



神秘的 对冲基金

SHENMI DE DUICHONG JIJIN

叶泓 / 著



西南财经大学出版社



神秘的 对冲基金

SHENMI DE DUICHONG JIJIN

叶泓 著



西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

神秘的对冲基金/叶泓著. —成都:西南财经大学出版社,2015. 1

ISBN 978 - 7 - 5504 - 1653 - 6

I. ①神… II. ①叶… III. ①对冲基金—基本知识

IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 258256 号

神秘的对冲基金

叶 泓 著

责任编辑:李 筱

封面设计:墨创文化

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	185mm × 260mm
印 张	12. 5
字 数	220 千字
版 次	2015 年 1 月第 1 版
印 次	2015 年 1 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 1653 - 6
定 价	29. 80 元

1. 版权所有,翻印必究。

2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

对大多数投资者来说，对冲基金是神秘且遥远的，甚至到了 21 世纪，媒体乐意报道的仍然是对冲基金的亏损、倒闭等。许多政府和大众都排斥对冲基金，认为对冲基金是金融危机的罪魁祸首。但实际上，对专业投资者甚至对中小投资者来说，对冲基金是个不错的投资选择。对冲基金今天已普遍成为机构投资者和富豪的重点投资工具。

大多数情况下，对冲基金经理都是非常神秘的，他们之所以神秘的原因是非常明显的：为了得到高于别人的回报，精心设计出各种策略，或者有时是靠自己的经验进行判断。对于这些不经常出现的机会，他们擅长于开发，同时他们也会将这些计划隐藏起来——对于这一切的隐藏，有助于提高他们的收入。同时，对于基金经理的雇主——投资者来说，他们的提问有可能被基金经理毫不客气地拒绝。

公开和透明，是对冲基金最讨厌的事情。这与相关法律或会计结构有直接的关系。以于维京群岛注册的对冲基金为例，它们可以使用任何合法的金融投资组合，在全世界范围内任意地点进行套利，而无需向任何国家或部门申报投资技巧和融资结构。但在维京群岛上，想找到对冲基金经理，是很难的一件事，甚至电话都打不通。

英国最大的对冲基金投资商荷马斯比克（HERMES BPK）的风险控制部门负责人万德布鲁克曾抱怨道：“我们把大把的钱投到了对冲基金经理的手里，但他们与我们连五分钟的见面会都没开过，我们不知道他们是怎样用钱的。”

2008 年的金融危机使对冲基金经历了一场急速变革。十几年前，对冲基金圈是一个相对封闭而狭窄的圈子，大家做的几乎都是熟人之间的业务，彼此信任程度很高，根本不需要签合同就把生意做成了。有时，仅仅是上午握个手，下午就把数百万美元打到了对方的账户上。

但恰恰是这种貌似荒诞的神秘，成为对冲基金最本质的盈利特点。

2008 年金融危机发生后，在西方出现了一些变化，对冲基金业同时吸引了人们的赞赏和反感，赞赏来自于一些因成功的对冲基金而取得的非常高的回报的投资者；而反感则来自于对冲基金在引发 2008 年全球金融危机中扮演的角色。

尽管对冲基金在金融危机中遭受了大规模资本外流的重创，但现在全球对冲基金业的资产管理又恢复到了金融危机之前的水平，估计超过 2 万亿美元。根据基

金追踪公司尤里卡对冲（Eureka Hedge）的数据，2012年，在中国内地以外运作的以大中国地区为重点的对冲基金管理着大约430亿美元。这可以确定一点，那就是对冲基金业的成长又重新步入正轨，这一行业将继续在全球金融市场中扮演重要的角色。

希望本书能为广大的中小投资者揭开对冲基金的神秘面纱。

**感谢所有爱我及给我帮助
的人，你们是我不断前进的动
力源泉！**

叶泓
2014年11月

001	1 对冲基金概述
03	1.1 什么是对冲基金
012	1.2 对冲基金与其他基金的区别
017	1.3 有关对冲基金的误解
020	1.4 人人都要对冲基金
021	2 对冲基金的短暂历史
022	2.1 对冲基金发展史
024	2.2 著名的对冲基金
027	2.3 对冲基金风云人物
035	3 对冲基金的投资策略
041	3.1 全球宏观
041	3.2 事件驱动
043	3.3 对冲基金的杠杆
051	3.4 做空
067	3.5 其他投资策略
071	4 投资者加入对冲基金的投资策略
072	4.1 直接投资对冲基金
072	4.2 基金的基金
076	4.3 对冲基金的组合配置
081	5 对冲基金的运作和监管
082	5.1 对冲基金的运作理念
085	5.2 监管对冲基金

089	6	对冲基金的选择
100	6.1	尽职调查
111	6.2	金融风险和对冲基金
123	6.3	对冲基金随机表现
127	6.4	对冲基金经理的技能
132	6.5	随机性和对冲基金的失败
139	7	对冲基金现状
140	7.1	对冲基金的规模与地区分布
140	7.2	对冲基金的策略类型
141	7.3	国际对冲基金重新洗牌
142	7.4	对冲基金遇到共同基金强有力的挑战
143	7.5	对冲基金的对冲功能弱化
144	7.6	对冲基金对物价的影响
145	7.7	对冲基金的监管
146	7.8	各国（地区）现状
165	8	对冲基金的未来展望
166	8.1	对冲基金的前景
166	8.2	环球对冲基金展望
169	9	对冲基金网上资源
170	9.1	网站
170	9.2	协会
171		附 录
172	A	对冲基金经理访谈录
188	B	参考图表
193	C	词汇表

对冲基金概述

从事金融投资二十多年来，每当看到身边的投资者亏损时，我就反复问自己：这个世界上有没有只赚不赔的投资？如果有，又该是怎么样的一种投资？追求绝对正回报其实就是对冲基金产生的原因和终极追求。

从了解对冲基金开始，我和周围的朋友对对冲基金的理念和设计结构就愈发认同，哪怕近几年来，对冲基金的业绩普遍不是很好，我仍然在向更多的朋友推荐对冲基金和对冲基金的投资策略。

对冲基金的投资特征完全不同于公募基金和传统的股票、债券等其他类别的投资。对冲基金与其他投资的核心区别是，无论市场如何变化，都有机会获利。这正是我多年来对对冲基金保持巨大兴趣的原因。

2008年对于大多数投资者来说是如噩梦般的一年，然而有不少对冲基金在市场大跌的时候反而盈利丰厚，这让投资者对对冲基金的需求更加迫切起来。

对冲基金出现在投资界大约只有70年的时间，真正活跃起来是近30年的事情，其间不断发展变化，至今也没有关于对冲基金的完全清晰的定义。中国国内资本市场发展与国外有些不同，所以难觅对冲基金的踪影。有种说法是2014年算是中国的对冲基金元年，因为在2014年中国开设了股票期权、期货期权等衍生品的交易。

我们都知道金融投资是一场非常严格、长期持续的考试，考官就是比我们任何一个人聪明的市场。在这场考试中通过了，你得到的奖赏就是丰厚的利润回报。

通过对冲基金的付费数据库，查找对冲基金在2008年的年度收益，让人惊讶的是，其中有不少的回报率是100%以上的。在投资界哀鸿遍野的时候，对冲基金中的顶尖者不仅没有受到冲击，反而资产成倍地增长。而就平均值来说，对冲基金的整体损失远远低于传统投资的损失。正是因为对冲基金的投资回报高、受市场影响小，加上外在投资机会的不断增加，促使对冲基金在近几年得到了飞速的发展。

操作对冲基金的对冲基金经理是非常神秘的一群人，他们充满了激情，富有经验和能力，是投资界中的精英；他们追求的是一种近乎苛刻的完美，以及对自己永不停歇的高要求；他们行事低调，往往不会在公开场合宣传自己，也不会为自己做太多的辩解。我们要学习他们的做事方法，他们相似的特征反映出的是一批优秀投资者的行为模式。在了解了他们的想法和做法后，你就会对这批对冲基金经理的特质更加清楚。他们曾经的辉煌，不代表未来的成功；他们过去的失败，

也不代表将来的一蹶不振。

我们希望揭开对冲基金经理的神秘面纱，了解他们在这么一条追求绝对正回报的路程中经历的风风雨雨。但要进行这样的研究是艰难的，因为基于对自己绩效的考虑或者公司的规定，很多对冲基金经理不愿接受访问，甚至有不少对冲基金经理根本没有兴趣暴露在公众的目光之下。

对冲基金其实并不是金融投资中的护身符，如果是护身符，每个人买一份，保证永远不会亏钱，这世界上就没人亏钱了。所以真正的护身符还是我们自己自力更生的精神，如果认可这种精神，自己身上也有一样的精神，我们就会享受到对冲基金给我们带来的快乐。如果违背这种精神，而只是想用对冲基金来求发家致富，是肯定会不断失望的。因为这是一种超越极限的挑战，在这过程中会有跌倒的时候，也有跳得很高的时候。

1.1 什么是对冲基金

对冲基金的英文名称为 Hedge Fund，意为“风险对冲过的基金”，其操作的宗旨在于利用期货、期权等金融衍生产品以及对相关联的不同股票等资产或标的物进行实买空卖、风险对冲，在一定程度上规避和化解投资风险。在最基本的对冲操作中，基金管理者在购入一种股票后，会同时购入这种股票的一定价位和时效的看跌期权（Put Option）。看跌期权的效用在于当股票价位跌破期权限定的价格时，卖方期权的持有者可将手中持有的股票以期权限定的价格卖出，从而使股票跌价的风险得到对冲。在另一类对冲操作中，基金管理人首先选定某类行情看涨的行业，买进该行业的几只优质股，同时以一定比率卖出该行业中几只劣质股。如此组合的结果是，如该行业预期表现良好，优质股涨幅必超过其他同行业的股票，买入优质股的收益将大于卖空劣质股的损失；如果预期错误，此行业股票不涨反跌，那么较差公司的股票跌幅必大于优质股，则卖空盘口所获利润必高于买入优质股下跌造成的损失。正因为如此的操作模式，早期的对冲基金可以说是一种基于避险保值的保守投资策略的基金管理形式。

对冲基金又称“避险基金”“备择基金”或“另类基金”，依赖基金经理的投资经验和风险管理，以追求“绝对正回报”为主要操作目标。对冲基金的投资工具多元化，包括套利、沽空、投资衍生品等，24小时在全球市场随时寻找获利机会。

对冲基金自 1949 年创立以来，经历了六起六落：第一次是 1949—1966 年，第二次是 1966—1974 年，第三次是 1974—1985 年，第四次是 1985—1998 年，第五次是 1998—2001 年，第六次是 2001 年至今。

早期的对冲基金基本上都是沿袭对冲基金创始人琼斯式的对冲投资策略，只不过使用的场合不同：不幸事件对冲就是当不幸事件发生时，将受益方与受损方对冲；行业对冲就是通过基本面分析，选择行业之间的两组股票分别做多与沽空。

对于对冲基金的定义，国内外尚没有形成一个统一的标准。关于对冲基金的解释也各不相同，不同的机构只能从自身角度划分对冲基金。

美国证券交易委员会（SEC）作为一个证券市场的监管者，将对冲基金定义为“一个常用的非法律名词”。因为要尽可能多地将基金纳入其监管范围，所以定义较为含糊。

国际货币基金组织（IMF）作为国际性的金融机构和协调组织，其干预市场的能力有限，更多的是对各个国家的金融监管提出建设性的意见。其对于对冲基金的定义侧重于公司设立方式、私人投资、避税与躲避管制等。

资产管理统计公司（MAR）与先锋国际咨询公司（VHFA）作为专业的对冲基金研究机构，既没有美国证监会的监管职能，也没有 IMF 的国际协调人的角色。其定义侧重于下面几个特征：激励方式、杠杆、套利。VHFA 的定义特征是公司设立方式、金融衍生产品。总体而言，SEC 与 IMF 的定义偏向于宏观层面，MAR 与 VHFA 的定义偏向于微观层面。

关于对冲基金的分类，国际上也没有给出一个统一的标准，目前还是沿用 MAR 与 VHFA 的定义。

MAR 将对冲基金类型分为 8 类：

- (1) 宏观基金。
- (2) 全球基金。
- (3) 多头基金。
- (4) 专事卖空基金。
- (5) 市场中性基金。
- (6) 行业对冲基金。
- (7) 重大事件驱动基金。
- (8) 基金的基金。

VHFA 将对冲基金分为 15 类，具体如下：

- (1) 宏观基金。
- (2) 可转换套利基金。
- (3) 不幸事件证券基金。
- (4) 新兴市场基金。
- (5) 权益对冲基金。
- (6) 权益市场中性基金。
- (7) 不对冲权益基金。
- (8) 重大事件驱动型基金。
- (9) 固定收益基金。
- (10) 市场时机基金。
- (11) 兼并套利基金。
- (12) 相对价值套利基金。
- (13) 行业基金。
- (14) 空头基金。
- (15) 基金的基金。

对冲基金很难用几句话讲清楚。对冲基金首先是一个私募基金，其次还具有以下三个特点：

第一，对冲基金一般来说都可以利用一定程度的杠杆，比如说你接管 10 亿美元，那么你实际操作的可能是 20 亿美元，也可能是 100 亿美元。美国长期资本管理公司（LTCM）在 1998 年倒闭的时候，它的杠杆达到 100 倍。

第二，对冲基金的概念主要是与共同基金相对而言的。这是很有意思的一个事情，对冲基金可以做空，并不是它一定要做空。现在有一部分基金只做长线，如果它觉得市场不好的话就可以用指数对冲一下，但是并没有被要求一定要对冲，而是它有这样的机会；但一般情况下，共同基金就不可以这么做。

第三，对冲基金的手续费一般比较高，一般来说，有 2% 的管理费，还有 20% 的分成费。对冲基金的种类也是各式各样，有的专门做股票，做股票也有多种做法：一种只做长线股票，哪儿市场好它跑到哪儿去，希望每年把市场最好的一块找出来；另一种就是有长有短，比如说你有 10 亿资金，你就用 10 亿做多，用 5 亿做空，或者用 3 亿做空。除此之外，还有一种是比较数量化的，比如使用一些统计的模型。

从对冲基金的投资收益特点来看，可以分为两种：一种是做多和做空对冲得

非常好，变化幅度小，相对来说，收益率比较稳定，但不会很高，通常差不多为15%；另一种只要求回报，其变化幅度可能非常大，每年可能达到20%~30%的浮动，但是收益率也可以达到30%~40%。

对冲基金经营的金融产品是非常广泛的，我们所能想得到的金融产品基本上都有对冲基金在经营。或者放一块儿去做，或者单独做某个金融产品。比如有的人专门做货币，这是一种对冲基金；有的人专门做石油、做大麦、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到新兴的市场去做投资，这也是一种方法。

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。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。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对冲基金或对冲基金工具。

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：

第一，卖空（Short Selling）。

这种策略是指出售借来的证券（它们被认为是价值被高估的证券），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被高估证券的能力，还要求以有效的成本（成本越低越有效）借入价值被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，政府对基于这种策略的卖空、挤空（Short Squeezes）和杠杆作用的限制，使得这种独立的投资技巧的成功变得非常困难。卖空可以是而且常常是被作为一种套期保值的技巧。

第二，套期保值/对冲（Hedging）。

这种策略是指减少某个头寸中的某些或全部风险。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，国际商业机器公司（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的下降空间，

或者以更低成本借入。这样的一个套期保值例子是，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 股日本电器公司（NEC，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）。

第三，套利（Arbitrage）。

这种策略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”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。

第四，杠杆作用（Leveraging）。

这种策略包括：借钱来增加资产组合的有效规模；根据头寸的某个百分比付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。

第五，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）的构造过程：让某个银行或金融中介建立头寸的机制，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，对冲基金工具包括了一系列范围宽泛的活动和运作，而这些活动和运作之间很少有相同的地方。

是否存在一个代表性的对冲基金呢？一般说到对冲基金，人们都把它作为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，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，许多对冲基金策略并未经常使用对冲技巧来生成它们的收益。进一步说，因为对冲基金所使用的技巧和所在市场的多样性，所以根本就不存在一个能够把所有的对冲基金都加以概括的典型的对冲基金。

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的许多方法可以追溯到 20 世纪 20 年代投资财团和信托机构使用的方法。这些辛迪加财团在股票、债券和商品期货上持有投机性，这往往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，但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复杂。但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 20 世纪 20 年代投资工具的特点。因此，我们有理由说由澳大利亚人阿·温·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个对冲基金项目。这个基金的目的是通过选择优质股票来产生利润，为此他采用了上面提到的两个投机方法，在逆向的市场变动中用卖空来保护部分资产组合；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，这使他成为了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，但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利润。传统的股票和公债投资由互助基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市场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大的投资权限。洛克菲勒基金会的前任首席投资官大卫·怀特曾经谈到，传统经理实现的收益中有 80% 来自于市场，而有 20% 来自于经理的技能。但是对对冲基金而言，他认为这个比例倒转过来了。

因此，对经理技能的依赖成为了对冲基金的共同特征。关于对冲基金，可能最为恰当的定义是把它们称为“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。

琼斯的对冲基金诞生以来的 90 多年中，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的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的、本质不同的投资工具组成的集合，并且是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的。

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对它进行分类。根据这个标准，除了前面提过的两种分类方式以外，在当今的对冲基金世界中，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。

- (1) 宏观基金 (Macro Funds)。
- (2) 特定状况基金 (Special-Situation Funds)。
- (3) 纯粹权益式基金 (Pure Equity Funds)。
- (4) 可转换式套利基金 (Convertible Arbitrage Funds)。
- (5) 组合基金、基金的基金 (Funds of Funds)。
- (6) 市场中性基金 (Market-Neutral Funds)。
- (7) 商品交易咨询基金 (Commodity Trade Advisor Funds)。
- (8) 私有权益式基金 (Private Equity Funds)。
- (9) 风险套利基金 (Risk Arbitrage Funds)。
- (10) 多头或空头基金 (Long or Short Funds)。
- (11) 新兴市场基金 (Emerging Market Funds)。
- (12) 事件风险基金 (Event Risk Funds)。
- (13) 重组或违约证券基金 (Restructured or Defaulted Security Funds)。

这样的分类可以让我们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：不能只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他方式所依赖的另外一些标准有：

- (1) 使用的资产种类。
- (2) 使用的投资策略。
- (3) 市场的风险暴露。
- (4) 地理上的集中程度。
- (5) 分散化的水平。