

[2009. 3. 12]

对冲基金风云录 III-对冲基金的未来

策略团队

☎ 021-38676673

✉ Zhangxiuqi@gtjas.com

摘要:

我们曾经分别在08年11月24日和12月16日的酷图《对冲基金风云录 I,II》中介绍了一些关于对冲基金的历史和现状。最近在路演的过程当中,许多投资者都非常关注对冲基金现在所承受的压力,以及未来发展的前景。今天我们试图就这一问题提供我们的视角。

现在欧美市场上的对冲基金受到了来自监管,市场,以及投资者的多方面压力,但是我们在讨论了对冲基金核心理念的历史演化过程后提出观点,认为对冲基金代表的是投资者对于绝对收益的渴求的一种实现手段,因此只要贪婪仍然是人性的重要一面,对冲基金的理念就不会灭亡。

但这不等于说现在的对冲基金不需要作出改变。根据我们对于未来世界演化的看法,全球宏观型和方向型对冲基金未来更有可能成为主流,而当前盛行的以金融模型为基础的相对价值型基金会继续受挫。

而本文讨论的最后一个问题是,对冲基金的策略变化会对未来的市场产生何种影响。我们认为除了资产价格被扭曲的程度会持续以外,方向型以及全球宏观型的对冲基金会利用市场的大幅波动牟利,而在此过程中,造成市场更大的动荡。

国泰君安研究所策略部

王成

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

章秀奇

021-38676673

zhangxiuqi@gtjas.com

张林昌

021-38676702

Zhanglinchang@gtjas.com

张堃

021-38676641

zhangkun@gtjas.com

翟鹏

021-38676640

zhaipeng@gtjas.com

章锦涛

021-38676898

zhangjintao@gtjas.com

陈思郁

021-38676284

chensiyu@gtjas.com

张晗

021-38676675

zhanghan@gtjas.com

张昂

021-38676434

zhangang@gtjas.com

张赟

021-38676053

zhangyun007589@gtjas.com

本期作者

张赟

021-38676053

zhangyun007589@gtjas.com

注:本报告只对国泰君安重点客户发送,不对外公开发布。

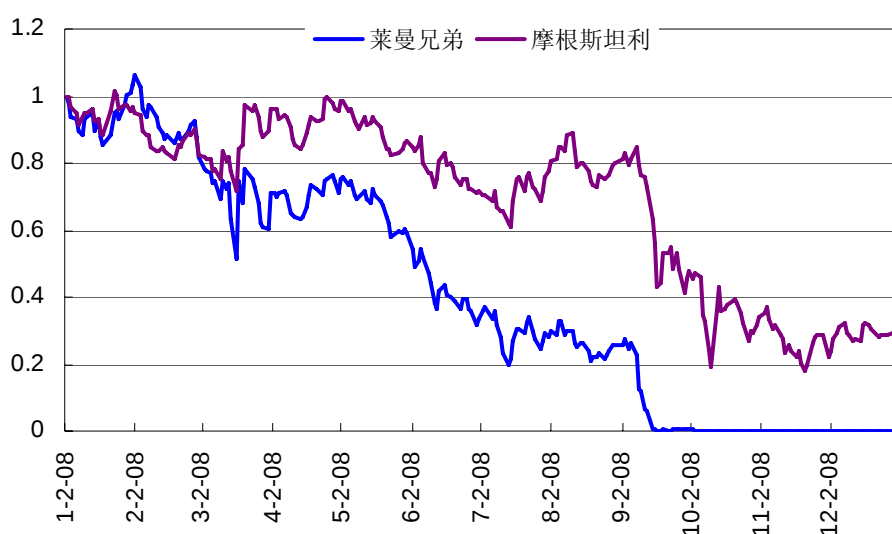
我们曾经分别在 08 年 11 月 24 日和 12 月 16 日的酷图《对冲基金风云录 I,II》中介绍了一些关于对冲基金的历史和现状。最近在路演的过程当中，许多投资者都非常关注对冲基金现在所承受的压力，以及未来发展的前景。今天我们试图就这一问题提供我们的视角。

压力下的对冲基金

对冲基金现在受到的压力主要来自于三个方面：

一， 监管：由于在 08 年的金融股大跌中大规模卖空相关股票，对冲基金被认为是造成市场崩溃的罪魁祸首。莱曼兄弟公司和摩根斯坦利的大老板们都公开指责对冲基金打压公司股价。最终美国和英国的证券监管机构都出台了大范围的禁止卖空限制。

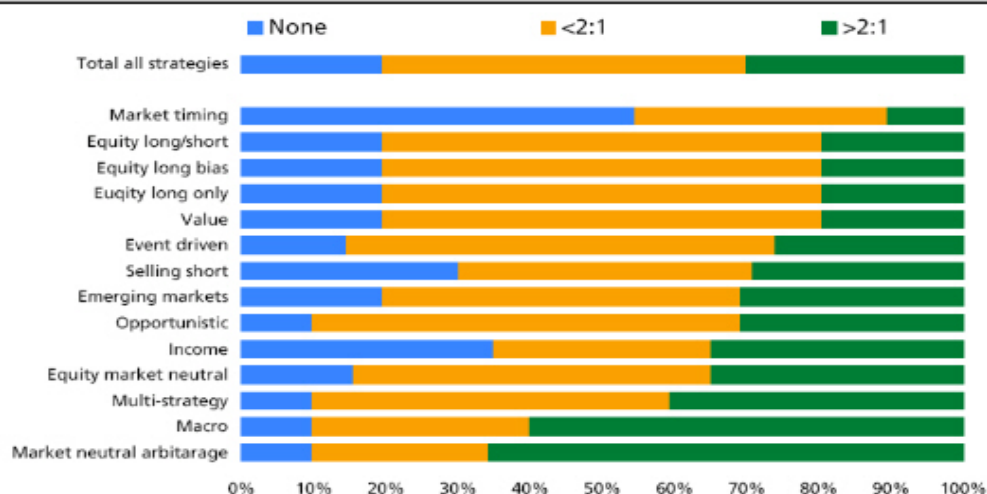
图一：雷曼和摩根斯坦利股价



二， 市场：由于采用杠杆的运作方式，追求绝对收益的对冲基金在大幅下跌的市场中更容易受到损失。

图二：部分风格的对冲基金资产规模按杠杆水平划分，其中市场中性(Market Neutral Arbitrage, 同时也是下文中提到的相对价值型对冲基金的典型代表)和宏观基金(Macro, 同时也是下文中提到的全球宏观型对冲基金所属于的风格)是显著的高杠杆基金的代表。他们同时也是下文中讨论的对冲基金核心策略的主要类别。

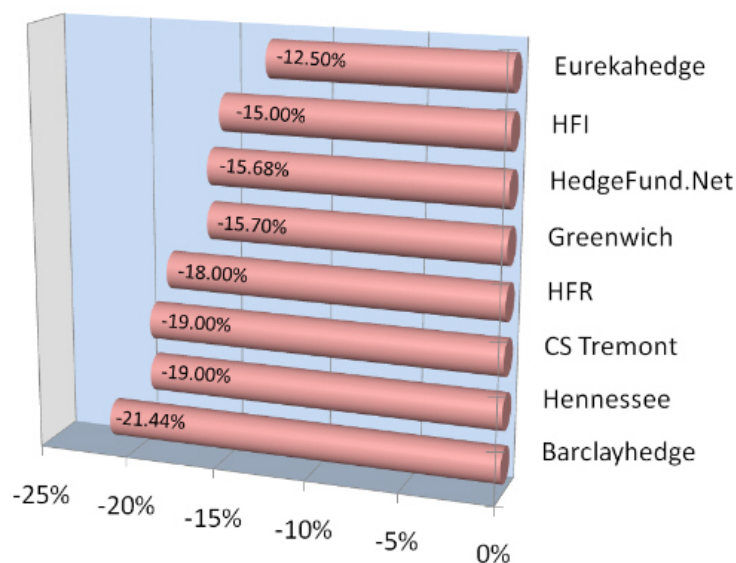
Chart 24: Global hedge fund assets breakdown by leverage (2007)



Source: Lipper, BCG analysis

Note: Leverage corresponds to the ratio of the value of the fund to money received from subscriptions.

图三：不同研究机构对于 2008 年对冲基金规模缩水程度的估算



三、投资者：投资者传统上一直需要为了对冲基金的高收益而支付更多的费用。对冲基金的行规是“2-20”，2%的资产管理费，加上超过目标收益以上的 20%提成。许多针对对冲基金投资表现的实证研究指出扣除对冲基金的费用结构，投资者获得的收益并不比共同基金显著有优势，反而承担了更大的收益波动的风险。

可以说自从 97 金融危机以来，对冲基金从来没有受到过如此密集的压力，那么对冲基金能否应对这种压力呢？要回答这个问题，我们首先需要透过对冲基金纷繁复杂的投资策略和细分类型，讨论一个非常基本的问题：到底什么是对冲基金？

对冲基金的本质是什么？

我们可以提供给读者这种非常具体的关于对冲基金的策略细分的树形图，但是这样的分类只会让你产生一种错觉，似乎对冲基金和同样有着无数复杂细分策略的共同基金没有什么差别。

图四：对冲基金策略风格，这种只是停留在表面上的分类方式只是为了顺应投资者对于资产分散化的需求，并无助于我们深入思考。



事实上，对冲基金的基本策略在其诞生的时间里其实一直在演化。对冲(Hedge)这个词语最初的本意是通过同时买进卖出两种有某种关联的资产（比如同一个行业的两家公司股票，A收购B），从而“对冲”掉共同的风险部分（行业和市场的风险），然后对两种资产的相对波动进行下注（被收购者B相对于收购者A上涨）。这种又被称为“套利”的投机方式在美国七八十年代的并购浪潮中达到了声望的顶峰。

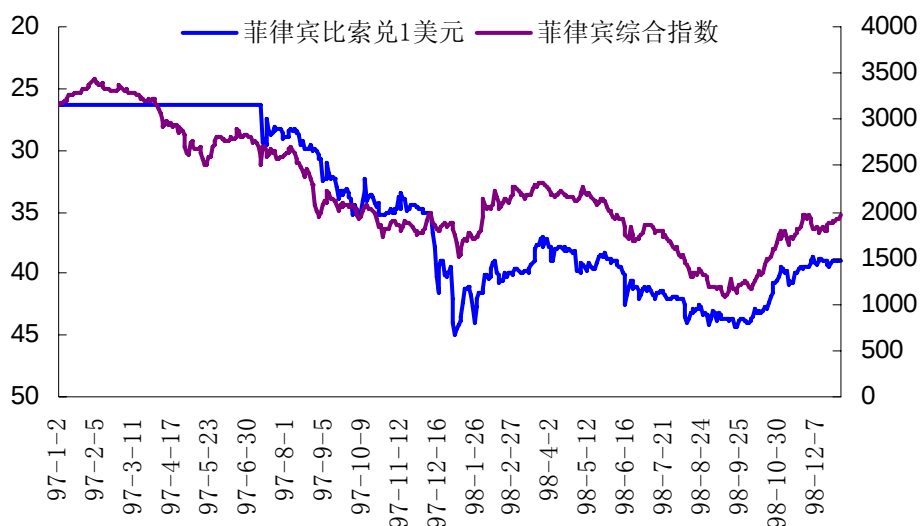
图五：电影“Wallstreet”，麦克道格拉斯饰演的 Gordon Gekko 可能是历史最有名的华尔街套利人，他的格言是“Greed is Good”，这同时也是一整代华尔街人的座右铭(似乎现在还是)。



随着七十年代固定汇率体系的崩溃，包括汇率和利率在内的各种国际资产的相对

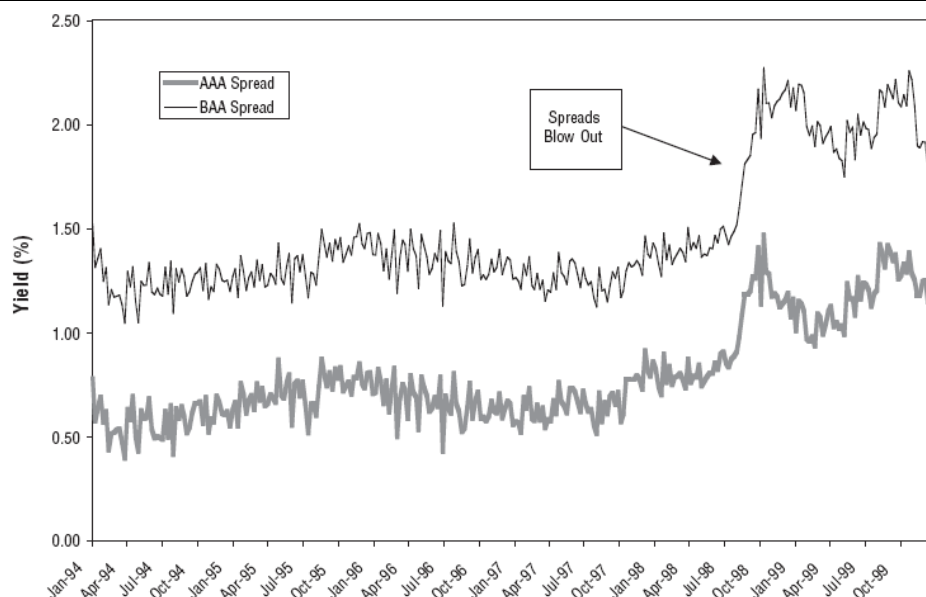
价格开始剧烈地波动。“对冲”的概念再一次发生了演化，同时买入和卖出的两种资产并不是为了“对冲”共同的风险，而是为了通过杠杆的效应在同一个头寸方向上加倍下注。被中国投资者熟知的量子基金的索罗斯，罗杰斯，还有老虎基金的罗伯森等，都是那个时代的代表人物。一个简单的操作案例就是在东亚危机期间抛空股票，同时卖出抛空股票获得的本土币，从而放大了单边赌本土币贬值的收益。尽管这种以宏观方向判断为基础的投机方式在七十年代初就开始发展，但是一直到 90 年代全球货币体系再一次大动荡的时候才达到了声望的巅峰。

图六：97 年 7 月 1 日以后菲律宾的汇率和股票指数走势高度相关



进入 80 年代后期，金融工程的发展和计算机的普及又使得“对冲”的概念再一次发生了演化。由于大量新的复杂的金融产品突然之间有了一个公认合理的定价方法，原来仅仅存在于同一种商品中的时空上的“mis-pricing”(比如在两个市场中交易的同一家公司的股票)，会因为在定价模型中应用的假设不同而出现在两种相关的资产上，为了追逐这些可能只有小数点后两三位数的价差，基金就必需尽可能地利用杠杆的效应把收益放大，而九十年代流动性的充裕也为这种操作方式提供了可能。在这里，“对冲”最原始的精神得以保留，但是运用的逻辑已经完全不一样了。

图七：98 年 8 月当俄罗斯发生了主权违约之后，投资者开始了一轮猛烈的 flight-to-safety，风险溢价彪升，最终造成了数学模型压注在风险溢价会回归平均，并高度杠杆化的长期资本管理公司(LTCM)暴仓。顺便说一句，在 LTCM 的模型里利差会继续扩大的概率是 60 亿分之一。换句话说，自从有地球以来，这种事情就不应该发生。



图八：美国长期利率在 83 年以后开始掉头向下，也使得获得杠杆的成本更低



上面简单地提供了另一种理解对冲基金演化的角度,那么对于我们所讨论的问题,即对冲基金的实质是什么,有什么样的意义呢?以上的讨论说明一点,即**对冲基金并不是一个你可以给它一个定义就能完全描述的事物,它只是无数投资者利用各种金融资源和一切可能的市场波动机会,对绝对收益最大化的追求(相对于共同基金必定是以某种指数做为 benchmark)的一种具像化。**

理解了以上这一点,我们就知道,完全不用担心对冲基金现在所面临的压力,上面提到的每个演化阶段的巅峰上,对冲基金都曾被看做是罪恶的化身,但是只要贪婪仍然是人性的一个最重要部分,那么对冲基金就必定会昌盛下去,尽管它可能是以不同于现在的一种面目存在。所以下一个问题就是:对冲基金的未来策略会发生什么样的演化。

对冲基金的未来?

关于对冲基金未来可能发生什么样的变化,其实是一个非常个人化的问题,就好比问一个人:“如果你是对冲基金经理,你现在会去做什么”。而这又取决于每个回答的人对于所处的世界正在如何演化的思考。

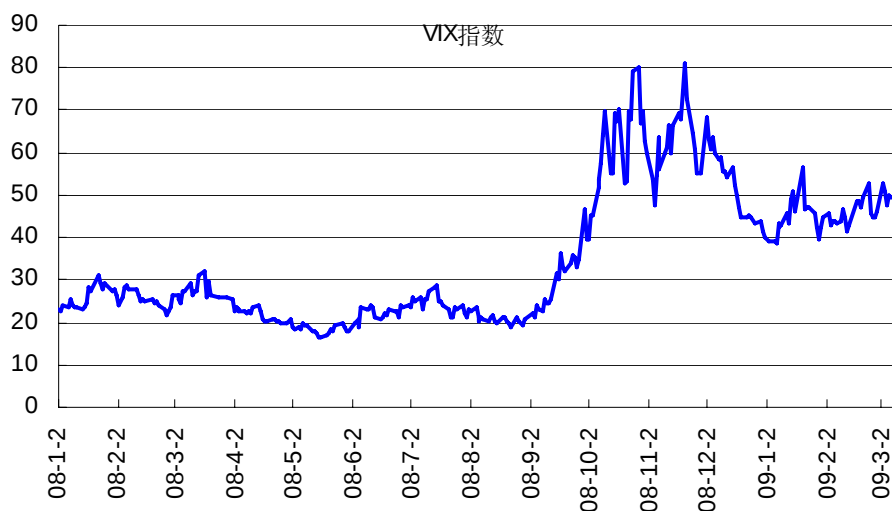
全球宏观对冲基金会再次崛起：对于我们，现在的世界更像是 1929 年或是 1972 年的世界，不是指经济上，而是指社会所处的阶段：原有的秩序被否认，而新的秩序却不知道如何去建立。大规模的波动（不论是经济上还是社会秩序上）是必然的后果。曾经因为股票和房地产市场的单边牛市而逐渐淡出人们视野的全球宏观对冲基金又有了用武之地，一个很好的例子是，索罗斯在今年一月份接受金融时报专访时透露在潜心于他的公益事业多年以后，又再次出山，重新负责打理他的已经变成量子“捐赠”基金（Quantum Endowment Fund）。

图九：索罗斯在接受专访时说："I did not want to see my accumulated wealth be severely impaired, so I came back and set up a macro-account within which I counterbalanced what I thought was the exposure of the firm."



方向性对冲基金会成为主流：而混乱的另一个产物就是恐惧，因此资产的波动率会上升，某些资产可能会出现持续的价格扭曲（关于前一段时间持续 WTI 价格扭曲的讨论，可以参见 09 年 2 月 9 日的酷图《扭曲的 WTI》），因此敢于在扭曲的价格上逆市场下大注的方向性对冲基金也会越来越主流（尽管这不等于他们每一个都能赚钱）。

图十：VIX 指数虽然代表的只是期权隐含的波动率，但是可能在很长一段时期里 VIX 都不会回到 20 以下了。



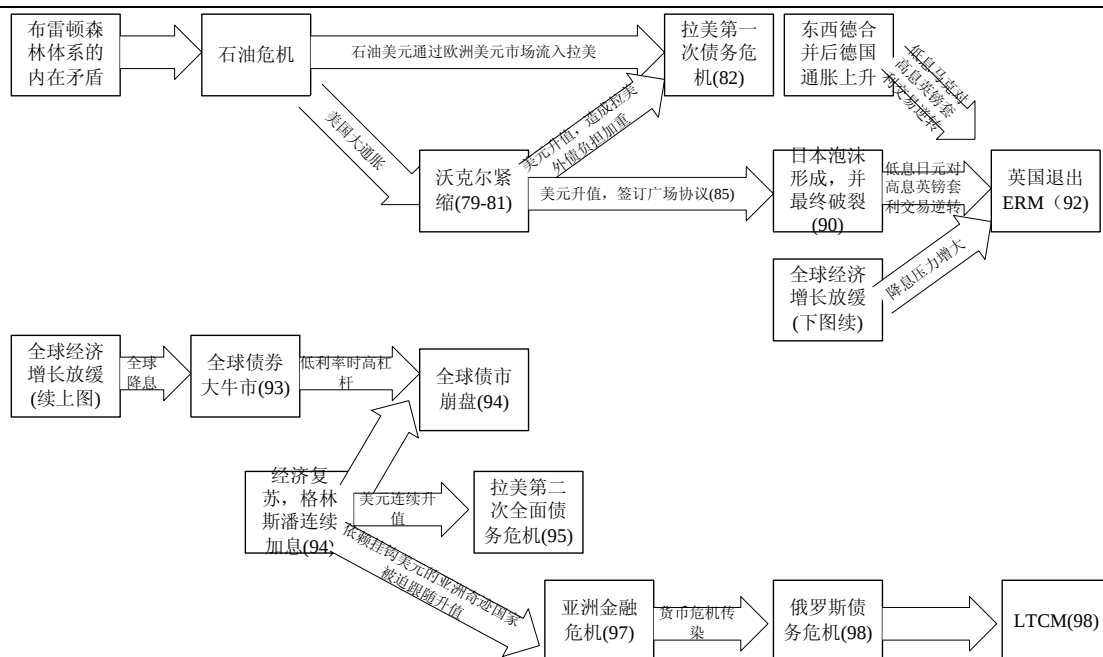
相对价值型基金会萎缩：对应的，由于市场的波动会越来越大，价格的扭曲会持续存在，因此依赖于历史数据对金融产品建立估值模型进行套利的相对价值型对冲基金可能会遇上大麻烦。这些基金在这次的市场波动中已经痛苦地学到了估值模型的局限性：简单地假设历史数据的波动能够很好地预示未来是他们在这次危机中受挫的根源。但是这种类型的对冲基金并不会就此退出历史舞台，就像 LTCM 并没有造成相对价值型基金的灭绝一样。只是在很长的一段时间里，他们的影响力会变得更小（而对应的，就是因为这些提供流动性并不断消灭 mis-pricing 的基金的暂时的衰败，更会加剧资产价格扭曲的持续性。这是一个完美的反身性循环 (reflexivity)）。

以上讨论了我们对于对冲基金未来发展的看法，剩下的一个问题就是：这对世界金融市场会有怎样的影响

时代成就了对冲基金，还是对冲基金成就了时代？

根据上面的逻辑，在我们看来，对冲基金的核心策略发生的演化，首先肯定是顺应了时代变化的产物，但是反过来，由于对冲基金只是人类表达贪婪（这个词语在这里是中性）的一种手段，而贪婪是无所不在的。因此无论对冲基金如何行动，最终还是会反映到时代的变化上（这又是一个完美的反身性循环）。

图十一：重大金融市场动荡的内在关联，1971-1998。在每一个环节上，对冲基金都是市场的参与者，但同时也是历史的创造者。每一个事件孤立地来看都是黑天鹅事件，但事实上都是由所有的市场参与者共同造成的。



那么除了上面讨论中提到的对资产价格的影响以外，还可能有什么样的影响呢？在我们看来，眼下最大的不确定性在于危机的扩散和世界金融秩序的重塑（换句话说就是加强监管）。秩序得以重塑必然是以极大的混乱为前提的，这可能是由某种主要货币的崩溃，或是某些主要的主权国家大规模破产所造成的。而在这种局面形成的过程中，对冲基金必然会扮演着至关重要的角色。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com