

諾亞研究

2021年1月7日

主題 | 公募基金的主動管理能力究竟如何？

鄭梅玫 諾亞國際高級研究員

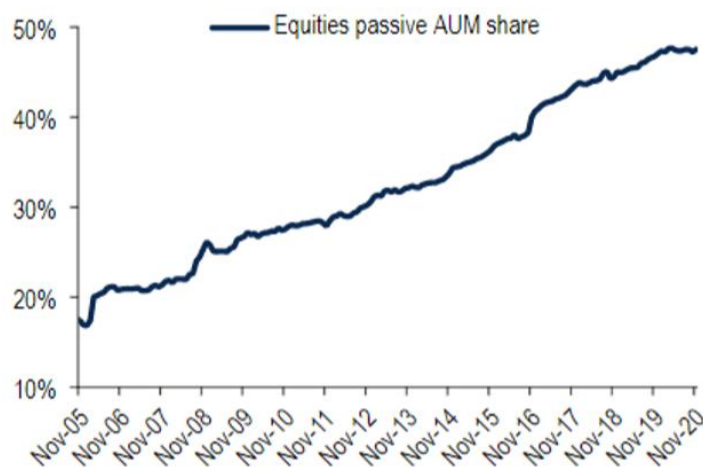
核心觀點

在當前的特殊環境下，結構性的復蘇，K型的反轉，週期的回歸，以及大類資產內部的分化，主動管理基金在表現上的優勢相信會繼續維持。

每逢年末，當市場開始回顧過去一年的基金表現的時候，總繞不過一個話題，就是主動管理基金與被動管理基金的對比，以及相對來說收費更高的主動管理基金，是否給投資者提供了超過指數表現的超額回報。

在過去十多年，以ETF為主要形式的被動投資逐步佔領市場，成為重要且主流的投資工具之一。以ETF發展最為迅速的美國市場為例，被動管理基金在整個基金市場的規模佔比，在2005年只有20%還不到，而經過了十多年，直到2019年中，被動管理基金規模首次超越了主動管理基金。

圖 1：美國被動管理基金規模佔管理基金市場的比例



來源：美銀美林研究 EPFR Global，數據截至2020年11月30日

通常來說，在指數表現不太好的年份，投資者往往都會更加偏好主動投資，需要依靠專業基金管理人來儘量規避下行風險並挖掘上行機會；而在全年指數表現很好的年份，主動投資的優勢往往就不太明顯，被動投資又以其較低的成本優勢，吸納更多資金而明顯擴大在整個基金市場的規模佔比，過去五年正是被動投資擴展最快的一段時間。

然而，這一趨勢在2020年市場走勢極其特別的一年首次被扭轉，主動管理基金不管是在規模增長還是基金表現上，都可以說是完勝追蹤指數的被動投資，這也是過去十年裡被動管理基金首次沒有進一步擴大市場佔比的一年。

我們在去年年末的時候也給大家回顧了海外公募基金在 2020 年的表現，曾提到與往年不同的是，很多股票基金過去一年的表現比指數表現要好得多。今天我們將會展示更多數據，讓大家進一步清晰的感受到海外公募基金在過往數年的主動管理能力究竟如何。

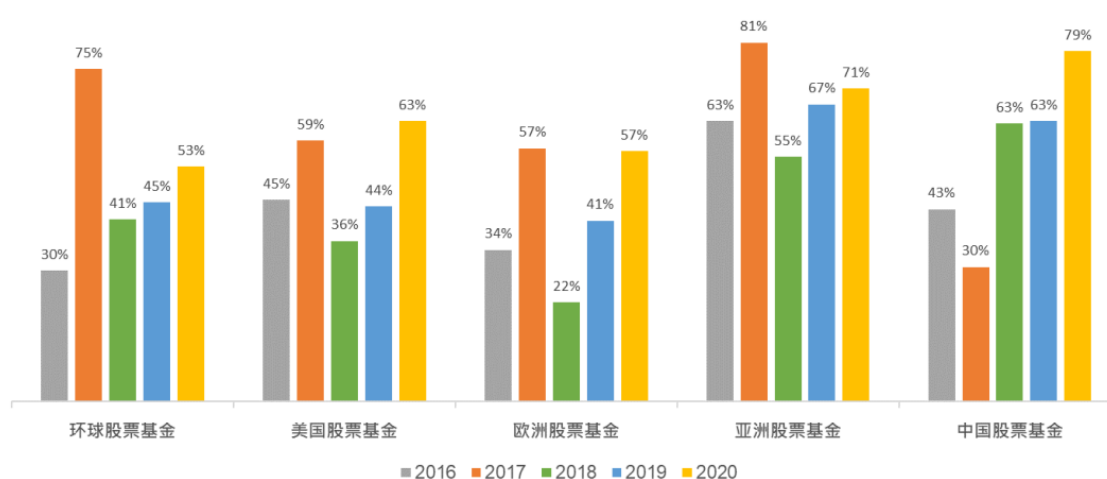
我們的觀察目標仍然是以香港證監會認可的公募基金為主，以過往 5 年數據做參考，先來看一下幾個主要地區股票基金的情況。

投資於全球市場的股票基金在 2020 年取得平均 15.8% 的好成績，略高於同期 MSCI 全球指數的 14.1% 漲幅，跑贏該指數的基金比例為 53%，在 2016 年、2017 年、2018 年及 2019 年，跑贏該指數的基金比例分別為 30%、75%、41% 及 45%。過往 5 年中，同類別表現最好的基金與指數相比，分別高出了 7% (2016 年)、18% (2017 年)、9% (2018 年)、9% (2019 年)，2020 年高達 44%。

美國股票基金在 2020 年平均上漲了 20.7%，同期標普 500 指數、羅素 1,000 指數以及小盤股指數羅素 2,000 分別漲 16.3%、18.9% 及 18.4%，都跑輸主動管理基金的平均回報。過往 5 年中，跑贏標普 500 指數的基金比例分別為 45% (2016 年)、59% (2017 年)、36% (2018 年)、44% (2019 年) 及 63% (2020 年)，表現最好的基金與標普 500 指數相比，分別高出 19% (2016 年)、15% (2017 年)、9% (2018 年)、12% (2019 年)，2020 年高達 59%。

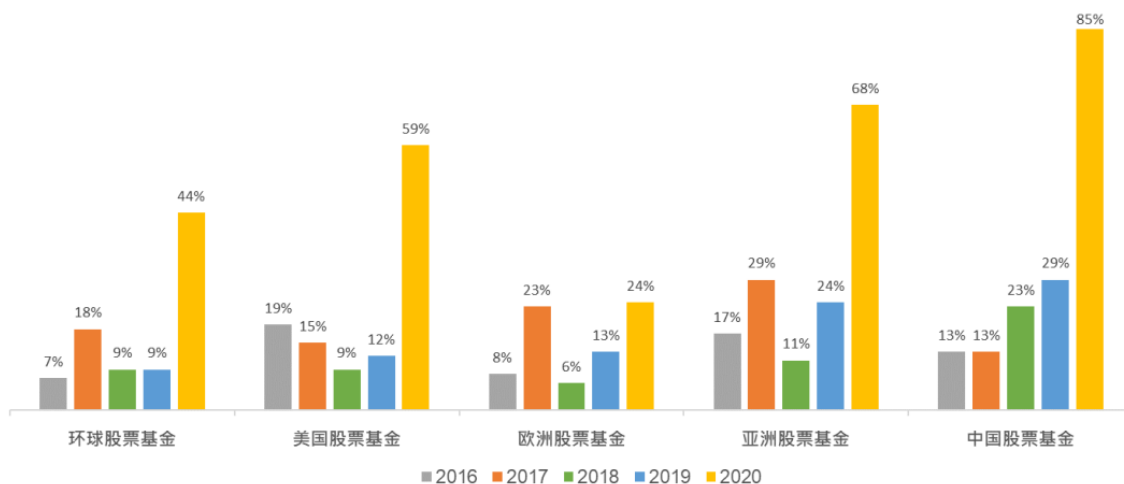
在歐洲及亞洲等地區股票基金歷史表現同樣可以發現類似的規律，我們在此就不做過多數據羅列，有興趣的投資者可以參考正文中的配圖。

圖 2：過去五年跑贏指數的主動管理基金比例



來源：晨星，諾亞研究，回報以美元計，過去業績不代表未來表現

圖 3：過去五年同類別表現最佳基金
超過指數表現的回報



來源：晨星，諾亞研究，回報以美元計，過去業績不代表未來表現

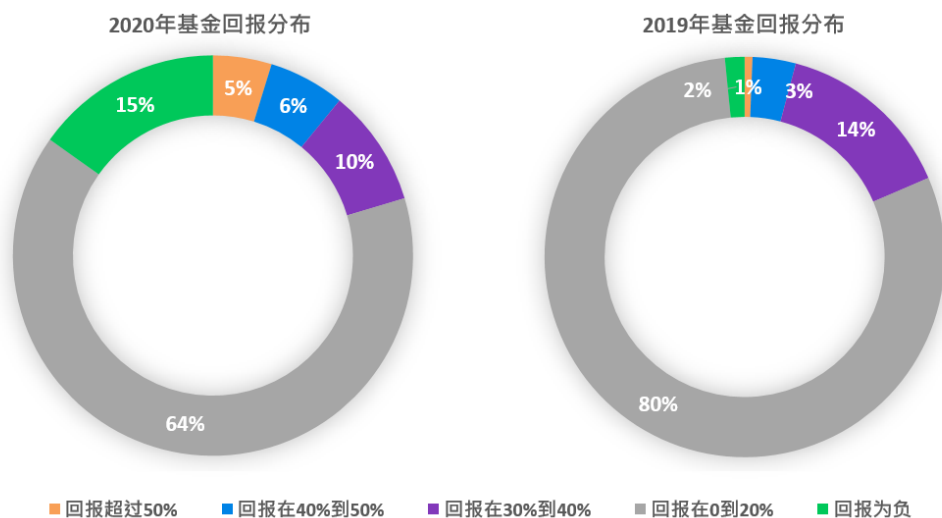
總體上，我們總結出以下一些現象及規律：

1. 2020 年的公募基金表現，不管是在跑贏指數的比例還是在跑贏指數的幅度上，都是過去五年中最能體現出基金的主動管理能力的一年。
2. 基金主動管理提供的額外回報在亞洲及新興市場中更能體現優勢，中國市場就是其中一個例子，尤其是在過去三年裡，主動投資在中國股票市場挖掘的價值都要明顯優於歐美等成熟市場，例如 2020 年有 79% 的中國基金跑贏了 MSCI 中國指數，跑贏幅度最高接近 85% 的回報。
3. 在投資於更具體細化的個別國家或地區市場的基金中，主動管理更能發揮作用，例如拉丁美洲、東協、印度等單一市場或單一國家，在過往歷史表現中，投資於這些地區的基金跑贏指數的比例基本每年都超過了一半。
4. 在以行業分類的基金中，雖然同類別基金表現差距會較地區基金明顯縮小，但基金經理的選股策略及交易時點等仍然貢獻出在板塊內部的阿爾法價值，這在我們長期看好的消費、健康護理及科技行業基金中均有所體現。例如，去年科技和健康護理基金的平均表現比相對應的 MSCI 行業指數回報，分別高出了 15% 及 11%。

當然，追蹤指數表現的 ETF 固然具有更低成本、更高流動性、更高透明度等優點，但我們認為在當前的特殊環境下，結構性的復蘇，K 型的反轉，週期的回歸，以及大類資產內部的分化，這樣的宏觀市場環境下，主動管理基金在表現上的優勢相信會繼續維持。

而投資者在做好資產配置的同時，在基金的選擇上也非常重要。我們之前解釋過，當前股票基金表現的分化程度比往年要高得多，實際上是將常規的正太分佈拉的異常扁平，導致在前端和尾部集中的比例都很高且差值很大，這與股票市場中頭部企業股價漲幅與整體指數脫節的表現不謀而合，原因我們之前也有解釋。

圖 4：2020 年及 2019 年基金回報分佈對比



來源：晨星，諾亞研究，回報以美元計，過去業績不代表未來表現

正是因為如此，依靠專業的定性與定量結合的篩選機制，充足考慮當前宏觀及市場環境，配合合理的資產配置方法，方可以達到事半功倍的效果。

接下來我們還會繼續給大家回顧私募、地產等市場表現及展望。

免責聲明：本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開數據，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。