

投资 要义

建立稳定获利投资体系的精进之作



刘诚◎著

成功的投资不需要预见未来，
只需要寻找「收益与风险的不对称」



中国工信出版集团



人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS



投资要义

刘诚◎著

人民邮电出版社

北京

图书在版编目 (C I P) 数据

投资要义 / 刘诚著. -- 北京 : 人民邮电出版社,
2017.10
ISBN 978-7-115-46815-4

I. ①投… II. ①刘… III. ①私人投资—基本知识
IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第214699号

内 容 提 要

在错综复杂的证券市场中,与其费尽心机地预测未来,不如掌握简单有效的工具,去发现身边低风险获取稳定收益的机会。要做到这一点,我们需要的是锁定风险的方法和不打折扣的坚持。

本书作者将投资体系分为三个层级,首先介绍了系统性机会和系统性风险的识别方法,让读者知道应该什么时间入场、在哪里入场;其次介绍了分散化资产配置的原则,让读者了解入场之后该如何分配资金;最后介绍了常用的证券投资工具,让读者能够自行计算这些金融资产背后真实的风险与收益状况,认清它们的本质,无需预测未来即能获得稳定的收益。

本书以精练、通俗的语言解释了投资中的核心与关键问题,可以使具备一定经验的个人投资者理解投资的要义,掌握锁定风险、放大收益的方法。

-
- ◆ 著 刘 诚
责任编辑 王飞龙
执行编辑 陆林颖
责任印制 焦志炜
 - ◆ 人民邮电出版社出版发行 北京市丰台区成寿寺路11号
邮编 100164 电子邮件 315@ptpress.com.cn
网址 <http://www.ptpress.com.cn>
大厂聚鑫印刷有限责任公司印刷
 - ◆ 开本: 700×1000 1/16
印张: 12
字数: 150千字

2017年10月第1版
2017年10月第1次印刷



定价: 55.00 元

读者服务热线: (010) 81055656 印装质量热线: (010) 81055316

反盗版热线: (010) 81055315

广告经营许可证: 京东工商广登字 20170147 号

「前言」

本书写于2017年，这是我做投资的第十个年头。过去十年，证券投资占据了我主要的时间和精力。从只会傻傻地思索“哪只股票更好”到熟练掌握各种复杂的投资工具并形成完整的投资体系，十年间的蜕变，我对自己是满意的。这个过程有些艰难，但是不苦，能做自己喜欢的事，是一种幸运。

在这个世界上，能“做好投资”会比能“捏好泥人”得到更多东西，我不知道这是否公平。在人类协作的过程中，资源的分配是向投资者倾斜的，至少目前还是如此。这是另一种幸运。

我非常喜欢的作家万维钢先生说，有成就的人分为两种：一种是“拥有更高智慧的人”，另一种是“特定行业的技术型专家”。起初，我本能地认为，成功的投资者应该属于“拥有更高智慧的人”，要想在投资上获得成功，就必须理解这个世界。然而，随着对投资的理解日益深刻，我却越来越觉得，投资其实是个技术问题。成功的投资不需要预见未来，只需要寻求“收益和风险的不对称”。

未来只有一个，不对称却无处不在。

一个骰子有六面，掷出 1、2、3、4、5 你赢一元，掷出 6 你输一元，这种事赌场没有，证券市场却有；

一个骰子有六面，掷出 1、2、3 你赢一元，掷出 4、5、6 你不赢不输，这种事赌场没有，证券市场也有。

预见未来的水晶球，是童话故事里的痴人说梦。我能给你的，只有应对未来的工具箱。

001

第一层级：

系统性机会与系统性风险的识别

第一章 估值的应用 005

第二章 估值的原理 013

019

第二层级：

资产配置和动态再平衡

第三章 资产配置 021

01 资产配置概述 021

02 单类资产的内部配置 022

03 大类资产配置 034

04 动态再平衡 039

05 不同市场间的资产配置 042

06 总结 044

049

第三层级：

投资工具的使用

第四章 普通投资工具 051

01 股票 051

02 新股申购 056

03 开放式基金 061

04 封闭式基金 068

05 货币基金 075

06 债券逆回购 085

07 债券 089

08 债券基金 098

第五章 进阶投资工具 101

01 期权 101

02 可转债 124

03 分级基金 161

184

结语

第一层级：

系统性机会与系统性风险的识别



投资体系的三个层级如下。

第一层级：系统性机会与系统性风险的识别；

第二层级：资产配置与动态再平衡；

第三层级：投资工具的使用。



图1 投资体系的三个层级

在投资体系的三个层级中，越基础的层级越简单，同时也越重要。

第一层级，决定了我们能不能赚钱；第二层级，决定了我们能不能安全、持久地赚钱；而第三层级，决定了我们能赚多少钱。

投资体系的第一层级是系统性机会与系统性风险的识别。这是三个层级中最容易理解的部分，但同时也是三个层级中最为重要的部分。

.....

通常，我们所说的系统性机会，是指某个领域宏观的、大范围的、整体性的机会。就股票市场而言，系统性机会是指股市整体上存在巨大的机会，即如果你此时买下市场中的全部资产，未来将取得收益；系统性风险是指股市整体上存在巨大的风险，即如果你此时买下市场中的全部资产，未来将承受损失。同样，对于其他任何市场或任何资产类别，系统性机会与系统性风险也有相同的含义。

例如，2014 年的上证指数和 2016 年的香港恒生指数，就存在比较明确的系统性机会。这种系统性机会，并非只有在事后才能识别，事实上我们完全能够在当下立刻判断出市场是否正面临系统性机会或系统性风险。识别的方法，就是估值。

这里所说的估值，绝不是复杂的数学模型。笔者在此承诺，本书中不会出现艰深的数学知识。

估值的方法，是两个非常简单的指标——市盈率和市净率。

(1) 市盈率 (Price Earnings ratio, 简称 PE)

计算公式：每股股价 / 每股收益，或总市值 / 公司年度净利润。

(2) 市净率 (Price Book Value ratio, 简称 PB)

计算公式：每股股价 / 每股净资产，或总市值 / 公司当前净资产。

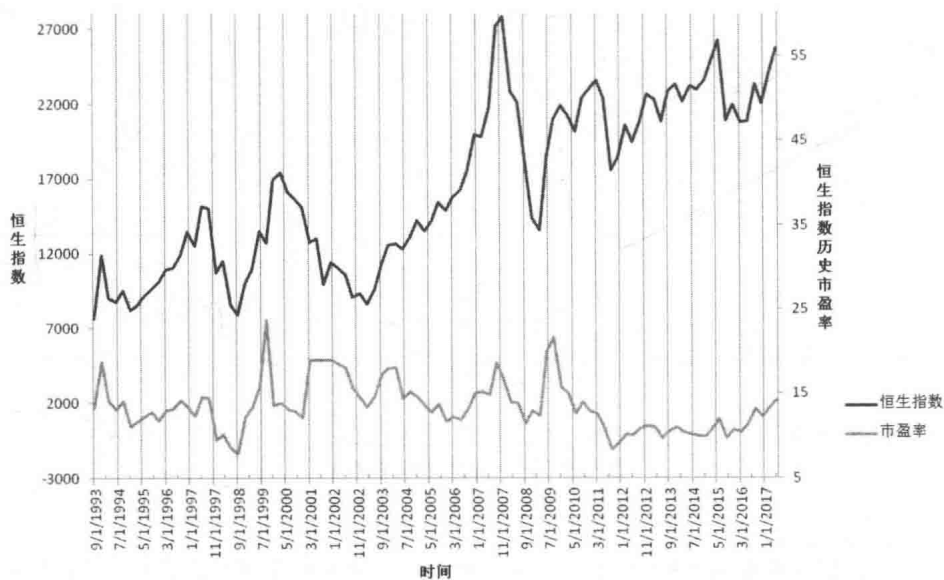
.....



第一章

估值的应用

出于效率的考虑，我们先看数据，再讲原理。图 1-1 显示了香港恒生指数的历史市盈率，我们可以看到，该指数的市盈率大部分时间在 8 倍到 25 倍之间波动。

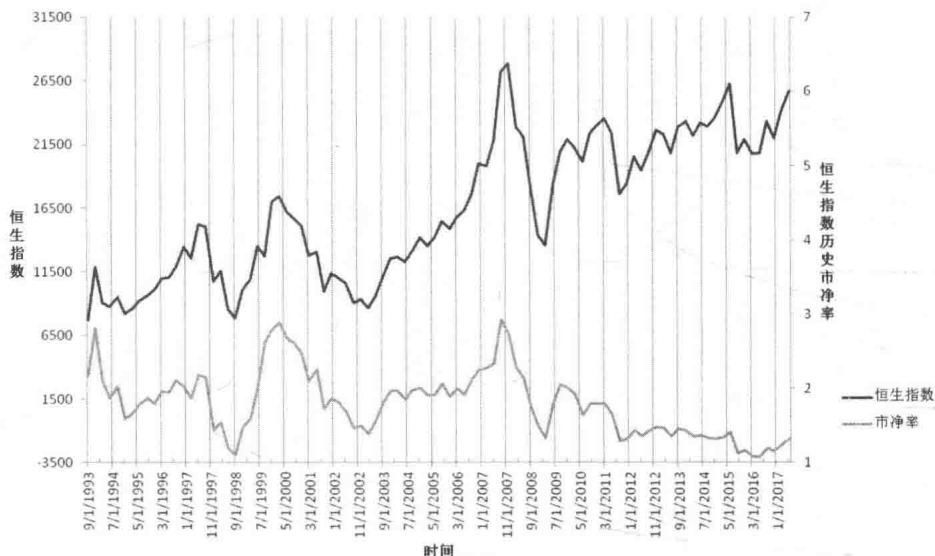


数据来源：彭博

图 1-1 恒生指数与历史市盈率

市盈率的高低与指数值的高低有明显的相关性。市盈率越高，指数未来越容易下跌；市盈率越低，指数未来越容易上涨^[1]。

图 1-2 显示了香港恒生指数的历史市净率，我们可以看到，该指数的市净率大部分时间在 1 倍到 3 倍之间波动。市净率的高低与指数值的高低有明显的相关性。市净率越高，指数未来越容易下跌；市净率越低，指数未来越容易上涨。

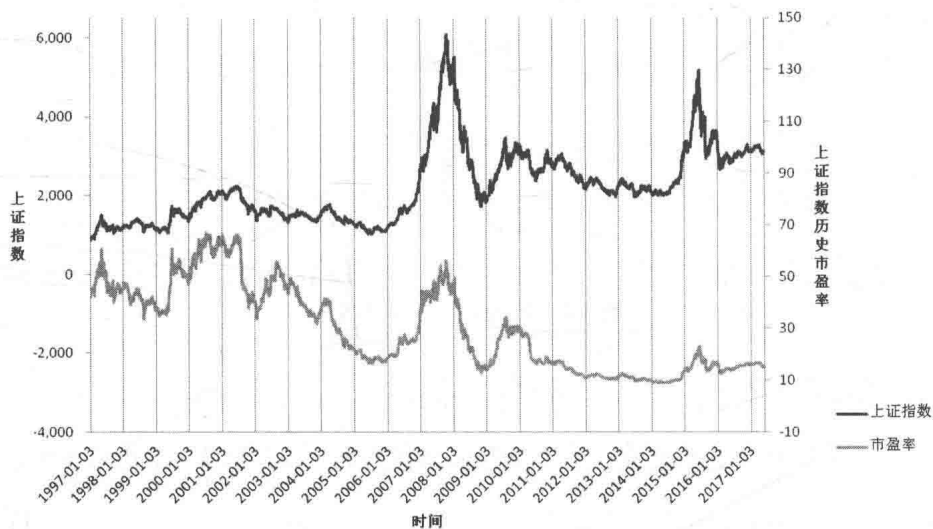


数据来源：彭博

图 1-2 恒生指数与历史市净率

[1] 由于通货膨胀和 GDP 增长的原因，长期来看指数值会越来越高，而市盈率和市净率是估值指标，它们不会像指数值一样越来越高，而是会在一个相对固定的区间内反复波动。这并不影响指数值与估值指标的相关性。

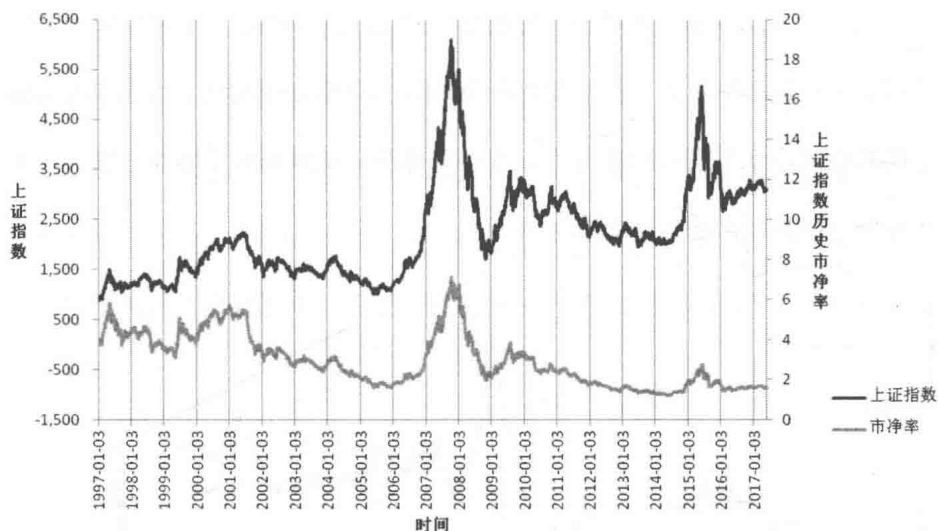
图 1-3 显示了上证指数的历史市盈率，我们可以看到，与成熟市场相比，该指数的估值波动更大，其市盈率在 10 倍到 60 倍之间波动。市盈率的高低与指数值的高低有明显的相关性。市盈率越高，指数未来越容易下跌，市盈率越低，指数未来越容易上涨。



数据来源：Wind

图 1-3 上证指数与历史市盈率

图 1-4 显示了上证指数的历史市净率，我们可以看到，与成熟市场相比，该指数的估值波动更大，其市净率在 1 倍到 7 倍之间波动。市净率的高低与指数值的高低有明显的相关性。市净率越高，指数未来越容易下跌，市净率越低，指数未来越容易上涨。



数据来源：Wind

图 1-4 上证指数与历史市净率

通过以上数据我们可以知道如下两点。

1. 从市盈率的角度看，当市场整体市盈率低于 10 倍时，就是明确的系统性机会；当市场整体市盈率超过 20 倍时，就是明确的系统性风险；
2. 从市净率的角度看，当市场整体市净率在 1 倍附近时，就是明确的系统性机会；当市场整体市净率超过 2 倍时，就是明确的系统性风险。

与国际市场相比，A 股市场的估值波动较大，这是发展阶段的问题。纽约、香港等成熟市场在早期阶段也和 A 股市场一样，有着较为剧烈的估值波动。

随着 A 股市场日益成熟，长期来看，它的估值中枢向成熟市场靠拢是大概率事件。话虽如此，但在实际操作中，我们完全不必以此判断作为行动的依据，因为无论 A 股市场在下一次牛市顶峰时的市盈率水平达到 20 倍、30 倍还是 40 倍，我们在整体市盈率低于 10 倍时开始投资，超过 20 倍时退出，总是没有错的；同样，无论它在下一次牛市顶峰时的市净率水平达到 2 倍、3 倍还是 4 倍，我们在整体市净率接近 1 倍时开始投资，超过 2 倍时退出，总是没有错的。

需要注意的是，我们根据估值来判断系统性机会与风险，并不是为了预测未来的走势，而是为了做出当下最好的选择。当我们在估值很低时进入一个市场，它未来有可能继续下跌，也可能持续几年不涨不跌，反之亦然。

事实上，我们几乎不可能买在最低点，更不可能买在上涨前夜；我们也不可能卖在最高点，更不可能卖在下跌前夜。然而即便如此，我们依然应该选择在估值足够低时进入市场，在估值足够高时退出市场，因为这就是“当下最好的选择”——我们不知道未来去往何方，但必须知道自己身在何处！

通过上述内容，我们了解到如何用市盈率、市净率这两个估值指标来识别系统性机会与系统性风险。这是“绝对估值”的应用。

然而，这两个指标并不仅仅是用来识别系统性机会与风险的工具，它们本身也能帮助我们获得超额收益。接下来，我们谈谈“相对估值”的应用。

表 1-1 申万风格指数所代表的不同投资组合的历史收益情况

名称	总收益率	年化收益率
低市盈率指数 ^[1]	567.13%	10.95%
低市净率指数 ^[2]	530.05%	10.62%
上证指数	129.76%	4.79%
高市盈率指数	3.63%	0.20%
高市净率指数	31.49%	1.57%

数据来源：申万风格指数

表 1-1 列出了申万风格指数所代表的不同投资组合从 1999 年 12 月 31 日至 2017 年 6 月 12 日的历史收益情况。在这 17.5 年间，上证指数的年化收益率为 4.79%^[3]。而低市盈率指数的年化收益率为 10.95%，低市净率指数的年化收益率为 10.62%，回报率远高于上证指数；与此同时，高市盈率指数的年化收益率为 0.2%，高市净率指数的年化收益率为 1.57%，回报率远低于

- [1] 市盈率指数编制方法：市盈率指数成分股每年调整两次，9 月第 1 周最后一个交易日（5 月第 1 周最后一个交易日）计算向前 10 个交易日的平均市盈率，并按照规则确定新成分股；9 月第 2 周第一个交易日（5 月第 2 周第一个交易日）公布成分股调整名单，正式启用新成分股。成分股按照如下规则调整：剔除亏损股以及市盈率高于 500 的股票，平均市盈率最高的 200 只股票作为高市盈率指数的成分股，平均市盈率最低的 200 只股票作为低市盈率指数的成分股。
- [2] 市净率指数编制方法：市净率指数成分股每年调整两次，6 月 20 日（12 月 20 日）计算向前 10 个交易日的平均市净率，并按照规则确定新成分股；6 月 21 日和 12 月 21 日公布成分股调整名单；7 月的第 1 个交易日和 1 月的第 1 个交易日正式启用新成分股。成分股按照如下规则调整：剔除净资产为负的股票，根据平均市净率选择成分股，平均市净率最高的 200 只股票作为高市净率指数成分股，平均市净率最低的 200 只股票作为低市净率指数成分股。
- [3] 上证指数的回报率没有计算分红，其实际回报率要比 4.79% 高出 1~2 个百分点。