

作者：



Jon Maier · Global X 投資總監

日期：2023年1月25日

主題：宏觀經濟

為甚麼被動不是真的被動

編者按：以下文章最初於2017年刊登，但由於有關主動和被動管理不斷演變的爭論，我們認為它對投資者仍然具有參考價值。數據已更新至當前時期。

不是要過於哲學，但二十多年的行業經驗教會了我幾個真理。首先，二十多年轉眼便過去。其次，沒有做甚麼對於投資而言，其實並非甚麼也不做。技術上，您仍然主動決定有目的地按兵不動。

所有決定皆為行動

您大概對主動管理與被動管理的爭論再熟悉不過。我認為這是浪費時間。原因不是投資者應該忽視任何一個管理方式的優點，當構建其投資策略時。這是因為該討論很大程度上沒有抓到重點。

投資沒有甚麼被動的。並沒有。

個人認為，決定投資本身就是一種行為。僅這一個行為就引發一連串事件，需要投資者參與，即使是利用基於指數的投資工具。認為將資本分配給交易所交易基金（ETF）等被動投資工具，等同缺乏有意義的投資者參與是完全錯誤的。假設它會有效地、永久地自動駕駛也是不正確的。因為它並不會。

不為人知的精妙

適當地構建一個投資組合，其資產配置和多元化適合投資者的風險承受能力和投資年期，需要下苦工。第一步，選擇正確的建築塊（在我們的例子即ETF）。首先要了解甚麼是ETF，它們又不是甚麼。

ETF不是單一資產類別。它們是投資結構，由可能隨時間變化的資產組合形成，無論管理這些資產的策略如何。該策略可以是追蹤標普500指數或標普500指數的低波動率版本。它也可以是追蹤標普500行業板塊指數或MSCI國際行業板塊指數。鑑於再平衡、加入、剔除、企業行動和一般市場動態所涉及的特性，可能使選股過程複雜化的原因是指數基於的規則並非完全靜態。（ETF也可以是主動管理，在不追蹤指數的情況下追求一系列投資目標。）



流行新興市場指數和小型股指數的回報和敞口的主要分別：

	富時新興市場中國 A 股包容性指數	MSCI 新興市場指數	分別
累計回報 (2015 年 5 月 26 日至 2022 年 12 月 31 日)	11.57%	14.78%	3.21%
重疊的證券	75%		

	CRSP 美國小型股指數	標普小型股 600 指數	分別
累計回報 (2011 年 4 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日)	174.24%	202.41%	28.17%
重疊的證券	16%		

資料來源：重疊的證券數據來自 ETF 研究中心，截至 2023 年 1 月 18 日。回報的數據來自彭博，是每周、累計的。根據指數最早並存的日期而選擇的回報期間。指數回報僅用於說明目的，並不代表實際基金表現。指數表現回報並不反映任何管理費、交易成本或開支。指數不受管理，不能直接投資於指數。過往表現並不保證未來業績。

接下來，基金經理需要確定股票、債券、貨幣、商品或如有任何另類投資（如私募股權或房地產）的正確組合，以匹配或追蹤所選的指數。

然後還有更多。投資者可能需要考慮到指數策略可以對股票或固定收益採用各種加權方案。加權方案包括風格箱、波動率、因素傾斜和股息，以試圖達致比標準市值加權指數更好的風險回報平衡。

這一切聽起來是不是特別被動？根據 Richard Bernstein Advisors(RBA)的說法，這聽起來更像是 Pactive®，或 RBA 對被動投資主動管理的術語。換句話說，即使對於市值加權指數基金，基金經理也必須在投資組合的整個生命週期內作出很多決定。

留意投資組合管理時鐘

在投資的整個生命週期中還有兩個額外的決定，可以說是所有決定中最大的一個。在某些時候，投資者可能不得不決定何時更改分配權重或完全退出投資。

被動策略的買入並持有傾向並不意味著「買入並不理會」。被動管理擁護者可能會爭辯說（或從歷史表現來看），被動投資通常優於主動管理。但投資者仍然需要知道如何以及何時觸發投資。被動投資的時鐘節拍與主動投資的時鐘不同，比較專注於大的事情上。然而退出投資的決定同樣重要。

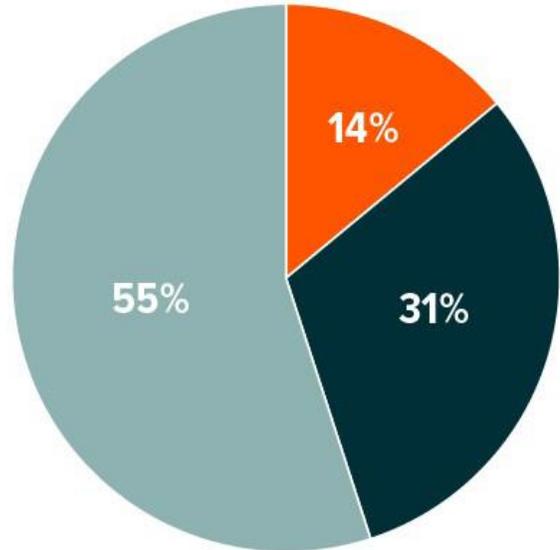
以在 2009 年年中決定配置美國股票還是全球股票為例。從 2009 年 7 月到 2017 年 7 月的 8 年時間裡，美股累計跑贏全球股市 78%。¹ 然而，雖然選股佔跑贏大盤的一半以上，但 40% 的跑贏來自資產配置和貨幣效應。投資被動產品仍然意味著你在進行重要的市場押注，即使你沒有選股。



美國股票表現優異的來源

美國股票以標普 500 指數代表，全球股票以 MSCI ACWI 指數代表。
期間由 2013 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日。
資料來源：截至 2023 年 1 月 19 日的彭博數據

- 資產配置
(行業板塊/區域)
- 貨幣影響
- 選股



某種自負

仍在為主動與被動爭論，可能有點頑固的自尊心作祟。可能受惠於它們的透明度、流動性和稅務效率，ETF 越來越受歡迎。相反，通常比指數基金更昂貴的主動管理型基金經理可能會因為近年來沒有跑贏基準而為自己辯護。²

我認為表現不佳可歸咎於數字遊戲。主動管理歷來表現不佳，當回報集中在少數股票時。除非這些基金經理願意承擔更多風險，否則在競爭日益激烈的環境中找到 100 個基點的超額回報可能具有挑戰性。有些人可能會指向類指數作為替代方案，但這可能是徒勞的。主動基金經理需真正主動管理（高主動份額/集中）以實現相對於市場的超額收益。



現在，大多數人承認選股可能很困難，尤其是當聰明錢鬥聰明錢的時候。但如果貝塔決定不正確，這些主動/被動的東西都不重要。ETF 通常用於獲得成本較低的回報，但如果說購買ETF並不排除投資者面臨主動管理的問題，即購買甚麼、購買多少以及何時購買，這是用詞不當。這些一切都需要下苦工。

重點？被動投資者仍然需要充當自己的投資組合經理，包括在投資貝塔產品時，因為即使他們不選股，他們仍在決定重要的市場押注。

註

1 彭博。美國股票以標普500指數代表，全球股票以MSCI ACWI指數代表。由2009年6月30日到2017年6月30日的數據

2 美銀美林集團。「圖畫中的美國股票策略——陶醉和財政失敗」。6/23/17

定義

超額收益：基金相對於基準指數的超額回報

貝塔係數：衡量基金價格相對於市場指數的波動性，也可以定義為市場指數變化1%時基金價格的百分比變化。

CRSP美國小型股指數：旨在涵蓋可投資市場底部2-15%市值的美國小型股公司。

富時新興市場中國A股包容性指數：提供新興市場大、中、小市值股票的敞口，包括中國A股證券的市值加權指數。

MSCI ACWI 指數：該指數旨在代表23個發達市場和25個新興市場大中型公司的表現，涵蓋每個市場約85%的公眾持股量調整市值。

標準普爾500總回報指數：指數追蹤500隻領先美國公司股票的表現，涵蓋美國總市值約80%。

本材料代表對特定時間點市場環境的評估，並非對未來事件的預測，亦非對未來結果的保證。此資訊無意作為個人或個性化的投資或稅務意見，並且不得用於交易目的。有關您的投資及／或稅務情況的更多資訊，請諮詢財務顧問或稅務專家。

Global X Management Company LLC擔任Global X 基金的顧問。

