

## 主動管理是好是壞？



Craig Lazzara  
核心產品管理董事總經理

本文最初於 2021 年 12 月 20 日在 Indexology® 網誌上發佈。

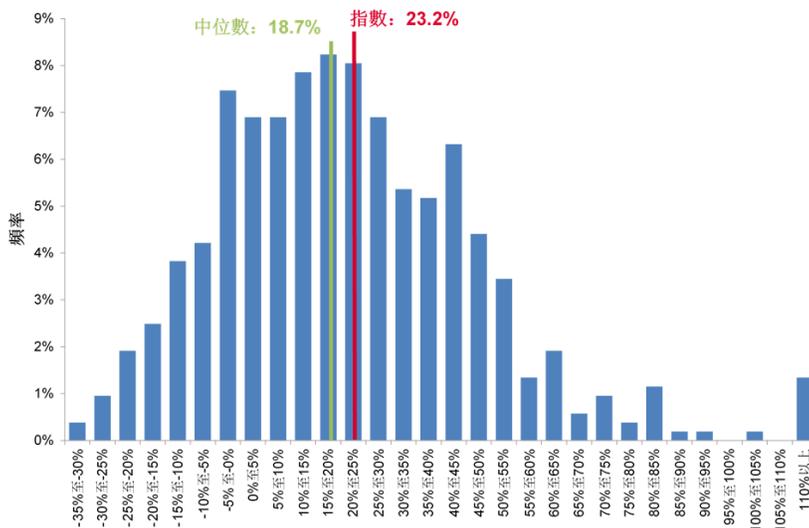
主動投資管理的歷史大部分時候充滿失敗和挫折。大部分主動型經理人多數時候跑輸大市，而一段時期的成功似乎無法預測後續的成功。長期以來，我們一直認為主動型表現欠佳並非偶然，而是有可確定和可理解的原因，因此很可能會持續存在。

但多數時候並非所有時候，大部分主動型經理人也並非所有主動型經理人。某些市場環境可能更有助於實現相對有利（或者準確地說，相對不那麼不利）的主動型表現。我在 12 月中旬撰寫本文時，2021 年已經即將結束，我們可以嘗試對最終結果出爐后 SPIVA® 所揭示的內容作出一些有根據的猜測。

主動管理的前景好壞參半：

- 由於標普 500® 指數中的多數股票在多數年份的表現不及指數，這造成了主動型經理人始最持續面臨的挑戰之一。回報通常由相對較少的績優股驅動，將指數回報提升至多數成分股之上。截至 11 月底，這正是標普 500 指數的情況：該指數上漲了 23%，而中位數股票的回報僅為 19%。前 11 個月，只有 42% 的指數成分股表現出色。毋庸置疑，較少的績優股使得選股更具挑戰性。

表 1：2021 年標普 500 指數多數成分股表現不佳

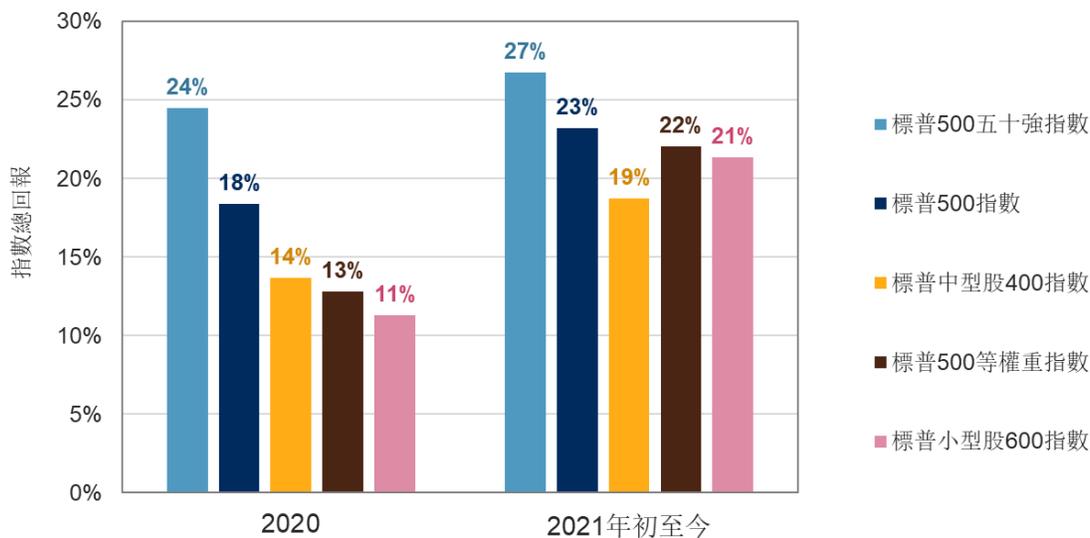


資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司，FactSet。截至 2021 年 11 月 30 日的數據。圖表僅供說明用途。過往表現並不保證未來業績。

- 強勁的市場歷來對主動型經理人更具挑戰性；當強勁的市場由指數中少數最大的股票驅動時，情況則尤其如此。圖 2 顯示標普 500 指數中最大的 50 隻股票在 2021 年輕鬆處於領先地位。雖然對主動型經理人而言，在基準指數中增持最大的股票相對困難，但反之則不然。事實上，我們發現，當中型或小型股的卓越表現使大型股經理人有機會在股票規模上「作弊」（褒義）時，他們往往表現更佳。今年則無此機會，但大型股的表現可能會令中型和小型股經理人佔有優勢。

表 2：大型股在 2020 年及 2021 年佔主導地位

部分標普美國股票指數：2020 年對比 2021 年年初至今



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。截至 2021 年 11 月 30 日的數據。圖表僅供說明用途。過往表現並不保證未來業績。

- 另一方面：SPIVA 數據表明，大部分主動型經理人通常減持低波動率、低  $\beta$  值的股票；當低波動率表現不佳，或高  $\beta$  值表現出色時，主動型表現往往會有所改善。截至 11 月 30 日，標普 500 低波動率指數 2021 年內上漲 13%，而標普 500 高貝塔指數則上漲 36%。這一差距在 12 月有所縮小，但到目前為止，該信號對主動型經理人來說是個好兆頭。
- 2021 年初離散度處於相對適中的水準，但最近開始明顯上升，11 月末已進入其歷史範圍的前四分之一。儘管離散度對於我們了解主動型經理人群體的表現說明不大，但離散度提高表明主動型業績的範圍將高於往常。最優秀的主動型經理人將大放異彩，因為當離散度較高時，選股技巧的價值會上升。

表 3：標普 500 指數 30 年離散度



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。1990年12月31日至2021年11月30日的數據。圖表僅供說明用途。過往表現並不保證未來業績。

讀者可以對這些觀察結果的適當平衡形成自身的看法。在認可所有預測都存在內在風險的前提下，我認為在總結 2021 年時，主動型表現不佳，至少對於美國大盤股經理人而言將持續。

當然，使主動管理變得更困難或容易的條件可能會改變。例如，如果 2022 年市場下跌，巨企股和低波動率股票領跌，那麼可以想像，主動型表現不佳的情況可能會獲得改善。這對主動管理群體及其客戶而言或許於事無補，但有時這就是全部的慰藉。

本網誌中的文章僅為提供意見，並非建議。請閱讀我們的免責聲明。

如欲閱讀更多網誌文章，請於英文網站 [www.indexologyblog.com](http://www.indexologyblog.com) 訂閱我們最新發布的文章。

## 一般免責聲明

版權©2021，標普道瓊斯指數有限公司（S&P Global 的分支機構）。版權所有。標普®及標普 500®是 Standard & Poor's Financial Services LLC（S&P Global 的分支機構）（「標普」）的註冊商標。Dow Jones ®是 Dow Jones Trademark Holdings LLC（「道瓊斯」）的註冊商標。商標已授予標普道瓊斯指數有限公司。未經書面許可，不得轉發、複製及 / 或影印全部或部分有關內容。本檔不構成標普道瓊斯指數有限公司、道瓊斯、標普或其各自聯屬公司（統稱「標普道瓊斯指數」）在未獲所需牌照的司法管轄區內提供服務的要約。標普道瓊斯指數提供的所有數據均為通用信息，未必滿足任何人士、實體或人群的具體需要。標普道瓊斯會就向第三方提供指數授權收取報酬。指數的過往數據並非未來表現的保證。

投資者不能直接投資於指數。對指數所代表的資產類別的投資，可通過基於該指數的可投資金融工具進行。標普道瓊斯指數並無發起、認可、銷售、推廣或管理由第三方提供並旨在依據任何指數的表現提供投資回報的任何投資基金或其他投資工具。標普道瓊斯指數不保證基於指數的投資產品會準確跟踪指數表現或提供正投資回報。標普道瓊斯指數有限公司並非投資顧問，標普道瓊斯指數不會對投資任何此類投資基金或其他投資工具的適當性作出任何陳述。投資者不應根據本檔所載聲明的任何內容，作出投資於任何此類投資基金或其他投資工具的決策。我們建議有意投資人士僅在仔細考慮投資此類基金的相關風險（詳情載於投資基金或其他投資產品或工具的發行人或其代表編制的發行備忘錄或類似檔）後，才投資於任何此類投資基金或其他投資工具。指數納入任何證券，並不表示標普道瓊斯指數建議買入、賣出或持有該證券，也不應視為投資建議。標普道瓊斯指數根據個別指數成分股（由其主要交易所釐訂）之收市價，計算旗下美國基準指數的收市價。

以上數據根據一般公眾可用信息及可靠來源，僅為提供數據而編制。以上數據所載的任何內容（包括指數資料、評級、信用相關分析和資料、研究、估值、模型、軟件或其他應用程序或由此得出的內容）或其任何部分（「內容」），未經標普道瓊斯指數的事先書面許可，不得以任何方式予以修改、反向工程、複製或分發，或儲存於數據庫或檢索系統中。有關內容不得用作任何非法或未經授權用途。標普道瓊斯指數及其第三方數據提供商及許可人（統稱「標普道瓊斯指數相關方」）概不保證有關內容的準確性、完整性、及時性或有效性。標普道瓊斯指數相關方概不對使用有關內容所導致的任何錯誤或疏忽負責。有關內容「按原狀」提供。標普道瓊斯指數相關方不會作出任何或所有明示或暗示的保證，包括但不限於任何適銷性、特定目的或用途的合適性、無錯誤或無瑕疵。標普道瓊斯指數相關方概不對任何一方使用有關內容導致的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特殊或相應而生的損害賠償、成本、開支、法律費用或損失（包括但不限於收入損失或盈利損失及機會成本）承擔法律責任，即使在已獲悉可能發生該等損失情況下亦然。

標普道瓊斯指數把各分支機構與業務單位的若干活動相互隔離，以保持其各自活動的獨立性和客觀性。因此，標普道瓊斯指數的部分業務單位可能擁有其他業務單位缺乏的信息。標普道瓊斯指數已製訂政策及流程，確保在每次分析過程中獲取的非公開信息維持保密。

此外，標普道瓊斯指數向或就眾多機構（包括證券發行人、投資顧問、經紀商、投資銀行、其他金融機構及金融中介機構）提供廣泛服務，並向上述機構收取相應費用或其他經濟利益，包括標普道瓊斯指數推薦、評級、納入模型組合、評估或以其他方式處理其證券或服務的機構。