

基金經理要有表現，不能只看對一次，而是要大部分時間看對，小部分時間看錯；看對時注碼要夠大，否則對組合回報沒有意思。

# 成王敗寇

**最**近彭博一宗報道指，由前Oppenheimer明星分析師Meredith Whitney於2013年11月成立的Kenbelle Capital旗下American Revival Fund，因為表現欠佳(去年10月連續8個月回落。截至去年11月，全年下跌了11%，相對對沖基金同期平均上升2%)，最大投資者要求提早回贖4,600萬美元(差不多是基金的總資產值)，基金隨時要關門。

## 管理基金殊非易事

Whitney成名之作是於2007年當銀行分析師時，準確預測花旗銀行削減派息和集資，及看淡銀行、金融板塊的前景，隨後即出現次按危機及金融海嘯，令她聲名大噪。《紐約時報》甚至宣稱她是紐約市50位最有影響力的女性；著名金融作家Michael Lewis在《The Big Short》一書中稱她為預言家(The Prophet)。

Whitney指美國中部14個州未來10年的經濟增長，將會兩倍於全國平均值，所以集中投資那些地區。但其基金成立後的14個月，按羅素2000指數計算，中部及沿海公司的股價升幅均為10%，沒有差異。2010年Whitney於《60分鐘時事雜誌》內預測數以千億美元計的市政府債券將會違約，最後不但沒有發生，而且表現良好。

要由賣方分析師轉型為成功的對沖基金經理並非易事，分析師的建議就算錯誤，只要故事動聽，理據充足，演說精采，還是可以吸引很多聽眾。假若堅持錯誤建議，直到周期轉變，錯甚至可以變成對。過去一些著名分析師，一直堅持自己對市場或某板塊(例如地產)的信念，直到有一天對了，就變成預言家。

但在投資領域裏，看錯一天也可以造成重大損失(例如在瑞士法郎與歐元脫鈎前一天沽空了前者)，所以在投資領域裏，時間的把握重於一切。基金經理要有表現，不能只看對一次，而是要大部分時間看對，小部分時間看錯；看對時注碼要夠大，否則對組合回報沒有意思。

投資者如何評估基金，乃是建基於每個月淨回報，所以客戶不會容許基金經理長期堅守一個輸錢的信念。此外，大部分分析師只懂一、兩個板塊，選股範圍及能力有限，而且分析師的訓練太着重公司細節，缺乏對大環境、宏觀經濟及資金流向的觸覺，往往墮進價值陷阱，又或轉身太慢。

## 規模不同策略應異

另一個分別是，對於分析師，基本面好的公司才是好股票；對於基金經理，所有上升的股票都是好股票。對沖基金成立初期，因為要爭取業績吸引投資者，所以必需冒較大風險及比較進取，但不幸遇到股災或大升大跌的市況，風險過高隨時變成了重大虧損。規模大的基金在市場欠佳時可以盡量保守，因為管理費收入大；規模小及剛創業的基金假如太保守，爭取不到表現，管理費收入可能連固定開支也覆蓋不了。

Bill Ackman創辦的Pershing Square Capital Management旗下維權基金表現於2014年位列所有大型對沖基金(10億美元規模以上)之首，去年首10個月上升約32.8%，管理資產規模由去年初的115億美元增加到180億(2013年回報上升約10%)，下期筆者會分析他去年成功之道。■

## 祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在外資及本地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。後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

