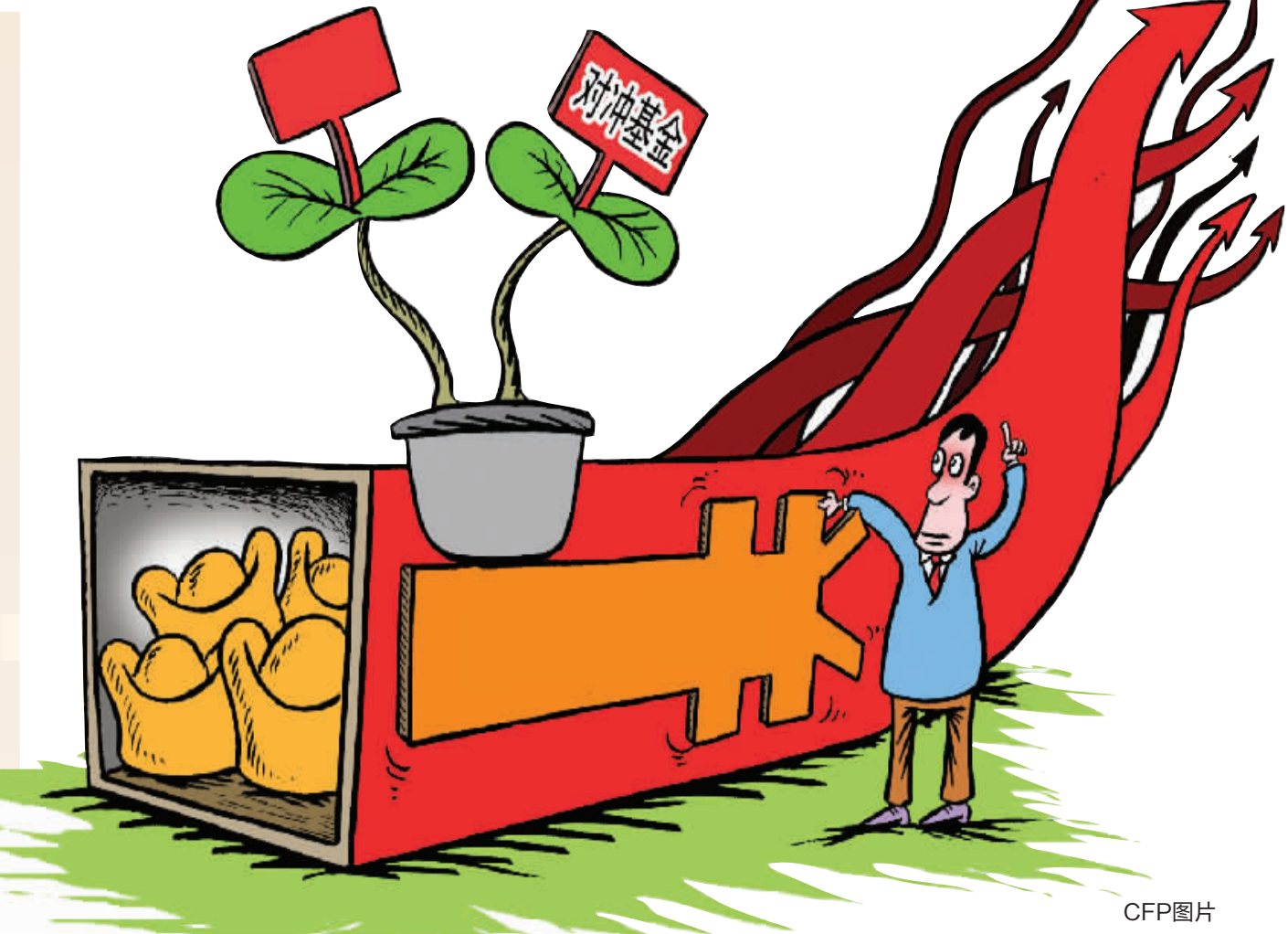


# 中国的“华尔街刺猬”：小荷才露尖尖角

□本报记者 官平



CFP图片

## 郭涛：国内对冲基金将在A股大调整后崛起

□本报记者 官平

经过6月的股市大跌考验后，国内量化对冲基金正迎来良好的发展机遇。对冲基金人才协会（HTA）常务理事郭涛接受中国证券报记者专访时指出，如果说私募基金的元年是2013年，那么对冲基金真正的崛起，来自于本轮大调整之后。

**中国证券报：**先从对冲基金的定义谈起，到底什么是对冲基金？

**郭涛：**对冲基金这种投资方式其实是个舶来品，我们看下他英文叫作hedge fund，这个hedge本意不是对冲，而是避险，所以世界上第一只对冲基金是一只不折不扣的避险基金，通过做空来规避系统性风险，而只赚取超额收益，这种基金就是避险基金。而对冲只是实现避险行为的一种操作手段。

这种避险型对冲基金的特点就是通过付出一定成本，严格控制了基金的下行风险。这个成本大部分还是来自于市场上涨所带来的机会成本损失，但是一旦系统性风险爆发时，这种基金不但将大跑赢市场，而且还将带来可观的正收益。

随着衍生产品的发展，对冲基金的定义逐渐扩展，目前只要是运用衍生工具，进行对冲操作，甚至是完全只操作衍生品，比如CTA和宏观基金等，都叫对冲基金。而且对冲基金有两个特点，一个是风险规避，目标是赚取超额收益，一个是放大杠杆，增加回报弹性。

对冲基金和其他投资者最主要的区别是追求盈利的来源。拿股票型基金举例，普通的多头投资者是beta型投资者，其收益来自于大盘上涨带来的收益和个股的超额收益两部分，在牛市过程中，如果伴随着加杠杆投资，收益巨大。

但Alpha型对冲基金的盈利追求只是超额收益的那一部分，根据专业的模型，这一部分收益的特征是非常稳定，可能每年只有百分之十几二十几，无论市场牛熊。这种对投资理念的坚持其实并不容易，因为在牛市中随便的一只多头基金都可能有翻倍行情，所以对于普通投资者来讲，对冲基金吸引力并不高，但一旦遇到系统性风险，整个市场崩溃同时面对流动性枯竭，这时我们就发现，传统的多头基金毫无避险能力，短期内不但出现大幅亏损，还对加速了市场的“负反馈”过程。

比如说，就在这次股灾中，多头基金和多头杠杆投资者因为随着股市下跌，产生赎回和保证金追缴压力，又面临流动性不足，没法短期完成套现去杠杆，那

么就只能套保，增加卖空期指，先把卖不出去的头寸对冲掉，然后股票慢慢卖。多头基金都来增加套保，就事实上造成了对股指期货的砸盘，而Alpha对冲基金因为是一直持有股指的套利和套保空头，期指的贴水反倒是增加了盈利。不仅如此，因为事前完成了对冲，所以不会跟随绝大多数投资者一起去杠杆卖股票，还一定程度上扮演了稳定市场的作用。

有一句话叫作“没有杀死你的，让你变得更强大。”在这个适者生存的年代，尤其如此。金融危机的本质就是系统性风险的集中爆发，所有的金融资产波动率成倍放大，而且也因为危机的不可预测性，让对冲基金这种有天然避险属性的投资工具更值得受到长期投资者重视。对冲基金的特征就应该是稳健，不随波逐流，这次股灾让对冲基金风险规避的特征为大众所了解。如果说私募基金的元年是2013年，那么对冲基金真正的崛起，来自于本轮大调整之后。

**中国证券报：**本轮牛市是杠杆化牛市，去杠杆导致的踩踏式股灾让市场始料不及。从对冲基金的角度看，在杠杆化牛市和去杠杆过程中，其收益与损失呈现出怎样的特点？

**郭涛：**了解杠杆市场的特点，先要理解杠杆的本质，杠杆本质不只是借钱，借钱只是加杠杆的手段。一般情况下投资者加杠杆，其实是一个放大投资组合波动率的过程，收益和风险同时被放大。比如一个1比1倍杠杆融资的仓位，其结果就是收益和损失都乘以2。

但波动率的放大不必然等于收益的提高，投资是对一个不确定性结果的博弈，未来收益的确定性（或者叫成功概率）是决定杠杆投资成败的根本，这也是专业的对冲基金和个人投资者的区别。比如说散户作为整体投资某只股票的成功概率只有50%，对冲基金可以达到80%，那么同样的放大杠杆，对冲基金是对一个高度确定性事件（盈利）进行杠杆放大，这样从概率上看，长期投资的累积回报就要远高于市场平均和个人投资者。

那么对冲基金是如何做到高盈利概率的？对冲基金的种类很多，风险偏低的对冲策略包括无风险套利，统计套利，市场中性 and Alpha 对冲等等。比如无风险套利就包括股指期货和现货基差套利，ETF和成分股基差套利等等。统计套利就是根据各个影响资产价格的因子，对历史数据进行统计分析，估计相关变量的概率分布并用于交易。市场中性 and Alpha 对冲就是通过做空股指期货来完

全或部分规避系统性风险，来赚取超额收益。

这种套利或超额收益的机会来自于资本市场的某种价格错配，比如投资者主体不同，信息不对称，对金融资产定价理解不够等等，我们认为对冲基金存在的意义也是对这些价格错配和信息不对称的纠正。还由于市场成熟度不够，在海外成熟市场无风险套利除了在高频交易市场还存在外，基本上套利空间已经被庞大的机构投资者群体抹平。但是在国内，随着新的金融工具不断推出，机构投资者比例和投资者教育都需要时间来提高，就造成了专业投资者还能有很好的无风险和低风险套利空间。

所以，我们看到同样作为杠杆投资者，策略上不同会导致结果出现很大差异。对冲基金更多是通过杠杆放大确定性高的投资机会，所以从回报分布上看，杠杆的有效性更大。

**中国证券报：**可以看到，股灾中也有不少对冲基金产品面临清盘压力。从目前国内对冲基金来看，投资者应该如何选择对冲基金进行投资？

**郭涛：**这里要对私募基金和对冲基金有一个区分，私募基金是指募集的方式，对冲基金必然是私募基金，但反过来，国内主流的私募基金目前还是以做多为主的纯多头基金，对冲工具的应用本来就不多，甚至完全不用，上半年比较多的公募基金经理“奔私”，开设的私募基金都是直接复制原来在公募的投资策略，所以不能被称之为对冲基金。

近期国内清盘的私募产品也主要是这种非对冲类型的，因为在第二季度市场发行了大量这种纯多头私募产品，随着股市短期大幅下跌，跌破净止损线很正常。

投资者选择包括对冲基金这类的产品一定要首先了解其策略，不同策略在不同市场环境中表现截然不同，比如最近表现亮眼的CTA策略，因为本质是趋势跟踪型的，所以市场波动越大越有利于该类基金表现，但如果A股未来进入一个平静期，整体波动率下降，此类基金的表现也将下降。还有，私募对冲基金一般需要一个较长持有期来实现其收益和验证其模型，不像银行理财产品利率可以按天来记，所以短期收益的高低对私募对冲基金未来的收益预期没有借鉴意义。

**郭涛：**对冲基金人才协会常务理事，曾任海外多空对冲基金投资组合经理，全球宏观基金投研总监等职位，在海外对冲基金高级管理岗位超过10年工作经验。）

在华尔街，有一个群体，低调而神秘，勤奋但又显另类，浑身尖刺，攻守兼得，用代码统治着金融市场，他们就是对冲基金的经理们。

他们最早在六十年前就诞生了，经历了像凤凰涅槃一样的1987年股灾，尽管遭受到了毁灭性的创伤，但有幸艰难存活下来的那帮经理人，在接下来的网络科技股泡沫破灭以及熊市当中，却获得了丰厚的利润回报。这种令人难以置信的故事，如今也发生在中国A股市场。

在中国，和衍生品市场一样，他们才刚刚起步，但在A股2015年6月中旬到7月上旬的这波股灾中，他们锋芒毕露。

### 用确定性战胜不确定性

电话的另一端，陈曦还在海边跑步。谈起发生在半个月前的A股股灾，陈曦仍然历历在目。陈曦在一家2013年才成立的对冲基金任职投资总监，这家名为凯纳资本的对冲基金管理着十余亿元资金，在业内算是中等规模。

“计算机会去监控行情，我们研发只需要根据情况写代码，不断地升级程序来适应市场的变化。”陈曦说，那些天，自己忙着跑各种业务，几乎没有时间看行情软件，不过微信朋友圈几乎“直播”了这场股灾。

陈曦是计算机专业出身，但在证券业也有十余年从业经历。据他介绍，公司管理的产品主要有三种策略，固定收益较低的套利策略，量化CTA策略，以及alpha（阿尔法）量化对冲策略。

量化投资并不难理解，它区别于定性投资，定性投资依靠经验和感觉去判断市场进行投资，而量化投资则靠的是模型。这种区别，犹如中医、西医之间的区别，中医判断靠望、闻、问、切，而西医靠医学仪器来下结论。

按照陈曦的解释，量化CTA策略是投向期货市场，通过计算机算法、编程来改造投资行为。CTA策略并不是新出现的策略，其在全球有40年的历史，有

### “让模型去选个股、看大势”

牛顿说过：“我可以计算出天体的运动和距离，却无法计算人类内心的疯狂。”在贪婪与恐惧面前，人类的理性简直不堪一击，但机器则显得从容不迫。

“所有交易都是有托管在交易所的服务器完成，只要保证服务器不死机就行，研发人员只需要每天写代码，更新策略，不太关注行情。”陈曦说，公司策略非常中性或者保守，可以规避很多人为主观及市场系统性风险，没有什么心理压力，不惧怕市场动荡。

与陈曦一样，陈如胜所管理的两只量化对冲产品也顺利“躲过”了这场A股“大洗劫”。

“我们是做量化对冲的，股灾对我们没有什么影响，股票做多，股指做空套保的机制，6月12日开始到7月初，股市这段时间确实比较恐怖，对市场上中性策略的私募基金影响不大。”陈如胜在一家险资背景名为国道资产的私募基金担任投资总监，回忆起6月以来的股市经历，他觉得比较坦然。

其管理的两只产品在股灾中净值均变化不大，由于策略有微妙差异，其中一只产品净值微跌，另外一只还增长了一些。“与趋势投资相比，没有受到较大冲击。”

量化对冲基金是怎么躲过这场暴跌的？陈如胜解释称，量化对冲与平常交易不一样，靠多因子参数设计的模型去精选个股，用股指期货将大盘系统性风险规避掉，而不是靠主观去判断个股和大盘的趋势，并根据市场不断变化，每一个季度对股票池进行调整更新。

在他看来，量化对冲产品不惧怕市场大的波动。“本身量化对冲产品就具有抗跌性，大的波动震荡

### 国内对冲基金业刚起步

A股今年先扬后抑，1-5月延续着大牛市的走势，市场在赚钱效应下陷入疯狂，杠杆横行；6月15日，突如其来的股灾让市场满目疮痍，从6月15日A股高位至7月7日收市，期间市场最大跌幅触目惊心，沪深300指数暴跌30.42%，沪指和深成指分别大跌30.76%和38.05%，中小板指数和创业板指数更是分别暴跌38.20%和41.78%。

对冲基金作为市场上最为专业的投资群体，在股灾期间也受到了重大冲击，绝大部分产品出现大幅回撤，众多产品被清盘。无论后市如何，这次不期而至的“股灾”会始终印在每个人的脑海里，同时让人印象深刻的还有一些在这次暴跌市场中收益一直稳健上扬的量化对冲基金产品。

据私募排排网数据中心不完全统计，对冲基金整体呈现了风险控制的优势，大幅跑赢的市场，期间有业绩记录的对冲基金产品（包括非结构化产品和结构化产品，也包括了所有不同策略的产品）为7090只，平均下跌14.58%，跑赢了指数。其中，1825只产品获得正收益，占比25.74%，4555只产品跑赢大盘，占比高达64.25%。

股灾过后，遍地鸡毛。私募排排网的最新报告称，绝大部分对冲基金产品大幅回吐了前期的利润，净值回到0.8元以下的产品不在少数，面临较大的清盘压

10%的资金量配置在CTA策略产品中，自2008年起，全球CTA策略中程序化系统策略的管理资产占比超过80%以上。

被称为“抗跌神器”的阿尔法量化对冲策略，它们天生酷爱剧烈波动，不论牛市、熊市、震荡市，波动是它们获取利润的唯一来源。这种策略，其投资游弋于股票和期货两个市场之间。陈曦说：“我们的阿尔法量化对冲产品，波动越大收益越大，在熊市、震荡市中，策略更显出优势。”

据统计，2015年上半年，凯纳资本旗下各策略产品表现出色，“凯纳进取2号”以51.54%收益名列管理期货基金前茅。

“量化对冲产品最大的特点就是业绩很稳定，不论行情是涨和跌，都能稳稳获利。”陈曦说，公司的产品坚守量化投资的原则，坚持以风险控制为第一位的投资理念，通过量化、对冲、分散这三个方法把股市的系统性风险对冲掉。

按照其个人的说法，由于控制了风险，今年上半年的股市波动率是处于历史高位中，这种波动率是非常适合量化策略表现的。所以业内普遍享受到了这波牛市的高波动率，又很好的对冲规避了6月份开始的暴跌。

后，对一般的趋势投资来说，一下子会无所适从，心理期望值会下降，会寻找心理安全感，对量化对冲产品来说，净值会很平稳，有些还会上扬，对投资者来说具有吸引力。”

确实如此，在单边市场行情下，对冲基金的收益并显现不出优势，从上半年来看，一些公募基金产品，收益率动辄翻倍。“在波动剧烈的情況下，熊市可能收益更高，在牛市里是被淹没的。”

对于这次股灾，在金融业有着近20年经历的陈如胜也说没有见过，超乎想象。

“对投资者来说，单边牛市会破坏很多东西，原来一揽子价值观念和资产配置的概念，会破坏很彻底。”陈如胜说，炒股票显得那么容易，一些人不会踏踏实实去做实业。有些人付出了血的代价，但换来了真正的投资者教育，也是未来市场成熟的新的起点。

陈如胜有些困惑的是，散户在牛市中是无所顾忌的，而他们倒是敬畏的，对对冲基金来说，专业的人做专业的事情，没有资产配置的市场非常肤浅。

一些业内人士认为，本轮牛市快速发展以来，融资规模扩张速度远超融券规模，两者的比例从年初的100多倍上升至危机时期的接近1000倍。如果再考虑到场外配资的庞大体量，可以说市场一直是被单边追涨的力量主宰的。

上海一家专注于量化投资领域的创新型私募——富善投资总经理林成栋认为，此轮暴跌宣告持续数月的普涨时期已经结束，个股分化明显会成为未来主流，选股能力会成为下一阶段的核心竞争力，而用量化方式选股正是对冲基金所专注和擅长的。

力。截至7月10日，股灾后有213只对冲基金产品累计净值低于0.8元，占比3%，面临较大的清盘压力。

对此，业内人士表示，有不少对冲基金产品并未完全对冲，基本上只是量化但并不完全对冲，风险敞口暴露多。

“一定要完全对冲，因为上半年牛市，很多人对冲比例较少，这样收益比较好，但我们就放弃这块收益，一直100%对冲，收益确实比其他公司产品收益低一些，但当风险发生的时候，也能规避。”陈曦说，有些对冲基金“标榜”量化对冲，只是打了个幌子。

他提到，去年12月，A股也有一波行情让不少量化对冲产品爆仓，因为很多产品持有与沪深300权重不相关的小股票，然后一边做空大盘股，做多小盘股，几乎完全没有对冲，那种行情就专杀这种对冲产品。

业内人士认为，目前对冲基金在中国刚刚起步，处于发展初期，量化对冲产品良莠不齐，对冲基金还有很多只是打着量化对冲旗号，要辨别公司量化对冲产品的好坏，需要看公司两年以上的业绩记录，特别是经历过去年12月和今年的股灾行情，系列产品中没有出现巨亏或者大幅回测的情况，管理规模在5亿元以上，团队建设要比较全面，计算机IT技术、金融数学、金融工程三大领域都要具备较强实力。