

指数基金(ETF)是美国资本市场的新宠儿,不到3年时间实现资产管理规模翻一番,约达4500亿美元。与此同时,设计日渐另类的新型指数基金开始遭遇麻烦,这种热门投资工具反而可能拖了投资者的后腿。

# 美国ETF指数基金渐入迷途

尽管指数基金仍是投资工具中的小字号,但上升势头惊人。2007年第一季度,在美国上市的新指数基金已经达110只。与之相比,2007年上市的所有新的传统共同基金只有50只。低廉的收费和税收优惠,令指数型基金吸引了越来越多的个人投资者。最近几个月,一些指数基金的表现开始大幅偏离它们所要跟踪的指标,同时,一些新成立的指数基金的最新收益开始低于回溯测试中的去年同期。

## 指数基金受宠原因何在

为了吸引更多投资者,指数基金的管理者不断推出新品种,将市场分割得越来越细,越来越另类。IndexIQ公司最近向监管层申请,一下子推出20种针对个人投资者的指数基金,其中的IndexIQ消费者忠诚度领袖大盘基金(IndexIQ Customer Loyalty Leaders Large Cap Fund),是专门跟踪那些消费者忠实程度最高的公司。

IndexIQ的首席执行官Adam Patti说,消费者忠诚度是一种可以给公司增加大量价值的无形资产,“这些产品并不专业化的,但是多样化。”从公司的大小到投资的风格都会被他们选做跟踪的指标。

指数基金的好处,不仅在于低廉的收费和税收,还在于它们能经常对资产构成进行更新,而且更容易买卖,因为它们可以全天在公开市场上销售。但是一些新出现的指数基金开始不具备这些优势。这些新兴指数基金的表现常低于预期收益。研究者们利用过去的数据来测试新基金的表现如何。这些回溯数据是投资者考察基金质量的重要依据。

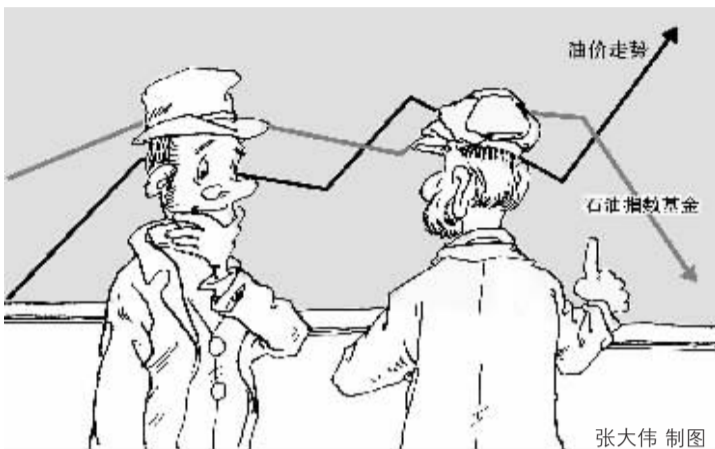
WisdomTree High-Yielding Equity指数的回溯数据表明,在几个时段内他们的年平均收益都比Russell 1000 Value指数要好,而且10年平均的收益也要比后者高3个百分点。但是从2006年开始到今年3月底,跟踪WisdomTree指数的基金反而落后于Russell 1000 Value基金0.5%。而WisdomTree投资公司和PowerShares资本管理公司所发行的基金都没能超过回溯的数据。

## 油价指数基金出现偏差

指数基金的鼓吹者指出,这类新基金是非常重要的投资工具,它给了散户进入他们从前不敢或不能涉足市场的机会,比如黄金、石油、国内和国际房地产。这是为什么Victoria Bay的美国石油基金位列最成功的新上市指数基金之列,从去年4月至今,他们已经募集了超过9亿美元的资金。这种石油基金跟踪低硫轻质原油的价格变化,而此类投资对于多数个人投资者来说都过于繁杂。石油基金所考虑的因素包括对原油生产未来的预测和其他相关石油股票的变化。但是自上市以来,该基金的价格降低了25%,而石油价格只降低了10%。

Victory Bay资源调配经理John Hyland指出,这种产品的监管机构登记注册资料可以解释这种收益上的差异,因为它跟踪的是一系列复杂的因素,所以可能和直接的指标有所偏差。

而另一种跟踪油价的Claymore证券(Claymore Securities)旗下的指数基金在油价上升的时候反而贬值,在油价下降的时候反而升值,和他们应呈现的成绩截然相反。这种偏差将



损害投资者的收益。这一偏离出现的原因现在尚不清楚,这些和石油有关的基金收益随着油价的上升而愈加减少。为了吸引更多的客户,它们又必须跟随油价的上升而给股东更多的分红。

WisdomTree去年所发行的20只指数基金中,在上个月末有16只的表现超过了他们所跟踪的指标的表现,“WisdomTree对有这样的表现很高兴,”该公司的研发主管Luciano Siracusan说,“短期的表现并不代表长期的变化。”该公司的网站上清楚地写着,任何投资方式都不会有确定的结果,PowerShares也一直这么说。

## 税收优势还能保持多久

另一种正在浮现出的问题和税收有关,通常指数基金的持有者可以规避其他传统共同基金持有者需要支付的高额资本收益税,因为在基金持有人希望赎回的时候,传统共同基金往往需要卖出一些股票,如果这些

股票已经增值的话,就会产生资本收益。而对指数基金来说,它在市场内部实施换手,当投资者希望赎回的时候,基金不必将股票全数卖出,就不必产生资本收益。

最近一段时间,越来越多指数基金开始向投资者分配资本收益,根据晨星的数据,大约6%的指数基金在去年向投资者发放了资本收益,而在2005年只有3%,其中ProShares Ultra QQQ向基金持有人分配了相对于投资6%的资本收益,ProShares Ultra S&P500分配了4%。这两家基金还希望将每天跟踪纳斯达克100和标普500的收益加倍。为了达到这个目的,它们不仅购买这些指数所包括的股票,还包括期货和其他衍生产品,以进一步增加收益。

ProShares表示,由于它们的投资策略,这两种基金可能不像那些选择单纯的指数基金一样可以有效的避税。言下之意是,指数基金在避税上的优势也正在消失。

## ◆全球

### 20年增长642倍 富兰克林资源成美最牛股

◇本报记者 施俊

上周,美国著名日报《今日美国》为迎接其创刊25周年,特别评选出25年来最值得投资的25只股票,国海富兰克林基金的同门师兄——富兰克林资源(Franklin Resources)压倒思科、微软、甲骨文等高科技公司荣登榜首。据《今日美国》介绍,富兰克林资源的股价在过去的20年牛市中增长了642倍,成为过去25年美国最牛的股票。

资产管理公司成为这份名单中的最大赢家,除了富兰克林资源,伊顿范斯公司(Eaton Vance)与著名投资大师巴菲特的波克夏公司,股价涨幅分占第三与第二十名,正应验了那句老话:淘金不如卖铲子给淘金的人。

据悉,富兰克林资源是全球市值最高的上市资产管理公司之一,和国海富兰克林基金一样,它也是美国著名的富兰克林邓普顿基金集团的子公司。截止到2007年2月底,富兰克林邓普顿基金集团共管理来自128个国家、总市值超过5647亿美元的资产,管理账户超过1700万个。《纽约时报》评选的二十世纪十大投资大师中,富兰克林邓普顿集团拥有三位。

据国海富兰克林基金有关人士介绍,富兰克林邓普顿基金集团在世界各国投资基金已有超过60年的历史,是韩国、印度和巴西等新兴市场中最大的海外投资机构。出于对中国这个新兴市场的重视,富兰克林邓普顿基金集团将利用其全球投资研究平台,协助合资公司不断开发出最适合中国市场的产品和投资者最需要的产品,让中国的投资者也来分享这些成功的经验。目前国海富兰克林基金已经在中国推出了3只不同类型的基金产品——国富收益、国富弹性与国富潜力,均有不俗的表现。

## 过去25年美国十大牛股

排名	股票名称	增长%
1	富兰克林资源	64224
2	丹纳赫	47913
3	伊顿范斯	38444
4	联合健康集团	37672
5	思科	33632
6	国际游戏科技公司	33436
7	生迈公司	30531
8	微软	29266
9	百思买	28703
10	甲骨文	28535

## ◆观点

### 寻找最不像市场指数的十只美国股票基金

# “R平方”策略实现分散化投资

◇Morningstar晨星(中国) 黄晓萍

分散化投资是件好事,但需要技巧。做得好的,可以降低组合风险并推动回报,做错了,就会把钱像傻瓜一样投资出去。

当你开始构建基金组合的时候,稳健明智的做法是从大型股票基金开始,之后再加入小型股票基金和债券基金,后两者的表现会和前者有所差异。当然,分散化投资需要更多的技巧,因为你所面对的领域会更加模糊,其中有些基金的波动相当大。有人建议加入商品基金,例如能源或者贵金属基金。这些工具和代表市场的标普500指数很不一样,也是不错的想法。

分散化投资的另一种方式是买入更多的表现与市场很不相同的传统股票基金。这类备选的基金不同,但在晨星按照投资风格箱的九种分类中,可以找到一些与标普500的R平方系数很低的基金。

R平方(R-squared)是衡量一只基金业绩变化在多大程度上可以由基准指数的变动来解释,以0至

100计。数值越小,说明业绩基准变化与基金表现的相关性越低。标普500指数基金与标普500指数的R平方为100,而一只货币市场基金与该指数的R平方为0。在晨星网站基金快报的风险衡量部分可找到R平方的数值。

大部分的美国股票基金关于标普500指数的R平方都在75及其之上,但也有少部分基金的相关程度很低。若要与大市表现不同,基金必须集中于某些个股、行业或两者兼而有之。因此,一只基金如仅持有科技股和房屋建筑类股票,虽然会与市场指数的股票有些重叠,但当资源或者金融行业出现大的波动时,对基金的影响很有限。考虑这些基金集中在少数个股或者行业上,大部分低R平方的基金在投资人组合中所占的比重应当控制在资产的10%以内。

在美国的国内股票基金中,我们试图找出R平方在40以下者,并过滤掉那些看似靠不住的基金。在此基础上,把资产规模小于1千万美元、营运费率高于2.00%的基金删去(见附表)。

附表:10只R平方值最低的美国基金

基金名称	R平方值	持股风格
EquiTrust Value Growth	16	把部分资产投在大股票上,也拥有价值和成长类股票。然而,这只基金在标普500的股票之外,还有不少现金、矿产股和小型股票;并且其在一些大的行业如金融上的配置是很少的。从过往年度回报看,可以发现其与市场表现之间的差别。该基金2006年回报落后于标普500指数5个百分点,2005年则战胜指数1.1个百分点,2002年战胜指数超过10个百分点——那可是熊市最低迷的时候。
Pinnacle Value	17	从持股风格属于晨星投资风格箱的最左下角——小盘价值型。该基金绝大部分持有的是超小盘股票并采取深度价值挖掘的选股思路。这当然与标普500指数的表现大相径庭了。
CGM Focus	20	基金经理Ken Heebner是位机会主义投资者,四处寻觅便宜的股票,出手投资的时候充满信心。其一些最大的筹码是钢铁、通信、投资银行和石油服务类股票。但别指望其总是停留在原地。该基金换手率达到333%。并且,基金经理还有时候做空股票——这就更使之愈发不像市场基准了。
Gabelli ABC	24	基金经理Mario Gabelli在并购交易未完成前买入并购目标股票,以求通过市场价格与并购实际交易价格的价格差来赚钱。当然,标购战可以帮助基金赚钱。另一方面,并购目标股票价格变化更多建立在并购交易前景和变化的基础上,市场变化反而对这些股票影响很小,这就是R平方很低的原因。并且,该基金经理在没有足够好的备选股票时宁可持有现金。
Sequoia	25	该基金有些CGM Focus与Gabelli ABC的交集色彩。其有些类似前者的高集中度,但换手率远低于此也降低了风险。首席基金经理Bob Goldfarb把基金资产的29%投资于伯克希尔·哈撒韦公司(Berkshire Hathaway),其余资产的投资思路也很像巴菲特的风格。他寻找有长期竞争优势且股票价格合理的大公司,之后在很长的时期内持有。
Becker Value Equity	29	在配置上非常偏重于工业原材料和消费品,使其与市场基准表现不同。
Philadelphia	30	仅持有28只股票,且几乎都是公用事业、能源或者金融类股票。
Copley	30	基金经理Irving Levine在位已经第30个年头了,其把51%的资产配置在公用事业,把22%的资产配置在能源行业。
JHancock Large Cap Equity	31	专注于投资大型股票,因此投资人似乎可以将其当作核心组合。但是,分析其行业配置则令人感到惊奇:32%的资产投在工业原材料,31%在能源,并且有35%的资产是投资在海外市场。这些都是大筹码,但迄今为止基金经理Tim Keefe运作得颇为流畅。这位基金经理曾于1996年—2000年期间在任,此后于2004年重返执掌印。
Fairholme	34	基金经理Bruce Berkowitz的选股思路深受巴菲特影响。其组合集中、低换手率、很少越界。该基金偏离标普500指数的原因是其组合中仅有21只股票并且有17%的比重投在伯克希尔·哈撒韦公司。

财富源自前瞻™  
GAIN FROM OUR PERSPECTIVE™  
富兰克林资源资产管理公司  
FRANKLIN RESOURCES