

## 西部利得基金：指数化投资的黎明

20 世纪 80 年代末期美国著名的“飞镖选股法”实验结果表明，在一个真正有效市场中，分析师们和基金经理们每天对股票、对行业、对大盘做出的各种预测，犹如猩猩投掷飞镖一般，是没有任何含金量的随机判断。

该实验引出了有效市场理论。有效市场理论由诺贝尔奖获得者尤金·法玛于 1970 年提出。该理论认为，市场价格已经包含了所有的可以得到的信息，故在此市场中，无需主动基金公司和发布报告的研究所存在。有效市场理论被提出时，只是一种乌托邦般的假想，而如今它已经并非书上的理论。事实上美国的金融市场正一步一步向有效市场靠近。

在《共同基金必胜法则——聪明投资者的新策略》一书中，著名的美国先锋基金创始人博格(John Bogle)就提出：指数基金是最简单的量化模型——流动市值加权指数，指数基金能够跑赢大部分主动基金经理的最主要原因就是长期下来主动选股择时没有带来任何优势，反而由于交易费用和更高的管理费拖累净值。

以上模型在美国投资市场发展得到了现实的映证。2007 年，巴菲特以 50 万美金做为赌注，赌对冲基金的基金经理选择任何基金组合，十年累计收益不会超过标普 500 指数基金的收益。来自 Protégé Partners 资产管理公司 Ted Seides 接受了巴菲特的挑战。Ted Seides 选择了五种对冲基金组合与巴菲特的标普 500 指数基金对赌。结果是 Seides 在赌约的第 9 年就提前认输，其对冲基金组合年回报率为 2.2%，而标普 500 指数基金的收益高达 7.1%。Seides 承认对冲基金跑输的原因是高管理费及高交易成本。

在有效市场中，选股的预测变得没有意义，所以投资者应当分散投资于大量的不同股票中，不应把鸡蛋放一个篮子里；另外择时的预测也变得没有意义，所以投资者应当长期持有股票资产，不应频繁换仓，用交易费用让股票经纪人赚得盆满钵满；投资宽基指数是最优的选择，既分散，又长期，并且费用低廉。

**因此，一个真正有效市场是主动基金公司的地狱，但却是投资者们的天堂。** 投资者

们只需要支付极其低廉的管理费，就可以买到理论上最优的股票基金；这也是选择困难症患者的福音，投资者无需徘徊于琳琅满目的各种主动基金之间，要做的只是简单的购买指数基金即可。

**让中国的主动基金管理公司庆幸的是，有效市场在 A 股还将至未至。**有效市场是投资者机构化后再经历数年浴血拼杀之后的结果，而 A 股仍在机构化的慢慢长路中。当前的 A 股还没有足够有效，一方面中国的散户投资者（俗称韭菜）仍居多数，这些散户投资者的存在，给了职业基金经理很多机会去获得相对于指数更高的投资回报。另一方面，中国金融市场的制度现状使得市场中不乏套利的机会，可以几乎确定性地让投资者跑赢指数，这一在成熟的美国股票市场难以企及的目标在中国却是唾手可得。

**其中最值得一提的机会是股指期货的折价以及网下打新的红利，两者都能够使得投资者几乎确定性地战胜指数。**股指期货以股指为基础标的，其价格高于股指时称为升水或者溢价，其价格低于股指时称为贴水或者折价；中证 500 股指期货自从 2015 年上市以来便长期贴水。买入贴水的股指期货意味着不但能够获得指数的收益，并且其贴水相当于折扣，能够带来额外收益。2015 年下半年至 2016 年上半年，由于市场经历了股灾极度恐慌，并且投资者微观结构也较为扭曲，中证 500 股指期货贴水曾经高达每个月 3%~4%。当时鲜有主动基金能够跑赢简单买入中证 500 股指期货的策略。在成熟的市场中，股指期货由于其杠杆特性节约了资金占用，应当略升水。股指期货的深贴水是中国特色之一。

而另一种几乎无风险战胜指数的策略是以指数投资为底仓的网下打新。目前新股 IPO 鲜有破发，申购新股变成了天上掉馅饼。对于基金或者个人投资者而言满足一定市值的股票底仓（目前大多是沪深两市各 6000 万）便拥有了网下打新资格，从而可以稳中签新股。根据目前的政策，公募基金的网下新股配售中签率远高于普通个人投资者以及私募基金，高出约 3 倍之多。举例来说，**西部利得中证 500 基金（502000.OF）**便是借此于 2017 年前 10 个月获得 5.73% 的超额指数收益，在股票指数型基金中超额收益率排名 9/230，并且在 IPO 持续快速发行的环境下继续享受网下打新的制度红利。

**随着外资对 A 股的增持以及各种政策框架的发展成熟，A 股市场也势必向以美国市场为代表的成熟市场发展。2017 上半年 A 股的价值投资之风让人一叶知秋。A 股正在逐渐走**

向成熟，而在美国蓬勃发展的指数化投资在中国也已初现黎明的曙光。