

对冲基金 表现评价

维恩·Q·特兰 (Vinh Q. Tran) 著
周 瑜 译

EVALUATING HEDGE FUND PERFORMANCE

维恩·Q·特兰，美洲银行全球资本和投资管理副总裁，具有20多年丰富投资管理经验的投資大師，紐約大學斯特恩商學院 (Stern School of Business) 及費爾菲爾德大學 (Fairfield University) 的金融學教授，著有《跨公司外匯管理》 (Foreign Exchange Management in Multinational Firms)。



对冲基金 表现评价

对冲基金 表现评价

JOHN C. HILL / JOHN A. CRANE 著

陈 旭 译

EVALUATING
HEDGE FUND PERFORMANCE

JOHN C. HILL / JOHN A. CRANE

東航金融·衍生译丛
KIDK CEN FINANCE



对冲基金表现评价

维恩·Q.特兰 (Vinh Q. Tran) 著
周 瑜 译

上海财经大学出版社



图书在版编目(CIP)数据

对冲基金表现评价/(美)特兰(Tran, V. Q.)著;周瑜译. —上海:
上海财经大学出版社, 2011. 9

(东航金融·衍生译丛)

书名原文: Evaluating Hedge Fund Performance

ISBN 978-7-5642-1175-2/F·1175

I. ①对… II. ①特… ②周… III. ①对冲基金-投资-研究
IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 168132 号

□ 策 划 温 涌
□ 责任编辑 温 涌
□ 封面设计 张克瑶
□ 责任校对 卓 妍 石兴凤

DUICHONG JIJIN BIAOXIAN PINGJIA

对冲基金表现评价

维恩·Q. 特兰 著
(Vinh Q. Tran)
周 瑜 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海市印刷七厂印刷

上海崇明南海印刷厂装订

2011 年 9 月第 1 版 2011 年 9 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 18.75 印张(插页:1) 268 千字

印数: 0 001—3 000 定价: 53.00 元

图字:09-2011-041 号

Evaluating Hedge Fund Performance

Vinh Q. Tran

Copyright © 2006 by Vinh Q. Tran.

All Rights Reserved. This translation published under license.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning or otherwise, except as permitted under Sections 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without the prior written permission of the Publisher.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, Copyright © 2011.

2011 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

总 序

20 世纪 70 年代,随着布雷顿森林体系的瓦解,美元与黄金挂钩的固定汇率制度遭到颠覆,金融市场出现了前所未有的大动荡。风险的巨大变化,带来了巨大的避险需求。以此为契机,金融衍生品逐渐从幕后走到前台,成为了风险管理的重要工具。金融期货是金融衍生品最重要的组成部分。1972 年,以外汇期货在芝加哥商业交易所的正式交易为标志,金融期货在美国诞生。金融期货的本质,是把金融风险从金融产品中剥离出来,变为可度量、可交易、可转移的工具,被誉为人类风险管理的一次伟大革命。经过 30 年的发展,金融期货市场已经成为整个金融市场中不可或缺的组成部分,在价格发现、保值避险等方面发挥着不可替代的作用。

我国金融期货市场是在金融改革的大潮下诞生的。2006 年 9 月 8 日,经国务院同意、中国证监会批准,中国金融期货交易所上海挂牌成立。历经多年的扎实筹备,我国第一个金融期货产品——沪深 300 股指期货——于 2010 年 4 月 16 日顺利上市。正如王岐山副总理在贺词中所说的:股指期货正式启动,标志着我国资本市场改革发展又迈出了一大步,这对于发育和完善我国资本市场体系具有重要而深远的意义。

股指期货到目前已经成功运行一年半,实现了平稳起步和安全运行的预期目标,成功嵌入资本市场运行和发展之中。股指期货的推出,对我国股票市场运行带来了一些积极的影响和变化:一是抑制单边市,完善股票市场内在稳定机制。股指期货为市场提供了做空手段和双向交易机制,增加了市场

平衡制约力量,有助于降低市场波动幅度。机构投资者运用股指期货,可以替代在现货市场的频繁操作,增强持股信心。同时,股指期货具有一定的远期价格发现功能,可在一定程度上引导现货交易,稳定市场预期,减少股市波动频率。二是提供避险工具,培育市场避险文化。股指期货市场是一个专业化、高效的风险管理市场。股指期货不消除股市风险,但它使得股市风险变得可表征、可分割、可交易、可转移,起到优化市场风险结构、促进股市平稳运行的作用。三是完善金融产品体系,增加市场的广度和深度,改善股市生态。发展股指期货等简单的基础性风险管理工具,不仅能够完善金融产品体系,增加市场创新功能,提高市场运行质量,同时也有助于保障金融资源配置的主动权,实现国家金融安全战略的重要选择。

股指期货的成功上市,打开了我国金融期货市场蓬勃发展的的大门。中国是一个经济大国,一些重要资源、重要基础商品、金融资产的定价权,必须通过稳健发展金融衍生品市场来实现和完成。“十二五”规划提出,要加快经济发展方式转变,实现经济结构调整。这需要我们不断扩大直接融资比例,积极稳妥地发展期货市场,同时也对我国金融期货市场的发展提出了更高的要求,给予了更加广阔的空间。下一步,在坚持国民经济发展需要、市场条件具备、交易所准备充分的品种上市原则的基础上,中金所将进一步加强新产品的研究与开发,在风险可测、可控、可承受的条件下,适时推出国债期货、外汇期货等其他金融期货品种,为资本市场持续健康发展,为加快推进上海国际金融中心建设,做出应有的积极贡献。

金融期货在我国才刚刚起步,还是一个新的事物,各方对它的认识和了解还需要一个过程。因此,加强对金融期货等金融衍生品的功能作用宣传、理论探索和实践策略的分析介绍,深化投资者教育工作,事关市场的功能发挥和长远发展。

东航金融作为东航集团实施多元化拓展战略的重要金融平台,始终对境

内外金融衍生品市场的现状和演变趋势保持着密切关注,在金融衍生品市场风险研究与资产管理实践等领域,努力进行着有益尝试。这套由东航金融携手上海财经大学出版社共同推出的“东航金融·衍生译丛”,包含了《对冲基金型基金》、《看不见的手》、《对冲基金表现评价》、《对冲基金大师》、《常青藤投资组合》五本著作。它们独辟蹊径,深入浅出地向读者展示了国际金融衍生品市场,特别是对冲基金领域的奥秘与风景。相信此套丛书一定能够有助于广大投资者更加深入地了解金融衍生品市场,熟悉投资策略,树立正确的市场参与理念和风险防范意识,为中国金融衍生品市场的发展贡献力量。

朱玉辰

中国金融期货交易所总经理

2011年8月

前 言

关于对冲基金以及整个对冲基金行业一直都存在着许多误解。少有投资人知道对冲基金现已存在近 60 年了；也少有投资者了解对冲基金一词更多是指包容基础策略的合法载体(资本的私有集聚)而并非策略本身。多数投资者本质上将对冲基金视为“绝对回报”投资方式，其中基金管理人在所有市场环境下寻求最大限度的正收益。因此，媒体也常将对冲基金描绘为极端风险的投资形式。

在《对冲基金表现评价》一书里，特兰博士(Dr. Tran)尝试消弭上述误解。不仅如此，他更强调了当与传统股票和债券投资方式结合时，对冲基金所能扮演的风险降低角色。特兰博士指出，在过去 15 年的大多数时间里，多数对冲基金策略的投资表现都落后于标普 500 指数。这对投资者而言应该没有什么值得惊讶的。多数对冲基金策略所实现的低回报是与它们的低风险相一致的。然而，大多数投资者未能认识到的是，典型对冲基金的回报变动幅度低于典型股权投资。

对冲基金作为风险分散器的功能是本书的一个基本关注点。投资领域中最后的免费午餐并非停留在对冲基金投资本身，而存在于将对冲基金与其他传统资产类别相结合的投资过程中。本书第一章要提醒投资者注意的是，长期投资本身并不一定能去除投资风险。就较长时间周期而言，单个资产类别通常只能提供微弱的回报。如果真的还残存免费午餐的话，那一定是对具有相似回报、相似风险但相关性较低的资产类别进行合并投资的结果。而这最终将生成一个具有相同回报和较低方差的投资组合。同样重要的是，对具有

对冲基金表现评价

相同回报的两个资产而言,其中具有较低方差的那一个会实现较高的长期回报率。

我们希望,特兰博士倡导的将更多精力集中在低风险而非单纯高回报上的投资观点能够吸引读者们的注意。在本书的核心章节中,对冲基金回报率并非以传统资产的高回报替代者的形象出现。相反,在众多市场环境下,对冲基金的表现都落后于传统资产。尽管如此,本书还是向读者介绍了对冲基金阿尔法值的概念(毕竟在对冲基金消除其股权风险敞口后,它们的回报率就可能与零股权风险投资进行比较了)。同样重要的是,市场敏感度上的降低也塑造出了与传统投资相关性低的对冲基金,进而能为投资者提供真正的投资组合风险缩减好处。

由于本书的主旨是探讨对冲基金的风险与回报行为问题,因此在完结章里,作者重点分析了对冲基金创建、对冲基金表现分析以及相关投资组合构造上的各种问题。特兰博士回顾了对冲基金表现分析与投资组合构建领域的许多基本概念,并且审视了在一个投资者投资组合范围内的对冲基金功能。虽然这些概念不少已在其他书籍中提及,但作者对对冲基金投资根本风险(管理风险以及市场相关风险)的综述却再次提醒投资者:认识对冲基金风险需要同时理解对冲基金策略以及策略背后的基金管理人,两者缺一不可。

随着对冲基金的成长,致力于分析该行业以及相关策略的书籍数量也在不断增长。每本书都为读者提供了一个观察对冲基金世界的独特视角。这当中有许多著作是在分析对冲基金能带来的潜在回报。但特兰博士却始终提醒投资者,虽然回报是任何投资行为的根本目标之一,但回报本质上与风险密不可分。更进一步地,投资者在认清任何投资行为根本风险的同时,还必须理解到,承担上述风险的回报并非从资产类别层面获得,而是从投资组合层面获得的。因此,对单多股权投资者而言,类似对冲基金、可提供资产配置多样化的各类资产应是投资过程中的必备元素之一。

对于找寻对冲基金行业入门知识的读者来说,本书就一般投资行为,特别是对冲基金投资中的各种正反观点给出了全新诠释。当然,对冲基金业也是一个不

断发展的行业。随着市场的演进,我们的认知也在前行。更专业的读者可能会对本书注释部分给予更多关注,而对于那些希望获得有关对冲基金投资的各种褒贬论调最本原分析的个人来说,本书的确不可多得。

托马斯·希尼魏斯(Thomas Schneeweis)

马萨诸塞大学伊森伯格管理学院金融学教授

国际证券与衍生品研究中心主任

管理期货行业协会

《另类投资杂志》编辑

简介

1949年阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯(Alfred Winslow Jones)启动了第一只对冲基金,因此开创了使用对冲概念和策略来保护投资组合免遭市场下跌冲击的先河。尽管取得了巨大成功并给投资人带来了亮丽回报,而且在随后几十年里也有不少模仿者,但在20世纪80~90年代,琼斯的对冲理念却并未获得投资公众的太多认可,因为那20年的市场是牛市盘桓,投资界则是共同基金的天下。实际上,当于1984年开始收集对冲基金相关数据时,塔斯研究公司(TASS Research)仅仅确认了68名对冲基金管理人。但是,当2000~2002年熊市袭来时,这一切都发生了变化,因为这段时间是自1929年崩盘以来美国历史上持续时间最长的股市惨跌。当共同基金与其他传统投资者仍在亏损中挣扎时,许多对冲基金的投资者却毫发无损,有时甚至能获得两位数的投资收益。其结果是,对冲基金管理的资产规模从2000年的2 000亿美元飙升至2003年的5 000亿美元,而2005年该数字已达1万亿美元——虽然与大约8 300家美国共同基金管理的近8万亿美元的资产规模相比仍然较小,但毋庸置疑的是,对冲基金展示了惊人的增长潜力。

但是,即使今日,有关对冲基金报道仍旧大多停留在负面。诸如“对冲基金荒唐戏”^{〔1〕}、“对冲基金或给高校惨痛教训”^{〔2〕},以及“致对冲基金的健康警告”^{〔3〕}等新闻标题,显然不是为了减缓对对冲基金的贬抑。

事实是,对冲基金只不过是风险 and 回报特征方面与传统股票和债券投资不同的投资方式而已。其中自然会有许多对冲基金一败涂地;而另一些在得以幸存的同时还取得了辉煌业绩,并且能为其投资人创造丰厚的回报。有些对冲基金创造的收益是共同基金与其他更为传统的投资方式无法企及的。但是,久负盛名的

对冲基金表现评价

对冲基金——长期资本管理公司(Long-Term Capital Management)——的凋败及其他类似对冲基金溃散的异象却久久无法散去,这给对冲基金行业的整体形象蒙上了阴影。

对冲基金是具有高换手率,并且经常会使用金融工程师和数学天才们开发出的复杂衍生工具的高深交易策略。为提升回报水平,对冲基金也会使用投资杠杆,这当然会令其面对更大的风险敞口。作为这些复杂性的结果,对冲基金要求投资者进行艰苦研究并获得深入理解。不付出时间和资源就希冀进行对冲基金投资无异于在风暴中盲行。

与任何其他行业一样,对冲基金业也时常遭受骗术与庸人的骚扰。但这也是一个汇聚着大量天赋卓越和目光深远的投资组合经理人的行业。正如前纽约联邦储备银行主席蒂莫西·盖特纳(Timothy Geithner)所说的:“(对冲基金)在美国金融体系中能扮演一个有益的角色。它们为我国金融体系的一个决定性力量做出了贡献:将资本配置给思想与创新的便利性。”⁽⁴⁾

撰写这本有关对冲基金表现评价的书,特兰博士的确是选择了一个艰苦论题。但现在我们看到的却是一份重要且紧迫的成果,本书对那些想要充分认识对冲基金潜在优势与缺陷的个人和机构投资者而言,都具有重要价值。在此著作中,特兰博士就对冲基金及其预期回报与风险的评价问题给出了一份均衡判定。换句话说,投资者现实地可从对冲基金投资中预期什么?使用何种方法可以评价它们?什么特征区分了好基金与坏基金?一名投资者如何构造对冲基金投资组合以实现其目标投资愿景?更重要的是,特兰博士详细讨论了在投资一只对冲基金前应对其进行彻底调研、投资完成后应继续监控并评价其表现的重要性。此外,他还指出了诸如标准差或回报波动率等常态统计指标无法充分测度的对冲基金隐藏风险。

特兰博士结合管理对冲基金策略的20年经验,在与对冲基金及其管理人和投资人进行广泛沟通的同时展开研究。在此过程中,他将对冲基金置于当代投资组合理论相关原则的背景下进行分析,因为这正是对冲基金宣称的具有传统单多投资所无法企及的优势的基础。同时,他还广泛评述了对冲基金学界与从业者们

的研究工作,这为认识对冲基金的发展历程与长期前景提供了分析方法和思路。

所有上述研究工作的结晶便是这本结构紧凑、行文优雅,并兼具合理且充分论证之结论的对冲基金投资专著。

大卫·布朗(David Brown)

萨博伦特系统公司(Sabrient System, Inc.)

主席、首席市场策略师(Chairman and Chief Market Strategist)

加利福尼亚,圣塔芭芭拉(Santa Barbara)

目 录

总序/1

前言/1

简介/1

第一部分 对冲基金基础知识

第1章 市场永远向上? ——长期投资悖论/3

长期投资的瑕疵/3

波动性的财富缩减效应/7

降低风险的投资多样化/18

低相关资产的长期投资与下行保护/22

第2章 是风险而非回报——使用对冲基金以降低投资组合风险/25

不必是更高回报/26

回报的稳定性/31

与股票市场的低相关性/35

对冲基金的投资组合效应/36

不确定市场的另类投资/43

财富保全/44

预期长期回报与股票风险/47

对冲基金表现评价

第3章 为财富奔忙——对冲基金的发展与策略/49

对冲基金行业的规模/49

对冲基金的投资者/51

什么是对冲基金? /52

对冲基金策略/59

对冲基金表现/71

第二部分 对冲基金评价与选择

第4章 对冲基金回报的偏态统计学——过往业绩不一定能预测未来表现/81

风险认知:数字与现实/82

博弈夏普比率/91

阿尔法:圣杯还是奥兹巫师? /93

对冲基金回报复议/96

对冲基金优势再析/99

本章总结/103

第5章 对冲基金策略评价/104

哪个策略? /104

它真是不相关的吗? /111

市场中性到底有多中性? /115

对冲基金策略的市场风险/124

杠杆与对冲基金回报/126

低相关性:好的与坏的/129

本章总结/131

第6章 挑选赢家/133

寻找对冲基金/133

初步筛选/136
策略阿尔法值/143
阿尔法值生成与经理才能/152
尽职调查/154
风险与表现矩阵/158
超越尽职调查/160
本章总结/161

第7章 构建对冲基金投资组合/162

有效多样化以降低风险/163
对冲基金上配置多少? /166
配置多少对冲基金? /171
清楚你的目标/175
实践中的对冲基金投资组合:案例研究/180
量化你的判断/186
本章总结/189

第三部分 评价表现与风险

第8章 评价你的对冲基金表现/193

你的对冲基金投资组合如何? /193
表现度量的基本概念/195
与对冲基金直接相关的问题/196
市场与对冲基金指数/198
了解你的对冲基金经理或者回报的关键驱动者/202
实践中的对冲基金基准/204
评价表现:一个启发式流程/205
本章总结/207