

# 中国对冲基金生态剧变 “模型先生”提前清盘

□本报记者 官平

中国的“模型先生们”很难想象，散失股指期货这个对冲工具意味着什么。模型先生是詹姆斯·西蒙斯 (James Simons)——世界上最伟大的对冲基金经理之一的别称。对于对冲基金来说，精准模型是它们生存的根本。

用模型，可以不用基本面分析，它的优势是可以降低风险，而依靠个人判断选股，可能一夜暴富，也能在第二天一败涂地。如今，蹒跚起步的中国对冲基金就面临这样的尴尬，在市场急剧下跌、当局出台严厉监管规则情况下，几乎失去期指对冲的对冲基金不再是“抗跌神器”，很多产品几乎无法“有效对冲”，获利变得非常困难，有的甚至不得不提前清盘。

## “跛脚”的对冲基金

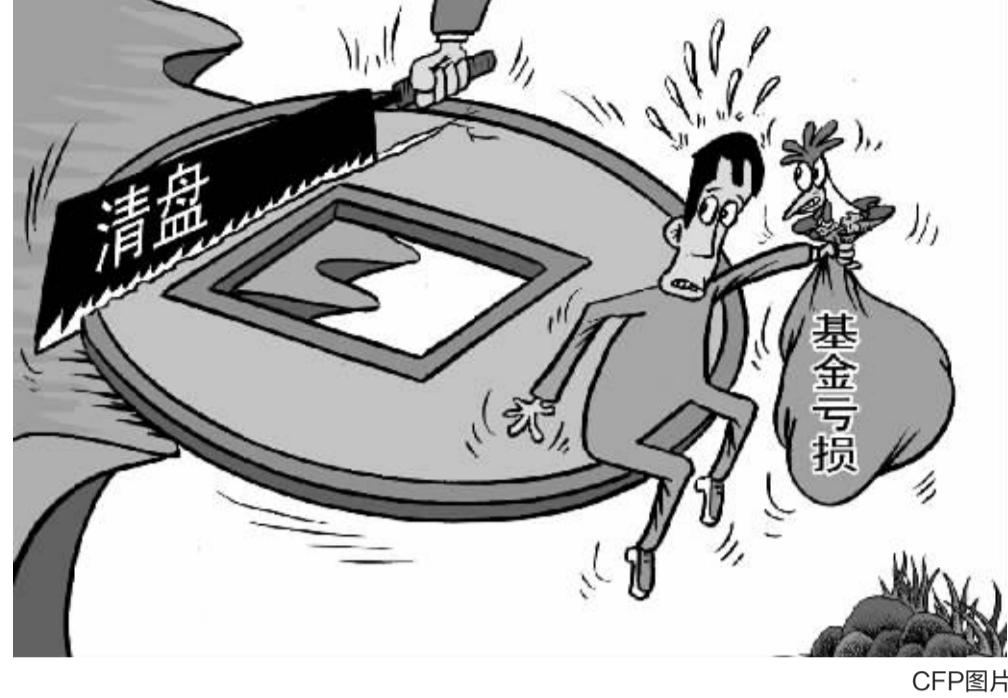
“我们的量化对冲产品面临资金成本上升，会吞噬一些盈利。”广州一家对冲基金的基金经理陈华(化名)告诉中国证券报记者，中国金融期货交易所9月初发布的严规，导致对冲基金整个行业生态正在发生变化。

实际上，量化与大数据相关，借助计算机去构建一些财务模型、统计模型，从市场海量的数据当中进行选股，或者进行择时，对冲，是一个头寸的规模完全相同，但是方向相反的交易，而量化对冲基金，通过上述方法构建一个投资组合，这个投资组合的收益可以分解成 $\alpha$ (绝对收益)和 $\beta$ (相对收益)。

一般来说，量化对冲基金以股票市场的中性策略为主，除了持有股票仓位外，还可以通过卖空、杠杆以及期权、期货等多种衍生工具，对冲股市下跌的风险并获得收益。但是，针对近期股市的大幅波动，监管层的严厉措施让对冲变得有难度。

8月25日，中国金融期货交易所(简称“中金所”)在原有基础上提高非套保账户股指期货保证金至20%，之后在8月28日提高到30%，再到9月2日进一步提高到40%。与此同时，对非套保账户的每日最大开仓数进行限制，从600手降至100手再降至10手，并进一步提高平今仓手续费至万分之23。上述限制使得对冲基金遭遇重创。

陈华表示，这(期指严管措施)对流动性是非常不利的举措，限制股指期货市场之后，使得一些投资策略开始失效，因为不少量化模型、对



CFP图片

冲模型在人为限制下，运作可能会变得很艰难。

股指期货凉了。9月7日，规则调整后的首个交易日，IF1509合约仅成交3.8万手，而前一个交易日成交量为59.4万手，股指期货流动性已近枯竭。“保证金、手续费的提高，对于高频交易基本上不可能操作。”基金经理陈华说。

好买基金指出，今年8月25日之前，平今仓手续费为万分之0.23，经过连续两次上调之后，9月2日平今仓手续费上调到100倍至万分之23，这对于日内高频CTA策略影响巨大；以沪深300股指期货为例，按照目前的平今仓费率，交易一手手续费大概在2300元，而之前仅为23元。

以沪深300股指期货为例，按照目前的平今仓费率，交易一手手续费大概在2300元，而之前仅为23元。中金所新规主要为了限制日内投机，而衡量日内投机程度的一个指标为交易/持仓比。新规出来之后股指期货的成交/持仓比有了明显的下降，统计近两个半月沪深300股指期货主力合约的成交/持仓比发现，9月2日新规推出之后，该比例迅速下降，目前比例不到1。

好买基金研究中心的数据指出，从6月15日股市调整以来，中金所对于股指期货的交易

规则进行了多次调整，这影响到大部分对冲基金的日常操作，最严厉时各类期货账户都不能开出空单。在这种情况下，对冲基金只能平掉现货头寸，以低仓位甚至空仓的状态运行。

朱雀投资合伙人、量化投资部副总经理陈志凌在此前鸿儒金融教育基金会和上海金融与法律研究院联合主办的“鸿儒论道”上表示，朱雀量化产品从年初至今，已有超过29%的收益，且回撤很小。最近由于政策的影响，产品在股指期货折价比较大的时候已提前平仓。

## 暴跌导致“清盘潮”

据私募排排网数据中心估算，截至2015年8月31日，我国对冲基金管理规模已经高达11368亿元，今年以来新增资金高达4798亿元，短短不到一年时间的增量，就相当于过去十年对冲基金行业累积的管理规模的73%。

近几年，我国对冲基金经历着爆发式的增长

历程，2015年上半年的疯狂牛市，使得我国对冲

基金继续呈爆发式的增长态势。一些机构估算，截至2015年8月31日，我国对冲基金管理规模已经高达11368亿元，今年以来新增资金高达4798亿元，短短不到一年时间的增量，就相当于过去十年对冲基金行业累积的管理规模的73%。

上半年A股延续着牛市，6月开始陷入股灾，沪深300指数今年以来下跌了4.73%，但对冲基金表现却十分靓丽，今年以来所有策略产品平均逆市取得23.52%的收益率，使得管理规模在内生性增长上也有所表现。

但另一方面，随着A股陷入史上罕见的非理性暴跌后，对冲基金也遭遇了史上罕见的清盘潮。据私募排排网统计，截至2015年8月31日，今年以来已经有1443只产品清算，相比往年大幅飙升，而整个2014年度，清盘产品数量为466只。另外，提前清算的产品大幅增加，2015年清盘的1443只产品中，提前清算472只，占比高达32.71%，971只到期清算；而整个2014年度，466只清盘产品中，仅有76只为提前清算，占比为16.31%，到期清算产品为390只。

提前清算的占比相比往年大幅提高尤其是7月和8月份，跌破净值而遭遇清盘的是主要原因。业内人士表示，2015年清盘数量大幅飙升，和我国对冲基金大发展有关系，管理产品数量急剧扩张，管理体量的增加，自然会带来清盘数量的增加；但纵观清盘产品，6月后A股的暴跌是引发清盘潮的重要原因。

对冲基金研究机构Eurekahedge的数据显示，在中国股市大跌的拖累下，6-8月份中国对冲基金损失17.9%，为三个月期最差表现。一些基金经理因对中国市场跌势判断失误，过早回归市场，从而蒙受较大损失。“很多基金经理认为，市场暴跌已接近尾声，其实才行至半路，在那时点他们便已大大增加了曝险程度，因此遭到严重打击。”一位不愿透露姓名的基金经理表示。

实际上，并非中国对冲基金有此遭遇。去年表现最好的基金经理之一Bill Ackman旗下的Pershing Square在8月底发给投资者的中报称，“截至报告发布时，今年全部投资收益均被抹去。”如果你对Pershing Square有所了解，就会发现这一中报很让人吃惊。去年Pershing Square收益率高达32.8%，在全球大型对冲基金中排名第一。

盛名之下，其实难副。8月全球股市一片惨

淡，市值蒸发了超过数万亿美元，号称能够对冲风险的对冲基金也未能幸免。在中国，对冲基金甚至可能暂时没有“扳本”的机会，而不得不选择离开，因为股指期货——被认为是最基本的对冲工具已经几乎“失效”。

## 等待期指回归

不可否认的是，股指期货的确是风险管理的价值投资的利器。

“包括股指期货，所有的期货最开始的本意都是风险管理。2012年算是对冲基金的元年，对冲基金用对冲工具，比如用股指期货，今天我们称作规避市场风险，叫作套保投资者、阿尔法投资者、市场中性投资者，概念都差不多。本质上讲，这类机构投资者用股指期货规避市场风险，他们其实才是今天中国市场的巴菲特，因为他们可以做到长期持有。”对冲基金人才协会(HTA)常务理事郭涛接受中国证券报记者采访时指出，股指期货给投资者提供了一个空间，能够把价值投资理念付诸实践，而不用过分在意经济大环境和宏观在发生什么，只需关注公司的基本面。

“是否‘恶意做空’，目前还很难断定。”

郭涛说，从市场本质逻辑来讲，在下跌过程中，实际大多数量化对冲基金没有卖出股票。因为所有的模型都是基于买一揽子股票，做空股指期货，然后考虑这一揽子股票可以跑赢股指期货货多少个点，就像朱雀在股指期货大幅贴水的时候，才选择了清仓。而在过程中，他不会卖股票，因为没有必要去卖股票，他本身投资逻辑不是来自于做空这个市场，不是赚做空市场的钱，而是赚股票跑赢股指期货的钱。

郭涛认为，股指期货市场最初空头来自于很多传统的多头机构，市场最空的人其实是之前最看多的人，“最开始做空股指期货是谁？是传统多头私募基金和传统的多头公募基金，市场最开始调整的时候他们没有保护机制，到市场开始下跌、挑战风控线的时候，要么开始卖空自己的个股，要么就先卖空一些股指期货进行一定的对冲。做空力量和一般意义的对冲基金关联不大。”

不少接受中国证券报记者采访的业内人士均指出，目前中金所对股指期货的严厉措施应该是临时性的，不可能是常态化的监管状态，等待期指正常回归，对冲基金仍然有较大的发展空间。

## 郑商所与广西签署战略合作备忘录

□本报记者 王姣

日前，在“第7届中国—东盟金融合作与发展领袖论坛”期间，郑州商品交易所与广西壮族自治区人民政府签署了战略合作备忘录。自治区人民政府常务副省长唐仁健和郑商所总经理郭晓利在备忘录上签字。

在金融合作与发展论坛上，郑商所董事长张凡表示，中国—东盟是世界经济增长最具活力和发展潜力的地区之一，中国与东盟国家之间众多大宗商品的生产、贸易和消费关系紧密，为郑商所发挥期货市场价格发现和套期保值功能提供了广阔空间。郑商所将持续加大品种创新、服务创新力度，实施更加积极的对外开放策略，努力提升为境内实体企业和投资人的服务能力和服务范围。

根据郑商所与广西壮族自治区政府签署的合作协议，双方将充分发挥各自优势，相互支持配合开展相关业务。据了解，今年以来，郑商所已先后与内蒙古自治区政府、新疆维吾尔自治区政府签署了战略合作备忘录。通过建立相关合作机制，进一步推动期货市场更好地服务实体经济和地方经济发展。

□本报记者 王朱莹

农产品价格保险是国际上保障农民收入的主流做法，也是在中国农产品收储政策历经数年、走入十字路口之后被公认的最好替代政策。打造“国家补贴农民大部分保费—农民买价格保险保收益—保险公司购买场外期权对冲风险—期货公司风险管理子公司在期货交易所场内复制期权覆盖风险”的闭环，是利国利民、多方共赢的事情。”上海新湖瑞丰金融服务有限公司董事长李北新表示。

中国证券报：请您介绍一下“保险+期货”这一模式诞生的背景？

李北新：2015年中央一号文件要求“完善农产品价格形成机制。增加农民收入，必须保持农产品价格合理水平。继续执行稻谷、小麦最低收购价政策，完善重要农产品临时收储政策。总结新疆棉花、东北和内蒙古大豆目标价格改革试点经验，完善补贴方式，降低操作成本，确保补贴资金及时足额兑付到农户，积极开展农产品价格保险试点。”就是希望通过价格险的试点，完成农产品收购从临储到市场化的转变。

虽然国家层面已经意识到农产品价格保险的重要性，而且保监会也在

积极推动保险公司创新，但在此前的实际操作环节中，却迟迟未能落地。其中主要的问题在于，农产品价格保险特别，无论是从国外的经验，还是从替代收储政策来说，其都为国家补贴型保险，即国家补贴农民大部分保费，但从保险公司一端而言，还是存在由于价格暴跌保费完全无法覆盖理赔金额的风险，特别是价格险的理赔概率要远远高于其他险种。这一点在去年部分地区试行的生猪价格保险中有了深刻的体现，出现由于猪肉价格暴跌出现大面积巨额理赔、保险公司生猪价格保险业务大量亏损的情况。保险公司需要对价格保险进行再保险，至少是部分再保险，以分散风险，但他们暂时又没有找到一个可以再保险的市场，因此业务难以推进。其实这个价格保险的再保险市场是存在的，那就是“期货市场”。

“保险+期货”的跨金融市场的创新合作，在目前中国一行三会的监管框架下，最终由新湖瑞丰“自下而上”率先探索与保险公司合作完成。我们2014年在锦州义县试点的“二次点价+复制期权”项目，通过二次点价、两次结算，为农民的粮食销售价格托底，农民还能分享到未来一段时期可

能出现的价格上涨红利。而利用场外期权，期货公司风险管理子公司进行了业务创新，通过期货市场将粮食价格涨跌的风险对冲掉，该项目获得2014年上海市金融创新二等奖。

同时我们利用积累的经验，2015年开始即将这一模式升级，主动引入保险公司，打造农民买价格保险保收益、保险公司购买场外期权对冲风险、期货公司风险管理子公司场内复制期权覆盖风险”的闭环。此闭环中，保险公司短期还不具备直接到期货市场中进行风险对冲的能力，因此其选择期货公司风险管理子公司作为再保险对象，在目前还没有场内期权的情况下，通过购买期货公司风险管理子公司场外期权的形式将保单进行再保险。这一项目目前在国内是理念领先、专业领先、实践领先，独此一家。

中国证券报：“保险+期货”服务“三农”的基本原理是什么？能否介绍一下鸡蛋价格保险的情况？

李北新：“保险+期货”服务“三农”的基本原理是：保险公司基于期货市场上相应的农产品期货价格，开发农产品价格险；农民或农业企业通过购买保险公司的农产品价格险，确保收益；保险公司通过购买期货公司风

险管理子公司的场外看跌期权产品进行再保险，以对冲农产品价格下降可能带来的风险；期货公司风险管理子公司在期货交易所进行相应的复制看跌期权操作，进一步分散风险，最终形成风险分散、各方受益的闭环。

鸡蛋在养殖业中具有举足轻重的地位，然而鸡蛋现货价格波动剧烈，养殖户往往难以连续两年盈利，多数时候在一年的持续盈利之后往往面临着接下来两年较差的行情。在此背景下，2013年11月大连商品交易所推出了鸡蛋期货品种，使得蛋鸡养殖户有了通过金融市场规避价格风险的途径。

2015年8月7日我们与中国人保财险签署玉米(1000吨，锦州义县合作社)和鸡蛋(300吨)价格保险的场外期权试点项目。中国人保财险目前在国内外农险市场的份额持续保持在50%以上，农险保费规模已跃居世界第三、亚洲第一。此次试点虽然数量较小，但更重要的意义是使得中国人保财险认识到了农产品价格险的重大意义，作为央企跨界购买场外期权的流程也已打通，试点成功后，中国人保财险将把业务在全国60余家分公司铺开。同时其也将向保监会上报，促进国家农产品价格保险补贴政策的落地。

中国证券报：您认为农产品价格保险的意义何在？

李北新：首先，国家收储量巨大，2014年粮食储备的相关支出已经达到1500亿元以上，同时贪腐事件高发，而通过价格保险，此块的支出将大大减少。其次，据相关机构统计，国家在农产品补贴及收储方面的支出，只有25%能落到农民手中，而如果采取价格保险政策，谁买保险谁受益，国家补贴的转化率将大大提高。再配合保险公司此前已经推行的农产品种植灾害险，农民的利益得到了全方位的保障；再次，保险公司开辟了新的业务领域，成为国家农产品价格补贴政策新的落地主体，在金融行业中的地位有效提升；最后，通过价格保险+期权再保险的方式，此前交易所及期货公司一直热盼但却可望而不可即的机构投资者——保险公司，得以间接进入期货市场，而且由于农产品价格保险体量巨大，将使得中国期货市场加速向成熟的机构、产业市场转变。同时，农产品价格保险的推广，也将倒逼交易所加快新品种上市。如生猪价格保险的推广，就需要大连商品交易所加快生猪期货的上市步伐来配合。

## 钢铁能化领跌 CIF震荡下行

□方正中期期货 冯海莹 夏晓晓

9月18日当周CIFI指数先跌后涨再下行，9月18日以64265点收盘，全周跌幅1.31%。美联储加息推迟的预期落地，商品市场未见明显反应，整体符合预期。本周重点数据包括中国9月财新PMI预览值，9月逢传统“金九银十”，虽然旺季略显不旺，但料该数据或小幅好转。短期内，预计CIFI指数以震荡下行为主。

因矿价上周初开始下行，线下成交冷清，至上周四招标价格带动美元期货市场成交价格反弹，卖家挺价支撑增强。主力合约1601震荡下行，成交依旧活跃。随国庆假期临近，预计本周现货采购量回升，价格将得到一定支撑。

伦锌重心大幅回落，在基本金属中表现偏弱，LME锌库存持续增加。虽美经济复苏回暖，但市场仍担心中国作为锌需求的大国，下半年需求情况，压制锌价走势。由于后市不明朗，下游不敢大量备库，以按需采购为主，短期震荡下行为主。

线性期货主力合约1601窄幅下滑，区间在8640-8455元/吨附近。下游消化库存为主，采购积极性不佳，石化库存增加，

截至9月18日当周CIFI指数各品种涨跌幅

CIFI指数品种	本周涨跌幅%	上周涨跌幅%	双周涨跌幅%	本月涨跌幅
铁矿石	-5.48	4.76	-0.72	0.65
锌	-3.83	1.32	-2.51	-2.85
LLDPE	-3.79	1.17	-2.62	-2.5
天胶	-3.1	4.82	1.72	0.35
焦炭	-1.77	0.51	-1.26	-1.83
螺纹钢	-1.74	-0.56	-2.3	-1.94
PTA	-1.58	3.08	1.5	2.17
PVC	-1.49	-0.1	-1.59	-2.55
甲醇	-1.23	1.88	0.65	-0.92
铜	-1.02	5.38	4.36	3.64
动力煤	-0.63	1.82	1.19	1.13
铅	-0.56	0.98	0.42	0.08
焦煤	-0.42	2.46	2.04	2.63
玻璃	-0.23	0.12	-0.11	-1.27
铝	-0.17	1.73	1.56	0.5
白银	1.71	-0.18	1.53	1.68
纤维板	7.12	0.18	7.3	8.26
胶合板	9.9	-6.19	3.71	2.23

装置检修复工逐步增多，市场货源供应增加，部分石化采取让利销售政策，下游需求旺季到来，需求小幅回暖，基本面多空交织，预计价格维持区间偏弱震荡。预计短期维持在8350-8800元/吨附近。

沪胶震荡走跌，国内下游市场产销情况随着“十一”的即将带来将略有好转，但供需矛盾依旧尖锐，预计沪胶短期小幅震荡。

目前胶合板和纤维板市场成交极其惨淡，价格波动较大。由于国内楼市“金九银十”传统旺季可期，政策频繁刺激增加国内资金流动性。虽两板需求