

黃元山

中文大學全球政治經濟社會科學碩士課程客席講師

香港大學專業進修學院中國商學院客席副教授

意見書：「為強積金成員提供更佳投資方案」

不少投資心理學相關的研究，顯示了人性都不特別喜歡儲蓄；換句話說，在選擇先把錢花掉，和先儲蓄而延後消費，對前者有極大的傾向。

事實上，筆者過去兩年為一個業界舉辦的理財比賽擔任評判，不同的案例有一個較普遍的現象，就是收入高，消費更高，造成退休儲蓄不夠的後果。

有一個心理測驗可以說明這個道理——假設有兩個情景：

(一)現在給你 100 元，或一周後給你 101 元？大部分人會選擇立即要 100 元；

(二)一年後給你 100 元，或一年零七日給你 101 元？大部分人則會選擇要 101 元。

情景一和情景二，同樣是相差 7 天，為甚麼會有不同的答案？7 天多賺 1 元，即是 1%，年利率就大約 52%，理性地想，應該等 7 天；但如果 100 元擺在面前，大部分人的選擇都不會理性。這正解釋了為甚麼大部分人儲蓄少、開支多。

青年不懂理財 長者過分進取

另外一個有趣的現象，就是對資產分配和年齡匹配的概念不清，不少年輕人竟然選擇較保守的保本基金，相反，不少年長的退休人士，由於退休儲蓄不夠，為了賺取多一點的洗費，卻會有過多的資產投放於風險較高的股票。

記得在一個金融講座上，筆者看到台下的 1,000 多名聽眾中，起碼有三分之一是上了年紀、滿頭白髮的長者，我於是說：「一般來說，我認為過了 65 歲的人不應該買股票。」我說「一般來說」，因為當然有例外，比方說，股神巴菲特，或是著名大鱷索羅斯等，他們雖然年紀不小，但本身是一個具有幾十年專業經驗的資深投資者。問題是，不少年輕人對理財的重要性認識不深，相反，上了年紀的人有迫切的需要，卻又因此而過分進取。

如果為數不少的市民退休儲蓄不夠，又或者對風險管理不善，肯定會增添未來公

共財政的壓力。故此，筆者原則上是支持強積金的概念。當然，理財原則可透過公眾教育加強，但筆者對於理財通識能於短時間內普及抱有懷疑的態度，所以，在外來公共財政負擔的前提下，政府和強積金是有其重要的角色。不過，由開始至今，坊間有不少批評強積金「收費高、回報低」，甚至被市民嘲笑為「強迫金」。

免市民錯配資產 改革可取

面對這些批評，積金局繼「半自由行」後再出招建議引入「核心基金」，規定其成分基金費用上限為管理資產的 0.75%（這個費用包括投資管理、受託人、行政及分銷、保管人等），而「開支比率」的管理費上限則為 1%（以上所有費用外，包括其他所有開支），較現時平均基金開支比率的 1.69%，是一個明顯的進步。而且，「核心基金」的建議中，包括了「人生階段」的模式，即是年紀輕，能承受的風險相對高，反之亦然，幫助市民避免作出錯誤的資產配置，是個良方。

另外，據悉現時本港有 24%的打工仔「沒有」為強積金投資選擇基金，涉及金額約為總供款額的 10%（約 500 億至 600 億元），因而被安排轉至 41 個「預設基金」（不一定合適的資產配置）。而「核心基金」也可以為這些「沒有」或「不想」作出投資基金選擇的打工仔，解決了基金選擇繁、難以選擇的問題。

正是因為這個原因，筆者認為「核心基金」本身的設計和操作的最重要一點，就是要簡單易明和透明度高，而且，愈簡單的就應該要愈少 tailor made（度身訂造）的成分，亦即是說，核心基金不應該提供選擇性。要 tailor made 的，或是希望有選擇性的投資者，完全可以不用這個核心基金。

港府全球遴選 單一核心基金

核心基金的精髓就是在於，有一個簡單和高效的配置，幫助那些不懂、不願意、不知道如何選擇資產配置的市民；而簡單的投資，並不等於差的投資，關鍵是管理費用低。當沒有用核心基金的市民，經過一段時間之後，發覺這些簡單而收費低的核心基金，表現不差於其他於 MPF 內的基金時，便會愈來愈多市民使用核心基金。核心基金會帶來競爭，「倒迫」其他基金長遠減價。

筆者建議，資產配置當然會隨「人生階段」（年齡）而改變，但假設於同一年齡群，核心基金的資產配置應該是一樣的。要做到簡單的資產配置，資產的種類只需要是三類：環球股票，環球債券和現金（或是 money market funds）。坊間有不少的學術研究，也有理財顧問和精算師，能為政府提供一個因應年齡和這三個資產配置的方案。關鍵是，最後的方案必須是統一的，每個積金商（MPF 提供者）都用同一個核心基金的資產配置。

進一步來說，雖然「核心基金」營運方案仍須諮詢業界及市民意見，但筆者並不贊成由積金商各自設計推出「核心基金」，就算它們依照有關特點規定去設計，最後結果都會有所差別，以致不能「蘋果與蘋果」比較，反而讓積金商有藉口去調高收費。

其實強積金難得又有改革，筆者認為政府理應擔當重要角色，最好由政府主導的全球遴選機制（投標過程），選出認可(1)提供資產配置的顧問；(2)基金投資機構。這才可以使不同強積金計劃內設有同一個由政府認可的「核心基金」供打工仔選擇（當然會隨年齡調整）。

由於投資者一般素有 Home Biased 的投資盲點，只喜歡投資港股，因此「核心基金」無論是股票或是債券部分，都應該用環球指數為目標，才可以真正達到分散風險，提高風險回報。

最後，也是最重要的，就是核心基金的組成。「核心基金」目標是降低成本及收費，基金設計應以被動式管理（Exchange Traded Funds，簡稱 ETF，「場內交易基金」）為主（尤其是股票部分），追蹤某些特定的指數。本港著名的例子如盈富基金（02800），由於表現與恒指掛鉤，不需要基金經理主動操作，故能節省大量管理費及交易費（總開支比率只是 0.1%），而且投資表現亦未必輸給主動式基金。

根據傳統上的「有效市場理論」（Efficient Market Hypothesis），價格已經反映了市場資訊，而且，又由於相關的 Random Walk Hypothesis，過去價格的波動對未來價格是沒有任何預測作用，因此，不可能有一個固定的方法去捕捉價格上落的方法，尤其是那些眾所周知的圖表。所以，不少經濟和金融學者，都會建議投資者買和大市同步的指數基金（ETF），包括著名的耶魯大學 Endowment Fund 的基金經理 David Swensen。

主動式基金 先跑贏後輸凸

耶魯大學管理學校基金的著名基金經理 David F. Swensen 就在他的書

《Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment》，舉了不少例子，印證了通常那些在好市時候跑贏的主動式基金，都會在市況扭轉後，輸凸很多，甚至血本無歸。而衡量一個基金或基金經理最大的難度是甚麼呢？一般常見的評級方法，主要是依靠基金過往表現，包括看提供基金評級的機構資料；但小孩也有聽過這一句：「過去表現不反映將來。」不能靠過去表現來評估基金，但似乎市場上其他可靠的指標更少，難度就在於此。

過去表現不可靠之處是：當市況好的時候，基金表現也突出，往往能跑贏大市。惟投資者要問的是，這個大幅跑贏大市的基金是「勁些」，還是「勇些」？用簡單的金融術語，「勁些」即是 **Alpha**，就是在市場回報以上賺取額外的回報 (**Excess Returns**)；而「勇些」即是 **Leveraged Beta**，就是在透過加大市場回報和風險而賺取一個倍大或槓桿化的回報。

根據美國一些研究報告指出，不少主動式管理基金在扣除管理費後，只有 **20%** 是跑贏大市的。這就帶出另一個問題，就是我們買主動式基金的時候，能否買到那 **20%** 優於大市的基金呢？如果答案是否定，那只要買追蹤大市的指數 **ETF**，便更有效獲得理想回報。

資金池做更大 業界市民雙贏

追蹤指數基金或是 **ETF**，有些人貶稱為「懶人基金」，筆者認為他們既然收費低，回報不會跑輸大市，實在應稱為「精人基金」；善用「精人基金」，才能有效改革「強迫金」。

總的而言，筆者認同引進「核心基金」，是改革 **MPF** 的關鍵；這對普遍市民的退休理財和公共財政，影響深遠。有說，由於上限的額度較低，**MPF** 現時只是佔退休理財一個小的份額；而且，任何的改革都會對基金業界不利。筆者的看法是，改良 **MPF** 後，便可以爭取市民對 **MPF** 更大的支持，尤其當看到核心基金表現其實不錯，對退休理財有實際的幫助，到時候，**MPF** 的上限便可以更高，整個「餅」（資金池）便可以做得更大，長遠才能有望達到業界和市民「雙贏」的一個理想結果。