



金融工程专题报告：对冲基金的前世今生

董 樑

兴业研究

分析师

祁朝瑞

兴业研究

助理分析师

万 凝

兴业研究

分析师

摘要：

- 对冲基金的发展历史仅有不到七十年，但却在世界金融市场占据了举足轻重的地位，总规模已经超过3万亿美元，数量也突破了万只。对冲基金已经成为一个重要的投资渠道。
- 对冲基金的策略根据其投资风格可以分为两大类：第一类是 Systematic 对冲策略，遵循一定的规则而进行系统性程序化交易；第二类是 Fundamental 对冲策略，主要聚焦于基本面研究，具有主观色彩。
- 经过半个多世纪的发展，对冲基金公司经历了如大浪淘沙般的优胜劣汰，在这其中，以 Bridgewater Associates、AQR Capital Management、Millennium Management、Citadel Advisors 和 Harris Associates 等公司为代表依靠各自对冲策略在金融市场上叱咤风云。
- 随着上世纪 80 年代的金融自由化的不断扩张，对冲基金迎来了一个蓬勃发展的时期，97 年亚洲金融风暴、2001 年互联网泡沫、08 年金融危机无处不存在对冲基金的影子。目前随着《Dodd-Frank Act》的逐步推进，对冲基金正在新的监管环境之下谱写新的行业传奇。

关键字：对冲基金 投资策略 对冲基金公司 Dodd-Frank Act

目录

一、 对冲基金概念介绍	3
1.1 对冲基金的定义与特征	3
1.2 对冲基金与共同基金的差异	3
1.3 对冲基金的发展历史	4
二、 对冲基金的主要策略	6
2.1 各种对冲基金投资策略的简单介绍	7
2.2 各种对冲基金投资策略的绩效表现	9
三、 主要的对冲基金公司	9
3.1 Bridgewater Associates.....	10
3.2 AQR Capital Management.....	10
3.3 Millennium Management.....	11
3.4 Citadel Advisors.....	11
3.5 Harris Associates	11
四、 后金融自由化的变革与展望	12
4.1 从“野孩子”到“too big to fall”	12
4.2 新千年的机遇和挑战	13
4.3 对冲基金的前景展望	16

一、对冲基金概念介绍

1.1 对冲基金的定义与特征

对冲基金并没有统一的定义,美国总统的金融市场工作小组给对冲基金下的定义是“一种以私人组织形式集聚资金的投资工具,并由专业管理公司管理,并不完全向公众开放”。但是,对冲基金相比其他投资模式却有明显的特征,它采用各种交易策略(如卖空、杠杆操作、程序交易、互换交易套利、交易衍生品种等)通过对冲、换位、套头、套期等方式构造资产池来赚取巨额利润。美国证券交易所(SEC)认为对冲基金有以下几个公认的市场特征:

- (1) 投资方式非常灵活多样,既可多也可空;
- (2) 杠杆交易;
- (3) 最少的法规管制;
- (4) 一般具有 1 至 2 年的锁定期;
- (5) 投资者主要包括大资金的个体投资者和机构,比如养老基金、高校捐款基金等;
- (6) 费用高: 根据绩效奖励给基金经理,管理费一般为基金净值的 2%, 绩效费为基金利润的 20%。

1.2 对冲基金与共同基金的差异

1. 法规监管近乎真空

共同基金通常会受到法规较为严格的监管,在美国,共同基金从设

立到运作和管理的各个环节，均受到严格的法律约束。而对冲基金的设立则不需要向任何部门注册，基金发起人和投资者之间只是契约关系，在基金管理、投资组合运作、信息披露等方面几乎都没有法规限制。共同基金有严格的融资限制，通常不能使用杠杆。而大多数对冲基金为了追求高盈利，都利用财务杠杆进行融资。由于对冲基金运用财务杠杆能使基金经理增加头寸规模，以小额资本从事巨额的投资与投机，从而有可能实现以小额资本获取巨额利润。

2. 投资者资格

尽管，在投资监管上对冲基金比共同基金要宽松的多。但是，对冲基金的投资者却有严格的资格限制，美国证券法规定：以个人名义参加，最近两年内个人年收入至少在 20 万美元以上；如以家庭名义参加，夫妇俩最近两年的收入至少在 30 万美元以上；如以机构名义参加，净资产至少在 100 万美元以上。1996 年的新规定则将参与者由 100 人扩大到了 500 人。同时，参与者的条件是个人必须拥有价值 500 万美元以上的投资证券。而一般的共同基金无此限制。

3. 在熊市中收益较好

对冲基金的突出特征是在市场暴跌时具有较强的抗跌性。共同基金的净资产的变化与证券市场的走势具有很大的相关性，股市的涨跌直接影响共同基金的投资收益。对冲基金的净资产的变化与证券市场的走势没有很大的相关性，股票市场下跌，对冲基金也能够获利。

1.3 对冲基金的发展历史

自从 Alfred Winslow Jones 建立第一支对冲基金以来，全球经济经过几轮金融危机的洗礼，对冲基金发展也几经沉浮，但总的来说对冲基金有了质的飞跃。

1. 初始时期: 1949 年, Jones 以仅有的 10 万美元作为初始资本建立了世界上第一个对冲基金, 在 1952 年, Jones 与其他经理实施了合伙制并取得了良好的收益, 在其示范作用下, 美国对冲基金开始快速发展起来。

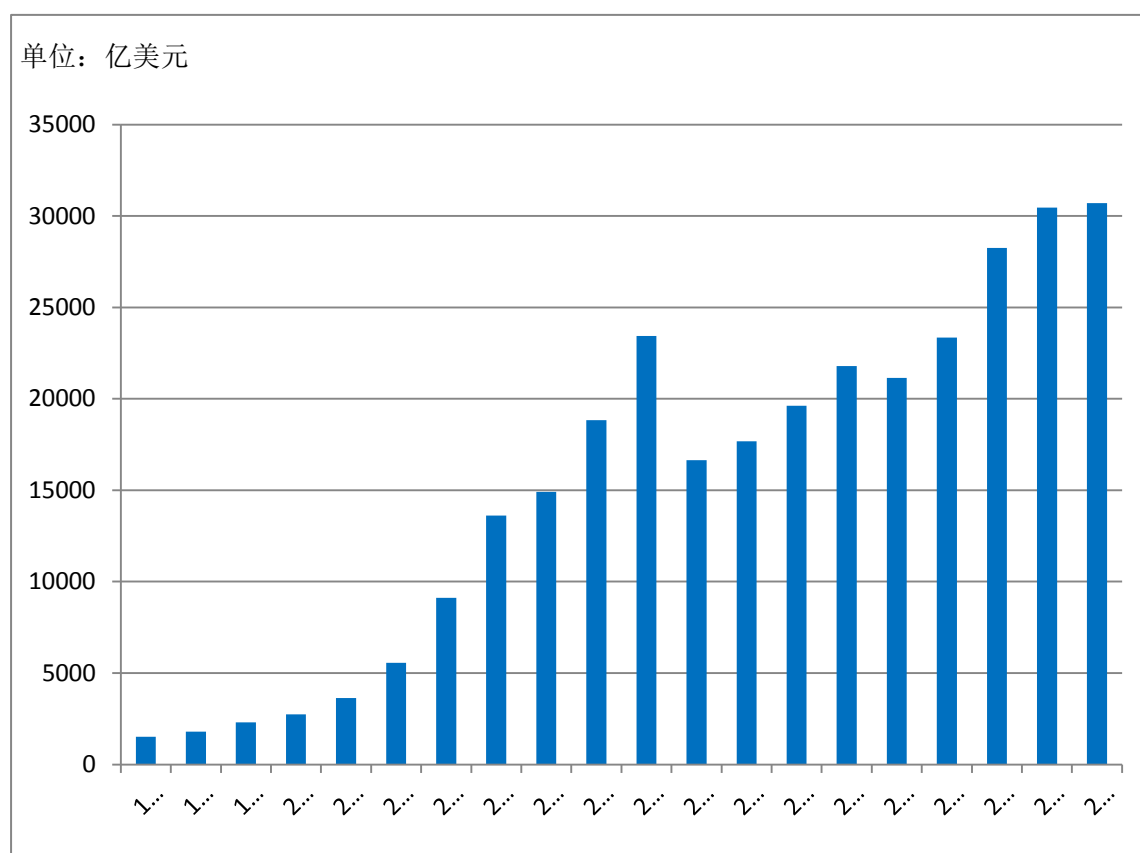
2. 缓慢发展时期: 到了 1969 年, 由于对冲基金数量的快速增长以及其管理的巨额资产, 美国证券交易委员会 (SEC) 开始对繁荣的对冲基金行业进行监督。1970 年的经济危机导致对冲基金大量倒闭。SEC 在 1968 年底调查的 28 家最大的对冲基金, 至 70 年代末其管理的资产减少了 70%, 从 1974 年-1985 年, 对冲基金重新以相对秘密的姿态进行运作。

3. 高峰时期: 随着金融管制放松后金融创新工具的大量出现, 经济和金融全球化趋势的加剧, 对冲基金迎来了大发展。1969 年, 索罗斯建立了 Double Eagle 对冲基金。1980 年, Julian Robertson 和 Thorpe McKenzie 建立了老虎管理公司。在 1983 年, Gilbert de Botton 建立了 Global Asset Management, 专门从事对冲基金的基金管理公司。

4. 持续发展时期: 2002 年后, 欧洲和日本的对冲基金有了很大的发展, 特别是伦敦发展迅速, 仅排在纽约之后成为第二大对冲基金城市。新兴市场对冲基金也如雨后春笋般发展起来。2002 年到 2010 年全球对

对冲基金管理资产的分布,欧洲已占五分之一,亚洲和其他地区稳中有升。对冲基金呈持续快速发展态势,至2007年对冲基金管理规模达到2.34万亿美元,受2008年金融危机影响管理规模降至1.66万亿美元。随着经济波动和市场趋势逐渐明朗,对冲基金再次快速发展起来,数量达到了12000支之多。截至2016年第一季度末,对冲基金的资产管理规模达到3.07万亿美元(其中包含CTA基金但不包含FOF对冲基金)。

图表1: 1997年到2016第一季季度对冲基金规模走势图



资料来源: BarclayHedge, 兴业研究

二、对冲基金的主要策略

对冲基金的策略根据其投资风格可以分为两大类: 第一类是

Systematic 对冲策略，遵循一定的规则而进行系统性程序化交易；第二类是 Fundamental 对冲策略，主要聚焦于基本面研究，具有主观色彩。

按风格分类主要的策略以及代表公司展示如下：

图表 2：对冲基金分类表

Systematic 对冲策略		Fundamental 对冲策略	
策略名称	代表公司	策略名称	代表公司
量化趋势跟踪 CTA 策略	Man, GLG	事件驱动多因子策略	ACKMAN
市场中性，统计套利策略	CFM, AQR	可转债套利策略	KALLISTA
做市商高频交易策略	JANE ST	全球宏观策略	TUDOR JONES, SOROS
波动率相关策略	UNIVERSA	基本面 CTA 策略	GRAHAM
		固收套利策略	LTCM
		股票多空策略	SAC

资料来源：Wind，兴业研究

2.1 各种对冲基金投资策略的简单介绍

(1) 量化趋势跟踪 CTA 策略：该策略不对市场做出任何预测，而是依靠一些指标等，判断市场是否处于趋势之中，当交易者判断趋势可以持续下去，就会跟踪该趋势。也正因如此，该策略的时间滞后性很明显，属于低胜率高赔率的对冲策略。

(2) 统计套利策略：该策略衍生于配对交易策略，基于市场和按照基本面对几种证券相互配对。统计套利策略对成百只证券进行多空组合，按照行业和区域进行精确匹配消除 beta 等其他风险敞口。

(3) 高频交易策略：该策略依靠复杂的技术和计算机算法，快速地交易证券。和传统投资不同，该策略资产的持有时间可能只有几秒钟或者几微秒，一天可能成交成成千上万次。做市商交易和套利交易通过这种方式，为市场提供了大量的流动性。

(4) 波动率相关策略：该策略主要有两个分支，一是做多波动率

策略；另一个是多空波动率策略。做多波动率策略是一种通过获取多头的溢价而获利的策略。这个想法源于当市场崩溃时做多 vega 或 gamma 的收益要高于持有的溢价成本。通常这种策略需要配合一些择时策略，比如在 2008 年经济危机时期，该策略就取得了比较好的业绩。而多空波动率策略则是以 vega 中性为核心，对冲掉市场的波动，对潜在的资产和其波动性建立相关性模型，要求严格控制单方面风险敞口和市场风险敞口。

(5) 事件驱动多因子策略：该策略利用突发事件，比如定增、并购等等，进行套利交易。

(6) 可转债套利策略：在海外成熟市场，可转债套利的基本思路是“做多可转债，做空对应股票”，其实质是保持市场中性的前提下，交易可转债内含转换期权的隐含波动率。

(7) 全球宏观对冲：该策略利用经济学理论广泛投资于全球各类资产，包括货币、大宗商品以及固定收益类产品。该策略通常基于对利率趋势、大类资金流动、政府政策改变、国际局势关系以及其他的系统性因子的研究。

(8) 基本面 CTA 策略：CTA 的英文全称是 Commodity Trader Advisor，是专门从事各类期货、期权、掉期等衍生品策略的组织。其操作手法也多样，既有趋势跟踪策略，又有震荡策略，但策略的本质来源于对基本面的研究。

(9) 固收套利策略：该策略致力于寻找无效定价的债券。投资模

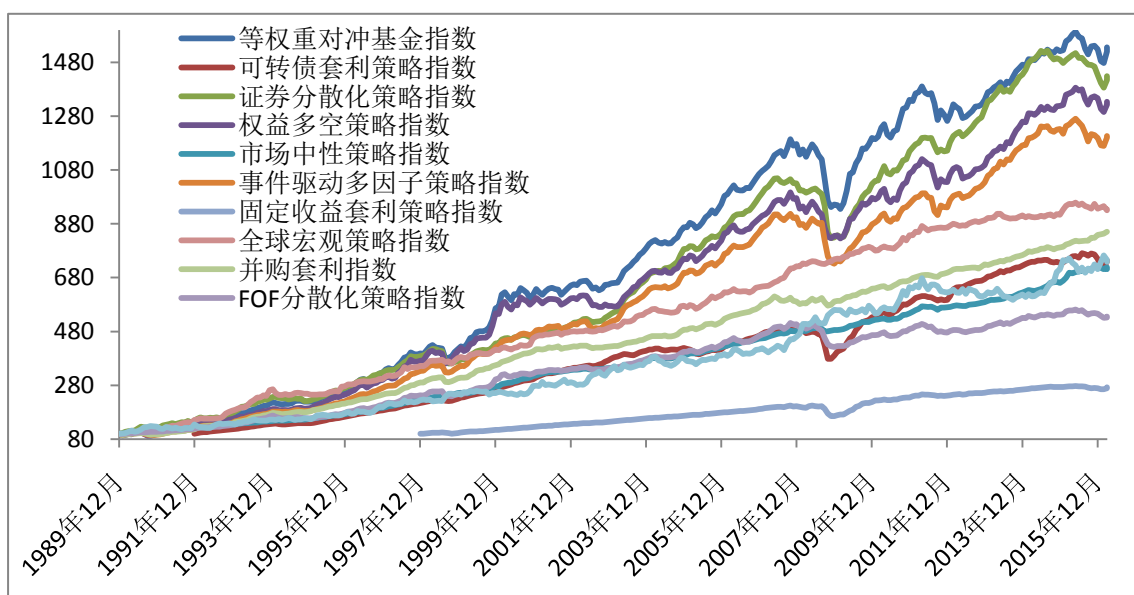
式主要有从事利率互换，美国和非美国券的套利，购买国库券，收益率曲线套利，以及抵押证券 CDS 和 CDS 指数等等。

(10) 股票多空策略：典型的股票多空策略是自下向上的研究各个公司的基本面。做多估值被低估的股票，卖空估值被高估的股票。

2.2 各种对冲基金投资策略的绩效表现

对冲基金种类繁多。CISDM (CIS Data Management) 系列指数，在评价对冲基金的业绩表现方面得到广泛认可。下图展示了从 1990 年 1 月到 2016 年 4 月，全世界各 11 类对冲基金的净值曲线。初始净值为 100，样本时间间隔为一个月。

图表 3: CISDM 对冲基金指数



资料来源：CISDM，兴业研究

三、主要的对冲基金公司

经过半个多世纪的发展，对冲基金公司也大浪淘沙般优胜劣汰。截

止到 2016 年 3 月，资产规模前十名的对冲基金展示如下：

对冲基金	基金经理	资产管理规模 (单位: 亿美元)	主要投资策略
BRIDGEWATER ASSOCIATES	Ray Dalio	1970	全球宏观策略
AQR CAPITAL MANAGEMENT	Cliff Asness	1640	全球宏观、程序化策略
MILLENNIUM MANAGEMENT	Israel Englander	1570	多种策略
CITADEL ADVISORS	Ken Griffin	1420	多种策略
HARRIS ASSOCIATES	Victor Morgenstern	1220	价值投资
BLUECREST CAPITAL MANAGEMENT	Michael Platt	1110	全球宏观、程序化策略
BERKSHIRE HATHAWAY	Warren Buffet	1090	价值投资策略
FIRST EAGLE INVESTMENT MANAGEMENT	John Arnhold	1020	价值投资策略
PINE RIVER CAPITAL MANAGEMENT	Brian Taylor	920	股票多空、事件驱动、套利策略
D-E SHAW & COMPANY	ED Shaw	810	多因子、统计套利、全球宏观等

来源：octafinance, 兴业研究

3.1 Bridgewater Associates

Bridgewater 对冲基金公司成立于 1975 年，创始人是 Ray Dalio。不像一般的对冲基金公司，Bridgewater 不为富人管理资产，它的服务对象主要是机构投资者，其客户包括养老基金、捐赠基金、国外的政府以及中央银行等。现在，它有超过 270 家机构客户，其中一半在美国，另一半在海外。最新的资料显示，该对冲基金的资产规模达到 1970 亿美元。

Bridgewater 公司为其机构客户提供 3 中不同的对冲基金：

(1) 绝对阿尔法 (Pure alpha)、(2) 主要市场绝对阿尔法 (Pure Alpha Major Markets)、(3) 全天候对冲基金 (All Weather)。

3.2 AQR Capital Management

AQR Capital Management 成立于 1998 年，主要服务于养老基金、

慈善基金、主权财富基金等等。主要的投资策略分为两大类：传统投资策略和另类投资策略。其中，传统投资策略主要有分散化投资策略、动量策略、多因子策略等等；另类投资策略主要有事件驱动策略、全球宏观策略，CTA 策略等等。目前，该基金管理着超过 1640 亿美元的资产。

3.3 Millennium Management

Millennium Management 成立于 1989 年，它主要将资产配置于流动性高的资产之中，强调分散化投资，广泛投资于国内外各类资产，股票、债券、期权、期货、远期以及其他投资工具。主要的投资策略有：相对价值策略、统计套利和量化投资策略、事件驱动和并购套利策略、固定收益类以及大宗商品策略等等。经过 25 年的发展，目前该基金管理着 1570 亿美元的资产。

3.4 Citadel Advisors

Citadel Advisors 成立于 1990 年，投资于全球各大金融市场，采取多种投资策略，通过基本分析和量化分析建立了严谨的投资组合和风险管理框架。股票投资策略通过自下向上的公司分析选择投资目标，构建 beta 中性的资产组合，获取 alpha 收益。另外，还有一只投资于全球资产的基金——Surveyor Capital，投资方法和策略主要也是 beta 中性策略。目前，该基金管理着 1420 亿美元的资产。

3.5 Harris Associates

Harris Associates 早在 1796 年就成立了。该基金采用盛行 30 多年

的价值投资策略，寻找被低估的盈利潜力大、且经纪人和股东权益一致的股票。它为个人、养老基金、慈善基金等不同投资者提供了美国以及全球多种投资策略。目前，该基金管理着 1220 亿美元的资产。

四、后金融自由化的变革与展望

随着上世纪 80 年代的金融自由化的不断扩张，对冲基金迎来了一个蓬勃发展的时期，仅 1990 年到 2000 年的短短十年，就有 3000 多个对冲基金在美国与英国出现。当然也伴随着大量对冲基金的倒闭。1994 年之后，美联储进入格林斯潘时代，不断的加息，使得整个行业经历了比较大的调整，并于 1994 年对冲基金资产管理规模首次缩水。但此时对冲基金依然处于自生自灭的状态，监管层并未出台严格的政策。

4.1 从“野孩子”到“too big to fall”

1997 年 7 月，全球最大的对冲基金索罗斯基金管理公司的创立者乔治·索罗斯狙击泰国、马来西亚、印尼、香港等国家和地区的货币，引发亚洲金融风暴，其旗下量子基金的规模和投机活动也达到顶峰，震惊世界。这一年的权益多空策略、事件驱动策略、全球宏观策略、证券分散化策略的收益均出现大幅的增长。然而这些投机活动直接导致马来西亚货币林吉特大幅贬值，因此马来西亚总理马哈蒂尔痛斥道：这场危机使东南亚国家经济倒退 20 年，索罗斯所引领的对冲基金是罪魁祸首。对冲基金给新兴市场带来了“坏小子的印象”。而转眼间的 1998 年，则是对冲基金业灾难性的一年。那年 9 月，此前取得辉煌战绩的长期资本

管理公司遭遇滑铁卢。这家由所罗门兄弟前交易主管约翰·梅里韦瑟在 1994 年创立、拥有梦幻组合团队的基金，在一系列投资错误后面临资金和信用危机，濒临倒闭。由于长期资本管理公司运用了大量的金融杠杆，对冲基金第一次迎来了“too big to fall”。为避免系统性危机，美联储不得不出面干预。在美联储出面组织安排下，以美林、摩根为首的十几家国际金融机构注资 36 亿美元购买了其 90% 股权，共同接管了该公司。事实上，对冲基金在这一年的整体表现就是差强人意。数据显示，当年专注投资美国股票的对冲基金平均回报率为 12.7%，远低于标普 500 指数 28.6% 的收益水平。权益多空策略、事件驱动策略、全球宏观策略、证券分散化策略等均出现了大幅回撤，市场中性策略则表现稳健。

4.2 新千年的机遇和挑战

1995 年至 2001 年间的投机泡沫破裂，对对冲基金而言无意又是一个挑战。权益多空策略和事件驱动多因子策略表现尤为惨淡。2000 年 3 月，资产规模 60 亿美元的老虎基金宣布关闭并清盘，而索罗斯的基金这一年在投资科技股的尝试随着市场泡沫破裂而失败，首席投资官明星经理人斯坦利·德鲁肯米勒等几位核心人物也相继离去。索罗斯宣告金盆洗手、不再从事全球金融市场投资，同时旗下的量子基金、量子新兴基金将合并重组为量子慈善基金，采取保守和低风险的投资策略。然而，仅仅一年多之后，在投资需求推动下，并伴随着股票市场回升，对冲基金的资产规模呈现迅速增长。2004 年 12 月，对冲基金管理的资产规模到达创纪录的 1 万亿美元。2005 年 8 月，康涅狄格州格林威治成为非

官方的对冲基金之都，这里一共有超过 100 只对冲基金，管理资产超过 1000 亿美元，占全球对冲基金资产的约十分之一。在 2001 年到 2006 年的五年里，对冲基金的资产从 5640 亿美元增长到 1.5 万亿美元，数量从 4500 只扩张到 12000 只，5 年增长率达到 200%。2006 年底，对冲基金百强所管理的资产已经从上年的 7200 亿美元攀升到 1 万亿美元，升幅达到惊人的 39%。证券分散化策略、权益多空策略、事件驱动策略的净值高速扩张。对冲基金的扩张蔓延到全球，100 强中有 23 家位于美国之外。对冲基金行业空前发达，整个行业有种“山雨欲来风满楼”的气息。

终于，随着贝尔斯登资产管理公司旗下两只对冲基金因巨额亏损陷入困境宣布破产之后，次贷危机给很多对冲基金带来巨大威胁。投行大规模地运用表外资产进行自营交易，过高的财务杠杆直接导致了它们在金融危机中陷入财务困境，并对全球金融体系安全造成了严重威胁。这就使得监管层不得不重新审视对冲基金在整个金融体系中的地位。证券分散化策略、权益多空策略、事件驱动策略和可转债套利策略大幅回撤。2007 年 8 月 13 日，美国高盛集团与部分投资者一起向该公司旗下一只对冲基金注入了约 30 亿美元资金自救。2008 年，美国大投行再也无力改变局面，那一年成了名副其实的灾难之年。大量投资于次级抵押贷款市场的第五大投行，于 3 月 16 号以上周市值的十分之一的价格被摩根大通公司收购；9 月 15 号，第三大投行美林被美国银行收购；同一天，第四大投行雷曼兄弟则因收购谈判无果直接宣布破产；而老大和老二，

摩根斯坦利和高盛则通过混业经营，由投资银行转成商业银行度过了难关。

为了避免以后再出现类似的危机，《Dodd-Frank Act》横空出世。法案弥补了衍生品、对冲基金、私募股权基金、信用评级机构等领域的监管空白，限制金融机构持有大量脱离实体经济的复杂金融产品，避免风险集中爆发。在自营交易方面，允许银行投资对冲基金和私募股权，但资金规模不得高于自身一级资本的 3%。在衍生品交易方面，要求金融机构将农产品掉期、能源掉期、多数金属掉期等风险最大的衍生品交易业务拆分到附属公司，但自身可保留利率掉期、外汇掉期以及金银掉期等业务。法案要求大型（资产规模超过 1000 亿美元）的对冲基金、私募股权基金及其他投资顾问机构在 SEC 登记，披露交易信息，并接受定期检查。如果此类机构具有特大规模或特别风险，将同时接受美联储的系统风险监管。另外，法案还要求所有资产管理规模超过一定门槛的对冲基金以及其他私人资产池（包括私募股权基金和风险投资基金）的顾问向证券委员会注册，并接受管理。

法案对对冲基金、私募股权基金等组织的业务做出制约。国际市场上对对冲基金、私募基金的透明性要求会加强，这会对商业模式本身就是相对保密的对冲基金、私募基金产生不利影响。一时间各种对冲基金策略的收益和规模都有所减小。但是，这种缩水仅持续了一两个月，随着美国经济的复苏，以证券分散化为代表的对冲策略走出一波七八个月的高潮。

4.3 对冲基金的前景展望

目前，对冲基金所面临的监管越来越严格，限制越来越多。对金融杠杆的限制使得套利类对冲基金获取高额利润的机会不复存在。2015年新兴市场的经济增速放缓，使得近年来的对冲基金业绩惨淡。但是，随着对冲基金管理人们对新规则，新环境的适应，诸如量化投资等更加复杂、更加先进的对冲策略逐渐被开发出来。严格的资产监管迫使对冲基金管理人更加倾向稳健的投资策略。对冲基金经历这么多年大浪淘沙般的洗礼，将更加成熟，未来依然大有可为。

特别感谢李璐琳对本报告作出的贡献

免责声明

本报告中均基于我们认为可靠的已公开信息，但我们不保证该信息的准确性及完整性，客户也不应以为该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中的信息及表达的意见并不构成任何要约或投资建议，我们也不推荐基于本报告采取任何行动。

本报告的相关研判主要是基于分析师本人的知识和倾向而作出的，因而应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与本公司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告使用者独立做出评估，我行和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应从这些角度加以解读，我公司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司提供，版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。