差超过1个百分点。例如,从1960年的1月至1969年的12月,期初股息率(3.1%)、这10年的年平均利润增长率(5.5%)以及市盈率的年变化率(-0.1%)的总和为7.6%,比这一时期7.8%的股票投资收益率仅仅低了0.2个百分点。在表中所示的整个阶段,计算得出的10.3%的股票收益率与10.5%的实际收益率相差无几。

2.1.2 投资与投机

奥克姆的剃刀理论对于收益组合的描述与20世纪最有影响力的经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯的哲学思想是一致的。凯恩斯认为金融投资的回报来自于:

●投资(他称之为"创业"):"对一种资产在它整个运行周期中可能的收益进行预测的一种活动……它假设已经存在的事实会永远延续下去。"

●投机:"一种对市场心理进行预测的活动……它希望市场的价值评价基准向好的方向转变。"

在我们的奥克姆剃刀模型中,期初股息率与预期的10年平均利润增长率,两个投资的因素与凯恩斯对"创业"的概念类似,是一种资产在它整个运行周期中估计的收益。市盈率的变化与投机的概念类似,是价值评价基准的改变,或是投资心态的晴雨表。当投资者的期望值很高的时候,他们愿意支付更多;而当他们对未来失去信心时,则会减少投资。当股票的售价21倍(或更高)于它的每股收益时,表示市场的人气旺盛;当股票价格只有每股收益的7倍时,表示市场中人气涣散。总之,市盈率仅仅表示一美元每股收益的市场价格。但当市盈率从21倍于每股收益降至7倍时,股票的市场价格下降67%。如果反过来的话,市场价格上升达200%。如果市盈率没有变化,股票的收益完全依赖于期初股息率及利润增长率。

如表2.1所示,投资,或者"创业",从长期来说,将胜过投机。在从1926年至1997年8个延续的10年中,名义期初股息率平均为4.5%,利润增长率平均为4.2%。这两个部分的总和为8.7%,组成了股票投资回报的基础,这仅稍少于10.5%的同期名义股票收益

率。我们可以将剩下的1.8%记在投机(更可能是我们不精确的分析)的帐上。总之,投资的两个基础部分——股息和利润增长率——是最应该记住的两样东西。从长期来说,投机对股票收益的形成是较为中性的。也就是说,当一个阶段投机增加了股票收益,下个阶段投机可能就减少了收益。无论它是多么强大,甚至占据了主导地位——投机对收益的影响力在短期内会将我们的预期引入错误的道路。因此,当我们思考未来将要发生的事时,应该忘记投机这个因素。

2.1.3 知识的结晶

这个分析的结论是非常实用的。如果收益的两个基础——利润和股息是形成股票长期收益的决定性力量,那么从长期来说,一个关注于这些基础因素的投资策略不就比投机的策略将更为成功?

短期投资策略,实际上是忽视了股息率和利润增长率这两个因素,因为它们在几周或几个月里是看不出重要性的。也就是说,他们只是猜测在未来的某个时刻,投资者会愿意以什么价格去购买他们的投资组合中的股票和债券。

投机有时是让我们每天、每周、每月动摇信心的唯一理由。但投机有时也会在很长的时间里扮演主要的角色。例如,在80年代股票的年平均收益达到了惊人的17.5%,除去期初股息率5.2%,利润增长率4.4%,年平均市盈率变化为7.8%,也就是说市盈率增加了一倍多,从7.3倍增至15.5倍。在这里,投机的因素显得比每一个基础因素更重要,而且接近两个基础因素的总和。

表2.2 锡时代与黄金时代的比较

股票收益的组成	70年代	80年代
投资部分		
股　息	3.4%	5.2%
利润增长	9.9	4.4
总基础回报	13.3	9.6
投机部分	-7.6	7.8
计算所得的收益	5.7%	17.3%
实际市场收益	5.9%	17.5

投机的狂热也会使人心涣散。在70年代,股票的年平均收益为

5.9%，包括3.4%的期初股息率，9.9%的利润增长率，以及年平均市盈率变化为-7.6%，也就是说市盈率从15.9倍下降至7.3倍。市场信心的下降使投资基础因素的作用大为提高。

如果80年代可以称之为“黄金时代”的话，70年代则是“锡时代”（见表2.2）。但是算不上巧合的是，两个时代加在一起平均的股票收益为11.5%，这个数字非常接近11.4%的基础投资回报（平均4.3%的股息率加上7.1%的平均利润增长率）；市盈率有些许的下降，从15.9倍跌至15.5倍，年平均下跌0.1%。概括地说，这个综合的投资收益表明了“回归常态”这一金融市场应该展现出的自然状态。

2.1.4 从过去到未来

目前我们正处在90年代，我想这些长期的数据会帮助我们对这个10年可能的投资收益建立起一个框架。我记得1990年1月1日的平均股息率为3.1%。我只需要对另外两个变量进行推测：利润增长率及这10年市盈率的变化。为了能彻底地对两个变量全面考虑，我借助于表2.3所示的模型。例如：

表2.3　90年代股票市场总收益矩阵

利润增长率		总股票市场收益率						
		0%	2%	4%	6%	8%	10%	12%
最终市盈率	6	-5.1%	-3.4%	-1.7%	0.0%	1.8%	3.6%	5.3%
	8	-2.6	-0.9	0.9	2.8	4.6	6.4	8.2
	10	0.6	1.2	3.1	4.9	6.8	8.7	10.6
	12	1.1	3.0	4.9	6.8	8.7	10.6	12.5
	14	2.5	4.5	6.4	8.3	10.3	12.2	14.2
	16	3.8	5.8	7.8	9.7	11.7	13.7	15.7
	18	5.0	7.0	9.0	11.0	13.0	15.0	17.0
	20	6.0	8.1	10.1	12.1	14.1	16.2	18.2
	22	6.7	8.7	10.8	12.9	14.9	17.0	19.1
	24	7.6	9.7	11.7	13.8	15.9	18.0	20.1
	26	8.4	10.5	12.6	14.7	16.8	18.9	21.0
	28	9.2	11.3	13.4	15.6	17.7	19.8	21.9

注：期初股息率=3.1%；期初市盈率=15.5

●如果未来利润增长率为8%，而市盈率则从15.5倍降至较为

平常的14倍,那么总的股票投资收益率大约为10.3%。如果这个假设成立,那么这个利润增长率比过去5.8%的历史平均值要高许多,而市盈率,虽然比以前有所下降,但也高过历史平均水平。

●"太低,"有些人可能会说,"90年代可能会像80年代一样。"然而,如果像80年代一样要获得惊人的17%的年平均投资收益,而期初股息率为3.1%,那么,利润增长率必须达到不太现实的9%,而市盈率将达到24倍,这个数值表明股票价值已经高估,最终会以市场下挫来调整。

●"太高,"另外一些人可能会说,"我估计利润增长率为6%,而市盈率为12倍。"那么结果是:年平均收益为6.8%——是10.3%的历史平均值的2/3,这个推测接近一场股灾。

在1991年发表在《投资组合管理》杂志的一篇文章中,我对自己的推测进行了解释:

> 这些样本是为了建立一个合理的对90年代股票收益预测的框架。它很清楚地说明,除非我们异常乐观地相信1999年的市盈率会极高(为什么不呢?),而利润增长率也高于过去的任何一个10年(为什么不呢?),那么90年代股票年平均收益将在8%至12%之间,可能为10%左右。

我的那些"为什么不呢?"现在看起来是应验了。从90年代中旬开始,我们目睹了美国经济的高速发展,公司利润的大幅提高,以及市盈率在人们的狂热下达到历史最高点。这些因素加在一起,至今为止的股票收益已超过我当时的预期,甚至超过了我最乐观的年平均13%的预测。

2.1.5 磨快剃刀

自1991年这篇文章发表之后没多久,我决定为我的推测搜索更好的论据。我舍弃了在各种情况下推测股票收益的模型,重新建立了一个可以同样推测过去股票收益的模型。我知道每个10年开始时的股票股息率及市场的平均市盈率。需要预测的是每个10年的利润增长率,以及结束时的市盈率。

为每个变量进行精确地预测显然是无用的。谁会猜出未来的利润增长率,或者是10年以后市盈率的变化情况?我选择舍弃这种无

谓的猜测，而是将已知的期初股息率加在市场过去的平均利润增长率，然后假设最终的市盈率与市场过去的平均市盈率相等。

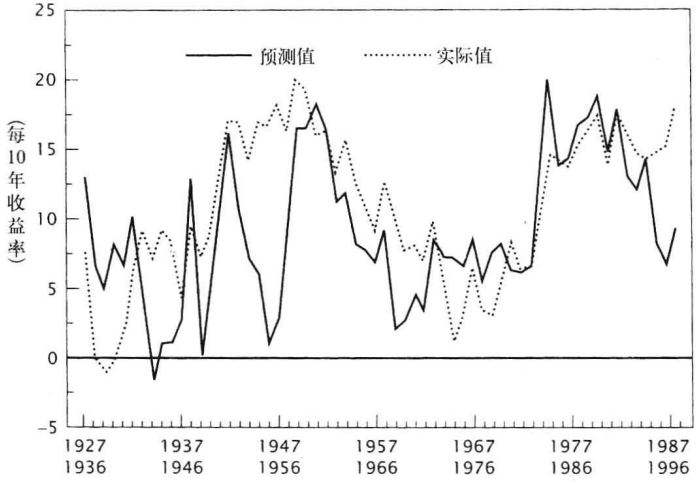


图 2.3　每 10 年名义股票市场收益

为了测试这个模型，我将得出的结果与实际的从 1926 年至 1989 年的市场情况进行了对比。结论是惊人的。标准普尔 500 种指数的实际收益与用我所设计的方式得出的收益，除了少许特殊的意外情况，非常一致。大多数不相同之处发生在 30 年代经济大萧条时期，以及较为混乱的二次大战时期。图 2.3 显示的是从 1926 年至 1997 年间每 10 年的实际股票收益与由模型所得出的预测收益的比较（如图 2.3 所示，不相同之处在 90 年代后期的大牛市时再次出现）。预测与实际值的相关系数达到 +0.54，虽然不算十全十美，但一定比相关系数为 0.00 要好得多，而且它已经离最理想的 +1.00 的相关系数相差不到一半。

2.1.6 奥克姆在行动

1991 年，我曾论述过 90 年代股票的收益率大约在 10% 以内。后来，在为《投资组合管理》杂志所写的第二篇文章中，我进一步利用历史数据作为依据提供了详细的估算。期初股息率为 3.1%，加

上预计的年平均利润增长率6.6%(前30年的平均值),那么90年代基础投资收益率为年平均9.7%。而投机收益,从期初的15.5倍降至前30年平均值14.1倍,变化率为平均-1.0%。结论是:股票收益率为8.7%,比我起先的预测稍低一些。

我将我的基于理性预期理论的发现作为一种基本的预测工具。通过对从1926年以后的53年的细致测试,模型所得出的结果有1/3是完全符合的,有1/3是较符合的,只有1/3是不符合实际情况的。我将这些不实际情况的部分视作一种良好的提示:资本市场的运行总是不时地偏离正轨。由于预测总是会有错的时候,我于是警告——后来证明是准确的预言——"如果在使用这个新的预测工具时不考虑市场可能会偏离正轨,显然是不明智的。奇怪的事的确发生过。"

2.1.7 请给我个地洞

我对股票收益的预测对了两次,但是以非常错误的方式。在90年代前面一半的时间里,预测的结果与实际不谋而合。我的预测是这10年的平均年收益率为8.7%。令人惊奇的是,1990年至1994年的平均收益率恰好是8.7%。长期投资的基础因素控制了市场,而在短期内往往会影响市场的投机意识没有占上风。于是,1995年在给《投资组合管理》杂志写的第三篇文章中,当我回顾这个十分准确的预测时,我承认这里面有运气的成分。

而我在1991年提到的奇怪的事也很快发生了。从90年代下半叶,市场开始偏离正轨。似乎是为了证明预测股票收益是一种错误的行为,股票在1995年开始飞速上涨,并且连续3年没有间断过,年平均股票收益率达到31%。至1998年底为止,现实与我早先的预测差之千里。这个10年还只剩一年时间,而到目前为止,股票年平均收益率已达到18%。即使股票在最后一年下跌20%,这10年的股票平均收益率仍然达到13.5%,比13%——我在这10年开始时最乐观的预测(9%的利润增长率以及最终的市盈率为17倍)还要高一点。

2.1.8 1994 年以后发生了什么

在90年代的下半叶,市场的高回报率反映了两个突出的变化。一个是在90年代开始仅仅两年之后,利润增长的速度达到了自1926年以来平均值6.9%的两倍还多。从1992年开始,企业利润直线上升,至1997年年平均利润增长率达到16.6%。然而,有趣的是,从1990年的1月份开始算起,企业利润增长率为7.3%,略高于我从历史数据得到的预测结果6.6%。加上期初股息率,我预测的基础投资收益率为9.7%,与实际上的10.4%的数值相差不多。

第二,在企业利润增长突飞猛进的同时,投机因素也大大升高。从1990年开始至1998年中期,股票市场的平均市盈率从15.5倍增至27倍——这个提升速度自1926年以来只出现过一次。这个数值比我预测的最终市盈率14.1倍相差如此之大,这是使我对股票收益的预测与实际差之千里的最重要的因素。这么大的市盈率的变化,对股票收益的贡献达到6.7个百分点,加上基础投资收益率10.4%,总的股票收益率为17.1%,仅仅比股票市场实际收益17.8%少了0.7个百分点。

我的预测被证明是一次错误。它也证明了我经常对投资者所讲的:不要认为你比市场更聪明。用另一句话说,在波动的金融市场中,理性只能提供较为合理的预期,而且这种预期必须是长期的。(当我在写这一章节时,这个10年还没有结束,还会有惊奇的事发生。)一个理性的模型不可能对一个建筑在"非理性的狂热"上的泡沫市场进行预测——如果我们90年代后期所看到的市场是泡沫的话,如果格林斯潘在1996年对股票市场的警告是正确的话。历史会证明一切。

2.2 奥克姆的剃刀与债券市场

奥克姆的剃刀理论对未来收益的预测在债券市场中比股票市场更有效。我的简单理论显然不会被华尔街上的经济学家们所接受,但它看上去至少对预测未来的债券收益十分有用。

我对债券收益的分析也从1926年开始。美国长期金融债券62

年的年平均收益率为5.2%，从1926年至1979年只有3.1%，而至此以后则为11.8%。不过，债券市场过去的收益状况（不像股票市场）对预测未来的收益毫无意义，只有一个非常错误的结论：永远不要买债券。

幸运的是，最简单的解释往往是最正确的，而且它进一步证明了奥克姆的剃刀理论。每10年开始时的期初息率至今为止是主导这10年平均收益率的最关键因素。根据表2.4，每个10年开始时美国政府债券的利率虽然并不完全是，但却是非常有效的未来收益率的指标。它是有效的，因为期初的利率是一个已知的变量，就像股票的期初股息率。然而，在预测未来收益时，长期债券的期初利息的重要性远远凌驾于其他两个因素之上：再投资率（就是息票的复利率）和终期债券收益。

这些变量的设定非常符合凯恩斯所述的金融投资回报的两个方面。我将目前的利率视作凯恩斯所述的第一个部分——投资，或者创业——因为长期金融债券息票的确是对资产在它整个运行周期中未来可能的收益的一种详细的解释，它假设已经存在的事实（就是息票）会永远延续下去。这个时期的平均收益率，确立了息票的再投资率，以及终期收益，也就是凯恩斯所述的第二个部分——投机，或者是希望价值评价基准向好的方向转变。那就是在债券到期之前的时间里利率的平均水平会提升或降低债券市场的价值。（如果金融债券到期，联邦政府会以票面价格赎回。）

表2.4 每10年债券市场名义收益率——长期美国政府债券（1927－1997）

时间段				
始于1.1	终于12.31	期初收益率①	实际收益率	比 较
1927	1936	3.5%	4.9%	-1.4%
1930	1939	3.4	4.9	-1.5
1940	1949	2.3	3.2	-0.9
1950	1959	2.1	-0.1	2.2
1960	1969	4.5	1.4	3.1
1970	1979	6.9	5.5	1.4
1980	1989	10.1	12.6	-2.5
1990	1997	8.2	9.9	-1.7
平 均		5.1%	5.3%	-0.2%

注：①1997年末的收益率是5.9%。

再投资率在预测债券收益时非常重要，因为利息在债券的长期收益中占了主要的部分，如果利息再投资，那么它的重要性大大超过了终期收益率。然而，利率的变化对债券的价格和债券再投资率的作用会相互抵消：高的收益率会降低债券到期前的中期价格，但会提高债券的再投资率。结果是，期初利率成为预测债券 10 年平均收益的最有价值的工具。这个系数与未来 10 年债券平均收益的相关系数达到 +0.93，比同样运用奥克姆的剃刀理论得出理论股票收益率与实际股票收益率的相关系数 +0.54 还要大。（我在第一节提到过，如果投资者持有零息票美国政府债券到期，既剔除了到期风险，又剔除了再投资风险，虽然在到期之前，它们的价格会巨幅波动。）

在 1991 年给《投资组合管理》杂志写的那篇文章中，我也预测了债券的收益率，不过我没有依赖历史数据，而是用由三个系数组成的模型：长期美国金融债券的期初利率；一系列不同的预估再投资率；一系列终期利率（见表 2.5）。

表 2.5　90 年代债券市场总收益矩阵

再投资率%（10 年）		债券市场总收益						
		6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
期终收益	12	6.6%	7.0%	7.3%	7.7%	8.0%	8.4%	8.2%
	11	7.1	7.4	7.7	8.1	8.5	8.5	9.2
	10	7.5	7.8	8.2	8.5	8.7	9.3	9.7
	9	8.0	8.3	8.6	9.0	9.4	9.9	10.1
	8	8.5	8.8	9.3	9.5	9.9	10.2	10.6
	7	9.0	9.6	9.6	10.0	10.4	10.7	11.1
	6	10.0	9.8	10.2	10.5	10.9	11.3	11.7

假设期初的利率为 9%，模型显示如果 10 年后期终利率达到 11%，平均再投资率为 7%，那么债券这 10 年的平均回报率仅为 7.4%。另一方面，如果相反的事情发生，那么平均回报率将达到 10.7%：那就是期终的收益率跌至 7%，再投资率达到 11%。有趣的是，虽然两个数值对换了一下，但未来的投资收益率的范围——从 7.4% 到 10.7%——不是非常大。

当 90 年代开始时，我依赖奥克姆的剃刀理论来预测未来 10 年债券市场的收益。债券市场收益的历史平均值为 5.2%，80 年代的

平均收益率为12.6%。我认为90年代的收益率不太可能与80年代相匹配,重复历史的平均值也很难想象。可能最关键的参考系数是金融债券目前的到期收益8.2%,也就是年平均收益率可能在80年代的平均收益率与70年代平均收益率(5.5%)的之间。

使用奥克姆的剃刀理论,我考虑的只是期初的利率,不想去猜测再投资率及终期收益。到1994年为止,债券的平均收益为8.3%,接近我的8.2%的预测值。确实,预测的债券收益率与现实值的相似程度,就像我对股票市场的预测一样准确。在90年代的上半叶,使用奥克姆的剃刀理论引至了两个惊人准确的预测。

接下来,在1995年,利率开始波动,债券价格开始上升。年收益率达到10.4%,比我乐观的预测略高。在1998年中期由于利率直线下降,再投资率下降,收益率跌至9.9%。由于再投资率现在仅为5.25%,收益率在这10年的最后阶段还会继续下跌。假设利率保持在目前水平附近,这10年的平均收益率将为9%——接近8.3%的预测值,正好在预期的范围之内。

2.3 巨大的泡沫

在90年代的上半叶,拜运气所赐,我对股票与债券收益率的预测都获得了验证。我在1995年给《投资组合管理》杂志的文章中写到,我的运气是这几年股票的收益率正好只反映了投资的基础因素,投机因素没有发挥作用,这可能是极少有的巧合。我还写到,我们还得耐心等待,看以后的市场表现是否能继续证明我的发现。现在看起来,这10年债券市场的表现如我所预测,而股票市场的表现却与我的预测恰恰相反,主要原因是,市场对股票价值的评估乐观到了前所未有的地步。

美国企业还会像1992－1998年那样持续繁荣下去,还是它仅仅被市场的投机性狂热夸大了——我们拭目以待。但一些评论家们,包括在伦敦的《经济学家》杂志的编辑,认为"美国正在经历一场严重的资产泡沫。"这家杂志在1998年的4月指出,狂热的投机来自于快速上升的货币供应量,导致了资产价格的通胀——特别是股票。

仅仅是"泡沫"一个词,但却是由权威杂志提出的,这已足够引

起金融界的惊慌失措。一篇《纽约时报》的评论员文章,题目是"经济泡沫理论",否认有任何泡沫存在,除了经济学家们臆想出来的,"无论是谁,都不可能找到值得我们担心的'泡沫'。"《华尔街日报》也来助阵,他们的标题是"让我们来用现实破灭泡沫理论,"描述它就像" 一个多疑症患者"。

在这一年的后期,我们确实经历了一场影响广泛的市场泡沫。摩根史坦利·迪恩在它的经济公告中称它为"巨大的美国泡沫"。一篇刊登在《纽约人》杂志的文章,题目叫"刺穿泡沫",文中引用了诺贝尔奖获得者、货币历史学家米尔顿·福雷德曼的话:"今天的金融市场与1929年的市场一样都是泡沫……我怀疑今天的泡沫更多。"无论怎样,没人会不同意《经济学家》的文章中指出的:"毫无疑问,根据标准的经过时间证明的计算方式,今天的价格显然超出了正轨。"

2.3.1 未来10年的股票收益

尽管做这件事是一个极大的挑战,但我们还是来看看奥克姆的剃刀理论会告诉我们1999年以后市场会变成什么样。我们掌握了过去阶段股票市场的情况,也知道收益的两个基础因素会有连续性——股息率和利润增长率——以及投机因素的波动性——股票的市盈率——奥克姆的剃刀理论告诉我们1998年底股票价格处在较高位。以下是一些关键系数:

●股息率相比1926年以来的平均值4.3%,处于历史的最低点1.4%。

●利润增长率从它的1992－1997年的最高峰(年平均16.6%)开始走缓。

●1998年的利润增长率估计为5%左右,比二战以来的6.6%的平均值低。

●股票的市盈率达到27倍,毫无疑问与历史平均值14倍差之千里。

与股票市场所处的背景相反,我们正在经历一次就业充足的经济时期,它表示过去一段时期的经济发展将来很难重复。但面对未来的10年,即使我们假设利润增长率会达到它的历史平均值6.

6%，甚至达到10%，股票的基础投资回报率将在8.0%至11.4%之间。如果市盈率仍然维持在27倍，那么未来10年的基础投资回报率将与市场的实际收益相等——比过去几年30%多的年盈利相差很远。

必须指出的是，保持27倍的市盈率需要我们彻底改变传统的关于股票市场风险的概念。即使新的标准是20倍于每股收益，新世纪的第一个10年股票的正常收益将比股票的基础投资回报率8%至11%低3个百分点，在5%到8%之间。

另外，一些颇有声望的专家们相信我们已经摆脱了美国经济旧时的桎梏。他们认为信息技术革命和全球经济的复苏，使美国经济得以重建，并且成为世界的主宰。在这样的新时代，在高速增长的利润率的支持下，20倍或更高的市盈率不再是市场狂热的标志，而是正常表现。

我天生谨慎的性格与这种言论格格不入。当然也有可能我们从此开始享受比原先高出一些的公司利润增长率。（我再一次向投资者指出：永远不要忘了股票市场什么事都可能发生。）如果，未来的企业利润增长率将达到比1926年以后平均6.6%更高的基准，比如8%，那么市盈率的基准也将从过去的平均14倍有所提高，比如20倍。然而，即使这些系数的值都增加了，也不足以创造出能够维持目前27倍市盈率的股价的未来股票收益。

2.3.2 未来10年的债券收益

在债券市场中，虽然比不上股票市场，但仍充满了乐观情绪。利率降至70年代初以来的最低点，长期金融债券的收益率大约在5.25%左右。但因为通货膨胀被抑制，债券市场提供了比历史上一般水平更高的真实收益。基于最近的债券收益率，利用奥克姆的剃刀理论，对未来的债券收益得出以下的推测：

●基于“标准”的假设（利率在5%至9%之间），未来10年债券市场将会有5%以上的回报率，误差大约上下1个百分点。

●在较为极端的情况下（利率为4%或10%），最高的回报率为8.6%，最差的回报率为3.1%。

●在上述极端情况中，总的收益率对最终收益的敏感度是对再

投资率的敏感度的两倍左右。因此,10 年以后债券收益率会如何使预测变得特别有挑战性。

我并不是有意要争论利率可能不会降至 4%,并保持这个水平(尽管看起来确实不太可能),也可能不会提高到 10%并保持一段时期(似乎是更不可能)。我想表述的基础观点是,当我们知道目前的息票,我们就掌握了对未来 10 年的债券收益率进行预测的大部分依据。然后,你就可以对其他的假设进行理性的讨论:再投资的比率会是多少?最终的收益率会是多少?

2.3.3 再论未来

我对使用奥克姆的剃刀理论,以及在预测收益率时我只使用了三个简单的概念,并不感到不安,即使我知道,用雷诺阿的话说"没有什么比简单更令人困惑"。我还要加上一句:以线性的方式将过去的收益率转换成未来收益率是毫无意义的。金融市场中太多复杂的投资策略和预测手段大多是完全依赖过去的一段时期的数据。其中一些简直像巫术。由奥克姆的剃刀理论得出的基本设定可以帮助我们避开这些复杂的投资理论。它以简明、理性的方式展示了未来的种种可能性。它基于我们从研究过去收益和判断未来收益组成所得到的经验。奥克姆的剃刀理论不会知道我们未来的收益是多少,但它会告诉我们股票和债券收益的组成是什么。

你尽可以不同意我的结论,特别是因为,我们知道金融市场中什么事都会发生,而且经常是这样!因此似乎没有必要去相信即使是非常理性的预测手段,因为市场并不总是理性的。有自己的判断力不仅是允许的,而且应该受到鼓励。但是要对我们前面所得到的理论进行批驳,必须有事实或数据做依据,不能光靠直觉。深刻理解奥克姆的剃刀理论,可以帮助投资者对于如何投资做出明智的决定。如果我们关注投资的基本因素,而藐视投机的浮渣,我们将得出与沃伦·巴菲特一样的结论:

"短期内,股票市场是个投票机;而长期的话,股票市场却是磅秤。"

2.4 未来从现在开始

作为一个投资者不可能不去思考未来金融市场的趋势。在这一节里,我已尽力将影响市场收益的各种因素陈列给大家。这些因素值得我们了解并理解。但我们必须面对一个事实,那就是即使对投资的基本因素及投资因素之间关系的理性分析,使我们有可能精确地预测到未来市场的收益,但这种游戏对长期投资者来说仍是得不偿失的。总之,我们不会傻到将我们的投资组合交予对未来的赌博,即使赢的几率是8:10,事实上这种几率往往不会超过5.5:10。

彼得·伯恩斯坦和罗伯特·阿诺特对于这一问题在最近的《投资组合管理》杂志中写了一篇题为:"牛市?熊市?你真的该关心吗?"的文章。他们的结论是:"对于大多数的长期投资者来说,牛市和熊市并不像普通投资者那样意味着大喜或大悲。"他们非常准确地指出:"牛市增加了资产的价值,但它降低了从目前算起,投资组合未来的真实收益率,而熊市恰恰相反,降低了资产价值,也同时提高了投资组合未来的收益率,其他则是相同的。"当然,理想的状态是当我们在建立投资组合时正处于熊市,而在投资组合建立以后的日子里则是牛市。但这个时间超出了我们控制的范围。

那些相信这个市场难以置信的动力会一直持续下去,个人投资者源源不断的热钱会一直流入股市,而我们正处在全球经济发展的新时代的人,将坚定不移地保持它们的投资组合——甚至增加它。但那些和我一样相信如利润和红利等基本因素,并且认为一些历史标准会延续下去的人,会在目前这个大牛市中保持清醒的头脑。而那些相信另一次大崩盘就要来临的人一定在考虑大幅地减少他们的投资。然而,不管未来会怎样,对我来说,必须保持作为长期投资者的选择——一个平衡的资产组合计划。

所以,应该以明智和理性的观念投资;在考察未来时保持清醒和智慧的头脑;将你资产的主要部分放在股票和债券里;坚持你的组合不要做大的改变。对任何预测持怀疑态度,包括我的;如果你设定一个积累资产的明智的道路,无论产生什么,不要改变。

感谢奥克姆的剃刀理论和三个简单概念,我希望我已经使你们

较清晰地理解什么是基础的因素，什么是昙花一现的东西——什么是投资，什么是投机——帮助你们对未来很长一段时间里股票和债券的收益范围有个理性的预期。接下来，我们可以进入长期投资策略中最基本的部分：如何将资产在股票和债券之间合理地分配。

第三章　资产配置
基金业绩揭秘

资产配置理论并不比强斯关于花园的理论复杂。无论经济正处于繁荣或衰退我们投资是因为我们对金融市场有信心。通过简单的投资多样化，我们寻求在市场繁荣时更多地参与，并保证能度过衰退期。

对于几乎所有的投资者来说，主要的资产配置的种类不外乎普通股票（为了得到最大的收益）、债券（为了得到适当的收入），以及现金储备（为了使确保资产的稳定）。每一种类的风险性不同：股票的价格最为波动，债券其次，而现金的名义价值是不变的。

3.1 从《塔木德经》到现代投资组合理论

在过去的25年里，借助于金融学家们精确的数学模型，我们建立了一个简单的投资多样化理论：现代投资组合理论。投资者几乎普遍接受这一基于投资者愿意承担风险来寻求收益的理论。风险，则被定义为预期收益的短期波动。

在这个十分详细的模型中，现代投资组合理论指出投资组合应包括所有的流动性资产——不仅是美国的股票、债券，以及现金储备，还有其他在金融市场上交易的国际投资、短期期货、外汇，以及各种古董等等。这么大一个范围从理论上是很吸引人的，但基本概念不必太复杂。事实上，在14个世纪以前，犹太教法典《塔木德经》描述了这个简单的资产配置策略："一个人必须将自己的资产分成三

部分:1/3 为不动产,1/3 为商品,剩下来的则是流动资产。"我的建议与这个古代的教义差不多。

当然我关注的不是不动产和商品,而是投资组合中的证券:股票和债券。为了简明起见,我将现金储备作为货币市场存款而剔除在组合之外。因为现金储备只提供非常有限的收益,这种储蓄只能被看作为了不时之需而保留的存款,而不是为了长期资产的积累而进行的投资。作为投资者来说,短期债券是比货币市场存款更优的选择。利率波动对于短期债券的影响相对要小;长期债券则受利率波动影响较大。本书所列的大部分例子指的均是中期和长期债券。

像《塔木德经》关于资产配置的建议一样,我的建议也很简单:作为一个起点,2/3 置于股票,1/3 置于债券。从我开始这一个行当以来,我的导师——惠灵顿基金的创始人沃尔特·L·摩根一直向我灌输投资组合结构的平衡。平衡使投资者得到来自股票市场的收益,以达到如积累退休金的投资目的,但它也有因持有某些债券而受到一定损失的风险。尽管(也可能是由于)股票市场长期的牛市使平衡投资看起来很老套和平庸,我还是继续推介我的投资平衡策略——比以前更加满怀热情。

我的建议包括我所谓的投资的四个方面:(1)收益,(2)风险,(3)成本,(4)时间。当你将你的投资组合分别置于股票和债券时,你必须决定你希望得到多大的收益以及愿意承受多大的风险。你还必须考虑你将承受的投资成本。成本将降低你的收益或者增加你的风险。将收益、风险和成本想像成一个立方体的三维——长度、宽度和高度。然后设想时间为临时的第四维,与前面每一维互相作用。例如,如果你的时间跨度较长,你可以承担的风险就比时间跨度短的要多,反之亦然。

3.2 风险就在前面

到目前为止,我描述风险大多是以学术的形式:标准差,或是月平均或年平均收益的波动性(第一节)。事实上,风险十分难以计量。它关系到多大的损失不致于对你的钱包或你的精神有太多的影响。表 3.1 显示的是自 1926 年以来投资者在股票和债券之间不同

的配置,从而导致损失的频率和严重程度。在这一时期里,每3年半股票市场的收益有一次为负。这些年份的平均损失是12%。此表还显示通过持有从20%到80%不等份额的债券会各自减轻多少损失。例如,通过保守的60%股票和40%债券的资产配置,那么资产受损年份从20年减少为16年——每4年一次——而损失大约为8%,减少了1/3。

表3.1 风险和配置(1926-1997)

股票/债券配置比例(%)①	亏损的年数	平均每年亏损%	3年亏损% 1930-1932	2年亏损% 1973-1974
100/0	20	-12.3	-60.9	-37.3
80/20	19	-9.8	-45.6	-29.2
60/40	16	-8.2	-30.2	-21.1
40/60	15	-5.5	-14.9	-13.0
20/80	14	-3.7	+0.5	-4.9

注:①按照配置比例定的股票债券组合不再每年调整

可能从1929至1932年3年间市场的下跌给了我们一个"最坏案例"。一个完全为股票的投资组合损失61%。然而,在这3年中债券却上升了16%,于是,一个40%债券和60%股票组成的投资组合,在这3年间如果没有改变,损失仅为30%——只有前面那个组合的一半。40年之后,在1973年至1974年,我们经历了过去67年中第二次股灾(有趣的是,这两年是现代股票市场最近的一次大股灾的1/4个世纪前)。在这个相对较短的时间跨度里,像今天那些热情洋溢的"啦啦队长"倡导的那样,只投资于股票,将会使组合的资产价值减少37%(包括红利)。如果投资组合中加进40%的债券,那么损失会减少很多。虽然21%的资产损失不能说不重要,但它只是37%的一半多一点。

3.2.1 各个时期的风险

这些例子说明债券是比股票更好的投资工具吗?一些投资者,被股票市场1973-1974年的那场股灾吓坏了,可能会得出这个结论。而对于长期投资者来说,这样做无疑是可悲的。因为在这之后

的23年，股票市场提供了年平均16.6%的收益，而债券则只有10%的年收益。一个40%债券和60%股票的投资组合在这期间如果保持不变，将得到14.6%的年收益。（在最后一年，股票的比例增长到了86%。）

债券最好被当作稳定收入的来源以及对一个股票组合的适度调节，而不是股票的代替品。记住，长期投资者的目标不是在短期内确保资产不损失，而是获得真实的、不受通胀影响的长期收益。股票市场有时会使我们遭受巨大的短期损失，但就像我们在第一节中所看到的那样，几乎所有时期，股票市场比债券市场提供了更高的长期真实收益——事实上，自1802年以来，95%的每25年的时间段和80%的每10年的时间段股票市场的收益比债券市场高。

债券的真实收益是波动的，但长期来说它们一般在3.5%左右——是股票真实收益7%的一半。换句话说，股票可以提供比债券多一倍的购买力增长率。如前面所显示的，虽然每年的差距看起来并不太多，但经过一段时期后变化就显著了。虽然股票在短期内波动非常剧烈，但长期投资者可以承受这些风险。

请不要忘了随着时间的推移，收益在不断积累，而风险也随之减弱。如图1.3所示，当持股的时间延长，股票的波动性迅速下降。股票市场年标准差为18.1%，25年标准差即降至2.0%，但降幅较大的时刻是10年末，标准差为4.4%。

3.3 合理配置资产

一个平衡的投资计划最大的好处是使风险更加容易接受。将部分资产投资债券，减弱了股票市场短期波动的影响，使厌恶风险的长期投资者有信心将大部分资产置于股市。根据你自己的情况——你的投资目标、你的投资时间长度、你的风险承受力，你的经济来源，选择一个股票债券组合。

表3.2显示的是你选择不同的资产配置情况下获得的收益(a)持有股票2年，从1973－1974年股灾前到股灾发生期间；(b)持有股票2年，从股灾发生期间到股灾发生后；(c)持有股票6年，包括股灾发生期间。（这些数据的前提是假定在这段时期的每年年末，

在因股票市场与债券市场截然不同的表现使最初的配置比例变化后，投资组合重新进行调整，使之恢复原来的比例关系。）

表 3.2 风险、时机和配置（1971－1976）

股票/债券配置比例（%）①	年平均收益			
	1971－1974	1973－1976	1971－1976	1971－1997
100/0	-3.9%	1.7%	6.4%	13.3%
80/20	-1.8	3.1	7.0	12.7
60/40	0.2	4.4	7.4	12.0
40/60	2.1	5.5	7.7	11.2
20/80	3.8	6.4	7.8	10.4
0/100	5.4	7.1	7.9	9.2

注：①配置比例每年重新平衡

以下是用强斯的语言得出的结论：即使没有夏季，前面的春天和紧跟着的秋天已经可以为我们提供足够多的收益。只有两个最为极端的组合，就是股票占 100% 和 80% 的组合出现了亏损，但也仅仅在 1970－1974 年这一阶段。因为上述这些阶段经历了最为严酷的熊市，债券所占比例最大的配置在这三个阶段的每个阶段的表现都是最好的。事实上，只投资于债券的组合的表现好于任何配置。

然而，同样的配置用更长的时间来检验，我们可以发现将资金长期投资于股票的收益与上述三个阶段得出的结论迥然不同。在 1970 年以后的 27 年里，组合中股票部分的收益大大提高。如表 3.2 所示，一个 80% 投资于股票、20% 投资于债券的组合年平均收益为 12.7%。而相反的，80% 投资于债券、20% 投资于股票的组合年平均收益只有 10.4%。在整个时期里，如果你将 1 万美元组成一个全是股票的组合，将会获得 25.23 万美元的最终收益，也就是比全是债券的组合的最终收益多出 10.7 万美元。投资于股票的比例越高，长期收益就越高。尽管有严酷的冬天，就像 70 年代所经历过的那样，股票市场的四季终究会转换；春天来了，接着是夏天。一个平衡的投资组合总是会获得收益的。

3.3.1 什么最适合你

怎样制定一个适合你自己需求的组合呢？我推荐图 3.1 所示的简单模型：以四分矩阵的形式来展示青年和老年的投资者各自不同的投资组合。这个模型假定，在一个较长的时期里，股票的表现将好于债券，就像自 1802 年以来证券市场实际所表现的那样。它还假定股票的收益是难以预料的，我们可以从股票收益的高标准差中得出这个假定。这两个假定与过去的事实是一致的。

这个矩阵的主要观点基于我们的常识。在你个人投资周期的积累时期，你应该将日常生活开支剩余的钱建立投资资金（这不容易做到，但这很关键。）。你投资，然后将获得的红利和资产收益再投资。因为你并不急需这笔资金，所以你可以承担较大的风险来获取更高的收益。如果是一个年轻的投资者，你可以将资金的 80% 或更多投资于股票，剩下的投资债券。在积累时期的最后几年，你的年纪大了，你没有时间来弥补投资组合的亏损。在这时，你可以将股票的比例降至 70% 以下。

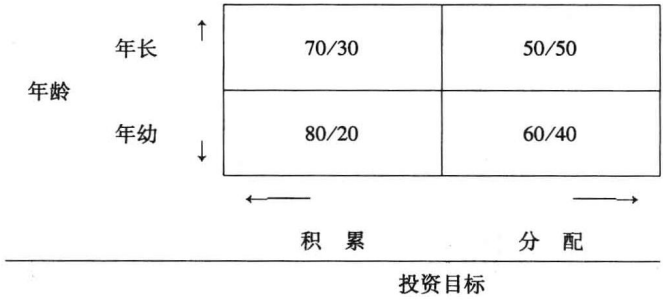


图 3.1　基础资产配置模型（股票/债券）

在你投资周期的分配阶段——当你享受积累时期投资的成果时——你将依赖相对来说较为固定的资金来获得收益。你在收回投资获得的收益，你也承受不了短时期的亏损。在分配阶段的前期，你可以将股票的比例定为 60% 左右。随着年龄的增长，你可以将这一比例降至 50%。即使这样，要获得相当的收益很难。在 1998 年的下半年，蓝筹股的收益约为 1.4%，美国长期债券的收益约为 5.4%，一个 50/50 的投资组合将提供 3.3% 的收益。将一个典型股票债券基金的运作成本算进去，一个相似的投资基金组合的收益仅为 2.

0%——降低了40%的收益。这个简单的算术再次证明基金的成本对最终收益有多么重大的影响。之所以要强调基金成本在投资策略过程中的重要性,是为了提醒大家在进行资产配置时谨慎选择基金品种。

当你在建立自己的资产配置方案时,可以参考这个模型,并结合自己的情况进行修正,如你的年龄、投资目标和风险的承受能力。对于一个风险承受能力极强的年轻人(25岁左右)来说,将所有的资金投资于股票并非轻率。在分配阶段,一个非常厌恶风险、并且拥有足够资产的老年投资者,可以将资产组合中股票的比例低至30%。上述决定的关键是投资的资金与已积累资本之间的关系。比如一位年轻的投资者每月拿出150美元来投资,对他来说,未来的时间很长,由于投资资金较少,相对来说风险也很小。而一位年长的投资者,必须既要考虑投资收益率,也要考虑风险的概率,因为那时差不多是一个拥有正当职业、服务了40年后、在延期纳税计划中获得100万美元以上收入的时候,他的资金已经积累到较大的数目

3.4 综合考虑年龄和资产

年龄和资产的不同反映了风险承受水平的不同,看起来是不言自明的。一个刚刚开始积累资产的年轻人,可以承受一定的风险,从证券投资中寻求最大的收益,并且依赖时间来弥补短期的损失。一个已经积累许多资产的老年投资者没有多少时间来弥补可能的亏损,于是一定会寻求更大的稳定性、更低的风险性以及相对固定的收入,即使付出收益率低的代价。

但也有相反的观点。如果你还年轻,勉强糊口,哪有钱来冒险?如果你年纪大了,有足够的退休金,为什么不继续投资,将尽可能多的资产留给子孙呢?这样的话,年轻人的投资期不就短了,而年长者则可以拥有一个几乎是无尽的投资期了吗?

这也是生活的一面。你有多少债务?你的现金流量是正的还是负的?你的收入在不断上升还是下降?你的孩子们会上哪所大学?你可以得到多少退休金(包括社会福利)?你是一个风险喜好者还是厌恶者?

人们还在讨论另一个有关人力资本和金融资本的问题。年轻劳动力的未来收入的现值降低了投资的重要性。“我就是最大的资产。”确实如此。一个人如果能最大限度地提高自身的人力资本，不是比关注于可能积累起来的相对较少的金融资本要更好吗？人力资本的价值和股票市场的价值，不都是受到美国经济增长的影响从而高度关联的吗？

上述都是很难回答的问题，值得我们深思。但是对我来说，年龄和资产水平是大多数有不同背景投资者建立资产配置方案非常明智的第一步。资产配置不是万能药，它是对付金融市场波动的合理的——如果不是完美的——方式。

3.4.1 合理调节投资组合

一旦你决定了一个长期资产配置方案，你必须决定这个方案是相对固定的还是变动的。这里有两个主要的选择。你可以(1)将你配置中两种证券的比率保持固定，定期地买进或卖出股票或债券来使你的组合恢复到原先的配置比率；或者(2)建立一个期初的配置，然后让你的投资收益随市场波动。

如果采纳第一种选择——固定配置比率——你必须不时地重新调整组合。如果牛市，可能使你原先60%股票和40%债券的配置变成了70%股票和30%债券，你就得卖掉一点股票来买进债券。在延期付税的退休金帐户中这很容易做到，因为组合的调整不会受到税收的影响。而对于需付税的帐户，现在卖掉证券非常不利。如果你持有的证券主要在付税帐户里，明智的方式是将后续的资金投资于债券，来逐渐将你的组合恢复到原先的配置比率。固定比率配置的优点是锁住利润，当股票价格上升时降低股票的持有量。相应地，你可以在股票价格下降时增加股票的持有量(卖掉债券，或者将新的资金投资于股票)，使你原来在风险和收益之间的平衡得以维持。许多投资者发现维持原有的股票与债券之间的平衡较为省心——比不采取任何行动、任由组合暴露在股票市场的风险中而置之不理，要有效得多。

如果你选择建立一个期初的资产配置，然后任由它去，那么你的风险和收益将会跟随金融市场的节奏波动。可能开始时是60%股

票和40%债券,结果变成75%以上是股票、25%以下是债券。举一个最近的例子,一个投资者如果在这轮牛市之前的1982年设立一个50/50股票与债券的组合,16年以后,这个组合就变成了76%的股票、24%的债券。

还有第三种选择,不过只适合那些大胆而自信的投资者。它没有放弃"坚持配置比率"的原则,但它允许整个投资过程中在熊市时适当调整比率。如果经过理性的预测,发现了某种配置方式比另一种方式可能得到的收益高,你可以将资产中的一部分进行调整。这种做法被称作策略型资产配置。这是一种投机的、进取型的做法——如果你有足够的技巧、洞察力和运气——你可能会得到比前述两种方式更多的收益。

拥有技巧和洞察力是重要的,虽然我们常常将自己在这两个方面的能力高估,此外,运气也十分关键。许多投资者的判断是正确的,但却选择错了时间。太早或太迟都会发生问题。策略型资产配置只能用于资产中的一小部分。也就是说,如果你的配置是65%股票,那么任何改变限制在15%以内(50%到85%的股票),而且改变必须是渐进的。希望拥有技巧、洞察力和运气,在一天之内将配置中的股票全部售出,并在"适当的时候"再买入,在我认为,是十分荒唐的。谨慎的策略型资产配置对于胆大的人来说是一种诱惑。但全面采用策略型资产配置的无疑是傻瓜。

如何对资产配置进行适当的策略型调整呢?举一个例子:考虑目前市场中股票的价值是否相对于债券高估了。然后,一个自信并且具有自我约束力的投资者将会从谨慎中得益。在这个不确定的市场中,股票比率的降低不能超过15%。如果你的资产组合中有65%是股票,至少保留50%的股票;如果原先有50%,至少保留35%。如果你是风险厌恶者,至少你可以睡得更安稳。有一句俗语:"有年长的飞行员,有胆大的飞行员,但不可能有年长而胆大的飞行员。"

3.5 第三维

一个完美的资产配置包括投资的两个方面:风险与收益。投资成本则是更为微妙但同样关键的投资第三维。在共同基金业中,这

个观点并没有被大多数人认知。毕竟，在此轮大牛市中每年20%的股票收益，以及最近几年平均30%的年收益，而同期的债券收益仅有5.5%，使得成本的重要性降低。成本所占的比例不会超过几个百分点。所以，基金业普遍认为资产配置是首要的，而成本不成问题。他们错了。

然而发表于1986年的一篇十分严谨的学术论文，看上去十分支持业界的这个普遍观点。在《金融分析师》杂志中，作者布林森、霍德和彼伯尔写到："投资方案(资产配置)决定了投资策略(市场择时和股票选择)，这一点说明了为什么整个退休金计划的收益有93.6%的差别。"这句话是关于资产配置的创新引证。

作者继续写道："虽然投资策略的不同最终导致不同的投资收益，但相比投资方案——资产种类以及它们在资产中所占比重的选择——要逊色得多。"用另一句话就是说，从资产配置中得到的收益比其他因素更重要。

这个发现是通过对至1983年的10年金融市场的研究得出的结论，并在1991年他们通过对截至1987年的10年金融市场的研究进一步证实。这篇论文也是发表在《金融分析师》杂志。在截至1987年的10年间，资产配置的影响大约占91.5%，改变不大。

3.5.1 金融圣经

我一直认为，结论是无可置疑的。然而不幸的是，有许多误解。它一直被引用来说明不同的资产配置是退休金基金每年的收益率差别如此之大的原因。我必须承认，在一开始，我也犯了同样的错误，认为资产在股票、债券和现金中的不同配置"导致了机构管理的退休金基金的收益差别达94%"。高兴的是，最终的总结说出了正确的结论："长期的基金投资者如果更多地注重如何合理配置股票和债券在资产中的比率，将会比选择具体哪个股票或债券获益更多。"虽然我今天仍然支持这个观点，但我必须得加上"……当成本一直保持在较低水平。"用另一句话说，就是选择低成本的基金。

威廉·嘉恩科是1997年格雷厄姆及多德奖的获得者，他获奖的论文也是发表在《金融分析师》杂志上。他提到了这个广为流传的误解。他指出，虽然资产配置可能可以说明为什么每季基金组合的

收益有93.6%的差别,但短期收益的差别对大多数投资者来说毫无意义。用原有的研究数据,嘉恩科总结道,投资方案——一个退休金基金资产在股票、债券和现金中的不同配置——在长期收益差别的因素中只能占到14.6%。嘉恩科进一步总结称:"对于许多个人投资者来说,成本是基金组合表现的最重要的决定因素,而不是资产配置方案、市场择时或是证券的选择。"

我发现自己是坚定的中间派。资产配置是关键的;而成本也同样关键。与这两项相比,其他因素微不足道。

3.5.2 成本影响未来收益

布林森、霍德和彼伯尔(以下简称BHB)在论文中没有提及顾问费、管理费和保管费。公平地说,可能没必要这么做。这份研究报告的本身重点关注的是每季各基金之间收益的差别,而不是累积的年平均收益——而由机构管理的退休金计划在顾问费上的区别是极小的(收费的高低差别很小——可能每年为资产的0.40%至0.80%之间),成本对于结论的影响很小。

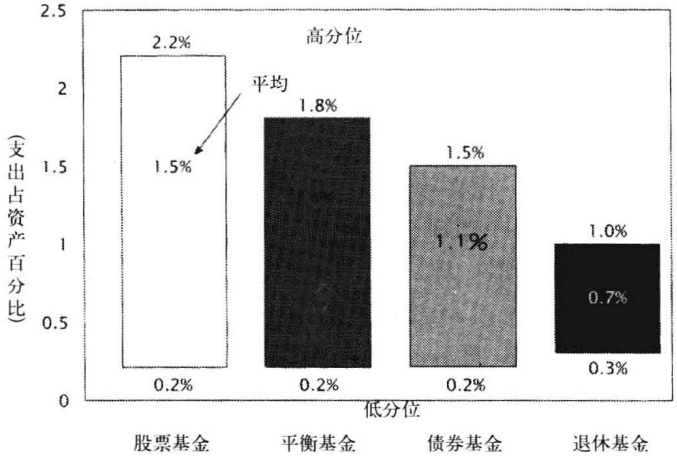


图3.2 投资组合支出比率

但成本对于基金业的影响就是另外一回事。各个基金成本的区

别很大,而且一般比退休基金要高。股权基金支出的比率年平均为1.5%,而且从0.2%至2.2%不等。股票债券基金的支出平均为1.4%,从0.2%至1.5%或更多(见图3.2)。共同基金成本的差别对于每季收益的影响很小,但对于长期收益就有很大的影响。众多的数据强有力地说明投资成本与资产配置方案都是长期投资收益的决定因素。

在分析成本对长期投资收益的影响有多大时,我选择了股票债券平衡基金,因为他们的资产配置方式与BHB所研究的退休基金类似——通常是60%至65%投资于普通股。经过对截至1997年12月31日的10年数据的分析,其结果充分说明BHB最基本的发现:资产配置的影响力远大于市场择时和股票选择。事实上,平衡基金每季收益的差别中84.9%是源于不同的资产配置方案,这个数据与退休基金的研究数据接近。从表3.3中我们可以看出,两个数据竟然如此接近。

表3.3　收益差别的来源

因　素	BHB的研究	基金的研究
配置方案	92.5%	84.9%
配置变化和证券选择	7.5	15.1
总　计	100.0%	100.0%

注:平均BHB1986年和1991的两次研究得出的结论;基金研究数据基于到1997年12月31日为止的10年。

我们把基金之间收益差别的分析转向总的收益率,无论是退休基金还是共同基金在未计算开支前的收益仅仅比市场指数的收益低一点。在退休基金的研究中,第一篇论文BHB使用了标准普尔500种股票指数和雷曼政府/企业债券,第二次在债券方面他们使用了所罗门多投资等级指数,而现金方面则都使用的是美国短期债券。而对于平衡基金的研究,我们用的是相似的指标:标准普尔500种股票指数,雷曼中期企业债券指数,现金方面是美国短期债券。

我们所看到的是积极的基金管理人,即使在计算成本之前他们的平均表现还比不上市场指数。不管他们管理的是顾问型退休基金还是共同基金,表现都不尽如人意。(见表3.4。)

表 3.4 基金经理人与退休基金的表现比较

计算成本前经理人的收益率	退休基金的研究	共同基金的研究
指数综合收益率	11.8%	14.2%
基金收益(计算成本前)	11.2	14.1
计算成本前的差别	-0.6%	-0.1%
计算成本后经理人的收益率		
平均支出比率	-0.6	-1.1
基金收益(计算成本后)	10.6%	13.0%
计算成本后的差别	-1.2%	-1.2%

注:去除销售支出

表 3.5 平衡基金:收益与成本(1987 - 1997)

成本分位	净收益	支出比率①	毛收益
第一(最低成本)	14.0%	0.6%	14.6%
第二	13.2	1.0	14.2
第三	12.6	1.2	13.8
第四(最高成本)	12.1	1.7	13.8
平均	13.0%	1.1%	14.1%

注:①在 1998 年,这四分位的成本分别为:0.7%(最低),1.0%,1.2%,1.9%(最高)

积极的基金管理人赶不上被动的市场指数,说明选择好个股的不易。而主要的原因是组合的交易成本引起的(虽然这些成本不能详细地计算具体数目)。综合在一起,这两个因素无疑使退休基金和共同基金的表现落后于指数基金。

如果我们将运作成本算进去,基金经理们失败的原因是显而易见的。表 3.4 显示的是计算成本后基金的表现。两种基金年平均收益都减少了 1.2%,比市场指数的收益率低 8%,而支出则占其中的 92%。而自这次研究开始的这 10 年,平衡式基金的平均成本已从 1.1%升至 1.4%,看来未来平衡式基金比指数的平均收益率的差距还要拉大。

事实表明,平衡式基金成本与净收益间存在系统性关联。确实,如果不考虑成本因素,第二、第三和第四分位的毛收益都在 14%左右。表 3.5 显示了这一结果,也就是说低成本导致了高收益。

更值得一提的是最低成本基金的毛收益相对其他基金要多,而

它们的风险不比平衡式基金的平均风险来得高。这些平衡式基金在资产配置方式方面的区别(这四种基金的组合中股票比率比一般基金高)导致了毛收益的不同。但考虑到风险(以标准差作为计算标准)因素,只有低成本基金的风险调整收益比较突出。特别是,低风险基金的平均风险调整收益(以夏普比率①调整)比总体的平均值高15%,而其他三个有较高成本支出的基金平均风险调整收益比总体的平均值低4%。(较低风险的基金的平均夏普比率是0.94;三个较高成本基金的夏普比率的平均值是大约0.79)这种关系强有力地支持了"成本非常重要"的论点。

于是,对平衡共同基金的研究的结论就引出了必须加在BHB论点之后的警告:"虽然投资策略能够产生巨大的收益,但投资方式会使收益缩小,而成本更是会严重影响总收益。"

这个结论不仅来自于这里我们对平衡共同基金研究的有限资料,还来自于对1991到1996年间运营的所有的174家国内股权共同基金详尽的研究。无论基金投资类型是什么(成长型或价值型),市值是大是小(大规模或小规模,低成本的基金业绩都会超过高成本的基金),这种一致性非常显著,我们将在第六章阐述这一点。与此同时,我们在债券基金看到了同样的广泛的影响,我们将在第七章详细讨论。

3.5.3 低成本扩大了基金的收益

低成本系统地扩大了最低成本基金在总收益上的优势,给予了他们更大的边际利润。随机因素似乎并不能成为一种解释;或许高成本的基金为了获取额外的固定收益或购买低等级的证券以抵消他们额外的开支,但暗含的额外的风险随之而来。无论如何,对于平衡基金,每10个基点(0.1%)成本的降低相当于17个基点的净收益增长。按照这样计算,杠杆作用几乎使得高成本的负面影响加倍。

让我们举个例子:一个高成本基金的10%的净收益不仅仅可以解释为一个平衡基金有着11.1%的收益和1.1%的成本比率(高成

① 夏普比率,由诺贝尔奖得主威廉·夏普发明,是通常计算风险调整收益的基础。该比率基于每一单位风险的年收益(超出无风险的美国短期国债利率的部分)——比标准差更为精确,更易变。

本平衡基金的平均成本率是1.7%,低成本平衡基金是0.6%),也可以解释为11.9%的总收益。那要比高成本基金10%的年收益高19%。以复利计10年,优势是巨大的:计25年,差距会飞上天;计50年,就翻了2又1/2。就像我以前所指出的,对于在25岁开始投资于401(k)税收延迟储蓄计划,到75岁享受投资收益的投资者来说,50年的时间和他的投资生命期差不多长。表3.6中的数字自会说明这一点。

表3.6 对于10000美元投资成本的积累性影响

	高成本	低成本
年限	10.0% 收益	11.9% 收益
10	$ 25,900	$ 30800
25	108,300	166,200
50	1,173,900	2,763,800

由于成本的巨大影响和伴随而来的杠杆作用,我们现在可以转向讨论对于资产配置策略中成本的作用,关注点是长期股票收益和债券收益之间的关系。

3.6 关于成本的三种视角

投资者习惯性的视角是把基金支出与资产相对——在共同基金领域里,这是规定的支出比率。以这种方法计的支出比率,最低成本的股权基金(通常是市场指数基金)每年为0.2%,基金的平均值是1.5%,最高成本的股权基金是2.2%。然而,即使是这些数值中最高的数值也倾向于把成本的影响缩小,一个投资者或许会问:"一个百分点真的那么重要吗?"

第二种视角认为成本很重要:把成本与超过10年投资持有期的初始投资进行对比。在这里,成本百分比的变化范围是:成本最低的基金是2.8%,基金的平均值是19.8%,成本最高的基金是28.1%。把这些百分比转化为美元或许使得这种视角更具影响力。0.2%的年成本对于1万美元的初始投资(假设投资的年收益是5%)意味着一个投资者在10年里仅花费280美元。但成本是2.2%的话,10年里将花费2810美元。那可是真正必须付出的钱啊。但你可以想象

得到，共同基金行业并没有因此受到打击，因为它反而使成本问题减轻了。

成本问题也可以从第三种视角考虑——与预期股票年收益对比。使用相同的样本——成本率0.2%，1.5%，和2.2%——假设市场的长期收益是10%；成本占年收益的2%，15%，和22%，这样的话，净收益分别为9.8%，8.5%，和7.8%。这种差距是巨大的，虽然基金的推销者很少考虑这一点，但这是事实。

3.6.1 第四种视角

对于成本还有第四种视角：成本与股票风险溢价的对比。这是一种最引人注目的视角。为了评估成本对于股票风险溢价的影响，让我们看一个简单的例子。假设长期美国国债的预期收益率是6%，而股票的预期收益率是8.5%。这样，股票对于长期美国国债有2.5%的风险溢价。如果假设股权基金的总成本是2.5%（假设支出率是2%，交易成本是0.5%），那么两种选择对投资者是一样的。理论上说长期来看两种投资的收益是一样的。冒额外的风险不会有额外的收益。成本会抵消风险收益。

用这种观点来看，股票投资中的所有成本——咨询费、其他基金开支和交易成本——抵消了风险溢价。虽然在最高的成本水平上，成本种类的区别会导致收益的不同，但只是程度差别罢了。表3.7表明在各种风险溢价水平上共同基金的支出消耗风险溢价的比例。为了简单化，交易成本——原可以在成本对支出比率的影响上加上0.1%至1%，在表中被忽略了。

表3.7 支出消耗的股票风险溢价的百分比

基金组	支出比	股票风险溢价2%			
			3%	4%	5%
最低成本	0.2%	10%	7%	5%	4%
平均成本	1.5	75	50	38	30
最高成本	2.2	110	73	55	44

3.7 风险溢价

股票的风险溢价，简而言之，是为补偿持有普通股票而不是无风

险美国国债承受的额外风险，投资者所要求的额外收益。溢价可以用过去的数据计算（例如，一段时期两种证券收益的差），也可以用估计值（两种证券预期收益之差）。

从当今股票市场和债券市场的水平来判断，2%至3%的风险溢价或许是对于未来10年合理谨慎的估计。而许多受人尊敬的投资咨询顾问认为可能的数值小于2%。

自1802以来，股票的平均风险溢价是3.5%。如图3.3中的数值所表明的，在一半以上时间里，溢价的变动范围在0至5%之间。只是在1947至1970间，10年风险溢价水平持续性地超过上限。既然没有人能够确切地知道未来的风险溢价，在接下来的分析中，我假设未来的平均溢价是3.5%，而你是资产配置的决定者。出于讨论的目的，让我们假定你决定资产配置方案是65%的股票和35%的债券，你想知道这个资产配置决定的成本是多少。再进一步，我们假设长期股票的收益是10%，长期国债的收益是6.5%，所以风险溢价是3.5%。对于债券，你决定持有国债；对于股票，你决定持有一支最低成本的基金（0.2%的支出率）和一支最高成本的基金（支出率是2.2%）。低成本基金的收益是8.6%；高成本基金的收益是7.3%（见表3.8）。

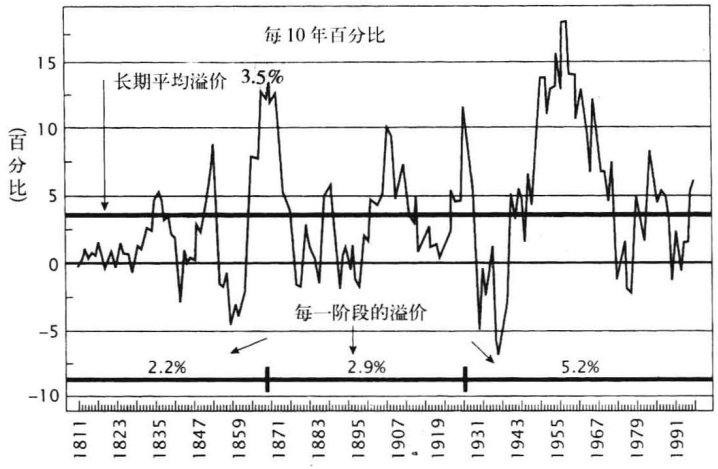


图3.3 股票风险溢价与长期美国政府债券（1802－1997）

表 3.8 成本,收益和资产配置

	年收益	
	低成本基金	高成本基金
股票	9.8%	7.8%
债券	6.5	6.5
65/35 综合	8.6%	7.3%

如果风险持续的话,预期收益中 1.3% 的差距是非常显著的。低成本基金在 10 年内会从 1 万美元增长到 2.28 万美元,在 25 年内增长到 7.87 万元(扣税后)。而高成本基金的对应数值分别是 2.02 万 元和 5.82 万元,其中后一个数值比低成本基金的对应数值低 2.05 万元——是期初投资的两倍多。

现在让我们稍稍改变一下角度看问题。假设你接受我的前提——股票的收益是 10%,风险溢价是 3.5%,你投资时想要得到 7.5% 的长期收益。问题是:给定一个低成本基金和一个高成本基金,你要作出怎样的资产配置选择。答案是:如果你选择低成本基金,你的配置比率是 30% 的股票和 70% 的债券。但如果你选择高成本基金,你的配置比率是 75% 的股票和 25% 的债券。至少,受风险的程度区别是很大的。事实上,你将把你的受险程度扩大了 2 又 1/2 倍,而获得的收益是一样的。

从另一个角度说,即你可以把你在股票上的受风险程度减少 45%——通过改持低成本的基金。这个例子显然假设其他因素保持不变——在效果上,成本因素对长期表现有系统的影响。它同样认为我们从长期的经验中学到的东西——不可能事先选出一支表现优异的基金。然而,刚才的分析告诉我们,只要以成本为判断标准,就可以事先选出一组表现优异的基金。

我们或许知道过去历史上对于已发生股票溢价的评价,但我们从不知道将来的未发生的股票溢价是多少。让我们考虑一下两种未来环境的含义,一种是熊市,一种是牛市:(1)股票的收益率是 7%,债券的收益率是 6%,这样的话风险溢价是 1%。(2)股票收益率是 12%,债券收益率 8%,这样的话风险溢价是 4%。在第一种情况时,低成本股权基金的成本占了溢价的 20%,而高成本基金占了溢价的 220%(请回忆一下,25% 的股权基金的成本平均为 2.2%)。在第

二种情况下,低成本基金的支出消耗了溢价的5%,而高成本基金的支出消耗了溢价的55%。

表3.9 成本,收益和资产配置

		(1)			(2)		
		熊市环境			牛市环境		
		总年收益			总年收益		
		股票		7%	股票		12%
		债券		6%	债券		8%
		股票溢价		1%	股票溢价		4%
配 置		基金收益			基金收益		
股票	债券	高成本	平均成本	低成本	高成本	平均成本	低成本
80%	20%	5.0%	5.6%	6.6%	9.4%	10.0%	11.0%
70	30	5.2	5.7	6.6	9.3	9.8	10.7
60	40	5.3	5.7	6.5	9.1	9.5	10.3
50	50	5.4	5.8	6.4	8.9	9.3	9.9
40	60	5.5	5.8	6.3	8.7	9.0	9.5
30	70	5.6	5.9	6.2	8.5	8.8	9.1
20	80	5.8	5.9	6.2	8.4	8.5	8.8

高成本基金的开支比率:2.2%

基金的平均成本开支比率:1.5%

低成本基金开支比率:0.2%

总的来说,如果你接受了我的前提和我的预测范围,那么结果就如表3.9所显现的在各种资产配置情况下,高,中,低成本的资产组合所取得的收益,你的选择就非常明显了。举个例子,在第一种情况下,处于熊市中,一个投资者在资产组合中持有80% 的债券,那将得到6.2%的收益。比持有80%的高成本股权基金,将得到的5%的收益要高。在第二种情况下,处于牛市中,投资者即使持有低成本的40%的股票和60%的债券,得到9.5%的收益,也比持有高成本的80%股票和20%债券,获得的9.4%的收益也要高。那意味着,受风险程度减少50%,获得的收益却更高。

3.8 资产配置和成本

表3.10总结了成本对于资产配置影响的四种观点。它们再次清楚地肯定了我们早先对于BHB结论的补充:“虽然投资策略能够产生巨大的收益,但投资政策会使收益缩小,而成本更是会严重影响总收益。”他们也反映了杰肯提出的更为深入的观点:“成本是决定资产组合表现的重要决定因素。”

表3.10　股票基金的支出

	最低成本	平均成本	最高成本
1. 占年资产百分比	0.2%	1.5%	2.2%
2. 占10%收益的年百分比	2.0	15.0	22.0
3. 占初始资本10年投资回报百分比	2.8	19.8	28.1
4. 占3.5%的股票溢价的百分比	5.7	42.9	62.9

当你思考资产配置问题和决定你自己的资产配置策略时,考虑一下以下的选择吧:

1. 年成本与被管理资产的百分比。(传统的衡量方式)你支付的支出比率可以是资产的0.2%也可以是2.2%。这完全在于你自己。

2. 年成本与总股票收益的百分比。你可以放弃你的年收益的2%至22%。这完全在于你自己。

3. 积累性的成本与期初投资资本的百分比。你可以在10年里支付期初投资资本的2.8%至28.1%(1万美元的初始投资,从280美元到2810美元)。这完全在于你自己。

4. 年成本与股票风险溢价的百分比。这是一种新概念。你可以放弃正常风险溢价的5.7%至63%。这完全在于你自己。

这些关键的选择会严重地影响你的资产配置决定以及相应的投资表现。你只须明白成本是非常重要。当投资者决定其资产配置策略时,这种观点必须在事先占有其应有的重要位置,而不是在事后。因为这是达到业绩目标的最简单的解决方法。

投资组合的表现决定于资产配置还是成本?常识给了我们一个答案,而数据证明了这个答案:两者都重要。

第四章　关于简洁
到你该去的地方

当今世界，每个人似乎都被无穷无尽的信息所包围。曾经只有专业投资人士才知晓的金融事件、数据以及金融理论，如今却人尽皆知。有赖于现今的信息技术，个人投资者可以尽兴地通过网络买卖证券，而无须再依靠专业投资人的服务。信息时代彻底地改变了投资领域。

无论投资者是否愿意接受，各种各样的投资信息还是从四面八方向他们袭来：复杂的数量分析，实时股票报价，诸如此类即使没有个人电脑，也可以在任何地方图书馆查到。现在的投资者往往向他们的基金管理人询问基金的 α 系数以及“夏普比率”，甚至阅读有关“复杂性理论”与“行为金融”的文章。

然而，洪水般的信息并不一定就能转化为令人满意的投资收益。我们希望能获得大量的数据与复杂精确的信息，以为这样可以提高投资收益。但不管世界是否已经变得空前复杂，我们的确已使投资的过程变得更为复杂。在这个有着惊人的信息流量的环境中，明智的投资者应何去何从？

简单。在这个非凡的时代，一个最大的悖论就是当世界变得越来越复杂的时候，必须寻求越来越简单的方法来实现我们的理财目标。不要低估了简单这一原则作为长期投资战略的有效性，它实际上是成功理财的关键。老谢克·汉姆说得好：

> 这是简单化的回报，
> 这是自如的回报，
> 这是到我们该去的地方的回报。

我愿意提供几条原则帮助你在寻求成功投资的过程中摆正位置。首先我要讲讲关于成功投资比较实用的观点是什么，我的定义是：投资的宗旨在于尽可能实现所投资的金融资产类别市场收益的最高份额，同时清楚地认识并接受这一事实，即最高比例不可能超过100%。

为什么？因为成本的存在。大家知道，当投资于不同种类的金融资产，譬如现金、债券、股票等，我们必须支付由于中介参与产生的成本。举个例子，存单与货币市场基金的收益肯定比短期商业票据的现行汇兑行市低，因为还必须从政府或公司借款人所提供的利率中扣除享受中介服务所支付的诸如交易成本、信息成本等。

同样的道理，我们不该期望自己持有的债券基金能提供较基金组合中债券的平均收益率更高的收益，因为市场收益率与扣除成本后投资者所能得到的收益之间，差距简直大得惊人，所以几乎所有的债券基金表现都较差。

这一道理同样适用于股票。所有投资者作为一个整体想获得超过整个股票市场收益率的收益，从理论上讲是根本不可能的。事实上可以肯定的是，由于股权基金的高成本，在一生的投资中，只有一小部分的股权基金的投资者能跑赢大市，获得可观的收益。

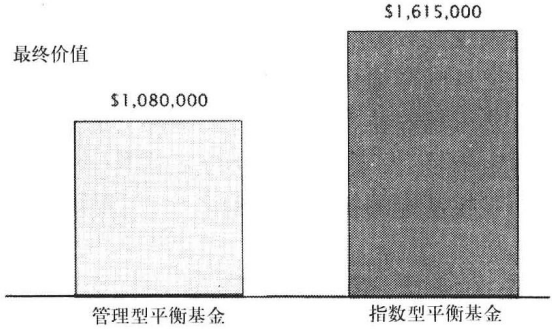
4.1 别无选择时，请回归于简单

既然投资者已经拥有大量的很好的投资常识，何必去理会所谓的至理名言。请重视这一点。但是大量的愚蠢的东西——投资巫术、理财戏法和诱人的投资方案——往往由那些看上去无所不知的人到处宣传。不要理会它。无论获得什么信息，都应牢记我们处于一个不确定的金融环境，投资于一个易变的同时相互关联的证券市场。也许你听说过，我们生活在一个新的时代，值得警觉的是在人类历史上人们预测的“新时代”比我们真正经历过的要多得多。

在众多的相互抵触的信息中，我认为最基本的原则是，作简单化的投资，以获得可能实现的最高收益。所有投资者作为一个整体从任何金融资产投资中获得的收益不可能超过其所能产生的收益的100%，意识到这一点是进行简单化投资决策的第一步。接下来，怎

样才能通过最优的方式实现100%的投资目标，聚集可观的财富呢？我们应该依靠数百年来人类赖以发展的优秀美德，包括丰富的常识、勤俭的作风、现实的预期、持久的耐心与恒久的毅力。我向你保证，这些品质在长期投资中都将使你获益非浅。

考虑一下，简单投资的基本原则是与低成本这一特点相联系的。最简单的办法是只投资于一支平衡式市场指数基金，这种基金为那些将资产的65%投资于股票，35%投资于债券的典型保守投资者提供了一个分散化的中庸的投资方案。这一组合是完全指数化的，其中股票与债券的比重并不作什么调整，而与整个美国股票市场、债券市场的组成相一致。过去50年中，该种基金可以获得股票与债券市场综合收益的98%，没有比这再合算的投资了。



	管理型平衡基金	指数型平衡基金
年收益率	9.8%	10.7%
市场收益率百分比	90%	98%
最终占市场总价值的百分比	61%	92%

图4.1 拥有一个平衡式基金半个世纪，从1947年到1997年的结果，初始投资10 000美元

注：指数平衡式基金的收益率是计算年平均支出0.2%后的数据。

让我们通过评价平衡式共同基金（投资组合由兼具成长型和价值型特点的股票和优质的中长期债券，通常还有少许现金储备组成）的累积收益来证明上述观点。我将对平衡式基金的平均收益与假设的一支无发行费的平衡式指数基金比较，这支平衡式基金的35%是雷曼高等级公司债券指数成分债券，65%是标准普尔500股票指数的成分股（每年调整至原始比例），并且估算的成本为2%。回顾基金50年的

收益状况,我们可以对历史有一个概括的了解。图4.1以1947年投资1万美元为基础,显示了至1997年的累积收益情况。

请注意三个重点:

1. 到1997年,同样的初始投资1万美元,消极型管理的指数基金增长至161.5万美元,而积极型管理基金增长至108万美元。在综合指数年均增长10.9%的情况下,平衡式基金的平均收益率为9.8%,而指数平衡式基金的年收益率为10.7%(综合指数的收益为10.9%)。在时间和复利共同作用下,看似微不足道的0.9%的年收益率差异使指数平衡式基金获得的收益比普通基金多53.5万美元,这是一笔惊人的财富。

2. 指数基金的这种优越性并非奇谈。积极型管理基金与指数基金收益率之间的差异几乎全部是由其巨额的成本导致的。平衡式基金平均每年0.9%的运作成本,另外可能还有0.2%的证券交易成本,使其年收益比市场指数低1.1%。而指数基金的年成本只有0.2%,因此与积极型管理基金相比,具有0.9%的成本优势。成本优势是造成收益差异的最关键因素。

3. 积极型管理基金的年均收益率相当于这一市场组合(65%股票,35%债券)的市场收益率的90%,50年后,其市值仅为综合市场市值的61%。而指数基金的市值则为综合市场市值的92%,比积极型管理基金高大约一半。

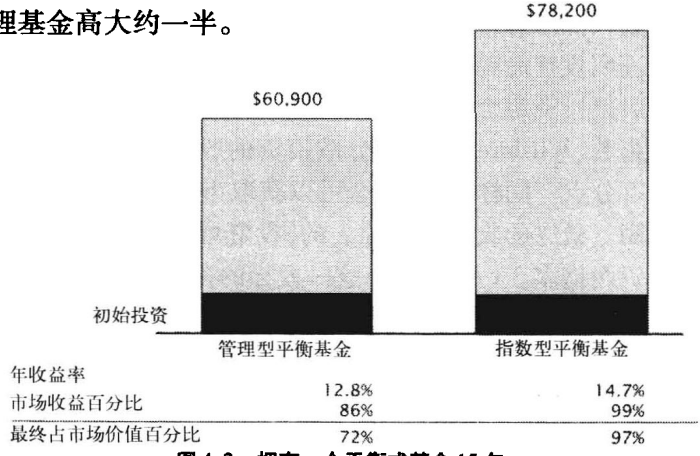


图4.2　拥有一个平衡式基金15年,从1983年6月到1998年6月的结果,初始投资10 000美元

注:指数平衡式基金的收益率是计算年平均支出0.2%后的数据。

考察50年也许太长了一些,那么过去15年的情况也许在评价基金业绩时更有意义。图4.2显示了这一时期35家平衡式基金的情况。但愿你没有浪费时间与精力寻找什么出色的基金管理人。整个时期内,只有两支基金的业绩超过了低成本的指数基金。在过去15年内(经历了股票收益几创历史新高的几大牛市),积极型管理基金的平均收益率为每年12.8%,而风险相当的指数基金的收益率则为14.7%。当积极型基金投资者仍可获得12.8%的投资收益时,这1.9%的利差也许算不得什么;但当股票收益回归到更为正常的水平时,这一利差将显得极为重要。

指数基金近15年的优势(1.9%)是过去50年收益优势(0.9%)的两倍多。这也许是个好兆头。照此计算,1万美元的初始投资,15年中指数基金增长为7.82万美元,管理基金为6.09万美元,指数基金多获利1.73万美元,几乎是初始投资的两倍。与同期的指数增长14.9%相比,年成本只有0.2%的指数基金获得了市场收益的99%。所以投资单一的指数基金不仅是简单投资理念的体现,也是高效投资的选择。

4.2 股票投资组合简单化

大多数人都愿意自己控制投资组合的平衡,这可以理解。这里再举一个证明投资简单化价值的例子——选择一支股票指数基金作为自己的股票投资组合。过去15年,指数的表现非常突出。整个股票市场的指数(Wilshire5000)比分散投资的股权基金平均收益水平高2.5个百分点。同样,指数基金可以获取市场年回报16%中高达99%的份额。最终的收益也是惊人的,投资增值超过2.35万美元,是初始投资两倍多。(见图4.3)这一差异的存在是因为基金的总成本(费率加组合的交易费)达到了两个百分点。同平衡式基金一样,15年中股权基金的业绩充分证明了简单的指数化,能够最大限度地——尽管不是100%——捕捉市场的收益。

其实,简单化投资的实质就是:投资于整个美国股票市场(如果是平衡式指数基金,也还包括整个债券市场);不用精心选择基金管理人;长期保持既定的资产配置,勿作市场择时;尽可能减少换手率

(同时减少税负);尽量减少投资积极型管理基金的成本。这些措施的确有效。即使在这些原则的指导下,结果不如预期的好,其所提供的收益也不会比相应的积极型管理基金差到哪里去。指数基金的成功再次证明了投资的这一至理名言:别无他法时,请回归简洁。

不过,很少有人认为"别无他法",现实中,太多的人性中特有的东西阻碍了这种简单化的指数基金投资方式的采用:

"希望是不竭的。"

"我比平均收益水平高。"

"尽管代价沉重,不过很有趣。"

"哪儿可能有这么好的事。"

"不可能这么简单。"

这就是那些坚持选择传统的投资策略,完全依赖积极型管理基金进行投资的投资者们的思维方式。

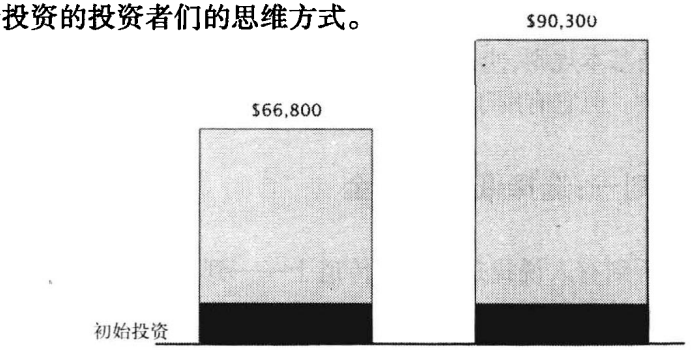


图 4.3　拥有一个股票基金 15 年,从 1983 年 6 月到 1998 年 6 月的结果,初始投资 10 000 美元

注:股票指数基金的收益率是计算年平均支出 0.2% 后的数据。

4.2.1 如果不选择指数化……

简洁原则也不一定仅体现在指数基金这一投资模式上。当然历史资料表明,长期看只有 1/5(税后为 1/7)的积极型管理基金可能获得超过市场指数的收益。这里有些简单的法则可以帮助投资者选择它们,以获得市场收益中的较高份额——当然这一份额一定少于

100%。至少在不太可能超过市场的情况下,明智的选择有助于降低出现重大损失的可能性。即使是指数化投资的重要推崇者,投资大师沃伦·巴菲特也承认还有其他的构建投资组合的有效办法:

> 如果要构建自己的投资组合,以下几点值得考虑。明智的投资不复杂,但也并不容易。投资者需要具备能正确评价所选择的投资对象的能力。注意"选择"并不需要投资者对每家公司都了如指掌,你只需在能力所及的范围内评价公司即可,这个范围大小并不重要,关键在于投资领域的界定。

普鲁士将军克劳斯维茨·冯·卡尔曾经说过:"一个出色计划的最大敌人是妄图使其十全十美。"尽管我认为指数化是个好办法,你可能还是想寻找十全十美,或者是更好的投资方案,无论面临的挑战多么大,成功的几率有多小。因此除了建议投资者采纳完全的指数基金投资策略,或至少以指数化基金作为投资组合的核心部分外,我还将提供8条基本规则,使投资者能获取指数提供的高收益。这8条规则并不复杂。但它有助于投资者在选择基金时做出明智选择。

4.3 规则一:选择低成本基金

常听到有人说我是狂热的传道士——到处宣扬成本是影响基金长期收益的重要因素。甚至我的追随者送我一个树脂玻璃制成的纪念柱,上面刻着拉丁语"Pretium Refert"。但成本确实重要。前文我已经举例说明了成本对投资收益以及资产配置的影响。我喋喋不休地唠叨成本问题已经很长时间了,当看到巴菲特在哈萨维1996年年报中的如下评述时,我十分欣慰:

> 成本确实很重要。譬如,股权共同基金会产生大约为100个基点[①]公司成本,其中很大一部分支付给了基金的管理人,随着时间的推移,相当于在投资者的收益中征收了10%甚至更多的税。

不过,巴菲特的估算过于保守。现在,股权基金收取的佣金一般在155个基点左右,同时还会发生至少50个基点的交易费用,所以

① 100基点等于1个百分点

总成本通常超过200个基点。如果对巴菲特先生的评述进行修正的话,我认为基金成本将使投资者损失20%的收益。同样,债券基金的佣金也不可思议地普遍高于1%,对利息收入而言这是不公平的税负,对名义利率只有5.25%的长期国债尤是如此,收益将因此被削减近20%,我认为这样的成本是难以接受的。

一个业绩突出的基金,低支出率是唯一的也是最重要的因素,有必要对其倍加关注。所以当投资者选择管理基金时,参照指数基金的优势,应该选择低成本的基金。最大限度地获得收益的办法是最低的成本支出。考察1991年到1996年的市场情况(详细数据在第六章中给出),表4.1显示了拥有市值较大的股票的基金业绩。

表4.1　大市值股票基金:收益和支出(1991－1996)

	计算支出前的总收益	支出比率	计算支出后的总收益
最低成本分位	14.7%	0.5%	14.2%
最高成本分位	14.0	1.7	12.3
低成本的优势	+0.7%	−1.2%	+1.9%

注意,低成本与高成本的基金取得了相似的毛收益,但低成本基金1.9%的净利优势中,有1.2个百分点来自于成本优势,这并非偶然。

积极型管理基金买卖证券过程中发生的成本被无形中掩盖了,但这并不意味着它不存在。基金组合中换手率的年平均水平为80%,这使得在有形成本的基础上又增加了0.5到1.0个百分点的成本。选择换手率低的基金,不仅是因为其成本较低,它还可以提供明显的税收优势。积极型管理基金持有证券组合的时间越长,投资者因为延期获利而累积的财富价值也就越大。换手率高的基金不仅成本高,税负也重;所以投资者有必要权衡税后收益以及当前还未实现的资本利得,它们可能会因大量的未来资本利得分配而带来不必要的税收负担。积极型管理基金的税后收益超过指数基金的可能性在不断降低,因此选择除延期付税的退休计划以外的任何基金时,都必须考虑,税收也是一种成本。

说得够多了,但我仍然要证明不仅以低成本基金作为选择基金的重要标准是正确的,而且将此作为规则的第一条也是十分妥当的。这个证明源自威廉·夏普,诺贝尔经济学奖的获得者,他在最近的一

次采访中，曾表示“首先要注意的是支出率。”遵照他的建议，你会意识到，选择低成本的积极型管理基金可以使收益超过低成本指数基金（成本仅为20个基点甚至更少）的可能性最大限度地提高，因为两者之间成本差异的最小化将增强积极型管理基金的竞争力。总之，只有40个基点的费用支出的基金好比在帆船比赛中对付每小时20海里的微风，而有着150个基点费用的高成本基金则无异于与时速130海里的台风作抗争。

4.4 规则二：认真考虑附加成本

许多投资者进行资产配置、选择基金时需要有人指导，有些投资者则不需要。对于后者，有大约3000支没有销售佣金的无发行费基金可供选择。而它对于无需借助销售中介和咨询顾问购买基金的聪明而又见多识广的投资者来说，是简单的投资策略。假设基金选择适当，购买无发行费基金是持有共同基金成本最低的方式，其成本占预期收益的比例可降至最小。

而需要指导的投资者，可以选择注册的经纪人或咨询专家，他们大多以公平的价格为客户提供服务。优秀的咨询者会向投资者提供他们的个人意见，帮助投资者避开投资中可能遇到的陷阱，并为投资者选择合适的基金与恰当的资产组合。当然，他们也通过向客户提供有价值的信息服务收取报酬。但我并不认为他们能够预先得知谁将是业绩最优秀的基金管理者。所以不要选择声称能做到这一点的人咨询。最好的咨询者可以帮投资者制定长期的投资战略，并配合以最优的战略实施方案。

投资者应该知晓咨询服务所需耗费的成本有多大。有的注册投资咨询顾问，收取相当于资产总值1%以上的年费。投资经纪公司也提供此类服务，但要收取佣金。佣金的存在使共同基金的业绩大打折扣，尤其当持有基金份额时间较短时。假如你只想持有基金短短几年，就要负担6%的发行费。这一选择是不明智的。如果持有期超过10年，则此费用仅使投资的年收益损失约0.6%。总之，根据所获得的咨询服务支付合理的咨询费是可以接受的，尤其当咨询者能帮助投资者使总的投资成本（他或她的成本，加上基金的成本）

降至最低时。

许多表面上无发行费的基金都征收一种隐含的发行费，称为12b－1收费制度，它每年从你的收益中扣除。这种费用将导致你的年收益减少一个百分点。如果一般基金的支出率为1.5个百分点，综合起来的成本会消耗组合投资10%的长期收益率的四分之一，使其降为7.5%。如果你在5或6年里赎回你的基金份额，这种降幅会进一步扩大。也有一些基金采用12b－1费制，但不是支付给销售者，而是用来支付广告或营销费用。这些费用并不会给你带来任何净收益，但却要掏你的腰包。应当留心征收12b－1费的基金。

值得一提的是隐蔽帐户，即由一揽子共同基金组成的投资组合，它们将征收额外的费用。这些费用通常是很昂贵的。拥有一揽子积极型管理计划的管理基金在某种情况下可能是有道理的，而每年为之支付资产的2%或更多就不太合理了。就我的判断，如果一个投资者每年支付4%（基金成本加上一揽子基金组合成本）的总成本，他就失去了任何接近金融市场总收益的机会。这一成本明显是一种障碍，会阻碍任何基金在收益上的竞争力。这种基金不可能获胜。

4.5 规则三：不要过高评价基金的历史业绩

我的第三个规则与基金最容易吸引投资者——无论是有经验的还是无经验的——注意力的部分有关，即基金的历史业绩记录。或许业绩记录在评价纯种马可能跑的速度时有用（当然有时也会失效），但在估计资金管理者会如何运营时却往往容易产生误导。因为没有办法光凭其历史业绩来预见基金的未来绝对收益。即使有人能准确地预见股票市场的未来绝对收益，也不可能预见个别共同基金相对于市场的收益。唯一的例外是指数基金的的相对收益。

现在，我必须稍稍反驳一下我自己原先的观点。有两种虽不确定，但极有可能的预测可以做出：

1. 高成本的基金的业绩一般会劣于相应的市场指数；

2. 历史业绩显著优于市场指数收益的基金会向市场均值回归，甚至低于后者。

向均值回归——导致基金由上至下或由下至上波动的金融市场

的引力法则——是非常清楚和不可避免的。(我将深入讨论均值回归及它对你的投资组合选择的影响,见第十章)。

表4.2所总结的两项调查显示了业绩位于前25%的成长型和价值成长混合型基金相对于市场收益而言,在10年期间约有99%向均值回归。只有一支基金是例外的。这一基金在70年代和80年代是行业中的领袖,也是规模最大的基金,在90年代大幅度地向均值回归。有时,回归是需要耐心的。

表4.2 回归到均值

时 期	在第一分位的基金数量	回归到均值或均值以下①	
		数 量	百分比
70年代到80年代	34	33	97%
1987-1997	44	44	100
总 计	78	77	99%

注:①标准普尔500指数

基金行业非常清楚,几乎所有的绩优者终有一天会失去他们的优势。基金的发起人坚持花费巨资对过去的业绩广为传播,目的只有一个,推销有优良的历史业绩的基金,会吸引投资者的大量新资金,而咨询顾问则可以得到更多的佣金。经理人会因他们过去短暂的成功而大受嘉奖。难道你曾经见到过谁曾推销过低收益的基金吗?(虽然在过去15年里,95%的股权基金都败给了标准普尔500种股票指数)基于历史业绩的基金推销会将你引向错误的方向。不要理睬它们。

4.6 规则四:利用历史业绩判定持续性和风险

尽管规则3希望你不要理睬历史业绩,但它还是在你的基金选择过程中起着重要作用。你必须漠视的是基金过去收益的绝对数值,你应该研究的是它过去收益的本质,从中可以获得大量信息。首先,看看持续性,当我评价共同基金时(我曾经仔细观察了几百支基金),我喜欢观察在有着相似政策和目标的基金组中一支基金的排名。也就是说,我会将大市值价值型基金和其他大市值价值型基金相比较,而把小市值成长型基金和其他小市值成长型基金相比较,等等。

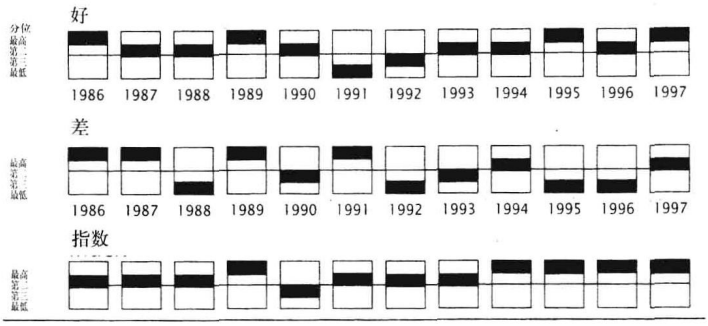


图 4.4　晨星社基金全貌:长期

注:位于某一分位依据晨星社分类等级表。

《晨星共同基金》杂志使这些比较变得容易。以一个简单的表格,反映在过去 12 年的每一年中,一个基金组中分别位于第一、第二、第三和第四分位的基金。这个表格公正地反映了基金投资策略的持续性和它的经理人成功与否。我认为,优秀的基金,至少会有 6 到 9 年位于前两个分位,最多 1 到 2 年位于最低分位。我一般会放弃有 4 到 5 年位于最低分位的基金,即使有同样的年份是位于最高分位。图 4.4 提供了两种真实的基金案例,可反映我制订的标准。

"好"基金在 10 年里位于前两分位,一次位于最底部,一次位于第三分位。"坏"基金有 6 次位于前两分位,4 次位于底部,2 次位于第三分位。我还展示了指数基金的情况。很明显,标准普尔 500 种股票指数有 11 次位于前两分位,没有一次落入底部。任何情况下,持续性都是一支好共同基金的优良品质。聪明的投资者在基金选择过程中应重视它。

表 4.3　长期风险(基金平均为 100)

市　值	风　格		
	价　值	混　合	成　长
大	78	84	114
中	85	105	156
小	104	140	193

注:这一矩阵将股票分成 9 种类型。竖的一栏表示投资组合中公司的规模大小。而横向的一栏表示各个基金的投资风格,关注价值型股票(低于平均的市盈率以及高于平均

的股息率),成长型股票(相反),或是两者的混合。标准普尔500种指数基金属于大市值混合型,相对风险为85。

在用"业绩"一词时,我并不是仅仅对收益有兴趣。风险是投资的关键要素。我尤其乐于知道一支基金相对于同类型和整个股权基金的晨星风险等级(基于基金低于无风险美国国库券每股收益的月份)。这一等级可作为基金相对风险的大致判断。但也有不同。的确,平均大市值价值型基金的风险(低于平均水平22%)只有小市值成长型基金(高于平均水平96%)的一半。表4.3比较了9种基本投资类型的晨星风险等级。风险非常重要。未来基金收益完全无法预测,而这种基金间的风险差异则完全可以预测。

风险,无论怎么衡量,无论怎么定义,应当受到聪明投资者更多的关注。无论你怎么认为,市场不会总是上升!

4.7 规则五:警惕明星基金

在此,我所说的明星是近期冒出来的一些基金投资组合经理。事实上是已有一些早期的共同基金超级明星,他们具有和麦克·乔丹一样持久的吸引力。据我所知,这些进入这一队列的人中的极少数人,在成功之前没有谁知道他们有一天会成功。在他们取得辉煌业绩以前,有谁曾经听说过彼得·林奇、约翰·耐福或麦克·布莱斯呢?

尽管他们的光芒曾一度夺目,许多超级明星看来似乎限制了与他们原有基金的联系。一般投资组合管理者仅会执掌基金5年,在一个规模最大、最富有进取性的,早先也曾最热的基金组织中,平均期限只有2年半。(基金组合的转换无疑伴随着管理者的更换,最终导致沉重的成本)。这些超级明星看来更像彗星:他们一度照亮苍穹,燃尽后消失在黑暗的宇宙中。如果你想寻找好的管理者,要关注他们的专业水平、经验和稳定发展的状况,而非他们的明星地位。

同时也要留意明星体系(不同于明星管理者),最著名的明星当然是那些获得《晨星共同基金》杂志5星级荣誉的基金(我称之为"晨星之星")。基金世界已经接受并鼓励投资者依这套体系进行投资,即获得4或5星级的基金便是成功的(而2甚至3星级的基金则

是失败的)。但是,正如《晨星共同基金》的编辑所承认的那样,他们的星级没有什么预见价值。《哈伯特金融文摘》曾经描述过购买5星级基金,当它们失去顶尖等级时赎回,将会导致低于市场的收益和高于市场的风险。基于基金的频繁波动,我接受这一结论。但我仍是比较宽容的。我不否认现今许多3、4、5星级基金,长期来看,一定会超越他们的1星级的同类。即使你不去理睬明星投资组合管理者,你也必须对低星级基金保持怀疑态度,而关注高星级的基金(但不要交易它们)。

4.8 规则六:警惕资产规模

基金可能变得过大。这非常简单。要避开以下这些基金组织:(1)没有关闭某个基金的记录,也即从未终止过向新投资者提供基金份额;(2)不管要达到怎样的投资目标,看来乐于让其基金增长到无限大,甚至超出他们可以使基金的收益脱颖而出的能力。

"过大"是一个复杂的概念,它涉及到基金类型、管理哲学和投资策略。例如,主要投资于大市值股票的基金,甚至在200亿美元或300亿美元的资产水平(这个规模的基金没有一个收益超过标准普尔500种指数)上也一定可以成功。对投资于极小市值股票(通常市值少于2.5亿美元)的基金,3亿资产可能就过大了。

一般来说,检查基金的长期分位排名(如规则4提及)将会显示出规模是否会影响相对收益。图4.5展示了一支曾经热门的成长型中市值基金的业绩,它的业绩记录随着其资产的增长而严重恶化。1991—1995年,它5年中有4年处在最高的分位,其资产也从很小1200万美元涨至10亿美元。自从其资产增至20亿,继而60亿后的3年里,其排名跌入到最底部。其失败的"动量"策略(购买强烈地追求收润的股票)部分解释了业绩恶化的原因,但很明显最大的原因是规模阻碍了收益。这对今天的基金投资者来说并不是好消息。

最佳的基金规模取决于很多因素。例如,一个包含市场大多数股票的市场指数基金应当能够无规模限制地增长。一个有着低换手率和稳定的资金流入的大规模基金,相比采取进取型投资政策、现金流量易变的基金而言更易经营。一个多管理者基金,特别是管理者

之间相互不联合的基金，相比只有单一基金组织管理的基金，可以在更大资产规模上取得成功。但不要低估在选择2个或3个甚至4个优秀基金管理者时所面临的挑战。这里并没有容易的解决方法。

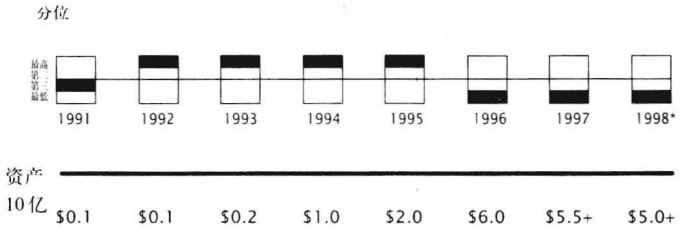


图4.5 长期表现：问题基金

注：1998年6月

规模——目前的和潜在的——非常重要。过度的规模同时会扼杀获得卓越表现的可能性。记录非常明显，对那些业绩显著的基金，最好的时期出现在他们规模较小时。小是美好的，但是“一事成功，事事失败”，当这些基金吸引了公众的注意力时，或者向不知道规模问题的公众宣传时，他们最好的时代已经成为过去。正如我第十二章将要解释的，基金不受约束的资产增长将成为智慧投资者的警示旗。

4.9 规则七：不要持有太多基金

单个现成的平衡式指数基金——持有65%股票和35%债券——能够满足许多投资者的需求。一对按照个人要求特制的平衡式股票和债券指数基金——更高或更低的股票比率——能满足更多投资者的需求。但是究竟积极型管理基金投资的最佳数量是多少呢？我认为没有必要超出4至5个。数量太大很容易导致过度分散化。其结果是，投资组合的业绩不可避免类似于一支指数基金。然而，因为非指数基金组合的高成本，加上其投资分散性更广，它的收益必然会下降。另外，尽管它会过度分散，这种投资组合（如两个大市值混合型基金和两个小市值成长型基金的组合）更能显示市场收

益的短期波动。因此，根据风险的一般定义，它将比指数更具风险性。其有何用处呢？

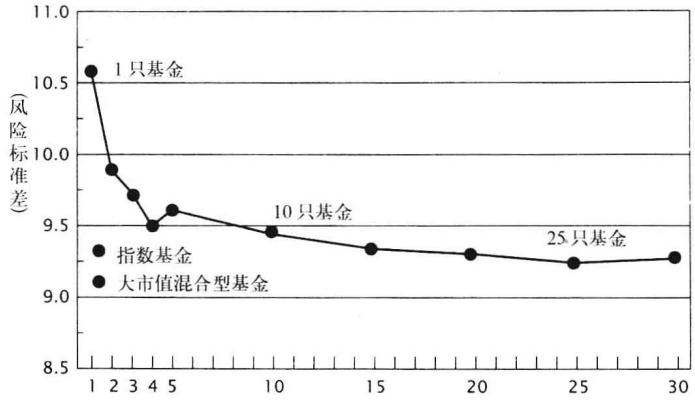


图4.6　拥有多只基金后降低的风险

注：数据源自《晨星投资者》

由《晨星共同基金》杂志近期所做的一项调查总结出随机选取4支股权基金投资，不会降低风险。在这一数字以上，风险相当稳定，可以一直计算到30支基金（太不可思议了），在这之后晨星没有再计算下去。图4.6显示随着更多基金加入到基金投资组合中，标准差的变化情况。

晨星特别提及，只持有单个大市值混合型基金的风险比任何由多支基金组成的投资组合更低。我在图4.6中增加这样一种基金。但是晨星没有提及单个全市场指数基金的风险和由30支基金组成的投资组合相同。晨星还没有提及，假定5万美元的初始投资，由各种基金组成的组合的终值能从5万美元到11.6万美元不等，单个全市场指数基金能达到11.3万美元，正好是前者的上限。由投资各种基金带来的投资分散性和风险控制的优点根本没有表现出来。

我要补充的是，我并不认为国际性基金是投资者投资组合的重要组成部分。外国基金可以降低组合的易变性，但它们的经济和货币风险也可能会更大幅度地减少收益。理论上的最佳组合必须按其市场权重进行投资，难以想像谁能做到这一点（我将在第8章中谈

及这个问题)。国际性投资在组合中应该最多占到20%,大多数组合中甚至可以不用加入国际性基金。

表4.4 一个简单的5只基金的投资组合

基 金	投资比例
大市值	50%
中市值	10
小市值	20
特别①	10
国际	10
总计	100%

注:①比如一只医疗、技术或能源股票。可能还包括地产股。

持有20支不同类型的基金的组合(每支基金投入资产的5%),也就是持有1000只普通股票有什么意义呢?我不能确定。一个简单的如表4.4所示的由5支基金组成的投资组合可以满足寻求积极投资管理的投资者的需求。

这种组合明显不同于全市场基金,虽然可能更具风险性,但如果每支基金选择恰当,它能提供增加价值的机会。每一支所选的基金都会对整个组合产生深刻影响。

4.10 规则八:坚守你的基金组合

当你确定你的长期目标,衡量你的风险承受能力,并仔细选择能符合你目标的指数基金或少量积极型管理基金后,牢牢地持有它们。复杂化投资只能使头脑杂乱,通常会使情绪带入金融计划中,使之非理性。我相信投资者的情绪,如贪婪和害怕、激情和希望,如果转变为鲁莽的行动,将会破坏投资业绩,使其低于市场收益。又要重提巴菲特所言:"保持休止状态是非常聪明的行为",不要忘记这一点。

牢固持有的关键是正确购买,正确购买是指不要选择你不充分理解的基金,不要依赖历史业绩选择基金,不要因为别人告诉你基金很热或因为它们有着曾为明星的管理者,或因为它们曾获得5星级晨星评级而购买,不要选择高成本基金。如果你避免了这些基本错误,就可集中精力于你的基金运作。如果你走出第一步时选择明智,

每年的业绩应当较好。有时与同类相比，你选择的基金会存在周期性的业绩下滑，只要不太离谱，应该耐心承受。但有一些重要的事，如基金业绩持续地偏离正常轨道，投资政策的突然变动，其管理公司的合并，费用增加或12b－1费的征收，必须引起警惕。但是如果我可以修改有关投资的著名谚语“在你投资之前，先作调查”，我会劝告：“在你放弃之前，先作调查”。

不要像选择股票一样选择基金，一旦它们面临不可避免的业绩波动时就抛弃或调换。选择基金，要如同为资产指定一个受托人，并与其建立一种一生的关系一样深思熟虑。这种方法正是简单的本质。几十年前，许多美国的富足家庭选择了一个受托人或投资顾问来照管他们的整个财产，并长期合作。投资于分散化的共同基金无意于投资分散化信托基金（可能共同基金的投资更为分散）。要压制住投资过度分散的诱惑。要求共同基金业为你提供的基金具有高度的受托人责任感。你理应得到这些。

4.11 简单化与复杂化

简单化的反面是复杂化。近年来，根据查尔斯·T·穆勒，巴菲特在哈萨维的伙伴所言，许多大的基金会和大学捐赠基金已经“越来越成为‘基金中的基金’，变得更加复杂化，有着很多投资顾问，这些顾问又是有另外一些顾问挑选出来，他们还决定如何将基金分成各个种类，其中还包括外国证券……这明显是一件复杂化的事情。总的成本每年达到净值的3%，其中支付给总经理人3%的初始资金。如果平均净真实收益回落到5%，总经理人的佣金依然不变。为了一个明显的理由……我认为对一般的基金会而言，指数化是一个更为明智的选择。”

4.12 坚持简单化

简单化有助于你回到应去的地方。正确购买并持有，遵循前述八大基本规则。在这个复杂的世界中，坚持简单化。如果你决定不采取指数化投资方式，这些规则仍会在寻求长期收益中为你带来先

机。我的投资方法在概念上很简单,在实施中却并不容易。你将会发现,只有少数基金才符合我规则中的要求。

我要强调的是八条规则中的任何一条都是为帮助你挑选基金组合而设计的,它使你能得到与指数基金一样的优势。因此,当你考虑你的策略时,不应忽略低成本指数基金。

不要忘记投资的主要目的是获取市场收益率尽可能多的份额,虽然它肯定少于100%。但比较往往会掩饰目的的重要性。由于复利的影响,介于可得到的资金和实际创造的资金间的缺口会迅速增长。例如,获取90%的市场年收益,10年后只能得到市场收益的86%和25年后则只能得到市场收益的76%。这又一次证明,小事可以影响大局。

指数化可能从未成为基金业的主宰!但指数基金的运作胜过其他基金,因为大多数基金负担了过量成本,因过去暂时的优良业绩而被推销,并采取短期投资策略管理。由于这个原因,指数基金已经证明是实现市场收益最高份额的最佳途径。当然,它并非唯一的方法。

在这章中,我已尽力阐述了消极型管理指数基金的价值,以及如何简单有效地选择积极型管理基金的基础。无论你选择哪条路径——令人高兴的是你有采用两种途径的能力——你都会获得"简单化的回报"以及免除信息冲击的"自如的回报"。我很自信,如果你遵循这些基本标准,你会在实施长期金融计划过程中得到"回到你应去的地方的回报"。

第二部分
投资选择

由共同基金提供的投资选择多种多样。不过，考察这些选择之前我来演示一下消极管理、低成本的市场指数基金是如何运作的。然后，我将根据它们偏重价值或成长性或两者兼顾的投资理念，以及大盘股、中盘股或小盘股的投资对象对不同的投资基金进行检验。同类基金之间以及以各类基金的投资类型为基础的市场指数之间收益与风险的差别并不大，但各种基金之间收益与风险的差别却很显著。研究了不同类型的债券基金后也得出了相同的结论，我将在第六章中阐述。以下这三个章节将提出积极型、高成本管理基金的功效的命题，而结论将是没有几个基金经理能够获得足够抵销成本的年收益。

接着，我还将讨论全球投资策略的优劣。我很怀疑美国的投资者有必要将他们的资金投放到国外，但对于那些固执的投资者，我将提供最佳的投资方式。最后，我将阐述为何事先界定最优的基金，以及频繁地调换基金是徒劳无益的。在这里，我将依赖专业性学术研究过去带来丰厚超额收益的基金记录顾问公司选择基金时所作的评议以及专业基金投资咨询人士的实际投资业绩，这些分析都显示，投资冠军很难从选择积极主动型基金的投资者中找到。相反，它可能出现在具有常识性投资原则的投资者中。

第五章　指数基金
经验战胜期望

追朔到1978年,在首家指数基金——先锋指数信托公司(Vanguard Index Trust)——第三年的年报中,我曾经引用英语词典编纂人萨谬尔·约翰逊(Samuel Johnson)的一句话:"这是期望对于经验的胜利"。他是以其无以伦比的智慧述说一个再婚男子的心声,我则是一群受雇于机构投资者的基金管理人的发言人。在过去的10年里,杂志上报导说,仅有17%的基金管理人其业绩能超过标准普尔500股票指数,但是足有95%的管理人期望在未来的10年能跑赢指数。

在以后的日子里,我们发现事实恰恰相反:"这是经验对于期望的胜利。"跑赢指数的希望破灭了;1978年以前众多职业管理人的痛苦经历却在一遍一遍地重复。从1978年至今幸存下来了的共同基金的管理人中,有79%的业绩比不上指数。1995年初,我有幸出版了一本小册子《指数的成功》,其中描述了标准普尔500股票指数的相对表现,以及公共投资者逐渐对指数基金的接受,这是我期待已久的趋势。

这本小册子出版的时机非常好。它出版之后,"胜利"这个词还难以表达指数基金的非凡成就。在业绩方面,标准普尔500股票指数,仅选择股数大的股票,却令人震惊地超过了96%积极型股票基金的管理人。更具代表性的Wilshire5000指数超过了这些基金中的86%,业绩也非常不俗。关于接受程度方面,指数共同基金的资产已增长了6倍多,从300亿美元增长到2000亿美元。

5.1 指数的选择

标准普尔500种股票股价成份指数包含了美国500家最大的公司。该指数源于1926年,用于测算这一组股票的收益,以每家公司的市值为权重。1998年,这些股票的市值为9万亿美元,接近美国所有股票市值12.2万亿的75%。

美国市场上所有股票总的表现则是用Wilshire5000指数测算。(尽管该指数如今已包括了7400只股票,但指数名称保持不变)。该指数创立于1970年。尽管该指数更加全面,但由于其历史较短,它的知名度还不够广泛。除了标准普尔500指数包含的大公司外,Wilshire5000指数还包含了小型及中市值的股票,它们共同组成了美国的股市。

其他股票指数有很多,有大、中、小不同类型的成长型股票和价值型股票指数;有不同的行业板块指数;还有各国各自的指数和区域指数;甚至有全球股市指数。另外,还有美国和世界各国的债券指数等等。

一句话,没有哪一种市场性金融资产不能设计一个指数来表示。指数的选择范围只是受到设计者的想象力的限制。有什么指数,就有相对应的指数基金。指数基金现在跟踪大约60种不同的指数,而其中的大部分则是标准普尔500股票指数基金。

指数共同基金,在1995年才占股票基金资产的3%,仅3年后,其百分比已上升到6.4%。指数基金1998年估计有500亿美元的现金流入量,是整个股权基金现金流的25%。指数基金已经成为整个共同基金行业中增长最快的部分。

指数基金对于传统投资者来说,算不得什么。典型的低成本运作,而且缺乏公认的具有聪明、机智和熟练技能的投资组合管理人优势。指数基金只是简单地买入和持有特定指数中的证券,并以它们在指数中的比重为投资比例。其简单的原理显而易见。

但是自从基于标准普尔500股票指数的首家指数共同基金在1975设立,其原理就露出要获胜的端倪。由于指数基金其简单的本质,也由于它在基金选择过程中被认为是投资核心,即其他共同基金

最终评估其业绩时采纳的基线，因此我在本书的第二部分来讨论它。但是，坦白是种美德，我必须承认，由于我在25年前创建了首家指数基金而常被认为是指数基金的倡导者。但若是可以的话，我宁愿被认为是这一原理的忠实信徒。

随着时间的推移，这一原理不仅已获得投资者稳固的认同度，而且逐渐在对传统的积极型共同基金的评估中占据了主导地位。指数基金现在已成为有关投资策略、资产配置和基金选择讨论的标准。1975年，在我首次看有关记录时，标准普尔500股票指数在前25年的业绩几乎年平均超过积极型共同基金的平均水平约1.6个百分点。这个数据继续统计到现在，长期的历史记录反映的是每年1.3%的优势，尽管在过去的15年，优势曾扩大到4%。我意识到过去15年，主导标准普尔500指数的大型公司股票在以某种固定的优势引领着整个市场。我要强调的是标准普尔500指数逐渐加大的优势很有可能消退，并且在将来一段时间，当占有较少市场份额的小型公司股票受到追捧时，它甚至可能转变为劣势。然而，指数基金的优势仍然是引人注目的，因此得到学术界、金融媒介、众多精明的投资顾问及投资大众强有力的支持。

表5.1　标准普尔500指数与股票基金(到1997年12月31日为止的各个时间段)

时间段(年)	标准普尔500种指数	股票基金平均	指数的优势
50	13.1%	11.8%	1.3%
40	12.3	11.5	0.8
30	12.5	10.8	1.7
25	14.3	13.9	0.4
20	17.4	15.6	4.0
15	17.2	13.2	4.0
10	18.6	15.2	3.4
5	23.1	18.1	5.0

即使过去7年中发生的不俗业绩——3.4%的优势——在将来可能不会持续，但就是只能维持过去的一半优势，即每年保持1.7%，也能导致非常可观的资金积累差距。假设标准普尔500股票指数年收益率12.5%，共同基金的平均年收益为10.8%，即过去30年的实际收益率。如果该收益率在未来30年继续保持，一份1万美元

的原始投资在指数基金中将会增长到34.24万美元,投资到其他共同基金中将增长到21.69万美元,令人惊愕的12.5万美元的收益差额确实代表了一个持续的胜利。图5.1表示了在累计复利的情况下,每份投资30年后的收益。

然而,未来是否能保持这样的差额优势,仅仅是猜测。但可以肯定的是这差额优势中包含一个简单原因:市场指数的运行没有成本,而共同基金的运行却要很高的成本。实际上,由于共同基金的成本从1975年以前30年间平均每年只有总资产的1%(或许多一点),上升到今天的2%,共同基金的成本明显成为造成该行业落后的主要因素,并且在标准普尔500股票指数占主要地位的大型公司股票最近的超额收益,与以往一样,仅仅是锦上添花。

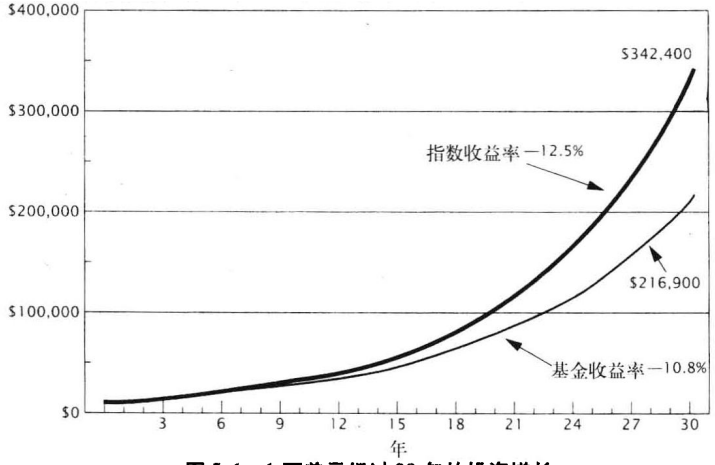


图5.1 1万美元经过30年的投资增长:
标准普尔500股票指数与股权基金的比较。

注:计算年复利的收益率是各自以标准普尔500指数与美国一般共同基金的平均水平在1967-1999年间的平均收益率。

金融报刊开始唱指数的赞歌了。1997年初,指数基金开始出现在《纽约报》、《华尔街时报》的主要版面。几乎在同时,《时代》周刊和《新闻周刊》开始报导丰富多彩的指数基金故事。最激动人心的赞扬来自《货币》杂志。该杂志如此慷慨,1995年,执行编辑泰勒·马蒂逊(Tyler Mathisen)编辑了一头版新闻:"不可思议的胜利:指数基金在今天应成为众多投资组合的核心。"尤如索尔(Saul)走在通往大马士革的路上,《货币》似乎过了一次主显节(纪念耶稣显灵的节

日－译者注），对真理终于顿悟了。

如果我们使用字典中关于“倡导者”的定义——“信息传导者，特别指首先倡导某种重要信仰或制度的人”的话，看来我确实可以被认为是指数共同基金的倡导者。从1951年起，我开始有关于市场指数基金的模糊想法，那一年，我在普林斯顿大学有关共同基金产业的毕业论文中，表示了对基金管理人能超越股市平均水平的怀疑。并且自从1975设立先锋指数信托以来，我就一直满怀热情和信心向人们宣讲指数基金的道理。

5.2 历史的教训

长期以来我都坚信有历史意识很重要。指数基金的历史是理解这一点的很好例证。我没有创立指数投资这个概念，但我是这一概念的长期忠实信徒。我确信，指数基金在任何情况下都可以在共同基金行业中立足。它不仅本身有意义，而且与我的信念相吻合，也就是说低成本确实在基金争夺金融市场上现存的收益过程中形成了优势。历史告诉我们，这样做无疑是长期投资者的追求的最终目标。

指数投资理念的开创者是Wells Fargo银行的威廉·福斯（William Fouse）和约翰·麦克考（John McQuown），1969－1971年间，他们把指数投资从学术模型发展到具有具体的原理和技术引导的程度。他们的努力导致了一个600万美元指数基金的创建，该基金对Samsonite公司的养老基金负责，以基于纽约交易所所有股票的指数为跟踪指数，这一指数中每只股票的权重是相等的。福斯将该基金运作描述成恶梦。该投资策略在1976年被抛弃，代之以基于标准普尔500股票指数的投资策略。Wells Fargo银行运作的头笔资金来源于它自己的养老金以及伊利诺伊贝尔电话公司。

在稍后的1974年，波士顿的Batterymarch金融管理公司决定追随指数投资理念。拓展者是本杰明·格雷厄姆和迪恩·利巴隆。这两个人是Batterymarch金融管理公司的创始人。1971年格雷厄姆在一次哈佛商学院的讨论会上描述了这种投资理论，但直到1973年，没有人能够接受他这种投资理念。其结果是，Batterymarch金融管理公司赢得了1972年《养老金与投资》杂志评出的“不确定性成就

奖”。两年以后,1974 年 12 月,公司终于迎来了它的第一个指数客户。

1974 年,在芝加哥的美国联邦银行根据标准普尔 500 股票指数设立了一个公共信托基金,该基金要求的最低投资额为 10 万美元。截止到那时为止,这种指数投资理念才开始从学术机构,从第一批信奉这种投资理念的三家公司变成一个公众话题,各大报刊逐渐开始评论指数投资,一家名为 Cridecoeur 的报纸还把指数基金的发明归功于三位极其英明和富有远见的奉行者。我至今还珍藏着这些 25 年前令我深受鼓舞的文章,现在重读这些文章仍然使我激动不已。

5.2.1《对批评的挑战》

第一篇文章是由保罗·A·萨缪尔森所写的《对批评的挑战》。萨谬尔森是马萨诸塞技术学院的金融学教授,一位诺贝尔经济学奖获得者。这篇文章发表在 1974 年秋季刊的《投资组合管理杂志》,他在文章中写道:一些大的基金起码建立了一种跟踪标准普尔 500 股票指数的机构内部的投资组合——即使只是为了建立一个简单的模型,使内部的审查人员能够拿来与他们的超凡技术进行对比……可能大学退休基金能实验性地运作一个不加管理的分散基金,但我并不能确定……(或者)美国经济协会可能会考虑为其成员建立一个没有佣金,没有管理费用的基金。但他也指出,有一个不可克服的困难是“经济学家虽然明白道理,但 2 万个经济学家的资本还比不上 2 万个按摩师口袋里的钱”。

萨谬尔森博士最后得出结论:呼吁那些不赞同“被动的指数可以比绝大多数积极的基金管理人业绩更优秀”的人放弃“那些不可靠的证据(对学术研究者来说,不可能在公开的记录中找到表现一直优秀的基金管理人),用放弃任何其他证据的方法——找到与此相反的证据”。没有记录表明有人试图创造这种证据,也没有记录表明这种证据已经被创造出来,但是萨谬尔森博士暗示“某人、在某地将会创立一个指数基金”。

5.2.2《失败者的游戏》

一年以后,查尔斯·D·艾里斯,格林威治协会的合伙管理人,

在《金融分析杂志》(1975 年 7 月 8 月)发表了一篇有重要影响的文章《失败者的游戏》。在文中,艾里斯提出了一个令人振奋且大胆的观点:“投资管理机构坚信这样一条简单而基本的原理:专业基金管理人能击败市场。这种假设被证明是错误的。”他指出在过去的 10 年中,85% 的机构投资者其业绩要逊色于标准普尔 500 指数的收益。其主要原因在于机构投资的成本占了基金管理人所获得收益的 20%,“导致了使资金管理从成功者的游戏转变成了失败者的游戏。最终胜出的是那些损失最少的人,”他进一步指出,“就像在赌场赌博必须把每份赌注的 20% 交给赌场老板一样,结果只能是失败……,所以资金管理已经成为一种失败者的游戏”。

艾里斯并没有呼吁指数基金的建立,但他这样问“难道指数的成功,就表明应建立一个完全被动的指数投资组合吗?”他这样回答:“不,不一定,但是如果你不能击败市场,你就应该考虑加入到市场中来,建立指数基金是其中一条途径”,当然在现实世界中,很少有真正的基金管理人能够获得足够抵销成本的年收益,从而与指数业绩相匹配,更不用说超过指数业绩了。即使那些少数业绩优于指数的基金管理人也很难预先确定。

5.2.3 “财富引导了潮流”

“时事的起伏本来是波浪式的,人们要是能趁着高潮一往无前,一定会得到财富。”莎士比亚笔下的人物布鲁如是说。具有讽刺意义的是,在指数基金领域,财富在某种意义上推动着投资指向指数基金。1975 年 7 月,《财富》杂志发表了第三篇具有历史意义的文章。在题为《某些基金确实不错》的文章中,副主编 A·F·埃尔巴得出了一些今天看来是显而易见的,但在当时却并不为人所接受的结论:“当基金不能一贯做得比市场好的时候,他们可能由于过度的调查(也就是管理费用)和交易成本而一贯地低于市场收益……,很清楚共同基金的未来购买者在作任何决定以前都应先调查成本情况。”他最终的结论是“基金确实比市场做得要差”。

埃尔巴对指数共同基金不能很快创立感到失望,他指出:“近期,市场缺乏开拓精神,共同基金领域没有向投资者提供一种跟踪指数的基金。”但是他为共同基金投资者描述了一种最好的替代品:

"一种较低支出和管理费用以及免佣金的共同基金,其风险与整个市场的风险相当,并采取充分投资的策略。"他并没有意识到他已经描绘出了第一个指数共同基金的雏形。这种基金不久就诞生了。

5.2.4 *"机遇是发明之母"*

总之,是这三位极力地呼吁着指数共同基金的诞生。我也有幸成为指数基金发展的先锋之一。根据我对以往基金业绩的研究,他们的理论在学术圈内众所周知,但在实践中却并不为人所知,但我自信这种投资理念会取得成功。1974 年我建立的这家公司强调低成本,更准确地说主要是建立了一个几乎零成本的指数基金。这是一个一生的机会:来证实在这些文章中所阐述的基本理论能付诸实践,并能在现实世界构架中运作。哎! 公众投资者并没有对此的需求,然而我信奉萨伊(法国经济学家 Jean Baptiste Say)准则:"供给创造其自身的需求。"在 1975 年末,先锋基金创立了第一个指数共同基金,这个基金以标准普尔 500 家公司股价指数为模型。

很长一段时间我没有听众。简单回顾一下第一个指数共同基金的艰难开端(标准普尔 500 股票指数的相关业绩和基金的艰难现金流入),这种投资理论逐渐被投资者所接受,最终于 90 年代后期获得了巨大的成功。成绩的取得使我们能够面对那些对它是否能将优良业绩一直保持下去的怀疑。通过详细的研究,我希望能够证明,对于明智的长期投资者来说,指数投资是一种非常有效的策略。

5.3 跟踪指数是长期投资策略

在最近几年里,指数基金所取得的成功,部分是由于以很低的成本取得和持有广泛分散的投资组合,这种投资组合主要是由一些市值大且优秀的股票按照本身在市场中资本权重组合而成,这种投资是明智的长期投资策略,同时也是一种富有成效的投资,这种成功是由过去 5 年里标准普尔 500 股票指数的非凡业绩所促成的,在这一阶段,标准普尔 500 股票指数与美国股票基金的平均收益的差距是历史上最高的。

指数基金的长期优势在于广泛的分散性,组成与市场的股票权

重相一致的权重比例、最少的交易量以及低成本——这些都是精明的投资者所关注的。让我们来听一下沃伦·E·巴菲特,这位可能是世界上最精明的投资者,在1996年度哈萨维公司的年度报告中,说的这句话:

> 绝大多数投资者,包括机构投资者和私人投资者将会发现持有普通股票的最好方式是通过负担最少成本的指数基金来实现的。这种投资方式得来的收益是优于被绝大多数投资专家所给予的净收益(扣除费用和支出后)。

不管未来怎样,那些选择跟踪指数的长期投资者,不可能失望而归。而那些选择跟踪指数策略的短期投资者只是因为他们期望能够获得过去几年中标准普尔500股票指数所表现出来的超额利润。这些短期投资者可能会对他们的选择感到遗憾。历史记录清楚地表明,在短期内标准普尔500股票指数经历过低于共同基金平均水平的收益率,图5.2显示出自从1963年以来每年表现比标准普尔500股票指数差的共同基金的百分率。

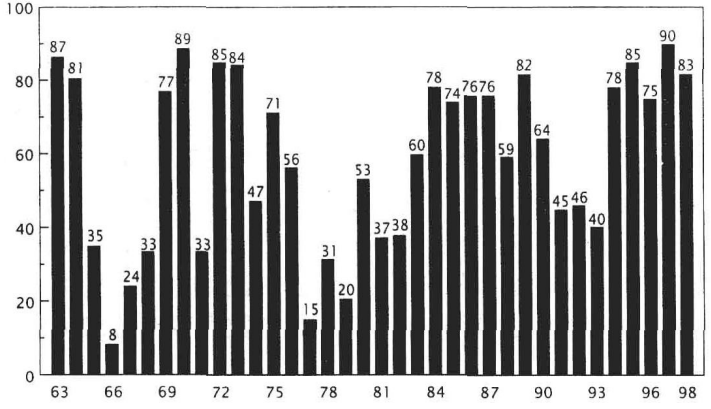


图5.2　表现逊于标准普尔500种指数的普通股票基金,1963－1998.6.30

尽管从总体上看取得了成功。但正如图5.2所显示的有三个时期指数出现了衰退:1965－1968,1977－1980和1991－1993,为什么呢?第一个时期处在投资的投机性时代,当时,具有很大风险的小盘股票提供了超额收益,共同基金行业被大量的高度活跃的买空卖空基金所充斥。在这个时代行业的保守传统改变了,基金管理人接受

高风险高收益的观念,标准普尔500股票指数的较一般的短期收益不被人们看好。共同基金管理人更容易胜过市场。但是当1968年投机泡沫破裂以后,这些新发展起来的基金就崩溃了。基金的平均收益率下降,标准普尔500股票指数在1969年开始,一直到1976年都显示出大幅的优势。

第二次反常很快在其后出现了。在1977年—1980年间,随着股市持续从1973和1974年的下跌中崛起——惊人的50%涨幅——小盘股票最终又走到了前台。它们的复苏比大盘股票来得慢。但是,接下来主宰了标准普尔500股票指数的3只大盘股(IBM 7.2%; AT&T 6.5%; GM 2.6%)情况很糟糕,但高度分散投资的共同基金的组合中,这3只股票只占很小比例,这3只大盘股4年的累计收益率平均为7%,而指数中其余股票的收益率高达69%。(整体而言,指数总体收益率为55%)。在投机时代过后,市场恢复正常,指数在其后8年中重新显示出实力。

最近期的较差表现在1991年至1993年。这几年里,小盘和中盘股比大盘股表现更好。在此期间标准普尔500股票指数获得了年平均15.6%的可观收益,而市场上其他股票的收益率达到了22.5%。(市场上的其余股票由Wilshire4500股票指数加以测定,该指数包括了不包含标准普尔500种指数成分股的所有Wilshire5000股票指数成分股)。结果,标准普尔500股票指数的收益仅比44%的积极型基金高——少于一半(但不是少很多),(Wilshire5000股票指数的收益率为17.7%,优于53%的股票基金)。然而,紧接着迎来了标准普尔500股票指数从未曾达到过的最大优势的时期。在1994年—1998年4年中,标准普尔500股票指数的表现超出75% -90%的管理基金。

在这样一个持续期后,如果由大盘股主宰的标准普尔500股票股价指数的优势很可能会有所减弱。指数仍然由大型跨国公司所主宰,通用电气占指数权重的3.1%;微软2.4%;可口可乐2.2%;艾克森Exxon2%;默克1.6%。然而,权重却变得更为分散化。今天最大的5只股票占指数的11%,只是20年前5只最大工业股票所占权重的一半。有趣的是,以前的那5只股票现在仅占指数比重的8%。其重要性的大幅下降强调了指数化的巨大力量已经克服了这种潜在

障碍。新的及成长型公司改善了某些原来的大公司不景气状况对指数的影响,促使指数保持长期业绩的领先。

随着市场的发展,时间和条件都不同了。对于基于大获成功的标准普尔500股票指数的指数化策略的信心将在未来的日子里不可避免地一次又一次地受到检验。但作为一个长期策略,它仍然是令人信服的。

5.4 标准普尔500指数不代表整个市场

指数基金一词常常与某一特定形式的指数基金——以标准普尔500股票指数为模型的基金相混用。第一只指数共同基金就是完全按那种形式构建的,仅仅因为标准普尔500股票指数有下述特点:(1)它是机构投资者在衡量其投资业绩,并考查基金经理人的水平时普遍采用的标准(在那时,共同基金并不能为投资者提供作比较的标准),(2)它是两只最有名指数中较合理的组合(股票是以其市场资本为权重,而不像更有名的道琼斯工业平均指数那样,以30家公司中每一家股票单价为权重);(3)25年前它代表了90%的整个股票市场的市值,而现在是75%,因而可以代表市场总的趋势。当第二只指数共同基金在整整10年后出现时,它也是以标准普尔500股票指数为基础的,正如大多数指数基金所遵从的那样。

但是目前由标准普尔500股票指数中大盘股所代表的75%的市场并不是全部的市场。排除在外的是中盘和小盘股(而且,一般波动性很强)。不管怎样,指数化的基本原理是拥有市场上的所有股票。理论上讲,较好的基础指数共同基金的标准应该是美国所有公开持有股票指数,也就是Wilshire5000股票指数。

标准普尔500股票指数中的大盘股从1982年起引导着长期的牛市,原先的500指数基金表现非常之好,实践战胜了理论。于是整个市场的指数基金慢慢地涌现出来。先锋基金公司是屈指可数的几个共同基金中最早依据Wilshire5000股票指数建立指数基金的。但是标准普尔500股票指数仍然是大多数共同基金和养老金账户所使用的业绩衡量标准。

选择哪一种指数要紧吗?在长期看来,无所谓。自1970年,当

Wilshire5000 股票指数开始使用时，两种指数的总回报是一样的：两者的年收益率平均都为 13.7%——相当精确的巧合。接着，按 Wilshire4500 股票指数衡量的占市场权重 25% 的中盘和小盘股其平均收益率也为 13.7%。1970－1998 年是我们所得到的可用作比较的最长时间段，尽管任何以时间段为依据的比较都不可避免地令人怀疑。如此惊人的一致可能在某种程度上削弱了比较的意义，但我认为，当我们观察到有不同的投资特点的股票收益在差不多整整 30 年中如此接近时，我们学到了一些重要的东西。

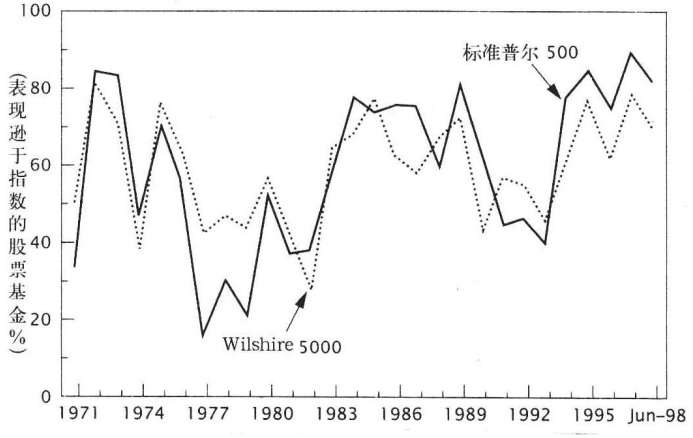


图 5.3 表现逊于市场指数的普通股票基金

但是在短期内，差别是有的：其不同的结构在一年里确实会引起差别。当我们看到大多数共同基金的表现都比标准普尔 500 股票指数逊色时，它在近些年的主导地位使之过分强调了其内在的优势，正如 1976－1979 年间它的追随者们过分强调了其缺点。例如，在那个阶段，标准普尔 500 股票指数优于 22% 的所有股票基金，但 Wilshire5000 则优于 44% 的所有股票基金。然而在 1995－1998 年间，标准普尔 500 股票指数优于 82% 的所有基金，而 Wilshire5000 则仅优于 72% 的所有股票基金。图 5.3 比较了过去 28 年中的两种指数的相关情况。

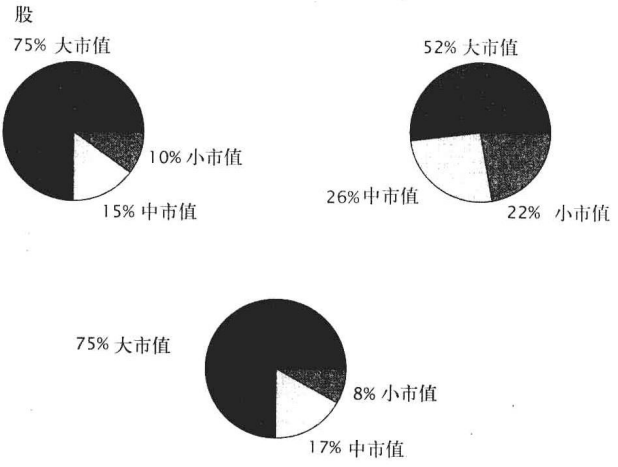


图 5.4　各类股票基金与指数比较

注:数据为 1998 年 9 月 30 日。

很难找到用来衡量共同基金收益的十全十美的标准。尽管美国股票基金总的资产投资的比重与市场市值的分布是十分相似的,但股票基金选择的种类却相反——更多地倾向于中盘和小盘基金。图 5.4 给出了比较。

具体地讲,75% 的所有股票的市值是由大盘股给予的,15% 是中盘股,10% 是小盘股。股票基金资产的分布情况差不多也一样。但对于基金数目来说,目前 52% 是大盘股基金,26% 中盘,22% 小盘,市场明显倾向更为流动的基金。然而,当分析家在计算标准普尔 500 股票指数超出基金业绩的百分比时,基金的数目是比较的基础。因此随之而来的是,年收益的显著不同会在大盘股领导或落后于整个市场时出现。当它们领导市场时,标准普尔 500 股票指数的成功会被夸大;当它们落后于市场时,指数的失败也会被夸大。然而从长期来看,其不同不会有什么关系。要记住,过分简单化的、以时期为依据的比较——常常为了满足制作对比的人士的兴趣——足以错误地引导不谨慎的投资者。

5.5 指数基金因成本低而成功

由于股票市场上的资本构成(总市值的75%是大盘股)和所有股票基金的数量(大盘股基金占50%)之间有明显差异,我们该以怎样的标准来公正地比较呢?一种简单而基本的方法是将Wilshire5000(全部市场)股票指数的收益与有类似组合的基金相比较。结果是,大盘股共同基金与该指数的权重相似(超大盘、大盘、中盘、小盘股票各自所占的权重是:Wilshire 5000 指数:48、28、15、9,大盘股共同基金:47、35、16、2)。他们被看作是所有被分散化投资的成长型与成长及固定收益型结合的基金,但不包括那些小盘基金和积极成长型基金。两者的净收益比较因此十分公平:基金重点投资大盘股票,但不排除其他的股票;指数也强调大盘股票,但也不排除其他股票。

在过去的15年间,这些大盘基金的平均收益率达到了14.1%,我所指的是成长型基金和价值型基金(而不是成长与固定收益型基金)。而Wilshire5000股票指数的平均收益率为16.0%。两者之间有1.9%的差异,如果原始投资是1万美元的话,在这段时间内基金的最终价值将是7.26万美元。而按Wilshire5000指数收益率所累计的最终价值将是9.27万美元,两者相差2万多美元(在此期间,标准普尔500股票指数的年平均收益率为17.2%,其最终价值将是10.78万美元)。

在这15年幸存下来的200家成长型和价值型基金中,仅有33家在此期间优于Wilshire5000指数;其余167家的表现则较该指数低。基金的胜出率是1/6。更为有趣的并且我认为更为重要的是,基金各自与指数的差距。通过在Wilshire5000指数收益两侧给出基金的不同收益,我们可以得出一些结论,见图5.5。

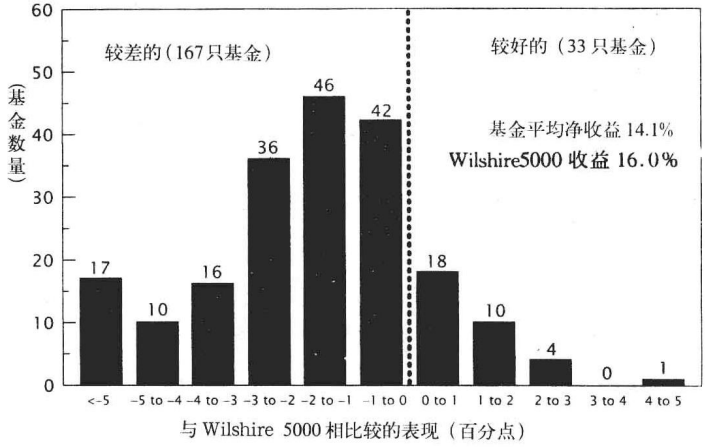


图 5.5　成长型和价值型基金与 Wilshire5000 股票指数的比较，到 1998 年 6 月 30 日为止的 15 年：公布的净收益(剔除了销售费用)

如果我们这样做，将指数收益上下少于 1% 的区域当作是统计上的失误，则胜出率会变动：15 家基金优于指数，125 家低于指数。基金优于指数的几率减少了一倍多：1/13。将该区域扩大到 3% 时，这个收益从长期来看一般基金很难得到，结果是只有一家基金胜出。共同基金优于指数 3 个百分点以上的概率为 1/200。这些概率足以表明要寻找到未来基金大赢家有多少困难。（我在第九章将更为详细地考察这一挑战）。

我们学到的更重要的一件事就是：共同基金的收益逊色的主要原因是基金支出的沉重负担。基金收益——相对于上述 Wilshire5000 股票指数收益——是以基本的方式计算的，即，在减去所有共同基金运营成本（是确定的，在该期间其年均为 1.4% 上下）和证券交易成本之后（是不确定的，在此期间，对于成长型和价值型基金，其年均值至少显示为 0.5%）。而指数是无需成本的，既不要运营成本，也不要交易成本。如果我们按大概成本来调整每一基金的收益，我们会看到收益变成完全不同的形式。对基金收益在毛收益（而非净收益）基础上的考察会使胜出率发生变动，使得行业的业绩图表看起来变得更好。（当然，基金的投资人只获得净收益）。

图 5.6 研究了计算成本前的基金收益，它肯定了指数化的基本原理。经理人作为一个整体，必然是获得与市场相等的毛收益，正如

同某一具有代表性的指数一样。因此，当投资成本被扣除后，作为一个整体的经理人所获得的净收益将低于平均水平。该结果并不令人吃惊。实际上在过去的 15 年中，Wilshire5000 指数收益率达 16.0%，比一般成长和价值基金的净收益率的 14.1% 高出 1.9 个百分点，与我们估计基金总成本 1.9 个百分点的数字一致①。

在图 5.6 中，我们给出了共同基金在计算支出前的收益。与前面的图表相似，但按每一基金的支出比例和交易成本重新加以调整。在图 5.6 中，基金分布向右方移动。如今，接近半数的基金（93/200）优于指数，有 49 只基金优于指数一个百分点以上。与此相对，有 107 只基金表现不如指数。虽然不是很高的胜出率，但比计算成本后的情况要有所改善。

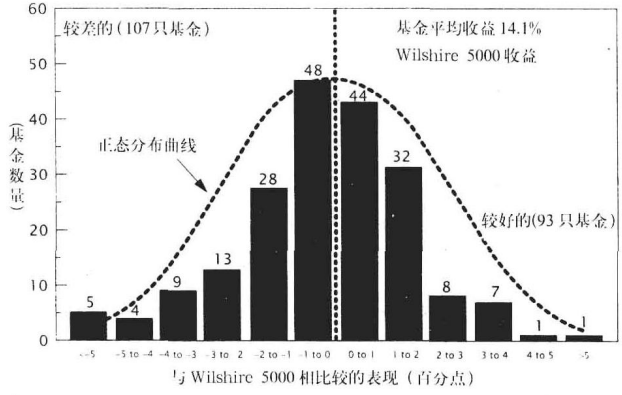


图 5.6 成长型和价值型基金与 Wilshire5000 股票指数的比较，到 1998 年 6 月 30 日为止的 15 年：毛收益（净收益 + 支出 + 50 个基点）

当我们将这些毛收益与正态分布结果相比较时——比如说，扔硬币的试验——一些有趣的，甚至是令人吃惊的事情发生了。当我们将图中基金毛收益的分布用线连接起来，其结果是完美的概率游戏——与扔硬币相似，虽然图中显示落于分布图中央的可能性最大。100 人中有一个可能连扔 10 次都是正面朝上，但是有 50 人会扔出 5 个正面朝上，5 个反面朝上。也就是说，所谓的投资组合经理的技巧

① 该简单的等式忽略了持有现金的不足之处，它可能在此牛市期间造成了年约 0.6% 的损失。（按定义，指数基金不持有现金）。另外一方面，生存者偏差可能造成了起码相似范围的优势，大体上抵消了持有现金而受到的损失。因此该比较仍有效。

在很大程度上是一种运气，是一种概率游戏。如图5.6显示，共同基金的毛收益的分布显现一种随机分布形式。对于整个经理人群体来讲，成本的巨大障碍实在难以克服。

5.6 指数基金优于一般的管理基金

为了更方便地证明被动管理指数基金（与主动管理的共同基金相比较而言）的收益主要来自由传统基金引起的成本，我将无成本的市场指数替代指数基金进行比较。一只实际运作的指数基金，虽然它明显不需要任何咨询费用，但是肯定会有实际的运营支出。实际上，公众可获得最低成本的指数基金其年支出率为低于1%的20%。收益（最起码对于经营最有效率的基金来讲）只比目标指数低0.20%左右。实际上，这些有效率的管理基金落后于指数大约每年0.20%，这意味着非常低的证券交易额和最低的经纪人佣金使得交易成本接近零。考虑到成本，我们将过去15年由Wilshire5000指数所表示出16.0%的收益降低到由Wilshire5000指数基金所表示的15.8%，但净收益仍比一般管理基金所获得的14.1%的收益高出1.7个百分点。

甚至这样的比较，主动管理共同基金也占了很大的便宜。该比较至少存在三个明显的遗漏：（1）它忽略了基金销售费用；（2）它倾向于那些在比较期间生存下来的基金；（3）它没有将股息税和收益分配税计算进去。

共同基金的逊色表现受到初始（“开头的”）销售费用（大约75%的共同基金的购入都会发生这样的费用），以及投资者在一段相对短的时期后清偿时发生的任何清偿（“未期”）费用所带来的损失的影响。（大约15%的基金让投资者支付违约费用；那些较早清偿而蒙受该罚款的投资者数目不太可能确定）。如果投资者支付5%的初始销售费用，而且持有其基金股票达5年，他们的收益每年会因罚款而损失大约1%；如果他们持有10年，其罚金约为年平均1%的一半（如果基金收益为正，则这个数字会上升；如果为负则下降）。许多基金在售出时无销售费用，因此这笔罚金使基金收益从14.1%降低到13.6%，也就是说过去15年中每年降低至少0.50%。

5.6.1 生存者偏差

生存者偏差是第二个遗漏之处。例如,当我们考察过去15年的发展情况时,我们所关注的仅仅是那些在整个时期能够生存下来的基金。在所有基金中有约1/5的基金在这15年期间被淘汰,它们要么已经破产清算,更有可能的是被其他基金所吞并。而且往往是那些不能获得具有竞争性收益的基金倾向于消失。它们的最终结果已经在几个理论研究中进行了仔细地衡量。在其中一个最为广泛的研究中,普林斯顿大学教授Burton Malkiel(畅销书《漫步华尔街》A Random Walk Down Wall Street的作者)发现,在1982－1991的10年间,有18%的基金(59/331),将近1/6——诞生随后消失。(在后来的一项研究中,Mark Carhart教授发现1962－1993年间整整1/3的股票基金消失了。Malkiel的研究还显示出,即使在1988－1992年这样一个短时期中,原有686只基金中的100只消失了,失败率达15%。在更近期的1993－1998年间,即共同基金的繁荣期,约有600只股票基金消失了)。在那期间,生存下来的基金获得了年平均17.1%的收益率,但是所有基金的平均年收益率为15.7%。这一生存者偏差因而在该10年间使基金"上报"的年收益率比"实际"基金的收益率提高了整整1.4个百分点。而且,截止于1991年的前15年间,生存者偏差达到了令人吃惊的年平均4.2个百分点。为了论证的目的,让我们保守地将过去15年上报的平均基金收益率降低1%,使调整过销售费用的基金收益率(上面已提到)变为12.6%,这使得Wilshire5000指数收益——16.0%的差额扩大到3.4个百分点。

5.6.2 税费效率

另一巨额费用是因税收而产生的。考虑到标准普尔500股票指数(从更广泛的范围来讲,也可指全市场的Wilshire5000指数)结构中所因有的低变化率,被动管理的指数基金税费可以称作是"有效的",积极管理的基金税费是"无效的",其投资组合的变化率平均高达每年80%。实际上,在过去15年中,最初的先锋指数基金在税前优于所有基金中的94%,而在税后则优于97%的基金。我将在第十

三章中深入研究税费问题，基于这些数据，让我们非常保守地假设，管理基金对于纳税的投资者来说又使他们的收益降低了一个百分点。

在实际当中，三种减少初始管理基金年收益率的因素总共使其减少了（至少）2.5 个百分点的年平均收益，即从 14.1% 下降到 11.6%。另一方面，指数基金的运营费用使指数基金收益率降低到 15.8%。也就是说，在计算这三个因素之后，指数基金的年均收益高出主动管理基金 4.2 个百分点。不论你是短期、中期或长期投资者。这三个因素确实很重要。

5.6.3 棘手的风险

有一种利于主动管理型基金的观点认为：股票基金收益率低于广泛的市场指数收益率是因为股票基金的风险更小。股票基金有现金储备，而根据定义指数基金要进行充分投资（无现金储备），因此更容易充分受到市场衰退风险的影响。在股市衰退时期，不但积极的管理基金应持有现金储备，而且精明的管理，对市场衰退关键与前景的判断，以及为了拥有充足的额外储备金和预留资本也需要减少股票持有量。

不幸的是历史记录并没有提供证据来支持主动管理基金风险低的观点。基金管理人作为一个整体，并没有表现出能够始终在市场衰退前增大现金持有量，而在市场衰退过后重新进行投资的能力。事实恰恰与此相反。基金通常在股价低迷时却持有大量现金，而在股价很高时持有大量股票。例如，在 1973 - 1974 年股票行情暴跌以前，基金所持有的现金仅相当于总资产的 4%，然而在股价很低时，现金持有量却增加到 12%。另一个例子是：在 1982 年股票行情上涨之初，股票基金持有的现金量达到总资产的 11%。在 1988 年，现金储备量仍然保持在 10%。然而，在 1998 年中期，就在股票行情暴跌之前，现金储备量已经下降到股票基金资产的 4.6%，达到历史上最低点，基金管理人又一次犯了错误。

但事实上，上述任何现金持有水平都只是总资产的一小部分（就好比狗身上的一条尾巴），在逻辑上一个很简单的结论是占 5% - 10% 的现金不可能使股票占 90% - 95% 的基金的表现发生改变。

在市场衰退时期基金相对市场指数的历史记录表明,完全由高质量的大盘股票组成的指数投资组合,比那些典型的股票基金的投资组合有更小的波动性。这些股票基金是由更多的进取型股票所组成,并且持有少量现金。

根据历史记录,指数基金(基于标准普尔 500 股票指数和 Wilshire 5000 指数)比一般的共同基金的风险更小。晨星社为每一家基金计算风险因素,将其月度收益率与无风险的短期债券进行比较。晨星社的数据表明:在过去 10 年里,一家典型的标准普尔 500 股票指数基金比一般的共同基金的风险小 15%;在过去 5 年中,一家典型的标准普尔 500 股票指数基金比一般共同基金的风险小 19%,一家 Wilshire5000 指数基金的风险比一般的共同基金小 18%。

换个角度来看,在过去 10 年中收益率的标准差分别是:标准普尔 500 股票指数:14.3%;Wilshire 5000,14.0%;一般的美国分散化共同股票基金:14.8%。按照晨星社的模式,在过去 10 年中,如果一般基金的标准差被定义为 1 的话,那么标准普尔 500 股票指数基金就是 0.97,Wilshire5000 指数基金就是 0.95(如表 5.2 所示)。综合起来看,晨星社的风险数据和相对标准差都清楚地表明尽管事实上被管理的股票共同基金保持了适当的现金储备——并且有能力在预期市场股票下跌时持有更多的现金,但与进行充分投资的广泛市场指数基金相比,其风险更大。

表 5.2 风险:一般股票基金和指数基金

	5 年晨星社风险数据	10 年标准差	10 年相对标准差	累计损失		
				8/31/87 – 11/30/87	5/23/96 – 7/23/96	7/16/98 – 9/3/98
一般股票基金	1.00	14.80	1.00	–28.3%	–9.5%	–20.3%
标准普尔 500 股票指数基金	0.81	14.30	0.97	–29.8	–6.4	–16.9
Wilshire 5000 指数基金	0.82	14.00①	–29.8①	–8.3	–18.8	

注:①Wilshire5000 指数基金还没有创建。

根据在特定的市场衰退时期被管理的共同基金和市场指数基金业绩的历史记录,随着新的更具进取性的基金的加入,我们发现主动

管理的共同基金所承担的风险相对于市场指数基金所承担的风险有所提高，在10多年前，在那次最大的一次市场衰退中，两个广泛的市场指数的业绩确实比一般基金下降得多一些。从1987年8月31日到1987年11月30日这段时间，每个指数下降了大约29%，而一般基金下降了28%。但是，在衰退以前，标准普尔500股票指数有一个更大的相对收益（相对于一般基金而言）。在衰退过后，标准普尔500股票指数有一个更大幅度的回升（标准普尔500股票指数上扬了5.2%，而一般基金的收益只上扬了0.5%）。

在最近的市场衰退期间，股票基金明显具有更大的风险。例如，从1996年5月末到7月份，标准普尔500股票指数下降了6.4%，比一般基金少跌了33%，而Wilshire5000指数比一般基金少跌了13%。在1998年夏天的那次暴跌期间，指数基金再次证明了它实际上更能承受风险。标准普尔500股票指数下降了17%。Wilshire5000指数下降了19%。而一般基金则下降幅度超过20%。在此以后的长期牛市中形成了一些更易波动的基金使基金行业的波动性更大。

如果我们采用晨星社的方式来对股票基金进行分类（大盘价值型、小盘成长型等等），并考查历史记录，我们会发现基金比其相关的市场指数（不仅仅是标准普尔500股票指数）的风险性高。例如，相对于小盘股指数，小盘股基金的风险更大。其结果是相对于未加风险调节的指数基金收益而言，调节过后的收益，更为优于积极管理的基金。其类型、种类和相互关系在第六章最后几节中将会有更为详细的阐述。

总之，难以想象为什么高风险变成了指数基金的特点。它们随着市场的衰落而下降，但管理基金也是如此——在最近几年随着基金行业中更多进取型基金的出现，这种情况更为显著。历史记录并不支持这样一种假设——积极的管理基金持有适当的现金储备，就能在逆风中不被吹走。同样也不能断言，精明灵活的投资经理们能系统地预测到市场衰退，并采取相应的保护行动，在最近市场高涨的情况下，他们所持有的现金流量却比90年代早期市场低迷时低50%。

5.7 并非所有的指数基金都相同

在对市场指数和指数共同基金的分析中，我主要以最早先的两个指数基金的记录为依据，主要原因是作为在这一领域的先驱者，这两个指数基金是历史最长的基金（先锋 500 指数基金有 23 年的历史，总体股票市场指数基金有 7 年的历史）。但必须指出的是：这两个指数基金规模都很大，两者都免付交易费，两者都以最低限度的成本进行运作，两者都维持着低投资组合变动率，两者经营效率都很高，这使得它们能够准确地追踪它们的目标指数。

而指数基金之间不可能是相同的。140 家指数基金中有大约 55 家是追踪标准普尔 500 股票指数，有 4 家追踪 Wilshire5000 指数，46 家追踪全美股票市场的子市场（大盘成长型和价值型股票，小盘成长型和价值型股票等等），18 家以国际市场指数为基础，20 家以美国债券市场为基础。投资者并不能盲目地选择指数基金，而必须谨慎地决定他们的选择。

令人惊奇的是，1/3 的指数基金或者要求先付交易费用或者按资产付费。投资者为什么还选择委托这样的指数基金，而不选择那些实质上相同的却不用支付委托费用的基金呢？这始终是一个难解之谜。这样操作的投资者在第一天遭受到落后于目标指数 5% 或更多的损失——可以说处于不利地位——而且由于支出上的损失，每年将会落后更多。

选择一家运行成本高的基金是不明智的。指数共同基金的年运行成本率对于很大的机构投资者来说是微不足道的（仅为 0.02%），对于公众可获得的基金来说是 0.18%，最高可达到 0.95%——至少有一家基金的成本率达到这么高。

与此同时，必须注意的是很多基金宣称它们的费用很低，但这只会保持一段时间。在最初的几年里，只需支付 0.19%，而在此之后会将费用提升到 0.50%，这是为什么呢？最可能的是，因为到那时——你的投资将会增值，如果你退出，将会支付资本所得税，那将抵消掉把资本转移到一个真正低成本基金所得到的利益。因此，一定要认真阅读广告中关于成本的那些含糊其辞的用语。并要特别留

意基金简介中的片言只语。

接下来就是投资组合换手率的问题。指数基金的最大的优点之一在于它们的税收效率，但一些指数基金或者是由于持续的大量投资者的买进卖出，或者是由于采用基于指数期货的投资组合策略，高的投资组合转手率——有时高达100%甚至更多——分散了原本丰厚的收益。具有税收效率的指数基金大量存在，因此对纳税的投资者来说，就没有理由去选择那些没有税收效率的指数基金。

而且，并不是所有的基金都具有相同的运作效率。一些指数基金经理，由于其能力、经验或者忘我精神超出常人，能够比其他投资经理人做得更好一些。以1996—1998年为例，在扣除运作成本以前，标准普尔500股票指数最出色的投资经理人确实能够比指数本身的收益率高出0.1%。而最差的经理人要低于指数本身的收益率0.3%（或者更多）。这种能力上的差异大部分是被市场所忽略的，但它不应该如此。例如：一个自称费用（经常是暂时的）仅为0.18%，而收益却比指数低0.30%，结果其净收益低于指数0.48%的经理人能有什么价值呢？相比之下，一个费用为0.20%，而投资收益与指数收益持平，其净收益比指数低0.20%的经理人要好得多。投资者应该认真地考虑一下每一个指数基金经理人的运作策略。

最后，指数基金各自的投资组合中，还未兑现的那部分收益是各不相同的。概要地说，那些帐面价值适度增值（或者甚至亏损）的基金，要比有很大增值的基金更受欢迎。但同时，还必须考虑该基金的其他因素，如对巨额清偿的敏感性，对清偿政策的选择，以及他们的税收管理策略进行仔细权衡。

这种对收益百分之几甚至零点几的影响，看起来似乎没有什么，但对长期指数基金投资者来说，就像白天和黑夜一样有本质的不同。甚至在一个终生投资计划中收益率的细微差别也是如此。考虑到对指数基金选择的不同方式，（在表5.3中给出），10年以后，投资1万美元在一家免付发行费、低成本、有效率的指数基金，将获得3.05万美元收益，而按照最坏的方案，即投资于一家需支付发行费、高成本、无效率的基金仅获得2.65万美元收益。

表 5.3 各种指数基金的净收益

	假设的毛收益	销售费用	支出比率	经营效率①	剩余的净收益	10,000 美元投资 10 年的现值②
市场指数	12%	0	0	0	12%	❀31,100
免发行费 低成本 高效率	12	0	0.20%	0	11.8	30,500
免发行费 低成本 低效率	12	0	0.20	-0.20%	11.6	30,000
免发行费 高成本 低效率	12	0	0.80	-0.30	10.9	28,100
有发行费 高成本 低效率	12	6%	0.80	-0.30	10.2	26,500

注:①目标指数与投资组合收益在计算成本前的差异

②假设持有 10 年

这个例子听起来荒唐,但它却是事实,在过去的 10 年期间,1 万美元投资于一家有效率,低成本、免付发行费的标准普尔 500 股票指数基金将得到 5.4 万美元,同样将这笔钱投资于一家缺乏效率、更高的成本且需交 4.5% 的发行费的指数基金,最后得到的是 4.7 万美元——拥有同样投资组合的两家标准普尔指数基金之间确实有令人吃惊的差异。不是所有的指数基金都是一样的。

5.8 指数化在整个市场中的有效性

指数基金最终获得了勉强的承认,因为人们目睹了以标准普尔 500 股票指数为模型建立的指数基金,在这个前所未有的大牛市中,成功地获得了相对较优的收益。另外,以 Wilshire5000 股票指数为模型建立的整个市场的指数基金正开始获得具有竞争力的结果,由于它完全跟从了指数化的基本原理:所有投资者作为一个整体,不可能优于整个股市的总(无成本)收益率。但是指数基金的反对者坚持认为,指数化仅在有效率的市场中才有用,例如那些以交易活跃、

流动性强、拥有巨额资本、主宰标准普尔 500 股票指数、构成 Wilshire5000 股票指数 75% 份额的，而且据推断不会在其他低效率市场上出现的股票为代表的市场。

尽管该观点看似有道理，实际是有疑问的。指数化的成功不一定要基于一个充分有效的市场，而是基于在任何不相关联的市场或市场部分中，所有的投资者作为一个群体无法战胜他们所投资的市场。效率是与市场价格体系相关联的。该体系一般同时对所有证券进行估值，这意味着好的和不好的经理人都难以区分自己的水平。在无效率的市场中，好的经理人会有更多的机会胜出一般水平。但是好的经理人获得的超出的收益肯定不可避免地被不好的经理人的差不多数额的亏损所抵销。

然而在所谓无效率市场中的基金运营成本要比有效率市场中的基金运营成本高。例如，美国小盘股基金成本在系统上高于大盘基金成本。在第六章中，我们将看到，考虑到它们所假设的相对较高的风险，比起大盘股基金来，中盘和小盘股基金在其市场部分中却获得了与指数相近（如果是有一点高于）的亏损。

跨国基金成本仍然更高，不仅仅因为它们有更高的支出比率，还因为有更高的监管成本、税收、佣金和市场影响成本。但是指数化的原理同样适用于国际市场，而且与积极管理的跨国基金相比，被动管理的跨国指数基金反映出更大的优势，这将在第八章中讨论。指数化在遍布全世界的股票投资中都与（一定量）高效率联系在一起。

表 5.4　经理人收益与市场的比较

	计算成本前		计算成本后①	
	最好 10%	最差 10%	最好 10%	最差 10%
有效市场	+3%	-3%	$+1\frac{1}{2}$%	$-4\frac{1}{2}$%
无效市场	+5	-5	$+2\frac{1}{2}$	$-7\frac{1}{2}$

注：①假设在有效市场，基金成本为 $1\frac{1}{2}$，在无效市场为 $2\frac{1}{2}$。

表 5.4 列出了在有效率和无效率的市场中，经理人收益和指数收益总的关系是怎样起作用的。注意到成本前收益的对称形式是怎样在扣除成本后迅速地变为不对称的。成本减小了最佳股票经理人

创造的优势。如同它夸大了最差经理人所带来的亏损一样。但是它在无效率的股市中更为夸大。具有讽刺意味的是,股票指数在无效率市场中比在有效率的市场中更为有效。

指数化在债券市场中也有用。实际上,在较高级别的固定收入投资市场上,它更有价值。债券收益一般低于股票收益,因此成本更降低了债券基金的真实收益。相互竞争的债券基金的毛收益趋向于相近,但是大多数债券基金成本,我将在第七章中说明,是过高的,使得低成本债券指数基金遥遥领先。最后,能够在成本前收益上获得巨大优势的成功的经理人由于人数稀少而变得引人注目。在债券市场领域没几个彼得·林奇,虽然总会有优秀和拙劣的经理人之分,但是这一领域没有远胜于其他人的英雄。

在过去 15 年中,一般债券基金的平均年收益为 8.7%,而 Lehman Aggregate(美国)债券指数的收益为 10.2%。1.5 个百分点的差别主要是由于一般债券基金年成本比率约为 1.3%(支出比率为 1.08,加上交易费用约为 0.25%)。1986 年最早建立的债券指数基金表现出相似的优势。自从它开创以来,其年收益率平均为 8.1%(净运营支出平均约为 0.20%,交易费用为 0.10%)。它优于在此期间一般债券基金(7.4% 的收益率),并且比专业管理的债券基金收益高出 9%。第七章将证明指数化的优势是如何在债券市场每一主要部分——全部的、长期的、中期的、上税的和免税的债券都一致地显现出来。指数化的成功不仅是理论上的,也是实践上的。我们应该在任何地方都发现它是成功的,我们做到了。

5.9 指数化的胜利

在过去的接近 25 年时间里,指数基金通过胜过积极管理基金的业绩,证明了自身的优势,这一点现在已被人们所普遍认识。经验对期望已经取得成功,这一点不仅在学术界被普遍认可——在学术界几乎找不到积极管理的倡导者;而且在金融媒介也被普遍认同,虽然评述并不全面。而在共同基金行业中,不但成功的专业投资者认同这个观点——回想一下这一章节的开头所引用的沃伦·巴菲特的评论——而且整个行业也普遍认同。

几乎所有主要的免付发行费的共同基金现在都开始采用指数基金——不仅仅是指以标准普尔500股价指数为模型的基金。甚至主要的股票经纪人公司都正在提供以免付发行费为基础的指数基金。然而,他们的指数基金只能在投资管理账户上获得,该帐户要直接向客户收取咨询费用(不管它有何帮助)。我担心这一趋势如果说是受到真理启示的话,倒不如说是谋求自身利益的结果。不相信的人已被拖入——为了满足大众的需求。对于要求传统基金经理人扩充他们的产品的需求,使他们不得不接受指数基金的低费用。

无论如何,指数信仰者越来越多,那些已经领悟了的投资顾问的评论反映出指数化受到多么广泛的认同:

●彼得·林奇,是Magellam基金传奇般的前任经理人,他是那个时代最为英明的股票投资家。"大多数投资者会在一个指数基金上发财。"

●查尔斯·施瓦伯,是最大的共同基金超市的创建者,公司帮助选择和交易1000多种积极管理的共同基金,尤其是不断地宣传那些过去业绩非凡的基金。但是当他用自己的钱和机构资金投资时,他便倾心于指数化。最近,他公司的指数基金在电视上开始了强劲的推销。他说:"股票基金中只有1/4优于股票市场。所以我是指数化的忠实信徒。"

●因特网上的投资顾问"The Motley Fool",他们的承诺是保证"你的收益是标准普尔500股票指数翻倍,年平均收益高于20%",他们对指数化是赞赏的,虽然有点贬低。他们直截了当地说:"如果你在投资上遇到了麻烦,指数基金就会来帮助你。我们不认为有其他值得购买的基金。"

●也许所有人中最为顽固的是琼·福赛尔,Oppenheimer基金和投资公司的前任主席,他在回应一位行业主管所做的批评时(这位主管说:"当我们考查自己经营得如何时,我们就会追寻市场的踪迹")做出了最终让步,他说"人们应当认识到一般基金决不可能胜过整个市场。"

到目前为止已经很明显的是:指数基金已为大家所欢迎。在开始时还是有争议的想法,在1975还缺乏公众需求,而现在已代表着共同基金行业的投资收益的标准——虽然其他基金无法达到这个标

准。最后，我们目睹了经验对于期望的胜利。实际经验反映出被动管理的指数基金胜过积极管理的基金。常识获胜，指数基金迟早会改变共同基金行业的结构和性质。

5.10 指数化的未来

在未来我们可以预期到指数会有很多变化，某些变化可能会降低过去由指数基金所获得的超额收益，至少有三种可能性存在：

1. 共同基金可能会将资金全部投资，不留现金。对长期股票投资者来说，持有现金对获取收益是不利的。然而大多数共同基金持有现金是出于流动性的目的。只要股票市场比资金市场工具有更高的收益率，现金就会是一种负担。当基金投资者意识到现金不利于长期收益的提高——一年支付给一个顾问 1.5% 来管理现金，基金经理们可能最终会认识到这一点。

2. 共同基金成本可能下降。不可忽略的咨询费用的降低是可能的。如果几乎不可能的话，那么，无需管理且低成本的指数基金就会一直领先。积极管理的高成本基金将意识到它们必须削减成本来降低因这些费用所造成的业绩的“减退”。当那些共同基金昏昏欲睡的领导人最终醒来，削减其过高的管理费用时，低成本也就会成为现实，如果基金经理们节省掉他们在诸如市场和广告方面的巨额费用的话——这些费用对共同基金的股东来说毫无益处，那么费用就很容易在不牺牲管理质量的前提下降低下来，我估计共同基金股东所支付的费用中有 10% 是用于支付基金投资经理和调查分析人员的工资，这些人据说有能力提供给共同基金股东所期望的收益。降低成本，空间很大。

3. 基金投资组合换手率可能会从目前的水平降下来。在过去（例如 50 年代）共同基金投资组合的换手率通常是每年 20%，而现在，平均换手率已高达每年 100%，由于换手是要付出成本的，一个试图胜过市场指数的精明经理将来会更认真地估计改变投资组合带来的影响。转手的成本很高，投资者都希望转手率尽可能低，管理策略更有效率。那么，共同基金就必须向指数基金学习，把投资观念从强调短期投机转移到注重长期投资。

降低成本，降低现金持有量，强调长期投资，可以使基金行业的收益率提高，从而减少指数的优势。但现实是仍然至少有三种可能性能加强指数的优势。

1. 共同基金成本比率上升。用以 12B－1 费用的形式表现出来的隐含的费用来代替不常用的但是显而易见的先付发行费用的这种趋势，已经造成了使上报基金支出比率提高的结果。在基金经理人缺乏降低其他费用的行为的情况下，使用 12b－1 费用的持续趋势其本身就会将支出比率抬得更高。

2. 基金投资组合的变动会奇迹般地增加，从而使基金成本进一步提高。由于市场效率从大盘股部分（已经非常有效率）向中盘、小盘股以及国际市场（表面上看很可能是）延伸，经理人可能会努力利用逐渐稀少的个别证券的错误定价，从而更为频繁地交易。

3. 基金甚至可能失去分辨各自特性的机会。股票共同基金的总资产已将近 2500 亿美元，是 1976 年 340 亿美元总资产的 75 倍。共同基金经理人现在管理着所有股票的 33%，而 20 年前才不足 2%。随着其发展，基金经理人现在只是简单地在他们之间交易，整个行业的收益不太可能有什么变化。将来，基金经理人作为一个群体，将比以前更难区分各自的优劣。

互相抵消的两种力量——一种削减指数基金的优势，另一种却增强指数基金的优势，究竟哪种能取得胜利？如今指数基金的原动力正从经验与理论两方面得到体现，它可能推进基金运作方式的改变，而我担心基金业将抵制这种必要的改变。但即使基金经理人不能经历如索尔去往大马士革路上的那种领悟，因而不能接受投资指数这一原理——但投资者会要求他们这么做，因此从自身利益着想，基金业最终会走这一步的。

第六章　类型的选择
井字游戏

最近几年，“类型纯正”已经成为投资组合经理、投资顾问和基金投资者的流行语。共同基金——有时积极地、有时不情愿地——正在更加清楚地定义它们的投资战略和投资政策。今天，个体股票基金经理感受到了一种保持其经营的组合在任何时候都能得到完全投资的压力，以及把他们自己限于一个给定的组合类型上的压力，这种组合类型说明了基金战略——例如，成长型股票还是价值型股票，或者是大型公司股票还是小型公司股票。

我们可以得出一个强有力的论据，即股票基金类型的选择——如同基金组合经理的选择——只是把戏而已。因为根本没有可靠的证据可以证明过去的基金回报是未来的基金回报的先兆。所以，几乎没有什么可以证明有任何经得起时间考验的优秀的投资类型的存在。在两种情形下，高于平均水平的回报和低于平均水平的投资回报回复到了正常水平：个体基金回报回复到了与之相对应的市场指数标准，而各种股票类型的收益回复到了整个股票市场标准（在这两种情形下，我们将讨论成本扣除之前的基金回报）。

为什么我们总是被类型所烦扰？这不是一个小问题，我们有充分的理由投资整个股票市场，甚至是建立大市值混合型（成长型与价值型混合）基金，这种基金是与大势联系最为紧密的基金（扣除成本前）。

但是，即使存在一些证据，表明某些个体的共同基金的表现具有持续性，不过更大量的证据显示，个体共同基金相关的风险存在着持

续性，而这主要是因为它们所采取的投资类型。这就证明，类型确实使得差别存在。而且，类型差别造成的影响是持续性的。从逻辑上我们得出这样的结论："风险调整"回报更有可能比由每一基金所得的总收益具有持续性。选择一个特定基金类型，可以使投资者更高程度地控制风险（例如，大型公司股票被认为它比平均基金具有少于50%的波动性，而小型公司股票则有多于50%的波动性。）

以我本人的观点，大多数投资者应该强化一种战略，即把注意力集中到大型公司股票基金，特别是混合了成长型和价值型股票的基金，作为股票投资的一种保守和温和的方式。一些投资者希望考虑其他两种选择："股票选择"基金，它没有明确的市场限制，可以从市场的某一部分移向市场的另一部分；或者是严格遵从某种特定类型标准的基金。选择特定类型基金的投资者可以反映自己的风险偏好，或者可以与一个已经存在的组合进行风险平衡。后一种情形可以称作风险控制战略。决定一个完整的投资策略是另一项重要的投资决策：不管采用哪种投资类型，选择传统的管理型基金，还是与这个投资类型相对应的指数基金方式去执行它。本章的目的是帮助人们作出明智的诀择。

6.1 玩井字游戏

让我们来观察一下孩子们通常玩的井字游戏。既使是一个天才与一个只有中等智力水平的人玩这个游戏，也没有方法获胜。每一个游戏者很容易就堵住了另一游戏者的下一步位置（图6.1给出了一个大体的图解）。当然，如果其中一个反应慢或者是没有集中注

X	O	X
X	O	O
O	X	X

图6.1　井字游戏

意力,那么他的对手可以赢取游戏。玩井字游戏的双方都不可能获胜,它完全是失败者的游戏。

有趣的是,1996 年晨星社开创的"类型等级"系统,它 9 个方格的形状与井字游戏的形状完全一致。由于它们的相似性,分析基金投资类型的"9 格"系统引出了这样一个问题:"寻找一只优秀的基金,是否和寻找在一行中连续三个 X(或者 0)的方式的结果一样?"或者,用另一种方式说:"当几乎所有的参加者至少具有平均的水平,若没有人可以持续地获胜,基金选择不也是一种失败者的游戏?"

20 年前,查尔斯·艾里斯在《失败者的游戏》一书中写到:专业的经理可以战胜市场这一前提明显是错误的。于是,标准普尔 500 股价格指数实际已成为金融机构用来衡量市场回报的唯一标准(而且甚至是指数也不是很经常地被用到)。实际上,多数机构经理们和共同基金投资组合的主角是标准普尔 500 股价格指数中的大市值股票。今天,其他的组合类型已经出现;一些基金把重点完全放在了价值型或成长型股票上,或者将重点放到中盘股票和小盘股票上。这些多样化的类型,它们所得到的收益(至少在一段时期内)和它们所包含的风险(被证明是长期一致的)是不同的。正确的作法是对处于同一类型的基金进行比较。

6.2 相互间的比较

时至今日,许多对共同基金操作的评估已经非常简化了:一项基金是怎样和"市场"相关的? 标准普尔 500 股价格指数经常被用来作为"市场"的代表,尽管它只占美国股票市场市值的 75%,而且它被占有巨大市场份额的公司所左右(它 50 只市值最大的股票占整个市场的 35%,而 6900 种"非 500 股股票指数"股票权重仅占市场 25%)。

许多基金和"市场"只是有一点点相似。类型分析者把共同基金和其他采取相似投资方式的基金进行比较,而不是和"市场"进行比较。许多年来,机构投资者通过画框架表示了这种分析方式。在这个图中,有一条代表从大到小的市场资本的垂直轴线和一条代表

从价值型股票到成长型股票的水平轴线(通常是基于市场—帐面价值比率或者是价格—收益比率)。每一数值沿着每一条轴线都有一个“X”。这不复杂,但也不是一个评估各自表现的特别简单的方式。图 6.2 给出了机构投资者一个典型的类型框架,它对一个大幅增长型股票组合(左边)和一项价值型小盘股票组合(右边)进行了比较。

让我们看一下晨星社的这个模型。它的贡献——正如它所宣称的,是“选择和指导基金的一个更聪明的方式”——是用一个 9 方格模型(正像井字)。在该模型中,每一项基金都以双重标准进行区分:垂直轴的大、中、小资本,以及水平轴顶端的价值型或成长型,水平轴的中间是混合的(两种的组合)。

该项系统的妙处在于依据风险和收益的组合,它使得对同一类型基金之间根据风险和收益情况进行量化比较成为可能。成长型大盘股票和其他成长型大盘股票相比较;价值型小盘股票和其他价值型小盘股票相比较,依此类推。依据晨星系统,每一只基金于是可以得到一个从 1(最低的 10%)到 5(最高的 -10%)评级。最高和最低的评级是很难得到的。基金中的 80% 是处于中间(45% 在第二和第五的位置,35% 在第三的位置)。

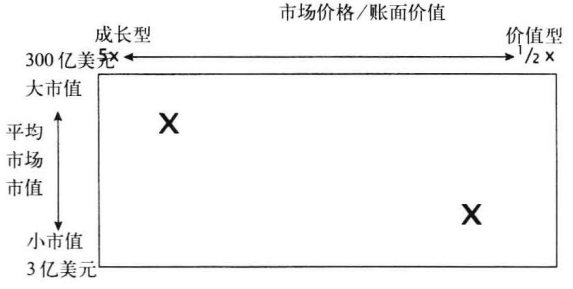


图 6.2　机构投资者的类型框

表 6.1　晨星社类型框(741 只股票基金)

	基金数量		
	价值型	混合型	成长型
大市值	100	211	58
中市值	54	84	90
小市值	52	32	60

注:1996 年 12 月 31 日所有拥有 5 年运行记录的基金。

数据源自《晨星》杂志。

表6.1是本章10个井字框中的第一个。它表明了从1997年开始的具有5年历史的741种股票基金的组合。通过它们的数据库，晨星系统对每个基金都有详细记录。当然这个分析十分重要，但不管采取何种投资类型，获得长期的高额回报无疑更重要。投资者目标是获得整个股票市场中最高比例的回报，无论是采用何种投资类型或是使用何种投资技巧。

晨星分类评级系统准确地反映了不同类型基金的回报的相似与不同之处。在本章所分析的截至1996年12月31日的5年期间里，相似性是非常明显的，只有成长型大盘基金（年收益率平均约为12%）偏离了其他组别的从13%至15%的收益率。表6.2反映了这9个类型每一个的年收益。

然而，这9类基金之间的风险差异更显著。用标准差（见第一章）作为风险的近似估计，可以看到收益在过去5年的变动率由最低的9.8%（价值型大盘基金）到最高的几乎两倍于最低值的18.7%（成长型小盘基金）。奇怪的是，虽然三类小盘基金的收益率几乎相同，它们之间的风险差异是巨大的（价值型基金11.6%，成长型18.7%），表6.3给出了风险上的差异。

表6.2 各类基金年收益率

年收益率(%)

	价值型	混合型	成长型
大型	13.8	13.2	11.9
中型	14.2	14.0	13.1
小型	15.1	15.1	15.0

注：1992－1996年

表6.3 各类基金风险

标准差(%)

	价值型	混合型	成长型
大型	9.8	9.9	12.0
中型	9.9	11.3	15.8
小型	11.6	13.9	18.7

注：1992—1996年

由于收益率相当，而风险差异很大，使得风险收益率差异很大。这儿我们还是用夏普比率，根据每百分比的变动所带来的剩余收益率（减去无风险收益率之后的收益率）的百分比数。正如表6.4显

示的那样，风险收益率差异也很大——事实上，几乎是成倍的差异——从价值型大盘基金的 1.23 到成长型中小盘基金的 0.67 和 0.69。

表 6.4 各类基金风险收益率①

风险收益率②

	价值型	混合型	成长型
大型	1.23	1.09	0.80
中型	1.20	0.98	0.67
小型	1.15	0.93	0.69

注：①1992—1996 年

②夏普比率

把风险纳入对收益率的考察中对于投资者来说很重要。为了理解这一些，看下例：设市场变动率是 10%，市场年收益率 14%，减去 4% 的假设无风险收益率，其剩余收益率为 10%，其风险收益率为 1.00。现在再考虑两家收益率同为 14% 的共同基金：基金 A 变动率高于市场(11%)，基金 B 低于市场(9%)，A 风险收益率为 0.90；B 为 1.11。如果 B 的投资者愿意承担和 A 一样的风险，他们可以借入 20% 的总投资，这样得到了 20% 的杠杆。他们的风险增加到 11%，但他们的收益率会上升到 16.8%。这样，他们的收益率就比原来的 14% 提高了 20 个百分点。这多出的 2.8% 的收益率不需要承担比 A 更大的风险。如果聪明的投资者的目标是在给定风险水平下取得最高收益率，A 显然不是一个好方案。

我想上述分析可能较复杂。下面的例子可以更容易地解释这一点：假设两基金变动率同为 10%。A 的风险收益率为 1.2，总收益率高达 16%。另一基金风险收益率 0.6，总收益率为 10%（假设无风险收益率 4%），每年 6% 的差异是无法忽略的。

因为每一类基金的平均收益率在这段时期内(1992－1996)具有相当的连续性，所以风险收益率的巨大差异反映了九个分类的市场间风险的差异。在进行投资模式分析之前，我们很难把这种差异同分市场的表现联系起来。通常，我们把这些差异归因于管理者的技巧，而不是投资的分市场不同。投资模式分析使投资者能评价管理者在他们投资领域内运用各种投资工具的能力。这九类基金的划分比较虽不能说完善，却也是我们所能利用的最好的方法了。

6.3 不太准确的比率

虽然在风险条件下考虑收益率是很基本的要求，可是夏普比率作为风险收益率的衡量多少有点不太精确。虽然各基金间的相对风险在时间上表现出连续性和一致性，但是标准差对于风险这样一个难以捉摸的概念只能是一个粗略估计。而且，在公式中赋予收益率和风险同样的重要性是不够正确的。在投资中我认为存在这样一个事实：过高比例的标准差是无意义的。但是更多比例的收益率则是无价的。风险的巨大差异是很重要的——在股票投资组合和债券投资组合有重大的差异——但是在一个简单的公式中赋予风险和收益率同样的重要性，这个代价未免太大了。因此，风险收益率就像女人的美丽只能是在情人眼中。

尽管有上述种种缺点，夏普比率仍是投资分析家们衡量风险收益率的首要指标。它相对于原始收益率可以更好描述基金的表现，还可以帮助投资者评价同种投资战略的各基金间的相对成功性。就像所有的统计数据一样，十分有用，但只有在认识到它的局限性以后。

6.4 平衡基金：风险、收益和成本

当我们按晨星系统的分类来评价各种投资模式的股票基金时，会发现什么呢？现在我要用5年间基金的收益率和标准差来回答这一问题。第一个例子是混合型大盘基金——投资于大盘的既有价值性又有成长性公司股票。在晨星公司分析的741家基金中，这一类有211家——几乎是其他类的两倍——他们持有国内股票基金总资产的40%（根据晨星公司1996年末数据，占美国基金总资产1.2万亿美元中的4500亿，）。因此这也为我们的分析提供了坚实基础。

表6.5中是混合型大盘基金的风险和收益。211家基金根据5年的总收益率分为四小类。虽然从下至上，收益率在上升，但衡量风险的标准差却几乎相同。风险收益率以相似的比率上升，从0.74到1.37——整整63个百分点，差异达到了惊人的85%。而且这一结

果具有代表性。9类中7类(除了价值型小盘基金和成长型中盘基金)都有稳定的不随收益率波动的风险。因此,最高的风险收益率总是属于最高总收益率的基金。

表6.5 大型市值混合型基金(按收益率大小分组)

收益率组别	五年总收益率	五年风险	风险收益率
第一组(最高)	15.9%	10.1%	1.37
二	14.1	9.8	1.22
三	12.6	9.7	1.04
四(最低)	10.2	10.0	0.74
平均	13.2%	9.9%	1.09

但是如果风险不能解释收益率的差别,那什么可以呢?是管理者的技巧、运气还是别的更实在的因素?其中一个因素就是基金成本。而且对于任一给定基金这一因素很难改变。

因此,我把基金按成本分成四组。成本率最低的构成第一组,最高的是第四组。结果不出预料——不管对于专门研究投资回报率还是有实践经验的人来说——成本是关键因素。事实上,这组里最低成本率的基金有最高的净收益率。同时,他们承担了几乎相同的风险,因而有更高的风险收益率。表6.6是根据成本分组后的数据。

表6.6 混合型大市值基金(按成本大小分组)

收益率组别	五年总收益率	五年风险	风险收益率
一(最高)	14.2%	9.8%	1.23
二	13.8	9.9	1.12
三	12.5	9.9	1.03
四(最低)	12.3	9.9	0.99
平均	13.2%	7.9%	1.09

我们现在讲到了重要之处。因为风险稳定、高回报率是和低成本直接相联系的。在混合型大市值基金这一类中,最低成本基金的风险收益率(1.23)比最高成本基金的0.99高出了24个百分点。成本显然是一个重要因素。

还有另一种方法来观察成本与收益率间关系。如果我们对这211家基金的收益率和成本率作一预计回归来测量二者间依赖性的话,斜率是-1.80。成本率每提高1个百分点,净回报率会下降1.8个百分点。直觉告诉我们,一个百分点的成本率提高应降低一个百分点的收益率。但事实上降低了不止一个百分点。虽然这其中原因

还不清楚，一个解释看起来有点道理：高成本的基金有更高交易额，而证券交易本身有巨大的成本。

根据表6.6的结果，很自然我们可以把成本率加上净收益率来观察毛收益率的相似性。又一次，这次也许不会让我们大吃一惊，毛收益率在各组间几乎相等，虽然最低成本的基金的收益率稍高（见表6.7）。

表6.7 大型市值混合型基金——净收益率和毛收益率

收益率组别	五年总收益率	成本比率	五年毛收益率
一（最高）	14.2%	0.5	14.7%
二	13.8	0.9	14.7
三	12.5	1.1	13.6
四（最低）	12.3	1.7	14.0
平均	13.2%	1.1	14.3%

这个例子进一步证实我的理论：成本是决定基金间相对收益率的关键因素。这一事实不仅适用混合型大盘基金，而且适用于其他投资模式的基金。所有基金的回归倾斜率是－1.30，比混合型大盘基金的斜率稍低，这意味着，每一个百分点的成本减少1.3个百分点的收益。为何高成本的基金的管理者选择股票的技巧如此之低，还不得而知。

下一个问题是：这种收益率和风险的关系在其他投资模式基金中适用吗？回答是：适用——相当好用。数据6.8给出了最高成本基金与最低成本基金的风险收益率差别，其中以各投资类型的基金平均风险收益率作为标准。举例说明，在混合型大盘基金中，低成本基金风险收益率高于均值14个百分点，而高成本基金低于均值10个百分点，两者相差24个百分点。

表6.8 相对风险收益率

低成本基金

	价值型	混合型	成长型
大型	+0.19	+0.14	+0.09
中型	+0.35	+0.13	+0.13
小型	+0.03	+0.04	+0.01

高成本基金

	价值型	混合型	成长型
大型	－0.34	－0.10	－0.13
中型	－0.25	－0.27	－0.12
小型	－0.07	+0.11	－0.04

注：利用晨星公司分类的各类基金的收益率和风险

相对风险收益率在各矩阵中所表现出的一致性是很有说服力的。在每一格里，低成本基金都有高于平均水平的风险收益率，高成

本基金里除了一格之外都低于平均水平。这一例外是混合型大盘基金，其高成本基金有着比低成本基金更高的风险收益率（+0.11，+0.04），这一类是基金样本数最少一类——32 家——因此其统计数不够可靠。

这些数据的意义很清楚：不管投资者寻求哪一种模式，如果他不考虑把自己的选择限制于低成本基金，并避开高成本基金的话，他会为自己的错误付出代价。共同基金的成本比率会定期在主要报纸金融版，金融期刊和像晨星这样的基金评价服务中心发布。这些比率也被要求在基金定期报告中披露。

在共同基金世界里，根据一个非指数基金过去的业绩来预测它的相对收益率（更别提绝对收益率）是愚蠢的游戏——一般来说，对比其他基金这是一个零和博弈，对比市场指数这是一个负和博弈，这一点在下文有论述。在绝对指标基础上，投资是一个正和博弈，就是说，长期内，金融市场会带来正的回报率。然而不幸的是，过去的数据几乎是我们所拥有的一切。

对于那些愿意了解这些数据的人，我们有成本方面数据供之参考。而且未来成本费用率不像相对收益率那样，还是可以很好预测的。我们现在已有一个肯定的结论——成本至关重要。它对于股票基金很重要，对于债券基金（见下章）更重要，而对于货币市场基金，它几乎意味着一切。在前文论述中我们已看到其作用有多大——事实上，它是引起差异的主因。

6.4.1 指数基金：风险、收益和成本

为什么你不完全根据成本决定一切的理论来行动呢？今天市场中的最低成本基金无疑是指数基金，因此为何不在九类基金中每一类都只买指数基金呢？这个问题并不突兀，也不失其一般性。

表 6.9 指数基金对比管理基金：风险和收益（百分比）

指数基金收益的增加

	价值型	混合型	成长型
大型	+2.8	+1.9	+1.4
中型	+2.9	+1.5	-0.4
小型	+3.1	+0.6	-2.8

指数基金风险的减少

	价值型	混合型	成长型
大型	-0.9	-1.3	-2.5
中型	-1.3	-2.0	-4.5
小型	-2.8	-3.2	-4.8

表 6.9 是各类基金中股票基金和指数基金的风险、收益比较。

在大市值的这三类中指数基金(标准普尔指数/Barra)是实践中存在的,而中小市值这六类中指数基金是根据分布指数在理论中建立的(回报率=指数增长率-0.3%的成本费用率),其指数依据是弗兰克罗塞尔指数。表6.9反映了它们在风险和收益上的差额。

总结一下比较结果:指数基金平均收益率比管理基金高1.4个百分点——15.1%对13.7%。9类中有6类,消极管理型指数基金超过了积极管理型的股票基金的平均收益率;有两类,二者几乎相等,只有一类(成长型小盘基金,样本数60),股票基金表现更好。

但是管理型基金所承受的风险却远远高出:管理型基金11.9%,指数基金9.7%。(成长型中小盘基金承担特别多的额外风险)。所有的741家基金的平均风险高出指数基金23个百分点。

结果是指数基金风险收益率为1.23,而普遍基金则为0.99——超过了24个百分点。正如表6.10中反映的,这一结果具有高度的一致性。相对风险收益率如此有利于指数基金,足以粉碎那些积极型管理者对市场最乐观的期望。

这一结果只有一个例外。成长型小盘基金在特定的5年里,积极型管理能克服成本上的劣势而超过指数的表现。然而,其样本数的较少(60),或者数据来源的特定时间,也可能导致数据的异常。

总的来说,差别程度如此之大,数据如此一致,以致于高成本积极管理型基金失去了意义。事实上,这些数据很难让人置信,但我们经反复验证,它们是无误的。

举例说明,价值型大盘基金两者相差+0.31,分别为1.54和1.23,为了不让这一差距被轻易忽视,考虑一下这0.31的含义。首先,假设指数基金A和管理基金B有相同的标准差10%。第二设无风险收益率4%。结果:A总收益率19.4%,风险收益15.4%,B风险收益12.3%,总收益率16.3%,这可是一个可观的差距(3.1%每年)。而造成这一差距的主要原因是指数基金的低成本费率和低证券交易费用。另外,指数基金还享有税收上的巨大优惠。

表6.10中的矩阵似乎推翻了很久以来深入人心的观念——指数基金只适用于价值型大盘股票。根据这些数据,这一观念似乎是错误的。在根据市值分类的三大类中每一类指数基金都有更高的风险收益率。事实上,随着市值降低,这一优势还有所增大。各类基金

的风险相同,指数基金的多余收益率不断增加,大盘,+3.6%,中盘,+4.2%,小盘,+4.4%。表6.11数据显示,指数基金的回报率因为风险相同而比管理基金高。

表6.10 指数基金与管理基金的风险收益率比较

	成长型	混合型	成长型
大型	+0.31	+0.22	+0.18
中型	+0.35	+0.29	+0.16
小型	+0.46	+0.19	-0.06

表6.11 平衡风险后的指数基金回报率

	年回报率①	标准差	风险收益率
大型:			
管理基金	12.9%	10.5%	1.0
指数基金②	16.5%	10.5	1.2
指数基金优势	+3.6%	0	+0.2
中型:			
管理基金	13.8%	12.3%	0.9
指数基金②	18.0	12.3	1.2
指数基金优势	+4.2%	0	+0.3
小型:			
管理基金	15.1%	14.7%	0.9
指数基金②	19.5	14.7	1.1
指数基金优势	+4.4%	0	+0.2

注:①1991/12/31——1996/12/31

②指数基金的回报率是在平衡了管理基金风险后调整后的收益率。原始数据为:大型15%,9%,中型:15.2%,9.7%;小型:15.3%,11.1%。

这一模型——这些显著差异——一定会使那些不太注意共同基金数据的人惊讶不已。只要我们这5年期限能被认为合理,那么是晨星评级可能是自1975年标准普尔指数基金建立以来对指数基金的最大推动和宣传。

6.5 上帝、帕斯卡尔和战争游戏

彼得·伯恩斯坦在其名著《反对上帝》中讲了这样一个故事,帕斯卡尔,概率论之父,把上帝存在问题演变为概率游戏:“掷硬币,你

选哪一面:正面(存在)还是反面(不存在)。"如果你赌上帝存在,你会过着神圣的生活并放弃少许享乐的诱惑,而这就是所有你会失去的东西;如果你赌上帝不存在,你不去抵制诱惑,最后你输了,那么你的罪恶生活会让你永远受罚。结果要比可能更重要。

转向证券市场,伯恩斯坦继续说,如果你相信市场有效(而且你是对的),最好的战略就是买指数基金。如果你相信它有效(而且你错了),你会得到市场收益率,但一些积极管理基金可能会胜过你。但如果你赌市场无效而且你错了,表现比不上积极管理基金的结果是很痛苦的。总之,你赌市场无效比赌有效风险更大。

在共同基金业,这也是投资模式分析的基础。不管你寻求哪种模式的基金,你应看重低成本基金避开高成本基金。而且,最好的赌注就是指数化。指数基金另一好处就是严格遵守其投资模式,我们不能保证成长型小盘基金经理会把他的投资选择限制在成长型小盘股票。但成长型小盘指数基金就一定只投资于成长型小盘股票。把你的股票组合与标准普尔指数建立起指数化关系是比强调某种投资模式更简单的程序。一个更保守也更安全的选择就是把你的组合与整个市场建立指数化关系。

如果,由于高成本的原因,投资于共同基金是一个(相对而言)失败的游戏(在长期的绝对水平上是一个胜利者的游戏),它不是和另一种游戏——全球战争中各军队间的博弈十分相似吗?我用1983年的电影《战争游戏》中的一个例子以类比方式回答这一问题。

让我们假设我们正在诺拉德(NORAD)的指挥部里,我们的将军在设防避免即将到来的全球核战争,这是由一个侵入美国安全系统的黑客所引发的。这位黑客说他能解决他所引起的问题,因为没有别的办法,将军们同意他一试。他在美国空军防御系统电脑上编入一种井字游戏的程序。通过高速计算后,电脑意识到任何一方都无法胜利,电脑屏幕变成空白。战争停止了。这时电脑屏幕上显示这样一行字:"一个奇怪的游戏,要取胜就是不要玩这个游戏,来盘棋怎么样?"

对于共同基金经理来说考虑这一点很合适的,他们用尽自己的智力、学识和能力——并凭借计算机的巨大帮助——投身于相互间竞争,持有最好的股票,抛弃最差的,都希望能在业绩上战胜对方,并吸引最多的资金来管理。想一想那些没有参与这场游戏的基金——

指数基金，可能正在为他们的投资者挣取更多的资本。因此，很自然要问：投资管理游戏就像全球战争游戏一样会成为失败者的游戏吗？本章的证据可以给出最有力答案是："是的"。

6.6 时间能说明一切

由于市场和基金的回报无时无刻都在变化，而数据的提供者为更有利于其研究的课题，往往尽其所能来选取所分析的时间段，因此正如所有投资者知道的那样，任何有关基金回报的分析都是依赖于一定时间段的。尽管如此，我在本章中的分析仍尽可能做到公平和客观。我精心选取了从 1992 年至 1996 年 5 年间的数据，而没有选择截止 1997 年或 1998 年的最近 5 年的数据，因为标准普尔 500 指数的回报与基金平均回报的相关性在早期是相当低的。在本章中我的目标是尽可能地减少任何较大的偏差。

至于时间段的长度，我选择了 5 年。因为选取较短的时间段（例如 3 年）无法满足需要，而选取较长的时间段（例如 10 年）则会在研究中减少近一半的基金数量，导致样本的可靠性降低。因此，坦率地说，尽管在 5 年这一时间段内，有 2 年市场不景气，3 年保持好的势头，即 5 年并不能完全代表市场长期的走势，但在强势的股票市场中，我们只能选取 5 年这一时间段。虽然，标准普尔 500 指数 5 年内的平均回报不仅在三个可能的时间段（3 年、5 年和 10 年）之中是最低的，而且这个时间段的回报与同期证券投资基金平均回报的差别也是最小的。下表比较了 3 年、5 年和 10 年三个时间段的相关回报。本章所介绍的数据分析方法值得在别的时间段和不同的市场条件下进行验证。

表 6.12 标准普尔 500 指数回报与证券投资基金平均回报比较表

时间段	标准普尔 500 指数回报	证券投资基金平均回报	指数相对回报
3 年	19.7%	15.4%	128%
5 年	15.2	13.7	111
10 年	15.3	13.3	115

注：截至 1996 年 12 月 31 日

第七章　关于债券
淡出江湖

债券投资基金可以充当重要的角色。这种基金使投资者在降低风险的同时，得到投资分散化（有100多种债券）的额外收益。债券投资基金由专业人士管理，拥有高质量、高投资评级的债券投资组合，大多提供特定的期限结构层次，从短期（1至3年）到长期（10至20年，甚至更长）的各种期限，使得投资者可以在预期收益与所能承受的风险间进行平衡。债券投资基金以其小额购买和清偿等方式为投资者提供相当大的流动性，部分基金以适当的成本提供这种服务，当然大多数基金没有这样做。这在一定程度上使得在共同基金中曾火爆一时的债券投资基金对投资者失去了吸引力。

债券投资基金的涨跌起伏无疑是共同基金历史上最令人迷惑的部分之一。那些往事提醒我们，一直被视为有效的有关共同基金分散化投资和专家管理的原则，实际上在冲抵过度的成本负担后无法向投资者提供合意的回报，这也勾画了一幅众多固定收益基金的管理人自以为是和自不量力的嘴脸。

令人惊讶的是，在最近的1993年，债券投资基金似乎成为共同基金市场中规模最大的组成部分，其资产总值达7600亿美元，而同期股票投资基金为7490亿美元，货币市场基金为5653亿美元。实际上，债券投资基金早在7年前的1986年就已达到其最高峰，当时资产总额为2600亿美元的债券投资基金规模超过资产总额1600亿美元的股票投资基金达60%之多。

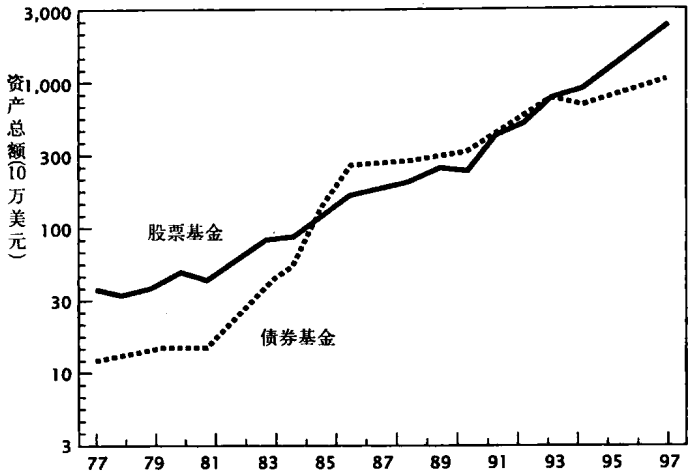


图 7.1A　债券基金和股票基金资产总额

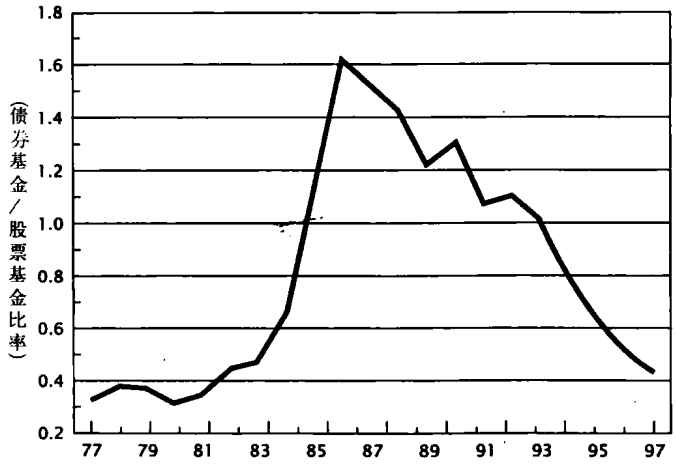


图 7.1B　债券基金与股票基金资产总额比较

1986 年后，股票和债券市场承接 1982 年起发动的大牛市，双双恢复了上升的态势。在景气的股票市场中，基金投资者对回报表示满意(年回报率 17.7%)。表现良好的债券市场同样给债券基金的投资者带来了丰厚的回报(年回报率为 8.6%)。但这与股票投资基金的回报相比，还有一定的差距，这一差距也导致了两者资产总额的差距在 1998 年初达到了 60%，债券投资基金的资产总额为 1 万亿

美元，而股票投资基金为2.4万亿美元。

但是，债券市场表现与股票市场的差距只是导致一度辉煌的债券投资基金严重衰退的两大相关因素之一。另一个因素是：就整体而言，债券投资基金无法向投资者提供与基金本身在债券市场上所获收益相对应的回报。

图7.1A显示了高速成长的股票投资基金资产总额和发展缓慢的债券投资基金资产总额。图7.1B则显示了债券投资基金与股票投资基金相对重要性比较的戏剧性的涨跌变化。当股票市场的环境一旦趋于谨慎，那么债券投资基金的回报可能就会比股票投资基金更具有竞争性。但是，除非债券投资基金业改变其方式，并给予基金持有人公平的待遇，否则债券投资基金会逐渐被人淡忘。

7.1 麻烦缠上了公司

并非只有我，而是有一群人对现今的债券投资基金表示忧虑. 不止一位投资专家与我有相同的意见，例如曾经在七八十年代就职于Magellan基金管理公司，以伟大的股票投资者而著称的彼得·林奇。在1993年会见Barron's时，他公开支持我对股票指数基金的信念，同时他也回应了我对债券投资基金的疑惑。“它们在存续期内的效果使我感到迷惑，”他说，“债券投资基金的收益被单个债券的收益超过，有时每年差不多有2%的差距……基金存续期越长越糟糕，专家管理的花费超过了其好处，这种花费得从基金中扣除。”

他的观点是：“由于美国政府长期国债或Ginnie Mae凭证的收益每次都相同，因此基金管理人很难从中分出优劣。”

7.2 什么是“类商品”

我使用“类商品”来定义与回报方式密切相关的个人证券这一投资种类，最典型的例子就是美国政府长期国债。每次发行都由美国政府的完全信用作担保；每次都有较长的期限；每次都有一个类似的持续期限。因此利率水平的变化影响每一次的发行。具有投资级别的短期公司债券与之有着相同的特征和回报方式。投资多样化的

GNMA 证券(由政府国民抵押委员会发行,以贷款,抵押证明和美国政府信用作担保)同样有着相同的特征。以上每一个例子都适合代表众多债券类型的"类商品"的定义。

但我认为,彼得·林奇有些言过其实。债券投资基金是适合投资者某些要求的。与债券本身不同的是,债券投资基金通常维持相对固定的存续期限,这时投资者能够选择合适的期限(短期、中期或长期),并持有相对稳定的时间。尽管确有一些称职的专业债券基金管理人很出色,但只有一小部分人才能使其服务与付出的成本相匹配,以证明其提供的组合管理技术是有效的。

虽然如此,彼得·林奇展示出了一个简单的投资真理:在包含"类商品"证券的高度有效的市场中,对于最出色的资金管理者而言,要获得高额的利润是非常困难的,即使在扣除成本之前。因而,对于管理者而言,在扣除基金成本之后,要向基金持有人提供与市场回报相匹配的基金回报在实际上是不可能的。当成本过高时,回报会严重不足。

基金的费用对债券投资基金的回报产生了很大的影响。例如,最近五年间,普通的公司债券投资基金的回报以平均每年 1.5% 的差距落后于公司债券市场的回报。而且,这一与市场回报的不均衡本身还引人注目地包含着另一个重要的不均衡。那就是这 1.5% 的缺口包括不收费债券投资基金 1.3 个百分点的缺口和规模更大的收费基金 1.8 个百分点的缺口(front - end loads 或每年隐藏的 12b - 1 费用)。在政府债券市场和市政债券市场存在着相同的问题。(见表 7.1)

表 7.1 1992 年至 1997 年债券投资基金与债券指数的回报

		基金平均回报		相对指数亏损	
	指数	不收费	收费	不收费	收费
公司债	8.2%	6.9%	6.4%	-1.3%	-1.8%
政府债	7.9	7.2	5.4	-0.7	-2.5
市政债	6.4	6.0	5.3	-0.4	-1.1

注:对于公司债、政府债和市政债每一种市场指数而言,回报是以雷曼兄弟公司短期、中期和长期指数的平均数计算的。公司债、政府债和市政债基金回报反映了短期、中期和长期基金占相同权重时的情况。

面对这种不同成本结构的情况，彼得·林奇指出："有关债券投资基金另一方面令人不解的问题是，为何人们愿意为了进入债券基金市场而支付销售费？（我同意，当他 1993 年撰写《击败华尔街》时，这的确有些不正常）"然而他并不是真的困惑了，此问题迅速将他的思路引导到"彼得第五原则：不用为马友友在收音机中的表演支付报酬"。我们再一次赞同。显然，在没有基金公司董事会、基金管理人甚至投资者怀疑的情况下，至少有 3/5 的债券投资基金会收了销售费而从未被追究。其实，基金持有人拥有的债券投资基金资产总额的 3/4，他们以入场费的形式支付销售费用，按照规则，这是不应该的。

7.3 一个典型的例证

我只援引一个有关成本影响收益的例子，这个例子来自于最有效率的债券市场：短期政府债券市场。这种类型基金的年费用比率平均为 1.03% 。费用比率的变动范围很大，从不收费基金的 0.69% 到收费基金的 1.49%（它们的费用比率中不包括最初的手续费用）。为了更清楚地说明这一点，让我们设想：对一般的不收费债券基金，美国 2 年半的国债的 5% 的收益率中有 13% 被成本抵消；对一般的收费基金而言，这种抵消率达到 29%。那种费用简直可以解释为没收财产。

如果说，国债的收益率为 5%，基金的成本为 1.5%，则其净回报为 3.7%。如果要将净回报提高到 5%，则需要基金管理者另外获得 1.5% 的回报——也就是说，要比原来提高 40%。一个共同基金的管理者能够将短期国债组合的收益率提高 40%，提高到足够抵消成本，满足市场要求的回报率的可能性有多大？如果你说有 1:10000 的可能性，那我要问：你能找到这样的管理人的可能性又有多大？看起来这不需要打赌。但是高成本的短期政府债券基金非常普遍，有的甚至还需支付发行费。

情况甚至更糟，一些基金不愿提供市场回报率，它们溢价买入政府债券，实际所公布的收益并没有提摊溢价（它们现在必须剔除溢价的影响，公布 SEC 收益）。这样做的结果是，现在提供高收入，当

溢价债券到期时，投资的资产最终遭受损失。再看一个更可怕的例子，拥有 10 亿美元资产的某基金，其净资产的价值从 1991 年的每股 10.19 美元下降到 1998 年的每股 8.62 美元——该基金股东投资的是由政府保证的“非常安全”的短期债券，结果损失达 15%。

这些发生在基金管理业的反面例子使人们注重成本 - 费用比率及手续费对收益的影响。所有的债券基金不是生就平等的。债券指数基金不同于积极管理的基金。低成本基金也有别于高成本基金。不同的基金管理者拥有不同的技能。总之，一些基金让投资者支付得过多，而其它的则比较公正地对待投资者（所占比例很小）。结论很明显：成本很重要。

7.4 成本很重要

为了考察成本的重要性，让我们研究成本削减收益的程度，研究的对象是四种大规模的多样化的债券基金，每一种基金的投资政策都是投资于有明确的到期日并且信用度高的债券。四大债券基金分类为：(1)长期市政债券；(2)短期美国政府债券；(3)中期美国政府债券（包括 GNMA）；(4)中期一般债券（多为投资级企业债券）。总之，我们的研究包括了 448 个基金，占晨星社所公布的基金总资产的 60%，这是很有代表性的样本。

结果是一致的，统一的。这四种分类中的三类，其低成本类超过高成本类的收益部分约等于两者的费用比率差异。也就是说每一个类别拥有相同的总收益，净收益的差异主要在于成本差异。在第四类中，低成本的收益仅稍高于高成本的收益，但是高成本基金所持有的证券组合从每一个方面看都包含较高的风险。在每一类中，主要通过三个因素衡量风险。

(1)持有期，用这个因素衡量基金对利率风险的敏感程度时要比平均到期日这个指标有效。

(2)波动性，用来衡量某一债券基金的月收益相对于平均应税或免税债券基金的波动程度。

(3)证券组合的质量，使用标准普尔的评级服务中心的标准。[投资级债券的级别从 AAA（最高）到 BBB（最低）。]

一般说来,最低成本的组合拥有最短的持有期,最小的波动性,最高的组合质量。它们不仅提供最高的回报,组合所面临的风险也是最低的。债券基金投资者不能忽视这条信息。

7.4.1 长期市政债券

首先,分析一下高质量的市政债券。我首先考察所有此种类型的基金,使用晨星社提供的5年收益情况。这种基金共有92支。图7.2的散点图描述了每支基金的年收益率(纵轴)及年费用比率(横轴)。为了便于说明,我假定了一支市政债券指数基金,并考察0.2%的年费用比率对它的影响。

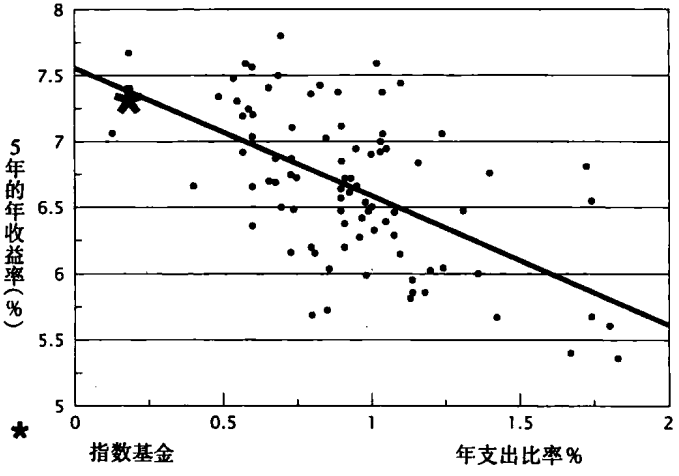


图7.2 长期市政债券基金(1997年12月31日到期的5年期)

明显的结论是:成本上升时收益下降。实际上,如图7.2的趋势线所示,成本每降低一个百分点,收益平均上升1.04个百分点。可能是高成本基金的管理者不如低成本基金的同行精明吧。但有一点可以肯定,长期市政债券收益差异的主要原因是成本。

将基金分成四类,从最高成本到最低成本,通过表7.2我们可以看出低成本与高收益的直接关系。低成本类基金的费用比高成本类要低0.9%,而收益要高出0.9个百分点。还有一点很明显,两类基金的总收益则是相同的(7.7%)。低成本的优势在于只比长期免税

债券市场少提供收益6%，而高成本类则为18%。假定的低成本指数基金的费用只占收益的3%，这一点很难做到。

波动性、组合质量及持有期的差异是否有可能造成这种结果呢？一般长期市政债券基金存在的持有期及波动性的差异有利于低成本基金，但这种差别是细微的。如表7.3所示，它们的证券组合中，低级别的债券所占的比例是最小的。明显的结论是，在风险几乎不变的情况下，低成本的长期市政债券能获得较高收益。

指数基金的净收益是最高的，并且其风险也是最低的。我们无法获得关于指数基金波动性的数据，但我们知道其持有期是最短的，组合质量是最高的，只有4%的债券是A级以下的，这是非常突出的。

表7.2 高质量长期市政债券基金：收益与成本

成本分类	5年净收益	费用比率	5年总收益	成本抵消的收益
第一类（最高成本）	6.3%	1.4%	7.7%	18%
第二类	6.7	1.0	7.7	13
第三类	6.9	0.8	7.7	10
第四类（最低成本）	7.2	0.5	7.7	6
指数基金①	7.4%	0.2%	7.6%	3%

注：①莱曼10市政债券指数减去假设的0.2%的费用比率

表7.3 高质量长期市政债券基金：风险特征

成本分类	持有期	波动性	质量			
			AAA	AA	A	<A
第一类（最高成本）	8.5年	1.20	66%	15%	7%	12%
第二类	8.0	1.10	58	16	12	14
第三类	8.1	1.13	56	20	9	15
第四类（最低成本）	8.0	1.11	60	20	10	10
指数基金	6.9年	NA	54%	27%	15%	4%

数据源自《晨星》杂志

注：相对所有各种期限的市政债券。

7.4.2 短期美国政府债券基金

接下来我们来研究短期基金，以美国政府债券基金为例。图7.3展现了此类基金（100支）的成本与收益。

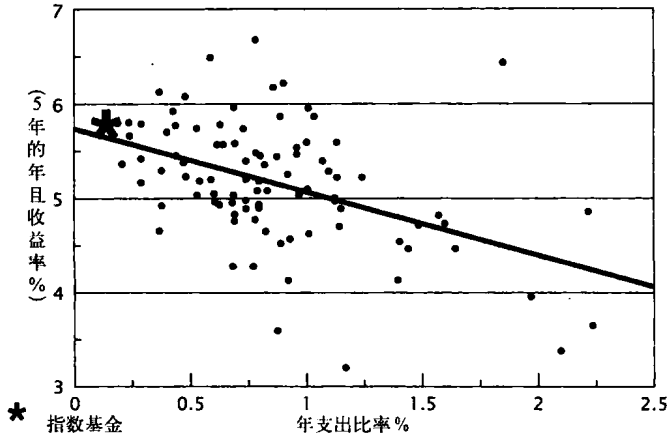


图 7.3 短期政府债券基金(5 年绩效截至 1997 年底)

我们得出了相同的结论:成本下降时收益上升。趋势线表明成本每下降 1%,收益上升 0.9%。有一些原因可以解释为什么收益的提高低于 1 个百分点。我们先将基金按成本分类(表 7.4),然后来加以说明。注意指数基金将是一个强有力的竞争对手。

表 7.4 短期美国政府债券基金:收益与成本

成本分类	5 年净收益	费用比率	5 年总收益	成本抵消的收益
第一类(最高成本)	4.5%	1.6%	6.1%	26%
第二类	5.1	0.9	6.0	15
第三类	5.2	0.7	5.9	12
第四类(最低成本)	5.5	0.4	5.9	7
指数基金	5.8%	0.2%	6.0%	3%

最低成本基金的总收益为 5.9%,扣除费用比率 0.4% 后的净收益为 5.5%。高成本的总收益要高一些,达到 6.1%,但扣除 1.6% 的费用比率后为 4.5%,比前者低一个百分点。

低成本与高收益之间仍旧存在直接的关系。问题在于:你会选择那些投资于短期政府债券,但需从你的收益中拿走的基金,还是,选择投资相同的债券,但只留取 7% 收益的基金?也就是说,你愿意赚取市场回报的 93% 还是 74%。

结论是,收益不是要考虑的唯一问题。我们可以假设在政府短期债券这种资产上,其它方面的问题都是相同的。但我们至少要考

察在风险方面的差异——持有期，波动性及质量，如表7.5所示。

有一些值得注意的东西：低成本基金不仅提供最高的回报，其面临的风险也是最低的，这一点我们可以用持有期（指数基金的持有期与其它基金相同）和价格波动性衡量。。由于我们考察的是短期美国政府债券基金，因此基金所持有的大多数证券是信誉高的美国政府债券，虽然只有指数基金持有100%的政府债券。成本降低带来的风险的稍稍下降可以解释1%的成本削减不能带来相同的收益提高。这也表明，高成本管理者在试图提供高收益时承担了高风险。

低成本短期政府债券基金——及低成本的指数基金可以使你有利可图。它们提供了最高的收益及最低的风险。

表7.5 短期美国政府债券基金：风险特征

成本分类	风险特征		质量	
	持有期	波动性	政府	企业
第一类（最高成本）	2.3年	0.69	92%	8%
第二类	2.4	0.70	95	5
第三类	2.4	0.58	99	1
第四类（最低成本）	1.9	0.53	97	3
指数基金	2.3年	NA	100%	0%

7.4.3 中期美国政府及GNMA 基金

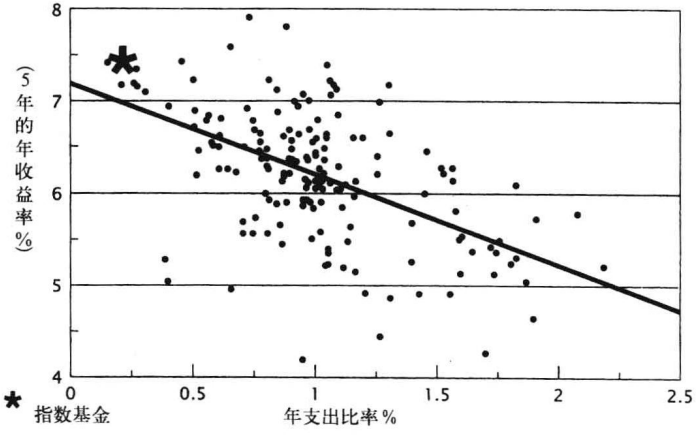


图7.4　中期政府债券基金

让我们再来考察中期基金。我们有关中期政府债券和 GNMA 基金的成本与收益研究是我们理论的最佳的实验(长期以来,它们的收益基本一致。而晨星社也是将它们合并成一类,由 169 家基金组成。)。现在,这种成本与收益的模式我们已经熟识,但还是让我们再看一下图 7.4。

在这个例子中,成本每降低一个百分点,收益上升 1.10%,这与我们先前对于长期和短期的债券的研究是相同的。这些证明了我们的中心思想:无论何种期限的债券,其成本和收益是密切相关的。表 7.6 可以加以说明。低成本类与其它三类的总收益(7.2%)是相同的,但却能获得高出 10% 的净收益(6.6%)。指数基金的表现又是最突出的。

表 7.6 中期美国政府及 GNMA 基金:成本与收益

成本分类	5 年净收益	费用比率	5 年总收益	成本抵消的收益
第一类(最高成本)	5.4%	1.6%	7.0%	23%
第二类	6.2	1.1	7.3	15
第三类	6.3	0.9	7.2	13
第四类(最低成本)	6.6	0.6	7.2	8
指数基金①	7.2%	0.2%	7.4%	3%

注:①莱曼 GNMA 美国财政加权指数,减去假定的 0.2% 的费用比率。

表 7.7 中期美国政府债券及 GNMA 基金:风险特征

成本分类	风险特征		质量	
	持有期	波动性①	政府	企业
第一类(最高成本)	4.5 年	1.18	95%	5%
第二类	4.7	1.06	90	10
第三类	4.2	1.04	97	3
第四类(最低成本)	4.5	0.98	90②	10
指数基金	3.4 年	NA	100%	0%

注:①与各种期限的应税债券基金相关

②这一类中的 42 支基金中,25% 是 100% 的投资于政府债券,较低的 17% 使平均值降为 90%。

不论哪种类别其总收益是相同的,净收益出现差异的原因是成本的不同。如果考虑风险差异的话,最低成本基金的风险是最小的。

高成本基金的平均持有期与低成本中期政府债券基金相同,但低成本基金比高成本同类基金的波动性低 20%。指数基金的持有期比一般债券基金低 20%,而投资组合几乎相同。因此,当持有期、

波动性及组合在同一个水平上的时候，成本起主要作用。指数基金在风险与收益方面的表现都很突出。

7.4.4 中期公司债券基金

以下的例子传递了相同的信息。对中期公司债券基金来说，不管成本如何，净收益的表现基本一致，虽然低成本基金对投资者的回报相对要高。指数基金的表现自然又是出类拔萃。低成本给指数基金带来高回报，它只持有投资级的债券，评级都不低于 BBB。

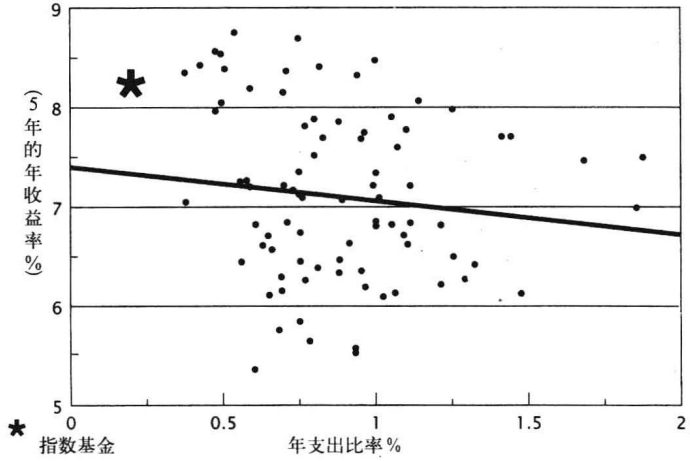


图 7.5　中期公司债券基金(5 年绩效截至 1997 年底)

如图 7.5 所示，收益成本线向下倾斜，但同先前的例子相比，要平滑一些。1% 的成本降低可以带来 0.3% 的收益提高。

表 7.8 可以加以详细说明。低成本类提供的收益要高出 0.2 个百分点，为 7.3 比 7.1，其成本为 0.6%，比高成本类低 0.7%。

表 7.8 中期公司债券基金：收益与成本

成本分类	5 年净收益	费用比率	5 年总收益	成本抵消的收益
第一类(最高成本)	7.1%	1.3%	8.4%	15%
第二类	7.2	1.0	8.2	12
第三类	7.3	0.8	8.1	10
第四类(最低成本)	7.3	0.6	7.9	8
指数基金①	8.2%	0.2%	8.4%	2%

注：①莱曼(5－10)投资级指数，减去假定的 0.2% 的费用比率

高成本管理者如何抵消其高额成本？难道是他们的高费用赋予了他们管理才能？还是他们为了高收益而承担了高风险？表7.9回答了上述问题：这些基金风险较高。

表7.9表明成本每提高一些，管理者无一例外地承担了更高的风险。他们想提供比较有竞争力的回报，但考虑到高成本，他们只有承担较高的风险。这种明显的关系虽未披露，但确是存在的，表现在较长的持有期，高的波动率，证券组合的低质量。最低成本组合（83%的政府债券和A级公司债券，9%是低于BBB级的债券）与最高成本组合（57%的政府债券和投资级债券，19%的低于BBB）有较大的差异。成本与收益之间明显的关系被成本与风险之间的关系部分地抵消了。这种此消彼长的关系在公司债券基金中表现得最明显。然而低成本基金承担较低风险，却能提供较高收益。数据提供的有关公司债券指数基金的信息是很惊人的。其附加值一方面得益于低成本，也归因于适度的持有期（5.4年，相对管理基金的4.5年）及稍高的信用风险（没有政府债券，但也没有债券低于BBB评级）。实际上，公司债券基金中包含大量的企业——政府基金，指数基金表现突出不仅是因为低成本，也来自于其专门投资于公司债券这种理念所带来的收益积累。

表7.9 中期公司债券基金：风险特征

成本分类			质量			
	持有期	波动性①	政府	AAA－A	BBB	＜BBB
第一类（最高成本）	5.2年	1.14	21%	36%	24%	19%
第二类	5.1	1.08	34	36	18	12
第三类	4.8	1.04	42	33	15	10
第四类（最低成本）	4.6	0.99	49	34	8	9
指数基金	5.4年	NA	0%	70%	30%	0%

注：①与各种期限的应税债券基金相关

7.5 管理者的技能

我们对债券基金成本与收益关系的分析得出如下结论：成本起关键作用。但成本不是影响收益的唯一因素。如果是唯一因素的

话,前面的三张散点图将不会呈现不同的态势。实际上,相对于趋势线的离中趋势若用 R2 衡量(R2 衡量基金的两个因素之间的相关性。在这个例子中,投资支出的平均水平是收益平均水平的 0.36 或 36%。其它因素,包括风险、组合变动率、和管理才能及运气,占剩下的 0.67,或是 67%)为低于 0.36。(如果为 1 的话,所有的基金均位于趋势线上,也就是说成本 100% 的解释收益。)债券指数基金与债券指数的对比可以解释为低成本及管理者具有的适应市场的技能,其低成本使其表现优于其它基金。

不仅持有期风险与波动性风险使收益离散,管理技能也对收益的形成起重要作用。实际上在基金管理领域有很多颇具才能的管理人,他们精明、富有经验、理解固定收入市场的运作规律。他们的基金可能会遵循既定的与评级和到期时间相关的投资原则,只有投资者能决定他们应选择哪种策略。但每种基金应全面描述各种投资策略。除了投资策略之外,技能及运气也起一定作用。这两者是分不开的,持久的技能也不能事先确定。管理者过去的业绩并不能保证将来的收益。

投资者应该如何做呢?一般说来,应该从低成本类基金中选择,这样有可能获得超出一般的收益,并且至少可以避开最高成本类基金。债券指数基金应该是很好的选择,但这种基金的数目较少(由于这部分基金的大多数收益都归股东所有,因此基金管理者缺乏提供服务的激励)。但不管如何,拥有一家提供高管理水平的低成本基金可以在市场中占有很大优势。那些能去伪存真的投资者会得到应有的回报。

7.6 手续费是昂贵的成本

在考察债券基金股东对成本收益消长关系的理解程度之前,我应该强调一下,上述比较忽略了投资者在购买基金股份及在购买后 5 年内如果要卖出股份所应该交纳的手续费(12b - 1 的手续费用已经包括在费用比率中)。这样我们如果要分析传统的前收费及新的后收手续费的问题,就比较容易在原来分析的基础上展开。

具有讽刺意义的是,高成本基金大多为收费基金,而低成本基金

大多不收费。例如,21 家高成本中期企业债券基金中,有 17 家向投资者收取前收费,没有一家不收费。而低成本类的 22 家基金中,只有 4 家收取前收费,18 家完全不收费。行业数据忽视了这些费用的影响,但投资者却不能忽视。

但实际上投资者的确忽视了这个问题。基金业的两条主要分销渠道中,不收费基金的资产仅为 1650 亿美元,比起高成本收费基金的 4820 亿美元的资产(其中有 1220 亿美元是由经纪公司管理的)来,有点相形见绌。至于经纪公司管理的基金,有两点是清楚的:(1)他们所收取的管理费很高;(2)不管成本多么难以降低,他们仍要收取手续费。从客户的角度来看,这是非常昂贵的。

如果你看到那些全国性大型经纪公司的两种截然相反的作法,一定会迷惑。在这些公司大楼的第三层里(称为机构交易大厅),债券交易员对最小波动幅度十分敏感(1000 美元债券的最小波动幅度为 1/32 个百分点,大约为 31 美分)。如果波幅达到了 1/16,交易员可能开始动粗,如果为 1/8(4 个最小波幅),交易员简直要杀人了。可是在同一幢大楼的底层(零售大厅),帐户管理人对 32 个最小波幅(正好是 1 个百分点)视而不见,甚至 50 个最小波幅(1.6 个百分点)也无动于衷,这些都日积月累地对客户造成影响。这可能对卖方有意义,对买方却毫无意义。

7.6.1 费用是"真实货币"

不仅经纪人管理的基金收取高额费用。虽然费用对收益的影响很大,但它在基金领域大行其道。即使一些费用率低于行业平均水平的大基金也要让投资者支付大量咨询费用。例如,一家大型的 GNMA 基金(拥有 80 亿美元的资产)1997 年支付给投资管理人 4400 万美元的报酬,尽管基金的收益不能与未管理的 GNMA 证券指数的收益相比(基金另外支付 900 万 12b - 1 费及 1000 万的管理费用)。这 4400 万美元中有多少是用在管理方面的?假定有两位投资管理人,一到两位信贷分析员(GNMA 的信贷质量由美国财政部担保),几位债券交易员及一定数额的占用费、一般管理费用,总成本可能达到 500 万美元。(有可能一家更大的提供更高回报的 GNMA 基金支付给咨询专家的费用仅为 100 万美元。)另外的 3900 美元到哪里去

了？为什么这部分资金不能通过降低费用流到投资者的口袋里，从而让他们分享基金管理中的规模效益？

人们不得不怀疑有什么方法来自我保护，高成本类基金的咨询专家用掉收益的20%，只将80%回报给投资者，而后者是百分之百的资金提供人。这些股东并没有得到公正的回报。更糟的是，股东得到的收益不断下降。那些买卖基金的人往往忽视债券市场高成本的累计影响，这种影响使回报率不尽人意。就目前而言，基金的收益率一般为6%，假使成本将收益降低一个百分点为5%，幅度即为17%。表7.10表明了那种差别对1万美元初始投资的影响。10年中成本对收益的影响，由17%上升到20%，40年后升到35%，由此带来投资终值的下降。忽视这种累计成本可能会满足现状，但最终的巨额财务损失却是不可避免的。

表7.10 一定时间区间内成本对收益的影响

年末	10000美元的初始投资			
	资本价值		资本损失	
	6%的收益	5%的收益	数额	百分比①
1	$10,600	$10,500	$100	17%
10	17,900	16,300	1,600	20
20	32,100	26,500	5,600	25
30	57,400	43,200	14,200	30
40	102,900	70,400	32,500	35

注：①损失资本占市场溢价的百分比

7.7 如何避免过高的成本

债券基金业中确实有一些措施，使投资者避免过多的费用。但不幸的是，这些措施很少起作用。国家证券交易协会(NASD)是一个自律性质的组织，负责对经纪公司及基金进行监管，要求经纪人为它们的客户选择合适的投资。但当债券基金业里存在低成本基金时，一个消耗20%或更多市场收益的基金是合适的吗？证券交易委员会要求完全披露。但实际上，基金没有提到高收益与低成本的联系，更不用说在债券基金招股说明书中向投资者进行完全信息披露。

如果不提高对信息披露的要求，使投资者作出自己的决定，如果基金负责人不将股东权益放在咨询专家之上，不采取措施降低费用，股东又如何保护自己？只能靠常识。仔细阅读招股说明书。如果不清楚则要求基金管理人作出回答。慎重考虑波动性、持有期及组合质量等风险因素。不过首先应该寻找低成本的管理完善的基金。

现在的确存在低成本债券基金。但数量不多。在晨星社5年的数据库中，只有1/20的基金的费用比率低于0.5%，而我认为这个比率是合理成本的上限。为什么没有更多的低成本基金可供选择？什么时候咨询者会提供这种基金？为什么不多一些指数基金？据我所知，目前的总数为20。在当前基金成本决定股东收益，同时指数基金可以以2%的成本经营的情况下，这个数目是不可思议的。为什么基金行业不能解决这些问题，改变费用过高的状况。

债券基金投资者不应该再承担额外成本。他们需要大多数基金降低收取的费用，这些费用越来越成为一种掠夺。先前的一些图表可以解释基金收益不当的原因，并提醒人们应该增加投资者的回报。如果不当收益的状况一直持续下去，近1万亿资产的债券基金帝国将很快倾覆。我希望能看到有一天人们不用再支付昂贵的手续费和额外的管理费。如果那样的话，债券基金的投资价值将会重现，受到应有的欢迎。

我希望市场监管及自我监管机制能起作用。但在它们起作用之前，投资者必须依靠自身来避开高成本基金，如果已经选择了高成本基金则应该放弃，选择管理完善的低成本基金及跟踪高质量债券市场指数的指数基金。债券基金业的将来取决于投资者。

第八章　全球化投资
钻石宝藏

“钻石宝藏”是卢赛尔·康威尔教授,坦伯大学的创始人一篇经典演讲的题目。演讲的时间大约为19世纪70－80年代,在大众媒介还没到来的时代,他的话激励了成千上万的人。康威尔教授讲了一个古波斯人阿尔·哈法德的故事,作为一个富有的人他还想寻求更多的财富。一天晚上,他梦见自己找到了一座巨大的钻石矿。不久之后,他开始在各地寻找这个宝库。

这种追求使他花光了所有的财富。他非常失望,在赫拉克勒斯之柱投海,被巨浪淹没。后来,就在他在波斯的领地上,他的继承人带骆驼去花园小溪饮水时,在小溪中发现了闪闪发光的东西,取出来发现是一块黑色石头,能折射出五彩的光芒。他在阿尔·哈法德的花园里发现了GOLCONDA钻石矿,出产世界上为数不多的大钻石,其中包括KOHINOOR钻石,它被镶在英国的王冠上。

这个故事的含义清楚而浅显,呆在家里,挖掘自己的花园,而不是在异国他乡挑战命运,你将在你所呆的地方发现钻石宝藏。

有关在国外投资的文章了解得越多,我就越想到这个故事。我并不是觉得美国的经济是新的GOLCONDA,也不是觉得在海外投资无异于客死异国他乡。但至少目前在美国,我们的经济正在进行巨大变革,是富有活力的,拥有最有利的法律环境以及全球最好的资本市场。虽然我们的人口只占世界人口的5%,但我们提供了25%的商品与劳务。可以说,美国确实让其它国家嫉妒。作为美国公民,我们应该庆幸。

如果钻石矿在国内,那我们的投资是否也应该在国内?我认为这是一个合理的战略。投资于海外——在别的国家拥有公司的股份,对于一个多样化的组合来说并不重要,也不必要。对那些持异议的投资者,我建议海外投资额应该限制在不超过全球股权投资的20%。

8.1 证券投资全球化并不明智

近些年来,退休基金与赠与基金所持有的外国股权已积累到很高的水平,但通常放弃了国内的投资。1000 多家股权投资基金(1/4)主要投资于海外股票,甚至四家最大的国内基金有 7% 的资产投在国外。全球投资策略是一些学术理论家的最爱,他们中的一些人认为理想的证券组合是以各个国家的市场份额为权重持有它们的股票。就 1998 年中期来说,那样的战略应该是资产按照以下的权重分配:

国家	美国	日本	英国	德国	法国	新兴国家	其它	总计
百分比	48%	9	10	5	4	4	20	100%

注意如果按照这个理想的组合,美国投资者超过一半的资产应投资在美国国外。

这个战略有一个简单的前提:因为国外市场的波动程度不同于美国,如果它们的投资组合中包括美国的股票,则就会降低组合的波动性,因此能提供更高的风险收益。其它赞成这种战略的想法是:多样化的经济环境会带来更高的稳定性、更高的潜在增长率、更低的市盈率。但这些想法未必是正确的。

《华尔街日报》的专栏作家罗格·罗恩斯顿在 1997 年年底时对故事的另一种意思加以阐述。他将这种全球投资的战略描述为"全球投资谎言",他认为"这种流行一时的投资理念经 1997 年证明是不明智的"。引用亚洲股市崩溃的事例,他对以下观点提出了挑战:稳健的投资者应该是将一部分资金从他所熟悉的环境转移到他不熟悉的国度,并根据市场份额投资。罗恩斯顿的结论是:在每个国家都赌博要比在一个国家赌博明智,但更明智的是不赌博。

8.2 货币风险及收益

我对全球投资战略持保留态度。它引致了一种股票投资者本不应该承担的风险——货币风险。投资于本国股票市场的收益是通过本币来衡量，而投资者的所有收入、支出、储蓄都是发生在本国。即使国外投资提供同样的收益率，其所得也可能是不同的，这取决于美元坚挺与否。美元的坚挺使投资者在海外市场的投资收益下降，而美元的走软则使收益增加。

从长期来看，政府融资及国际贸易的发展使货币价值趋同，外币对美元的风险成为国际市场上的中立因素。但短期来说，趋同的道路是曲折的。例如，根据30年来摩根斯坦利资本国际EAFE(欧洲、澳洲、远东)指数，美元从1970－1980是疲软的，从1980年－1984年坚挺，然后一直疲软到1995年。从那时起，表现一直不俗。1998美元的价值实际上与1980年的价值相同。这种波动使得人们对国际市场投资的收益产生误解。1994年之前的10年可以提供一个很好的例证。表8.1的上半部分表明美国投资者(以美元计)在国外的收益远远高于在美国股市的收益。

看到这些，投资者肯定以为外国市场超过国内市场，并且未来会有更好的发展。每年增加3.6%的收益，导致了10年以来137%资本积累。为什么不赶赶潮流？

表8.1 10年内的全球收益(截至12月31日，1994)

全球市场	年收益	累计收益
	以美元衡量	
美国股市	+14.3%	+282
国际股市	+17.9%	+419
美国股市的劣势	-3.6%	-137
	按当地货币衡量	
美国股市	+14.3%	+282%
国际股市	+10.2	+163
美国的优势	+4.1%	+119%

为什么不呢，这是真的吗？在很大程度上，国际市场上的额外收益是一种幻觉。尽管投资者在货币市场上获得不俗的收益，实际上

他们在国外股票市场上的收益是很普通的。以当地货币衡量，国际市场上的年收益低于美国市场4.1个百分点。美元的疲软使得外国投资的收益加倍，表8.1的下半部分可以加以说明。

我认为国外股市带给美国投资者的收益从长期来说应该由这些国家的基本收益决定（以红利收益及收入增长），而不是取决于货币收益。考虑到90年代全球各国经济增长率，比较企业能量，技术领先等因素，我们完全可以预期美国的经济增长能超过其他国家。

另一方面，美国的经济可能处于经济周期的繁荣阶段，而许多欧洲强国，日本及新兴市场国家正面临高失业率、金融机构的过度扩张、经济衰退等问题，它们的经济可能处在低谷。如果我们再往深处考虑，我们无法弄清楚这些经济因素是否能准确反映在市场中。判断谁能提供全球范围内的最高回报率并非易事。

但1994年我觉得很容易作出判断。并且这个判断一直到目前为止，都是正确的：美元不可能一直走软。因为有这种可能性，受美元疲软影响的业绩数据可能是不充分的。在我们对未来预期时，必须考虑美元的疲软使外国股市的年回报率增加7.7%。从1994年底到1998年中期，美元又恢复坚挺，这使外国股市的回报下降了4.6%。

8.3 全球化的有效边界

许多投资者没有选择那种全球市场份额投资战略，而是使用一种更为复杂的方式来衡量全球证券投资的结构。这种分析方式通过计算有效边界来确定资产在美国与国外的分配比率。采取这种方式是为了寻找最高收益与最小风险的组合。我对这种方法也持怀疑态度，因为有效边界的得出是建立在过去的收益与风险的基础之上，因此不可避免地会出现偏差，毕竟统计的唯一来源就是历史数据，但是证券组合的过去收益与相对波动程度并不一定总是预示未来的走势，甚至有时出现相反的趋势。

比方说，如果在1988年底绘制边际效率线，会发现国际市场的相对收益应该处于一个较高的水平。如同表8.2上半部分所示，最高回报与最低风险组合，也就是有效边界理论的支持者所认为的最

优资产配置,应该是50%投资于国外,50%投资于美国国内。结果如何?并不十分理想。实际上,1988年之后,这个选择的产出并不十分有效。这种组合的回报率为11.4%(低于美国的19.2%的水平),并且实际上该组合蕴涵更大的风险(标准差为12.6%对12.2%)。看来,这种组合应该说也不是恰当的选择。

今天投资者若用这种理论指导投资,他应选择一种完全不同的投资组合。有效边界是基于对历史的考察,因此现在的投资者要寻求最大利润与最小风险的组合,应该对过去10年各个市场的收益进行考察,结果如表8.2下半部分所示。

表8.2 有效边界

	年收益率	波动风险
	截至1988年12月31日的10年	
100%的美国证券	16.2%	16.4%
100%的外国证券	22.3%	17.0%
最有效的全球组合: 50%美国—50%国外	19.6%	14.4%
	截至1998年6月30日的9.5年	
100%的美国证券	19.2%	12.2%
100%的外国证券	5.8%	16.9%
最有效的全球组合: 80%美国—20%国外	16.6%	11.8%

10年来美国市场是高收益与低风险,而其它国家则恰恰相反,因此美国股票在投资组合中的比例上升到80%,比10年前加倍。这种新的组合方式是有效边界理论追随者的正确选择吗?我们不得而知。但经验告诉我们这不可能是最好的答案。

有效边界理论的另一个问题是:很小的风险变动就会将最优组合与相对低效的组合区分开来。例如,截至1988年底的10年,80/20美国/国外的组合的标准差为15.1,而50/50组合的标准差为14.4。不考虑这种标准差是否能衡量风险,这种小于一个百分点的差别,一般投资者是不会注意到的,特别是那些不想计算月收益的标准差的投资者。

对1998年6月之前9.5年的考察表明,这种差别也是细微的。例如,最优的80/20投资组合的11.8%的标准差与12.2%的100%

美国国内投资组合的差别还不到一个百分点。即使再精明的投资者也不会将选择基于这些细小的风险差别之上。

对比 1988 年之前与 1998 年之前的 10 年，图 8.1 揭示了全球有效边界的两个重要事实：(1)10 年内边界可能会大幅变动；(2)每条曲线效率点附近的风险变动是无关紧要的，虽然资产组合发生了巨大变动。在货币价值波动带来额外风险的市场上，不能过多依赖历史表现判断未来业绩。

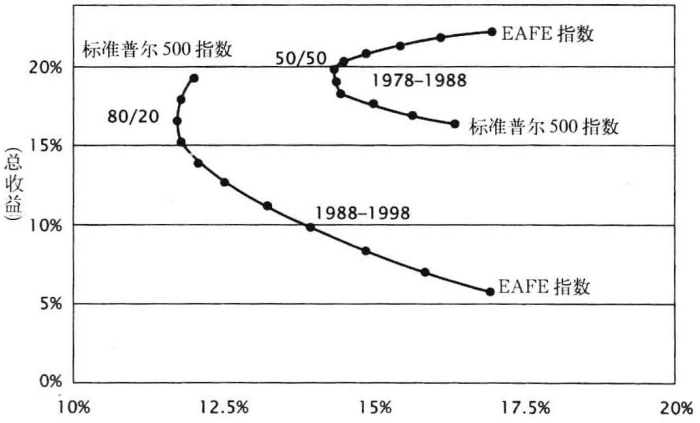


图 8.1 哪一种有效边界？美国对国际投资

股权投资者只需要承担一种风险—市场风险，也就是说所有的股票组合的价值都要波动。而大多数投资者选择承担另外两种风险：一是类型风险，在选择共同基金与股票组合时持有偏见，选择价值高的股票或低成长的股票，那些在一段时间内回报偏离市场总体表现的股票；二是管理者风险，就是说所选基金的管理人不能提供该基金类型范围内的最优组合。

抛开这两种大多数投资者不加注意的额外风险不谈，投资者没有必要承担另外一种额外风险：货币风险。对那些仍然坚持全球投资的投资者，我仍旧强调我的原则：将外国投资限制在组合的 1/5 之内。

8.4 国际经济与金融市场

到目前为止，我还没有涉及到投资于国外的最明显的风险：大多数国家政府、经济及金融体系同美国的差别。从理论上讲，金融市场所含的套利定价机制会反映这些风险。按照这个机制，所有有关一支股票的信息——任何国家的任何一支股票，都会通过掌握信息的买卖双方的决策体现到市场价格之中，这种价格能够在潜在的风险与收益之间寻求平衡。

通过回顾历史我们发现，国家经济相对的变化是巨大的，有时候持续较长时间，有时候速度很快。而金融市场则十分精确地反映了这种变化。看一下日本。10 年前美国投资者认为日本的经济“旭日东升”，可能最终会称霸世界。在东京，不断攀升的股价使日本股票的市值占世界股票总值的近一半，为 43%，这个规模是当时美国股票占世界股票总值的 28% 的近一倍。

从那时起，日本的经济不景气，而其他国家的经济呈现繁荣的局面。日本政府的财政与货币政策非但没有起到推动作用，反而抑制了经济的发展，日本的银行体系过度扩张，并为坏帐所困扰。1998 年中期，日经股指从 27700 点跌至 15800 点，约为 10 年前的一半。

与此同时，其他国家的市场很繁荣。同期的美国，道琼斯工业平均指数从 2140 点升到 8950 点，上升了 320%。欧洲市场按本币计算增长为 275%。日本这种令人意外的滑坡可以体现在其 1998 年中期在世界股市中比重的变化上：世界市场的 9%，或者说是 10 年前 43% 的 1/5。同期，美国市场占世界资本的份额上升到 48%，比 1988 年的 28% 有较大的增长。我们 1998 年的市场份额同 10 年前的日本有惊人的相似之处。这种类似状况是否会持续尚不可知，但却值得思考。如果你相信这种情况会发生，你应该偏重外国投资。表 8.3 比较了 1988 – 1998 年中期，世界市场市值比重的相对变动。我们需要记住这种大幅的变动发生在不到 10 年的时间里，10 年是金融史中的一瞬间。

表 8.3 1988 年和 1998 年世界市场的市值

	1988 年 12 月 31 日	1998 年 6 月 30 日
美国	28%	48%
日本	43	9
英国	8	10
法国和德国	5	10
其他国家	16	23
合计	100%	100%

8.5 风水轮流转

在 1998 年的秋季，美国股票市场上升了大约 3%，而同期国际市场则下降了 7%。其中，西欧国家的市场走高，而其他世界各地的股市则基本上都有所下跌。日本下滑大约 20%，新兴市场跌 40% 左右，更有甚者，俄罗斯市场暴跌了几乎 80%。许多国家货币的疲软走势偏偏此时火上浇油，成为美国投资者遭受损失的一大重要原因。

以上数据表明，美国股市对于其他证券市场有一个相对收益率的观点得到了进一步证实。这可以有以下的两种解释：(1)它在更大的程度上证实了本章中阐述的“钻石宝藏”论点的正确性；或者(2)它使得在美国本国的投资机会对于在国外有大量投资的投资者而言比早期更富吸引力。毕竟，大量资料证明：从长期来看，国际市场和美国市场总的说来趋近于一个全球统一的平均收益率，这一点已为 1960 年到 1997 年的市场行为所证实。

这段时间，美元虽保持着强劲的上升势头，但谁又能拍胸脯保证它不会下跌呢？谁又能确信哪个国家或者是区域经济合作组织(象欧盟)不会取代美国世界经济领导地位呢？谁又知道目前的市盈率是不是根据对世界其他市场的最差预期和对美国市场的最好预期而得出的呢？答案当然是，没有任何人！金融市场上的风水轮流转现象确实存在。

然而，在国外市场上有一个陷阱正恭候着试图作出最佳决策的投资者，一个市场时机的陷阱。风水轮流转总在最意想不到时出现。结果，正如 1997 年大危机以来所发生的，投资者往往要么过早要么

太迟，总是不能恰到好处地利用风水轮流转带来的机会。也许，国外的不景气业已走完，但也许还没有。谁知道呢？

目前用来说明全球范围投资风险的最适用的例子应当首推东南亚国家。在1997年年中时，许多国际投资者还认为该新兴市场提供了一个非常好的、赚取极佳长期收益的机会。确实，20世纪八、九十年代时，印尼、韩国、马来西亚、新加坡、泰国和菲律宾的经济和市场皆有上佳表现。近年来，它们的人口和经济规模迅速增长，不断上扬的股票市场收益率使得它们在世界市场的份额翻了一番，从1991年的1.9%到1997年初的3.8%。然而，到1997年秋，它们政府主导型的金融体系显露出了弊端，其货币大幅贬值，经济也难逃衰退的厄运。

以当地货币计，东南亚市场下跌了40%，再加上其货币对美元贬值40%，仅仅在几个月的时间里，美国投资者的投资价值就下降了80%甚至更多。与此同时，世界其他市场正蒸蒸日上，因此，东南亚市场的世界份额就出人意料地下降了70%。1998年初时，它们的比重仅为1.2%，不足仅仅一年前的1/3。1998年该问题仍存在，这些新兴市场的条件仍在继续恶化。风水轮流转给投资者们上了关于全球范围投资的生动的一课。在没有达到美国的财务准则、流动性和金融透明度标准的那些国家，上述的风险特别高。

8.6 全球化投资者的表现

应该说，判断全球范围投资价值的最为公平的的方法既不是凭借抽象的学术理论，也不是依靠市场上偶然出现的经验证据，而应该是根据那些真正的全球投资管理人所能达到的投资效果。所谓真正的全球投资管理人指的是每日不受国界限制地，在他们偏好的世界任何市场上选择个股，将投资者的资金投入运营的那些投资管理人。尽管遵循全球投资策略的绝大部分基金到目前的运营时间尚不足10年，目前能得到的证据都不能使人乐观。

在1997年的前10年里，进行全球投资的基金仅仅实现了一个平均11.2%的年收益率，远远不及同期标准普尔指数的18.1%的收益率。同时，这些基金的以标准差衡量的风险14.3%又略高于同期

标准普尔指数14.1%的风险。此外,这些基金投资的平均收益率掩盖了一个不可忽略的风险:不同基金管理人的表现有很大的差别,从最高者的每年15.5%到最低者的6.9%。因此,投资者的收益在很大程度上有赖于他们所选择的基金。

过去的5年中,57家进行全球投资的基金在运行着,但是基金管理人们仍旧缺乏很好的表现。其平均收益率14.1%明显低于摩根斯坦利全球资本市场指数(由各国市场股本量加权得到的指数)的15.9%的收益率。而且其标准差13.1%要高于该指数12.3%的水平。这些基金管理人犯了两个错误:首先,他们将大量赌注押在了美国以外的市场,而在这段期间内我们国家的市场收益率是世界各主要市场中最高的。其次,他们的战术有误,1997年末时,他们的投资总额中只有30%在美国股市,低于目标指数占其投资总额47%的份额,因此他们的权数被极大地低估了。总而言之,他们的表现不足以令全球投资策略家们感到振奋。

8.7 构筑你的全球化投资组合

当然,对于全球投资过程还有另一种说明方法。如果你认为在美国以外投资带来的机会可以带来更高的收益率,并可以降低你持有资产的短期易变性,你自己可以决定在投资中的美国国内部分和国外部分各自的比重,以求得一个平衡。

然而,让我们来看看国外股票的表现吧!在过去15年的世界范围大牛市期间,国际市场上的股票收益率从未能达到美国股市的水平。尽管EAFE指数到1997年时增长了15.3%,标准普尔指数增长了17.5%。每个地区的共同基金都没能达到其目标指数的收益率水平。然而,令人惊讶的是,国际共同基金的表现实际上比美国的共同基金要好一些。

但是,在过去的10年间,国际基金和指数不及美国基金和指数的表现。国际基金提供了一个平均9.0%的年收益水平,比美国基金的平均水平15.5%低了超过1/3。结果,对美国基金和国外基金而言,这10年所积累的资本量有着巨大的差别。倘若,期初都投资1万美元,那么到期时,国外基金的积累额为2.4万美元,而美国基

金则能积累达到4.2万美元的资本。令人惊奇的是,在这一期间内虽然美国基金的平均业绩不及那些没有任何管理人的股票指数,但是国际基金却实际上超过了其目标指数的表现。(对于这一不正常现象,我将随即进行讨论。)

20世纪五、六十年代几乎没有什么国际基金存在,所以想做一个40年或30年的比较分析是不可能的。且看看25年来的表现,外国基金9.9%的收益率没能达到同期EAFE指数11.9%的水平——一个并不令人惊讶的结果。这样的一个年收益率的差别时间一长可谓天渊之别。若开始投入1万美元,外国基金可累积10.7万美元,少于EAFE指数能带来的16.7万美元整整6万美元!

用尽可能长的时间段——EAFE指数的整个历史——来作为研究的基础能得出一个惊人的结论。从1960到1997年,美国股票标准普尔指数的年收益率11.5%,以极高的精确度与国际股票的EAFE指数的收益率相吻合。就像我们将在第十章中所看到的那样,这两种指数之间的差异有着许许多多的起伏变化,但长期来看,国际投资并没有给美国的投资组合带来更多的收益。用"追寻飘渺的希望"形容这种追逐国外市场高收益的行为可能有些偏激,但是,历史表明,或许这并不偏激。

8.8 全球化指数投资更高明吗

不论怎样衡量,积极管理的国际基金的长期表现都差强人意。但是,就投资者在世界范围内进行多样化投资而言,还有一种方法参与国际市场,时间将证明长期来看这是一种更明智的办法。很简单,这就是投资于国际指数基金。

在国际市场上进行指数化投资比在美国市场能提供更多的金融方面的便利。首先,国际共同基金的平均运营成本要高很多;该成本数值为1.7%,比美国同行的该数字高出0.3个百分点。第二,虽然国际基金的资产组合成交量相对较低(每年约70%——仍然是一个比较高的数值),但进行交易带来的成本却要高一些。流动性成本、交易成本、印花税和保管费用都相对较高,在这些因素的作用下,每年总的交易成本达到了资产的2%甚至更高。因此,国际基金必须

面对的总交易成本将近4%，几乎是其美国同行2%的两倍。考虑了这些成本因素后，大多数国际基金管理人未能达到良好的净收益表现也就不足为怪了。

国际指数基金同样也面临着上述的那些成本，但是数量上却低很多。说得更具体些，低成本的国际指数基金不必支付投资咨询费，于是其成本将仅为国际基金1.7%的1/3甚至更低。投资于欧洲和太平洋地区发达市场的指数基金面对的成本仅为0.5%，倘若投资于新兴市场，该成本将超过0.75%。

更重要的是，国际指数组合的资产组合成交量将达到最低，在理想状况为每年不到5%。这一数字比起前面曾提到的70%来说仅为其1/14，这对于在国外高成本市场上投资运作的基金管理人来说，无疑有很大帮助。低成交量将国际指数基金的交易成本降低到每年占资产总额的0.5%。

综合考虑上面的成本因素，国际指数基金的交易成本加上运营成本每年总的来说少于1%，而积极管理的国际基金却达到将近4%的水平。在一段较长的时间内，国际指数基金收益率与后者相比将有一个3%左右的天然优势。这一优势是美国指数基金近年来享受到的2%的1.5倍。

8.8.1 是、不是或也许

上述的指数基金优势是否已得到证实呢？答案是再确定不过的："是、不是和也许。"要理解"是"的这一部分答案，你只需考虑市场和管理人的现实状况。在降低投资成本之前，在既定市场上持有所有股票的投资者们应当能达到市场的总回报率。然而，即使在成本得到有效降低后，同样是这些投资者的收益率一般而言却达不到市场回报率的水平。

"也许"之所以成为一个答案，是因为我们只能得到一些非常不完全的关于所有投资者表现的数据资料。美国的国际基金仅仅持有一小部分的外国股票——大约3300亿美元，约为国际资本的2%。用如此小的样本来作比较不能对管理人的表现产生合理的推断。

以下是对"不是"的解释，前文中笔者已对指数基金长期内的3%优势作出了阐述，但是我们并不能确信这一优势将在任何一个特

定时期都会存在。然而，在足够长的一段时间内，笔者预料，美国管理人将既不会比他们的国外同行们更明智也不会比他们更笨，而且这一3%的优势长期而言必然是存在的。

接下来，我们将世界市场分成两个最大的组成部分——欧洲和太平洋，以此来检验3%假设的合理性。欧洲的市场是在国家间高度分散化的，以各国市场占欧洲市场指数总市值的比例计：英国30%、德国15%、法国13%、瑞士11%、荷兰8%、意大利6%、其他国家合占17%。不仅欧洲基金管理人有相似的权重，而且欧洲各国的市场都受到相似的经济和金融因素的影响，并且大多在平行的通道上运行。

投资于欧洲的基金之表现显然为国际投资的指数法提供了有力的证据。在1997年以前的10年中（含1997），欧洲基金的平均收益率为10.2%，同期欧洲股指上扬14.6%。考虑指数基金每年1%的总成本，其优势为每年3.4%，几乎等于笔者前面叙述的3%的自然优势，在这一期间，答案"是"是确切无疑的，指数投资的优势得到了证实。

在太平洋地区，答案却模棱两可。由于可得数据的有限性（美国管理人仅仅持有很小一部分的太平洋地区股票），答案应是"也许"。差异的主要原因都是单个国家的股市——日本——在该市场中占据了主导地位，并由此对该地区指数的收益率产生决定性影响。10年前，日本股市总值占该地区的93%。即使近年来日本表现不佳，其市值仍占80%。（MSCI－Pacific指数不包括中国和东南亚国家，它们由MSCI新兴市场指数来统计。）然而由于分散化的需要（政策或法律条文的规定），日本股票在美国共同基金投资于太平洋地区总值中所占的比重仅为38%。

由于日本这一巨大但又正在衰退的市场在过去10年中逐渐占据越来越小的份额，太平洋地区基金年收益率仅为4.4%，这一数字虽然较低，但已经大大超出太平洋地区指数的－1.2%的增长了。那些主要投资于日本的共同基金表现更加不能令人满意，比前述指数的负收益率更低，－1.8%。考虑到太平洋地区为数不多的基金（1988年为3家，1998年57家），以上的结果并不会动摇笔者对指数投资优势在所有市场均存在的信心。

除了上述的欧洲和太平洋市场外，就是新兴市场了。投资者们往往希望在这些新兴市场国家找到经济爆炸性增长的影子。忽视额外风险（这个问题在近年日益凸显）的倾向十分幼稚，激进的投资者们最好还是冷静下来，将其在新兴市场国家的投资敞口占国际市场中总敞口的比重降到一个合理的比例。尽管指数基金投资于新兴市场才4年时间，其到目前为止的表现非常令人振奋。但考虑到投资时间的短暂性，对这一地区给出一个“也许”的答案就足够公允了。长期而言，这样的指数基金将比积极的基金管理人有相当的竞争优势。

现在转向总的国际投资市场，衡量这一市场的指数为EAFE指数（它不包括小国家的新兴市场），我们能很确定地给出一个响亮地答复“是”。在过去的25年（包括1997）中，平均的美国国际投资基金比EAFE指数的年收益率要低2.0个百分点。在这25年中，有15年该指数每年领先5个百分点，然后是10年该指数落后2.5个百分点。这一变化的主要原因就是日本在过去10年内从市场领导者变成了落后者。如果对短期投资者的答案是“也许”，那么对于长期投资者而言，答案无疑将是“是”，指数投资的确有效。

总的说来，指数基金有如下的这些特点：长时期内由相当富有经验的管理人管理；相对低的组合成交量；以及较低的运营成本和咨询费用。（这种模式在国际基金领域是非同寻常的，但对那些在竞争中得胜的基金却是习以为常的。）虽然时代在变化、管理人在轮换、政策在被修订，成本率倾向于升高，但对那些希望通过投资基金将投资在世界上分散开来的长期投资者而言，国际指数基金是一个非常明智的选择。

8.9 “宝藏”就在眼前

在当代，忽视经济全球化和金融市场全球化对世界上任何一个国家的冲击都是不明智的。我们的国家当然也不例外。对于美国在创造和支持着全球化这一趋势的论断也许还存在很多争议，但笔者认为，如果美国投资者想利用这一趋势得利，解决方案不应超出美国的边界。通过持有全球投资组合来得到更高的收益，其结果就如同

我们所理解的阿尔·哈法德的“钻石宝藏”。

美国公司早已成为全球化的中坚力量。摩根斯坦利·添惠在这一点上的说明再准确不过了:“如果你投资于标准普尔指数,你将持有一个全球组合。”虽然该指数中各公司的收入中大约77%来自于北美洲,但仍然有大约23%来自其他各国:欧洲13%、日本2%、亚洲新兴市场5%、拉丁美洲新兴市场3%。标准普尔指数中的一些最大公司确实也有着很大的全球势力范围,一半或一半以上的收入来自国外:可口可乐67%、英特尔58%、微软55%、美国国际集团54%及宝洁50%。

和其他有较小国际敞口的公司一样,上述那些公司中许多都已被认为是“堡垒”公司。它们能借助其在国际上的良好声誉和其营销机制把握自身的成长。虽然它们要受到国际经济条件的制约(这些条件本身又受当地货币的影响),而且受制于其自身的经济条件,它们常常还是能利用期货对其大部分(如果不是全部)货币风险敞口进行套期保值。因为标准普尔指数中公司的收入23%和净收入的28%来自国外,所以这些公司显然提供了大量的全球敞口。美国的投资者不必踏上他国国土便可以实现对该国的投资。

过去的数据表明,与投资于全球的美国股票与较少对外投资的公司股票高度相关,尽管国外市场表面上与美国不同步。因此,通过直接持有外国股票来分散风险,在减少资产组合的月收益率变动性方面较为有效。但是,正如笔者在本书中一贯所坚持的那样,我们不能通过牺牲长期的回报来降低短期变动性。

8.10 对“钻石宝藏”的再讨论

巨额的额外国外股票投资敞口没有必要。按照风险和收益计,过去的记录(不论是否是将来的预演)并没有给出一个非常有力的理由,让我们仅仅为了搜寻国外未知的钻矿而放弃国内就能挖到的钻石宝藏。康威尔博士的理论是:“在你所在的,用你所拥有的,做你能做的。”他将大量笔墨投入在对费城出现的机会的描述上,同时也讲述了在美国各地——从宾夕法尼亚到新英格兰、到北卡罗莱那和加利福尼亚——发现巨大财富的动人例子。他把洛克菲勒与石油

作为一个典型例子，另一个例子是约翰·萨特上校与黄金的故事。

康威尔博士总是小心地赋予探宝活动更高尚的目标。“我说你应该发财，”他慢悠悠地道，“你无权贫穷。这里的机会实在是多。”不过他会马上补充道：“我们都知道有些东西要比金钱更珍贵，伟大，高尚。”他说，“赚大钱盖房子所带来的欣喜、以及帮助穷人所获得的崇高，是花钱所带来的许多快乐中的两个。”

如果康威尔博士活到现在，他会毫不迟疑地积累金融财富，过舒适的生活，安享平静的晚年。我无从知道他是否会赞成投资于一个总部在美国的公司。但是，想到阿尔·哈法德的传奇故事，我们能够很容易想象，他的投资组合里将全是美国公司。

虽然不是很稳，但在90年代末，美国仍然坐在世界头把交椅上。但如果我们以此沾沾自喜，那么很快我们就会惨跌下来。10年前日本就是这样，这里也可能发生同样的事。投资者必须考虑全球的相对收益与风险，然后再相应配置其投资组合。但是就我来说，如果某位现世康威尔引用《华尔街时报》中罗格·罗恩斯坦的明智建议，我会同意：“不用出家门，你能够有一个快乐的投资生涯。”

第九章　优质基金
圣杯的探寻

大家都清楚，投资的主要目的是为了通过对金融资产的组合分类投资，获取尽可能高的长期回报份额。同时，我们也认识并接受这一事实，即该份额将少于100%。正如我在第4章中所述及的，市场指数基金作为股票市场基数指标可以实现目标市场收益的99%，而一般的积极型管理股票基金则可望达到85%左右。由于管理基金未来相对收益的不确定性，很难想象它们会升至99%的水平。另一方面，低成本指数基金几乎始终能保持在98% -99%的水平。

正如我前面所指出，即使是业界的领导者也日益意识到这些真理，并明确地承认（至少有一个这样做）“普通基金永远不可能战胜市场”。事实上，即使那些从事推销积极型管理基金的经营者也不可能忽视市场中这两个令人痛苦的现实：一是作为一个整体的投资者没有，不可能，也不会战胜市场；二是无法抗拒的偶发事件总在投资期内与所有共同基金的运作对抗。现实的投资世界一点也不像Garrison Keillor虚幻神话中的Wobegon湖，在那儿“所有的孩子都不平凡”。

由于认识到很少有基金可能超越非管理性的指数，共同基金产业已经含蓄地承认了这一点。反映这种让步的是，大部分基金都不顾一切地将那些本来为长期投资而设的投资工具，转换为中期或短期投机工具。

聪明的投资者必须接受这一事实，假以时日，不管过去的业绩如何，他们所选择的基金，都不可避免地会回复到均值。这里所定义的

均值,是指市场均值再减去基金自身的成本(咨询费用、运行费用和营销成本,统计为费用率),以及买入和卖出证券投资组合的成本(交易成本)。如我们所见,在共同基金市场,这些成本一般都非常高。中等股票基金的年费用率目前是1.5%,而且仍在上涨。交易成本较难精确地量化,但对于有着很高组合周转率的共同基金,每年0.5%到1%的估计并不为过。目前,合计成本大致可保守地估计为每年近2%的水平。

根据这些事例,20世纪,在圣杯的探寻,即寻求战胜市场长期收益率过程中,基金经理人和基金投资者遭到了挫败,在21世纪中也将如此,正如传说中6世纪时阿瑟王的圆桌上的骑士们对最后的晚餐中圣杯的追逐。

9.1 平衡基金的历史

让我们首先来考察一下我将称之为现代纪元的股票共同基金的历史记录。我采用的数据始于美国股票市场的著名牛市时期,从1982年8月到1998年中期,这段时期非常有意义。因为在这期间,股票基金资产成为最大的资产聚集地,占美国股票市值的21%多;共同基金费用率和投资组合资金周转率达到历史最高水平。在这16年间,那些经历过平均税前收益率16.5%的股票共同基金,以整个市场Wilshile 5000种股票指数的收益率18.9%来衡量,能够实现87%的整个股票市场的回报。随着基本成本的上升,可以预见以后基金收益率和市场收益率之间的缺口将会加大。

这些关于基金收益、基金成本及基金历史记录的相关性的不可否认的事实,导致了今天指数基金的繁荣。如果你不能战胜市场,为什么又不加入其中呢?一只运行总成本为0.2%(行业指标的1/10)的市场指数基金,能够提供18.7%的年收益,接近于99%的同一时期的整个市场收益。

指数基金所实现的目标市场收益的99%和管理基金87%收益的比较,掩盖了远比12%大的缺口。1982年8月2日投资于指数基金的初资资金1万美元,其终值可能为15.31万美元;而相同时期以相同初始资金投资于传统的管理基金,其终值大约为11.37万美

元。因此，指数基金能提供市场累积增长率97%，而普通管理基金仅能提供70%。在第十四章，我将进行更深入的论证，以解释为什么管理基金的差距增长得如此迅速。目前，我们暂且称它为“混合专制”。

假设这棵牛市之树没有长到天空，而且股票市场有一个适度的市盈率，这一缺口会变得更大。如果我们假设成本15年内固定不变，股票市场的收益率降至每年8%，结果指数基金可获得7.8%的净收益（市场收益的98%），管理股票基金获得6%（市场收益的75%）。在15年末，指数基金1万美元的初始投资将价值3.09万美元，而管理基金则为2.4万美元。指数基金的累积增长率相当于指数投资增长率的96%，而管理基金股份则跌至64%。可见，专制增大了累积性缺口，从过去牛市时代的27个百分点增至预见的未来更为真实的32个百分点，这意味着，那些大多数在牛市中曾被投资者视为良好业绩之圣杯的管理共同基金，又将再一次在时间的考验中落败。

9.2 发现指数基金

大约25年前我所做的关于历史关联性的研究类似于上述情况，这一研究促使我根据标准普尔综合股票价格指数（第五章论及）建立模型，开创了基金行业的第一支市场指数共同基金。“指数化基金”虽然规模较小，且经历了一番动荡的开端，先锋500指数基金已呈现出它的威势，获得了技术和商业上的双赢。

尽管最初受到了冷遇，指数基金目前已吸引了整个共同基金行业管理者的重视。虽然在很长一段时间未被效仿，甚至被刻意回避，第一支指数基金目前已有约140个竞争性指数基金加盟。一些是由“传教士”（或“皈依者”）组建，但是大多数是具有机会主义倾向的无发行费用的基金。一些基金有合理的费用比率，但大部分则是临时性免费，许多甚至有着难以接受的高成本率。令人震惊的是，有1/3的指数基金索取发行费或12b－1f费。他们的发起人忽略了一个事实，即尽可能少的成本可以使基金获得指数最多的优势。大约2/3的美国股票基金将标准普尔500指数作为目标指数。

然而，指数化概念要远比标准普尔500指数基金广泛得多，尽管

指数化理论相对于整个股票市场已运行得非常有效，但整个市场指数基金（建立于 Wilshie 5000 股票指数基础之上）仅仅是处于被接纳的初期。而且，基于这种或那种的原因，指数化对那些在个别的市场部门中寻找更高收益的投资者同样有效。建模于成长指数和价值指数以及小公司和中型公司股票指数的基金也将逐渐被接纳。终有一天，会有人能有意识地提供符合 9 个晨星社提供的类型的指数基金，这仅仅是个时间问题。正如第六章所指出，指数基金在国际股票市场和债券市场上还处于初始阶段，但它们在以后的日子里将会变得日益重要。

指数基金赫然已成为共同基金投资的圣杯，即获取市场回报的最佳途径。在 1998 年，流入指数基金的资金占当年股票基金资金流入量的 25%，而 1990 年这一数字仅为 10%，

现在投资者了解了指数化策略的优点，那么传统基金的发起人应如何参与竞争呢？削减他们索要的费用开支看来不太可能，因为他们的利润也会减少；削减证券组合交易成本看来也不可能，因为在现今独特、别致、要求高周转率的投资政策下，这样做会使管理模式发生巨大改变。那么，他们到底能做什么呢？

9.3 挑战指数基金

基金发起人必须通过其他一些方法以迎接指数化的挑战。他们必须创造一只新的圣杯，而这也正是大多基金行业正在探索的道路，其主要思路是让投资者积极地管理自己的基金投资组合，以更好地（理论认为）获取回报，不仅仅是市场收益的 99%，而是可能超过 100%。这一新的策略主要有以下具体内容：

- 不能长期拥有一种基金。
- 视基金如股票，大量持有并经常更换。
- 经常行使自由选择权。
- 投资于最近的基金超市，掉期交易那些免于交易成本的基金。
- 注意留心在电视屏幕上出现的收益率公告，特别是一些过去的绩优者。
- 总之，信息即是“转变和致富”。

这些奇怪的基金投资策略似乎已开始被投资者接受，目前股票基金投资者持有的基金份额一般平均为3年。

把共同基金视作股票交易有用吗？有无方法选择和掉期交易一样可以获得优异回报的共同基金呢？有没有过去即已证明行之有效的策略呢？在本章中，我将从四个方面考察这一问题。首先，各大专院校的理论界已经对基金运营进行了大量的研究；其次，在基金选择的实务操作中，已有其战胜市场的历史记录证明；再次，已有专业的咨询者（顾问）推荐基金投资组合；最后，已存在基金投资于其他基金的现象（基金间投资）。

9.4 挑选赢利基金的理论

有了计算机帮助处理无穷尽的业绩评价比较、复合型回归及复杂的公式，我们的学者可以进行任何测试。当大量的数据出现在《金融期刊》、《投资基金管理期刊》、《金融分析期刊》及其他一些类似刊物上，那些受人尊敬的、颇有见地的学者们没有必要亲自动手来收集数据。他们仔细分析过去的记录，以判断历史因素是否能持续产生影响，并有助于选择将会带来超额未来收益的基金。

9.4.1 夏普报告

这些学者们到底发现了什么呢？我们首先介绍共同基金领域的学术界领袖人物，斯坦福大学的威廉·夏普教授，他认真研究了100种最大股票基金（按每年测算）的10年期业绩情况，（大约占整个基金资产的40%多），将他们的收益率与相应的市场指数收益率相比较，其中也包括了美国短期国债（从而解释了由基金现金状况引起的持续性业绩缺口）。

夏普博士严格地证明了在该组基金中产生于大额基金的成本优势可能提供相对的超额回报，但同时也发现所考察基金的平均收益率在过去10年比综合指数回报率低了0.64%，（毫无疑问选择这100种最大基金本身就存在着偏向成功基金的严重偏见）。这种差距显然不是十分大，但是数据明显削弱了某种信念，即典型的积极型管理股票基金优于消极型管理股票基金。（如果夏普将销售费用包

括进去,数据将对基金更不利。)

夏普博士挑选出了一批在各个时期选择股票颇有技巧的基金经理,以考察他们在未来的日子里是否会继续成功。他调查了判断基金的一般指标——规模大小、过去经营业绩,以及夏普风险收益率,能说明业绩水平的一贯性的证据表现在前 12 个月(也就是说,基于前一年业绩水平选择基金,业绩变化的可能性影响较小)。如果一个投资者持有夏普研究目录中的 25 支最好的基金,并逐年根据需要而不断变换基金组合,那么在接下来的 5 到 10 年期间,他的年收益相对于指数收益率会增加 0.8%(如果投资者持有最差的基金,那么他 5 年内的年收益率会降低 0.5%,10 年内降低 1.3%)。即使忽略频繁更换基金产生的额外税收,该收益率对投资策略而言,看起来是相当不可信赖的(不稳定的)。

胜者会常胜吗?夏普这样总结他的结论:"如果过去 10 年能完全代表后 10 年,答案就是肯定的"(在此,我要提醒的是,过份乐观很可能导致错误)。然而,夏普站在"中间立场"(未被证明)也许更加恰当,因为他自己也承认"无论在数学统计还是经济实务中,证据往往是远离于结论的"。

9.4.2 卡哈特报告

南加里福尼亚大学的马克·卡哈特是另一位值得尊敬的资深学者,他也研究了基金业绩一贯性的问题。1962 年到 1993 年期间,他评估了 16109 个基金中 1892 种类型多样化的股票基金。首先,他发现股票收益率的一般影响因素(价值与成长型之比,大市值与小盘之比,高风险系数与低风险系数之比)和投资费用几乎可以完全解释股票基金回报率的持续性。通过对惯常性的失败进行适当调整,以分析结束运行的基金低于平均水平的收益的影响作用,卡哈特证实了波顿·莫克林教授的结论(见第 5 章),即生存者偏好将 1982 – 1991 年间基金的公布收益率提高了 1.4%。莫克林博士同时还发现 20 世纪 70 年代存在一些持续性的有限例证,而 80 年代则不存在。

通过过去一年收益率和其后来一年的收益率的比较,卡哈特认为,基金很难保持各自的排名,虽然排名前列和后列的基金较为固定。而有 17% 的基金维持在最高等级。另一方面,46% 的基金则始

终维持在最低等级，这在很大程度上说明了大量低等级的基金趋向于被他们的高成本所束缚。在其结论中，卡哈特警告道："尽管大众媒体试图神化业绩良好的共同基金，事实上未来基金的收益主要取决于投资策略和成本"。意思是说：依赖于过去的结果，而选择未来能提供优良业绩的基金，是一件富有挑战的任务。

9.4.3 乔治曼—艾波森研究

在另一项研究中，威廉·乔治曼和罗杰·艾波森对 1975－1987 年期间的 2 年期、1 年期及每月期的持续赢者进行了测试。在这期间，他们根据基本收益和风险收益分别对股票共同基金进行等级评定，将使它们划分为两类：胜者（前 50%）和败者（后 50%）。他们的分析表明，投资于前者较能增加以后几年里超越整个基金平均收益率的可能，一个重要的原因是因为那些由于高费用原因而业绩不善的基金会趋向于持续失败下去。

通过例举，他们对 2 年期共同基金增长的研究显示，以前年度业绩最好的基金有 60% 的可能在以后的 2 年里继续成为赢家。因此，一个可能的结论是，一项基金在后继的 4 个 2 年期内优于平均水平的概率大约为 1/8。简言之，在每一个 2 年期间，要超越平均基金回报几乎是一种赌博，如果将销售费用和税收考虑在内，这场赌博的情形将会更加恶化。

对那些赞同不断变更换基金有助于提高回报率的投资者而言，一贯稳定的赢家也有可能成为市场指数的败将。乔治曼和艾波森明确承认挑选赢家——根据与同行业绩的比较处于前列的基金——也并不足以胜过市场。他们总结说："持续赢者模式也许不能成为胜过市场的指南，但它从长期来说确实胜过了同行。"面对指数基金的竞争，如果没有任何持续超越市场的业绩证据，依据基金同业业绩比较的微薄持续性而采取的策略有何益处呢？"

在统计领域进行的研究表明，经营业绩很少具有持续性。也就是说，研究人员已证实了无法准确地评估基金过去的回报和预测未来的赢家。而且，另一些时期的其他研究也显示出，即使有成功的奥秘，但过去的持续性并不能充分保证未来的持续性。事实上市场情况是变化的；通常成功导致的资产增长，（这一点将在第十二章见

到),使基金投资组合经理人在改变(且很频繁),基金组织在改变,基金战略在改变。这整体的变换削弱了过去的相关性,也削减了历史和未来业绩的联系。

根据这些看似结论性的学术理论,我们现在来看一下真实投资世界中的基金选择。我们需要注意的是:第一,有关于长期牛市中基金战胜市场的真实记载;第二,那些推荐共同基金投资组合的投资咨询专家;第三,基金间投资的真实记录,即独立地投资于其他共同基金的基金。

9.5 令人失望的现实

尽管在大牛市期间共同基金收益率严重滞后于指数,仅有 1/6 的管理股票基金的收益率超过了市场回报。在当时的 258 支普通股票基金中(在 1982 年要少得多),有 42 支超过了 18.9% 的 willaire 5000 股票指数回报率(与标准普尔 5000 指数回报率 19.8% 相比,当然是一个较低的指标)。但是 42 支中仅有 12 支(约占总共的 1/21)比指数回报高出 1.5 个百分点。如果我们假定相对指数而言,基金的年运行误差大约为 3%,那么只有超出指数回报的 1.5%,才能在统计上算作有效超出指数。根据实际的运行误差,12 支基金中仅有 3 支(约 1%)通过了这一统计有效性标准。但对 12 支股票的检验仍是很有意义的。

更细致的分析显示,这 12 支基金是一个相当杂乱的组合,其中 6 支基金在开创初期,资产还很小时,便创造出了高额的利润,以后的业绩趋于中流。其余 6 支则一直是顶尖基金,令人感兴趣而又很重要的是,在大牛市的整个或大部分时间里,这 6 支基金没有更换过证券组合经理(目前这些经理的平均年龄为 57 岁);有 2 支基金在其资产达到 10 亿美元时结束了运营。

这 12 个赢家并非预先就易于确认,在开始时,他们的股份仅被少量基金投资者持有。(他们 1982 年的总资产合计为 18 亿美元,仅占整个股票基金资产的 3%)。即使我们已经知道它们过去的成功,也没有可能确定这种情况在将来重现的可能性有多大,无论这些经理人会坚守原职,还是会退休,或者躺在他们的荣耀上休息。如今,

如果投资者选择了仍在向投资者开放的四种顶尖基金的其中之一，他们是否确信能在未来获得优良回报呢？这对一个聪明的投资者来说，是个违反常识的决定。

9.6 一个基金经理的告白

事实上，并没有确凿的证据支持存在圣杯的主张，即认为可以用足够的信息描述如何在过去业绩的基础上，提前选择将优于标准普尔500指数的基金。

共同基金行业对这一现实的默认对至少一个基金顾问产生了影响作用。1998年中期，摩根史坦利的迪恩·威特，大约1600亿美元无佣金和有佣金的共同基金资产的经理人，发布了一项题为“共同基金的风险和持续业绩”的研究报告。在考察了1987－1997年间两个连续5年期间660支股票基金的总收益率后，报告指出：在第一阶段业绩表现最好的25%的基金中，其中只有28%在第二阶段仍保留在老位置，51%在前330名中。令人惊讶的是，这一数据与随机结果惊人相似，（50%在前330名），支持了“顶尖基金不可能持续”的论点。

尽管基金收益存在随机性，基金风险的大致轮廓还是比较稳定的。第一阶段中具有最高波动性的基金中63%在第二阶段仍应处于波动性前列，是随机预期25%的2.5倍。相类似地，最低波动性基金的55%在第二阶段仍处于底部，是预期的2倍还多。

将随机回报率和持续波动性相对照，报告得出明显的结论：风险调整后的历史业绩与未经调整的业绩相比，作为预测的依据更为可靠。它还指出“标准普尔500指数，在第一和第二阶段始终处于风险收益的前列”。由于风险调整后的历史业绩是未来业绩的预报，摩根史坦利认为标准普尔500指数在将来可以继续保持良好的业绩，这一结论强有力地支持了我的论断。奇怪的是这一共鸣竟来自一位重要的共同基金经理人。

9.7 另一种失望

接下来，让我们来看一下共同基金投资顾问的情况。过去5年

里,《纽约时报》每一季度都刊出由5位资深咨询专家选择和监督的股票基金,这5位专家从1993年7月7日开始从事这项工作。在这期间,没有一支组合可以比得上先锋500指数基金,后者被时报当作固定的参照标准。投资顾问提供的年平均回报率是11.8%,约为市场年回报率的59%,指数基金提供市场年回报率的99%(见表9.1)。然而一些咨询者选择了比500指数基金本身风险更小(也就是波动性更小)的股票投资组合,因此在1998年第三季度指数下跌时,由咨询专家推荐的基金组合平均下跌了85%。

表9.1

	投资顾问的组合	指数基金
年收益率	11.8%	19.8%
每年占市场收益率的比例	59%	99%
最终占市场价值的比例	49%	99%

在任何情况下,如果5年期内基金平均提供70%的市场回报率,而这些被专家选出基金仅能提供59%的市场年回报率,这一现象即意味着失败,因为它已接近异常的边缘。更糟的是,如涉及到整个期间的累积资本,咨询专家们的平均投资组合仅能实现标准普尔500指数最终增长率的49%,而指数基金则能达到99%。因此,即使是通过专家来选择赢利基金,也很难具有挑战性。

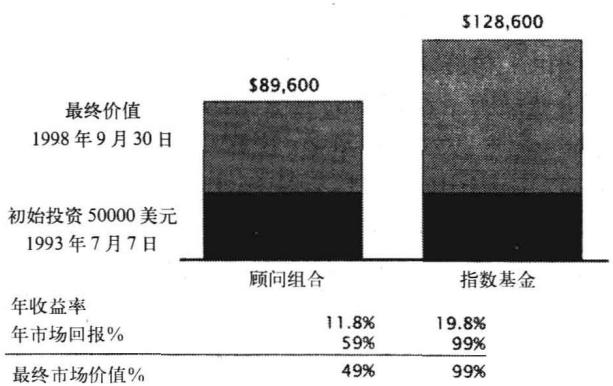


图9.1 专家论坛:5位顾问,50 000美元投资

另一项对投资顾问选择基金组合成功率的评估,是《哈尔伯特

金融文摘》。它报告称,在整个 10 年正常运作的 59 份咨询小册子中,咨询者的投资组合大致提供 7.9% 的回报率,即为市场回报率 13.3% 的 58%,这个数字和《纽约时报》上专家推荐基金的表现差不多。只有 8 支咨询小册子中推荐的基金胜过了市场。有趣的是,这非常接近于共同基金自身在 1982 年中期表现的 1/6 的优越机会。在大牛市时代,许多顾问推荐的投资组合都远比股票市场本身保守。一般来说,他们都承受了接近于市场水平的风险。由于有着平均水平的风险和低于平均风险水平的回报率,他们的风险收益率(以夏普比率衡量)只达到市场风险收益率的 42%,且只有 3 位顾问的风险收益率高于指数。总之,借助专家的能力来选择赢利基金,看来结果同样令人失望。

9.8 又一个失望

第三项检验是基金间投资的真实记载,即共同基金选择其他的共同基金作为它的投资组合成分。然而基金间投资不仅滞后于整个市场,而且他们还严重地滞后于各类投资基金的平均业绩,其中部分原因是他们无一例外地要增加额外成本。例如,至 1998 年 6 月 30 日的这一年,在投资于混合型(价值和增长型)市值基金的 14 项基金间投资中,4 支列于 96 - 100 百分位(另一支最后死掉),5 支列于 90 - 95 百分位。这个不出色组合中的优胜者,如果这样说恰当的话,仅列于 65 百分位,比他们选择的基金落后了 2/3。总之,有着全年记录的 93 项基金间投资因额外的分层成本使其下降了 1% 多:与其他基金相比,平均列于第 68 百分位。

在此我只列举一年期的结果是因为很少有基金间投资能存活很长时间。在过去的 10 年里,只有 9 个存在时,记录则更为严重:他们比同行落后了 69%。一旦排除一个没有额外分层成本的基金(超出 72% 的一般基金),排名将会迅速下降,剩余的 8 项基金间投资仅达到排名的第 75 个百分位。这进一步证实了前述的一年期数据。而且,管理型基金间每年的换手率平均为 80%,短期的投机不可避免地会冲击长期收益。高换手率和高基金成本的组合,再加上两项额外成本(源自高周转率和过度的运行费用),就清晰地推出了一个失

败的公式。

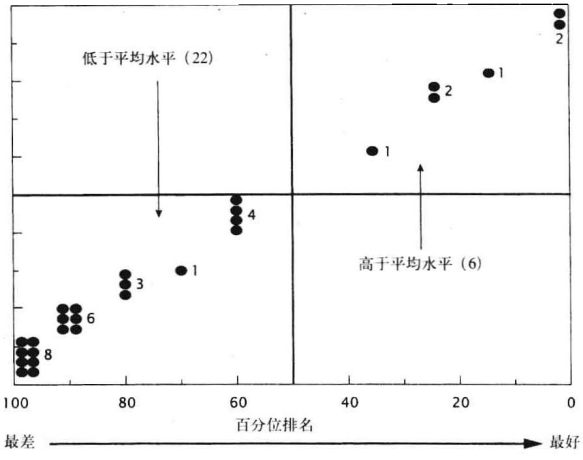


图 9.2 基金间投资——与同行的相对收益率（1995.6－1998.6）

注：排除了 7 只不用负担附加费用的基金间投资基金。

由于一年期数据的无常性和过去 10 年此类基金数量有限，3 年期的数据可能更能提供相关性的证据。过去 3 年的数据为我们研究该时期间存在的 35 项基金间投资提供了依据，现将每一项与其他同业比较如下：11 支大盘、中盘和小盘股票基金；4 支国际股票基金；16 支平衡（混合）基金和 4 支债券基金。平均基金间投资达到第 66 百分位评级，进一步确认了 1 和 10 年期的调查结果。此间基金间投资平均回报为 15.5%，比其他同业的平均水平低 2.4 个百分点。由于这个差额的大部分是来源于 1.3% 的平均费用率（除去那些不用收附加费用的基金则为 1.7%），那些经营这些基金的专家们必须具有特别的才能，才足以冲销他们的服务机构的成本。图 9.2 显示了加上这些费用后，35 支基金中 28 项基金间投资的百分位顺序。这是一个失败者的游戏。

更糟的是，我认为基金间投资 66% 的百分位很难持久。那些承担了额外费用的基金间投资的成本比率平均为 1.7%（1/4 达到 2% 或更高），再加上所投资基金的全部成本（平均为 2%），于是由股票持有者承担的全部成本几乎达到 4%。假定基金的经理挑选普通基金的话，这样大的成本可导致 75 个百分位的等级。无论如何，很难让人相信如此佣金负担沉重的基金组合会意外地超过正常情况下的

市场指数。然而基金间投资行业的确正在日益兴隆。1995 年 6 月以来,约有 70 支这样的新基金形成,使总量达到了 120 多,但记录却不足以证明这场游戏经得起检验。

9.8.1 我的忠告

在结束这个问题前,我想强调一下基金间投资的关键区别:即是否加上额外的成本。由于这些成本的存在,使它们与一般基金的差距拉大。然而,不需要征收额外成本的基金间投资(只有小部分)就没有这种阻碍。历史记录也清楚地支持了这一区别。承担了额外成本的基金间投资在过去 5 年间仅能超过 32% 的同类共同基金,而不负担额外成本的基金间投资则可达到 79%。

毫无疑问,打算持有基金间投资的投资人首先应当考虑这些基金:a)没有附加额外成本;b)投资集中于低成本基金;c)没有发行费。这样的基金没有理由不提供具有竞争力的回报率,在过去 5 年间他们的收益率也明显超出了同行的一般水准。

9.9 "从无尽的深渊中召唤灵魂"

在《享利五世》的第一部分,莎士比亚给我们论述了葛兰道尔的自我吹嘘,"我能从无尽的深渊中召唤灵魂。"赫兹伯尔的回答是:"是的。那么当你召唤他们时,他们会来吗?"在评价共同基金的历史业绩时,这也是一个很值得一问的问题。任何基金业绩的专业分析家,或者由晨星社所支持的任何纸上谈兵的投资者,从众多的基金中也能发掘历史业绩良好的基金,这些基金曾经超越了同行和具有代表性的市场指数。这是显而易见的部分。

难以预料的部分是,如何让未来的赢家现身。即使是存在一直表现不凡的基金,大量的统计证据也表明他们以后很难重现辉煌。然而,投资者总是坚持相信他们能预先选择好将胜于市场指数的基金。这一预期很容易理解。一些基金在长时期内致力于超越指数,提供了看似勿庸置疑的证据,证明管理优越性能持久。但这种情况实际上极少发生。等到出现优越性的长期记录时,拥有出色记载的杰出的共同基金可能已经与金融市场的一条不变原理相冲突:即向

均值回归。

最后在下一章将讨论，均值回归是金融物理学中的首要原则。即使是有着极好记录的基金也会受到极大的压力，使收益回归至市场平均净收益率。在长期内，这种压力会更强烈，甚至有可能使收益低于平均净回报。这种压力的有力证据是，有着杰出回报率的共同基金可以吸引大量投资者的现金流入，结果，这种流入又会逐渐被他们自己不断寻找收益优势所窒息（阻止）。投资管理的事务，如同选择投资组合经理一样易于犯错、困难且要求严格，特别是那些附有完全额外成本的共同基金更是如此。当然，从无尽的深渊中召唤灵魂，即呼唤杰出管理者重现他们过去的成功，远比让这些基金出现并实现持续成功要容易得多。

9.10 圣杯在哪里

无论是学术研究（其中大部分包含了对未来收益预测的检验，但却未被发现或出版），或是对于有着长期良好记录的基金的实际考察，或是咨询性服务机构的基金选择，或是基金间投资的记录，要选择将来能有良好业绩的共同基金被证实是非常困难的。而那些个人基金投资者要想找到能预先确认未来绩优基金的圣杯，这种可能性看来也是不大的。

在这个在相关性基础上进行业绩评估，在分析各种因素的基础上研究投资回报的时代以前，有着持久性的良好业绩记录的进取型基金管理人管理的基金成了人们臆想中的圣杯。近年来，由于指数基金明显的业绩优势和其迅速扩张的认同度，使人们的思想发生了动摇。其结果是，大部分的基金，至少在暗地里进行了反击。只要有极少的基金有望长期与市场并驾齐驱，进取性基金的销售者就会认为他们可以鼓励投资者舍弃传统的长期持有的基金策略，而在基金中不断进行投机性转变。可以确信，这一论点忽视了一个不言自明的事实，虽然少数投资者可以通过灵活的基金选择取得成功，但作为一个整体的投资者，基于成本因素绝对会败给市场。这一残酷的现实将恒久不变。

简言之，传统的投资策略，即长期持有管理共同基金，并不是市

场良好收益的圣杯。而目前频繁转换基金的狂潮也不是。由定义可知，指数化策略提供的收益低于市场回报，但仅仅差一点点。这才是真正的圣杯：通过多样化的投资组合，收益尽可能地接近100%的市场回报率。很少有股票共同基金管理人能胜过市场，而且长期来看，即使那些成功的基金也不可能遥遥领先于指数。

毕竟，基金管理人也仅仅是在高效率的市场中运作的人而已。现今流行的基金转换策略企图与指数的策略背道而驰，这无疑（我谨慎地运用了此词）是一场失败者的游戏。有种观点认为，如果指数基金加上一般基金2%的成本，以及平均每年1.7%的费用，基金间投资能与指数基金策略相匹敌。大量有力的历史事实再次增强了这一基本结论的有效性。

对基金经理而言，面对指数基金挑战的最有效方法不是幻想（仅是追逐市场收益却无法实现），而是常识。基金经理必须削减费用至公平的水平，回到长期投资的传统基金哲学，将他们管理的投资组合资产限制在一个与其策略和目标相适合的规模。这些转变将使得积极型管理基金的回报率与消极型指数基金相比，更加富有竞争力。而每当管理人竞争力迈出一小步，共同基金股东就会离构建投资巨人的目标更接近一些。黄金法则——投资者为先——是我们都应当遵循的探寻圣杯的最佳路径。如果这一行业没有履行黄金法则，低成本的指数基金便会长期成为寻找最佳投资收益圣杯的投资者的最后选择。

第三部分
投资业绩

最终，我们从根本上要关心的还是投资的业绩状况。个人投资者已经普遍认同向均值回归这一投资原则，这种永恒的引力将金融市场牢牢地控制其中，同时也造就了投资世界的真实状况。有一点我在分析中阐述过而却被基金行业忽视，那就是无论是考虑到个别基金的收益，还是不同的投资模式或股票市场本身，超额的收益最终都会回复到长期的一般水平。那些非常大的共同基金，收益一旦回复到一般水平，就很难再上升。由行业规模的增长所引发的问题进一步使业绩问题变得复杂。由于规模的明显阻碍，许多大基金纷纷采用投资相对论，即根据市场一般水平组成投资组合，以此增加收益的稳定性，但也付出了业绩不再卓越的代价——个失败的处方。

在公布业绩时共同基金往往忽略税收问题，但投资者却不会，然而大部分基金，显然对这些纳税投资者的需求视而不见，而坚持从事速成式的投资组合交易活动，这种投资会产生大量的税金而不能带来任何明显的补偿利益，即使对持有递延税金帐户的投资者也是如此。针对税收问题，我提出几个解决办法，包括修订目前的基金政策，设计满足纳税投资者需要的新基金。本篇的最后一章将会讨论时间在设计长期投资业绩中的重要地位和作用。这一变量标准与

投资的三个空间标准相互影响，增加了收益，降低了风险，且增强了成本的影响，与常识所表明的知识完全一致。回到第一部分开端提到的长期投资的主题上，我们来分析一下共同基金投资者面对的三个挑战，即投资策略、投资选择和投资业绩。

第十章　均值回归
牛顿先生对华尔街的报复

初看之下，均值回归原则似乎显得比较乏味，难以令人振奋，事实也的确如此。这一来自理论界的规律在真实的金融市场中被证明是完全实用的，它为股票共同基金的相关回报、整个股票市场的相对收益以及长时期内普通股整体的绝对收益，提供了理论依据。均值回报（RTM）实际上是“引力法则”在股票市场上的体现，使得收益会被神奇地拉回各个时期市场的一般水平。这一普遍引力法则的应用也许可视为艾萨克·牛顿先生对华尔街的报复。

作为投资者，我们大多选择共同基金作为部分或全部的投资对象。无论基金是否包含在你的投资组合中，你都应该认真分析你的金融状况和风险承受能力，再从固定收入投资和股票之间决定你的资产分配。如果你遵从我们这个时代普遍认同的理念，即认为从长期来说，在所有主要资产类别中，普通股无疑会提供最高的回报率，那么你的投资计划中应有相当份额投资于股票基金。

假定这些是事实，聪明的投资者应如何来行使对共同基金的选择呢？首先，我们不要去看那些由共同基金行业的市场机构所发布和提供的历史业绩。正如我在前面章节所竭力劝诫的，最有说服力的历史经验是：长远来看，变化多样的股票投资组合也是一种商品，其所提供的回报率可能和整个股票市场的回报率极为吻合，但最终却始终低于后者。

到你积累财富到一定时间，假设是10年或50年，基金的总收益率一般会接近于股票市场。在此，我用了“总”字。由于多数共同基

金有着大量成本,包括所有直接成本(用于运行、营销、投资咨询费以及经理人的一般利润)和基金组合交易的隐含成本,基金作为一个整体,以及作为个体的基金在长期运营之后,净收益率与市场水平的差额为年平均1.5到2.5个百分点。如果长期延续下去,这种年回报率的差别会对你的最终资产带来意想不到的变化。

10.1 共同基金优胜者归于平凡

在一年期里,许多共同基金,尤其是小规模进取型基金,能够而且确实可以挑战这种观点。据统计,在10年期里,约有1/5的基金可获得成功。但在相当长的时间里,总会存着一种神秘的引力,使得业绩优秀的基金回报率下降,业绩较差的基金回报率上升至原来的水平。(事实上,因为其过高的费用支出,业绩最差的基金总趋向于保持原样。由于这些费用始终存在,该类基金上升的动力也受到阻碍。)当然,这些上升或下降的波动总是围绕市场收益的上下浮动,且保持着一定的幅度,向市场均值回归是长期共同基金收益的显著特性。

在此以过去两个10年期为例,加以验检:20世纪70年代(提供较为一般的股票收益)和80年代(提供非同一般的丰厚收益——RTM模式的一种情形,后面将会涉及到)。在分析过程中,我采用了价值-成长混合型基金和成长型共同基金,其中包括一些风险水平和标准普尔500综合股票价格指数相近的大规模的著名基金。

表10.1表明了70年代被分成四个等级的基金相对标准普尔500指数的排名情况,以及80年代它们向市场均值的回归状况。70年代,第一等级的基金收益率平均高于指数4.8%,而80年代则跌至一般水平下1%,总共下降了5.8个百分点。70年代第四等级的基金收益率位于指数下4.1点,而80年代这种差距已缩小到指数下1.8点,向上回归了2.3个百分点。(第二和第三等级收益率的变化较小,因为其前10年期的收益率本身就接近于均值)。

表 10.1 基金年收益与市场指数的比较

年收益率与标普 500 指数比较(70 年代排名)	第一等级	第二等级	第三等级	第四等级
1970S	4.8%	1.1%	-1.1%	-4.1%
1980S	-1.0%	-1.1%	-2.0%	-1.8%
1980S 回复	-5.8%	-2.2%	-0.9%	2.3%

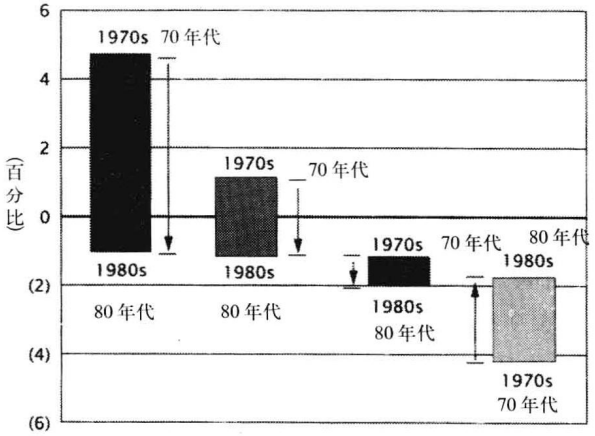


图 10.1　基金年收益与市场指数的比较

这一模型中的比例是值得注意的:第一等级的 34 支基金中有 33 支在 80 年代回归了均值,其中 2/3 前的优良基金降到了指数以下。值得一提的是,另一支例外的基金在 80 年代实现了每年 11 个百分点的超额收益。然而,到了 90 年代,却上演了一场典型的 RTM 现象,这一基金年收益和指数相同,实现了每年 11 个点的显著的均值回归。过去 4 年里,该基金平均每年滞后于指数 5.6 个百分点。因此,有时 RTM 现象的出现需要耐心等待。

由于主要在理论上运作,缺乏运行和交易成本干扰的标准普尔 500 指数,不仅是一个难以实现的目标而且令人难以捉摸。(它极其偏好于大市值的股票)。即使选择了与指数基金类似波动性的大公司共同基金种类,组合中这些股票的比重还是会缩小。在上述两个 10 中,虽然只包括了在该段时间里存活下来的基金,但其差异并不大。第一阶段,幸存的基金年平均收益率仅超过指数收益 0.1%,在

第二阶段却是落后了1.5%。

在此,我用表10.2对同一基金不同时期的收益进行了相互比较。表10.2表明,在每一等级里,共同基金都表现出向共同基金业平均收益的均值回归,比向指数均值回归更明显。因此,RTM又成为一种规则:第一等级基金在其先前4.6%的优势基础上损失了3.9个百分点。第一等级34支基金有30支的业绩下滑了,而最低等级中的33支基金业绩提高了,仅有一支例外。最低等级的基金共上升了4.1个百分点,弥补了他们在前10年的损失。RTM原则证实了依据历史记录评估基金的无效性。除了回归标准从市场平均标准改为基金平均水平,表10.1和10.2表述的内容是完全一致的。RTM准则同样成立。

为了加强这一点,我们对过去20年的数据重复了相同的测试。将1987-1997年与1977-1987相比,第一等级的市场均值回归幅度增大到6.9个百分点,从高于指数5.1个百分点到低于指数1.8个百分点,在所有回归的44支基金中,有35支降到均值之下。第四等级里,由于受超额成本的阻碍,44支基金中只有22支的年收益有所提高。这些基金的平均收益事实上没有回归(从落后指数3.7个百分点到3.8个百分点)。造成这个结果的原因是有两支因持续失

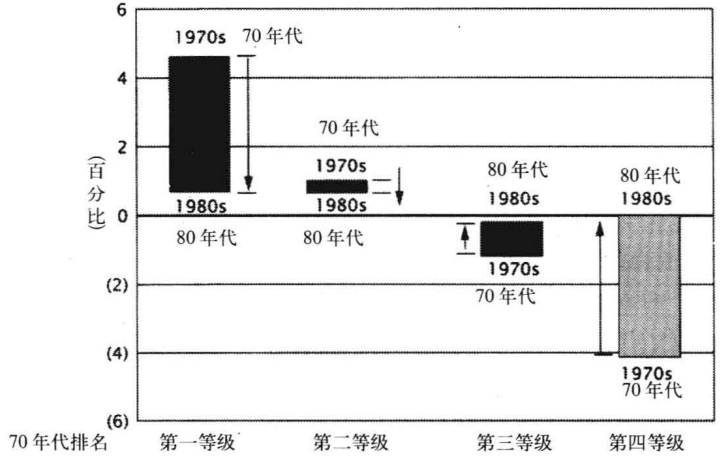


图10.2 基金年收益与市场指数的比较

败而臭名昭著的基金的平均年收益率低于市场水平 29 个百分点(如果没有这两支基金,第四等级的回归将从指数下 3.2 点上升至指数下 2.6 百分点)。

表 10.2 基金年收益率与平均股票基金的比较

平衡基金年收益率	第一等级	第二等级	第三等级	第四等级
1970S	4.6%	0.9%	-1.2%	-4.1%
1980S	0.7%	0.6%	-0.3%	0.0%
1980S 回复	-3.9%	-0.3%	+0.9%	+4.1%

我们还用基金平均收益率代替市场指数平均收益率对 1977 - 1987 和 1987 - 1997 的数据进行了测试。在考虑进了基金成本以后,数据仍是惊人的相似。第一等级,44 支基金中有 41 支向下回归;第四等级,44 支中有 40 支向上回归。平均来讲,降幅为 4.3 个百分点;升幅受到高成本的影响为 3.2 个百分点。很明显,无论我们采用哪一阶段和哪种标准,共同基金收益的均值回归原则都是十分稳定、可预见、且普遍适用的。

共同基金的交易者以为大多数投资者还完全没有意识到,今天的绩优者极有可能成为明天股票市场的平庸之辈。尽管有着令人信服的证明,基金推广者们仍坚持沿街叫卖着以前的绩优基金。基金管理机构非常清楚,现在的偶像脚上已沾满了泥。但只要有相信巫术的人,提供巫师物品的人就能创造和兜售长生不老药和万灵丹,逐渐形成昂贵和反效果的投资选择,与过去而非将来的现实紧密相联。

目前还没有任何研究形成对立的结论:即少数长期绩优者能被预先选定(通常他们是在其资产还很小、持有者还很少的初期表现出高收益率)。或许有一种更好的办法可以在未来获取优异的业绩。让我们转到 RTM 的第二点,也是艾萨克·牛顿先生对华尔街报复的另一个反映。

10.2 引力和股票市场的各种类别

价值和成长混合型大公司基金在成本扣除前提供的短期收益大致与股票市场的收益相当。而在长期,由于成本因素,他们会出现明显差距。寻找长期超额收益的投资者是否应当将注意力集中于股票

市场中有获胜特征的某个类别呢？而市场的各类股票似乎不存在持久的系统性偏好。尽管时间较长，RTM 看来仍是一种具有长期趋势的循环现象。

让我们看看以下四个例子：(1)成长型股票和价值型股票；(2)蓝筹股票和低价格股票；(3)大公司股票和小公司股票；(4)美国股票和国际股票。4 个例子的最后结果是，在每一个关键市场部门，RTM 都存在且有效。

10.2.1 成长型股票和价值型股票

我们先从成长型股票(有着高于平均水平的收益增长率、市盈率及市价和帐面价值比率)和价值型股票(各指标低一些，收益率高于平均水平)开始。为此，我考查了 60 年的成长型基金(以增长率为目标且波动性高于平均水平的共同基金)和价值型基金(同时追逐增长率和收益，波动性低于一般水平)。

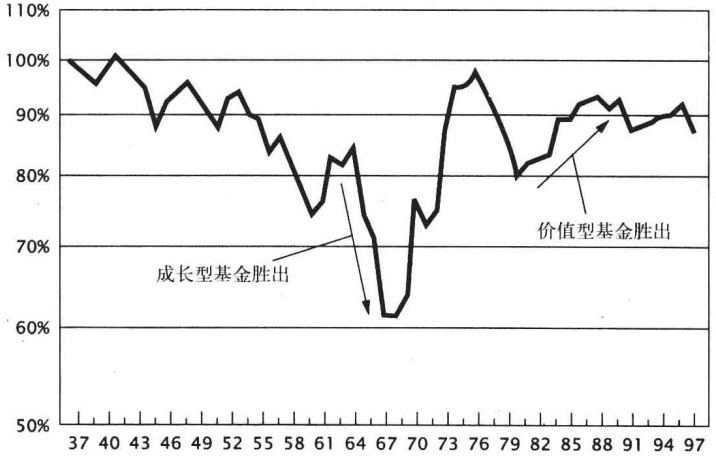


图 10.3 成长型基金和价值型基金(1937－1997)

近年来，传统的观念已从价值哲学转向了成长哲学，这种信仰占据支配地位的原因是毕竟很少有人会去检验所有的历史记录。然而，如图 10.3 所示，在长期内，RTM 被证明是有效的，而且是明显的。在最早期，成长型股票占先，明显是 1937－1968 年的胜利者。在这段时期末，价值型股票的投资终值为相同初始投资的成长型股

票的62%。从1969—1976年价值型股票有了巨大的转机，几乎完全弥补以前的差距。（这短短的几年——只占60年中的8年——价值型股票放射出神奇的魅力）。成长型股票从1977—1980年又获得胜利，而价值型股票在1981—1997年表现突出。（成长型股票在1998年犹如复仇女神般再现杰出，是RTM又再起作用了吗?）

将这循环波动的60年联结在起来，价值型股票投资终值约为成长型股票的9/10。整个60年间的综合收益率为：成长型股票11.7%；价值型股票11.5%。差别很小，我称之为平局，这是RTM的又一个杰作。

10.2.2 蓝筹股和低价股票

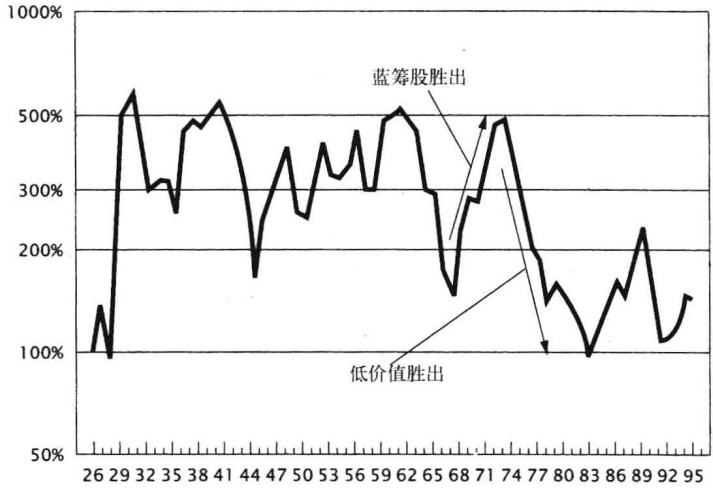


图10.4　蓝筹股与低价股(1925－1997)

第二个例子是蓝筹股和低价股。这一类别在过去10年并不为投资者所重视，而由标准普尔公司自1926年始根据固定标准定期出版公布。如图10.4所示，其市场波动比成长型和价值型股票要简明得多。最明显的依据是在过去40年，低价股票享受了从1962到1968年的6年盛宴，随之而来的是一次蓝筹股的彻底回复，从而导致了低价股6年的低潮，一直延续到1974年。

这种持续不断的循环看来似乎遵从了7年一个轮回的圣经预言。低价股票的第二次盛宴延续了9年,直到1983年,接着又是7年的低潮至1990年,后又有一次短暂的盛宴于1992年结束。整个70年间,最初投资在蓝筹股的每一美元的最后价值约是投资在低价股票上的1.4倍,类似于1927年末的情形,那对蓝筹股来讲是一个丰收年。即使加进个别年度的误差因素,蓝筹股的收益率也达到6.7%,低价股达到6.2%,RTM的作用在图中显而易见。

10.2.3 大盘股和小盘股

现在转至第三个例子。这里似乎存在一个无法诋毁的投资神话,即小盘股的收益率总是能战胜大盘股。接受了这一观点后,其提议者对其原因进行了简单易懂的解释:"小公司意味着高风险,它理所当然应得到更高的收益"。这一推理似乎提供了圆满的答案。但事实上,如图10.3所示,小盘股的高收益并不是持续的。从1925至1984年约39年时间里,小盘股和大公司实际提供了相同的收益率。其后4年至1968年,小盘股收益是大盘股的两倍多,紧接的5年却又失去了所有的优势。直至1973年的半个世纪,小盘股与大盘股打个平手。而在1973－1983年间,小盘股的声誉再一次大大提高。然后,不可避免的是,RTM在第五个循环中又发挥了效用。正如诗人托马斯·福乐1650年的话,1983年对大盘股来讲"犹如是黎明前的黑暗,因为太阳已经照耀在他们的身上了"。

整个阶段,小盘股的综合年收益率为12.7%,大盘股为11.0%。这一差额导致了小盘股的终值是大盘股终值的3倍,见图10.5。但是,如果将实验放在一个10年期内,小盘股就不一定会比大盘股表现出色。(1998年,当大盘股表现强劲时,小盘股的表现则很一般,说明不加分析地接受小盘股优秀的理论多么不明智。)假如没有小盘股1973－1983年的循环(只是7期中的一期),大盘股的业绩的确比较出色。除去这一段时期,年收益变为:大盘股11.1%;小盘股10.4%。即使没有完全被RTM所支配,大盘股和小盘股的关系还是显现了市场引力的作用。

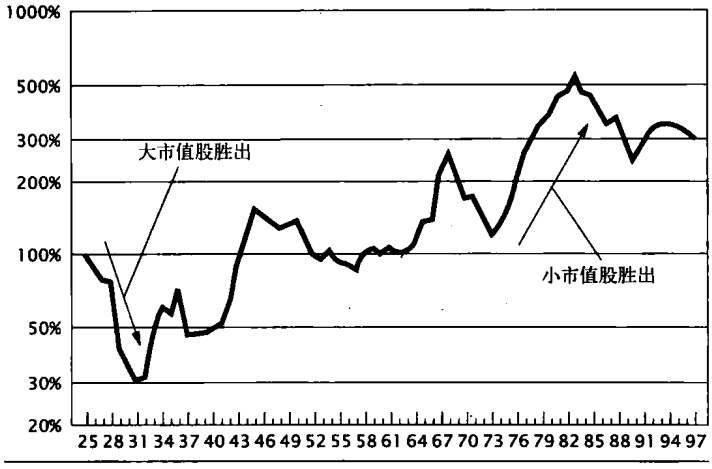


图 10.5　大市值股与小市值股(1925 – 1997)

10.2.4 美国股票和国际股票

对美国股票和国际股票,没有像前面那样丰富的历史记录可供比较。在此我将列举所有可能的数据,大约涵盖了过去的 38 年。如图 10.6 所示,这同样为我的论点提供了有力的依据。我将对比标准普尔 500 指数和摩根史坦利资本国际欧洲、澳大利亚、远东(EAFE)

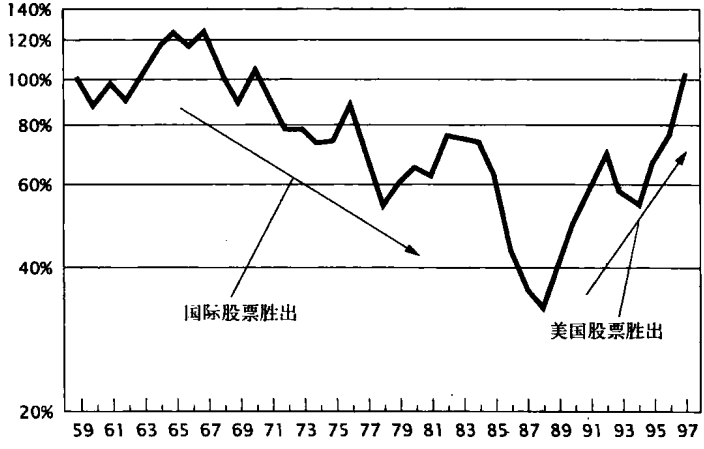


图 10.6　美国股票与国际股票(1959 – 1997)

指数。为了便于反映美国投资者的活动,这些指数都以美元而非当地货币表示。从图中可以看出,存在频繁的波动,但资产累积增长率在前24年(至1984年)却稍显偏好于EAFE指数,其综合收益为:EAFE,9.7%,S&P(标准普尔500指数),8.4%。

在1984－1988年间EAFE指数迅速扩张,胜于美国股票足足两倍。紧接的9年,美国股票又赢回了声誉,且不仅仅是盖过EAFE的光辉。在所分析的整个时期,美国股票和国际股票的综合收益是一样的,都为11.5%,即呆在美国的投资者所投资的一美元的价值和在国外投资一美元所获的价值是一样的。长期来看,RTM在全球股票市场上也同样得到了证明。

10.2.5 回到牛顿先生的定律

虽然没有艾萨克·牛顿先生那么精确,我仍然引述了市场引力法则的重要作用。牛顿的万有引力定理被认为是17世纪科学革命的最高峰。然而可以确信的是,均值回归对投资于分散化股票基金和股票市场的投资者的效用价值,却难以成为这个衰败的世纪的亮点。实际上,牛顿第三定理:"每件事物都有着大小相同而方向相反的反作用",可能正是金融市场所发生一切的很好的诠释。RTM,尽管可能要好几十年才会显现,但仍是历史客观存在的原则。聪明的投资者在冒险时却总会忽略它。未来的事实会继续支持我自己的投资策略。

10.3 普通股的回归

与均值回归有关的第三个重要领域是:普通股的长期收益。与股票共同基金和股票市场中各个类别不同,这里的RTM与绝对收益而不是相对收益有关。在两个多世纪里,以25年为一个周期,美国股票市场呈现了一种强大的趋势,其真实收益围绕6.7%上下波动。正如图10.7所示,波动的幅度很窄,只有5个时期收益率是低于4%的。

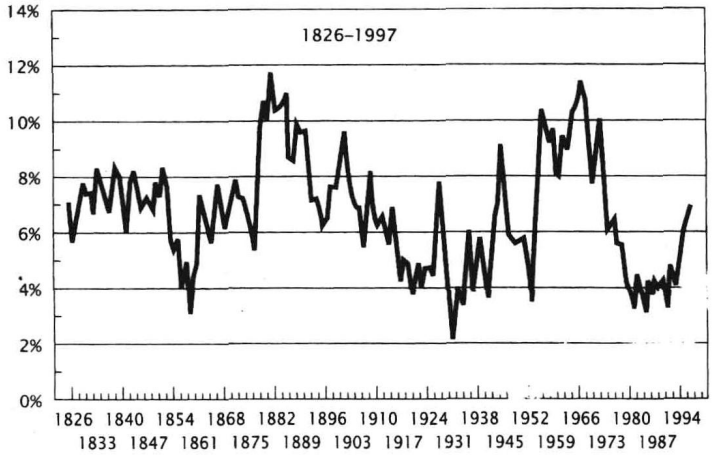


图 10.7　每 25 年真实股票收益

总之，在 25 年期的时间里有 93% 的时期，真实收益是在 4% 和 10% 之间波动。RTM 在这里也存在并起着作用。25 年期（大约是现在大多数投资者的一半的投资生命）年收益的标准差是在平均水平上加上或减去 2%。为公平起见，以 10 年为一个间隔，标准差为 4.4%，50 年的投资时间里，标准差为 1%，时间标准也会导致富有意义的区别。

这种持续的长期收益的根本原因是最基本的因素：公司股息和公司收益增长率。根据前面 1871 年以来的数据，我们可以测算出这两个基本因素对股票收益的决定程度。将 1871 年以来的真实公司盈利增长率加上股利收益，每 25 年的平均股票基本收益率总计为 6.7%。这一数字与客观的真实股票收益 6.7% 完全吻合，表明长期内投机的作用是中性的。127 年间两个收益率的严格相等也证明了金融市场的长期理性。

10.3.1　凯恩斯的回归

在较短的时期间，股票收益的不理性主要是由投机因素造成，股票市场的非理性可以由股票市场的市盈率这一指标来衡量。根据凯恩斯的观点，我们用“投资”来描述基于利润和股利的基本收益，用“投机”描述股票价格（即投资者愿意为每一美元公司利润所支付的价格）的第二个决定因素。基本要素主要在长期支配市场收益，投

机因素则主要在短期内支配市场收益。因此,投机是短暂且易变的。一般投资者愿意为1美元利润平均支付14美元。在他们的乐观情绪下,他们也会愿意支付21美元,股价会因此而上升50%;而在他们的悲观情绪下,他们仅愿意支付7美元,股价会因此下跌50%。每一美元利润引起的价格变动会产生强大的杠杆作用,但这种作用不会持续太久,一般也不会延续一个投资期限。

在25年的时期内,许多收益变动更多的是来自投机所引发的神秘作用,而非投资的基本因素,但这些变动最终都得到了抑制。股利收益和利润增长率依然是收益的主导因素。图10.6表明了1871年以来两者的区别(直到那时,收益和股利的数据才开始得以揭示)。自1871年以来的102个25年期中,有88期的真实收益率是在基本收益率加减2%的范围内。值得注意的是,这里有6个波幅,每一个约15年,来自于投机作用导致的市场收益的顶点和谷底。我在图10.6中描出了这6个波幅,可以论证,其中3个便是RTM循环。

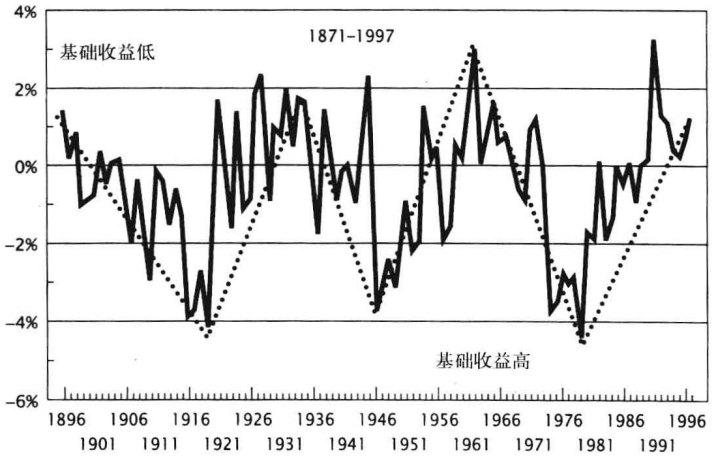


图10.8 实际股票市场真实收益与基础收益之比较,每25年为一时间段

为了描述其中基本收益和真实收益的区别在过去是如何起作用的,可以比较一下两种不同氛围下投资和投机的作用(表10.3)。在下面两个例子中,我采用了名义的而非真实的股票市场收益率。在1942至1967年,当投资者从悲观转为乐观时,12.8%的基本收益加上2.6%的投机收益,这一附加的收益显示了市场高估带来的影响,

即每1美元利润在市场上的价格增长了95%，从9.5美元升至18.10美元，使股票收益达到15.4%。而1958至1983年人们由乐观转为悲观时，每1美元利润的市价下降了40%，从19.10美元降至11.80美元。在25年期间，这种投机的每年的平均影响是-1.9%，使基本收益从9.7%降至7.8%。如果今天1美元的收益能售价27美元，那么我们未来的情况并不太妙。

表10.3 25年周转期的名义股票收益

	悲观转向乐观 1942—1967	乐观转向悲观 1958—1983
1、基本收益		
A、股利收益	6.0%	3.2%
B、利润增长率	6.8	6.5
总的基本收益	12.8%	9.7%
2、投机收益	2.6	-1.9
3、总的市场收益	15.4%	7.8%

我之所以要再一次讨论基本因素在驱动股票收益中的作用，其目的是要强调一个事实，即资本主义经济和竞争已成了对长期收益增长率4%真实收益(6%名义收益)的历史限制。现今迷惑美国股票市场和帮助促进股票市场的新经济观念，使收益增长到了一个新的更加高的水平。在过去15年里，真实收益平均为12.6%，几乎是长期一般水平的近2倍，明显超过了1816年以来达到的水平。即使未来10年只能产生3%的真实收益，1/4个世纪里的回报也会是8.6%，仍然高于长期平均标准6.7%。于是1982年以来获得突出回报的股票提出了重要的疑问，是否基本收益的旧桎梏已经粉碎，美国已进入了一个新的公司盈利时代。关键的问题是：是否股票正在向一个新的更高的均值回归？

10.3.2 存在新的更高的均值吗

1997年中期，当牛市升向一个新的高度时，一向受人尊敬的摩根史坦利·迪威出版了投资策略公报，“市场在向新的更高的均值回归吗?”公告开始便讲道，“由于美国股票的丰厚回报持续堆积，你不得不纳闷在这个无畏的新世界，6%至7%回报的历史已经过时了，而必须对此加以修订”。然后它的言论趋向中立。“股票的黄金

时代不会永远持续下去……但股票的均值却可能比以前更高一些了,饥荒将紧随丰收而来,就如同它一贯的那样”。这项公报认为新的市场回报均值大约是7%至8%,但低于牛市所估计的10%。10年内12%左右的真实收益也不能简单地加以确定,假以时日,收益会自动回复到新的均值水平。

如果正如公报所暗示的,7%~8%的真实回报是新的均值,股票将会被高估20%(高估价对比基本值)。在这样的情形下,下一个阶段,股票的真实收益将在3%到5%的范围里。此时,股票将会面临来自债券的严竣竞争。债券现在的名义收益约为5.25%,未来10年真实收益将平均达到3.5%到4%的水平,而且风险会更加小。

由于市场预测的风险性,以及人们不可能对两次(在高点卖出、低点买回是不太可能的获胜策略),未来极有可能的较低风险收益提示我们要谨慎考虑投资目标,而不是盲目行事。

10.4 应对引力作用的投资行为

RTM的理论分析——历史统计可查——表明均值回归活跃且有效,它已体现在投资的各个方面:确定每个基金的相对收益;确定多种股票市场类型的相对业绩;确定长期股票收益的绝对标准,虽然未来的平均水平可能会高于过去。如果在理论上接受这一论点,那意味着在整个实际投资活动中应采取什么行动呢?这些过去的数据怎样才能保证你和你的家人能有最佳的机会积累资本?

正如我们在第三章所见,适当的资产分散组合可以获得益处。现在的金融市场风险较高,但我并不认为投资者就应当放弃股票。例如,在退休金计划中,为了平衡潜在的风险和收益,可持有70%的股票、30%的债券。那些收益要求高、风险承受力强、离退休时间尚早(15~40年)的投资者,在其积累计划的开始阶段,可以将股票比例适当提高(至90/10)。而那些用已经积蓄的资金做一点投资,较为保守且可投资的时间较短(1~15年)的人,则可降低股票持有比例,可能降至35/65。没有人知道金融市场将来会提供多少收益。一个平衡的办法能在几个世纪内行之有效,不是因为它提供了最高的收益(显然没有),而是因为它获得了稳定的长期收益,而没有增

加额外的短期风险。

在现阶段，为了未来的市场收益，RTM 给股票投资策略提供了什么建议呢？既然 RTM 存在于所有的市场类别中，如成长型股票和价值型股票，大公司股票和小公司股票以及美国股票和国际股票，大多数投资者应当持有涵盖美国股票市场各类型的股票基金，其中大公司股票是最有优势的。那些相信他们能够以不同的方式和策略选择基金，以获得业绩利益的投资者，应当了解这样做所涉及的风险。对那些试图预测定哪些市场类别将来能够表现突出的投资者，这种预测无疑是下了一个风险性很大的赌注。例如，大公司股票和小公司股票一般要在 10 到 20 年后才表现出向市场均值回归，投资者不得不猜测哪一个更有可能提供较多的回报。正是因为这个原因，我才在理论上和实务中偏向于能够体现整个美国股票市场情况的指数基金。这种基金具有很强的分散作用，能较大幅度地容纳大、中、小公司的股票，故成为股票市场上应对 RTM 的最佳对策。

决定持有股票市场指数基金同样也可解决基金选择的问题。为什么要回避历史事实，而竭力选择一些共同基金以期找到大赢家呢？由于作为个体的共同基金收益存在均值回归作用，指数基金提供了分享未来股票收益的最大可能。当然历史已经证实了它的价值。尽管我偏好整个市场的基金，标准普尔 500 指数绝对是个不错的选择。这一大公司指数占据了美国股票市场市值的 75%，不可能与市场产生较大的偏离，即使短期内也是如此。RTM 原则表明它的长期收益将接近或平行于整个市场水平。如果成本够低的话，任何一支指数基金都应当为投资者提供最好的机会，以获取接近市场收益 100% 的回报。

10.5 皇冠上的明珠

在当今的投资时代，谚语“皇冠上的珍珠”——家庭中最有价值的资产——有了新的含义。投资者所追求的远比钻石、宝石和翡翠重要得多，他们力求积累足够的资本以实现其个人的金融目的。一个舒适而又独立的退休计划是许多投资者的一个主要目标。当退休时间也成为谋生工具时，家庭中最有价值的资产——皇冠上的珍

珠——将主要是退休计划的资本价值。税收递延安排也是一项非常有价值的财富，因为递延税收加上低成本的投资，是长期投资者战略储备中最有力的武器。你应当将你所能剩余的每一便士投入 IRA 或 401(k)和 403(b)节俭计划。

如果一项投资有着 RTM 的理论支持，有着一般投资的数学保障，有着平衡策略的保护措施，再加上长期利益、递延税收和低成本，必定会受到艾萨克·牛顿先生的喝彩。如同著名的苹果落地现象，高业绩共同基金和股票市场的各个类别也会如此。只要到一定的时间，股票市场的高收益最终都会降至一般水平，在金融市场上表现为均值回归的牛顿的万有引力法则，也同样可以帮助你思考和建立一个明智的金融计划，并用简单朴实的常识进行实施，更好地积累退休基金。无论是理论研究，还是实际经历，都为金融市场中的均值回归提供了有力的证据。因此，当你在积累资本时，为了你自身的利益，一定要积极运用这一概念。①

① 尽管持有期是一个复杂的数学概念，但它却衡量了一个重要的因素：债券价格对一般利率水平的敏感程度。例如短期债券基金的持有期为 2.0，则利率变动一个百分点，基金的价格上升或下降 2%。一个长期债券基金如果持有期为 12.0，则利率变动一个百分点，基金的价格会变动 12%。

第十一章　投资相对论
幸或不幸

较之于金融市场历史上的任何时候，现在对投资成功的追求已经更多地集中于短期的相对业绩上。我们已经进入了所谓的“投资相对论时期”。所有的眼睛都关注一种比较，这种比较已经变得和日常股市波动一样成为投资者生活的一部分：“相对于标准普尔500综合股价指数，我们的股权组合表现得如何？”我们的幸福或不幸福似乎依赖于如何回答这个问题。

大约150年前，贫穷而狡诈的麦考伯先生（查尔斯·狄更斯的《大卫·科波菲尔》的人物）根据下列公式定义幸或不幸：“年收入20磅，年支出19磅6，结果是幸福。年收入20磅，年支出20磅6，结果是不幸。”

如今太多的共同基金投资组合的管理者和持股者的信念似乎成为麦考伯公式的翻版：市场回报17.8%，我的回报18.3%，结果是幸福；市场回报17.8%，我的回报13.2%，结果是不幸。

实际上，最后一组回报率描述了在过去的15年中，国内股票共同基金的平均回报相比于股票市场（以标准普尔500指数来衡量）的缩水：17.8%比13.2%。4.6个百分点的差距表明了在20世纪90年代末，为什么大多数的股票基金管理者像是正在感受相当大的职业不幸——即使已经获得了可观的个人金融收益。然而，在红火的牛市中，大多数基金投资者在认清不是“是什么”而是“本可能是什么”之前，是几乎感觉不到什么不幸的，这看来只是个时间问题。

如果问题只是“在过去的15年内专业投资者是否战胜了市

场?"那么简单,答案是一目了然的。大多数投资顾问没有战胜市场。事实上,从逻辑上说,多数的顾问不能长期地战胜市场,他们应该同样坦率地(实际上是热情地)对待持股者和预期的投资者,不仅披露单一年份和一段时期他们所获得的绝对回报率,而且揭示如何将那些回报率与以管理者和投资者都接受的适宜的参照标准相比较。这个标准被视作衡量长期投资成功的主要尺度(而证券交易委员会已要求从1994年起基金投资报告中包含这类比较性的揭示,比文本中浅显地隐含经常得多)。

11.1 一个强大的"妖怪"

但是,共同基金管理者似乎决定了把中心从长期转向短期,尽管这种变化几乎从未向投资者披露过。实际上,传媒,对业绩敏感的机构投资者,以及正在寻找最新短期优异表现基金的个人投资者,对基金每季度的相对业绩给予极大的关注。顾问们的作法则像你期望的那样。业绩几乎总是以单一的标准为基础——一个无所不在的"妖怪"("bogey",苏格兰语中表示妖怪的词,很少有顾问在温和一点的术语里提到它):可怕的标准普尔500综合股价指数。[①] 难以理解的是,我们经常在显著的跌市之后看到每周,甚至是每日的对比,而在明显的止跌回稳后很少进行比较。原因在于:市场指数按定义是所有时期100%的投资,基金管理者等着(至今仍无用)确认他们的现金储备会在跌市中提供重要的保障。尽管道·琼斯30种工业股票指数仍是我们衡量每日市场震幅的基本尺度,按市值加权的标准普尔500指数几乎是被用于更长期的相对收益比较。

今天,养老金委员会的官员在和他们的投资顾问进行每季度业绩对比时,皱起了眉头。个人投资者也在每季末的第一时间在他们的电脑上,或者晚一些(令人震惊!)在第二天早晨的报纸上接收数据。这种短期的关注只能得到相反的结果。

比较性消息的多处齐发是近期的产物。实际上,1950年至1965

① 我必须承认,在1500年前苏格兰文学中,"bogle"是已知的最早的妖怪。几年前,我被叫做"β bogle,数据魔鬼"。考虑到我在建立第一个指数互助基金中的作用,积极的管理者把我归入妖怪一类是完全可能的。

年间，全国证券交易商协会（NASD）明令禁止共同基金发起人公布“总收益率”的——甚至是不作比较。但是，旧时代的坚决反对者，到了20世纪70年代初，成为了支持者，到了20世纪90年代初，说他们已经沉迷于此道并不为过。

今天无处不在的标准普尔指数对比，是否是由这个不可思议的通讯技术时代的信息负荷过重带动起来的，真是那么重要吗？或者是由似乎热衷于频繁更换顾问的机构客户的自以为是激发起来的？或者是由共同基金投资者寻找短期基金赢家的欲望煽动起来的？或者是由基金过度进攻性的营销鼓动起来的？不管什么原因，如果你愿意，相对投资业绩——投资相对论是今天的规矩。

基金管理者仍然应该受制于业绩标准，但是必须认清目前存在两个问题：管理者过于受单一标准的约束，而不顾投资者的目标；衡量标准中压倒多数的是极短期的投资回报率，这和以恰当的长期投资回报率为基础的标准相去甚远。我们要问：什么才是有益的？

尽管在过去的5年里，标准普尔500指数表现出巨大成功——并因此许多近似的指数型基金获得了高回报率——繁茂的树木还没有长到天空，未来可能还有高回报（相信大盘股注定有长久增长的投资者，当然会在低成本的真正的标准普尔500指数基金中取得成功）。但是长期，当基金管理者陷入每季度战胜市场就是幸福，而战败就是不幸的观念中，把标准普尔500指数当作强制的测量标准与自己的投资组合进行比较时，投资者将得不到良好的服务。报告中经常会写到：“标准普尔技术股，占指数价值的14%，在我的组合中占21%；通用电器，占标准普尔指数的3%，在我的组合中占1.2%”等等。然后基金管理者试图纠正这种匹配失误。很明显，在这样的操作中，参照取代了判断。投资组合管理者的投资不是以分析和判定为基础的，而是和市场标准相联系的。他们小心翼翼地微调组合持有额的权重，使之略高于或低于参照物的权重。缺乏真正的管理者判断，隐含的问题马上来了：“我赌注（通常是这么形容的）下得对不对？或者我是不是应该使组合与指数更贴近一些？”许多股市中的赌博行为被管理者和投资者贴上投资的标签，而打赌——甚至是打赌不输——可能是概括过分信赖未经管理和相对无变化的市场指数组合的最佳用词。

11.2 指数化的兴起

极端的处理过程有点像这样:“我认为可口可乐股票价格高得离奇。但是,如果它继续涨,为了保险,我将用组合的1.5%的头寸买下这支股票。由于低于可口可乐股占标准普尔500指数2%的权重,所以可口可乐确定如期下跌的时候,相对于指数来说我会处于有利的守势。”

那种哲学不是和专业投资管理相对立了吗?但它不是已经成为急于保住工作的投资组合管理者所遵循的原则吗?它不是市场营销部控制投资部门的结果吗?在每一个例子中,我都会发现:正如指控的那样有罪。

在我看来,这种贴近指数型战略比大多数投资者意识到的更普遍。但是不管它是深入到投资组合中还是运用在表面,我从来没有在基金招募书里看到对这种策略的披露。(不过,少数几个以在特定市场指数上附加增量回报为特定目标的基金通常会披露他们的策略。)公正地说,在这种策略出现时,它原本是提供给投资大盘股的基金经理用的。当标准普尔500指数中最大的10支股票占到指数的近20%时,贴近指数策略是一种相对简单的处理方法。事实上,大盘股支配着金融市场,500支大盘股构成了标准普尔500种指数,总计达全美股票总价值的75%左右。大盘股支配策略解释了所有股票共同基金3/4资产的用途,甚至更高比例的机构资产的用途。

贴近指数策略很可能对股票收益率产生影响。我从未将因果关系归于影响股价的众多因素中的任何一个,但是看起来不只是巧合。从1996年到1998年6月,在大盘的蓝筹股中,最大的收益属于那些共同基金相对最少持有的股票。标准普尔500指数中共同基金持有最少的最大的5只股票几乎有50%的年回报率,相比之下剩余的495种股票约有24%的平均收益。换句话说,朗讯和微软的股票引导了市场前进,他们的盘子是那么大,以致于即使是庞大的共同基金也只持有很小比例的股权。

这可能吗?满怀激情与标准普尔500指数抗争的积极的管理者,却造成了其持有不足的股票价格的提升,使标准普尔500种指数

在过去的3年里，胜过了95%的股权基金，这是历史上最可怕的记录吧？基金经理们是否强制令他们的组合变得更像指数，以避免每季比较时严重缩水？如果是这样，基金经理今天是否正在播种业绩表现不良的种子？更奇怪的事已经发生了。

投资相对论这一时期的突出目标似乎是避免短期回报低于标准普尔500指数，而不是获取较高的长期回报。如果这一行业曾经有机会造就另一个彼得·林奇，或许是下一个沃伦·巴菲特，那种机会正在很快地消失。自从20世纪80年代中期定量科学进入了共同基金业绩评价，相对论成了综合业绩衡量体系的基础。β（风险，用相对于标准普尔500指数的基金价格变动来衡量）和α（相对于指数随风险调整的基金回报率）进入了我们的字典。同样我们用夏普比率来描述相对于风险（用标准差计算），基金回报高于短期国债的部分——和夏普比率同时被采纳的还有用来衡量高于参照标准回报的信息比率，通常而且理所当然，这个参照标准就是我们顽皮淘气的朋友，标准普尔500指数。这些曾经被专家们束之高阁的公式今天已被个人投资者畅谈于午茶和鸡尾酒会上。我不相信关注这些简单的数学公式会对基金经理、基金持有人、以及市场本身带来帮助。但事实上，共同基金行业资本越来越大，贴近指数策略也一定会运用得更为广泛。

11.3 “如果它看来像鸭子”

让我们将标准普尔指数作比照衡量一下大盘基金。虽然他们没有100%与指数贴近，因而超越指数的胜算很渺茫，但许多大盘基金很显然成为贴近指数基金，有望与指数匹敌。如果不经意地观察投资组合中各支股票的权重相对于标准普尔指数的的差别，很难看清楚它是否采用了贴近指数策略。但下面有一些依据可以帮助投资者来评价一支基金是否已变成贴近指数基金。（每一条都可以在《晨星》上方便地得到印证。）

1. 资产规模：当大基金的规模变得十分庞大时，它们不可避免失去些许策略上的灵活性，专注于那些大盘的股票。

2. 基金组合：基金80%甚至更多的资产投资在大盘股上，同指

数中大集团的权重类似。

3. 股权持有:基金持有最多的25支股票中,有15支以上属于指数中市值最大25支股票之列。

4. 相关程度R2高于0.95,意味着基金回报的95%取决于指数的回报。

那些为了各种各样的意图与目的已经成为贴近指数基金的管理部门当然坚决地否认此乃事实。一个大基金公司的执行者这样说:"经理人不去拥有微软(现在是500种指数里市值最大的股票)是可以的,然而我不想任何人作出如此轻率或者说是简单的决定。"请看:"如果股票上升了,那个经理人最好编个好点的理由不去持有它。"另外一种拒绝方式是:"我们投资的股票属于指数成分股的不到一半",却丝毫不承认股权组合中80%的价值意味着什么。他们的话不比老谚语来得聪明:"如果它看起来像鸭子,走起路来像鸭子,叫起来像鸭子,那么它就是只鸭子。"至少颇有希望成为鸭子。

11.4 指数基金:强劲的对手

基金经理之所以要对指数比较和贴近指数型策略的升温作出防御性反应,其最重要的原因是指数基金本身。如果说标准普尔是个温和的对手,那么指数基金算得上是真正的魔鬼。曾经有一些经理人用简单的反驳来保护他们:"哈,不过谁能买下整个市场。"随后,更成熟的反应是:"对,指数是理论性的,它需要很多钱才能拥有,所以非常贴近指数是做不到的。"使资金最少的投资者也能拥有市场成为了可能,低成本的指数基金已经揭穿了这些愚蠢的争辩。但虽然我早在1975年就创立了第一支指数基金(可能真正令人害怕的魔鬼是数据),指数基金直到90年代后期才开始吸引投资者的注意力,成为他们难以应付的竞争者。

在某种程度上,指数基金确实正在成为一种投资选择,它伴随着共同基金业的兴起而确立了自己正确的地位。它给予它的经理超越对手的极大可能。因为市场作为一个整体,低成本、高分散化投资——对指数基金浅显而确切的描述——无可争议地击退了高成本的投资。不可否认,在过去的15年中,标准普尔500指数运行得非

常出色。而且标准普尔500种股票构成了整个市场的75%。从长远来看,它们的总回报应与整个市场持平。一个以Wilshire5000种指数作为目标的指数基金的收益,当然会在长期与短期上与市场相近。无论如何,今日被标准普尔500策略所主导的指数基金市场正向着全市场指数的方向日益发展。假以时日,这个更宽泛的指数策略可能会成为机构指数运用者、基金指数运用者的主要选择。

这个时日也必将在投资者、分析者和媒体都使用市场的各种分类指数作为评价各种投资类型基金的标准时来到。(那就是大盘价值型基金、小盘成长型基金等等)正如我在第六章指出的,指数策略有时将在各种市值与所有投资类型中平等地体现出来。作为结果,市场分类指数基金极有可能树立起它们在市场中的合适地位,各种指数化操作将继续赢得投资者的更多青睐。

11.5 优化指数策略:定量型投资

有一条对基金经理不利的新闻,另一场指数化形式的竞争——定量型投资出现了。我相信它也会在市场中找到合适位置。大量发展的定量技术和计算机被用来显示和评价在传统证券分析基础上单个股票和股票组合的运行过程,现在已经延伸到所谓的定量投资、计算机驱动性投资策略。他必须严格依靠数学公式来建立如何选择股票的投资组合策略。目前估计有1000亿美元的资产由定量基金控制,而且增长速度越来越快。

一些定量策略可能被公正地描述成投资相对论的最终形式。不过它们不会与贴近指数策略混淆。这些策略经过严格评估与控制,并非随意、直观的,而且它们成本要低于通常水平,因为运行一个计算机程序比雇佣一个庞大的股票组合研究与经理团要花费小得多。

通过一种众所周知的优化指数策略,这些基金明确要超越具体的市场指数,同时严格限制指数回报的波动(所谓的"跟踪错误")。它们大多使用成熟的计算机模型来选择投资组合的成份股,这些成份股与目标指数在行业、市盈率及市价/帐面价值比率等方面的特性相一致。在这些类型中,最早的共同基金创立于1986年,运行成本远低于当时行业水平,它改善了指数自身,不过只是稍微改动一下。

然而它所获得的高额利润使它在长期资本积累上足以超过任何一支指数基金。正如我们所知道的,这个严格且中性的策略能够取得成功令人困惑,不过我猜测这些策略最终会吸引那些意识到指数化操作的价值,但是又没有完全放弃有基金可能战胜市场的希望的投资者。假设定量基金在成本上能与指数基金匹敌——并且因能够提供超额回报而胜出——优化指数策略也可能会占据重要的地位。

11.6 基金经理人的位置在哪里

面对来自指数基金与定量基金的新挑战,传统基金应该如何应对?基金持有者们应该考虑些什么问题?如果贴近指数操作是错误的甚至是无效的应对措施——正如我相信的——什么才是正确的?首先一条:咨询顾问必须对投资者坦白承认,经过长期运行,投资者可能会得到超过公认的市场业绩标准的收益,他们会竭尽全力去达到这个目标。一个咨询顾问还应该做什么?我们该如何判断他们创造出的经济价值是否足以抵消把他们放在第一位的成本?所有这些问题的答案不需要——也不应该是——标准普尔 500 指数,虽然看起来很显然对应它的是成长与价值混合型大盘基金。对于那些打算投资任何他们感兴趣的股票的基金经理人,宽泛的全市场指数看来更合适,它们不应再被忽略。

其他的指数类型对于其他类型的基金是合适的标准。用来测评每一种类型或市值股票收益的指数将成为基金评价基准的一部分。小盘股基金或中等规模股票基金的经理要想重复(也就是持平)全市场指数的长期记录是不现实的。他们的业绩应该与他们所选择参与的那部分市场相比。我们可以责怪一个基金投资者选择了一支小盘股基金,长期运行后虽然业绩比所有的小盘股基金表现出色,但最终没有超过整个市场的回报;但是如果一支小盘股基金的经理的业绩比所有小盘股基金的业绩逊色,即使其长期回报超过了整个市场的回报,责备还是难免的。

所有的投资者和经理人应该考虑一下资产组合中债券和现金的比重。股票指数(以及指数基金),没有持有其中任何一个。一个平衡的基金应该是一个平衡的股票、债券及现金储备组合。对于股票

基金的咨询顾问来说，没必要为了控制风险，很愚蠢地持有5% - 15%的现金头寸。

投资者必须懂得选择好改变现金储备比重的时机也是不可能的。事实上，共同基金业倾向于以彻底无效的方式来持有现金头寸，在市场低迷时保留大部分，在市场高涨时保留小部分（自相矛盾的是，一些喜好市场择时策略的人们用现金储备头寸作为投资时机指示器，他们相信这是一个十分可信的反向指标）。最重要的是，如果整段时间内股票市场是牛市，投资者必须了解无论一支基金所持有的现金头寸是稳定的还是变化的，他们都必须为此付出代价。可以肯定，基金的这种波动会一点点减少。但是正如我所提到的，投资者必须明了从长期看，波动增长一个百分点是毫无意义的，收益增长一个百分点则是无价的。这两条鲜明对比的实用而无可非议的公理，需要咨询顾问们和投资者慢慢去品味。

11.7 改变你自己

在这个投资相对论时期，面对着指数投资和定量投资带来的竞争，许许多多经理正在用最低效的方式应对：贴近指数。然而围绕指数结构去形成一个新的投资策略，无疑等于自杀。这是高成本的积极管理的传统基金对低成本被动管理的指数基金的最终让步。失败的根本原因在于传统基金的花费和开支超过指数基金（0.2%一年），而它的投资组合的换手率又超过了一般水平，越是如此，想赶上指数的尝试越有可能失败（低支出、低换手率、所有资金完全投资于股票是优秀指数基金的标志）。简单地说，今天积极的经理人成功的机会很小，如果明天指数基金也是高费用、高换手率，甚至持有部分现金储备头寸，那么失败也是必然的，而共同基金的持有者将支付这一损失。

相对论建议相互之间越来越相似的经理者："如果你不能击退对手，那么就与对手为伍"。然而，从长期来看，与众不同至少给了经理一个赢得额外收益的机会。用明确的有差别的策略去操作，严格控制费用和其他成本，面对指数竞争的现实，要比站在原地期盼着，如麦考伯先生一样，等待"一些事情会发生的"要好得多。

很幸运，并非所有基金经理都赞成新相对论。有一些很好的共同基金经理对它很反感。最近一篇登在《金钱》杂志上的文章指出，投资相对论是由那些“大胆地把短期数字当作吸引新股东最佳方法的市场执行者”发明的。一位顶级投资组合策略大师说道：“那只是商务谈判中的市场营销者，并不是真正负有信托责任的人。”另一个基金经理评论道：“投资相对论非常可笑。”在他的“第十一诫”中他还劝告：“千万别做相对投资。”另一条警句：“相对论对爱因斯坦很有帮助，不过在投资上毫无是处。”

想树立其他风格的共同基金经理（我希望能有更多）需要绝对向股东阐述清楚他们的回报不会去追踪市场指数的季度回报，也不会是年度回报。同样他们也需要讲明白他们的期望是在长期运行后超越市场（或者是他们并不期望超越它，以及为什么不，这倒是有趣的陈词）。今天到处蔓延的短期比较纯粹是一种噪音——导致经理和投资者紧张不安的不和谐的元素。在这里，我借用威廉·莎士比亚的话来描述市场内的这种短期噪音：“一个白痴讲了个故事，绘声绘色，充满激情，却没有任何内容。”

我相信对于一些生来具有智慧与经验的经理人来说，超越市场是可能的。这种人事先很难辨别，不过投资者如果找到那些经验丰富，个性强烈、教育良好、头脑机智、果敢明断、专心致志（或绝对反对偶像崇拜主义）、知难而进、具有实力的专家，那么就很有可能成功。重要的是，这些赢家经理们会使自己管理的资金限制在自己能力所及的范围内，控制自己频繁改换组合的倾向，分析、购买、长期持有股票。

一些成功的经理，不会过多地关注短期的相对风险，他们将资产全部投资于股票，并以相对较低的换手率运作。这样做是为了能够投资于那些精心选择，在长期内会有所表现的股票。与其毫无独创性地依赖短期标准，还不如依赖自己坚定的信心来投资，在判断市场风险很大时持有现金头寸。他们都会以合理的成本操作自己的基金，合理地安排支出，使之能最大限度地激发人才优势，增加投资产出效率，而不是浪费在市场营销，或是提高基金公司自身的利益而不是投资者的回报上。基金经理人要想在一个指数化或者是定量化操作日益为大众所接受、并且具有充分竞争的环境中取胜，必须将服务

客户作为贯穿始终的唯一宗旨。

11.8 狄更斯回来了

在查尔斯·狄更斯的另一篇小说《双城记》中，有一段著名的话："这是最好的时代，也是最坏的时代。"在过去的16年中，我们亲眼目睹了股票市场最好的时期：史无前例的大牛市带给所有基金经理和基金投资者难以量度的快乐与财富。不过对于这些投资者也可以把这16年看作是最坏的时期：当他们意识到他们可能得到接近甚至是超过股票市场自身的回报，肯定会痛苦万分。这个时代把投资相对论推到了前沿，却把常规思维抛弃在尘埃之中。正如专业经理对他们的客户作出的承诺：提供超群的长期回报。

第十二章　资本规模
一招失手，满盘皆输

在短短的20年间，共同基金从星星之火成长为金融巨无霸。美国共同基金业的规模从20年前340亿美元发展到今天的2.8万亿，基金资产增长了82倍。有句古谚："一招得手，满盘皆活"用来形容基金业最合适不过。而16年的大牛市，令投资者如潮水般地涌入共同基金，这在20年前是不曾想到的。

不过也有相反的一句话：一招失手，满盘皆输。伴随着对基金行业的一系列严格的限制，这个行业大规模的资产和交易量已经引起了不少问题。如果小的是美的，那么共同基金昔日的风采已杳然不见。

今天的基金业不仅在程度上，而且在品种上与10年前有了很大的差别。结果是，过去并不只是序幕。我们在看待共同基金的方式上必定要改变，来适应今天的现实与我们将要面对的未来。相对于市场，共同基金以往的业绩不一定能代表未来的表现。虽然共同基金在早些时候曾有机会超越市场，然而它们失去了这个良机。

12.1 越大就越好吗

共同基金——现在持有2.5万亿美元的美国股票——控制着21%的美国公司。在1982年初，就在美国股市行情看涨前，美国股票总市值是1.3万亿元。其中基金持有400亿美元的股票，相当于总市值的2.8%（如图12.1所示）。虽然人们很少提及，但持有比例

八倍的增长有着很重要的意义，而且这种持有比例还在继续增加。截止到20世纪末，每4股中有1股，或者是每10股中有4股（如果我们把共同基金经理们所管理的其他投资帐目的股票也考虑进去的话）是由共同基金控制着。

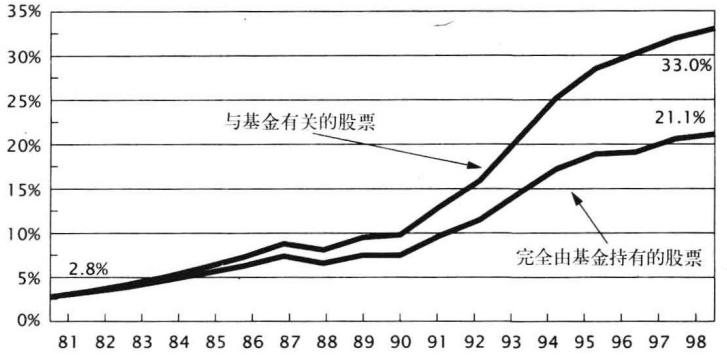


图12.1　基金经理持有的美国股票

在1982年，共同基金是一个完全独立的行业。只有极少数的金融集团也直接向私人和机构提供资产管理服务。今天，25家最大的基金联合体中只有3家仅提供基金服务。基金联合体相互之间，以及与银行、信托公司、保险公司和经纪公司（更不用说铁路、玻璃行业、航空公司），甚至国际的联合已经达到了极大比例。

结果，仅仅是共同基金持有的证券数额（占市场总量的1/3）就充分反映了基金管理公司的投资实力和对市场的影响力。这些公司也为机构客户和富有的个人管理着各种投资项目。这些资产目前估计在1.5万亿美元，加上由共同基金经理所管理的股票总值，将达到4万亿美元，占了美国股票市场总市值12万亿美元中的33%。这种在美国金融史上没有先例的集中持有程度，仍然还在继续增长。

但在某种意义上，这并不是最重要的事情，大多数共同基金采用的积极的投资策略，股票基金的投资组合的年换手率已经剧增到几乎90%，达到了整个美国交易活动的一半以上。断言他们"就是"市场并不过份。

这种情况意味着什么呢？让我从共同基金对个别股票的持有开

始研究。表 12.1 显示了基金对美国市值最大的 10 家股票的持有情况。我们惊奇地注意到持有的广泛性:可口可乐持有额不到 5%;埃克森,通用电气,微软和英特尔的持有比例在 6% 到 10% 之间,默克接近 19%。而基金行业持有全部股票的 21%。这种情况带来了 1996 – 1998 年美国股票市场行情的上涨并帮助指数基金繁荣成长。

表 12.1 10 家最大股票的基金持有额

	共同基金持有
通用电气	9.8%
微软	9.3
可口可乐	4.5
埃克森	6.5
默克	18.8
Pfizer	12.6
沃玛	12.7
英特尔	9.4
P&G	8.3
Bristol – Myers Squibb	16.0

表 12.2 按市场资本额划分的基金持有量

按规模划分的股票排名	基金持有量
1 – 100	14.8%
101 – 200	18.7
201 – 300	20.2
301 – 400	20.9
401 – 500	21.0
501 – 600	21.7
601 – 700	23.6
701 – 800	25.4
801 – 900	29.2
901 – 1000	35.7
1001 – 7300	21.6

由于指数基金和指数集合基金持有标准普尔 500 股票指数总市

值 8%，也就是说他们持有在标准普尔 500 指数中每支大盘股票的 8%。（他们的投资组合对每家股票持有相等份额）所以造成这些大盘股票价格上扬的原因不在于指数基金的需求，而在于积极的基金经理人为了在业绩上追赶指数基金所创造的需求，他们担心他们的收益会远远落后于指数基金。

按照它们的策略，基金行业对于拥有市场最大市值的股票有一种根深蒂固的偏见，他们偏好于中盘和小盘股票。如表 12.2。在这种持有模型中，随着市值水平下降，其持有比例上升，与持有全美股票的比例 21% 的平均水平相比，基金持有市值超过 230 亿美元的 100 家股票的比重为 15%。这种持有比例随着资本规模的下降而不断增加，第 300 - 600 家最大股票的持有比例为 21%，一直到规模上位于 901 - 1000 的 100 家股票的持有比例为 36%，然后对于剩余的资本少于 5 亿美元的 6300 家股票持有率下降到 21%。这种对于小股票的相反的趋势大概是由于他们有限的流动性所致。

基金行业巨大的规模，其意义在于在公司股权中占主导地位的共同基金在公司管理上的“大棒”。基金至今一直听从了西奥多·罗斯福总统的建议：当拿着“大棒”时语气要温和一点。但是他们的机构同行——国家和地方政府养老基金领域并没有表现出同样的克制。不过，我们可以公正地说基金所有权的潜在力量再加上巨大的国家和地方资产不断增长的力量将有助于引发一场真正的革命——强调创造股东经济价值——有助于唤醒全体美国公司对股东的责任。基金确实通过强调股东价值推动了美国公司在最近几年创造收益上的巨大繁荣。

基金巨大的规模，另一个意义在于共同基金股东在形成股票市场收益方面已经扮演了越来越重要的角色。基金持有率在 16 年间从不足美国股票的 3% 上升到 21%。这本身已经刺激了对股票的需求，有利于股市的繁荣。但同样地，基金股东也给市场带来了新的流动性风险。在某种程度上，他们表现出一种群聚的天性，可能危及共同基金所保证提供的流动性。通过增加对股票的需求，这种明显的以及隐含的风险目前表现为对股票不断增长的需求，但我们也知道一个事实，那就是任何一次大规模的基金赎回都将会造成市场的下跌压力。

12.2 规模与收益

基金占公司股权主导地位的最终意义，在于基金相对于市场的业绩，也是我要在这里主要强调的。我相信行业的庞大规模倾向于妨碍甚至消除共同基金作为一个整体必须提供超额收益的可能性。自相矛盾的是，如果共同基金的成长有助于增加公司价值，因此对股票收益有正面影响的话，那么基金行业同样也能对其股东增加价值产生负面影响。简单地说，一个共同基金拥有股票市场不足3%的份额可能会胜过市场本身至少可以想象，而一个拥有21%份额的基金能够做到这一点却是无法想象的。建议持有比例为33%并且拥有1/2股票交易量的基金业（包括基金和它们的联合资产）去胜出市场是不现实的。但是在一个有效率的市场中，一个占所有投资资产1/3的集聚体不能胜过另外的2/3，也是不可想象的。

1975年，我把1945年到1975年间基金收益的数据给先锋基金的董事们，与标准普尔500指数相比，基金平均每年缩水-1.6%，到1981年这个数字下降为-0.8%。从那以后，基金以更大的比例落后于标准普尔指数。1981年到1998年6月平均每年为-3.7%（尽管部分原因是指数更偏爱大盘股票）。毫无疑问，大部分原因在于费用支出比率的上升和高昂的投资组合交易费用。

基金行业作为一个整体，它的庞大规模其实成为一种束缚。敏捷的猎豹变成了笨重的犀牛。无论时间多么久，共同基金以一个整体胜过一个各股票权重适当的市场指数（这个指数包括大盘与小盘，权重与共同基金业所持有的相似）的所有机会都已“随风而去”。

换个角度讲，如果共同基金作为一个整体能够超越市场，唯一也是最好的方法是使财务负担最小化。基金必须降低咨询费用、营销成本、费用比率；降低过度且高成本的换手率、对现金的长期持有，这在当今有指数期货交易的时代很容易做到。但他们至今没有做到。如果它们付诸实施，将有助于提高基金收益率并且使更多的基金经理们不辜负他们的职业声誉和基金股东的期望。基金作为一个整体由于存在成本，业绩仍然会落后于指数，但差距会小得多。但是，以目前基金的规模，不可能再有机会消除差距。

12.3 规模带来的问题

共同基金行业面临的问题，也是那些大的基金面临的问题。这些居主导地位的共同基金已达到了一定规模——事实上两个大基金，规模750亿美元、积极管理的Magellan基金和640亿美元的先锋500指数基金，[①]两家中的每一家的资产规模都超过了1983年初所有股票共同基金的资产总和。现在有另外17家基金资产都超过200亿美元，有48家股票基金资产达100亿美元，并且控制着超过1万亿美元的股票。

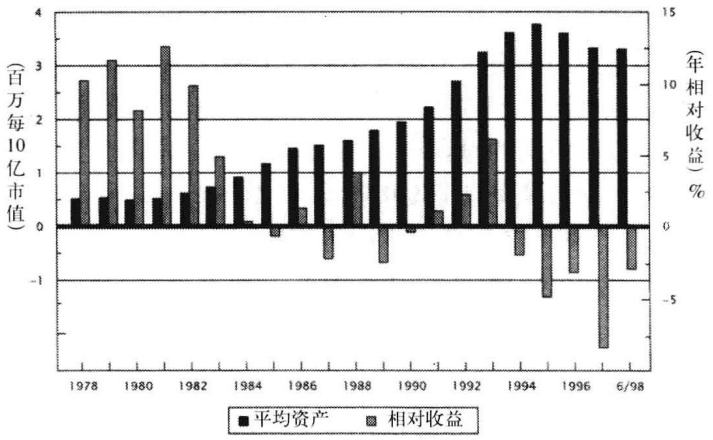


图12.2　5只最大的股票基金

当基金的规模如此之大时会发生什么呢？考虑以下最大的5家积极管理的股票基金的经验——它们的资产总和在在1978－1998年间由5亿美元增至370亿美元——而它们的业绩一直在恶化。图12.2显示了它们相对于标准普尔500指数的平均年收益率以及相对于股票市场总市值的资产规模。这个模式很熟悉，就是均值回归模式(RTM)。这种情况我们在第十章中可以看到。虽然RTM是金

① 一种在规模上没有具体限制的指数基金，因为它的投资组合持有每个公司股票的份额是相同的。在股票交易上它并不积极，买入和卖出股票与投资者购买(或赎回)指数基金的净现金流量相当。

融市场最普遍的一个规则，但也有持续时间达 15 年或更久的例外。但正如图 12.4 所示，庞大的规模使得这种规则从较为普遍变成一贯。从 1978 年初到 1982 年末，这 5 家大基金取得了比标准普尔 500 指数优秀的业绩，每年超出基准点 10%。当它们的规模相对较小时，他们取得了优异的业绩（事实上，它们的业绩促进了它们的成长），每 10 亿美元的股票市场市值中占有 50 万美元的资产。当它们规模变得庞大以后就失去了这种优势。自从 1994 年初开始，每 10 亿美元的股票市场市值中基金资产达到了 350 万美元，而这 5 家积极管理的基金每年落后标准普尔 500 指数超过 4%。换句话说，随着基金管理的资产相对增长 7 倍，他们的业绩每年净下降 14%。在这个显著的开始高于均值而后低于均值的例子中，这种规模的扩张确实扮演着主角。

暂时考虑一个公众几乎从不关心的关于基金规模的问题：基金规模到底怎么衡量？不应该仅仅衡量基金本身的规模，应该是管理一支基金的那个组织的总资产。以此为标准，一家大基金事实上可能是它表面规模的 2 到 3 倍（或更多）。通常在一家管理公司下的其他基金（或者同一组织所管理的机构帐户）拥有同样的股票——对特定股票的持有比例、交易分配程序、市场流动性的限制，都有着有严格和宽泛的政策——规模造成的问题被成比例地扩大。

这里有两个实例。世界上最大的积极管理的股票基金，至今为止拥有 750 亿美元资产，最终在 1997 年却不再接受新的私人投资者，当时它的资产达到 600 亿美元。而在这之前它一直对数以百万计的退休金计划投资者敞开大门。在它的投资组合中持有量最大的 5 只股票，总计为 4000 万股，而这支基金的管理公司掌管的其他 10 支基金持有这些股票近 1.3 亿股。这家庞大基金投资组合的其余部分是这个比率的 2 倍，在某种程度上可以公平地说，它是在资产达到 2000 亿美元，而不是 600 亿美元时关了门。

另一个例子是第二大积极管理的股票基金，拥有 470 亿美元的总资产。同一管理公司还管理两家姐妹基金（总资产 450 亿美元的第四大股票基金和总资产 100 亿美元的第 32 大股票基金），在投资组合中居前五位的股票占了这 3 家基金所持股票的 1/3。如果我们假定这个比率接近这支基金的资产占公司管理的其他基金和机构帐

户的总资产的比率的话，这家基金的实际规模是1050亿美元，然而在这家公司旗下的所有基金（或者机构帐户）都没有停止新的现金流入。

这一点似乎是很清楚的——基金在相对较小的资产水平上创造了优异的业绩，而当基金规模变大后则有业绩下降的趋势。也有很有趣的证据表明，那些原本波动性很大的基金在规模变大后其波动性反而小了。不管怎样，无论一支基金过去的业绩记录多么完美，当其规模变大后都变得毫无意义。基金投资者应该明白这一点。“过去的业绩并不能保证未来的收益”，基金行业的这句老话，显然是对这种现象的认可。

12.4 规模多大才合适

庞大的规模抑制了超额收益的获得，其原因主要有三点：基金投资组合可以选择的股票数量下降；交易成本增加；投资组合管理变得日益模式化，很少依靠人才的智慧。

12.4.1 集中投资

随着规模的扩大，投资机会不断减少是很明显的事实。对证券的持有有法律和事实上的限制。为了确保投资的分散性，基金经理们很少希望在某一投资对象上投资额超过基金资产的3%。而且由于当股票进行买卖时，占主导地位的持有额可能会限制市场流动性，只有极少数的公司希望持有一家公司发行在外的股票的10%。

总的来说，在给定基金资产水平上，分散资产和保持流动性这两种限制对于主要组合头寸的持有数量有一种可计算的清楚关系。例如，假设2%的最大持有量和10%的最大股份占有率，在1998年中期一个有10亿美元投资组合的经理将能够从3080只股票中进行选择。（图12.3）但如果投资组合是50亿美元，可供选择股票数量为1272只，下降了超过一半。在200亿美元的水平上，它将下降接近2/3，到470只股票。如果为了避免缺乏流动性的风险而限制最大股份占有率为公司发行在外股票的5%（可能根据行业事实，更真实的比例为10%），就只有257只股票可以选择。这种由原来的数量净

下降92%,限制了投资组合中股票的选择,明显是重要的。

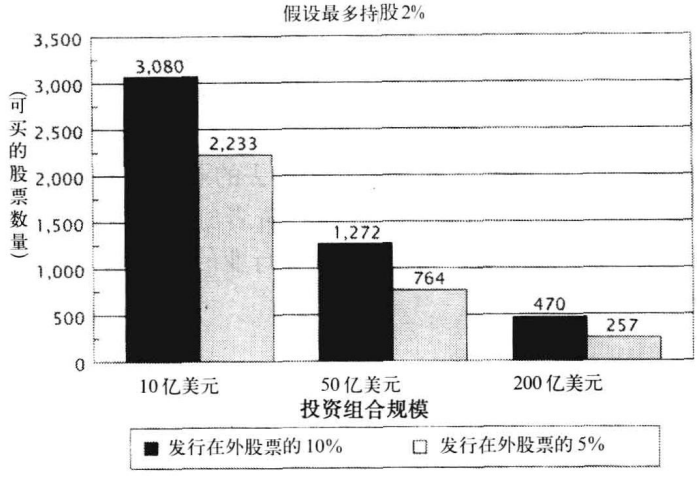


图12.3 所有可以购买的股票

一个大的投资组合的经理可能通过以更小的集中度,持有更大数量的股票,来避免规模的问题(例如最大的基金拥有483只股票)。但根据定义,每一个持有股票的业绩对投资组合的业绩带来的影响必须很小。因此基金经理也可以设计一个围绕一个行业的投资策略诸如网站、解调器生产商、电路板制造商等,而不是选择单个股票。然而基本的事实没有变:对一家大基金的投资组合经理人来说,庞大的资产规模极大地降低了投资组合中可供投资的股票的数量。

12.4.2 规模提高了交易成本

还有一个因素是投资组合的交易成本随着规模的增大而增加。作为一个普遍准则,基金不仅"交易股票的数量越大,对价格的影响就越大";而且"一天(或一周)的交易量越大,对价格的影响就越大";"完成一笔交易越紧迫,对价格影响越大"。这些普遍结论可概括如下:(1)短期策略比长期策略成本更高;(2)投机交易比基于基础投资因素的交易成本更高;(3)信息敏感的交易(基于谣传的市

场信息）比没有信息的交易（例如指数基金交易）成本更高；（4）以迅速奏效为目标的进攻型交易比守株待兔的交易成本更高。

就这一点而论，共同基金的规模不是问题，巴菲特先生属下的哈撒维公司对美国快报、沃特·迪斯尼和吉列股票的长期投资，无需成本。虽然这些股票要占整个共同基金持有量的一半。还有可口可乐，所有其它基金所持有的1.12亿股仅是它所持有的2亿股的一半（现在我们知道为什么其他基金在可口可乐公司中没有发言权）。为什么？因为巴菲特先生并不经常买卖它们。哈撒维的股份并没有兑现的要求，所以他不急着卖掉它们，除非到了一个他认为合适的价格。假如他想迅速地撤离，他毫无疑问将接受一个较低的价格。但这不是他的风格。

12.5 太多的钱会损害投资效果

资产规模是所有掌握巨额资本的投资机构所面临的一大问题。各种统计资料也证明了这一点。那些有名的经理人成为极具风险的一族。在1998年一篇名为《哪里，噢，去年那400个顶尖基金在哪里？》的文章中，证券组合战略投资家彼得·L·伯恩斯坦发现了一个明显的事实，即那些最成功的投资经理人（包括共同基金经理人）的业绩在过去的40年中正在稳步下降。

他的统计研究结果基本上与沃伦·巴菲特的研究结果相同。沃伦·巴菲特，就是前面所提到的那位，观点与伯恩斯坦相似，他认为造成业绩平庸的主要原因是资产规模而不是激烈的竞争行为。巴菲特先生说："过去与现在的业绩差异，大约75%都可归因于资产规模。我们已经知道管理基金的巨大增长将急剧地缩小我们投资选择的领域（他现在所掌管的哈撒韦资产已达640亿美元）。很明显，假如我们只有100只股票可选择买卖，相对于当我们的资本很少的时候有1000只股票可选择买卖，那么操作余地肯定会大大减少。

这里他描述了这样一种情况，即当投资组合的钱袋塞得很满时，操作行为将会发生什么变化。他说："在整个50年代，我拥有的股票市值不超过1000万美元，而年收益率平均在60%以上。但是以我们目前的资产规模，能得300个基本点（也就是业绩每年比市场

高出3%)已经是异想天开了”。

共同基金行业至少在过去10年里同样面临着与巴菲特先生一样的资产规模问题。但是大型的基金公司在面对“一个塞满钱的皮夹”的挑战时,却并不如巴菲特先生那样坦诚、直率,更不用说他们能够意识到巨大的资产沉淀会给获取超额利润带来障碍。

我只听说过一位共同基金经理人,曾经详细地研究过自己公司交易成本的影响——这些成本包括佣金、询价-报价差额、机会成本等,并以惊人的勇气将研究结果公布于众。他就是小约翰·C·伯格尔,是Numeric Investors旗下的3家共同基金的经理人——都是量化管理,高换手率的帐户(我不得不注明,他就是我的长子。要知道,苹果落地不会离树太远)。在研究了2万多项交易后,他得出了这些成本:交易价值型股票,交易成本为交易总额的0.6%;交易成长型小盘股,成本占1.8%;在交易股数为当日成交量的1/8的交易中,成本占0.5%,而交易股数为2天成交量的交易中,成本占2.3%。他推断出,随着买卖规模占市场成交量的大部分时,交易的潜在成本将会增大。他说,这种结果,“存在于任何类型,任何规模,由任何经理人管理的基金。”他最近解散了他管理的3只基金中的2只,每只资产规模为1亿美元。这就是教训。

根据Plexus Group所提供的资料数据,更一般的结论是,对一个投资经理来说,典型的交易成本据推测约为交易总额的0.8%。假如一只基金每年有50%的换手率(实际上就是卖掉证券组合中的一半股票,然后用剩余资金再投资于其他股票),买和卖对于基金的平均资产来说是相等的。这样,基金的年收益率将减少0.8%,即假设年收益率10%中的8%。当换手率达到100%时,而其他因素不变,年收益率将降低1.6%。这些潜在的交易成本,再加上股票基金平均1.5%的费用率,每年将形成大于3%的财务负担——相当于消耗了每年10%的收益率的近1/3。

我个人对整个基金业交易成本的预测低于这些数据,我的推测结果是个变量,将随着投资目标、投资方式、投资行为以及基金规模而变化。但对于交易成本与资产规模有直接关系这一观点基本上没有问题。当他们所掌管的资产相对于市场而增长时,聪明的经理人——大多数的基金经理人都是聪明的——必须特别警惕。这些经

理人必须能够使资产增值,且增值部分超过交易成本。假如他们不很聪明——作为一个群体中的个体,不可能都比其他人更聪明——他们的收益将会远远落后于指数基金无成本的收益。这一事实有力地证实了不会有额外的价值。

12.5.1 过程重于判断

资产规模大妨害赢利的第三个原因不是太明显,但是带给基金经理的影响却是同样真实的。当一个基金组织扩张时,基金经理个人的影响将会削弱,而机构投资程序的影响将会加强。从此基金经理人不会拥有杂乱的办公桌,不会拥有创新的观点,不会拥有决断性的思维,不会得到一群分析师和交易商的帮助,同时不会得到行政部门的支持。现在有一堆基金(至少有 100 只或更多),附带组织图表、投资程序、同意交易然后对此交易进行评价的委员会、完备的法律和常规文件、警示录像,关注过程("这里谁负责?")而不是判断("我们应该买什么股票?")。那么那些过去常常依靠自己的想法和观点投资的经理人从此就改弦更张了。

《华尔街日报》的编辑罗格·劳恩斯顿是仅有的几位发现这一现象的记者之一。他最近写到:选择股票,就好比写故事,是在一段时间内的奋斗和努力。个人,还有能够协调各自观点且只买最好的股票的人们所组成的小组织,在这方面做得最好。一个很小的基金组合能够象组织一样取得成功,但大机构却不能令众多的经理人都能有出众业绩。形象可以塑造,但才能不能。才智比公司更重要。

12.6 一招得手,满盘皆活

我的观点是"一招失手,满盘皆输"。为了说明为什么会这样,我已经提供了有说服力的证据,这些证据不仅是定性分析,而且还有大量的统计数据。我的推测绝对不是主观臆测。给定基金业目前的规模(这一规模不大可能会缩小到 10 年前或 5 年前的规模)和它的增长率,与巨大的规模相联系的问题将会越来越严重而不是得到缓解。没有人——据我所知——能提供相反的证据。还没有一份金融杂志写过内容为"资产规模有利于共同基金投资者"的文章。也没

有一家私人金融咨询手册曾建议,“为了能够做得更好,去寻找那些超大型基金,”他们中也没有人提出:“大基金:击败市场指数的捷径。”大型组合基金的经理人对此最多敢这么说:“规模并不能真正妨碍我发挥才能,做好我的工作。”但是我也不能确定他说这句话的时候是满怀热情和坦诚、充满坚定信念的。对于我,资产规模(用巴菲特的话讲,就是一个塞满钱的皮夹)是成功的大敌,这一事实已经如此明显,没必要再进行严肃的讨论。

为什么基金允许规模极度膨胀,而失去控制呢?因为对咨询者来说,“一招得手,满盘皆活”。管理公司之所以喜欢大规模,是与它的利益相关的,因为它所收取的咨询费是随着基金资产规模的扩大而成线形增长的。资产规模越大,手续费越高。并且即使基金投资者的回报受到一定影响,管理公司的利润也能以一个稳定的较高的增长率增长。这是为什么?原因在于这些咨询者的意图和态度,他们将经济规模的巨大杠杆作用所带来的好处收归己有,而不是回赠给他们所服务的基金投资者。

由于美国投资者受到整个市场不断传来的利好消息的刺激,已经非常热衷于实际上并不很好的共同基金,所以整个基金业目前得以高速增长。私人基金组织也正在以相同速度增长。它们的增长不仅得到了认同,而且被激烈的市场竞争进一步带动,而结果通常是损害了持有这些基金的投资者的利益。市场上最主要的既得利益者就是那些基金咨询人,他们无所不得,换句话说,他们将基金搞到一个使他们不受任何损失的规模,且这一规模与他们过去的业绩无关,但却注定了他们未来的业绩将是非常平淡的:那是因为受到基金管理费用和交易成本的影响。

12.7 好梦难圆

共同基金的投资者不仅要时刻警惕共同基金业的快速膨胀所带来的问题,而且要在他们的决策方面形成合力。爱因斯坦说过,“任何一个聪明的傻子都会使事情变得更大、更复杂……人们需要一些天赋——和大量的勇气——来转向相反的方向。”这也许是个难圆的梦想,但是现实中确实有一些解决方案,和经理人能够遵循的规

则。如果有足够多的投资者要求变革,并且在遵循这些规则选择基金时"用脚投票",从忽视他们的基金中撤走资金,那么进步将会很明显。以下几条将是聪明的和有责任心的基金经理人所必须遵循的:

1. 改变基金战略,但不改变目标。长期战略到底发生了什么变化?基金组合的换手率从过去的低于20%,增长到现在的每年近90%。不管其他方面取得了何种成就,基金收益相对于市场来说并没有任何增长。事实上,基金收益无可争议地恶化了。为什么共同基金的经理人不去改变现状,回到以前美好的岁月呢?(回到以前传统的15%的换手率将会更好。)我猜测答案是:大多数经理人更喜欢作短期交易(今天的平均持有期大约为1年),而不是长期投资者(假如平均持有期为7年,那么基金换手率将是15%)。

当前的情形似乎要继续存在下去。首先,因为新生代的基金组合经理人喜欢高换手率。可能这些经理人本质上是很上进的。他们都有很高的智商,受过很好的教育,都希望能充分发挥它们的聪明才智。其次,可能是更重要的一点,这一行业的经理人想通过灵活地调换投资组合,赚到大钱,建立稳定的、只是买入然后长期持有的基金组合显然不合市场主流。一只新基金积聚资产的方法是创造一个业绩纪录,这样金融媒体将会大量地报道,知名度提高了,之后,资金将会大量流入,这将给经理人带来不菲的手续费收入和可观的利润。没有人会担心当基金的规模变大时,基金的性质(以及业绩)会改变。

2. 对新的投资者封闭基金。当一只基金达到一定规模,在这一规模上因为它所投资的股票数量所限,或是增长的可能性严重影响到买卖的价格,它就不能再实行它的战略,这时为什么不封闭这只基金呢?到现在为止,基金业规模问题已经很严重,100只基金中大约只有2只被封闭,其中还包括一些资产严重超过平均规模的基金。大多数的基金却好象忽视了这个问题,从而带来相对降低的收益和越来越少的个性,以及被它们过去的个性吸引而购买他们的基金的投资者所遭受的损害。就像小约翰·C·伯格尔所说的,"在不断增长的收入面前,经理人和受托人更多地关注他们自身的利益,而对投资者的利益却视而不见。"

我可以非常难过地说，当前的现状似乎要继续存在下去，其原因仅仅是基金所赋予经理人的获利能力是线性的：基金规模越大，咨询者的收益越高。这一诱因似乎代替了其他任何能给投资者带来最佳收益的刺激。假如投资者和咨询者都在解决好这一问题之后再进行投资，假如财经媒体能对这一问题引起足够的重视，那么基金经理人将被迫采取行动，当基金达到一定规模时把基金封闭起来。

3. 让基金规模增长，但要引进新的经理人。当一支基金的规模开始膨胀起来，并大到不能再实行原有的战略时，将会有一个明显的解决方案产生，那就是引进一名新的基金经理人并且将现存的基金组合的一部分和未来现金流量的一部分拨给新的基金公司。（我之所以建议成立一家新的公司，是因为从原有的公司中提拔经理人，并不能解决流动性问题。）然而，只有几家大型的基金组织使用了多个经理人的治理结构，任命了 2 位到 4 位经理人来掌管现存的基金。在这样的安排之后隐藏着真正的协议，即支付给外部经理人的咨询费有远远低于原有行业水平的趋势。这种情况正好呈现了这样一种现实的矛盾：为什么原有的内部经理人能获得很高的咨询费，而管理着新基金的外部经理人却只能得到很少的咨询费。（投资者应该把这一问题提交给基金经理人或是负责人。我很希望能知道他们的答案。）

通过引进外部经理人解决规模的问题，可以使一支基金在不降低投资效率——可能还要提高效率——的基础上发展。然而，这一解决方法也产生了新的问题。由外部经理人管理的基金就一定会增加收益率？2 位基金经理人是否仅仅是将盈与亏相互抵消？如果 4 位经理人又怎么办？6 位呢？很明显这里有一条收入不断递减的规律，从第一位新增的经理人开始，这条规律就可能会发挥作用。我们对此也不能肯定。无论如何，很少人用此战略。

4. 降低咨询费，但可以相应提高激励费用。假如基金公司的目标是在不损害投资者利益的情况下给经理人以适当的激励，那为什么不削减常规的咨询费而引入激励机制，也就是当基金收益超过市场指数收益时支付奖金？举一个简单的例子：将咨询费从 1% 减到 0.75%，并相应加上 0.25% 的奖金。对于基金经理人来说，激励将是双面的，假如基金价值降低了，这 0.25% 将是惩罚性的，这种情况

下总的收入将只有0.5%。但是这是公平的。做好了工作,将得到奖励;如果失败了,就应该承担责任。或者更公平的方式,就是评判标准不是市场指数,而是市场指数收益加上基金过去5年内所获得的超额收益这一指标。这很可能是投资者所期待的业绩。

哎,这两种类型的激励方式(特别是第二种)似乎不太可能被采用,除非投资者要求实行。基本的奖金,在基金行业中并不常见,而且使用次数变得越来越少。目前在7000支共同基金中,大约只有100支采用这种激励方式。经理人都想在没有什么贡献(不管业绩好坏,费用照付)的情况下获得实惠(很高的咨询费)。

5. 提供一种防止规模膨胀的,有很小换手率和正常费用的基金。事实证明,在过去发生的收益中,交易成本和管理费用非常的重要,当前规模巨大的基金将来要获得像现在这样的已较一般的收益将面临更大的困难,那么投资者是否可以选择一支低换手率的、低成本的基金?当然可以。但是,"长期投资"这个词似乎从基金组合经理人的词汇表中消失了,究其原因,一方面是因为现在很难区分有潜力的一流企业,另一方面是因为现在大多数的基金经理人都太活跃,没有耐心。遵循这条规律,就可以得出一个合理的结论,就是选择指数基金,但指数策略尽管会给投资者更多的回报,但咨询者得到的收入却会大大减少。

12.8 问题终可圆满解决

几乎没有一家基金公司曾经把上述的建议认真地考虑过。尽管没有强有力的证据能够证明交易成本正在上升,但基金组合的换手率还是很高的,丝毫没有显示出减弱的迹象。几乎没有基金封闭,即使封闭,它们中的大部分封闭的速度也远慢于它们增长的要求。使用外部基金经理人就像找到10克拉的钻石一样非常罕见,。特别是对于那些新成立的基金,费用所占的比率仍在上升。非常明显,基金公司不喜欢使用奖金这种激励方式,事实上这种方式正在被人们所遗忘。基金改革没有抓住创建节约成本、合理避税的基金(我将在下一章具体描述这种基金的结构)的机会。现存最好的能够应对巨大资产规模挑战的指数基金一直被弃之不用,直到机构储蓄和退休

计划的受托人(自相矛盾的是,这种计划并不能从税收效率中获得任何优势)为了自己公司的雇员而要求基金公司建立指数基金。作为5000万个基金投资者中的一分子,你们可以聚集起来引起那些大型基金管理公司的足够重视,让他们注意资产规模的问题。

和初创时相比,共同基金行业在今天已有所不同:总量上不同,基金在金融市场上的能量不同,投资的限制条件不同,成本不同,基金对股票市场的影响不同,基金决策的制定和执行的方式不同。任何个人和基金行业本身,依靠历史作为指南而成就未来的企图都是渺茫的。

假如当前的增长率继续下去,在几年之中,共同基金经理人就可能控制全美国股票的4/10,以及所有股票交易的3/4。为什么这一行业不能更直率地面对资产规模问题呢?为什么我们不能面对这样的事实:我们资产的高速增长已经改变了大多数大型基金的本质和特征,并从总体上改变了这一行业?这是因为流动性很重要,成本很重要,税收很重要。况且资产规模可以毁灭一支基金。优秀业绩的取得变得难以实现,甚至是非常出众的基金组合经理人也感觉越来越困难。假如基金不能处理好这些问题,投资者必须坚持把这些问题提出来。假如问题不能圆满解决,它们对基金目前的业绩以及未来基金收益将产生重大影响。

没有一家基金公司——我再重复一次,没有一家——能够逃脱这些问题,因此也就没有一个投资者能够逃脱。投资公司和投资者一样,必须具有面对这种不和谐音的智慧。共同基金行业难以置信的成功是"一招得手,满盘皆活"这条谚语活生生的证明。但是这条规律也会引出与之相反的规律:"一招失手,满盘皆输。"投资者必须考虑基金规模的多种影响,这不仅是为了他们所持有的基金,而且是为了他们所帮助创建的这个行业。

第十三章　税收的影响

视差的含义

通常，一个观点的微小变化将会导致理解方面的巨大差距。因此，由于存在视差，在眼睛之间 2 又 1/4 英尺距离这个角度，我们将能够看到事物的三维。就像我前面所提到的，共同基金投资有四个方面，报酬、风险、成本和时间。一般我们在考虑投资时只涉及报酬和风险，但我相信加上成本作为第三个方面将使我们能更好地理解投资收益，特别是基金收益。这样，我将把视差的规律用于共同基金。

当我们不仅考虑共同基金实质性的运营和交易成本，而且考虑税收成本时，成本的影响将会扩大。税收对基金收益的影响是一个长期被人忽视的问题。基金经理人可以忽视它，但基金所有人却不能，因为那样他们将承担很大的风险。考虑到当前共同基金业所拥有的近 7000 亿美元的账面盈利，现在已是高度重视税收的时候了。当然，投资者的目标不是简单地使税收负担最小化，而是获得最高的净收益。然而自相矛盾的是，关注税收成本，好象不但不会减少，而且反而可以加大税前利润。

依据过去 16 年的牛市中潜在税收负担不断上升的情况，现在已是将税收作为投资共同基金所必须考虑的一个重要因素的时候了。哎，到了 1998 年 8 月 15 日，讨论在 1997 年期间投资者为 1800 亿盈利所支付的税收，已为时太晚。但是虽然为那些盈利所支付的税收仅仅是盈利的一小部分，但这一问题不可能消失。基金于 1998 年所实现和分配的数以亿计的盈利必须在 1998 年的年报中予以披露，针

对这些盈利所应交的税收将于1999年8月15日以前支付。

在这一点上,要注意:这巨大的7000亿美元盈利的税负是一个很大的变数:它对于证券市场的变化非常敏感。如果市场大跌,那么未实现的盈利将会随之减少。比如,如果市场下跌25%,那将全部免除行业的潜在的净税收负债;如果市场上涨25%,那么税收负担将加倍。当你考虑税收对你所投资的基金收益的影响时,请千万记住这一高比例杠杆。同时要记住,所实现的未分配利润终将会被分掉,也会给股东带来税收问题,即使这个行业的未实现利润完全被市场的下跌所吞噬。不管市场怎么样,实质性的资本利得将会在数年内分给投资者,因为巨额的账面未实现利润不可能被完全消耗。

具有讽刺意味的是,共同基金行业的高换手率策略加剧了税收这一问题。当经理人试图利用其基金组合来战胜市场时——尽管最终会失败——这一举动也会给股东带来沉重的税收负担:这种成本——事实上加剧了市场的下跌——的增长会反映在大多数共同基金的收益年报中。

早些时候,我提到过直到1998年6月以前的16年的大牛市,那时共同基金所提供的平均收益是16.5%,而整个股票市场的平均收益是18.9%。在一个年收益率接近20%的市场中,他们两者之间那2.4%的差距——主要是由于每年2%的成本所致——变得微不足道。但是一段时间之后,它将消耗掉一个年收益率为10%的市场的1/4,更不用说它将消耗掉收益率为5%的市场的1/2。

现在考虑一个称为α的系数。它是衡量一只基金的风险调整收益相对于股票市场的重要参考指标。统计资料非常清晰(《晨星共同基金》杂志是能说明这一问题的最好的资料来源)。这些统计资料显示在过去的10年中共同基金平均的α——一个相对于市场的年平均风险调整收益为-1.9%——众所周知,这是一个"负值的α"。换句话说,基金投资者每年所获得的收益率几乎比他们的预期收益率低两个百分点。这个数字大体上相当于行业的年成本。可见,α基本上类似于基金的总的运营和交易成本,但是α并未考虑到隐含着的税收成本。

13.1 税收:利润的吞噬者

税收问题在共同基金行业中常常被人们所忽视和遗忘,但是基金投资者们却不能对税收视而不见。因为正是基金持有者支付了税收,这些税收主要来自于基金的红利、股息,来自于基金不断卖出其组合而获得的资本收益分配,来自于——至少是目前的牛市——所实现的巨额应交税的资本收益。基金组合经理人的业绩是在税前利润的基础上被衡量和认可的。几乎没有基金经理人肯花时间对他们的决定所产生的税负深入思考。

自从1924年创立第一只共同基金以来,这个行业实质上就一直忽视税收这一问题。几十年来,基金的买卖都是基于寻求更多的收益。(在1940年代和1950年代早期,股票的平均收益率为8%,而债券的平均收益只有2.5%,想像一下吧!)基金行业经常摈弃股息与资本利得分配之间的差异。这两者被加在一起以形成一个"可分配总收益",但是这种做法自从1950年以来就被禁止了。最近几年,随着税收延期IRA帐户和401(k)公司退休计划的付诸实施,税收就更不被人们所重视了。事实上,那些税收展期退休计划的投资者,他们作为一个整体持有股票基金的40%的资产,他们才是推动基金行业增长的动力。这些帐户的投资者们不必再记挂税收问题。

但是基金资产的其余60%的所有人却不能轻易放弃对税收问题的考虑。每年,他们必须为所得到的基金收益纳税。但是共同基金却并没有提示他们的投资战略、组合换手预期、收益分配政策等会给持有人带来多大的税负。在一只典型的基金章程中,在"红利、资本利得、税收"这一章,你将发现这样一些句子,比如:"基金每年将分配扣除费用后的净收入,以及从买卖股票中所获得的资本利得。股息与短期资本利得就像平常的收入一样,需要纳税;长期资本利得的分配也需要纳税。"这就是基金所能提供给投资者的。但是对投资者而言,这样的提示是远远不够的。

基金组合经理人、基金监管者,还有分配人员知道基金不会把太多注意力放在税收上。他们应该让投资者注意税收问题。以下是我认为应该在基金的章程中予以披露和说明的:

这只基金的管理并未考虑税收问题，在既定组合换手率的前提下，基金每年将实现并以资本利得的形式分配一个较高比例的资本收益，这些收益必须每年纳税，这其中的大部分很可能以短期收益的形式承受完额的收入税（一些基金在某些方面有所不同，因此他们的章程将对最后一句话进行修改）。

似乎只有两个原因能解释为什么在今天的基金章程中没有披露这些已经很明显的事实：其一，由于疏忽，完全是无意的；其二，感觉到，那样将令投资者关注加在他们收益上的超额税赋，而使基金的营销受到损害。不管是哪种原因，我相信上面那段话应该写入基金章程，并放在比较显著的位置。完全披露必须成为规则。

13.1.1 税收延期的价值

基金立即兑现资本利得所产生的一个严重问题，就是投资者必须马上为这部分收益纳税。然而延期的资本利得税的巨额真实价值却好像被完全忽略了。简单地说：被延期的税收金其功能类似于从美国财政部获得的无息贷款，贷款的期限就是被延期的年限。你可能在某一天将要纳税，但是在此之前你是不必支付的[①]。想象一下一笔 10 年期的无息贷款的价值吧，再想想 25 年期的无息贷款吧。更好的方式，是计算一下。一笔金额为 1 美元的贷款，延期 10 年还款，它有 47 美分的现值；如果是一笔 25 年期的贷款，那么这个现值只有 15 美分。但是共同基金的历史告诉我们，基金所持有的股票仅有 5% 能握在手中达 10 年，从而获得每 1 美元 53 美分的报酬；如果能持有近 25 年，则每 1 美元将获得 85 美分的报酬。

在 1998 年后期，共同基金已增值到大约 7000 亿美元（占股权基金资产的 25%），表明纳税股东的潜在税负为 1000 亿美元。1998 年共同基金实现净收益 2000 亿美元，将在年底进行分配。剩下的 5000 亿美元还没有兑现，但是，假定市场价格保持不变，那么这些价值最终将能实现，当然也伴随着相应的纳税。1998 年所实现的 2000 亿美元净收益中 1500 亿美元是长期收益，500 亿美元是短期收益，其中，参加税收延期计划的投资者将获得近 800 亿美元。而应纳税

① 事实上，假如在投资者死亡的时刻，他将其投资遗赠给受益人，那么他将可以不支付税款。

的投资人在获得1200亿美元之后，将负有300多亿美元的纳税义务。我们只能希望他们作好支付准备。

外部环境将造成1999年共同基金业情况的恶化。假如市场下跌造成基金股份的净流出，那将增加每股的分配额。相反的是，一个上升市场将在不断上涨的价格下引入新的资金，那将稀释每股的分配额。这就是为什么共同基金的未实现收益，相对于股价上涨来说，变得如此微小的原因。然而奇怪的是，投资者似乎并不反对在必须为未实现收益支付每股2.5美元税款的情况下，以每股10美元的价格来购买基金。在一个下跌的市场上，当股价下跌时，相对来说，基金的新投资者，面对未实现的亏损，可能依然会获得充裕的应税资本利得分配（基金帐户的运作引起了一些奇怪的后果）。预先警告就可以预先防备。

根据以上情况，我们来看一下税收在长期内的影响。从收益分配的角度，总体来说税收的影响是有利的。在1998年后期，股权共同基金获得的总的固定收入比率——扣除费用以前——为1.9%。（他们的股权资本股息率为1.2%；持仓10%的债券和现金储备的收益率大约为7%。）但是基金的年费用率平均为1.5%，因此，股权基金投资者每年只能获得低于0.5%的应税固定收入比率，。这样费用吞噬了基金收入的75%。共同基金领域非常矛盾，费用率越高，总收入的税收效率越高。但是，正如在那个相反的例子中，似乎对税收效率支付得太多。因此在某种意义上说，共同基金费用开支相当于总收入的一个75%的税收比率，而且这个税率还不包括应付的常规税收。

13.2 税收对α的冲击

税收对资本利得的影响又是另外一回事。这里，“税收无效率”是共同基金业的通病。收益中固定收入的税收效率被最为巨大的资本利得部分所产生的税收负担所冲走。举个简单例子，在过去的15年中，股权基金平均每年获得14%的年收益。我们假定这14%的收益中有3%来自固定收益，11%来自资本利得，其中8%已经兑现。我们再假定资本利得中有30%来自于短期投资（这些假定基本上与

基金行业的现实相吻合)。在固定收益部分,33%的平均税率,将使收入降低1%。在资本利得部分,33%的短期资本利得税,25%的长期资本利得税,将使收入减少2.2%。因此结合两个部分,税收将使每年股权基金的平均收益从14%降到10.8%。

事实是税收对于相对收益有很大的负面影响。发表于《投资组合管理杂志》的一篇论文《你的α能够大到抵消掉税收吗?》,是由罗伯特·H·杰弗里和罗伯特·D·阿诺德合写的。在这篇文章中他们的结论是"不"。我还要加一句:不,你的α正在被税收活活吞食。目前的实际情况是,正如我们所看到的,股权基金由于它们的成本原因,在过去的10年中它们拥有平均值为-1.9%的α值。在完税的基础上,这个负的α变成了-5.1%。专业投资者都知道成功的投资是一件很不容易的事。但是基金成本和税收,这就使投资更加困难。即使确实有一些个人投资者知道当基金费用开支和税收必须从收益中扣除时,投资变得更加困难,但基金投资者还是应该被坦诚地告之事实和数字。在过去的10年中,那5.1%的部分至少消耗了股票市场1/4的回报。

13.3 税收与高换手率

当前所发生的一切,大部分是由共同基金过高的换手率而引起的,认识到这一点非常重要。25年以前,基金组合的换手率平均为30%;而现在,却接近90%。个人投资者可能持有股票长达几十年,家庭可能连续几代人持有一支股票。但是共同基金却能够根据瞬间变化的价格,无忧无虑及时买入和卖出股票,而不必担心税收的后果。这种行为极大地削减了纳税投资者的收益。

而且,一些基金经理人非常冒进,致使所获得的收益大多是短期的(1年之内),以致必须按照常规税率纳税。在最近几年,30%的基金收益被归入此列。但是随着1997年所谓的"纳税人救济法案"的出台,结束了长期以来对超短期收益的限制,这一数字还会有所提高。现在,组合基金的经理人可以毫无限制地兑现低于30天的收益,并且也无兑现比例限制。对于共同基金的股东来说,法律中的这一变化所产生的经济价值是值得怀疑的。

种种迹象表明基金的换手率不会大大降低，因此也不会缓和收益兑现这一问题。将一只基金的换手率从150%降到100%并不重要。实质上所有的收益都被很快地兑现。权威性的研究结果建议将换手率降到20%或以下，从而能够切实减轻税收负担。但是任何比例的换手率，都是强迫股东放弃相当于无息贷款的利益，对投资者所享有的收益将产生负面影响。

当共同基金的换手率大幅降低将会发生什么事？将对基金投资者有利。税负降低了，而税后利润却相应提高了。这很简单。当税收延期，持有基金股票的投资者在延期内每年所获得的收益将成倍增加。并且通过税收减免——例如，投资者的继承人在投资者死亡时接受了股票——税后利润将变得更高。

13.4 更换经理人不是个好办法

即使把降低换手率作为基金的一个战略，但当引入一名新的经理人来掌管基金时，换手率又会上升，而大量的收益会马上兑现。在基金经理人不断更新的时代，这种情况发生的频率不断上升。号称"超级明星"的基金经理人很可能由于更高的薪水而被挖走，也可能由于创业者的本能而离开基金，也可能出于他们所掌管的规模巨大的基金阻碍了他们获取超额利润的能力的发挥，从而离开基金。但是不管是哪种情况，当前基金组合的管理者们的任期平均只有5年。

我们说，这些对于纳税的共同基金投资者来说是非常严峻的事，这种说法还是太保守了。正如詹姆斯·P·加兰德，Jeffrey公司的总经理所观察到的，"纳税投资是失败者的游戏。那些在税收和费用方面输得最少的，在游戏结束时获利最大。"加兰德假定了一只典型基金的投资者的税后利润，又假定了一只控制税收的指数基金的投资者的税后利润，将两者在1971年到1995年这25年中的数据进行比较。结果表明，在此期间，标准普尔500种工业指数获得了12%的回报率(税前)。扣除费用和税金后，一般共同基金的回报率为8%，而控制税收的基金的回报率为10.2%。

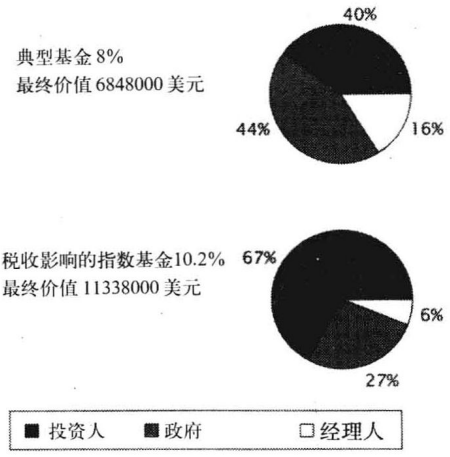


图13.1 成本——第三个因素:基金费用加上税金,100万美元的投资,25年的收益率(1971年——1995年)——市场年回报率为12%

基金最后的收益中,16%的部分给了基金经理人,44%的部分给了政府,基金投资者只能获得理论上免税的收益的40%。而在控制税收的指数基金中,经理人获得最终收益的6%,政府获得27%,而投资者则可获得其中的67%。对于一个期初投资100万美元的投资者,如果他投资于一支低成本的控制税收的指数基金,那么他最终的净收益达1130万美元;但如果他投资于一支典型的共同基金,那么他最终的净收益为680万美元。

但我要告诉你的是,加兰德的算法过高估算了典型基金的净收益了。这种方法假定基金的费用率为1%,从而忽视了基金组合的交易成本。就像我所提到的,现在的基金产生的各种成本费用率为2%或是更多。他还假定,所有的资本利得都是长期资本利得(28%的税率),而事实上近1/3的基金收益是以短期资本利得36%的税率纳税。这一研究也调低了控制税收的指数基金的收益。它将其费用率定为0.3%,而这个数值更为接近现实的是0.2%。但是,即使赋予典型基金以令人怀疑的优点,税收和成本对共同基金收益的影响还是令人吃惊的。

13.5 指数基金:一个好办法

现在,你可能正在想不再投资共同基金,尤其当你是纳税投资人;或者共同基金业是否可以提供另一种更好的选择。好了,现在这儿就有一种。你能避免遭受较高的成本和税负给你带来的负面影响,同时又能够遵循市场规则获得一个正的 α 值。一些基金可以以很低的成本和税收来运营。这其中大多数是较为全面反映市场的指数基金(例如,那些建立在标准普尔 500 种工业指数之上的)或是覆盖所有股票的指数基金(Wilshire 5000 种股权指数)。它们都运行得非常好(特别是 Wilshire 指数),因为它们很少会发生重大变化。

现在我们将从基础的开始:标准普尔 500 种工业指数的税后利润。我们将把所得税从股息中扣除,并假定没有将资本利得兑现,即将所有的资本利得税延期。从 1983 年 6 月到 1998 年 6 月的 15 年中,税前利润率为 17.2%,假定税收的影响是 -1.5%(大部分原因归结为所得税),则税后利润率是 15.7%,约为税前利润率的 91%。

表 13.1 标准普尔指数基金和普通共同基金

	1998 年 6 月 30 日前 15 年内的收益率	
	税前	税后
指数基金	+16.9%	+15.0%
一般共同基金	+13.6%	+10.8%
指数基金优势	+3.3%	+4.2%
指数基金超过的基金	94%	97%

现在让我们回到现实世界来计算一下可比较的数字。一支普通的共同基金,这 15 年的平均税前利润率为 13.6%,税率为 2.8%,税后利润率则为 10.8%——是税前利润率的 79%。为了比较,表 13.1 显示了先锋 500 种指数基金的记录。它的税前利润率为 16.9%,税率为 1.9%,税后利润率为 15%。结果是,指数基金的优势从 94% 上升到 97%。典型的管理型共同基金的高成本和高换手率产生的沉重税负,使其失去了优势。

在这 15 年中——应该承认,对于那些规模巨大的占据指数很大分额的股票来说,这一段时期是个黄金时期——注重低成本的做法

帮助指数基金很快排在了基金行业的前列。力求使税收最小的做法使指数基金发展得更快,它已处在到达巅峰的中途。在过去 15 年里,消极管理的指数基金在税后超出 97% 的股权基金,而这个成绩的取得竟是在缺少出众的基金组合经理人的前提下。

这些数字再一次在一定程度上高估了普通共同基金的收益,因为较差的基金已经早早地被淘汰,所以没有在计算之列。这种计算行业收益时的生存者偏见,其影响不能小看,就像我在第五章中所说明的。假如表 13.1 中所显示的普通共同基金的收益被修正,那么基金间的差距将可能将更大。

公正地讲,指数基金收益要比指数的收益低,因为它们的收益受到交易和运营成本的影响。无论有多小,这些成本还是存在的。例如,从 1983 年到 1998 年,先锋 500 种指数基金的税前利润率为 16.9%,税后利润率为 15%;而同期指数本身的税前利润率为 17.2%,税后利润率为 15.7%。

13.5.1 被证实的结论

我们的这一分析结果也被其他一些独立的研究所证实。其中最认真的研究当数斯坦福大学的乔尔·M·迪克森 和约翰·B·休文的报告。他们发现,在 1982 年到 1992 年的 10 年中,一只追踪标准普尔 500 种工业指数的指数基金的年平均税后收益率为 13.4%,而同期一只普通的股权基金的税后收益率为 10.7%。这每年 2.7% 的优势使指数基金的百分排名从 79 上升到 86,在 31 只样本基金中,一下子超越了 10 只(这 31 只样本基金是从 147 只获得较高税前收益的基金中挑选出来的)。

我们确信指数基金的低成本优势将保持下去。但是我们却不能确定资本利得的兑现会持续延迟下去。第一,指数基金的低换手率,必须使资本利得长期不兑现,但在这过程中,一部分资本利得可能必须兑现。第二,尽管指数基金希望避免资本利得的兑现,但是受持有人赎回的压力,有可能被迫变现所持有的高度增值的组合。

13.6 避税基金:更好的办法

为了更好地解决信托基金持有者所面临的税负问题,一种新的基金应运而生。1994 年,一家致力于提高传统指数基金避税功能的基金组织开创了基金领域一系列低成本、同时又能避税的基金,其特点是:

1. 注重持有成长型及低收益性股票,其目的是使税负最小化;

2. 当投资组合中所持有的股票价格下跌时,最大程度地实现其损失,这样当实现资本利得时便可相互抵消,以达到降低税负的目的。

3. 通过向在 5 年之内要求清偿的股东征收交易费,使骤然赎回的可能性最小化;

4. 保持最低成本,这是指数基金的最大特点。

这些成立不久的避税基金目前运行状况良好。由于制订了交易费,回购率远远低于基金行业的平均水平;喜欢采取市场择时策略的投机者很少问津这些基金;而且迄今为止尚未兑现过资本利得。更重要的是,这些基金的收益要比相对的积极型管理的基金高得多。

就在最近,基金业对新基金的出现作出了反应,10 多个所谓避税基金已经出现,但很少有采取指数策略的,也很少有采取明确的措施,如征收交易费等来限制回购。这些基金的费用率和其他一般基金相差无几。总而言这,该类基金除了在力图降低换手率方面与指数基金相一致外,其他方面还是传统型基金的特点。而且,其运营策略不稳定,一旦基金的管理者调换之后,新任者是否坚持原先的策略还很难说。因此,这些潜在的不利因素使得降低税负和运营成本的宗旨难以实现。

然而,如果设计合理,避税基金将注定成为共同基金领域的中坚力量。随着纳税人减负法案的实施,税负的进一步降低使避税基金的竞争力更强。按之前的法律规定,28% 的资本收益率比 40% 的最高边际收益税率低 12 个百分点。现在资本收益率为 20%——也就是说,比 40% 的最高边际收益税率低 20 个百分点。这一变化提高了长期利得的税收折扣,从 12 个百分点提高到 20 个百分点,提高幅

度近1.7倍,还增加了长期投资的收益。但是高换手率的基金——平均持有期不到1年——依然会使基金持有者为他们的短期收益支付全额的税率。

13.7 60年的"新"思路

共同基金行业有的是富有创造力和想象力的投资行家,为什么就没有人找到更好的方法来提高基金的税后收益呢?事实上这种途径是大量存在的。现在就让我来阐述一个观点。假设有这样一种基金,它主要投资于成长型蓝筹股,并且一直持有,除非市场环境发生根本性转变。譬如投资于标准普尔指数排名中的前50位的股票。该基金持有这样的50种股票,如果发生并购,则持有并购后的公司股票。如果一家公司被卖掉了,则选择下一个最大的成长型股票。

这样,该基金的管理操作费用就很少,总的成本支出率大约为0.2%,并且通过收取高额的交易费或者对基金的买卖进行限制(比如在每一季的最后一天设为基金回购日),最大程度地减少基金持有者的回购频率。最后,当有基金持有者要求赎回时,不要因此卖掉股票。事先向他们解释,你将支付给持有人投资组合中流通性高的股票("以股票赎回")。那些基金持有人会明白,两种方式他们所纳的收益税一样,但基金如果卖掉股票,税收上的损失就很大了。这样的基金对那些短线客毫无吸引力——而对基金持有者却有很大的好处。这些策略对长期投资者来说,不失为上佳的选择。

如此管理,基金所常来的收益是巨大的。在股票市场中,平均税前收益率一般为10%,基金(假设费用比率为2%)的平均税前收益率为8%,税后收益率为6.5%。一支低成本、并长期投资的基金,若其毛收益为10%,费用比率为0.2%,则可获得9.8%的税前收益率和9%的税后收益率。这只是一种保守的假设,因为理论上的2.5个百分点的税后收益率的差距,比实际上过去15年来积极型管理基金与标准普尔指数4.3%的税后收益差距要小得多。

对于长期投资者而言,以上数据显示的结果是再好不过的。对于积极型管理基金,如果持有期为25年,扣除税负后,10万美元的投资将增长为48.3万美元;而对于长期投资的基金来说,将增长为

86.2 万美元，几乎是积极型管理基金的一倍。因此，可以肯定地得出以下结论：由于税负的效用不同，不同的基金管理运作对税后收益有着很强的杠杆作用。

长期持有的基金风险也很小。这里是一种假设：如果在 25 年里，代表市场 30% 份额的 50 家最大的成长型公司，年平均收益率比剩余的股票低 3.0 个百分点，那么两种基金的收益是相同的。但是有效的市场不会发生那种可能性。在过去的 60 多年中，成长股与价值股的收益率几乎是一样的。令人惊奇的事实是如果投资分散化，那么获取良好收益与受到重大损失这两种极端的可能性都很小。简言之，风险程度小是由于会计成本最小化导致的，即运营成本与税负最小化。这是从三维的角度来看待这一问题。

用历史的眼光来看待问题，有利于我们正确评价成长股的风险性。即使在高位购进，从长期来看，其风险性仍低于市场平均水平。就这一问题，西格斯教授根据他对著名的“50 强”基金在 1965 至 1972 年这段时期中的表现的研究分析，做出了回答。在西格斯教授发表在《投资组合管理》杂志中的一篇文章中，他提到一个固定的投资组合，其组合大多是那些价位较高的股票，于 1971 年初购入（当时几近市场的最高位），该投资组合在 25 年中收益率超出了市场平均水平。该组合中的一些股票表现良好：如菲利浦·莫利斯公司股票位居榜首，其收益率达到每年 21% 以上，麦当劳（18%），可口可乐和迪斯尼（均为 16%）。而另一些股票的表现不尽人意：MGIC 投资公司的收益率最低，年平均损失（4.6%），Emery Air Freight 也好不到哪儿去，每年亏损 1%，Polaroid（+2%）和施乐公司（+5%）的排名也几近末尾。

从税前收益来看，“50 强”投资组合的平均年收益率为 12.4%，比市场平均收益率 11.7% 只高出 0.7% 个百分点。但是从税后收益来看，这一优势则大大加强：该一组合的税后收益率比市场平均水平高出 2 个百分点（9.8% 对 7.8%）。该静态投资组合的高收益，与它在其高位时期购进的特点相对照，有力地证明了我们前述的设想。至投资期满，该投资组合初始的 1 万美元投资，由于税负的抵扣效应的作用，已升值到 9.8 万美元，而此时作为参照对象的市场平均价值只有 6.3 万美元。共同基金的平均收益率就更不用提了，比市场平

均水平还低。

13.7.1 太阳底下无新事

基督教教义中说:“太阳底下无新事”。这句古老的箴言同样适用于我们前面所说的那个“新思路”。或许某些共同基金的研究者们还记得在1938年曾有过类似的基金形式,该基金的创立提供了长期持有型基金的雏形。这一基金名叫先锋基金,属封闭式,其投资组合中选取了当时业绩良好的36支蓝筹股,并且一直持有至1983年,直到此时该基金才放弃以静制动的经营策略。经过45年之后,该基金仍然持有其创建时的36支股票。这其中有IBM、宝洁、杜邦、联合太平洋、柯达等,都是些经营稳健、在美国市场上长盛不衰的企业。

先锋基金在改变其经营策略之前,它的年税前平均利润率为10.3%,与之相比较的标准普尔500指数的平均收益率为11.4%,造成这一差距的原因是基金的运作管理费用。有趣的是,它的收益率竟和麻省投资基金(MIT)的一样。而后者是当时最大的共同基金。我还不能准确地计算出先锋基金的税后收益率,但数据表明在那一时期,先锋的派息率很低,而MIT大部分的收益都分派给了投资者,换言之,先锋的税后收益居先。

还有一个与之相似的基金——LCL基金,建立于1935年。其投资组合中有30支股票,该基金在基金行业也是鼎鼎有名 。在过去的22年中(晨星社建立基金数据库以来),其收益率几乎和标准普尔500指数的收益率一样(前者为15.6%,后者为15.7%)。这一比较以及前述的先锋基金的例子只说明一个问题,那就是:如果基金初始投资便选择一组业绩良好的蓝筹股,无论发生什么情况都一直持有,那么其税前的收益率将会相当可观,而更令人心动的是其税后收益将远大于其他基金,具有税负意识的投资者大多会选择此类基金。

13.8 买股票还是买基金

近几年,源源不断的资金从股票中抽出进入共同基金。对于参加延迟纳税的IRA计划以及公司退休金计划的投资者来说,这样做有多种好处:虽然共同基金的成本往往较高,但它是专家理财,并且

投资更加分散化。对于纳税的投资者，共同基金的优势因过早地提取收益而减弱。按照联邦法律，基金必须将收益分配掉，使投资者不但仅得到短期的收益，而且要支付高达40%的收益税，而不是20%的长期投资收益税。

我想，在这个竞争的社会里，人们很久以前就应该要求基金行业推出符合纳税的投资人需求的基金。但遗憾的是，到现在还没有这种强烈的需求。我想原因在于投资者还没有认识到税收的影响力。基金业里几乎没有什么创新，所以也不会给投资者多少满意的选择。

然而，对于那些具有税负意识的投资者，还是有办法的。那就是放弃基金，自己直接购买股票。这样做，可能会提高投资的风险，虽然其中一些风险可以通过分散投资的方法解决，即选择没有行业关联的15到20支蓝筹成长股，但是，这种策略一定会提高收益，因为他们不用负担沉重的基金投资税以及不断增长的基金成本。

当他们自己直接购买股票时，他们就要根据自身以及家庭的情况，思考以下问题：

●我应该将短期收益提现，然后支付40%的税吗？

●如果我长期投资，我会将我税后收益的100%还是80%再投资呢？

●买好股票后，我应该一直持有吗？

税收问题对投资者来说十分关键。如果共同基金没有提供适当的基金来控制投资者的税负，投资者应该选择其他的途径。

13.9 避税的策略

本章所述内容旨在帮助那些纳资本利得税的投资者通过运用合理的避税策略，以取得最大的税后收益。鉴于整个基金行业都倾向于保持投资组合的高换手率，即不断地对组合中的股票买进卖出，这种管理运作的方法从税负角度来看是不明智的。因此最佳的选择是那些换手率很低的投资组合（遗憾的是此类基金寥寥无几）。采取以静制动的策略，主要将注意力集中在反映市场整体变动情况的指标，如标准普尔500指数等，并且投资于成长性良好的绩优股，如此看来固定投资组合的基金正好符合上述要求。

同时还应注意到:在投资者的避税策略中,还有另一重要因素,高质量的退休金计划[401(k),403(b),IRA]的作用在积累家庭财富方面表现得十分突出。将各类投资在纳税帐户与税收延期帐户之间进行分配成为决定性的一步。一般认为应该将收益性资产如债券等放在税收延期帐户里,而成长型资产中股票这类能提供资本利得的资产,应放在纳税帐户中。这样做的理由很简单:现在的收益适用40%的高税率,未来获取的资本利得所适用的税率则只有20%,更为重要的是资本利得的实现能无限期延期,这样就等于从政府那里获得了无息贷款。

然而,由于投资基金管理者对具有纳税义务的投资者需求的忽略,他们将上述的管理理念弃之不用,甚至背道而驰。约翰·休文通过对股票和债券在纳税帐户和纳税延期帐户间的分配情况进行研究分析,发现如果把股票基金置于税收延期帐户,把免税的市政债券放在纳税帐户中。经过30年后,绝大部分投资者的财富将得到最大化的增值。在他的分析中,约翰假设股票的毛收益为12%,市政债券的毛收益为5.4%。

那么将公司债券(在他的研究中,收益为7.2%)置于税收延期帐户,而将股票置于纳税帐户中,不是对投资者更有利吗?毕竟,只要股票的资本利得不实现,股票基金12%的税前收益率就不会因税负作用而降低很多,同时投资者从公司债券中获得的收益要高于市政债券。

如此显而易见的道理却得不到贯彻实施,主要是因为基金业对于有纳税义务的投资者不够重视。由于频繁地换手,基金收益率会由税前的12%降至税后的8.5%。通过不断地派息,基金的管理者将股票市场30%的收益交给了税管部门。鉴于大多数基金采取派息的方式,休文教授认为,投资者要想实现财富最大化,只能将股票基金置于税收延期帐户中,而将市政债券放于纳税帐户中。

然而,并非所有的基金都这样运作。休文教授的研究同时也对低换手率的指数基金的税后收益作了阐述。表13.2是基金A(传统运作的基金)与基金B(指数基金)的收益比较。该表总结了休文教授对这两种基金的研究成果。

表 13.2 不避税与合理避税的基金的税后收益比较

	股息与短期收益	长期资本利得	应计资本利得	税前收益率	税后收益率
基金 A	4%	6%	2%	12%	8.5%
基金 B	1	1	10	12	10.8

两种基金的税前收益均为 12%，但是基金 A 将其税前 10%（4% 的短期收益与股息，6% 的长期资本利得）的收益分配掉了。基金 B 只将税前收益的 2%（1% 的短期收益与股息，1% 的长期资本利得）用于分派。由于减少派息比例，达到了避税的效果，基金 B 的税后收益率超出基金 A2.3 个百分点，亦即高出 25% 的税后收益。

投资者若选择具有强大避税功效的股票基金，并且将休文教授的超常规的方法反向运作，也就是把纳税的公司债券置于税收延期帐户，而把具有避税功效的股票基金置于纳税帐户中，投资者将会获取更多的资金。以 30 年期为例，初始投资 1 万美元（5000 元用于股票，5000 元用于债券），在不同的帐户间分配，其结果如表 13.3 所示：

表 13.3 投资不避税与合理避税的基金累积资产比较

	股票——税收展期帐户 市政债券—应税帐户	公司债券——税收展期帐户 股票—应税帐户	差距
不避税的基金 A	$104,000	$72,000	-$32,000
避税的基金 B	104,000	112,000	+8,000

注：假设收益率为：市政债券，5.2% 免税；公司债，税前 7.4%，税后 4.4%；普通股，税前 12%，税后基金 A 为 8.5%，基金 B 为 10.8%。

从上表可以看出，如果投资者将公司债券置于税收延期帐户中，不避税的股票基金置于纳税帐户中，其累积的资本将比由休文建议的帐户分配模式下的累积资本 10.4 万美元低 3.2 万美元。但如果投资者选择避税的基金，则累积的资本将达到 11.2 万美元，超出休文模式 8000 美元。我们不难看出，正是由于将需纳税的公司债券置于税收延期帐户中，及选择避税的股票基金，才使得期末的累积资本差额由负的 3.2 万美元变为正的 8000 美元。

大多数投资者可能倾向于在每种帐户中均放置股票和债券。但是对于那些投资额较大的投资者，特别是年平均投资 1 万至 1.2 万美元或以上的投资者来说，在目前的税制下，应该将资产置于税收延

期帐户,如401(K)计划或传统的IRA计划。休文教授的研究提供了很好的将资产在退休基金与传统的储蓄帐户间合理配置的建议。

13.10 从视差的角度看

投资者不仅要使税负最小化,而且要使税后收益最大化。人们要关注基金投资的三要素:收益、风险和成本。需纳税的投资者要清楚地意识到:税负也是一种成本,而且还是一笔不小的成本支出。因此基金运作必须充分考虑税负的效应。相对于传统基金较少地运用避税策略,对新基金,则要求其充分重视税负的作用,以更好地为纳税的投资人服务。一支拥有美国50支蓝筹股的固定基金在可选之列,在现今这个全球化的时代中,选择含有世界上最具增长潜力的75支股票的基金同样可以考虑。两者所拥有股票的业绩均是最优异的。但是,无论选择哪些股票,基金运作必须遵循成本最小化的原则,同时限制现金流量。

这一章所述的理念,十分浅显易懂,与我对现今基金业的看法是相一致的。我所阐述的新设基金,并非像近年来的那些基金一样,只是为了适应潮流之需,而去应用某一理论,它是基于古老理论基础之上的亘久不变的理念。基金业不应只关注短期取得可观的投机收益,而应该为那些有着长远眼光的投资者服务。推广这样一种理念从时效上看是有风险的,但同时正是时间方能证明一切。整个世界的金融市场,特别是美国金融市场都具有前瞻性。在这里我要说:不要妄图以为你自己知道得比市场多,没有人能做到这一点。

基金管理者们现在应该清醒地意识到税负的重要影响,重新审视他们的投资策略,认真地考虑如何为基金业中3000万个纳税投资人服务。要知道共同基金并非是投资者的唯一选择。如果基金管理者们仍然忽视对税负成本的控制,投资者们将选择直接投资于股票,由他们自己对投资成本进行控制。不过,避税的投资方式已经出现。以标准普尔500指数与道·琼斯工业平均指数为目标的两支最著名的指数基金——蜘蛛基金和钻石基金已经在美国股票交易所挂牌上市。如果共同基金还想成为美国家庭投资的选择,势必会面临竞争。

第四部分
基金管理

这一部分的重点转向论述为什么那么多的共同基金不能满足基金投资者的愿望。这一问题的根源在于目前共同基金业的性质与结构。这个产业所遵循的原则已经转向新的不利于基金投资者的一些规则。在这些新的准则下，谨慎的、训练有素的基金投资组合的管理工作不再是基金业的核心部分，而通过积极的广告策略和销售技巧以推广基金持有份额却成为基金工作的重心。这些广告策略和销售技巧主要包括宣传管理基金的方式、提供的基金种类，以及我们能够在什么样的价位上提供基金。营销竟然替代了管理，成为基金业的法宝。尽管技术曾给基金业带来了令人难以置信的有用的信息，也曾提高了我们的服务质量，然而现在它已经变为了我们的灾难。事实上，技术使得基金的作用发生了变异，它使得基金业从人们长期投资的一种选择，变为被短期投资者在类似俱乐部及赌场之类的市场上频繁买卖的对象。

在被外部管理公司控制的共同基金中，基金持有人与基金管理者之间存在着巨大的分歧，基金控制权与拥有权的分立使基金持有人的利益受到了损害。而大多数的基金管理人员似乎对这些问题十分健忘，基金理事会似乎也不加甄别地与那些表现不佳的基金经理人签合同，从而导致

了基金管理费用持续不断地上涨。人们正在呼吁一种全新的能够自我管理的基金结构。在本章的最后，我将阐述能够更好地为基金持有人的利益服务的新的基金管理结构的内在含义。我所强调的基金结构改变，能够再次使得谨慎的投资管理较之积极的市场推销更能成为基金产业的关注点，在这种结构下基金投资者可以获得相当好的回报。

第十四章　关于时间
魔力还是专制

我一直力图用几何学的语言来阐述影响长期投资的诸多要素。在前面几章中，我曾用三角形来描述长期投资中的三个基本要素及其相互之间的关系——收益、风险和成本。但是三角形还只是平面的描述，只是二维概念，将平面进一步延伸，使之成为具有长宽高的三维空间，这样对我们描述投资三要素及其相互间关系就更为有利。三维模型能更好地用矢量的概念阐述三要素间复杂、共生的作用。然而，正如爱恩斯坦指出的那样，我们所居住的世界不仅是空间上的，而且还是时间上的，他将时间定义为第四维。这一点同样适用于投资领域。

换言之，投资收益涉及四维，其中空间的三维是：长（我将其定义为报酬）、宽（风险）、高（成本），还有一维是时间。图 14.1 表明这第四维是如何发挥作用的。我们在做任何一项投资时，都不能忽视各要素之间的相互作用，要全面而非孤立地看问题。

首先，简要地回顾一下前述的报酬、风险和成本这三维。之后，再考虑时间维。这四维因素相互间的联系令人捉摸不定，时而清晰明了，时而含混晦涩。明智的投资者决不能忽视其中的任何一点。问题的关键在于如何根据投资者所要达到的目标来确定四者之间的最佳契合点。一般来说，要达到此目的的惯常做法是建立一个完善的投资模型。

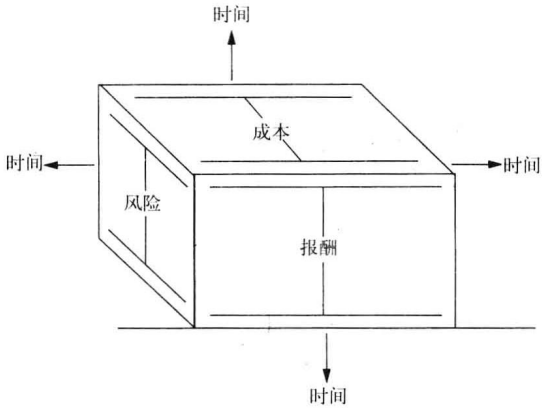


图 14.1 投资的四维

14.1 收益:第一维

在图 14.1 中,我用"长"来代表报酬,只不过因为它是平面图形中较长的那部分。报酬是财富积累中最为重要的指标。回顾过去的 15 年中,共同基金之所以成为美国家庭投资的首要选择,很大程度是考虑到其报酬率的缘故。在这段时期里,整个股票市场获得了令人吃惊的高回报率——年平均 17.2%。一位投资者如果于 1982 年在股票市场投资 1 万美元,那么到现在忽略成本和税负,其股票价值将会达到 11.7 万美元。在这样一个大牛市中,对投资者而言选择一个适当的投资组合并非难事。

然而,金融市场在经过一段时间的繁荣后,必然会呈现回落的趋势。我们必须清醒地认识到,在过去 15 年平均 12.6% 的真实收益率——几乎是至今为止股票市场长期收益率 7% 的两倍——在 1802 年以来 181 个差不多时间周期中,只有 9 个时期的年平均收益超过它。这样的收益率很难在短期内再现。现今的投资环境已不像 1982 年中期那样,当时牛市刚开始,股票的市盈率仅为 7.9。在 1998 年末,市盈率已达到 27,提高了 3 倍多。1982 年,初始投资 16 美元可带来 1 美元的股息(6% 的息率),而现在要获取 1 美元的股

息需投资71美元(1.4%的息率),所需投资增长了近4倍。(当然有人会认为股息的多少并不是关键,对此我不敢苟同。)

14.2 风险:第二维

当你在考察收益的不确定因素时,必须要考虑风险,这是投资收益中的第二维。需要指出的是目前市场的不确定性要高出整个投资时期的平均水平。简言之,现在市场处于高风险阶段。把风险定义为"宽",因为其在平面中相对于"长"要短一些。这与现实投资中将报酬放在第一位,风险放在第二位是相一致的。但这并不代表风险因素就不重要。相反,它至关重要。我只是没将它置于与报酬同等的地位。事实上,正如我在第一章所提到的那样,对未来的预期(影响投资的一个重要因素),已暗含着这样的假设:收益大于风险。如果潜在的收益不超过风险,又怎么会去投资呢?但是风险是证券投资的一个重要指标。担心发生亏损是投资者的最大顾虑。通常用的衡量风险的指标是标准差。尽管不是最合适,标准差是历史经验数据,与其说它是衡量风险的指标,倒不如说它是衡量价格变动性的指标(这两者是有区别的)。

在权衡报酬与风险这两个因素时,投资者往往依据风险报酬率。其中最为完善的指标是夏普比率,尤其是在考察投资收益与其波动性之间关系的时候。然而,正如我在第六章中提到的那样,把单位风险等同于单位收益似乎过于简化,因为很难将长期报酬的一个百分点与不确定性的一个百分点之间用固定的比例来描述。但是一些投资者却始终将注意力放在风险报酬上。为了降低投资组合的波动性,机构投资者及许多个人投资者将投资分散化的范围逐渐扩大到美国金融市场以外。他们开始将目光投向国际股票和债券市场,并且将非传统型投资工具纳入其投资组合之中:对冲基金以及相对来说流动性较差的风险资本和未公开上市的但业绩较好的公司的股份,还包括房地产和能源等。(黄金曾一度被认为是反周期持有资产的上佳之选,如今对投资者已失去了吸引力,主要是由于近20年来其收益实在难如人愿。)

许多投资者纷纷加入向国际市场迈进的投资队伍,使这种投资

方式成为主流，反而看不出其本身的特点。但这一策略可能会成功。如果国际证券的相对收益在落后10年之后结束厄运，那么将有利于提高整个证券投资组合的收益。同时，看上去有理由相信，对于流动性要求不高的投资者，非流动性投资，如风险基金及私人资本可以带来比上市流通的证券更高的收益。（独立的调查显示，这些投资在1992－1997年的收益率范围在15－20%之间。与同期年均18%的标准普尔500指数收益相比，以及计算一下这些投资工具的杠杆作用，这样的收益并不高。）因此，黯淡的过去很可能是美好未来的前兆。通过非传统资产投资，可能使波动性降低，同时提高收益。

这些仅仅是推测，而且我们不能忽视这一点：这些可供选择的资产都有着其自身的风险性，而这些风险是投资者所无法预料的。除此之外，这些资产组合中的独立的股份，其风险性远大于那些有着良好流通性的上市证券。投资者在进行决策时需慎重考虑。一方面选择收益高的证券，另一方面又要降低风险，这是一个两难的抉择，必须找出适当的契合点。

14.3 成本：第三维

前面两个因素——报酬和风险，对投资来说是显而易见的重要因素，事实上第三维的成本有时被排除在外。例如，我们常说风险/收益比，而不是风险/报酬/成本比，但是成本对报酬和风险的影响作用不可忽视。

成本在所有的投资中均很重要，不过往往当它达到最高时才受到人们重视。在本书中，我已将特别高的成本加以分类，并分析了其对基金净收益的影响，从中可以看出，净收益对成本的敏感性很强。共同基金的平均运营成本1.5%，加上投资组合交易费用，最低估计为0.5%，那么整个基金的成本每年至少为2%。如果基金要征收销售费，分10年期偿还，那么这笔佣金至少会令每年的成本上升0.5%，总的成本将达到2.5%。由于1/4的基金均征收最高额的费用，所以总的成本将达到2.5%（甚至3%）。

正如我在第三章结束时提到的那样，即便是2.2%的年成本，将会使10%的市场收益减少22%，而以市场真实收益计，7.5%的真实

收益(假设通胀率为2.5%)将减少30%。经过10年之后,该项成本会蚕食掉30%的名义收益和36%的真实收益。换个角度来说,2.2%的成本将会消耗掉3.5%的风险溢价中的63%。所以说,基金成本是个饥饿的魔鬼,它的贪心很难满足。

以上的计算尚未包括税负对收益的减少作用,税负同基金费用一样都是蚕食收益的怪物。如我在第十三章提到的那样,共同基金很少考虑税负问题。基金的管理者非但没有使利得的实现充分延迟至最后期限,而且在税率较高时,就实现资本利得,使税负加重,税后收益减少,大致1/3的基金均持有股票不到一年便变现,而其时适用的税率最高可达40%。

在最近的一段市场繁荣期,对实现的资本利得和基金分派的股息所征收的税负使得纳税投资人的税负每年提高了2.2个百分点,使原本2.2%的税负又加倍。在1995－1998年期间,股票基金的平均收益比整个股票市场的年收益率落后了5个百分点,这还只是在未扣除税负之前,税负将使这一差距进一步扩大到7个百分点。明智的基金投资者不应该忽略影响收益的第三个因素——成本,尤其是基金运营费用和税负。

14.4 长期投资:聪明的苏格兰人

在美国基金行业中,富有远见的长期投资似乎几近绝迹,而在整个世界范围内,却有例外。最近在《华尔街日报》上刊登的一篇文章,报道了苏格兰的基金管理者正在尝试美国同行们没有走过的一条新路,爱丁堡的沃特·施考特合伙公司将注意力放在集中型的投资组合上,该组合中包括50支蓝筹股,每年换手不超过6次——即换手率在15%以内。该公司的经营者并不在意市场上股价的波动。公司的一位发言人称:股票市场总会有频繁的波动,但我们的目标是拥有那些现金资产不断增长的公司的股份。复合增长是任何投资管理者最有价值的工具。

14.5 时间:第四维

在讨论三维空间因素——长宽高,即报酬、风险和成本之后,我们接下来讨论第四维——时间。阿尔伯特·爱恩斯坦的相对论首次阐述了宇宙是四维空间,时间是第四维这样一个理论。同样,时间在投资中也是一个很有用的概念。

在投资领域里,时间对收益的重要性谈的多,做的少,也就是说理论胜过了实践。我们时常谈及长期投资的价值,对长期投资者持赞赏的态度,但若让我们列举一些长期投资者,我们却说不出几个。除巴菲特之外,还会有谁呢?

在共同基金领域里,我们倾向于进行短期投资,这一点在本书开篇便已指出,而且 1/3 的证券基金投资组合每年的换手率在 100% 以上。不仅基金如此,短期基金投资者也比比皆是。基金投资者所持有股票基金每年的换手率超过 30%。这些数据表明了极高的流动性。从另一角度看,也恰好反映了愚蠢的短线投机策略。这些做法也是无效的。对这一点我深信不疑。有时我会想:也许只有那些富有的私人投资者才会真正运用长期投资策略。或许正是因为他们采取了这种投资理念,才使他们成为最富有的阶层。我们不能等到遭到了惨重的损失后,才从中吸取教训。基金的投资者和管理者应从日常的经验中得到真知。

在所有的投资策略中,持有市场指数基金是最具有长远眼光的。市场指数根据整个市场的波动而变动。刚刚上市的股票在组合中的比重很小,当企业因合并或破产而解体时,也不会发生交易。指数基金的股票换手率一般仅有 2%—3%,平均持有期都长达 33 年至 50 年。这一长远眼光是使得指数基金能获取一定的税前收益和可观的税后收益的关键因素。

14.5.1 时间和报酬:复利的魔力

爱因斯坦是将时间引入宇宙空间理论的先驱,所以他把复利称作历史上最伟大的数学发现,也就不足为奇。事实上,时间和报酬之间的强大联系常被称作“复利的魔力”。时间越长,将初始的投入或

一系列的年金投入转化为令人惊喜的终值的复利效用就越强，意即持有时间越长，由于复利的作用，累积的终值便越大。

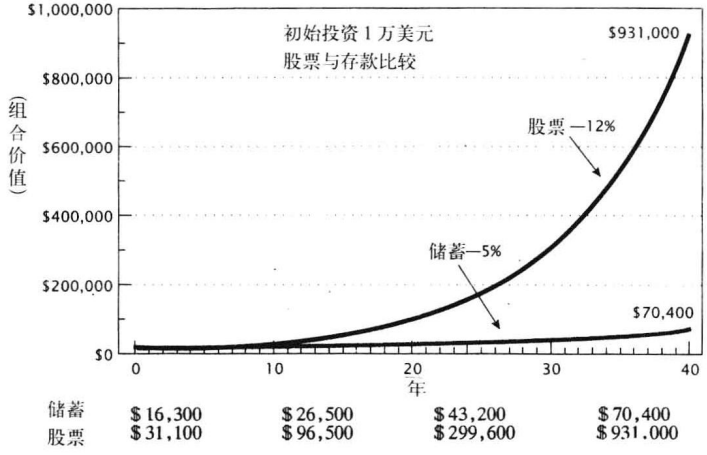


图 14.2　第一维：报酬和复利的魔力

接下来我们就开始从产生复利的魔力的两种最基本的情况谈起。图 14.2 显示了初始的单笔投资经过一段时间后价值的变化。这是基金业中最常用的比较方法，作为比较的一方是一笔初始投资（投资于股票），金额为 1 万美元，运营期为 40 年，年收益为 12%；另一方是固定利息收入的存款，其年收益率要低得多，只有 5%。12% 的收益率近似于过去 40 多年整个股票市场的收益，5% 则近似于美国国债的近期收益率。

投资于股票的收益率随着时间的推移，与储蓄收益率之间的差距越来越大。图 14.2 表明了在 40 中报酬的增长趋势。股票投资的最后价值为 93.1 万美元，而储蓄的终值为 7.042 万美元。如此之大的差别只能用“魔力”来解释。

表 14.1 则是显示复利作用的第二个例子。投资者每年投入一定数量的投资，至 40 年后累积价值高达 50 万。该例假设：投资者的年龄为 25 岁，预计 65 岁退休。有以下两种投资方案可供选择：(1) 每月投资于股票 43 美元，持续 40 年；(2) 每月存款 328 美元，持续 40 年（假设收益率依然分别为 12%，5%）。

表 14.1 每月投资达到 500,000 资产—每月 43 美元投资于股票与每月 328 美元储蓄比较

年	累计投资		最终价值	
	股票	储蓄	股票	储蓄
10	$5,100	$39,300	$9,900	$51,100
20	10,200	78,600	42,500	135,200
30	15,300	118,000	150,000	273,800
40	20,400	157,300	500,000	500,000

注:假设收益率:股票:12%;储蓄:5%。

我们可以精确地看出复利的作用。两种方案下 40 年后的终值均为 50 万美元,但是达到这一终值所需投入的金额,股票要比储蓄少得多(假设收益均能得到,而且投资均在税收延期帐户中)。股票的 40 年累计投资金额为 2.04 万美元(每年 516 美元)储蓄的每年累计投资金额为 3.93 万美元,40 年累计投资额为 15.73 万美元。要达到期末 50 万美元的终值,投资股票所需的资金是储蓄投资的 1/8。这难道不是魔力吗?

如果我们比较三位投资者分别推迟其投资若干年。那么复利的作用就更明显了。假设投资者不是于 25 岁时投资,而是分别推迟 10 年、20 年、30 年。要知道养成节俭的习惯并非易事,特别是消费可比存钱更有吸引力,更有乐趣,但这可是昂贵的乐趣。无论他们是投资于股票还是储蓄,对于投资者而言,拖延的成本将随着拖延时间的增加而迅速上升。

以仅投资于股票为例,假定收益率仍为 12%,40 年期。拖延的成本如图 14.3 所示。如果 40 年后要达到 50 万美元的终值。一投资者于 25 岁时开始投资,则每月所需投资金额仅为 43 美元;如果他推迟投资 30 年,即到 55 岁时才开始投资,必须在 10 年之中达到 50 万美元,那么他每月所需投入的金额将增至 2174 美元。从图形中我们可以看出,较早投资的投资者的价值攀升曲线较为平稳,而推迟投资的投资者所面对的曲线却要陡峭得多。(如推迟 10 年,月投资是原先的 3 倍多,达到 143 美元;推迟 20 年,月投资增至近 12 倍,为 505 美元)。

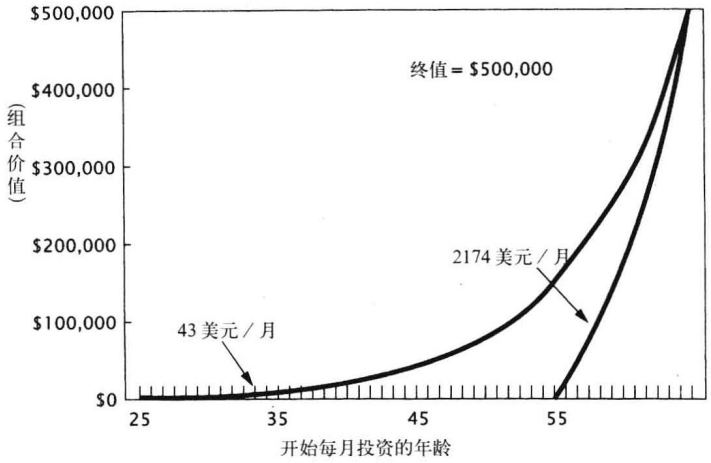


图 14.3　曲线如何随着时间而变得陡峭

注:35 岁开始每月投资 143 美元;45 岁开始每月投资 505 美元。

14.6 "72"准则

"72"准则能够很好地解释复利的作用。一笔投资要经过多少年后,其终值变为初始值的两倍呢? 要快速地计算出答案,便要运用"72"准则,即把收益率分成 72 份:4% 的年收益率需要 18 年(4 × 18 =72);6% 的年收益率需要 12 年;10% 的收益率需要 7 年,等等。

下表显示了资金在不同的收益率下,经过不同年限是如何增值的。收益率为 4% 时,需要 72 年——如此漫长的时间——才能使初始投资的终值变为原先的 16 倍。如果收益率为 12%,则只需 24 年,只是 72 年的 1/3。在收益率为 12% 时,投资价值增值为原先的 32 倍,需 30 年时间,而达到同样终值,收益率为 4% 时,却要用 90 年。

表 14.2 "72"准则的运用

收益率	2 倍	4 倍	8 倍	16 倍	32 倍
4%	18 年	36 年	54 年	72 年	90 年
6	12	24	36	48	60
8	9	18	27	36	45
10	7	14	21	28	35
12	6	12	18	24	30

"72"准则还能从另一角度来解释投资者今天投入资金,在未来

收取收益。在收益率给定的情况，“72”准则可以帮你计算出当你每年投入一定资金，要连续投入多少年之后，可以停止投资并开始收获相同数额的收益，同时无需动用本金。

举例说明，如果你每月投资 500 美元，当时的年收益率为 6%（72 被 6 除），那么经过 12 年的投入后，你可以每月获得 500 美元，而无需动用本金。经过 24 年后，你每月可获得 1500 美元；36 年之后，每月获得 3500 美元，并且保持本金不动。但是如果你的收益率是 12%，你等待的时间就要短一些：6 年后便能每月获得 500 美元，12 年后，你每月可获得 1500 美元；18 年之后，每月获得 3500 美元；24 年后，每月可获得 7500 美元。这一数额是收益率为 6% 时的 5 倍，而此时依然未动用本金。

注意：上表似乎给人一种错觉，股票市场的投资收益有些像买保险，这种想法是错误的。因为股市的收益率是不断变化的，预期收益率只是根据历史数据推测出的，而非真实的。如果未来股票收益率低于 12%，那么未来获得的金额就会减少。例如，在 12% 的收益率情况下每月投资 500 美元，经过 24 年后，每月可拿到 7500 美元，而本金不动。但是如果收益率变为 8%，那么 24 年后，每月只能拿 2670 美元。所以在计划未来的收益时，要持保守态度。

14.6.1 时间和风险：复利的缓和

和报酬与时间之间的相互作用一样令人不可思议的是时间与风险之间的关系，尤其是在股票市场这一点更为突出。当你的视野放得更远一些时，股票市场收益的不稳定性就会降低。随着时间的推移，复利可缓和市场风险。而且，股票市场长期收益的风险会在短时间内迅速下降。例如，投资时间仅仅从 1 年延长至 5 年，股票收益的变动幅度就可以从 +67% ~ -40%，减少到 +27% ~ -11%。同样的，如果用传统的衡量风险的尺度——标准差来证明，则标准差的变动幅度由最高 25.1% 和最低 -11.1%，缩小为 14.4% ~ -0.6%。如果时间期限延长至 10 年，这一变动范围将成为最高 11.2% 和最低 2.4%。

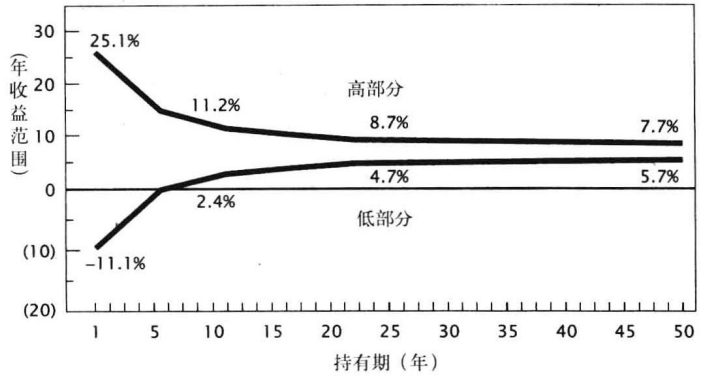


图 14.4　第二维:风险和复利的缓和

注:范围依据一个收益率的标准差(2/3 研究数据中的中间数)

股票投资风险大部分可在 10 年内减缓。如果时间再延长 5 年,即超过 15 年的话,收益的变动幅度缩小至 10.3% ~3.4%。再增加 10 年,那么股票收益已控制在很小的范围之内:8.7% ~4.7%。可见 25 年后,风险下降的速度较之最初几年已经趋缓。如果时间加倍,即 50 年,那么风险可缩减的空间就很小了,这时股票的年收益将在最高 7.7%,至最低 5.7% 之间变动。

图 14.4 表明风险是如何随时间的推移逐渐减少的。该图是依据图 1.3 中的数据得来的。风险下降较之收益上升要容易得多。在整个投资期内,风险下降的整个过程,十分之六是在持有股票的前 5 年中完成,十分之八是在前 10 年里完成,十分之九是在前 15 年里完成。但是,当超过 15 年后,风险就很难再下降了。图中表现为曲线在前 5 年最为陡峭,随时间推移逐渐平缓。而且风险快速缩减的时段很短,而保持一定风险的时段却很长。在前 15 年里,平均年收益最高达 14.2%,最低为 -1.4%。这里可没有什么保险!这是投资期限本身所具有的特性。投资收益的第四维不但影响着第一维,而且也左右着第二维。

14.6.2 时间和成本:复利的专制

在前面讨论时间与报酬之间的相互关系时,用图 14.2 显示投资

于股票和投资于固定收益的债券两者之间的差别。但是基金投资者作为一个整体,肯定无法得到所有的市场收益。这是因为成本的存在。成本会直接抵消基金毛利,只有扣除了成本的净利才能为股份持有者所得到。

共同基金业几乎从未关注过成本与时间之间的关系,即使有也是错误百出的。它会显示,同样的时间段,与市场同样的收益率12%,得到同样的终值93.1万美元。但第二行应该显示10%(基金约为2%的费用率,使基金收益比市场收益减少了2个百分点)的基金收益率的结果。当投资期达到40年时,终值仅为45.3万美元——仅为市场收益的一半。在这40年里,成本使基金的收益减少了47.8万美元。换一句话说,就是超过一半的市场收益被基金行业的成本吞食。图14.5显示的是计算成本前和计算成本后的基金收益。

这看似无情却是事实,反映了"复利的残忍"。图14.6比较了毛收益12%与净收益10%情况下不同的收益。在第一年,12%的毛收益,使期初的1万美元增加了1,200美元,10%的净收益则使资金增加了1,000美元,或者可以说是83%的市场收益。10年之后,却只有市场收益的76%,25年之后只有61%,40年之后,则只有48%。

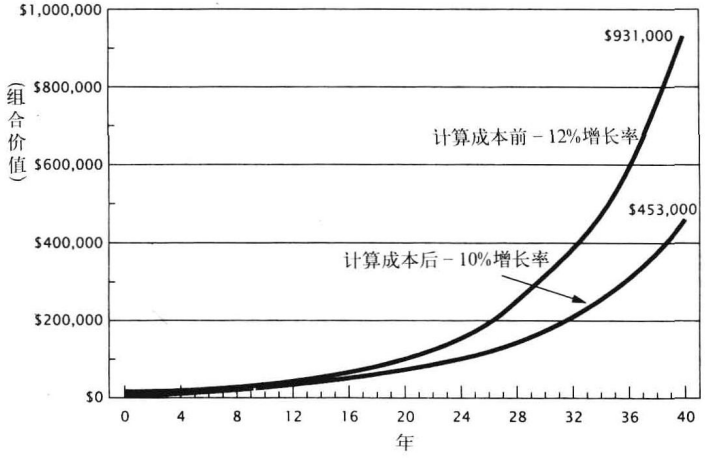


图14.5 时间与成本的相互作用:10,000美元投资40年的变化

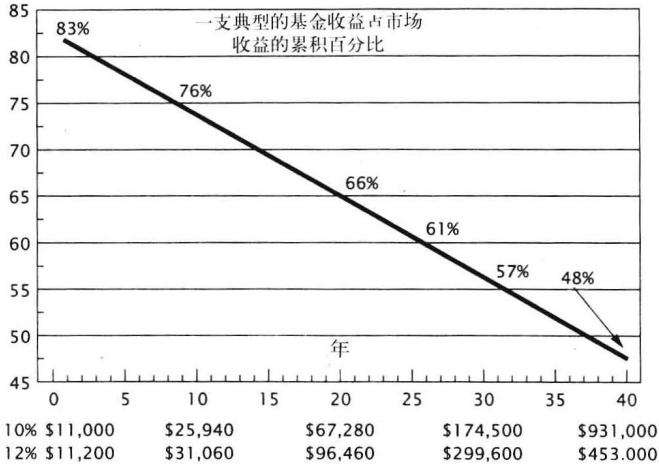


图 14.6　第三维:成本和复利的专制

成本很重要。我再次说这句话。很小的复利差别会导致资产的巨大差距。这不仅表现出了复利的魔力,更表现了复利的残忍。就像时间与报酬、时间与风险的关系一样,时间与成本也是紧密相连。

投资的另一个成本是税收,随着时间的推移,它也会对收益产生巨大影响。根据第 13 章的分析,假设市场收益为 12%,计算成本和税收后的基金收益为 8%,我们可以得出结论,25 年之后,成本和税收就像贪婪的魔鬼,将收益蚕食,其终值仅为市场收益的 37%。如果时间延伸至 40 年,其终值为 21.7 万美元,仅是计算成本与税收前收益的 23%。基金的费用与税收会对净收益产生巨大的影响,对于这一点,基金的管理者若是忽视了,那么基金的投资者们可不能忽略。

14.7 空间的规则

当长期投资者在观察金融市场时,必须时刻关注构成投资收益的四维要素——报酬、风险、成本和时间,并且要将其运用到实际的投资管理中去,千万要记住这四者是密切相关、相互作用的。

报酬和风险如影随形,如果其中一个增加,另一个也同样增

加，反之亦然。成本对报酬和风险都有影响。风险一定时，低成本可使收益提高；收益一定时，低成本可使风险降低。时间的推移会令报酬成倍增长，同时降低风险程度，加重成本负担。时间因素渗透在其他三个因素之中，影响着投资收益。

如果你是个长期投资者，能够意识到上述因素间的相互作用将会对你的投资决策有莫大的帮助。在金融市场中投资，就如同在大海中航行，你要努力到达彼岸——不断地积累资本。在此过程中，市场将不可避免地风云变幻，也许今天还是风和日丽，转瞬便是狂风暴雨。但只要你有远见，能够为获取未来的收益而承担目前的风险，能够充分认识到成本的重要性，能够最大限度地利用时间优势，你便会赢得胜利；只要你有耐心和毅力，成功的彼岸就在前方。

第十五章　关于原则
重要的原则必须坚持

134 年前，在亚伯拉罕·林肯最后一次演讲中，他说："重要的原则必须坚持。"亚伯拉罕·林肯是正确的，在我看来，基金产业得以产生并且繁荣的唯一的最重要的原则已不仅仅被扭曲，而且很明显已被人们遗弃了。本章将要描述我们是如何使我们的基金业赖以存在的原则基础瓦解的，并且推荐一些解决这个问题的办法，在此基础上，指出共同基金持有人在使基金业复兴过程中可能会起的作用。

那么，什么是基金产业得以产生的基本原则呢？是管理、分散化投资和服务（包括基金的日常估价、流动性、完全公开和便利性）。在这些原则中，管理是最重要的。在我看来，基金管理应该被定义为一种受托人的职责精神、职业素质，以及长远的眼光。这个最重要的原则以及这个基本原则的三个组成部分正在渐渐失去其作为共同基金业发展和生存动力的角色。

以上是言辞有些强烈的论断，但是我认为它是对现在基金产业发展现状的公正的评价：

●受托人的职责指的是把为基金投资人谋利益作为首要任务，并且为基金业所提供的服务制订合理的价格。现在取代它的是通过销售基金份额不断地积累基金资产。我们似乎是在相互竞争市场份额，而由此产生的过高成本则由广大的基金持有者承担。

●专业素质最初被视为基金投资的基础，而现在则被运用于投机。投机的特征包括基金投资组合的迅速变换（每年平均 85%！）。基金的关注点局限于股票市场某一部分，而且有太多的基金管理人

已成了投机老手。

●长远的眼光,这曾经一度被认为是对于长期投资者来说进行基金投资的最突出的优势,而现在人们更偏爱于对基金的短期持有,基金已经成为投机者的第二大投机对象。更为糟糕的是,基金投资者受到了诱惑,从而把他们的共同基金作为快速周转的手段——有时是为了抓住市场时机,然而更为普遍的只是单纯地在最新的热门基金上跳来跳去,这也是一种投机。

不论对投资者而言,还是对基金产业来说,这些趋势都是很危险的。更为重要的是,这些趋势对于我们国家的资本体系而言,也是毫无裨益的。60 年前,凯恩斯曾写道:"当一个国家的资本市场发展已经成为赌博的副产品时,一切都已经白费。"他的警告直到今天还是有效的。共同基金产业正发展成为一种赌博的资本化形式,它们在金融市场以及在共同基金市场中快速地蔓延。赌博的术语已经充满整个投资世界。

15.1 扩张驱动基金产业

在共同基金产业中,规模扩大已经变得比管理更为重要,而且资产的聚集也正渐渐取代了受托人的职责[①]变得日益得重要。我对这些趋势的忧虑已经不再是什么新的言论。当我 1951 年在普林斯顿大学写论文时,我选择了这个当时规模还小的年轻的行业作为我论文的主题,当时这个行业管理着 20 亿美元的资产,几乎是现在 5 万亿资产的万分之四。然后,我十分明确地得出结论:基金应该减少费用、降低收费以及"无权要求比市场平均水平更高的收益"。更为基本的是,我认为基金产业应该首先关注于为基金投资人服务,"围绕着此项基金作用的其他一些作用都是附属的。"在我的论文的最后一篇的结束部分,我强调了以下内容:"投资公司的主要功能是管理他们的投资组合。其他的事情相对于此项功能而言都是次要的。"

如果这个基本原则曾经存在过,现在则已经不再是基本原则。

---

① 我相信我对于共同基金特征的总体描述是公平的。当然,如果说基金的参与者中没有一个人有长远的眼光,那是不公平的。确实有一部分有识之士,但我相信他们只占很小的一部分。尽管我相信他们只是构成了相当小的一部分,但是他们的确存在。

扩大共同基金份额似乎已经成为投资公司的基本原则。让我们来听一下一家规模最大的共同基金的经理所说的:“这就好比是制造电影与发售电影的区别。发售电影当然比制造电影要好,因为你可以参与所有人的事情。”当然,这是对于基金赌博市场,也就是所谓的“基金市场”的一个比喻。其思想是:“买进任何你感兴趣的基金,但是要从我们这里买进。”经常交易,并且把交易的成本从基金的帐户转到基金长期持有者中没有发言权的普通投资者身上。现在,股票基金持有人的平均持有期限大概在 3 年左右;而在 1970 年,即在可以“自由转换”之前,平均持有期限大约在 12.5 年。

15.2 管理和扩张

留意一下这样一个策略与我所认为的共同基金投资两大最基本的原则是有多么大的差别:长期投资,而其必然的结果是不要期望管理方面会出现什么奇迹(这是我的普林斯顿高年级论文的另外一句话)。我所称的资本化的赌场与这两个基本的原则恰恰相反。自相矛盾的是,最大的共同基金赌场(它的称谓是:“超级市场”)的管理人竟然同意这两个基本原则。他的个人的投资原则在他自己的投资行为中得到明确的证实:他持有基金以作为长期投资。他自己认为,“对于市场时机的选择…有许多发挥作用的因素在干扰你…所做的决定、情绪因素、分析…成本、税收。”他购买的是消极管理的指数基

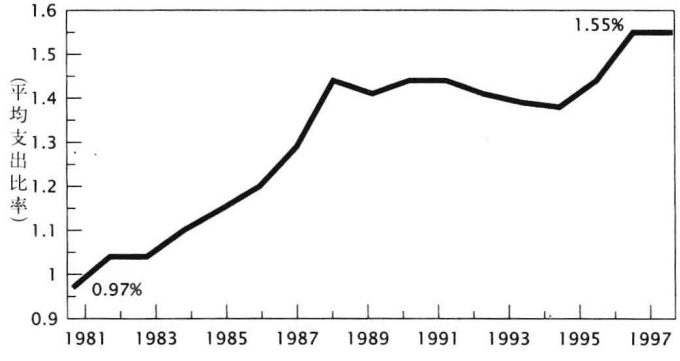


图 15.1　股票基金支出比率(1981 – 1997)

金。“我不仅仅是一个指数基金的推崇者…如果你获得标准普尔指数回报,你将超过85%的基金。为什么这不这么做呢?”但他的公司却建立在两个相反的原则上:“选择热门的经理人,”这句话的必然结论是“不断换手以变得富有”。或许是我有喀尔文教徒的倾向,但是令我困惑的是:一个人的个人投资原则能够与此人的工作上的投资原则相差竟如此之大。我想,林肯总统对此不会感到高兴的。

这两位来自我们基金行业的领导者的例子进一步加深了我的忧虑:基金行业正在渐渐地抛弃它的基本原则——管理——而代之以另外一个原则——不计成本地扩张。为什么这是一个比较严重的问题? 首先,扩张成本很高,而成本是由共同基金持有人承担的,其持有人的成本比率呈一直上升状态。年股权基金的费用比率在近15年内以大约50%的比率上涨(从1981年的占资产的0.97%上涨到1997年的1.55%)(见图15.1)。基金资产总额从400亿美元上升到2.8万亿,我估计股权基金持有人自己支付的年成本在此期内从3.2亿美元上升到了340亿美元(大基金的成本相对小基金要小)——成百倍地增长,远远高于股权基金资产70%的增长率。如果基金的费用率保持不变,那么由基金投资者承担的成本现在将为270亿美元——少了70亿美元。而且,因为投资组合规模的扩大,费用比率应该已经大规模地降低了,节省的金额应该更大。

有关扩张的第二个大问题是:一般而言,没有大笔的收益作为大规模资产的投资结果流向基金持有人;事实上,大规模扩张通常来说会有相反的结果。基金的投资人向风笛手支付了费用,但却无权要求一支更好的曲子。在现实世界中,更高的成本扩大了金融市场回报(事实上是市场指数回报)的差距,从而伤害了基金投资人。这在货币市场基金中是十分明显的,在货币市场中到期时间与质量受公共管制。消极管理的、低成本的市场指数基金超过了大多数积极管理的股权基金,这在高级别债券基金(比如说,短期的美国财政债券基金)以及股权基金市场中日益明显,这一点是极为重要的。

这两种趋势的分离形成了一种巨大的讽刺:基金持有人支付的巨大费用并没有使他们得到相同的收益。事实上,高费用支付给了基金经理(或者是他们的公共股票持有人,这些人只是随波逐流),基金经理人作为一个群体在他们所参与的市场中持续不断地操纵着

金融市场。

事态之所以发展到这种地步大多是因为行业规则(即管理是共同基金公司的中心功能而其他的功能则是附属的职能)的逐步破坏。这不仅仅是一个原则问题,而是必须遵从的联邦法律:1940 年的投资公司法案规定,该法案清楚地规定投资公司必须以其投资人的利益为出发点。

应该做些什么来扭转这种危险的趋势?如何给予基金投资者公平的待遇?在说教了如此长的时间以后,我开始对共同基金的经理人真正地努力改变这种状况的可能性失去了信心,尽管法律上要求要将投资者的利益放在首位。我们是否可以依靠竞争来扭转这种状况?竞争在我们的经济中通常是很有效的,但是对共同基金产业却是无效的。在一个每年股权基金的回报率为 16.5% 的狂热牛市,价格竞争不可能有用。不用介意整个股票市场的年回报率是 18.9%,因为在我们的一生中不太可能再看到这样的牛市。基金的回报与市场回报的巨大差距是由共同基金的成本所致的。在一个稍微平静一些的股票市场中,如果投资者掌握更多的信息,那么,最终竞争是会起作用的。

然而要使竞争起作用,投资者必须在形成他们的认知前就掌握信息,在具有判断力前就形成他们的认知,在制订出他们注重实绩的金融计划前就具有判断力。我们有关于以往的回报、预期风险以及共同基金的实际成本的足够多的资料。问题是并不是所有的资料都公诸于世。有些资料往往是不充分公开,有选择性地公开,甚至不公开的。而且在当今繁荣的市场环境中,即使资料完全公开,信息也常常被投资者所忽略,投资者认识不到这些资料的重要性,或者他们认为这与他们的投资决策不是特别地相关。希望投资者们——尤其是从那些善于调查、有深度的评论家那里得到更多信息的投资者——能够在促使基金产业回归到它的基本原则的过程中发挥巨大的作用。

15.3 影响基金业绩的信息

让我指出六个你必须更好地掌握信息的领域:(1)成本;(2)待

摊费用;(3)业绩;(4)代理人选择;(5)多种投资策略;(6)投资指南。

你可以在你的基金选择过程、代理人选择过程以及在决定你的投资组合中放弃哪支基金时大量运用掌握的信息。“用脚投票”是积极改变基金现状的有效手段。但是如果你打算赎回你的基金份额,那么你不要忘记考虑一下这样做的税收成本。在市场评价如此乐观的时代,你所拥有的基金可能会成为你的资金运作的一种束缚。

15.3.1 成本信息

对于基金投资者而言,成本与风险和报酬同样重要。因为在假定其他条件不变的前提下,过高的成本会直接降低收益或者在取得既定目标收益的前提下加大风险。如同我们在第三章中所讨论的,成本对于资产分配策略非常重要,是每一个投资者面对的最重要的问题。高成本的投资组合必然是持有更多的股票投资,相对更少的债券投资,而且其获得的收益与低成本的投资组合的回报相等。这一点你必须牢记在心。

由于证券交易委员会(SEC)的存在,基金计划书披露了费用比率与出售费用的影响。这些计划书显示出了真实成本对于持有基金1年、3年、5年以及10年的投资者的综合影响。事实上,SEC刚刚提高了标准。旧有的成本披露标准是以1000美元的投资为基础,因此持有10年普通基金的成本,比如说是185美元,这便显得微不足道了。现在的成本披露的标准是以1万美元为基础的,那么成本便是1850美元。一个至少看过计划书一眼的投资者就会认为这是一笔很大的费用。无论如何,超过10年,成本将消耗最初基金投资的18.5%,这是十分明显而又引人注目的信息的一部分。对于一个低成本的基金,成本可能仅仅只有200美元,或者2%,这与1850美元的成本显著不同,几年以前我向SEC推荐了这种方法,我很高兴现在这个建议已经付诸实施。这将帮助投资者去关注成本这个重要因素。但是基金其他重要的成本并没有得到揭示:交易成本是基金在转换它的投资组合时所发生的成本。交易成本仅仅能够从列示在计划书中转换的数字中大致推断而得。但是转换的间接成本却不像基金的直接成本一样揭示。基金应该估计转换成本,并在计划书中列

示出来。

我还呼吁在基金的年报中，将各自基金的费率与其他类似基金的费率进行比较，但到现在为止没有成功。在更长的时期内，成本常常使收益最高的基金（或者，收益最低的基金）与平均收益拉开差距。但是现在，在一份的典型的基金年报中，就连找一个基金费用率的参考值都很困难（在报告的最后去找参考值，它隐藏在 14 行的“金融要点”表格中，恰好在总是闪烁其词的“金融叙述注释”和“独立会计报告”之前）。投资者们应该要求基金给出更为详尽的成本资料，并且阐述成本对他们收益的影响。投资者们还有权得到被成本消耗的巨大基金收益的资料。现在，基金成本减少股权基金股息收入的 75%——从总的股息收入率 1.9% 下降到（减去费用后）不到 0.5% 的净收入。然而收入减少的百分比并没有披露。

15.3.2 待摊费用信息

不要以为就我知道成本非常重要。基金产业也是知道这个事实的，一些为要求得到高净收益的投资者而设计的低成本基金甚至这样宣传：“在其他因素保持不变的前提下，低成本会产生高收益。”当成本在某个产业中被用作一种销售的手段时，我们知道成本不会真正减少，而是货币市场基金常常使用的一种骗术。例如，利用一段暂时（或不确定）的时间待摊费用和费用分摊，令投资者认为这支基金的成本很低，净收益高。发布一个按年率计算的或许在广告出现以后仅仅能够持续一天的收益，这种作法合适吗？成本是关于货币市场基金的唯一的基本决定因素，而且投资者关心这些收益。

考虑一下这个例子：一个 1989 年成立的货币市场基金在不到两年的时间里，通过待摊费用，其规模从 10 万美元增至 1990 年的 90 亿美元。然后，这家基金公司又恢复了全额的、异常繁重的费用，而且没有通知基金的投资人。基金资产渐渐缩减为 16 亿美元。显而易见地，明智的投资者们在察觉到收益的直接减少之后就逃离了这只基金，而更多的不太敏感的投资者们则留在这支基金中了。这就是营销学（它起作用）与管理（它失败了）的关系。

投资者们应该寻找真实的信息，这些信息减去所有的费用成本之后能够显示出基金真实的收益，而且这些信息一般去掉了由待摊

费用的设计者们制造的虚假的成本比率。基金应该不允许发表贴补过的收益,除非保证贴补3年。同样的方法可以应用于指数基金,它的费率暂时比较低,这是因为它要在市场上取得竞争力。(最大的标准普尔500指数基金,为了呈现出是低费用基金而采取待摊费用。他们向新闻界承认,贴补到期之后,基金不会保持在那个令人羡慕的位置上。然而有趣的是,计划书并没有向投资者揭示这些信息。)毫无疑问,当低费用能够保持时,投资者们可以从低费用的基金中获得收益。但这样做,需要相当的谨慎,以便当待摊费用结束时能够及时察觉到。然而令人沮丧的是,基金发起人往往忽略了他们提醒基金投资者注意的职责。

15.3.3 业绩信息

在基金产业中,用通常的计算回报率的方式(以时间为权重,基点为每基金单位)衡量基金的业绩时,除了少数例外,基金运作的业绩非常好,许多基金的回报率异常的高,超过了它们的基金持有人实际获得的回报(以美元为权重,基点为总的净资产),这已不是秘密。这种衡量手段简单、方便而且有用,但是它并不能够告诉你所有的信息。这种衡量的手段对于开始时有500万美元资金,结束时有30亿美元资金的基金而言有什么意义呢?这是因为更容易管理呢,还是老天禁止经理们操作小规模的基金投资组合?对于一个经理人来说,当被管理的基金是原来的60倍的时候,是否还能维持他或她的成功?

对于这些问题的答案对广大投资者而言是有重大意义的。出于某种原因,在整个基金行业中有最高回报率的基金(以常规手段来衡量的),比方说在截止于1996年7月31日的10年中它们每年每基金单位的回报大约在20%,而在相同时期内每美元的回报率为4%。这是有区别的,投资者必须知道。投资者应要求基金在它的计划书以及年报中,在报告每年每基金单位的回报率[①]的同时,报告每

① 与惯常的以时间为权重的总收益只是简单地衡量基金份额中的净资产价值的变化不同。以美元为权重的总的收益,反映的是在变化的基金管理的资产水平上相应变动的收益水平。一支基金管理更多的资产所获得的收益会比其在拥有较低资产所获得的收益进行比较时,所需加的权重多。事实上,以美元为权重的收益反映的是持有基金的一般投资者的收益。

美元的回报率。

你有权利在你投资之前获得有关该基金运作业绩的清晰的说明。基金的经理们往往不愿意谈论这个话题，但这往往是应该告诉你的非常重要的情况。比方说，位列前 10 名的 10 只普通股权基金——所有的基金都是新成立的，而且平均来说，资产少于 1 亿美元——在 1995 年中收益增长了 67%，是股权基金平均回报率 31% 的 2 倍多。每只股票增长 67%？不可思议。4 只股票增长了 180% 以上，而另外 16 只股票平均增长了 39% 以上？有可能，但概率很小。由 20 只股票组成的投资组合每只股票平均持有期限只有 3 个月？这是最可能发生的。明智的投资者不会期望这些基金能够再次超越市场平均回报率 3 倍。当然这些基金也不可能做到这一点。它们的平均回报率 1996 年为 5.9%，1997 年为 5.6%，这比整个股票市场的回报低 25%。经验稍微欠缺一点的投资者，他们往往以往年的业绩作为他们做出投资决策的参考，如果他们已经知道基金取得如此惊人的回报率的实情就会了解其中的危险。

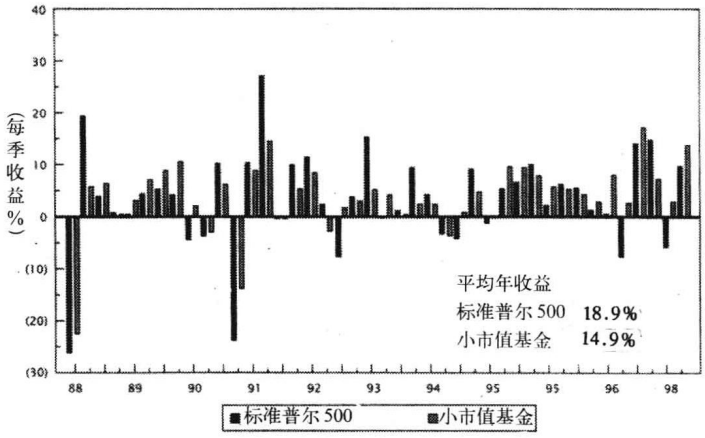


图 15.2　风险衡量：不同的每季收益，1988 - 1998.6

你亦有权获得更多的有关风险的资料，尽管这种显而易见的需要说起来要比实际获得这些资料要简单地多。风险是一个复杂的问题，而且我相信中心的问题是基金相对于整个股票市场特别的风险。

大多数的投资者渐渐地明白了股票市场风险的本质，因此我们应该关注风险的第二与第三要素：目标风险（例如，价值型大盘股与成长型小盘股）以及管理者风险（在所有该目标的基金中这支基金咨询顾问的水平如何？）。管理者风险是不可预测的，而目标风险则在长时间内保持一致。这两个风险因素都可以通过基金的季度收益与股票市场指数的简单比较中得出。图 15.2 展示了指数与基金的收益以及基金的风险承受力。一个大盘股指数基金，其在图表中的棒状图是与指数一致的；而积极成长型小盘股基金，棒状图则是截然不同的。需要强调的是相对风险比未来收益更易预测，我建议这样的一张图表应该包括在基金计划书中。虽然 SEC 没有接受这个建议，但是它要求基金说明它们在过去 10 年任何一个季度内的最高与最低收益。这是一种巨大的进步，但是如果在公布这些的同时公布同期的股票市场指数收益，从而能够显示出基金的风险比投资者愿意承受的风险大还是小。

15.3.4 代理人选择信息

很少有投资者费力地去阅读他们的基金散发的代理人宣言。这种宣传品通常是夸耀一下他们所取得的业绩，或者有某位明星经理人，或者报告一下资金的流入情况，而不是讨论一下有关基金经管理者希望继续隐瞒基金持有人的那些事项。管理人知道如果投资者掌握的信息越多，投资者越有可能“只是说不”，或者“用他们的脚来投票”赎回他们的份额。利用这个机会留意你的基金代理人，虽然这些宣传品中充满了不实之词。只要你纯粹以一个基金持有人的私利去选择，那么共同基金行业的乱涨咨询费与分散投资手续费的倾向就会被制止。

在基金忽视投资者的利益，或者投资者们认为基金管理者总是代表他们的利益的情况下，会发生滥用职权的情况。基金在公众信息不充分的掩盖下进行运作，举例来说，一家大的基金公司能够在短短一年的时间内将费率增加 100%。首先，在 1991 年 12 月，基金持有人接到代理人一份新的投资咨询合约的意向书，从而将咨询费提高了 50%。而基础费用也增长了 25 个基点，从资产的 0.50% 提高到了资产的 0.75%。意向书中声称费用增长的原因是成本上升，投

资管理和调查研究的复杂化，而且事实上基金的管理费仍“低于平均水平。”没有对外披露的是——我认为，严重缺乏披露的是——费用增加对投资者的税前利润的影响，可能高达100%。基金持有人却通过了这一提高费用的建议。

由于基金公司利润的提高，仅仅在7个月之后（但愿这个数字没把你吓着），该咨询机构就将自己以10亿美元的身价出售给了其竞争对手。然后它要求基金持有人不仅同意控制权的转移，并且同意另外增加0.25%的费用，也就是按12b－1所规定的发行费用。跟着，基金投资顾问（以及它新的拥有者）的利润提高了。而新的费用使支出比率提高到1.19%，也就是在不到一年之前0.75%的费率的基础上再增加大约60%的比例。（随着资产的增长，给予投资顾问的年费用从4500万美元增加到1亿美元，增长了125%。）然而，基金的董事们在依法审查时，认为这一新的收费作为兼并活动一揽子计划的一部分，对基金没有带来“不公平的负担”。受到基金独立董事这些言论的影响，以及并不知道该基金公司大幅提高的额外利润，基金持有人再一次对新的收费表示同意。

以上简短的事例说明了基金领域中并不鲜见的两步程序：一是提高管理的费用支出，而无须详细说明为新增的监管和研究支付多少了费用，为销售支付了多少费用，给咨询顾问留下了多少利润；二是增加更多的发行费用（因为基金份额的销售“可能会增长”，这仅是对咨询顾问的补偿），而无须披露事实上资产扩张对基金持有人毫无益处。事实上，基金顾问应对其收入、支出予以公开披露（分别说明其经营、营销和管理成本，以及他们从所管理的每支基金和所有基金中所获取的利润）。

请想像一下如果汽车制造业中的“三强”之一，它把新产品的平均价格提高60%，即从1.6万美元升至2.6万美元。这种情况在竞争性的汽车市场中绝对不会发生，因为这里有着真正的价格竞争。然而，这样的事例却在共同基金市场中一次又一次地发生了。通常基金持有人所支付的咨询费不是由市场决定的，而是经基金的经理与投资咨询经理（他们通常是同一个人）达成一致意见后向基金董事会提议而定的。基金持有人必须像对汽车的价格一样关注基金的费用。

15.3.5 多种投资策略信息

从某意义上说,共同基金是建立在"魔术"的基础上。在长期牛市,以及认为"魔术师们",尤其是那些"热门经理"往往可以做得更好的传统(但却不真实)的观念的误导下,投资者忽略了现实中很重要的一点:基金净收益率迟早会重返市场平均值并最终低于这一数值。投资者应当注意到传统的共同基金并非是投资者唯一的选择方向。长期持有个别股票不仅是明智之举,而且在税收上也可以减轻许多负担。同时,指数基金也是极具潜力的投资方式。历史纪录表明,低成本的指数基金已为长期投资者提供了大笔额外的收益。如前所述,著名的"赌场老板"——基金超市的创立者也说过,它的收益可以超过85%的股票基金。

我知道指数基金的运作很乏味。他们既无情趣,亦无新闻炒作;它们的经理人虽然不是白痴,也很少是天才;它们并不"战胜市场"。而具有讽刺意味的是,指数基金(经过20多年的运作之后)也就是在近几年里才得到了人们的关注。并且人们对他们的认可也是基于过去3年中标准普尔500指数所表现出的令人瞠目结舌的良好业绩(在基金中占前6%,可以说在未来的任何3年中几乎都不可能再有),而非它们长期杰出的表现。指数基金如今变得炙手可热,但是许多人现在投资它的原因很愚蠢,而现在正是人们关注它们的投资原则,而不是短期业绩的时候。同时,也正是关注低成本的指数基金,而非仅仅是指数基金的时候。这是一种消极管理的投资策略,其基本优势在于:成本低、投资分散、税收负担小。大约40家指数基金会收取销售费用,其他25家的费用比率在1%或更多一些。

15.3.6 投资指南信息

无论你是否同意我关于基金长期运作后,业绩会回归到市场平均值的观点,也无论你是否同意我关于成本对于业绩的影响的观点,你最终会希望我能提供一些建议:我们到底应当持有哪些基金?对于许多投资者而言,他们往往会选择他们认为能提供最高未来收益的基金。投资者并不考虑成本的影响,或者市场均值回归的影响,他们只是依赖于过去的"交易记录"作出判断,一些金融媒体在这一点

上会指引他们的投资行为。通常，金融媒体会向投资者提供“最新基金管理超级明星”或“未来 10 年(也可能是明年，或某一非特定期间)最佳基金”的排行榜。但如果这些媒体能以同样苛刻的态度将自己评判的结果与事实进行比较，对于投资者来说将受益非浅。如果将推荐名单上的基金在此之后实际运作情况予以公布，相信投资者会对这类排行榜的可信度表示怀疑。无论是从媒体还是基金那里得到指导，明智的投资者应该要求他们对所说的负责。

一份全国性的双周刊 25 年来每年都会公布一份基金的“光荣榜”。自 1973 年以来，上榜的基金每年平均收益率为 12.5%，同期 Wilshire 5000 种指数的收益率为 14.7%。在过去 15 年中有 14 年 Wilshire 指数的收益超过这些基金的平均收益。更有甚者，似乎排行榜上的基金较 Wilshire 指数承担更多的风险，在过去 24 年中的 4 次熊市中，这些基金的下跌幅度均比 Wilshire 指数大。为什么这份杂志每年根据最新统计数据在光荣榜上增加或删除某些基金的同时，不向读者报道这些情况呢?

一份全国性的月刊，在最近的一篇文章中，公布了“看业绩选择基金”的结果。但是他们未将这些基金的收益与市场指数相比较，或者提供这 10 只基金累计的平均收益。它告诉读者：“我们对我们的选择很满意。”不可想象他们竟然会很满意。他们列出的基金 2 年的收益为 14.7%，大约只是同期指数 20.1% 收益率的 2/3。试问有哪一个投资者会对这样的业绩满意。投资者应当从那些自称是向其提供投资指南的媒体中得到所有相关的信息。

15.4 世界语的狂热爱好者

我的中心论点是：如果你同意我的观点，你自己必须寻找所有相关的信息：基金的成本、基金业绩、风险、可替代的投资策略和投资指南等重要信息，来对基金作出合理的评估。通过这些行为，你帮助共同基金业扭转这种不断增长的以牺牲管理为代价崇尚销售的行业趋势。我深信，让共同基金业回归到我们的第一原则，将会为基金持有人带来丰厚的报酬。

让我们将政治与共同基金作对比进一步展开论述。世界语是

“一种优秀的全球性的语言”。用《纽约人》杂志政治通讯记者迈克·凯利的话说,一个世界语学者“是一个综合各领域的理论家,相信一个伟大的理念会将所有的人聚集起来,一个贯穿一切的概念会将全部包容在里面”。

凯利先生把1996年副总统候选人杰克·凯恩普和阿尔·戈尔比作“世界语的狂热爱好者——他们可能没有雄心勃勃的天赋,但他们有雄心成为有雄心勃勃天赋的人”。凯利写道,杰克·凯恩普是“一个典型的资本主义者,他相信如果造钱的机器运行正常,加足了油,它会令世界永远幸福快乐”。而阿尔·戈尔则被认为是“一个相信制度的人——他认为万事万物都是相互联系的。所有的事只要使所有的制度运行正常就能解决,从自己开始,然后影响其他人”。凯利总结道:“每一个‘世界语的狂热爱好者’的梦想是如果他们将他们的理论足够详细、足够透彻、足够深刻地告诉给足够多的人听,最后所有人都会明白,然后什么事都可以解决了。”

从政治转到共同基金业,凯利的话可以充分表达我强烈而简单的信念。请别把我也当作“世界语的狂热爱好者”,但请仔细考虑我的梦想,那就是如果我们坚持第一条原则,那么基金业现存的许多缺陷都可以弥补了:关注管理而非销售;关注专业素质和规则而非投机;关注受托人的责任,以低成本增加基金的价值,而非聚集资产,导致过高成本。

这一变化终会发生——这是一个伟大的理念——只要我们建立一套制度,使基金的管理者和所有者关注的焦点发生变化。今天,它的实现仍然要寄托于基金的管理者和所有者,他们不仅在寻求优秀的基金业绩,也在寻找个人的巨大利润,如何平衡两者,看来是不可能。但这一矛盾必须得到解决。共同基金必须在一个为基金持有人着想的董事会的领导下运行,对基金持有人来说,基金的业绩是他们衡量利润唯一的尺度。

但是近几年,管理的原则——包括受托人职责、专业素质,以及长远的眼光——已经让位于推销和资产聚集,而基金的收益已大大低于市场基准。但是明天又是另一回事,现在我已经向你们解释了我的观点,希望“我已经表达得足够详细、足够透彻、足够深刻,然后什么事都可以解决了。”托马斯·潘恩曾十分明确地说道:“一件事

较好，并说明它达到了它应该好的程度。态度温和是一种美德，但在原则问题上采取温和态度却是罪过。”对于共同基金原则，最宽容的说法是人们对它采取了“温和态度”。现在正是我们要求这一重要而传统的原则必须严格遵守的时候。如果投资者的需求变了，那么他们的需求必须满足。

第十六章　关于营销
信息是手段

一位名叫马歇尔·马克卢汉的“新生代”作家，在1967年写了一本名为《手段就是推拿》的书。他的观点是：在现代生活快捷的节奏中，以闪电般速度传输的电波控制了我们的信息。我们在电视中所看到的娱乐节目与新闻，与我们从书中和报纸中所看到的区别很大。例如，在新闻媒体中，报纸客观而详细的报道已经让位于电视浮浅的30秒一天事件回顾。现在离马克卢汉出版该书的时代已有30多年了。互联网已成了一种全新的接收与处理信息的工具，并且它与外界沟通的速度与范围都呈几何级数增长。马克卢汉走在了他那个时代的前面，他的真知卓见今天看来也意义深远。

在讨论共同基金业中营销的作用时，我要对马克卢汉的书名作两个改动，一是调换词序，二是将“推拿”改为“信息”。这样我就为本章取了一个合适的名字：“信息是手段”。在基金业中，营销目前正处在市场推动者的位置。基金业给予投资者的产品，构成了基金实际“生产的产品”，以及基金“生产这些产品”的成本。正如一句古老的商业谚语：“过去我们卖我们生产的，现在我们生产我们卖的”。营销的信息超过了投资的手段。

在1924年共同基金业创立之后的半个世纪里，它主要是为其持有人管理资产。它们投资顾问管理。事实上，许多大的基金公司不负责营销和销售，也不承担这方面的成本。但在过去10年中，基金的业务重点已明显地加速转向营销，而距管理愈来愈远。但这样的变动趋势背后却隐藏着风险。

由于我们过分强调营销，四个主要问题由此产生。第一，它花费了共同基金持有人的大量资产，这些数以亿计的巨额支出极大地降低了持有人的收益。第二，这些大笔的开支不仅没有给基金持有人带来任何利益，而且由于它吸引了新的资产进入，使基金持有人的收益进一步降低。第三，由于过度炒作和宣传，使投资者被可能的收益迷惑，从而承受巨大风险。最后，我认为也是最重要的一点，营销将改变投资者与基金之间的关系。基金持有人通常被看作咨询者的客户，而非基金的所有者。这样，投资基金不再是由专业投资经理管理的投资帐户，而是专业营销员控制下的投资产品。

16.1 巨额营销费用对谁有利

营销是资金耗费巨大的工作，虽然资金并非其目的。但资金是来自于基金持有人的。基金却可以利用这笔资产获得利益，并从不断涌入的资产带动的费用上升中赚得利润。在这一增长曲线的开端，可能会给基金持有人一些好处，但主要的好处都给了基金的经理人。而当资产增至一定程度时，基金管理变得僵硬、死板，此时，他们已失去了继续执行早先令他们成功的策略的能力。

报纸、杂志与电视广告是塑造品牌形象的有力手段，它们每年花费投资者 10 亿美元。其他的一些营销手段，如直接致函，寄广告印刷品和促销等，也是花费很大。而且基金为了在基金超市中占有一席之地而支付的费用更大。基金经理人为了推销他的“商品”每年要花费 100 亿美元——占 1998 年投资者支付给基金公司 500 亿美元中的一大块。它比每年 30 至 40 美元的（看起来有存在理由的）投资服务费要大得多。它作为“管理”费让持有人支付，却被用作营销开支。

基金推销成本问题的产生大部分来自基金费用的标准：“12b－1 费用”（之所以这样命名是这个收费项目是 SEC 规则 中 270 条 12b－1 中允许的）。在 1980 年 10 月之前，SEC 一直规定基金管理者不得将基金资产用于推销。销售成本支出是由基金的发行费（也就是由基金份额的购买者支付给证券经纪公司的佣金）中提取的。典型的最大发行费为每美元交易的 8%（购买的基金份额价值的 8.

7%)。这个传统的支出结构自1924年美国第一支共同基金开始运作起一直存在。但在1973－1974年的熊市后它越来越难以维持。于是,无发行费的基金开始渗透到整个市场。作为这一竞争的结果,最高的发行费逐渐降至6%。

基金公司对于赚取利润以支付推销费用的渴望丝毫未减,而他们同样希望人们明白"收发行费"的基金实际上就是"不收发行费"的基金。于是共同基金业,以及销售基金的证券经纪公司制定了一个极富想象的计划以使自己继续获得此项利润。他们建议,将十分明确的6%的发行费以另外两项界定模糊的收费代替:一个是按年度收取的推销费(每年1%),这是按基金资产收取的;一个是不断递减的一次性赎回费用,如果投资者支付每年1%的推销费没有累积到6%之前就要求赎回,费用就会产生。例如,一个投资者每年按1%的比例支付这笔费用,支付了两年之后,将基金售出,此时,他的赎回费就是4%;而6年之后一般(但也不总是)就没有这笔赎回费。但这个数字不是简单地相加(在牛市时当基金资产价值不断上升后,基金持有人的总成本也会相应提高)。

16.1.1 潘朵拉的盒子打开了

然而,这个看起来没什么害处的变化,却给基金持有人带来了极大的危害。SEC规定,只要符合基金征收12b－1费用必须遵守的要求(包括基金大多数独立董事的同意等),基金的资产可以用于推销支出,它还允许将12b－1费用作为基金支出以外另收的费用,无论基金是否改变销售费用结构。而且,它甚至还允许无发行费的基金征收这些费用。通过连潘多拉都不能预想到的方式,现代的潘多拉之盒打开了,资金滚滚涌入,促进了整个共同基金业关注的重点向营销转移。

在70年代的衰退时期,在一次市场大萧条之后,为了与基金的净赎回与资产的锐减作抗争,基金经理人建议为了给基金持有人带来规模经济,必须用一些钱来阻止净赎回的态势,鼓励新资金的加盟。然而,这一补救方法远比现状更糟糕。甚至只占总资产0.25%的12b－1费用(冠以"无发行费"之称的基金最高可收取的费用),也显得太高,难以由那些原本就难以实现的规模经济所弥补。

例如，如果一支基金成功地将它的资产从5亿美元升至50亿美元，其费率也1.10%降至1%。但是由于增加了12b－1费用，它的费率就变成了1.25%，在最初的费率基础上净增了0.15个百分点。这支基金规模还小时，其总的年支出费用为550万美元，但随着其规模的扩大，其支出费用也升至6250万美元。至此，基金经理人以12b－1费用的名义每年可收取1250万美元作为营销支出，而基金持有人的收益也就相应地减少了。

当90年代行将结束之时，12b－1收费大为盛行。在13000支共同基金中有7000支——包括股权基金中的60%，债券基金中的67%，货币市场基金中的35%——都收取这些繁多的费用①。随着共同基金业资产的增长，12b－1费用也大幅提高。自1980年以来，基金资产已上升了35倍，达到5万亿美元。12b－1费用在1980年还未收取，到了1984年也只收取资产的0.08%，而到了1998年2/3的基金12b－1的收费为总资产的0.40%。总的12b－1费每年超过60亿美元。自1980年以来，基金的数目增长了10倍，基金的资产也增长了20倍，但是使用12b－1收费的基金也增长了30倍，12b－1费用的比率也提高了。表16.1显示了12b－1费用相对基金资产比率的提高，以及基金持有人支付给基金的营销费用。

表16.1 12b－1费的上涨

	1980	1984	1986	1988	1990	1996	1998(预测)
年末基金资产(10亿美元)	$135	$371	$716	$810	$1,067	$3,539	$5,100
12b－1费率①	0	0.08%	0.16%	0.33%	0.36%	0.39%	0.40%
每年总销售费用(10亿美元)	$0	$0.10	$0.37	$0.85	$1.20	$4.4	$6.5

注：①12b－1费占基金资产的百分比。

你对这些费用如何评价？65亿美元是个很大的数字，对于基金持有人来说是惊人的负担。最好的结果是保持收支相抵，最差的结果是收不抵支。这就出现了一个怪现象，基金持有人支付巨额费用

① 尽管股票与债券基金的总数目前已超过13000支，但基金下面同一个投资组合会被分为不同股份种类。一个投资组合往往会被描述成三到四种不同的股份类别——类别A、类别B、类别C，等等——每一种类别收费结构不同。如果我们只算投资组合，那么大约有8000支纯粹的股票、债券以及货币市场基金。

支出，而基金经理人却用这些资金敛聚更多的资金来管理，收取更多的管理费，获取最高的边际利润。显然，没有任何证据表明 12b－1 收费的基金比未收取 12b－1 费用的基金占有更大市场份额。这一收费并未实现其初衷：增加市场份额以求规模经济。

更可悲的是，1998 年基金持有人支付的惊人的 60 多亿美元的 12b－1 费并没有完全包括基金的全部营销费用。一些基金顾问从投资顾问服务中获得巨大利润，却没有为基金持有人降低收费，而是将收费的一部分用于基金营销。确实，没有任何规定制止基金提高它的咨询费以及将它们用于营销。

16.1.2 "赌场老板"的所得

其实更多的销售成本是由新的基金推销方式——基金超市带来的。为了获得基金超市中的一席之地所支付的费用正在不断地增长。如今它已升至在基金超市中售出基金资产的 0.35%。以这样一个比率，在最大基金超市中，基金持有人每年为超市贡献 2.5 亿美元，它所谓的免费部分也吞食了 7000 亿基金资产。这些费用或者直接由基金支付，或者从 12b－1 收费中提出；或者从其它经纪人佣金（无疑会增加交易成本）中支出，或者是咨询顾问自愿从获得的更多边际利润中（由基金超市得到更多的管理资产）扣除。（因为没有超市标准收费，所以咨询顾问少拿的边际利润非常容易从基金持有人那儿得到补偿。）

这些费用可以与赌场上的一些收费类似。当更多的基金投资者交易基金份额的时间越来越短，"赌场老板"的收益就更大。不知道"不收费"的基金超市实际上将繁重的成本加到了他们即将进入的基金头上，投资者蜂拥进入这些基金超市。在超市里的资金越来越多，"赌场老板"的钱也越赚越多。基金持有人在"赌场"里以这样或那样的方式付费，而"赌场老板"则在夜里数着滚滚而来的钱。

无论基金超市将为从中购买基金的投资者带来多少收益，但是在超市中不仅买卖基金的投资者必须为此付费，没有做过交易的也得付。因为所有的基金持有人都要支付营销费。但是基金持有人很少知道有"超市费"，可能咨询顾问有权按其所需支付费用。其实咨询顾问可以从新进入的持有人的资产中抽取费用，而相应降低现有

持有人的收费，但这种事从未发生过。

16.2 12b－1 收费揭秘

对于基金投资者来说更糟的是，基金超市的成功可能会给基金投资带来巨大的挑战，而这些挑战可能是基金扩张性的投资政策无法克服的。投资组合换手高、专门投资小盘股的基金，它们的投资活动深受频繁进出的资金的影响。而投资于大盘股、换手率低的基金受到的危害小一些，但也存在。基金持有人付钱支持基金的成长，但他们却遭受收益的损失。

在最近一篇哈佛商学院的博士论文中，有这样一个观点："没有任何证据证明 12b－1 收费可以对支付这一费用的基金持有人产生收益。"这份报告发现，基金持有人甚至受到了相当大的损失。分析表明，那些没有收取 12b－1 费用的基金的年收益率要优于收取 12b－1 费用的基金 1.5 个百分点，多么惊人和明显的差距。

收取 12b－1 费用的债券基金仅略高于不收 12b－1 费用的债券基金，但前者风险明显较大。因为这些债券基金发现了一个很简单的方法来弥补由收费带来的 25% 的收益损失：增加风险。这对于基金持有人来说，绝非好事。通常在风险与收益之间进行互换是一种零和决策。这里，则是负和决策。

在理论上 12b－1 收费计划并无多大问题。但是只有基金持有人被充分告知，并从未来低成本中获得补偿，这种收费才是正当的。但实践中，12b－1 收费计划与理论相悖。事实是：这个计划增加了基金的支出，并相应减少了收益。没有任何证据表明现金流入增加了，或者现金流出减少了。基金资产的增长不一定能对基金持有人有利，确定的是它提高了咨询顾问费。这些额外的收入可能被用于增加咨询顾问的利润，支付额外的调查费用（这可能有利于基金持有人），但它会引起基金份额的出售。而这样的信息从未披露过。

16.3 宣传掩盖风险

不仅是营销成本给投资者带来了负担，基金对更多资产永不知

足的追求还可能导致负面影响:那些未经市场考验的新产品只能在短期内保持吸引力。共同基金业曾经认为投资是一种终身事业。然而,近几年来,共同基金业带给投资者至少3种新的基金,它们在营销方面有作用,而在投资方面却没任何意义:政府保险基金、短期全球固定收入基金、浮动利率抵押基金。

政府保险基金,"投资于安全的美国政府证券,提供高收益",成立刚2年,就在1987年达到了它的销售顶峰,12家基金聚集的资产达300亿美元。其中一家在做广告时称,当美国国债的收益率为8%时它的收益曾达到12%。只要稍有常识就知道这个国债收益率是假的,净资产价值一定会下降,而收入不可能维持。以后7年的事实证明了这一点。善良、无知,而且往往是老年的政府保险基金投资者再也无法收回他们失去的财产,而政府保险基金的资产也急剧下降。最后,这些基金公司放弃了他们无效的投资策略,并改名换姓,从此销声匿迹。

下一个,就是短期全球固定收入基金。这个概念是1989年提出的,当时短期国际债券的收益率为10%以上。这一收益率吸引了250亿美元的资产,近40家基金参与其中。这个概念很快就失败了;这些基金1992-1996年提供的年平均收益仅为2%。短期国际债券的总资产于是大大缩减,1996年降至25亿美元,这一资产水平表明这个基金类别不复存在。

最后是浮动利率抵押基金,是3种基金中表现最好的,但仍很失败。它宣称与货币市场基金相似,价格固定,但提供更高的收益,它很快流行起来。到1992年为止,37家基金吸引了200亿美元。而在此后的3年里,年平均收益仅有1.5%。这时,资产下降至50亿美元以下,许多基金改变了他们的目标和名字,到1996年这个类别也消失了。

这3个例子表明当今的时尚就是炒作新的金融产品——可以说信息变成了手段。在每一个案例中,基金持有人都要向那些为该基金吹锣打鼓唱赞歌的人支付费用。这证明他们深谙营销之道,但它的管理能力却与投资者所期望的不能相称。基金持有人不必要地失去了他们的财产,却得不到一点歉意。

以上都可归结为:共同基金业原本是属于对他人资产提供谨慎

管理服务的信托业，如今却变成了一种销售消费品的商业活动。这一行业一向包括上述两个方面，但我相信自 80 年代以来，这种平衡被打破了。商业的特性——寻求更多的市场份额，无论花多大代价——迅速成为主流，而信托的特性——完善的投资方案、公平的价格和详细的解释——却在逐步沉沦。投资者不再是基金所有者了，他们现在仅仅是基金的客户。

16.4 所有者还是客户

基金投资者不再是基金所有者，而是基金的客户——这一现代的时髦观点多么深入人心？让我们看看最近东·菲利普斯，《晨星》杂志（一份著名的基金杂志）的主编，与共同基金业的一场辩论吧。菲利普斯先生极力主张新基金的计划书摘要中向投资者提供的基金信息应更全面、更易懂，并且必须在一开头写明以下一段话：

“当你购买了基金，你就是这家投资公司的股份持有人。作为一个所有者，你拥有某些确实的权利，并受到保护。作为独立的董事会，它的主要职责是维护你的利益。”

然而这一番话激起了基金行业其他人的反击。投资公司协会主席对这个建议嗤之以鼻，说菲利普斯先生是“整个行业中唯一”采取这种立场的人。而 SEC 也支持投资公司协会的立场，不要求基金在新的计划书摘要中讲明所有权问题，甚至不要求他们在更详尽的计划书全文中说明。

我则一向坚决同意菲利普斯先生的立场。把基金当作一种产品（或用行业术语说是“一篮子产品”）是将营销代替受托者责任。投资者是所有人，而不是客户。他们应该要求他们所投资的基金像他们的会计师或律师一样负起受托人的职责。

16.4.1 投资公司还是营销公司

当营销代替受托人职责成为共同基金运作的动力时，投资者为什么必须关注呢？因为其结果对投资者的利益影响极大。备受尊敬的金融记者杰森·兹韦格在 1997 年一次行业论坛上对这一问题描述得非常全面：

今天,非常清楚,当面对未来时我们必须决定的问题是:你首先是一个营销公司还是投资公司?你可以侧重这个方面,也可以侧重那个方面,但不可能两者并重。

那么营销公司与投资公司的区别在哪里呢?我们不妨从以下几点来考虑:

●营销公司拥1有一个疯狂的科学实验室不断"孵化"新的基金,若新的基金不能奏效,就立即抛弃,投资公司不会如此。

●营销公司收取固定的管理费率,无论所管理的基金规模有多大,并且其收费之高,让人难以承受。投资公司不会如此。

●营销公司绝不会将新的投资者拒之门外,即使该基金规模已大得难以有效管理。投资公司不会如此。

●营销公司擅长宣传其最小规模的基金的业绩记录,即使他们明知这支基金一旦成长之后其收益必将减少。投资公司不会如此。

●营销公司是为销售新基金而创造出新的基金,却并非因为这支基金是好的投资。投资公司不会如此。

●营销公司宣传债券基金的收益率,它有时在所有股票基金广告中打出"第一"的称号,而在它所有的宣传资料上,使用的山形图表如阿尔卑斯山那样陡峭。投资公司没有这种东西。

●营销公司的投资组合经理人的薪水不仅按它的投资业绩支付,而且还有基金的资产和基金的现金流量。投资公司不会如此。

●营销公司希望现存的客户支付的费用越多越好,以使无数新客户可以通过所谓的基金超市进入基金。投资公司会限制这么做。

●营销公司极少或从不警告它的客户,市场不会总是上涨,过去的业绩并不能说明任何问题,看似最安全的市场实质风险最大。投资公司则一遍遍地提醒客户这些事。

●营销公司奉行的原则是"趁时机好的时候赚一把就开溜。"而投资公司总是自问:"如果明天市场下跌67%,我们各方面的运作将会如何变化?我们该如何应对?采取何种措施度过难关?

于是，你必须选择：是以营销为主，还是投资为主。但你不可能同时两者兼顾。无论你选择哪一个为主，另一个就必须放弃。

基金行业是一种信托生意。在我看来这具有两层意义：一是你是受人之托；二是你也是门生意，要谋求最大的利益。确实应该是这样。然而从长期来看，除非你将受托人职责放在首位，否则你不可能维持这门生意。

从短期来看，成为一个营销公司有利；但长期来看，这种选择不可能成就一个伟大的行业。

我非常支持这位极富原则的新闻记者的论点。然而，在他演讲的那个晚宴上，他却遭致一些观众的嘘声，反对他的观点。那些人不满意他坦率地说出：在共同基金业中，当营销替代管理成为主角时，投资原则被远远地抛在了脑后。而他的观众正是那些开支巨大的共同基金广告人。但我坚信，他的言论会在投资组合经理人和调查分析员中流行，受到他们的喝彩。

16.5 新闻界拥有信息

营销是基金业运作中最主要的驱动力，而这个行业所提供的是一种产品，接受这个真理，在今天看来是很容易的一件事，几乎不需要任何确证。但是为打消所有的疑虑，还是让我们看看下列摘自各主要金融媒体的观点：

●《投资新闻》

标题：基金在市场交易者眼中是什么？只是一罐豌豆而已。

内容：基金管理者面临的挑战是：如何脱颖而出？如何让客户将产品从货架上挑出来放进购物篮？……基金也变成一种消费品，就像牙膏行业一样充满了竞争.....基金要取得优良的业绩很困难……但营销的基本原则却是相同的，无论你是卖一支基金或是卖一罐豌豆。

●《机构投资者》

照片注释：一位大型基金联合公司的高层管理人员说："从长期来看，我们相信推销是制胜之道。"

●《基金营销警示》

标题:品牌看似重要,却没有说明费用

内容:70%的投资者认为,一个著名的品牌很重要。但大多数人并未意识他们将要为此付钱:60%的投资者不知道他们要付12b-1费;40%的投资者不知道他们要付咨询费。

●《华尔街日报》

标题:共同基金采用新招销售产品

内容:基金公司开始用销售普通消费品的方法销售基金.....(基金)超市的货架上摆满了商品,(因此)销售预算也保持着历史最高记录。

标题:取得良好业绩越来越难,基金公司策划闪电战

内容:基金管理者发现要想取得优于市场平均水平的业绩越来越难,因此让投资者记住基金名字成为基金争夺客户的竞争中一个新武器……业绩不再由基金控制。

●《共同基金市场新闻》

标题:更多基金顾问设下营销陷阱

内容:如同有形的商品一样,基金制造者也希望其产品在货架上占据显著的位置……他们希望投资者喜欢他们的品牌,成为"回头客"…… 基金成功的主要因素不再是资产管理的经验,而是将适当的产品放在特定的客户面前的能力。

●《金融世界》

标题:华尔街上的品牌战。金融服务公司花费巨资塑造品牌,以控制你的资产。

内容:致力于塑造品牌的公司不再以低费用高收益为基础生产他们的产品……他们努力营造公司形象……"我们希望我们的知名度仅次于百威、麦当劳、IBM、微软,……对于销售人员来说创造需求十分重要....."当然,公司无法为高额的佣金或费用辩解,除非他们可以创造出高收益,至少是给人以高收益的印象。

16.6 聚敛资产:真正的生意

尽管问题重重,当今世界对于基金业何去何从从未发生过疑问。

1995 年,颇有声望的投资银行——高盛在一份名为“共同基金业的持续发展”的报告中阐述道:“资金管理行业的真正业务不是管理资金,而是聚敛和留住资产。”1998 年的一份报告的结论更加直接了当:“成功的关键因素已经从制造资产管理产品转到销售产品。”

新闻界明白今天基金业的现状,尽管只有一个新闻记者指出了这种趋势给基金持有人带来的严重危害。非常清楚,共同基金业由于不能战胜市场,它有效地将其传统口号“管理”改为“营销”,劝导艺术战胜了运作的艺术。

如果营销的费用支出冲减了基金的收益,那么由现有的基金持有人承担为吸引新的投资者而增加的费用是不合适也是不公平的。按照逻辑推论,新的基金持有人是受基金超市上最新的“白色销售”(最近业绩最好的基金)和“免费”的诱惑而进入市场的。他们对短期收益非常敏感,可以随意地将他们的资金转来转去。所以,他们经常调换所投资的基金,令基金固有的投资者承担额外的投资组合交易的成本,因为基金不得不因为频繁转出转进的资产而频繁地买卖股票。损害长期投资者利益来服务短期交易者,甚至是投机者,这对于一个营销公司来说是成功的策略,对于投资公司来说却并非良策。

目前这种情况很难改观。如果投资者拥有足够的信息,个人投资者可以对那些直接收取 12b－1 费用的基金不予理睬。基金持有人可以投票反对征收这种费用,尽管他们以前没有这么做,将来也很少有机会去做(许多基金经理人已经强加给他们这些费用了。)他们可以请求独立董事撤回其早先的认可。当然,事实上从未发生过在基金顾问没有介绍收费项目的情况下,独立董事采取行动的事例。

对于 12b－1 收费项目,有什么对策? 最好的方法就是“让阳光透过窗户”:SEC 应该将这一问题拿出来进行公开辩论,搜集和公布详细的有关咨询和销售费用、投资组合管理和研究的费用、广告和营销的费用、基金运作的费用,以及基金顾问利润的全行业统计信息。

共同基金应当遵循更高的标准。我们并不是销售护肤品或奢侈品,所以我们不应该是出售希望、梦想、年轻和健康的行业。我们也并不是按照宝洁,百威或是可口可乐的方式出售品牌经营权,所以我们不应该对产品大肆宣传,效仿这些品牌积极的产品营销计划。共同基金首先也是最重要的是——起码应该是——是投资者财产的管

家。

我们希望共同基金业的管理者将其眼光更多地放在管理持有人的资产上,而不是销售基金份额。我们需要对基金是什么,为谁服务等问题重新定位。把投资者看作股东而不是客户,是对传统的受托人职责原则的回归。而将基金作为信托业或信托资产而非产品,将提高基金持有人的收益。造出我们所卖的——无论它是否经得起时间的考验——实在是对我们的顾客利益的忽视。做出一些好的,然后只销售我们做的,这就是将顾客的利益放在首位的表现。

我们对于那些需要我们帮助管理他们资产的人的责任,远远大于我们要他们为基金承担的大量交易而支付的费用。我们会达到这种境界,但只有当管理替代营销成为共同基金业的主流。当我写下这些文字的时候,我发现这竟然与基金业的基本原则如此相似;引用我50年前在普林斯顿大学的一篇论文中的话:"投资公司的主要功能就是管理他们的证券组合。其他任何东西都是附属。"

现在正是重新开始我们回归本源征程的时候。

第十七章　关于技术对什么有帮助

让我们以有关共同基金的一个小故事作为开头吧。在1996年5月23日，一位典型的共同基金投资者通过Quicken电脑系统检查他的由15支基金组成，总值15万美元投资组合的当日表现。他确信他已错过了股票市场的太多机会。通过美国在线，他了解到“小丑与傻瓜”小组（在线的股票咨询顾问）认为现在应追踪热门股，于是他决定将投资在货币市场基金上的1万美元转到一支热门的新的新兴成长型基金。

当他在一直用来交易基金的无交易费用的基金交易网站浏览时，他注意到这只基金在创立的第一年收益就上涨了60%。它的投资经理人曾经成功地管理过另一支基金，支付了一些咨询费后他的新基金的持有人不断地增多，现在这支基金吸引了10万投资者和近10亿的资产。这位经理人在报纸和电视上作为名人被采访，而且在6月份的《晨星》杂志年度会议上成为了明星。迅速查看一下《晨星》杂志的网站，这位投资者可以看到他想看到的这位经理人的所有早期的投资策略的资料，包括10个他最喜欢的股票，投资组合的主要部分的市盈率为45，投资中盘股7亿美元，35%的资产投资于技术与医疗行业股票，500%的投资组合换手率，等等。

这位投资者重新回到他的交易网站，敲了几下键盘后，他的资金迅速从货币市场基金中转移到了这支新兴成长型基金中。两边的交易都没有表面上看得见的佣金或成本。于是，他满意地关上了电脑。

两个月之后，也就是7月底，这位投资者犯愁了。整个市场呈下

跌趋势,而那支基金跌得更快。从他买进到现在已下跌了22%。但仍有一家全国性的共同基金杂志将其誉为"下一支麦哲伦基金"。于是投资者决定继续持有,因为市场一定会回升。

几个月之后,也就是1996年年底,在Quicken上仔细检查了他的投资组合的情况后,他困惑了。他猜得没错,市场的确上升了。标准普尔500指数上升了11%。但计算机数据表明,他的新基金仍下跌了20%多。于是他开始留意这支基金。到了1997年3月中旬,市场继续上扬——又上升了6%,而他的基金又跌了18%,目前总共下跌了35%,较同期标准普尔指数的收益率低了53个百分点。

于是这位投资者迅速行动,在他的网上交易站点,把资金从那支曾被炒得火热的基金中抽出转入另一支新基金。他并没有被指数基金吸引(指数基金的特点太过平凡:消极型管理,投资市场每一只股票,成本优势,大盘股,长期投资等等),但从每周的最佳基金评选中,他知道标准普尔指数基金非常热门,业绩高于90%的积极型管理基金。在他的交易站点中,他不能买到被《华尔街日报》称为"市场宠儿"的指数基金(很明显,它支付不起在交易站点上亮相的费用)。不过,他发现另外一支也很不错的基金,于是他又做了交易——还是只需轻轻地在键盘上敲几下。他将试试这支基金行不行,如果他又选错了,那么他只需在鼠标上按一下就可以改变主意……

我说的这个故事只是共同基金业在计算机技术蓬勃发展中的一个缩影。故事中的基金确实存在,但投资者是虚构的。讲这个故事,我的目的只是想向大家介绍一些魔术般神奇的技术已进入了共同基金领域:

●可以使专业投资经理人提供各种各样新产品的金融系统。它还可以承受巨大的交易量,并以光速在全球进行交易活动。

●及时更新的信息网络,提供大量的普通人无法吸收的基金投资组合和业绩数据。

●十分有效的通讯网络,任何一位投资者都可以瞬间发出交易指令(到目前为止交易完成只需不到1小时),而无需离开电脑半步。

但是,我想问:这些投资者可以利用的超凡的技术,对投资者有

何帮助呢?

我承认,在共同基金业的成长过程中,计算机技术扮演着非常重要的角色。事实上,16 年来那令人难以置信的从未间断过的牛市是这个行业被认可到成功的重要因素。计算机技术则为这种成长增加了巨大的动力。而且,从某种程度上说,与它原来保守的个性相比有本质的不同,在品种多样化、在概念上、在投资者参与程度上、在服务质量以及在定价上它更新了这个行业。

十分明显,共同基金的数量在大幅增长,给投资者提供了庞大的选择机会,包括基金目标,策略和经理人。原来的基金业,虽然仅仅在 20 年前,但只有 300 家股权基金——它们经受住了 1973 - 1974 年大熊市的考验。而现在基金业拥有 3300 支股权基金,其中一半是在 5 年前创立的。基金的数目已经超过了在纽约证交所上市的美国公司股票的数目(2900 只)。

公平地说,在很大程度上,股票已经过时了,共同基金成为人们的时尚。当然,还没有走得太远。现在,基金像股票一样被估价,像股票一样被购买,像股票一样被交易,像股票一样在鸡尾酒会上被议论。对于大多数投资者来说,基金就是股票。

让我们来讨论一下最近的一个事例。在《晨星投资者》上的一篇文章谈到:一位投资咨询顾问为一对还有 5 年就要退休的夫妇推荐一种投资组合,需投资 35 万美元。这个投资组合,由 17 支小盘国际股票基金组成。我们可以推测,17 支基金包含的 2000 只股票的收益在计算成本前最多与市场收益相同。平均约为资产的 1.6% 基金支出,年平均投资组合换手率 92% 的交易成本,约为 1% 的咨询顾问费——加在一起,总成本为 3.5%,也就是每年 1.225 万美元——看来这对夫妇不会对他们退休后的收入感到满意。因为他们必须从其收益中拿出很大部分向他们的咨询顾问和基金管理公司提供的专业技术服务付费。而作为回报,他们只能得到最多与市场收益相同的收益,而且还是在计算成本前。在一个投资组合拥有 2000 只股票的情况下,其业绩还能超过市场指数吗?

将基金等同于股票的趋势是逐渐形成的,但我记得使我清楚地看到了这种转变的日子:1995 年 5 月 19 日。那一天是周日,《纽约时报》的编辑将共同基金的价格和业绩排名放在了纽约证交所行情

表之前。很久以来，至少一个世纪以来，纽约证交所的行情表一直放在首位，但是从那天起金融暴发户——共同基金站到了首位，主板股票市场退居到了二线。

17.1 投资技术：更大、更快、更复杂

这样的转变是如何实现的？我们先来看看投资技术和金融市场体系。很多我们现在使用的投资工具，如果没有计算机，我们无法想像会存在，更不用提它们使用的广度和深度。

●全国价值20万亿美元的衍生品交易；

●在全球货币市场中每天约为1.5万亿美元的交易；

●活跃的金融期货市场，包括名义价值近2亿美元的标准普尔指数期货。

●各种市场指数（据我们最新统计有超过3000种），以及指数基金。

●巨额的交易量，在较为繁忙的日子里，纽约证交所的日成交量为1亿股，NASDACQ的交易量也为1亿股。加在一起每日的成交金额达30亿美元。

在这种忙碌的交易中，共同基金业发展了一系列复杂的投资技术，这是15年前我们从未想到过的。我们现在有袖珍股基金；数量管理基金；以价格冲量、收益预期、行情技术分析、多元回归等理论为基础的基金。我们还有浮动利率抵押基金、已付购买选择权基金、外币基金；我们还有越南、印尼、捷克股票基金。许多遵循传统投资策略基金不被人们看好。共同基金在50和60年代的平均年换手率为15%。而1997年，平均的换手率达到85%，也就是说一只股票的持有时间仅为1年多一点。专业投资经理人怎么可能进行长期投资呢？谁会这么做？

当专业和个人投资者如今都用由计算机控制的金融体系进行交易，不可避免地会成为积极的交易者，一度被认为是长期投资工具的共同基金在很大程度上成为了短期投机工具。许多原先的牧羊人，现在变成了绵羊：无目的地在股票市场中漫游，无常性、易冲动，所做出的决定完全违背传统的以公司价值为基础的投资原则。我们拥有

的投资技术使我们能够参与这种狂热的行为。但技术给了我们工具,却没有给我们智慧来运用它们。

17.2 信息技术:信息还是智慧

计算机和网络为我们提供了超乎想像的大量数据和信息,使我们可以对共同基金进行充分分析和评估,然后作出选择。共同基金的投资者再也不会在缺乏信息的条件下进行投资抉择。共同基金投资者应该是计算机革命中最大的收益者。

但事实是,他们也是最大的受害者。正如本章开始的那个投资者的行为所反映的,基金投资者往往在投资中,把信息错认为是知识,而知识却很少转化为智慧。而智慧,远胜于堆积如山的数据;常识远胜于机会主义,智慧和常识是长期投资者成功的决定因素。

当我们在进行基金投资决策时——是买、是持有、是增加还是减少、还是完全退出,通讯技术使我们能立即获得充分的数据。有多少信息?今天的电脑和通讯技术可以使你在几秒之内就可以看到《晨星》杂志的网站或是它的数据库。打开它的数据库,点击某一个规模特别大的平衡型基金的名字,然后点击"打印",你就可以得到多达 37 页的数据和图表:

●股票投资组合:市盈率和帐面价值,利润增长率,市值,产业分布;

●债券投资组合:到期日,信用度,息票;

●整个投资组合:换手率,持有最多的 25 只股票,总的发行量;

●风险:R2,Beta,Alphas,标准差,夏普比率;

●收益:25 年的业绩,包括每月,每 3 个月,与指数比较,与目标基金比较,税后收益;

●投资类型(每年!):股票的九种类型,债券的九种类型;

●成本:销售费用,12b－1 费,支出比率比较。

●总的评价:评级星数(非常高兴,我们的这支平衡型基金获得了"四星")。

毫不夸张地说,《晨星》杂志上乘的服务使我们得到了一个投资者评估基金的特性、做出投资抉择所需的所有信息。但使用它的投

资者,除了基金的业绩和评级以外,几乎什么都不看。他们信任评级,却不信任自己。1997 年流入股权基金的 1600 亿美元资产中有差不多 85% 流入了被评为五星或四星的基金,只有 15% 流入一星,二星或三星的基金。(有另外 600 亿美元资产流入了未经评级的基金,它们有十分优秀的业绩纪录,但还没有得到评级。因为他们的经理人还没有达到古老的酿酒传统里检验好酒的时间——3 年。)

知识,如果转化成智慧,就会成为一种真正的力量。但是信息和对评级的依赖和信任并没有给投资者带来更多的收益。简单地说,虽然《晨星》杂志的网站和软件对了解一支基金的投资类型、过往收益、目前的投资组合情况等是非常有用的,但事实证明它在帮助投资者选出明天最佳业绩的基金方面毫无用处。技术提供了信息,但不提供知识,也不增加智慧。

17.3 交易技术:趁热打铁

交易技术给我们提供了超乎想像的交易手段,但很明显它对于基金投资者和投资组合经理人来说毫无用处。但投资者确实使用了这些手段。股权基金的交易量大幅上升。在 60 年代和 70 年代,基金的赎回率每年约为资产的 9%;而在 90 年代,这个比率上升了两倍,达到 31%。基金投资者调换他们的投资经理人和调换股票一样迅捷。

这些数字的倒数即是股权基金的平均持有年数,也就是说基金的持有年数从 60 和 70 年代的 11 年,降至 90 年代的 3 年多一点。仅仅 3 年[①]。这种趋势,使得分散投资、专业管理、有效运作的共同基金长期投资的目标被阉割了。对于坚持长期投资的投资者来说,结果会怎样呢? 我们这个时代最伟大的投资者,沃伦·巴菲特在其年度报告中描述他购买,然后长期持有的投资策略。然而我们忽略了他睿智的建议。

或许投资技术、交易技术、信息技术最完美的结合是在基金超市

① 这 3 年正好是市场十分繁荣的时候。在 1987 年股灾时,赎回和交易率达到了资产的 62%,这个数字令我们担忧,如果下一次股灾来时,我们该如何面对。

中———一个无交易成本的共同基金交易市场，基金被挂在电脑广告牌上，使基金持有人可以迅速地转换持有的基金，并且表面上无需任何佣金。这个系统的成本是隐蔽的。首先，所有的持有人要为他们中很小一部分人的进入付费。在基金超市中交易的基金每年要向超市支付占资产0.35%的费用。第二，所有的持有人要为一小部分人的资金频繁流入流出基金，从而引起的投资组合交易付费。在基金超市中交易的投资者对于股票市场的敏感度往往较其他投资者高。

有一些人也十分关心投资世界中技术的角色，以及投资者不断加快的基金转换速度。最近一期的《纽约人》杂志中有一篇论文用十分辛辣的语言对目前这种情况作了描述："……资金管理者（包括积极地管理自己基金组合的投资者）被一些眼花缭乱的新的小技术所吸引，这些技术在如今虔诚狂热的投机狂潮中，或者说是金融泡沫中处于核心地位。"

这些话语气似乎过重，但却是事实。然而，我也承认技术在某种程度上为投资者带来了很大的好处：基金份额的交易和基金投资组合交易的单位成本大大降低了。确实，这两项成本的降低大大降低了基金运作的成本。计算机成本下降了99%，从1985年15万美元每百万交易指令每秒（MIPS），到1998年不到2000每百万交易指令每秒。私人电话应答器的成本1985年为10美元，现在仅为2美元。基金计划书如果打印后邮递，其费用为8美元，而同样的计划书如果通过网络传送，只需不到1美元的费用。整个基金交易过程只需敲几下键盘就可以完成。这又为投资者节省了一大笔资金。

据最新调查，每5000万投资者中有2000万拥有家庭电脑，其中1000万用它进行投资活动。（另一份调查表明在最大的基金超市中交易的投资者中有30%通过网络进行交易。）今天1000万使用者，明天可能变成1500万，然后是2000万，他们都有能力在瞬间赎回他们的基金份额。只需稍想一下就可以想像得出如果其中有一半人对一次大的利空作出反映，金融市场会发生什么事。这个行业传统的守护者——电话忙音——已经消失。可能网络连接不上，甚至一次网络堵塞，将"保护"我们避免冲动。

由技术带来的服务成本的节约主要是对基金管理者有利。事实上，这个行业宣称这些新的服务内容提高而不是降低了成本。但是

新的服务手段往往是营销手段,设计出来是为了吸引投资者和他们手中的资金,是为了增加咨询和业绩维护费用,是为了提高基金管理公司的利润。

人们很少知道通讯与交易成本到底降低了多少,因为基金经理人很少透露他们如何使用他们所收的费。但是有一家规模非常大的共同基金公司,以"计算成本"作为运作的基金,他们现现在已将其总的服务支出费用降低了50%,从15年前的0.2%,降至1998年的0.1%,从而为其持有人节约了4亿美元。与此同时,这家公司所管理的资产已增加了20多倍,他们把规模经济所带来的收益给了基金持有人。而另一家1000亿美元资产的基金公司也将2亿美元的成本降至1亿美元,但它们并未把节省下来的钱给基金持有人。

对于基金投资组合交易,技术同样可以减少成本,但只是单位成本。例如,如果股票交易成本下跌50%,而换手率却增加了3倍,基金持有人所承担的总成本就增加了50%。当然,这一成本仍会由基金持有人而非管理者支付,尽管没有任何证据表明这种频繁交易的行为可以提高持有人的收益。

17.4 报告卡片

首先,让我们对现在共同基金投资中的技术做一下评级:

●投资技术:创新的金融工具,A+;流动性,A+;基金规模,A+;新基金的健康运作,C;管理者投资行为,D。

●信息技术:投资者数据获取,A+;完整性和范围,A+;有价值知识的获取,A;有效使用这一知识,D;为未来业绩做出明智选择,D;基金持有人的投资行为,E。

●交易技术:便捷,A+;,鼓励基金交易 A+;高效、节省成本,A+;所降低的成本流向基金持有,F;帮助提高基金持有人收益,F。

而技术对信息的贡献为A+;对知识的贡献为C;对智慧的贡献为D,甚至是E。总之,与技术有关的因素评分高,而与使用者有关的因素则低。

明天的技术会怎样?它将提供更多的网站、更多的排行榜、更多的信息、更多的交易、更多便利与更快的速度、更多成本的节约(尽

管基金持有人无法享受到)。我还要补充一点,更大的风险。大多数的金融创新工具是通过计算机创造出来的,未经市场涨跌的考验。而投资者可以通过网络毫无限制地进行交易,而原来这种情况有时会受到基金公司电话线配置不够的制约。在我看来,任何人如果不了解这些风险,他一定会犯下严重错误。

但我并不像有些人那样,要放弃未来,回到过去。我们不可能回到过去,但我希望我们能在不久的将来重新运用基本原则——把共同基金作为长期投资工具。我是个理想主义者,我自信目前在共同基金业中流行的赌场式的投资方式终有一天会改变。因为频繁交易基金份额,不仅对执行基金的投资策略不利,而且将增加所有基金持有人的成本。此外,这对于选择追随主动型投资战略的基金持有人来说,也是场必输的游戏。可以这么说,技术对于所有折服于它的人而言,既是福祉,亦是祸根。

17.5 技术的普遍冲击

一分为二在其他领域也存在。让我们看看医学界:伯那德·劳恩医生,是一位伟大的心脏病学专家,他的高明医术使我从 1967 年起一直活到现在,直到我 1996 年做了心脏移植手术(这是一个医学的奇迹)。他最近观察到:"医学深深地依赖于科学,但它并不是科学";医学与"技术之间的交易就像浮士德为了知识,向魔鬼出卖灵魂,而它的动力就是贪婪。我们以此建立的这个医学体系令人惊异。"这句话同样适用于共同基金业。

畅销书作者麦克·克里齐顿讲述了信息技术在全部领域——从空中交通到动物学的作用。在《机身》这本书中,68 岁的资深记者约翰·劳顿观察到:"信息时代最具有讽刺意味的是,那些未经证明的观点会被相信、被肯定。今天,每个人都看上去相信耶稣,却不知道为什么。"在《失去的世界》里,莎拉·哈丁,一位年轻的生物学家告诉她的学生:"当动物学家在走进原野之前,他阅读了所有他要去研究的动物的资料,包括畅销书、新闻报导、科学报告等。然而当他走出书本来到原野观察动物的时候,你猜他一定会发现什么。他发现几乎所有写的和说的都是错的……或被夸大,或被误解,或者只是臆

断。”希望克里齐顿不要把他批评的焦点对准基金业,因为这里充斥着空洞无用的观点和有关未来收益的幻想。

对于技术运用的显著进步,我发出过疑问:“这有何用?”这并不是要贬低它的功效。我只是想说明,投资者应该想办法采取更多措施来控制它,使之为我所用。我们必须消除一种观点:基金可以像股票一样——活跃地交易,而有效管理可以产生奇迹。放弃大量的基金广告,将换手率降至一个适当的比率,限制电话委托交易(尽管这一措施在网络成为交易主要通讯手段的今天作用不大),以及对短期持有基金份额后即赎回的投资者征收惩罚性费用。所有这些措施对于那些将基金当作股票买卖的短期投资者,以及为敛聚资产不惜代价的基金经理人来说,无疑会带来恐慌。但所有这些举措对于我们曾宣誓要保护的长期投资者来说无疑是个福音。

本杰明·富兰克林在1787年立宪会议的闭幕式上谈及刚刚成立的合众国时,他指向华盛顿将军的椅子,那上面画着一轮红日在金色的叶子中。他说:“我在开会期间一直是在希望与担心中度过。看着这轮红日,不知它是旭日,还是夕阳。今天我终于舒了一口气,原来它是旭日。”

同样,我对于计算机技术给予共同基金业的冲击充满了期望和惶恐。它会成为旭日还是夕阳,全凭我们的基金投资者。

第十八章　关于董事为两个主人服务

“不能一仆二主”，几乎两千年以前，马太福音就记下了上帝这句有深刻哲理的话。随着美国证券法规的建立和完善，这一真理被推崇和遵循。公司董事的职责就是为一个主人服务——公司的股东。董事们心甘情愿地接受了这一受托人职责的规定，以下摘录的是一家名列“财富500强”企业的董事们的职责承诺书：

> 董事会的使命就是给股东带来长期的经济利益。董事会相信公司所创造的经济价值将在同行业公司中名列前三位，这将带来股东收益的增长。董事会的每一个成员都会把自己当作所有公司所有人的代表。

我相信这一原则在几乎美国每一家公众公司的董事会陈词中都可以看到。

除了基金业。

大多数基金董事似乎在完全不同的职责承诺书指引下工作。基金业所遵循的真理是，基金的董事和所有的其他公司不同，他们可以一仆二主。他们的职责承诺书可能会像这样：

> 董事会的使命是监督基金管理公司。而基金管理公司可以独立控制和运行基金事务的各个方面。董事会将同意基金管理公司向基金持有人征收费用，以利公司资产和利润的增长。董事会可能会考虑基金持有人收益的经济价值与其他基金以及市场指数基金的比较情况。但也会接受长期的收益水平低于前述两者。

让我们看一下两个承诺书的不同。企业的职责承诺书反映了今天在美国做事的方式。创造股东价值成为了企业的口号、公理和使命。获取“资本价值”——本质上讲,即是通过在金融市场或其他投资方式获得收益——开始成为一种强烈的呼声。那些不能获得资本价值的经理要么丢掉他的工作,要么丢掉他的公司。

而基金的职责承诺书则不然,却是对“股东第一”原则的敷衍。它暗示基金应尽力为基金持有人的经济利益服务,但同时也可以为管理公司赚取利润。结果是,无论基金持有人得到的服务是好是坏,基金管理者,通常既不会丢掉工作,也不会丢掉客户。显然,现在利益的天平倾向了基金管理公司。

18.1 控制的杠杆

为什么?让我们看一下基金行政管理的杠杆。基金的董事会主席通常也是基金管理公司的主席和首席执行官。每3个至4个基金的经理通常是一个副董事——高层官员,以及管理公司的主要所有人。通常副董事也是公司的全职职员,因此公司给他们总的报酬。基金董事通常每年碰头4次。按惯例,大多数的“独立”董事首先是由管理者推选出来的(而且在成为董事之前,与首席执行官的私人交情很好)。我们可以想像,这样的做法,怎么可能保证董事的独立性,怎么可能保证董事们完成他们的使命呢?

进一步说,给予应该是“独立的”(“无私的”是法律用语)董事们的报酬经常是高于一般企业的平均水平,于是一个严重的问题产生了,这是否会导致独立董事与管理公司之间钱权交易呢?10家付薪最高的基金管理公司的董事平均报酬为每年15万美元——相当于美国“财富500强”中付薪最高的10家公司每位董事年平均报酬7.7万美元的近两倍。表18.1列出了5家付薪最高的基金公司给予董事的平均报酬。

表 18.1 支付给最高收入基金经理的费用

排名	每名经理人的年费①
1	$240,986
2	184,750
3②	172,532
4	145,629
5	141,683
平均	$177,116

注:①1996 年的数据

②这个基金公司的董事会主席,曾被认为是"独立的"(与经理人无关连),年薪 431,000 美元。

根据 1996 年《晨星》杂志的研究,在付给董事高薪的同时,管理费也高居不下。这份报告中有一句话:"受托人钱拿得多,持有人费用就付得多。"理智的人们可能会认为这两者之间的关系不足以说明钱权交易的存在("如果你想得到更多的管理费,请付给董事更多的报酬"),但事实却真的令人不安。

最后,大多数的基金董事并不能把自己放在"其他所有公司所有人的代表"的位置上。他们持有的基金份额不多,有的甚至没有。但这很少公开,更是很少在媒体上披露。最近一家大型基金管理公司的代理人声明,反映了这个普遍的问题。一个普通的独立董事拥有这家公司所属的 24 支基金中 10 支基金的份额;总计为 1900 个基金单位,平均每 1 支基金 190 个基金单位,总市值为 3 万美元。金融上的利益似乎很小。在这样的情况下,很明显董事们的利益与基金持有人的利益之间没有什么必然联系。

总的说来,共同基金的管理中充满着矛盾——从董事会的组成,到董事会会议的性质和召开频率,以及董事的报酬水平等等,并且这些矛盾由于独立董事所持有的基金份额过少而恶化。事实上,基金管理公司控制着整个基金,凭着一纸"捆绑式"合同,他们提供了基金必须提供的所有服务——管理、投资组合运作和分配等,并从中得益。由此,真正受到服务的主人变成了基金管理公司,而不是投资者。

18.2 控制的结果

这种架构造成的结果是很清楚的。首先,为基金持有人所赚取

的收益比起市场收益差之千里。在过去 16 年里,258 家专业管理的基金仅有 42 家收益超过了美国全部股票指数 Wilshire5000 指数。而债券基金较之债券指数,超出的比率更低。在货币市场基金中,也没有一家基金的收益率超过短期利率。

这一收益差距主要是由于基金的费用支出所致。让我们将法律上的术语应用于金融领域。我将等式"毛收益—支出 = 净收益"作为金融服务中的宪法原则,而"在有效市场中,平常即是标准"则是金融服务中的法规。但是在现实的金融服务领域,宪法原则从未被修改,法规也从未被废止。它们反映了金融世界中永恒不变的事实。

尽管基金资产正以令人吃惊的速度增长,其费率也在激增。而这已不是新近才出现的现象。事实上,这种状况看上去会一直保持下去。自从 1924 年美国基金业创立以来,新基金的最低费率一直在上升,在最初的 60 年,它们由 0.38% 上升至 0.58%。(这些是最低费率,往往是资产规模达到足够水平中才使用,但这个资产水平可能永远达不到。现实的平均费率要高得多。)到了 80 年代和 90 年代,这一比率增长速度已接近 3 倍,由 0.58% 升至 0.72%——上升了 25%。紧随着费率提升而来的是基金资产 37 倍速的增长,从而导致实际费用更大幅度地增加。图 18.1 反映了该行业诞生至今平均最低费率的增长情况。

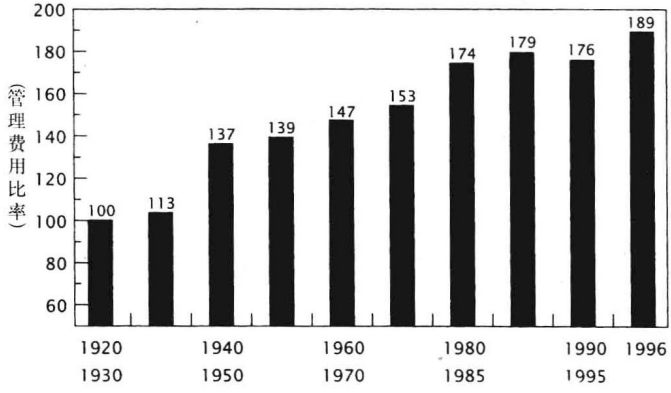


图 18.1 不同时期的管理费用(1920 – 1996,基点为 100)

此外,新的支出类型也加入到了基金的费用体系中。现在,费用支付给了咨询顾问,他们负责选择实施投资组合管理的咨询顾问,这

是最近非常普遍的现象。自1980年以来,直接从基金资产中征收基金推销费也很流行。这种收费被称为12b－1费制,原来只是为了促进新的基金份额的销售,但现在有60%的基金征收此项费用。

咨询费率的提升和推销费的加入,以及不断提高的基金运作开支,极大地增加了基金的总支出率。在过去的15年里,股权基金的平均支出率从1.04%增长至1.55%。同期,股权基金的资产增长了35倍,从800亿美元升至2.8万亿美元。相应地,股权基金承担的费用也从6亿美元升至340亿美元,增长了60倍。

管理者的利润增长得更快。尽管他们中大多数的业绩超不过消极型管理的基金,但基金经理们将税前的盈利率定在40%或更多。而在计算进营销支出前,这个比率可以达到50%甚至70%。营销将增加基金资产,从而有益于基金经理,而成本则由基金持有人承担。如果这个比例看起来高得离谱,那么就想一下为什么那么多金融公司出高价购买投资咨询公司,不就是为了获取咨询公司50%的收入吗?而咨询公司本身在失去50%利润的情况,照样运转正常,赚得盆满钵满。

管理公司也同样出售给了金融服务企业集团,其交易价格保证了这些巨额的边际收益得以维持。这些公司急于建立"一条龙"服务体系,因此向基金管理公司支付其管理资产的3%或5%。例如,一个管理着100亿美元基金组合的管理公司可以得到3亿至5亿美元,但基金持有人作为创造这些资产的人却没有享受到半分好处。

最明显的冲突是管理公司的所有者与基金所有者之间的利益分配,如公司出售时,或更为普遍的,在确定咨询费率时,因为这决定了基金的收益在两者之间如何分配。这是共同基金业面临的关键问题,必须由基金的董事们来解决。我不相信如果他们继续一仆二主的话,这个问题可以公平解决。

18.3 法律如何规定

> 全国公众的利益和投资者的利益受到不利的影响……当投资公司以投资顾问的利益出发,而不是以基金持有人的利益出发来组建,运作和管理时……或当投资公司未受到适当的监督

时。

这些句子是法律,它们选自1940年投资公司法案。该法的立法精神非常明确:“股东优先。”而法律条文并没有提示可以同时服务两个主人——拥有基金的基金持有人和控制基金的投资顾问。难以想像,在共同基金业,无论是法律的字面意思还是其精神竟然都未被遵守。

与此同时,也没有任何政府官员来捍卫它。投资公司协会的《投资公司董事指南》中只关注行政上的一些琐事,却忽略了如何掌管基金这个主题。这个指南明确地认可了外部管理公司这个概念。虽然它指出董事的职责就是评价基金表现,但它没有给出评价的标准,或是基金支出对基金收益的影响,以及现有的基金管理模式选择。协会的观点是基金董事们是基金业的“看门狗”,而这就够了。

美国律师业协会出版的《基金董事指南》也重申了这个观点。它引用美国高等法院的一个判决书中的话,指出基金的独立董事,是“独立的监督者”,职责是“照管好基金持有人的利益”。这句话很正确。但是这个指南接下来就开始对一些技术性的细节问题进行讨论。这些问题确实需要董事会考虑,但却没有涉及基金的一些核心问题,如投资顾问对基金的实际控制,使基金持有人的收益因高收费而大打折扣;投资顾问的利润使其他大多数公司相形见拙;缺乏评价基金业绩的明确标准等,也没有提出基金董事会可以撤消外部管理架构,聘用自己的职员。

那么独立董事们真的成为了“看门狗”,一心照管基金持有人的利益了吗?问题回答的关键在于基金行业管理架构的有效性。在业绩低于市场的同时不断增长的基金成本,臃肿的董事会结构以及董事会成员基金持有量的稀少,很难说这些“看门狗”是机警的。沃伦·巴菲特以其惯常的智慧,阐述了其观点:

> 我觉得独立董事根本不独立。1940年投资公司法案规定了独立董事这个职位,认为他们可以做所有投资者作的“看门狗”。而自1940年以来独立董事就整体而言一直是橡皮图章,对来自管理者的每一件事,不管是对是错,是好是坏都会表示同意,或者是漠不关心。更不要说与管理者进行降低费用的谈判了。很久以前,一位律师说选择董事时,管理公司应当找那些温

顺的西班牙长耳狗，而不是忠烈的德国猎犬。我要说现在有太多的西班牙长耳狗。

无需说明，西班牙长耳狗并不是以凶猛和擅长看家出名的。

18.4 可以替代的架构

没有人会问，为什么现今在基金董事会失察的情况下，外部管理架构盛行？为什么一个资产为100亿的基金组合需要一个管理公司呢？一个基金拥有支出1.2%的支出比率并不稀奇，也就是说100亿资产的基金组合每年需花费1.2亿美元：约2000万美元用在投资管理上，约2000万美元用在促销和广告上，还有3000万美元用在公司运作管理上，加起来共7000万美元，剩下的5000万美元就是基金管理公司的税前利润。为什么不自行管理，同时免除营销成本（这种成本对基金持有人有百害而无一利），从而减少大约7000万美元的费用呢？这样做符合投资顾问们的利益吗？不。这样做符合基金持有人的利益吗？是的。

今天，外部管理体系的存在只是因为它反映了现状。因此它短期内不会消失。但是如果基金董事们愿意停下来看一看，听一听这些反映基金业绩与费用之间关系的统计资料，他们就会明白一个简单的原则：当收益被分配时，成本起很大作用。

这一点很明显：要想在同类基金中取得最高的投资业绩，最简单最有力的方法就是将费用降至同类中的最低水平。当基金的董事们掌握了这一点，并且要求基金管理公司大幅降低费用时，基金投资者的利益才会得到保障。

今天，问题的一部分在于基金董事们并未认识到基金的业绩与支出之间是有因果关系的。相反的，基金董事们成为投资咨询公司在比较其它基金咨询顾问收费后提高收费过程中的一个帮手。在基金董事会察看其他具有相似投资目标和资产水平的基金的费率以前，尤其当基金的收费被认为是低于平均水平（当然是严重过失，必须立即改正），表面上独立的基金顾问就会使董事们相信由管理公司推荐的新的管理架构可以使基金保持竞争力。这个建议当然会被基金董事们通过，因为他们同时受雇于这家公司。基金董事们很少

给管理公司捣乱。

我的理解是,所谓的基金顾问并没有将基金业中最低费率的基金放进去比较。结果,同类可比基金的成本被夸大,进一步推动了通过提高费率的建议。这种疏忽使得基金董事们不再考虑是否有可替代的基金运行方式。这表明,基金顾问确实知道他们的职责:为使董事会通过提高费率的议案提供证据。

这个过程和美国公司中高层管理人员报酬的设立过程几乎完全相同(什么时候发生过公司顾问向首席执行官提出提高高层管理人员报酬而被拒绝过?)。其结果是高层管理人员的薪水、奖金和手中的股票期权越来越多。在今天繁荣的金融环境中,我们注意到这种现象也出现在基金的支出比率中。而且,不断上升的费率又受到猛增的基金资产的杠杆作用,使费用的金额扶摇直上。注意到这种现象的基金持有人的典型反应是:"应该有法律"来制止他们。其实有法律——投资公司法案,只是似乎没有人注意它。

18.5 采取法律行动了吗

或许我们应当制定新的法律,或至少在现行法律之下制定一个更新的法定追索权。在早些时候,我注意到支付基金董事高报酬的公司,它们的持有人需付出的费用也很高。付给基金董事的报酬不低于 10 万美元的股权基金公司,它们的费率比那些董事报酬低于 2.5 万美元的公司高出 16%。尤其令人吃惊的是支付高报酬的公司往往资产高于其它公司许多倍。结果是,这些巨型基金的收费金额大大高于其它规模较小的公司。

在最近一期的《哥伦比亚法律评论》杂志中,有一篇文章提出,法律术语"不适当的影响"非常适用于前述的晨星杂志的报告。这篇文章提出,原告在向法庭提出起诉时,为了说明基金董事会在同意增加管理费时所受到的"不适当的影响",可以举出三个例证:机会,动机和易受影响。这篇文章接下去解释道:"既然基金是由投资顾问建立和管理的,证明它们有机会使外部的董事依赖投资顾问.....这很简单……因为管理费率的高低直接影响投资顾问的利润,所以他们有足够的动机来对董事们施加影响,使他们通过新的费率,从而

损害持有人利益……(晨星杂志关于基金支出情况的报告)显示外部董事易受投资顾问影响,因为后者拥有前者。"

这篇文章还指出,为了基金的利益,"不能成为投资顾问们从别人的投资资金里拿走不应得的钱财的理由。"这是一个重要的问题,无论它在法律上多么难以解决。[①] 至今为止,共同基金业不可能被告倒,因为如果基金的董事们不受投资顾问控制,并且十分清楚基金完全可以收回这些费用,而他们已做出了决定放弃追回,这些董事会重新考虑是否同意增加管理费,但事实与此相反。因此,在这样的背景下,文章中提出的针对不适当影响的法律行动需要很长时间才能获胜。无论它的价值有多么清楚。对于过高的管理费,最有可能的解决方法来自立法和执法部门。

18.6 国会和证券管理委员会

在华盛顿特区,至少有些让人鼓舞的是,(对顾问来说)他们现在舒适的现状将会被改变。证券管理委员会已经"开始对那些享受高利润,但却给其持有人提供较差业绩和较高的费用的基金给予了严格的监督"。国会议员吉尔曼和马奎已经对基金费用和基金董事的职责表示了关注。

最近,证券管理委员会主席阿瑟·利维特,在我眼里他是最好的维护共同基金持有人利益的人,也开始将注意力放到这件事情上。在最近一次投资公司协会成员的会议上,利维特主席阐述了他的观点。他首先对有关基金费用对回报产生的影响普遍披露不足表示了担忧,"我不需要对各位说每 1% 的费用将使 10 年后的期终资本减少 17%"。实际上,平均 2% 的股权基金总费率,将会使 10 年后积累的资本减少 24%,在 25 年后减少 39%(具体的数字由实际回报率决定)。

在同一次讲话上,利维特主席表示了对基金运作中基金董事会的角色的担忧,他反问道:"什么时候董事才能独立? 在选择和解雇

① 鉴于这些问题发生在一个特殊的环境里,这种迄今未尝试过的诉讼或许会成功,也可能会失败。

基金咨询顾问时，董事会和基金持有人各自的角色又是什么？”在提出“费用必须引起我们的重视”之后，他补充道：“不应该有人‘有荒唐的想法’认为基金董事不用像公司董事那样立场坚定、警觉和独立。那些真是这样认为的人是在为没有时间和兴趣维护基金持有人利益的基金董事们找借口……如果基金董事忘了自己代表着谁的利益，这些基金是不会长久的。”

证券管理委员会主席也宣布，他马上将召开一个圆桌会议，“来促使大家在是否需要改变现有基金管理架构问题上达到一致。”他在这次讲话的结束语中说道：“我希望基金董事们要记住他们是为谁服务的——是基金持有人。我同样希望基金董事们能不辞辛劳地维护基金持有人的利益。”

这些话也许将是期待已久的改进现有基金管理架构的开始。利维特主席的强硬措辞有助于增加公众对于共同基金业中基金成本，董事职责和行业结构等对基金影响的认识。国会的质询更是让公众思考 1940 年法案的前言和共同基金业此后令人难堪的费用征收记录的关系。新的董事的受托人职责联邦标准将有助于更好地为基金持有人的利益服务。而舆论如果将更多的注意力集中在传统证券组合管理的不足和成本对于长期投资收益的影响，将是一个重要的补充。总之，这些说教如果能转化为投资者在选择基金时越来越多的认知和谨慎的决策，它们将最终使董事们清醒地认识到他们的受托人职责。

18.7 空衣架

金融新闻界已经开始将注意力放在共同基金的董事们是否与他们所承担的责任相称职的上面，虽然还有点犹豫，1998 年中《纽约时报》发表了一篇题为《当空衣架充满了董事会》的文章，这篇文章配以围在董事会的会议桌旁边的空衣架的巨幅照片。该文章认为“董事们只要有任何程度的犹豫，就将引起个人投资者的流失”。接下来则用客观的语气，描述了公众公司的董事会和共同基金的董事会在履行他们职责时的区别。《纽约时报》接着又描述“权力是如何从基金董事们向那些构建、推销和管理基金的公司转移的”。

这篇文章存在着两处让人吃惊的地方。首先是它所认为的优秀的基金管理架构似乎在美国并不存在。在这些基金组织中“基金董事们没有责任来确定基金的管理费用,这样他们可以不受基金管理合约的打扰,而可以将时间花在监督基金经理人的业务实践上,比如投资指导方针是否贯彻等等。”它似乎找到了一条解决对公众利益漠不关心的“空衣架”董事综合症的特殊的办法,然而这种方法忽视了问题存在的本质和过程。文章的第二处令人惊奇的地方是它居然不知有一家大规模的基金公司采用了完全不同的管理结构。在这个基金公司中,基金拥有和控制自己的管理公司,这样使基金的操作成本比行业的平均水平低75%,而每年它的持有人可以节约30亿美元。沃伦·巴菲特曾经说过,如果在实践中他们能采取这种不同的管理架构,基金董事们能为投资者每年节省约100亿美元,实际上这种节约可以很容易达到每年300亿美元。

18.8 谁是真正的主人

在美国有关公司董事对股东价值的关注实际上已经在世界范围内引起了公司经营方式的革命。相反,共同基金董事没有看到基金持有人价值的重要性,是因为董事会和董事们有限的观察力,他们的行为像是温顺的看家狗,他们对成本理论也好像一无所知。

董事们的职责承诺书显示了这些区别。对于公司董事们来说,它是:“决一死战”,提高股东价值。对于基金董事们来说:“接受现状”,他们所能给的只能是无为导致的失察,接受远远不能令人满意的股东价值。或者用巴菲特的话说:让自己成为娇生惯养的西班牙长耳狗,而不是凶猛的德国猎犬。

怎样才能使该行业最好地平衡董事和基金持有人之间的利益呢?常识告诉我们,一个有效而简单的开始是:让基金的董事会写下自己的职责承诺书,并在基金的年报中发表出来,这将会是一个好的开端。

约5千万不知名的基金持有人为长期牛市带来的巨大收益而感到无比兴奋,他们却没意识到他们所得到的要比原本应得的要少的多。他们完全可以从理应维护他们的利益的董事那里得到更好的回

报。这些董事们必须为一个主人服务,而且只能是一个主人:那些对他们表示信任,要求他们维护他们利益的基金持有人。

马太福音中写道:“没有人可以同时为两个主人服务,因为他要么必须恨这个人而去爱另外一个人,要么他必须支持这一个人而去恨另一个人,你不可能同时为上帝和财神服务。”实际上,根据1940年的投资公司法案,基金持有人被指定为他们所要服务的“上帝”。然而基金持有人原本应该拥有的财富却因为过多的基金费用而被大幅度降低了。与此同时,大量的财富却被共同基金管理者不断地占据。基金董事们要为基金持有人服务:是这些人选举、信任他们,并用自己的投资来创立基金。基金组织的股东才是他们真正的主人。

第十九章　关于结构战略原则

大多数的共同基金投资者不知道他们的共同基金公司是如何组成的。事实上，我们中的很少一部分人会考虑与我们有业务往来的公司的组织结构。为什么我们必须关心呢？我们的银行是储蓄贷款的机构还是商业银行又有什么区别呢？大多数人可能只关心是否能得到最好的服务和最高的利息率。

但是在共同基金行业中，我们必须去关心。基金的组织结构将对我们的收益产生巨大的影响。然而，几乎没有人注意到这个问题。媒体也不了解它，关心它，完全是接受现状。但是一个共同基金组合的公司组织结构是基金联接公司与基金持有人之间关系的基本的决定因素。

除了有一方面有大的差异之外，所有的共同基金联合公司都在一个简单的结构下运行。这个结构是：由基金持有人拥有、由董事们管理的一组相关的投资公司（共同基金）。其中的每一个基金与外面的管理公司签约，由他们来进行运作，并付给他们一定的费用作为回报。管理公司负责提供基金生存所必须的几乎所有的活动：投资咨询服务、营销服务以及合法的金融服务。

它与另外一些共同基金组织拥有相似的基本公司结构，唯一的例外是：与通过支付一定的费用从外部得到所必须的服务相反，我在1974年创立先锋集团时，在减少成本的基础上设法自己提供服务。这两种结构之间的不同由图19.1给出。

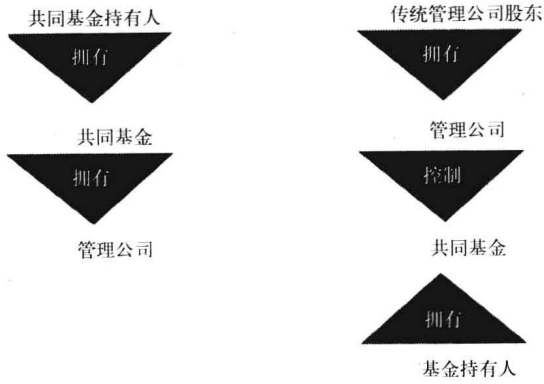


图 19.1 共同基金所有权结构与传统公司结构

在 1940 年的投资公司法案下，两种结构都被考虑在内，并且均予以公平对待。但是在投资公司法案的绪言中明确表示，共同基金由它的基金持有人拥有，只能完全根据所有者的利益来经营。然而在现存的法律框架中，这个基本的原则很难严格执行。该行业一贯的做法导致共同基金持有人与那些在经营共同基金过程中获取高额利润的管理公司的所有者之间巨大的利益冲突。分配投资收益分配时，经理得到的越多，股东得到的就越少。管理公司的每一美元利润，对于共同基金股东来说就是一美元的损失。就这么简单。

19.1 所有权结构的比较

在传统的结构中，基金只不过是公司的外表，它唯一的角色是成为投资证券组合的合法所有者。一个基金通常只在名义上存在，基金的持有人是它的最大的所有者。但是由于所有权不断的在数以千计的投资者之间流通。因此这些所有者不可能对基金进行控制。控制工作于是就授予外部的管理公司。这些公司建立了基金，给它起名字，选择它的经营者，其中的大部分必须独立于管理公司。这些公

司提供给基金管理人员，还有所有该基金生存所必需的服务。作为回报，基金每年付给管理公司一定的费用，通常以该基金资产一定的百分比来计算。管理公司为一个相同的共同基金联合公司中大约5到50个姐妹基金提供相同的服务，管理公司的所有权有时属于一到两个人，有时是一群合伙人，甚至可能是外部公众股持有者。

事实上，在现有的行业结构下，基金是被投资顾问控制的。控制权与所有权已经完全分离。而在真正的共同基金结构中，基金是由它的股东所拥有和控制的，经营的目的只有一个，就是为了他们的利益。就像一个“标准”的公司，雇用自己的管理人员和员工一样，自己管理自己的事务。但是为了管理上的便利，它通过一个100%由基金公司拥有和控制的独立的管理公司来对基金进行管理。管理公司和基金公司的管理人员、董事，包括独立董事都是相同的。两者都不拥有管理公司的股票。有效的共同基金结构意味着基金董事提供指导和监督，不只为他们自己的基金管理负责，而且为整个基金“群体”的运作负责。在真正的共同基金组织之中，只有一个真正必须为之服务的主人——那就是基金持有人。

这两种完全不同的公司结构之间的根本差别导致了完全不同的公司运作策略。在真正的共同基金结构中，基金公司只能采取那些能完全满足它的所有者——基金持有人需要的投资策略，而没有其他的选择。相反，由于存在基金持有人和管理公司股票持有者这两个主人，传统的共同基金公司寻求能为两个主人服务的策略。而两个主人有着各自相互抵触的不同的需要。完全从逻辑的角度出发，可以得出结论，这两种完全不同形式的组织结构会产生差别很大的公司运作策略。而事实的确如此。在基金行业中“功能是由形式决定的”。这条原则正好与伟大的路易斯·沙利文关于建筑的原则“形式是由功能决定的”相反。确实，该行业的现实经历已经证实了它们之间重要的关系。投资策略是由结构决定的。

19.2 创造的历史

如果我们的共同基金行业被一个刚从外星球来的新的投资者所了解，他的第一反应将会是迷惑不解。共同基金在一种制度安排下

经营，这种制度安排在资本市场的其他地方不可能存在。这些承担着风险，将他们的资金放在基金的持有人，只能在管理公司之后获得他们自己的收益。这些管理公司是被雇来经营基金的。它们向基金收费，在支付必须的花费以外，获得报酬。这些公司无须承担资金风险，却享有大部分的报酬。基金持有人所获得收益完全由基金的净投资收益决定，而那些管理公司所获得的报酬则主要由持有人的资产数量决定。基金的相对收益——它在长期内超过或低于市场收益或者是同行的平均收益水平的程度——对顾问所得到的报酬产生很小的影响。

对传统的基金结构一无所知的大多数人来说，看到这种情况一定会感觉奇怪。为什么一个大规模的基金联合公司不能自己管理自己的事务呢？为什么它不能像美国的其他的公司一样，只为股东的利益服务呢（虽然这种体系算不得完美，但效率很高）？这些问题不能用逻辑来解决。只有历史数据才能给出答案！

早期的共同基金是受托人为了他们所服务的委托人的利益而创立的。他们主要是尝试把较少的个人投资资产集中到一起，从而做到投资的分散化和高效率。然而新的潮流开始出现，并且逐渐成为共同基金行业总的趋势。那就是越来越多基金组织是由企业家创建起来，这些企业家投资于某个公司，目的去发展、推销和管理一群基金，使这些基金的资产将达到一个相当的水平。

投资资本变得越来越大。几乎所有的管理公司在一开始完全由他们的创立者拥有，后来所有权逐步转向合伙人和高层管理人员。再后来，在19世纪70年代和80年代得到巨大发展的趋势是向公众募股，产生一批与实体的经营无关的新投资者，他们唯一的兴趣在于分享管理公司不断增长的利润。现在，20世纪90年代末，不断增加的基金组合被卖给其他公司。早先由私人和公众混合的所有权形式正以更大的金融集团的面目出现。

目前所有人转手的价格，也就是管理公司的价值，一般是他所管理的基金资本的4%（不过波动性很大）。共同基金行业目前的资产为5万多亿美元，那么独立的管理公司的价值至少有2000亿美元，怎么说都是个巨大的数字。为了验证这个价值，购买了管理公司的集团（或者是私人和公众混合所有的公司）必须看到他们投资的回

报率，也就是税后收益达到每年12%或税前收益率达到17%。对于管理公司的所有者来说，为了这些集团所投资的2000万美元能够得到17%的税前收益率。基金持有人必须每年支付340万美元，超过了提供基金管理、市场营销和管理服务的实际成本。这样的结构，共同基金持有人理应提出以下问题：

●如果在金融市场中可得到的投资收益从基金投资者向基金经理转移，这种传统的基金结构是否值得推广？

●支撑这种结构的顾问费的定价是否合理？

●基金的管理层是否对基金持有人与管理公司股东的利益不平衡有所反应？是否有一些能够接受的共同结构类型会出现？

19.3 战略取决于结构

对我来说，答案就在于要看哪种公司策略能在长期运行中更好地为基金持有人的利益服务。不同的公司结构导致相反的运作策略。一方面，传统的结构，它是为两群经常存在利益冲突的所有人服务而设计的。一方面是内部管理结构，它是单独为基金所有者服务而设计的。这两个方面的差异，造成了在公司运作策略方面的差异，就像表19.1说明的那样，除了在服务战略方面的例外，这些差别还是很大的。

表19.1 战略是由结构决定

	战略	共同结构	传统结构
1	利润	高(对股东)	很高(对经理)
2	定价	成本	现有情况允许的
3	服务	优秀	优秀
4	风险管理	不抗风险	抗风险
5	产品	合理的	流行的
6	指数化	热情地采用	排斥
7	市场营销	保守的	进取的

19.3.1 利润战略

毫无疑问，最好的外部管理公司会为基金持有人竭尽全力地赚

取尽可能高的收益，当然是在扣除费用之前。同样毫无疑问的是，它同样竭尽全力地使自己的利润最大化。公司利润最大化（而不是基金利润的最大化）的方针是明确的。这些组织与他们的股东之间存在着信托责任，这些股东就像其他任何组织的资本所有者一样，希望能让自己的投资得到高回报。这些组织希望，也确实从它的股东那里得到费用，这些费用足够支付他们的费用，当他们的费用比其他可比的基金低时，他们会要求基金董事增加费用，而这个也会被基金持有人正式批准。虽然近几年连续的牛市，将管理公司利润升至就是在3年前也无法想象的水平，却仍未听说费率有过明显的下降。那样也许是不错的，因为基金持有人交给受托人的资产已经使管理公司股东中产生出了不少亿万富翁。但是从全局的角度考虑，也许还有更好的方法。

真正的共同基金组织也希望为自己的基金持有人赢得尽可能高的收益。因此它的结构能保证最终的利润能回到基金持有人手中。这里所说的利润，反映了它经营基金的实际费用，和按照行业标准可以收取的报酬之间的区别。真正的共同基金组织每一美元的节省将是它的基金一美元额外的利润。这是很简单的事情。因此，真正的共同基金组织的单目标（提高基金股东的收益）和行业的双目标（提高基金股东的收益与管理公司股东的收益）之间有很大的区别。

表19.1给出了基金投资者的“高”利润取向和经理的“很高”利润取向的区别。这反映了为别人——基金持有人挣钱的积极性，远没有通过自己拥有所有权的管理公司来为自己挣钱的积极性大，当亚当·斯密在描述“看不见的手”的概念时，他得出结论，单个的商人“通常不会去促进公众利益，也不知道它提供了多少”。因此，斯密认为“不是由于屠夫、酿酒师、面包师的仁慈，才有我们的晚餐，而是由于他们自己的利益……他们的自爱”。因此，在传统的共同基金行业里，我们不能期望管理公司为了公众的利益经营，我们必须记得这个事实，他们的事业是拿别人的钱去投资，而使自己的利润最大化，虽然这些利润来自他们的基金股东的牺牲。

19.3.2 定价战略

传统（外部管理）基金联合公司的定价战略，坦率地说，是现有

情况允许的定价。大概这个战略出自于公众对共同基金没有批判的接受，因为基金在长期的牛市中给投资者提供了大量的绝对收益，即使扣除了成本。也有可能出自公众对于成本在收益中的重要地位的忽略。在40年代较为平静的投资环境中，允许的基金年支出率为总资本的0.75%。现在，在一个繁荣的环境下，允许承受双倍的负担：股权基金的费用达到总资本的1.5%，这个行业的从业人员以充分的想象力为销售和营销发生额外的费用寻找正当理由，在整个行业内，所有共同基金（包括债券和货币市场基金）的持有人所支付的平均费用率，现在已经达到1.2%，而且还在继续增加。在外部管理公司的竞争中，定价的依据是在认为不损害基金持有人的收益的同时，使管理者的利益最大化。结果是：投资者的代价是高的。

投资顾问们早就知道，那些基金持有人通常看不到的费用的微小增长，会对管理公司的利润产生巨大影响。如果一家有250亿美元资产的股权基金集团的顾问申请提高咨询费（或增加营销费用，）从而使基金的费用比率从0.8%增加到1%，很少有持有人会注意到这一点，往往会投票通过。这些基金的成本可能还是低于行业的平均成本。但是顾问费将增加0.2%，也就是5000万美元。假如咨询顾问的支出没有增加，那么增加的报酬100%将会成为税前利润。提高费用将对利润产生明显的杠杆效应。当现状是没有人关心要承担多少成本，那么这是合理的结果，虽然这种结果会损害基金持有人的利益。

由于公司结构的不同，有真正的共同基金结构的公司的基金成本远远低于现状所能承受的水平。据统计，由行业中唯一一个真正具有共同基金结构的基金集团管理的基金成本是该行业最低的。经营、营销的综合成本不到基金资产的0.3%，比行业标准1.2%低0.9个百分点以上。甚至假设一个小一点的真正具有共同基金结构的基金集团以50个基点的成本运作，结果可以节省70个基点的年利润。因此，基金持有人每100亿资产中可以节省大约7000万美元。对于基金经理人来说，共同基金这门生意的利润是非常大的。

对于共同基金投资的成本的看法存在着很大的分歧。然而就像在本书中反复强调的一样：成本很重要。在货币市场共同基金中，证券等级是一致的，造成投资者的净收益差异100%是成本差异的原

因。在债券基金中,证券的等级和到期日是一致的,在导致净收益差异的诸多因素中成本差异占80%。由于货币市场基金和债券市场基金中,成本与收益之间直接关系非常明确。随着过去20年间这些基金的出现和逐渐在市场上建立一定的地位,引出了关于行业定价这一深刻的问题,并及时地使投资者、基金出售者和监督者对过时的"现状允许承受"的标准,提出质疑。

在提供更高收益的股票市场中,普通股基金的投资也同样需要一个更好的标准。如果我们假设股票的名义收益为10%,考虑了通胀和税收因素后,在计算基金成本之前的年收益率大约是5%,一个普通股基金每年所有的成本加起来为2.5%,占了基金实际税后收益的50%,在一个低成本的基金中,每年0.2%的支出,只是收益的5%。永远不要忘记,投资者可以支付的是实际收益(名义收益减去通货膨胀)。而投资者实际支付的成本则是名义成本。无论你是获得10%还是5%的收益,也无论它是名义收益还是实际收益,你的成本将是2.5%或是0.2%。明智的投资者必须认识到投资中的成本——考虑潜在的未来收益,然后以税收和通胀来进行调整——正在不断上升。

19.3.3 服务战略

共同基金业不仅努力地达到顾客的期望值,而且还试图超越这个期望值。所以优质的服务正在变为一种商品。是否有"更好的"和"更差的"共同基金投资服务的提供者呢?当然有的。但是两者的差别正在很快地缩小,无论何种组织形式的公司,服务都谈不上高标准。

在这里,两种类型的基金组织之间区别很小。在传统的结构下,基金咨询顾问为基金股东服务主要出于提高自我利益的考虑。毕竟在短期内,作为一个基金持有人更倾向于考虑服务的满意度(或不满意度),而不是成本以及它对收益的影响。感到满意的股东将不会赎回自己的基金份额。确实的;在现今繁荣的金融市场中,满意的股东将会不断地增加他们的投资,并且还会投资于基金联合公司下属的其它基金,对于经理人来说,感到满意的共同基金股东就像是在银行里的钱。

而真正的共同基金组织在本质上的优势可以进一步提高服务质量。在一个真正的共同基金架构中，它的持有人由于对基金公司拥有所有权，因此也同样拥有了管理公司的股份。于是这种服务就有一点点区别。许多基金组织信奉这样的原则："就像对待主人一样对待你的顾客。"而真正的共同基金组织可以在后面附上这样一句话："因为他们是我的主人"。这或许是基金在服务顾客这个问题上的看法大相径庭的原因。而且，真正的共同基金组织在服务时占有优势，因为它是以低成本运作，不用过多地削弱它在成本上的优势，就可以使投资者得到更多的收益。另一方面，传统基金集团的管理者，不太情愿在服务上花费更多，因为费用将减少经理的利润。

19.3.4 风险管理战略

在传统经营的普通股基金中，风险管理战略可以很好地被概括为相对无关紧要——"相对"是因为一般认为各种类型的（大市值成长型，小市值价值型，等等）基金的风险与同类的风险相似。在股权基金领域，风险是很难衡量的概念，短期价格的变动性虽然可以很容易地用数量表示，但只是一个简略的信号。投资者一般认为，风险即是与同类型的基金相比，基金价格的波动。这个分类，是根据《晨星》杂志的井字格分类形式，价值型、混合型和成长型在水平轴，大、中、小规模在垂直轴上。当然，当股票市场价格暴跌时，实际风险就出现了。不过历史数据表明，不同类型的基金的价格降低幅度与过去一致。比如大市值价值型基金通常下降幅度最小，而小市值成长型下降幅度则最大。

然而当我们考虑债券和货币市场基金时，许多传统的基金表现出了相当大的抗风险能力。一个影响投资者对固定收入基金的选择的基本因素是收益率。一个基金的净收益很大程度由毛收益和费用决定，费用和净收益此消彼长。随着时间的推移，对于固定收入基金来说，净收益是总的回报的决定因素。净收益的差别将导致长期回报的巨大差异。那些高费用基金的顾问，不得不对没有竞争优势的收益率以及少量的资产（他们仍在其中拿走不断增高的费用）感到满足。否则，他们会面临更大的风险。他们可能会投资一些与低成本的同类基金相比，更低等级或更长到期日的证券组合，使自己的净

收益能提高到市场平均水平。

债券基金的投资组合的统计数字表明，许多这样不同质量等级和不同到期日的混合，在现实中也确实发生了。有较高成本的债券基金倾向于保持低等级的投资组合（见第七章）。有时，可以惊奇地发现这些组合甚至可能提高收益（比如在一个经济繁荣和低利率的环境下）。但是长期来看，几乎肯定会减少收益。高成本可能会吞食那些通过投资低等级和长期债券而得到的风险溢价的大部分甚至全部。

然而在货币市场领域中，只有很小的空间来增加风险，因为美国证券管理委员会的法规严格地规定了证券的等级和到期日。更进一步，管理公司还必须考虑自己的“信誉风险”。如果一个基金的净资产值从普遍预期（很难保证）的每股 1 美元降到每股 0.99 美元，他将很快被货币基金行业淘汰。经理人将被解雇，而它的债券和普通股基金的信誉也会遭到极大的损害。就是这样，还没有哪个每股 1 美元的净资产价值的货币市场基金的经理人会丢饭碗。当货币基金的风险过高时（通常是为了弥补他们的高费用），就会被他们的管理公司以帐面价值购买。

而真正的共同基金组织的风险管理战略可以说是抵抗风险的。有了竞争性的低成本，等于已经提供了更高的收益，何必在债券或货币市场基金上追求更高的收益呢？远离风险对于具有真正的共同基金架构的基金来说很容易，尤其是那些持有高等级债券，并限制债券到期日多样化的基金。如果收益率相同，任何精明的投资者都会优先选择运行良好的、低成本的、AAA 级的中期市政公债基金，而不会是 A 级的中期或 AAA 级的长期债券基金。很明显，一般常识就会让我们做出这个选择。与已经被普遍接受的格言“没有免费的午餐”相对的，在共同基金行业中有免费的午餐，高的收益确实没有必要伴随高风险。当风险是恒定的时候，高回收可以由低成本得到。

19.3.5 产品战略

我讨厌用“产品”这个词来描述共同基金，毕竟一支共同基金代表着在受托人职责基础上的一个形式多样的投资组合。但是共同基金业正将注意力集中在发展新的产品。这些新产品很少具有鲜明的

投资特征，设计出来是为了吸引投资公众。“流行的新产品”——一个更加令人生厌的词，如今却在基金市场中很流行，因为它可以提高基金的资本，从而为它们的发起人提供更多的费用和利润。

在现在的环境下，传统的共同基金管理公司似乎都有义务走创造新产品的道路。如果新兴市场正热，于是就得尽快地建立立一支新兴市场基金，等等。当投资顾问公司所有人的一个重要的目标是积聚基金资产时，不管新基金的长期价值如何，他们都不会阻止创建有市场需求的基金。

痛苦的经历已经教训了这个行业，对于一种新概念的公众需求达到顶峰的时刻，通常与气球被吹到极限的时刻是相似的。我们知道一种商品的出售最佳时机就是购买的最差时机。基金持有人为此付出了代价。这种事当然会经常发生，就像我在第十六章中讲到过的政府保险基金、短期全球固定收入基金、浮动利率抵押基金那样。

而真正的共同基金组织则无需加入所谓新产品的竞争中去。它不需要去吸引大量的资金。它的工作不是去创造新的流行产品，因为那样不会提高基金持有人的收益，而只会为基金管理公司的所有者挣得高额的净利润。如果说是一个投资计划是合理和有理性的，就算由于市场的一时冲动而暂时价值被高估，它最后还是会在基金公司中生存下来。因为它为基金持有人提供了有吸引力的低成本选择，而其它基金则不得不另找投资方向。但是就长期来看，真正的共同基金结构可以完全没有负担地以是否有投资价值，而不是营销的热点为依据来建立基金。

如果在传统上来说，一个真正的共同基金联合公司不追求它的利润最大化，也就是不为它的管理者寻求企业家利润。当流行出现而一般常识却被丢掉的时候，它可以在共同基金市场中站稳，正是因为“其它的人都在做它”和在新产品上行业正在获得巨大的利润，真正的共同基金组织一定会追随潮流。由于没有获取更多市场份额的压力，这样的组织可以对所谓的产品战略说“不”。

19.3.6 指数化战略

几乎所有的共同基金都是积极型管理投资组合。但消极管理的指数化组合尽管数量极少（每300支基金中仅有一支），但它得到了

投资者广泛的接受。指数基金成功的秘诀是,它具有在非常低的成本基础上,提供分散化投资的能力。如果只有低成本指数基金,那么追求高利润、以及采取高定价策略的基金管理公司就不可能为它的股权所有人带来丰厚的收益。因此,许多公司故意诋毁指数基金的成功,尽力让投资者投资高成本的主动管理基金上。

但是,指数基金———种完全独特的新"产品",如果你愿意这样叫的话,——发展得很快,尤其在机构 401(k)储蓄和养老金计划中。指数基金的发展给传统的经理人打入这个市场带来了相当大的压力。由于害怕如果他们不给养老金顾客提供指数基金,他们的市场份额将会减少,传统经理们已经开始勉强提供指数组合,暂时地补贴费用,使成本减少到这个更为成熟的市场能够承受的成本。这些公司几乎都希望这个独特的新产品只是一时流行。如果不是这样,那么那些基金管理公司股东的长期收益就会受到威胁。

对他们来说,我既有好消息,也有坏消息。好消息是建立在标准普尔 500 指数基础上的指数基金的表现以后不太可能像近几年那样好。指数中占主要地位的超大市值股票在这一段时间的良好表现后,标准普尔 500 指数甚至可能会落后于整个市场,因为中型、或小市值的股票可能会接下来领先于市场。坏消息是指数基金一定会提供比相应的积极型管理基金更高的长期收益,而且业绩优于其中的 75%。基于数学推理看行业目前的成本结构、以及历史事实,这种优越性是不可避免的。

真正的共同基金组织是指数基金概念必然的推崇者。这些组织即使不情愿,也不可能不提供指数基金。指数化对基金行业会带来损失,但很明显对投资者它会带来收益。当机构投资者将传统的基金组织拖进指数化行列时,真正的共同基金组织却是用传教士般的热情进行这项工作。指数化一定会使基金管理公司无利可图,因为形势很明显,投资者不仅要求指数基金提供更好的回报,并且最终还会联合抵制那些高成本运作,并收取销售费的指数基金。因为决定进入指数化行列的投资者,只需常识就会选择最低成本、无发行费的指数基金,这样的基金更可能是由真正的共同基金组织提供。

19.3.7 营销战略

如果行业发展带来的金融利益大部分流入到管理公司而不是基金持有人手中,那是管理公司现在成为了积极的敛聚资产者。行业中最大的几家基金联合公司每年投入到媒体广告中的费用高达1亿美元。在早期,共同基金业的平淡无奇的广告只是用5.5点铅字打印出来的共同基金每日经营情况汇报。如今这个固定的广告已经让位于放在电视黄金时间的广告:用摇滚乐来宣传过去的业绩以及20秒的情节剧似的介绍。这些方法的结果很可能会引起最终未获得预期收益的投资者的反感。

但是,这种过份的市场营销不仅仅是误导,还会对基金持有人的投资收益产生负面影响。市场营销的代价是昂贵的,但是成本是由基金持有人,而不是那些宣传基金的人来承担。"钱不是目的"好象已经成为这个行业为寻求市场份额和追求更大的管理公司利润时的借口。管理公司为什么要考虑营销费用呢?由基金持有人支付的费用是其利润的来源,因此营销成本就是来自于基金持有人的投资利润。投资者付钱促进基金资产增长,而换来的结果是其收益却受到损害。

对于有着传统的基金结构,并准备花费一部分管理费以期在未来获得更多的利润的基金联合公司来说,一个积极的营销战略是完全合乎逻辑和有效的。而对于真正的以低成本经营的共同基金组织,一个注重传递信息,而不是宣传的保守营销策略是合乎逻辑和有效的。就象任何一个企业组织,真正的共同基金组织也会关注一下市场份额,因为它藉此粗略地衡量一下是否满足了投资大众的要求。真正的共同基金组织有两条原则:市场份额只是一个衡量标准,而不是目标;市场份额必须是挣得的而不是买的。

根据这两个指导方针,真正的共同基金组织会采取一个相当保守的营销战略,因为在这里,基金持有人和基金管理者在成本问题上站在了一起,基金的结构绝对需要低预算的广告投放。不像传统的基金组织依靠积极的营销战略。真正的共同基金组织更能理解,"基金"并不是可以随时根据投资者喜好拿出来卖的"产品"。它将会接受一种严谨的营销战略,拒绝采用对基金持有人毫无益处的高

成本的促销办法。

19.4 辛巴与食物链

能在投资管理中有关结构问题方面找到一个与我观点相同的人真是难得而又高兴的事。凯斯·安布巴希尔,广受尊敬的养老金投资管理的评论家,最近把行业目前的结构与理想的结构进行了比较。下面这段摘自他的一篇通讯,以迪斯尼动画片《狮子王》中的一段有关主角辛巴的对话开始:

问:"什么东西能吃了它?"

答:"没有,它在食物链的最顶端。"

投资管理行业的所有者、管理者以及从业人员无疑是金融食物链中的辛巴们。从个人财富创造方面看,他们很明显在最顶端。然而,好象有一些东西正在吃他们中的大部分。那个"有些东西"是如果行业要为顾客"以合理价格生产高质量产品"它应该怎样经营,以及它实际经营之间持续增大的差异。"理想与现实"之间差异任何程度的缩小都会导致顾客口袋中更多的钱,而供给者口袋中更少的钱。

理想的投资管理行业必须有三项主要功能:(1)公开交易的金融资产中的极大部分由一小部分大型的、综合的提供管理者以消极和低费用的方式管理,由此产生的规模经济应该给予客户;(2)公开交易的金融资产中很小一部分资本由大量的提供管理者在与业绩挂钩的费用基础上进行主动管理。因为真正能增加价值的主动型管理是稀缺资源;(3)行业的投资表现信息,应是风险调整后的净业绩,与事先定义的、反映组合既定投资策略的投资基准组合的比较。

现实的行业特征与理想的特征有很大的区别:(1)很小一部分金融资产被被动管理;(2)很大部分金融资产是在与资产挂钩的费用基础上,而不是与业绩挂钩的费用基金上进行主动管理;(3)养老基金的管理者越来越清楚主动管理已经使得养老基金的价值降低。毫无疑问,如果准确衡量的话,共同基金部门中价值的损失要比养老基金部门大,因为共同基金要付的费

用通常比养老基金高。

今天,“理想与现实”的差异越来越大,提供管理者在顶部敛聚与资产挂钩的管理费,而在底部的客户却在付钱给他们的同时没有得到足够的收益。

首先,从成千上万的似乎是很精明的股票和债券市场专家中挑选几个来管理上亿的资产时,选择是有限的,一般人会觉得意外。投资专家们则知道这个情况。然而为了他们的金融利益,他们不会让客户也了解这个情况。

第二,大多数顾客还是不理解高费用对长期投资收益产生的巨大的影响。这个事实还没有在共同基金领域得到足够的传播。

金融食物链反过来运行的事实存在于投资管理行业中。而矛盾的是,在客户得到的与提供者所提供的之间更好的“价值”平衡,通常意味着顾客得到更多的钱,许多提供者则得到更少的钱。

因为收费较养老基金高,(共同基金行业)的平均收益还比不是很好的养老金的收益低出相当多。接下来的时间,证券领域个位数的收益率将会使结果完全不同。如果在一个股票收益率为8%和债券收益率为6%的金融市场中,高的费用不会再有,被动型基金的管理者将不断通过减少费用和低成本提供指数基金来增加竞争力。对于自己的能力有充分自信的主动型的管理者,也会意识到实行与业绩挂钩的费用符合他们和他们客户的共同利益。这些因素会将顾客提升到原本应属于他们的金融食物链的最顶端。

精明的共同基金从业人员、公共401(k)储蓄计划的执行者、普通的投资者、证券监督者、思想家、金融学教授和诺贝尔奖获得者在为更好地平衡顾客与经理之间的利益而努力,如果他们都能像凯斯·安布巴希尔那样说出来,或许我们在创造21世纪更为健康的共同基金业的事业中,会取得一定的进步。

19.5 展望未来

共同结构中的公司结构指定了它的基本战略，依赖于我在14章所描述的投资的四个方面：风险、收益、时间与成本之间的内部联系，投资者、投资咨询顾问以及学者们通常会接受风险与收益，那些投资者很快会发现他们疏忽了成本因素，而且还会发现它会随时间推移不断扩大。当投资者发现了以后，共同基金业就不得不将注意力放在由支出、组合交易、额外的税收带来的巨大成本以及指数化的内在优势上。

请允许我提出一些对未来基金业变革的想法。首先，这个行业要改变，必须是基金投资者的自觉，就像美国殖民地人民为了获得自治的权利而去战斗。而管理公司就像1776年的英国王室，从现状中获得了无数的回报。没有来自于共同基金投资者的压力，他们是没有动力去改变的。

当投资者作为一个群体开始要求被公平地对待，供给和需求的力量将最终会使行业进行一场变革，把基金投资者放到了原本属于他们的顶端。什么会促使投资者去要求更公平的对待呢？由于长期的股票不景气或甚至（令人更难忘的）股票价格的突然下跌而受到损失的投资者不会马上到基金业中来；而那些购买热门基金，或者采用市场择时的短期策略、频繁买卖和调换基金的投资者，经历痛苦之后，会发现这些短期方法不仅是无效的，有时甚至产生负面影响。

19.6 信息时代的优势

让人感到乐观的是，更为透明的投资信息披露将会逐渐改变这个趋势。投资者会知道一个投资的必要原则：成本是至关重要的。那些为高达1万亿资产的税收展期的雇员持股计划选择基金的经理人；个人投资者和他们的巨额资产；证券交易管理委员会；以及越来越成熟的金融媒体，都将会促使整个基金投资领域知道成本是至关重要。但是这需要时间。只要有过多的成本存在，基金投资者和利益就得不到保证。

如果投资者用他们的脚投票，假设他们喜欢长期投资多于短期投资，低成本优于高成本，基金经理人将最终得到这个信息。着眼于长远的组合战略的将取代现今狂热和高成本的证券组合交易。基金将会更清晰地定义他们的投资目标，描述他们的业绩的评价标准，更坦白地报告结果与他们的期望的差距。股权基金的含浑的保证"我们可以比市场做的更好"，将被替换成"我们可以获得比其他有相同目标和战略的基金更接近于100%的市场年收益。"经理人有义务向投资者们披露它们如何达到目标，以及定期准确地揭示它们正达到的那个点。

投资者必须要求基金组织远离昂贵的市场营销和媒体广告。既然过去的业绩今后不可能再有，以它作为卖点有何意义？相反，行业应该将注意力放到更好地满足投资者的需要。一个最不挑剔的投资者都会发现，得到同类中最高业绩，最直接和最有效的路径就是最低的花费。多少应税投资者——大约占基金持有人总数的一半多——他们的利润因为高额的税负和高换手率带来的交易成本而大大减少。共同基金业必须将降低成本和纳税作为首要关注的对象。

19.7 来自另一位专家的启示

在第十七章，我摘录了著名的心脏学家伯纳德·劳恩关于医学界"看病的与卖药的之间浮士德式（将灵魂出卖给魔鬼——译者注）的交易"做出的结论。最近，劳恩医生已经写道，由医疗协会所发起的法人浪潮运动将使医药行业陷入困境，他所担心的是被评为甲级公司的底线将破坏医生与病人之间的关系，"看门人是为门的主人服务的，而不是为试图通过这扇门的人服务"。

在这一章里，我对这一问题进行了自己的思考，似乎医学界的现状和共同基金产业的发展所显示的相似。接下来的一段话摘录自劳恩医生最近的著作，只是将它的医学词汇改变成为共同基金业的词语（比如"病人"改变为"委托人"或"基金持有人"；医生变为"受托人"或"经理"。）相似之处令人不安。

> 我们行业的基本道德在遭受攻击，投资管理行业是在经理和股东的信托契约的基础上建立的企业。经理的基本任务是去

明智地投资，为了增加其顾客的金融资产而工作，这个关系的核心是希望投资经理人能比任何其他第三者都要优先地首先满足股东们的需要。

但就像任何其他的行业一样，基金行业也无可争议地更关心收入的增长、市场份额、管理公司股票的市场价值，而不是顾客的财富。但就像医生一样，基金受托者不能放弃自己应承担的义务，也就是做共同基金的投资者及其资产的忠实守护人。

19.8 修正还是重组

一旦基金业全心投入尽可能有效地为投资者服务，接下来它就会面临以下两个选择：要么对现状进行修正，让持有人拥有更多的权力，要么就是彻底的重组。彻底的重组将至少会在部分共同基金公司中实行，一些基金，至少某些大的基金联合公司，将由他们自己来经营，基金不再需要外部管理来经营和管理投资组合，那些工作将由自己内部来解决。事实上，共同基金的投资者将拥有自己的管理公司来监督基金，它们将有自己的管理人员和员工。由外部经理们所挣的巨大利润将被分给基金持有人，它们不会将钱浪费在昂贵的营销大战中，用失去原有投资者的代价去吸引新的投资者。由于低成本，它们将产生更高的回报，并承担更低的风险，它们将提高自己的透明度，更坦白地向基金持有人定期报告。

一个可供选择甚或更可能的事，是将会出现更多的很活跃的独立董事，将像在第十八章中描述的那样。传统的结构中的基金董事会是迄今未止最温驯的一族。当某一天这些独立的董事会成员能够积极地维护所代表的基金持有人的权利和利益，他们将会积极地与咨询顾问进行讨论，让管理公司获得较为公平的利润，但同时要求他们将基金持有人的利益放在第一位。积极的董事将分析管理公司的费用表和财务表，以保证付给咨询服务的费用不再落入顾问的营销预算中。他们将要求以业绩作为付费依据，只有当基金投资者自己得到较好的收益时才能让投资经理人获利，他们将不采纳 12b－1 营销费制，也会仔细地分析由基金联合公司提供的投资组合，他们也不再不经过审批就同意那些被营销经理建立起来、为了在日益拥挤的

市场中吸引注意力的基金。他们将只批准那些建立在合理的投资原则之上、能满足合理的投资需要的投资组合，而市场指数基金，将会频繁出现在议事日程上。总之，独立董事将会执行法律赋予他们的受托人的权力和义务，积极地代表共同基金持有人的利益，这将会是令人难忘的大进步。

如果被极富责任心的董事会监督，传统的共同基金组织将会表现得更像一个共同拥有的联合公司，认识到共同基金持有人的利益是最为重要的。如果我们的行业能产生极富责任心的独立董事，则是比美国共同基金行业整体的改变更为现实的解决办法，那么大概这是值得我们竭尽全力去达到的目标。但是有谁知道呢？因为一个希望尽可能有效地为投资者服务的组织向真正的共同基金组织转变，可能只有一步之遥。

不管采取哪种结构，真正的共同基金组织还是传统的共同基金组织，如果只是基金持有人和他们的董事来控制一个基金，而不是由基金经理控制，将引导基金真正为他们的股东的需要服务。不论在哪一种结构下，行业将提高基金持有人的经济价值，基金组织将把精力放在本章所列出的七个战略中，希望能给投资者提供更高的投资收益、更合理的价格、质量高的服务、更好的风险控制、合理的产品开发、更多的指数基金以及适度的营销。不管共同基金行业采取什么做法，战略将由结构决定，功能将由形式决定，在本质上，“形式是总体的，从顶部到底部，到最后的细节，任何地方都相同的理念。”

第五部分
企业精神

我毫不怀疑在第四部分中表述的原则将满足共同基金业投资部分的需要，当然也就满足了基金投资者的需要。但是，如果像基金管理公司目前经营的这样，这些原则将不可能使得行业在生意方面的发展得到满足。读者们也许会觉得在一本书中讨论投资的常识性原则不可思议，但它对于投资者来说是极其重要的。

第五部分可能会更令人吃惊。我将讨论我的生意之道，具体分成三个方面：企业家才能，领导才能，人的价值。这也是我在创立先驱集团时努力遵循的，这个集团的结构与共同基金业常见的结构大相径庭。但是虽然我们的发展表明这样的结构可以有效运行，但历史经验告诉我们，仅仅有一个更为完善的管理结构还不够。比如，人寿保险公司保持他们的共同结构100年甚至更多，但看起来好象已经放弃互助原则很久了，现在正式放弃了他们自己的结构。

结构在共同基金行业中能得胜吗？不能，不单单需要结构。不管一个企业是什么结构，管理别人钱的行业必须关注它所服务的人和提供那些服务的人，有着真正的共同基金的结构，对于给基金提供令人满意的服务和最大的收益可能是必要的。但仅仅如此并不够，共同基金组织同样必须在精神上是互助的，组织原则是一个方面，还有一个方面是人

的原则。

我讨论的这些几乎都是金融服务领域普遍忽视的部分——信托服务，因此我将自己的公司取名先驱。我已经强调了先驱集团依据的投资原则，它们都是常识性的原则，比如说保守、指数化以及低成本，这些我认为是良好的长期投资所必需的。但是只有当绝对必要的时候，我才会提及我们公司的名字。但在接下来的的三章中将不受这个约束。

第二十章　企业家的才能
创造的乐趣

先锋集团是如何产生的？什么是它的结构的来源？为什么它的结构需要这样的战略？当路被分为两个岔道时，我为什么选择那条人少的路呢？我想这些问题的答案与理想、眼光、机会、失败以及绝对的幸运有关。但是可以肯定创造的乐趣是先锋集团被描述为领导能力的典范的一个主要原因，不知道这样的描述是否合适，让我讲一个故事，然后由你们来判断。

我们今天享有的蓬勃发展的美国经济，很大程度上来自于企业家的想象力与活力。从托马斯·潘恩在革命之前梦想着殖民地的独立；甚至更早一些，大多数美国的大公司是由那些梦想建立这些公司的人创建的。以前，我一直是从历史的角度考虑企业家的能力，而不是从个人的角度。然而，在 1997 年早期，当我收到一封耶鲁大学高年级学生给我的 25 页论文时，我被惊呆了，作者竟把我描述为熊彼特学派企业家。

哈佛教授约瑟夫·A·熊彼特是奥地利经济学家。他在其 1911 年的著作《经济发展理论》中，首先指出企业家是经济增长的推动力量，作为所谓“供给学派”政治运动的代表人物，人们通常忽视他对经济学的巨大贡献。确实，作为在最近促进全球经济增长的动力之一的企业家才能，在广泛的科技变革中得到清楚显现。毫不夸张地说，连接 20 世纪和 21 世纪的 20 世纪 90 年代是“企业家时代”。

但是很少人希望这样，30 年前，几乎没有人意识到我开始从经得起检验的传统公司管理人员向企业家身份转变。在当时许多人认

为企业家才能没有用武之地了。1967 年,约翰·肯尼斯·加尔布莱斯(在《新工业描述》)向人们表述了他的看法。他提到所谓企业家组织已经逝去,他所假定的新经济是以计划、寡头买主垄断以及规模为主要特征的。(还未被命名的)财富 500 强企业,引导着美国经济的发展,多种行业混合经营已经成为未来发展的趋势。加尔布莱斯教授可能没有预见到此后美国企业的变革。

20.1 我遇到了真正的企业家

我认为部分是业务需要,部分是冲动,部分是机遇,还有部分是我的导师摩根先生的指导,使我走上了企业家这条道路。摩根先生是一个真正的企业家,他是普林斯顿大学 1920 年的毕业生,持证会计师,投资顾问,最重要的他是一个负有使命感的人。摩根先生是第一个发现,普通的投资者所需要的并不是像当时流行的那样直接购买股票,而是被专业的投资经理所忽略的股票和债券的组合。投资者需要的是分散化投资、组合管理、便利而不是复杂性。我的导师的投资意识和市场本能使他相信共同基金将会是一个很好的商业契机。1928 年,当他 31 岁的时候,这位共同基金的先驱创立了惠灵顿基金。

1947 年,在摩根先生毕业的 27 年后,我也成为普林斯顿大学的学生。在低年级的时候,我为自己的高年级论文寻找一个没有在正式的学术论文中出现过的主题。1949 年 12 月我无意中在《财富》杂志中发现了一篇题为《波士顿的巨大财富》的文章,其中介绍了共同基金行业。当我读到"共同基金可能看起来只是一点小小的变化",但是它却建立了一个"迅速扩张的,在一定程度上有争议的行业。但它有可能对美国经济产生巨大的影响力",我马上知道,我已经找到了我的主题。在经过了一年深入的研究之后,我完成了我的论文。我将它送给该行业的几位领导者,其中一位是摩根先生。他喜欢我的论文。后来他写道:"对于在大学校园里没有任何实践经验的年轻学生来说,这是篇相当不错的文章。于我就把鲍格尔先生召入我们的惠灵顿基金中来。"1951 年,毕业后我成为了他的雇员。

在 30 年代那些令人沮丧的日子里,很少有年轻人加入到投资领

域中来。更少的人会到刚刚发展起来的共同基金行业。当我在1951年加入到惠灵顿管理公司的时候,它只是个很小的公司。我提升得很快。在不到10年的时间内,我已经成为摩根先生的接班人。到了19世纪60年代早期,我涉及了这个行业的各个方面。在1965年上半年,当我才35岁时,摩根先生告诉我,我将是他的继任者。当时公司正处在困境之中,摩根先生让我"做任何可以解决我们投资管理公司问题的事"。我知道我面临着前所未有的机遇。

20.2 合并、解散、观念

任性而又天真的我发现与波士顿的一家公司合并可以解决我们的问题。我们与他们在1966年合并。唉!除了刚开始的辉煌,这件事被证实是个错误的决定。兼并后的头五年运行非常良好。但是因为我选择的是积极型投资经理人。最终让我们的股东们失望了。首先,我们的基金在1972年开始落后,而股票市场当时却持续发展。接下来就是下降了50%。我们所管理的基金从1973年初的25亿美元暴跌到1974年末的13亿美元。理所当然的,我与我的新合伙人闹翻了。

我的顾问们在公司里比我拥有更多的表决权,就是他们把我从我认为是"我"的公司里踢了出来。这次合并也许是我作为企业家的第一次尝试,它以失败告终。我的失败不在于被解雇,而在于我选择了积极型交易这种投机而非投资的方式。回想起来,这次失败并不是什么可耻的事,我只为自己急于求成的决定,我的天真,我的急躁,为自己不顾历史教训而做出这个错误的决策而感到不好意思。生活是公平的:我犯了个错误,我也为之付出了代价。

在他们胜利之后,我的前合伙人企图将所有的惠灵顿基金管理公司搬到波士顿去,但是我却不想让这事发生,因为我希望将惠灵顿基金留在费城。它是在这儿形成,发展起来的,这是它本来所属的地方。我有一个办法可以使它以正当的理由留在费城,当一扇门被关上时,窗户却打开了,给了我实践我的企业家精神的第二次机会。我的办法是让股东所有的惠灵顿基金的管理结构发生一些小小的变化。让合伙人所有的惠灵顿管理公司进入到一个新的行业,来承诺

改变他所经营的基金的结构。然而实现这个计划也是不容易的。因为这是前所没有的事。

这个想法可能起源于我在普林斯顿的论文里。在这篇文章里，我得出了许多结论，表明该行业将来的发展可以通过“减少营销成本和管理费用”来使其最大化；“基金投资的目标必须被明确的表述出来”；共同基金必须避免抱有“从管理中创造奇迹的期望”；“共同基金的主要功能是合理的管理（不是外部的活动）”。我的思想简言之，就是如果基金能为它的持有人做的更好，那么他自己也会变得更好。这个给予投资者公平待遇的概念是创立新企业的基础。

但是，目标如何才能实现呢？实质同样简单，为什么我们的共同基金要让外部公司来管理他们的事务呢？什么时候基金可以管理自己的事务，省下一笔费用？共同基金将会是真正互助的。这种变化是困难的，因为基金董事会发生了分裂。但是这种新结构最终取得了胜利。

20.3 步履维艰

在这种新的结构下，我们要形成一个新的公司，而我则要为它寻找一个合适的名字。就像1949年我论文主题的灵感出现在《财富》杂志的文章中，这次出现在一本古书《英国海军的主要成就——1789到1817》里，这是我在为我的办公室买一些古画时，碰巧落到我手里的。其中的一章描述了1798年英国在尼罗河战胜了拿破仑的舰队。在那里我读到了尼尔森爵士为了表彰官兵，在旗舰的甲板上写下：HMS先锋。我知道我已经找到了公司的名字。在写着“先锋集团投资公司”的招牌下，我的旗舰在1974年9月26日下水了。我希望像尼尔森的舰队自如地驾驭大海与拿破仑的士兵英勇作战一样，我们的旗舰能在共同基金的领域稳占一席之地。

我的想法遭受了挫折，基金董事只允许先锋集团（在新的结构下，由基金自己拥有）负责基金的行政管理，而它只是共同基金业务的三个部分中的一部分。我们的雇员，在1975年开始的时候只有28人，只负责基金的运行、法律和金融事务。重要的共同基金三角形中另两边——投资管理和基金销售还是留给了我在惠灵顿管理公

司的对手。

这样的决定留给我很小的空间来发展所预想的那种真正的共同基金组织。不能控制管理和销售，我们就无法掌握自己的命运。投资管理被放到先锋集团的委托监管权之外，使得我们在数月内采取了一个现在看起来很平常，但在当时却是史无前例的措施。我使用了一个我已经想了很久的方法。在普林斯顿大学的论文中，我写道，共同基金“不应该要求比市场平均水平更高的收益”。这个思想是不是成为了以后我为了接近市场收益而建立指数基金的理论基础？老实说，我不知道。但如果要我讲述 1975 年 9 月，当我的建议被董事会采纳，先锋集团创立了第一支共同基金那一时刻的历史意义，我想这与我在 1951 年写那篇论文时一样意义深远。

在 1975 年底之前，我们已经开始了指数基金业务。第一张指数投资信托合约，建立在标准普尔 500 指数基础上，现在叫先锋集团指数基金，被嘲笑了好几年，在过了整整 10 年之后才有了追随者。但是一旦进入新世纪，曾经被叫为“鲍格尔的荒唐事”的指数基金，将成为世界上最大的共同基金。成功的窍门，就是我曾在 1975 年 9 月与董事会讨论时提出的，它不需要“投资管理”。它只拥有所有指数的成分股票。这个可以算作狡猾的辩解，勉强地取得了胜利。而且用这种近似管理的办法，我们已经慢慢的走到了基金管理三角形的第二条边——投资边。

我们是如何走到最后即第三条边——股份销售的呢？就像我们对待全新的公司结构和全新的指数基金一样，我们采用全新的方法来解决看起来更为复杂的挑战。全新的方法是什么呢？我们排除了推销所需要的一切，我们废除了惠灵顿的经纪人网络。我们不依靠销售商来出售股票，而是让购买者自己来购买基金份额。1977 年 2 月，经过斗争之后，我们采取了另一个无先例的做法。我们在一夜之间把传统的经纪人－分销商出售系统，转为无销售费和发行费的市场营销系统。我们没有回头，也没有必要这样做。

由于我们有着真正意义上的共同基金结构和成本原则，使我们拥有了特别低的运行成本这一特点，没有销售佣金看来是适时的一步。我们的营销策略是“如果你建造了它，他们总会来”。我们花了几年才让投资世界来认识我们新的结构，以及由这种结构衍生出来

的指数基金具有钻石般的内在价值,但是最终他们来了,而且是成千上万的。

通过那些努力所建立起来的结构还是不稳固。1977 年,证券管理委员会临时性地允许我们采取一些重要的而且是无先例的步骤,让先锋集团成为一个功能完全的共同基金组织。在 1978 年,证监会召开了两个星期的听证会,其间我们提供了大量的资料以及进行了法律辩论。而奇怪的是 1980 年在发给我们临时"通行证"3 年后,证券管理委员会改变了自己的决定。我惊呆了。但我知道我们所做的事对基金持有人是有利的。因此我们开始了积极的申诉活动,最终我们成功了。在经过 4 年困难的历程之后,1981 年,证券管理委员会的态度终于发生了改变,同意了我们的计划。委员会还作出了以下的评论:

> 先锋集团计划确实要比(1940 投资公司法案)的目标更先进,通过保证基金的董事们……能更好地评估基金所实施的服务的质量。这个计划使披露更加透明……明显地提高了基金的独立性……促进了健康和可行的基金联合公司的形成。

委员会的这些话让我们感到此前的一切努力都很值得。我们的公司稳固了。

20.4 熊彼特对企业家的描述

我谨让各位读者从先锋集团的简短历史来判断我是否是一个企业家。但首先让我叙述前面那位耶鲁高年级学生对此所持的观点,它建立在熊彼特概括的成功企业家所具备的三种个人素质基础之上:"探索新天地的梦想和意愿;克服困难获取成功的顽强意志;锻炼和开发个人聪明才智的不懈努力。"

首先,"探索新天地的梦想和意愿",用熊彼特的话,那位耶鲁高年级学生将我在普林斯顿大学的论文作为我梦想开始的地方。然后又解释道,"当你是年轻梦想家的时候,梦想本身并不引人注目,引人注目的是拥有顽强意志而且矢志不移地去实现梦想。他念念不忘他的梦想,使理想主义火花不断闪烁,鞭策自己,直至创立了一种新的投资公司,它属于投资者,依靠投资者,更为投资者服务,而不是投

资经理人。”在此，作者准确地抓住了先锋集团的一些基本特征。

他提到先锋集团“拥有明确的目标”，但作者又指出（对此我并不同意）我在普林斯顿的论文仅仅提供了一个全新的行业的“最初的轮廓”，但对其“仍然很模糊”，而且先锋集团并不是像公众认为的那样受预先确定的理想主义驱使。因此，他把先锋集团看作是一个奇迹。但是，对应企业家的第一个特征，“鲍格尔实现了自己的梦想”。

“其次，克服困难的顽强意志，不断抗争的动力，获取成功，不是为了成功所能带来的利益，而是成功本身”。在熊彼特的第二条标准上，文章描述我在先锋集团成立之初和起步阶段如何以顽强的意志力与当时恶劣的环境作斗争。但他问道，如果没有外界的环境，仅仅依靠内部力量，能否使先锋集团这样运作。他总结道：“如果鲍格尔不是被迫超常规行事，他不会超出常规行事。因为鲍格尔本人保守的性格，使其本人所具有的企业家的热情只有在环境需要时才能勃发”。我必须承认他的这些看法很有意思，但是否真的是这样，我自己也不清楚。

谈到不断抗争的动力，他提到“最初的抗争发生在1974年鲍格尔为了获得先锋集团的独立而作的斗争，这场斗争最终以鲍格尔的成功告终。事实上，鲍格尔的一生就是由一系列的斗争所组成，包括其早期获得顶尖的教育、创立公司和发展公司，还有他的生命”（此处是指我35年来与心脏病所作的斗争，作为这场斗争的结果，我在1996年获得了一个全新的移植心脏）。他将先锋集团和忠诚基金的激烈竞争用“世仇”加以形容，尽管我将其看成是两个公司间的平等竞争，只不过两家公司正处于两个极端，在投资的概念、哲学和战略上截然不同。无论如何，心脏移植给我第二次生命使我能够去继续我的战斗，使共同基金对投资者的帮助更大。不管我是否是一个成功的企业家，我并不是唯一一个坚持自己的观点并终生为之奋斗的人。我相信我只是成千上万这样做的人中的普通一员。

至于“成功所带来的利益”，这位耶鲁高年级学生同意熊彼特的观点，认为物质利益和金钱并不是一个创业者前进的主要动力。他认识到我的动力并不是像“先锋集团所展示的那样完全利他”，因为在我早期活动中关注的是对自己未来事业的把握。然而，他总结到，

我是为成功本身而不是为它所能带来的利益而快乐，认为“一个人在1977年可拥有一家价值50亿美元到100亿美元公司，却不这样做，他一定是不求物质利益，只是一心想创造一个不断成长的企业”，即使像他所说的，从财务的角度而言，我当时干得并不错。笔调一转，他又讲到：“一旦一个人所拥有的超过其所需之后，只有傻子才用金银财宝来衡量成功。”不管是不是企业家，我们都必须思考这一观点。

“第三、创造新事物，完成目标，享受运用个人聪明才智的欢乐”，作者认为这第三条标准是熊彼特企业家思想的核心。其文章谈到我在创立了独一无二的先锋集团和第一支指数基金时所体验到的欢乐感觉。“一开始这种思想被投资界所讥讽”，他又谈到，“今天它已经作为有责任心的投资方式的标志被人们称赞”，他讲到“企业家必须不断将其创新的产品，或者思想的精华，作为努力工作的动力，它们才能长久，并最终为人注意”，他描述我是“一个不死抱自己观点等人赏识的人，他主动地实践这些观点，促其成长，告诉世界他们应当被所有人采用。”

20.5 事情的来龙去脉

总之，耶鲁大学的那位年轻作者认为我是一个合格的企业家，符合熊彼特的三个标准：有为自己建立一个王国的梦想和意愿；有为了自己的理想而克服困难和为成功而斗争的动力；有创造的乐趣，旺盛的精力和独创性。但我必须坦承“我没有伟大的思想”，他给了我过多称赞，“认为我有让难懂的事变得易懂和让模糊的事情变得清晰的天赋，还有为自己成为孜孜不倦的改革先驱不断奋斗的决心和旺盛的精力。最好的企业家应该是受过良好教育的人。”文章中又指出，我具有“不可思议的认识明显的事实的能力”。老实说，我认为那个矛盾的说法（毕竟“明显的事实”，就是大部分人都能认识的）对我的职业来说却是近乎完美的点评，他认为这个天赋“来源于天生的好奇心与博学众长的教育的结合，使得对经营企业的本质和过程的理解变得容易。”

我将通过我自己对我们公司的来龙去脉的描述来结束这一章。

在先锋集团从1974年以来已经变了很多，最明显的是，我们已经取得了发展，我们的资产已经从13亿美元增加到超过4500亿美元，我们刚开始的28位员工已经达到超过8000人，可以组建真正的舰队。我们为投资者提供了很好的服务，而且我们的服务在全面性以及投资效果方面的声誉也很好。梦想已经真正变为现实。

如果企业家可以被定义为一个把想法转变为企业的领导者，那么我不介意承认我已经成功地成为一个企业家。但是如果另一方面，那些思想最终被主流所接受的领导者才是真正的企业家，那么虽然我的企业成功了，但我的思想还没有在共同基金行业中得到广泛的效仿，关于长期投资于高质量的股票和债券的思想，在共同基金中也还不能得到广泛地接受；指数基金被我们的同行作为市场需要来接受，而不是作为使命来接受；债券和货币市场组合也只是勉强接受。而为投资者降低成本则闻所未闻。虽然，我被列入“先锋”之列表明了我的领导者才能，但创建先锋集团的思想基础——建立真正的共同基金组织，到如今还未找到一个追随者。我没有死抱我的“思想精华”（用这位作者的话）。这些思想精华在某种程度上已被大众被接受，但只有时间才能证明它们是否能永恒。

我想你现在已经充分了解先锋集团，可以判断我是否是真正的“最优秀的熊彼特式企业家”（用这位作者的话），或者只是一个企业家。但作为先锋集团的创立者，我不断地享受着创造思想的欢乐，保持着创业者的精神和传教士般的热情。而我的使命没有改变：为所有的共同基金持有人提供他们应得的公平服务。

第二十一章　领导者的才能
使命感

企业家的眼界和胆略是否应该是创造先锋集团的重要因素，或者更为通俗一点，一个新的公司是否能够仅仅从“不可思议地认识明显的事实的能力”的初始阶段实现飞跃都并不重要。一旦从1974到1981年的奋斗结束，公司的整个经营框架和结构得到发展，就会存在一个由于结构需要而修正策略的更加艰难的挑战。这时，需要领导者做出怎样的贡献？领导者又该如何为公司指引方向？

在进行新的冒险时要求富有创造性的领导者的才能，首先是果断决策。应该具备什么样的领导才能不仅和企业的性质有关，而且和领导者的性格有关。有什么样性格的人才算领导者呢？这里我将试着用特别坦白的方式来剖析自己。像所有的人一样，我是一个矛盾的特殊的平衡体：强烈的自我中心和深深的谦卑；智力不差，虽然伴随着阶段性的小的污点和一些愚蠢的行为；遇事从容同时抱着极大的不安全感；一种令人惊讶的自信，但有时却带着怀疑；一个知识分子但缺乏学识深度；一个有抱负的、热情的领导者，但却没有才能——也就是作为一个经理人的嗜好。

我作了这些冗长的说明就是为了表明我和其他人没有差别，我仅仅是另外一个人而已。但是，我经历中的一些例子，或许我能够告诉你一个美好的生活和职业给我带来了什么。在这一章中，我主要描述我想象、创立、命名、以及25年来一直试图发展正确的价值观的这个企业，它对领导者才能的要求。

用一个新名字开一家新公司，我只有一个愿望，这家公司与拥有

大笔资产、占领市场份额，或者是取得个人的巨大财富等等都毫无关系。就像我在一开始就告诉我的董事们的那样，我的目标是明确的：让先锋集团成为共同基金行业最值得自豪的名字。我也决定带领我们的先锋集团向这个目标前进。

21.1 简洁的重要性

公司的业务方面从基本上说是建立在简单化的原则上。我们的基金设定了明确的投资目标，清楚的投资政策和详细的业绩衡量标准。他们的投资组合将会更加多样化，谨慎经营，投资集中在高质量的证券。我们将会使成本达到最小化。（显然几乎是一种独奏，我已经发现了投资业务的秘密：总投资收益减去经营成本等于投资者所赚的净回报，它并不复杂。）

带着这种不算超凡的洞察力，先锋集团可以说——虽然我们很多年在公众面前都不敢说——投资的中心任务就是要通过在金融市场购买一系列的资产，如股票，债券或者货币市场证券等实现市场年收益的最高份额（因为我们认识到这个份额不可能达到100%）。对这种现实的认识在我们的低成本指数基金和我们的有明确界定的固定收入的基金中得到完美体现，他们的投资回报率接近金融市场年回报率的99%。而传统积极型管理的共同基金——股票，证券和货币市场基金，这个数字大约在85%。通过我们的服务导向、基金结构和对低成本的关注，我们始终把客户的利益放在第一位，使我们能够尽可能地达到我们所需要的100%的份额，这清晰地表明了简单化的价值。

一旦最高的目标得到确立，简单化将有助于决定我们企业的领导方式。我相信我们不是需要一个，而是更多的领导者来完成我的梦想。不仅仅是最高层的领导者，那些属于甲板上层或者是下层，那些安装大炮和点火的人们，那些放下铁锚和操纵缆绳的人，那些驾驶员和导航的人——所有的人都必须对集体作出他们应有的贡献，而所有的人都必须接受相应的信任。毫无疑问，掌舵的人——船长——承担了航行的最终责任，所以我打算简短地描绘一下对我来说很重要的领导者特性。用我们发展历程中的点滴经验，我将讨论

领导者善于抓住机遇，思维敏捷，有远见，有使命感，富有激情，善于领导别人的同时也善于服务他人，经历失败，决策果断，坚忍果敢。从某种程度说，在先锋集团的所有领导者——真正来说是大部分人——都有这些特性中的绝大部分。或许重要的仅仅是拥有这些特性的强烈程度，它们相互之间是如何平衡，以及这些特性在适当的时刻是否能够激发出来。

21.2 一次偶然的经历

先锋集团是怎样从25年前一个经营资产仅为10亿美元的小企业发展到今天的4500亿美金的共同基金联合公司？客观地说，我们是在1974年那个非常艰苦的时代开始的，是经济大萧条以来最大的大熊市行将结束的时候，而今天我们则处在一个最好的时代，美国证券市场发展历程中最长牛市的顶峰。我已经说了很多次，“不要混淆天才的机遇和牛市之间的区别”，碰巧我们得到了两方面的好处。

在第15章和20章，我描述了机遇如何带我进入这一行业，如何带给我们的发展各个要素：1949年《财富》谈及当时还很微小的基金业；普林斯顿大学的高年级论文；我的辅导教师，沃特·L·摩根；《英国的海军成就》和先锋这个名字；还有萨缪尔森—爱思斯——埃尔巴在1975年和1976的文章激励了第一批指数基金的产生。当这些偶然的事件都被集中在一起的时候，运气渗透了先锋集团历史。运气，我把它尊称为机会，它经常是，或许总是领导者一个必须的先决条件。

21.3 领导者的四种品行

但是运气从来不嫌多。当机会丧失的时候，领导者要做好一切准备。我们的生活如果遇到任何挫折，那是很可悲的；更可悲的是当它们出现时，我们还没有意识到；最可悲的则是我们自己没有准备好去克服它们。法国著名的化学家安东尼·劳伦斯说过：“财富属于有准备的人”。当机会来敲门的时候，我就会准备适应即将到来的时代的策略。这并不需要多大的眼光就会预见到，一个家庭收入和

财富不断提高、金融的理解越来越广泛和投资教育越来越普遍的新时代就要来临。才智超群的个人投资者时代也会接踵而来。所以，首先就让我们将思维敏捷作为一个领导者最先应该具备的品行。

当早先的闯荡者歇息的时候，先锋集团产生了，我们一开始就给投资者提供我们所能提供的最好回报。这样一种策略将需要正确的投资政策，就是降低操作成本和削减销售佣金。我们的这种想法被大家接受了，先锋集团成为世界市场上最低成本的金融服务提供者，由此能够给我们的基金持有人提供相应的更高回报。投资环境的变化在今天看起来很明显，那种策略毫无疑问是对此的明确反应。我想补充的是这种策略我在1974年就十分明白。让我们将有远见作为领导者的第二种品行。

第三种特性，就是我在刚开始所提到的，使命感。在1974年我们做了一个决定我们要去哪儿。我们的唯一的目标就是为我们的基金持有人服务——他们把他们未来的财富交给我们看管。我们创造了一个公司结构，使我们的顾客成为我们的主人，这种结构在共同基金产业中至今为止仍是独一无二的。我已经表明了，前述的格言中所说的“把你的客户当作你的主人”是我们的座右铭。我们的公司将它的所有权转移给了我们基金的持有人——而不是像这个产业中的其他企业一样，交给了一个私人或者公众持有的追逐利润的公司。我曾被称为傻瓜，共产主义者，甚至是一个马克思主义者，原因是我们公司的结构独一无二。然而对我来说，这种结构恰恰代表了资本主义的本质：由它的股东来控制公司。

为了达到我们的目标，我们采取了一个简单的商业策略：为我们的股东赚取尽可能高的收益，将他们的钱明智地投资，并且以最低的成本结构去操作。我们用最小的耗费去操纵一条“稳固的船”。我们没有给我们的领导者提供丰厚的奖金、一流的旅行条件以及行政官员餐厅。我们一直聘请外部的投资咨询顾问。我们谈判最低限度的费用，结果付给咨询顾问的费用对于咨询顾问和我们的持有人两方面都公平。我们尽力不把我们投资者的钱浪费在昂贵的市场营销上。而这个产业中的其他公司并没有把低成本看得十分重要。但是我们每天都在提供证明：当其它的因素都固定不变时，成本越低，投资者所赚得的回报就越高。成本起着很大的作用。

我们的使命感要求我们不但要证明这一理论并依赖这一理论生存,而且要向投资者传递这一信息。语言成为我们传递信息的巨大的媒介,它使信息以千百种的方式传递。我撰写我们公司的年报已经有20年了,对全体员工也作了大约有50次的报告,并在公共场合对全美国人发表演讲,希望投资者能理解我们的使命。

然而有使命感而无激情仍无法把事情做好。黑格尔有句名言:"世界上任何伟业都要依靠激情来完成。"我也将激情作为领导者才能的第四种特性。但我们并不需要华而不实的激情表演,我们需要的是含蓄的激情,没有人会因为它的含蓄而怀疑它的强烈程度。同样,热情和能量很容易转变为动力,而这全靠领导者的才干,因为是否能鼓舞人心,激情是关键。在这里,管理(实现目标和完成工作)和领导(确立目标,有真知灼见,招募优秀的人才自愿地从事这项事业)是有本质区别的。我们很清楚,领导人在将梦想转变为现实并取得成果的过程中起着支配的作用。而管理,当企业的原则和价值遭遇时间考验,当增长到了极限、企业转向成熟时,可能,或者必然会陷入泥潭。对于有激情的领导者,斗争的岁月比每一步的成功更令人陶醉。毫无疑问,早期的那个年代需要富有激情的领导者,伟大的雕刻家嘉曾·伯格兰姆一句名言:"生命就是一种竞赛。在一场势均力敌的斗争之后,人们无法想像精神和心灵是如何坚强起来的。"

21.4 语言的力量

为了将我的使命感和激情传递给大家,我主要依赖的是使用正确的词语。在先锋公司,我们禁止使用"雇员"一词,因为它暗含着一种主人对仆人的关系;我们也禁止使用"客户",因为它表示一个有机会和各种不同的卖家做生意的买家;我们还禁止使用"产品",好像是消费品的近义词,比如像牙膏、啤酒或者是罐头水果什么的,创造出来是为了满足一时之需。取而代之的是,"团队成员",是队伍的一部分,是我们前进中依赖的力量;"委托人",是与我们建立一种长期金融关系的人;"共同基金",反映了我们所提供的服务的本质。这些词语使投资者从新的角度看待我们,也使我们更好地看清楚自己。

当我找不到恰当的词语时，我就会引用别人的话，尤其是那些关于航海的、以及鼓舞士气的语言。当我第一次在先锋集团的总部演说时，我想起1976年7月4日，华盛顿基督教堂的主教小法兰西斯·B·塞洛在一个船队进入罗得岛的新港时做的布道。我的话令我想起了先锋集团。在早年，我面临的是强烈的飓风和波涛汹涌的大海，当成功看起来遥不可及时，我们不得不在逆风中争取一丝一毫的进步，直至今日受到命运的垂青。但是自从1983年的那次演说之后，我们经历着如沐春风的富裕而舒适的时代。这些话与塞洛对于充满激情的话语是多么相似：

> 航海者知道现今的人们忘却了什么。在属于上帝的大海中，没有容易实现的目标，没有设定好的航线可以通行，直到有一天你已经备好了帆，准备迎接风浪的冲击。
>
> 航海者的眼睛是如此敏锐，可以通过天上的云知道明天的情况，可以预言大海是咆哮还是宁静，对气候则是了如指掌。
>
> 如果幸运地发现从天堂里吹来的一阵风正朝着他要去的方向，而又能在风来临之前将所有的帆布都支起来，就可以在疾风的推动下非常轻松、自如地旅行。这就是现今的美国，人们过着富裕而轻松的生活，无需努力完成事业；只是随处漫游，轻波和微风伴随，人们懒洋洋地躺在甲板上。
>
> 但是在这个世界上我们面临更多的是顶风。于是，虽然你的目标与前述相同，但你就不得不走一步，退半步，拼命往前进，风吹在你的脸上，浪花溅在你的腿上，双手紧握着铁锚，身体紧张地靠在舵柄上；将你的负担转化成创造辉煌的强大动力；从逆风中得到的比顺风时更令你期望。
>
> 当你的船坚固而且可靠、拥有精良的装备，并组装在一起，而且柔韧得象一个活物。这时，航海者将自己的耐力和勇气发挥到了极至。

21.5 服务者和领导者

领导者的第五个特性看起来有点自相矛盾：把领导者当作服务者。领导者就是服务者这个概念被没有很快被我接受。事实上，在

先锋集团发展的第一个10年里，当我们还是一个小公司时，我有可能被认为是一个独裁者。但我认为我使用权力，是为了使我这个被人们怀疑的理论能得到认同，是为了发展一个比普通的商业企业更具价值的企业。我想用我所拥有的所有知识力量来发展新的投资方式，用我所拥有的所有道德力量将正直和公平交易、直率、尊重他人灌输给一家企业，使之能在高度竞争的世界里生存并且繁荣。

许多年以来，我关于如何经营我们的组织的想法有点杂乱无章，较为原始。但是当这些观点得到发展和完善以后，我把它们变成一个系统的整体在平常的公司大会上介绍给我的员工，甚至在1987年建立了一个具体的“先锋集团标准手册”。在那一段时间，我已经开始阅读罗伯特·格林里夫的著作了。他是美国电信公司的高级行政官员，在MIT Sloan管理学校和哈佛商学院都做过访问学者。他在书中介绍了领导者是服务者的概念，以及如何发展一个模范企业，其中每个人都是部分的领导者和部分的服务者。这些自我奉献的人，他们的目标不仅是提高他们所服务的人的使命感，而且要提高与他们一起为他人服务的人的使命感。

格林里夫认为，谁接受了“卓越的服务机构”的概念和原则，谁就能比靠自身努力达到的境界更高，达到的效率更高。他认为我们需要理解什么是领导者，什么是追随者，因为“在机构中，每个人部分是领导者，部分是服务者。”然后他加上了至关重要的想法：“如果一个机构想成为一个服务者（先锋集团的结构和策略也要求达到这一目标），那么，真正的服务者，那些想真正帮助别人的人应该赋予权力。“在这点上，我想加上（我想格林里夫会同意），甚至如果领导者将力量传给那些选择追随的人，一个好的领导者会从那些选择追随的人中得到财富。不管这种人生哲学和我自身的哲学如此一致是不是巧合，但它确实是我一直考虑的先锋集团领导方针的重要部分。

21.6 格林里夫的看法

在格林里夫先生的职业生涯中，他做了大量的演讲、教学、写作，使人们相信“领导者也是服务者”的观点在建立一个人性化企业中的重要性。他的观点我十分赞同。在《领导者亦是服务者》一文中，

他写道:“领导者才能的核心是在前指引道路。虽然他知道道路是崎岖的,甚至是危险的,但他会说:‘我要前进;请跟着我。’”(这里,我非常自信地认为,他指的不仅是公司领导才能,而是一个企业要取得成功,必须做的无数工作中所需要的领导者的才能。)

他十分关注企业。他认为,一个优秀的企业必须建立在自由不羁的想象的基础之上。

> 如何将一家优秀的企业与其它企业区分开来?通常的区分方法,如高技术手段、透彻的市场分析等等并不准确,而是对梦想的思考与众不同——业务方向,优势的设定,组织的构成等等。它有着激进的哲理和自我意识。而根据通常的商业意识,这不可能带来成功。那些未成功的竞争者会说:“这个公司所持有的理念不可能有效,所以我们没有什么可仿效的。”
>
> 一家公司对它的梦想与众不同的思考,往往来源于自由不羁的想像。但在社会中,这种自由的想像很少。它们稀少,是因为一个安定的社会很难让这种想像扩散。我们不可能再回到那个十分传统的社会中。有一些事必须改变,而且是大的改变。
>
> 然而,这种传播的困难仅仅是一半原因,另一半原因就是很少人具有把自己的想像进行概括总结的天赋,有明白地说出来使大家信服的能力,进而有动力有信心来实现它。但是可以成为服务者的领导者可以做到这一点。

我希望你们这些更聪明、更客观的人来判断一下先锋集团是否符合优秀企业的要求。我相信它是的,我可以毫不犹豫地说它是在业务方向、优势设定、组织构成等方面与众不同的思考的产物。我们敢于与众不同,而且现在看来也很不错。

当先锋集团从小企业走到现在的巨型公司时,对于领导者才能的挑战发生质的变化。格林里夫先生对这个问题也有他的看法:

> 小企业发展到大公司的分界线是看这个企业在单人的领导下是否还能运行正常。如果一个公司主要建立在某一个人的梦想、动力、品味和判断力上,而企业规模由小变大时,很难继续维持原有状态,而最大的风险在于公司不能再增长,或者保持它目前的水平。
>
> 在这个分界线上,领导者的思想必须进行大的转变,去建立

一个机构来完成公司蜕变的过程。使企业最终成为能够长期表现良好的大企业的第一步就是建立一个董事会去管理公司。结果是这个机构将吸引和留住许多优秀的人才来使公司更强大、具有更高品质、以及具有更高的持续性。

成功的领导者必须接受这种挑战:将一个个人企业转变为一个由一大群优秀人才组成的机构,它能自律并且有创造性,并且有能力进一步扩张,以及进一步提高它过去获得的声誉。

只有时间才能告诉我们是否已战胜了这种挑战,或者到了什么程度。但是(用格林里夫的话)"只有当目标清楚而又具体,这个机构的成员知道应该怎么做,并且可以自觉地去完成目标时,就能在恰当的时间做恰当的事,从而实现目标。这需要一个强有力的领导者来聚集最早的成员,但这是保证企业继续在它的领域里保持领先的方法。"

21.7 挫折和决策果断

我要描述的下一个领导者才能的特性可能会令你吃惊,但我仍将"挫折"作为领导者另一个关键的要求。在人的一生中什么事来得太容易,往往不怎么最好。1974 年,我从 1951 年以来一直担任的基金公司总裁的位置上撤下来时,我有种失败感。但这种痛苦经历带来的另一面也同时出现了,就像凤凰再生,现在的公司成为了共同基金业的"先锋"。失败,看起来使我们早期发展的每一步受挫。我们的新公司曾连续 80 个星期资金净流出。但在逆境中我们获得了力量,并领会了一些重要原则。多年以后的现在,我们仍不时地要应付失败,虽然它已经不能影响我们总体的成功。我们仍必须从中学到经验。

如果你不得不面对失败,那么你必须斗争。坚持,这是另一个领导者特性,它是斗争的关键。因为需要时间才能让我们的公司结构和经营策略取得成功。在我们刚开始的时候,总是受到阻碍。我们的那些十分谨慎的董事反对我们建立全新的共同基金结构。在最早的几年,我们努力奋斗,从我们单一的基金行政管理人业务,到指数基金经理人,到基金销售人,但只有当证券管理委员会错误的指令得

到纠正后，我们才真正获得了坚持不懈、努力奋斗的结果。在1981年我们采取了最后一步行动，使公司成为业务齐全的基金联合体，也就是建立了传统的积极型管理基金。在7年之后，我们的结构终于形成了（目前我们内部管理的资产达到2.6万亿美元，大约是我们总资产的60%）。这很不容易，但我想可以把决策果断，当然你也可以叫它坚持不懈，作为第六个领导者特性。

21.8 耐心和勇气

坚持总是伴随着耐心，而它则是领导者的又一个特性。我最喜欢的例子就是我们在1975年最早建立指数基金。当然，现在它变成了“业界的宠儿”，甚至是“热门产品”，它的低成本操作，使之超出大多数高成本的积极型管理基金。20多年前，我们的这种伟大而又领先一步的观念受到了大家的讽刺，但我们的耐心，加上我们的坚持，最终赢得了胜利。

1976年我们推出指数基金时，首次发行我们预计得到1.5亿美元资产，实际却只有1100万美元。而标准普尔指数也破天荒地在1977－1982年期间收益输给了大多数的基金经理人，而且差距很大。我们经过了6年，才达到了我们原先的目标：1.5亿的资产规模。而此后共同基金业的繁荣，也没有使指数基金的资产越过10亿美元水平。直到1990年，它成立后15年才达到这一水平。但我们仍耐心而有效地管理着基金，看着它开始超过其它基金，看着它逐步获得额外的边际利润。我们对此的信心得到了维护。接着，指数化投资开始迅速成长，而先锋集团拥有1500亿美元的指数基金资产，其中包括了28个针对各种不同市场指数的基金，当仁不让地成为业界的领袖。耐心获得了胜利。（我曾经收到过一封来自我们基金持有人的信，他形容我是“行动果断，耐心等待”，我认为这句话很精辟。）

而总结以上的语言，我们还可以得出领导者最后一个特性：勇气。有时公司陷入困境，但仍应有勇气来“继续推行”原有的理念，不管别人的反对和嘲讽。先锋集团确实是一个叛逆者，无论是它的互助结构，它的低成本取向，它对投资者的公平态度，还是它的保守

的投资哲学,它的指数基金,还有它对热门产品、营销噱头以及业界十分普遍的地毯式轰炸广告的回避。有时,需要很大的勇气才能在浮燥的世界中站稳立场,但我们坚持着我们的信念:从长期来看,当理想与现实存在差距,差距的弥合只是时间问题。

21.9 未来的领导者

作为成功领导者的秘决是什么?在《金融服务业的领导者》这篇文章中,史迪文·I·戴维斯为了指出20世纪最成功的领导者具备的特性,调查了全球的金融服务业。他的观点与我很相似。但他是用一种客观的方式描述。这里是他在调查报告中指出的有关领导者的特性:

想像:成功的领导者应具备与其地位相称的思想:对未来发展方向的想像和判断,对于目标实现过程的了解,以及对其中每一个人必须承担的任务的清晰认识;

核心价值:成功的领导者需要正直的品格,这与投资者的利益紧密相连。领导者在较长时间的稳定性对于公司价值和企业文化的发展具有重要意义。

领导者的行为:已经确立了方向和价值,领导者的下一步任务就是作出决定达到目标。领导者花费大量时间与各层次的人交流,从一对一的交谈到面对成百上千员工的演讲。一个领导者必须在人群中,对于棘手的问题果断决策,将他的个性展现出来,使他的追随者能明白他是一个真正的人。

解决矛盾:领导者不得不作出员工们强烈反对的决定……尽管他希望尊重别人的想法并使组织中的人互相团结。公司的缔造者必须把握他认为正确的方向。

精力:领导者为了能与员工更好地沟通,必须亲历亲为,做你要求别人做的事。做到这一点,就得将所有的时间奉献给这个机构,这不仅是一种使命,而且将大量地消耗个人精力。

毫无疑问,一些领导者的特性将经受时间考验,而成为一系列简单原则,它们是个人经历、智慧和个性的产物。戴维斯无疑指出了一个未来领导者的方向。

21.10 运气也起了作用

思维敏捷，有远见，有使命感，富有激情，善于领导别人的同时也善于服务他人，以及经历失败，决策果断，耐心和勇气，是我从经验中总结的一位优秀领导者所必须具备的基本特性。在我职业生涯的黑暗年代，命运令我只能将这些特性在更私人的范围里表现。1995－1996 年，为了应对个人本身的失败，我深深地依赖我可以掌握的耐心、坚持和勇气来经受 128 天在病床上依赖静脉注射液维持生命，等待接受心脏移植手术。没有人能够想像得出我的新心脏给我带来的力量和快乐，它给了我第二次生命。这种快乐的一部分是它给了我更多的时间，来追求基金投资和基金业的结构的简单化，以及在更广泛的行业中，企业管理和组织构成的更高目标。

第二十二章　人本主义
客户和团队

我对先锋集团成立、1974－1981 年困境中的磨难、以及必须具备的领导者品质的描述，是一个既有痛苦又有胜利的故事。每一次重大的失败之后接踵而来的是奇迹般的成功。直到 1981 年，先锋集团发展完善了，我们开始走向平稳的轨道。但即使是在早期的困苦年代，当我们的生存都发生问题的时候，我仍坚持我的观念，谁在我们的服务范围内，谁又是我们努力服务的对象，那就是人。

如果我们的投资原则的焦点是简单化，那么我们管理原则的焦点则是人。随着时间的推移，我越来越喜欢用“人”这个词来描述我的客户和我的团队成员。在 1997 年 12 月，我在哈佛商学院做了一次演讲，主题是我们对“人”的关注为什么可以使我们成为哈佛人所称的“服务至上的公司”。我让学生在所有他们看到的公司经营策略的书中找到“人”这个词，但没有一个人找到。但“人性化”是我们发展的关键之一。

我经常说，在这么长的岁月里，对那些我们服务的人应该“像对待上帝般地真诚，同时又平易近人，能根据他们各自的希望和恐惧以及金融目标来进行服务”。这一信条既与聚敛资产无关，又与增加投资者无关，更与市场份额无关，甚至与公司经营战略，以及与金融控制、技术支持和市场营销的需要无关，虽然所有这些在某种程度上都很必要。它们是我们要达到的第二个目标：以正直和公平来尽我们最大的可能服务作为我们客户的人。作为他们委托给我们的资产的看护者，我们对待它们就像对自己的资产一样。这种使命并不

很复杂,但每个鼓吹它的人最好能实际做到这一点。

毫无疑问,人性化的概念同样可以用来服务于先锋集团的团队成员。那些依赖先锋集团生活的人们必须将心比心。关键是:关心他人;认识到"每个人都不同";对于每一个团队成员,金融激励的含义是基于我们为我们的基金持有人赚取的回报与我们的同行为他们的持有人赚取的回报的比较。25 年来,我感觉我的团队一直不错。

在这最后一章里,我想解释对待我们为其服务的人,以及同我们一起为他人服务的人,像对上帝一样真诚、同时又平易近人的含义。这种观点并不复杂,但它对机构与投资者以及它的团队有着深远的影响。你如果对投资者以人相待,你必须与客户保持一种信托的关系,而不是保持业务关系。而如果将那些在机构中服务的人以人相待,而不是付钱在某段时间完成某种任务的士兵,一系列关心个人、奖励贡献的政策必须紧随其后。简而言之,关注个人必须在公司的每个行动中体现。

22.1 像受托人一样行事

当人成为一个公司的焦点,某种措施就会紧随其后。首要的目标就是帮助客户在投资活动中取得成功。投资成功使客户能实现个人的目标,如购买住房,支付孩子的教育费,享受舒适的退休生活等等。失败意味着人类的这些基本目标得不到实现。在这个较长的牛市中,共同基金产业好象已经忘记了对这些现实的认识。不是帮助人们建立谨慎而长远的投资计划,而是采取激烈的营销竞争。太多的基金采取了不谨慎的投资政策,尽管处于长期牛市,他们的持有人仍然为之付出了沉重的代价。当投资回报最终回归到一般水平时,更多的基金会令他们的持有人失望。当人成为焦点,一家公司就会像受托人一样行事,而不是激进的资产敛聚者。他们努力提高信托资产:公正、正直、信任和公平交易。这些公司就更有可能经受得住金融市场的任何风暴。

这些价值观如何应用在先锋集团处理客户关系中呢?公正的意思是,在和我们的持有人交流时,我们必须遵循全面披露的政策:告诉他们全部事实,并且仅仅是事实。这条政策看起来不起眼。但在

共同基金业推销的资料和与基金持有人的交流中很少看到它。股票市场长期投资的回报没有经过所持股票成本的调整而被列出来。基金的广告鼓吹过去的业绩,而这种业绩在未来不可能会有。基金的计划书中也从不描述成本的重要性。而且,基金的年报很少讨论某种特定的投资策略所隐含的风险。当我们将投资者当作人,而不是目标市场看待,那么我们就会认识到如果他们要投资成功,需要直接的对话和常识:对于风险和回报的坦率讨论;对一支基金与某种标准或同行相比的成功(或失败)的真实描述;回顾平衡投资计划的平衡方式;并且关注成本在长期投资回报中的重要作用。

公正增强了受托人和客户之间关系的另外一个要素:正直。正直就是能够相信,当基金经理人自身的利益与基金持有人的利益发生冲突时,基金持有人的利益放在第一位。先锋集团独特的公司结构,使我们成功得到的金融利润全部交给了基金持有人,而不是管理公司,这就消除了金融机构与客户可能面临的许多矛盾。然而,正直在公司结构之外要求更多的措施。正直意味着在双方关系的各个方面都要将客户放在第一位,谨慎地投资,唯一的目的就是达到特定的投资目标,在普遍认可的业务行为的原则之下严格运作。这些措施的执行,并不是我们的组织结构和政策使然,而是基于一种把客户当作必须受到高度尊重的人的认识。

与正直相近的是受托人关系中的第三个因素:公平交易。我们保证尽我们最大的能力为客户服务,保证他们的投资成本最低,他们的投资回报依据他们的资产水平和他们投资的市场情况尽可能地高。业务利润和受托人职责的矛盾会经常发生,那些将客户当作人的机构将会永远将受托人职责放在第一位。让我们看一下以下一个可能的冲突。1996 年,有一位机构客户意欲投资 4000 万美元给先锋集团的短期固定收入基金,这个数字是当时这支基金资产的 10%。为了获得较好的回报,他想在两个月之内赎回。以客户的角度,这个安排将对双方有利。对于先锋集团来说,我们获得一个拥有大量资产的新客户。对于这个客户来说,他将获得可观的收益,而且他的投资组合的购买与交易中全无交易成本的存在。

那些将自己的利润、资产、市场份额放在第一位,把所有客户的利益放在其次的公司一定会对这样一个短期客户感兴趣。如此规模

的短期交易将会引起其他持有人在购买与赎回基金时不必要的交易成本。我们拒绝接受这个买单。这个投资者被激怒了，他通知我们，他将会建议他的同事们“永远不要与先锋集团做生意。”更有甚者，他把他的事情告诉了报纸，最终《华尔街日报》的货币与投资版中的头版报道了此事，其中说到，这个客户“毫无疑问会在其它基金公司找到急于与他达成交易的人，尤其这么大规模的投资……可以使基金公司得到大约3万美元的管理佣金。”但是，如果接受这笔交易赚取佣金，那么基金公司的业务利润就会凌驾于它的受托人职责之上。作为对我们拒绝这笔4000万美元交易的文章的回应，我从我们的基金持有人那里收到了一大摞的来信，他们都是100%地支持先锋集团的立场，如此令人高兴，使我不得不写信给《华尔街日报》的编辑，告诉他们“选择一条正确的路得到的公众反应如此好，我都有点不好意思了。”

22.2 基金持有人的反应

每个人都想被当作一个人来对待。没人希望被当作目标市场的一部分。我相信先锋集团最近几年的发展部分得益于公众认为先锋集团将投资者作为一个受尊重的个体，而不是美元的标志。从我的基金持有人的许多来信中，一般的主题都是他们很感激我们用公正、公平和正直的态度处理我们之间关系的这种努力，以及帮助他们实现重要的投资目标。让我们看一看以下一些摘录自最近几封来信中的话，第一封是从读过《华尔街日报》上那篇报道的一位基金持有人那儿来的：

> 我一直认为你是一个言之有物的人，现在我知道你还是一个言行一致的人。
>
> 我和我的妻子，现在都已年届50，发现我们有100万美元的资产，并且没有欠债，房子的贷款也已全部付清。当我在30岁来到这个国家的时候一无所有，而且有4年呆在大学里，而且每年我们只有4万美元的收入。我希望你能知道你对一个个人的影响如此深远，使我们实现了我们的美国梦。
>
> 我们感谢你对投资者的一片真诚。我们喜欢你的投资哲

学,如此地与众不同。现在我们想感谢你使我们的生活发生了变化。有许多人会像我这样。我们的钱赚得都不容易,但你帮助我们使它们增值。

我在先锋集团投资的原因主要是它是鲍格尔先生领导,他的形象好象是旧约中先行者的形象……将鲍格尔先生比作在雷电交加中将法规带到西奈半岛的摩西,一点都不过分:简单化,简单化,简单化……我希望先锋集团一直能坚持自己的立场。我相信鲍格尔先生是一个意志坚定的人。而人们也希望这样。我们家中有一个人已经去世53年了,他的影响力却丝毫没有减少。但是人们喜欢能在公众面前打动心弦的事,因为它们代表了一些美好、纯洁和真实的东西。

请继续工作,保持先锋集团的受托人高度责任感。这非常值得。

我没有多久就相信一些似乎是简单想法的力量,以及说出这些想法的人的智慧和正直。低成本、关注客户、负责任、基金公司所有权、避税、指数化等,合成一个词就是正直。简单,是的,但确实有效,无疑将达到目标。你对基金业带来的冲击波不会马上因那些做出许多令人汗颜的行为的同行而减轻。我想说:"谢谢你。"

你"认识明显的东西,用果断的行动追随果断的想法,无论遇到什么困难"……多么智慧的语言,使我受益非浅。

感谢你这些年所做的一切,你总是把基金持有人的利益放在最高的位置上。你把我们带到了过去,那时一个商人的握手比一张合同更值钱。感谢你将目前许多流行的趋势——关注高收费,而不是高质量的服务和高回报——拒之门外。我们所有的人都会再次说:谢谢你。

你把你的客户看做是家庭一员,而不是一个帐户。这是一种常识,而且是明智之举。我想对你在先锋集团所做的工作表示钦佩——不仅建立了一流的规章制度,而且正确而又贤明的建议。这种风格和品质,令我想起了我的父亲,他也经常提到低成本、避免错误和长期购买与持有等哲理。这令他得到了回报。请继续传播这种常识性投资的信息,他已经成为当今基金业一

个重要、清晰的理性声音。

22.3 先锋集团的员工

这封信不仅是对公正、正直和公平交易的信托人职责的赞美，而且还是对拥有这些品格的人——先锋集团员工的赞美。当我们在1975年开始运营的时候，员工这个单词的选择可能看起来有一点陈旧和平凡。但是现在已经被很好地接受了，并且显示了一种共同战斗的、努力合作的精神。大家聚在一起，在前进的过程中和每一个困难做斗争，在这当中，哪怕是一个成员的操作失误都会导致全军覆没，我们必须尽我们最大的努力确保安全与正确，最终达到目标。

不用说，任何一个集体要使员工像一个战斗的团队一样工作，有赖于它的员工的忠诚。几乎所有的领导者都呼唤忠诚——无论通过任务分担，或者报酬计划，甚至高压政策。但是要使员工忠诚并不简单。无论做出多少努力，如果一个集体对那些为了集体辛苦工作的员工没有相应的忠诚的话，就没有权利来要求他们对集体的忠诚。如果一个集体关心它的客户，也应该关心那些承担服务这些客户责任的人。员工是集体的核心和灵魂。没有他们的关心和努力，这个集体就会走向失败。

在我对员工的演讲中，有好几次我引用了麻省理工学院的前任董事会主席霍华德·M·约翰逊关于需要每个人作为大家共同组成的集体的一部分来关心集体的精辟言论：

我们需要大家来关心集体。在一个越来越社会化的世界里，我相信关心集体是一个集体成功的前提。

集体是需要人们关注和培育的对象：必须被拥有它的人，服务它的人，被它服务的人，和管理它的人关心，甚至当它走入歧途或跌倒的时候。我们知道关心是费力而又要求高的事情。它不仅需要兴趣、同情和担心；而且还需要自我牺牲、智慧、意志坚强和纪律。每个有责任心的人都应该并且去关心和他的生活密切相连的集体。

如果我们让那些在先锋集团工作的人去关心他们所在的集体，保证它能满足我们客户（像人一样对待）的要求，我们必须首先关心他们。我们对在这儿工作的每个人，从职位高的到职位低的都十分

尊重。我们不会容忍一个职位高的人对职位低的人的蔑视。(一旦我知道,就会让前者去做一天后者的工作,看看他是否能胜任!)这种政策是与一种"无特权"政策相伴的,"无特权"政策即是没有借的车,没有预定的停车位,没有头等舱飞机旅行条件,没有管理人员的专门食堂。我每天工作的最好的待遇之一就是在我们的员工食堂里与我们的员工一起吃饭、聊天。许多年了,我一直告诉我们的员工一条业务上的规则:"做那些正确的事。如果你不能确定,就去问你的老板。"

除了以上这些,我们还建立了正式的制度来庆祝我们员工的成就。最主要的是优异工作奖和先锋集团合伙人计划。前者主要是奖励杰出个人,后者主要是报答我们所有员工的努力。优异工作奖和先锋集团合伙人计划合在一起,表明了为了给我们的客户提供有价值的服务,我们要求我们的员工拥有我们的价值观念,公司的个性和精神。

22.4 优异表现奖

当我在1980年建立了优异工作奖的时候,我的目的是奖励那些体现先锋集团精神的员工。自从那时起,已有350名员工获得了这个奖励。在每年的一季度,提出5至10个在工作中有突出表现的候选人。这个奖项特别有意义之处是获奖者是由他的同事们提名的。在颁奖午餐会上,我们引用那些提名人的话,嘉奖那些"拿出110%",表现"速度、决心、精力和不屈不挠精神"的人。在这个服务人与被人服务的组织中,这种仪式是重申我们尊重个人的核心价值的一次机会。

在这个越来越社会化的世界里,当官僚作风和技术进步使个人的奉献变得更加模糊,优异工作奖是对个人努力的一种尊重。每一位获奖者获得上面写着一行字的一枚勋章,这行字是我的职业生涯的座右铭,它使我认识到一个人的潜能:"我相信即使一个人也会不同。"确实每个在先锋集团的人都是这样。即使我们已经长大,我们要继续认识到我们的员工是每个个人组成的集体,不论我们的舰队有多大,即使是一个人也会不同。

22.5 合伙人制度

如果优异工作奖奖励的是个人的努力，那么先锋集团的合伙人计划就反映了我们员工为基金持有人创造价值的集体的努力。每一个先锋集团的员工在第一天上班时起就是我们公司的一个合伙人，不必在组织里投资1分钱，就能分享先锋集团的收入。因为先锋集团是由共同基金的持有人有效地拥有的，而不是第三方的股票持有人。收入被解释为对我们基金持有人回报的超额部分：(1)如果我们平均支出率与我们最大的竞争对手的支出率相同，那么就是我们的支出率与基金业一般的支出率的差距；(2)通过我们基金的投资策略和投资组合管理手段使投资者获得额外的回报。仅1998年，我们给予客户的额外回报已达到30亿美元。而这些增加的收益中的一小部分分给我们的员工，来表彰他们为我们的基金持有人提高了资产价值。

自从公司建立以来，我们一直在不断降低平均支出率。取得这样的成果是因为我们拥有的不仅是独一无二的结构，还有上千个员工的精力和首创精神。我们的员工还在继续寻求提供更多服务、为我们的基金持有人节省更多费用的方法：在互联网上介绍节约成本的方法，开发更有用的会计报表，消除重复邮件、更多税收报告等等。合伙人计划用于奖励这些集体的努力。

每一年春季，我们都会在先锋集团的野餐会上分发合伙人奖金。这个奖金大约占员工年工资总额的30%。这就是为什么上千个员工会那么热情地站在我们的福基山谷的大帐篷下，倾听有关先锋集团目前的公司价值的消息(我的发言被叫做“布道”，不知这是恭维还是什么)。多年来，我经常提醒我的员工我们正从事一种重要的事业，服务我们的基金持有人，也是我们的股东，而每一个为之服务的人的努力都会令其不同。在以人为本的公司中，参与感是很明显的。以下是节选自现在和以前的员工的来信[①]：

我想祝贺你，因为……你建立了一些东西.....那是我们所

① 当然，这些话可能不能全信，因为没人能肯定员工给他上司写信的动机是什么。

有在这儿工作的人骄傲的来源。很少有公司能够拥有这样高标准的道德和正直。你的谈话中最激动人心的东西……是你一直在提醒我们在别人生活中的重要性和我们伟大的责任感，我们可能经常会丧失这些东西……

离开先锋集团大约有4个月了，我已经有机会去思考这个组织以及作为一名管理人员和员工为之服务意味着什么。我最怀念的是：员工、献身事业、明显的领导人气质。

有机会在先锋集团工作，我感到特别幸运。如你所说，先锋集团是一个与众不同的组织，关注的是在既定风险条件下，提供合理的利润回报，以一种坦诚的方式告诉基金持有人他们投资的结果，并以独一无二的高标准来为基金持有人服务。在每一天结束时，当我想到我为这样一家公司工作，感到内心舒畅。

这个公司给我留下最深刻的印象就是所有的合作伙伴的积极态度……这里的环境是独一无二的，很难在今天的其他公司中找到。我接触的每个人看起来都很喜欢他们的工作。我问我自己为什么这些人都对先锋集团满意呢？因为先锋集团把员工的利益放在优先位置——提供了发展机会，创造了友好和互助的气氛，对员工的福利真诚地关心。

谢谢你给我这样的机会和荣耀来为一个伟大的首领服务。你的领导者才能、尊重他人、正直和不屈不挠的精神都是我努力学习的标准。今天你所确立的榜样已经在我的一生中起到了重要的作用。

先锋集团的成功大部分是由于你教给我以及成千上万的现在和过去的员工的价值观。你的价值观渗透了整个公司。他们确实这样做了！让员工来使客户“做正确的事”，同时又让员工“做正确的事”，几乎每天都让我们学到简单而又有用的生活经验。

作为一名领导者，你以一种吸引这个组织每个不同层次的人的感召力，使我们了解了你的梦想，认请了我们的使命。这种梦想，以及你提出时的清晰，使我们的员工自愿做出个人牺牲，为客户的利益做更多的事。

22.6 黄金规则

先锋集团的故事是一个无法预知的环境和与众不同的思想独一无二的综合体。然而，尽管有任何令人困惑的命运曲折，我相信把人放在公司中心位置的决定是先锋集团能够走到今天的原因。像这本书中讲到的其他充满智慧的观点一样，以人相待是一种常识。他是黄金规则的简单化陈述："对待你服务的人，要像你的管家对待你一样；对待跟你一起服务的人，要像他们服务你一样。"一旦公司拥有这样的思想将客户和员工都作为上帝和真正的人看待。那么结果将会使公司达到目标。

许多人把这种想法看作是乌托邦。当然，连我也不会相信基金业内的每一个公司都希望自己成为要求严格、纪律严明的金融服务机构。它具有简单化的投资策略和以金色规则为基础的服务策略，将公司的未来托付给可能犯错的个人，渡过激流和险滩。然而，《国家》杂志的专栏作者克里斯托夫·希契斯最近指出："人们不能靠乌托邦生活。但就像奥斯卡·瓦尔德说的，一张没有乌托邦的世界地图根本不值得看。"

后　记
常识就是原则

我们已经阐述了建立一个简单、理智而有效的基金组合时，投资策略，投资选择，投资业绩的常识。在本书所述的投资原则的指引下，我相信你会成为一个更加成功的长期投资者。同样，我也相信，如果共同基金业重新拾起谨慎、保守的证券组合管理，他们也会有更高的回报。这些改变只有当基金组织的结构是关注基金持有人（共同基金业理应对他们负责）的权益，而非管理层利益时才能实现。

在这里，我最后一次提醒你，在建立投资方案和基金业管理中常识的重要性，我也提醒你我这本书题目“常识”的内涵。就像美国在殖民地时代受到不公平的待遇一样，共同基金持有人得不到充分的投资回报。关于共同基金与它的持有人之间的关系，托马斯·潘恩有关“常识”的讲话有着惊人的预见性。

> 潘恩讲到政府的逻辑：“……当殖民地不断变大，公众所关心的事也不断增加，人们之间的距离也在不断拉大，这种距离很难使所有的人聚在一起商讨……这就是他们同意把立法权交给他们选出来的某些人的好处，这些人应该与大家有共同关注的事情，对事情的反应也与大家相同……我关于这种形式的政府的思想来自于一个自然法则：事情越是简单化，就越不容易混乱，如果混乱后理清也很容易。”

相似的情形是基金业，在基金管理结构中，由投资者选举出来代表投资者利益的董事会成员并不了解自己的使命。这样的结构看似简单，却会产生混乱的结果。现实是当一个共同基金把它的经营权全部委托给外部的基金管理公司时，他已控制不了管理者，而是管理者控制基金。事实表明不论是管理者还是其选出的董事与基金持有人之间没有“共同关注的事情”。董事会经常把管理公司的需要放

在第在第一位，而把基金持有人的需要放在第二位。

潘恩在《关于独立的特别辩论》中写道："……这些殖民地承受了太多的伤害……因为它们依赖大不列颠……我还听到有人这样说，因为美国已从与大不列颠的关系中得到了很多的好处，因此同样的联系为了美国的将来应继续保持下去，而且会永远给美国带来好处。没有比这更荒谬的论断了。我们也可以这么说，因为孩子是靠奶养大的，所以他没必要吃肉，或者我们生命中未来20年的活法与过去20年应该一样。"

近20年，共同基金持有人得到了他们的基金带来的巨大回报。但是由于高成本，他们错失了繁荣的证券市场提供的更大的回报。未来的市场不会再如此繁荣，这一机会成本会放得更大。而且，像一个孩子终将长大，共同基金业已成熟，这20年里其资产增加了90倍。既然已经长大，就不再需要哪怕是慈爱父母的监视。而那些收取高额管理费的管理公司连慈爱都算不上。如果基金持有人到了独立的那一天，我相信持有人会得到最好的服务，只要基金业的过去不成为其将来的绊脚石。

潘恩在《理想政府的成本》中写道："……下面摘录的来自政府观察家德雷根纳特《关于价值和回报》：政治家的学问在于维护人们的快乐和自由。那些发明一种使每个人的快乐之和最大而整个国家成本最小的政府模式的人，是值得人们感激的。"

共同基金持有人正在一致的愿望驱使下采取行动。就像政府应该用最小的社会成本提供个人快乐之和的最大化，共同基金应该用最少的管理成本提供给投资者最大的回报率。

潘恩在《领导与被领导者之间的权力平衡》中写道："……小岛无法保护自己，因此这成为王国统治的合适对象；但如果让一个大陆被一个岛屿永久地领导是荒唐的。自然界不可能出现比行星更大的卫星。"

同样，自然法则在基金业中被颠倒了。资金较少的管理公司就是那个岛屿，管理着基金持有人的巨大资产这块大陆。在今天的共同基金业里，行星被纳入了卫星的轨道。这不仅违反自然法则，也有悖常识。

在上面每一段摘录中，托马斯·潘恩对于远距离的绝对的领导

方式进行了攻击。这种领导模式牺牲其广大的被领导者(那些在广大的繁荣殖民地上正痛苦地争取改变境遇的居民)服务于自己的利益。把目前基金持有人的遭遇同两百年前殖民地居民相比并不过分,只是这种比喻让人震惊。对于基金投资者来说,得到公正待遇的最好方法就是使他们拥有的基金为了他们的利益进行管理,无论是管理重点,还是营销策略,成本结构等,始终把他们的利益牢记在心中。从长期来看,那些将常识植入投资策略、投资选择以及投资过程中,并且知道常识要求基金的管理必须以基金持有人的利益为重的基金持有人,必将会取得成功。