

基金與指標

一般而言，投資者可能只知道指標(Benchmark)是用作比較基金表現，但其實指標對基金風險、回報、以至基金經理的投資權限都有重要影響，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有關指標的問題。

(謝：謝禮文；陳：陳彥麒)

問： 基金經理目標是跑贏市場指標表現，那基金經理有什麼方法達致這個目標呢？

謝： 不同的基金經理會選擇使用不同的投資策略，包括資產分佈，即在股票、債券、外匯等投資工具中選定合適的投資比重；國家分佈，即選擇不同地區、不同國家的證券；選股方面，有些基金經理會先選定某些行業，有些則會直接選擇個別股票及不同股票的比重；債券及定息產品方面，主要是從信貸評級及年期著手；而貨幣分佈，即看好那些國家貨幣及進行對沖等亦是主要考慮因素之一；最後，執行投資策略的時間性問題，即什麼時候或在那個價位買入及賣出等，亦會直接影響到基金投資的回報。

陳： 由於市場有太多不同的行業，基金經理不可能同時掌握所有行業的脈搏。例如假設市場有 10 個行業，某位基金經理對當中 5 個十分熟識，長遠而言，他可以獲取比大市更佳表現。但在特定時期，例如當一些他不熟識的行業有較佳表現時，則不一定可以跑贏大市。由於每位基金經理都有不同的專長，所以團隊管理模式對積極管理基金至為重要，而透過團隊合作，就可以發揮協同效應達致更佳的管理效果。

問： 基金經理如何選擇特定指標作為基金表現的參考準則？

陳： 如果是機構投資者的基金，參考指標是由客戶指定的；而零售基金方面，我們會選擇一些具代表性及廣為市場接受的指標。

問： 有人說有些基金經理會特意選擇一些較容易超越的市場指標作為參考準則，而在某程度上，基金經理亦可以轉換參考指標。對這方面，你們有何回應呢？

陳： 一些較大型的指數，例如摩根士丹利指數(MSCI)及富時指數(FTSE)，它們的相似度其實甚高，所以我不認為有一些指標會特別容易超越。而轉換指標方面，除非是應機構性客戶要求，基金經理一般不會隨便轉換指標，否則便會對自己的誠信造成負面影響。

謝： 無論投資者或基金經理都只有在事情發生後才知道指標的表現。如果簡單地認為因預期某指數的幾隻比重較大的成份股未來表現可能不理想，

就大手減持這幾隻股票，便可以“很容易”地超越這指標，但首先要明白大手減持股票比重其實亦是相對增加投資風險，所以不可能說是“很容易”便跑贏指標。又例如有些人回看今年投資回報，說只要持有某股票便可以很容易跑贏基金表現，亦只是事後孔明的說法。再加上基金經理投資時面對不少投資指引及限制，所以若以為基金經理會傾向選擇一些較易跑贏的市場指標，實是一個有欠公允的說法。

問： 模擬誤差(Tracking Error)在積極管理中有何作用？

陳： 模擬誤差是基金表現與指標表現的差異之標準差。普遍用途是用以計算夏普比率(Sharpe Ratio)(基金超越指標的相對表現除以模擬誤差)，一般認為若回報愈高及/或模擬誤差數值愈小，則代表基金愈可取。但我個人卻對模擬誤差的作用略有保留。雖然一般而言，表現愈穩定的基金之模擬誤差數值較小(相反亦然)，但亦可能有情況是基金經理表現平穩增長，但指標表現卻大幅波動，從而得出一個較大的模擬誤差數值，所以模擬誤差未必可以真確反映實際情況。

謝： 除此之外，由於模擬誤差是以標準差方法計算，計算公式是不論基金表現是跑贏還是跑輸指標，只要兩者偏差愈大，所得數值亦會愈大，這與很多投資者只著眼跑輸指標或負回報的情況有明顯差異。雖然模擬誤差是廣為市場所認識及接受用作評估基金所承擔風險的工具，但由於模擬誤差亦有一定局限性，所以我認為它只可以視作分析基金風險的起點。投資者應小心分析模擬誤差數據的質量及留意標準差的計算限制，而不應把它們當作是分析基金風險過程的終點。

陳： 再看模擬誤差的由來，其實背後是一個絕對有效率市場的假設，但如上星期的討論指出，市場是處於有效率與沒有效率之間，所以可說整套理論是建基於非現實的假設之上，故投資者應三思應否把它們視作絕對正確的金科玉律看待。

問： 有意見認為基金經理的投資權限備受指標及模擬誤差所限制，甚至投資組合某程度上是環繞指數而行(Closet-indexing)，而指標及模擬誤差等一套理論的作用似是保障基金經理多於保障投資者，你們有什麼意見？

謝： 無論在機構性或零售投資者的層面，指標都是不同程度上由客戶與基金經理共同決定的。指標的作用是為評核基金表現制定準則，模擬誤差更進一步規範基金經理的投資權限，而採用這些方法規管基金運作很大程度上是出於投資者的要求，所以與其說是保障基金經理，倒不如說是同時保障投資者及基金經理。此外，我不排除某些基金經理會主動環繞指數而作投資決定，但是亦有非自願的情況，例如一些機構投資者嚴格要求基金經理不能超越特定模擬誤差數值，在這樣的情形下，基金投資組合便無可選擇地趨向接近指標的股票組合。

陳： 打個比喻，過去 2 年我每年中兩次六合彩，於是便要求來年亦只可以中

兩次六合彩，情況就跟要求基金經理符合特定模擬誤差水平相似。基金經理目標是管理基金及為基金資產增取理想回報，但市場表現跟中六合彩一樣都不是我們可以控制的範圍，比如市場上某個行業的公司股票突然大升3倍，亦可以令到模擬誤差數值大增，所以模擬誤差並不是基金經理單方面可以控制的事情。但由於須要尊重客戶的要求，為避免模擬誤差超越指定水平，基金經理亦只可以指標作為投資組合的依歸。

問： 市場有沒有從著重指標的投資取態走向追求絕對回報的趨勢？

謝： 也有這樣的情況發生，投放在追求絕對回報產品上的資金是有所增長，但卻不如傳媒報導中的火熱。部份投資者可能認為市場上大多數基金均趨向指標化，於是希望嘗試一些新類型的基金產品。但到底這些新產品是否適合他們，則仍有待時間證明。投資者須留意絕對回報產品並不一定帶來正回報。此外，我想重申一點，投資者不應以某些基金的表現或回報來判斷一門投資方法是否可取，問題的關鍵在於回報表現只反映某些人執行這投資方法的效果。如果只以一小部份人的表現便完全否定或認同一種投資方法，未免是較為偏激的做法。

陳： 其實市場由著重指標的投資取態發展至追求絕對回報多少反映了投資者的矛盾心態。有些投資者希望透過指標及模擬誤差限制基金經理的投資權限，但另一方面又覺得基金在各樣限制下難以獲取驚喜的回報，所以便轉投一些沒有投資限制的產品。一般而言，傳統基金的回報都是正態分佈(Normal Distribution)，但某些策略的絕對回報產品則可能甚為波動，甚至在極端的情況下可能會令投資者賠掉所有本金，「長期資產管理公司」(Long-Term Capital Management)就是一個這樣的例子。由於絕對回報產品與傳統基金在的風險特性方面有很大的差異，所以投資者投資這類產品時，必須清楚自己所投資的是什麼，並小心考慮該產品是否切合自己的需要。

香港投資基金公會

網址：www.hkifa.org.hk

電郵：hkifa@hkifa.org.hk