

行業概覽

本節載有來自金融市場及行業資料來源以及委託一名獨立對沖基金分析師所編製之報告的資料。我們相信該等資料源自適當來源，並已在摘錄及轉載有關資料時合理審慎行事。我們並無理由相信該等資料於任何重大方面失實或存在誤導成分，或遺漏任何事實致使該等資料失實或存在誤導成分。本節所載的資料大部分摘自Christophe Campana先生所編製的行業報告，而該報告由彼收集的數據及知識以及進行的研究所得。然而，我們、獨家保薦人、[編纂]、[編纂]、[編纂]或彼等任何聯屬人士或顧問或參與[編纂]的任何其他各方（不包括Christophe Campana先生）並無獨立核實相關資料，亦不對其準確性發表任何聲明。本節所載資料及統計數據可能與香港境內或境外所編製的其他資料及統計數據不一致且有關資料不得作為作出或不作出任何投資決定的依據。董事於作出合理查詢後確認，我們相信市場資料自行業報告刊發日期以來並無出現可能導致本章節資料出現保留意見、相抵觸或受到影響的不利變動。

資料來源及研究方法

我們已委託駐瑞士的獨立對沖基金行業分析師Christophe Campana先生撰寫報告並以整體對沖基金行業作背景而分析波幅策略，並評估本集團的競爭地位。Campana先生收取的總費用為15,000瑞士法郎，董事認為該費用反映市場水平。行業報告是由獨立第三方Campana先生編撰。除非另有說明，本節所載的資料和統計數據均摘自行業報告。該費用的支付並不取決於本集團能否成功[編纂]，也不取決於行業報告的結果。董事確認，Campana先生為獨立人士，與本集團概無任何關係。

Campana先生是獨立對沖基金行業分析師，在波幅策略和對沖基金的研究和投資方面擁有十多年經驗。Campana先生曾於二零一四年至二零一九年擔任日內瓦SYZ Asset Management的高級投資組合經理和對沖基金分析師。彼負責分析宏觀、商品交易顧問和相對價值策略，包括波幅策略。Campana先生亦是Oyster Alternative Uncorrelated Fund及Oyster Alternative Multi-Strategy Fund的副投資組合經理。在Campana先生擔任副投資組合經理期間，Oyster Alternative Uncorrelated Fund獲得二零一九年HFM歐洲對沖基金專業基金獎。¹在加入SYZ Asset Management之前，Campana先生於二零零九年至二零一四年擔任EFG Asset Management的高級對沖基金分析師，負責分析宏觀、商品交易顧問和相對價值策略，包括波幅策略。在加入EFG Asset Management之前，Campana先生曾在滙豐私人銀行工作。Campana先生曾在倫敦、紐約和日內瓦工作，並持有特許另類投資分析師(CAIA)資格，該資格是最廣泛認可的另類投資專業資格。²

行業報告中所載的資料是通過數據和情報蒐集得出，有關數據和情報包括：(i)來自各種專業來源的案頭研究；及(ii)通過與行業聯繫人的討論進行基礎研究。Campana先生根據其代表資深的最終投資者對波幅策略和其他對沖基金進行分析和投資之豐富經驗，對蒐集的情報進行分析和評估。對沖基金行業主要由經營私有工具的私有公司組成，有關公司不會公開其策略方面之資料。在引用特定行業數據（例如管理的資產和特定的同業公司）的情況，有關資料完全來自可免費獲得的公共資料而相關資料來源亦已註明。

1 資料來源：SYZ Asset Management: <https://www.syzassetmanagement.com/en/insight/may-august-2019>
2 進一步資料請參閱<https://caia.org/programs/the-caia-charter>

行業概覽

對沖基金行業概覽

通過積極管理的投資工具以為投資者提供具吸引力的絕對和經風險調整回報，可謂沖基金的特徵。對沖基金可以採用多種交易策略並可以進行多種工具的交易，通常較傳統僅持好倉的投資產品相比使用更多的衍生工具和槓桿，從而可以採用更廣泛的投資策略，因此可以從更廣泛的來源實現跑贏大市的機會。

普遍認為第一隻股票對沖基金是由Alfred Winslow Jones於一九四零年代創立，由於表現吸引新投資者，對沖基金逐漸大行其道，而基金經理亦開拓不同的新領域³。於二零二零年首季末，Prequin估計有超過16,000隻對沖基金由6,000多名不同的基金經理管理，資產管理規模超過3.3萬億美元⁴，儘管估計的數據因數據提供者而異。相比之下，資產管理行業管理的全球資產超過70萬億美元。⁵

對沖基金經理在美洲、歐洲和亞洲均有顯著的地位。基金經理的最大集中地在北美(4,224名基金經理和26,050億美元的資產管理規模)，其次是歐洲(1,181名基金經理和6,190億美元的資產管理規模)。AIMA/Prequin收錄將彼等總部設於亞太地區的875名基金經理，合併資產管理規模為990億美元，以及進一步收錄全球其他地區的275名經理，合併資產管理規模為210億美元。

對沖基金投資者主要是機構投資者。於二零二零年五月，AIMA/Prequin估計退休基金是對沖基金的最大投資者，佔其所管理行業資產的42%。其他重要投資者包括捐贈基金(11%)、基金會(9%)、主權財富基金(8%)、資產經理(8%)、保險公司(6%)、銀行(5%)、財富經理(4%)以及家族辦公室(2%)。⁶

誠如在二零一九年機構投資者一篇文章中描述的摩根大通研究報告所述，投資者投資對沖基金的原因包括產生「alpha(阿爾法系數)」、投資組合多元化以及獲得利基機會的能力。⁷「阿爾法」通常定義為超過特定基準(通常指MSCI世界指數或標普500指數)的投資所獲得的投資回報，或超過一組易於獲得的回報系數所獲得的投資回報。(例如，標普500指數、標普500增長指數和標普500價值指數)。

3 資料來源：HedgeCo.Net <http://www.hedgeco.net/hedgeducation/hedge-fund-articles/the-history-of-hedge-funds/>；CFO Magazine <https://www.cfo.com/banking-capital-markets/2007/03/a-short-history-of-hedge-funds/>

4 資料來源：AIMA/Prequin: <https://www.aima.org/educate/hedge-fund-industry-data.html>；BarclayHedge <https://www.barclayhedge.com/solutions/assets-under-management/hedge-fund-assets-under-management/hedge-fund-industry>

5 資料來源：來自BCG估計以及截至二零一九年的行業資產管理規模<https://www.bcg.com/publications/2019/global-asset-management-will-these-20s-roar.aspx>

6 資料來源：AIMA/Prequin: <https://www.aima.org/educate/hedge-fund-industry-data.html>

7 <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1dsncmjbtwck/Why-Investors-Keep-Coming-Back-to-Hedge-Funds>

行業概覽

在對沖基金的大部分歷史中，監管框架和對沖基金經理的政策均令到對沖基金的對象限於機構和富裕人士。然而，近年來，隨著UCITS和一九四零年法案的互惠基金形式⁸中流通替代產品的增長，透過適當渠道使更多的投資者（包括散戶投資者）可以投資於對沖基金。然而，大多數對沖基金行業所管理的資產規模仍然是散戶投資者無法直接投資的工具，而大多數對沖基金投資者仍然是專業投資者。

隨著時間過去，幾家公司創建對沖基金指數，以協助投資者了解該行業。指數數據的長度各不相同，然而對於某些策略，其歷史可以追溯至一九八零年，提供40多年的歷史記錄。⁹主要的指數提供商包括BarclayHedge、Credit Suisse、Eurekahedge和HFR，以上機構均已發佈提供20多年數據而涵蓋多種策略的指數。¹⁰特別是對於相對價值波幅策略，由Eurekahedge及芝加哥期權交易所（「CBOE」）發佈的CBOE Eurekahedge指數，是活躍在該領域的投資者最常用來評估波幅策略的若干指標。有關波幅對沖基金經理的大部分數據均是私人數據且不輕易公開。為了進行比較，現有投資者及潛在投資者將使用私人數據（根據合約規定，彼等通常有保密義務）及公開資料來源，CBOE Eurekahedge指數是最著名的指數之一。CBOE Eurekahedge指數代表相關基金的綜合表現，而該等基金的個別業績通常是不公開的。

對沖基金的最新發展

在過去十年，對沖基金行業的資產管理規模已大幅增長。使用BarclayHedge數據，行業資產管理規模已由二零零九年底的1.4萬億美元增長至二零二零年首季末的2.9萬億美元。Prequin對行業資產管理規模的估計較高，為3.3萬億美元，但因資產管理規模數據歷史悠長，因此不作公開。利用Barclayhedge截至二零一九年底的數據，對沖基金行業資產管理規模以每年9%的年化率增長。在過去十年，行業資產管理規模的增長速度更快，由二零零零年首季末的2,140億美元增至二零零九年底的1.4萬億美元。

在二零零八年金融危機之前，對沖基金的資產管理規模有所增長，估計二零零一年至二零零七年的資金流入以每年資產管理規模的25%（年度化）的速度增長¹¹，使對沖基金成為高增長行業。對沖基金的積極表現進一步推動資產增長。金融危機後，估計的淨流量轉為負數，但對沖基金之間的市場佔有率亦發生重大變化，有些對沖基金享有更大的增長機遇，而有些則面對艱難形勢。自二零一三年以來，對沖基金行業整體上已恢復正流入，由二零一三年至二零一九年，年度化流入約為上年末資產管理規模的9%¹²。得益於良好表現，整體對沖基金資產管理規模的增長更快。因此，儘管增長放緩，對沖基金的增長速度仍高於整體全球經濟。

8 即一九四零年投資公司法所定義的註冊投資公司在美利堅合眾國提供的集合投資工具。

進一步資料請參閱<https://www.sec.gov/investment/fast-answers/divisionsinvestmentinvcoreg121504htm.html>及<https://www.managedfunds.org/wp-content/uploads/2013/09/Citi-40-Act-Funds-White-Paper-July-2013-2.pdf>。

9 例如，Barclays CTA指數始於一九八零年；<https://portal.barclayhedge.com/cgi-bin/indices/displayCtaIndex.cgi?indexCat=Barclay-CTA-Indices&indexName=Barclay-CTA-Index>

10 資料來源：Hedge Fund Research <https://www.hedgefundresearch.com/>；BarclayHedge <https://portal.barclayhedge.com/cgi-bin/indices/displayIndices.cgi?indexID=hf>；Eurekahedge [http://www.eurekahedge.com/indices/Credit Suisse](http://www.eurekahedge.com/indices/Credit%20Suisse) <https://lab.credit-suisse.com/>

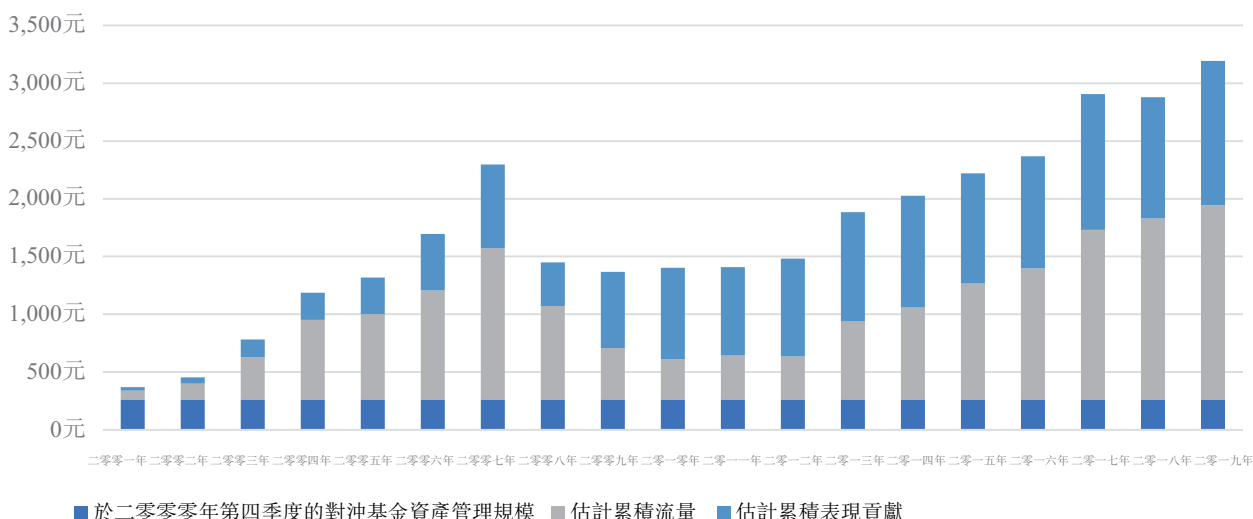
11 資料來源：Eurekahedge, BarclayHedge作者的計算

12 根據BarclayHedge數據，對沖基金行業的資產管理規模於二零一八年下跌0.9%。然而，年內，被認為可以反映整體行業表現的Eurekahedge資產加權指數（一項資產加權指數，包含逾1,500隻對沖基金的回報，以及於二零二零年五月之前舊稱為Mizuho-Eurekahedge指數）下跌-4.3%。這主要由於(i)在MSCI全球總回報對沖美元下跌-6.6%的一年中，股票市場整體表現的風險（即正數beta）；及(ii)負數「alpha」應佔的虧損（即來自股票市場風險以外的來源的負數回報）。由於資產的變化小於業績的負面影響，其涵義是即使資產管理規模減少，對沖基金於二零一八年似乎會獲得正淨流入。資料來源：Eurekahedge, BarclayHedge作者的計算。

行業概覽

BarclayHedge數據顯示，二零二零年首季對沖基金行業資產管理規模已跟隨對沖基金表現而下降。作為一個組別，對沖基金對股票市場的beat系數為正數，而股票市場於二零二零年首季下跌-19.8%¹³。Eurekahedge資產加權指數（一種資產加權指數，包含逾1,500隻對沖基金的回報，二零二零年五月前之舊稱為Mizuho-Eurekahedge指數）於二零二零年首季下跌-10.1%，而BarclayHedge數據顯示，對沖基金資產管理規模於二零二零年首季下跌10.5%。類似的事情曾於二零一八年發生，當時對沖基金資產管理規模全年下跌-0.9%，而該指數下跌-4.3%。該行業於二零一八年第三季度出現溫和負業績，但資產增長，然後於二零一八年第四季度當時股票下跌-12.9%之時出現負業績及資金流出。對沖基金資產管理規模於二零一九年出現強勁增長，得益於正業績及淨流入。¹⁴ Eurekahedge數據顯示，二零二零年首季有小幅正流入，隨後二零二零年四月流出，以及二零二零年五月及六月有流入。¹⁵ BarclayHedge尚未公佈其對二零二零年第二季度對沖基金資產管理規模的估計，但隨著對沖基金（基於早期指數估計）及市場在這一時期的上漲，以及媒體報道表明多個大型的、此前已結束的對沖基金於二零二零年第二季度吸納新資本，整個季度的資產管理規模似乎很有可能增長。鑒於季度數據的波動，我們於下文主要關注年度數據，以確定更長的趨勢。

對沖基金資產管理規模—年度增長及估計表現／流量貢獻



13 MSCI世界總回報對沖美元；資料來源：Bloomberg

14 資料來源：Eurekahedge, BarclayHedge作者的計算

15 資料來源：<https://www.eurekahedge.com/Research/Index/June-2020>; <https://www.eurekahedge.com/Research/Archive>

行業概覽

繼二零零八年全球金融危機和二零零八年十二月曝光的馬多夫世紀金融騙局¹⁶後，對沖基金投資者開始將重點放在業務盡職審查和合規上。此消彼長下，對沖基金獲利的最小可行規模有所增加，因為投資者期望基金經理在投資產品年期內的較早期階段將更多資源投放在內部。隨著機構投資者在投資者群體中的主導地位日益增強（通常具有比其他投資者更大的分配規模），規模較大的對沖基金已能夠在行業持續增長之際獲得更大的資產管理規模。

大型基金經理獲市場青睞的另一個因素是近年來數據可用性的提高和數據處理成本的降低。這大大增加定量分析在資產管理的使用，並增加了為達致差異化所需的投資。將技術和人員專長相結合的能力相當可能是長遠成功的動力，而基金經理在該領域進行適當的投資甚為重要。

基金經理在收取費用方面面對越來越大的壓力。AIMA在二零一九年進行的一項調查指出，對沖基金的平均管理費為1.3%，表現費為18%，¹⁷低於傳統的2%管理費和20%表現費模型。然而，該平均值掩蓋了廣泛的費用結構，有些經理收取的費用超過2%/20%，而有些經理收取的費用則更為相宜。費用最終取決於能夠為投資者提供相若吸引力的回報之基金經理的供應，與投資者對該回報流的需求之間的相互影響。

對於成立不久或資產管理規模較小的基金，收費壓力尤為普遍，原因是基金經理需要增加資產管理規模及建立往績記錄以向機構投資者推銷。因此，利潤率通常隨基金增長及到期而上升，其後定價能力提高、提高營運槓桿比率，並能有效自行提供營銷等服務。在結構上，投資者可通過其他價格更相宜的產品（如投資者僅進行部分股票多空）作部分複製的策略，則亦存在收費壓力。對沖基金投資者對表現的分析越來越老練，並可能會識別靜態風險溢價¹⁸或系數（例如股市敞口或一籃子股票的市盈率）作為表現的原動力。

目前已經出現各種各樣的風險溢價和系數投資產品，有關產品讓投資者可選擇簡單、系統化的方針，旨在複製對沖基金歷史上採用的某些策略。有關策略可能試求捕捉傳統風險溢價，例如股權風險，或替代風險溢價，例如價值、利差和動量。¹⁹關於有關策略的長期屬性，以及在實行和實踐之表現的顯著差異，一直各有不同的見解。整體而論，有關策略的出現令市場更加關注對沖基金產生難以在其他類型的產品中複製的回報的能力。

於二零一九年，國際資產管理公司(IAM)²⁰估計，以類似風險溢價的策略管理的資產規模約為5,000億美元。²¹隨著時間過去，靜態、易於複製的策略可能會面對持續的收費壓力。能夠承受費用下調壓力的對沖基金的特點通常在於提供差異化的水平和較難以複製的投資回報來源。具有可變風險敞口的更具動態性、以交易為導向的策略通常較難在對沖基金形式之外複製，由此角度看來亦可能面對較小壓力。若高度依賴技術、基礎架構或市場關係，複製將更加困難且成本更高，這也是有利因素。諸如本集團所採取的策略為難以複製、高度動態且高度依賴技術和基礎設施的策略，只要其絕對和相對回報繼續對投資者具有吸引力，則應更能承受收費壓力。

16 資料來源：BBC <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7783386.stm>；Encyclopaedia Britannica: <https://www.britannica.com/biography/Bernie-Madoff>

17 資料來源：AIMA <https://www.aima.org/educate/aima-research/in-harmony.html>

18 風險溢價是指預期風險資產的回報將超過無風險資產的已知回報的金額，該回報是承擔特定類型風險的補償。最著名的例子是股權風險溢價。

19 對此等方法的詳細討論超出本報告的範圍，但有興趣的讀者不妨參考CFM二零一四年論文「Risk Premia: Asymmetric Tail Risks and Excess Returns」<https://www.cfm.fr/assets/ResearchPapers/2014-Risk-Premia-Asymmetric-Tail-Risks-and-Excess-Returns.pdf>或投資諮詢公司就傳統和替代風險溢價發表的著作

20 IAM是專門從事對沖基金和替代UCITS投資的最古老的獨立資產管理公司之一，自一九八九年以來一直在投資替代策略。請注意，True Partner Capital在IAM投資替代UCITS平台上擁有一隻基金—IAM True Partner Volatility UCITS Fund。

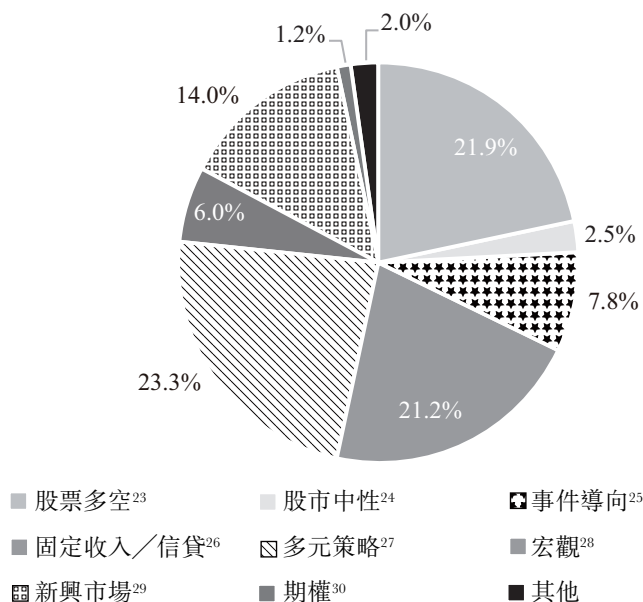
21 資料來源：IAM

行業概覽

波幅策略概覽

按策略劃分的對沖基金資產管理規模如下所示：²²

於二零二零年首季的對沖基金資產管理規模



- ²² 資料來源：BarclayHedge。指數的構成可以而且確實會隨著時間的推移而變化，包括於經理人停止報告的波動期間。
- ²³ 股票多空：此方向性的策略包括於股市的好倉及淡倉進行投資。目的並非成為市場中性。經理有能力從價值轉移至增長，從市值小至中的股份轉移至市值高的股份，以及從淨好倉轉移至淨淡倉。經理可使用期貨及期權進行對沖，並可專注於區域性或針對個別產業。
- ²⁴ 股市中性：此投資策略旨在利用股市無效率，並通常包括於一個國家內同時持有相同規模的好倉及淡倉股票的投資組合。市場中性投資組合旨在擁有beta系數或貨幣中性，或兩者同時擁有。設計良好的投資組合一般平衡行業、產業、市值及其他風險。此策略很多時候使用槓桿增加回報。
- ²⁵ 事件導向：此策略務求捕捉從重大未定或預期企業事件（例如併購、公司架構重組、清盤、破產或重組）引致的預期價格變動。策略一般專注於股票及信貸證券的已公佈事件，並可能同時持有好倉及淡倉。此類基金有時可稱為「特殊情況」策略。
- ²⁶ 固定收入／信貸：此類別的策略為以定收入的證券及衍生工具交易好倉及淡倉，其中可能包括政府債券、政府債券期貨及期權、利率掉期及掉期期權、企業債券、結構性信貸產品及信貸衍生產品等工具。基金可能為市場中性或側重好倉。此類別中有兩個主要分類：(i)專注於較低風險工具（例如政府債券、政府債券期貨及利率掉期）的相對價值交易的基金；及(ii)專注於信貸產品交易的基金。該等交易風險較低的工具傾向使用更高槓桿，並更有可能達到市場中性。信貸產品交易基金一般更常為側重好倉。根據從宏觀及微觀研究得出的觀點，兩個類別均務求利用彼等各自範圍可能出現的市場無效率。
- ²⁷ 多元策略：多元策略基金的特別之處為彼等於數個傳統對沖基金類別中的不同策略之間靈活分配資本。使用多個策略及因應市場機會於多個策略之間重新分配資本的能力，意味著該等基金不容易分類至任何傳統類別。
- ²⁸ 宏觀：經理於全球任何主要資本或衍生市場中持有好倉及淡倉。該等持倉反映彼等對整體市場走向的看法，而彼等的看法受主要經濟趨勢及／或事件影響。該等基金的投資組合可包括股票、債券、貨幣及現金或衍生工具形式的商品。大部分基金於世界各地的發展及新興市場進行投資。
- ²⁹ 新興市場：此策略包括於世界各地的新興市場投資股票或固定收入。由於許多新興市場禁止沽空或發售未來期貨或可以進行對沖的其他衍生產品，故新興市場投資通常使用僅持好倉的策略。
- ³⁰ 期權：期權策略務求透過承擔波幅風險溢價的風險（即出售波幅）或預期波幅被高估及低估時，從交易期權中取得利潤。此策略通常主要交易股票期權，惟亦可承擔其他資產類別的期權的風險。

行業概覽

BarclayHedge可將波幅策略歸類在多元類別下，包括「期權」策略組別。某些類型的波幅策略，尤其是極端風險策略，屬於「其他」類別，並歸入其他各種不同類型的策略組別。其他波幅策略可能會包含並歸類為「多元策略」基金。基金一般會自我歸類其所屬的類別。由於BarclayHedge期權策略指數的策略說明似乎主要集中於空頭波幅策略³¹，若干波幅基金可能會選擇在其他類別下報告，而不是「期權」，此乃由於彼等可能認為其他策略說明更適合其基金。該等資產管理規模數據亦可能撇除期權疊加以及更多的風險溢價，例如通常不被歸類為對沖基金的期權策略。波幅策略亦可與跟股票或債券擁有類似回報特質的較大型的子策略相比。投資者越來越關注標籤為「相對價值」策略及擁有相關回報特質策略。例如，側重結構性好倉的對沖基金可與僅持好倉及私募股權持倉分類在相同類別，以成為側重單一股權組別。相同地，提供與股票有低相關或反比例回報的對沖基金（即多元化投資組合的基金，例如宏觀、管理期貨及若干相對價值及波幅策略）亦可能分類在相同類別，原因是彼等可扮演相似的投資組合角色（即提供不依賴股票市場上升的絕對回報）。此可以為波幅策略在投資組合中創造更廣泛的潛在功能，因為投資者可能不須考慮分配於一個指定波幅「籃子」。二零二零年首季顯示波幅策略如何潛在發揮多樣化的作用，並可能成為部分新投資者關注此類策略的催化劑。

因此，廣義上「期權策略」資產管理規模可能無法作為波幅策略資產管理規模的確定指標。儘管普遍認同BarclayHedge提供高質素的數據，但由於大多數資產是處於不公開報告數據的私人基金中，因此無法獲得廣泛定義的精確數據。在本報告中，我們將使用「期權」策略資產管理規模作為替代，但在識別趨勢時將重點放在更廣泛的行業數據和多年平均值上。僅過度關注期權策略的資產管理規模可能會低估整體資產管理規模和波幅策略中的潛在資產管理規模，並高估資產管理規模的按年變化。作為更高層次的策略分類的另一種方法，包括True Partner Fund在內的許多波幅策略亦可被歸類為「相對價值」（以及該分類中的許多其他類型策略）。AIMA/Prequin估計，截至二零二零年首季，相對價值策略的資產管理規模為3,226億美元³²。遺憾的是，該相對價值策略資產管理規模於波幅相對價值策略的比例不詳。

31 資料來源：BarclayHedge <https://portal.barclayhedge.com/cgi-bin/indices/displayHfIndex.cgi?indexCat=Barclay-Hedge-Fund-Indices&indexName=Option-Strategies-Index>

32 資料來源：<https://www.aima.org/educate/hedge-fund-industry-data.html>

行業概覽

基金管理行業、對沖基金行業及期權策略的資產管理規模及資產管理規模增長率

在過去五至十年，對沖基金及期權策略的資產管理規模的增長速度超過整個基金管理行業的資產管理規模。在進行資產管理規模增長方面的比較時，看多年的趨勢可能比只看一年的變化更有用。在整個基金管理行業內，大多數產品均為「只做好倉」，因此資產管理規模的增長在頗大程度上乃由基礎資產類別的表現所驅動。在對沖基金行業（包括期權策略）內，相關市場表現的影響較小，因此淨銷售（資產流動）及alpha（即非市場驅動的表現）可能為較大的驅動因素。在多年期間內，該等影響對於對沖基金及只做好的基金而言均應該是較為平穩的。「期權策略」的資產管理規模數據受潛在分類限制所限，因此該數據應與對沖基金行業整體資產管理規模的變動一併考量。

下表載列基金管理行業、對沖基金行業及普遍採用期權策略的基金的資產管理規模增長情況及資產管理規模年化增長情況：

資產管理規模及增長：期權策略及所有對沖基金與基金管理行業的對比 (二零零一年至二零一九年)³³

資產管理規模(10億元)

	基金管理 行業	對沖基金 行業	期權策略
二零一九年末	54,883元	3,194元	42元
二零一四年末	38,142元	2,025元	11元
二零零九年末	26,675元	1,367元	5元

資產管理規模年化增長率(%)

	基金 管理行業	對沖 基金行業	期權策略	
過去五年	二零一四至一九年	7.5%	9.5%	31.8%
上一個五年	二零零九至一四年	7.4%	8.2%	15.3%
過去十年	二零零九至一九年	7.5%	8.9%	23.3%

數據來源：為估計一般基金管理行業的資產管理規模，使用國際投資基金業協會關於全球受監管的開放式基金的資產管理規模的數據。這包括股票基金、債券基金、貨幣市場基金及其他類型的基金³⁴。在全球基金管理行業資產管理規模中，受監管基金佔絕大部分。至於對沖基金及期權策略，則採用文件「行業概覽」中所提及的BarclayHedge的數據³⁵。請注意，基金管理行業資產管理規模數據可用的時間序列歷史短於對沖基金行業資產管理規模。

33 資料來源：BarclayHedge <https://www.barclayhedge.com/solutions/assets-under-management/hedge-fund-assets-under-management/options-strategies/> <https://www.barclayhedge.com/solutions/assets-under-management/hedge-fund-assets-under-management/>

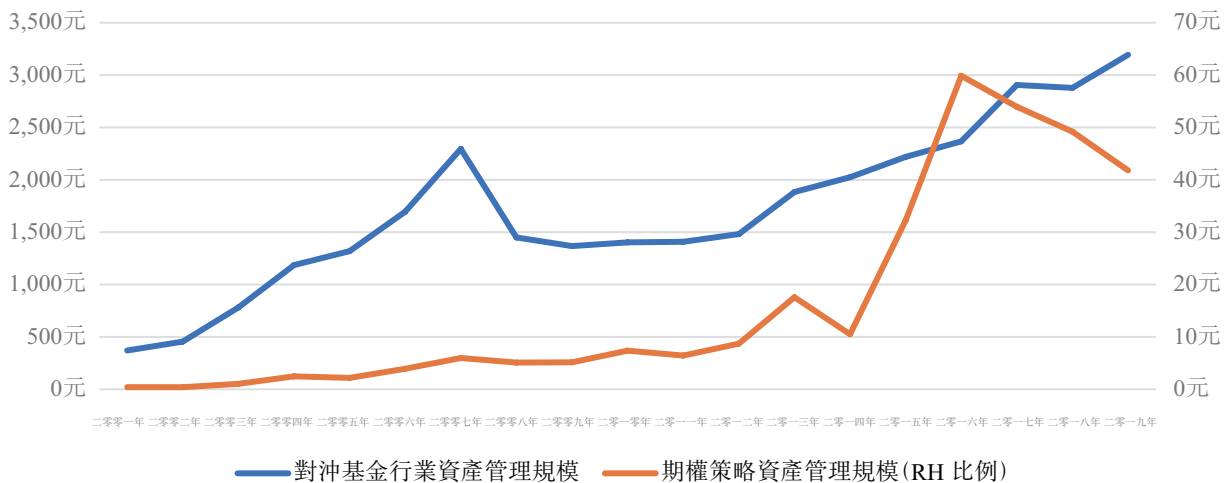
34 資料來源：國際投資基金業協會 https://www.iifa.ca/industry_statistics/index.html，有關說明請參閱美國投資公司協會簡介：https://www.ici.org/pdf/2020_factbook.pdf

35 資料來源：BarclayHedge <https://www.barclayhedge.com/solutions/assets-under-management/hedge-fund-assets-under-management/hedge-fund-industry/> <https://www.barclayhedge.com/solutions/assets-under-management/hedge-fund-assets-under-management/options-strategies/>

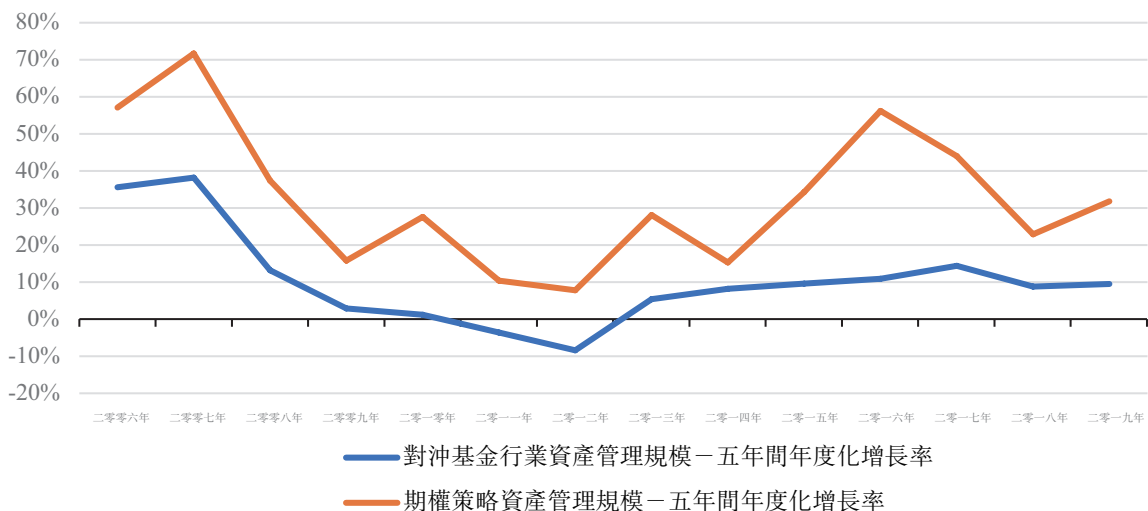
行業概覽

下圖說明定義為期權策略的基金的資產管理規模和資產管理規模增長以及整個對沖基金行業的增長。由圖表中可以看出，對沖基金和期權策略資產管理規模的較長期趨勢為正面，儘管年比數據顯示出更多的變化，尤其是期權策略方面。

資產管理規模：期權策略資產管理規模與所有對沖基金的對比－年度數據
(二零零一年至二零一九年)³⁶



資產管理規模：期權策略資產管理規模與所有對沖基金的對比－滾動五年數據
(二零零一年至二零一九年)³⁷



36 資料來源：BarclayHedge <https://www.barclayhedge.com/solutions/assets-under-management/hedge-fund-assets-under-management/options-strategies/>；<https://www.barclayhedge.com/solutions/assets-under-management/hedge-fund-assets-under-management/>

37 資料來源：BarclayHedge <https://www.barclayhedge.com/solutions/assets-under-management/hedge-fund-assets-under-management/options-strategies/>；<https://www.barclayhedge.com/solutions/assets-under-management/hedge-fund-assets-under-management/>

行業概覽

BarclayHedge的數據顯示，於二零二零年首季，專屬期權策略目前在對沖基金投資領域中所佔的百分比相對較小（約佔資產管理規模的1.2%³⁸）。在過去五年，期權策略的資產管理規模由二零一四年底的105億美元增長至二零二零年首季末的367億美元。如上所述，一些波幅策略可能會歸類於其他子策略中。數據顯示，期權策略的資產管理規模在二零一五年和二零一六年強勁增長，但在二零一七年至二零二零年間回落。整體對沖基金的資產管理規模在二零一五年至一九九九年期間增長較為緩慢，但年比變化卻顯著為少。二零二零年首季呈報的期權策略變動與整個對沖基金行業的變動大致符合（-12%對-11%）。

在二零一五年市場動盪以及一些專注於波幅的基金經理錄得強勁表現之後，投資者對波幅策略的需求上升。於二零一五年，CBOE Eurekahedge相對價值波動對沖基金指數上漲+4.5%，本集團的True Partner Fund上漲+17.2%³⁹。兩者的表現均跑贏更廣泛的對沖基金指數（即下跌-0.7%的Eurekahedge資產加權指數以及上漲+2.0%的MSCI世界總回報對沖美元指數）。儘管過去表現並不一定能預示未來的表現，但通常是吸引投資者關注的指標。具體而言，本集團在二零一六年的資產管理規模額錄得正流入（包括於推出新基金工具—True Partner Volatility Fund後）。

BarclayHedge數據顯示，隨著資產管理規模下降，對期權策略的需求在二零一七至二零二零年期間減弱。指數數據顯示，相對較少的波幅策略在二零一七至一九九九年期間能夠繼續產生具吸引力的回報⁴⁰，因為二零一七年和二零一九年股市大升有助於使側重長期風險資產的策略對投資者更具吸引力。總體而言，對沖基金行業資產管理規模在這一期間繼續增長，受益於上漲中的股票市場的流入及資金佔比。二零二零年，波幅策略的表現有相當大的差異，若干子策略及經理人的收益強勁，而其他策略的表現則較為困難。

儘管如此，本集團仍能於二零一七年至二零一九年期間實現正回報（True Partner Fund年化回報率+3.2%⁴¹），與股票市場呈反比例，以及出現投資者的強勢資金流入。相比之下，相對價值波幅、多頭波幅及尾部風險策略的CBOE Eurekahedge指數回報率均為負值，而CBOE Eurekahedge空頭波幅指數的年化回報率為+0.9%，但與股票市場呈正比例。若將這一分析延伸至包括二零二零年首季在內，True Partner Fund的回報率於二零一七年至二零二零年首季則改善至+7.0%的年化回報率。相對價值波幅，尤其是多頭波幅，及尾部風險指數的年化回報率亦有所改善。CBOE Eurekahedge尾部風險對沖基金指數從二零一七年至二零一九年指數中表現最差的指數，變成二零一七年至二零二零年首季表現最好的指數，年化回報率為+4.1%。二零二零年首季的虧損使空頭波幅指數年化回報率急劇轉負，從+0.9%的年化回報率變成-8.7%的年化回報率。我們相信，我們的表現是由許多相互關聯的因素造成，有關因素包括：(i)表現優於同儕；(ii)投資者更為認識本集團及其品牌力量；(iii)資產管理規模的增長，有利於增加潛在的投資者群體，因為較高的資產管理規模使投資者能夠在不違反自身集中度標準的前提下在本集團產品中有更大的持倉。此讓本集團的產品面向更廣泛的機構資本，其中一些投資者受到最低投資額要求所約束；及(iv)在二零一九年推出另一種混合型基金工具，即IAM True Partner Volatility UCITS Fund，該基金使本集團的策略得以進入更廣泛的投資者群體，並開闢新的投資者關係。

38 資料來源：BarclayHedge

39 True Partner Offshore Fund, B類股份。資料來源：Bloomberg

40 CBOE Eurekahedge相對價值波幅對沖基金指數在二零一七至一九九年的年度化回報率為-0.8%。CBOE Eurekahedge多頭波幅對沖基金指數在二零一七至一九九年的年度化回報率為-7.1%。CBOE Eurekahedge極端風險對沖基金指數在二零一七至一九九年的年度化回報率為-10.2%。CBOE Eurekahedge空頭波幅對沖基金指數在二零一七至一九九年的年度化回報率為+0.9%。

41 True Partner Offshore Fund, B類美元股份

行業概覽

資產分配者的集中度標準及最低投資額要求

誠如上文所述，大型資產分配者及投資者往往：

- (i) 在考慮投資之前，有相當大的最低投資規模要求。這是由於（並不限於）(a) 盡職調查及涉及的風險（特別是，彼等需要花費大量的時間、資源及人力資本，在作出投資前進行往往相當嚴格的投資及業務盡職調查；及(b) 將彼等的投資分配至大量基金，增加所涉及的風險以及監測成本，由於投資組合變動超過一定數量的基金，額外分散投資的風險／收益通常微不足道；及
- (ii) 適用集中度標準，規定彼等的投資（或就某一特定交易策略而言）不得超過投資經理資產管理規模總額的一定比例。適用有關集中度標準主要由於（並不限於）：倘若基金已經由若干其他投資者投資（即並非集中於少數投資者），彼等可能會因其他投資者已經對基金進行盡職調查並對基金的投資策略充滿信心而感到欣慰（即彼等相對於同行投資者而言，在對基金的明顯信念上並非「異類」）。

以美國某州立退休基金為例，於二零一九年十二月，該基金在對沖基金上的投資額為65億美元，分為直接配置及投資於對沖基金的基金。對沖基金最低直接配置金額為100百萬美元，而大部分配置金額在150百萬美元或以上及部分配置金額超過300百萬美元。這意味著，彼等的最低投資額可能為100百萬美元，然後才會考慮投資。例如，倘若退休基金將150百萬美元分配予管理約500百萬美元的對沖基金，則退休基金將因此佔該經理資產管理規模的很高比例（約30%以上）。退休基金可以避免彼等的投資佔經理的整體資產管理規模很大一部分的有關情況。因此，有關集中度規則及最低投資額的結合導致對較小基金的限制，而較高的資產管理規模使更多的（較大的）投資者考慮投資於有關基金，並使受集中度標準限制的投資者能夠投資或增加彼等的投資。

因此，較高的資產管理規模可以讓投資者在不違反自身集中度標準的情況下，持有本集團產品的（較大）倉位，從而使其產品更容易被資產分配者所接受，這將增強其基金對更廣泛的機構資金基礎的適銷性。

由於對沖基金的投資組合通常是私人的，而且涉及到敏感問題，關於個別基金／投資者投資組合的投資指引及規模的資料非常有限，原因為該等資料通常不公開披露。

行業概覽

對沖基金投資者用上大量資源以識別最適合自身投資組合的基金，並作出長遠投資決策。在個人基金經理層面上，資產管理規模的變化極為受到以下因素所左右：經理的絕對和相對表現、投資者對投資過程的信心、其營運穩健性、與投資者的互動以及其他因素。特別是，倘若資產分配者並未留意到有關基金經理，或倘若規模仍然過小以致較大的資產分配者無法投資，則儘管個別基金經理的表現相對強勁，但仍可能難以提高其資產管理規模。投資者關係的一個重要層面是，基金經理必須確保投資者對其表現的期望合適，以便投資者能夠適當地調整持倉規模，而不會受到意料之外的負面衝擊。

前景

縱觀全球，人口老齡化意味著，隨著個人籌劃退休，儲蓄和退休金資產相當可能會繼續增長。這或會為資產管理行業提供長期助力。例如，英國國會關於另類投資管理的跨黨小組的近期報告建議英國政府考慮讓某些退休金計劃能夠參與另類投資的方法，其中包括通過提供股票和債券以外的多元化投資途徑以保護受益人的儲蓄，但注意另類投資可獲得可能較不易受當今世界波動影響的不同類型現金流。此外，對沖基金投資者目前以機構投資者為注，對沖基金對不同類型投資者的潛在吸引力已得到廣泛認可，尤其是因為對沖基金可以提供分散投資的好處。

預測對沖基金的資產管理規模增長甚具挑戰性以及更具體而言，對波幅策略是挑戰，而在當前的宏觀環境下尤為困難。然而，下表列出五個假設情況：

描述	年度化增長率 ⁴²	波幅策略相當可能產生之相對資產管理規模增長
1 延續近期流量趨勢，資產管理規模的增長與二零一五年至二零一九年的水平相符	10%	相似
2 股市表現低迷令增長放緩，導致大多數策略的beta貢獻降低，而更為專注多元化策略	5%	較高
3 市場二度低迷和對沖基金表現導致資產外流，並重演二零零八年至一二年的年度化資產管理規模變化	-8%	較高
4 市場二度低迷導致投資者尋求對沖基金的多元化，以抵消市場敞口導致的表現下滑	0%	較高
5 股市加速發展和波幅降低導致對沖基金資產流動的增長受到限制，而分散投資的機會減少	5%	較低

42 資產管理規模增長率是根據BarclayHedge報告的對沖基金行業總資產管理規模增長率得出。有關情況是假設性而僅用於說明目的。投資者應就宏觀和自上而下的投入得出本身的判斷，這些投入將是任何預測的主要動力。

行業概覽

投資者在有關情況的宏觀投入會有所不同，因此或會產生上表列示的不同結論。主要影響資產增長的變數輸入資料包括：(i)整體股市和信貸市場表現，因為有關表現可能是許多最大型對沖基金策略（例如股票多空策略）的主要表現驅動因素；(ii)對沖基金相對於市場的表現；(iii)波幅策略相對於市場的表現；(iv)監管發展可能對能否投資於對沖基金產生正面或負面影響；及(v)投資者對多元化策略的興趣。

COVID-19的衝擊仍是影響諸多關鍵變數的主要因素。病毒有可能再次爆發，這可能對市場產生重大影響。疫情的餘震及政策應對亦將影響經濟復甦。在過去幾個月我們曾經歷過轉向更多虛擬聯繫，盡職調查進程的性質及速度亦可能受到影響。

二零二零年至今，對沖基金群體處於下降狀態，但投資者問卷調查顯示，總體上大多數投資者對表現感到滿意或高興，對沖基金的需求似乎相對強勁。於二零二零年六月，Bloomberg報導Credit Suisse向160名投資約4,500億美元對沖基金的機構投資者進行問卷調查的結果，該調查指出，「約65%的投資者表示，彼等持有的對沖基金在截至五月的一年中達到或超過彼等的回報預期」⁴³。受訪者增加對沖基金配置的比例，在減去減少配置比例後，亦創下五年來的新高，達到+32%，為所有資產類別中最高者。投資者計劃減少對固定收入、現金及另類beta產品的配置。

在經歷漫長的股票牛市之後，二零二零年首季度亦提醒人們注意股票的潛在缺點及多元化投資的上升空間。似乎合理認為，投資者在評估當前及未來的投資時，可能會將二零二零年首季作為相關的風險情況進行關注。這可能會使對沖基金普遍受益，特別是波幅策略，波幅策略可為投資者提供多元化的好處，例如，基金於二零二零年首季表現優異。隨著二零二零年第二季度的反彈，若干股票市場已收復二零二零年首季的大部分損失，引伸波幅儘管仍然高於長期平均水平，惟已從二零二零年首季的峰值回落。在其他條件相同的情況下，若干投資者可能會認為分散股票投資具有吸引力，而精選的波幅基金可能是受益者。對於其他投資者而言，二零二零年第二季度的政策支持及市場反彈有可能成為對股票牛市重拾信心的理由，或者尋找在二零二零年首季出現異常虧損，而能夠從比預期好的復甦中受益的策略。

一個重要的未知數是投資者會否尋求將資本從政府債券及期限／利率風險更廣泛地重新分配至對沖基金等替代性多元化工具。政府債券及對沖基金具有不同的風險特徵及監管待遇。然而，從資產配置的角度來看，彼等可發揮若干類似的作用：分散股票及信貸風險。幾十年來，政府債券一直是機構資產配置的重要組成部分。然而，在大多數發達市場，債券現在提供相對較低或負的收益率。因此，與過去相比，彼等在未來股市低迷時提供的回報及分散收益可能會更少。在首季，主要的政府債券市場在股票拋售中經歷巨大的波動。若干最大的市場（例如德國債券）在三月份產生負收益，在若干投資者可能希望獲得正收益時，可能會增加投資者的權益虧損。有關重大資產配置決策並非可直接作出。然而，從債券緩慢轉向替代性多元化投資就對沖基金資產流動而言可能長期處於優勢。

43 資料來源：<https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-06-30/investors-pick-hedge-funds-to-lead-them-through-choppy-markets>

行業概覽

儘管如此，除業績驅動的增長外，亦有若干長期潛在的有利因素可支持對沖基金資產管理規模的持續增長。然而，流動的時間總是難以確切預測。

對於個別基金經理而言，有關情況可以是阻力亦可以是助力。對於任何個別基金經理（例如本集團）而言，保持跑贏更廣闊的市場和同儕的表現以及與客戶有效溝通的能力，相當可能是資產管理規模變化的更大動力，而不是整體行業趨勢。

投資者對採取波幅策略的基金需求的驅動力

如上所解釋，投資者對波幅策略的需求似乎與各種因素有關，包括但不限於：(i) 市場波幅水平（影響投資者對波幅及多樣化策略的偏好）。例如，就二零二零年剩餘時間而言，預計COVID-19全球大流行持續發展、即將到來的美國總統大選及在較小程度上其他地緣政治問題仍為可能會導致相對較高水平的引伸波幅的因素，這可能會增加投資者對受益於有關相對較高水平波幅的交易策略的胃口，以分散來自彼等的股本投資的風險以及資產保值；(ii) 在動盪的市場或較平靜的市場中，以波幅為焦點的經理的表現；(iii) 在相關時間或期間，其他競爭性交易策略（例如側重多頭／空頭或多頭風險資產策略）的吸引力及表現；及(iv) 對沖基金投資者對彼等認為在現行市況下及就長期而言最適合彼等的投資組合的事物的看法及決心。例如，如上文所述，英國國會關於另類投資管理的跨黨小組(APPG)建議英國政府考慮如何使退休金計劃能夠獲得另類投資，通過提供股票及債券的分散投資來保護受益人的儲蓄，這可能會導致需求增加。此外，基金經理亦可能認為，除年化回報外，波幅策略（例如本集團所採用者）亦為強勁的分散投資工具，作為彼等的基金投資組合的一部分。

投資者對採用波幅策略的基金的需求，相對於其他採用波幅策略的基金而言，似乎取決於（但不限於）：(i) 個別基金相對於同業的表現，其表現取決於其識別及把握機會的效率，而效率則取決於其技術能力及資源（例如定價及引伸波幅模型等分析工具所採用的專有輸入數據的準確性）；(ii) 投資者對特定基金品牌的認知度；(iii) 資產管理規模及資產管理規模增長水平（由於最低認購額及集中限額要求，規模較小的基金將更難以吸引較大基金的投資）；及(iv) 其他考慮因素，例如營運穩健性（包括從網路安全角度考慮的情況越來越多）。

由於投資者關係及產品知名度通常需要一段時間的積累及投資者盡職調查過程通常亦需要幾個月，故波幅策略基金的銷售週期可能需要時間。因此，投資者需求可能需要一些時間才能導致流入。

行業概覽

波幅交易策略的細分

CBOE及Eurekahedge刊發四個指數，涵蓋不同類型的波幅策略和極端風險策略。極端風險策略往往會扮演與多頭波幅策略相似的投資組合角色，通常有頗大程度的重疊。然而，有關策略有更集中的策略目標，詳列如下：

- CBOE Eurekahedge多頭波幅對沖基金指數⁴⁴
- CBOE Eurekahedge極端風險對沖基金指數⁴⁵
- CBOE Eurekahedge相對價值波幅對沖基金指數⁴⁶
- CBOE Eurekahedge空頭波幅對沖基金指數⁴⁷

該等指數為活躍於該分部的投資者最常用於評估波幅策略的若干指標。

CBOE Eurekahedge波幅對沖基金指數由(i)Eurekahedge (瑞穗銀行的附屬公司，並為全球最大的獨立數據供應商及另類研究公司之一，專門提供對沖基金數據庫，被廣泛認可為對沖基金指數及數據的領先供應商)；及(ii)芝加哥期權交易所(「CBOE」，為美國最大的期權交易所，被廣泛認可為波幅產品的行業領導者，是廣受關注的CBOE波幅指數(VIX指數)的所在地，該指數為投資者情緒及股市波幅的首要晴雨表)發佈。

CBOE Eurekahedge對沖基金波幅指數(每月更新一次)由一系列波幅領域的美國及國際基金組成，旨在提供對相關對沖基金經理表現的廣泛衡量。然而，有關公司的個別表現往往是私人的，不輕易可公開獲得。

CBOE Eurekahedge波幅對沖基金指數為唯一一套波幅對沖基金指數，使用一致的方法為波幅對沖基金範圍內的不同子策略(例如多頭波幅、空頭波幅、相對價值波幅等)提供基準，並提供指數成員的透明度。從本文件所顯示的不同指數的回報可以看出，不同類型的波幅子策略的風險、回報及相關性可能大不相同。

44 CBOE Eurekahedge多頭波幅指數是9個成分基金的均等加權指數。該指數旨在為對引伸波幅持淨多頭看法，目標是獲得正絕對回報之相關對沖基金經理的表現提供大體上的衡量指標。CBOE Eurekahedge多頭波幅指數是Eurekahedge與芝加哥期權交易所之間的協作指數。資料來源：Eurekahedge

45 CBOE Eurekahedge極端風險指數是由8個成分基金組成的均等加權指數。該指數旨在為專門尋求在極端市場壓力時期實現資本增值之相關對沖基金經理的表現提供大體上的衡量指標。CBOE Eurekahedge極端風險指數是Eurekahedge與芝加哥期權交易所之間的協作指數。資料來源：Eurekahedge

46 CBOE Eurekahedge相對價值波幅指數是由21個成分基金組成的均等加權指數。該指數旨在為交易相對價值或機會波幅策略的相關對沖基金經理的表現提供大體上的衡量標準。運用該策略的經理可以對波幅尋求多頭、空頭或中性的觀點，以期獲得正絕對回報。CBOE Eurekahedge相對價值波動指數是Eurekahedge與芝加哥期權交易所之間的協作指數。資料來源：Eurekahedge

47 CBOE Eurekahedge空頭波幅指數是由6個成分基金組成的均等加權指數。該指數旨在為對引伸波幅持淨空頭看法，目標是獲得正絕對回報之相關對沖基金經理的表現提供大體上的衡量指標。該策略通常涉及賣出期權，以利用當前引伸波幅與對隨後引伸或實現波幅的預期之間的差異。CBOE Eurekahedge空頭波幅指數是Eurekahedge與芝加哥期權交易所之間的協作指數。資料來源：Eurekahedge

行業概覽

在CBOE Eurekahedge波幅指數之外，還有其他供應商生成波幅策略的指數，例如HFRI相對價值波幅指數，但其不提供不同子策略的基準，例如CBOE Eurekahedge波幅對沖基金指數提供者。

作為參考，基金成為CBOE Eurekahedge波幅對沖基金成分基金的具體合資格標準載於以下連結：<https://www.eurekahedge.com/Indices/CBOE-Eurekahedge-Volatility-Indexes-Methodology>。

基於上述理由，CBOE Eurekahedge波幅對沖基金指數被認為為本集團交易策略提供最合適及最具代表性的基準。

我們在下表列示有關指數由二零一一年七月（本集團的旗艦基金True Partner Fund成立之時）至二零二零年五月（包括該日）的回報特徵。亦已列出True Partner Fund的回報以作比較。

二零一一年七月至二零二零年五月True Partner Fund及波幅對沖基金指數表現與股票的比較

	True Partner Fund	CBOE Eurekahedge 多頭波幅	CBOE Eurekahedge 極端風險	CBOE Eurekahedge 相對價值波幅	CBOE Eurekahedge 空頭波幅	MSCI世界總回報對沖美元
年度化回報率	6.4%	0.7%	-3.3%	3.4%	-0.1%	9.4%
超過無風險的額外回報 ⁴⁸	5.8%	0.1%	-3.9%	2.8%	-0.7%	8.8%
相對於MSCI世界年度化的ALPHA ⁴⁹	9.5%	5.1%	5.2%	1.8%	-5.8%	0.0%
Beta ⁵⁰	-0.37	-0.50	-0.85	0.12	0.61	1.00
相關程度 ⁵¹	-0.42	-0.70	-0.60	0.42	0.76	1.00
<i>上行/下行捕獲</i>						
MSCI上升時的平均回報	-0.3%	-0.7%	-1.4%	0.6%	1.0%	2.6%
MSCI下跌時的平均回報	2.5%	2.0%	2.6%	-0.4%	-2.2%	-3.4%
上行捕獲率 ⁵²	-10%	-27%	-52%	21%	38%	100%
下行捕獲率 ⁵³	-73%	-57%	-77%	11%	65%	100%

48 無風險=美國3個月期美國國庫券收益率

49 年度化alpha =相對於MSCI世界總回報對沖美元指數的年度化超額回報

50 Beta =回報比例的一種計量，追蹤MSCI世界總回報對沖美元指數。Beta大於1意味著其變動大於MSCI世界總回報對沖美元指數，而小於1則意味著其變動小於（或不太敏感）上述指數。

51 相關程度=基金/指數回報與MSCI世界總回報對沖美元之間的相互關係的計量。與beta不同，相關性針對波幅的差異進行歸一化。

52 上行捕獲率=MSCI上升時的平均回報/MSCI上升時的平均MSCI回報

53 下行捕獲率=MSCI下跌時，基金/指數的平均回報/MSCI下跌時的平均MSCI回報。計算方法為按基金的於基準錄得負回報的月份的每月回報除以相同月份的有關MSCI回報。倘基金在MSCI下跌時產生正回報，基金的下行捕獲率將為負面（意思為其移至MSCI基準的相反方向）。

行業概覽

True Partner Fund可以歸類為相對價值波幅基金。然而，該基金過往表現的相關性特徵更接近於多頭波幅基金而非相對價值基金，因為True Partner Fund與股票展現出反比例而非正相關。True Partner Fund在年化回報和alpha產生方面均超過各種波幅對沖基金指數。True Partner Fund產生正年度化回報率6.4%，相比使用四隻CBOE Eurekahedge波幅指數表現更佳，並有明顯更高的年度化alpha指標。此外，值得注意的是True Partner Fund亦錄得下行捕獲率-73%，代表基金能在MSCI指數為負數時，產生頗為穩定的正回報，此為使用四隻CBOE Eurekahedge波幅指數缺少的特色。

以下環節描述不同波幅策略的關鍵特徵：

多頭波幅及極端風險策略

- 有關策略通常視為是極端情況對沖、極端情況保護或全盤管理，意味著有關策略有望在股市遭受重大損失時獲得高回報（即與股市回報呈反比例）。有關策略受益於極端風險事件（例如二零二零年首季、二零零八年金融危機）期間波幅相對較高的時期及相對較小的股市跌幅（例如二零一五年八月及二零一八年第四季度）。
- 多頭波幅及極端風險策略的收益情況各不相同。就長期而言，投資者可能預期會有負數的預期收益，但與風險資產呈很大的反比例，而在策略及／或投資組合層面上，則有正數的alpha貢獻。目標通常為實現整體投資組合風險調整後收益的正貢獻。對投資者而言，股票市場的下行捕獲率乃是重要指標，特別是在股票虧損較大期間內（如上表所示）。其他投資者在配置時機上可能更傾向於機會主義，因此注重短期預期收益。
- 多頭波幅策略幾乎可以看作是空頭波幅策略的反面—策略將尋求多頭波幅，然後致力設計方式以管理負盈利（或theta值流失）。這可能是通過delta對沖，尋找在若干條件下（例如，在各到期日的整體波幅水平未發生變化的情況）預期負盈利較低的選項，或通過對基礎資產採取定向看法，當中預期所選資產可能因特殊原因而遭受損失。
- 該策略的兩個風險是：(i)長遠來看市場趨升，因此必須定期將期權之行使價「重訂」至較高水平，以維持某既定水平的保護；及(ii)長遠來看，實際波幅往往低於引伸波幅。此兩個方面均可能導致尋求價外極端保護的策略產生長期負回報。
- 另一挑戰是難以在市場暴跌和波幅加劇時掌握套現獲利時機。這與在沽出股票好倉時把握市場見頂機遇無異。確定多頭波幅策略之最佳退出時機極為困難。

行業概覽

- 考慮到此等因素，多頭波幅和極端風險策略非常適合定制化解決方案，由此可以針對特定投資者的情況和目標量身定制風險水平、回報投資組合目標和套現策略。

空頭波動策略

- 簡單的空頭波幅策略已由對沖基金內部所用轉變為可以通過其他形式獲得，例如可提供更高資本效率和定制化的全盤管理策略，或可提供以更相宜方式獲得相若回報流之風險溢價策略。
- 有關策論的基石是由賣方市場「保險」中獲得溢價。長期而言，引伸波幅的平均交易價高於已實現波幅，為短期引伸波幅創造「溢價」。這令其本身成為正利差，可以通過沽出引伸波幅，並經常通過對於相關股市風險進行delta對沖而賺取。許多學者和資產管理人已經發表對於此現象的研究。⁵⁴
- 該策略的風險是引申和已實現波幅會迅速增加，尤其是在市場突然下跌時。在有關時期內，空頭波幅持倉的風險敞口可能會大規模增加，除非精心管理和精準拿捏時機，否則有關策略可能會引致重大損失。
- 空頭波幅基金的回報狀況與風險資產具有高度正相關性，尤其是在風險資產虧損期間。因此，雖然空頭波幅基金可以作為回報來源，但通常不提供投資組合多元化。
- 空頭波幅策略有多種不同的實現方式，包括出售具有不同敞口和期限的不同類型的期權和波幅工具（包括上市和場外交易工具）。
- 空頭波幅全盤管理策略通常用於為投資者提供回報率提升以及以合乎資本效益方式實踐此觀點的能力。因此，有關策略已受到一些高淨值個人和其他投資者青睞。

54 例如，AQR：<https://www.aqr.com/Insights/Research/White-Papers/Understanding-the-Volatility-Risk-Premium> 及Aegon <https://www.aegonassetmanagement.com/netherlands/news-and-insights/the-volatility-risk-premium/>

行業概覽

相對價值波幅策略

這是波幅經理採用的最大策略類別。不同的經理採用的策略類型各異，又或在單一基金產品中結合多元策略類型。下文介紹兩種常用方法：

股票分散交易

- 股票分散策略通常是買入單隻股票的期權並賣出指數波幅。有關策略試求由股票指數成分股之間不相關的變動中受益。
- 分散度高且相關性低的投資組合會受益於指數成分中任何不相關的變動（因此是任何特質單一股票事件的受益者）。然而，該策略存在風險，因為在股市動盪期間，股票之間的相關性趨升，此可能導致指數波幅（該策略通常是賣出）比平均單個股票波幅（該策略通常是買入）上升更快。這可引致損失。

波幅套利交易

- 波幅套利交易包含廣泛的策略，其共同特徵是經理在某些工具中採取多頭波幅，而在其他工具中則是空頭波幅，通常是相對緊密相關的交易。
- 經理可以交易單個產品類型、資產類別或多個產品類型和資產類別。
- 示例交易可以包括產品和資產類別之內和之間的價差、日曆價差、偏差交易和特殊情況交易。經理可以使用各種各樣的單純和奇異的衍生工具，有關持倉的流動性可以相差甚大。
- 平均而言，此類別的基金通常與股市呈正比例，如上面的指數水平數據所示。然而，各個基金之間或會有甚大差異。例如，True Partner Fund是相對價值波幅基金，但歷史上與股市呈負比例。

競爭格局

波幅策略領域中的大型參與者相對較少，且基礎業務因公司而異。True Partner Capital最重要的同業是私有公司，有關公司並無公開披露其投資策略的詳情，或在大多數情況不公開其表現。然而，可以由公開信息中確定其業務和投資方針的某些特徵，例如專注於期權交易。

以下是一些可能被視為本集團同業的公司簡介。有關公司的業務不盡相同，然而每家公司均採用波幅策略，並擁有一些公開數據顯示與本集團的相關性。鑑於可取得的公開數據有限，最宜通過與上文已包括的指數數據進行比較以評估本集團的相對表現。

行業概覽

- **Capstone Investment Advisors, LLC**：一家全球基金管理公司，自二零零七年成立以來一直專注於將波幅交易作為資產類別。其創始人Paul Britton曾任職於期權莊家Mako Global Derivatives。該公司目前管理大約67億美元的資產，主要服務機構投資者。資產通過兩個平台進行管理：多元策略波幅套利和基於波幅的定制解決方案，進行跨資產類別、地理區域、交易策略之投資。該公司的波幅交易策略涵蓋全球股票、固定收入、商品、外匯、信貸和可轉換債券。⁵⁵並無有關該公司投資表現的公開數據。
- **Parallax Volatility Advisers, L.P.**：成立於一九九六年的美國基金經理公司。該公司已由一家小型的場上交易的股票期權交易業務，發展成為全球波幅市場的主要參與者，資產管理規模約為27億美元。該公司採用包含多元交易策略的相對波幅價值策略。此過程通過定性和定量評估的支持，通過期權流分析識別交易機會，並針對全球股票、指數、交易所買賣基金和商品的上市和非場外期權中最具吸引力的風險調整後的波幅敞口組合。⁵⁶並無有關該公司投資表現的公開數據。
- **Ionic Capital Management LLC**：成立於二零零六年，資產管理規模約21億美元。該公司採用不同的投資策略，包括多頭波幅、價值投資股票和信貸。此外，該公司亦擔任多家註冊投資公司的副顧問，為其採用相對價值套利投資策略和多頭波幅投資策略。該公司利用包括股票、利率、貨幣、商品和信貸在內的資產類別的顯性和內含期權，以構建通常具有正凸性和多頭波幅的投資組合。⁵⁷並無有關該公司投資表現的公開數據。
- **36 South Capital Advisors**：成立於二零零一年，專注於波幅和極端風險管理。根據Bloomberg的數據，於二零二零年二月，該公司的資產管理規模達11億美元。該公司力求尋找能夠提供廉價凸性和正不對稱性的期權。該公司稱自己在泛資產類別、全球長期期權方面具有特別的專業知識，尤擅尋找可以提供投資組合回報（包括凸性、多樣化和收益）的倉位。⁵⁸
- **Assenagon**：成立於二零零七年，資產管理規模達280億歐元。該公司管理各種資產類別的策略。此包括尋求在波幅上升期間獲利的策略，以及尋求捕獲波幅風險溢價的策略。⁵⁹
- **Amundi**：通過合併成立於二零一零年，是一家資產管理規模超過1.5萬億歐元的多元化資產管理公司。該公司管理著與波幅相關的少量策略，包括Amundi Funds World Volatility，於二零二零年三月，其資產管理規模超過6億元⁶⁰。

55 資料來源：Global Volatility Summit, Capstone (<https://www.globalvolatilitysummit.com/sponsor/capstone/>; <http://www.capstoneco.com/>)

56 資料來源：Global Volatility Summit, Salt, Parallax (<https://www.globalvolatilitysummit.com/sponsor/parallax/>; <https://www.globalvolatilitysummit.com/speaker/will-bartlett/>; <https://www.salt.org/bio-parallax>)

57 資料來源：Global Volatility Summit, Ionic (<https://www.globalvolatilitysummit.com/sponsor/ionic>)

58 資料來源：Bloomberg, 36 South; <https://www.36south.com/#about>

59 資料來源：Bloomberg, Assenagon <https://www.assenagon.com/en/services/>

60 資料來源：Bloomberg, Amundi <https://www.amundi.com/int/Choose-Amundi/Why-Amundi>

行業概覽

入行門檻

- **波幅交易經驗：**成功的波幅交易者通常來自期權莊家背景或投資銀行或資產管理背景。背景可能會導致對波幅、期權、流動性、投資組合管理、基本因素、流量和其他變量的看法不同。背景的影響在所有策略中都可能是真實的，不僅僅是波動。莊家的重點自然是市場微觀結構，著眼於流量和流動性／執行成本。投資銀行或資產管理的更著重基本因素的背景通常更為側重於基本因素、估值和經濟主調。
- **技術和營運基礎架構：**期權是相對複雜的工具，管理期權投資組合通常需要對技術和營運基礎設施進行大量投資，以便能夠快速和準確地計算風險敞口並進行交易。由於講求速度，基金經理通常要求將伺服器放置在交易所中，此可引起額外費用。
- **實體基礎設施：**對於進行全球期權市場交易的經理來說，由於在美國、歐洲和亞洲存在大量的期權市場，因此通常需要在不同的洲設立多個辦事處。
- **數據：**許多波幅對沖交易方法所需的詳細及高質素的定價數據無法通過Bloomberg或其他可廣泛獲得的商業渠道獲得。因此，具有豐富經驗和實時交易往績的經理相對於試求僅由商業渠道著手的經理而言更具優勢。

本集團的競爭優勢

- **對期權和波幅交易的專業知識：**高級投資組合經理在作為莊家和對沖基金投資組合經理方面均有豐富經驗，因此對市場參與者的交易方法有廣泛了解。聯席資訊科技總監自二零一一年以來在本集團攜手合作，如此的團隊穩定性為所有同業所欠缺。
- **先進的技術和軟件系統：**本集團已開發本身的專有軟件，使其能夠根據本集團本身的專有輸入數據而承接市場定價以及為期權定價，對投資組合進行風險管理並提供有效的倉位操作處理。
- **數據：**本集團在其營運路上已經積累大型的實時交易庫。此有可能提供對交易策略和交易成本的洞見，新公司未必可能企及。
- **品牌名稱和市場佔有率：**True Partner Capital已成為最知名的波幅交易公司之一，這或會有助本集團開拓與波幅相關的新業務領域。

行業概覽

- 往績：True Partner Fund在其營運期內產生的絕對回報和經風險調整後的回報均超過主要對沖基金指數。歷史回報通常是潛在投資者在評估公司能否產生具吸引力的未來回報時所考慮的重要指標。例如，一些對沖基金投資者使用基於回報的篩選標準及／或應用最小長度以跟進往績。

機遇

- True Partner Fund在其營運期內產生的絕對和經風險調整的回報超過對沖基金大市指數⁶¹。儘管該基金在股市回報高於長期平均水平且波幅低於長期平均水平的環境中運作，但仍產生上述回報。由於該基金歷來對股市表現為負beta系數，因此，倘若股票回報率恢復至長期平均水平或更低水平，則對基金的機會集而言或會是正面。
- 二零二零年的股市環境變得更加動盪和不確定，此可能會增加投資者對多元化策略的需求。
- 近年來，波幅策略的市場環境充滿挑戰，導致該領域的競爭減少。
- 與本集團在二零一零年成立之初相比，期權策略在投資者的使用更為廣泛。上述期權策略資產管理規模的增長以及波動風險溢價策略的增長正印證此點。
- 本集團擁有強大的技術和營運基礎設施以及市場專業知識，可以將其產品系列擴展至其他產品，例如商品、貨幣、固定收入和長期衍生工具，以及不同類型的波幅策略。此可能包括針對不同回報和風險狀況量身定制的策略，例如極端風險策略，或更注重地理位置。現時已有同業基金經理隨著時間過去而從單一產品擴展至多種產品和策略的例子。
- 本集團交易的許多市場潛力巨大。其中包括標普500指數、Kospi、日經平均指數和EuroStoxx。本集團交易的若干方面受制於營運規模，但其他方面則有顯著的增長空間。與套利策略相比，諸如極端風險和全盤管理產品之類的策略通常具有較低的交易頻率，使其較少受到規模限制。如上所述，其他一些波幅經理的資產管理規模遠大於本集團。

61 資料來源：Bloomberg。對比乃與Eureka Hedge Asset Weighted Hedge Fund Index資產加權對沖基金指數進行比較

行業概覽

威脅

- 在市場波動超過長期平均水平的時期內，本集團最大的策略過去一直錄得最強勁的回報。持續的低波動和波動下降時期（如二零一七年時）可能帶來挑戰。然而，有關時期可能產生的市場失衡亦可能衍生未來的機遇（如二零一七年之後的二零一八年機遇）。本集團歷來成功地與投資者就其在不同類型市場情況下的預期回報進行溝通，此有助於其避免在表現疲弱時期出現大量贖回。
- 團隊規模相對較小，研究和技術領域的許多關鍵人員對業務至關重要。有關關鍵人員的離職或會對所管理的資產管理規模的營運和表現產生不利影響。
- 本集團目前正在營運多個基金，但全部來自單一主要策略。從業務角度來看，策略的多元化程度相對較低。
- 誠如對沖基金策略投資於高流動性工具中的典型做法一樣，本集團工具的流動性相對較高。這在分配時吸引投資者，但亦意味著有可能被迅速贖回。本集團的投資者通常從長遠角度進行本身的分配，此減輕被迅速贖回的風險，並可見之於本公司基金表現稍遜時並無發生大量贖回。

COVID-19大流行對對沖基金業及波幅策略的影響

COVID-19大流行已在全球造成重大影響，國際貨幣基金組織《世界經濟展望》預測，二零二零年全球國內生產總值將下降4.9%，其中歐洲及美國受到的打擊尤為嚴重，預計二零二零年國內生產總值將分別下降10.2%及9%。

與二零零八年金融危機相比，雖然COVID-19大流行對全球影響更為廣泛，但疫情為本年度對沖基金所帶來的影響似乎較二零零八年小，因為：(i)對沖基金整體上更妥善地將其投資者流動性之年期與其基礎資產之流動性相匹配，從而降低擱置或贖回基金的機會；(ii)投資者已將二零零八年的經驗納入其預期當中，從而或許較金融危機前更能意識到潛在下行風險；(iii)政策制定者反應迅速，所提供之數據及工具亦較二零零八年多，中央銀行亦提供了大量流動資金以減輕融資市場之壓力；(iv)銀行降低槓桿比率，提供了更大的資本緩衝以承受損失；(v)各國政府亦公布了龐大的財政支持方案，促使投資者預期經濟能更快展開復甦，並減少二零零八年曾發生的套現潮。

行業概覽

因此，從投資者角度而言，對於對沖基金之影響更有可能是因應經濟環境變化而為投資組合重新定位，以及重新評估個別基金及策略之風險／回報概況。包括本集團在內的許多對沖基金均在二零零八年後推出，二零二零年對該等基金而言將會是一個重要的數據基準。預計投資者可能會被該等於二零二零年首季期內表現出有能力提供多元化(即正向)回報的高流動性策略所吸引，而該等為經濟復甦提供槓桿敞口之策略亦會受到投資者青睞。在這方面，對沖基金指數數據顯示，相對價值投資波幅及多頭波幅策略於二零二零年首季之對沖基金投資領域內受到注視以及於二零二零年五月，第二季度表現顯示該等策略繼續高於其他多數策略。然而，在相對價值投資波幅內，有傳媒報導稱，部分基金出現了大幅虧損，而其他基金(如本集團等)則取得了龐大收益。

受到COVID-19大流行負面影響的對沖基金很可能是本已受壓的基金：具有側重結構性多頭風險資產，但alpha值相對較低之基金，如若干長淡倉股票基金。於二零二零年首季，該等基金中許多均出現虧損，可能會導致投資者對該等基金重新進行評估。相反，股票拋售以及負收益債券之欠佳表現可能會導致投資者重新評估其對另類分散投資之分配，從而可能導致投資者對一些能夠提供與市場相聯性低、長期正回報之波幅交易策略有更大的需求。

此外，雖然現時實施降低極端風險策略的成本可能較高，但該等策略已清楚展示其價值。作為參考，於二零零八年後及二零零九年初步復甦後，由於機構投資者嘗試尋找節省資金的方法以應對極端事件風險，對極端風險策略的需求顯著增加。COVID-19可能會遺留一個問題，疫情風險成為投資者需要考慮的額外風險因素，可能會引起對節省資金的極端對沖之需求。

COVID-19大流行對本集團的影響

本集團的狀況可能比踏入二零二零年時更強。在二零二零年首季期間，本集團旗下的基金業績表現強勁，繼續如常運作，向許多近期投資者及潛在客戶展示本集團之價值取向。雖然本集團先前已證明其多元發展能力，這次本集團在前所未見的極端市道下為其資產管理規模創下歷史新高，再一次展示其強勁實力。這應有助增強現有投資者對本集團在長期管理基金及投資組合方面的信心。短期而言，部分現有投資者可能會透過贖回第一季所獲利潤，將倉位回復至升值前的權重。這可能會導致小額贖回及表現費變現。但本集團在二零二零年首季的強勁表現也應使其基金對潛在投資者更具吸引力，從而更容易取代任何贖回，並進一步增加資產管理規模。

如上文所述，自二零零九年以來，由於機構投資者尋求節省資金的方法以應對極端事件風險，因此對極端風險策略的需求大幅增加。本集團在波幅交易方面的技術使其在該領域的發展處於有利位置，尤其是在COVID-19危機所遺留問題的影響之下。

行業概覽

從營銷角度而言，本集團在各個主要投資者時區（美國、歐洲、香港）均有專人負責，並且在每個地區均有外部營銷人員及資本引進專業人員的支援，應當從中受益。本集團的部分大型投資者為對沖基金、顧問或其他資產整合者之基金，本集團亦因此受益於彼等投資及銷售團隊之全球影響力。該等分配者通常代表其客戶進行投資及營運方面的盡職審查，意味著新的最終客戶可能不需要進行實地考察就可以進行投資。倘旅遊限制持續一段時間，可能能夠證明本集團旗下的基金比沒有這種聯繫的基金更具優勢。

在現有的投資平台上，與實際及潛在投資者通過郵件名單及資本介紹夥伴的網絡已建立成熟的溝通渠道，以及於波幅對沖基金領域享有品牌知名度，在活動受限期間，尤其是在COVID-19大流行期間的封鎖期內，本集團可能會更容易繼續與投資者保持聯繫，為本集團在營銷方面帶來優勢。在COVID-19的影響下，旅遊的可行性降低，亦可能會持續一段時間，增加了本集團在當地的存在價值，亦加強了本集團透過網絡研討會及其他遠程形式與投資者聯繫的能力。此外，本集團過去曾參加多個會議，並長期廣泛進行拜訪，與投資者會面，因此建立潛在投資者網絡。倘若對旅遊以及面對面會議的限制持續一段時間，新的對沖基金可能更難進入市場，這可能會給成熟的對沖基金創造優勢。