第三章 **市场有多大？**

似乎每一个华尔街的人都想为对冲基金工作，或者运作一个对冲基金。同时似乎每个普通百姓也都想投资对冲基金。当然还有一些像我们这样的，只是想了解到底有多少对冲基金以及这些对冲基金到底管理着多少资产。虽然前面两个论断都是正确的，但是想知道最后一个问题的答案却几乎不可能。

**对冲基金的数据相当薄弱**

全面的对冲基金数据非常匮乏。由于没有统一的数据库，对冲基金经理凭自觉向不同的数据库报告结果，因此基本上不可能对对冲基金行业进行真正的统计。对于共同基金，国会的一项法案要求他们每天向美国金融行业监管局（FINRA）汇报回报率和管理的资产金额，而对冲基金没有这种要求。如果希望对对冲基金行业进行管理，这对国会和政府来说确实是一个需要修正的严重问题。

10个以上受认可的对冲基金数据库，按照一定的规则来收集和公布对冲基金数据。最值得关注的包括但不限于瑞士信贷/特里蒙特(Credit Suisse/Tremont), [hedgefund.net](http://hedgefund.net/), 晨星（Morningstar）,和巴克莱集团（Barclay Group）等。许多基金经理或者因为不接受新的投资，或者不愿意对这些数据库公开业绩，可以简单的不承认自己基金的存在，并且选择不向这些数据库公司提供数据。因为没有强制的报告要求，大部分数据库只是尽其所能收集信息。那些历史上表现出色的对冲基金愿意公开他们的数据，而那些表现不好的则不情愿公开。这个行业的情况听起来确实很荒唐。虽然没啥意义，但是现状就是如此。

许多服务商，包括主要的经纪商和信息源，比如Infovest21和Lipper Hedge World等都曾调研过行业的规模，但是数据可能并不准确。最近一次在2008年的调查指出，对冲基金行业管理的资产规模大概是2万亿美元。

**技术是有所帮助的**

最好的一份关于对冲基金规模指标的报告是PerTrac的年度研究报告。PerTrac创建于1996年，它为对冲基金投资者提供一套分析软件解决方案，用以编制构建投资组合一系列度量指标，并生成相对全部对冲基金策略的基金经理绩效跟踪报告。PerTrac汇集了11个数据库的数据，包括巴克莱, CogenHege, CISDM, Eureka,[hedgefund.net](http://hedgefund.net/), 对冲基金研究，Lipper/Tass, Morningstar/Altvest,以及MSCI对冲基金指数，他们从2003开始每年发布研究报告，公布对冲基金规模。这个报告通常每年第一个季度发布，已经成为广泛认可的行业指标。我们将2008年的研究报告结论附在了本书附录中。

在截止2007年底的报告中，PerTrac发现，尽管数据库之间有数据重叠的现象，而且这种现象还在继续扩大，但是，很少对冲基金会对超过2到3个以上的数据库报告数据，只有一个对冲基金同时向11个数据库报告数据。实际上，在全部11个数据库的12，000个样本中的绝大数对冲基金和FOF，只向一个数据库报告数据。

2007年的研究报告发现，新发行的对冲基金数量在减少，尽管这个现象非常有意思，但是我们并不清楚到底有多少对冲基金没有参加统计。PerTrac的一个雇员梅雷迪斯.琼斯（Meredith Jones）解释道，考虑到早期特别大的对冲基金发行增长率，当这个行业逐步成熟时，新对冲基金成立的速度下降似乎是必然的。

她说，“新的对冲基金建立速度下降，反映出资产流向了知名的对冲基金和FOF，这会阻止一些新的对冲基金进入市场。”

**报告薄弱**

除了对冲基金行业的数据报告问题，还有第二个衡量市场规模的瑕疵，市场规模是大众和行业刊物在估算行业资产规模时会用到的。简单的说，就是没有考虑杠杆，因此数字可能差十倍以上。

“总资产”这个数字，实际上是基金的权益总和，而不是投资的总资产。加上杠杆后的基金经理的总风险敞口，才能真正代表风险资产总额。对冲基金经理会将每支基金的“权益”发布并通知投资者。

**杠杆**

基金经理一般在多/空股权交易中使用的杠杆范围是合伙人资本的1到1.5倍，也就是50％的杠杆。换句话说，一个拥有1.00美元资本（或股权）的经理可以投资1.50美元的资产，许多基金策略可以采用更高水平的杠杆，在一些情况下大于200-250％。

例如，一个多/空股权对冲基金，有限合伙人股权有1亿美元，可能会投资1亿美元的多头证券和8000万美元的空头。总敞口为1.8亿美元，而净风险敞口只有2000万美元。

那么，总资本是如何计算并报告给投资者和外部数据库的？基金经理报告了1亿美元的合伙资本，但实际可用的交易资产可达1.8亿美元。风险资本实际上是1.8亿美元。实际上，基金经理须评估的投资组合波动性市场风险是1.8亿美元，而不是1亿美元的资产。对于每 1美元的价格移动，将有一个1.80美元的投资组合价格在变动。在2008年，当创纪录的赎回发生时，投资者都看到了杠杆的巨大影响。

从低到高的杠杆率规模内，多/空股权基金经理对杠杆的使用还是相对稳健的。固定收益套利和衍生品策略通常使用更高水平的杠杆，通常超过实际股权投资的10倍。而抵押贷款支持债券使用的杠杆率更高。而许多其他套利策略，包括可转债套利策略和公司债券套利策略，使用的杠杆率通常是二到四倍。杠杆用于提高收益、期限。

如果我们使用2007年的PerTrac报告结果来看对冲基金的规模，权益资本是2万亿美元，而对冲基金行业的实际资产总额被大大低估。当考虑总投资规模时，这个数字可能超过了10万亿美元，与2008年去杠杆开始之前，约11.5万亿美元的共同基金资产规模相当。

**风险管理**

风险管理者关注系统性风险、波动性以及杠杆，他们总是评估投资组合资产的总风险敞口和净风险敞口。拥有10万亿美元的对冲基金资产，连同表外项目，如衍生工具，掉期交易，特殊目的实体---它又包括担保债务证券（CDO）和担保贷款证券（CLO），市场风险和波动性肯定大于“市场接受”的1.5万到2万亿美元。

当研究对冲基金行业的总规模时，正确的基准应该要考虑市场总风险，而不是总权益或基金投资的总资产。换句话说，2007年，当对冲基金行业的总权益可能达到2万亿美元时，在2007年底行业实际控制的资产已超过10万亿美元。这还只是资产负债表上的风险资本，不包括表外使用其他杠杆工具的衍生品或信用违约掉期产品。简而言之，对冲基金资产已变得非常庞大，绝不能再被视作 “家庭作坊”了。

基于2007年年度报告的结果，

* 2007年认定了15,250支单一经理的对冲基金，以及7,400支FOF基金，相应的，2006年的数字是，13,675支对冲基金和6,100支FOF基金。
* 4,600个认定的一般合伙人，而2006年有4,900个。
* 35％的单一经理的对冲基金是美国的在岸基金， 66％是离岸基金，与2006年基本不变。
* 13％的FOF是美国的在岸基金，87％是离岸基金。

数据显示，FOF基金的总资产约为9,800亿美元，三分之一的FOF基金管理着少于2500万美元的资产。

单一经理基金的资产是1.41万亿美元，其中250个资产超过10亿美元。三分之一的单一经理基金管理少于2500万美元。

**对冲基金的制度化**

随着行业的发展，以及人们对冲基金接受度的提高，很多人说基金行业正在制度化。这导致大型对冲基金继续发展和扩张，有 350多个资产规模大于10亿美元的对冲基金产生。

在审视FOF行业时，会发现它与对冲基金有点不同。FOF的资产从2000年年底的840亿美元增长到2008年1万亿美元。根据位于纽约的金融并购咨询和战略管理顾问公司Freeman＆Co LLC提供的数据，自2000年以来，FOF的复合年增长率是44.1％，而对冲基金是21.3％。

Freeman的数据显示，2,000个对冲基金和FOF在2000年资产为4910亿美元，其中FOF占17％，2007年第三季度总额为18.1亿美元，FOF资产占全部对冲基金资产的55%。显然，随着越来越多的投资者进入对冲基金，FOF获益最大。

人们在启动一个对冲基金或FOF时常常问起的一个问题是：进入的障碍是什么？在这里，我们提出一个不同的问题，它也是许多投资者常常提出的：投资FOF的障碍是什么？

高收费或双重收费的存在，被认为是最普遍的投资障碍。在麦道夫欺诈案发生后，这种观点更加甚嚣尘上。但是，如果撇开欺诈问题，更长期的FOF投资者看起来似乎比新投资者更满意这种安排。我们相信那些针对双重收费（虽然这确实是基于实际情况）的批评是没有道理的，毕竟，成熟的FOF机构在投资组合管理中发挥了重要作用，为对冲基金投资提供了多元化的策略。当然，麦道夫案使很多人质疑基金经理是否以及如何配置资产。虽然费用总是大家关心的问题，我们再次说，唯一抱怨收费的人是那些不能收取费用的人。总之，你得到总是与付出相匹配的；因此，请确保为你购买的东西付出了相应代价；反之亦然。

尽管费用问题的讨论仍然不够充分，另一个主要问题却随之而来了，那就是透明度。关于透明度，观点太多，不可能在这一章内把这个问题说清楚。我们稍后会谈到透明度；然而，必须说，透明度是很重要的，不能忽视。因此，你应该提出问题，得到答案，并确保你弄明白了答案。如果没有，你可能最终碰到麦道夫案，特里蒙特（Tremont）案件或费尔菲尔德格林威治集团（Fairfield Greenwich）案件。虽然案子还没最终的定论，不幸的是，谁都知道第一个案子的后果。