

走进对冲基金系列之一——最“谨慎”的对冲基金策略

“芝麻”交易策略——相对价值策略

融智评级研究中心

一、当“芝麻”交易策略来敲门

很多人形象的将相对价值策略称为市场中的“芝麻”交易策略，芝麻虽小，但聚少成多，持之以恒，最后也会硕果累累。正是由于这种策略独特的魅力，在海外对冲基金各种策略中，相对价值策略基金在行业占比一直在不断增加。根据 HFR 的数据，相对价值策略基金逐年呈上升趋势，2011 年三季度末在整个行业所占比例已达到 25.67%。

那究竟什么是相对价值策略呢？简单来讲，相对价值策略利用相关联证券之间的定价误差来获利。也就是当我们判断一种证券的价值被高估，一种证券的价值被低估的时候，通过买入低估的证券，卖空高估的证券直至二者的价格趋于收敛而平仓，从而获取微小的价差收益。

基于这个简单的定义，我们总结一下相对价值策略的几大特点：

- 第一，相对价值策略基金不做市场的方向性交易，不去预测市场或者证券的涨跌，而专注于分析相关联证券之间的价差变化，因此在持仓上同时持有多头和空头，与市场的关联程度较低。
- 第二，一般而言，相关联证券之间的价差变动通常都比较小，因此我们大多数时候捡到的都是“芝麻”，而不是“西瓜”，正常情况下，如果不使用杠杆，在扣除相关的交易成本后，该种策略的收益不会出现爆发性的增长。
- 第三，相对价值策略某种程度上利用的是大概率下相关联证券趋于收敛来获利，如果方向发生偏差，出现了小概率事件，资产价格无法收敛，则会出现损失。历史上最著名的相对价值策略对冲基金——美国长期资本管理公司就因为小概率事件和高杠杆而走向错误的方向，最终破产而被收购。

海外对冲基金中常见的相对价值策略主要包括三大类，股票市场中性、可转换套利和固定收益套利。

（1） 股票市场中性

组对交易（Pairs Trading）和统计套利（Statistical Arbitrage）是股票市场中性基金经理最常使用的交易技术。

组对交易是进行股票投资的基本方法，对于那些价值被低估或者业绩加速增长的公司，进行买入持有多头，而同时寻找价值被低估或者正在发生不良事件的公司（通常在同一行业）进行卖空持有空头。

统计套利是基于数量的交易技术，分析股票的内在价值，一旦通过模型计算发现某两只股票的价格超出了他们历史上的比率，便进行多头和空头的交易，因为预期股价将会回归。

组对交易和统计套利之间的差异在于，组对交易更多是基于基本面分析的一种长期交易行为，而统计套利是通过计算机模型捕捉短期交易机会的行为。

（2） 可转换套利

海外最普遍的可转换套利交易是指持有债券的多头，同时以持有可转为的股票来对冲特定风险。除了股票以外，同样也可以利用期权来实现对冲的目的。

（3） 固定收益套利

该策略寻找所有固定收益证券之间微弱的价差。这种策略中最经常使用的固定收益工具包括：国库券、公司债券、市政债券、抵押贷款支持证券和其他资产支持证券、利率互换、利率远期、新兴市场债券、担保债务凭证、信用违约互换等。

二、国内“芝麻”交易策略进行时

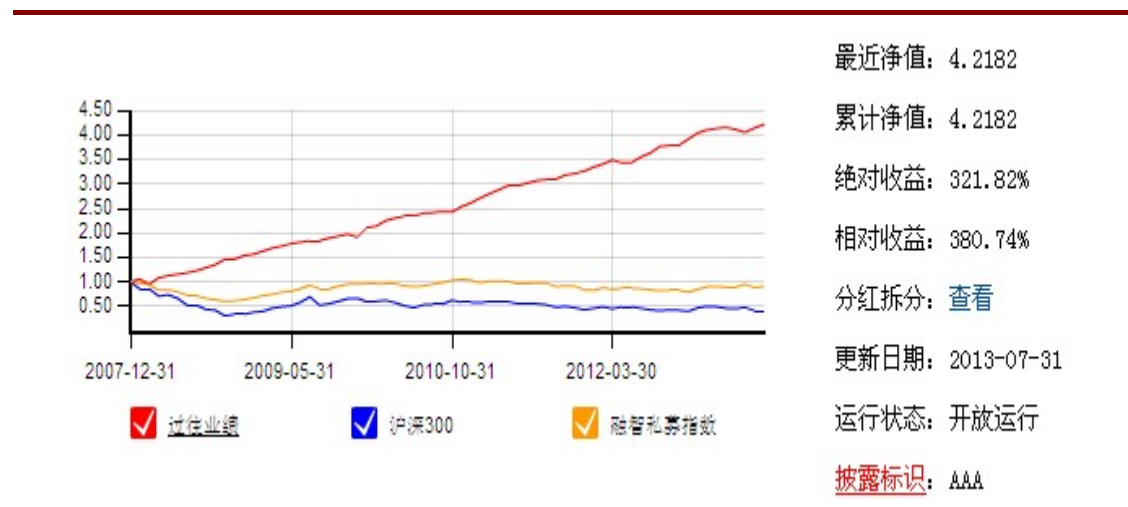
国内由于衍生工具较少，虽然巧妇难为无米之炊，在策略的丰富度方面还有待进一步发展，但经过最近两年多的探索，已经有了非常活跃的发展氛围，产品数量规模都在逐步增长。该策略的一些先行者和佼佼者由于其稳定持续的优秀业绩，也吸引了越来越多的投资者的关注。

简单总结，目前相对价值策略主要集中于两类：

(1) 一类主要以套利为主，比如跨品种套利、跨期限套利和跨区域套利等各种套利模式的“混搭”。

由于目前专注于某一个领域套利机会相对有限，所以产品的策略倾向于不同套利机会的“混搭”，比较典型的对冲基金是深圳倚天阁投资顾问有限公司旗下对冲基金信合东方。如下图 1，信合东方自 2007 年 12 月成立以来，截止 2013 年 7 月，累计净值 4.2182，成立以来收益 321.82%，年复合收益率为 29.41%。

图 1：信合东方成立以来净值走势图



资料来源：融智评级研究中心，截止 2013 年 7 月

从该产品的净值走势图中我们可以发现信合东方在获益能力上的绝对优势，产品成立以来的表现远远优于沪深 300 指数以及阳光私募平均水平，而且业绩稳定度非常高，一直保持稳健持续增长的态势。为什么信和东方能创造出如此稳定的收益，究其原因还是在于其投资策略的运用上。信合东方主要运用的就是相对价值中的套利策略。通过利用跨品种、跨地域以及跨期等不同形式的套利机会，信合东方设计了不同的子策略模型，在杠杆不高、子策略较为分散的情况下，整体策略能够持续创造出单月并不高的收益，而累积起来却能达到远超市场的收益水平。从其历史交易策略当中，我们也能看出信合东方的操作手法，比如如下的两个关于信合东方跨品种的套利案例：

第一，买入江西铜业，卖出沪铜期货

这个策略在期现货铜价较大幅度上涨时，而江铜股价没有做出反应时执行。策略的原理：两种资产的基本面非常接近，当一种资产估值上涨至一定比例，而另外一个资产没有做出

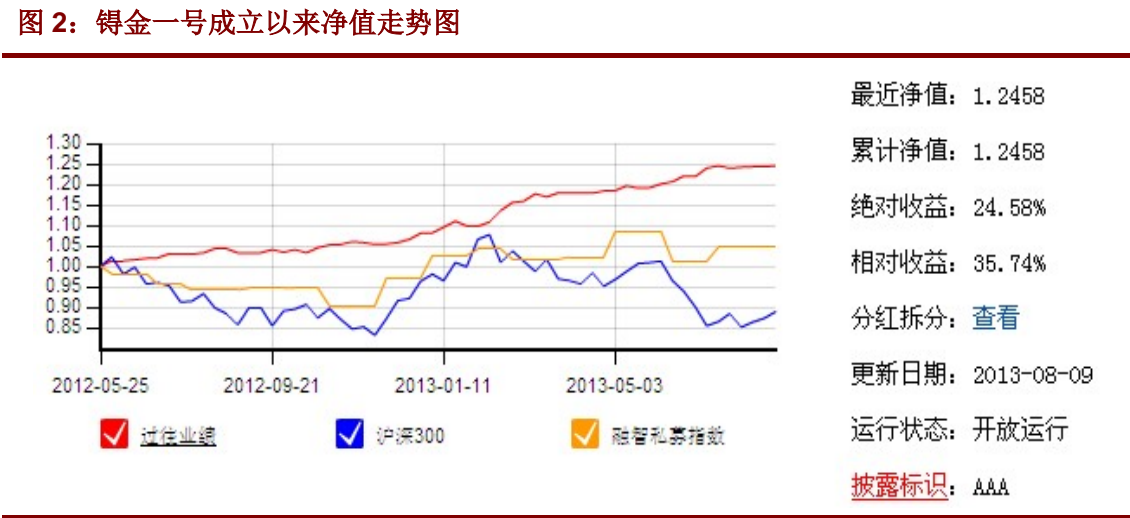
反应的时候，就出现了一个市场信息传递的时间差问题。在量化模型指导下进行的卖空高估值资产，买入低估值资产的操作会在市场价格传导到位时获得套利回报。

第二，做多深发展 A 股，做空太保 H 股

这个策略的依据是当市场对同样为金融蓝筹股的保险公司的估值高出银行股一定比例之后，产生了一定的套利空间。两种行业的股票资产估值均受到中国宏观经济形势及政策的影响，量化模型会指导在适当时候卖空高估值资产并且同时买入低估值资产来获取市场中性回报。当所构建的两种资产价格收敛的时候，以上两种套利策略均能为信合东方获取稳健的收益。这也就是信合东方成功的秘诀。

(2) 另一类主要专注于股票现货与股指期货完全对冲的阿尔法策略

即构建一揽子股票现货和股指期货的组合，通过完全对冲掉组合中的系统性风险而获取超额收益。比较典型的对冲基金公司是北京的金得资产，金得资产是 2012 年才成立的对冲基金公司，核心人物任思泓具有丰富的国内外基金管理经验。任思泓先生 1996 年进入华尔街，2009 年回国，期间在大型资产管理公司担任要职。2002 年起担任了世界成功的量化基金摩根士丹利的 PDT 的基金经理，具备了大规模资金管理经验和先进的量化投资思路与理念。回国后在中金管理规模在 30 亿以上的资金，并实现了良好收益。如下图 2，得金一号自 2012 年 5 月成立以来，截止 2013 年 8 月初，14 个多月累计净值 1.2458，获取绝对收益 24.58%，同时下行风险控制极佳，最大回撤基本控制在 1% 以内。



资料来源：融智评级研究中心，截止 2013 年 8 月

简单来讲，金得主要是通过做多流动性较好的大盘股票，同时通过股指期货 100%对冲掉市场的系统性风险获利。至于具体的细节，金得资产实行全自动化管理，从选股、交易、对冲和风险控制，每一步都完全由计算机系统实现。一切投资决策和执行由模型产生，不对市场趋势进行任何人为判断。所有人员也只负责投资模型和系统的研发，不参与日常运行。

从整体市场的角度来看，目前根据私募排排网数据中心的不完全统计，如下表 1，各类不同的资产管理机构，包括信托、券商、私募和公募等 52 家公司已发行 106 只该策略的产品（由于部分专户产品的信息无法公开，所以真正参与该策略的机构数量应该更多）。

表 1：发行相对价值策略产品公司情况

公司简称	公司类型	产品数量
华润信托	信托	1
摩旗投资	私募	11
国泰君安资产	私募	9
礼一投资	私募	5
朱雀投资	私募	4
民森投资	私募	4
青骓投资	私募	4
宁聚投资	私募	3
中盛伟业	私募	3
信合东方	私募	2
道冲投资	私募	2
尊嘉资产	私募	2
中钢投资	私募	2
金得资产	私募	2
申毅投资	私募	2
中睿合银	私募	1
泽森投资	私募	1
从容投资	私募	1
博普科技	私募	1
恒如投资	私募	1
盈峰资本	私募	1
红移投资	私募	1
尊道投资	私募	1
尚嘉部落	私募	1
翼虎投资	私募	1
社润投资	私募	1
盈融达	私募	1
淘利资产	私募	1
天马资产	私募	1
安苏投资	私募	1

清源量化投资	私募	1
国金证券	券商	9
光大证券资产	券商	2
广发证券	券商	2
安信证券	券商	2
海通证券资产	券商	2
中信证券	券商	2
华创证券	券商	1
招商证券	券商	1
中投证券	券商	1
华安证券	券商	1
东兴证券	券商	1
高华证券	券商	1
天风证券	券商	1
华泰证券	券商	1
中信建投	券商	1
湘财证券	券商	1
中银国际	券商	1
新时代证券	券商	1
长城证券	券商	1
信达证券	券商	1
招商基金	基金	1

资料来源：融智评级研究中心，截止 2013 年 7 月

三、“芝麻”交易策略优劣势

任何一种交易策略都不是十全十美，都有其风格和特点。相对价值策略也是一样，有其优势和劣势。其优势主要体现在以下三个方面：

- 第一，该策略的业绩表现与市场，不管是股票市场、债券市场、期货市场等关联度不大，市场涨跌不会对该策略的产品有较明显的影响。所以在熊市的时候，这种策略对于投资者的吸引力是比较大的，相对比较符合稳健型投资者的需求。
- 第二，该策略产品整体业绩的波动性比较低，由于追求的是“芝麻”型的盈利空间，相对价值策略业绩一般不会“上蹿下跳”，大部分都会是出现相对较平稳的增长。
- 第三，正是由于以上的两个特点，相对价值策略是一种较好的资产配置品种，如果将其加入至投资组合中，可以较好的提高整体的风险调整后收益，同时降低投资组合的波动性。

另外，相对价值策略也存在一定的风险：

- 第一，模型风险。由于该策略通常会借助计算机模型去实现，因此在市场不断变化的过程中，选股模型、统计套利等数量模型可能存在模型失效的现象，或者模型整体的表现不佳的事实，这种现象可能会给产品带来一定的损失，需要对冲基金经理有足够的经验和方法去进行模型的调整。因此在挑选这种策略的产品的时候，并不在于短期产品的盈利空间，而在于产品业绩的稳定性和持续性，这也代表当风险发生的时候，基金经理可以快速接受、适应和调整。
- 第二，收敛冲击。所谓收敛冲击是指相关联证券的价格走势由于某些原因出现不收敛的状况，也就是基金经理持有多头的组合下跌，持有空头的组合上涨，可能最终无法收敛，两面出现亏损，这种事件虽然从统计学的角度是小概率事件，但也有可能发生，所以为了事先预防，需要基金经理在投资组合中进行策略分散，如果只有一种或者一类策略，当发生损失的时候可能是致命的，如果是多策略的组合，当某一策略发生风险的时候，对整体组合的影响不会太大。另外为了获取较高的收益，该策略会放大杠杆，如果杠杆的倍数太高，当出现小概率风险的时候，也可能出现较大的亏损。
- 第三，规模风险。对于不同的策略来说，都有其规模的容忍度和敏感度。相对价值策略对规模的敏感性相对股票策略可能要明显一些，规模大到一定程度以后需要新的策略和品种去配置。因此某种程度上，投资者在关注该种策略的产品的时候，规模也是考察的一个重要的因素。
- 第四，相对价值策略相对而言是比较追求计算机自动化交易的一种策略，特别是统计套利类的策略，对计算机交易的速度和效率的要求较高，因此是否拥有强大的 IT 交易系统也是考察对冲基金公司是否能长期持续稳定发展的一大要素。