**第5章 理解另类投资：所需的数学知识和科学知识**

为了更好地评价对冲基金经理的个人业绩表现，以及对冲基金投资组合的表现，我们有必要去了解对冲基金回报率的影响因素及其驱动因素。在2000年至2001年的科技泡沫之后，投资者认识到许多对冲基金的回报率充其量只能用平庸来形容，它们之前的业绩表现不过是被新股发行（IPO）歪曲了。在市场崩溃之前，这些投资者还以为自己做出了正确的投资决策。

随着科技股价格泡沫的破碎，大量投资者的资产大幅缩水。正如沃伦•巴菲特所说，“退潮时，才知道谁在裸泳。”投资者必须学会分辨哪些基金具有投资价值。投资者选择FOF进行投资的原因在于，他们相信FOF管理人有能力去评估所投资的基金，以及发现哪些基金的业绩表现不过是市场题材炒作的结果。

**对冲基金回报率**

对冲基金回报率受到多种因素影响，包括：

* 股票市场的表现
* 收益率曲线形态
* 信用利差
* 利率的走势
* 波动性

**股票价格**

全球股票价格显然是对冲基金业绩表现的决定性因素。正如许多人说的，“水涨船高”。在牛市中，所有的基金经理看起来都是出色的。但是当市场下跌时，会发生什么？基金经理具备什么样的技能才能从空头头寸中获利？哪类基金经理具备从空头头寸获利的技能？哪类基金经理具备卓越的才能及坚定的信念判断市场趋势？以美国次贷危机为例，在出现大量违约事件之前，经理能否预测到市场崩溃，并构建空头头寸，尽管传统的策略是持有多头头寸。

**收益率曲线**

对冲基金收益率同样受到收益率曲线形态的影响。向上倾斜的收益率曲线对经济和股票价格是有益的，对包括可转债套利、固定收益套利和资本结构套利在内的套利策略的实施也十分有利。当经济情况好转时，有许多方式可以开拓市场。一个水平或下降的收益率曲线对投资者来说就像一场噩梦；由于市场停滞或者朝着不好的方向发展，此时投资者基本上没有获利机会。利率下降使得公司资产负债表和收益情况变好，而利率上升则给公司带来挑战。固定利率、收益率曲线向上倾斜的经济环境对许多固定收益套利策略的实施有利。

**信用利差**

信用利差对于对冲基金回报率中也有非常重要的影响。正如我们在2002年三大公司丑闻事件及2007-2008年次贷危机中所看到的，当信用利差扩大时，债券价格便面临下行压力。基金经理可以从交易有利的一方获得收益，这可以采用多种方式，这就意味着他们也可以从收紧的信用利差中获利。如果信用利差一直保持不变，这对回报率就构成了威胁；当市场停滞时，很难从市场中获利。

**利率**

随着资本市场的全球化，大部分市场之间是紧密联系的。正如我们在2007年至2008年那场危机中所看到的，大部分市场之间是正相关的。简单来说，美国市场上出现的问题同样会在欧洲市场上出现。在华尔街乃至全世界都有一个不成文的规则，“美国打个喷嚏，世界其他国家就会感冒”。在我们写这本书的时候，全球市场似乎正在用超大剂量的维克斯感冒药。

在20世纪50至60年代，投资者情感上认为，“对通用汽车有利的就是对整个国家有利的”。遗憾的是，我们在整整40年后才意识到，情况并非如此。

**波动性**

市场波动性是影响对冲基金回报率的又一个因素。对于波动性，最广泛采用的测量方式是芝加哥期权交易所波动指数，也即我们常说的VIX或恐慌指数。

VIX用来反映对未来市场波动性的预期。在低波动率的市场环境下，传统观点认为获利机会更多。VIX指数飙升则意味着回报率的大幅波动，而股票市场比较平稳的年份里对冲基金的表现通常是较好的（见图5.1和图5.2）。

**图5.1根据VIX指数测得的每年股票市场的波动性**

**图5.2007年12月至2008年12月VIX指数变动情况**

在剧烈波动的市场中，表现最好往往是专业卖空者和期货投资基金。卖空者善于在市场下行时进行投资。期货投资基金经理从大宗商品价格的大幅上涨中获利，而股市下行时投资者往往会转向黄金，白银，石油以及其他大宗商品等避险资产。然而发前述两类策略在市场中的占比十分有限，截止2008年底的数据显示所有对冲基金管理资产中使用这两种策略的比例仅为5%。

**超额收益的来源**

上面的每个因素都影响到组合收益并事关组合能否取得超额收益，任何一个因素的变化都可能影响到组合的回报率。举个例子，一个5倍杠杆的投资组合，若其配置资产的价格增长2%，最终这个投资组合的回报率为10%。然而，若其配置资产的价格下降3%，回报率则为-15%，如果基金经理减持以满足融资方追加保证金的要求，则损失会更大。只有基金经理具有足够的聪明才智以及对市场各方面因素变化的有良好把握才能够实现组合盈利。

尽职调查的重要性不言而喻。在进行尽职调查时，投资者必须根据上面列出的各项因素对经理的表现进行评估。提问一个固定收益基金经理信用利差收紧时如何投资不失为一个好方法。或者可以问，收益曲线呈现反向或者水平时，固定收益基金经理会如何投资？再或，在VIX不变或下降时，可转换债券套利基金经理如何能有不凡的表现？那些营销材料中所罗列的投资策略是否真实存在并且会在投资中使用？从2008年次贷危机中我们认识到，如果有些事情好到令人难以置信，那么它多半不是真的，投资者必须对于投资细节刨根问底。如果答案说不通，就不要投资。结论就是这样。

**一个简短却有意义的案例研究**

在最近开展的尽职调查中，我们遇到一位利用可转换债套利策略的基金经理。这位基金经理曾在可转换债套利指数向好时斩获了不错的业绩。在受到广泛质疑后，他透露自己有投资于PIPEs（私募发行证券）。所谓PIPEs，是指缺乏流动性并很难对其进行定价的私募发行证券，该类证券发行时一般都会具有折扣。在和他的交谈中，我们可以越发越来肯定的是，他并不是一位真正使用可转换债套利策略的基金经理，而只是一个PIPE基金经理。

需要再次强调的是，投资者要关注基金经理的业绩表现，并同所处市场环境做对比，以便更好地了解获利来源及其可持续性。如果投资者真的在乎自己的资金，那就一定要完成这项工作。

**投资FOF**

通常来说，FOF一般通过少数几个重要的分销商进行分销。无论直销还是分销，本质上都是在募集资金。很多时候投资业界不喜欢把这个过程称为“筹集资金”，因为这个词多少带些负面含义，他们更习惯用“分销”或“直销”这样的词汇来代替。

大多数的基金管理人一开始都会选择最便捷的途径来进行资金募集。这些渠道包括朋友，家庭或者以前的同事，属于靠熟人关系募集的资金。这部分熟人不会在意基金的历史业绩、投资风格、投资策略或者是办公配套设施，并且对于基金管理人有良好的信任。由于这类资金的获得难度最低，其被形象地称为“低果先摘”。这部分资金会成为基金经理最早期的筹码。

接下来基金经理便会向那些对自己的投资策略感兴趣的高净值投资者以及机构投资者广泛推销这支基金。多数基金管理人会尝试通过层层关系来获取尽可能多的潜在客户。募集资金的能力决定着基金的规模增长以及成功与否，是基金管理公司成长道路上要不断面对的挑战。

**聚集投资资金**

许多基金经理对资金募集都抱有一种“基金搭建完成后自然会有投资者”的想法。他们认为只要基金在风险可控的条件下业绩足够好，投资者自然会找上门。同时他们相信，在其他朋友同事以及现有投资者之间形成的口碑效应一定会为他们吸引大量投资者。但毫无疑问，这是最低效的募集方式，因为这种守株待兔般的营销方式能带来的潜在投资者少之又少。

基金经理守株待兔般的营销想法也不是没有逻辑的支撑，他们认为潜在投资者在考虑投资FOF时会先做足够多的数据挖掘工作以找到满足他们投资条件的基金。然而我们的经验却是，通过这种数据挖掘方式找到的基金通常都有较长历史业绩并且资产规模通常在10亿美元以上。

**借助第三方销售**

FOF管理人可能借助第三方销售公司向潜在投资者推销自己的投资策略。第三方销售公司，是指那些专业为FOF等各类基金管理人提供基金销售服务的机构。但问题是，第三方销售公司里所谓的“营销专业人士”通常并不精通投资策略的内在运行机理，同时对策略细节也知之甚少，因而无法与投资者形成有效沟通，所以大多数情况下第三方销售公司所起作用不大。

除了对投资策略的细节不甚了解之外，许多第三方销售人员对于销售FOF的回报也不满意，这也是第三方销售公司难以在FOF销售方面有所作为的重要原因。一旦他们认为报酬较低，便会对这项销售任务草草了事。传统的FOF收费模式包括1%的管理费用和高于门槛收益率以上部分10%的业绩报酬。这种费用结构低于对冲基金的收费水平，自身较低的费率决定了FOF不可能给第三方销售公司以较高的销售费用。

较低的销售费用，以及FOF管理人普遍要求第三方销售公司提供通过该渠道进行投资的投资者详细信息，第三方销售公司并不愿同FOF管理人开展销售合作。第三方销售公司的能力决定于其挖掘客户并同客户建立良好关系的能力。在销售FOF之外的基金产品时，个人投资者、机构投资者以及FOF管理机构是第三方销售公司的重要挖掘方向。而在销售FOF产品时，第三方销售公司只能挖掘个人投资者以及机构投资者，潜在投资者中少了FOF管理机构这一类，这也会加大其销售FOF产品的能力并使得其不愿开展FOF产品销售业务。

**资金来自哪里？**

对冲基金，FOF以及另类投资采用的是一种新的募资和创收模式，它们正引领着华尔街最新的投资潮流。

在市政债券承销业务利润比较丰厚的上世纪80年代，全市场大概有35家市政债券主承销商。随着该项业务利润的不断压缩，目前只有几家投行在从事该项业务，一级承销商的数量从90年代巅峰时期的46家下降到目前的19家。

从20世纪70年代到90年代，绝大部分投资银行和商业银行都设有大型市政债券部或者大型政府债券部。当华尔街的高级经理人认为对冲基金风险太大或利润过少时，对冲基金前景何在？华尔街是否从历史的错误中得到教训？谁又知道，从2009年开始市场正悄然发生着变化。

对于每个投资对冲基金并获得成功的华尔街金融机构，无不在显示与对冲基金及FOF建立的战略性伙伴关系是多么有价值。理论上合营企业能为双方同时带来收益，但这是否也代表着投资者利益的最大化？分享一只对冲基金收益的2%-20%比起他们管理多头基金拿到的50-75个基点的收益要大太多。

为了发现新的投资想法并甄别出其中卓越的投资管理人，越来越多的新投资者们必须依靠中介机构复杂的分析和尽职调查来判断投资是否可行。与此同时，尽管刚经历金融危机的冲击，但强大的吸引力还是使得全球金融机构和私人银行也越来越多的参与对冲基金等另类投资。因为对冲基金具有同时在市场中做多和做空的特性，投资者们逐渐认识到要想使得自己的组合资产在任何市场走向中都能保持增长，投资对冲基金是非常必要的。

**募集资金**

无论对基金管理人还是银行来说，募集资金都是获利的关键。华尔街公司又能多大程度地推销出他们的产品？是选择成本更高的内部销售模式，还是寻求独立的第三方销售平台更为有利？这些问题一直困扰着华尔街上多年从事募资工作的人士。第二个关键性问题是中间商扮演的角色是否仅是销售代理？还是投资顾问？还是有募资任务在身的营销人员？

尽管在麦道夫事件后市场发生了诸多变化，但在如今的华尔街模式中，销售的代理冲突问题仍然普遍存在。销售代理们并不总是真正在为他们的客户利益着想。令人堪忧的是，投资者往往对受雇于知名机构的销售人员所销售的产品过度信任，而实际上这种信任感并无基础。质疑精神一定是麦道夫事件给我们上的最重要的一课。在我们看来，第三方销售公司一定要对他们所销售的产品做足功课，并且保证这些基金财务状况的透明度。与此同时，投资者也要投入更多时间去了解自己投资的产品。

2008年金融危机后，我们认为投资者应该对他们所持有的资产的透明度有更高要求。问题的关键不在于为了获取信息和数据，而是投资者要知道如何去处理它们。国会认为对冲基金透明度法案的颁布会使得整个行业透明度更高。投资者应如何处理所获数据？拥有这些数据的价值又何在？大多数人认为对冲基金的透明度本来就很低，并且对冲基金管理人担心数据外流。我们并不认同这一看法。基金管理人都是会向投资者提供资产信息，真正的问题在于这些数据对他们的投资有什么样的帮助？同样，麦道夫事件给予我们的另一点启示便是对这些信息的准确性所应秉持的质疑态度。关于这一点我们会在这本书之后的章节中介绍。这里我们假定数据是准确的，并且投资者知道如何利用它们。

上述都是些很难找到答案的问题。许多投资者在做投资前真正要想把这些问题和答案落到实处是一件非常困难的事。为此，人们选择投资FOF。当FOF在为客户做投资时会完成上述所有涉及到的工作。FOF管理人的工作内容就是开展尽职调查，挑选合适的基金来进行投资，然后获得收益。

最近几年在FOF行业中形成的另一趋势是，FOF还被机构投资者用作寻找新生代有潜力基金的工具。

**新晋基金管理人**

有许多FOF投资于尚未被挖掘的无名基金。一旦这些基金得到市场的认可，FOF就会赎回自己所持份额并继续找寻下一只进行投资。尽管从某种角度来说，FOF所带来的投资便捷性是它在市场中的一项优势，但能找到一个规模尚小、未被挖掘、不存在于其他人搜索视线范围内的基金是其能够提供给投资者的真正优势。

为资产配置选择合适的FOF，这个过程常常需要耗费少则数月多则数年的时间。在这个过程中投资人首先需要打一连串的电话，接着是与基金经理的一些列面谈，然后需要与基金管理公司高管、后台支持人员及研究分析师会面对投资细节进行商讨，其中包括核对参考资料和服务方的情况，以及雇佣第三方独立机构对负责公司运营、挑选基金经理以及对资金托管的人员背景进行审查。整个过程并非想象中的那么容易，毕竟投资不是一件随随便便的事。因为这关系着投资者实实在在的资金。

**尽职调查？**

在麦道夫事件之前，基于资金来源的性质，大部分人认为机构投资者以及他们的投资顾问都有一套严格的审查和尽职调查模式。然而，大部分养老金计划、大学基金、家族办公室、保险公司以及他们的咨询公司却在这场骗局中遭受了不小的损失，这让他们的尽职调查显得并非尽如人意，甚至于对小部分对冲基金投资者来说所谓尽职调查就像烟幕弹一样为掩人耳目罢了。诸如此类形式的尽职调查是我们不希望继续看到的。

无论是单一策略基金经理还是FOF经理，他们都必须清楚整个投资决策的过程，并在市场调研的过程中对所投标的进行独立的评估。尽管市面上很多FOF和对冲基金都符合投资者的要求，但在实际中投资者却反映与营销人员或团队糟糕的合作经历。傲慢的态度和令人恼怒的事相当普遍。投资者没必要忍受这些，因为这是你的资金。如果他们在回答你的问题时显得很不耐烦或态度傲慢，就不要和他们合作。你可以发邮件告知我们，dsrb@hedgeanswers.com。

基金募集实质上就是一份销售工作。有的人理解这一点，有的人不理解。它仅仅是一份工作而已，谈不上好坏。销售几乎没有什么荣誉感可言，而且很多基金公司似乎在频频更换自己的销售人员。但市面上却很缺乏经验丰富的专业销售机构。如果你前几天刚跟某个人谈完事情，不要惊讶几天后你将跟另一个人处理后续事宜。

整个销售过程会持续很长的一段时间，在这期间无论是投资方还是咨询方都常常发生人事变动。因此，FOF的销售人员要能对基金的策略和组织架构等细节性内容紧密关注。并且，由于许多投资者初次涉足投资领域，再加上投资过程常受到时间的限制，因此投资策略的教育也同样重要。

**提出问题**

FOF专业人士向潜在投资者询问的最基础也是最有意义的问题是：他们的投资需求是什么？投资期望又是什么？反过来，投资者应该询问FOF管理人赎回底层基金的原因是什么以及何时选择赎回的问题。

与FOF机构的投资经理和风控经理的面对面交谈会优化你的投资决策。但是，这并不意味几场会议就足够了。许多投资者在和FOF管理者交谈后都很满意，但满意还不够。你需要去获取相关资料、同财务人员面对面交谈并对其背景进行审查。许多人曾说，麦道夫的投资方案肯定通过不了投资测试；这其中有很多一度被认为是很严谨的对冲基金和FOF经理，最后也受麦道夫事件的牵扯入狱。尽管评审团对于他们是否真正参与这场骗局未下定论，也许他们从一开始就知道这是一场骗局，但也许他们从始至终都被蒙在鼓里。但有一件事是可以肯定的：如果他们对审计和计算净资产值的会计师事务所进行过详实的审查，那么肯定会发现其中存在的一些问题。

**得到解答**

FOF必须直观而通俗的解释其策略与其他公司的不同之处，并能解释他们是怎样获利的。这不仅仅是关乎几个基点的事。开展尽职调查时，许多FOF管理人习惯于让一堆分析师都参与进对冲基金的尽职调查过程中。但这可能只是一个障眼法，他们不过是想制造他们在认真工作的表象。我们认为FOF的经理只需带上几名代表去参加会议就足够了，这其中包括负责基金管理并熟知投资运作的能手。人多手杂，参与的人数过多有时并不是件好事。

与华尔街的传统观点一致，大多数投资经理认为，那些把项目建议书做的最厚的经理管理的基金最好。建议书有多厚没有必要比来比去，真正重要的是其中的内容和整合的信息。投资者的日程通常非常满，基金经理可能只有30多分钟的时间向其介绍自己的产品，因此更应该保证阐述的简明扼要性，当然不能顺手把整本书抛给投资者，几页纸的内容就足够了，并应就投资者的疑问与其进行公开探讨。

投资者希望对风险的管理、研究的过程、投资团队和高级专业人员的背景、以及FOF是否适合自己当前的投资都有一个了解。与此同时，投资者也希望能了解当前的投资环境及FOF的配置情况。他们希望能对当前经济的整体运行情况有一个把握，以及FOF将如何适应未来经济和市场可能面临的变化。

根据预先确定的定量要求基于各类数据库对FOF筛选一番后，投资者或顾问将陆续跟进对潜在FOF管理人的现场尽职调查。除了开展与公司重要投资人员、操作人员以及法律合规人员会面等日常的尽调流程外，一致的投资哲学与投资策略也是让投资者对一家FOF管理人产生好感的来源。在对底层对冲基金投资组合及其投资策略进行审查时，投资者必须要知道它们在FOF资产组合中是如何相互配合的。要求FOF管理人对其投资进行后续监测对于投资者确保其风控系统的真实有效性同样非常重要。

**尽职调查过程**

在尽职调查确定所要投资的基金经理人选的过程中使用的最有效的工具就是投资建议书（Request for Proposal），即RFP。在资产管理领域，REP就好像是资产管理公司为正在寻求特定风格投资的潜在投资者提出投资建议的企划书。投资者通过他们的投资顾问对外宣称他们正在研究满足其投资要求的基金经理，在这个过程中，他们会邀请经理们完成RFP的填写，并写一份正式的推荐意见书以说明每只基金的投资策略优于同行的理由。基金管理人只需耐心等待这些潜在投资者的积极回应。

许多诸如《养老金计划与投资》[[1]](#footnote-2)之类的金融刊物都会为投资意见书开设专栏。每个投资意见书都有一套独特的问题设置，其中包括基金管理人的历史业绩、公司的设立背景、发展沿革及主要负责人，也包括公司的法定结构、费用结构、所做的投资概况以及风控体系。问卷少则15页到20页，多则50页到60页不等。

许多大型对冲基金和FOF都有专职负责RFP的人员。随着对冲基金行业的逐渐成熟，如今RFP已被对冲基金管理人当作一种主要的营销工具在使用。它是项目建议书的文字演示，也是营销书籍的演示文稿。简单来说，它主要是文字而不是图片。

经理都乐于让设计人员花费大量的时间在RFP中插入大量图片、行业对比图（尤其是那些显示经理业绩在行业前10%或25%的图表）以及一些组织架构图和相关附录，但这样使得投资意见书看起来不过是附带很多精美打印页面的冗长文档。

如今，咨询公司或其他直接投资者都把RFP上提供的关于基金管理人及其投资策略的信息作为开展尽职调查的第一步。它用一种标准的格式向投资者提供简明的信息。这些信息要么用在尽职调查过程评估基金管理人，要么仅仅用来丰富内部数据库。在很多情况下，投资顾问和FOF管理人都会自诩他们的数据库中存有成千上万基金管理人的资料，但最后只会挑选出其中表现卓越的小部分。这种相对比例的提及在他们看来似乎很重要。

基金管理人担心的一个问题是，RFP被认为是营销的一部分，因此在宣传给潜在投资者或现有投资者之前，必须得到相关法律审查机构的批准才可对外公布。因为对冲基金被禁止广告行为，所以在其将投资意见书提供给现有或潜在投资者之前，必须谨慎对待文件内容并做好保密工作。律师们对这一点感到非常棘手。一些基金管理人要求他们签署保密协议，以防这些信息被泄露出去。

**保持对投资的持续监测**

一旦决定投资，接下来最重要的是跟进。持续的监测过程包括花时间与专业投资人士进行交流，以及阅览中期报告。投资者要保证能收到及时更新的投资意见书，从中知晓自上一期报告以来所发生的变化，其中包括投资组合的任何细节变动以及未来展望。除此之外，FOF经理应将任何人事变动及时告知投资者，包括核心员工的入职和离职，以及其业绩表现的评估结果。

下面三条规则在一定程度上可以保证投资者资金的相对安全：

1．如果一件事好得令人难以置信，那么它多半不是真的。

2．凡是不雇佣知名度高、推崇度高以及业内经验丰富的服务供应商的投资公司，都不值得你去投资。

3．不要投资那些你询问相关信息却总不能得到及时回复的公司。

这些规则不仅适用于对冲基金、FOF以及私募股权基金，也适用于其他所有投资。你有权利要求你的资金被妥善管理。你要多问，并且要求获得解答；如果你对得到的回复不满意，那就寻找其他合适的公司。总归是有一些精明的人在做着正确的事情，投资者要永远相信这一点。

1. *Pensions and Investments* [↑](#footnote-ref-2)