



或需要基准的投资者。能够控制下跌风险也是他们与其他经理们不同的特点。

目前市场上大约存在 源缘园~ 源田园个对冲基金，总资产在 猿缘园亿~ 源缘园亿美元之间。对冲基金业的资产是相当集中的。对冲基金的平均规模是 员猿亿亿美元。大约有 缘缘位对冲基金经理的资产超过 员园亿美元(详见表 猿猿)，而与此相对比，大约有 园园名经理的资产在 员园园万美元之下。

表 猿猿 截至 园园园年 员月资产超过 员亿美元的对冲基金名单

基 金	资产估计 猿园亿美元
孕缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	员缘园
酝缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	愿园
酝缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	源园
杂缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	缘缘
悦缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	缘园
员缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	缘园
在缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	缘园
悦缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	源缘
运缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	源原
灾缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	源园
砸缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	猿缘
音缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	猿缘
酝缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	猿缘
阅缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	猿园
员缘缘	园缘
孕缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	园缘
音缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	园原
悦缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	园园
未缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	园园
杂缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	园园
未缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘	员缘



因为对于对冲基金没有一个法定的定义，所以这些数据不可能精确。虽然对于整个对冲基金业的规模没有统一的认识，但大家都承认该行业在迅速成长。以下是在狭义的对冲基金的定义下，在 20 世纪 80 年代对冲基金迅速成长的估计数据：

1982 年 1000 亿美元

1985 年 1500 亿美元

1988 年 2500 亿美元

1992 年 4000 亿美元

由于没有对冲基金的法定定义，人们对对冲基金的定义也不同。例如，有些人认为对冲基金还包括管理期货或货币的交易商，或在新兴市场上的交易商，而其他人却不这么认为。有些人认为对冲基金还包括大量使用杠杆的只做买方交易的基金，而其他人认为不包括。

另一个现象是对冲基金不断综合投资领域中其他产品的特点。例如，一些对冲基金经理们增加了私募股票的特点，诸如延长封闭期。而同时，私募股票基金的经理们也在吸取对冲基金的特点。

另外，在美国，对冲基金不需要向某个管理机构报告。你不可能到证券交易委员会 (SEC) 查出美国有多少对冲基金。但是，如果一家美国的对冲基金做了哪怕是一笔期货合同，它就必须向商品期货交易委员会 (CFTC) 登记。

## 猿 作为激励的津贴机制

津贴激励机制是很关键的。经理们按其业绩取得薪酬，而不是只按其管理的资产的固定百分比取得。他们拿 猿 的管理费加上

对冲基金经理的激励费，而共同基金的经理们只拿共同基金的管理费，并且没有激励费，因此，最优秀的、最聪明的经理都进入了对冲基金行业。为了更好地理解这一差别，让我们来举一个例子。假设有两位经理，最初都管理着价值 1 亿美元的资产。不管业绩怎样，对冲基金经理每年都会拿到 1 亿美元的 1%，也就是 1000 万美元的薪酬，这只是固定的部分。而对共同基金经理，虽然管理同样多的资产，却只能拿到 500 万美元（即 1 亿美元 1% 的一半）。现在假设两位经理一年的业绩是 10%。共同基金经理没有其他的回报，而对冲基金经理还有 10% 即 1000 万美元的激励费，这样，对冲基金经理的全部薪酬共有 2000 万美元。

作为对冲基金经理还有潜在的好处，因为他们可将很大比例的个人财产像普通投资者一样投资到基金中。其他类型的基金经理们通常不能这样做。这样，如果基金表现好，对冲基金经理个人也会受益。

还有一些对冲基金共有的，但不是绝对的特点，如使用杠杆和交易多种等级的资产。很多基金有封闭期（那意味着在此期间，投资者不能赎回资产）和最低标准（通常指在基金当前期亏损没有弥补之前，经理不能够拿到激励费）。各个对冲基金的最低投资要求是不一样的，比较常见的是在 500 万 ~ 1000 万美元之间。

正是津贴激励机制促使许多其他基金的经理们进入对冲基金行业。除了共同基金外，经济学家和有产交易者也已进入这一领域。至于各家银行，像高盛（Goldman Sachs）、大和证券（Daiwa Securities）和瑞士银行都在运营机构内部的基金。银行家信托（Bankers Trust）和花旗公司（Citicorp）采用基金的投资方法。

信诚（Fidelity）公司流失了大批的共同基金经理，他们都转向了对

冲基金。杰弗里·维尼克，马雷·英格利希，迈克尔·戈登，马克·考夫曼，安德鲁·卡普兰和马特·格雷奇（分列于附录A至附录E）是最近的几个例子。埃兰·叙利旺（列于附录F），一个管理信诚进取成长型基金（云云）的基金经理在1999年初创立了她自己的对冲基金天体资本基金（列于附录G）。

杰弗里·维尼克是一个成功的例子。他曾管理信诚的麦哲伦基金（云云），他于1995年辞职创建了维尼克资产管理基金（列于附录H），并很快就筹集了10亿美元。在1999年10月10日，当维尼克资产管理基金的资产达到100亿美元的时候，他宣布将在年底把资产返还给投资者。原因是他和其他两位主管——迈克尔·戈登（列于附录I）和马克·奥斯泰特（列于附录J）都想要寻求个人的利益。他交易的这几年来，维尼克资产管理基金的业绩是出色的。

1995 1995 豫)

1996 1996 豫)

1997 1997 豫)

1998 1998 豫)

1999 至 2000 1999 豫)

共同基金经理们的优势在于：他们有运营庞大资产的经验，有选股的技巧，最初能通过华尔街的关系得到资金，并且，当他们意识到过大的资产规模将影响业绩时，愿意限制资产的规模。

虽然维尼克做得不错，但不是所有的共同基金经理都做得这样好，许多人甚至都无法保证自己总能呆在对冲基金的圈子里。

有一些问题困扰着一些共同基金经理们，例如他们没有卖空的经验，对杠杆不熟悉，对衍生工具没有经验或者当公司的规模不够大时，难有好的表现。还有就是他们的思维定势通常与共同基金不同——共同基金的目标是收益超过标准普尔指数，而对冲基金的目标是绝对的回报。

近年来，投资银行的有产交易员也成为对冲基金经理的又一大来源。从高盛公司离开的人有：罗伯特·艾伯森，克利夫·阿斯纳斯，安德鲁·伯茨哈特，利昂·库珀曼，罗德里克·杰克，马塞尔·约恩森，肯特·麦卡锡，丹·奥克，埃林奇·厄扎达，安东尼·斯卡拉穆奇和戴维·泰珀。（[http://www.hedgefund.com](#)）对冲基金经理的流失是从菲利普·伯克，理查德·孔斯和彼得·奥格登（[http://www.hedgefund.com](#)）开始的。从所罗门兄弟公司离开的有迈克尔·巴尔博厄，蒂姆·欧文，阿利斯泰尔·克尔，普拉韦恩·梅赫罗特拉，尼古拉斯·斯特凡诺夫，彼得·托马斯，阿尔弗雷多·维埃加斯，穆斯塔法·齐达（[http://www.hedgefund.com](#)）以及后来臭名昭著的长期资本管理公司（[http://www.hedgefund.com](#)）的约翰·梅里韦瑟（[http://www.hedgefund.com](#)）。最近的例子是波士顿舰队金融公司（[http://www.hedgefund.com](#)）的首席投资长官汤姆·奥内尔（[http://www.hedgefund.com](#)），他已决定全职负责他的 10 亿美元的导航者对冲基金家族（[http://www.hedgefund.com](#)）。

经济学家们进入对冲基金也是很有代表性的。曾经是所罗门兄弟公司的首席经济学家的亨利·考夫曼（[http://www.hedgefund.com](#)），在 1997 年与

曾经是大通银行(悦源年)先前还是化学银行的首席经济学家查克·莱贝尔曼(悦源年)设立了战略投资管理基金(悦源年)。该基金最终于悦源年关闭。

各机构也在内部设立对冲基金，他们这么做的原因是想留住他们最好的内部交易员，同时，还可以利用市场下跌的机会；还可以为公众提供一种投资品种，否则这些机构是不会考虑设立对冲基金的。这些机构包括联合资本公司(悦源年)，美洲银行(悦源年)，银行家信托(悦源年)，花旗银行(悦源年)，国家街道全球顾问公司，蒙哥马利资本管理公司，桑福德·贝尔斯坦公司(悦源年)，威灵顿资本管理公司(悦源年)和最近的德里豪斯资本管理公司(悦源年)。

另一个有趣的例子是一位有才华的机构内部交易员变成了对冲基金经理。乔纳森·雅各布斯(悦源年)，原先在哈佛管理公司(悦源年)工作，悦源年辞职建立了自己的对冲基金——海菲尔德资本基金(悦源年)，而哈佛分给该基金缘亿美元的资金。

在悦源年代中后期的大牛市和悦源年市场动荡的期间，大量的对冲基金出现了——有些表现得很好，有些表现得不好，其主要原因除了津贴激励机制外，还有下一节将要谈到的因素。

## 猿猿 悦源年对冲基金迅猛增长的动力

对冲基金的快速增长与过去若干年全球宏观战略经理们的成功

和神秘性不无关系。当朱利安·罗伯逊和乔治·索罗斯之流的业绩开始下滑时，正好促使主要雇员跳槽并组建他们自己的对冲基金。与传统投资方式无关的更多样化的投资、吸引人的短期和长期业绩、不断扩大的全球市场以及迅速发展的能及时获得信息的技术都对对冲基金的迅猛发展有所贡献。

从正的方面来看，由于诸如乔治·索罗斯、朱利安·罗伯逊和迈克尔·斯坦哈特这样的全球宏观战略经理有长期成功的交易史，对冲基金一直以来都保持着一种神秘性。他们过去的业绩最初吸引了人们对对冲基金的注意力。他们的行为促使其他行业顶尖级的经理们设立对冲基金。当最高级的全球宏观战略经理们的业绩开始下滑，一些关键雇员从大的对冲基金那里跳槽，成立自己的对冲基金。

在 1982 年年底，当迈克尔·斯坦哈特退休时，大批曾为他工作的人员跳槽成立自己的公司。查克·戴维森（悦鼎黎河槽源）成立了韦克斯福德资本公司（宰薯姓悦鼎黎河槽源）。作为斯坦哈特的首席交易员 1982 年的约翰·拉坦齐奥（悦鼎黎河槽源）也成立了自己的公司。埃内斯特·韦尔兰（悦鼎黎河槽源）创立了高见资本公司（悦鼎黎河槽源）。约翰·古德曼（悦鼎黎河槽源）成立了集中资本公司（悦鼎黎河槽源）。

1983 年，由于短期利率较低，对冲基金的发展更为迅猛。因为较低的短期利率促使投资者从事更大风险的投资活动，以获得更高的收益。而这也意味着对冲基金也可以更容易、更廉价地借取资金，并利用杠杆来增加他们的头寸和收益。进入对冲基金业的低门槛也吸引着企业家们。

尽管美国——尤其是纽约，一直是对冲基金的主要集中地，但对冲基金也在向其他地方发展。旧金山、芝加哥、亚特兰大和波士顿等地也成为数目不断增加的对冲基金经理们的家园。

1987年，在欧洲，当只做买方交易的有产银行交易员和基金经理们辞职开创自己的对冲基金时，欧洲对冲基金经理的数量也开始急速上升。原因包括：欧洲的银行合并、国内收入服务规则（一种税法）的放松、在伦敦出现的美国对冲基金以及欧洲投资者对本地可选择的投资品种的口味变得复杂。其他原因还包括：欧元的诞生、合并和并购活动的快速增长、国界的取消、企业家精神地位的提升、税收改革、管制的放松、全球化趋势、推动生产力的新技术以及欧洲股市的相对吸引力。

今天，在欧洲估计共有 1000 位对冲经理人，他们经营约 1000 亿美元的资产。许多经理是重点在欧洲市场买卖股票的经理；而另一些人是风险套利经理，他们一般少用杠杆，有本地交易的经验。因为许多投资者认为经理们在年轻时的表现应该更出色，而这些经理们与美国经理们相比有不同的眼力，并在不同的市场交易，因此投资者对这些正在成长起来的欧洲经理们的兴趣是很大的。欧洲经理们的出现丰富了美国投资者们的投资选择。

欧洲经理们通常都能在很短的时间内筹集到资金。一些基金已有上 10 亿美元的资产，如 100 基金，马歇尔·韦斯基金（Marshall Weis）、辛普森和埃杰顿基金（Simpson & Edwards）。并且欧洲对冲基金经理们筹集资金的速度非常之快，以至于其中一些已不再接受新的投资。就在 1990 年，查理曼和斯多恩欧洲股票基金（Charles Manes & Sons）、科恩和交叉资产管理基金（Korn & Cross）就停止接受新投资。

一些欧洲银行也开始建立对冲基金，诸如德克西亚资产管理公司，巴黎再贴现公司（Paribas）、德意志银行（Deutsche Bank）、瑞士信贷第一波士顿（Credit Suisse）、渣打银行（Chong Hing Bank）和瑞士信贷第一波士顿（Credit Suisse）。



这使他们收益良好。而在股市下跌期间，这些经理们的业绩也仍然表现不俗，让我们看看有关的历史数据就知道情况是否如此。

例如，猿猿年 猿月，标准普尔指数(猿猿)下降了猿猿，而当月有猿猿的对冲基金的表现好于标准普尔指数，有猿猿的对冲基金在当月的业绩为正。

猿猿年 猿月，标准普尔指数下跌猿猿，大约猿猿的对冲基金的表现好于标准普尔指数，猿猿的业绩为正。

还有在猿猿年 猿月，当标准普尔指数下跌猿猿时，有猿猿的对冲基金的表现超过标准普尔指数。

在猿猿年 猿月，当标准普尔指数(猿猿)下跌猿猿时，有猿猿的对冲基金表现好于标准普尔指数，猿猿的业绩为正。许多投资者会问，在猿猿年 猿月这一下跌惨烈的时期，为什么对冲基金的表现没有更出色呢？

原因是我们必须考虑时间长短的因素。一个人可以建立这样一个投资组合，它在一个月內(如猿猿年 猿月或猿猿年 猿月)，与股票和债券市场不相关，而大多数投资组合是为至少猿年的时间实现投资多元化而设立的。换句话说，仅在一个月內看是否存在不相关是不明智的，必须用更长的期限来考察。

## 猿猿 业绩

一般说来，多数对冲基金的投资战略在短期内和长期内的业绩都是不错的。在猿猿-猿猿年的 猿年中有猿年，多数对冲基金战略都赢得了两位数的回报。这些战略包括：事件促发型战略，市场中立型战略，全球宏观战略，以全球为基地型战略和基金的基金战略。

以全球为基地的基金的收益曾经达到了 **100%** ~ **100%** 之间。

再看看在短期内，在 **1999** 年对冲基金的战略仍然有出色的业绩。卖空型战略，市场中立型战略，事件促发型战略和基金的基金战略都取得了 **100%** ~ **100%** 的收益。该年度没有哪种战略导致了下跌。

## **1999** 从 **1999** 琼斯的模式到其他模式

艾尔弗雷德·温斯洛·琼斯(**1924**~**2002**)，一位社会学家和《财富》杂志的记者，被公认为是第一个创立对冲基金的人，时间为 **1953** 年，名为 **1953** 琼斯公司。他的投资理念是通过股票的买入和卖空来进行套期保值。他认为证券投资中的风险主要来自于两个不同的方面，即对个别证券的选择和一般市场风险。他分别采取两种措施对这两种风险进行规避，一方面，他利用信贷杠杆增加被选证券，这样就可以避免选择个股时的个别证券的风险；另一方面，他在对某些证券做多头的(现在买进以期将来价格上涨时卖出获利)同时，对另一些证券做空头。而卖空是指当投资者预期某证券将贬值时，从投资银行等机构借入这种证券以现行市场价格出售，待证券价格下降后，再以低价从市场上买进这种证券还给投资银行，从中赚取差价。琼斯的这种做法是基于以下的考虑，即当市场下跌时，空方能大赚一笔，而当市场上升时，多方的情形则会更好。他的思路是当股价下跌时用空方头寸来为多方头寸进行套期保值，从而消除市场风险。既然市场风险被完全消除，那么基金和基金经理的命运就仅仅取决于他们对股票的选择。

琼斯将杠杆和卖空结合起来为市场下跌进行套期保值。他的基金的好坏取决于对买入和卖空的股票的选择，而不在于买卖的时间

选择或市场是否失效。债券、商品、货币和衍生工具不在他的投资之列。他根据自己对市场力量的判断来增加或减少他的投资组合的净额。

假如他有 1000 万美元的资本，那么他可能运用杠杆，买入价值 1500 万美元的某种股票，同时卖空 500 万美元的这种股票。这样，如果将来这种股票的市场价格下跌，那么他卖空的这部分股票就可能使他的损失减少。在这个例子中，他的总投资为 1000 万美元（1500 万 - 500 万）或资本的 100%。净市场风险暴露为 500 万美元（1500 万 - 1000 万），该投资组合的净多头率为 50%。

在 20 世纪 70 年代牛市期间，他的成功促使其他人也纷纷成立对冲基金。在 80 年代，有一些对冲基金仿效 鲁宾·琼斯的模式进行多头和空头买卖。90 年代，一批对冲基金在 1987 年 - 1990 年的熊市中关闭。直到 1999 年末和 2000 年代初，对冲基金又一次快速增长，现在，对冲基金已经发展成为包括多种投资战略、多种收益及多种风险特征的投资行为。

今天，大多数对冲基金已不再沿袭 鲁宾·琼斯的模式，不同的投资战略被发展和运用，已经没有统一的对冲基金的类型。每一个对冲基金都有不同的收益以及风险目标，它们的投资模式也因此不同。以下将不同的投资风格进行分类。

对于事件促发型基金（事件驱动型基金）来讲，事件是关键词。特殊事件的发生可创造从价格波动中盈利的机会。下面是四种进一步的分类。

低风险套利模式（低风险套利）是指买入将被收购的公司股票，同时卖出其收购者的股票。例如，买入时代华纳公司的股票，卖出美国在线 2000 年的股票。其主要风险在于交易风险，即收购交易没有

达成的风险。斯塔克(Stark)投资基金和奥克斯夫(Oaksford)投资基金主要从事此类交易。

危机证券基金(Crisis Capital)的战略主要关注的是那些即将破产、重组和重建的公司的股票。艾略特(Elliott)联合投资基金和西特德尔(Sitwell)管理基金的投资组合中的大部分股票都是这种类型。

规则类型(Rule-based)的对冲基金是指投资于私募资本市场(Private Capital Markets)，但筹集资金的规模极小或较小的有股票上市的公共公司。(Private Equity Fund)

高收益债券(High Yield)类型，通常也叫做垃圾债券(Junk Bond)类型。这种类型的对冲基金，一般将资金投资于有向上潜力的公司所发行的信用级别低的、收益率固定的证券。大卫·特普尔(David Tepper)的阿巴鲁萨(Abacus)管理基金的核心业务就是这种类型。

而执行固定收益战略的对冲基金的主要交易对象则主要是有固定利率和到期日的公共债券和私募债券及其衍生品。该战略包括多头和空头套利。

基金的基金战略(Fund of Funds)，是指实行这一战略的基金将其资产分散于通常使用不同战略的若干个基金中，以达到投资多元化的目的。这样，投资者可以最低资金要求投资，这个投资最低要求比直接投资于每个基金所要求的投资最低额更少。投资者除了为该基金交纳管理费外，还被收取 1%~2% 的费用。

全球新兴基金(Global Emerging Markets)是指那些投资于新兴市场，如俄罗斯、中国、印度和拉丁美洲的基金。这些基金通常以股票或固定收益债券为主。因为许多新兴市场不允许卖空，或没有期货或衍生工具来进行套期保值，新兴市场基金通常使用只买战略(Buy-only)。1998 年，投资于俄罗斯市场的基金的业绩几乎是最差

的，而在 1989 年，它们的业绩又最好。

全球成熟基金(即投资于发达国家和地区)关注像日本、美国或欧洲这样的成熟市场的机会。例如马弗里克(配弗理)资本基金。

全球宏观基金(即投资于全球)在全球范围内进行股票、债券、货币和其他金融工具的投机性交易。他们的头寸反映了他们对受重要经济趋势影响的整体市场走向的观点。其中包括朱利安·罗伯逊的老虎基金和乔治·索罗斯的量子基金。

多头—空头股票战略(即早期纳斯达克上市)也就是琼斯模式。其目标不是中立于市场，而是有导向性的。经理们从关注价值到关注成长，规模从小到中等再到大规模，头寸从净多头到净空头。

管理期货基金(即投资于金融、商品和货币市场)投资于金融、商品和货币市场。经理们是系统型(即交易基于价格和市场类型)或自由型(即交易基于自己的判断的基金经理)。约翰·宰·亨利(先士宰)公司就是系统型管理期货基金。

市场中立型基金(即投资于全球)试图每月赚取 1% ~ 1.5% 的收益，因为他们锁定或中立了市场风险。他们的做法是使用多头—空头战略、可转换套利、统计套利和合并套利(即投资于全球)。市场中立型战略被认为是一种保守的战略。行业风险、部门风险和股票资本市值(即投资于全球)是其中一些经理们想要控制的风险。为了提高收益，这些基金可能会用到杠杆。苏斯曼(苏泽森)的帕洛玛(苏泽森)合伙公司主要采取这些市场中立战略。

行业基金(即投资于全球)关注于某一特定的行业，如技术行业、金融行业或保健行业。如拉吉·拉贾拉特南(即拉吉)的加列翁集团(即拉吉)关注于技术和保健行业。

卖空者是卖出那些股价即将下跌的股票。一个对冲基金借入股票并卖出，就是希望能在将来以更低的价格将其买回。

## 规范 评判标准的使用

由于各机构开始关注对冲基金，所以出现了众多的评判标准。各机构使用评判标准来检验传统基金经理们的业绩，因此，对对冲基金做同样的事情也是顺理成章的。

但是在大多数情况下，对冲基金经理们认为自己是绝对的经理而非相对的经理。例如，一位对冲基金经理或许会说，“我的目标是每年赚取 15%~20% 的收益。”所以不管股票市场怎样，这就是这位经理的业绩目标。而相对经理，比如共同基金经理，则是用不同的评判标准来进行比较的。

不管是什么标准，都有很多固有的问题。第一，对冲基金的经理没有被要求向任何一家机构报告其业绩。因此，一些最大的基金（或者因为想保持低调，或者停止接受新投资）往往没有被包括在所计算的指数中。这样，有一大笔资产没有被包括在本来以为有代表性的指数中去。第二，业绩报告所列的大部分数字是未被审计的或者是估算出来的，它们可能造成假象。没有谁能确保这些业绩数字是准确的。第三，一些指数是基于总的业绩数字，而另一些则是基于净业绩数字。第四，处于困境的经理不及时报告基金的数据或根本不做报告，这种情况并不罕见。其结果是评判标准可能被夸大。由于退出行业的和表现不好的经理未被包括，就会出现对现有基金的过好的评价。第五，不同的经理使用杠杆的杠杆率不同，投资组合的组合成分不同，而这些在一般的评判标准中没有体现。因此，将