



为什么基金定投是个坏主意？



伍治坚  · 2 天前

在我和读者朋友们互动的过程中，收到的频度最高的问题之一就是：基金定投有没有用？我该不该用定投的方式购买基金？

所以今天这篇文章，我就来为大家好好讲讲这个问题。

首先，我将基金分为两大类：主动型公募基金，和指数基金。由于这两类基金有很大的不同，因此有必要把它们分来开区分对待。

对于一些非金融投资背景的读者，让我先为你们稍微普及一下：主动型公募基金

知

首发于
伍治坚证据主义

 写文章

...

目前中国二级市场上大约有3000多个公募基金。除去一些ETF联接基金，它们绝大多数都是主动型公募基金。

主动型公募基金和指数基金



主动型公募基金

- 主动投资
- 目的是战胜指数（市场平均回报）
- 一般来说收费较高
- 分析起来比较复杂

指数基金

- 被动投资
- 目的是取得市场平均回报
- 一般来说收费较低

上表列举了主动型公募基金和指数基金（ETF）之间的主要区别。大致来讲，主动型基金采用择时择股的主动型投资方法，目的就是取得比市场平均回报更好的投资回报。一般来说，主动型基金的收费要高于被动型指数基金。读者朋友们也可以通过百度搜索“伍治坚+主动被动”找到更多的相关文章进行阅读。

相对来说，分析主动型基金的好坏，要比被动型指数复杂得多。主要原因在于：

1) 主动型基金的投资回报，包括几个组成部分：A) 市场回报；B) 基金经理能力；C) 基金经理运气；D) 策略的执行水平。

在很多时候，你很难将这些不同的组成部分分开。因此在基金回报差的时候，投资者很难确定到底是什么原因造成的回报不佳。由于投资者只能看到结果，因此很容易堕入“追涨杀跌”，“低卖高买”的投资陷阱。

读者朋友们也可以搜索“伍治坚+基金经理能力运气”找到相关的讨论文章进行扩展阅读。

2) 由于运气的存在，要想科学的分析一个主动型基金经理的真实水平，需要大量的数据，才能在统计上做到显著（significant）。很多基金只有过去3~5年的历史记录。这样的基金历史数据太短，无法在统计上得出任何有意义的结论。

3) 主动基金的策略五花八门，每种策略都不尽相同。比如人为投资（discretionary）有自上而下、自下而上、行业专长、价值/成长等。量化投资（quantitative）策略有动量、价值、市值、高频等。因此要想真正分析出这些基金的来龙去脉，投资者需要具备不少金融知识。绝大部分基民散户，不具备这样的专业知识。

由于这些原因，投资者定投购买一个主动型基金，不是一个好主意。主要原因在于：

1) 当基金净值下跌时，你搞不清楚究竟是什么原因。如果搞不清楚基金亏钱的原因，那么在基金净值不断下跌的时候，你就无法判断自己是否应该继续跟着定投下去。

一方面，你感觉好像眼看一艘船正在不断下沉。如果继续定投，就好比毫无畏惧的跳上去和那艘船共存亡。但另一方面，你又期望该基金能够触底反弹，而你无法百分百确信，自己是否能够信任该基金公司和经理。很多投资者在这个时候就会变得六神无主，不知道接下来该怎么办。

2) 主动型公募基金是有可能被清盘的。

根据我国基金法相关规定，在开放式基金合同生效后的存续期内，若连续60日基金资产净值低于5000万元，或者连续60日基金份额持有人数量达不到100人，基金管理人在经中国证监会批准后可以宣布该基金终止。

如果投资者不幸定投到一个被清盘的基金，是非常不划算的。因为大致来讲，定投是一个长期的投资计划（比如每个月或者每个季度定量购买，持续购买几年以上）。但如果还没有等到你的定投计划完成，该基金就被关闭了，那显然和一开始的投资初衷背道而驰。

在很多情况下，基金清盘的原因是管理的资金规模太小。而基金管理的资金规模变小，很多时候是由于业绩不佳，因此很多顾客选择赎回。因为这个原因，不幸定投到面临清盘的基金的投资者，多半会亏钱。

基于以上原因，投资者定投主动型基金，不是一个好主意。

下面再讲讲定投指数基金（ETF）。

首先，那些追踪指数的场外ETF联接基金，也是公募基金，因此理论上也有清盘的危险。所以投资者如果选择那些基金进行定投，需要做一些基本的功课（比如检查基金的资金规模等）。百度搜索“伍治坚+中国ETF”，可以找到一些相关文章做扩展阅读。

接下来，和大家着重讲一下定投的逻辑以及弱点。

定投的意思，是投资者不把所有的资金一次性买入某个投资产品（比如股票基金或者ETF），而是分批买入（比如每个月/每季度购买XX元）。从本质上来讲，定投是择时分散（Time Diversification）的一种。既然是择时策略，那么这种投资策略的回报，很大程度上取决于择时是否成功。

对于择时分散这个概念不熟悉的朋友，也可以这么理解。如果在定投期间市场上涨了，那么投资者就亏了（因为购入的平均成本更高）。如果在定投期间市场下跌了，那么投资者就赚了（因为平均成本更低）。投资者通过定投取得更好的投资回报的前提，是他每一次买入的时候恰好为市场低点，而这无疑是非常困难的。（百度搜索“伍治坚+择时”可以找到更多相关文章做扩展阅读。）

在投资者买入的过程中，市场是涨，还是跌，是一个随机性很大的事件。事实

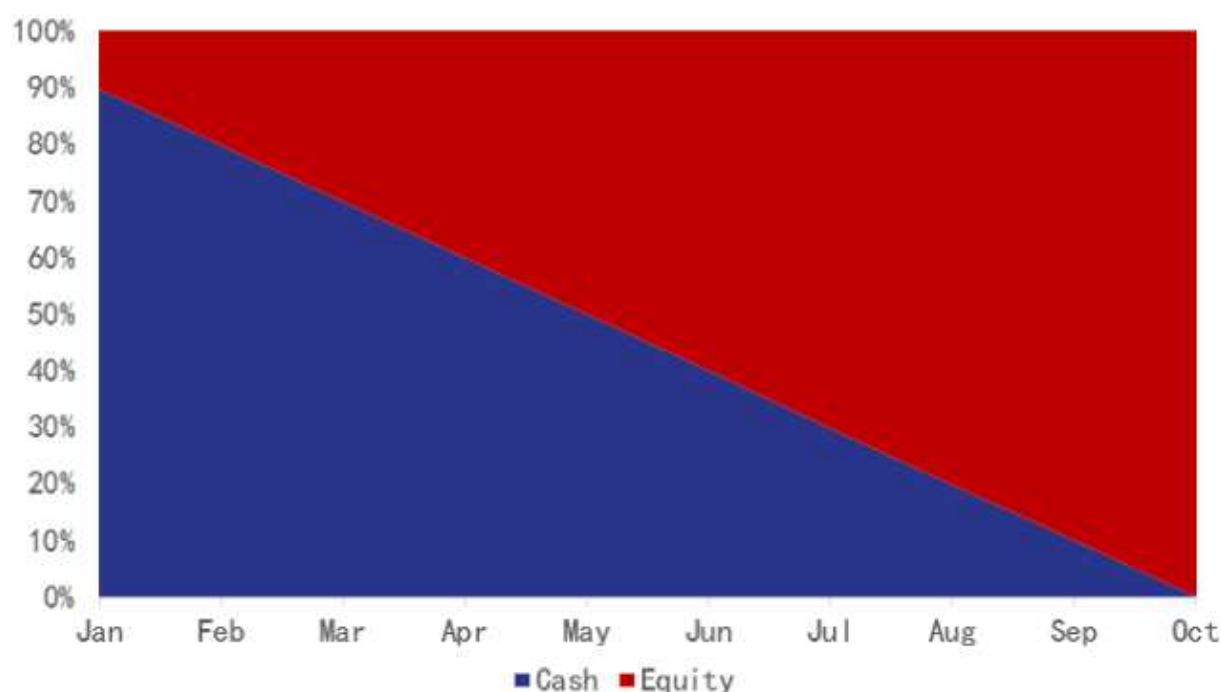
上涨时站八竿子高，确定下跌时站七尺高就行了。因此到最后，定投仅仅只有能够获得的平均买入成本的高低，很大程度上也是基于运气。运气好的话，买入成本低。运气差的话，买入成本高。

提倡定投的鼓吹者，提出的一个比较普遍的理由是：定投能够降低投资者的风险（即投资的波动率）。下面我们分析一下这种说法。

定投分析



定投实例分析



上图显示的是一个比较简单的定投例子。假设投资者一开始的资产组合为90%的现金/10%的股票。然后他开始每个月慢慢增加对于股票的投资。在差不多一年以后，投资者的资产组合变为100%股票。这是一个比较简单的例子，但代表了大部分定投背后的逻辑。

如果你去计算该投资组合的波动率，它肯定是慢慢增加的。在一开始，由于大部分资产都是现金，因此该投资组合的波动率极小。随着投资组合中的股票慢慢增加，波动率也慢慢增加。

所以，所谓的“定投降低投资风险” 说白了只是用定投来对冲投资风险罢了（股

知

首发于
伍治坚证据主义

写文章

风险当然要比全仓股票低很多（一半钱在银行里躺着呢）。当然，投的少，回报也低（一半现金拿到的只是银行利息）。

同时，基于上图的逻辑，如果市场在那一年中上涨，那么投资者并没有从“定投”中获得什么好处，因为他只是半仓而已。

在完成上图所示的定投周期后，投资者到达满仓的状态。因此一个选择定投的投资者，和一个一开始就满仓的投资者，区别就在于定投期间的买入成本。该期间如果市场上涨，那么定投投资者就吃亏了，反之亦然。

有些读者可能会问：我可以理解你说的定投不好的逻辑。但是一上来就满仓，我也很担心自己会在高点买入。那么我到底应该采取怎样的投资策略呢？

答案是：资产层面的多元分散（Cross Security Diversification）。这种跨资产多元分散的投资方法，比择时分散（比如定投）的效果要好得多。

为了讲清楚这个问题，这里我需要援引诺贝尔奖得主Robert Merton在一次演讲中提到的一些研究材料，其中会涉及一些数学计算。

假设：无风险利率为 r ，投资股票的期望回报为 $\exp[RT]$ ，其回报方差为 VT 。

现在我们来比较两种多元分散的投资策略：

第一种：择时分散。投资者在一半时间内持有股票，另外一半时间持有现金。（这是比较类似于定投的择时分散投资策略的一种。）

第二种：从始至终都持有50%的股票和50%的现金，并且定期再平衡。

择时分散 (Time Diversification)

- 一半时间100%股票，一半时间100%现金
- 期望回报： $EXP[0.5(r+R)T]$
- 方差： $0.5VT$

资产分散 (Across Securities Diversification)

- 50%股票/50%现金，定时再平衡
- 期望回报： $EXP[0.5(r+R)T]$
- 方差： $0.25VT$

通过计算可以得知，两种投资方法的期望回报是一样的，都是 $EXP[0.5(r+R)T]$ 。但是两者的方差不同，第一种择时分散投资策略的方差，是第二种资产分散投资策略的方差的一倍。

也就是说，第二种方法（资产分散投资策略）能够取得和第一种方法（择时分散）一样的投资回报，同时风险低一半，因此优越第一种方法。

这个计算告诉我们的道理是：想要通过择时分散（Time diversification）的方法来降低自己的投资风险，纯属缘木求鱼。更正确的方法，是通过资产层面的多元分散（Across securities diversification），来提高投资组合的风险调整收益。

在这里还需要提醒大家两点非常重要的地方。

首先，定投对于一些“小白”型投资者，在他/她们个人投资经历的早期，还是有一些价值的。

这个价值主要在：**强制投资者储蓄**。你可以把定投想象成一个按揭。在按揭中，银行每个月定时收取房贷。而在定投中，银行每个月把你收入的一部分自动转入某基金中。对于一些储蓄习惯不好的朋友们（月光族），定投可以对他/她形成一定的纪律规范，强制他养成投资习惯。

但是这个价值和投资策略的风险/收益没什么大关系。同时投资者需要牢记，应该只去选择那些规模比较大的，成本最低的指数基金进行定投。

进一步来讲，那些没法控制自己消费欲的“剁手族”年轻人，如果真的想要存点钱，防止自己成为“月光族”，那么更好的方法，是每个月把多余的钱上交给父母，存在父母的银行账户里。等到这些年轻人的心智渐渐成熟，有了一定的自制力以后，父母再把银行账户的密码告诉他/她。这样的“强制储蓄”方法，可比通过“基金定投”来帮助自己储蓄靠谱多了。

其次，比定投更好的是长期多元分散化的投资策略。也就是说投资者需要有一套系统，帮助他在每时每刻都有一个比较合理的多资产/多国别资产配置。

如果投资者只是在考虑是否买卖股票这一单一资产，那么他就又回到了“择时”这个老问题上。不管他是否选择通过定投的方式进行投资，其投资回报都会受买入/卖出时点的运气影响。一些散户投资者对“择时”投资非常热衷，但很多研究表明，即使是职业基金经理，其获得超额回报的来源主要是选股，而非择时。广大个人投资者应该从这些研究中学到教训，对自己的投资择时能力有清醒的认识。

希望对大家有所帮助。

伍治坚是《小乌龟投资智慧》的作者。

五福资本伍治坚
美元资产配置



微信号: woodsford
Itune播客/喜马拉雅FM/公众号: 伍治坚证据主义
电邮: investor@woodsfordcapital.com

数据来源:

finance.sina.com.cn/mon...

Robert Merton, Improved Investment Performance By Avoiding The Paths of Error, Dimensional Applied Conference, Singapore, Oct 2017

基金定投 定投 投资

☆ 收藏 分享 举报

👍 89



47 条评论



写下你的评论...



若橘若梨

感谢伍老师分享投资理财知识!

2 天前

1 赞

知

首发于
伍治坚证据主义

写文章

...

这一毛升个人贡献。

2 天前

3 赞



冯瑞飞

一直觉得定投是个无厘头的事情 这篇逻辑说清楚了

2 天前

1 赞



Jeffery李

定投是一个时间序列策略，拿单个定投时间点来比较两个策略，论据牵强啊

2 天前

9 赞



he landao

我觉得都没说到重点去，重点是一班傻子年年月月的投这个基金，基金的价格能不上涨，业绩能不好看。怕是大家没等到收回报的时候就被收割了。

2 天前

1 赞



5W的逆袭

多元分散怎么操作呢，是年度将投资的资产全部赎回，再按照比率重新分配在投？

2 天前



大白菜炖狐狸

个人2015年7月开始定投的东方红资管和兴业的基金收益都不错。

2 天前



伍治坚（作者） 回复 5W的逆袭

查看对话

不是的。应该是从第一天开始就投资多种资产。具体可以百度"伍治坚+多元分散"。在拙作《小乌龟投资智慧》中也有详细解释。

2 天前



伍治坚（作者） 回复 大白菜炖狐狸

查看对话

如何科学判断基金经理的投资业绩？有兴趣可以百度搜索"伍治坚+基金经理业绩"。

知

首发于
伍治坚证据主义

写文章

...



中方深表遗憾

伍老师请教一下这里：“从本质上来讲，定投是择时分散（Time Diversification）的一种。既然是择时策略，那么这种投资策略的回报，很大程度上取决于择时是否成功。”，择时和定投不是两个相互对立的策略吗，定投应该就是为了避免择时才采取的策略吧

2 天前

1 赞

[下一页](#)

文章被以下专栏收录



伍治坚证据主义

事莫贵乎有验，言莫弃乎无征。

[进入专栏](#)

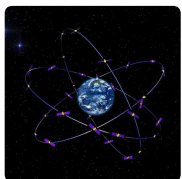
推荐阅读



国内信用体系格局初显，第三方数据分析入场券落在谁家？

撰稿：贾宁 19世纪末，美国资本市场发展早期，工业的兴盛吸引了众多投资者，产生了企业征... [查看全文](#) >

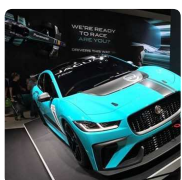
新经济100人 · 9 天前 · 编辑精选 · 发表于 新经济100人



定位和方向很重要：全球导航系统是如何解救迷途小羔羊的~

作者：张晟宇（中国科学院微小卫星创新研究院）文章首发于科学大院公众平台。特别鸣谢：@任... [查看全文](#) >

张晟宇 · 5 个月前 · 编辑精选 · 发表于 宇聊聊宇航，卫星工程师晟宇的航天漫谈



IAA2017-法兰克福，电动汽车的盛会

2017年IAA国际车展在法兰克福召开。随着各家车企竞相发布新能源车型，法兰克福车展成为了电... [查看全文](#) >

知

首发于
伍治坚证据主义

[写文章](#)

...

美国刑事诉讼法对嫌疑人有罪供述的排除规则变迁

这篇写了一周，翻了很多资料，写得很畅快。当年硕士论文中我想从头开始长篇大论一次结果被导师砍了90%的遗憾终于弥补了。这么好的文章，当然要搬进档案室。————正文————... [查看全文](#) >

月姬魔夜 · 12 天前 · 编辑精选 · 发表于 月姬骑士团档案管理室