

第 1 章
什么是对冲基金？
为什么投资于
对冲基金

**What Are Hedge
Funds? Why
Invest in Them**

什么是对冲基金

在过去，对冲基金 (hedge fund) 这个词通常指一家没有进行注册的投资咨询公司，也就是没有在证券与交易委员会 (SEC) 进行注册的公司，从而也就不受证券与交易委员会的监管。这个词在过去还与“在高杠杆率基础上买卖美国股票和债券”及“在做多 (买卖自有的证券) 的同时又做空 (买卖借入的证券，以期在较低的价格补进)”这样的行为相联系。一般认为，对冲基金这个名字来源于它们经常多空并做，从而在一定程度上“对冲”了市场的不确定性，使自身受到保护。

时至今日，对冲基金涵盖的范围不再仅仅是多头、空头和杠杆证券，而且还有期货 (在未来某一时日买卖商品或更为常见的金融工具，以进行交割的合约)、远期 (与期货相似，但不在交易所交易)、期权 (买卖某物的权利)，甚至还涉及实物 (比如麦子、石油、铜、黄金这样的有形资产)。无论这个名词涵盖的范围有多广，对冲基金投资的本质没有变。换言之，你对某种商品持有多头是因为你认为它的价格会上涨，你对某种商品持有空头是因为你认为它的价格会下跌，如果你确实有把握，你会去借钱来做多或做空，或者两个都做。

有许多人给对冲基金作过描述，但他们把对冲基金过于简化了。例如“对冲基金的经理是咄咄逼人的投资者”这句话一般没错，但这些经理也可能是很保守的；还有“你可以期望得到很高的回报”，没有人会打这个保票，而且这也不见得总是最终目的。再有一句被津津乐道的话是“经理要收很高的佣金，佣金通常是与业绩挂钩的”，它几乎完全正确，但是忽略了对投资者来说更为重要的考虑因素——净收益。

就对冲基金自身来说，它的组织形式并不单一。对冲基金的运作方式或者说运作策略有许多种，对这些方式和策略加以区分将有助于对它们的了解。首先要注意的一点是：对冲基金的经理拥有广泛的资产组合，可能是投资管理行业中最为广泛的。类似增长和价值、小或者大、

国内或者国外、股票或者债券这样的词汇，在用来定义对冲基金的特征时，都没有太大意义，因为对冲基金经理同时跨越了多种类型的投资项目、市场、部门以及谋求回报的方式。

在一开始有必要记住：传统的投资注重于对股票和债券的所有权，也就是对金融资产做多头。对冲基金的投资通过向非金融资产的拓展以及对做空和杠杆技巧的运用，开创了一个新的视野。随着对冲基金策略的日益复杂，在认识和估计它们潜在的风险及回报时，保持的警惕性也应提高。

我们就从对五大类对冲基金的区分开始谈起。

对冲基金的类型

相对价值型

相对价值型策略（Relative Value）有时也被称为市场中立策略（market-neutral strategies），是各种策略中惟一种专注于将各类头寸以“对冲”的方式联系起来的一种。这类投资组合将多头与空头结合起来，相互冲抵，在独立于市场波动的前提下谋求回报，并从定价不当的证券、市场板块或是另一类证券上获取利润。相对价值策略试图限制市场风险（或者说“系统性”风险）的影响，同时又利用不同类型的资产或证券之间缺乏市场效率这一点，来谋求利润。当你想要把投资收益抽象化时，要知道无懈可击的对冲行为即使可能存在也是为数寥寥，所以在看待你的预期回报这一点上要现实一些。尽管有持续的回报记录，对冲投资还是更像一门艺术，而非科学。

举个例子，一笔相对价值型基金的投资组合，可能是持有 25 种价格偏低的美国科技类股票的多头，同时持有 25 种价格偏高的美国科技类股票的空头；持有 IBM 公司可转换债券的多头，同时又持有相近数量的 IBM 公司股票的空头；或者是持有一揽子日本股票认股权证的多头，同时持有相近数量的日本股市期货合约的空头。从本质上说，经理人买进价格偏低的证券，卖空价格偏高的证券，希望多头胜过空头，反之亦然。在最糟糕的情况下（譬如由于市场的激烈动荡），经理人的多头方价格下跌，空头方价格上涨，结果是两头都亏。在最理想的情况

下，多方价格上涨，空方价格下跌，原先平衡的头寸发生了变化，结果产生了收益率差，收益率差一般称为“阿尔法”（alpha）。相对价值型对冲基金的经理就是要谋求最大的正“阿尔法”。

相对价值型投资组合的预期收益率，比起其他类型的对冲基金策略要低得多，一般是比无风险的 3 个月美国国债利率每年高出 3% ~ 5%（除去佣金之后），波动幅度也相对较小。如果相对价值型对冲基金比起标准普尔 500 种股票指数（S&P500）或其他股价指数表现得更好或更差，那也只是个意外事件。但是市场因素或是宏观因素肯定会影响相对价值型策略，在投资于相对价值型对冲基金时，你还是应该着眼于无风险利率之上的收益，并把目标做长远打算。

在相对价值型对冲基金中，我们还可进一步区分四种不同的投资方式。

多 / 空权益策略 Long/Short Equity —— 同时持有价格偏低的多方权益和价格偏高的空方权益。这种策略由于与传统的在挑选股票时所做的分析相似，所以对各机构来说比较熟悉。它可能在直观上是最吸引人的一种策略，因为它将你认为价格偏低的股票的多头和价格偏高的股票的空头结合起来，综合考虑市场、部门、行业、资本规模以及其他差别因素，对投资组合的结构加以平衡。无论是通过基本面、技术面还是数量方面的技巧，多 / 空权益策略都是在试图消除市场因素和部门因素的影响，只把选择股票时的非有效性和你的个人判断，作为影响投资组合收益的因素。

有的方法是将美元多头与美元空头进行平衡，有的则试图把多方和空方的预期波动幅度加以平衡，更有甚者运用含有 50 种以上因素或变量的计算机模型来做平衡工作。系统越是复杂，隐含的不确定性就越大，而且如果哪个环节出了问题，要加以分析和修正的难度也就越大。更为复杂的是，投资组合可能是 30 种证券的多头和 30 种证券的空头，甚至可能是 100 种。

尽管多 / 空权益策略进行管理和维护的难度很大，要从概念上对它加以理解却不难。例如，一项投资组合是对 20 种美国地方性银行股票做多，同时对相同数量的 20 种美国地方性银行股票做空，那么在多数情况下关键在于对股票的选择。当然也存在这样的可能：多方做的是南方银行股票，空方做的是北方银行股票，于是永远也不能完全对冲。如

果你还是保留多方的地方性银行股，但空方改为货币中心银行的股票，投资组合的市场中立性就会减弱，看起来就像是下了两笔不同的赌注。如果将空方改为加拿大地方性银行的股票，对冲范围就更广了。最后，如果将空方改为美国的零售企业股票，就进一步加大了赌注，彻底改变了投资组合的性质。

很复杂吗？也许是的，但投资组合经理与我们不同，他在这个过程中更多地看到了科学，而不是艺术。在每天收盘时，他总会接到询问判断意见的电话。

可转换债券对冲策略（**Convertible Hedging**）——对可转换债券做多 / 对相应的普通股做空。相对价值型策略的这种变化形式采取的做法是买进可转换债券或是其他类型的可转换工具（例如优先股）然后卖空相应数量的同一公司的股票，以达成对冲交易。考虑下面这个例子：

买进	1 手	ABC 公司利率 7%，2002 年到期的可转换债券，目前价格：1000 美元
卖出	22 手	ABC 公司的普通股 目前价格：35 美元

以上交易隐含的对冲比率（**hedge ratio**）是 77%，也就是说，购买的 1000 美元债券同时被以 35 美元一股的价格卖空的 22 股 ABC 公司普通股冲抵，价值是 770 美元。这个对冲比率很重要，因为它反映了用来抵消债券价格波动所需要的普通股数量。在我们这个例子中，股票价格每变动 1 美元，债券价格预期应该波动 0.77 美元。

另外一项收益是投资者可以获得 70 美元的票面利息（1000 美元的面值乘以 7%）。此外，经纪人还会对卖空的股票金额支付利息，利率通常相当于 3 个月的国债利率。如果国债利率是 5%，卖空的头寸相当于资本金的 70%，那么额外的利息率就是 3.5%，假设卖出的股票不支付红利，也没有出现什么市场波动，那么总的回报率就是 10.5%（在调整了对冲金额之后，7% 加上实际的 3.5% 利息返还），对于那些运用金融杠杆来提高收益率的投资者，这种交易尤其有利可图。在我们这个例子中，每运用一次杠杆，7% 的借款成本就可以多带来 3.5% 的收益率。

但是，可转换债券对冲基金经理一般是根据市场上出现的有利变化或不利变化，相应地调整对冲比率来获利。如果对应的普通股价格上

涨，债券价格一般也会上涨，并对普通股价格的进一步上涨更为敏感，因此要对冲债券的多方头寸，就需要增加股票的空方头寸。这样一来，可转换债券对冲基金经理就会在股票价格上涨时，卖空更多的股票，这看起来与正常的交易规则背道而驰。如果股价下跌，对冲比率就会相应调低，债券的波动幅度也会减小，看起来更像是利率工具（见图 1-1）。

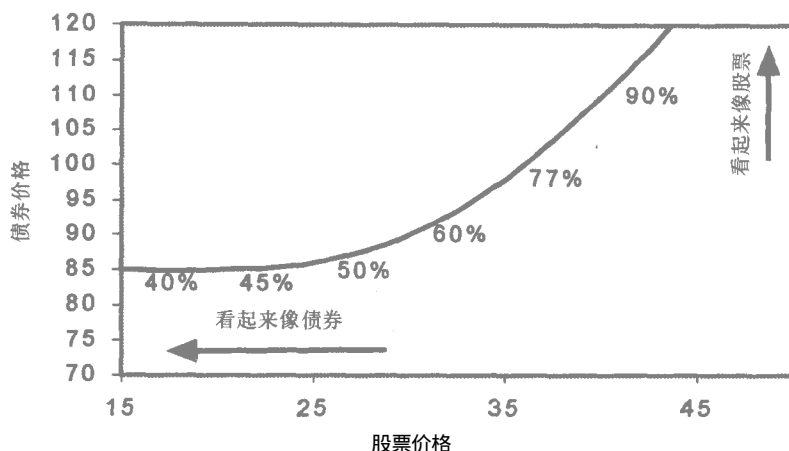


图 1-1 要求的对冲比率

记住，可转换投资工具通常是债券，而债券独立地受利率变动及债券的其他特点如到期日、信誉等级和防止提前赎回条款等的影响；相反普通股却是受市场和行业 / 部门变化的影响。如果出现了收购企图，股票的价格会被抬升（你就应该卖空）；如果是杠杆收购（这会恶化企业的资产负债表），债券的价格会下跌（你就应该买空）。很显然，这样的投资其收益率不会是（也永远不可能是）固定不变的。

债券对冲策略——收益曲线套利，或称债务头寸做多 / 做空。债券对冲是这样一种艺术，你买空一种收益率较高的固定收入证券（fixed-income securities）同时卖空另一种收益率较低的固定收入证券（只有勇敢者才敢这样做来获利！），在力所能及的条件下维持一种对冲头寸（hedged position）。比如买空 3 年期的美国国债的同时，卖空一种期限尽可能匹配的债券，运用的杠杆率必须很高，否则这二者之间的利差根本不能弥补交易的成本。基金经理或是在不同的市场板块之间寻觅利

差，比如按揭证券与国债之间的利差，或是公司债与国债之间的利差。其他的投资形式还可能是买空 3 年期国债的同时卖空 2 年期或 4 年期的国债，或者是买空 3 年期的美国国债的同时卖空期限相同的非美国主权信用等级的债券。如果是后者，还需要考虑币种以及运用适当的外币套期保值策略，以防止未来汇率波动可能造成的风险。套期保值策略之一就是在远期市场上买卖外币，（在远期市场上外币可以在未来某一指定时日按预定的价格进行买卖）。

哪个环节可能出错？任何一个环节都有可能！市场是无法预测的。有的人可能会需要大量你所卖空的债券（理由只有他自己才知道！）把你的对冲计划完全打乱。或是你拥有的两种期限的债券，它们的收益率完全颠倒过来；或者是由于某种外币的汇率变动超出了原先预想的范围，结果套期保值计划泡汤等等。

循环策略（**Rotational**）——多重相对价值策略（**Multiple Relative Value Strategies**）。运用循环策略的基金经理在各种相对价值策略之间相机抉择，包括那些不可以单独运用的策略。后者如在商品之间套取价差：原油与汽油的价差、黄金现货与期货的价差、或者是买空封闭式投资基金（*close-end funds*）同时卖空投资基金的资产组合中的那些股票。

事件驱动型策略

事件驱动型策略（**Event Driven strategies**）是以做多为主的策略，它关注公司的一些特殊交易活动，这些交易活动很可能会在某段精确预计的时间内，使得某一证券的价格精确地上涨。传统的价值导向型投资者对某一公司的股票投资，是因为他相信这笔投资在历经沧桑之后定会身价倍增；而事件驱动型投资者则对这种增值的数量及时机都有更为清晰的了解。这里提到的公司交易活动可以分为两种主要类型：风险套利型（*risk arbitrage*）投资者关注的是那些由于兼并、收购、股权收购（*tender offers*）以及其他事件所产生的与股本权益相关的投资机会；而问题债务专家（*distressed debt specialist*）则关注那些由于破产、清算、财务重组及其他事件而产生的投资机会。因为事件驱动型策略直接指向那些特殊交易活动，这些活动都有“开始、发展和结束”，所以这种策略带来的回报独立于一般的市场变动。

为了对风险套利加以说明，假设一家 ABC 公司有意收购一家 XYZ 公司，XYZ 公司的股票每股市价是 50 美元。按照惯例，有收购意向的公司愿意向对方开出高于收购前股价（pre-deal price）30% 或更高的价格，换言之，ABC 公司愿意向 XYZ 公司付每股 65 美元的价格。当 ABC 公司宣布每股 65 美元的收购价时，XYZ 公司的股价会迅速上涨，但可能到不了 65 美元，因为收购可能没有发生，或是时机未到（但价格也可能高于 65 美元，如果市场预期还会有更高的收购报价）。风险套利者一般会仔细权衡以下三个问题：（1）交易可能成功的概率有多大？

（2）如果收购发生，XYZ 公司的股票最后会定在哪个价位？（3）如果会发生收购，什么时候发生？

问题债务投资者进行的分析与上面有点类似。如果投资者拥有正在进行财务重组的公司的债权，有三个问题非常重要：（1）公司重组成功的概率有多大（公司并未被清算）？（2）如果公司进行了重组，债券持有人将会得到什么样的证券组合（package），这一组合的价值是多少？（3）交易什么时候能够完成？

大多数进入事件驱动型投资领域的投资者的收益率为 15% 或更多，另外再加上一些与一般的市场波动缺乏相关性的期望收益率。截至本书写作时为止，交易套利活动就发生的数量而言已经有了很大的发展，但价差（市场价值与目标公司股票的收购价之间的差额）并不可观。尽管参与正确的交易活动（即将要实现的交易活动）至关重要，但你还是想多赚些钱来补偿你这笔时间不长的投资。有意思的是，交易套利策略是对冲基金策略中为数不多的，能够取得特定行业数据的策略。诸如已有的交易数量、价差、涉及的行业以及交易的类型等等（还有股票、现金及其他项目）都可以找到。

事件驱动型策略远比大多数人知道的复杂得多。在兼并与收购活动中，股票可以被迅速抬升到接近或高出收购方愿意付出的价位。事件驱动型基金经理必须迅速就“如果交易成功（或是可能有更高的报价）可能获得的收益率”以及“如果交易失败或者被撤销，股价下跌的潜在可能性有多大”这样的问题做出判断。如果持有的头寸很大，万一交易失败，股价下跌，再要卖掉股票就难了。在破产这种情况下，一位进行了深入研究的经理会断定某一批债券有利可图，因为它有尚未被认识到的、十分有价值的资产作抵押（例如一家陷入困境的航空公司的某一队飞机）；而不明就里的债券持有人会因为破产迫在眉睫，急于按偏低的

价格卖掉债券。同样，对一家问题公司所做的细致分析可能会显示：被其他人低估的资产其实是足以偿付主要债务的。于是精明的经理会在其他人害怕得要卖掉的时候买进，甚至还卖空一些同一家公司的股票以对冲债券头寸。换句话说，传统型经理退出投资，恰恰是给交易套利和问题公司投资创造了机会。

风险套利和问题公司投资并不由于专门从事这两类活动的公司的存在，就认为把两者结合起来是缺乏竞争力的。反之，由于二者都存在各自的活动范围，而它们不见得就是相关的，因此通过同时使用两种方法来分散风险往往都很成功。无论是单独使用或是结合使用，事件驱动型策略都必须以出色的研究和充分的信心为基础。因为往往是当目前的权益所有者准备退出公司的时候，才会运用这种策略。

权益对冲基金

我们讨论的第三种对冲基金——权益对冲基金（**Equity Hedge funds**），也是投资于股本权益证券，同时做多与做空，但是与相对价值型对冲基金的资产组合不同，这一类资产组合通常存在净的市场敞口（**net market exposure**），一般是多头敞口。你可以将这类基金经理看成是最一般的对冲基金经理，他们原先的背景是传统的股票采掘者（**stock - picking**），现在转变成使用多头投资（有时使用杠杆手段）与卖空手法相结合的策略，来表达他们的看法，同时又做他们认为是市场对冲的事情。由于权益对冲基金经理的传统资产组合管理背景，他们的操作通常有一定的偏好，比如盘子小，种类集中于金融股和科技股等等。

如果按传统的观点把权益对冲基金经理看作是市场时机的把握者（**market timer**），那就错了。这些经理受公司基础分析的影响，在本质上还是个股票采掘者。权益对冲基金经理对自己的分析能力引以为豪：他们喜欢以合适的价格买下那些强劲的、成长型公司的股票，或者是转型公司（**turnarounds**）* 的股票，尤其是在华尔街还没有意识到这些股票的诱人之处的时候。尽管这些经理也卖空那些可能会“表现糟糕”的股票，而且当时市场价格上升到不合情理的时候，卖空的数量还会大大增加，但是在正常情况下，空方不可能在投资组合中占据主要地位。

* 转型公司（**turnaround**）指的是那些由于一时的决策失误而陷入困境的公司，通常底子很好，如果改善管理将有良好前景——译者注。

在多数情况下，空方是由股票选择和对投资组合或市场整体的一种风险规避态度逐渐形成的。权益对冲基金经理不期望在短期内跑赢大市，但在长期内他们期望获取良好的绝对收益。

权益对冲基金作为一个大类，包括三个子类别：偏好国内多头型（domestic long biased），国内相机抉择型（domestic opportunistic）——经理可能是净的卖空，以及全球型 / 国际型——这种类型随着美国股票和非美国股票的盘子和做空的程度不同而相应调整。总的来说，这一策略的年度总收益率在除掉佣金以后，约在 15% 左右。

全球资产分布型基金

我们的第四类对冲基金——全球资产分布型基金（Global Asset Allocator）在全球范围内投资，几乎运用所有的策略，同时对证券、期货、远期、期权和实物商品做多和做空。全球资产分布型基金有时也被称为商品交易顾问（Commodity Trading Advisers——CTAs）、宏观对冲基金或者期货交易商。这类基金的经理由于管理资产的总规模（通常大的惊人）及其杰出的声誉而受到传媒的广泛关注。至少从一个方面来讲，全球资产分布型基金是权益对冲基金的“老大哥”。有的权益对冲基金由于在华尔街强大的交易能力及其事业成功背后的杠杆率，规模增长得太快，以至于需要把资产组合扩展，这就遇到了难题：一家规模从 3 亿美元增长到 30 亿美元的权益对冲基金还能按老一套做吗？考虑到单只股票（例如一些小盘股）的流动头寸对于这么大规模的基金的制约，答案应该是否定的，这些“巨人”需要将注意力转向其他级别的资产和市场。适合这类基金的一种经理人就是前面提到的“商品”经理（“commodity” managers）。由于规模的增长已经超出了实物商品市场的范围（一只大规模的基金就可能操纵整个商品交易市场），这类基金迅速进入金融期货和外汇市场。

如果只把全球资产分布型基金称为“市场时机把握者”，那可就低估了这类基金经理行为的复杂性。对多个市场的时机把握当然是他们工作的一个内在部分。有的经理依赖于技术分析（对单个公司或市场的分析），前面提到的“商品经理”倾向于采用技术分析法。而真正的全球资产分布型基金更倾向于基本面分析（有的基金则二者兼顾）。无论是用技术分析还是基本面分析，全球资产分布型基金投资的手法无所不用，资金的投向无所不在，只求达到目的。这类基金经理的目标是什

么？目标一般是 15% ~ 20% 的总收益率（除掉佣金以后）。

当你考虑对全球性投资的需求时，要记住在多数情况下，如果投资于一种美国国外的交易工具，需要进行货币的转换（例如卖掉美元买进日元，然后用日元来买股票、债券或者其他工具）。要卖出投资工具时，你又得反向操作一次。因此在买卖美国国外投资工具的时候，就有两个决策要做：投资工具本身和交易的币种。实际上，许多全球资产分布型基金都只持有货币头寸，经常还伴随很高的杠杆率。也正是这样，这些经理才无愧于“宏观对冲基金”这个称号，因为他们的投资组合中持有的头寸不仅仅是在对单个公司和 / 或部门的未来下赌注，甚至是在对类似欧洲经济共同体（EEC）这样的地区及相应的欧洲货币体系（EMS）下赌注。后一种类型的赌注将全球资产分布型基金置于与政府及主权中央银行联手或对抗的地位，而且时常是巨额赌注。

作为全球资产分配者的基金经理，所管理的资产规模与日俱增，同时也必须不断发挥探索精神与聪明才智，积累经验，以应对当前最为纷繁复杂的全球性投资所带来的挑战。

卖空型基金

卖空（short selling）从交易的角度讲与传统观念背道而驰：经理人卖出不属于他的证券，以期在更低的价格把证券买回来。卖空是一种达成协议与维持交易都很复杂的行为。你需要在经纪人那里开立一个保证金账户，存进去的钱或证券，是作为当价格出现不利于卖空行为变化时的担保品。经纪人通常从某位客户那里借来股票，这位客户根本不知道股票已经被挪用，因为它还在经纪人的报告上按市价一直存在着，任何应付的红利也都付进账户（由借股票的一方支付）。出售借来的股票所得的钱被存在卖空者的户头上，产生的利息由经纪人和卖空者平分。如果卖空的股票分红的话，由卖空者自掏腰包补进拥有股票者的户头。如果股价下跌，卖空者从市场上购进股票补回原账户获取利润。如果价格上涨，卖空者亏损的同时还要应付经纪人发出的追加保证金要求——要求他在账户上存入更多的资产。如果有必要的话，卖空者可以按市价购进证券，冲抵空头，轧平头寸。如果在空头还没有平仓时，股票的所有人决定卖掉已经被借走的股票，经纪人要么从别的地方再借来股票，要么在借不到的情况下迫使卖空者按市价买进证券，冲抵空头，这通常会造成一笔亏损。

尽管卖空手法在以上几种策略中运用的程度深浅不一，它也可以作为一种策略单独使用，卖空者对于发现那些尚未被察觉的欺诈行为、重大的估值过高以及其他负面的公司消息有着极大的专业（而非个人）兴趣。有的人对卖空讳莫如深，认为它不符合美国人的作风（un-American）或是有损企业形象，从而使得卖空行为用投资学术语来说变得缺乏效率，而对那些信奉这一策略的相对小规模的投资群体却很有利可图。

能够采取卖空行动的人洞察力都很敏锐，他能够看到并且利用那些尚未为世人察觉的问题。事实上，卖空者必须在利空的新闻还没有影响证券价格之前就采取卖空行动。为了防止卖空者不断打压价格以增加自身盈利，有的市场制订了相应的股票交易法规，要求卖空的价位必须是上行式（uptick）——即该价格必须高于前一笔交易的价位。但是如果大盘下跌，要找到上行式的价格就很困难。

专事卖空的投资者比较少见，但他们的斗志都很顽强。这部分是由于数额上的原因：如果你买了一种证券，它的价格跌到零，你最多损失掉你投资的钱，或者说损失 100%；但如果你卖空一种证券，而它的价格最终上涨了，你的损失就可能是 100% 的好多倍。要知道如果你卖空一只股票，而它的价格走势于你不利的話，这只股票从价值上看就成为你的资产组合中的大头。

卖空策略的预期收益可以说就是一个市场的函数。如果股市下跌很多，卖空就可以赚大把的钱，反之则会大赔一笔。如果市场走势平缓，卖空者之间也可以开展竞争，不过这种竞争主要体现在对股票的选择上。在现在这种牛市下，卖空无利可图，卖空者也只好老老实实地待着，要知道直到五、六年前，卖空者至少都可以在强劲的股市上惨淡经营。但近年来，在投资基金的推动下股市牛气冲天，许多卖空者被迫关门大吉。卖空者的消失是不幸的，因为他们是“一只非常复杂的飞轮上的一个齿轮”。换言之，由于卖空者是在对公司的负面情况进行曝光并施加压力，他们的作用就好比一只筛子，筛选的过程则有利于整个市场和经济环境。

通过对以上各种对冲基金策略的描述，我们可以看出它们自身及相互之间都存在着很广阔的空间。一项投资组合可能只持有 5 种证券，而另一项组合则可能持有 600 种证券。持有 5 种股票的组合可能全是多头、全是空头或者二者都有；持有 600 种证券的那项组合可能是 300 种

多头加 300 种空头，也可能是美国证券与国外证券的混合，发达国家市场与发展中国家市场的混合，后者可能还包括中国或者俄罗斯。撇开市场不谈，利用的工具可以是股票、债券、可转换债券、优先股、资产支持证券（asset-backed securities）也可以是衍生工具比如期货、远期和互换。而且，许多工具可能属于法律与监管体系都与美国不同的国家。

尽管多数经理都倾向于坚持各自的策略，但经理不时转换策略的现象在对冲基金业界也很常见。比方说，事件驱动型基金经理可以借用或不借用财务杠杆来投资于公布的企业交易和 / 或破产事件，有时也可以见机行事，根据大致情况把头寸对冲掉。权益对冲基金更是以杠杆率的程度和持有多头或空头的偏好来标榜自己。不过有一点是肯定的，转换策略需要看经理的知识、基金的结构和操作技巧而定。

为了便于复习，下面这张表列示了一种组合对冲基金策略的方式：

指导方针	策略
多空并做(轧平)	相对价值型基金
净多头或净空头	相机抉择的权益对冲基金
	全球资产分布基金
偏好做多	事件驱动型基金；多数的权益对冲基金
偏好做空	实空型对冲基金

看过了这么多对冲基金策略，你也许会问采用各种策略的经理比例目前各是多少，以及哪些策略吸纳的资产最多。在选取有代表性的基金的基础上，图 1-2 列出了在各种策略和规模上的资产分布情况。

从历史的角度看，相对价值策略是较新和较为复杂的一种策略，除了多 / 空权益基金之外，分布在其余三个子类别的经理比例很低，典型的资产规模是 5000 万 ~ 5 亿美元之间。事件驱动型基金的历史要长一些，但只有特殊的一组人对它感兴趣。权益对冲基金作为对冲基金业的鼻祖，吸引了大量的从业人员，因为它为那些来自传统资产管理公司的人提供了一个自然的切入点。在这一大类中，国内相机抉择型基金的经理人数最少，但管理的 10 亿美元以上的资产数量最多。全球资本分布基金多数来自超出权益对冲基金策略所能管理的资产规模的基金，另一部分来自以前的商品交易商，他们需要经营更为广泛的资产组合。注意：大多数见机行事的经理（discretionary managers）管理的资产规模都在 10 亿美元以上。最后，为传统投资方式中的股票采掘者所不齿的

总体概况		各种策略管理的资产规模范围(单位:亿美元)									
策	略	管理的资产 百万美元	经理 (%)	> 10	10~7.5	7.5~5	5~2.5	2.5~1	1~0.5	0.5~0.2	0.2以下
各种规模范围下各类策略管理的资产比重											
债券对冲		\$1,701	3%	0.0%	0.0%	0.0%	69.1%	23.2%	3.8%	3.9%	0.0%
可转换对冲		\$2,118	5	76.2	0.0	0.0	0.0	6.3	11.6	2.8	3.0
多/空权益		\$4,031	9	29.8	0.0	15.0	19.9	19.2	10.6	3.5	2.0
循环		\$2,875	7	0.0	0.0	20.2	24.6	38.3	11.9	4.6	0.4
相对价值		\$10,724	24	26.2	0.0	11.0	25.0	22.4	10.1	3.7	1.5
破产/问题公司		\$5,797	7%	21.1%	12.9%	38.8%	11.7%	6.9%	5.2%	3.1%	0.3%
多重事件		\$3,906	3	29.4	23.8	30.5	0.0	11.5	3.6	1.1	0.0
风险套利		\$2,938	7	0.0	0.0	18.7	49.7	21.5	4.1	4.8	1.2
事件驱动		\$12,641	18	18.8	13.3	31.5	16.9	11.7	4.5	2.9	0.4
国内多方权益		\$3,151	8%	0.0%	26.3%	0.0%	33.6%	16.8%	17.0%	6.0%	0.4%
国内相机抉择权益		\$3,821	4	62.8	0.0	0.0	16.9	15.2	1.9	2.9	0.2
全球/国际		\$6,796	12	0.0	24.7	19.1	30.5	16.6	7.0	1.4	0.6
权益对冲		\$13,768	24	17.4	18.2	9.4	27.4	16.3	7.9	2.9	0.5
离散		\$30,831	13%	80.9%	5.9%	2.1%	5.5%	4.7%	0.6%	0.1%	0.2%
系统		\$6,595	15	33.6	0.0	16.7	15.8	20.8	6.0	5.2	1.9
全球资产分布		\$37,426	28	72.6	4.9	4.7	7.3	7.6	1.6	1.0	0.5
卖空		\$1,120	6%	0.0%	0.0%	0.0%	35.4%	45.0%	12.9%	1.8%	4.9%
总体合计		\$75,679	100%	45.9%	7.9%	10.9%	15.5%	12.5%	4.6%	2.0%	0.7%
资料来源: EACM 新型策略概况											

图 1-2 按策略和规模分类的资产分布概况, 截至 1996 年 12 月 31 日

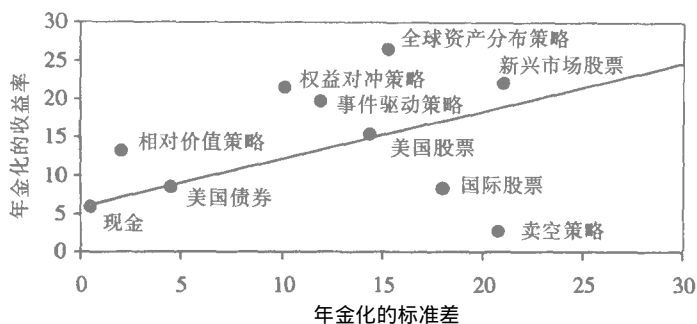
卖空型对冲基金，近年来由于业绩不佳而一蹶不振，将来可能会进一步收缩而不是扩张，这类经理管理的资产规模特别小。

为什么投资于对冲基金

真正的答案是：为了获取平均水平以上的收益率（绝对或相对于某一投资项目），为了与传统的资产类别实现风险分散化，以及防止可能的价格下跌带来的损失。但不幸的是，有的人居然把可以在鸡尾酒会上吹牛和拉虎皮做大旗也作为投资的理由！

无论实际如此还是主观想象，人们都会认为对冲基金具有获取高收益的潜力，这种潜力是他们拥有的任何其他资产都无法比拟的。投资者一开始就应该知道，在这个行业中要想取得完整的和仔细审核过的业绩数据是很困难的。到处都是道听途说、小道消息和各种误解。第 5 章（评价对冲基金）详细讨论业绩问题。在这里要指出的是，在核实对冲基金的业绩时要特别注意信息披露问题，审计结果的核对问题、未上市交易的证券的估值方法问题、可能存在不正确的经理分类问题等等，以及“全组平均水平”这样的数字可能会掩盖收益率之间的巨大差异等问题。

作为论述的开始，图 1-3 以 10 年为期，对比了五类对冲基金策略与另外几种资产组合的风险 / 收益特征。在本书中我们采用标准普尔 500 种股票指数（标准普尔 500 Index）来代表美国的股票，摩根·斯坦利国际投资公司（MSCI）的欧洲、澳大利亚和远东指数（EAFE），以及新兴市场自由指数（EMF）来分别代表外国发达国家市场与发展中国家市场的股票。我们用雷曼兄弟公司的综合债券指数（Aggregate Bond Index）和美林公司的 3 个月国债指数来代表美国国债利率和现金成本。（附录 1 对各种指数做了详细说明）。各类对冲基金策略的收益情况包括在“EACM 经理人概况”之中，这一概况收录了将近 400 位经理的投资收益情况。EACM 的数据反映了 1987~1996 年这段时间里，这些经理的月投资平均加权收益率（除去各种佣金之后），包括各组中被解除契约的经理的情况。



资料来源：EACM100 新型策略概况，标准普尔公司，摩根·斯坦利国际投资公司，雷曼兄弟公司，美林公司。

注 这一表格中(以下皆同)新兴市场股票收益率情况从 1988 年开始统计。

图 1-3 新型策略与传统策略的对比

风险/收益特征：10 年期，截止至 1996 年 12 月 31 日

在图 1-3 所列示的这段时间里，只有卖空型策略的波动幅度大大高于其他新型策略，而考虑到这种策略本身的性质和所观察的这段时间里的市场环境，这个结果并不出乎意料。权益对冲型、事件驱动型和全球资产分布型策略的收益率都远远高于美国 and 外国股票投资的传统策略，而波动幅度却相近甚至更小（要注意整体的波动幅度小于个别基金的波动幅度）。但是图 1-3 反映的仅仅是过去某一个别时段里的情况，而且整体的平均值并不意味着某一特定的经理或部门的收益率带有确定性（下一章将更详细地讨论这个问题）。

接下来我们通过图 1-4 列示的相关系数矩阵（correlation matrix）来检验对冲基金策略与传统投资组合之间在收益率上的相似性。注意：相关系数为 +1.00 表示完全正相关，意味着两种投资组合的收益率变动方向相同；而相关系数为 -1.00 则表示完全负相关，意味着两种收益率是反向变动的；相关系数为零则表示两种收益率之间不存在任何（线性的）相关关系。

	相对 价值 策略	事件 驱动 策略	权益 对冲 策略	全球资 产分布 策略	卖空 策略	美国 股票	美国 债券	国际 股票	新兴 市场 股票	现金
相对价值策略	1.00									
事件驱动策略	0.00	1.00								
权益对冲策略	0.18	0.75	1.00							
全球资产分布策略	0.11	-0.05	0.03	1.00						
卖空策略	-0.03	-0.52	-0.69	0.12	1.00					
美国股票	0.04	0.61	0.79	0.02	-0.70	1.00				
美国债券	0.32	-0.11	0.09	0.08	-0.04	0.32	1.00			
国际股票	0.11	0.34	0.46	0.02	-0.38	0.48	0.09	1.00		
新兴市场股票	0.25	0.25	0.51	-0.10	-0.37	0.38	0.07	0.39	1.00	
现金	0.30	-0.16	-0.08	0.19	0.20	-0.01	0.27	-0.08	0.02	1.00

资料来源：EACM100 新型策略概况，标准普尔公司，摩根·斯坦利国际投资公司，雷曼兄弟公司，美林公司。

图 1-4 月度收益率之间的相关性

10 年期，截止至 1996 年 12 月 31 日

在所观察的这段时间里，卖空型策略与美国股票型策略有很强的负相关关系（-0.70）；而全球资产分布型和相对价值型策略与美国股票型策略的相关程度却很低（分别是 0.02 和 0.04）；事件驱动型（0.61）和权益对冲型（0.79）策略相比之下与美国股市有着很强的相关关系。而就对冲基金策略内部来说，整体的相关程度较低，变化范围也很大，从卖空型策略与权益对冲型策略的 -0.69 到权益对冲型策略与事件驱动型策略之间的 0.75 不等。

尽管从风险分散化的目的考虑，与美国股市之间的相关程度较低是好的，但也要注意像权益对冲型基金与股市之间的相关程度虽然较强（0.79），却也可以做出一些对市场的下滑趋势的敏感反应；全球资产分布策略（0.02）则可以作为“标准的分散手段”（perfect unmatched），而卖空策略（-0.70）则是很有用的对冲手段。当然这并不意味着未来也存在这种相关关系。图 1-4 仅仅是对过去情况及将来可能发生的情况的一个粗略描述。

投资组合的收益率之间的相关关系及其他关系，对于投资组合风险的分散化来说有着重要的含义，而这一点对于风险管理来说有时是很重要的。如果你拥有一笔澳大利亚国债、一家德国汽车公司的股票以及一笔美国对冲基金投资，看起来投资风险好像分散了，但实际上可能没有