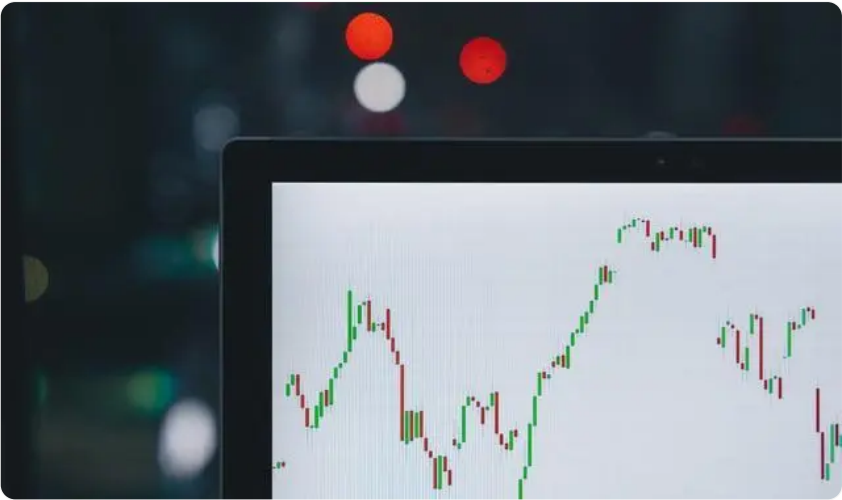


高频、量化、衍生品..... 对冲基金诞生七十年后金融变得难以理解的复杂

好奇心日报 2019-03-12 13:40



1949 年，前美国驻德外交官、《财富》杂志编辑阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯（Alfred W. Jones）创立同名基金，起步资产规模 10 万美元。买这个基金，每年赚的钱要分 20% 给琼斯和他的团队。

当时大多数美国人自己炒股，就像今天的 A 股。不自己炒的，选择把钱交给富达（Fidelity）和宝德信（Prudential）这样的资产管理公司打理。按资产规模而不是股票涨跌收费，费率通常为 2%。在这背景下，一个收 20% 费率的投资基金怎么看都是异类。

经历大萧条和罗斯福时代之后的华尔街远比今天安静、单纯。富达和它多数同行们的工作是保住客户本金，而不是寻求增值。大学和商学院里，没多少本科生和研究生选金融专业，哈佛大学的投资课安排在中午，目的是给其他更受欢迎的课程腾教室。

专栏作家塞巴斯蒂安·马拉比（Sebastian Mallaby）在《富可敌国》（More Money Than God）里说，琼斯对外解释抽成法则来自于古代腓尼基人的一条生意惯例：允许船长抽取每趟成功航行所得利润的 20% 作为奖励，余下的再由赞助人分得。这是一个激励投资者的办法，具体为什么是 20% 而不是 22%，似乎也没什么特别的理由。

与 20% 相伴的是琼斯的投资策略——对冲（hedging）。

所谓对冲就是同时做多个不同的投资以抵消风险。他会同时买入被低估和卖出高估的股票，希望达到的结果是：股市涨的时候，好股票利润大过差股票亏损；股市下跌的时候，做空差股票赚的钱盖过好股票下跌产生的亏损。

当时的华尔街不那么爱冒险，不做空股票，也不加杠杆获得成倍回报。这些都是琼斯的基金所做的。

到 1968 年，琼斯的基金公司累计回报率达到 5000%，比“股神”巴菲特同期还要高一些。

期间，琼斯基金包括做空、保证金交易、策略交易、收绩效费等特点逐渐固定下来，成了一个新行业的标准——对冲基金。美联储 1968 年的一项统计显示，当时全美存在大约 140 家对冲基金。

70 年后，全球至少存在 10000 家对冲基金，它们资产管理规模接近 3 万亿美元。当中的翘楚包括桥水基金、AQR 资本、老虎基金、文艺复兴科技等。



好奇心日报

21.9 万获赞 39.8 万粉丝

让好奇驱动你的世界！

北京酷睿奥思科技发展有限公司

已关注

作者最新文章



大公司头条：拼多多活跃家接近阿里；三星发布新款

2020-11-13 1198 阅读



大公司头条：天猫“双十一”天的成交额达到 4982 亿；

2020-11-12 501 阅读



大公司头条：中国拟将《反垄断法》的基本制度适用于互

2020-11-11 715 阅读

相关推荐



行业ETF风向标 | 释放利好期升温，地产ETF半日大涨

每日经济新闻



三本必读的投资理财佳作合集，无利不起早

每日好书精选



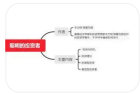
知名基金经理、基本养老保基金出手，加仓了这些股票

每日经济新闻



金融市场从来不可缺少明星，是永远缺少寿星，少赔钱才

陈思进 2 评论



《聪明的投资者》教你开启投资的大门

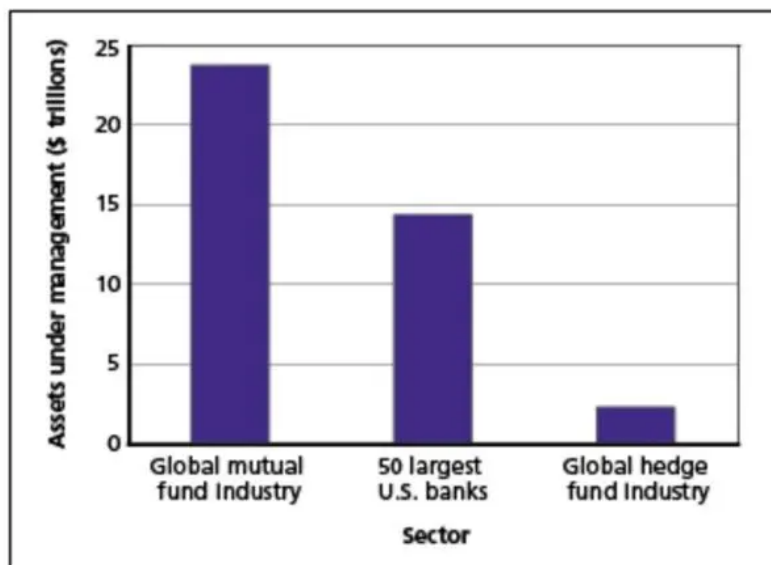
第一桶金学派

百度热搜

换

- 年轻人报复性挤爆“3.5分饭店” **热**
- 男子地铁被诬陷偷拍案一审宣判 **热**
- “新三样”展现新优势
- 周海媚小区保安证实救护车曾来救人
- 媒体：处理彩礼纠纷需回归婚姻本质
- 媒体评张雪峰“黑”文科
- 2023年流行趋势风格
- 降雪能冻死病毒？
- 女孩回应被男子问5000元玩不玩
- 多名女子机场向男歌手泼水被行拘

Assets Managed by Hedge Funds Are a Fraction of Those Managed by Mutual Funds or Banks



全球基金数据。依次为全球共同基金规模、全美 50 大银行规模、全球对冲基金规模。图为 2010 年数据。来源：兰德智库

目前全球金融市场总价值超过 100 万亿美元。最大资产管理公司贝莱德（BlackRock）的资管规模是全部对冲基金加起来两倍还多。

但对冲基金已经不能小视，它们平均加 7 倍杠杆，实际上调用的资金规模超过 20 万亿美元。它们之中有专门做股票对冲的，有赌企业并购然后赚取股价溢价的，有专门等待企业破产然后买卖债权获益的。从事宏观对冲的基金，策略就更复杂，他们可能要同时关注利率趋势、大类资金流动、政府政策改变、国际局势关系等方面，然后再制定相应的交易策略。

在这个过程中，整个金融市场逐渐接受对冲基金那套复杂的交易逻辑。这也是之后各类繁复金融衍生品出现的基础之一。一些机构创造出之前完全不存在的金融合约试图完善市场，投资人理论上利用新的工具更有效的配置资产和管理风险，例如航空公司买卖原油期货，轮胎公司买卖橡胶期货，投资银行交易信用保险（CDS）。

金融危机结束后的 2009 年，前美联储主席保罗·沃尔克（Paul Walker）说“ATM 是过去 20 年里银行业唯一有用的创新”。

十年后，金融市场只是更复杂了。

对冲基金 70 年，从 10 万美元到 3 万亿美元

对冲基金至今没有法定定义。按照 2003 年美国证监会公布的对冲基金圆桌会议纪要，监管当局认为“对冲基金”是一种表达方式，任何由专人管理、非公开募资、有绩效费、执行复杂投资策略的合伙企业，理论上都可以被视作对冲基金。

阿尔弗雷德·琼斯在 1949 年设立的 A.W.琼斯合伙企业，普遍被认为是第一只对冲基金。它以 10 万美元起步，巅峰时资产规模超过 1 亿美元。

不同于多数金融人士，琼斯没有念过商学院，或者拿过金融、数学等学位，甚至都没有一天在华尔街金融业工作的经历。

他在哈佛大学的博士论文是《生命、自由和财产》，调查不同社会阶层对财产的看法。毕业后他当过美国外交官，也为反纳粹组织执行过秘密任务。一度还在一条航线、航期都不定的货船上工作过。

1940 年代以后琼斯给《财富》杂志供稿。利用过去社会学实证研究的经历，他发表关于预测股市波动方法论的系列文章。琼斯相信投资者的情绪会反映在股票交易量上，选股的时候，这些数据是上市公司经营业绩之外的补充。最后所有的这些因素都能反映在股票图表上。



阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯。图/MoneyWeek

这些观点其实不新鲜。但是美国 1929 年大萧条对金融市场的影响还未完全散去，监管机构限制资本流动，收取高昂的资本利得税。投资人则把风险控制视作最重要的事情。琼斯之前的大多数专业投资者的做法是，在股票被低估时买入，在预测股票要下跌前卖出，持有大量现金。

琼斯则是买入价格被低估的股票，卖出价格被高估的股票，两个股票可能是同行业，或者有相关性。他之所以执行这个策略，是因为自认能选出好股票，但不会选择买入的时间。如果买入好股票后市场下跌，那么做空差股票的利润可能覆盖好股票下跌的亏损，从而取得整体上的盈利。

为避免美国证交会的监管和 91% 的资本利得税，同时保持基金投资组合最大的自由度和灵活性，琼斯的公司采用了一般合伙制。为吸引投资者、鼓励员工，琼斯还决定不收取管理费用，而是提取 20% 的业绩提成。后来的对冲基金还按资产规模收 2% 的管理费。这种 “2-20” 的费率组合成了如今对冲基金业的惯例。

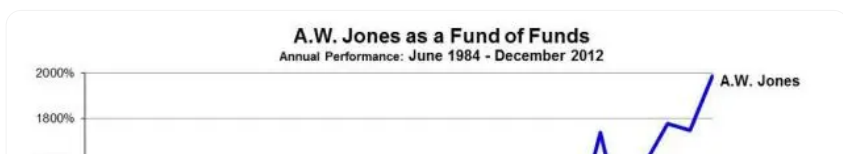
马拉比在书里说，关于琼斯如何想到这些，不得而知，可能来自于巴菲特的师父，本杰明·格雷厄姆。后者的投资合伙公司在很多方面和对冲基金类似：做空、用杠杆、收绩效费。另外，杠杆和做空，也被认为是导致 1929 年美股崩溃的原因之一。

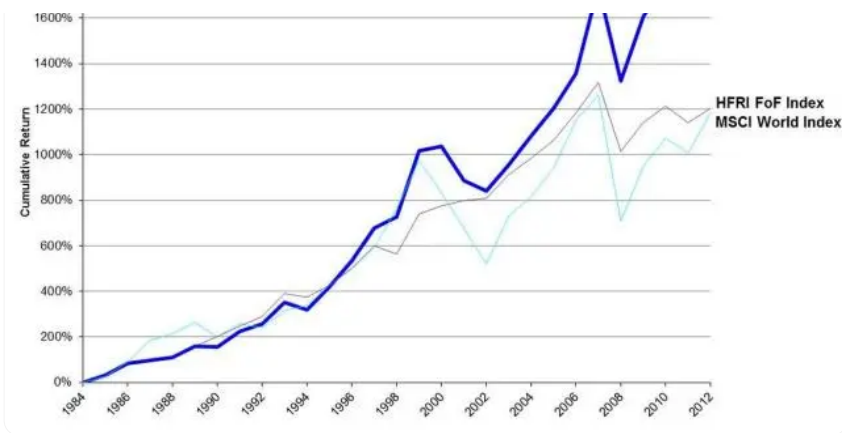
除了在 1949 年至 1968 年间收益率跑赢巴菲特，另一份统计显示，琼斯合伙基金在 1955 年至 1965 年间实现 670% 的累计回报率，而排名第二的基金“只有” 350% 的回报。

1968 年初，美国约有 140 家效仿琼斯的对冲基金。一年后这个数字估计在 200 到 500 之间，而且业绩出色的公司基本都是曾在琼斯公司当过股票经纪的人在运作。《经济学人》称，这时候对冲基金才被收录进华尔街的词典，每个人都想为之工作。

《财富》1966 年有过这么一段对琼斯的描述：我们有理由相信，近期表现最好的职业投资经理人是位很少说话、也很少抛头露面，名叫阿尔弗雷德·温斯洛的人。《纽约杂志》之后更是说，对冲基金体现了时代精神，而琼斯就是他们的鼻祖。

然而如马拉比所说，“每个伟大投资者的优势都是注定要消失的”，琼斯的基金公司在 1969 年至 1970 年的美股大跌中亏掉了客户 35% 的钱，所管理的资产也从 1960 年代的 1 亿多美元缩减到 1973 年的 3500 万美元。





不过新的对冲基金接了上去。比如乔治·索罗斯的双鹰基金（后来更名为量子基金）和朱利安·罗伯逊的老虎基金。他们的投资方式与琼斯最初的避险投资概念截然不同。索罗斯擅长判断宏观经济走势，在没有任何特定避险策略的情况下，大手笔、单方向的押注。

实际上对冲的概念已经变了。因为同时进行两笔有关联的交易不是为了避免风险，而是为了通过保证金杠杆的效应在同一个方向上加倍下注。一旦压错方向，加倍亏损。

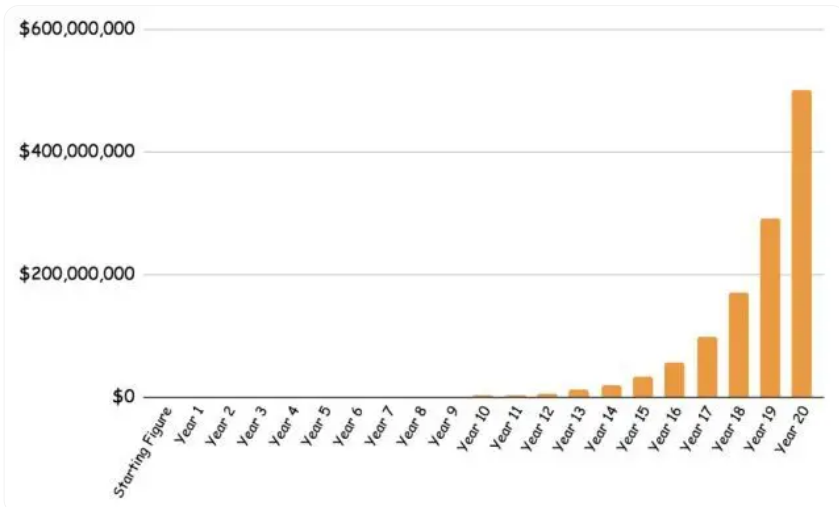
罗伯逊的老虎基金相比之下老派得多。华尔街当时以 12-18 个月为周期判断一家公司的持有价值，罗伯逊的周期是三年。他说自己是坚定的长期投资者。1994 年，标普 500 指数涨了 6.3%，老虎基金则涨了 20.2%。

接着，一位数学家和一位计算机科学家让对冲基金进入计算机算法的时代。

前哥伦比亚大学计算机科学教授大卫·肖（David Shaw）曾在摩根士丹利工作，帮助后者建立了自动化交易部门。1988 年，肖打算创业，想从高盛那里融一笔钱，但没得到想要的数字。最终在拿到 Paloma Partners 3000 万美元注资后，大卫·肖的基金才以德邵（D.E.Shaw）的名义运作。

肖和团队善于利用数学公式捕捉金融衍生品之间的价格差异，每笔交易的价差很小，但是交易量大、借贷比例高，交易速度以毫秒计。为他工作的一个年轻人后来 30 岁做到德邵副总裁，然后和自己在公司相识的妻子一起搬去西雅图开了个卖书的网站，叫亚马逊。

詹姆斯·西蒙斯（James Simons）则是数学家和密码破译专家，他的合伙人也是密码学家，他们招募更多物理学家、计算机科学家、天文学家——唯独不招经济学家——目的是从看似随机波动的市场中，找出影响波动率的因素。1989 年到 2014 年年中，文艺复兴科技（Renaissance Technologies）年均回报率超过 70%，2008 年收益率接近 100%。

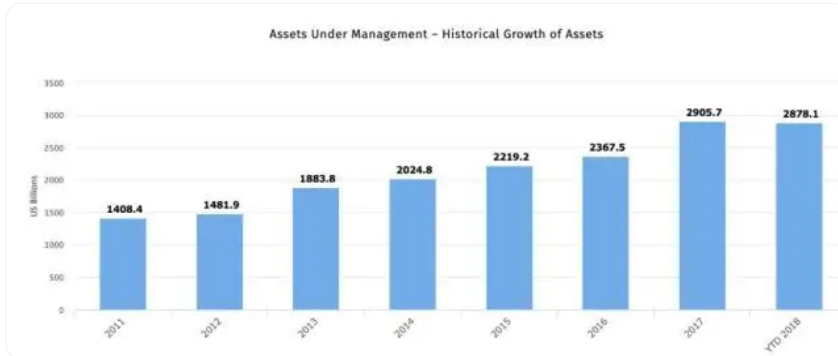


文艺复兴科技的大奖章基金回报情况。图/Rask Media

已经半隐退的桥水基金创始人雷·达里奥（Ray Dalio）现在算半个网红。他出书、写博客，一本《原则》成了投资界的圣经。人们对他有这种崇拜也不奇怪。桥水公司是全球资产管理规模最大的对冲基金公司，旗舰产品全天候基金去年涨了 14.6%，好过美国三大股指，也好过巴菲特。

全神工作时，达里奥经常召集手下开一场名为“世界上发生了什么事”的会议。他会在员工判断不够精确的时候打断对方，然后详细解释个中缘由。达里奥和桥水执行的是宏观对冲策略，交易员每天加起来买卖 100 多种不同的金融工具，从日本债券到伦敦铜再到北海石油。

但是这些明星基金的上佳表现还是无法掩盖一个事实：对冲基金这几年的整体回报滞后于大盘指数，倒闭的对冲基金数量连续三年超过新开对冲基金数。尽管行业资产管理规模触达 3 万亿美元，但前 100 大对冲基金占 1.6 万亿美元。投资者也越来越关注过高的管理费、过度隐秘的投资安排和不公开的现金流状况。



对冲基金资产管理规模。单位：10 亿美元。图/BarclayHedge

其实巴菲特和博格都证明过对冲基金平均水平还不如大盘

巴菲特看不上对冲基金和金融业那套复杂的交易逻辑已经很久了。

在资本市场那场著名的十年赌约中，巴菲特和一家叫 Protege Partners 的对冲基金打赌，从 2008 年 1 月至 2017 年 12 月末，标普 500 指数表现将超过任意 5 支对冲基金的投资组合。

最终的结果是标普 500 指数平均每年涨 7.1%，Protege Partners 选出来的五只对冲基金只获得 2.2% 的年化收益率。与此同时他们收取的手续费远高于被动跟踪指数投资的基金。

在 2017 年伯克希尔年度股东大会上，巴菲特宣布了这一“赛果”。他同时还用猴子选股票的故事揶揄了一下对手。

巴菲特说总有专业投资人士短期内因为走运而获得高收益。如果 1000 位基金经理在 2007 年年初预测市场，至少有一位说对接下去九年的市场走势。当然，1000 只猴子中也有可能出现这样一位看上去无所不知的预言家。但二者间仍然存在差异：猴子不会遇到人们排队找它投资的情况。

不久前去世的先锋集团创始人、发明指数基金的杰克·博格尔（Jack Bogle）对市场也有类似的看法。甚至早在 1951 年对冲基金火起来之前写的大学论文里，他就提出当年的共同基金再扣除费率后，没有像允诺的那样优于市场平均水平。

这是他创办先锋集团时的经营理念，但当时多数共同基金公司都对这种理论极为反感。博格尔普及并大力推广了指数基金，收取不到 1% 的年费。

2012 年，他对《纽约时报》金融专栏作家杰夫·萨默（Jeff Sommer）表示：“我的想法很简单，在投资领域，收益应该要比成本多。成本很重要。所以聪明的投资者会利用成本较低的指数基金建立多元股票和债券投资组合，而且会坚持到底。他们不会愚蠢到以为自己总是可以战胜市场。”



播报



0



2



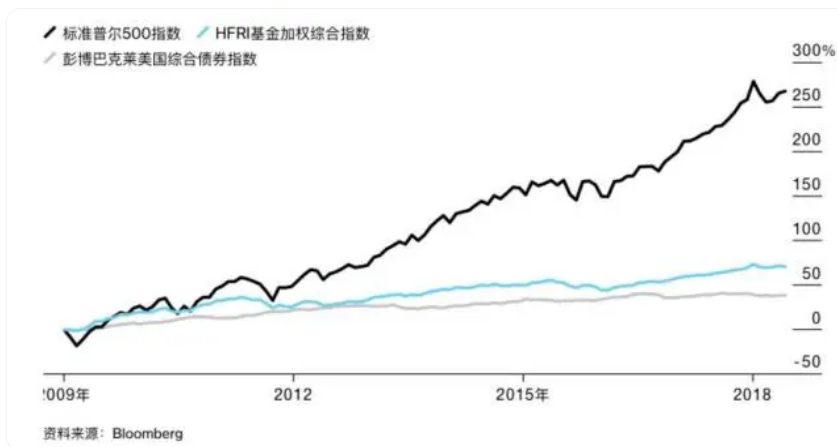
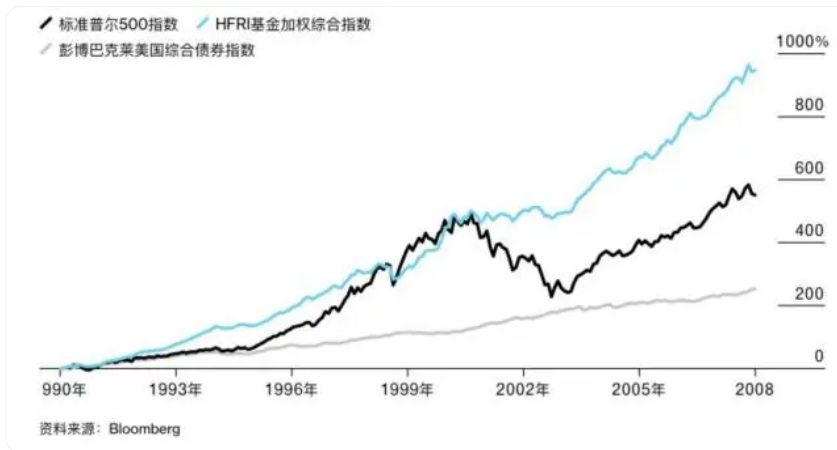
收藏



分享

谈到对冲基金时，博格尔认为那就是一个“来来去去”的行业，经理人们远比自己聪明，“但平均而言，他们终将回归平均”。和巴菲特的观点一样，博格尔觉得这些经理人作为整体无法永远战胜市场，他们的表现最终将恢复到平均水平。

对冲基金业自己用表现证明了两位长期价值投资标杆人物的观点。1990 年代到 2008 年金融危机前，对冲基金实现了累计近 1000% 的回报，标普 500 指数回报率约为 600%。但是自那之后，对冲基金累计只涨了大约 70%，同期标普 500 指数涨了 250%。



对冲基金在 2018 年的表现尤其差，是 2008 年以来业绩最差的一年。据彭博对冲基金数据库的统计，行业平均亏损 6%，跑输标普 500 指数。

综合对冲基金研究（HFR）和巴克莱对冲的数据，2018 年全球对冲基金管理 2.87 万亿美元资产，较第三季度缩水 1867 亿美元。全年新开基金 552 只，关闭 580 之，连续第三年关闭基金数高于新基金数。

几个有名的基金，比如潘兴广场、都铎集团、发现集团、绿光资本等，资产规模峰值均超过了 100 亿美元，如今缩水到 25 亿美元至 75 亿美元不等。曾因赌对美国地产泡沫破裂而大赚超过 200 亿美元的约翰·保尔森（John Paulson）目前正考虑清算他的同名基金。

但整个金融业规模激增，也接受了对冲基金的那套方法论

越来越多人相信，琼斯当年的成功，很大程度上是美股长期牛市的结果，以及合理、充分的各种有利于自己的不平等。之后，金融活动的频繁和复杂程度，同对冲基金数量、资产管理规模和策略的多样性，相互加强。

琼斯在大萧条后遗症消失的时候开始借贷炒股。1950 年，美国每 25 个人里只有一个人持有股票。只有 10 万名美国人开通了养老金账户，全美公募基金总规模为 200 亿美元。

大萧条的影响正在散去。1960 年，每 8 个美国人就有一个人持有股票，公募基金规模也迅速扩大到 500 亿美元。华尔街逐渐成了纽约的主街，金融也不再是大学里没人愿意选

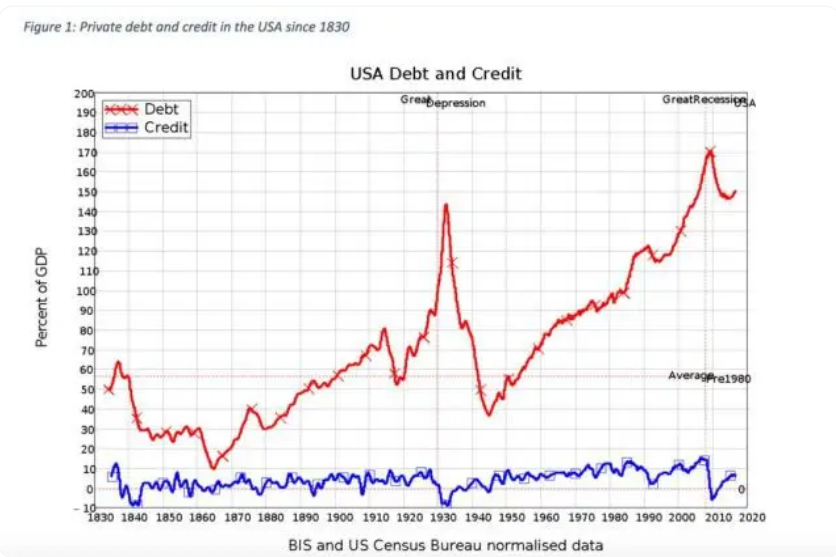
修、经常被安排在中午的课程了。金融市场里，以储蓄和稳健投资著称的信托银行已经被投资银行取代。对那代人来说，大萧条是一段遥远的历史。

按照马拉比的说法，“人们相信在美联储和美国证监会监督下，金融风暴不会卷土重来。”

然而在 1970 年的熊市里，公募基金束手无措，对冲基金也一样。多数基金经理效仿琼斯合伙企业的绩效费率、加杠杆，但是没有多少使用做空工具。1970 年代中期的经济衰退和石油危机导致许多对冲基金遭受严重亏损，投资人撤资，从而结束了对冲基金最初二十多年的繁荣。

金融业的繁荣没有停下。现代资本主义自 19 世纪中下叶兴起，金融业增速一直高于实体经济增速。但是不同时期的增速差异很大，快速增长也是 1970 年代以后的事情。以美国为例，1850 年至 1970 年——花了 120 年——金融占美国经济的比重从 2% 上升到 3%。1970 年到 2009 年，这一比重上升到 6%。

政府、企业、个人扩大债务规模，则是这场金融繁荣的表现之一。发达国家企业和个人债务占 GDP 的比重从不到 50% 一路飙升至 100% 以上。金融机构吸纳的存款通过一定倍数变成贷款，流向企业和居民，供后者消费或者扩张。



美国企业和家庭债务情况。红线为债务占 GDP 的比重。图/openDemocracy

各类资产管理公司，包括对冲基金、养老基金、公募基金，各自的业务规模也在扩大。期权、掉期、收益互换……这些华尔街金融家们都不一定人人了解的金融衍生品，出现在伦敦、法兰克福、纽约、香港等地的交易所里。

1980 年代金融工程和计算机的普及，让大量的金融衍生品、商品、有价证券，突然之间有了相对统一的定价方法。比如伦敦和芝加哥的金、银、铜期货，尽管两地交易时间、货币单位和定价单位也不通，但价格走势会趋同。因此投资人利用计算机执行高频交易，追逐小数点后面两三位数的价差。每一笔交易几乎都加了杠杆，这能让人有机会用 1 万美元挣得 100 万美元，也能反过来让 1 万美元在毫秒间清零。

这种交易工具也不再是对冲基金的专属。金融业彻底接受了对冲基金提纲的那套方法论。

次贷危机爆发的时候，摩根大通、花旗、巴克莱、法兴等银行超过一半的金融资产由银行间的存贷合约或者金融衍生品构成，交易对手方包括银行与银行，银行与货币基金、对冲基金等其他金融机构之间。

复杂的金融市场，伴随难以言明的风险

1987 年，汤姆·沃尔夫在关于华尔街的小说《虚荣的篝火》安排了这样一个场景，一位太太对她丈夫所从事的债券交易附带的社会价值十分不屑。她告诉女儿，债券交易就好比

反复多次传递根本不存在的蛋糕，每传递一次就能捡到一些屑沫，作为交易利润和手续费，对多数普通人来说，许多金融交易没有价值的观点“几乎不证自明”。

许多经济学家宣称，包括对冲基金在内的主动管理投资人能够完善市场的效率。因为他们买入被低估的资产、卖出被高估的资产，让市场价格回归合理，直到不合理的因素消失，促进了资本市场的效率。资本市场在不断地正向自我强化中变得愈发完善。

问题是现实世界中，市场不完美，信息不完善，人类行为时而理性时而不理性。

在这样一个极其复杂，复杂到很多时候波动发生了参与者自己也不能理解原因的市场，风险也变得难以预料。

2006 年 4 月，金融危机爆发前的 15 个月，国际货币基金组织在年度《金融稳定报告》里说，“银行想更广泛和更多元的投资者分散信贷风险……这有助于使银行体系乃至整个金融体系更稳健……今天的商业银行更不容易受到信贷或经济的冲击。”

同期，前美联储主席格林斯潘则指出，衍生品的日益丰富是确保银行体系有极高韧性的关键因素之一。前印度央行行长拉古拉卖·拉詹在谈过去四十年金融业变化时说，全球金融体系的急剧变化实际上相当于一场革命，带来了许多进步，“我们正在走向金融成就一切的乌托邦”。

但仅仅 2008 年，更稳健的体系、更健康的市场就崩溃了。各国政府以税金救市，并在之后十年带来更严重的财富分化。

用前英国金融服务局主席阿代尔·特纳（Adair Turner）的话说，与纯粹的银行体系比，这些金融新技术造成更多信贷浪费，使金融体系内部的债务急剧扩张，一旦市场信心下挫，这些风险就会自我加剧，最终形成连锁效应。

大量的实证表明，金融体系越大、越复杂，金融业的收入就越高。有人批评金融业招揽了大量顶尖人才，全球的交易室内不乏数学家、物理学家、气象学家、工程学家，他们的专业知识和技能贡献给了金融创新和交易策略，而不是科学研究和工业创新。

按照对冲基金“多空组合、屏蔽风险”的创设逻辑，一个充满波动的市场理论上是基金经理人梦寐以求的。因为这些金融天才们有机会“抓住市场中转瞬即逝的信号，获得远超平均水平的收益”。

2018 年全球股市和商品波动，政治和货币政策的不确定性，重要经济体之间的贸易摩擦……这些事件理论上是对冲基金取得收益的必要条件之一。

但对冲基金们交出来的却是十年来最差表现，因为经理人们发现“波动过于剧烈也挣不到钱”。而且这也不是对冲基金行业第一次被波动性伤害，2011 年欧洲主权债务危机开始波及全球市场时，对冲基金平均亏损 2.1%。

即便是被认为是最理性的交易员 —— 机器 —— 也会在极端理性中引发市场剧烈动荡。各种交易模型能在几百毫秒内倾斜几十亿美元的卖单，几秒内，这种纯粹由机器引起的恐慌情绪在全球蔓延。2018 年 2 月，全球股市就是因为这样，一天蒸发 1.2 万亿美元。

机器只是在忠实地执行人类制定的交易程序，却带来了几乎没有人能避开的系统性风险。

说到风险。每个投资人都对收益津津乐道。但当问起他们为这些收益承担了多少风险时，多数人，包括被公认为投资风格最稳健的养老基金，恐怕都难以说清楚。

阿代尔·特纳说，新工具的确让市场更完善，但社会影响却是负面的，“任何可以对冲风险的工具都可能被用于赌博，这又会反过来进一步加重市场的复杂性，投机性，和关联性，最后总有一样工具会成为金融市场引爆器。”

题图/M. B. M.on Unsplash

参考资料：

播报

0

2

收藏

分享

《富可敌国》（More Money Than God），塞巴斯蒂安·马拉比（Sebastian Mallaby）

《债务和魔鬼》（Between Debt and the Devil），阿代尔·特纳（Adair Turner）

《The Rise of Hedge Funds: A Story of Inequality》，Jan Fichtner

《Hedge Funds: Past, Present, and Future》，RM Stulz

[举报/反馈](#)

大家都在搜

- 量化对冲基金到底是什么
- 衍复量化对冲基金
- 对冲量化基金的最大风险
- 量化对冲基金
- 量化对冲基金是什么意思
- 对冲基金和量化基金的区别

评论



发表神评妙论



发表



播报



0



2



收藏



分享