

## 歸因分析簡介

以傳統基金而言，基金經理追求的是相對回報，即爭取高於指標的回報。市場指數是基金常用的指標之一，由於指標用作評估基金表現，所以選取指標的主要考慮點是那一個市場指數最能反映基金的投資目標。在零售基金方面，基金經理會根據基金的投資目標，選擇一個最具代表性及廣為市場接受的指數作為指標。例如摩根士丹利資本國際香港指數(MSCI HK)及恆生指數便是常見的香港股票基金指標。

由於基金經理的目標是跑贏指標回報，故此，基金經理一般會把指標的證券組合用作決定資產分佈及選股時的參考。積極型的基金經理會以指標的投資組合為基準，根據分析研究去增加(Overweight)或減少(Underweight)不同資產類別比重(例如增加股票的比重，並相應減低債券及貨幣市場工具的投資)、地區比重(例如增加亞洲區的投資，減低北美洲和歐洲的比重等)、行業比重(例如增持銀行股和地產股，減持零售及工業股等)，再加上選擇個別股票及執行投資策略的時間(即在什麼時候或在那個價位買入及賣出等)，以達致跑贏指標的目標。

透過比較基金與指標的表現，我們可以得知基金經理為基金增值的能力。例如 A 香港股票基金以恆生指數作為指標，若 A 基金回報高於恆生指數回報，多出的回報便是基金經理的附加價值(Alpha)。(投資者在比較基金與指標的表現時，應分析不同時間，例如 1、3、5 及 10 年的表現，這樣才能深入了解基金在不同投資環境的表現。)一般而言，基金公司會在基金表現報告中提供基金與指標表現資料以供投資者作比較。此外，一些基金表現監察機構的網頁亦提供這類資料。

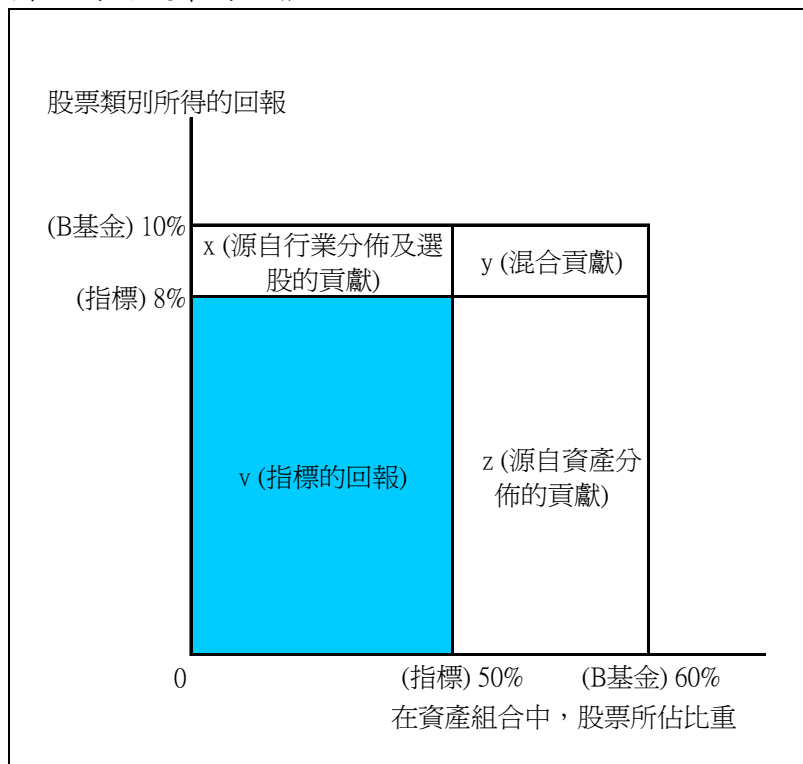
對基金公司及專業投資者而言，只知道基金經理跑贏指標的幅度並不足夠，更重要是分析投資策略的成功因素，從而更了解基金經理的強項及弱項。一般而言，可以透過指標進行「歸因分析」(Attribution Analysis)，剖析基金經理增值是源自那些因素，例如資產分佈、行業分佈及選股能力等等，並加以量化。以下以一隻平衡基金(投資於股票、債券、貨幣市場工具的基金)為例，介紹「歸因分析」的概念。假設 B 平衡基金及其指標的資產分佈及回報如下：

表 1：B 平衡基金及指標的資產分佈及回報

	B 平衡基金			指標			基金增/減值 (相對指標)
	資產分佈 比重	資產類別 回報	對基金回 報的貢獻 (加權%)	資產分佈 比重	資產類別 回報	對指標回 報的貢獻 (加權%)	
股票	60%	10%	6%	50%	8%	4%	+2%
債券	30%	5%	1.5%	30%	4%	1.2%	+0.3%
貨幣市 場工具	10%	2%	0.2%	20%	2%	0.4%	-0.2%
合計	100%		7.7%	100%		5.6%	+2.1%

從表 1 可見 B 基金的回報較指標高 2.1%。當中，源自股票的部份為 2%，圖 1 再解構這 2%的回報。

圖 1:源自股票的回報



B 基金在股票資產取得總回報是圖中的  $v+x+y+z$ ，而指標在股票取得回報是  $v$ ，所以，B 基金在股票部份跑贏指標的回報為  $x+y+z$ 。透過以上分析，我們知道 B 基金跑贏指標的回報中，資產分佈策略的貢獻為  $z$  (0.8%)，行業分佈及選股決定的貢獻為  $x$  (1%)， $y$  (0.2%) 則為兩者的混合貢獻。用以上方法再分析 B 基金從債券及貨幣市場工具中獲得的回報，便可全面了解基金經理跑贏指標的原因。

「歸因分析」在機構性基金層面及基金公司評核基金經理表現時較為廣泛應用。當然，他們所使用的「歸因分析」方法比以上介紹的複雜得多，更可仔細更分辨影響基金經理表現的各種原因，例如資產分佈、行業分佈、選股、投資風格、捕捉時機能力等等。這裡我們為讀者簡介「歸因分析」的概念，好讓投資者能更深入分析基金表現。

香港投資基金公會  
 網址：[www.hkifa.org.hk](http://www.hkifa.org.hk)