

坚守：“指数基金之父”博格的长赢之道（美国指数基金教父、先锋集团创始人博格绝笔之作！）

作者：约翰·博格

坚守

——“指数基金之父”博格的长赢之道

[美]约翰·博格 著

望京博格 李天骋 译

中信出版集团

目录

[推荐序](#)

[作者序](#)

[第一部分 指数基金革命](#)

[第1章 共有基金模式](#)

[第2章 稳健投资模式（1945—1965年）](#)

[第3章 变革共同基金（1965—1974年）](#)

[第4章 指数基金：从诞生到辉煌](#)

[第5章 共同基金的三角结构（1974—1981年）](#)

[第6章 指数基金蓄势待发（1981—1991年）](#)

[第7章 崭新的共同基金（1991—1996年）](#)

[第8章 ETF变革指数化投资（1996—2006年）](#)

[第9章 争霸共同基金（2006—2018年）](#)

[第10章 关怀——创始人的遗产](#)

[第二部分 共同基金谱](#)

[第11章 威灵顿基金](#)

[第12章 指数基金王国](#)

[第13章 温莎基金](#)

[第14章 PRIMECAP系列基金](#)

[第15章 债券基金](#)

[第16章 共同基金的失败者](#)

[第三部分 投资管理行业的未来](#)

[第17章 共同基金的“互惠”](#)

[第18章 标准普尔500指数基金面临的挑战](#)

[第19章 2030年金融机构法案](#)

[第四部分 回忆往昔](#)

[第20章 真正重要的事](#)

[译后记](#)

[附录1 博格的继任者](#)

[附录1 先锋领航集团历年数据](#)

即将90岁

即使在我迎来耄耋之年的岁月里，我也会努力遵循苏格兰人哈利·劳德（1870—1950年）先生提出的饱含赤诚和激情的忠告：

走在正确的道路上

生之归宿，吾之求索。

生命之途，路途漫漫，或喜或悲。

途亦悠悠，心之所向，往复求之。

财之倚身，爱之临门，路途不歇。

坡虽陡，心亦宽，笑颜展，心若定，志若坚，捷径现。

勇做星，路依稀。

生之归宿，吾之求索。

吾之求索……路迢迢，心杲杲，力遥遥，身寥寥，路行不止。

行至终点，欢欣雀跃，世之美好，寤寐求索，跃然眼前。

推荐序

伯顿·马尔基尔

很多金融机构都自称“共同基金”，事实上只是徒有其名。约翰·博格创立的先锋领航集团却是真实践行着“共同”两个字。先锋基金由委托人所有，始终把持有人的利益放在第一位。任何“盈利”最终都以降费的形式返还给持有人。任何新的投资工具，只有当它们能为持有人带来切实利益的时候，才会被创造出来。

我在先锋领航集团董事会任职28年。我可以证明，董事会的每项政策都是通过一个简单的标准来确立的：这项政策对个人投资者来说是好还是坏？有趣的是，约翰·博格被戏称为“个人投资者最好的朋友”。我最喜欢的关于博格的描述大概是由一群致力于传播博格投资理念的追随者撰写的。“一些共同基金创始人选择赚取数十亿美元，但（博格创建先锋基金）是为了有所作为。”他们说。

这是多么大的差异！在一个以征收高额费率而闻名的行业中，先锋基金收取的费率是最低的。除此之外，先锋领航集团致力于将规模效应带来的利润分配给持有人，并随着时间的推移坚定不移地降低费率。博格自己的研究也表明，费率是投资业绩最重要的决定因素。

如果你想拥有一只业绩居于前1/4的基金，那么最好的办法就是找一只费率居于后1/4的基金。博格非常有先见之明地提出：“投资是一门你投入越少，获得的收益越高的生意。”

较低的费率，仅仅是管理着5万亿美元的先锋领航集团取得巨大商业成功的部分原因。

先锋领航集团在将各式各样的新投资工具推向市场以适应不同投资人群的需求上，也是极具创造力和创新性的。它是第一家推出拥有三种不同久期（短期、中期、长期）的免税债券基金公司。然后它将这个想法扩展到应税债券。先锋领航集团创造了第一个整体债券市场指数基金，然后是第一个平衡型指数基金，同时持有综合债券和权益股票。在不断降低成本的驱动下，先锋领航集团推出“海军上将”系列基金。先锋领航集团在1992年首次引入“因子基金”投资，因此开创了当下非常流行的因子投资先河。

然而，最重要的创新是推出了第一只可供大众投资的指数基金，这项创新使得之前所述的任何成就都黯然失色。在我看来，指数基金是为个人投资者创造的最重要的金融产品。

金融创新经常被贬低，因为金融创新通常与金融工程和复杂的衍生工具相关联，这

些工具并未被创造者很好地理解，理所当然地也会被评级机构和投资者误解。这类不幸事件的后果不仅是对不幸的投资者和全球金融机构造成的损失，而且复杂的抵押贷款支持证券的存在也助长了巨大的房地产泡沫。当泡沫破灭时，随之而来的是经济的急剧衰退，其影响实际上颠覆了整个世界的金融体系。正因为如此，人们对这种金融技术的敌意也就好理解了，也难怪许多观察家认为，过去一个世纪唯一有价值的金融创新就是ATM（自动取款机）。

我们可以接受的是，并非所有的金融创新都有利于社会，实际上有些创新是有害的。但是，一味地将所有新的金融工具都看作收益甚微，甚至没有收益，将是一个严重的错误。对我而言，指数基金毫无疑问是我们这个时代最重要的金融创新，对于个人投资者的储蓄和投资来说，它在确保你安全退休方面具有显而易见的好处。

只需要购买并持有整体股票市场指数中所有股票的指数基金，就可以保证投资者获得市场产生的回报率。因为指数基金调仓比较少，它们可以最大限度地降低交易成本。指数基金和ETF（交易型开放式指数基金）可以以接近零的费率被购买，因此它们第一次使得个人投资者能够获得市场产生的全部回报。

根据标准普尔的研究，截至2017年的15年间，超过90%的主动管理型基金表现落后于其基准指数。主动管理型基金的平均表现与其对等的指数基金每年相差一个百分点。指数基金不提供平均表现：它们为投资者提供前十分位数的回报。指数基金为投资者提供了一个投资储蓄并获得最高回报的理想工具。

约翰·博格创建的“第一只指数投资信托基金”（今天的先锋500指数基金），受到专业投资人的嘲笑，它被称为“博格的愚蠢”或“注定的失败”，甚至是“一点儿都不美国”。虽然约翰·博格本人也未曾料到它及其姊妹基金“整体股票市场基金”（Total Stock Market Fund）将成为世界上最大的两只共同基金，但博格确切地知道，他的创新会给普通投资者提供一个公平的选择；并且他管理的先锋基金专注于为委托人实现利益，这将从根本上改变数百万人实现金融安全的能力。

试想一名中等收入的人，在1977年年底将初始的500美元投入刚刚成立的先锋500指数基金，然后每个月从收入中拿出100美元定投。表1显示了截至2017年年底的投资结果。通过看起来不起眼的投资，他最终将获得75万美元的储备金。

表1 先锋500指数基金平均美元成本实例

。

数据来源：先锋领航集团。

如果这个人每月投入150美元，那么在2017年年底，他将成为百万富翁。这也难怪指数基金被称为“投资者可能拥有的最好的朋友”，而约翰·博格则被称为“有史以来最伟大的为基金业带来实惠的投资倡导者”。

2016年，投资者从主动管理型的共同基金中赎回了3 400亿美元，同时投资指数基金超过5 000亿美元。2017年和2018年，同样的趋势仍在继续。今天，超过45%的投资基金都是指数基金。基金行业正在发生巨变。主动管理型基金的管理者再也无法获得卓越的投资结果，因此他们想出了批判指数基金的新言论来反击它。据他们说，指数基金对股票市场和整体经济都构成了严重威胁。

华尔街最受尊敬的研究机构之一桑福德·伯恩斯坦（Sanford C. Bernstein）于2016年发表了一份长达47页的报告《通往奴役的沉默之路》：投资者投资于指数基金的自由市场体系，甚至比政府指导所有资本投资的中央计划经济更糟糕。报告称，指数基金会导致资金被投入一系列不考虑可行性和增长机会等因素的投资。只有主动管理型基金的管理者能确保新信息在股票价格中得到适当的反映。

如果每个人只投资指数基金，那么指数基金会增长到足够大，以至股票会被严重地错误定价，这可能吗？如果每个人都选择指数基金，那么谁能确保股票价格反映的是有关不同公司前景的所有可用信息呢？谁会进行股票的充分交易来确保市场合理有效？指数投资的悖论是股票市场需要一些活跃的交易者，他们分析并采纳新信息，以便股票能被合理定价，且流动性充足以确保投资者能够及时买卖。活跃的交易者在确定证券价格和资金分配方式上扮演着重要角色。

主动管理人通过收取大量管理费来履行这一职能。他们将继续推行他们的服务，并声称他们拥有高于平均水平的洞察力，这使得他们能够击败市场，与盖瑞森·凯勒的乌比冈湖效应不同的是，他们不可能都收获高于平均水平的市场回报。即使主动管理人员的比例缩小到总人数的10%或5%，用他们来反映市场信息也足够了。我们现在的主动管理太多了，而不是太少。

作为一个想法实验，我们能假设每个人都投资指数，而个股股价没有反映新信息。假设一家制药公司开发出一种新的抗癌药物，该药物有望使公司的销售额和收益翻一番，但其股价并没有上涨以反映这一消息。在自由市场体系中，一些交易者或对冲基金肯定会抬高股票价格并试图从错误定价中获利，这是必然的。在自由市场体系中，我们可以预期，无论有多少指数投资人，寻求市场机会的参与者都会尽可能地利用有利的套利方式。

数据表明，指数基金的表现优于主动管理型基金的比例随着时间的推移在增大。如果非要说有什么不同的话，那就是随着指数投资占比的增长，股票市场正变得越来越有效，而不是越来越无效。图1呈现了这个数据。实线显示了指数投资随时间的推移而增长，并衡量了指数化权益投资基金的百分比。图中的点代表标准普尔1 500基准指数表现优于主动管理型股票基金的百分比。图中所显示的数据是从2018年标准普尔报告中得出的三年平均值，比较了截至2017年年底的主动管理型基金业绩与指数投资回报。显而易见，表现优于标准普尔1 500指数的主动管理型基金比例随着时间的推移在下降，与此同时，被动管理的资金比例则与日俱增。

图1 指数基金的表现优于主动管理型基金

数据来源：《战略洞察力网站和标准普尔主动管理型基金业绩报告》，2018年3月。

可以肯定的是，指数投资者都是搭便车者。他们从主动交易中获利，同时又不用承担成本。但是通过他人给出的价格信号搭便车，很难说是自由市场体系的弊端，它是自由市场体系的基本特征。在自由市场经济中，我们都依赖于他人确定的一系列市场价格，并从中受益。

另一个关于指数投资的批判声称，指数投资导致了不健康的所有权集中，这点自洛克菲勒信托时代以来就没有出现过。有两篇学术论文、一篇法律评论文章和一篇广为流传的专栏文章假设，同一行业中公司的共同所有权可能会产生不必要的反竞争行为，并导致特定解决方案的提出，以防止整体经济遭受损失。^[1]

阿萨尔、施马尔茨和泰库认为，共同所有权会降低彼此竞争的冲动。如果一个资产管理人同时是所有航空公司的最大股东，那么他就不会乐意去搞价格竞争，因为那会降低这个行业中所有公司的边际利润。这些专家发现，航空业中所有权的集中已经导致行业竞争意愿的降低，并使得机票价格比产业所有权较分散的时候上涨了3%~5%。艾尔豪格提议，监管机构以及私人律师应推广建立反垄断法案以反对机构投资者的同行业横向持股。波斯纳等人则提议，机构投资者应把其在同行业中不同公司的总持股比例限制在1%以下。所有这些提议都会对先锋领航集团等公司给持有人提供指数基金这种做法带来致命的影响。

认为共同所有权会降低行业内部的竞争看似比较合乎逻辑，但重要的是，目前完全没有直接证据证明这种机制会造成价格上涨。经验主义所认为的那些由竞争造成的损害远不能作为决定性依据，而且他们也没考虑到，低费率指数基金的消失又会造成怎样的损失。

以我自己长期作为先锋基金主管的经历来看，我们从来没有鼓励过反竞争的投票行为。同时，没有证据表明其他指数巨头，如贝莱德集团和道富环球投资管理公司已经在鼓励反竞争行为，就因为它们共同拥有一个行业的所有主要公司。这样做也不符合它们的利益，因为是同一批投资公司控制着市场上每个主要公司的相当一部分普通股。也许捆绑在一起鼓励航空公司提高价格将有利于它们持有的航空股，但这意味着其投资组合中其他需要依靠航空公司运输的公司的成本将变得更高。指数投资并没有所谓的动力去支持一个行业而利空另一个行业。实际上，正是由于指数基金鼓励管理层采用相对而非绝对业绩的薪酬体系，这一点显著地促进了各行业公司之间的激烈竞争。

指数基金为个人投资者带来了巨大的利益。竞争和规模经济推动宽基指数基金的成

本近乎零。个人投资者现在可以比以往任何时候都更有效地为退休做储蓄。由先锋领航集团开创的指数基金投资已经改变了数百万投资者的投资方式。通过提供多元化组合的有效投资工具，指数基金帮助个人投资者实现了退休储蓄等各种投资目标。指数基金代表了社会的确定利益。

一项好的公共政策应该全面考虑所有利益相关者的利益，而不是仅仅提出一揽子政策，结果导致家庭在实现其长期财务目标时陷入各种困扰。当考虑到历史上最受消费者欢迎的创新时，与假设其可能造成的损失相比，它带来的好处要更为突出。退一步讲，即使可以证明机构的交叉持股一定程度上会减少竞争，对先锋领航集团等组织的破坏性要求也应该是不得已而为之的最后一种补救措施。

[1] 参见T.F.布雷斯纳汉，S.C.萨洛普：《量化生产合资企业的竞争效应》，《国际产业组织学杂志》，第4期，2（1986）：155—175；J.阿萨尔，M.C.施马尔茨，I.泰库：《共同所有权的反竞争效应》，《国际竞争政策》，第1期，3（2016）；E.艾尔豪格：《横向持股》，《哈佛法律评论》，129期（2016年3月10日）：1267—1317；E.波斯纳，F.S.莫顿，G.威尔：《特朗普可以打破垄断》，《纽约时报》，2016年12月7日。

作者序

本书讲述了我的职业生涯是如何开始，如何中断，然后我又如何重操旧业的。这是一个关于突破与创新、胜利与失败、欢笑与泪水、巧合与运气、固执与狡猾，以及信守承诺的故事。所有这些都是为投资者服务的，无论是个人投资者还是机构投资者，无论他们直接投资还是通过他们的401（k）计划进行投资，无论他们的投资回报如何，他们都公平地分享我们的投资所创造的回报。

这也是一个关于革命的故事，但是其中没有投掷汽油弹的激进分子。故事中只有一个可以改变现实金融市场的想法，被称为指数基金。这个想法如同信仰一样被广泛传播，甚至可能已经成为一种宗教信仰。它就是指数革命，先锋领航集团一直是这场革命公认的领导者。

我记得自己曾经说过，“坚持前行”以敦促投资者坚持长期投资，而不受股票市场各种噪声与愤怒情绪的影响。在本书中，就像你看到的一样，“坚持前行”也是我创立先锋领航集团的座右铭，坚持长期的商业战略，战胜逆境和对手，任何困难都无法阻止我们崛起。

内容结构

第一部分指数基金革命，是本书的核心。这部分按时间先后排序，聚焦指数基金行业领导者先锋领航集团，从我在布莱尔学院和普林斯顿大学读书的时候开始，到我刚进入威灵顿基金管理公司；之后我晋升为公司CEO（首席执行官），后来失败；1974年先锋领航集团的创立，挽救了我的职业生涯，然后，很快，指数基金在1975年成立。先锋领航集团的共有结构和指数战略突破了行业惯例，它们共同推动先锋领航集团成为全球最大的共同基金集团。

在先锋领航集团的发展历程中，我将列出各种大事件的“里程碑”。经历这些里程碑之后，先锋领航集团越发羽翼丰满，成为从事基金运营、营销与管理的共同基金集团，这使得我们可以在基金行业进行公平竞争。如果没有这些改变，那么先锋领航集团也许永远无法加入指数基金的价格竞争。

第二部分叙述了共同基金的历史，包括威灵顿基金、先锋旗下指数基金、温莎基金、PRIMECAP基金，以及债券基金。

在第三部分投资管理行业的未来中，我讨论了投资管理行业的未来，并且回顾了最近几年我发现的一些行业变革。

第四部分回忆往昔将从金融主题切换到关于自己的回忆录（以一种奇怪的格式！），其中一些内容是我服务过的金融机构，还有一些内容是让我难以忘怀的语

录。

基金投资者、金融历史学者、各行各业的企业家、商界人士、学者、学生都会对这本书感兴趣，是的，任何读者都可以分享这个拥有美好结局的故事。

力求精准

我写了一本关于先锋领航集团历史和指数基金革命的书，不仅因为我创建了先锋领航集团并引领了指数基金的发展，而且因为没有其他人像我一样全程参与了这两件大事。我尽我所能地做到完全客观（当然你有权质疑），并以事实为依据——部分信息来自公司记录，部分信息源于我的记忆，当然还有我热爱记录的好习惯。

这也表明，我不得不在缺乏历史资料的情况下写作。我申请查询先锋领航集团（我做董事会主席时）的会议纪要，但是先锋领航集团以一份董事会决议拒绝了我的请求。当然，这个令人不可思议的决议似乎可以阻止本书的写作，但是我并不打算半途而废，而是要坚持前行。

在本书的写作过程中，我得到很多以前同事的帮助，他们是迈克尔·诺兰、艾米莉·斯奈德、凯西·扬克，还要感谢参与本书编辑与修订工作的朋友们，他们是克利夫·阿斯内斯、安德鲁·卡塞尔、安德鲁·克拉克、雷夫·萨加林、比尔·法伦，尤其是莫尼·哈德威克。借此机会，我想感谢他们每一个人。

最后，本书代表了我自己单纯的坦诚和固执的观点，它不一定代表先锋领航集团现在管理层的想法。

约翰·博格

2018年9月1日

欢迎访问：电子书学习和下载网站（<https://www.shgis.cn>）

文档名称：《坚守：“指数基金之父”博格的长赢之道》约翰·博格 著.epub

请登录 <https://shgis.cn/post/536.html> 下载完整文档。

手机端请扫码查看：

