

因素投資概覽

因素作為投資組合潛在構建模塊的優點

最初出版日期：2016年9月

Darby Nielson，特許金融分析師 | 股票及高收益研究常務董事

Frank Nielsen，特許金融分析師 | Strategic Advisers, Inc. 量化分析常務董事

Bobby Barnes | 股票及高收益量化分析師

關鍵提示

- 諸如規模、價值、勢頭、品質及低波動性等因素是「智能」或「策略性」貝塔策略的核心，也是能夠隨時間改善投資組合的投資特徵。
- 因素表現一般具有週期性，但大部分的因素回報一般不會彼此高度相關，因此，投資者可透過組合多個因素敞口，受惠於多元化。
- 基於因素的策略可幫助投資者實現若干投資目標 - 如改善長期回報或降低風險。

因素投資最近大受關注，主要是因為因素是深受個人及機構投資者歡迎的「智能」或「策略性」貝塔策略的基石。事實上，這些策略在過去五年的淨流入額接近2500億美元。¹ 但投資者實際上在過去幾十年已經在以某種形式使用基於因素的技術，以便有可能提高某些因素敞口的風險調整後回報。

在本文中，我們將闡明因素投資的定義並回顧它的歷史，闡述五個常見因素及其背後的原理，顯示它們的長期表現及週期性，並討論投資於基於因素的策略的潛在效益。我們的目標是提供關於因素投資的概覽，它是將因素敞口決策融入投資組合構建流程的框架。本文是因素投資系列文章中的第一篇。

因素投資簡史

貝塔誕生

因素投資的種子於二十世紀六十年代首次引入資本資產定價模型 (CAPM) 時播下。² CAPM 假設每隻股票都對大市的變化有一定的敏感度，以貝塔值為衡量指標。這第一個也是最基本的因素模型認為，單個因素（市場敞口）- 可推動股票的風險及回報。CAPM 認為，除市場因素外，可解釋股票回報的其餘因素均為特質或公司特定的驅動因素（如，收益目標是否達成、新產品發佈、CEO 變更、會計問題等）。

貝塔變得「智能」

在隨後的幾十年內，學者和從業人員發現了其他可推動股票回報的因素及敞口。³ 1976年，Stephen Ross 拓展了 CAPM，引入了套利定價理論 (APT)，認為多因素方法可能是能夠更好地解釋股票回報的模型。⁴ Eugene Fama 和 Kenneth French 後來進行的研究顯示，除市場因素外，公司的規模及其估值也是股價的重要驅動因素。⁵

因素還可被視為異常現象，因為它們偏離「有效市場假設」，後者認為，由於股價包含並反映所有可用資訊，股票不可能始終跑贏大市。雖然部分因素的確能夠隨時間產生超額回報，其他因素可以解釋股票風險，但並不必然提供超額回報。例如，許多人認為，CAPM 貝塔幾乎從

定義上就決定了它不會隨時間提供超額回報；它只衡量股票對市場變化的敏感度，可以作為風險因素。因此，單獨的市場貝塔敞口並不能產生卓越表現。尋求超越市場回報的投資者可考慮配置展現出長期卓越表現的其他因素（或貝塔）敞口：「智能」或「策略性」貝塔。

投資經理，尤其是量化投資者，多年來一直採用這些因素構建及改善他們的投資組合。確定了可推動回報及風險的相關因素後，就可以持續衡量敞口，以確保投資組合以最佳模式構建，可充分利用這些因素。基本面投資者也會廣泛使用因素，或作為產生新股票理念的方法，或用於監控他們的基金中預期及非預期的敞口。

投資者如何能夠獲得因素敞口？

基於因素的投資策略以對投資組合的系統分析、選擇、加權及再平衡為基礎，青睞於具有已證明可隨時間改善風險調整後回報的若干特徵的股票。在常見情況下，投資者使用主動管理型量化基金或追蹤定制指數的基於規則的ETF獲得因素敞口。

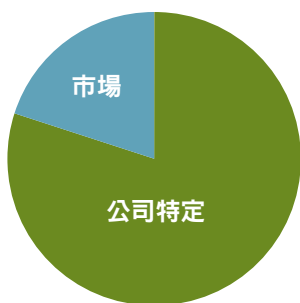
五個主要因素

學者已識別以下五個主要因素，且投資者多年來已將該等因素廣泛用作投資組合的主要敞口。

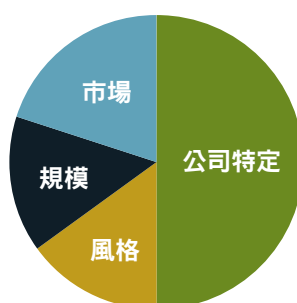
1. 規模

在解釋他們所發現的兩個因素中的第一個因素時，Fama和French表示，投資小盤股存在超額回報。這可能是由於它們固有的風險性質：小型公司一般具有較高的波動性及較高的破產風險，投資者預期可就該等額外的風險水平獲得補償。如附表1（第3頁）所示，經驗證明，在較長時段內，小盤股的表現超越大盤股。

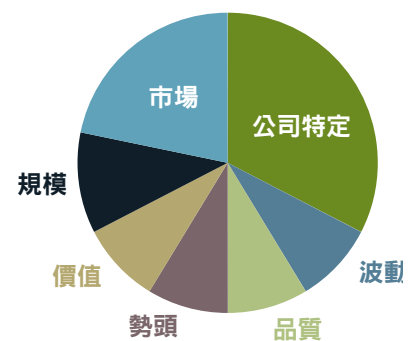
因素投資的演變



CAPM：股票回報受市場因素敞口（貝塔）和公司特定驅動因素推動



Fama和French考慮額外因素：規模與風格



研究已證明多個因素作為股票回報及風險元素的作用

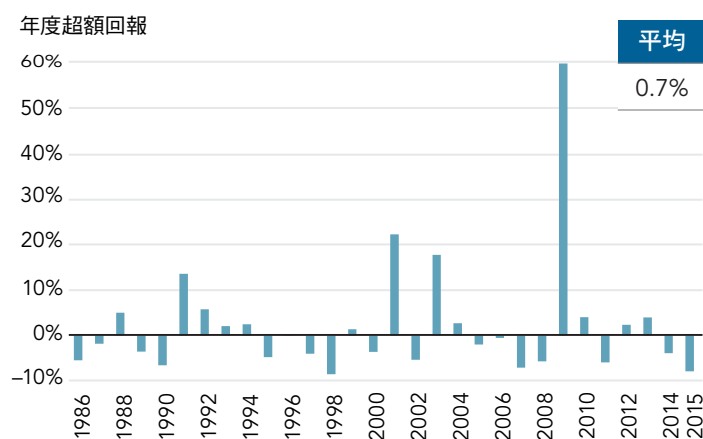
利用標準市值可相對容易地實現對小盤股的敞口。對於大部分投資者，持有小盤股基金或ETF是收獲小盤股溢價的直接和相對高效的方法。但是，必須牢記投資小型公司的固有風險性質。

2. 價值

Fama–French模型引入的第二個因素是價值，認為廉價股應該比高價股表現更出色。對價值投資領域的研究可追溯至數十年前。1949年，Benjamin Graham鼓勵投資者以股票內在價值的折價購買股票。他聲稱，被寄予了很大期望的高價股不容出錯，而廉價股則可超越期望，為投資者提供更大的上行空間。（有關價值投資的潛在效益的更詳細資訊，請參閱2016年6月發佈的富達領導力系列文章「價值投資：失寵，但始終流行」）

附表1：小盤股超額回報

小盤股的長期表現超越大盤股，雖然該領先地位在短期內會變更。



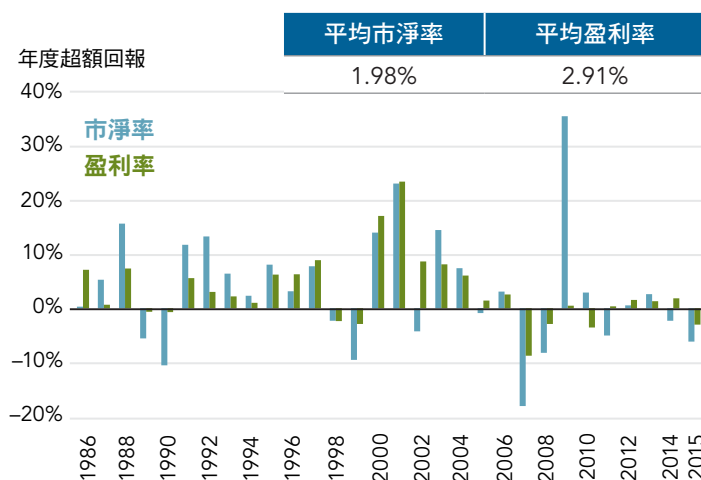
所示小盤股回報為位於羅素1000指數中的等權重後五分之一（按市值排列）股票的年度回報。所有超額回報均為相對於等權重羅素1000指數的回報。所有因素投資組合均為行業中性組合，假設將股息進行再投資，且不包括費用及實施成本。平均：年度超額回報的複合平均值。過往業績並非未來業績的保證。資料來源：FactSet，截至2016年3月31日。

出於這種考慮，一種觀點認為價值投資之所以有效，是因為股票價值從長期而言會隨著公司收益而出現波動。投資者傾向於對高價高增長股票過度樂觀，而對廉價的緩慢增長股票過度悲觀。當廉價股的收益報告高於預期（即使預期較低）時，隨著市場對其收益潛力的看法轉好，股票的表現就會超越大市。

實證結果似乎也表明價值投資可隨時間產生超額回報。Fama和French認為，市淨率較高的股票表現優於該比率較低的股票。許多常用指數仍極為重視該定義，對該特定估值因素的敞口易於從現有產品獲得。但是，界定價值的方法有許多種（例如，投資者可查看收益、銷售或現金流來判定股票是否廉價），而且股票的表現會因使用的指標不同而有差異。附表2顯示兩個常用價值衡量指標的表現差異：市淨率和盈利率（市盈率）。

附表2：兩個價值衡量指標的超額回報

價值投資組合的表現隨價值定義的方式而異。



盈利率：過去12個月的每股盈利除以每股價格。市淨率：公司呈報的累計利潤與其每股價格的比率。所示回報為位於羅素1000指數中的等權重前五分之一股票（基於這兩個價值衡量指標）的年度回報。過往業績並非未來業績的保證。資料來源：FactSet，截至2016年3月31日。

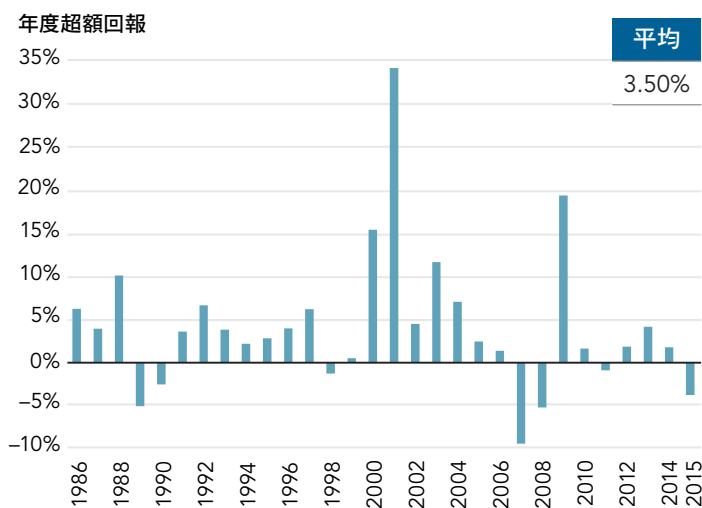
實際上，價值的單因素定義可能會令投資者面臨較高的波動性及較大的跌幅，一般更傾向於採用多因素方法尋找價值股，因為它具有多元化效益，能夠隨時間提供更高回報。附表3顯示，使用高市淨率和高盈利率組合創建的股票投資組合每年平均超越大市3.50%，勝於任一單獨的相關指標。

3. 勢頭

勢頭投資概念在性質上類似於技術分析師數十年來一直從事的工作，即，考察價格趨勢，預測未來回報。勢頭異常的經驗證據最先由Narasimhan Jegadeesh和Sheridan Titman於1993年發佈，證明中期表現卓越的股票將繼續表現良好，而對於落後的股票，反之亦然。⁷

附表3：價值股的超額回報

廉價股在長期跑贏大市。



價值組合為羅素1000指數中按市淨率排列的等權重前五分之一股票和按盈利率排列的等權重前五分之一股票的綜合平均排位。所示回報為該價值組合的年度回報。過往業績並非未來業績的保證。資料來源：FactSet，截至2016年3月31日。

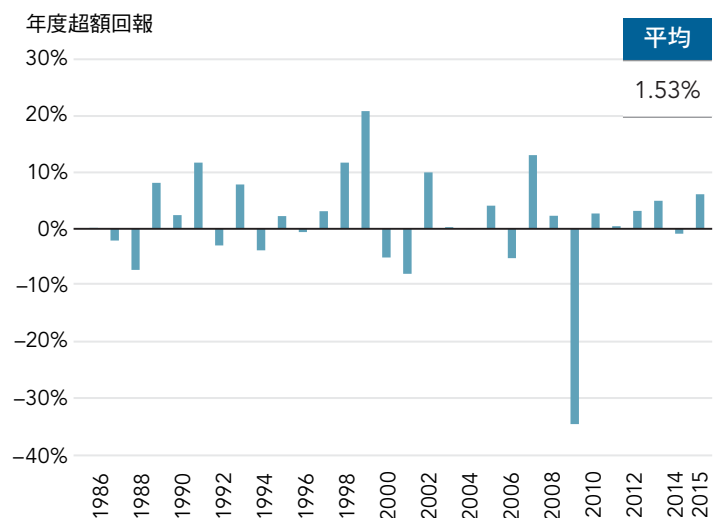
勢頭投資策略為何有效一直是一個有爭議的話題，但許多人提出事實論據，即，投資者通常對改善的基本面或公司趨勢反應不足。直至股票跑贏大市才會引起投資者的注意，然後他們蜂擁交易。這種動態變化使得贏家繼續盈利，也使得勢頭投資行之有效。該循環將繼續，直至出現導致其停止的觸發因素（如，未達到收益目標或估值過高，表明出現不利的基本面變化）。衡量勢頭的常用方法是按12個月價格回報對股票分類，這已經證明是跑贏大市的有效策略（附表4）。

4. 品質

雖然投資者數十年來一直致力於尋找高品質的公司，但驗證該方法利弊的經驗證據卻是最近才出現。這可能是由於在關於「品質」的最佳定義方面缺乏共識。例如，Richard Sloan和Scott Richardson開展的重要研究表明，

附表4：勢頭投資組合的超額回報

由於常見的投資者行為，勢頭投資已實現長期卓越表現。

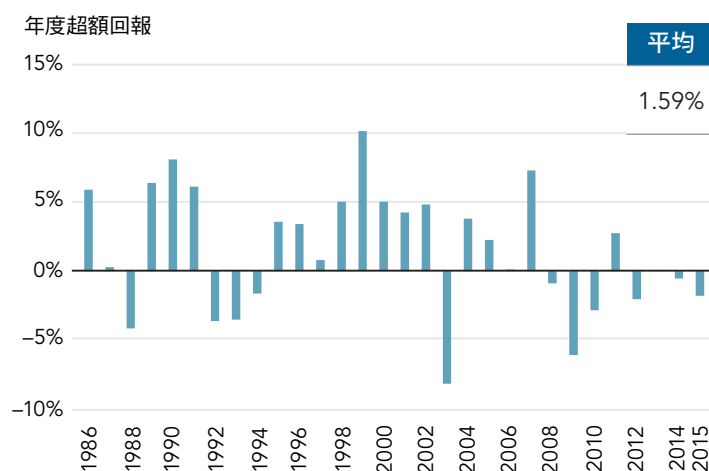


所示勢頭回報為位於羅素1000指數中的等權重前五分之一股票（按過去12個月回報衡量）的年度回報。過往業績並非未來業績的保證。資料來源：FactSet，截至2016年3月31日。

收益品質較高或應計收益較少（按營運現金流與淨收入之間的差額大致衡量）的公司長期來看表現卓越。⁸ 但是，許多觀察者都同意，高盈利能力、穩定的收入和現金流以及沒有過多槓桿是高品質公司的標誌。公司要獲得比競爭對手更高的利潤率及利潤，必須具備一定的競爭優勢。競爭優勢往往具有持續性，因此，具有競爭優勢的公司能夠在較長時段獲得比同行更高的利潤。簡而言之，可產生超額利潤、具有強勁的資產負債表及展現出穩定現金流的公司應該能夠提供長期穩定的卓越表現。即使只考察單個品質衡量指標（如，股本回報率）也可以證明，展現出強大盈利能力的股票往往能夠跑贏大市（附表5）。

附表5：品質投資組合的超額回報

具有強大盈利能力的高品質股票通常可實現長期卓越表現



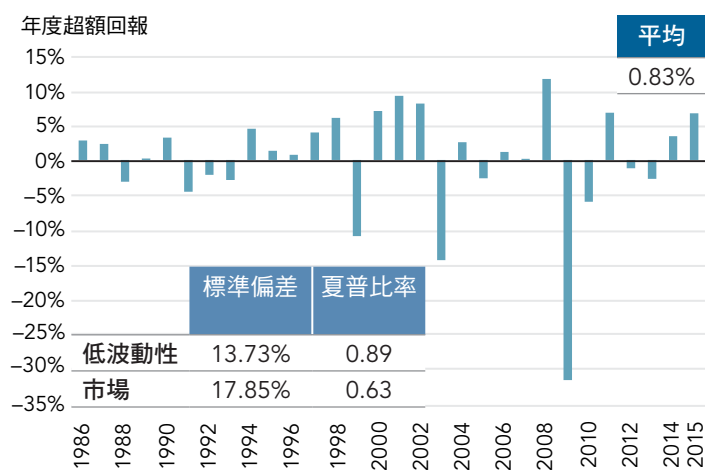
股本回報率：盈利能力的衡量指標，計算公司就每美元股東權益可產生多少美元的利潤。所示品質回報為位於羅素1000指數中的等權重前五分之一股票（按股本回報率衡量）的年度回報。過往業績並非未來業績的保證。資料來源：FactSet，截至2016年3月31日。

5. 低波動性

顧名思義，低波動性方法的主要目標是持有風險或回報波動性低於大市的股票，該方法在歷史上已實現較高的風險調整後回報。大量研究已證明，低波動性投資組合亦有可能跑贏大市。例如，Robert Haugen和James Heins的研究顯示，月度回報變化較少的股票投資組合通常能夠產生比「風險更高的」投資組合更高的平均回報。⁹（另請參見2014年11月發佈的富達領導力系列文章「低波動性股票：難以置信」）但是，有些人認為這些策略的相對出色表現實際上源自該類股票固有的規模異常現象或行業偏向，而非低波動性特徵本身。一般而言，穩健的因素即使在規模及行業偏向受控時也能表現出色。

附表6：低波動性投資組合的超額回報

除降低風險外，低波動性投資組合還可能在長期跑贏大市

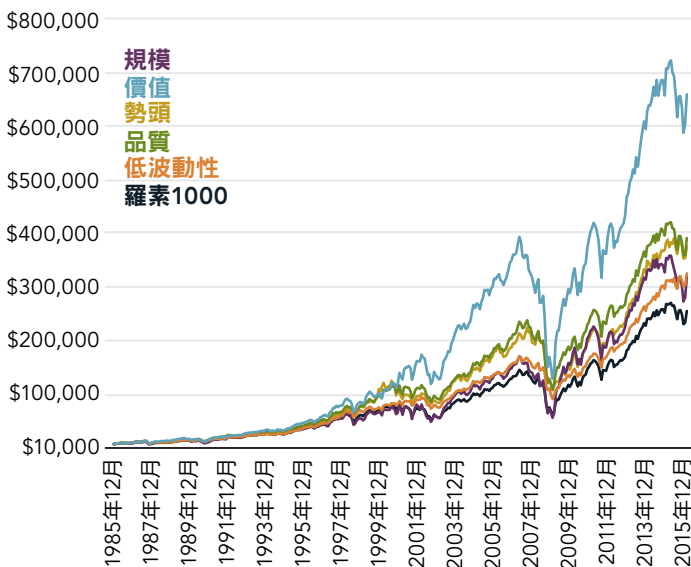


所示低波動性回報為位於羅素1000指數中的等權重後五分之一股票（按每週價格回報的標準偏差衡量）的年度回報。標準偏差：回報離散度的衡量指標。具有較低的標準偏差的投資組合的回報波動性較低。夏普比率是投資組合回報高於無風險利率的部分與整體投資組合標準差的比率（較高的夏普比率意味著較好的風險調整後回報）。過往業績並非未來業績的保證。資料來源：FactSet，截至2016年3月31日。

儘管低波動性投資本身是否能夠實現卓越表現尚無定論，但該策略仍極具吸引力。透過以這種方式對股票進行分類，投資者可產生與市場類似的長期回報，但波動性較低。透過投資具有更穩定收入及收益的股票（該等股票不易受經濟衰退及其他宏觀事件影響），亦可實現低波動性方法的效益。當波動性較高且市場快速下跌時，該方法表現最佳，因為風險較低的股票在投資者不確定性增加的下行市場中往往比其他股票更為堅挺。低波動性投資組合往往跌幅較小，投資者可在下行市場中獲得複合正超額回報。附表6顯示，價格波動性較低的股票超越大市的幅度較窄，但具有較低的風險，從而帶來較高的風險調整後回報。

附表7：\$10,000因素投資組合的投資增長與大市的比較 (1985–2015)

這五個因素的長期表現均超越大市



回報為累計回報，假設將股息進行再投資。過往業績並非未來業績的保證。因素定義與先前附表所示一致。資料來源：FactSet，截至2016年3月31日。

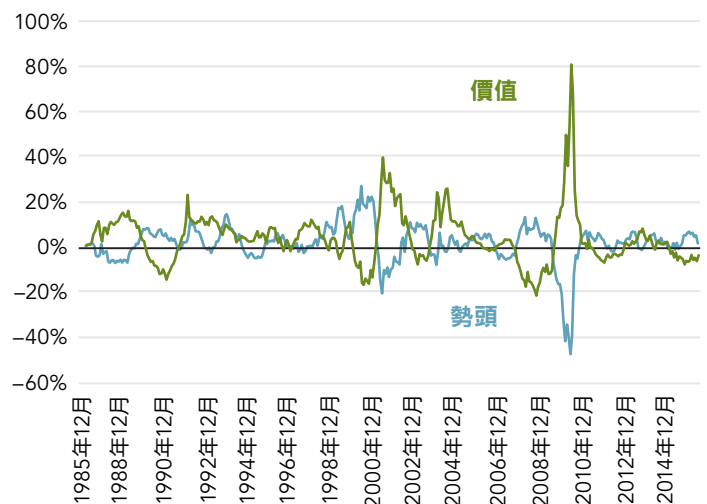
因素表現的週期性

有證據表明，這五種主要因素敞口極具吸引力，可加入投資組合（附表7）。但是，任何單個因素都不可能始終表現卓越，回報似乎具有週期性（附表1-6）。例如，小盤股可能在歷時多年的較長時段表現遜於大盤股，這點從它們在二十世紀九十年代末的科技泡沫以及2007–2008年金融危機期間的表現可以看出。價值股在高增長科技泡沫期間也曾失寵，但在後續年度成功挽回損失（而且遠不止於此）。市場走勢的快速變化通常不利於勢頭策略，例如，在科技泡沫破裂後的2000年，以及從金融危機快速復甦後的2009年。品質投資組合通常會在劣質股反彈期間（當跌幅最大的股票引領市場反彈時）落後，正如它們在2003年的表現一般。最後，低波動性股票在市場經歷熊市後的反彈期間表現不佳，例如在2009年。這些表現波動會令投資者不安，導致他們拋售股票並錯過反彈。

附表8：價值及勢頭週期性

大部分因素都不是高度相關，因此在這些因素之間進行多元化配置可改善長期的風險調整後回報

滾動年度超額回報



價值以羅素1000指數中的等權重前五分之一股票（按市淨率衡量）表示。勢頭以羅素1000指數中的等權重前五分之一股票（按過去12個月回報衡量）表示。資料來源：FactSet，截至2016年3月31日。

好消息是，大部分因素並非彼此高度相關，它們受不同的市場異常現象驅動，從而能夠在不同時間實現回報。例如，根據定義，價值和勢頭策略大相逕庭（附表8）。價值投資者購買價格已下跌的廉價股票，而勢頭投資者則購買價格已上揚並會持續上行的股票。

因素回報的明顯週期性可能會促使投資者不斷對他們的敞口進行嘗試及擇時。實際上，因素策略可為具有戰術思維的投資者提供在正確時間獲得正確敞口的有用工具。但與市場擇時類似，要實現有效的因素擇時可能極具挑戰性，對長期投資者而言，以多個因素策略實現多元化可能是較為合理的選擇。（如需瞭解關於如何執行基於因素的策略的詳細資訊，請參閱2016年9月發佈的富達領導力系列文章「充分發揮因素的作用」。）

投資影響

基於因素的投资策略可使投資者以簡捷的方法有針對性地獲取因素敞口，是極具吸引力的選擇。還應注意的是，因素

投資範圍非常廣泛，其外延超過針對本文所述的五個主要因素的單因素策略。許多基於因素的策略可在一個投資工具內提供對多個因素的敞口，另外一些策略則可提供對可滿足特定投資者需求或期望結果（如，收入）的股票特徵的敞口，但不會以任何方式直接尋求改善回報或調整風險。

因素投資市場日漸擁擠，這些策略在構建方式及運行方式方面可能有很大不同。因此，這是難以駕馭的投資領域。例如，簡單構建的基於因素的策略可能包含會改變整個投資組合的整體敞口的意外敞口（如，小盤股偏向或行業傾向）。此外，部分因素定義及衡量這些敞口的最佳指標仍未有定論。（詳情請參閱2016年9月發佈的富達領導力系列文章「如何評估基於因素的投资策略」。）

並非所有基於因素的策略都具有同等效果，且在挑選策略時需要細緻的評估，但學術研究和歷史表現已證明，因素及敞口可成為構建廣泛投資組合的有吸引力的元素。

作者

Darby Nielson，特許金融分析師 | 股票及高收益量化研究常務董事

Darby Nielson是富達投資股票及高收益分部的量化研究常務董事。他領導的分析師團隊負責對阿爾法生成及投資組合構建進行量化研究，以改善影響富達的股票及高收益策略的投資決策。

Frank Nielsen，特許金融分析師 | Strategic Advisers, Inc. 量化分析常務董事

Frank Nielsen是Strategic Advisers, Inc.（註冊投資顧問，富達投資旗下公司）的量化分析常務董事。他負責量化研究團隊及其與SAI投資組合管理團隊的合作，以改進向散戶及機構客戶提供的資產配置解決方案。他的團隊還為思想領導力及研究創新舉措作出貢獻。

Bobby Barnes | 股票及高收益量化分析師

Bobby Barnes是富達投資的量化分析師。在該職位上，他負責開展阿爾法研究以生成股票建議，並為投資組合經理提供關於風險管理的投資組合構建技術建議。

富達思想領導力主管Christie Myers為本文提供編輯指導。

尾註

¹晨星，截至2015年12月31日。

²Lintner (1965); Mossin (1966); Sharpe (1964); 和Treyner (1961)。

³為確保在技術方面更精準，應注意的是，因素和敞口解釋了股票回報的差異，但該差異不在本文討論範圍之內。

⁴Ross (1976)。

⁵Fama和French (1992)。

⁶Graham (1949)。

⁷Jegadeesh和Titman (1993)。

⁸Richardson、Sloan、Soliman和Tuna (2005)。

⁹Haugen和Heins (1975)。

參考資料

Fama, Eugene F.和Kenneth R. French (1992)。「預期股票回報的橫截面」，金融雜誌47: 427-465。

Graham, Benjamin (1949)。精明的投資者，紐約：Harper & Brothers。

Jegadeesh, Narasimhan和Sheridan Titman (1993)。「追漲殺跌的回報：股市效率的影響」，金融雜誌48: 65-91。

Haugen, Robert A.和James Heins (1975)。「金融資產回報的風險及比率：新瓶裝舊酒」，金融雜誌及量化分析10: 775-784。

Lintner, John (1965)。「風險資產估值及股票投資組合的風險投資選擇及資本預算」，經濟學和統計學評論47: 13-37。

Mossin, Jan (1966)。「資本資產市場的平衡」計量經濟學34: 768-783。

Richardson, Scott A.、Richard G. Sloan、Mark T. Soliman和Irem Tuna (2005)。「應計可靠性、盈利持續性及股價」，會計及經濟學雜誌39: 437-485。

Ross, Stephen A. (1976)。「資本資產定價的套利理論」，經濟理論雜誌13: 341-360。

Sharpe, William F. (1964)。「資本資產價格：風險狀況下市場平衡理論」，金融雜誌19: 425-442。

Treyner, Jack (1961)。「市場價值、時間及風險」，未發表手稿95-209。

本文所述資訊僅供參考，並非買賣任何證券的要約或邀約。所表達的觀點為截至所示日期的觀點，基於當時可用的資訊達成，可能會根據市場及其他狀況更改。除非另行說明，本文所載的觀點均為作者的觀點，並不必然代表富達投資或其聯屬公司的觀點。富達並無義務更新任何資訊。

投資決定應基於個人自身的目標、時間範圍及風險承受能力作出。本文件的任何內容均不得視為法律或稅務建議，希望您在作出任何財務決策之前諮詢您的律師、會計師或其他顧問。

一般而言，債券市場存在波動性，固定收益證券帶有利率風險。（當利率上升時，債券價格通常會下跌，反之亦然。對於長期證券，該效應更為明顯。）

固定收益證券對發行方及交易雙方而言均具有通脹、信用及違約風險。

投資涉及風險，包括虧損風險。

過往業績並非未來業績的保證。

多元化及資產配置並不能保證盈利或杜絕風險。

所有指數均非管理型指數。您不能直接投資指數。

指數定義

羅素1000指數是旨在衡量美國股市的大盤股表現的市值加權指數。

第三方標誌是其各自所有者的財產；所有其他標誌是FMR LLC的財產。

若您透過您與Fidelity Institutional Asset Management® (FIAM)的關係獲得本出版物，該出版物可能由Fidelity Investments Institutional Services Company, Inc.、Fidelity Institutional Asset Management Trust Company或FIAM LLC提供（取決於您的關係）。

若您透過您與Fidelity Personal & Workplace Investing (PWI)或Fidelity Family Office Services (FFOS)的關係獲得本出版物，則該出版物是由Fidelity Brokerage Services LLC、Member NYSE、SIPC提供。

若您透過您與Fidelity Clearing and Custody Solutions或Fidelity Capital Markets的關係獲得本出版物，該出版物僅可供機構投資者或投資專業人士使用。結算、託管或其他經紀服務透過National Financial Services LLC或Fidelity Brokerage Services LLC、Member NYSE、SIPC提供。

© 2018 Fidelity Investments Canada ULC版權所有。保留所有權利。

美國：752072.3.0 加拿大：58883-v2018813