

中國對沖基金

蹣跚起步

中國去年首次推出融資融券及股指期貨，不僅終結了中國證券市場單邊市的格局，更為已在境外發展多年的對沖基金試水中國創造了做空條件。不少機構已開始躍躍欲試，搶先推出對沖基金，冀借勢搶得先機。不過，有分析認為，由於政策的限制，不指望兩三年內對沖基金會有大的發展。目前，對沖基金宣傳意義大於實際意義。

本報記者 倪巍晨

今年三月，中國首個對沖基金產品「君享量化」橫空出世，這個由國泰君安掌控，通過期指對沖系統性風險的理財產品，被外界視為「中國本土的首個對沖基金」。與此同時，易方達、東證期貨等亦計劃推出運用對沖策略的一對多理財產品，外界據此評價，「中國式對沖」的多元策略時代已經來臨。易方達基金指數與量化投資部總經理劉震更樂觀預測，未來三至五年，中國對沖基金的資產規模可能會達到3000-4000億元（人民幣，下同）。

原始對沖基金模式亮相

據介紹，「君享量化」主要利用「市場中性策略」進行投資，其特點是相對較低的風險與收益率。同濟大學經濟與管理學院經濟金融系教授石建勳指出，「市場中性策略」就是通過一系列模型選股和股票組合，超越指數取得穩定超額收益，同時做空期指，以規避市場系統性風險，「君享量化」是以對沖買股規避風險，這是最原始的對沖基金模式。

記者留意到，雖然「君享量化」年均回報率預期在10%至15%之間，其推廣期目標規模預計3億元，但其發行首日即募得逾5億元，有效參與者152戶。對此，「君享量化」投資主辦人李玉剛稱，牛熊市均能賺錢，收益穩定且低風險的特點最受投資人關注；而石建勳則說，從投資門檻看，「君享量化」屬於高端產品，其銷售佳績背後說明投資者目前更願意進入偏保守型產品。

不過，海外金融市場動盪仍讓內地監管層有餘悸，在衍生品推售等方面小心謹慎。好買基金研究中心對沖基金分析師盧加西就坦言，由於政策所限，對沖基金在兩三年內不會有太大的發展。更何況，各隻對沖基金所採用的量化策略是否可靠和優秀，能否或得超額收益，都需要時間和業績紀錄來驗證。因此，目前對沖基金只是新穎的賣點，用以吸引市場目光，更多是從營銷的角度，將募集資金量提高。

海外對沖仍指大量借款

東證期貨副總經理方世聖也認為，內地目前尚未出現真正意義的「對沖基金」，確切地說只是剛出現了採用「對沖策略」的產品。他說：「海外對沖基金嚴格意義上需要大量借款，其槓桿率非常巨大，反觀內地，雖然有了帶對沖策略的工具，但融資量仍偏低，做大槓桿率的可能性也極低。」

方世聖表示，境外對沖基金操作不太透明，這些基金多註冊在開曼群島等避稅天堂。一名不願透露姓名的上海私募基金經理向記者證實，「君享量化」團隊由海歸派和本土派組成，而在華外資對沖基金則更多的是一些具有歐美投資背景基金經理。

與中國台灣相比，方世聖認為，中國大陸對沖基金「八字還沒一撇」，對沖基金可以有許多策略，是否使用對沖工具有時並不重要，國際上少有人通過盤面簡單套利，要發展對沖基金除豐富產品、拓寬投資管道外，還要建設市場制度、法令法規、提高對沖的市場接納度。「光有期貨玩不出花樣，若增加債券期貨就能利用長短債套利。我不工具也能進行對沖，譬如利用A國債券和B國債券進行跨市場套利；又譬如在做空H股的時候，在滬購買A股現貨。當然，這一切不是短期能解決的」。

宏觀策略對沖基金起航

較之採用市場中性策略的對沖基金產品，中國首個「宏觀策略」對沖基金「梵基一號」也悄然起航。具有歐洲教育背景該基金創始人張巍透露，採用有限合夥制的「梵基一號」，其認購門檻最低500萬元，預期規模2億元，基金封閉一年後投資者即可贖回資金。

據介紹，「梵基一號」投資績效的20%作為分成支付給普通合夥人，其年管理費為管理資產總規模的1.75%。投資範圍與工具涉及A股、商品期貨、股指期貨、債券、利率，及國家法律法規允許投資的其他金融衍生品等。石建勳說，「梵基一號」主要面對香港市場，其股票投資佔比很小，「與「君享量化」相比，梵基一號可謂是激進型對沖產品，它與量子基金應屬同類」。

與內地對沖基金迅速萌芽形成鮮明對比的是，受信託產品參與期指缺乏指引所累，信託陽光私募仍無法涉足對沖基金。石建勳據此直言，通過有限合夥模式成立信託私募產品，私募也能繞行入市，但要考慮負稅問題。



▲於2006年9月8日在上海成立的中國金融期貨交易所，直到一年前才推出首個股指期貨品種
▶同濟大學經濟與管理學院經濟金融系教授石建勳說，中國發展對沖基金不應操之過急 本報攝



▲國泰君安今年三月推出內地首個對沖基金產品「君享量化」
▼國際大鱷索羅斯於一九九八年曾率一眾對沖基金狙擊英鎊、泰銖

調查：散戶佔期指市場八成

內地期指參與者雖然人數不多，但參與者延續了股票市場多散戶的傳統。投資股票至今已近十載的上海職業股民老馮，突然發現自己對期指有些意思，「我最近常利用空閒時間玩一款名為「股指期貨學與練」的期指模擬遊戲，雖然近期不一定入市，但等我熟悉了說不定也拿些錢進去玩玩」。

據一家網站的調查稱，期指市場中散戶佔逾八成、私募類機構佔比不足一成，而基金券商等佔比更少的僅有約5%左右。中金所監察部處長魯東昇亦坦誠，目前期指開戶數近7萬，其中個人投資者仍佔多數。

「胡潤百富榜」的首席調研員胡潤認為，股票、期指市場多散戶並不稀奇，因為「龐大的群眾基礎決定了這樣的格局」。「在內地，「隱形富豪」的人數遠高於「陽光富豪」，有相當數量的富有階層是職業股民，他們中的一部分人在中國期指開市後便進入了市場。」

他以上海為例，每175人中便有1個千萬富豪，

這其中約15%的人在已積累一定的資金後進入股票或期指市場，他們平均從〇四年開始炒股，對市場有一定了解，並且證券類投資佔其總資產的六成。而在億萬富豪中，選擇投資股票和期指的人數也達到一成。

東證期貨某營業部的經紀表示，來其公司開戶的個人客戶大多是「老證券」或一些曾做商品期貨的老客戶，「這些人熟悉市場，喜歡做短線」。不少個人投資者在入市前都做了相應的「功課」，得悉期指當中的風險。

某網站的民調顯示，有超過70%的個人投資者通過低買高賣，或高買低賣套取差價，而通過期指對沖股市下跌或規避股市上漲踏空風險的個人投資者還不足15%，這表明內地期指中的散戶尚算理性。

與股市一樣，期指市場上獲利者有之，花錢買教訓者亦有之。某調研報告指出，截至目前，期指市場上大幅虧損與基本持平的比例均佔39.08%，而總體大幅盈利的則佔21.84%。



▲胡潤百富榜主持人胡潤

信託公司「入市」未有期

與散戶高漲的參與熱情相比，期指市場中的機構卻仍觀望大於參與，事實上，雖然可以「繞行」進入期指市場，但信託公司涉足期指目前仍未有明確的官方說法。

「一年來，期指市場整體發展成熟度及期指的發展方向非常令人滿意。從我在台灣和大陸兩地的期指從業經驗看，內地法人機構入市的速度令人驚嘆，台灣期指發展初期就沒有很多法人進來。」東證期貨副總經理方世聖說，證監會若能明確發出相關「指引辦法」，信託公司和陽光私募便能名正言順地開戶入市，對上述兩類機構而言，他們非常期待早日進入期指市場，「我們也非常期待能看見他們進入」。

他直言，雖然市場總體運行平穩，但公、私募基金開戶和制度方面的建設稍稍有些滯後，「機構投資者入市不僅能對期指市場起到穩定作用，同

時還能引導市場繼續向前發展」。

天相投資董事長林義相則說，期指開市至今並未出現較大的問題，但當局對投資者交易過程中的管控仍比較嚴格，未來期指的投資門檻若能降低，或許會有更多的投資者進入這個市場，「當然，入市者多了對市場將產生何種影響我們不得而知」。

中金所總經理朱玉辰在總結期指一年來的表現時坦言，期指上市以來市場運行總體平穩，期、現價聯動性較佳，市場功能得到了初步的發揮，實現了平穩起步安全運行的預期目標。他又謂，期指市場初期特徵仍較明顯，未來應進一步推動機構投資者入市，並藉此改善市場參與者結構。



◀去年4月16日，於深圳招商期貨公司外的期貨投資者開戶交易流程圖。當日，首個金融期貨品種滬深300股指期貨合約在中國金融期貨交易所正式掛盤上市

專家：博弈工具勿妖魔化

上世紀90年代，索羅斯率一眾對沖基金狙擊英鎊、泰銖，更利用期指打壓股市，令不少人對對沖基金，特別是宏觀策略對沖基金唯恐避之不及。不過，內地金融專家指出，對沖基金不應被妖魔化，但發展初期必須加強監管。

東證期貨副總經理方世聖表示，完全沒有必要妖魔化對沖基金，真正意義上的對沖基金能嫺熟地運用各種對沖策略，其手法靈活多變，目前海外有保險公司、捐贈基金，甚至養老金機構將較大資產投向對沖基金，個別機構的資金投放大於高四成。但「內地要發展對沖基金，就需要加強監管，管理好了對沖基金也可以促進市場靈活性，反之則可能累及股市」他說。

天相投資董事長林義相也反對將對沖基金視為「洪水猛獸」。他以「新事物」來形容對沖基金，認為「不要剛剛開始就想如何管控。新鮮的東西（對沖基金）可以觀察一段時間，再根據其實際情況走下一步，否則很可能會將新事物扼殺。」他又將那些正著手在內地嘗試對沖基金者比喻成「比較有創新的人」，相信這些創新者會承擔自己的創新風險，而在目前內地對沖基金的規模仍小的前提下，他估計對沖基金不會對市場構成較大的系統性風險。

同濟大學經濟與管理學院經濟金融系教授石建勳說，「中國發展對沖基金不應操之過急，未來幾年內，若沒有一批機構參與者加入最多也只能試水保守型對沖基金。此外基金法也未通過，對沖基金沒有法律依據很難得到健康發展。」

他指出，中國要發展對沖基金除培養並引進人才外，還需提高當局的監管水平，包括「如何規定槓桿率」、「大量槓桿率監管」等。對沖基金發展初期，監管當局應加大對宏觀策略型基金的監管力度，他表示，「發達國家對沖基金如今已變成博弈工具，雖然投資品種很多，但基本上都在「做空」，並通過「做空槓桿」在市場操作」。