

撰稿人

Aye M. Soe (特许金融分析师)

全球研究与设计

董事总经理

aye.soe@spglobal.com

Ryan Poirier (金融风险经理)

index_services@spglobal.com

风险调整后 SPIVA® 记分卡：通过 风险视角评估主动管理人的表现

执行摘要

- 现代投资组合理论指出，对回报的预期必须考虑风险或预期回报的变化。该理论假设风险越高通常回报越高。
- 除基金的相对表现外，市场参与者也关注取得回报所需承担的风险。这促使我们研究主动管理型基金的风险调整后表现。
- 被动投资观点往往认为，与主动管理不同，指数并无风险管理。因此，我们的研究旨在了解主动管理型基金能否产生较基准更高的风险调整后回报。
- 我们使用特定期间月回报的标准偏差来界定及计量风险。在计算风险时，我们采用扣除费用之后及之前的回报率。我们的目标是确定风险或费用是否影响管理人相对于基准的表现。
- 我们使用回报风险比率评估管理人的风险调整后表现。为使我们的比较更贴切，我们还按波动率调整了分析中使用的基准回报率。
- 我们的分析显示，若以扣费后回报率计，大多数主动管理型国内及国际股票基金的风险调整后表现均跑输基准。然而，若以扣费前回报率计，若干类别基金管理人的表现跑赢基准。
- 在固定收益方面，我们发现，若以扣费前回报率计，主动管理型债券基金的表现跑赢基准。结果显示，费用对主动型债券基金的表现产生负面影响。

绪言

由 Harry Markowitz（1952 年）、Jack Treynor（1962 年）、William Sharpe（1964 年）及 John Lintner（1965 年）提出的现代投资组合理论指出，对回报的预期必须考虑风险——预期回报的变动（或波动）。该理论假设风险越高通常回报越高。

我们将相同原则用于评估主动管理人的表现。自 2002 年推出以来，SPIVA 记分卡已研究不同地区主动管理型股票及固定收益基金相对其各自基准的表现。除基金的相对表现外，市场参与者也关注取得回报所需承担的风险。这促使我们研究主动管理型基金的风险调整后表现。

此外，被动投资观点往往认为，与主动管理不同，指数并无风险管理。标普道琼斯指数此前的研究显示，主动型基金的风险通常高于可比基准，且基金的相对波动往往具有持久性（Edwards 等人，2016 年）。

因此，我们的研究旨在确定主动管理型基金能否于长投资周期内产生较基准更高的风险调整后回报。

与涉及风险调整后表现的分析一样，界定风险及风险计量方式十分重要。在分析中，我们采用特定期间月回报的标准偏差来界定及计量风险。月标准差乘以 12 的平方根得出年化数据。¹

风险回报率考量风险与回报之间的关系及平衡。在其他条件相同的情况下，首选风险回报率高的基金，因为此类基金每风险单位的回报率更高。为使我们的比较更贴切，我们还按波动率调整了分析中使用的基准回报率。

我们承认，市场参与者可能会使用其他风险计量指标，例如下行方差或索提诺比率，该等指标也许更切合不同的风险观点。该等比率适用于具有正偏态或负偏态回报的策略，例如期权型策略或商品交易顾问（CTA）策略（Rollinger 及 Hoffman，2013 年）。由于我们的研究范围由做多型 40 法案共同基金组成，为能简单而详尽地说明，我们选择夏普比率来代表风险调整后回报。

基准的选择及适当性对评估风险调整后表现至关重要。SPIVA 美国记分卡确保分析中所采用的基准乃视管理人的投资风格而定。例如，价值型大型股基金与标普 500®价值指数而非标普 500 指数进行比较。因此，我们相信，我们研究中使用的基准反映了管理人投资的风险状况及特征。

¹ 可以数学公式 $\sigma_A = \sqrt{12} * \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}$ 表示，其中

σ_A = 年化标准差
 n = 月数
 R_i = 基金于月份 i 的回报率
 \bar{R} = 基金的平均月回报率

通过该分析，我们就可以观察就风险及费用作出调整后，管理人的平均表现能否跑赢其基准。鉴于指数不产生成本，我们也将费用比率加回扣费后回报来呈列扣费前表现。就此看来，在其他条件相同的情况下，管理人承担的风险越高，回报应越高。

数据

我们研究所使用的相关数据来自芝加哥大学证券价格研究中心（CRSP）的无幸存者偏差美国共同基金数据库（Survivorship-Bias-Free US Mutual Fund Database），与标题 SPIVA 美国记分卡使用的数据来源相同。我们的研究范围仅涵盖主动管理型美国国内股票、国际股票及固定收益基金。指数基金、行业基金及指数型动态（杠杆或反向）基金不在取样范围内。为避免重复计算多个股份类别，我们仅采用每只基金上一期回报最高的股份类别。

分析

报告 1-3 显示，按 5 年、10 年及 15 年投资周期的扣费前后表现数据计，风险调整后表现逊于基准的主动管理型国内股票、国际股票及固定收益基金所占百分比。

结果显示，在所有类别中，主动管理型国内股票基金于中、长投资周期内的表现平均跑输其各自的基准。我们注意到，若以扣费前经风险调整后回报率计，价值型大型股基金（10 年）及房地产基金（5 年及 15 年）的表现均跑赢其各自的基准，表明费用在该等类别中发挥主要作用。

同样，在国际股票市场，我们发现费用明显拖累国际基金及国际小型股基金的表现。例如，若在风险调整后表现分析的过程中采用扣费前回报，该两类基金的 5 年及 10 年期表现跑赢基准。若采用扣费后回报率计，所有类别的大多数管理人的表现均跑输基准。

我们在固定收益类别中也发现类似结果。若采用扣费后回报率计，除投资级做多型基金及杠杆贷款基金外，大多数主动管理型固定收益基金所有三个投资周期的风险调整后表现均跑输基准。然而，若采用扣费前回报率计，大多数固定收益基金均跑赢基准。费用拖累固定收益基金的表现已在许多研究中得到印证（Poirier 等人，2017 年；Dobrescu 及 Motola，2018 年）。

结论

通过风险视角评估主动管理人的表现是投资决策过程中不可或缺的一部分。除基金的相对表现外，市场参与者也从经济角度关注基金能否产生可补偿所承担风险的足够回报。然而，正如我们的研究所示，几乎所有类别的主动管理型国内及国际股票基金的风险调整后表现均未跑赢基准。若采用扣费前回报率计，部分类别基金的表现数字有所改善。同样，在固定收益方面，费用而非风险是拖累表现的最主要因素。因此，并无证据表明主动管理型基金的风险管理优于被动指数。

报告

报告 1：风险调整后回报—表现逊于基准的美国股票基金所占百分比

基金类别	比较指数	扣费后(%)			扣费前(%)		
		5年	10年	15年	5年	10年	15年
所有国内基金	标普综合 1500	97.30	92.98	94.97	91.78	81.55	84.20
所有大型股基金	标普 500	96.76	90.66	95.03	88.34	75.08	83.52
所有中型股基金	标普中型股 400	83.91	93.50	92.22	72.99	82.38	81.27
所有小型股基金	标普小型股 600	89.10	93.46	92.71	77.44	78.94	75.13
所有混合市值基金	标普综合 1500	97.01	91.58	94.03	91.04	82.11	83.62
成长型大型股基金	标普 500 增长	97.53	99.47	99.53	92.93	94.18	92.56
大型股核心基金	标普 500	95.77	96.33	96.67	85.63	78.44	86.67
价值型大型股基金	标普 500 价值	85.07	64.53	77.78	71.88	48.77	62.96
成长型中型股基金	标普中型股 400 增长	85.53	97.11	95.32	77.99	90.17	87.13
中型股核心基金	标普中型股 400	84.68	91.35	94.19	72.58	83.65	80.23
价值型中型股基金	标普中型股 400 价值	66.15	83.70	83.33	52.31	67.39	65.56
成长型小型股基金	标普小型股 600 增长	87.18	95.56	97.47	80.00	87.78	89.87
小型股核心基金	标普小型股 600	92.51	92.92	93.79	77.97	78.77	76.55
价值型小型股基金	标普小型股 600 价值	84.55	84.54	72.63	73.64	62.89	57.89
成长型混合市值基金	标普综合 1500 增长	97.87	100.00	97.24	93.62	94.12	91.03
混合市值核心基金	标普综合 1500	97.77	90.14	92.86	94.59	81.34	83.67
价值型混合市值基金	标普综合 1500 价值	84.16	78.95	82.58	70.30	69.17	70.79
房地产基金	标普美国 REIT	56.58	80.41	71.70	28.95	63.92	43.40

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、证券价格研究中心（CRSP）。数据截至 2017 年 12 月 31 日。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅作说明用途。

报告 2：风险调整后回报—表现逊于基准的国际股票基金所占百分比

基金类别	比较指数	扣费后(%)			扣费前(%)		
		5年	10年	15年	5年	10年	15年
全球基金	标普全球 1200	89.14	79.28	88.66	72.57	59.46	72.16
国际基金	标普 700	67.05	79.77	90.44	42.64	59.92	76.89
国际小型股基金	标普成熟市场（美国除外）小型股	65.52	66.67	78.13	41.38	41.18	65.63
新兴市场基金	标普/国际金融公司综合	75.44	85.14	89.66	58.48	60.81	70.69

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司、证券价格研究中心（CRSP）。数据截至 2017 年 12 月 31 日。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅作说明用途。

报告 3：风险调整后回报—表现逊于基准的固定收益基金所占百分比

基金类别	比较指数	扣费后(%)			扣费前(%)		
		5年	10年	15年	5年	10年	15年
做多型政府债券基金	巴克莱美国政府债券（长仓）	50.85	50.00	62.00	33.90	45.24	58.00
中介政府债券基金	巴克莱美国政府债券（中介）	84.00	70.73	85.71	36.00	48.78	65.08
做空型政府债券基金	巴克莱美国政府债券（1-3年）	89.66	85.29	91.18	41.38	55.88	76.47
做多型投资级债券基金	巴克莱美国政府/信贷（长仓）	20.00	52.87	62.88	13.64	41.38	59.85
中介投资级债券基金	巴克莱美国政府/信贷（中介）	50.39	73.40	86.47	27.17	51.06	61.18
做空型投资级债券基金	巴克莱美国政府/信贷（1-3年）	66.67	95.31	97.78	18.33	70.31	82.22
高收益基金	巴克莱美国企业高收益	70.62	83.74	86.73	47.42	55.28	61.06
抵押担保证券基金	巴克莱美国证券化综合抵押担保证券	75.86	90.70	95.92	48.28	46.51	59.18
全球收益基金	巴克莱全球综合	54.31	70.83	72.22	42.24	54.17	55.56
新兴市场债券基金	巴克莱新兴市场	94.29	84.21	86.67	82.86	57.89	40.00
一般市政债券基金	标普全美低税负豁免市政债券	56.25	73.42	83.78	16.25	45.57	61.26
加州市政债券基金	标普加州低税负豁免市政债券	74.29	89.74	88.89	8.57	41.03	46.67
纽约市政债券基金	标普纽约低税负豁免市政债券	96.67	91.18	97.37	26.67	47.06	63.16
参与放贷基金	标普/LSTA 美国杠杆贷款 100	27.78	76.47	-	11.11	29.41	-

数据源：标普道琼斯指数有限责任公司、证券价格研究中心（CRSP）。数据截至 2017 年 12 月 31 日。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅作说明用途。

参考资料

Dobrescu, M.及 Mötölä, M. (2018 年 5 月)。Morningstar Manager Research 《寻找扣费后能跑赢基准的债券基金》 ([Finding Bond Funds That Can Beat Their Benchmarks After Fees](#))。

Edwards, T.、Lazzara, C.及 Ramotti, L. (2016 年 8 月)。标普道琼斯指数《主动管理的波动性》 ([The Volatility of Active Management](#))。

Lintner, J. 1965 年。《经济与统计评论》 (Review of Economics and Statistics) 第 47 卷第 1 期第 13–37 页《风险资产估值与股票投资组合风险投资的选择及资本预算》 (The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets)。

Markowitz, H. 1952 年。《金融杂志》 (The Journal of Finance) 第 7 卷第 1 期第 77–91 页《投资组合选择》 (Portfolio Selection)。

Poirier, R.、Soe, A.及 Xie, H. (2017 年 8 月)。标普道琼斯指数《SPIVA 机构记分卡：费用对主动与被动之争的影响有多大？2016 年底》 ([SPIVA Institutional Scorecard: How Much Do Fees Affect the Active vs Passive Debate? Year End 2016](#))。

Rollinger, T.及 Hoffman, S. (2013 年 2 月)。《索提诺比率：更有效的风险计量指标》 ([Sortino ratio: A better measure of risk](#))。

Sharpe, W. 1964 年。《金融杂志》 (The Journal of Finance) 第 19 卷第 3 期第 425–442 页《资本资产价格：风险条件下的市场均衡理论》 (Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk)。

Treynor, J. 1962 年。《关于风险资产市场价值的理论》 (Toward a Theory of Market Value of Risk Assets) 工作报告。

标普道琼斯指数研究撰稿人		
Charles Mounts	全球总监	charles.mounts@spglobal.com
Jake Vukelic	业务经理	jake.vukelic@spglobal.com
全球研究与设计		
美洲		
Aye M. Soe (特许金融分析师)	美洲总监	aye.soe@spglobal.com
Phillip Brzenk (特许金融分析师)	董事	phillip.brzenk@spglobal.com
Smita Chirputkar	董事	smita.chirputkar@spglobal.com
Rachel Du	高级分析师	rachel.du@spglobal.com
Bill Hao	董事	wenli.hao@spglobal.com
Qing Li	董事	qing.li@spglobal.com
Berlinda Liu (特许金融分析师)	董事	berlinda.liu@spglobal.com
Maria Sanchez	助理董事	maria.sanchez@spglobal.com
Kelly Tang (特许金融分析师)	董事	kelly.tang@spglobal.com
Hong Xie (特许金融分析师)	董事	hong.xie@spglobal.com
亚太地区		
Priscilla Luk	亚太地区总监	priscilla.luk@spglobal.com
Utkarsh Agrawal (特许金融分析师)	助理董事	utkarsh.agrawal@spglobal.com
Liyu Zeng (特许金融分析师)	董事	liyu.zeng@spglobal.com
Akash Jain	助理董事	akash.jain@spglobal.com
欧洲、中东和非洲		
Sunjiv Mainie (特许金融分析师、获数量金融工程认证)	欧洲、中东和非洲总监	sunjiv.mainie@spglobal.com
Leonardo Cabrer 博士	高级分析师	leonardo.cabrer@spglobal.com
Andrew Innes	助理董事	andrew.innes@spglobal.com
指数投资策略		
Craig J. Lazzara (特许金融分析师)	全球总监	craig.lazzara@spglobal.com
Fei Mei Chan	董事	feimei.chan@spglobal.com
Tim Edwards 博士	董事总经理	tim.edwards@spglobal.com
Anu R. Ganti (特许金融分析师)	董事	anu.ganti@spglobal.com
Hamish Preston	高级经理	hamish.preston@spglobal.com
Howard Silverblatt	高级指数分析师	howard.silverblatt@spglobal.com

一般免责声明

© 2018 年标普全球旗下的标普道琼斯指数有限责任公司版权所有，保留所有权利。标准普尔®、标普 500®及标普®为标普全球子公司标准普尔金融服务有限责任公司（“标普”）的注册商标。道琼斯®为道琼斯商标控股有限责任公司（“道琼斯”）的注册商标。标普道琼斯指数有限责任公司已获许可使用该等商标。未经书面同意，不得转发、转载及/或影印本文件全部或部分内容。本文件不构成在标普道琼斯指数有限责任公司、道琼斯、标普或其各自的联属公司（统称“标普道琼斯指数”）未获得必要许可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资料并非面向个人，也非专为满足任何人士、实体或人群的需求而定制。标普道琼斯指数就授权第三方使用其指数收取报酬。指数的过往表现并不能保证未来业绩。

指数不可直接投资，但可根据指数通过可投资工具投资于该指数所代表的资产类别。标普道琼斯指数概不发起、认可、出售、推广或管理任何由第三方提供并力求基于任何指数的表现提供投资回报的投资基金或其他投资工具。标普道琼斯指数概不保证基于指数的投资产品将可准确追踪指数表现或提供正投资回报。标普道琼斯指数有限责任公司并非投资顾问，而标普道琼斯指数概不就投资于任何投资基金或其他投资工具是否适宜作出任何声明。决定投资于任何该等投资基金或其他投资工具时，不应依赖本文件所载的任何陈述。建议有意投资者仅在谨慎考虑投资于该等基金的相关风险后，方投资于任何该等基金或其他工具。相关风险之详情载于投资基金或其他工具的发行人或其代表编制的发售备忘录或类似文件。指数所载证券并非标普道琼斯指数对买卖或持有该证券的建议，也不得视为投资意见。

本材料基于公开资料及从被视为可靠的来源获得的资料编制，仅供参考。未经标普道琼斯指数事先书面批准，不得以任何形式或方式修改、反求、复制或分发本材料所载内容（包括指数数据、评级、信用相关分析及数据、研究、估值、模型、软件或其他应用程序或其输出结果）或其任何部分（“有关内容”），也不得将有关内容储存于数据库或检索系统。有关内容不得用于任何非法或未经授权的用途。标普道琼斯指数及其第三方数据提供商及授权人（统称“标普道琼斯指数各方”）概不保证有关内容的准确性、完整性、适时性或可用性。标普道琼斯指数各方概不对因使用有关内容而导致的过失或疏忽负责，而不论原因为何。有关内容按“现状”基准提供。标普道琼斯指数各方概不作出任何及所有明示或暗示的保证，包括但不限于保证用作任何特定目的或用途的适销性或合适性；保证不存在程序缺陷、软件故障或瑕疵；保证有关内容的运行不会中断；或保证有关内容可在任何软件或硬件配置下运行。标普道琼斯指数各方概不就因使用有关内容而导致的任何直接、间接、附带、警戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应而生的损害、费用、支出、法律费用或损失（包括但不限于收入或利润损失及机会成本）向任何一方负责，即使已获悉有可能发生该等损害亦然。

标普道琼斯指数分开经营其业务单位的若干活动，以保持其相关业务活动的独立性及客观性。因此，标普道琼斯指数的若干业务单位可能拥有其他业务单位无法取得的资料。标普道琼斯指数已制定政策及程序来对所获取的与各项分析流程相关的若干非公开资料保密。

此外，标普道琼斯指数向证券发行人、投资顾问、证券经纪、投资银行、其他金融机构及金融中介等众多机构提供或提供有关该等机构的一系列广泛服务，因此会向该等机构（包括证券或服务获其推荐、评级、纳入投资组合模型、估值或以其他方式介绍的机构）收取费用或其他经济利益。