

# 寻找“错配”机会 宏观对冲基金收益常翻番

□本报记者 曹乘瑜



## 国内宏观对冲产品 主打商品对冲

□本报记者 曹乘瑜

2013年初至今,以钢铁、煤炭、铁矿石为代表的大宗商品价格经历了单边、持续、大幅下跌的过程,大量金融资本的参与使走势比以往更为激烈。

对于2013年的单边下跌行情,冠通期货北京营业部总经理赵溪表示,主导价格走势的主因是宏观经济周期的变化,这是因为我国经济自2009年至今经历了大量信贷投放、产能急剧扩张、资产价格快速上涨的过程,在保持高速增长的同时,也带来大量经济隐患,主要包括债务风险上升、高污染行业产能过剩、收入分配失衡、资产泡沫膨胀等。面临这样的情况,始于2013年初的宏观经济政策调整是必然选择。这是维持可持续发展的必要条件。因此当货币政策开始收缩、资产价格回归之时,以黑色工业品为代表的产能过剩行业纷纷面临销售困难、价格暴跌的现状。对于过度举债扩张经营的企业,那只面临倒闭、或者兼并重组。

此外,2013年度期货金融市场非常具有代表性的变化是有了大量金融资本的参与,使得现货企业对价格的影响力进一步下降,这主要也是由于金融资本有着更敏感的嗅觉,对经济的变化有着更强的预测能力,同时还具有资金实力,因此在行情的走势上比以往更激烈。

对此,北京裕展投资总经理林琦认为,随着投资标的和投资手段的增加,以行业数据和宏观经济数据作为基础来进行研究的公司也越来越多,这类基金通过对经济周期的判断进行大类资产的配置。由于商品市场较为完善,品种相关度高,且目前中国商品市场在全球来说都较大,因此宏观对冲基金以做商品对冲为主。

林琦介绍,目前在海外,宏观对冲策略是主流策略,已经达到几百亿美元的规模,一方面是因为海外的数据较为公开完善;另一方面,海外程序化交易发达,适用于宏观对冲基金。

赵溪认为,虽然宏观对冲资金在影响现货市场,也在逼迫企业具备国际化视野和宏观经济研究能力,让金融与实体经济相结合。主要可以在三个层面上来进行:一是宏观经济周期对冲,即在经济周期衰退或是走弱期对现货经营进行对冲保值,由此来稳定现货经营,降低企业的风险;二是宏观事件对冲,即在大观经济事件发生时及时参与到金融市场中,用即时的合适的金融策略进行宏观经济事件带来的经营波动风险的对冲;三是资产对冲,也是企业分散经营风险的重要手段,即在企业经营初期就进行有效的资产配置和组合,利用金融市场来对冲企业资产的风险并增加企业资金的流动性,这对于企业稳定发展具有极其重要的意义。整体来看对于企业,后两者对于企业的经营效益影响更直接性。例如2013年人民币一直在升值,国际煤炭价格相对国内更为低廉,对国内价格造成直接冲击。如果形成对冲策略,那么进口商可以在进口廉价煤炭的同时,期货市场做空煤炭系列品种,同时做多人民币,双向获取收益。

林琦认为,今年宏观对冲基金或许看空大宗商品,因为中国经济增速放缓,再加上人民币贬值,中国大宗资产的价格将下降;股市管理来说会有更好表现,但考虑到IPO开闸和中国股市权重股以银行地产为主,在做多股指期货时仍然要谨慎。

“宏观对冲跟物理学家的的工作很相似,物理学家会探索宇宙运行规律,宏观对冲其实是探索宏观经济和市场波动的规律。物理学家可能会推演出一个定律,然后做很多实验、观察,来印证他的判断是否正确。我们同样也是。”中国本土宏观对冲基金——泓湖重域基金经理李蓓的一段话在微信上被广为转载,“每当你发现一个规律的时候,尤其是通过市场的印证能带来收益时,就像爱因斯坦发现相对论一样,会有极大的成就感和满足感,这也是激励我做这件事情的原因。”

泓湖重域是一只标准的全球宏观对冲基金,曾多次在全球市场上打出漂亮战。看到身着红裙的美女李蓓,一般人很难想象她叱咤环球的样子。

金融工具的日渐丰富,给国内宏观对冲基金提供了发展的沃土。这种既需要宏观视野,又需要对每个资产类别有深刻了解的对冲策略,技术含量非常高,是聪明人比拼的战场。国内宏观对冲基金的兴起虽然还不到五年,但是已然流传着不少传奇。

## 像发现相对论一样有成就感

几年的熊市,但泓湖投资发现,从2012年9月开始,在全球范围内,新兴市场资本流出的趋势已得到扭转,无论是印度、俄罗斯还是印尼等国的货币均现升值,而且,香港市场领先于A股在9月、10月已出现回升。

“我们认为,中国内地股市疲弱的原因是10月、11月央行采取了外汇市场干预措施。12月初,我们观察利率市场以及央行的操作,还跟银行间外汇交易员进行了交流,认为事情正在发生变化,热钱在流入。”泓湖重域才貌双全的基金经理李蓓介绍当时的操作思路,“因为经济在9月、10月已经见底,只是因为流动性拖累股市还没有上涨,所以我们认为在流动性充裕和经济见底的情况下,股市会上涨。”

同时,考虑到经济已经见底,他们认为工业品会有一轮补库存驱动的价格上升。与此同时,贵金属面临压力。因为2012年底,大家已经逐渐开始谈论美联储QE政策的退出,这对于所有大宗商品来说都是压力,但是这个压力对于贵金属(黄金、白银)来说更大,对于工业品来说更小。

此时正是采取对冲策略的最佳时机,于是泓湖投资于2012年底做多股票和股指期货,做多以螺纹钢、焦炭为代表的工业品,同时做空黄金、白银、贵金属,当月收益达到12.58%。

这是一个典型的宏观对冲基金操作思路,通过品种的相关性,寻找错配机会,在再

均衡的过程中获利。

李蓓最近的一段演讲在微信上被广为转载:“宏观对冲跟物理学家的的工作很相似……每当你发现一个规律的时候,尤其是通过市场的印证能带来收益时,就像爱因斯坦发现相对论一样,会有极大的成就感和满足感。”

在业内人士看来,泓湖投资是真正的全球宏观对冲基金,以美林时钟来作为划分宏观经济周期的主要依据,并作资产配置主要在五大类上:股、债、商、房、现,其中商品方面主要是做三金如黑金石油、黄金和美金。而大部分国内的宏观对冲基金如白石投资则主要是做商品对冲,即采用宏观分析方法做管理期货。

“中国经济正处在转型期,保增长、调结构、稳经济,其实是个‘不可能三角’,在这个节点上,很多产品的波动率不一致,再加上突

## “魅力”十足 私募大佬纷纷涉足

募明星经理在2010年6月成立医疗行业基金,引发国内的行业主题基金热潮。当从容投资达到30亿元左右时,吕俊开始涉足宏观对冲基金。2012年12月,从容全天候1期成立,一年后成立了2期。吕俊对媒体表示,成立宏观对冲基金主要是为了获得稳定收益,“通过资产配置而不是股票组合,就有很大概率取得稳定收益。传统股票型产品也有很大空间,但适合风险偏好相对较高的投资者,遇到2008年那样的股市行情,波动就在所难免,而宏观对冲产品净值与市场波动相关性很低,与股市、债市、期货、房地产乃至经济周期相关性都很弱。”

在期货派中,更有许多传奇人物。例如曾经在2012年以398.18%的收益率雄冠期货管理类私募的凯丰投资,其董事长吴星曾以农产品研究出名,早期只做简单的商品对冲,“农产品品

种完善,能支持做对冲,所以吴星开始以农产品起步。”凯丰投资人士透露,“但是随着规模增大,加上多年研究,吴星觉得商品这个α离不开宏观的β因素,所以前两年开始加入宏观因子,确立了宏观对冲体系。”2013年2月,凯丰开始设立宏观对冲基金——凯丰对冲一期,规模6000万元,期间共交易国内上市期货品种25个及以上交所国债逆回购,涉及黑色、农产品、能源化工、有色金属、金融期货板块,一年后结束运行,收益率达到67.3%。

而另一个传奇的参与者是敦和资本,其董事长叶庆均是名冠期货江湖的“叶大户”。据报道,他从2003年抵押房产的10万元,崛起于大豆牛市,成名于2010年棉花牛市并大赚数十亿元,如今敦和管理的资产规模已经过百亿元,并且主要是自营。业内人士透露,目

## 未来不可限量 期待政策“开路架桥”

的市场。

“痛”,是因为中国的金融衍生品、做空工具仍然不足,稍微完善一点的仅有商品市场,在股票市场上,可以做空的工具目前仅有股指期货和成本较高的融券。王智宏认为,目前,宏观对冲基金在制度、工具、人才、有效途径、资金上,都都比较匮乏。除此之外,中国的宏观对冲策略受制于宏观经济数据。业内人士更需要对结合宏观的分析,否则极易做出错误判断。

“快乐”,则是因为这是一个充满希望的市场,而且宏观对冲基金越来越受投资者的青睐。“美国的宏观对冲策略在上世纪90年代达到黄金时期,中国的宏观对冲基金,可能还处在美国上个世纪70年代,因此我们还有二十年的发展机遇。”王智宏说,全球化分工之下,新兴经济体的成长性较高,效率也高,随

着中国经济转型,第三产业在经济中占比增大,金融服务业对经济的贡献将增大,因此宏观对冲基金的发展将超预期。

业内人士认为,目前政策上对资管业务的推动,也有利于对冲基金的发展。2014年1月17日,中国证券投资基金业协会发布《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》,并于2月7日起施行;日前,中国期货保证金监控中心修订并发布了《特殊单位客户统一开户业务操作指引》,增加私募基金管理机构作为特殊单位客户申请开立交易编码的相关内容。吴星在给凯丰对冲一号投资人2013年的信中写到,不到两年的时间,我国在私募基金、期货行业上的发展举措,彰显出国家在金融创新上的决心和力度。

宏观对冲基金经理们对未来信心十足。

1997年,索罗斯的宏观对冲基金——量子基金,出击香港金融市场沽空港元和恒生期指,让中国大众首次见识了宏观对冲基金威力。同年,以索罗斯为首的国际金融投机商掀起一股抛售泰铢风潮,迫使泰国放弃长达13年之久的泰铢与美元挂钩的汇率制,疯狂沽空泰铢的老虎基金赚得盆满钵满,这被认为直接引发了东南亚金融危机。时任马来西亚总理马哈蒂尔称其为“潜伏在金融市场中的狼毒的野兽”。

宏观对冲基金是利用宏观经济来识别金融资产价格的失衡错配,在外汇、股票、债券、期货及期权上进行杠杆性押注,以期获得高额收益的基金。这种宏观投资方式,其声名鹊起主要源于一些明星基金经理的成功运作,其中包括索罗斯的量子基金和朱利安·罗伯特的老虎基金,中国本土的宏观对冲基金也在逐渐成长,泓湖重域等基金引人注目。

成立于2012年9月,至今收益率达到90.35%;截至2013年10月,最大回撤不超过4%。在运作期间,三分之二的月份里取得正收益,正收益的月份平均收益为7.27%,负收益的月平均亏损仅为-1.72%。

这是上海泓湖投资成立泓湖重域两年以来的风险收益指标,这些稳健的数字让泓湖重域名震江湖。

2012年12月初,泓湖投资通过做多股市、做空贵金属获利超过10%。彼时A股已经持续

2011年至2013年,境内宏观对冲基金发展迅速,在法律架构上主要采用有限合伙的形式。2011年11月,中国证监会发布《关于修改〈期货市场客户开户管理规定〉征求意见稿说明》,建议尽快出台合伙企业开立期货账户的相关规范。当年即成立了梵基一号、泓湖重域等产品。其后,又有多家私募加入。

其中,有的是股票投资背景,有的是期货背景。从积极股票型转型到宏观对冲的基金经理,多是看到了股票市场单一化的无奈。例如泓湖投资的创始人梁文涛,曾在易方达做基金经理,成立泓湖投资后,做了5只纯股票型基金,但是他都觉得有缺陷,因为在经济下滑或市场有风险时无法回避。

私募明星经理、从容投资的吕俊也于2012年开始发行一只宏观对冲基金。这位曾经的公

中国证券报记者在采访中发现,内地的宏观对冲基金中,进行全球宏观对冲的较少。这是因为私募基金要进行外盘操作,受到外汇限制,如果不是在海外成立的产品很难进行外盘操作。

不过,近年来部分私募与基金公司专户合作,以投资顾问的形式,通过基金的ODII额度进行外盘操作。业内人士透露,目前招商基金和工银瑞信等多家基金公司已经开展这样的业务。2012年9月,中国证监会发布《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》,明确提出基金公司的专户产品可以投资于金融衍生品和商品期货,也加速私募与基金公司合作。

不过由于基金ODII的额度并不大,因此更多的宏观对冲基金仍然偏重国内,并以商品对冲为主——这是一个痛并快乐着

## 关于新增华福证券为浦银安盛日日盈货币基金 代销机构的公告

根据浦银安盛基金管理有限公司(以下简称“本公司”)与华福证券有限责任公司(以下简称“华福证券”)签署的代销协议,自2014年4月29日起,华福证券将开始代理销售本公司旗下浦银安盛日日盈货币市场基金(A类代码:519566,B类代码:519567)。

投资者可通过华福证券在全国各城市的指定营业网点办理上述开放式基金的开户、申购等业务,具体业务办理流程以华福证券相关业务规定为准。

投资者可通过以下途径咨询有关详情:① 1.华福证券有限责任公司 客户服务热线:400-88-96326 网址:www.hfzq.com.cn 2.浦银安盛基金管理有限公司 客户服务中心电话:400-8828-999(免长话费)或021-3307-9999

网址:www.py-axa.com

风险提示: 本公司承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产,但不保证基金一定盈利,也不保证最低收益。投资者购买货币市场基金并不等于将资金作为存款存放在银行或存款类金融机构,敬请投资者于投资前认真阅读基金的《基金合同》和《招募说明书》等法律文件,提请投资者注意投资风险。 特此公告。

浦银安盛基金管理有限公司 2014年4月28日

## 鹏华基金旗下部分基金参加浦发银行电子渠道基金 申购费率优惠活动的公告

为了答谢广大投资者的信任和支持,鹏华基金管理有限公司(以下简称“本公司”)经与上海浦东发展银行股份有限公司(以下简称“浦发银行”)协商一致,决定自2014年5月5日起,鹏华行业成长证券投资基金(代码206001)、鹏华新兴产业股票型证券投资基金(代码206009)、鹏华信用增利债券型证券投资基金A类份额基金(代码206003)及鹏华国有企业债债券型证券投资基金(代码000007)参加浦发银行电子渠道(仅限网上银行、手机银行)的基金申购费率优惠活动。

一、适用投资者范围 通过浦发银行电子渠道(仅限网上银行、手机银行)申购本公司上述基金的个人投资者和机构投资者。

二、适用期限 2014年5月5日至2014年12月31日。

三、申购费率优惠方式 活动期间,投资者通过浦发银行电子渠道申购上述适用基金,给予如下申购费率优惠: 1.原申购费率高于0.6%的,实行6折折扣率优惠;如按6折优惠后申购费率低于0.6%,则按0.6%计算申购手续费。 2.原申购费率低于0.6%的,按照原费率执行。 3.原申购费率为单笔固定金额收费的,按照原费率执行。

四、重要提示 1.本公司所管理的其他基金及今后发行的开放式基金是否参与此项优惠活动将根据具体情况确定并另行公告。 2.优惠活动期间,业务办理流程以浦发银行电子渠道的交易规定为准。 3.本优惠仅针对处于正常申购期的上述各开放式基金(前端收费模式)的申购手续费费率,不包括:(1)基金的后端收费模式;(2)基金定期定额申购业务;(3)处于基金募集期的基金认购费率;(4)基金转换手续费及赎回费率。 4.本公告的解释权归鹏华基金管理有限公司所有。 五、投资者可通过以下途径咨询有关详情 1.浦发银行 网站:www.spdb.com.cn 客户服务热线:95528 2.鹏华基金管理有限公司 网站:www.phfund.com 客户服务热线:400-6788-999 风险提示:本公司承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产,但不保证基金一定盈利,也不保证最低收益。投资者投资于本公司管理的基金时应仔细阅读基金合同、招募说明书等法律文件,并谨慎投资风险。 特此公告。

鹏华基金管理有限公司 2014年4月28日