

# 套利 一个私募基金的另类生存法则

截至5月18日,尽管反弹在继续,上证综指较最高点仍然下跌了近40%。而136只股票型基金今年以来的净值平均跌幅已达18.55%(银河证券基金研究中心数据)。但随着A股情绪化的加剧,一些另类投资机会却在显现。

◎本报记者 郑焰

上海博弘投资管理公司,这一自称国内首家对冲基金的投资公司,甚至推出了面向海外投资人的“中国套利基金”。与传统投资不同,博弘并不参与靠市场上涨赚钱的主动性投资,而是专注于与套利相关的市场中性对冲交易,追求绝对大于零的投资回报。

从目前来看,博弘的投资策略取得了某种程度上的成功。尽管随着参与者增加,套利的空间被摊薄,但在市况艰难的2008年第一季度,该公司仍然获得了正收益。若以2005年2月至2007年10月计算,博弘投资的平均年化收益为46%。值得注意的是,市况惨淡的2005年间,该公司的收益率是48%,基本实现了收益与股指运行趋势不相关的市场中性。

## 淘金 ETF

上海博弘投资有限公司成立于2003年8月。创始人刘宏当过大学讲师,在90年代初期下海投身证券投资。1994年,他创立了国内第一家证券信息电子化的服务商——新德利财经信息技术有限公司。

待到2003年上海博弘投资有限公司成立时,这一私募基金在其网站上言简意赅地说明了自己的投资理念:“立足市场中性,专注套利交易。”自创立伊始,该公司就致力于打造自主研发的程序化交易系统,这或许是国内第一家完全依靠数量化交易模型和程序化自动交易进行证券投资的私募基金管理公司。

尽管准备了很久,但苦于没有真正意义上的金融衍生品,博弘投资的第一桶金却始于2005年。是年2月,国内第一支ETF产品——上证50ETF上市了。

作为“交易型开放式指数基金”,投资者可以其选择对应的一篮子股票申购或者赎回相应的ETF基金。只要其净值与市值间存在差价,就为套利提供了可能。而在ETF上市初期,这一差价甚至到达了可观的地步。

2006年4月24日,深证100ETF上市首日,这一产品甚至出

现了三四百个基点的全天大幅折价。博弘投资所管理的账户在这一天完成了近千笔交易,自营账户在一个半小时内,完成113笔折价套利,每笔套利利润从2万元到5万元不等。

2005年4月底推出的股权分置改革,则是另一个天赐良机。股改令股票在复牌后产生送股、送权证等确定性的行为。在预期明确的情况下,博弘投资在股票停牌时通过ETF交易机制,进行放空不含权股票、买入含权股票获得送股或送权证的双向对冲锁定利润操作,获得利益。

2005年至2006年股改期间,博弘投资的业绩记录是97%的年化收益率。前进中A股市场不断的金融创新,无疑成为了套利交易的天堂。

## 尝试新产品

对于去年这样气势如虹的牛市而言,套利所产生的利润或许并不起眼。但在单边下跌市场中,他们所贯彻的不受市场价格趋势影响的策略,就显得可贵了。

如今,博弘投资正试图通过国际化的经纪公司,向海外投资人发行离岸基金。第一个产品“Bohong China Arbitrage Fund”(博弘中国套利基金)注册于开曼群岛。这一海外发行的产品,立足于大中华区,将利用OFII额度把30%-80%的资产投资于中国大陆,以博取“新兴加转轨”的A股市场所带来的更为丰富的套利机会。该公司希望通过这一尝试融入国际主流的对冲基金市场,并规避国内私募基金的政策风险。据称,这一产品的首发规模预计在1亿至5亿美元间。

博弘投资总结了他们至今为止能够实行的套利策略:

首先,是ETF套利,这一策略利用ETF在二级市场的交易价格和净值之间的偏差获得收益。包括溢价套利,折价套利,以及事件驱动型套利。它的问题在于,随着越来越多的人参与到此类交易中,自2007年起,这一交易的利润已经非常微薄。

可转债套利,这类交易通常是买入某种可转换证券,同时卖出一定数量标的。其核心是寻求可转债券所嵌含的大量复杂转换条款,以

及看涨期权与看跌期权的特殊安排下的定价失效;抑或,寻找信用等级偏低的便宜可转债,以控制成本的方式控制风险。

固定收益证券套利,这种策略通过交易相关的固定收益类证券和它们的衍生品,利用不同工具收益率的相对变化获利,或者通过持有证券获得收益。

此外,或将推出的指数期货套利,通过OTC(柜台交易系统)进行的A-H间差价套利,以及权证的GAMMA交易等这些能够通过买入或者卖出相关资产,使整个组合的市场风险为零的策略,都在博弘投资的理念类似,为了控制风险,博弘投资对每一个策略所占的资金比例亦有限制。

“总之,当市场出现套利机会时,我们就积极参与。事实上,我们已经埋伏了很久了。”博弘投资投研部总监文汇称。

## 开拓新空间

一个不可忽视的问题,A股的金融衍生工具并不丰富,而在有限的选择中,随着越来越多人的参与,其利润空间被大幅挤压。

ETF板块就是例子。天相数据显示,进入2008年后,该板块的交易异常活跃。截止5月15日收盘,5只ETF基金今年以来(2008年1月2日至5月15日)共创下了高达1223.5亿元的成交额。这一成交金额较去年同期放大了近三倍。事实上,上述ETF产品2007年全年的成交金额也仅为1554.6亿元。

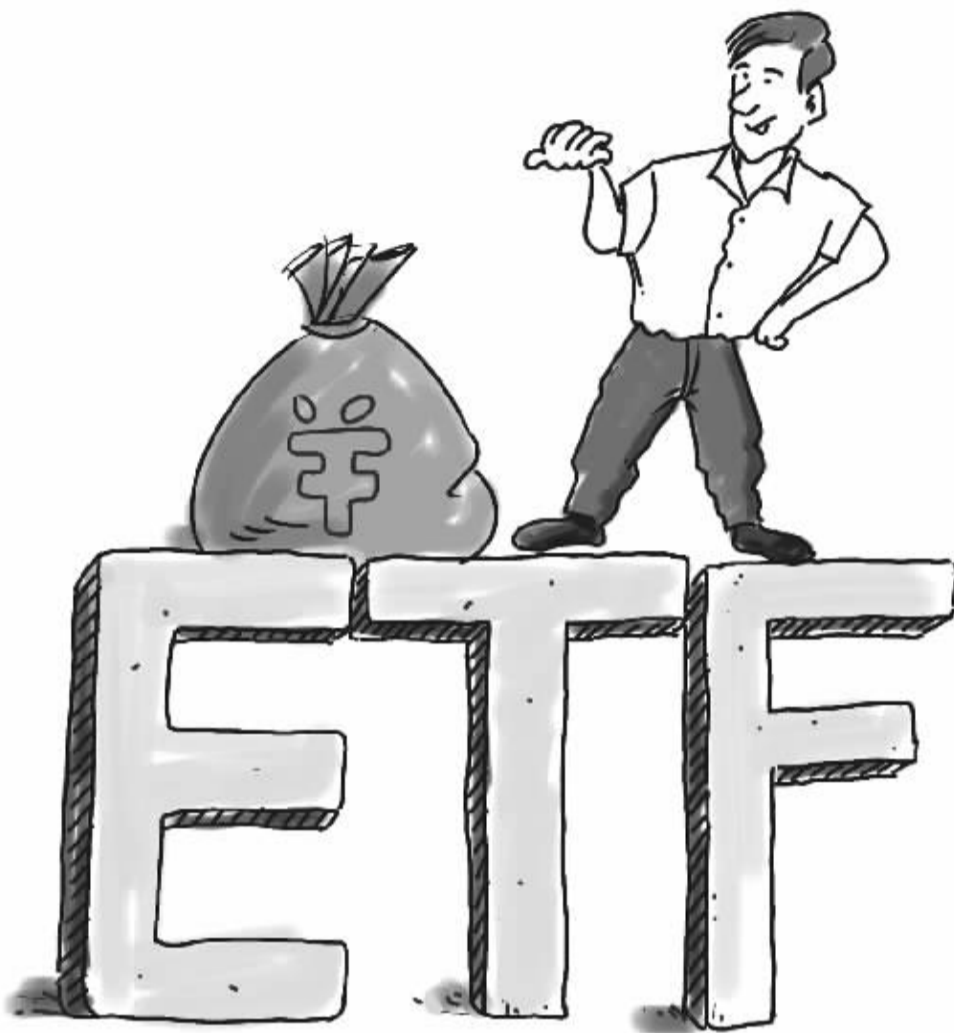
这意味着当众多机构都已注意到并学会娴熟该工具时,因市场不理性带来的ETF定价错误出现的概率便大大降低了。多数投资人已不能靠单纯的套利谋生,转而利用今年以来的股指当日高波动与换股机制所带来的T+0,来博取收益。

“事实上,自2007年起,来自ETF的机会就大大减少了。”博弘投资投研部总监文汇称。2007年的牛市间,博弘投资的收益却减少至28%。

但幸运的是,作为一个“新兴加转轨”市场,A股的高度情绪化,以及不断进行中的金融改革,都为套利提供了机会。

文汇透露,尽管ETF的机会在减少,但来自债券市场的套利机会却大大增加了。而准备中的股指期货交易,无疑成为这一私募基金下一步重点关注的产品。毕竟,这是A股市场第一个真正意义上的具有做空机制衍生品。

“原则上来说,只要两个产品的价格存在逻辑关联,并有差价时,就存在套利的可能。”文汇称,“而每一个新产品的推出,以及股指的巨幅波动,都加大了这一空间。抓住金融改革过程中的套利空间,这就是我们的中国机会。”



漫画 张大伟

## 4月VC及PE新募规模25.22亿美元

◎本报记者 曾言

中国投资市场信息咨询服务机构上周三称,4月中国创业投资(VC)及私募股权投资(PE)市场新募集七只基金,募资规模达到25.22亿美元。其中两只为人民币基金,募资规模6430万美元,占总规模的25%;外资基金五只,

基金规模为2458亿美元,占97.5%。

China Venture称,4月中国VC及PE市场有九只基金开始募集,中外资基金数量分别为四只及五只。其中中国通用技术(集团)控股有限公司和全国工商联环境服务业商会联合五家公司,发起成立的中国环境产业投资基金已进入报审阶段,其募资规模

将达到500亿元人民币。主要投资水务、固废和可再生能源等项目。

值得注意的是,当月新募集和开始募集的基金中,来自浙江民营资本基金有两支。其中一支是浙江浙商海鹏基金,募资规模将达1.5亿,主要投资于具有高成长且能在1年-2年内上市的企业。

## 私募股权基金计划上市AIM

◎本报记者 曾言

专注于中国市场的私募股权基金 Yangtze China Investment,日前宣布计划在伦敦替代投资市场(AIM)上市融资2000万美元。

Yangtze China Investment

投资于中国未上市消费类企业,尤其是那些从事娱乐、广告、零售领域的企业,期望从中国中产阶级日益增长的购买力中获益。这一私募股权基金将通过上述企业上市获利。券商Collins Stewart将为Yangtze China Investment提供上市咨询。