

The Hedge Fund Handbook

【美】斯特凡诺·拉维尼奥 著
Stefano Lavinio

王 闻 张 蕾 译



对冲基金 手册

分析和评估不同投资的权威性指南



中国财政经济出版社



McGraw-Hill

对冲基金手册

——分析和评估不同投资的权威性指南

[美] 斯特凡诺·拉维尼奥 著

王 闻

张 蕾 译

中国财政经济出版社

麦格劳-希尔国际公司

250.131

图书在版编目 (CIP) 数据

对冲基金手册: 分析和评估不同投资的权威性指南 / (美) 拉维尼奥著; 王闻, 张蕾译 — 北京: 中国财政经济出版社, 2000.10

书名原文: The Hedge Fund Handbook: A Definitive Guide for Analyzing and Evaluating Alternative Investments

ISBN 7-5005-4844-3

I. 对… II. ①拉…②王…③张… III. 对冲基金 - 手册

IV. F830.59-62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 52188 号

版权登记号 图字: 01-2000-1397

Stefano Lavinio: The Hedge Fund Handbook: A Definitive Guide for Analyzing and Evaluating Alternative Investments

ISBN: 0-07-135030-6

Copyright©2000 by The McGraw-Hill Companies, Inc.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 McGraw-Hill 公司授予中国财政经济出版社在中国大陆境内独家出版发行, 未经出版者许可, 不得以任何方式抄袭、复制或摘录本书中的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@cec.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京东城大佛寺东街 8 号 邮政编码: 100010

发行处电话: 64033095 财经书店电话: 64033436

财经图书发行中心电话: 88119132 88119130 (传真)

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 6.375 印张 131 000 字

2001 年 1 月第 1 版 2001 年 1 月北京第 1 次印刷

印数: 1-5 000 定价: 18.00 元

ISBN 7-5005-4844-3/F·4348

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

序 言

自从二十世纪九十年代早期以来，无论是专业的投资人士还是普通的百姓，人们都越来越重视对冲基金。对冲基金通常被称作为备择投资或备择投资工具（alternative investments/alternative investment vehicles），这是因为它们经授权管理的资产并不局限于普通权益或是固定收入的投资。在非常短的时期内，对冲基金的规模和数量都有了成倍的增长。从上个世纪的最后 10 年开始，股票市场的繁荣导致了财富的增加和金融资产价值的大幅上升，以此为特征的良好金融环境毫无疑问促进了对冲基金的成长。1990 年，大概有 70 个左右的对冲基金；而今天这一数目已经达到了 50000 左右。随着对冲基金数目的增长，进入该领域的投资者也相应地增多。目前，由对冲基金管理的资产名义价值估计约为 8—15 万亿美元。在对冲基金的迅速发展过程中，它们既有骄人的表现，同时也出现了可怕的失败。大卫·阿斯克因（David Askin）的花岗岩资本公司（Granite Capital），维克多·尼德霍夫（Victor Niedehoffer）的全球系统基金公司（Global Systems fund），约翰·梅里威热（John Meriwether）的长期资本管理公司（LTCM: Long-term capital management）它们是 90 年代出现灾难的几个知名案例。

随着对冲基金市场的增长，它的复杂性也增加了，这给投资者提出了一个带有悖论性质的难题。80 年代后期和 90 年代金融市场上大部分的增长是来源于定量方法、电脑系统软件和硬件的快速发展和使用。不过同时，大多数对冲基金的投资者和顾问所使用的工具和方法仍然是极其原始的，即使这些人很有经验。某些现在使用

的技巧还无法抓住这些对冲基金的本质。出于这些原因，现在使用的方法在许多种情况下完全起了误导作用。在这本书中，我们将考察这些投资工具是如何运作的，特别是那些与其活动密切相关的关键问题。我们希望这样可以使读者能够深入地了解对冲基金，并且掌握某些有效评估对冲基金潜在收益和风险的工具。

目 录

序言	(1)
第一章 对冲基金的一般定义、作用和特点	(1)
对冲基金的定义和作用	(1)
对冲基金的多样性与共同性	(3)
第二章 关于对冲基金的一些趋势和谬误	(6)
今天的对冲基金经理	(6)
用价值增值因素给对冲基金分类	(8)
关于对冲基金的一些常识性谬误	(11)
对冲基金在一切市场条件下产生高收益	(12)
对冲基金可以降低美国股票市场的风险	(12)
对冲基金比传统的资产种类或传统的基金更“安全”	(16)
结论	(17)
第三章 对冲基金的分析	(19)
分析对冲基金：信息的重要性	(19)
分析对冲基金：从事实中发现真理	(21)
分析对冲基金：历史记录中的问题	(22)
历史收益：相关性问题的	(23)
历史收益：一致性问题	(24)
历史收益：费用	(26)
历史收益：估值	(26)

历史收益：斧头问题	(28)
历史收益：变动目标问题	(28)
结论	(31)
第四章 金融风险和对冲基金	(32)
风险：一个一般化定义	(32)
金融风险：与众不同的特点	(33)
金融风险：复杂和动态的本质	(34)
风险：识别对冲基金的风险	(36)
风险：统计度量方面的问题	(41)
风险：将统计工具应用于对冲基金所带来的问题	(42)
风险：运用标准差时的隐含假设	(45)
第五章 对冲基金的收益	(48)
对冲基金的收益：分布特征	(48)
对冲基金的收益：决不是正态分布	(49)
对冲基金的收益：技能	(51)
对冲基金的收益：偏度、风险管理和投资技能	(52)
对冲基金：威胁——“宽尾” (Fat Tails)	(54)
对冲基金的收益：作为风险指标的 d 比值	(57)
第六章 对冲基金的杠杆	(61)
杠杆：一把双刃剑	(61)
作为投资工具的杠杆	(63)
对冲基金如何创造杠杆	(64)
无抵押贷款	(65)
有保证贷款	(65)
保证金帐户	(66)

金融工具	(67)
金字塔式增加杠杆(pyramiding leverages)和隐藏杠杆	(68)
结论	(69)
存在杠杆不对称的风险和回报组合	(70)
 第七章 查明对冲基金中的杠杆	 (74)
查明杠杆：墙上的阴影	(74)
查明杠杆：衡量它是否被有效使用	(75)
查明杠杆：一个实例	(76)
 第八章 随机性：作为对冲基金风险的来源	 (83)
随机性：机运(luck)和收益的正态分布	(83)
随机性：随机事件	(84)
随机性：收益分布和技能图	(86)
随机性：机运、技能和黑箱	(89)
随机性：识别机运和技能	(93)
对冲基金中的随机性和风险	(100)
 第九章 识别对冲基金经理的技能	 (101)
经理技能：解释 d 比值变化	(101)
经理技能：识别对均值的回复	(102)
经理技能：赫斯特指数和对冲基金经理	(103)
经理技能：赫斯特指数和对经理的评价	(106)
 第十章 随机性和对冲基金的失败	 (112)
随机性：赌徒输光(Gambler's ruin)——对冲基金	
为什么会失败	(112)
随机性：对冲基金死亡率	(123)

第十一章 对冲基金和资产组合配置	(124)
对冲基金资产组合配置：非线性的对冲基金收益	(124)
对冲基金资产组合配置：谨慎行事的必要性	(125)
生存偏差 (survivor bias)	(126)
头寸集中	(127)
对冲基金资产组合配置：谨慎行事的好处	(127)
对冲基金资产组合配置：利率敏感性	(129)
第十二章 现实世界对冲基金的案例研究	(132)
第十三章 归纳总结	(145)
附录 1 对冲基金	(150)
对冲基金的结构	(150)
附录 2 分布	(157)
正态分布	(157)
正态分布和样本取值	(159)
正态分布和宽尾	(160)
正态分布、峰度和偏度	(161)
偏度	(161)
峰度	(163)
正态分布和对冲基金统计量的可靠性	(164)
表示风险工具——标准差	(165)
表示基金排序的工具——夏普值 (Sharpe ratio)	(165)
度量基金风险程度的工具——Van 比值	(165)

附录 3 风险分散化 (166)

相关性在风险分散化中的作用 (166)

附录 4 赫斯特指数 (169)

赫斯特指数的历史 (169)

从对冲基金的历史记录中导出赫斯特指数 (170)

附录 5 无风险利率和同组指数 (172)

无风险利率 (172)

同组指数 (173)

参考文献 (176)

索引 (177)

第一章

对冲基金的一般定义、作用和特点

对冲基金的定义和作用

对冲基金是一种以私人合伙企业或离岸公司的形式组成的投资工具（附录 1 给对冲基金和它的结构做了一个一般性的描述）。构造对冲基金的目标是为了给它们的投资者带来高于平均水平的收益。正如在序言中所提到的那样，由于对冲基金所管理的并不局限于一般的“买且持有”（buy and hold）的商品、权益和固定收入投资工具，因此它们常常被称为备择投资或备择投资工具。

因为它们不受买且持有投资策略的限制，许多对冲基金试图通过使用下面的投资技巧来获得收益。

- 卖空（short selling）。这种策略是指出售借来的证券（它们被认为是价值高估的证券），然后在以后的某个日子以更低的价格把这些证券回购回来，以此获利。这种策略的成功需要目标公司的股票与经理的预期相吻合。这个策略执行起来相当复杂。它不仅要求具备识别价值高估证券的

能力，还要求以有效的成本（即成本越低越有效）借入价值高估的股票和对从最初出售中所得到的现金进行有效投资的能力。但是市场行情的上涨，政府对内生于这种策略的卖空、挤空（short squeezes）和杠杆作用的限制使得这种独立的投资技巧要想成功变得非常困难。卖空可以是，而且常常是被用作为一种套期保值的技巧（见下段）。

■ 套期保值/对冲（hedging）。这种策略是指减少某个头寸中内生的某些或全部风险。其中的一些风险有经济风险，现金风险，利率风险，政治风险，市场风险和企业风险，当然风险并不局限于这些。如果过度或不正确地使用套期保值技术，那么套期保值本身所需要的成本就可能会损害投资的回报。套期保值需要运用卖空、衍生工具，或者是二者的结合。套期保值有时候不是完全直接的。比如说，IBM的多头头寸不一定非要用IBM的空头头寸来对冲。有时候卖空另一种有许多共同特点的证券可能会更加经济。这种策略的关键是这种股票必须具有更大下降的空间，或者以更低的成本借入。这样的套期保值例子是：对所持有的每2500股IBM股票就卖出一份标准普尔期货合约（2500股这个数字是由这两种证券的相对敏感性和它们的货币度量单位决定的）。另一种套期保值的例子可以是对所持有的每一股IBM股票，卖空100股日本NEC公司（日本电器公司，一家日本的电脑厂商）的股票（这里的数目100同样是由两种证券的相对敏感性和它们的货币单位决定的）。

■ 套利（arbitrage）。这种策略是试图利用在各种证券、各个市场之间暂时出现的价格失效或价格差异。这种策略是真正的无风险套利，它们在当今的金融市场上是很罕见的（比如利用可以完全替换资产之间的价格差异）。在现今的

市场，这些套利主要是依靠不同市场上的投资工具之间所存在的历史关系来识别和利用那些偏离“历史”模式的机会。这通常是许多对冲基金发生“错误冒险”（misadventures）的来源，因为人们通常使用那些存在误导的数据序列和大胆的假设来识别所谓的“历史”模式。如果我们相信金融市场的效率在不断提高，那么许多此类的投资策略就只会产生很小的收益。因此一个基金提高套利收益的唯一方法是运用杠杆效应来调用大量的头寸。（见下一段）

■ 杠杆作用（leveraging）。这种策略就是指：（1）借钱来增加资产组合的有效规模；（2）根据头寸的某个百分比付出现金或证券作为预付定金（down payment）、抵押或保证金（margin），以此建立所需要的头寸。

■ 合成头寸或衍生工具（synthetic positions and derivatives）。这种策略是使用衍生工具合约来构造头寸或策略。这些合约经常通过下面的方法来简化某个头寸（例如卖空）的创造过程：让某个银行或金融中介处理建立头寸的机制，然后合约的持有者就很容易地得到了这些头寸的获益潜力，而这种潜力是与银行所持有的原生头寸（underlying positions）的上升和下降密切相关的。

从上面我们可以看到，备择投资工具包括了一个范围宽广的活动和动作，而这些活动和运作之间很少有相同的地方。

对冲基金的多样性与共同性

是否存在一个代表性的对冲基金呢？一般说到对冲基金，都把

它作为是单独的并且容易识别的实体。然而，“对冲基金”没有法律上的定义；而且事实上这个概念也产生了误导。在上一节的列项中我们已经看到，许多备择投资策略中并未经常使用对冲技巧来生成它们的收益。进一步说，由于对冲基金所使用的技巧和所在市场的多样性，因此根本就不存在一个典型的对冲基金能够把所有的对冲基金都加以概括。

不过，投资历史可以就现代对冲基金有什么共同之处这个问题给我们一些启示。今天对冲基金所使用许多方法可以追溯到 20 年代投资财团和信托机构使用的方法。这些辛迪加财团因为在股票、债券和商品上持有投机性、而且往往是导致市场失衡的多头和空头头寸，所以它们在当时的市场上臭名昭著。尽管表面上看来，现在的对冲基金与以前的辛迪加投资财团有类似之处，两者之间仍然是不同的，因为前者所在的市场和所使用的技巧要比后者的复杂。如今的市场难以容忍完全的市场操纵和金融欺诈，而这些是二十年代投资工具的特点。因此，我们有理由说由澳大利亚人阿尔弗雷德·温斯勒·琼斯（他的商业活动以美国为主要基地）在 1949 年成立的投资合伙企业是第一家对冲基金。这个基金的目的是通过选择优质股票来产生利润，为此采用了上面列项中提到的两个投机方法：在逆向的市场变动中用卖空来保护一部分资产组合；同时通过杠杆作用扩大资产组合的收益。他还设计了一个以业绩为基础的补偿安排，根据这个补偿安排 he 可以从客户的资产盈利中获得一定的份额，这样他就成为使用利润分成机制的先驱，而在当今对冲基金中这种利润分成机制已是非常普遍的事情了。尽管这个基金取得了良好的记录，并且具有了所有现代对冲基金所具有的特征，这个合伙企业还是在相对不太知名的状态下运作了将近 10 年。

阿·温·琼斯的基金在那个时代显得与众不同，这是因为它强调通过经理的技能去产生基金的。传统的股票和公债投资由互助资金之类的集体投资工具进行，这类投资通常采用的是各种类型的“买

且持有”方式，而很少或是根本不利用杠杆效应。这意味着此类投资在很大程度上是依靠原生资产价格的变动来产生收益。与此不同的是，备择工具和投资策略主要是依靠经理的技能，并且对经理的成功给予丰厚的回报。对冲基金的经理通常比互助基金的同行拥有更为广泛的投资权限。洛克菲勒基金会的前任首席投资官（chief investment officer）大卫·怀特曾经谈到，传统经理实现的收益中有 80% 的部分来自于市场，而有 20% 的部分来自于经理的技能。但是对备择投资而言，他认为这个比率倒转过来了。

因此，对经理技能的依赖成为了对冲基金的共同特征。关于备择投资可能最为恰当的定义方式是把它们称为“以技能为基础的投资策略”。

对于本书而言，我们将对冲基金定义为一种投资工具，而这种投资工具使用了某些或所有在上节列项中谈到的投资技巧组合，同时基金的经理从策略产生的结果中得到激励收入。不可否认这个定义很宽泛，但是考虑到对冲基金的多样性，这个定义是最为实用的。

第二章

关于对冲基金的一些趋势和谬误

今天的对冲基金经理

从琼斯的对冲基金诞生以来的近 50 年中（截止到本书的写作时间），金融行业出现了许多新的金融工具、市场和交易机会，这大大超过了作为先驱者琼斯合伙企业的预期。

今天，在对冲基金这个名称下，我们发现它是由多种多样本质不同的投资工具组成的集合，并且在一个异常复杂的市场环境中通过使用各种投资技巧进行运作。

为了弄清这个充满迷惑的领域，通常我们要根据对冲基金投资的工具和方法给它进行分类。根据这个标准，在当今的备择投资世界中，我们可以找出大概 32 种不同类型的对冲基金。下面列举的是这些基金类型的简单目录，当然这个目录并没有涵盖所有的对冲基金。

- 宏观基金（macro funds）
- 特定状况基金（special-situation funds）

- 纯粹权益式基金 (pure equity funds)
- 可转换式套利基金 (convertible arbitrage funds)
- 组合基金 (funds of funds)
- 市场中性基金 (market - neutral funds)
- 商品交易咨询基金 (commodity trading advisor funds)
- 私有权益式基金 (private equity funds)
- 风险套利基金 (risk arbitrage funds)
- 多头或空头基金 (long or short funds)
- 新兴市场基金 (emerging market funds)
- 事件风险基金 (event risk funds)
- 重组或违约证券基金 (restructured or defaulted security funds)

这样的分类可以让读者对现有对冲基金的丰富多样性有些印象和感觉，但是在分析对冲基金的投资可行性或适当性时，这种分类并没有什么实际用途，它只是会给我们带来下面的问题：用一种方法来评价所有的对冲基金。给对冲基金进行分析和分类的其它方式所依赖的另外一些标准有：

- 使用的资产种类；
- 使用的投资策略；
- 市场的风险暴露；
- 地理上的集中程度；
- 分散化的水平；
- 套住还是没有套住头寸 (hedged or unhedged)；
- 资产组合的成交额或流动性；
- 杠杆的使用。