

## 指数基金投资的大逻辑

文/邢精平 深圳证券信息有限公司

大凡投资决策，背后均有一定的逻辑支撑。逻辑既是众多研究报告的核心，也是证券分析师的精神支柱。借用一句网络流行语，“有逻辑的研究员你伤不起”。

自 1976 年推出第一只面向个人的指数基金，经过 40 年发展，指数化投资已深入人心，被诺贝尔经济学奖得主萨缪尔森称之为与车轮和字母同等重要的发明。2013 年，美国指数基金占股票基金比重达到 18.4%，加上 ETF，指数化产品占股票基金比重超过 30%，已成为当今最重要的资产配置工具之一。

作为一项投资产品，指数基金必须提供收益，并且是绝对收益，否则没有投资者愿意长期持有，因而，基于交易成本节省的相对收益理论不足以支撑该投资决策。同样，有效市场假说(EMH)本身并不涉及投资收益，也无法支撑此项投资行为。指数基金作为一项广泛应用的投资产品，其背后坚实的逻辑基础是长期稳定的收益来源与获取收益的交易策略。

### 赌明天会更好

指数基金以复制指数成分股组合作为资产配置方式，其核心理念是以被动方式分享市场的平均收益。通俗地说，指数基金收益与指数涨跌一致，指数涨了就有收益，反之则会亏损。因而，本质上看，指数基金只适合于长期看涨的市场。

短期来看，股票市场是投票机，涨跌受市场情绪影响很大，而长期来看是称重机，受公司基本面驱动。只要经济能实现可持续增长，作为经济细胞的上市企业无疑将得到发展。公司内在价值的增长将带动股价上升，进而推动指数上涨，最终给指数基金投资者带来收益。反之，若经济不能持续增长，指数基金投资者可能面临亏损风险。

近百年来，世界经济整体上表现出持续性、累进性的增长和发展，相应地，股票指数也表现出长期增长趋势，如道琼斯指数从发布时 40 余点上涨到目前 17000 余点，可以说，经济的持续性增长是指数化投资的最坚实基础。某种意义上

上，指数基金投资者是经济的多头，也是在实实在在赌国运。正如在 2016 年“致投资者信”中，巴菲特以一贯幽默和乐观的风格表示，“在过去 240 年中，看空美国始终是最大错误，现在亦无从谈起。美国的商业和创新作为两只金鹅，会生出更多、更大的金蛋。”

巴菲特和搭档查理·芒格一贯坚信，“赌”美国继续繁荣下去是确定性非常高的事情，并且，国家的价值会随着时间的推移而增长。于是，他们在 1987 年市场崩盘之后买入股票，在 9·11 恐怖袭击之后买入股票，在 2009 年底“大衰退”阴霾中，以“全副身家赌美国经济前景”，启动伯克希尔历史上规模最大的一笔收购，决定收购伯灵顿北圣达菲铁路公司(BNSF)。

### 坚守止损不止盈

华尔街的一句忠告：截断亏损，让利润奔跑。这句话直捣证券交易的内核，置于至高无上的核心地位。证券投资的利润来源同样遵循帕累托法则(Pareto Principle)，即大多数公司在市场竞争中走向平庸，长期持有不一定会带来理想收益，反而可能造成损失，而少数公司在竞争中成长壮大，从优秀走向卓越，并成为证券投资收益的主要来源。

围绕这一核心法则，华山论剑的交易大侠分为两派：一派止损，另一派死守。止损派通常是短线高手，没有修炼止损绝不可能登上华山，甚至连一个业余选手都算不上。一项针对顶尖趋势交易员连续数年的交易统计显示，世间难觅胜率超过 50% 的趋势交易系统。在这种背景下，赢利关键就在于止损，即出错时把亏损控制在小范围内。相对而言，死守派更难练成，能出关者少之又少。股神巴菲特一直采用这一策略，大部分资金长期集中投资在少数几个优秀企业上，正是这少数几只股票为他带来了巨额利润。论两派武功，俗世中真不知哪个高，或者绝招只是同途异路。

普遍投资人很容易理解上述逻辑，但知易行难，很少人能娴熟运用。普遍投资者在股票投资中通常遵循处置效应，即过早将好股票卖出，而长期持有亏损的坏股票。处置效应与生俱来，深藏于人性之中，表现为人对盈利的“确定性心理”和对亏损的“厌恶心理”。当投资处于盈利状态时，投资者表现为风险回避者，

急于平仓锁定利润；而当投资处于亏损状态时，投资者转变为风险偏好型者，不愿轻易平仓实现亏损。这种行为的结果就是，截断利润，让亏损奔跑。正应了彼得·林奇那句话，拔掉鲜花，浇灌杂草。

理论的投资世界中，鲜花遍地，而真实的投资世界上，杂草满园，没有人能轻易做到让利润奔跑。在股市千般武功中，指数化投资若大象无形，可能最接近于上述交易内核。

根据指数编制规则，市场排名（市值规模及流动性等综合排名）在前列的公司依次进入指数，同时，样本公司每年调整两次，排名靠后的公司将被剔除。这一规则不经意间遵循止损不止盈策略。所谓不止盈，一个好公司，从初次被纳入指数之时，之后不管股价涨跌，只要不低于门槛值就会一直持有，可以长达数十年，真正践行长期投资；所谓止损，当公司股价跌出最低门槛值，坚决予以剔除，不承担之后股价继续下跌的损失。以深成指为例，当某股票的市场排名进入深市前 500 名时，就可能被纳入指数，反之，当其市场排名跌出前 500 名时，就将会被剔除出指数。

指数按事先确定的规则调整样本，坚守一贯策略，不受编制者情绪影响，远离所谓的理性研究分析，排除了主观因素干扰。若换做专业投资者去分析研究，则几乎不可能一贯遵循这一原则。

### 吐故纳新而长久

世间唯一不变的是“变”本身。飘风不终朝，骤雨不终日，天地尚不能久，而况于股票市场。长期看，持有某一只股票的风险是巨大的，不管这只股票在当时有多么优秀。有关这方面案例，随手可找出一长串，如 Kodak、Motorola、Nokia、Sony 及 Panasonic 等等，也许未来还包括 Cisco 与 Apple 等等。麦肯锡针对美国企业的创立、发展与死亡所做的长期研究表明，永远超越市场表现的黄金企业，根本就是海市蜃楼。当一个企业被誉为“杰出”或拥有“超强的生命力”时，这样的企业就已经开始退化了。

自 1957 年标普 500 指数首次扩展至 500 家成分股，至 1997 年已只剩下 74 家，其中仅有区区 12 家公司收益能超过指数本身，它们全部集中于医药与食

品两大产业，堪称所属时代最强势的两大产业。如果自 1957 年以来，指数样本不作调整，那原指数的收益要比现在每年减少 20%。若一个耐心的投资者长期持有原有的成分股，其累计收益要比指数基金少很多。这是信守“买入并持有”的长期投资者最不愿意看到的结果。

根据指数编制规则，样本公司每年调整一到两次，每次调整比例通常限于 10% 以内。在时间的长河中，新产业在市值增长过程中逐步被纳入指数，与之对应，过时产业在市值萎缩过程中逐步被剔除出指数。吐故纳新机制使指数行业与社会产业变迁一致，最终使指数能永葆青春，经受住时间的洗礼。

上世纪 90 年代以来，社会进入了德鲁克所称的“不连续时代”，产业处于剧烈变迁之中，优秀公司更迭速度加快。标普 500 指数成分股作为优秀企业的代表，也不能幸免，其留在指数中的平均存续时间不断下降，至 2020 年将降至 10 年左右。也许投资者持有一只标普 500 成分股，10 年后公司价值烟消云散，但标普 500 指数基金一定还在！长期持有指数基金，就等于持有证券市场，也等于持有经济，无需承担行业变迁与公司更替的“不持续”风险。

### 因包容而分享

指数化投资的核心投资哲学思想是市场的不可一贯预测性，择时与择股均很难取得持续性超额收益。借用一句华尔街名言，“明天股价涨或者跌，世界上只有两个人知道，一个是上帝，另一个是骗子”。巴菲特的老师格雷厄姆在临死前告诫说：“如果说我在华尔街 60 多年的经验中发现过什么的话，那就是从来没有人能够成功地预测股市变化。”同时，全球大量的学术文献也支持这一点，但很遗憾它们均被用作市场有效性的证据。

正因为投资世界很难预测，投资策略自然演化为：一是由点至面，从精选个股到不断增加持股数量，把网撒大一点，希望组合中尽量不遗漏投资收益高的公司；二是给组合中成功公司更大的权重，同时，给不成功公司较小的权重，换句话说，股价涨的越好的公司在组合中持仓越大，股价下跌的公司降低持仓。这两点正好对应于市值加权指数的编制规则。

指数将成长中的公司有序纳入指数，兼收并蓄，海纳百川，形成一个广泛组

合，不遗漏任何一家好公司，同时，成分股以市值加权，大公司分配大权重，小公司占小权重，加大优秀公司对投资收益的贡献，符合帕累托法则。

尽管指数编制者不知道哪一家是好公司，但只要是好公司均可以按统一规则选进指数中，最终指数中集合了市场上所有好公司。优秀公司价格持续上涨将带动指数上涨，由此为指数基金持有者带来收益。因而，指数化投资的实质是在未知投资世界中获取确定收益的一种策略。它因包容了各类公司，故能分享市场收益。尽管它使用了投资组合，也使用市值加权，但并非为了取得最优的风险收益，因而在本质上与现代资产组合理论（MPT）没有太大关系。

指数因吐故而能与时俱进，因纳新而能顺应产业变迁；因坚信“无知”而包容，因包容故能分享成长；因知止损而不殆，因不止盈故能成其大。

指数投资者是经济持续增长坚定的守望者，通过连续一贯的简单交易策略来分享经济成长的收益。

刊登于《深交所》2016年第四期