

会议主题：方正金工 Q 培训

会议内容：对冲基金组合基金

主讲人：聂军中国绝对收益投资管理协会联席会长

时间：2016 年 8 月 5 日

高子剑：那么各位朋友大家下午好，下午的培训正式开始。下午三个小时主要和大家介绍的是FOF，为什么找这个题目？去年股灾以后，我开始发现一个现象，我们上午跟各位提过方正金工去年办了14场会议，股灾的时候我碰到会场的朋友，我开个玩笑，可能事实也是这样。我遇到很多人都在做FOF，然后跟我提到很多做量化的专户或者私募，能不能推荐一些产品给他们，我当然乐意，但是很多场合我发现FOF我遇到的第一个F比第二个F还要大，也就是能把钱给出去的比能收钱的人来的多。当然这也跟FOF股灾的时候展现出的强大表现，以及非常好的承受风险的能力，可以给各位带来稳定的收益有关。另外衍生出来的一点，有很多人刚刚进入FOF这一行，他对这一行并不是很清楚，有些管FOF的人，他在跟我聊的时候，他说比如说某一家机构不错，做CTA很厉害。但是他就好像是希望找到一家机构，每天都能赚钱的。这样的想法肯定和FOF有很大的不同，我们方正金工也在想如何能在FOF方面给各位提供一些投资咨询的建议。聂总的介绍大家在方正金工上能够看到，我如何找到聂老师的呢？因为我读的报刊里面读到大量关于FOF的题目，都是聂老师说的，大家在百度搜FOF，我相信给你提供的信息量是50—100万条左右。我们也感谢聂老师不辞辛劳，特地从香港赶过来，在下午在这里和各位做交流，我们接下来把时间留给聂军聂老师，掌声欢迎！

经典FOF管理操作

聂军中国绝对收益投资管理协会联席会长

聂军：谢谢高总，非常荣幸能够有机会到这里和大家一起分享FOF的一些经验还有观察。当然这里面有很多教训。FOF和FOHF有多少人知道有什么区别吗？实际上区别很简单，H就是对冲的意思。

目 录



1. 对冲基金策略 (Hedge Fund Strategies)
2. 对冲基金的结构 (Structure of Hedge Funds)
3. 对冲基金组合基金 (Fund of Hedge Funds)
4. 对冲基金尽职调查 (Due Diligence on Hedge Funds)

(c) 聂军

我的介绍刚刚高总也都说过了。实际上在这些访谈和策略文章里面，还会要再加上最近刚写好的一篇文章，叫《如何构建对冲基金组合基金》，也就是FOHF。这篇文章应该是下一期的《新财富》杂志上可以发表。

刚才有一位学员提到公募基金的FOF和私募基金的FOF有什么区别。实际上我主要都在对冲基金方面。说实在的，公募基金的FOF，我个人的观点，如果你能掌握私募基金FOF的运作方法，公募基金的FOF就要容易的多了。因为从各个方面包括策略方面和操作方面，都要容易得多。所以今天我会把大量的时间集中在FOHF这方面来讲。当然公募的FOF我也会讲到有很多公募FOF并没有太大的意义。然后我会介绍一下对冲基金的结构、对冲基金组合基金、对冲基金尽职调查。我们做FOHF，就相当于造一个建筑。要了解你的建筑，对你最基本的建筑元素你应该要了解清楚。

对冲基金组合基金 (FOHF)：

- 没有不好的市场环境
- 只有不好的组合

如果把对冲基金比喻为投资界的皇冠，对冲基金组合基金就是皇冠上的夜明珠

对于FOF投资者来说，现在是大好的形势。在对股市、衍生品市场监管机构强力监管的情况下，监管机构却在积极推动FOF，这是强力的春风，基金业协会也说要发展100家大的私募FOF，所以现在是一个很大的利好环境。这条信息一出来，微信群里面很多人的名称后面一夜之间都多出了FOF。我的文章里面提到，这种虚假的繁荣并不是一个好现象，这也是为什么我当时看了之后就下决心要花一点时间，再忙也要把FOHF的东西写出来。

对于FOHF，我们应该了解到，无论什么投资策略，他都有很好的市场和利空的市场环境。在投资界，我个人是觉得对冲基金是投资界的皇冠。那FOHF就是皇冠上的明珠。因为对于FOHF来说，没有不好的市场环境，只有不好的组合。为什么这么说呢？对于对冲基金来说，可以做多，也可以做空，可以是股市，也可以是债市，或者外汇、大宗商品，或者是信用，你可以集中在一个市场上做，也可以跨大资产类别来做，唯独就是FOHF可以全方位，广泛地来覆盖所有的策略，所以任何的市场环境对某些策略都是利好策略，对其他的策略可能是利空策略。一个好的FOHF，应该有一个严格的流程，使得你判断清楚风向，然后把资金能够及时的布置到利好的风口上去，从利空的风口中撤走。所以我们说没有不好的市场环境，只有不好的组合。

对冲基金与中国市场的10年业绩表现比较（2004. 1-2013. 12）



从长期来看，对冲基金投资为投资者带来更稳健的良性回报，风险更低。以下是十年（2004.1 – 2013.12）的回报及风险比较。



(c) 晨星 数据来源: CS

对冲基金与中国市场的10年业绩表现比较（2005. 1-2014. 12）

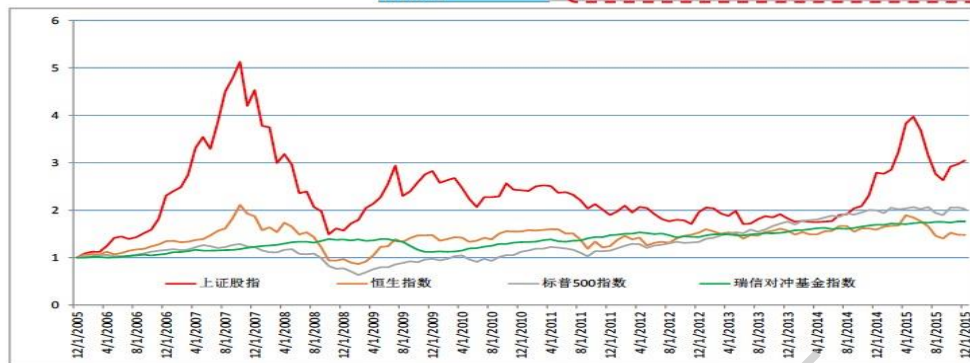


(c) 晨星 数据来源: CS

对冲基金与中国市场的10年业绩表现比较（2006. 1-2015. 12）



	上证股指	恒生指数	标普500指数	瑞信对冲基金指数
年化收益率	11.79%	3.95%	7.31%	5.82%
年化波动率	31.36%	22.52%	15.06%	5.85%
年化夏普比率 (0%)	0.51	0.29	0.55	1.00
最大跌幅	-70.97%	-59.14%	-50.95%	-19.67%
目前跌幅	-40.57%	-30.10%	-1.90%	0.00%



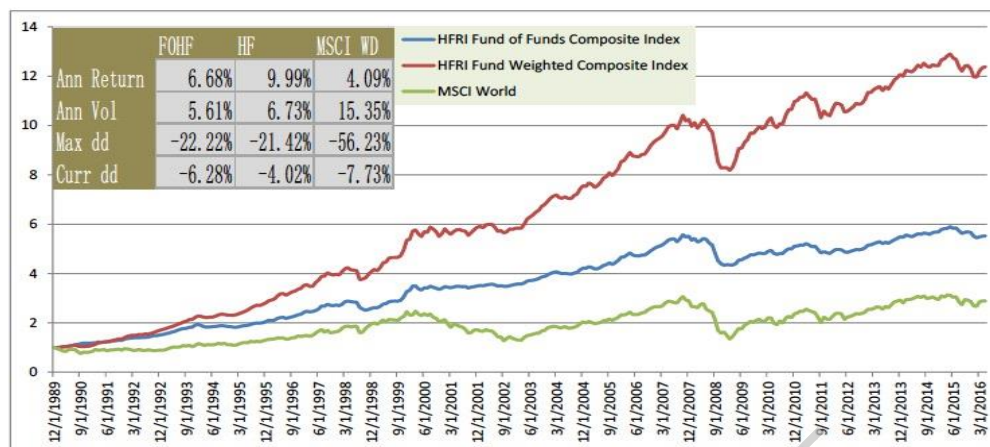
(c) 图表 数据来源: CS

我们先来了解一下对冲基金的策略。先给大家看一个比较图，从长期来看，对冲基金指数是中间这条虚线，此外还有上证指数、恒生指数和标普500。从图的比较来说，大家可以看到对冲基金实际上风险要比传统投资低的多。收益从长期来说实际上不比传统投资差。我们经常说好的FOHF，这条曲线是对冲基金指数，实际上也是对冲基金的一个集合，一个小的指数，广义上和FOF也比较接近。

从长期来说，我们FOHF可以承担债市的风险，然后获取股市的回报。大家可能知道，我们做投资组合的时候，一般都是一端是债券，一端股票。这样的话投资组合的收益率介于债券收益率和股票收益率之间，而风险也是介于债券的风险和股票的风险之间。在海外的话，基本上就是用国债或者LIBOR无风险利率这一端。然后有一条曲线，连接到股市的高收益，高风险，另一边是债券的低风险，低回报，这条曲线上没有一点是可以承担债市的风险，获取股市的回报的。只有FOHF能实现这一点，承担债市的风险，获取股市的回报。

所以我们可以看一下，我刚刚说它好，好在哪里，风险低，低在哪里，通过这张表可以看到。这是在不同的时期做的比较，14年年底我们上证出现了牛市，15年5月份的时候又夭折了，所以15年底的时候，我们的曲线就是这样子，大家可以看到，不管是我们10年的时间是从哪一年开始启动，对冲基金的收益还是相对比较稳定的，此外风险比传统股市低得多。

FOHF VS HF VS MSCI World



(c) 聂军

这个是FOHF、HF与MSCI的对比。我们可以看到FOHF，在2008年金融海啸的时候最大回撤为22.2%，MSCI最大回撤56.2%。大家可以看到，为什么高总在开场的时候说从股灾以后，很多人对FOF感兴趣了，还有国家现在为什么这么激励FOF产业的发展。

对冲基金策略



股市多/空头策略	股市市场中性策略
股票空头倾向策略	统计模型套利策略
并购套利策略	特殊情形策略
受压力资产策略	资本结构套利策略
可转债套利策略	相对价值套利策略
固定收益套利策略	信誉套利策略
管理期货策略—系统式交易	管理期货策略—自由裁量式交易
全球宏观策略	新兴市场策略

对冲基金策略粗分有十几种，细分则有上千种，如果再加上不同的金融衍生工具，又可以衍生出不同的策略。

将不同的策略结合起来又可以衍生出各种混合型策略。

(c) 聂军

12

我们接下来说对冲基金的策略，刚刚看到对冲基金的风险比传统的要低，收益也不比传统的差，甚至比传统的要好。我们具体有哪些对冲基金策略呢？在我国国内的话，现在可能大家对对冲基金的了解还是通过私募来了解的。私募里面可能做的比较多的是CTA，实际上在2012年2月份的时候，我们召开了第一届中国CTA研讨会，那时候大家对CTA这三个字母代表什么意思，很多人当时都不知道。所以在那个会上，我就说中国人是强于数理，精于量化，CTA的策略未来在中国的5—10年会非常的火热起来。大家现在回头看，12—16年时间也不是很长，但是CTA已经家喻户晓了。在中国市场，现在CTA是能够完全全方位操作的对冲基金策略。另外，大家可能了解市场中性策略，尤其是一些所谓的Alpha的策略，大家

也可能了解到一些其它的对冲基金策略。

实际上对冲基金的策略是非常丰富的，粗分有10几种不同的策略，细分有几千种。CTA策略也好，股市多空头策略也好，市场中性策略也好，实际上都是这个大家族里边的子集，每个策略里面都有很多很丰富的小策略。

比如说今年A股市场上有一个很大的话题就是MSCI纳入A股的事情，这是一个指数调整成分股的过程。在指数调整成分股时，通常会加入一些股票，踢出去一些股票，在指数的后面实际上有很多的指数基金做被动投资和主动投资。这些指数基金，尤其是被动的指数基金，在指数做调仓的时候，它一定要跟着调仓，所以被纳入的这些股票就会受到这些指数基金的追捧，这些指数基金的规模通常都是很大的，那么为什么MSCI是否纳入A股，对我们的影响会这么大，就是因为很多的指数基金需要跟进建仓，这就会为我们A股市场带来很多的增量资金，而且是高质量的机构投资者的增量资金。所以如果真正能够纳入的话，对我们A股市场的影响确实是非常大的。指数调仓在我们的对冲基金策略名单上属于特殊情形策略，全球的各种指数调仓每年都在频繁的发生。上证那么多的指数，每年也都在调整，也就是说实际上每年都有很多的机会，如果不知道这个策略，那这种盈利的机会就溜走了。比如沪深300，每年调整指数的时候都要踢出去一些股票，加入一些新股票。一般它不会今天宣布，明天执行。最快也要5天的时间，通常时间需要2、3周的时间开始调仓。这些跟踪指数的指数基金，不会在指数一宣布调仓以后就调仓，它们必须要等到指数调的时候才能调，否则它们对指数就形成了跟踪误差。对冲基金就不一样了，宣布以后就可以建仓了，先买入，这些指数基金在调整的时候肯定有一个很大的拉动。而对于踢出的股票，这些指数基金就必须要卖了。对于对冲基金来说，你在这时候就可以先做空这部分股票。然后等到这些指数基金卖的时候，就会把股价打下去，那时候你再平仓，比如说在这儿平仓的，相当于在这儿买的，在这儿卖的。赚取的差价就是你的收益。在座的各位都可以实际执行的，而且这种机会每天都在全球发生。每年、每个指数都在发生。中国的这些指数，不管是上证50也好，还是深证100，上证180、中证500等等，这些指数每年都在调仓。后面都有一些基金和ETF在跟踪这些指数。如果大家不知道这个策略的话，这些机会就悄悄从你身边溜走了。

中国对冲基金—哪些策略可以操作？



对冲基金

对冲基金中国策

如何在中国市场操作海外流行对冲策略？

对冲基金策略 量化投资 CTA

对冲基金在中国发展迅猛，随着投资工具的日渐丰富，已有不少海外成熟策略可以在中国市场找到用武之地，如股市多/空头策略、市场中性策略、如日中天的CTA策略等，但其中也不乏空间限制与系统风险。且看资深“宽客”葛军结合实战案例，详解操作模式与避险策略。

葛军/文

中国对冲基金行业近年发生了翻天覆地的变化。2010年7月，笔者接受《新财富》专访时，还题为对冲基金正名《详见本刊2010年7月号《葛军：对冲基金正名》》。三年后的2013年10月，上海对冲产业园就已挂牌，对冲基金和管理期货基金(CTA)在中国像雨后春笋一样迅速发展，并得到政府层面的强大支持。

这种育人的变化得益于两大因素。一方面，过去30多年经济腾飞中所积累的社会财富已经带来了一个巨大的保值增值需求。以

2013年9月6日重新入市，大宗商品期货市场的动力煤期货、铁矿石期货、鸡蛋期货、黄金白银期货等不断上市，使得在期货市场中的基金经理们有了更丰富的驰骋空间和套利机会。最近盛传期权市场也将开放，这将是中国市场上第一次引进非线性产品，势必会大大丰富对冲和套利工具，开发新的交易策略。

投资者强烈的需求，加之不断涌现的新工具、新策略、新机会，令中国对冲基金行业迎来了千载难逢的发展良机。虽然这一行业



葛军，对冲基金行业资深人士，曾任多家对冲基金基金经理，现为对冲基金行业专家。

(c) 葛军

中国有多少对冲基金策略可以做呢？14年的时候《新财富》杂志上有这么一篇文章，14年的第6期：《对冲基金中国策》。我们要在国内做FOF，一定要对国内的基金策略了解

清楚。

全球对冲基金的长期业绩表现（1994. 1-2015. 12）



1994.1-2015.12	对冲基金指数	可转债对冲基金指数	做空对冲基金指数	新兴市场对冲基金指数	市场中性对冲基金指数	事件驱动对冲基金指数	受压力资产对冲基金指数	并购套利对冲基金指数	固定收益套利对冲基金指数	全球宏观对冲基金指数	股市多空对冲基金指数	管理期货对冲基金指数	多策略对冲基金指数	MSCI全球股指
年化收益率	8.06%	6.69%	-5.16%	6.90%	7.33%	8.43%	9.44%	5.80%	5.16%	10.42%	9.09%	5.38%	7.85%	4.51%
年化波动率	7.06%	6.48%	16.27%	13.79%	3.63%	6.14%	6.30%	4.03%	5.28%	9.08%	9.29%	11.57%	5.02%	15.34%
夏普比率 (0%)	1.14	1.03	(0.32)	0.50	2.02	1.37	1.50	1.44	0.98	1.15	0.98	0.46	1.56	0.29
最大回撤	-19.67%	-32.86%	-77.93%	-45.15%	-5.62%	-19.15%	-22.45%	-8.18%	-29.03%	-26.78%	-21.97%	-17.74%	-24.75%	-56.23%

10年	对冲基金指数	可转债对冲基金指数	做空对冲基金指数	新兴市场对冲基金指数	市场中性对冲基金指数	事件驱动对冲基金指数	受压力资产对冲基金指数	并购套利对冲基金指数	固定收益套利对冲基金指数	全球宏观对冲基金指数	股市多空对冲基金指数	管理期货对冲基金指数	多策略对冲基金指数	MSCI全球股指
年化收益率	4.98%	4.42%	-8.83%	5.16%	4.31%	4.92%	4.83%	3.54%	3.84%	6.79%	5.80%	4.20%	6.17%	2.58%
年化波动率	5.86%	8.06%	14.89%	9.74%	4.17%	6.54%	5.87%	3.72%	6.67%	5.60%	7.87%	11.01%	5.70%	16.85%
夏普比率 (0%)	0.85	0.55	(0.59)	0.53	1.03	0.75	0.82	0.95	0.58	1.21	0.74	0.38	1.08	0.15
最大回撤	-19.67%	-32.86%	-71.01%	-32.34%	-5.62%	-19.15%	-22.45%	-8.18%	-29.03%	-14.94%	-21.97%	-17.40%	-24.75%	-56.23%

3年	对冲基金指数	可转债对冲基金指数	做空对冲基金指数	新兴市场对冲基金指数	市场中性对冲基金指数	事件驱动对冲基金指数	受压力资产对冲基金指数	并购套利对冲基金指数	固定收益套利对冲基金指数	全球宏观对冲基金指数	股市多空对冲基金指数	管理期货对冲基金指数	多策略对冲基金指数	MSCI全球股指
年化收益率	4.30%	1.67%	-10.15%	3.29%	3.17%	3.21%	4.06%	1.30%	2.91%	2.52%	8.77%	4.54%	7.01%	5.54%
年化波动率	3.51%	3.20%	11.94%	5.38%	3.62%	5.17%	4.10%	3.00%	1.54%	4.30%	4.70%	11.23%	2.46%	10.95%
夏普比率 (0%)	1.22	0.52	(0.85)	0.61	0.88	0.62	0.99	0.43	1.89	0.59	1.87	0.40	2.85	0.51
最大回撤	-3.93%	-4.55%	-35.45%	-7.70%	-4.39%	-9.99%	-8.73%	-5.17%	-1.14%	-4.70%	-3.01%	-13.68%	-9.92%	-12.53%

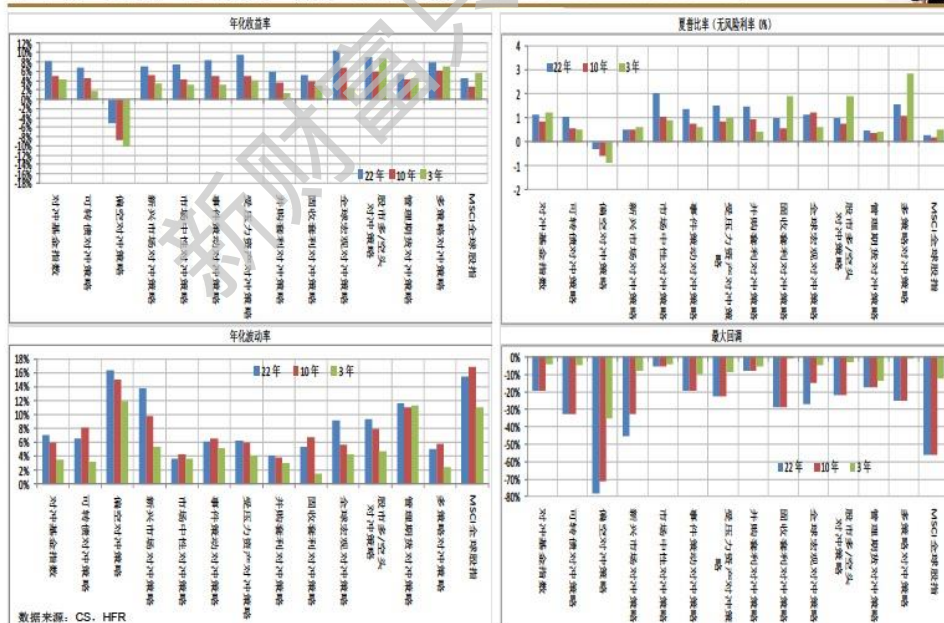
从长期来说，对冲基金策略为投资者提供较为低风险的稳定收益

数据来源：CS, HFR

(c) 晨星

刚刚我们介绍了各种对冲基金策略，现在可以看看每种策略的表现。这个表里面有很多的数字，基本上上面就是长期的从1994年1月到2015年12月共22年，中间就是中期的过去10年，然后这里是短期的过去3年。我们可以看3年，10年，22年，它们业绩的具体情况。

全球对冲基金的长期业绩表现（1994. 1-2015. 12）



(c) 晨星

如果要直观一点看，我们看这个图的收益、年化波动率。大家可以看到，收益每种策略有高低，风险也是有高有低。不管是长期也好，中期也好，短期也好，每个对冲基金策略实际上都有它的特性。从回撤也可以看到，每一种策略的情况都不一样。我们做FOF一定要了解

每一种策略有些什么特点。这里顺便回答刚才那位学员的学问，针对对冲基金组合基金和公募FOF这点非常相同，你一定要对你所用于组建FOF的底层基金的特性要有充分的了解。比如说这个图里最刺眼的就是这个策略。长期、中期、短期，他的收益是负的，风险是最大的，回撤也是最大的，波动率也是最大的，这就是偏空策略。我们可以回想一下，10年前在大陆普遍认为这就是对冲基金，当时很多人把对冲基金等同于做空，实际上不是这么回事，我们对对冲基金的家族里策略是非常丰富的。而且做空策略长期来说是出力不讨好的事情。实际上它在对冲基金家族里面占的比重是很小的，可能3%都不到。所以用做空策略或者偏空策略替代对冲基金的说法是非常片面的。

投资对冲基金需要宏观动态资产配置



对冲基金没有常胜将军，不同策略表现在不同时间段有很大差异，多元化投资及宏观动态进行资产配置、调整尤为重要。正因如此，FOHF便展现出其优势



(c) 冠军

数据来源: Eurekahedge

对冲基金策略都有它自己的个性。具体到每个市场环境，比如说某一年是怎么样的表现，这个图里每一种颜色代表一种策略。在不同的时候，这些策略的表现情况是不一样的。经常有人问过这个问题，什么基金最好。高总也提到常有人说给我推荐一支好的基金。什么叫好的基金，每个人的定义不一样，就算你的标准是一样的，也没有哪一支是常胜将军，不要说基金了，哪个策略是常胜将军这种情况都没有。大家可以从图里看出来这一点。这种情况给我们做创造FOHF创造了很多的必要性和需求，因为你要做的是动态的调整。想起高总刚刚讲到的一个事情，有人总希望一个基金在不同的市场环境下都要表现的非常优异，这种优异的基金每个人都想找，找黑马也好，白马王子也好，或者叫黄马什么的都可以。我们可以看到这种神马可以说是不存在的，大家可以打消这个念头。用另外一个比喻就很好理解了。比如说奥运会要开了。足球赛11个队员上去踢。好比我们11支基金进入到FOF了，如果你什么情况下都希望这十一位选手都要射门得分，我们知道这是不可能的事情。所以我们找基金也好，构建我们的FOF也好，一定要明白：一个要很清楚，首先这支基金是什么特质，其次在这个队里这支基金能起到什么作用，什么样的情况下该发挥作用的。比如说在你大举进攻的时候，后卫的作用只是助攻，他的作用比前锋小的很多；但是当对方压过来了，后卫的责任就远远比前锋的作用大多了。我们在做FOF的时候，一定要搞清楚某只基金是不是适合我们的组合

需求。

FOF并不是一堆基金的堆砌，但现在国内很多人都喜欢这么做，很多人都把基金拼起来就叫FOF。我们还常犯的一个错误就是追星，所以很多人就感叹，明星常有，寿星难求。看到一个私募冠军，很多人就想投进去了。大家应该还记得私募冠军被迫清仓也发生好几次了。实际追星是可以理解的人类行为，但是这种行为不会给你带来Alpha。尤其是作为FOF，作为一个机构投资者，不能犯散户常犯的很浅显的错误。

对冲基金业绩排名有用吗？



Top & Bottom 20 Funds of 2013

Top

Investment Funds	Return	Date
SIF VALUE REALIZATION FUND	82.12	31 Dec 13
SENVEST PARTNERS, LTD - CLASS A	79.44	31 Dec 13
MARLIN FUND LP	77.47	31 Dec 13
PAULSON RECOVERY FUND LTD	65.12	31 Dec 13
REGASUS FUND LIMITED SHARES A.I.	63.74	31 Dec 13
SR GLOBAL FUND II - JAPAN (Real Perf)	62.51	31 Dec 13
QUAM CHINA FOCUS SEGREGATED PORTFOLIO	61.80	31 Dec 13
CCIMICRO HEALTHCARE PARTNERS LTD	59.59	31 Dec 13
BCM WESTON LP (BILLINGS CAPITAL MANAGEMENT)	59.32	31 Dec 13
OWL CREEK OVERSEAS FUND, LTD	49.53	31 Dec 13
ALCENTRA STRUCTURED CREDIT OPPORTUNITIES FUND II	48.08	31 Dec 13
JABCAP GLOBAL BALANCED FUND LTD CLASS D1/ NI	47.90	31 Dec 13
PASSPORT SPECIAL OPPORTUNITIES FUND LTD CLASS AA	45.50	31 Dec 13
PERCEPTIVE LIFE SCIENCES OFFSH FUND, LTD	43.98	31 Dec 13
JABCAP MULTI STRATEGY FUND LTD CLASS D1/ NI	43.03	31 Dec 13
GLENVIEW CAPITAL PARTNERS (ICAYMAN), LTD	42.90	31 Dec 13
PALOMINO FUND LTD CLASS B ORIGINAL SERIES	42.36	31 Dec 13
ANDALUSIAN CORPORATE OPPORTUNITIES FUND LP	41.15	31 Dec 13
TRIUM PARTNERS LTD	40.06	31 Dec 13
KINETICS FUND, INC - AIA	39.73	31 Dec 13

Bottom

Investment Funds	Return	Date
CANTAB CAPITAL PARTNERS QUANTITATIVE FUND (THE) - USD ARISTARCHUS	27.65	31 Dec 13
WATERSTONE MARKET NEUTRAL OFFSHORE FUND, LTD	-19.27	31 Dec 13
ORTUS FUND (ICAYMAN) LTD	-17.32	31 Dec 13
EAGLE GLOBAL	-15.88	31 Dec 13
BLUETREND FUND, LTD-USD-CLASS A	-11.50	31 Dec 13
AHL CURRENCY FUND	-11.24	31 Dec 13
ISAM SYSTEMATIC FUND CLASS A	-10.66	31 Dec 13
DISCUS FEEDER LTD CL B USD STANDARD LEVERAGE	-10.32	31 Dec 13
EAGLE QUANTITATIVE MACRO	-10.32	31 Dec 13
HARMONIC ALPHA PLUS MACRO FUND - USD CLASS	-9.25	31 Dec 13
HSBC TRADING ADVANTEDGE FUND	-8.75	31 Dec 13
ARMADARO STS COMMODITIES FUND CLASS -Z-	-7.80	31 Dec 13
ALPHAFY CAPITAL GROWTH FUND	-7.33	31 Dec 13
MADRID RAE I SUB FUND	-6.81	31 Dec 13
SABA CAPITAL OFFSHORE FUND LTD	-6.76	31 Dec 13
CONQUEST MACRO FUND, LTD (COMP)	-6.62	31 Dec 13
KROH RIVER COMMODITY FUND	-6.47	31 Dec 13
LIONS BEST TAILPRO - US EQUITY FUND	-6.33	31 Dec 13
PMCC MULTI-ASSET VOLATILITY FUND LTD	-6.17	31 Dec 13
SMN DIVERSIFIED FUTURES FUND	-5.95	31 Dec 13

信息来源: HBC

(c) 晨星

对冲基金业绩排名有用吗？



Top & Bottom 20 Funds of 2014

Top

Investment Funds	Return	Date
ISAM SYSTEMATIC FUND CLASS A	62.39	31 Dec 14
MERCHANT COMMODITY FUND (THE) - COMPOSITE	59.33	31 Dec 14
AHL CURRENCY FUND	58.05	31 Dec 14
SMN DIVERSIFIED FUTURES FUND	57.26	31 Dec 14
LYNX BERMUDA 1.5 LTD	42.10	31 Dec 14
CANTAB CAPITAL PARTNERS QUANTITATIVE FUND (THE) - USD ARISTARCHUS	39.31	31 Dec 14
ANDALUSIAN COMMODITIES FUND	38.21	31 Dec 14
PERSHING SQUARE INTL LTD	37.24	31 Dec 14
TULIP TREND FUND, LTD - A	36.15	31 Dec 14
SEGANTIA ASIA-PACIFIC EQUITY MULTI STRATEGY FUND	34.88	31 Dec 14
WELTON GLOBAL DIRECTIONAL PORTFOLIO	31.88	31 Dec 14
ASPECT DIVERSIFIED FUND - CLASS A	32.05	31 Dec 14
AHL DIVERSIFIED	31.96	31 Dec 14
CARLYLE TREND FOLLOWING FUND	31.49	31 Dec 14
OKIMUS OPPORTUNISTIC VALUE FUND, LTD CLASS C	31.21	31 Dec 14
GOLDEN CHINA FUND NR CLASS	30.80	31 Dec 14
SELOMAN TECH SPECTRUM FUND CLASS A1-S/2-2002	30.00	31 Dec 14
PINE RIVER CHINA FUND	29.87	31 Dec 14
GDAHAM GLOBAL INVESTMENT FUND II - KID-15V - COMPOSITE	27.43	31 Dec 14
LYNX (BERMUDA) LTD	27.03	31 Dec 14

Bottom

Investment Funds	Return	Date
RUSSIAN PROSPERITY FUND - A	-43.59	31 Dec 14
KALICHUGA FUND - RUSSIA EQ. SUB-FUND -S-	-42.00	31 Dec 14
FIREHOLD NEW RUSSIA FUND, LTD - CLASS A	-34.59	31 Dec 14
DORSET ENERGY FUND, LTD - CLASS A	-27.20	31 Dec 14
PAULSON ADVANTAGE PLUS LTD	-24.28	31 Dec 14
PAULSON RECOVERY FUND LTD	-19.37	31 Dec 14
PAULSON ADVANTAGE LTD -E-	-18.53	31 Dec 14
REGASUS FUND LIMITED SHARES A.I.	-15.72	31 Dec 14
HIQ INVEST MARKET NEUTRAL FUND	-15.43	31 Dec 14
GROWTH MANAGEMENT LTD	-13.86	31 Dec 14
ARMADARO COMMODITIES FUND CLASS -A-	-13.81	31 Dec 14
PHALANX JAPAN AUSTRALASIA MULTI-STRATEGY FUND LTD	-12.87	31 Dec 14
LANDOWNE GLOBAL FINANCIALS FUND LTD -N-USD	-12.32	31 Dec 14
ARABCO FINANCIALS FUND	-11.47	31 Dec 14
SABA CAPITAL OFFSHORE FUND LTD	-10.80	31 Dec 14
MONTLAKE SKYLINE UCITS FUND INSTITUTIONAL SHARE CLASS	-10.63	31 Dec 14
ING EUROPA CREDIT FUND	-10.36	31 Dec 14
WATERSTONE MARKET NEUTRAL OFFSHORE FUND, LTD	-10.30	31 Dec 14
CC ASIA ABSOLUTE RETURN FUND	-10.12	31 Dec 14
ADELPHI EMERGING EUROPE FUND USD SHARES	-8.53	31 Dec 14

信息来源: HBC

(c) 晨星



对冲基金业绩排名有用吗？

Top & Bottom 20 Funds of 2015

Top

Investment Funds	Return	Date
HIGHER MOMENT CAPITAL OPPORTUNITIES, LP	32.27	30 Nov 15
PERCEPTIVE LIFE SCIENCES OFFSH FUND, LTD	27.87	11 Dec 15
SEGANTII ASIA-PACIFIC EQUITY MULTI-STRATEGY FUND	27.60	11 Dec 15
TT LONG/SHORT FOCUS FUND	25.30	30 Nov 15
MILLBURN COMMODITY PROGRAM	25.26	15 Dec 15
LANSDOVNE EUROPEAN EQUITY FD, LTD - A (EUR)	24.71	11 Dec 15
ALCENTRA GLOBAL SPECIAL SITUATIONS FUND	24.33	30 Nov 15
AMAZON MARKET NEUTRAL FUND CLASS A USD	23.62	04 Dec 15
ELEMENT CAPITAL FUND	20.96	31 Oct 15
FJ CAPITAL FINANCIAL OPPORTUNITY FUND LTD	20.12	30 Nov 15
PENSATO EUROPA FUND LTD EURO CLASS	19.84	30 Nov 15
TRIAS US FUND	19.64	15 Dec 15
HORSEMAN GLOBAL FUND USD	19.52	16 Dec 15
ABRAX MERGER ARBITRAGE S.G. FUND	19.05	31 Oct 15
GOLDEN CHINA FUND NR CLASS	18.99	11 Dec 15
GSA TREND RISK PREMIA FUND	18.26	11 Dec 15
CAPEVIEW AZRI 2X FUND	16.45	11 Dec 15
PORTLAND HILL OVERSEAS FUND LTD	16.30	04 Dec 15
MARSHALL WACE - MWN MARKET NEUTRAL TOPS A USD	17.68	15 Dec 15
OKUMUS OPPORTUNISTIC VALUE FUND, LTD CLASS A	17.13	30 Nov 15

Bottom

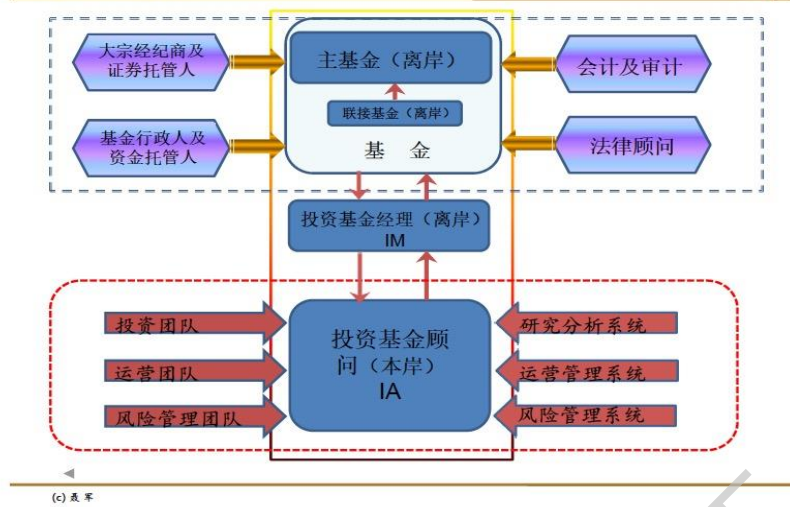
Investment Funds	Return	Date
DORSET ENERGY FUND, LTD - CLASS A	-35.36	04 Dec 15
ALTAI CAPITAL PARTNERS OFFSHORE, LTD	-32.47	31 Oct 15
ELM RIDGE CAPITAL PARTNERS L.P.	-23.62	30 Nov 15
THE CAMBRIDGE STRATEGY - APOLLO (EM MACRO) ABSOLUTE RETURN	-23.27	11 Dec 15
MUDRICK DISTRESSED OPPORTUNITY FUND LTD	-22.51	11 Dec 15
GREENLIGHT CAPITAL OFFSHORE, LTD - A1	-20.39	30 Nov 15
ANDALUSIAN CORPORATE OPPORTUNITIES FUND LP	-19.86	30 Nov 15
TRISHIELD SPECIAL SITUATIONS FUND LLC	-19.81	30 Nov 15
PERSHING SQUARE INTL LTD	-19.36	08 Dec 15
FORTRESS MACRO FUND LTD, CLASS A	-17.48	30 Sep 15
GLENVIEW CAPITAL PARTNERS (CAYMAN), LTD.	-17.00	30 Nov 15
SKYLINE UCITS FUND INSTITUTIONAL SHARE CLASS (MontLake)	-16.13	11 Dec 15
ODEY EUROPEAN, INC (EUR)	-15.93	30 Nov 15
POLAR CAPITAL EUROPE CONVICTION FUND LIMITED	-14.74	04 Dec 15
EAGLE DIRECTIONAL MACRO	-14.45	11 Dec 15
CANDLEWOOD SPECIAL SITUATIONS FUND LTD	-14.17	30 Nov 15
GREYWOLF CAPITAL OVERSEAS FUND	-14.16	30 Nov 15
EAGLE GLOBAL	-12.53	11 Dec 15
SENVEST PARTNERS, LTD - CLASS A	-12.40	30 Nov 15
OMEGA OVERSEAS PARTNERS, LTD CLASS A	-12.02	30 Sep 15

信息来源: HSCC

(c) 晨星

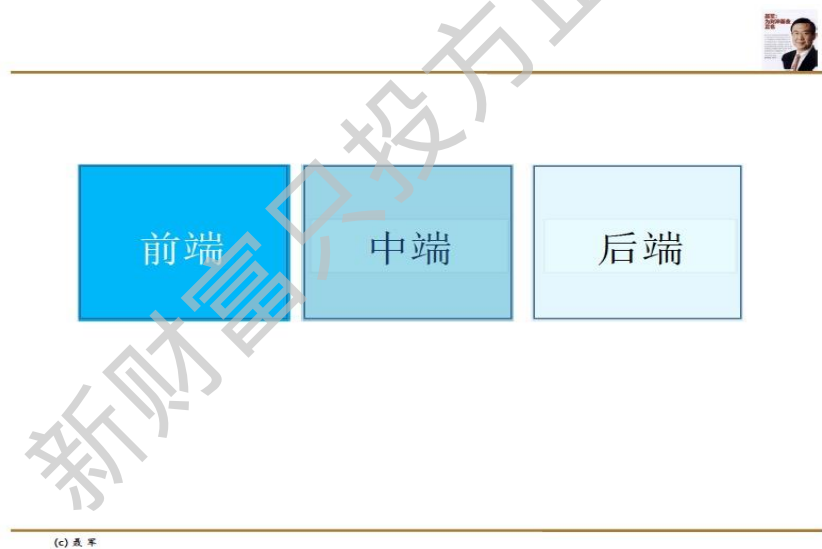
就算是全球最复杂的对冲基金,如果我们追星是什么结果呢?这个是汇丰银行根据他们的数据所发布的一个结果。他们每年的对冲基金数据库里面会有这么一个排名,最前面的20名和最后面的20名。如果投资者在2013年年底的时候,一看20名出来了,找个前10名配置吧,而如果你投的基金正好出现在最后20名里面就赎回。我打框的基金,14年年底,过了一年之后,大家可以看到是什么情况。13年的Top20里面的基金,有两只出现在Bottom 20了!再看看这只基金Pershing Square, 2014年赚了很多钱,15年亏了很多钱,2016年到现在也亏损了很多钱。当然,有些人会说那我能不能对2013年年底排名最差的20名都进行投资呢?如果对具体的基金不了解不熟悉,很多时候就是去抓一把正在下降的飞刀,很可能是刀把你手都切了。所以,你一定要对基金有充分的了解,了解什么样的时候是它的顺风环境,什么样的情况下是它的逆风环境,这样才能在你的投资组合里面起到该起的作用。正如你在比赛的时候要知道应该配哪些队员对你的比赛是最有利的一样。这个是FOF的精髓。做FOF要避免追星。

对冲基金结构



如果你要投资给对冲基金的话，一定要对它的结构有所了解。

我们在海外做对冲基金是这么一个结构：有三个不同的公司，大部分都是离岸公司。在座的各位如果以后要做对冲基金的话，这是海外对冲基金的结构。在海外如果你的对冲机构不是按国际惯例设立的，要找到大的海外机构投资者者就会比较困难。



对公募也好，私募也好，分工协作这件事是非常重要的，不能前中后台都由一个人说了算，这样就容易出现作假的可能。当然公募基金做假的概率或者说是可能性要小很多了，但是也保不准出现了运营的风险。

为什么需要对冲基金组合基金



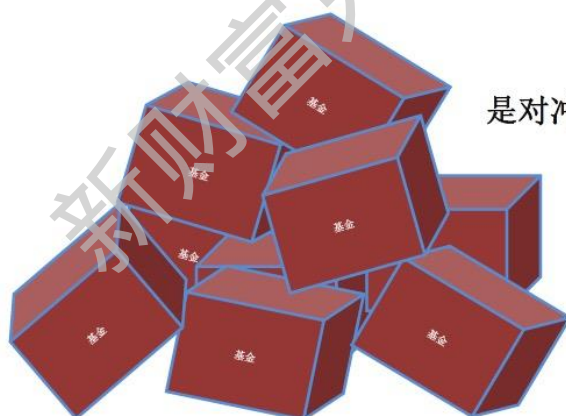
由于各种对冲基金策略之间的内在相关性，对冲基金组合基金能充分在全市场、全资产类别有效分散风险。

	策略1	策略2	策略3	策略4	策略5	策略6	策略7	策略8	策略9	策略10	策略11	策略12
策略1	1.00											
策略2	(0.27)	1.00										
策略3	0.44	(0.54)	1.00									
策略4	0.41	(0.36)	0.35	1.00								
策略5	0.65	(0.59)	0.69	0.51	1.00							
策略6	0.60	(0.58)	0.63	0.45	0.94	1.00						
策略7	0.47	(0.47)	0.50	0.47	0.68	0.59	1.00					
策略8	0.77	(0.21)	0.41	0.27	0.52	0.50	0.30	1.00				
策略9	0.34	(0.11)	0.45	0.27	0.39	0.34	0.24	0.40	1.00			
策略10	0.45	(0.70)	0.67	0.49	0.74	0.67	0.59	0.37	0.45	1.00		
策略11	(0.08)	0.07	(0.01)	0.15	(0.01)	(0.04)	(0.04)	(0.05)	0.31	0.08	1.00	
策略12	0.70	(0.26)	0.31	0.45	0.57	0.50	0.36	0.62	0.27	0.48	0.07	1.00

(c) 晨军

为什么要做FOF？我前面说过，我们没有常胜将军。无论是从基金和策略来说都没有常胜将军，所以我们需要形成动态的组合。另外我们也可以看到。在不同的对冲基金策略里面，它们的相关性都是不同的。看相关性我们就知道，我们把一些不同的基金或者策略组合起来，可以分散我们的风险，可以从这个矩阵看出来我们FOF的优势。

然而。。。。。



是对冲基金组合基金？？

(c) 晨军

但是如果把一些基金堆砌起来，这能叫FOF吗？甚至这些基金单个都不错的，但是这样拼凑起来，能不能叫FOF呢？目前我们国内有很多FOF应该是属于这种情况。

另外，公募基金FOF和对冲基金FOF是有很大的区别的。打个比方，公募基金就相当于是一个食堂。里面有馒头、包子、米饭、面条、白菜、萝卜，你去了以后，肯定饿不着还能吃饱。但是你要吃到什么精美的特色菜是不太可能的。如果把十个这样的食堂组合在一块儿还是只

有馒头、包子、米饭、面条、白菜、萝卜，就没什么太大意义。对冲基金更像一个酒楼，它有自己的特色菜但覆盖的菜系的面很小。所以我们如果把不同的特色菜按照我们的客人的喜好组合起来就能呈现出一桌美味佳肴。当然，如果把十个雷同的菜馆组合在一起也未必能有这种效果，所以我们需要避免子基金的内在同质化现象。

如果把各个大食堂里的特色小灶组合在一起，或许能端出一桌还过得去的菜肴。也就是说将各个公募基金公司具有优势的行业/主题基金根据宏观分析的形式组合在一起或许能产生一个还可以的公募基金FOF。



对冲基金组合基金（案例）

一个好的对冲基金组合基金的各种风险因子与自上而下的宏观分析相吻合



在这儿也给大家一个全策略的FOHF的案例，用图表示FOHF应该是这么一个情况。首先我们分析不同的风险因子，这是我们必须要做的功课。后面在FOHF的操作流程里面会讲到，我们针对不同的风险因子我们要做分析、判断、和展望。哪些在未来的一段时间，比如3—6个月或者6—9个月，它会面临逆风？哪些因子会面临顺风？哪些是中性的？然后针对顺风的策略做资产配置。策略配置实际上是通过不同的基金体现出来的，所以要找到顺风的子基金来执行我们的顺风策略。在你觉得顺风，风向很强的策略里面可以多配置，而逆风策略则应该尽量回避。大家可以看到，在这张图里最上面的两个逆风因子我们都没有做配置，就避开了逆风的环境。

提问：比如说我特别看好风险因子9，因为他是顺风的，但是恰好所选的基金正好也有仓位在风险因子1而风险因子1是逆风，这样情况该怎么组合呢？

聂军：理论上是很好的一个问题，我可以说，你可以在FOF的层面上做对冲。对风险因子1做对冲，风险就对冲掉了。当然这只是理论上的论述。在实践中我们也会做一些类似的工作，因为风险因子有很多，我们往往需要有针对性地对冲一些风险因子的时候，我们也会这么做。但是在实际操作中，你会不会构建一个由风险因子9和风险因子1的合成的基金呢？我觉得从你的实践来说，同时操作这两个，肯定会有很大的挣扎。

提问：第二个问题，我看你这个基金配的时候，你是先配风险因子暴露比较多的这些，再去修后面的？

聂军：对，后面的这些因子都是比较窄的，特色技能特别强，所以风险因子变化的时候很容易把它拆掉。你的基本东西都靠后面这些，这个图是我上个月在写文章的时候觉得应该做一

张图，所以就把这张图做出来了，所以这是第一次在演讲中用这个图。

提问：你对顺风逆风的判断是现在区域中的判断，还是自己对左侧的判断呢？我们判断风险因子大小的时候，就拿股市来讲的话，可能去年你在上行的阶段，大家都会觉得上行的过程其实越上风险因子越大。其实它上的步骤也很快的，中间的调整，因为我觉得对冲基金占配置应该不是特别高频率的，应该是一个比较稳定的配置。

聂军：对，频率来说是这样的，但是对于风险因子的判断的话，我们是要坐下来冷静、独立的来做一个分析和判断的。至于你刚刚说股指的情况，这种事情是经常会发生的，你要抓短期内的收益是没有意义的，而是在之前就把保护的策略都做好了。大家会认为牛市一来了，对冲基金的表现和传统的一比就差了，实际上对冲基金并不注重这个东西，我们看中的是什么呢？我把所有的功课做好以后，在这种市场环境下，我的收益也好，风险也好，方方面面的指标，我有一个期望区间，它只要发生在我的期望区间里面，我已经满意了。至于它超出了我的收益，证明我的风险也超出了，这样利好的情况下，对冲基金实际上已经做了对冲了，把多余的短期收益也放弃了，放弃收益的同时也规避了风险，所以我们要找一个很合理范围，也是很重要的，对于一个投资者来说，尤其是机构投资者，这点是非常重要的，你的期望值是什么。如果我们构建一个FOF，首先我们会问客户你们的期望值是什么？甚至是风险暴露的要求是什么？等等。比如说我们曾在美国有一个机构投资者，他们因为是在银行，所以他们对利率的风险已经有足够多的暴露了，所以他们希望我们在FOF里面不要有利率方面的风险暴露了。我们针对他们的需求，把这方面的风险全部规避掉，他的利润空间一定是合理的。再回到你的问题，比如说去年4000点很多人都心慌了，4500的时候人家都麻木了，那时候一天涨100点已经不叫什么事了，现在才涨10来点一天就欢喜的不得了了。当时很多人会想：我如果现在出来的话，我的朋友没有出，我看上去是不是挺傻了？那就干脆跟着他，一直追，追到后来就垮下来了。散户都是这种心态。机构投资者不一样，如果你真正的出现了这种风险，但是还没有被对冲的话。我们也会用一些工具做对冲，比如说ETF的期权做对冲的话，即使垮下来也会太伤到我们。这个很重要，你问的问题好像是很简单，但是其实还是有很大的深度的。谢谢！

第二部分：



对冲基金组合基金是什么？

- “对冲基金组合基金”，即 fund of hedge funds，是一种将资金投资到一组不同的对冲基金中去以寻求长期稳健的投资回报之投资策略。这不同于直接投资股票、债券、外汇、或大宗商品的基金
- 将Fund of hedge funds如许多媒体常翻译成“基金中的基金”是不准确的，容易引起误会
- 对冲基金组合基金通常将自上而下的宏观分析用于挑选恰当的对冲基金策略，并通过自下而上的严格基金遴选过程择选投资标的。结合量化分析工具构建投资组合并持续监控
- 对冲基金组合基金从长期来追求债市的风险及股市的收益，是追求长期稳健收益的最理想的长期投资策略
- 由于对冲基金通常没有义务披露信息，对冲基金组合基金在投资对冲基金时除了面临市场风险以外，还面临许多人性风险

(c) 聂军

聂军：接下来我们具体谈谈FOHF具体是什么。FOHF英文是很清楚的，中文实际上有很多翻译，不是很准确。10年前我已经花很多心思来想想翻译是什么，直译是基金中的基金，其实是不准确的，容易产生歧义，但监管机构还是用这个名词，正确的翻译应该叫做对冲基金组合基金，如果是Mutual Fund就是公募基金组合基金。

FOHF是一种特殊的将资金投资到一组不同的对冲基金当中的基金。是寻求长期的稳健的投资回报。他跟我们直接去都股票、债券、外汇，或者是大宗商品这些基金是不一样的。他是投给基金。FOHF通常的流程实际上是有一个自上而下和自下而上的两个不同方向的结合。为什么要做自上而下呢？我们实际上是做一些宏观的分析，就是你要判断风向，我前面有一张图，就是风险因子，实际上在做宏观分析的时候，你要分析清楚这些风险因子的风向。你做完分析、判断、展望以后，你要看看在这种宏观环境下哪些策略将处于一个顺风状态，哪些是处于逆风状态。然后你在顺风的策略中找相应的基金来执行你的理念。当然我说执行你的理念，并不是说你要指挥他怎么样去操作，每个对冲基金自己的操作实际上都已经定格了，如果说他不是按照他自己的风格来操作的话，我们说他就会出现风格漂移。而风格漂移是我们做FOF最不喜欢的，因为我在做组合配置的时候是通过分析我的风险因子做配置的，如果你的基金再去做一些风格漂移的话，这样在我们的整个组合里面承担了一些什么样的风险我就不是很清楚了，所以我们不希望底层的基金经理的策略出现风格漂移。国内前一阵子出现了一些所谓的混合型基金。实际上这个当然有他产生的一些历史原因。但是从我本人的观点来说，混合型基金不是一个很好的基金。从我们FOF等机构投资者的角度来说，一般不

会去选混合型的这种基金。

所以这是我们自上而下，和自下而上这么两个不同方向的实践结合。然后我们会用到一些量化分析的工具来构建我们的投资组合，并且持续监控。刚才有位同仁问到我们在FOF做调仓的时候是怎么样的做法。首先我们做FOHF我们每个月都会做调仓，但是监控都是实时的，每天都会监控，而且我们在海外做FOHF的话，因为我们是做全策略，然后是全市场的。欧、美、亚洲等各个不同的市场的情况，我们都要监控。所以出现一些什么事情的话，我们都要能够做判断。对我们的影响是一个什么样的情况。给大家举个例子。比如说前些年冰岛的违约消息出来了，在香港已经是后半夜了，当时我从睡梦中醒来看了这个消息，然后躺在床上想了想我们的投资组合。哪些基金经理在这方面有风险暴露。他们的权重是多少，然后再汇总，根本不用起来去把电脑打开在心里就可以做一个估算了。结果估算出来是在我们的可控范围之内，这样就可以再安心地睡觉了。所以我今天可能讲来讲去，翻来覆去大概有两点，一个是你对你的基金经理要非常的了解，另外就是你对市场环境的判断，顺风、逆风这些东西，他可能会有偏离，可能市场环境会有一些这样那样的变化。有些变化他可能并不影响整个趋势，比如说我们从冬天走向夏天，我们知道气温会逐渐的转暖。但是这个过程里面不是说今天的气温一定比昨天高。中间也会有倒春寒或者是怎么样的，这些东西你要做判断，到底是在整个大趋势里面还是他突然有一个断崖。如果出现断崖，比如说英国脱欧这件事就是一个断崖，对于这种断崖，它并不是说一夜之间就发生的，在之前你就要做好分析和判断了，做好应对的措施。大家肯定能看到这种文章，在英国脱欧这件事上发生以后，很多对冲基金赚了很多钱，这就是他们事先做好了应对，做好了对冲的策略，但他们未必是盼着这个事情发生。比如说有一个基金，是全球最大的CTA，叫元盛，他的基金经理自己掏腰包游说英国不要脱欧，但是脱欧事件发生之后，大家可以查到，他们在这件事上赚了很多钱。就是做好了防范，做好了对冲的措施，是一个很好的范例。所以这就是对市场环境的判断，你首先要有一个大的较长期的判断，然后里面发生了一些什么事情，要及时的跟踪监控分析，这个监控要实时的和持续的。我刚刚说的跟踪是一些宏观的跟踪，还有很多具体到基金细微的跟踪。比如，你所投的基金管理团队闹矛盾，或者说投研团队里面有些成员不合，影响了投研的质量，这些东西我们都要监控。所以我们所投的对冲基金团队都要非常了解。再举个例子告诉大家为什么要去做持续监控。比如说一个基金它的管理资产规模迅速的成长，这是好事还是坏事呢？比如说一年之内管理的资金从10亿涨到50亿吧。大家觉得这是好事还是坏事？答案是不一定！实际上应该要看他具体的策略了。如果他具体策略本身的容量是有限的，那么他的规模迅速长大了之后（可能很多投资人追星导致了规模迅速长大），要再去实现他

过去比较好的业绩就是愈发困难的，在这种情况下规模的迅速长大就不是一件好事情。一个典型的例子就是大家都听说过长期资本，他们的合伙人团队是全球闻名的，其中还有两位在97年因为他们在期权定价模型以及风险管理方面的杰出贡献拿了诺贝尔经济学奖。可以给大家说，追星不光是中国人的喜好，这可以说是人类的一个共性，当时华尔街很多高管都恨不得把自己的身家全部都投进去。有好几位华尔街顶尖的公司高管都不光是把自己的身家投进去，还用杠杆去融资投了进去。94—97年，长期资本费后的年化收益率达到47%。其实他们的投资范围是非常宽的，全球的固定收益市场，应该说容量是巨大的。但是他们也顶不住这么多的投资者加入自己的资金，他们为了要实现他47%的收益，只好加杠杆了，加到了30几倍。这种情况下，如果正好是风平浪静的时候也就度过了，最终能实现收益。但不幸的是98年碰到了俄国国债违约、货币贬值，这两件事就把他们本来是追求的收敛给破坏了，一下子就出现了一个反弹，变成发散了。这一发散就把他很高的杠杆打垮了。所以这种时候我们就看到，一个基金的管理资产在迅速增加的时候，也会给基金带来风险。在我们国内很多人都喜欢追求管理资产的规模越大越好，其实我想不光是对冲基金，公募基金实际上也存在这些问题。首先你的策略是什么，针对你的策略你的市场容量是什么，再一个即使是市场容量没有问题，你的基本建设是不是能跟得上，你的设备、系统、人员、服务商等等方方面面的东西是不是能跟得上。所以从FOF的角度来说，一定对这些东西都要监控，不光是监控市场。在FOF里面这是很重要的一个风险。

对冲基金组合基金的优势



- **风险更低，回报更稳健：**在不同的市场条件下，各种对冲基金策略有完全不同的盈利机会。而对冲基金组合基金可以根据其自上而下的宏观分析进行资产配置，避开迎头风。对于对冲基金组合投资，没有不好的市场环境，只有不好的投资组合
- **规模效应：**
- **系统化：**
对冲基金组合基金在投资对冲基金时除了面临市场风险以外，还面临许多人性风险

(c) 麦军

我又忍不住想要提一下麦道夫，历史上最大的庞氏骗局，到今天为止是历史上最大的庞氏骗局，我相信在未来还会有更大的。比如说美联储，当然这是另外一个话题了。麦道夫的

丑闻爆了以后，有很多家FOHF就跟着爆了。因为他们在麦道夫的基金有很大的投资，麦道夫有一个主基金，另外有很多不同的链接基金，很多是不同的公司发的，我所在的团队经历过三次麦道夫的链接基金找我们，我们做了我们的功课之后，他们没能通过我们的尽职调查，所以一分钱都没有投。但是在行业里面有一家很有影响力的FOHF公司就投了，过去对冲基金全球有两个指数是最常用的，一个是HFR，还有一个是CS Tremont，而正是挂在这个指数上面的Tremont公司，当时大概是100多亿美元的规模，就投了33亿美元在麦道夫基金里面，所以麦道夫倒了以后，他们也跟着倒了。不但是倒了，而且到今天为止多少年过去了，他们的官司还没有打完。关门歇业了，现在还有当时的投资者要追究他们的责任，因为他们的功课没有做到家。麦道夫基金来找我们三次都被我们规避掉了，这应该不是一拍脑门就能规避掉的，还是要花很多功夫的。顺便提一下前面说到的长期资本，在大家追星追的很厉害的过程中，我们在高盛也对他们做了尽调。我们要了一些我们必须有的材料，但被他们拒绝了，当时他们非常的傲慢。把我们拒绝了。你可以拒绝我，但是我也有权力不投你所以就没投一分钱给他们。这是我做FOF20来年总结出来的一些经验。我通常会跟我的团队说，我们在做尽调的时候，一方面要低调，降低自己的身段，尽管有可能你比基金经理知道的各种策略及技巧等东西都要丰富，但是对他的基金一定是他最了解。我们不可能比基金经理更了解他的基金，所以我们一定要降低我们的身段，虚心去向基金经理学习他们是怎么操作他们的基金的。然后我们怎么来理解，怎么掌握他们的特性，以便我们在“比赛”中要派这些队员上场的时候，知道应该打哪个位置，发挥什么作用。另外一个方面就要坚持我们的原则，我们的底线是不能跨过的。比如说对于长期投本，我们当时要的资料是我们必须有的，他可以不给，但我们就不投。第三点就是对于傲慢的基金经理人敬而远之。他可能业绩是很好的，但是如果你不知道这个很好的业绩后面是什么样的风险。这种时候你就应该非常非常谨慎。在不能把你辛辛苦苦挣的钱投给一个基金经理的时候，你一定不能把客户的钱投给这个基金经理。

这样我们就能规避掉很多不必要的风险。在我从业的这20来年里面。实际上对冲基金这个行业里面可以说是枪林弹雨。感觉很幸运的是我所在的团队都躲过了这些枪林弹雨。哪怕是一个，我们都躲过了，所以做FOF一定要有自己的原则。我还总结了一个3D原则(Discipline, Diligent, Discovery)。第一个D就是守纪，要有严格的指引，要有底线。第二个D就是一定要勤奋，把自己的工作做好、做足，这样才能为你的投资者负责。第三个D就是善于发现，就是你要勇于发现各种各样不同的潜在的风险。。

刚刚前面也讲到了对冲基金组合基金从长期来讲可以追求承担债市的风险,获取股市的收益,是最理想的长期投资的策略。实际上很多投资策略都追求长期的最佳的投资策略,为什么说FOF是最好的呢?因为我们真正的是可以针对投资者的需求,投资者的期望来量身打造相应的投资产品,前面讲到不同的对冲基金策略都有不同的特性,我们可以根据投资者的需求来专门有针对性地量身订造。

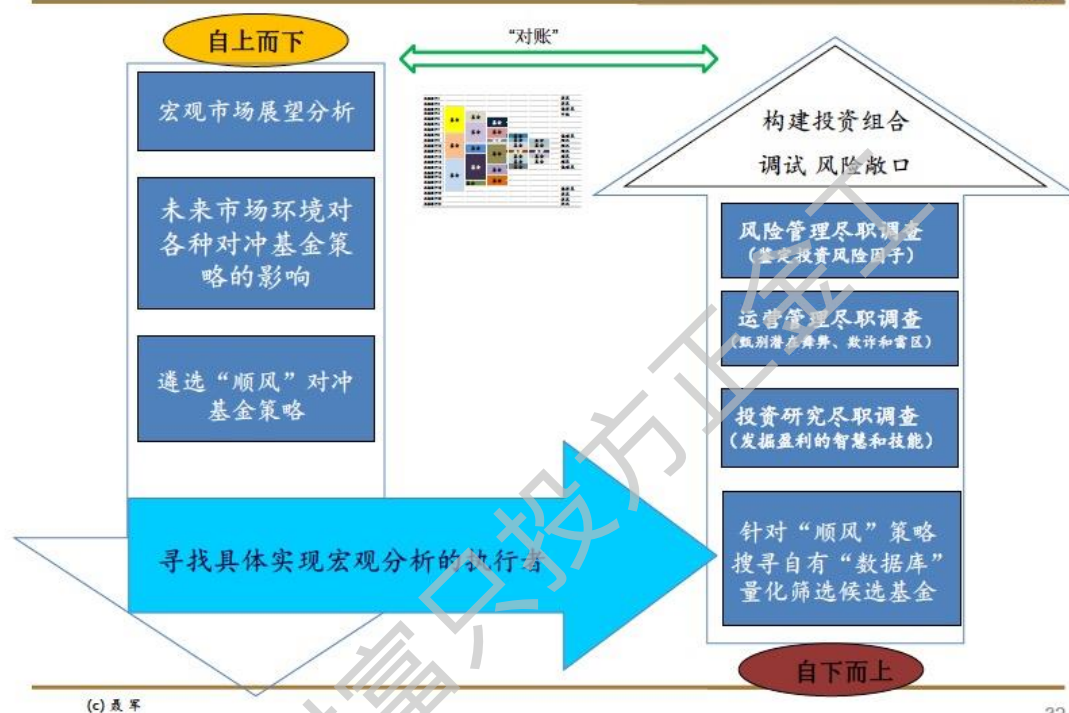
这里面还提到一点,对冲基金通常没有义务披露信息,所以做FOF的时候,除了面临很多的市场风险之外,还要面临很多的人性风险。最典型的是什么呢?任何人在没有严格的监督机制的时候,一旦犯了错就会设法去掩盖。这是人的共性。所以我们面对对冲基金经理的时候,是一定要想方设法的来管理这些人性的风险的。

我前面一再讲到,我们的FOF有两点非常非常的重要。就是我们这个流程,我们自上而下,和自下而上两个途径相结合。自上而下我想大家到现在应该了解到了,我们对宏观市场要有展望分析。首先包括我们对各种风险因子的分析和分析判断和展望。我们的判断会基于很多历史性的数据来做很多基本面的分析和很多量化分析。之所以要用历史数据,虽然历史不会以完全相同的形式重复,但是总会以某种形式重复,所以从统计上来讲,我们就大市场的环境分解开来,在小范围寻求一种统计模块。然后是对目前情况的一个分析,更重要的是对未来的环境也要有一个展望。我们FOF的投资周期通常都比较长。不是你想撤就撤的出来的,一般对冲基金的申购赎回的频率是以月来计算的。而新的投资者进入一个对冲基金以后,通常会有一年的锁定期。其中可能有半年是你根本不能够赎回的。后半年可能是属于交一定的费用,通常是2、3%,在6个月以后到一年这个时间,就可以自由赎回而没有赎回费。所以我们要对未来6—9个月的市场环境做出分析判断。判断完以后,你就需要去针对这个市场环境,哪些策略他是顺风,哪些是逆风。这个我们要做很多的基本面分析和量化分析,这种时候量化分析会更有帮助。如果说这种类似的市场环境再重复的话,这些策略就会有响应的一些表现。比如说美联储升息或者降息这件事,让你可以做一个分析判断,比如说现在我们是8月份,你做6—9个月的判断的话,到今年年底美联储会不会升息,如果升息的话,哪些策略比较好,哪些基金会以怎么样的策略从中能够获利,如果不升息,哪些策略又会比较好等等。这只是针对一个单独的因子,你要做各种判断。所以我们找好顺风的对冲基金策略。然后我们再来寻找实际基金经理来担当我们展望的执行者就是一个自下而上的过程。

通过各种渠道我们会建立我们自己的数据库,从中针对顺风的策略寻找我们相应的最优秀的基金经理。要建好这个数据库是要要花很多功夫的。首先就是怎么分类,哪个基金是属于什么策略,然后它是什么样的风格,都是通过我们的团队做尽调对之有一个很充分的了解。

平时就要把这个数据库弄好，而且要随时更新。如果说你的数据库里面有一个基金的信息是半年前的，你觉得它可能适合于你顺风的策略，但是基金的情况可能在过去半年里有许多变化，你用它半年前的信息风险就比较大。比如说过去这半年，他的团队可能发生了很大的变化。或者还有其他的方方面面的变更，或者他的策略等遇到了很多挑战已经换了其它策略了，那你觉得他是顺风策略里面的一个队员，实际上他可能不是。

构建对冲基金组合基金 - 宏观视野与微观操作相结合



刚刚在休息的时候，我们也有同仁问到。量化投资在国内从去年股灾以来已经经历了很大的挑战。很多人还在坚守，但是仓位降到很低了，另外在股指期货的种种限制，使基金经理不能把规模做大形成鸡肋，坚守的话没多少实际意义，所以有很多人已经转换做其他的策略了，因为他们需要生存。这种时候如果对这些基金经理你的数据还是半年前甚至一年前的，你现在要派它上场，实际上它可能已经不是你过去所认识的那只基金了。所以要把数据库建好，而且数据库里面你对每只基金的方方面面如何评价等信息都要有一个中心化的信息汇集系统，这样你就能很快很准确地判断哪些基金是你所需要的操盘手。

这个流程图中接下来就是对基金的进行尽职调查，当然我把他放在自下而上这里是持续的一个过程，并不是说每次做好了自下而上的判断，然后你从头开始做基金经理的时候的尽职调查，我们的尽职调查是持续地在做的。

尽职调查一般我们分为三部马车，第一部马车注重于投资研究发掘盈利的智慧和技能，

从投资策略方面去了解熟悉基金。第二部马车注重基金、管理人、投顾、及所有第三方服务商的运营甄别潜在舞弊、欺诈和雷区，同时熟悉相关机构的各种运营及各自的职责。第三部马车注重于市场风险管理以鉴定投资风险因子并熟悉相关风险管理系统及风险报告。每一部马车都需要我们配置具有相关经验的专业人士方能全面地了解

要特别强调一点，我们做FOF的非常注重一个对冲基金经理的投资理念及流程是否可以持续、一致、可扩展、及透明操作。我们会需要了解投资的主意是从哪里来的。我们最反对基金经理通过内幕消息或违规操作产生收益的。为什么呢？因为这种策略既不能持续、又不能保持一致操作、更难以扩展，更何况放全世界任何一个地方该策略都是违法违规的。其实从一个基金经理的角度来说，内幕交易和违规操作是一点都不值得的、完全是得不偿失的。为什么呢？首先我们说内幕消息，到你这儿的时候已经是第几层了？没有办法判断。就假设是最原始的消息吧，你靠这个东西，成功一次概率是多少，成功两次、三次的概率是多少？用数学的概率一算你就知道了，概率是非常低的。并且你在小规模的时候做成一笔的话，对你的收益的影响会很显著，即使侥幸地你的规模长大了，你再做的话，对你的影响就很小了，但是你的提心吊胆却是一点都不会小的。作为基金经理，当然是希望有很多大的机构投资者来投到基金中来啦。作为我们FOF，我们是机构投资者，我们又会很系统的去分析你收益的来源。把你这个历史曲线一调，然后我们有很多量化的系统一跑，这些东西都躲不掉了，如果你有内幕交易，你那一段的业绩跟其他时候的业绩是不一样的。从统计来讲是不一样的模块。我们就一定要盯着你解释为什么在其他的时候没有重复呢？一旦发现有内幕交易的迹象，我们的尽调就不再做了，直接拜拜。并且机构投资者也都是一个圈子，如果说其他的机构投资者他知道我们在做尽调的时候发现了这个基金有内幕交易嫌疑，那么其他的机构投资者根本就不会再来找这个基金了，即使你以前跟潜在投资者有一些联系或者怎么样的私人关系，只要听到这件事，大家就都走了。

所以做内幕交易或违法违规违规操作这种事情是非常得不偿失的，而且是不可能做长做大做强的。在做背景调查时会特别注意，在做背景调查时，我们会让基金的核心成员分别签一份NDA协议，然后我们会去他们读过的学校调查学历是不是真的，工作过的公司调查看工作经历是不是真的。到所在的市场的监管机构看他们在职期间有没有违规操作，有没有什么污点记录等等。也会通过我们机构投资者群体中的各种联络去调查了解。所以基本上很难得有什么死角。如果在做尽职调查的时候发现我们感觉有别扭的因素存在，一般我们是不会投的。我为什么要强调感觉别扭呢？不一定是基金经理有实证表明违规，而是让我们感到不放心。比如说有一个基金经理，我们做尽调的时候发现他给了他弟弟20亿美元的一笔资金，

他弟弟去做美国的房屋贷款方面的服务。但这个服务公司曾经因为违规被美国证监会罚款，我们回去问这位基金经理是怎么回事，基金经理回答说这是他弟弟的事，他没有过问这个公司的运营情况。他这个解释可以说也没什么挑剔的。但是仔细想想，20亿美元不是一个小数字，有谁能够把20亿美元哪怕是给亲弟弟去管理而不过问的？而这个公司出了问题，这位基金经理不知道，这就让我们觉得别扭。虽然我们没有证据证明这个基金经理也参与这个违规操作，但是这种时候我们仍然是不会投的。

在完成尽职调查方面三部马车的基础上，我们应该对基金的投资、运营、以及风险因子等方面有了清晰透彻的了解，这样就容易将之用来构建我们的投资组合了。在构建完我们的对冲基金组合基金以后，我们要看我们里面的风险因子是不是跟我们在最先做的宏观分析能对得上帐。“对帐”的时候就会出现刚才这位同仁提的问题。比如说我做这个组合以后，有某个风险因子出现了我们不想要的风险暴露，这种时候我们会用市场上相应的一些对冲手段去对冲掉风险因子，使我们的组合符合我们最先做的分析展望。所以这个流程就基本上完成了构建这个FOHF。另外就是我们会要求基金经理定期根据我们的风险因子提供风险报告，这样就可以在组合里面通过组合的权重，穿透风险因子，就可以把风险因子归总起来了。这种时候，在把前面的功课都做好了以后，最后再监控组合的风险因子分布时就变成一件很容易的事情了。否则就像我前面那张图提到的，如果只是把一堆基金堆砌起来，明星基金也好，或者是各种各样的基金也好，杂乱无章地堆砌起来，你根本就不知道里面的风险因子是什么！

到这里大家可以看到我们这个流程做下来，第一我们是主动去挑选这些基金，我们是判断清楚了我们的顺风的风险因子和逆风的风险因子，然后我们是主动去承担我们想要的风险。完全是一个主动投资，而不是被动地从一堆基金的拼凑中根本不知道所承担的风险，所以这是一个很重要的流程。

这个图对于公募FOF也是适用的。前面讲到我们在做未来市场环境对各种对冲基金的策略的影响，我们有基本面分析，也有量化分析。这里给大家一个例子。我们在做一些量化分析的时候，回顾一些历史，哪一种策略会在什么样的市场环境下表现的比较好，哪些策略会在什么样的市场环境下表现比较差。

提问：我问一下，想了解一下，你这个FOHF组合管理里面，你觉得是你的宏观自上而下的策略是你整个组合的盈利主要来源，还是遇到了一批最优秀的人，这批人能够按照他的很深入的HF的方法去获得收益？

聂军：这是很好的问题了，这是所有的基金经理都面临的问题，对于一个普通的公募基

金经理也是一样的，是宏观行业分析展望，还是一些明星股票带来盈利的主要部分？通常我们会把Alpha拆分成两部分：allocation Alpha 和 selection Alpha,通常我们的经验是一半一半。

提问：作为您的综合管理里面，你自己是怎么样呢？是优先于宏观策略吗？还是具体给我布局的一些棋子？还是你觉得你的宏观策略为辅，我更多还是依靠我选择的这些人去获取，我不知道你的方法以什么为主。

聂军：这是一个完整的流程，这张图就是一个整体流程，自上而下和自下而上两方面都很重要，宏观判断是一个非常重要的部分，遴选优秀基金经理也是一部分，然后也是希望根据我们的宏观分析判断和展望遴选优秀的基金经理们，他们能帮我们赚取Alpha。你如果说对宏观都没有任何的判断的话，你怎么判断这个Alpha呢？然后是怎么判断优秀基金经理？可能就只能靠排名榜了吧？前面说了，如果不去做功课，就把一堆明星基金经理拼凑起来是肯定不行的，所以如果你这个问题是是或者不是，或者二选一的话，我会告诉你，你的宏观分析是占主导地位的。比如说我们打一场足球赛，你赢了，到底是进球手的成绩呢？还是你这个教练整体布局的成绩呢？你可以把贝利、马拉多纳这些明星拼在一个球队，但是他们未必能打得好一场球。如果说你让贝利打后卫，让马拉多纳守门，显然也很难打赢一场球，但是你首先要有一个宏观的判断，你的对手是怎么样，他的进攻是左侧，中间还是右侧，他是什么样的风格，你都要有一个分析判断和展望，然后再去配备你相应的队员。或者针对很强的对方的前锋的话，你可能需要两个后卫跟他去纠缠，这些都是教练的策略，都不是你后卫本身怎么样就可以制胜的。后卫可以是很强的，但是只派一个后卫去，之间没有任何配合的话你还是搞不过他，所以肯定是以宏观为主导的，但是不是说你的基金经理不重要。

提问：接着刚才的问题，上午有老师讲到长期来看的话，全球很多投资收益，资产配置贡献了85%的来源，然后选股只有10%-15%左右，我们的FOF，我感觉我们是有一个顺风和逆风的判断，相当于我们在对资产做判断，相当于在做宏观对冲基金的事情，所以我的问题是说，如果我们要做这种类型的FOF的话，我们这个团队应该如何搭建，我们的要求非常高。其实这样做是很难的，你需要对每个资产的趋势性有一个很好的判断，第二个是你讲到的，人为是50%，选择性是50%，实际上决策的结果可能是85%吧，这个怎么转换呢？这是第一个问题。

聂军：首先上午我不在这儿，上午的老师是什么观点，什么背景我不太了解。再一个是做主动还是被动投资。我们做FOHF的时候，完全是一个主动投资，不是一个被动投资。另外顺便说一点，择时在国内是一个非常流行的名词，我琢磨了一下，英文的话应该是timing

the market, 如果这个理解是对的话, 我可以告诉大家, 华尔街早就已经证明了timing the market长期是无效的, 国内很多同仁说他们的策略如何如何成功的时候, 就说宏观配置加上择时, 我一听到择时就会感到很困惑, 因为这个已经被证明了是无效的。当然西方的一些东西在中国现阶段不一定就成立吧, 所以这个事情我想的是要分情形来判断了。再一个就是回到你的问题上来。我们做宏观判断、展望和大类资产配置实际上不完全是一回事。你是可以通过这种方式来进行大类资产配置的, 但是不是说我们就是做大类资产配置, 我们是要判断方向, 找好风口选出“顺风”的对冲基金策略。然后在这些策略里面选出优秀的基金经理来执行我们的展望。所以就形成了这种Alpha的分解状况。而在你说的两个百分比, 我不知道另外一位老师统计的数据池子是怎么样的情况, 我只是从我实际参与操作的基金的情况得出的结论。

从理论上而言, 如果归因接近50%-50%应该会比较理想的状况。

提问: 还有一个问题, 刚刚讲到风险因子, 那么有哪些常见的风险因子呢? 第二个是说跨市场, 我们会选择Alpha基金, 会选择期货, 期权, 或者是债券的, 其实不同市场的风险因子好像差距非常大。可能期权有很多, 债券类又有很多。这些东西怎么统一到基金层面上?

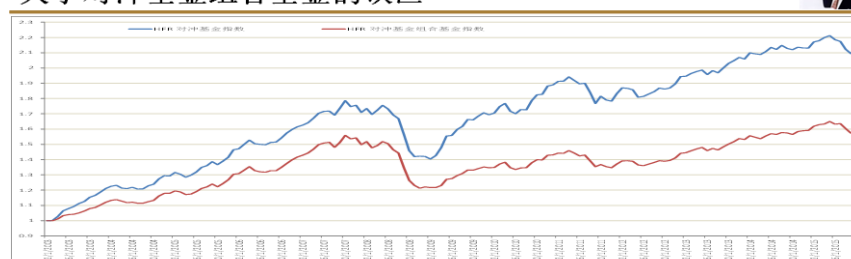
聂军: 首先我更正一下, 不管是股票也好, 债券也好, 他们跟期权或者期货并不是不同的策略, 比如说我要买一支股票, 如果说有个股期权或期货的话, 我可以通过直接买股票, 也可以通过期权或期货来建立仓位, 当然, 期权有很多种不同的交易策略, 可以很精细地体现投资人的设想和观点(我本人交易期权20多年了并且也还一直在交易)比如说最近我们知道石油在40块左右横盘了一阵子, 有一个分析报告说石油明年可以涨到70美元, 一般人会想赶快直接买石油吧, 但是该分析报告后面还有一句话, 达到70块之前可能还会有一个很大的下折等等。反正就是给你这么一个目标, 你直接要往那边跳进去的话, 中间就不知道有多少苦要吃, 没准还会爆仓。但如果你用期权的话可以怎么做呢? 你可以先选好一个合适的行权价位做空看跌期权, 如果这个分析是对的话, 你不一定要承受这么大的跌幅, 因为期权有一个特点, 德尔塔是小于1的。如果真的掉下去了, 你就按行权价买进, 如果真的按这个报告说的又涨涨到70块, 那你不就赚了很多了吗? 所以期权就比你直接去买石油要好, 它能更精细的体现投资人对市场和标的的判断, 但是期权策略本质上通常不是一个独立于底层标的的策略。所以我们在做配置的时候, 不会去把你是做期权的还是做期货的或者直接交易底层标的的分开。前面我做的分类大家也可以看到, 里面并没有一项是专门的期权或者是期货的。当然CTA他通常用的都是期货之类的, 但是也会用期权, 还有在期货上面的期权, 国内目前

还没有，但是以后也会出来的。

在做对冲基金组合基金的时候我们会首先针对风险因子做分析和判断，主要是什么样的风险因子呢？比如说我刚刚提到的石油、黄金、外汇、利率，利率有短期、中期、长期的。收益率曲线是一个无穷维空间。你怎么判断收益率曲线的变化呢？比如说长的涨了，短的跌了。那就变抖了，长的跌了，短的涨了，那就变平了。变化到什么样的范围和程度？各个国家都有收益率曲线，都有这些问题吧？“汇率”就是两个字，但是实际上我们面临多少对汇率呢？而且任何两个汇率之间又有一个三角关系，所有的汇率都是联动的。比如说英镑和欧元，他们两个变化是什么样的情况，他们之间可以又有一个汇率，比如说澳币和新西兰元，他们经常同步的情况就比较多了。

至于说对冲基金组合基金经理需要看哪些风险因子？这主要看你具体的这个FOF产品是什么市场投资的，你的投资者的期望是什么样的内容。那你就得选择这些市场里面最相关的风险因子去跟踪分析判断和展望。比如说一个全球的FOHF，那么对主要国家的经济发展趋势、宏观政策、建设与消费、市场波动率趋势、利率及利率曲线变化趋势、影响大宗商品价格趋势变化之因素的演变、信用变化趋势、主要汇率趋势等等就是需要聚焦的风险因子。主要是看你产品的主要投资市场在什么地方，如果是一个全球性的产品，但是你在新兴市场的权重最多就是5个百分点，这种时候你就没有必要把土耳其，巴西，阿根廷的收益曲线或者汇率搞得那么细了。但是如果你的产品是一个新兴市场的FOHF，那么就必须把土耳其，巴西，阿根廷等市场的收益曲线、汇率以及其它相关的风险因子搞得很清楚才行。所以“风险因子”应该是有针对性的。这样应该能回答你的问题了。

关于对冲基金组合基金的误区 “双重收费”

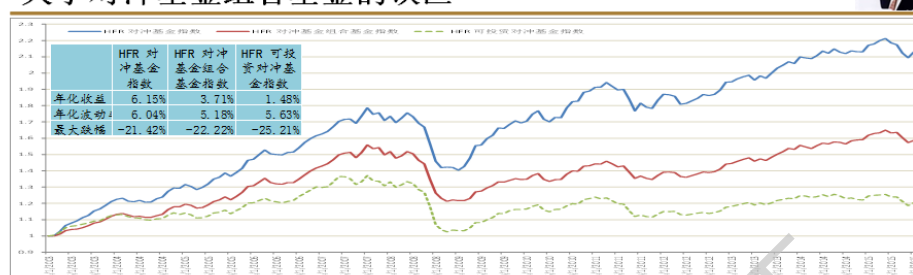


对FOHF通常有许多误会和误区，“双层收费”就是其中很重要的一个。

关于FOHF有“双重收费”，即使在西方也有一些文章认为对冲基金组合基金具有“双层收费”，这与我们在实践中所体会到的并不相符，所以我本人是非常不赞同这种说法的。我可以举个例子。通常在讲到双重收费这个题目时，很多学者喜欢用来证明的数据就是这两

条曲线，一条是HFR的对冲基金（费后）指数HFRI，另一条是HFR的FOF（费后）指数，中间有很大的差距，很多人把这个差距的原因是归结为FOHF的双重收费。这件事一直困惑了很多人很长的时间。但在引入了第三条曲线才使这个问题有了比较好理解的答案。第三条曲线是HFR可投资对冲基金（费后）指数HFRX：

关于对冲基金组合基金的误区 “双重收费”



虽然HFRX指数与HFRI指数都是基于同样的收费结构，但是HFRX指数中的成分对冲基金必须是能够经得起投资者尽职调查、可以接受投资者资金进行实际操作的并且持续提供净值的。正是这几条要求使得HFRX大幅跑输HFRI。这说明了是“可投资”的要求而不是“收费”使得HFRX指数大幅跑输HFRI指数，而每一个FOHF中的所有底层对冲基金都必须是“可投资”的，然而我们看到FOHF指数居然还持续跑赢了HFRX指数，这正体现了对冲基金组合基金（FOHF）不但没有双重收费的问题，而且还给投资者带来了实际的Alpha。

提问：可投资对冲基金统计的标准是什么？

聂军：投资者可以把钱投到你这儿来实际运作。

提问：他开放了吗？

聂军：比如说国内的私募，前两天清掉了1万6千多家。你自己应该也是私募吧？

提问：对。

聂军：但是很多私募他是没有产品的。他的业绩是怎么做出来的呢？他自己的钱。

提问：意思是阳光私募？

聂军：不一定是阳光私募。国外有很多Hedge Fund是他自己的钱。投资者要对他做尽调的话，他过不了的。比如说你在一个自己的账户中操作，结果各种指标都不错，当有投资者选择投给你时，你却接受不了投资者的资金。因为你的策略或者运营操作在某些过不了尽调这一关。不是说你不想要这个资金。但我们做尽调的时候要确信投顾是经得起考验地，投资

的资金是安全的，操作是合规的，不会有潜在的欺诈，或者说做假，方方面面的，实际上对冲基金做假这种事，时不时的有这种爆料出来吧。

提问：我觉得如果尽调导致表现更差，最后他们的收益远远低于上面那根线的话，结果是确定可投资的收益，为何不如去直接投资股票？

聂军：那个不能投啊，本身只是个指数，比如说他做一个对冲基金，然后他这两个月做的正好，就报了这个业绩了，再往后做的不好的时候就根本不报业绩了，你要去投的话，怎么去实现呢？实现不了吧。

提问：你的意思上面这条线是有水份的是吗？

聂军：这里面是存在生存偏差的问题。这是一个很普遍的现象。当然了，我们国内很多指数都有相应的ETF的，我们基金公司要是哪个指数没有ETF的话，大家就扑上去了，其实在海外有很多的指数是没有ETF的，一般股指就是通过ETF或者期货来做投资的。如果正好这些产品没有的话，那就没有办法去投这个指数了。比如说沪深300指数，我们现在不错，的确有很多的ETF，但是你去买ETF的话，他有一个费用吧，你投的话，它的业绩一定比沪深300要低，就按你刚刚说的，如果我投ETF比沪深300的收益要持续性的低，我为什么不能直接投沪深300呢？实际上是你没有办法去直接投呀。

提问：主要是差的太多了？

聂军：我们看到这个时间区间是很长的。再一个ETF本身收费比较低再加上中国ETF的历史数据也比较短，所以你会感觉到差距不大。

提问：我们自己本身也有类似的产品吧，我们感觉投资人对于这种产品有收益的要求，导致投资经理在操作的时候是比较保守的。就好像牛市的时候，私募基金基本上跑不赢公募的。所以在收益上很难跑赢。但是在熊市的时候是跑赢的。

聂军：不是这么回事，我要强调的就是他不是双重收费。

这是我提到的即将发表的那篇文章，这是摘要：如果对冲基金投资是金融投资里的皇冠，那么，对冲基金组合基金（FOHF）投资就是皇冠上的夜明珠。在所有的投资品中，FOHF或最能针对投资者的预期和风险偏好，量身定制各种风险水位及收益区间的投资组合，在全市场、全资产类别中有效分散风险。

FOHF并不是将一堆对冲基金拼凑在一起。对冲基金组合基金经理身兼双重身份，一方面作为基金经理，必须精通如何根据客户的需求构建恰当的投资组合；另一方面作为机构投资者，必须以严格的投资流程及基金遴选机制，系统性地对每个标的子基金作好透彻的尽职

调查并密切地跟踪，督促它们的管理人按计划运作，避开“逆风”策略布局好“顺风”策略，从而实现“债市的风险+股市的收益”的终极目标。，这是我要发表的文章。

这张图告诉大家这种基金堆砌并不叫对冲基金组合基金。做对冲基金组合基金有如大厨手上的招牌菜，它并不是把一堆食材堆砌在一起就能变成一道美味佳肴，而是需要大厨根据火候按一定的顺序烹饪才能完成的。

公募FOF要注意避免这张图中的这种情况。虽然将不同的基金组合起来了，但是这种基金同质化太厉害了，虽然你组合了好多基金，你的效果和一个基金没有太大的区别。所以做这种公募FOF是没有意义的。

另外还有一点，刚刚休息的时候也有同仁提到了，量化投资他有他的深度了。但是量化投资，我们现在在国内一个很普遍的问题，他的同质化太厉害了，既使是你有深度的基金，如果你做的FOF是这么一个情况。你最后做出来的这种FOF，他的效果就不明显了。量化投资同质化很厉害，我在2、3年前就开始警示大家（2010年的时候我们在深圳召开了第一届中国对冲基金与量化投资高峰论坛，当时我也是主席，从那以后量化投资在国内如雨后春笋般地发展），我一直在警示大家量化投资同质化太厉害了，会产生共振效应，如果FOF都是集中做量化的，而且他们的策略同质化很厉害的话，那你这个FOF，一个是你的效果不好，另外可能会产生共振效应，实际上这就是一个系统性的风险。

最后给大家讲讲痛苦指数。每一种策略他是一个什么脾气呢？通过这个我们可以看到一些方面，这个曲线，英文叫Drawdown。关于他的翻译也是费了我很多的功夫，开始翻译成回撤，当时回撤的跟中文回测很容易搞混的。后来我也想用跌幅吧，后来就想到这个名词：痛苦指数。只有在净值创新高的时候，痛苦指数归0。只要净值从高点一往跌下来，drawdown就开始做记录，这时候你的痛苦就开始产生了，后悔为什么高点没有卖。或者在高点进去的？一进去就跌了，而且他持续的时间越长，你的痛苦就越大，他的幅度越大，当然痛苦也越大，后来大家觉得这个翻译还不错。比较形象的刻划了大家的这种感受。这个痛苦指数实际上不光是二维的，虽然是画在一个平面上，但是实际上学数学的人，或者学统计的人，在这里面可以看到，他远远不只是二维的。这里面的统计模块是不一样的。当然了，红色的面积越小，说明这个基金或者这个策略持续创新高的几率就越大。时间越来越多。当然可以想象一下，我们A股是什么情况，比如说沪深300。它的痛苦指数是什么形状？其实就像是一个孕妇是个大肚皮。我们07年的时候创新高了，去年15年的时候，我们从07年以后一直处于一个痛苦

的状态。当然那个图在这儿没有把他包括进来。大家可以看到，不同的策略，他的痛苦指数
的情况是不一样的。我们可以看到，不同的对冲基金策略，个性、特征是不一样的，我们在
做FOF的时候一定要掌握好这些特征，哪怕是做公募FOF，这些图对你都是很有用的。

时间关系，我今天就讲到这里，谢谢大家的宝贵时间！

新财富只投方正金工