

基金規模太大時，本身已成了市場的一部分，所以很難優於大市。

對沖大王老貓燒鬚

早一陣子路透社報道，全球最大的對沖基金Bridgewater Associates(管理1,500億美元資產)的全天候基金(All Weather Fund，約700億美元規模)於今年上半年下跌若8%(5月下跌5%後，6月再下跌近6%)，令投資界大感意外。

其創辦人及基金經理達利奧(Ray Dalio)多年來戰績彪炳(去年上升14.7%，而過去3年則上升34%)，其設計的「風險同等」策略，透過投資15種以上無關聯性的資產，一直能做到自動對沖，不論股票跌/債券升或股票升/債券跌，亦即是所謂「Risk-on」或「Risk-off」，基金均可獲得正回報，多年的戰績已證明其策略能經時間考驗。

金融市場瞬間幻變

其組合設計基於四大經濟原則：上升增長、下跌增長、上升通脹及下跌通脹。其組合內不同資產，在每種情況下均能有所表現，所以可以將風險平均抵銷。問題是5月、6月幾乎所有資產類別皆遭拋售，股票及債券更少見地同時下挫(主要受美國聯儲局退市期望及長債孳息上揚影響)，所以其對沖功能突然失效。基金持重倉的通脹保障國債，在6月就下跌4.5%(2013年上半年累計下跌達8.26%)。

從這例子再一次看到金融市場的迅間幻變，世上的確很難有長勝不敗的基金。不同的對沖基金投資策略，在不同經濟周期和宏觀環境下表現互異，有些追求長期平穩及低波幅的回報，有些則強調在牛市時跑贏大市。因全天候基金體積龐大，操盤者就算看透後市，一時三刻也難以轉身調整組合。

基金規模太大時，本身已成了市場的一大部分，所以很難優於大市。加上對沖基金收取2%的管理費，加20%表現費，扣除其他行政開支後，淨回報率已經打了22%以上的折扣，這解釋了為何大型對沖基金在牛市期間一般均跑輸大市，反而在熊市時卻能跑贏(因為對沖部分減少了下跌風險)。

選長綫回報優異者

有很多精明的基金中基金(Fund of Funds)寧願投資中小型的對沖基金爭取回報，因為他們可靈活地改變組合內資產配置而不影響回報。常常聽見業界外的朋友聲稱自己持有某隻藍籌股(例如滙豐控股(00005))回報勝過大市和大部分基金，所以不須投資基金，這說法其實有很大謬誤。

基金代表一個投資組合，包括現金及所有能提供投資的資金。個人投資某幾隻股票並不代表其投資組合，因為個人計算股票回報時，通常不包括其他現金存款和資產(例如債券外匯及結構產品)，以及交易成本。通常作出這種比較時，也只看短期表現，忽略中長綫的回報率比較。

此外若比較長期表現，很多出色對沖基金的調整回報(經調整市場波幅後)，如夏普比率(Sharpe Ratio)，其實是遠勝市場指數。所以最成功的基金經理皆是擁有長綫紀錄者，而並非某年或某季回報冠軍者。機構投資者如基金中基金或大學捐贈基金(Endowment Fund)，很多時觀察對沖基金經理3年至5年以上的業績才決定是否投放資金，以避免錯誤投進靠運氣或利用高風險博取短綫回報者。■

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

