

索羅斯如此說

試問假若一基金全年持有現金水平達50%，怎可能跑贏大市？操作對沖基金最困難的是能否掌握市場轉捩點，及有足夠信念以最快速度和最短時間內調整組合配置。

祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在星展，法興，瑞銀及軟庫金匯等投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011



對沖基金大王索羅斯 (George Soros, 見圖) 上月於瑞士舉行的世界經濟論壇 (The World Economic Forum) 期間接受了傳媒訪問，認為投資於對沖基金的機構投資者，應預期業界會有較差表現，部分源於行業的高昂費用。

加上由於對沖基金已成為市場的一股巨大力量，所以作為一個群組很難跑贏大市。此外，對沖基金表現受阻，因為很多基金經理不願意接受風險。他認為不可能持續地以低波幅去跑贏大市，他跑贏大市30多年 (年回報達20%)，但表現並不是低波幅。

回報風險成反比

事實上，HFRX (一個廣範的全球性對沖基金指數) 於2012年只上升3% (相對標普500指數同期上升13.4%)。按Hedge Fund Research的統計數據，行業頭10%的基金經理去年回報可超過30%，但高達三分之一基金虧損，包括以次按危機及金融海嘯一戰成名的沽神保爾森 (John Paulson)，旗下一基金去年虧損達14% (2012年已虧了35%)。

以低波幅，低風險去爭取高回報幾乎是每一個對沖基金經理，每天24小時都在思考的問題，但事實上風險和回報往往是反比關係，所以業界很多時是以調節回報 (Adjusted Return) 例如夏普比率 (Sharpe Ratio) 作比較。夏普比率即組合回報減無風險利率回報，再除以標準差。更準確的比較，其實需要以10年以上的基金往績去分析，觀察基金於不同周期或宏觀環境下的表現。

跑輸大市之謎

2012年對環球宏觀策略的對沖基金

(通常她們的資金規模最大，動輒超於100億美元) 最為艱難，受制於各地央行對市場的干擾，以追蹤趨勢為主的基金經理均對市場缺乏方向感，無膽持重長倉或淡倉。去年表現佳的宏觀基金主要是押重高息垃圾債券和歐豬主權國債。上落市令不少基金不停犯錯，例如股市上升則加倉或砍淡倉，股市下挫則止蝕或增加拋空。

香港的本地對沖基金大部分以中港長短倉策略為主，去年大部分同樣跑輸恒指回報。由於2011年歐債危機的影響，大部分本地對沖基金於去年上半年均持有極高現金水平或低淨持倉 (Net Exposure) 比例，而長倉均以大型股或低波幅股 (Low Beta) 為主。這種組合於上落市期間還可以勉強跟蹤大市表現，但遇上去年9月至12月的大升市，如不及建長倉，減少淡倉或增持高波幅或中小型股者，一般到年底時都會跑輸大市。

試問假若一基金全年持有現金水平達50%，怎可能跑贏大市？操作對沖基金最大的難度是能否掌握市場轉捩點，及有足夠信念以最快速度和最短時間內調整組合配置。筆者旗下基金去年頭8個月淨持倉只有70%左右，最後4個月提升至90%多至100%，加上增持的股票以中小型股為主，所以最後才得以於2012年表現優於恒指。RM

