

风险调整后的 SPIVA 记分卡：通过风险视角评估主动投资经理人的绩效



Aye Soe
董事总经理
全球研究与设计

本文最初于 2018 年 7 月 9 日在 Indexology® 博客上发布。

通过一个风险视角评估主动投资经理人的绩效，这一理论根植于现代投资组合理论(MPT)，该理论认为，回报预期必须伴随着风险——即围绕预期回报的变化(或波动)。MPT 假设更高的风险应该得到更高的回报。机构投资者往往对风险调整后的回报感兴趣。除了负责管理资产的基金经理的业绩之外，机构投资者还关注基金经理为实现这些回报而承担的风险。

考虑到这一点，我们开创了第一个风险调整后的 SPIVA 记分卡，该记分卡旨在确定主动管理型基金是否能够在长期投资期内产生高于相应基准的风险调整回报率。

在我们的分析中，我们使用了一个给定时期的月回报的标准偏差来定义和度量风险。每个月的标准差是乘以 12 的平方根。风险/回报比率关注的是风险与回报之间的关系和权衡。在其他条件相同的情况下，优先选择具有较高比率的基金，因为它可以为每单位风险提供更高的回报。为了使我们的对比更相关，我们还通过其波动性调整了我们分析中使用的基准回报。

考虑到这些指数不会产生成本，我们还会通过将费用比率加回费用净收益来提供费用总额。通过这种方式，其他所有因素都是相同的，管理者承担的更高风险应该通过更高的回报来补偿。

图 1 和图 2 显示了国内和国际管理人员在基准测试中表现优异的百分比，使用风险调整后的费用总额和费用基础超过 5 年、10 年和 15 年的投资期限。我们注意到，大额资产基金（超过 10 年）和房地产基金（超过 5 年和 15 年）在使用风险调整后的费用总额时，表现优于它们各自的基准，表明了这些基金的费用在这些类别中发挥了重要作用。

Exhibit 1: Percentage of U.S Equity Funds Outperformed by Benchmarks – Risk-Adjusted Returns

FUND CATEGORY	COMPARISON INDEX	NET OF FEES (%)			GROSS OF FEES (%)		
		5-YEAR	10-YEAR	15-YEAR	5-YEAR	10-YEAR	15-YEAR
All Domestic Funds	S&P Composite 1500®	97.30	92.98	94.97	91.78	81.55	84.20
All Large-Cap Funds	S&P 500®	96.76	90.66	95.03	88.34	75.08	83.52
All Mid-Cap Funds	S&P MidCap 400®	83.91	93.50	92.22	72.99	82.38	81.27
All Small-Cap Funds	S&P SmallCap 600®	89.10	93.46	92.71	77.44	78.94	75.13
All Multi-Cap Funds	S&P Composite 1500	97.01	91.58	94.03	91.04	82.11	83.62
Large-Cap Growth Funds	S&P 500 Growth	97.53	99.47	99.53	92.93	94.18	92.56
Large-Cap Core Funds	S&P 500	95.77	96.33	96.67	85.63	78.44	86.67
Large-Cap Value Funds	S&P 500 Value	85.07	64.53	77.78	71.88	48.77	62.96
Mid-Cap Growth Funds	S&P MidCap 400 Growth	85.53	97.11	95.32	77.99	90.17	87.13
Mid-Cap Core Funds	S&P MidCap 400	84.68	91.35	94.19	72.58	83.65	80.23
Mid-Cap Value Funds	S&P MidCap 400 Value	66.15	83.70	83.33	52.31	67.39	65.56
Small-Cap Growth Funds	S&P SmallCap 600 Growth	87.18	95.56	97.47	80.00	87.78	89.87
Small-Cap Core Funds	S&P SmallCap 600	92.51	92.92	93.79	77.97	78.77	76.55
Small-Cap Value Funds	S&P SmallCap 600 Value	84.55	84.54	72.63	73.64	62.89	57.89
Real Estate Funds	S&P United States REIT	56.58	80.41	71.70	28.95	63.92	43.40

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2017. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes.

同样，在国际股票方面，我们发现，这些费用对国际和国内的小型基金的表现有着显著的影响。例如，在风险调整后的绩效分析中，当使用总费用回报时，这两类基金在 5 年和 10 年期间的表现优于基准。当使用费用净收益时，所有类别的管理人员都表现不及基准。

Exhibit 2: Percentage of International Equity Funds Outperformed by Benchmarks – Risk-Adjusted Returns

FUND CATEGORY	COMPARISON INDEX	NET OF FEES (%)			GROSS OF FEES (%)		
		5-YEAR	10-YEAR	15-YEAR	5-YEAR	10-YEAR	15-YEAR
Global Funds	S&P Global 1200	89.14	79.28	88.66	72.57	59.46	72.16
International Funds	S&P 700	67.05	79.77	90.44	42.64	59.92	76.89
International Small-Cap Funds	S&P Developed Ex-U.S. SmallCap	65.52	66.67	78.13	41.38	41.18	65.63
Emerging Markets Funds	S&P/IFCI Composite	75.44	85.14	89.66	58.48	60.81	70.69

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2017. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes.

通过风险视角评估主动投资管理者的绩效是投资决策过程中不可或缺的一部分。然而，正如我们的研究所强调的，在风险调整的基础上，几乎所有类别的主动管理的国内和国际股票基金的表现都没有超过基准。当使用了总费用回报时，某些类别的数字有所改善。因此，我们没有看到证据表明主动管理的基金比被动指数更好地管理风险。

如欲阅读更多博客文章，请浏览我们的英文网站 www.indexologyblog.com，或订阅 **Indexology®** 以获取最新发布的文章。

一般免责声明

版权©2018，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、复制或 / 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、标普或其各自附属公司（统称「标普道琼斯指数」）在未获所需牌照的司法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。

标普道琼斯指数把各分支机构与业务单位的若干活动相互隔离，以保持其各自活动的独立性和客观性。因此，标普道琼斯指数的部分业务单位可能拥有其他业务单位缺乏的信息。标普道琼斯指数已制订政策及流程，确保在每次分析过程中获取的非公开信息维持保密。

此外，标普道琼斯指数向或就众多机构（包括证券发行人、投资顾问、经纪商、投资银行、其他金融机构及金融中介机构）提供广泛服务，并向上述机构收取相应费用或其他经济利益，包括标普道琼斯指数推荐、评级、纳入模型组合、评估或以其他方式处理其证券或服务的机构。