

WILEY

THE INDEX REVOLUTION 跟大师  
学指数投资  
Why Investors Should Join It Now

[美] 查尔斯·埃利斯 (Charles D. Ellis) 著  
朱再青 译

# 跟大师 学指数投资

[美] 查尔斯·埃利斯 (Charles D. Ellis) ◎ 著  
朱再青 ◎ 译

THE  
INDEX Why Investors Should Join It Now  
REVOLUTION

中国人民大学出版社  
· 北京 ·

## 图书在版编目 ( CIP ) 数据

跟大师学指数投资 / ( 美 ) 查尔斯·埃利斯 ( Charles D. Ellis ) 著 ;  
朱再青译 . — 北京 : 中国人民大学出版社 , 2019.1

书名原文 : The Index Revolution : Why Investors Should Join It Now

ISBN 978-7-300-26578-0

I . ① 跟 … II . ① 查 … ② 朱 … III . ① 股票投资 — 基本知识  
IV . ① F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 ( 2018 ) 第 290738 号

## 跟大师学指数投资

[美] 查尔斯·埃利斯 ( Charles D. Ellis ) 著

朱再青 译

Gen Dashi Xue Zhishu Touzi

---

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 ( 总编室 )

010-62511770 ( 质管部 )

010-82501766 ( 邮购部 )

010-62514148 ( 门市部 )

010-62515195 ( 发行公司 )

010-62515275 ( 盗版举报 )

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> ( 人大教研网 )

经 销 新华书店

印 刷 天津中印联印务有限公司

规 格 148mm×210mm 32 开本

版 次 2019 年 1 月第 1 版

印 张 6.5 插页 1

印 次 2019 年 1 月第 1 次印刷

字 数 103 000

定 价 65.00 元

---

版权所有

侵权必究

印装差错

负责调换

# The Index Revolution

Why Investors  
Should Join It Now

## 作者简介

查尔斯·埃利斯（Charles D. Ellis）终生服务于投资界，于2003年获得由特许金融分析师（Chartered Financial Analyst, CFA）协会颁发的投资界终身成就奖，与沃伦·巴菲特、大卫·史文森等人并肩，是投资界仅有的14位获奖者之一。他曾在全球三大大学捐赠基金中的两家、全球十大主权财富基金中的三家担任过领导职位，也曾长期在哈佛商学院和耶鲁大学管理学院讲授高级投资课程。

在过去的50多年中，查尔斯·埃利斯从洛克菲勒公司的证券分析员做起，不断对投资管理进行实践探索和理论归纳，形成了自己完整的思想体系，并且用这个体系指导投资实践，从而获得了辉煌的成绩。他于1992年进入耶鲁大学捐赠基金投资

委员会工作，1999年开始担任该委员会主席，直至2008年任期届满退休。在他的领导下，耶鲁大学捐赠基金规模从1992年的30亿美元增长至2008年的230亿美元。

在查尔斯·埃利斯辉煌的职业生涯中，他曾任特许金融分析师协会主席、国际商业战略咨询机构格林威治联营公司（Greenwich Associates）的管理合伙人、美国先锋集团（The Vanguard Group）董事会董事、罗伯特·伍德·约翰逊基金会（Robert Wood Johnson Foundation）的基金受托人和财务委员会主席以及其他机构的领导职务。他毕业于耶鲁大学，后来长期担任耶鲁大学校董事会董事。

查尔斯·埃利斯既是一位久经沙场的战士，战绩彪炳，也是一位睿智的学者，著述颇丰。他有17本关于投资管理的著作，其中包括最畅销的《赢得输家的游戏》（*Winning the Loser's Game*）。

查尔斯·埃利斯现任美国麻省理工学院白头研究所（Whitehead Institute）董事会主席以及沙特阿拉伯阿卜杜拉国王科技大学投资委员会委员。他也为包括中国在内的一些国家的金融机构提供咨询服务。

# The Index Revolution

Why Investors  
Should Join It Now

## 中文版推荐序

张磊

高瓴资本集团创始人兼首席执行官

每一位投资者都有自己的朝圣之路。无论其笃信哪家投资流派，还是单打独斗自创招式，历经资本市场洗礼而显露峥嵘者，自当越走越远。作为当今最伟大的投资思想家和实践家之一，查尔斯·埃利斯先生在《跟大师学指数投资》一书中，以极其深邃的投资哲学和极富洞见的科学精神，为我们指明了一条新的朝圣之路。

查尔斯·埃利斯先生在本书中讲到，“指数投资”作为一种投资策略和资产配置方案，伴随着资本市场在投资者结构、交易规模、科学技术、投资产品及工具、监管政策等领域的显著变化，已经向世人展示了它的独特风格和卓越价值，而且历史数据和当前趋势也表明，它在未来仍将引领新的潮流。这对以打败市场（beat the market）而获得相对收益的投资模式来说，

无疑是一次巨大冲击。人们需要重新审视对于主动投资（active investment）的极度热衷，需要深刻理解投资者和市场的均势平衡，需要不断回归对于投资行为的敬畏和惶恐。同时，“革命”意味着这种变化必将带来不可低估的形势扭转，甚至重新定义投资表现的价值坐标。因此，无论是机构投资者还是个人投资者，都应当向指数革命的先觉者致敬。

与其建立自己的投资信仰，不如重塑自己的投资哲学。在我看来，查尔斯·埃利斯先生绝不仅仅是讲述指数投资的发展历史，也不是去敦促人们改变过去的成功范式，更不是单纯地发表演说表述观点。他以一种学者的睿智和实践者的笃实，启迪人们进行连续的、辩证的、审慎的独立思考。面对不断变化的资本市场，任何不切实际的投资信仰都只能成为某种“投资陷阱”，投资先贤的“思想学说”不是包治百病的万灵药，任何迷信盲从都将被市场证伪。相反，完整的投资哲学则是如何在资本市场中建立长期正确的认识论和发展观。唯有以严谨的治学精神去认识市场，提炼出最符合当下的投资策略，以最有效的投资手段去参与市场，静候时间的玫瑰，懂得“延迟满足”，才能够“适者生存”。

“横看成岭侧成峰，远近高低各不同”。我想引用这句古诗来为查尔斯·埃利斯先生在《跟大师学指数投资》一书中的投资思想作注脚。如果把某家公司的股票比作一座山峰，那么指数就像群山峻岭。专注于某家具体的表现，就像身临山涧，

云雾缭绕，尽管风景奇绝，却不壮美。指数投资以最简单的方式紧紧锚定投资者的核心价值，投资者只需关注最重要的投资原则和符合自身的长期投资目标，从而回归投资本质——关注企业的盈利和成长，而无须陷于市场的短期波动、企业的一时成败和市场环境的朝夕变化，从而取得卓越业绩。正所谓“会当凌绝顶，一览众山小”，指数投资开启了一种理解投资的全新视角，尤其是对于捐赠基金等超长期价值投资者来说，这种化繁为简的投资视角和抱朴守拙的投资初心相得益彰。

当我理解了查尔斯·埃利斯先生的“指数投资”后，突然想到这与老子的“上善若水”不谋而合。“水善利万物而不争，此乃谦下之德也”“以其不争，故天下莫能与之争”“夫唯不争，故无忧”。或许，主动投资在足够多聪明的投资者中间，只能陷入意气之争的囚徒困境，而“指数投资”善顺势而为，以其洒脱之形、稳健之势，在长期的投资业绩中脱颖而出。

对于中国来说，《跟大师学指数投资》绝不超前。尽管中国资本市场远达不到查尔斯·埃利斯先生所观察到的成熟资本市场应有的发展程度，但指数投资仍然可以凭借其天然的优势成为中国投资者（尤其是更富远见的超长期投资者）的一个重要选项。在中国古代，老人 80 岁被称为杖朝之年，查尔斯·埃利斯先生在其 80 岁时仍笔耕不辍，因此中国的读者和投资者是幸运的，能够搭乘“时间机器”去窥探未来革命，这对于努力追求投资真谛的我们尤为难得。



我非常感谢查尔斯·埃利斯先生对我的信任，让我来为这本书的中文版作推荐序。查尔斯·埃利斯先生早年创办格林威治联营公司，一直以理性和智慧为大型投资机构和组织提供投资顾问服务，他的坦率、诚恳和坚持让我们深受鼓舞和启发。在高瓴资本的投资历程中，我们无时无刻不在深省，究竟怎样的投资哲学才能够在变化无常的资本市场中取得建树，一位出色的投资者究竟应当具备怎样的投资品格，我们是否能够在更长期的时间轴上找到属于自己的坐标。我想读完查尔斯·埃利斯的著作，每个人能得到属于自己的答案。我们非常荣幸能够与大家一起读《跟大师学指数投资》这本书。

# The Index Revolution

Why Investors  
Should Join It Now

## 原版书推荐序

伯顿·马尔基尔 (Burton G. Malkiel)

美国经济学家和作家

《漫步华尔街》(*A Random Walk Down Wall Street*) 一书的作者

我毕生笃信指数投资。所以，能为本书作序，并且为本书所倡导的理念说上几句，我深感荣幸。《跟大师学指数投资》不仅介绍了指数投资 50 多年的发展简史，而且还是对那些仍未采用这种革命性投资方法的投资者发出的呼吁。如果你仍然被那些收费高昂的主动型共同基金所吸引，甚至糟糕地买入了对冲基金，那么查尔斯·埃利斯在本书中的精辟论述和他所经历的趣闻轶事会让你翻然醒悟：指数投资策略确实很好，每位投资者都应当重仓持有指数基金。

每年，主动型基金都会刊登广告，宣称“今年的行情是主动选股的行情”。有时候，它们会承认投资简洁的指数基金在刚过去的一年是正确的选择。但是，它们总是坚称在接下来的

一年中，主动型专业投资管理的价值将会凸显。《巴伦周刊》(Barron's)在2015年曾做过一期封面报道，称主动型基金经理会在当年“重现辉煌”。2016年，该周刊又做了同样的封面报道。2014年年初，《华尔街日报》也曾刊登文章预测2014年将有一波主动选股行情。基金经理总会使用一些陈词滥调来推销他们昂贵的基金产品，而且他们最爱使用的说辞之一就是“今年将迎来选股行情”。但是，年复一年，每当揭晓投资业绩时，投资低成本的指数基金总被证明是最佳的投资策略。

无论牛市还是熊市，无论震荡市还是单边市，指数投资的表现始终都优于主动型投资，而且即使在加息周期中，指数投资也可能是一种不错的投资策略。因为没人能够不停地、正确地低买高卖，所以主动型投资策略无法帮你躲过市场下跌。迄今为止，没有证据显示主动型基金经理能够跑赢大市。你也许会反驳，每年总有一些主动型基金跑赢了大市，但我们需要知道的是，想要提前找到这些基金的可能性极小。而且基金的投资业绩一般都是不稳定的，也就是说，如果一只基金在今年跑赢大市，并不代表它明年还能跑赢大市。基金评级机构晨星公司(Morningstar)通过研究发现，基于历史业绩给出的基金评级并无法有效地预测基金未来的业绩。那些拿到晨星公司最高的五星评级的基金在下一年的投资业绩往往比拿到一星评级的基金还要糟糕。

晨星公司还发现，基金收费是唯一一个与下一年基金业绩

相关的变量。论投资业绩，低收费、低交易频次的基金通常比高收费、高交易频次的基金好（即使忽略不计为高交易频次基金所需支付的额外税款<sup>①</sup>）。很明显，低收费、低交易频次的基金就是指数基金。指数基金不会频繁地交易个股，而仅仅买入并持有目标市场中的所有股票。

2016年，标准普尔道琼斯指数发布了一份统计分析报告，报告中披露了主动型基金经理惨淡的投资业绩。跟以往一样，2015年，大盘股主动型基金经理中每三位就有两位跑输了标普500大盘股指数。虽然小盘股市场没有大盘股市场那么有效，但是小盘股主动型基金经理也没有因此获得更好的业绩。大约75%的小盘股基金经理跑输了标普小盘股指数。标准普尔道琼斯指数还计算了更长时间范围内的基金业绩，它们发现主动型基金的业绩更糟糕。2005年12月至2015年12月这十年间，超过80%的大盘股基金经理和大约90%的小盘股基金经理跑输了他们各自的业绩基准。

国际市场上也发生了同样的现象。在市场较为低效的新兴市场，指数基金也常常会跑赢主动型基金。其实，恰恰由于新兴市场的低效（比如较大的买卖价差、较高的市场冲击成本和形形色色的交易印花税等），而使买入并持有有一个指数化的投资组合成了一种最佳投资策略。而且，指数投资在债券市场上也

---

<sup>①</sup> 美国税法对持仓不足一年的证券交易收入会征收额外税项。——译者注

证明了自己的价值。主动型投资常常被认为是进入高收益债券市场的最优策略，因为被动型投资工具由于其产品结构特点在处理债券信用风险时缺少灵活性和可操作性。但是，标准普尔道琼斯指数通过研究发现，在2005年至2015年这十年间，超过90%的主动型高收益率债券基金的业绩没有跑赢它们的基准。

的确，在每个时期都有一些基金经理能够跑赢大市。但是，即使是明星基金经理，他们也无法一直跑赢大市。在某段时期业绩最出色的基金经理往往不会出现在下一期最佳基金经理的名单中。比如，连续十多年斩获不菲投资业绩的威廉·米勒（William Miller）在接下来的数年中的投资业绩也可能逊色于大盘。而对于投资者来说，想要提前选到一位能够在未来十年都能够跑赢大市的基金经理的可能性几乎为零。更有可能的是，投资者会选到一位业绩平平却收费高昂的基金经理，而这位基金经理可能会跑输大市，他带来的回报将大约等于他高昂收费与一般指数基金收费的差值。所以，投资低成本的指数基金或者交易所交易基金才是上佳的投资策略。用查尔斯·埃利斯那句很有名的话来说就是，预测下一位明星基金经理就是一场“输家的游戏”。

你是否还是不相信我所说的？在本书中，查尔斯·埃利斯会向你展示一系列让你目瞪口呆的主动型基金跑输大市的证据，来说明为什么尝试跑赢大市就是在做无用功。他还会列举其他一些说明我们要进行指数投资的证据，比如指数投资的简单便

捷以及低税赋。如果你还不相信我，甚至不相信查尔斯·埃利斯的话，那么请记住我们这个时代最伟大的投资家沃伦·巴菲特的那句劝诫：只要买入一组多元化的指数基金，任何一位投资者都可能因此获益。

在这本深入浅出的书中，查尔斯·埃利斯讲述了一个关于指数投资的故事。起初，指数投资被鄙视、被认为是糟糕透顶的，甚至是“反美”（un-American）的。后来，越来越多的有力证据表明，指数投资的确是好方法。在本书中，查尔斯·埃利斯强调的是，股票市场的结构变化使基金经理几乎无法持续跑赢大市。50多年前，股票市场由个人投资者主导，专业投资者只要通过企业实地调研、约谈管理层，就能够在第一时间掌握公司的情况，从而买入相应的股票，并且跑赢市场。现如今，约98%的交易由拥有最一流技术的专业投资者完成，而且根据信息披露准则的要求，上市公司需要将任何能够影响其股价的重大事项进行公开，这就使每一位专业投资者几乎都能在同一时间获得相同的市场信息。但是在这样的环境中，想要跑赢大市并赚回交易成本却变得越来越难。

《跟大师学指数投资》一书不仅仅讲述了指数的投资在过去50多年中如何被市场慢慢认可的故事，还讲述了查尔斯·埃利斯从一开始笃信主动型投资到后来竭力推崇指数投资的心路历程。查尔斯·埃利斯的第一份工作就是做主动型投资，即信奉经典的证券分析方法和股票投资组合管理理论，并以此来指导投资

操作。后来，他成立了格林威治联营公司，主要为金融服务类企业，尤其是大型投资管理公司提供咨询服务。作为资产管理行业发展的一位积极参与者，查尔斯·埃利斯积累了宝贵的第一手经验，并且对于传统的主动型基金为何在日新月异的环境中越来越难跑赢大市有着深刻的理解。

由于证券从业人员越来越专业、越来越有经验，市场同时更趋高效，想要找到偏离合理价值的证券也变得越来越困难，而这正是证券分析和主动选股的逻辑悖论。一旦某个行业或者某家公司发布了新消息，这都会立刻反映在股价上，丝毫没有延迟。这并不意味着股价永远都是“对的”（我们经常在“事后”发现股价常常是“错的”）。可是，在任何一个时间点上，没有人能够完全准确地确定一只股票的价格是太高还是太低。所以，与千千万万专业投资者集体智慧的对赌很可能是一场“输家的游戏”。正因如此，在主动选股中，出错的概率比成功的概率更高，而且投资者还需要纳税，因此，主动选股基金可能并不适合投资者。

当美国先锋集团（Vanguard Group）发行第一只指数基金的时候，其主席约翰·博格（John Bogle）希望通过首次公开募股能够募集到1.5亿美元。不幸的是，他仅仅募集到了一个零头，即1140万美元。所以，这只基金被人称为“博格的荒唐事”。在接下来的几年中，这只指数基金增长缓慢，被专业投资顾问瞧不起，并被视为“平庸，而且无所作为”。但时，经验是最好

的老师。随着时间的流逝，投资者开始慢慢意识到，指数投资才是上佳的投资策略，而且低收费的指数基金能够一直跑赢主动型基金。低收费的指数基金开始稳步增长。

时至今日，已有超过 2 万亿美元的资产投资于指数基金，而交易所交易基金（通常挂钩于指数）的资产规模也已经接近于这个水平。晨星公司的分析显示，2015 年，投资者从主动型基金中赎回了超过 2000 亿美元的资金。与此同时，他们将超过 4000 亿美元投入了指数基金。这种转变是资产管理行业正在发生突变的一个缩影。指数投资是一场真正的变革，那些了解指数投资优越性的个人和机构投资者将是最后的赢家。

虽然指数投资在过去几年中增长很快，但其仍只占资产管理市场总资产的约 30%。所以，这场变革还有很长的路要走。仍然有很多投资者在为了某些无用的投资服务支付高昂的投资费用，这证明了幻想的力量压倒了经验。爱因斯坦早就说过：“疯狂就是一遍又一遍地做同一件事，而期待会有不同的结果。”

很明显，指数投资才是最佳的投资策略。每一个投资组合都要重仓指数基金，每一只养老基金都应当进行指数投资。如果你还不相信，如果你想请查尔斯·埃利斯来劝说你进行指数投资，那么请你阅读这本精美的小书吧。也许阅读本书只需要两个小时，而你将会因此获得最丰厚的财务回报。



# The Index Revolution

Why Investors  
Should Join It Now

## 前言

冒着“聚会刚开始就撤走大酒杯”<sup>①</sup>的风险，或者有可能会得罪我在主动投资界的很多朋友的风险，我写了这本书，主要目的就是要告诉投资者投资界发生的翻天覆地的变化。这些变化是如此巨大且又互相叠加，直接导致追求高回报的投资策略彻底失效。毋庸置疑，主动型基金经理的确非常优秀，可是他们的集体智慧却导致他们中几乎没有一人能够在扣除管理费用后依旧跑赢市场，这着实非常讽刺。面对这样的现实，投资者亟须明白两件事，即投资界到底发生了什么？投资者到底能做些什么来确保自己的投资成功？

---

① 这句话是威廉·麦克切斯尼·马丁（William McChesney Martin）在担任美国联邦储备委员会主席时（1951年—1970年）形容自己职位的一句话。