



Active Management 睿智投资

# 睿智投资

投资者并非经常本着理性行事  
因此，资本市场怎能有效运作？

**Allianz** 

Global Investors

德盛安联

洞悉先机 投资有道



# 目录

- 4 被动型投资：后见之明
- 4 「好的下锅，坏的不要」
- 6 市场的记忆
- 7 行为金融学 — 告别经济人
- 8 行业轮转
- 9 异常情况：「投资风格」及「规模效应」
- 10 股市主导反映市场运作失效
- 11 投资于明日之星
- 12 市场情况
- 13 结合睿智投资及多元化投资

# 出版事项

德盛安联欧洲有限公司  
Bockenheimer Landstr. 42–44  
60323 Frankfurt am Main

环球资本市场及主题研究  
Hans-Jörg Naumer (hjn)  
Stefan Scheurer (st)  
Ann-Katrin Petersen (akp)

数据来源 如无特别注明：  
Thomson Reuters Datastream

# 睿智投资

多年以来，投资界一直就睿智投资（active management）和被动型投资（passive management）的利弊争论不休。哪个才是最佳的投资策略？「睿智投资」抑或「被动型投资」？

全球化、人口趋势、增长国家迎头赶上、资源短缺及崭新的资讯年代，这些都是改变全球面貌的超级趋势。随着世界变得息息相关，（资本市场）风险亦会频繁出现。我们将透过以下十项理据，说明为何在这个多变的年代，在基金行业以睿智投资管理，才是正确的投资策略。

## 1. 被动型投资：后见之明

被动型投资等于后见之明，即是根据已发生的事件作投资配置。换言之，当价格上升，行业在投资组合的比重亦随之

增加。因此，被动型投资倾向顺应周期的发展。以下例子可以说明这点：金融业占全球股市（以Datastream指数计算）的权重由2000年的约1%，稳步上升至2007年初的26%。不过，金融危机之后，金融业的权重便由2007年2月的26%，回落至2009年3月的不足16%。由此可见，若投资者采取被动型投资策略，便会跟随市场趋势而行，并在金融危机将至时持有最高比重的金融股。这令投资者处于不利的位置，尤其是身处熊市之际。在1980年代初石油危机开始时持有能源股，或在2000年初出现「TMT2泡沫」时持有科技股的被动型投资者，均由于顺应周期发展而陷入困境（见图1）。

睿智投资与被动型投资孰优孰劣，最终取决于以下问题：市场运作是否有效率？以下是市场运作失效的证据：

## 2. 「好的下锅，坏的不要」

在掌握资讯方面，部份市场人士拥有一定的优势，因为与其他投资者比较，个别投资者能够迅速从资讯中发掘数据，并作出更周全的分析。因此，在其他投资者采取行动前，他们早已作出反应。美国股市（标准普尔500指数）由1871年至今的（实质）盈利表现就是例子之一。标准普尔500指数大部份成份股的盈

「若市场运作经常具有效率，我早已沦为在街头行乞的流浪汉。」<sup>1</sup>

著名投资者巴菲特 (Warren Buffett)

<sup>1</sup> 見於Richard L. Peterson "Inside the Investor's Brain"，2007年。

<sup>2</sup> 科技、媒体及电讯

## 睿智投资与被动型投资

**睿智投资**是借助资本市场缺乏效率的特性，以取得优于相关基准指数的回报：

- 凭借基本因素选股的优势，主动型投资经理率先发掘股价尚未全面反映增长潜力的明日之星。
- 主动型投资经理通常具备灵活性，在吸引的资产类别、投资地区、行业及企业之间调配资金。
- 最后，有效率的风险管理亦成为睿智投资的重要部份，因为全球的连系渐趋紧密，令未来的市场将出现更多极端风险（「黑天鹅」）。

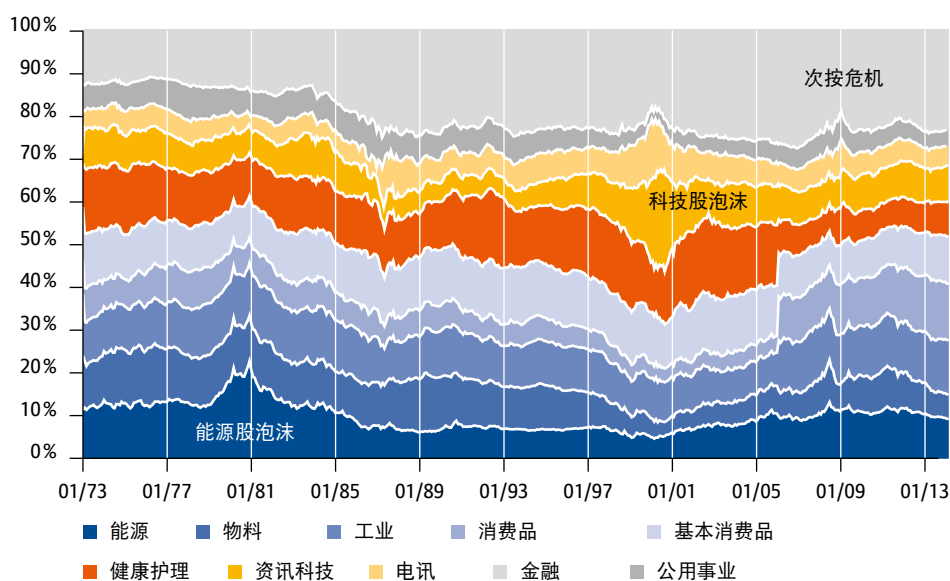
**被动型投资**的基本理念在于「市场能有效运作」的假设。理论上，投资者无法在有效的市场持续赚取超额回报，因为所有资讯已为投资者所知，并反映于股价。因此，大部份被动型投资基金以追踪指数的表现为目标。

利于2008年急挫，但并非所有公司都受到影响（见图2）。尽管金融机构的盈利在2008年急挫接近90%，能源公司的盈利仍然增长约20%，而资讯科技公司的盈利亦上升12%（以标准普尔500指数成份股的按年数字计算）；这就是「好的下锅，坏的不要」。

因此，即使在经济下滑或衰退时，企业的表现亦各有不同。睿智投资可以提供机会，令投资者识别那些盈利持续可观或从衰退中茁壮成长的企业。无论如何，以基本因素进行前瞻性分析，才是从危机发掘优秀股票的关键。

**图1：被动型投资追踪已发生的事件**

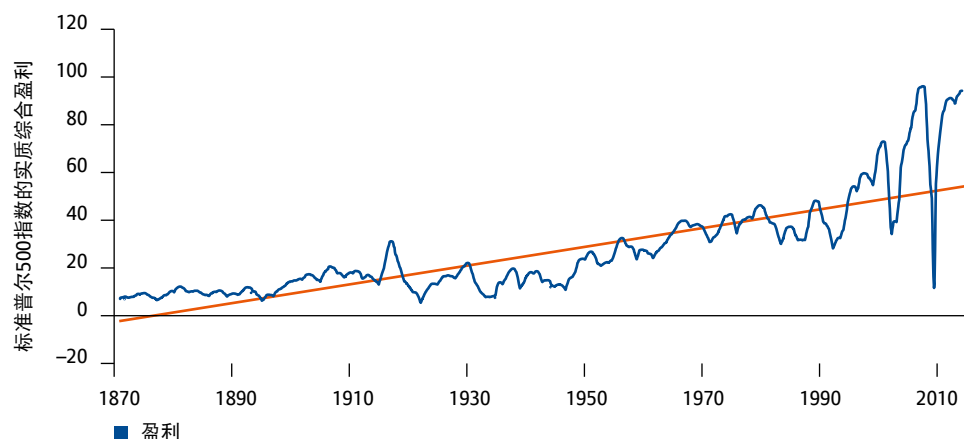
环球股市的行业权重分布（Datastream指数）



资料来源：Datastream（行业指数）、德盛安联全球资本市场及主题研究，截至2014年4月。

**图2：「好的下锅，坏的不要」**

标准普尔500指数的（实质）盈利表现（自1871年起，以美元计）



过往表现并非未来业绩的可靠指标。若显示过往表现的货币与投资者居住国家的货币不同，投资者必须注意：受汇率波动的影响，在兑换为投资者的当地货币后，显示的表现可能有所增加或减少。

资料来源：耶鲁大学，R.J. Shiller、Datastream、德盛安联全球资本市场及主题研究，截至2014年4月

### 3. 市场的记忆

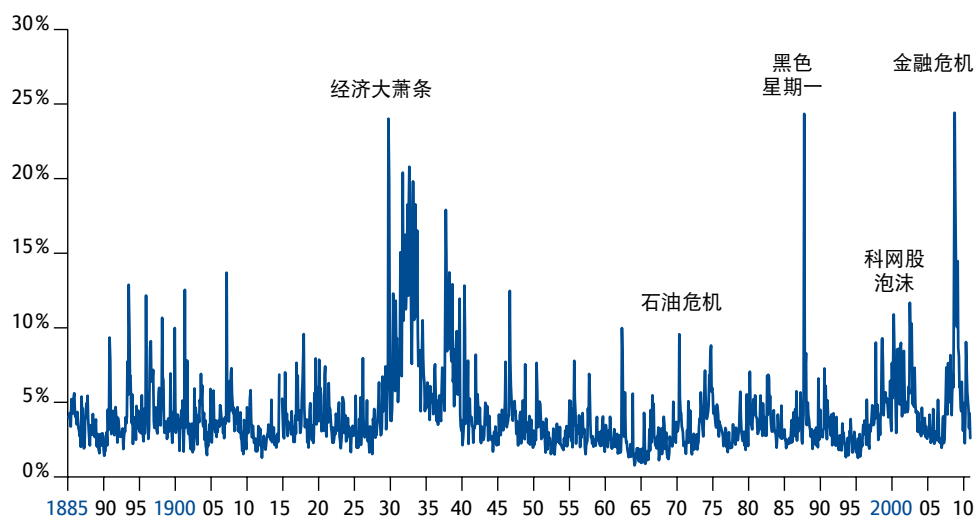
市场运作失效（异常情况）是可能发生的，特别是在波幅偏高的市场环境。市场的异常情况未必带来利淡因素，甚至能为主动型投资经理提供进行主动配置的机会，包括：选股的良机（即：挑选

个别股票）。

在1930年代初的环球经济危机，或是2008年 / 2009年的金融市场危机，均明显出现波幅加剧令回报变化扩大的现象

**图3：市场的记忆**

美股每月回报对比每日回报的标准偏差，1885年至2010年



过往表现并非未来业绩的可靠指标

资料来源：G. William Schwert, "Stock Volatility During The Recent Financial Crisis", 2011年4月、德盛安联全球资本市场及主题研究。

（见图3）。在这些危机时期，大部份被沽售的证券都是流动性偏低（较难流通交易）的证券。

对小型股的价格来说，资金的流入及流出带来较大的影响，选股策略因此更为重要。在波幅非常偏低的时期，另一个反映市场运作失效的指标是：投资者忽略基本因素为依据的选股策略。尽管股票被视作资产类别，但在这些时期，投资者普遍不会区分个别企业之间的差异（例如：经营前景或盈利增长）。

#### 4. 行为金融学 — 告别经济人

经济参与者（特别是投资者）均会本着理性行动，以尽量提升效果。从最低程度来说，这是经济人的行事范式。诚然，理性是人类行为的基础之一，但并非唯一的基础。正因如此，市场根本无法有效运作。

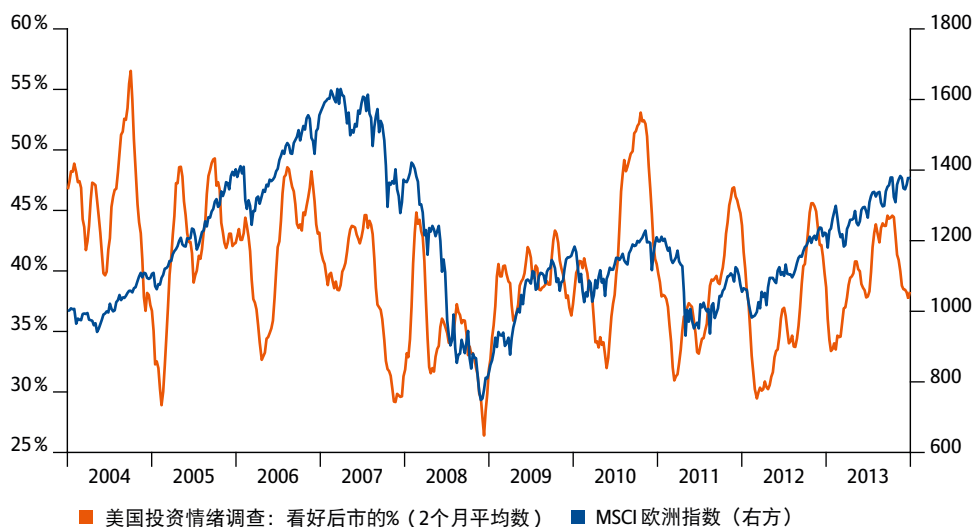
我们可以透过金融市场危机，窥见一系列广泛的投资者行为模式（所谓的异

常情况），这些均属于「行为金融学」（Behavioral Finance）的范畴。这些异常情况违反我们对理性行为的基本假设。羊群心理便是例子之一；它可以导致市场过度上升或下跌。换言之，投资者并非理性行事，而是感情用事，并对投资决定造成影响。此外，投资者过度自信亦是异常情况之一；误信个人能够控制无法控制的事情。后见之明是另一个例子；投资者在检讨时误以为自己其实早已预见危机将至。最后，投资者通常选择回避风险，而不会理性行事。在权衡亏损扩大和赚取额外回报的利弊时，他们倾向关注前者。

此外，证券价格受多类市场人士的供求所影响，因此涉及大量主观和不完善的因素。这些因素的影响力越大，投资者便越能透过仔细分析长期基本因素来识别价格的短暂扭曲情况，并从中获利。这正是睿智投资的优势所在：运用分析结果，识别市场的异常状况。若投资者行为并非建基于纯理性的思维，市场如何能够有效运作呢？

**图4：情绪指数成为反向指标**

MSCI欧洲指数及美国个人投资者协会情绪指数。



过往表现并非未来业绩的可靠指标

资料来源：Datastream、德盛安联全球资本市场及主题研究，截至2014年4月。

### 资本市场效率的定义

股票市场能否迅速处理资讯，一直是备受争议的题目。在技术文献中，资讯效率通常可划分为三个类别：

- **效率疲弱** — 假设股价已反映所有历史资讯（例如：价格表现、流动性），其结论是技术分析并无作用。
- **中高强度效率** — 假设当前股价不但已反映历史资讯，同时亦消化所有公开资讯（宏观经济数据、业绩报告等）。
- **最强效率** — 以假设股价亦已消化「内幕资讯」作为基础。

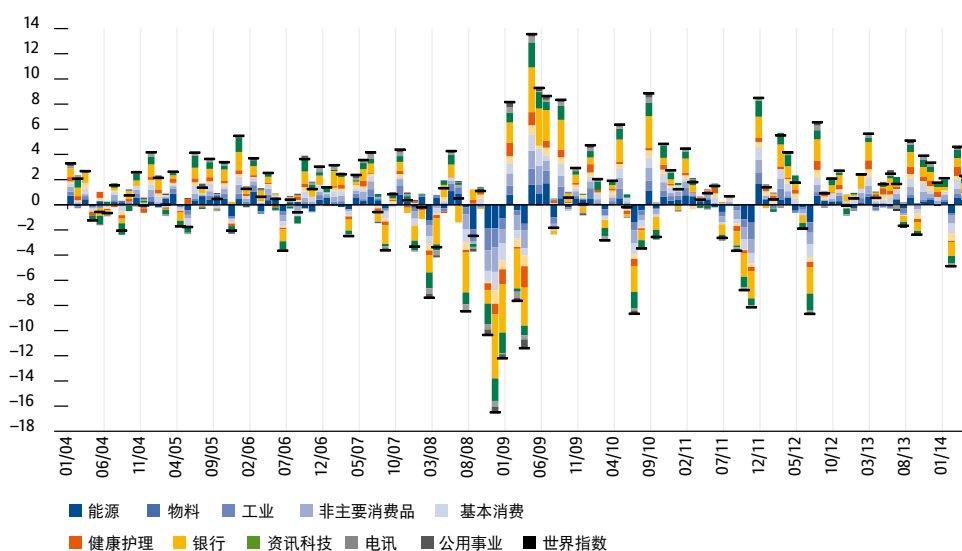
## 5. 行业轮转

行业轮转是另一个重要因素。除实质经济表现带来的影响外，我们亦必须从行业层面分析，比较不同行业在整体股市上的表现（见图5）。以下是值得参考的经验法则：当经济处于畅旺的增长阶段时，应该对周期性行业（周期性消费

品、工业、基本物料、资讯科技）持偏高比重，因为它们很可能受惠于经济增长。反观，在经济逆转或衰退时，非周期性行业（公用事业、健康护理及非周期性消费品）应成为投资组合的主要持仓。这个例子说明睿智投资怎样缔造额外潜在回报：在经济周期的不同阶段，对不同行业持偏高或偏低的比重。

图5：行业轮转

各行业对MSCI世界指数表现的贡献（以百分点计算）



资料来源：Datastream、德盛安联全球资本市场及主题研究，截至2014年4月。

## 6. 异常情况：「投资风格」及「规模效应」

除个别行业外，投资者亦可循其他方面利用市场失效而获利。投资风格（例如：「小型股对比大型股」、「价值股对比增长股」）可以在特定的市场阶段带来供投资者作主动配置的机会（「风格效应」）（见图6）。

增长主导的投资风格（「增长」风格）聚焦于未来：个别股票的吸引力并非取决于当前估值，而是对未来销售及盈利能取得高于平均增长的憧憬。另一方面，「价值」型投资经理专注于估值偏低，而盈利和增长前景稳定的企业。价

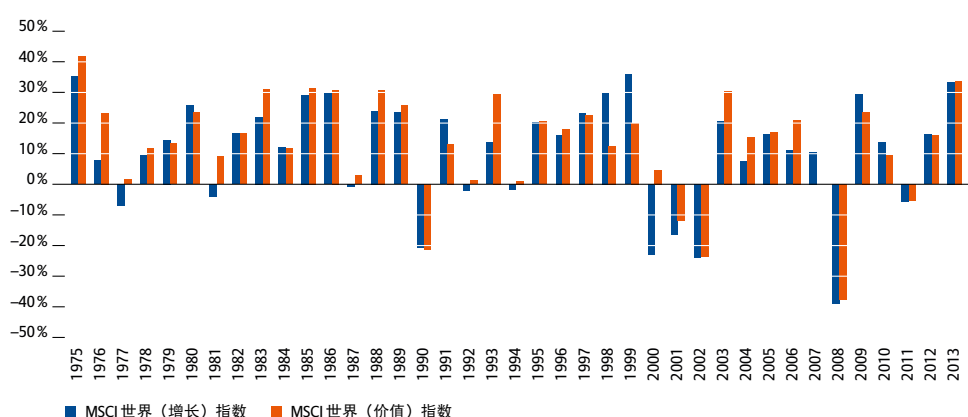
值型投资者的假设：「市场始终会发现被低估的事实，届时股价将会上扬。」

这些将成为主动型投资经理率先投资的范畴，藉此受惠于企业的乐观前景，以及目前被低估的估值。

然而，除增长及价值型投资风格外，企业规模（「规模效应」）亦可带来投资机会。事实上，不少分析师及专业投资者都对大型股感兴趣，因而显著忽略小型股。鉴于小型股的资讯效率偏低，与股价相关的资讯发布速度亦较慢。然而，只要掌握所有准确的资讯，投资者便可获得额外的资讯优势。因此，完善的分析程序可带来优势，特别是小型股方面，因为它可凭着偏低的资讯效率，达到去芜存菁的效果。（见图7）。

图6：异常情况 — 「风格效应」

价值股及增长股的表现 — 1975年至今（%）

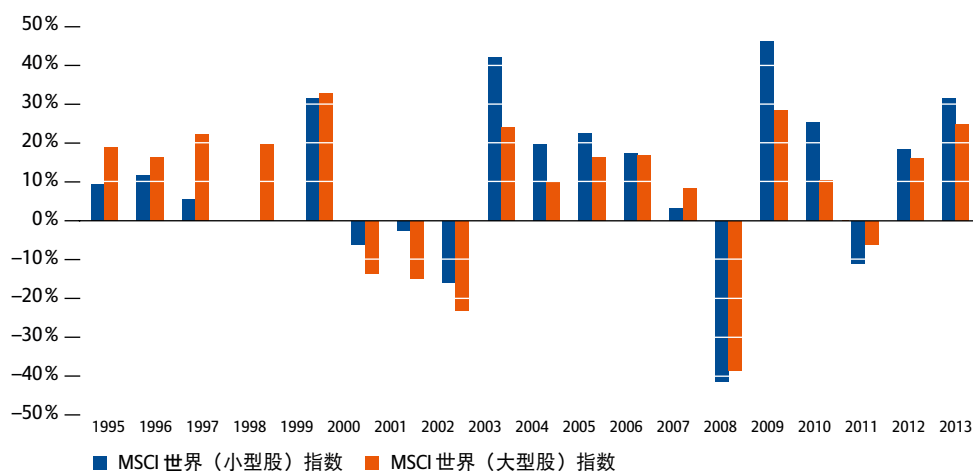


过往表现并非未来业绩的可靠指标

资料来源：Datastream，指数：MSCI世界（增长、价值）总回报指数，德盛安联全球资本市场及主题研究，截至2014年4月。

**图7：异常情况 — 「规模效应」**

大型股及小型股的表现 — 1995年至今（%）



过往表现并非未来业绩的可靠指标

资料来源：Datastream，指数：MSCI世界（大型股、小型股）总回报指数，德盛安联全球资本市场及主题研究，截至2014年4月。

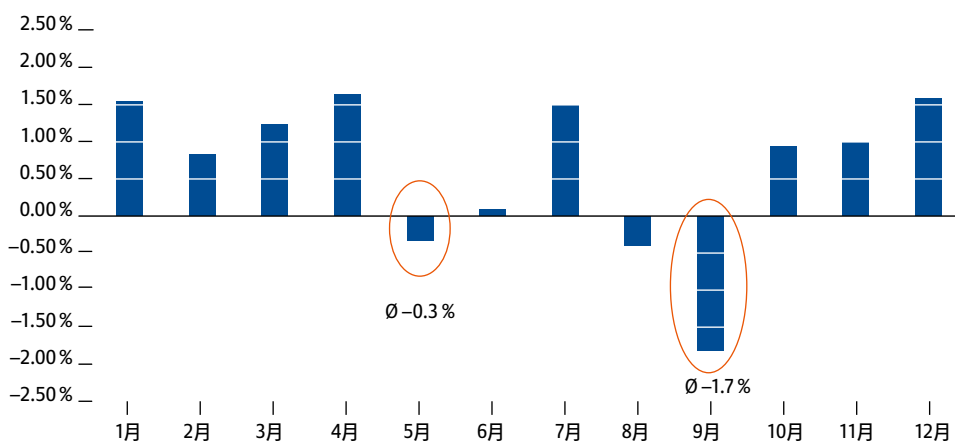
## 7. 股市主导反映市场运作失效

股市素有「5月沽货离场」的传统法则。这是由于到目前为止，股市指数在夏季月份的表现一般逊于冬季月份。事实上，自1965年起，德国DAX指数平均在5月录得轻微的负回报。然而，股市全年的低位传统上倾向在8月及9月出现。由1965年至今，9月份的平均回报约为-2%，

但不同年份的数据或略有差别（见图8）。当然，这项法则亦有例外的情况，因而可为睿智投资策略加以运用。以2009年为例，股市在9月份表现非常强劲。相反而言，假如市场确实有效运作，便应早于之前数月反映这股（利淡）趋势。因此，股市法则其实毫无根据。

**图8：季节性异常情况：5月沽货离场？**

德国DAX指数的平均每月回报 — 1965年至今（%）

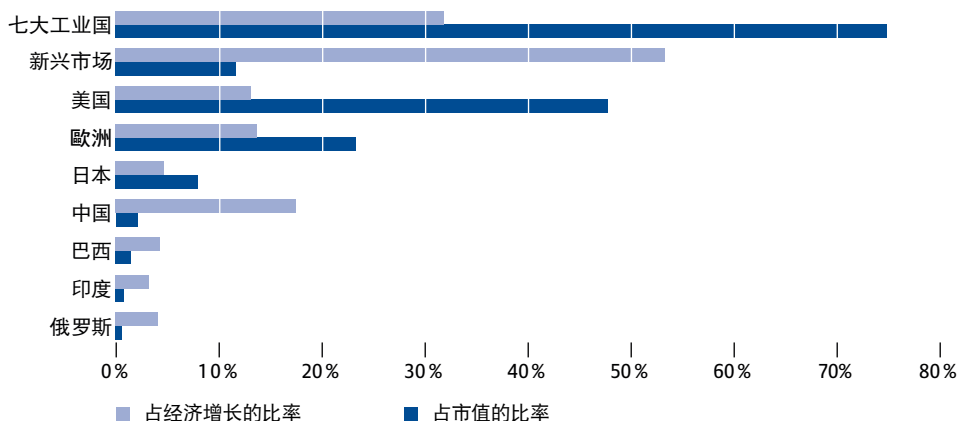


过往表现并非未来业绩的可靠指标

资料来源：Datastream、德盛安联全球资本市场及主题研究，截至2014年4月。

**图9：投资于明日之星**

过去十年（2003年至2013年）MSCI世界指数市值（所有国家，以美元计）及环球国内生产总值（以美元计）的比率分布。



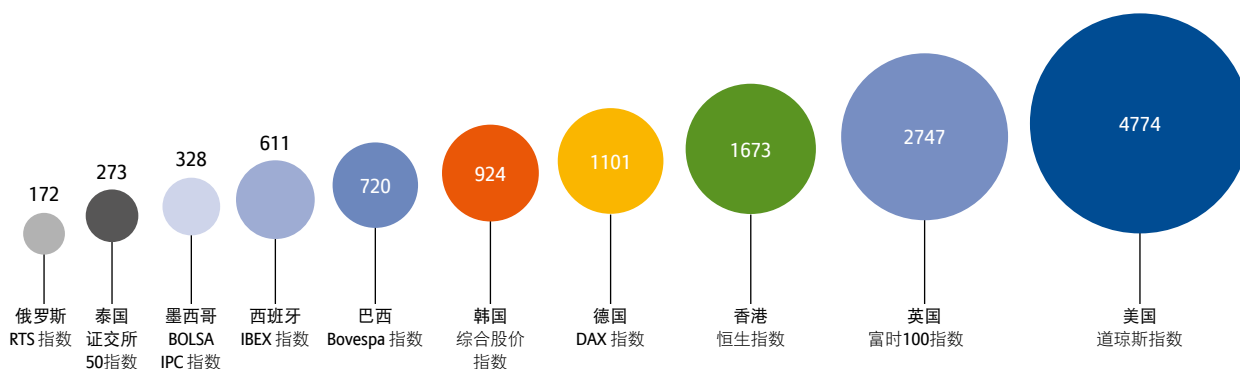
资料来源：Datastream、德盛安联全球资本市场及主题研究，截至2014年4月。

## 8. 投资于明日之星

选股的重点一直在于现金流的稳定性、企业的信贷评级及避免破产风险，而這些因素日益重要。然而，单纯追踪指数代表投资者只能依附过去，因为指数只反映昔日的佳绩。投资者长期看好的企业、行业或整个地区市场的市值均已显著增长，因而在指数占较高的比重。不过，过往佳绩并非未来表现的保证。在2000年底的「TMT泡沫」中，科技、媒体

及电讯股暴升，正好反映聚焦于过往表现的投资策略不足之处。金融市场危机是另一个值得借镜的例子；当时银行股占指数的比重持续上升。甚至是MSCI世界指数亦是一项追踪过往市场表现的基准指数，因为七大工业国（美国、日本及欧洲工业国等）占大部份的市值。例如，新兴市场占环球经济增长的比率持续攀升，但占环球市值的比率却不成正比，证明这个投资方法颇为短视（见图9）。

**图10：个别指数的市值（以十亿美元计）**



资料来源：彭博、德盛安联全球资本市场及主题研究，截至2014年4月。

相反，主动型投资经理可借助基本因素选股的优势，即时投资于股市的明日之星。从目前的环境来说，他们有机会加强投资于从危机冒起的明日之星，并减少投资于引发危机的企业。

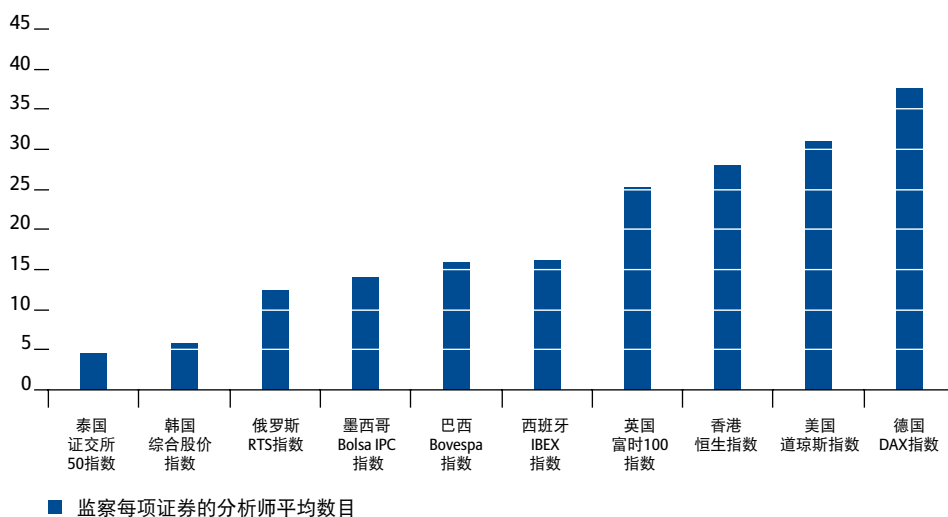
## 9. 市场情况

尽管睿智投资的证券投资组合并不保证能长期取得高于平均的回报，却能为投资者开拓额外的投资机会。资本市场个别环节的流动性及透明度相对偏低，睿智投资可借助这些异常情况（见图10），运用所须的卓越知识及分析，成功进行投资。若相关市场或市场环节为市场人士或分析师所忽略，睿智投资的成效将尤其显著。例子：德国股市指数

（DAX）的所有成份股公司，平均由约40名分析师定期监察及发表评论。美国道琼斯指数的所有成份股亦由逾30名分析师定期监察，但韩国股市的上市企业只有6名分析师监察（见图11）。对个别资本市场或企业而言，参与监察的分析师数目越少，睿智投资借助资讯失效而获利的机会则越高。不过，即使是高流动性及高透明度的环节，亦不时为睿智投资提供良机。例子包括短期借助价格的过度升幅或跌幅，从而取得可观的长期回报。

我们至今提供的方法主要旨在缔造阿尔法( $\alpha$ )，即寻求高于市场平均值的超额回报。另一个睿智投资方法则以贝他( $\beta$ )（即市场风险）为目标，包括结合多元化投资的策略性及战术性资产配置。

图11：监察每项证券的分析师平均数目



资料来源：彭博、德盛安联全球资本市场及主题研究，截至2014年4月。

图12：多元化投资有助降低风险（以%计）

排名	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	61.45	10.34	12.27	37.10	16.88	55.04	22.36	26.07	17.79	73.44	38.33	14.78	30.07	26.88
2	22.16	6.93	5.23	30.02	12.71	44.88	19.62	22.60	8.45	28.63	27.48	12.09	16.81	26.68
3	10.04	6.87	1.29	20.30	9.12	34.81	18.60	19.76	1.51	24.19	23.47	10.81	16.71	22.26
4	9.28	4.60	0.15	7.42	8.26	27.59	10.74	18.86	-3.55	23.18	19.82	7.96	16.40	3.25
5	1.80	1.94	-2.52	4.54	3.69	27.36	3.16	6.53	-6.31	23.16	16.91	5.40	14.35	-4.22
6	0.15	-7.25	-4.02	1.13	2.74	25.52	1.03	1.89	-33.88	22.61	15.76	3.66	9.36	-4.49
7	-1.89	-16.12	-20.24	0.43	2.18	21.83	-1.71	-0.06	-38.52	15.46	13.82	1.87	3.95	-6.46
8	-5.59	-17.75	-29.12	-1.46	1.49	11.74	-4.15	-3.20	-42.67	9.52	13.37	-8.78	3.69	-8.62
9	-6.62	-19.23	-34.42	-4.74	-0.99	7.71	-5.23	-4.15	-44.78	1.13	7.46	-14.69	-0.26	-10.62
10	-9.53	-28.93	-43.06	-4.79	-2.56	0.43	-24.69	-4.37	-50.76	-1.27	1.76	-15.44	-1.68	-30.48
平均值	8.12	-5.86	-11.44	8.99	5.35	25.69	3.97	8.39	-19.27	22.01	17.82	1.77	10.94	1.41

德国股票
美国股票
新兴市场股票
欧洲股票
黄金

新兴市场债券
企业债券
先进国家债券
商品（贵金属除外）
房地产

过往表现并非未来业绩的可靠指标。资料来源：Datastream，截至2013年12月31日，德盛安联资本市场分析。使用的基准指数：德国：MSCI德国总回报指数；美国：MSCI美国总回报指数；新兴市场股票：MSCI新兴市场总回报指数；工业国债券：摩根大通环球政府债券总回报指数；新兴市场债券：摩根大通环球新兴市场综合债券总回报指数；企业债券：美银美林广泛企业总回报指数；房地产：德国Bulwien房地产价格指数；商品（贵金属除外）：标准普尔高盛非贵金属商品总回报指数；黄金：欧元/金衡安士；对冲基金：瑞士信贷/Tremont对冲基金资产净值指数；对冲基金—市场中性：瑞士信贷/Tremont市场中性对冲基金资产净值指数；所有指数经货币汇率调整后以欧元计。

## 10. 结合睿智投资及多元化投资

为尽量扩大不同资产类别的市场风险溢价，投资者应把资金平均分配至多个篮子。长期来说，资产类别的回报表现各异。以2008年的金融危机为例，当危机处于严峻阶段时，工业国政府债券的价格平均上升18%，金价亦升8%，股票则急挫40%，成为自1931年环球经济危机以来表现最弱的一年（见图12）。其后，大市于2009年复苏，利好个别资产类别，当年新兴市场股票急升73%，大幅抛离其他投资工具。

然而，多元化投资无须一成不变。睿智投资能够灵活结合多元化投资，并与策略性及战术性资产重新调配。因此，多元化投资是最简单的首选风险管理途径。为进一步强化主动型资产配置，我们亦可执行不同的风险管理方案。这些方案亦会透过睿智投资来降低市场风险，甚至在可能情况下完全消除风险。

虽然地球的自转速度不变，但世界面对急剧的变化。从（资本市场）风险角度来说，「多变的世界」是永恒不变的定律，而睿智投资应能为投资者带来长期的额外价值。

Stefan Scheurer

## 你是否了解德盛安联环球资本市场及主题研究的其他刊物

### 风险 管理 回报.

- Smart Risk with multi asset solutions
- Smart Risk investing in times of financial repression
- Strategic Asset Allocation
- Managing Risk in a time of Deleveraging
- Active Management
- The New Zoology of Investment Risk Management
- Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)
- Dynamic Risk Parity – a smart way to manage risks
- Portfolio Health Check®: Preparing for “Financial Repression”

### 金融抑制

- Shrinking mountains of debt
- International monetary policy in the era of financial repression: a paradigm shift
- “Silent Deleveraging or debt haircut?” – that is the question
- Financial Repression – A silent way to reduce debt
- Financial Repression – It is happening already

### 债券

- Duration Risk: Anatomy of modern bond bear markets
- Emerging Market currencies are likely to appreciate in the coming years
- High Yield corporate bonds
- US High-Yield Bond Market – Large, Liquid, Attractive
- Credit Spread – Compensation for Default
- Corporate Bonds

### Active Management 睿智投资

- The Changing Nature of Equity Markets and the Need for a More Active Management.
- Active Management: Can Capital Markets be efficient?
- Harvesting risk premium in equity investing.

### 策略及投资

- Equities – the “new safe option” for portfolios?
- Is small beautiful?
- Dividend Stocks – an attractive addition to a portfolio

### 社会变动与投资

- Renewable Energies – Investing against the climate change
- The green Kondratieff
- Crises: The Creative Power of Destruction
- Infrastructure – The Backbone of the Global Economy

### 人口结构—退休基金


- Discount rates low on the reporting dates
- Financial Repression and Regulation: A Paradigm Shift for Insurance Companies & Institutions for Occupational Retirement Provision
- IFRS Accounting of Pension Obligations
- Demographic Turning Point (Part 1)
- Pension Systems in a Demographic Transition (Part 2)
- Demography as an Investment Opportunity (Part 3)

### 行为金融学

- Reining in Lack of Investor Discipline: The Ulysses Strategy
- Overcoming Investor Paralysis: Invest more tomorrow
- Outsmart yourself! – Investors are only human too
- Two minds at work

我们的所有出版刊物、分析及研究报告可于以下列网站浏览：

<http://www.allianzglobalinvestors.com>

 @AllianzGI\_VIEW

[www.twitter.com/AllianzGI\\_VIEW](http://www.twitter.com/AllianzGI_VIEW)



本文内所载的资料于刊载时均取材自本公司相信是准确及可靠的来源。本公司保留权利于任何时间更改任何资料，无须另行通知。本文并非就内文提及的任何证券提供或邀请或招揽买卖该等证券。阁下不应仅就此文件提供的资料而作出投资决定，并请向财务顾问咨询独立意见。

投资涉及风险，尤其是投资于新兴及发展中国场所附带之风险。过往表现并非未来表现的指引。投资者在投资之前应细阅销售文件，了解基金详情包括风险因素。

本文件并未经香港证监会及新加坡金融管理局审核。本文件只供参考之用，如于中国大陆使用，旨在为境内商业银行根据适用合格境内机构投资者计划的法规法则而发行的代客境外理财产品，提供辅助资讯。

发行人为德盛安联资产管理香港有限公司。

德盛安联资产管理香港有限公司（香港中环花园道3号中国工商银行大厦27楼）是基金香港代表并受证监会（香港皇后大道中2号长江集团中心35楼）监管。

Allianz Global Investors Singapore Limited（12 Marina View, #13-02 Asia Square Tower 2, Singapore 018 961（公司注册号码：199907169Z））是基金新加坡代表并受新加坡金融管理局监管。

[www.allianzglobalinvestors.eu](http://www.allianzglobalinvestors.eu)

德盛安联欧洲有限公司  
Bockenheimer Landstr. 42–44  
60323 Frankfurt am Main

2014年5月