

# 沙裡淘金： 主動型基金組合表現的指數 對比研究

## 作者

Joseph Nelesen 博士

專家團隊主管

指數投資戰略

[joseph.nelesen@spglobal.com](mailto:joseph.nelesen@spglobal.com)

Tim Edwards 博士

董事總經理

全球主管

指數投資戰略

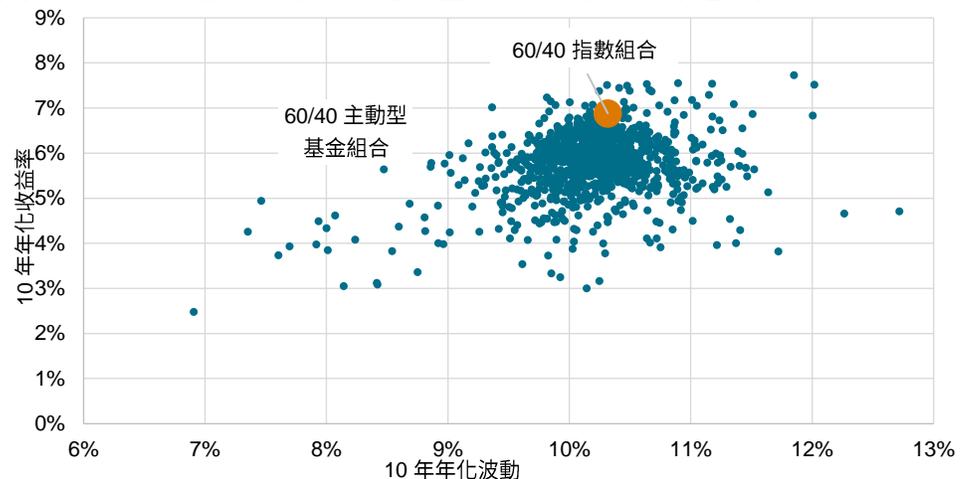
[tim.edwards@spglobal.com](mailto:tim.edwards@spglobal.com)

「整體大於部分之和。」

亞里斯多德

從 2002 年至今，標準普爾道瓊斯指數公司 (以下簡稱「標普道瓊斯指數」) 一直通過 SPIVA® (標普指數與主動基金表現) 評分報告，持續衡量單一主動型基金的表現。本專題報告通過比較理論性的主動型基金多元資產組合與加權指數組合，發現 **96.9%** 的 **60/40 股債配置主動型基金組合的 10 年業績跑輸對應的指數組合**。相比之下，許多主動型基金組合不僅收益率較低，且往往伴隨著更高的波動度(見圖 1)。

圖 1：60/40 指數組合與主動型基金組合的表現示意圖



來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。數據代表 1,000 個隨機選出的 60/40 主動型基金組合和 60/40 指數組合 (詳見後面的章節)。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

請註冊接收我們最新的研究報告、教育內容和評論文章：

[on.spdji.com/SignUpTC](https://on.spdji.com/SignUpTC)。

# 目錄

1. 引言：整體與部分	3
2. 配置說明	3
3. 研究方法	7
4. 主動型基金組合與指數組合的對比測試	12
5. 選擇「最佳」基金：確實可行還是徒勞無功？	14
6. 明星基金：神話還是現實？	18
7. 總結	21

# 1. 引言：整體與部分

二十多年來，標普道瓊斯指數通過定期發布的 [SPIVA 評分報告](#)，持續追蹤主動型基金跑贏相應類別基準的成功 (或失敗) 率。然而，業界對於基金經理或投資顧問在構建投資組合時，因需在多檔基金間進行篩選與配置所面臨的後續挑戰，卻鮮少給予關注<sup>1</sup>。

要在現實世界中運用 SPIVA 分析結果，自然需要回答多方面的問題：若各基金類別的主動型基金跑輸率不盡相同，那麼如何才能恰當地判定假設的主動型基金組合是成功還是失敗？跨資產類別配置的主動型基金組合能否實現多元分散，進而減輕跑輸者帶來的影響？最後，若投資者能預先識別出表現優異的基金，那麼哪些類別對整體配置的貢獻最為豐厚？歸根結底，為了找出上述及其他問題的答案，我們首先需要回答一個簡單的問題：主動型基金組合與類似加權指數組合相比，表現如何？

在實際投資中，主動型基金很少會被單獨相中，而是較常被選為代表不同風格和資產類別之更廣泛基金組合的一個組成部分。可能部分為主動型基金，另一部分為被動型基金。雖然我們的 SPIVA 評分報告和[持續性評分卡](#)共同揭示了在特定基金類別 (如政府債券基金或美國大型股基金) 中獲得持續超額收益的前景，但對於這些類別的組合潛力卻鮮有提及。本專題報告從這些結果向上溯源，探索基金選擇與投資組合構建領域，即如何將多個基金組合為協調統一且表現優異的資產配置。

首先，我們需要確定一個用於初步比較的基準，即看似簡單但持久的 60/40 股債配置方案<sup>2</sup>。

## 2. 配置說明

要將基金組合與類似的指數組合進行比較，首先需要確定納入的基金類別及其權重配置。必須說明的是，本文所涉及的任何投資組合、權重或建構方法，均不構成理想投資方案的建議。標普道瓊斯指數並非註冊投資顧問，亦不提供任何投資或相關諮詢建議。文中呈現的基金組合僅用於反映廣泛的資產配置概況。換言之，在本研究中納入某個基金類別，絕不代表我們對其投資有效性

<sup>1</sup> Richard Ferri 和 Alex Benke 在「指數基金投資組合案例」(2013 年) 中發表的獲獎研究是此規則的一個例外，也是本專題報告的部分靈感來源。

<sup>2</sup> 雖然我們承認關於 60/40 資產配置的有效性及其在現代市場中的應用仍存在爭論，但本文並非旨在表明在該討論中的立場，而是將 60/40 組合及其相關變體作為比較主動型基金和指數表現的框架。

的認可或對相關基金的推薦，也不代表對未納入基金類別的否定。本研究主觀選取了九個基金類別，涵蓋規模最大、研究最深入、使用最頻繁的股票型和固定收益型基金板塊。

或許最簡單的起點，就是使用已經過廣泛研究和實踐檢驗的 60/40 組合。這種按 60/40 比例配置股票和債券的投資組合已有 70 多年的歷史，一直是學術研究和真實投資領域中用於各種試驗的基礎<sup>3</sup>。

該投資組合最初的設想（對於美國投資者而言）是在美國國內藍籌股和美國國債之間進行配置，但後來的研究發現，需要按更細緻的市值規模和地域細分進行配置，才能實現多元化。

在股票領域，這種類別細分在 20 世紀 80 年代初具雛形，當時 Rolf Banz 發現，小型公司的風險調整後收益比大型公司更高（也稱為「規模效應」）。Eugene Fama 和 Kenneth French 在此研究基礎上進一步拓展，於 1992 年在《金融雜誌》(Journal of Finance) 上發表了「股票投資收益的橫截面」(The Cross-Section of Stock Returns) 一文，提出了包含規模因子在內的三因子模型<sup>4</sup>。這些理論突破讓更多投資者能夠有意識地在現代投資組合中納入按市值劃分的不同基金類別，這在 SPIVA 評分報告中體現為大型股核心、中型股核心和小型股核心等具體類別。

為進一步最佳化風險和收益，多項發展推動了國際資產的納入，首先是對在投資組合中納入非美國資產的多元化效益的研究<sup>5</sup>。有關新興國際市場投資的理論很快付諸實踐，世界銀行集團旗下的國際金融公司 (IFC) 開始跟蹤開發中國家股票市場的表現，為研究提供區域數據支持，並創造了「新興市場」一詞。在多元化投資組合的框架下，這些資產分別對應 SPIVA 評分報告中的國際和新興市場基金類別。

<sup>3</sup> 參見 (例如) Harry M. Markowitz, 「投資組合選擇」, 《金融雜誌》(Journal of Finance), 第 7 卷第 1 期第 77-91 頁, 1952 年 3 月。本文並非旨在對現代投資組合理論 (MPT) 的起源和發展進行全面討論, 不過 60/40 投資組合的起源可以追溯到 Harry Markowitz 和 William Sharpe 等研究人員, 他們構建了一個數學框架來構建在給定風險水平下具有最大預期收益的高效投資組合, 表明對投資者而言的最佳投資組合是整個市場投資範圍。鑑於當時股票市場的規模比債券發行規模大約高出 50%, 整個市場由 60% 的股票和 40% 的債券組成。

<sup>4</sup> 參見 Rolf W Banz, 「普通股收益與市值之間的關係」(The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks), 《金融經濟學雜誌》(Journal of Financial Economics), 第 9 卷第 1 期第 3-18 頁, 1981 年 2 月 2 日。另見 Eugene F. Fama 和 Kenneth R. French, 「預期股票投資收益的橫截面分析」(The Cross-Section of Expected Stock Returns), 《金融雜誌》, 第 47 卷第 2 期第 427-65 頁, 1992 年。

<sup>5</sup> 參見 (例如) Levy、Haim 和 Marshall Sarnat, 「投資組合的國際多元化」(International Diversification of Investment Portfolios), 《美國經濟評論》(The American Economic Review), 第 60 卷第 4 期第 668-75 頁, 1970 年; Herbert G. Grubel, 「國際多元化投資組合: 福利收益與資本流動」(Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows), 《美國經濟評論》, 第 58 卷第 5 期第 1299-314 頁, 1968 年; 以及 Bekaert、Geert 等人, 「新興市場收益的行為」(The Behavior of Emerging Market Returns), 紐約大學所羅門中心《金融市場與機構系列》(Series on Financial Markets and Institutions), 第 107-73 頁, 1998 年。

在 Markowitz 的現代投資組合理論 (MPT) 研究的基礎上，Sharpe 等人於 20 世紀 60 年代提出了資本資產定價模型 (CAPM) 和資本市場線 (CML)，為政府債券作為「無風險」資產的多元化作用提供了理論依據<sup>6</sup>。在固定收益領域，政府債券憑藉其普遍性和悠久歷史在投資組合中佔據穩固的地位，在債券總發行量中也佔有重要份額。後來，投資級債券和高收益債券發行量的增長，體現了市場對二者潛在風險和收益特徵差異的認識<sup>7</sup>。高收益債券的發行量在 20 世紀 70 年代和 80 年代大幅增長，吸引了市場對其多元化特性的進一步研究<sup>8</sup>。最後，隨著 20 世紀 90 年代初新興市場債的投資便利性提升，以及追蹤該資產類別的指數和買賣該資產類別的共同基金的興起，新興市場債開始被正式納入投資組合<sup>9</sup>。鑑於這些發展，本次分析將以下 SPIVA 類別中的基金納入研究範疇：一般政府債券、一般投資級債券、高收益債券和新興市場債券。

在確定各資產類別的組合權重時，我們沿用了 60/40 模型的原始邏輯，即依據底層市場的相對規模進行分配。例如在股票部分中，各基金類別權重大致與截至 2014 年 12 月 31 日 (即本研究 10 年觀察期開始之日) 每個類別基準指數的總市值在所有納入的基準指數總市值中的佔比一致。在固定收益部分中，權重分配同樣基於這四個類別中各自在全球債券未清償面額中的相對佔比。

圖 2 展示了這九個類別的配置，及其對應的代表性基準。

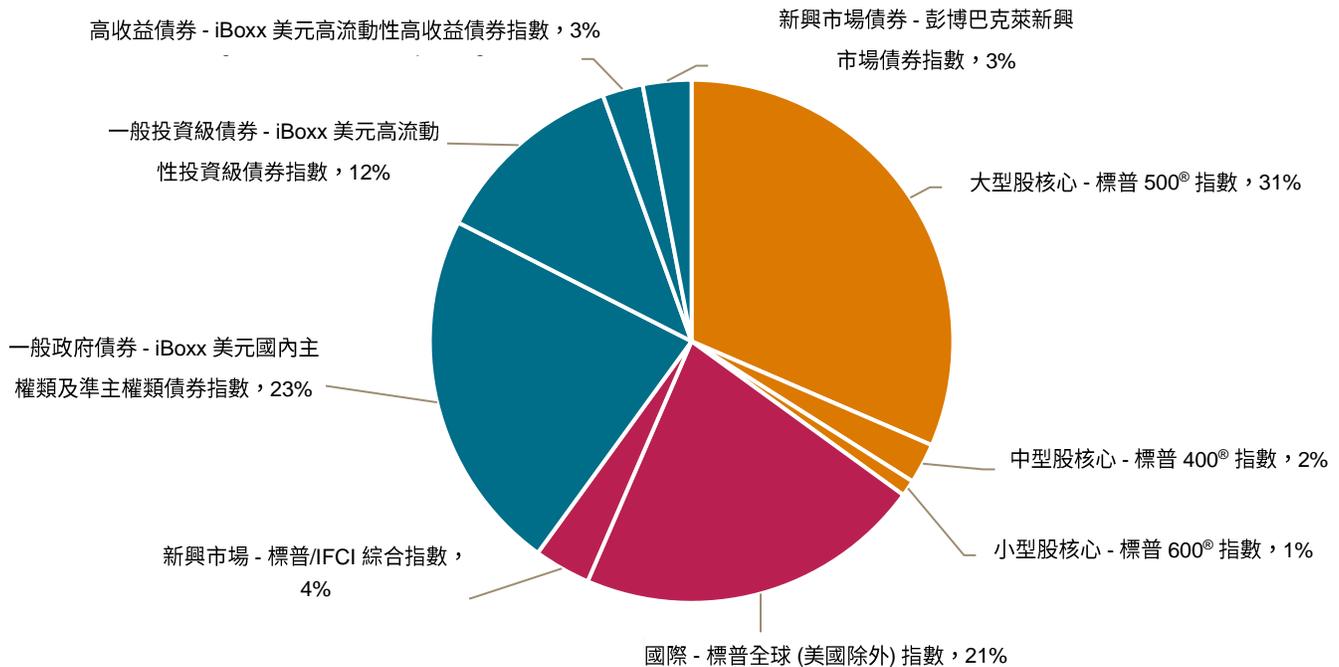
<sup>6</sup> 參見 William F. Sharpe，「資本資產價格：風險條件下的市場均衡理論」(Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk)，《金融雜誌》，第 19 卷第 3 期第 425-42 頁，1964 年。

<sup>7</sup> 有關高收益債券與投資級債券的最早學術討論之一，參見 (例如) W. Braddock Hickman，「公司信用類債券質量與投資者體驗」(Corporate Bond Quality and Investor Experience)，美國國家經濟研究局，普林斯頓大學出版社，1958 年。

<sup>8</sup> 參見 (例如) Marshall E. Blume 和 Donald B. Keim，「較低等級債券：風險與收益」(Lower-Grade Bonds: Their Risks and Returns)，《金融分析師雜誌》(Financial Analysts Journal)，第 43 卷第 4 期第 26-66 頁，1987 年。

<sup>9</sup> 早期例子包括 William L. Nemerever，「新興市場債券機會」(Opportunities in Emerging Market Debt)，《全球投資第七輯：聚焦新興市場》(Investing Worldwide VII: Focus on Emerging Markets)，投資管理與研究協會 (Association for Investment Management and Research)，維吉尼亞州夏洛茨維爾，1996 年；Sandeep Dahiya，「投資組合背景下布雷迪債券的風險與收益」(The Risks and Returns of Brady Bonds in a Portfolio Context)，《金融市場、機構與工具》(Financial Markets, Institutions & Instruments)，第 6 卷第 5 期第 45-60 頁，1997 年 12 月；以及 Charles Froland，「機構投資者的新興市場債券機會」(Opportunities for Institutional Investors in Emerging Market Debt)，《年金保險計劃投資雜誌》(Journal of Pension Plan Investing)，第 2 卷第 3 期第 84-99 頁，1998 年冬。

圖 2：組合中的主動型基金和指數類別 - 60/40 組合示例



來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

在確定 60/40 組合的初始類別和權重後，我們分別按比例調整各個股票和固定收益成分的權重，從而建立九種不同的配置方案進行分析。配置比例從 10% 股票和 90% 固定收益 (10/90) 到 90% 股票和 10% 固定收益 (90/10) 不等，如圖 3 所示。

圖 3：不同配置的基金和指數類別權重

基金類別	比較指數	在股票/固定收益組合中的權重 (%)								
		10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
大型股核心基金	標普 500 指數	5.25	10.50	15.75	21.00	26.25	31.50	36.75	42.00	47.25
中型股核心基金	標普 400 指數	0.42	0.83	1.25	1.67	2.08	2.50	2.92	3.33	3.75
小型股核心基金	標普 600 指數	0.17	0.33	0.50	0.67	0.83	1.00	1.17	1.33	1.50
國際基金	標普全球 (美國除外) 指數	3.58	7.17	10.75	14.33	17.92	21.50	25.08	28.67	32.25
新興市場基金	標普/IFCI 綜合指數	0.58	1.17	1.75	2.33	2.92	3.50	4.08	4.67	5.25
一般政府債券基金	iBoxx 美元國內主權類和準主權類債券指數	50.63	45.00	39.38	33.75	28.13	22.50	16.88	11.25	5.63
一般投資級債券基金	iBoxx 美元高流動性投資級債券指數	27.00	24.00	21.00	18.00	15.00	12.00	9.00	6.00	3.00
高收益債券基金	iBoxx 美元高流動性高收益債券指數	5.63	5.00	4.38	3.75	3.13	2.50	1.88	1.25	0.63
新興市場債券基金	彭博巴克萊新興市場債券指數	6.75	6.00	5.25	4.50	3.75	3.00	2.25	1.50	0.75

來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

## 3. 研究方法

### 初始基金樣本空間

在明确了組合類別和權重之後，我們使用與標普道瓊斯指數 SPIVA 美國評分報告相同的底層數據來源和分析引擎，選擇和篩選主動型管理基金 (包括選擇基金份額類別和分配基金類別權重)，從而填充相應的組合。具體而言，我們的選擇範圍為於 2014 年 12 月 31 日各類別可投資的基金，從而確保我們能夠進行截至 2024 年 12 月 31 日的 10 年期績效表現分析 (下稱樣本空間或「所有基金」)。對於擁有多個份額類別的基金，我們選擇其中市值最大的份額類別。因此，本報告所涵蓋的基金，正好是 [SPIVA 美國評分報告 2024 年終盤點](#) 中組成相應組合的九個基金類別的 10 年跑輸率統計數據所衡量的基金。

### 組合：構建與定期調整

在利用樣本空間構建各主動型基金組合時，我們從九個資產類別中各隨機抽取一檔主動型管理基金，並根據其類別目標權重進行分配 (例如，在截至 2014 年 12 月 31 日的所有基金中隨機抽取的一檔大型股核心基金，將在 60/40 組合中被分配 31.5% 的目標權重，詳見第 2 節「配置說明」)<sup>10</sup>。該過程針對這九種股票/固定收益配置方案 (從 10/90 到 90/10)，分別重複執行 100,000 次，最終產生了總計 900,000 個主動型基金組合 (每個組合包含九檔基金)。

然後，我們根據所選基金的實時歷史表現及其在組合中的配置權重，按月計算每個主動型基金組合在截至 2024 年 12 月的 120 個月內的假設表現。此外，每年年底都會進行一次定期調整，使每檔基金的權重恢復到目標配置權重比例。

### 基金存活率：對已停止運作基金的處理

SPIVA 評分報告的資深讀者可能希望了解我們處理基金存活率問題的方法，因為樣本空間中最初存在的許多基金已在此 10 年期間的某個時點停止運作。本研究採用的九大類基金的十年存活率數據源自《SPIVA 美國評分報告 2024 年終盤點》，詳見圖 4。

<sup>10</sup> 有關在每個類別中選擇多個基金所帶來影響微乎其微的詳細說明，參見附錄。

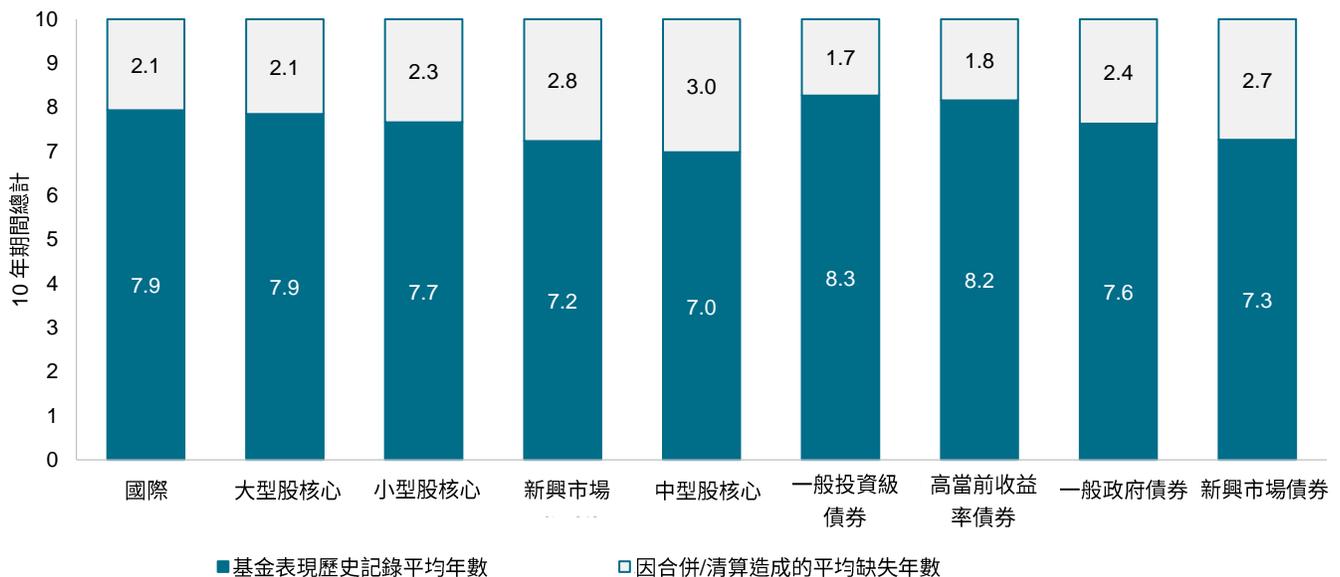
圖 4：部分基金類別的 10 年存活率

基金類別	起始基金數量	存活率 (%)	風格一致率 (%)
大型股核心基金	325	65.54	55.08
中型股核心基金	125	51.20	42.40
小型股核心基金	260	61.15	70.77
國際基金	408	63.73	39.46
新興市場基金	238	53.78	92.86
一般政府債券基金	59	59.32	79.66
一般投資級債券基金	98	66.33	77.55
高當前收益率基金	228	69.30	77.19
新興市場債券基金	61	52.46	91.80

來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

要說明這些已不再存續的基金對每種組合的影響，一種方法是衡量由於基金停止運作，導致該主動型基金表現數據「缺失」的時間佔比。對於表現歷史記錄超過 (或未超過) 10 年的每檔基金，我們可以將其表示為每個類別中「缺失年數」佔 10 年的比例。如圖 5 所示，由於基金合併/清算的原因，主動型基金組合 (在 10 年期間內) 缺失表現歷史記錄的年數平均為 1.7 到 3.0 年。

圖 5：在 10 年期間內，各類別主動型基金組合的表現歷史記錄缺失年數

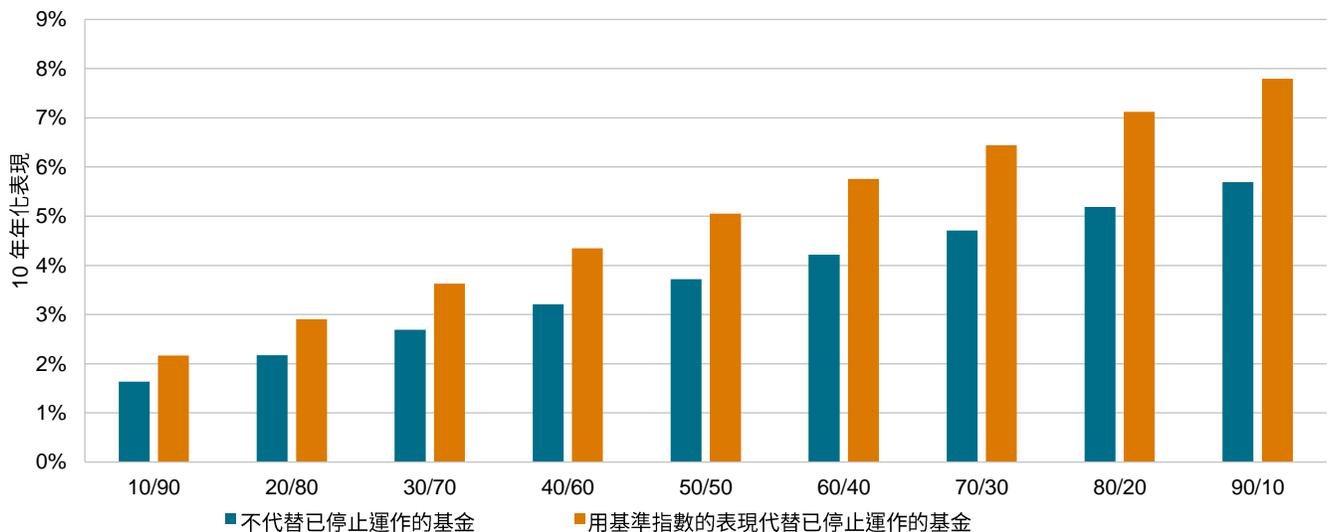


來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

儘管許多基金未能挺過十年，但投資者可能會（或許是過分自信地認為）自己有能力避免選中此類基金，畢竟每個類別的基金存活率都超過了 50%。但考慮到在我們觀察的九個類別中，每個類別都有 31% 到 49% 的基金在十年間相繼消失，因此從統計學角度來看，主動型基金組合幾乎肯定至少會包含一檔最終被合併或清算的基金。實際上在所有配置方案中，**99%** 的主動型基金組合中都至少包含了一檔非存續基金<sup>11</sup>。

鑑於基金關閉率居高不下，導致 10 年期間有多年的表現歷史記錄缺失，因此在模擬中實施某種處理此類情況的方法變得至關重要。若不對受影響的類別進行任何處理，將導致基金合併或清算日期之後期限的業績為零；為此我們提出了一個務實的替代方案，體現了指數戰略的投資便利性，同時大幅緩解了受影響類別持續跑輸的問題：即在計算主動型基金組合的表現時，如果任何主動型基金被合併或清算，則從當月起至 10 年期結束，該基金所在類別的業績回報將由其對應的基準指數收益取代<sup>12</sup>。如圖 6 所示，相比於在已合併/清算的基金停止運作之後不計入任何收益，在後續月份採用基準指數的收益來取代該基金的表現，顯著提升了主動型基金組合的平均年化績效。

圖 6：對已停止運作基金採用不同處理方法時的主動型基金組合表現



來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

<sup>11</sup> 從數學角度來看，這並不令人驚訝。如果存活率為 50%，那麼隨機挑選九檔全部存活下來的基金的機率，就好比連續拋硬幣九次都出現反面的機率，也就是 1/512。

<sup>12</sup> 考慮到這九個基金類別的歷史跑輸率一直較高，用基準指數的表現代替已停止運作的基金而不是重新抽樣屬於保守做法，這或許反映了一些投資者由於基金停止運作而轉向指數化投資的現實。

## 表現比較

為確保主動型基金組合與指數組合之間能夠進行「同等」比較，我們根據各基準指數的月度表現及其在組合中的權重 (每年進行定期調整) 計算了每種指數組合 (共九種，涵蓋從 10/90 到 90/10 的配置) 的月度表現，從而生成假設性的 10 年表現記錄。這九種指數組合分別作為對應配置比例下的主動型基金組合的表現比較基準。本報告開頭的圖 1 即是通過這種方式隨機模擬 1,000 個主動型基金組合構建而成的，即使用傳統的 60/40 股債配置比例，並突出相應的指數組合以進行比較。圖 7 展示了在該場景中，96.9% 的 60/40 主動型基金組合跑輸對應的指數組合，這一比例甚至高於基金組合中幾乎所有的單一基金類別。

圖 7：10 年期內單一基金跑輸基準的比例，以及 60/40 主動型基金組合跑輸指數組合的比例



來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

調整配置比例並未從根本上改變結果。圖 8 展示了主動型基金組合在從 10/90 到 90/10 的每種配置下的跑輸率，即 100,000 個主動型基金組合中跑輸相同配置指數組合的基金組合佔比。總體來看，主動型基金組合在所有配置方案下的 10 年跑輸率均為 94.6% 或更高。

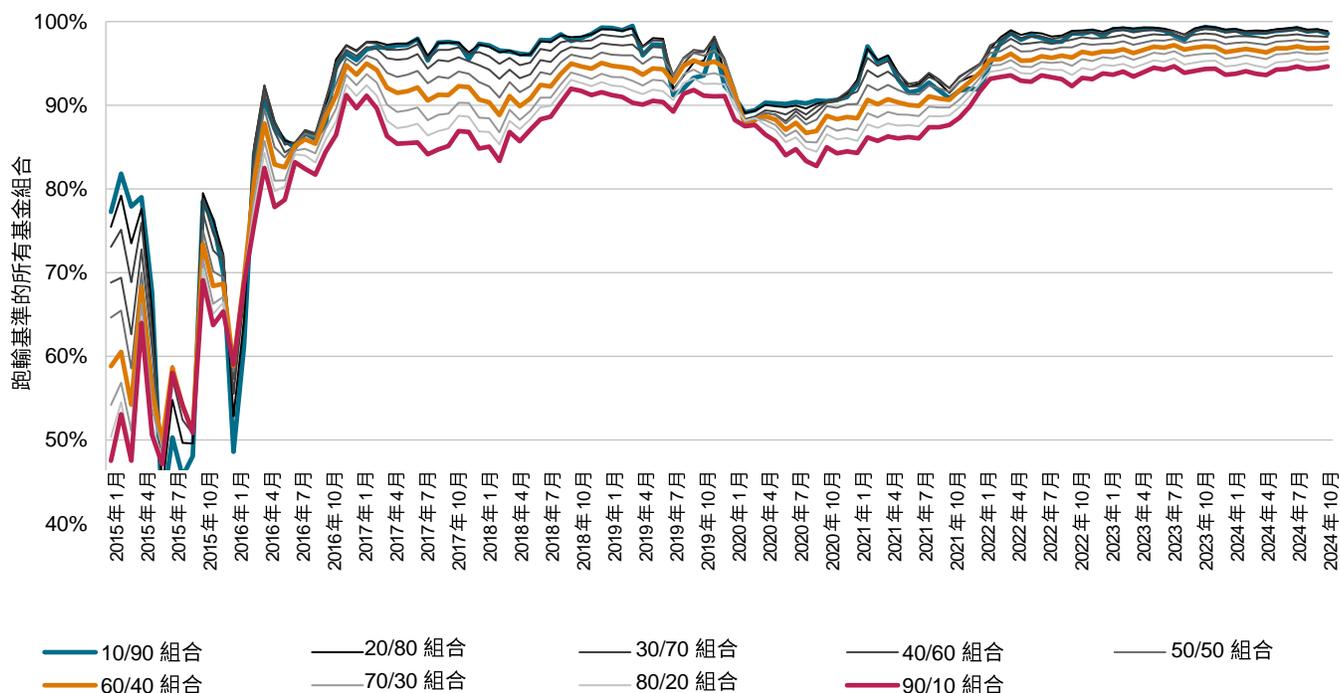
圖 8：主動型基金組合跑輸對應指數組合的比例

類別	不同股票/固定收益配置下的 10 年跑輸率 (%)								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
由所有基金組成的主動型組合	98.55	98.87	98.65	98.19	97.58	96.89	96.28	95.42	94.64

來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映了假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

儘管主動型基金組合跑輸對應指數組合的比率普遍較高，但每種資產配置在此 10 年期間實現這一結果的道路並不統一。正如 SPIVA 評分報告經常顯示的那樣，每個基金類別的短期結果差異較大，主動型基金組合的短期表現也不例外。圖 9 展示了從此 10 年期間的第一個月開始，這九種配置下主動基金組合的累計跑輸率，其中重點突出了 10/90、60/40 和 90/10 這三種組合配置。與預期一致的是，不同配置的跑輸率在最初幾個月的表現差異十分明顯，這主要是由於 2015 年前幾個月的市場行情對主動型股票基金有利 (而對主動型債券基金不利)<sup>13</sup>。但隨著時間推移，所有資產配置的表現都趨於一致，原因在於主動型基金組合中越來越多的基金進一步跑輸基準。

圖 9：主動型基金組合在不同配置下的跑輸率



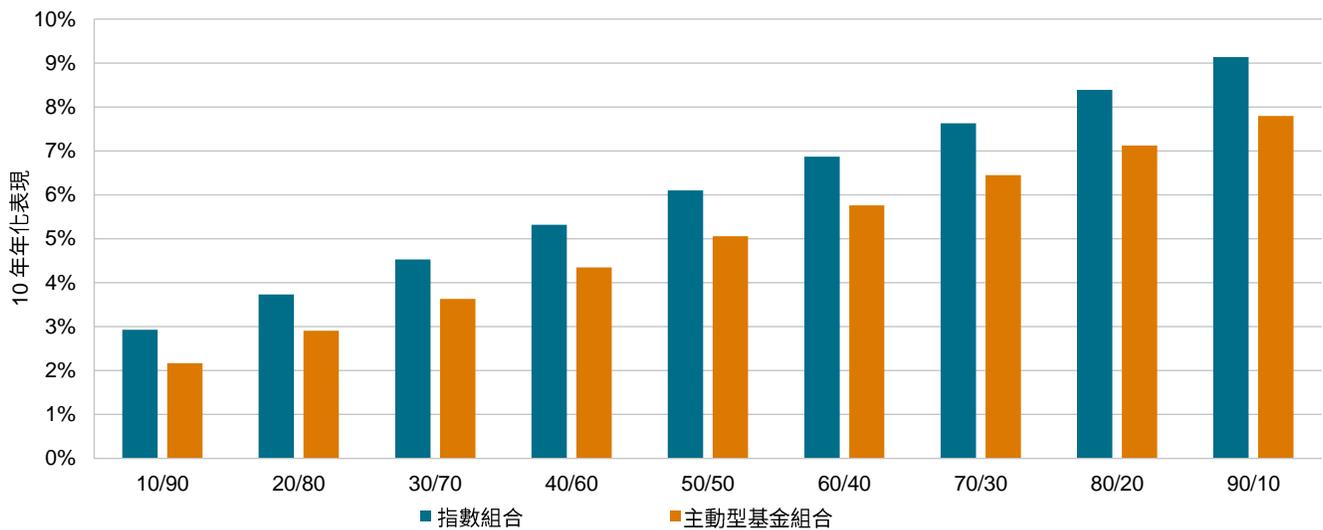
來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。2014 年 12 月 31 日至 2024 年 12 月 31 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

<sup>13</sup> 參見 (例如) [SPIVA 美國評分報告 2015 年中盤點](#)。

## 4. 主動型基金組合與指數組合的對比測試

圖 9 展示了基金組合跑輸基準的機率，圖 10 則說明可能的跑輸幅度。我們延續了先前的方法，同樣從每個類別中隨機選擇一檔主動型基金（並在基金清算後根據需要使用指數表現數據來代替），將所有主動型基金組合配置的表現與對應指數組合的表現進行比較。結果發現在此 10 年期間，無論採取何種配置比例，主動型基金組合的平均收益均不如相同配置的指數組合。

圖 10：主動型基金組合與指數組合的表現對比

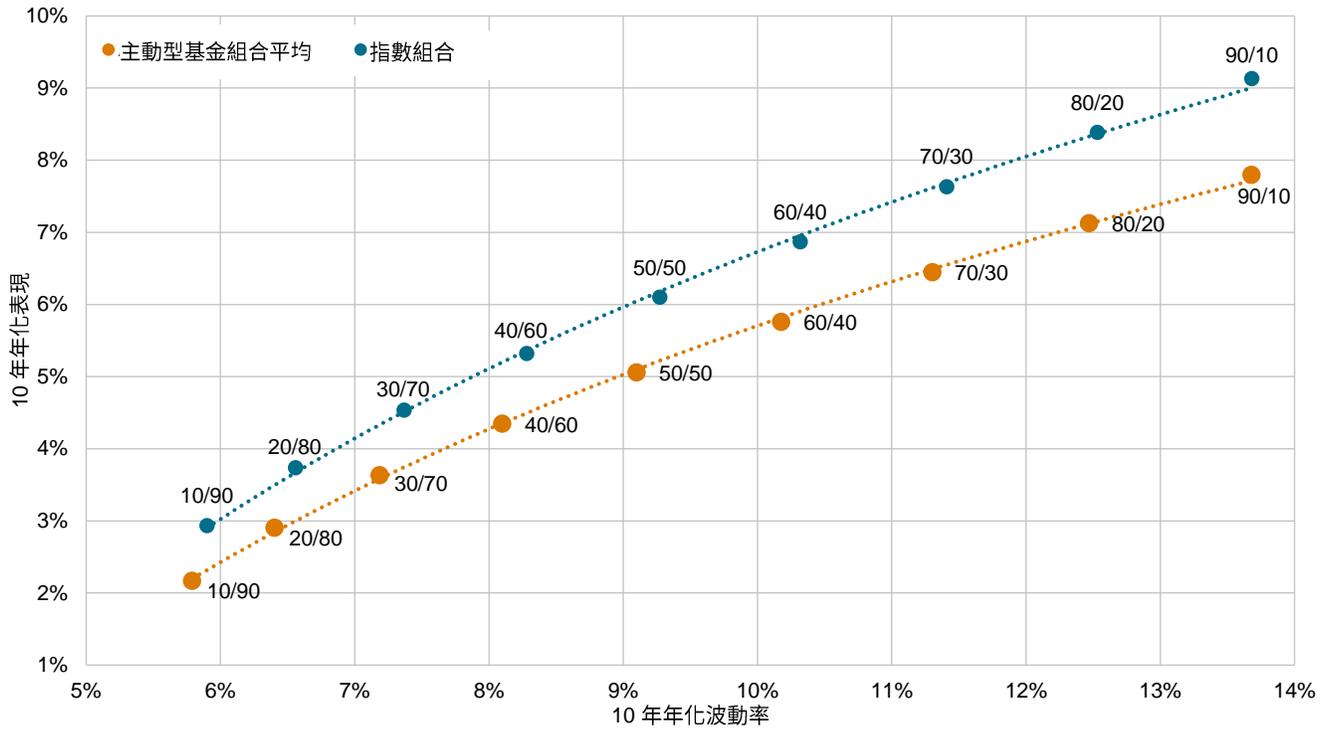


來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

儘管這些試驗中的大多數主動型基金組合均跑輸對應的指數組合，但同樣值得重視的是，波動率比較的結果有好有壞。圖 1 已經說明許多 60/40 主動型基金組合的波動率高於對應的指數組合；而圖 11 和 12 顯示，基金組合的平均波動率略低於指數組合，尤其是在固定收益配置比重較高的組合中更為顯著。總體而言，這表明儘管大多數債券型基金未能跑贏其基準，但在降低 (或掩蓋) 風險方面略勝一籌<sup>14</sup>。

<sup>14</sup> 參見 (例如) Jaewon Choi 等，「閒置資金：固定收益基金定價的滯後性」(Sitting Bucks: Stale Pricing in Fixed Income Funds)，《金融經濟學雜誌》，2021 年 8 月。

圖 11：不同配置比例下，主動型基金組合和指數組合的 10 年表現和波動率對比



來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

圖 12：不同配置下的表現和波動率詳情

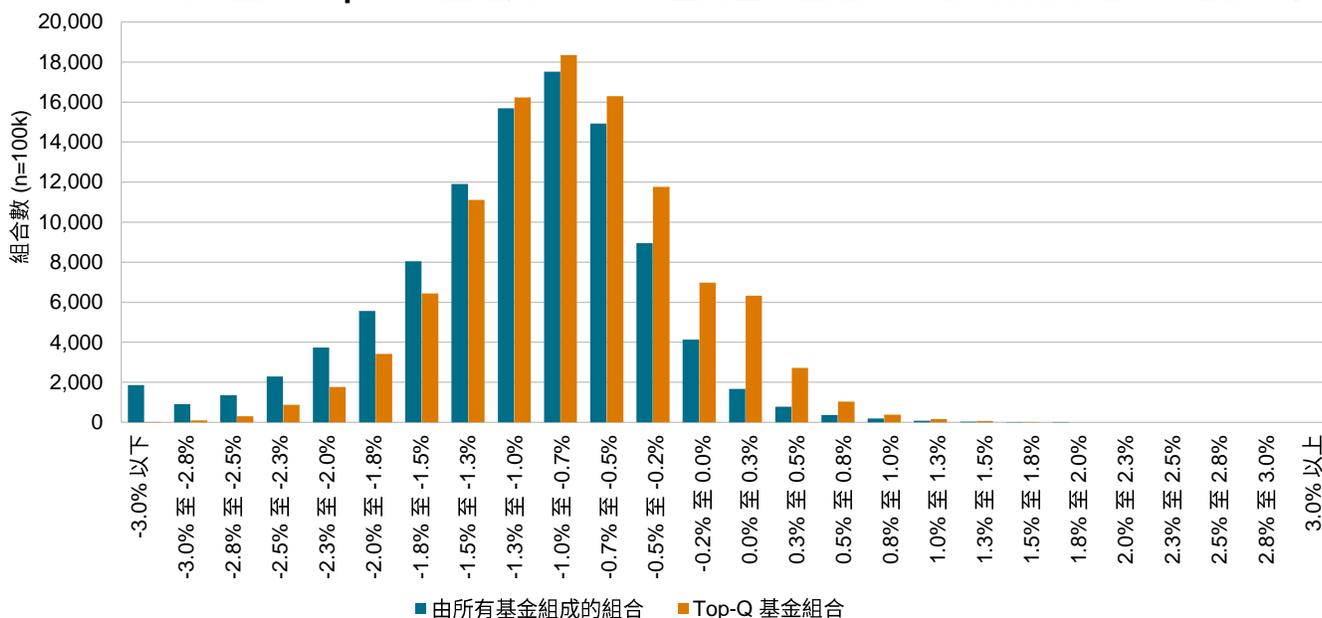
基金組合/指數組合	股票/固定收益配置								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
<b>10 年年化表現 (%)</b>									
由所有基金組成的主動型基金組合 (平均值)	2.17	2.90	3.63	4.35	5.05	5.76	6.45	7.12	7.80
指數組合	2.93	3.74	4.53	5.32	6.10	6.87	7.63	8.39	9.13
<b>10 年年化波動率 (%)</b>									
由所有基金組成的主動型基金組合 (平均值)	5.79	6.40	7.19	8.10	9.10	10.18	11.30	12.47	13.68
指數組合	5.90	6.56	7.37	8.28	9.27	10.32	11.41	12.53	13.68

來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映了假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

## 5. 選擇「最佳」基金：確實可行還是徒勞無功？

許多投資者斷言，他們不會隨意選擇基金來構建投資組合，而是要選擇「最佳」的基金。然而多年來，SPIVA 持續性評分卡一直證明，根據過往業績預測未來表現是何其困難，因為許多曾經跑贏基準的主動型基金往往會逐漸回歸均值。儘管如此，我們仍進一步研究了將主動型基金組合的選擇範圍限定於「高業績基金」後對組合績效的影響。具體而言，我們對每種配置重複進行了 100,000 次試驗，但將選擇範圍縮小為截至 2014 年 12 月 31 日的五年期間內在相關類別中排名前四分之一 (Top-Q) 的基金<sup>15</sup>。圖 13 從 60/40 組合開始，顯示利用 Top-Q 基金構建的投資組合收益略微高於由所有主動型基金組成的組合。

圖 13：由所有基金和 Top-Q 基金組成的 60/40 主動型基金組合相比對應指數組合的超額表現



來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

圖 14 顯示，主動型 Top-Q 基金組合的跑輸率略低於由所有基金組成的主動型基金組合，但仍然接近或高於 90%。

<sup>15</sup> 因此，我們的樣本僅限於截至 2014 年 12 月 31 日的完整五年期間成立且開放投資 (未合併/清算)，並且同期在其 SPIVA 類別的所有基金中表現位於前四分之一的基金。

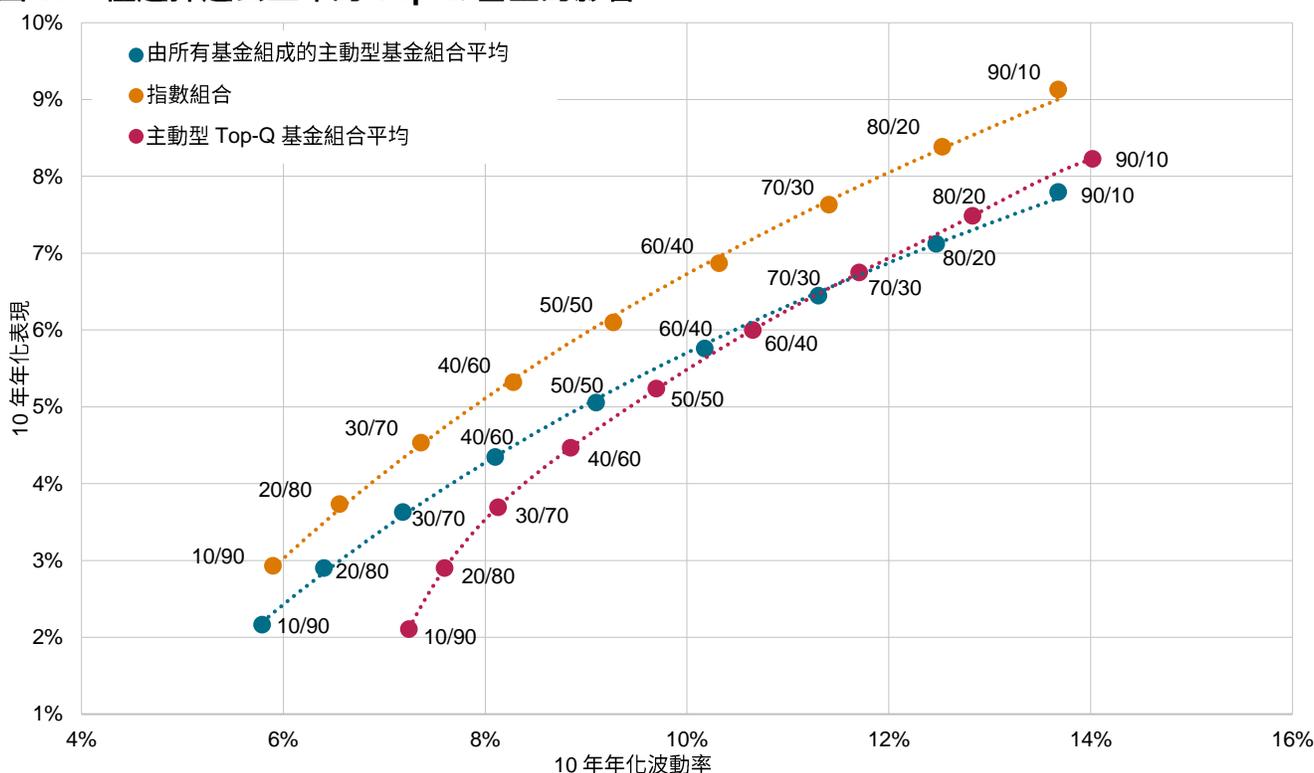
圖 14：由所有基金和 Top-Q 基金組成的主動型基金組合的跑輸率對比

類別	不同股票/固定收益配置下的 10 年跑輸率 (%)								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
由所有基金組成的主動型組合	98.55	98.87	98.65	98.19	97.58	96.89	96.28	95.42	94.64
主動型 Top-Q 基金組合	97.71	97.68	97.17	96.15	94.94	93.68	91.92	90.16	87.96

來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映了假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

圖 15 展示了這些主動型 Top-Q 基金組合的年化表現和波動率，以及由所有基金組成的主動型基金組合和對應指數組合的相同指標的對比。

圖 15：僅選擇過去五年的 Top-Q 基金的影響



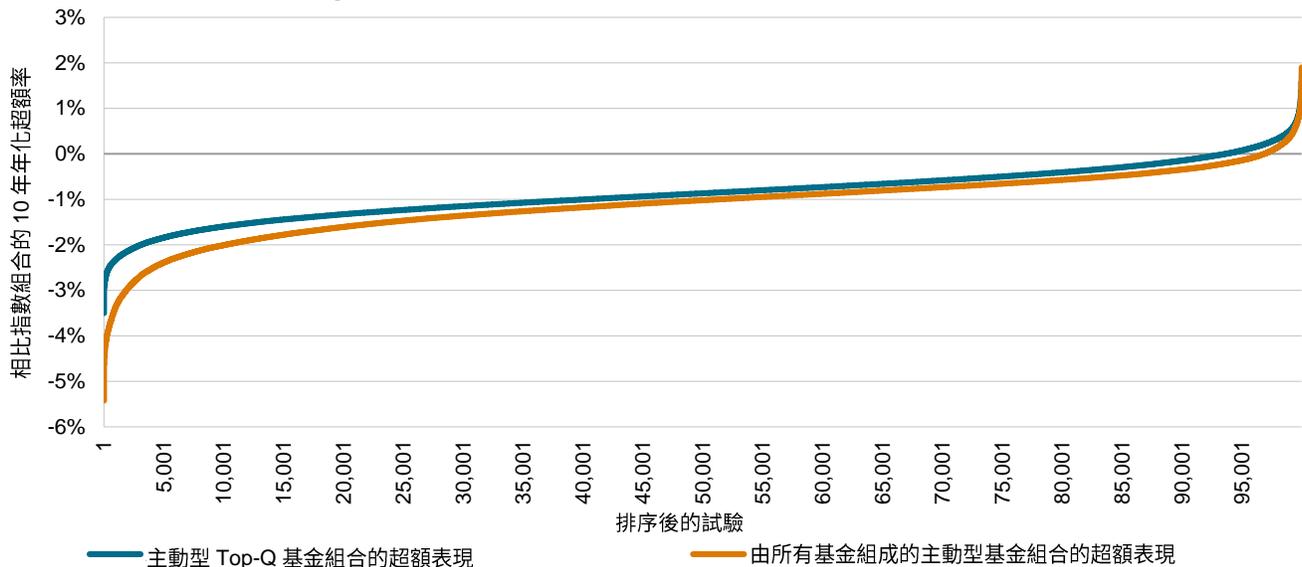
來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

圖 14 和 15 共同表明，相比由所有基金組成的主動型基金組合，利用以往的 Top-Q 基金構建的平均主動型基金組合在各種配置下均顯著增大了波動率，而收益幾乎沒有改善。這種差異在固定收益佔比較高的配置中尤為明顯，平均而言，以往排名前四分之一的債券型基金似乎隨後會表現出更高的風險特徵，但通常未能實現更高的收益。例如在 10/90 配置下，由以往的 Top-Q 基

金組成的主動型基金組合平均年化表現為 2.1%，低於由所有基金組成的主動型基金組合 (2.2%)，但其波動率卻有所增加 (從 5.8% 增加到 7.2%)。另一方面，股票配置佔比較高的主動型基金組合雖因 Top-Q 基金的存在而略有受益，但並未達到跑贏對應指數組合的程度。

儘管由 Top-Q 基金組成的主動型基金組合的跑輸率略低於由所有基金組成的主動型基金組合，但這更多歸功於剔除了表現最差的基金，而非與更頻繁地選中了創造阿爾法收益的基金。圖 16 展示了 60/40 主動型基金組合的排名分佈，由 Top-Q 基金和所有基金組成的絕對最佳主動型組合分別跑贏對應的指數組合 1.9% 和 1.7% (年化)。換言之，將選擇範圍縮小為 Top-Q 基金對潛在的跑贏幅度並沒有產生太大影響。相比之下，由 Top-Q 基金和所有基金組成的最差組合分別跑輸指數組合 3.5% 和 5.4%。

圖 16：由所有基金和 Top-Q 基金組成的 60/40 主動型基金組合的超額表現



來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱「表現披露」部分，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

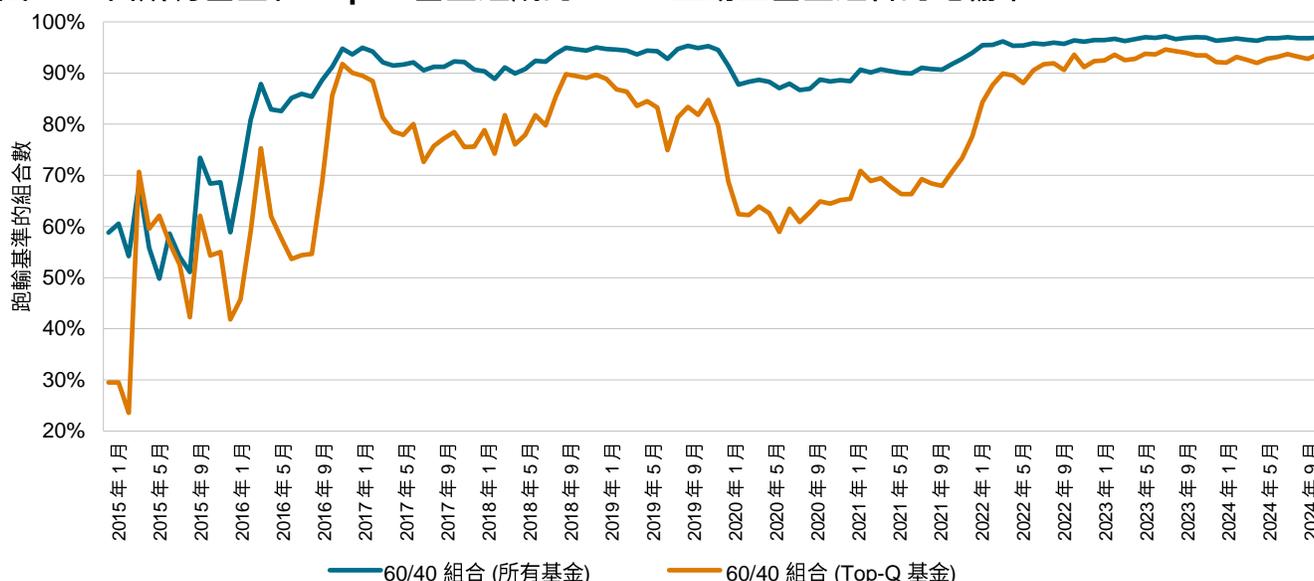
每個基金樣本空間 (所有基金和 Top-Q 基金) 中表現最佳的基金組合並不完全重合，可能是因為在所有基金這一樣本空間中，部分跑贏基準的基金在之前五年中並未成為 Top-Q 基金 (或者尚未成立)，反之亦然。

對於 SPIVA 持續性評分卡的讀者而言，這些結果可能並不難理解，因為多年的證據表明，排名前四分位數的基金 (仍然可能會跑輸基準) 往往會逐漸而跌出這一排名。我們分析方法得出的結果與之前的研究一致：在 2009 年 12 月至 2014 年 12 月期間排名前四分之一的基金中，有 18%

的基金未能熬過隨後的 10 年觀察期 (因此未顯示)，而在那些存續下來的基金中，有 78% 的基金跑輸基準。

我們重新審視對累計跑輸率的分析 (見圖 9)，研究了選擇 Top-Q 基金與選擇所有基金對 60/40 主動型基金組合收益韌性的影響。圖 17 顯示，儘管大多數由 Top-Q 基金組成的主動型基金組合最終跑輸基準，但與由所有基金組成的主動型基金組合相比，在某些時期 (例如疫情期間) 的表現差異急劇擴大。這表明儘管跑贏基準指數往往是一個難以企及的目標，但以往排名前四分之一的基金至少保持了相比同類基金的部分超額表現。

圖 17：由所有基金和 Top-Q 基金組成的 60/40 主動型基金組合的跑輸率



來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。2014 年 12 月 31 日至 2024 年 12 月 31 日的數據。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

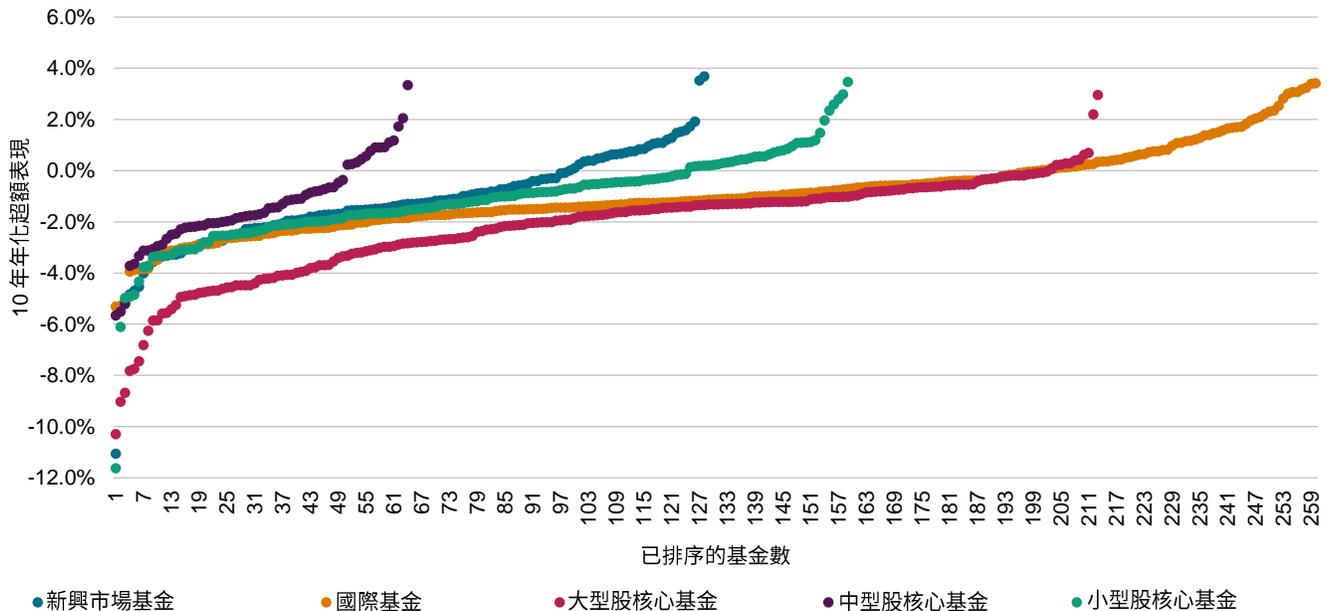
最終，主要是因為以往表現優異的基金缺乏持續性，由所有基金和 Top-Q 基金組成的主動型基金組合的平均 10 年跑輸率均遠高於 90%。事實證明，僅選擇以往排名前四分之一的基金，不足以改變長期結果。或許需要採取更加嚴謹的基金選擇方法，才能找到能夠推動整體投資組合跑贏基準的一小部分基金 (如果這類基金確實存在的話)。

## 6. 明星基金：神話還是現實？

我們發現，即使完全由以前排名前四分之一的基金組成投資組合，也依然未能以較高的機率跑贏指數組合。這不禁讓我們產生疑問：那一小部分成功組合到底有哪些特徵？這至少需要在排名前四分之一的基金基礎上進一步縮小選擇範圍。若是我們能預先知曉哪些基金將會跑贏基準，那麼哪個類別將對整體配置的貢獻最為豐厚？換言之，我們需要找到決定成功投資組合的具體特徵。是各基金類別中小幅跑贏的累積結果，還是依賴少數收益貢獻遠超其權重的基金通過傑出的業績帶動整個投資組合取得勝利？

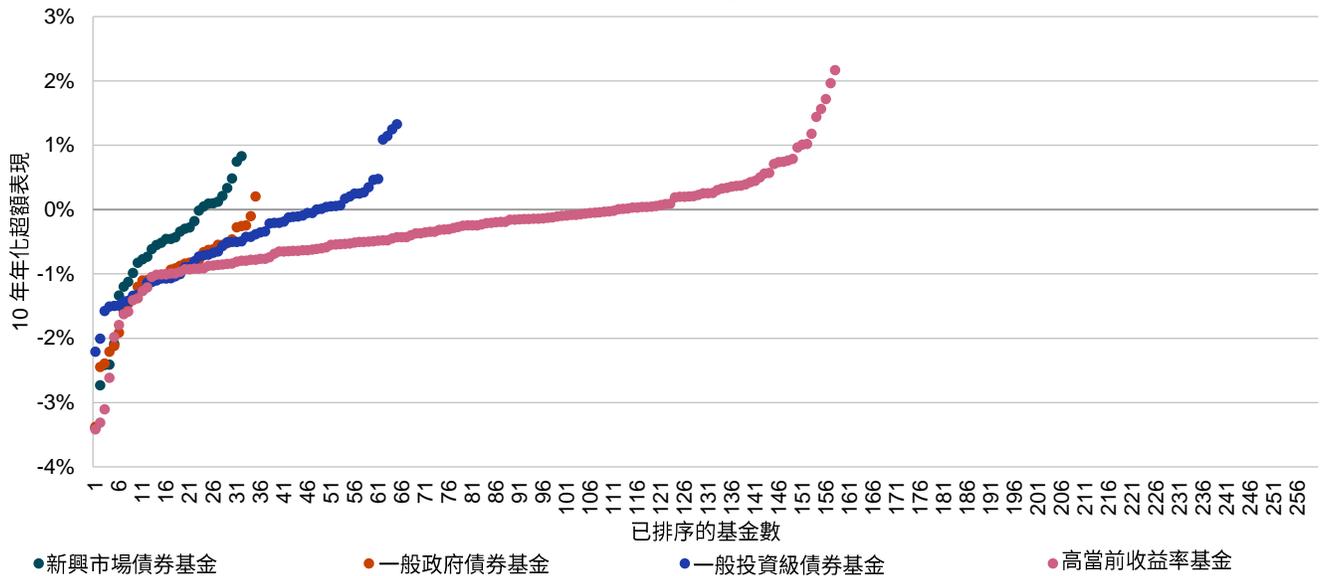
直觀地說，每檔跑贏基準的基金對投資組合超額表現的貢獻大小，取決於該基金在組合中的權重與其跑贏基準的幅度兩者的綜合作用。基金的權重屬於已知條件，而為了確定基金跑贏基準的幅度大小，我們識別了每個類別中在此 10 年期間存活並且跑贏基準的一小部分基金，並分別在圖 18 和圖 19 中展示了股票和固定收益類別中跑輸基準的基金。

圖 18：存活 10 年的股權基金 (按超額表現排序)



來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

圖 19：存活 10 年的固定收益基金 (按超額表現排序)

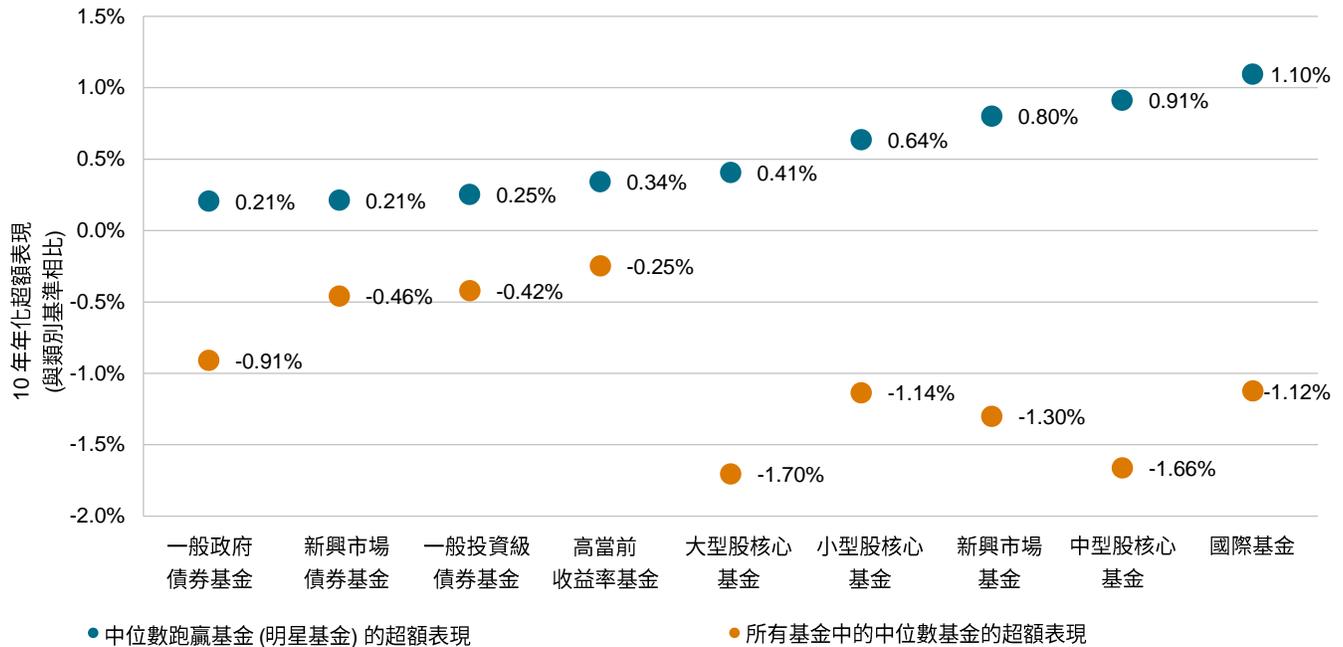


來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

識別績優基金所獲回報並不均勻。尤其是股權基金中單個基金的相對表現結果 (包括跑贏和跑輸) 範圍比固定收益基金更寬。特別是在國際、中型股核心和新興市場等類別的股權基金中，存活並且跑贏基準的基金對 10 年超額收益的貢獻明顯高於固定收益類別的基金。

圖 20 詳細說明了這一點，顯示了每個類別中跑贏基金和所有基金的跑贏幅度。這些數據表明，僅從國際、中型股核心和新興市場等類別中選擇 (未來的) 跑贏基金將實現最大的超額效益，每個類別中的中位數績優基金 (在下文中稱為「明星基金」) 分別跑贏對應的基準 1.1%、0.9% 和 0.8%。

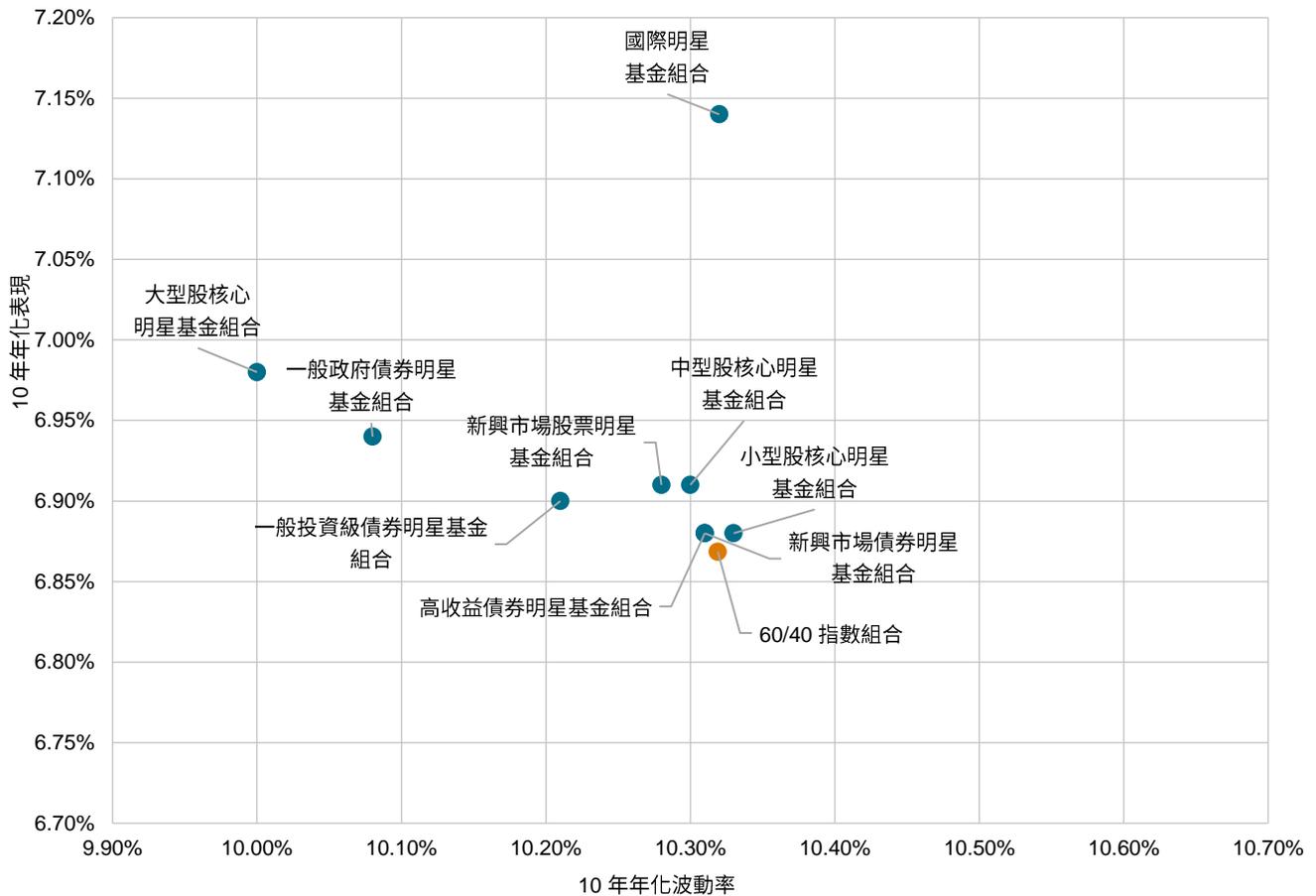
圖 20：中位數績優基金 (明星基金) 與所有基金中的中位數基金的超額表現對比



來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

為了進一步研究所謂「明星基金」對主動型基金組合的影響，我們利用在此 10 年期間的完美後見之明，在新場景中對 60/40 主動型基金組合進行了額外的試驗。在每種條件下，每次主動型基金組合迭代時都包含一個類別中的「明星基金」(中位數績優基金)，而其他八個類別則使用指數表現數據填充。這些「明星組合」的收益和波動率特徵如圖 21 所示，其中有三點觀察十分明顯：首先，許多組合的收益和波動率結果十分接近，表明明星基金對投資組合的其他部分幾乎沒有影響。其次，令人寬慰的是，明星基金對投資組合的影響很大程度上取決於其總收益的大小及其配置權重的高低。第三，表現最突出的基金類別是國際股票，選擇一檔國際股票指數明星基金並加上其他類別指數構成的投資組合，在絕對收益上實現了所有主動型基金組合中的表現最佳。

圖 21：60/40 明星基金組合與指數組合對比



來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

## 7. 總結

二十多年來，標普道瓊斯指數的 SPIVA 評分報告以客觀量化的角度來衡量選擇能夠跑贏業績比較基準的主動型基金的前景。本報告中提出的創新分析利用上述假設和方法論，將研究範圍擴展至多元資產投資組合的背景中。關注點略微偏離基金選擇者面臨的挑戰，轉向投資組合構建者面臨的同樣艱鉅任務。我們的總結觀察結果如下：

1. 利用跑輸率已經較高的類別的基金構建投資組合，其跑輸對應指數組合的幅度更大，比例更高。
2. 即使改變股票/固定收益配置比例，上述結果也不會有顯著變化。

3. 即使利用以往排名前四分之一的基金構建主動型基金組合，其長期跑輸指數配置組合的機率也並未得到顯著改變。
4. 某些主動型基金 (尤其是固定收益類別中歷史收益曾排名前四分之一的基金) 在後續期間帶來的風險可能明顯高於收益。

最後，

5. 對於「在單一類別中（利用技巧或運氣）選擇主動型基金 + 其他類別被動配置」方法的基金組合而言，表現優異的國際股票基金對基金組合的收益貢獻最為顯著。

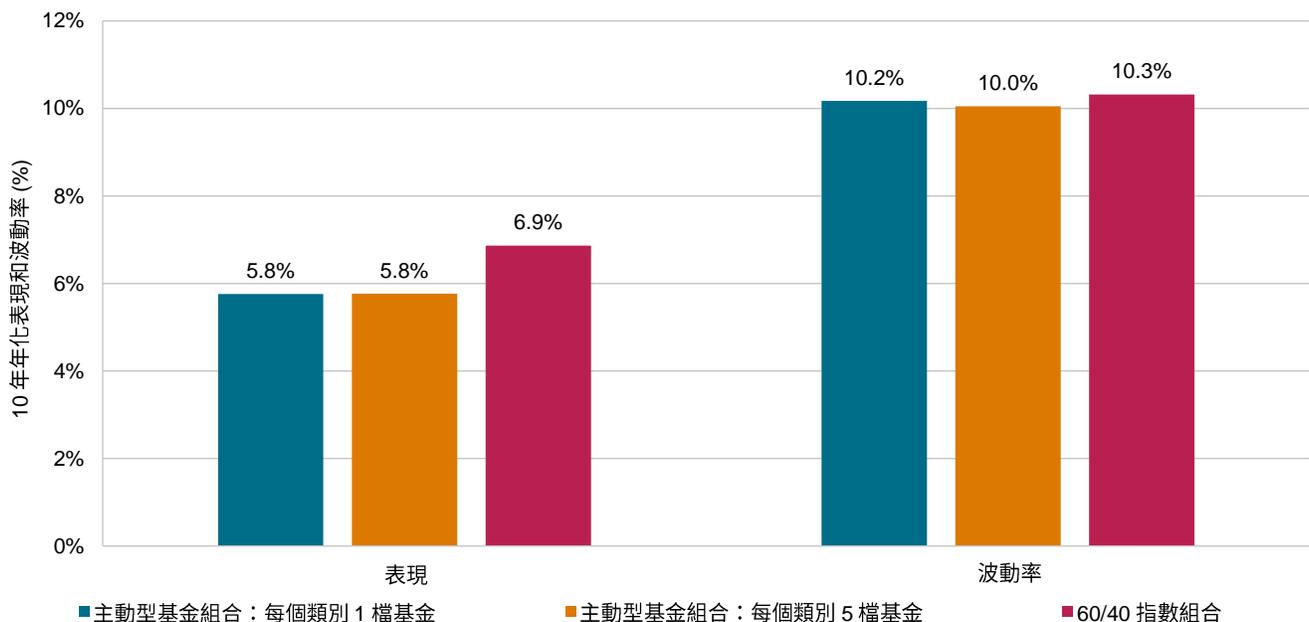
## 附錄

### 多元化考慮因素：每個類別的基金數量

如前所述，我們通過在每個類別中隨機選擇一檔基金來構建主動型基金組合，但一檔基金是否足夠？增加每個類別中的基金數量，是否會通過多元化來提升業績，並可能減輕非存活基金的影響<sup>16</sup>？

為解答這一問題，我們建立了兩個版本的 60/40 主動型基金組合並進行比較：版本一按照上文所述方式構建，即從每個類別中選擇 1 檔基金 (投資組合中總共 9 檔基金)；版本二則從每個類別中選擇 5 檔基金 (9 個類別 x 5 檔基金 = 投資組合中共包含 45 檔基金)。同樣將每種方法重複 100,000 次，並比較平均表現。如圖 22 所示，兩種方法的收益和風險指標幾乎完全相同，從而支持了我們在後續分析中採用「從每個類別中只選擇 1 檔基金」的方法。

圖 22：60/40 指數組合與每個類別包含 1 檔或 5 檔基金的主動型基金組合對比



來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

<sup>16</sup> 參見 (例如) Richard Ferri 和 Alex Benke，「指數基金組合案例」(A Case for Index Fund Portfolios)，2013 年。

# 彙總數據

圖 23：10 年跑輸指數組合的主動型基金組合數 (基於絕對收益)

主動型基金組合	不同股票/固定收益配置下的跑輸率 (%)								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
由所有基金組成的主動型基金組合，每個類別 1 檔主動型基金	98.55	98.87	98.65	98.19	97.58	96.89	96.28	95.42	94.64
由以往排名前四分之一 (Top-Q) 基金組成的主動型基金組合，每個類別 1 檔主動型基金	97.71	97.68	97.17	96.15	94.94	93.68	91.92	90.16	87.96

來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。已合併/清算基金缺失的月度表現數據以基準指數的表現數據代替。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映了假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

圖 24：主動型基金組合和指數組合的 10 年平均年化表現 (等權重) 對比

指數組合或主動型基金組合	不同股票/固定收益配置下的表現 (%)								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
指數組合	2.93	3.74	4.53	5.32	6.10	6.87	7.63	8.39	9.13
由所有基金組成的主動型基金組合，每個類別 1 檔主動型基金	2.17	2.90	3.63	4.35	5.05	5.76	6.45	7.12	7.80
由以往排名前四分之一 (Top-Q) 基金組成的主動型基金組合，每個類別 1 檔主動型基金	2.11	2.90	3.69	4.47	5.24	6.00	6.75	7.49	8.23

來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。已合併/清算基金缺失的月度表現數據以基準指數的表現數據代替。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映了假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

**圖 25：主動型基金組合和指數組合的 10 年平均年化波動率 (等權重) 對比**

指數組合或 主動型基金組合	不同股票/固定收益配置下的波動率 (%)								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
指數組合	5.90	6.56	7.37	8.28	9.27	10.32	11.41	12.53	13.68
由所有基金組成的主動型 基金組合，每個類別 1 檔 主動型基金	5.79	6.40	7.19	8.10	9.10	10.18	11.30	12.47	13.68
由以往排名前四分之一 (Top-Q) 基金組成的主動 型基金組合，每個類別 1 檔主動型基金	7.25	7.60	8.13	8.85	9.70	10.65	11.71	12.83	14.02

來源：標普道瓊斯指數有限公司、CRSP。已合併/清算基金缺失的月度表現數據以基準指數的表現數據代替。數據截至 2024 年 12 月 31 日。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用，反映了假設的歷史表現。請參閱文末的「表現披露」，了解與回測表現相關的固有限制的更多信息。

# 一般免責聲明

©2026 標普道瓊斯指數。保留所有權利。S&P (標普)、S&P 500 (標普 500 指數)、SPX、SPY、標普 500 指數 (The 500™)、US500、US 30、S&P 100 (標普 100 指數)、S&P COMPOSITE 1500 (標普綜合 1500 指數)、S&P 400 (標普 400 指數)、S&P MIDCAP 400 (標普中型股 400 指數)、S&P 600 (標普 600 指數)、S&P SMALLCAP 600 (標普小型股 600 指數)、S&P GIVI (標普 GIVI)、GLOBAL TITANS (全球泰坦指數)、DIVIDEND ARISTOCRATS (紅利貴族指數)、DIVIDEND MONARCHS (紅利特選指數)、BUYBACK ARISTOCRATS (回購貴族指數)、SELECT SECTOR (精選行業指數)、S&P MAESTRO (標普 MAESTRO)、S&P PRISM (標普 PRISM)、S&P STRIDE (標普 STRIDE)、GICS (全球行業分類標準)、SPIVA (標普指數與主動基金表現)、SPDR、INDEXOLOGY、iTraxx、iBoxx、ABX、ADBI、CDX、CMBX、LCDX、MBX、MCDX、PRIMEX、TABX、HHPI、IRXX、I-SYND、SOVX、CRITS 和 CRITR 均為標普全球有限公司 (「標普全球」) 或其關聯公司的註冊商標。DOW JONES (道瓊斯)、DJIA (道瓊斯工業平均指數)、THE DOW (道指) 和 DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE (道瓊斯工業平均指數) 均為道瓊斯商標控股有限公司 (「道瓊斯」) 的商標。這些商標已連同其他商標授權給標普道瓊斯指數有限公司。未經標普道瓊斯指數有限公司書面許可，禁止全部或部分重新發或複製。在標普道瓊斯指數有限公司、標普全球、道瓊斯或其各自的關聯公司 (合稱「標普道瓊斯指數」) 沒有必要牌照的司法管轄區，本文件不構成服務要約。除某些定製指數計算服務外，標普道瓊斯指數提供的所有信息均非個人化，且並非針對任何個人、實體或群體的需求量身定製。標普道瓊斯指數通過將其指數授權給第三方和提供定製指數計算服務而獲得收益。指數的過往表現概不代表或保證未來業績。

投資者不能直接投資於指數。指數所代表的資產類別可通過基於該指數的可投資性工具進行投資。標普道瓊斯指數未發起、認可、出售、推廣或管理由第三方提供的任何投資基金或其他投資工具，這些基金或其他投資工具旨在根據任何指數的表現提供投資回報。標普道瓊斯指數不保證基於該指數的投資產品能準確追蹤指數表現或提供正投資回報。指數表現並未反映交易成本、管理費或開支。標普道瓊斯指數對投資於任何此類投資基金或其他投資產品或工具的可取性不作任何陳述。對任何此類投資基金或其他投資工具的投資決定，不應依賴本文件所列的任何陳述。標普道瓊斯指數並非經修正的《1940 年投資公司法》定義的「投資顧問、商品交易顧問、商品池經營者、經紀交易商、受託人、發起人」，亦非《美國聯邦法典》第 15 篇第 77k 條第 (a) 款所闡述的「專家」或稅務顧問。將證券、大宗商品、加密貨幣或其他資產納入指數，並不代表標普道瓊斯指數建議買入、出售或持有此類證券、大宗商品、加密貨幣或其他資產，也不應被視為投資建議或大宗商品交易建議。

標普道瓊斯指數的美國基準指數收盤價，由標普道瓊斯指數根據其主要交易所設定的相關指數成分股的收盤價計算得出。標普道瓊斯指數使用的收盤價數據來自其使用的第三方供應商，並通過與備選供應商提供的數據進行比較來驗證收盤價。供應商的收盤價數據來自主要交易所。實時盤中價格的計算方式類似，但不會進行二次驗證。

此等材料僅供獲取信息，並依據公眾一般可獲得及據信屬可靠來源的信息編製。未經標普道瓊斯指數事先書面許可，不得以任何形式或任何方式修改、逆向工程、複製或分發這些材料中包含的任何內容 (包括指數數據、評級、信用相關分析和數據、研究、估值、模型、軟件或其他應用程式或從其輸出的內容) 或其任何部分 (「內容」)，亦不得儲存在數據庫或檢索系統中。內容不得用於任何非法或未經授權的目的。標普道瓊斯指數及其第三方數據提供商和許可方 (合稱「標普道瓊斯指數方」) 不保證內容的準確性、完整性、及時性或可用性。標普道瓊斯指數方不對因使用內容而產生的任何錯誤或遺漏 (無論原因為何) 負責。內容按「原樣」提供。標普道瓊斯指數方排除任何及所有明示或默示的保證，包括但不限於有關適銷性或特定目的或用途的適用性、無錯誤、軟件錯誤或缺陷、內容的功能將不間斷或內容將在任何軟件或硬體配置下運行的任何保證。在任何情況下，標普道瓊斯指數方均不對任何一方遭受的與內容使用有關的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特殊或後果性損害、成本、費用、法律費用或損失 (包括但不限於收入損失或利潤損失和機會成本) 負責，即使已被告知可能發生此類損害。

標普全球將其各個部門和業務單位的某些活動彼此分開，以保持其各自活動的獨立性和客觀性。因此，標普全球的某些部門和業務單位可能掌握其他業務單位無法取得的信息。標普全球已制定政策及程序，確保每次分析流程中獲得之非公開信息的保密性。

此外，標普道瓊斯指數向許多組織提供廣泛的服務或與之相關的服務，包括證券發行人、投資顧問、經紀交易商、投資銀行、其他金融機構和金融仲介機構，因此可能會從這些組織收取費用或其他經濟利益，包括他們可能推薦、評級、納入模型投資組合、評估或以其他方式接觸的證券或服務的組織。

GICS® (全球行業分類標準) 由標普和 MSCI 開發，是標普和 MSCI 的專有財產和商標。MSCI、標普或參與制定或編撰任何 GICS (全球行業分類標準) 分類的任何其他方均未就此類標準或分類 (或使用其獲得的結果) 做出任何明示或默示的保證或陳述，所有前述各方特此明確排除與任何此類標準或分類有關的所有原創性、準確性、完整性、適銷性或特定用途適用性保證。在不限制前述任何規定效力的前提下，在任何情況下，MSCI、標普或其任何關聯公司或參與制定或編撰任何 GICS 分類的任何第三方，均不對任何直接、間接、特殊、懲罰性、後果性或任何其他損害 (包括利潤損失) 承擔任何責任，即使已被告知可能發生此類損害。

## 表現披露/回測數據

指數推出日期前的所有信息均為回測的假設信息，而非實際表現。回測計算基於與指數推出日期相同的方法。不過，當為市場異常時期或其他不能反映當前市場環境的時期創建回測歷史時，指數編製方法規則可能會放寬，以捕獲足夠大的證券範圍，進而用於模擬該指數旨在衡量的目標市場或該指數旨在捕獲的戰略。例如，可能會降低市值和流動性門檻。完整的指數編製方法詳情請參見 [www.spglobal.com/spdji/tc](http://www.spglobal.com/spdji/tc)。指數的過往表現並不預示未來業績。回測的表現反映了對指數編製方法的應用和指數成分的選擇，其受益於事後經驗和對可能對表現產生正面影響的因素的了解，但不能解釋可能影響結果的所有財務風險，可能被認為反映了倖存者/展望未來的偏見。實際的收益可能與回測收益之間存在顯著差異，甚至低於回測收益。過往表現並不預示或保證未來業績。有關指數的更多詳細信息，包括指數定期調整的方式、定期調整的時間、增加和剔除成分股的規則，以及所有的指數計算，請參閱指數編製方法。回測表現僅供機構使用，非供散戶投資者使用。

標普道瓊斯指數指定了若干日期，以幫助我們的客戶提供透明度。指數起始日是給定指數首次產生計算值（實時或回測）的日期。基準日是將指數設定為固定值以進行計算的日期。推出日期指定指數值首次被認為是實時的日期：在指數的推出日期之前的任何日期或時間段提供的指數值都被認為是回測性質。標普道瓊斯指數將「推出日期」定義為已知指數值已向公眾釋出的日期，例如通過公司的公開網站釋出或向外部合作方提供的數據釋出。對於 2013 年 5 月 31 日之前推出的道瓊斯品牌指數，「推出日期」（2013 年 5 月 31 日之前稱為「引入日期」）定為不允許對指數編製方法進行進一步更改的日期，但這可能早於該指數的公開發布日期。

通常，當標普道瓊斯指數建立回測的指數數據時，該指數在計算中會使用實際的歷史成分股層面數據（例如，歷史價格、市值和公司行為數據）。由於 ESG 投資仍處於發展初期，用於計算標普道瓊斯指數公司的 ESG 指數的某些數據點可能無法在整個回測歷史時期內獲得。其他指數中也可能存在同樣的數據可用性問題。在無法獲得所有相關歷史時期的實際數據的情況下，標普道瓊斯指數可能會使用 ESG 數據的「反向數據假設」（或反向提取）流程來計算回測歷史業績。「反向數據假設」是一個將指數成分股公司可用的最早實際實時數據點，應用於指數表現的所有先前時點的流程。例如，反向數據假設在本質上假設目前沒有參與特定業務活動（也稱為「產品參與」）的公司在歷史上從未參與過該業務，並假設目前參與特定業務活動的公司在歷史上也參與過該業務。利用反向數據假設，可以將假設的回測擴展到使用實際數據無法進行回測的歷史年份。有關「反向數據假設」的更多信息，請參閱[常見問題](#)。任何在回測的歷史中採用反向假設的指數的編製方法和事實說明，都將明確說明這一點。該編製方法將包括一份附錄，當中的圖表將列明使用反向預測數據的具體數據點和相關時間段。

所顯示的指數收益並不代表可投資性資產/證券的實際交易結果。標普道瓊斯指數負責維護該指數，以及計算指數水平和所顯示或討論的表現，但不管理實際資產。指數收益並未反映投資者為購買指數相關證券或旨在追蹤指數表現的投資基金而支付的任何銷售費用或其他費用。收取此類費用，會導致證券/基金的實際表現和經回測的表現低於指數所顯示的表現。舉例而言，如果一筆 10 萬美元的投資在 12 個月內獲得 10% 的收益率（即 1 萬美元），並且在投資期末對投資本金及應計利息收取 1.5% 的實際資產管理費（即 1,650 美元），則該年度的淨收益率將為 8.35%（即 8,350 美元）。在三年期間，如果在年底收取 1.5% 的年度管理費，假定每年的收益率為 10%，則累積總收益率為 33.10%，總費用為 5,375 美元，累積淨收益率為 27.2%（或 27,200 美元）。