

被動式投資 如吃大鑊飯



國際視野 潘迪藍

Gavekal Dragonomics
資深經濟師

有大量的文章指出，被動式投資或指數式投資的回報會跑贏主動的基金經理。它們全部都有同一個結論：想穩穩陣陣地儲蓄的人，應該投資於「指數追蹤基金」，而不是主動型的基金，得到的回報好得多。

這種說法廣為傳播，已經變成了一種公認的「常識」。可惜的是，這種常識正如不少其他民間智慧一樣，經不起嚴格的分析。事實上，從長遠來看，被動式投資的回報會低得多。

當我還是一名學生時，我曾上了一些課程，其內容是一個連我的教授也覺得棘手的課題。那就是邏輯學家所說的「合成謬誤」(fallacy of composition)——在個人層面上，這是完全合理的；但在宏觀上，卻可以引致災難。最典型的例子就是，當儲戶擔心一家銀行出事，一窩蜂地將他們的存款提走。在個人層面來說，這決定是無可非議的。但是，如果每個人都這樣做，其結果就是災難式的。

容易犯上「合成謬誤」

股市的指數其實亦一樣，但似乎幾乎沒有人明白這一點。資本主義是透過創造性破壞(creative destruction)的過程來促進經濟增長，能夠為資金帶來高回報的生意，就自然能夠吸引到資金投資；不能帶來高回報的生意，就自然吸引不到資金，甚至會倒閉。這純粹是優勝劣汰、適者生存。

對於主動積極的基金經理來說，其遊戲規則就是，

為什麼我將「被動式投資」形容為社會主義的一種形式？很簡單，因為其目標就是要得到平均的結果，而不考慮這樣的目標會拖低經濟增長。

只買入一個行業的少數龍頭股票，不能成為行業龍頭的公司的股票都會賣掉。但要看得準確，卻是一件非常困難的事。這就引致了基金經理的表現參差、良莠不齊。

可是，這個不斷試驗和求證的過程，卻讓市場知



對於主動積極的基金經理來說，股票的遊戲規則就是只買入行業的少數龍頭股，並賣掉不能成為龍頭股票，但要看得準卻非常困難，導致基金經理表現參差。而在正常的競爭世界，基金管理行業表現參差，反而表明了資金正在被有效地分配。因為這個行業的目標，就是根據資本回報率來分配資金。圖為港交所交易大堂。(資料圖片)

道，那些基金經理較有才能去分辨好投資和壞投資。但經過一段時間之後，這些天才型的基金經理所管理的基金或投資組合又會過於龐大，令效率降低。於是，又會出現一些新的競爭者挑戰那些龐大的老行尊。

基金表現參差 反映資金有效分配

因此，在正常的競爭世界，基金管理行業的表現參差，反而表明了資金正在被有效地分配。因為這個行業的目標，就是根據資本回報率(ROIC)來分配資金。但是，「指數追蹤基金」的分散風險投資哲學，卻是另一回事。這類基金經理的唯一目標，只是盡量減少自己和行業基準之間的差別。他們不會注重投資組合內的公司資本回報率，他們只是純粹按照公司的市值大小來分配資金。在這種情形下，同行之間的表現差別很小。更重要的是，由於新資金是按「社會主義」式的風險計算方式來分配資金，經濟增長速度會因而下降，股市的回報亦同樣會拉低。

因此，從長遠來看，即使是主動型基金經理中表現並非最優秀者，其絕對回報亦往往會比最優秀的指數追蹤基金經理為高，因為前者是處於一個高度競爭的環境，而後者則是處於類似社會主義制度下的「大鑊飯」環境。

追求結果平等 將拉低整體經濟

為什麼我將「被動式投資」形容為社會主義(吃大鑊飯)的一種形式？很簡單，因為其目標就是要得到平均的結果，而不考慮這樣的目標會拖低經濟增長。可悲的是，即使是在資本主義制度的核心國家中，認

為結果平等比機會平等重要的觀念也日益盛行。這不只是資本市場的問題。我們的中學和大學也正在愈來愈趨向結果平等。幾年前，法國一個著名教師已在其暢銷書批評這種教育制度為白癡。

如果所有基金經理的表現都一樣，經濟增長便會下跌。這就有如當所有學生都得到A級時，整體水準便會下降。正如亞里士多德所說，同樣的原因只會產生同樣的效果。所以，當人們問我如何評估一個基金經理的表現時，我總是給他們以下的答案。在資本主義制度下，投資回報大致可分成三級：

第一級是每年1%的實質回報，如果你完全不想冒險。那你可以購買3個月後就到期的美國國庫券。

第二級是每年3%的實質回報，如果你不太想冒險，只肯付出時間。那你可以購買政府債券。

第三級是每年6%的實質回報，如果你有心理準備，在最壞情況時，你的資本可能會完全輪掉。那你可以購買股票。

因應風險承受力 追求實質回報

因此，你應該選擇你可以接受的風險水平，以及評估那些基金經理過去5年的表現。

我個人的理財原則是，追求每年大約4.5%的實質回報，但接受損失3%的風險(但並非任何時間都成功)。每當有人問我，應該和哪一個指數作對比時，我總是告訴他們，我一向不理會這些。當然，有些理財顧問就不喜歡我這類人。如果我們想資本主義回歸根本，我們應該將風險定義為蝕錢，而不是偏離行業的基準。指數化的投資方式只會令社會的經濟增長愈來愈低。