

# 戳破對沖基金的華麗面具

從本質上說來，那個行業就是一些投資專才集中的地方，與共同基金世界並無不同，可是，他們向你收取的費用卻是共同基金想都不敢想的。

【編者按】伴隨金融危機和麥道夫欺詐案的影響逐漸散去，對沖基金又重新成為了投資者追逐的對象。MarketWatch專欄作家亞蘭茲(Brett Arends)指出，其實對沖基金並沒有什麼了不起，整體而言，這個行業的表現其實遠不如一個普通的買進持有投資組合。以下即亞蘭茲的評論文章全文。

現在，對沖基金行業又重新站起來了。

危機結束了。麥道夫(Bernie Madoff)早已被遺忘。金錢又開始流動起來了。

Hedgefund.net提供的數據顯示，上個月，各種各樣的對沖基金總計從投資者那裏獲得了220億美元的新投資，投資增長速度創下了近一年來的紀錄。目前，對沖基金行業控制的總資產規模達到了2萬5000億美元，距離2008年的歷史最高點，差距只剩下了大約六分之一。

真是行業的好時光。

最近這段時間當中，“對沖基金”這個詞曝光率頗高。一些人恨它們，一些人怕它們，一些人羨慕它們，不過更多的人還是相信這些諱莫如深的投機產品是令人激動的，是生機勃勃的，是隱藏著某種永恆的財富秘密。

投資者迫切要求獲得這些產品。為此，他們願意付出不菲的代價：通常是每年交出總資產的2%，再加上20%的利潤——當然，前提是還有利潤。能夠得到這機會的人還覺得自己是上帝選定的幸運兒。

至於那些得不到這機會的人，剩下的只有羨慕嫉妒恨。

可是，對沖基金到底有多美麗？在神話般的外衣之下，現實到底是怎樣的呢？

我決定去研究一下相關數據。

毋庸贅言，這個行業整體而言是非常神秘的，但是Hedgefund.net卻可以為我們提供一個很有權威性的資料庫，其中包括了數以千計的對沖基金。

該公司提供的數據顯示，過去五年當中，對沖基金為投資者創造的整體利潤率為55%。

這一統計將使用各種不同策略的產品都包括在內，比如多空頭基金、全球宏觀基金、風險套利基金、商品和管理基金、債券基金，等等。

這樣的表現數字看上去相當不錯，是嗎？

好吧，下面我要做的就是，將這一對沖基金標準利潤拿來和一個任何“傻瓜”都能夠創造的基本投資組合進行比較。

我希望盡量避開任何繁重的數據和回溯測試，於是我決定選擇自己能夠創造的最簡單的投資組合，一個哪怕你對市場的價格和價值一無所知，對廣大世界的發展一無所知，對未來可能的變化一無所知，也能夠創造出來的投資組合。

首先，我確定的資產配置比例是60%股票，40%債券。在股票方面，我按照美國、發達國家和新興市場股市在2006年全球經濟當中各自佔據的份額來分配相應的投資。

這就意味着15%投入Vanguard Total Stock Market(VTSMX)，15%投入Vanguard Emerging Markets Stock Index(VEIEX)，30%投入Vanguard Developed Markets Index Fund(VDMIX)。在債券方面，我假設自己對通貨膨脹毫無任何預期可言，於是我將債券投資平均分配到普通債券和抗通脹債券

當中，相應的工具分別是Vanguard Total Bond Market Index(VBMFX)和Vanguard Inflation Protected Securities(VIPSX)。

然後我需要做的就是，每個季度對整個投資組合進行一次重置，以確保各種資產配置的比例和我最初的設定保持一致。

就是這麼簡單明了，甚至有些乏味。儘管有些專家認為，散戶投資者應該持有5%的黃金，但是我拒絕，因為雖然黃金價格這五年漲了不少，但是這會讓我的計算工作變得麻煩。

這樣一個投資組合是任何人都可以擁有的，現在哪怕是你的老祖母都可以輕而易舉地在線上構築一個。沒有人會拿這樣的投資組合當作是閑談的話題。費用，已經基本上可以確定是最低限度了。

我使用湯森路透提供的Lipper Horizon服務來計算表現數據。

結果顯示，在過去五年間，這一傻瓜版投資組合的回報率為32%，而對沖基金的平均回報率為55%。

對沖基金贏了，不是嗎？

很遺憾，確實不是。

首先，所謂對沖基金“平均”表現，其實因為少數大玩家而受到了巨大的扭曲。比如說，你和蓋茲的“平均財富”是大約100億美元，但這對你有什麼意義？

或許，我們真正該使用的數據是對沖基金回報率的“中值”。所謂中值就是將所有對沖基金按照表現排序，選取最中間的那一支的回報，這才是最具有典型性的數據。

過去五年間，這一數據是41%，較之55%已經低了不少，可還是高於32%。

這一次是對沖基金贏了吧？

還不是。

首先，大約五分之一的對沖基金表現不如這一投資組合，而更大的麻煩還在後面。

對沖基金的世界是旋生旋滅的世界。經理人總是投入重註，如果押中了，他們自己也大賺特賺，而如果押空了，他們分鐘都會關張走人。這就像扔銅板，正面是他們贏，反面他們也不輸，大不了換個銅板再來過。這就是對沖基金行業分鐘都在不斷“推陳出新”的現實。

這樣一種現實，簡單的表現數字是無法體現出來的。這是因為那些開張的經理人們，開張就意味着他們的表現數據會被從資料庫中徹底清除掉。換言之，徹頭徹尾的失敗是不在這些數據以內的。

你聽著那樣的數字，覺得了不起，正是因為數據只計算活下來的人們。

比如說，前面我們提到的41%的回報率，是大約1400支一路平安走過了最近五年的對沖基金所提供的。

可是，Hedgefund.net會警告你，在這五年時間當中死掉的對沖基金的數量要比活下來的多得多。

那麼，有多少對沖基金死掉？大約3000支。

這不是開玩笑，死掉的是倖存者的兩倍，它們已經從數據追蹤者的雷達上徹底消失了。

就是如此。

有一天，當一支對沖基金拿借來的錢進行的豪賭失敗，市場就會遭



遇到又一次雷曼兄弟倒閉那樣危機，在所有人都在抓狂的時候，基金經理人只要卷鋪蓋走人就行了。

如果有人對你說，這些基金關張是因為它們表現太好，你會相信嗎？

好吧，我們還是面對現實吧。如果那些死掉的基金錶現糟糕，那麼我們就有理由猜測，對沖基金行業的真實回報水平要比我們所預想的糟糕很多。

我將用一些數字來說明。根據我的及算，整個共同基金行業的實際回報率想要和傻瓜投資組合打個平手的話，那些死掉的對沖基金必須創造出至少21%的平均回報率。

21%，這就是對死者的要求。

它們做得到嗎？這樣的表現會關張嗎？答案是，哪怕是在生者當中，也有四分之一的表現達不到這一要求。

至此，我們不難得出結論：一支具有典型性和代表性的對沖基金在過去五年間的表現很可能不如傻瓜投資組合，不，不是不如，而是糟糕得多。

於是，我決定再去看近十年的表現數據。

事實上，能夠有這麼長壽命的對沖基金確實不多，Hedgefund.net追蹤到的大致是500支。真不知道它們是怎麼活下來的。

這些活下來的對沖基金，表現是平均回報率204%。換言之，你的投資會變成當初的三倍。不過，和五年數據一樣，這裏的“平均”也是被扭曲的。

典型的對沖基金，即回報率中值是133%。

這樣也是不錯的，你的投資翻了一番還多呢。那麼，傻瓜投資組合怎樣了？

答案是十年回報率94%。

當然，應該補充的是，因應2001年的全球經濟情況，對這一投資組合的具體構成做了一點調整。無論怎樣，對沖基金還是贏家，是嗎？

又一次，細節是魔鬼。

三分之一的對沖基金錶現比這要糟糕。而且，和前次一樣，我們這次測量的對象還是那些倖存者。

Hedgefund.net提供的數據顯示，那些2001年在運作的對沖基金當中，75%都已經倒在了這十年的路上。具體說來，當初追蹤的基金有2229支，而十年之後只剩下了535支。

根據我的計算，那些死掉的基金必須交出大約60%的回報，才能確保對沖基金和傻瓜投資組合打個平手。

可是，哪怕是倖存者，也有五分之一無法越過這一門檻。

現在，是時候戳破對沖基金神秘的面具了。從本質上說來，那個行業就是一些投資專才集中的地方，與共同基金世界並無不同，可是，他們向你收取的費用卻是共同基金想都不敢想的。

還羨慕嫉妒恨嗎？何必浪費那寶貴的時間？

編譯：子矜

譯文源自：新浪財經

【本報特稿】本週國際現貨金價以1428.30美元開盤，最高上試1465美元，最低下探1427.2美元，截至週五午盤時分報收1463.1美元，較上個交易週上漲34.8美元，漲幅2.44%，動態週K線呈現一根突破近四周盤整格局，再創歷史新高的中陽線。白銀在上週強勢整理後，至週五午盤再度大幅上行約

家的通脹。如果出現這樣的情況，筆者絲毫不會感到奇怪。看看美國日漸增高的債台，還要大幅減稅，這種情況只能進一步惡化美國債務。而貨幣注水不僅能繼續刺激經濟復甦，還能在實質上稀釋債務，以及通過通脹手段惡化競爭國家的複雜環境，可謂“一箭多雕”。故如果美聯儲再度QE3，筆者絲毫不



## 金銀繼續成為勇敢者樂園

5%，逼近40美元整數大關。

從當前貨幣政策、政治、金融環境來看，我們認為黃金與大宗商品市場的牛市有望延續。但近期金銀市場的瘋狂只屬於勇敢者，黃金ETF與對沖基金在白銀市場斬獲不菲，在黃金市場沒有撈到多少好處。即當前黃金市場的牛市更像是一個依靠散戶熱情推動的市場，而主力機構似乎成了旁觀者。對於這樣的市場，當持續到一定階段，我們認為再繼續參與已不太合適。階段性勇敢者擊鼓傳花的遊戲還能進一步延續到怎樣的程度，我們拭目以待。筆者以為，在當前市場階段，再度吸引眾多機構進場推升金銀價格的可能已經不大。

當然，這並不代表機構不再看好金銀市場，它們依然看好，但需要耐心等待充分調整後的進場機會，而不是追漲為散戶接力。當前貨幣、經濟、金融、政治環境仍將構成商品、黃金牛市大環境。

從經濟環境來看，美國量化寬鬆取得了很好成效，儘管復甦呈現結構不平衡現象，但總體經濟復甦趨勢良好。經濟數據方面，美國3月季調後非農就業人口增長21.6萬人，預期增長19.0萬。美國3月失業率為8.8%，預期8.9%，為2009年3月來最低水平。一份非常靚麗的就業數據報告：美國3月ISM非製造業指數57.3，預期59.8。此外，美國房屋市場延續低迷。在筆者看來，美聯儲會延續量化寬鬆的貨幣政策來繼續刺激經濟復甦，儘管美國量化寬鬆已經為全球帶來了非常明顯的通貨膨脹，但通脹問題不是美國2011年考慮的問題。近兩個月美聯儲內部之間多了對通脹前景、持續寬鬆貨幣政策的必要性分歧加大的言論，但在筆者看來，這不過是對深受通脹之苦的非美國家表演的台詞。美聯儲內部未必真對寬鬆貨幣政策有多大分歧。面對量化寬鬆取得的經濟復甦成效，以及由此引發的全球通脹，如果美聯儲內部表達出一致的認可，甚至歡呼，那必將被非美國家譴責的唾沫淹沒。故美聯儲內部關於寬鬆貨幣政策的分歧可能僅僅是各自“舞台角色”的需要，未必真有那么大。美國經濟復甦的結構性不平衡是客觀問題，故美國存在延續量化寬鬆刺激經濟全面復甦的可能。投資人不宜過分看重美聯儲內部關於寬鬆貨幣政策意見分歧的舞台表演。

目前市場有傳言，美聯儲可能在QE2之後繼續推出可能規模更大的QE3，而將繼續無視全球其它國

奇怪。在作為全球儲備貨幣的寬鬆大環境下，商品資源與黃金的牛市必將得到保障。

此外，日本大地震可能使全球通脹效應進一步疊加。地震之後，日本要進一步釋放貨幣來進行災後重建，將加大商品資源的需求。日本地震後的貨幣釋放規模已超過美國QE2的總體規模，這會進一步惡化全球通脹環境，刺激商品資源維持相對強勢，金銀發揮其抗通脹的保值避險屬性。

政治與其它金融環境來看，中東與北非地緣政治形勢仍存在很大不確定性，對全球能源供應形成概念上影響，也繼續構成貴金屬發揮其保值避險魅力。歐洲金融方面，歐洲央行週四宣布加息25個基點，將利率上調至1.25%，拉開了早於美聯儲加息的步伐，但周四金銀市場沒有形成美元下行與歐元上漲的理應效應。主要因素有二，一是歐洲央行儘管拉開了抑制通脹的升息步伐，但歐洲經濟復甦形勢不樂觀，注定期初的升息不會連續。二是葡萄牙債務危機浮上檯面，對歐元形成負面效應，抵消了歐元升息的利好。甚至從階段性後市場發展來看，葡萄牙主權債務危機可能拖累歐元進入調整，美元被動回升。葡萄牙債務危機對黃金市場存在正反雙重作用力，直接作用力是基於歐元區金融動盪避險

的助力，間接作用力是美元可能被動上行對黃金市場構成壓力，目前還沒有看出哪個作用力成為影響黃金市場的主力。葡萄牙周三向歐盟提出給予財務救助，據該國即將卸任的總理蘇格拉底稱，葡萄牙財政狀況已經難以為繼，請求救助已經不可避免。歐盟決策者們早些時候暗示，葡萄牙將至少需要800億歐元。如果美元面對葡萄牙債務危機沒有上漲的反應，這對黃金市場是個利好。

但本輪金價的上漲似乎顯得比較被動，金價的上行似乎更多依賴於消息面牽引，中小散戶跟風推動，而基金似乎總是處於踏空狀態。故近幾個月，儘管金價多次創歷史新高，但創新高後的走勢都非常勉強。常常在創新高後即誘發市場大幅回調，而白銀市場的運行似乎更有戰略性，銀價延續了10年7月啓動以來的牛市，基金在白銀市場的運作也很流暢。故就黃金市場而言，除了受近階段性相對有利的消息面提振以外，白銀市場的強勢也形成關聯牽引。基金在黃金市場儘管準備不充分，但金價依然延續了較好的上漲態勢。

從銀價運行技術面來看，銀價從10年7月的17.31美元啓動以來，上漲幅度已經超過100%。以銀價年前17.31~31.22美元的第一階段上行來看，其波段上行的138.2%黃金分割位在36.53美元，該價位在此前三週發揮著很強的作用力，阻礙著銀價進一步的慣性上漲，突破該阻力後，該波段進一步上行的161.8%黃金分割位在39.82美元，再結合40美元的整數大關，筆者以為將存在更強的作用力，甚至可能構成階段性銀價上漲的最後終極。故階段性而言，請投資者留意銀價在39.82~40美元附近可能遭遇的阻力。如有美好風景得意外延續，保持欣賞姿態可能是較理性的選擇，繼續與狼共舞儘管刺激，但卻危險。

作者：本報特約撰稿人楊易君，威爾森投資資訊有限公司首席分析師

從黃金ETF的運作來看，全球最大的黃金上市交易基金(ETF)SPDR Gold Trust似乎完全踏空了本輪金價的上漲行情。週三進一步將黃金持倉降低至1205.467噸的數月低位，儘管週四又在幾乎相同的價位再度回補11.742噸，絕對持倉仍處於數月低位。毫無疑問，SPDR完全踏空了自1308美元以來的回升行情。而對沖基金的運作情況也差不多，近一個半月，對沖基金內部發生了基於多空分歧後空頭三次集中止損的情況，這種情況如果發生在往年，早已引發金價的明顯調整。但在銀價迭創新高的強勢提振下，金價仍被動形成突破。

基金在白銀市場的運作體現出相對一致的戰略思路與手段。目前白銀的牛市是10年7月啓動以來的牛市延續，而黃金年末牛市的運行節奏因年初調整幅度過大已明顯受到影響，這正是近兩月基金內部在黃金市場中的運作產生多次分歧的主要因素。目前白銀處於於階段性牛市運行末段，對沖基金對銀市的引領已經轉移到場外秘密進行，故儘管銀價繼續上行，但基金卻在逐步兌現場內多頭獲利。這種市場階段繼續“勇敢”追漲存在很大風險。如果銀價進入階段性調整，必將拖累本身被動跟隨上漲的金價進入調整。當然，即便發生階段性調整，那也是宏觀牛市中中繼整理，我們重點分析了當前全球貨幣政策環境與通脹前景將繼續構成黃金與白銀的牛市支撐。

階段性而言，繼續追漲的風險巨大。從銀價運行技術面來看，銀價從10年7月的17.31美元啓動以來，上漲幅度已經超過100%。以銀價年前17.31~31.22美元的第一階段上行來看，其波段上行的138.2%黃金分割位在36.53美元，該價位在此前三週發揮著很強的作用力，阻礙著銀價進一步的慣性上漲，突破該阻力後，該波段進一步上行的161.8%黃金分割位在39.82美元，再結合40美元的整數大關，筆者以為將存在更強的作用力，甚至可能構成階段性銀價上漲的最後終極。故階段性而言，請投資者留意銀價在39.82~40美元附近可能遭遇的阻力。如有美好風景得意外延續，保持欣賞姿態可能是較理性的選擇，繼續與狼共舞儘管刺激，但卻危險。

作者：本報特約撰稿人楊易君，威爾森投資資訊有限公司首席分析師

威爾森網址：www.wellxin.com

## 止損是投機藝術的基本功

世界上最大的交易員有一個有用而簡單的交易法則稱為“鱷魚原則”(Alligator Principle)。

成功的交易員在進入市場之前，都在反覆訓練對這一原則的理解程度。這源自於鱷魚的吞噬方式：獵物愈試圖掙扎，鱷魚的收穫愈多。假定一隻鱷魚咬住你的腳：它咬著你的腳並等待你掙扎。如果你用手臂試圖掙脫你的腳，則它的嘴巴便同時咬你的腳與手臂。你愈掙扎，便陷越深。

所以，萬一鱷魚咬住你的腳，務必記住：你唯一生存的要機會便是犧牲一隻腳。若以市場的語言表達，這項原則就是：當你知道自己犯錯誤時，立即了結出頭寸。不可再找藉口、期待、理由或採取其他任何動作，趕緊離場！

其實，不論是股市、匯市、期權交易，其交易技巧都是相似的。“止損”的重要意義只有少數人能“徹悟”，所以也就少數人能在金

融市場上賺錢。“止損”就像一把鋒利的刀，它使你鮮血淋漓，但它也能使你刀不傷元氣地活下去：它可以不擴大你的虧損使你化被動為主動不斷尋找新熱點。在金融市場上生存，有時需要耐心，有時需要信心，但耐心、信心不代表僥倖，不懂得止損的投資者，就輸在僥倖上。僥倖是止損的天敵。止損是投機藝術的基本功。

我們必須深刻理解這項原則，這項原則也是來自於慘痛的經驗。還在90年代中期，我在公司負責管理一塊小規模的資金，在股票上取得較好的收益後，趁著股市調整期，我在商品期貨A上建立一個很小的沽出頭寸。不久價格開始上漲，達到止損位。然而，我當時不僅沒有接受10000元的損失，反而以更高的價格繼續建立一個更大的沽出頭寸。可是，價格繼續上漲。怎麼辦？我仗仗著原材料降價的消息又建立了一個小規模的頭

寸。結果，傳出該商品將減產的消息！我每採取一步挽救措施，情況便進一步惡化。市場這只鱷魚終於飽餐一頓，把我的10000元止損擴大為80000元。這僅僅因為我沒有遵守一項我明明知道的原則。在九九年初，當我所在的公司錯誤地在績優股上開始建倉時，依靠止損的技術迅速將資金轉入低價大盤股獲得了戰略性勝利。

以上我談了這麼多關於止損的內容，全都是建立在投機操作的基礎上的，只是針對投機操作的階段。真正的投資在操作階段不需要止損。我這所以談了這麼多止損的問題，不是鼓勵人們積極投機，而是針對證券市場的現實而言，不信，你可以隨便調查任何一個投資者、基金經理，他們是否真的在證券市場上投資？他們的比例能超過10%嗎？答案是顯而易見的！

投資也有止損，但更多時候叫止盈。投資的止損不同於投機的止損，投機的止損只相對於價格的變化；投資的止損相對於基本面的變化。投資家宣稱真正的投資永遠都不需要止損是不對的，因為，包括巴菲特這樣的大投資家也止損，在哪裡止損？在所投資公司失去成长性時、基本面惡化時，止損！

源自：東方財富網

## 新興市場仍是投資重點區域

面對今年第一季詭譎多變的投資市場，今年第二季該如何佈局？銀行財富管理主管表示，新興市場仍是今年投資重點區域。

滙豐銀行主管表示，新興市場在今年第一季的劇烈波動確實讓投資人出乎意料，特別是高油價，加上今年年初的天候因素及地緣因素(即中東、日本與北非事件)，才使得新興市場投資不如預期。但短期內非經濟因素排除後，今年第二季起，新興市場仍可恢復強勁經濟成長。

除看好新興市場的股市表現，瑞

士銀行主管也認為，新興市場債同樣受惠於經濟成長的帶動下，加上違約率調降，享有的債券殖利率也同樣可期。

星展銀行則指，新興市場對通膨疑慮升高，加上中東、北非地區的政治幹擾因素及油價上揚，造成今年第一季股市面臨相當多不確定性，但依舊看好未來亞洲股市的成長潛力。新興市場雖然受到通膨威脅，但還不至於發生脫序，其次是股市已經歷經修正，投資價值即將浮現，包含中國股市的本益比在最近12個月修正至10.9%、俄羅

斯7%、台灣是12.5%。

伴隨通膨壓力與投資需求，黃金也可做為民眾投資佈局的一環，滙豐預估今年第二季金價將在1,250美元至1,400美元，市場更預估上看1,300美元至1,500美元。

在債券投資策略，滙豐銀行則建議應避開成熟國家的公債，調升新興市場債券。星展銀行則建議，今年第二季民眾在資產配置上，股票約佔63.7%、債券20.6%，並保留現金15.7%。

作者：黃國棟  
源自：台灣《經濟日報》

