

中证指数研究报告

# 策略指数与策略投资

(已刊登在 2011 年 3 月 24 日上海证券报封 11)



# 策略指数与策略投资

随着指数投资性功能的逐渐增强，指数化投资方式以及指数化产品已经成为国际金融市场的重要组成部分。通常，指数化投资被理解为一种被动管理方式，然而，随着投资技术和投资理念的演变，指数的主动管理功能越来越被人们理解和认同，这也使得构建“积极指数”成为未来指数发展的主要趋势。在此背景下，策略指数作为积极指数的典型代表也得到了快速发展。

## 一、策略指数：除了仅做多的市值加权指数之外的指数

策略指数是除了传统的只做多的市值加权指数之外的指数。从定义表述可以看出，策略指数与其他指数本质区别在于两点：一是加权方式，策略指数主要采用非市值加权方式，如基本面加权、财富加权、固定权重等等；二是多空交易，策略指数可以采用多空两种方式，其他指数只能单边操作。策略指数蓬勃发展，主要有以下三点原因：

### （一）获取超额收益是策略指数保持生命力的内在动因

与传统行业、规模、风格、主题等指数对市场进行分割不同，策略指数并非选择对于特定的某一类风险敞口进行指数化，而是源于策略本身以及资产类别的多样化，其目的是想获得超额收益。按照早期资本资产定价模型（CAPM）对于组合收益的划分，传统指数定位于反映市场平均风险和收益水平（即传统 Beta 收益），而策略类指数则定位于超越市场基准的收益（即传统的 Alpha 收益）。从本质上来讲，这种超额收益应是相对于风险的最优化收益，体现了指数的主动管理，这也是策略指数不断发展的内在动因。

### （二）衍生工具快速发展是策略指数发展的重要推力

衍生工具的快速发展对于策略指数的迅速发展具有至关重要的作用。首先，衍生工具的出现拓宽了策略指数反映的基础资产的范围，将原来的基础资产从股票、债券扩大到衍生工具，这为策略指数的编制提供了更为多样化的资产选择。其次，衍生工具的出现改变了单边交易方式。通过衍生工具，策略指数不仅能够实现反向交易、获取空头收

益，更为重要的是通过多空交易方式结合，策略指数可以超配潜力股，减配前景看淡的股票，实现更高的收益，如 130/30 指数。

### （三）低成本是策略指数发展的竞争优势

策略指数代表了指数构建过程中的主动管理。通过策略变化、权重优化、以及灵活选股，策略指数能够实现高于一般被动型管理的指数收益，同时与主动基金相比，其管理费用低廉具有明显的竞争优势，这也是策略指数能够在很短的时间内迅速获得市场和投资者的广泛青睐的一个非常重要的原因。

## 二、策略指数类型

从策略指数成份券覆盖的资产类别及加权方式入手，将策略指数分为以下三类：非市值加权方式、单一资产类别、多资产类别。

### （一）非市值加权方式

加权方式上是策略指数的一个重要分类，随着指数投资性的逐渐增强，指数的权重也承载了越来越多的功能。价格加权是最早的加权方式，但是其依据股票价格来确定权重的方式违背了资产配置的原理，逐渐被放弃。后来出现的总市值加权、自由流通市值加权、流动性加权、限定权重都属于市值加权方式，而实践证明市值加权也存在一定的局限<sup>1</sup>，因此，人们越来越多的关注非市值加权方式。

#### 1. 财务数据加权

采用财务数据加权是非市值加权的一个重要类别，通过一个财务数据指标或者多个财务数据指标来确定成份券的权重。运用财务数据加权的目的是想切断成份券权重与价格的关联，体现公司的真实价值，克服市值加权的缺陷。通常运用财务数据加权主要包括基本面加权、财富加权、红利加权、其他财务数据加权。

#### 2. 风格因子加权

最常见的风格因子加权方式为成长风格加权和价值风格加权。成长风格加权是对主营业务收入增长率、净利润增长率和内部增长率来确定权重；而价值风格加权是通

---

<sup>1</sup>总市值加权对于一定期限之内不能参与流通的限售股也赋予了一定的权重，不能反映市场的价格变化。自由流通市值加权也有缺陷，市值受价格影响，股价越高的股票在指数中的权重越高，会导致组合重仓那些高估的股票，相对价格比较低的股票，在这个组合里的权重也较低。

过股息收益率、每股净资产与价格比率、每股净现金流与价格比率、每股收益与价格比率四个变量来计算权重。

### 3. 固定权重

固定权重是按照一定规则赋予成份券固定数值的权重。通常固定权重主要包括等权重，分层等权、优化等权、其他固定权重。其中，分层等权包括流动性分层和结构分层两类。流动性分层是根据成份股的流动性划分不同的层级，而结构分层等权是根据多种因素对成份股进行分层，来捕捉单个市场的结构特征；优化等权是通过某种分级规则将成份股划分为两个或者更多的权重级别。

### 4. 波动率加权和碳效率加权

波动率加权和碳足迹加权应属于另类加权，也可称为概念加权。波动率加权是按照成份券的历史波动率对成份券在指数中的权重进行调整，以实现指数风险水平控制的目标。碳效率加权则是通过计算上市公司的碳足迹，来调整成份券在指数中的权重。碳足迹是由公司每年温室气体（GHG）排放评估定义的，表达式为二氧化碳当量（CO<sub>2</sub>e）的吨数除以年收入。碳效率加权属于一种主题类加权，通过调整成份券的权重，来提高指数组合的社会效益。

## （二）单一资产类别

从指数覆盖的资产，可以将策略指数分为单一资产和多资产两类。顾名思义，单一资产类别就是指构成指数的成份券都属于同一类别的资产。通常资产类别包括股票、债券、商品、对冲基金、衍生工具（期货、期权、远期、互换）、外汇、房地产、REITS，波动率、现金、指数、ETF 等类别，而且随着社会的发展，还会涌现出更多的可用于构建策略指数的资产类别。单一资产类别中，具有代表性的指数为杠杆、反向和多空指数。

### 1. 杠杆指数

杠杆指数是以多倍杠杆放大标的指数的收益，常见的倍数为 2 倍或 3 倍。该指数用以复制杠杆投资组合的收益，可用作 ETF 的标的指数。以 2 倍杠杆为例，若想获得标的指数的 2 倍日收益，除买入该指数样本股组合外，还需借入额外现金再购买 1 倍的相同组合。在获得 2 倍指数收益的同时，投资者还要支付借入现金所产生的利息。同样为确保该杠杆投资组合的回报是挂钩指数收益的 2 倍，该投资组合需每天调整，由此产生相关交易费用。杠杆指数计算反映了挂钩指数的 2 倍（多倍）日收益和相关利息支出。以

杠杆指数为标的，不仅能够满足风险偏好投资需求，同时也可作为中小投资者提供成本更加低廉的杠杆类投资方式；杠杆指数及杠杆指数产品可以为分级基金、分级 ETF 等金融产品提供支持，推动金融产品创新。

## 2. 反向指数

反向指数代表了在标的指数上的空头仓位，提供标的指数的 1 倍单日反向收益。若想获取指数的空头收益，需要卖空该指数成份股组合。同时，投资者还将获得卖空股票所得现金的利息收益。卖空指数反映了其挂钩指数的反向收益和相关利息收入。随着全球经济和金融市场联动特征逐渐增强，证券市场的波动也在加剧，反向指数在熊市中是很好的策略，经常和杠杆策略结合使用，当卖空机会来临时扩大杠杆以获取超额回报。

## 3. 多空指数

较为著名的多空指数是 130/30 指数。130/30 多空指数可以看作一个传统的 100% 多头的投资组合与一个追求绝对收益的多空仓位（30%）组合的叠加。虽然利用了投资杠杆，130/30 指数仍然保持着 100% 的市场的风险暴率。该类策略最早出现在对冲基金以及主动型基金，近年来逐渐发展至指数基金与 ETF。该类指数通过放宽只能做多的限制，以期达到投资效率的提升。这也是指数计算中首次出现负权重的概念。尽管 S&P 早在 2007 年底便发布了第一支 130/30 指数，但是在 2009 年中市场上才有了第一支 130/30 的 ETF，以瑞士信贷开发的 130/30 大盘指数为投资标的。从目前来看，主流指数商均推出了该类策略指数，尽管实际投资产品仍较有限，但该策略已经逐渐延伸至指数化运作。

## 4. 量化策略指数

量化策略指数是通过量化指标或量化模型来对成份券进行筛选，以实现特定目的的策略，如更优的投资表现、更低的波动率水平、更低的跟踪误差等。量化策略指数是定量研究成果与指数产品开发的结合，其核心是量化模型的有效性。

### （三）多资产类别

相对于单一资产类别的策略指数，多资产类别策略指数则同时覆盖多种资产，并往往根据市场条件进行动态资产配置。从定义可以看出，多资产类别的策略指数具有两个明显的特征，一是更加分散化的投资组合，这种资产组合可以是股票和债券，也可以是股票、波动率、现金、商品等等，可以在尽可能广的范围内进行分散化投资；二是指数的权重是动态变化的，会根据市场条件变化进行动态调整。

### 1. 目标日期指数

目标日期指数是设有一个预定的目标日期，投资组合中股票与固定收益资产的比例会随着目标日期的临近而不断调整，以达到有效控制风险的目的。通常离目标日期较远时，股票等风险类资产占比越高，相反离目标日期较近时，固定收益等资产占比越高。目标日期指数具有良好的前景，其基于目标日期的动态资产配置策略既能满足社保基金、企业年金、保险资金等机构投资者的需要，同时还可以将退休计划产品开发成指数化产品，为个体投资者提供良好的投资方式。

### 2. 风险控制指数

风险控制指数是一种动态资产配置策略指数，常常结合杠杆、反向和多空加权方式，对指数整体的波动率水平进行控制。构建风险控制指数首先要确定目标波动率，目标波动率与指数即时波动率比值即为指数杠杆。风险控制指数的收益包括基于标的指数的收益和基于杠杆因子的收益。

通常，风险控制的方式有最大化 Sharp 比率、降低指数波动率等。就降低指数波动率这一方式而言，本质是在母指数所代表的股票类资产和现金之间的动态配置；对股票类资产的敞口可以是零，也可以超过 100%。

### 3. 动态多元资产策略指数

动态多元资产策略是指根据预先确定的宏观和估值模型，动态调整资产配置。各资产类别权重会预先设定一个固定的比例，但基于风险最小化的考虑，对于熊市和中性的情况下，会将股票和商品的减配，提高现金的比重。

## 三、策略 ETF 发展情况

与此同时，伴随着指数主动管理功能的加强，策略 ETF 越来越引起人们的关注，并逐渐成为 ETF 市场的重要组成部分。截至 2010 年 3 季度，美国策略 ETF 已超过 278 只，资产总额达到 592.95 亿美元，分别占美国全部 ETF 的 27.02% 和 7.37%。

上述策略 ETF 主要分布在杠杆、多空、量化方法、等权、目标日期、基本面、多元资产配置等类别。其中，杠杆 ETF 有 159 只、多空 ETF 有 28 只，分别占全部策略 ETF 的 56.83% 和 10.07%；在规模上，杠杆 ETF 为 282.79 亿美元、多空 ETF 为 35.23 亿美元，分别占全部策略 ETF 的 47.69% 和 5.94%。策略 ETF 在发展上主要呈现以下几个方面的特征：

### （一）杠杆类 ETF 占据半壁江山

无论从 ETF 数量还是规模来看，杠杆类 ETF 都接近 50% 的份额，远远超过其他类别的 ETF，而且杠杆类 ETF 往往结合多空策略，这也为我国策略 ETF 的发展提供了一个明晰的方向。

### （二）多空策略 ETF 数量较多，但普遍规模不大

虽然从数量上来看，多空策略 ETF 仅次于杠杆类 ETF，但在规模上普遍较小，28 只策略 ETF 只有 35.23 亿美元，最大的多空策略 ETF 仅为 17.82 亿美元，最小的多空策略 ETF 只有 276 万美元<sup>2</sup>，

### （三）其他策略 ETF 保持良好增长势头

除杠杆和多空策略类 ETF 之外，量化方法指数 ETF、等权重 ETF、目标退休日期 ETF、RAFI ETF 以及对冲基金 ETF 则是近年来策略 ETF 发展的热点，从理念和表现上越来越为市场所接受，将会成为未来策略 ETF 发展的重点区域。

### （四）策略 ETF 提供商较为集中

从已有的统计来看，ProShares 提供的策略 ETF 在数量和规模上都接近 40%，远远超过其他机构提供的策略 ETF，这表明策略 ETF 的发展还只是刚刚起步，市场潜力较大。

## 四、我国策略指数发展

近年来，中证指数公司指数创新和指数体系完善方面取得了重要的进展，在策略指数方面也取得了显著的成果。目前，中证指数公司研发的策略指数超过 23 条，包括上证大盘等权重指数、上证行业分层等权重指数、中证等权 90 指数、中证锐联基本面指数、深证基本面指数，客户定制的策略指数等。与此同时，我国策略类投资基金产品也得到了迅速的发展。博时、嘉实、南方在内的 21 家基金管理公司共推出了 28 只策略类投资基金产品，基金净值超过 605 亿元。

然而，同国际市场相比，我国资本市场还比较年轻，因此在策略指数开发应用方面

---

<sup>2</sup> ProShares UltraShort MSCI Pacific ex-Japan。

还具有较大的潜力和空间。借鉴国际策略指数和策略指数产品的发展经验，同时根据我国资本市场发展的客观实际，中证策略指数将在以下几个方面重点突破。

### （一）杠杆指数

杠杆指数是指数公司未来重点发展的策略指数之一。随着融资融券业务的发展成熟，构建杠杆类指数的条件已经具备。国外实践表明，杠杆指数具有良好的投资性，投资者通过对市场的时机判断可以获得更高的收益，因此受到了投资者的广泛青睐。目前，以杠杆指数为标的的 ETF 在数量和规模上都占据了策略 ETF 的首位，

从国内发展情况来看，杠杆指数具有广阔的应用前景，一方面以杠杆指数为标的，不仅能够满足风险偏好投资需求，同时也可为广大中小投资者提供成本更加低廉的杠杆类投资方式；另一方面，杠杆指数及杠杆指数产品的出现可以为分级基金、分级 ETF 等金融创新产品提供支持，推动金融产品创新。

### （二）反向指数和 130/30 多空指数

反向指数和多空指数（如 130/30）也是指数公司策略指数重点发展的方向之一。随着股指期货和融资融券业务的发展成熟，构建反向指数和 130/30 多空指数条件已经基本具备。反向指数、多空指数以及相关 ETF 产品的出现不仅可为投资者提供了双边交易方式，同时可以使投资者以更低廉的成本进行卖空操作。在 130/30 指数具体构建上，国际上 120/20 和 130/30 多空比例收益风险特征最为均衡适当，被投资者接受程度最高。由于国内融资融券限制不同于国际市场，对于多空比例的选择可以根据实际可交易空间和融资成本进行选择。同时，考虑跟踪误差和超额收益的平衡，调整多空比例。在标的母指数的选择上，沪深 300、上证 180、深证 100 指数均可作为合适的选择对象。

### （三）目标日期指数

目标日期指数通常设有一个预定的目标日期，投资组合中股票与固定收益资产动态配置，以达到有效控制风险的目的。目前，我国具有股票、债券、商品期货、金融期货、权证、外汇、黄金。票据在内的多个资产类别，能够实现资产的多元化配置，构建目标日期指数条件具备。

目标日期指数具有良好的前景，其基于目标日期的动态资产配置策略既能满足社保



基金、企业年金、保险资金等机构投资者的需要，还可以将退休计划产品开发成指数化产品，为个体投资者提供良好的投资方式。而且近年来，我国 QDII 产品也处于较快的发展阶段，在海外指数发展方面，以目标日期指数为代表的多元资产动态配置指数是发展的重点。

#### （四）风险控制指数

风险控制指数是一种较为复杂的动态资产配置策略，常常结合杠杆、反向和多空加权方式，对指数整体的波动率水平进行控制，进而实现一定风险控制下的组合收益。通常，风险控制的方式有最大化 Sharp 比率、最大化收益与风险率比值、基于目标波动率和实际波动率水平来确定杠杆权重等。

从我国指数发展来看，目前绝大部分指数都是基于收益的指数，但是，随着金融全球化和资本流动的加强，国际金融市场更多的呈现联动特征，这也就必然导致指数的波动性或者说风险水平会加强，而且策略指数在追求高收益的同时不可避免的承担更高的风险，从这一点来看，开发风险控制指数是未来指数发展的大趋势。