

基金經理的買股過程

基金是否賺錢，很大程度取決於基金經理的投資策略及選股能力等。今期基金會繼續與中銀國際英國保誠資產管理投資總監郭家樂先生及標準人壽投資董事兼亞太區投資主管孫瑩心小姐探討基金經理的投資方法。

問：你們的基金是採用單一經理，還是團隊管理的模式？

孫：我們採用團隊管理的模式。舉例說我們的亞洲股票基金(Asian Equities Fund)，當中的管理團隊就包括了對各個亞洲市場擁有豐富經驗的投資專家。他們會就著亞洲各國的整體經濟情況，使用由上而下(Top-down approach)的方法，定出各市場的投資比重。在選股方面，分析員會就著各個市場制訂一份股份推介名單，基金經理可從中挑選合適的股票。此外，基金經理亦有某程度上自主的空間，他們可以根據自己的研究及經驗選擇一些推介名單以外，而他們認為有升值潛力的股票。當然，這些自主性會受風險控制系統所監察，以防止投資組合超越特定的風險水平。

郭：我們也是採用團隊管理模式。每一隻基金的管理團隊都由一位團隊領袖(Team leader)負責統籌運作，其他成員包括數量分析員、風險分析員及基礎因素分析員等。Team leader的角色是確保基金按著團隊共同制定的策略進行投資。例如，管理一隻香港股票基金與一隻亞洲股票基金，就有明顯的分別。在處理一隻香港股票基金時，管理團隊會把重點放在挑選股票的工作上；而管理一隻亞洲股票基金，基金經理可能首先要決定如何把資產分佈於不同的國家，之後才是挑選合適的股票。在這些選股和資產分配過程中，我們特別著重風險控制，包括分析整體投資組合的風險系數，例如計算投資組合相對於特定指標的模擬誤差(Tracking error)，以及測試在重組組合後的整體風險與預期回報變化等。

問：基金經理會否採用長線買入及持有(Buy and hold)的策略？

孫：近年資訊系統迅速發展，使訊息快速傳遞，基金經理需要對市場作出快捷及準確的回應，加上過去幾年股票市場較為波動，所以亞洲區基金的投資組合轉換(Portfolio Turnover)亦明顯增高。例如一般的股票基金的組合轉換就可能超過200%，均衡基金則約100%。

問：頻密轉換組合會提高交易成本，會否對基金表現造成負面影響？

郭：基金經理的責任是在特定的投資指引下，制定及執行適當的投資策略，為基金投資者爭取合理回報。由於投資者見到的基金表現數據已是一個扣除各種成本及費用的最後淨數，所以如果基金經理在合法合規的運作下，可以爭取到額外的回報，對投資者的權益及保障不會構成任何負面影響。

問：一隻亞洲股票基金大約持有多少隻不同的股票？是否低於某資產值的公司就不會為基金經理所考慮？

孫：基金所持的股票數目要視乎基金資產值，一般約持有 70-100 隻股票。至於資產值的考慮則要視乎基金的投資目標而定。

郭：亞洲區較多中型資產值公司(Mid-cap)。原因是經歷金融風暴之後，很多區內的大型公司都變為中型或小型公司，所以 5 億美元已是一個合理的公司資產值水平。相對而言，投資中小型公司的風險會較大型公司為高，但優質中小型公司卻往往可以跑贏大型公司，並成為推動基金表現的其中一個元素。所以基金經理會根據投資目標謹慎地挑選不同類型及資產值的公司，並特別著重這方面的風險控制，務求在回報及風險中取得一個合理的平衡。

問：你們會如何為投資組合進行檢討？

孫：我們會根據市場的情況，經常檢討每一個投資項目。舉一個例子，在印尼巴厘島大爆炸後，我們認為印尼市場的下跌風險有限，遂以一年為期買入了一些印尼股票。但後來這些投資於 4 個月後已升值約 40%，並到達我們的目標價格。我們覺得當時的市場價格已全數反映股票的合理價值，所以我們亦提早獲利離場。故此，基金經理需要就著市場變化經常檢討投資策略及組合，才可以達到最佳的管理效果。

郭：除此之外，我們會考慮多方面的因素去制定一個市場元素模型(Market Factors Model)，初步選定一批公司作為投資對象(Investment Universe)，基金的管理團隊會利用各種基礎及量化分析再進行篩選，並為它們設定目標價格(Target Price)。基金投資組合內的項目可分為核心組合(Core Portfolio)及活躍組合(Active Portfolio)。基金經理會根據基金投資目標及不同市況調節兩個組合的比重。一般而言，核心組合約佔整體組合的 80-90%，餘者則佔 5-20%不等。作為投資組合的主要部分，核心組合是一些基金經理長期持有的實力股票，而活躍組合則可以是一些較短線及波幅大或風險回報高的投資項目。由於活躍組合的風險一般較高，基金經理會特別針對這個組合進行定期檢討，探訪這些公司的管理層。

問：如果在特定時間內，組合內股票仍未到達你們設定的目標價格，你們如何處理呢？

孫：我認為最重要是找出當中的原因：到底是基金經理的研究分析出現偏差，還只是市場尚未發現到股票的真正價值。我們會為這些沒有表現的股票進行檢討，若檢討後仍發現分析正確，我們會因應情況，繼續持有或甚是考慮增持這些股票。

郭：由於市場及上市公司的情況會不停變化，所以我們亦需要不斷檢討投資組合及策略。除了基金經理每天監察投資組合的表現外，我們每月都會在投資會議及資產分佈會議上與基金經理檢討他們的投資組合及討論不同市場的發展情況。此外，我們亦會透過表現屬性分析(Performance Attribution Analysis)，從基金回報中分析每位經理致勝或失敗的原因(例如他們的表現是建基於選股能力或是資產調配得宜呢？)，並藉此提高基金表現的穩定性

及透明度。

問：公司探訪對基金經理有何價值？基金經理會否在公司探訪之時得到一些內幕消息？

孫：我們希望在公司探訪中找出推動公司增長的主要因素(Key Drivers)。例如有沒有什麼新元素可以改變我們之前對這公司作出的評估呢？有什麼原因要將這公司加入我們的考慮投資名單之內呢？公司在可見的將來會否有什麼改變或發展，並對公司的盈利或運作構成影響呢？現時證監會對內幕資料有嚴格的監管，公司的管理層及基金經理必須遵守有關的規定，所以基本上我們都不會接觸，亦會堅拒任何內幕消息。

郭：通過公司探訪，基金經理有機會更徹底地了解和分析一間公司。例如，我曾於兩天內分別出席同一間公司有關公司股票及債券的簡報會，發現一些相同項目在不同討論上的資料有所偏差，我們必須追問箇中的原因，看看是公司的哪一方面出現問題。除了會見公司管理層或投資關係經理外，我們亦會參觀廠房生產線(尤其是工業股及國企股)，視察生產過程及會見一些中層的管理人員或生產經理。通過實地考察，我們可以引證到從管理層口中得到的資料之準確性，並更全面地掌握公司的真實情況。基金經理及分析員在每次公司探訪或實地考察之後，都需要與其管理團隊討論探訪結果及提交有關的報告。

問：很多時候，一些證券行或經紀公司都會為基金經理提供一些研究分析報告，你們會如何利用這些資料？

孫：我們會小心處理這些資料，尤其是一些股份推介報告。我曾經有這樣的經驗：一位證券行的分析員大力推介某幾隻台灣股票，但查問之下發現他竟然沒有視察過這些公司的廠房及生產線。所以我們只會把這些報告視作參考資料，最終的投資決定必須以基金公司管理團隊的研究分析為依歸。

投資管理（三之二），下期待續。

香港投資基金公會

網址：www.hkifa.org.hk

電郵：hkifa@hkifa.org.hk