

中证指数研究报告

我国主动与被动投资管理 产品比较分析



目录

一、我国指数化投资发展稳中有进.....	2
二、时间维度越长，被动投资方式优势越明显.....	4
三、市场涨幅越大战胜指数越困难.....	5
四、市场波幅越大战胜指数越困难.....	6
五、熊市中主动与被动投资产品业绩差异解析.....	6
（一）现金持有策略是影响主动与被动产品业绩差异的重要因素.....	6
（二）损失厌恶是主动基金经理在熊市中改善业绩的内因.....	7
六、熊市主动比被动能够提供更好的保护？.....	7
七、总结.....	9

图表目录

图表 1 我国指数化投资发展概况.....	3
图表 2 多时间维度主动与被动比较.....	4
图表 3 按指数收益区间主动基金胜率分布.....	5
图表 4 按波动率区间主动基金胜率分布.....	6
图表 5 主动与被动产品非股票资产比例.....	7
图表 6 主动基金择时贡献分析.....	8

表格 1 主动积极连续超越沪深 300 指数.....	5
表格 2 主动基金的择时能力分析.....	9

从最初的市场基准，指数已经演变成使投资者能够管理其组合风险、收益以及控制成本的有效工具，指数化投资已经成为市场发展的重要方向。伴随着全球指数化投资的热潮，我国指数化投资也得到了较快的发展。经过多轮市场周期的考验，指数化产品逐步得到了投资者认可。

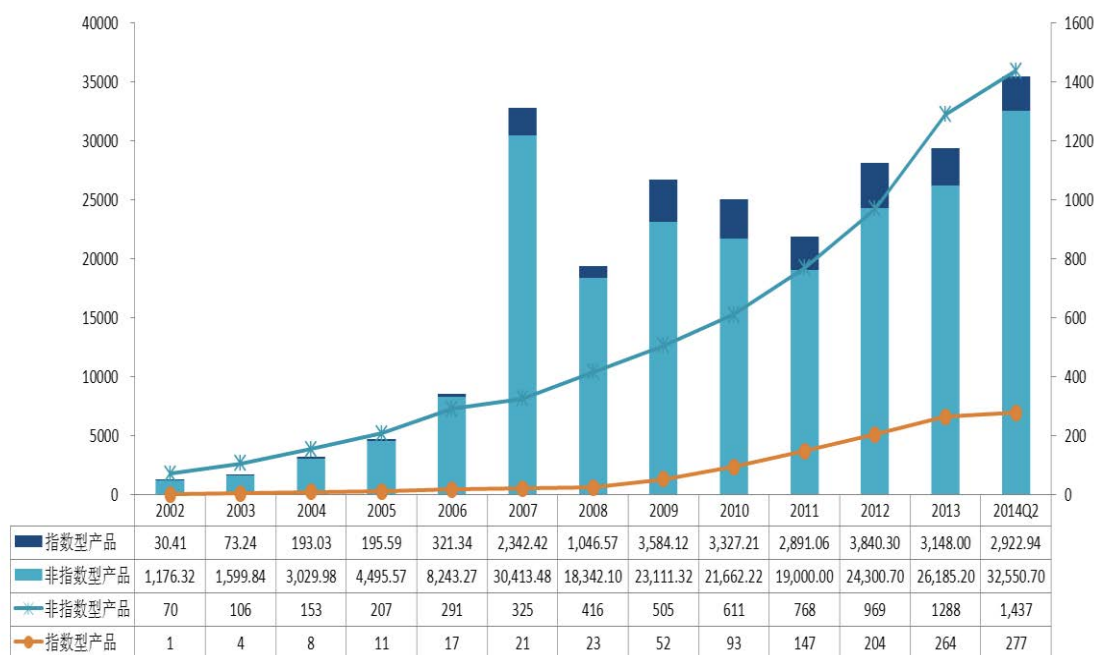
然而，近年来 A 股市场的大幅震荡使得基金产品的业绩表现波动较大。市场上投资者也出现了一些对指数化产品的疑虑，认为“指数化产品仅只在牛市中有用”，这在一定程度上影响了指数化投资在国内的健康发展。鉴于此，对被动投资和主动投资进行深入、全面、客观的比较，不仅有利于投资者更深入的了解两种投资方式的特点，选择适合自己的投资方式，实现保护投资者的目的，同时更是我国资本市场基金产品创新，尤其是指数产品健康发展的内在需求，具有非常重要的意义。

一、我国指数化投资发展稳中有进

伴随着全球指数化投资的热潮，我国指数化投资也得到了迅速发展。从 2002 年开始，华安 180 指数基金和天同 180 指数基金相继发行成立，开启了我国指数化投资的先河。2004 年，我国第一只 ETF 产品—华夏上证 50ETF 推出，使最近 20 年全球最成功的金融创新产品登上了我国市场的舞台。近年来，我国指数化投资进入快速发展阶段，仅在 2009 年发行成立指数型产品就超过了以往七年发行数量的总和。截止 2014 年 6 月，我国 A 股市场共有指数型产品 277 只，规模约为 2922.94 亿元，分别占公募基金的 16.16%和 8.24%，并且范围涵盖规模、主题、策略、行业和风格等类别。

我国指数化投资的快速发展，除了得益于指数化投资固有的特质及其良好的业绩表现之外，更重要的是满足了我国市场发展的需要。指数化投资的发展迎合了市场产品创新的需要。而近年来，相关政策支持更是指数化投资快速发展的重要保障。从 2005 年，沪深交易所就已开始大力发展 ETF、LOF 等场内交易基金产品，而同年沪深交易所组建的中证指数公司，更使我国指数发展走向了专业化、规范化和市场化发展道路。2010 年以来融资融券制度推出、股指期货合约上市、指数类股票基金产品单独分类审核，都为指数化投资持续发展提供了重要的有利条件。可以说，我国指数化投资顺应了国际指数化投资发展的趋势，迎合了内地市场发展和产品创新的需要，借助了相关政策的大力支持，从而取得了快速发展。

国内市场基金产品数量及资产规模



图表 1 我国指数化投资发展概况

目前，我国指数化产品呈现两个特征：（1）指数化产品规模效应强。截止 2014 年 6 月，市场规模最大的前十只股票型基金中有七只为指数产品（不含联接基金），且前五只均为指数产品。其中，市值最大的基金为嘉实沪深 300ETF，规模为 264.96 亿；华夏上证 50ETF 规模为 211.32 亿，位列第二位，华夏沪深 300ETF 规模为 196.52 亿位列第三。

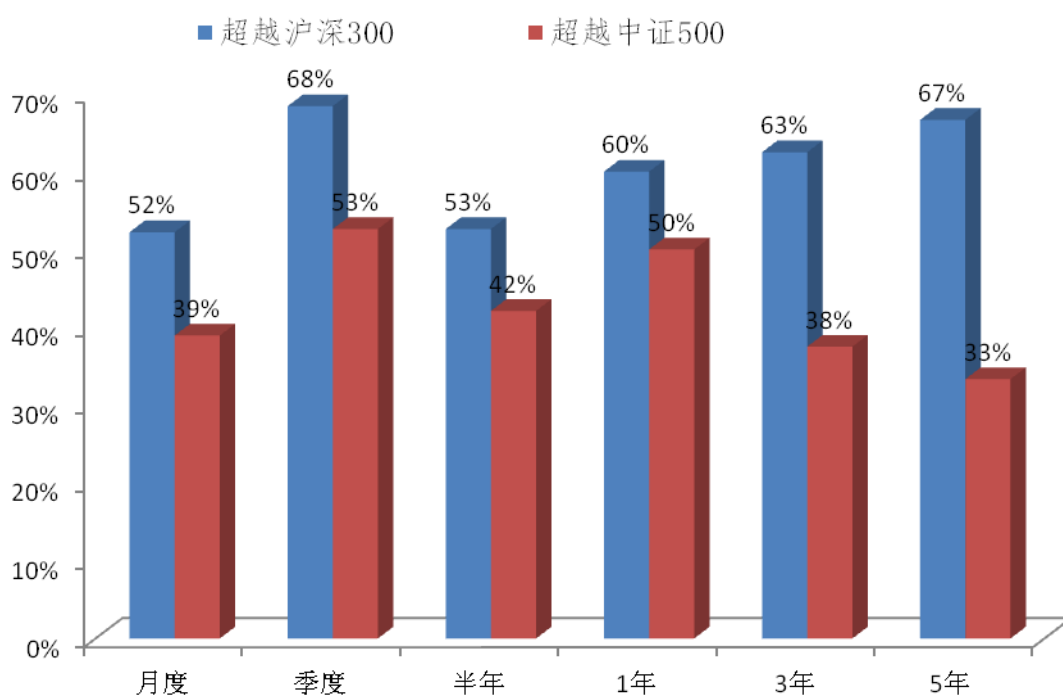
从投资标的来看，核心指数受到市场热捧。在所有指数化产品中，以沪深 300 指数为标的的产品数量最多，为 39 只，总规模为 1086.89 亿，占有所有指数产品的 37.18%，其次为深证 100 指数，产品 10 只，总规模 408.44 亿，占有所有指数产品的 13.14%。基于上证 50 指数、上证 180 指数、中证 100 指数和中证 500 指数的产品总规模为 722.24 亿元，占有所有指数产品的 23.24%。

（2）指数化产品标的多元化。近年来，指数基金进入新的发展时期，以反映同期市场热点的主题和行业指数逐渐成为投资标的；一些指数产品的推出引发新的投资理念和视角，上证社会责任指数基金的问世，引导投资者真正关注上市公司的公司治理情况和社会责任投资；策略指数产品开始备受关注，Smart Beta 策略，风险控制，目标风险，杠杆反向等策略指数备受市场青睐。这一阶段，指数基金类型逐步细分，呈现出蓬勃发展的新气象。

二、时间维度越长，被动投资方式优势越明显

主动型基金是主动基金经理通过研究、分析对投资组合进行积极管理来获取超越市场的收益。指数化产品则是跟踪复制指数收益，保持最小的跟踪误差，不做积极管理。

从主动投资和被动投资管理产品的累计收益比较来看，在 1 年以内时间维度，主动投资管理产品具有较高的胜率。而对于超过 1 年的时间维度，随着时间的延长，其胜率在逐渐降低。以中证 500 为例，主动基金年度胜率在 50%，而过去 3 年胜率和过去 5 年胜率则降为 37.5%和 33.33%。这表明被动投资方式是一种长期持有策略。



	月度	季度	半年	1年	3年	5年
超越沪深300	52.21%	68.42%	52.63%	60.00%	62.50%	66.67%
超越中证500	38.94%	52.63%	42.11%	50.00%	37.50%	33.33%

图表 2 多时间维度主动与被动比较

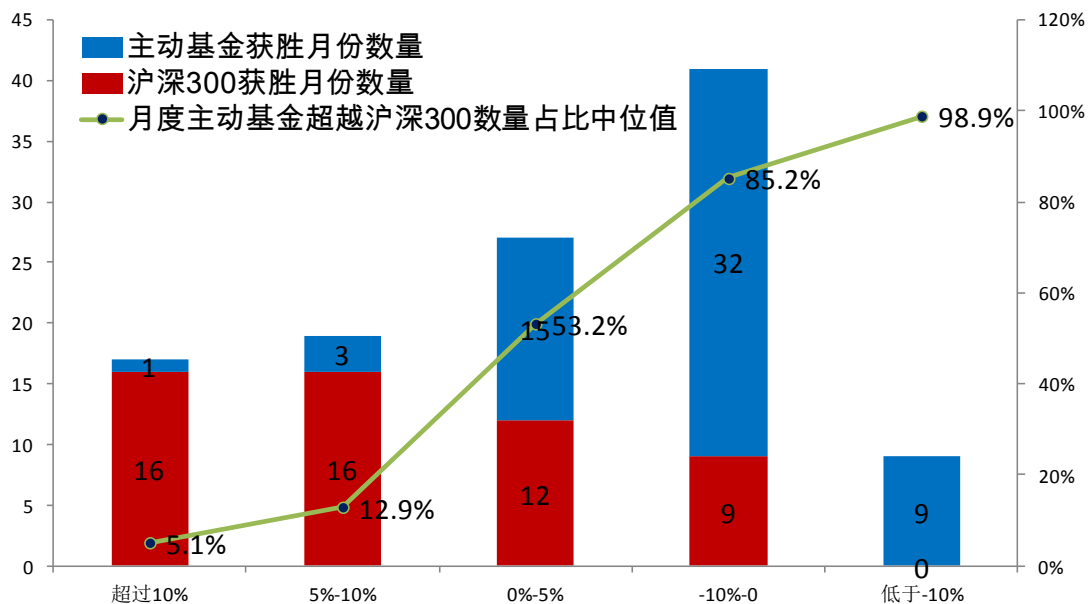
从主动基金年度胜率的持续性来看，这一现象更为明显。在 2009 年以前，仅有不超过 3 只普通股票基金能够连续 3 年战胜沪深 300 指数。2010 年以来，这一状况有所改善，但最高占比也不超过 20%。如果是连续 5 年超越沪深 300 指数，2009 年以前则仅有 1 只普通股票基金能够实现。由此可见，长期连续战胜市场，获取超额收益较为困难，绝大部分主动基金都无法连续超越市场。

表格 1 主动积极连续超越沪深 300 指数

区间	2012-2014	2011-2013	2010-2012	2009-2011	2008-2010	2007-2009	2006-2008	2005-2007
连续超越沪深 300 基金数量	56	36	27	3	2	0	0	
样本总数	289	234	183	136	102	67	30	
占比	19.4%	15.4%	14.8%	2.2%	2.0%	0.0%	0.0%	
区间	2010-2014	2009-2013	2008-2012	2007-2011	2006-2010	2005-2009		
连续超越沪深 300 基金数量	21	1	0	0	0	0		
样本总数	183	136						
占比	11.5%	0.7%						

三、市场涨幅越大，战胜指数越困难

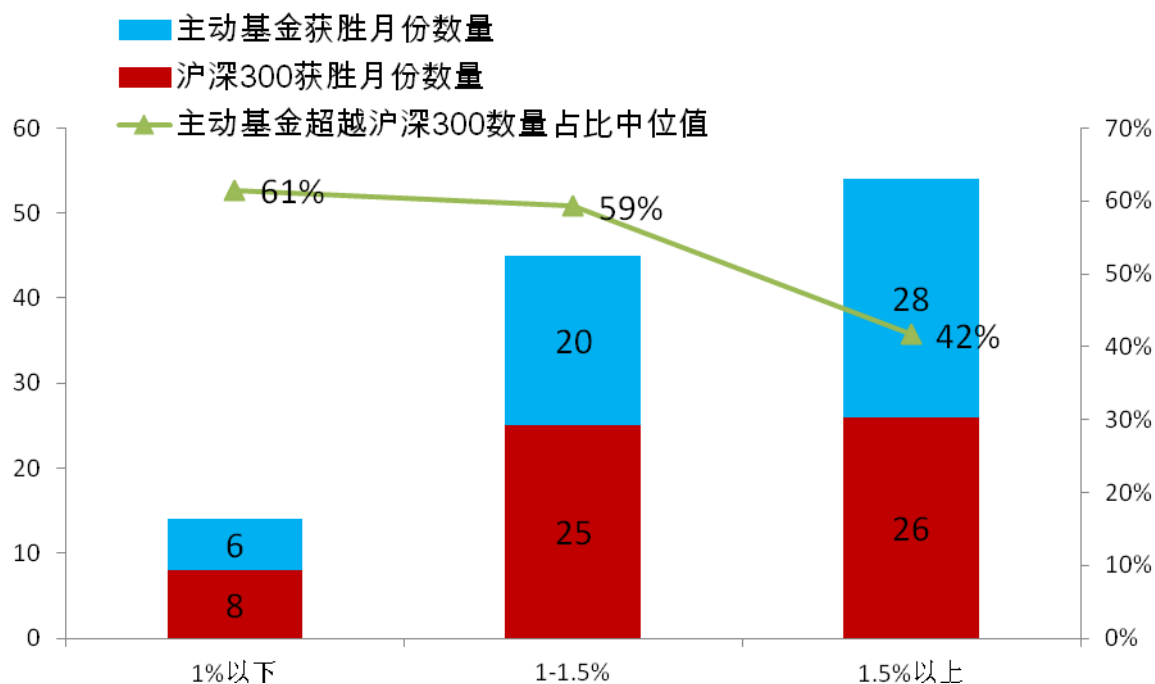
在市场处于上涨时期，主动基金超越沪深 300 指数的比率会显著降低。当沪深 300 指数月度收益在 $[0, 5\%)$ 时，主动基金超越沪深 300 指数比例的中位值为 53.2%。当收益区间为 $[5\%, 10\%)$ 时，主动基金超越沪深 300 指数比例的中位值降为 12.9%。而当收益超过 10% 以上，主动基金超越沪深 300 指数比例的中位值仅为 5.1%，17 个月份中仅有 1 个月能够超越沪深 300。由此可见，市场上涨幅度越大，指数化投资越有效，战胜指数也越困难。



图表 3 按指数收益区间主动基金胜率分布

四、市场波幅越大，战胜指数越困难

同样，市场波动程度对主动和被动投资管理产品业绩也有一定影响。当沪深300月度波动率在1%以内时，主动基金超越沪深300比例中位值为61%，而随着波动率增加，中位值逐渐下降。当沪深300月度波动率在1.5%以上时，主动基金超越沪深300比例中位值降至42%。可见，市场波动程度越剧烈，主动基金超越指数就越困难。



图表 4 按波动率区间主动基金胜率分布

波动性越大使得主动基金的胜率较低，主要原因在于市场波动性的程度显示了市场不确定性和风险的程度。而预测金融市场本身固有的不确定性是非常困难的。在这种情况下，最好的投资方法就是以某种持续反映所有已知信息的方法来关注投资目标。被动投资则是充分利用市场的能力将所有已知信息、市场预期以及其他因素的综合考量，反映了市场的累积预期。而主动基金经理在市场不确定性增加的情况下，投资可能会偏于谨慎和保守，因此，市场波动越剧烈，主动基金战胜指数也就越困难。

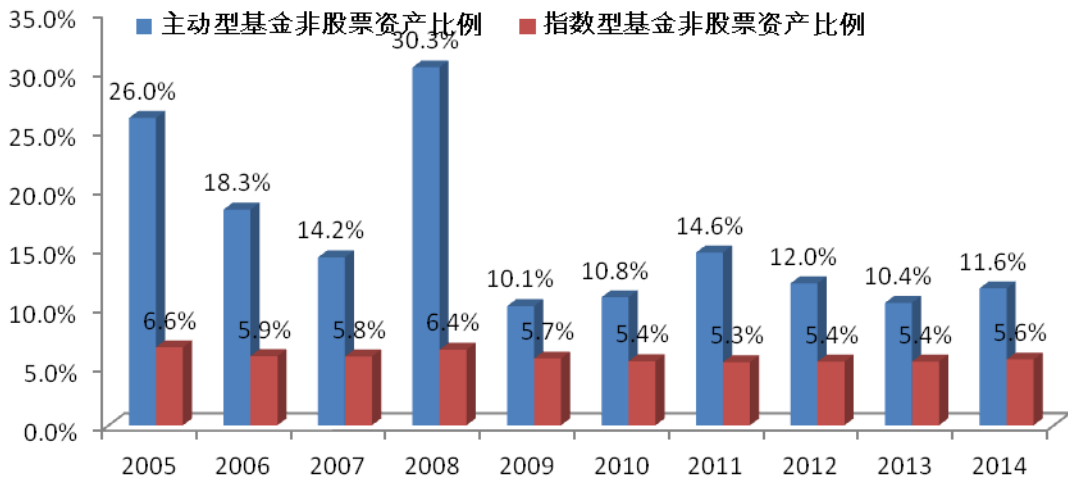
五、熊市中主动与被动投资产品业绩差异解析

(一) 现金持有策略是影响主动与被动产品业绩差异的重要因素

对于熊市中主动投资与被动投资业绩的差异，主要在于主动基金的现金持有策略。主动型基金经理常常持有较高水平的现金，并且许多基金经理将现金策

略作为整个投资计划的一部分。当主动型基金经理发现证券的价值不再适合投资，他们会将投资组合中的大部分资产转换为现金。这种实质性的现金持有在下跌市场中能够起到缓冲作用，而在上升市场中会对业绩造成拖累。

在 2005 和 2008 年，普通股票型基金持有非股票资产比例分别为 26%和 30.3%，而同期被动指数基金（包括增强型指数基金）持有非股票资产比例分别为 6.6%和 6.4%。在熊市中，主动型基金经理持有较高的现金比例使其业绩波动得到缓冲，因此主动型基金业绩表现好于指数化产品。



图表 5 主动与被动产品非股票资产比例

（二）损失厌恶是主动基金经理在熊市中改善业绩的内因

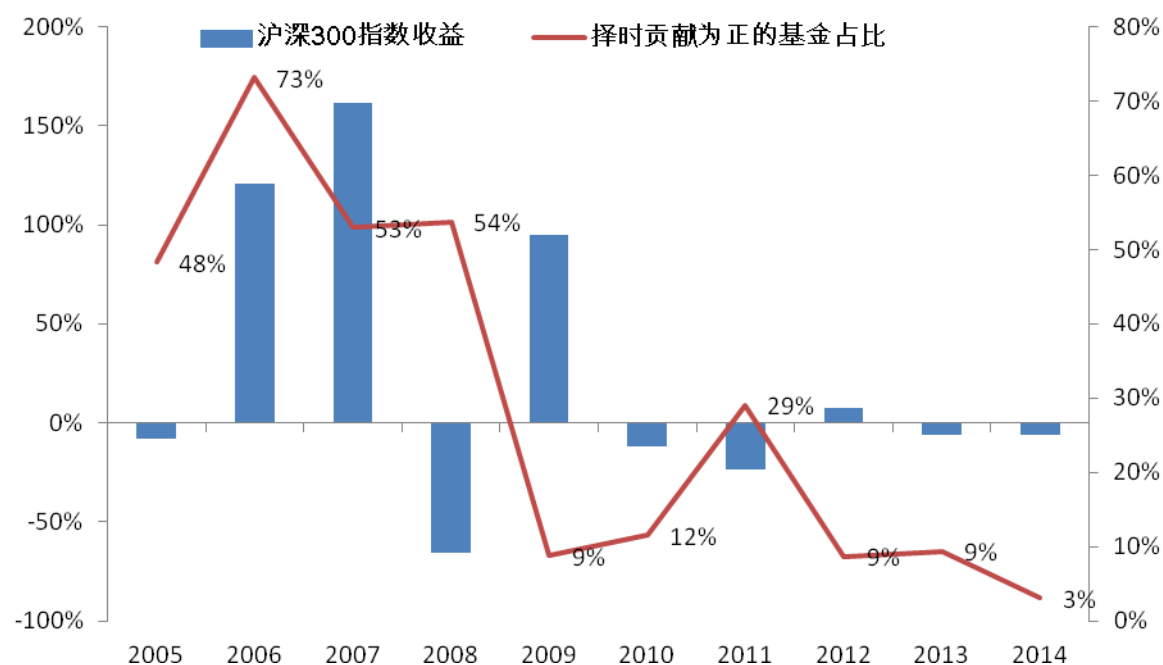
熊市中，除了现金持有策略，投资者损失厌恶的心理也是主动基金经理努力改善业绩的内因。根据行为金融学的预期理论，投资者在大多数情况下对预期损失的估值会比预期收益高出两倍，因为在不确定的条件下，人们的偏好是由财富的增量而不是总量决定的，所以人们对于损失的敏感度要高于收益，这种现象称作损失规避。也就是说，在上升市场中，即使主动基金经理没有超越市场，但投资者仍然获得了一定的回报。而在下跌市场中，哪怕主动基金经理仅仅落后市场指数一点点也会产生较大的影响，投资者会感到难以接受甚至用脚投票。投资者这种损失厌恶的心理，会促使主动基金经理在下跌市场中努力改善基金业绩，甚至比上升市场时投入更多的精力进行研究和分析，这也是下跌市场中，主动和被动投资业绩差异的另一原因。

六、熊市主动比被动能够提供更好的保护？

从主动基金与沪深 300 指数的收益对比来看，似乎显示了这样一个现象，“在牛市中，主动型基金很难超越指数，而在市场不确定性增加时，尤其是熊市

时主动型基金似乎比被动型产品提供更好的保护”。市场中也有不少投资者持有类似观点。这种观点基于一个重要的假设，即主动基金经理能够成功预测熊市，通过对市场转折点的预期来对投资组合进行布局。但是，从实际情况来看，预测市场周期的转折点是极为困难的事情，而失败的择时会使得主动基金经理落后于市场，长期来看，绝大部分主动基金经理无法在下跌市场中获得足够的收益来弥补在上升市场中落后的收益。

从分年度来看，2007 年以来，主动基金的择时能力呈下降趋势¹，在 2008 年，择时贡献为正的基金数量占当期基金总数的 54%，仅比 2007 年高 1%。而在随后的 6 年中，这一比例骤降为 9%、12%、29%、9%、9%以及 3%。这表明绝大部分主动基金经理并未显示出明显的择时能力。



图表 6 主动基金择时贡献分析

为了进一步分析主动基金的择时能力，本文按照沪深 300 的走势划定了几个区间，2006-2007、2008.11-2009.8 为上升区间，2008.1-2008.10 为下跌区间，2009.9-2014 为震荡区间。数据显示，在二个上升区间，择时贡献为正的基金占比分别为 49%和 11%，在 2008 年市场深度调整时，择时贡献为正的基金占比为 62%，比 2006-2007 时高 14%。而在市场震荡时，择时贡献为正的基金占比仅为 5%。这进一步验证了，当市场呈现周期变化时。绝大部分主动基金并不具有显著的择时能力，即使在市场深度调整时，择时贡献为正的基金占比也并没有显著的提升。所以，“市场不确定性增加时，主动基金能够比指数化产品提供持续的更好的保护”是缺乏根据的。

¹本文采用 Treynor 和 Mazuy(1966) 提出的 T-M 模型¹对主动基金的择时能力进行分析。

表格 2 主动基金的择时能力分析

区间	沪深 300 指数收益率	主动基金数量	择时贡献为正的基金数量	占比	择时贡献中位值
2006-2007	521.2805	96	47	48.96%	0.196545
2007-2008	-71.6281	132	82	62.12%	0.139769
2008-2009	132.6532	162	18	11.11%	-1.01334
2009-2014	-37.7599	394	20	5.08%	-1.98469

七、总结

指数化投资经历了理论积淀、产品实践、市场验证以及快速发展在内的完整流程。从世界上第一只指数化产品出现到现在全球范围内指数化产品的高速发展，指数化投资已经成为非常重要的投资方式。虽然 2008 年金融市场的震荡使得指数化产品业绩波动较大，但并没有改变这一趋势。

主动投资依赖基金经理的专业知识和分析判断，指数化投资属于被动投资方式。时间维度越长，市场涨幅越大，市场波动越剧烈，指数化投资越有效。而在市场深度调整时，绝大部分主动基金的跌幅要小于基准指数，造成这种业绩差异的原因主要在于两点：一是主动基金经理的现金持有策略提供了缓冲，二是投资者的损失厌恶促使主动基金改善业绩。但这并不表明市场不确定性增强时，主动基金能够提供更好的保护，因为绝大部分主动基金经理并不具有明显的择时能力。

主动投资和被动投资并不是相互对立的投资方式。依据投资者的特定目标，将主动投资和被动投资相互结合才是最优的投资方式。