

如何評估對沖基金的表現

繼上期介紹過一些對沖基金的基本概念，今期我們將繼續與 JF 資產管理零售業務及客戶服務總監謝佩蘭小姐及 Man Investments 香港銷售主管李之秀小姐，討論一些較深入的問題。

(謝：謝佩蘭；李：李之秀)

問： 如何評核對沖基金的回報？

謝： 對沖基金的目標是追求絕對回報，所以並沒有像傳統基金一樣可以與特定的市場指標比較基金表現。一般而言，我們可以參考相對風險的回報表現。方法是利用基金表現波幅計算經風險調整回報 (risk adjusted return)。此外，投資者亦可與專業投資顧問討論及索取更多有關對沖基金回報的資料。

李： 補充一點，由於對沖基金的投資目標以中長線為主，所以參考經風險調整回報數據亦應以中長線為準。

問： 評核個別對沖基金回報時，可否與同組別基金 (peer group) 作比較？

李： 現時對沖基金市場上開始有一些行業指標出現，這些對沖基金行業指標一般有所謂「存活偏差」(survivorship bias)的情況，它們未必包括表現最佳 (原因是加入指標需要收費)及表現最差的對沖基金(原因是這些基金表現欠佳)，加上就算同類的對沖基金之實際投資方法亦可以有頗大的差異，所以行業指標暫時未能為不同的對沖基金作對等及有意義的比較。反而按個別策略，我們會與行內相類似的對沖基金比較。但現階段，投資者可能較少有機會接觸這些資料。

謝： 與同組別基金比較長遠而言是可行的。但現階段由於香港只有 13 隻認可對沖基金，可作比較的基準太小。如果以一隻非認可對沖基金與一隻認可對沖基金比較，則由於兩隻基金在投資權限、槓桿比率、資料披露等各方面均有不同要求，所以亦不能作對等的比較。倘若將來有更多證監會認可對沖基金出現，加上投資者對對沖基金的認識漸漸加深，則同組別基金比較亦是可行的評核對沖基金表現方法。

問： 為什麼對沖基金要收取表現費，而傳統基金卻不設表現費？

李： 原因是傳統基金大部份回報均屬市場回報。例如一隻以恒生指數作指標的香港股票基金之一年回報是 12%，而期內恒生指數亦上升 10%，則可見該基金的回報主要是來自市場升幅。由於基金經理的目標是超越市場指標，所以傳統基金的回報在某程度上並不是來自基金經理的投資技巧。相反，對沖基金大部份回報卻來自基金經理的技巧。所以若對沖基金能為投資者帶來應有的回報，基金經理便可以收取表現費，否則的

話，他們也不可收取這項收費，所以表現費是一項很公平的收費機制。

謝： 其實，相對傳統基金而言，很多收取表現費的對沖基金都會相應調低管理年費或其他相關費用，所以投資者應以整體收費水平來比較對沖基金的收費，而不應單看其中一個收費項目。此外，表現費一般是採用「高水位」的模式而釐定，即基金要達到指定回報才可以收取表現費，而一般這個指定回報水位只會向上而非向下調整。

問： 你們對對沖基金中的基金之多層收費結構有何意見？

謝： 由於對沖基金中的基金會挑選及監察子基金，所以除了子基金的管理費外，母基金亦收取管理費。但投資者卻不應視此為重複收費，因為子基金及母基金的基金經理各有不同的角色及獨特價值所在，所以各自收取管理費也是合理的做法。

李： 也不是所有對沖基金中的基金均收取兩層管理費，例如我們剛推出的產品就沒有兩層收費。此外，一般對沖基金所列出的回報目標都是已扣除費用後的可回報，所以若基金可以達到預期回報目標，則投資者及基金公司均可達到雙贏的局面。

問： 對於那些同時管理傳統基金及對沖基金的基金公司，會否有機會出現同時持有同一隻股票的長倉及短倉之衝突情況？

謝： 很多同時管理傳統基金及對沖基金的基金公司都有機制防止這樣的情況發生。以我們公司為例，在選股方面，我們會把不同的股票分成五個級別。第一與第二級是質素較佳、可作買入及持有的股票；第三、四、五級是質素較次、可作沽空選擇的股票。此外，我們亦設有風險管理機制，監察每隻基金及整體公司的投資組合，以確保同一隻質素較佳股票不會同時出現長倉及短倉的情況。

問： 那麼這兩類基金是由同一組還是兩組基金經理負責管理呢？

謝： 不同的基金公司有不同的運作模式。於我們公司而言，這兩類基金都由同一批基金經理管理，而基金經理背後更有一整隊管理團隊支持他們的工作。由於基金經理積極參與傳統基金及對沖基金的投資策略設計工作，所以他們對於如何管理這兩類不同的基金有著十分清晰的概念。此外，每一隻基金都有獨立信託人負責監察基金的日常運作，再加上證監會的規管守則及本公司獨立的風險管理監察，這些都可以完善基金的監管工作，為投資者帶來更大的信心。

問： 為何有些對沖基金會暫時停止接受投資者認購？

謝： 這是關係到投資規模(capacity)的問題。所指的並不是基金經理能否利用更多資金作投資的能力，而是指個別投資策略能否在市場上找到更多

的投資機會及市場能否容納更多投資資金的問題。在某些情況下，若基金經理認為對沖基金的規模已達致一個最具投資效率的水平，而更大的規模卻未必可以帶來更理想的回報的時候，基金便會暫時停止接受認購，直至市場可以容納更大的投資額為止。

李： 此外，基金經理如何計劃整體業務策略也是一個重要因素。的確，投資規模是管理對沖基金時所遇到的難題之一。所以若基金經理可以預算每年投資規模的增幅，他們便可以更有效地控制業務發展的步伐。而這方面於對沖基金中的基金尤其重要，因為若不能把這方面的工作做好，則就算有再多的資金可供投資，基金經理也可能因為未能找到合適的子基金而影響回報表現。

問： **基於投資規模的限制，一般對沖基金的投資客戶相對傳統基金為少，在這個前提下，若一位主要客戶提出大額贖回，會否對該對沖基金造成重大影響？**

謝： 這問題可分兩方面討論。首先是投資規模，對沖基金的投資規模可按市場情況而作出調整，而並非固定不變的。此外，為保障所有基金投資者的利益，基金公司也有一套指引減低個別客戶對對沖基金的影響。例如設定單一投資者的最高可持單位比例，及贖回指令的通知期安排等。一般而言，欲贖回對沖基金單位的客戶須於約 20 天前通知基金公司，目的是給予基金經理足夠的時間就贖回要求調整投資組合。另外，基金經理亦可在資產總值中預留現金應付贖回要求，當然，這也取決於投資分佈安排。

李： 其實在現時總值約 9 千億美元的對沖基金市場中，不少基金均屬規模較小的公司，在極端的情況下，大額贖回可能對這些小型對沖基金的營運造成重大影響。從現時 13 隻認可對沖基金均屬規模較大的對沖基金可見，證監會對認可對沖基金有十分嚴謹的要求，以確保單一投資者不會佔基金的太大部份及保障其他投資者的利益。

問： **投資者是否可以監察基金贖回額的變化？**

謝： 其實出現這類大額贖回的機會並不高，但投資者若有這方面的疑慮，則可選擇規模較大的對沖基金。此外，投資者可以利用基金報表上的資產值，減去市場升跌的影響，從而知道資金流入流出的情況。

問： **對沖基金有何發展趨勢？**

李： 對沖基金市場近年增長特別迅速，一方面是公眾於對沖基金認識增加，另一方面是由於投資市場大幅波動，更多的投資者懂得把對沖基金加入投資組合以分散投資風險。此外，產品類別也趨向多元化發展以配合不同投資者的需要。以香港為例，雖然目前只有 13 隻認可對沖基金，但亦包括了單一對沖基金及對沖基金中的基金等不同的種類。整體而言，我

們認為對沖基金的發展非常樂觀，展望將來，更有預測認為對沖基金市場將會由現時約 9 千億美元的規模，每年增長 20%，那麼至 2010 年，市場便擴展到約 3 萬億美元的水平。

謝： 在香港，對沖基金由一個完全不為投資者所認識的產品，發展至現時不少零售及機構客戶也樂於採用的投資工具，正正代表著市場於對沖基金的認識及信心已漸漸提升。隨著越來越多機構及獨立投資者在投資組合裡加入對沖基金，在需求持續增長的情況下，相信將有更多不同種類的對沖基金在本地市場推出。外國有些研究指可於退休投資組合內加入約 10%至 20%的對沖基金，雖然目前本地對沖基金市場距離此水平尚遠，但我相信將來亦有機會可以達致這個水平。

(另類投資 - 對沖基金，二之二)

香港投資基金公會

網址：www.hkifa.org.hk

電郵：hkifa@hkifa.org.hk