

主动管理是好是坏？



Craig Lazzara
核心产品管理董事总经理

本文最初于 2021 年 12 月 20 日在 Indexology® 博客上发布。

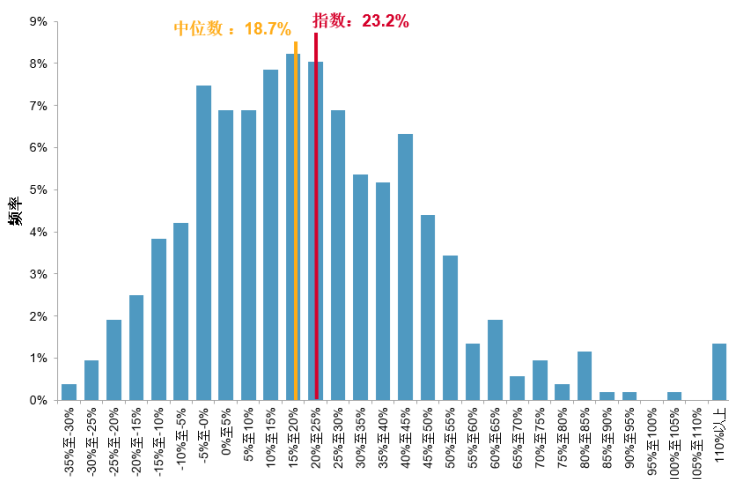
主动投资管理的历史大部分时候充满失败和挫折。大部分主动型经理人多数时候跑输大市，而一段时期的成功似乎无法预测后续的成功。长期以来，我们一直认为主动型表现欠佳并非偶然，而是有可确定和可理解的原因，因此很可能会持续存在。

但多数时候并非所有时候，大部分主动型经理人也并非所有主动型经理人。某些市场环境可能更有助于实现相对有利（或者准确地说，相对不那么不利）的主动型表现。我在 12 月中旬撰写本文时，2021 年已经即将结束，我们可以尝试对最终结果出炉后 SPIVA® 所揭示的内容作出一些有根据的猜测。

主动管理的前景好坏参半：

- 由于标普 500® 指数中的多数股票在多数年份的表现不及指数，这造成了主动型经理人始最持续面临的挑战之一。回报通常由相对较少的绩优股驱动，将指数回报提升至多数成分股之上。截至 11 月底，这正是标普 500 指数的情况：该指数上涨了 23%，而中位数股票的回报仅为 19%。前 11 个月，只有 42% 的指数成分股表现出色。毋庸置疑，较少的绩优股使得选股更具挑战性。

表 1：2021 年标普 500 指数多数成分股表现不佳

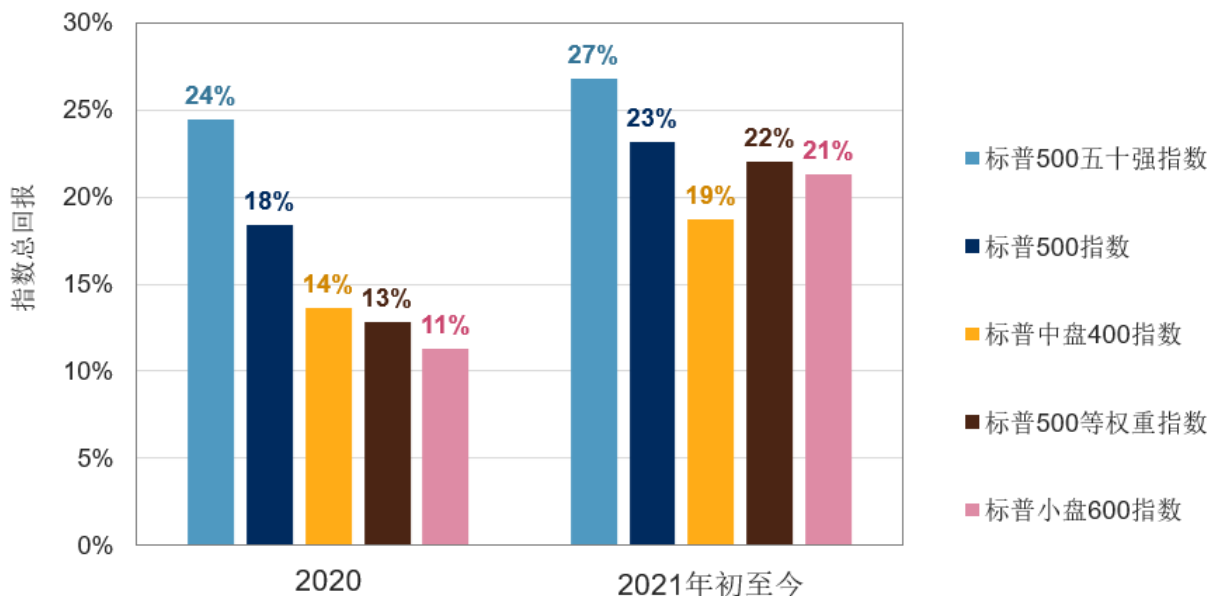


资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司，FactSet。截至 2021 年 11 月 30 日的数据。图表仅供说明用途。过往表现并不保证未来业绩。

- 强劲的市场历来对主动型经理人更具挑战性；当强劲的市场由指数中少数最大的股票驱动时，情况则尤其如此。图 2 显示标普 500 指数中最大的 50 只股票在 2021 年轻松处于领先地位。虽然对主动型经理人而言，在基准指数中增持最大的股票相对困难，但反之则不然。事实上，我们发现，当中盘或小盘股的卓越表现使大盘股经理人有机会在股票规模上“作弊”（褒义）时，他们往往表现更佳。今年则无此机会，但大盘股的表现可能会令中盘和小盘股经理人占有优势。

表 2：大盘股在 2020 年及 2021 年占主导地位

部分标普美国股票指数：2020 年对比 2021 年年初至今



资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。截至 2021 年 11 月 30 日的数据。图表仅供说明用途。过往表现并不保证未来业绩。

- 另一方面：SPIVA 数据表明，大部分主动型经理人通常减持低波动率、低 β 值的股票；当低波动率表现不佳，或高 β 值表现出色时，主动型表现往往会有所改善。截至 11 月 30 日，标普 500 低波动率指数 2021 年内上涨 13%，而标普 500 高贝塔指数则上涨 36%。这一差距在 12 月有所缩小，但到目前为止，该信号对主动型经理人来说是个好兆头。
- 2021 年初离散度处于相对适中的水平，但最近开始明显上升，11 月末已进入其历史范围的前四分之一。尽管离散度对于我们了解主动型经理人群体的表现帮助不大，但离散度提高表明主动型业绩的范围将高于往常。最优秀的主动型经理人将大放异彩，因为当离散度较高时，选股技巧的价值会上升。

表 3：标普 500 指数 30 年离散度



资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。1990 年 12 月 31 日至 2021 年 11 月 30 日的的数据。图表仅供说明用途。过往表现并不保证未来业绩。

读者可以对这些观察结果的适当平衡形成自身的看法。在认可所有预测都存在内在风险的前提下，我认为在总结 2021 年时，主动型表现不佳，至少对于美国大盘股经理人而言将持续。

当然，使主动管理变得更困难或容易的条件可能会改变。例如，如果 2022 年市场下跌，巨企股和低波动率股票领跌，那么可以想象，主动型表现不佳的情况可能会获得改善。这对主动管理群体及其客户而言或许于事无补，但有时这就是全部的慰藉。

本博客中的文章仅为提供意见，并非建议。请阅读我们的[免责声明](#)。

如欲阅读更多博客文章，请於英文网站 www.indexologyblog.com 订阅我们最新发布的文章。

一般免责声明

版权©2021，标普道琼斯指数有限公司（S&P Global 的分支机构）。版权所有。标普®及标普 500®是 Standard & Poor's Financial Services LLC（S&P Global 的分支机构）（「标普」）的注册商标。Dow Jones®是 Dow Jones Trademark Holdings LLC（「道琼斯」）的注册商标。商标已授予标普道琼斯指数有限公司。未经书面许可，不得转发、复制及 / 或影印全部或部分有关内容。本档不构成标普道琼斯指数有限公司、道琼斯、标普或其各自联属公司（统称「标普道琼斯指数」）在未获所需牌照的司法管辖区内提供服务的要约。标普道琼斯指数提供的所有数据均为通用信息，未必满足任何人士、实体或人群的具体需要。标普道琼斯会就向第三方提供指数授权收取报酬。指数的过往数据并非未来表现的保证。

投资者不能直接投资于指数。对指数所代表的资产类别的投资，可通过基于该指数的可投资金融工具进行。标普道琼斯指数并无发起、认可、销售、推广或管理由第三方提供并旨在依据任何指数的表现提供投资回报的任何投资基金或其他投资工具。标普道琼斯指数不保证基于指数的投资产品会准确跟踪指数表现或提供正投资回报。标普道琼斯指数有限公司并非投资顾问，标普道琼斯指数不会对投资任何此类投资基金或其他投资工具的适当性作出任何陈述。投资者不应根据本档所载声明的任何内容，作出投资于任何此类投资基金或其他投资工具的决策。我们建议有意投资人士仅在仔细考虑投资此类基金的相关风险（详情载于投资基金或其他投资产品或工具的发行人或其代表编制的发行备忘录或类似档）后，才投资于任何此类投资基金或其他投资工具。指数纳入任何证券，并不表示标普道琼斯指数建议买入、卖出或持有该证券，也不应视为投资建议。标普道琼斯指数根据个别指数成分股（由其主要交易所厘订）之收市价，计算旗下美国基准指数的收市价。

以上数据根据一般公众可用信息及可靠来源，仅为提供数据而编制。以上数据所载的任何内容（包括指数资料、评级、信用相关分析和资料、研究、估值、模型、软件或其他应用程序或由此得出的内容）或其任何部分（「内容」），未经标普道琼斯指数的事先书面许可，不得以任何方式予以修改、反向工程、复制或分发，或储存于数据库或检索系统中。有关内容不得用作任何非法或未经授权用途。标普道琼斯指数及其第三方数据提供商及许可人（统称「标普道琼斯指数相关方」）概不保证有关内容的准确性、完整性、及时性或有效性。标普道琼斯指数相关方概不对使用有关内容所导致的任何错误或疏忽负责。有关内容「按原状」提供。标普道琼斯指数相关方不会作出任何或所有明示或暗示的保证，包括但不限于任何适销性、特定目的或用途的合适性、无错误或无瑕疵。标普道琼斯指数相关方概不对任何一方使用有关内容导致的任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应而生的损害赔偿、成本、开支、法律费用或损失（包括但不限于收入损失或盈利损失及机会成本）承担法律责任，即使在已获悉可能发生该等损失情况下亦然。