

中证指数研究报告

全球经济再平衡过程中 指数与指数化投资的新近发展

(已刊登在 2011 年 10 月 10 日中国证券报 A11)



简单的想法可以产生深远的影响。从最初的市场基准，指数已经演变成使投资者能够管理其组合风险、收益以及控制成本的有效工具。从没有一种工具能够像指数一样，透明且容易贯彻。

自 1971 年，美国 Wells Fargo 银行向机构投资者推出第一只指数基金开始，指数化投资经历了非周期的强劲增长，目前已发展成为资产类别多样、资产全球配置以及综合运用衍生工具的投资方式。根据 BlackRock 统计，截至 2011 年 7 月，全球 ETF 达到 2847 只，总资产 1.44 万亿美元，分别比 2008 年末增长 78.49% 和 103.18%。其中，债券 ETF 和商品 ETF 虽然总资产小于股票 ETF，但是其增速迅猛。债券 ETF 总资产为 2378 亿美元，商品 ETF 为 567 亿美元，分别比 2008 年末增长 128.65% 和 467%。指数化产品以高效、灵活和透明的特点向众多投资者证明了其效用。

一、指数化投资发展历程及成因

（一）国际指数化投资发展历程及成因

国际指数化投资经历了理论积淀、产品实践、市场验证以及快速发展在内的完整流程。现代投资组合理论（1952）、CAPM（1964）以及有效市场假说（1970）不仅开启了现代金融理论研究的黄金时期，更为指数化投资提供了重要的理论支持。1971 年，世界上第一只面向机构的指数基金应运而生，随后 1976 年，第一只面向零售市场的指数基金—先锋 500 指数基金上市发行。不过由于和传统的投资理念及投资方式差异较大，当时并没有被广大投资者所接受，这使得处于产品实践阶段的指数化投资发展步履缓慢。

然而，80 年代和 90 年代的大牛市却为指数化投资迅速崛起提供了千载难逢的发展机遇。在 1983-1989 的 7 年间，平均只有 33% 的大盘主动基金经理收益超过 S&P500 指数；在 1994-1998 的 5 年间，这一比例仅为 19%。优异的收益表现不仅为指数化投资迅速崛起奠定了重要的基础，同时也进一步推动了指数化产品的创新。1993 年，美国市场推出了交易型开放式指数基金（ETF）。进入 21 世纪，

指数化投资进入快速增长阶段，其中 ETF 产品呈现爆发式发展。虽然，2008 年金融危机延缓了指数化投资的增速，不过近两年有所恢复。

回顾指数化投资的发展历程，指数化投资迅速崛起主要归因于以下几个方面：（1）80-90 年代的大牛市是指数化投资迅速崛起的重要原因，优异的收益表现使指数化投资得到广泛认同；（2）指数化产品固有的透明化、低成本、风险分散、易复制等特质是其迅速崛起的重要优势；（3）金融市场有效性提高和不确定性加剧进一步提升了市场对指数化的需求。经济和金融全球化增强，弥补了国际间证券市场的有效性差距，但同时也加剧了金融市场的不确定性。而国际金融危机、欧洲债务危机、美国信用危机以及危机后前所未有的政府干预，都使得金融市场不确定性特征更加突出。在市场有效性提高，不确定性增强时，最有价值的方法就是采用持续反映所有已知信息、多元化分散风险的投资方式，这正是指数化投资的特质。（4）金融业追求标准化趋势是指数化投资迅速崛起的重要推力。近年来，金融业产品发展呈现出明显的标准化趋势。标准化可以带来高度透明化、节约管理费用和交易成本，容易大规模复制生产。而指数化产品正是具有上述典型特征的标准化金融产品。

（二）我国指数化投资发展历程及成因

伴随着全球指数化投资的热潮，我国指数化投资也得到了较快的发展。2002 年，华安 180 指数基金和天同 180 指数基金相继发行成立，开启了我国指数化投资的先河。2004 年，我国第一只 ETF 产品——华夏上证 50ETF 推出，使最近 20 年全球最成功的金融创新产品登上了我国市场的舞台。

近年来，我国指数化投资进入快速发展阶段，仅在 2009 年发行成立指数型产品就超过了以往七年发行数量的总和。截至 2011 年 8 月，内地市场的指数型产品达到 124 只（不包括 QDII），资产规模 3350 亿元，分别占共同基金的 14.43% 和 14%，其中，ETF 有 31 只和联接基金 26 只，资产净值约 880 亿元。

我国指数化投资的快速发展（见图 1），除了得益于指数化投资固有的特质及其良好的业绩表现之外，更重要的是满足了我国市场发展的需要。截至 8 月底，我国基金公司有 68 家，基金资产近 2.37 万亿，指数化投资的发展迎合了市场产

品创新的需要。而近年来，相关政策支持更是指数化投资快速发展的重要保障。从 2005 年，沪深交易所就已开始大力发展 ETF、LOF 等场内交易基金产品，而同年沪深交易所组建的中证指数公司，更使我国指数发展走向了专业化、规范化和市场化发展道路。2010 年以来融资融券制度推出、股指期货合约上市、指数类股票基金产品单独分类审核，都为指数化投资持续发展提供了重要的有利条件。可以说，我国指数化投资顺应了国际指数化投资发展的趋势，迎合了内地市场发展和产品创新的需要，借助了相关政策的大力支持，从而取得了快速发展。

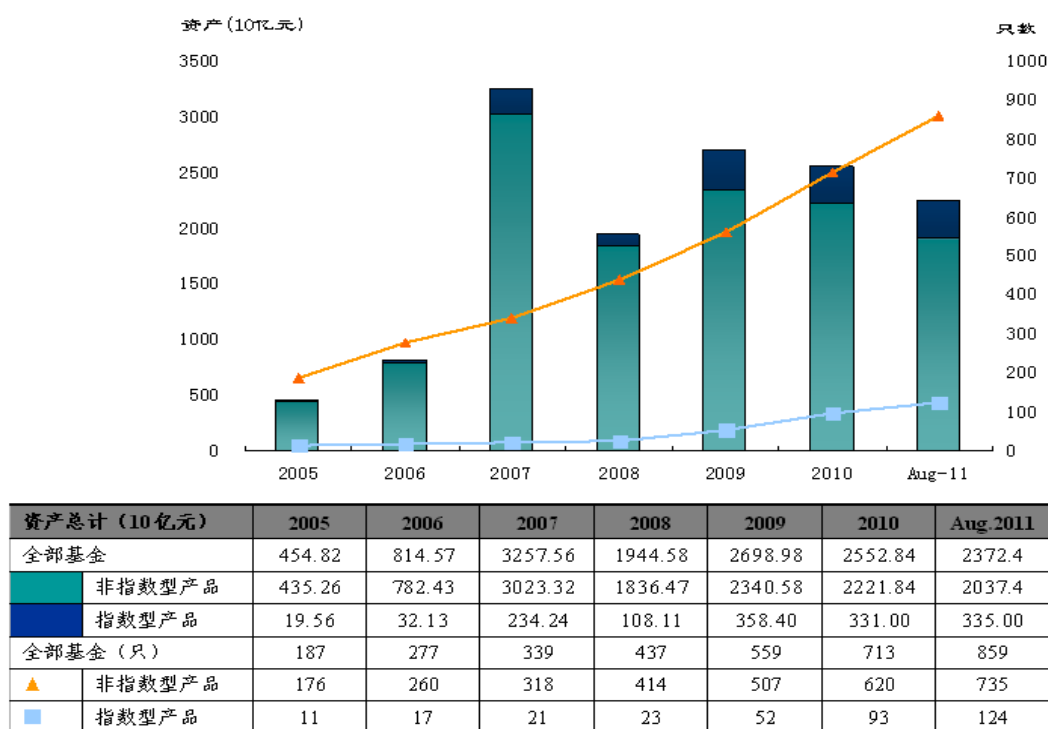


图 1 我国基金业产品发展情况

但是，同国际市场相比，我国指数化投资发展仍处在初级阶段，指数化投资发展还存在不足和瓶颈，主要表现为以下几个方面：

1. 指数化产品规模化不够。目前指数型产品数量和规模分别占共同基金的 14.43% 和 14%，规模仍很小，且平均单只募集规模下降较快。而且我国市场尚未形成专业化管理机构，我国基金公司达到 68 家，但大多数机构仅有 1-2 只指数化产品。

2. 指数产品多样化不够。目前，我国的指数化产品过于集中核心指数，行业指数产品还几近空白，而更能代表市场表现和满足投资者需求的跨市场 ETF

还未推出。

3. 指数化投资优势尚未充分发挥。近两年，市场的震荡使得指数化产品收益未尽人意。而指数化投资具有的低成本、标准化、高透明等优势未充分发挥，并未成为投资者选择产品的重要标准。更为重要的是，我国指数衍生产品才刚起步，目前国内仅有沪深 300 指数期货。两市融资融券余额达 343.57 亿元，并不能满足大规模指数化投资的需求。而从国外来看，2010 年全球主要交易所 ETF 期权成交 12.42 亿张，比 2009 年增长 16%，成交是指数期货成交的 54.4%，发展非常迅猛。

4. 制度设计需要创新。对于指数化投资，可以进一步推动交易制度、申赎机制、审批机制和产品创新，可以采用更加多样化的交易制度，如 T+0 交易，将 ETF 申赎业务移入场外，可以考虑系列 ETF 审批，推动指数化产品的规模化，推出跨市场 ETF 和 ETF 衍生品。

二、指数与指数化投资若干新近发展

为了适应动态的变化和激烈的竞争，创新永远是金融服务业的主题，指数与指数化产品的创新亦不例外，而且指数创新与产品创新相互促进、交替发展。近年来，指数与指数化投资的创新发展主要集中在以下方面。

（一）主题指数与主题投资

主题投资是动态跟踪经济驱动因素的投资方式，通过发现经济体的长期发展趋势以及使这种发展趋势产生和持续的驱动因素，将能够受惠的相关产业和上市公司纳入投资范围。

随着经济和金融全球化的增强，各国经济和企业个体越来越受到多元化因素的影响，资产的国际配置更加剧了投资的复杂程度，这必然导致“自下而上”的投资方式无法满足投资需要，而且投资者关注的重点也扩大到行业和地域以外的深层次因素，于是作为典型的“自上而下”的投资方式——主题投资开始快速发展起来。

1. 细分性主题

细分性主题就是针对经济发展的细分方面进行重点投资的主题。最初，主题

投资主要集中在一国经济发展变化带来的投资机会，着重关注经济发展的细分主题。目前相关指数有：（1）环境机遇主题指数；（2）通胀防御主题指数；（3）IPO主题指数；（4）领先行业主题指数；（5）创新主题指数；（6）碳效率主题指数。

2. 持续性主题

持续性主题主要基于可持续发展理论，注重可持续经济、可持续生态和可持续社会的协调统一。随着全球生态环境的持续恶化，人们在经济增长、城市化、人口、资源等所形成的环境压力下，对增长发展的模式产生了新的思考。可持续经济、可持续生态和可持续社会的协调统一成为全球共同的、持续的主题。

在此背景下，主题投资除了关注企业的财务表现，更加注重从长期经济的、环境的和社会的标准对公司全面评估，此时主题指数表现为持续性的主题，如可持续发展、社会责任、公司治理等。目前持续性主题指数有：（1）可持续发展主题指数；（2）红利主题指数；（3）公司治理主题指数；（4）社会责任/环境主题指数。

3. 战略性主题

战略性主题则是着眼于某一时期全球政治、经济的整体趋势把握，将受此趋势影响的地区、产业和上市公司纳入投资范围。2008 年以来，全球经济进入再平衡阶段。由于美国和欧盟主要经济体复苏趋势不明显，新兴市场成为全球资金的避险区域。而美国为了恢复经济和应对高负债压力持续采取的美元贬值策略，不仅引发了全球能源、基础金属、农产品价格的持续上涨，同时也对世界主要经济体带来本币升值以及输入性通货膨胀的压力。在此背景下，近几年的主题指数体现了更多的战略性主题特征。目前相关战略性主题指数有：新兴市场、中东等区域主题指数，石油、天然气等能源行业主题指数，铜、铝、镍、锌等基础金属主题指数，农业主题指数等。

目前，美国市场主题 ETF（股票类）共有 274 只，资产总额接近 2350 亿美元，分别占美国全部 ETF 的 26%和 24%。其中，新兴市场 ETF 有 88 只，资产 1136 亿美元；红利 ETF 有 27 只，资产 377 亿美元；房地产 ETF 有 28 只，资产 203 亿美元；能源 ETF 有 33 只，资产 182 亿美元；自然资源 ETF 有 36 只，资产 146 亿美元；贵金属 ETF 有 7 只，资产 137 亿美元，上述主题 ETF 的数量和规模占据了美国全部主题 ETF（股票类）的 80%和 90%。其余主题，如生物科

技、云计算、纳米、IPO、领先行业、清洁科技等，还处在发展的初期，数量和规模都还较小。

（二）策略指数与策略投资

指数化投资通常被理解为一种被动管理方式，然而，随着投资技术和投资理念的演变，指数的主动管理功能越来越被人们理解和认同，这也使得构建“积极指数”成为指数发展的重要方向。在此背景下，策略指数作为积极指数的典型代表也得到了快速发展。

策略指数是除了传统的只做多的市值加权指数之外的指数。从定义表述可以看出，策略指数与其他指数本质区别在于两点：一是加权方式，策略指数主要采用非市值加权方式，如基本面加权、财富加权、固定权重等；二是多空交易，策略指数可以采用多空两种交易方式，其他指数只能单边操作。

策略指数蓬勃发展主要在于满足了投资者改善业绩、控制风险和降低成本的需求。通过策略变化、权重优化、以及灵活选股，策略指数能够实现对一般被动型管理的指数收益的改善和优化，同时与主动基金相比，其管理费用低廉，这使得策略指数在很短的时间内迅速获得市场的广泛青睐。与此同时，衍生工具快速发展也是推动策略指数发展的重要因素，衍生工具不仅拓宽了策略指数的基础资产范围，还引入了多空等新的交易方式，使得策略指数更具有独特的吸引力。

1. 非市值加权方式

市值加权方式一直在指数产品中占据主导地位。然而随着指数投资功能的日益增强，投资者对指数产品的投资效率，尤其是指数产品所提供的风险回报率越发重视。在此背景下，传统的市值加权方式已无法满足市场需要，非市值加权方式脱颖而出。非市值加权是策略指数的主要类别，也是对市值加权指数的有益补充，目前主要包括财富加权、基本面加权、风格加权、等权、分层等权、波动率加权、风险加权等。

2. 单一资产类别

传统的指数产品只能进行单边做多交易，而期货期权等衍生产品的出现为策略指数引入了新的交易方式，使得杠杆、反向、多空交易成为可能。可以说，衍生品市场的快速发展为策略指数创新打开了另一扇大门。而且随着近几年美国SEC历史性放宽了美国共同基金进行卖空行为的限制，允许共同基金适当参与卖

空交易，多空等交易方式也被应用到共同基金中，不过由于此类主动化投资的成本较高，所以投资者转向策略指数产品。目前单一资产类别策略指数包括杠杆、反向、多空、因子、最小波动率、最优风险效率等指数。其中，130/30 多空策略、最优风险效率和最小波动率是近年来受关注程度较高的策略指数。

3. 多资产类别

随着金融市场不确定性加剧，市场对于组合风险控制给予了越来越多的关注。而近年来，以多元化投资、减低组合风险的“耶鲁模式”的成功，使得市场更有动力将资产在股票、固定收益、大宗商品、对冲基金等类别中进行多元化配置，以获取收益，降低风险，而指数化投资可以更低的成本和更加透明的方式实现上述目标。目前，多资产类别策略指数主要包括风险控制指数、目标日期指数和动态资产配置指数。

目前，美国市场上市的策略 ETF（股票类）共有 254 只，资产规模 330 亿美元，分别占美国全部 ETF 的 24.37% 和 3.4%。同主题 ETF 相比，策略 ETF 普遍规模较小。其中，反向 ETF 有 85 只，资产 129 亿美元；杠杆 ETF 有 78 只，资产 110 亿美元，上述两类 ETF 数量和规模占全部策略 ETF 的 70% 和 64%。

其他策略 ETF 发展势头良好，非市值加权、动态配置、目标日期等是近年来策略 ETF 发展的热点，从理念和表现上越来越为市场所接受，将会成为未来策略 ETF 发展的重点方向。

（三）风格指数与风格投资

风格投资兴起于 20 世纪 70 年代，其产生的内在动因是对资产风险和收益来源的探索。自 Sharpe（1964）、Lintner（1965）和 Black（1972）提出资产定价模型以来，CAPM 模型已然成为人们考虑平均收益和风险的主要方式。然而大量的实证研究表明，市场因素并不能充分解释资产的风险和收益来源。Banz（1981）、Fama 和 French（1992）等在内的大量学者从 P/E, 市值(ME), 账面市值比(BE/ME) 方面解释了股票回报率的差异，上述研究不仅是对 CAPM 中未能反映的风险因素的补偿，同时也奠定了风格投资的理论基础。

20 世纪 80 年代以来，美国大量基金经理开始基于风格理论进行投资，为了方便投资者使用这些特征构造资产配置，主流指数编制机构编制了风格指数。由于风格指数能够提供相互轮动的风险收益，有助于基金经理控制组合风险，因此

受到市场的广泛青睐，风格投资也成为当前非常重要的投资方式。

但由于对收益来源的多种解释，多年来，风格分类一直是备受争议的话题。而是否所有的股票都可以划分为成长和价值的问题也成为争论的焦点。通常，风格被界定为成长和价值两类。但随着多因子模型的引入，随之而来的问题是，股票无法再划分为成长和价值相互对立的两类。鉴于此，实务界将成长和价值特征不明显的股票划分为混合类别。部分学者尝试从新的角度对风格进行完善，Jankovskis（2002）提出采用稳定和可变两类风格对成长和价值风格进行补充。在2010年，Russell也提出了价值/成长之外的第三维风格—稳定性，并随之编制了动态/防御的稳定性风格指数。

而对于风格因子的选取，则呈现了多样化特征。不同指数编制机构选取的因子差别很大。成长因子表现为多维度代替数量，既涵盖长期和短期，又包含过去历史数据以及未来预测数据。值得注意的是，动量等指标也开始被引入风格因子的范围，市场指标的引入对风格因子的拓展具有非常重要的意义。

目前美国市场上，风格ETF（股票类）占据了非常重要的地位，风格ETF（股票类）数量为88只，资产总额852亿美元，分别占美国全部ETF的8.44%和8.78%。其中，成长ETF有45只，资产总额445亿美元，价值ETF有43只，资产总额406亿美元。目前，还有部分指数将成长价值因子与其他因素结合，构建了积极成长（Aggressive Growth）ETF、持续成长（Consistent Growth）ETF、合理价格成长（Growth at a Reasonable Price）ETF、高/低P/E ETF、高/低BetaETF、高/低波动率ETF、高/低动量ETF等，虽然目前数量和规模都很小，但为风格指数的发展创新提供了重要的启示。

三、我国市场的指数发展

改革开放以来，我国经济经历了高速增长。与1980年相比，我国经济规模增长了近19倍，而同期亚洲整体GDP增长仅为8倍。截至2010年，我国GDP达到39.8万亿元，跃居世界第二位。在中国经济飞速发展的过程中，一大批受惠的行业、公司都取得了较快的发展，这为资本市场的主题投资提供了非常好的投资方向。然而，近年来全球气候环境的极度恶化，国际金融危机，欧洲债务危机以及危机后前所未有的政府干预极大地改变了我国经济发展所面临的外部环

境。随之而来的国际需求锐减、人民币升值压力以及输入性通货膨胀都使得原有经济发展模式遭遇了困境。为此，国家在十二五规划中提出加快转变经济发展方式，促进经济结构战略性调整，推进科技进步和创新，建设资源节约型、环境友好型社会的目标。可以说，我国正处在全球经济再平衡和国内经济发展方式转变的关键时期。而伴随着经济结构转型和政策调整，市场热点转换频繁，结构性投资机会不断涌现，市场对主题指数的需求迅速提升。在此背景下，区域振兴、能源、消费、医药、大宗商品、红利、战略性新兴产业、环保低碳、可持续发展等投资热点不断涌现，这为我国主题指数的大力发展提供了重要的支撑。

与此同时，随着中国内地资本市场创新大幕的拉开，我国资本市场的金融制度创新取得了重大发展。融资融券制度安排和股指期货合约的正式上市交易，标志着经过 20 年的发展中国资本市场已日臻完善，具备了相对完整的信用交易和价格发现的市场功能。同时表明我国资本市场有了双向交易机制。金融制度创新和衍生品市场的发展为我国策略指数发展提供了重要的条件，未来我国将会出现可以充分利用杠杆、反向、多空交易方式的策略指数，与目前占主要地位的非市值加权策略指数形成有益的补充。

除了主题指数和策略指数面临重大的发展机遇，我国风格指数也面临着难得的发展契机。成长和价值投资在市场周期波动中能够提供不同的风险收益。通常，在市场景气高度扩张时，成长投资优于价值投资，而在市场深度调整时，价值投资不仅具有较好的防御作用，而且往往在随后的市场恢复性上涨中表现优于成长投资。近年来，随着我国资本市场的完善，市场有效性不断提高，成长和价值指数的风格收益区分度也逐渐增强。而且自 2006 年以来，我国资本市场既经历了牛市运行，又经历了危机后的持续调整，市场波动为投资者提供了较好的风格轮动投资机会，市场上出现了大量风格投资者，这也使得近年来风格指数和风格指数产品取得了较快的发展。最近，国际上风格指数呈现了新的发展特征，基于稳定性风格的新分类和涵盖动量等市场指标以及预测数据的新因子，为我国风格指数的发展创新提供了重要的方向。

此外，在股票指数快速发展的同时，债券指数也面临较大的投资需求。近两年，在流动性总体充足的情况下，债券市场发行规模稳步扩大，市场交易更加活跃，投资者类型更趋多元，市场制度和基础设施建设不断完善。2010 年，银行

间债券市场累计发行债券 9.51 万亿，比 2009 年增加 9.96%。截至 2011 年 8 月，银行间债券市场债券余额达到 20.87 万亿元，比 2010 年末增加 3.2%。2011 年，十二五规划明确提出“显著提高直接融资比重，积极发展债券市场”，这不仅为债券市场发展提供重要的政策支持，同时也激发了市场的投资需求。可转债指数、短融指数、国债净价指数、债券全市场、信用债等综合指数不仅是未来我国债券指数发展的重要方向，也是市场需求所在。