Opalesque 圆桌论坛

香港

引言

亲爱的读者：

继新西兰、澳大利亚和新加坡圆桌论坛之后，这已经是 Opalesque 圆桌系列的第四期了－Opalesque **香港圆桌论坛。**我们再度联合了几位顶尖对冲基金经理人以及当地投资者代表，透析香港作为一个对冲基金中心的具体特点和发展状况，存在的问题和优势。

目前，香港仍是现金和人员流入和流出中国的大门。这种地位会被迅速崛起的上海所取代吗？２０００８年及以后，对冲基金经理的机会在哪里？

香港赛马俱乐部是亚洲机构中投资对冲基金的先锋人物，他们对目前对冲基金的表现满意吗？它的对冲基金项目的未来是什么样子？投资者的投资趋势又是什么？

本土对冲基金发展状况如何？监管趋势又如何？

向最老练的投资者了解亚洲对冲基金能够给我们什么，同时了解不能够从亚洲对冲基金期待什么。

Opalesque 香港圆桌会议由 Newedge Prime Brokerage 提供赞助，并在其香港办公室举行。我们同时感谢总部位于新加坡的ＧＦＩＡ帮助我们把讨论小组召集在一起。

Opalesque 香港圆桌会议的与会者名单如下:

* Jacob Tsang, 香港赛马俱乐部的财务主任 (www.hkjc.org.hk)

*克里斯多夫. 李, 新鸿基基金管理有限公司 CEO (www.shkf.com

*约翰.诺克斯, KGR 资本共同创始人 (www.kgrcapital.com)

*保罗. 斯密斯, 三 A 合伙人公司的合伙人(www.tripleapartners.net)

* Michael Nock, Doric 资本创始人 (www.doricapital.com)

*皮特.道格拉斯, GFIA 创始人 (www.gfia.com.sg)

* Andrew Ballingal, Ballingal 投资顾问公司 CEO (www.ballingal.com)

*科比. 戴利, H 新际集团销售和引资部门部长(www.newedgegroup.com)

* Eugene Kim, Tribridge 投资合伙人公司的首席投资长(www.tribridgecap.com)

敬请“聆听“ Opalesque 香港圆桌论坛!

Mathias Knab

Director Opalesque Ltd.

Knab@opalesque.com

保罗．斯密斯－三 A 合伙人公司：我是保罗．斯密斯，香港三 A 合伙人公司的合伙人。我们公司做三件事情：购买另类资产管理公司的股权，向这些公司的第一支产品种下种子，然后通过我们的全球分销单位帮助销售这些种子基金。

公司成立不久，运营只有一年多。目前公司管理下资金 1 亿美元，到现在为止完成了两支种子基金的运作。在接下来半年左右，公司准备再做两到三支种子基金。之后，公司准备走出去发掘更多的种子资本用于下一轮的操作。

科比．戴利－新际集团：我是科比．戴利，新际集团旗下大宗经纪业务集团亚洲销售和引资部门部长。我公司是提供全套服务的对冲基金主要经纪人，公司提供对冲基金的所有战略服务，以衍生型策略为专长，如波动率交易、全球宏观管理、管理期货、货币和商品管理。

克里斯多夫．李－新鸿基基金管理有限公司：克里斯多夫．李，新鸿基基金管理有限公司 CEO。我们公司是新鸿基金融集团的一部分，新鸿基金融集团已经在香港证交所以及香港最大的非银行金融机构上市。我们是以香港为基地的资产管理公司，专门经营另类基金。

我们公司目前拥有两支亚洲对冲基金，今年正在我们的平台上操作更多只基金。公司通过新鸿基名下基金向亚洲客户发行了几只全球对冲基金，诸如鲍尔森的基金。我们同时操作一支泛亚私募基金。公司管理下总资产接近 10 亿美元。我的另一个头衔是另类资产管理协会香港分会主席。

约翰.诺克斯－KGR 资本：我是约翰.诺克斯，KGR 资本主管，亚洲对冲基金型基金专家。我们公司目前拥有四支基金。一支是风险较低的多策略亚洲对冲基金型基金。一支是为希望在亚洲投资并准备承担更大风险的投资者们准备的“高辛焕值”金。还有一支是在伦敦上市的封闭基金，该基金的风险回报期介于前两者之间。最后，我们还有一支集中持股的中国基金型基金。

我们公司总部设在香港，创立于 2002 年。公司的研发、风险管理和操作在不在香港。我们在伦敦设立了办公室，用于销售、市场和商务开拓。

皮特.道格拉斯－GFIA：我经营 GFIA 公司。GFIA 公司是亚洲最早的对冲基金顾问公司。我们目前研究全球发展中市场的对冲基金以及绝对回报经理人，不仅仅研究亚洲市场，还有拉丁美洲、中东和非洲。我们不仅向专业投资人销售咨询和顾问服务，而且通过基金中的基金－ Wittenham 亚洲核心和 Wittenham 拉丁美洲产品提供基金管理服务。

我是特许另类投资分析员（CAIA）协会会长，在亚洲代表 CAIA。同时还是另类投资管理协会(AIMA) 新加坡分会主席。

我是新加坡的发言人。另外，虽然我和我的同事们视新加坡和香港为同等的商务领域和旅游胜地，但是我还是选择新加坡为公司的基地。

Eugene Kim－Tribridge 投资合伙人公司：我是 Eugene Kim，Tribridge 投资合伙人公司的首席投资长。我们是一家香港为基地的对冲基金经理人，目前全公司管理下资金大约 2.5 亿美元。我们的王牌基金是 Tribridge AF1，一支定息工具套戥基金，专注于日本外的亚洲市场。该基金意欲从 mid-teens 中获取回报，因此与全球股市以及利率市场没有相关性，波动率低于 3%。到三月底，我们上涨了 2 %强。

Jacob Tsang－香港赛马俱乐部：我是 Jacob Tsang，香港赛马俱乐部的财务主任。俱乐部拥有在香港举办赛马和足球博彩的执照。我的职责是为俱乐部进行资金操作。同时我还监管他们的投资策略，包括资产配置、经理人选择和执行等等。

目前公司资产大约有 80 亿美元。我们在另类资产这一块有一个战略资产配置。另类投资基本上包括我们的私募股权、房地产基金和对冲基金持有。我们从 2001 年开始投资对冲基金。

Michael Nock－Doric 资本：我操作一支香港冲基金，使用长/短仓持股策略。我们有两支基金，一支小盘基金和一支 Doric 集中型基金。Doric 集中型基金面向除日本以外的亚洲市场，但是 Doric 小盘基金也可以在日本投资。公司管理下总资产超过 4 亿美元。我们公司成立了 8 年之久，在这个地区的对冲基金投资留下了长长的业绩记录。我们在这期间的回报率为 20%左右。

Andrew Ballingal － BIA：我是 Ballingal 投资顾问公司(BIA)的 Andrew Ballingal。我公司是一个独立的香港投资公司，于四年前成立。公司有两支泛亚洲多元资产基金，总资金 1.6 亿美元。BIA 太平洋基金是一支长短仓基金，主要着力于个股。而 BIA 太平洋宏观基金则仅在宏观层面之上操作。

Matthias Knab：在香港以外操作一只对冲基金或者对冲基金型基金是什么情况？有哪些具体的优势和劣势？你认为一个总部设在日内瓦的家族理财室或者伦敦投资者或纽约投资者，会想要从这里了解香港的金融市场以及单一和对冲基金型基金的哪些方面？

克里斯多夫.李－新鸿基基金管理有限公司：首先，我列举几个主要的情况。显而易见的是，香港是一个主要的国际金融中心，这里的金融设施与纽约和伦敦相比毫不逊色。香港还是主要服务提供商的聚集地，如银行、经纪人、主要经纪人、律师等等，向对冲基金业提供世界级的支持和信息流。

香港的法律很透明，监管机构健全有效。我们享受低税收体制，享受出版自由和言论自由。当然，还有就是--我们更接近中国大陆，成为了北亚的总枢纽地位。我们是资金以及人才流入和流出中国的大门。最近，香港变成了一个东、西方汇聚的大熔炉。在那里人们对待外国人以及外国文化的态度非常宽容。

约翰.诺克斯－KGR 资本：我同意你的观点。香港的确是一个全球金融中心，法律法规健全，拥有非常规范的市场和绝佳的商业环境。但是我认为，对于我们来说最重要的是，香港也是一个寻找雇员的好地方。这里有一群卓越的精英人才。他

们中很多人与当地的大型国际金融机构有过很长时间的接触，被那些也在其他主要金融中心做业务的全球银行灌输了良好的敬业精神和守规文化。

这种文化还意味着人们积极性很高，非常有野心而且勇于承担艰苦的工作。这一点当然对我们至关重要。

Eugene Kim－Tribridge 投资合伙人公司：香港经理人的主要优势，同时也是劣势的是当地的许可证制度。虽然获得许可证的所需时间、程序和费用把很多潜在的经理人拦在香港之外，但是我想这也是香港同其他金融中心相比的重要区别因素吧。由于对冲基金经理人的许可要求与共同基金经理人并没有区别，所以投资者从香港经理人那里可以得到最起码的操作设施和监察服务的保证。对于小型的创业组织来说，这一点尤为重要。这同新加坡这一类的地方完全不同。在新加坡，申请和实际上能够操作是两码事。

Michael Nock－Doric 资本：接下来二十年将是中国和印度稳步发展的二十年。而香港的发展优势更是得天独厚。

从私人情感方面来说，我在这里已经居住了 28 年了。我最喜欢这个城市的效率。正如约翰先前关于精英人才的言论，我有一些朋友在这个城市工作的时间和我一样长，有人甚至更长一些。这是一个人们来了就不想走的城市。拥有一流的设施。

我认为这里的法律制度已经达到了相当的高度。像上海这种城市只有再发展几十年才能够与之齐肩。所有的金融中心的核心支撑都是一套透明、适宜的法律体系。在我看来，香港和新加坡都具备这样的法律体系。

我觉得上海想要发展到对香港构成威胁还有很长的一段路要走。我喜欢这个城市。它非常适宜居住，而且去哪里都很方便。

Andrew Ballingal－BIA：香港唯一真正的问题是污染。如果你来自辽宁（中国东北一个高度工业化的省份），你可能不会注意到这点。但是如果你来自伦敦或者纽约，你就会感觉到香港的污染是一个严重问题，而且在不断恶化。

除此之外，香港的操作设施一级棒，我们有纯正的法律，有高度诚信又成熟的监管制度，有完美的服务供应商以及良好的投资环境。在这个环境中跨区域、跨资产类别的人们产生构想并付诸实施。

无论是日本还是中国，目前都不能为我们这种行业提供一个可行的监管环境。在这两个国家很容易陷入困境从而失去更多的机会。澳大利亚的监管制度非常健全，但是它只是在外围，不像香港，处于核心地位。

我倒是希望能够再找到一个和香港一样，办事便捷、诚信可靠的地方开展业务，但却再也找不到了。

保罗．斯密斯－三 A 合伙人公司：我们不要被香港、新加坡的争论分散了注意力。有人曾经对我说，这就好比拿康涅狄格州和曼哈顿相比较。我觉得这种说法很精辟。这简直是在浪费时间。有人喜欢新加坡，有人喜欢香港。双方各有所好，就应该尊重两派人的选择。我们不需要对香港做任何辩护，正如在座每位说的，我们在这里拥有十分可靠的机会来展业务。这不是 “我们”、“他们”对立的事情。

香港还有一个特点我们没有提到，这个特点旗帜鲜明，人们对它非爱即憎，这就是：香港是一个商业上真正实行放任政策的地方。不错，我们有许可证制度，但是除此之外，你可以按照你选择的生活去随意生活，作为一个生意人，你也鲜会遇见多少阻碍。这一点使香港成为了一个居住和做生意的佳境。

科比．戴利－新际集团：来港之前，我在东京生活了 12 年。让我印象最深的是：我发现香港是一片孕育真正对冲基金文化的沃土，现在已经形成了真正的对冲基金文化。这种文化在东京绝对没有，而新加坡则正在逐渐的形成。我觉得创业经

理人如果能够轻而易举的进入香港的对冲基金文化，将会受益匪浅。对于创业经理人来说，能够立刻接触到其他经理人以及业界同行，比如在港多年、经验丰富的在座诸位，非常重要。我发现香港比亚洲其他地方更容易产生并获得这种文化。

克里斯多夫.李－新鸿基基金管理有限公司：我想就 Eugene 提出的观点发表些看法。我觉得我们应该把荣誉授予香港证监会（ＳＦＣ）。香港证监会去年宣布整顿对冲基金经理人申请程序。于上年同期数字相比，2006 年至 2007 年期间香港对冲基金的申请数上升了 62%，申请通过数上升了 72%。

除了数量增加以外，我还从对冲基金经理那里听到了很多申请过程中发生的故事。他们一致认为这个程序非常高效、友好。一个美国经理人告诉我他整个申请过程只花了几周时间，对香港证监会赞不绝口。他说他们问了很多问题去认真了解他的企业，而不是仅仅做例行检查。

我给香港证监会新执照官员 Stephen Tisdall 打过电话。发现他是一个极具责任心而且行事非常方便商界的人。我们每遇到有疑问的经理人，我都会给他打电话。一般来说他第二天就会接见那个申请者。

Andrew Ballingal－BIA：我希望全球范围内的监管者们能够更好协作，步调一致。

很重要的一点是，香港必须确保其成为全球监管“超级联盟”的一部分，当然很显然事实上也是如此。

一位西班牙投资者最近告诉我们，他们想和我们一起投资他们的国际基金，但是西班牙的法规却不允许他们动用国内资金。而我们的基金则是在都柏林（爱尔兰）上市的，也就是说，在欧盟的法律管辖之内！

Michael Nock－Doric **资本**：Paul 关于“我们”、“他们”的评论，我认为，目前的真正的问题是“我们”（香港）Vs 上海。香港现在处于一个很特殊的位置，

最终将成为中国金融中心—也许非官方认定，但却是事实上却是如此。也就是说在适当的时机，香港将发展成为中国事实上的金融中心。

皮特.道格拉斯－GFIA：我来向此次 Opalesque 圆桌讨论的读者中那些对香港不十分了解的人介绍一些背景知识—需要重点强调的是，香港是中国的领土应用了西方的法律体系。这种结合，正如电脑玩家所说的，是一种“杀手级应用”。

第二，简单说一下关于香港、新加坡的讨论，香港和新加坡两个地区最大的差异其实并不在于人。当你调查当地企业的组成、数量以及规模时会发现，两地的真正的差异是文化以及实际前景的不同。香港更具有真正的企业经济文化，拥有更大的现金流。通过香港的交易流，我认为，更加具有规模而且传播面更广阔。

新加坡是一个由政府实体所主导的国家。不仅仅是对冲基金业，新加坡大多的行业都是由一小批政府控股或者政府影响的实体定义着整个业界，后面跟着一大批规模很小的私营实业。而香港则是彻头彻尾的企业家主导精神。这造成了两个国家企业文化的差异。

我最终的结论是：如果你在伦敦或者康涅狄格州或者爱达荷州或者马德里：你会认为香港就是新加坡，新加坡就是香港—他们对于世界的其他地方而言，是同一个地方。他们都拥有一套全世界了解的法律体系、人民说英语、酒店环境优美、城市可以导航而且都位于亚洲中部地区。对于大多数全球置业者来说，他们是两座只有短暂航程距离的城市，是可以互相替换的。

保罗．斯密斯－三 A 合伙人公司：我想告诉那些不了解香港的人，那些我们有恐惧感的人：香港真的是一个“好纽约”。我知道，这听起来很矛盾。香港是一个主要金融中心，但是尽管生活节奏如此之快，人们仍旧能够拿出时间坐下来，帮助那些新近来港，寻求信息和支持的人。香港的好处是地域很小，大家都熟识。它发展很迅速，但是人们仍旧愿意帮助他人。这使得香港为一个做生意的好地方。新加坡实际上也是如此。

Matthias Knab:香港拥有良好的设施并且对商业有好—这对于对冲基金环境意味着什么？下一间即将开业的店将是什么？会发生什么事情？

科比．戴利－新际集团：最近，来自亚洲机构投资者和基金中的基金投资者们和我们的引资团队接触过，他们问：你们在亚洲除了长短仓基金之外还有别的基金吗？

今年每个投资人都问了这个问题，这很不寻常。这种现象的背后很可能有两个原因。第一，来到这里的全球投资者对长短仓基金都很了解，因为他们做过长短仓基金投资。他们认识这类经理人，所以即使关注长短仓在这方面也不需要太多帮助。

第二，我认为，这种现象反映了当下对于非相关性和多样性的热烈探索。这是一种全球性探索，投资者们也在亚洲寻找同样的东西。这对于亚洲对冲基金市场来说是一个良性信号。这说明亚洲对冲基金市场已经较为成熟，我们已经可以向投资者提供一份优秀基金经理的名单。而就在两年前还办不到这点。

香港和亚洲地区的波动率交易员以及那些正筹备在港成立办公室，配备交易员的伦敦和纽约波动率基金对大宗经纪业务服务有巨大需求。作为主要经纪人，我们看到到了这点。

除对大宗经纪业务服务的需求之外，目前有五个公司找我帮他们鉴别优秀的波动率交易员，来为他们做亚洲交易。这种交易方式是近几年来走上对冲基金舞台的独立策略，有时候被称作波动率套利，但波动率交易更准确些。亚洲有如此多元化的市场，又没有统一的货币，所以一定有很多的低效率在该地区，这些交易商可以充分利用。有意思的是，我们接触过的对冲基金都认为这种机会在几年内不会显著减少，这种策略基金的资金流入甚至加大了。我们也同意这种判断。

作为主要经纪人，我们认为波动率交易是一种非常有前途的策略。香港是一直是亚洲波动率交易的首选地区。另一个巨大需求是亚洲宏观，亚洲宏观的交易员数量稀少。它要求从业人员在亚洲业界具有一定年限的从业经历。而香港是培养了大多数亚洲宏观交易员的摇篮。

Jacob Tsang－**香港赛马俱乐部：**这些波动率基金为什么要来到这里，他们可不可以在纽约或者伦敦进行波动率策略交易？

科比．戴利－新际集团：很多波动率经理人和我们的客户都曾经在纽约和伦敦交易亚洲波动率，他们感觉到海外交易让他们失去了很多机会。他们之所以来到香港，是因为在这里他们能够享受到顺畅的信息流，而且避免了在欧洲或者美国交易亚洲波动率的时差问题。

约翰.诺克斯－KGR 资本：我从事衍生品有很多年了，我觉得从时区角度考虑，坐在纽约的办公室中进行香港或者亚洲市场现场交易是非常困难的。两个地区之间有 12 小时的时差，没有任何重叠的交易日。虽然在纽约执行交易也是可能的，但是在那里你很难感受到市场的脉搏，很难真正的融入市场中去。

伦敦还能好一些，但是毫无疑问，要想交易亚洲市场，最好就坐阵亚洲，看实时的交易屏幕。

Andrew Ballingal－BIA：Kirby，当听到香港是波动率策略和宏观策略增长的焦点时，我感到非常惊讶。因为众所周知，新加坡是该地区最大波动率基金的家乡，而且具有利率和商品交易的历史统治地位。人们来到香港是为了做亚洲宏观的吗？还是他们仅仅想来这个地区？

约翰.诺克斯－KGR 资本：新加坡也是这种情况，那里创立了波动率基金，也想吸引波动率交易员。波动率交易员交易员是整个亚洲争相招揽的对象。

我们逐渐认识到，很显然，波动率交易员，尤其是偏向长波动率的交易员们在过去一年左右的艰难时期工作十分出色。香港和新加坡—总的来说是亚洲虽然起点低了些，但是波动率交易正在快速的走向成熟。

如果时间倒退十年或者甚至五年，亚洲绝大多数的对冲基金都是由很长资产管理背景的人操作的长短仓基金。在过去的五年中，亚洲发展了其他策略基金，这些策略越来越流行。我想不仅仅限于波动率交易，还有专员信贷、相对值、不良信贷。本地还有过一些优秀的宏观基金。寻找长短仓基金之外的基金经理变得越来越容易了。

科比．戴利－新际集团：在过去的几年里，香港和新加坡在策略方面产生了越来越大的分歧。对于那些需要对中国的企业进行彻底调研的策略，经理人更倾向于建在香港。而可以随意选择所在地的衍生品策略经理人，一般会出于生活方式的考虑倾向于建在新加坡。从 2005 年到 2007 年年中，这种现象非常明显。但是 2007 年底到现在，尤其是今年，我们看到了很多衍生品交易者在香港成立了。

所以，我也不知道是为什么会这样，但是我们的业务两个地区都覆盖了。过去两地看起来泾渭分明，但是现在区别却越来越模糊不清了。

保罗．斯密斯－三 A 合伙人公司：我们可以观察到，目前所有的市场都资金紧张。所以我们－作为种子基金的投资人－合作的经理人越来越多，也接触过更加多样化的投资策略，但是我还想说一点，长短仓在最近一年左右变的越来越有趣了。

最近 12 个月里，亚洲所有的玩家对风险管理和风险控制的关注程度剧增。人们还懂得了，想要建立一支长短仓基金，就必须采取组合方式，使其从众多基金中脱颖而出。这使得长短仓基金比以前更加有趣。

除了韩国之外，印度变得越来越吸引人了，尤其是作为单一国家基金的目的地。如果让我选择两到三年内印度将脱颖而出的事物，我会选择已经开始崭露头角的低波动率印度差异策略。

在我们看来，中国开始发展理性的对冲策略时，仍旧远远落后。这对于我们是一个大问题。所以虽然我相信中国将成为本地区的一个巨大驱动力量，但是目前从一个对冲基金投资人的角度来看，我觉得印度更加有吸引力。

Eugene Kim—Tribridge 投资合伙人公司：为什么使用波动率策略和衍生品策略的经理人要会来到香港呢？答案非常简单。你观察一下亚洲的市场，恒生是唯一一个能够交易波动率的市场。除此之外，没有一个市场有足够的深度或者流动性。

即使波动率以 30%进行交易，经过出价还价后，你实际上支付 10%-15%。所以不可能香港之外操作一支衍生品策略或者波动率策略。他们的市场没有流动性，没有深度。所以在我看来，很显然，他们来到香港就是因为香港是他们唯一可以进行交易的市场。

如果你想在日本之外亚洲市场上寻找一个市场，在这个市场中，你既可以操作一个真正的对冲基金策略，利用期货、期权等等，并且在这些品种中具有流动资金，那么你的选择基本上会落在恒生和韩国。这就是为什么我们被吸引到韩国，而我们正在筹备发行一支韩国对冲基金。再次声明一下，我指的是日本以外亚洲市场，因为澳大利亚的情况完全不同。

顺便说一下， 2008 年第一季度市场的表现中说明了不可以在泛亚洲地区操作真正的对冲基金策略，因为那里没有工具，没有足够的流动性。我认为今后将朝向单一国家焦点基金转移，在那里经理人能够得到操作有效对冲基金策略所需的流动性深度和金融工具。

Andrew Ballingal－BIA：我知道在泛亚洲地区操作对冲基金策略很难，但是如果你能够负责资产负债表的动态，并且进行跨资产阶级投资，你也可以在低迷的市场中，甚至股票型基金中获利。

Michael Nock 在这儿有一支长短仓基金，第一季度就呈上涨势态。我们的两只ＢＩＡ基金也上涨了。所以在泛亚洲地区操作对冲基金策略是可行的，也有人正在这么做。

Michael Nock－Doric 资本：我们在第一个季度的确是上涨。顺便说一下，我可没花钱雇他做推销...但是谢谢你 Andrew…

Andrew Ballingal－BIA：Michael，我们稍后再谈费用问题..

保罗．斯密斯－三 A 合伙人公司：在最近三、四个月中，真正令人兴奋的是：现在我们很容易辨认出谁是真正优秀的人才，谁能够担当重任。也许基金中的基金的从业人员，如在座的 Peter 和 John，会说，他们早就知道如何辨别人才了。但我指的是，那些对本地区不了解的人在分析了 2007 年 8 月之后发生的事情以后，也可以快速的辨别人才了。有些对冲基金经理人被指责是“秘密 β 拥护者”（closet beta-huggers），而一些基金则没有遭到指责，所以很显然，在本地区一定有一些技巧高超的亚洲对冲基金经理人。

Matthias Knab: 那么，本地的基金经理人的现状是什么？比如那些即将成为和已经成为亚洲本地对冲基金经理人的现状。

保罗．斯密斯－三 A 合伙人公司：我们现在看到更多的第二代对冲基金经理人已经开始起步了。香港拥有很多平均在港 3-4 年的对冲基金以及美国大型多策略基金的部门。

这些基金已经开始培养第二代对冲基金经理人了。我们今年即将投资的五个经理人中，其中有四个曾经在其他对冲基金组管理过资金。如果五年之前开始我的企业，那么他们当年就不会在对冲基金组工作了。

这就是我所说的理解风险和风险管理的能力改变了，这些人从工作中学到了这种能力。那些成立自己公司的基金经理一般都受过良好的训练。

皮特.道格拉斯－GFIA：是的。十年前，当我们开始关注亚洲对冲基金的时候，几乎所有的基金经理来自只做多头的环境中。所以，他们的成长轨迹基本上是一样的：刚开始没有人知道如何做空，直到他们兜了一个大圈子，损失了一些资金，然后直觉般领会到做空究竟是什么。然后我们看到有些经理人开始从坐盘交易部门出走了。这些优秀的交易员当然知道如何做空，但是却不懂得如何管理一个固定资金池。一般他们也会先损失一些资金，直到他们学会如何管理一支基金，每月做一次评估，而不是做信贷业务，每年一次评估。

现在我们看到的是第二代，甚至第三代经理人。逐渐的，没有管理对冲资金经验的人想要创建一个以自己名字命名的公司越来越难。

先在现有的基金中完成学徒阶段，建立市场声誉或者良好的业绩记录之后才可以做新对冲基金的经理人，这基本上成为了金科玉律。现在，新对冲基金的经理人需要有个人声誉以及认可度才能够踏出起跑线。

回到刚才关于对冲和对冲工具的讨论上，我觉得这很大程度涉及到语义学知识。你如何定义对冲基金？对冲基金必须完全对冲吗？我们在寻找懂得技巧又经验丰富的经理人，能够完美控制他们操作的市场的α系数。这种策略复制到发展中市场中未必行之有效。

所以你必须注意，亚洲、拉丁美洲或者中东等发展中市场的“对冲基金”，未必和纽约复杂，经验丰富的对冲基金表现一致。如果硬找同样的基金经理人，那么

结果可能会让你承受一些意想不到的损失。我们很可能会在亚洲 β 中性、低波动率策略中让客户损失更多的资金。

例如，我们经常看到美国长短仓经理人操作一些 300%-400 %总值，净 10 %的品种，这对于一个流动的可靠的市场来说是可行的。但是你在亚洲找不到如此准确、流动、完全的套期保值。但是你会找到样式繁多的其他有趣的策略和方法，向你提供同样良好，更具有经验的风险/回报模式。我们寻找的是能够尽量提取市场 α 系数的有经验有技巧的专业人士做我们的经理人，而不同的市场差别特别大。

如果我们要求所有对冲基金都一样，而不考虑真实盘，那我们就是搬起石头砸自己的脚了。我们想要找的是有技巧的经理人，能够创造一种与简单市场回报不同的风险回报模式，然后在那种模式下让百花齐放！

克里斯多夫.李，新鸿基基金管理有限公司：我们公司没有策略偏好－我们希望找到策略明确、历史成绩优异并具有明显的可持续优势的经理人。比如说，虽然现在泛亚洲长短仓经理人已经过时了，但是对我们来说好选股人就是好选股人，无论市场导向如何，优秀的经理人都是我们寻找的目标。我们仍旧青睐中国市场。不错，目前中国市场只做多头占主导地位，但是今后五到十年里，中国将保持极高的增长速度。目前全球性的市场混乱在亚洲同样存在，所以多策略组合的灵活性会让你抓住这些机会。

我们也喜欢私有空间。亚洲成长中经济的很多机会都孕育在私有空间中。不良资产空间，以及更广意义上的特别境况空间同样面临着几十年不遇的机遇。

作为一个孵化器，目前低迷的市场是我们招募人才、建立业绩的大好时机。更是切入市场的好机会。其实需找人才的最佳时机是在熊市。

我注意到了有一个改变对我们非常有利，那就是：人们创立新对冲基金时的期望值越来越实际了。在牛市中，我所说的人们是指在 2002 年创立一支 500 万美元的

对冲基金到现在已经增长到 3 亿甚至 5 亿美元，希望现在创立的基金也能达到如此快的增长速度的朋友们。但是目前亚洲有大约 1000 只对冲基金，市场更加成熟，新基金很难从中脱颖而出。走进我公司大门的人大都清楚，要想成功必须拥有某种投资优势，投入更长期的努力，并且拥有更加实质性的基础设施。

约翰.诺克斯－KGR 资本：2001 年以来，入行的门槛越来越高。现在在亚洲创建对冲基金越来越困难了。业界越来越制度化，从最终投资者到基金中的基金再到单一策略对冲基金处处设立门槛。对操作平台质量的要求也越来越高。风险管理方法与五年前截然不同。大多数生存下来并且在最近几年繁荣起来的基金都认识到他们需要的风险管理系统要比以前的复杂的多。

Matthias Knab:Jacob，你从 2001 年就开始投资对冲基金。所以你的问题是：你怎么对待本土业界？你如何与之相关联？至今为止，你以何种方式投资对冲基金？你改变了方法吗？你对待本土对冲基金业具体采取了什么策略？

Jacob Tsang－香港赛马俱乐部：2001年，我们启动对冲基金项目时，通过我们应有的谨慎程序，我们很快意识到我们需要一个非常复杂的风险管理设施来适当控制风险。

在起期项目中，我们通过两个美国基金中基金经理人进行投资。当时我们也在关注香港市场，那时香港市场上已经很多支基金。但是正如我们之前所说，那个时候的很多这种所谓的对冲基金基本上都来自只做多头的背景，以长短仓持股为主要策略。

我们利用对冲基金的目的很明显，就是想降低资产组合的波动率，增加多样性。所以，我们当然没有必要去考虑亚洲对冲基金经理。

我们事实上并没有看到那些基金中基金很快向亚洲倾注资金。我们问他们为什么不涉及更多的亚洲经理人。他们说一共有几个原因。他们说香港大多数的经营规模比较小，所以风险控制及中心人物风险将会成为问题。更重要的是亚洲长短仓

持股的统治地位，也就是说你基本上只能投资一种策略。这是真的， 2001 年此地大多数经理人的管理资产较少，而且为了保持公司运作，鲜有经理人投资他们专长之外的领域。我们对这种情况很担心。

积极方面，我们观察到我们的基金中基金现在开始在港建立办公室了，因为他们说这里有越来越多值得考虑的优秀经理人了，但是这种情况只有近期才出现。

我们现在还在投资基金中的基金。至于会不会转移向亚洲集中型经理人，会不会做单一策略，我想我们还没有做好准备。原因有二：第一、我们还需要继续观察这个市场的发展，看看它是不是可持续的。第二，我们需要利用公司内部资源来监管风险、构建投资组合、寻找优秀经理人。对于一个机构投资人，如果对冲基金配置仅代表整体投资组合的一小部分，那么能否提交这种资源将是一个巨大的挑战。

纵观亚洲对冲基金领域，对于机构投资者还有很多值得担忧的地方。先前提到过的长短仓持股策略占统治地位我们不喜欢。购买传统产品会让你承受大量的股权融资风险。还有就是，我们不希望对冲基金买入非流动的小盘公司。

2008 年第一季度将会是一个非常好的试验场，看看那些基金经理是否真的有能力呼风唤雨，扭转市场艰难的条件。我们已经看到了相当多的基金在第一季度里留下巨大的负数成绩。

Matthias Knab:Jacob 你是投资对冲基金的香港机构投资者中当之无愧的先驱人物。其他的机构，你的一些同行也在关注着这一块吗？

Jacob Tsang－香港赛马俱乐部：这么说吧，我们在买方市场的操作与同行们稍有不同。除了香港赛马俱乐部、政府以及其他一两个机构之外，剩下的其实都是抚恤基金。这些基金进入新资产类别比较缓慢，而且他们有更多的障碍要克服。首

要障碍就是去说服那些毫无产品知识的托管人理事会，让他们愿意承担名誉风险。他们还需要协调方案中的债务组合。

所以，现在对冲基金的机构投资者数量很少，而且我觉得这个数量不会很快增加。私人财富或者家族办公室是目前对冲基金社团最好的融资来源。虽然他们个体很小，但是合在一起数量仍然相当可观。而且机构的办事程序很非常缓慢。这是我的经验之谈，我们花了两年时间才使我们的对冲基金项目获得批准。你必须让管理层有非常坚定的信心和决心，才能使这么巨大的决策变化在董事会通过。

约翰.诺克斯－KGR 资本：与 2001 年你作出第一次资产配置，成为对冲基金机构投资者先驱的时候相比，现在很多机构信托人和机构投资者对另类基金没有那么多担忧了...

Jacob Tsang－香港赛马俱乐部：现在情况的确越来越好，但还是不够乐观。你得知道，对冲基金容易产生负面报道。信托人董事会的信托人是在自愿的基础上做有选择的投资，他们当然不会愿意选择危及自己的名誉的那种投资方式。

皮特.道格拉斯－GFIA：那么，当交易活络市场下跌的时候你的对冲基金也在同步下跌吗？

Jacob Tsang－香港赛马俱乐部：同步，幅度不同，但是方向一致。

皮特.道格拉斯－GFIA：如果你的跌幅比市场跌幅小，那么你至少还会赚回你的费用。

约翰.诺克斯－KGR 资本：总的来说，2007 年对冲基金的表现要比市场表现好，2008 年对冲基金的表现不比市场的表现糟糕，但是相关性的确很高。

如果你观察牛市中的对冲基金，那些真正吸引资金的并不是市场中性基金，市场中性基金的目标是无论市场条件如何保证每个月获利 1%。资金会更多的流入中国基金或者印度基金，这些基金每个月获利可高达 10%。这才是大笔资金流的去处。但是今年不同，不要对整个策略失去耐性，你要给长短仓基金几个月时间调整去适应新的市场条件。

皮特.道格拉斯－GFIA：让我们具体分析一下，我们到底想从亚洲对冲基金中得到什么？也许是我过分简单化了，但是大量的亚洲对冲基金以及他们的投资者希望两成的市场上涨，一成市场下跌。总体上，优秀的亚洲长短仓持股基金能够持续有效的做到这一点。

如果你想要完全的非相关性，你会在亚洲找到波动率为 3％－4%的基金，回报率是 10％－12%。我个人认为在亚洲这是一个危险的策略。亚洲市场变幻莫测，整个市场周期缺乏足够的流动性，无法获得可靠、准确的套期保值。我个人认为缺口风险和交易对手风险要大大高于一般回报渠道能回报给你的。我认为能够做好这个策略的基金非常少。此外，这类经理人不同于长短仓基金经理人，你必须观察他们五年以上的交易业绩才能够对他们做出准确判断。这就大大缩小了选择范围。

最好通过良好的多样性来获取有效的非相关性。不是自吹自擂，GFIA 操作的亚洲对冲基金-Wittenham 亚洲核心基金，从起期开始，与亚洲对冲基金、全球对冲基金以及股票市场的相关性一直低于 50%。所以如果与亚洲股市的低相关性对你很重要，那么你的资产配置最好交由多种基金经理来做。对冲基金是一个巨大的领域，你可以在里面任意选择风险回报参数。这就是全球业界的力量，亚洲也不例外。

Jacob Tsang－香港赛马俱乐部：2003 年股市开始复苏，并进入牛市的时候，我们发现对冲基金和股市之间的相关性开始升高。很多对冲基金面对着达到投资者期望值的压力。为了达到目的，他们有意无意的增加了 β 系数。我有一次听到一个

经理人使用“聪明的 β”（ smart beta）一词，我们感觉到麻烦就要找上门了。出于同样原因，我们的对冲基金有一个 LIBOR 加目标，与绝对回报目标相反。

当你看到同行的管理资产从三百万、四百万、五百万、六百万起，而你则落在后面，停滞不前，人们开始不停的问问题，这时你会感觉到市场的压力，有时候是自己向自己施加压力。你需要吸引新的资金。该怎么办呢？那你就需要增加基金的回报。如何才能快速达到目的？这时就需要聪明的 β。

Andrew Ballingal:还有一个我们还没有提到的进步是：大量对冲基金投资者从欧洲和北美流入亚洲，包括很多基金中的基金。主要流入香港和新加坡。他们起初会建立小型机构用于研发，或者用于研发和销售，但是逐渐的，他们把更多功能如证券管理等转移到了这里。

由于亚太投资者基地的扩张和深化，带动了相关设施的增加，使这些中心的整个对冲基金团体都从这个潮流中受益。

不久之前，很多人还称亚洲为野蛮东部，当时业界的大佬们，比如一些非常大的美国基金中的基金，与亚洲的联系不深，兴趣不大，所以也知之甚少。

几年来，这种情况发生了巨大的变化，投资亚洲的资金量和对亚洲的了解程度都急剧攀升。这对于整个市场来说是一个良性发展。

保罗．斯密斯：大量欧洲和北美的资产置业者的资金都通过我们涌入亚洲，如果你到欧洲和北美和他们交流，他们会告诉你，他们真正体会到这个世纪是中国的世纪、是印度的世纪、是亚洲的世纪。

但是如果你问到他们的全球资产配置模式，你会发现他们在亚洲的投资份额仍不到 10%。这些投资者都在谈论一个好项目，却没有实际上全心投入到其中去。这也意

味着理论上，如果真正依据他们的资产配置模式的逻辑来做，他们应该向亚洲配置更大一笔资金。

Matthias Knab：**那么他们为什么不这么做呢？**

保罗．斯密斯：因为投资身边更了解的事物要更容易一些，道理就这么简单。他们会坐下来，向你展开一张宏伟的宏观经济画卷，向你证明亚洲的经济增长比欧洲和北美快，他们还会说亚洲的增长是可持续的，而他们的模式下，对日本以外亚洲的资产配置是 3%。这时，你就会坐在那里，你看着他们，心里想："不会吧！！"

皮特.道格拉斯－GFIA：但是绝大多数亚洲对冲基金的资金仍旧来自亚洲之外，来自美国和欧洲投资者。

Jacob Tsang**－香港赛马俱乐部：**很多资金是来自我们这样的美国和欧洲投资者。我们投资美国和欧洲的对冲基金中的基金，他们又把其中一部分资金投资回这个地区。

Andrew Ballingal－BIA：：这真是个长距离（而且昂贵）的往返啊！如果你关注我们所说的"钱途"上的"灵活"端－家族资本、没有过多的中间的资金、轻 "制度化"的基金，现金—你会发现有很多家族办公室，包括一些规模很大的，以及一些较为独立的基金中的基金，他们全球对冲资产的 20%-30%都配置到了亚太地区！

这是一个良性的风向标。我想起了 20 年前，美国机构和英国机构的资产配置开始全球化的时候。五年后，当"杠杆借贷"已经向国际资产转移了 5%或 7%的时候－资金太少，还无法展开多样性－很多大基金的动作很小或者根本没有，但是灵活的小型基金则向国际市场转移了 15%甚至 20%。十年之后，整个业界的国际化资本水平才达到这个程度。

但是投资亚太对冲基金仍旧存在很多障碍。即便亚太对冲基金业在过去几年发展迅速，但是它的流动性仍然是个大问题。

约翰.诺克斯－KGR 资本：由于你提到的流动性问题，所以很多大型全球机构投资者很难投向亚洲。亚洲不是一个或者两个市场，也没有“亚洲单一市场”一说，你要交易的对象是香港市场、新加坡市场、印度市场、中国市场等等。

皮特.道格拉斯－GFIA：这里不是亚洲合众国—亚洲有十四、五个不同的资本市场，每个资本市场都有自己独特的期权、金融衍生品和固定收益市场组合—更不用说不同的投资者和流动特征、不同的监管压力...所以这是一个巨大的复杂多元的机会组合。虽然说这个市场的总流通性数据会有误导性，但也不乏是一个巨大的机会。

约翰.诺克斯－KGR 资本：这里的基金规模也很小，很零散。

克里斯多夫.李，新鸿基基金管理有限公司：但是投资者还是适应了这种环境。我们之前说过，越来越多的基金中的基金在亚洲成立了办公室，这一点，可以从我们自己的业务以及 AIMA 会员数量的增加中看出来。投资者们变了，变的更加现实，而且更加了解亚洲对冲基金业的特点。记得三、四年前，我遇到了一支基金中的基金，他们反复声明他们的标准“我们想投资 5000 万美元，但是这只基金的资产必须在 5 亿美元以上”。我说“你只需在香港呆上一天就知道了。。。”去年，我又遇到这只基金，我问他们“怎么样了？”他们说：“我们三、五百万的投资了几个经理人。”他们还说很高兴见到几个亚洲本土的经理人已经成长到 10 亿以上，为复杂的全球投资者增加了业界的可靠性。

正如 Jacob 之前提到的，香港和亚洲的众多财富都聚集在个人层面上，而不是机构层面上。我们在区域内与私人银行交易，在区域外－香港、新加坡－都过有显著的增长。我们绝对看到了亚洲产品巨大的获利空间。如果你能与私有银行正确的交易，你就可以获取这部分利润。五年前，人们想做全球产品，但是现在人人都

知道了亚洲的发展，中国、印度、越南等等—私人客户们说：“我们想要亚洲产品。”

Michael Nock－Doric 资本：我认为今年第一个季度市场表现让事情回归到现实。这应该是长短仓策略的理想投资环境...我想现在选股人除了利用要素之外，还获得了更多的机会。

保罗．斯密斯－三 A 合伙人公司：我对非相关性的评价是：假设股本相关的策略具有相关性，非股本相关的策略具有非相关性，那么这两种情况之间有个混沌区域。我们在座的对冲基金经理人中有的在 2008 年仍呈上涨态势，亚洲很多这样的经理人。所以认为所有的亚洲长短仓持股经理人都是 β 相关的是一种误解，这绝对是不正确的。

Andrew Ballingal－BIA：Jacob，你在风险业的背景是否对你选择一个好的对冲基金主题有帮助？

Jacob Tsang－香港赛马俱乐部：我得纠正一下你的用词。首先，在赛马上，我们不承担首要风险；赛马采用马迷互为博弈的模式，所以我们基本上不承担首要风险。当我们开始建立对冲基金时，我们对它了解甚少。机构投资者走进一个新市场，一个新的资产类别时，基本上都需要雇佣顾问，让他们引导我们完成从最佳资产配置、经理人选择到执行的整个程序。

我们访问了伦敦、纽约、芝加哥以及西海岸的十支基金中的基金。我们在每支基金逗留了一天，翻看他们的商务企划，会见他们的创建人、主要投资专家等，我们去了他们的事务部门和风险控制部门。我们觉得这种体验对于增加自己的经验和知识非常有用。最后我们得出了结论：我们企业内部做不了。然后向董事会提交了建议书。

我们喜欢额外支付那层费用吗？当然也不喜欢，但是我们可以像这些公司一样有效率吗？很可能不能，至少现在不能。

Matthias Knab：你对自己选择投资方式满意吗？你会增加你的配置吗？

Jacob Tsang－香港赛马俱乐部：是的，我们对对冲基金项目的表现感到满意。我们认为他们达到了预定的目标。因为在项目的起期，我们的经理人就以较低流通率获得了大 α 系数，我们基金的夏普指数在 2007 年已经接近 2。比其他的资产类别，如股票或债券要好的多。我们已经注入了更多的资金来保持其战略资源配置的层面。我们重新改良了方法，将一部分债券组合变成 α 输送策略。我们通过掉期复制了债券 β，并将资金投资在对冲基金中，对冲基金是我们资源配置的 α 引擎。我们相信，用这种方法执行一个能动投资项目将比传统的方法更有效。

补遗：

2007 年 12 月 5 日 Opalesque 独家报道

香港赛马会发起了一个 α 输送策略，脱离传统固定收益的养老基金变革，“固定收益经理人的回报让人非常失望” 财务主任 Jacob Tsang 说，“基金经理人收益率甚至都打不败雷曼兄弟综合债券指数”。原因是债券的恶劣环境-尽管目前放宽了信贷紧缩政策，还存在着伸展性差和平坦的孳息曲线－使香港赛马会的年回报收益率为 4-5 %。

鉴于这些核心任务的性质，赛马会不会急于由增持利基类别资产，或使用杠杆效率得到更多的回报。这些有违其战略资产分配目的。

相反，俱乐部已决定通过掉期复制该指数，成本稍微超过伦敦银行同业拆息，并使用投资组合的其余资本投资于一个多元化的对冲基金型基金。这只基金可返回超过伦敦银行同业拆息率 400-500 个基点。剔除掉期成本，净费用是香港赛马会的总回报率将超过雷曼兄弟综合债券指数 400-500 个基点。“传统的债券基金经理将名留史册。” Tsang 说。

香港赛马会花费 2 亿美元授权 BlackRock 另类资产顾问公司并已开始这一战略，BlackRock 的前身是 Quellos 集团，一个总部位于西雅图的基金型基金专家，被 BlackRock 于 2007 年 10 月购买并更名。

http://www.opalesque.com

The Creative Factory

Global. Personal.

Newedge is an innovative new player in brokerage.
Proactive and impartial, we serve institutional clients worldwide. With a dedicated approach based on understanding and anticipating your needs, we partner with you worldwide to facilitate your strategies.

Global Asset Execution
Global Asset Clearing
Prime Brokerage

www.newedgegroup.com

Newedge

The Pulse of Finance

"Newedge" refers to Newedge Group and all its worldwide branches and subsidiaries. Only Newedge USA, LLC and Newedge Financial Inc. are members of FINRA and SIPC (although SIPC only pertains to securities-related transactions and positions). Newedge Group (UK Branch) and Newedge Group (Frankfurt Branch) do not deal with, or for, Retail Clients (as defined under MiFID). Only Newedge Canada Inc. is a member of the CIPF. Not all services are available from all Newedge organizations or personnel. Consult your local office for details.

Opalesque

Opalesque leads the finance media space for its in-depth and innovative products. Since February 2003, Opalesque is publishing Alternative Market Briefing, the premium news service on hedge funds and alternatives. The launch of these Briefings was a revolution in the hedge fund media space ("Opalesque changed the world by bringing transparency where there was opacity and by delivering an accurate professional reporting service." - Nigel Blanchard, Culross) combining proprietary news with the "clipping service" approach of integrating third party news. Each week, Opalesque publications are read by more than 360,000 industry professionals in over 100 countries.

Opalesque is the only daily hedge fund publisher which is actually read by the elite managers themselves (www.opalesque.com/op_testimonials.html).

About Opalesque Publications

Alternative Market Briefing

A daily newsletter on the global hedge fund industry, highly praised for its completeness and timely delivery of the most important daily news for professionals dealing with hedge funds. Alternative Market Briefing offers both a quick overview and in-depth coverage. Subscribers can also access the industry's largest news archive (26,000 articles as of March 2008) on hedge funds and related topics.

A SQUARE

Opalesque A SQUARE = Alternative Alternatives is the first web publication, globally, that is dedicated exclusively to alternative investments. A SQUARE's weekly selection feature unique investment opportunities that bear virtually no correlation to the main stream hedge fund strategies and/or distinguish themselves by virtue of their "alternative" motive - social, behavioural, natural resources, sustainable /environment related investing.

With its "research that reveals" approach, fast facts and investment oriented analysis, A SQUARE offers diversification and complementary ideas for: private, high net-worth and institutional investors, pension funds and endowments, portfolio and hedge funds managers.

Technical Research Briefing

Delivers three times a week a global perspective/overview on all major markets, including Equity Indices, Fixed Income, Currencies, and Commodities. Opalesque Technical Research is unique compared to most available research which is fundamental in nature, and not technically (chart) oriented.

Opalesque Roundtable Series

In an Opalesque Roundtable, we unite some of the leading hedge fund managers (single and multi strategy managers) as well as representatives of the local investor base (institutions, fund of funds, advisers) to gain unique insights into the specific idiosyncrasies and developments, the issues and advantages of individual global hedge fund centers.

No matter if you are a hedge fund investor looking for new talent, a hedge fund interested in diversifying your investor base or a service provider looking for new clients, you will get to know some of the leading heads of each hedge fund center and find invaluable information and intelligence right on your desk, without any travel involved.

For more information, please go to www.opalesque.com