

随着越来越多的基金涉足“对冲”与“私募股权”领域,这一号称另类的投资领域,似乎变得既不多元,亦不另类。它们与传统市场的联系日益增强——

## 对冲基金已越来越不“对冲”了

◎本报记者 郑焰编译

号称多元的另类投资究竟如何多元且另类?这无疑是个悖论。

耶鲁大学的 David Swensen, 管理着常青藤联盟的校产基金, 被称为捐赠基金界的巴菲特。他针对对冲基金和私募股权基金的投资, 已经取得了不俗的战绩。过去十年, 其平均年化收益率达 18%。

于是, 其它大学基金和捐赠基金的管理人, 以及日益增加的退休基金, 正试图复制 Mr Swensen 的道路。在这一国家公债年收益率仅为 4%-5%, 而股票市场近十年来的收益令人失望的年代, 这些机构在对增加收益的追逐上, 似乎已经不再择手段了。

据咨询公司 Watson Wyatt 发布的一份关于退休基金的调查显示, 这些基金都努力追求投资中的  $\alpha$  值, 就资产管理业而言, 也有越来越多的产品号称追求“绝对收益”, 而不论市况好坏。

但是, 假设每一个机构都把目光瞄向对冲基金。基金经理的平均收益并不能跑赢大市。除去成本后, 他显然赚得更少。一个独立的退休基金或是捐赠基金在其追求高收益方面, 或能取得某一程度的胜利, 但是, 因为对冲基金或私募股权基金的管理成本高于普通产品——其管理费通常为 2%, 收益提成 20%, 扣除这些之后, 收益或许不能增加, 反而减少了。

对冲基金与私募股权基金或许会说, 他们可以开拓新市场, 并且不受传统资产管理市场波动的影响。但是, 这一说法有效吗? 私募股权公司投资的公司, 仍然处于整个社会经济中, 正如普通的上市公司一样。而对冲基金界最常见的规则是“对冲”, 即在做空的同时, 做多。这一策略意味着最终收益将与股市发生联系。



对冲基金界非常庞杂。有一些基金投资于类似高风险债券等领域, 目前这类市场并不十分有效, 额外收益是可行的。但事实上, 目前对冲基金总量已经达 1 万多只, 你可以想象, 超预期的收益正被瓜分地越来越少。

在这一弱肉强食的世界里, 对冲基金们总是寻找新领域, 并开发出各种稀奇古怪的产品。而这些新兴另类投资市场的问题是, 那里可能不存在“阿尔法”, 只存在“ $\beta$ ”。从一个长期的角度看, 资产与企业债券, 产生的收益需要高于一些无风险产品, 如国债。如果公司并不产生利润, 资本主义就会陷入危机。但是, 在一些过于另类的投资领域, 长期收益可能为零, 或至少低于无风险收益品种。

另有观点认为, 多元化的资产

配置将提供更少的风险——那些所谓的“绝对收益”基金往往在最好的年景中, 提供了更低的收益, 但是, 这一结果难道是退休基金和捐赠基金所希望的吗? 一般而言, 他们已经投资了股票与资产, 都具有流动性, 因为追求长期更高的收益, 而避开短期的波动。

从理论上来说, 管理人选择投资对冲基金而非国债, 是为了追求更好的“风险/收益”平衡, 同时承担了更具风险的投资组合。但是, 法规的压力, 令他们不得不增加债券的投资比重, 对冲基金最终为其它资产让路。这一结果以更低的收益而告终, 而这恰恰是这类基金最不想看到的。

最后一个问题是, “风险/收益”平衡, 是否在现实中真正可行。最近几天, 对冲基金界的收益与股

票市场越来越正相关。这或许是因为聪明的管理人驾驭了 2003 年至 2007 年的大牛市。

但是另一个解释是, 多样化理论有一个内置的诅咒。这一理论在多样化资产规模很小的时候起作用, 正如对冲基金和私募股权基金处于上世纪 90 年代时那样。但是, 当此类资产日益庞大, 它们集中在一起像一类高风险的资产, 当投资人充满自信时, 会购买它们; 对市场怀疑时, 则会选择出售。

尽管, 对冲基金在 2000 年至 2002 年的熊市中, 成为了市场避风港, 但如今, 已变得越来越不“对冲”了。据 EDHEC, 一家法国商学院统计, 今年以来, “基金中的基金”平均净值损失达 2.9%。号称多元化的另类投资正被证明, 它们既不多元, 也不另类。

■全球

### 社保基金拟选聘境外投资管理人

全国社会保障基金理事会上周五宣布, 拟选聘境外投资管理人, 负责管理其超过 700 亿美元资产中的一部分进行境外股市投资。

全国社会保障基金理事会网站发布公告称, 参选的机构须经营资产管理业务达 6 年以上 (截至 2008 年 3 月 31 日); 且上述日期所管理的资产不少于 50 亿美元。

公告还表示, 参选的机构须在中国境外设立并登记注册, 且所在国家或者地区的监管机构与中国证券监督管理委员会签订监管合作谅解备忘录。

这是该基金第二次寻求外部基金经理管理其资产。

### 主权财富基金增加另类资产投资

摩根大通上周发布报告中称, 主权财富基金最终将对私人直接投资基金和对冲基金产生最为深重的影响。目前主权财富基金管理着高达 3.7 万亿美元资产。

摩根大通分析师称, 目前受主权财富基金管理的另类资产比重高达 75%, 约为 3400 亿美元; 截至 2012 年底, 这一比率最高将升至 17%。

“主权财富基金增持另类资产的最大受益人将是私人直接投资公司和对冲基金。他们的经理人可以提供多数主权财富基金难以自足的技术、资源和专家意见。”

摩根大通报告显示, 以颇具盛名的 AllianceBernstein 和太平洋投资管理公司 (PIMCO) 为首的资产管理行业将成为主权财富基金的最大受益者。

### 商品市场资金仅半数来自机构

英商巴克莱资本国际上周四表示, 商品期货及相关金融工具市场资金截至今年第一季末估计已达到 2250 亿美元, 其中仅有一半左右来自机构投资者。

巴克莱资本称: “抛开那些已公布的错得离谱的数据不谈, 事实上投资者的新资金净流入是非常温和的。”

巴克莱资本还表示, 其研究击破了最近流行的理论, 即油价高涨是由于机构投资者持有与商品指数挂钩的资产。

纽约商品期货交易所原油期货价格上周四触及每桶 135.09 美元的历史高位, 三日来连创新高。

(本报记者 郑焰)

#### ■数据

##### 海外市场一致预期

项目	过去一周预测	过去两周预测	过去三周预测
AAII Index (美国独立投资人协会指数)			
乐观	46.3%	45.2%	52.8%
悲观	34.3%	29.7%	24.7%
中性	19.4%	25.2%	22.5%

来源: American Association of Individual Investors,

当乐观预期膨胀时, 通常意味着市场的顶部; 而若悲观情绪弥漫, 或许, 底部已不远。

项目	过去一周预测	过去两周预测	过去三周预测
Consensus Index (一致预期指数)			
乐观		34%	36%

来源: Consensus Inc.

##### Market Vane (市场风向)

项目	过去一周预测	过去两周预测	过去三周预测
乐观	54%	53%	55%

来源: Market Vane,

##### 美国共同基金市场资金流向

基金类型	5月21日当周表现	5月14日当周表现
股票基金	净流入 15.42 亿美元	净流入 57.84 亿美元
债券基金	净流入 49.43 亿美元	净流入 24.67 亿美元

(数据来源: TrimTabs 投资研究公司)

##### 美国货币市场共同基金资产规模变动

项目	5月21日当周规模	周变动
总资产	3,509 万亿美元	增加 111.7 亿美元
面向散户投资者	1,227 万亿美元	减少 78 亿美元
面向机构投资者	2,282 万亿美元	增加 189.7 亿美元

(数据来源: 美国投资公司协会 ICI, 制表 郑焰)

##### 全球配置基金 (World Equity Funds) 过去一周表现

投资地区	基金数量	资产 (百万美元)	今年以来表现	最近一周表现
欧洲地区	119	67,182.4	-3.22%	+0.31%
日本	61	12,074.4	-0.67%	-1.28%
亚太	45	20,669.9	-3.90%	-1.01%
亚太(除日本外)	55	29,890.8	-9.24%	-1.28%
中国	75	21,844.5	-13.95%	-2.28%
新兴市场	331	215,990.8	-2.58%	-0.72%
拉丁美洲	28	27,189.1	+14.32%	+0.54%

数据来源: Lipper 截止日期: 2008 年 5 月 22 日

##### QDII 基金过去一周表现

基金简称	份额净值 (元)	今年以来净值增长	最近一周净值增长率
工银瑞信全球配置(QDII)	1.027	2.7%	-1%
上投摩根亚太优势(QDII)	0.847	-9.63%	-0.94%
嘉实海外中国股票(QDII)	0.725	-17.57%	-1.89%
南方全球精选(QDII)	0.729	-18.52%	-1.75%
华夏全球精选(QDII)	0.795	-10.94%	-1.24%

数据来源: 中国银河证券基金研究中心, 截止日期: 2008 年 5 月 22 日, 制表 郑焰