

# 王朝对冲基金易壳复生 本土私募者套利先行

对冲基金市场内外资暗涌,巨量海外资金与本土操作模式或将融合



中国金融市场已成为国内外对冲基金争相觊觎的战场 资料图

“我们会尽快向有关部门提交追加 QFII 额度的申请。”8月26日,一家美国对冲基金负责人对记者说,新颁布的《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》对他们是个很好的机会。

二个月前,这家新成立的对冲基金在上海开设办事处,投资所有中国概念的公司,“包括中国本土上市公司及国际市场从中国境内获取利润的公司。”公司负责人说。

据悉,上述成立办事处或其他隐蔽方式进入中国的对冲基金目前有10家左右,主要集中在上海、北京和广州地区。而其中多数又扎堆上海,管理资产总额达4-5亿美元。据对冲基金资讯(HFI)统计,截至2006年3月,以各种方式投资中国的对冲基金已获得16.8%的收益。

记者获悉,在海外基金热中国的同时,部分本土私募基金也开始熟练运用“套利”工具开始中国基金自己的对冲之旅。

□本报记者 范军利 上海报道

## 王朝基金“并无亏损”

“他们认为中国机会很多,是块投资沃土。因此在王朝基金之外,两个合伙人都忙于各自其他的投资事务,这是导致王朝基金在上半年A股疯狂时期,公司回报率反而下降的原因。”

7月初,上海市中心莱福士广场25楼办公室,少了一位租户。在这里,上海王朝资产管理公司(Dynasty Asset Management)结束了它为期5年的中国概念对冲基金生涯。

今年5月中旬,上海王朝对冲基金董事会就决定关闭曾红火一时的这家基金。6月,公司开始进行基金持仓的资产清理工作。据王朝基金介绍,截至公司解散时,王朝基金已将所有资金包括利润全部返还投资者。知情者称,王朝基金破产主要由于经营不善,收益难以维持。不过,王朝基金在近日提供给美国一家对冲基金媒体的澄清公告中特别强调,截至6月30日,该基金2006年利润增长了11.5%。

王朝基金表示,自成立以来,年年皆有盈利,并无一名投资者亏损。

2000年,王朝基金合伙人之一戴先生(Steve Dai)在上海结识了马伦,随后两人共同成立了王朝资产管理公司。知情者透露,这一组合在成立初期为投资者赚取了丰厚回报。

2001年,王朝基金回报率达到了106%,2002年和2003年的回报分别为20%和39%,而同期,Eureka大中华对冲基金指数(其中涵盖王朝基金)的回报率分别为77.2%、1.72%和57.1%。

据《华尔街日报》报道,王朝基金鼎盛时期,公司所管理的资产多达4亿美元。至歇业时,它管理的资产已缩水到8,000万至1亿美元。不过,王朝基金在公告中对此澄清,称在5年半的资金募集过程中,最高时期募集资金约2亿美元。

王朝基金的危机始于2003年。当时,王朝基金工作团队发生分化。因与合伙人之一戴先生发生投资问题上的分歧,3名工作人员离职。“人事巨变挫伤了王朝基金的锐气。”知情人士透露。

对此,王朝基金在公告中坦承了合伙人之间的分歧,“的确,马伦先生认为戴先生应该减少对投资决议的控制,这样

将有助于他们召回原先的工作团队。这才是王朝基金为什么关闭的真正原因。”

另据知情人士透露,王朝基金破产的另一原因存在于两个合伙人都未能将主要精力放在公司经营上。“他们认为中国机会很多,是块投资沃土。因此在王朝基金之外,两个合伙人都忙于各自其他的投资事务,这是导致王朝基金在上半年A股疯狂时期,公司回报率反而下降的原因。”上述人士表示。

## 新生者帝国投资

“A股现在尚不允许做空,但为吸引境外客户,一些经纪商有时候会通过一些特殊渠道间接做空A股。”

几乎没有人注意到,在上海王朝解散半个月后,原王朝基金合伙人之一爱德·马伦(Ed Mullen)在发给国际财经媒体的约稿中,已换了新的名衔。此时的马伦,是帝国投资管理公司(Emperor Investment Management)首席执行官及帝国大中华基金经理。帝国投资是一家新成立的对冲基金,与王朝基金的业务趋同,同样在上海设立办事处。

目前尚不清楚帝国投资的规模大小,仅有的信息是,在帝国投资投资组合中,5%通过QFII额度投资A股,其余均投资于各地证券市场的中国概念股。

知情者透露,新生的帝国投资像其他活跃在中国的海外对冲基金一样,在操作上通常采取行业对冲方式规避风险。

“假如他们看好金融业,就会同时买进该行业最优秀的公司,同时卖出行业最差公司。以此确保投资收益。”知情者称,在王朝成立初期,他们的所有运作均与A股无关。

通常,他们会派研究员去一些在H股及美国上市的中国上市公司作调研,之后,会结合各方面情况制定投资决策,一般情况下,做多中国企业的比率较大。少数时候,他们也会根据当地交易所列出的卖空名单选择卖空对象。

熟悉香港对冲基金运作规律的“对冲基金超市”负责人锐行称,A股现在尚不允许做空,但为吸引境外客户,一些经纪商有时候会通过一些特殊渠道间接做空A股,“比如,他们可以根据A股情况,选择某类股票,发一些类似票据一样的结构性产品给客户,并从中收取一定佣金,通常在3%到4%之

间。这种产品会定期签约,可以半年一次,如果收益效果好,再继续。”

“对冲基金超市”是一年前成立的中国首家对冲基金网络媒体。负责人锐行是个香港人,因热爱对冲基金工作,决定将大陆作为他事业的起点。他告诉记者,海外对冲基金通常会通过申请QFII额度的方式投资A股,“保守估计,QFII额度中,至少一半以上是来自对冲基金公司的投资。”

不过锐行所讲的上述做空A股的方式,并未在记者接触到的上海对冲基金公司中得到证实。“A股现在历史性地低潮,是大举进入的最好时机。即便在香港,我们也不会做空中国公司。”一位对冲基金公司负责人称。

## 对冲基金中国“赶集”

新加坡对冲基金研究公司Eureka hedge统计,目前约有60家专门投资大中华概念的对冲基金,它们所管理的资产总额在35亿至40亿美元之间。

据悉,王朝基金在清盘时的35位投资者中,有32位选择继续跟随帝国公司投资中国概念。

“这些投资者多是各个产业的富人,有个人投资者,也有机构投资者。他们有的从2001年王朝基金成立之初就跟随马伦投资中国。”一位接近马伦的人士称,近年来,欧美市场越来越难赚到高额收益,而中国股市市场效率相对较低,加上近年中国股市不断下跌,很多上市公司凸现很好的投资价值,很多海外投资者都在寻找各种机会投资中国,仅QFII渠道难以满足这部分投资者的需求,他们只能通过各种隐蔽的对冲基金在外围市场购买中国公司股票。

帝国投资掌门人马伦早期曾在芝加哥Glenwood融资集团担任管理人。在华尔街,他以融资领域的丰富经验著称。“马伦是个犹太人,做事认真,对中国市场非常执著。这个观念与犹太人的推销天赋结合,吸引了非常多的投资者跟随他下注中国。”一位接近马伦的人士告诉记者,王朝基金清盘之前,马伦便有继续在中国拓展事业的想法。

正如王朝死而复生一样,越来越多的对冲基金“盯”准了中国。

8月25日,纽约著名对冲基金Eton Park宣布,公司已在

香港长江中心设立办事处,并聘请高盛一位前行政总监坐镇香港,负责拓展亚洲对冲基金业务。同时,Eton Park创始人、前高盛首席战略官埃里克·明迪奇(Eric Mindich)表示,公司将重点开拓北美以外市场,以更大的力度,投资新兴市场。

新加坡对冲基金研究公司Eureka hedge统计,目前约有60家专门投资大中华概念的对冲基金,它们所管理的资产总额在35亿至40亿美元之间。

“QFII门槛降低,中国经济向好等一系列因素都会激发对冲基金的热情,今年可能会生发一波海外对冲基金投资中国高潮。”8月27日,“对冲基金超市”负责人锐行告诉记者,一个美国对冲基金正在考察中国市场,想在香港或上海搞一个对冲基金公司,向他们咨询相关事宜。锐行自称是“一个为对冲基金流汗水的中国人”,他说,今后“对冲基金超市”将对对冲基金咨询顾问作为公司主营业务之一重点发展。

## “拾荒者”博宏

壁虎基金在一个半小时里,完成113笔折价套利,每笔套利利润从2万到5万元不等,共计赚取400多万利润。

刘宏说自己就是个捡破烂的。每天上午8点,这位自称中国“首家对冲基金”的总经理开始“拾荒”之旅。

这是2006年8月23日清晨,坐在上海市五洲国际大厦23层办公室的刘宏打开桌上电脑,同时正墙上两面大屏幕开始运转。

这两个大屏幕是刘宏的公司——博宏投资自行开发的ETF对冲交易系统。每天,这套系统会在无人值守状态下自动从ETF的市场差价间赚取利润,在深证100ETF上市首日,博宏投资曾在1个半小时里套利400万元。

2005年2月22日至11月10日,这套系统为博宏投资的“壁虎基金”赚取47.7%收益,而同期,上证指数下跌近20%。

9点40分,第一个大屏幕显示博宏投资旗下“壁虎基金”资金账户金额:3115万元,盈利1.53%。在该基金创建初期的2005年2月,这个账户的初始资金不过271万元。第二个大屏幕“ETFs对冲实时监控系统”,随时显示着几种权证相关数据。排在第一行的权证交易品种隐含波动率为25%，“赚了一点,我们是在22%时建的

仓。”博宏投资总经理刘宏说。上海博宏投资管理有限公司成立于2003年8月,是中国第一家完全依靠数量化交易模型和程序化辅助交易进行证券投资的市场上中性套利和对冲(基金)公司。

目前,博宏投资主要以ETF套利为主,包括瞬时套利和利用股票停牌如送股、增发、股改等事件进行套利活动。当ETF现身证券市场时,博宏的看家宝“ETF套利系统”便开始发威。

“一般来说,同一标的的两种价格之间应该存在确定的函数关系,当这种函数关系发生偏离,且差错空间大到足以覆盖我的交易成本时,这种利润便是我要捡的。”刘宏说。

以ETF套利为例,投资者要买入100万份上证50ETF,将有两种实现途径:其一是像买卖股票一样以市价买入,其二是买入“一篮子股票”(篮子股票的构成每日确定,大致与上证50指数的构成一样),然后申购得到ETF。卖出时同理。

同一时间,同一品种,两个交易市场,两种可能出现偏差的价格,这就是博宏寻觅的套利机会。

“2004年开始,我们发现坚冰一块的中国金融市场出现松动的迹象,对冲基金的生存土壤逐渐出现,而且逐渐丰富,有向成熟金融市场过渡的迹象。”刘宏说,ETF的推出,让他们看到了机会。

今年4月24日,深证100ETF上市首日。这种日子往往是博宏投资的庆典日。刘宏说,这也是他比较过瘾的时刻。

9点半开市,博宏投资公司的员工们围在电脑旁边,盯着他们的ETF交易系统。“大家都很激动,我们看到,‘交易成功’的信号快速向上翻页。十几秒一圈十几秒一圈,每圈下来,盈利都是4万、5万,简直是抢钱!”博宏投资总经理助理王黎立回忆。

当时坐在办公桌前的刘宏,也为这种速度所激动。“交易开始时,折价空间非常大,超过3%-4%,一笔单子下去,就是4万元。当时正好一个客人坐在我对面谈话,让我没办法大喊。”刘宏说,当时他只能不时瞅一眼屏幕,尽力按捺住心中喜悦,装作若无其事地与客人聊天。

楼下15楼博宏投资交易大厅,分管金融工程的副总俞世典与部门同事们却是全面戒备,每人盯着自己管理的账户。随着交易的进行,俞世典的鼠标不时按动“现金折算”标记,

当日股票停牌过多,他需要不停折算现金交易。

“我们的钱越用越少,到中午11点10分,所有的钱都花光了。”刘宏说。中午,博宏投资开始动员客户,往账户中追加资金。下午,客户资金追加到1000万,利润继续扩大。

“但我们自己的账户没钱了,当时情况下,有多少资金进去,就能捡多少钱。”刘宏说。

这一天,有14只成份股停牌,由于符合“折价看涨套利”条件,博宏在做折价瞬间套利的同时还集成了折价看涨套利。当日,博宏旗下所有账户完成300多笔交易,自营账户壁虎基金在一个半小时内,完成113笔折价套利,每笔套利利润从2万元到5万元不等,共计赚取400多万利润。

没有ETF大额套利空间的日子,博宏的自动交易系统会将差价定价在千分之五,“我们的系统实时扫描盘口,组合下单。达到千分之五的标准,自动完成交易。”俞世典说。

## 私募者的先机

“目前阶段,一些本土对冲基金活动空间较大,他们会在对中国金融体制完善进程中获取超额回报。”锐行认为,中国金融市场已成为国内外对冲基金争相觊觎的战场。

今年3月,美国一家对冲基金来博宏公司考察时,曾对博宏的操作手法颇为惊叹。“我们的工程师讲了ETF套利模式,他们一个劲摇头。因为在他们国家,根本不可能出现这些市场机会。”上官黎立说,考察结束后,这家对冲基金曾表示愿与博宏合作,共同投资中国市场,而博宏对这家基金的资金实力与国际市场投资经验亦非常感兴趣。目前,双方合作事宜还在洽谈中。

锐行告诉记者,博宏所走的套利道路属于“中国特色的对冲操作方式”。随着本土证券市场开放,一些先觉的私募机构可能成为中国本土对冲基金首啖鲜果者。

据悉,国内私募基金行业,类似博宏这样将金融工程与IT结合进行大规模套利的机构有10余家。“博宏的特殊性在于,他们将对冲理论的研究与中国股市的实践结合较为紧密。”黑马对冲基金经理萧先生表示,国内对于像ETF这样的套利机制有研究的机构较多,但是多停留在理论阶段,能与实践融合并产生利润的除少数几家券

商外,私募基金圈里凤毛麟角。而私募基金要想将套利行为规模化,其身份“合法化”问题将是未来发展的关键。

据刘宏介绍,壁虎基金最初属于博宏公司内部职工基金,随着对各种套利工具的熟练运用,账户盈利的增长,内部员工的亲戚朋友也不断加盟,资金规模由最初200多万元扩至500多万元、1000多万元,直到现在的3000万元。但鉴于私募基金的身份,他们一直没有将壁虎基金做大。据悉,除壁虎基金外,委托博宏代管理资金的机构也逐渐增多,目前,博宏旗下账户已增至10多个机构账户。

刘宏透露,近期他们正在与国联信托谈合作事宜。准备将公司的壁虎基金通过信托投资公司打造成公开发行的信托投资产品。“目前我们只有3000万元,如公开发行,可能会达到1个亿的规模。”刘宏表示,引入第三方托管,有助于公司发展的规范化。

刘宏告诉记者,由于中国市场不完善,参与者有限,加上新进的国际对冲基金在这里难以复制成熟市场上的盈利模式,这给占有技术优势的本土对冲基金很大空间。另外,目前,中国证券市场无效点或低效率点多,套利机会肥沃。“而对冲基金从事的是高度专业化投资,普通投资者和一般机构均无所作为,因此这种赚钱机会仅有先知先觉的投资者可以有效把握。”刘宏说,他希望创建中国最大的市场中性套利和对冲交易服务网络平台,使博宏成为中国最大的金融衍生品自动交易系统和分析系统提供商。

“目前阶段,一些本土对冲基金活动空间较大,他们会在对中国金融体制完善进程中获取超额回报。”锐行认为,中国金融市场已成为国内外对冲基金争相觊觎的战场。本土对冲基金虽抢得一时之机,但随着中国金融体制完善进程的加快,占资金与技术优势的国际投资巨头将是本土对冲基金发展难以绕过的坎儿。

“国际对冲金融对象不在国内,全是国际上的大型机构投资者,这种客户资源,国内对冲基金只能望其项背。一旦市场开放,从资金实力上讲,双方不在一个档次上。”一位香港对冲基金经理表示。

而刘宏则认为,即使不能决战欧美市场,大中华地区的投资理财已足以支持博宏本土对冲基金之首的地位。他认为,随着中国影响力加剧,大中华地区的金融业务将在世界金融中占有举足轻重的份量,这里必然蕴藏了极其丰富的投资机会,“另外,这里拟委托资产也非常庞大,仅内地居民储蓄存款余额即超过16万亿,只需很小的一部分参与对冲基金投资,也是一个异常可观的理财规模。”

另据获悉,博宏目前已将目光移向A股之外的市场。“近日,我们完成了增资扩股,我们一位外资背景的股东将帮助公司拓展香港市场。”刘宏说,为尽快熟悉国际市场规则,学习最新的金融工具,9月底,公司将派技术人员考察香港市场,预计年底将在香港展开期权交易等业务。