

策略指数及产品

全文总结

- 策略指数是对主动性策略的被动包装，追求指数投资的透明性、被动性和低成本。策略指数产品通过简单复制指数从而获得隐含的超额收益。
- 策略性指数的种类繁多，主要包括收益型策略指数、主题投资指数、基于基本面的策略指数、风险控制指数、混合资产策略指数和杠杆 / 反向杠杆指数。
- 收益型策略指数主要包括红利指数和另类的收益策略指数如 **Buy/Write** 策略指数。由于收益型投资策略可为投资者提供稳定的现金流和下行风险缓冲，因而比较适合保守型投资。
- 主题投资主要针对一些特定的社会经济和行业地区发展趋势作出相应的投资。主题投资 **ETF** 产品已成为发展最快的投资板块之一，主要包括基础设施、清洁/新能源、绿色投资、社会责任和公司治理等投资主题。
- 基于基本面的指数即指通过基本面选股或用基本面加权的策略指数，主要包括另类加权指数、基于股票研究的 **Alpha** 策略指数、**130/30** 策略指数和轮动策略指数等。
- 风险控制指数是目标波动率策略的指数包装。目标波动率策略根据市场波动率的大小对组合的市场仓位进行调节以控制组合的波动率。

- 混合资产策略通过动态的分散化投资帮助投资者管理风险和增强收益，主要包括目标风险策略、均值方差组合策略和基于市场风向标的动态资产配置策略等。
- 杠杆/反向杠杆 **ETF** 作为高效的短期战术性投资工具自 **2005** 年首次推出以来已成为增长速度最快的板块之一。

策略指数的定义

上个世纪 50 年代现代投资理论的发展给指数投资奠定了理论基础。根据现代组合投资理论，多元化投资可以分散风险、且只有系统性风险才能得到市场补偿，由此持有市场化组合成为自然选择。同时如果市场是有效的且主动管理不能战胜市场，则不如投资市场组合并享受被动投资所带来的种种好处，如低换手率、低成本及高透明度等。

自 1976 年先锋集团发行第一只面向零售客户的指数基金以来，指数及指数产品伴随着八、九十年代的股市大牛市得到了飞速迅猛的发展。指数化投资这一开创性的投资理念得到了投资者广泛的接受。1982 年以来指数衍生品包括指数期货、期权、掉期、ETF 的相继推出，为个人及机构投资者管理组合资产、增强收益和控制风险提供了灵活多样的投资工具。

然而指数投资的辉煌在二十一世纪初遭到了挑战。2001-2002 的熊市及随后平庸的市场表现使得早已习惯了资产百分之十几增长率的投资者不再能满足以纯粹复制市场为目的的指数投资。对超额收益的追求促进了投资银行、指数提供商的产品创新和紧密合作。策略指数就是在这样的背景下发展起来的。

在对策略指数作深入介绍之前，我们要借用 Schoenfeld 等人的研究对策略指数作一下界定，使之区分于增强型指数投资策略和主动的指数投资。

策略指数是对主动性策略的被动包装，追求指数投资的透明性、被动性和低成本性。策略指数产品通过简单被动地复制指数从而获得其隐含的超额收益。而增强型指数策略是指基金经理基于指数、在一定最大 Alpha 及跟踪误差的限定下，有意识地通过基本面或技术性分析对个别成份股进行高配或者低配、甚至在资产构架外采用指数衍生品如指数期货、期权、掉期甚至 ETF 等来获取超额收益。主动的指数投资属于主动投资范畴，它是一种直接有意识地运用各种指数产品来运作的主动投资策略，如直接运用板块/国家 ETF 进行动态行业及国家配置的 FOF。区别于策略指数，增强型指数策略和主动的指数投资通过基金经理有意识地获得 Alpha，因而基金经理是 Alpha 的创造者。相比之下，策略指数所隐含的 Alpha 是通过指数的被动构建而实现的[1]。

表 1. 策略指数、增强型指数投资和主动的指数投资的区别

区别	策略指数	增强型指数投资	主动的指数投资
获取Alpha的手段	通过被动地复制指数获得指数隐含的Alpha	基金经理通过各种分析和投资工具在一定跟踪误差限制下有意识地偏离指数以战胜指数。	通过主动地运用各种指数产品来达到增强收益及控制风险的目的。
被动/主动投资	完全被动	增强型被动、有限度的主动	完全主动
透明度	高	中	低
管理费	低	中	高
Alpha的创造者	指数提供商	基金经理	基金经理

文献：Schoenfeld, Steven, and Yang, Joy, "Enhanced Or Active?"。

从理论上讲，策略指数可以将绝大部分主动性策略、包括增强型指数策略（如 130/30 指数）和主动的指数投资策略（如动态配置指数）进行打包，使之指数化、透明化，并以较低的管理费吸引客户。但从实际运作和市场推广的角度，并不是所有的主动投资策略能被指数化，或者说能赢得投资者的接受。从指数的编制角度看，高波动率、高换手率和低市场容量的策略指数产品在具体运作上没有经济优势，而从市场推销的角度，策略指数必须具备相对主动产品的明显优势才能得成功。

策略性指数的种类繁多，在这里我们只对最主流的指数及其产品发展情况作一下简要介绍，主要包括收益型策略指数、主题投资指数、基于基本面的策略指数、风险控制指数、混合资产策略指数和杠杆 / 反向杠杆指数。

收益型投资策略

收益投资的理念实际早就存在，只不过在上世纪长达十年的大牛市中，收益型策略当然不是首选。对收益型策略的重新重视源于熊市后投资者对资产保全的需求。收益型投资策略包括红利投资和另类的收益策略如 Buy/Write 投资策略等。

红利投资策略

红利投资的兴起源于 2001-2002 的熊市和当时较低的债券收益以及国家对红利税收的减免政策。人们开始重新关注高红利派发或具有稳定红利政策的公司。为满足投资者需求，投资经理和指数提供商紧密合作纷纷推出了红利投资指数及相应产品。

图 1. 红利策略及另类红利策略



数据来源：标准普尔，根据各指数提供商网站数据。

在这一领域比较活跃的指数提供商有道琼斯、标准普尔、Mergent 和 WisdomTree 等。尽管各家公司推出的红利指数不尽相同，就红利投资的侧重点可将这些指数分为三类：第一类主要关注红利的稳定增长，挑选具有稳定的红利政策、且红利派发持续增长的公司，代表指数为 Mergent 红利获取者系列和标准普尔的红利贵族指数系列。第二类红利指数则关注高红利率的公司，成份股按红利或红利率加权，代表指

数有标准普尔的红利机会指数系列、道琼斯精选红利系列和 WisdomTree 股权收益系列。第三类的红利指数既追求红利的稳定增长，又最求较高的红利率，其代表指数为标准普尔高红利贵族指数。

表 2. 主要的红利指数家族

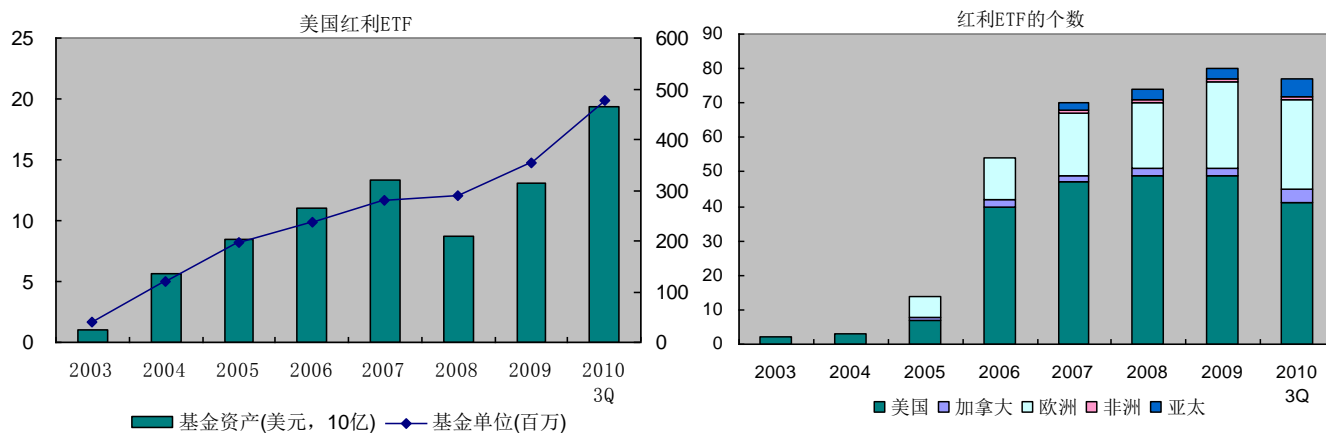
主要红利指数	选股标准	加权方式	主要ETFs/ETNs 产品
标普红利贵族指数系列	每股分红连续N年持续增长 美国: 25 年 欧洲: 10 年 亚太: 7 年	等权重或红利率 加权	SDY(2005/11) / SSgA FDD(2007/8) / First Trust FGD(2007/11) First Trust
标普红利机会指数系列	红利率最高的股票	红利率	LVL(2007/6) / Claymore DWX(2008/2) / SSgA
道琼斯精选指数系列	1. 当前分红 2. 当前每股红利不小于过去3 年或5年的平均每股红利 3. 红利分配比例<X%	红利	DVY(2003/11) / iShares IDV (2007/6) / iShares
富时红利指数系列	红利率最高的股票	红利率	IUKD (2005/11) / iShares
Mergent红利获取者系列	分红连续N年持续增长 美国: 10 年 美国以外: 5 年	大部分为市值加 权	PEY(2004/11) / Powershares, PFM(2005/9) / Powershares, PID(2005/9) / Powershares VIG(2006/4) / Vanguard
晨星红利指数系列	1. 当前分红, 不包括REITs 2. 当前红利不小于5年前的分 红 3. 红利覆盖率(EPS/DPS) >=1	占组合中总红利的 份额	FLD(2006/3) / First Trust
WisdomTree 红利指数系列	正常分红的股票 以市值排名	市值加权	20 国家/地区红利 ETFs (2006/6) 10 行业红利 ETFs(2006/10) DGS(2007/10), GULF(2008/7) 均为WisdomTree发行
MSCI高红利率指数系列	红利派发比例为正且不过分高 5年DPS增长率>=0 股票红利率>=1. 3X母指数红利率	市值加权	CD8(2009/3)/Amundi Investment Solutions CD9(2009/3)/Amundi Investment Solutions

数据来源: 各指数提供商网站。

红利 ETF 的发展源于美国，2003 年发行的第一信托价值线红利指数基金和 iShares 道琼斯精选红利指数基金是最早的两只红利 ETF。红利 ETF 在欧洲和亚太的发展则分别始于 2005 年和 2007 年。由于红利投资在提供稳定现金流、高于固定收益品种收益的基础上提供资产价值下行缓冲，因此受到保守型投资者的欢迎，其资产及份额自 2003 年以来稳步增加。毫无疑问，2008 年的金融危机给红利投资又带来了新的契机，不仅新产品频出，且资金份额也呈加速增长。

由于发展最早，美国的重利 ETF 品种最为丰富，不仅覆盖本土（美国）和跨市场（全球、国际和新兴市场），同时还有规模细分产品。目前全球最大的两只红利 ETF 都在美国，分别是 iShares 道琼斯精选红利指数基金和 SPDR 标准普尔红利指数基金，截止 2010 年年底，两只基金资产都超过 50 亿。相比之下，亚太区的 ETF 产品则品种单一，目前还缺乏跨地区红利产品。

图 2. 红利指数 ETF 的发展



数据来源：彭博。

Buy/Write 投资策略

Buy/Write 投资策略又可称 Covered Call 投资策略，它是指基金经理在投资股票组合的同时卖出组合中部分股票或相关指数及产品的看涨期权（通常 Out-of-Money）以获得额外的收益。该策略通常卖出 1 月期看涨期权并作月度滚动。如果投资组合为指数组合，则可直接卖出指数期权。对期权收益的处理可设置独立的现金帐户并月度派发（如较多的封闭式基金），也可立即将这部分收益投资到组合中以增强组合的投资收益（如 PowerShare 标普 500 BuyWrite 指数 ETF）[2]。

该策略在熊市或中性的市场不仅可以减少组合的波动性，也能带来额外收益，然而在单边上升的牛市中，看涨期权的卖出会影响投资组合的增值空间。有研究表明 Buy/Write 投资策略可以提高组合效率（夏普比）[3]。

由于该策略可提供月度收益并能给下跌带来缓冲，因此比较适合保守型投资者。Buy/Write 投资策略最初为封闭式基金所接受并得到了较为广泛的运用，其成功刺激了交易所交易产品的发展。2007 年 1 月 Lyxor 国际资产管理公司在欧洲推出基于道琼斯欧洲 Stoxx 50 BuyWrite 的 ETF 产品。2007 年 5 月巴克莱推出了基于标普 500 BuyWrite 指数的 ETN，同年 PowerShare 推出了两只 ETF 产品，分别基于标普 500

BuyWrite 指数和纳斯达克 100 BuyWrite 指数。尽管 BuyWrite ETF 产品始于欧洲，但却在美国得到更为迅速的发展。2011 年 2 月，BuyWrite 策略 ETF 产品登陆加拿大和韩国(彭博数据)。

尽管 ETF 产品相比封闭式基金具有更多的优势，但事实是 BuyWrite ETF 产品的发展却不如封闭式基金的发展顺利。有人认为这可能与封闭式基金大多将期权收益定期派发而 ETF 产品多采用收益再投资的方式有关。但另有观点认为 BuyWrite 封闭式基金的优势发展与产品的包装结构无关，而与两种产品不同的销售渠道及销售激励机制有关[2]。

目前最大的 BuyWrite ETF 产品为 PowerShare 在 2007 年推出的标普 500 BuyWrite ETF，截止 2011 年 2 月底的资产规模达 1.36 亿美元。

表 3. 主要的 Buy/Write ETF 产品

基金名称	基金资产(美元, 百万)
PowerShares S&P 500 BuyWrite Portfolio	136.19
Lyxor ETF EURO STOXX 50 BuyWrite	44.79
iPath CBOE S&P 500 BuyWrite Index ETN	17.09
Lyxor ETF DAXplus Covered Call	30.86
BMO Covered Call Canadian Banks ETF	42.33
MIDAS KOSPI200 Covered Call ETF	27.09
Powershares NASDAQ-100 BuyWrite Portfolio	2010年12月清算

数据来源：彭博。截至 2011 年 2 月底的数据。

主题投资策略

主题投资主要是针对一些特定的社会经济和行业地区发展趋势而作的相应投资。它突破了当前固化、静态的行业分类禁锢，通过灵活、动态的自由组合投资受益于这些主题发展的股票。它可被看成是对市场另类的行业划分。由于这些主题组合的收益受特定风险因子的驱动，主题投资能带来特定的、不同于常规行业投资的收益并分散组合风险[4]。

主题投资在欧洲的发展始于 1994 年瑞士 Sarasin 银行发行的 Sarasin EquiSar 全球主题基金和 1996 年的 DWS 全球股权主题基金，此后多家欧洲银行推出了类似的主题投资产品。在美国，随着一系列主题指数的推出，2005 年 3 月 PowerShare 推出了美国第一只主题投资基金（PowerShares WilderHill 清洁能源 ETF），并从此开始主题投资产品的创新热潮[4]。

由于简单、透明、切合社会及投资者需求的投资取向，主题投资自推出后得到广大零售投资者的吹捧，成为除规模、风格、行业/地区投资之外在全球各主要股票市场发展最快的投资板块之一。目前主要的投资主题为：基础设施、清洁/新能源、绿色投资、社会责任和公司治理等，且主题随着指数的不断创新而日益丰富。

图 3. 主要的主题投资流派

基础设施	自然资源
<p>投资的理由:</p> <ul style="list-style-type: none"> 稳定的收益 市场堡垒 亚洲用于基础设施建设的费用增加 <p>基本主题:</p> <ul style="list-style-type: none"> 石油、天然气储存及运输 飞机场、高速公路、铁路、港口 公用事业: 电、气、水及综合 	<p>投资的理由:</p> <ul style="list-style-type: none"> 商品投资的另类方法 日益增高的商品价格 得益于发展中国家的经济发展 <p>基本主题:</p> <ul style="list-style-type: none"> 商品类: 金属、农产品、石油及天然气 其它资源: 水, 木材及森林等
绿色投资	社会责任及公司治理
<p>投资的理由:</p> <ul style="list-style-type: none"> 对环境影响的日益关注 政府支持 日益增加的投资者兴趣 <p>基本主题:</p> <ul style="list-style-type: none"> 另类能源、清洁能源 清洁技术 环保、废物处理 	<p>投资的理由:</p> <ul style="list-style-type: none"> 更容易获得外部资产的注入 增加公司的可持续力 增加对金融危机的免疫力 <p>基本主题:</p> <ul style="list-style-type: none"> SRI: 社会责任 ESG: 环境、社会及治理 公司可持续力

数据来源: 标准普尔。

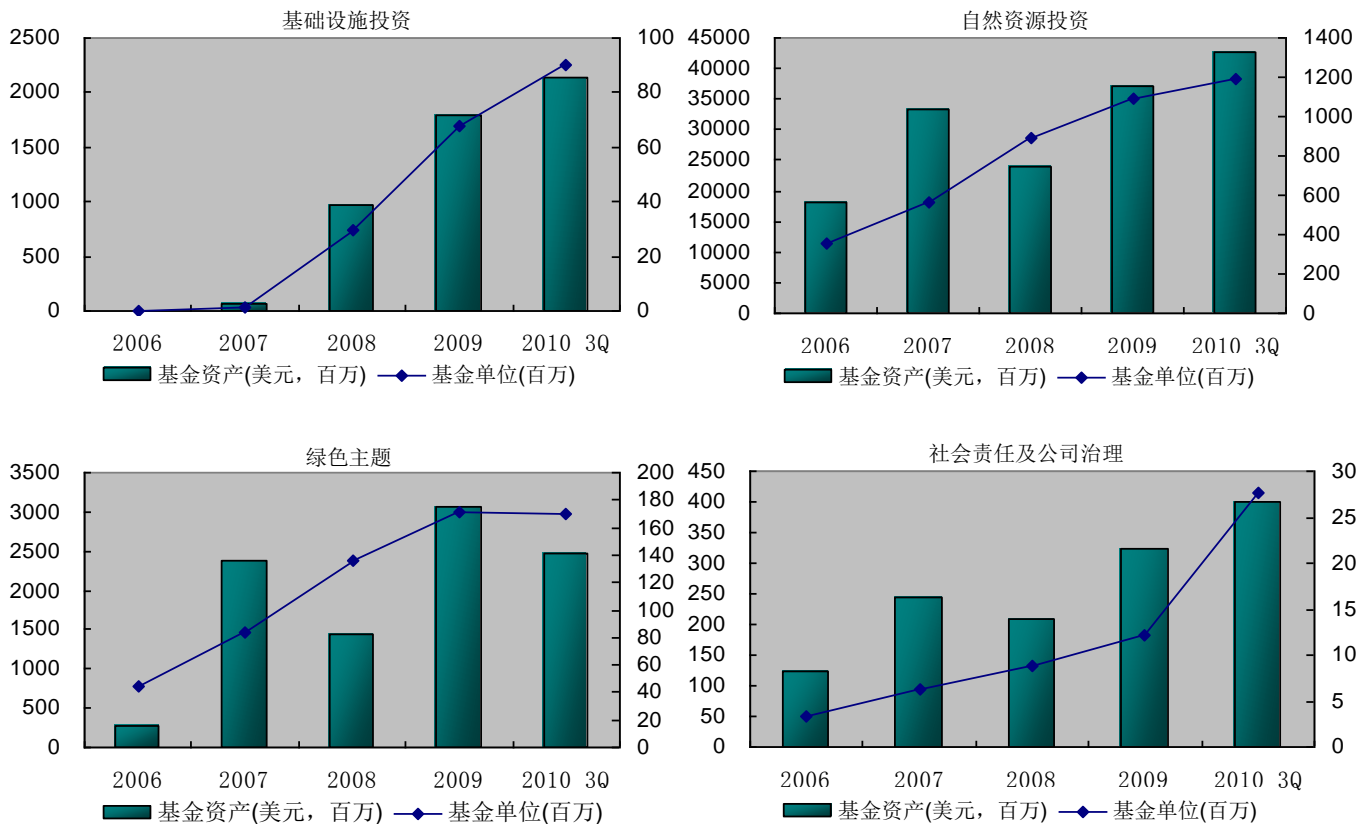
基础设施: 主要包括交通设施、石油天然气储存、运输及公用事业。由于以基础设施赢利的公司往往具有一定的竞争优势, 比如占据特殊的地理位置(公路桥梁)、或具备政府特许或其它行业准入堡垒等, 投资这些公司可带来稳定的收益。此外新兴国家快速的经济发展和后金融危机时代各国经济刺激计划对基础设施的巨量投入成为近期基础设施产品发展的内在动力。基础设施 ETF 的发展始于 2007 年 1 月, iShare 和 SSgA 分别在爱尔兰和美国推出了基于 Macquarie 全球基础设施 100 组合的 ETF 产品。目前全球最大的基础设施 ETF 为 2007 年 12 月推出的 iShare 标普全球基础设施 ETF。截至 2010 年 9 月底, 基础设施 ETF 资产已从 2007 年卑微的 0.6 亿美元增长至近 21 亿美元(彭博数据)。

自然资源: 主要指金属、农产品、石油天然气等商品及其它自然资源如水, 木材和森林。由于新兴国家高速的经济发展和基础设施的建设刺激商品需求, 国际大宗商品价格不断攀升。而近期通货膨胀的压力更使商品投资成为全球投资热点。作为一种商品的另类投资方式, 自然资源 ETF 的推出在一些商品投资受限的国家里具有重要的意义。对自然资源的主题投资既包括一系列商品组合的投资, 也包括针对单一商品的股权投资, 即投资生产这些商品的公司。目前丰富的单一商品股权 ETF (Equity ETF) 为基金运用主动策略投资自然资源提供了极大的便利, 其中受益于全球通胀压力, 黄金股权 ETF 在近期得到飞速发展, 截至 2010 年 9 月资产已超过 93 亿美元(彭博数据)。

绿色投资：包括对清洁能源、替代能源、新能源、其它清洁技术、环境及废物处理产业的投资。受益于社会对环境影响的日益关注及政府对绿色项目的支持，绿色投资自 2006 年以来资金稳步上升，截至 2010 年 9 月已有近 30 只 ETF 产品，资产超 24 亿美元。目前全球最大的两只绿色投资基金为 PowerShares WilderHill 清洁能源 ETF（5.6 亿，2010 3Q）和 iShares 全球清洁能源 ETF（2.7 亿，2010 3Q）。

社会责任和公司治理：注重社会责任且具有良好公司治理可增加公司的可持续力及对金融危机的免疫力，因此这样的公司更容易获得外部资产的注入，从长远看更具有投资价值。全球第一只社会责任 ETF 为 iShare/MSCI 美国 ESG 精选社会指数基金。目前社会责任 ETF 共 9 只，分布于美国、英国、加拿大、韩国和中国，截至 2010 年 9 月资产规模已超 15 亿美元，其中规模最大当属中国的鹏华质量公司治理基金（彭博数据）。

图 4. 主题投资 ETF 的发展



数据来源：彭博。所以统计仅针对股权 ETF，不包括商品 ETF 和在中国的 ETF。自然资源包括独立的成份资源 ETF，基础设施不包括独立的成份主题 ETF。

基于基本面的策略

基于基本面的指数，顾名思义即是在指数的构建中采用了基本面分析，或是通过基本面挑选指数成份股，或是用基本面加权。基于基本面的策略指数主要包括：另类加权指数、基于股票研究的 Alpha 策略指数、130/30 策略指数和轮动策略指数等。

图 5. 基于基本面的策略指数

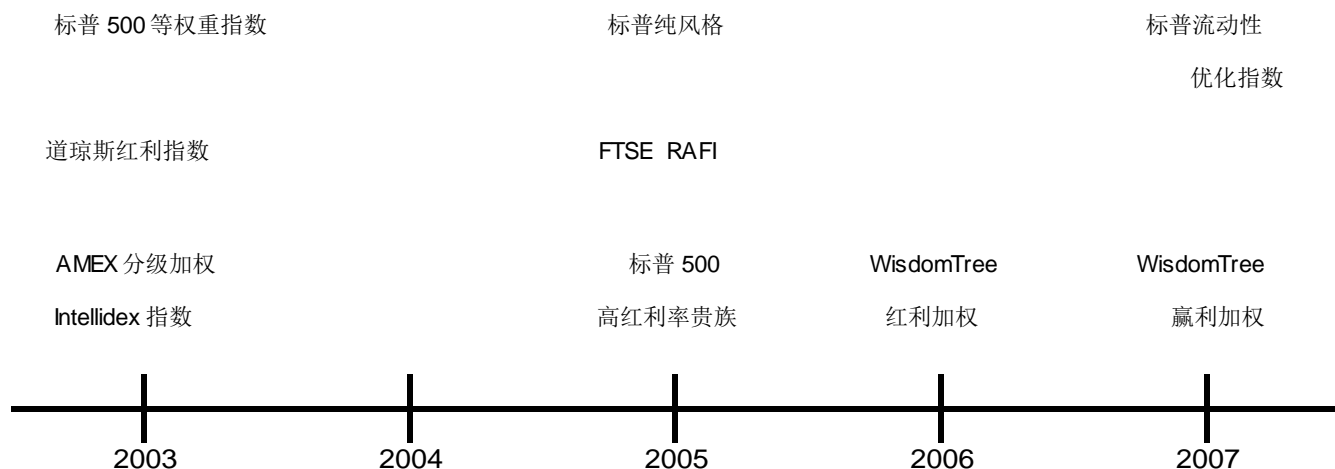
130/30 策略	基于股权分析的 Alpha策略
<p>指数特点:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 核心-卫星策略的指数化 • 高配投资潜力大的股票 • 低配投资潜力不好的股票 • 基于基本面 <p>代表指数:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 标普 500 130/30 策略 • 标普 TSX 60 130/30 策略 	<p>基本面分析:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 自上而下 (宏观经济/行业) • 内在价值分析 • 相对价值分析 • 技术分析 <p>代表指数:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 标普全明星系列 (美国, 欧洲, 亚洲) • 标普全球挑战者
基本面加权	轮动策略
<p>权重因子:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 盈利, 盈利率(Earning Yield)、红利率 等. • 基于基本面的综合评分 <p>代表指数:</p> <ul style="list-style-type: none"> • WisdomTree (盈利) • 标普红利机会 (红利率) • 标普纯价值/成长 	<p>轮动决定因子:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 宏观风向标 • 估值参数 • 市场表现 <p>轮动类别:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 行业/ 风格轮动 • 高/低质量排名

数据来源：标准普尔。

另类加权投资

市值加权法源于上世纪五十年代的现代组合投资理论。如果市场是有效的且投资者都追求风险收益的最大化，则最优化的风险组合即是涵盖了市场所有投资机会的市值加权市场组合。由于具有低成本和低换手率、自我调整性及流动性合理等优点，市值加权法逐渐成为资产组合构建的主流框架。但是市值加权组合乃最优化组合的理论基础是建立在市场有效的前提下的，对市场有效性的质疑和对 Alpha 的推求成为另类加权投资的内在动机。

图 6. 另类加权指数的发展里程



注：没有包括所有另类加权的指数

等权重

实际上历史上第一只指数基金就采用了等权重加权，1971 年 7 月 1 日，富国银行发行了第一只机构指数基金，其标的为涵盖 1500 多只股票的等权重 NYSE 指数。由于该基金频繁交易以保持等权重，给基金带来很高的成本。在此后的 30 年中，等权重加权重小范围运用在一些主动的基金和信托产品中。2000 年 9 月 SSgA 推出第一只等权重 ETF，基于摩根斯坦利高科技 35 指数。由于该基金仅代表市场中较窄的行业板块，随着科技股泡沫的破灭和市场投资热点的转移，并没有得到较大的发展。2003 年标准普尔推出代表美国市场总体表现的标普 500 等权重指数。该指数采用季度调整，在保证跟踪误差的同时减少调整费用。根据标准普尔的研究，等权重法在美国市场的长期历史收益率高于市值加权法但同时风险略高，其额外收益可能来源于等权重组合的小盘价值偏向及季度调整时买低卖高在振荡市中所获收益。Rydex 随后于 2003 年 4 月推出基于标普 500 等权重指数的 ETF 产品，并于 2006 年将该产品系列推广到标普 500 的 10 只行业指数。2010-2011 年间 Rydex 又推出了系列等权重 ETF，完成了在美国中小盘、发达市场和新兴市场的布局。2011 年 2 月，标准普尔 500 等权重和标准普尔 100 等权重指数基金在中国顺利发行。截至 2010 年 2 月，全球等权重 ETF 规模已超百亿美元，其中 Rydex 的标普 500 等权重 ETF 自 2003 年以来成为最大的等权重 ETF，目前规模已近 30 亿美元。Powershare 水资源 ETF（基于 Palisades 水指数）和 SPDR 标普石油天然气开发和生产 ETF 排名紧随其后，资产都超过 12 亿美元（彭博数据）。

基本面加权

2003 年 2 月美国股票交易所发布了动态市场 Intellidex 指数，标志着类主动型指数的开始。Intellidex 指数采用多因子量化模型挑选成长性股票并采用自创的分级加权方式进行加权。所用四大选股标准包括风险因子、技术性、基本面和估值因子[5, 6]。2003 年 PowerShares 推出了两只基于 Intellidex 指数的 ETF。

2003 年-2006 年指数提供商纷纷推出了红利指数，尽管各有偏重，但都推出了兼顾红利增长和高红利率、且以红利或红利率加权的指数。

表 4. 以红利 / 红利率加权的代表指数

红利指数	指数细节
道琼斯美国精选指数	发行日期: 11/3/2003 选股标准: 红利率最高的100只股票 当前分红的股票, 每股红利5年增长率 ≥ 0 5年平均红利派发比例 $\leq 60\%$ 加权方式: 红利, 10% 权重上限 ETF/ETN: DVY(2003/11), iShares
Mergent 红利获取者 50 指数	发行日期: 2004 选股标准: 红利率最高的50只股票 分红连续10年持续增长 加权方式: 红利率 ETF/ETN: PEY(2004/12), Powershares
标普高红利率贵族指数	发行日期: 2005 选股标准: 红利率最高的50只股票 分红连续25年持续增长 加权方式: 红利率, 4% 权重上限 ETF/ETN: SDY(2005/11), SPDR
富时英国红利指数	发行日期: 2005 选股标准: 按红利率排名 当前分红 加权方式: 红利率 ETF/ETN: IUKD (2005/11) iShares
晨星红利领先指数	发行日期: 2006/3 选股标准: 红利率最高的100只股票 当前分红的股票, 当前红利不小于5年前的分红 红利覆盖率(EPS/DPS) ≥ 1 加权方式: 占组合中总红利的份额 ETF/ETN: FDL(2006/3), First Trust
WisdomTree 红利指数系列	发行日期: 2006/6 选股标准: 按市值排名 正常分红的股票 加权方式: 红利 ETF/ETN: 20 国家/地区红利 ETFs (2006/6), 10行业红利 ETFs (2006/10)

数据来源: 各指数提供商网站。

2004年12月 FTSE 与全球财富配置公司推出了 FTSE GWA 指数系列。该指数系列根据股票能给股东所带来的财富来赋予权重，分析所用因子为净利润、现金流和资产净值[6, 7]。

2005年11月 FTSE 与 Research Affiliates 合作开发了 FTSE RAFI 指数系列。该指数系列采用多因子基本面加权，包括销售额、现金流、资产净值和红利[5, 6, 7]。随后 PowerShares、Lyxor, 和 XACT 发行了一系列基于 FTSE RAFI 指数的 ETF 产品。

2005年12月，标准普尔风格指数由单因子模型（P/B）转为多因子模型，采用5年 EPS 历史增长率、5年每股销售历史增长率和5年平均内在增长率决定成长评分，同时采用 P/B、每股现金流/价格、每股销售额/价格、红利率决定价值评分。在此基础上又创建了以风格综合评分加权的标普纯风格指数系列。

2007年2月 WisdomTree 推出以赢利加权的 WisdomTree 赢利指数系列并伴随一系列 ETF 产品的发行。

2007—2008 年间标普推出红利机会系列指数，并开始权重优化过程中引入流动性因子以保证指数组合的可操作性。

尽管基本面加权所采用的因子多种多样，比如销售额、现金流、资产净值、红利、盈利、甚至员工数量等，但学术界有人认为基本面指数就其本质就是一种采取小盘价值偏向的组合构建方法[5]。

基于股票研究的 Alpha 策略

这一类指数的选股模型根据投行的基本面分析结果。比如标准普尔的全明星指数系列、标普 500 高质量指数、标普全球挑战者指数等。

标普全明星指数系列：根据标准普尔股票升值评级系统的评级结果在各地区（美国、欧洲、亚洲）选取被评为五星的、最具有升值潜力的股票，并定期调整。标准普尔股票升值评级系统基于“合理价格下的最大成长”的投资理念，通过内在价值、相对价值、技术分析等辅以上而下的宏观/策略分析对所有成份股的升值潜力进行评级。

标普全球挑战者指数：通过对股票内在和外在成长性的分析挑选最具成长性股票。内在成长性由每股收益和公司雇员的3年增长率决定，外在成长性由股票市值和销售的3年增长率决定。

标普高质量指数：基于标普的质量排序（QR）系统，起初称作利润与红利排名体系，推出于1956年，用来衡量利润与红利支付在十年期间的持续性，并根据事先设定的修正因子对评分进行调整，以反映增长率的变化、长期趋势的稳定以及周期性等因素。标普 500 高质量排序指数由标普 500 指数成份股中质量排序在 A- 及以上的股票组成。2010年7月 PowerShares 推出基于标普高质量排序指数的 ETF。

130/30 策略

1X0/X0 策略是一种多空组合，其核心为传统的无卖空股权组合，在此核心基础上对一些投资价值低的股票进行卖空，并将卖空所得投资于投资价值高的股票。1X0/X0 策略的卖空水平通常被设在 20%-40%之间。由于 130/30 是最常见的组合，因此 130/30 就自然而然成了此类策略的代名词[8]。

130/30 策略兴起于 21 世纪低回报的市场投资环境，对 alpha 的渴求促使了策略产品的创新。由于卖空机制允许投资经理充分表达对股票的负面看法并从中获益，这拓展了投资经理获取超额收益的途径。同时卖空所得被用于股票超配，资金运用效率得以大大提高。运用扩大的资金支持更多股票品种的投资，这使得组合的风险得到进一步分散。由于这些显而易见的优势，130/30 策略自推出以来在机构投资管理领域得到了迅速的推广。

130/30 策略的成功与否决定于四大因素：超配/低配股票池模型的有效性、卖空水平、融券标的股票的供应和融券费用。

目前 130/30 模型的建立有三种方式：定量模型、基本面模型和综合模型。由于定量分析师具有更好的风控及组合构建能力且更熟悉卖空操作，因此 130/30 策略概念从推出伊始即获得定量投资经理的热烈欢迎。这就不难解释 130/30 定量型基金的历史优势。尽管定量型产品的先发优势，基本面 130/30 产品的份额也在逐渐追赶上来。由于定量分析不擅长于深入的尽职调查，它通常不能很好地预测收购兼并及赢利质量的意外变化，而这两种尾部风险是造成 130/30 产品历史极端表现的罪魁祸首。因此不少人认为 130/30 策略的模型构建应考虑定量分析及基本面分析的综合运用[8]。

关于卖空水平的优化，Clarke 等人的早期研究表明运用相对少量的卖空就可以显著地提高信息效率的转换效率因子。在大多数情况下，30%的卖空即可获得 90%百分之百卖空的好处[9]。

融券标的股票的供应指可供借出的股票数量，它是多空策略模型中重要的限制因子之一。在美国大盘股板块内，只有大约 10%的可借用储备被用于卖空，因此在美国 130/30 策略的运用不存在困难，但在其它区域可能就不那么理想。另外融券费用决定卖空股票池的大小。由于大盘股融券费用相对较低，因此大多数 130/30 产品集中在大盘股板块[10]。

130/30 指数的构建方案与其主动策略一致，也分定量型、基本面型和综合型。Credit Suisse 于 2007 年 10 月推出 Credit Suisse 130/30 指数，该指数采用定量的多因子模型，所选因子为 10 个最知名的估值因子（包括基本面、价格和交易量数据），并采用优化模型。2007 年 11 月标准普尔推出标普 500 130/30 策略指数并于 2010 年 1 月推出标普/TSX 60 130/30 策略指数，尽管两者的选股模型不尽相同，但都采用了定量的基本面分析与定性的分析师推荐相结合的方法。2008 年 3-5 月，道琼斯、INDEX IQ、第一信托相继推出了 130/30 指数。

130/30 策略主要运用在主动投资上，130/30 策略的被动投资直到近期才开始发展。2008 年 5 月 JP Morgan 推出基于第一信托 130/30 指数的 ETN 产品。2009 年 Proshares 推出了基于 Credit Suisse 130/30 指数的 ETF 产品，次年 2 月，Horizon Alphapro 推出了基于标普/TSX 60 130/30 策略指数的 ETF。

表 5. 130/30 策略指数 ETF

130/30 ETF/ETN	基金资产(美元, 百万)
ProShares Credit Suisse 130/30	91.2
Horizons S&P/TSX 60 130/30 ETF	13.4
KEYnotes ETNs Linked to the First Trust Enhanced 130/30 Large Cap I	3.8

数据来源：彭博。数据日期为 2011 年 2 月 28 日。

轮动策略

轮动策略不是一个新的投资概念，它经常被运用在基金的主动管理中。指数产品及 ETF 投资工具的出现及丰富为主动型轮动策略的实施带来了极大的便利。目前比较传统的轮动策略为行业轮动和风格轮动，但基于其它和新的风险因子的轮动策略也同时存在或在发展中，如标准普尔的纯风格轮动策略、标普 500 高质量/低质量轮动策略等。轮动策略的产品形式目前仍是以主动产品为主，其中在开放式基金中，Phoenix 基金 2003 年推出的 Virtus Alpha 行业轮动 ETF 和 MFS 基金 2007 年推出的 MFS 行业轮动基金排名靠前。根据彭博数据，截至 2011 年 1 月底资产分别为 4.38 亿和 1.87 亿美元。

对轮动策略的指数化始于近期。2006 年 9 月，Zacks 投资研究推出了 Zacks 行业轮动指数。该指数基于 Zacks 自创的自下而上的量化模型在 16 个 Zacks 定义的行业间根据相对价值、价格趋势和赢利增长的变动作定期行业配置。同月 Claymore 推出了基于该指数的被动化 ETF 产品 Guggenheim 行业轮动 ETF。2007 年 7 月 Claymore 又推出两只轮动 ETF 产品，分别跟踪 Zacks 国家轮动策略指数和 Zacks 红利轮动策略指数。Zacks 红利轮动策略指数的投资目标是最大化有资格获得税收优惠的红利收益。在每次指数调整时调出刚分完红的股票同时纳入将要分红的股票。

从目前的发展看，轮动策略 ETF 还未得到市场广泛的接受。

风险控制策略

风险控制指数是对目标波动率策略的指数包装。目标波动率策略根据市场波动率的大小对组合的市场仓位进行调节。当市场波动率变大时，即风险增高时，调低市场仓位，而当市场波动率变小时，则调高市场仓位，如此以求将整个组合的波动率控制在预先设定的水平。在市场波动率很低时，可采用杠杆加大对市场资产的投资，但也可根据市场的监管需要采用无杠杆策略或对杠杆的程度设定上限。风险水平的设定可是固定、也可是动态地跟定某一个指数的波动率。市场仓位的调整可是每日、月度或季度，具体要根据投资产品的设计需求。

由于市场波动率被认为是比市场价格变动更为灵敏的市场风向标，在市场波动率上升时及时调低市场仓位已被证明是行之有效的投资策略。这一策略在下行市场通常能战胜不设风险控制的指数。另外，由于期权的波动率与标的波动率成正比，这使得基于风险控制指数的期权价格相对便宜[11]。这对于结构型产品的设计十分有用。由于结构型产品的发行商经常采用期权来对冲风险，期权价格的降低有利于产品参与率的提高，因而使得产品更具有吸引力。这也是为什么风险控制指数多用于结构型产品的开发。

目标波动率策略风行于后金融危机时代。对金融危机还心有余悸的投资者纷纷转向安全性资产，风险控制因此成为投资者关注的重点。2008 年 5 月标准普尔首度推出了一系列基于发达市场的风险控制指数，其标的包括标准普尔 500、标普欧洲 350 等市场代表指数。此后基于这些指数的结构型产品发行踊跃。受此鼓励，标普于同年 11 月又推出系列新兴市场风险控制指数，如标普金砖四国 40、标普拉美 40、标普东南亚 40 指数等。2010 年，风险控制的观念被标准普尔推广在主题指数上。

作为在这一领域里最为活跃的指数提供商，标准普尔对风险控制指数的创新从未停止。从理论上讲，风险控制的理念可被运用在任何标的指数上，不管是股权指数、固定收益指数、亦或是商品指数。相信我们在不久的将来可以看到更多品种的风险控制指数。

混合资产策略

由于混合资产策略通过动态的分散化投资帮助投资者管理风险和增强收益，因而受到投资者欢迎。动态资产配置指数就是对动态资产配置策略的指数化、被动化以提高投资策略的透明度。目前混合资产配置指数包括目标风险策略、均值方差组合策略和基于市场风向标的动态资产配置策略等。

目标风险策略

目标风险基金属于生命周期基金的一种。生命周期基金，顾名思义在产品的资产配置方面考虑了投资者在生命周期中风险承受能力的变化。由于生命周期基金简化了资产配置、分散风险及组合调整等对投资业绩极其重要的投资过程，因此深受投资者欢迎。生命周期基金目前有两种类型：目标风险基金和目标日期基金。

目标风险基金主要通过维持特定的资产配置以在设定的风险预算内获得尽可能高的回报。目标风险基金一般分为保守型、稳健型及积极进取型等亚类，有些公司甚至提供更为细化的品种。不像目标日期基金，目标风险基金自始至终保持相对一致的风险水平而不是在产品周期中逐渐改变产品的风险暴露。因此，在投资过程中随风险厌恶度的增加而转至更为保守的基金的任务完全得靠投资者自身来完成。

目标日期基金则恰恰相反。该类基金随着目标日期的临近可以依照预先设定的资产配置公式自动地将组合调整成更为保守的配置。不像目标风险基金，目标日期基金相当于一种“甩手”基金，一旦资金投入，投资者无需再费心照看直到产品到期为止。

目标风险基金的历史可以追溯到 1990 年代早期。在截至 07 年底的过去五年中，目标风险基金以 41% 的年化增长率增长。生命周期基金迄今为止已吸引了大量的资金[12]。

目标风险基金目前大多采取主动投资策略，其风险收益不仅取决于资产配置决定（包括资产类别的选择、资产配置及变化路径），也取决于对底层基金的具体选择（包括基金费用和投资取向）。由于行业内同类产品对各资产类别的投资限制不一，标准普尔参考大型目标风险基金对资产类别投资限制的情况，于 2008 年 9 月推出了标准普尔目标风险指数系列。

2008 年 12 月 BGI iShares 推出了 4 只基于标准普尔目标风险指数的目标风险基金。

基于市场风向标的动态资产配置策略

这类投资策略一般利用宏观经济风向标、基本面因子如估值水平和技术性指标来指导投资组合在多种资产间的动态配置以规避风险和增强收益。其代表指数为标普动态资产配置指数。

均值方差组合策略

均值方差组合策略利用各资产类别的历史风险收益特征和相关度数据对组合的资产配置进行动态调整以达到风险收益的最大化。均值方差组合策略包括最小方差策略、低波动率策略和其它均值方差组合策略如夏普比最大化模型。

最小方差策略在组合资产的配置上考虑了每一资产对组合资产的风险贡献，其目的是优化组合的总体风险。而低波动率策略的推广得益于 2006 年 Ang 对美国股票的研究和 2007 年 Blitz 和 Van Vliet 对欧洲、日本市场的研究。他们的研究表明波动率小的股票比波动率大的股票更容易战胜市场。另有一些阵营采用优化夏普比的均值方差模型来动态调整组合资产[13]。

2008 年 MSCI 推出了 MSCI 世界最小波动率指数。该指数基于 Barra 全球股权模型的风险及相关度数据，在对资产的股票 / 行业 / 国家权重设限的基础上最小化组合的整体风险。

标准普尔和 FTSE 也推出了类似产品。标普目标风险策略和标普 MATRIX 目标风险策略在控制组合下行风险的同时分别优化 Beta 和夏普比。标普 Alpha 控制 3 策略指数则在控制年化波动率的同时优化组合资产回报。FTSE EDHEC 风险高效指数系列(EIS)则选择优化夏普比。

由于均值方差组合策略往往具有很高的组合换手率和交易成本，目前仍主要运用于主动型基金产品中。

均值方差组合策略的最大缺点是其优化过程依赖资产的历史风险收益特征和相关度，而众所周知，历史的收益不代表未来的收益。也许资产的风险特征和相关度可以保持相对的稳定，但收益却是难以以以往数据来预测的[14]。

杠杆和反向杠杆

目前，标普、MSCI 和 FTSE 都推出了杠杆和反向杠杆指数。第一只杠杆和反向杠杆 ETF 是 2005 年 2 月 XACT Fonder AB 在瑞典推出的 XACT Bear/Bull ETF，它标志着杠杆/反向杠杆 ETF 的兴起[15]。杠杆 ETF 可用于提供大至 3 倍的杠杆而反向杠杆可提供 1-3 倍的卖空。实际上在基金中运用杠杆和反向杠杆已不是一个新鲜事物，不少主动型共同基金在此之前就有所运用。自 2005 年首次推出以来，杠杆/反向杠杆 ETF 已成为增长速度最快的板块。这不仅表现在资产规模和交易量的爆炸性增长，同时也表现在产品种类在地区、国家、行业、资产类别及杠杆倍数上的迅速扩张。

需要注意到杠杆/反向杠杆 ETF 所承诺的杠杆倍数是针对指数的日收益率的。当持有杠杆/反向杠杆 ETF 的时间超过一天时，由于复利的积累效应会造成较大的跟踪误差。市场的波动越大、持有时间越长，跟踪误差就越大。在产品发行初期很多投资者没有认识到产品的这一特性，因此在 2009 年产生不少法律纠纷并招来监管者的关注，但这并没有阻碍杠杆/反向杠杆 ETF 的高速发展。

杠杆/反向杠杆 ETF 之所以如此受欢迎，其原因在于[16]：

1. 活跃的杠杆/反向杠杆 ETF 是高效的短期战术性交易工具。

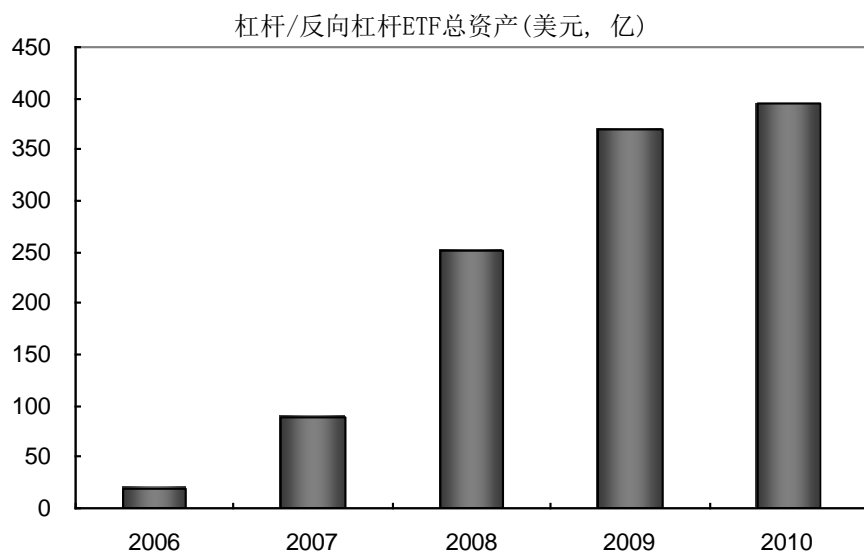
2. 在一些缺乏高流动性期货品种且借券不方便的板块，杠杆/反向杠杆 ETF 成为获得不可或缺的交易品种。
3. 杠杆/反向杠杆 ETF 不仅作为高效的短期交易工具，在长期策略中可用于对冲风险（如国家/行业风险），隔离 Alpha 和指数收益差策略（Index Spread Strategy）。

表 6. 杠杆 / 反向杠杆 ETF 的现状

底层资产类别	2010 年底			相对2009年的变动		
	# of ETFs	总挂牌数	AUM (美元, 亿)	# of ETFs	总挂牌数	AUM (美元, 亿)
杠杆	113	192	157	73	86	8
股权	97	173	142	68	78	6
固定收益	6	9	1	3	6	1
商品	8	8	14	1	1	1
货币	1	1	0	0	0	0
另类投资品	1	1	0	1	1	0
反向	77	211	73	22	86	7
股权	53	150	50	10	43	-4
固定收益	20	57	23	10	41	11
商品	3	3	0	2	2	0
另类投资品	1	1	0	0	0	0
反向杠杆	102	159	158	15	56	-9
股权	84	134	89	10	44	-24
固定收益	7	14	66	2	9	15
商品	10	10	3	3	3	0
货币	1	1	0	0	0	0
总计	292	562	388	110	228	6

数据来源: BlackRock ETF Landscape Industry Review 2010。

图 7. 杠杆 / 反向杠杆 ETF 的资产变动



数据来源：彭博。

表 7. 杠杆 / 反向杠杆 ETF 资产排名

前10名杠杆/反向杠杆ETF	基金资产 (美元, 亿)
ProShares UltraShort 20+ Year Treasury	54
ProShares UltraShort S&P500	21
Direxion Daily Financial Bull 3X Shares	19
ProShares Ultra S&P500	16
ProShares Short S&P500	16
ProShares Ultra Financials	14
db X-Trackers II - Short IBOXX = Sovereigns Eurozone TR Index ETF	11
Direxion Daily Financial Bear 3X Shares	10
db x-trackers - ShortDAX Daily ETF	10
Horizons BetaPro NYMEX Natural Gas Bull Plus ETF	9

数据来源：彭博。数据日期为 2010 年年底。

反向和杠杆 ETF 通常对零售和短期投资者最具吸引力。由于在杠杆/反向杠杆 ETF 的具体操作中需要运用掉期，所以不是所有的 ETF 发行商都能参与到杠杆/反向杠杆 ETF 的发行中[15]。目前在这一领域最为活跃的 ETF 发行商为：

表 8. 主要的杠杆 / 反向杠杆发行商

杠杆/反向杠杆ETF发行商	提供的杠杆/反向杠杆ETF的种类	总资产 (美元, 亿)
ProShares ETFs/美国	杠杆, 反向和反向杠杆	234
Direxion Shares ETFs/美国	杠杆和反向杠杆	66
BetaPro Management Inc/加拿大	杠杆, 反向和反向杠杆	22
db x-trackers/卢森堡	反向和反向杠杆	18
Lyxor International Asset Mgt.	杠杆, 反向和反向杠杆	14
db x-trackers II	杠杆和反向	11
SGAM INDEX SA-ETF/法国	杠杆, 反向和反向杠杆	11

数据来源：彭博。数据日期为 2010 年年底。

讨论

纵观策略指数及其产品的发展历史，成功的策略指数产品都有个共同特点，即其市场定位都十分清楚。针对个人投资者的指数产品，必须主题鲜明、投资理念简单透明易懂且有效，比如红利策略寻求落袋为安和资产保护、主题投资策略中的资源投资寻求抗通胀、基本面投资着重公司成长性、可持续力和价值投资、等权重及另类加权偏向小盘价值等。投资理念简单有效且主要针对中长期投资的策略，采用指数包装才能凸现被动投资的优越性。又比如杠杆 / 反向杠杆 ETF 的定位也十分清楚，主要是方便有经验的短期投资者尽可能限度地捕捉短期市场机会。相比之下，就目前而言，动态资产配置策略的指数化产品似乎并没有得到市场的接受。这类产品由于牵涉较为复杂的资产配置模型而让一般投资者因不懂害怕而望而却步。而对于有丰富投资经验的机构投资者来说，策略的指数化会损害投资的自由度和灵活性因而限制有经验的投资者主动获取 Alpha 的能力。另外数量化投资模型通常具有局限性、时效性和自我破坏性，对于自信的投资者来说，聪明之举就是不给自己设置任何投资限制。

总之，随着市场的发展和对 Alpha 的不倦追求，新的投资理念和主意会不断产生并在投资者、投资银行、资产管理人和指数提供商间相互竞争和合作的氛围中得到发展和完善。这里借用 Schoenfeld 对市场产品的预测作为结束语[17]：

1. 新的资产类别会不断产生并因而带来更多的风险对冲手段。
2. 基于指数的 ETF 和类主动产品会不断发展。
3. “纯主动型” ETF 将继续发展。
4. 新的 ETF 衍生品将不断产生。

文献：

1. Schoenfeld, Steven, and Joy Yang, "Enhanced Or Active?", IndexUniverse.com.
2. Eric Rosenbaum, "BuyWrite ETFs Struggle To Find Mainstream Appeal", IndexUniverse.com.
3. Oyster, Michael, "BuyWrite Strategies", IndexUniverse.com.
4. Magoon, Christian, "Better Than Sectors", IndexUniverse.com.
5. Schoenfeld, Steven and Ginis, Robert, "Worth The Weight?", IndexUniverse.com.
6. David Morris, Thomas Leake, "The Best Of Both Worlds", IndexUniverse.com.
7. Morris, David and Thomas Leake, "Prices Follow Wealth," (GWA Internal Paper), 2005
8. Charles Krusen, Florian Weber and Robert A. Weigand, "130/30 Funds: The Evolution of Active Equity Investing", A Guide to 130/30 Strategies, Summer 2008.
9. Roger Clarke, Harindra de Silva, Steven Sapra and Steven Thorley, "Long-Short Extensions: How Much Is Enough?", A Guide to 130/30 Strategies, Summer 2008.

10. Edward K. Tom and Sveinn Palsson, "Trading 130/30s in Volatile Markets", A Guide to 130/30 Strategies, Summer 2008.
11. "Risk control is the new investment paradigm", Alpha Structured Investments.
12. Lifecycle Funds Review. State Farm Investment Management Corp. 2009 1Q.
13. Rob Amott, Vitali Kalesnik, Paul Moghtader and Craig Scholl, "Beyond Cap Weight", IndexUniverse.com.
14. Peter Leahy, Chris Pope, "Weighting the World", IndexUniverse.com.
15. Paul Amery, "Inverse and Leveraged ETFs", IndexUniverse.com, July 28, 2008.
16. Joanne Hill and George Foster, "Understanding Returns Of Leveraged And Inverse Funds", IndexUniverse.com.
17. Schoenfeld, Steven, "The Future of Indexing", IndexUniverse.com.

标准普尔指数全球研究和设计部联系人信息

全球负责人

Frank Luo +1 212-438-5057 frank_luo@ standardandpoors.com

纽约

Berlinda Liu +1 212-438-7834 berlinda_liu@ standardandpoors.com

Aye Soe +1 212-438-1677 aye_soe@ standardandpoors.com

Peter Tsui +1 212-438-1493 peter_tsui@ standardandpoors.com

北京

Liyu Zeng +86 10-6569-2947 liyu_zeng@ standardandpoors.com

香港

Simon Karaban +852 2532-8050 simon_karaban@ standardandpoors.com

免责声明

本文件不构成标准普尔或其关联方在未获得所需牌照的地区内提供服务的要约。标准普尔提供的所有信息属非针对个体性的私人用途，不用于满足任何个人、实体或群体个人组织的需求。标准普尔因向第三方提供指数授权收取报酬。本文所提供的任何收益和业绩只为展示示范之用途，不代表真实的业绩。过去的业绩不能保证将来的投资结果。

本报告的目的仅限于提供信息，其中材料的准备是基于一般公众可以获取的、来自被认为是可靠来源的信息。标准普尔就这些材料的准确性和完备度不作任何表示。本材料的内容可能未经通知而发生改动。由于指数的调整和维护是每年定期进行的，因此本报告方法论有可能不能及时反映实时信息。标准普尔声明对与这些材料相关的任何和所有债务不付责任，并对本报告的准确性和完备度不作公开的或隐含的表态或保证。

不可能直接投资于指数。对指数所代表的资产的投资可通过市场上可获得的基于该指数的投资工具来实施的。标准普尔及其关联方没有发起、认可、销售、推广或管理任何第三方提供的、基于标准普尔指数回报提供投资回报的任何投资基金或其它工具。不保证基于指数的投资产品会准确反映指数业绩或提供正向的收益。标准普尔不是一家投资顾问，标准普尔及其关联方对任何投资此类投资基金或其它工具的适合性行为未做出任何顾问性意见。任何人不得依赖根据本报告中的任何意见对任何此类投资基金或其它工具作出投资决策。我们建议潜在投资者只有在仔细考虑投资此类基金的相关风险（详见该投资基金或其它工具的发行人准备的或代表其准备的发行备忘录或类似文件）之后再对任何此类投资基金或其它工具作出投资决策。一只证券纳入标准普尔指数并不代表标准普尔对买入、卖出或持有此证券的建议，也不应视为投资建议。

所示指数收益不代表投资者资产的实际投资结果。标准普尔维护指数并计算所示或所讨论的指数点位和业绩，但不管理真实的资产。指数收益不反映投资者在购买指数所代表资产时应付的任何销售和其它费用。由于这些额外的费用将使真实的和历史倒算的业绩低于指数所显示的业绩。举个简单例子，如果投资美元 100,000 于指数，其 12 个月的收益为 10% (或者美元 10,000)，但真实基于资产的费用为 1.5% 并在投资期末实施在本金及应付投资收益上 (美元 1650)，则净收益应该是 8.35% (或美元 8350)。如果投资期限为 3 年，每年投资收益为 10%，交易费用为每年 1.5% 并且在年末扣除，则三年累计总收益为 33.10%，总费用为美元 5,375，累计净收益为 27.2% (美元 27,200)。

标准普尔不对标准普尔任何指数、其中包括的任何数据以及其根据的任何数据的准确性和/或完整性做保证，也不对任何错误、遗漏或中断负责。标准普尔未对使用标准普尔提供的信息获得的结果和本服务中使用的信息作出任何明示或默示的保证，标准普尔明确否认拒绝所有有关适用性的保证。尽管标准普尔从其认为可靠的来源获得信息，但标准普尔不对与本文件中信息有关的任何性质的费用或损失负责，包括但不限于利润损失或惩罚性或事后损害负责，即使事先对此类损害的可能性已获提出警告。

标准普尔将其各部门的商业活动相互隔离以保持各商务活动的独立性。因此标准普尔的某些部门也许拥有其它部分没有的信息。标准普尔已制定政策和流程确保在每次分析过程中获取的非公开信息的保密性。标准普尔及其关联方向众多机构，如证券发行人、投资顾问、经纪商、投资银行、其他金融机构和金融中介提供广泛的服务；并且向上述机构收取费用或其它经济报酬（包括它们对其证券或服务进行推荐、评级、纳入模型组合、评估或其他表示的组织）。

版权© 2011, Standard & Poor's Financial Services LLC., 麦格希的子公司。版权所有。没有标普书面许可严格禁止以任何形式分发、分销和/或复制全部或部分数据和信息。

没有标准普尔书面许可严格禁止分发、生产和/或复制全部或部分数据和信息。STANDARD & POOR'S, S&P, S&P Indices 和 SPIVA 是标准普尔金融服务的注册商标。

标准普尔全球研究开发部的研究结果旨在激发针对资产管理、衍生品和结构型产品范畴内与指数相关的投资事务。本系列包括所有资产类别，并用于新指数概念的交流或用于解释著名标准普尔指数的变动。

如需更多报告，请联系: thoughtleadership@standardandpoors.com