**价值投资者如何选择基金产品？|长线•大鱼第25期**

价值投资需要付出艰辛的劳动。那么，花费大量的时间和精力对企业进行详细地分析值不值得呢？为什么不让其他人做这些工作而我们仅仅去利用他们的成果呢？

这是市场上从众者的典型心态。你加入浩浩荡荡的人群，随波逐流，形势好的时候欣喜若狂，形势不好的时候压抑难耐。从心理学和社会学上讲，这样做似乎更加安全，大家一荣俱荣、一损俱损，抱团取暖。这在一定程度上解释了为什么非价值投资者策略会广受欢迎。

但从历史表现来看，从众策略的汇报远非丰厚。这也是价值投资者更为成功的原因，尽管这样的人为数不多，但对价值投资者来说很直观的一些做法也有意无意地被其他所有者的投资策略所采纳，而且被应用到各类股票投资方法上。这些做法以及他们的普适性一定程度上说明了价值投资者的本质，即价值投资就是投资。

对股票来所，价值投资者遴选那些被估值分析师认为是最便宜的目标，以提供最大的安全边际。这个看上去轻而易举的做法中却大有深意。价值投资者会将投资的费用降到最低，这包括交易的费用、佣金和赋税。尽管价值投资者策略中并不以这些因素来决定投资的选择，但在评估汇报时他确实包括了这些因素，并因此影响着投资的优先顺序。

**指数基金和价值投资**

价值投资和对一家指数基金的长期投资有什么共同点？尽管投资指数似乎可以将投资者从价值投资的艰辛中解脱出来，但这样的观点是有误导性的。

指数基金是一类共同基金，基金经理将募集的资金适当分配，用来买入一个特定范围中的所有股票。这个范围通常包括构成能代表整个市场很大一部分的某一基准指数中的所有股票如S&P500。

指数基金经理会决定应该从众多的指数中选择那个去跟踪，可选的对象从S&P500到罗素2000指数、威尔希尔5000指数等。在对投资基金的残酷争夺下，指数基金经理声称自己所选择的保险好于其他的指数。选择投资指数基金的人通常明白自己的局限，并意识到自己很难比市场表现的更好，不论这是因为缺少时间、远见、资金或是其他别人有而他们不具备的东西。

指数基金在股市上扬时会表现特别好，但在市场下挫时表现糟糕。市场走强时买入股票你感觉自己既聪明又富有，而如果市场变成熊市时还持有这些股票会让你对自己的智商产生怀疑并且感到财务窘迫。尽管指数基金的表现会随着市场涨跌起落，但他们对那些股票良莠不齐，或不知道如何区分实际经济状况和大众中盛行的观点的人来说，仍然可能是最好的投资方式。

投资者股票始终是有风险的，不论你是持有一只股票本身还是买入一个指数。价值投资者策略不可避免地会被利用，即便你是指数策略的支持者，你也总会需要看到一些利润的空间，证明价值是高于价格的，才回去投资。

常识和经验清楚地表明了这一点。被动投资者似乎本身就是矛盾的结合体。不论你是拥有福特、埃克森还是买入了先锋或是富达的基金，同样的原则都是适用的。单一股票和整个市场都会变动，或上火下，而熊市往往持续好几年甚至几十年。

**股票基金**

在遴选股票上有专门的人可以运营股票基金。投资者投入资金，并付给管理者一定费用，这比投资者基金更高。股票基金在广告中会说这笔费用跟回报相比算不了什么，但在现实中往往不是这么一回事。选股就要涉及股票的买卖，因此会对投资者税务申报产生影响，而这些买卖的决定控制在基金管理人而不是投资者手中。

有些基金是封闭式的，这意味着如果一位投资者想买入这样的基金，它只能从已经持有该基金的投资者手中购买，这样的交易通常在公开市场上的交易所中进行。更多的基金是开放式基金，任何人可以在任何时间通过基金经理买入或卖出。在收取一定的费用后，这类基金都给投资者提供了专业的投资管理服务和分散化投资的机会，当然这也是有潜在费用的。

再强调一遍，投资是没有简单轻松的解决方案的。最终，所有类型的投资——指数型、技术型、成长型或组合型——都隐含着对价值的判断。能将价值投资者和上述投资者区别开来的是，前者拥有磨练投资应具备的心智和主观意志。

**股息再投资计划**

为控制股权投资带来的税务申报方面的影响，投资和可以采用买卖单一股票的做法。姑息再投资计划是一个很有吸引力的方案。很多公司经营这类项目，而且不收取佣金，投资者可以通过这些项目来定期地将子股息收入重新购买更多的股票，增加自己持股的数量。

股息再投资计划可以帮助投资者建立自我约束，使他们不断向自己的投资池中添加资金，不至于轻易分心。这并不是价值投资者的典型做法，但是股息再投资计划因其方便性对价值投资者来说也是很有吸引力的。所持股票派息后，股息可以自动地用于购买更多的股票，而不是直接支付给股票持有人。

对于一个经常性地支付股息的公司，使用这一投资策略可以不断增加持股。股息在投资计划往往还为持股人提供定期从银行账户中自动转账购买额外股票的服务。投资者可以将这样的日期设定在股票除息日，这就相当于又建立了一个额外的投资纪律，由此可以可观的增加投资总额。

股息再投资计划下资金供应稳定性的一个重要优点是资金以一定时间间隔投入。股票价格有时会低于价值，有时会高于价值，如果坚持投资者较长的时间，高低相抵后，从总体的效果看相当于以低于平均价格的成本，在除息日买入股票，这也就是所谓的“资本成本平均法”。

尽管股息再投资计划不能算是一种价值投资，但其中的资金成本平均法可以产生非常好的投资收益，而且股息再投资中隐含着价值投资的性质，股息再投资和资金成本平均减少了投资者需要做出决定的次数。他们很有吸引力还因为能够满足适当定义的价值投资标准的股票其实为数很少。价值投资者会持续关注这类计划所投资的公司的基本面，只有公司的表现低于预先设定的水平时，才会考虑停止购买或开始卖出该公司的股票。

**交易所交易基金**

金融市场上产品的发展日新月异，其中一类产品被称作交易所交易基金。这是一种证券和共同基金交叉的产品，从1993年开始出现。到目前为止，已经有100多支这样的基金。这些交易所基金在互联网泡沫期间增长很快，其中大量资金涌入一只叫QQQ的基金，QQQ是纳斯达克100ETF的代码。

交易所交易基金类似于开放式共同基金，二者都将投资者投入的资金集合起来，用于买卖一定范围内的证券。基金的价值取决于组合的净资产价值，可以不受限制地发行新的份额。交易所交易基金还跟股票和封闭式共同基金有共同之处，在每个交易日内，他们会被持续不断地重新定价。交易所交易基金中的证券一般是基于一个指数，而不是基金经理所选的股票。纳斯达克100QQQ基金就是个例子。基金中包含了所有组成纳斯达克100指数的公司的股票。另一个例子是巴克莱全球投资者iShares系列基金和S&P500产品SPDRs，还有基于道指以及新兴市场小盘股的交易所交易基金。基于债券的交易所交易基金也正在兴起，其中有些专注于企业债券，而另一些交易政府债券。

对投资者来说，投资交易所交易基金的期间成本通常要比共同基金低，因为后者腰围基金经理遴选股票的专业技能支付高额的报酬。省去这些费用后，交易所交易基金的费用基本类似于指数型基金。有些交易所交易基金的费用甚至还低于指数型基金，因为后台的工作也可以交个负责人买入和卖出的经纪人，而不是由基金自己来完成。但是，经纪人不会免费工作，所以交易的成本往往也会中和掉节省出来的期间成本。所以，一次性大额投资应选择交易所交易基金，而资金成本平均法投资更适合走共同基金的路线。

**对冲基金**

直到2005年，对冲基金还只是富豪们的玩具，但也许要不了多久，有些零售经济就会代理对冲基金。如果他们遵循其他的投资渠道所走过的道路，那么到20世纪末，这种形式可能会变得非常普通。对冲基金的核心业务活动一般是以大量资金买入证券，同时通过看涨和看跌期权的组合来平抑上涨和下跌风险。

对冲本身的含义就是在投资中采取一定的策略，限制下行风险并因此丧失一些上涨的潜力。假设2月3日，微软公司的普通股价是23.7美元。一家共同基金的基金经理会以这个价格买入很多微软的股票，而一家共同基金的基金经理会以这个价格买入很多微软的股票，同时卖出另一些看涨期权。假设某经理买入的期权是“微软22.50美元看涨期权，期权价格为3.2美元”；卖出的期权为“微软7月32.5美元的看涨期权，价格为0.25美元”，两个期权的到期日都是7月20日。

假设到7月20日，微软普通股的价格为每股40美元，如果共同基金经理卖出股票，他赚取的收益为每股16.3美元。如果对冲基金的经理和他交易对手行使了期权，他的收益是每股7.05美元。也就是说，相当于以22.5美元买入，以32.5美元卖出，每股赚了10美元，但是还要减去买去期权费用3.2美元，最后再加上卖出期权所得的0.25美元。

我们还可以假设在7月20日，微软的股价降低到每股15美元。如果共同基金经理卖出股票，他遭受的损失是每股8.7美元。如果对冲基金经理也卖出股票，他的损失仅仅是2.95美元。两个看涨期权都是虚值，价值为零，而买卖期权的净损失为每股2.95美元。

可以看出，虽然持有股票的净多头可以再股价上涨时享有更大的盈利空间，但是股价下跌时遭受的损失也更大，而对冲基金把两者都限定在一定的范围内。

对冲基金经理有时会为自己选定一个特定的投资风格，包括价值投资，但是这个标签有时带有误导的性质。一家对冲基金可能会采用价值投资者常用的基本面分析的方法，但是价值投资者不仅仅是基本面分析，其风险对冲的策略是一系列的原则，如能力范围和特别强调的安全边际，而不是通过看涨和看跌期权组合。

与安全边际原则相比，对冲基金使用的风险管理方法实际上与金融理论上的β值更接近。使用期权来对冲的目的是减少价格变动带来的风险，而不是一个基于投资和价值的判断。当投资者对冲基金对于普通的投资者来说变得更加平常时，价值投资者就会体会到这两者的不同了。

对于对冲基金要说的最后一点是，对冲基金所谓“对冲”名头在实践中旺旺名不副实。很多对冲基金根本不进行“对冲”；相反，他们和共同基金一样买卖证券。二者主要的区别是，在现有证券法规下，共同基金作为“投资公司”受到的监管非常严格，而对冲基金可以规避这些监管。如果说2000年左右的共同基金丑闻引发了投资圈不小的动荡，我们不妨看看2005~2010年间对冲基金会牵涉什么样的丑闻。

来源：《价值投资原理与实战》（美）劳伦斯 A. 坎宁安 著；王勇、董方鹏 译。