

充分發揮因素的作用

實施基於因素的投資策略的三種方法

最初出版日期：2016年9月

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

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

- 對基於單個因素或組合因素的策略的策略性配置有助於投資者獲取因素的潛在長期效益，並應根據具體投資風格和目標而定。
- 透過隨時間更改因素敞口，投資者可表達他們基於週期預測或其他標準得出的投資觀點。
- 此外，基於因素的策略也是非常有用的投資組合構建工具和風險管理工具，能讓投資者管理其整個投資組合的整體敞口。

學術研究和歷史業績已證明，某些因素敞口可改善回報、降低風險並/或幫助投資者實現特定的投資結果。因此，投資者可考慮採用因素構建或改善其投資組合。但實施基於因素（或「智能」或「策略性」貝塔）的投資策略可能會被認為極具挑戰性，部分投資者可能不知道怎樣才能實現最佳結果。在本文中，我們將闡述採用基於因素的策略的三種方法：1)旨在提供策略性因素敞口；2)旨在提供可隨時間更改的週期性敞口；及3)作為投資組合構建及風險管理工具。

策略性敞口：捕獲因素的長期潛在效益

規模、價值、勢頭、品質、低波動性及股息收益等因素已被投資者廣泛採用，以尋求獲得超越大市的長期回報、降低風險或實現期望的投資結果（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」）。考慮到這些潛在的長期效益，對個別因素或因素組合進行策略性配置可能對投資者具有吸引力。

上述因素的長期超額回報均為正回報，意味著它們的長期表現超越大市（附表1）。以價值因素為例，自1986年以來，價值股每年超出大市表現（等權重羅素1000指數）

因素投資的三種方法

策略性敞口	對因素進行策略性配置可改善風險調整後回報。投資者可考慮配置單因素敞口或因素組合敞口，以利用其潛在的效益。
週期性敞口	由於因素回報隨時間變化，利用週期性框架調整因素敞口有助於投資者表達市場或投資觀點。
投資組合構建	投資者和顧問可利用基於因素的策略微調敞口，根據期望的投資目標和風險狀況優化投資組合。

附表1：因素的超額回報

這些關鍵因素曾在過往跑贏大市。

因素	平均超額回報
價值	3.36%
股息收益	2.46%
勢頭	1.57%
品質	1.39%
規模	0.82%
低波動性 ¹	0.49%

¹低波動性投資的主要目標是降低風險。但是，學術研究和歷史表現已證明，低波動性投資組合亦有可能跑贏大市。有關因素定義/方法，請參閱附錄。因素投資組合是等權重的行業中性組合，假設對股息進行再投資，不包括費用及其他實施成本。平均超額回報：1986年1月至2016年3月相對於等權重羅素1000指數的複合平均年度超額回報。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。

3.4%，顯示出令投資組合增值的潛在效益。但是，雖然價值股實現了長期超額回報，卻並非始終表現卓越（附表2）。例如，在2007–2008年金融危機期間，價值股的表現就落後於大市。其他因素也同樣有過表現不佳的階段，雖然從歷史

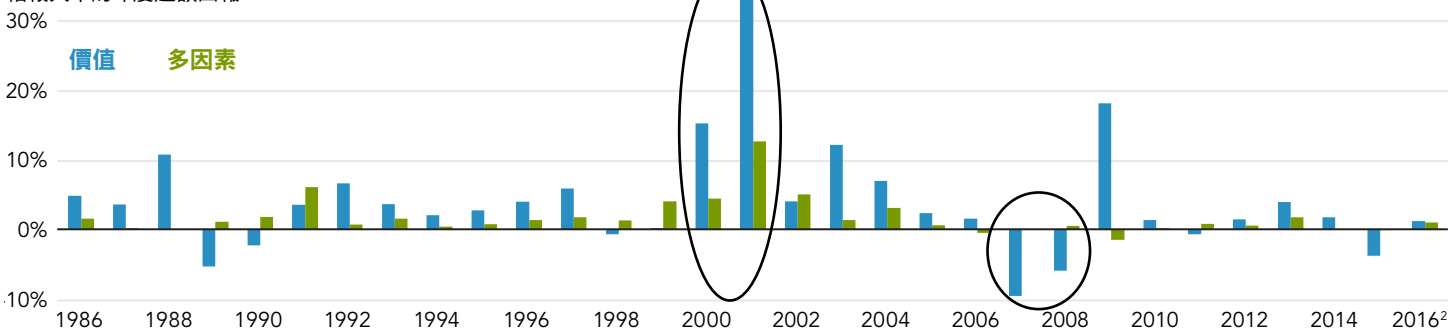
總體來看它們都產生了長期超額回報。好消息是，大部分因素一般不會彼此高度相關，從而能夠在不同時間實現回報。為降低單個因素週期性表現不佳的影響，投資者可考慮對多個因素進行策略性配置。

透過組合因素，投資者可受惠於不同的因素敞口及因素多元化，打造可在不同的市場環境中有更大機率表現卓越的投資組合。對於尋求長期投資於多個因素的投資者，直接、等權重的多因素策略可能是一個較好的起點。如附表2所示，當廉價股表現出色時（例如在2000年和2001年科技泡沫破裂之後），等權重多因素策略可能會落後於價值單因素策略，但可防止虧損，提供波動性較低的回報。這可隨時間改善風險調整後回報。雖然多因素投資組合的平均年度超額回報為1.7%，低於價值因素投資組合的3.4%，但其風險調整後回報指標（資訊比率）從0.6提高到1.2。

附表2：價值因素投資組合與等權重多因素投資組合的比較

透過配置多個因素實現多元化有助於投資者實現更穩定的長期表現。

相較大市的年度超額回報



²截至2016年3月。等權重多因素投資組合包含5個因素投資組合：規模、價值、勢頭、品質和低波動性。有關因素定義，請參閱附錄。超額回報：1986年1月至2016年3月相對於等權重羅素1000指數的複合平均年度超額回報。追蹤誤差：衡量表現相對於大市（在本例中為等權重羅素1000指數）的變化。資訊比率：衡量風險調整後回報（定義為超額回報除以追蹤誤差）。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。

附表3：歷史因素回報

雖然這些因素長期表現卓越，但每個因素都曾經在短期內表現不佳。

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
股息收益	3%	2%	-1%	-6%	2%	9%	19%	10%	7%	-1%	2%	-3%	-1%	1%	4%	8%	2%	0%	-1%	-2%
低波動性	1%	1%	0%	-3%	-1%	3%	10%	4%	2%	-5%	0%	-2%	5%	-3%	-4%	-9%	0%	1%	-1%	2%
勢頭	-1%	1%	5%	11%	8%	1%	0%	1%	4%	2%	0%	4%	3%	-3%	-6%	-9%	2%	3%	2%	3%
品質	1%	3%	3%	5%	7%	6%	5%	1%	1%	0%	2%	3%	2%	0%	-3%	-1%	0%	0%	-1%	-1%
規模	0%	-3%	-4%	-4%	-4%	6%	3%	9%	3%	5%	0%	-3%	-5%	5%	9%	13%	0%	0%	1%	-3%
價值	3%	4%	3%	2%	5%	16%	16%	16%	7%	7%	4%	-2%	-5%	-3%	0%	5%	1%	1%	2%	0%
等權重	1%	1%	1%	2%	3%	7%	7%	7%	4%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	0%

等權重：6個因素的組合。有關因素定義，請參閱附錄。三年滾動年化超額回報四捨五入至最近的百分比。資料來源：FactSet，截至2015年12月31日。

要決定因素配置的最佳方式以及考慮的因素組合，取決於投資者的相關投資理念及目標，包括風險承受能力、時間範圍以及期望的投資結果（如，資本增值、保本、收入等）。除簡單的等權重方法外，投資者還可考慮經優化的其他因素組合及權重，以體現其投資風格和長期展望。例如，部分投資者傾向於投資優質低價股，這可透過配置品質及價值因素敞口實現。另外一些投資者則可能更多地奉行“以合理價格買入成長股”的投資理念，這種理念在一定程度上可透過勢頭和價值因素實現。此外，基於對未來的展望（例如嬰兒潮一代即將退休的人口結構趨勢），投資者可能想要投資於高息股，此類股票可能會受益於希望從投資中獲取收入的退休人口的增長。

週期性敞口：表達投資觀點

正如我們所討論的，每個因素都受到不同市場動態的影響，因而在不同的市場及經濟環境中往往有不同的表現。雖然若干因素都曾實現長期超額回報，但並沒有任何一個因素能夠始終表現卓越，每個因素都有表現卓越及表現不佳的週期（附表3）。因此，透過隨時間調整對基於因素的策略的配置，投資者將能表達對於市場或投資的觀點。當然，

就像市場擇時一樣，要確保總是恰當選擇因素時機可能極具挑戰性，一些投資者可能更願意持續投資於多元化的組合因素，從而消除這種複雜性。但是，也有人認為隨時間基於若干考慮因素（如，處於經濟週期中的哪個階段）調整敞口可能有助於改善回報。

對自1986年以來的經濟週期的歷史分析顯示，當整體經濟從經濟週期中的一個階段過渡至另一個階段時，因素的相對表現往往也隨之改變（附表4）。每個週期並不相同（30

附表4：因素與經濟週期

基於因素在過往週期的表現調整投資組合的因素敞口，可改善回報。

	早期	中期	後期	衰退
價值	++	++		
股息收益	++			++
規模	+	+		
勢頭		++	+	
品質			+	+
低波動性	--	-		++

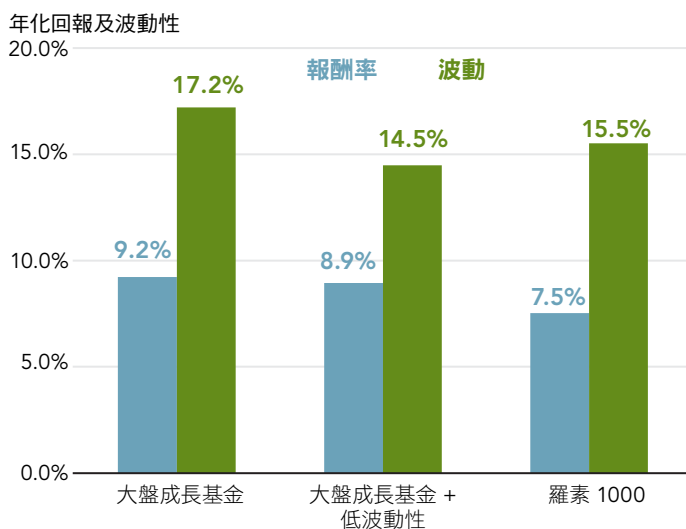
上方的非陰影（白色）部分表示並無跑贏大市或落後於大市的明顯規律。雙+/-符號表示該因素的全部三個指標（全階段平均表現、月度差異中值以及週期命中率）均呈現一致的信號。單+/-符號表示具有混合或不一致的信號。分析基於因素在1986年以來的經濟週期中的歷史表現。在未來經濟週期中，因素的表現規律可能會變化。資料來源：富達投資（資產配置研究團隊）。

年是相對較短的歷史時段)但當投資者考慮對在他們認為將要出現的經濟週期階段有出色歷史表現的因素增加投資時,這些規律也許會為他們提供一些線索。例如,價值策略在週期的初期及中期階段總是表現卓越,隨著經濟增長回歸正增長,廉價或落後股大多呈現出色表現。在中期階段,整個市場的動態更傾向於保持趨勢,勢頭投資策略的歷史表現優於大市。當經濟在後期階段達到峰值及在衰退階段收縮時,優質股、低波動性股和高息股(所有這些股票均為防禦性質)傾向於跑贏大市。

精確地確定經濟週期的轉折時間點可能並無必要。投資者只需考慮未來幾年的經濟狀況可能處於什麼階段,並瞭解哪些因素在歷史上該階段曾表現卓越或表現不佳,就已經足夠了。若要瞭解關於經濟週期能夠如何影響投資表現的

附表5：添加低波動性

基於因素的策略可與主動型基金互補,抵銷風險敞口,改善風險調整後回報。



大盤成長基金以晨星大盤成長類基金中10年表現按回報波動性衡量位於前五分之一的基金的中值基金為代表。大盤成長基金+低波動性是該主動型大盤成長基金和低波動性因素投資組合的等權重投資組合。2006年7月至2016年6月的年化回報。波動性以標準偏差(回報變化的衡量指標)表示。標準偏差較低的投資組合所顯示的波動性較低。有關低波動性投資組合的詳細資訊,請參閱附錄。過往業績並非未來業績的保證。資料來源:晨星、MSCI、FactSet,截至2016年6月30日。

更詳細資訊,請參閱2014年9月發佈的富達領導力系列文章「資產配置的經濟週期方法」。

在確定何時增持或減持特定因素時,投資者亦可考慮其他標準或變量。例如因素的估值、因素最近的回報勢頭以及因素本身的離散狀況(例如,研究最低值到最高值之間的估值幅度有多寬)。

投資組合構建：微調風險敞口

投資者和顧問通常希望瞭解因素在投資組合中的權重狀況,以更好地管理潛在的回報及風險源。基於因素的策略可提供微調該等敞口、降低若干風險或調整投資組合特徵所需的工具。

例如,投資者可能會由於基金經理的選股技能而選擇持有一隻互惠基金。但是,該基金經理可能具有該投資者希望抵銷的特定投資偏好。附表5顯示了如何能夠透過增加低波動性敞口,與跑贏大市但具有高意外波動性敞口的大盤成長基金形成互補,從而改善風險調整後回報。雖然低波動性策略的表現可能會受到經濟週期的影響(如上文所示),利率變化可能也會對低波動性板塊造成影響,但該組合應能平衡高波動性敞口並降低投資組合的整體風險。請注意,該組合型投資組合可產生與基金類似的回報,但波動性遠低於基金本身;其回報高於基準,且波動性低於基準。以這種方式實施基於因素的策略可降低投資組合的風險水平,同時能夠充分利用主動型基金經理的有效選股及歷史性卓越表現。

此外，多元化投資組合的總風險敞口並不必然反映投資者期望的定位、當前的投資觀點或預期的風險狀況。在這種情況下，可使用基於因素的策略來抵銷因素權重過高或不足，降低意外風險，更好地控制多基金投資組合的潛在風險及回報源。

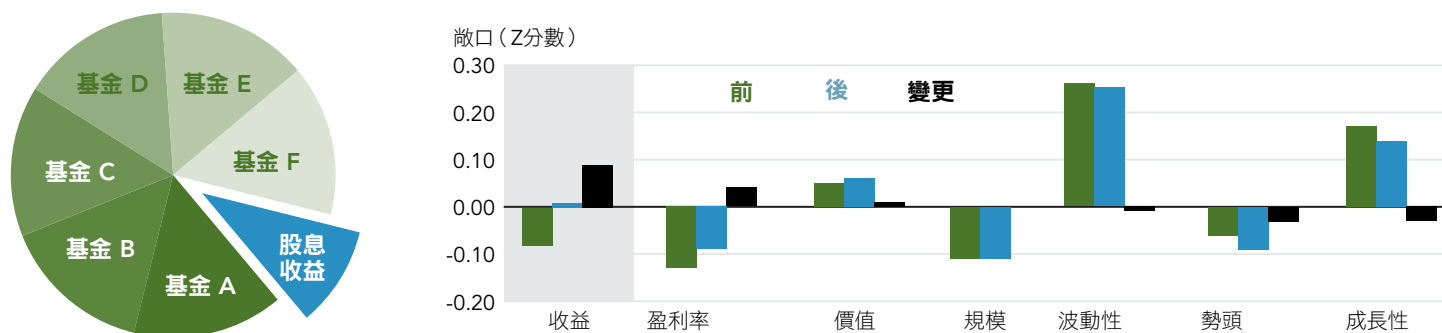
例如，附表6顯示了一個多基金投資組合的幾種不同因素敞口。該投資組合包含六個主動型基金，偶爾會產生遜於大市的收益敞口。對於尋求更多收入或旨在根據相關基準調整投資組合敞口的投資者，增加股息收益因素策略可能是很好的選擇。以股息策略補充該基金組合可中和風險敞口，增加投資組合的整體股息收益，使它更符合投資者的目標。

投資影響

投資者可採用多種方式將基於因素的策略整合到他們的投資組合中，作為增加回報、降低風險或實現期望的投資結果的工具。投資者可選擇對符合他們特定投資目標的單個因素或因素組合進行策略配置。投資者亦可根據其對經濟週期的看法或他們認為對因素擇時有用的其他信息，隨時間更改基於因素的策略配置。最後，投資者還可採用風險管理方法微調投資組合的總敞口。雖然每種方法的適用性取決於每位投資者的總體目標、投資理念以及期望的結果，但基於因素的策略可作為改善投資流程的有用工具。（有關在對這些策略執行盡職調查時須考慮的標準，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資策略」。）

附表6：將股息收益加入多基金投資組合

透過將基於因素的策略加入基金投資組合，投資者可管理總風險敞口。



數據顯示Barra風格敞口（基於常用於分析投資組合定位的風險模型）。假設投資組合持有6隻主動型股票互惠基金。有關股息收益因素的定義，請參閱附錄。Z分數：標準偏差（變化的衡量指標）高於或低於等權重羅素1000敞口的數量。過往業績並非未來業績的保證。資料來源：晨星、FactSet，截至2016年8月16日。

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。在該職位上，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。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。

資產配置高級分析師Austin Litvak亦對本文作出貢獻。富達思想領導力主管Christie Myers提供編輯指導。

附錄

所示的所有因素投資組合回報均為等權重的行業中性投資組合回報，假設對股息進行再投資，不包括費用及其他實施成本。**規模**（小盤）回報為羅素1000指數中的等權重後五分之一股票（按市值衡量）的年度回報。所示**價值**綜合回報為羅素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的年度回報。**勢頭**回報為羅素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。**質素**回報為羅素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。股本回報率是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。**低波動性**回報為羅素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。標準偏差是回報離散度的衡量指標。標準偏差較低的投資組合的回報波動性較低。**股息收益**回報為羅素1000指數中的等權重前五分之一股票（按股息收益率衡量）的年度回報。

定義

貝塔：一種衡量風險的指標，顯示一隻證券在歷史上對證券市場波動的回應程度。

智能貝塔：典型市值加權基準投資的替代投資方法。概不保證智能貝塔或基於因素的投資策略會提高效率或降低風險。

其他重要資訊

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。

過往業績並非未來業績的保證。要作出準確的股息增長預測存在內在的困難，概不保證該等預測的結果。

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。多元化並不能保證盈利或杜絕風險。

投資涉及風險，包括虧損風險。

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。價值股的表現可能與其他類型股票截然不同，可能會在較長時間內持續被市場估值偏低。概不保證基於因素的投資策略會提高效率或降低風險。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。相較追蹤市值加權指數的產品，基金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。

不可能直接投資指數。所有指數均非管理型指數。

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。

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。

