

指数专题研究系列之三

——传统指数化三十年回顾

相关研究

《指数专题研究系列之一》

发表日期（2008/05/06）

《指数专题研究系列之二》

发表日期（2008/06/30）

- 以 1971 年 Wells Fargo 推出标普 500 组合为主要标志，指数化投资登上历史舞台。随着指数产品逐渐为机构认可，在全球各地挂牌的指数产品数量逐年增加。2000 年全球挂牌的指数产品相比此前一年实现倍增，指数产品的发行迎来第一轮井喷。
- 因由 2000 年科技股泡沫的破灭，指数化投资热潮逐渐退却。我们将“传统指数化”作为 1971 年至 2000 年这一阶段指数投资思想的概括。致力于采取被动投资的传统指数组合管理人以严格跟踪市场指数为目标，希望获取市场收益，是典型的平均主义者。
- 传统指数化阶段，指数投资的流行带动了相关产业的发展，专注于指数资产管理的资产管理公司迅速崛起，先锋集团、BGI 与道富在指数资产的管理规模上位列三甲；丰厚的指数版税推动了指数公司的发展，以 S&P、MSCI、FTSE 为代表的主流指数服务商在这一时期脱颖而出。
- 回顾传统指数化 30 年，指数化投资以市场组合的方式更广泛的进行分散化，革新了资产管理行业传统的理念。这表现为，传统指数化以创新的金融工具、精确的指数复制技巧不断冲击传统资产管理者的感官，在资产配置策略中的作用越来越强大。
- 以主动 ETFs 的推出为信号，指数化投资迎来新的阶段：积极指数化阶段。积极指数组合在产品形态上更多地表现 ETFs，在组合管理上则越来越多地借鉴积极管理的成分，寻找超越市场的可能。积极指数化开辟了指数投资的新纪元。

分析师

曹传琪

(0755) 8208 0154

caocq@lhqz.com

目 录

一、始于 1996 年的指数化投资小高潮	3
二、专注指数化的资产管理公司：三足鼎立	4
三、最流行的指数：标普 500	5
四、传统指数化阶段的主要成果	6
五、指数化的新趋势	7

从 1971 年 Well Fargo 的 S&P500 指数组合开始, 指数化投资经历 30 多年的实践, 如今已硕果累累。以 ETFs、指数期货和指数期权等金融工具为代表的金融创新极大地丰富了金融产品的种类, 满足了具有不同风险偏好的人群对金融产品的需求; 同时也改变了我们进行资产管理的传统套路, 为我们进行分散化, 降低投资风险提供了工具。

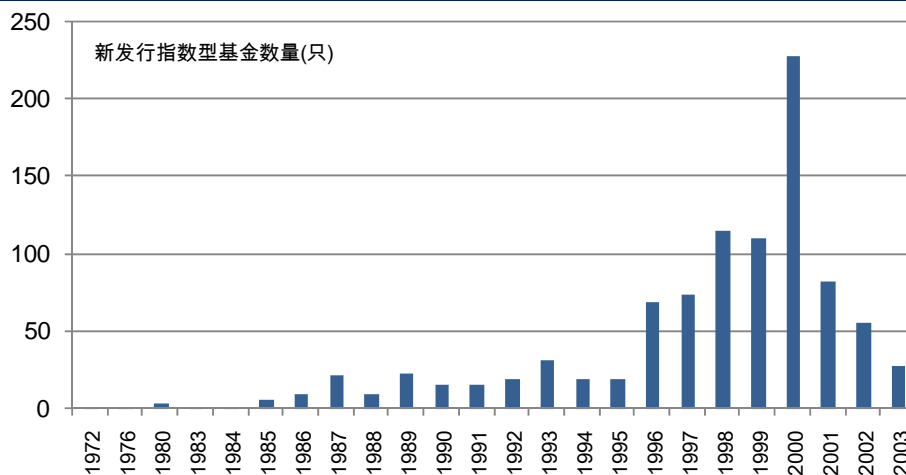
2000 年之后, 一些基于传统指数产品, 在指数化策略中嫁接对冲基金、数量型基金技术的新型指数化产品开始涌现; 新的概念性指数也层出不穷, 指数化已经开始在能源问题、粮食问题、环境问题等领域发挥作用。这些变化, 显然超乎我们过去的想象; 更为重要的是, 随着这些产品的诞生, 主动投资与被动投资的界限越发的模糊, 我们已经很难从绝对角度进行划分。这说明, 指数化投资领域正在发生深刻的变化, 传统指数投资已成为昨日黄花。

取代传统策略的新思路引入了积极管理的成分, 因此被称为“积极指数化”。我们将在近期的两份报告中对传统指数化迈向积极指数化的进程进行阐述。在引入这一指数化理念之前, 我们先回顾传统指数投资的历史。

一、始于 1996 年的指数化投资小高潮

始于 20 世纪 70 年代初的指数化浪潮如今已经结出累累硕果, 作为指数基金之父的 John Bogle 不仅将这一思潮带给了 Vanguard, 缔造出全球规模顶尖的基金管理公司; 同时因由先锋 500 指数基金的良好表现, 指数化投资的观念也开始为人们所接受。1985 年起, 指数基金的发行开始步入稳定阶段。

图 1、1971 年以来指数基金及 ETFs 发行数量(只)



数据来源: 联合证券研究所。

到了 20 世纪 90 年代, 随着交易所交易指数基金的诞生, 指数化投资的浪潮开始席卷全球。1996 年起, 在世界各地挂牌的指数基金或 ETFs 的数量逐年增加。当年全球上市的指数基金共计 50 只, 这一数字相当于 1993 年至 1994 年全球已发行指数基金的总和; 而截至 2000 年, 全球挂牌的指数化产品共计 229 只, 是 1999 年这一数字的两倍。至此, 坚守多年的指数基金管理人终于迎来了指数化产品的第一轮井喷。

在这个蓬勃发展的过程中,越来越多的指数被包装“上市”,无论你身处欧洲、北美、亚洲,还是在拉美或者中东,都可以在感兴趣的市场上找到对应的产品。我们可以看到,到 2000 年,北美和欧洲的指数化产品已经具备了相当的数量。

图 2、2000 年指数产品在全球的分布

单位: 只



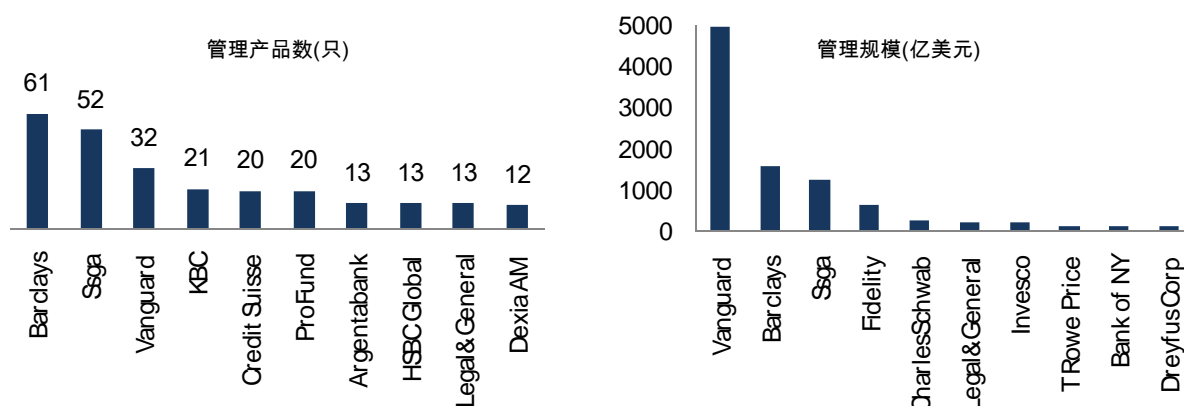
数据来源: 联合证券研究所。

但资产管理行业受到市场的影响,不可避免呈现出周期性的特点。2000 年,科技股泡沫的破灭终结了主要市场数十年的牛市行情,指数基金的发行随之步入低谷,新发行基金数连续三年大幅下降。至此,指数化投资的第一个黄金时代落幕了。

二、专注指数化的资产管理公司: 三足鼎立

随着产品数量和规模的增加,指数化投资管理 30 年来的努力终于得到了认可,涉足于这一领域的资产管理公司数量也越来越多。基金产业内,因由指数化的流行而成名的指数供应商、资产管理公司以及咨询机构已经构成了一个完整的细分市场,并形成了一些具有垄断性质的优势企业。

图 3、全球十大指数基金管理公司



数据来源: Bloomberg, 联合证券研究所。

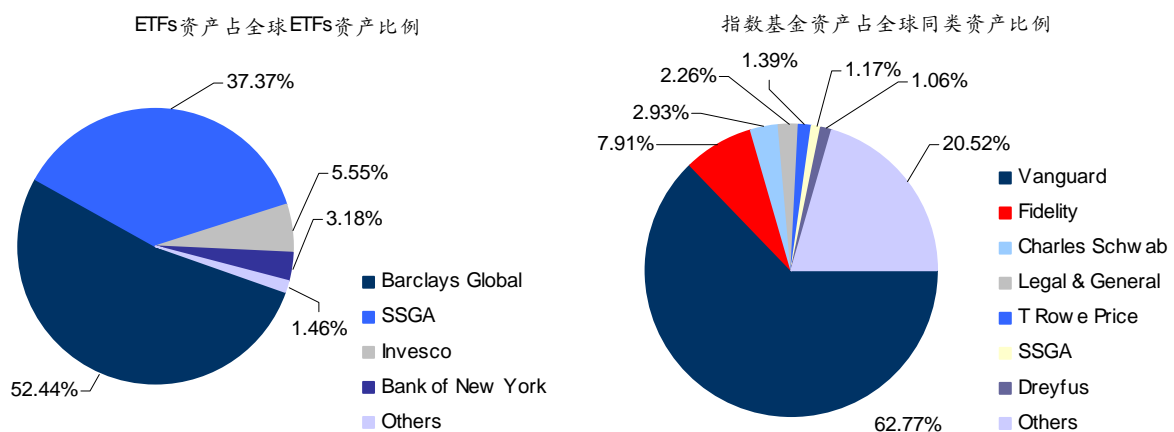
无论是从管理的基金数量和资产规模来看, BGI 和 Vanguard、道富(State

Street)均位列三甲(由于无法查阅 2000 年末以上基金的规模,我们仅能从 08 年年中的数据进行观察,因此其资产规模并不能作为 2000 年实际情形的代表)。截止 08 年 6 月底,这三家基金公司发行的指数化产品的资产规模占全球的 71.1%。其中,指数产品数量有限的 Vanguard 庞大的管理规模更是独步天下。

从产品的角度来看,专注于发行指数化产品的资产管理公司也“术业有专攻”。以最大的三家资产管理公司为例,BGI 与 State Street 精于 ETFs;而 Vanguard 更偏爱指数基金的形式¹。指数基金与 ETFs 的盈利模式显然不同。前者通常个体规模较大,管理费用相对 ETFs 较高;而后者在二级市场的价值更高,个体规模有限,管理费用也较低。因此专注于 ETFs 产品的指数公司通常发行差异化的产品以扩大规模,从而实现规模经济。

仍然以截止 08 年 6 月的统计结果为例,按资产规模计,BGI 与 SSga 所发行的 ETFs 在全球同类产品的比重接近 90%;而 Vanguard 所发行的指数型基金在全球同类产品中的比重已经达到 62.77%。

图 4、主流指数基金管理公司的产品优势



数据来源: Bloomberg, 联合证券研究所。

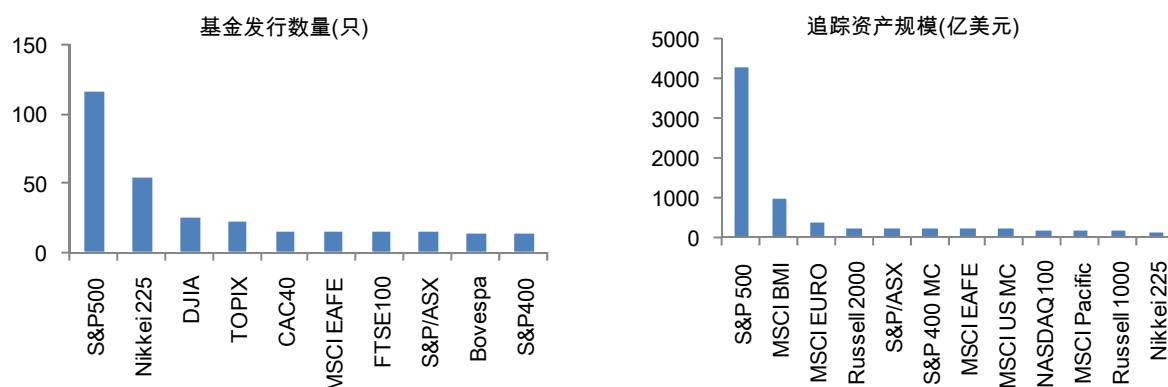
三、最流行的指数: 标普 500

指数产品的发行依赖于标的指数的选择,除了考虑指数的可投资性,可复制性,还需要考虑指数的流行程度。标准普尔 500 指数就是这样一个指数,1976 年,对于急于寻找突破的先锋集团来说,它几乎是完美的。

从发行的产品数量来看,截至 2000 年,最受青睐的指数依然是 S&P500 指数,追踪该指数的指数型产品达 116 只,其中指数基金达 114 只。而如今,跟踪标准普尔 500 指数的这 116 只指数产品资产规模之和为 4301.41 亿美元,是排名第二的 MSCI BMI(MSCI Broad Market Index, 摩根斯坦利资本广义市场指数)追踪资产规模的 4.5 倍!

¹ 事实上,Vanguard 的这一特点与 Bogle 对 ETFs 的反对不无关系。Bogle 认为,ETFs 已经违背了指数基金的初衷。国外市场中 ETFs 的交易可以施加杠杆,也可以卖空,近些年越发地成为对冲基金工具。

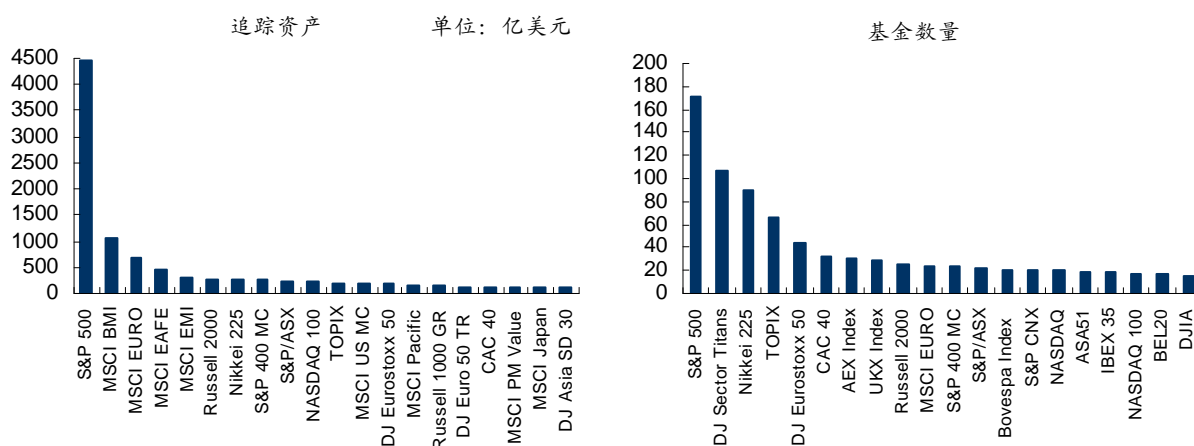
图 5、主要的指数跟踪标的



数据来源: Bloomberg, 联合证券研究所。

丰厚的指数版税也刺激了指数公司的业务拓展,以 S&P、MSCI、FTSE 为代表的主流指数服务商在这一阶段脱颖而出。这些专业的指数服务商建立了非常细致的指数分类体系,主要的包括 S&P 与 MSCI 合作开发的 GICS 行业分类标准以及 FTSE 的 ICB 全球分类标准,提供指数计算、维护和管理系统,并向机构投资者提供指数设计方案并负责维护指数组合。其中,标准普尔和新华富时已经在中国市场展开竞争。

图 6、全球跟踪资产最多的指数



数据来源: 联合证券研究所。

四、传统指数化阶段的主要成果

指数化投资的出现改变了资产管理行业传统的管理理念,带来了金融工具的创新,奠定了这个资产管理领域如今的行业格局。与纯粹意义上通过自上而下或者自下而上的基本面选股相比,指数化投资通过提供市场组合的方式,能够更广泛的进行分散投资,这也是指数组合所强调的核心观点。回顾传统指数化 30 年,指数投资从以下几个方面实现了突破。

产品的创新

整个 20 世纪后期资产管理领域最具特点的创新是指数产品的诞生与衍化。这些产品从产品形态上、产品开发思路不断寻找新的思路,由此形成了指数产品的大家族。

从产品形态来看,这一阶段主要的指数产品包括指数型共同基金和 ETFs,由此衍生而来的指数化产品包括指数期货、指数期权、指数权证以及指数联结型结构化产品。这其中,以指数期货、期权为代表的指数衍生品和 ETFs 的无疑是具有革命意义的创造。这些新产品的出现和应用为我们进行组合管理提供了便利的工具,极大地丰富了资产管理人追寻 alpha 的手段。

另外,在指数产品开发的思路,以可投资性、可复制性为标准,指数化资产的范围开始超出市场核心指数(PMI, Primary market index),向行业指数、风格指数(包括价值/成长风格指数和规模指数)、扩展市场指数(BMI, Broaden market index)覆盖,体现了指数产品极强的移植能力。

指数跟踪技术的创新

和传统的资产管理相比,指数资产的管理与投资组合理论、优化技术的关联性更加紧密,是复杂金融工程技术的结晶。指数化投资产生依赖,指数组合管理对于指数跟踪效果、流动性的要求不断提高,从而促进了指数产品在指数跟踪技术上的不断进步。

从早期全样本复制和抽样复制的争论,到 20 世纪 80 年代开始优化复制指数的尝试²,从基于组合风险最小化的优化目标到基于跟踪误差最小化的优化目标,从线性优化算法到复杂的非线性优化算法,指数组合跟踪目标指数的能力不断增强。现在,一个标准的指数基金通常将其日跟踪偏差限定在 0.3% 左右,年化的跟踪误差水平不超过 4%。

资产配置策略的创新

以 ETFs(SPDR)、指数期货为代表的指数型产品由于具有良好的流动性,还日益成为一种新的资产类别(Asset Class),成为机构进行资产配置的战略品种。以对冲基金为代表的另类投资机构充分诠释了指数资产在战略资产配置中的重要作用。

对于这类投资者来说,ETFs、指数衍生品这一类上市“指数组合”良好的流动性、对标的资产精确的跟踪能力,相对于传统资产税收减免,以及可以卖空的特点是其魅力所在。基于此,构建市场中性策略的 ETFs 组合,以指数期货实现 130/30 的多/空头策略和基于 ETFs 的全球资产配置策略展现了强大的盈利能力,对冲基金的这种风险中性的投资理念越来越多地为机构所模仿。

五、指数化的新趋势

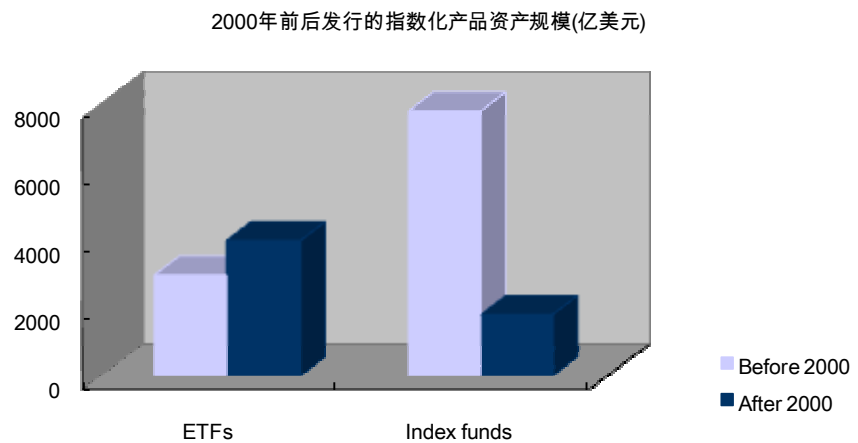
以科技股泡沫破灭为标志,指数化投资热潮暂时告一段落。在全球经济步入

² 1980 年, Andrew Rudd 在 Financial Management 上以《指数组合的最优选择》为题,讨论了分层抽样和优化复制的优缺点,最早提出了优化复制的思想。

景气低位的背景下，资本市场遭受沉重打击，主要市场股指水平急剧下滑。每一次股市的动荡对于指数基金来说都是一场浩劫，因为忠实于指数复制，指数基金无法保留很大的现金比例，因此必须承担一部分系统性风险，这也是指数化投资的一块硬伤。

2001 年，Vanguard 集团将目光转向了交易所交易基金，推出了基于整体市场指数的 VIPER，该指数基金是先锋集团推出的首个 ETFs 模式的指数产品。尽管此前由 BGI 与 SSga 分别推出的 iShare 和 SPDRs 也被认为是 ETFs 的一种变形，但这类存托凭证本质上是以单位信托的结构发行的，并非开放式基金份额。随着先锋集团参与 ETFs 的发行，指数产品的形态逐渐发生了改变。自 2001 年起至 2008 年 6 月，新发行的 ETFs 累计规模是同期新发行指数基金的 2.17 倍。主要指数产品的形态明显向 ETFs 倾斜。

图 7、2000 年前后发行的指数产品规模对比



数据来源：联合证券研究所。

基于 ETFs，结合主动选股的 active ETFs 也在这个时期成为人们热议的话题。2001 年 11 月，美国证券交易委员会向社会公众进行调查并发布公告，对主动管理的 ETFs 推出的可行性和监管问题进行了征询，由此引发了市场的关注。PowerShares 则身先士卒，提出了 26 只 ETFs 的上市申请。在其发行的两只 ETFs 中，就已经进行了结合主、被动管理模式的尝试。

以行业指数、风格指数为代表的指数化产品表明，寻找到合适的因子，就能够据此形成新的指数产品，由此主题投资和概念性指数破茧而出。主题投资以人们关注的热点话题为目标，而概念性指数的产生则服务于主题投资的需要。概念性指数的理念有时候令人匪夷所思。如果说关注于通胀而开发木材指数，或者关注于温室效应而开发二氧化碳指数还能让人理解，那么针对皮肤病或癌症的指数产品和基于电话通话数的 ETFs 则很难令人信服。

这些变化揭示的核心观点在于，对于指数产品开发的各阶段进行主动管理，寻找优化的可能，将有利于拓展指数组合管理的思路。以主动管理型 ETFs 的推出为信号，“积极指数化”进入实际操作阶段。接下来的报告中我们将对积极指数化所开创的指数投资新纪元进行深入探讨。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2008 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。