**第11章 现有经验和未来趋势**

2006-2008年这段时期也许会因见证华尔街、中央大街甚至全球金融系统所犯下的错误而被载入史册。整个事件的发生就好像是在你认为一切清晰明了、尽在掌控的时候，金融海啸骤然降至，全世界在一瞬间即发生了翻天覆地的变化。理清这其中到底发生了什么或许还要花上几年的时间；但现在有一点很清楚，次贷危机以及随后的信用冻结都离不开利益集团的过度野心，这其中包括对冲基金、对冲基金投资人以及银行业和住房抵押贷款部门。

尽管部分对冲基金投资者责难对冲基金利用了对投资者在信息方面的优势，使投资者只关注到令人满意的超额收益而忽视掉“为什么我的基金经理相比其他要做得好得多？”；而对于那些认为所有交易的价格都理应合情合理并真的有思考过“为什么实际或预期回报会高于历史行业平均水平”的投资者来说，在这场危机中他们的处境要好得多。

投资对冲基金的风险有别于传统资产管理的风险，主要体现在以下几点：

●杠杆的使用

●对冲基金经理允许做空

●对冲基金投资的透明度更低

●基金经理文化背景的不同使得其对风险的理解和偏好不同

然而，大多数投资者都知悉一点，想要获取超额收益则必须承担风险。即使是那些自称通过使用市场中性策略在持续盈利的基金经理，或许也不是真正在坚守市场中性策略。他们的投资组合中一定有隐含的风险暴露而不是完全零头寸。

**何处去发现风险**

理解回报水平的关键是理解对冲基金有多少暴露在外的头寸。许多做权益投资和固定收益投资的基金经理都自称是“市场中性”。不妨问问这些市场专业人士他们的投资组合在2007年和2008年的8月份的经历。真正的市场中性策略是没有头寸暴露的，所以理应不会受到危机的负面影响，但现实中的情况是，这些自称是市场中性的基金同其他类型的基金一样损失惨重。

建立风险管理系统并非意在使风险完全消除，当然它也无法做到这一点；其目的在于使投资组合的收益与风险能合理匹配。尽管风险管理系统会对不同情形下的投资组合进行测试，但这种量化的分析过程仅仅是风险分析的一部分。真正的“考验”在于实际操作中对风险的理解和把握。建立风控系统的真正目的在于尽量避免意外的发生。事实上，只有基金经理才能真正分辨风控系统是否真的在起作用。

许多投资者认为市场每隔四年就会经历一场10倍标准偏差事件（诸如大型公司倒闭、行业出现整体下滑甚至经济体崩溃等极端事件）。当这种情形发生的时候，固定收益策略尤其容易受到不利影响。在我们看来，市场几乎每年都会经历一场这样的风险性事件，从1997年的亚洲金融风暴开始到1998年长期资本管理公司（LTCM）的倒台，再到1999年的巴西金融危机、2005年柯克里安引起的通用汽车股价混乱和2008年贝尔斯登以及随后雷曼兄弟的破产。

风险管理无法预测下一个风险事件什么时候发生，并且实际带来的后果也许与压力测试的结果大相径庭。但有一点很清楚：凭借久而久之训练出的投资直觉或许更容易做出最优的投资决策，虽然它与定性分析和定量分析得出的结果比较脱节。

**不相关的投资组合**

因为认为对冲基金与资本市场无关而对其进行投资的这些投资新手们必须要知道，他们的投资策略或许与其他策略相关，为此他们必须试图去理解该策略在不同市场情形下的表现如何。正如我们在2007年到2008年所看到的那样，焦虑的投资者争先恐后去购买美国国债（经济下行时投资者为资产保值的通常举动），出于其对局势蔓延以及债券违约的担心，无论是政府支持机构发行的抵押贷款支持证券还是普通商业机构发行的抵押贷款支持证券的利差均被拉大，债券价格急剧下跌。事实上国债和政府支持机构发行的抵押贷款支持证券的价格变动不会像风险模型所预测的那样始终同向。不仅固定收益市场的所有部门如抵押贷款支持证券、高收益债券和垃圾债券等利差被拉大，权益市场中的许多部门也同样如此，这在一定程度上表明资本市场中的许多部门间具有正相关的关系。相信这会让很多对冲基金经理和投资者都感到难以置信。

事实上，在市场紧张时期，市场风险和信用风险具有某种内在联系，这点连压力测试或许都无法检测到。这时候，市场往往表现为非理性。市场紧张时期许多对冲基金投资者选择把投资顾问作为资产安全的一道堡垒。发生亏损之时，投资者往往都会将责任归咎于别人但反思自己的行为，而基金经理则会强调市场处于非理性状态以及他们的投资思路没有问题。

成功的对冲基金以及FOF常具备严格的制度和流程来应对市场中风险性事件的发生，通常会要求基金经理能够严格而又灵活地运用投资参数。而那些缺少制度和流程的基金管理人在市场动荡时期往往难以幸免，最终使得其投资者遭受损失。

**透明度**

获取对冲基金配置的透明化信息常被认为是一件很困难的事。在信息获取非常有限的情况下，对于对冲基金的权益头寸配置情况最佳的信息获取渠道就是基金管理人按照美国证券交易委员会（SEC）的要求必须按季提交的13-F文件。SEC要求管理资产规模超过1亿美元的基金管理人每季度都要对他所持有的公开发行证券做书面报告。如此看来，从公开数据中可以获得的信息也是有限的，因为这些报告反映的仅是投资组合每季度末时的头寸状况，而不能反映对冲基金的日常投资活动。尽管权益头寸在不同的时期配置不同，但大体上看，普遍被对冲基金买入的股票往往表现优异，而被对冲基金普遍卖出的股票往往表现较差。市值也是对冲基金参考的重要因素，对冲基金对波动较大的小盘股以及中盘股往往配置较多。

对于对冲基金的投资者来说，理解资产集中的风险以及它对单个资产流动性的影响很关键。这无疑又增加了一项投资风险，即对冲基金的流动性问题。对冲基金增加和减少头寸都可能对它的业绩表现及流动性产生影响。

市场紧张时期同样会暴露出对冲基金管理人的后台所存在的缺陷。所有的对冲基金以及FOF都会向他们的投资者或潜在投资者公开披露由大型会计师事务所出具的年度审计报告，但也仅是每年一次。包括大型养老基金在内的机构投资者的逐渐增多，改变了对冲基金管理和出具报告的方式。高净值投资者和家庭工作室对于报告的要求如养老金管理机构一般苛刻，但他们也想对于对冲基金的运作细节有足够多的信息。后台出现的问题会暴露出基金管理人的弱点，毫无疑问他们在市场紧张时期将承受巨大的压力。一份年度审计报告，对政府和税收部门来说足够了，但对投资者来说却远远不够。他们希望可以获得频率更高的定期报告。

**去杠杆**

对冲基金的核心投资策略之一便是当其他投资者纷纷抛售资产时反而选择积极买入。这样做的结果是，加了杠杆的对冲基金能有充足的资金对其他投资者抛售的资产进行接盘，如此证券便以低价收入囊中并做长期持有，目的是为了待其价格上涨后将其卖出，以此方式获利。

在2007年，商业银行负担着价值数十亿美元尚未出售的杠杆收购（LBO）头寸。然而对冲基金机构却无法买下它们，因为主经纪人向其提出了更高的抵押物要求。同时，会计师要求资产定价更加透明。GPS毫无疑问是一项很棒很实用的发明，但我们避免不了担心“如果电池坏了要怎么办？”的问题。在对冲基金领域，会看“地图”和会使用“电子设备”同等重要。没有什么可以取代好的独立的投资判断。

**新的杠杆限制条款**

随着对冲基金行业的日渐成熟以及在2007-2008年金融危机后的自我转型，某些趋势正在逐步成形当中。首先是2008年9月美联储和美国财政部的10日行动所带来的对冲基金业的“变脸”。面对美国和全球金融市场信用状况的急剧恶化以及全球金融市场资本的大幅萎缩，美国财政部大臣Henry Paulson选择去救助房利美和房地美，意在极力遏制系统性风险在全球范围内的蔓延。为避免银行挤兑的发生，他强烈建议美林、摩根斯坦利、高盛和雷曼兄弟以兼并的方式向商业银行寻求帮助，同时建议AIG筹集到850亿美元新的资本金。

这场金融危机前前后后发生的事已无秘密可言，已经不需要我们再重述。但难免会有部分读者对此一无所知，对此我们为他们简要梳理了下整个事件所带来的后果：雷曼兄弟宣告破产、美林低价被美国银行（Bank of American）收购；高盛从沃伦·巴菲特那筹到资金才得以渡过难关、摩根斯坦利将其大块资金业务卖给了一家名为三菱日联金融集团的日本金融企业。在当时的局势下，财长保尔森（Paulson）在布什总统的支持下花费了纳税人数十亿美元来为大型金融机构发行的优先股进行偿付，这样做的目的是为了保证金融系统的稳定。直到2009年6月份，受到此次危机影响的金融机构才开始自我修复的漫漫长路。AIG和花旗的业务始终没有如危机前般风生水起，而其他许多机构仍在苦心经营力图脱离政府的控制而独立生存以找回往日的荣光。

时间将会裁定布什总统和财财长保尔森这一“让人震惊和畏怯”举措的对错，但现今我们可以清楚的一点是：联邦政府想通过这样的举措对金融业以及对冲基金业施加更多的控制。这点早已在那场10日行动中得以体现出。主经纪人以及那些肆无忌惮的杠杆提供方如今都逐渐被联邦督查部门管控起来。杠杆还在被使用，但程度已被大幅削减。联邦政府和SEC对外宣称他们还将对股票做空施加限制，以保证市场良好的流动性。

除了布什总统作为极“右”的自由主义的代表出台如此“左”的政策让人难以置信外，正常危机中其他的事都比较明了。首先，对冲基金不是市场中的捣蛋鬼，反而在市场弱势时会成为重要的参与者。其次，投资杠杆不受约束的时代一去不复返。再者，Darwin在这场危机中仍然存活了下来并且运转良好，用来说明 “物竞天择，适者生存” 再好不过。

尽管美联储的举措给予整个市场重大一击，但随着包括大型养老基金、基金会和捐赠基金在内的许多机构投资者开始涉足另类投资领域，使得资金越来越多的涌入到对冲基金以及FOF中。另外，存在缺陷的计算方法和不尽如人意的业绩也使得投资者不得不重新审视之前投资的整个尽职调查和研究过程，一定程度上也促使他们将剩余资金投到新的基金领域。

**首选投资：FOF**

对于许多初次涉足对冲基金领域的投资者来说，FOF可能成为他们的首选投资。然而，为满足特定资产配置的同时使费用更低，定制投资组合的需求逐渐增多，拥有更大规模的投资组合（一般超过五亿美金）的机构投资者，可能会选择让他们的投资在内部进行。当这种情形发生时，原来投资于FOF的资金将会迁移到单一策略的投资中。在数据允许的条件下设立行业基准来比较同行业的业绩表现，可以减少对业界认可的报告来源（比如HFRI或Lipper指数）的依赖，因为他们更适用于同其他养老金计划或是捐赠基金做业绩对比。

机构投资者将重新审查整个尽职调查的过程，确保现有的制度及流程在不断变化的市场中仍能够有效控制风险。机构投资者似乎更偏向于投资大型FOF以及对冲基金。规模已达数十亿美元的FOF的规模仍在扩张中，同时对冲基金也在不断适应其投资者中机构占比越来越高这一事实。然而，考虑到2007年到2008年这段时期内许多FOF以及对冲基金惨淡的业绩和冗余的头寸，许多投资者目前转向投资于资产规模在5亿美元和20亿美元间的FOF，目的是想要充分利用其细分投资策略获利（比如科技股策略、新兴市场策略、绿色环保主题策略以及社会责任主题策略）。小规模FOF在筛选基金经理方面更为娴熟和灵活，因为他们要管理的资产规模较小。

小规模FOF以及对冲基金一直都在业绩表现方面深感压力，但在和大规模基金管理人竞争的过程中也实现了自身资产规模的迅速扩张。与主流观点不同，我们认为在投资者选择基金管理人时，他们考虑的最重要的指标是管理规模而非投资业绩，管理规模较大的管理人会让投资者更为安心。

**投资组合的估值**

正确而合理的估值是基金运营的重要环节。随着对冲基金中私募股权、弱流动性资产的比重的增加，投资者对于对冲基金透明性以及流动性的诉求也在不断增强。在次贷危机后的恢复期，不透明策略比如配置有ABS和CDO之类的资产的投资者只有在他们的基金经理向其提供了策略如何实现等投资细节后，才能对他们现在的投资有所信任。

正是因为大部分投资策略对弱流动性资产以及私募股权等配置比重的增加，对冲基金经理不得不延长赎回的期限。尽管这样做可以有效防止资金的外流，对基金经理有利，但FOF经理却对此感到棘手，因为他们无法通过赎回底层基金来满足自身流动性的需要。

**新规则下的新产品**

别对未来将发生的事感到惊讶。曾经一度被标记为“美国制造”的次级金融产品、ALT、夹层融资以及其他金融创新产品，如今正被全球投资者持有。危机已经过去，但投资者必须通过更严格的尽职调查来审查基金经理是否又参与进了另一个可能诱发全球混乱的创新金融产品中。

当机构投资者拒绝过高的对冲基金费用而去寻找提供高透明度却更为廉价的其他另类投资时，基于130/30的策略逐渐流行起来。在这个投资领域中，评价一项投资成功与否通常看的是投资回报而非资产规模的增速，整个过程往往需要花上几年的时间。

华尔街上的对冲基金在发行方面普遍感受到了压力。通过主经纪人去募集资金的商业模式已然过时，对冲基金以及FOF不得不通过内部的销售团队去募集资金。

随着机构投资者越来越多的进入到对冲基金领域，包括SEC、英国金融服务管理局以及 FSA在内的监管机构都在加强对于对冲基金的全球性监管。随着高净值个人投资者对于零售金融产品投资的增加，监管机构对于高投资起点金融产品的监管也势必会更加严格。

**感谢贝尔斯登和雷曼**

贝尔斯登和雷曼兄弟的相继破产以及投行资产负债表在这场浩劫中被大幅削弱，使得投资者愈益重视对资产负债表的考察。投资者或许会对作为衍生品主交易方或是杠杆提供方的投资银行数量的减少一时感到不太适应，并倾向于投资使用商业银行作为融资渠道的对冲基金和FOF。信用环境已经发生了翻天覆地的变化。信用供给方希望能对信用状况有更充分的理解，尤其是加深对固定收益市场的信用状况的理解。依赖投资杠杆的投资策略受到更多的限制，包括信用供给方要求有更高的流动性以及保证金。由于杠杆上限受到了限制，回购融资策略再无法达到像过去那样的收益水平。那些依靠短期融资的投资策略会因为杠杆供给方可轻易改变抵押品的估值折扣以及所融出资金的期限而面临越来越大的风险。

与此同时，随着投资者对透明度的呼声日益升高，主经纪人不得不向其提供更多的投资信息。大型机构投资者以及大规模FOF还要求设立独立账户来增加投资的透明度和加强对风险的管理。投资者和信用供给方开展更为严格的尽职调查以避开投资雷区并降低系统性风险对资产负债表其他部分的影响。

随着FOF规模日益壮大，FOF管理人必须提升自身的软硬件设施以应对大量资金的涌入。

政府也将加强监管力度。对冲基金行业的权益投资规模已达两万亿美元，总资产规模已经达到10万亿，并且这些数据还尚未包含规模达数万亿美元的表外衍生品头寸。正如监管当局在2008年9月的一系列行动所昭示的那样，他们认为对冲基金行业过于庞大了。

一只费率为2%/20%规模为2亿美元的对冲基金可否通过投资杠杆放大到20亿美元来投资？也许不能。规模较大的基金管理人是否有规模较小的基金管理人那般有动力去追求投资业绩？对于现在已成为资金募集机器的FOF来说，他们仍然关心自己的业绩吗？这些问题很难去回答，但大多数人认为募集资金比起资产管理来说更为重要。

**一个时代的结束**

投行的黄金时代已经结束。随着市场上交易量的减少，投资策略可利用的机会也越来越少，但对于市场中投资方式灵活的基金管理人来说却是一个机遇。投行的数量在缩减，同时伴随美联储的监管更为严格并要求低杠杆配置，商业银行的影响在减少，这样的结果是投资组合只能进行低风险的资产配置和受到更少的“要把蛋糕做大”之类的强制性要求。为了利用好这一新的机遇，许多对冲基金需要更完善的配套设施。

投资者是否了解无论是对冲基金还是FOF都存在期限错配的问题呢？这里所说的期限错配是指基金持有的资产期限较长，但是投资者对于基金的持有期限确实无法预测的。在1998年以及2007年的市场动荡时期，由于投资者同质化的赎回行为，即便是那些赫赫有名的基金也未能幸免于难。

为什么许多养老基金由起初的零配置到后来会将他们5%的资产配置为对冲基金呢？是因为咨询顾问不够专业才使得一些大型养老基金与捐赠基金配置类似吗？

主权财富基金是知名度最高的基金之一，几乎没有人真正知道其投资细节，但每个人对它都所了解。正是由于石油美元的循环以及新兴市场的发展带来了大量资本流入，这些投资实体拥有空前规模的可运用资金。现在很多主权财富基金因不断调整在全球各大金融机构或是并购市场上的投资而广泛活跃于全球资本市场之中，预计其总资产规模已超过3万亿美元，并且在未来五年仍将保持大幅增长的势头，许多预测认为他们的资产将直接流入对冲基金领域。

**主权财富基金**

当对冲基金逐渐淡出人们的关注热点，主权财富基金或将接替成为下一个焦点。这类基金早已存在多年，但随着新兴经济体比如俄罗斯和中国不再仅是新兴市场以及石油产出国科威特和沙特阿拉伯资金的单向流入，主权财富基金将如对冲基金一般对全球资本市场产生深远的影响。主权基金已经高调的注资许多美国本土以及全球性的商业银行，其注资对于对冲次贷资产以及不断攀升的不良贷款对这些银行资产负债表造成的负面冲击起了重要的作用。

于1976年设立的阿布扎比投资局（ADIA）是规模最大并且也是历史最悠久的主权财富基金之一。ADIA在全球范围内进行投资并拥有大量的股权投资头寸，比如拥有花旗集团、托尔兄弟公司以及阿波罗管理公司的股权等。尽管它能产生很大的影响力，但当ADIA想要买下美国几个港口时却遭到了拒绝。

从不同渠道可以搜集到主权财富基金的投资信息，比如挪威政府社保基金按SEC要求提供13F文件所披露的股权投资信息，但对于某些主权财富基金的投资情况我们可以从公开渠道了解到的信息便很少。因为不同基金的投资目的会有所不同，许多基金以绝对回报为导向所以定位于更高的风险配置。尽管许多基金倾向于高流动性的资产配置，但主权财富基金却偏好于投资高回报的金融工具。这样的结果是，大量资金涌入到对冲基金、房地产和私募股权等投资领域，并且预计未来在这些领域还将有更多的资金流入。

**主权财富基金影响力很大**

据J.P.摩根在2008年3月22日出具的报告显示，主权财富基金如今已将其规模在2700亿到3400亿美元的资金投向了另类投资领域，占据另类投资总资产的6.8%到7.5%，并且其中过半是私募股权。虽然许多投资授权由主权财富基金内部在管理，但每只基金资产池中的配置却由外部决定，尤其是对冲基金部门。J.P.摩根估测，将近60%的主权财富基金使用的是外部基金管理人，并且近半数的主权财富基金的资产都是在外部进行管理的。

在分析主权财富基金给对冲基金造成的影响时，有数据表明主权财富基金对于对冲基金行业的总投资规模大约为1500亿美元。尽管目前投资规模不大但却在持续增长的过程中，可以肯定的是资金将流向那些大规模的基金管理人。由于主权财富基金希望风险能够直接暴露，所以他们也将加大对特定投资策略的投资而非投向使用多策略投资的FOF。

了解拟投资对冲基金的客户结构是对拟投资对冲基金进行尽职调查的一项重要工作。所谓了解对冲基金的客户结构，并非仅是看到其客户名单这么简单，而是要深入了解其客户的投资目标。考虑到资本市场的波动性、货币的波动以及持续变化着的地缘政治环境，明智的投资者连同基金管理者都应该时刻为猝不及防的市场变化做好准备。受主权财富基金的影响，更多的资金将被吸引到对冲基金领域中，尤其在发达国家资产价值不断缩水的大背景下。