

WILEY

# 指数革命

跟大师学  
指数投资

Why Investors Should Join It Now

THE  
INDEX

REVOLUTION

查尔斯·埃利斯 (Charles D. Ellis) 著

曹沐 朱再青 译

# 指数 革命

跟大师学  
指数投资

Why Investors Should Buy It Now

THE  
INDEX  
REVOLUTION

[美] 查尔斯·埃利斯 著  
(Charles D. Ellis)

草沐 朱再青 译

中国人民大学出版社  
· 北京 ·

## 图书在版编目 ( CIP ) 数据

指数革命:跟大师学指数投资 / (美) 查尔斯·埃利斯 (Charles D. Ellis) 著; 草沐, 朱再青译. -- 北京: 中国人民大学出版社, 2018.1

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

ISBN 978-7-300-24840-0

I . ①指… II . ①查… ②草… ③朱… III . ①股票指数期货—基本知识 IV . ① F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 200599 号

## 指数革命: 跟大师学指数投资

[美] 查尔斯·埃利斯 著  
草沐 朱再青 译

Zhishu Geming: 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 北京昌联印刷有限公司

规 格 148mm × 210mm 32 开本

版 次 2018 年 1 月第 1 版

印 张 5.75 插页 1

印 次 2018 年 1 月第 1 次印刷

字 数 103 000

定 价 59.00 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

## 推荐序一

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。无论其笃信哪个投资流派，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《指数革命》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更加表明，在未来它仍将引领新的潮流。这对以打败市场（beat the market）从而获得相对收益的投资模式来说，无疑是一次巨大的冲击。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，都应该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和表述观点。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《指数革命》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。专注于某家具体公司的表现，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与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，主动投资在足够多的聪明的投资者中间，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，《指数革命》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，但指数投资凭借其天然的优势，仍然可以成为中国投资者（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，一个出色的投资人究竟应该具备怎样的投资品格，我们是否能够在更长期的时间轴里找到属于自己的坐标。我想，读完查尔斯·埃利斯的著作，每个人都能得到属于自己的答案。我们非常荣幸能够与大家一起来读《指数革命》这本书。

# The Index Revolution

Why Investors  
Should Join It Now

## 推荐序二

伯顿·马尔基尔 (Burton G. Malkiel)

美国投资大师

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

作为一个毕生笃信指数投资的人，能为本书作序，并且为书中的理念说上几句，我深感荣幸。《指数革命：跟大师学指数投资》不仅是一部指数投资的发展简史，还是对那些仍未接受这种革命性的投资组合管理方法的投资者发出的呼吁。如果你仍然被那些费用高昂的主动型共同基金所吸引（甚至更糟糕的是，如果你已经投资了对冲基金），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应当会让你幡然醒悟：指数投资策略确实有用，每位投资者都应当将指数基金作为其投资组合的核心。

每年，共同基金的广告都骄傲地宣称“今年将是选股者的市场”。它们可能会承认，在之前一年投资那些简单的指数基金是正确的选择，但是它们坚称在接下来的一年中，专业化投资管理的价值将会日益凸显出来。《巴伦周刊》(*Barron's*)曾于2015年做过一期封面报道，

称“主动型”投资组合经理会“重新夺回他们失去的荣耀”，而且2016年，该周刊又做了同样的报道。2014年年初，《华尔街日报》（*The Wall Street Journal*）也曾刊登文章预测，2014年将是选股者的市场。基金经理总是用一些陈词滥调来推广他们昂贵的服务，而“选股者的市场”是他们最钟爱的说辞之一。但是，年复一年，每当揭晓投资业绩时，低成本的指数基金就会证明它作为最优投资方式的价值。

无论牛市还是熊市，无论震荡市还是单边市，指数投资的表现都很出色。当市场下跌时，主动型管理是不会通过撤出市场来保护你的，因为没有人能够一直低买高卖。迄今为止，没有证据显示，主动型投资经理能够在个股回报率有或多或少的离散时表现得更好。指数投资在利率上升期表现糟糕的说法也并非事实。尽管每年总有一些主动管理型基金跑赢了市场，但是找到这样一只基金的可能性极小。而且，共同基金回报缺乏持续性，也就是说，一只基金在今年跑赢市场，并不代表它明年还是赢家。事实上，共同基金评级机构晨星公司（Morningstar）发现，基于过往业绩给出的评级并无法有效地预测基金未来的业绩。那些得到晨星公司最高的五星评级的基金，在下一年的业绩往往比得到一星评级的基金还要糟糕。

晨星公司发现，基金的费率是唯一一个与下一年基金业绩相关的变量。那些低费率、低换手率基金的业绩往往要好于那些高费率、高换手率的基金（即使先不考虑高换手率基金所需支付的额外税款<sup>①</sup>）。

---

① 美国税法规定，对持仓不足一年的证券交易收入征收额外税项。——译者注



当然，典型的低换手率、低费率的基金就是指数基金。指数基金仅仅买入并持有特定市场中的所有股票，而不会频繁地交易个股。

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”投资组合经理惨淡的业绩。与历年一样，2015年，大约2/3的大盘股主动型基金经理跑输了标普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。约3/4的小盘股基金经理跑输了标普小盘股指数。标准普尔还计算了更长时间范围内的基金业绩，结果更糟糕。在2005年12月至2015年12月这10年间，超过80%的大盘股基金经理和约90%的小盘股经理跑输了他们各自的业绩基准。

国际市场也发生了同样的现象。即使在有效性不太高的新兴市场上，指数基金也常常会跑赢主动型基金。恰恰由于新兴市场缺乏有效性（包括大幅的买卖价差、市场冲击成本以及各种印花税），而使买入并持有有一个指数投资组合的策略成了投资这些市场的一种最优策略。而且，指数投资也在债券市场上证明了自己的价值。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自身的结构特点限制了其应对信用风险的灵活性和能力。然而，标准普尔发现，在2005年至2015年这10年间，超过90%的主动型高收益率债券基金跑输了它们的基准。

的确，每个时期都有一些基金经理能够跑赢市场。但是，这种“跑赢”缺乏持续性。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。而且，就像连续十年都斩获不菲投资业绩的明星经理威廉·米勒（William Miller）在接下来若干年的业绩也并不好一样。对于投资者来说，想要选中一位能够在未来十年都有出色业绩的经理的概率几乎为零。投资者更有可能会选中一位业绩平平却收费高昂的基金经理，他带来的回报将低于指数回报，而这个回报大约等于他收取的费用与指数回报的差额。投资低成本的指数基金或者交易所交易基金（ETF）才是上佳的交易策略。用查尔斯·埃利斯的话来说就是，试图预测出下一位明星经理就是一场“输家的游戏”。

你想要更多的证据吗？在本书中，查尔斯·埃利斯展示了一系列让你目瞪口呆的证据，以说明跑赢市场的尝试是在做无用功。他也提出了其他一些支持指数投资的证据，比如指数投资的简单、便捷以及低税负。如果你不相信我，甚至不相信查尔斯，那么请记住，或许是我们这个时代最伟大的投资家的沃伦·巴菲特曾表示，如果所有投资者的投资组合中都有一组多元化的指数基金，那么他们都将获益。

在本书中，查尔斯深入浅出地讲述了指数的投资最初如何被鄙视，甚至被视为“非美国式的”。但是随着时间的推移，越来越多的有力证据表明，指数投资的确是一种好方法。事实上，查尔斯在书中强调的是，目前股票市场的结构变化几乎使基金经理无法持续跑赢市场。50年前，当股票市场由个人投资者主导时，或许那些能够进行实地调研、与管理层谈话并且第一时间了解公司前景的专业投资者能够选择到最好的股票，并且跑赢市场。但是如今，我们有公平的信息披露准则，这些准则要求上市公司公开任何可能影响其股价的重大事项，而且大

约 98% 的交易由掌握着相同信息和一流技术的专业投资者完成，而不是由个人投资者完成。颇有讽刺意味的是，在这样的环境中，专业投资者越来越难跑赢市场并赚回额外费用和成本。

《指数革命：跟大师学指数投资》一书不仅讲述了指数投资在过去 50 多年中慢慢被市场接受的故事，也讲述了作者从一开始笃信主动型管理到后来推崇指数投资的心路历程。查尔斯·埃利斯刚进入职场时坚信，传统的证券分析以及专业化管理股票投资组合的潜在优越性是能够发挥作用的。他成立了格林威治联营公司（Greenwich Associates），该公司主要为金融企业，尤其是大型投资管理公司提供咨询服务。作为行业发展的一位亲身参与者，查尔斯对于环境的巨变如何使主动型投资策略经理提供的传统服务越来越没那么有效的原因有着深刻的理解。

随着从业者越来越专业、越来越有经验，市场越来越有效，想要找到偏离合理价值的股票也变得越来越难，而这正是证券分析和主动型选股的悖论。如今，某个行业或者某只个股发布的任何消息都会立即反映在股价上。这并不意味着股价总是“正确的”。事实上，我们常常会在“事后”发现股价是“错误的”。但是在任何一个时点上，没有人能够准确地知道股价是太高还是太低。而且，与数以千计的专业投资者的集体智慧对赌很可能是一场“输家的游戏”。准确识别出错误定价可能很难做到，而且主动型管理给这个过程增加了可观的成本，并且对于应税投资者来说，纳税也极其缺乏效率。

当美国先锋集团（Vanguard Group）推出第一只指数基金时，其董事长约翰·博格希望通过首次公开募股筹集到 1.5 亿美元。事实上，他只筹集到了 1140 万美元，而且这只新基金被人们称为“博格的荒唐事”。在接下来的几年中，该基金增长缓慢，它被专业投资顾问看不起，并因为“甘于平庸”而不被理睬。但是，经验是最好的老师。投资者逐渐意识到，指数投资是上佳的投资策略，而且低收费的指数基金能够一直跑赢主动管理型基金。随着时间的推移，指数基金开始稳步增长。

如今，指数型共同基金的投资资产已经超过了 2 万亿美元，而交易所交易基金（挂钩指数）的资产规模也接近了这个水平。晨星公司的分析显示，2015 年，投资者从主动管理型基金赎回了超过 2000 亿美元的资金，同时他们将超过 4000 亿美元的资金投入了指数基金。这些转变是资产管理行业正在发生的突变的一个缩影。指数投资是一场真正的革命，那些了解指数投资优越性的个人和机构投资者会是最终的赢家。

尽管指数投资在过去几年中增长迅速，但其仍然只占资产管理市场总资产的约 30%。因此，这场革命还有很长的路要走。为什么仍然有如此多的投资者会继续为某些备受质疑的投资组合管理建议支付高昂的费用？这恰恰证明了希望的力量压倒经验。但是，正如阿尔伯特·爱因斯坦教给我们的那样：“疯狂就是一遍又一遍地做同样的事情，而期待会有不同的结果。”

很明显，每个投资组合的核心以及每个退休投资组合的构成都应

指数革命：跟大师学指数投资  
The Index Revolution

当投资低成本的指数基金。如果你还不相信，如果你想要请像查尔斯·埃利斯这样的专家来说服你相信指数投资是最优的投资策略，那么就请你阅读这本精彩的小书吧。用两个小时阅读本书将帮助你获得最丰厚的回报。



# The Index Revolution

Why Investors  
Should Join It Now

## 前言

冒着“聚会刚刚开始就撤走大酒杯”<sup>①</sup>或者很有可能会得罪我在主动投资界的多位朋友的风险，我写了这本书。这本书的目的是向投资者展示投资界已经发生了覆天翻地的变化，这些变化是如此巨大和复杂，以至于“业绩”投资的技术和概念不再奏效。更具讽刺意味的是，主动型专业投资者的集体智慧几乎已经无法让他们中的任何一个人在扣除费用和成本后依旧跑赢市场。所以，投资者需要知道投资界究竟发生了多大的变化，以及他们现在需要做些什么来确保自己的投资成功。

尽管 50 多年前，主动型投资者能够将跑赢市场作为现实目

---

<sup>①</sup> 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。

标，而且还常常能够大幅度跑赢，但是很多重大的根本性变化结合在一起，足以证明支付手续费和成本已经使跑赢市场变得不切实际。这是很多专家的共识，他们都掌握着相同的第一手信息和先进的技术。对于投资者来说，现在是时候做出转变，去投资那些低成本的指数基金和交易所交易基金了。

现在，投资者可以（当然，我们都应当）运用这种转变所解放出的时间来关注一些重要的长期投资问题，这些问题的核心是作为投资者，我们要知道自己究竟是谁。我们应当从定义自己真实且现实的长期投资目标开始，因为我们每个人都有着不同的收入、资产、时间、责任、经历、专长以及对投资的兴趣。然后，在我们对资本市场的长期和短期特征有所了解之后，就可以着手设计一套符合实际、并且有助于我们享受长期投资成功的投资策略。这项工作非常重要，每位投资者都要把它视为重中之重。

所有投资者，无论是个人还是机构，都应当小心谨慎地决定是否要远离传统的以“跑赢市场”为目标的主动型投资。在我看来，有三个令人信服的理由让我们远离主动型投资：第一，指数投资能够带来更好的长期回报（本书第2章将会详细说明）；第二，指数基金收费更低，个人投资者要缴纳的税款更少，在如今专业化的市场上，这样的“小”差异也会产生很大的差别；第三，指数投资把我们从主动投资的繁琐操作中解放出来，这样我们就有更多的时间和精力来思考那些真正重要的宏观问题。

我希望，这本书可以成为一个“警钟”，让很多非常有能力且正在努力工作的专业投资者通过阅读本书来重新定义他们的责任以及工作的真正目的。多年以前，投资经理常常会在价值发现（帮助客户充分思考和定义他们独特的长期投资目标）和价格发现（通过寻找其他投资者的失误来跑赢市场）这两者之间寻找平衡，并确保在价值发现过程中付出的努力不少于价格发现。然后，他们会为每位客户制定一套投资策略，以帮助客户实现他们的长期投资目标。显然，这种定制化的专业咨询服务“成不了规模”，而标准化的投资产品却能够迅速形成规模，并成为一门赚钱的生意，所以大多数投资经理越来越重视产品。是时候“重新平衡”一下了。这是因为：第一，大部分投资者能够寻求专业帮助来制定最适合自己的投资策略；第二，传统的“跑赢市场”的心态已经过时，已经与现实脱节了。

如今，世界各地的主动型投资经理们都表现得如此之好，他们之间的竞争如此激烈以求胜出，以至于几乎没有人期望自己在扣除费用和成本之后，能够在价格发现的过程中打败其他同样优秀的专业投资者。事实告诉我们，市场已经经历了剧烈的变化，如今，为了跑赢市场而去承担费用、成本和风险已经不值得了。这就是老套的金钱游戏将要结束的原因。

在过去的半个世纪中，随着人才、信息、专业知识和技术的急剧涌入，证券市场和投资管理行业发生了显著的变化，费用也水涨船高。多年前，主动型投资的经营理念曾产生过积极

影响，但是由于上述变化，这种投资方式已经发展到了钟形曲线的尾端，并且几乎变成了一场输家的游戏（输家的游戏就是这样一种比赛：比赛的输赢结果不是由赢家的成功决定，而是由输家的失误和错误决定，比如俱乐部网球赛）。

目前，大部分共同基金、养老基金和捐赠基金的基金经理都在践行主动型投资的理念，他们的投资组合通常由 60 ~ 80 只股票组成，年换手率高达 60% ~ 100%。正如我们将在第 2 章中所提到的那样，在股票市场中，现在有超过 98% 的交易是由专业投资者或者电脑算法完成的。与主动型投资者进行交易的几乎都是专业投资者，而这些专业投资者都能够与全球信息网络互联，他们消息灵通，很难被打败。

如今，在高度有效的市场中，还是有几家投资机构<sup>①</sup>可以在扣除费用、成本和税款后跑赢市场，而大部分投资机构则只是相信自己或者宣称自己能够跑赢市场。事实上，即使对于那几家能够长期跑赢市场的投资机构来说，其跑赢的幅度也比较小。对于投资者来说比较糟糕的情况是，他们没有办法提前识别出能够跑赢市场的机构。投资者需要知道的是，展示过往业绩的

---

① 这些机构通常是一些不起眼且尤其可能发生变化的小公司。在大型投资公司中，有三家公司可能做到这一点，它们是美国先锋集团、美国资金集团（Capital Group）和美国普信资产管理集团（T. Rowe Price）。先锋集团专注于低收费、指数投资和细致挑选外部的主动型投资经理，而美国资金集团和美国普信资产管理集团关注的是独家研究，并且强调的是长期价值和投资纪律的文化。