



嘉实藏书计划⑤

1990年诺贝尔经济学奖获得者哈里·马科维茨专序推荐



THE FUNDAMENTAL INDEX
A BETTER WAY TO INVEST

基本面指数 投资策略

毋庸置疑,指数投资在投资行业中有着举足轻重的地位……我对这一点也坚信不疑,但是我认为指数投资是可以被优化和创新的,基本面指数®概念对这方面的贡献是不容忽视的。

——查尔斯·施瓦布 (Charles R. Schwab)
嘉信理财公司董事长

1990年诺贝尔经济学奖获得者哈里·马科维茨专序推荐



基本面指数 投资策略

〔美〕罗伯特·阿诺德(Robert D. Arnott) 许仲翔(Jason C. Hsu)
约翰·韦斯特(John M. West) 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目 (CIP) 数据

基本面指数投资策略 / (美) 阿诺德 (Arnott, R.), 许仲翔, (美) 韦斯特 (West, J.) 著; 嘉实基金管理有限公司译. —北京: 社会科学文献出版社, 2010. 12

ISBN 978 - 7 - 5097 - 1693 - 9

I. ①基… II. ①阿…②许…③韦…④嘉… III. ①股票 - 证券投资 - 基本知识 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 224973 号

基本面指数投资策略

著 者 / [美] 罗伯特·阿诺德 许仲翔 约翰·韦斯特
译 者 / 嘉实基金管理有限公司 锐联资产管理公司

出 版 人 / 谢寿光
总 编 辑 / 邹东涛
出 版 者 / 社会科学文献出版社
地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦
邮政编码 / 100029
网 址 / <http://www.ssap.com.cn>
网站支持 / (010) 59367077
责任部门 / 人文科学图书事业部 (010) 59367215
电子信箱 / bianjibu@ssap.cn
项目经理 / 袁卫华
责任编辑 / 袁卫华
责任校对 / 陈旭泽 宁 雪
责任印制 / 郭 妍 岳 阳 吴 波

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部
(010) 59367081 59367089
经 销 / 各地书店
读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028
排 版 / 北京宝蕾元科技发展有限公司
印 刷 / 北京季蜂印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16
印 张 / 20 字 数 / 320 千字
版 次 / 2010 年 12 月第 1 版
印 次 / 2010 年 12 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 1693 - 9
著作权合同 / 图字 01 - 2010 - 1815 号
登 记 号
定 价 / 45.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误,
请与本社读者服务中心联系更换



版权所有 翻印必究

从基本面指数到投资哲学

思辨的点滴思考

嘉实基金公司总经理 赵学军

2009年年底，嘉实基金在国内率先推出了用基本面指数为标的的指数基金（嘉实中证锐联基本面50指数证券投资基金LOF），从而开启了国内以股票市值为权重的传统指数编制方法外的投资探索。然而，上述方法的引入让我们不得不对投资方法论的正确性进行更深入的思考。我们必须回答：基本面指数投资真的是一种好的投资方法吗？会不会给投资人带来比市场本身更大的风险呢？

众所周知，以股票市值为权重的指数编制方法，如道琼斯全球指数、标准普尔500指数、MSCI新兴市场指数、纳斯达克100指数和日经225指数等一系列指数编制方法已成为主导发达市场指数编制的核心方法。同时实证研究表明，由于发达市场大多数主动型基金的投资业绩在长期中不能战胜其基准指数，因此，以指数为标的的指数基金和交易所交易基金（ETF）因其管理成本低、跟踪误差小和流动性好等原因广受市场青睐，已成为大多数机构投资人的投资工具。同样，近年来指数基金和ETF也随着国内投资人的认知而获得了较快发展。

但同时应当看到，用股票市值为权重的指数投资方法的成功，是以市场有效性假设为前提的。也就是说，大企业就是好企业。好企业如苹果电脑公司因iPad的发明迅速传递到其股票市值上，从而

成为大企业。而在新兴市场和中国，由于市场有效性较低，就造成了好企业不能迅速转化为大企业，同样大企业也不等同于好企业的局面。因此，我们往往看到的是除美国等有效市场外以市值指数投资大都不尽如人意的情况。例如，以标准普尔全球指数或 MSCI 全球指数作为全球配置的基准，并不能取得较好的投资业绩。原因在于在上述投资中，以美国、欧洲、日本为代表的发达市场在指数构成中所占市值比例过大而真正代表成长的新兴市场比例都过低，从而极大地降低了指数的回报率。而如果是以各国经济基本面为权重，例如以各国 GDP 或 GDP 增速为权重，则新兴市场将赢得更高权重，因而指数回报率也就大大提高了。

同样以中国市场为例，我们不难观察到，不少大市值股票指数绝大多数时候落后于整体市场，且反转动力不足。究其原因也在于市场有效性假设前提的不成立。大企业等于好企业定律只在高效市场才行得通。当大企业不等同于好企业时，其结果是大企业被好企业（即未来的大企业）所逐步超过，以市值为权重的指数便因此而遇到了它们在业绩上的困难。

以企业现金流、营业收入、净利润、账面净资产等企业基本经营信息为设定投资权重的基本面指数编制方法，不是建立在以市场有效为基本前提的市值和组合理论的基础上的，而是利用自下而上（bottom-up）的选股方式选择和排序企业优劣，从而避免了理论假设错误问题，因而更适合在全球投资和包括中国在内的新兴市场国家的投资。

因此，毫无疑问，基本面指数基金给我们对投资方法的思考带来了全新的景致。

由此展开，我们可以看到投资是一条漫长而深富哲理的曲折道

路。人们在探索获取持续优良回报的征途上，在每一次接踵而至不断分歧的岔路口，总有着一个个必须要回答的关键问题考验着每个投资人的投资信仰。于是，不同的回答引向了不同的风景。

“市场有效吗？”对这一问题的不同回答，引领了两条完全不同的投资方法论。包括组合理论在内的现代金融理论大都是在假设市场有效的前提下解决一定的基于市场风险上的收益优化问题。于是便有了不同市场不同组合下多样的 β ，由此也就产生了优化后的 α 。与此相反，对市场有效的否定回答，也促发了人们对包括行为金融理论在内的各种新兴投资理论的探索。麻省理工学院（MIT）的罗闻全（Andrew W. Lo）教授提出的“适应性假设理论（AEM）”则用现代生物学和心理学的最新研究成果对市场从不有效到有效的渐进式实现了较好的解释，也较好地回答了为什么对冲的机会大量、普遍存在的原因。从而在一定程度上为对冲基金长期且大量存在奠定了一定的理论基础。

今天，由基本面投资引发我们的思考才刚刚开始……



2010 年 11 月

马科维茨推荐序

天下没有免费的午餐。

——米尔顿·弗里德曼 (Milton Friedman)

在《基本面指数投资策略》一书中，罗伯特·阿诺德与其他合著的作者主要论述了这样的观点：持有股份与适当的公司效率衡量指标成比例的投资组合将会胜过持有股份与公司市值成比例的投资组合。换言之，我将要提到的**效率加权投资组合**将会胜过**市值加权投资组合**。

鉴于效率加权指数投资方法将对投资者影响深远，我们值得花一些时间回顾其中蕴含的数学逻辑。如果不考虑企业所付的分红及其股票价值的长期增长，持有和交易证券是一场“零和”游戏。假如一些投资者比其他投资者收益高，那么这些人就是消费了别人的午餐。为了分析这个论点，让我们忽略股票分红及长期成长，而将注意力集中在分析市场参与者所玩的这场“零和增值”游戏上。

假设有四家公司，每家都有1美元的收益。假设其中两家有很好的发展前景，利润增长为原来的20倍或者说价格能升到20美元，而其他两家公司没有那么好的前景，利润只能增长为原来的10倍或者说价格能升到10美元。但是，没有人能清楚地预见这些公司的未来，因此市场只能猜测它们的公平价值。假设市场的预期还算准确，但是对四家公司前景的判断有20%的错误概率：一只股票价格被高估了20%而另一只被低估了20%。这样一来，我们有两只真实价格为20美元的股票却分别标价为24美元和16美元，同样另两只真实价格为10美元的股票却分别标价为12美元和8美元。

假设第二年股价回复到其公平价值。“市值加权”投资组合是零回报；既然原先的股价偏离公平价值的程度是对称的，那么，误差将相互抵消。如果我们能构建“公平价值加权”投资组合，大家会认为它应该优于市值加权投资组合。的确如此。我们的投资组合中，一半涨了25%，而另一半则跌了16.7%，总体看来，平均收益率为4.2%。这是为什么？因为公平价值加权投

投资组合对估值过高和过低的股票投入同等金额，而市值加权投资组合则把 60% 的资金投入估值过高的股票，40% 的资金投入估值过低的股票。

由于我们并不清楚每家公司的公平价值，也就没法构建公平价值加权的投资组合，为什么我们还要关心公平价值加权法相对于市值加权法的优越性呢？其他的构建方式会怎样呢？其实，“等权重”和“公司利润加权”（效率加权）的投资组合都可得到与上例相同的权重，从而得到 4.2% 的收益率，同“公平价值加权”投资组合完全相同！

怎么会这样呢？这显然和我们不能超越市值加权投资组合的经典金融理论相矛盾。传统的金融理论很大程度上是建立在有效市场的基础之上的，而有效市场理论又是建立在资本资产定价模型（CAPM）这一假设基础之上的，这一模型假设未来股价是目前股价随机变动的结果。我们可以巧妙地变动这一假设。事实上，我们的假设与原有假设相反：目前的股价是对公平价值呈现随机分布的。只要市值加权相对于公平价值加权有误差，而价格会回复到公平价值，市值加权较之公平价值加权就将处于劣势。任何形式的投资组合，即便权重不同于公平价值权重也没关系，只要其权重配置的方式与价格误差无关，就能得到和公平价值加权投资组合相同的收益率！

我之所以把这一过程称为效率加权是因为，通常来说，相同投入利润高的公司比利润低的公司更加有效率。当然也许会有些特殊的例子，但是它们通常会被抵消。总而言之，那些相同投入利润高的公司更有效率，而且是对投资者更有利的投资。

前面列举的例子看起来不是一种均衡状态：市值加权型投资者什么也挣不到，而效率加权型投资者变得越来越富有。渐渐地，前者将消失而后者将占领整个市场。但是，我们并没有说总是同样的一群人在市场中。我们可以假设一些投资者会离开市场而新的投资者会进入市场。

简而言之，效率加权型投资者如何不断地从市值加权型投资者处获利的答案可以用 P. T. 巴纳姆（P. T. Barnum）的一句名言概括：每分钟都有傻瓜诞生。

哈里·马科维茨（Harry Markowitz）
（1990 年诺贝尔经济学奖获得者）

前言

成就人人争，失败无人担。

——加莱阿佐·齐亚诺（G. Ciano）1942 年 9 月 9 日日记^①

能有机会研究一个既有很强实际用途又有潜在重要理论意蕴的理念是件难得的愉快之事。基本面指数[®] ^②概念正是这样一种理念——这是一个简单的概念，它将从“基本”上改变我们对投资和市场的思考方式。近 30 年来，指数基金几乎没有交易成本和管理费用，从而被主动型基金管理者认为是可怕的竞争对手，因为主动型基金管理者很难克服较高交易成本和管理费用所带来的侵蚀性影响。

虽然指数基金是一个有吸引力的投资理念，但是市值加权指数基金却是有缺陷的。因为对任何公司的投资规模直接与其股票价格相关联，市值加权投资组合会对估值过高的股票投资过多，对估值过低的股票投资过少，从而导致投资组合收益率出现绩效被拖累的情形。如果能把可投资领域相关的结构从以市场为中心转换为以经济为中心，那么这种由来已久的指数投资组合将被显著改善，而投资者也将获得可观的利润。

如果采用以市场为中心的方法，我们会根据公司相关市值配置我们的投资选择权重。金融理论支持这一观点，前提是需要一些单一化的假设，尤其是这样一个假设：根据目前所有可得的信息，所有价格都是正确的，也就是说，股

^① 这句话通常被说成“成功有许多位父亲，但失败是一个孤儿”。

^② 基本面指数（Fundamental Index）是锐联资产管理公司（Research Affiliates）的注册商标。

票价格恒等于公平价值。不过，这些假设是不符合实际的。对投资者而言，最重要的是：如果股票价格是错误的，这将会造成在估值过高的股票中配置过多资金的情况。原因就在于我们的投资规模明显地与股票价格相关联，因此也与股票误差相关联。

如果采用以经济为中心的方法，我们会根据公司相关经济规模配置我们的投资选择权重。因为有许多衡量公司经济规模的标准——营业收入、利润、雇员人数、分红和净资产等，我们可以用其中一种或者综合多种标准来衡量公司的规模。如果我们这样做，我们依然会犯错：持有一些我们事后不想要的公司股票而对一些成功的公司投资不足。但是，由于我们投资的规模不再直接地、不可逆转地和价格误差相联系，价格误差将渐渐抵消而绩效也不会因此受损。

是什么造成绩效受损呢？答案和证券市场上所有公开交易股票的市值加权投资组合的结构有关：其大多数的资金投入那些预期表现比市场平均更强劲的所谓“成长型公司”。这有什么错？如果市场是完全有效的，这没什么错。成长型公司未来优异的发展将会使我们所付的高价物有所值。但是它们是不是绩优股呢？它们是不是最佳的**投资**呢？在有效市场中，两个答案都是否定的。因为我们对成长型股票预期的优异发展前景预付的高额价格足以使它的风险收益和价值型股票相同。

市值加权法的致命弱点是：**仅仅因为溢价倍数高**，就对那些价格高飞的成长型公司投入太多资金。如果市场不是完全有效的，对一些股票定价过高，对另一些则定价过低，市值加权法相较于其机会组合而言，**无疑**会受绩效拉低之累。指数投资界和学术界都不担心这一点，因为他们对市场有效性深信不疑。在学术界，尽管公平价值无法衡量且市场有效性理论也无法证实，但接受市场有效性的程度仍近似宗教狂热。

理论上的意蕴是深远的。如果一些股票价格超过公平价值，那么它们的市值同样会高于公平的市场价值。因为它们会排挤那些更应得到高市值的公司，也因为它们的表现终将劣于市场（说到底，这不就是估值过高的最终定义吗？），从而引发了学术界常讨论的“规模效应”。那些估值过高的股票也会高于它们的各种公平估值倍数（价格/收益、价格/营业收入、价格/净资产以及

价格/分红比率)，而股票表现最终会劣于市场，从而也引发了学术界常讨论的“价值效应”。因为大多数估值过高的股票，其表现都会典型地优于市场，达到被高估的状态后，最终的表现都将劣于市场，从而引发了长期均值回归效应。

学术界在资本资产定价模型（CAPM）方面的研究取得了长足进步，包括套利定价理论、国际资本资产定价模型、Fama - French 三因子模型等。其中的一些模型，比如 Fama - French 三因子模型对我们理解策略间的不同及为什么一些策略胜过其他策略有很大帮助。但是如果要证明这些模型和“有效市场”理论相符合却非容易之事，即便试图要解释绩效差异的“隐性风险因子”可能也会被扭曲。他们认为，如果一种策略可以表现得优于市场，必定要承担更多的风险，即使我们无法看见和衡量这种风险。

只要我们承认市场价格和其价值可能会不同，事情就一点都不复杂了。如果我们承认市场价格可等于公平价值加上或减去不断变化的误差，那么价值效应、规模效应及长期均值回归效应则都可期。如果我们能认同价格可能会出错，那么这现代金融的三大屡试不爽的“异常现象”就变成像是上天注定的了！

这又把我们带回了由夏普（Sharpe）、林特勒（Lintner）、莫辛（Mossin）和特雷诺（Treynor）创建的单因子资本资产定价模型。资本资产定价模型加上价格干扰完全可以像几乎要取代它的多因子模型（内含隐性风险因子）一样，解释我们在现实世界中所观察到的现象。与其新创迂回的解释，将“圆”的数据塞入“方”盒子里，倒不如采用资本资产定价模型加上价格干扰，这样不是更简单明确吗？

资本资产定价模型和有效市场假设是基本面指数概念能够引发学术界争论的原因。这中间不乏金融界的顶级学者，包括诺贝尔奖获得者，都从正反两方面对此辩论过。

实务界的争论程度也不遑多让。在基本面指数概念出现之前，资产管理者和投资顾问们对于价格是否合理有效已经有了定论。事实上没人会赞同市场能每时每刻给每只股票做出准确的估价。在他们决定市场是否具有有效性的问题后，他们会选择是通过主动型管理还是传统的指数基金来进行股票市场的投资。

对那些相信且**确实**认为价格并不等同于价值的投资者来说，主动型管理是他们的首选。投资行业研究的数量似乎可以说明这些努力是可以得到报偿的。当然，要找到“优秀”的主动型基金管理者（并且在其绩效不可避免地下滑时还任用他）是一项艰巨的任务。过去 30 年的绩效数据表明：管理费用、交易成本以及代理冲突带来的收益率拉低是显著的，战胜市场异常艰难。

虽然有绩效上的优势，指数基金仍不是万灵药。如果价格偏离公平价值，也许仅仅是时不时地偏离而已，传统的指数基金（按照价格来加权股票和行业）只会不断地将资金投向目前市场看好的股票。我们把这种情况称为**泡沫**，而在人类历史上这样的戏码不断地上演。20 和 21 世纪之交的科技产业萧条及近来的房地产低迷只是一长串泡沫中最新的一环。泡沫的最终破灭导致了投资者的巨额损失。价格加权法导致了投资者在坠落悬崖之前，将最大量的资金投到了这个泡沫市场的宠儿身上。

基本面指数概念保留了指数基金的许多优点，不过面对市场的过度投资时进行反向交易，这也使得错误定价随着时间的推移为投资者带来利益。通过使价格和投资组合权重脱钩，基本面指数的方法规避了泡沫问题。对于那些对主动型管理的空洞许诺失望或是对传统指数基金收益率感到不满的投资者来说，基本面指数本身就是一个强有力的替代方案。

在对这个简单的想法进行的测试中——从市值加权转向按公司经济规模加权，我们得到了显著的结果。我们发现：实施这一理念的美国大盘指数投资组合在 46 年内，年化收益率比市值加权投资组合高 200 个基点。其他发达国家在 24 年中，年平均超额收益率高达 300 个基点。在一些小型公司及全球范围内，近二三十年来，年化超额收益率高达 300 ~ 400 个基点。

随着我们进入投机性更强的市场或者公平价值模糊不清的市场，基本面指数的优势更加明显。在投机性强的纳斯达克上市股票中，过去的 33 年中，超额收益飞涨，超过 600 个基点；在新兴市场上，短短 14 年里，其超额收益率达到 1000 个基点，甚至在债券市场的边缘——高收益债券与新兴市场债券，其公平价值比在投资级债券中来得模糊，我们也发现年化收益率增加了 200 ~ 300 个基点。这些数据已具压倒性的说服力了。不过还是有人会质疑，究竟需

要多少数据才能说服那些持怀疑态度的人呢？

正如许多评论家所指出的，过去的成功并不代表将来的成功。这是不争的事实。但是，基于这种逻辑，我们将无法从历史中学到东西，也无须聘请有经验的专业人士，因为不论是教科书还是履历表都无法给未来提供线索。然而，更有价值的问题是：基本面指数概念在未来怎样才有失败的可能呢？如果市场并不区分成长型股票和价值型股票，且对各公司给予相同的估值倍数，那么基本面指数和市值加权投资组合将没有区别，收益率间的差异也就会消失。但是这个世界显然将更多的机会留给那些思维缜密的投资者，因为他们知道怎样把额外的每一分钱花在发展前景最好的公司上。

当然也有妥协的空间：如果市场对预期未来具成长性的公司支付的比舆论期待少一点，而对苦苦维持生存的公司支付的比舆论期待多一点，那么市值加权法绩效被拖累的情况将会逆转，足够抵消因价格误差所产生的绩效拖累。这样的情况在现实中是有可能发生的，尽管是难以置信的。

在本书中，我们将探索基本面指数概念理论上的细微处、历史根源，以及许多实际运用。我们概述了其在不同领域的绩效特性和执行时需考虑的因素，包括美国与全球证券市场、大市值与小市值以及房地产投资信托基金与纳斯达克之类市场，等等。

我很幸运地在投资行业工作了三十多年，有机会研究全球战略资产配置、多因子风险回报模型、风险和回报的关系，以及测试各种现代金融核心理论。但是，我常常发现它们和现实相差太远。我个人的观点是：我们身处在这样的一个不多见的行业——它使我们面临各种独特的挑战，同时也给我们提供提高理解力和实践能力的机遇，从而最终让我们的客户受益。但是为了做到这一点，我们必须勇于挑战传统的思维方式。我的职业生涯都致力于开拓能够带来改变和进步的机会，致力于通过创新的投资产品、发表论文、无数次的会议陈述来和投资者们分享我的成果，而现在我利用出版这本书的机会来和各位分享。尽管有这么多经验，基本面指数概念在这么短的时间内就引起了学术界和业界的诸多争论、建议、赞同与反对，这对我来说真是莫大的荣幸。

正如很多强有力的构想一样，这一成果也有很多“父亲”。它建立在成千

上万的认为市场低效率的研究报告、许多现代金融和投资理论，以及很多人辛苦工作的基础上。

我由衷地感谢我的同事们，特别是许仲翔，由他把简单的想法变成现实，这才能让我们的研究顺利完成。我由衷地感谢我们的顾问团及其成员——基思·安博切斯（Keith Ambachtsheer）、彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）、布雷特·哈蒙德（Brett Hammond）、马蒂·莱博维茨（Marty Leibowitz）、伯特·马尔基尔（Burton Malkiel）、哈里·马科维茨（Harry Markowitz）、马克·鲁本斯坦（Marc Rubenstein）和杰克·特雷诺（Jack Treynor），仅列举几位——得到他们的共鸣，也使这一概念得以形成。

我衷心地感谢我们的基本面指数合作伙伴——太平洋投资管理公司（PIMCO）、野村资产管理（Nomura Asset Management）、富时集团（FTSE）、IPM、PowerShares、嘉信理财（Charles Schwab）、法国领先资产管理、XACT Fonder、Assetmark、Cidel Bank & Trust、Claymore、Columbia Management、Parametric、Pro - Financial 以及 Plexus Group，仅列举一些公司——接受这一理论并在市场上帮助我们得到投资者的认同。

我衷心感谢那些研究如何采用基本面指标（和估值中性）重新配置标准普尔 500 指数权重的人，因为他们的研究为基本面指数的被认可奠定了基础。高盛资产管理公司的鲍勃·琼斯（Bob Jones）是这一领域默默无闻的先锋，他早在 1990 年就研发了以公司利润进行标准普尔 500 权重分配的产品。遗憾的是，这一产品从没被高盛资产管理公司采用，而是被公司传统的增强型指数产品替代。

戴维·莫里斯（David Morris）和保罗·伍德（Paul Wood）的工作使基本面指数这一概念更广为人知。我特别要感谢保罗·伍德的努力——他于 2003 年在《指数期刊》（*Journal of Indexes*）上发表的文章以及他和我们的谈话，这些都为基本面指数概念的核心原则奠定了基础。

我还要感谢杰瑞米·西格尔（Jeremy Siegel）对推广这一理论的贡献。他为了将这些研究比作 16 世纪哥白尼所做的努力，默然忍受“命运暴虐”的毒箭，他在《华尔街日报》上发表的文章《噪音市场假说》（Noisy Market Hypothesis）是我所见过的对基本面指数概念最清楚透彻的分析之一。

特别感谢乔治·基恩（George Keane）在我们研究这一理论过程中的贡献。20 世纪 90 年代后期，乔治不懈地和市值加权法及标准普尔 500 指数的圈套作斗争。他的信念、毅力和决心激励我们继续他的挑战去追寻更佳的指数解决方案。

我要感谢我的合著者，许仲翔和约翰·韦斯特，他们对确保学术完整性及全书的流畅都作出了相当大的努力。我还要感谢凯蒂·谢勒德（Katy Sherrerd）引领编辑流程，珍妮·达德利（Jaynee Dudley）、凯特·罗兹（Kate Rouze）以及伊丽莎白·柯林斯（Elizabeth Collins）对本书编辑所作出的努力，丹·哈金斯（Dan Harkins）的监制协调，布雷特·迈尔斯（Brett Myers）和布赖斯·利特尔（Bryce Little）在分析和研究上的协助。我由衷地感激这个积极探寻新理念的金融团队。

最后，我要特别感谢我的家人。在本书的撰写过程中，牺牲与家人共处的假日也是无法避免的，感谢他们对此的耐心。

罗伯特·阿诺德

马科维茨推荐序 1

前言 1

第一章 为缺乏效率的市场建立有效指数 1

市场有效性的证据 / 4

指数化的个案 / 7

市场无效的证据 / 9

结 论 / 12

第二章 基本面指数概念起源 13

锐联基本面指数起源 / 19

一系列“啊哈时刻” / 22

锐联基本面指数 / 25

基本面指数绩效 / 27

结论：更卓越的投资方式 / 30

第三章 投资者的致命错误 33

负的 α / 36

实践我们的提议 / 44

结 论 / 45

第四章 指数基金的优点 47

股票投资的吸引力 / 50

股票投资选择 / 52

投资的唯一保证——成本很重要 / 55



指数基金的优势 / 57

避免绩效博弈 / 63

结 论 / 65

第五章 指数基金的致命弱点 67

市场效率：两种解释 / 70

构建一个功能良好的指数 / 73

市值加权的致命弱点 / 76

等权重法存在的问题 / 78

结 论 / 81

第六章 基本（面）上更好的指数 83

构建基本面指数 / 86

对于不分红公司的调整 / 88

为什么要使用多指标来衡量公司规模 / 91

复合型衡量指标的优点 / 95

衡量总体经济的指数 / 96

容量和流动性 / 99

基本面指数重建：保持低换手率 / 102

结 论 / 106

第七章 基本面指数在美国股市的绩效 109

锐联基本面美国大盘指数绩效 / 111

深入探究不同市场周期 / 114

深入探究不同时段 / 115

公平的比较：基本面指数与等权重指数 / 118

样本外结果：小盘股 / 119

风格型基本面指数：成长股和价值股的应用 / 123

聚 焦 / 124

对早期数据的分析 / 129

结 论 / 131