

指數化扼殺經濟增長

國際視野

Charles Gave
GaveKal Dragonomics 主席

指數化其實是社會主義的一種形式，因為在這個概念之下，資本並不是根據它的回報率來分配，而是根據有關資產的市值的波動來分配。實在很難想像，有更愚蠢的方法去分配金錢這種稀缺資源。

在這個新世界裏，每個基金經理的目標，都是令其基金的表現盡可能地接近他用作基準的指數。其結果是，基金經理之間的差別變得愈來愈小。今天，你甚至可以買到一些電腦程式，告訴你應該買多少IBM的股票和強生公司（Johnson and Johnson）的股票，以控制你的「追蹤誤差」。

誤將電腦程式 取代基金經理

經濟學永遠都是，有些東西你看到，但亦有些東西你看不到。絕大多數人看不到的是，指數化普及怎樣拖慢了經濟增長速度。

建立投資組合是一種非常複雜的工作。在一個完美的世界裏，可以用不同項目的投入資本的回報的預期增長來開始。一旦達到了某個目標，就應該盡量確保，其回報的增長與投資組合的其他項目不太相關。

這個遊戲的「玩法」，其實是要找出不同的資產，從長遠來說，它們的投入資本回報率（Return on Invested Capital, ROIC）是相同的；但從短期來說，卻是呈此消彼長的關係。例如，美股和美國國庫券在

過去20年就是這樣。這樣做的目的，是要令資金管理在長期實現像樣的回報率，而短期內則要實現低波動性。

因此，大家可以想像到，這涉及到大量複雜的「格價」作業。開始時是研究投入資本回報率的變化，接着是考慮在哪一個價錢可以購入哪些資產，最後是建立投資組合。

單一資產管理 資本走向單一資產

但在現實世界中，大家可以預期，不同資產的表現會相差很遠。事實上，不同資產的表現差異大，才顯示資本獲得正確分配。畢竟，不是每個人都能夠贏得大獎。

不幸的是，今天的世界並不完美，現時的資本並不是以上述的方式分配。相反，現時的資本是根據不同資產的市值來分配。因此，資本會被一窩蜂地引導至一些跑贏大市的資產。

簡單來說，這意味着，資本會被引導至一些股價正在上升的公司，而不是投入資本回報率正在上升的公司。若是看以往的資本回報率，這兩者是趨向一致的。因此，指數化看來有效。但是，這只限於不超過大約5%的資產可以「搭順風車」、用指數化的方式管理。

但現時的世界可不是這樣。今天，指數已經成為佔主導地位的資產管理方式，所有投資都是由市值和市值變化來決定。換句話說，原則上，資本其實是按投機方式來分配。在1999年至2000年的科網泡沫期間，這就非常明顯，現時的情形亦相若。

理智上，以往的投资方式是基於一種「回歸均值」（Return to the Mean）的方法。當一項資產的價格走



勢相對其預期資本回報率（ROIC）顯得太高或太低時，就需要賣出或買入該項資產。

基金經理業績 或預測牛熊市況

但今天，資本純粹是根據資產價格的變化來分配。它的價格上升得愈多，基金經理就投資得愈多。它的價格跌得愈多，基金經理的持貨就愈少。

回歸均值的投資方式會自然地達至一個穩定但變化的平衡。但是，以投機方式來投資，卻無可避免地會產生大起大落的情形，波動非常之大，牛市和熊市周而復始地出現。若貨幣政策仍然繼續2002年以來的愚蠢方式，未來的波動將會更加明顯。

當愈接近熊市時，不同基金經理的表現就愈接近。這是因為，若有些基金經理試圖有效和專業地管理，而不是純粹按資產價格變化去做，他們就會流失客戶給其他同行。

指數化的世界裏，每個基金經理的目標，都是令其基金的表現盡可能地接近他用作基準的指數。結果基金經理之間的差別變得愈來愈小。

（資料圖片）

我沒有必須的數據，所以無法證明這一點。但若說基金經理之間的業績差距大幅縮小是熊市即將來臨的可靠警告信號，我不會感到驚訝。

社會主義式基金管理 資本錯配

每一個社會主義實驗的目的，都是讓大家賺取相同的薪金。在基金管理的世界裏，看來已經實現了這個非凡的「大志」。

當然，如果每個人的表現都相同，那麼便沒有人會因為表現欠佳而被解僱。對於管理資金的人來說，這是個好消息（對於將他們稱為基金經理，我個人有些保留）。但是，我們忽略了的是，我們的資本無時無刻都被大規模地錯配。

有些人問我，為什麼我們的經濟增長這麼低。試問在這種社會主義制度之下，他們能夠預期全球有什麼經濟增長？