

「智慧ETF」大行其道

國際
視野



潘迪藍 (Joyce Poon)
GaveKal Dragonomics
資深經濟師

我們相信環球股市在中短期內可能是由估值驅動，這樣的轉變，將與過去5年形成一個鮮明的對比。因為在過去5年，股市幾乎是完全被全球流動性（尤其是央行的政策）的變化及投資者對於經濟增長的看法的改變而影響。

全球ETF市場 6年增2.7倍

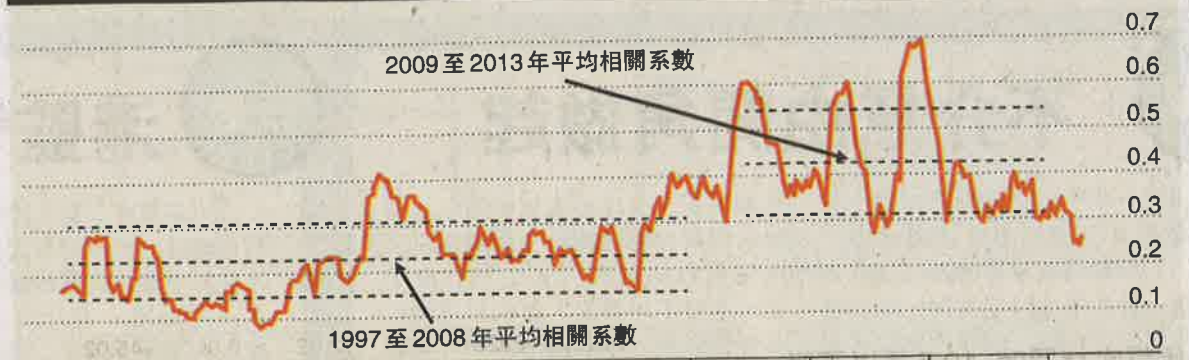
自從雷曼兄弟破產後，股市一直是由避險（risk-off）和冒險（risk-on）來主導。此外，在冒險變成避險的過程中，股票之間的相關性（correlation）十分接近。在這樣的環境下，透過交易所買賣基金（Exchange Traded Funds, ETF）投資在股市，就變得有意義。

畢竟當股票之間的相關性極高時，就算怎樣積極管理，也不可能令投資組合的表現持續跑贏大市，而且ETF入場門檻低，流動性普遍很高，可以快速入場和離場。因此，ETF在這幾年間發展得非常蓬勃，全球ETF市場在2008年時，只有約7000億美元，現在已增長至約2.6萬億美元。美國每日的現金股票成交額就有約25%來自ETF，而且這個比例還在上升；考慮到自從雷曼兄弟倒閉以來的環境，這一切就變得順理成章。

股市將由估值驅動

不過，若我們是正確的，股市將會由流動性和增長推動變成由估值驅動，有關ETF的情況就可能發生變化。在這樣的情況下，不但一些被低估的市場（例如新興市場），會跑贏一些被高估的市場（例如美國），我們還可以預期，在同一個股市內，不同股票的價格走勢也會不再同步。有趣的是，在現時的數據中，也可以清楚地觀察到這一發展。

標普500指數成分股平均相關系數



資料來源：Gavekal Data、Macrobond

明報製圖

附圖顯示了標準普爾500成分股的平均相關性，2009年至2013年的平均相關性比1997年至2008年的平均相關性高得多。類似的趨勢，其實在主要的股市都可以看到。

對於ETF這個板塊來說，這意味着什麼？一個更加考眼光的股市，並不適合靠指數來投資。或許，這就是為什麼這個行業發展了「智慧ETF」（Smart Beta ETFs）。其構思是要超越單純看市值指數，引入更多的主題風險。例如，一個等權值化（將所有納入採樣的股票賦予相同的權數）的細股ETF，或者一個高股息的基建股ETF等。

根據基金研究機構Morningstar的數據，截至今年7月底，智慧ETF的資產總額已高達3355億美元，比去年7月增長26%。在2013年，美國的342個智慧ETF基金就佔了行業總資產的18%，以及淨流入資金的35%。

智慧ETF增長急 波動大

不過，智慧ETF並非沒有批評者。很多人認為，這只是一種為了收取較高基金管理費的營銷策略花招；有些人則說，智慧ETF的波動太大，這些新產品將會同時出現嚴重的追蹤問題以及流動性問題；

有些人甚至認為，智慧ETF可能只是一個中轉站；最終，市場主流會由過去5年單純看指數投資，回歸到較積極的資金管理策略。

我們則認為，智慧ETF可能會落地生根、長期存在，而非曇花一現，但話誰如此，有很多智慧ETF其實是挺「愚蠢」的。

我們就傾向一些主題較專門的智慧ETF（例如以RoboStox Robotics指數為基礎、成分股業務都是涉及自動化的ETF），多於一些較廣義的智慧ETF（例如Vanguard的高息ETF），後者仍然是以市值來加權。

投資策略回歸積極管理

不論智慧ETF市場的命運如何，它的發展說明了一個更廣泛的觀點。那就是，過去5年的投資方式在很多方面是很極端，而且是史無前例。在這樣的環境去制定長遠的投資策略，未必是最好的做法。

如果我們對股市的中期驅動力的看法是正確的，那麼近期的趨勢就有可能延長。這意味着，更多的去相關性（de-correlation），回報會更加參差。因此，一個較積極的投資策略可能會帶來較高的回報。