

# 美国市场SMART BETA ETF简介及投资策略分类



姜小金的基  
孰为汝多知乎

+ 关注他

13 人赞同了该文章

## 美国市场Smart beta ETF简介及投资策略分类

### 一, Smart beta 概念

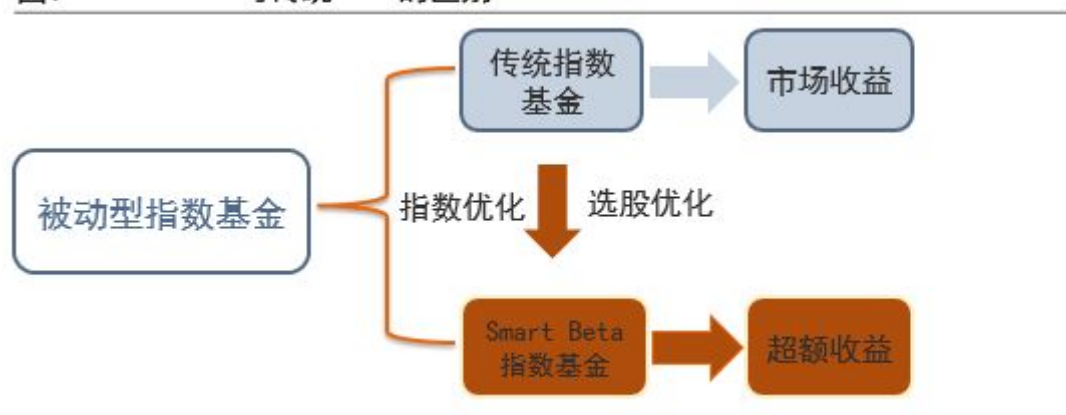
#### 1.1 什么是Smart Beta

在介绍Smart Beta之前我们先来认识下什么是Beta。众所周知, William Sharpe进一步发展了现代投资组合理论, 在其资本资产定价模型中, Beta是用来衡量投资组合收益相对于整体市场收益风险溢价的线性系数, 也用来表示投资组合所承受系统风险的大小。因此, 传统意义上的Beta指数, 基本是以市场上某一宽基指数或行业指数为标的, 通过成分股票的市值加权编制。

那么什么是Smart Beta, 简单的来讲就是更加“聪明”的方法构建市场组合。传统的市场指数是按照股票市值大小进行加权编制, 市值越高的股票在指数中将占有越大的权重, 被动型指数基金在跟踪这种指数构建投资组合时, 会使投资者暴露在投资集中度的风险之中, 市值越大的个股配置的资金越来越多, 将推高权重大的股票, 进一步使投资者暴露在被高估的股票风险之中。

Smart Beta与传统的指数编制方法不同, 其核心在于Smart Beta在指数构建时, 会对市值加权和指数中股票进行优化, 构成特定投资目标和策略的Smart Beta指数, 然后再跟踪这个指数, 构建相应的被动投资指数化产品。

图: Smart Beta与传统Beta的区别



Smart 这个单词或许会给人以过于傲视传统Beta的错觉，正是基于这一点，Morningstar更愿意称之为Strategic Beta。因为每一只Smart Beta产品，都应用了特定的投资策略（Strategy）以实现它的投资目标。在某一段时间内，特定的投资策略指数能跑赢传统Beta，使得它看起来非常“Smart”，但在一段时间后，该策略指数可能会跑输传统Beta，使得它看起来也不是那么“Smart”。由于策略化的指数产品通常会有严重的风险因子敞口，这些风险因子包括价值，成长，动量，质量等，因此当市场或周期出现变化时，其业绩也随着这些市场中的风险因子的表现而起伏不定。本文后面，根据我们的统计数据可以看出，并不是所有的Smart Beta投资策略都可以带来稳定的正收益，投资者需要理性地看待Smart Beta的预期收益和潜在风险。

## 1.2 Smart Beta 的特点

从Smart Beta的构成原理，我们可以看到Smart Beta是一种兼有主动投资与被动投资的投资策略。主动投资在于其加权方式的优化和成分选择的优化，被动投资在于其本质上依然是一类被动式指数化产品。指数投资是以完全复制跟踪指数中的股票构成，作为资产配置方式，其最大的投资业绩评价标准就是，追求与指数收益率之间的跟踪误差最小化。最典型的Smart Beta ETF 产品，其结合主动投资与被动投资的特点和优势在于投资风险分散化、投资成本低廉、追求长期收益和投资组合透明化。

图：Smart Beta 与被动投资和主动投资的联系



数据来源: Morningstar

我们可以把Smart Beta ETF 的特点归纳为下面三点：第一，控制风险和增强收益。传统的ETF指数根据市场中股票市值加权复制指数来构建组合，很难获得超额收益。Smart Beta ETF最大的特点在于通过非市值加权和选股的主动管理，追求跑赢市场的超额收益。下图中，我们从美国市场中选取7只具有代表性的Smart Beta ETF，从中可以发现，像高分红，成长，低波动率等投资策略在近三年的业绩表现是够战胜市场，实现了收益增强的效果；第二，较低费率和管理透明。Smart Beta ETF跟踪特定的指数，其指数构成的成份股和权重都是公开的，也会有明确清晰的投资策略和投资风格。在管理模式上采用被动投资指数管理的模式，有较低的换手率，交易费用，管理费用和税收等。相比较开放式积极主动型基金，Smart Beta ETF的总费率平均低50%左右；第三，较好的流动性和交易效率。Smart Beta ETF可以在二级市场交易，相比传统的开放式基金具有更高的交易效率，同时也具有较好的流动性。

图：Smart Beta与传统基金管理费用和收益率的比较(%)

美国市场基金分类	Smart Beta ETF	非Smart Beta ETF	Active OE fund
平均净费率	0.48	0.60	1.17

Morningstar Return 2014-06-01 to 2017-05-31	三年期年化收益率	超额收益
SPDR® S&P 500 ETF	7.50	N/A
iShares S&P 500 Growth ETF	9.19	1.69
iShares S&P 500 Value ETF	5.22	-2.29
SPDR® S&P Dividend ETF	8.15	0.64
Guggenheim S&P 500® Equal Weight ETF	6.21	-1.29
PowerShares S&P 500 Low Volatility ETF	8.73	1.23
PowerShares S&P 500® High Div Low VolETF	10.63	3.12

数据来源：Morningstar Direct. Data as of 6/30/2017

Smart Beta与Enhanced Index也有相似之处，都属于金融创新产品，试图战胜传统的市场指数，但也有本质上的区别。Enhanced Index更偏向于主动化的管理，本质上并不属于被动型指数基金这一范畴。相比起来，Smart Beta在费用上更有优势，在投资策略上更加的清晰透明。从市场规模和认可度来说，Smart Beta也受到更多投资者的追捧。

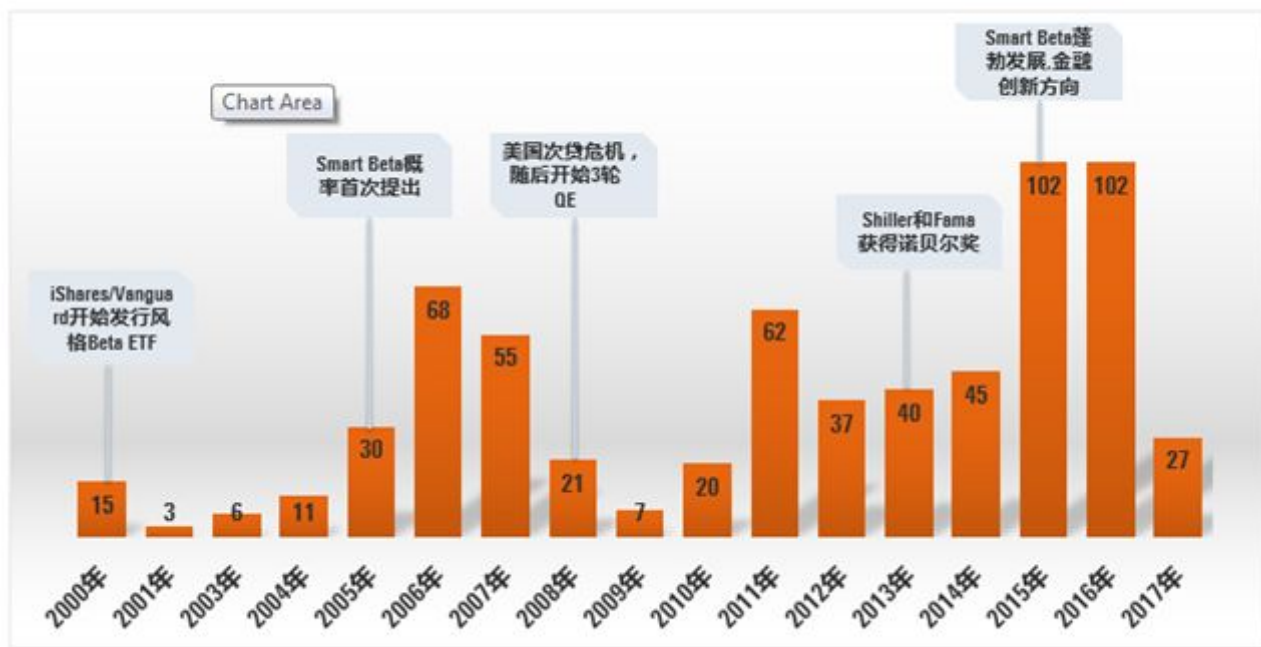
### 1.3

## Smart Beta产生的背景与金融市场环境

2005年Smart Beta这一概念被首次提出，而在这之前的2000年，iShare和SPDR基金公司便发行了第一批iShares Russell 1000 Value ETF和SPDR® S&P 500 Growth ETF等相关的产品。而此时的市场通常会将这类产品表述为策略Beta, 风格Beta, 另类Beta等。Smart Beta概念的诞生也与Robert Shiller 为代表的行为金融学家提出的Mispricing（错误定价）理论有关。Mispricing理论认为市场上非理性投资者的行为偏差会造就价格与价值偏离，而部分理性投资者利用这种Mispricing（错误定价）进行套利产生超额收益。Mispricing理论便是非市值加权策略的理论核心，通过构建特定的组合来切断与传统市场组合的联系，利用市场中非理性投资者的行为偏差，试图从长期获取高于市值加权组合的收益，这便是Smart Beta的核心要点。

2008年美国市场发生次贷危机，美联储在接下来的4年里，进行了3轮大规模的量化宽松政策，降低长期利率，从而使固定收益类资产的回报越来越低，投资者不得不寻找其他投资产品来增加收益。投资者也变得更为谨慎，对市场风险，分散化的需求提升，更偏爱能降低波动率和控制风险的策略。以此为目标的Smart Beta系列产品快速涌现，受到了市场的追捧，随即出现爆发式的增长。

图5：美国市场金融环境与Smart Beta ETF每年发行数量（个）



数据来源：Morningstar Direct. Data as of 6/30/2017

## 1.4

### Smart Beta ETF产品发展的历史，现状及趋势

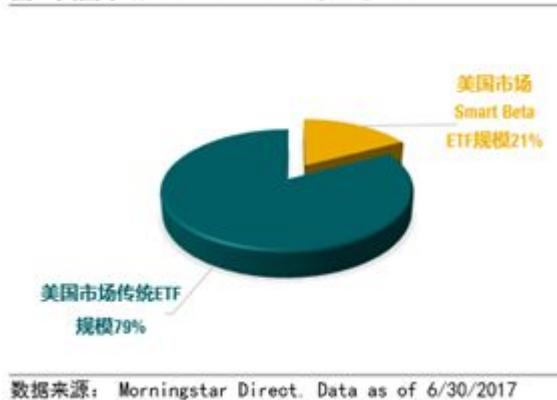
近10年来，ETF指数化产品取得了高速的发展。2008年次贷危机美联储实施3轮大规模的量化宽松政策以后，资金源源不断的流入金融市场，开始出现长周期的上涨趋势。2015年2月份ETF总资产规模已经突破2万亿美元，而在2015年到2017年短短2年的时间内，ETF规模就增加了约1万亿美元。截止到2017年6月，美国市场ETF产品共有2036只，管理的总净资产市值规模接近3万亿美元，约占全球ETF总量的三分之二。ETF在美国如此快速的发展，一方面在于美国市场之前宽松的货币政策，另一方面侧源于ETF产品的丰富性给投资者提供了大量选择，而且是一种低费率的指数产品，在牛市偏长的美国市场更容易受到投资者的长期关注。

图：美国市场ETF总净资产增长（\$Billion）



在ETF规模快速增长的背景下，Smart Beta ETF也取得了高速的发展，其规模的增长速度比传统的ETF更快，在最近的2015-2016年已成为成熟市场的ETF热点产品。这一点源于传统的ETF产品日渐趋同，行业竞争优势主要体现在规模优势及费用低廉上。相比较而言，Smart Beta ETF在产品上不断的创新，推出越来越多不同策略的Smart Beta ETF产品，试图取得超额收益和控制风险，满足不同投资者的需求。截止到2017年6月，Smart Beta ETF规模已经占到整个ETF规模的21%。

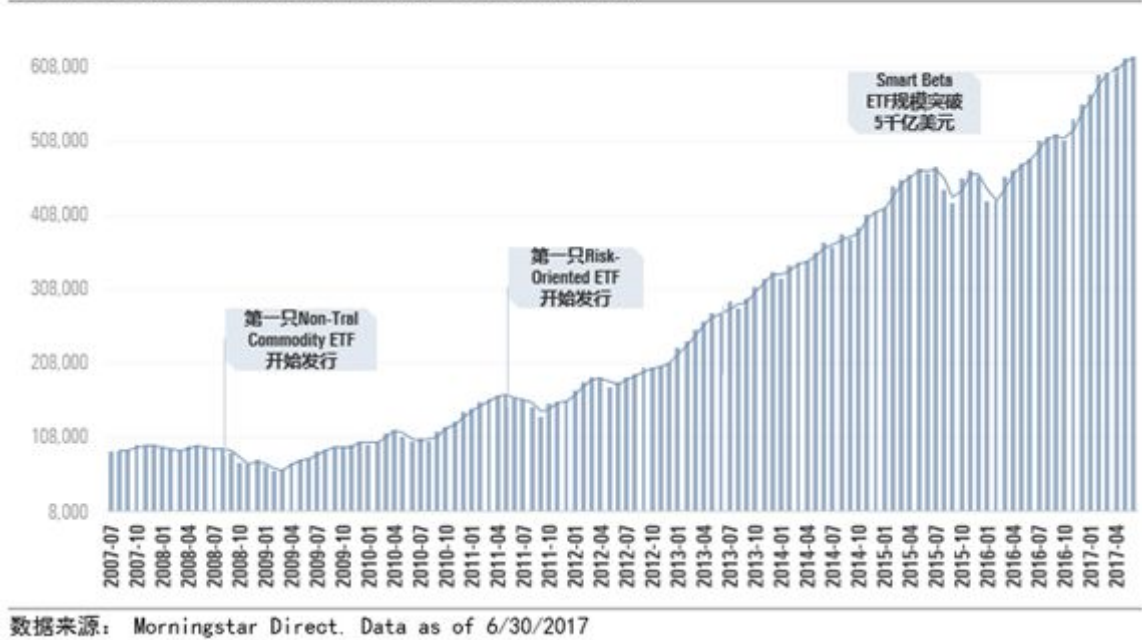
图：美国市场Smart Beta ETF的占比（%）



从发行数量来看，Smart Beta ETF在2005-2007，2011-2016年两个阶段数量快速增长。在2015和2016年，新发行的Smart Beta ETF数量创历史新高，达到102只，截止到2017年6月，Smart Beta ETF已累计发行达到642只。从规模上看，Smart Beta ETF在2009-2017一直处在高速增长阶段，在2014和2015年，两年的时间里，其规模就增加了1千亿美元，目前总资产规模已达到6千多亿美。从规模及发行数量的发展趋势来看，未来的Smart Beta ETF将可能继续延续其高增长的趋势，成为ETF类的热门产品。



图：美国市场Smart Beta ETF总净资产增长（\$Million）



从Smart Beta ETF资产规模前十大产品来看，主要集中规模最大的两家基金公司iShare和Vanguard上，发行时间也都在2006年以前，投资策略主要以成长，价格，分红这三类为主，可以看出美国市场Smart Beta ETF仍然以相对简单的传统投资策略为主。管理费用也具有明显的优势，费用比较低廉，平均管理费用只有0.196%。其中规模最大的两只Smart Beta ETF-iShares Russell 1000 Value和iShares Russell 1000 Growth，至2000年成立以来已经有17年的时间，其净资产规模已经达到730多亿美元，平均管理费用为0.2%。

图：美国市场前十大Smart Beta ETF净资产与管理费用

ETF简称	Ticker	投资策略	上市日期	净资产（\$Billion）	管理费	Morningstar 3年期收益率
iShares Russell 1000 Value	IWD	Value	2000/5/22	37.25	0.2	7.26345
iShares Russell 1000 Growth	IWF	Growth	2000/5/22	36.37	0.2	11.46247
Vanguard Value ETF	VTV	Value	2004/1/26	31.99	0.05	8.55747
Vanguard Growth ETF	VUG	Growth	2004/1/26	28.62	0.05	10.93782
Vanguard Dividend Appreciation ETF	VIG	Dividend /Weighted	2006/4/21	24.65	0.07	8.4907
Vanguard High Dividend Yield ETF	VYM	Dividend /Weighted	2006/11/10	18.47	0.07	9.01167
iShares S&P 500 Growth	IWW	Growth	2000/5/22	18.00	0.18	11.48663
iShares Select Dividend	DVY	Dividend /Weighted	2003/11/3	17.43	0.39	10.23095
SPDR® S&P Dividend ETF	SDY	Dividend /Weighted	2005/11/8	15.69	0.35	10.42001
Guggenheim S&P 500® Equal Weight ETF	RSP	Equal Weighted	2003/4/24	13.87	0.4	8.44599

数据来源：Morningstar Direct. Data as of 6/30/2017

## 二，Smart beta 投资策略

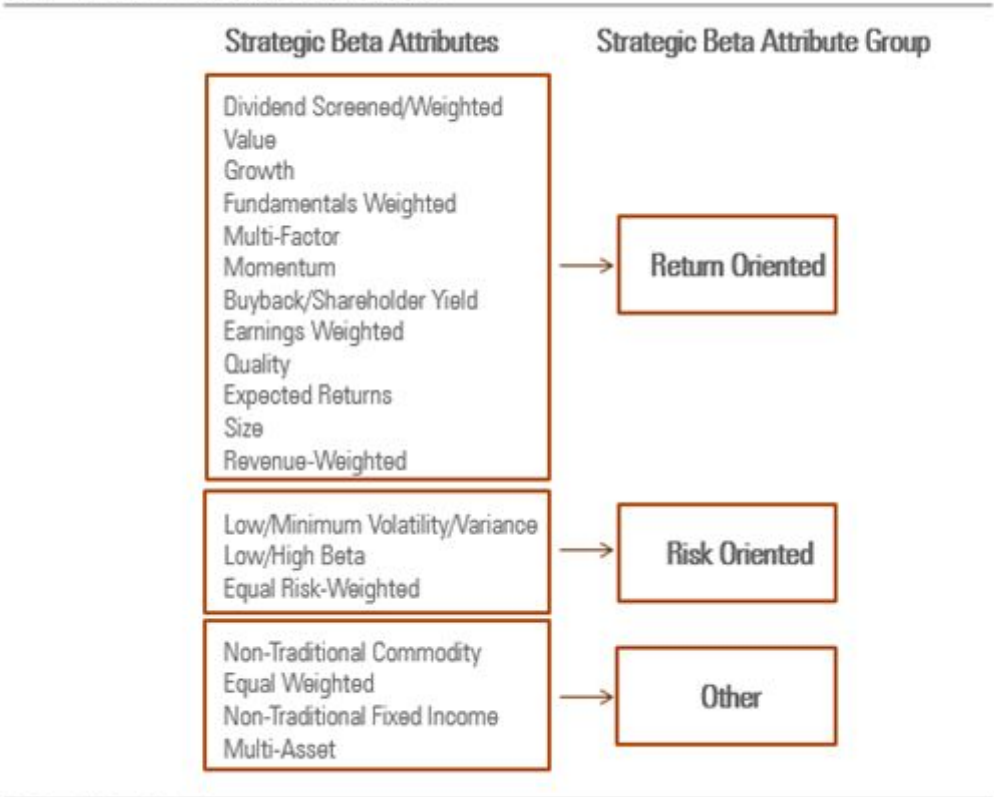
2.1

Smart Beta ETF投资策略分类

Morningstar公司将Smart Beta投资策略指数分为基于风险，基于收益和其他类型三个大类

- (1) 基于风险的投资策略：包括高/低Beta，等风险贡献加权，最小方差/波动率等；
- (2) 基于收益的投资策略：包括市值加权（成长，价值，盈利，多因子，基本面加权），价格加权（动量，质量，预期收益率）等；
- (3) 其它类型：包括等权重，非传统大宗商品、固定收益以及多资产指数等。

图：Smart Beta 投资策略的分类



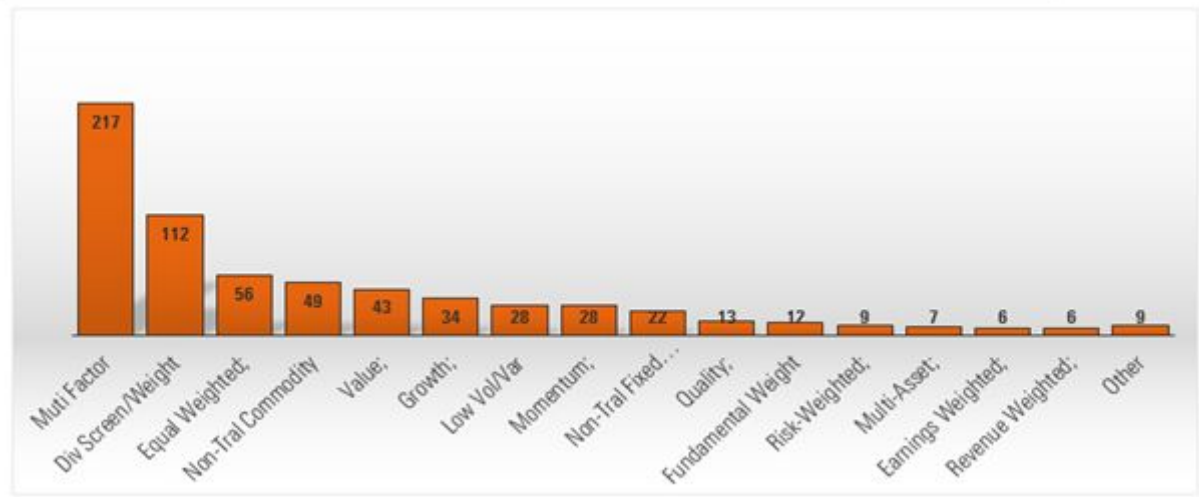
图片来源：Morningstar

2.1

## Smart Beta ETF 常用的投资策略

从发行数量上来看，Smart Beta ETF发行量最多的投资策略为多因子，其次是分红加权和等权重，这三大策略占到总发行量的50%以上。而在2011年之前，Smart Beta ETF策略一般只考虑单因子策略，在指数编制的过程采取一些相对比较成熟，且使用比较广泛的因素，如分红，价值，质量，波动率等。随着市场金融理论的发展及金融市场的创新，出现了很多相对复杂的多因子策略，非传统大宗商品，固定收益及利率对冲等。

图：美国市场Smart Beta 各投资策略发行总数量（个）

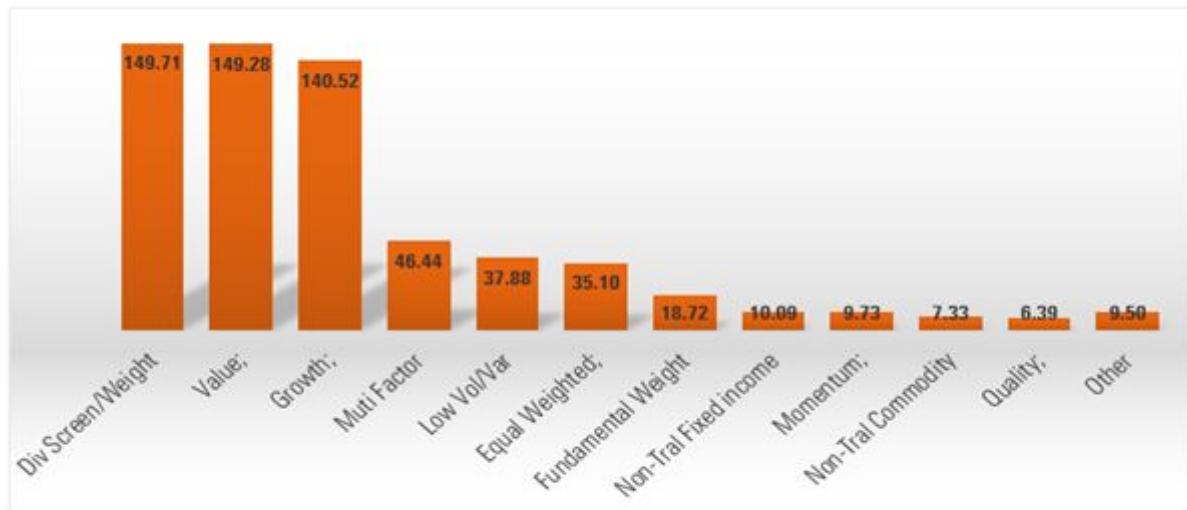


数据来源：Morningstar Direct. Data as of 6/30/2017

从投资策略的总规模来看，规模最大的前三大类策略分别是分红加权，价值和成长，这三大投资策略已经占到总规模的80%以上。而发行数量最多的多因子策略，其规模约有460亿美元，远远少于规模最大的分红加权策略1490亿美元。



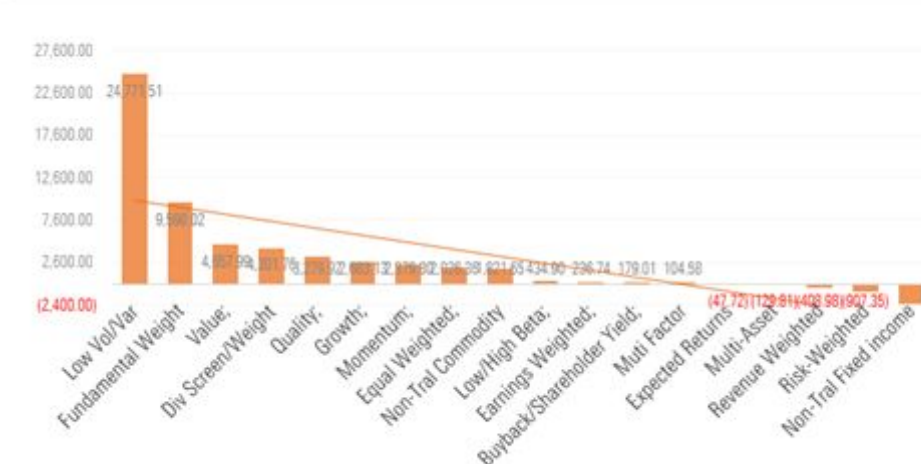
图：美国市场Smart Beta 各大投资策略总净资产规模 (\$Billion)



数据来源：Morningstar Direct. Data as of 6/30/2017

再从2016年度各大投资策略的资金流入情况看，资金流入最多的是低波动率策略2016年净流入200多亿美元，其次是基本面加权和价值策略。而相对复杂的投资策略，如多因子，风险加权，非传统固定收益等，并没有明显的资金净流入，相反的是非传统固定收益类净流出了20多亿美元。虽然近年来Smart Beta ETF的投资策略趋向于多样化和复杂化，但是投资者依然更加的偏好早期相对简单的策略（分红，价值，质量，波动率，Beta等），在所有的投资策略中，这种相对简单的策略站到所有Smart Beta ETF产品的71%左右。

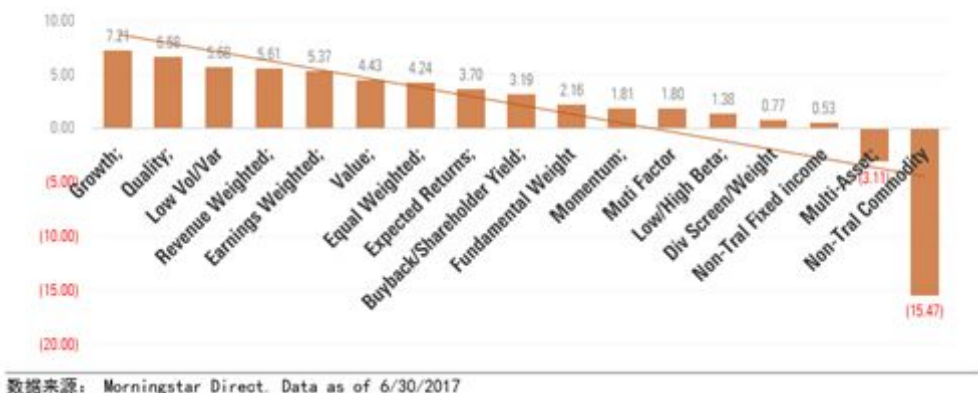
图：美国市场Smart Beta 各大投资策略2016净资产流动变化 (\$Million)



数据来源：Morningstar Direct. Data as of 6/30/2017

正如我们在前面提到的，Smart Beta 并非永远的“Smart”。根据特定的投资策略编制的数产品通常会有严重的风险因子敞口，这些风险因子包括价值，成长，动量，质量，Beta等。因此当市场风格或周期出现变化时，其业绩也随着这些市场中的风险因子的表现而起伏不定。通过统计每一类投资策略的年化收益率，大部分Smart Beta ETF大部门都可以获得正的收益，其中成长，质量，低波动率，主营业务收入加权等略都取得了5%以上的年化收益率。而多资产策略和非传统大宗商品则取得负的收益。

图：美国市场Smart Beta 各大投资策略 Morningstar Annual Return 比较 (2014-06 to 2017-05)



下面具体列举两个Smart Beta ETF 的投资策略及业绩比较。

### (1) 传统Smart Beta产品，基于收益的投资策略-成长因子策略

成长因子专注于选取具有高成长性的公司，成长性经常由诸如预期收益增长，净资产增长率、收入增长率和现金流增长率来衡量。一般来说，成长性投资者通过股票利得而不是股息来获取收益。下面以美国市场最早发行，也是资产规模最大的一只Smart Beta ETF- iShares Russell 1000 Growth ETF为例。

图：iShares Russell 1000 Growth ETF与 S&amp;P 500的价格走势比较



### (2) 新型Smart Beta产品，基于收益的投资策略-多因子投资策略

随着金融理论的发展及金融产品的创新，最近几年出现了很多新型的Smart Beta多因子产品。与传统的单个因素，多因子 Smart Beta策略中考虑了多个因子(如价值因子，动量因子，质量因子等)，从多个角度优选个股，相比单因素的策略能够获取更高的超额收益。

以2015年发行的多因子Smart Beta指数产品——Goldman Sachs ActiveBeta U.S. Large Cap Equity index为例，该基金于2015年9月21日成立，管理费率为0.9%。

该多因子Smart Beta指数——Goldman Sachs ActiveBeta U.S. Large Cap Equity index的构造过程主要可以分为两个步骤：

(1) 因子类子指数的编制：从基准指数——美国大盘股指数的成份股中构造各个因子类的子指数。在构造的过程中，基准指数中的每只股票将会得到一个因子类的得分(对于价值因子类，某只股票在该因子类的得分将同时参考市净率PB、市现率CFP、以及市销率SP这三个因子)。如果某只成份股的因子类得分超过事先设定的阈值，那么将给予这个股票在对应的因子类子指数中，相对于其在基准指数中更高的权重；反之亦然。由于指数的编制仅考虑股票多仓，因此因子类子指数的最低仓位为0

(2) Smart Beta指数的编制：在得到基准指数的各个因子类子指数之后，将各个子指数进行等权重加权，最终得到Smart Beta指数-Goldman Sachs ActiveBeta U.S. Large Cap Equity index。

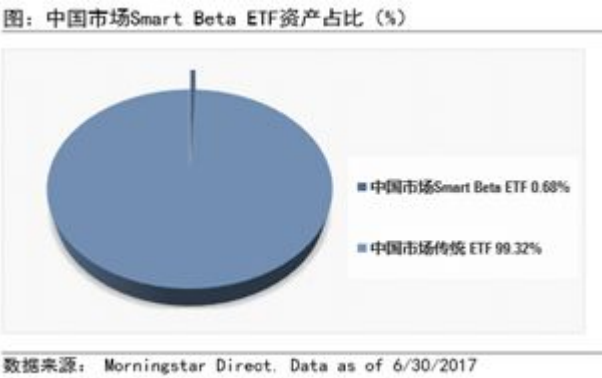
图：Goldman Sachs ActiveBeta U.S. Large Cap Equity index与 S&P 500的价格走势比较



数据来源：Morningstar Direct. Data as of 6/30/2017

### 三, 国内市场Smart beta的现状

当前国内市场共有13只Smart Beta ETF，截止到2015年年底，总资产规模约为23亿，占比不到ETF总规模的1%，远远小于美国市场份额21%的占比。



就Smart Beta ETF净费率来看，平均费率比主动管理的开放式基金还略高，与传统型基金比，在费率方面没有明显优势。

图：中国市场前五大Smart Beta ETF净资产与平均管理费用

中国市场市场基金分类	Smart Beta ETF	ETF	Active OE fund
基金平均净费率	1.27	1.09	1.25

ETF简称	Ticker	投资策略	上市日期	净资产 (\$Million)	总净费率	Morningstar 3年期收益率
华泰柏瑞上证红利ETF	510880	Div Screened/Weighted	2000/5/22	1109.29	0.68	17.03
工银深证红利ETF	159905	Div Screened/Weighted	2000/5/22	225.48	0.88	20.16
大成深证成长40ETF	159906	Growth	2004/1/26	163.70	1.00	4.86
华宝兴业上证180价值ETF	510030	Value	2004/1/26	139.46	0.93	19.23
嘉实深证基本面120ETF	159910	Value	2006/4/21	114.80	1.12	20.38

数据来源：Morningstar Direct. Data as of 6/30/2017

但是从统计的收益率数据来看，各个Smart Beta均能够获得超额收益，像华泰柏瑞上证红利，嘉实深证基本面等均获得15%以上的年化收益率，这一点给予了Smart Beta策略在A股市场有效性有力

的实证。

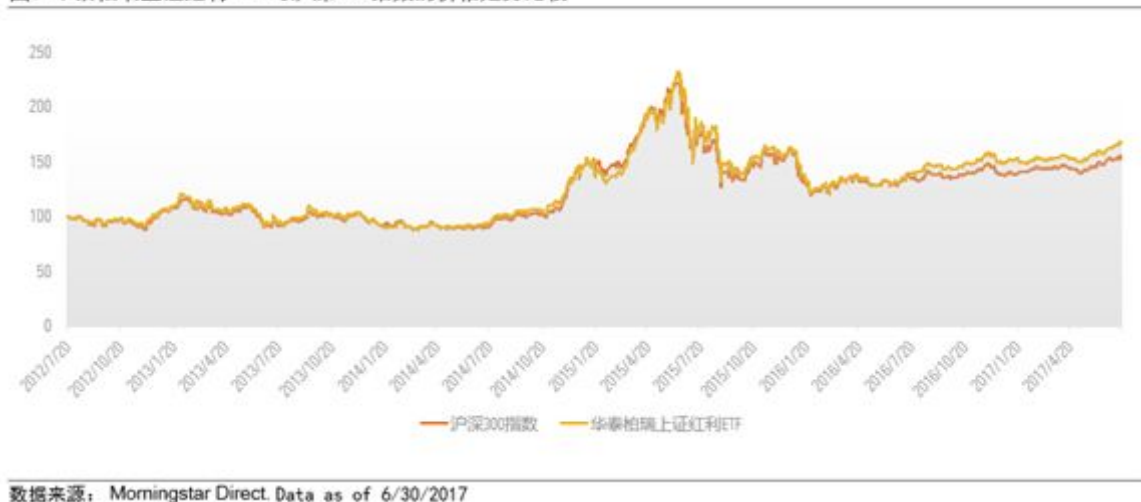
从我们金融市场整个大环境来看，A股市场牛市的周期较短，基本都以熊市以及震荡市为主。因此传统的Smart Beta较难长时间的受到市场的关注。另一方面，国内的投资者仍然以散户投资者为主，投资决策中相对更加注重短期的收益，而非长期的资产配置。Smart Beta未在国内市场兴起也与整个金融市场环境有关。但是随着中国资本市场的发展成熟，以券商资管、保险、养老金、社保基金等为主的大型投资机构会成为指数类产品的重要投资者，基于风险的策略比如最大分散度、最小方差等Smart Beta策略将会为偏好稳定收益和低风险机构投资者提供成本低、透明化的投资工具。而且Smart Beta指数产品能够为投资者提供个性化、多样化的选择，未来会成为指数投资发展的重要方向，基于这一点，相信Smart Beta未来会受到越来越多的投资者的关注。

下面具体列举两个中国市场Smart Beta ETF 的投资策略及业绩比较。

### (1) 基于收益的投资策略-红利因子策略

以2000年发行的基于收益的红利因子Smart Beta指数产品——华泰柏瑞上证红利ETF为例。该基金于2000年5月22日成立，是中国市场最早成立也是最大的一只Smart beta ETF 产品，净费率仅为0.68%，截止到2017年6月，其资产规模已经达到11亿美元，Morningstar 3年期收益约为17%，远远的跑赢了沪深300指数，就其风险和收益来看，其业绩是相当优秀的。

图：华泰柏瑞上证红利ETF与沪深300指数的价格走势比较

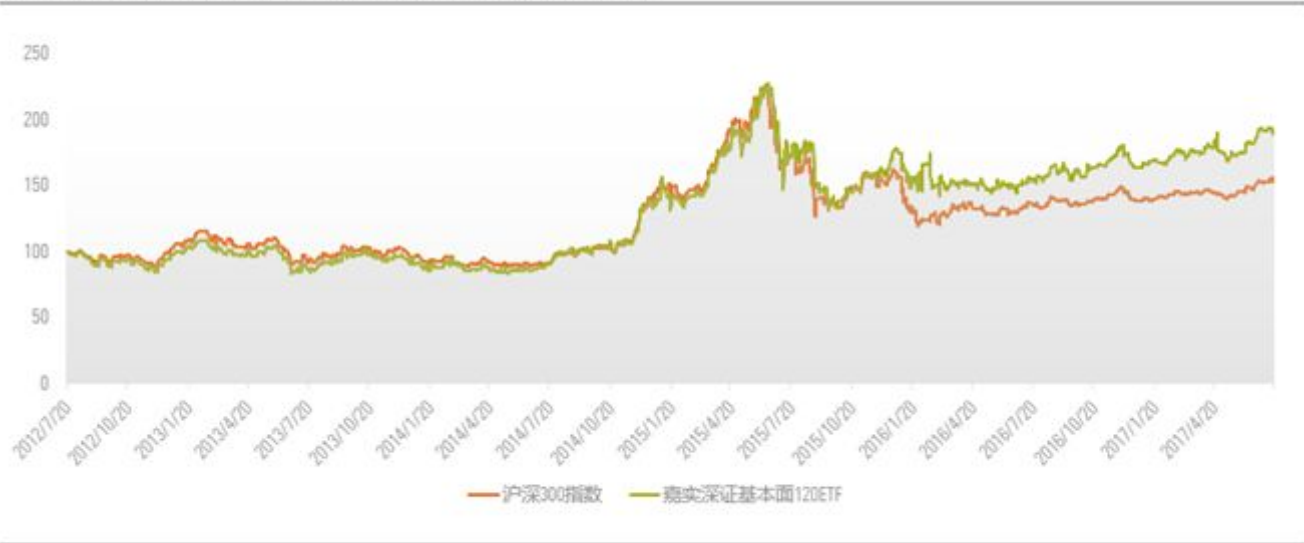


### (1) 基于收益的投资策略-基本面加权策略

以2004年发行的多因子Smart Beta指数产品——嘉实深证基本面120ETF为例，该基金于2006年4月21日成立，净费率仅为1.12%。该基金是国内市场具有特殊的一只Smart Beta ETF，其采用财务基本面数据进行加权，构建指数化的投资组合。截止2017年6月，其3年期年华收益率达20%左右，是所有Smart Beta ETF中业绩变化最好的一只。



图：嘉实深证基本面120ETF与沪深300指数的价格走势比较



数据来源：Morningstar Direct. Data as of 6/30/2017

四, 总结

Smart Beta的核心思路在于股票选择和指数编制方式的优化，其用指数化的方式来获取超额收益，同时拥有较低的管理费用以及较好的流动性。投资策略分为基于风险，基于收益和其他类型三个大类，虽然目前市场的投资策略更加的复杂化和多样化，投资者依然偏好相对简单的策略。随着金融市场有效性的加强，基金类产品趋向于被动指数式投资及低费用化，Smart Beta ETF 已经占到美国市场指数化产品份额的21%，相信未来将会受到越来越多的投资者的关注。