

纷争由来已久，质疑从未停止，好坏对错难分难解

对冲基金

到底是什么？

黄敬 著

读一本像武侠小说一样引人入胜，
像神宗语录一样充满机锋的金融读本
看对冲基金经理还原一个最真实的行业，
解密顶级机构操盘思维



%

陈志武、戴志康、江平、罗佳斌、秦朔、沈颖、田源、吴伯凡
吴晓波、熊伟、袁岳、赵丹阳、周牧之、周全 | 联合推荐 |



China Business Press

对冲基金到底是什么

黄徽 著

中信出版社

上篇

对冲基金就是一个江湖

三年前有一次和著名才女明星约谈做公益的事情。见了面坐下来，朋友介绍说这是在美国做对冲基金的。明星问，“总是听说对冲基金，对冲基金到底是什么？”

在对冲基金这个行业滚爬了好几年，却从来没有被人这样直截了当的问过。对冲基金到底是什么呢？这是一个没有准确定义的界限含糊的概念，而且随着时间在演变。业内的人并不深究对冲基金的定义，也没有觉得有这个必要。虽然作为一个杀猪为生的屠户，但却从来没有思考过猪的定义。可是对没有见过猪的人，怎么解释什么是猪呢？

哺乳纲偶蹄目猪科的一属。你明白了吗？

我无法用一句话给出一个辞海的解释，于是从字面开始。什么是对冲(hedge)呢？对冲一般是指在买进一个东西的同时，沽空另外一个，以达到规避风险的目的。什么是沽空(又叫卖空, short selling)呢？沽空就是如果投资人预期价格会下跌，在手中不持有证券的情况下，向券商借入证券以卖出，在将来某个时候再回补，赚取差价。

明星有点困惑。

比如说一只股票现在是 100 块，我可以找券商借来把它卖了，等它跌到 80 块的时候再把股票买回来还回去，这样我就赚了 20 块。

明星好像明白了。

许多描述对冲基金的书都是从最早的 Alfred Winslow Jones 在 1949 年创办的基金讲起。他的基金在买进一些股票的同时沽空另外一些股票。这样不论股票整体是涨还是跌都没有关系，只要他买的股票比他卖空的股票涨的多或者跌的少，基金就赚钱了。

明星想了一下，好像明白了。

刚才说的是早期典型的对冲基金，现在对冲基金这个概念已经更广，可以用各种手法操作各种金融工具，还可以用杠杆。杠杆

(leverage)指的是利用信贷手段使自己的资本扩大，简单说就是借钱回来用更多的钱去炒作。

已经三分钟过去了。我们还是开始谈公益吧。

会谈结束以后，同去的朋友说，我觉得你解释的不好。

对冲基金的三个特点

业内的朋友黎彦修在接受新浪财经的采访时说：“这个对冲基金很难用几句话讲清楚什么叫对冲基金，您刚才讲的这些都是对，但是都不全面。对冲基金首先它是一个私募资金，另外有三个特点：第一，对冲基金一般来说都是可以利用一定程度上的杠杆，比如说你管十个亿美金，然后你实际操作的可能是二十个亿，也可能是一百个亿，长期资本 98 年垮台的时候他们的杠杆作用达到 100 倍。

第二个特点，这个对冲基金的概念主要是以共同基金相对而言，这是很有意思的一个事情，可以做空并不是它一定要做空，现在有一部分基金只做长线，如果他觉得市场不好的话 he 可以用指数对冲一下，但是并没有要求他一定要对冲，而是他有这样的机会，共同基金就不可以这么做。

第三个特点，就是对冲基金的手续费一般比较高，一般来说比如说 2%的管理费，20%的我们叫做分成费，这样的话你要看种类的话就有各种各样了，有的专门做股票的，而且股票也有两种做法，一种就只做长线股票，哪儿市场好 he 跑到哪里去，就希望每年把市场最好的一块找出来，第二种就是有长有短，比如说你十个亿，你就有十个亿做多，有五个亿做空，或者有三个亿做空，这也是一种。还有一种是比较数量化的，比如就是用一些统计的模型。

从这个投资收益的特点来看有两种，所以这个也是我觉得很多人有误解的地方，一种人觉得这个对冲基金应该是多和空的对冲得非常好，这样的话就应该有非常非常小的变化幅度，这种是对冲基金的一种，应该说有比如说 20%、30%人在做这个，他的收益可能并不高，

比如像我做了十几年，我们大概如果把所有的记录都算上来的话，我们大概能做到 15%。还有一种做法，他只要求回报，这样他的变化幅度可能非常高，每年可能达到 20%、30% 上下浮动，但是他的收益可以达到 30%、40%，一年一下来，所以这也是不同的对冲基金的方式。

这个对冲基金从经营的金融产品来看也是非常广泛的，所以能想得到的金融产品基本上都有对冲基金在做，或者他把它放在一块儿去做，或者他单独做这个，比如有的人专门做货币，这也是一种对冲基金，有的人他专门做石油，做大稻，做豆子，这也是一种对冲基金，有的人专门做股票，有的人专门做债券，还有的人专门跑到第三世界，就是叫新兴的市场来做，这也是一种办法。”

猪的的鼻子有两个孔，感冒时还挂着鼻涕牛牛。猪的耳朵是那么大，呼扇呼扇也听不到你在骂它傻。你明白猪是什么了吗？

阿尔法和贝塔

这个世界上有一种东西叫做钱。当我们把一些钱放在一起管理和运作，基金 (fund) 一般指这笔用于特定目的的钱，有时候也可以指管理和运作这笔钱的组织。

如果这笔钱的目的是为了钱生钱，可以称为投资基金 (investment fund)。

钱怎么生钱呢？如果钱用来买实物商品，然后再卖了变成钱，这是贸易，不是我们说的钱生钱。当然钱也不能直接就变成更多的钱。在钱生钱的过程中，钱要先变成一些虚的但是又值钱的东西。这些虚的东西是各类财产所有权或债权的凭证，也就是证券 (securities)。

在投资完成以后钱的变化就是回报，或者叫收益率 (return)。我们希望收益率是正的，但有时候它也可能是负的。在投资之前，我们无法知道会赚钱还是会赔钱。这种不确定的损失叫做风险 (risk)。

最安全的投资是买国债 (或者银行存款)。我们基本把它们视为无风险投资，它们的回报率也就是无风险收益率 (risk free return)。

投资就是为了获得比无风险收益率更高的回报。接下来我们考虑的收益率都是超出无风险回报率之上的那一部分，可以称为额外收益 (excess return)。

风险和回报一般成正比，风险越高，回报越大。

我们通常同时投资多个证券产品，这些产品的集合就叫做投资组合 (portfolio)。

到这里我们需要停一下。我们要引入两个希腊字母，阿尔法 (α , alpha) 和贝塔 (β , beta)。这两个拗口的名字是希腊语的前两个字母，相当于英语的 A 和 B 或者中文的甲和乙。

现代金融理论认为，证券投资的额外收益率可以分解成两部分的和。第一块是和整个市场无关的，叫阿尔法。第二块是整个市场的平均收益率乘以一个贝塔系数。贝塔可以称为这个投资组合的系统风险。

初中物理告诉我们，当一个人在行驶中的火车上走的时候，他的速度等于他对于车的相对速度加上火车提供的速度。证券投资组合的额外收益率等于它的相对收益率加上整个市场的涨跌提供的那一部分。但区别在于，火车对上面的每个人提供的速度都是一样的，而整个市场的涨跌对各个投资组合提供的收益率却可能不同。这就是贝塔系数，它取决于这个投资组合和市场的相关性以及投资组合相比市场的风险大小。

一般的投资组合的贝塔通常是正的。这样，如果整个市场涨了，整个市场的平均收益率乘以贝塔系数是正的，对投资组合的贡献也就是正的。但如果整个市场跌了，这一部分对投资组合的贡献也就是负的了。股票指数基金的贝塔一般在 1 左右。

在把收益率分解成阿尔法和贝塔两部分以后，一个最重要的事实是，这两部分的价值是不一样的。

简单的说，阿尔法很难得，贝塔很容易。只要通过调节投资组合中的现金和股票指数基金 (或者股指期货) 的比率，就可以很容易的改

变贝塔系数，即投资组合中来自整个市场的部分的收益。而阿尔法是如此难得，以致于许多金融教授们不相信它存在。

因此阿尔法会很贵，而贝塔很便宜。

指数基金(index fund)和 ETF(exchange traded fund)是买纯贝塔的工具。只有贝塔，所以它们一般只收取很低的基于资本总量的管理费(management fee)。没有阿尔法，所以它们一定不会收取基于利润的分成费(incentive fee)。

我们常见的公募基金，即共同基金(mutual fund)，除了指数基金以外有许多是主动型的，基金经理试图获得更好的绩效，也就是贝塔以外还想得到些阿尔法。但美国这边的学术研究一般发现共同基金其实是没有阿尔法的。所以共同基金一般都只收取比较低的管理费。

阿尔法是真本领。贝塔只是随着大势，但水可载舟，亦可覆舟。国内的许多基金都是贝塔，当然这很大程度上是因为缺乏金融工具的选择，比如在融资融券出台之前不可以沽空。当大盘开始暴跌的时候，也就是股神神话破灭的时候。

业内的朋友刘震有个比喻说，阿尔法是肉，贝塔是面。指数基金全是贝塔，卖的是馒头；主动型公募基金卖的有肉有面，是包子；而对冲基金卖的就是纯肉。肉比包子贵，包子比馒头贵。

多年以前学术界不相信阿尔法存在。没有肉，只吃馒头。业界因此催生了指数基金这些产品，目的就是为了给公众提供便宜的贝塔。近年来，许多人渐渐相信阿尔法是存在的。专攻于阿尔法的投资开始兴起，它们被称为另类投资(alternative investment)，或者替代投资，非主流投资。主流投资是买贝塔，非主流是买阿尔法。

另类投资有许多种。如果投资于非上市股权，或者上市公司非公开交易股权，这种叫做私募股权投资(private equity，简称 PE)。广义的 PE 涵盖了企业首次公开发行前各阶段的权益投资，包括大家可能熟悉的创业投资(venture capital，简称创投，VC)等。

那我们最关心的对冲基金(hedge fund)投资什么呢？现在的对冲基金基本上投资于所有的有价证券。只要证券有价格，有可能在买进卖出的过程中赚钱，就可能有对冲基金去做。为了和私募股权投资基金区别开来，如果主要做的是上述的私募股权投资，这个基金就会算是私募股权投资基金，不然就可以算做是对冲基金。现在对冲基金里也可能做私募股权投资，而私募股权投资也可能做对冲基金做的事情，界限越来越模糊。

现在我们渐渐清楚了，这些试图获得纯阿尔法的，又不像私募股权那样投资于非公开上市交易股权的基金，就是对冲基金。

因为对冲基金获得的是纯阿尔法，阿尔法很难得，所以他们才有资格收取很高的管理费(一般是资产的2%左右)和分成费(一般是利润的20%左右)。因为它们一般没有什么贝塔，所以他们的收益率基本不受整个市场走向的影响。不论市场大盘涨了或者跌了，成功的对冲基金都应该赚钱。基本没有市场系统风险，这也就是“对冲”两个字的意义。

正因为阿尔法难得，对冲基金行业中滥竽充数的也比比皆是。有些号称对冲基金，其实提供的都是贝塔。说卖的是肉，其实只是馒头，或者是包子搭了那么一丝丝肉。要甄别阿尔法和贝塔，有时候并不是很容易的事情。

为了最大限度的获取难得的阿尔法，对冲基金往往运用最新的投资理论和极其复杂的金融市场操作技巧，充分利用各种金融产品，承担风险，追求高收益。因为它们需要操作灵活，所以政府对它们的监管很少，也正因此往往限制它们允许接纳的投资者的类型。现在一般局限于机构投资者和被认为可以承担高风险的富有人群，而不可以对普通公众开放。

猪就是肉吃起来味道不错的动物。你明白猪是什么了吗？

对冲基金就是一个江湖

有一个著名的麦肯锡 30 秒电梯理论。麦肯锡咨询公司的项目负责人在电梯间里遇到了客户的董事长，却无法在 30 秒时间里把事情说清楚，而痛失商机。从此麦肯锡要求员工一定要在 30 秒内能把任何项目说明白。

怎样才能够在 30 秒时间里，面对一个对金融缺乏了解的人，回答到底什么是对冲基金这么复杂的问题呢？

其实不用 30 秒，10 秒就够了。

如果有人问你，对冲基金到底是什么？

你：(深沉的)“其实，对冲基金就是一个江湖……”，停顿 5 秒，目视远方(悠悠的眼神)，叹了一口气，喃喃自语，“江湖……”

对冲基金是所有合法行业中最像江湖的。

冯仑在《野蛮生长》书里写到，民营企业是很像江湖的。庙堂之高，江湖之远，远离庙堂的就是江湖。对冲基金到目前为止基本不受政府的监管，私募的性质没有股东，没有实体商品的买卖因此没有物流，所以打交道的主要只有三个对象：基本上只有输钱的时候才会关心的客户即投资者；希望从这里得到生意的交易对象即券商和其它服务商；还有看的见(在电脑屏幕上)摸不着的市场。

只要有人在卖的东西，基本上没有什么不能买的。这是典型的江湖气息。(对冲基金一般在初创阶段会局限自己的投资产品范围并向投资者说明)和在投资银行上班必须西装革履不同，对冲基金的办公室里大都是爱怎样怎样，只要你能赚钱。

跟政府和社会基本不发生关系，不仅是在江湖，已经是在天涯了。

“天涯远不远？”“不远！”“人就在天涯，天涯怎么会远？”

江湖最大的特色就是快意恩仇。武功高下，生死立判。或者说，直接。

如果按照弗里德曼的观点，利润最大化是企业的唯一目的，对冲基金是所有合法行业中最直接的。

资本一般需要经过生产和销售的过程才能再次转化成更大的资本。到了资本主义的极致形式，资本直接变成资本，钱生钱，最有效率的就是对冲基金了。

没有一个其它的行业有这样明确的客观的衡量标准。每个月的回报率都是公开的(至少对投资者)。如果有一段时间持续的不赚钱，基本上就很难维持下去了。就好像江湖一样，胜者为王，而失败也往往是转瞬的事情。常常会印证电影《无间道》里那句著名的话：出来混，迟早是要还的。

现在人们说金融市场是没有硝烟的战争。这么说来对冲基金经理就是和平年代的将才。极少的行业为个人提供这么大的杠杆。一个人可以调度数亿甚至数十亿美金，有的时候和大企业甚至和国家政府开战。

极少的行业可以为个人在这么短的时间提供这么高的财富回报(其它只有比如上市互联网公司老板，房地产大亨，私募股权基金经理等)。成功是那么的让人艳羡甚至嫉妒，媒体上和坊间流传着各种江湖传奇和谣言。

古龙说，有人的地方，就有江湖。

原来猪就是一个江湖。对冲基金就是一个江湖。

七种武器：对冲基金常见投资策略

古龙小说《七种武器》里，列出了长生剑、孔雀翎、碧玉刀、多情环、离别钩、霸王枪、拳头，分别对应着笑、自信心、诚实、仇恨、戒骄、勇气和不放弃。

在介绍对冲基金江湖里常见的七种武器之前，先要解释一个词：套利(arbitrage)。在某个东西有两个价格的时候，我们以较低的价格买进，较高的价格卖出，就是套利。同一个商品两个价格这种无风险套利极少出现，有的时候相似的产品有两个价格，我们试图赚取价差，也叫套利。

在八十年代初的中国，套利还有一个名字，投机倒把。
对冲基金做很多投机倒把的事情。

长生剑/宏观 (Macro)

许多江湖上最强的高手都是使剑的。

许多江湖上最强的高手都是做宏观的。

曾经名满天下的索罗斯的量子基金就是做宏观的，还有比如 Paul Jones 的 Tudor, Bruce Kovner 的 Caxton, Louis Bacon 的 Moore 等等。

宏观对冲基金经常在对宏观经济和金融环境分析的基础上直接对股市、债券、外汇和大宗商品进行操作。主要是做些方向性 (directional) 的交易，比较少做对冲和套利。他们经常使用诸如期货这样的衍生品，但一般是先对原生资产 (underlying asset) 的走势作出判断，然后再通过一些流动性好的衍生产品 (derivatives) 去操作。他们很少从事原生资产和衍生产品之间的套利。

这里得解释一下什么叫做衍生产品。金融衍生产品通常是指从原生资产派生出来的金融工具。衍生，就是一个父子关系，没有老子就没有儿子。原生产品和衍生产品就是老子和儿子。在金融市场里单亲就可以繁殖了。比方说如果一个股票作为原生资产，它对应的期货 (future) 就是它的衍生产品。

期货是一种合约。交易双方约定在未来某一特定时间、以某一特定价格、买卖某一特定数量和质量的原生资产。

期权 (option) 是另一种合约。它规定了在某一特定时间、以某一特定价格买卖某一特定种类、数量、质量的原生资产的权利。买期权的这一方在期权到期的那一天可以决定买，也可以不买。

期货和期权的价格随着原生资产的价格变动。儿子的价格在很大程度上是老子的价格决定的。其它许多因素，比如距离到期还有多少时间，市场利率等也会影响。

为什么要凭空创造出这些儿子们呢？有很多好处，比如可以方便对冲。还有一个好处是标准化。比如期货合约是期货交易所制定的标准化合约，对合约到期日及其买卖的资产的种类、数量、质量作出了统一规定。大家都买卖一样的东西，市场集中了，流动性(liquidity)就好了。

流动性是一个非常重要但却经常被忽视的概念。它指资产能够以一个合理的价格顺利变现的能力。它是一种投资的时间尺度(卖出它所需多长时间)和价格尺度(与公平市场价格相比的折扣)之间的关系。

流动性最好的是钱本身。外汇，国债，股指期货，部分大宗商品期货，大盘股都有非常好的流动性，基本上在任何时刻都可以在市场价附近买进卖出。小盘股的流动性比大盘股差，因为成交量少，今天一次想卖 2000 股却没有那么多人买，等卖完的时候 12 块已经跌到 11 块 5 了。房子的流动性更差一些，联系房产经纪到出手要几个月。前段时间次贷危机，有些有毒资产(toxic asset)的流动性非常差，再怎么打折都卖不掉。

流动性不好的产品常常不是根据市场定价的(mark to market)，而是根据模型定价的(mark to model)。有时候就会出现一个问题，模型算出来是 4 角，告诉投资者我们这个月又赚了 5%，但如果真的要立即清盘，市场上只能卖到 2 角 8。

一般来说，当经济出现危机的时候，流动性好的资产会受青睐，因为大家不知道什么时候就会缺钱需要马上变现。

宏观对冲基金的特色是他们一般只操作流动性最好的金融产品。而且他们一般不频繁交易，持有时间会很长。因此他们有最大的容量(capacity)，即有能力管理很多钱。比如索罗斯年轻的时候也是做股票的，后来管理的资产越来越多，转型到主要做宏观也有些被迫的成分。

宏观对冲基金通常可以分为两类。一类的决策是主观决定的 (discretionary)，另一类的决策是基于模型的。

主观决定的宏观对冲基金的代表是索罗斯的量子基金，是 92 年狙击英镑和 97 年亚洲金融危机的主要参与者。其实绝大多数的宏观对冲基金要温和的多，而且杠杆相比其它类型的基金并不高。近年来投资者对风险控制越来越重视，宏观对冲基金也注意分散风险，很少像当年那样主动狙击了。

基于模型的宏观对冲基金有些专攻外汇，更多是属于一类叫做管理期货 (managed future，或者称为 commodity trading advisor，简称 CTA)。管理期货基金一般基于模型去操作全球期货 (包括股指期货，国债期货，大宗商品期货等) 和外汇，策略上多是趋势投资。2008 年武林浩劫，其它类型的基金惨败，这类基金反而有非常好的表现。

“仙人抚我顶，结发受长生”。宏观基金偶有挫折，但能在江湖上屹立三十年不倒的，不少是做宏观的。宏观对冲基金是长生的。

孔雀翎 / 统计套利 (Statistical Arbitrage)

暗器是神秘的。

统计套利是神秘的。

孔雀翎是天下最强的暗器。

从外表看来，孔雀翎是个由纯金铸成、闪闪发光的圆筒。上面有两道枢纽，筒里的暗器便飞射而出。据说这些暗器发出来时，美丽得就像孔雀开屏一样，辉煌灿烂。然而，就在你被这种惊人的神灵感动得目瞪口呆时，它已经要了你的性命。

统计套利是一种基于模型的中短期投资策略，使用量化分析的方法挖掘投资机会，其收益并不取决于整体市场走势。

在这里我们把基于模型的股票市场中性基金 (equity market neutral) 也算在统计套利中。有一类近年来兴起的统计套利主要从事高频率 (high frequency) 的交易，持有时间往往只

有分秒甚至更短；股票市场中性基金持有时间长一些，可以周或者月为单位。股票市场中性基金一般会买进和沽空相同数目的股票，因此基本不受市场系统风险的影响。还记得前面提过的 1949 年最早的对冲基金吗？

统计套利一般是夏普比率最高的。尤其是高频率的策略。

夏普比率 (sharpe ratio) 又被译为夏普指数，由诺贝尔奖获得者 William Sharpe 于 1966 年最早提出，目前已成为国际上用以衡量基金绩效表现的最为常用的一个标准化指标。用基金净值增长率的平均值减无风险利率再除以基金净值增长率的标准差就可以得到基金的夏普比率。简单的说，就是回报率比上风险。

夏普比率表示了赚钱的稳定程度。夏普比率越大越好。简单的说，大于 0 是赚钱，大于 1 是蛮好，大于 2 是很好，基本上每个月都在赚钱了；如果到 7 或者 10，那就是几乎每天都在赚钱。

平时大家最关心的是基金的回报率。但在对冲基金这个江湖，最关心的一个数字就是夏普比率。这主要是因为，不像共同基金，对冲基金可以灵活的运用杠杆来调节需要的风险，而较少受到资本量本身的限制。比方说如果夏普比率是 2，那么同样的策略，即可以做到 10% 的风险和 20% 的回报，也可以做到 20% 的风险和 40% 的回报。一般来说，基金的风险是根据投资人的风险承受能力设计的，然后提供风险乘以夏普比率的回报。

高频率的统计套利有更高的夏普比率的一个主要原因是投资的平方根法则 (square root rule)。一般来说，如果有同样的预测准确性，预测和交易越频繁，夏普比率越高。如果从一年一次变成 3 个月一次，夏普比率就可以提高 4 的平方根，即 2 倍。当然也不是那么简单，通常如果预测越频繁，预测准确性也会同时下降。

还有一个重要的限制，容量。许多统计套利模型都是专注于市场中某一个小地方的非有效性 (inefficiency)，也就是赚钱的机会。这

样的机会可能可以非常稳定的赚钱，但却往往无法容纳很多的钱进去操作。

投资策略的夏普比率一般和容量成反相关。

暗器最重要的是如何打造机关。孔雀翎的图纸是天下英雄争夺的宝物。

统计套利最重要的就是模型了。

到底什么是模型呢？在这里它一般是一个计算机程序，用计算机语言实现了一些数学方程式。可以把它理解成一个黑盒子。一些被认为可以用来预测市场的数据进入了这个黑盒子，出来的时候就是预测结果，应该买什么卖什么，买多少卖多少。

天下最强的暗器，除了它的主人以外，没有人见过。见过的人都死了。

天下最赚钱的统计套利模型，除了它的主人以外，没有人见过。

碧玉刀/事件驱动 (Event Driven)

傅红雪的手里握着刀。

一柄形状很奇特的刀，刀鞘漆黑，刀柄漆黑。

他正在吃饭，吃一口饭，配一口菜，吃得很慢。

因为他只能用一只手吃。

他的左手握着刀，无论他在做什么的时候，都从没有放过这柄刀。

——古龙《边城浪子》

事件驱动型基金主要投资于公司重大事件造成的机会，如并购、资产重组、资产重组和股票回购等。

事件驱动常见的有下面这几招：

廉价债券(又称困境债务，危难债券，distressed debt)。主要投资于破产，濒临破产或者严重经营不善的公司。一个思路是深度价值(deep value)投资，即大量买入困境公司的证券，然后积极参与改

善公司运营，提升证券价格；另一个思路则是买入一些沽空另一些，比如资本结构套利(capital structure arbitrage)，买入同一家公司的某种证券同时沽空另一种，从错价中牟利。

并购套利(merger arbitrage，又称风险套利 risk arbitrage)主要是投资于将要并购的公司股票。最常见的是购买被收购的公司的股票，同时沽空采取收购的公司的股票。一般来说，在甲公司公布将以某价格收购乙公司时，出价一般会高于乙公司现有价格。乙公司股票价格会上涨，但一般不会立刻达到甲公司的出价，因为总有不能成交的风险。并购套利基金如果相信收购会成功，他们会购买乙公司股票同时沽空甲公司。有时还会有第三方加入进一步提高股价，这样也会对并购套利基金有利。

特别时机投资(special situations)主要投资于资产重组的公司。国内前段时间流行 ST 重组潜力股，富贵险中求，即属于此类。

激进投资(activist)基金一般不满于某公司现有的管理和战略，于是收购公司的较大一笔股份，然后试图影响董事会和公司决策，改善公司运营和提高股价。他们的行为又被称为股东权益运动、股东积极主义。

刀不轻易出鞘。一出鞘就要见血。

多情环/可转换套利 (Convertible Arbitrage)

多情环这样的兵器可不是业余闹着玩的。

可转换债券也不是业余闹着玩的。

可转换债券(convertible bond)，简称可转债，又叫可换股债券。

这个东西很有意思。它是一种债券，但又可以转换为债券发行公司的股票。转换比率一般会在发行时确定。

从本质上讲，可转换债券是在发行公司债券的基础上，附加了一份期权，允许购买人在规定的时间内将其购买的债券转换成指定公司的股票。

可转换债券比较复杂。作为债券它有利率风险和久期风险；作为股票它有股市风险；期权部分有波动性风险；一般发行可转债的不是信用最好的企业，有信贷风险；缺乏流动性有流动性风险。这不是业余玩的，有兴趣的请查看相关专业书籍。

可转换套利最常见的一个思路是购买公司的可转债，同时沽空股票。这里面牵扯到许多技术细节，我们在这里就不讨论了。

可转换套利最不愿意见到的情形在 2005 年发生了。通用汽车的信用评级被降低的同时，超级富豪 Kirk Kerkorian 出价购买通用汽车的股票。可转换套利基金由于同时买进了债券沽空了股票，两边都受损。

离别钩 / 相对价值 (Relative Value)

“我知道钩是种武器，在十八般兵器中名列第七，离别钩呢？”

“离别钩也是种武器，也是钩。”

“既然是钩，为什么要叫做离别？”

“因为这柄钩，无论钩住什么都会造成离别。如果它钩住你的手，人的手就要和腕离别；如果它钩住你的脚，你的脚就要和腿离别。”

“如果它钩住我的咽喉，我就和这个世界离别了？”

“是的。”

“你为什么要用如此残酷的武器？”

“因为我不愿被人强迫与我所爱的人离别。”

“我明白你的意思了。”

“你真的明白？”

“你用离别钩，只不过为了要相聚。”

“是的。”