

# 對沖基金

近來，因為對沖基金 TCI 大手買入香港的領匯房地產投資信託基金，令不少人留意到對沖基金的活動。要了解對沖基金，首先應該了解它的歷史。據說最早期的對沖基金是在 1949 年，由一位名為 Alfred Winslow James 的人所成立。他於 1923 年畢業於哈佛大學，二次世界大戰曾擔任外交官及記者。於 1948 年於哥倫比亞大學取得博士學位，之後在「財富」雜誌工作。

1948 年當他替「財富」雜誌寫一篇有關投資及市場預測的文章時，他發覺自己有一套比其他人更有效的投資方法。於是在 1949 年籌集了 10 萬美元的資金（其中 4 萬美元是他的私人儲蓄），開始了他的投資事業。據稱當時他利用沽空的方法，去對沖手頭上其他股票因整體大市下跌時所面對的風險，因此，「對沖基金」一詞才應運而生。此外，這位鍾斯先生亦在兩方面開創了先河。其一，就是利用借貸的「槓桿效應」去增加回報率；其二，就是首創收取基金盈利 20% 作為基金管理費。

最後他的成績如何呢？根據 1966 年「財富」雜誌的記載，這個對沖基金於 1966 年跑贏當年表現最佳的傳統基金達 44% 之多，以 5 年平均回報計算，更跑贏 85% 之多！而且已經是扣減了這基金高昂的管理費，仍有如此回報，這個成績實在令當時的投資市場咋舌不已！亦由於這篇文章，令不少「闊佬」對此投資產品產生興趣，於是不少高手便捨棄高薪厚職，成立了自己的對沖基金。1968 年時，美國曾有

達 200 多個對沖基金，其中不乏熟悉的名字如索羅斯及「股神」巴菲特所管理的對沖基金。

但是好景不常，對沖基金跟著進入了所謂「黑暗時代」，究其原因，就是因為六〇年代末期的大牛市（Bull Market，意思指股市持續向上），令不少基金放棄對沖。試想當時整體投資市場處於長升長有的時候，就算只有小部份基金資產用作沽空，亦會嚴重影響到基金的回報。因此很多所謂對沖基金就放棄對沖，而集中利用借貸的「槓桿效應」去達到提高回報的目的。這種投資策略於 74 年股災的下場，自不待言。不少對沖基金更因此而結業。根據一個 1984 年所做的市場研究，當時只剩下 68 間對沖基金。七〇年代一役的慘烈，可想而知。但是，這一役並不代表對沖基金的末日。於 80 年代，隨著許多衍生工具例如期權及期貨的誕生，基金經理有更多其他的方法去作風險管理。故此，對沖基金不再侷限於利用傳統股票「長短倉」的方法去對沖風險，各式各樣的對沖基金亦開始應運而生。這時候，產生了不少基金界的一代傳奇，如索羅斯的「量子基金」特別擅長外匯投資操作。

另一傳奇人物祖利安·羅伯遜更於他的「老虎基金」及「黑豹基金」中，大量利用期貨及期權去增加回報，加強槓桿效應及作為風險管理的工具。由於新的投資策略，高回報及明星效應，對沖基金再一次吸引投資者的注意。

以下和大家討論對沖基金的特點及幾種對沖基金

常用的投資策略。以往，對沖基金一般都會就手上的投資做出各樣的對沖，從而控制風險；但時至今日，不少對沖基金是完全沒有任何對沖成份。由於對沖基金的投資方式五花八門，現今對沖基金跟其他投資產品的界線越來越模糊。但是整體上對沖基金仍是有兩大特點。

第一點，就是一個管理優良的對沖基金，無論投資市場情況好與壞，都能提供一個正回報。這個概念就是所謂「絕對回報」(Absolute Return)。傳統基金由於不能沽空，而且表現不能跑輸大市，所以非常講究「相對回報」(Relative Return)。正因為這個原因，傳統基金經理在投資上有時不能偏離指標指數(Target Index)太遠。故此，當整體大市下跌10%，而你投資的基金卻只跌了4%，你的基金經理可能不斷告訴你這個基金表現如何「優於大市」，儘管這時你的投資組合已有虧蝕……

第二點，就是對沖基金的表現跟其他投資工具應該有一個極低的關連性。簡單點來說，大市升的話，股票升不代表對沖基金也升。大市跌，對沖基金表現可能仍是正回報。這一特點，對減低整個投資組合的風險有非常重要的作用；亦解釋了為什麼有些退休基金也會將一部份資產投資在對沖基金。

那對沖基金有什麼常用的投資策略呢？最基本的投資策略，就是所謂「市場中立」(Market Neutral)的投資方法。這種方法的特色，就是手頭上股票的長倉，會用同等價值的其他股票短倉去作對沖，從而控制風險。舉一例子，你同一時間買入「中移動」，沽出「聯通」；這樣，不論大市升跌，對你的投資亦沒有影響，更妙的就是中國電訊業的行業風險亦可用這

一方法作出對沖。

而現在，這一投資組合的風險就是「聯通」股價的表現遠勝「中移動」。這種投資方法，就是所謂「炒股不炒市」，只要你覺得一隻股票的未來表現會比另外一隻高的話，就可用這種投資策略。善用槓桿效應的話，這一簡單的方法亦可有倍數回報（或虧損）。另一種常用的方法，就是所謂「可換股債券對沖」(Convertible Arbitration)。通常對沖基金會先買入一批可換股債券，然後再按自己的風險取向「照單執藥」。譬如，利率風險可以用沽出國庫債券的方法去對沖，股票風險可以沽出相關股票認股證來控制。但擅長這種投資方法的對沖基金近幾年來可謂艱苦經營，因為利率低的關係，不少企業融資的時候不需發可換股債券已能享有非常低的利率。由於「貨源」有限，炒作困難自不待言。另外一種值得一提的投資策略，就是所為「宏觀經濟對沖」。對沖基金經理會利用自己對利率、政治、國家整體進出口等各方面的判斷，進行各方面的投資。最典型的佼佼者莫過於索羅斯，他於九〇年代初看到英倫銀行的貨幣政策出現問題，於是大手沽出英鎊（據說總額達美金100億），最後令英鎊貶值及脫離歐洲貨幣系統。於此役，他贏了11億美元，及「擊敗英倫銀行的人」的美譽。當然，對沖基金的投資方法絕非只有這寥寥數種，希望這簡單的介紹能令大家對這投資產品有更深認識。

編按：

作者：邱達根（香港玉山科技協會理事、遠東科技國際有限公司董事總經理兼行政總裁）

香港玉山科技協會的資料或入會詳情，請與該會秘書處聯絡

電話：852-2758-6276

電郵：[secretariat@montejadehongkong.com](mailto:secretariat@montejadehongkong.com)

或瀏覽網址 [www.montejadehongkong.com](http://www.montejadehongkong.com)