

AIMA—对冲基金之投资指引（中文版）

英文版本

作者：Alexander Ineichen, Alternative Investment Solutions,
UBS Global Asset Management

共同作者：Kurt Silberstein, CALPERS

由 AIMA 投资者指导委员会委任著作

（2008 年 11 月）

中文版本由 AIMA 香港分会负责翻译

（2010 年 7 月）

IN ASSOCIATION WITH CAIA

目 录

	页次		页次
前言(一)	3	投资策略	63
前言(二)	4	对冲基金的分类	63
前言(三)	5	回报、波动性、夏普指数和其他	68
摘要	7	估值	71
序	9	杠杆	72
究竟什么是对冲基金?	11	流动性	76
介绍与定义	12	肥尾现象	79
对冲基金行业	15	结语: 关于策略	87
表现	15	为什么要投资对冲基金	88
资产管理总额	18	对冲基金的价值主张	89
资金流量	22	积极式与被动式管理	89
结论:		积极式管理的基本定律	94
究竟什么是对冲基金?	23	不对称回报的概念	96
揭开对冲基金的神秘面纱	24	积极式风险管理	100
迷思及误解	25	结语:	
迷思一: 对冲基金是豪赌	25	对冲基金的价值性	104
迷思二: 对冲基金会规避所有风险	26		
迷思三: 对冲基金具相当的风险	27	从相对回报到绝对回报	105
迷思四: 对冲基金代表投机的行为	27	追踪偏差风险与总风险的管理	105
迷思五: 对冲基金收费过高	28	风险究竟是什么?	109
迷思六: 对冲基金无论在任何市场情		- 温水煮青蛙效应	109
况下都能获得绝佳的回报	31	- 风险与不确定性	111
迷思七: 从LTCM学到的教训就是		风险管理究竟为何?	112
别投资对冲基金	33	- 大风吹游戏效应	113
迷思八: 对冲基金加剧金融市场的		- 预防与治疗	115
系统性风险	34	复利是件重要的事	119
迷思九: 卖空就是持长仓		结语:	
的相反	35	从相对回报到绝对回报	122
迷思十: 所谓的绝对回报并不存在	36	结论	124
结语: 除去对冲基金的神秘面纱	38	对冲基金: 是危险的游戏, 还是	
对冲基金是如何运作的?	39	应付危险的游戏?	125
投资对冲基金	40	附录1: 对冲基金的起源	129
投资流程	40	有关肥尾风险的方面	134
- 基金经理的选择和监测	41	灭绝、存续以及适应	
- 投资组合的选择和监测	43	市场理论	140
主要经纪的角色	50	杠杆如何被妥善应用	
对冲基金的基金	52	的案例	145
- 对冲基金的基金经理的投资理		附录2: 实务上的作法	147
念	53	附录3: 词汇表及参考文献	150
-		附录4: 中港两地对冲基金常见用字词汇表	159
结语: 投资对冲基金	62	附录5: 关于AIMA, 赞助者和作者	162

前言(一)

对冲基金自 90 年代初以来，特别是在 1997/1998 亚洲金融危机及 2008/2009 全球金融危机期间的表现，使人们日益关注对冲基金可能对全球金融市场所带来的影响。但有关对冲基金的信息并不多见。本书的两位作者，根据他们长期从事对冲基金工作的丰富经验，系统地分析了对冲基金的发展演变、投资运作、策略分类、基金的价值定位及有关风险等问题，具有较强的知识性和可读性。

作为一种私募基金，对冲基金从一开始就在许多方面有别于一般投资基金。对冲基金所拥有的独有特征和独特结构，使它能够按市场条件和需要运用各种投资手段和投资工具，为投资者提供了更加多样化的投资机会。由于对冲基金的融资能力通常比较强而且交易活跃，所以能在一定程度上增加市场的深度和流动性。在提高市场效率方面，对冲基金也扮演着非常重要的套利角色，有助减少或消除金融市场内出现错误定价的情况。

但是，由于对冲基金大都在离岸的区域成立，并以私人及缺乏透明度的方式进行运作，监管机构很难对其中可能存在的风险实施有效监管。去年，在金融危机席卷全球的背景下，二十国集团峰会首次提出要将对冲基金置于金融监管之下。目前，就落实该提议各成员国已纷纷达成共识，认为有必要加强对对冲基金的监管，特别是要降低那些具有系统性影响的金融机构对整个市场体系的风险。

虽然对冲基金经常被推销为“全天候”的基金，号称能够在不同市况下争取最好的回报，但对冲基金绝非“必赢”的投资产品。一些对冲基金可能会使投资者亏损巨额资本。很多对冲基金都是私募的，其公开性和透明度都较低。基于这原因，当此类基金录得亏损时，投资者便难以确立损失是由于市场/投资的风险，或是因基金经理的失误，甚至其操守问题所导致，以至于投资者及市场人士对此类基金持怀疑态度。有见及此，对冲基金尽量增加其透明度便显得尤为重要。

所以，不论是监管机构还是投资者，都需要深入地了解对冲基金这个行业。作为投资者，需要了解并研究对冲基金的运作方式和其运用的策略、手段、以及影响投资回报及投资组合风险的各种因素，以便在选择对冲基金时采取更为精明及积极主动的态度。作为监管机构，更要洞悉对冲基金的运作及风险所在，通过更加完善的法规条例和更加有效的技术手段来审慎监察对冲基金的交易活动。

这本书旨在揭开对冲基金和基金经理的神秘面纱，帮助读者由浅入深地掌握有关对冲基金的全面知识和操作技巧。金融领域的从业人员和监管人员，以及对对冲基金感兴趣的投资者，不妨都来读读这本书。



张灼华女士
香港证券及期货事务监察委员会
执行董事及副行政总裁

前言 (二)

对冲基金在亚太区活动日益频繁，不容置疑，亚太区已成为全球对冲基金的焦点之一。无论净资金流入或资产管理额均在亚太区以倍数增长。

成立于一九九零年的 Alternative Investment Management Association (AIMA)，为全球唯一对冲基金专业团体，在全球四十七个国家拥有超过一千二百个公司成员。AIMA 致力促进对冲基金行业的多方面发展，包括教育，法规，政策制定和设定业内守则。 AIMA 一直致力担任对冲基金行业知识库的角色。

有见及此，AIMA 香港分会特别推出 AIMA's Roadmap to Hedge Funds (November, 2008) 一书的简体中文版，及特别罗列中国内地及香港对冲基金常见用字，集成常见用字词汇表，方便业内同侪，投资者，其他服务商或对对冲基金有兴趣的人士使用。 AIMA's Roadmap to Hedge Funds (November, 2008) 一书中详细解释何谓对冲基金及其运作模式。作者 Alexander Ineichen 及共同作者 Kurt Silberstein 通过生动及不同比喻的方式，揭开对冲基金的面纱，让读者对对冲基金有更多的认知及更详尽的了解。

在此特别鸣谢 AIMA 香港分会执行委员会成员王健漳先生及区景麟先生，及 AIMA 台湾分会会员传富国际投资管理有限公司的协助及在制作过程中提出许多宝贵意见。

最后，亦特别鸣谢天智合规顾问公司董事锺婉怡小姐及其同事，包括董美希小姐，蒙巧婷小姐，简湛聪先生及吴家彰先生，在制作过程中提供许多协助及进行资料搜集，使此简体中文版本得以顺利完成。



李建平

AIMA 香港分会主席
及中国委员会联合主席



颜伟华

AIMA 香港分会执行委员会成员
及中国委员会联合主席

注：本文件在翻译成中文时经过适量编辑，但所有技术性资料及意思均维持不变。

前言 (三)

对冲基金所带来的重大成果之一，在于它提供学术研究者撰写风险与回报的学术文章时，有了大显身手的机会，然而直到今日，对这些学术研究者言，一个实用的对冲基金投资指引却还是付之阙如。

代表AIMA投资者指导委员会的亚历山大(Alexander Ineichen)，已经提供一个参考准则，针对对冲基金投资领域，划分出基本原则与实用概念。亚历山大和这份报告的共同作者库尔特(Kurt Silberstein)都从事对冲基金工作，库尔特的专长就是投资对冲基金，而亚历山大的角色则是针对对冲基金行业提供具深度的分析，因此，他们能够与那群靠着挑选优异对冲基金经理为谋生之道的聪颖、富有经验之人交流。这本书呈现了他们所积累的宝贵知识。

这本投资指引报告的第一部份，除了介绍与定义对冲基金外，还提供了对冲基金的增长、整体回报、策略分类、经理人所在地、资金流量与和其它资产类别相比较等数据。在这章节中回答了一个基本的问题：对冲基金是否值得投注心力？而其中的关键就在于它针对广泛资产配置的决定，提供了较为宏观的看法。

第二部份直截了当地谈论对冲基金的迷思议题，但很不幸地，对冲基金行业仍然让人难以了解，有太多的“迷思”环绕在这个行业中，也因此导致了一些怀疑与回避。亚历山大给了这些迷思正确的思考方向，将他们重新分类并提出这些迷思缺乏实证或理论支撑的解释，例如：其中的一个迷思是对冲基金规避了市场风险，的确，有部份对冲基金确实如此，但有很多对冲基金却是承担了精算后的市场风险，以期能获得超越市场所能提供的回报，更精确的说，大多数对冲基金只对不会带来足够溢价的风险进行规避，而承担他们认为溢价被低估或未来能超越市场回报的风险。要去除对冲基金迷思的重点在于要能了解其基本的投资哲学，一旦迷思破除后，在对冲基金投资的利益与风险上，读者将会被授予更多的知识。

第三部份则专注在构建对冲基金投资规划与区别主要投资策略的核心议题上。在如何从最底层的基础建立对冲基金的投资规划上，读者被带领做了一次实际的探讨。在此章节中可以很清楚的看到他们两位利用个人的经验，在投资领域中建立两个最大的对冲基金投资计划，只是大多数投资者并无建立对冲基金投资规划所需的内部资源，因此只

前言 (三)

能仰赖对冲基金的基金的投资。这限制是众所皆知的，所以这章节针对对冲基金的基金的优势提供了很好的讨论。接着，因为在对冲基金策略分类上一直没有统一的标准，对此亚历山大做了目前为止最好的分类，将对冲基金区分成三个主要类别：相对价值、事件导向及方向式投资。除了依据对冲基金的风格确认类别外，他也将对冲基金的回报模式做了区分，亚历山大呈现了包含“肥尾”风险与金融冲击所显示的回报不对称性，也说明对冲基金如何利用流动性溢价及杠杆来获得超额回报。本章主要的贡献是让读者了解不同风格的对冲基金如何创造回报以及与这些回报相关联的风险。

第四部份触及两个主题：一是对冲基金的价值定位，二是相对及绝对回报的风险。前者主要评论对冲基金经理对投资者的吸引力，其探讨对冲基金较少受到限制的投资风格以及运用积极管理基本定律证明对冲基金经理如何比纯长仓的经理有更大的能力获得正信息比率 (Information Ratio)。该文同时也验证对冲基金回报本质的不对称性——这也是投资在这个被赋予“另类”名称的对冲基金的另一个好处之一。而后者重点则是放在确认对冲基金通常被归类为绝对回报投资的议题上——但它真正所代表的含义是什么呢？这是对冲基金经理企图蒙蔽投资者，让他们忽略基准点指标，还是藉此取得声称绝对回报正当性的手法？即使对冲基金经理打着绝对回报的旗号，难道没有任何可供参考的表现基准点吗？更确实的说，亚历山大清楚的谈论这些问题，也让读者对对冲基金本质上风险的承担有更多的认识。

我知道读者将会和我一样喜爱这份投资指引。这份结合实务与考虑使用者需求的报告，长久下来将能打破对于对冲基金的相关迷思，同时也能提升使用者构建完善对冲基金投资组合的能力。在未来的道路上，对冲基金世界将避开那些深奥且空洞的心理学术语，而以常识性的用语提供常识性的导引让所有人都了解。开始阅读并好好享受吧！

Mark Anson
投资服务总裁兼执行长
Nuveen Investments, Inc

© The Alternative Investment Management Association Limited, 2008

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced in any material form (including photocopying or storing it and whether or not transiently or incidentally to some other use of this publication) without written permission by the copyright holder except in accordance with the provisions of the Copyright, Designs and Patents Act 1988 or under the terms of a licence issued by the Copyright Licensing Agency. Application for permission for other use of copyright materials including permission to reproduce extracts in other published works shall be made to The Alternative Investment Management Association Limited. Full acknowledge to authors, publishers and source must be given. Warning: the doing of an unauthorised act in relation to copyright work may result in both a civil claim for damages and criminal prosecution.

摘要



摘要

对冲基金是由基金经理在保全资本免于亏损的前提下，进而撷取投资机会追求绝对回报而构成的投资计划。第一只对冲基金其实是一只「长短仓对冲避险」的基金。现今所通称的对冲基金，已不仅是指当初长短仓对冲避险的基金而已，而是泛指所有另类投资策略的基金。

当对冲基金经常被孤立一旁，同时也被恶意攻击的时候，对冲基金相对出色的投资表现是值得一提：假设十年前S&P 500总投资指数的起点为100的话，现今2008年9月的指数则是92.1。而HFRI对冲基金指数则是172.1，这可是很大的表现差距。

追求绝对回报的理念远比打败大盘指数的口号更早出现。若要构建一个「低回报、高波动风险、极可能大亏」的投资组合是轻而易举；但是要构建一个「高回报、低波动风险、不轻易大亏」的投资组合就非容易之事。因为亏损会扼杀时间复利的神奇效果。「避免亏损造成风险」意义上与「不要落后基准指标表现太多」有很大的不同。相对回报的表现比较模式很可能很快就成了投资管理领域演进过程一闪即逝的亮点或是小失误。

对冲基金属于主动积极的投资经理。主动积极式的投资管理是取决于接受改变的意愿程度，更重要的，取决于从中获利的程度。适者才能生存，在主动式投资的领域，重要的是能够应用投资技巧从风险/回报置换关系有利于风险偏好者的市场中撷取获利。而这样的获利机会并非一成不变。因为赚钱的意念、方法和技术都会被模仿，而且市场也因此而变得更具免疫力，也就是变得更有效率，难有套利机会。因此，主动式投资技巧也必需日新月异才赶得上变化，保有赚钱能力。

对冲基金并不会将所有的风险对冲掉。若是如此，回报率也被对冲掉了。对冲基金会选择承受可因其而受惠的风险(能产生超额回报的风险)，将无法产生超额回报的风险规避掉。

对冲基金投资者的投资流程是动态调整，也可以被分类为两种挑选流程(挑选经理人及构建投资组合)，以及两种监督流程(检视经理人与风险管理)。对所有的对冲基金投资者而言，对基金经理发动并持续对其评估，以及尽职调查很可能是最重要的一项投资行为。构建投资组合以及管理风险在五花八门极端动态的对冲基金行业中也同样是重要的关键工作。虽然现今信息流的透明度与流量都比以前好，但是对基金经理估值与监督依旧很困难，同时也更耗费人力。投入许多资源在研究方面的投资者相对于极少做研究功课或是根本没有研究能力的投资者还是很有优势。

摘要

许多学院派的学究们总爱高调抨击对冲基金的历史资料是空乏的，金融市场是有效率的，对冲基金只不过就是采用卖空看跌期权的投资策略，特别是欺瞒了投资者。但是这些学院派人士却不曾提到投资对冲基金长达十数年之久的投资客群鲜有不满意对冲基金的表现。多数投资于对冲基金的投资者都是保守求全的谨慎投资者，他们舍弃了传统股债投资组合的模式，多用了能够持续地稳定增值的投资方法。

在最近十年，驱动另类投资演变的因素之一，就是有愈来愈多的投资者理解到来自其他不同资产属性与对冲基金策略的获利都是不一样的。尽管各式各样复杂的因素，如：估值、流动性及非线性回报都有关系，但最大的差别就是各种的「另类」获利来源是天差地远。

序

**“If you think education
is expensive, try ignorance.”
Derek Bok (former president of
Harvard University)**

**如果你认为教育所费不貲，
那就试试无知吧。
德瑞克·伯克
(前哈佛大学校长)**

**“The opposite of hedging
is speculating.”
Mark Twain
对冲的另一面就是投机。
马克吐温**

班杰明·葛拉汉（无疑是投资管理行业的教父）在他两本著作“证券分析”和“智慧型股票投资者”中提出投资与投机的区别，书中提到：

投资操作是藉由分析后对本金与合适的回报作出承诺，未能符合这些要求的操作便是投机。

在今日投资管理行业中，一件很有趣的事值得注意，那就是很少会去谈到“保本”，让人惊讶的是，“保本”的概念并不存在于主流的传统投资管理中，反而是在“另类投资”行业的外围被寻获，如对冲基金及对冲基金的基金这些绝对回报经理之间。绝对回报经理试图在撷取获利时，同时控制本金的损失，对本金的保护是他们不可或缺的要求之一，而这与传统资产管理业存在着本质上的不同，传统资产管理者主要操作目标在于超过或复制表现基准点的回报，本金的保护并不是相对回报所必须要求的。。

序

只是很讽刺的是，对冲基金一直以来(除了他们的长期投资者之外，几乎所有人)因为可能引起危险的不透明度、未受法规限制及过度地使用杠杆等因素，遭受到各种的批评。出人意料的是，直到最近，银行却一直未受到任何的批评，虽然它们受到严格的法规管制让人感觉具有高透明度，但它们的杠杆比率却比对冲基金来得高，近期在对冲基金损失约9%的情况下，银行部份部门甚至损失了一半的市值，直到本报告写作之际，银行的信贷危机仍未结束。

在对冲基金受到各种不同团体如学术界、政府组织、监管机构和竞选活动政客的关注之际，这份报告主要是提供给尚未投资于对冲基金的投资者和受托人参考。（我们假设目前现有的对冲基金投资者已能够克服所有的”投资障碍”，并务实地处理各种可能涉及的权衡事项）。AIMA投资指引的设计提供读者对对冲基金行业有清晰及条理性的”客观”分析，此份也补充了美国总统投资委员会的报告。我们在此主要致力于厘清与区分各项差异，尤其在去除大家对另类投资的污名化及神秘化，而此份报告最主要目的也在于让那些尚未接触对冲基金的投资者有更多投资信心。

此份报告建基于过去十年来的研究，而撰写的期间正值2008年最”特别”的金融风暴，最后在2008年9月份(可说是史无前例变化最大的一个月份)的最后一周做了些微的修订。因而内文部份论述有需要持保留态度，以符合现状。鉴于近期市场事件，我们将灭绝铁律的短文置于140页附录的显著之处。

作者要感谢 John Ardley、Tanya Styblo Beder、Charlotte Burkeman、Iain Cullen、Richard Main、James Nicholas、Kerri Pacello、Paul Parkins-Godwin、Jerome Raffaldini 和Sanjay Tikku对本文所提供的宝贵意见。并特别感谢Calpers的Kurt Silberstein 共同完成本篇报告、Nuveen投资公司的Mark Anson为本篇撰写前言以及AIMA的Emma Mugridge让这一切成为可能。本报告作者对内容之错误及疏漏负完全的责任。所有的观点全属个人意见。



究竟 什么是对冲基金？

究竟什么是对冲基金？

“During the French Revolution such speculators were known as agitateurs, and they were beheaded.”

Michel Sapin, former French Finance Minister, on speculative attacks on the Franc

“在法国大革命期间，投机者被视为反动分子，是要被砍头的。”

米歇尔·萨潘 前法国财政部长，
对当时投机热钱狙击法郎时的评论。

• 对冲基金是指基金经理或合伙人构建一个投资计划，利用该计划寻找投资机会，追求绝对回报，同时运用对冲工具避免投资本金受到潜在损失。而史上第一只对冲基金确实是一只已避险的基金。

• 就字面上，对冲基金(或称另类投资)只是在叙述它不是什么，而非告诉你它是什么。另类投资所包含的领域有哪些，其实就是无所不包。

• 假设在2000年初投资100美元于S&P 500总回报指数，到2008年9月，会剩下92.1美元，同样的，若投资在HFRI对冲基金指数，则会有172.1美元。我们认为这就是对冲基金与传统投资工具最大的区别。

介绍与定义

自2000年起，全球对冲基金行业出现了非常迅速的扩张，目前全球管理的资产估计约介乎于1.8兆美元到4兆美元间，而每年的增长率更是大幅超越传统的投资工具。截至1999年底，对冲基金行业的资产规模约仅有4,500亿美元，但对冲基金在金融市场所扮演的角色却日益重要，除了他们在股票、债券和衍生产品等市场上所占的交易比重不断上升之外，对冲基金也在许多金融市场的发展中形成一股主导力量，并提供市场所需要的流动性。此外，对冲基金也成了许多金融机构日益庞大的收入来源，而许多信托机构和退休基金更是一直在了解对冲基金，以决定是否投资在它上面。

The term “hedge fund” initially described a “hedged” fund

对冲基金一词最早是形容
已避险的基金。

究竟什么是对冲基金？有些投资者认为「Hedge Fund」在字面上会让人产生误解，或许吧！不过他们所持的理由却不见得正确。

「对冲基金」一词起源于1966年卡萝·卢米斯(Carol Loomis)在财富(Fortune)杂志上所发表的一篇文章，标题为「无人能及的琼斯」，这篇文章惊动了投资界。当中描述了所谓“对冲基金”，且是由一个当时不甚出名的社会学家阿尔弗雷德·琼斯(Alfred Jones)所管理。不过，琼斯从未使用过「对冲基金」这个名词，只是提及他的基金是一档经过「避险」的基金，有别于其它未经避险的基金，在这个观点上，琼斯将Hedged(已避险)当成形容词来描述他的基金，而卢米斯则是直接将Hedge Fund(对冲基金)当成一个(新)名词来使用。

究竟什么是对冲基金？

介绍与定义

Investment opportunities exist
投资机会总是存在

If all risk were hedged, so
would be the returns
如果所有的风险都去除了，
那么投资回报也将跟着消失。

Hedge funds are not a
homogeneous asset class—quite
the opposite

对冲基金并不是同质性高的
资产类别—正好相反，
对冲基金彼此之间差异性高

Hedge funds are an “everything
but” of the investment universe

对冲基金是一种包罗万象
的投资

1501年米开朗基罗 (Michelangelo) 用了一块巨大的大理石完成了大卫雕像，事实上，这是一块先前已被另一位雕刻家所弃置的石头，而当时，大家都认为，这块大理石已被破坏且所有潜质都被耗尽，无法再雕出一件完整的作品，但米开朗基罗接收了这块被废弃的石块，并创作出他不朽的传世名作。对于米开朗基罗而言，雕刻是指将不要的去除，而不是增加东西，因为“艺术品”早已存在石头内了。这块大理石只是将此艺术品遮蔽了；而雕刻家的工作就是将多余的去除。雕刻家的手透过技能和经验的引导，只是“释放”原本就已存在大理石块内部的“idea”，而这也是他的任务。

长期以来「对冲基金」这个名词之所以被误解，是因为根本没有一档对冲基金有能力将所有的风险完全去除，如果所有的风险都去除了，那么投资回报也将跟着消失，因为投资回报是来自于对风险的承担。从追求绝对回报的角度而言，风险中立的仓位指的是现金(或者是根本没有风险的仓位)，我们认为要在投资管理产生附加价值，当然就必须承担一些风险。然而，有一些风险可能会带来回报，有一些却可能不会，想要让风险带来回报，就必须如米开朗基罗所言，要有将多余部分，亦即不会带来回报的风险去除的概念，区别这两种风险的过程，就如同「雕刻」，是一个集合智力、努力、经验和技能所呈现的结果。我们是否应该继续下去，并称这种回报为「alpha」，我们不再那么肯定。似乎还有更多的事等着我们去发掘。

李察·布克史塔伯 (Richard Bookstaber)，可说是位风险管理领域的权威，认为对冲基金无法被明确定义。目前所有的分析、分类、追踪和法规都是假设所有的对冲基金均为同一类(同质性高)投资工具而建立，但事实显然并非如此。

布克史塔伯写道：

我认为并没有所谓的对冲基金，它不是同构型分类的一部份，也不能以固定的方法分析。对冲基金/另类投资的名字其实并不符合它真正的状况。另类投资的世界其实就是全世界。它等于所有可能的投资工具加上所有可能的投资策略，减去的仅是传统投资基金和工具所代表的一小部份领域。

布克史塔伯持续提出他的观点，认为对冲基金的范围如此宽广，想要以一套标准去管制它，就好像要设计出一套交通规则，同时用在从行人到商业航空的所有交通形态上。或者，既然另类投资不包括传统不使用财务杠杆的买入投资，则例子应该修正为，设计出一套交通规则，要同时用在除了一般四门小客车之外的所有交通形态上。

究竟什么是对冲基金？

介绍与定义

“Education is an admirable thing, but it is well to remember from time to time that nothing that is worth knowing can be taught.”

Oscar Wilde

教育是一件可敬的事，但要时刻牢记，真正值得知道的事不是教得会的。

奥斯卡·王尔德

布克史塔伯的重要见解在于，它强调了我们今天所谓的「另类投资」是涵盖全面性的投资范围，而我们所提到的「传统投资」，实际上只是所有投资领域的一小部分而已。如果石油在月球上或在南极洲被发现，且可供相关财产选择权或钻探权利交易的市场也存在的话，一些对冲基金极可能会涉入交易，但这市场对于以指数为表现基准点、通常只持长仓的传统投资经理而言，是不会也不可能涉入其中。相较于传统只持长仓的经理人，对冲基金经理的投资领域是灵活有弹性多了！这种以指数为表现基准点、只持长仓的传统型资产管理方法，经常被比喻成只能使用黑键的钢琴弹奏。如果我们一定要为对冲基金定下一个定义，那将会是：

对冲基金是指基金经理或合伙人构建一个投资计划，利用该计划寻找投资机会，追求绝对回报，同时运用对冲工具避免资本受到潜在损失。

Trying to avoid negative compounding is central to the hedge fund idea

努力避免资本受到重大损失是对冲基金的核心理念

这个定义凸显出对冲基金的两个重要观点：藉由承担风险来追求绝对回报，同时控制损失，避免资本产生重大亏损，这样的投资哲学，在本质上与那些以市场指数为基准点的传统投资经理的投资理念是完全不同的。

究竟什么是对冲基金？

对冲基金行业

对冲基金行业

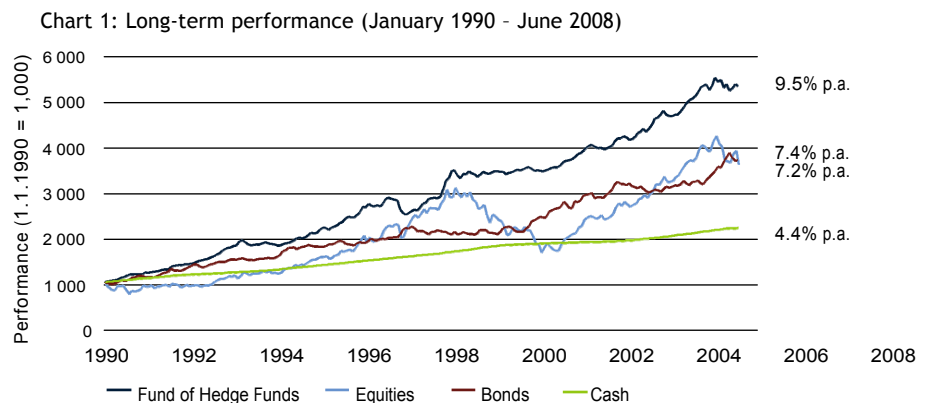
表现

Fund of hedge funds
compounded capital at around
9.5% net of all fees from
January 1990 to June 2008

自 1990 年 1 月至 2008 年 6
月，对冲基金的基金
(Fund of hedge funds)
在扣除相关费用后，每年
的回报率约为 9.5%

译注：对冲基金的基金又称为基金
中的基金

在 1990 年 1 月至 2008 年 6 月这段期间，多元的分散对冲基金投资组合提供不错的回报，达到每年 9.5%。图 1 以一般最常用于代表多元的分散对冲基金投资组合的 HFRI-对冲基金中的基金综合指数 (Fund of Funds composite Index) 与股票、债券及现金的表现进行比较。该指数所呈现的数据是已扣除纳入指数的基金与本身指数基金所需的两层相关费用。因许多机构投资者透过对冲基金的基金投资对冲基金行业，因此我们在分析对冲基金的表现时，使用像 HFRI-对冲基金的基金综合指数这类已扣除两层费用的指数，而且这是透过较保守的方式呈现对冲基金的表现。另外，HFRI-对冲基金加权指数 (Fund Weighted Hedge Fund Index)，是另一个可以代表对冲基金投资组合表现的指数，在扣除费用后，同期间 (1990 年 1 月至 2008 年 6 月) 则有 13.3% 的年回报。



Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial
Return figure shows the compound annual rate of return (CARR). Based on USD total returns of HFRI Fund of Funds Composite Index, MSCI World Index, JPM Global Government Bonds Index, Merrill Lynch US T-Bill 3M Index
PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

It was relative performance
that put hedge funds on the
agenda of institutional
investors

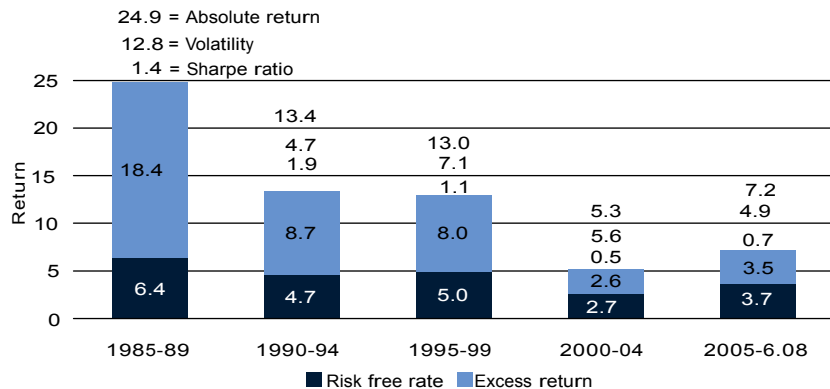
在相对表现的考虑下，机
构投资者将对冲基金纳入
他们的投资选项

相较于其他期间，不论回报率是否经过风险值调整，对冲基金在 2000 年到 2004 年的表现是比较差劲的，然而，若是用相对于股市的角度来看，对冲基金的表现仍然是不错的。当只持长仓的基金在 2000-2002 的熊市中投资损失超过 50% 时，多元的对冲基金的基金则是帮助他们的投资者获取正数的绝对回报。这样相对优异的表现，使得对冲基金的基金在机构投资者的投资版图上占有一席之地。不过讽刺的是，「相对」回报的概念竟也跟「绝对」回报的世界扯上关系。

究竟什么是对冲基金？

对冲基金行业

Chart 2: Excess returns (January 1985 - June 2008)



Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial

Notes: 1985-89: AIS estimates (based on a basket of fund of funds); January 1990 - June 2008: HFRI Fund of Funds Composite Index; risk-free rate based on monthly average USD 3-month T-Bills.

PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

Absolute returns are lower than in the 1980s and 1990s

本世纪对冲基金的表现逊于1980及1990年代

图 2 显示，对冲基金在 2000 年以来所呈现的回报，比 1990s 或 1980s 年代的表现来得逊色，此外，2000 年 01 月到 2004 年 12 月(前半段)的年回报为 5.3%，而 2005 年 01 月到 2008 年 06 月(后半段)则为 7.2%，明显的，后半段的表现优于前半段，而同期的 S&P500 总回报指数则分别为 -2.3%及 3.5%。若以经风险调整后的夏普指数(Sharpe ratio)衡量表现，后半段依旧优于前半段的表现。

Expected returns of 4-6% above the risk-free rate are based on recent hedge fund history

从近期对冲基金的历史中可看出，预期回报约高于无风险利率4-6%。

由图 1 可看出，对冲基金的长期超额回报(超过美国的无风险利率部分)约为 5%。若以超额回报率来代表对于基金的回报预期，可看出大部份投资者的期望是 4-6%。对冲基金的超额回报在 2005 年 01 月至 2008 年 06 月这段期间是较 1990 年代来得低，但仍明显高于 2000 年 01 月~2004 年 12 月这段期间。

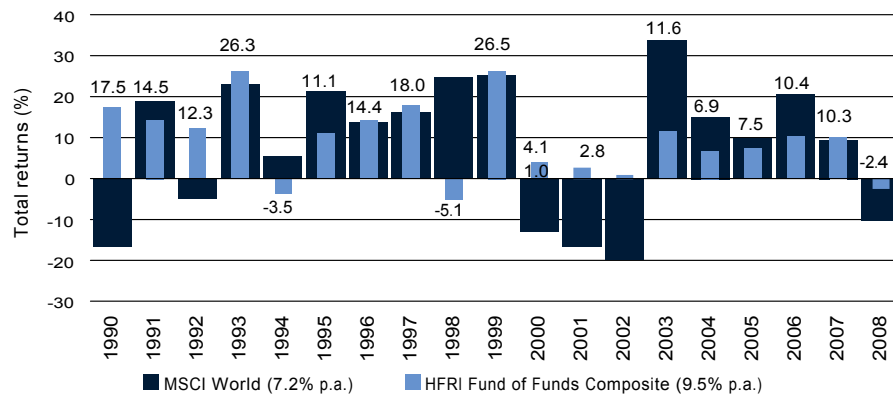
Record inflow despite equity bull market
尽管资本市场处于牛市市场，流入对冲基金的资金仍创下空前纪录。

图 3 中所呈现的是将 HFRI-对冲基金中的基金综合指数与 MSCI 世界总回报指数逐年进行比较。尽管 2006 及 2007 年对冲基金的表现不如传统只持长仓的基金，但是投入对冲基金的资金仍在这两年创下空前纪录。对于机构投资者即使在股市有非常好表现时仍持续的将资金投入对冲基金的这种现象，我们认为这是源自于整体投资战略的考虑，而非只是一时单纯战术上的资金分布。

究竟什么是对冲基金？

对冲基金行业

Chart 3: Fund of Hedge Funds versus MSCI World (Jan 1990 - Jun 2008)



Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial
Return figure in legend shows the compound annual rate of return (CARR).
PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

Normally, hedge fund portfolios end the year in the black when equities are in the red

一般而言，股票市场产生亏损的年度时，对冲基金的表现仍为正数

若以对冲基金的基金指数来衡量对冲基金的表现，对冲基金总是能够在股票市场出现亏损的年度时，缴出正回报的成绩。然而这样的现象能否在 2008 年出现，仍有待观察。以 2008 上半年的状况，无论股票市场或对冲基金都仍是呈现亏损状态，不过依照以往的经验，当对冲基金产生负回报时，通常也是投资者一个很好的投资时机。

究竟什么是对冲基金？

对冲基金行业

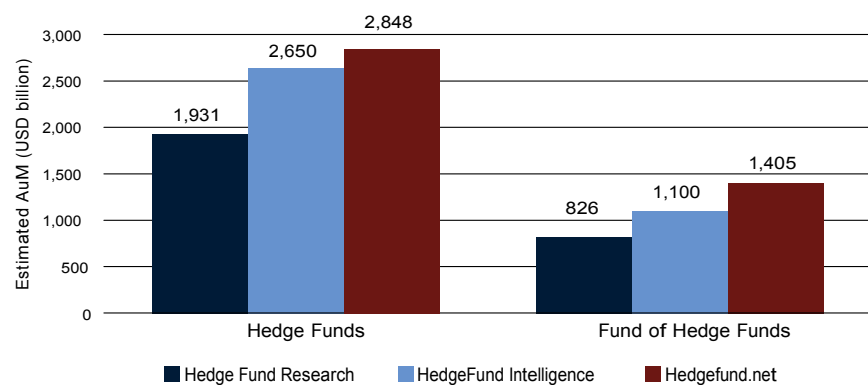
资产管理总额

Estimates for assets under management vary

各家研究机构对对冲基金资产管理总额估计并不相同

各家研究机构对于对冲基金的资产管理总额究竟是多少，有着不同的估算结果，图4呈现的是由三个不同的研究机构所估算的金额。从这个图表可看到整个行业的规模可能高达4兆美元，不过我们认为，截至2008年6月底止，2.5兆美元似乎是一个比较合理的估算数字。

Chart 4: Assets under management in global hedge fund industry



Source: Alternative Investment Solutions, Hedge Fund Research, Hedge Fund Intelligence, Hedgefund.net
 Notes: HFR estimates are as of Q2 2008. HFI estimates are as of beginning 2008. The USD1.1 trillion estimate for FoHF only includes FoHFs with USD1 billion under management or more. Including smaller FoHFs, HFI estimates that around 50% of assets under management are managed through FoHFs. Hedgefund.net estimates are as of Q1 2008.

依据Hedge Fund Research (HFR) 所提供的资料，从2006年第四季至2008年第一季，整个对冲基金的资产管理总额净增加4,039亿美元，达到1.875兆美元。而同期对冲基金中的基金则增加1,427亿美元，达到8,259亿美元。

Hedge funds could be managing around \$2.5 trillion

对冲基金整体管理的资产
约为2.5兆美元

由研究机构Hedge fund intelligence(HFI)所估算的资产管理总额，明显高于HFR的估算，根据HFI的资料，整个对冲基金的资产管理总额从2007年至2008年初增加了27%，达到2.65兆美元；至于对冲基金中的基金规模则超过1兆美元。即使HFI对冲基金中的基金的数据库包含了559个基金公司，但图4中HFI所呈现1.1兆美元的统计数据只将「10亿元俱乐部(资产规模超过10亿美元)」的142个成员纳入。如果一定要估计整体对冲基金行业的规模(至2008年6月止)，那2.5兆美元将会是大家较能接受的数字，而其中大约有45%(1.1兆美元)是投资于对冲基金中的基金。

我们将2.5兆的对冲基金行业拿来与其他资产类别作比较，我们可以发现，对冲基金行业规模相对小得多，而且小于最大的单一资产经理人所管理的2.9兆美元。

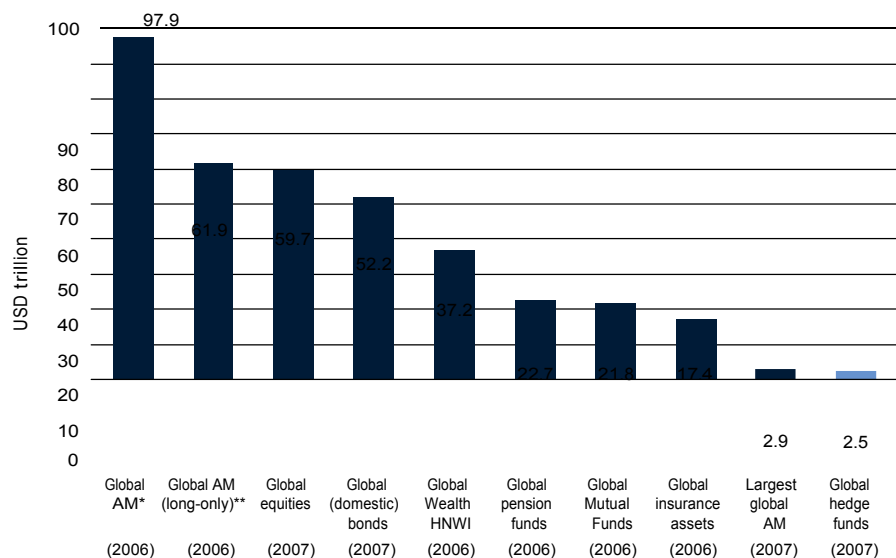
究竟什么是对冲基金？

对冲基金行业

Assets under management are Concentrated

资产管理总额集中在少数几家公司

Chart 5: Hedge fund assets relative to other pools of assets



Source: Alternative Investment Solutions, International Financial Services London (www.ifsl.org.uk) based on Watson Wyatt, Merrill Lynch/Capgemini, BCG, World Federation of Exchanges, BIS

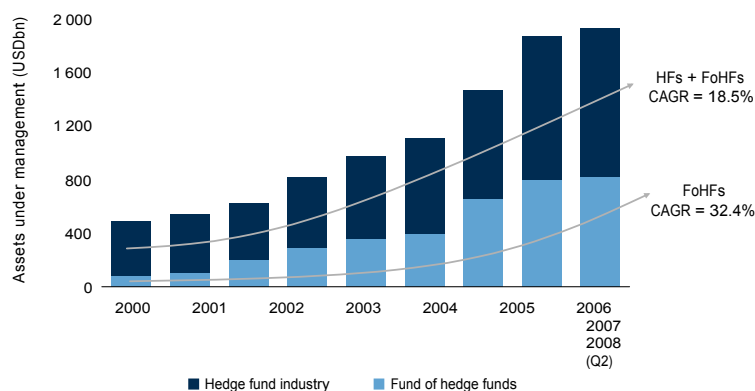
Note: Around one-third of private wealth is incorporated in conventional investment management

* Total value of assets managed on behalf of all investors (BCG estimate)

** Sum of global pension funds, mutual funds and insurance assets

资产管理总额将持续集中在少数几个公司。依HFI在2008年初的数据，390家管理超过1亿美元的对冲基金公司，资产管理总额合计约2.1兆美元，占全球对冲基金规模的80%。而这个现象显示出许许多多的对冲基金与大部份的投资者构不上任何关系，这个行业变得更往大公司集中。根据伦敦国际金融服务业 (International Financial Services London; IFSL) 的统计资料，在2003年时，最大的100只对冲基金规模约占全体对冲基金规模的54%，但到2007年已增长至75%，图6可看出资产管理规模的增长。

Chart 6: Growth of assets under management (Q1 2000 - Q2 2008)



Source: Alternative Investment Solutions, Hedge Fund Research
CAGR: Compound Annual Growth Rate

究竟什么是对冲基金？

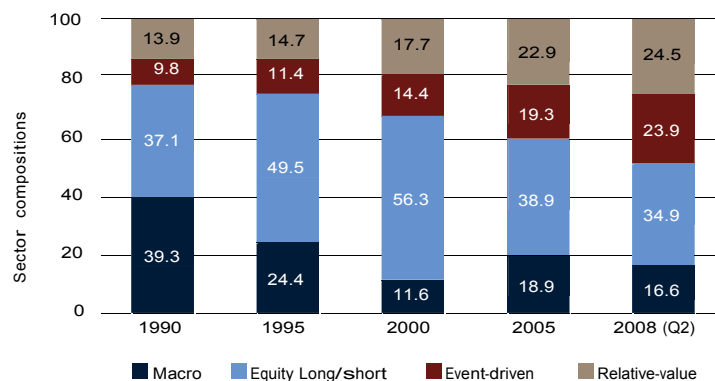
对冲基金行业

High growth rates primarily explained by new money entering the industry

新资金的注入是行业高增长率的主因

在所谓对冲基金公司化的期间，对冲基金中的基金增长率超越整体对冲基金的增长速度，公司化的这段期间从2000年左右开始，之后整个对冲基金行业规模年增长率为18.5%，而对冲基金中的基金则为32.4%，不过两者同期间年回报率却分别为7.8%和6.0%，换句话说，以总体对冲基金来看，约仅有42%的增长是来自于回报率，而对冲基金中的基金，则更仅有约19%的增长是由回报率而来，其余的增长则是来自于新资金的流入。从1990到2007年，整体行业所管理的资产总额，每年约以23.5%的速度增长。

Chart 7: Breakdown by strategy



Source: Alternative Investment Solutions, Hedge Fund Research

Note: Hedge Fund Research reclassified their HFRI indices in 2008. Previous versions of this sector breakdown show larger market share for Macro in the 1990s.

Breakdown by strategy has changed materially over the past two decades

过去20年来操作策略已大不相同

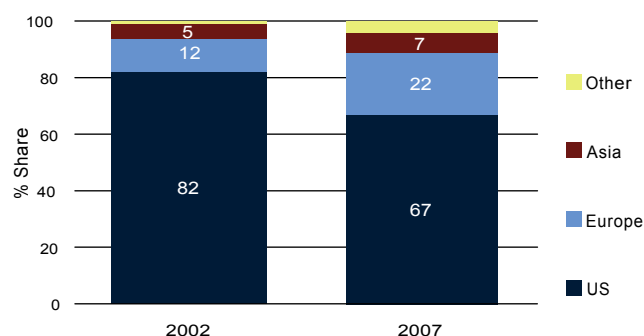
在图7中可以发现，对冲基金中各个策略的规模所占比重，在过去一、二十年间有着显著的改变，只是从图中无法看出在时间的推移中，各个策略本身已转变成何种风貌。例如，1990年当时的环球宏观经理与今日的环球宏观经理的操作策略一定大不相同。根据研究机构Hedge Fund Research的统计资料，股票长/短仓策略占整体对冲基金资产管理总额的比重，在2000年时达到最高峰，为56.3%，但在2008年第2季时则掉到34.9%。

至于对冲基金的注册地可以分为境内及境外，根据IFSL截至2007年底的数据显示，约有一半的对冲基金注册于境外，而最普遍的注册地是开曼群岛(Cayman islands)(占境外基金57%)，其次是英属维尔京群岛(British Virgin Islands)(16%)和百慕大(Bermuda)(11%)。至于境内基金，最热门的注册地则属美国(大部份注册于特拉华州(Delaware))，约占了境内基金数量的三分之二，其余的则主要注册于欧洲国家（主要是爱尔兰）。至于负责操作对冲基金的经理大多选择在境内设立营运据点。

究竟什么是对冲基金？

对冲基金行业

Chart 8: Breakdown by manager location



Source: IFSL estimates

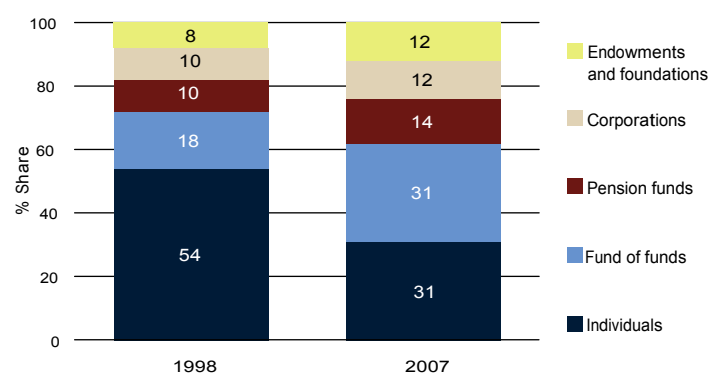
Europe and Asia have been growing faster albeit from a much lower base

欧洲及亚洲业者基期低、增长迅速

美国是对冲基金营运据点所在地的大本营，来自美国的从业者约占2007年全球对冲基金资产的三分之二，这结果并不让人意外，因为对冲基金的资金大部份来自美国，只是美国从业者**在2007年所占的比重已较2002年的82%来的低**。图8的数据可看出欧洲及亚洲业者在这段时间逐渐获取重要的地位，其中欧洲经理人在全球总资产所占比重增加将近一倍达22%，而亚洲经理人所占比重则由5%提升至7%。

关于对冲基金统计资料，其中一个主要的特点是，不同的数据源会产生不一致的现象。例如图9是对冲基金投资者类型所占比重的统计，图中显示2007年对冲基金中的基金占整体资产约31%，而图4的资料却是45%。不一致的原因来自于业界并没有一个强制要求所有经理人及所属基金汇报相关信息的数据源。

Chart 9: Breakdown by source of capital



Source: IFSL based on data from Hennessee Group LLC

究竟什么是对冲基金？

对冲基金行业

The involvement of institutional investors in hedge funds has increased sharply

参与对冲基金的机构投资者急剧增加

Both 2006 and 2007 were record years

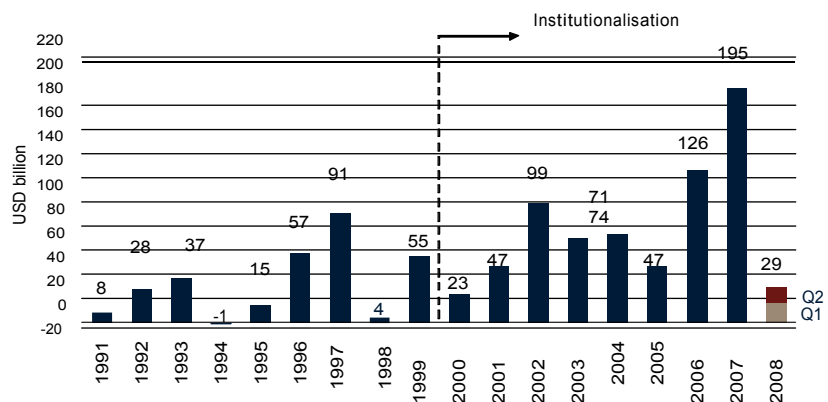
2006及2007年流入资金创空前记录

大家似乎都同意在对冲基金的行业中，有越来越多的机构投资者参与其中，而其参与方式不是直接投资，就是透过对冲基金中的基金方式间接投资对冲基金。以绝对金额衡量，来自机构投资者及个人的投资不断增加，然而机构投资者所占比重的增幅则更为显著。

资金流动

在 2006 和 2007 年分别有 1,260 亿美元及 1,950 亿美元的新资金投入对冲基金，图 10 显示从 1991 到 2008 年第 2 季，HFR 对于对冲基金资金净流入金额的统计资料。从中可发现，2008 上半年资金流入减缓，仅约 290 亿美元，可以说对冲基金以几何增长的现象在 2008 年宣告终止，值得安慰的是，在有些人将目前视为 1930 年来最严重金融危机的情形下，资金仍维持净流入。

Chart 10: Flow of funds (Q1 1991 - Q2 2008)



Source: Alternative Investment Solutions, Hedge Fund Research

Large inflows primarily attributed to institutional investors

大量的资金流入主要来自于机构投资者

2007年，流入对冲基金的资金创下空前纪录，并以极大的差距打败前一年所创下的历史纪录，而大部份的资金流入来自于机构投资者，而这些机构投资者不是正在建立对冲基金仓位，就是战略性增加对冲基金的投资。我们认为，从开始考虑投资于对冲基金，直到将第一块钱投入，平均需花上机构投资者两到三年的时间，甚至在某些情况下，所花的时间还要更久，例如有一些机构投资者，从2000年就已经开始计划投资对冲基金，如今依旧尚未执行，这样近关情怯欲迎还拒的现象，让我们回想起很多机构投资者（主要是在欧陆），一直到1990年代后期，才敢大规模将投资组合中的债券仓位转移至股票仓位。

究竟什么是对冲基金？

对冲基金行业

Growth expected to continue
增长预计将延续

所有我们接触的研究机构皆预计，另类投资领域的规模将继续增长，尤其是对冲基金。美林(Merrill Lynch)及基金咨询机构Casey quirk的研究数据显示，全球投资者仍将继续积极地配置另类资产于投资组合中，预估到2011年将有超过2.5兆美元的新资金流入。他们同时也预估在2006年，传统及另类投资规模分别有47兆美元及5兆美元，但到2011年则将分别增长到61兆美元及11兆美元。

Most pensions expect
to increase allocation
to alternative investments

大多数退休基金预计增加资产
配置至另类投资

花旗集团全球市场部门针对美国及欧洲的退休基金经理进行了一个调查，结果显示，大约有84%的退休基金经理表示，在未来三年他们将增加资产配置至另类投资，而13%的经理人则将减少配置。只是另一项数据显示，只有31%的退休基金经理，计划增加于对冲基金的配置。对于这项结果，是否因为此调查是在2007年的夏天花了三个星期完成的，而当时对冲基金正处在市场压力下，而影响了受访者的意向，我们并无法确定。

结论：究竟什么是对冲基金？

“It is not the strongest of the
species that survive, nor the
most intelligent, but the one
most responsive to change.”
Charles Darwin

“能够生存下来的物种，既不是
最强的，也不是最聪明的，而
是对于改变能最实时反应的。”
查尔斯·达尔文

对冲基金的增长故事仍会延续下去。有许多投资界的专业人士，离开了现有的资金管理部门(主要是传统的资产管理、交易、研究和财务顾问)，转而成立或加入对冲基金。然而，就我们所知，没有任何一个成功的对冲基金经理，会在彻底思考后，认定只持长仓的长期持有投资策略，是很好的资金管理方式(或许这就如沃伦·巴菲特所说的，“很难要他们再回去重操旧业”)。我们认为，这种看法是基于对资产管理观点上的转变，投资管理实际上是风险的管理，而不是回报的管理。根据这个转变，所谓积极的资产管理方式，是指积极的经理人不是只有受托寻找并撮取投资机会，更必须在风险/回报的关系产生了不利变化时，也要有弹性及权利执行退出这个投资机会。随着越来越多投资者的加入，这个看法实际上是很有道理的。

The background is a light blue gradient. It features a faint, pixelated world map. Overlaid on the map are numerous thin, dark blue curved lines that originate from the left side and converge towards the right, creating a sense of global connectivity or data flow.

揭开对冲基金的神秘面纱

揭开对冲基金的神秘面纱

“Hedge fund managers can be tough to like, but it is difficult not to admire the great confidence and faith that they have in themselves, demonstrated by the willingness to risk their future on their skills.”
William Crerend (1998)

虽然对冲基金经理可能不被喜欢，但却不得不佩服他们所展现的极大自信和信念，愿意将自己的未来押注在本身的技能上。

威廉·克里兰(1998)

“Any fool can criticize, condemn and complain - and most fools do.”
Dale Carnegie

任何傻瓜都可以批评、谴责和抱怨——而大部份的傻瓜也确实这么做。
戴尔·卡耐基

“We are not a casino.” Anonymous institutional investor around 2000

“我们这里不是赌场” -
匿名机构投资者
2000年

Hedge funds are closer to running a casino than spending time gambling
对冲基金更像在经营赌场，而不是浪费时间赌博

“People think I’m a gambler. I’ve never gambled in my life. To me, a gambler is someone who plays slot machines. I prefer to own slot machines.”
Donald Trump

- 对冲基金往往被描绘成投机者和赌徒，但有趣的是，对冲基金其实更像经营彩票或赌场的庄家而非赌徒。

- 对冲基金不会对所有的风险进行对冲，假若所有的风险都去除了，那投资回报也随之消失。对冲基金会承担预期可带来回报的风险，而去除不能带来回报的风险。

- 一个亏钱的投资，是不需要任何外部援助，也不值得去支付费用。

迷思及误解

在撰写这份报告时，美国投资银行类股从2007年高峰下跌约50%，全球股市则下滑了20%，对冲基金从先前的高点起算约只损失了5个百分点，但仍受到许多金融新闻界的抨击，这个现象清楚地显示，尽管对冲基金的公司化已进入了第九个年头，但仍然有一些迷思和误解存在。

迷思一：对冲基金是豪赌

我们从没想过在对冲基金中，会有一个年度笑话的奖项，如果有这样的奖项，那最有机会获奖的会是机构投资者所说的：「不，我们不会投资（其实现在正投资于对冲基金）！很显然地，对冲基金是没有效果的，况且我们这里又不是赌场」。但讽刺的是，传统只持长仓的投资者，它的回报才是大多取决于运气，而不是多元的分散对冲基金投资者。

对冲基金往往被描绘成投机客，或者更糟，像个赌徒。但是，我们认为，相较于在赌场输钱的赌徒，对冲基金更像在经营赌场的企业家。经营赌场或彩票事业是一门非常吸引人的生意，我们可以称之为“统计套利”。例如，在赌场的轮盘游戏中，当球停在零时，赌场将赢得赌桌上所有的钱，如果轮盘上有从0至36共37个号码，赌场只要每37次的轮转中赢得一次就会获利，而不需要每次都赢，而这样的机会率是有益于庄家。

一门生意的收益愈是来自一个可预期、非随机的来源愈好。经营彩票或赌场事业就是个很好的例子。要理解为什么彩票商能够在一段时间内，维持稳定且可预期的现金流量，那我们就需要了解此交易的基本原理。

揭开对冲基金的神秘面纱

迷思与误解

人们认为我是一个赌徒，
但在我的生命中，我从不赌。
对我来说，
赌徒是玩吃角子老虎的人，
而我会选择拥有那台机器。
- 唐纳·川普

Running a lottery operation is
a license to print money
经营彩票的生意就如同
拥有钞票的印刷许可证

彩票和赌场能运作的很好的原因在于，有非常多的傻瓜存在。从新古典主义经济学的角度来看，无论是玩轮盘的赌徒或是买彩票的人都是傻瓜。就金钱的角度来看预期回报，怎样都是对赌徒不利，而对庄家有利。任何不谙统计的投资者，当然要选择当个庄家，而不是赌徒。(假设赌徒数量比赌场多，而实际上确实是如此！)

为什么彩票或赌场的现金流量可供持续的运作，再次纯粹地就经济的角度来说，那是因为这世界随时都不缺傻瓜。而买彩票的人及赌徒的确不聪明，因为他们都已经知道(依据推测)从机会率推算的预期回报而言，这样的购买或押注行为其实都是在浪费金钱。假如企业家的获利是稳定且持续的，那他的利润是很容易预期的（特别是在缺乏竞争者的状况），如同经营乐透彩票所获得的现金流量并非随机而来，因此有了经营彩票的许可，就是取得了钞票的印刷许可。如果要在现实世界找到一个代表绝对回报的行业，那就是经营彩券。(注：在此当我们讨论彩票或赌场时，我们不考虑社会/道德方面的顾虑。无论是彩票或赌场经营，都是和缓地将现金从输家手中(赌徒)转移到赢家手上(庄家)。因为积极式的资产管理方式时常被视为零和游戏，亦即赢家的获利来自于输家的损失，那这样赢者通吃的管理方式总有一天也会受到限制。(注：2008年9月全球对于限制卖空的禁令)

Hedge funds take risks that are
expected to carry a reward -
other risks are hedged
对冲基金承担将会获得回报的风险，
同时规避其它的风险

迷思二：对冲基金会规避所有风险

回报是承担风险的函数。对冲基金并不会规避所有的风险。如果所有的风险都排除了，那也就不会有任何回报。对冲基金经理与一般传统持长仓的经理间的差异在于，对冲基金会对特定风险进行对冲，而只承担能获得回报的风险。

Hedging directional market risk
does not mean nothing can go
utterly wrong
对方向性的市场风险进行对冲，
并不代表就不会有大的差错发生

许多对冲基金透过各种方法，寻找可以规避各种市场风险的方式，以达到他们最主要的目的 - 获得一致且稳定的回报，而非很高的回报。因此，许多对冲基金都能在低风险下提供持续的回报。以股票长短仓基金而言，虽然某种程度上会受市场方向的影响，但经理人通常会透过持有短仓仓位来规避市场风险，一旦市场下跌，短仓仓位的获利则可用以弥补长仓仓位的损失。而股票市场中性策略基金，则是以配置数额相同的长仓与短仓仓位，让整个投资组合与市场波动脱钩。但这并不意味着这样的仓位配置就不存在方向性的风险，这只是消除了方向性的市场风险。这类所谓“方向性”的风险可以从同时长仓/短仓价值型与增长型股票或大型股与小型股，却产生与原本预估的价格方向完全相反的现象。我们是否应该把这类风险定义为方向性风险则有待讨论。

揭开对冲基金的神秘面纱

迷思与误解

“Risk, to state the obvious, is inherent in all business and financial activity.”

Alan Greenspan

风险，不言而喻，是与生俱来就存在各种商业和金融活动中。

-葛林斯潘

Hedge funds are likely to increase efficiency of a balanced portfolio

加入对冲基金的平衡式投资组合，可以提高投资效率

Hedge funds may use risky instruments for conservative ends

对冲基金为了产生保守的收益而使用具相当风险的工具

People typically do not wash rental cars
人们显然不会清洗租来的车子

迷思三：对冲基金具相当的风险

单独就对冲基金来看，就如同科技股、能源贸易公司或航空公司的股票一样，都具有相当的风险。只是大多数投资者的投资组合中，并不会只持有一只股票，他们会藉由投资不同特性的股票，分散特定股票的风险（特殊风险或非系统风险）。对大部份投资者而言，不去分散这类特定的风险是一种不明智的行为，因此同样的道理，不去分散单一对冲基金所带来的特定风险也是一种不明智的投资决策。值得注意的是许多的批评者在妖魔化对冲基金的同时，他们并未去思考这其中系统与系统风险的分别。

希尼维斯和斯普尔吉 (Schneeweis and Spurgin 1998) 以及许多的学者专家都提出，在传统平衡式投资组合中加入对冲基金，能提供很好的风险分散机会。这的确是事实，即使对冲基金在未来所赚得的收益只与股票及债券相当，更别说对冲基金一直以来有较高的风险调整后回报，都已证明加入对冲基金对投资组合风险分散的好处。任何一种能产生正预期回报、低波动度并且与其他投资组合资产类别维持低相关的投资，都有较大的机会能降低投资组合的波动。

迷思四：对冲基金代表投机的行为

对冲基金虽然具有风险（当与美国政府公债比较时，所有投资工具也都具有风险），但并不表示对冲基金就是投机的代名词。将对冲基金认定为投机行为的误解来自于，一般人会粗浅地认定使用投机冒险的工具从事投资活动，那所建立的投资组合也必然具有投机性质。这份报告的目的之一就是要挑战这个误解。许多对冲基金使用“投机性的金融工具”或技术，管理保守的投资组合，一般人普遍的看法是，投资者利用如期权进行投资，那他必定是一个投机者。而为什么这会称为是一个误解，原因在于，投机工具实质上通常用于对冲，亦即消除风险仓位的风险，使用这些工具或技术（例如：卖空股票）的动机在于，降低投资组合的风险，而非增加，这也就是为什么，大多绝对回报的基金经理认为他们比相对回报的业者更为保守，有些甚至直指传统的资产管理为“fun management”，而不是“fund management”，何解？管理别人的钱而不需对任何损失抱有应负责任的心态，不是轻松许多吗？

绝对回报经理人对冲与否，取决于资本是否暴露于风险中。对他们而言，对于财富的保护就是一种保守的作法。至于相对回报经理人，资本的保护就不是他们的首要考虑，他们被委任的事项已逐一列出且风险都已清楚的被定义出来。在这样的前提下，绝对回报经理人会去考

揭开对冲基金的神秘面纱

迷思与误解

虑所有的风险并且判断哪些需要对冲，哪些不需要，换句话说，相对回报经理人会在许多不受表现基准点限制的变量上进行投机。除此之外，尽管对冲基金与相对回报经理人往往都只是管理他人的钱，但对冲基金经理，通常会投入自己的资金，也就是说，它们的资本、奖励和利益都与他们的投资者紧密相连。大部份的人都会关心资本损失的风险-尤其是攸关自己的金钱时，正如耶鲁大学校务基金的经理人大卫·史文森(David Swensen)所说：

任何程度的共同投资都鼓励经理人将这些资本视为自己的，当经理人所投入的资本越多，他越能聚焦在如何获得优异的投资回报。… 当基金经理对他所作的投资有足够强的信心促使他在基金中投入大量的个人股份，这表示经理人更能从投资者的角度去思考

“Many men of course became extremely rich, but this was perfectly natural and nothing to be ashamed of because no one was really poor, at least no one worth speaking of.”

Douglas Adams

当然许多人会变得极为富裕，但这是自然而然形成，且没有什么令人感到羞耻的，因为也没有任何一个值得提及的人是真的贫穷。

-道格拉斯·亚当斯

Entrepreneurs and artists can have call-option like payouts.

Administrators do not.

企业家和艺术家可以拥有如买入看涨期权般的模式获取财富，但内部行政人员就无法如此。

Attractive fee structures could attract most skilled money managers

有吸引人的收费结构，就能吸引最有能力的基金经理

迷思五：对冲基金收费过高

对冲基金曾被形容为“将表现奖励计划包装成一种资产类别”。原因在于，就如同投资者所见，每年这些表现最好的经理人，会有惊人的数亿美元费用放入他们的口袋中。虽然对于薪酬制度的争辩，不只存在对冲基金行业。但在这里，我们还是就两个议题提出讨论。首先，就奖励及薪酬的角度，比较对冲基金和传统资产管理的差异，接着，我们会讨论无效的权值(dead weight)这个概念。

不同的奖励制度

共同基金一般是依资产管理总额收取一定比例的管理费作为薪酬来源，而对冲基金通常是来自于管理费再加上与表现相关的表现费。毫无意外的，这种依表现给予奖励的方式，可以吸引最优秀，或者，即使不是最优秀，也是最具企业家精神或者最有胆识的经理人进入对冲基金行业。只是，有时也因此招致了许多市场人士的妒忌、困惑与怀疑。

对冲基金行业里吸引人的奖励制度被视为对冲基金高回报的主要驱动力，因为它吸引了一群拥有优异投资技巧的经理人。如果说对冲基金经理可能比其他积极型共同基金经理来得好，这并不是全无道理，毕竟对冲基金诱人的收费结构，还是可以成功地吸引拥有最佳操作技巧经理人进入这个行业。这就和人们为追求事物所做的努力一样，罗格·费德勒(Roger Federer)与老虎·伍兹(Tiger Woods)先前选择接受网球与高尔夫球而非水上芭蕾的训练，并能够带回高额比赛奖金正是这个道理，这不是运气好或是随机的结果。

揭开对冲基金的神秘面纱

迷思与误解

Option-like incentives
are a hot potato
类似期权的奖励方式
有时也是个烫手山芋

对冲基金经理的表现费设计结构，大部份都设有高水位规定，部份还附有回报率门坎的限制。表现费本身就如同一个看涨期权，期权金是固定且已知的，但上升的空间则是无限，只是如果基金经理完全没有投入任何资金在他所操作的基金上，对他而言，这个期权就真的如同一个不会产生任何损失的看涨期权，而形成经理人在操作上将完全不受到任何的约束，风险将相对增加，但这样的例子较少见。这种类似期权的奖励方式，在共同基金和退休基金行业内并不多见，但在不动产、创投基金及对冲基金却是普遍存在。美国共同基金若要收取表现费，必须符合公平支点法则(**fulcrum rule**)，在这个法则底下，无论损失或获利都会对基金经理产生相对应的影响，也就是说，当表现比表现基准点好，则经理人能收取正的表现费，同样的若表现较选定的表现基准点差，则经理人一样会被减扣相同比例的表现费，而对冲基金经理并未受到公平支点法则的限制。

尽管对冲基金经理的耗损率不易估算，但经常还是被认为相当的高，这样的耗损率在某种程度上，可以归因于不对称的薪酬结构，表现费的作用主要是希望诱使经理去追求正的绝对回报，而高水位的设计，则是另一个为避免经理人藉由操作损失，以赚取表现费的规范。只是这制度的负面效应是，会让基金经理在遭遇大幅损失后，选择关闭基金，然后再重新募集新的基金，此时就可重新设定高水位标准。

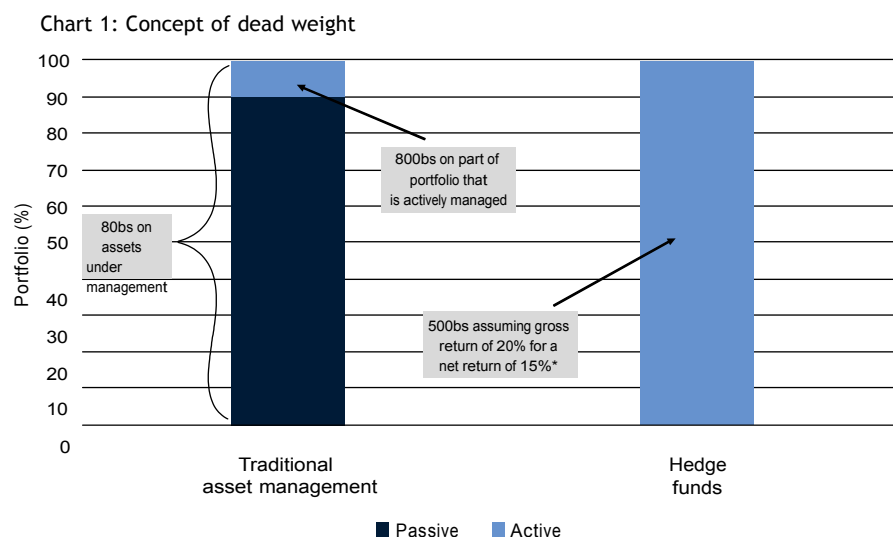
无效的权值

The concept of dead weight is
what your local long-only
manager does not want you
to know
无效的权值就是
那些传统持仓的人经理
不想让你知道的事情

无效的权值产生于经理人在投资组合中所持有但没有独到见解的仓位。相对回报投资者以相较市场表现基准点之风险管理方式，透过持有许多证券去控制追踪风险，有时这也被戏称为“环绕着指数而行”。原因是，指数基金与共同基金两者普遍被认定最大不同在于，后者之回报与比较基准(指数)间的可容忍误差，也就是所称的追踪误差(**tracking error**)，而在共同基金投资组合中用来控制追踪风险的仓位，可以被动取得且成本也较为便宜，正是这个原因，所以有越来越多的金融专业人士和市场观察家认为，共同基金这样的结构是相当无效率的。如果我们假定一个所谓积极持仓的经理人(共同基金)，他的追踪误差限制是200个基准点(**basic point; 2%**)，那就表示投资组合内约有九成仓位与比较基准相同，而其他的10%才是真正属于积极式的管理，假设经理人是依管理资产收取0.8%的管理费，那表示这费用是针对此10%的投资组合收取8%的费率(如图一)。从这个角度看，事实上传统持仓的行业向他们的投资者超收了费用，而不是对冲基金。会造成如此的原因是因为机构投资者有方法可以以几近零成本的方式获取这90%的仓位。

揭开对冲基金的神秘面纱

迷思与误解



Source: Alternative Investment Solutions

* Assuming fee structure of 1% management fee and 20% performance fee

Hedge funds carry less dead weight and therefore manage invested capital more efficiently

对冲基金较少有无效的权值仓位，因而在资产管理上比较有效率

反之，在对冲基金世界中，经理人对于仓位的调整，无论是买进、卖出或仓位对冲，都是有根据的，并且会透过风险管理工具或其它对冲的技术控制总风险，这种方式，相较于持有无效率的投资仓位，并不需要在现货市场中投入太多的资本，因此，对冲基金经理可以有更高比例资金投入他们所找到的投资机会。此外，投资者所支付的管理费，是以经理人对于投资组合完全的积极管理为基础。并没有所谓的无效的权值的问题。在“1 + 20”的收费结构(1%管理费，加上20%表现费)下，若总回报为20%，扣除这些5%的费用后，净回报为15% (图1)，若对冲基金想要获得前述8%的费用，总回报则必须要高达35%。

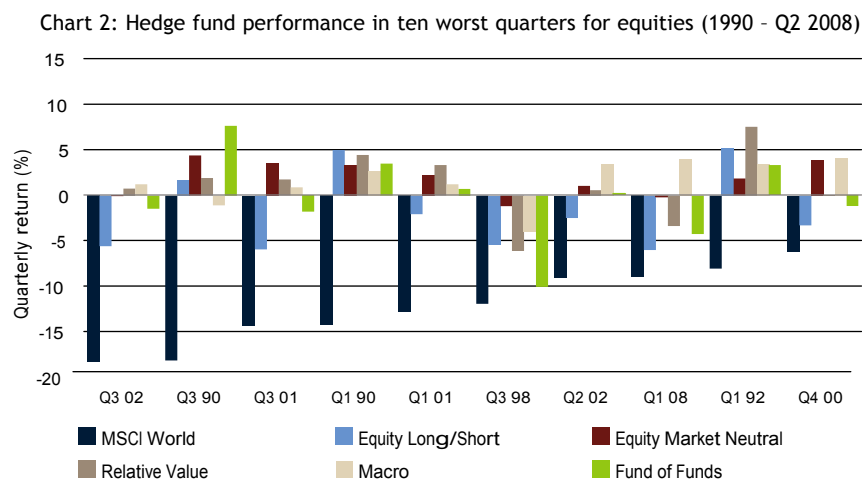
揭开对冲基金的神秘面纱

迷思与误解

Hedge funds sometimes report positive returns when markets fall and sometimes not
对冲基金有时可以在市场下跌时获得正回报，但有时则非如此

迷思六：对冲基金无论在任何市场情况下都能获得绝佳的回报

一个长期存在的迷思，认为对冲基金与股票市场存在高度相关。假如这论点是正确的，则对冲基金与组合基金，在市场下跌时，应该也会一再上演损失的情节。但幸运的，情况并非如此，图2呈现1990年1月至2008年6月，MSCI世界指数中10个表现最差季度的回报率状况，并将之与对冲基金五个操作策略的回报率进行比较。图表中所呈现之(含息)总回报为依美元计价之季回报。



Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial
Based on MSCI World Total Return Index and hedge fund indices from HFRI.
PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

Correlation between hedge funds and the equity market in down quarters is weak at best
在市场下跌时，
对冲基金与股票市场
充其量只是低相关性

该图显示，在股市下跌时，某些对冲基金操作策略有时与股票市场呈现关联性，有时则没有，当然如果市场上涨时，对冲基金与股票市场相关联，这对大多数的投资者显然是有利的。牛市的特征之一就是，获得正回报机会率会大于获得负回报的机会率，而绝对回报经理人所呈现的回报同样也是这样的不对称性，亦即获利的机会率大于亏损的机会率。当我们比较各策略对冲基金与股票市场指数在牛市时的相关性，会发现两者间存在明显的相关系数。但谁在乎呢？首先，相关性并不证明两者间存有因果关系，这表示，在牛市中，尽管我们能够计算出两者间具有正的相关性，但股票市场却不是这些对冲基金操作策略的回报来源。其次，偏好绝对回报的投资者，真正关心的是投资组合中回报来源的相关性和分散性。这意味着，在不同的经济周期探讨资产之间的关联性，比起去计算相关系数，图2反而是一种比较好的呈现方式。

揭开对冲基金的神秘面纱

迷思与误解

In equity long/short a certain correlation to the stock market can be expected
股票长/短仓策略与股市存在某种程度的相关性是可以预期的

股票长短仓策略是一种被认为与股市存在某种相关程度的对冲基金操作策略，然而从图2可观察到，股票长短仓策略的经理人在MSCI世界指数10次表现最差的季度中，却仍有3次获得正回报；而股票市场中性策略 - 实质上属于股票长短仓下的子策略，则在10次中有8次获得正回报。之所以被认为这两者间存在正相关是因为股票长短仓策略经理人在股票市场上进行操作，且平均而言大部分时间会持有净风险仓位。从2000年到2007年，长短仓策略经理人股市平均净风险仓位约为35%，期间幅度从最低2001第3季的13%到2007年5月最高的56%，2007年年底，平均净风险约43%，但到2008年6月更进一步下滑至32%。当全球股市在2008年1月下跌8%时，股票长短仓策略经理人平均损失约4%，当他们持有50%的股市净长仓仓位时，这样的结果当然也在预期范围内。不过，对冲基金其它的交易策略则不存在如此类似的因果关系。

2008 is reminiscent of 1998
2008年让人联想起1998年

1998年第3季，俄罗斯以卢布计价的债务发生违约事件，让投资大众见识到当资金从高风险性资产逃离至安全性资产时(flight to quality)，引发的债券价差风险及流动性问题。在那个季度，大多数对冲基金指数都产生负回报率，HFRI基金中基金综合指数则是遭遇了有史以来最大的下跌。2008年第1季，资产逃往安全性资产的情境、政府干预和流动性枯竭等情况，确实不禁让人联想起1998年第3季，只是相较之下，当时不论在杠杆比率或与股市之间的关联性都比2008年第1、2季来得高。

除了1998年第3季及2008年第1、2季，在其它时期，不同策略的对冲基金在表现上或多或少存在着差异，例如，股票市场中性指数在股票市场价格发生错估时大多会呈现正回报，而在1998年第3季，该指数也仅下跌1.1%，如此小的损失点出了一个重点：操作损失的程度。当整体对冲基金指数发生下跌时，由于这类策略低波动的特性，使它不会与市场产生相同程度的损失。图2可看出在8次市场下跌最重的期间中，股票市场的跌幅从8.9%到18.3%不等，同时对冲基金市场指数只有4次下跌，平均跌幅约为5%。传统持长仓的投资组合就如同没有刹车的车子，在下坡时会有失控的风险。当然，对冲基金亦可能在市场压力下发生损失，然而，它更像是一辆有刹车系统的车子，在下坡的路段，让车子获得某种程度上的控制。

To some, the long-only mantra is weird
对某些人来说，将传统持长仓的策略奉为投资圭臬是件奇怪的事

正是如此，许多对冲基金专业人士与他们的投资者都认为，”传统持长仓”的投资方式一将所管理的资产全都暴露于资本市场的风险中，是极其投机冒险的投资行为，对他们而言，这种不论景气循环良莠、市场机会好坏或市场波动高低，都一律握有相同股票仓位，真是一种相当奇怪的资产管理方式，而图2正说明了在金融市场产生压力的期间，这两种管理方式(对冲基金与传统持长仓策略)所产生的差异。

揭开对冲基金的神秘面纱

迷思与误解

迷思七：从LTCM学到的教训就是别投资对冲基金

“Most of academic finance is teaching that you cannot earn 40% a year without some risk of losing a lot of money. In some sense, what happened is nicely consistent with what we teach.”

William Sharpe

on the collapse of LTCM

大多财务学术理论都告诉你，若想赚到40%的高回报，那你势必要承担某种程度的亏损风险。在某种意义上，可能正如我们学校里所教的。威廉·夏普(1990年诺贝尔奖得主)在长期资本公司倒闭之际

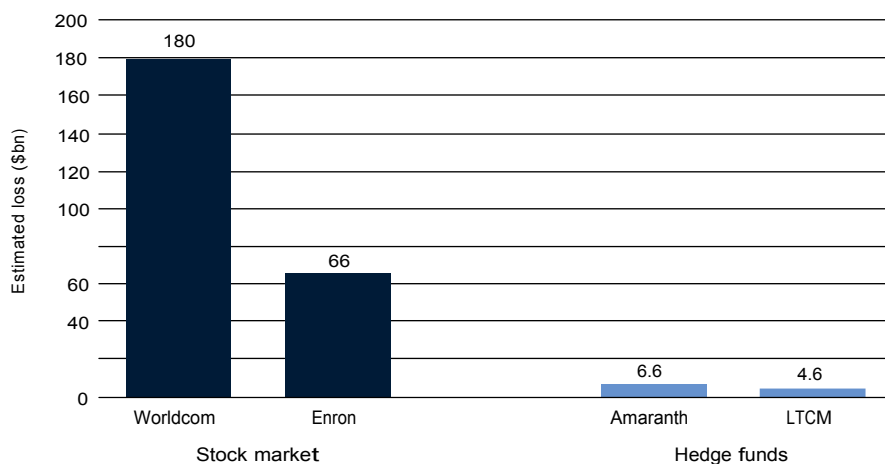
Investors should diversify idiosyncratic risk
投资者应分散特有的投资风险

对许多机构投资者而言，头条风险(Headline risk)确实是一个重要的投资考虑要素，这些投资者可不想因为投资长期资本管理公司(LTCM)或千日红(Amaranth)产生巨额亏损登上当地报纸头条。有趣的是，对于许多机构投资者而言，投资单一对冲基金所产生数百万美元损失的严重性，远大于在单一股票上数十亿美元的投资损失。在LTCM倒闭后，美国麻州大学管理学院教授，同时也是另类投资特许分析师协会(CAIAA)共同创始人汤玛士·希尼维斯(Thomas Schneeweis)对此事件提出他的观点：

从LTCM事件上得到许多的教训包含：(1)要分散投资 (2)看似高回报的投资也会潜藏低回报 (3)欠缺流动性的次级市场交易，在市场发生极端状况时潜藏着灾难。(4)每年都超过30%的资产回报，就像LTCM曾经创造出的回报率，是一种非常冒险的投资。虽然对LTCM的投资者而言这些教训是真实的，但并非因LTCM一档对冲基金才会发生。

本质上，对冲基金的营运模式跟一家企业经营没什么两样，不幸的是，既然是企业经营，就偶尔会发生各种不同的原因导致失败或破产，这也是投资者会分散投资的主因(藉此分散特有的个别企业风险)。对冲基金的倒闭，就如同银行破产或是能源公司、航空公司的倒闭一样，都是进行投资时会面临的状况，然而，可以确定的是，虽然企业家的经营会面临特有的风险，但投资者却可以藉由投资组合方式分散这类风险。换句话说，投资者应该持有对冲基金的投资组合，而不是握有少数的几只对冲基金。图3呈现对冲基金与股票市场中，发生最大损失的两只基金与两只股票损失比较。

Chart 3: Large losses with stocks and hedge funds



Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial

揭开对冲基金的神秘面纱

迷思与误解

LTCM is, sadly,
the most famous hedge fund
不幸的，长期资本管理公司
是最声名狼藉的对冲基金

市场对LTCM的倒闭流传着许多冷嘲热讽，其中之一，就是这个由最聪明的财金学者与华尔街中最精于交易的专业投资者所组成的基金，竟无法避免史上最大金融灾难的发生。另一个有趣的观点，即使LTCM当时的损失相较于2007年-2008年金融危机，投资银行造成的损失是如此微小，在今日它却几乎是人尽皆知的对冲基金。而讽刺的是，LTCM并非典型的对冲基金。依其交易策略来看，比较像是资本市场的中介机构，当投资者或发行者需要调整持有的仓位或风险仓位时，将透过投资银行或交易商买入或卖出证券或结构性产品，然后，交易商再利用资本市场反向冲销此风险。LTCM通常是这些交易的另一端，在某种意义上，它承接中介机构原本的市场风险，LTCM认为其主要交易竞争对手是华尔街大公司的交易部门，而不是其它对冲基金。当我们比较对冲基金、如LTCM；股票市场、如安然(Enron)它们的损失，将进一步彰显这样的讽刺：安然是一家上市公司，因此受到较为严厉的管理法规限制，LTCM则不是，不过结果是两者都同样落入破产的命运，这个事实的根节点在于，小额投资者在安永的事件中受伤了，但却不会在LTCM中受害，更出人意料之外的，小额投资者在美国和其他国家竟然被允许投资在产生660亿美元损失的标的上，却不被准许参与发生46亿美元损失的投资。论及此议题时，另一个值得关注的是，若投资者自LTCM成立后就开始投资直到倒闭为止，最后结算的投资回报约为18%。这是因为LTCM不管投资者接受与否，会一而再、再而三地将钱退还给投资者，当然，这种情形不会发生在安然或其他破产的上市公司。

The hot potato that is
systemic risk
棘手的系统性风险

迷思八：对冲基金加剧金融市场的系统性风险

这是一个令人激辩的议题。我们相信，对冲基金可产生让金融市场稳定的作用，也可使它发生不稳定。当杠杆投资者受到市场或流动性的冲击，他们所承担的风险将会回流到市场，因此，高杠杆投资者有可能加剧整体市场的不稳定，这结果可能直接造成融资提供者和交易对手的损失，以及间接导致市场参与者不愿意承担较高的投资风险而造成价格的变动，这种间接冲击可能会产生较严重的效应，波动性以及资产价格急剧的下滑，都可能提高信用风险的不确定性并瓦解信用体系。这些间接的效应，如果没控制住，可能会导致信贷和流动性的紧缩，最终升高实体经济活动紧缩的风险。LTCM事件及2007/2008信用危机就是最好的例子。

Market heterogeneity increases
market efficiency and therefore
reduces transaction costs for
all investors
市场异质性增加市场的效率性，
也降低所有投资者的交易成本

我们同样认为，对冲基金也会发挥稳定市场的力量。毋庸置疑的它可增加市场的流动性及效率性，但不可忽略的，增加市场效率也可能导致波动度的增加：一个用以检测市场是否具效率性的方法是，讯息在市场上透过价格机制反应的时间。

揭开对冲基金的神秘面纱

迷思与误解

在几十年前，投资者要花几天的时间才能将所获得的讯息反映在价格上，但今日，这可能只需要几秒的时间。这虽造就了一个更有效率的市场，但波动度同时也伴随着新讯息而来。

Hedge funds can act as providers of liquidity and therefore stabilize the system
对冲基金可以作为流动性的供给者并因而稳定金融系统

“The reasonable man adapts himself to the world; the unreasonable man persists in trying to adapt the world to himself. Therefore all progress depends on the unreasonable man.”

George Bernard Shaw

识时务者 使自己适应世界；
不盲从的人想使世界适应自己。
所以，所有进步将要仰赖不盲从的人。
乔治·萧伯纳

Introducing a benchmark and herding behaviour potentially more dangerous for integrity of financial markets
健全的金融市场当加入市场基准点和群众行为后变得更加危险

“Short selling is not for sissies.”
Barton Biggs
卖空不是为胆小者而设计
巴顿·毕格斯

Unlike with a long position, an adverse move in a short position increases the portfolio weight of the position
短仓仓位遇到市场反转时反而会提高投资组合的风险仓位，和长仓位位的特性是不同的。

一般对于流动性口语化的定义是“当你想卖时，就找得到买主”。例如：在2002年夏天，对冲基金提供了市场流动性，从而增加了市场的稳定性和完整性。在2002年股票市场下跌期间，欧洲保险公司由于触及保险偿付能力风险限额(actuarial solvency risk limits)而被迫抛售股票。在当时恐慌性抛售之际，对冲基金成为市场的买方并为市场提供了流动性。至于当时对冲基金是为了回补卖空仓位或是认为市场过度反应而买入股票则与这里所讨论的系统风险无关。

经济的增长可透过资本配置的改善、更适当的风险分担以及提高资产流动性和透明度等途径达成。实证结果显示，较多的金融部门活动，可有效增强整体经济表现。现今世界各地快速的创新脚步及强劲的经济增长，至少一定程度上可以归因于迅速发展的金融市场，即使目前暂时遭遇了挫败，但却是个不争的事实。

1994年索罗斯被邀请至美国国会对金融市场的稳定(特别是关于对冲基金和衍生商品)陈述证词，他相信，银行委员会对于市场稳定性的关心是一个正确的举动，并说：“金融市场也可能变得不稳定，故需要不断的监督和警惕，以防止严重的混乱”。但他认为，对冲基金并没有导致市场的不稳定，相较之下应怪罪机构投资者，他们在衡量表现时并非以绝对的衡量标准，而是与业内同侪相比，这也使他们成为随波逐流的趋势追随者。

迷思九：卖空就是持长仓的相反

卖空通常被视为买进股票的反向，这真是一个危险且不正确的误解，卖空并不是持长仓的相反。大多股票投资者会有一个纯持长仓的心态，而且并不熟悉对冲、风险管理及短仓仓位的动态调整。卖空，是必须具备与长期持有策略完全不同的特殊技术。

短仓仓位的特性迥异于长仓仓位。当价格往反方向变动时，理论上持短仓的投资组合须握有更多元的短仓仓位来分散风险。股价上涨会对持短仓者产生不利的影响，且他的仓位及投资组合权重都反而会增加，即使这个时候的价格对持短仓者极具吸引力的(因为价格又比最初卖空时更高了)，但持短仓者仍然得面对进一步增加卖空仓位所带来的不安。

揭开对冲基金的神秘面纱

迷思与误解

因此在进行卖空时，一开始持有适度的仓位，可让投资者在后续增加仓位时免于单一股票仓位过度大量集中所带来的压力。短仓仓位损失的变化与长仓仓位损失的变化正好相反，长仓仓位的价格下跌是会降低投资组合的权重的！

For a short sale, the investor needs to borrow stock that later might be recalled to the investor's disadvantage

卖空时，投资者必须先借入股票，但可能在不利于自身时，被要求回补

Hedge funds see themselves as seeker of truth by telling the market that an asset is overpriced through selling it short

对冲基金自视为真实价值的发掘者，藉由卖空，告知市场资产价格是被高估的

长仓和卖空在技术上有个区别，执行卖空时，投资者须先借入股票以交付给交易的买方，若借出者要求取回股票，卖空者就需将股票买回再进行交付。一旦借入之特定的证券市场产生紧缩，卖空者将面临轧空的压力。因而借入股票者最容易在公司小、流动性差的股票上陷入麻烦，但这类股票正是最有机会可以卖空获利。

号外：2008年9月在市场动荡不安之际，各国主管机关纷纷发布禁止卖空的规定。与过去市场下跌时的情况一样，对冲基金往往被指责是造成金融类股抛售的来源之一，代罪羔羊也就成了对冲基金的重要功能。在美国，有一个情况相当明显，那就是规章制度已经过时，并在目前的危机事件中全然失效了，只是政客们不可能责怪自己或是一般百姓(main street)，而是将这一切都算在华尔街头上，于是对冲基金就成了个完美的替死鬼，因为对全体选民而言，它是如此的神秘且陌生！当前的信贷危机起因于人们将他们的房子与自动提款机的角色产生混淆，而过度使用杠杆，膨胀资产负债表。现在这些买了房子而却又无法负担房贷的房屋所有者，其命运越来越掌握在美国国会手中而不是华尔街。就我们所知，2004年华尔街中并没有人公开号召：“如果你拥有一些重要的资产，那表示你与国家的未来休戚与共、息息相关。”(译注：此为美国总统小布什的演讲内容)这次金融危机最大的错误(但不是此次危机的起因)在于多数市场参与者认为美国的房价不会下跌，并因此作出后续的投资行为，接下来的事，大家都知道，就不必多说了。

迷思十：所谓的绝对回报并不存在

Attempts to explain away the absolute return phenomena in investment management are unconvincing

试图说服投资领域中有所谓绝对回报，是无法令人接受的

仍有市场权威人士认为，对冲基金的绝对回报投资只是一种心存侥幸的残念，这些观点显然与我们在这篇报告所陈述的截然不同。例如，在2006年一份名为“绝对回报投资者的迷思”报告中，巴顿华林(Barton Waring)和劳伦斯西格尔(Laurence Siegel)，一再重申相对回报的案例，他们甚至宣称，绝对回报投资者实际上就是相对回报投资者（因此，并不存在所谓的“绝对回报”）。这样的说法是基于作者所说的“标准投资组合”或“回归原点投资组合(home)”观点。这种危险的投资组合，是构建在基金经理根本不知如何管理基金资本的基础上。华林和西格尔写到：

揭开对冲基金的神秘面纱

迷思与误解

对所谓绝对回报的经理人而言，标准投资组合(译注:客制化的表现基准，以一般经理人会选取的证券为范围，藉此改善不同风险的主动经理人皆以大盘作为比较基准的缺点)，并不是考虑投资目的或经审慎思考而订定出来(甚至是含混不清)，经理人的投资风格是建立在“回归原点投资组合”的观念上，那是一种类似一个人如果无处可去，就会回家的概念，经理人将以一般投资者都会选取的标的作为投资范围。

作者甚至声称，沃伦·巴菲特是相对回报投资者，并存有一个表现基准点，但这观点显然与波克夏海瑟威(Berkshire hathaway)最近几年握有的庞大现金仓位相互矛盾，且与巴菲特所言不相吻合：

当我们找不到什么标的可以投资时，我们所设定的投资选择就是美国公债...，除非得到合理的回报，否则查理(Charlie)和我都痛恨承担任何些微的风险。到目前为止，我们勉强可以容忍的最大风险是，偶尔吃一下过期一天的白奶酪。

The risk-neutral portfolio of the absolute return investor means no risk on the books. The risk-neutral portfolio of the relative return manager is the benchmark

绝对回报投资者的风险中立投资组合意味着无风险。

而相对回报经理人的风险中立投资组合则是表现基准点。

“The normal-scientific tradition that emerges from a scientific revolution is not only incompatible but often actually incommensurable with that which has gone before.”

Thomas Kuhn

从科学革命中衍生出的正常科学，不仅与先前的理论互不相容，也不能再用先前的那套标准来解释

-孔恩

有时绝对回报投资者不得不大量投资的仓位通常是现金或国库券，如果不这样做，基金投资决策的制定及风险管理的程序，就会以控制追踪误差风险来做管理，即偏离“标准投资组合”、“回归原点投资组合”或“表现基准点”的风险，如此一来，绝对回报这个名词就不具任何意义。身为绝对回报的投资者，即使不知该如何投资，也不应落入任意设定的风险中，为什么需要这样做呢？因为如果没有任何的投资机会，那也不该产生任何投资组合的风险。

近期的一个例子是受压证券的行为模式。受压证券属于周期性的策略，这意味着机会将随着景气循环变动，因而具有半预测及回归均值(mean reverting)的性质。美国公司债违约率从2002年的12.8%下降到2004年的1.2%，当2004年机会结束时，经理人做了些什么呢？他们唯一没做的事就是华林和西格尔所说的一将投资组合调回“标准投资组合”，当时一些经理人将基金关闭并把资金返还给投资者，感谢他们在投资期间所给予的信任，并且告诉他们一旦下个周期开始时，会再告知并邀请他们回来投资。至于其他多元策略投资者，当他们发现获利机会有限时，则是减少该策略的仓位，同时增加投资在他们认为较有机会的策略上，若再没有任何吸引人的机会，就转而持有现金。（受压证券的循环高峰期，也透露出并购热潮的反转期，这代表这两个策略的投资机会是相互影响的。若以更深一层的角度来说，这种同步发生反转的现象，其实与投资者或企业在贪婪和恐惧或繁荣与恐慌中所产生的结果没什么两样）

华林和西格尔文章最后以下面这一段评论作为结尾：

打败表现基准点是最重要的事；它也是唯一值得付出高额费用之处。

揭开对冲基金的神秘面纱

迷思与误解

Negative compounding does not
require external help

要获得负回报并不需要
外部的协助

从七十年代中期一直到2000年初牛市的高峰期，我们认为大家对于这个观点都有了一致的共识。今日，已有越来越多的投资者认为，不值得为了28%的损失(相较于表现基准点30%的损失)而付出高额的费用。投资要产生亏损并不需要任何人的协助，许多投资者自己就可以做到这一点！

结语：除去对冲基金的神秘面纱

现今仍存在着许多关于对冲基金的神话，不过大部分是建立在传闻、过度简化、短视或是扭曲事实上。虽然”对冲基金”时常被视为不同的资产类别，但有一个观点也可以说明：对冲基金经理是个运用各种不同交易策略(除了传统长仓的策略之外)进行操作的资产管理人。对冲基金与传统长仓策略两者主要差异在于对于目标回报的定义：对冲基金藉由平衡获利机会及亏损风险来达成获取绝对回报的目标，相反的，持长仓的经理人，是将目标回报置于相对数字上，他们的目标就是赢得查尔斯·艾里斯(Charles Ellis)所称的失败者的游戏(loser' game)--打败市场指标就行了。

引述90年代末，IBM董事长路易斯·葛斯纳(Louis V Gerstner Jr)所谈到的：新网络公司就如同“暴风雨前的萤火虫”。他说，一旦所有的网络公司自我转型并抓住全球的计算机通信基础设施升级的浪潮时，这股浪潮将真正的冲击整个商业模式，而dot - com公司最后将会变成他所称的”暴风雨前的萤火虫”-现在是如此明亮，但最后终将暗淡。

在2003年，我们将这个比喻用在资产管理行业，辩论着对冲基金是否如同”暴风雨前的萤火虫”，因为2003年对冲基金的表现无疑是耀眼的。他们在那段期间获得了正的绝对回报，而股票市场却只有它的一半。然而，暴风雨不一定指的是对冲基金的结构，而是对冲基金追求绝对回报的投资理念，为何如此？经济学的逻辑显示，成功的方法都会一再地被复制。

对冲基金 是如何运作的？



投资对冲基金

“Either you understand your risk
or you don't play the game.”

Arthur Ashe¹

关于投资风险，除非你了解
它，否则别凑热闹
阿瑟·艾许(美国网球名将)

- 对冲基金投资者的投资流程是丰富多变的，这些流程可被归纳为两项挑选流程（挑选基金经理和构建投资组合）以及两项监测流程（基金经理的审查和风险管理）。

- 对所有对冲基金投资者而言，一开始针对对冲基金经理进行的评选与实务调查以及持续的重复监控，可能是整个投资流程中最重要的一件事。然后，构建投资组合并且小心管控其中的风险，则是面对对冲基金这个多元与多变行业的另一项艰巨任务。

- 与行业早期发展的状况相比，尽管现在对冲基金行业的信息透明度和信息流动性已经与时并进有所改善，但是，评选适格适任的基金经理以及对其持续观测都仍然是个吃力不讨好的任务。因此，坐拥大量研究资源的投资者相形之下比起那些能力浅薄或根本没有研究能力者，更有优势。

投资流程

Different investors have
differing mandate

投资者各有所好
各取所需

不同的投资者就会有不同的投资目的，因而构建出不同的投资组合用以满足该目的。由于对冲基金行业分类广泛，有些投资者希望能拓展投资对冲基金的广度，有些则独钟一味仅投资特定风格的基金。有人偏好非方向性的绝对回报策略，同时也有其他人钟情于长短仓方向性的对冲基金经理和策略。而明确方向性和非明确方向性策略的不同，可说是对冲基金行业最普遍常见的分类法。

Investment process involves
both selection of managers as
well as allocation of capital

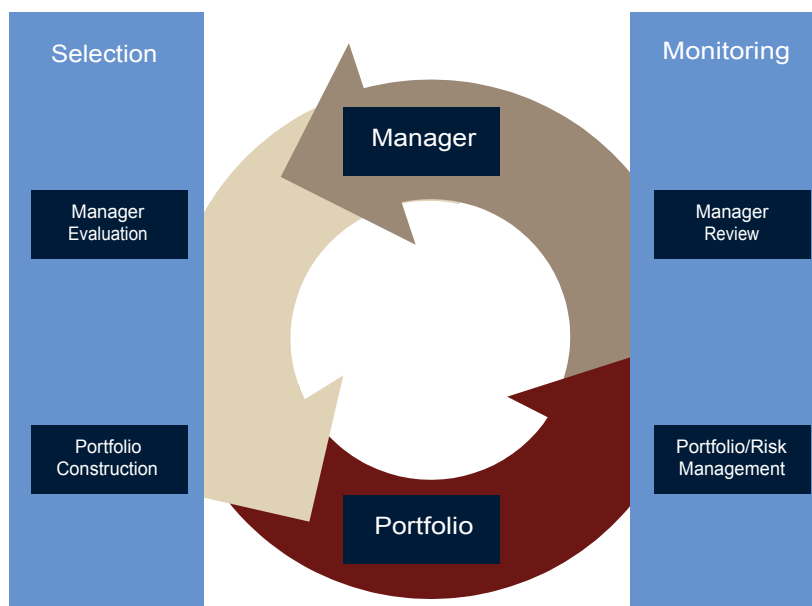
投资流程会
同时涉及挑选基金经理以
及资本配置的过程

一旦投资者清楚自己的投资目标，具体的投资流程将就此启动。在最常见的过程中，会包括两个变量和两个程序。两个变量分别为对冲基金经理(就是投资组合的构建者)与配置内容(如何适当的配置资金到这些投资工具)。而两个程序则是挑选的程序与监测的程序。重要的是，两个变量和两个程序之间的关系是动态纠结彼此关联的。图1可以生动地说明对冲基金投资者在投资过程中面对的变量与涉及的程序。

投资对冲基金

投资流程

Chart 1: Dynamic investment process of a hedge fund investor



Source: Ineichen (2001)

接下来将先讨论关于单一策略对冲基金经理(投资组合的组成要素)的挑选程序和监测程序的各种观点。之后,我们再探讨风险管理和对冲基金投资组合的资产配置事宜。

基金经理的选择和监测

基金经理的评选程序

**Manager selection is key
挑选基金经理
是投资成败关键之所系**

能否辨识并评选出优秀的基金经理是投资对冲基金成败关键之所系。投资对冲基金根本上就是一种取决于是否选对「人」与选对「关系链」的商业行为。当投资者将血汗钱交付给某一个基金经理或基金组合时,投资者期望的是藉此参与真正有技术与专业的投资机会,而不仅仅是某一种特定的投资策略或某一个僵化的投资流程。比方说,投资资金在可转债套利策略的经理人身,投资者要的不只是买入债券、计算delta对冲仓位再卖空股票对冲的典型作法。事实上这个策略的复杂程度并不仅于此,尽管部分的学术界人士有不同的看法。可转债套利策略还有其它的获利机会与模式,而且会随着时间的推移而不断变化。投资者就是希望能够进入可转换债券市场中,把握市场无效率不均衡的套利机会。投资者要的是加入那些在可转债套利市场中有专业技术与经验的基金经理,藉由他们的竞争优势来参与可转债市场各种无效率的投资机会,而不是选择其他滥竽充数的泛泛之辈。

投资对冲基金

投资流程

Infusion of capital always
changes characteristics of
opportunity set
钱潮起落牵动
投资机会的隐现

投资机会向来不会是无穷无尽的，它会受到资金规模的箝制。当过多的资金追逐同一个市场无效率的机会时，这个获利机会也将因此而烟消云散。然而，常被忽略的是，大量聚集的钱潮本身也会孕育出新的市场无效率机会。2000年(因为科技泡沫破灭而受惠)的合并套利策略，2005年(因为债券市场崩跌而受惠)可转债套利策略都是经典案例。举例而言，在经历2000年那些出人意料的大额并购案例之后，大量的资本蜂拥进入合并套利的市场。那些新加入的投机资金中不乏来自合并套利策略的外行经理人，或是心存侥幸而跨界投资的股票长短仓策略经理。大量热钱造成许多已成定局的合并套利案件中买卖双方股价价差收敛更为快速。然而，老练的基金经理此时就会反向操作(买并购者股票、卖被并购者股票)而不是因袭传统的照章行事；买卖家股票、卖买家股票。经济学家海曼·明斯基就曾点出：“眼前的安定孕育着下一个不稳定”，这是千真万确的金融智语，特别适用于贪图眼前小利而滥用杠杆借贷的投资策略。这即解释了为什么挑选基金经理是投资成败关键之所系的原因之一；仅仅试图复制过去可行的投资策略，并不是一种可靠的投资行为。

Tenure and experience
probably matters
年资与经验
真的重要

评选基金经理不仅是投资流程最重要的一步，也是最繁琐的。从对冲基金行业的商业数据库搜寻基金经理信息只是一个起点，谈不上完整。要经营发展受机构投资者青睐的对冲基金的基金的业务时，光是收集资料的难度与需付出的精力就已经先建立了一道进入障碍。换言之，这意味着在挑选基金经理上，有几十年投资经验的人，就比刚进入对冲基金领域的投资者有竞争优势。

Due diligence is
labour-intensive and more art
than science
尽职调查是耗费
人力，它不只是科学，更是一门
艺术

对一个打算投资对冲基金的人而言，尽职调查是投资流程中最重要的一個方面。它需要具备优异的量化技能以及质化的判断力。因为光是对已知的数据作定量的分析显然是不够的。定性的判断分析也是和定量分析同样重要。这个观点可以说是另类投资领域的基本常识了。尽职调查涵盖了从商业角度透彻分析基金内容、审查基金经理学经历的真实性、确认是否建置足以执行基金业务的软硬件设施，财务状况是否稳健及法律文件是否完备、组织架构、关系企业、投资条件、客户基础、向其同业交互确认信息等等。所以，就像其他专业经理人所认同的，罗克珊马蒂诺（1999）认为，“尽职调查的过程是一门艺术，不只是科学”，他还强调，在规范相对松弛，容许对冲基金经理自由发挥的对冲基金领域里，审慎与正直是基金经理最重要的两项特质。正如股神沃伦·巴菲特所说：

看人，首重三个素质：正直，智慧和活力。若是不具备第一个素质，其他两个将置你于危险境地。

这智慧之语当然也适用于挑选对冲基金经理的过程，以及所有其他的商业行为。

投资对冲基金

投资流程

Manager review is dynamic and iterative
 审视基金经理是项动态多样而且重复不断的进程

Every hedge fund is different
 每只对冲基金都不同

审视基金经理

审视基金经理是项动态多样而且不间断的进程。因为尽职调查无止境。为了真正了解基金经理的附加价值，我们必须先了解他们执行业务所身处的行业环境为何。我们相信，对冲基金经理要想在这个行业取得成功，他们就必须能够适应变化多端的投资环境，并落实完整的风险管理。而这篇研究报告最重要的目的是要令投资者正确认知资本市场和投资策略的变化多端的天性。尽职调查不单只是一个特定的行动，而是一个连续不断的评估和审查过程。随着时间推演，查核重点可能从某一投资策略因素转向另一个因素，甚至是以前没想过却新衍生而出的因素。

评选和审查基金经理程序的第一步，先确定风险的来源和每个策略的回报。这涉及的能力包括正确剖析对冲基金策略的内容并解构出策略组成的要素，同时运用市场知识去判断运用这个策略的对冲基金是否有潜力因此获利？以及为了获取前述利益，对冲基金同时须承受哪些风险等？凡此种种都是难以捉摸的，特别是在风险与回报的相对关系里，最重要的风险往往是教科书中不曾教过的。也因为如此，在评估对冲基金过程中，投资者如果能有从事第一手交易和风险管理的经验，就更显得难能可贵了。

要先能辨识风险与回报的来源，才能比较不同基金经理在相同操作策略下的差异。因为对于某些基金经理而言，或许某些风险与回报的驱动因素对他们未来表现的影响性会远高于其他经理人，不可不慎。此外，某些因素也会有条件的对市场或基金经理产生特定的影响，例如资金流动性好坏或资产的层次等。因此，在挑选基金经理的过程中，具有差异化的影响因素必需适当地被分类以避免错置误用。

投资组合的选择与监测

投资组合构建

There is no accepted consensus as to how a hedge fund portfolio should be constructed
 如何构建对冲基金的投资组合是个见仁见智的问题

多数对冲基金组合的构建是结合了由下而上(基金经理的选择)以及由上而下(资产配置)这两个混合策略。而投资组合的方法与目标是会因人而异的。这些差异会体现在投资的地理区域的不同，或是投资的风格与策略的不同。有些投资者会看重他们在行业间良好的人脉关系，也有人则以科学的方式从计量分析着手构建投资组合。构建一个对冲基金的投资组合并不受限一成不变的方式，也没有标准答案。利用均值方差法(mean-variance space)构建对冲基金的投资组合只是一个起点但是并非无懈可击，因为流动性问题和其他各种重要的考虑因素都无法利用均值方差法获得改善。另外，采用风险值(VaR)评估投资组合风险只是风险管理的开始并非结束。所以我们相信许多精明有经验的投资者都会认同：当运用均值方差分析来优化投资组合之后，构建对冲基金投资组合的漫漫长途才刚启程而已。

投资对冲基金

投资流程

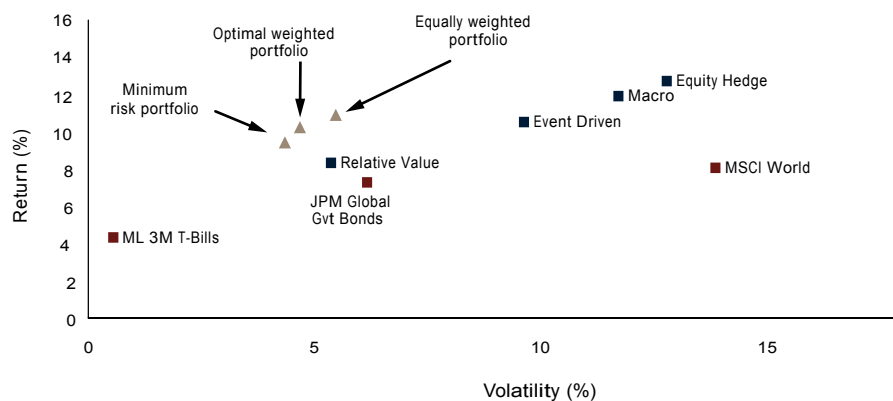
Caveat emptor: One cannot buy historical returns
投资者要注意过去表现不代表未来

图表二比较了从1990年1月至2008年6月期间，传统常用的长仓投资策略与对冲基金各类策略的往绩表现，其中也加入了以均值方差法优化的投资组合及平均权重的投资组合做为比较的对照。在这个图表的数据中，已经先将每一个对冲基金策略指数的回报率减掉3%，以响应主流学术研究中经常质疑对冲基金指数因「生存者偏离」现象而高估回报率的批评。同时也把历史波动度加乘1.5倍来反映对冲基金流动性的考虑。就算经过上述非常保守的刻意调整，对冲基金风险调整后回报率仍然远优于传统投资类别与策略。但即使如此，对冲基金的优势仍无法显现。

原因有二，第一：投资者无法买到已成过去的历史表现。甚至有少数已经投资于分散策略的对冲基金长达数十年或更久的投资者，反而会因为担心对冲基金过往的傲人表现将不易维持，而不愿扩大投资仓位。所以，这篇报告的目的是让尚未投资于对冲基金的投资者因为有更多的了解而增加对对冲基金的信心，并非彰显对冲基金的表现有多诱人。

第二：许多投资于单一策略对冲基金的投资者无法完全避免有关基金经理的风险。在图表2中，三种形式的投资组合已经将单一基金经理的风险完全分散。您也会发现即使将数据中不同类别的次策略表现纳入比较后，三种投资组合的风险回报仍是较有效率的选择。由于对冲基金投资策略的异质性与个别基金经理的差异性大，就有机会构建出像股票一样高期望回报率而波动度低于多数债券组合的对冲基金投资组合。

Chart 2: Optimized hedge fund portfolios versus strategies and traditional asset classes



Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial

All based on USD total returns from January 1990 to June 2008. Grey squares: Merrill Lynch 3-month T-Bills Index, JPM Global Government Bond Index, MSCI World Index. Black squares: Four main strategy indices from HFRI. To adjust for any biases in the underlying data, 300 basis points were subtracted from historical annual returns and volatility was multiplied by 1.5. PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

投资对冲基金

投资流程

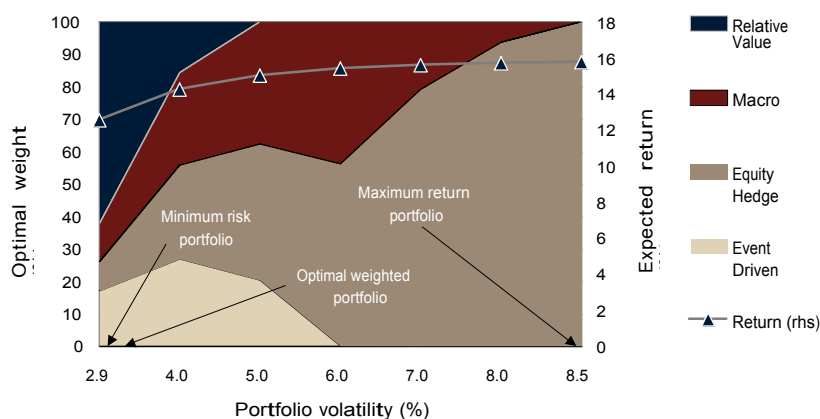
Reasonably low correlation among strategies allows constructing hedge fund portfolios with equity-like returns and bond-like volatility. 对冲基金策略之间合理的低相关性，可以构建出类股票回报却只有类债券波动之投资组合

The unfolding credit crunch is a reminder that “volatility” is an incomplete measure for risk. 现今正发生的信贷风暴提醒着一件事不能只仰赖波动度来衡量风险

图表2中的均值方差优化投资组合的历史年回报率为10.2%，波动度为4.7%，而HFRI 对冲基金的基金指数的年回报率为9.5%，波动度为5.5%。换言之，平衡式组合基金通常利用所有可行的投资策略构建出有股票般上升表现、同时如债券般抗跌的投资组合。10.2%的投资回报率较美国国库券高出约5.8%，与今日投资大众普遍认为分散架构的对冲基金投资组合回报率比无风险回报率高出4%-6%的认知很接近。

不管如何定义风险，在构建任何投资组合时风险与回报就像鱼与熊掌难以兼顾，只能尽力寻求平衡。在现代投资组合理论中是使用标准偏差当做风险的衡量指标。所以在蔚为显学的现代投资理论架构中，风险与回报的取舍 (trade-off) 才可以被衡量，因此可以依据模型构建出最有效率的投资组合。图表3呈现出的是最高波动度与最低波动度之间的「效率投资组合」。在每一个百分点的波动度变化中(横轴)我们都可以找出以相对价值(Relative Value)、全球宏观(Macro)、股票对冲(Equity Hedge)与事件导向(Event Driven)四个策略所构建的最适投资组合(相同波动度下期望回报率最高者)。在这个例子中，我们用的只是概略的数据。投资者必须注意，对于这个模型的适用性要有所保留，因为它只是这个真实投资世界中的简化结果。在对冲基金行业的真实世界中，不论是个别策略或个别基金经理(尤其后者)的回报型态将更多样化。另外，投资组合的优化也会随着采样时间与比较指数的不同而有所差异。

Chart 3: Mean variance optimal hedge fund portfolios



Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial
All based on USD total returns from four main indices of Hedge Fund Research from January 1990 to June 2008.
PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

投资对冲基金

投资流程

Most hedge fund investors use
full spectrum of diversification
potential

多数对冲基金投资者
都竭尽所能的分散投资

图3中具备最低波动度的投资组合，即所谓的「最低风险组合」，其波动度为2.9%。而回报率最高的投资组合则是100%资金完全投资于最佳回报率的策略中。从4个样本策略中，「股票对冲」是回报最高的策略。而「最有效率」的投资组合则是非常接近「最低风险组合」。图3也明确显示出落在横轴左边低波动度的平衡式组合与落在横轴右边高度集中且较具方向性的组合之间风险与回报的置换关系。许多机构投资者与对冲基金的基金都倾向于构建在横轴左边的投资组合，因为这里的风险与回报特性在横轴的另一边是找不到的。换句话说，投资者多半会选择尽量分散化的投资。表1 汇总了表3中，各类投资组合的回报率、波动度与相关性并分析如后：

Table 1: Performance characteristics for four main HFRI strategies

	Return	Volatility	Sharpe	Correlation			
				RV	Macro	EH	ED
Relative Value (RV)	11.35	3.56	1.78	1.00			
Macro	14.95	7.79	1.28	0.40	1.00		
Equity Hedge (EH)	15.75	8.50	1.27	0.58	0.59	1.00	
Event Driven (ED)	13.55	6.40	1.34	0.66	0.55	0.79	1.00
Off-diagonal correlation				0.41	0.39	0.49	0.50

Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial

All based on USD total returns from four main indices of Hedge Fund Research from January 1990 to June 2008.

PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

投资对冲基金

投资流程

Caveat lector
(let the reader beware)
警句

表2 将图3的投资组合以数字呈现。同时加入平均权重的投资组合以加深比较的效果。我们建议仅将此表视为评估回报与风险的置换关系之用，切勿错认为是资本配置的指南。而且若是我们采用不同的指数或时间区间，这四种策略的配置也将会有所不同。

Table 2: Selection of portfolio characteristics

	Minimum risk	Most efficient	Equal weight	4% volatility	5% volatility	6% volatility	7% volatility	7% volatility	Maximum return
Return	12.54	12.96	13.90	14.24	15.00	15.40	15.58	15.70	15.75
Volatility	2.89	2.97	3.64	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	8.50
Sharpe ratio (5%)	2.61	2.68	2.44	2.31	2.00	1.73	1.51	1.34	1.27
Worst month (%)	-6.23	-6.28	-6.40	-6.42	-6.26	-5.90	-6.81	-7.39	-7.65
Worst month (date)	08-1998	08-1998	08-1998	08-1998	08-1998	08-1998	08-1998	08-1998	08-1998
Worst 12-months (%)	1.12	0.50	-0.72	-1.15	-2.34	-3.28	-6.09	-7.66	-8.30
Worst 12-months (date, 12m to)	01-1995	01-1995	01-1995	01-1995	01-1995	01-1995	09-2001	09-2001	09-2001
Skew	-0.66	-0.49	-0.21	-0.15	0.06	0.24	0.18	0.16	0.15
Excess kurtosis	3.81	2.52	1.24	1.03	0.77	0.81	1.22	1.39	1.44
Correlation MSCI World (all)	0.59	0.61	0.63	0.63	0.62	0.61	0.64	0.64	0.64
Correlation JPM Global Gvt Bonds	-0.03	-0.02	0.01	0.01	0.03	0.04	0.00	-0.02	-0.03
Negative months (%)	18.0	19.4	24.3	24.8	27.5	29.7	28.8	28.4	28.4
Average monthly return (%)	1.01	1.05	1.12	1.14	1.20	1.22	1.24	1.25	1.26
Average positive monthly return (%)	1.43	1.53	1.83	1.90	2.13	2.29	2.33	2.38	2.41
Average negative monthly return (%)	-0.86	-0.97	-1.08	-1.16	-1.22	-1.23	-1.44	-1.59	-1.65
Portfolio weights:									
Relative Value	62.3	50.7	25.0	15.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Macro	11.7	15.9	25.0	28.5	37.7	43.8	20.8	6.3	0.0
Equity Hedge	8.9	13.8	25.0	28.9	41.9	56.1	79.2	93.7	100.0
Event Driven	17.0	19.6	25.0	27.0	20.4	0.1	0.0	0.0	0.0

Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial

All based on USD total returns from four main indices of Hedge Fund Research from January 1990 to June 2008.

PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

当波动度增加（从表2的左向右移动）：

- 夏普比率下降；
- 下跌(亏损)幅度和频率都增加；
- 正面和负面的回报之间的不对称性减少，是不利于投资者。

"The real difficulty in changing any enterprise lies not in developing new ideas, but in escaping from the old ones."

John Maynard Keynes
阻挠创新的不是缺乏新思维
而是抛不开旧思维
凯恩斯(英国经济学家)

也就是说，随着投资组合中加入越多方向性的市场风险，投资组合就必须接受更高的波动度，导致投资组合将越趋近于纯长仓的投资组合而产生相对较低的夏普值、较大的下跌幅度、较多的亏损月份以及获利与亏损的不对称性将越来越少。构建投资组合的本质在于利用所有可能的投资机会去分散投资风险，以及所有可能的选择去规避不想要的风险。表2最有效率的投资组合回报率虽然低于最佳回报组合达3.2%，但是它的波动度却只有它的1/3(2.9% 对 8.5%)。从绝对回报的角度而言，我们务实的认为能减低投资组合波动度达65%，算是十分保守的了。

投资对冲基金

投资流程

Difference between skill-based and market-based portfolios are best examined by examining loss properties of a portfolio
投资组合的损失成份最能够验证出技巧导向投资组合与市场导向投资组合之间的落差为何

这些投资组合如何与传统资产之组合及纯长仓资产之组合做比较？表3 比较的是3组不同的技巧导向投资组合与MSCI全球指数、JPM 全球债券指数及以按60/40(即股6债4)比例每月调整的混合式组合。后者的混合式组合代表平衡式纯长仓的投资组合。当纯长仓的投资组合被视为市场导向的投资组合时，另外三组对冲基金投资组合则被视为技巧导向的投资组合。技巧导向的投资组合是由投资组合经理完善的平衡配置与睿智的投资仓位来降低风险，而市场导向的投资组合风险与回报高低则是主要取决于市场的方向而非基金经理的能力

Table 3: Skill-based versus market-based portfolios

	Skill-based			Market-based		60:40 portfolio
	Minimum risk portfolio	Most efficient portfolio	Equal weight portfolio	MSCI World	JPM Global Gvt Bonds	
Return	12.54	12.96	13.90	7.24	7.37	7.56
Volatility	2.89	2.97	3.64	13.91	6.27	9.03
Sharpe ratio (5%)	2.61	2.68	2.44	0.16	0.38	0.28
Worst month (%)	-6.23	-6.28	-6.40	-13.32	-4.30	-6.89
Worst month (date)	08-1998	08-1998	08-1998	08-1998	04-2004	08-1998
Worst 12-months (%)	1.12	0.50	-0.72	-27.87	-6.53	-15.84
Worst 12-months (date. 12m to)	01-1995	01-1995	01-1995	09-2001	12-2005	03-2001
Skew	-0.66	-0.49	-0.21	-0.49	0.16	-0.26
Excess kurtosis	3.81	2.52	1.24	0.59	-0.02	0.23
Correlation MSCI World	0.59	0.61	0.63	1.00	0.13	0.96
Correlation JPM Global Gvt Bonds	-0.03	-0.02	0.01	0.13	1.00	0.40
Correlation 60:40 Portfolio	0.53	0.56	0.58	0.96	0.40	1.00
Negative months (%)	18.0	19.4	24.3	38.7	39.2	35.1
Average monthly return (%)	1.01	1.05	1.12	0.66	0.61	0.64
Average positive monthly return (%)	1.43	1.53	1.83	3.17	1.74	2.14
Average negative monthly return (%)	-0.86	-0.97	-1.08	-3.30	-1.15	-2.12

Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial

All based on USD total returns from four main indices of Hedge Fund Research from 1990 to 2007.

PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

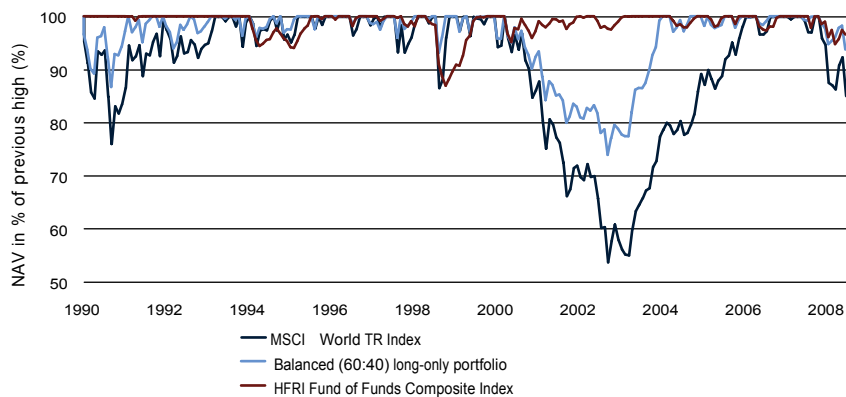
**Not all portfolios are treated equally
并非所有投资组合都被平等看待**

最低风险投资组合与最有效率投资组合与混合式60/40投资组合在最差月份下跌程度是接近的。然而最大的差别却在于最差的累计年化回报率。技巧导向投资组合表现最差的12个月累计回报虽然小但仍是正值。但是混合式60/40 组合在2001年3月前的12个月却损失了15.8%。这是传统投资组合与构建完善的对冲基金组合的重大差别。我们认为这些技巧导向的对冲基金组合的功能就是在于避免发生传统投资组合这种既深且久的重大损失。

投资对冲基金

投资流程

Chart 4: Underwater perspective (January 1990 - June 2008)



Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial

All based on USD total returns. Balanced portfolio is based on 60% MSCI World TR Index and 40% JPM Global Government Bond TR Index, monthly rebalanced.

PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

Balanced hedge fund portfolios - unlike long-only portfolios - have avoided extended periods of negative compounding
不像纯长仓投资组合
平衡式对冲基金组合
可避免长期的投资负表现回报

图4 说明差异所在。图中标示出投资组合的每一个历史净值与先前高点的比例变化。如此我们可以具体看出产生损失时的比例以及净值跌落水平面以下时维持的时间。当然，对冲基金组合也会有应付不来的市场状况而产生损失。然而，其损失幅度不但是相对轻微也从未发生长时间的衰退。可惜的是，HFRI指数在1994年才开始编制，所以在1994年之前对冲基金指数的数据质量并不完备。

投资对冲基金

主要经纪的角色

主要经纪的角色

主要经纪的业务是投资银行或是大型证券交易商提供给对冲基金的服务中相当重要的一环，主要提供对冲基金交易与营运所需要的基础架构。服务项目包括有价证券保管、结算、融资及持续性的资产服务(如服务处理、股息处理等)。当对冲基金与不同的经纪进行交易时，主要经纪也提供了将各个交易帐户整合的服务，以利完成与各经纪交易的清盘与结算。除了交易相关业务之外，主要经纪也提供证券保管服务，担任基金资产守门员的角色。他们备有专门的客户服务团队处理对冲基金的日常行政运作与交易报告的服务。

Prime brokers are often gatekeepers for difficult-to-borrow stocks

主要经纪常常是交易量少的股票看门人

Prime brokers provide financing and leverage to hedge funds
主要经纪融资给对冲基金

Prime brokers have widened their offering massively over the past few years
主要经纪在过往几年已经大幅扩大服务的方面

由于卖空是对冲基金重要的获利手段之一。因此提供融券额度给对冲基金也是主要经纪的重要功能。于是是否有能力把市场上流通量少或抢手的证券顺利提供给对冲基金，也是对冲基金选择主要经纪的重点。

对冲基金可以透过在主要经纪设立的保证金帐户或是交换交易(Swap)帐户获取杠杆功能。多数主要经纪能够提供各类不同资产类别的融资，也有能力平衡对冲基金所造成的融资仓位风险。主要经纪是依据客户的投资组合内容如投资仓位价值、已融资投资仓位风险与整体信贷价值等来判断融资风险。

除了资产保管、结算、财务融资等业务之外，主要经纪也致力于投资在开发新科技上，意图提供客户更实时的盈亏状况、风险告知，市场交易状况等服务，另外也发展更具附加价值的行业顾问服务及资本中介服务。行业顾问服务对于对冲基金的营运模式有着通盘的着墨，不论是从协助对冲基金的创立到整个基金的生命周期所涵盖的营运模式都能提供服务。提供顾问服务的主要经纪会协助对冲基金申请法律上的成立许可、建立公司与基金架构、员工聘雇、外部支持服务者的挑选以及持续性的咨询服务。而资金中介服务则是为对冲基金提供量身订制的市场营销顾问，同时也能将对冲基金介绍给投资者，并协助举办研讨会以及巡回说明会等。

投资对冲基金

主要经纪的角色

Hedge funds' internal
operations vary
对冲基金
内部营运差异大

主要经纪是对冲基金营运中不可或缺的部分，同时对冲基金内部的营运架构也是多样化的。举例而言，有些选择自行建立自己的技术架构与行政管理系统，相反的也有些会选择与能够提供市场信息服务、投资组合计算系统与风险报告的行政管理商合作。因为他们同时也能支持交易指示管理、结算前的对帐与交易后的再确认等服务。

为了确保交易能够确实的被执行、保留与管理，对冲基金通常必须与外部的机构合作。一般而言，对冲基金在交易过程中会与以下三种外部伙伴产生互动。交易经纪接受交易委托、在市场中执行交易，然后同时向主要经纪与对冲基金回报确认。交易完成后，对冲基金会向像主要经纪回报交易的细节，然后由主要经纪纪录并与交易经纪所提供的交易确认内容进行核对。如果交易经纪提供给主要经纪的交易细节有不相符时，对冲基金必须立刻联系双方。如此透过主要经纪每日的交易结算报告，对冲基金可以尽快发现并解决任何不一致的事宜，或对保证金账户余额不足等做出应对。

行政管理人从主要经纪取得交易细节并且与对冲基金提供的数据进行比对查核。确认无误后，需汇整报告给对冲基金，同时也追踪投资组合的资产计算、净值计算和注册的投资者变化等。交易经纪、主要经纪、行政管理人都支持对冲基金有关营运的任务，但是主要经纪扮演整合、清盘、保管的多元角色。

尽管本章节是在介绍主要经纪的角色，但是需要注意某些特定非流动性的资产，如银行债券、交易凭证、直接融资、私人投资与一般店头交易等业务都已经渐渐不属于主要经纪的服务范围。许多此类交易都被记载于独立的计算机系统，如常见试算模型与数据库系统中。在此情形下，经理人与行政管理人之间的整合工作将由交易经纪执行，此外，这类情况通常花费高且较为复杂，而交易对手也常无法定期提供评估报告以利净值计算。

投资对冲基金

对冲基金的基金

对冲基金的基金

Fund of hedge funds construct and manage hedge fund portfolios thereby diversifying idiosyncratic risk
对冲基金的基金的投资组合能够有效分散风险

Fund of funds have been vehicle of choice for new entrants
对冲基金的基金一直是新手投资者的敲门砖

最常见的对冲基金的基金经理，顾名思义就是负责构建并管理以对冲基金为投资标的的投资组合经理。对冲基金的基金透过多种基金的组合，以求达到符合投资者对风险/回报的要求，并达成分散个别基金特有风险的目的。这类组合各种不同策略基金的目的即为提供比单一策略基金更为稳定的回报。对冲基金的基金可以做到广泛的分散投资或是高度集中在某一类基金、风格或是地区。

受惠于每年的正投资回报率与2000年起对冲基金开始公司化后新资金的持续流入，对冲基金的基金资产的年增长率达到**32.4%**。对冲基金的基金已经是多数新手投资者尝试对冲基金投资的敲门砖。时至今日，依据不同的调查组织的问卷调查显示，对冲基金的基金所管理的资产大约占整体对冲基金行业的**40%-50%**，即约1兆至1.25兆美金左右。

对冲基金的基金的表现常被戏称为「乏味无趣」。而有意思的是，「乏味无趣」正是对冲基金的基金所欲传达的特质，也就是稳定、持续的绝对回报，才是长期资本复合增长的前提。

Table 4: Ranking of fund of funds with other investment choices

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	CARR
17.5	19.0	12.3	26.3	5.6	21.3	14.4	16.2		26.5	6.2	4.4	19.4	33.8	15.2	10.0		10.8	4.8	9.5
11.8	15.5	4.6	12.3	4.2	19.3	14.0	16.2	15.3	25.3	4.1	2.8	1.8	14.5	10.1	7.5	10.4	10.3	1.2	7.4
8.4	14.5	3.9	3.2	1.3	11.1	5.3	5.3	5.2	4.9	2.3	-0.8	1.0	11.6	6.9	3.1	5.9	9.6	-2.4	7.2
-16.5	6.4	-4.7	23.1	-3.5	6.0	4.4	1.4	-5.1	-5.1	-12.9	-16.5	-	1.1	1.3	-6.5	4.9	5.0	-10.2	4.4
Equities				Bonds				T-Bills				Fund of Hedge Funds							

Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial

Notes: 2008 includes June. All total returns in USD. Equities: MSCI World Index; Bonds: JPM Global Government Bond Index; T-Bills: Merrill Lynch 3-month T-Bills Index; Fund of Hedge Funds: HFRI Fund of Funds Composite Index (net of all fees). CARR: Compound Annual Rate of Return.

PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

“The first rule of investment is don't lose. And the second rule of investment is don't forget the first rule. And that's all the rules there are.”
Warren Buffett
投资第一法则：不要亏本
第二原则，不要忘记第一个原则
那就是投资的所有原则
沃伦·巴菲特

图表4是对冲基金的基金与股票、债券、国库券和原料的每年回报率的比较表。对冲基金的基金的表现：

- 过去18年来，除了1994、1998年之外，对冲基金的基金创造最多年度的正回报表现；
- 在统计的18年中，既鲜有最好的回报率也少见包尾的表现，就是「乏味无趣」之所在；
- 因为有效避免了因大幅亏损而无力回天的情况，所以对对冲基金的基金创造过去18年半中所有上述投资工具最高的复合回报率。这无疑就是沃伦·巴菲特所强调投资原则的真意。

投资对冲基金

对冲基金的基金

对冲基金的基金经理的投资理念

之前曾提过，对冲基金行业与传统持仓资产管理行业是有本质上的差异，也就是允许投资者追寻不同的获利策略。而两个极端的策略选择就是先前章节所提到的：1、追求投资组合波动风险的极小化，或2、追求期望回报的极大化。前者追求的是无风险回报率再加上4~6%稳定获利目标，而后者则是追逐接近20%的绝对回报。多数的对冲基金投资组合倾向结合以上两种极端策略的不同比例，并显示出投资组合中方向性或是非方向性的偏好程度。

The fund of funds managers' investment philosophy is one of the key considerations about which to gain insight
对冲基金的基金经理的投资理念是能否获利的要素之一

对冲基金的基金经理是否笃信『掌握进出市场的时机』是左右投资结果的关键因素。许多专业的经理人已经发展出一套当投资机会来临时的风险趋避模式。认同投资行为论的基金经理认为一般投资者很难辨识重要事件的投资机会，也无法辨识那是偶而出现的好运还是可长期成功预测的机会。对冲基金的基金经理认为他们的投资者比其他工具投资者更有机会获取价廉物美的总体市场风险溢价(Beta)(译注：以对冲基金的基金创造出近乎对冲基金整体行业的回报率)这些投资者也会被能将附加价值从市场风险中发掘出来的投资经理人经理所吸引，而这类基金经理也通常对仰赖买卖时机持保留态度。另一类极端的经理人则偏好挑选投资时机策略，这些投资经理较采取机会导向和方向性的策略。请记住第一只对冲基金(由阿尔弗雷德·琼斯成立)的投资目标是减少净(市场风险)风险仓位，提高投资技巧的风险仓位(选股技巧)。因此虽然对冲基金行业曾在1970年代初期盛极一时，后来却因大量运用单纯长仓及融资杠杆等背离对冲基金的原意的做法而式微。

Most fund of funds managers blend directional with non-directional strategies
多数对冲基金的基金投资经理多兼采方向性与非方向性策略

对冲基金的基金之经理不论是否会明确点出来，他们架构投资组合前的第一个决定就是确认投资策略中方向性的寡，看是要偏向如表3的左边还是右边。表3右边的策略偏好方向性市场风险居多，而左边的策略则相对较少或是完全不包括方向性市场风险。多数对冲基金的基金的经理常混合着方向性与非方向性策略。简而言之，由于策略低相关性所带来的分散投资的好处，让对冲基金的基金经理没有道理不善加运用于构建投资组合上。

风险管理经验与其他无形能力

辨识风险特质与了解风险的能力是投资对冲基金的重要课题。一位好的对冲基金的基金经理要能够展现出足以生存在最复杂的金融工具与投资策略的技巧和经验。这项专业使得对冲基金的基金经理得以脱离过往表现的迷思，理性的评估每一位转投资的基金经理在每一种策略的潜在亏损风险。这样理性评估也让对冲基金的基金经理对整体投资组合的风险程度有所感受，特别是当组合中25%、50%甚至75%的转投资经理同时发生亏损的时候。值得注意的是，在过往组合式对冲投资表现不彰的时期，如2007年8月或2008年1月，当时约有70%~80%的经理人都遭遇亏损赔本。

Having been around the block a couple of times probably helps
投资受阻的经验有益无害

投资对冲基金

对冲基金的基金

此时就像我们先前提过的，这些表现最糟糕的基金经理将一跃成为头版新闻的话题，但是报导没提到的是，还是会有**20%-30%**的基金经理仍能逆势取得正回报。在**2007年8月**、**2008年1月**的艰困时期，表现最佳的前**10分之一**的基金经理分别取得**3%及4.4%**的正回报。这些正回报表现平抑了市场受压的亏损程度，也让对冲基金行业的整体表现免于像自由落体般的难堪。

Intangibles are impossible to measure or model. They need to be assessed
无形的能力无法被量化衡量
而须要被质化评估

能否被投资者认同并交付资金投资的无形的能力之一就是基金经理的动力，这不论是在选择传统投资工具或是另类投资工具的基金经理身上都是适用的。一位具备高度投资动力的经理人，不论在管理费用、管理资金总额、资金流动性、投资透明度上都比一般的经理人更好。但是，像风险管理经验或是投资动能都无法有效衡量或是模块化。此时就必须仰赖质化的判断。

投资的诱因

Principal and agent co-investing could easily become the norm in investment management
基金经理与经纪商于基金中投入自有资金，这种休戚与共的作法将形成对冲基金行业不成文的规定

一位对冲基金经理常被投资者询问的问题就是经理人自己投入多少资金在该只基金中。一般的认知是，如果一位基金经理将**20年**的积蓄或是等值的财产投入基金中，会比只愿意投资一年红利在基金的经理较佳。这种利益共存的论点也适用于对冲基金的基金经理与投资者之间。这个论点在于投资者与经理人的利益是绑在一起的。未来投资管理业营运模式可能会促使经纪商也必须与投资者的利益共存。在绝对回报的领域中，这种状况已经存在了。因为「利益所有权」是重要的，就像沃伦·巴菲特的妙喻：「毕竟，谁会去清洗租来的车子呢？」

Incentive structures - apart from being a hot potato - bear optionality the investor needs to understand
表现费的设计结构
带有投资者必须了解的类期权特性

然而，基金经理投入资金的额度多寡并非是一项好的动机指标。它无法指出这类投资诱因暗藏的类期权特质。举例而言，一位**28岁**，有着**3年**投资资历的对冲基金经理设立了一只对冲基金，并与投资者一起投入了他全部的**100万美金**资产在基金中。若从先前的思维逻辑中，基金经理会有较高的动机将基金管理好。然而，我们认为事实未必如此。因为若是这个对冲基金的创业半年后失败，他只失去**3年**的积蓄和**6个月**的工作时间，他大可再回到华尔街重操旧业，而非损失惨重。这个例子就像个便宜的价外期权：风险有限、机会无限。

"I'm more concerned about the return of my money than with the return on my money."
Will Rogers
与其关心我的投资回报
我更担心我的本金拿不回来
威尔 罗杰斯

另一个极端的例子是有一位资深的对冲基金经理，他的资产占了**10亿**大小的基金规模达**90%**。这个超高比例的自有投入资金，使得基金经理没有诱因去创造获利，这特别容易发生在自傲的基金经理身上。举例来说，对这类经理人而言，曾经获取特殊获利的声望比可能发生重大损失的风险要来的重要。即使发生重大亏损并不

投资对冲基金

对冲基金的基金

会对该基金经理的生活型态有任何影响，该经理人仍可能花时间打打桥牌而不愿花更多的时间管理实际涉足的风险。在这种案例下，打桥牌的输赢或许会影响基金经理的自信，但绝不会伤害经理人的收入。华尔街资深的对冲基金经理巴顿·毕格思曾提到，对许多资深对冲基金经理来说，他们的好胜心已经从过往提高基金表现的竞争转换为降低高尔夫球差点的比较。

Some managers revert to
the mean and below
有些基金经理的表现
会回归均值或更低

基金经理表现衰退只是另一个「回归均值」的案例。某位过往表现优异的经理人可能逐渐变成高风险、低回报表现的经理人。这有可能是他失去了竞争优势、对成功的渴望。有可能往绩仅是一时好运，并非突出投资技巧而纯属侥幸达成而已。也可能是他所擅长的市场无效率投资机会已经因为众多模仿者的加入而消失。无论什么状况，曾经是看似卓越的投资机会已经变得令人失望。

资本配置窗口

任何市场都有供需失衡机会。在早期对冲基金行业尚未公司化时尤其如此，但时至今日，市场机能的增进使市场的效率性比5年前要好。如图5所示。

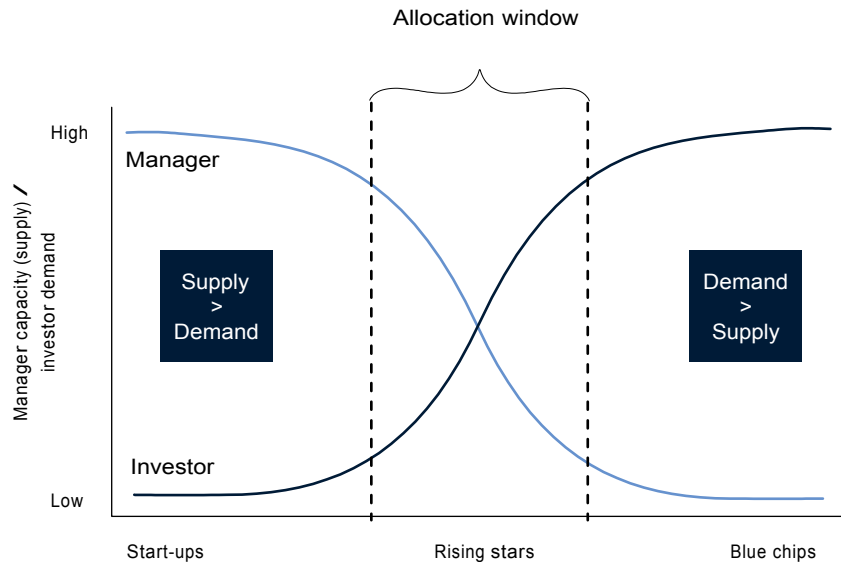
Maximising assets under
management is not always
optimal
追求基金资产极大化
未必是最佳的选项

初创成立的基金经理有意愿也有能力管理比投资者当时愿意投资的资金还更多的资产。当投资者还等着观察基金经理的表现如何的时候，基金经理的胃纳量(capacity)产生了超额供给。然而，一旦经理人建立起投资表现引发投资者的投资需求时，投资者的投资金额将超过经理人愿意承受的范围。这种类似期权费用架构的特性，使得不论从投资或是商业来看，追求管理资产极大化的作法都是不适当的。在这两种不均衡的供需情境中，透过资本配置窗口(在窗口范围内，资本的供需可取得较佳的平衡点)可以更清晰的找到平衡点。投资者可以找到合理的资金出口，而经理人也能募集到合适额度的资金。

投资对冲基金

对冲基金的基金

Chart 5: Supply / demand imbalance and allocation window



Source: RMF

Funds of funds might have a wider allocation window than investors with less resources
对冲基金的基金经理比一般投资者有能力扩张资本配置窗口

Ability to secure capacity is still important
确保投资对冲基金的管道畅通仍然重要

Is it a “war for talent” or a “talent bubble”?
有天份的人是需要竭力争取还是多如过江之鲫?

对冲基金的基金经理或是一位经验老到的对冲基金投资者因为比其他一般投资者有着更佳的投资背景与行业关系，所以会拥有较为宽广的资本配置窗口。再者，对基金经理进行大量由下而上的基础研究使资本配置窗口更向左边延伸。这些深入的研究不但可以发掘尚未建立优异表现的基金，也让投资者投资这类基金时更具信心。从这些研究所获得的信心程度是构建投资组合和决定规模大小的基本要素。所以在发掘基金经理上，有许多研究资源可供支配的投资者比没有资源或是稀少资源的投资者有优势。

一个投资者或许有能力将其资本配置窗口推展至图5的右方。藉由对基金经理提早产生更多的信心，投资者可以确保未来投资配置的规模。然而，这个观点却比几年前要薄弱。首先，对冲基金信息已不似以往那么封闭不明。其次，基金经理也找到方法增加他们的规模-不论对错-用以符合投资者需求的增加。

搜寻并辨识有天分的经理人

在整个另类投资流程中发掘有天份的经理人或是有专业技术的经理人算是最重要的议题，对对冲基金而言尤其是如此。挑选基金经理的其中一个方面是经理人的名声。个人名声可能是所有无形能力中最接近品牌认同的一项。我们曾发现有基金经理的投资天份是与其对冲基金业务人数成反比现象。（业务人力愈多，基金经理的操作表现愈差）。

投资对冲基金

对冲基金的基金

虽然我们不至于采用如此偏颇的结论，但是在少数成功的基金与滥竽充数模仿的基金之间有着极为显著的不同。

Successful hedge fund investors
need to be in the loop
成功的对冲基金投资者
必须是圈内人

一位对冲基金的投资者必须要能够置身于能掌握有天份基金经理讯息的信息回路当中。这样才能在评估的流程中尽早发掘到有能力的基金经理。有些投资者早在有能力的基金经理宣布成立新基金之前就能将他们辨识出来并追踪他们。换句话说，一位投资者若有能力取得对冲基金核心幕僚提供关键信息，一定比一般投资者更有信息优势。

尽职调查与表现追踪

Manager due diligence is an
important and integral part of
the fund of funds manager's
value proposition
对对冲基金的基金经理而言
针对转投资基金经理的尽职调查
是一项重要而不可或缺的能力估值

对冲基金的基金经理的尽职调查工作是整个估值工作的一环。他是否有能力挑选到最好的基金经理一直是个争论不休的议题。就像多数由下而上选股策略的股票型基金经理会宣称自己有超优的选股能力，多数对冲基金的基金经理也会自称他们有较佳的挑选转投资对冲基金的能力。然而，投资者可以透过评估对冲基金中的基金经理在绝对回报策略领域的经验值而先行评估他们的尽职调查能力。这就是为什么多数对冲基金的基金经理会在公开说明书中列出他们在行业的工作年资。

并没有明确规范指导基金经理该如何评估。以下列出几项参考因素：

投资策略	辨识出机会在哪儿、随之而来的风险为何、投资流程的定义、对投资策略的市场知识
执业经历	投资组织者与风险管理能力、策略运用、经历过的市场环境、对市场资金流量影响的理解、独立研究能力、不同交易的通盘理解
资产规模	管理资金额、管理资金增长的能力、投资者的质量与分群
后台营运	后台基础建设与可靠性、费用结构、决策与执行流程、质量优劣、稳定性、员工福利与离职流动率
无形能力	正直、活力、生活型态、价值观等

Driving with a rear view only
has its limitations
只用照后视镜驾车视野变的狭隘
尽职调查不能坐井观天

投资者都熟悉一段话：「过往表现不代表未来的结果」。所有金融服务业都有这一行警句。凭着过往表现而投资就像在崎岖山路驾车下坡时只看着照后视镜，危在旦夕。然而，许多投资者要投资对冲基金时，似乎只注意到投资过往表现。殊不知，依赖过往表现的量化分析来评估和筛选基金经理是狭隘的。至少还需要辅以深入的质化分析与严谨的尽职调查流程。毕竟将量化分析运用在风险控制的功能性更胜于用在选择基金经理的用途上。

投资对冲基金

对冲基金的基金

Qualitative information
is important and essential for
manager assessment
质化信息在评估经理人时
是重要且不可或缺的

Manager selection has become
more difficult and
labour-intensive despite
increase in transparency and
information flow
尽管
透明度与信息流已改善许多
基金经理的选择
却变的更为困难及耗费人力

Fund of funds have a cost
advantage relative to most
investors
相对投资者而言
对冲基金的基金有成本上的
优势

The Amaranth incident of 2006
caused fund of funds
disintermediation to reverse
2006年千年红基金的事件导致
对冲基金的基金架构再受到重视

In a fund of funds both strategy
and manager risk is diversified
透过对冲基金的基金可同时分散
策略与基金经理风险

拥有包括基金经理质化信息的专有数据库是很重要的。这些质化信息可用来比较并排序同一种投资策略中不同基金经理的表现好坏，也能藉此精密地评比出个别基金经理的优势与劣势。如此在构建对冲基金的基金时，某一基金经理的弱点就可以被投资组合中另一位基金经理的优势所平衡。这样子的调整是没有这类数据库的投资者所欠缺的。

有鉴于质化研究与尽职调查的重要性，投资者在评估对冲基金的基金经理时将会评估他们经理在基金数量与日俱增时，是否有足够的资源设备可以管理吃力不讨好的尽职调查工作。以前，对冲基金的基金经理可能声称每季要从每10位新的基金经理中挑出一位杰出的基金经理。现在这个任务可能是在每季要从100位新基金经理中挑出一位或两位好的基金经理。同时还得避免这些好的基金经理成为遗珠之憾。

尽管对冲基金行业已变得更透明也更具信息流通性，选择好的基金经理也同样更困难且吃力不讨好。几年前，对冲基金的基金声称它的价值在于创造超额回报Alpha的能力。今天，对冲基金的基金经理的附加价值在于帮助投资者以较低的成本执行费力困难的挑选基金工程。

有些时期，某些顾问行业建议投资者将资金从对冲基金的基金移转至多元策略基金中，使对冲基金的基金担任对冲基金投资桥梁的功能减少。这背后的逻辑是因为对冲基金的基金与多元策略基金都是分布式投资组合的架构。单从策略分散的角度而言，这是正确的。如果这是唯一的考虑因素，只有收取一层费用结构的多元策略基金当然是有较佳的吸引力(多元策略基金一层收费显然比对冲基金的基金的二层收费要低廉)。这个论点的瑕疵是两种型态的基金虽然都能分散策略的风险，但是多元策略基金却无法分散个别基金经理的风险。以2006年9月千年红多元策略基金的垮台为例，投资者为单一基金经理风险付出惨痛的代价，也反转了对冲基金的基金的非居间化，使其回到主流，也淘汰了主张「对冲基金的基金趋于式微」论调的顾问业者。

图6 是以策略分散程度和基金经理分散程度做为绝对回报组合分类的依据。毫无疑问，投资者从千年红基金失败案例所学习到最重要的课题就是分散基金经理风险。虽然一直有许多讨论提到多元策略基金的好处，但多元策略对冲基金并非对冲基金的基金的完美替代方案。因为平衡的对冲基金的基金是同时针对策略与基金经理做分散。

投资对冲基金

对冲基金的基金

Chart 6: Diversification characteristics of hedge fund vehicles

		Strategy diversification		
		Yes	Some	None
Manager diversification	Yes	Balanced Fund of Funds		
	Some		Concentrated Fund of Funds	Strategy Baskets
	None		Multi-Strategy Hedge Funds	Single-Strategy Hedge Funds

Source: Alternative Investment Solutions

The key to manager diversification is to have numerous and independent risk managers and risk management processes
基金经理分散的关键就是要有足够且独立的风险管理人和风险管理流程

Some single-strategy hedge funds might run better diversified portfolios than some concentrated multi-strategy funds
有些单一策略基金比集中化多元策略基金的分散性还要好

与多元策略基金比较时，即使集中化的对冲基金的基金都有更多基金经理分散措施。因为多元策略基金的行政风险是极端集中的；只有一位独立的风险管理员。而有着10位基金经理的集中化对冲基金的基金，可能就有十位独立的风险管理员与风险管理程序，其营运风险是远低于多元策略基金。我们认为这是个重大的转变，因为在千年红基金事件之前，基金经理分散的议题是不被重视。不过，多元策略基金也有比对冲基金的基金好的优势，主要是多元策略基金在执行资金重分布时调整的弹性与速度更快。

要注意的是，之前所谈到有关对冲基金的异质性与动态变化其实是诡异难辨的。有些多元策略基金可能在某一特定策略上有着集中化的风险，同时有些单一策略基金却能有跨策略的分散性，而不需被强制分类。他们的界线是模糊的，除此之外，基金在生命周期中投资策略可能会有变化，但是有可能不会被重新分类。以千年红基金为例，原本它成立时被分类为多元策略基金，但是到头来什么策略也不是。

投资对冲基金

对冲基金的基金

“Anyone who likes legislation or
sausage should watch neither
one being made.”

Otto von Bismarck
任何喜欢法律或是腊肠的人
都不会喜欢它们的制作过程
俾斯麦

Regulation adds transparency
and normalizes an industry
政府规范
增加行业透明度与标准化

“A ship in port is safe, but that's not
what ships are built for.” Oscar
Wilde

停在港口的船是安全的
但那不是制作船只的目的
王尔德(爱尔兰剧作家)

Assessing leverage can be tricky
杠杆的评估可以是
见人见智的

透明度

基金透明度始终是对冲基金研讨会以及机构投资者所重视的热门议题之一。对冲基金经理或是其他有融资的投资者倾向不揭露基金的仓位，主要有两个原因：第一，多数基金经理认为他们比一般投资大众有相对优势。所以他们是藉由这个市场上没人知道或更优于市场多数参与者的方法在赚钱。这种竞争优势与利润基础既然是他们安身立命与创造价值的来源。那么保护他们认为最具价值的优势就是合理的行为了。第二，若是基金经理持有的仓位是不具流动性的资产却被其他人知道了，那么市场上其他的投资者就可能会刻意与其对做，或是拉大该仓位的价差。市场无效率性常见于非流动性市场而不是流动性市场。

1998年第3季的期间，长期资本公司在危难时刻因为持有不流动性的仓位被揭露，导致市场其他投资者与其对做而造成更大的损失就是个有名的案例。

2008上半年的银行业就是另一个经典的例子。银行业一向比对冲基金被规范的更严格。所以当银行经营不善面临倒闭的情况被揭露后，银行业就像1998年的对冲基金行业一样，被强迫去杠杆化的要求让银行业陷入更严重的问题。除了要有透明度之外，多少因为银行业被法规要求要有一致的管理，因此而趋于同质化。银行业在同质化的过程中，对冲基金仍然是异质化。(随着对对冲基金的规范日渐增加，也将促使该行业日趋标准化)。直到2008年6月止，同质化与高透明化的法规要求成了银行股价从高峰跌价50%的部份原因，而对冲基金只跌了5%。

杠杆

对冲基金领域另一项热门话题就是杠杆的使用与误用。然而，杠杆既不是一项独特定义的概念，也不是一项独立使用的风险衡量。不过，杠杆对投资者，交易对手和基金经理仍是很重要的，因为它对三项可量化且重要的风险有着显著影响：市场风险、信贷风险和流动性风险。对冲基金的基金经理必需要有能力监督财务基础和风险基础的融资杠杆水平。

没有任何单一种方式能够完整涵盖市场参与者、法规规范单位或是市场观察者所认知的融资杠杆。的确，在「对冲基金实务」的案例中，当风险减少时，交易将会增加某些杠杆的水平但同时也会降低市场中其他部分的杠杆。融资杠杆的调整在不同基金之间是互有消长的。这显示一个现象：融资杠杆不是一项可以单独使用的概念，而是需配合市场风险量化、信贷和流动性等指标的评估来进行运用。它也是有经验的基金经理比资浅的经理人在衡量风险时更有优势的地方。

投资对冲基金

对冲基金的基金

Distinguishing between style drift and seeking new opportunities is not always straight forward
投资风格偏移与开创新投资机会往往只有一线之隔

Exploiting new opportunity and adapting to change nearly by definition means drifting from the original style
探寻新机会、因应新改变在定义上而言就代表偏离原来投资风格

Manager flexibility to adapt to changing circumstances is an embedded characteristic of the hedge fund structure
经理人因应环境而改变的投资弹性原本就是对冲基金结构的一项特色

“In economics, the majority is always wrong.”
John Kenneth Galbraith
经济学中，多数人都是错误的
高伯瑞(美国知名政治学者)

投资风格偏移的风险

另一个对冲基金投资者需要进一步监控的风险因素是投资风格偏移。投资风格偏移是指对冲基金经理偏离其所擅长或具有利基的投资领域，转而进入其较为劣势的领域。过往常见的例子就是固定收益套利经理跳入境外股票市场或是股票经理去投资俄罗斯债券。但是区别在相关领域「找寻新投资机会」与「投资风格偏移」并不容易。几乎所有企业都会随时间演进而有变化，不论是因为本身的因素(如扩大营运)或是外部的因素(如因应外在环境改变)，这当然也适用于对冲基金行业。

一般有两种投资偏移的模式：短期的投机和持续长久偏离经理人的擅长领域。若是永久性的改变则势必要重新评估投资风险。有人认为短期投资的投资风格偏移并不像长期改变投资风格那样具有负面性。短期投资偏移对投资者除了是风险，就好比是企业为求规模经济而扩大营运规模一样代表新的机会。举例而言，可转债套利策略基金经理在分析信贷与波动度变化上也有着竞争优势。所以比起其他较不消息灵通的投资者而言，他们更有机会在探寻相关交易市场的无效率时获利。

历经多年的演变，对冲基金经理采用多元策略的趋势一直有所增加。由于不同投资市场循环变化能创造出更稳定投资获利的价值已经吸引对冲基金采用多元策略。藉由投资在一位意图达到绝对回报的经理人身上，投资者就已经不自觉的投资在有专业技巧的经理人上，而非仅投资在特定资产类别或是某一投资技术、策略或流程。这也反应出基金经理的投资弹性。对冲基金经理并不受限在复制表现基准点，而是要有能力找寻投资机会或是市场的无效率性。所以基本问题在于对冲基金经理被允许可以偏离他自己核心专业到多不一样的程度。

投资范围的限制会同时在两方面产生效果。一方面是可以减少风险，另外则限制了经理人接触能增加投资价值的机会。每一种市场都会随时间改变。改变与其副作用-不确定性，是社会科学中最确定的两项变量。比如说，市场无效率容易在被大家知道而引发资金竞逐时消失。若是对经理人的规范太严，他就无法在相关的投资领域或市场中探寻到市场无效率出现时的获利机会，而错失第一时间的领先者优势。

投资对冲基金

对冲基金的基金

Taking operational short-cuts
is akin to selling out-of-
the-money puts
在营运上走投机快捷方式
好比卖出价外看跌期权
风险无限而获利有限

法律与规范

对冲基金的法律人员必须取得足够的授权及资源才得以独立且有效率地运作。如此才能主动管理基金经理在交易上的法律风险，尤其是聚焦在管理关联性交易与个别交易的文件上。法务功能的重要性有时候常被低估，而且常被视为成本支出以及阻碍赚钱的管制行为。然而，近期历史就提供很好的理由为何法务功能不该被如此看待。许多没有执行严谨法务控制的对冲基金就已经被迫付出更多时间和金钱来为他们的这个错误辩护。这样的做法造成交易和投资组合构建时管理上的失误，有时甚至会导致客户大量赎回并危及公司本身的营运。对冲基金投资者必须确认基金经理采取具持续性和有条理的方法记录其交易，这样在市况不佳或是基金表现下跌时，法务相关的后果才能更清楚地被预期与管理。在评估市况受压时对冲基金的流动性时，来自法务方面的规范能使得风险管控获得更有用的评估信息，其中也包括基金的交易文件(关于基金结束，抵押和融资成数)。这些法务规范也是耗时费日的。再一次提醒，投资者若是在法务文件管理上走快捷方式，风险形同卖出价外的期权。

结语：投资对冲基金

被动式投资策略因为较低的成本与受到学术界主流观感的认可，而在全球投资界受到欢迎。例如美国最活跃的ETF投资成本只有10个基点，而机构投资者甚至可以用更低的价格，就能获得市场风险溢价(Beta)。也就是说，投资者投资于S&500总投资回报指数(TRI)一年，到2008年6月为止，不需要支付较多的费用，但是取得13.1%的亏损。而对冲基金的基金在同一时期取得-0.2%的回报，却需支付较多的成本。对于投资对冲基金达2.5兆美金的投资者而言，较高的投资成本似乎是值得支付。

总体而言，投资另类投资，特别是对冲基金，对于认同被动投资法的投资者来说是反主流的作法。就定义上，对冲基金采用主动的投资风格。他们着重的是绝对回报，与以市场指数为基准点或是复制表现基准点为主的相对回报是相反的投资方法。

虽然对冲基金常被描述为另一种资产类别，事实上它并不是。投资者可以将对冲基金以及其他自营买卖账户所执行的策略，视为有别于传统长期持有长仓型投资方法的不同策略。我们认为可以将价值投资策略与增长投资设略分类为相对回报领域的次群组，而股票长短仓策略与市场中性策略就是绝对回报领域的次群组。从这个观点来说，对冲基金就只是资产管理领域中投资风格的再延伸而已。

投资策略

If you're hot, you're
hot;if not, not.Saying

事实胜于雄辩

- 很多主流学院派人士不断强调对冲基金的数据库并不完整，市场也具有效率性，对冲基金只不过是采用卖空看跌期权的策略，本质上与欺骗投资者无异。但是主流学院派人士却从来不提凡是分散地投资对冲基金超过10年的投资者，很少人会不满意他们的投资表现。

- 多数投资于另类投资领域的投资者都是有着稳健保守的财务目的。他们明显地偏好累积资产而非亏损赔钱，因此选择不再像一般投资者完全仰赖股票与债券的上涨来达成长期平稳累积财富的投资目的。

- 最近十年，另类投资领域成长的主要驱动力之一，就是愈来愈多的投资者了解到，丰富多样的另类资产和对冲基金策略所提供的获利来源都是不一样的。尽管还有许多复杂难解的问题，如估值与流动性的议题以及非线性回报的特性等，但是，另类投资的获利来源有根本上的不同，却是毋庸置疑的。

对冲基金的分类

Classifying hedge fund
strategies is difficult

将对冲基金的策略分类是困难的

不同的对冲基金被分类于不同的策略中。而不同的策略又被分析为不同的投资风格。不同的策略有着不同的风险/回报关系以及不同的获利来源，这个特性让投资者能够藉由投资在多种不同策略而非单一策略上而获利。然而，为对冲基金分类是极度困难的事。不同的数据与信息供应商常以显著不同的分类方法提供对冲基金领域的信息。投资者需要记住，接下来的分类只是检视对冲基金策略众多方法之一而已，不是全貌。

“The universe of alternative
investments is just that
- the universe.”

Richard Bookstaber

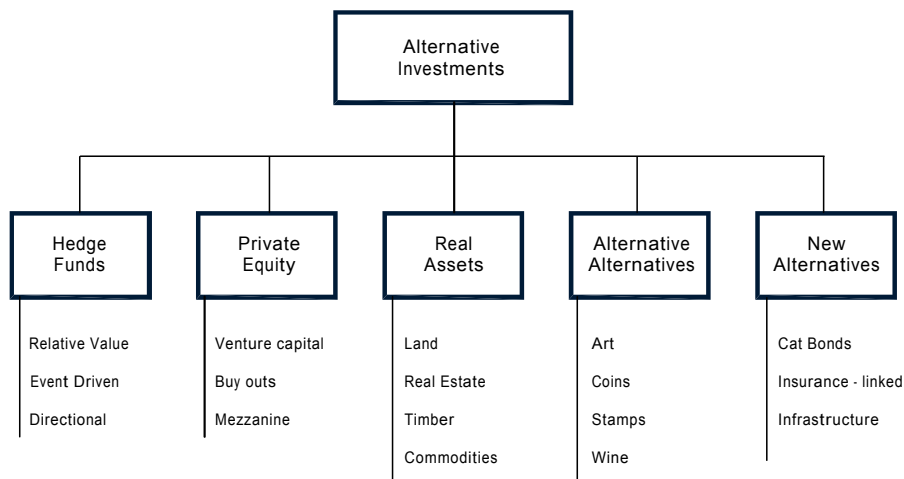
对冲基金的世界包罗万象
李察·布克史塔伯(金融吃人魔作者)

从投资者的立场，投资对冲基金最重要的课题之一就是对于对冲基金行业中不同投资策略与风险的了解。股票市场投资者很清楚了解可投资的股票市场分类包括不同的地区、行业、风格。这些不同型的股票有着不同的预期回报、风险和相关性。这个分类模式也适用于另类投资领域，特别是对冲基金。许多绝对回报策略是远远不同于对冲基金始祖阿弗雷·琼斯(Alfred Jones)当初的投资模式。图1显示着今日有关另类投资领域的不同策略分类。

投资策略

对冲基金的分类

Chart 1: Classifying the universe of alternative investments



Source: compiled from various sources

Hedge funds are not
“buy-and-holders”
对冲基金并不仅是长期持有者

许多投资者将对冲基金视为有别于债券或股票般的资产类别。然而，如之前所谈的，对冲基金经理与传统投资工具的基金经理有着多方面的不同，它不是「长仓」、「长期持有」的策略。对冲基金的投资极具弹性，除了「购入持有」以外的策略，对冲基金都做。

Hedge funds do not easily
fit into a box
对冲基金不易以单一框架界定

另类投资领域非常多样，对冲基金也是一样。这意谓着要将对冲基金分类是困难，而且也是很主观的，不同对冲基金数据供应商之间的信息经常是不一致且无法代表全貌的。任何对冲基金分类的方法就像是要把圆球塞入方盒子中，永远都无法贴切适当。但是即使分类方法并不明确，对冲基金分类仍有其必要性。因为对冲基金分类后可以使整体的投资更有条理也能简化构建投资组合的步骤。然而，任何分类都有其不完整性。以下所谈都是分类对冲基金的方法之一。要注意的是，多元策略对冲基金与对冲基金的基金都能同时投资在不同的策略中，所以不包括在以下的分类当中。

One way to classify hedge funds
is by their directional exposure
to equity and bond markets

依据对冲基金在股票与债券市场的方向性
风险仓位来分类是其中一种方法

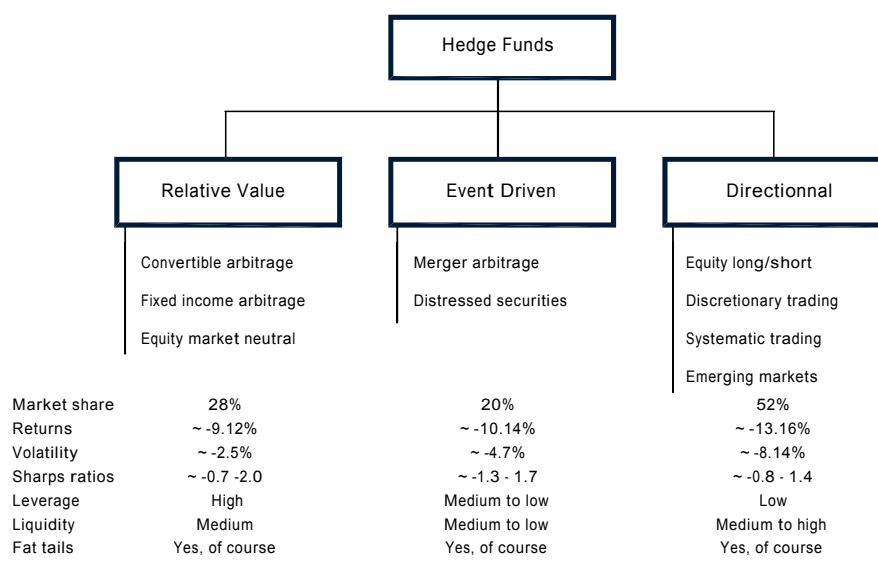
图2先将对冲基金策略分为「相对价值」、「事件导向」、「方向性」等三个策略。同时也在图表下方标示个别策略的市场占有率以及常使用的表现统计数据以利进一步的探讨。这个分类的逻辑是以投资方向性由左至右递增。要注意的是「相对价值」一词常被视为「市场中性」的同义字。在这个类别的策略是指在股票或债券市场很少方向性或是没有方向性的仓位（即是少量净仓位或是为净仓位为零）。

投资策略

对冲基金的分类

位于图中央的「事件导向」策略，顾名思义就是投资机会与风险都与市场某类事件有关。在「并购套利」(风险套利)策略常见于一般的并购事件。而「受压证券」策略中，指的是一家可能面临营运困境的公司所呈现的投资机会。两者的差异是后者有方向性的投资属性，前者并没有。最右边的类别是「方向性」策略。基本上所有具备市场方向性倾向但不符合前面两个策略定义的对冲基金，都属于这一个分类。

Chart 2: Classifying hedge funds by strategy and sub-strategy



Source: Adapted and modified from Ineichen (2000)

PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

Multi-strategy hedge funds
are even more difficult to
classify than single strategy
hedge funds

多元策略基金比单一策略基金更
难去分类

许多对冲基金都是先从单一策略基金起家的。但是随着资产规模增加之后，它常会投入不同策略领域中。这些衍生出来的子策略若不是独立成为新的单一策略基金，就是直接变成「多元策略」基金。资产规模的扩增只是促使单一策略基金转变为多元策略基金的诱因之一。更大诱因是就投资组合而言，受惠于新策略与原始策略间的低相关性而增加获利机会。

机构投资者或是高资产净值投资者能透过不同方式参与对冲基金。但是在许多地区，投资对冲基金有巨大的门坎和限制而难以直接投资。有趣的是，要投资杠杆倍数比对冲基金更高的银行业并没有太多限制，投资对冲基金却处处受限。有些地区甚至要求投资者只能投资由「投资银行」包装过的对冲基金商品。

投资策略

对冲基金的分类

Demand for capital guaranteed
fund of hedge funds structures
has declined

对于保本型对冲基金的基金
的需求已经减少

Tradable indices have
underperformed and comprise
only a tiny slice of overall
market share

可交易对冲基金指数的表现不彰
而且只代表整体市场的少部分

“You can't program a computer
with management skills from
Jack Welch's book and expect it
to run General Electric.”

Ed Easterling

你不能将从杰克威尔许的管理书籍学到的
管理技能程序化并依赖计算机来经营通用
电器/

艾德·伊斯特利(知名投资专家)

大约在2000年-2002年期间，对冲基金制度公司化的初期，有些机构投资者和私人投资者透过保本结构的产品投资对冲基金的基金。这么做的原因是他们对冲基金还不熟悉，加上当时股市如自由落体般崩盘也让他们倾向于风险规避。随着熊市远离，投资者的风险承受度也随之增加，市场上对结构式保本产品的需求也因此减少。

在2003年左右，另一种投资概念-可交易的对冲基金指数，也出现在市场。她主要是因应机构投资者对透明度与流动性的需求。可交易的投资指数也是典型的对冲基金投资组合，组合中的基金经理同意提供具有实时性的高透明度和流动性。这一篮子的投资组合是透过对冲基金平台交易。可投资指数的最大优势就是透明度与流动性，但是最大的劣势就是表现不彰，主要是因为最优秀投资经理人们没有意愿也没有必要成为指数的成份基金，而导致的负选择。假如在2003年3月投资100美金在HFRI 全球对冲基金指数(其为可交易的指数)，在2008年6月30日止可成为131.6美金。相较之下，若是投资在HFRX 对冲基金指数则成为172.1美金。HFRI是不可交易的指数，代表对冲基金行业扣除交易成本后的平均回报与完全分散的投资组合。估计投入在可交易指数的资金约30亿-50亿美金，仅是2.5兆美金行业规模的一小部份。

过去两年还有一个投资概念浮出水面，就是主动管理的资产回报，可以用更低的成本被动的被复制出来。这个概念可以说是古时炼铅成金术的再延伸。对冲基金过往回报呈现出在牛市像股票、在熊市像债券的回报特性显得非常具有吸引力。然而，对冲基金与对冲基金的基金的费用结构总是被嫌过高。所以如果对冲基金的总投资回报可被复制且费用可被省去，净回报自然就会增加。(如果直接复制净回报再为此收取费用就不合理了) 我们认为复制对冲基金的策略及相关的投资概念所占的资金额度不会超过50亿美元。只是因为众多对冲基金研讨会在讨论这个议题以及大量媒体的报导，有可能吸引投资者的关注，使让复制被动回报率的投资资金有所增加。彭博社报导的5只复制对冲基金类的产品，在2008上半年的表现约在 -1.2%~-9.8%，而HFRI 对冲基金的基金综合指数的预估绩效为-2.4%。

投资策略

对冲基金的分类

“Academics talking about hedge funds is like nuns talking about the kama sutra.”
Prof. Sandy Grossman

学者对对冲基金高谈阔论就好比尼姑
评论古印度欲经一样不伦不类-葛罗
斯曼(经济学家)

透过复制对冲基金回报率，消去了基金经理功能这个点石成金的概念主要来自学术界。投资回报随机化是学院派财经学的一大支柱。声称能藉由市场的低效率而获利，是整个对冲基金行业赖以兴盛的论点，但是这显然与目前学术界仍在教授「效率市场」与「回报正态分布化」的现状格格不入。有人曾对此提出解释，认为对冲基金行业所能提供的信息非常有限，若是其将所有统计偏误都纳入考虑的话，对冲基金的表现根本不值一提。也有学院派人士认为对冲基金经理其实并没有太高超的技能，多数只是虚晃一招欺骗投资者。这派人士认为，理论上，基金经理很容易成立基金，也不需要实际的技巧，只需要有系统地卖出期权取得期权金，收取基金管理费用，直到基金最后清盘。这类的研究只是选择性摘录并忽略投资生命周期的整体性。有个重要的方面常被忽视的就是专业投资者很难与其目前的雇主切割，自己去成立一家资产管理公司、一只对冲基金，就能募集到1亿美元。在基金成立的第一天就有10亿美金的资金对许多新创基金经理而言都是天方夜谭。因为要募集足够资金仍是非常困难。特别是机构投资者不会随便就投钱在新基金上。成立一只基金需要有够好的背景资历、信任关系、人脉网络，个人活力，商业头脑以及正式营运前数以百次的简报说明，才有机会获得种子基金的投入。

Hedge fund industry has become more diverse over the years, allowing investors to construct conservative portfolios

对冲基金行业随时间演进而更为多样化，使得投资者得以构建稳健的投资组合

在对冲基金行业的历史中，多样化的策略与经理人是正常。与日俱增的多样化特性让投资者可以构建出具有类似债券风险特性的对冲基金投资组合。20年前，对冲基金无法构建出年波动风险仅5%的投资组合，现在已经不是问题。

投资策略

回报、波动性、夏普指数和其他

回报、波动性、夏普指数和其他

Historical single strategy hedge fund returns could be upwardly biased
单一策略对冲基金的历史回报恐有高估之嫌

当对冲基金以名符其实的主动投资经理人之姿态问世的时候，市场具有高效率、挑选股票无用论，以及我们最好都从事被动式指数投资法等投资观点已经成为学院派主流长达四十年了。所以，当对冲基金在2000年左右开始公司化制度化的时候，部分学院派财金专家试着要把对冲基金风险调整后较佳的表现解释为那是因为对冲基金行业信息不足所造成的假象，尤其是「生存者偏误」的影响所致。对冲基金行业信息质量的确不足。根据许多学术报告声称，尤其在1994年之前的单一策略对冲基金的回报率，每年都有誇大50基点到300基点。这意思是股票长短仓策略的分散投资组合从1990到2008年6月并非以每年15.8%复合回报增长，而“仅仅”是以12.8%复回报率增长。

Table 1: Hedge fund strategy performance characteristics (January 1990 - June 2008)

Index	Annual return (%)	Volatility (%)	Sharpe ratio	1M Returns		12M Returns		Drawdowns / losses		
				Best (%)	Worst (%)	Best (%)	Worst (%)	Worst (%)	Recovery (months)	Negative returns (%)
MSCI World	7.2	13.9	0.20	10.5	-13.3	45.1	-27.9	-46.3	40	38.7
JPM Gvt. Bonds	7.4	6.3	0.47	5.7	-4.3	24.9	-6.5	-8.1	11	39.2
ML US 3M T-Bills	4.4	0.5	0.00	0.7	0.0	8.4	1.0	0.0	n/a	0.0
HFRI Fund Weighted Composite	13.3	6.7	1.34	7.7	-8.7	39.0	-6.4	-11.4	7	26.1
HFRI Relative Value	11.4	3.6	1.94	5.7	-5.8	27.3	0.9	-6.6	6	14.4
HFRI Event-Driven	13.5	6.4	1.43	5.1	-8.9	31.9	-4.8	-10.8	7	21.6
HFRI Equity Hedge	15.8	8.6	1.32	10.9	-7.6	55.2	-8.3	-10.3	10	28.4
HFRI Macro	14.9	7.9	1.33	7.9	-6.4	55.1	-7.1	-10.7	15	30.2

Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial
PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

Returns fluctuate: extended periods of negative compounding is a historical fact and a statistical possibility

历史上投资回报率长期低迷的情况司空见惯

就算调整各种偏误的影响，使每年的表现减少几百个基本点，对冲基金的长期回报仍是非常吸引。不论在这篇报告或其他地方，我们一直强调投资者不该只看中过往表现而投资对冲基金。相反的，投资者自己应该先认识对冲基金到底是什么，而不是一厢情愿的认定他。我们不厌其烦的点出过度重视过往表现可能造成日后的严重亏损。举例而言，在股市投资中会采用长仓、长期持有的投资方法，也是在假设股票长期能够提供诱人的正回报的前提下。然而，这个论点在接下来的10-20年，甚至短期间内却可能是错的，因为将通货膨胀率计算进来后，股票投资可能呈现每年的负增长。以日本股市为例，直到2008年6月底，日本股市总值仍然低于1989年高点近50%。也就是说若是日本投资者从1990到2008年6月一直采用长期持有的只持好仓策略，他的总投资回报率在股利不课税、计入通货膨胀率的情形下，年复合回报率仅为 -3.6%。

投资策略

回报、波动性、夏普指数和其他

The possibility of an extended period of negative compounding is an alternative way of looking at risk

投资回报可能陷入长期低迷的机会率是风险的另类看法

“There can be few fields of counts for so little as in the world of finance.”
John Kenneth Galbraith

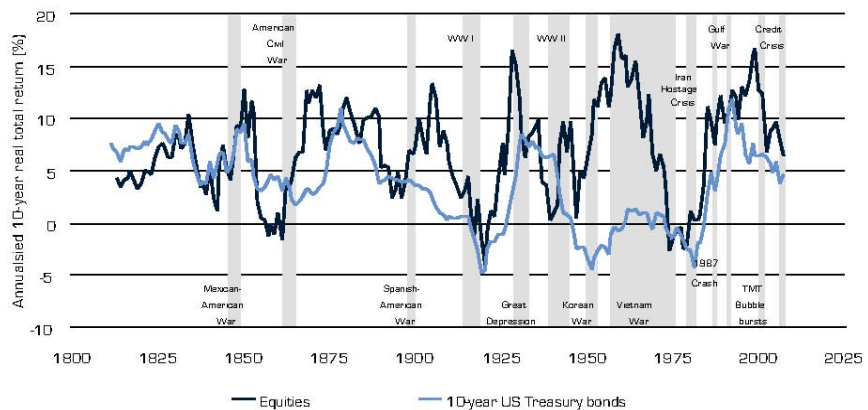
历史上很少有其他领域像财务金融一样，人们即使付出再多努力也往往徒劳无功-高伯瑞

“In the long run, we are all dead.”
John Maynard Keynes

长期来说，我们大家都死了
-凯恩斯

图3展示出除了日本之外，股市与债市在其他地方也会发生长期的负增长。而那些全心全意认同、拥抱绝对回报投资理念的投资者，则认为绝对回报投资的风险在于获取极低的回报或扣除通货膨胀后产生负的回报率。当然，这种看法大大不同于一般的风险定义，如每月回报率的标准偏差或是偏离基准(指数)的可能性。

Chart 3: 10-year real total returns in the United States (1813 - 2007)



Source: Alternative Investment Solutions, Global Financial Data, Thomson Financial
PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

也有研究指出长期投资于股市中的回报好坏要看进场时的市场估值。以美国S&P500的指数为例，投资者有20%的机会率是选在股市的相对高点进场，而导致10年的实质年化回报率接近0%，也就是没有增长。这指出长期而言股价的确是会上扬，但是要能活的够久才看的到这个结果。正如凯恩斯指出：长期是错误的概念，因为长期之后我们都死了。经济学家们往往把事情过度简化而没有实质帮助。好比是暴风雨季时，只能说暴风雨过后就会风平浪静的废话。

投资策略

回报、波动性、夏普指数和其他

Long-term survival and prosperity is pre-conditional on surviving in the short run

长期生存与繁荣的前提是要能撑过眼前的短期

It requires an extended bear market for investing in hedge funds to become apparent

长期的熊市有助投资对冲基金的好处变得明显

对凯恩斯这位在投资与机会率的权威而言，暴风雨是不足为奇的正常现象，风平浪静是个不切实际的奢望。在他的哲学中，市场均衡与市场中间值都是神话，不应成为我们构建投资的基础。我们都无法规避短期，因为长期就是许多的短期所组成。要活的够久并享受到好处的前提是要能度过眼前的短期。

一般而言，股灾会对投资者过度的投资自信心产生压抑的效果。以2007-2008年的全球金融市场信贷危机为例，它粉碎了房价不会崩盘或是金融风险可透过财务工程对冲掉等等想法。仅管过去数十年来全球股市与债市的实质回报率长期负增长，但是纯粹长仓的长期持有投资理念似乎是不受影响。如今许多投资者为了达成稳健和保守的理财目标，已部分地放弃完全依赖长仓的想法，而转进了许多不同的另类资产与投资策略中。这些选择累积资产而非持续亏损的投资者已经不再单是依靠股票与债券来达成其累积财富保全资本的目的。这些投资者尽可能的分散投资。毫无疑问的，分散投资是个保守的财务手段。将资金做适度的分散可增加获利的机会率，也减少了在长期投资期间遇到大幅亏损或失去控制的财务损失。有两个方面在这要再强调：即估值与流通性。

投资策略

估值

估值

The current credit crises have emphasised the importance and the complexities of valuing less liquid assets

当前的信贷危机加深了低流动性资产估值的重要性与复杂性

A sound valuation policy is prerequisite for all financial institutions, including hedge funds

健全的估值政策是所有金融机构不可或缺的，而对冲基金也是一样

几年前，资产估值的方法论和评定估值政策并不像今天受到重视。那是因为当时市场流动性相当充裕，而对冲基金也多投入公开交易市场，同时大部份时间持续地产生正回报业绩。此外，大部分对冲基金都是以每日按市价估值反映市场上进行交易的价格。然而，在过去3、4年间有了改变。

尽管只有比较少量对冲基金持有难以估值的仓位，估值程序就变成金融机构的大问题，特别是对对冲基金的评估。最近，证券的报价的不确切性疑虑一直升高。不同的证券商对于同样的证券有不同的报价，也跟交易价格不相符。这使得计算每月基金净值变得更困难。同时，某些GAAP一般通用会计原则并不接受折价计算某些公司大额权益持股的证券价格，但是以证券最后成交价做为估值依据是否适当？因为能否将所有仓位以同样的价格成交都还是问题。更让投资者忧虑的是，许多对冲基金都买了很多极少交易量的结构式票据和信贷，这些产品在流动性高的市场环境已经很难定价。到了2008年，这个问题在信贷市场变得不具流动性及缺乏成交之际变得更严重。雪上加霜的是，当某些对冲基金投资者要赎回基金时却发现投资说明书中的估值条款并不符合他们的最佳利益。比如说，有些基金章程允许基金经理在宽松的范围内选择最能代表市场价值的数字来调整净值而因此容许操控价格的可能。更有甚者，基金经理不断增加持有低流动性的资产仓位，有时高达50%，而其仓位价格却仅是内部的自行估值，而非外部独立的估值方式。当投资者支付管理费用及表现费之前，需要了解这个风险。

目前的金融环境绝对需要有健全的估值政策，而这政策是需要非投资人员贯彻执行且监督估值。近来业界也倾向要有定价/估值委员会来监督基金经理是否落实估值的程序。这样的举动提高了估值程序的问责度与透明度。意见分歧规范不明的估值政策对基金净值有不良影响。尤其在市况波动大或是流动性紧缩的市况时，定价争议不断、规范语焉不详的估值政策对对冲基金的后遗症就会扩大。

投资策略

杠杆

业界有些知名且受尊重的组织协会都已提出关于基金估值的重大议题。最完整且可公开取得的基金估值指导文件就属AIMA在2007年3月提出的「对冲基金估值指导方针」，内容包涵15项基金估值的建议事项。该文件也提供了许多重要原则的说明，特别是在「公司管治」「管理信息透明度」「估值程序」「方法论」等等议题。

杠杆

Leverage is both risk and opportunity

杠杆-可载舟亦可覆舟

古希腊数学家亚基米德是第一位提出”杠杆”威力的人：「给我够长的杆子及一个支点，我就能举起整个世界」。他同时也体会到过度杠杆的危险，认为使用不当就会把整个世界抛出原来的轨迹。2006年我们曾说：

在一个机械化的系统中，被妥善使用的财务杠杆可大大地增进投资表现。几乎每个企业与家庭都以借贷、抵押的形式使用财务杠杆。但是过度的财务杠杆会适得其反造成灾难，不论是对企业、一般家庭和对冲基金都是一样。

Using leverage is akin to walking a tightrope - it requires both skill and a good sense for balance

使用财务杠杆就像走钢索-同时需要技巧与绝佳的平衡感

不论是今天或是5年前的情形都是一样。在目前的信贷风暴将对冲基金使用杠杆视为洪水猛兽之前，对冲基金多会使用财务杠杆。事实上银行业、一般企业和家庭单位也使用财务杠杆。然而在当下显而易见的是银行和家庭被认为错估误用杠杆的危险性，非对冲基金。财务杠杆本身并无危险性，而是每一个个体以及整个系统过度错用财务杠杆才是危险的。近代金融史的金融危机(美国储贷协会危机，垃圾债券，LTCM事件，目前的金融信贷风暴等等)并非使用财务杠杆的结果，而是滥用杠杆的后果。要为「滥用杠杆」下定义并不容易，但基本底线是就像每天晚餐时浅酌一杯葡萄酒有益健康，一旦豪饮成性就不是这么一回事。

An investment in the S&P 500 Total Return index of a 100 at the beginning of this decade stood at 100.5 by June 2008.

An investment of 100 in the HFRI Fund of Funds Composite Index stood at 164.6

若在十年前投资\$100于S&P500总回报指数，在2008年6月该笔资金为\$100.5；同时期若投资于HFRI 对冲基金的基金综合指数，则增长至\$164.6

当投资者去借贷增加筹码在已经投资的仓位上，这就是财务杠杆。投资者这么做一定是坚信借贷去增加仓位的回报一定高于借贷的成本。有时候，基金经理是为了避免提早卖掉获利可期的已投资仓位，而使用杠杆借贷购置新仓位。聚焦在小额价差交易领域的基金经理经常会使用杠杆在这类交易上，以放大未来回报。杠杆同时会增大交易策略的风险以及贷款人对投资组合的控制的风险，也就是要求增加保证金，或是反市场方向要求基金经理将清盘投资组合部份或全部平仓。我们认为值得一提的是，经历2007年-2008年的金融风暴时，对冲基金在调整杠杆使用量的过程做得比银行业或是其他金融机构还要好。对冲基金在市场动荡时的反应动作就是我们之前提过的「主动风险管理」及达成「不对称的回报特性」的想法。后续章节会有更多讨论。

投资策略

杠杆

Use of leverage varies

杠杆使用的多元性

从制度上，杠杆的定义表现在资产负债表上就是总资产与股权资本的比例。另一种表达的意义，杠杆在风险上的定义就是经济上风险相对于资本的衡量方式。对冲基金有许多种取得经济杠杆的方式，比如说回购协议、短仓与衍生工具合约。有时，投资的选择都受杠杆能否被使用而影响。一旦交易机构的风险承受度过高时，它的资产负债表杠杆和经济上杠杆都被受限于特定交易量的开仓保证金或抵押品规定，同时也受限于交易对手定下的交易量与信用额度的规定。对某类型金融机构而言，金融法规所规范的最低资本金会限制杠杆的使用，但是这些限制并不应用于对冲基金本身。对冲基金的杠杆使用只受限于借贷资金的贷款人与交易对手所提供的融资多寡的意愿。

Accounting-based measures for leverage can be highly misleading when assessing risk

只用会计准则的基础来衡量杠杆的风险很容易被误导

若是某只基金采用2倍杠杆，另一只没有使用杠杆，并不意味着前者会有高的风险或是会有流动性的问题。若是使用杠杆的基金是投资在政府公债，而未使用杠杆的基金是投资在股票上，会计基础(资产负债表)的杠杆数据将会误导两只基金在风险议题上的结论。因此，以会计基础的杠杆比率作为衡量方式是不足的，因为它们只是呈现投资组合中资产性质与风险的极少部份。

Leverage amplifies both gains and losses

杠杆放大了收益与损失

杠杆最常被提到的争议就是它能同时放大回报与亏损。而使用杠杆造成亏损的最大疑虑就是它会导致基金走到被强制清盘的田地。从数学上来看，亏损会拉高杠杆比率，进而增加风险承担。举例来说，100美元的资产，是自有本金20美元，另行借贷80美元所组合，将其杠杆比例视为5:1(100:20)。若是100美元资产跌价成90美元，而负债依然为80美元，其自有本金则缩减为10美元，其杠杆比例跃升为9:1(90:10)。若是投资者要将风险降低为原来5:1杠杆比例，它必需卖掉40美元资产，将90美元资产减为50美元资产。若是市场的同质性(相关性)在法规要求下或是市场景气佳的情境下而变高，那市场上所有的参与者都有类似的仓位，类似的杠杆比例，也同时要卖掉资产。

投资策略

杠杆

“Reality is always far messier and more complicated than models can capture.”

Robert Rubin

真实世界远比财务模型能掌握的还要更混乱、复杂-鲁宾(美国知名经济学者，曾担任财政部长)

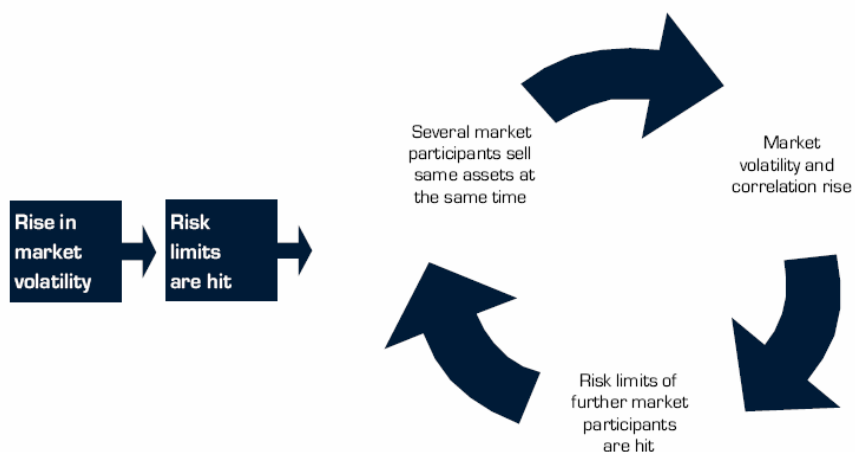
The “VAR vicious circle hypothesis” does not only apply to banks

VAR 恶性循环假说不只可应用在银行上

在市况美好而且投资回报不错的时候，为了取得更好的利润而拉高杠杆的诱惑将会变的很难抗拒。谨慎地控制仓位，特别是注意整体投资组合的杠杆比例尤其重要。当股价下跌，急切的抛售和缩减风险的市场行为会导致一连串抛售不断的恶性循环，在投资仓位清盘的过程中，市场陷入恐慌，投资者倍受亏损压力。接下来，市场流动性枯竭，许多投资者无法卖掉手中仓位，就像沃伦·巴菲特说的：「浪潮退去时，谁在裸泳都很清楚」。

阿维纳什·佩尔绍德，一位风险管理的专家，曾在2000年一篇得奖的文章中讨论过投资大众盲从、互相影响和恐慌抛售的不理性行为。图4的圆环图解释了市场强逼抛售的原因和过程。

Chart 4: VAR vicious circle hypothesis



Source: Adapted and modified from Persaud (2000)

“Nothing is more obstinate than a fashionable consensus.”

Margaret Thatcher

时尚的共识是再顽固不过的东西-撒切尔夫人(英国第一位女首相，以强悍闻名)

佩尔绍德也将此假设应用于银行业以及巴塞尔协定的所规范的标准化风险管理要求所能够造成羊群效应的行为。根据他的说法，在一个羊群效应的世界当收紧风险管理规范并提高透明度时，会反效果地造成价格波动变大，减低了分散特性，而驱动了集体恐慌。在原图之中的说明文字，佩尔绍德使用”DEAR (每日计算的盈利风险值) 限额”字眼，我们修改为”风险限额”。我们也将”许多银行”字眼改成”许多市场参与者”之后，套用佩尔绍德的图解，便能更贴切描述使用杠杆的所有市场参与者，及其评估风险的量化值，而非只应用说明银行业而已。

投资策略

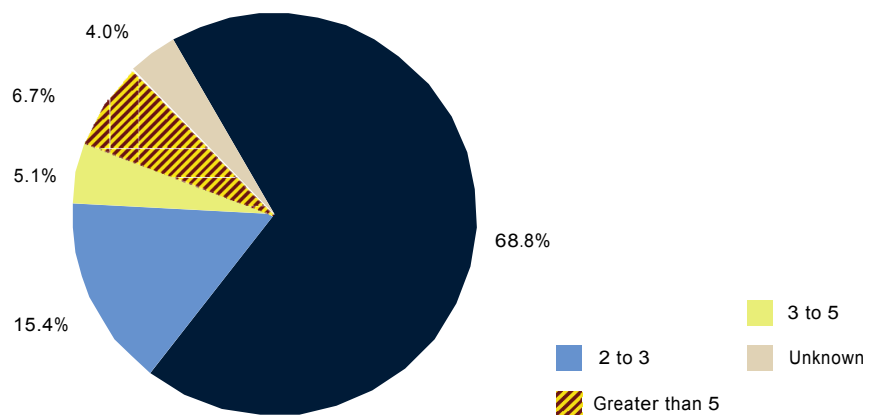
杠杆

Quantifying leverage for the whole hedge fund industry is difficult

要将整个对冲基金行业的杠杆程度量化，是件困难的事

图5呈现的是整个对冲基金行业使用杠杆的量化图。该数据取用期间是比LTCM倒闭前更早的资料。先不管杠杆如何被定义，对冲基金行业使用杠杆的比例在LTCM倒闭前是较高的，然后在俄国债券违约事件期间降了下来，之后又慢慢且稳定的增加直到2007年8月。对冲基金行业整体使用杠杆的比例在1998年夏季时与目前的信贷危机的比较，何时高？何时低？都是可以公开讨论的。我们都能接受不同的见解。有一个不争的事实是对冲基金在过去十年持续增长的过程，在今日已经对整体金融市场有更大的影响力。

Chart 5: Breakdown of hedge fund industry by leverage



Source: From Basso (2000) based on MAR Hedge's Performance Evaluation Directory, first half of 1998

Excessive use of leverage is not a representative characteristic for the hedge fund industry

过度使用杠杆并非对冲基金行业的代表性特质

股票长短仓策略的经理人是对冲基金行业的大宗族群，他们多数是在「杠杆比例小于2」的类别，而他们的总风险仓位常常低于200%。而「新兴市场策略」与「受压证券」策略的基金经理也多是如此。酌情交易策略与系统交易策略的基金经理的杠杆比率则是介乎于2~3倍或3~5倍，而套利策略则可能采用5倍以上的杠杆。要注意的是，某些策略的杠杆比例并无法像股票长短仓策略那么容易直接了当地计算。另外，因杠杆操作不当而清盘收场上了头版新闻的基金经理，多数是属于「杠杆比例大于5」的少数族群，根本不足以代表整个对冲基金行业。而只有极少数的对冲基金的杠杆比例会高过银行业。

总结来说，杠杆本身并没有对错之别，但是使用杠杆是需要配合外在机会与策略本身需要，并无明文规定杠杆的界限在那，不过它的变化需要被持续的监测。以固定收益套利策略基金为例，这类高杠杆比例的策略在整体投资组合中只能占较小的比重，因为在市况受压表现不佳之时，它的潜在亏损风险较大。集中投资风险造成投资组合的挑战也很大，尤其是其中仓位包括低流动性资产时，受压证券就是常见的例子。

投资策略

流动性

流动性

“Illiquidity and leverage can be a toxic cocktail”

Larry Summers

低流动性与杠杆是有毒的鸡尾酒。-萨默斯 (美国白宫经济顾问)

“In a hedge fund, returns should be dependent on risk management, not just on stock-picking”

Ian Wace

对冲基金中，投资回报要视风险管理而定，而非只靠选对股票-伊恩华斯(对冲基金经理)

Investment horizon for hedge fund investments is medium to long-term

投资对冲基金最好要有中长期投资目光

Some strategies involve illiquidity and long lock-ups are warranted

有些涉及低流动性的策略是有理由长期闭锁投资者的资金

杠杆与流动性是彼此牵动的。这两者偶而会令经济学定律反其道而行，因为更低的价格导致更少的需求，更多的抛售。奥国学派经济学者，以米塞思为代表，自从1940年代以来一直认为经济上问题是在信贷而非货币。经济学家明斯基也创造了「稳定性将导致不稳定性」一词来说明经济景气循环的每一阶段都会蕴酿毁灭景气的因素。索罗斯在「金融炼金术」一书也提出盲从经济学的正统理论再加上杠杆的运作，会导致金融的泡沫与崩溃。虽然许多市场参与者仍执着于观察历史违约表与相关性矩阵数据，以及重视现代投资组合理论中分散投资的好处，但那些非正统的经济看法在目前信贷危机中似乎是更为正确。

如前所述，运用杠杆不是不好，而是滥用杠杆一定不好。太多的金融灾难例证都因滥用杠杆。而流动性枯竭时就会引爆金融灾难。一个坚稳的风险管理系统与流动性有着密切关系。换言之，要分析一只对冲基金的风险管理系统时，风险管理技巧与经验是非常重要的，甚至比基金经理是否受到内规或是外在法规限制更重要。对于对冲基金的投资者而言，评估对冲基金经理时，由于这项运用杠杆的弹性会使他们比一般基金经理更难评量。

投在对冲基金的资金通常是中长期用不到的资金为佳。投资者无法像投资ETF那样随意买卖对冲基金。对冲基金经理通常会闭锁资金数月甚至数年之久。对冲基金常被它的投资者视为中长期的投资，但也不至于像私募基金的投资其投资期间可长达10年以上。

有些绝对回报策略本来就是着眼于长期的投资。例如「受压证券」的投资期间多数是长期而且低流动性。因此有较久的赎回等待期都属正常。对这类策略而言要求一年以内，如一季或更短的赎回流动性，都对其策略的特性相违背。基金经理通常会要求投资者遵守长期投资的规定。所以很重要的是基金经理要能够确认投资者长期投资的承诺，基金流动性才不会有问题。而受压证券投资策略的之破产清盘程序的期间长短很难预测，结果也有不确定性，都会造成投资于「受压证券」策略的结果无法预测。除此之外，基金经理若是也有参与到债权人及股权委员会，就必需要冻结资产直到达成协议。

投资策略

流动性

A liquidity premium could be a function of opacity and the willingness and ability to pick it up

流动性溢价就是提供给愿意承接不透明资产的人的补贴机制

Luck might not be such a great explanatory factor of superior investment performance after all

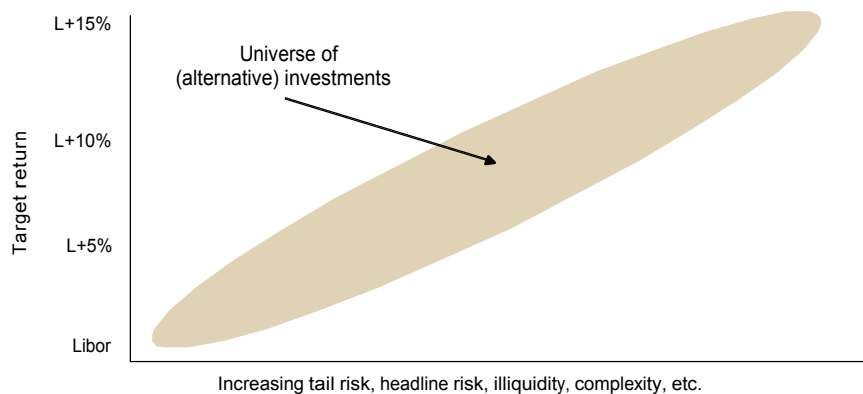
好运气毕竟无法完全解释优异的投资表现

彼得伯恩斯坦在他最近一篇文章曾强调了解过去投资环境与今日投资环境差别的重要性。他认为流动性溢价就是避免流动性停滞的功能。

流动性是懒惰的函数，我的意思是流动性是代表着须要耗费多少气力去调查某种金融工具特性的反功能指针。一块美金不需要研究。银行汇票比起个人开立的支票更不需要调查。JP Morgan 发行的商业本票比起偏僻地区小银行发行的商业本票更不需要调查。买通用电器的股票比买初起步的高科技股票不需要调查。一张不需要保险公司再保的债券或是S&P高评级的债券比起一张不保本或是非投资等级债券更不需要调查。也就是说愈不需耗力去调查的金融工具，它的流动性就愈好，也就是它转手的速度愈快，它的期望回报的风险溢价就愈低。

换句话说，多数投资机会都有不同程度的不确定性与不易理解的地方。流动性溢价成了补贴有意愿也有能力取得所需要的透明度和投资信心进而冒险投资的人，而这些是需要付出心力的。从这个角度来看，可以轻易的解释为什么机构投资者多年以来的投资表现比一般散户投资者要好，而不会仅认为那是他们的运气好。我们可以更进一步的说教科书均值方差的投资理念中，波动度就是风险程度的一个代表，不过，不同于将预期回报视为波动度的风险溢价。而是超过无风险回报的目标回报率才是低流动性、肥尾风险、大标题风险及其他复杂因素的风险溢价。在这个架构下，我们就不必将沃伦·巴菲特、耶鲁大学捐赠基金的优异投资表现解释为好运的结果。图6说明了有些投资者能够比其他人更擅长控制肥尾风险、大标题风险，并能从低流动性、不透明的资产及复杂的投资当中取得透明度信息并产生投资信心，所以完全和抛硬币作决定的运气好坏一点关系都没有。

Chart 6: Alternative risk-reward trade-off



Source: Adapted and modified from Horizon 21
Schematic illustration

投资策略

流动性

戴维史云生曾写道：

主动型经理人愿意为了达成高调整风险后的回报目标而接受低流动性资产。因为市场参与者几乎都为取得流动性而超额出价，严谨的投资者则受惠于避免对流动性证券追价，守在较冷门，较低流动性的市场中捡便宜。

Hedge funds can be long as well as short “liquidity”

对冲基金能够持长仓与卖空“流动性”

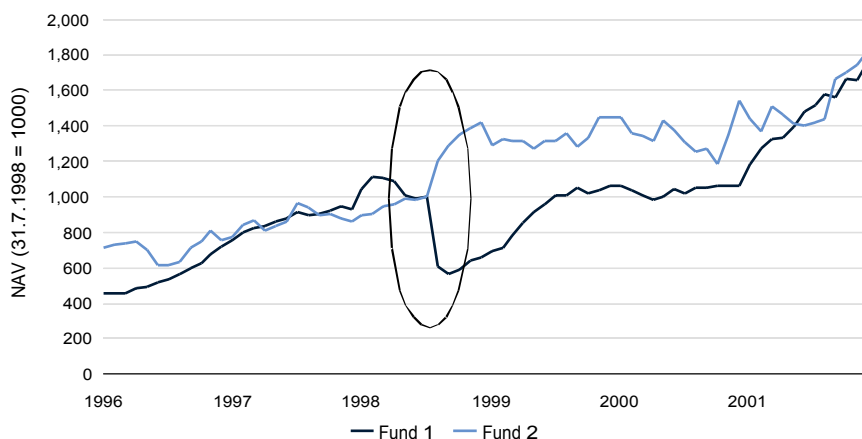
在不同策略不同基金之间存在许多差异。对冲基金中常见的特色之一就是取得流动性溢价。意思是对冲基金会以低于市价的价格买进低流动性证券，做为卖空流动性较佳价格贴近市价的证券之对冲仓位。通常在正常的情形下，这种策略会随着时间的价差收窄而获利。但是市况一旦受压时，风险趋避现象就会发生，意思是投资者会从低流动性、低质量的资产移转到较佳流动性、高质量的资产。换言之，不同等级证券之间的价差会暂时扩大，一旦市况稳定后投资者会回到原来的投资仓位上而拉近价差。这种现象并不是不会发生，但也不是会发生在所有的仓位上。总而言之，对冲基金会同时是流动性的需求者与供应者。

Hedge funds are often contrarian by nature

对冲基金本质就是与大众反向投资

对冲基金虽然具备卖空证券的投资弹性，他们也会是第一个持长仓的先锋。以遭受热钱卖空攻击而贬值的货币为例，对冲基金会进场提供流动性使得该货币逐步建立基础。投资者预期对冲基金会赚大钱的时候，这种期望会阻碍对冲基金经理买进别人已经买进的资产，因为这些资产的价格已经反映其他投资者的动向。对冲基金经理通常会被鼓励往不同的方向寻求机会。

Chart 7: Winners and losers in liquidity shock



Source: Ineichen (2007a), p. 234, data from Alternative Investment Solutions
PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

投资策略

肥尾现象

Understanding liquidity characteristics is crucial when constructing absolute return portfolios

了解流动性特性是构建绝对回报投资组合时的关键

图7显示了在1998年第3季发生流动性危机时，两只基金极端不同的表现。图表净值是从1996到2001年，将1998年7月31日净值(1998年危机发生前)为基数1000以方便比较。基金1是相对价值策略而基金2是系统交易策略。会选择这两个策略是因他们在流动性事件中的表现便利于说明。但是，构建投资组合时，了解何种策略及基金经理持有大量与流动性事件有关的仓位，以及何种策略与基金经理可从中获益是必要的。利用图7中的两只基金，构建一个平等权重且每个月重新平衡投资比重的投资组合，它在接下来6年期间的年度回报达22%；波动度12.9%。将其与同期年回报率12.7%，波动度17%的S&P500 指数做比较，显示出投资组合中的资产相关性不是重点，而是「肥尾机会率的关连性」才是重点，这也是下个主题要谈的。当市况美好，每样投资表现都是正相关时，多数投资者都乐不拢嘴。但是在市况变差投资组合也业绩不彰之后，投资者都会希望自己拥有与其他仓位有低相关性或是负相关性的投资。

肥尾现象

The idea of returns being normally distributed seems to be immune to attacks of reason

投资回报正态分布化的想法似乎比较不会被抨击

"No amount of observations of white swans can allow the inference that all swans are white, but the observation of a single black swan is sufficient to refute that conclusion."
David Hume¹

只要看到一次黑天鹅，就能让因为看到千万次白天鹅而得到天鹅是白色的结论，完全被推翻 -戴维休谟(苏格兰哲学家)

Picking up Nickels in front of a steamroller
压路机前捡硬币

「肥尾」一词是与投资回报的分布类型有关。在财务经济中，常假设证券价格变化是彼此独立的，而回报也是随机的分布在平均回报附近，回报分布的类型形成钟形的正态分布。虽然投资回报分布成正态分布状的论点自从1960年就饱受抨击最特别是Mandelbrot 和最近的Nassim Taleb-等人的抨击，它依然屹立不摇，至今仍是财务知识的正统论调。财务经济学者知道他们的模型仅是缩影，是抽象的概念。因此脱离正态分布的就会被以所谓的「高阶动差」检验，而不是丢弃掉投资回报正态分布化的假设。「肥尾」一词指的是被称为「超额峰态」的高阶动差，也就是在出现在正态分布的极左端或极右端。通常我们讨论肥尾现象时，是指正态分布左边的极端值，也就是巨大的负回报时。因为多数投资者都乐于见到肥尾现象出现在正态分布的右边，而且极少会抱怨它。

在65页的图2中为对冲基金策略及子策略做分类时，我们都认为「肥尾」现象在对冲基金中是当然有的。也就是指对冲基金的各种策略都有肥尾现象。然而，所有其他的资产类别、投资风格与投资策略也是一样有肥尾现象。要提到肥尾现象的原因-可能有点言不由衷-是因为对冲基金常被学院派指称对冲基金的投资回报分布常有肥尾现象

投资策略

肥尾现象

发生，使其成为它的特色，好比投资者是投资在风险之中。我们被重复地提醒，投资对冲基金好比是在压路机队伍前捡硬币。没事则已，一出问题时就是损失惨重。有点像是卖空看跌期权的策略一样，获利有限、风险无限。这样的论点其实是无稽之谈，原因有二，第一、正态分布在社会现象的真实世界中没有意义，特别是在投资管理中。第二、所有的投资都会发生肥尾现象。肥尾现象并非对冲基金的专利。在这个议题上，常被取用来说明的一段话是摘录自 Lord Bauer，他是撒切尔夫人的经济顾问，我们很乐于在此再提一次：

所谓安全的投资，只是当时的投资风险并不明显。

就算是过去时间序列的投资中并没有发生超额峰态-肥尾现象-并不代表该项投资就是安全的。意外总是会在不经意时出现。一段时间中没有意外出现，会导致投资者有安全的错觉，安于现况，低估并看轻投资风险。这是生命的真理：商业生命周期和投资生命周期都是如此。事情总是可能会出错。

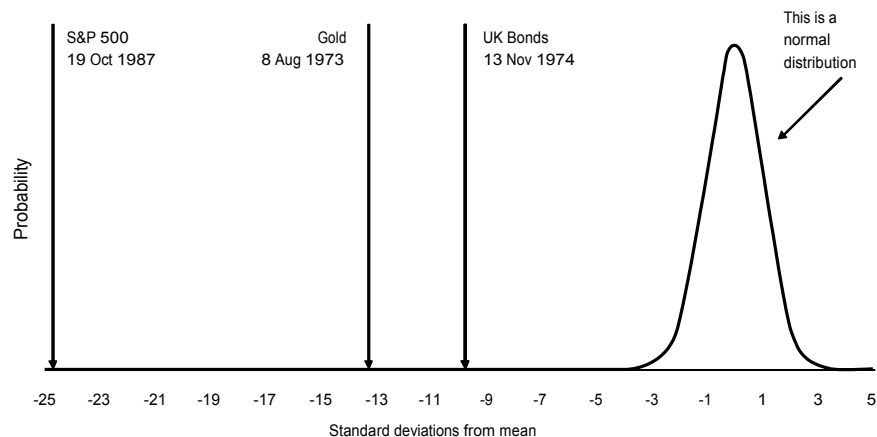
Things that can go wrong
actually sometimes do just that
有可能出错的事，那就有时会出错

我们甚至可套用一条梅菲定律在所有投资上：若是事情可能出错的话，它就最终一定会出错。套用梅菲定律就是再重申之前曾提过的「稳定安全感会带来不安全」概念。这也适用于投资对冲基金吗？当然是！过往对冲基金回报的历史数据受到认同是有几点理由。其中是，对冲基金被多数投资者避而远之，而欧洲的政客也将规范对冲基金列入G8高峰会议的议程，并视对冲基金为全球金融稳定环境威胁的最大风险，这样，对冲基金不受到普遍投资者的过份参与而能持续且稳定的创造好的回报。这情形是可能反转的。也就是绝对回报的投资理念变成投资管理的主导真理而每个投资者都认同并相信它的好处，进而每个人都投资对冲基金。如果以上情境真的发生，金融系统真的将变得动荡不安稳。

投资策略

肥尾现象

Chart 8: Normal distribution and its real world explanatory power



Source: Alternative Investment Solutions, Thomason Financial
PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

The idea that returns are normally distributed is not the pinnacle of investment wisdom

回报率呈现正态分布的假设并非投资智慧的顶尖

图8的正态分布形状表示有99.7%的观察值会落在正负3个标准偏差之间。意思是检测每日的回报率并假设回报是呈现正态分布分布时，每三年就会有一天的回报可能会低于平均回报达三个标准偏差以上。每13418年就会有某一天的回报低于平均回报率达五个标准偏差以上，而日回报率低于平均回报率达7.21个标准偏差以上则要130.7亿年才会发生一次，几乎与地球的年龄一样。在2008年，MSCI全球指数日回报落在负4个标准偏差之外的情形，则在1月、2月各发生一次。如果正态分布有任何代表意义，应该是指每隔121年，才会出现一次日回报落在-4标准偏差之外，而不是一年中出现两次。

Returns are not independent and drawdowns are not healthy

投资回报并非独立事件，而股价下跌也不健康

标准偏差或是指年化波动风险的另一个缺点就是假设每日或每月的变化都是一个独立事件。这也是没有道理的。今天的投资回报是建立在昨日的信息以及更早之前的历史。所有的，或是多数的投资者，应该都是每天都比前一天聪明。这表示从昨天到今天的投资价格并不独立，而是有关联的。除此之外，市场、资产类别、策略等都有其倾向或具循环性。意思是不只投资回报间并不独立，投资回报分布的平均数也是非常不一定。因为这个原因，许多已在绝对回报世界中投资的高手，在评估投资风险时，已经将重点从波动性与夏普指数转移到损失的多寡与发生的机会率，特别是那些有严重亏损的时候。最大跌幅的意思就是从价格高峰到价格谷底间的损失。以S&P500指数在上一个熊市，2000年~2002年间，从1500点跌到750点，指它的最大跌幅就是50%。最大跌幅的坏处，除了对损失承担者造成在心理上甚至于身体上的痛苦外，就是它需要长时间才能回复。下跌50%就需要涨100%才能回到原来的本金水平。(我们意外的发现在2000年到2002年的熊市期间，有许多人投资并不了解这个数字变化的意义)

投资策略

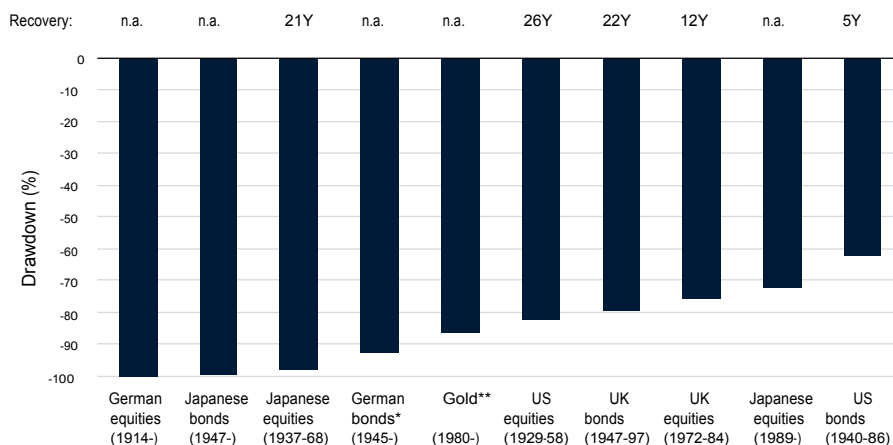
肥尾现象

“The only thing we learn from history is that we learn nothing from history.”
Friedrich Hegel

从历史中学到的唯一教训就是我们没有从历史中学到教训-黑格尔(德国哲学家)

图9 是过往投资历史上部分的大跌幅比较图。此图有向上偏移的趋势，可能是过度乐观了，原因有二，第一、该图受到统计资料的「生存者偏误」效果所影响。它仅纳入全球四大经济体的股市与债市的资料。它并没有将过去也曾经是庞大经济体却已经败亡的国家纳入。一百年前，俄罗斯与中国，还有埃及与阿根廷都很有机会步入繁荣，但是进入20世纪后就走下坡。这些曾经繁荣的经济体，他们股市的最大跌幅很有可能都落在图9的左边。第二、该图呈现的是「总投资回报」比较，也就是假设整个投资过程没有税务问题，获利也都可以完全再投资。

Chart 9: Historical drawdowns in the Twentieth Century



Source: Alternative Investment Solutions, Global Financial Data, Thomson Financial

All based on local currency real total returns, adjusted by local CPI. Gold adjusted by US CPI. Years in brackets indicate the period under water, i.e., period from one peak to the next. Recovery shows period in years it took from trough to recover drawdown fully. There is no recovery from a total or near total loss.

*Data starts 1923. Prior drawdowns would be analogous to equities.

** Gold hit \$835 in January 1980. This is around \$2,270 in today's money.

PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

The risk management profession has indeed been focussing on tail risk, despite popular suggestions to the contrary

尽管普罗大众并不特别在意，但风险管理专家却会一直关注肥尾风险

风险管理实务上，一开始通常会有估计投资回报率，也会假设未来投资回报的可能分布。以VaR 风险值来说，透过它我们可以估算某段期间(几天，几月，几年)，有99%的机会率回报会高于-5%。这个模型不会告诉我们那剩下1%会发生如何糟糕的事。因此，风险管理分析人员已经尝试修正该模型，主要是将模型的结果透过压力测试与情境分析来补充。姑且不论模型的精密与补充分析是否完整，其思路都是从常态（例如平均值）投资回报率出发向左边的正态分布想过去，也就是避免肥尾的方向。

投资策略

肥尾现象

There is a scenario or two
where the best asset allocation
and risk management will fail

即使是有万全准备的资产配置与风险管理，也有应付不来的时候

我们建议反个方向去思考，就像进行「想象实验」。我们可以想像所有的投资回报率一开始都是落在极左边的负值，然后逐渐向正常方向过去。为此，我们必需想出一个极端糟糕的情境，那可以是个不可能发生的世纪大灾难，就像「银河系漫游指南」科幻巨作中所写的外星人为了兴建一条「超空间绕道」，伯根星族人就把地球摧毁消灭了。毫无疑问，这是我们能想到的最大灾难(世界末日)的情境。若是这情境真的发生，究竟有多少资金投入对冲基金中根本就无关重要了。

只要我們有了最糟糕情境的想象之后，我们可逐渐向机会率分布于好的一面发展，然后讨论没有太糟糕的可能情境。这样的做法表示当我们评估风险时，其实我们已经将最糟糕的情境与一般的情境的各种可能都考虑进来了。也就是我们能够预期一个不太可能发生，但是一旦发生会带来伤害的情境，只是不至于到毁灭地球般的严重。就我们所知，过去一百年所发生的许多灾难都“还没有”发生为了让外星人兴建绕道而消灭任何有居民的行星的情形。

Accidents are impossible
to predict

天有不测风云，世事难料

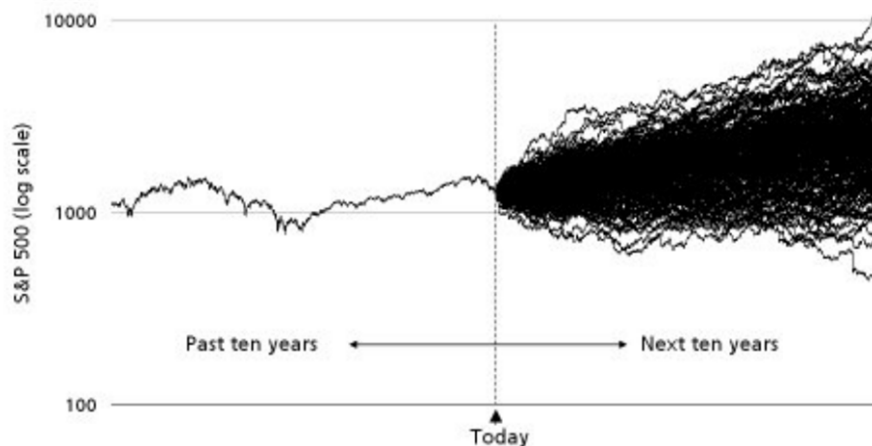
基本上，导致财富崩解的事件是无法被预见的。有人认为正因为这些事件无法被预见所以才叫意外。如果意外事件能被预见，意外就不会发生了。有许多的报章书籍预测了信贷金融风暴。但是，还有更多报章书籍预测了所有其他可能发生的事。回顾过去，我们知道谁对了。但是瞻望未来时，我们无法知道谁会对的。因为回顾过去我们只看到一个历史结果。藉由回顾历史，其他没有发生的情节都变成了不可能，他们都完全在历史的洪流中消失了。然而，瞻望未来时，我们对于会发生什么事仍是毫无头绪。太阳底下没有新鲜事，什么事都可能发生。以图10为例，它呈现S&P500指数过去十年的历史走势与未来十年的可能走势。(2008年3月19日指数为1300点)。未来十年，根据图中所有可能预测的中位数估计，指数可能以每年6%的复增长率上扬达到2455点。但是，它可能发生的情境是从460点到9500点都有可能。也就是说，对长期持有的长仓型投资者而言，运气不好的话，可能发生未来10年的S&P500的年回报率是-9.9%，

投资策略

肥尾现象

而极好运的话，就会是以22%的增长率上涨。以上两种情境都有发生的可能，毕竟两者在金融历史中也不是没有见过。以上的情境发生时，可能使每个人落入“失落的10年”。这也就是为什么当我们先前提过的机构投资者在2000年宣称说：“我们不是赌场”时显得特别滑稽的地方。事实上，采取长期持有策略的长仓型投资者就是在赌运气并希望藉此累积可观的回报。相对的，对冲基金投资者则是下注在投资与风险管理技能上。毋庸置疑的是，以上两种投资者在极端恶劣的情况下都能失败。

Chart 10: Past versus future



Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial
 Past: S&P 500 Index from April 1998 to March 19th, 2008. Future: simulation (bootstrapping with replacement) using daily returns from inception (January 1964) to March 19th, 2008.
 PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

Portfolio construction is a
forward-looking exercise

构建投资组合是一种前瞻未来的练习

如之前章节曾提到过的，要应付那些出人意料、摧毁财富的情境，就必须在开始构建投资组合的同时就建立主动风险管理作为。而这些作为并不是建基于瞎猜所有光怪陆离的情景，而是为了构建一个投资组合可以抵御那些可避免的困境(known unknowns:自己已知道所不知道的事)，最好还能保护我们远离那些难以避免的困境(unknown unknowns:不知道自己仍有不知道的事)，建立投资组合是一项前瞻未来的练习，藉此对于不可知的未来应该保持谦卑。在构建投资组合时，运用分散投资原则以及对冲风险就是主要的工具。分散投资就是指将没有风险相关性的不同资产与投资策略加以结合。若是市况正常，资产之间的正回报都有正相关性时对投资者并没有坏影响(因为赚钱)。对冲风险就是指结合不同资产或策略时，利用他们之间的负相关性而规避风险。无法带来回报的风险是不必要的，应该被对冲掉。

投资策略

肥尾现象

Q: What is the definition of a long-term investment?

A: a short-term investment that went wrong
Saying

问：长期投资的定义为何？ 答：一个错误的短期投资(不得不延长投资期间)

Outsourcing risk management is an option

将管理风险的工作外包是选项之一

“In an institutional environment with staff and committees and boards, nearly insurmountable obstacles exist. Creating a decision-making framework that encourages unconventional thinking constitutes a critical goal for fund fiduciaries.”
David Swensen¹

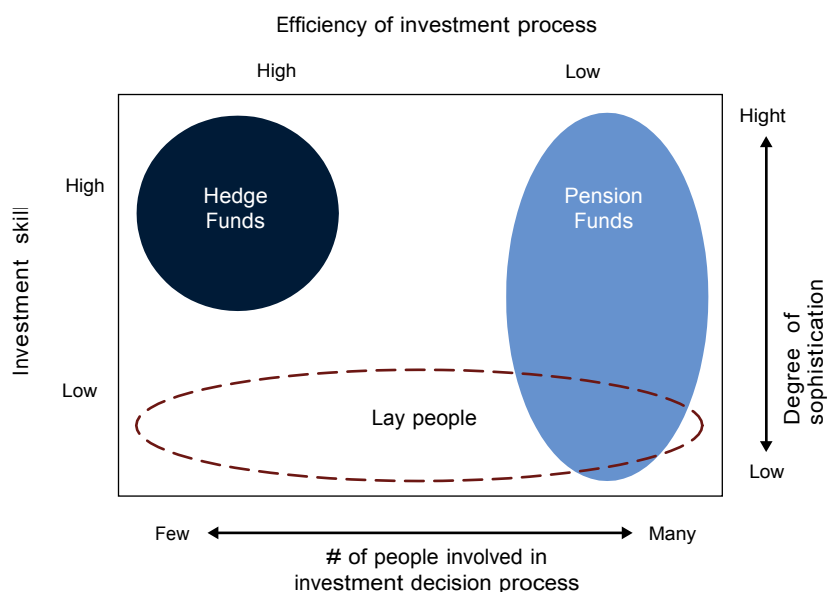
对分工细微的机构投资者而言，在员工、投资委员会和董事会之间，存在着难以克服的障碍。创建一个鼓励新思维的决策架构，对受托人是至关重要的目标。

过往历史最大跌幅图(在82页图9)可能令人感到可怕。事实上，图的本意并不在此。反之我们可以发现一个重要的事实：现代金融工具及理论在管理风险时帮助有限。例如代表超额回报的Alpha值与衡量市场风险的Beta值是从1960年代延用至今的线性模型使用的字眼。而波动度本身也并非风险的完美代名词。此外投资回报并不彼此独立，也不会呈正态分布。进出市场不会不需要成本，投资者也并非总是理性，也不可能无息借贷资金，投资也不可能都是同时进出，也不用均值方差方法论来看待股票，而且多数时候，投资获利还得付税金。还有，肥尾风险只是众多解释风险的工具之一。现实世界中，几乎对所有投资者而言的主要风险就是历经一段投资时间后还是负回报。因此将图9视为一个善意的提醒，即使经历长期投资的结果可能还是负回报。既然如此，这就带出一个问题：

谁应该管理风险？

进行风险管理工作的选择之一就是把这个任务外包出去。例如，一只投资在对冲基金的基金的退休基金会将本身的两层风险管理任务外包给独立的风险经理。被投资的其下底层对冲基金经理有任务要管理证券风险与市场风险，而对冲基金的基金经理则有任务要构建出配置均衡的对冲基金投资组合并管理转投资的对冲基金风险。外包就会有额外成本支出。那么下一个问题就是：这么做投资者得到什么好处？

Chart 11: Efficiency versus investment skill



Source: Alternative Investment Solutions

投资策略

肥尾现象

The task to manage risk can be outsourced to investors more skilled or more nimble or both

风险管理的苦差事可以外包给更有技巧、更敏锐或是两者兼具的投资者

“Worldly wisdom teaches us that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally.”
John Maynard Keynes

普世价值告诉我们集体沉沦的失败会比独善其身的成功更为人所接受-凯恩斯

图11试着要将不同的投资者归纳入格子中。让所有的投资者都适用于其中的某一分类。纵轴代表投资技巧，指的是对投资老练的程度与专业能力。实务上有研究指出，长期持有的长仓型经理通常在未扣除费用前的表现是优于基准指数，但是扣除费用后，表现就比基准指数差。但是比上述研究较为少见的，是把这些专业经理与经理人外行人的投资组合放在一起比较。投资表现的比较单位不是以基点计算而是百分比计算，所以表现不彰的程度更为放大了。横轴是呈现投资过程的效率性。我们将投资过程涉及的决策者较少的状况，视为高效率。反之会有较多人表达不同意见机会的则是低效率。根据这个概念，将风险管理外包的族群会较接近图11左上方的区域。所以对某些具备较高专业技巧的大型退休金而言他们会水平地向左边靠近(亦即增进投资流程效率)。其他的则是从右下方往左上方靠近(亦即透过外包可以同时弥补投资技巧不足与决策流程低效率)。要注意的是，就主动式风险管理的角度而言，这里的假设是精简的组织比起人数众多的组织会比较实时调整资源因应市场短期的变化。当然，对于认为短期事件对长期投资的成功是没有关系的投资者而言，这张图是没有意义的。

对冲基金与退休基金的投资技巧都有可能是高的。但有时退休基金的决策流程中，会有外行人涉入其中。就我们所知，这种状况不会发生在对冲基金身上。戴维史云生曾说：

长期投资要能成功，需要在坚实投资纪律的基础下能够独排众议逆向投资的行为。建立一个可以克服群体决策缺失的组织架构就能鼓励全面考虑风险的投资方式，以及增加机会去提升投资组织者流程的价值。

我们认为两者之间的差别并非投资技巧而是执行完整度。退休基金通常在执行投资之前必须通过层层节制的官僚系统。这就注定了退休基金的投资风格会是世俗的做法，无法逆势而行。一项新的投资思维需要很长的时间才会被认可。有许多案例证明，对一个人数量多而且有多个不同讨论议题需讨论的投资委员会而言，外行人的加入是无法改善效率的。另一方面，对冲基金就比较灵活，他们多半具有独立研究能力，也能在投资机会浮现时，以务实的方式测试投资机会。表现较好的投资几乎都是逆向思考的结果。凯恩斯认为，持有不一样投资观点的投资者，他所提出的意见经常被一般人视为是怪异、反俗甚至有点草率的。由于对冲基金经常登上流行报章杂志的封面，并且成为欧洲社会学家们嘲弄的对象，这段话在今日看来似乎特别贴切。更贴切的就是在机构投资管理领域中颇具声望的戴维史云生说的这番话：

投资策略

肥尾现象

投资管理领域中的两大教条-逆势投资思维及长期投资导向，形成了管理的困难。因为庞大官僚体制的组织总是会利用一群人(如投资委员会)去监管另一群人(如投资部门)。整个投资程序就被集体共识所呈现的行为给影响。除非能小心管理，否则这种群体行为常耗力于阻止逆势思维的活动，而且会将过于短视的投资时限强加在投资活动上。因此，建立一个治理方式，使其能鼓励长期、独立、逆势的投资活动，便成为校务机构极具挑战的投资任务。

若是这个观点有其价值，我们便可将退休基金与其他大型机构投资者投资于对冲基金的作法，视为一种在管理短期风险的同时，亦将寻找新颖且非传统投资机会的任务予以外包的行为。尤其当对冲基金是具有利位置、有能力寻找投资机会的专业投资者，而这些机会却尚未被其他较缺乏效率的投资机构发觉时，那么这种外包型式虽然要支付费用，但是仍然是明智的。要注意的是，在这里所谓的外包只是增加决策效率执行的方法之一。有些退休基金基于委员会集体决策的效率考虑，会提供更多的授权给内部员工。重点在于，不论是外包或提高内部授权，都会在风险管理功能上，增加决策效率。

结论：关于策略

最近十年，另类投资领域颇有成长的驱动力之一，就是愈来愈多的投资者了解到，丰富多样的另类资产和对冲基金策略所提供的获利来源都是不一样的。尽管也有愈趋复杂的议题争论不休，如估值、流动性、非线性回报特性等。但是，另类投资的获利来源有根本上的不同，却是毋庸置疑的。投资于印度铁路项目的获利，投资于巴西政府纾困贷款方案的获利，投资欧洲股票的市场中性策略的获利，来源当然都不同。在正常的状况下，获利与价格上扬呈现高度的正相关。这对投资者当然是好的，因为如果不是我们期望投资会有正回报，根本不会投资。然而，潜在的意外风险出乎我们的意料。当然，假设前提是，我们还没有被伯根外星人消灭。



为什么要投资对冲基金

对冲基金的价值主张

“Man had always assumed that he was more intelligent than dolphins because he had achieved so much... the wheel, New York, wars, and so on, whilst all the dolphins had ever done was muck about in the water having a good time. But conversely the dolphins believed themselves to be more intelligent than man for precisely the same reasons.”
Douglas Adams¹

人类一直以为自己比海豚聪明
因为能够成就那么多的事...
汽车、纽约、战争等等
而这些海豚在水里所做的事
就只有快乐的游玩
但反过来
海豚也因为相同的理由认为牠们自己
比人类聪明多了
道格拉斯·亚当斯¹

What we today call a hedge fund is perhaps just an active asset manager
我们今日所称的对冲基金
也或许只是个积极的资产管理者

“It’s only when the tide goes out that you see who has been swimming with their trunks off.”²
Warren Buffett
只有在退潮时
才能知道究竟谁在裸泳
沃伦·巴菲特

- 积极式投资管理是取决于愿意接受改变，更重要的要能利用它。适应力是长而久之的关键。
- 积极式的风险管理中，重要的是在一个机会组合中能够应用一些可图利的技能，而当中要找到权衡风险/回报对投资者有利的机会。
- 由技能而来的回报并非一个常数，获利的构思、方法及技术是可被复制的，而市场有一天也会对这些技巧的应用产生免疫力 - 也就是市场将变得更有效率。操作技巧是要能动态调整并具有适应性 - 也就是要不断演变才能维持价值。

积极式与被动式管理

要了解对冲基金能提供何种价值，最重要的是要能区别相对回报及绝对回报世界中对风险的定义及管理。尽管它的名字是对冲基金，但它仍承担风险，并非将所有风险完全规避。只是，在绝对回报里风险是被清楚定义且积极控制，也就是有些风险被接受，同时有些将会被规避，投资者的风险并非来自于一个市场或基准。本质上，我们可以说今日所称的对冲基金确实是属于积极式的资产管理者，相较之下跟随基准指数的经理人则不属之。根据这个用法，有两个理由可以将追求市场基准的纯持仓基金经理人称为被动式经理人。首先，投资组合经理或基金经理的表现大多来自于表现基准，从而投资者有机会能够用一些比积极管理费用较为便宜的方式得到同样的回报。其次，经理人并未受命避免资本损失，换言之，纯持仓的基金风险是由市场决定，而对冲基金的风险则在于基金经理的判断能力。我们在这里主张应该要更小心区分积极式与被动式的投资管理的不同。

一般我们使用”积极式”去形容那些拥有某种程度的自主权，可以在投资组合中调升或调降相对基准权重的纯持仓仓的经理人。这个字眼，可让我们区分出互惠基金及指数基金，因为后者在调整投资组合上并无任何自由度，因此我们将指数基金或其它以低成本追踪移动标的的金融工具称为”被动式”管理。然而，在股票市场下跌50%的熊市里，所谓积极式纯持仓仓的经理人的表现将与指数基金的表现不会有明显的差异，

对冲基金的价值主张

积极式与被动式管理

两者都将损失约50%。另一方面，对冲基金在市场下跌时，则不一定会产生损失，由于对冲基金经理对投资组合有完全的自主权，他可能会对股票风险仓位进行对冲甚至持有净卖空仓位。因为纯持长仓的投资组合与指数基金在市场压力下将呈现相似的风险特性，但对冲基金则不一定会产生类似的风险仓位，因而我们认为“积极式”与“被动式”两个字眼是用以区别对冲基金与参考指标(或指数型商品)的专门用语。

Some strongly held beliefs
supporting long-only investing
for the long-term are currently
under attack
一些坚守长期持长仓的投资者
现今都遭受责难

相对回报管理方式之所以会逐渐兴起并获得青睐的原因，可以从市场是有效率以及经理人有打败市场的能力的坚定信念中观察出来。而主要关键的因素就是现代投资组合理论(Modern Portfolio Theory; MPT)对市场参与者风险观念的重大影响。MPT 其中一个理论基础为效率市场假说(Efficient Market Hypothesis; EMH)或它的孪生兄弟——证券价格波动会以“随机漫步”的特性呈现。孟格(Charlie Munger; 巴菲特的巴郡公司合伙人)对此议题之观点：

现在来谈谈效率市场理论——一个美妙且风行许久，但却不适用于巴郡的经验。事实上，一个曾获得诺贝尔奖的经济学者，当每年检视巴郡的投资成果时，人们都会责难他说，其实市场并不如你所想的深具效率性，而他说，哎呀，那是两个标准偏差的事件。然后又说我们身处三个标准偏差事件中，然后又说我们在四个标准偏差事件中，最后又忙着说六个标准偏差——因为当事实显示，与他过往的认知不同时，他选择增加标准偏差而不是改变理论。当然，若他将诺贝尔奖金投入自己所管理的基金时，结果将是石沉大海。

“I have noticed that everyone
who has ever tried to tell
me that markets are efficient
is poor.”
Larry Hite
我已经察觉到
每一个曾试图告诉我
市场是有效率的人都是穷人
赖瑞·海特

基于市场的十足复杂、许多影响价格因素的交互影响以及对因果关系的反应(即回馈循环)，我们确信持续性的预测市场是相当困难的(甚或不可能)。相同地，随机的概念偶尔也被用来解释特定“明星”经理人的成功，若市场及他们所投资的证券是以随机漫步的方式呈现，逻辑上来讲，这些成功的经理人当然也是随机产生，换句话说，成功的投资者只是运气比较好罢了！例如：巴菲特只是个从50年代开始投资且胜过大多投资者的其中一个幸运者，这是生存者偏误的极端例子，因为只有随机产生的胜利者会被看见，而失败者就此离开市场。不过我们认为这观点简单否定了优秀投资者的存在。

对冲基金的价值主张

积极式与被动式管理

Investment management is more
akin to a national chess or
poker tournament than a
national coin flipping contest

投资管理比较像是
国际性的西洋棋或扑克牌大赛
而非国际性的掷铜币竞赛

“Adapt or perish, now as ever,
is nature’s inexorable
imperative.”

H.G. Wells
适者生，不适者灭
这是自然界一如既往
恒常不变的规律
韦尔斯

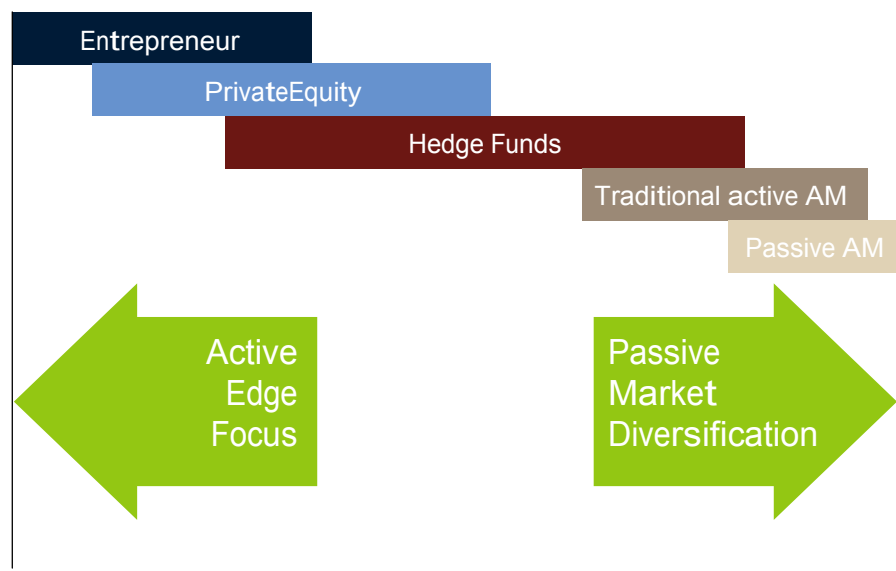
在指数基金拥护者金融文献中，常以国际性掷铜币竞赛为例，来证明优异的表现其实是来自于运气。假若每个人都来掷铜币，只会有少数几个人能连续掷出人头，由于单纯的随机性，应该可以找到有人(经理人)能在这游戏中获得优异的成绩，所以争论将持续。我们认同若有个国际性的掷铜币游戏，最终将有几个人由于单纯随机性而获胜，而这的确是源自于运气，但谁在乎？这也许是个不恰当的比喻，一个比较好的模拟，是国际性的西洋棋或扑克牌大赛，这两个竞赛的最后获胜者主要不是来自于随机性而是技巧：简单列举包含实战经验、聪明才智、敏锐度及才能等等。

我们认为：盲从随机漫步的理论而将成功投资归因于运气的结论，是个错误的想法(但是指数型基金业者并不认同我们的想法)。相反地，我们相信成功投资的共同点并非运气(当然它是有帮助)，而是无论在一般事务或风险管理上都能秉持着企业家的心态，特别是要能顺应变化，因为那对长短期的财务健全与企业存活来说都是非常重要(请注意如果你在短期灭亡了，你不可能在长期里存活下来)。若变化是游戏的一部份，那适应性及灵活度将会变得非常重要。漠视变化的后果可由球类竞赛中得到验证，盲目的追随传统常规将招致令人困窘的结果。这些适应变化的创新包含：棒球中的曲球(curveball)、网球的上旋球(topspin)、美式足球的前进传球(forward pass)，无法想象若你拒绝了这些改变的后果将会是如何。投资的世界也不脱离这个概念。事实上，我们会认为积极式投资管理的关键取决于拥抱改变(化)的意愿上，更重要的是要能运用它。在商业经营上，要能永续经营，对于改变的适应速度将是重要的关键点。

对冲基金的价值主张

积极式与被动式管理

Chart 1: Active versus passive asset management (AM)



Source: Adapted and modified from Jaeger (2003) and Rolf Banz, Pictet Asset Management

Alpha and entrepreneurialism is active; Beta and benchmarking is passive

超额回报的追求与企业家管理
归属于积极式管理
市场回报及基准表现的追求
则属被动式管理

“All generalizations are false, including this one.”
Mark Twain
所有的笼统归纳都是错误的
当然也包括这一说法
马克·吐温

图1是呈现积极式管理与被动式管理差异的方式之一。在投资管理领域中，我们时常谈论超额回报(Alpha, 阿尔法)与市场回报(Beta)。市场回报系从市场的变动或是赚取风险溢价而来；而超额回报则来自于经理人的操作技巧。很自然地，这两个极端之间会有一个相当大的灰色地带。最被动的资产管理型态当属指数型投资工具(图中最右方)，其操作基本原则就是追踪指数，无法容忍投资组合与市场参考指针存有任何差异，在这情况下，回报完全由市场所决定，通常，我们称之为“贝它”(Beta)。再往图1的左边稍微移动，会看到追随参考指标的传统积极式资产管理。请注意为何图中这两种管理型态会有重叠之处，那是因为有些纯持仓经理人紧盯着基准指数，将追踪误差风险控制很小的区间，而有些持有非常集中投资组合的仓位仍保有调整弹性，在必要时将投资组合部份仓位转为现金。再往左边依序看到的就是对冲基金及私募基金。

在图1最左边的是另一个极端——企业家。设立属于自己的企业是将个人优势极大化(然后转化为金钱报酬)的最佳途径，它具有积极主动、明确具体且专注其中的特性。图中私募基金与对冲基金有重叠之处，表示二者呈现某些相同的特征，近来，对冲基金在私募基金领域中变得较为积极，而私募基金在对冲基金领域中也较以往活跃。对冲基金另外也与企业及传统的积极式资产管理形成部份重叠。对冲基金通常起于一个具有某种优越技术的企业家或投资者成立了一个事业，故在某种型式上它介乎于企业家与资产管理者中间。只是当对冲基金成功存活下来且发展越来越顺利时，它会朝向图1的右边移动。

对冲基金的价值主张

积极式与被动式管理

从商业的角度观察，它会越来越像一般的传统资产管理，有负责营运人员、合规人员及其它相关人员等。只是，一旦对冲基金投入私募市场，例如私募股权，那它将会向图1的左边移动，由这图形可知对冲基金所涉及的投资范围非常大，因此要以笼统归纳的方式谈论对冲基金，很容易产生误解。

“Being a contrarian is very chic. The only trouble is that now everyone is a contrarian. ... Therefore, instead of being contrarians, perhaps we should be contracontrarians.”

Barton Biggs

作一个反向投资者是非常时髦的
现今唯一值得担忧的问题是
每个人都成了反向投资者
...所以在这样情况下
我们不能再当一个反向投资者了
而是要成为反反向投资者
毕格斯

几乎所有成功的绝对回报经理人(如：伯纳德·巴鲁克(Bernard Baruch)、JP Morgan、葛拉汉(Benjamin Graham)、巴菲特(Warren Buffett)、索罗斯(George Soros)、朱利安·罗伯逊(Julian Robertson)、迈可·史坦哈特(Michael Steinhardt)、索普(Ed Thorpe)及纳许(Jack Nash)等)，若给他们设下限制追踪误差在200基点(2%)内，他们的表现就不一定优于世界股票指数。但这些投资者的共同点就是没有这样的限制，他们在投资上采取的是有弹性及绝对回报的方法，包含一再不断地评估风险与持续不断地适应变化。在这方法下，风险管理是投资程序最主要且不可或缺的一部份。若我们认为这些人的成就都只是来自于好运，那就如同我们认为亨利·福特(Henry Ford)、山姆沃尔顿(Sam Walton)、洛克斐勒(John D. Rockefeller)、盛田昭夫(Akio Morita)、爱迪生(Thomas Edison)、安德鲁卡内基(Andrew Carnegie)、迪士尼(Walt Disney)、比尔盖兹(Bill Gates)、戴尔(Michael Dell)等等，也都只是凭借着好运而成功。毫无疑问，这些人的成功可能真有些运气的成份，而且的确在每个成功的企业家背后，还有很多人经历了失败，但我们不能就此下个偏颇的结论，认为这些成功者并没有比失败者来得好，只是运气较好罢了！企业家的成功最可能来自几个要素，举几个例子(但没有一定顺序)，包含：才能、智慧、诚实、谦逊、认真、勤奋、动力、干劲、街头智慧、热情、创造力、社交网络、适应力(顺应变化)以及...是的...一些的运气(资本也是有帮助的)。而更重要的是，除了运气外，这些要素，在某种程度上是可以事先被评估的。

对冲基金的价值主张

积极式管理的基本定律

积极式管理的基本定律

“Mc2 is the Law, here as well as elsewhere.”
Richard C. Grinold¹
无论在那里，Mc2都是定律
葛里诺尔德
译注：E=MC²
是爱因斯坦最著名之方程式
证明质量与能量可以互相转换

Performance attribution
analysis without an
unambiguous benchmark is
rather difficult

没有一个清楚的参考基准
要进行表现归因分析就会有些困难

There are no benchmarks in
absolute return space
在绝对回报的世界里
并没有所谓的市场参考基准

所谓积极式管理基本定律主要成分为，在有利可图与逻辑运作的基础下，给予赋有技巧的投资经理在专业领域里更多的弹性。积极式管理基本定律的原始结构有三个要素：信息系数(Information Coefficient; IC)、广度(Breadth)及信息比率(Information Ratio; IR)(译注：IR=IC*√BR)。信息系数代表预期回报与实际回报的相关度，因而该值可以用来衡量经理人的投资技巧。(译注：值愈高，表示经理人投资技巧愈佳，愈有能力达到预期的水平)。广度则是指成功的投资组合经理拥有可以应用在技巧的机会数量。葛里诺尔德(Grinold)与卡恩(Kahn)：

广度是每年我们可以利用技巧的次数，若我们的技巧保持在相同的水平，那我们最好有能力将评估股票的数量提高，例如从100只到1000只。

而最后得出的结果就是信息比率。在相对回报的领域中，这个比率是“积极式”管理的主要目标(相对回报领域中的积极式管理)。信息比率(IR)背后的支撑架构是相对回报行业相较于绝对回报的主要优势，信息比率提供一个精准及清楚的表现归因分析，这个稳健的模型可让投资者去判断他们的经理人是否可为他们带来附加价值。尽管已有相当多的实务界及学术界投入大量的心力，在绝对回报的世界里，依旧无法找到一个清晰且足以量化的方法评定经理人的附加价值，它仍然需要人为的判断。在这要补充一个重点，这个定律主要是应用在相对回报方法里而不是绝对回报投资理念中。当你在相对回报的领域运作时，信息比率将是最重要的指标。这也是为什么巴顿华林(M. Barton Waring)及劳伦斯西格尔(Laurence B. Siegel)他们两位试图去解释绝对回报不存在的原因，他们评论到：

打败基准指数是最重要的事；它也是唯一值得付出高额费用的地方

就数学的层面来看，此定律可能并不适用于对冲基金，而背后的推论也是支持着这样的结果。对冲基金并没有可供追踪的参考基准，因此信息比率背后所构建的数学运算并不适用于他们。不过，积极式管理法背后所代表的逻辑含义则适用于对冲基金，并且具有意义，这个让有投资技巧的经理人更有余地在他的专长领域与大多投资者产生共鸣。今日，相对回报及绝对回报的业界人士对于投资哲理中所使用的专有名词与词汇的使用，仍存在着差异。(这表示，有些词汇已经产生跨界使用的现象。当绝对回报业内人士轻松平常地使用“Alpha”这个词汇时——可说是以相对回报领域的角度来看——而相对回报人士也注意到在推销他们的纯长仓基金时，“绝对回报”这个字眼同时也相当的好用。)

对冲基金的价值主张

积极式管理的基本定律

From two identically
(positively) skilled managers,
the one with the larger
opportunity set will add more
value

在两个具有相同投资技巧的经理人中
拥有较大机会合者
将创造出更多增值

Hedge funds are not entirely
unconstrained
对冲基金并非完全不受限

Searching for Alpha and
constraining investment skill
could be viewed as paradoxical
想追求超额回报（Alpha）
但却限制投资技巧的发挥
是两相矛盾的

我们相信市场的无效率与积极管理与否有很大的关系。进一步而言，该定律认为无论技能及机会组合都具举足轻重地位，若其中一个变数(技能或机会)为零，在任何数乘零必为零的情况下，预期所要增加的价值也将化为乌有。经理人的决策数目(代表机会数)可以为零或是正数，而技巧可以是正数或负数。这是来自我们对此定律的诠释，我们认为现在对冲基金的现象并非短期现象。若我们比较二个皆具有正向技巧但不同机会组合的经理人时，其中一位会受限于他的专业知识领域而另一位则是较少或完全不受限，拥有较大机会组合的那位显然能创造出更多的价值。

需要注意的是符合”专业领域”的认定是相当重要的。早期的资产管理行业，经理人没受到多少限制，但随着时间的经过，透过基准指标的导入，传统经理才比较有了限制，而对冲基金经理则仍维持着自我约束。现在许多传统经理正尝试解开他们的限制，期待能多增加一些价值。对冲基金并非完全不受嘲讽，因为有时它似乎走向另一方，也就是变得更加受限。部份原因是对冲基金希望能够吸引机构投资者投资以及想建立特许权价值，而必须提高透明度。此外，这也表示它将会变得更为程序导向(对比依赖单一关键人物)，这也将形成自我约束。

想想这样的过程：寻找投资技巧、发现它、然后限制它，是不是有些奇怪。无论是经由自身投资的纪律或程序或经由投资者的意向，绝对回报的经理人也是同样因而受限，因此有人会认为其实传统和另类资产管理两者间并无太大差异，经理人都只能从事他们与投资者所约定的范围，话虽如此，不过绝对回报的限制还是较为宽松(因为没有正式的表现参考基准)，所谓的限制是在自我管理的层面，而非全然不存在。

我们可以合理地假设效率程度和机会集合二者间有着相关性并可透过积极式操作增加投资价值，因此当研究不足或(及)复杂的情况越多，潜在的获利就会越高。而强势效率形式的效率市场假说却认定市场价格总是对的，因而与整个对冲基金行业-或整体积极式资产管理的想法相违背。只是我们还是认为积极管理资产所带来的潜在价值与价格的无效率存有正相关。当市场越无效率，预期回报会越大。

对冲基金的价值主张

不对称回报的概念

不对称回报的概念

对冲基金市场里有一句用于推销的玩笑话“对冲基金在市场上涨时可创造股票般的回报，而在市场下跌时提供债券般的收益”。虽然这句话不太能完全当真，但也不全然是假的。

“The essence of investment management is the management of risks, not the management of returns.”
Benjamin Graham

投资管理的本质是
风险管理而非回报管理
葛拉汉

在1980年代一位对冲基金经理以本金的2%购买了一个期权而一战成名，这2%的仓位为他的本金带来了30%的回报，这个投资行为的吸引力在一定程度上是它所带来的30%高回报，不过说到底，这也可能只是运气罢了。放在标题的数字—30%，并未告诉我们背后会牵涉什么样的风险。在这特殊的例子中，最受人瞩目的地方就在于若投资策略失败了，经理人和他的投资者只会有2%的损失，换句话说，经理人在投资当时就了解若市场走向与其预期一致，那将有无限大的获益，若是走势相反，就只会有2%的损失。这例子中所说的就是回报不对称的概念：市场上扬时，会有股票般的高回报，而市场下跌时，损失有限或在可控制的范围内。在资产管理业中要能达成这种不对称回报须透过积极的风险管理，而这里的所说的风险是以绝对而非相对的角度定义。在稍早的著作中，我们曾提出三点：

1. 不对称回报是攸关于找寻风险与回报之间呈现不对称的投资机会-亦即，潜在获利大于潜在损失或在获利与损失有着同样潜在幅度下获利机会率高于损失机会率的情况。
2. 发现或探寻这些不对称回报有赖积极管理的程序
3. 积极式资产管理的未来就是依靠发现及探寻这些不对称

Positive compounding requires asymmetries
正数的复利回报需要不对称的存在

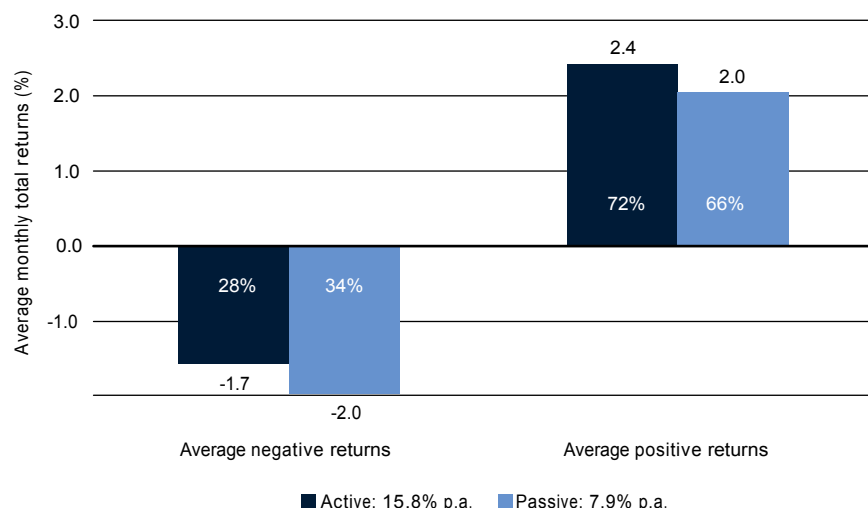
我们的主张很简单：首先，不对称风险/回报的样貌是很吸引人的，它所代表的是有很高机会率在金融市场中获得成功与存活，而失败的机会却很低。其次，这些不对称的样貌并不是由随机或市场力量所塑造而来，而是透过寻找投资机会同时积极地管理风险(以绝对风险值定义)呈现。就不对称来说，我们实际上指的是两种型态：正回报幅度大于负回报以及正回报发生的概率高于负回报。若我们的目标是获取稳定且维持在一定水平的复利回报，所需要的就是揉合这两种不对称的型态。

对冲基金的价值主张

不对称回报的概念

这些不对称可利用图2的例子做最好的解释。图中比较两个投资组合：一个采用积极式的风险管理，另一个则否。在积极管理的投资组合中，我们使用对冲基金股票长/短仓策略指数，在被动式投资组合里，我们选取里头含56%纯长仓股票与44%纯长仓债券组合而成的平衡式投资组合，这个我们所选定的股债混合投资组合与对冲基金股票长/短仓策略指数，在1990年1月到2008年6月之间有相同的波动度，约8.6%。图表显示出两个投资组合的平均正负回报。两投资组合的年回报率(The compound annual rate of return; CARR)标示于图表下方，而正负回报出现的频率则列于直方图上。

Chart 2: Example of an asymmetric return profile (January 1990 - June 2008)



Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial
 Active: HFRI Equity Hedge Index; Passive: 56% MSCI World Index and 44% JPM Global Government Bond Index, monthly rebalanced, based on USD total returns.
 PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

The term “Alpha” is derived from a linear model from the 1960s and might not be applicable to the value proposition of hedge funds
 “Alpha” 这个名词是源自于1960年代的线性模型但可能不适用于对冲基金的价值主张

其中，被动纯长仓的平衡式投资组合年回报率为7.9%，而另一个我们认为风险被积极管理的投资组合年回报为15.8%，这可是相当大的差异，而这差异并不可能用不完美的表现数据就能做出令人满意的解释，就算用传统投资管理的术语，即Alpha(非系统风险)与Beta(系统风险)的概念也无法解释这个差异。Alpha及Beta两个名词是来自资本资产定价模型(CAPM)的线性组合模型，此模型适用于长仓长期持有策略的线性(对称性)及静态风险，但在具有非线性(不对称)及动态投资特性的对冲基金上，就不怎么可行了。(“Alpha”已成为传统及另类投资经理一样在使用的推销术语。)

对冲基金的价值主张

不对称回报的概念

Hedge fund returns are not
symmetrically distributed
对冲基金的回报
并非呈现对称性的分布

图2清楚地呈现前述所提到不对称性的回报幅度及出现频率。首先，积极式投资组合的平均正回报明显大于负回报，其获利月份平均回报为**2.4%**，相较之下损失月份平均回报为**-1.7%**。至于被动式的投资组合则或多或少存在着对称性，其获利月份平均回报为**2.0%**，而损失月份平均回报则**-2.0%**（获利月份回报实际数字是**1.99%**），换言之，平均正回报大约与负回报一样大。但是请注意，损失之后是需要一个更高的回报才能让本金回到先前的水平，例如**30%**的损失要回复原先的水平需要**43%**的回报才能达成。其次：在积极式投资组合中，正负回报的发生概率更是呈现较明显的不对称性，在积极式的投资组合中，产生正回报的机会率是**72%**，负回报的机会率是**28%**，相较之下被动式投资组合则分别是**66%**与**34%**，而这两者中间的差异往往成为资本增值与否的重要关键。

A long-only investment style is a
big bet on history treating
you well
纯长仓的投资方式
赌的是过去美好时光会重现

若回报幅度及出现概率的比率都是对称的，则复利计算后回报将趋近于零。图2中被动式投资组合因为正回报出现次数大于负回报，所以会有正的年回报产生，而其中原因本质上是运气，这也是为什么我们在前言引用马克吐温所说“对冲的相反面就是投机”的理由。从**1990**到**2008**年中，全球长仓长期持有之投资者运气不错，因为市场存在着些许不对称让他们得以获取正的年回报。只是日本投资者就没这样幸运了，若我们以相同的概念而将被动式投资组合更改为投资**43%**于日本股市，另外**57%**投资于政府债券（让波动率同样维持**8.6%**），则年回报仅为**1.9%**。东证指数(Topix) 在过去**18**年半(与图2期间相同)的年回报为**-3.2%**，当中有**52%**的亏损月份平均回报为**-4.4%**，而**48%**的获利月份平均回报为**4.4%**，至于上述日本市场平衡式的投资组合平均正负回报则分别为**-1.9%**及**1.9%**，相较于前面所提及的美国市场投资组合，此组合所呈现的正负回报数字不但近乎一致且几乎完全对称。

Different strategies have
different patterns of
asymmetry
不同策略有不同的不对称样貌

不同对冲基金策略有不同的不对称组合。表1选定几个对冲基金策略与四种纯长仓策略进行比较。此表格主要有两个目的，首先，所呈现的是不同策略在回报幅度与出现概率上会形成不同的不对称组合。例如：相对回报策略在正负回报幅度上只会有些微的不对称，而在出现概率上所呈现的不对称性则大得多。其次，这表格也说明对冲基金投资组合(即我们所称的新积极型资产管理)拥有更吸引人的不对称型态，因此无论以波动性或最大损失来衡量风险，在相同单位的风险下，它都可获得较高的长期复利回报。

对冲基金的价值主张

不对称回报的概念

Table 1: Symmetric and asymmetric portfolios (January 1990 - June 2008)

		CARR	Volatility	Magnitude		Frequency	
				Positive	Negative	Positive	Negative
Market-based	S&P 500	9.49	13.88	3.2	-3.3	64%	36%
	MSCI World	7.24	13.91	3.2	-3.3	61%	39%
	JPM Global Gvt Bonds	7.37	6.27	1.7	-1.1	61%	39%
	Balanced portfolio	7.20	8.86	2.1	-2.0	64%	36%
Skill-based	Equity long/short	15.75	8.61	2.4	-1.7	72%	28%
	Equity market neutral	8.71	3.03	1.0	-0.5	82%	18%
	Event-driven	13.55	6.39	1.8	-1.5	78%	22%
	Macro	14.95	7.91	2.2	-1.2	70%	30%
	Fund of hedge funds	9.52	5.53	1.5	-1.1	73%	27%

Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial

Notes: CARR: Compound annual rate of return. Based on USD total returns. Balanced portfolio is 60% MSCI World TR Index and 40% JPM Global Government Bond TR Index, monthly rebalanced.

PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

Returns of absolute return portfolios are more asymmetrical than long-only portfolios

绝对回报投资组合之回报型态比纯长仓投资组合显得更不对称

“Be nice to nerds. Chances are you’ll end up working for one.”
Bill Gates

友善的对待你所瞧不起的家伙
因为你最终可能会为他们其中之一工作
比尔·盖兹

因为绝对回报经理人受命得控制损失，因此长仓长期持有之投资组合会比绝对回报投资组合有更对称的回报样貌。表1的股票与平衡式投资组合的正负回报幅度有几近于完全的对称性，而债券投资组合则有些微的不对称。四种长仓持有投资组合的正回报出现频率约介于61%至64%。

对冲基金投资组合有不同的不对称组合。方向性对冲基金(例如股票长短仓及宏观经济策略)投资组合中，正负回报间有较大的差异。股票长短仓策略之月平均正回报高于负回报76个基点(0.76%；2.41%减1.65%)，宏观经济策略正负回报差距更高达100个基点(1.00%)。然而，方向性策略在回报出现频率上的不对称性较低，如股票长短仓策略，出现正回报的机会率是72%，而负回报则是28%。那些以市场中性为目的的对冲基金策略也有着不同的不对称型态，比如股票市场中性策略平均每月正负回报幅度差距为47个基点，只是这些较市场中性的策略，它们在出现频率上有更高的不对称性。以股票市场中性策略来说，过去18年来，出现正回报月份的频率是82%，负回报则为18%。(股票市场中性策略最大的月损失是1998年8月的-1.67%。表一平均负回报的呈现方式有一个危险的缺点，那并无法使人注意到一般所谈的“肥尾风险”。)

总结来看，对冲基金的价值在于结合这两种吸引人的不对称性，这些的不对称得以使每单位的风险有较高的复利回报。它同时也能在被动式管理中被运用，例如：股市长仓的投资者能够在市场下跌时，透过买进看跌期权对他的投资组合进行对冲以避免损失，然而，在这例子中投资者将得牺牲部份的回报(支付期权金换取免除下跌风险)，而对冲基金的投资概念则不一定要如此，它可藉由积极的风险管理达到这些的不对称，并不需要以支付保险费的方式而使回报有所减损。

对冲基金的价值主张

积极式风险管理

积极式风险管理

Active risk management
requires a skill set that is both
flexible and applicable in the
market place
积极式风险管理
需要一套可在市场上
灵活运用的实用技能

我们对于绝对回报的阐释，最简单的说法就是追求财富或资本复式增长，同时避免财富或资本复合减损。我们进一步将重点放在“不对称回报”这个概念上，而非管理投资组合的波动度。若将目标放在降低投资组合的波动度，每个人都可以很轻易地将任何具有波动性的资产与现金组合在一起，就可以达成目的了。在对称的型态中，以现金加入风险性资产来降低波动的方式将会缩减回报幅度，正负回报都被拉低了，复利回报也会跟着降低。因而，我们认为绝对回报投资过程背后的概念主要是向上回报的挖掘与向下风险的管控(即避免负绝对回报，尤其是重大的负回报发生)，而向上回报与向向下风险的分离应该就能获得如前所谈的不对称结果，这与纯长仓投资理念所强调，获利的最佳途径就是长期持有的理论完全不同。绝对回报与相对回报投资哲理最主要的差别在于，前者是逐日进行积极性风险管理，而后者并没有。积极性风险管理需要某些投资技巧，而这些技巧不但必须在它得以应用时获得奖励，也还要能随着市场环境及机会变化而做必要的改变。

The return of an absolute
return manager should be a
function of applied skill, not
Beta or luck
绝对回报经理人的表现
来自于技巧而非市场或运气

技巧的实用性及适应力

在一个理想的世界里，绝对回报的表现应该是来自于技巧，并非来自随机运作，也不是来自承担市场风险所获取的溢价。对冲基金的原始概念，即琼斯(Alfred Jones)模型，是构建一个投资程序，使投资回报来自于经理人的技能而非股票市场变动。正回报的获取与创业家的精神及策略上的执行有关，而重大损失的避免则需要有风险管理的经验及技能，这两方面的努力都是有赖积极且动态的运作，期望将投资组合的运气成份降到最低。

Skill can be assessed
独特技巧是可以被评估的

如果技巧能在投资过程中确实发挥作用，只要这个特有技巧是实用的且可在市场中获得奖励具备这技巧的人不离开，则回报在某种程度上是可预测的(相对于随机而言)。

Skill can become commoditised
技巧可以被商品化

我们认为后面谈的这些观点是相当重要的。技巧归技巧，但运用在市场上，不一定会获得奖励，这表示技巧的实用性会受市场变化所影响，例如数十年前，互惠基金出现时，股票的基本面研究是个出众的想法，当多数的投资者忽略了股票的基本价值时，这群能将严谨的分析导入投资管理上的少数人才将可藉由股票基本分析而获得巨额的回报。

1 - Please see page 132 in the Appendix for a brief synopsis of hedge fund history.

对冲基金的价值主张

积极式风险管理

这促使了“专业投资管理”——一个全新行业的诞生。然而，这种特有技巧带来了可观的回报，所以大家争相效仿，结果就导致了今日即使采用简单的股票基本分析也无法像过去一样带来高回报。现在，市场已经变得更有效率，对于一些技巧也都逐渐适应且免疫了，所以任何的分析必须剖析的够深入，才能获得尚未被市场所发现的获利。在行业竞争的情况下，操作技巧在某种程度上会有“一般商品化”的现象。也就是说，绝对回报经理人的投资方法假定能获得合理且一定水平的利润，经理人的技巧就必须不断地精益求精，否则在获利机会逐渐地适应这些技巧的情况下，这些机会最后将会消失。因此对冲基金是一个动态的行业，旧的观念很快会被新的取代，且对于停滞不前的惩罚也是很高的，这也是为什么对冲基金被认为不具透明性的原因之一：因为他们一直都在改变。

适应力与投资风格偏移

静态的投资策略比动态投资策略容易了解，感觉上长仓长期持有策略比大多数的对冲基金有更高的透明度。例如，许多合并套利的经理人从他已从事了数十年的传统策略转至其它领域，成了“多元策略”经理人，而且还介入公司重整套利及受压贷款等领域。这些策略转移的负面解释是“投资风格偏移”(style drift)，而较正面的看法则是经理人的进化，也就是他们体认到在现时环境变动下，所拥有的技巧可能无法再创造高回报，而将技巧应用在别的地方。换句话说，他们改变技巧的适用性藉以适应机会的改变。对我们而言，相信无所不变确实是有道理的(世界中唯一不变的就是改变)。至于改变是否具有周期性或结构性则不在这里的讨论范围，故重点在于就算技巧的实用性在市场中没有带来任何回报，那也能降低资本所承受的风险。

麻省理工教授暨对冲基金经理罗闻全(Andrew Lo)以“适应不良”形容一个曾经有效但在环境已经改变的情况下不再行得通的行为。我们可以说资本市场中次佳行为的表现不是因为人们的不理性，而是来自于将其它运作良好的技巧，应用在不同制度下，关于这一切，罗提到的一段话：

一只在干洁地面上噗噗跳跳的鱼，可能看来很奇特且不会有什么结果产生，但若放在水里，相同的噗跳动作，将能让鱼有能力逃离他的掠食者。

面对不同环境却只有一种作法的持仓仓长期持有策略正是个最恰当的例子。

“The only constant is change, continuing change, inevitable change. That is the dominant factor in society today.”

Isaac Asimov

唯一不变的就是改变
持续的改变，不可避免的改变
这也是今日支配社会的重要因素
艾萨克·艾西莫夫

In the absolute return space, risk is reduced if the applicability of skill stops carrying a reward

在绝对回报领域
若技能的实用性无法带来回报
至少那会降低风险

对冲基金的价值主张

积极式风险管理

Markets learn
市场懂得学习

人必须不断进化以求生存

随着时间经过，当市场开始了解与适应操作技巧，市场将会变得更有效率，也就是市场已经意识到开拓者及先行者如何从市场的无效率中获取利益。当技巧维持不变，运用技巧所获得的回报将随着时间经过而降低。因此技巧要能因应市场环境的变化，也就是必须进化以求生存。毋庸置疑，一个考虑到调整性与适应性的商业模式将比“只有一招”的模式更有能力承受环境的变化。

Active means to adapt
to survive
积极指的是适应环境
以求生存

虽然我们相信前面所说的是真的，但大家可能会认为确实有一些“固定的”或“不会减损的（non-degrading）”市场无效率存在。例如：一些持续性的市场失灵是因市场参与者有不同的运作功能所带来的结果。可转换债券就是其中一例，近十年来套利者持续获得亮眼的回报，而大部份的回报来自便宜的发行价格，这些发行者之所以会将价格订得较低的原因在于他们有不同的效用目的——即使可转债的订价低于面值，但透过可转债募资的利益还是大于股票增资或借款。价格错估程度的周期取决于供需失衡的程度，例如：在2005年对于廉价发行债券的需求远大于供给，使得市场机会变少，获利因而低于平均水平。对所有积极寻求机会的人来说，最低要求是要能适应环境以求存。没有一成不变的策略。

“Wealth is the product of Man’s
capacity to think.”
Arthur Schopenhauer
财富是思考能力的产物
叔本华

知识产权对决技巧的适应力

我们猜想一旦环境经常改变(原本存在的机会因逐渐受到注意或回馈循环而改变)，以单纯的技巧及不能适应环境的方法来赚取利润，那将会是个灾难。瓦伦·韦弗(Warren Weaver) 幸运女郎(Lady Luck)——机会率理论的作者写到：“把钱输光最好的方法就是想象你认为已经在碰运气的游戏中找到获利的模式”。单靠智慧而对市场了解不够的，有潜在的可能性会与无知和愚昧的交易者一样糟糕。在追寻单纯及持续的财富创造上，就和存活率一样，最好的就是在知识产权及适应力上取得平衡。

Intellectual property and
adaptability are
complementary requirements
for survival in hostile
environments
知识产权及适应力
在充满敌人的生存环境中
具有互补性

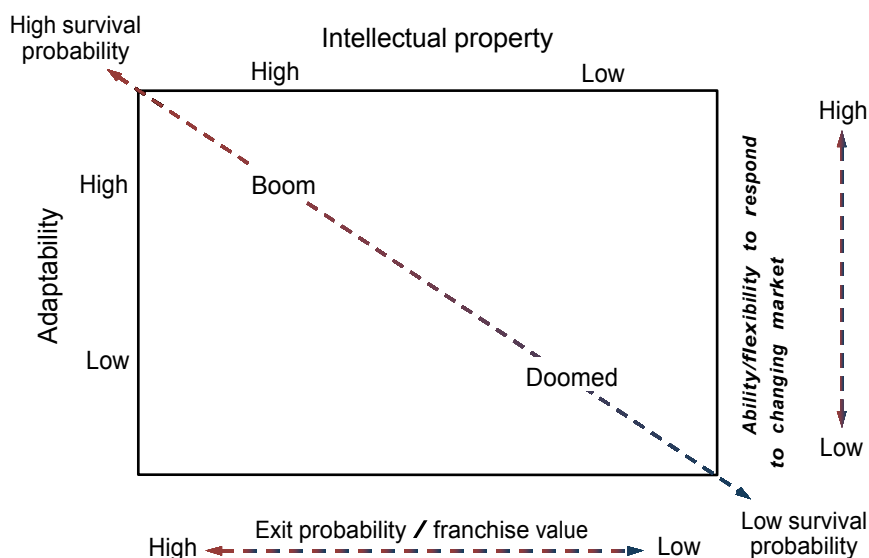
图3描绘出知识产权与适应力在千变万化市场上的重要性。我们所说的知识产权是指基于研究而非单纯直觉所呈现的投资程序，至于适应力，是指如前面所提到的，反应变化的能力及灵活度。但要注意的是过度的适应会对生存产生风险。例如：有一种特殊的鸟类，为了抵御原始栖息地的掠夺者，在历代演进后长成了一副大嘴，然而演进到一定阶段，这大嘴可能因为变得太笨重以致于无法飞翔。如果飞到另一个岛找寻食物是牠存活的条件，这将造成这种鸟类的死亡以及绝迹。

对冲基金的价值主张

积极式风险管理

换句话说，在一个环境下，大嘴可能是它的优势，但在另一处可能变成了缺点。虽然在基因库中会有创新与突变的状态产生，但这种变异也会对生存造成阻碍。相同的，在资产管理行业中，许多的资产管理公司在牛市环境与相对回报信条上也产生了过度适应的现象。

Chart 3: Intellectual property versus adaptability



Source: Ineichen (2005)

Intellectual property and the fitness to adapt are key indicators in the search for excellence

在探寻成功的过程中
知识产权与恰如其分的适应能力
是主要的观察指标

能拥有高知识产出与高适应力当然是最好的情况。而事实上，我们相信要达到所谓的“积极式风险管理”与“不对称性回报样貌”就不能轻视知识产出或适应力，也就是要对于当前市场的变化要能够了然于胸，还有了解短期期间的关联性和市场的动态。长期投资者必需注意短期的状况，而短期投资者也有必要了解长期的可能演变，请注意我们并不认为兼顾知识产权以及适应力是件简单的事。就我们的经验发现，对于完成不同成就所需要的特质，每个人的差异很大。然而，对资产管理业者来说，若能够培养成功特质与进行持续改善的企业文化，其高回报将是可以期待的。一家企业要有一定的价值就必需具备某些持续带来收益的驱动力——一种永续经营的能力，此外，这种驱动力是要能移转

对冲基金的价值主张

积极式风险管理

的，否则企业无法扩充、成长。一般认为高质量的利润是一种低波动的获利，换句话说，源源不断的稳定获利远比随机不稳定的获利更受到认可，也因此可享有更高的市场价值。从随机不稳定的获利模式转变为一种构建在长期稳定获利的价值主张，就是今日许多对冲基金的驱动力。这些对冲基金有着与那些伸展空间有限的传统基金经理一较高低(甚至取而代之)的雄心壮志。

结语：对冲基金的价值主张

企业家通常属于乐观主义者，他们认为机会无所不在。成功的企业家不只看到机会，更是有能力将这个机会转化为利润。企业家很可能同意马里奥-安德雷蒂(Mario Andretti; 美国赛车界传奇英雄)所言：“若每件事都在控制内，那表示你的速度太慢了”，换言之，风险管理者通常是属于悲观主义者，认为风险无处不在，他们的座右铭类似于孔子所说的“以约失之者，鲜矣”(译注：小心谨慎的人很少犯错)。

一个好的对冲基金要能找出结合以下两者的方法：以企业家的角度在探索与开采机会之间，设法找出均衡点，以及，持续地控制资本贬值的风险，而这就是投资意义所在。

从相对回报到绝对回报

“Investment is by nature not an exact science.”

Benjamin Graham
投资根本不是一门科学
葛拉罕

“The truth is, successful investing is a kind of alchemy.”

George Soros
事实上
成功的投资是一种炼金术
索罗斯

•要构建一个兼具低回报、高波动、容易赔大钱的投资组合不是难事。要构建一个兼具高回报、低波动、不容易赔钱的投资组合就不是简单的事。

•追求绝对回报的理念是远久于打败大盘相对回报的想法。在未来投资管理的演化历程中，目前行之多年的相对回报模式可能很快被视为一闪即逝的流星或观念上一时的谬误。

•亏损是资本复合增长率的杀手。将风险定义为避免亏损，与避免落后基准指数的表现是有很大不同的。

Defining risk as the attempt to avoid losses is materially different than trying to avoid underperforming a benchmark

避免亏损的定义
是远远不同于
避免落后表现基准的定义

追踪偏差风险与总风险的管理

不同的投资者各有不同的投资目的，导致他们在认知风险、管理风险、控制风险各有不同的方式。在相对价值的领域中，风险被定义为认知与管理”追踪偏差风险”(tracking risk)，而在绝对回报领域中则将风险定义为认知与管理”总体风险”(total risk)。追踪偏差风险的风险管理与目标基准指数息息相关，而整体风险的风险管理则是取决于投资的损益。把风险定义为资本的损失(绝对回报概念)是与相对回报的定义方式不同的，对相对回报策略而言，资本保全的功能从来不是他们的使命之一。在机构投资管理的领域中(尤其在英、美两地)，基于过去的成效不彰和被放大检视的代理人问题，自1970年代起经理人管理总风险的职责就被剥夺了。

Absolute returns mattered before the relative returns game became the main doctrine in institutional investment management

绝对回报比相对回报的意义重大
已成了机构投资管理的主流看法

先有资产管理行业，才有表现基准的应用，这是毋庸置疑的。资产管理行业第一阶段的特性，是将焦点放在绝对回报上，反而对经理人的差异性关注较少。在此阶段基金经理被赋予的任务是均衡的表现，所以他们的首要之务是资产配置的决定，而不是选择个别股份的能力。这种方式在70年代中期因表现不彰而遭到责难。从更基本的角度看，这阶段的作法也受挫于经济学中广为人知的代理人问题(agency problem)，即经理人的目标并未与投资者的利益相符合。基金经理的目标渐渐被引导至打败其同侪取得相对优势，而不是基于个人的长处掌握整体投资机会为投资者创造更高经济回报。

从相对回报到绝对回报

追踪偏差风险与总风险的管理

“The fact that an opinion has been widely held is no evidence whatever that it is not utterly absurd.”

Bertrand Russell
一个被多数人认同的见解不见得就不荒谬

Hedge funds are somewhat antithetical to the idea that markets are efficient
对冲基金在某个程度上是与效率市场假说对立的

“The efficient market hypothesis is the most remarkable error in the history of economic theory.”

Lawrence Summers after 1987 crash

效率市场假说是经济理论发展历史中最不可思议的错误

The absolute return approach tries to rectify some of the shortcomings of the relative return approach
绝对回报方法尝试矫正相对回报方法的部份缺点

接着就进展到了第二阶段，演变至专注相对回报的局面。在这阶段，基金经理投资的方法转变为以相对回报为依据。因此基金经理的资产配置任务自然已不再重要，变成更聚焦在经理人相对表现的比较。除了因为表现不彰与委托人/代理人的代理人问题，1974年美国实行员工退休金保障法成了另一个将行业推进至第二阶段的动力。也就是从绝对回报的重点，移转到相对回报与表现基准比较的趋势上。

指数化比较方法的呈现，促使第一段演进到第二阶段，基本上它用标准化的指标解决了代理人问题。大约是同一时期，股价走势呈现随机漫步、效率市场假说等论点的兴起，都引发学院派菁英的跟随，也让许多的投资群众丢弃积极主动的资产管理模式，特别是扬弃透过挑选股票可能带来的机会。此时在市场冒头的产品是指数基金。而对冲基金(即使到现在)反倒成了反市场假设与反市场大众的异数。

效率市场假说绝对是传统金融理论派赖以附着滋生的重要温床之一。然而早在数十年前，市场完全效率的假设就已经被证明事实上是不可能的了。沃伦·巴菲特曾开玩笑的说，他愿意捐款给教授效率市场假说的学院，这样学校教授会误导更多的投资者，他才能从这些人身上赚钱。巴菲特称这个理论愚笨又错的彻底。然而不论有多少学生被误导，并没有任何市场效率假说支持者敢于指出这个说法是错的。显然的，不愿意冒着失去光环而承认错误的人，并不限于那些神学论者。

有论点提到在机构投资管理领域中，对冲基金的出现就是第三阶段的形成。此阶段结合了第一阶段的绝对回报投资理念，以及第二阶段对经理人差异性的高度关注。而绝对回报方法就是要探寻解决前述相对回报方法的部份缺失，如同彼得伯恩斯坦所提：

“这个市场的问题之一，特别是对专业经理人而言，就是客户普遍罹患”比较基准症(benchmarkitis)”。我认为应该有人正准备将这个方法击破。其中之一就是对冲基金，不论你认同或是不认同，对冲基金已经将投资者的注意力从传统基准比较表现的方式中移转开。这是非常非常重要的发展。

从相对回报到绝对回报

追踪偏差风险与总风险的管理

Caveat emptor 警告

表1将两个相对价值模型做一比较，特别是在投资管理上，将指数投资、相对回报的基准式投资与绝对回报做一比较。要提醒的是，若是一只纯长仓策略基金混入了绝对回报策略并套用了“绝对回报”的名号之后，这并不代表它就成了之前第1章所定义的绝对回报基金。投资者应注意此点。

Table 1: Difference between relative return and absolute return model

	Relative-return models (Indexing)		Absolute-return models
	Benchmarking		
Return objective	Relative returns		Absolute returns
General idea is to	Replicate benchmark	Beat benchmark	Exploit investment opportunity
Risk management	Tracking risk		Total risk
General idea is to	Replicate benchmark	Beat benchmark	Preserve capital

Source: Ineichen (2001)

Trying to compound capital at a high risk-adjusted rate of return is materially different from trying to outperform a benchmark
追求稳定增值绝对不只是打败大盘而已

相对回报策略的基金经理，其回报目标取决于它所选择的表现基准。指数基金的目标则在于以低成本复制表现基准的回报，而在基准化下的长仓型基金经理，其目标就是打败大盘(表现基准)。以上两种基金的目标回报都是以基准为比较对象，所以被称为“相对回报”。而对冲基金的目标就不在于只是打败大盘，它的目标是要能够立于不败之地，探求投资机会，并达到绝对回报的目标。

In hedge fund space, risk is defined as losing one's shirt
在对冲基金的世界
风险就是输到清光

绝对回报与相对回报两种不同模式的差异是非常微妙的，端视风险是如何被定义及管理。将追踪误差风险视为所有的风险的话，投资经理的风险中立仓位就与表现基准成份无异，此时风险就是指偏离基准的误差程度。举例来说，采用相对回报型态的股票长仓策略基金经理，若是将投资仓位从股票移转到现金(虽然会有无风险回报)，会增加他的表现落后大盘的风险。也就是说，他达成获利目标的机会率减少了，因此强化了风险增加的认知。在绝对回报的世界中，风险中立的仓位就是现金。若是经理人从股票长仓仓位移转至现金仓位，代表减少了亏损的机会，风险降低了。同样的仓位转换动作，以股换现金，同时代表风险增加与风险减少，那端视如何定义风险。

从相对回报到绝对回报

追踪偏差风险与总风险的管理

“When you are finished
changing, you’re finished.”

Benjamin Franklin

当停止改变后，你也完蛋了

班哲明·富兰克林

A long-only investment process
is like driving a car without
brakes—it works perfectly well
going uphill

纯长仓策略的投资过程，就像开
着一辆没有煞车盘的汽车，在上
坡时完全没有任何问题，下坡时
就...

简单来说，绝对回报不论在市况不错适合承担风险追求回报时，还是市况出乎意料之外，可能造成投资失误的时候，它都有因应之道。这些状况例如：突发非经济事件的冲击、过热的市值增长、市场严重的超买状况、资金过度集中的风险、市场流动性改变以及市场买盘的突然收手等，都是影响市场变化的可能事件。因此，绝对回报投资方法就不只会想到如何进入市场建立风险仓位，还会考虑到退场情境。所以对冲基金执行的绝对回报策略，可视为长期持有长仓策略的相反策略，即买得到还要能卖得掉。

在相对回报模型之下，投资者的情绪是随着难以捉摸的某类别资产价格变化而摆荡。要对随着某项资产类别的表现基准高低变化而变化的目标回报及风险管理下定义，就是意指投资经理完全的投资在某类资产中，他的表现、投资风险完全要以该类别资产的表现来解读说明。这也是指投资者对其投资的资产类别完全没辄，只能任由它的价格上扬与下跌。所以投资在纯长仓策略的资产就像开着一辆没有煞车盘的汽车，只要继续爬坡就相安无事。一旦反转下坡时，控制风险的额外工具与技巧就有其必要性了。

从相对回报到绝对回报

风险究竟是什么？

风险究竟是什么？

Risk = exposure to change
风险=暴露在改变之中的程度

“We don’t like things you have to carry out to 3 decimal places. If someone weighed somewhere between 300-350 pounds, I wouldn’t need precision - I would know they were fat.”

Warren Buffett
我不喜欢要有小数点3位以上的精确度才能确认的事情，若是有个人体重达300-350磅我不用精确知道多元就能知道他已经超重了

沃伦·巴菲特

Risk measurement is akin to accounting.
Risk management is not.
风险衡量可以被计算
风险管理却没有办法这么做

这些日子以来，风险成了耳熟能详的字眼。既然相对回报方法与绝对回报方法之间的主要不同，就是关于风险是如何被定义、被管理，接下来就有必要多谈谈风险的不同面貌。我们认为风险真是太复杂以至于无法用一个单一或整合的统计数字或是每天的风险评估报告来陈述。所以我们引用业内的定义，将风险定义为：“暴露在变化之中的程度”。另一点要强调的是我们观察到「风险管理」与「风险衡量」之间有极大的混淆。前者是知难行难，而后者则不是。我们相信丘吉尔曾为此作出最佳的批注：“经济学家对于统计数据的使用，就像酒鬼对于路灯的使用，只是用来支撑而不是照明”。现今许多投资专家都同意风险衡量的完成就是风险管理的开始。要提的一点是，如同一位风险管理经理所说：“风险本身并非坏事，糟糕的是风险被错误定价、被错误管理与被误解”。

温水煮青蛙效应

投资者倾向于量化风险是因为这么做让风险管理更精确、更透明。透过量化数字而非质化数字来解释风险，能让投资专家更易于呈现通俗的字眼来比较、对应和说明。在风险管理方法与工具(例如衍生性金融商品)的历史上，都是将所有金融产品及其买卖合约拆解成单一风险成份。一旦风险被拆解为小成份之后，这些风险成份既可被聚合，也可以被个别管理。

风险衡量可以采用狭义定义，也可以应用到较广泛客观的目的。而风险管理则是复杂多了的任务，而且也依据主观定义的不同而有差异。虽然这两者并非完全不相关，但是需要应用到的技巧却是完全不同。这好比懂得财务会计不见得就懂得如何经营企业。财务会计是客观的(起码会计理论上是一个公正、无欺的结果。)但是，稳健安全的财务会计功能并不代表经营企业就会成功。要能让企业成功是更复杂更困难的事。它需要丰富的经验、创新力、智慧、热情、驱动力等等要素。更重要地，成功地创立并经营企业是主观的。从事会计任务有一致的标准和客观的依据。但是，要能成功地经营企业则有许多方法与手段。财务会计可从商科学校学到，但是却无法从学校学到如何成为成功的企业家。我们可以这样说：风险衡量就像会计理论，需要客观性与透明度的时候，它有运用的弹性及优点。相对来说，风险管理则需要更弹性的方式，要有创业家特质，也具有定义上的主观。如Tanya所说：数学对金融而言是不可或缺，但是金融的应用则不见得需要数学。

从相对回报到绝对回报

风险究竟是什么？

“There is nothing so stupid as the educated man if you get him off the thing he was educated in.”
Will Rogers

“Since the mathematicians have invaded the theory of relativity, I do not understand it myself anymore.”
Albert Einstein
数学定律只要与现实有关的，都是不确定的；若是确定的、都与现实无关

风险管理最起码是一门技艺也是一门科学。一位风险专家会同时综合不同技巧，也就是，能在理论与实务之中取得平衡并成功得完成工作。有人甚至认为这种综合的技能远超过只会在实验室中建立风险因素模型，或是萃取理论而已。风险是与人们所不知的有关，而不是与人们已知的有关。在实务派人士的说法中，风险管理常被理解为艺术与科学兼具的任务。维吉尼亚·帕克，Parker Global Strategies的负责人曾将风险管理的艺术面定义为：

“风险管理的艺术是兼具经验与技术、创造优势而且必须不断与时俱进的”。

这个定义提出了重点：经验、技能、随时随地的警觉性和开放的思维(反义词就是教条、无知、惰性)。从我们的观点，已有堆积成山有关金融的研究报告是以历史资料为根据。我们认可验证学术假设的重要性。然而，在社会科学中，追求绝对精准的目标会将许多任务变成了似是而非的伪科学。因为过往的回报结果就只能代表已经发生的事，而不是未来会发生或是可能发生的的事件。利用复杂的数学工具与技巧在解析金融过往历史数据上，幸运的话就是误导使用者，严重的话就会造成金融损伤。我们认为一位投资者在变化多端的市场中若是停止学习、也不应用并且精进投资技巧的话，这根本与期望好运别用光的赌博下注无异。这就像温水煮青蛙症状一样：逐渐加温的水终结了毫无戒心的生物。

纳西姆·塔雷伯(黑天鹅的作者)点出了社会科学、财务金融、特别是风险管理等领域中，滥用数学及似是而非理论的现象。他煽动却生动的指出：

将经济学视为一门科学来发展会有什么问题？答案是：当一群聪明的人为了说服自己的想法是正确的、有科学根据的，就会不得不使用数学方法来证明。这些急急忙忙运用数学技巧证明自己想法的人(以Leon Walras, Gerard Debreu, Paul Samuelson等人为首)并没有考虑到他们所使用的数学方法对于他们想要解决的经济问题是有局限性的，又或者他们应该警觉到数学化精准的表达方式会误导人们以为他们已经找到解决问题的答案，而事实上他们并没有。(....)、事实是，他们使用的数学模型并不适用在现实世界中-也许我们需要的只是更进一步的说明，而这些经济学家们却拒绝承认如果不用数学化的方法会更好的事实

从相对回报到绝对回报

风险究竟是什么？

“The only certainty is that
nothing is certain.”

Pliny the Elder (I think)

唯一确定的事就是
没有什么可确定的

“An education isn't how much
you have committed to memory,
or even how much you know. It's
being able to differentiate
between what you do know and
what you don't.”

Anatole France

受教育不是为了要增加记忆或增广见
闻而是要能够区分你知道的事与
你不知道的事之间的差异

阿那托勒法朗斯-法国文学家,1921
年诺贝尔文学奖得主

“Risk comes from not knowing
what you're doing.”

Warren Buffett

风险来自你不知道你在做什么
沃伦·巴菲特

“One of the greatest pieces of
economic wisdom is to know
what you do not know.”

John Kenneth Galbraith

大部份经济学上的知识，是建
立在对未知事物的前提假设之
下-凯恩斯

风险与不确定性

在金融领域中，我们倾向将风险与不确定性，即常说的奈特不确定性，有所区别。风险指的是，在可靠的数据下，将可能发生的情形，透过计算将其机会率分布呈现出来。相反的，不确定性指的是无法被计算的任何情境，也不可能依据任何情况所具备的独特性而就计算出来的。当我们讨论与风险有关的事项时，我们假设我们知道未来可能发生和曾经已发生事件的机会率分布(即正态分布)。这也是为什么金融教科书总是讨论丢硬币游戏或是掷骰子、玩轮盘的例子。在这些事件中，机会率能够被计算出来。例如用一个骰子连续丢出6个6的机会率可以被算出来，但是在火星上发现化石的机会率则无法被计算出来。实务上，不用说也知道，不确定性才是重要的一回事而不是风险。我们能够以严谨的量化分析计算与风险相关的事，而没有办法测量不确定性。要因应不确定性是需要有想法，更需要有常识。奈特认为利润应该被定义为承受不确定性的回馈。

我们相信已有很多的研究是有关于风险管理领域，而绝对回报投资则是聚焦在风险衡量上。风险衡量常用的典型方法是因素分析或是型态分析。这类方法是要构建一个模型，是以过往历史数据为依据，产出能够解释数据时间序列内产生变异的风险因素。大多数时候，模型假设都是与回报如何分布有关，也就是世界看起来是如何，而不是实际上是如何。当这类分析产出有趣的结果时，它只能代表风险管理复杂度的一小部份，而非全貌。为什么？

像之前曾提到的，风险的定义之一是“暴露在变化的程度”。这个定义非常简单，也许也不够科学，但却是非常有力的定义。在一篇“定义风险”的报告中，Glyn 提出一个相似的定义：

风险似乎同时隐含两个不可或缺的分词：风险与不确定性。而风险就是暴露在不确定中。

风险衡量依据的是客观的方法。它是在许多前提假设下用目前已知的信息来计算风险因素、模拟投资情境或针对投资组合进行压力测试。总之，任何对风险的评估都是根据现今所知道的知识为依据。

从相对回报到绝对回报

风险究竟是什么？

“Once again the important fact is knowing the existence of these nonlinearities, not trying to model them.”

Nassim¹

承认非线性世界的存在比一味的试图将世界模型化更重要
纳西姆

风险是与我们所不知道的事件有关系。更精确的说，风险就是暴露在可能造成无法达成特定目标的不预期变化中。定义上，我们无法衡量未知的事。我们可以随便假设任何的机会率分布，但无法反应客观的风险衡量。换言之，风险管理是复杂的，非常质化，不容易描述的。而风险衡量则是非常量化的，有规则可依循，也有过去的信息可供定义。如同彼得伯恩斯坦在“驯服风险”一书中所提：

计算机屏幕上罗列的一串串数字、花花绿绿的颜色、精美的图表，最能让人安心、也最具说服力。我们全神贯注看着画面，却常忘记计算机只会回答问题：它不会提问题。每当我们忽略这个真相，计算机就会助长我们在观念上所犯的错误。只根据数字生活的人或许会发现，计算机已取代古代神谕的地位，指导一般人如何管理风险和做决策。

Risk management touches on many aspects

风险管理涉及许多方面

风险管理究竟为何？

风险管理一词几乎可应用在任何人们从事的活动，从道路安全到登山活动。在此，我们所谈论的风险管理，是延续投资管理议题，指的是金融财务的风险，投资组合的风险。针对像公司餐厅失火的突发事件也是公司风险管理的一部份。在此，我们聚焦在金融投资组合的风险管理。

“A common mistake that people make when trying to design something completely foolproof is to underestimate the ingenuity of complete fools.”

Douglas Adams

当人们设计完全的防呆机制时最常见的错误就是低估了呆人呆到最高点的可能
道格拉斯·亚当斯

我们之前已详细说明，任何风险管理程序的核心事项之一就是风险如何被定义。这个定义会应用在风险评估、风险衡量，风险控制、风险移转等等事项上。在管理跟随误差风险和管理总体风险之间的差别的先行定义，就是重要的前置作业。进一步的区分则是在风险衡量与风险管理上。这两者，如之前所述，并不一样。

Risk measurement is a science. Risk management is not.

风险衡量是一门科学
风险管理则不是

长期资本管理资产公司在1988年发生的恶运事件就是经常被用来举例说明，过度依赖风险模型的数据结果去因应不确定事件时的危险为何。然而，要提的是，LTCM当时已聘请当时堪称是最好的风险衡量科学家、学者，以及华尔街最优秀的交易员。欧本海默(Oppenhimer)基金创始人里昂·利瓦伊(LEON Levy)在讨论LTCM的失败时，用了更露骨的方式说明纯科学的限制：

从相对回报到绝对回报

风险管理究竟为何？

是什么造成LTCM失败的连锁反应？第一个也是最主要的原因，没有任何对冲基金曾有一位以上的诺贝尔奖得主合伙人。LTCM就有两位。若是我们公司多年来一直有着一位诺贝尔奖的合伙人，在他的建议之下，我们公司可能已经发生巨大的损失了。

“Take calculated risks.
That is quite different from
being rash.”
George S. Patton
经由谨慎计算风险后的行动与鲁莽行
事大不同

值得一提的，Leon Levy 在其“华尔街思维”一书中，对于LTCM的赞扬之词是远多于评比。例如，他认为他们有着承接许多华尔街玩家所不敢承接风险的意愿。如同许多人已提到的，Levy将LTCM的失败主因，归咎于他们孤芳自赏的傲慢而不是对风险衡量的失败。也就是说，投资者在此事件应该学到的教训是：成功的风险衡量来自“客观”的相关性矩阵或是任何其他风险衡量模式。一位成功的风险管理经理最好的情况下，能够知道这样的风险衡量只是一个对于未来判断的一部分。反之一旦成为这个工具的奴隶的话，将会造成大灾难。

It is debatable whether risk-
taking decision-making and risk
management can be separated
是否将风险决策者与风险管理者分开
是一个值得讨论的议题

对于风险管理和风险衡量的论辩有点像是科学与街头智慧的争论。街头智慧也就是从观察市场变化中，来解读市场，得到真正有价值信息的能力。有个极端例子可说明两者的差异，就是2004发生的东南亚大海啸，它从美国西岸远达北苏门答腊。所有的西方文明的科学都无法协助预见造成海啸的地震，或是避免随之而来的毁灭与死亡。关于这个海啸有一个特殊的插曲，就是没有任何一个当地的土著部落有人因此而死亡。他们能从动物的异常举止看到可能发生的恶兆，因而提早在灾难发生前，移往更内陆安全的地方。这的确是一个极端的案例。但是，它也呈现一些关于风险的方面，风险无法以传统既有的方法来衡量，如统计学、极端值理论等等。在近期金融海啸已经很明显的指出风险经理就是决策的人，而不是另一栋大楼中负责衡量风险的部门。

大风吹游戏效应

历经科技泡沫之后，当市场环境 with 预期回报已经改变，许多投资者已体会到风险就是之前所定义的事(风险就是风险在变动中的程度)。随着近十年的演变，在1980、1990年代，20年牛市行情下所形成的投资教条与假设已经越来越显是很有可能都是错的。

“It is not disbelief that
is dangerous to our society;
it is belief.”
George Bernard Shaw
危害社会的不是怀疑，而是信条

I

从相对回报到绝对回报

风险管理究竟为何？

Institutional investing in hedge funds could be viewed as outsourcing some risk management functionality
机构投资者投资于对冲基金
可看做将风险管理功能外包出去

风险管理是处理有关改变投资组合的任务，它根据的是持续改变的外在环境或过去一向运作正常的变化条件来进行。然而，未来却是不确定的。唯一确定的事，就是现状将会改变。如同经济学家明斯基所言：稳定状态其实是不稳定的。每位水手都知道暴风雨前的宁静。我们相信风险管理就是在投资机会与资本亏损机会率之间取得平衡的思考程序。也就是之前所提，是一个主观的定义。它也意味着，有丰富投资经验的人，比没有投资经验的人更具有优势。更夸张的说，投资与管理风险就像进行着大风吹的游戏，如果你的动作稍慢，就不可能会胜出比赛。风险管理为何重要的理由，是因为它带出了一个问题，什么程度的风险应该被管理？风险应该被退休基金内部委员会管理就好，还是可用更具效率的方式，将风险管理委外交给更贴近市场、更快速敏捷反应市场变化的专家？

“I never predict anything and I never will do.”
Paul Gascoigne
我从不预测任何事
以后也不会

在风险衡量与风险管理的任务中，关于回报与变异数之间的相互依存度是非常重要的。毫无疑问，现代投资组合理论的最佳成就之一，就是将一群具有正预期回报与不同波动性的风险资产组合起来，若是资产之间的相关性低于一，此投资组合风险就能够减低。因此，分析师与风险衡量者总是计算着相关系数。然而，衡量相关系数矩阵与管理风险是不同的任务，完全与模型是否成熟或是模型输入的信息一点关系也没有。风险衡量只是风险管理人的一项工具罢了。

“It is not enough to have a good mind. The main thing is to use it well.”
Descartes
光是想的周到并不够
还得要用的恰如其份

使用历史数据来计算相关系数矩阵是假设未来也是不变的。但是，我们定义风险就是暴露在变动的程度，真实的风险总是出现在偏离假设条件的真实世界，或是相关矩阵证实是错误的时候。这个观察既不新鲜也不是从未发生。如Lord Bauer所言：“一项安全的投资，其实只是当下风险尚不明显罢了”。

从相对回报到绝对回报

风险管理究竟为何？

“Diversification is the golden rule for prudent investment. If you add some judicious futures to the bonds, stocks, insurance, and real estate assets that are already in your portfolio, you can hope to sleep better at night.”

Paul Samuelson¹

分散化投资是谨慎投资行为的黄金定律，若是在投资组合中加入期货连同原本的债券、股票、保险房地产等资产类别，你一定可以睡得更好

“Chance favours only the prepared mind.”

Louis Pasteur

机会永远留给有准备的人

“Experience is a dear teacher.”

Benjamin Franklin

经验是吾师-葛拉罕

预防与治疗

杰格，一位风险管理专家与对冲基金书籍作者，在讨论有关风险与风险管理的议题时，提出一项恰如其份的区别比喻：预防与治疗的差别所在。前者的成本远比后者低。也就是说，在风险管理领域中，离风险远一点，会比从风险中脱身更有诱因。他说：

避开投资灾难的关键就是分散投资，谨慎的使用杠杆与流动性，而且要对失败保持敬意。而管理灾难时要更保守更狠心：要么就别做，要么就一口气清光仓位。

这两个任务是完全不一样的。避免灾难的发生是需要有远见及创意的，而对已发生的灾难能做的响应都是被动的、有压迫感的。我们相信两者都是积极型风险经理口袋中重要的工具。通常在大家赞叹避开风险的时候，意外-或是灾难-就会发生。当外在的意外或是灾难发生时，积极的风险经理很自然地发现他正处于“脱离麻烦”的模式中。即使再谨慎与有远见的经理人也会发生外在的风险。当外在风暴发生时，应对技巧的好坏与杠杆的高低就显得影响深远。也就是1、经验的重要性，及2、对于使用超额杠杆的经理人而言可能是个灾难，但是对于资金管控正常的投资者而言就是个绝佳的机会。

技术:经验是重点

我们认为经验非常重要，有许多显而易见的理由。在 1998 年第 3 季的金融风暴中存活的套利投资者就比受挫于该风暴的人要强的多。德国诗人亨利希海涅提到：经验是间好学校，可是费用很昂贵”。

在风险管理中，我们相信“做中学”是贴切的成语。过去曾经能从深坑中爬出来的人，再发生类似的状况时，就可能比那些认为自己不会发生不幸事情或是不曾想象过自己陷在深渊中的人们，更有经验优势。然而，也有完全相反的论点。美国知名价值型基金经理戴维卓曼曾说：

有太多而且不断发生的例证一再显示，一般投资者与投机者未曾从经验中学到教训。情绪总是一再地凌驾于理性之上。

从相对回报到绝对回报

风险管理究竟为何？

“Investors will want to make sure that they don’t start out with the money and the hedge funds start out with the experience, and then when all is said and done, the hedge funds have the money, and the investors have the experience.”

John Webster,
Greenwich Associates

投资者要确认的是一开始他们有钱而对冲基金经理有经验。等到一切投资活开始之后，对冲基金经理开始有钱而投资者也有了经验

Experience in managing total risk is scarce. Experience in managing tracking risk is not.

Hence the price difference.
能管理总体风险的人(绝对回报)少，而能管理追踪误差风险的人多(相对回报)，所以他们的身价当然不一样

我们认为在这段描述中有许多事实。显然的，会从中学到教训的人就会记住，而不懂得从中学到教训的人还是会一再犯错。这也指出懂得学到经验的人，会比一而再，再而三犯错的人有着经验优势。若这是真的，我们会认为经验是存在于金融世界中，虽然它很少见。这也可看做为什么有些经理人能收取到2+20(2%管理费及20%表现费)的费用，而有些人则没有办法。(当然，也有人认为，有人能收到2+20费用，是因为没有经验的人愿意支付它)

在风险管理经验中，指的是总风险时，我们认为这个经验是少有的。因为要能够处理新金融工具的复杂性，融券卖空，杠杆等策略时所需要的技能，是远远不同于只要做到基准比较表现的资金管理而已。在金融灾难管理的经验，远比一般风险管理技巧更为难得。至少在目前的信贷风险之前是如此。有“灾难经验”的经理人在市场难以找到，是因为不论幸存者或是失败者都已经因为不同原因离开市场了。基本上，市场灾难一再发生的特性，会创造对金融灾难处理经验人士的需求。只是有趣的是，有人要的是灾难发生前的经验，有人要的是灾难后的经验。但无论如何，经验值是很重要的。而风险管理经验是无法在商学院学到的。就像马克吐温曾说：“别让学校僵固课程阻碍了你的学习”。

我们并没有认为对冲基金经理就一定强过纯长仓策略的经理人。这样的比较太过天真也不合理。因为还是有着许多优秀的纯长仓策略经理人，也有许多滥竽充数的对冲基金经理。但是，我们的确认为努力要掌控总体风险的经理人要面对的挑战是不同于仅要管控追踪误差风险的经理人要面对的风险。我们也认为这篇报告中所介绍有关于投资技巧的限制也是有些矛盾、不是最好的说法。市场上在管理总体风险与管理追踪误差风险之间价差会如此巨大，这其中一定有其道理在。

「不确定性与期望值」一书作者，杰洛德·艾希莉(Gerald Ashley) 提出一项直觉的分类方式，能将不同种类的信息做为技巧、经验及定价的替代词：

资料：能被推论、讨论、计算的事实

信息：有脉络的资料，能从观察、研究或教育中取得

知识：是有意义，能被理解的信息

智慧：此词会被取笑，但是可称为有远见的知识³

从相对回报到绝对回报

风险管理究竟为何？

“Experience is one thing you
can't get for nothing.”
Oscar Wilde
经验的累积是需要代价的

市场价格，也就是中间人能从中收费的金钱，是与前述的列表有关。越往列表下方，就增加越多的价值，就会有更高的市场的价格。我们从数据供应者或是看商业新闻中就能获得数据或是信息，免费是理所当然的。而我们从学校或是从一本好书学到的知识，就并非完全免费，也需要付出努力才能获得。知识也常被贴切的形容是至理名言。要能成为至理名言不是只要用起来好像显得聪明就好，还得要够实用，才能流传久远。智慧与远见则是需要随着经验的增长才能获得。远见就是一种判断事物的察觉力，它能穿透事物的表面，接触真实的一面。智慧则是完全的不同。一位有智慧的人绝不虚伪粉饰自己，也没有物欲。任何的事物表面之下，都有真实不变的真理。有智慧的人能看透事物的前因后果，也因此不轻易错置价值。所以，投资与风险管理经验，无法以极廉价易得的方式中或是短时间内就能获得。

杠杆：基金的取得也很重要

意外不是发生就算了。有某些大型系统环境中，重大的意外，是无法避免并且有一般化的现象。这些意外就是系统之中的一项特色。客运机中提供咖啡机或是娱乐设备原意并非要造成坠机，但是过去都发生因为咖啡机或是娱乐设备的问题而造成坠机的意外，而且有极大的可能性，未来还是会再发生。飞机本身就是个复杂系统的绝佳案例：一个大个体，其中载着易爆燃料，高速飞行于稳定与不稳定之间的平衡点上。依照混沌理论指出，微小的力量就能颠覆整个系统，它能引起一连串事件，诱发出存在系统中的巨大能量而产生负面影响。有意思的是，有时候为了让系统更安全的强化工作，尤其是科技的方法，反而会造成系统更形复杂，更容易发生意外。你不需要太有想象力就能找出在金融世界中这类比喻的案例。

“Any intelligent fool can make
things bigger, more complex
and more violent. It takes a
touch of genius - and a lot of
courage - to move in the
opposite direction.”
Albert Einstein

任何聪明的笨蛋很擅长把一件事情
闹大、复杂化、夸大化
一般人需要的是一点聪明和极大的勇
气才能站在不同的方向

As every other business, hedge
funds have strong preference
for stable and secure financing
如同其他事业体，对冲基金对于稳定与
安全的金融环境有更强的期望

投资在对冲基金的资金应该是稳健安定的。这类资金有两组鲜明的来源：「股权资金」：就是从投资者处取得的。还有「举债资金」：就是从它的主要经纪借来的。衡量资金稳定性的指标通常是基金赎回时程的条件与资本中属于基金经理自己的比例。对冲基金多属长期投资，所以它通常有较长的赎回周期，在部分案例中也会有较长闭锁期。这么做都是有理由的，若是投入基金的资金属性并非安定的话，很有可能发生在基金最需要资金的时候，该笔资金却被投资者赎回。我们现在已经知道，当初长期资本公司持有的许多交易仓位是很有可能获利的，只要它能够再多握有这些资产几个月。（而且市场的交易者也不会与他们的话）。从1988年发生LTCM事件后，只要投资产生亏损，对冲基金和银行业都发现他们也深陷资金抽离的危难之中。

从相对回报到绝对回报

风险管理究竟为何？

假若资本的基础稳固，外部发生的风暴很可能是个投资机会而不是一场灾难。常见到的，市场总会对消息，特别是坏消息，过度反应。也就是市场价格在下跌时，经常会超跌。意志不坚定以及资金不够的人就变成被强迫出场的卖方。金葛瑞芬，城堡对冲基金的创立人，多年前曾说：

如果你是艾维士租车公司，当Hertz熄灯时，你最好已经准备好赚大钱

“Buy when the canons are
thundering and sell when the
violins are playing.”
N.M. Rothschild
在世局混乱时买入，在太平盛
世时卖出

也就是说，在市况紧绷的时候，麦粒是能从粗糠之中分离出来。当大多数的人都惊慌的挤向逃生口的时候，对于那些不需要担心资金问题的人而言，就出现了绝佳的投资机会。这就是为什么对冲基金经理要在次级市场引入可长期闭锁或是永久投资的资金。这也是为什么沃伦·巴菲特在1990/1991年时，在索罗门兄弟公司发生了国库券买卖丑闻之后给予纾困，在1998年俄罗斯债券违约事件导致LTCM遇到财务危机时也给予资金协助的原因。如果一个人不知道自己会接到一把锐利的双面刃还是一把奶油刀，就试着要去接住正往下掉的刀子，是一件离谱的事。就像CNBC的节目主持人在2008年9月经济动荡时曾说：股市的底部是用来观察的，而不是去预测或是参与逐底过程的。

从相对回报到绝对回报

复利是件重要的事

复利是件重要的事

“Compound interest is the eighth natural wonder of the world and the most powerful thing I have ever encountered.”

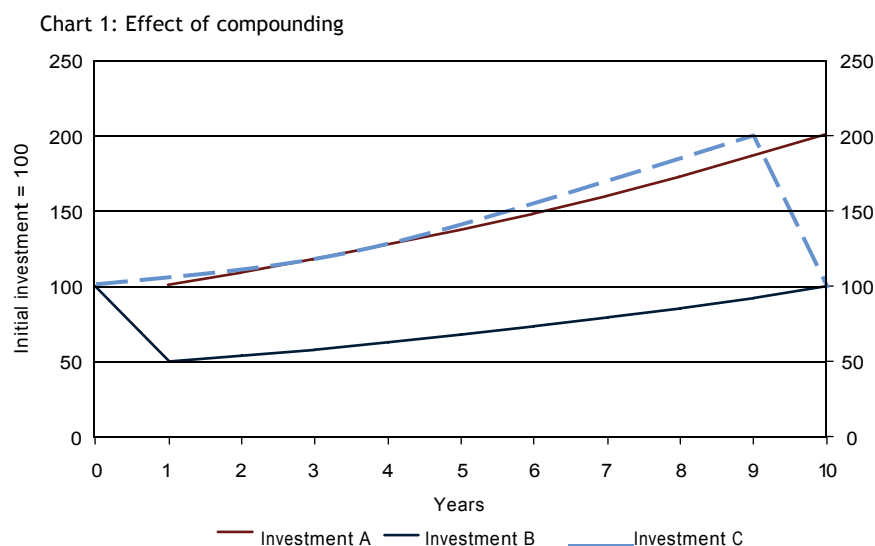
Albert Einstein

复利是世界上的第八奇迹
也是我遇过最具威力的事情
爱因斯坦

如之前107页表1曾提过，对冲基金采用绝对回报目标的投资哲学就是追求正复利回报，而采用相对回报目标的投资哲学中，复利回报并不在它们的正式目标中。当复利增值成为主要的目标时，控制下跌波动度与亏损就变得非常重要。重大损失将折损资本复利增长率。举例算式如下：

- 一笔打算投资十年的100美金，第一年持平后，接下来每年以8%复利增长，最终将成为200美金。
- 一笔打算投资十年的100美金，第一年亏损50%后，接下来每年以8%复利增长，最终还是100美金。

这二个结果对我们而言可是天差地远。我们发现让人不解的是，并非每个人都同意我们的看法，也就是长期投资者也不能忽略短期市场波动可能带来的伤害。即使100美金投资十年，前9年都以复利8%增长，第10年下跌50%，也仍然还是只有100美金。图4显示这三种不同的投资方式。我们假设这三种投资组合是分散的投资组合，不同的风险是被分散的。



Source: author's own calculations.

从相对回报到绝对回报

复利是件重要的事

Alternative definition of an equity bull market: "A random market movement causing the average investor to mistake himself for a financial genius".

股票牛市的另类定义：随机漫步的市场导致一般投资者误认为自己是金融天才。...

投资组合C有很长一段时间表现都比投资组合A要好。而投资组合A与投资组合C就是代表着对冲基金与纯长仓策略在1990到2002年的状况。我们认为对这个图表中优异的表现适当的反应应该是：“谁在乎啊”？因为任何忽略风险而讨论回报率都是没有意义的。如果我们不了解风险，接下来的发展会与过去完全不同。验证已知的波动度和历史回报分布特性只是个开始，而且只是对过去的回顾。如果投资者并不清楚自己在做什么、对风险没有清晰的理解，我们看不到有任何可以让投资者做出睿智投资决策的快捷方式。将过去表现套用在未来的投资预期上是极度危险的，而意外往往就是这样发生。然而这却是采取单纯长仓、长期持有投资策略拥护者的基本信念。再一次提醒：没有煞车盘的汽车会发生什么事。就如吉姆罗杰斯—投资骑士与对冲基金传奇人物一所说：

许多投资者犯下最大错误之一就是总是认为应该把闲置资金做些什么投资。事实上，发生在投资者身上最糟糕的事就是在一件投资上赚了大钱。使他们感到兴奋且得意洋洋的对自己说“让我再找出下一个赚钱的投资机会吧”。他们应该单纯地把钱存入银行，并且耐心的等待下一个能确定的机会。但是他们没这么做，而是狂妄的立刻再跳回投资市场中。投资的诀窍是别赔本。那也是最重要的事。若是你能获取每年9%的复利，你就胜过那些投资结果上下震荡、暴涨暴跌的人。巨额的投资亏损会让你难以复原，它们会毁了你的复利效果，而复利是投资里最神奇的部分

Boring is good
平淡无奇的投资表现是件好事

基本上，平淡无奇的投资表现是件好事。表2展示出的是对冲基金与美国共同基金在S&P500指数负回报季度时的平均回报率。将S&P500指数从1990到2007年期间负回报季度的回报率加总起来总共下跌了120%。而同时期共同基金的平均回报总合是负128%。这个落后的过往表现符合多数实务研究认为积极管理的纯长仓投资策略会比指标逊色的研究结果。(此外复制大盘的指数基金也有相同的结果)而对冲基金在这些负回报季度的投资表现，则只有“区区”的负9.1%。我们相信这与共同基金平均负128%的差异是巨大的，尽管共同基金追求的目标“当然”也是获利，而不是亏损。

从相对回报到绝对回报

复利是件重要的事

Table 2: Hedge Funds versus long-only funds in down quarters

	S&P 500 TR Index	HFRI Composite Index	Morningstar Average Equity Mutual Fund
Q1 1990	-3.0%	2.6%	-2.8%
Q3 1990	-13.7%	-3.9%	-15.4%
Q2 1991	-0.2%	3.8%	-0.9%
Q1 1992	-2.5%	6.7%	-0.7%
Q1 1994	-3.8%	0.4%	-3.2%
Q4 1994	-0.0%	-1.4%	-2.6%
Q3 1998	-9.9%	-8.8%	-14.9%
Q3 1999	-6.2%	0.7%	-3.4%
Q2 2000	-2.7%	-1.2%	-3.2%
Q3 2000	-1.0%	1.9%	0.6%
Q4 2000	-7.8%	-3.3%	-8.1%
Q1 2001	-11.9%	-0.5%	-12.7%
Q3 2001	-14.7%	-4.0%	-17.2%
Q2 2002	-13.4%	-1.6%	-12.1%
Q3 2002	-17.3%	-3.9%	-16.2%
Q1 2003	-3.1%	0.8%	-2.8%
Q3 2004	-1.9%	0.8%	-2.1%
Q1 2005	-2.1%	0.7%	-2.0%
Q2 2006	-1.4%	0.0%	-2.4%
Q4 2007	-3.3%	1.1%	-5.9%
Q1 2008	-9.4%	-3.4%	n.a.
Q2 2008	-2.7%	2.2%	n.a.
Sum of returns*	-120.1%	-9.1%	-128.0%
Cumulative return*	-72.0%	-9.7%	-74.4%

Source: Alternative Investment Solutions, Morningstar, adapted and modified from VAN Hedge Fund Advisors

* excluding 2008

在我们的研究里，其中一个关键的主张是追求资本的复利增长——亦即长期的绝对回报，对所有投资者都是重要的事。如果追求资本复利增长的目标是正确的，那管理并控制向下的波动风险就是确保投资成功与存活的关键要素。复利增长是成功的长期投资者与绝对回报投资哲学不可或缺的要项。金融的经典文献中我们相信有三个见解可以用来印证复利增长的重要性。我们认为这三个论点也是适用于所有投资者的。前两项是取自马克维兹的论点，而第三项则取自认知心理学家兼诺贝尔奖得主-卡尼曼与特沃斯基的论点：

- (1) 回报愈多愈好；
- (2) 确定性愈明显愈好；
- (3) 亏损比获利更值得重视，也就是资本贬值的伤害远大于资本增值的效果。

从相对回报到绝对回报

复利是件重要的事

The difference between a relative return and an absolute return product is most visible by examining how risk is defined and managed

相对回报产品与绝对回报产品之间最明显的不同端视风险如何被定义与管理

第一项因素(更多回报)是显而易见的。当你能够随时放弃你所不要的，能要的越多总是越好，因此从来不会有人要少一些。当所有其他条件都不变时，所有的投资者也一定会喜欢较多的回报，而不是较少的回报。不像相对回报的经理人，一位绝对回报的经理人也会积极强调前述第二与第三个论点。因为，首先，多数的绝对回报经理对于整体风险会有一定程度的目标并依此相应的控制风险。其次，资本保全是重要的，也就是说避免重大亏损是投资过程中的一个主要目标。换句话说，相对回报与绝对回报经理人在市场行为与投资流程的差别，并非藉由验证回报，而是藉由验证风险而显露出来。这个差别有许多方面：风险定义、风险控制、风险认知、风险管理哲学、企业风险管理的文化等等。简单来说，若是一位基金经理将风险定位在与表现基准之间的比较，那他的投资组合表现样貌就会与表现基准的回报分布极为类似。然而，绝对回报经理人投资决策的重点并非受表现基准所驱使，而是来自于对获利与亏损的考虑。这代表的是风险在绝对回报中的定义。也就是“总体风险”(Total Risk)。(见107页表1)。若是风险被定义为总体风险，而且投资程序取决于盈亏，这个经理人肯定会将前述的三个论点纳入考虑。

结语：从相对回报到绝对回报

“Diversification should be the cornerstone of any investment program.”
Sir John Templeton
分散化是任何投资规划的基石

绝对回报经理人的投资哲学是不同于相对回报经理人的。绝对回报经理人不只是关心他们投资的长期复合回报率，同时也关心他们的财富在投资期间的变化。换句话说，一位绝对回报经理人会依据平衡投资机会与风险、经营分散化的投资和对强烈的市场震荡进行对冲，来试图增加财富。对绝对回报经理人而言，这些目标都是再基本不过的。

“Banks are dinosaurs. Give me a piece of the transaction business - and they are history.”
Bill Gates
银行业就像远古时期的恐龙只留下化石。让我们无法窥看全貌

从2007年英国银行的危机到2008年初美国投资银行的陆续倒闭，我们可以轻易的发现金融服务行业这些日子以来确实是多事之秋。也会让人们认为目前银行业的营运模式是有问题的。银行，基本上是资金的媒介与信贷的促进者，本身已经是高度杠杆的机构，握有的资产却还具有波动性，也就几乎可以确定，银行的股权迟早会大幅的减少或是清盘。尤其当这些资产需要遵守每日依公平市价计价的原则(marked-to-market)，而市场却没有交易量的时候，这样的状况就特别明显。从这个逻辑点延伸，有人预期银行业在未来十年会彻底改头换面，并转变回到它原来的样子：专注在单纯的存放款业务。

从相对回报到绝对回报

复利是件重要的事

如果前面说的没错，那银行的资产和资金流将不会就此消失，其他的投资者将会接管银行部份的业务。如果今天的银行业确实有着概念上的问题，那么迟早银行业的部分业务将会另行形成新的经营模式，才能有更好的设计来处理复杂的投资组合与管理这些缺乏流动性的资产。

对冲基金取代银行部份的角色大约是从**1990**年代中期开始的。有些对冲基金有时候的功能就像风险的中介机构或是信贷的促进者。除此之外，其他的企业结构和营运模式也可能出现在对冲基金上。有着绝对回报思维与企业家精神的投资者，能够像企业负责人一样受到激励，也能弹性的适应市场环境的改变，这些投资者最有可能可以从这样的转变中受益。

结论



结论

简单是复杂的极致表现——达芬奇

不要期待那些你还不能深入理解并掌握的道理会如你所愿的起重要作用——幽默家威尔·罗杰斯

对冲基金：是危险的游戏，还是应付危险的游戏？

财务经济学是一门非常新的学科。经济学大约有**250**年的历史，而财务经济学大约只有**60**年。在金融领域中，我们仍然运用着第一代的旧理论。而机构投资管理的事业则更为年轻。不像人类成就的其他领域，财务经济学尚未见到旧理论变陈旧而被新理论取代的典范移转，不论是逐渐变化的还是戏剧化变化的，都没有。如今，对冲基金在机构投资管理领域的出现将可能带来这样的变化。

1950年财务经济学和现代投资组合理论都是从经济学衍生出来的。若要为财务经济学定下一个起始点，它就是在**1952**年**3**月时，一位名不见经传的**25**岁芝加哥大学研究生——亨利马克维兹，在金融期刊上发表的一份名为“投资组合选择”的短篇报告。这份有关股票投资的报告，揭开了财务经济学**1950**年代以来的序幕。在**1952**年之前，美国股票市场尚未从**20**年前的经济大萧条的大幅亏损中复苏过来。拥有股票被视为有极高风险，所以有些非常优质公司的股票所发放的股息，几乎是银行存款利息的三倍。基于投资者对大萧条的恐慌以及第二次世界大战带给股票市场的重击，以至于股票仍无法成为合理的投资选项。许多投资者与一般大众都认为股市只不过是投机者的乐园。而基本上，股票在当时也一度是“另类的”资产类别。

马克维兹的动机是因为思考人们在处理生活中不可避免的取舍(**trade off**)时，如何做出可能的最佳决策。经济学家们认为资源有限而欲望无穷。假如我们在某些事物上要的更多，我们就必需放弃其他的事物来交换；枪炮与奶油；消费与储蓄；休闲与工作等等都是例子。所以，投资者无法期待有更高的投资回报，除非他们愿意接受风险，而风险指的就是面临亏损而非获利的可能性。马克维兹的投资组合选择理论其实就是两则古老投资定律的正式确认：**1**、不入虎穴，焉得虎子。**2** 别把鸡蛋放在同一篮子里。马克维兹透过科学化的描述来定义这两则类似的定律，利用数学式解决了投资者取舍(**trade off**)的谜题。这种将不可量化的事物(不确定性)加以量化的意图，从那时起就是塑造现今投资领域范畴的重要驱动力。

结论

对冲基金：是危险的游戏，还是应付危险的游戏？

马克维兹发展出来有关投资风险与投资回报置换的观念，转变了大多数人在投资管理上的认知。均值方差最适法为投资者没有章法的投资组合方式注入了有意义、有系统的内涵。多数人天生都是风险趋避者，也就是偏好已知的结果而非不确定性。然而，一直到1952年以前，有关投资的文献中，要不就是忽视风险与回报间相互影响的关系，要不就是轻描淡写的一笔带过。此外，凯恩斯认为分散化是个有缺点的观念，并称它为“蹩脚的投资策略”。1950年代华尔街投资名人与作家Gerald曾经完美诠释当时华尔街对分散化投资的想法：“一旦你有了投资信心，分散化投资根本不放在心上……分散化投资只是不知道该如何投资时，乱枪打鸟的作法”。投资组合选择一文，打破投资组合集中化的概念，并且成为日后研究金融市场如何运作、风险如何量化的理论基础。同一时期的概念，如风险值VaR，还有后续所有对于机构投资者、银行的资金规范等都是从这个25岁的思想家在1950年代提出的概念下衍生而来的。

现代投资组合理论认为投资者应该追求最有效率的投资组合。这个投资组合能够在特定的风险程度下提供最高的期望回报或是在特定的预期回报下承受的风险程度最低。马克维兹在1952提出这个观念。他使用「波动度」，也就是回报的年化标准偏差，做为风险的代称。时至今日，事实证明波动度并非一项良好的风险衡量标准，特别是当另类投资工具如对冲基金、私募基金、房地产及其他有形资产加入投资的领域后。然而，也由于均值方差优化并不适用在另类资产，所以基于分散投资的概念才驱动了目前对另类资产的需求。

对身处于另类投资领域的金融专家来说，他们可是花了许久的时间才让机构投资者接纳他们的产品。这种情形可能只有两个理由可以解释：第一、人们倾向于安于现状而不愿尝试新事物。我们都是米尔顿·傅利曼所声称“现状暴政”的受害者。(译注：人有保持现状的特性。因为改变现状可能面临极大不确定性。所以即使大家对现状都不满意，但是又都不愿意去改变)。因为现状是大家所熟悉的，而改变则是未知的领域。并非每一只退休基金都愿意“勇敢走向无人曾到过的地方”。就如之前所提，对谨慎的投资者而言，股票市场也是花了几十年时间，而且有1950年代、1960年代牛市的加持下，才逐渐成为投资的主流。第二个理由是，1980年代、1990年代在已开发国家中(日本除外)，纯长仓的投资策略不论是应用在股市或是债市都提供了极佳的回报。所有发生的财经事件都有利于股市或债市的投资：成功的抵抗通货膨胀措施、大力提倡企业私有化、管制政策松绑、企业股息稳定发放、全球化以及新科技等等都成了推手。

大多数学术界的文献都主张时间可以分散风险。也就是说长期投资可以减少风险，理所当然的长期投资也就备受推崇了。长期持有投资策略的信徒也相信时间可以分散投资风险的理念。这个逻辑是认为一个投资者若能将投资时间拉长

结论

对冲基金：是危险的游戏，还是应付危险的游戏？

为50年或是更久，就算短期的损失再大也能回复过来。但是有相反的论点认为时间会放大风险程度。此论点的逻辑在于长久的时间之中，更多不好的事件可能会发生，而投资失败的机会率也会提高。举例来说，旧金山在未来的200年之间遭受巨震而毁灭的机会率大于未来的200天之内。这也是为什么S&P500的10年期看跌期权的期权金会远高于1年期的看跌期权的权利金。若是短期内发生意外事件，一个人可能无法活的够久撑到长期。毕竟，长期就是许多的短期所衔接起来的。而且，我们已经提过，一组均衡配置股票与债券的投资组合，即使经历20年的投资期间，还是可能发生年复合回报率为负值的情境。处在利率不断上升或是不停下跌的环境中，不论股票或债券的影响都是显著的。

如之前所提，投资管理机构的纪律规范算是相当新颖的。多数投资管理机构的投资方法和程序都是在这个以长期来看应被视为统计偏离值(例外)的期间内建立的，尽管他们的理论基础可以回溯到1950年代。现今多数的财务金融专家，专业的说，是增长于1982~1999年之间非常稳健的经济环境。他们所采用的方法和程序在近代快乐的时期或许可行，放在更为异常的时期也不见的有用。基于这个理由，许多聪敏的机构投资者在1990年代末期开始分散投资于另类资产领域。

过去十年金融的发展以及目前正在发生的全球信贷危机，都持续呈现一个事实，财务金融这个建筑在投资组合选择理论之上的科学，确实有它的缺点。到头来波动度可能不是一个好的风险代名词。套用上次LORD的一段话：看似安全的投资，只是该投资的风险尚未显现。意外经常发生，这不论在生活上或是投资上都是屡见不鲜。世事常往意外的方向走去，而波动度衡量却一点用也没有。所以风险管理就是要弥补VaR 风险值等衡量方法的不足。

爱因斯坦曾说：并非所有能被计算出来的事都靠得住，也不是所有靠得住的事情都能被计算出来。就我们现在看来，爱因斯坦并非意指华尔街捅出来的次贷风暴。然而，他说的话却非常适用于风险管理的领域。学术界的经济学家与财务经济学家，特别是象牙塔中的理论派学者，已经完全沈醉在数学模型中，而这些模型几乎是无法被实践论者以任何实证研究衡量的。这就是所谓的“物理钦羡”(physics envy)现象，将所有的科学强迫使用严谨的数学式解释，使得它看起来像是物理学(科学之母)一般，而不管这样的呈现是否合理。将数学定律应用在天体运行或是分子运动是合理的，但是不适合将其应用在某些社会科学上。只是这个论点却被许多人所忽略。仅有少数人不认同将数学式应用在社会科学上。诺贝尔奖得主Friedrich 在1974年领奖致词时，就表达反对将生硬的科学工具应用在软性的社会科学上。财务经济学在未来不但有可能需要全面性的重新检视，

结论

对冲基金：是危险的游戏，还是应付危险的游戏？

以符合达尔文认为艰困环境中适者才能生存的说法。也需要简化这些财务金融理论，让运用这些理论的人在面临不确定性时，更有参考价值。

虽然有些机构投资者基于传统在他们股债为主的投资组合中也会包括房地产。然而，美国多数机构投资者的投资组合配置是6成股票、4成债券，而英国的机构投资者则接近70(股票)/30(债券)比例。这种对股票的超额配置违反了资产分散的原则。将超过投资组合50%的资产放在某个单一资产类别上，会让投资者暴露在不必要的风险中。过度集中在股票仓位(通常是本国股票)的后果，在股票与债券的相关性提高时会进一步恶化。利率水平在估值股票与债券时，扮演重要角色。因为股债的未来价值会因为利率高低而有不同的折现值。利率升高时，通常会导致股票与债券同时跌价，反之亦然。在过去一段减息循环与低通货膨胀的时期，这并不是个问题，而股票债券价格也都在上扬。但是在今天，高利率将会是个问题。

达芬奇曾说：“简单是复杂的极致表现”。这句话也适用于区分财务金融的学术层次与实务上投资者如何投资、如何管理风险的分界。在这波信贷风暴的受害者中，有些人拥有数以千计的火箭科学家为他们管理风险。不需要太复杂的说明，已经有许多例证显示，通常透过极度简化的作法就能合理解释极为复杂的事物。对投资管理机构而言，所有投资理论发展到极致只有一个简单的道理，也就是别把鸡蛋放在同一个篮子，以及真正体认不冒风险就没有获利的真谛。

The background of the page features a stylized world map composed of a grid of small squares. Overlaid on this map are several thin, blue, curved lines that originate from various points on the map and converge towards the right side, creating a sense of global connectivity or data flow.

附录 1

对冲基金的起源

附录 1

对冲基金的起源

The hedge fund idea predates the concept of trying to beat a benchmark

对冲基金的操作概念远早于
打败基准指数的概念。

最常被引用有关对冲基金的起源典故，是1949年当时Alfred Winslow 琼斯成立了一只股票基金，该基金采用一般合伙人架构，并且要求能够以最大操作弹性(长短仓策略并用)来构建投资组合。它在1952年转变为有限合伙人制度。琼斯同时采用持长仓与卖空股票的方式来增加投资回报，该方法可以减少净市场仓位，也能杠杆更进一步拉升表现回报。在今日，当各类不同的基金涉入各式各样的投资风险中，” hedge fund” 一词就被应用在更广泛的范畴。而第一只对冲基金的基金则是在1969年由Georges Karlweis在日内瓦成立，该基金为Leveraged Capital Holdings。

阿弗雷琼斯1900年在澳洲墨尔本出生，在四岁时随着父母移居到美国。他在1923年毕业于哈佛大学，并于1930年希特勒崛起之初前往德国担任外交官工作。在1941年，他获得哥伦比亚大学的社会学博士资格。在1940年代期间，他为财富(Fortune)杂志与时代(Time)杂志撰写非金融相关的文章-例如有关大西洋舰队、农业合作社、男童特殊教育私立学校等议题。

A hedge fund is an enterprise and therefore most often starts with an idea and the entrepreneurs themselves risking their own money

对冲基金的运作就像经营企业，在起心动念之后，创业者就必需拿自己的钱去涉险经营。

在1949年3月时，他为财富(Fortune)杂志撰写了一篇名为”预测股市的技术分析”，主要是说明应用在预测股市趋势的各种不同技术分析方法。他研究这篇主题的过程中，体会到他自己应该有能力实际买卖股票而获利，于是在1949年，他和四位朋友集资10万美金成立了A. W. Jones & Co 合资公司，他自己则是出资4万美金。在第一年，他们就获利达17.3%。

Imitation is the sincerest form of flattery
“仿效”是崇拜方式的最高境界

1952年，琼斯将公司架构从一般合伙制改为有限合伙制，同时也加收20%的表现费。因此，他就成为第一位结合了运用卖空策略、融资、收取表现费酬劳的资金管理人。他的杠杆比例通常是1.5:1，110%长仓，40%卖空。这个策略非常近似于今日股票长短仓策略基金的作法。而在传统投资领域中近年来才出现不久的130/30投资策略，也呼应了琼斯当初的投资策略的确是过人之好的概念。我们也认为，藉由采用130/30策略，整个投资管理行业将演化完成一个世代，或者说，整个投资管理行业将再回到原来最早的投资方法中。

The term “hedge fund” was coined in 1966

“对冲基金”一词最早出现于
1966年

当沃伦.巴菲特、巴顿毕格思等投资专家都在应用琼斯所创立投资策略时，琼斯与其所设立的基金尚不为人所熟知。当他产出非常优异的投资表现时，却也刻意保持低调，一直到1966年，财富(Fortune)杂志的一篇报导引起了投资界对对冲基金的兴趣。该报导是1966年4月，由Carol Loomis 撰写，名为”无人能及的琼斯基金”。

附录 1

对冲基金的起源

由阿弗雷琼斯，一位名不见经传的社会学家，所操作的对冲基金，经由Loomis' 刊载于财富(Fortune)杂志，掀起了一阵骚动，其描述了某项名为” hedge fund” 的基金。显然，琼斯从未使用” hedge fund” 一词，他意思是指他所成立的基金，是一只” 已有避险仓位” 的基金，用以区别其他并未采用避险策略的基金。琼斯的基金，就算扣除20%的表现费之后，表现仍然大幅领先当时最好的共同基金。琼斯的基金的最初5年，最好的共同基金是” 富达趋势基金”，但是琼斯的基金扣除手续费相关成本后，表现仍胜过” 富达趋势基金” 44%之多。10年过去了，当时最佳的共同基金已变为Dreyfus基金，而琼斯基金则领先它87%。琼斯基金的亮眼表现引起投资界非常大的震撼，之后，在1968年将近有200只对冲基金成立。

Speculative techniques for
conservative ends
采用冒险的技能是为求得安
全的结果。

琼斯 运用了两项投资工具-卖空与杠杆。卖空策略就是应用在股价过度偏高时把握机会先行卖空再伺机回补。而琼斯 利用杠杆保持获利，而利用卖空一篮子股票来控制风险。琼斯的操作模型前提是投资表现来自选择股票好坏的能力，而非市场方向的判断。他认为在市场行情上扬时，优秀的选股能力能辨别出比整体市场涨更多的股票，以及落后市场行情的股票。在市场行情走低时，好股票跌势较市场走势抗跌，而烂股票则是跌得更重，藉由配对组合后，不论市况好坏，都能有获利。对于那些排斥卖空策略的投资者，琼斯则是淡淡地回应：采用冒险的卖空技巧是为求得安全的投资结果。

Many hedge funds perished in
the two bear markets in the
early 1970s as they departed
from the discipline of
controlling risk

许多对冲基金在1970年受创
于两次的熊市下挫，是因为
他们没有遵守管控风险的铁
律。

继琼斯之后的第二只对冲基金是由Carl Jones(与阿弗雷没有关系)在1964年，从A.W. Jones离职之后所募集成立的City Associates。不像2000-2002年熊市期间对冲基金的佳绩表现，许多对冲基金在1969-1970， 1973-1974年股市重挫期间都遭受重创，因为这些基金抗拒不了牛市初期时，持有净长仓仓位与杠杆的获利诱惑。对冲基金表现难堪而失去了原本受欢迎的地位，一直到1980年代中期才回复到原有的表现水平。

Alignment of interest
between principal and agent is
a key characteristic of a good
hedge fund

一只好的对冲基金，其关键
就在于能够从投资者与经理
人的利益中找到平衡点。

琼斯始终都把自己的钱投在基金中，他很早就知道若是他自己都不愿意拿自己的钱出来，他无法期望投资者会愿意出资投资。经理人出资比例与利润分享绑在一起的机制，与许多传统投资管理公司的机制不同。较有趣的是，琼斯后来认为他自己的选股能力并非顶尖，因此，他另外雇用选股专家用以补强他的选股能力。很快地，他就找了8位专业经理人各自独立地管理基金的部份仓位。在1954年，他邀请Dick Radcliffe加入管理基金投资组合的部份，琼斯藉此行动将他的合伙公司机制改变为第一只多元经理对冲基金。在1984年，琼斯 82岁高龄时，他透过更改合伙合约的内容，用以呈现正式的对冲基金的基金形式，这就已经构建了对冲基金的基金的架构。

附录 1

对冲基金的起源

A hedge fund where the managers have a substantial part of their net wealth at risk is a call option. If no own capital is at risk, it is a free call option.

对冲基金经理投入相当部分自有资金于基金上，其作用就像是买进看涨期权，若是经理人没投注任何资金在自己操作的基金上，等于不用花一毛钱就可以得到这个看涨期权，那基金经理一点风险都无须承担。

No more than 30 hedge funds by 1971
1971年之前，
市场不超过30只对冲基金。

Hedge funds went more or less unnoticed during the 1970s
1970年代期间，对冲基金一点也不受到重视。

In the 1980s, hedge funds awe-inspired the investment public mainly through stellar performance
在1980年代，
对冲基金则因为亮丽的投资表现而成了众所瞩目的焦点。

“If we were allowed to advertise our performance figures, the mutual fund industry would be history.”
Donald J. Halldin
(founder of a fund of hedge funds)

“若是对冲基金可以公开地广告宣传投资表现数字的话，
共同基金早就成了过去式”

琼斯原始的对冲基金模式所呈现的动机诱因，赤裸直接的触动经理人与投资者资本主义欲望。对经理人而言，首要的动机即是伴随超优表现的高薪酬，但是高表现就得承担高风险。「追逐风险」与「规避风险」，这中间的平衡点，就是今日对冲基金行业存在的根本。若是一位经理人不必面对任何损失责任，就会有强烈的动机去冒不必要的风险。

在1970年之前，对冲基金数目不超过30只，最大的基金规模是5000万美金。整体对冲基金的资产规模大约在3亿美金左右

比起1966年，在1974年股市底部期间之后，对冲基金的活动较为低调，投资界几乎忘了他们的存在。该时期的对冲基金与今日的对冲基金公司有所不同。多数而言，当时每只基金都有2-3位合伙人，1位秘书，而没有任何分析师或是后勤人员。最主要的特色就是每只对冲基金都专注在单一的投资策略上，这与今日多元经理，多元策略基金很不同。而且当时多数的经理人都专注在阿弗雷琼斯股票长短仓(选股)策略上。因为对冲基金所管理的资产太少以至于引不起太多注意。这样反而提供许多投资机会让经理人可从市场无效率中获利。而1970年初期，当时不超过100只对冲基金。

在1980年代只有少数的对冲基金成立。这些大部份都是有钱人士之间透过口耳相传的方式进行募资成立。朱利安的美洲豹基金、索罗斯的量子基金，纳许的奥迪赛基金，麦可史坦哈登的史坦哈登基金，都有年复利40%的表现。这些基金不只得意于牛市期间，他们在熊市期间照样表现亮眼。举例来说，在1990年，量子基金上涨30%，美洲豹基金上涨20%，当时S&P500下跌3%，MSCI全球指数下跌16%。报章媒体开始报导描述这些引人注目的基金以及卓越出众的经理人。

在1980年代，美国多数的对冲基金经理并未向SEC申请注册。因此，他们被禁止公开广告宣传，反而是凭着口耳相传的转介方式得以扩大行业规模。大多数的对冲基金都是以有限合伙人形式成立，也就是有99位投资者的人数限制。对冲基金经理当然就需要投资门坎。欧洲地区的投资者很快就看到这些新一代经理人的优势，也促使许多有节税效率的境外基金发展起来。

附录 1

对冲基金的起源

Hedge funds resurfaced in 1986 对冲基金在1986年再现风华

在1986年5月份，对冲基金得以重新回到投资界的注意焦点。因为机构投资者之间，流传一份朱利安罗伯森的报导。这篇由Julie所撰写的报导，述说罗伯森的老虎基金在成立之后的6年，每年以43%复利回报增长，而这已是扣除费用与表现费的结果。比起同时期S&P 500 18.7%的回报率而言，着实惊人。这篇报导也将他定位为「投资者」而非「交易员」，也提到他总是以卖空策略做为对冲方法。报导中提到其中一项成功的事务历史记录就是1985年罗伯森压注：美元对其他国际货币贬值。他用少量的资金买进期权做为向下风险的保护。Rohrer 也举出在「管理得宜的对冲基金」与「传统股票管理」两者之间的差异。

Migration from Manhattan to Connecticut or City to Mayfair not only financially motivated

从曼哈顿迁到康乃迪克，或是
从市中心搬到郊区高级住宅
区，不全是为了赚钱

在1990年代，脱离大型机构而自立门户蔚为风潮，也造就许多对冲基金的成立。这股风潮的背后主要是因为当时股票市场前所未见的大牛市行情所创造出来的新财富所致。这些经理人的目的不只是赚钱而已，许多人也是为了想过自己的生活，有更多掌控权。几乎所有的对冲基金经理都投入相当可观的个人资金与客户的资金一块。

Wide dispersion between sources of return is required for constructing conservative portfolios with risky Constituents

要利用具有风险性资产构建保
守的投资组合，就得要充分
分散获利来源

1990年代对冲基金行业的特色就是差异化的演变。因为初期90%的对冲基金经理不是属于经济宏观策略就是股票长短仓策略，也就是说，这些追求绝对回报的经理人的特色是差不多的。经过十年的演化之后，投资者能选择投资的策略变多了。当获利来源更分散之后，对冲基金之间的相关性也降低了。这个趋势使得对冲基金的基金及其他投资者可以将有风险性的对冲基金聚合为保守的投资组合。这也是整体对冲基金行业转变为公司化的重要趋势。

The paradigm of relative returns might one day be perceived as an ideological error

相对回报的典范价值，未来那
天可能会被认定曾是投资意识
的小失误

底线之所在

有些对冲基金投资者认为追求绝对回报的方法远比追求相对回报(击败基准指数)更古老。投资者的结论是认为对冲基金管理资产的方式其实是回到投资的根本。尝试要赢得Charles Ellis所谓的输家游戏可能会被视为只是投资演进史上的短暂亮点。有人认为相对回报的想法根本没有存在的价值，因为负责管理资金运用的管理人没有动机去规避重大损失，保全资产。如同沃伦·巴菲特的妙喻：有谁会去清洗租来的车子？

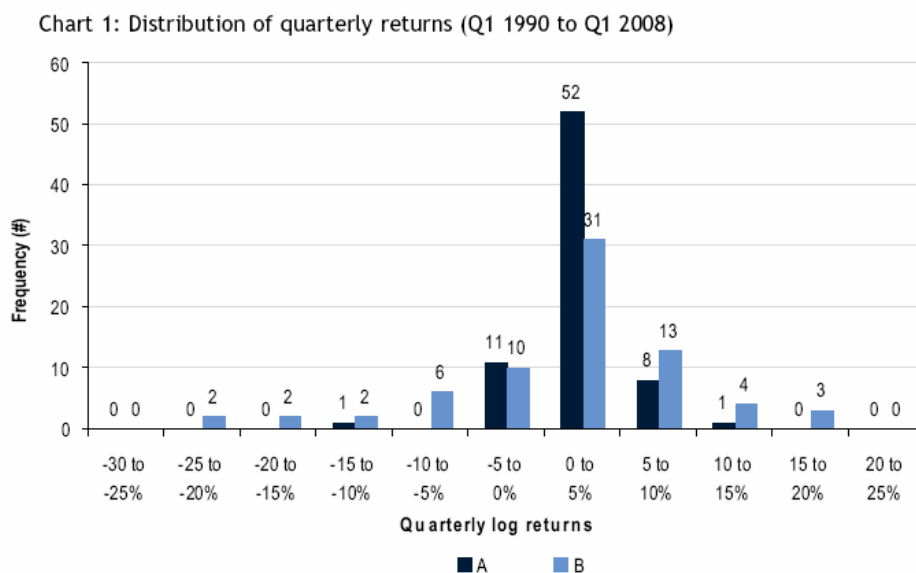
附录 1

有关肥尾风险的方面

有关肥尾风险的方面

在这篇报告，我们强调分散的对冲基金投资组合能够在牛市时提供类似股票的回报，在熊市时能提供像债券的回报。这种与众不同的投资方式能让本金承担较小的向下风险，而有优于纯长仓股票的复回报率增长。这方式听起来似乎好的让人难以相信，但它却是真实的事实。我们也强调这种与众不同的投资方法其实是主动式风险管理的结果。但是，多数学院派人士并不这么认为。在浩瀚难数的学术研究报告中，他们坚称对冲基金的营运方式，其实就像「在云霄飞车前捡硬币」般的危险。即使是素有声望的学者也宣称对冲基金与风险管理一点关系也没有，或是少的微不足道。麻省理工学院的教授罗闻全在描述对冲基金经理的特色时，也曾宣称：「风险管理并非对冲基金成功的要素之一。」我们在此已经说过，风险管理的确是对冲基金与传统资产管理方式最主要的差异之处，绝对回报哲学已被对冲基金，对冲基金的基金，沃伦·巴菲特，所有的一般投资者所采用。

图1指出的是从1990年1月到2008年3月的期间，共有73个季度的投资回报分布比较，A代表的是alpha投资策略，B代表的是Beta投资策略。A策略之正回报与负回报的比例为61:12，B策略的比例为51:22。也就是说，A策略呈现正向偏误，出现正回报的次数比负回报的次数为多。



Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial
A: HFRI Fund of Funds Composite Index; B: MSCI World Total Return Index
PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

附录 1

有关肥尾风险的方面

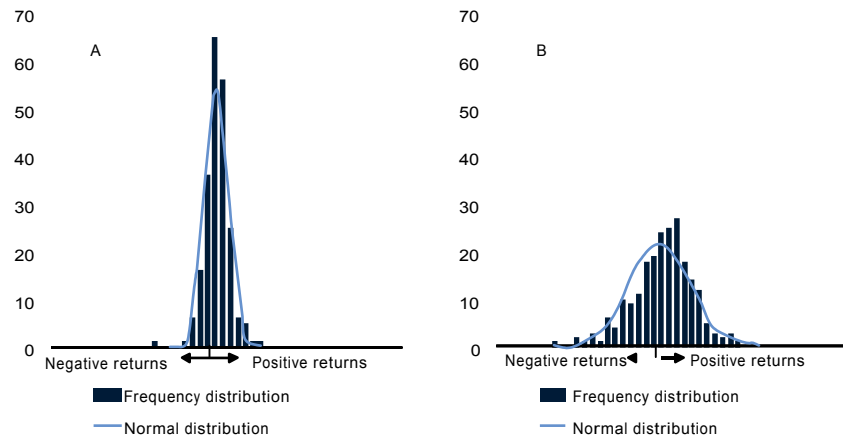
当投资者并不知道投资标的物为何之时，检视图1的比较结果，投资者会偏好那种策略？单凭直觉，我们认为多数投资者会选择A。然而，大多数的学者仍会竭尽所能的辩称，策略A极有可能会出现肥尾风险而受到投资重创。但是看到图1的统计长条之后，多数人会觉得直觉想说：别说笑了吧…。这正是典型常见的状况，也就是当绝对回报实践者对上抨击对冲基金不遗余力的学者论点时的反应。毕竟，任谁都能看出，策略B的肥尾风险次数才多着。策略B的投资回报并非出自人性的杰作，而是来自喜怒无常的市场力量。这些回报都是未经对冲的结果，因此有些季度惨重损失的结果就落到了左边的区域。而A策略的回报是经过经理人主动管理的结果，都已经扣除投资者为了风险管理所给付的两层费用。第一层费用是用于有价证券的风险管理，第二层费用则是用于经理人的管理上。给付这两层费用的效果，并非能全然保证投资组合安全无虞，意外总是会出现。但是，如同图1所示，意外的发生次数少，而且对投资回报的冲击较小。

要说明的是，我们所呈现的数据并非一般制式的财务信息。学术界认可有关「非正态分布」的方法，是着重在第三阶、第四阶的变量统计结果。而第一阶与第二阶变量统计方法就是平均数与标准偏差，也就是波动度。这两个变量用来解释正态分布是足够的。但是在财务领域中，正态分布现象反倒是非常不真实，难以代表财务世界发生意外的真实状况。第三阶变量就是偏态。正偏移就是说明「高于平均值的回报」比「低于平均值的回报」的可能性较高。第四阶的变量就是峰态或是超额峰态。正态分布常见的峰态为3，或是超额峰态为0。观察回报分布的第四阶变量常是用来检视偏离正态分布的程度。正超额峰态的意思是指回报分布近于平均值的次数与出现肥尾现象的次数都比较正态分布多。因此，「肥尾」一词常见于描述超额峰态大于零的时候。

附录 1

有关肥尾风险的方面

Chart 2: Tale of two return distributions

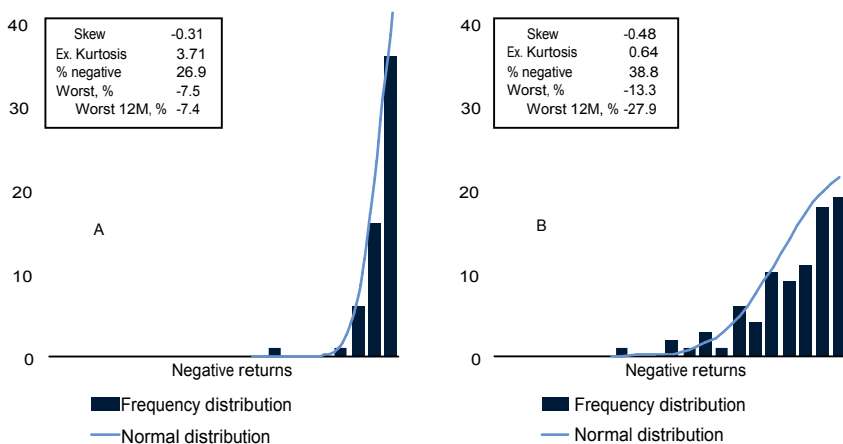


Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial
A: HFRI Fund of Funds Composite Index; B: MSCI World Total Return Index
PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

图2比较的是策略A与策略B的月回报表现。直方图是实际的发生次数统计结果，实线是统计理论的正态分布。正态分布模型呈现的是真实世界中过去曾发生的次数累积的结果。我们的主张很简单：我们认为达到策略A的回报分布要比达到策略B的回报分布，是更困难的。

图2直方图的统计来源是依据1990年1月到2008年3月共有219个月份的总回报表现所得。A策略的年复利回报是9.5%。而正态分布是做为比较之用，月回报的平均值为0.78%，标准偏差是1.6%。策略B的年复利回报率是7.4%，月回报的平均值为0.68%，标准偏差是3.99%。图3呈现的则是策略A与策略B 在左尾分布的详细信息。

Chart 3: Tale of two tails



Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial
A: HFRI Fund of Funds Composite Index; B: MSCI World Total Return Index
PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

附录 1

有关肥尾风险的方面

学院派人士多数会认为策略A是让人避之唯恐不及的。在财务科学的实验室中，策略A看起来的确吓人。我们特别挑选这个回报分布不符合正态分布的特例来看。策略A出现一个极端值在分布图的左端，这个极端值使得整体的超额峰态值变成吓人的3.71。而策略B的次数分布直方图是较接近于正态分布的理论线形。换言之，策略B也是学院派人士喜爱的型态，它没有偏离他们所相信的理论太多，也贴近他们实务上常常观察到的现象。它的超额峰态值较低，只有0.64。

有亏损经验而且喜爱复利增值的投资者应该会钟情于策略A而不是策略B。因为每月发生亏损的机会率是26.9%，策略B则是38.8%。单月最大亏损与12个月期间最大亏损分别是7.5%, 7.4%。而策略B则是13.3%, 27.9%。

2005年Brulhart 与Klein 发表一篇报告有关高阶动量统计的主题，但是却提出与其他相同主题有所不同的结论。该篇报告由实务界与学界协同合作，也获得2005年AIMA加拿大研究奖。在该篇报告中，作者认为，严格的从统计科学的角度来说，偏态与峰态不算是在回报分布样态中的第三阶与第四阶的变量，尽管多数人是那么认为。作者引用许多的统计学研究报告，认为偏态与峰态都是标准偏差的「正态化」后的衡量工具。他们的研究结果认为偏态值与峰态值都随着绝对回报策略而放大。因为波动第三阶与第四阶变量的波动度在尚未正态化之前都比较低，而且与纯长仓策略的波动度比较的话，则是低得更多。我们曾在其他报告也提过这点，在这篇报告更是极力的强调：当比较系统性风险的高低时，会让投资者掉入「突发事件的肥尾风险」的是「纯长仓」策略，而不是「绝对回报」策略，因为后者以管理总体风险为投资管理的主要目标。这就是为何下跌风险的分析与验证「超额峰态」值与「偏态」值是不一样的事。因为衡量下跌风险并非把波动度正态化，而是应该呈现过往曾发生过最大损失(如：连续12个月期间)或是最大跌幅(如：从最高值掉到最低值)。

以上所谈的一切，有个有趣的现象，就是在某些国度地方，不论是一般投资者或是机构投资者不被允许投资在策略A而是策略B。但那并非明显易见的事。事实上，有些阴谋论调所称，某些具有市场影响力的人精心编织着「长仓有理、长仓最美」的论调，藉以向投资大众隐瞒策略A的存在，让策略B的供应商继续收取可观的交易费用。

附录 1

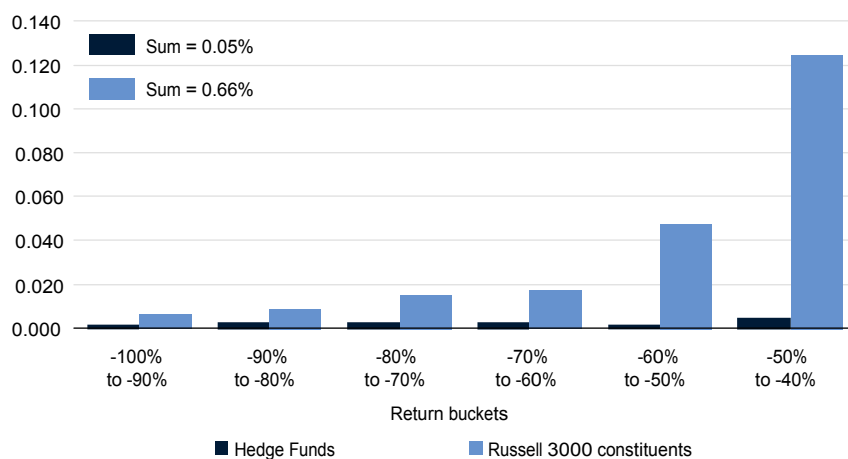
有关肥尾风险的方面

法规主管单位的重要二项任务之一就是要保护投资者。(另一个任务是要维持市场的完整性,也就是要管理系统风险。)讽刺的是,策略B是那个造成经常性重大损失的祸首,而不是策略A。

另一项观察对冲基金肥尾风险的方法就是验证单一经理人的回报,而不是参考前述对冲基金投资组合的肥尾风险数字而已。

我们一再的重申,对冲基金其实是一门可能会失败的生意。因为意外总是一再发生。对冲基金、上市公司、特许银行都是一样。单一对冲基金的失败就像是上市公司也可能结束营业一样。两者都被视为各自的营运风险所造成,而不是系统风险所造成。图4呈现的是极左端的次数分布状况,也就是单一的对冲基金或是股票投资回报在-40%~-100%的次数。深色的直方图是从AIS数据库中选取2007年1月到2008年3月期间,5730只对冲基金共有64873个月回报数据。选取这段时间正是信贷风暴发生,对冲基金行业紧绷,监管单位加强施压的期间。而另一组则是相同期间,由Russell 3000指数收集而来共有45771个月回报数据。

Chart 4: Large hedge fund losses compared to losses in the stock market



Source: Alternative Investment Solutions, Thomson Financial
PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.

附录 1

有关肥尾风险的方面

再次重申：一般投资者是被允许买卖股票，但是不得买卖对冲基金。图4很明显展示出股市风险远高于对冲基金的风险。对投资者而言，两者都让投资者遭受重创。但是买卖股票在单月损失高达40%，比买卖对冲基金达40%相同程度损失的机会率有13倍之多。前者为0.66%，后者为0.05%。也许这正是利益团体不愿意投资大众知道这些数据的原因。

附录 1

灭绝、存续以及适应市场理论

灭绝、存续以及 适应市场理论

企业倒闭不计其数。消失灭绝，在企业界与生物界是正常。所有曾经存在过的物种有**99.99%**已经消失不复存在。以较为短期的时间轴来看，美国每年有**10%**的企业公司会消失。即使是大型、成功、独占的企业也不见得够稳定安全。不只是物种、企业会消失倒闭；有关经世济民的政策与政府政体也一样会跨台崩蹋。经济学家-保罗·欧默罗德称此为：「灭种的铁律」：

灭种的铁律从生物世界延伸到人类的活动、社会与经济的组织体。若是数学公式能够精确表达已消失企业的次数与其大小规模之间的关系，那一定也适用于解释远古时代物种消失的状况。两者只是发生的时代有所不同。

在物种之间、人群之间、企业之间、政体之间，当然也包括金融机构、对冲基金，明显的共同点就是难逃灭绝一途。他们都是会随着外在动态环境而演化力求生存的复杂个体，却难逃灭绝之果。尽管在社会群体、经济群体与生物群体之间都有明显相似之处，但是两者之间仍然有着一项本质上的差异：生物物种的演化过程无法按计划进行。生物物种无法立刻配合生存意图而有所反应行动。相反的，人类社会、个人、公司、政府都可以有目的地努力策划为求生存的成功策略。他们能随着时间演进调适策略内容，也能随外在环境改变而更改计划。

但是，计划也有限制之处。较早对传统的经济学分析提出批评的是澳洲经济学家Friedrich。当许多20世纪古板的经济学家认为经济学应该就像物理学一样，有套既定的运行系统，也能够用数学公式来描述这些系统。而Hayek则认为经济学的世界应该更像生物界。他相信个体的行为并不像机械体当中的螺丝钉或齿轮般一成不变，而是会随其他人的行为而演化。根据 Paul Ormerod的说法，Hayek 并不像现在多数的经济学家，他理解也欣赏其他学科所呈现出有智慧的成就，尤其是人类学。在Hayek的观点，个体之间互动的复杂性，会对于「系统如何反应整体的行为」的相关知识造成限制。不论计划者有多么聪明，或是搜集再多的信息，都一定会遇到「系统运作的交互信息，永无尽」的瓶颈。

附录 1

灭绝、存续以及适应市场理论

在一本名为「正常的意外」的书中，**Charles Perrow**检验了许多人造系统失误的重大事件(如：核电厂意外，飞机失事等等)。他认为人类的天性就是会为意外事件找出肇事责任者。我们就是要知道「为什么」。然而，**Perrow**认为人造系统意外事件的肇因一定可以在复杂的系统中被发觉。导致重大灾难的意外事件是许多看似微不足道的小事所串连发生而造成的。耐心重建造成灾难始末的过程经常会看到许多元大灾难背后所呈现的稀松平常的小事。换句话说，巨灾总是因为微不足道的小事所造成。

演化生物学专家追踪过去6亿年造成物种灭绝的重大事件。虽然这些重大事件的信息与经济学的历史事件比起来称不上全面完整或是意见一致，足以让生物学家利用这些事件标记在演化史上。有些生物科学家认为灭绝事件数目很多也很频繁，大约每隔2千6百年就会发生一次。还有就是，导致灭绝的因素在冥冥之中会被某种强力规则以平方、三次方甚至10次方的加速度放大，然后完全灭绝。换言之，冥冥之中似乎有个专门为管理「灭绝」而设立的规则，它不是随机的，而是确实存在，有可预测性也能够以机会率分布方式呈现。

从生物学角度，未来还是会发生「灭绝」事件。我们也能够精心制作出未来灭绝事件可能的分布状况与发生机会率。然而，我们却无法知道什么物种会从此消失灭绝。我们相信这种情境与对冲基金行业的状况很类似。未来一定还是会有许多对冲基金倒闭消失，我们也能够概算发生的机会率。就是因为日后对冲基金倒闭的可能性是毋庸置疑，所以我们在投资对冲基金时，要适当拿捏对冲基金占整体投资组合的比重。.

灭绝与生存是同一事件的一体两面。谁将生存下来？能够在紧张情势下或是恶劣环境中生存或者不能，并不全然是随机发生的。在登山运动中，最佳的登山者并不是意外事件的幸存者，而是有着万全准备的人，他所认知的风险最贴近实际发生的风险。不论是整个世界或是人类活动中都无所不在的「机会」，也是重要的角色。**Louis Pasteur**的名言：机会只钟情于有所准备的人，这句话也适用在打算在极限运动中胜出的人，适用于对冲基金。主动式风险管理的经理人会遭遇到极端恶劣的情境，或是市场专门与其作对的时候。生存或失败均有可能，但是那些有能力调整真实风险与认知的风险，缩小差距的经理人更有机会能够存活下来。所以，我们认为具有真正「风险意识」的经理人，有更高的机会存活下来。

附录 1

灭绝、存续以及适应市场理论

航空业一直是备受研究关注的领域，因为它的安全与否攸关着生死存亡。**Laurence Gonzales**尽其一生之力追寻风险案例，同时思考并记录下灾后余生的状况，他那本备受赞扬的书，就以他父亲大难不死的故事做为开场白。在二次世界大战结束之际，他父亲驾着B-17战机飞越德国杜塞道夫(Dusseldorf)上空时被击落。然而，他父亲从27000英尺高空墜落却活了下来，机上其他的同胞就没有这么幸运。他的伤势严重无法动弹之际，一位在地的乡下人爬上了窗户，拿了把手枪对准他的父亲并扣了板机欲置他于死地。幸运的是，手枪故障了。这样大难不死的机会率能有多高？

在航空界，会常听到塔台指示人员提到，一旦遇到飞机迫降时，飞行员的智商顿时就少了一半。这句话背后的逻辑是因为，从演化的角度来看，人类的大脑并非天生就能应付突如其来的特殊事件。换个方式说，就人类而言，飞机降落过程的时间很短暂以至于无法快速反应并处理。以滑翔翼运动为例，飞行者需要逆风降落。(若是顺风而降，着陆时并非减速而是加速着陆，这当然不是件好事)。观察风向经常要依靠判断着陆地点的风向袋才能知道方向。风向袋指往风势的反方向，飞行员必需要在跑道上逆风而降，这样飞行员的降速才得以减低。基于这个道理，飞行员必需能够同时应付三度空间的状况(但是人脑的演化并没有足够的时间来应付这种状况)，同时还要专心遵循降落程序与否，所以常常会发生飞行员错判风向袋指示的风向，结果是顺风而降，而非逆风降落。在平时，藉由判断风向袋的指示而知道风向为何，是件简单不过的事。但是，在降落过程的压力之下，清楚简单的事就变的异常模糊。所以这句话就是在提醒飞行员，大脑是无法完全运作启用所有的智商。

压力之下，体内的可体松会被释放，这种荷尔蒙会侵入大脑中的海马体(注：在人脑记忆功能占有重要地位)并阻碍它的正常运作。压力会导致多数人收窄其注意力，只注意到他们认为重要的事，但可能是错误的事。在极端压力下，人们的视力也会收窄，造成视觉狭窄的现象。**Gonzales**也提到许多案例，当飞行员收到重飞指示时，却没有听进塔台的警告，或是没有看到铲雪车就在跑道中央。人类「视觉收窄」的现象，就是为什么航空客机需要有副机长的原因之一。

在压力下，个人情绪感取代了人类大脑理性思考的能力，阻碍(影响)了人类求生存的直觉反应。这就是心理学常提到「情绪取代理性」现象。情绪是人类与生俱来的本能，但是情绪产生时并非经常对个人有利。人类在经过许多世代淬炼而存活下来，情绪依旧如影随形的运作着。一个人会因情绪失控造成非生即死的结果，即使经过几百年的演化之后，人类让情绪显露而活了下来比死亡来的多，因此，情绪仍然是人类面对压力下求生存的本能反应之一。

附录 1

灭绝、存续以及适应市场理论

情绪是会传染的，透过微笑、幽默与笑声，情绪的传染力最明显。笑声不需要有任何思想在其中，笑声刺激左前额叶皮质，它是大脑中主导着感受美好与感动的区域。有证据显示笑声能够传递化学讯号，有效地阻断大脑神经紧绷，也因此阻绝恐惧感。当对冲基金投资者的投资组合在一年伊始跌了3%时，是否能微笑以对，我们不得而知。但是根据情绪相关的研究显示，他们应该是要笑比较好。

最近这些年，神经科学才开始了解情绪状态的生理反应，例如恐惧的反应为何。大脑的新皮质主导个人智商的高低、有意识的决策、及分析能力。但是大脑中的杏仁核体(主导恐惧情绪)却像是让新皮质无法有效运作的看门狗。菁英分子与一般人的差别并不是他们不会恐惧，他们一样会有恐惧感，但是不被恐惧所牵曳，而是管理自身的恐惧。他们利用恐惧强化自己的专注力，采取正确的行动。

Gonzales从研究航空业、极限运动所发生的求生案例中学到的教训之一，他建议就是要保持冷静，不要惊慌。因为情绪在心理学的定义是属于「热认知」，「冷静的情绪」(也是一种「热认知」)能够被强化传递。”cool”一词在1800年代是一种轻佻的说法。而在1940年代”cool”当时是被用来形容黑人爵士乐，与另一种热闹的比波爵士乐形成对比，甚至还凌驾过它而渐受欢迎。”Being cool”意思就是冷静下来，排解掉热切的情绪，能够把恐惧感转变为专注力。一个人把注意力专注在手边最重要的事物上，是身处压力之下或是恶劣环境之中，找到生存一途的首要前提。

放轻松、控制恐惧都是好事，不可一世的骄傲可就不是。在许多金融专家巨子身上总能看到骄傲不可一世的影子。许多市场观察家-包括「天才殒落-长期资本公司的兴衰」一书的作者-Roger Lowenstein,都认同是「目空一切的骄傲」撂倒了长期资本公司。

Gonzales也说了一个美国大兵-Ranger的故事，他是一位受过在恶劣环境下求生特训的陆军大兵，但是却在一次泛舟运动中落水，并溺毙在浅水中。落水后Ranger拒绝被救(受训时若是被救，就会被除名；受训时的口号就是”宁死不屈”)，他冷静地随着河流飘浮，他认为他自己一点危险也没有，因为特训的情境更为严峻。之后，他飘流到一处有着大岩石矗在河中的地方，意外地卡在岩石下方而溺毙。调查报告写道：该名游客显然轻忽了当时状况的危险性。

附录 1

灭绝、存续以及适应市场理论

这个故事给了我们两点启发。第一，菁英训练会造成受训者过度自信或是低估风险。大兵Ranger的案例就是如此。其他案例，如曾经攀登世界高峰-喜马拉雅山的登山好手却死在当地登山新手练习的山上，只因为他认为自己非常熟悉该座山的山况。第二，有经验固然是件好事，因为多数有经验、受过训练的专家都明白，有过受训的经验会让他们更有信心。当受训的经验适用于同样的情境时，有自信心会有加分效果，但是当外在环境改变，经验与训练都不适用的时候，经验与训练反而会让人掉以轻心。环境改变会造成真实风险与认知上风险有所差异，也会影响一个人的应变能力。在财务金融领域，出现一个新理论能够贴切说明力求生存的现象，由麻省理工学院的教授，也是对冲基金经理-罗闻全所提出的”动态调适市场理论”。

罗教授将对冲基金行业比喻为金融界的”加拉巴哥群岛”。我们发现用达尔文”物竞天择，适者生存”的理论来看待现今经济重大事件，特别是金融市场的状况是再适合也不过。达尔文的理论无意间显示出，人类以往所相信的真理或是典范，不见得是事实，或是已不再适用。人类花了相当久的时间才接受进化论的观点，也认清人类祖先原来是猿人的事实。他当时所提出的理论，造成相当大的震撼。

罗教授将对冲基金比喻为”加拉巴哥群岛”的理由是因为对冲基金的出现挑战了现今被视为非常重要的投资典范。金融市场并非总是处于平衡状态，也非完整的概念，而是每天都在变动。除此之外，投资者不像星舰迷航影集的史帕克船长般的理性，会追求经济理论中最大效用值。市场参与者总是有着”不被击败”的欲望。他们就是要存活下去。

附录 1

杠杆如何被妥善应用的案例

杠杆如何被妥善应用的案例

在追求市场无效率性的投资机会时，杠杆经常被拿来利用，若不利用杠杆的话，无效率性的获利机会是少到不具投资意义。与投资者有切身相关的问题在于，基金经理使用杠杆时，要知道那些风险因素已被放大，那些则被减少。在Ainslie III 报告中有个非常直觉有用的方法，可用来呈现杠杆的使用状况。

在股票长短仓策略中，净风险仓位常被视为衡量风险的主要尺标。如果在评估投资组合的波动度时，这个方法可能有用。但是，总风险仓位以及长短仓位的比率，更能够看出对冲比例的程度。净风险仓位呈现的是长仓仓位的比例为何。而总风险仓位，是总合了长仓仓位与短仓仓位，可用以衡量风险的资金量。而长短仓比率则是说明长、短仓位之间的均衡现况。如Ainslie III所称，「长短仓比率」比净风险数字更具穿透力能够呈现投资组合在艰困市况下的表现能力，以及产出与市场动向无关联的回报能力。

表1: 范例

	A投资组合	B投资组合
长仓仓位	150%	75%
短仓仓位	-100%	-25%
净仓位	50%	50%
Long/short ratio	1.5x	3.0x

Source: Ainslie III [1999]

表1呈现两组投资组合的差别。这两组投资组合有相同的净风险50%的比例，但是在长短仓比例与总风险仓位则有所不同。A投资组合使用了杠杆，使得其总风险仓位为本金的250%。而B投资组合并未使用杠杆，因此有比较大的长短仓比例值。若是市场下跌15%，我们可以算出两者都将损失7.5%。

A投资组合 $(150\% \times -15) + (-100\% \times -15\%) = -7.5\%$

B投资组合 $(75\% \times -15) + (-25\% \times -15\%) = -7.5\%$

附录 1

杠杆如何被妥善应用的案例

而股票长短仓策略背后的强项就是股票选择能力。这表示若是基金经理拥有较佳的选股能力，当市场下跌15%时，长仓的仓位可能较为抗跌，只下跌10%，表现比市场好，而短仓仓位则下跌20%，也就是跌得较市场更重。这两组投资组合的获利状况如下：

A投资组合	$(150\% \times -10) + (-100\% \times -20\%) = +5.0\%$
B投资组合	$(75\% \times -10) + (-25\% \times -20\%) = -2.5\%$

仅管市场下跌15%，使用杠杆让A组合的经理人仍然能够产出正回报。这个例子呈现的是有经验的经理人确实能够让他的选股能力发挥杠杆加倍的价值。如果这个能力用对的话，基金的风险/回报的比例会有不对等的结果。正回报出现的次数比负回报的次数多，或是正回报的平均值会大于负回报。若是没有利用杠杆，这种不对等的现象就比较难呈现出来。假如我们将主动式管理的逻辑套用在这里，一定会认为：拥有良好选股能力的基金经理若是不采用杠杆，那就显得不合情理了。



附录 2

实务上的作法

附录2 实务上的作法

实务上的作法

AIMA协会所出版的投资指引，旨在提供给读者有关对冲基金行业清晰及条理分明的”中立”分析，这份报告同时也补充了美国总统项目小组之投资者委员会报告。

若你或你的组织正考虑将资产配置至对冲基金策略，至关重要的是，一旦有问题时你知道去询问你的投资顾问或经理人。终究而言，经验才是验证知识是否实用的最后关卡。与具备深厚行业知识的组织和/或个人合作，一直都是最明智的选择。

此外，对冲基金行业和其后续施行的政策、监管机关在过去十年来提供了广泛的行业实务信息。你的顾问应该有这方面充分的信息，你可以透过他们直接取得。我们鼓励你充份利用这些行业实务信息。这些信息本质上都是实务导向，而较少理论，并将能提供你丰富的讯息。多数的信息项目也能在发行者的网站(整理如下)直接取得或透过新设立的网上资源-

www.hedgefundmatrix.com取得，此网站提供使用者简单查阅的方法，能找出与对冲基金主题有关的既有文件，例如：估值，如果使用者希望知道更多，还可进一步找到指导手册。

项目	制作者	取得方式
AIMA的实务尽职调查系列调查表(2007)，提供对冲基金的基金经理、对冲基金经理、基金行政管理人及主要经纪的选择。	AIMA	只针对合格机构投资者，申请书请洽 info@aima.org
对冲基金行业最佳实践方案(2008)	PWG	www.treas.gov (amcreportapril152008.pdf) ; 免费
(Guide to Sound Practices) 对冲基金经理永续经营实务指导 (2006)	AIMA	www.aima.org ; 免费
欧洲对冲基金经理实务指导 (2007)	AIMA	www.aima.org ; 免费
对冲基金行政管理人实务指导 (2004)	AIMA	www.aima.org ; 免费
对冲基金估值实务指导 (2007)	AIMA	www.aima.org

附录2

实务上的作法

项目	制作者	取得方式
对冲基金规范:完结报告(2008), 包含对冲基金规范	HFSB	www.hfsb.org ;免费
对冲基金投资者的尽职调查调查表范例 (2007)	MFA	www.managedfunds.org ;免费
境外另类基金成立指导原则(2008)	AIMA	提供实体印刷本, www.aima.org
估值对冲基金投资组合之准则 (2007)	IOSCO	www.iosco.org (IOSCOPD240.pdf) ;免费
对冲基金经理实务准则 (2007)	MFA	www.managedfunds.org ;免费

AIMA -另类投资管理协会 Alternative Investment Management Association

HFSB - 对冲基金规范委员会Hedge Fund Standards Board

IOSCO - 国际证券委员会组织International Organization of Securities Commission

MFA - 管理期货基金协会Managed Funds Association

PWG - 美国总统工作小组 US President's Working Group

附录 3

词汇表及 参考文献

附录3:词汇表及参考文献

对冲基金行业相关参与者的定义

更详细的行业词汇表可参阅www.aima.org

参与者	定义
行政管理人	行政管理人依据所签定的协议(通常是委外服务水平协议)提供基金各项服务,其中包括股东服务、股权登记、防止洗钱服务、帐务服务以及事务历史记录储存等,而行政管理人通常独立于投资经理之外。有些行政管理人会提供“整合”方案,让投资经理将本身的整个内勤部门外包给他们来承作。
稽核员	于每年年底查核基金账簿及事务历史记录,并忠实地在基金的年度财务报表依基金适用的会计及查账准则提出具体意见。
保管机构	保管机构通常由银行、信托公司或其它金融机构担任,负责持有并保管基金资产,并提供包含代为收受投资者投资款项、发配赎回资金、保证金账户的维持、投资注册及期权的执行等服务。通常基金的主要经纪也会同时担任保管机构的角色。
基金	基金是一项集体投资计划,通常有以下几种成立方式: 1. 注册于境外司法管辖区,如开曼群岛(Cayman Islands),此类基金通常以有限责任公司形态注册登记。 2. 依据美国州法成立,如特拉华(Delaware),通常以有限合伙形态注册登记。 3. 部份注册于境外的基金则以单位信托方式成立,但这种类型较为少见。 基金虽具有法律实体的地位,但基金的实际上的运作机制仍由决策单位制定。

附录3:词汇表及参考文献

对冲基金行业相关参与者的定义

参与者	定 义
决策单位	决策单位一般负有监督及管理基金事务之责，即将平日业务经过授权交由其它如投资经理及行政管理人执行，而决策单位的组成则视基金的结构以及注册地而定： 1. 以公司形态设立的基金，董事会就是决策单位。董事会成员也许包含投资经理代表及由投资经理所选择的董事，然而在趋势上有越来越多的对冲基金董事是由独立非执行董事担任。 2. 若基金是以合伙方式设立，通常决策单位由总合伙人充当，而总合伙人通常也是投资经理。 3. 基金若是以信托方式成立，将由受托人组成决策单位，而受托人通常是独立的特许公司。

投资经理

投资经理通常在美国称之为投资顾问。

投资经理与基金签定协议，由投资经理本身自由作出投资决策并收取回报，回报包含管理费(以资产净值(NAV)为计算基础)与表现费(在特定期间资产增值的比率)，表现费有时也称为往绩费。

投资者

对冲基金的投资者可用不同的方法进行分类，而通常最清楚的区别就是对冲基金的基金经理与直接投资者两大类。

1. 对冲基金的基金经理：这些经理管理多元的对冲基金投资组合(通常是集体投资的形态)，与提供基金挑选和风险控制的服务，并据此收取费用。
2. 直接投资者：对冲基金主要目标投资者是机构投资者和有经验的投资者。直接投资者包括有公、私部门退休基金、捐赠基金、基金会及家族办公室。

附录3：词汇表及参考文献

对冲基金行业相关参与者的定义

参与者	定义
主要经纪	主要经纪指的是那些提供对冲基金及其它专业投资者各种后台及融资服务的大型银行或证券公司。主要经纪可提供各种多样的服务，包含交易清算和款项缴付、保管服务、风险管理、准备金的融资、提供卖空借券时所需的证券、保存交易纪录和提供投资者报告。与主要经纪的关系并不会阻碍对冲基金与其它经纪商交易或雇用其它主要经纪的举动。
过户登记机构者	过户登记机构负责将股东及其投资股份登录于基金的股东清册中，通常，基金的行政管理人同时也扮演过户登记的角色。
监管机构	监管机构通常是官方的独立组织，负责监管金融市场、交易及参与者，往往被视为个别投资者的保护者，而大多(但非全部)对冲基金经理会在他们本国的监管机构注册登记。

参考文献

Ainslie III, Lee S. (1999) "Hedged equity investing", In Ronald A. Lake, ed., *Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies-The experience of managers and investors*, Second Edition, London: Euromoney Books.

Anson, Mark J.P. (2001) "Hedge Fund Incentive Fees and the 'Free Option'", *Journal of Alternative Investments*, Vol. 4, No. 2 (Fall), pp. 43-48.

Ashley, Gerald (2003) "Uncertainty and Expectation - Strategies for the Trading of Risk", Chichester: John Wiley & Sons.

Basso, Tom (2000) "Some Leverage is Good, Too Much is Dangerous", *Trendstat Capital Management*, May.

Beder, Tanya (1995) "VAR: Seductive but Dangerous", *Financial Analyst Journal*, Vol. 51, No. 5 (September/October), pp. 12-24.

Bernstein, Peter (1991) "Is Investing for the Long Term Theory or Just Mumbo-jumbo?" Luncheon address to the AIMR conference, "Investing for the Long Term", Washington, DC, October 16. www.peterbernstein.com

Bernstein, Peter L. (1996) "Against the Gods - The Remarkable Story of Risk", New York: Wiley & Sons.

Bernstein, Peter L. (2008) "The Shape of The Future", from John Mauldin's *Outside the Box*, Volume 4, Issue 22, March 24.

Biggs, Barton (2006) "Hedgehogging", Hoboken: John Wiley & Sons.

Bookstaber, Richard (1997) "Global Risk Management: Are We Missing the Point?" *Journal of Portfolio Management*, Vol. 23, No. 3 (Spring), pp. 102-107.

Bookstaber, Richard (2003) "Hedge Fund Existential", *Financial Analyst Journal*, Vol. 59, No. 5 (September/October), pp. 19-23.

Brulhart, Todd, and Peter Klein (2005) "Problems with Extreme Hedge Fund Returns", *AIMA Journal*, Winter 2005.

Caldwell, Ted, and Tom Kirkpatrick. (1995) "A Primer on Hedge Funds", Courtesy of Lookout Mountain Capital, Inc.

Campbell, John Y., Andrew W. Lo and A. Craig MacKinlay (1997) "The Econometrics of Financial Markets", Princeton: Princeton University Press.

Chan, Nicholas, Mila Getmansky, Shane M. Haas, and Andrew W. Lo (2005) "Systemic Risk and Hedge Funds", NBER Working Paper Series, March.

Chandler, Beverly (1998) "Investing with the Hedge Fund Giants - Profit Whether Markets

参考文献

Rise or Fall”, London: Financial Times Pitman Publishing.

Crerend, William J. (1998) “Fundamentals of Hedge Fund Investing - A Professional Investor’s Guide”, New York: McGraw-Hill.

Elden, Richard. (2001) “The Evolution of the Hedge Fund Industry”, Journal of Global Financial Markets, Vol. 2, No. 4 (Winter), pp. 47-54.

Ellis, Charles D. (1993) “Investment Policy-How to Win the Loser’s Game”, 2nd Edition. Homewood, IL: Business One Irwin.

Gonzales, Laurence (2003) “Deep Survival - Who Lives, Who Dies, and Why”, New York: Norton & Company.

Gonzales, Laurence (2003) “Deep Survival - Who Lives, Who Dies, and Why”, New York: Norton & Company.

Grinold, Richard C. (1989) “The Fundamental Law of Active Management”, Journal of Portfolio Management, Vol. 15, No. 3 (Spring), pp. 30-37.

Grinold, Richard C., and Ronald N. Kahn (2000) “Active Portfolio Management-A Quantitative Approach for Producing Superior Returns and Controlling Risk”, Second Edition. New York: McGraw-Hill. Originally published in 1995 under the title “Active Portfolio Management: Quantitative Theory and Applications”, by Probus, a Chicago publisher that no longer exists.

Grossman (1976) “On the Efficiency of Competitive Stock Markets where Trades have Diverse Information”, Journal of Finance, Vol. 31, pp. 573-585.

Grossman and Stiglitz (1980) “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets”, American Economic Review, Vol. 70, pp. 393-408.

Hagstrom, Robert G. Jr. (1994) “The Warren Buffett Way - Investment Strategy of the World’s Greatest Investor”, John Wiley: New York.

Holton, Glyn A. (2004) “Defining Risk”, Financial Analyst Journal, Vol. 60, No. 6 (November/December), pp. 19-25.

Ineichen, Alexander M. (2000) “In Search of Alpha - Investing in Hedge Funds”, Global Equity Research, UBS Warburg, October.

Ineichen, Alexander M. (2001) “The Search for Alpha Continues - Do Fund of Hedge Funds Managers Add Value?” Global Equity Research, UBS Warburg, September.

Ineichen, Alexander M. (2003a) “Absolute Returns - Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing”, New York: John Wiley & Sons.

参考文献

Ineichen, Alexander M. (2003b) “Fireflies before the storm”, Global Equity Research, UBS Warburg, 8 June.

Ineichen, Alexander M. (2004) “European rainmakers”, Global Equity Research, UBS Investment Bank, April.

Ineichen, Alexander M. (2005) “The Critique of Pure Alpha”, Global Equity Research, UBS Investment Research, March.

Ineichen, Alexander M. (2006) “Q&A on Leverage”, Alternative Investment Solutions, UBS Global Asset Management, August.

Ineichen, Alexander M. (2007a) “Asymmetric Returns - The Future of Active Asset Management”, New York: John Wiley & Sons.

Ineichen, Alexander M. (2007b) “Volatility and correlation,” Conference Proceedings, Alternative Investment Solutions, UBS Global Asset Management, December.

Jaeger, Lars (2002) “Managing Risk in Alternative Investment Strategies - Successful Investing in Hedge Funds and Managed Futures”, London: Financial Times.

Jaeger, Lars (2005) “Through the Alpha Smoke Screens - A Guide to Hedge Fund Return Sources”, New York: Institutional Investor Books.

Jaeger, Robert A. (2000) “Fund of Funds Risk: Defining It, Measuring It and Managing it”, In Virginia Reynolds Parker. ed., Managing Hedge Fund Risk-From the Seat of the Practitioner. London: Risk Books.

Jaeger, Robert A. (2003) “All about Hedge Funds - The Easy Way to Get Started”, New York: McGraw-Hill.

Kahneman, Daniel, and Amos Tversky (1979) “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”, *Econometrica*, Vol. 47 (2), pp. 263-291.

Kahneman, Daniel, and Mark W. Riepe (1998) “Aspects of Investor Psychology-Beliefs, Preferences, and Biases Investment Advisors Should Know About”, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 24, No. 4 (Summer), pp. 52-65.

Knight, Frank H. (1921) “Risk, Uncertainty, and Profit”, Boston: Houghton Mifflin.

Lake, Ronald A. (1999) “Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies - The experience of managers and investors”, Second Edition, London: Euromoney Publications.

Levy, Leon with Eugene Linden (2002) “The Mind of Wall Street - A Legendary Financier on the Perils of Greed and the Mysteries of the Market”, New York: Public Affairs.

参考文献

Lhabitant, Francois-Serge (2002) "Hedge Funds - Myths and Limits", Chichester: John Wiley & Sons.

Lhabitant, Francois-Serge (2006) "Handbook of hedge funds", Chichester: John Wiley & Sons.

Lo, Andrew (2004) "The Adaptive Market Hypothesis - Market efficiency from an evolutionary perspective", Journal of Portfolio Management, 30th Anniversary Issue, pp. 15-29.

Lo, Andrew (2008) "Hedge Funds - An Analytic Perspective", Princeton: University Press.

Lo, Andrew and Craig MacKinlay (1999) "The Non-Random Walk Down Wall Street", Princeton: Princeton University Press.

Lowenstein, R. (2000) "When Genius Failed-The Rise and Fall of Long-Term Capital Management", New York: Random House.

Mandelbrot, Benoit, and Richard L. Hudson (2004) "The (Mis)behavior of Markets - A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward", New York: Basic Books.

Markowitz, Harry M. (1952) "Portfolio Selection", Journal of Finance, Vol. 7, No. 1 (March), pp. 77-91.

Markowitz, Harry M. (1959) "Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments", New York: John Wiley & Sons.

Martino, Roxanne M. (1999) "The due diligence process", in Ronald A. Lake, ed., Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies, 2nd edition, Euromoney Books: London.

Nicholas, Joseph G. (1999) "Investing in Hedge Funds - Strategies for the New Marketplace", Princeton: Bloomberg Press.

Ormerod, Paul (2006) "Why Most Things Fail - Evolution, Extinction and Economics", London: Faber and Faber Limited.

Parker, Virginia Reynolds (2000) "Managing Hedge Fund Risk - Strategies and Insights from Investors, Counterparties, Hedge Funds and Consultants", London: Risk Books.

Parker, Virginia Reynolds (2005) "Integrating Risk Management into the Portfolio Management Process for Effective Fund-of-Hedge-Funds Risk Management and Performance Measurement", in Virginia Reynolds Parker, ed., Managing Hedge Fund Risk-Strategies and Insights from Investors, Counterparties, Hedge Funds and Regulators, Second Edition, London: Risk Books.

Perrow, Charles (1999) "Normal Accidents: Living with High-Risk Technologies", Princeton: Princeton University Press. First published by Basic Books 1984.

参考文献

Persaud, Avinash (2000) "Sending the herd off the cliff edge: The disturbing interaction between herding and market-sensitive risk management practices", *Journal of Risk Finance*, Vol. 2, pp. 59-65.

Rahl, Leslie (2003) "Hedge Fund Risk Transparency - Unravelling the Complex and Controversial Debate", London: Risk Books.

Rogers, Jim (2000) "Investment Biker - around the world with Jim Rogers", Chichester: John Wiley & Sons. First published 1994 by Beeland Interest, Inc.

Schneeweis, Thomas, and Richard Spurgin (1998) "Multifactor Analysis of Hedge Fund, Managed Futures, and Mutual Funds Return and Risk Characteristics", *Journal of Alternative Investments*, Vol. 1, No. 2 (Fall), pp. 1-24.

Schneeweis, Thomas. (1998) "Dealing with Myths of Hedge Fund Investment", *Journal of Alternative Investments*, Vol. 1, No. 3 (Winter), pp. 11-15.

Sherden, William A. (1998) "The Fortune Sellers - The Big Business of Buying and Selling Predictions". New York: John Wiley & Sons.

Swensen, David F. (2000) "Pioneering Portfolio Management-An Unconventional Approach to Institutional Investment", New York: Free Press.

Taleb, Nassim Nicholas (2001) "Fooled by Randomness - The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets", New York: Texere.

Taleb, Nassim Nicholas (2004) "Fooled by Randomness - The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets", Second Edition, New York: Texere.

Waring, M. Barton and Laurence B. Siegel (2006) "The Myth of the Absolute-Return Investor", *Financial Analyst Journal*, Vol. 62, No. 2, pp. 14-21.

Warwick, Ben (2000) "Search for Alpha: The Quest for Exceptional Investment Performance", New York: John Wiley & Sons.

附录 4

中港两地对冲基金 常见用字词汇表

附录4

中港两地对冲基金常见用字词汇表

说明： (内) – 内地常见用法

(港) – 香港常见用法

如无说明则为中港两地常见用法

1. Absolute return - 绝对回报
2. Active management - 主动式管理
3. Alpha - 阿尔法
4. Alpha return - 超标回报
5. Alternative investment - 另类投资
6. Arbitrage - (内)套利买卖/(港) 套戥
7. Asset allocation - 资产分配
8. Assets under Management - 资产管理总额
9. Bear market - 熊市
10. Benchmark - (内)基准点/(港)基准
11. Beta - (内)贝塔/(港)贝他
12. Beta return - 市场回报
13. Big cap company - 大市值公司
14. Bond fund - 债券基金
15. Bull market - 牛市
16. Buy & Hold - 长期持有
17. Capital guarantee - 保本
18. Compliance officer - 合规主任
19. Compound return/growth - 复式回报率
20. Contrarian - 反向投资
21. Corporate governance - 公司管治
22. Correlation - 相关系数
23. Crash - 股灾
24. Credit crisis - 信贷危机
25. Delta - (内)蝶他/(港) 得尔塔
26. Depreciation - 贬值
27. Discretionary - 酌情权
28. Distressed securities - 受压证券
29. Dividend distribution - 股息分派
30. Downside risk - 向下风险
31. Efficient market - 高效率市场
32. Endowment Fund - 捐赠基金
33. Fat tails - 肥尾现象
34. Frequency distribution - 频率分布
35. Fund of Hedge Funds - 对冲基金的基金
36. Futures initial deposit - 开仓保证金
37. Herd-instinct - 羊群效应
38. High Net Worth Investor - 高净值投资客户
39. Hurdle rate - 预设回报率
40. Information Ratio - 信息比率
41. Institutional investor - 机构投资者
42. Lender - 贷款人
43. Leverage - 杠杆
44. Liquidation - 清算
45. Liquidity - 流动性
46. Lock-up - (内)闭锁期/(港)不准赎回期
47. Long/Short - 长/短仓
48. Long-only - 长仓

附录4

中港两地对冲基金常见用字词汇表

49.	Loss - 亏损
50.	Management fee - 管理费
51.	Marco Funds - 环球宏观基金
52.	Multi-Strategy - 多元策略
53.	Mutual fund - 互惠基金
54.	Net asset value - 净值
55.	Normal distribution - 正态分布
56.	Opportunity set - 机会组合
57.	Passive management - 被动式管理
58.	Performance - 表现
59.	Performance fee - 表现费
60.	Position - 仓位
61.	Prime Brokers - 主要经纪
62.	Probability - 机会率
63.	Probability distribution - 机率分布
64.	Put option - 看跌期权
65.	Relative returns - 相对回报率
66.	Redemption - 赎回
67.	Return - 回报
68.	Return expectation - 预期回报
69.	Risk Control - 风险控制
70.	Risk exposure - 风险承担
71.	Risk Management - 风险管理
72.	Scenario analysis - 情景分析
73.	Security selection ability - 选择证券能力
74.	Sharpe Ratios - 夏普比率
75.	Short selling - 沽空
76.	Shorting - 卖空
77.	Short-position - 短仓
78.	Style drift - 风格偏移
79.	Survivorship bias - 生存者偏误
80.	Track record - 往绩
81.	Tracking error - 追踪误差
82.	Tracking risk - 追踪风险
83.	Underlying fund - (内)子基金/(港)旗下基金
84.	Upside risk - 向上风险
85.	Valuation - 估值
86.	Value at risk - 风险值
87.	Volatility - 波动度

附录 5

关于AIMA、 赞助者和作者

附录 5

关于AIMA、赞助者和作者



身为全球唯一对冲基金行业的代表性组织，另类投资管理协会(Alternative Investment Management Association ; AIMA)，在全球47个国家中，有超过1200个公司成员，成员包括顶尖的对冲基金经理、对冲基金的基金经理、主要经纪、法律和会计服务机构与基金行政管理人。他们都受惠于AIMA对政策发展的积极影响、以及引领行业创新发展的举措包括提供教育倡导及完整的实务手册，以及在与各国监管单位和政策制定者的互动关系上所享有的绝佳声誉。AIMA是一个机能性的组织，可以彰显成员所关心的议题，并且提供他们活跃的全球关系网络。AIMA致力于行业技

术与教育规范的开发，同时也是另类投资特许分析师认证（Chartered Alternative Investment Analyst designation; CAIA）的共同创始者。CAIA是业界第一也是唯一针对另类投资专家所设计的专门性教育规范。目标包括：

- 提供会员互动及专业的论坛，并扮演行业未来发展的催化剂。
- 成为行业对广泛金融体系、机构投资者、媒体、监管者、政府及其它政策制定者之出众的代言人，以及
- 针对行业活动及影响提供集中化的信息来源，并确保另类投资行业在投资管理领域的地位。

AIMA 投资指导委员会

AIMA是AIMA投资者指导委员会的创始者，委员会的机构投资者包括公、私机构退休基金、校务基金、基金会及家族办公室等的咨询团队，它的角色是代表全球投资界向AIMA和行业，针对政治及其它对冲基金相关议题提供建议，同时也对如何满足对冲基金行业对教育与信息的需求提出策略建议与可行之准则。委员会的成员包括各机构代表：ABP投资公司、加州公务员退休基金(CalPERS)、瑞士联邦社会福利基金(Fonds de Compensation AVS; Swiss

Federal Social Security Fund and Survivors Insurance)、通用汽车资产管理(General Motors Asset Management)、哈佛管理公司(Harvard Management Company), Kedge Capital、苏黎世保险退休基金(Pensionskasse Stadt Zürich)、瑞士银行全球资产管理(UBS Global Asset Management)和世界银行退休计划(The World Bank Pension Plan).

www.aima.org

附录 4

关于AIMA、赞助者和作者



The Global Mark of Distinction in Alternative Investments

另类投资特许分析师(CAIA)协会是一独立、非营利的全球性组织，主要致力于另类投资领域的教育训练及专业培养。CAIA系于2002年由AIMA与CISDM(Center for International Securities and Derivatives Markets)共同成立，CAIA认证是由CAIA协会所发起。CAIA之所以为全球所认定，主要在于能成功完成一个严格的两级制测验计划，其中涵盖另类投资的领域包括：对冲基金、私募基金、不动产、商品及管理期货。获得CAIA的认

证也验证了一个人具有精湛全面的概念、方法及实务要素以了解另类投资的本质与维持高标准的专业操守。自2003年2月首次CAIA考试开始，数以千计来自全球各地的应试者登记CAIA的课程。也有数千个机构派遣代表参与课程，这些机构包括主要经纪、银行、顾问、资产管理公司、会计事务所、公私营退休基金、基金会、家族办公室、保险公司及行业监管机构。



瑞士银行(UBS)环球资产管理是全球最大的资产管理者之一，拥有超过3900个员工，业务遍及25个国家，主要办公室分布在巴塞尔、芝加哥、法兰克福、开曼岛、哈特福特、香港、伦敦、卢森堡、纽约、巴黎、里约热内卢、雪梨、东京、多伦多和苏黎世。UBS环球资产管理是UBS集团中的三大事业群之一另外两个是环球财富

管理暨商业银行以及投资银行。Alternative Investment Solutions(译注：UBS资产管理旗下对冲基金的基金管理机构)是Alternative and Quantitative Investments投资平台的事业单位之一，隶属UBS环球资产管理机构，分别在香港、伦敦、里约热内卢、斯坦福(康乃狄克州)、东京及苏黎世设有代表处。



加州公务员退休基金(CalPERS)是美国最大的公众退休基金，有超过2300亿美元的市值。CalPERS提供约150万在职及退休的国家与地方公共机构员工和家属退休及健康津贴。在1932年开始之初，CalPERS只投资于州政府债及政府公债，但在那之后，随着市场的发展，目前则投资于不动

产、上市股票、私募股权、积极型公司治理基金、对冲基金、通货膨胀连结资产(如：商品、公共建设、林地、通货膨胀连结债券)。CalPERS基金中每一块钱中有75美分来自投资收入，而员工及雇主则支付另外的25美分，基金平均年投资回报目标为7.75%以符合退休受益者应享有之权益。

作者

亚历山大(Alexander Ineichen), CFA, CAIA, FRM

亚历山大(Alexander Ineichen)是Alternative Investment Solutions的常务董事兼资深投资长, Alternative Investment Solutions是Alternative and Quantitative Investments投资平台的事业单位之一, 同时也隶属UBS环球资产管理机构。亚历山大主要负责的领域包括资产配置、风险管理及其他研究提案, 1988年, 亚历山大在瑞士银行(Swiss Bank Corporation)开始从事风险管理商品的开发, 自此开启了他的金融生涯。自1991至2005年, 亚历山大在UBS投资银行负责有关股权衍生性商品、指数、资本流量及另类投资等不同领域的分析研究。

亚历山大是“In Search of Alpha- Investing in Hedge Funds” (October 2000) 及 “The Search for Alpha Continues- Do Fund of Hedge Funds Add Value?” (September 2001) 这两份UBS所发行研究刊物的作者。截至2006年, 这两份文件是UBS历史上最常被印刷的文件数据。他也是“Absolute Returns-The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing” (Wiley Finance, October 2002) 及 “Asymmetric Returns-The Future of Active Asset Management” (Wiley Finance, November 2006)这两本书的作者。亚历山大在许多同业审阅的学术性金融期刊上发表过股权衍生性商品及对冲基金的相关研究, 此外, 除了在一些金融书籍上贡献多篇文章外, 也曾于金融报刊上撰写大量文章。

亚历山大拥有瑞士苏黎世应用科技大学(Universities of Applied Sciences SIB)的经济与企业管理联邦文凭(SEBA), 同时也获得财务特许分析师(CFA)及另类投资分析师(CAIA)的认证, 以及持有金融风险管理师(FRM)证书, 而目前他是CAIA协会董事成员之一兼AIMA投资委员会委员。

作者

库尔特·西尔伯斯坦(Kurt Silberstein, CFA, CAIA)

库尔特·西尔伯斯坦(Kurt Silberstein)是CalPERS环球股票部门中，负责绝对回报策略及全权委托操作的资深投资组合经理。

西尔伯斯坦先生负责管理CalPERS的绝对回报策略风险管理(RMARS)方案暨环球全权委托操作(GEME)计划，辖下的内部员工及外部顾问，管理300亿美元的资产。西尔伯斯坦先生自RMARS开始进行时即参与此方案，并从2003年1月1日起开始负责管理。于此之后，他建立了关于投资组合构建、风险分析、经理挑选的方针和程序，并且积极参与各种对冲基金投资的决策。RMARS方案投资于全球几乎所有的绝对回报策略，而在GEME的计划中，以全球为投资范围，并主要仍聚焦于股票市场，GEME的投资组合包括了传统纯长仓以及130/30策略。

西尔伯斯坦先生拥有超过16年的机构投资行业经验，他在1999年10月加入CalPERS之前则服务于位于旧金山的Strategic Investment Solutions，担任副主席的职位，负责公众和企业赞助计划、基金会、捐赠基金及家族办公室的咨询顾问。西尔伯斯坦先生也曾服务于资产配置委员会(Asset Allocation Committee)及经理人遴选委员会(Manager Selection Committee)。

在从事Strategic Investment Solutions之前，西尔伯斯坦先生曾在洛杉矶员工退休协会里担任证券投资分析师，负责国内外股票全权委托投资组合的管理。

西尔伯斯坦先生拥有加州州立大学北岭分校财务学士学位，同时领有财务特许分析师(CFA)及另类投资分析师(CAIA)的认证，而目前他也是AIMA投资委员会的委员。

The Alternative Investment Management Association Limited (AIMA)

2nd Floor, 167 Fleet Street, London EC4A 2EA Tel: +44

(0)20 7822 8380

