

# 第 猿部分 硬币的反面

## ——投资者现身说法

### 第 愿章 机构投资者的兴趣

主要的投资者类型包括家族机构、高额净资产投资人、机构与基金的资金。全球范围来看，机构与基金的资金所占百分比相对稳定，分别为 圆豫和 员豫。

美国国内的家族机构，高额净资产投资人及国内银行与国外的同类型投资者相比，存在较大差异。美国以外国家，按百分比计，银行投资所占的份额要大于美国国内银行。美国国内的个人投资者要比国外的个人投资者更为活跃。美国的捐款基金与养老基金比其他国家更活跃些。

每种类型的投资人对对冲基金都有其自身的需求与目标，地理区位同样有其影响作用。

对冲基金投资者分类详见表 愿愿

表 愿愿 对冲基金业界投资者的大致分类

	美国投资者	非美国投资者
高收入者 家族机构	缘豫	猿豫
捐赠基金	愿愿	圆圆

(续)

	美国投资者	非美国投资者
养老基金	15%	10%
公司	10%	5%
基金会	5%	5%
保险公司	5%	5%
信托公司	5%	5%
银行	10%	10%
基金的基金	15%	15%
其他	5%	5%

资料来源：约瑟夫·尼古拉斯著《市场中性投资》中“多头空头对冲基金战略”，第 15 章第 15 页，2005 年 9 月出版。

## 15.1 家族机构——高额净资产投资人

随着非常富有的家族设立专门的机构运营其资产组合，家族机构现象正日益显著。某些机构可能是由家族成员经营的，另外一些机构则由外部聘用的专业人士经营，或者是两种形式的混合。专业人士的数量大相径庭，例如，洛克菲勒家族在纽约的分支机构雇用超过 1000 名员工，其中包括经理、分析员、信托官员、律师以及内勤人员。该机构自 1954 年建立，为洛克菲勒家族三、四、五代 15 名成员及非家族成员管理超过 100 亿美元的资产。非洛克菲勒家族成员的财富约占总资产的一半，与之形成强烈对比，有些家族机构是属于个人经营式的。

在某些情况下，家族机构最终可能逐渐扩大延伸，并接受其他家族及亲朋好友的资金。例如，洛克菲勒家族机构于 1954 年开始接

受外来资金，并于 猿园年 猿月建立了第一家基金的分支基金。

多重家族机构变得日渐流行，其变体包括为体育运动员建立的家族分支机构及为某个国家或地区的投资人建立的家族分支机构。通过正式或非正式地联合起来，个人结合成团体便拥有更强的实力。

作为一个整体，个人及家族关心的是税后收益，他们通常要求扣除税款后的业绩表现。他们关心的另外一点是管理费，家族机构感兴趣的是规定最低收益率的付费结构，经理人员只有在达到某个基准之后才能领取报酬，而这一基准指标可能是国库券、标准普尔指数、伦敦银行拆借利率(猿园)或其他参照点。

直到 猿园年以前，如果某一家对冲基金没有在证券交易委员会(猿)注册为投资顾问，则该对冲基金只能有 猿名认证投资人。在美国国内，认证投资人是指至少拥有 猿万美元的净资产，或者年收入连续两年超过 猿万美金(夫妇为 猿万美金)的投资人。根据《猿年投资公司法》第 猿 苑款的规定，现在对冲基金可以接受不超过 猿名，经验证的合格的参加人。第 猿 苑款是随着 猿年 猿月《全国证券市场改善法案》的通过而于 猿年 远月生效的。经验证的合格的投资人必须拥有 猿万美元价值的证券或者投资，机构投资者至少须达到 猿万美元。

## 猿 机构投资者

笔者采访了美国、瑞士及日本的三家大型机构投资者，以获取他们的信息反馈及与对冲基金有关的经验。虽然他们之间存在一些地理及文化原因造成的差异，但的确有一些共同的主题。

## 猿猿猿 基金的基金——分散化方法

基金的基金方法对于机构投资者而言十分常见，是一种很好的起点。由于存在时区差异、语言障碍以及复杂的投资策略，这些公司认为采用基金的基金这一投资方法是一种很明智的方式。

长期资产管理公司的危机发生以后，人们普遍将资产管理公司与投资策略的分散化作为一种降低风险的方式。除了采用基金的基金方法外，日本的机构向 猿个资产公司，瑞士的机构向 愿个资产公司分散投资。

## 猿猿猿 私募股票与对冲基金视同处理

机构投资者审慎地看待对冲基金与私募股票，并认为二者具有相似的特点。例如，瑞士人寿保险公司分配 缘% 的投资到对冲基金——与分配到私募股票的份额相同。加利福尼亚政府雇员退休系统（猿猿猿）看重含有私募股票与股票多头—空头结合成分的交叉基金或混合基金。许多这类交叉基金源于私募股票行业。日本的机构投资者在风险投资方面享有很大的透明度，并对对冲基金有同样的要求，他们希望了解其他的投资人是谁以及投资组合的详细状况。

## 猿猿猿 透明度

机构投资者总是期望有更高的透明度，原因在于对冲基金的投资策略与机构所熟悉的单纯多头投资差异巨大。并且，不同投资策

略的风险难以总体把握。透明度可以帮助解决这种问题。

管理账户也能够促进更高的透明度，并协助管理风险。利用管理账户，当经理人员业绩不如预期时，投资人可以迅速地察觉问题所在，并做出反应。

## 猿猿猿猿 对回报率感到满意

虽然这种投资方案在各机构中存在的时间长短不同，这些机构都认为实现了自己的目标。加利福尼亚政府雇员退休体系(猿猿猿猿)使用对冲基金填补其资产组合的缺口；日本公司的投资组合波动性更小，并与日本股票市场风险不具相关性。

## 猿猿猿猿 分配给其他公司

三家被访机构中的两家逐渐开始将自有资本分配投资于对冲基金。他们目前对投资结果还是满意的，因此正在为国内其他客户制定或着手制定相关的投资产品。

## 猿猿猿猿 美国的情况

加利福尼亚政府雇员退休体系是一个猿猿猿亿美元的政府养老金计划，它于猿猿猿年猿月宣布将其资产中最高达猿猿亿美元的部分(等于其有效管理的美国国内股票投资额的猿猿)用于混合策略投资。混合策略包括对冲基金、市场中性基金、套利基金与公司治理结构基金(指那些通过影响公司管理而提高收益的基金)。在该体系中，这

类投资被看作是其美国股票资产的一部分而不是作为可选投资来衡量的。1999年11月，加州政府雇员退休体系宣称他们决定向对冲基金投资 1.5亿美元。

加州政府雇员退休体系的举动促使其他养老金委员更为信任地将对冲基金的作为投资选择方案。随着美国最大的养老金计划向对冲基金分配投资，其他的养老金计划也发生了兴趣。例如，1999年12月芝加哥公立学校教师养老与退休基金宣布意向，将向其投资的对冲基金与新兴基金管理公司方案追加投资 2.5亿美元。该基金将这种可选投资方案的投资额增加到了基金总资产的 15%。

再来看另外一个例子，纽约州教师退休体系是一个 1.5亿美元的基金，该机构宣称它也在研究基金概念，并且将向该行业投资 1.5亿美元，同时它正在考察几家基金管理公司以分配资产。

拥有 1.5亿美元资产的俄克拉荷马消防人员退休体系亦宣布了向对冲基金投资 1.5亿美元的计划。据报道，佩克瓦特资产公司、资本工厂公司及维斯派克戈理尔公司将各接受 5000万美元的投资。

与此同时，1.5亿美元的路易斯安娜州政府雇员退休体系正准备寻找一家事件导向资产管理公司投资 5000万美元。

这些机构投资者的长期目标是实现更高的绝对回报，分散股票、债券等传统投资的风险，特别是他们对股票市场波动性担忧，更导致如此。越来越多的机构投资者觉得股票市场不可能在长期内提供超过 15%的年收益率。对冲基金的吸引力在于他们较高的历史回报并且其收益与传统的股票及债券有较低的相关性，这样一来降低了机构资产组合的总体波动性。

机构投资者开始越来越仔细地审查其资产组合中的债券投资。在很多机构中，这种类型的资产大约占到 10%份额。投资组合中比

率如此之大的资产带来的回报率却如此之低，这使得机构投资者发生兴趣转移，并开拓其他方面的投资，其中即包括可选择投资工具（见表 猿圆）。

表 猿圆 考虑投资或正在投资于对冲基金的机构名单

粤美聚士

粤员( 粤美聚士) 粤美聚士( 粤美聚士)

粤美聚士

月孕粤美聚士

月孕粤美聚士( 粤美聚士) 粤美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士) 悦美聚士( 粤美聚士) 悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士) 悦美聚士( 粤美聚士) 悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士

悦美聚士

悦美聚士( 粤美聚士) 悦美聚士( 粤美聚士) 悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士) 悦美聚士( 粤美聚士) 悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士)

悦美聚士( 粤美聚士)



## 猿源 案例分析访谈：加利福尼亚政府雇员退休体系

加州政府雇员退休体系大约从 猿猿年年中开始参与对冲基金投资。其资深首席投资官员马克·安森(配舞粤上)说, 猿亿资产中有不超过 猿的部分分配给对冲基金公司。如果要增加该比率则需获得董事会的同意。

圆年 圆月, 猿亿的投资分配给算盘合伙公司; 猿年 愿月, 猿曾将约为 猿亿美元的投资分配给轴心合伙公司, 该公司是一家总部在旧金山, 主要从事计算机相关技术行业投资的基金公司。轴心公司的两名创始人在 猿年创立自己的对冲基金之前曾经为 猿管理资金。目前约有 猿亿美元的资金已经分配给三家公司治理结构基金。

猿的目标是以机会主义的方式投资于对冲基金。马克·安森说, “我使用对冲基金不是为了套期保值, 而是为了扩充投资机会。”他正在寻找专注投资于某个具体行业或部门, 而该行业不含在 猿资产组合中的对冲基金。使用它们的目的是填补自身资产组合的缺口, 他说目标现在已经实现了。

考虑到与对冲基金公司的愉快经历与不快的体验, 安森说, 愉快的经历涉及那些准确了解自身的竞争优势所在, 并能够很好地利用这一优势的基金公司。

不快的经历涉及那些无法简洁地解释自身投资业务的基金公司。马克·安森认为, “一个不能用简洁的形式向我解释其投资目标的基金经理是我最后考虑的对象。如果他不能简单明了地解释自己的投

资目标，我会怀疑他是否能够按照简洁明确的方式进行投资。”

“其他不愉快经历涉及那些相信自己有权利收取奇高管理费的基金经理。有一个基金经理曾对我说：‘我们收费犹豫与犹豫，因为这是惟一一种将我们管理的资产金额控制在几十亿以下的方法。’这个经理将是我最后考虑的对象。”

加州政府雇员退休体系对交叉或混合基金也很感兴趣，这类基金在某个目标行业或部门内包含一部分私募股票及一个股票多头—空头方案。许多这类混合基金来自私募股票行业并定位某个特殊的产业，如互联网、媒体或通信行业。

马克·安森说，如果新的基金管理公司在其他诸如私募股票领域的投资已取得成功，加州政府雇员退休体系也会考虑这些公司。

基金的基金怎么样呢？安森说它们对于流动  $\alpha$  是非常有价值的产品，但却是半成品。“基金的基金是半成品，因为我必须决定何时、何处以及怎样将它们应用于我的资产组合中。”

透明度对加州政府雇员退休体系而言是至关重要的，其原因有二：一是对冲基金使用的交易方案与投资策略与大多数机构投资者所熟悉的传统的单纯多头策略有很大不同；二是马克·安森说，考虑到对冲基金投资所具有的独特的技能，你不能够将某个对冲基金的风险加在另一对冲基金上面。不同的对冲基金策略把握风险的方式是不同的。因此，很难以一种综合的方式将一组对冲基金的风险全部反映出来。安森总结道，透明度对解决这一问题大有帮助。

## 5.2 日本的情况

日本的机构投资者越来越多地向对冲基金分配资产，这主要是

因为在日本国内利率极低的环境下缺乏好的投资机会，同时存在负持有收益（持有费）的问题。在股票市场泡沫的时候，人寿保险公司从共同基金投资者那里筹集资金，许诺提供诱人的回报率。但随着利率水平大幅度下降，就出现了持有收益为负的问题。为了填补缺口，有些保险公司开始向对冲基金投资。

据估计这类机构投资约为 源 亿美元，并可能会在未来的四年内增长 猿 源倍。住友人寿即是一例，该公司宣布了将其 圆 亿美元资产份额的 缘 向对冲基金投资的意向。住友人寿是对冲基金投资领域最活跃的保险公司，人们相信该公司目前向对冲基金分配的资产比率约为 员 或者 圆 亿美元。住友人寿投资于基金的基金的资产达到 员 亿日元（ 员 亿美元），预计将会增长到 猿 源 亿日元（ 猿 猿 亿美元），该公司大约向 员 家美国和欧洲的基金管理公司分配资产，并由他们再投资于对冲基金。住友人寿的目标是获取日元（ 猿 猿 利）利率以上 缘 ~ 苑 的回报，分散化公司的投资组合并通过分散化的来源提高回报率。

住友人寿保险公司同三菱公司共同设立了一个 员 亿日元的基金，专门投资于美国和欧洲的管理公司。大约有 缘 的资产投资到了可选择投资工具中。

为了分散化投资组合并提高回报率，东京海事与火灾保险公司计划在未来的 源 年内，扩展可选择投资工具的投资包括私募股票及对冲基金，并将投资额度增加至 员 亿日元（ 员 亿美元）。

许多日本的机构投资者将可选择投资工具看作是固定收益证券的替代品。机构投资者正在寻找具有简单的投资策略及透明度的低风险、低波动性的投资产品。

同时，日本的交易公司也在为国内的机构客户设立这类投资产

品。例如，日光证券设立了一个拥有 1 名经理人的基金的基金，希望该基金能够筹集 100 亿日元。该基金要求的最低投资额为 1 亿日元（约 100 万美元）。日商岩井（岩井证券）公司的子公司日商岩井美国公司将在 2005 年年初为外部投资人设立一个内部基金的基金。该基金向大约 1 名经理人分配资产，但是不包括全球宏观、抵押证券、行业基金、新兴市场与卖空投资者。

伊藤忠金融公司近期为日本的机构投资者引入了三种投资产品：哥伦布信托是一家分散化的基金的基金；富士山信托是一家集中于主要从事日本国内市场交易的投资经理人的基金；动态选择信托是一家辅助基金，其业务是结合现有基金的基金并选择单个的投资经理。

## 15.2 案例分析：日本的大型机构投资者

这家被访的日本机构从 1995 年开始即向对冲基金分配资产。该机构最初向一家大型固定收益证券管理公司分配资产，1997~1998 年这家公司的业绩还不错。1999 年底，该机构撤回了投资。

这家机构想要继续实施对冲基金投资方案，并决定下一步采取基金的基金策略。该机构认为基金的基金投资方式对其最为有利，其原因在于基金的基金经理会密切地关注头寸状况、杠杆大小、资产分配以及投资类型。

由于时差的原因以及所要求信息的高度复杂性，机构若想在日本实施这类方案是非常困难的，因此该机构转向一家根基牢固并在其他国家的机构有业务关系的大型基金的基金。

这家机构的目标是保守的——承担中等程度风险，在中期内获取中等程度的两位数回报率。主要目的是使得机构资产与日本的市

该机构在日本市场上是有大量敞口头寸的。这部分资产分配约占到该机构总资产的猿~猿。

这一投资方案源年来基本上保持相同的大小未发生变动，其资金目前分配于猿个投资经理。这家机构想要实现投资策略的分散化以及策略与策略之间的分散化。策略投资分配中有很一部分投向市场中性、市场时间选择及事件导向领域。资产组合中不包含私募股票投资、高收益危机债券、新兴市场投资与管理期货。资产组合每年审评两次，并进行重新分配。几年来，总计有猿位投资经理由于不能满足业绩要求而被解雇。

基金的基金的经理推荐聘用或解雇某位投资经理，但该机构掌握最终决策权。

机构选择经理的标准中包括考察至少猿-猿年的历史记录，在一年之内从某家基金中回撤资金的能力。在投资之前，机构的代表要与投资经理及其他关键人员会面。在这家日本机构中，有苑名代表参与这类程序——两名代表常驻纽约，一名常驻英国。通过在海外派驻人员，该机构可以迅速地与投资经理接触并能方便地获取信息。大多数投资经理都在美国或欧洲，有些接受资产分配的投资经理即是本书所述的超级明星经理。

这一投资方案在猿猿、猿猿及猿肆年运作得很好；猿肆年总体来看是对冲基金业绩下降的一年，这家日本机构的资产组合也不例外。该机构主要的获益是拥有一个平滑的资产组合，同时与日本市场的头寸不具相关性。这家机构对此种方法非常满意，正在商议将投资额扩大为原来的两倍。

进一步而言，这家日本机构希望信息披露的总体水平能够再高一些。在风险资本方面，该机构已习惯于较高的信息披露水平，因

而希望对冲基金也能够达到同样要求。这家机构同时想知道其他的投资人是谁，并想详细的了解资产组合状况。总体而言，该机构认为管理费水平是合理的。

作为日本国内使用对冲基金的较大投资者，该家机构目睹了日本国内对对冲基金产品越来越浓厚的兴趣，不仅仅是金融机构，同时养老基金与富裕的个人也很感兴趣。虽然 1998 年对冲基金的损失表现带来了负面影响，但是人们关注的总体程度却在上升。未来的时间内，这家大的日本机构可能会考虑将对冲基金产品带到日本的金融零售市场中去。

## 15.2 欧洲的情况

近期的报告显示，德国国内机构，特别是保险公司，正在采取重大举措。许多机构虽然要求对冲基金方面提供担保，但他们也愿意将资产锁定 1 年之久。上市公司与养老基金同样也很活跃，但是银行步伐较为缓慢。

近期瑞士也有公司向对冲基金分配资产，其中包括雀巢所属 100 亿美元的国内养老基金，瑞士飞行员养老基金（AFG）于 1998 年 10 月向对冲基金分配了 1 亿美元的资产。瑞士的许多大型保险公司也开始向对冲基金投资，其中有 圣多明哥（Santander）、苏黎世保险与瑞士人寿保险。瑞士的机构总体来说是较为适应与对冲基金打交道的，这主要是因为瑞士的私人银行多年来都在将其私有银行资本向对冲基金投资。

更多的机构在学习对冲基金的有关情况，其中包括苏黎世政府雇员养老基金。欧洲有消息报道，养老基金正在寻找适当的基金经

理，以向对冲基金投资其资产的 猿豫豫，即猿亿瑞士法郎（猿亿亿美元）。

（猿猿猿猿）养老金信托服务公司为英国煤业工人养老金计划及采矿工人养老金方案管理着 猿源亿美元的资金，这两家养老基金已要求信托公司提供可选择投资方案的研究报告。有报道称两家养老金实体都在考虑分别投资其资产份额的 猿豫。

## 猿源 案例分析：瑞士人寿保险公司

截止到 猿猿年，瑞士人寿保险公司的资产组合中仅有 猿豫~猿豫的部分是股票，所允许的最高百分比是 猿豫。猿猿年瑞士的养老金法案做了修改，允许养老金计划最高可将 猿豫的资产投资于股票。由于这一变化，瑞士的人寿保险公司的投资法规也相应的做了改变。瑞士人寿集团投资策略与风险管理部的主管弗雷德·西格李斯特（猿猿猿猿）说，到 猿世纪 猿年代中期，公司分配到股票的投资已经增加到约为 猿豫的水平。考虑到其作为互助保险公司所拥有的自由储备金，以及任何时候都必须抵补债务的义务，猿豫是一个较为适当的水平。进一步而言，与之竞争的地方保险公司因为同样的原因也将股票资产的份额限制在 猿豫~猿豫的水平。

西格李斯特说，随着时间的推移，他们考虑过可能采取的下一步行动，将公司资产组合分散化。看到美国的经验，他们开始考虑采用可选择投资策略，特别是对冲基金与私募股票。猿猿年该公司第一次向瑞士国内推出的一种基金的基金产品投资。投资对象是第一批对冲基金的基金，它以控股公司的形式出现并在瑞士股票交易所上市交易。在这一年的年底，该公司又向私有股权基金的基金进

行了第一笔投资。瑞士人寿保险公司预计，在未来的 猿年内将其资产组合的 猿投资于可选择投资工具。该公司目前管理着投保人（悦云）提供的（苑亿美元）的资金。

猿年，瑞士人寿保险公司实施了第二步行动，与（砸云）集团合作组建了一家合资企业——瑞士人寿对冲基金合伙公司。这家新的公司将管理瑞士人寿在对冲基金中的所有资金，并向外部客户出售投资产品。砸云是一家位于普费菲孔（孕云）的投资企业，它建立了一个使用多重投资策略的资产组合，按五种不同的方式投资，分别为：股票对冲、事件导向、全球宏观、相对价值与管理期货。目前，该资产组合有大约九十名投资经理。砸云协助确定策略组合以及某一策略应使用哪位投资经理。西格李斯特称，自从 猿年长期资本管理公司事件之后，这一分散化资产组合及所选投资策略帮助说服了瑞士人寿的董事会成员，即使基金投资当时表现不尽人意，也应该保留对冲基金的投资。

猿年 远月，瑞士人寿分配投资了 猿亿美元的资产。该公司的目标是实现每年 猿~ 猿的净回报率，年度标准差在 猿~ 猿之间，与股票市场（标准普尔 缘）的相关系数为 园~ 园。

西格李斯特说，自合资公司创立开始，投资金额就超过 猿亿美元，基本实现了投资目标。实际年回报率为 猿，标准差 猿，相关系数 园。在过去的 猿个月中，回报率达到了 猿，标准差为 猿，相关系数为 园。

未来，瑞士人寿将尽可能地使用管理账户而不是基金。这有利于保证更高地透明度以及更好地管理风险。在基金中，资本搁置周期不够灵活，若使用管理账户，当基金经理未达到设定的目标或者业绩不佳的时候，管理团队便可以迅速地做出反应。

1999年，瑞士人寿采取了另一步骤，瑞士人寿对冲基金合伙公司推出了一个新的产品。客户可以通过某一基金以上述多种方式之一进行投资，或者将不同投资方式结合起来以满足特定需要，或者选择一种由瑞士人寿对冲基金合伙公司制定的联合方式进行投资。每种投资风格的基金拥有 1 名基金经理。

瑞士人寿保险公司与 瑞云的关系是一种合资企业，这两家公司密切地进行协作。瑞士人寿保险公司目前在瑞士人寿对冲基金合伙公司有 2 名雇员，并正在寻找更多的人员；瑞云的人员已从 1998 年的 1 名发展到今天的 2 名。

西格李斯特还称，瑞士人寿正在从一个单纯的人寿保险公司发展为一家为长期储蓄资金提供金融服务的企业。西格李斯特补充到：“我们想成为欧洲可选择投资领域的重量级公司，不仅涉足对冲基金还要包括私募股票。”