

国家十一五规划重点出版项目

HZ BOOKS
华章经管

WILEY

主动型 指数投资

Active Index Investing

Maximizing Portfolio Performance and Minimizing Risk
Through Global Index Strategies

华章经典 · 金融投资

Steven A. Schoenfeld

[美] 史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德 著
(Steven A. Schoenfeld)

穆瑞年 田唯 译

指数化投资的
权威之作
投资指数、管理指数、
构建指数……
不可不读



机械工业出版社
China Machine Press

主动型 指数投资

Active Index Investing

Maximizing Portfolio Performance and Minimizing Risk
Through Global Index Strategies

华章经典 · 金融投资

Steven A. Schoenfeld

〔美〕 史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德 著
(Steven A. Schoenfeld)

穆瑞年 田唯 译



机械工业出版社
China Machine Press

Steven A. Schoenfeld. Active Index Investing: Maximizing Portfolio Performance and Minimizing Risk through Global Index Strategies.

Copyright © 2004 by John Wiley & Sons, Inc.

This translation published under license. Simplified Chinese Translation Copyright © 2009 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2008-3664

图书在版编目（CIP）数据

主动型指数投资/（美）斯科恩菲尔德（Schoenfeld, S. A.）著；穆瑞年等译. —北京：机械工业出版社，2009.7

（华章经典·金融投资）

书名原文：Active Index Investing: Maximizing Portfolio Performance and Minimizing Risk through Global Index Strategies

ISBN 978-7-111-27497-1

I. 主… II. ①斯… ②穆… III. 股票—证券投资 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2009）第 109805 号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

责任编辑：李红梅 胡智辉 版式设计：刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷

2009 年 7 月第 1 版第 1 次印刷

184mm × 260mm · 28.75 印张

标准书号：ISBN 978-7-111-27497-1

定价：78.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

本社购书热线：（010）68326294

投稿热线：（010）88379007

推荐序

Foreword

指数化与基准在开发完美投资手段中的作用

简单的想法能够产生深远的结果。只要想一想指数化对投资市场的影响就能认识到这种变革的效应。从简单的创建市场基准的想法开始，一大堆激进的变革已经发生，使投资者能够在管理其投资组合的风险、回报以及成本上有更多的控制，同时也提高了主动型基金经理们的门槛。这些变化是深远的，主动的，也是长期的。几乎从任何角度看，指数化的威力以及对投资市场的影响无论怎样强调都不为过。

指数是市场的衡量基准，但是它们还能做得更多。指数是资产配置研究的真正基础。今天我们关于资产、行业以及证券选择对投资组合表现的相对影响的知识，绝大部分拜指数研究所赐。它们同时还是衡量投资组合表现的工具，为投资者创造出更理想的标准用以评估基金经理的表现。但最重要的是，今天指数通常是投资工具的基础组成因素。基金经理们不再能仅凭借在市场中建立广泛的组合而获得好评。今天，那样的泛化投资可以通过指数基金实现，费用只要几分钱。如果基金经理希望收取更高的费用，他们就必须展示出他们的服务物有所值。很现实地讲，指数以及指数投资的大行其道迫使所有基金经理们不得不提高他们的竞技水平。

指数化成为了推动投资专业从艺术向科学转变的进程中的核心所在，反过来也给所有投资者带来了重要的价值。且不提与传统的管理基金相比，指数型品种在成本上有相当的节省，指数还取得了其他很多益处。通过建立明确的基准，指数作为表现的衡量标准给基金经理的评估带来了所需的精度，增加了投资者辨别并保留优质基金经理的可能性。另外，对于一个明确标明的基准的管理有助于基金经理与客户对基金目的的理解保持一致，因而使得理解基金公司在投资组合中所起到的作用更容易做到。简单说就是，恰当的指数基准是一种威力巨大的工具，对帮助投资者增加获利的机会大有帮助。

但是指数真正变得有趣是它从理论变成实践之后。基于指数的投资品种浪潮日益高涨，无论是其品种还是广泛性。除了指数基金，交易型开放式指数基金（ETF），以及一大批指数型的衍生工具，投资者能够打理的工具箱还会更深。尽管一些基金经理会把基于指数的工具作为组合替代物视做一种威胁，但是投资者会为它们的出现而欢呼。即便投资者始终偏爱主动的基金经理，低成本的指数策略的出现都只会提高投资者成功的机会。

如果投资者在看待基于指数的品种时，不把主动型基金与被动型基金视做非此即彼的选择，而把它们看做蹄铁的两头，一头提供低成本的指数型策略，另外一头在合理的成本上提供卓越基金经理的服务，那么指数策略将会产生最大的益处。两种方式都很吸引人，两者也能够很容易地合并在一起。聪明的投资者会这么做，他会清楚地分辨出，投资组合中位于蹄铁底部的部分，因为那些部分的组合成本很高，管理上又不是很有创意或是有效率。令人沮丧的是，绝大部分基

金都处在这个位置上。此外，随着指数基金的出现，以及在合理风险水平上优秀基金经理们面临的加大的业绩压力，摆在投资者面前的适当选择从来就不多。

实际上，指数型投资品种是强大的工具。它们在更低的成本上提供比主动型基金组合更大的精确度。不考虑它们的优点就把它们从你的装备库里踢出去是愚蠢透顶的。首先，指数型品种保证投资风格或者持仓资产类别的纯正。投资指数基金，你所见即所得，最终的标的与标签上会完全一致。指数型品种还把关于谁来决定资产配置的问题说得一清二楚。投资者不必担心当你想满仓操作时，而基金经理却考虑了结离场。指数同时消除了为其组合中部分或者全部进行选股的风险。如果你看涨生物科技板块，但不确定哪个个股会有最佳表现，同时你也不想冒险选个可能挑错股票的基金经理，那么指数型的方案可供你调用。不管你是否使用指数型基金/交易型开放式指数基金作为投资组合的全部，作为投资组合的积木，或者调整一个已经建立的组合，指数及其衍生物都将是你的投资工具箱中的无价之宝。

把指数包含到你的选择中，一个重要原因在于指数的透明性与稳定的业绩表现。指数告诉我们在较长的历史周期中特定的市场投资方法在不同环境下是如何工作的。主动型基金因为基金经理的来来去去，投资风格的改变，其回报失去了稳定性；而指数策略的一致性使其全部记录与其投资决策密切相关。如果你想了解股票市场长期潜质的话，你应该转向一系列大样本市场指数。对那些希望了解所选投资的长期意义与潜质的投资者而言，指数在这个侧面已经可以称做福音了。

最后一个原因，也是值得反复强调的，就是指数策略带来显著的成本节省。正值共同基金费用持续攀升的时节，低成本的指数投资作为替代方案愈发显得有吸引力。在指数的世界里确实存在成本竞争。谁又会付1.2%的费用去购买其他公司只需0.2%就提供的投资组合服务呢？在这个股票与债券绝对收益都更低的年代里，指数策略的成本节省就显得意义重大。同时还存在税务效率的问题，这是另一个令指数能够帮助投资者节省大量金钱的原因，同时这也让主动型基金管理人备感压力，从而更关注他们自己交易的税务成本。降低成本以及税负节省是投资者在不增加风险的基础上要提升投资表现能够采取的两件“确定的事情”，这两件事基本是“免费午餐”。指数型投资品种是获得这两项“免费午餐”的重要工具。

指数变革已经给投资带来了如此多的正面变化，你一定认为关于这个领域的出版物会琳琅满目，历数市场上指数的渊源与发展，但事实绝非如此。专业领域内的书籍虽然算不上服务不周，但仍然不够丰富。史蒂芬·斯科恩菲尔德出版了一部杰出的著作，不但富有他本人的卓著见解，同时引入了业内众多领域顶尖实践者的观点。本书的涉及面很广，覆盖了从指数的发源，作为基准的应用，指数品种的不断发展，到指数型组合管理的技艺，最后还包括了范例与个案学习，告诉读者全球顶尖的投资者如何运用指数化来实现成本最小化和收益最大化。

恰当地讲，对这样一个宏大的项目，本书的范围不会在纸版内容上终结，而会通过图书的电子附录延续下去，扩展本书的话题，引入更多的声音来记录这个神奇而有活力的领域持续发展的历程。这本书是百科全书式的，它不仅记录了指数的历史，更标记出了产业在其持续变革过程中可能覆盖的领域。如果你跟踪投资市场，同时也希望了解指数与指数型工具以及策略会如何继续影响市场，那么这本书和它的网站就是你要找的关于这个话题的书目之一。我确信你能从阅读中受益良多。

唐·菲利普斯
晨星公司执行董事

译者序

Foreword

简单的想法可以产生深远的影响——这是晨星公司总裁对指数策略的定论。从没有一种工具能够像指数一样从投资者的角度出发进行设计，透明且容易贯彻，让投资者对自己的投资风险、回报以及成本都能了如指掌。指数的作用也正在从市场的坐标变成资产配置的基础，评估投资表现的尺度，而最值得投资者们欢呼的就是指数投资工具的出现。它们的出现进一步降低了投资者参与市场的成本，同时也对主动管理基金经理们提出了挑战。一些主动的资金管理者将指数工具视做洪水猛兽，因为他们不得不更加努力地改进他们的投资策略，拿出更好的业绩来证明他们高费率的合理性。指数投资是智慧的竞赛，它绝不意味着被动，遵循基准时静如处子，跟随市场时动若脱兔，是资本市场中的长生法则。

30年里，指数基准与指数投资产品的出现让投资策略从艺术变成了科学，更系统也更有据可循。指数的快速发展催生了一个庞大的行业，以及无以计数的新工具；但同时也在不断拉大普通投资者对这些新产品认知上的差距。原著编著者们以开放的心态，慷慨地将自己在行业内获得的宝贵经验与普通投资者分享，用他们的方式努力地将这一鸿沟填平。他们的无私让我深感震撼。

无论从观点传递还是概念组织上，这本书都堪称经典，内容庞杂而不失体系，无论你是严肃的专业投资者还是偶尔拿来闲读，都会从中找到你喜欢的内容。全书合五为一，立足全球视野，为读者仔细解读了指数构建、组合管理、提升收益、降低风险的方方面面。编著者们治学严谨的态度和第一手的经验会感染每一位读者，让大家对指数投资的认识产生天翻地覆的变化。篇幅曾经是我担心的问题，不是每个读者都能静下心来把厚厚的书页啃掉。但翻译的过程使我更加确信，即使是“断章取义”，读者还是能够从每一个独立的章节中汲取营养。所以，我建议读者把这本书当做字典，从自己最感兴趣的题目入手，很快你就会发现这些有趣的内容会令你爱不释手。除此之外，书中的理论层次丰富，随着你对指数策略的应用逐渐熟练，这本书会让你产生常读常新的感觉。比如，第19章对指数组合管理过程以及令组合表现超越基准指数的难度的描写都生动地向读者展示了这些行业翘楚在真实环境下的投资智慧与能力。所以，千万别被这本书的厚度吓倒，错过了它意味着错过了太多的宝贵财富。

翻译此书于我纯属偶然，它是我因为工作需要从好友处借资料借到的。现在还记得第一次翻看时的兴奋，很大的部头，很丰富的内容，很深入的探讨，厚厚的，红色的硬皮内封，像一本字典一般。我的兴奋来自对内容的沉迷，编著者们把他们在管理基金、建立组合中得到的宝贵经验拿来跟读者分享。在我看来，对很少看到基金投资决策内核的一般投资者而言，这本书不啻一部宝典，让读者得以对资产管理的艺术与科学饱览无余。

这本书开始翻译的时候恰值国内股票大跌之际，往日喧嚣的市场变得一片凋零，投资者寄予厚望的基金也溃不成军，股民与基民都经历了痛苦的净值缩水。资本市场的巨大变化，相信国内的投资者会产生更强烈的学习愿望，去研究那些更专业的投资方式与理念。透过这本书，你看

VI

到的是一种务实的方法，一个清晰的思路，让你懂得怎样投资才能分散投资风险和提高投资收益。

书稿较长，主题涉及繁多，笔者虽然竭尽全力，但能力不足之处难免令译作存有种种遗憾，还望读者斧正。感谢机械工业出版社华章分社的王颖女士，因为她的推荐与信任，我能够与这部投资界经典著作结缘，也要感谢本书的责任编辑，没有他们的耐心校对，很难想象这部书稿的最终成形。

穆瑞年
CMC 国际理财（北京）有限公司
于北京

前言

Preface

就靠一个人怎么会最终编出一本有 31 章的大部头投资著作呢？更何况书中内容包括各种复杂的理论，囊括全球主要资产门类的产品与实务。这本书开始只是一本有 24 章、针对全球股票指数化的作品，但是在我为了确立几条主线与同行的沟通过程中，做一本权威的围绕指数投资书籍的重要性就显现了出来，书就这样扩版了。

在我担任投资策略师和机构股票指数基金经理的 6 年里，着手进行这个项目的最初动机就产生了。当时，我和我的同事们正在竭尽所能地为客户的组合、锱铢必较，拜会顾问、客户以及其他把指数基金看成是商品期货的投资专家们。他们通常是以管理费的高低把这些指数基金与其他的区分开来，因为这些指数基金的管理费通常只有几分之一个基点。

以前在巴克莱全球投资的投资策略团队里的同事们，特别是罗伯特·吉尼斯、乔伊·杨、比奴·乔治和尼科拉斯·努登费尔特，他们都是本书的供稿人，都会对基准的遴选、总体投资策略给出具体的建议，并为客户设计全面的投资方案，这些方案包括标准的以及定制的指数基金，基准更迭，乃至组合的转化服务等。我的投资策略团队以及投资组合经理们同时和主要的指数提供商合作，共享机构运作的信息，为他们提供方法的建议，评估影响新的基准的各方面的因素，有时也会在他们设定的新的指数与市场需求不符时表示强烈反对。在 20 世纪 90 年代末到 2000 年以来，我们花了大量的时间向客户解释我们是怎么通过一贯持续的表现，低廉的手续费，有效成本的投资（即通过交叉转换），指数基准的有效转换，通过股票的借贷和有效的交易而保证了投资回报等。我们同时创造了被机构以及个人投资者共同采用的最有成效的交易型开放式指数基金（ETF）。

通过我们的努力，每年我们都会为客户赚很多钱。然而指数——不管是美国的大型资本，还是欧洲发展市场，抑或是亚洲并购市场指数等——依旧被看做一个被动的投资过程。而事实上，任何人如果看一下我们所做的关于基准的决定，我们关于组合的管理以及资产的分配，都不难看出凡是我们所参与的项目，我们的策略都是相对被动的，在当时被动的投资几乎是我们的口号。因此，当时我会寻找各种方式来展示以指数化为基础的策略对投资者的意义，为此也开了相当多的研讨会。围绕着复杂的指数，我的同事和我还写了很多文章，做了多个研究报告，以证明指数的主动性是一个过时的话题。从某种意义上讲，这些文章以及报告正是这本书的种子，而指数的非被动性及其使用也就这样成了这本书的主要话题，主动的指数投资。

2001 年年初，John Wiley & Sons 的比尔·斐伦（Bill Fallon）请我写本关于指数的书，这一邀约成了这本书最直接的催化剂。我当时拒绝了这个人以及他的邀约，原因是在 20 世纪 80 年代末期我在新加坡作交易商以及撰稿人时，我曾经和比尔密切地合作过，那时他是芝加哥《市场间杂志》（*Intermarket Magazine*）的供稿人及编辑。我最初拒绝是因为我还记得我的第一本书费了我多少力气。但是这本书的创意却留在了我脑子里，而要说那些金融机构接受关于指数化策略的挑战更不断地提醒我写一部可以介绍关于指数所有内容的书将会是对整个金融界的一大

贡献。我也和我金融界的同事做了广泛的沟通，既包括资产管理经理、养老金项目的赞助商、机构经纪人，也包括指数提供商、交易所——他们都认为市场确有对这样一本书的需求。我的一个同事更提醒我，尽管指数占到了机构股权资产的 25%、基金的 10%，但是市面上却找不到一本完整的专业的指数投资书籍。

最后的决定，是我在 2001 年春末去东南亚的途中做出的。坐在柬埔寨金边的外国记者站里，我意识到如果不着手做这件事，我今后一定会后悔。之后，我就请了在这个领域里支持这一创意的人为这本书撰稿，而大多数人都接受了我的邀约。就像前面提到的，这本书的初衷是股票指数——基准和组合管理。但是随着此书框架结构的深入，我明白了如果忽略了其他的资产板块，这本书就不能达到最令人满意的境界。所以，我最先加进了关于固定收入的基准和指数组合管理。显然，这个扩充一开头，接着商品指数、房地产指数，以及对冲基金基准的章节跟着也就加进来了。

2003 年年初，我离开了 BGI，加入了以减税为目的的指数产品的创新公司。它的宗旨是把特制指数的作用运用到针对零售客户的经纪市场里。作为主动指数顾问期间，我对销售给个人投资者的金融产品有了很深的了解，并且也很清楚这些产品的高成本以及低于平均水准的投资表现。我更清晰地认定，以指数为基础的产品——不管是单独账户、指数基金或者是交易型开放式基金——都应当在零售客户的市场里占有重要的位置。这一经历也把这本书的重点引向了这些投资者共同感兴趣的“最佳实践”。

这本书涵盖了大部分指数基金经理的观点，包括我以前在 BGI 的同事（他们中的很多人之后也离开了公司），也有我以前竞争对手道富环球投资管理公司的同事，先锋集团以及北美全球信托投资（我时下）的同事。书中章节或是本书的电子版中也囊括了道琼斯、标准普尔、富时、罗素、摩根士丹利资本国际等机构的观点。

这本书的编者汇聚了多方人才，有理财计划的策划人、基金经理、交易商、学术和金融顾问等，总共有 20 多家机构的 50 多个作者参与了这本书和它的网站制作。因而，本书涵盖了全球指数和以指数为基础的各方参与者的观点，使得本书具有基于指数投资的广度和深度的独特的见解。

2001 年，开始这个项目时，我没有预料到 2003 年年底围绕基金的各种争论和分歧，也没想到会为个人投资者提供这么与时俱进又贴切的建议。2004 年，经验丰富的金融顾问和个人投资者都会把指数基金和交易型开放式指数基金作为他们投资组合研究的一个重要组成部分。鉴于指数基金的透明性、精确的目标和低廉的成本，指数基金一直被视为市场时机捕捉器，对被视为过时的价格和过时的交易的解决办法，有利于促进公平有效的交易。

传统的指数基金很早就为了防止股东反对而有了整套的安全措施，包括购买和赎回的手续费以及最短的持有期限。除此以外，某种特定的指数基金——我把它归类到特制基金（例如，罗素、Profund 和 Potomac 等发行的相反的杠杆基金）——这种基金的结构就是为了迎合频繁的交易者而设计的。同样，交易型开放式指数基金都拥有透明的价格以及交易结构，可以全天都交易而不会影响到长期投资该产品的投资者的利益。更重要的是，指数基金和交易型开放式指数基金的费用一直都不是很高，这种没有手续费的模式，永远都不会参与到一定要交付手续费才可以参与的基金市场里。

最后，指数型基金除了结构和公平性的优势以外，在经历了可怕的 2000~2003 年的熊市后，投资者在寻求更好的投资方法来实现他们的长期投资目标。因此，本书的另一个目的就是希望投资者可以了解到通过指数和以指数为基础的工具，对投资者来说更好的方式是获得只有机构投资者才可以享受到的优惠待遇。他们不再需要支付高额的手续费和因风险低而产生的低回报，更不用说附着在基金经纪上的隐含的成本。

本书最后的两章提倡并强调了以指数基金为基础的投资方式。第 29 章的主旨是针对已经厌倦了基金投资的投资者的“复苏投资计划”。这节选自两位前美国财政部官员所写的著作。第 30 章陈述了四个长线投资的公理——全方位地被我称为“指数核心”的适合于个人投资者以及他的顾问的方式。

本书另一个没有预期到的衍生产品是网站：IndexUniverse.com，源于当时与我有合作的关于指数产品的一个传媒公司，它是我最初设计用来支持这本书而创立的。它的创意源于 20 世纪 90 年代初，我和别人共同撰写太平洋期货与期权市场的时候。在我要写这本书的时候，清楚地了解到了指数产品在不停地变化，我想避免这个问题，同时也节约资源，这样就产生了电子附录。本书大部分的附加资料都加在了网络里。在这本书的撰写过程中，特别是它的内容不断扩展中，这个理念也被不断地证实了。我相信本书与网络的结合会为读者不断地增加价值，也许这将是今后专业金融书籍会普遍采用的模式。

作为电子附录的一部分，我是于 2002 年和 2003 年开始着手准备 IndexUniverse.com 的。开始只是为了支持这本书，但在和业界同僚的沟通中，我意识到指数世界真的需要一个空间能够把投资者、交易所、指数提供商和基金经理组织到一起。就像这本书内容上的扩充一样，这个网站也自然而然地扩展了。最初该网站的用途是电子附录，但国际金融以及指数发展得如此迅速，使我意识到对这个网站从技术到编辑方面的需求。发现了这个需求，我就不能长久地放弃该网站，而是要把它发展成为一个商业行动。

2003 年 8 月，我的网络和指数发行集团——《指数杂志》和交易型开放式指数基金报告的发行商结成了联盟。现在网站包含了这两个发行商在其行业领域的重点文章，也有其自身的独特的编辑内容、行业调查、数据资源和投资工具，2004 年年底，网站的所有权转给了指数发行集团。

我确信你会从本书中找到指数发展的历程，以及一系列的指数产品和它们的参与者的所有信息。我当然鼓励你去买这本书（有关这本书的我个人的版税都会捐给慈善机构，我不是希望通过这本书来赚钱）。读者们会了解到不管是从管理指数组合或者是从选择指数组合的艺术上，指数都是很复杂的、积极的投资过程。我也希望本书可以刺激你的想法，让你可以更好地利用以指数为基础的产品进行投资，减少风险和投资成本，从而实现利润最大化。

如何使用本书和它的电子附录

你会发现本书涵盖了大量的资料，涉及所有主要资产级别的基准和指数产品，同样涉及了高层次投资者是如何利用这些产品的。本书有 5 个部分，涉及各方面的知识体系。书的每一部分互相关联，而我希望每一个读者都可以按着书的顺序读下去，我认为本书是五合一。实质上各部分又是相互独立的（从某种角度来讲，可以是几本相互独立的书），但同时又有很多相关联的信息，会指引读者相互参考。

每一部分都有一个导读，会把所涉及的题材和注解组织到一个平台上。而且，第 1 章和第 31 章游离在书的五部分之外而作为全书的理论介绍和总结。第 1 章回顾了贯穿全书的理论，第一部分到第五部分，讲述了“主动型指数”的不同的含义和理解。第 31 章精炼地总结了指数革命所经历的历程，并且很有见地地对今后指数的发展做了预期。

关于编者

About the Editor

史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德

史蒂芬·斯科恩菲尔德是北美信托全球投资公司国际量化管理部门的首席投资分析师，该集团基于指数和改进型指数策略进行管理的资金达到了2100亿美元，投资于世界主要的证券和债券市场。拥有如此才能，史蒂芬领导北方信托国际投资公司的量化投资委员会并且与他的同仁们一起工作，在产品创新以及投资业绩上都在业内力拔头筹。

他是IndexUniverse.com网站的创建者，并且是杜克大学全球资本市场研究中心的高级研究员。从2002年IndexUniverse.com网站创立到2004年，史蒂芬担任该网站的主编，并且是全球指数策略的管理伙伴，主要研究金融产品的发展和基准的选择。

2003年，史蒂芬担任主动指数咨询公司（AIA）的首席投资分析师，这家公司的总部设在旧金山，专门为个人和机构投资者提供客户指定的、税收优惠的增强型指数投资组合。史蒂芬负责该公司所有的投资和产品开发活动，监管投资组合管理过程，并且与客户和战略伙伴一起为进入全球市场而开发有效的投资策略。

在此之前，他是巴克莱全球投资者公司（BGI）的常务董事。在巴克莱全球投资公司的六年间，他担任了一系列以国际和全球指数投资策略为重点的职务，其中包括国际证券产品管理总裁，首席投资战略分析师，巴克莱全球投资公司国际证券管理集团的负责人。在担任巴克莱全球投资公司国际证券管理集团的负责人期间，他负责管理的投资于国际发达市场和新兴市场的指数投资金额超过了650亿美元，其中包括巴克莱全球投资公司的国际和全球的巴克莱埃雪ETF。他还担任巴克莱全球投资公司的有关指数方法论的全球协调员，同时他还是巴克莱全球投资公司全球指数投资委员会的成员。

1996年在加入巴克莱全球投资公司之前，史蒂芬在国际金融公司（IFC）工作了五年，该公司是世界银行的私属机构。在该公司，他帮助开发IFC可投资的新兴市场指数（现在该指数由标准普尔管理），并且创建第一只以IFC可投资指数为基础的指数基金和衍生产品。在加入IFC之前，他在衍生产品领域工作了七年，其中有三年在新加坡交易所（之前被称为SIMEX）工作，在那里他作为当地人进行日本股票指数期货的交易。

史蒂芬是新加坡国家大学经济学的“富布莱特奖学金”（Fulbright）获得者，拥有克拉克大学历史和政治学的学士学位，拥有约翰·霍普金斯大学高级国际关系学院国际经济和美国外交政策学的硕士学位。他是《太平洋区域期货和期权市场》（*The Pacific Rim Futures and Options Markets*）一书的合著者（Probus Publishing/McGraw Hill, 1992），在许多图书和金融出版物上著有文章。史蒂芬是美国股票交易所新产品开发委员会和富时全球证券指数委员会的成员。

目 录

Contents

推荐序
译者序
前言
关于编者

第 1 章 指数化是主动的：主动指数化的含义与本书主题间的联系 1
史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德

第一部分

指数化的革命：从理论到实践 9

史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德

第 2 章 指数化的基本原则：异端思想的理论和实践基础 11

比奴·乔治，史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德，吉姆·魏安特

第 3 章 指数化应用的不断深入：主动投资和指数投资的争论为什么结束了 23

马休·斯坎伦，比奴·乔治，费朗西斯·安德勒，史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德

第 4 章 市场的不确定性和指数化的作用 36

阿德勒·科勒

第二部分

基准：指数化的基础 43

史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德

第 5 章 基准的极端重要性和基本用途 46

帕米拉·克罗依德，拉里·西格尔，史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德

第 6 章 完美是不可能的：指数编制的最好做法 59

史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德

第 7 章 创建理想的指数 73

格斯·索特

第 8 章 美国证券基准：大盘指数、规模指数和风格指数 分解美国证券市场 85

加德纳·派亚特，布拉德·波普，查德·拉克温

第 9 章 为北美投资者制定的国际/全球股票基准 99

史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德，罗伯特·吉尼斯

- 第 10 章 固定收益基准 115
瓦谢·马希尔迪安, 马克·弗里贝尔
- 第 11 章 对冲基金基准与资产配置 125
马克·安森
- 第 12 章 将指数用做分析工具: 通过基准观察世界股市的变化 145
马克·斯拉德科斯
- 第 13 章 社会责任投资和指数标准 158
彼得·华尔

第三部分

指数产品种类和灵活性的不断扩展 169

- 史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德
- 第 14 章 指数产品的广阔世界: 有效投资组合的基石 172
史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德, 乔伊·杨
- 第 15 章 增强型指数化: 以规划清晰、风险可控的方式提升指数的超额收益 191
史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德, 乔伊·杨
- 第 16 章 交易型开放式指数基金: 一种灵活有效的投资工具 204
伊加尔·吉拉德, 奥默·厄兹库尔, 戴维·钱
- 第 17 章 房地产指数化 222
詹姆斯 S. 基吉
- 第 18 章 主动指数化: 用指数工具制定复杂的策略 232
史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德, 罗伯特·吉尼斯, 尼科拉斯·努登费尔特

第四部分

管理指数基金: 这绝不是什么被动方法! 247

- 史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德
- 第 19 章 基本的指数投资组合管理技巧 250
史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德, 凯文·梅达
- 第 20 章 美国证券指数管理面临的独特挑战 265
艾米·施奥达格, 威尔·汉, 爱德·霍尔特, 简·梁
- 第 21 章 在国际证券指数化中实现绩效 275
爱林诺·德·费雷塔斯, 罗伯特·吉尼斯, 格雷顿·菊, 汤姆·麦克卡臣, 史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德, 艾米·怀特劳
- 第 22 章 管理固定收益指数基金 293
伊丽莎白·帕拉, 帕莎·达斯古普塔
- 第 23 章 管理交易型开放式指数基金 309
莉莎·陈, 帕特里克·奥康纳
- 第 24 章 以指数为基础的独立管理账户: 实现业绩的承诺 325
马克·亚当斯, 凯文·梅达, 史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德

第五部分

融会贯通：如何使用指数产品建立高效的、控制风险的投资策略 337

史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德

第 25 章 选择指数工具：机构投资者如何选择投资产品 340

乔安妮·希尔，芭芭拉·缪勒

第 26 章 大型养老金计划使用以指数为基础的策略作为它们核心投资的方法和原因 362

南希·卡尔金斯

第 27 章 节税指数化 377

马克·祖拉克

第 28 章 咨询师的指数化：为专业投资咨询师和客户准备的复杂投资策略 383

迈克尔·察斯诺夫

第 29 章 个人投资者的指数化：专业投资咨询师和客户的复杂策略 393

格瑞·拜尔，格瑞·甘斯勒

第 30 章 以指数为核心：取得长期投资成功的四大公理 409

史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德

第 31 章 指数化的将来：变革才刚刚开始！ 421

史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德

致谢 437

供稿人 441

指数化是主动的

主动指数化的含义与本书主题间的联系

史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德

► 指数化的影响

这一章为**主动型指数投资**（active index investing）提供了主要的题材和主题的总括，目的是为了帮助读者更好地了解指数各个维度的特点，这些特点会在本书内有更详尽的介绍。

指数化的影响已远远超越了基于指数的投资组合，它的透明性和高效性大大改变了投资市场的景象。基准已经从理论建设转化为真正透明并有效的投资选择。除了用针对资产类别设计的指数做尺度，还有什么更好的方法可以评估主动型基金经理的业绩表现呢？指数化投资组合给基金经理们带来了一线光明，他们还可以继续收取主动型基金的管理费用，同时却可以使用基准指数来管理基金——也就是众所周知的“隐性指数化”。

成本低廉的指数基金为机构投资工具带来了新的透明度，同时也引发了市场对这些工具交易成本的关注。在指数化进程的前 25 年中，机构投资者的成本大幅降低。¹这也促进了投资过程中新的增值产品和技术的成长。而其中最引人瞩目的就是组合交易、融券以及结构化的过渡交易。

同样，对敞口效用以及风险管理的关注就促进了股票指数期货和期权的发展。而从组合与指数衍生品交易技术的混合物演化而来的交易型开放式指数基金，其发展把指数化的优势带给了更多的新的潜在用户。更重要的是，交易型开放式指数基金与以前的指数型工具不同，它不仅对机构投资者是适合并有效的，对个人投资者也同样如此。交易型开放式指数基金的任何一类参与者都不会给其他参与方带来副作用。最后，尽管指数化源于股票市场，但它的应用已经扩展到了绝大部分其他资产类别上，并且实质上已经出现在全球所有股票市场中。

无论从理论还是实践来看，指数化的成长和发展过程都是一场金融的革命，现在还在坚定

地进行着。因此，了解指数的基础以及它的产品与不同用途是至关重要的。这些信息有助于读者理解这个领域的活力以及指数化的主动性所在。

本章从解释“主动型指数投资”开篇，详细地阐述了指数化之所以不是被动的三个原因。本章第二部分，整体勾画了这本书从第一部分到第五部分的核心主题与内容提要。

► 主动指数化是什么意思

基于指数的产品通常被看做是被动的市场手段，也就意味着是静态的，甚至是枯燥的。尽管第2~4章展现了这种“被动性”实际上怎样在长期投资中达成更优的投资绩效，但很多专业投资者们暗地里还是认为指数化是懒人的游戏。他们认为指数化就是一种逃避，多少有放任自流的意味，这里特指对待获得超常收益的机会。由此也就导致了几十年间在主动管理的拥趸与指数化的信徒间的争论。事实上，最初的指数化反对者称指数化是“反美的”和“板上钉钉的平庸”。对于这点，诺贝尔经济学奖得主萨缪尔森反击道：“人们都说运用指数化就是满足于平庸。那么，如果华尔街最聪明的脑瓜连平庸都做不到岂不很有趣？”

本书不会花时间在这种争论上。就像本书第3章所陈述的，对于专业投资者而言，这场争论已经结束了，结论既简单也精妙。对指数化与主动管理非此即彼的选择不能将一个组合整体效益最大化，相反，把两者结合起来就可以办到。本书为读者展示了那些对于成本与风险敏感的聪明投资者是怎样通过指数化的威力来获得最大的组合绩效与最小的风险的。

正如在前言中所讲的，主动型指数化的提法是非常明确果断的，绝不是什么矛盾修饰。它能够准确地描述管理指数型组合的主动性质，它也能够描述以创造性的（绝对不是被动的）方式运用指数工具来改变投资风险/回报结构的方式或理念。对于不同的市场参与者，它意味着不同的内容，但我从三个基本层面定义它，来反映指数化的高度的主动性（楷体字是重点）：

1. 基准的创建和选择是主动的。构建指数，进行资产配置，评估业绩表现都需要基准，而对基准的选择则是重大的主动决策。在使用指数策略时，投资者要对策略基准、资产配置权重及组合调整等问题做出重要的主动决策。即便是使用主动投资的经理，为他们选择基准，为整体组合的资产类别选择基准也会在很大程度上影响投资的业绩。指数行业是动态的，基准指数及其相关产品都在不断地发展与完善。随着越来越多的指数型产品问世，以及指数化手段在各类资产领域的扩散，这就要求投资者们在基准的选择上要做出更明智的决策。投资者在基准的选择上不能是被动的。

本书的第二部分讲述了基准的背景渊源。它囊括了一些投资者耳熟能详的关于基准的探讨和分析，体现基准决策过程中主动性的一些基准的评估标准，以及对于独立分析的需求。

本书的第三部分提供了目前各种指数型产品及其策略的总体概括，介绍了其发展过程和用途。读者可以看到金融界是多么主动地将创造性和更新性应用于指数化当中的。

2. 管理指数基金是主动的。管理基于指数的投资组合是一个极为主动的过程。因为跟踪基准的指数需要很高的“财商”（就像智商一样）。与传统的主动投资者相比，管理指数组合的基金经理通常对市场的微观方面，如交易、运作限制、流动性、公司行为等有更多的理解。

本书的第四部分会专注于指数投资中这一绝少为人所知的领域。读者们应该会会对管理投资组合——准确地跟踪股票指数和固定收益的指数所需的努力和技巧感到着迷。

3. 投资者在指数产品的使用上可以要多主动就多主动。投资者所做的主动的和复杂的决定会帮助他们应用指数型产品和策略。投资者选择以指数的方式进入市场，但这绝不是说他放弃了寻求非常回报的机会。事实上，在投资组合中综合使用指数和复杂指数进行风险预期，可以更好地区分测试市场并通过其市场中的头寸使利润最大化。² 选择正确的指数产品和选择最适合的指数型策略是至关重要的。使用适当的指数策略是保证卓越表现的最重要的方式。

在本书的第五部分，专业投资者为我们演示了他们是怎样使用指数产品和策略来控制风险，减少成本，并在所承担的风险中取得最佳的投资业绩的。³

读者读完本书，对所有关于主动型指数的定义就会有很好的理解了，而且对其中的某个例子或某几个例子会很中意。

尽管指数型投资组合构建所要面对的问题与传统的主动投资产品和决策都有着很大的区别，但是它在所涉及的范畴之内都是主动的，完全不是被动的。

► 指数化的主动决策：艰难的选择但创意无限

繁复的基准选择，配置方案，组合调整的方法，看起来让人晕眩。这些多种多样的选择恰恰反映了指数产品及其背后的理论不断发展。

这种复杂和细微的变化更突出了指数化所要求的主动性。指数产品和策略的使用几乎总是有主动的因素，而且指数型产品的使用通常又是可以使收益最大化而又可以将风险降到最低的最行之有效的方式。

因为主动的基准决策在后面的几章里没有很直接的介绍，所以这后面有一个简短的描述。你可以在第14章和18章中找到关于不同基准的实际应用的更详尽的解释。

指数化作为一种手段，用以获得在特定资产类别上分散的、透明的、有效的核心敞口，最初应用在国内股市上，随后扩展到国际乃至全球的股票市场以及定息收益产品上。但是指数化的诸多主动方式得到了发展，其中最有趣的就是指数基准和工具与不同程度的主动决策的混合使用。这一现象是通过多层面的参与者的互动及不断地辩论而实现的，这些参与者包括：学者（第1章中谈到的）、指数的提供者、顾问、基金经理和资产所有者等。

指数的基准有着众多的区别，投资者需要在做决策之前了解基准构建的方法。而且随着交易型开放式指数基金更深入地渗透进了零售市场，这一需求将还会日益彰显出来。

基准和投资策略的选择将会变得更加复杂。本书的第二部分和第三部分讲述了很多关于基准与策略的细微区别，并探讨了在其基础上创立投资组合的方法。下面的简短列表展示了投资者在确定适合的基准（标准的或特定的）以及与这些基准相关的投资策略时所面临的选择：

- 依靠已知量，使用知名指数。
- 不同的权重，包括同市场和跨市场。
- 国家政策允许/不允许的投资或政治因素。
- 板块/行业（附属板块）。
- 规模/市值范围。
- 风格和风格轮换。
- 无论出于社会政策还是投资的审慎（如破产/价值，公司治理）的因素做出筛选的组合。