

二零一六年一季刊

对冲基金

如何建立中国对冲基金指数体系	P03
探索全新的私人财富管理框架	P12
GIPS 标准下对冲基金经理的解决方案	P52
对冲基金回报是否可以被廉价的复制?	P54



CFA
China

陆家嘴
CHINA FINANCIAL HERALD

《对冲基金》随《陆家嘴》杂志发行，不单独出售。



《对冲基金》 崭新呈现



CFA 协会上海办公室
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 21 楼 2138 室
联系人：林浙清
电话：(86)-21-51167150
合作联络：周文家
电话：18802180530
刊物论坛：www.cnhedge.com

「未来金融」， 今天由你开创！

全球金融业可以为造福社会作出卓越贡献。今天，让我们携手努力，共同塑造一个具前瞻性并值得信赖的金融体系。

CFA协会在全球推出的「未来金融」计划，是个长远的倡导项目，目的在于促进和鼓励业界遵循公平原则、增进了解互信及提倡个人诚信。

现在，就以行动改变未来！

请访问我们的网站以了解更多：cfainstitute.org/futurefinance



目录

3	如何建立中国对冲基金指数体系
12	探索全新的私人财富管理框架
15	论投资决策力的决定性优势
18	太阳能之赋 2014 年中国经济希望与阵痛
20	与众不同的标志
22	暗池中的规则交易
25	暗池中的规则交易高频交易之乱局
26	关于非通用会计准则绩效指标的再思考
27	环境、社会和公司治理因子在股票估值中的应用
28	授人以鱼不如授人以渔
30	剧变即将登场？
32	跨境资本流动才是金融危机的罪魁祸首
36	报纸上的文章能预测总体股票收益吗？
37	关于分散投资与系统风险的文摘
38	对冲基金的母基金的流动性风险与规模经济摘要
39	收益预测和动态资产配置文摘
40	《基金业斗士先锋创始人 ——约翰·博格毕生将投资人放在第一位》
42	被动式对冲基金复制策略的业绩表现
52	GIPS 标准下对冲基金经理的解决方案
54	对冲基金回报是否可以被廉价的复制？

陆家嘴

CHINA FINANCIAL HERALD

主管 Published by
上海世纪出版集团

主办 Published by
上海人民美术出版社
上海东方传媒集团有限公司

出品 Produced by
上海第一财经传媒有限公司

联办 Co-Producer
陆家嘴金融贸易区管理委员会

发行人 Publisher
李蓉 Li Rong

出品人 Producer
周健工 Zhou Jiangong

出版人/总编辑 Producer/Chief Editor
李新 Li Xin

出版单位 Created by
《陆家嘴》编辑部

采编 Editorial
主编 Managing Editor
韩圣海 Han Shenghai
郭涛 CFA Guo Tao (特邀主编)
张佳男 CFA Zhang Jiabing (特邀主编)
专家顾问
欧家麟 CFA Ou Jialin
孙志鹏 CFA Sun Zhipeng
梁慧芝 CFA Liang Huizhi
蒯明 CFA Kuai Ming



设计 Art&Design
视觉总监 Creative Director
王皎莹 Wang Jiaoying
设计总监 Art Director
钱钱 Qian Qian
图片总监 Photo Director
戴茜 Dai Qian
美术编辑 Art Editor
易左伟 Yi Zuowei
图片编辑 Photo Editor
吕亮 Lv Liang
制图 Illustrator
张逸俊 Zhang Yijun

广告运营 Advertising Operations
广告运营总监 Advertising Director
朱艳燕 Zhu Yanyan 021-61069732

高级客户经理 Senior Manager
张蓉 Zhang Rong 13916031711
杨晨露 Yang Chenlu 13482820875

行业总监 (见习) Industry Director
王润杰 Wang Runjie
策划经理 Marketing Manager
吴方 Wu Fang

市场 Marketing
市场总监 Marketing Director
顾聿文 Gu Yuwen 021-61633683
新媒体总监 Director of New Media
熊欣 Xiong Xin

发行 Distribution
发行助理 Distribution Assistant
毛思灏 Mao Sihao 021-61069667

承印 Printed by
上海当纳利印刷有限公司

社址 Address
上海市浦东新区张杨路707号
生命人寿大厦32楼 200120
32F, Sino Life Tower,
707 Zhangyang Road, Pudong,
Shanghai, 200120 P.R.China

总机 Tel +86-21-61069672
发行热线 021-61069667
国际刊号 ISSN 2095-4077
国内刊号 CN31-2080/F
邮发代号 4-860
发行范围 公开

本刊为《陆家嘴》杂志旗下特刊，
不单独出售。

版权声明：
未经本刊事先书面许可，不得以任
何方式全部或部分翻印或转载。

第一财经 SMG
C B N 成员机构



如何建立中国对冲基金指数体系

作者：郭涛 总编辑，CFA 协会上海高级顾问，对冲基金人才协会执行秘书长，贝塔基金 (Beta Fund) 创始人，Alpha 智库创始人

对冲基金行业指数的意义

什么是股票指数？从统计学的角度来看，它是反映股票市场总体价格或某类股票价格变动和走势的指标。由于股票价格起伏无常、多种股票价格变化不一，投资者需要花费大量的人力物力进行逐一了解。

行业指数既是衡量整个市场交易波动幅度和景气状况的综合指标，也是投资者做出决策的重要依据；同时，新闻界、金融业乃至政界领导人等也以此为参考指标，来观察、预测社会政治、经济发展形势。

提到美国股指，大家都会毫不犹豫地想到道琼斯指数 (DJI)、标准普尔 500 指数 (S&P 500)、纳斯达克指数 (NASDAQ)，为什么它们会成为世界上最有影响、使用最广的股价指数？为什么全世界各国的投资者都在

关注这些指数？美国三大证券交易所共有上万家上市公司超过 20 亿只股票，市场需要一些价格指数用以反映整个股票市场或者各个行业的总体价格水平及其变动情况的指标。

例如标准普尔作为金融投资界的公认标准，截止日前共涉及 1.5 万亿美元投资资产，提供被广泛认可的信用评级、独立分析研究、投资咨询等服务。标准普尔 500 指数是记录美国 500 家上市公司的一个股票指数，覆盖美国主要交易所上市的公司，具有采样面广、代表性强、精确度高、连续性好等特点，被普遍认为是一种理想的股票指数期货合约的标的。再如纳斯达克综合指数是反映纳斯达克证券市场行情变化的股票价格平均指数，纳斯达克的上市公司涵盖所有新技术行业，包括软件和计算机、电信、生物技术、零售和批发贸易等，主要由美国的数百家发展最快的先进技术、电信和生物公司组成，包括微软、英特尔、美国在线、雅虎这些家喻户晓的高科技公司，因而成为美国“新经济”的代名词。

近几年在中国，对冲基金、私募机构如雨后春笋般的崛起；尤其是在今年这几波次市场剧烈波动之后，对冲



基金充分体现了自身的优势，在市场上独占鳌头。据统计，目前国内有上千家私募机构发行了上万只对冲基金的产品，要如何衡量这些产品的表现？投资者要如何挑选优异的（组合）基金产品？又如何比较各个私募机构的策略差异？指数！— 我们需要一些像标准普尔 500（S&P 500）那样可以体现美国投资组合基准的指数作为中国对冲基金的标杆，我们需要这样一些指数来准确衡量市场的趋势和各个基金产品的收益，我们需要这样一些指数来给予国内外客户权威的投资咨询、投资收益分析以及指数化投资（如套期保值、投资组合 FOF 等）。

指数化投资上世纪 70 年代于美国兴起，特别是 90 年代，ETF 产品的出现导致了指数化投资在全球市场蓬勃发展。指数化投资以复制指数构成股票组合作为资产配置方式、以追求组合收益率与指数收益率之间的跟踪误差最小化为业绩评价标准，其特点和优势在于投资风险分散化、投资成本低廉、追求长期收益和投资组合透明化。作为一种被动式的投资方式，指数化投资与主动式投资方式的根本差别，在于它完全按照指数样本股票的组合进行投资，基金管理人并不进行选股，而将选择股票的权利交给指数编制机构。但从另一个角度来说，最终选择股票的权利其实并非交给了指数编制机构，实质上是交给了市场。

目前市场上最流行且认同度最高的指数，通常按照市值和流动性进行选股。在透明化的指数选择标准下，股票进出指数样本股票组合实际上是市场综合力量推动的结果，是“无形的手”在发挥作用。从这种意义上讲，选择市值覆盖率高的指数进行投资，其核心理念就是以被动方式分享市场收益（beta）并承担市场风险。

作为私募行业表现的参照标准，对冲基金人才协会推出行业基准指数，以 2014 年 1 月份这个基期的行业主流对冲基金净值作为 100，用以后各时期的净值和基期价格比较，计算出升降的百分比，就是该时期的对冲基金指数。投资者根据指数的升降，可以判断出对冲基金行业 and 不同策略回报的变动趋势，并且为了能实时的向投资者反映行业发展的动向，指数每月公布。在此基础上，协会将会根据产品策略、机构地域及业务范围、基金表现等推出具有板块鲜明特色的指数；同时协会也将在走访和尽调公司中设计精选系列指数以匹配投资者不同的需求。

因为私募对冲基金行业仅对高净值客户和合格投资者开放的特殊性，国内外私募行的法律法规都不允许其进行公开的宣传广告，所以很多私募基金都将数据共享给指数和数据提供商，作为让潜在投资者了解其业绩的唯一途



径；而数据提供商也可以开放数据库权限给这些提供净值数据的投顾，潜在的合格投资者和学术机构等。

的管理费用和 20% 的业绩提成费用。

一 对冲基金指数介绍

对冲基金介绍

金融市场上，利用期货、期权、互换、固定收益等金融衍生产品和灵活的投资策略进行投资交易，以对冲风险和取得绝对收益为目的的一类基金，称为对冲基金。目前全球对冲基金管理资产已经超过 2 万亿美元，其中有 61% 的投资来自于机构投资者。通常的策略包括全球宏观、事件驱动、相对价值、股票多空等，每个策略又有多种子策略，而基金经理的主动管理能力，最终就会体现在基金的回报率、波动率等业绩指标中。

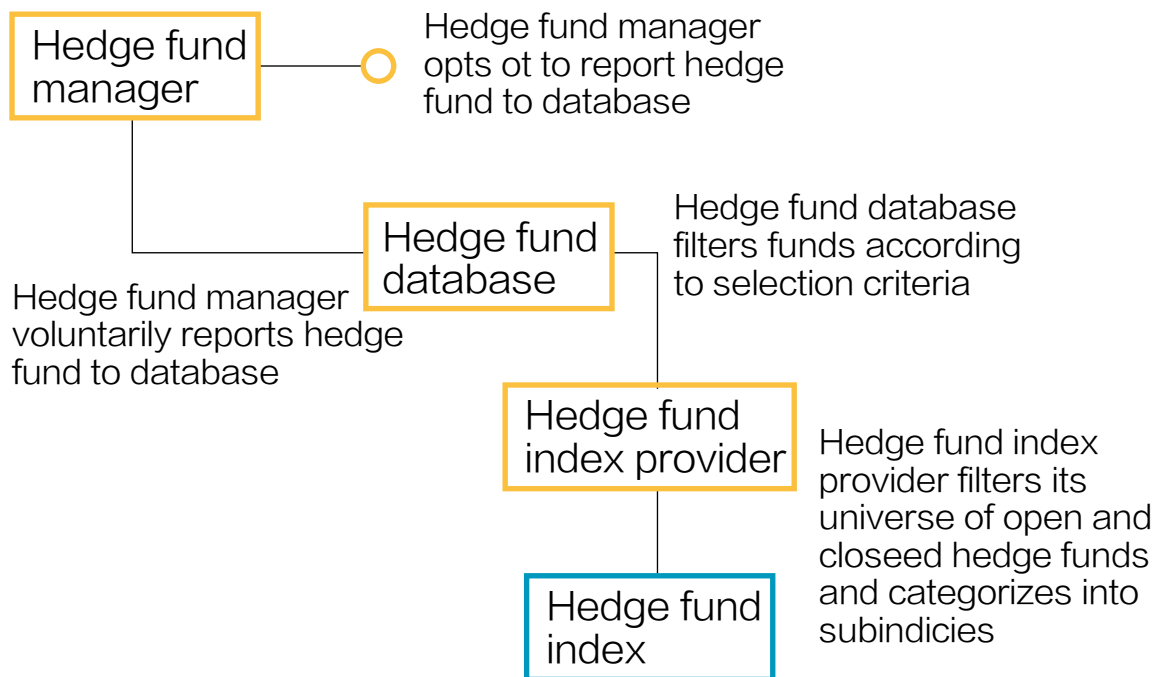
与一般的私募投资基金不同，许多对冲策略带有比较复杂的衍生产品和杠杆特性，再加上信息披露的不公开性，大多数投资者并不能很好地理解和辨识其中的风险，这就要求在做出基金经理在做出投资决策之前进行全面深入的尽职调查。对于管理费用，典型结构是 2-20，即 2%

对冲基金指数

对冲基金指数是用来满足投资者解、获取对冲基金信息和投资的需求。对于这样一个神秘的行业，指数的出现无疑成为衡量市场收益和风险的最重要指标。指数的编制开始于对冲基金信息数据库的搭建，通常是由基金经理自愿地提供基金数据，包括投资策略、净值数据、法律条款和产品发行相关的信息等。指数提供商在数据库通过一定的判定条件和数学计算进行筛选，计算编制出综合指数和按照不同分类方式下的子指数。

对冲基金指数对于衡量行业发展水平和提供投资决策参考发挥了重要作用。但由于提供数据并不是强制的，基金经理可以选择提供业绩好的，而隐藏业绩糟糕的基金，同时那些已经清盘或者关闭的基金也不会继续存在于数据库中，这导致指数编制过程中的一系列偏差。对冲基金追求的是与市场波动无关的绝对收益，依靠的是基金经理主动管理的能力，指数本身代表的是一种被动投资的参考依据。对冲基金人才协会编制的指数是基于一定的分类方式，筛选基金样本后，采用算术平均，将指数体系分为基准指数和可投资指数。

对冲基金指数构成



基准指数，又称为不可投资指数，包含了所有开放和关闭的、可投资和不可投资的基金。它的组成样本覆盖了数据库中绝大部分基金，最大程度地代表了整个行业的整体情况。根据投资策略、地域和行业等分类方式，该指数又可以分为多个子指数，以反映在不同分类情况下的整体业绩。对于基准指数的编制，数据偏差是影响指数准确性的重要因素，需要通过一定的数据分析和处理来减少偏差。

可投资指数，顾名思义，就是指数的成份基金是开放可投资的，这就要求成份基金的筛选过程更加严格，其中主要包括透明性、流动性、代表性、可投资性等几个方面。透明性要求指数的成份基金以及净值数据公开；代表性需要成份基金的样本可以客观反映总体的特征；流动性和可投资性要求较低的投资门槛和较高的可赎回频率。由于挑选优质的对冲基金是非常困难和昂贵的，可投资指数作为一种被动投资的方式，将会是未来发展的一个方向。对于非专业的投资者而言，可投资指数将可以作为资产配置的重要依据。当然另一方面，相比于主动投资的 FoF（Fund of funds 组合基金），可投资指数费用较低，风险充分分散，

但是由于封闭期较短，很多长期持有的策略无法进行，导致整体的收益率会稍低于主动投资的 FoF 和基准指数的。

在中国对冲基金系列指数中，可投资指数将分为综合指数、策略指数、alpha 指数、beta 指数和 ALPHA 精选系列指数。可投资指数的编制通过一些统计分析如聚类、相关性分析、优化等算法，使得样本数大大减少，但又不明显降低成份基金的代表性。综合指数和策略指数的编制和基准指数类似；alpha 指数又称为绝对收益指数，挑选出的成份基金和市场基准之间相关性最小，而 beta 指数则是市场导向指数，和市场基准之间相关性最大。ALPHA 精选指数是经过更严格的筛选标准和尽职调查，同时经过优化计算之后的组合，这类似一个主动管理的 FoF。

国际主要的对冲基金指数介绍

对冲基金指数编制的数据来源不尽相同，国际上目前主流的数据提供商有十几个，包括 HFR，TASS，Barclay 等。以下总结了国际上主流的几个数据库：

数据库	简介	基金数
Altest/investor force	由 Altest 创建, 后与 investor force 合作, 是一家提供有另类投资和完整分析报告工具的对冲基金网站	2600
Barclays Hedge Fund and CTA Database	专门提供最新、最准确的对冲基金和管理期货的数据库信息	2200
CISDM/Zurich/Mar	最初由 Managed Account Report 创建, 2001 年 3 月卖给 Zurich Capital Market, 2002 年赠给马萨诸塞州大学国际证券及衍生品市场研究中心	2500
FinancialRiskManagement(FRM)	是 FRM 旗下的对冲基金管理公司, 主要设计和管理客户导向的对冲基金组合投资, 这个数据库也用于学术研究	8000
HedgeFundResearch(HFR)	是一个在 SEC 登记的专门从事构建和管理 FOF 和多元基金证券组合的投资顾问公司, 目前是一个对冲基金数据库领先的提供商	2500
TASS/Tremont	1990 年创建于伦敦, TASS 投资研究是 Tremont 的一个附属机构, 也是数据和市场信息的一个领先提供商, 是对冲基金行业最老和最古老的数据库之一	3000
Tuna/Hedgefund.net	建于 1997 年, 是免费为全球超过 35000 个投资者提供关于另类投资的信息的网站。编制的指数也叫 Tuna 指数	4000
Hennessee	在 SEC 登记的仅提供另类投资信息的投资顾问公司	3000
Morgan Stanley Capital Indices(MSCI)	建于 2002 年, MSCI 对冲基金指数有一个规则化透明的指数设计和维持的方法, 有着一个综合的对冲基金分类框架, 数据库在不断发展壮大	1300
Van Hedge Fund Advisors	一个专门从事对冲基金研究的投顾公司	5000

来源:《解密对冲基金指数与策略》

国际主要指数提供商

指数提供商	开始日期	是否可投资
Altvest	1993	否
Barclay Group	1997	否
CISDM	1990	否
CSFB Tremont	1994	是
EACM	1990	否
EDHEC	1997	是
EurekaHedge	2000	否
FTSE	1999	是
HFR	1990	是
Hedgefund.net	1979	否
Hennessee Group	1987	否
HedgeFund Intelligence	1998	否
MAR	1998	否
MSCI Lyxor	2003	是
S&P	1998	是
SIX Harcourt HFXS	2001	否
Van Hedge	1988	是

来源:《Funds of Hedge Funds》

对冲基金指数编制的基本步骤

a. 数据筛选: 不同类别的指数, 如基准指数、可投资指数或者策略指数, 其成份基金的产品要素不同。根据赎回期、是否开放、存续期等条件筛选出符合条件的基金。

b. 分析处理: 每一支产品更新的频率不同, 包括每天、每周或者每月更新; 净值的单位也不同, 主要有 1 和 100。根据一定规则确定每个月净值数据的时间点, 确定净值单位, 对计算数据进行预处理。

c. 计算: 确定参与计算的成份基金数量; 可投资指数需要一定的统计运算(聚类、因子分析、主成分分析等)。确定计算方法, 因为目前国内基金管理资产规模变动较大, 所以采用算术平均, 未来协会在直接获取数据比例加大的情况下, 会采取加权平均单独计算一个行业指数。加权平均的算法可以更客观地反应出整体的收益情况, 但是在高权重基金出现大规模变动的情况, 可能会对指数造成较大影响。对比分析国际主流指数编制方法, 两种算法各占一半。此外, 对于每支基金起始点不一样, 还需要采取一定的标准化处理, 使得指数起始日期的净值为 1。

d. 尽职调查: 对于精选指数, 由于是主动管理的 FOF, 还需要更为严格的尽职调查。

e. **调整与更新**: 指数的编制是一个动态调整的过程, 对于新开放和已截止的基金, 需要在数据库中同步更新, 插入数据或者删除。指数更新的频率为每月一次, 如果遇到极端情况, 如清盘、赎回等, 也需要在变动发生的当日进行数据调整。

二 指数分类体系

分类体系概述

投资策略的多样性、灵活性和杠杆性是对冲基金投资的主要特点, 不同的投资工具和策略表现出风格迥异的风险收益指标, 即使同样策略由不同基金经理操作, 也会表现出很大的差别。因此建立一套科学的分类体系, 是指数编制的基础, 而子指数设计, 也将基于这些分类方式。国际主要指数提供商的分类体系包括 HFR 体系、MSCI 体系、Barclay 体系等。如 HFR 体系分为权益对冲、事件驱动、全球宏观、相对价值四个一级策略, 每个策略又有若干子策略。

HFR 对冲基金指数分类体系

权益对冲	事件驱动	全球/宏观	相对价值
<ul style="list-style-type: none">权益市场中性型基本增长型基本价值型定量型部门-能源/原材料型技术/医疗空头偏差型多重策略型	<ul style="list-style-type: none">积极主动型信用套利不良资产/重组型并购套利特殊情况型多重策略型	<ul style="list-style-type: none">积极主动型商品策略型农产品能源金属多种商品货币策略型自由裁量系统自由裁量主题型系统分散型多重策略型	<ul style="list-style-type: none">固定收益型资产支持债券可转换套利债券公司债主权债波动型其他收益能源基础设施房地产多重策略型

国内对冲基金分类体系

基金策略分类主要依据基金的投资策略, 分为主策略和子策略两个级别。主策略包括: 股票策略、管理期货、宏观策略、事件驱动、相对价值策略、债券基金、组合基金、复合策略和其他策略等。

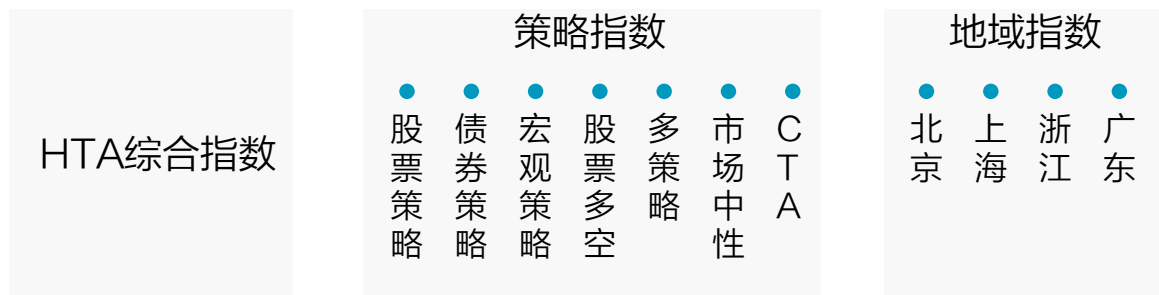
股票多空策略 (Equity Long/Short, or ESL) 是在持有股票多头同时采用股票空头进行风险对冲的投资策略, 空头仓位主要是融券卖空股票、股指期货或者股票期权。该策略从 1949 年 Alfred Winslow Jones 设立第一支对冲基金开始到现在已有近 70 年的发展历史, 仍然是对冲基

金的鼻祖主流策略。根据 HFR 的数据, 20 世纪 90 年代初, 股票多空策略对冲基金管理的资产规模占全行业的 37.1%、1995 年为 49.5%、2000 年达到最高峰为 56.3%、2008 年降低至 34.9%。近几年该策略一直维持在 31% 左右的水平; 而根据 Eurekahedge 最新数据统计, 至 2013 年 6 月份股票多空策略管理的资金约占对冲基金总资产的 30.86%, 仍然为目前份额占比最大的策略。与传统的股票多头相比, 资产都是主要投资于股票、核心都在选股; 该策略的优势在于不但能够通过买入低估股票盈利, 还能通过卖出高估股票取得收益, 在熊市中依然可以崭露头角。然而同时持有多空头, 交易佣金和冲击成本也会上升, 同时卖空时的融券成本也会提高整体的交易成本。

全球宏观 (Global Macro Strategy) 是指利用宏观经济的基本原理来识别全球金融资产价格的失衡错配现象, 通过对股票、债券、货币、利率及商品市场的价格波动进行杠杆压注, 来尝试获得尽可能高的正投资收益。全球宏观对冲基金交易可被分为两大类, 直接的定向型交易和相对价值型交易。定向型交易指经理们对一种资产的离散价格的波动情况下注。相对价值策略 (Relative Value) 强调从资产价格的相对高低中获利, 涉及两个具有高度相关性的资产或者不同市场中的同一资产, 当这两个资产 (市场) 之间的价格差变得充分大时, 买入价格低的资产, 卖出价格高的资产, 获取两者之间的价格差。简单一点说, 相对价值策略是一种无风险或者低风险套利, 目前国内出现的主要有统计套利和市场中性策略。统计套利 (Arbitrage) 策略综合使用各种套利策略, 包括期现套利 (期货与现货之间的套利)、跨期套利 (不同期限的期货之间的套利)、ETF 套利 (ETF 的一级市场和二级市场之间的套利)、跨市场套利 (不同交易市场之间的套利) 等, 获得无风险 (低风险) 收益; 市场中性 (Market Neutral) 策略也是统计套利的一种 (阿尔法套利), 但是该策略通过买入一个具有超额收益 (阿尔法收益) 的股票组合, 同时卖空一个相应的股票指数期货, 使得股票组合的贝塔为零 (中性), 获取与市场走势无关的阿尔法收益。

事件驱动策略 (Event-driven Strategy, or EDS) 是挖掘和深入分析可能造成股价异常波动的事件, 通过公司调研、情报收集、业内沟通、数据统计、规则分析、数据挖掘、深度分析等一系列合理手段, 提前分析出可能对股价产生影响的事件将要公布的内容和时间范围, 在结合市场热点和大盘趋势的基础上, 采取事件明朗化前逢低买入, 事件明朗化后逢高卖出为主要原则的中短线投资策略。该策略核心就是提前潜伏市场热点事件, 投资者主要通过持续复

ALPHA指数分类体系



利的方式来实现财富的裂变性增长。

CTA(Commodity Trading Advisors)，即“商品交易顾问”，也称为管理期货。其交易策略一般是通过给客户提供期权、期货方面的交易建议或者直接通过受管理的期货账户参与实际交易来获得收益。传统意义上，CTA的投资品种仅局限于商品期货，不过目前CTA的投资领域也逐渐拓展到利率期货、债券期货、股指期货、外汇期货、基本金属期货、贵金属期货、能源期货、电力期货以及农产品期货等几乎所有期货品种。所有CTA运用的交易策略基本可分为两类：趋势交易策略和反趋势交易策略。趋势交易策略是目前CTA运用最广泛的一种交易策略。趋势交易CTA通过运用大量不同的指标去除市场噪音并寻找当前的市场趋势，然后建立头寸，他们从市场趋势的持续发展中渔利。移动平均线、交易量、周期理论等都是趋势交易CTA运用较多的指标。趋势交易CTA根据时间周期的不同，又可分为短线交易者、中线交易者和长线交易者。反趋势交易CTA通常运用头肩形态、突破形态、交易量等反转指标来发现趋势的转折信号，然后建立头寸。不论是趋势交易还是反趋势交易，CTA都非常重视头寸的风险管理。

三 指数的数据分析处理

1.1. 搭建数据库

数据库的搭建是整个指数编制的基础，数据库的架构主要包括投顾信息，产品信息、基金经理信息以及产品历史净值四张表，根据指数编制的需求确定字段和表结构。

1.2. 数据获取

数据主要来源于两个方面：1. 公开数据和公开途径获得数据，并整合不同的数据源，按照统一的字段和数据格式存储；2. 通过尽职调查和走访合作。

1.3. 数据预处理

对于获取到的原始数据还需要进行预处理，例如，对于不同净值单位的产品，统一按照1为单位计算；对于不同的净值更新频率（每天、每周、每月或每个季度），统一按照每月一次的频率记录，根据产品的特性确定记录规则（每月15号或者最后一天的数据）。

1.4. 偏差处理

· 生存偏差（survivorship bias）

数据库中只包含了仍然在运营的基金的信息，而那些已经清盘或关闭的基金没有被包括，导致偏差。它的大小主要基于停止提供数据基金的数量所占的比例以及现存的产品与关闭的产品的收益率之差。

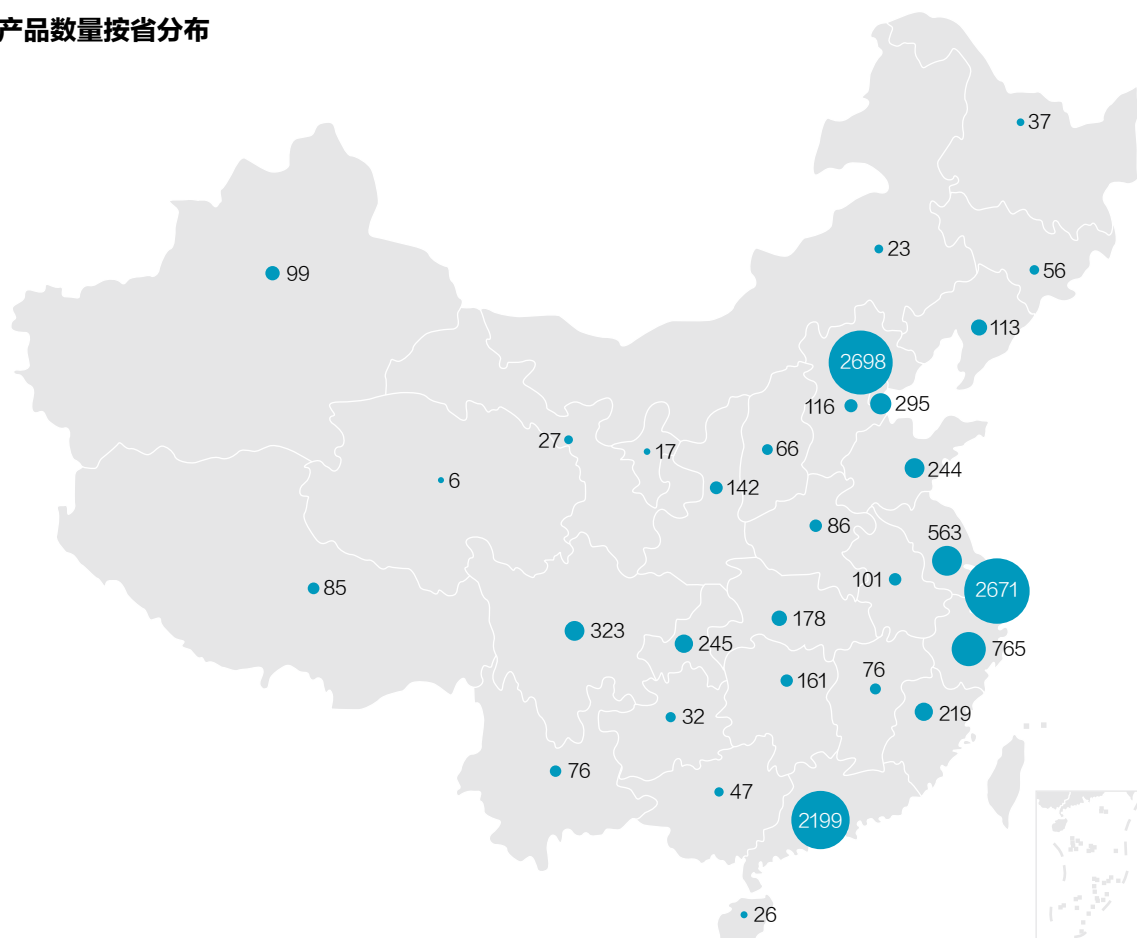
· 最新交易历史偏差（instant-return-history bias）

基金管理人在产品发行之后的一段时间，当业绩较好的时候上报数据，导致指数的收益率偏高。通过分析数据库里面所有产品的平均收益和模拟删除最早的6个月、12个月、24个月之后的收益率进行对比，可以得出一个偏差范围，以此来减少偏差。

· 选择偏差（selection bias）

由于上报净值信息是一个自愿的行为，基金经理会

产品数量按省分布



选择业绩较好的或者对自己有利的产品上报,而当产品容量达到上限的时候他们也会选择不上报,这就导致了数据库的信息不具有完全的代表性而造成偏差。通过分析对比不同数据库之间相同基金的覆盖率,可以计算出偏差率。

2. 基准指数

2.1. 数据筛选基本条件

- 至少每月提供业绩
- 扣除其他费用和分红之后的收益，非结构化产品
- 存续期大于 12 个月
- 在基金业协会有注册备案号
- 其他必要的条件

2.2. 数据分析处理

- 对于不是一个月汇报一次业绩的基金，选取每个

月某个时间点的净值作为本月净值

- 若一个产品分为多期发行的处理方式
- 一个基金经理管理多支同策略产品的取收益率中

位数

2.3. 计算

- 取所有产品收益率的算术平均数
- 不同起始点的产品，如果从统一的时间点（比如年 12 月 31 日）开始计算并且取平均数，进行标准
- 理
- 计算收益率：

$$NAV_t = NAV_{t-1} \times (1 + ROR_t)$$

$$ROR_t = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n ROR_t^t$$

Hedge Fund Talent Association (HTA) China Composite Index is a benchmarks designed to reflect the China's hedge fund industry performance, by constructing around 1000 hedge funds from China market



CNH HEDGE FUND INDEX

CNH Hedge Fund Index

COMPOSITE INDEX

Name	Index Value	ROR(%)	Annualized Return	Annualized Volatility	Cumulative Return	Max Drawdown	Sharp Ratio	Var(95%, 1M)
Composite	2,033.717	3.014	19.419	12.145	103.372	-10.563	1.270	-4.218

STRATEGY INDEX <CLICK MORE>

Name	Index Value	ROR(%)	Annualized Return	Annualized Volatility	Cumulative Return	Max Drawdown	Sharp Ratio	Var(95%, 1M)
Stock	2,183.734	3.379	21.563	16.460	118.373	-18.969	1.067	-6.068
Bond	1,321.137	0.535	7.210	2.806	32.114	-1.603	1.144	-0.747
Combination	1,731.699	2.254	14.714	13.181	73.170	-16.536	0.813	-5.039
Multi Strategy	1,996.115	3.272	18.863	11.752	99.612	-8.845	1.265	-4.074
Global Macro	2,809.103	3.944	29.462	17.571	180.910	-23.981	1.449	-6.042
Market Neutral	1,718.181	1.846	14.490	7.369	71.818	-3.635	1.424	-2.343
Arbitrage	1,573.379	2.318	11.998	4.382	57.338	-2.762	1.825	-1.124
Event Driven	2,952.960	5.503	31.088	23.847	195.296	-25.381	1.136	-8.814
CTA	2,335.202	4.979	23.618	17.818	133.520	-28.946	1.101	-6.547

REGION INDEX <CLICK MORE>

Name	Index Value	ROR(%)	Annualized Return	Annualized Volatility	Cumulative Return	Max Drawdown	Sharp Ratio	Var(95%, 1M)
Beijing	2,080.243	4.240	20.096	12.231	108.024	-11.033	1.316	-4.211
Shanghai	2,117.564	2.171	20.631	12.641	111.756	-9.702	1.316	-4.363
Guangdong	2,014.987	2.808	19.143	13.920	101.499	-14.634	1.088	-5.062
Zhejiang	1,916.286	4.027	17.656	11.147	91.629	-9.519	1.225	-3.880

2.4. 调整与更新

- 每个月，根据新加入指数的基金和被移除的基金，重新计算指数
- 新的产品加入，遇到投资者赎回，或产品清盘和其他极端情况时，更新成份基金

四 中国对冲基金指数

中国对冲基金综合指数（ChinaComprehensive Hedge Fund Index），是国内第一支在全球发布的中国对冲基金指数，是筛选了国内将近2万支私募产品后，保留了将近800家私募机构（均在基金业协会注册备案）的接近1000个产品近三年绝对收益的算数平均值，产品策略多元化（包括宏观策略、事件驱动、相对价值、股票多空等）。

该指数是目前国内唯一面向全球发布的中国对冲基金行业指数。通过汤森路透社和彭博社（世界前三大的多媒体新闻通讯社）在全球资讯终端覆盖128个国家和地区，提供上万家海内外金融机构下载和研究。



探索全新的私人财富管理框架

——更好的投资决策过程可以提升业绩

原作者: 普拉内·古普塔 (Pranay Gupta), CFA
原文标题: Toward a New Framework for Private Wealth

原文刊登于:《特许金融分析师》杂志 2015 年 1/2 月刊 (CFA Institute Magazine, January/February 2015 | Vol. 26 | Issue1.3)

原文链接: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v26.n1.3>

翻译: 仲奇超 CFA

审读: 田伟 CFA FSA

机构投资管理经过多年的演化已经成为一个产品透明的产业。竞争压力促使投资过程更高效、风控更专业、费率更低,资产所有者和资产管理之间也更默契。然而,私人财富管理长期以来受到另一些需求的影响,包括保护隐私、用来保护产权的法律结构,以及隔代财产转移的需

求。在这样一个框架下,客户更多地是与银行的私人财富管理顾问建立关系,而不是和该银行机构本身。因为客户和银行机构本身都不会把管理这类资产作为首要目标,结果是给客户资产设计的投资结构不够有效。

随着法律体制的不断完善,私人财富管理的业态在以下三个重要方面发生了变化:(1)隐私保护已经不太可能;(2)全球化的法律结构已成为可能,并且价格也比较合理;(3)机构的实力成为银行关系维护的一个重要因素。如此一来,私人财富管理的价值逐渐受到人们的关注。正因为对客户资产需要更有效地投资,私人财富投资行业未来势必需要改变。那么,需要哪些改变?这些改变将会面临什么样的挑战?本文提供了一些可能的解决方案。



投资存在的问题

私人财富管理客户的要求与任何一个机构客户的需求

求都是相同的：在一定的风险水平限制下，得到一个确定的、绝对的、名义或真实收益。那么，乍眼一看，可能会有人认为这个需求处理起来跟传统机构投资者的投资组合没什么不同。然而以下八个不同之处，使私人财富投资管理和实施变得更加困难：

（1）对真实绝对收益的要求。私人财富投资组合对使用对冲基金有一个上限，这意味着绝对收益的实现必须通过在所有资产类别一直持有多头的方法。这是私人财富投资中的一个棘手的问题。

机构财富管理往往通过三种不同的途径来规避只能持有多头来获取绝对收益的投资问题。首先，对于纯多头产品，解决方案是选择某市场指数作为基准。其次，对于绝对收益的产品，是做空。第三，对于多资产类别的产品，要使用一个混合资产类别的指数作为基准。各种基金设立人也采取类似的方法，建立一个“政策投资组合”，以此将一个绝对收益的问题转化为一个相对收益的问题，再由基金经理持续跟踪。

但在私人财富管理领域，因为自由决断的强制要求赋予了资产管理人对投资过程的全权掌控，纯多头投资策略和绝对收益需求之间风险敞口的差异，就成了资产管理人的直接责任范围，并且也不能通过政策投资组合或混合指数来规避这一风险。这个限制导致了一个真正的绝对收益投资问题，这个问题在实际操作中要比机构投资管理问题困难得多。

（2）客户个性化。机构投资大多可以使用某一种常规的投资框架，即资产投资于多个混合的基金结构（内部或外部）。私人财富管理的不同点在于，每个客户都要求其自身的投资限制和投资偏好反映到投资组合中，从而对投资、流动性、杠杆、单个股票持股、本国偏向、隔代资产转移和现金流等各方面形成了限制。鉴于私人财富管理的客户量庞大，要大规模实现个性化需求将面临问题。即使资产管理人可能对市场看法一致，但每个客户的看法都会不同，从而每个客户都需要一个不同的投资组合。

（3）账户资金量。机构财富管理产品的投资策略可以作为一个单一投资组合的资金量而设计，无论何时，不管资金量大小都可以适用。然而，在设计私人财富管理投资策略时，同时管理的不同私人客户的资金量可以天差地别。相应地，投资策略也需要同时适用于非常大和非常小的资金量。

（4）规定的投资期限。在管理机构财富时，虽然投资期限内的资产跳水会很痛苦，但代理人式的投资管理结构能够避免情绪上对资产的依赖，从而减少了投资决定中

的行为偏差。由于私人财富对所有者来说存在更多的感情依赖，因此其对投资期内的资产跳水的容忍度大不如机构。这种无法容忍肯定会影响为客户选择可行或最优组合的可能性。

（5）衍生品的使用限制。机构资产管理领域中的相关法律允许机构为delta不为1的衍生品工具使用抵押品。而在私人客户领域，为每个客户做类似的安排就显得过于繁琐，而且，每个客户投资组合中可以用于获利或者对冲风险的衍生品工具种类也有限制。

（6）管理成本。私人财富管理的商业模型建立在以资产量为基础的几种收费形式上，包括总账户的一个固定费率、每笔交易或投资的交易费、更大的价差，以及投资管理业绩的提成。由于这种种费用，使得私人资产管理的最低收益率要求明显要比机构资产管理（没有这些费用）要高，这样才能获得差不多的净收益。

（7）直接持股。私人客户有一个行为偏差，就是喜欢直接持有股票而不是投资于基金。虽然这个偏差总体而言是一个情绪偏差，但它也有理性的一面。如果目标是绝对收益（且客户接受资产跳水风险），那么相对于持有一个投资于该股票的基金（目标是获得一个市场水平的收益）而言，直接持股是合适的。

（8）商业模型。私人财富管理通常是一个以服务为导向的商业模型，其中一个很关键的部分是要包含一些从银行其它业务线所提供的服务于资产结构中。这类投资安排可以通过使用银行自有资产管理部门所提供的内部管理基金，或者使用“受欢迎的”外部基金经理。但这两种方法都会导致更高的交易和实施成本。在管理机构资产时，客户和资产管理人的经济利益会协调一致，从而减少摩擦成本，但在管理私人财富时，各方利益点截然相反，因为更高的实施成本正是资产管理人的直接收入。此外，私人财富管理既然是一项服务，也就意味着在所有投资决定中，客户经理较组合经理对客户来说更为重要。

鉴于以上八个方面的差异，一个标准的机构投资决策模型不能直接用来解决私人财富管理的问题。

目前的投资框架

私人财富管理的传统投资方案是基于60/40的平衡型投资组合的概念，也可能存在略微偏离。组合的风险水平可以根据资产所有人的风险厌恶程度有所不同，有保守的组合方案，也有激进的。在这样一个传统投资框架上，

投资经理已经为私人财富管理尝试过四种投资方法。首先是去中心化的组合管理，每个客户关系团队各自独立管理自己的投资组合。这种方法的投资统一性虽然有些削弱，但能使投资组合更贴近客户需求。二是核心-卫星的组合结构，每个账户投资于一个核心的内部管理的投资产品。其余部分（或者说“卫星”部分）用于特殊的投资管理。三是把一系列核心的自有投资产品组合成一个投资套餐，将所有的账户投资于这个核心投资套餐，而账户本身是由客户经理从投资顾问或自由决断的基础上来管理的。最后一种方法，是基于某种自有的市场观点上，只推荐一种投资观点，然后根据客户的投资要求，以不同的幅度来进行投资。

四种方法都没能成功解决文章开头所提到的种种结构问题。不仅如此，它们还有一个共同的缺陷：由单一投资过程决定的股票投资占组合的比例，决定了这个投资组合的成功与否。由于没有人能始终把握好市场时机，因此这类投资组合从某种程度上说，比较容易失败。

其他的投资框架


讲了那么多投资困难，现在列举三个其他可选的投资框架，也许可以解决私人财富投资中的挑战。

（1）私人财富管理经理平台。设想有这样一个私人财富管理平台，专业的基金经理们提供实时的组合持有情况。通过这个平台，客户能够直接投资于任何一个基金，或者直接投资于任何一个基金所投资的标的。收费标准相同，这样基金经理和公司对于这两种方法之间的选择是没有区别的。客户的投资组合可以根据客户的意愿或银行的建议（根据投资策略要求）进行再平衡，客户也可以提出其他投资限制，都将会被考虑进去。虽然一些特定的投资标的不能被复制，如对冲基金和流动性低的基金，但这个投资结构能解决一些关键问题。它能允许全面的个性化定制、允许直接持有股票、维持公司的财务收入水平、允许专业基金经理考虑安全方面的决定（但实施控制还是留给客户经理）、允许单一平台同时满足需要顾问服务以及自由决断投资服务的客户、还可以降低偏向于投资自有基金的偏差。这个结构已经出现在机构资产管理中，为大型个性化管理的账户服务（同时也出现于另类投资领域），而机构资产管理又以更透明和更完善的风险管理著称，因此，我们有足够的理由相信这个结构也可以存在于私人财富管理领域中。

（2）一组主题投资组合。富一代们对于全球经济动态有一套自己独到的看法，与其说股票-债券配置决策或是选股策略，不如说是趋势判断或主题投资策略。对于这一群客户，如果私人银行的投资团队要为某一特定的主题目标创建并管理一个透明的证券投资组合，那会怎么样呢？从顾问服务的角度来看，客户会选择一个看似有前途的主题，并且相应地配置（和再平衡）资产。从自有决断投资的角度来看，银行的组合投资经理也同样可以采纳一样的资产配置。这个方法有三个优势。首先，股票-债券配置决策也许会被多次采纳，原因是需要差异投资（即分散化投资）。其次，在投资团队的经验基础上，可以融入客户自己的投资观点。最后（也是最重要的），每个主题都隐含一个投资期限，能让客户更加现实地平衡风险和收益。

（3）根据客户目标进行配置。机构资产配置框架下，首先需要做的往往是资产类别配置（私人财富管理也有同样的方法），但一些基金设立人用的是一个以负债驱动的投资方法（Liability-driven investment, 简称 LDI, 下同）。虽然私人财富管理领域中不能直接照搬 LDI 的投资方法，因为可能找不到一个合适的负债去匹配，但可以考虑根据客户的目标而不是资产类别来进行配置。客户的目标可以包括流动性、到期收益率、成长性、短期资产选择、流动性溢价、主动配置，以及稳定的持股比例。上述每一个投资理念都有一个确定的投资期限，并且倾向于使用股票-债券配置决策。这里再次强调，虽然这个框架也许不能解决私人财富管理的所有问题，但它有助于让客户认清投资组合的真实情况，在客户经理保持对账户控制的前提下，允许客户的目标得以实现，当然这也离不开投资经理的支持。

实际解决方案

私人财富管理的投资策略需要进一步改进，以提升投资业绩、改进风险管理，但前提是不能影响个性化需求和服务质量。我已经提出了一些可能的解决方案来满足私人客户的常规要求，并且通过机构的投资决策优势来设计投资组合。因为这些投资框架对于组织架构的影响最小，因此我认为私人银行可以考虑这些方法。 

普拉内·古普塔 (Pranay Gupta), CFA, 拥有 20 多年的资产管理经验。他是 CFA 协会研究基金受托人委员会的成员，也是新加坡国立大学资产管理研究和投资中心的访问研究员。

论投资决策力的决定性优势

——被忽视的技能能帮助投资经理脱颖而出

原文作者: 杰森·沃斯 (Jason Voss), CFA

原文标题: The Decisive Advantage of Decisiveness

原文刊登于:《特许金融分析师》杂志 2015 年 1/2 月刊 (CFA Institute Magazine, January/February 2015 | Vol. 26 | Issue1.3)

原文链接: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v26.n1.4>

审读: 陈晓颖 CFA

多数投资分析师所追求的技能是显而易见的, 由于它们渗透于投资业务的神话中, 你或许会认为这些技能是必需的。然而, 成功的投资管理生涯所需的一些重要技能是商学院不教授的, 商业报刊不讨论的, 也是大多数公司招聘时不能理解的。

通过招聘研究分析实习生、研究分析师、资产组合经理, 甚至包括 2005 年我从投资管理公司退休时的职位继任者, 我总结出了足够关于如何使一个投资经理脱颖而出的技能, 这些特殊的技能包括创造性和直觉, 在该系列文章的第一部分已经阐述过。

如果你想从具有进取心而且高智商的候选人中脱颖而出, 就应该设法拥有这些技能。在这系列技能的第二部分, 我将重点阐述三个更容易忽视的技能: 果断性、绝对与相对的决策、直率性。



研究分析师和投资经理的区别在于分析师瞄准一把枪, 但是扣动扳机的责任落在了投资经理身上。这种差异不仅强调了伴随责任的巨大压力, 而且凸显了对投资管理果断性的要求。

我曾经和一些在投资界从事资产管理经历比我长的分析师共同工作。当我向分析师征求关于某个业务及在该业务中可能投资的意见时, 譬如“你会以当前的价格买入吗?” 尽管他们工作经历丰富, 但他们会用很多数据来回答我的问题。虽然这种反应有时候是有用的, 但在在我看来这是一个很可怕的分析师疾病——分析瘫痪, 笼罩在数据

外衣下的是他们缺乏果断。

发生分析瘫痪有几种原因。一开始大多数分析师和投资经理尚未认识或理解在投资中最重要的经验是: 世上没有未来的事实。根据定义, 事实是过去发生的事情, 但是投资结果在未来才会呈现, 因此, 再次重申: 投资决策本质上是信任的爆发。没有事实能为你做决策。首先, 你必须牢记这一点。

其次, 我发现许多分析师在精心构建严密分析的外衣下是一个毫无个人情感的人。克服这一问题的方法是冥想, 通过冥想可以对个人情感及情感背后的原因带来可贵的领悟。

再次, 如果你患上了分析瘫痪, 要尝试在不确定条件下做一些后果较轻微的决策。从很小的决策开始, 然后逐步向重要决策发展, 比如从在食品杂货店买什么苹果反复思量开始最终发展到做重大决策。

我从资产管理职位上退休时有权聘任自己的继任者。我和他共用办公室好几个月, 借此向他介绍在任期中遇到的许多选择问题, 也让他熟悉我的模型。不出所料, 就投资过程、各种关系及选择他提出了许多疑问。

但是所有这些疑问都是学习知识型的, 直到有一天他询问了我一个完全不同类型的问题: “既然可以这样做, 你为什么要那样做?” 我开心地笑了, 他立即向我道歉, 说: “对不起, 我有些出格了。” 我答道: “恰恰相反, 这正是我期待的时刻, 这个基金现在是你的了。” 当继任者最终愿意并且能够质疑我的判断的时候, 基金经理位子的交接就成功完成了。

他因行为果断而有担当, 几个星期后我就安然退休了。



绝对与相对的决策

优柔寡断可以通过冥想直达更深的直观见解而得以治愈。从表象上看你变成了一个当机立断的人，这是丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）称之为系统1的决策类型。而从本质上看，决策的构建过程则完全迥异。通过冥想达到的决策不是前额皮层和杏仁核（prefrontal cortex vs. amygdala）的决策机能，而是伽玛（gamma）脑波和贝塔脑波的决策过程。这样，你就在周围环境的引导下做出了绝对决策而不是相对决策，注意这种情况并不经常发生，只是在你需要决策而事实并不提供支持的情况下有效。

换句话说，当你进行此类决策时不需要参考数据、他人经验或者与人商榷。相反，你自己就能做出决策，因为你已经形成了洞察真相的能力。这种能力类似于艾萨克·牛顿（Isaac Newton）对于“微积分”的灵光一现，他后来用两年时间完成数学描述。这都是给我们这些人看的数学证明，牛顿早就知道他是正确的。

在我所列举的这一系列技能中，这一技能是最稀缺的。我只见到少数人能够做出这种质量的决策。需要说明的是，我不谈论胡乱决策但是表现出果断力的人，我讨论的是通常做出正确且明智的绝对决策之人。

在绝对决策状态中，判断纯粹并且无偏见，决策者能看到其他人看不到的东西。我们都曾见证过巅峰状态的运动员做出绝对决策而产生的辉煌战绩。科学家倾向于通过观察更多样本来发现热手谬误问题，他们忽略运动员的自我陈述——处于巅峰状态，取而代之的是科学家认为这是一种运动员的心理常态，存在于所有样本中。

战斗中的士兵和险境中的警察也报告了类似经历。许多这种巅峰状态的经历记述在由戴夫·格罗斯曼（Dave Grossman）和劳伦·克里斯坦森（Lauren Christensen）所著的《争斗：战争与平时时期致命冲突的生理与心理》（《On Combat: The Psychology and Physiology of Deadly Conflict in War and In Peace》）一书中。通过冥想，人类可以形成挖掘深层心理意识的能力，他们声称当子弹飞来时可以看到由枪管膛线引起的子弹旋转。更重要的是，在高度警觉的状态下许多人表示会做一些非同一般的事来避免他们所处的危险境况。例如2009年3月9号，全球金融市场触底时，绝对决策而不是相对决策对于长期表现是至关重要的。

除了冥想对于决策的好处，我还没有发现其他方法

能培养这种技能。另一方面，对冲基金桥水公司（Bridge-water Associate）的雷·达里奥（Ray Dalio）自称是冥想者，说他所创造的每一个阿尔法都归于他的冥想。

在CFA协会杂志2014年11/12月的期刊中我谈到创造性（此文也可以从Enterprising Investor博客获得），我提到购买了美国爱依斯电力公司（AES Corporation）股票，当时我没有说自己购买的大部分股票是在雷曼的交易员警告我不要购买的那一天发生的，因为那天大多数人担心公司会破产。事实上，交易员恳请我：“你确信你要买很多吗？你是今天惟一的买入者！”

行为经济学专家将会说，我记住这个故事是因为它最终让我成功，我将其它失败“猜测”的痛苦深埋到潜意识中。但是我自己分析的每一个业务都持有投资观点，包括那些我并不买入的。而且，至少每季度我会回顾一下自己的决策，即使是那些我没有买入因而也没有机会卖出的。记录表明这是我职业生涯中遇到的为数不多的几次情况之一。这是一个绝对决策，AES发布了可怕的坏消息，看上去就要破产，因此这个决策不是基于基本面分析。

类似的决策还有购买美国银行和通用电气，卖出凯马特（Kmart）。这些决策在未来市场震荡中被证明是“正确的。”



直率性

或许你已经掌握了成功的投资管理所需要的其他所有技能，但是了解和沟通你掌握的事情是完全不同的另一种技能。把右脑的领悟转换成一个更直接的方式需要强大的语言技能。有了这个技能，投资人员就能够说出他们认为的和知道的真相，这样，深奥的投资分析过程就能清晰地讲述给听众，比如资产管理经理、首席投资官和董事会。直率与诚实不同，它强调投资经理说出他看到的真相，在不大量过滤信息的情况下主动说出自己的观点。当你一直采用这种方式时，决策就变得容易，因为人们将直观地意识到你说的是真相。如果你希望自己更加直率，句句属实，尝试进行以下心理架构。如果淡然地遵循下面五条原则：灵感、想象、思想、语言和行动，你的论述就是真实可信的。

灵感是“啊”或“我发现了”等语言标志着发现真相。

想象是灵感、知识及经验的结合从而发现新的思想，很多人认为这就是创造性。

思想是将最初的灵感和相应的想象变成结构化现实

的架构创造过程。

语言（“我保证”）是一个有意义的承诺和担当，将最初的灵感转变成实现。

行动是通过艰苦的工作把最初不切实际的想法变成可达成的现实。

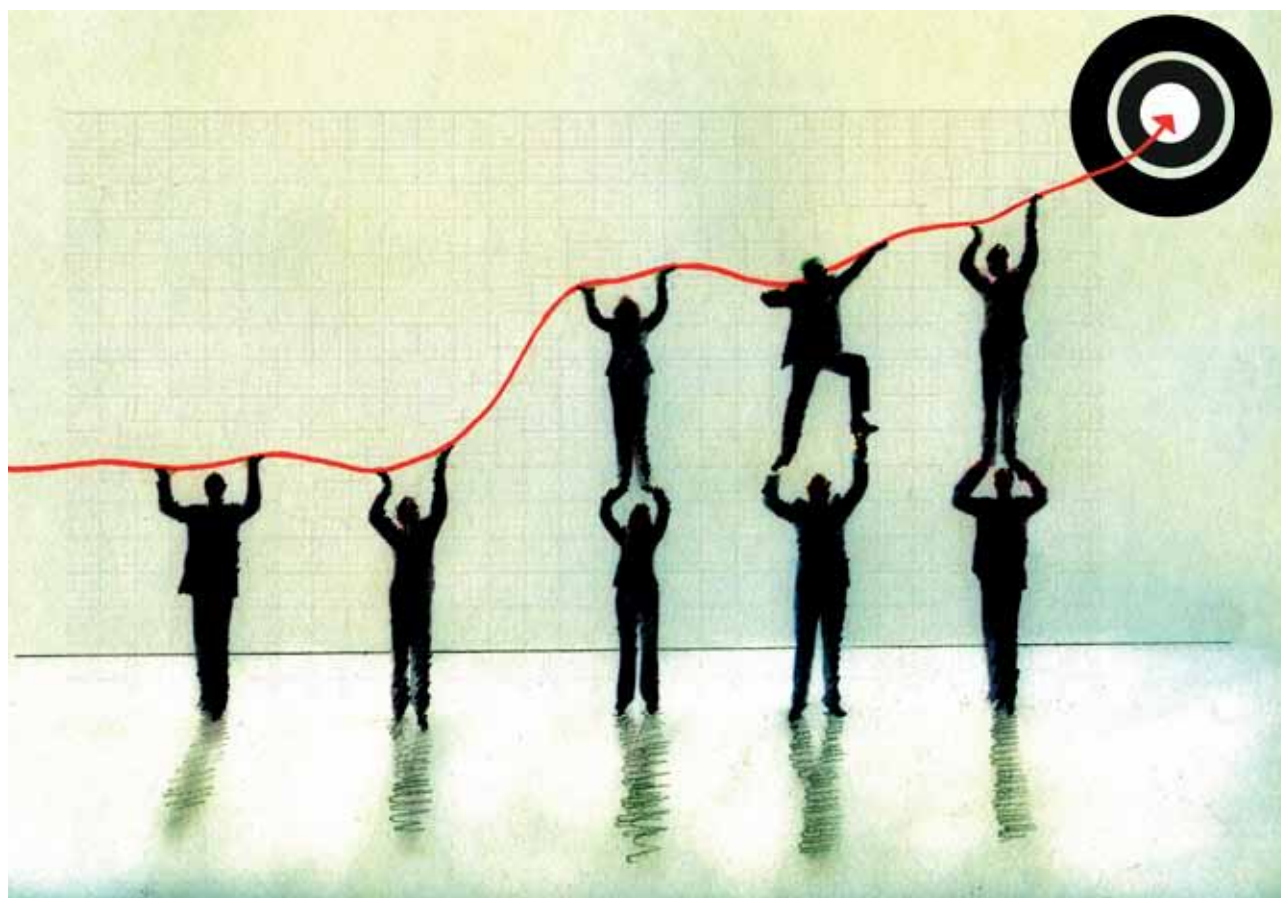
如果以上五步能协同工作，那么神奇的事情将发生在投资经理身上，诸如改变资产组合配置；建立处理棘手实务的问题列表以获得真相；开发看待业务的新方法，从而获得新的领悟；或者在你的半年报中向股东写些什么东西才能表达你对一个不好决策的真诚后悔，这样做既能保住饭碗又能重获信任。

在呈递给第一个金融业老板的最初求职候选材料中，有一份我的硕士论文副本，在论文中我指出只要你采用下方风险测度而不是波动率来计算夏普和特雷诺比率，那么主动管理就优于被动管理（和流行的观点相反）。在随后的研究分析工作面试时，面试官对我说道：“你知道吗，我认为你的论文是一派胡言。”

我做了一个深呼吸使自己平静然后集中于“灵感”，也就是说，我觉得面试官并没有读过我的论文，这是我感悟到的。就我对该企业的了解（他们是主动管理者），我不能“想象”他读了硕士论文。然后我想起当我进入办公室准备面试时，他正在开一个电话会议，然后查看了一会儿电子邮件，忽略面试。这是直率的“思想”阶段。我告诫自己当面质疑他是否读过硕士论文（“语言”阶段），然后我答道（“行动”阶段）：“我认为你没有通读论文，因为它确实支持主动管理。”

一般来说，我们给面试中的候选人的建议是畏首畏尾，不要挑战面试官。然而，此时我的言语使得面试官脸红，他说道：“你是对的。那请你告诉我这篇论文的要点是什么？”最终我得到工作机会并欣然接受。这就是真相的本质：它穿过了交流和智力混乱的深层次。 H

作者杰森·沃斯 (Jason Voss), CFA, 曾任共同基金经理，现任 CFA 协会内容总监



太阳能之赋

——太阳能真的步入了投资潜力的全新时代吗？

原文作者：约翰鲁·比诺 (John Rubino)

原文刊登于：特许金融分析师杂志 2015 年 1/2 月刊
(CFA Institute Magazine, Jan/Feb 2015, 20—21)

原文链接：<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v26.n1.6>

翻译：殷玲

审读：莫孝源

太阳能终于成为了主流。经过 40 年的成本削减和创新（大部分得益于政府试图取代化石燃料的补贴），光伏发电在经济上成为可行的。而且随着太阳能成本持续下降，太阳能似乎不仅能加入未来的全球能源市场行列，而且大有领头之势。

根据 2014 年 10 月 26 日德意志银行分析师维沙尔·沙阿 (Vishal Shah) 的报告，在美国 10 个州，太阳能处在市电平价（该价位下屋顶太阳能电池板供电价位与当前的补贴制度下的地方公用电力同样便宜）。“在此后的 2 年里”，沙阿说：“太阳能有潜力在另外 12 个州达到市电平价。在那些市场，我们预计未来 3 到 4 年内太阳能装机容量增长将达到 400%—500%。”

美国并不是主要的增长市场。中国（因为它的能源需求和人口问题都很突出）和日本（因为它对核电的使用在福岛核事故达到顶峰）准备着在十年内引领世界太阳能安装潮流。

从如今至 2050 年的趋势推断，国际能源机构预测太阳能在全球电力市场的份额将从目前的 1% 上升至 26%，使之成为世界头号能源来源。

三个方面的发展对太阳能的异军突起至关重要：成本的下降、优化的融资平台、以及不断变化的客户行为。首先，对于成本而言，太阳能越来越便宜。“近年来重点都是降低成本，”马里兰州贝塞斯达市 (Bethesda, Maryland) 的卡尔弗特全球另类能源基金 (Calvert Global Alternative Energy Fund) 的基金经理特雷萨·尼·琼海尔 (Tresa Ni Chonghaile) 说道：“比如，他们在太阳能电池中使用更少的银，开发更优质的逆变器，它能把太阳光直流电流转换成交流电流来驱动家用电器。”她预测可能的结果将是

2015 年太阳能电池板生产成本进一步下降 10%。

更大的成本节省将在平衡系统性成本中实现，比如安装。伦敦的阿特金森 (Guinness Atkinson) 另类能源基金的基金经理爱德华·吉尼斯 (Edward Guinness) 说道：“几年前，组件的成本占整个系统的一半以上，比方说每瓦特发电容量的组件 4 美元，安装的系统 8 美元。现在组件花费 0.6 美元，而且在欧洲安装费用为 0.6 美元—1 美元。最优方法和规模效应正带来大量的成本节省。”

其次，新的融资平台通过降低资金成本来增加需求。系统安装商，比如太阳城 (Solar-city) 公司和 Vivint 公司，提供用于建立和维护户主屋顶的太阳能设备，以此来换取租赁或者贷款支付，这通常比当前的水电费用低。安装商将这些收入流卖给发行人——就像抵押贷款或者信用卡贷款——打包成资产支持证券，然后将它们出售给机构投资者。

同时，“收益公司”模式已经兴起，表现为拥有太阳能发电厂，并将由此产生的大部分现金流支付给投资者。这个方法与房地产投资信托对商业地产，以及业主有限责任合伙制对天然气管道使用的模型类似。“‘收益公司’正在驱使资金成本下行，并创造一个可见的基准，供其他渠道的资本以有吸引力的价格进来”吉尼斯说。

最后，顾客会注意到过去的组件成本的下降。“这是一个巨轮般良好开始，组件的价格水平的下降逆不可挡，”吉尼斯说：“很多国家开始意识到太阳能的潜力，因为他们在扩张安装的用户群，大量冗余之物正从非组件中清除掉。中国和德国的安装成本与美国或者中东相比差异巨大。”所以，增加的需求带来的规模效应和价格下降将进一步提高需求。

综上所述，“当其他能源价格上升的时候，太阳能发电成本将持续下降。我希望十年后，我们能在大多数市场见证市电平价的到来”，琼海尔说。



阻碍与挑战

市场对于太阳能的需求远超过其它可替代能源，但这并不代表现在的市场是太阳能发展的天堂。市场总会有

潜在的阻碍，对于太阳能而言，以下问题值得关注：

利润压缩。价格的下降的和快速的增长有利于销售，但利润可能会出现。问题。“很多太阳能电池板生产商习惯了过去的高利润率，现在需要接受更小溢价空间和更窄利润，”位于佛罗里达州坦帕市 (Tampa) 的经纪公司雷蒙詹姆斯 (Raymond James & Associates) 的能源分析师帕维尔·莫尔恰诺夫 (Pavel Molchanov) 说。

安装商倾向于提前将客户获取和系统建设的成本记入利润表中，然后随着时间的推移逐渐回收收益。比方说太阳城公司 2014 年三季度实现了年化收益 20% 的增长，但是它的运营成本增加了 119%，导致巨额亏损。

在这种市场下，“规模和效率至关重要，”琼海尔说：“最强的电池板生产商将是那些能从每块电池板中掘出最多能源并且参与到增长最快的市场中。”

中国的电池板生产商鼓吹行业最低的生产成本。而且鉴于该国的对于太阳能发展雄心勃勃，他们的定位非常完美。“中国的很多一线制造商已经火力全开，但是还是跟不上当地的需求，”琼海尔说。

整合。大多数的太阳能生态系统都高度分散，琼海尔指出，一波并购重组的浪潮业已成熟，因为强大的市场成员利用规模效率和更廉价的资本铲除较弱的竞争对手。

同理可见，在安装商市场，“那些投资赋税优惠的环境中有一定规模的企业促进税收股权基金、资产支持证券，而且这些公司就会赢得市场份额，”沙阿观察到。

容量限制。“中国政府扮演着 OPEC 的角色，不会允许太阳能公司去投产新的生产容量，除非有意义的科学发展涌现，”吉尼斯说：“所以，中国公司正在升级并改进他们已有的设备，而不是增加新的厂房。”在其他条件都相同的情况下，这种模式有利于近期盈利，但是将冒着将供过于求转化成短缺的风险，从而暂时地限制销售增长。

不可预知的监管和补贴。尽管已接近市电平价，但这仍是一个补贴和贸易壁垒扮演重要角色，有时甚至是决定性角色的市场。美国最近对中国的太阳能组件实施反倾销税，有传言日本将考虑削减其过度慷慨的补贴体系。美国太阳能投资赋税优惠政策抵免了太阳能电池板原价的 30%，该政策将在 2016 年到期，届时太阳能成本会增加近 1/3。

所以即使太阳能电池板成为商品，并且系统平衡的最佳操作成为常态，地理位置仍至关重要。总部坐落在在需求增长最快或者补贴最慷慨的市场的那些公司仍然会有很大的优势。

波动的化石燃料价格。2014 年末，石油价格骤跌近

20%，让能源市场整体恐慌，同时给太阳能股票带来了大幅下挫。“不必担心，”莫尔恰诺夫说：“石油与电力的价格不相关。太阳能经济与北美和欧洲的石油没有相关性，和日本的关系也很微小。”

煤就另当别论了。煤的价格下跌会在多个市场延迟太阳能市电平价。但是化石燃料价格波动也会有利于太阳能，因为阳光总是免费的，太阳能电池板长期来看会被很好地理解。因此，太阳能发电厂是非常“稳定、可预测的资产，”吉尼斯说。所以，即使在那些太阳能比煤炭贵的地方，太阳能的可预测性将使它在风险调整的基础上更有吸引力。

不管怎样，因为太阳能无处不在，与其说它将被影响，不如说它正影响其他的能源市场：代替化石燃料并限制其定价能力。“太阳能给电力价格走势锁定了上限，”吉尼斯说。

存储速度的阻碍。太阳能似乎很多年内仍将被看好。但这之后，“会出现一个障碍，”莫尔恰诺夫说。因为太阳能是一种“间歇性”电力能源，只有在太阳发光的时候才会产生作用，所以过多的太阳能会给电力设施带来管理波动的困难。如果不整流，这个问题会限制太阳能长期增长的前景。

“这个问题离像美国这样太阳能占有率不到 1% 的市场很遥远。但是在德国，太阳能占有率高达 8%，潜在的电网失稳是一个很大的问题，”莫尔恰诺夫说：“在 2020 年末，很多国家的太阳能发电在电力结构中超过 10%，到那个时候，开发高性价比的存储方案对于行业将至关重要。”

因此，对于主流的可再生能源，关键一点是白天能储备超额能量，到晚上再补充到电网，由此有效地将诸如太阳能和风能等的间歇性能源转换成更具吸引力的基础电源。

“现在，新兴的电池市场被大的、所熟知的品牌占据着，”琼海尔说：“三星和松下正在研发电池品种，一些关注汽车市场，一些关注可再生能源。西门子的一款电池可以用于风力发电。英国的庄信万丰 (Johnson Matthey) 正在大举买进电池科技公司。他们各自都在大步向前。”



当然没什么是可靠的，但是如果恰当的部分——包括便宜的资本、持续的成本缩减、有利的政府政策和多变的存储方案——尘埃落定后，太阳能目前的势头似乎有望持续增长。“久而久之，这种情景将会越来越引人注目，”吉尼斯说。 H

与众不同的标志

——一些被忽视的技能可以帮助投资经理脱颖而出

原文作者: 杰森·沃斯 (Jason Voss), CFA, 前基金经理, 现为 CFA 协会的内容总监。

原文刊登于:《特许金融分析师》杂志 2014 年 11/12 月刊 (CFA Institute Magazine, Nov/Dec 2014, Volume 25 Issue 6)

摘要链接: <http://www.cfapubs.org/doi/abs/10.2469/cfm.v25.n6.6>

翻译: 郑维新

审读: 殷玲

大多数投资经理所寻找的一些技能是显而易见的, 比如对经济、商业、金融的热爱以及具备这方面广阔的知识、强烈的干劲、信心以及坚持。你可能认为这些技能是必须的, 因为它们渗透到了投资业务的神话中。然而, 一个成功的投资经理所需要的重要技能既非来自商学院的传授, 也不是商业出版社所讨论的或者是大多数招聘公司所理解的那样。

通过招聘研究员实习生、研究员、投资组合经理, 甚至是当我于 2005 年从投资经理的位子上退休下来招聘我的继任者时的等等经历, 我认识到了具备何种技能才可以让基金经理脱颖而出。这些技能包括自我反省、创造力、直觉力、果断性、绝对与相对的决策、以及洞察力。如果一名基金经理想从那些具有高昂积极性以及高智商的候选人群被人注意到的话, 掌握这些技能十分必要。在这个系列的第一部分, 我将着重于前面 3 个技能: 即自我反省、创造力、以及直觉力。



反思能力

如果你对自己没有自知之明, 你就不知道你的哪项弱点需要通过自我宽恕、深思熟虑、精心安排的计划或者是纪律来解决。其结果是, 你终将一次又一次重复你犯过的错误。几乎没有基金管理公司有耐心容忍重大错误重复发生。实际上, 在我职业生涯期间的个人目标是永不重复同样的错误。虽然我在我的投资生涯中犯下了

许多错误, 但我只在其中唯一一个错误上重蹈覆辙。

此外, 如果你不了解你自己的话, 你的知识技能可能会与你内在的天赋相脱节。举个例子, 如果当你的肾上腺激素穿越你的静脉时正是你表现最为出色的时候, 而重要的决策又需要在短时间内立刻做出决定, 那么让你去运用需要慎重细心的财务报表分析工具或者是现金流量贴现分析工具就显得毫无意义了。也许更为适合你的工具是一款可以帮你梳理推特上可行信息的软件。那么显而易见的, 了解到你自身的这个特点后, 意味着你可能想要一份交易平台的工作而非工作于价值投资公司。

改进办法: 开始练习冥想或者正念。当你开始练习冥想时, 你便是在用 3000 年来人类一直行之有效的方法去了解自己。

应用: 我作为组合经理的第一笔买入是美国国际整流器公司 (International Rectifier, IRF)。作为一个研究员, 我花费了数月的时间去了解这家公司并对其建模, 在我从研究员升职为组合经理后不久我便买入了这家公司的股票。我的模型保守估计该公司的公允价值为 45 美元一股, 当时的市价在 45 美元一股附近, 然而美国国际整流器公司的股价继续下跌, 其价格远远低于我对其预估的公允价值。

直到我开始进行仔细的自我反省, 我才意识到我忽略了我另一更喜欢的交易规则: 只买公司股价有安全边际的股票 (比如, 当前股价低于我预估的公允价值至少 15%)。遗憾的是, 我当时这只基金联合投资经理, 没有权限大有作为。如果我早些时候去做冥想的话, 也许就能防止基金持有人的资本损失了。



创造力

对于那些有抱负的投资候选人, 我通常问他们的问题是, “你做过什么具有创造力的事情吗?” 这个问题这些年问下来, 我只得到过两个合乎逻辑的答复。其中一个由于回答无可挑剔, 以至于我当场便坚持要求雇佣这位候选人。

为何对于这个问题的回答如此重要呢? 有两个理由。

第一，它能测试出你是否了解你自己是如何思考问题的；第二，它揭示了你是否有意愿用全部的精力去思考与解决问题。

事实上，每当我们过马路时我们都对路况收集了大量数据，并针对不同的状况我们能够当场得出解决方案，这些不同的状况包括：结冰的道路，快速运转的交通，穿过的车道数，你的健康状况，你的鞋子，等等。这些都是具有创造力的解决方案。人们一直在运用他们的创造力去解决问题，但是大多数人完全没有意识到他们自己是如何思考的。

许多人虽然意识到了创造力是整个思维框架的一部分，但他们仍然对创造力的含义存在着误解，因为他们拘泥于创造力那老生常谈的含义，即他们把具有创造力的事物定义为制图、绘画、雕刻、或者是演奏乐曲。但真正的创造力训练，只要是能意识到自身的创造力并且去做一些能够培养这部分能力的事情就可以了。

改进办法：想要拥有创造力有两条捷径。首先，不断地去了解你的界限和你公司的界限。创造力的含义是，把过去的界限推进到新的领地——即做一些别人没有做过的事情。如果你仅仅只是在重复一直以来你所做的事情的话，那么你也只能取得一直以来你所得到的成绩。第二，创造力是和意识相关联的。改进的方法包含两部分：冥想，以及用跳跃的思维去挑战正統的观念。

应用：创造力是一个非常普遍的技能，因而几乎在所有情景下我们都能运用它。然而，对创造力最为显著的运用是产生新的投资理念。毕竟，要在投资管理上脱颖而出，你必须要做一些别人不曾做过的事情。而创造力这项技能可以帮助你识别出哪些事情是别人没有做过的。

在我的投资管理生涯中，我很早就提出了这样一个重要观点：用“狡猾”的方法低价获取科技繁荣所带来的好处。通过我的创造性实践，我认识到了科技的广度和深度；换句话说就是，全球有越来越多的人购买科技产品，同时越来越多的产品受益于新的科技（比如冰箱、牙刷等）。

不幸的是，技术领先的产品不可能被折价出售。但是，通过我的创造性探索，我认识到所有这些高科技产品都需要电力，因而电力也由此成为了一个具有广度和深度的故事。受此启发，我开始寻找一家全球电力公司，这样我能够通过非常稳定而又成型的商业模式来分享科技发展所带来的利益。创造性思维所带来的战果是，我购买了 AES 公司（AES）的股份——这项决策在我投资经理的生涯中无疑是最为成功的。



我认为丹尼尔·卡内曼 (Daniel Kahneman) 在他的行为经济学理论中把直觉力当作了稻草人来处理。我很喜欢他的畅销书《快与慢的思考》(Thinking, Fast and Slow)，在这本书中他把直觉力和“第1类”的思考联系在一起，称之为“快速思考”，其特点为对情况的迅速评估、潜意识思维、以及通过大脑的松果体进行思考。卡内曼把“第2类”的思考作为对立面，这是一种“慢速思考”，其特点为深度分析或者说是用大脑的前额皮质去处理问题。

然而我认为不应该把直觉力和第1类的思考联系在一起，卡内曼的第1类思考应该指的是本能才对。事实上，《牛津英语词典》把直觉力定义为“对真理和事实的直接感知，是独立于任何推理过程的；一种瞬间的领悟”

《牛津英语词典》对直觉力的另外一种定义是“纯粹的、无需传授的、非推论而得的知识”。注意这两个词“领悟”和“非推论而得的知识”，它们代表的含义是一种瞬间的才华，而非一种本能的反应。

我写的书《直觉投资者》(The Intuitive Investor) 把直觉力形容为好像给宇宙无线电台调频一样。德曼也用类似的语言来形容直觉力：“观察者与被测物（或人）极度靠近，使得观察者开始从外部和内部同时感受被测者的存在。直觉力就是将观测者和被测者融为一体的产物”。这些形容都表明，尽管最后会产生“灵光一现”的情景，但直觉力还是离不开我们的深思熟虑。

但是为何这些对于投资管理来说非常重要呢？

用直觉来领悟的前提条件是要拥有一个无偏的、独立的思维——即这种思维要摆脱偏好、偏见、以及感情上的约束。实际上，尽可能对宇宙的真理进行理解、领悟、共鸣的能力，与每一个分析员完成折现分析所需要的能力是一致的。

改进办法：开发直觉力的关键在于要去除自主的情绪反应，以及把自己调节到没有杂念的状态。有必要再重复一次，这一切正是健康的自我反省和冥想练习的成果。

应用：直觉力这个技能有着无尽的应用。我的直觉力使得我于 2009 年 3 月 12 日公开宣称 2009 年 3 月 9 日是标准普尔 500 的低点。因为通过使用冥想，我感到大多数市场参与者不再仅仅是处于因为焦虑而厌恶市场的状态，而是已经完全筋疲力尽了。这种高度情感偏执的时候正是预示终结的时刻。然而通过运用直觉的力量，我成功摆脱了自主的情绪反应，让我看到了一个不同的世界，使我做出了与其他市场参与者完全不同的决策。 H

暗池中的规则交易

当监管者关注的暗池交易时,规则交易是否有益于市场?

作者: 雪莉·迪卡尼 (SherreeDeCovny)

原文标题: Rulers of Darkness

原文刊登于:《特许金融分析师》杂志 2015 年 1/2 月刊 (CFA Institute Magazine, January/February 2015 | Vol. 26 | Issue 1.3)

原文链接: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v26.n1.10>、

翻译: 陈晓颖 CFA

审读: 李洪逸 CFA

或许都将受益。



第三测试组

受测试的股票会被分成三组, 每组 400 只股票, 另外还有一个控制组。在第三组的股票将按规则交易, 这个规则中, 不以美国国家最佳竞价原则 (the National Best Bid or Offer, NBBO) 进行交易, 除非交易中心正好在显示该价格时收到一笔交易请求。

在过去的十几年中, 暗池交易和经纪商内部交易系统增长迅速。暗池交易的交易量占到所有市场交易量的 20%, 根据彭博的统计, 在 2014 年 6 月 10 日当天甚至达到 40.4%。美国证券交易委员会正越来越关注这个趋势因为暗池交易会阻碍价格发现。

规则交易的支持者始终认为交易前必须在公开交易所先挂单的规则会阻碍暗池交易和内部交易, 因为在公开市场会面临更多的竞争。此外, 理论上来说市场参与者会更加激进得定价, 并且以更大单位报价, 这样会使价差降低和流动性增加。

这个报价测试对规则交易列出了 13 条例外, 包括大额订单、至少 0.005 美元价格变化的散户订单、跨市场订单、撮合交易订单等。另外, 若交易中心显示的订单报价和最佳竞价原则一致, 它会将该订单的全部交易量公开。

这些例外的存在是会帮助还是损害该试验结果有待商榷, 一些观察者认为它们的约束性会使得规则交易很难实现。

“对于一个每天只有 1 百万交易量的股票, 如果你剔除零单或机构交易的话, 还有哪些成交能留下?” 塔布 (TABB) 集团资深分析师萨耶纳·莫斯特费 (Sayena Mostowfi) 警告说, “这是一个大挑战”。



各种质疑声不断

批评者认为, 通常来说, 较大的价差不太可能增加对小盘股的研究和交易, 也不会增加就业, 所以这个报价

具有争议的改革常常谦卑的登场。在 2001 年, 美国的最小报价单位从 16 分之一美元缩小到 1 美分, 而现在美国证券交易委员会正考虑一项初步尝试, 将一些小市值不活跃的股票的最小报价单位扩大到五美分。报价试验将测试这项尝试对流动性, 下单质量, 波动率, 做市商利润, 竞争性, 透明度以及机构所有权的影响。最重要的恐怕是试验也包含一个“规则交易”, 这样一来, 美国证券交易委员会可以调查暗池中的活动。

报价试验的根源来自于《创业企业促进法》(Jumpstart Our Business Startups, JOBS)。该法案在 2012 年由国会通过, 旨在通过放松某些证券法规来鼓励小企业融资。此外,《小企业流动性改革法》(the Small Cap Liquidity Reform Act, 2014 年 2 月由众议院通过, 但没有被参议院通过) 提议允许那些股票价格超过 1 元而收益低于 7.5 亿美元的企业可以选择以 0.05 或者 0.1 美元为最小报价单位。

金融业监管局 (FINRA) 和交易所已经向证券交易委员会提供资料, 报价试验现正处于接受公众评议阶段。目前细则要求参与的公司市值低于 50 亿美元, 其股票价格在测试阶段的最后一个交易日的收盘价必须低于 2 美元, 同时在这期间的每个交易日其价格不低于 1.5 美元。此外, 在测试阶段平均每日股票总交易量要低于 1 百万股, 同时基于交易量的加权平均价格至少在 2 美元。

在实施此规则前进行初步试验的想法给市场参与者可能带来不同的影响。尽管改进系统以完成测试的前景会令人怯步, 但是如果其中一个测试组结果满意, 整个市场

试验在逻辑上有问题。此外，他们还对参与者的入选标准产生质疑。总体而言，一个 50 亿美元市值的公司并不算很小。

他们认为问题同样存在于规则交易中。现在市场比以往都要高效，流动性高，成本低，价差收紧，订单执行迅速。零售经纪商的交易通过批发经纪商执行，而客户可以获得更好的成交价和额度。因此，批评者无法看出规则交易如何为美国的个人投资者带来预期的好处。

“总体而言，我们为散户客户提供的价格在 90% 的情况下好于市场上出现的价格，这是市场平均值的 4.5 倍。”，TD Ameritrade 公司管理董事和投资者宣传主管保罗·金安提 (Paul Jiganti) 说，“对我们而言，很难说执行规则交易后会变得比之前更好。”

有些人担心将订单传向交易所的要求会产生高额的费用，从而给客户带来更高的佣金，一些机构投资者则担心信息泄露。

莫斯特费认为：“对于个股而言，这不是一个统一报价能奏效的市场；对于参与者而言，这也不是一个统一报价能有效果的市场。规则交易没有考虑到个人和机构投资者执行交易的差异。”

互相关联的问题

业内一直在讨论几个热点问题，包括营利性交易所、对收盘模型、高频交易、订单支付流、交易所返佣和访问费、报价保护和市场复杂度。这些都互相牵涉，无论对错，它们都被牵涉于报价测试的讨论中。

在对收盘模型中 (maker-taker mode)，休眠订单执行后能拿到返佣，那些超过显示的价差的订单需要多交费用，而交易所获得多出的这笔钱。对收盘的支持者认为这样可以使交易所吸引流动性。批评者觉得这个模型中因为经纪商没有把返佣给客户所以该被禁止，经纪商更愿意为了一笔收入将投资者的订单发送给交易所，而不愿意履行它们的最佳匹配职责。此外，批评者还认为对收盘有利于高频交易者。

代表高频交易公司的现代市场倡议 (The Modern Markets Initiative) 认为，没有规则交易，禁止对收盘会迫使更多交易进入暗池。但有了规则交易，很多暗池交易会回归到交易所。

2007 年上线的美国国家市场监管系统 (Regulation National Market System, Reg NMS) 设置的最高交易所访问

费为每 100 股 30 美分，但许多市场参与者认为访问费应被大幅削减。事实上，纳斯达克 OMS 集团最近宣布了一个将在 2015 年 2 月开始的涉及 14 支股票的尝试：经纪商 / 自营商以及做市商将被收取每百股 7 美分，回扣费将被减少到每百股 6 美分。

“我们正推广一个针对非常活跃股票的更优且接近于零的访问费 – 每百股 10 美分或者 5 美分。那样你不会感到另一端市场的扭曲。”金安提说，“这个方法比禁止对收盘更有意义，因为那会对一些受益于提供流动性的股票产生副作用。”

他同时认为这些问题最好由业内自己解决，不要设置障碍。任何规则都应该通过切分市场来改变。从报价试验可以看出行业有能力和意愿从一个使用统一报价的方式中脱离出来，切分市场在这里也适用。但是质疑者反驳业内无动机自我改变。

他山之石

加拿大和澳大利亚在 2012 年和 2013 年就先后施行了规则交易，市场参与者想从中学习经验，但是由于每个市场有自己的特征，必须谨慎比较不同地区的市场结构。一个规则在澳大利亚或者加拿大成功或者失败，并不一定在美国能得到相同结果。

首先，加拿大的规则交易涉及范围更广，包括了所有的暗池和暗池交易。相反，美国证券交易委员会并没有打算将报价试验的交易部分更广泛的应用于市场。该试验旨在测试是否能通过整合流动性和改善交易所的价格发现来改进小盘股交易。

加拿大的交易执行规则允许经纪商获得优先资格。如果一单交易和来自同一经纪商的另一个标准交易相抵触，经纪商可以将该笔交易提前到标准交易单前执行。在加拿大五家银行垄断了交易订单流，不同的是在美国，订单流散布于很多参与者，所以经纪商优先 (未在美国提出) 会更复杂并引起对公正性的担忧。

加拿大已经不允许没有价格变动的内部机制，但金安提指出，当加拿大制定暗池规则时，用美元计价的价格变动使得个人投资者一夜间损失 70%，如落深渊。

美国有非交易所的零售批发商，这点与加拿大不同。最近的趋势显示，一些国际上的股票交易订单流正从加拿大转移至美国，以获得更高的执行质量。

另外，值得注意的是，澳大利亚的规则交易要求

交易额低于大单额度，并且免除交易前透明度的要求，从而提供一个单位报价的价格变动。

最近由 CFA 协会委托进行的一项研究显示，未发现证据表明没有较大价格变动的暗池交易会阻碍挂单的流动性，也没有增加市场参与者去澳大利亚或加拿大挂单的倾向（若要获得更多信息，可以参阅本页边栏的“监管者为减少在加拿大和澳大利亚暗池交易的努力”一文）。在这两个国家，最小价格变动规则增加了价差。暗池交易的平均交易规模在加拿大没有变化，而在澳大利亚锐减不少。最后，规则交易貌似并没有成功的增加公开交易流动性或整体流动性。

毫无疑问，业内很期待看到报价实验的最后详述和它的最终结果。

作者雪莉·迪卡尼是一位专注于金融和科技的自由撰稿记者。

CFA 协会对规则交易的政策研究是支持解决针对全球市场结构问题的一部分。特许金融分析师罗德里·普里斯（Rhodri Preece），作为 CFA 协会在欧洲、中东和非洲地区资本市场政策负责人，最近参加了在布鲁塞尔召开的欧洲资本市场机构年度会议，并参加了高频交易主题的小组讨论。

规则交易是有效的政策监管工具吗？

CFA 协会最近委托研究了一项关于规则交易在加拿大和澳大利亚的影响的研究，它的结论报告“监管者为减少在加拿大和澳大利亚暗池交易的努力：它们是否有效？”，这篇文章可以在 CFA 协会网站找到（链接：<http://cfs.is/lvzUhNg>）。


研究员（来自悉尼大学的肖恩·富利（Sean Foley）和来自悉尼技术学院以及里加斯德哥尔摩经济学院的塔里斯·普特尼斯（Tālis J. Putnins）分别观察了加拿大 TSX 成份指数和澳大利亚 ASX 200 指数中最活跃的 250 只和 200 只股票。在这两个国家，低于大单额的暗池交易必须至少有一个报价单位的价格变动（若价差是一个报价单位或者更低，允许产生半个报价单位）。富利和普特尼斯得出了以下结论：

- 没有明显价格变动的暗池交易并不阻碍挂单流动性
- 从两个国家的流动性机制中发现，最小价格改变规则常常带来差价的提高
- 市场参与者不大可能公开流动性
- 加拿大的暗池市场中平均交易规模没有变化，在澳大利亚却下降很多
- 为保证暗池交易提供有意义的价格改变，监管者

减少了暗池交易量，也减少了机制内部的非公开交易量

● 规则交易在鼓励挂单的流动性和增加整体流动性上显然没有成功

正如报告指出的，市场结构中的某些部分会影响在美国的规则交易。暗池订单没必要提供价格变动来与公开市场订单相互影响。暗池交易订单的价格变动的增量为 0.005 美元，经纪商 / 自营商并不受制于美国国家市场监管系统的 612 规则。该规则禁止市场参与者显示，排序，接收变动低于 0.01 美元的报价，订单和指令（若股价低于 1 美元则标准增量为不小于 0.0001 美元）。此外，撮合客户订单的另类交易系统不用满足有关公平访问，容量，正直和安全这类强加于其他平台的要求。

在一个有关该话题的政策吹风会上，CFA 协会提出四个建议。第一，考虑到客户的利益冲突，所有交易场所应该在类似准则下运作。第二，在一个价格变动的报价单位都没有的情况下（或者证券定价在一个主要货币单位以下的报价部分），交易场所不应允许内部化运作。第三，建议要求监管者继续监督暗池交易量的增长，若交易量达到一个“有意义”的规模，监管者还需要采取适当的行动。最后，策略会综述，“监管者和交易场所应该改进有关暗池交易机构的报告和内容披露机制。” 



超越比特币:加密货币初露锋芒

作者: 斯维托斯拉夫·罗佐夫 (Sviatoslav Rosov) 博士

原文标题: Beyond Bitcoin: CRYPTO-CURRENCIES ARE ONLY THE BEGINNING

原文刊登于:《特许金融分析师》杂志 2015 年 1/2 月刊: (Jan/Feb 2015 CFA Institute Magazine 37)

原文链接: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v26.n1.12>

翻译: 陈宇笛

审校: 戎如香 / 田韵



比特币（也可称为加密账户或分布式账户）的基础协议远比人们熟知的加密货币应用更灵活，适应性更强。事实上，这一点目前已日益显著。

加密货币的货币供给是一种不依赖于中央政权，也无需核实、追踪和记录交易的虚拟支付系统。相反的，加密货币依靠分布式账户（而不是中央清算主体）来决策、核实并追踪货币单位的所有权。目前，大部分金融资产仅仅以数字化记录存在，这种数字化记录方式体现为从中央清算机构到中央银行的多层次的结构。加密账户的技术可绕过这种集中清算的结构来记录金融资产的所有权。

基于比特币加密账户协议的技术和应用统称为二代技术（或加密 2.0）。该技术领域的大部分发展正在超越比特币体系，其作为未经测试创新的试验场已是大材小用。许多案例显示，这些二代“智能协议”或“智能特性”可以让任何涉及财产权的应用通过比特币加密账户协议来交易。

加密货币可选择的一个显著用途是代价券，有时也被称之为有色币。代价券是一种用于代表特殊资产而发行的数字货币，如房地产、艺术品或是商品。加密 2.0 技术的创新应用之一即为“智能协议”。例如，房主和房产中介协商一致，房主将所需支付的资金存放在第三方托管账户中，直到双方完全履行合约后，该笔资金方可解冻。再比如，软件开发商通过发行代价券来为新产品筹资，要想访问和使用该软件或应用，就必须支付该类代价券。




监管烦恼

非集中式交易所的兴起，使得通过首次发行或批量

发行方式创造代价券或彩色币越发便捷，这种非集中式的交易所使得用户可以极为便捷地创造和交易他们所拥有的加密货币，这些货币可能是虚拟货币也可能表征实际资产。加密 2.0 账户让监管部门相当头疼，目前，他们正在拟定针对虚拟货币的相关监管政策，如针对比特币的监管政策。初始发行或批量发行货币是一个新兴热点，一些新设公司在最近几个月内已经募集到了七位数的资金。这种首次发行类似于传统证券的首次公开发行，唯一的区别是，为了防止投资者受骗，在大部分地区对证券首次公开发行都有着较为严格的监管要求。

美国证监会已逐步加大了对此类游离于监管之外的证券发行的关注程度。大部分过去经常采用批量发行模式的软件供应商，辩称称他们仅仅提供了可用于相关活动的一定数量的工具，是否合法不得而知。采用批量发行模式的加密 2.0 业务也强调，他们发行的货币并不像证券一样市场化，言外之意是它们不受证监会的管辖。随着批量发行的渐趋流行，加密货币的发行实际上是一个“投资需谨慎”的典型案列。

随着加密账簿业务越来越花样翻新、影响广泛，其潜在威胁也变得不可控制，因此纽约金融服务部门在察觉加密 2.0 的复杂性后，已相应缩减了为比特币公司发放“比特币执照”的规模。起初，比特币执照只是一组提案，它致力于加密货币贸易广泛意义上的“反洗钱”和“了解客户”制度。但是，加密 2.0 业务的崛起，凸显了此类货币不具备实际价值（如代价券）或仅供推广其应用（如应用软件）的问题，这些使得监管部门不得不对它们重新审视。比特币，正如其所表现的那样，也许只是加密冰山的一角而已。 

关于非通用会计准则 (Non-GAAP) 绩效指标的再思考

作者: 莫诃尼·辛格 (Mohini Singh), ACA

原文标题: Reconsidering Non-GAAP Performance Measures

原文链接: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v26.n1.13>

译者: 袁方, CFA

审读: 郑维新

遵循通用会计准则 (GAAP) 的财务报表为投资者进行财务分析提供了标准化的依据。在通用会计准则财务信息之外, 公司还经常补充提供其他指标, 这些指标被称为非通用会计准则 (Non-GAAP) 财务指标或另类绩效指标。公司相信这些指标为使用者提供的信息能够让使用者更好地理解公司的绩效、财务报表或者管理层的观点。换句话说, 非通用会计准则财务指标是关于公司历史或者未来的财务绩效、财务状况或者现金流的指标, 它们或者包含、或者剔除了通用会计准则下最直接可比的财务指标中的一些数据。这些信息通常包含在财务报表、新闻发布、市场公告、对分析师的简报以及招股书中。

使用非通用会计准则财务指标可能会产生问题, 其原因有很多种。比如, 当对于非通用会计准则财务指标的描述既非来源于会计文献, 也没有被公司所定义时, 其结果就是投资者很难轻松掌握其含义。当这些指标被定义时, 有时公司又会偏离那些定义, 使得投资者很难理解它们。前后不一的使用也会使得随着时间的推移, 公司指标所包含的信息并不可比; 此外, 非通用会计准则财务指标缺乏标准的定义可能会造成公司之间信息的可比性不足——而可比性正是投资分析的关键。有时, 这些指标很难从财务报表中轻松获得或者调整至财务报表中去; 最后, 非通用会计准则财务指标可能会被公司用于掩盖通用会计准则下的结果, 或者把公司的表现描绘得过分乐观。

考虑到前述的关于使用非通用会计准则财务指标时遇到的问题, 一些人建议剔除这些指标。CFA 协会已经表达了关于非通用会计准则财务指标定义的一致性及可比性的忧

虑, 但是并没有期望这些指标消失。考虑到这个现实情况, 投资者们想要的是能够随着时间的推移去解析、理解和验证它们, 以及用更加细分和经审计的信息进行公司间的比较。

为此, 欧洲证券与市场管理局 (the European Securities and Markets Authority, ESMA) 与国际证券事务委员会 (the International Organization of Securities Commissions) 已经发布了相关文件。文件中确立了财务信息发布者列示非通用会计准则财务指标时所应遵循的原则。

每一个列示出的非通用会计准则财务指标及它的构成都应该说明其所用计算方法的依据, 并以该说明作为其定义。非通用会计准则财务指标应根据其含义来命名, 以反映指标的构成。

调整 对于从非通用会计准则财务指标向最为相关的通用会计准则财务指标的调整方法, 财报信息发布者应该提供相应的解释。ESMA 的文件强调, 这样的调整是合理的, 因为年度财务报表中所包含的财务信息是经过审计的, 从而更能向使用者保证列示数据的一致性和可靠性。

披露 关于非通用会计准则财务指标的背景的披露是必要的, 这样使用者才能理解指标想要提供的信息。相应的, 发布者应该披露列示非通用会计准则财务指标的原因, 包括为什么信息可能对投资者是有用的, 以及管理层使用该指标的目的。

对于任何列示的非通用会计准则财务指标, 发布者都应该提供该指标在可比较期间中的值。此外, 列示的非通用会计准则财务指标应该在不同期限内保持一致性。如果不是这样的话, 发布者应该解释为什么指标的定义或者计算方法发生了变化, 并且提供以前期限中调整后的可比值, 以反映指标构成的变化。如果一个指标不再使用了, 发布者也应该解释原因。

当一个非通用会计准则财务指标被列示时, 应以相同或者更加醒目的程度列示其相关性最强的通用会计准则财务指标, 以免混淆或者掩盖通用会计准则财务指标的列示。 **H**

作者莫诃尼·辛格 (Mohini Singh), ACA 是 CFA 协会财务披露规则组的理事。

环境、社会和公司治理因子在股票估值中的应用

原文作者: 杰伦·博斯 (Jeroen Bos), CFA

原文标题: Using ESG Factors for Equity Valuation

原文刊登于:《特许金融分析师》杂志 2014 年 11/12 月刊 (CFA Institute Magazine, November/December 2014 | Vol. 25 | Issue6)

原文链接: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v25.n6.5>

翻译: 田伟 CFA FSA

审读: 仲奇超 CFA


关于整合环境、社会和公司治理因子 (Environmental, Social and Governance, ESG 因子) 于投资过程的重要性日益增长, 我曾写过一篇文章“整合 ESG 因子于投资过程中” (本刊 2014 年 1 月 /2 月, 第 25 卷第 1 期), 讨论了其背后的驱动力。其重要性与日俱增的趋势在未来几年可能仍将继续, 因为整合 ESG 因子于主流投资过程中能为投资者清晰地提供优化投资组合的风险回报特征的机会。从实务操作者的角度来看, 如何把这些因子整合到一家公司的估值中去是一个主要的挑战。这是一个有趣的研究领域, 而且正处于发展阶段。如今, 投资者们仍然采用一些不同的方法在公司估值中应用 ESG 因子。

让我们首先关注一个传统的公司估值方法——现金流贴现法 (discounted cash flow, DCF)。考虑 ESG 因子的一种方法是调整贴现率。因此, 平均来看, 那些 ESG 指标评分较低的公司, 其风险也会更高, 在公司估值时, 人们也会要求使用更高的贴现率 (公司估值将会更低)。反之亦然。

虽然在运用这类公司估值方法时, 这种整合 ESG 因子的方法常常会被用到, 但是该方法确实面临两个挑战。第一个挑战是调整的尺度把握。整合 ESG 因子时, 贴现率需要调整 25 个基点, 50 个基点, 亦或可能是 150 个基点? 因为该领域的研究还很有限, 还没有形成明确的结论, 使得调整的尺度仍旧是一个主观武断的决定。第二个挑战是重复计算的风险。如果一家公司 ESG 指标较差, 暴露出其风险水平较高, 同时这个风险水平已经被市场广为认知, 我们可以认为

该公司估值的贴现率 (假定应用资产定价模型 CAPM, 通过使用较高的公司 β) 已经反映了此风险。这种情况下, 因为 ESG 指标低而进一步调整贴现率则可能存在重复计算, 导致公司的公允价值低得有些不切实际。在现金流贴现模型中整合 ESG 因子的另一个更好的方法是调整一家公司的未来现金流。以 2010 年英国石油公司在墨西哥湾的泄漏事件为例, 此事件不但让涉事的公司交了罚金, 而且还导致了开采和运营中断, 此外还被要求今后采取更加严格的安全措施 (因此成本更高)。所有这些因素都会对未来能够且应该整合到现金流贴现模型中的现金流产生影响。

这种方法的主要优势在于, 它促使投资者把公司的 ESG 因子转化为未来的现金流, 从而使投资者关注于相关的重要的问题上。可以理解应用此方法很难评估低概率巨大影响事件对现金流的影响, 比如石油泄漏, 我们也很难尝试给那些没有市场价值的 ESG 因子, 估算一个货币价值。除了现金流贴现法, 另一个应用广泛和流行的公司估值方法是使用倍数分析。当我们应用市盈率 (P/E 倍数) 或者市净率 (P/B 倍数) 给公司估值时, 我们可以把 ESG 因子通过调整目标倍数反映到估值中去。简单地讲, 对于在 ESG 方面表现出色的公司, 在其目标倍数上加一个溢价, 反之, 做的不好的公司在其目标倍数上打折。这种方法和调整现金流贴现率的方法有同样的问题 (即调整尺度的主观武断和重复计算的风险)。然而, 这种方法至少是公司估值整合 ESG 因子的一种尝试, 使得 ESG 因子不会在公司估值和投资结论中完全缺位。

通常, 我们很难把 ESG 因子很确定地转化为未来的现金流。因此, 分析师们也需要考虑 ESG 因子对于整体估值的敏感性, 并且需要考虑不同的情景。这些措施将有助于投资者更好的洞察 ESG 因子对于整体估值的重要性和潜在的影响。举个例子, 对于评估那些有或没有 ESG 风险的公司, 我们可以考虑一个“常规营业”情景和一个 ESG 问题败露的情景。两个情景下的估值可以用概率来加权平均, 最后得到公司的公允估值。 

杰伦·博斯 (Jeroen Bos) CFA, 担任 ING 投资管理公司全球权益研究主管, 同时担任 CFA 荷兰协会的董事会成员。

授人以鱼不如授人以渔

主动型基金经理必须学习如何提高技能

作者: 迈克尔·尔维里尼 (Michael A. Ervolini)

原文标题: Skill or Be Skilled

原文刊登于:《特许金融分析师》杂志 2015 年 1/2 月刊 (CFA Institute Magazine, January/February 2015 | Vol. 26 | Issue 1.3)

原文链接: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v25.n6.4>

如果你是一个主动型股票基金经理,是时候深入地自我审视一下了,你会发现你的行业、你的业务以及你的生活都处于危险之中。原因很明显,投资者们宁可只接受被动型投资甚至更少的收益,也不再愿意为主动型资产管理支付高价了。你已经知道这点了,但你真的想过如何解决吗?事实是当行业表现越差时,你的表现也愈发糟糕。本文批判地看待主动型资产管理,解释了为什么大多数基金经理缺乏足够的技能来实现超基准的回报率,同时引入一个新的理论框架以改善现状,重获希望。

面临的挑战

主动型的股票资产管理及其管理者正面临三个严峻的现实问题:第一,每年有超过 80% 的投资组合表现不佳,并且这种情况已经持续了几十年;第二,高达数亿美元的资产不断从主动管理中撤出,重新投资于被动管理产品,并且这一趋势仍将延续;第三,主动型资产管理费用——你的佣金——急剧减少。

主动型股票资产管理的未来堪忧,资产稀少将导致竞争激烈。作为一个主动型基金经理,你面临的挑战是十分严峻的,严峻到足以让“一切照旧”听起来像“马上破产”。不过你确实有一个其它选择,有机会使你的未来与整个行业相比,变得更加光明,利润更加丰厚。这个选择是学习该如何提高技能,听上去简单但是做到不容易,因为它需要勇气和努力。

你的处境好比是一个职业的高尔夫球手。如果一个职业高尔夫球手在每一轮比赛后仅仅得到分数的信息,她怎么可能了解她在比赛中哪一部分技能是最强的?是她的发球,她的挥杆,还是她在绿草坪的推杆?其他球员将对

她的技巧一无所知,甚至更严重的是,她不知道现在能做什么才能在将来成为更好的高尔夫球手。高尔夫球手当然要知道比分数更多的信息,他们基于严格的和精细的反馈来掌握他们所拥有的主要技能和次要技能。这些优质的反馈帮助优秀运动员们在整个职业生涯中不断改进,即使当他们到达顶峰的时候也同样有效。这种反馈对于其他高性能的专业人士也同样适用,例如医生,音乐家,和飞行员。优秀的反馈信息能给每一个高性能的领域都带来改进和提高,但有一个领域除外:主动型基金管理。

因为投资技能无法测量,所以基金经理缺乏改善和进步不足为奇,全球有成百上千的基金经理和研究分析师被这些质量低下反馈所阻碍着。随着近来反馈信息的严谨化和精细化,这种情况有所改善,越来越多的专业投资者通过获取这类反馈信息来努力提高自身投资技能。

新的改进理论框架

这个新的理论框架通过对比调整前后的投资组合历史数据来分离和测量投资技能。这种方法由卡伯特研究公司 (Cabot Research) 提出,基本思想是先从一个投资组合的实际历史数据开始,再通过调整一个或多个元素得到调整后的投资组合,对比两者数据进而得到比较精确的技能测量结果。

举一个简单的例子,基金经理想要了解他的头寸规模管理是否良好,用这个新的理论就能定量分析这一技能。需要构建一个调整后的投资组合,使其每天的头寸与该经理的实际投资组合头寸相同,但调整后的投资组合基于被动规则而非基金经理的实际决策来管理头寸。因此,调整后的投资组合与实际的投资组合虽然具有相同的组成,但规模管理却是被动的,与基金经理作出的主动管理决策不

同。这样就能简单计算出各组合的日收益率，从而得到衡量综合表现的指标（例如，年化收益，相对收益， α ，等），然后再比较结果。如果实际的投资组合表现优于调整后的投资组合，那么基金经理的管理具有价值，意味着该基金经理具有规模管理技能。反之，如果调整后的投资组合表现优于实际的投资组合，那么表明该基金经理规模管理的技能不足或不足以超过被动管理。

这种形式的分析也可以用来了解更多细小技能和识别行为倾向。假设一个基金经理想知道她自己是否存在后悔规避（持有“较新”的获利头寸过少的倾向），这是一种规模管理技能不足的行为倾向。新理论基于基金经理的实际投资组合，构建出调整了特定头寸的投资组合，特别是那些在组合中相对较新且有未兑现收益的头寸。确定调整对象后，令这些新获利头寸的比重增加至能够反映基金经理的典型全部头寸的目标比重，如果这个新头寸已经达到或超过这个目标比重则不调整。然后再计算和比较实际与调整后的投资组合的日收益率和整体表现，如果调整后的投资组合优于实际的投资组合，则说明持有的新获利头寸可能过少。还需要进一步研究来判断这种行为倾向的持久性以及是否有必要采取行动纠正。

这个新理论框架可以增进基金经理自我认识，了解自己真正的优点和不足，还有最重要的是如何实施改进工作来提供更优质、更稳定的投资表现。在我的书《股票投资组合管理：提高投资技能和投资过程的行为方法》里有这种新理论的更完整的描述以及使用它来帮助你提高技能的方法。



现实社会的经验

当能更深入、更清楚地看清经理们的决策后，新理论就能发现以前被忽视的一些技能、过程、和行为。根据我们公司基金经理的资产总额超过 8000 亿美元的投资组合管理经验，对于主动管理型投资组合，总结了如下经验教训。

技能的存在。通常我们认为大多数的表现不佳是大量技能不对称造成的，而不在于总体的技能缺乏。对于只有一到两个薄弱的技能却可以通过利用一个技能（即买、卖、规模管理）产生 100 个基点或更多超额回报的这些基金经理，可以通过提高他们的主动管理能力及技能重组，来逐渐接近他们的基准。

人无完人。即使是十分成功（经常超过基准水平）的基金经理也至少会有一项技能是薄弱的、拖累业绩的。传统的分析会掩盖这样的弱点，这让基金经理对什么有效

什么无效一无所知。消除这些隐藏的弱点是一个可靠的增加投资组合 α 的方法。

普遍的行为倾向。有证据表明，长期内 85% 的投资组合表现出至少一种行为倾向，每年使投资组合损失 100 个基点以上的收益率。

令人不安的盈利头寸。虽然通常坚持持有亏损头寸的（厌恶损失者）是散户投资者，但是专业投资者更容易被盈利头寸所阻碍。在每四个专业管理的投资组合中就会有一个出现禀赋效应（持有的盈利头寸的价格远远超过该头寸的 α 生成能力），每六个专业管理的投资组合中就会出现一个后悔厌恶（盈利头寸配置不足）。

错误的规模管理。规模管理是最难获得的技能，因为它通常是靠直觉或来自早期导师的传授。超过一半的研究人员的该项技能不足，每年造成他们的投资组合损失超过 100 个基点。这个改进理论框架可以帮助基金经理识别更有效的规模管理机制，来提高业绩并简化投资标的分选过程。

痛苦的卖出。许多情绪驱使基金经理进行无效的卖出。在卖出规则中常见的行为偏差是过早的卖出盈利头寸（厌恶风险），在反弹前卖掉亏损的头寸（避免痛苦），持有盈利头寸过久（禀赋效应），有时却持有亏损头寸更久（厌恶亏损，少于 5% 的投资组合有此倾向）。

成功的卖出。尽管行业内说法相反，但你确实不必成为一个表现出众的好买家。严谨的分析使基金经理意识到，即使他们的买入是正常甚至低于标准的，杰出的销售（和规模管理）技能也能经常使他们的表现超过基准。这种事实证明是正确的自我意识，使基金经理们能够更多地去做有用的事并适当重组其它技能。



选择运气还是技能？

主动型资产管理正处在水深火热之中。逐利的生存现实迫使你必须有一套清晰的技能和明确可靠的投资过程来帮助你在日常工作中表现越来越优秀。如果你具备这些特质，那么你将成为猎头和出资方都一直在苦苦寻找的那个基金经理。

用我所描述的新理论的衡量方法来提高技能才是你通往成功的方法。从现在开始用严谨的精密分析来提高技能，还是指望靠运气弥补所有缺乏的技能，选择权在你自己手上。 **II**

迈克尔·尔维里尼（Michael A. Ervolini）是波士顿卡伯特研究公司（Cabot Research LLC）的首席执行官。

剧变即将登场？ 新的改革将致力于推动 中国的对冲基金行业蓬勃发展

作者：莉奥诺拉·沃雷特 (Leonora Walet)

原文标题：“A Start of Something Big”？

原载于：CFA Institute Magazine Nov/Dec 2014

原文链接：<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v25.n6.7>

翻译：徐智康

校对：叶涛

中国目前正在逐步放开对另类资产管理行业的管制，而这一举措正在产生效果——不仅对于那些服务于国内富有潜力客户的对冲基金经理，而且对那些寻找分散财富投资渠道的投资者们也是如此。

自从中国对冲基金行业元年开始，大约有 3563 个私募基金经理在中国资产管理协会登记注册。这些基金经理合计管理着 5232 只基金，资产总值达到 1.98 万亿人民币（约 3223 亿美元）。还有数以千计的公司正在申请许可牌照，根据中国资产管理协会（一个在大陆地区监管另类资产管理行业的自律组织）发布的统计数据。

中国对资产管理行业的放开孕育了一个世界上最有活力的私募基金管理的商机，中国最终在规模上会成为全球基金管理行业 70 万亿美元中很大的一部分。自从 2013 年 6 月通过了证券投资基金法，更多的基金经理开设了他们自己的证券交易账户，经营着他们自己的对冲基金平台，放弃了通过依赖政府的信托基金的传统管理资产结构。

“新的法律法规刺激了中国本土的基金经理，他们希望在国内或者海外开展业务。这项法案给予了基金经理更多的可信任度，尤其当他们在和国际投资者开展业务时”，约瑟夫·曾 (Joseph Zeng)，CFA 说到。（曾先生目前是上海景林资产管理公司的合伙人，管理着 40 亿美元的资产）

中国的创富脚步如此之快，这个发展对于中国的高净值投资者和家族企业来说，是个好消息。长期以来，缺

少投资产品的选择对于中国资本市场的发展一直是一个挑战，中国投资者在金融投资选择上一直局限于把钱存在银行做储蓄产品，购买股票、债券或者房地产。规范化的对冲基金将会给予这些投资者更方便的渠道去接触新的投资产品和工具，并且进一步将他们的投资组合进行分散化投资的机会。

就在 2013 年，一些中国的对冲基金取得了全球最佳投资业绩，根据研究机构尤里卡对冲基金组织 (Eureka-hedge) 的数据，这些对冲基金的平均收益超过 19%。与之形成鲜明对比的是，同年上证指数全部市值缩水了将近 7%，在全球股市中表现最差。

尽管最近对冲基金取得了很大的成功，但是要想将中国变成一个资产管理的港湾还有很长的改革路要走。“在中国大陆资管行业里依然存在着很多的不确定性。我们更需要中国证监会和税务当局声明，允许对冲基金开展哪些业务。”戴维·沃尔特 (David Walter) 说。沃尔特目前就职于太平洋另类资产管理公司 (Pacific Alternative Asset Management Company, PAAMCO)，一个美国母基金（也称基金中的基金）在新加坡的总监。

“货币资本账户（以中国的情形）帮不上忙，”沃尔特又说到。他预测，资管行业在中国将会与中国更广泛的放开资本市场协同发展。

全球的机构投资者以及跨国基金经理们都在密切注意着这个行业的发展。他们将这些基金看作是潜在的进入大陆 2500 家上市公司的机会。传统在海外做中国策略的对冲基金目前仅限于投资 160 家在香港、美国以及欧盟上市的中国企业。



步伐正在加快

有迹象表明，本土的对冲基金正在准备迎接这场变

革，中国对冲基金行业的改革正在加快步伐。

2014年8月，中国证监会为私募基金出台了一部新的法规，监管者们继续努力着规范资管行业的立法。根据中国证监会的监管指引，高净值个人投资者被定义为拥有至少300万元人民币，且每年收入在50万元人民币以上。机构投资者，除了社保基金或者公司养老金以外，应该拥有至少1000万人民币。单一基金的最小投资金额要达到100万元。

行业即将开放的躁动吸引了大量的外资投资者以及跨国基金，尽管变化之中依然存在着很多不确定性，中国对于其国有企业的改革，这可能会让资管行业茁壮成长。

新推出的法律规定了对冲基金市场参与者们的角色与活动范围，也允许个人在中国资产管理协会登记注册成为私募基金经理。最令人瞩目的是，中国对于该行业的规范中，并没有限制私募基金外国投资者的持股比例，不论外国投资者是以公司制或者合伙人制来组建的。

“这一举措进一步铺平了外资基金经理通过私募基金的方式进入中国市场，”娜塔夏·谢(Natasha Xie)说到。她是北京君和律所的合伙人。

“我们相信这项举措(中国证监会新法规)是一个更加清晰、更加优化的私募基金经理法规框架。”

行业即将开放的躁动吸引了大量的外资投资者以及跨国基金，尽管变化之中依然存在着很多不确定性。“这个时候进入中国市场十分重要，市场的潜力如此之大。”谢女士说到。根据一位行业资深人士见解，对冲基金的投资规模在十年之内会超过1000亿美元。

国际基金进入中国大陆的一种趋势之一是，成为当地基金的投资顾问。

“他们不能直接给中国投资者建议，”谢女士说到，“但是他们可以作为当地基金经理的顾问，提供他们建议的投资策略，并测试是否有效。”



新的催化剂

另有一些新举措的推出，使得国内外的基金经理进一步走到了一起。

在上海自由贸易实验区被广泛看作是中国未来资本项目改革的雏形，在自贸区28平方公里的土地上，允许所有注册基金最多可筹集3亿美元来建立风险投资基金。

同时，对冲基金还被允许在境内筹集人民币来投资海外。一些跨国公司，例如曼恩集团(Man Group)、Win-

ston资产管理公司(Winston Asset Management)以及奥塞资本管理集团资产管理公司(Och-Ziff Capital Management Group)，已经在此开展业务。

在更广泛的维度上，上海还将在自贸区中试验利率市场化以及人民币可自由兑换，这两项举措被认为是资本市场创新的带头之举，另外也包括大宗商品的交易，对冲基金在大宗商品交易中同样规模庞大。

中国的国有企业改革还会带来更加稳健的资管行业，会给市场增加更多的活跃度，根据曾先生的意见。

另外一个潜在的催化剂是一个跨市场的股票投资计划，被称为“沪港通”。这是一个预计能够替代合格境外投资者QFII投资额度的计划，QFII允许境外注册的基金可投资于上海和深圳的股市市场。

这个跨市场的股票投资计划已于2014年10月执行。

“现在获得QFII投资额度比较困难”曾先生说道，“沪港通将会给予境外投资者投资A股市场的机会，这就意味着，只要具备A股投资技巧以及良好的投资记录，他们便可以建立一个离岸的基金，例如开曼群岛或香港，以美元来募集资金，然后投资到大陆A股市场。”



正在上演的变革

本土的对冲基金也在不断自我进化。在过去的12个月中，越来越多的对冲基金公司使用大量的多样化投资策略。直到最近，中国对冲基金目前主要采用的投资策略是以股票为主的仅限多头的投资策略。做空股票目前在大陆仍然十分有限，而且大多数的来自仅限多头的公募基金经理们，使用其他投资策略的权限很少。

最近，对冲基金的策略变得更加的多样化，包括量化、套利以及多种策略混合。科技的不断创新带来了自动化交易，也使得高频交易成为可能。而这一切使得中国对冲基金的投资策略种类越来越多，根据一位对冲基金行业专家的观点。

现在，许多本土的对冲基金经理表现也很不错，而且机构投资者正在密切关注他们的投资业绩表现，这样更好地推动了本土对冲基金行业的整体快速发展。日益加快的改革步伐也使得人们对该行业的成长愈加乐观。

“随着新监管法规的推出以及新催化剂的出现，包括沪港通，以及国企改革，将会对对冲基金行业以及中国的A股市场产生巨大的影响，”曾先生最后说，“这将是一个巨大变革的开始。”

H

跨境资本流动才是金融危机的罪魁祸首

作者: 纳森·杰伊 (Nathan Jaye) CFA

原文标题: Go with the Flow

被采访者: 罗伯特·阿力伯 (Robert Aliber)

原文链接: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v25.n6.11>

翻译 周艾琳 审读 殷玲

经济学家罗伯特·阿力伯 (Robert Aliber) 称, 金融危机的始作俑者是跨境资本流动, 而非不当的金融行为。

普遍而言, 大家都相信金融危机始于贪婪、腐败或缺乏监管。但有人可曾想过, 危机的产生可能是因为跨境资金流入中的变量而造成? 这一设想是基于阿力伯所建立的模型, 他是芝加哥大学布斯商学院 (University of Chicago Booth School of Business) 国际经济和金融名誉教授, 他与全美顶尖经济学家查尔斯·P. 金德尔伯格 (Charles P. Kindleberger) 共同著有《疯狂、惊恐和崩溃: 金融危机史》一书, 并于 1987 年首度发表, 此书成功预言了冰岛银行业危机, 而这离危机爆发仅 18 个月之遙。在接受 CFA 协会杂志专访时, 阿力伯对于金融危机的成因提供了不同的见解, 探讨了为何银行业危机几乎无一例外地与货币危机相伴而生。此外, 他也解释了为何跨境资金流动应该要受到适度控制。

CFA 协会: 你的研究主线是什么?

阿力伯: 在过去 30 年中, 我们见证了 4 波不乏共性的银行业危机。20 世纪 80 年代, 第一波危机始于墨西哥、巴西、阿根廷以及其他 10 个发展中国家。到了 20 世纪 90 年代早期, 日本和几个国家正在被卷入第二波危机。第三波危机正是 1997 年 7 月爆发的亚洲金融危机, 而随后的一波危机便是我们所说的“盎格鲁撒克逊模式下的房地产危机” (Anglo-Saxon Real Estate Crisis), 这场次贷危机在 2008 年 9 月愈发凸显 (随着 2008 年 9 月 15 日美国主要投资银行雷曼兄弟公司破产, 危机全面爆发, 正式升级为全球金融危机)。

每一个国家在面临银行业危机前, 都经历过一段经济繁荣期, 同时跨境资金流入不断增加, 这推升了证券资产价格, 更使本币升值。如果没有央行干预, 这种升

势无法阻挡。

这些跨境资金流入来得过于迅猛, 因此也难以持续。最终, 有几个贷款人会意识到, 借款人的负债增长过快, 或是其负债规模已经超出了收入可以承受的范围。此时, 贷款人会变得更为警惕。债务人将无法筹措到足够资金来偿付利息, 因此他们慢慢会变成所谓了陷入困境的房产和证券卖家。届时, 房产和证券价格会下降, 贷款损失也将飙升, 该国也会逐渐陷入银行业危机。之所以说这也是一场货币危机, 其原因在于许多债务人发生了债务违约, 而这些债务往往由外币计价。

CFA 协会: 你是如何注意到这一形式的?

阿力伯: 这是个递进过程, 历时愈十年。2006 年 4 月, 我当时走进了伦敦商学院的一间教室, 恰好遇见了一个来自冰岛的年轻人, 他谈到了冰岛的经济情况和不断飙升的股价, 这对我而言真是一段奇异的经历, 尽管我对于冰岛一无所知, 但我几乎可以补充完他所有的句子。可见, 他描述的是事实, 而我诉说的一切都基于模型, 但二者却完美地契合。

2007 年 6 月, 我去了冰岛, 并同 10-12 个央行、私人银行的经济学家在冰岛大学做了一番交流。我坚信冰岛存在大规模资产价格问题。几个月之后, 我写了一篇关于冰岛的文章, 并在 2008 年 5 月于冰岛首都雷克雅维克 (Reykjavik) 做了讲座, 我当时说冰岛正坐在信贷的火山上, 这座火山很快将会爆发。冰岛本币币值会奔溃, 证券价格将会急剧下挫。四个月后, 也就是 2008 年 9 月, 冰岛危机爆发。

CFA 协会: 如何用你的模型来解释 2008 年美国金融危机?

阿力伯: 从 2003 年起, 进入美国的跨境资金流急剧



增加。外国人购买了更多的美元计价证券。当时中国的贸易顺差飙升，其利用大量积聚的外汇储备购入了数千亿美元的“两房”债券，这也让这些机构购买更多抵押贷款支持证券（MBS）。

同时，时任美联储主席格林斯潘（Alan Greenspan）实行了极度扩张的货币政策。因此，快速增长的国内信贷供应加之跨境资金流入，这使得美国债务人们享有充足流动性。随之而来的是美国房产大繁荣。如果格林斯潘的政策更保守一些，美国的房产大繁荣可能仍在持续，危机可能也会延后，并可能不会如此严重的后果。

冰岛、爱尔兰、英国和西班牙的银行业危机同美国同时爆发。过度信贷供给总是出现在每一次银行业危机之前，而随着信贷市场条件突然收紧之时，也就是危机爆发之日。

CFA 协会：你的模型对于 2008 年危机的解读同主流观点有何不同？

阿力伯：包括美联储在内的主流解读是，美国银行业危机是贷款人的过失，如美国全国金融公司（Countrywide Financial）、雷曼兄弟（Lehman Brothers），贝尔斯登（Bear Stearns），华盛顿互助银行（Washington Mutual）等上百家类似机构，因为他们吸收了太多“危险贷款”（risky loans）。政府官员制造了这样一个印象，也就是只要贷款

人行为负责，危机就不会发生。

但是这些危机并非由贷款人的不端行为所致。如果信贷供给确实存在，它必须要找到去处。为什么次级贷款变得重要？因为优质借款人根本不足。美国金融公司和华盛顿信托不断搜寻借款人的唯一原因就是充沛的信贷供给。他们计算了次级贷款所能带来的利息溢价，发现发行次级贷款获利颇丰。根据我的模型，这些公司正是信贷分配的渠道。他们激烈地争夺市场份额，但他们却无法决定信贷供应。

华盛顿的官方解读无法解释为什么美国银行业危机在 2008 年爆发，而不是 1988 年或 1998 年？雷曼兄弟等类似机构的性质从 1988 年到 2005 年间并没改变，改变的是信贷市场条件。

华盛顿政策制定方并不愿意将其政策同随后发生的银行业危机相连成串。他们希望忽略一系列事件之间的联系，包括 2003 年和 2004 年的货币政策，房产价格飙升以及之后的崩盘。他们忽视了发生在美国的事件同其他国家所具有的相似性。

过去 30 年的货币不稳定是前所未有的，一如美联储前主席格林斯潘（Alan Greenspan）的著作标题——《动荡的年代》（The Age of Turbulence）。这本书已经经过一次改版，但格林斯潘仍然没能甄别造成动荡的源头。

CFA协会：信贷流动的源头是什么？

阿力伯：只要看一下1982年危机，信贷流入是来自主要国际银行购买了墨西哥政府、阿根廷政府、巴西政府，以及其控股公司的美元计价贷款。挪威、瑞典、芬兰在爆发银行业危机前都经历了资金流入，而危机都与抛售北欧银行对伦敦即其他国家所放行的债券有关。北欧银行收回了他们对商业伙伴和房地产开发商的贷款，从而导致了货币风险。

CFA协会：是什么因素决定了信贷供应？

阿力伯：通常而言，跨境资金流入的增加是由一国经济繁荣所推动的。在其他时期，监管放松可能也会造成跨境资金流入，由于此前严格的监管会阻断跨境资金流，正如北欧所经历的那般。

在20世纪90年代，墨西哥遵守了北美自由贸易协定（NAFTA），并且大力放宽金融监管。此外，由于之前墨西哥在前几年的通胀超过100%，宏观经济对于压低通胀的诉求也致使以比索计价证券利率急剧攀高，这也吸引了货币市场共同基金。美国、日本以及欧洲企业都纷纷将墨西哥作为了投资标的。

CFA协会：繁荣将造成信贷流入还是流出？

阿力伯：跨境资金流入促成了大繁荣时期，这些资金将推涨标的国家的证券价格。随着家庭财富的急剧上升，消费支出也有所增长。更高水平的支出将带动GDP增长，并推高相关国家的证券回报预期，这甚至会吸引更大规模的资金流入。一些国家虽然经历繁荣时期，却没有出现资金流入，但几乎可以肯定的是，当一国没有以任何汇率平价锚定本国汇率时，资金流入往往都会促成大繁荣。

CFA协会：你如何区别货币冲击和结构性冲击？

阿力伯：上世纪50年代和60年代，浮动汇率制度受到追捧，其主要依据是经济体能借此更好地调节结构性冲击。结构性冲击包括石油价格大幅波动、农作物歉收、英国东海岸附近的大西洋海域的北海油气有重大发现等。

货币冲击大体来自于投资者对外币计价证券的需求转变，这将立即导致一国货币汇率变动。在我看来，这种冲击可以解释所有的货币冲击。

CFA协会：银行业危机是否总是同货币危机紧密相连？

阿力伯：当我开始探究这一问题时，我惊讶地发现，银行业危机和货币危机是一对双生儿，二者重复而巨大。我开始探究二者间究竟具有何种关联？是否存在前者导致后者的因果关系？是不是银行业危机造成了货币危机？

90%的银行业危机都曾与货币危机相关，每一场货币危机都同银行业危机有关。但我现在意识到，这些危机并非各不相同，只是各国市场资金流入减少的不同体现而已。

CFA协会：你是否认为银行业危机是可预测的？

阿力伯：是的，银行业危机可以预测，并精准到一定日期。地震可预测吗？如果你生活在圣安德烈亚斯断层（San Andreas Fault）或是海沃断层（Hayward Fault），地震通常是可预测的，但你无法精准判断其具体何时发生。但是，我曾预言到一些危机的发生，包括2008年的冰岛危机和1994年的墨西哥危机，1997年泰国和马来西亚危机，以及2001年的阿根廷危机。

CFA协会：在银行业危机是否可能在某一节点将变得无法避免？

阿力伯：我经常驾驶小型飞机，我想象着自己回到了1927年，正在罗斯福机场（Roosevelt Field）给即将开始飞行的查尔斯·林白（Charles Lindbergh 美国飞行员，首个进行单人不着陆的跨大西洋飞行的人）提建议——“查尔斯，当你扩跨越子午线时，你不能掉头，因为届时你会逆风而行，到最后你将燃料耗尽。”这定义了“无法回头的节点”这一概念，也可以将其转而理解为“无法回头的时点”。在冰岛事件中，冰岛在2005年后实现大规模资本账户顺差，其债务占GDP比例很高（包括国内外债务）。可以预计的是，当贷款人向借款人停止提供资金，部分借款人将会违约，而货币也会奔溃。

当冰岛克朗奔溃时，很多冰岛借款人的债务皆以外币计价。例如，冰岛银行愿意帮助国民以日元、瑞士法郎、欧元等计价贷款来筹措资金，用于购房买车等。当冰岛克朗价格急剧贬值，其外币计价债务便以等比例升值，这导致众多借款人破产。由此可见，货币危机加剧了银行业危机。

如果借款人的支出（不包括利息）超过了回报，那么就表明负债量的增势大于利息。这种关系是爆炸性的，且无法持续。这一逻辑对于家庭、企业、政府而言同样适用。这种状况可以持续一两年，但无法更长期存在。

CFA杂志：你会使用实际模型吗？

阿力伯：我关注租金回报率和住房抵押贷款利率。如果前者小于后者，那么房产价格出现了泡沫。此外，我会观察现金流的模式、借款人负债和其收入增速的关系，以及负债增速同偿债利息的关系。如果借债人已经出现赤字，又依靠不断加大负债来返还其贷款利息，那么我就可以判断其债务状况是不可持续的，在这一情况引起放贷人更多警惕时，借债人就必须削减消费支出。

有一个问题在于，何时放贷人能够意识到这种情况

呢？另一个问题是，借债人是否能削减负债量，并遵守其偿债承诺呢？

CFA 杂志：你的研究在哪些方面产生影响？

阿力伯：首先是对投资人，比如什么时候买入外国股票和债券、什么时候卖出国内股票和债券。投资人应该遵循资金和动量策略；证券价格的上涨与货币升值是密切相关的。所以他们应该一直质问，“借款人最长会持续多久的原始赤字？”

第二个是对美国的国内金融监管：银行资本金要求或高或低，银行是否需要生前遗嘱，大银行是否真的大而不能倒。银行业监管趋严增加了银行（借款人、存款人）的成本。

第三个是对中央银行和货币政策的管理。包括美联储在内的中央银行好像在无窗地窖里运营，他们忽视了跨境资本流动的变化给有价证券价格、家庭财富和消费支出所带来的影响。

第四个涉及到国际金融策略的设计，这一策略主要是为了解决各国收支失衡。为什么我们会这么多的银行危机？国际货币基金组织（IMF）负责功能失调的金融安排。IMF 就像三只猴子——对所发生的置若罔闻、闭口不提、视而不见。每一个银行危机源于高度多变的跨境资本流动，且当货币浮动时比货币盯住时的资本流动增速更快。当资金涌入一个国家，不管是爱尔兰还是美国，那个国家将经历繁荣，收益率增加，资金流入会带来更多的资金。

CFA 杂志：信贷流向应该被适度控制或者监管起来吗？

阿力伯：最起码我们需要采取行动来适度控制跨境资本流动。我们可以回溯到一个优化的布雷顿森林体系安排，围绕中心汇率构建一个更大的货币波动区间。我们可以依赖外汇管制——或者是两者的结合。

CFA 杂志：这些发生的可能性是什么？

阿力伯：IMF 经常发出声音，表现出它将允许某种边际控制或者审慎要求——这是他们惯用的术语；它听起来比“管控”要温和得多——某种特色管控。但是我想要最小化这种特色管控，我希望回归到一种体系，不过我们现在没有这种体系。我们生存的世界里，任何事情都是可被实行的，很多被外国采取的措施对美国 and 美国的出口工业来说成本高昂。尤其是亚洲国家，将它们的本币价格保持得格外低，这就导致了美国制造业数以百万的就业岗位流失。那是因为我们并没有一个基于规则的体系。

CFA 杂志：难道我们不是一直都有信贷流向的变化吗？

阿力伯：在 19 世纪，跨境投资通常是给大型基础设施做融资。美国大量受益于这种来自英国等国家的投资流入，它给美国的铁路系统提供资金。在过去几十年里，资金流入刺激了消费增长和地产繁荣。

我讲一个我个人的经历吧。2004 年 8 月，我从我的信用卡公司美国美信银行（MBNA）收到了一张声明，声称（他们）预先核准我一年无息资本转移。当我打电话给美信银行，我问，“我的信用额度是多少？”他们告诉我 10 万美元。我说，“太好了。请帮我电汇 10 万美元到我在芝加哥的拉塞尔银行（LaSalle Bank）的户头。”我需要支付 75 美元的手续费。因此我卖掉了我那架 1988 年赛斯纳（Cessna）飞机，然后去工厂买了一架新的。


美信银行基本上给我提供了无息贷款，因为它提供的信用贷款非常大，而且便宜。美信银对享受类似利益的每 100 个人做了测算，95 人会在第一年未被套住，然后他们将支付 15% 或者 20% 的年利率。这个故事主要是为了说明廉价的信用（贷款）十分充裕。

CFA 杂志：为什么信用贷款现在集中在消费领域，但是在过去却用来给基础设施融资呢？

阿力伯：（针对这个问题）我没有一个好的答案。如果有大量的资金流动，它将会流向房地产市场和消费者；住房贷款给借款人提供安全的抵押品。一个区别在于，在 19 世纪，跨境资本流动是长期的。近期，这些资本流入都是短期的，或者是利率随着某一基准利率波动的短期贷款。在 19 世纪，基础设施投资都是通过私人部门融资，但是现在，基于一系列原因，他们都在公共部门。公共部门并不情愿增加借贷来给基础设施投资融资。

CFA 杂志：你的模型与货币学派的经济理论是如何起冲突的？

阿力伯：我们今天所看到的国际金融安排的“章程”是建立在我在芝加哥的同事（米尔顿·弗里德曼 Milton Friedman 和哈里·约翰逊 Harry Johnson，）和如普林斯顿大学的弗里茨·马克路普（Fritz Machlup）和哈佛大学的哥特弗利德·哈伯勒（Gottfried Haberler）等其他学者的一系列文章的基础之上的。当货币浮动时，他们对调整过程的描述与《游戏规则》（rules of the game）中的金本位相似。

支持者声称如果允许货币浮动，那么货币价格的变动将是逐步渐进的，而且货币的市场价格与长期均衡价格的偏离比货币盯住的情况要小得多。他们告诉我们，货币危机更少，对国际货币储备的需求将更小。他们指出国内（经济）将与外国股市更好隔离开来。不过，他们的每一个声明现在都受到数据的挑战。 

报纸上的文章能预测总体股票收益吗？

报纸文章中的非结构化文字很可能潜在地捕捉到投资者的情绪或偏好，这些文章对于预测未来的股票市场回报率是相当有价值的。

原文作者: 曼纽尔·阿曼(Manuel Ammann) | 罗曼·弗雷伊(Roman Frey) | 迈克尔·威尔霍费(Michael Verhofen)

原文刊登于: CFA 文摘 2015 年 2 月刊(CFA Digest February 2015 | Vol. 45 | No. 2)

原文链接: <http://www.cfapubs.org/doi/full/10.2469/dig.v45.n2.1>

翻译: 叶涛

审读: 李瑶

核心内容？

作者们从报纸文章中提取出信息，并希望阐明这些数据的量化方法对于预测未来股票市场回报率是否有用。他们检查新闻的内容，通过“文字统计指数”来量化数据，然后研究这项指标对于预测德国 DAX 股票指数的未来收益是否有用。他们还检查了聚类分析对预测能力的影响，并探索了报纸文章的预测能力是否会随着时间的推移而增加。

该研究对投资从业者的启示？

通过研究德国的股票市场，作者们发现金融类报纸上的文章包含了对于预测未来股票收益相当有价值的信息。即使在控制住那些回归模型中的常见因素，如：规模大小、市场价值、市场波动、期限价差等的条件下，新闻故事在统计意义上无论在样本分析和样本外分析中都有着显著的预测潜力。根据作者的样本外分析结果，报纸文章内容的预测潜力会随着时间的推移而增加。

他们发现“文字统计指数”与未来股票收益率在统计上显著相关。文章中的几个词语通过格兰杰(Granger)


因果检验，与未来德国 DAX 股票指数之间存在因果关系。而使用统计上的文字聚类能够增加文字的预测能力。七个或七个以上的聚类对于收益的最优预测来说是必不可少的，而较少的聚类数量（如：“正面”与“负面”投资情绪的两个聚类）将降低解释能力。

作者的研究方法？

报纸上非结构化的新闻文字构成了作者原始的研究素材。通过整理 1989 年到 2011 年的德国商业日报，一份来自德国的金融类报纸，作者总结出一份包括 236 个单词组成的单词清单，其中包含了名词、形容词、动词和一些积极和消极投资情绪的文字。

为了量化文字信息，作者们通过统计每月文章中单词出现频率构造了一个单词统计指数，并用 Z-分数进行标准化。作者通过这个基本的“文字统计指数”来进行单变量、多变量和聚类分析。

在作者的单变量分析中，作者计算了“文字统计指数”与未来一段时期内德国 DAX 指数的超额回报之间的相关性，并进行了格兰杰因果关系检验。格兰杰因果关系是基于前面效果的原因和对于未来数值预测被证明有显著预测能力的原因。

作者进行逐步的多元回归分析，来评估使用“文字统计指数”作为因变量的预测能力。他们控制住一些预测因素，如 Fama-French 模型中的规模大小和价值/成长因素、宏观经济因素、国外股票市场影响，居民消费价格指数和波动性；他们还控制住了多重共线性的存在。作者还用样本分析来测试指数的拟合程度，而预测能力通过滑动时间窗口的样本外测试来验证。已实现的和预测的回报的回归线斜率和均方根误差都能帮助更好地去评估预测能力。 

关于分散投资与系统风险的文摘

多样化投资组合似乎会降低单个投资者的风险，却会增加系统性风险。由于投资者资产组合中的持仓相仿，传染的外部性会增加，所以系统性冲击会因为限制性抛售及组合重构而加速传导。这个过程使资产和投资者之间产生了内生的协方差，但外部性冲击可以通过增加组合中持仓资产的距离得到缓和。

作者: 路易斯·拉费斯坦 (Louis Raffestin)
原文刊登于: 2014 年《银行业与金融》期刊 (Journal of Banking & Finance, Vol. 46 (2014): 85-106)
摘要作者: 艾萨克·塔布纳 (Summarized by Isaac T. Tabner), CFA, ASIP
翻译: 胡琳
审读: 李林

核心内容?

作者举了一群用绳索绑在一起的登山者的例子来分析组合分散化的风险。当某位登山者掉下去，这群人作为整体时更容易受损，而分成个体时反而更安全。然后，作者采用了网络分析的方法来量化传染的外部性，在原路偏好 (home-biased) 的情景假设中，投资者会投资与其已有资产信息距离较小的资产，而他们可以通过寻找金融网络中与已有资产距离较大的新资产使得组合的方差最小化。可获得的资产越多，金融网络中资产的最大距离越大，系统性风险下降的幅度就越大。

该项研究对从业人员有何意义?

致力于建立分散化组合的投资者应该避免原路偏好，并寻找在金融网络中相互之间距离较大的资产。在这里，原路偏好是指投资者偏好与其既有持仓相近的资产，这可能是因为由直观信息和交易效率驱使所致。

文章似乎暗含着：一位投资者不应该复制其他投资者的组合，包括相同的负债、流动性、风险偏好及信息设置，否则会产生风险。即一旦发生了某位投资者被迫抛售的触发事件，就会在同类投资者之间蔓延开来，这会导致在金融网络中出现同类型资产遭大规模抛售的情况。


作者引用文献阐明信息距离与双方持仓的负相关关

系。原路偏好投资者损失了分散化投资带来的好处，还承担了本可以避免的内生风险。随着可投资证券数量的增加以及原路偏好水平的降低，不仅个人投资者的分散化水平会提高，整个宏观系统的水平也会跟着提高。

作者的研究方法?

作者建立了一个传染模型 (contagion model)，这个模型有 N 个受约束的组合投资者，他们在受到负面冲击时会强制卖掉资产。强制抛售会拉低价格，进一步的缩紧约束条件，从而触发新一轮的抛售。在同一个原路偏好网络 (home-biased network) 中，这 N 个投资者持有的资产形式都相同，这使得资产和投资者之间的协方差可以通过距离的大小分析推断出来。

最后，作者用统计分析的方法分析组合损失的多元化分布，该分布可以在给定分散化水平的条件下求出一定数量投资者失败的可能性。在作者的设置中，价格冲击受到两类投资者的相互影响：需要在遭受冲击时抛售或强制平仓的长期投资者 (LT)，以及从抛售的长期投资者那里购买资产的中期投资者 (MT)。如果在最初的冲击后中期投资者的需求非常高时，价格冲击就会得到缓和。投资者会趋同的低于基础价值买进而高于基础价值卖出，无论是低买还是高卖，都会产生相同的反转因子，使价格重新回到基础价值，从而走出冲击的蔓延和恐慌性抛售。

在这种情况下，除非市场中出现了超过 5% 的抛售，否则很难发生恐慌。当市场中的抛售超过 1% 时触发适度恐慌 (moderate panic)，而仅有 0.5% 时为轻度恐慌 (easy panic)。在适度恐慌和轻度恐慌的情况下，作者发现高度分散或者完全不分散对适度恐慌更有利，从而建议设定一个分散度的临界值：如果分散度在其之上，这个分散化投资是合理的；如果分散度在其之下，从整个市场角度看零分散度投资反而更有利。 

对冲基金的母基金的流动性 风险与规模经济摘要

近期有文献表明,大型对冲基金的母基金(FOFs)的资产盘子更大,使其具有了规模经济效应,因此其业绩要好于小型基金。基于这一点,作者研究了流动性风险在解释规模经济效果方面所发挥的作用。

作者: 哈尼·莎瓦伊 (Hany A. Shawky) 王颖 (音译 Ying Wang)

原文刊登于: 2014 年秋季刊《另类投资》期刊 (Journal of Alternative Investments, Vol. 17, No. 2 (Fall 2014): 51-67)

摘要作者: 丹尼尔·拉若考 (Daniel J. Larocco), CFA, CIPM

摘要连接: DOI: <http://www.cfapubs.org/doi/full/10.2469/dig.v45.n1.11>

翻译: 李林

审读: 徐智康

核心内容? 关于流动性的传统观点认为,定价影响和交易成本会对诸如大型共同基金和对冲基金之类的基金收益产生负面影响。由于大型母基金(FOFs)投资于其他对冲基金,可能不太需要考虑流动性问题,大型母基金的业绩水平可能会因此提高。因此,作者调查了在多大程度上较低的流动性风险水平可以预期更高的回报率。

该项研究对从业者的意义?

截至 2011 年末,对冲基金行业总的管理资产规模大约为 5 千亿美元,其中母基金管理的资产约占 25%。投资于母基金的优势不仅在于可在不同的策略上分散化投资,而且还在于尽职调查的母基金可以提供专业的投资意见。


然而由于母基金引入了另一层管理(同时也收取了相应的费用),一场关于母基金能在多大程度上代表投资

者价值主张的长期争论由此产生。作者在此提供了有益的见解,尤其是他们的研究证实了由于规模经济效应的原因,大型基金的业绩确实优于小型基金。但是当他们调整了流动性风险水平之后,所有大型基金和小型基金收益之间的关系就各有所长了。

特别是在流动性风险水平的最低五等分部分,大型基金每年的业绩比小型基金要高 3.4%。相比之下,在流动性风险水平的最高五等分部分,作者却没有发现大型和小型基金的业绩有显著差异。根据该研究的结果,大型母基金基金经理可以通过降低流动性风险水平来提升整体业绩。

作者的研究方法? 该项研究数据来源于 1994 至 2011 年的 Lipper/TASS 对冲基金数据库。作者使用早期研究开发的研究方法来衡量流动性风险,并使用大量的参数来比较平均收益,包括无风险利率,母基金中位数收益,Carhart 的四因素模型, Fung and Hsieh 的七因素模型。作者还使用了回归分析法来研究流动性风险水平在多大程度上可以解释基金规模和基金业绩之间的关系。

摘要者的观点

对冲基金为投资者提供了一个重要的多元化资产类别。然而与此同时,对冲基金相当大的费用结构已经让很多人质疑对冲基金能在多大程度上为他们的投资者增加价值。母基金因其提供了重要的多元化投资优势而降低了投资风险,但其代价却是投资者要再支付一层管理费。因此,母基金自身并没有阐明他们能否为投资者增加价值。在不牺牲母基金提供给投资者优势的情况下,作者在提升母基金回报率方面提供了一个重要的机制。 

收益预测和动态资产配置文摘

— 投资者需要多久进行一次重新调整？

作为成功进行动态资产配置的指引，作者们分析了组合调整的频率对组合业绩的影响。对组合的调整受到股票、债券及票据收益的回归预测影响，且依赖于潜在的交易成本模式。

作者: 海曼舒·阿曼迪 (Himanshu Almadi), 大卫·阿帕切 (David E. Rapach), 阿尼尔·苏瑞 (Anil Suri)
原文刊登于:《投资组合》40 卷,第 4 期(2014 年合集): 16–27 页 (Journal of Portfolio Management, Vol. 40, No. 4 (Summer 2014): 16–27)

原文链接: <http://www.cfapubs.org/doi/full/10.2469/dig.v45.n1.6>

翻译: 袁圆

审读: 蔡婧姝

核心内容？

假设要做的组合调整是基于对所含资产类别进行可靠的外样本收益预测，则动态资产配置可以向投资者提供潜在有吸引力的收益。基于对组合内资产收益的预测回归及在一系列潜在交易成本条件下，作者们进行测试以判断正收益组合是否可以以不同频率构造和调整。由此，作者们得出结论，如果单位交易成本小于 50 个点，通过每月一次调整，动态资产配置可以向投资者提供最大收益。如果交易成本提高至超过 400 个点，则每年一次的调整可以获取可观的收益。


该研究对投资从业者的启示？

理财经理在为有风险承受能力的客户管理资产组合时，适当地引入动态资产配置便于在主被动投资策略之间进行合理的转换。作者们根据潜在的市场动态变化构建以基本面、宏观经济和技术指标为变量的主成分分析模型，进行收益预测。这样的研究方法得到的组合资产权重与商业周期波动密切相关，由此提高其可靠性并且提供有效利用时间风险溢价的可能性。作者们并未在理论上测试获取最大收益可能性，因为在这样的测试中，

时机和调整程度是以不断变化的经济环境为条件而非固定的频率调整因素（比如，新的一年的开始）。然而，由于其关注被普遍接受的固定的及时间依赖的调整策略，他们的研究方法不会因为忽视传统投资者行为而受到诟病。

作者的研究方法？

作者们分析了动态资产配置组合的业绩表现，这些组合构建于对美国股票、债券和票据收益月度、季度、半年度和年度的外样本的收益预测。样本的时间跨度为自 1965 年 1 月起至 2012 年 12 月。他们通过两个步骤构建动态资产配置组合：首先，他们使用经修正的布莱克-莱特曼 (Black-Litterman) 模型来确定投资者们对于预期收益的观点。由此产生的后期收益协方差矩阵进一步转化来计算动态资产配置组合的权重。组合业绩与一个具备假设的固定预期收益（随机游走）的基准组合的业绩进行比较。动态资产配置组合与基准组合以与预测起点相同的频率进行调整，同时动态资产配置组合的权重显现出与经济周期波动的强关联性。

动态资产配置组合的平均收益在所有调整频率下都比基础组合至少高出 60 个基点，但标准差则更高。为确定交易成本如何影响这一结果，作者们计算了 1965 年至 2012 年研究期间内的信息比率和等价无风险收益，并产生了若干交易成本（调整）边界，这样的边界描述了对于任一给定单位交易成本来说具有最佳超额业绩表现的调整频率。在交易成本较低的情况下，更高的调整频率（如每月）更有利于利用预期收益的变化。然而，当交易成本增加，年度收益预测及较低的组合交易量所提供的具备更高可靠性的信号优势指向较低频率（如每年）的调整。该研究未考虑动态资产配置带来的累积税收成本。 

《基金业斗士先锋创始人——约翰·博格毕生将投资人放在第一位》

这部汇集了约翰·博格关于股票指数、信托责任和公司治理等主题的文章，外加谈话和讨论纪要的作品，是一部对于先锋基金创始人的致敬之作。长期以来，博格一以贯之地倡导要将客户利益放在首位，同时孜孜不倦地传递这样一个信息——如果投资者投资低成本指数基金的话，将会变得更为富有。

书名: The Man in the Arena: Vanguard Founder John C. Bogle and His Lifelong Battle to Serve Investors First (2013). 图书编辑: 克努特·诺斯塔德 (Knut A. Rostad)

书评作者: 穆拉德·安妮塔 (Murad J. Antia), CFA
书评编辑: 马丁·弗雷德森 (Martin S. Fridson), CFA


原文链接: <http://www.cfapubs.org/doi/full/10.2469/br.v9.n1.10>

翻译: 戎如香 / 王鹏

主动型投资经理们都盼望着他们能住在乌必冈湖，从而都能战胜平均水平。遗憾的是，这样的世界对于这些基金的投资者而言并不存在，这些主动管理型基金的平均回报低于基准。先锋基金的创始人——约翰·博格站在了投资格局演变的最前沿，他第一个创设了为广大投资者所有的互助型组织。他孜孜不倦地传递着这样的信息：“如果投资者投资低成本的指数型基金的话，他们将会变得更为富有”。博格发现，与主动管理型基金相比，低成本指数型基金为退休人员多创造了 65% 的财富。2008 年 ~ 2012 年，投资者从主动管理型基金中取出了 4600 亿美元，并向指数型基金投入了 5600 亿美元，这在一定程度上要归功于博格的辛勤努力；截至 2013 年，

共同基金的权益资产大约有 27% 配置在了指数型基金上。

《基金业斗士：先锋创始人——约翰·博格毕生将投资人放在第一位》很大程度是对博格先生的不懈努力和杰出成就的致敬，由信用标准研究院创始人兼总裁克努特·诺斯塔德 (Knut A. Rostad) 先生编辑。该书汇集了约翰·C·博格对于股票指数、信托责任和公司治理等文章，此外还增加了博格在遗产论坛上的谈话和讨论内容。此次论坛的主持人、演讲嘉宾和评论员由信用标准研究院、CFA 协会和美国金融博物馆牵头组织，参会人员中包括了不少当今美国最受尊敬的金融家。这本书中同样也收录了一些知名人士或者股东的来信。

透过这些文字，展现的是一位极度正直且永远都将客户利益放在首位的博格。博格没有选择积累巨额财富，而是选择了一条不同的道路。只要事出有因，他常会慷慨解囊，但他自己却过着节俭的生活，同时不断地向后代灌输着这些美德（博格的子女中有一个未理会他强烈反对其从事高成本主动投资管理的忠告，而成为了一名对冲基金经理）。投资管理行业总是会基于不错的历史绩效而向投资者推销高成本基金，而博格促成了投资管理行业的信息对称，他认为历史回报与未来业绩之间不存在相关性，因此基于优异的历史绩效而收取的高额费用是对投资者的掠夺。在他看来，投资者一直在被收取高额固定费用的投资管理行业剥削，该行业从未与投资者分享规模效应所带来的成本节约好处。 

在基金管理行业，投资者的付出并没有取得相应的回报。然而，如果追随博格，则即便你未曾付出的部分也会得到回报。晨星和相关学术研究的结论显示，成本是共同基金绩效最为靠谱的风向标。简而言之，投资者所取得的回报必将因高额成本而大打折扣。除了投资管理费以外，这些成本还包括交易费用和税费等。

1951年~2012年，共同基金费用比率（费用/资产）从0.62%升至1.15%，虽然这一比率的提高部分是由收取高额费用的跨国基金所造成的。与之形成鲜明对比的是，博格的先锋基金的费用比率从0.66%降至0.15%。令博格愤怒之处在于投资经理的差异化收费方式，他们对于诸如养老基金这样的机构投资者收取较低的费用，而对所管理的年金账户却收取高额的费用。

博格曾测算过，那些通过短线交易获取收益的投机活动的交易量占总交易量的99.2%，而真正意义上的投资相关的交易量仅占0.8%。为阻止过度交易，他提出分级资本利得税的想法，因为企业为社会创造了价值，所以对企业活动施行低税率，而对投机活动则施行高税率。因为在博格看来，这些投机者在股市中的赌博行为降低了社会价值。博格建议对短期资本利得征收50%的税率，对于以往的免税账户也同样施行该规则。博格未能认识到，这样的征税措施可能引致意外的后果。金融经济学家圆桌会议讨论结果认为，这样的税收安排将使得这些投机活动向免税国家转移。更为严重的是，这样的举措可能会导致金融产品结构的进一步复杂化以规避税收。例如，基金可以投资一个特殊目的主体，该主体注册在税收管辖地以外，因此该特殊目的主体即便从事证券交易也不需缴税。

以下摘自博格的一篇文章的文字较能概括他对于公司治理和高管薪酬等问题的担忧：

我坚定地认为现代资本主义的败笔在于：过高的薪酬；金融工程；未达盈利预期以致估值大幅下降；机构投资者们的大规模赌博式交易；源于巨额捐助的政治影响力以及在金融领域给予交易员和基金经理与其贡献不成比例的高分成。事实上，金融部门其实是在降低我们整个社会的财富。

最后一句话是对投资管理行业的严厉谴责，这意味着该行业沉迷于寻租类的财富转移。

博格反对跨国投资，建议美国投资者只在本国证券市场投资。他认为通过投资美国公司，已足以分享跨国投资的好处，因为美国公司利润的大部分都来自国际业务。他援引欧洲主要经济体面临严重的经济问题以强化他的观点。这一点使得他看起来似乎有悖于他自己倡导的长期投

资建议，因为他的观点似乎是立足于短期的。

交易型开放式指数基金（ETF）的流行是博格关注的另一重大问题，因为ETF为过度交易开启了方便之门。对于击败了买入持有策略的追踪标普500指数（Spider）基金和追踪纳斯达克100大股票的100指数（Qubes）基金，博格测算出它们的平均持有期限仅为12天。他坦言部分基金创设的目的就是为了买卖而非持有。但他也忽视了这些基金在某种程度上也创造了新的投资组合，进而弥补了市场空白。例如，一个投资者如果继承了一个低成本的应税投资组合，该组合集中投资价值股，如果能再增加一个成长型基金，则可以达到更为分散化的目标。

在某种程度上，《基金业斗士：先锋创始人——约翰·博格毕生将投资人放在第一位》可能会显得有些多余，因为同样的主题已在不同的文章或小组讨论中多次重复过了。另外，假如编辑能将参考文献完全列示的话，该书还是有一些益处的。例如，文中提到了罗伯·阿诺特（Rob Arnott）关于共同基金绩效的研究，但并未将其列示在文末的参考文献中。然而，这些瑕疵并不会严重影响到这样一部向投资领域最受尊敬的先驱致敬的书的价值。如果越来越多的商人和政客都能仿效博格的价值观、道德观和敬业精神的话，整个世界将变得更为美好。 ②





本文通过评估各类对冲基金复制模型的样本外业绩表现的非线性和条件，拓展了哈桑霍德齐克和罗闻全 (Hasanhodzic, Lo2007) 论文中的理论。我们发现，使用非线性模型并不一定能带来比线性模型更好的复制能力。另一方面，我们也发现，无论采用何种因子模型，基于经济分析选择因子能显著提升样本外的复制能力。综上所述，我们确认了哈桑霍德齐克和罗闻全 (2007) 论文中的发现，即：复制策略的业绩表现系统性地弱于原有对冲基金。

作者 Noel Amenc, Lionel Martellini, Jean-Christophe Meyfredi, 和 Volker Ziemann 均来自法国北方高等商学院 (EDHEC Business School)
原文标题: Performance of Passive Hedge Fund Replication Strategies

一、引言

随着近来各主要投资银行的倡议，金融业重新展现了对所谓“被动复制对冲基金策略”的兴趣。这些倡议意味着，投资者能在支付显著低廉管理费的同时，通过投资一系列遵循某种挑选规则选出的高流动性资产，在

获得至少类似的系统性风险敞口（亦即，对冲基金收益的 β 部分（1）而非 α 部分）的同时复制对冲基金业绩，从而获得与其类似的收益。“美林证券因子指数 (Merrill Lynch Factor Index)”和“高盛绝对收益追踪指数 (Goldman Sachs Absolute Return Tracker Index)”是最早的例子，其他尝试还包括采用直觉式交易方法来复制基金经理投资决策，以实现决策跟随。

即便在是否能真正复制对冲基金业绩的问题上还没有形成共识，这类产品已经诞生。事实上，这一领域的学术研究并不多见。尽管许多论文证明系统性风险因子解释了大部分对冲基金收益 (Fung、Hsieh 1997, 2002, 2004, 2007; Argarwal、Naik 2004)，但这些论文主要着

眼于对冲基金经理风险调整后收益的事后样本内评估,而非对冲基金收益因子复制策略的样本外评估。就我们所知,唯一尝试给出对冲基金复制策略样本外实证检验的是哈桑霍德齐克和罗闻全(2007)的一篇论文。论文作者采用TASS数据库中从1986到2005年间1610只对冲基金月度回报数据,建立了六因子线性模型并评估了各基金复制策略。他们发现,线性克隆组合的表现一般弱于原对冲基金,并且在某些对冲基金策略中尤为明显(比如,复制新兴市场基金策略的平均年化收益是5.17%,而新兴市场基金本身的平均年化收益高达21.12%)。综合来说,他们主张虽然复制策略表现糟糕,但由于更高的透明度和可容纳更大体量的资产,线性复制策略值得作为对冲基金的低成本替代品。

在本文中,我们从多个重要角度拓展了哈桑霍德齐克和罗闻全(2007)的分析。首先,基于Diez de los Rios, Garcia(2007)最新提出的事后业绩评估方法,我们考察了对对冲基金复制策略的非线性因子模型。

对冲基金业绩与风险因子非线性相关学术研究,以及非线性回报的引入提升了对对冲基金因子模型的样本内表现(关于固定收益证券套利策略,参见Fung、Hsieh 2002;关于趋势跟随策略,参见Fung、Hsieh 2004;关于配对交易策略,参见Gatev、Goetzmann、Rouwenhorst 2006;关于事件套利策略,参见Mitchell、Pulvino 2001;对所有策略的系统测试,参见Schneeweis、Spurgin 2000和Agarwal、Naik 2004)。由于这些非线性相关因素常常来自于动态交易策略中对冲基金经理主动管理风险和收益的行为,我们也考虑了各种条件因子模型作为非线性模型的替代,从而提升哈桑霍德齐克和罗闻全(2007)中的无条件线性模型。我们测试了马尔可夫(Markov)状态转移方法以及卡尔曼(Kalman)滤波方法,两者能让我们捕捉到对冲基金回报和潜在风险因素之间的状态依赖性(关于对冲基金收益分布的条件特征的分析,参见Kazemi、Li 2007)。其后,对基于布莱克-斯科尔斯(Black, Scholes) 1973)公式的复制策略组合,在给出动态交易策略和非线性回报之间深刻对应关系的基础上(Merton 1973),判断究竟是非线性模型还是条件模型能带来更可靠的对冲基金复制业绩是一个纯粹的计量经济学问题。最后,考虑到相对于对所有基金采用同一组系统性风险因子,对不同策略使用不同风险因子存在提高业绩的可能性,我们也扩展了哈桑霍德齐克和罗闻全(2007)的方法。为了避免在寻找最佳风险因子时数据挖掘过度,我们将风险因子的选择局限在具有经济学意义的变量内。

通过这些因子模型应用于复制CSFB和Tremont指数在1997-2006十年间的业绩表现,我们发现基于经济学分析的因子选择是显著提升样本外复制能力的重要一环。此外,除了卡尔曼滤波方法大幅改善了部分策略的复制能力外,引入非线性以及条件因子模型并不一定能提升复制能力。总而言之,我们确信哈桑霍德齐克和罗闻全(2007)的发现,即无论使用何种模型,复制策略业绩表现系统地劣于真实对冲基金。

余文结构如下:第二节中描述了各种因子模型的实现;第三节给出了实证结论。

二、对冲基金业绩复制的非线性及动态因子模型

因子复制方法试图选择一组适当的、最小化对冲基金或对冲基金指数追踪误差的风险因子,并在其上建立多空头寸来复制一个投资组合。我们基于样本内分析建立最佳模拟组合,在样本期以外被动持有组合,并将样本期以外的业绩表现与目标对冲基金的业绩进行比较。

简而言之,基于因子的复制策略有两个步骤:

步骤1:校准一个合理的对冲基金回报业绩模型:

$$r_{t,i} = \sum_{k=1}^K \hat{\beta}_{ik} f_{kt} + \hat{\varepsilon}_{it}$$

$r_{t,i}$: 对冲基金或对冲基金类型*i*在*t*日的回报;
 $\hat{\beta}_{ik}$: 对冲基金*i*的回报中相对因子*k*的预计风险敞口(可能随时间变化);
 f_{kt} : *t*日在因子*k*上的回报;
 $\hat{\varepsilon}_{it}$: 对冲基金*i*在*t*日的预计特定风险。

步骤2:复制组合(亦即“克隆”)的策略定义为:

$$\hat{r}_{t,i} = \sum_{k=1}^K \hat{\beta}_{ik} f_{kt}$$

这一分析方法的局限主要有:

■如果样本内回归分析的解释能力(如,用传统的 R^2 数据衡量)弱,对冲基金回报的很大一部分将不能被克隆策略捕捉到。较弱的解释能力既可以归结为大部分对冲基金回报不能归因于系统性风险因子,又可以归结为特定风险,如模型形式设定有误,或选定的风险因子不能有效捕捉到对冲基金回报的时序变化。在我们的基准示例中,我们对所有对冲基金策略都采用了Hasanhodzic, Lo(2007)的六因子(美元指数、雷曼AA级中期公司债指数、雷曼BAA公司债指数与雷曼国债指数的价差、标准普尔500指数以及高盛商品指数)线性模型(2)。

■即使样本内解释能力足够强,由于校准样本内噪

声（模型过分拟合样本内特性而无法推广到样本外）以及非平稳序列导致的可靠性问题，复制策略的样本外复制质量仍可能较低。尤其如引言中所述，在主动择时策略或风控策略中，大量证据表明对冲基金经理会主动对各种风险因子敞口进行管理。

当然，判断某策略是否是合适的对冲基金复制策略引来另一个问题：如何衡量克隆基金对被克隆基金的模仿质量。显然，衡量对冲基金和克隆基金样本外时间序列的线性相关程度是一种方法。这一衡量方法是估计给定模型复制能力的第一自然反应，它存在不少缺陷。首先，它仅仅依赖于两组时间序列间的二阶协同变化程度，而完全忽视了对投资者明显更重要的一阶矩（期望）。因此，某种克隆策略可以在与对冲基金完美线性相关的同时，持续带来弱于对冲基金的回报。其次，更重要的是，相关系数是一种不依赖于信号强度的直接指标。将克隆基金乘以一个倍数，它的标准差会同比增大，但相关系数却维持不变。

为了弥补相关系数的不足，我们于是选择回报的年化均方根误差（Root Mean Squared Error, RMSE 均方根误差）作为指标。与年化超额回报方差（Annualised Geometric Excess Return, AER）一样，它也是一种衡量克隆策略追踪误差的指标：

$$RMSE = \sqrt{\frac{12}{T} \sum_{t=1}^T (\hat{r}_t - r_t)^2}$$

$$AER \left[\prod_{t=1}^T (1 + \hat{r}_t - r_t) \right]^{\frac{12}{T}} - 1$$

高质量的复制策略会有较低的均方根误差。如果复制不完美，年化超额回报方差将告诉我们克隆与被克隆对象之间的偏差是导致了业绩低估，还是高估。

现在我们开始介绍测试用的对冲基金复制模型。这些模型可以被分为两大类：条件因子模型和非线性因子模型。我们首先讨论采用哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）论文中的线性无条件因子模型，并以此作为基准。

2.1、线性因子模型

这一模型在哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）论文中提出。他们测试了两类复制组合（即克隆）——固定权重



组合以及基于滚动窗口回归的线性克隆组合。对于第一种，风险因子敞口被认为跨越整个时间段，并在其间保持稳定。然而，这种做法带来了“前视偏差（Look-ahead bias）”使之成为不可实践的复制模型。因此，接下来我们转而采用能产生真实样本外结果的 24 个月滚动窗口方法。

哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）对这些克隆定义为：

$$\hat{r}_t = \gamma \left(\sum_{k=1}^K \hat{\beta}_k f_{kt} \right)$$

其中， $\sum_{k=1}^K \hat{\beta}_k = 1$ 并且 $\gamma = \sqrt{\frac{\sum_{l=1}^{24} (r_{t-l})^2}{\sum_{l=1}^{24} (\hat{r}_{t-l})^2}}$ 。

显然，这样的模型暗示所有的风险因子敞口被用同一因子 γ 放大，并且所有风险因子的权重之和等于 1（预算约束）。我们随之采用一种更一般的模型。在其中，允许对不同风险因子使用不同杠杆，并定义因子回报为其高于现金回报（无风险资产回报记为 r_{ft} ）的超额回报（3）。

我们首先在样本时间窗口内用无约束回归校准多因子模型（星号表示超额回报）：

$$r_t - r_{ft} = r_t^* = \sum_{k=1}^K \hat{\beta}_k f_{kt}^* + \varepsilon_t$$

复制组合由将估计的风险敞口配置到对应风险因子，并将剩余部分投资于现金构成。因此，线性克隆模型回报为（4）：

$$\hat{r}_t^L = r_{ft} + \sum_{k=1}^K \hat{\beta}_k f_{kt}^*$$

其中 $\hat{\beta}$ 表示上述回归的最小二乘法估计值。如前文所述，杠杆倍数可根据不同风险因子而改变是这一模型与哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）模型的突出区别。这一阶段仍未解决的问题是，模型的结构自由度较低是否会对估计参数的稳定性产生负面影响（5）。

下一节将介绍对这一无条件线性模型扩展的可能性，同时预算约束和模型校准方法的假设依旧保留。

2.2、基于期权的因子模型

如引言所述，为了捕捉对冲基金回报对潜在系统风险因子的非线性因变关系，之前的研究引入了对标准资产大类具有非线性敞口的回归量。在这部分内容中，两种方法间有一个关键区别：1）探索式地加入特定期权组合来改善对冲基金因子模型的表现；2）利用统计模型从对冲基金回报的观测数据中提取隐含的期权回报。

虽然方法一深具洞见且能改善对冲基金因子模型的表现（关于这一领域的详细概述参见 Fung、Hsieh（2004）文献综述的引言），但有一严重缺陷：探索性的期权组合在模拟对冲基金业绩时的效率问题。因此，尽管引入特定期权组合能改善样本内解释能力，却无法保证选中的资产类别和虚实值水平精确反映了对冲基金经理真实的、状态依赖因子的风险敞口。作为替代手段，Diez de los Rios、Garcia（2007）论文中提出的方法二建议，设计合理的统计手段可以被用来估计对冲基金业绩中的隐含期权头寸。他们指出，设计合理的统计手段能够：1）确定复制对冲基金回报的最优期权组合；2）使用基于任意基础资产的期权来模仿基金策略（而非仅仅利用股指期货）；3）估计能模仿基金回报的期权的最优虚实值程度；4）评估非线性程度在统计上是否显著。

我们回顾一下 Diez de los Rios、Garcia（2007）论文的方法。这一对冲基金因子模型受到 Glosten、Kagannathan（1994）论文的启发，采用了分段线性方法来逼近非线性回报的结构。在哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）模型中使用的多种风险因子基础上，Diez de los Rios、Garcia（2007）引入了基于第一因子（股指）的期权。因此，对冲基金的回报可以写作：

$$r_t = \beta_0 + \sum_{k=1}^K \beta_k f_{kt} + \delta \max(f_{1t} - s, 0) + \varepsilon_t$$

其中，因子 f_{1t} 表示股指回报，并通过合理设计的计量经济学方法（详见下文）来评估期权敞口是否显著（通过测试是否为零）。

虽然 Diez de los Rios、Garcia（2007）发现所谓的非线性风险因子敞口无一统计显著，他们的研究也表明回报函数的非线性特性与直觉和之前的结果（见 Agarwal、Naik（2004））都一致，并且是分析样本内表现的有益补充。因此在复制对冲基金回报的范围内，这一模型是否有效的问题依然悬而未决。

选择行权价是一个数据依赖的过程，而非由外生估测。基于 Diez de los Rios、Garcia（2007）论文，我们考虑了如下基于 Wald 测试的统计量（原假设为所有参数共同等于零）：

$$W(s) = \hat{\beta}(s)' \hat{\Sigma}^{-1}(s) \beta(s)$$

其中， $\hat{\beta}$ 表示最小二乘的因子估计值； $\hat{\Sigma}$ 表示 $\hat{\beta}$ 的协方差矩阵，由 $\hat{\Sigma}(s) = (X'X)^{-1} X' \hat{\varepsilon}(s) \hat{\varepsilon}(s)' X (X'X)^{-1}$ 给定，其中 X 是 T 乘 $K+1$ 的因子回报矩阵，并且将非线性因子包含在最后一列中。

我们遵循 Hansen（1996），特别是 Diez de los Rios、Garcia（2007）中的方法，对所有可能的行权价计算检验统计量（6）。最优行权价由使 Wald 统计量最大化的行权价给定（7）：

$$s^* = \arg \max_{s \in [s_{\min}, s_{\max}]} W(s)$$

在基于期权的因子模型中，预算约束变为：（8）

$$\hat{r}_t^0 = rf + \sum_{k=1}^5 \hat{\beta}_k f_{kt}^* + \delta \left[\max(f_{1t} - s_t^*, 0) - rf^* C_{t-1} \right]$$

其中， C_{t-1} 是基础资产为股指回报（而非股指数值）、带来 $\max(f_{1t} - s_t^*, 0)$ 回报的期权在 $t-1$ 时间的布莱

克—斯克尔斯价格。布莱克—斯克尔斯价格由下式给定(其中 σ 为估计的股指波动率)：

$$C_{t-1} = \exp(-rf) + \Phi(d_1) - (1 + s_t) \exp(-rf) \Phi(d_2)$$

$$d_1 = \frac{-\log(1 + s_t) + rf + \sigma^2 / 2}{\sigma}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma$$

下一节介绍用状态空间模型来解释显式时变风险因子敞口。

2.3、马尔可夫状态转移模型

在捕捉因子敞口变化的初步尝试中，我们引入了具有离散状态数(9)的状态空间模型。依照 Hamilton(1989)，我们对对冲基金指数回报的时间序列和因变量使用了正态马尔可夫状态转移模型(MRS, Markov Regime-Switching)。

模型可以写作：

$$\hat{r}_t = \sum_{k=1}^K \beta_k(S_t) f_{kt}^* + \varepsilon_t$$

其中，残差服从 $N(0, \sigma^2(S_t))$ 的正态分布，而 S_t 是一个表示 t 时间状态种类的离散值。假设因子敞口和残差波动率都依赖于某一特定状态。

在我们的分析中，由于参数估计以及相关的风险估计数目众多，我们将状态数限定为二。概率矩阵 P 可以写作： $P = \begin{pmatrix} p_{11} & p_{12} \\ p_{21} & p_{22} \end{pmatrix}$ ，其中每一元素 p_{ij} 表示当时间 t 为状态 i 时，时间 $t+1$ 出现状态 j 的概率，并且 $p_{i1} = 1 - p_{i2}$ 。马尔可夫状态转移模型与 Diez de los Rios、Garcia(2007)非线性因子模型中的分段线性回归近似高度相关(见上一节)。事实上，前一模型也包含了两种状态，状态一表示期权虚值($f_{1,t} - S_t \leq 0$)，状态二表示期权实值($f_{2,t} - S_t > 0$)。两者之间的最大差异在于在马尔可夫转移模型中，状态的转移不由因变量的数值唯一确定，它们也是不可观测状态变量的函数，并由上述转移矩阵确定的马尔可夫链给定。

马尔可夫状态转移克隆模型的回报为(10)：

$$R_t^{M*} = rf + \sum_{k=1}^K \tilde{\beta}_{kt} F_{kt}^*, \text{ 且 } \tilde{\beta}_{kt} = \tilde{p}_{1,t} \tilde{\beta}_{kt}^1 + \tilde{p}_{2,t} \tilde{\beta}_{kt}^2$$

其中 $\tilde{p}_{1,t}$ 和 $\tilde{p}_{2,t}$ 是平滑状态概率并且 $\tilde{p}_{1,t} + \tilde{p}_{2,t} = 1$ 。此外， $\tilde{\beta}_k^1$ 和 $\tilde{\beta}_k^2$ 分别表示在状态 $S=1$ 和 $S=2$ 下估计的风险因子敞口。相关参数的估计方法详见附录 A。

2.4、卡尔曼滤波模型

卡尔曼滤波模型(卡尔曼 1960)是一种通过状态空间变量模拟动态风险因子敞口的有效方法。这一方法建立了可观测变量与状态变量之间的线性联系，并被证明是最好的单边线性滤波器(Hamilton 1994)。

线性状态空间因子模型的向量表示为：

$$\beta_t = A\beta_{t-1} + \eta_t \quad (\text{转移等式})$$

$$\hat{r}_t = \beta_t' F_t + \varepsilon_t \quad (\text{测量等式})$$

其中 β_t 是 t 时间对各种风险因子敞口的向量， F_t 是 t 时间因子回报向量，而 A 则是转移矩阵。我们进一步假设 η 和 ε 服从均值为 0、协方差矩阵分别为 H 和 G 的正态分布。因此，我们得到的卡尔曼滤波克隆模型为(11)：

$$\hat{r}_t^K = rf + \beta_{t|t-1}' f_{kt}^*$$

关于卡尔曼滤波估计详见附录 B。

三、实证结果

正如哈桑霍德齐克和罗闻全(2007)论文所述，我们利用 TASS 数据库评估这些复制策略的表现。更准确地说，我们采集了 CFSB/Tremont 对冲基金指数的月度回报数据来检验以下十二种策略：可转债套利、管理期货、困境证券、新兴市场、市场中性、事件驱动、固定收益套利、全球宏观、多/空策略、风险套利、偏空策略、基金的基金(12)。最初的模型校准时间段从 1997 年 1 月起至 1998 年 12 月止。对于无条件克隆模型(线性模型和基于期权的模型)，我们建立了 24 个月长的时间窗口并以一个月为单位向前滚动进行测算(13)。对于条件克隆模型(马尔可夫状态转移模型和卡尔曼滤波模型)，我们向校准窗口加入了新近信息以替代校准窗口滚动(13)。根据第二节中介绍的各种复制策略，我们获得了各种克隆模型于 1999 年 1 月至 2006 年 12 月之间总计 96 个月的样本外表现。

为了说明第二部分提到的因子选择过程，我们将风险因子分为两组。第一组是理论结论，基于哈桑霍德齐克和罗闻全(2007)论文中提到的因子，被命名为全因子模型(3.1 节)。第二组是实证结论，基于对每个策略中风险因子的经济学意义的甄别，被命名为经济因子模型。

3.1、全因子模型

与哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）论文一样，我们选择了如下风险因子：美元指数、雷曼 AA 级中期公司债指数、雷曼 BAA 公司债指数与雷曼国债指数的价差、标准普尔 500 指数以及高盛商品指数。根据这些风险因子以及前文所述的方法，我们计算了四种因子模型的样本内和样本外结果。

表 1 显示了所有样本内平均调整 R2。这一结果表明引入基于期权的因子显著改善了样本内的模型拟合度。并不奇怪的是，我们注意到无论使用什么模型，对方向性策略（比如多 / 空策略和偏空策略）的解释能力高于非方向性策略（比如风险套利、市场中性等具有更低系统风险敞口的策略）。表 1 中的数据同时表明，就解释能力而言，或许由于被赋予了更大自由度，卡尔曼滤波模型明显优于包括马尔可夫状态转移模型在内的所有其他模型。

确实，马尔可夫状态转移模型状态数限制为 2 的同时，卡尔曼滤波模型隐含了对瞬间冲击造成的无限多状态的支持。

表 1 样本内平均调整 R2 法基于哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）风险因子的滚动（无条件模型）和增长（条件模型）时间窗口回归。样本时间段为 1997 年 1 月至 2006 年 12 月。

	无条件克隆		条件克隆	
	线性模型	期权模型	马尔可夫状态转移模型	卡尔曼滤波模型
可转债套利	-0.12	0.14	0.23	0.62
管理期货	0.37	0.41	0.25	0.66
困境证券	0.20	0.30	0.24	0.77
新兴市场	0.39	0.45	0.47	0.73
市场中性	-0.38	0.03	0.16	0.51
事件驱动	0.31	0.40	0.47	0.80
固定收益套利	0.10	0.18	0.50	0.71
全球宏观	-0.28	0.07	0.31	0.63
多 / 空策略	0.49	0.54	0.54	0.71
风险套利	0.23	0.31	0.29	0.63
偏空策略	0.63	0.63	0.61	0.82
基金的基金	0.40	0.42	0.33	0.69

然而，如前一节所述，对冲基金复制策略的真正挑战在于模型的可靠性以及改进样本外拟合表现的能力。事实上，由于模型参数的增加，条件和期权模型并不简约，相比无条件线性模型有更大的测定风险。

为了测试这一问题，我们现在开始样本外分析。对于每一种对冲基金策略，我们比较四种克隆模型（分别对应四类因子模型）与对冲基金指数在样本外的表现。如第二节所示，均方根误差（root-mean-square error, RMSE）显然是一种衡量复制能力的指标，因为它能立即体现克隆模型与指数之间的即时偏差。此外，相关系数也许有用。表 2 展示了各种复制策略和相应指数的样本外时间段（1999 年 1 月至 2006 年 12 月之间）的年化均方根误差及相关系数。

接下来有几点评论。首先，我们发现复制质量在各种模型间并没有显著差别。其次，期权模型的均方根误差始终高于线性模型，显示期权模型在样本外表现劣于线性模型。显著的例外出现在多 / 空策略上，两种模型的复制能力大致相当。显然，期权模型的额外因子以及相关的估测风险在样本外拟合时产生了负面作用。特别是，由历史回报决定的行权价格的统计特性看起来很关键。尽管这一方法从统计学角度看有吸引力，此问题还是引起了严重的模型可靠性问题，导致样本外复制能力减弱。另一方面，卡尔曼滤波模型在样本内的优异拟合表现无法在样本外被证实。因为无论采用均方根误差还是相关系数作为标准，卡尔曼滤波模型并没有在样本外给出足够好的复制质量。换句话说，尽管样本内分析证明了动态风险因子敞口的存在，可靠地捕捉这一随时间变化的风险敞口仍然极为困难。

表 2 基于哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）论文中风险因子的、每一策略和每一复制模型的年化均方根误差及相关系数（括号中数值）。采用了 1999 年 1 月至 2006 年 12 月的样本外月度回报。

总体而言，用均方根误差衡量的模型错误设定程度似乎由每种策略的某些外部因素驱动，比如每种策略独有的特点。在这里，尽管第二节中讨论了种种局限，相关系数作为补充指标依然值得参考，因为它是一种标准测度并且不随线性变化改变。某种程度上，较高的均方根误差以及较高的相关系数可能指出了存在超额收益。比如，比较无条件线性克隆模型对事件驱动策略和多 / 空策略的复制质量，依照相关系数，两者给出了相似的拟合程度（均为 0.47）。然而，多 / 空策略的均方根误差（0.09）要远高于事件驱动（0.04）。

对冲基金克隆的回报显著低于被克隆的对冲基金指数是哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）中的一个惊人发现。为了分析这一问题，表 3 给出了年化平均超额回报（Average Access Return, AER）。除了偏空策略之外，所有超额回报均为负值，最甚者年化超额回报达到 -14%。由于超额

	无条件克隆				条件克隆			
	线性模型		期权模型		马尔可夫状态转移模型		卡尔曼滤波模型	
可转债套利	0.05	(0.10)	0.06	(-0.05)	0.05	(0.13)	0.05	(0.21)
管理期货	0.12	(0.42)	0.13	(0.35)	0.12	(0.36)	0.12	(0.40)
困境证券	0.05	(0.41)	0.06	(0.34)	0.05	(0.40)	0.05	(0.39)
新兴市场	0.11	(0.51)	0.12	(0.46)	0.12	(0.53)	0.11	(0.48)
市场中性	0.03	(0.37)	0.03	(0.05)	0.03	(0.27)	0.03	(0.39)
事件驱动	0.04	(0.47)	0.05	(0.39)	0.05	(0.46)	0.05	(0.41)
固定收益套利	0.03	(0.22)	0.05	(0.14)	0.04	(0.13)	0.03	(0.22)
全球宏观	0.08	(-0.00)	0.08	(0.02)	0.09	(0.07)	0.09	(-0.09)
多 / 空策略	0.09	(0.47)	0.09	(0.50)	0.19	(0.33)	0.10	(0.38)
风险套利	0.04	(0.15)	0.05	(0.02)	0.05	(0.05)	0.05	(0.08)
偏空策略	0.12	(0.68)	0.12	(0.68)	0.12	(0.69)	0.12	(0.67)
基金的基金	0.06	(0.40)	0.06	(0.40)	0.06	(0.45)	0.06	(0.32)

收益绝大部分更低，期权强化模型的回报依旧劣于线性模型。在涉及的条件模型中，结果看来清晰表明卡尔曼滤波模型不仅优于其他条件模型（马尔可夫状态转移模型），也优于其他非条件模型。这与之前就均方根误差和相关系数得出的结论一致，并能由克隆策略和被克隆指数间持续的负偏差来解释。在这一案例中，较低均方根误差表征的更好复制能力直接带来了更好的业绩表现。

总之，这些结果证明了哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）论文中的结论，并且说明常见风险因子的风险溢价无法解释对冲基金的收益。

就投资者而言，另外一个相关的问题是克隆策略的较低回报是否相应降低了波动率。这样的话，即便其本身复制对冲基金指数的能力较弱，克隆策略也能在均值－方差的意义上成为有吸引力的投资品。表 4 展示了年化的对冲基金指数和相应克隆策略的夏普比率。

表 3 基于哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）论文中风险因子的各类策略和复制模型的年化平均超额回报（AER）。采用了 1999 年 1 月至 2006 年 12 月的样本外月度回报。

表 4 对冲基金指数及其克隆策略的夏普比率。美国国债（三个月到期）作为无风险资产。克隆策略基于哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）论文中的风险因子。采用 1999 年 1 月至 2006 年 12 月的样本外月度回报。

这些数字印证了前一结果，即无论使用何种模型，克隆策略的较差表现系统性地造成了夏普比率的严重恶化。事实上，克隆策略的糟糕业绩并未由波动率的同比降低而得到补偿（14）。

总之，结果表明对冲基金克隆策略表现弱于相应的对冲基金指数。同时也表明，相比对模型的依赖，模型复

	无条件克隆		条件克隆	
	线性模型	期权模型	马尔可夫状态转移模型	卡尔曼模型
可转债套利	-0.06	-0.05	-0.06	-0.05
管理期货	-0.03	-0.09	-0.09	-0.04
困境证券	-0.07	-0.08	-0.08	-0.06
新兴市场	-0.11	-0.11	-0.14	-0.09
市场中性	-0.05	-0.05	-0.06	-0.05
事件驱动	-0.05	-0.07	-0.07	-0.04
固定收益套利	-0.03	-0.05	-0.04	-0.02
全球宏观	-0.09	-0.07	-0.10	-0.08
多 / 空策略	-0.05	-0.06	-0.07	-0.03
风险套利	-0.01	-0.03	-0.02	-0.01
偏空策略	0.04	0.03	-0.01	0.02
基金的基金	-0.05	-0.07	-0.06	-0.04

	对冲基金指数	无条件克隆		条件克隆	
		线性模型	期权模型	马尔可夫状态转移模型	卡尔曼滤波模型
可转债套利	1.76	0.37	0.42	0.37	0.53
管理期货	0.20	0.02	-0.61	-0.68	-0.10
困境证券	2.19	0.69	0.34	0.41	0.91
新兴市场	1.03	0.00	0.01	-0.29	0.30
市场中性	3.16	0.59	0.69	0.02	0.76
事件驱动	2.19	0.85	0.29	0.21	1.04
固定收益套利	1.44	0.28	-0.36	-0.10	0.49
全球宏观	1.34	-0.04	0.36	-0.20	0.13
多 / 空策略	0.78	0.41	0.19	0.00	0.63
风险套利	0.94	1.03	0.18	0.43	0.83
偏空策略	-0.40	-0.11	-0.18	-0.40	-0.23
基金的基金	1.12	0.33	-0.17	0.12	0.61

	标准普尔 500	债券	信用价差	商品	美元	小 / 大市值 价差	新兴市场	可转债	违约价差	抵押贷款 价差
可转债套利	X*		X					X		
管理期货		X*		X	X					
困境证券			X*							
新兴市场	X*						X			
市场中性	X*					X				
事件驱动	X*									
固定收益套利			X*					X	X	X
全球宏观		X*								
多 / 空策略	X*					X				
风险套利	X*									
偏空策略	X*					X				
基金的基金	X*					X				

制能力的差异更加依赖于被复制的对冲基金策略。最后，条件和非线性模型，尽管比线性模型更为复杂，并不一定能改善样本外的表现。为了改善复制能力，下一节将关注因子选择过程。我们认为，对各类策略的因子集进行个性化选择能降低估测风险并强化拟合能力。

3.2、基于经济学分析的因子选择

在这一节中，我们检验了对每一种对冲基金策略选用不同的因子集是否能改善复制能力。基于经济学分析和给出了过去十年风险因子全面分析的 Fung、Hsieh（2007）论文，我们对每一策略选用了潜在显著的风险因子。

相应地，我们在哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）论文中的五个因子基础上增加了以下具有潜在解释能力的因子：

- 小 / 大市值价差，由标准普尔 600 小市值指数与标准普尔 500 综合指数回报之差给定；
- FC 新兴市场指数；
- 美林证券 300 全球可转债指数；
- 违约价差，由雷曼 BAA 级中期公司债指数和雷曼 AAA 级中期公司债指数之差给定；
- 抵押贷款价差，由 GNMA 指数超出雷曼国债指数的超额部分给定；

表 5 给出了每一种策略的因子，并进一步给出了基于期权的复制模型中的期权因子。

对于某些策略，比如管理期货、困境证券、事件驱动、全球宏观和风险套利，基于经济学分析的因子不过是全因子的子集。表 6 展示了样本内调整 R² 从全因子模型转到经济学因子模型时的绝对提高。正如所料，我们观测到这

些策略绝大多数在样本内拟合能力下降。另一方面，剩余的策略（可转债套利、新兴市场、市场中性、多 / 空策略、偏空策略、固定收益套利和基金的基金）受益于在全因子模型基础上增加的风险因子，其样本内复制能力得以提升。

表 5 基于经济学标准的因子选择（详见 Fung、Hsieh 2007）。星号表示基于期权模型的非线性因子（对该因子的线性和非线性部分均予以保留）。

表 6 使用经济学因子（见表 1）而非哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）论文中的因子后样本内平均调整 R² 有了绝对增长。采用了 1999 年 1 月至 2006 年 12 月的样本外月度回报。

如上文所述，投资者的主要顾虑在于估计模型的强健性。由于因子集进行了定制，经济学因子模型应该会比全因子模型具有更好的样本外拟合度。为了检验这点，表 7 给出了使用经济学因子而非全因子模型后年化均方根误差的相对减少率。

表 7 使用经济学因子（见表 1）而非哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）论文中的因子后年化均方根误差的相对减小量。采用了 1999 年 1 月至 2006 年 12 月的样本外月度回报。

该案例的绝大多数部分中，采用经济学因子后模型的样本外复制能力有所提升，均方根误差有所降低。在某些例子中，均方根误差的降低极为显著。对于新兴市场策略，由于新引入新兴市场指数作为解释变量，我们在所有复制模型中都使均方根误差降低了 40% 左右。有趣的是，对几乎所有策略，从均方根误差的相对减少量来看，条件因子模型（马尔可夫状态转移模型与卡尔曼滤波）的表现显著优于无条件因子模型。这证实了关于捕捉动态因子敞

表6

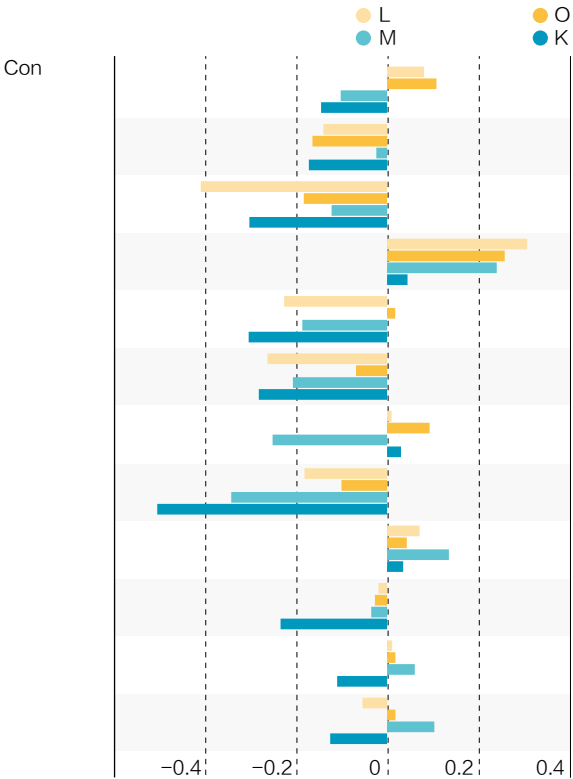


表7

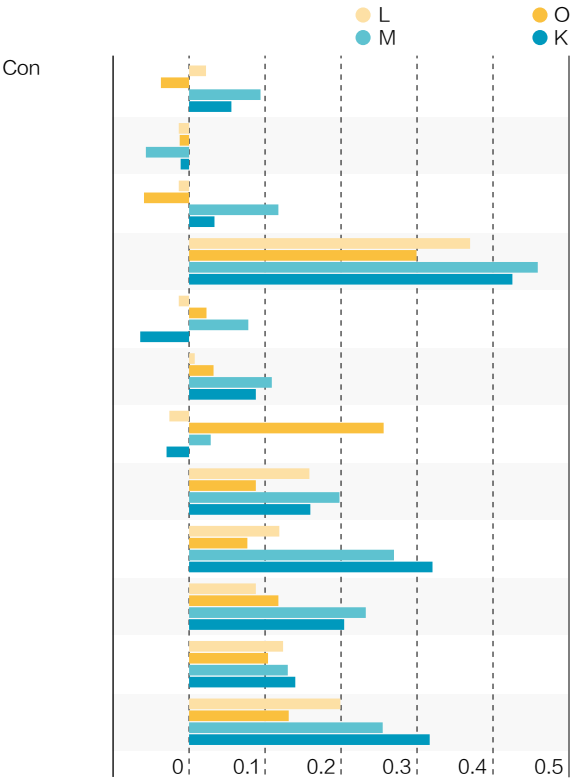
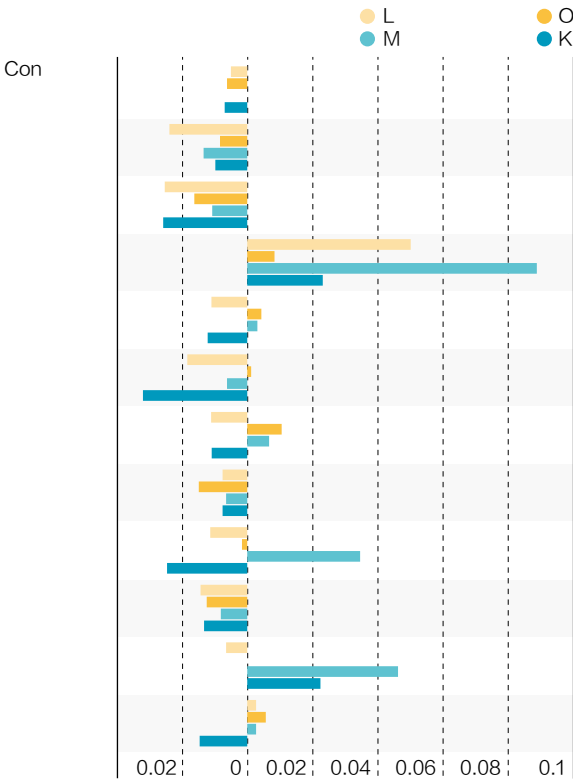


表8



口的统计手段能够捕捉对冲基金回报非线性特征的直觉。相反的是，从复制能力的相对提升来看，基于期权的克隆模型再一次劣于线性模型。

总之，这些结果清楚表明了对各种对冲基金策略，事先个性化因子集的选择有助于提高复制能力。为了从业绩角度补充分析，表 8 展示了相对于全因子模型，经济学因子模型年化平均超额收益（AER）的绝对增长值。

表 8 使用经济学因子（见表 1）替代哈桑霍德齐克和罗闻全（2007）论文中的因子后年化平均超额收益的绝对增长量。采用了 1999 年 1 月至 2006 年 12 月的样本外月度回报。

这些结果清晰地表明，经济学模型的复制质量并不乐观。事实上，除了新兴市场克隆策略，其他绝大多数克隆策略相较全因子模型表现更差。

4、总结

本文分析了对冲基金复制方法的样本外特性，发现没有一种复制模型能带来令人满意的效果。

事实上，基于因子模型的对冲基金复制策略面临着许多严峻的挑战，包括识别正确的因子及可靠的方法

(相对于这些因子,更要把握对冲基金经理依赖于时间和状态的风险敞口)。本文是一次评估非线性条件和模型复制能力的尝试。我们发现,使用非线性模型未必能改善复制能力。我们也发现,无论使用何种因子模型,基于经济学分析选择因子能带来显著的样本外复制能力提升。总之,我们证实了哈桑霍德齐克和罗闻全(2007)论文中的发现——对冲基金复制策略系统性地劣于实际对冲基金表现。

综上所述,尽管复制对冲基金的风险因子敞口从概念上来讲非常吸引人,我们也必须承认前路漫长。最后,我们的问题也许并非是“用更低的风险获得对冲基金回报是否可行?”(答案显然是否定的),而是“能否设计合理的机械式交易策略给投资者带来低成本的 β 敞口?”关于后一个问题,我们有理由相信这些对冲基金的低成本替代品可能还是对这些对冲基金的投资者和基金经理有帮助,无论是用作业绩基准还是为了风险管理。

脚注:

(1) 这与用主动管理组合来复制无法投资的对冲基金的主动复制法不同(在复制组合中使用相对较少的基金个数来实现有效复制对冲基金指数的实证详见 Goltz 等 2007)。

(2) 这些因子的回报序列来自于 Datastream 数据库。

(3) 这对信用价差以外的所有因子都成立。信用价差定义为自我融资的多/空头寸。

(4) 上标 L 表示线性克隆。

(5) 见 Jagannathan、Ma (2003), 他们指出由于估计量的结构造成的收缩效应,错误的约束可能导致更好的样本外结果。

(6) 同 Diez de los Rios、Garcia (2007), 我们将行权价的范围限制在观测值的 15% 与 85% 之间。

(7) 上述方法在 Diez de los Rios、Garcia (2007) 论文的原有做法基础上稍有改进,他们事实上只用 Wald 统计检验了期权因子虚假设为零,而不是所有因子的虚假设同时为零。我们的初衷在于前一种方法与多因子模型的原理更为一致。

(8) 上标 O 表示基于期权的克隆。

(9) 关于对冲基金回报的马尔可夫状态转移模型的例子详见 Billioy、Getmansky、Pelizzonx (2006) 论文。

(10) 上标 M 表示马尔可夫状态转移克隆模型。

(11) 上标 K 表示卡尔曼滤波克隆模型。

(12) CSFB/Tremont 对冲基金指数基于 TASS 数据库中所列的基金。指数构建详见 <http://www.hedgeindex.com/>。

com/。我们也在 EDHEC 综合对冲基金指数上进行了类似的测试,并获得了非常接近的结果。

(13) 确实,使用滚动窗口方法的主要目的是为了适应非平稳的风险敞口和分布。既然条件模型显然允许状态转换和时变风险敞口,在样本量增加会使估测风险降低的情况下,“增长的校准窗口”看来是更合适的方法。

(14) 所有克隆、时间段和策略的进一步统计概括可按需提供。

附录:

A. 马尔可夫状态转移模型估计

正态分布假设使我们可以将联合似然函数写为:

$$L(\theta) = \prod_{i=1}^T f(R_i | \theta) = \prod_{i=1}^T \left\{ \underbrace{\frac{\tilde{p}_{1,i}}{\sqrt{2\pi\sigma^2}} \exp\left(-\frac{\epsilon_i^2}{2\sigma^2}\right)}_{\eta_{1,i}} + \underbrace{\frac{\tilde{p}_{2,i}}{\sqrt{2\pi\sigma^2}} \exp\left(-\frac{\epsilon_i^2}{2\sigma^2}\right)}_{\eta_{2,i}} \right\}$$

其中 θ 表示参数向量,也就是说,包括两种状态的因子敞口 β_k 和标准差 σ ,以及平滑状态概率 \tilde{p} 。定义过滤概率 $\hat{p}_{i,t}$ 为:

$$\hat{p}_{1,t} = \frac{\eta_{1,t}}{\eta_{1,t} + \eta_{2,t}} \quad \text{且} \quad \hat{p}_{2,t} = \frac{\eta_{2,t}}{\eta_{1,t} + \eta_{2,t}}$$

平滑状态概率由滤波器概率和转移矩阵递归求得:

$$\begin{pmatrix} \tilde{p}_{1,t} \\ \tilde{p}_{2,t} \end{pmatrix} = P \cdot \begin{pmatrix} \tilde{p}_{1,t-1} \\ \tilde{p}_{2,t-1} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} p_{11} & p_{21} \\ p_{12} & p_{22} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \tilde{p}_{1,t-1} \\ \tilde{p}_{2,t-1} \end{pmatrix}, \quad \text{对于所有 } t > 1$$

在没有事先信息的前提下,我们进而假设 $\tilde{p}_{1,1} = \tilde{p}_{2,1} = 0.5$ 。 $\tilde{p}_{1,t} + \tilde{p}_{2,t} = 1$ 的必要条件在每一时刻都得到满足。最后,通过使上述似然函数的对数值最大化来得到各个参数。

B. 卡尔曼滤波方法

卡尔曼滤波方法由预测和更新两个步骤组成。

$$\bullet \quad \begin{cases} \beta_{t|t-1} = A\beta_{t-1|t-1} \\ P_{t|t-1} = AP_{t-1|t-1}A' + H \end{cases} \quad \text{预测}$$

$$\begin{aligned} v_t &= R_t^{HF} - \beta_{t|t-1}' F_t \\ S_t &= F_t' P_{t|t-1} F_t + G \end{aligned}$$

$$\bullet \quad K_t = P_{t|t-1} F_t' S_t^{-1} \quad \text{更新}$$

$$\beta_{t|t} = \beta_{t|t-1} + K_t v_t$$

$$P_{t|t} = P_{t|t-1} - K_t S_t K'$$

在没有关于因子敞口向量 β 特性的事先信息的前提下,我们假设 A 为单位矩阵。此外,我们定义 β_{10} 和 P_{10} 的初值为最初校准时间段(1997年1月至1998年12月)之间无约束的最小二乘法估计值:

$$\beta_{10} = \hat{\beta}_{OLS} \quad \text{且} \quad P_{10} = \hat{\sigma}^2 (R_F' R_F)^{-1} \quad \text{H}$$

GIPS标准下 对冲基金经理的解决方案

作者: 科勒曼·麦金斯特里, 国际计量委员会
(COLEMAN C.J. McKINSTRY, CIPM)
原文标题: Solutions for Hedge Fund Managers
Considering the GIPS Standards
翻译: 莫孝源
审读: 沙闻尧

虽然 GIPS (全球投资表现标准, Global Investment Performance Standards) 没有解决对冲基金所面临的特殊挑战, 但是对于对冲基金, 合规依然具有可行性并且日趋重要。客户披露、投资组合估值的方法和频率、以及净现值的计算方法是对冲基金在声明合规时需要解决的问题。

2010 年四月, ACA Reacon 发布了一份题为《合规比你想象的要容易: 在全球投资业绩标准 (GIPS) 下对冲基金经理所面临的挑战和解决方案》的白皮书。此书的目的是为对冲基金经理们 (Hedge Fund Managers, HFMs) 提供关于怎样声明符合 GIPS 标准的理想的行业指导。GIPS 标准现在还不适用于对冲基金面临的许多特殊的挑战, 比如展示具有主从结构的基金或者是“另袋存放”(side pockets) 基金的业绩。现行的 GIPS 标准对于基金经理声明合规具有足够的灵活性, 这一问题已经被 GIPS 执行委员会的成员提出并且也与我们在 ACA Beacon 的经验吻合。所以, 在没有任何能够解决对冲基金经理面临问题的官方指导情况下, ACA Beacon 的白皮书系统地讨论了 GIPS 标准的各个部分, 指出每个部分的常见问题并且提供了可行的解决方案。本文余下部分将简略地阐述 GIPS 标准中每个部分对于对冲基金经理常见的问题 (1)。对于这些问题更详细的讨论, 详见白皮书全文。

0. 合规的基础

公司的定义。对冲基金经理常常误认为可以在单个基金或者产品层面声称符合 GIPS。但是, GIPS 标准要求整个公司层面合规, 也就是说, 所有的对冲基金公司旗下的策略和产品都需要合规。公司应由其如何被公众所认识来定义, 它可以是一家大型金融集团的一个部门, 或者是

一家独立经营的公司。

提供合规的披露。GIPS 标准的一个基本要求是: 一家公司向所有潜在的客户完整并合规地披露其所有营销的组合群。这份文件必须包括 GIPS 第 4 和第 5 章所要求的披露和数据。虽然这看起来对于对冲基金经理是一项艰巨的挑战, 但是披露这些内容并不是一个过分的要求。再者, 这一要求并不意味着对冲基金经理需要彻底重写营销材料。相反, 通过将披露的内容作为附件的一部分给到客户, 对冲基金经理能够很容易地满足每一位潜在客户均收到材料的要求。

1. 输入数据

投资组合估值。GIPS 要求公司能够记录并维护必要的的数据, 使之足以重建账户层级和组合群层级的业绩。这些数据通常包括持有组合的市场价值以及任何外部现金流。有时, 有些证券的市场价值可能难以获得, 在这种情况下, GIPS 允许“只要保证方法一贯性原则, 对于一些成交量较低的证券, 公司可以采用某种合理的方法进行估值”(2)。值得注意的是, 即将启用的 2010 版的 GIPS 标准要求公司使用公允价值而非市场价值。这一最新版本也包括了 GIPS 估值原则, 以指导公司满足公允价值的估值要求。

估值频率。2010 年 1 月起, 账户必须在有大额外部现金流 (由公司定义) 发生时进行估值。在没有大额现金流的情况下, 账户必须每月进行估值。由于大多数对冲基金经理来都是每月 (有时每季度) 进行投资者的申购或者赎回, 所以大额外部现金流出现在月中的可能性基本为零。所以, 大多数的对冲基金经理都能够使用月末净值法计算当月回报。月末净值可由基金第三方托管人提供。

2. 计算方法

费后基金表现。由于大多数的基金都有多项复杂结构, 包括多种股票类别和收费结构, 这使得评估基金表现时需要尤其审慎。这里将讨论三种最常用的方法。

A. 追踪最初全额付费的投资者。最常用的方法是“提供最初全额付费投资者的回报。假设没有申购和赎回发生, 这反映了此投资者自基金成立起的回报率”(3)。使用这种方法的目标是展示一个自基金成立之日起就开始投资的潜在投资所能够获得的回报。值得注意的是, 这种方法

仅仅适用于组合群中只有一只基金的情况。如果一个投资组合群拥有多个账户（如基金，独立账户等），那么这个投资组合的回报需要体现其所有账户的回报。

B. 总回报法。总回报法所得到的回报反映了基金中所有资产的表现，包括所有的股份类别，资产系列和收费结构。尽管所得到的回报涵盖了所有投资者，但是没有任何单个投资者能够得到这一回报。此外，当一个基金有不同的费用结构和不同高水位标准的投资者时，净回报成为了不同费用的混合并产生了一个没有意义的结果。当投资组合群中不止一只基金时，这种方法是最适合的。当一个投资组合中有多个基金账户时，所有账户的回报需要以市值加权以得到投资组合的总体回报。

C. 费用法。在这一方法中，基金的费后回报直接由费前回报减去最高管理费和业绩激励费给定，通常可以用电子表格方便地计算得到。此方法最大的优点是其易于使用，而其最大的缺点是其净值表现使用了假定的费用计算方法。如果一只基金的最高费用比实际费用高，这种方法可能导致净值表现被低估。

无论选择哪种方法，最重要的是所有决定有据可查的，并在公开的合规材料中披露。

3. 组合群构建

构造组合群一般是 GIPS 标准中对冲基金经理容易遵守的部分。GIPS 标准要求所有具有相同投资目标或者策略的账户被包含在同一个组合群中。通常情况下，一只对冲


基金是某一策略下唯一的账户，而在这种情况下，这个组合群就单由这只基金构成。值得注意的时，当一个对冲基金经理的某个策略下有多个账户（对冲基金、私人客户账户、集合账户等）时，所有这些账户需要被包含在同一组合群下。

4. 披露 /5. 陈述与报告

GIPS 标准中有两个部分包含了一家公司合规陈述中必须体现的披露和数据。这份合规陈述文档使得具有分析能力的客户能够评判同一策略下不同的基金经理的表现。例如，潜在客户通过阅读这份陈述中包含的信息，能够比较一个来自洛杉矶的和来自伦敦的全球宏观策略基金经理的业绩表现。

其他注意

侧袋帐户（Side Pockets）。在某些情况下，对冲基金经理选择利用“侧袋帐户”策略，这项策略能够将非流动资产从基金的剩余部分（流动资产）隔离出来。当一只基金存在“侧袋帐户”策略时，怎样陈述基金表现成为了新的问题。一家公司可以选择仅仅展示高流动性资产部分的回报率，或者受“侧袋帐户”策略影响的整个基金的回报率。一家公司也可以同时展示两种回报率。当选择展示哪种回报率时，公司需要首先分析其客户基础以决定大部分现有的客户属于哪种情况。如果只有一小部分投资者受“侧袋帐户”策略影响，那么只需要展示基金流动资产的回报率即可。最重要的原则是展示一个潜在客户最有可能实现的回报。无论选择哪种回报率，至关重要的是公司能够书面记录下做此选择的理由。

总体来说，另类资产管理行业的透明度正在飞速提升之中，而声称符合 GIPS 标准是许多对冲基金经理迈出的第一步。尽管 GIPS 标准正式的指导意见即将出台，目前声明合规已经可行，而且事实上甚至比许多对冲基金经理理想的要简单。 

注释：

1. 本文中的意见和建议并非旨在替换或者取代任何当前或未来的，正式或非正式的 CFA 协会的指导，其可能与本文观点不符。本文中的内容不应作为任何特定事实的依据，也不能够替代正式的 GIPS 标准

2. CFA 协会。全球投资业绩标准(GIPS)手册,第二版。(Charlottesville: CFA Institute, 2006) : 78

3. Valerie Lamanna 在 GIPS 2007 年会议上的演讲“在对冲基金以及其它另类投资策略中运用 GIPS 准则”，会议 VI，芝加哥（27-28 2007 年 9 月）：幻灯片 17





对冲基金回报是否可以被廉价的复制？

作者：瑞士合众集团合伙人拉尔斯·耶格 (Lars Jaeger, CFA / Partner, Partners Group, Baar-Zug, Switzerland)

本文来源于 2007 年 4 月 29 日 - 5 月 2 日在纽约召开的 CFA 协会年会

原文标题：Can Hedge Fund Returns Be Replicated Inexpensively?

对冲基金投资回报背后的主要驱动力是一个隐匿的回报来源，即“另类”贝塔。和传统的投资管理策略相似，各“另类”贝塔策略可允许对冲基金投资者们构建“核心-卫星”投资组合——由贝塔策略管理人作为“核心”部位由阿尔法策略管理人作为“卫星”部位。

投资者们关于对冲基金的想法总是不断在变化。尽管投资者曾经一度担心对冲基金的相关风险，他们现在越发担心对冲基金的回报。这一转变很大程度上是因为对冲



基金在过往 4 年中的所实现的回报要远逊于他们早年的表现。进一步来看,在近期几次的市场困境中(2005 年 10 月、2006 年 5-6 月、2007 年 2-3 月、2007 年 7-8 月)对冲基金们并未能回避亏损,于是这让外界越发质疑他们的“对冲贡献”。当黑匣子里的对冲基金无法提供他们曾经实现的回报时,投资者将会开始检视黑匣子的内部来为这个现象寻求线索。随着投资者们了解的越深入,他们就将意识到对冲基金回报的各组成部分与他们长期以来所想象的有所差异。

阿尔法和贝塔两个投资概念很可能与资本资产定价模型(CAPM)一样古老,后者在 40 年前提出了这两个概念。尽管在对冲基金领域里关于阿尔法和贝塔的讨论刚开始兴起,但这一讨论有潜力颠覆对冲基金行业。在对冲基金业内一个新兴的时髦用语是“复制”。基金经理们可以针对贝塔建模甚至可以预测贝塔,但尤其有帮助的是“贝塔”

可以被系统性的复制。投资业内已经认识到一旦大部分的对冲基金回报来源于贝塔(即使与传统的贝塔形式有所不同)而不是阿尔法,则更加系统且经济地复制贝塔将与对冲基金回报具有很大成效。本文的主题就是“复制贝塔”。

首先我将会以一段来源于往年学术研究的有关对冲基金回报的建模与基准比较的讨论来开启本篇论文。随后我将解释为何对冲基金复制“贝塔”令投资者们感兴趣并且会引入“另类”贝塔策略这一概念。在本文最后部分,将描述一种对冲基金新模式:“核心-卫星”投资方式。



建模与基准比较

最迟看起来对冲基金的回报显的像是一个谜。在对冲基金及相关行业内一个广为流传的看法是绝大部分的对冲基金回报来源于阿尔法,换言之,来源于对全球资本市场中“市场失效”机会的明确利用。同时,对冲基金又在非常有效率的市场上进行交易,比如全球股票及债券、外汇与大宗商品、以及衍生品市场。在这些市场上存在大量的“市场失效”几乎难以置信,这些“市场失效”机会肯定不够喂养约 1.5 万亿美元规模的对冲基金业来产生收益。同时,即使存在大量“市场失效”机会,对冲基金经理们真的比其他投资者聪明以致于可以连续捕捉超额回报?任何情况下,传统的资产管理都传授这一观点:即在高度流动性的资本市场上捕捉“市场失效”机会非常的困难。因此许多对冲基金策略的相当大一部分投资回报必定另有隐匿的来源。



回报来源

对冲基金行业,从对阿尔法和贝塔两个投资概念理解的纬度来看,正处在一个类似于物理学在 20 世纪交替时期所经历的十字路口上。1895 年科学家们无法理解原子的构成。他们将原子想象成由电子和质子组成的杂乱无章的集合体。而仅仅 25 年之后原子的结构就被量子物理学家们所阐述。今天这一关于原子的观点已经是教科书上的知识内容。

在对冲基金业内一个类似模式转变也正在发生。对冲基金的“原子模型”看起来像是一个由阿尔法、贝塔、以及埃普西龙(即一个随机变量或我称之为“运气”的因子,其本身也构成对冲基金回报的重要部分)组成的杂乱

无章的混合物。在近期的研究基础上，关于对冲基金回报构成的新看法的确令人联想到物理学中的“原子”概念。

“贝塔”犹如原子核，即回报的核心，被“阿尔法”犹如电子一般所围绕。因此“阿尔法”散布在“贝塔”周围而不是相反的（“贝塔”散布在“阿尔法”周围）的状态。

对于一个传统的共同基金，绝大部分回报来源可以被理解。市场风险溢价，或“贝塔”提供了大部分回报，只有很小部分的“阿尔法”回报（平均来看这个“阿尔法”值实际为负）。对冲基金，一如他们最早被认知的那样，一直试图在回报公式里剔除“贝塔”或市场风险溢价，同时找到“阿尔法”回报来源并配以杠杆。对“阿尔法”配杠杆就像是用放大镜或显微镜来观察“阿尔法”以致其实际构成清晰可见。而对所宣扬的“阿尔法”放大检视后实际被发现的却是大量的“贝塔”。

这一“贝塔”产自于“隐匿的回报来源”，而该“隐匿的回报来源”又根植于系统性风险敞口。然而在此这一“贝塔”与传统意义上的贝塔不同。这一“贝塔”不同于传统的那个与整体股票市场、利率（久期）、信贷市场、以及甚至新兴市场相联结的贝塔。这里所指的是一个“另类贝塔”，这个“另类贝塔”也根植在一种系统性风险上，只是此系统性风险是与诸如股票市场各风格因子（如小盘股与大盘股、价值股与成长股、以及市场动量趋势）等广泛存在与市场中性或多空投资等策略的回报来源相关。实际上，著名的法玛—弗兰士（Fama - French）因子正在经历一个对冲基金回报分析领域的“文艺复兴”过程（即被广泛的认可并大量使用）。

“另类贝塔”也与一系列不同的风险因子有关。比如在并购套利领域利用的事件驱动风险，即通过项目交易利差（或卖出价与市场价之间的差价）所相关的风险溢价产生了“另类贝塔”。在一个并购套利的交易中，投资者实质签发了一个针对并购交易的看跌期权力图实现交易利差。此外，比如尤其在期权市场常见的波动率风险，与危机证券、固定收益套利、以及适用D条例的私募证券相关的流动性风险，以及与外汇息差套利交易相关的价差风险等风险因子都在产生“另类贝塔”（即在全球资本市场上的各种风险溢价）。关于价差风险的好例子是80、90年代所流行的外汇息差套利交易甚至当今的全球宏观策略也是如此。全球宏观策略的交易员们在低息货币与高息货币之间捕捉息差。这一息差并非市场失效的结果而是来源于投资者在外汇市场上系统性敞口的风险溢价。当日元在2007年2月底以及距现在更近的7—8月份出现

急速升值时，在1997年当亚洲货币陡然贬值时，这类为外汇息差套利交易投资经理带来巨大痛苦及大幅亏损的系统风险的危险性引发了广泛的关注。

与期货市场上的商业对冲投资人比如管理期货相关的风险也是一种“另类贝塔”的来源。期货市场中，尤其在大宗商品市场上，投机交易者们的对手方（一般为套保方）通常不受回报驱使，他们受风险驱使。这些试图通过期货市场工具卸下商品价格风险的商业对冲人一直在寻求那些可以参与他们转移风险的合作方，而这一风险（敞口）的转移一般与风险溢价转移同步发生。在1931年，约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）把这些风险溢价看成期货市场的逆向结构（即近期月份合约价格高于远期月份合约价格）。

提取与传统贝塔（广泛股票市场，久期，信用风险，和新兴市场）相关的风险溢价不需要除“买入持有单边多头”以外的其他特殊的投资技术。然而提取“另类贝塔”却要求使用多种投资技术比如卖空、杠杆操作、衍生品的使用等对冲基金领域的专属品（我们称之为“对冲基金投资技术”）



回报建模

理解对冲基金回报来源及为其建模的起点是标准线性因子模型。自1997年Fung和Hsieh的研究后学术文献中有许多线性因子模型。他们将一个简单的5因子模型应用于对冲基金的回报分析上，这实质上类似于股票市场的Bill Sharpe的CAPM模型。这个模型的表达为 $R_e = \alpha +$



$\Sigma(\beta_i \times F_i)$ ，是一个针对被选中的风险因子 F_i 而开展的简单线性回归，这些风险因子对应的“贝塔” β_i 是回归系数，“阿尔法” α 是在 y 轴上的截距。从经济意义上讲，“阿尔法”是通过证券的筛选以及市场择时而获取的超额回报。“贝塔”来源于在对冲基金策略中所涉及到的不同风险因子的风险定价——比如外汇风险溢价，收敛风险溢价，大宗商品风险溢价，以及期限结构风险溢价。我们将这种模型称之为“因子复制策略”或简称 RFS。“因子复制策略”回报是基于各因子的回报乘以各因子权重（即“贝塔”）进行简单计算。接下来，各因子权重是通过一个具有 5 年时间窗口的移动回归分析来取得（详见 Jaeger and Wagner 2005）。

因子模型的回报表现可以与对冲基金策略指数的回报表现相比较。图表 1 就是一个表明 RFS 模型如何紧密追踪事件驱动策略指数的实例。这里以及后续 RFS 的计算来源于 Jaeger and Wagner 2005 的研究。黑色粗体线代表 RFS 的模型因子（广泛的股票市场、小市值股票、高收益债券），是对于事件驱动时间序列的领先一个月的线性因子模型。这一模型与事件驱动对冲基金回报的时间序列之间的相关性是 93%，回归方程的解释性变量即调整后的 R^2 ，为 86%。因此该回归模型可以解释 86% 的事件驱动型对冲基金的回报变动。同样的建模过程使用在股票市场得出的 R^2 为 95%，因此可以得出结论该模型与用于建模的真实的对冲基金回报非常接近。

图1 RFS模型与事件驱动策略指数的比较（2000年1月-2007年3月）

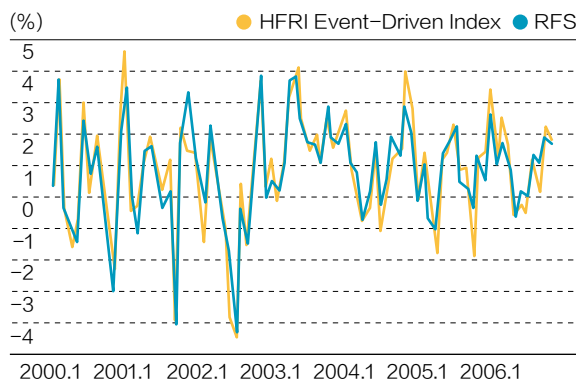
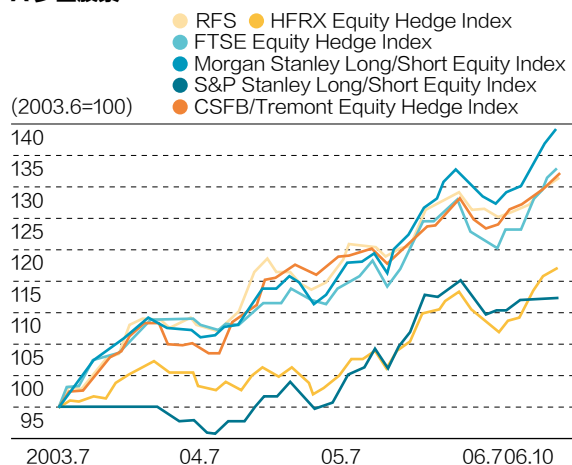


图 1：RFS 模型与事件驱动策略指数的比较（2000 年 1 月 -2007 年 3 月）

数据来源：基于 HFR（对冲基金研究）和彭博的数据

下一步是检验模型的因子并按照他们的贝塔敞口来设置权重。约 2 年之前，我与他人共同发表的一篇文章描述正是有关这一步骤的研究结果。（Jaeger and Wagner 2005）。图表 2 则展示我们在研究中所复制的两种策略：多空股票因子（可转换债券以及大盘股及小盘股）和危机证券因子（信用，大小盘股票，以及流动性）。在 A 栏中，代表多空股票策略的黑色粗体线追踪了 RFS 的结果。它可以大致复制甚至跑赢可投资的多空策略对冲基金指数。根据 B 栏所显示的内容，危机证券因子复制策略表现同样。它实际上落后于 2 个危机证券策略的对冲基金指数，考虑到危机证券投资通常流动性较低并且效率较低，此类策略的投资经理更容易产出阿尔法，该结果就不令人感到意外。

图2 RFS模型的复制力（2003年7月-2007年3月）
A 多空股票



B 危机证券

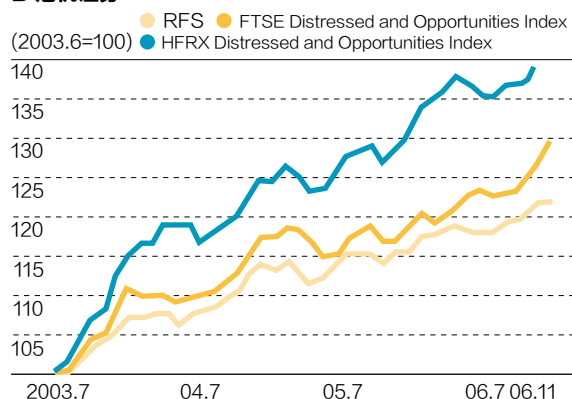


图 2：RFS 模型的复制力（2003 年 7 月 -2007 年 3 月）

A 多空股票

B 危机证券



线性模型的问题

在过去两年里，对冲基金复制领域人们做了许多研究并发表了许多研究论文，其中大部分，即便不是全部，都基于线性因子模型。越来越多的投资银行宣布了他们通过使用线性因子模型复制对冲基金的意图。但是关于线性模型一个重要的问题需要注意：即他们是线性的。换句话说来说，这些模型只是复制了一个对冲基金相对于风险因子直接成比例的敞口，或者说它的线性关系。而每个人都意识到的对冲基金的一个特点就是对冲基金的回报不是线性的。对冲基金具有非线性风险敞口在于它们与基础（底层）市场的依存结构关系随时间及市场的改变状态而不断变化，因为对冲基金交易具有期权特性，所以对冲基金要么明确交易了期权合约，而（即使未明确买卖期权）期权本质上具备非线性回报特性，要么它们随时间变化不断改变风险敞口而使得投资交易呈非静态特性。

图表 3 在一张简单的坐标展示了对冲基金的回报分布。对冲基金回报分布的部分区域展现出了线性的特点。但在尾部，在极端的风险事件中，回报分布却并未表现出线性的特点。意识到 RFS 仅仅是真实对冲基金风险敞口的线性粗略估计并未考虑对冲基金策略中固有的非线性回报支付特征具有非常重要的意义。对冲基金买卖交易期权，他们投资交易呈现非线性特征即风险敞口随时间推移而变动，线性因子模型则无法捕捉到这种回报特点。一些线性模型因子的支持者们在假设对冲基金的回报分布完全呈现线性时则幼稚的令人吃惊。简单的说，RFS 并不适合用来描述在所有市场环境下或所有对冲策略下的对冲基金回报。

图3 对冲基金回报依赖的简单描述

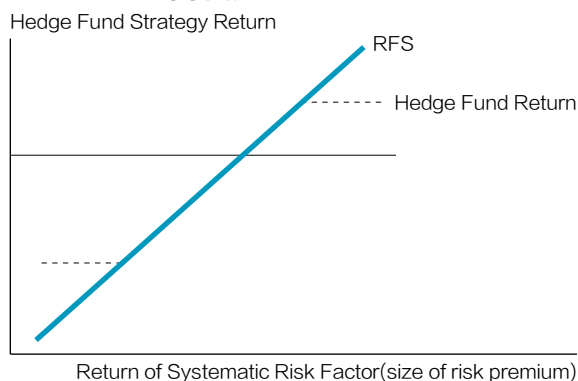
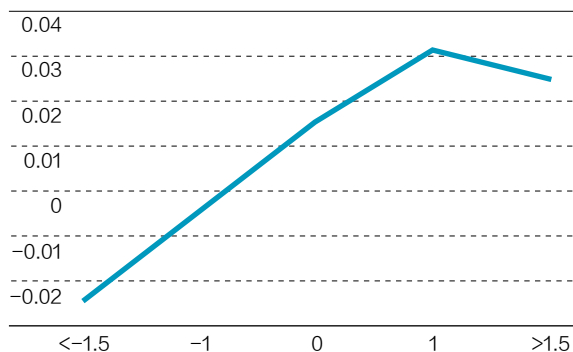


图 3：对冲基金回报依赖的简单描述

一项使用 12 年 (1994–2006) 数据的分析提供了示例来说明两种不同的对冲基金策略 – 多空策略和“大宗商品期货顾问”在不同的市场环境下是如何表现的。图标 4 中的 A 栏里描述了对空对冲策略相对于标普 500 指数的平均回报率， ± 1.5 的标准差事件被定义为标普 500 指数在某月上 / 下行不低于 4%。而在 B 栏则对 CTA 策略 – 债券市场上的趋势追踪投资们演示了同样的分析，该分析（较 A 栏）更清晰的显示出对冲策略的风险敞口高度的“非线性”。换言之，线性模型失败了。



图4 非线性敞口示例
A Long Short Equity



B CTAs(trend followers)



图 4：非线性敞口示例



非线性因子的建模

对冲基金的非线性因子可以由（任一个）下列两种方法来实施。一种是自上而下方式，这是一个基于回归的方法，该方式明确将期权特性整合进入因子模型。第二种是自下而上的方式，这种方法基于视条件变化的交易法则并隐含了期权（回报支付视条件而定）的行为特点。在完整的市场上这两种方式从数学的角度来看是一致的。

关于自下而上方式的一个简单的例子就是 CTA 趋势跟踪策略，该策略所产生的风险收益特征与跨式期权（一个看涨与看跌期权的组合）类似。这种 CTA（或管理期货）策略的“跨”式风险收益特征高度非线性。在一个大的市场趋势中，CTA 策略可以大赚其钱因为它们抓住了市场趋势并安然度过整个趋势行情。但当市场在一个窄幅区间震荡交易时，CTA 策略却会亏损因为它们总在错误的一侧交易。然而通过使用动态交易策略这一决定性的非线性风险敞口可以被成功的建模。比如在 2001 及 2002 年，Fung

和 Hsieh 发表过 2 份论文来描述对于管理期货非线性回报建模的研究，在此他们用回望式的跨式期权作为解释变量。

图表 5 展示了自 1994 年 6 月至 2007 年 3 月这一时段内 SGFII 指数回报与 CTA 策略的平均回报（CISDM CTA 策略等比权重系统性指数，CISDM, The Center for International Securities and Derivatives Market）的对比。作为一个系统性复制简单趋势跟踪的模型，SGFII 指数的回报实际上已经跑赢了大部分 CTA 策略。这一回报的优势出现是因为 CTA 策略经理们所收取的费用。图表展示了系统性的模型可以复制大部分的 CTA 策略回报并由此捕获了 CTA 策略所关联的系统性风险溢价。

图5 SGFII比CISDM体系
（1994年6月~2007年3月）

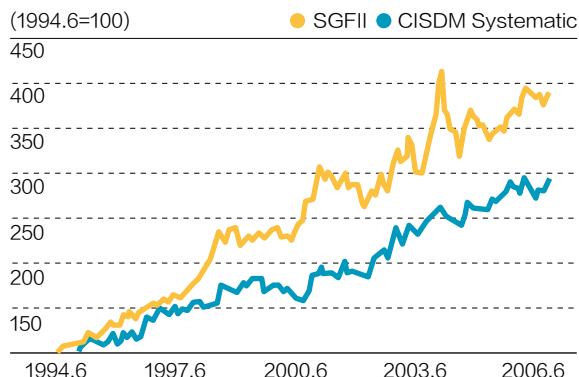


图 5：SGFII 比 CISDM 体系，1994 年 6 月 -2007 年 3 月



总结

除了单边做多策略传统的贝塔之外，大量的“另类贝塔”为对冲基金回报贡献良多。但是利用这类“另类贝塔”需要特定的投资技术，比如杠杆，卖空，以及使用衍生品。同时对冲基金中可归贝塔生成的回报与阿尔法生成的回报应该补偿有所不同。尽管另类贝塔在某种程度上可以线性因子模型来复制，这些 RFS 却因对冲基金基础风险因子所引起的非线性风险敞口而作用受限。



复制

实证证据显示对冲基金世界中的阿尔法随时间的推移而递减。图表 6 展示了 2000 年 1 月至 2007 年 3 月时段

内 4 种不同的策略（股票对冲，事件驱动，并购套利，以及可转换套利）表现出的这一趋势。一个简单的线性因子模型用来向前延展 60 个月的时间窗口以度量阿尔法在这段时间中如何演化。上述 4 个策略的阿尔法在过去的 6 年内显著减少了。在最初阶段，即在 2000 年，这些策略每月平均产生大约 60 个基点的阿尔法。在最末时段，即在 2007 年，上述策略每月仅能产生大约 10-20 个基点的阿尔法。这一结果支持阿尔法随大量资本金流入对冲基金行业而递减的传闻证据。

图6 基于60个月时间窗口的移动回归下对于不同的策略阿尔法的演变（2000年1月~2007年3月）

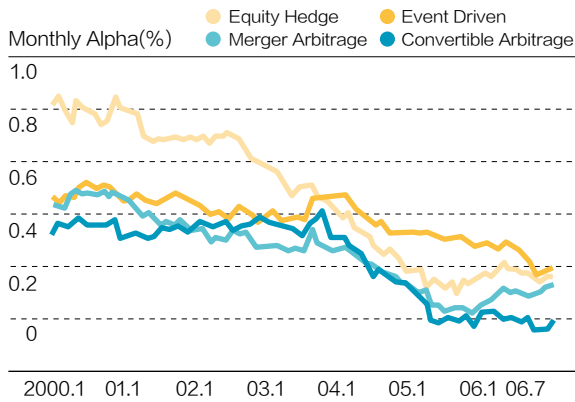


图 6：基于 60 个月时间窗口的移动回归下对于不同的策略阿尔法的演变，2000 年 1 月 -2007 年 3 月

上述的例子处理的是平均阿尔法水平，但如果观测最优秀的前 25% 投资经理的表现（由 Sharpe 比率来衡量），人们可以发现阿尔法随时间的推移而同样递减。过去 7 年里前 25% 投资经理的留存率很低，也就是说一个本年回报表现位居前 25% 的投资经理在下一年中仍位居前 25% 的概率不大。为了分析，在模型中，假设对冲基金经理的超额优异表现服从随机分布的模型，这一简单的假设可以得出前 25% 投资经理的表现以指数级递减。而在同期限内前 25% 对冲基金经理业绩表现的实证数据与随机分布的模型数据仅有略微差异。所以一个确定无疑的结论是对冲基金的阿尔法并不能持久。



长期回报的构成

在已经是对冲基金黄金岁月的 90 年代，大部分对冲基金的回报是由贝塔所驱动，但阿尔法仍然是一个重要的回报来源。在 1995-1999 期间，贝塔贡献了大约一半的所有对冲基金平均回报。一点也不意外，对冲基金表现最强年份是在 1999 年，当年的纳斯达克大幅上涨 86% 并且多空策略实现了 35% 的绝对回报。如今，贝塔的回报贡献不断趋多而阿尔法的回报贡献不断回落。从 2000 年到 2005



年，对冲基金 65% 的平均回报来自于贝塔驱动而 35% 的平均回报来自于阿尔法驱动。从今开始到 2010 年，阿尔法预计仅能贡献 20% 的对冲基金平均回报，与此形成对比的是贝塔预计可以贡献 80% 的对冲基金平均回报。

如果报酬机制不变化的话，那么持续投资于对冲基金就需要批判性的来评判。对冲基金经理们获得了大笔管理费来产生阿尔法，但越来越多的情况是，他们的回报却由贝塔所驱动。当风险溢价很高并且容易从市场中获得时，比如 1990 年代末期以及目前十年的早期，很容易获得 15-20% 的年化净收益。而现今，风险溢价的年化净收

益在 5-7% 的区间内（在次贷危机之前）。这是对冲基金行业的一个大问题。

对冲基金持续的吸引力在于它分散投资的奇妙。传统的平衡式投资组合并不包括其他的具备有利分散投资特性并产生有吸引力的另类回报的风险溢价。传统的投资者仅在一部分风险溢价中获益（股权，期限结构，信用等）并错失了多个其他的回报来源（比如企业重大事件风险，商业对冲风险，以及做空波动率的风险）。然而投资者可以通过对冲基金接触到其他不相关的另类风险溢价，即回报来源。投资对冲基金真正的好处并不一定来于接近当今的明星交易员而是从另类风险溢价中持续受益。



回报收费的影响

让我们一起来看一些非常简单的数据：另类贝塔以多种形式出现，资本市场有 10-15 个另类贝塔的来源。即使设一个“另类贝塔”在可能 8% 的波动率下具备高于 6% 的预期回报率（即夏普比率在 0.25 或 0.30，这当然没有什么反常），但当所有这些“另类贝塔”被联系在一个组合里，美妙的事情就会发生，这就是分散投资的魔力；因此，尽管回报率仍为 6%，组合的波动率却由于分散化投资而下降到 2%，也可通过增加杠杆上调至 5%；陡然间，我们发现 6% 的回报变成 15% 的回报。当然这一切都是扣除费用前的收益。

在对基金经理支付 2-20% 的业绩费用（2% 固定管理费和 20% 的业绩激励费），对母基金经理支付 1-10% 的业绩费用，以及支付杠杆融资的成本之后，净收益重新回到 6% 的水平。每一层上述的收费都在侵蚀阿尔法——这一除在基金经理之外别处无法获得的技能——投资者为此支付高昂费用。尽管投资为另类贝塔所支付费用要比阿尔法小很多，客户还是可能对另类贝塔所支付的要比传统贝塔所支付的多，后者的成本几乎为零。这一费用差异的出现是因为另类贝塔所涉及到的投资技术要比传统的单边做多买入持有的策略要更加复杂且需要多种技能组合。但这些来源于另类贝塔的回报可以通过系统性风险敞口的风险溢价获得，比之阿尔法生成的回报他们可以节省一大笔管理费。因此，理想的做法是：对回报组成进行分类，并对不同的回报组成分别补偿。

第一层费用即基金经理 2-20% 的业绩费用和母基金经理 1-10% 的业绩费用可以通过使用另类贝塔策略显著降低。另类贝塔策略可以降低基金经理业绩费用至 1.25-



15% 的水平并且完全抹去母基金经理的费用，这将每年节省 220–330 个基点。

第二层费用即不对称业绩费用也可以通过另类贝塔策略来降低。尽管整体业绩或是负的或是持平，对于获得一次收益的投资经理，投资者仍需要支付费用。当一个投资者对某对冲基金经理配置资金时，该投资者给予了该基金经理一个有关业绩费用的免费期权。投资者仅参与到了 80% 的上行回报而承受了 100% 的下行风险。相比之下，基金经理在获取了 20% 的上行回报的同时却不承担任何下行风险；这就是所谓的免费期权。投资者并非对于整个组合仅让渡一个免费期权，而是对组合中的每个投资经理均让渡一份免费期权。每个期权（或价内期权或价外期权）实际上都是投资者组合的固有成本。这一成本，对于母基金投资者或分散化投资的对冲基金投资者而言，视其组合中各投资经理的回报离散度而定，大致在每年 40–80 个基点的范围之内。但由于另类贝塔策略中的费用基于基金经理的净收益而支付，该策略下的投资者可以节省这一层费用。

第三层可以被减少的费用是杠杆融资费。杠杆融资主要来自于对冲基金的大宗经纪商，通常设定在 LIBOR 上浮 60–80 个基点。尽管某些对冲基金会产生杠杆费用，

其他一些对冲基金，特别是 CTA 或市场中性策略，可能会坐拥超额现金（赚取 LIBOR 下浮 20 个基点的利率）。问题在于投资者事实上无法交叉抵押。在某个基金中，投资者支付 LIBOR 上浮 80 个基点的费用（来融资）而在另一个基金中投资者（的现金资产）赚取 LIBOR 下浮 20 个基点的利率。大宗经纪商们操纵融资的利差使其对自己有利。2006 年，大宗经纪商从对冲基金获取了 180 亿美元的收入，其中大部分来源杠杆融资。

就投资者找到交叉抵押的方式从而降低杠杆融资费用的角度来看，对冲基金的费用可以每年进一步减少另外 40–80 个基点。另类贝塔策略一般使用诸如期货和期权的工具，这类工具运行仅仅使用一定比例现金来得到希望参与的市场的风险敞口。于是现金可以被多次使用，故每年可以实现 40–80 个基点费用节省。汇总来看，另类贝塔策略每年可为对冲基金投资者节省 300–500 个基点的费用。



另类贝塔策略

如我之前所提及的，对冲基金的复制可以有两种形式。第一种是在过往对冲基金历史表现的回归基础上的被

动复制模型。一段给定时间序列内的对冲基金回报，尤其是一个对冲基金指数，可以使用可投资的贝塔因子来归分析。这是一个关于简单的自上而下的方式，这种方式使用全球指数，并未复制单一的对冲基金策略，并未整合非线性特点，并且还放弃资产配置环节因为这已经由指数服务提供商所完成。

第二种复制对冲基金的方式是基于风险溢价的自下而上方式，该方式复制对冲基金预期支付特点。第一步是复制单一对冲基金策略，第二步是整合非线性的动态风险敞口，第三步是各类对冲基金策略的集成，第四步主动资产配置及风险预算，以及第五步制作出具备非线性因子和有条件的交易规则的投资产品。

在全球资本市场上不同的风险溢价是对冲基金回报的“原子”。一个单一对冲基金行业的回报已经是多个风险溢价的组合。对于对冲基金风险溢价或另类贝塔建模以及投资需要具备另类投资技术因为传统的大类资产敞口无法实施获取另类贝塔这一工作。获取“另类贝塔”需要定义并实施基于法则的交易策略，或“另类贝塔”策略。另类贝塔策略的例子包括趋势跟踪、价差交易、以及期权策略。但是另类贝塔策略的定义以及获取决不是一项单纯的数学优化的工作，这要求对于各类对冲基金深刻的理解以及广泛的母基金视野。一个另类贝塔策略的投资组合是为了满足由多种不相关回报来源中达到有效多元分散化目的而建立的。这一组合通过可明晰绘制策略风险因子的风险预算来实现优化。另类贝塔策略首次为投资者提供了以经济的成本、透明及高流动的形式来投资各对冲基金的机会。

另类贝塔的概念在学术上逻辑严密，并且在真实的投资环境中得到验证。各种另类贝塔策略可以高效复制对冲基金回报的系统性构成，并且它们展现出了与真实对冲基金策略的高度相关性（大于 80%）。它们同时每年为投资者节省费用 300-500 个基点，其收益每年也因此高出对冲基金平均水平 300-500 个基点。尽管另类贝塔策略可能不在最优的前 1/4 对冲基金选手之列，但它们的表现肯定在第二梯队（第二个 1/4）选手中可谓优秀。

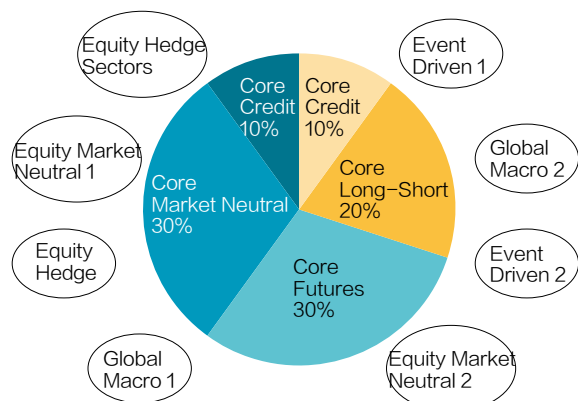
核心 - 卫星投资组合

为了能够跻身排名前 1/4，一个投资策略必须产生阿尔法。这一处境呼吁着一种“核心 - 卫星”投资策略，该方式与传统的资产管理行业所采纳的做法很相似。当投

资管理业意识到传统股票投资回报中大部分来源于股票的贝塔时，这种“核心 - 卫星”投资策略便应运而生来用以放大这一新认识的效用。该“核心 - 卫星”投资策略以经济的成本投资于产出贝塔的核心部位，而由卫星部位提取阿尔法，并同时主动运用授权来管理组合。而这相同的策略也可以使用在对冲基金领域内。

与人们在单边做多领域内的所能实施策略很相似，一个最优的对冲基金的母基金的组合可以由一个涵盖多种另类贝塔的核心组合与多个以卫星部位存在的旨在产生真实阿尔法的对冲基金经理共同构成。这一结构由图表 7 所展示。一般来讲，构建一个对冲基金组合展示出两个相互冲突的任务：选择产生阿尔法的管理人和实现多元分散化的资产配置。为了获取出阿尔法，组合倾向搭建的更加集中。这一介于资产配置与证券筛选二者之间的矛盾是构建对冲基金组合经典的冲突。而“核心 - 卫星”投资策略本身实际上已通过其创设出贝塔与阿尔法相分离并差异化补偿的最优组合来解决了这一冲突。

图7 “核心-卫星”对冲基金投资



构建“核心 - 卫星”对冲基金组合涉及三个步骤。第一步是通过战略资产配置来优化投资组合。这一步的目的是将追踪所选择的对冲基金业绩基准（为了尽可能清晰的反映全球对冲基金行业）的误差控制在最小。在第二步，人们的目标是通过基于各自阿尔法生产潜能的最优估计来筛选卫星部位的基金经理并同时另类贝塔策略的敞口最小化。第三步是运用贝叶斯（Bayesian）最优化的战术资产配置从而决定由具体另类贝塔策略与卫星部位投资经理所组成的最优整体组合。然而目前为止，在对冲基金世界

里强加入战术资产配置就像是在做无用功，因为各对冲基金经理的锁定期条款使得短期性质的战术资产配置完全失效。“核心 - 卫星”策略为核心部位投资经理们打开了通向战术资产配置的通道。

结论

对冲基金行业的回报来源表现的更多归因于风险溢价而非市场失效。另类贝塔的概念实际上是这一理念的自

然演变。行业内一些人将另类贝塔策略称为被动对冲基金策略或基金复制策略。在合众集团，基于一份超过 2 年半的追踪记录，我们相信另类贝塔策略具备完整的理论框架并且另类贝塔的概念远不止是简单的被动投资。我们认识到阿尔法和贝塔经常各自对收益回报做出贡献，通常以一种无法控制的，甚至不被期待的组合出现，而这一组合经常成本较高。结果是，这些挑战强烈要求一种核心 - 卫星解决方案。一旦另类贝塔策略的优点被更加广泛的认可，目前正处在这样一个进程之中，它会对对冲基金行业带来巨大影响。 