

近期，美國國債收益率上升，科技股回調，國內加強校外培訓和電子煙監管，中美外交會談，美國公布《外國公司問責法案》最終修訂版接連發生，儘管對美國大盤影響輕微，卻在無意間形成一場局部的完美風暴，擊垮了高槓桿重倉少數幾隻美股和中概股的基金Archegos Capital和Teng Yue Capital。

注意對沖基金「虎」出沒



▲Archegos Capital總部設在紐約第7大道888號。

路透社

春風夏語



夏春

上述兩家基金的創始人 Bill Hwang (黃聖國) 和諾亞控股首席經濟學家 Tao Li 因為都曾經直接或者間接師承創立了老虎基金的 Julian Robertson，而有着一個共同的稱號「小虎隊」(Tiger Cubs)，至於傳言中的「老虎黨」(Tiger Club) 倒並不存在。

就在媒體驚訝「人類歷史上最大的單日虧損」之時，我只能回想起《富可敵國》(More Money Than God) 一書描述的故事。Robertson 非常喜歡運動員出身的基金經理，經常帶領團隊成員進行攀岩或皮划艇等野外體能訓練。

有一次的訓練項目是在風雨交加中身體懸空，利用安全帶，穿越一個橫跨在山谷之間由三根繩索組成的索橋，下方就是數百英尺的懸崖絕壁，穿越成功者自然就會體會到老闆身上那種無所畏懼的投資家和冒險家精神。

但意外難免出現，有人從索橋失手掉下，被安全帶拉住，旁觀者驚呼大笑之餘，才突然發現他其實少繫了一根安全帶，安全扣即將脫鉤，於是大家手忙腳亂地展開救助。

這段描述的畫面感如此強烈，讓我讀過之後就永遠難忘。留給大家想像的是這一次從索橋掉下去的兩位，會被人救起後東山再起，還是會從此沉淪。

老虎大鱷戰績不相上下

Robertson 和老虎基金留給世人最深刻的印象就是與 George Soros (索羅斯) 的量子基金幾乎同步地在 1985 年做空美元，1992 年做空英鎊，以及 1998 年做空亞太國家貨幣，從而被標籤為「宏觀對沖」基金，但與 Soros 不同的是，Robertson 最拿手的是通過公司基本面研究與在行業內廣泛的人脈關係，以價值投資方式執行股票多空策略。

從 1980 年 5 月成立時的 800 萬美元到 1998 年 8 月鼎盛時期的 220 億美元，老虎基金在扣除費用後的年化收益率為 31.7%，大大高於標普指數的 12.7%，其間只在 1987 年和 1994 年分別取得 -1.4% 和 -9.3% 的收益率。

除了個人和團隊的能力，Robertson 也趕上了美股發展的最黃金的階段，一方面，美國 401(k) 退休養老計劃在 1981 年的推出並逐步普及，資管市場迎來前所未有的機會，股票佔美國家庭配置比重持續上升；另一方面，股市在企業兼併和收

購浪潮的支撐下直線上升，持續利好老虎這樣的股票型基金。

而 Robertson 的厲害之處在於，在股票大牛市的行情下，依然可以找出業績不佳的個股進行做空。以 1984 年為例，標普指數僅上升了 6.3%，而老虎基金的收益率達到 20.2%，超過一半來自於空頭倉位。

不過在投資界，成功可能是失敗之母。Robertson 在做空美元、英鎊和亞太貨幣上的一帆風順，和他後來做空日圓時遭遇虧損形成對比，在 80 年代在個股上做空的經驗，運用到 90 年代末期做空互聯網公司，卻屢戰屢敗，當時泡沫堅硬，越吹越大。

老虎基金 1998 年至 2000 年接連虧損，加上客戶不斷撤資，基金規模從 220 億美元下降到 65 億美元，Robertson 痛定思痛後，決定金盆洗手退出江湖。

可惜的是，Robertson 把資金退給客戶，徹底退出的時間恰好就是 2000 年 3 月，而這恰好就是互聯網泡沫破滅的開始，接下來兩年納斯達克指數跌去了 75%，如果老虎基金扛過去就會成為終極大贏家。

順便說一句，Soros 比 Robertson 靈活，一開始做空互聯網公司不成功，就果斷轉為做多，給泡沫火上澆油；然後又在泡沫破滅前退出，精準踩點，獲利豐厚。但即使如此，Soros 也在當年 7 月把資金退還給客戶，將量子基金改組為家族辦公室。

此前，儘管 Robertson 的投資業績和 Soros 不相上下，但論名氣卻永遠排在後面。之前 Robertson 一直想不明白，到這一刻終於服輸了。

不過，即使算上 1998 年至 2000 年的虧損，老虎基金的費後年化收益率依然高達 26%，20 年投資生涯中 16 年取得了正收益。很顯然，Robertson 戰勝市場，靠的是實力，而不是運氣。

「小虎隊」已擴張至第三代

而另一個可以證實 Robertson 實力的，當然就是他親手調教出來的「小虎隊」的業績。在 2000 年關閉老虎基金之前，就有成員退出後創立自己的對沖基金。老虎基金關閉後，Robertson 將自己的辦公室變成基金經理的創業孵化器，為 29 隻基金提供了種子資金，其中就包括了 Bill Hwang 的老虎亞洲和 Chase Coleman 的老虎全球。

難能可貴的是，雖然 Robertson 自己在科技公司投資上敗走麥城，他卻鼓勵「小虎隊」們投資科技。老虎亞洲和老虎全球都是投資科技的頂尖

高手。實際上，老虎全球最初的名字就是老虎科技。

2008 年的一項統計表明，36 名老虎基金公司的前員工設立了基金，總共管理了 1000 億美元的資金。其中許多基金的名字裏面都包含老虎，除了老虎亞洲，老虎全球之外，還有老虎太平洋、虎眼、老虎司令 (Tiger Legatus)、Tiger Rattan、Tiger Veda 等。

36 名「小虎隊」有一半向對沖基金研究公司 Hennessee 提交了月度收益數據，其為《富可敵國》一書構造的等權重老虎指數顯示，從 2000 年至 2008 年，老虎指數的年化收益率為 11.9%，其中包括了 2008 年 -20% 的收益率。同期美股經歷了兩次泡沫破滅，標普指數年化收益率為 -5.3%，而 Hennessee 編製的綜合對沖基金指數年化收益率為 4.8%，其中股票多空基金的年化收益率為 4.4%。

「小虎隊」更厲害的地方在於 2000 年至 2008 年的年化波動率只有 7.4%，同期標普年化波動率為 15.2%，也就是說，「小虎隊」的收益更高，風險更低。值得一提的是，並非每個「小虎隊」成員都一直成功，Hennessee 的數據就包含了兩隻破產清算的基金，這反而使得指數減少了「倖存者偏差」。

這些年「小虎隊」的規模和數量一直在繼續擴大，2019 年底的一項統計顯示，老虎基金已經直接或者間接孵化出 175 家基金。Robertson 和手下通過自己成立或者為其他基金提供種子資金，創立了 73 個第一代「小虎隊」(其中 42 個依然活躍，31 個因為業績一般或者創始人退休而停止運營)。

第一代的 31 個成員又創立了 90 個第二代「小小虎隊」(Grand Cubs)，第二代中的 8 個成員又創立出第三代 Great Grand Cubs。行業內因此創立了一個新名詞「虎窩」(Tiger Den) 來描述 Robertson 和他的徒弟徒孫們。「虎」出沒注意，也成了對沖基金行業的警語。

第一代「小虎隊」中的翹楚 Viking Global Investors 和 Shumway Capital Partners，也是培育第二代「小虎隊」最多的基金。此外，老虎全球、老虎亞洲、Lone Pine Capital、Maverick Capital 都是「虎窩」中的佼佼者。雖然第一代小虎隊多數和師傅一樣，專注於股票多空策略，但後來者採取的策略逐漸變得更多元化。

毫不誇張地說，在對沖基金行業，挖掘和培育人才方面，Robertson 的紀錄是無可匹敵的，在這一點上他遠遠超越了 Soros。

香港新篇章 創科綻光芒

商道啓迪



冼漢迪

十三屆全國人大常委會第二十七次會議通過關於修訂香港基本法互聯網專業協會會章 附件一、附件二 的議案以完善香港選舉制度，筆者認為這對香港的「一國兩制」回歸初心和行穩致遠至為關鍵，不但能夠終結修例風波以來出現的亂象，更能透過全面落实「愛國者治港」原則，讓香港重拾昔日光輝，還能讓香港在複雜的國際環境中不斷尋求突破，為國貢獻和發揮香港所長。

在嶄新的選舉制度下，我們的業界也因應時代和世界潮流的發展而更名。我們的界別原來稱為「資訊科技界」；事實上，隨着科技發展，我們業界的發展形態也有改變，科技創新在近年來大行其道，也催生了很多新興行業例如電子競技、電子商貿、醫療科技、教育科技、金融科技甚至零售科技等，尤其在疫情中，這些科創行業憑藉便利、安全、可靠的優勢大行其道，既為傳統行業的發展打開新出路，同時亦為青年人提供更多的就業機會，這次將業界更名為「科技創新界」，筆者認為更符合業界現時的发展趨勢，亦增加社會對研發 (R&D) 的重視。

過去一段長時間，特區政府把業界選民資格審核權交由若干業界團體跟進，但由於各團體的入會條件和法定選民資格不一，引起不少不必要的歧義和爭拗。這次人大完善選舉制度的決定，既可以杜絕有關會員資格甚至選民資格所引起的問題，又可以利用原有專業團體具有的廣泛代表性，讓整個選舉辦法更能代表業界及從業員等各階層的利益，符合「功能組別」原來設計的初心，使選出的立法會議員更能反映業界訴求，避免了政治凌駕專業。大家必須留意的是，十四五規劃及 2035 遠景目標中先後兩次提及香港以至粵港澳大灣區要發展成為國際科技創新中心；通過立法會這一平台助推香港科創產業的良性發展，有利於落實習近平主席親自提倡和謀劃的粵港澳大灣區發展規劃。

每一個香港人以至國人，都面對着百年未有之大變局。筆者深信，全國人大常委會就完善香港選舉制度的決定可望解決紛爭，尤其是深層次矛盾問題，讓香港社會能夠集中力量發展經濟、改善民生，尤其以科技創新為核心，帶領香港把握粵港澳大灣區規劃以及「一帶一路」倡議所帶來的雙循環新發展格局之機遇。筆者堅信，這次決定絕對是「香港新篇章」，定能讓「創科綻光芒」！

新盤旺揭示資金入樓市

樓市強心針



廖偉強

利嘉閣地產總裁

過去幾年香港經濟持續受到打擊，由中美貿易戰全面展開，以至到香港政治及暴力事件的出現，已令到各行各業的生意一落千丈。再加上去年開始爆發的新冠狀病毒，使本港經濟雪上加霜。而由於疫情關係，內地人員流動受阻，內地的資金人流自然大量減少，對於已經疲弱的零售、飲食、酒店及旅遊等行業來說影響非常嚴重，生意進一步變差。

近期本港股票市場都出現較大的波動，影響股價升跌取決於多個因素，例如政治及經濟等，股市亦容易受到好消息與壞消息所影響。股價的高低往往視乎上市公司的盈利表現作出變化，但股民的情緒對股價的影響也不能忽視，因為當大量資金流入的時候，股價好自然就會被推高；相反，當資金大量流出，

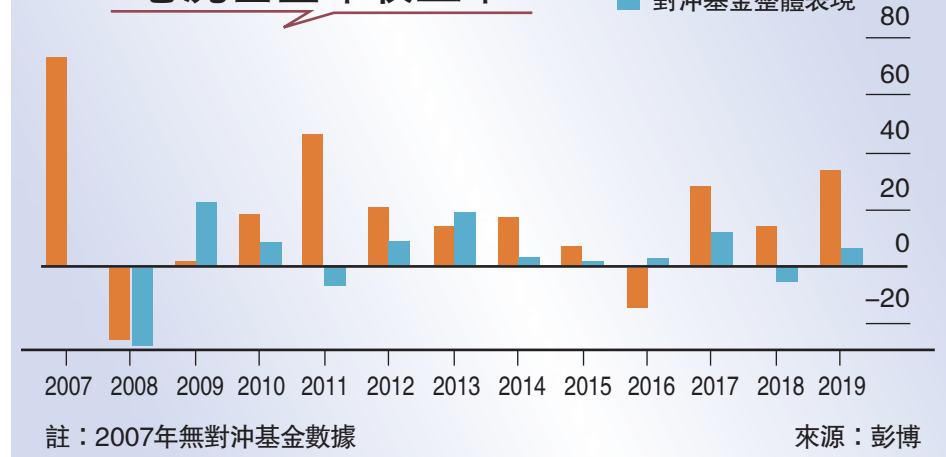
股價就會應聲下跌。過去幾年內地資金對於香港的股票市場有舉足輕重的影響，而隨着疫苗的出現，相信距離通關的日子越來越近，當兩地人流及物流能夠再次滾動，北水流入經濟市場的機會將增加，對於香港經濟復甦有莫大的幫助。

地產市場近期無論新盤或二手成交都非常暢旺，小陽春延續，同時明顯有部分資金加快流向房地產市場，導致成交量齊升。

筆者認為，現時市況對於地產代理而言是做生意的黃金機會，只要代理能夠重視客戶的體驗，加上專業及優質的服務，再配合資金流向樓市的走勢，要在市場分一杯羹絕非難事。

再者，現時新盤銷情好壞，從樓盤的示範單位人流量可以看出端倪，因為市場上擁有資金而想入市的買家，他們也會選擇人流較多的熱門項目，相信多人選購的單位只會貴賣，不會有買錯的，足以為新盤市場帶來動力。

老虎基金年收益率



更有意思的是，Robertson 本人並沒有在 2000 年關閉基金後就停止投資，根據《財富》雜誌 2008 年初的報導，2001 年至 2007 年，他個人投資累計收益 404%，其中 2007 年就高達 77%，超過了老虎基金在 1997 年創下的 70% 收益率紀錄。

誰是最強「小虎隊」成員？

2007 年，34 個「小虎隊」的平均收益率為 34%，其中 Hwang 的老虎亞洲費前收益率為 55%，2001 年至 2007 年的年化收益率為 40.4% (另有報導指老虎亞洲在 2002 年至 2012 年的年化收益率為 16%)。

比這個業績更好的是 Coleman 創立的老虎全球，2001 年至 2007 年的年化收益率為 43.7%，2007 年則是 91%，均遠遠高於標普指數在 2007 年的包含股息在內的總收益率 5.5% 和 3000 多家對沖基金構成的指數收益率 12.5%。

儘管老虎全球在 2001 年成立的時機並不利於科技股，但幸運的是，Coleman 看準了三家中國公司：新浪、搜狐和網易，2002 年底買入後，到 2003 年中就升值了數倍。真正的互聯網時代才剛剛開始，幸運一直伴隨着老虎全球，緊緊擁抱市場領頭羊是其成功的關鍵。老虎亞洲在 2012 年捲入內幕交易之後改

組成 Archegos Capital，之後的業績鮮為人知。在 Robertson 教給「小虎隊」的投資哲學中，有一項是分散風險，「避免在一個賭局上下注超過資本的 5%」。近期事件顯示一些「小虎隊」成員忘掉了這一重要原則。數據顯示，股票多空型基金的槓桿率通常不超過 1.5 倍，Hwang 高達 5 倍的槓桿確實代價慘重。

就在 Hwang 傳出爆倉新聞的兩周前，棍網球運動員出身，現年 45 歲的 Coleman 剛剛交出一份光芒四射的成績單。

儘管對沖基金整體表現在過去 10 多年持續跑輸標普指數，但老虎全球旗下的多空基金過去 20 年 (2001 年至 2020 年) 取得了 21% 的費後年化收益率，旗下 2013 年成立至今的純多頭基金的淨年化收益率為 22%。Coleman 顯然學到了 Robertson 的投資精髓，在 2018 年全球股市大跌的環境下，老虎全球取得的正收益基本上都來自於空頭倉位。

老虎全球現在的規模大約為 500 億美元 (其中大約一半是私募基金)，2020 年老虎全球為客戶帶來了 104 億美元的收益，排名全行業第一。Coleman 當之無愧地成為了 Robertson 最佳弟子和最佳投資。

但 Hwang 和 Coleman 都有一個共同點，他們都學到了師傅的樂善好施，在慈善捐贈事業上都有獨到的貢獻。