

## 对冲基金投资策略、特征和绩效

### ——太平洋证券大类资产配置系列之三

本篇为大类资产配置系列之三，主要介绍全球对冲基金，包括其投资投资策略、投资方式、投资特征、在投资组合中的作用、投资绩效基准等相关问题。并说明其对中国大类资产配置的启示。

**核心观点：**本文主要介绍对冲基金及其子类管理期货和不良证券。对冲基金虽然在国内还尚未大量普及，但是对冲基金的投资策略是中国资产配置领域中最值得学习的一类策略。

对冲基金提供了多样化的效益和风险，打破了风险与收益并存的传统资产配置状况。

对冲基金分类基于“风格”，对冲基金并非单纯的“对冲”策略，9种主要的对冲基金策略是：股票市场中性、可转换套利、固定收益套利、不良证券、并购套利、对冲股票、全球宏观、新兴市场 and 母基金(FOF)。

业内通常将不良证券、并购套利统称为**事件驱动策略**；将股票市场中性、可转换套利、固定收益套利统称为**相对价值策略**。在具体策略中，可以有更精确的子组，如多/空头策略和只做多策略。

对冲基金以获取不依赖市场回报的绝对回报率、以及近似股票投资的收益率与近似债券投资的波动率为目标。

**期货管理**也被归类为对冲基金，可分属于全球宏观对冲基金的一个子类。管理期货通常只在衍生品市场交易，通常基于指数建立头寸。管理期货与股票和债券投资组合的相关性较低，标准差通常小于股票，但大于债券，提高了平均风险回报率。在市场承压或混乱时期表现较好。

**不良证券**是指处于或即将破产的公司的证券，不良证券也可分属于对冲基金类别或私募股权类别，不良证券的特点在于其较好的流动性。不良证券有事件风险、市场流动性风险、市场风险、J因素风险等多种风险。不良证券投资策略的主要类型是：**做多价值投资、不良债务套利和私募股权**。

风险提示：经济增速不达预期

#### 宏观研究报告

证券分析师：杨晓

电话：010-88325259

E-MAIL: yangxiao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090004

## 目录

<b>一、对冲基金</b> .....	<b>4</b>
(一) 对冲基金分类.....	5
1、全球宏观策略.....	5
2、股票对冲策略.....	6
3、相对价值策略.....	7
4、事件驱动策略.....	8
5、其他策略.....	8
(二) 对冲基金结构.....	9
(三) 对冲基金在投资组合中的作用.....	9
(四) 对冲基金的绩效基准.....	10
(五) 对冲基金对中国的启示.....	11
<b>二、管理期货</b> .....	<b>12</b>
(一) 管理期货的投资方式.....	12
(二) 管理期货在投资组合中的作用.....	13
(三) 管理期货的绩效基准.....	14
(四) 管理期货对中国的启示.....	14
<b>三、不良证券</b> .....	<b>15</b>
(一) 不良证券的投资方式.....	15
(二) 不良证券投资的风险.....	16
(三) 不良证券的绩效基准.....	16

## 图表目录

图 1 全球宏观策略指数和标普 500 指数累计收益, 2004 年 12 月-2018 年 10 月 .....	5
图 2 股票对冲策略指数和标普 500 指数累计收益, 1990 年 1 月-2018 年 10 月 .....	6
图 3 股票对冲策略指数和标普 500 指数相关系数, 1990 年 1 月-2018 年 10 月 .....	7
图 4 2013 年 12 月-2018 年 10 月 CHFRC 中国管理期货型私募基金指数变动 .....	15
表 1 夏普比例的限制 .....	10
表 2 对冲基金月度指数的一般特征 .....	10
表 3 管理期货的交易策略 .....	13
表 4 不良证券的投资风险 .....	16

对冲基金的投资策略是中国资产配置领域中最值得学习的一类策略。对冲基金提供了多样化的效益和风险，打破了风险与收益并存的传统资产配置状况。

对冲基金并非只有对冲这种策略，对冲基金一般按照策略分类，分为**全球宏观、市场中性、相对价值、事件驱动和其他**。相对价值策略又分为股票市场中性、可转换套利、固定收益套利；事件驱动策略又分为不良证券、并购套利。具体应用中，如相对价值策略中的可转换套利，在可转换债券和股票中分别买卖，可获得双向保障，超越了传统风险收益并存理念。

期货管理也被归类为对冲基金，可分属于全球宏观对冲基金的一个子类。管理期货与股票和债券投资组合的相关性较低，标准差通常小于股票，但大于债券，提高了平均风险回报率。在市场承压或混乱时期表现较好。

不良证券是指处于或即将破产的公司的证券，不良证券也可分属于对冲基金类别或私募股权类别。不良证券投资策略的主要有做多价值投资、不良债务套利和私募股权。在中国有较大发展空间。

## 一、对冲基金

对冲基金并不完全属于一类投资资产，而是一种私募形式的集合投资工具。由专业基金管理人管理，可以运用广泛的投资策略，并非单纯的“对冲”策略。对冲基金以获取不依赖市场回报的绝对回报率、以及近似股票投资的收益率与近似债券投资的波动率为目标。

对冲基金分类基于“风格”，因此策略可以决定子类别。在策略中，可以有更精确的子组，如多/空头策略和只做多策略。9种更为常见的对冲基金策略是：**股票市场中性、可转换套利、固定收益套利、不良证券、并购套利、对冲股票、全球宏观、新兴市场**和**母基金(FOF)**。也可将不良证券、并购套利统称为事件驱动策略；将股票市场中性、可转换套利、固定收益套利统称为相对价值策略。

对冲基金的投资策略是中国资产配置领域中最值得学习的一类策略。对冲基金并非只有对冲这种策略。如相对价值策略中的可转换套利，在可转换债券和股票中分别买卖，可获得双向保障，超越了传统风险收益并存理念。

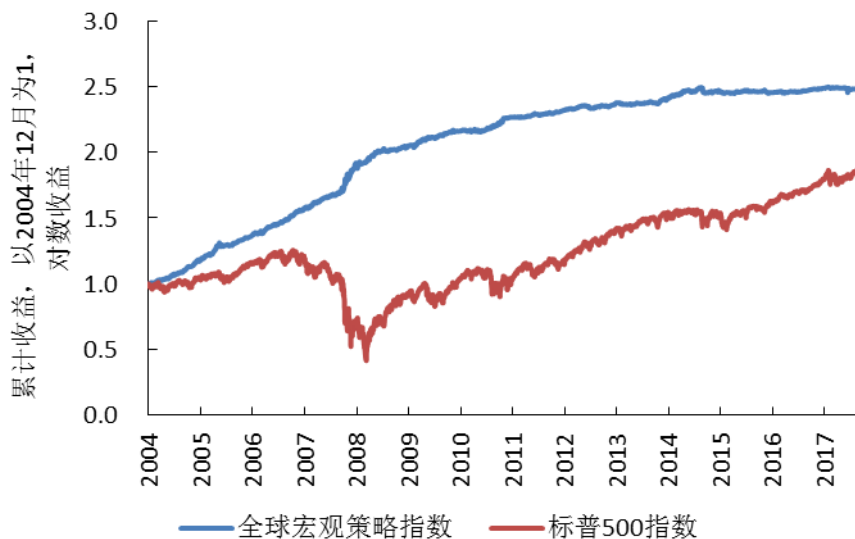
## （一）对冲基金分类

对冲基金作为一种以技能为基础的投资类别，风险和回报在很大程度上取决于基金经理的技能。不过可以对风险进行区分，因为那些主要只做多(如不良证券)的投资风格往往比多头/空头风格更不可能实现多样化。

### 1、全球宏观策略

全球宏观战略通过各种手段(如衍生品和货币)在主要金融和非金融市场建立头寸，如在股票和债券市场上建立主要头寸。全球宏观战略多采用自上而下的投资方法，倾向于关注整个集团或投资领域的主要的市场趋势，而不是单个证券或个别资产类别。由于通常投资于高流动性的衍生品市场，全球宏观战略一般不会面临重大的流动性风险。经验数据表明，股市下跌时，全球宏观对冲基金与股票市场相关性降低。Pharo Management 公司的 Pharo Gaia 基金就采取了全球宏观策略。

图 1 全球宏观策略指数和标普 500 指数累计收益，2004 年 12 月-2018 年 10 月



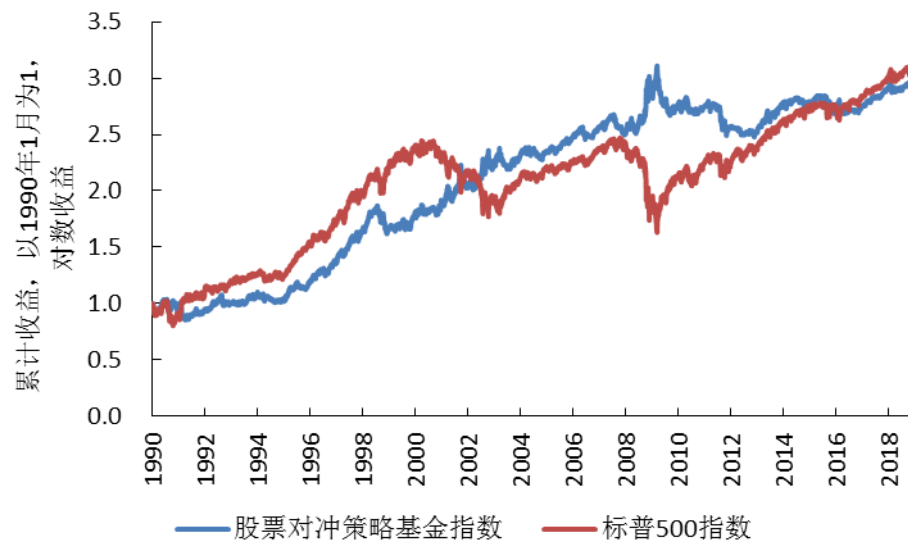
资料来源：彭博，太平洋证券研究院

经验数据表明股市下跌时，全球宏观对冲基金与股票市场相关性降低。全球宏观对冲基金指数在 2008 年熊市期间的表现尤为引人注目。

## 2、股票对冲策略

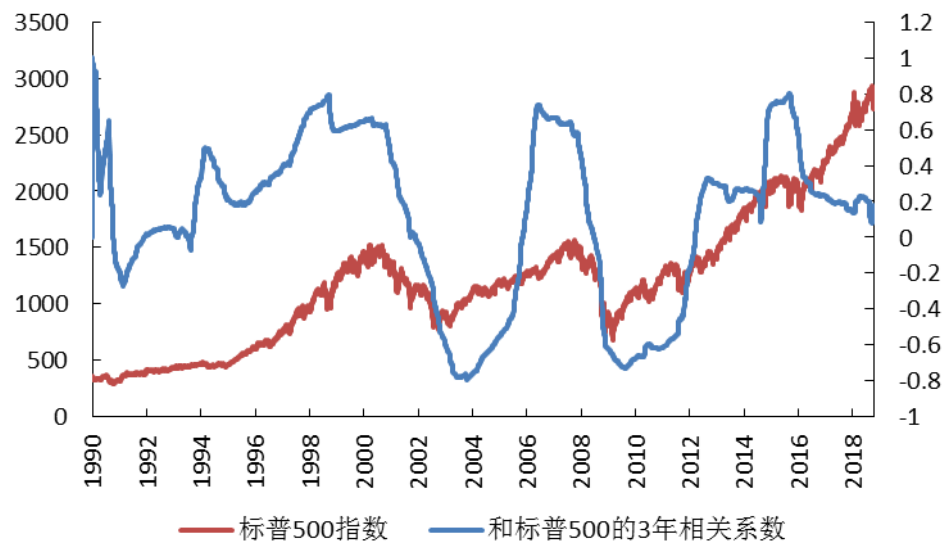
股票对冲是资产规模最大的对冲基金类别，股票对冲策略在低估和高估的证券中持有多头和空头头寸，以利用错误定价。与市场中性策略不同，股票对冲不寻求消除系统性风险。投资组合的结构通常不是市场、行业或美元中性的，可能是净做多、做空，或者根据基金经理对市场的看法进行对冲，具有一个净长期风险敞口并高度集中。如，Pelham Capital 公司的 Pelham Long/Short Small Cap Ltd 基金就采取了对冲小盘股的策略。

图2 股票对冲策略指数和标普500指数累计收益，1990年1月-2018年10月



资料来源：彭博，太平洋证券研究院

图3 股票对冲策略指数和标普500指数相关系数, 1990年1月-2018年10月



资料来源: 彭博, 太平洋证券研究院

股票对冲策略在2000年和2008年的股市大跌中的实践表明, 多/空头基金的下行风险明显小于纯粹的股票多头。且其与股票市场的相关系数波动较大, 没有明显的相关性, 具有对组合风险进行分散化的作用。

### 3、相对价值策略

#### (1) 市场中性策略

股票市场中性利用价格差异(识别估值过高和过低的证券), 同时通过多头和空头头寸的组合(配对交易)抵消投资组合在市场上的风险敞口, 消除系统性风险。如, Covalis Capital 公司的 Covalis Capital Master Class A 基金就采取了市场中性的策略。

#### (2) 可转换套利

可转换套利寻求可转换证券(如可转换债券、可转换优先股或权证)价格的错误定价或异常情况。做多和做空都是为了对冲风险, 一个常见的方式是买入被低估的可转换债券并做空股票, 投资者拥有包含股票“看涨期权”在内的可转换债券, 并做空股票, 使其不受股价变动的影响。利润来自债券和投资卖空所得, 如果股票波动性上升, 可转换债券价值上升, 该策略将受益(可转换债券中嵌入的看涨期权的价值应该随着波动性的增加而上升)。如果收益率曲线是向上倾斜的, 使债券收益率高于

短期借款利率,这种策略也可能被杠杆放大以提高回报。如, Camden Asset Management 公司的 Camden Equity Overlay 基金采取了可转换套利策略。

### (3) 固定收益套利

固定收益套利是指根据收益率曲线和/或信贷息差的预期变化,在固定收益工具中持有相应多头和空头头寸的策略。

## 4、事件驱动策略

### (1) 不良证券

不良证券投资可以投资于处于即将破产的公司的债务和股权。不良证券与传统的债券和股票投资在本质上是不同的,许多投资者不被允许或不想处理这些证券的法律纠纷,由此可能导致这些证券被低估,并提供较高的回报。不良资产证券通常缺乏流动性,使得做空这些证券变得困难或不可能,这些基金通常是多头(非对冲)投资组合。如, VR Advisory Services 公司的 VR Global Offshore 基金采取了不良证券投资策略。

### (2) 并购套利

并购套利或交易套利是在收购、合并、分拆或涉及多间公司的类似交易完成后,力求捕捉公司证券的现行市价与其价值之间的价差。如,如果 X 公司宣布将收购 Y 公司,基金经理可能会购买 Y 公司的股票并做空 X 公司的股票。这类策略的风险在于并购事件并未发生,因此基金经理需要通过研究评估事件落空导致的风险。Oddo BHF Asset Management 公司的 Orsay Merger Arbitrage - USD Share Class 3 基金就是采取这样的策略。

## 5、其他策略

### (1) 新兴市场

新兴市场基金关注新兴市场 and 不太成熟的市场。新兴市场基金倾向于做多,在大多数新兴市场通常不允许卖空,且通常没有用于对冲投资的衍生品。Doric Capital 旗下的 Doric Asia Pacific Small Cap 就采取了投资于亚洲新兴市场的策略。

### (2) 母基金

母基金(FOF)指投资于许多对冲基金的对冲基金。这样做的目的是让从诸多对冲



基金经理或风格中获得多样化效果，母基金(FOF)是由几个，通常是 10 到 30 个，但是需要向母基金的基金经理以及母基金所投的各基金的基金经理支付一定费用，亦即需要支付双层费用。

FOF 会为投资者提供更多的流动性，数据经验表明，母基金的回报率与股市的正相关程度要高于对单个对冲基金的回报率。FOF 是很好的入门级投资。

## (二) 对冲基金结构

对冲基金费用结构包括大约 1%-2%的资产管理费用和 20%的利润激励费用，对冲基金通常都有锁定期。利润可以是对初始投资的现金回报，或者是超过了一定的门槛的对初始投资的现金回报。

资产管理费的存在可能会诱使基金经理更致力于资产管理规模的提升以获取高额的管理费，而不是去努力为投资者博取超额收益以获得业绩报酬。支付激励费是为了鼓励经理赚取更高的利润，有良好业绩记录的经理人往往要求更高的激励费。

锁定期是对冲基金的一个常见条款。锁定期通过要求最低投资期限(例如，一到三年)和指定退出窗口来限制赎回。其基本原理是防止可能迫使经理不得不平仓的突然撤资。

## (三) 对冲基金在投资组合中的作用

对冲基金的特点在于提供了不同收益、风险和其他资产的低相关性，可以用于分散风险和提高收益。对冲基金策略能够提供与其他资产相关性较低的收益，在收益和风险方面提高投资组合的分散化。

对冲基金扩展了投资组合的投资机会集，因为对冲基金的投资策略和基数可以获取传统资产无法获取的另类资产风险（即 betas）。如对冲基金可以提供传统基金无法获得的波动率。

对冲基金可以获得管理者能力或者 alpha 收益的机会。Alpha 收益的特点是与其它资产和市场波动相关性低，既可以分散风险还可以提高回报率。

对冲基金也面临着与传统基金不同的风险，这些风险都不能够以标准差来衡量，

风险主要体现在另类 beta 风险、流动性风险、杠杆风险、厚尾风险、信息不对称以及衍生品相关风险，而这些均难以在诸如夏普比率的风险调整中体现。

对冲基金夏普比率的计算方法是采用年化方法：

$$Sharpe_{HF} = \frac{\text{年化收益} - \text{年化无风险利率}}{\text{年化标准差}}$$

除了与计算回报的方式相关的担忧外，夏普比率在对冲基金评估方面还存在以下限制：

表 1 夏普比例的限制

1	时间依赖性	年化夏普比率通常使用较短的时间段进行估算。例如，为了使用季度收益估计对冲基金的年化夏普比率，分析师将季度收益乘以4，将季度标准差乘以4的平方根。因此，年化夏普比率上偏4的平方根倍。
2	对正态的假设	包含标准差的度量方法不适用于有偏度的回报分布。
3	对流动性的假设	由于不频繁、缺失或假设的回报观察值，持有的缺乏流动性的标的的夏普比率将会上偏(即，标准差下偏)。
4	对回报不相关的假设	随着时间的推移，回报会人为地降低标准差。例如，如果回报在一段时间内趋于趋势，那么所测量的标准偏差将低于将来可能发生的情况。当资产缺乏流动性且无法获得当前价格(例如，私募股权投资)时，也会产生序列相关的回报。
5	独立考量	不自动考虑多样化效果。

资料来源：太平洋证券研究院

#### (四) 对冲基金的绩效基准

大多数业绩评估技术都基于只做多头寸，而对冲基金则使用多头和空头头寸以及杠杆的各种组合，要创建可比较的投资组合，基本有两种方法可循：一是使用单一或多因素模型，二是创建具有可比较回报和风险特征的跟踪投资组合。

对冲基金指数基于对冲基金数据库，对冲基金数据库是所有对冲基金的一个子集，如 HFRI 指数分别公布 HFRI 宏观指数、HFRI 股票对冲指数、HFRI 事件驱动指数、HFRI 相对价值指数。

并非所有指数明确地报告了它们在指数构成中所包含的资金。不同指数发布频率不一，在主要指数提供商中，只有对冲基金研究公司(HFR)提供每日收益的系列数据。以下为月度指数的提供者，并说明其特征：

表 2 对冲基金月度指数的一般特征

1	CISDM	几个涵盖对冲基金和管理期货(同等权重)的指数。
2	瑞信 (Credit Suisse)	为不同的策略提供不同的基准, 并使用基于管理下资产的加权方案。
3	EACM Advisers	提供EACM100®指数, 一个广泛的跨多个类别的100只基金的等权重加权指数。
4	Hedge Fund Intelligence	提供广泛的等权重的对冲基金指数, 包括那些在欧洲和亚洲投资的指数。
5	Hedge Fund.net	提供一个包含40多种策略的基于基金经理对对冲基金回报的报告等的等权重的子指数。FOFs报告在一个单独的指数中。
6	晨星摩根士丹利资本国际 (Morningstar MSCI)	指数按照包括综合指数在内的五个基本类别进行分类。在每个类别中, 根据地理区域和资产类别将指数分开。包括等权重指数和资产加权指数。

资料来源: 太平洋证券研究院

**七因子模型是一个复制对冲基金回报率一个有代表性案例。**2004年威廉和大卫发布了七因子模型, 以复制对冲基金的回报率, 大概能够解释一个分散化对冲基金投资组合的月度回报变化的80%。**七因子分别为: 标普指数、小市值与大市值股票之差、10年美国国债收益率变化、10年美债收益率与穆迪Baa级收益率之差的变化、债券回望期权组合、外汇回望期权组合、商品回望期权组合。**

其中, 回望跨式期权组合 (Lookback Straddle) 是一种衍生证券, 它支付给持有人的金额等于标的资产在给定时间内最高价与最低价之差。回望跨式期权由回望看跌期权 (按最高价出售标的资产的权利) 和回望看涨期权 (按最低价购买标的资产的权利) 组合而成。主要从既定时间内标的资产价格的主要趋势中获利, 价差越大收益率越高。

### (五) 对冲基金对中国的启示

中国目前并没有明确的对冲基金, 但是根据对冲基金的分类来看, 中国在部分领域已有长足的发展, 如相对价值策略 (可转债)、FOF 投资等。对冲基金可以提供不同收益、风险和其他资产的低相关性, 优势在于分散风险和增加收益及收益多样化, 这对于中国市场的投资策略是一个非常好的补充。

对冲基金中, 市场中性策略和股票对冲策略在中国实践性并不高, 主因没有卖空机制, 但是可以通过复制卖权策略 (SPO, Synthetic Put Option) 进行替代, 即用股票和无风险资产组合来对冲风险。

相对价值策略在中国的应用情况比较广泛, 比如投资可转债、可转换优先股等。相对价值策略的意义在于给予投资者风险收益更多的选择权, 还可以通过加杠杆增

厚收益。

事件驱动策略在中国也有广泛的应用前景，目前中国在并购和不良处理等方面还并不完善，但是随着市场的逐步成熟，不良证券和并购套利等事件驱动性投资机会将会越来越多。

此外，FOF 投资在国内也已有广泛应用。

## 二、管理期货

期货基金也是基于技能而非资产类别，有时被归类为对冲基金，可分属于全球宏观对冲基金的一个子类。在美国，它们通常使用与对冲基金相同的有限合伙法律结构和基本费用加上绩效报酬结构，2%的基本费用加上 20%的利润份额是一种常见的费用结构。由于管理期货在主要市场寻求表现，因此有时被认为是专门从事衍生品交易的全球宏观对冲基金的一个子类。

管理期货与对冲基金的主要区别在于它们所持有的资产不同。期货基金通常只在衍生品市场交易，而对冲基金通常在现货和期货市场交易。此外，期货基金通常基于指数建立头寸，而对冲基金往往更关注个别资产价格异常，也即对冲基金往往更关注微观，而管理期货往往更关注宏观。

### （一）管理期货的投资方式

对管理期货的投资可以通过 ([方式进行：

- (1) 私人大宗商品池
- (2) 作为单独管理账户(CTA 管理账户)的管理期货项目
- (3) 面向小额投资者的公开交易的大宗商品期货基金。

管理期货项目通常由商品池运营商(CPOs)运行。AllianceBernstein L.P., Neuberger Berman Inc., National Financial Partners Corp.等都是知名的商品池运营商。CPOs 本身可以是商品交易顾问(CTAs)，也可以聘请 CTAs 来实际管理整个或部分商品池。Blue Bar Trading Mgt-Blue Bar Ag \*QEP ONLY\*, Aleph Strategies-Aleph Options, M&R Capital LLC-Discretionary 都是业绩出色的商品交易顾问。在美国，两者都必须在美国商品期货交易委员会和美国国家期货协会注册。

管理期货(CTAs)通常按照策略和专业市场进行分类。

按照策略分类，管理期货策略可以描述为系统性交易策略和自由裁量交易策略。专门从事系统性交易策略的 CTAs 通常根据短期、中期和/或长期趋势应用一系列规则进行交易。还可能采取反向操作(与趋势相反)的策略，与趋势反向交易。自由裁量交易策略是基于 CTA(商品交易顾问)的自由裁量权。

按照专业市场分类，管理期货在金融市场、货币市场或多样化市场中，应用系统的或可自由裁量的交易策略。在金融市场中，他们通过金融（利率）和货币期货、期权和远期合约进行交易。专门从事货币市场交易的公司专门从事货币衍生品交易，在多样化市场进行交易的基金在所有金融衍生品市场以及商品衍生品中进行交易。

表 3 管理期货的交易策略

1	遵循规则的系统的交易策略。趋势遵循规则是很常见的，可以关注短期、中期或长期趋势。反向策略存在，但不太常见。
2	自由裁量交易策略取决于经理人的判断，可以基于经济或其他标准。
3	管理期货可以投资于所有金融市场、只投资于货币市场或投资于衍生品和基础大宗商品的多样化组合。

资料来源：太平洋证券研究院

## （二）管理期货在投资组合中的作用

管理期货的优势在于其与股票和债券投资组合的相关性较低，管理期货的标准差通常小于股票，但大于债券，从而形成多样化的潜力，即提高了平均风险回报率。管理期货通常在市场承压或混乱时期表现较好，可对投资组合提供保护。管理期货一般具有正的偏度和负的峰度，可以改善投资组合回报的分布形状。此外，期货合约具有较高的流动性。经验数据表明，管理期货的表现取决于投资工具。

在管理期货中，应当关注管理期货相关性的调整。即使管理期货经常与股票呈负相关关系，但管理期货之间的相关性可以在正值范围内任意变化，从显著正相关(接近 1)到刚刚大于 0。可以通过单个管理期货与管理期货基金的 beta 系数进行观测和调整，beta 系数可以很好地反映未来经风险调整后的表现。正如股票 beta 系数将单个股票证券或投资组合的波动性与整个股票市场联系起来一样，管理期货 beta 系数衡量的是单个管理期货相对于管理期货基金的风险。

### （三）管理期货的绩效基准

管理期货有几个可投资的基准：

（1）Mount Lucas 管理指数(MLMI)主要复制了机械的、跟随趋势策略的回报率，这些策略包括利用基于技术指标变化的交易规则，同时利用多头和空头头寸。

（2）巴克莱对冲基金(Barclay Hedge)和 CISDM CTA 等其它基准指数是基于同业商品交易顾问(CTAs)的指数，采用的是来自独立账户数据库的等加权回报。

（3）巴克莱交易员指数（Barclay Traders）是基于自由裁量管理水平、基础市场以及系统性策略的基准。

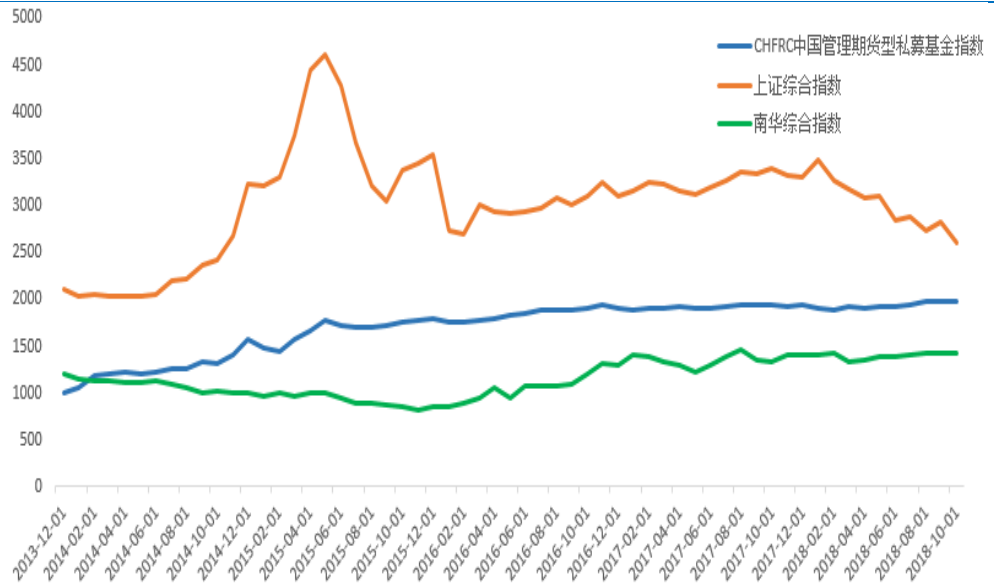
### （四）管理期货对中国的启示

截止 2018 年 8 月底，CHFRC 私募证券投资管理期货型基金分类指数自 2013 年 12 月以来的累计增长率为 98.65%。同期南华商品（期货）指数和中证沪深 300 股指期货指数分别增长 18.00%和 100.32%。

CHFRC 私募证券投资管理期货型基金指数在 8 月份增长 2.14%，同期南华商品（期货）指数增长 1.26%，而而上证综合指数下降 5.25%。

由于自今年 2 月以来股市波动频繁，管理期货策略收益率每月均高于股票型私募。尽管 9 月份面临小幅回撤，但 10 月份后，在强势美元、高油价、美联储加息等因素轮番冲击下，大宗商品市场则迎来一轮普涨。今年管理期货策略有望成为最赚钱策略。

图 4 2013 年 12 月-2018 年 10 月 CHFRC 中国管理期货型私募基金指数变动



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

然而，由于相关法制法规尚不健全，目前管理期货基金监管依然缺位，对中国商品期货市场定价影响力是不良影响。然而，自 2013 年以来，CHFRC 中国管理期货型私募基金持续上涨，借鉴美国等发达国家经验，可预期未来管理期货在中国市场将发挥更大作用。

### 三、不良证券

不良证券是指处于或即将破产的公司的证券，不良证券也可分属于对冲基金类别或私募股权类别。相对于对冲基金和私募股权，不良证券的特点在于其较好的流动性。解决了标的证券流动性太弱，无法确定资产净值(NAV)的问题。其风险和回报取决于基于技能或者策略。

#### (一) 不良证券的投资方式

不良证券投资策略的主要类型是：做多价值投资、不良债务套利和私募股权。

做多型价值投资试图在前景将改善的领域寻找机会。孤儿股票投资是指收购被低估的重组后公司的股票。高收益投资购买的是公开交易的、低于投资级别的债券。这些机会主要是来源于信息不对称，部分投资者无法参与这个市场且不愿做必要的

尽职调查。

**不良债务套利**是指在卖空公司股票的同时，购买公司的不良债务。投资可以通过两种方式获得回报：1)如果公司的状况下降，债务和股权都会贬值，然而，由于债务具有优先级，股权的价值应该下降得更多。2)如果公司的前景改善，因为利息优先于股息，债券持有人的回报应该大于股票持有人的回报，包括在做空时支付的股息(对冲基金经理一开始通常会试图以极低的折扣购买债务)。这两起事件带来的可能回报相对来说是一个很好的市场表现。

**私募股权**可以在陷入困境的公司中获得头寸，这种投资在一定程度上提供了控制权。投资者通常成为目标公司的主要债权人，以获得董事会或授信委员会的影响力(以极低的折扣购买债务)。投资者可以通过比过去更有效地配置公司资产来提高陷入困境的公司的价值，获得更多的所有权。秃鹫基金(Vulture funds)采用此类策略，专门从事购买价值被低估的不良债券。

## (二) 不良证券投资的风险

不良证券有事件风险、市场流动性风险、市场风险、J因素风险等多种风险。

表 4 不良证券的投资风险

1	事件风险	该类中特定投资的回报通常取决于特定公司的事件。由于这些事件通常与经济无关，它们可以提供多样化的好处。
2	市场流动性风险	流动性较低以及这些投资可能存在周期性供求关系的现实情况。
3	市场风险	由宏观经济变化带来，通常没有前面提到的两类风险那么重要。
4	J因素风险	法院和法官在回报中所发挥的影响，这涉及到不可预测的人为因素。通过预测破产法庭法官的裁决(J因素)，不良证券投资者决定是否要购买这家陷入困境的公司的债权或股权。

资料来源：太平洋证券研究院

## (三) 不良证券的绩效基准

不良证券基金通常被认为是对冲基金的一个分支。大多数对冲基金的指数提供商都有一个不良证券的子指数，基准与只做多的对冲基金基准具有相同的特征。





## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。