

# 如何評估基於因素的投資策略

## 對「智能貝塔」策略執行的盡職調查不應為被動措施

最初出版日期：2016年9月

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

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

**Michael Boucher** | Strategic Advisers, Inc. 首席量化分析師

**Andrew Wilson** | Strategic Advisers, Inc. 首席量化分析師

### 關鍵提示

- 基於因素的投資策略（包括針對相同因素敞口的策略）的表現可能會有很大差異，且差異程度會超過真正的被動型策略。
- 基於因素的策略的回報差異受它們之間的幾項關鍵差異影響，包括不同的因素定義及投資組合構建方法。
- 因此，投資者應使用與主動管理型基金的調查流程類似的盡職調查流程仔細評估基於因素的策略。

被動型投資的狀況自第一批指數基金於二十世紀七十年代推出以來已經有了長足的進步，可為投資者提供低成本市場敞口及簡單透明的投資組合構建。基於因素（亦稱「智能」或「策略性」貝塔）的投資策略最近才作為市值加權指數基金的改進方案出現，具有針對主動型基金經理數十年來一直使用的已經廣泛研究的因素（如，價值、規模、勢頭、品質和低波動性）的定制權重。這些因素敞口在歷

史上已提供了超越大市的絕對回報或風險調整後回報，使基於因素的策略成為極具吸引力的投資組合元素（詳情請參閱2016年9月發佈的富達領導力系列文章「因素投資概覽」）。

因素投資市場已擴展至包含大量針對不同因素敞口及使用不同指數構建方法的非市值加權策略。即使針對相同因素的策略在相關指數構建方面通常也會不同，因此，它們的表現可能截然不同。尋求將基於因素的策略加入投資組合的投資者，應儘量避免將它們視為簡單的被動型工具。相反，他們需要以與通常用於主動管理型基金類似的盡職調查水平（並可能需要諮詢顧問意見）對這些策略進行評估。在本文中，我們將指出造成不同因素策略的回報差異的關鍵要素，概述投資者在評估這些策略時應考慮的幾項標準。

### 被動型投資的演變

早期的指數基金旨在追蹤市值加權指數（如，標普500或羅素1000）。後來，出現了不同風格範疇的指數（如，價值及成長指數），主動型投資組合經理就可以更精準地根據自己的特定投資風格或目標以不同的指數而非大市為衡量基準。國際及全球指數以及針對發達或新興市場的指數隨後出現，但它們仍然多為市值加權指數。

然而，大約10年前，出現了非市值加權的基於因素的策略。<sup>2</sup> 傳統指數供應商開始發佈具有代表特定因素敞口的定制權重的指數，這些指數成為可投資策略的基礎。主動型基金經理也開始推出專有指數，作為他們自身的基於因素策略的基礎。

正如我們已經討論的，個人與機構投資者數十年來一直採用因素敞口改善他們的投資組合。約25年前，量化導向基金經理開始推出主動管理型基於因素的基金，其中許多基金如今仍以這種方式管理。這些基金已充分多元化及系統化，注重投資組合構建，主要風險源自因素敞口而非個股選擇。

如今，市場中共有超過600隻基於因素的ETF（附表1），它們的多樣性幾乎與主動管理型基金一樣。這些基金的目標、因素定義、選擇、加權方法、範圍以及再平衡規則等特徵可能各不相同。因此，它們的表現狀況亦各有不同。

## 與真正被動型基金不同，基於因素的策略之間的差異可能極大

如附表2所示，更為傳統的市值加權ETF之間的回報差異極為有限。許多基金緊密追蹤相應的市值加權指數，因此，各種同類基金投資者的經驗非常相似。然而，基於因素的策略之間的回報差異可能相當大（甚至針對相同因素的策略也是如此）。因此，一種價值策略的表現可能與另一種價值策略的表現截然不同。

## 須考慮的關鍵評估標準

有多項要素導致針對相同因素的不同策略之間的回報差異，每一項都是投資者在評估策略時應考慮進行的謹慎盡職調查的關鍵點。

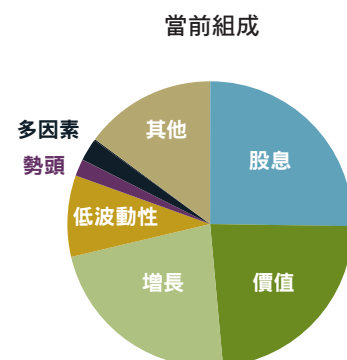
### 1) 策略的目標是什麼，針對什麼因素？

首先，投資者必須根據他們的投資目標確定他們計劃持有哪些因素敞口（或敞口組合）。不同因素在不同時間框架

附表1：基於因素的ETF市場的增長及其組成

基於因素的策略近年來大受歡迎，佔ETF總投資的很大一部分。

	1993	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2009	2011	2013	2015	2016*
ETF總數	1	2	19	30	104	123	207	608	763	1087	1,358	1,808	1,939
ETF AUM總額（10億美元）	\$0.3	\$1	\$6	\$29	\$74	\$152	\$302	\$611	\$783	\$1,058	\$1,695	\$2,135	\$2,383
基於因素的ETF數量	0	0	0	0	20	26	56	184	214	303	384	541	607
基於因素的ETF比例	0%	0%	0%	0%	19%	21%	27%	30%	28%	28%	28%	30%	31%



\*截至2016年7月。圖表僅包含位於美國的ETF。所示的當前組成類別為晨星的「策略性貝塔」分類，以在該類基金的資產管理總額（AUM）中所佔份額呈列。各類別（不包括多因素）僅包含單因素策略，這些是本文介紹的重點。「其他」包括較小的類別（以AUM衡量），如，規模、品質、多元資產、非傳統固定收益、非傳統商品及等權重。資料來源：Bloomberg Finance L.P.、晨星，截至2016年7月31日。

和市場環境中可能具有不同的表現（附表2）。投資者是否尋求改善長期回報、調整風險或實現其他期望的結果（如，收入）？他們是否尋求在投資組合中增持價值股、優質股或高息股？確定投資目標後，投資者可開始考慮哪些因素敞口能夠幫助他們實現這些目標。

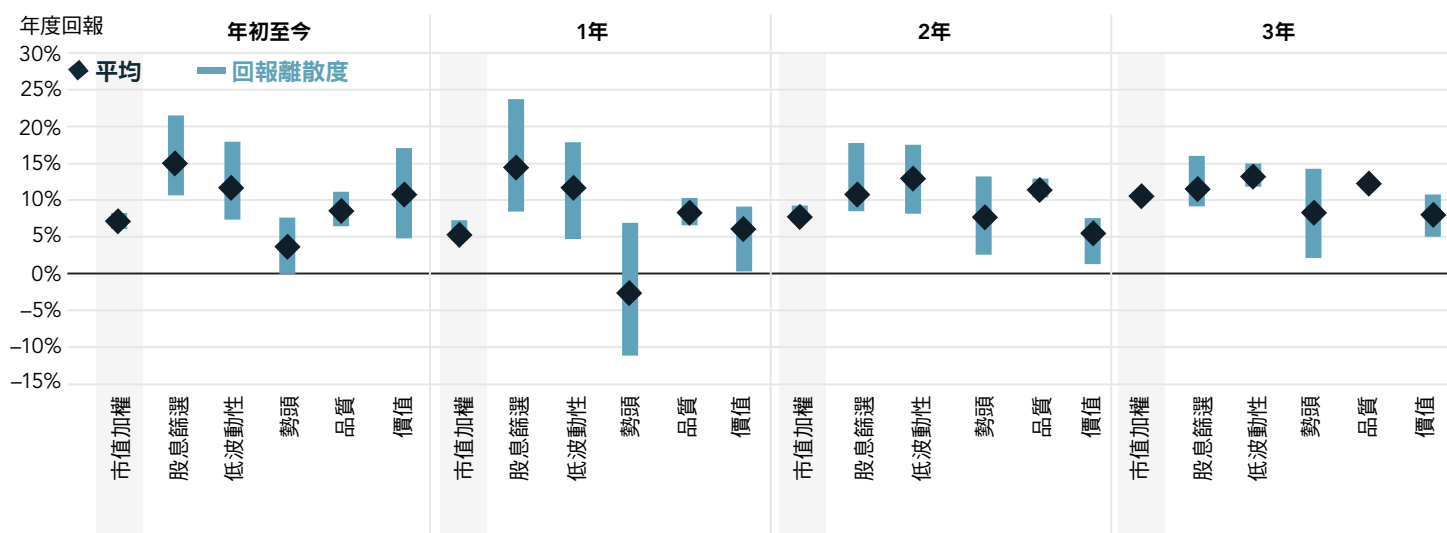
## 2) 指數供應商是誰？

要進行基於因素的投資，通常需要複雜的投資組合構建和決策。一些資產管理公司提供追蹤公司專有指數的基於因素的策略。越來越多的傳統指數供應商開始為基於因素的策略創建指數編制方法，從而進入原本專屬於資產管理公司的領域。

在主動管理型基金市場時，投資者通常會評估資產管理公司及投資組合管理團隊的穩定性、經驗及往績紀錄。投資者應就基於因素的策略考慮類似的投資組合管理標準，並應注意，在許多情況下，投資組合構建方法是由相關指數供應商設計的。因此，除評估指數供應商準確計算公司事件及複製細分市場（傳統被動型投資的典型標準）的能力和往績紀錄外，投資者及其顧問還應評估指數供應商在創建合理投資方法方面的專業知識。例如，他們的研究能力有多強（尤其是與因素敞口相關的研究能力）？具有強勁的往績紀錄、穩健的研究能力及豐富的因素分析經驗（以為其投資方案提供資訊）的資產管理公司提供的基於因素的策略可能對投資者更具吸引力。

附表2：市值加權策略與基於因素策略的表現比較

基於因素的策略的回報離散度遠比市值加權被動型基金的寬。



YTD：截至2016年7月31日的年初至今。該圖顯示了每一類的市值加權美國大盤股ETF和非市值加權單因素ETF的實際年化回報。因素類別反映了晨星的「策略性貝塔」分類。品質因素最常用於多因素策略，位於美國的單因素品質ETF極少。資料來源：Bloomberg Finance L.P.、晨星，截至2016年7月31日。

### 3) ETF/基金供應商是誰？

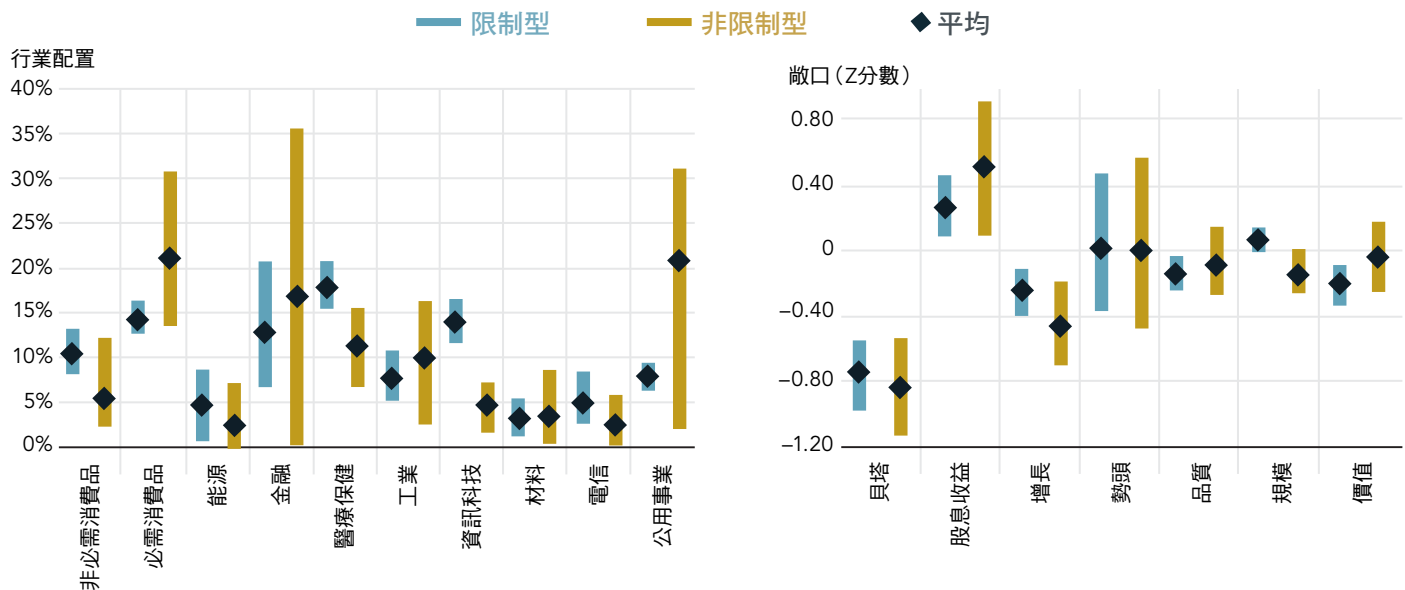
首先，必須評估ETF/基金供應商在緊密追蹤指數方面的往績紀錄。基於因素的策略需考慮的另一個關鍵因素是ETF供應商在對相關指數編制方法執行盡職調查方面的能力。例如，部分ETF供應商和他們的投資委員會可能僅關注基金的追蹤誤差（它對相關指數的追蹤有多緊密），並未評估相關指數編制方法本身的效能。ETF供應商必須瞭解並監控相關指數的投資利弊及其在捕捉相關敞口時的準確性，同時確保可緊密追蹤指數。（取決於可投資範圍，市場流動性和能力限制有時可能會出現問題。）同樣，投資者或顧問應負責評估ETF供應商和指數編制方法。

### 4) 如何界定因素敞口？

因素可以多種方式界定，並可採用許多指標捕捉投資組合中的因素敞口。例如，價值敞口可透過審查收益、銷售或現金流以判定股票是否廉價的方式實現。尋求提高他們的投資組合品質的投資者可考慮具有更高盈利能力、更穩定收入和現金流及並無過多槓桿的股票。低波動性股票可能具有透過應計收益較少及月度回報低波動性實現更穩定收入和收益的特徵。尋求收入的投資者可著眼於股票的股息收益、股息派付率以及公司增加股息的時間。不同策略之間的因素界定方式及用於捕獲敞口的指標可能截然不同。因素界定的這些區別會導致針對相同因素的不同策略之間出現明顯的表現差異（附表2）。

附表3：限制型與非限制型低波動性策略比較

不同策略的行業配置及其他附帶敞口可能差別極大。



數據反映出兩個大型（按AUM衡量）基於因素的低波動性策略於2011年11月30日至2016年7月31日期間的行業組成及Barra型敞口的平均值及範圍。Z分數：標準偏差（變化的衡量指標）高於或低於MSCI USA指數敞口的數量。貝塔：股票對大市變動的敏感度衡量指標。資料來源：MSCI、FactSet，截至2016年7月31日。

## 5) 投資組合的相關構建方法是什麼？

當投資者確定策略所針對的因素、因素如何界定以及使用哪些指標捕獲敞口後，必須審查策略的制定方法及投資流程。

### 須考慮的四個關鍵問題：

1) 策略是限制型還是非限制型？哪種方法更好並無定論，但投資者應瞭解它們之間的關鍵差別。非限制型因素策略尋求獲得特定因素的敞口，且不限制潛在的規模或行業側重或其他附帶敞口。支持非限制方法的人士聲稱，最大程度獲取目標因素敞口的最佳方式是撤銷對規模/行業選擇及其他附帶敞口的限制，因為它們只是針對特定因素制定策略的附帶影響。然而，限制型策略則盡量減少附帶敞口，希望將目標因素作為影響表現和市場相關風險的主要因素。投資者必須瞭解策略的構建方法，以便確定潛在的附帶敞口會如何影響其整個投資組合的總風險敞口。附表3顯示了兩個低波動性策略（一個為限制型，另一個為非限制型）之間的主要區別。例如，兩個策略之間對必需消費品、金融和公用事業行業的配置截然不同，對股息收益、增長、品質、規模及價值因素的意外敞口亦如是。因此，投資者或他們的顧問應研究如何構建基於因素的策略，以確定限制型策略和非限制型策略哪一個最適合他們的需求。若要瞭解關於如何在投資組合中採用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」。

2) 策略的投資流程是否合理？在許多情況下，基於因素的策略在營銷時可能會展示基於相關指數創建之前該指數歷史回溯試驗的過往業績。雖然回溯試驗有用，但引入交易成本及其他變量後，相關指數及追蹤它們的工具未來將如何發展依然是一個問題。即使過往的風險調整後業績極為強勁，投資者或其顧問仍應評估策略，以確定投資流程及理念是否穩健，能否在不同的市場環境中保持一致的表現。

3) 策略的再平衡頻率是否可提供足夠的時間應對市場週期？例如，在某個時段表現良好的公司（具有積極的勢頭）可能會在數月內失寵並呈現消極的勢頭。因此，勢頭策略可能適用較高的再平衡頻率。另一方面，優質公司一般能夠在較長時間保持穩定，因此，品質敞口通常更為穩定，品質策略適用較低的再平衡頻率。ETF供應商更傾向於以較低的頻率再平衡，以降低基金的持股周轉率。

4) 策略的指數範圍是什麼？為更好地瞭解基於因素的策略的相關持股，必須瞭解它是否僅包含大盤股還是包含整個大市的股票。策略之間的這些差別會影響整個投資組合的市值或規模敞口以及基金追蹤相關指數的能力。

### 多因素策略可能需要進一步的評估

因素回報一般具有週期性，但大部分的因素彼此並非高度相關，因此，以多個因素實現多元化有助於長線投資者改善其投資組合的風險調整後回報。因此，市場上的許多策略都針對多個因素，旨在實現更一致的長期表現。相較單因素策略，多因素策略可能需要更多盡職調查。不同因素之間的相互作用可能難以釐清，每個因素的敞口也會不斷變化，隨著策略的指數構建方法而經常改變。

（下接第7頁）

## 投資者如何選擇低波動性策略

以下假設示例詳細說明了尋求基於因素的低波動性策略的投資者或顧問如何根據本文所述的標準評估三個可選方案。（請注意，指數和ETF供應商的名稱已剔除；但是，如前所述，量化評估應作為盡職調查流程的一部分執行。）

- 投資者選擇低波動性策略，以降低投資組合的風險水平。
- 每個策略對低波動性的定義各不相同。例如，ETF A尋求在一系列指定限制條件下儘量降低投資組合的波動性；而ETF B和C則簡單地按各個證券的波動性水平對其進行排列，然後捕獲其中波動性較低的股票。ETF B著眼於價格回報的波動性，而ETF C則評估公司的財務報表，所依據的假設是強勁的財務報

表可提供更穩定、波動性更低的股票表現。這些截然不同的低波動性定義可能是造成三個ETF表現不同的主要原因。

- 這些策略在是否為限制型或非限制型方面亦有差異。ETF A為限制型基金，因此，任何行業側重或附帶敞口都可能受到限制，而ETF B和C是非限制型基金，可能具有較大的行業投資範圍及其他附帶敞口。
- 這些策略的再平衡頻率也有差別。ETF A每半年再平衡一次，而ETF B和C則每季度再平衡一次。
- 三個方案的指數範圍也有所不同。ETF A針對美國大盤股及中盤股市場，而ETF B和C則僅持有大盤股。

	ETF A	ETF B	ETF C
針對的因素	低波動性	低波動性	低波動性
因素定義	經過優化，以尋求在一系列指定限制條件下儘量降低投資組合的風險程度。	考慮標普500內的每隻股票，選擇價格回報波動性最低的股票。	基於資產負債表狀況（現金結餘、長期債務比率及股本回報率）選擇一組證券。
限制	證券、風格及行業相對於相關指數受限制	非限制型	非限制型
再平衡頻率	半年一次	每季一次	每季一次
範圍	美國股票：大盤股及中盤股	美國股票：大盤股	美國股票：大盤股
年初至今表現*	12.08%	11.52%	6.86%
1年表現	12.92%	13.56%	6.22%
3年表現	13.32%	11.90%	11.25%
5年表現	不適用	15.23%	13.45%

\*截至2016年7月31日。上述許多特徵一般可在基金的招股章程或相關指數供應商的網站找到，該等資源會對相關方法進行解釋。上述三個ETF代表市場上的實際基金。回報已年化。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。資料來源：ETF.com，截至2016年7月31日。

針對哪些因素、它們如何組合以及特定組合從投資的角度來看是否合理，會對多因素策略的結果產生重大影響。例如，若多因素策略針對彼此高度相關的兩個因素，它的表現將更像一個單因素策略。或者，如果策略針對具有強烈負相關性的因素，敞口可能彼此抵銷。在上述任何一種情況下，部分多元化效益都可能失效。因素敞口的組合方式是另一項需要考慮的要素，因為即使針對相同敞口的不同策略也會由於不同的因素加權方法而表現不同。

## 投資影響

隨著投資者不斷尋求以簡捷的方法有針對性地獲取因素敞口，因素投資市場在過去10年已呈現指數級增長。實力雄厚且具有合理構建方法和穩健投資流程的供應商提供的基於因素的策略可成為極具吸引力的投資組合要素。但是，並非所有基於因素的策略都具有同等效果，不同策略之間的回報差異可能極大。因此，投資者或其顧問必須以相當於針對主動管理型基金開展的盡職調查水平，對該等策略進行細緻評估。

## 作者

**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。

**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。

**Michael Boucher** | Strategic Advisers, Inc. 首席量化分析師

Michael Boucher是Strategic Advisers, Inc. (SAI)（註冊投資顧問，富達投資旗下公司）的首席量化分析師。他負責被動型投資的所有量化研究，包括深入分析、專用工具評級系統及投資組合構建方法。

**Andrew Wilson** | Strategic Advisers, Inc. 首席量化分析師

Andrew Wilson是Strategic Advisers, Inc. (SAI)（註冊投資顧問，富達投資旗下公司）的首席量化分析師。他負責另類投資的風險評估方法及量化支持。

富達思想領導力主管Christie Myers為本文提供編輯指導。



## 尾註

<sup>1</sup> 基於簡單的市值加權方法，公司的指數份額取決於該公司市值在指數市值中所佔的份額。

<sup>2</sup> 20世紀90年代末期，隨著晨星風格範疇的出現，出現了新的ETF。這些早期的風格ETF被納入晨星的「策略性貝塔」分類。而非市值加權、基因素的策略更為廣泛的出現是在大約10年前。

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，希望您作出任何財務決策之前諮詢您的律師、會計師或其他顧問。

**股市（尤其是外國市場）波動性較高，可能因發行方、政治、監管、市場或經濟發展狀況的利空而引起大幅下跌。外國證券受利率、匯率、經濟及政治風險影響。相較大型公司，小型的非知名公司的證券波動性可能更高。概不保證基於因素的投資策略會提高效益或降低風險。在投資前，請確保您瞭解基金的因素投資策略與傳統的指數產品有何不同。相較追蹤更傳統指數的產品，基金表現可能在較長時間內表現不佳（取決於市場狀況）。由於存在費用、開支及追蹤誤差，指數ETF的回報通常與其追蹤的指數回報不同。ETF可按其資產淨值(NAV)的溢價或折價交易。**

**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

MSCI USA指數是旨在衡量美國股市表現的市值加權指數。

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。

標普500 (S&P 500<sup>®</sup>)指數是由根據市場規模、流動性和產業集群選擇的500隻普通股組成的代表美國股票表現的市值加權指數。S&P 500是The McGraw-Hill Companies, Inc.的註冊商標，由Fidelity Distributors Corporation及其聯屬公司根據許可使用。

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<sup>®</sup> (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 & 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：762068.1.0 加拿大：58881-v2018813