

## 積極管理vs. 被動管理

積極管理與被動管理是兩種甚為不同的投資管理方法，多年以來，學術界及業界均有不少這方面的討論，今期基金公會將與恒生投資管理有限公司資產管理主管謝禮文先生，及德盛安聯資產管理香港有限公司高級基金經理陳彥麒先生探討這兩種不同的投資管理方法。

**問：** 什麼是積極管理？什麼是被動管理？兩者有何分別？

**謝：** 我個人認為兩者主要分別在於投資決定本身是積極地制定，還是在被動的情況下作出的。簡單而言，就是投資決定是否涉及個人判斷，例如一般分析市場或公司後所做的投資決定，就屬積極管理；而追縱特定市場指數的指數基金就是被動管理。指數基金可說是最為人熟悉的被動管理之一，但卻不代表所有的被動管理方法。舉另一個例子，如果投資者的投資組合內持有一些股票，而他的唯一投資策略就是待這些股票升值20%後沽出，當中並沒涉及其他的個人判斷因素，所以也屬被動管理的一種。

**陳：** 投資者也可以簡單地把被動管理理解作指數基金，而積極管理就是相對於市場指數，主動地增加或減少某些股票的比重，另外亦有些積極型管理基金是不會參考指數內的股票組合，自行選定合適的股票組合投資。

**問：** 兩者各有什麼好處？

**陳：** 相對於積極管理，被動管理較為欠缺靈活性。由於指數基金需按指數內的股票組合及比重投資，而有些情況是某些股票可能佔特定指數的很大比重，如滙豐銀行佔恒生指數一個頗大比重。當然滙豐是一間很好的公司，但若在另一些指數中包含了一些管理欠佳的公司，投資於該指數基金便同時投資了一些質素較差的公司。然而，被動管理也有優點，例如指數基金的管理費用一般較積極管理基金為低。

**謝：** 同意積極管理會較被動管理有較佳的彈性，但也是由於指數基金的投資策略是追縱特定的指數股票組合的原因，被動管理一般都有很高的透明度及紀律性。當然有些積極管理的基金也可以很有紀律地執行投資策略，但由於指數基金的投資策略較為機械化，所以可有效減少錯誤執行投資策略的機會。此外，回應剛才提到指數基金可能包括了一些投資者不認同的行業或個別股票，我認為投資者首先要分辨清楚問題是出於指數組合上，還是指數基金的概念上。舉個例子，香港的股票分類也不單單只有恒生指數，此外尚有其他指數，如中小企指數等。所以若投資者不喜歡某個指數，大可以選擇一些追縱其他指數的指數基金，甚或是覺得現在的指數都不合適，也可按個人需要制定一個度身訂造的指數基金（一般只供機構投資者）。

**問：** 有人說積極管理背後的理念是市場缺乏效率，被動管理則認為市場已有足夠效率，而市場價格已充分反映了所有因素，你們對此有何意見？

謝： 我認爲這說法不是全錯，但也不是全對，在有些情況下可以應用，但卻不可一概而論。市場效率也不是黑與白一般的絕對。普遍而言，大家會覺得成熟市場是有效率的市場，而新興市場則欠缺效率，但其實這只是一般的情況，並不是百分百正確。就算是同一個市場，市場效率亦會隨著市場發展而變化。以香港爲例，本地市場經過 20 多年發展，至 90 年代已越見成熟及有效率，但自 97 年以來，有較多的內地公司到香港上市，亦見到市場效率有所下降。可見市場效率並非永恆不變，所以若以爲積極管理便一定不適用於成熟市場，或被動管理便一定不適用於新興市場，這就不是一個公平的說法。

陳： 有些人認爲在一個有效率的市場，一切應該需要分析的資料都已在股價中得到反映，所以再多的研究分析亦徒勞無功，故成熟市場更不宜用積極管理；相反追縱指標的指數基金就派上用場。其實市場是否有效率是一個十分學術性的問題，我個人也認同市場有些情況下較有效率，有些情況下效率則較差。例如在亞洲，一些十分類似的股票在不同地方上市之市盈率卻有所不同，例如香港一間電路板製造公司，在香港及新加坡均有上市，而新加坡上市的部份已佔香港控股公司的很大份額，但兩者的市盈率卻長期存著很大的差異，可見市場並非絕對有效率。

問： **其實有沒有歷史數據指那一種管理方法較爲優勝？**

謝： 在亞洲而言，只有間斷的具體資料，所以不宜就此下結論。在歐美地區，雖然不時有研究表示超過一半的積極管理基金跑輸大市指標。但亦不見得這些地區的積極管理基金為投資者所冷落，所以我認爲市場其實是處於有效率與無效率之間，投資者不應以偏蓋全，並簡單地假設某一市場是有效率或無效率，便完全否定積極或被動管理方法在這些市場的效用。

陳： 雖然有研究認爲難以跑贏有效率的市場，但其實卻有不少基金持續跑贏大市。又例如著名投資者畢菲特所管理的公司，就可以長期地跑贏市場指標。

謝： 其實歷史數據或比較資料只是顯示採用積極管理的基金經理之表現。例如有資料認爲有超過一半的積極基金經理未能跑贏市場指數，亦只代表他們執行積極管理方法的成績未如理想，卻不能抹殺積極管理這門學問。

陳： 此外，很多時候這些學術研究也是從某一觀點或某一方法的基礎上進行。試想若你有一個恆之有效的方法去跑贏大市，你也不願對進行研究的人公開這些方法，所以這些研究亦未必能反映事實的全部。

問： **交易所買賣基金(ETF)是常見的被動管理型基金，ETF 有何特色？**

謝： ETF 是在交易所掛牌上市的證券化基金。優點是可以在開市時隨時進行交易及投資者可以選擇親身到交易所或經由交易商進行買賣(傳統基金

必須通過中介人或基金公司進行買賣)。

ETF 是封閉型基金，其買賣價是由市場供求所決定，所以有可能會較其資產淨值低或高。然而，現時香港的 ETF 已加入了一個機制，讓投資者以成分股代替現金來認購或贖回基金單位，確保了基金的買賣價與資產淨值不會有太大的差異。例如當基金單位的價格較資產淨值為低時，套戩投資者便會在市場上購入交易所買賣基金，然後以基金單位來贖回指數成分股，並在市場上沽售，以賺取當中差價。通過套戩活動，基金價格及其資產淨值便可保持在相約水平。

**問： 如何選取表現可以跑贏大市的基金？**

謝： 雖然說過去表現不等於將來表現，但要選取表現可以長期跑贏大市的基金，始終需要從過去表現入手。投資者可以從投資方法及投資哲學兩方面觀察基金能否保持它的一貫風格。在投資策略的執行上，我們可看看基金有否一套有系統及完善的投資方法；在投資哲學方面，可看基金經理有否堅持他的投資理論，例如是屬價值型、還是成長型的基金，其立場會否搖擺不定等。如果一隻基金可以長期保持一貫風格，其將來表現的可預測性亦相對較高。一般而言，看過去表現最少要看 3 年，但誠如一些專業投資顧問指出，很多基金表現均以 3 年為一個周期，所以簡單地以過去表現作選擇標準亦未必是最完善地選擇方法。

陳： 首先，投資者在考慮選擇基金前，必須清楚自己想要什麼。此外，投資者與基金經理建立長期互信關係亦十分重要。其實很多時候，投資者都不容易知道基金表現為何會跑贏大市，假設一隻基金通過有系統的方法進行投資，在 10 年裏有 7 年表現超越大市，有 3 年卻低於大市，問題是投資者能否接受那 3 年低於大市的表現？或在那 3 年裡，有沒有足夠的信心相信基金經理可以再次跑贏大市呢？這方面就必須通過投資者與基金經理溝通，從而建立長遠互信的關係。

(積極管理 vs. 被動管理，二之一)

香港投資基金公會

網址：[www.hkifa.org.hk](http://www.hkifa.org.hk)

電郵：[hkifa@hkifa.org.hk](mailto:hkifa@hkifa.org.hk)