

机构投资者被动投资研究

资产配置处 陈懿冰

一、被动投资与主动投资

常见的投资策略分为主动投资与被动投资两种。被动投资一般采取复制某些指数（如标普 500、罗素 3000 等）的方式进行投资，目的是最小化与标的指数之间的跟踪误差，获得承担相应 β 风险的收益。被动投资通常需要的研究投入较少、成本较低。而主动投资则会主动进行投资标的的选择来构建投资组合，目的是战胜指数、获得超过市场收益率的超额回报。与被动投资相比，主动投资需要更多的研究投入、成本费用也相对较高。

除了投资组合构建方式、成本费用外，被动投资与主动投资在其它诸多方面也存在区别。一是市场的适用性方面。在越成熟、越有效的市场，投资者越难战胜指数产生超额收益率，从而更适合开展被动投资，如图 1 所示。二是风险分散化方面。被动投资跟踪的指数包含较多投资标的，较好地实现了风险分散，而主动投资则因为投资标的相对集中也使得投资风险更加集中。

一直以来，主动投资是否有效饱受理论和实证的质疑。

随机漫步理论认为主动投资是无效的，最佳组合就是投资市场组合。而实证方面，飞镖选股或猩猩选股构建的组合收益水平超过基金经理的研究发现也倾向于认为主动管理较难战胜市场。

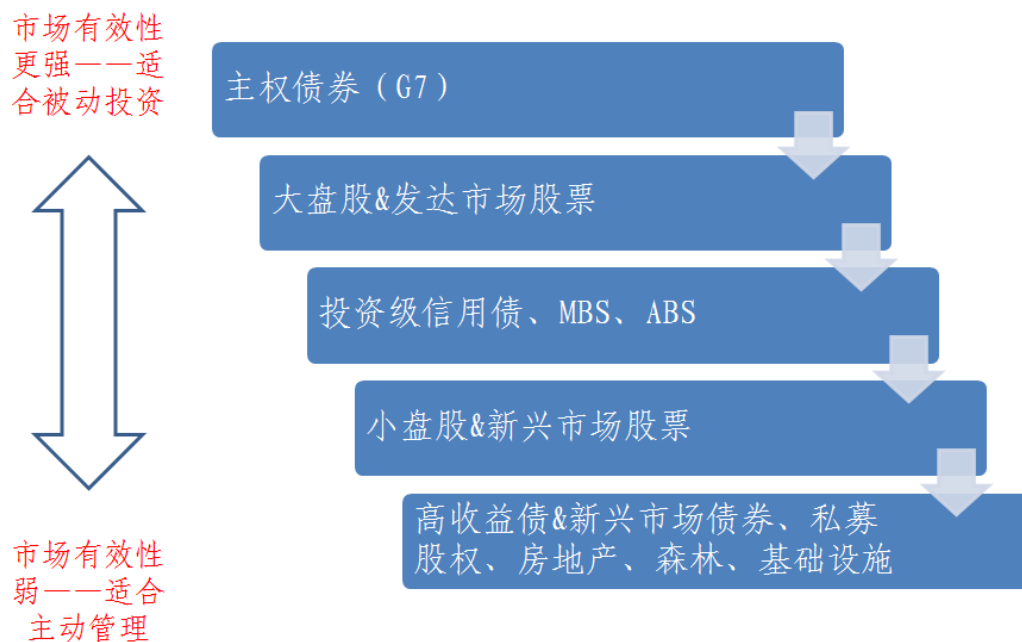


图 1. 市场有效性与被动和主动投资的关系

资料来源：Selecting and Monitoring External Fund Managers，作者翻译

二、美国市场被动投资的发展情况

全球各国之中属美国的基金市场最为发达。美国共同基金起源于 20 世纪 20 年代，截至 1940 年，美国共同基金的数量为 68 只，规模约为 4.5 亿美元。从管理方式来看，当时所有的基金均采取了主动管理的方式。直到 1976 年，美国市场才出现了第一只被动型基金产品——先锋 500 指数基

金。尽管比主动型基金晚成立几十年，被动型产品的发展却十分迅速。自 20 世纪 90 年代以来，指数基金发展迅猛，产品数量和规模快速扩张，得到越来越多的投资者（特别是专业机构投资者）的广泛关注。

目前美国国内权益类基金主要分为：权益类主动型基金、权益类被动型基金(包括权益类指数型基金和权益类 ETF)。截至 2017 年末，权益类主动型基金规模为 5.27 万亿美元，权益类指数型基金规模为 2.22 万亿美元，权益类 ETF 的规模为 1.98 万亿美元。可以看出，美国型基金中被动投资类产品规模占比已接近 50%，如图 2 所示。从产品数量角度看，被动投资类产品也超过了 25%。

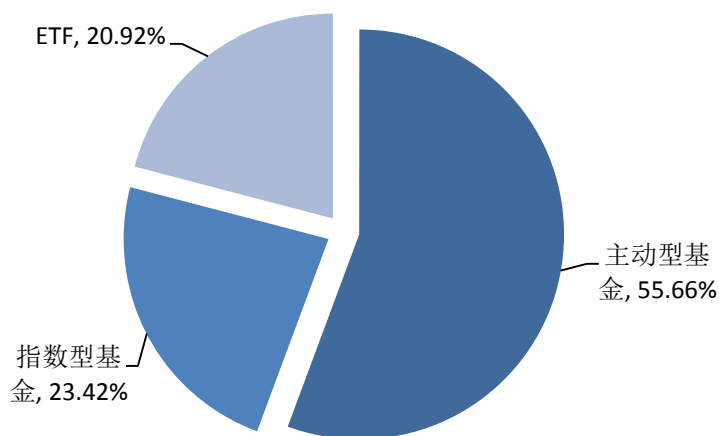


图 2. 2017 年末美国权益类基金规模分布

资料来源：ICI Factbook 2018，海通证券整理

在诸如美国的成熟市场，被动投资能够迅速发展并占据较大规模的主要原因是：市场的有效性逐步提高并趋于强有

效市场，主动型基金相较于市场指数在收益上逐渐失去优势。如果考虑主动型基金相对高昂的管理费用投入，被动投资的性价比逐渐凸显。

海通证券金融产品研究中心对美国主动权益类基金的收益情况与同期基准指数（标普 500 指数和纳斯达克综合指数）的表现进行了计算分析。他们研究发现：主动权益类基金难以战胜纳斯达克综合指数，且考察期越长，与纳斯达克综合指数的业绩差距越大。主动权益类基金整体能够战胜标普 500 指数，但长期看，主动权益基金的超额收益整体呈现收窄趋势，基金经理越来越难以通过非公开信息获得超额收益。

三、海外机构投资者开展被动投资现状

（一）在公开市场特别是发达市场常采用被动投资方式

通过梳理美国加州公共雇员养老基金（CalPERS）和美国加州教师退休基金（CalSTRS）这两家养老金开展被动投资情况，我们发现：在股票、固定收益等公开市场投资品种上，养老基金采用被动方式的投资比重较高，其规模要大于主动管理。特别是在美国等发达市场，投资管理人难以获得超额收益，养老基金更倾向于选择被动投资的方式来获得该资产产品类的市场平均回报。

美国加州公共雇员养老基金（CalPERS），是 1932 年加州政府为保证州政府雇员的养老权益而设置的养老基金，是美国最大的养老基金。截至 2018 年 3 月，CalPERS 管理规模达 3545 亿美元。根据其公布的 2017 年年报，CalPERS 在其 1560 亿美元全球股票的配置上，基于所投向市场的有效性程度开展主动或被动投资。从表 1 可以看出，CalPERS 被动投资在美国和其他发达市场的规模占比较高，而在新兴及其它地区市场，主动投资方式占到投资规模的 50% 以上。

表 1. CalPERS 全球股票配置规模占比

截至 2017 年 9 月

	指数型	主动型			占比小计
		传统型	另类 Beta	新兴管理人 ¹	
美国	33%	4%	6%	1%	44%
其他发达市场	21%	6%	6%	1%	34%
新兴市场	4%	3%	1%	0%	8%
全球	0%	13%	1%	0%	14%
占比小计	58%	26%	14%	2%	100%

资料来源：CalPERS Global Equity Annual Program Review 2017

美国加州教师退休基金（CalSTRS）成立于 1913 年，是全球最大的教师退休基金、全美第二大公共系统退休基金。截至 2018 年 3 月，CalSTRS 管理规模达到 2248 亿美元。与 CalPERS 类似，CalSTRS 也认为：主动投资或被动投资的选择直接取决于市场有效性。例如，美国股票市场、债券市场以及其他发达国家的股票市场有效性较高，信息的传播十分迅速并且能很快被反映到资产价格中。在这些市场中投资管理人难以产生超额收益率，因此 CalSTRS 会更多采用被动投

¹ 英文为 Emerging Manager，主要指成立年限较短或管理资产较少的投资管理人。

资。而市场越无效，有经验的投资管理人越有可能产生超额收益。例如在新兴国家股票市场、高收益固定产品、私募股权、房地产等投资品种中，CalSTRS 倾向于采用更复杂的主动管理投资来捕捉超额收益。

表 2. CalSTRS 全球股票投资情况

管理方式	美国市场	非美国市场		总计
		发达市场	新兴市场	
被动型	70%	50%	0%	46.9%-65.4%
主动型	30%	50%	100%	34.6%-53.1%
目标权重	67%	37%		100%

资料来源：CalSTRS Global Equity Investment Policy

表 3. CalSTRS 固定收益投资情况

投资	管理方式	总计
核心 (Core)	指数增强 (被动)	70%~100%
投机 (Opportunistic)	主动	0%~30%

资料来源：CalSTRS Fixed Income Investment Policy

(二) 资产配置新模式下被动投资承担了流动性管理角色

机构投资者采用参考组合 (reference portfolio) 模式进行资产配置，是进入 21 世纪以来进行的有益尝试和探索。参考组合是由一系列被动、低成本且公开挂牌交易的投资标的以一定权重比例构成的组合，用以反映基金的风险容忍度，即为了达到合理预期下的投资目标基金所能承受的风险中枢水平。目前，加拿大养老金投资委员会 (CPPIB)、新西兰超级年金 (NZSF)、新加坡政府投资公司 (GIC)、中国投资

有限责任公司（CIC）等均采用了这一新模式来进行资产配置。

通过研究以 CPPIB 为代表的、采用参考组合这一资产配置新模式的机构投资者的投资管理框架，我们发现：在这种投资管理框架下，另类投资（alternative investments）的出资或撤资由减持或增持公开市场被动投资组合实现，从这种意义上讲，被动投资组合承担了流动性管理的角色。

CPPIB 是第一个建立参考组合模式进行资产配置，并自上而下采用全组合管理（total portfolio management）方法进行投资管理的机构投资者。参考组合、战略组合（strategic portfolio）和目标组合（target portfolio）是构成整体投资框架的关键要素。CPPIB 通过 85% 的全球股票和 15% 的加拿大政府债券组成的参考组合来明确投资目标和风险政策，基于参考组合引入更广泛的资产类别建立分散化的战略组合，并建立目标组合设置围绕战略组合的权重波动范围。实际投资组合在目标组合约束下，是实际投资行为形成的结果，如图 3 所示。

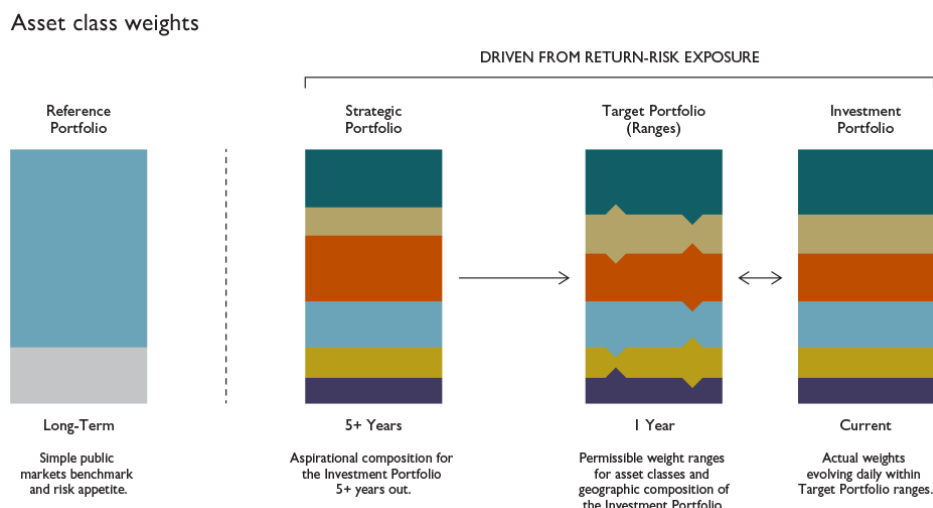


图 3. CPPIB 参考组合、战略组合、目标组合和实际投资组合的关系

资料来源：CPPIB 官网

CPPIB 这套全组合管理的投资框架很好地解决了另类资产的出资/撤资问题。全组合管理框架下，每种另类资产（例如：混合资产、绝对收益、泛行业 PE 投资、实物资产、多资产类等）与股票和债券之间存在确定的转换关系²。在投资执行过程中，若某个另类资产投资需要出资时，将根据这种转换比例换算成相应股票和债券头寸，从对应的公开市场投资组合中减持后准备投资资金。出于执行效率的考虑，一般会从公开市场的被动组合中进行减持。以另类资产中的房地产投资为例，根据 CPPIB 对其风险收益特征的研究，1 单位房地产投资与 0.6 单位债券和 0.4 单位股票的组合风险水平相当。因此在 CPPIB 计划投资房地产时，每 1 美元的投资

² 资料来源：CPPIB FY2018 Annual Report。可借鉴的还有新西兰超级年金，它通过 proxy system，根据每个资产类别与增长和通胀的关系，来确定该类资产与股债的置换比例（详见 New Zealand Super Annual Report 2017）。

资金需要在公开市场出售 0.6 美元债券和 0.4 美元股票来获得，如图 4 所示。

FUNDING A REAL ESTATE TRANSACTION USING THE TOTAL PORTFOLIO APPROACH

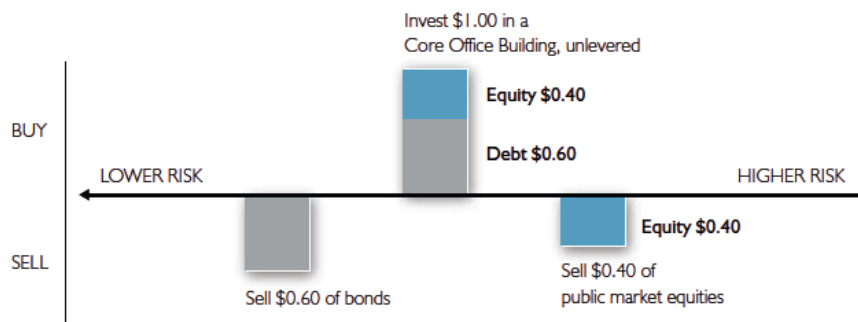


图 4. 全组合管理方法下投资另类资产：以房地产为例

资料来源：CPPIB 2012 Annual Report

相应地，如有另类投资退出，也通过相应的融资比例换算为股票和债券头寸，对相应的被动指数投资组合进行增资。

这样的投资管理框架能够使得整个组合的流动性管理通过被动指数的投资和减持来实现。除了在一定市场环境下将现金作为一类资产进行配置外，基本上没有在组合层面留现金。这样的做法大大提高了投资执行效率和资金使用效率。

四、对社保基金投资管理的启示

研究海外机构投资者开展被动投资情况对社保基金投资管理有着重要的借鉴和启示意义。一方面，可以对现有的公开市场组合（包括境内外股票、债券等）进行系统性地梳理。对相应各证券市场的有效性进行细致的研究检验，对各主动管理组合剔除管理成本后的超额收益进行回溯，为主动

管理或被动投资的选择提供决策依据。另一方面，可以进一步跟踪并深入了解研究先进机构投资者资产配置和投资管理的经验，结合社保基金会实际，探索研究设立参考组合实施全组合管理方法的可行性，进一步提高投资运营效率。