

WILEY

投资的常识

建立理性的投资观

布拉德福德·康奈尔 (Bradford Cornell)
[美] 肖恩·康奈尔 (Shaun Cornell) 著
安德鲁·康奈尔 (Andrew Cornell)

张永冀 王宇佳 译

THE CONCEPTUAL
FOUNDATIONS
OF INVESTING
A SHORT BOOK OF
NEED-TO-KNOW
ESSENTIALS



写给非专业投资者的投资入门书
掌握成功投资背后的科学理论基础
有效避免不可挽回的损失

 中国工信出版集团

 人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS

投资的常识

建立理性的投资观

布拉德福德·康奈尔 (Bradford Cornell)

[美] 肖恩·康奈尔 (Shaun Cornell) ◎著

安德鲁·康奈尔 (Andrew Cornell)

张永冀 王宇佳◎译

THE CONCEPTUAL
FOUNDATIONS
OF INVESTING
A SHORT BOOK OF
NEED-TO-KNOW
ESSENTIALS

人民邮电出版社

北京

图书在版编目 (C I P) 数据

投资的常识：建立理性的投资观 / (美) 布拉德福德·康奈尔 (Bradford Cornell), (美) 肖恩·康奈尔 (Shaun Cornell), (美) 安德鲁·康奈尔 (Andrew Cornell) 著；张永冀，王宇佳译. — 北京：人民邮电出版社，2019.6

ISBN 978-7-115-51189-8

I. ①投… II. ①布… ②肖… ③安… ④张… ⑤王… III. ①风险投资—基本知识 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2019)第074570号

-
- ◆ 著 [美]布拉德福德·康奈尔 (Bradford Cornell)
[美]肖恩·康奈尔 (Shaun Cornell)
[美]安德鲁·康奈尔 (Andrew Cornell)

译 张永冀 王宇佳

责任编辑 曹务龙

责任印制 周昇亮

- ◆ 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：880×1230 1/32

印张：7.25

2019年6月第1版

字数：140千字

2019年6月河北第1次印刷

著作权合同登记号 图字：01-2018-8715号

定价：49.00元

读者服务热线：(010)81055522 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

译者序

如果有一天，股票开户交易也需要取得资格认证，那康奈尔父子的《投资的常识：建立理性的投资观》应被官方指定为考试的延伸读物。每一位初来乍到的投资者都应该了解书中讲解的投资常识。但遗憾的是，许多投资者匆匆上阵，直到折戟时，尚未认识到自身投资知识的匮乏以及投资体系的不堪一击。

关于投资，市场中已经有林林总总的读物，这本入门读物独具何种特色呢？

首先，老康奈尔（布拉德福德·康奈尔）具备扎实的金融理论功底，身兼多家科研机构的讲席教授，早先出版的《公司价值评估》也曾引入国内，成为 MBA 课堂的经典教材。康奈尔父子并未止步于纸上谈兵，还创立了私募对冲基金 SMBP，富有实战经验。他们挑选了在投资过程中不断涉及的一些重要投资概念，从实务的角度进行讲解，深入浅出，通俗易懂。

其次，如查理·芒格所言：“大家都知道，所谓常识，是平常人没有的常识。我们在说某个人有常识时，其实是说，他具备平常人没有的常识。人们都以为具备常识很简单，其实很难。

（But of course when people talk about common sense they mean

‘uncommon sense’ . Every time you hear that somebody has a lot of common sense it means he’s got uncommon sense. And it is much harder to have common sense than it is generally thought.)” 投资中的常识同样如此。书中列举的投资常识点虽然细微，但即便是久经沙场的投资者也时有忽视甚至误解。

最后，金融市场日新月异，从业者与研究者期望的是在变化中寻找不变的东西，即法则。书中结合最新的理论研究成果与市场数据，将投资中不可不知的法则娓娓道来，摒弃了传统投资教科书曲高和寡的姿态，更不属于老少咸宜、无门槛鸡汤式的投资致富真经之流。作者希望读者可以理性地看待投资，尽可能少犯低级错误或承担无收益风险。这些常识虽不足以让你成为股市的明日之星，但确实是置身股海的急救指南。

工欲善其事，必先利其器。让我们从这本讲述投资常识的小书开始，建立理性的投资观，穿越证券价格起起落落的迷雾，直至形成一套成熟的投资框架吧。

张永冀

于中关村南大街5号

2019年5月

前言

随着 1964 年资本资产定价模型（the capital asset pricing model, CAPM）的提出，金融研究颠覆了人们对金融市场的固有认知。然而，诞生于此次变革中的大部分研究都具有极强的技术性，想要学以致用需要很深的数理功底。晦涩的金融理论变得阳春白雪，使得非专业投资者对现代投资学的基础理论体系望而却步。

本书旨在填补这一鸿沟，尽可能用最少的技术细节来讲解现代投资理论的基础概念。对技术细节感兴趣的读者，可以自行查阅商学院课程中指定的教科书。

读者要明白，即便对基础概念烂熟于心也不能使你成为“股神”。本书认为，证券市场上不存在类似于牛顿定律这样一成不变的规律。牛顿本人在南海泡沫事件后感叹道：“我能计算天体运行的轨迹，却无法预料人性的疯狂。”^①本书讲解的基础概念能够帮助读者了解市场运作方式以避免初级投资者常犯的错误。虽然读者不需要身怀深厚的数理技能，但仍要动手处理简单的数据，

^① 在 1689—1714 年，英国政府因欠下债务，与南海公司（South Sea Company）合作发行股票。1720 年春秋之际，由于民众投资的狂热，该股价经历了暴涨后的暴跌，股民损失惨重。科学家牛顿本人也因投资该股票，亏损了 20 000 英镑。——译者注

具备基本的数据处理能力，只有这样才能熟练掌握基础公式等一系列基本投资概念。

本书期望可以帮助读者建立科学的投资观。在一定程度上，它可以成为读者置身股海时的自救手册。随着投资者不断增多、投资规模逐渐扩大，各类投资机构也随之出现。这些机构通过管理资产收取佣金与分成，以达到赢利的目的。我们身边充斥着各种金融机构的营销广告与五花八门的投资建议。因此，投资者掌握基础的投资概念，一方面能避免被众多信息误导，另一方面也可以评估投资顾问的专业性及咨询意见的合理性。

目 录

第一章 收益	1
股票、长短期国债	9
收益的计算方法	14
波动	16
平均收益率	17
以收益率来检验投资理论	19
收益率与股票市场的历史	20
第二章 金融市场的微观结构	23
夏普法则	25
有效市场假说	29
信息效率与基本效率	33
有效市场假说与夏普法则	36
你的交易对手是谁	38
现实与理论一致吗	43

第三章 债券和通货膨胀	49
美国的短期国债和长期国债	60
利率与通货膨胀	77
债券到期收益率和债券持有期收益率	80
通胀保值债券	85
公司债券和信用风险	87
承诺收益率与预期收益率	88
分散投资在债券投资中的作用	94
低评级债券投资的高收益	94
第四章 风险与收益	97
风险厌恶和风险溢价	98
股票市场的风险溢价	109
CAPM 的应用	112
股权现金流贴现率	114
流动性与预期收益	115
第五章 基本面分析与估值	117
泡沫	118
估值基础	126
自由或“可派息”现金流	127
固定增长模型	128
更现实的模型	130
沃伦·巴菲特的投资“秘诀”	133

具体的例子：特斯拉公司	135
基本投资及多元化	142
发现定价错误的股票	142
如何应对市场定价“过高”	143
基础投资分析的社会贡献	149
第六章 交易成本、费用和税金	153
交易成本	155
管理投资基金及费用	160
税额	162
第七章 历史可以信任吗	167
数据挖掘	171
非稳定性	172
模型设定	175
交互作用	176
Smart Beta 和因素溢价	176
评估投资管理者的业绩	177
美国总统政治和股市	179
第八章 异象，可以利用吗	183
潜在投资者偏见类型	184
认知错误	184
情感偏见	187
行为金融学与市场定价	188

个体与机构	190
证券定价错误是否重要	192
行为偏差在有效市场中的作用	194
第九章 另类投资	197
流动性	199
信息	201
产权	201
必要的管理	202
衡量风险和收益	203
房地产投资信托基金	204
新兴市场基金	206
私募股权	207
与商品和其他指数相匹配的基金	208
衍生品	210
外来投资	211
第十章 投资建议	213
多元化被动投资策略	214
主动投资策略	215
使用主动型投资经理	216
“增强的”被动策略	217
后记	220

第一章 收益

本书旨在介绍投资的基础概念，而不是教你如何成为股市中的佼佼者。实际上，战胜市场是十分困难的，一种投资策略可能会在短期内奏效，随着知道的人越来越多，赚钱效应就会逐渐消失。试想人人都知道买到就是赚到，谁还会卖呢？即便真的有人掌握了某种在股市中赚钱的不二法门，他也应该去创办投资公司，闷声发财，而不是将此策略公之于众。

但这并不代表掌握基础概念对提高投资收益没有任何意义。相反，这可以帮助读者避免很多常见的投资错误。例如，权衡投资的风险与回报时，从表面上看，承担高风险就会拥有高收益率。但事实并非如此，高收益率伴随着高风险，但高风险未必能带来高收益率。掌握投资的基础概念可以帮助读者了解投资的事实与真相，避免承担无收益风险。投资者还需要在主动投资或被动投资中做出选择，掌握这些基础概念可以帮助投资者做出最优判断。佐证这一观点的例子还有很多，我们留待后文再慢慢讲解。

基础概念对实践具有重要的指导意义。正如原子是化学分析中的基本单位，收益也是投资分析中的基本元素。投资分析的第

一步，是准确地计算和运用收益。因此，本书从讲解“收益”开始。

投资收益率是指特定时期内持有投资所带来的财富增长的百分比。投资了 10 000 美元且获得 1% 的收益率，那么财富将增加到 10 100 美元。看似简单的计算在实际运用中会存在很多问题。收益是金融领域的“原子”，因此，在了解更复杂的概念（例如预期收益或风险与收益的权衡）之前，掌握如何计算和运用收益是至关重要的。

在本书中，一天通常指一个交易日。例如，从周五收盘至周一收盘的交易区间与周一至周二收盘的交易区间之间没有区别，两者都被视为一个交易日。同理，三天的假期也是如此。按照这一设定，一年通常有 252 个交易日。

下面我们以苹果公司为例展开对收益的介绍。读者需要进行一些必要的数学计算。如表 1-1 所示，第二列显示为在 2017 年 1 月 3 日至 2017 年 3 月 3 日期间的 42 个交易日中，苹果公司股票的收盘价在两个月内从 116.15 美元上涨到了 139.78 美元；第三列为苹果公司每日股价变动的百分比。人们经常会误以为股价变动百分比即为收益率。尽管两者大部分时间是一致的，但由于苹果公司会支付股利，所以两者的关系并非每日均如此。

表 1-1 苹果公司的收益率与投资终值

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
日期	收盘价 (美元)	价格变动 (%)	分红	日收益率 (%)	投资终值 (美元)	平均 收益率 (%)	根据平均收益率 计算的投资终值 (美元)
2017 年 1 月 3 日	116.15				100.00		100.00
2017 年 1 月 4 日	116.02	-0.112		-0.112	99.89	0.469	100.47

(续表)

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
日期	收盘价 (美元)	价格变动 (%)	分红	日收益率 (%)	投资终值 (美元)	平均 收益率 (%)	根据平均收益率 计算的投资终值 (美元)
2017年1月5日	116.61	0.509		0.509	100.40	0.469	100.94
2017年1月6日	117.91	1.115		1.115	101.52	0.469	101.41
2017年1月9日	118.99	0.916		0.916	102.45	0.469	101.89
2017年1月10日	119.11	0.101		0.101	102.55	0.469	102.37
2017年1月11日	119.75	0.537		0.537	103.10	0.469	102.84
2017年1月12日	119.25	-0.418		-0.418	102.67	0.469	103.33
2017年1月13日	119.04	-0.176		-0.176	102.49	0.469	103.81
2017年1月17日	120.00	0.806		0.806	103.31	0.469	104.30
2017年1月18日	119.99	-0.008		-0.008	103.31	0.469	104.79
2017年1月19日	119.78	-0.175		-0.175	103.13	0.469	105.25
2017年1月20日	120.00	0.184		0.184	103.31	0.469	105.77
2017年1月23日	120.08	0.067		0.067	103.38	0.469	106.27
2017年1月24日	119.97	-0.092		-0.092	103.29	0.469	106.76
2017年1月25日	121.88	1.592		1.592	104.93	0.469	107.26
2017年1月26日	121.94	0.049		0.049	104.98	0.469	107.77
2017年1月27日	121.95	0.008		0.008	104.99	0.469	108.27
2017年1月30日	121.63	-0.262		-0.262	104.72	0.469	108.78
2017年1月31日	121.35	-0.230		-0.230	104.48	0.469	109.29
2017年2月1日	128.75	6.098		6.098	110.85	0.469	109.80
2017年2月2日	128.53	-0.171		-0.171	110.66	0.469	110.32
2017年2月3日	129.08	0.428		0.428	111.13	0.469	110.83
2017年2月6日	130.29	0.937		0.937	112.17	0.469	111.35
2017年2月7日	131.53	0.952		0.952	113.24	0.469	111.87
2017年2月8日	132.04	0.388		0.388	113.68	0.469	112.40
2017年2月9日	132.42	0.288	0.57	0.719	114.50	0.469	112.93

(续表)

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
日期	收盘价 (美元)	价格变动 (%)	分红	日收益率 (%)	投资终值 (美元)	平均 收益率 (%)	根据平均收益率 计算的投资终值 (美元)
2017年2月10日	132.12	-0.227		-0.227	114.24	0.469	113.45
2017年2月13日	133.29	0.886		0.886	115.25	0.469	113.99
2017年2月14日	135.02	1.298		1.298	116.75	0.469	114.52
2017年2月15日	135.51	0.363		0.363	117.17	0.469	115.06
2017年2月16日	135.35	-0.118		-0.118	117.03	0.469	115.60
2017年2月17日	135.72	0.273		0.273	117.35	0.469	116.14
2017年2月21日	136.70	0.722		0.722	118.20	0.469	116.68
2017年2月22日	137.11	0.300		0.300	118.55	0.469	117.23
2017年2月23日	136.53	-0.423		-0.423	118.05	0.469	117.78
2017年2月24日	136.66	0.095		0.095	118.16	0.469	118.33
2017年2月27日	136.93	0.198		0.198	118.40	0.469	118.88
2017年2月28日	136.99	0.044		0.044	118.45	0.469	119.44
2017年3月1日	139.79	2.044		2.044	120.87	0.469	120.00
2017年3月2日	138.96	-0.594		-0.594	120.15	0.469	120.56
2017年3月3日	139.78	0.590		0.590	120.86	0.469	121.13
算术平均收益率(%)				0.469			
几何平均收益率(%)				0.452			

股利会对收益率产生影响，那么其影响会在哪一天体现出来呢？你可能会说，显而易见，不就是在收到股利的当天吗？但市场具有前瞻性，在除息日（除权日）就将其纳入收益率的计算。除息日为上市公司股权登记日（确定股东名单）的后一日。在除息日之前，若投资者持有该公司的股票，就可以获得分红。在除息日之后，买入股票的投资者不会获得这一次分红。影响股价变动的

因素有很多，假设在其他条件不变的情况下，发放股利会造成苹果公司的股价下跌。因此，在除息日计算收益率时应将股利加回。

股利并非证券收益的唯一来源。国债通常会每半年付息一次，抵押贷款按月支付利息。这些现金收益都应纳入两个交易日 ($t-1$, t) 之间投资收益率的计算。具体公式如下：

$$R_t = [(P_t - P_{t-1}) + \text{现金收益}_t] / P_{t-1} \quad (1.1)$$

公式 (1.1) 适用于所有类型的证券投资。若为股票，现金收益就是股利，在除息日计算收益时需要考虑股利。

表 1-1 中的第五列为苹果公司股票日收益率。2017 年 2 月 9 日（这一天为除息日）收益率的计算考虑了股利的影响，因此其日收益率与价格变动的百分比不一致。

通过收益率数据可以计算出衡量投资业绩的指标——投资终值（见表 1-1 中第六列）。投资终值表示初始投资在每一日的价值。在计算终值时假设所有股利均再投资于股票。如表所示，2017 年 1 月 3 日投资的 100 美元，在 2017 年 3 月 3 日收盘时终值为 120.86 美元。

投资业绩应以收益率与投资终值来衡量，而非以价格变动衡量。但大部分公开的财务业绩通常以价格为基础，个股与知名的指数中都存在这样的问题。例如，道琼斯指数和标准普尔 500 指数均未考虑股利。因此投资者在比较共同基金与标准普尔 500 指数投资业绩时会发现没有可比性。共同基金业绩以收益率来衡量，而标准普尔仅为一个不包含股利的价格指数。标准普尔 500 指数中的大部分股票会发放现金股利，导致这些股票组成的投资组合业绩明显优于指数变化。因此，仅依靠价格变动来衡量投资业绩

是不全面的，在对不同投资进行比较时，应注重投资终值。标准普尔 500 指数和道琼斯指数的回报数据获取不易，在计算终值时会有一定的困难。

在表 1-1 中，虽然股利仅占苹果公司总收益的一小部分，但无论股价如何波动，股利永远为正。随着时间推移，股利影响逐渐显著，通过图 1-1 可以更好地理解股利对投资终值的影响。图 1-1 为 1926—2017 年包含股利和不包含股利的美国股市的投资终值。

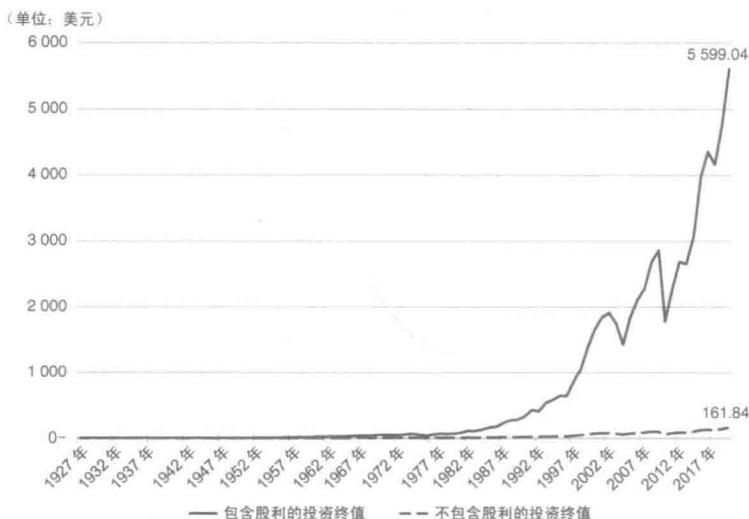


图 1-1 包含股利和不包含股利的美国股市投资终值 (1926—2017 年)

首先对本例中所采用的市场收益数据进行说明，图 1-1 中的数据来源于芝加哥大学证券价格研究中心 (the Center for Research in Securities Prices, 以下简称为“CRSP”)。CRSP 几乎收集了所有美国上市公司自 1926 年以来的每日收益率数据。CRSP 公布的收益率数据在除息日已经考虑了分红因素，并做了复权处理。此外，