



## 个股与指数关系探究

联系人 吴晨曦  
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn  
电话 021-68555105

### 主要观点

无论长期换股与否，选择个股在概率上都难以跑赢指数。并且，好公司的估值高，坏公司的估值低。赔率在不断变化，估值也不断起伏。因此，选股的方法一定是动态的。并不存在永远正确的选股方法。

## 一、 假设长期不换股

有学者统计了从 1957 年到 1998 年之间，超过四十年里标普 500 指数的变化。结果是这样的：

1957 年标普 500 指数囊括的 500 家公司里，在四十年之后，只有 74 家还存在于指数中；

其他的 426 家公司，一小部分被兼并收购，大部分要么倒闭，要么市值衰退极大，已经够不上“前 500”的标准了；

哪怕是当时全美排名前 500 的公司，经过时间的筛选，真正能稳定发展的也只有 15%；这 74 家公司是在指数里存活下来了，但里面只有 12 家的投资回报是超过整个指数的。

有研究显示，从 1926 年到 2015 年，美国一共上市了超过 25000 家公司，但到 2015 年末，就只有四五千家左右还活着，超过 80% 的上市公司都已经销声匿迹了。

威廉·伯恩斯坦统计过，美国股市从 1926 年以来所有的投资回报，都来自于表现最好的 1000 只股票。而这些股票的数量仅占有所有上市公司数量的 4%。

换言之，长期来看，多数的公司都会倒闭，但指数不会。

## 二、 假设每年更换股票

图表 1 中国最近 20 年数据

Aa 年份	# 万得全A涨跌幅%	# 个股涨跌幅中位数	# 个股超越指数比例%
2020	25.62	2	
2019	33.02	15.8	
2018	-28.25	-33.3	
2017	4.93	-16.7	
2016	-12.91	-12.2	
2015	38.5	66.1	
2014	52.44	37.7	
2013	5.44	16.6	
2012	4.68	-2.7	
2011	-22.42	-33.1	
2010	-6.88	3	
2009	105.47	124.7	
2008	-62.92	-61.2	
2007	166.21	161.7	
2006	111.9	69.1	
2005	-11.52	-17.5	
2004	-16.62	-19.3	
2003	-3.49	-17.9	
2002	-19.67	-23.3	
2001	-23.89	-23.6	
+ New			
COUNT 20	AVERAGE 16.982	AVERAGE 11.795	AVERAGE

资料来源：WInd、铜冠金源期货

芒格曾用赌马比喻选股——好马的赔率低，坏马的赔率高。同样的，好公司的估值高，坏公司的估值低。赔率在不断变化，估值也不断起伏。因此，选股的方法一定是动态的。并不存在永远正确的选股方法。基金经理在整体水平上，并不具备选股技能，投资中如何抄作业 讨论过这一点。故而，可以认为人们的选股行为本质上是随机的（甚至不如随机）。

万得全 A 包含了所有上市 A 股。万得全 A 涨跌幅在过去二十年的算术平均数是 16.98%，而过去二十年，个股每年涨跌幅中位数的平均数是 11.79%。这意味着在中国股市的选股行为将大约带来 5.19% 的负收益。每年仅有 43.45% 的股票超越指数，也佐证了这一点。

这意味着经历二十年，选股的收益将落后指数表现达 65.6%。

换言之，在中国，被动投资指数的收益更大的概率高于主动投资的收益。

\*以上计算使用的是算术平均数，长期计算或存在误差。下同。

\*已退市股票不包含在样本内，或存在幸存者偏差。下同。

\*平均数受个别涨幅上万倍的小市值股票影响过大，难以使用。下同。

图表 2 美国最近 20 年数据

Aa 年份	# 威尔逊500指数涨跌幅	# 个股涨跌幅中位数	# 个股超越指数比例
2020	18.61	3.9	
2019	28.47	16.8	
2018	-7.13	-14.9	
2017	18.65	12.3	
2016	10.94	15.8	
2015	-1.45	-5.7	
2014	10.57	4	
2013	30.45	32.1	
2012	13.59	14.3	
2011	-0.97	-6.2	
2010	12.88	20.8	
2009	26.11	34.2	
2008	-38.61	-41.9	
2007	3.78	-3.5	
2006	13.75	15.9	
2005	4.57	4.4	
2004	10.67	17.9	
2003	29.44	43.5	
2002	-22.08	-5.9	
2001	-12.06	10.1	
+ New	COUNT 20	AVERAGE 7.509	AVERAGE 8.395
			AVERAGE

资料来源：WInd、铜冠金源期货

威尔逊 5000 指数涵盖几乎所有美国上市公司。威尔逊 5000 指数涨跌幅在过去二十年的算术平均数是 7.51%。而过去二十年，个股每年涨跌幅中位数的平均数是 8.40%。这意味着在美国股市的选股行为平均每年可以大约带来 0.89%的正收益。每年有 50.26%的股票超越指数，也佐证了这一点。

这和标普 500 指数得出的结论相同。

图表 3 中国最近 10 年数据

Aa 年份	# 万得全A涨跌幅%	# 个股涨跌幅中位数%	# 个股超越指数比例%
2020	25.62	2	
2019	33.02	15.8	
2018	-28.25	-33.3	
2017	4.93	-16.7	
2016	-12.91	-12.2	
2015	38.5	66.1	
2014	52.44	37.7	
2013	5.44	16.6	
2012	4.68	-2.7	
2011	-22.42	-33.1	
+ New			
COUNT 10	AVERAGE 10.105	AVERAGE 4.02	AVERA

资料来源：WInd、铜冠金源期货

图 4 美国最近 10 年数据

Aa 年份	# 威尔逊500指数涨跌幅	# 个股涨跌幅中位数	# 个股超越指数比例
2020	18.61	3.9	
2019	28.47	16.8	
2018	-7.13	-14.9	
2017	18.65	12.3	
2016	10.94	15.8	
2015	-1.45	-5.7	
2014	10.57	4	
2013	30.45	32.1	
2012	13.59	14.3	
2011	-0.97	-6.2	
+ New			
COUNT 10	AVERAGE 12.173	AVERAGE 7.24	AVERAGE

资料来源：WInd、铜冠金源期货

也需要注意的是，如果把时间区间改成最近十年，则结论完全相反。

在中国，选股平均带来 6.09%的负收益。在美国，选股平均带来 4.93%的负收益。接近 60%的股票涨幅低于平均值。

调整时间周期后，结果变化过大。也就是说，十年乃至二十年的数据周期可能太短了。

图 5 美国最近 41 年数据

Aa Title	井 指数涨幅	井 比例	井 涨幅中位数
2020	18.61	34.27	3.87
2019	28.47	36.9	16.79
2018	-7.13	39.33	-14.87
2017	18.65	41.52	12.35
2016	10.94	55.12	15.83
2015	-1.45	43.89	-5.72
2014	10.57	39.86	4.04
2013	30.45	51.66	32.1
2012	13.59	51.45	14.31
2011	-0.97	42.65	-6.24
2010	14.88	57.68	20.79
2009	26.11	56.64	34.16
2008	-38.61	46.67	-41.94
2007	3.78	41.12	-3.51
2006	13.75	53.02	15.95
2005	4.57	49.69	4.42
2004	10.67	60.15	17.88
2003	29.44	64.69	43.52
2002	-22.08	66.35	-5.88
2001	-12.06	72.43	10.12
2000	-11.85	59.64	-1.25
1999	22.05	31.25	-2.17
1998	21.72	24.86	-4.83
1997	29.17	47.26	26.65
1996	18.84	48.41	17.73
1995	33.4	39.78	23.09
1994	-2.52	50.21	-2.32
1993	8.58	61.73	15.57
1992	6.15	63.47	16.51
1991	30.3	50.6	31.29
1990	-9.31	51.35	-8.49
1989	24.89	43.44	18.75
1988	13.29	53.75	15.58
1987	-0.73	45.64	-3.53
1986	12.48	48.58	11.32
1985	27.18	52.4	28.62
1984	-1.25	55.41	1.55
1983	18.74	53.96	21.8
1982	12.86	62.46	29.41
1981	-8.43	66.77	7.25
1980	30.26	21.94	10.35
+ New			
COUNT 41	AVERAGE 10.43902	AVERAGE 49.70732	AVERAGE 10.26463

资料来源：WInd、铜冠金源期货

威尔逊 5000 指数涨跌幅在过去四十一年算术平均数是 10.43%。而过去四十一年，个股每年涨跌幅中位数的平均数是 10.26%。这意味着在美国股市的选股行为平均每年可以大约带来 0.17% 的负收益。每年有 49.7% 的股票超越指数，也佐证了这一点。

这意味着，经过四十一年，选股后的回报将比整体指数落后 50.49%。接近一半。

换言之，即使长期换股，表现依然难以超过指数。

### 三、 总结

无论长期持有股票，还是不断调整持有的个股，都难以超过指数的表现。背后的原因有两点，第一点是没有必胜的选股方法，因为好公司的估值高，坏公司的估值低，而且估值和现状都在不断变化。第二点是整个市场的绝大多数收益由极少数股票贡献——同时事先无法知道是哪些股票。

虽然本研究只探究了每年改变个股的持有。但 2021 年 8 月 30 号的另一份研究《投资中的长期与短期》讨论这样两点结论，第一点如果是频率越高，那么上涨和下跌的分布越接近，频率越低（如每年），上涨的分布将明显大于下跌的分布。第二点如果是交易频率提高到每天一次，交易手续费将吃掉全年的预期收益。

因此，两篇研究的共同结论指出，如果人们在选股上并不占明显的优势，指数基金将会是一个击败绝大多数人（包括所谓专业的基金经理）的选择。当然，由于人们认知偏差的存在，人们很难承认自己没有足够的选股技能。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号  
电话：021-68559999（总机）  
传真：021-68550055

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、  
307 室  
电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方  
广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

### 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号  
期货大厦 2506B  
电话：0411-84803386

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号  
伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762



### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来  
公寓 1201 室  
电话：0371-65613449

### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财  
富广场 A2506 室  
电话：0562-5819717

## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。