

中国证券投资基金业协会丛书

docsriver.com商家本本商家

docsriver.com  
商家本本书店

HEDGE FUND ANALYSIS

# 对冲基金分析

FOF基金投资尽职调查指引

弗兰克·J. 特拉弗斯 © 著  
(Frank J. Travers)

兴全基金管理有限公司 © 译

 上海财经大学出版社  
SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS



[www.docsriver.com](http://www.docsriver.com) 定制及广告服务 小飞鱼

更多**广告合作及防失联联系方式**在电脑端打开链接

<http://www.docsriver.com/shop.php?id=3665>



[www.docsriver.com](http://www.docsriver.com) 商家 本本书店

内容不排斥 转载、转发、转卖 行为

但请勿去除文件广告宣传页面

若发现去宣传页面转卖行为，后续广告将以上浮于页面形式添加

[www.docsriver.com](http://www.docsriver.com) 定制及广告服务 小飞鱼

更多**广告合作及防失联联系方式**在电脑端打开链接

<http://www.docsriver.com/shop.php?id=3665>



docsriver.com商家本本商家

中国证券投资基金业协会丛书

HEDGE FUND ANALYSIS

# 对冲基金分析

FOF基金投资尽职调查指引

弗兰克·J. 特拉弗斯 ©著  
(Frank J. Travers)

兴全基金管理有限公司 ©译

## 图书在版编目(CIP)数据

对冲基金分析:FOF 基金投资尽职调查指引/(美)弗兰克·J. 特拉弗斯(Frank J.Travers)著,兴全基金管理有限公司译. —上海:上海财经大学出版社,2018. 1

(中国证券投资基金业协会丛书)

书名原文:Hedge Fund Analysis

ISBN 978-7-5642-2907-8/F·2907

I. ①对… II. ①弗… ②兴… III. ①对冲基金-投资-研究  
IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 309965 号

责任编辑 温 涌

封面设计 杨雪婷

DUICHONG JIJIN FENXI

对冲基金分析

——FOF 基金投资尽职调查指引

弗兰克·J. 特拉弗斯 著  
(Frank J. Travers)

兴全基金管理有限公司 译

上海财经大学出版社出版发行  
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200082)

网 址:<http://www.sufep.com>

电子邮箱:webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海叶大印务发展有限公司印刷装订

2018 年 1 月第 1 版 2018 年 1 月第 1 次印刷

710mm×1000mm 1/16 19.5 印张·350 千字

印数:0 001—5 000 定价:53.00 元



图字:09-2017-1072 号

*Hedge Fund Analysis :*

*An In-Depth Guide to Evaluating Return Potential and Assessing Risks*

Frank J. Travers

Copyright © 2012 by Frank J. Travers.

All Rights Reserved. This translation published under license.

Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

本书简体中文字版专有翻译出版权由 John Wiley & Sons, Inc. 公司授予上海财经大学出版社。未经许可,不得以任何手段和形式复制或抄袭本书内容。  
本书封底贴有 Wiley 防伪标签,无标签者不得销售。

2017 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

## 译者序

### 寻找基金的“拼图”

精明的投资人总会说，“不要投资于你不懂的东西”。弗兰克·J·特拉弗斯的这本《对冲基金分析——FOF 基金投资尽职调查指引》详尽地介绍了在基金产品投资领域，如何“懂得”你想投资的基金产品，以及怎样才能算是“懂得”。

对冲基金，国内一般用一个更宽泛的称呼——“私募基金”。私募基金产品的范畴其实也包含公募基金公司的专户业务。近年来，国内私募基金行业蓬勃发展，眼下在基金业协会备案的已有超过 1.8 万家私募基金管理人和逾 6 万只产品，远远超过上市股票的数量，这其中不乏佼佼者，但也有不少冒牌货，甚至个别还涉嫌欺诈。如何从海量的私募基金产品中挑选放心满意的投资产品，对于基金投资者而言绝不是一件轻松容易的事情。而 FOF 投资这种由基金组合经理来选择和组合私募基金的方式，可谓一种专业化的解决方案。

罗纳德·里根说过，“信任，但要验证”，在基金投资中尤为如此。作者将调研一只基金的过程比喻为一种“智力拼图”：有的人从角落开始拼，有的人从拼图的某一处特征开始拼，最终都会得到同样的结果——把握基金的特点和发展轨迹。阅读此书的过程，也颇有“按图索骥”的味道，从对冲基金的历史、传奇人物，到自上而下梳理和筛选目标基金池，再到数据搜集、业绩分析、多轮访谈及定量定性评估，然后再将镜头拉远，对公司整体进行运营调查、风险评估以及背景调查。在作者的放大镜下，对冲基金的优劣高低无所遁形，建立在详尽调研上进行的 FOF 投资，也让人多了一份信赖感。

如果此前对对冲基金业的了解并不足够，随着作者的“侦探”技巧逐层深入，这本书可能会让你对这一行业的看法有所不同。作者以严谨的调研和犀利的观察颠覆了一些投资人深以为然的观念，敏锐地捕捉到基金的潜台词，甚至辅以生动的案例讲述各种情况下疏忽带来的损失，读起来更令人警醒。

比如，历史业绩。作者犀利地表示，虽然历史业绩分析可以让投资者对公司更深入了解，评估其业绩在未来的持续性，但好的历史业绩只能说明，相应的

基金不是一项“坏投资”，但不能证明未来该基金的表现能够持续优秀。他提醒投资者，关注历史业绩可能存在的“陷阱”，比如，该业绩是否来自非现任雇员的历史绩效；又如，由于流动性或其他因素，基金经理是否能像过去一样投资同一类型的股票，因为随着基金规模的变大，管理方式会有很大的不同。整体来说，对冲基金尽职调查应该保持一个开放的态度，不要被历史业绩“蒙蔽了双眼”。

再比如说，风险控制。当许多投资人将目光聚焦于基金的投资风险时，作者则反复提醒，运营风险对于一家对冲基金可能带来更大伤害，“一个富有经验和投资能力的基金经理可能因为运营出问题而风光不再”；并援引文章称，一半以上对冲基金破产的原因并非投资因素，而在于运营方面（占比 50%），重要的是，这些因素都可以通过细致的尽职调查来发现。

毫无疑问，弗兰克·J. 特拉弗斯的这本著作同样凸显了优秀的 FOF 投资经理较之于普通投资者的优势。一般来说，普通投资者很少能够有这样的时间、精力和条件来对一家基金进行如此深入的调研，更不会有那么多机会与基金经理进行一对一面谈，进而关注到基金管理人的“语气、肢体语言和面部表情”下的潜台词。反过来说，这种“专业优势”也值得普通投资者反思：专业投资者的决策建立在如此详尽的调研基础上，是否说明我们平时进行投资决策所做的功课还远远不够？

值得关注的是，作者提到了 2011 年全球对冲基金调查中，对冲基金管理人和对冲基金投资者都被问到了同一个问题：选择对冲基金时，你认为最重要的三个标准是什么？调查结果显示，对冲基金管理人和投资者都将长期投资业绩、管理团队和投资理念的一致性列为前三大重要考量因素，同时风险控制和法律规范、近期投资业绩这三个因素也名列前茅。这或许也可以作为普通投资者选择基金产品时的参照标准。

整体来看，这虽然是一本美国人写的关于美国市场 FOF 投资经理和基金产品研究员如何调研、分析和评估的实务性书籍，但对于中国私募基金行业和投资者也是非常具有参考意义的。一方面，本书可以为投资者的 FOF 投资实践提供帮助。中国的私募基金行业这几年高速发展，FOF 投资的需求应运而生，随着相关办法和制度的出台，FOF 在中国也将迎来大发展。从这几年银行、保险行业的转型发展来看，委外投资的规模和需求越来越大，银行和保险的委外投资部门在挑选受托对象的过程中，实际已经在行使 FOF 投资经理的角色了。另一方面，本书对受托一方，包括私募基金管理人和公募基金的私募业务管理也提供了较多的借鉴和帮助。受托方可以从 FOF 投资等机构投资者的角度来了解委托人一般关心私募基金的哪些方面、需要了解哪些资料、会有哪些方面

的要求,进而可以从委托方的角度来进一步完善产品,又或根据委托方的要求梳理和完善后台、运营及稽核等部门的流程和风控,进行对标管理。相信这本书的翻译引进,会为 FOF 时代的中国资本市场提供良好的方法论。

作为一家公募基金公司,兴全基金在不断研究学习的过程中,也致力于引入一些对行业发展或投资理念有益的书籍,曾翻译出版了《台湾股市大泡沫》、《社会责任投资》、《掘金绿色投资》等行业书籍,同时也赞助出版了《穷查理宝典:查理·芒格的智慧箴言录》、《滚雪球:巴菲特和他的财富人生》、《邓普顿金律:三周学会富有而快乐的方法》等经典著作。我们和基金业协会共同推动翻译出版的这本《对冲基金分析——FOF 基金投资尽职调查指引》也将是未来系列丛书的其中一本。投资是一个喜欢历史的行业,规律时常隐藏在历史和案例中,正如马克·吐温所说,“历史不会重演,但总会惊人地相似”。未来我们还将致力于翻译引进书籍,希望对行业发展、投资者成熟有所帮助。

以下是为本书翻译和出版做出贡献的人员名单:林国怀、曹阳、罗威、刘水清、郭贤珺、李小天、程亮亮,其中兴全基金 FOF 投资与金融工程部人员承担了本书主要的翻译和校对工作。兴全基金 FOF 投资与金融工程部是兴全基金开展 FOF 业务的投资部门,其在投资实践中采用的定性与定量相结合、注重调研的投研方法与本书的观点不谋而合。兴全基金 FOF 业务的投资目标是,通过专业化的基金研究和投资方法,把握基金市场投资机会,帮助普通投资人进行基金投资,获取中国资本市场长期上行趋势的贝塔收益和精选基金的阿尔法收益。

兴全基金管理有限公司

2017 年 10 月 10 日



# 编委会序

## FOF 时代更需要精选基金管理人

随着国内资金管理行业的迅猛发展、养老资金的扩容以及法律法规的助力,国内 FOF(基金中基金,Fund of funds)的发展再度提速。过去十余年间,国内券商、信托公司、银行及私募发起设立诸多“私募 FOF”,去年 6 月证监会颁布了《基金中基金审核指引》,意味着未来公募 FOF 的发展前景将非常广阔;甚至于有人说,基金 FOF 的时代已经到来了。

当然,FOF 能否在中国市场获得长远的发展,归根结底取决于 FOF 能否切实为投资者创造价值。FOF 在海外市场的发展迄今已有近 50 年的历史,最早投资于私募股权,如今已成为美国市场上重要的公募基金类别,规模占比近 10%。与之相对,FOF 在国内的发展仍存在很多挑战,目前距国内首只 FOF 问世只有十余年的时间,市场上的 FOF 产品业绩整体表现并不突出,FOF 对于国内投资者来说仍然是一个相当陌生的产品类型。关于专业投资者应该如何对基金进行尽职调查,进而制定可持续的 FOF 投资策略,市场上这类专业书籍仍然非常有限,不少机构也是在实践中摸索总结。

正所谓“工欲善其事,必先利其器”,由中国证券投资基金业协会和兴全基金管理有限公司推动翻译出版的这本《对冲基金分析——FOF 基金投资尽职调查指引》,以巨细无遗的笔法详尽描述了专业 FOF 投资者的工作流程,更犀利地指出投资中可能存在的陷阱以及应对的技巧。对于国内 FOF 行业整体来说,这是一本实操级别的工具书,填补了专业书籍的空白。

FOF 基金有两大核心优势:其一是资产配置,通过风险分散化、投资渠道多元化、更合理的资产配置和专业的动态管理,平抑净值剧烈波动的风险,在资产轮动中实现可持续的增长;其二是在基金管理人中“优中选优”,从专业尽职调查的角度考察基金背后的运营风险、业绩来源、投资风格稳定性等。本书对于详尽了解后者的调研分析方式大有帮助。

截至 2017 年一季度,市场上已经有 4 000 多只公募基金和 6 万多只私募基

金,资管规模加速发展,给 FOF 的发展提供了必要的土壤,但也有很多暗礁潜藏其中。2017 年 3 月,基金业协会发布的投资者权益保护与教育计划显示,私募行业中,非法集资、延期兑付、违规宣传等风险事件屡见不鲜。面对市场上纷繁复杂的基金和理财工具,普通投资者很难彻底厘清其中的风险收益属性和投资运作流程;而对于专业投资者来说,同样需要对所有信息进行仔细研读、认真分析,甚至要与投资管理人进行面对面沟通后才能了解投资的全貌,进而去芜取菁、优中选优,为投资者创造价值。

正如本书作者弗兰克·J. 特拉弗斯所说:“评估对冲基金是科学和艺术的结合,成功的尽职调查决定了后续投资的成功。”中国的 FOF 投资正迈出关键性的一步。随着国内资本市场的发展,FOF 基金未来发展的潜力值得期待,有望为投资者提供更多有价值的选择。

编委会

2017. 10. 10

# 引言

“要想学有所成，必须全力以赴。”

——本杰明·富兰克林(Benjamin Franklin)

目前市场上可能有至少 8 000~10 000 家对冲基金公司，若要对其进行评价和投资，可能面临如下问题：

- 如何从如此多的对冲基金中确定合适的品种以满足投资需求？
- 选择对冲基金管理人时应考虑哪些因素？
- 如何评估对冲基金管理人及其团队的投资优势？
- 接触对冲基金管理人时有哪些沟通技巧？
- 如何评价对冲基金面临的风险？需要哪些信息来更有效地监控投资中的变化？
- 分析对冲基金管理人时有哪些禁忌？我们应如何避免？

对冲基金分析涵盖了上述所有问题及数百个其他相关问题，包括对冲基金的投资策略、组织结构、后台清算、管理团队、法务、运营、财务、市场、客服、企宣等诸多方面。

对冲基金分析是科学与艺术的结合，恰如图 I.1 所示的内克尔立方体(Necker's Cube)。它由瑞士博物学家路易斯·阿尔伯·内克尔(Louis Alber Necker)在 1832 年设计，意在说明视觉对透明立方体的透视关系可以作不同的理解。

如图 I.2 所示，从不同角度观察，内克尔立方体正对着的那一面，可以看成立方体的最前面，也可以看成最后面。

对冲基金的尽职调查也如内克尔立方体一样，尽职调查过程可以从不同角

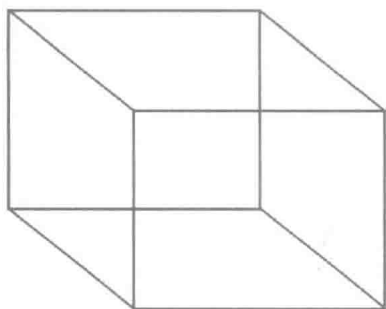


图 I.1 内克尔立方体

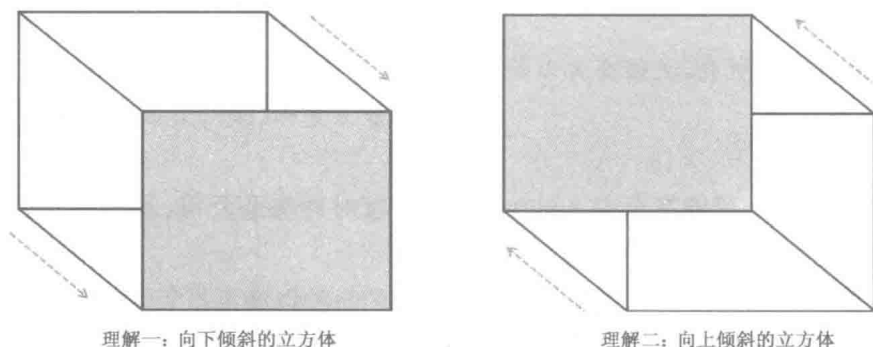


图 I.2 内克尔立方体的两种理解

度展开,但每个角度都提供了一种方法。

对冲基金分析可以通过不同方法进行,并运用不同的模型和技术,但基本过程是一致的。本文将介绍对冲基金尽职调查的一种典型和清晰的方法。这是我从二十多年职业经历中积累所得。

## 本书的写作目的

在1989年大学毕业时,我认为自己从金融市场和投资领域中掌握了足够的知识,我曾在第一份工作中斗志满满,希望迅速取得成功。我期望运用学校所学来胜任FOF分析员的工作。但很快我就发现自己知之甚少,我原打算在图书馆找几本关于基金管理人尽职调查的书学习,但惊讶地发现,几乎没有此类书籍。我只能通过自学并在实践中总结,由此走了不少弯路。

许多年后,当我在这个行业中积累了一定经验并成为组合投资经理后,一

名刚入行的分析师问我有没有合适的书推荐,我心想,这么多年过去,一定有相关书籍出版,但经过搜索后发现这类书籍仍是空白。想到初入行时的我和面前这名刚入行的分析师对此类书籍的渴望,我便决定自己撰写一本关于管理人尽职调查的书籍。

2004年,约翰·威立父子出版公司(Wiley & Sons)为我出版了第一本管理人选择类书籍,名为《投资管理人分析》(*Investment Manager Analysis*)。该书出版后我立马着手写下一本,但不幸的是,我们遭遇了2008年金融危机。对冲基金行业遭遇剧烈震荡,许多对冲基金背弃了它们宣称的投资策略。更遗憾的是,麦道夫诈骗案还使得行业发展前景进一步蒙上了一层阴影。这些都凸显管理人尽职调查的重要性。

尽管有很多关于对冲基金运作和投资方法的相关书籍,但我发现,市场上并没有一本完整介绍尽职调查“全流程”的书,该书必须涵盖对冲基金尽职调查的重要部分:

- 运营
- 风险管理
- 投资
- 会计/财务
- 法务

## 本书的结构

本书主要分为两个部分:第一部分介绍背景信息,包括对冲基金的历史、特点和发展趋势;第二部分详细描述对冲基金尽职调查的过程。

### 第一部分:背景介绍

- 对冲基金行业历史和发展历程
- 对冲基金特点
- 对冲基金如何满足投资人的配置需求

### 第二部分:对冲基金尽职调查

- 尽职调查流程模板
- 对冲基金筛选
- 获取初步信息
- 业绩(量化)分析
- 投资组合分析

- 风险分析
- 运营部门分析
- 会计/财务
- 法务
- 详细的面对面交谈
- 面谈技巧
- 尽职调查的定量模型
- 总结

为帮助读者理解尽职调查过程,我虚拟了一家基金公司——FCM公司(Fictional Capital Management)。我们将在各章的末尾用FCM公司举例。

本书涵盖大量实务内容,目的是让读者了解对冲基金尽职调查中的重要部分,并提供一套可行的决策方案。

名刚入行的分析师问我有没有合适的书推荐,我心想,这么多年过去,一定有相关书籍出版,但经过搜索后发现这类书籍仍是空白。想到初入行时的我和面前这名刚入行的分析师对此类书籍的渴望,我便决定自己撰写一本关于管理人尽职调查的书籍。

2004年,约翰·威立父子出版公司(Wiley & Sons)为我出版了第一本管理人选择类书籍,名为《投资管理人分析》(*Investment Manager Analysis*)。该书出版后我立马着手写下一本,但不幸的是,我们遭遇了2008年金融危机。对冲基金行业遭遇剧烈震荡,许多对冲基金背弃了它们宣称的投资策略。更遗憾的是,麦道夫诈骗案还使得行业发展前景进一步蒙上了一层阴影。这些都凸显管理人尽职调查的重要性。

尽管有很多关于对冲基金运作和投资方法的相关书籍,但我发现,市场上并没有一本完整介绍尽职调查“全流程”的书,该书必须涵盖对冲基金尽职调查的重要部分:

- 运营
- 风险管理
- 投资
- 会计/财务
- 法务

## 本书的结构

本书主要分为两个部分:第一部分介绍背景信息,包括对冲基金的历史、特点和发展趋势;第二部分详细描述对冲基金尽职调查的过程。

### 第一部分:背景介绍

- 对冲基金行业历史和发展历程
- 对冲基金特点
- 对冲基金如何满足投资人的配置需求

### 第二部分:对冲基金尽职调查

- 尽职调查流程模板
- 对冲基金筛选
- 获取初步信息
- 业绩(量化)分析
- 投资组合分析

- 风险分析
- 运营部门分析
- 会计/财务
- 法务
- 详细的面对面交谈
- 面谈技巧
- 尽职调查的定量模型
- 总结

为帮助读者理解尽职调查过程,我虚拟了一家基金公司——FCM公司(Fictional Capital Management)。我们将在各章的末尾用FCM公司举例。

本书涵盖大量实务内容,目的是让读者了解对冲基金尽职调查中的重要部分,并提供一套可行的决策方案。



# 目 录

译者序/001

编委会序/001

引言/001

本书的写作目的/002

本书的结构/003

## 第一篇 背景介绍

第一章 对冲基金历史/003

对冲基金行业历史/004

日本武士/004

学院派/005

对冲基金传奇人物/014

对冲基金发展的新趋势/017

第二章 对冲基金分类/025

对冲基金的定义/025

对冲基金组织结构/027

对冲基金策略简介/027

对冲基金产品优势/037

对冲基金业绩表现的影响因素:基金规模和运作时间/045

## 第二篇 对冲基金尽职调查

### 第三章 尽职调查步骤概览/049

尽职调查过程中的关键步骤/050

尽职调查过程/051

尽职调查第一步：范围筛选/056

一些最初想法/057

### 第四章 原始数据收集/064

数据收集/065

尽职调查问卷(DDQ)/066

尽职调查问卷样本：以 FCM 公司为例/066

其他相关资料/085

进一步分析/086

13F 报告分析/092

对冲基金日志/094

### 第五章 初次访谈/095

初次约谈或电话访谈/095

电话访谈的过程/096

访谈纪要/108

### 第六章 量化分析/112

业绩表现衡量指标/113

绝对收益衡量指标/113

风险衡量指标/119

基于回归的统计分析/127

竞争对手分析/130

## 第七章 组合分析/134

业绩归因/135

查阅公司披露的资料/145

对组合业绩进一步拆分/148

## 第八章 进一步面谈/165

面谈计划/167

一对一面谈/167

一对多面谈/169

从不同角度询问/169

面谈纪要/170

进一步面谈:以 FCM 公司为例/173

## 第九章 运营部门尽职调查/195

一个案例:贝尤(Bayou)基金的诈骗案/195

运营部门尽职调查的定义/197

运营部门尽职调查的重要性/199

运营部门尽职调查的内容/202

运营部门尽职调查:以 FCM 公司为例/230

## 第十章 风险尽职调查/236

对冲基金的风险图示/239

风险尽职调查/242

风险因素分解/255

风险尽职调查:以 FCM 公司为例/258

## 第十一章 资料核实和背景调查/262

背景调查的相关人员名单/263

网络和媒体/264

通过联系他人核实/265

背景调查可能遇到阻力/267

应该对什么人进行背景调查? /270

背景调查应深入到什么程度? /270

雇用第三方机构进行背景调查/272

资料核实和背景调查:以 FCM 公司为例/272

## 第十二章 对冲基金评分模型和决策/275

评分模型/275

归纳总结/290

# 第一篇

## 背景介绍



# 第一章 对冲基金历史

“历史不会重演，但总会惊人地相似。”

——马克·吐温

我最近在金融杂志上读到一篇文章，其质疑对冲基金管理的有效性。文章写道，在熊市和波动市中投资者开始质疑对冲基金是否真的有“对冲”功能，甚至质疑对冲基金行业是否会慢慢消亡。基金经理反映做空越来越难，因为好的做空机会马上会变成拥挤交易，并引来恶意逼空。

文章作者还表示，许多基金经理对市场进入熊市的判断过于自信，并开始投资一些他们能力范围以外的证券或衍生品。更糟糕的是，他们并没有做足准备，持仓的流动性和资金来源的流动性水平出现错配，使得不少投资者的赎回请求无法得到执行。

此外，文章还强调，美国证券交易委员会（SEC）正在密切关注对冲基金，他们正在考量如何更好地规范行业运作。

最令人惊讶的是，这篇名为《对冲基金艰难时代来临》的文章早在1970年1月就已发表于《财富》杂志<sup>①</sup>，作者是卡尔·卢米斯（Carol Loomis）。当时的熊市对对冲基金行业造成了灾难性的影响，许多对冲基金公司破产，行业进入近20年的黑暗时期。

我建议对对冲基金历史感兴趣的读者可以阅读这篇文章，因为它讲述了对冲基金的历史，并告诉读者无论今后市场如何变化，历史都有可能重演。

---

<sup>①</sup> Carol Loomis, “Hard Times Come to the Hedge Funds,” *Fortune*, January 1970.

[www.docsriver.com](http://www.docsriver.com) 定制及广告服务 小飞鱼  
更多**广告合作及防失联联系方式**在电脑端打开链接  
<http://www.docsriver.com/shop.php?id=3665>



[www.docsriver.com](http://www.docsriver.com) 商家 本本书店  
内容不排斥 转载、转发、转卖 行为  
但请勿去除文件宣传广告页面

若发现去宣传页面转卖行为，后续广告将以上浮于页面形式添加

[www.docsriver.com](http://www.docsriver.com) 定制及广告服务 小飞鱼  
更多**广告合作及防失联联系方式**在电脑端打开链接  
<http://www.docsriver.com/shop.php?id=3665>





## 对冲基金行业历史

人们通常会把对冲基金的产生和阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯(Alfred Winslow Jones)联系在一起,他构建了对冲基金的基本模式并沿用至今。然而,其实许多前辈在琼斯进入投资业之前就已经开始追求绝对回报。

### 日本武士

据推测,世界上第一个商品交易所(Commodity Trading Advisor,CTA)在18世纪中后期出现在日本。<sup>①</sup>在德川幕府时期(1615~1867年),日本由战国割据发展成为一个统一的国家。这对该国的商业以及大米市场产生了积极的影响(大米当时作为货币流通),随即沿海城市大阪出现了集中交易场所。堂岛水稻交易所(Dojima Rice Exchange)于16世纪末期正式成立,最初它只从事大米现货相关贸易。然而,随着水稻的交易量越来越大,越来越多的农民和商人开始交易基于未来收获的“水稻券”。这些水稻券的交易火爆,因为它们让买家和卖家可在将来特定日期获取或出售大米。这个市场被认为是世界上第一个期货交易场所。

本间宗久(Munehisa Honma)在1724年出生于酒田(Sakata)的一个富裕商人家庭,1750年他接管了家族企业。本间宗久非常聪明并天生拥有商人头脑,他创造性地研究数年内天气情况和作物价格以及产量之间的关联(据传他分析了上百年的数据),并且根据天气变化和其他季节因素来预测水稻的产量和质量。在观察价格走势并考虑其他因素后,他通过作图的方法预测水稻何时会取得丰收,接着利用这些信息进行贸易活动。分析历史数据与掌握基础信息使得他在竞争中获得优势。现在我们可能会觉得这么做理所当然,但当时除了他以外,没人能想到这个办法。

除此之外,他还设计了一个早期的价格发现系统。由于多数水稻贸易是在大阪进行的,而他却身处千里之外的酒田,因此他开发了一个非常巧妙的信号系统来获取价格信息。他在两个城市间的固定间隔处安排人手,让他们在屋顶上传送信号。一旦水稻在大阪确定了官方价格,第一个队员就会向下一个队员发出信号,然后依次将信号传递下去,直到信息送达酒田。这虽然不能算实时

<sup>①</sup> Veryan Allen, "Best Hedge Funds?" hedgefund.blogspot.com, April 2008.

报价,但用这种独创的方法能快速获取价格。借此本间宗久比当地的其他交易者能更早地获得价格信息,这让他取得了巨大的信息优势(现在我们称之为“低延迟”交易)。

虽然本间宗久并没有成立现代意义上的对冲基金,但他在潜移默化中运用了绝对回报的概念。他通过做多和做空来获取收益,并且巧妙地借用信号传递方法在激烈的竞争中占据一席之地。

他在贸易上取得的巨大成功使他成为日本政府的财务顾问,并在之后被授予“武士”(Samurai)荣誉称号。他还撰写了一本名为《黄金泉:三个赚钱秘籍》(*Fountain of Gold: The Three Monkey Record of Money*)的书。<sup>①</sup> 这被认为是第一本关于市场投资和投资心理学的书籍。书中,本间宗久认为,在水稻市场中供应和需求决定价格,但短期内投资者的观点和情绪可能导致短暂价差,这可以被聪明的交易者加以利用。他还在书中记录了许多类似我们现在所说的逆向投资和均值回归的方法。书中写道,当市场出现超卖时,可能会存在买入机会;反之亦然。他还把哲学结合到投资中来,用“阴”(熊市)和“阳”(牛市)来描述股市情况的变换。

他发明的许多方法和图表为沿用至今(大部分在日本)的K线图打下了基础。

本间宗久的创新:

- 通过历史价格数据预测未来走势
- 使用图表快速发觉潜在机会——K线图的先行者
- 创建了一个早期的价格发现方法(旗子通信系统)
- 早期的行为金融学

## 学院派

1931年,卡尔·卡斯滕(Karl Karsten)出版了一本名为《科学预测》(*Scientific Forecasting*)的书<sup>②</sup>,其中包含了大量新颖且有价值的研究成果。虽然大多数人从未听说过这本书,但它记录了一些有关绝对回报投资的最早的研究工

① Steve Nilson, *Beyond Candlesticks*. New York: Wiley, 1994.

② Karl Karsten, *Scientific Forecasting: Its Methods and Application to Practical Business and to Stock Market Operations* (New York: Greenberg, 1931).

作。<sup>①</sup> 书中详细记录了他的卡斯滕统计实验室在 8 年时间里通过统计分析开发的一套追踪经济和股市变化的自动化系统。该系统旨在利用公开信息,通过程序化交易来击败市场。

卡斯滕和他的团队筛选了许多“经济条件”,从而来确定哪些数据序列对股票市场的回报在统计上有显著影响。我们现在称之为经济指标或是市场指标。他们最终选取了 13 个指标,具体可将其分为两大类:(1)宏观市场指标;(2)特定行业指标。

经济/宏观市场指标	特定行业指标
商品价格	房产交易
债券市场	汽车
股票市场	石油
短期存款利率	铁矿石和钢铁
长期存款利率	公用事业
商业活动	轨道交通
	连锁店

虽然卡斯滕并不是金融专业人士,但他和他的团队与各领域的专家就这 13 个指标进行了分析,然后进行数据测试,以确定它们的重要程度以及影响力大小。他们仔细分析了每个序列的所有历史数据。在此基础上,他们发现近期数据可能更为重要,因此他们又着重对每个数据在近期时段的影响重新进行了统计。

在这 13 个指标中,有些可直接获取,另外一些则需要合成。实践中用于决策和追踪市场变化的基本因子可见下表。

纽约借贷利率	商业票据利率
纽约以外的银行借贷利率	平均债券价格
金价变动	股指
货运车的供求情况	批发价格指数
未交货钢订单	农产品价格指数

<sup>①</sup> Christopher Dennistoun, “Karsten, Jones and the Origin of Hedge Funds,” Eurekahedge.com, March 2004.

续表

电力销售额	铁路总收入
建筑合约	股票交易量
生铁炉运营情况	汽油消耗
汽车生产	润滑油生产
贷款利率	

卡斯滕将这些因子分为金融条件、投机条件、商业条件这 3 个主要类型。这些因子中有些是领先指标,有些是滞后指标,他们根据时间先后顺序构建了多种统计组合。

最后,他们通过计算(所有的回归和相关分析都是手工计算的),得到了 6 个卡斯滕认为有助于预测股票价格变动的晴雨因子。

卡斯滕的 6 个股市晴雨因子包括:(1)交易量;(2)建筑活跃度;(3)利率;(4)债券价格水平;(5)批发价水平;(6)行业“领头羊”公司的股价(铁路、公共交通、钢铁、原油、汽车以及零售)。

卡斯滕构建了一个模拟投资组合来测试有效性。在构建过程中,他提出了数十种在华尔街不常见的方法和概念。策略的多元化是他投资成功的关键,他说:

不要把鸡蛋放在一个篮子里,最好能把风险分散到尽可能多的领域。单一持仓无异于赌博。<sup>①</sup>

此外,他还意识到,一些股票或股票组合会超越市场整体,买入这些股票然后做空等额的市场指数将会收益颇丰,因为无论是在牛市还是在熊市中都能获取收益。这基本上是市场中性投资、alpha 投资和绝对回报等概念的原型。

最终,卡斯滕制定了一个策略。他将股票市场分为 6 个行业(铁路、公用事业、钢铁、汽车、零售和石油),并且计算每个行业内股票对应的 6 个晴雨指标,接着将它们汇总进行排名。经过大量测试后,他们决定等额做多两个测试结果最好的行业,同时做空等值的最差的两个行业,这使得无论市场走向如何,他们都能从中获利。

他们的统计工作表明,不必购买行业内所有的股票,只要购买行业中市值最大的几只股票,并按市值加权,就可以有效提供与该行业所有股票类似的收益。每个行业的具体持仓如下:

<sup>①</sup> Karsten, *Scientific Forecasting*, p.190.

铁路(选取了占总市值 54%的股票):

公司名	持仓百分比(%)
宾夕法尼亚铁路公司	24
纽约中央铁路公司	20
卡内基铁路公司	13
太平洋联合铁路公司	12
南太平洋铁路公司	10
巴尔的摩与俄亥俄铁路公司	7
切萨皮克与俄亥俄铁路公司	7
诺福克西部铁路公司	7

公用事业(选取了占总市值 70%的股票):

公司名	持仓百分比(%)
美国电话电报公司	37
联合天然气供应公司	15
哥伦比亚天然气和电力公司	10
电力联盟和股份公司	10
联合油气公司	10
北美公用事业公司	8
太平洋煤气电力公司	5
美国联合技术公司	5

钢铁(选取了占总市值 76%的股票):

公司名	持仓百分比(%)
美国钢铁公司	74
伯利恒钢铁公司	14
美国轧机公司	4
内陆钢铁公司	4
共和钢铁公司	4

汽车(选取了占总市值 80%的股票):

公司名	持仓百分比(%)
通用汽车公司	81
帕卡德汽车公司	9
克莱斯勒汽车公司	6
纳什汽车公司	4

零售(选取了占总市值 54%的股票):

公司名	持仓百分比(%)
伍尔沃思公司	34
西尔斯·罗巴克公司	19
梅西百货公司	10
蒙哥马利百货公司	10
Kresge 百货公司	9
J. C. 潘尼公司	8
第一国民百货公司	5
克罗格公司	5

石油(选取了占总市值 85%的股票):

公司名	持仓百分比(%)
标准石油公司(新泽西州)	29
标准石油公司(印第安纳州)	16
标准石油公司(加利福尼亚州)	15
标准石油公司(纽约州)	11
海湾石油公司(宾夕法尼亚州)	10
得克萨斯公司	10
真空油气公司	9

理论(模拟)组合的月频收益分别如表 1.1 和表 1.2 所示,而图 1.1 记录了累计收益率的变化情况。据书中所述,卡斯滕使用了 4 倍杠杆——多头 200%总

敞口、空头 200%总敞口。

表 1.1

卡斯滕模拟组合——月度业绩

单位：%

日期	月回报率 (模拟组合)	月回报率 (道琼斯指数)	业绩对比
1928/3/1	20.1	8.7	11.4
1928/4/1	3.2	2.8	0.4
1928/5/1	5.2	0.9	4.3
1928/6/1	1.2	-3.6	4.8
1928/7/1	1.6	1.9	-0.3
1928/8/1	-2.9	12.0	-14.9
1928/9/1	5.9	-0.8	6.7
1928/10/1	8.0	5.8	2.2
1928/11/1	2.2	6.7	-4.5
1928/12/1	13.7	12.9	0.8
1929/1/1	4.9	0.0	4.9
1929/2/1	13.5	2.6	10.9
1929/3/1	0.7	-4.5	5.2
1929/4/1	-1.0	8.7	-9.7
1929/5/1	23.6	-6.7	30.3
1929/6/1	-0.9	12.5	-13.4
1929/7/1	24.9	7.6	17.3
1929/8/1	15.8	3.5	12.3
1929/9/1	5.2	-13.4	18.6
1929/10/1	16.1	-21.8	37.9
1929/11/1	12.2	-3.1	15.3
1929/12/1	10.6	-1.2	11.8
1930/1/1	5.0	8.1	-3.1
1930/2/1	15.9	1.5	14.4
1930/3/1	4.5	5.5	-1.0
1930/4/1	0.7	-9.8	10.5
1930/5/1	0.7	5.0	-4.3
1930/6/1	-0.6	-18.1	17.5
1930/7/1	9.7	7.2	2.5
1930/8/1	-4.4	0.0	-4.4

续表

日期	月回报率 (模拟组合)	月回报率 (道琼斯指数)	业绩对比
1930/9/1	-2.0	-10.1	8.1
1930/10/1	-3.9	-13.6	9.7
1930/11/1	0.5	-0.5	1.0
1930/12/1	16.8	-6.5	23.3

表 1.2

卡斯滕模拟组合——年度业绩

单位：%

年份	月回报率 (模拟组合)	月回报率 (道琼斯指数)	业绩对比
1928	73.0	56.9	16.1
1929	218.7	-19.3	238.0
1930	48.6	-30.4	79.0

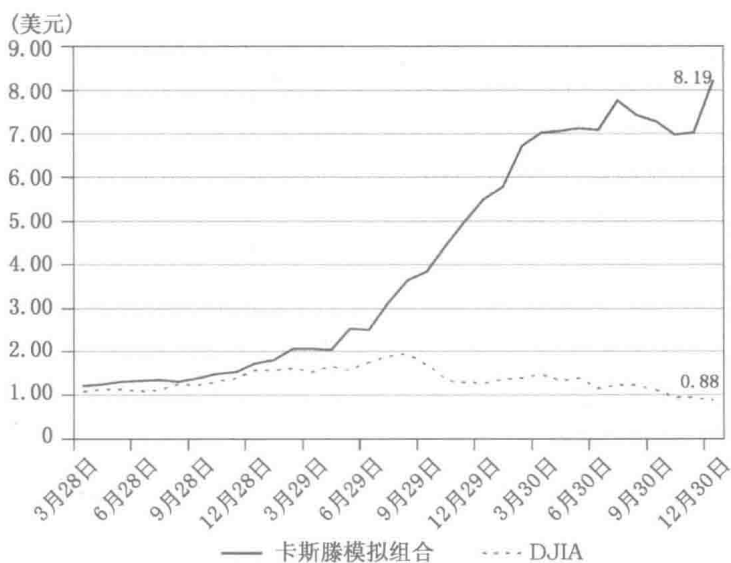


图 1.1 卡斯滕模拟组合业绩表现(从 3 月 28 日至 12 月 30 日的累计净值)

在 34 个月中,模拟组合净值仅有 7 个月出现下跌,而同期道琼斯指数有 14 个月下跌,并且组合与指数之间的相关性仅为 0.06。1928 年 3 月 1 日投资 100 美元的最终收益高达 819 美元,而道琼斯指数同期反而下跌了 12%。

测试结果非常好,但卡斯滕认为,理论分析并不足以说服华尔街人士认同



该方法的有效性。因此,他认为有必要在实盘操作中证明这一点。1930年12月17日,他的公司在纽约经纪公司开设了账户,并使用上述晴雨指标管理“基金”。表1.3记录了1930年12月17日投资100美元的收益情况。

表 1.3 卡斯滕实盘组合——周频业绩

	卡斯滕实盘(美元)	道琼斯指数
1930/12/17	100	100
1930/12/24	105	100
1931/1/1	112	103
1931/1/7	119	104
1931/1/14	128	98
1931/1/21	133	102
1931/1/28	143	101
1931/2/4	131	103
1931/2/11	133	110
1931/2/18	133	109
1931/2/25	133	115
1931/3/4	138	109
1931/3/11	140	110
1931/3/18	143	111
1931/3/25	145	111
1931/4/1	140	103
1931/4/8	143	102
1931/4/15	152	99
1931/4/22	148	99
1931/4/29	152	87
1931/5/6	169	90
1931/5/13	186	90
1931/5/20	171	83
1931/5/27	171	79
1931/6/3	178	79