

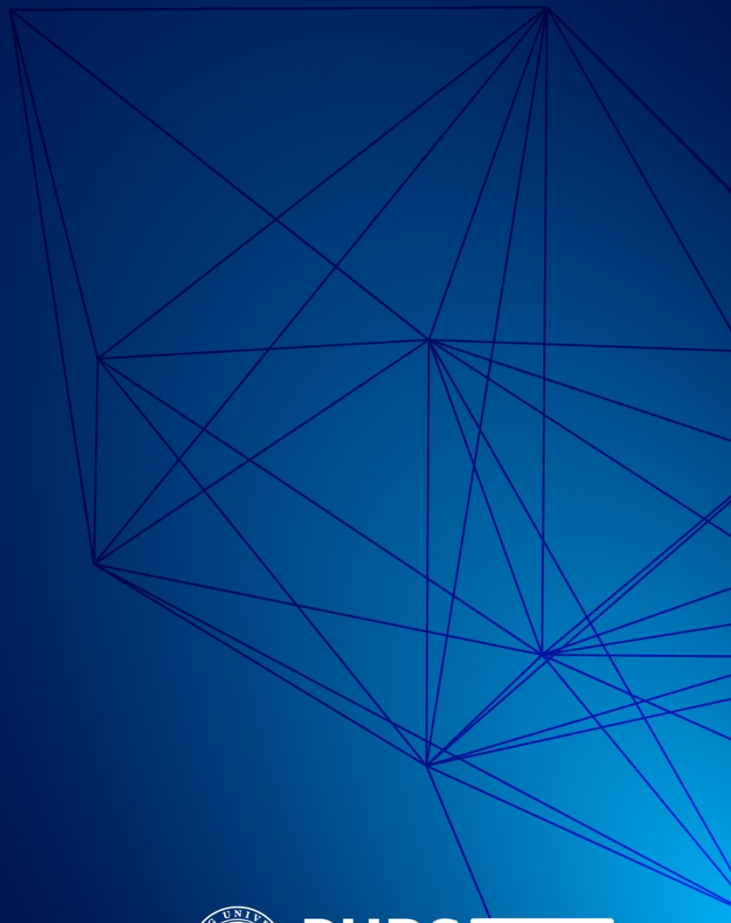


# 北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

## 金融前沿对话

2021年第2期 总第88期



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：钟龙军（执行） 曹明明 方培豪 朱伟豪

## 北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写HFRI）成立于2008年12月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动；立足粤港澳大湾区，以全球视野，构建开放的金融专业交流平台，使金融教学与金融研究相互带动，通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式，为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持，努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

# 美国投资产品市场反思及出路策略

## 【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

## 【特邀嘉宾】

刘武（DoubleTree Investment 合伙人）

## 一、美国的投资产品市场

对冲基金有很多优点和策略，基金经理在交易模式、证券种类、时间长短、量化多空衍生品的应用、跨地域跨市场等方面，有很大的自由空间发挥其优势和能力。在美国，对冲基金属于私募范围，有相当的隐蔽性，同时收费标准是随行就市，平均在 20%左右。图 1 显示，从 2003 年开始，对冲基金资产管理规模呈快速上升趋势。

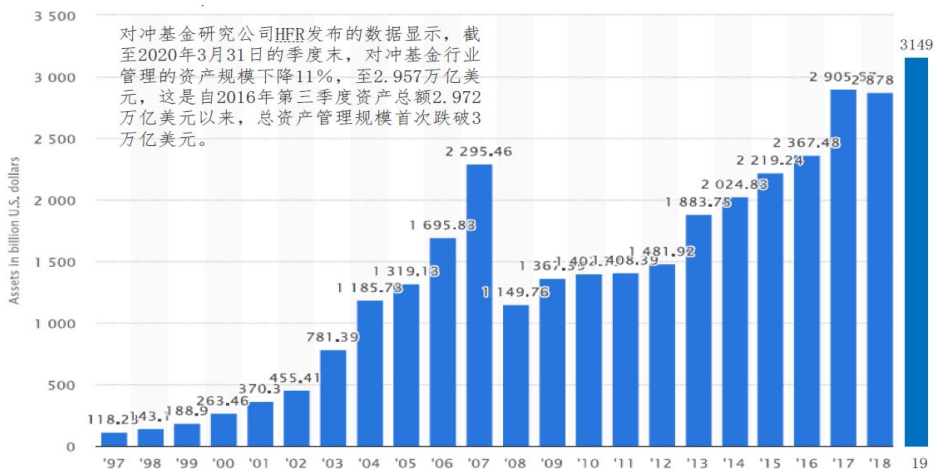


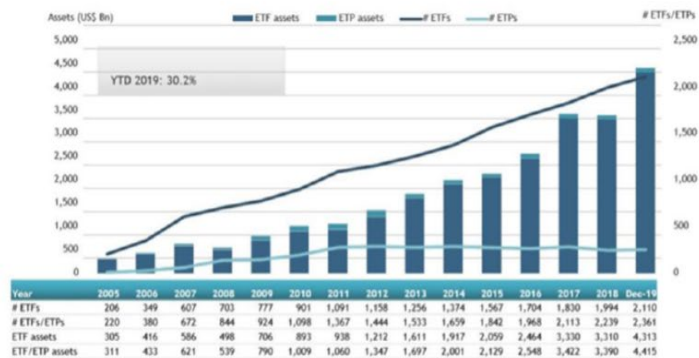
图 1：全球对冲基金的资产管理规模（单位:10 亿美元）

近几十年来，许多突破性技术重新塑造了整个行业的性质，金融领域最明显的突破就是ETF（交易所买卖基金）的兴起。2008年金融危机后，ETF呈现爆炸式增长，颠覆了全球基金行业，2015年全球ETF资产首次超过对冲基金持有的资产，这是我们最初没有预料到的。

近几十年来，有许多突破性技术重新塑造了整个行业的性质。在金融领域，最明显的突破可能来自交易所买卖基金（ETF）的兴起。ETF是一种仅在过去十年间规模就增长了三倍的投资工具。ETF从晦涩的指数追踪工具发展成为包含全球数万亿美元资产的主流投资工具。

金融危机后费用较低的交易所交易基金呈现爆炸式增长，颠覆全球基金行业。投入到交易所交易基金（ETF）的资产已首次超过对冲基金持有的资产，凸显出金融危机后ETF的爆炸式增长已颠覆全球基金管理行业。全球ETF资产首次超过对冲基金（2015年7月21日）。

Record \$4.41 trillion invested in ETFs and ETPs listed in the United States at end 2019



Source: ETFGI data sourced from ETF/ETP sponsors, exchanges, regulatory filings, Thomson Reuters/Ipsos, Bloomberg, publicly available sources and data generated in-house. Note: "ETFs" are typically open-end index funds that provide daily portfolio transparency, are listed and traded on exchanges like stocks on a secondary basis as well as adding a unique creation and redemption process for primary transactions. "ETPs" refers to other products that have similarities to ETFs in the way they trade and settle but they do not use a mutual fund structure. The use of other structures including grantor trusts, partnerships, notes and depositary receipts by ETPs can create different tax and regulatory implications for investors when compared to ETFs which are funds.

图 2：ETF 爆发史和市场规模

## 二、美国投资市场的出路策略和反思

美国投资市场上，随着年金、退休金等大量资金进入ETF领域，这为我们带来了一些投资反思。一是退休基金投资要求较高，要求低费用、低回撤、业绩稳定等，这些机构类型的基金经理也习惯了固定收益产品，要求更多的公开透明，并跟随其特定的技术指标进行交易操盘，这让很多对冲基金无法适应。但这些投资人的资金量往往很大，对冲基金不得不寻找各种各样的变通方式来尽量拿到钱，进而形成内部竞争。二是对冲基金内部的互相竞争又会导致收费标准下降，甚至一些刚成立的基金承诺只收业绩费，不收管理费。如果没有基本的管理费付给基金经理，当基金运行压力变大时，投资经理赌性会变强，

在市场有波动时心理不稳定。三是 ETF 运行所遵循的规则以及相关合规性要求，使其发展受自身资金来源的影响很大。ETF 的发展非常迅速，到今天甚至超过了对冲基金行业的发展。这也使得我们近期进行投资战略调整时认为，以后所有与二级市场相关的领域，将以 ETF 投资为主，其占比至少达 60-70%或更多。

我们的关注点主要在以下几方面。首先是对冲基金参与 ETF。现在我们打交道的对冲基金里，大约百分之二三十都在参与 ETF 业务，做指数产品。其次是 ETF 的产品很丰富，股市、债券、货币市场几乎都涵盖（图 3），一些技术问题解决以后，产品还会增加，规模可能更大。

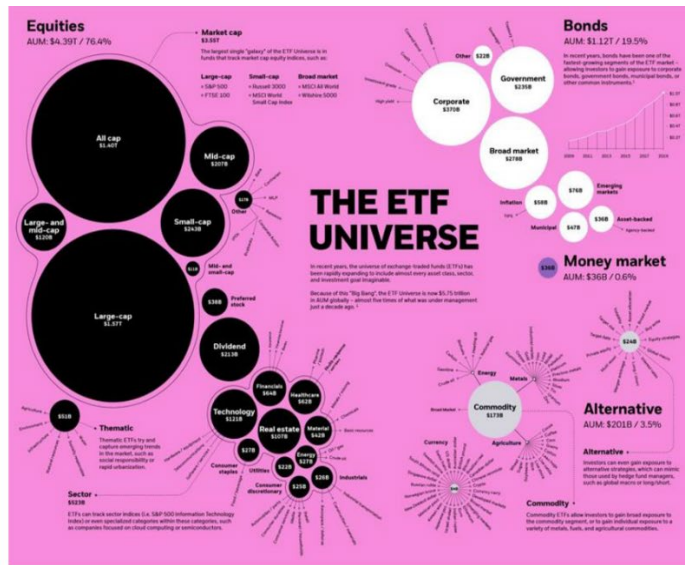
在金融领域，引入交易所交易基金（ETFs）是一种新兴的金融技术创新。源于1990年代初期的指数投资现象。

自1993年成立第一只美国ETF以来，ETF领域的管理资产（AUM）达到惊人的5.75万亿美元，几乎涵盖了所有可以想象的市场。

数据可视化来自BlackRock的iShares，它可视化了ETF领域涵盖的广泛资产：

	Global ETFs (AUM, \$USD)	Share of Global Total
All ETFs	\$5.75 trillion	100.00%
Equities	\$4.39 trillion	76.4%
Bonds	\$1.12 trillion	19.5%
Alternative	\$0.20 trillion	3.5%
Money market	\$0.04 trillion	0.6%

股票ETF是最早也是迄今为止ETF领域中最大的星系，占有资产的76.4%。值得注意的是，发展最快的银河是债券ETF，追踪与政府和公司发行的债务相关的指数。第一批债券ETF于2002年推出，从那时起，该类别的市场规模已超过AUM超过1万亿美元。到2024年，债券ETF有望突破2万亿美元大关。



Data Sources: iShares of Blackrock

图 3：ETF 多头“战国时代”

第三是 ETF 的费用特别低，通常 5 到 9 个基点（Base Point），有时甚至 4 个基点。这基本是将机器视作基金经理，就像现代工业的一个新应用领域，机器替代人工，我认为不太合理。第四是 ETF 流动性

好、透明度高、在公开市场合规，这也是对冲基金无法比拟的。第五是 ETF 开放给所有人参与，而对冲基金没有与时俱进去满足公众需求，很多大牌基金经理固守私募基金的规矩。第六是“对冲基金 ETF”。现在出现了周期性策略 ETF，基金经理把对冲基金的策略镶嵌在 ETF 产品里，投资者可以用来替代比较昂贵的对冲基金配置，降低费用，如果真实有效，这对对冲基金又是一个沉重打击。现在市场上已有相关产品，但是量还不大。一般“对冲基金 ETF”的做法是，通过做多/空股票或者其他证券来提供与市场无关回报的 ETF，其中很大一类是通过对冲因子复制指数形成产品，比如 Aggregate Market Neutral（股市中性）、Manage Futures（管理期货）以及 Merger Arbitrage（并购套利）等。还有一个关注点是 ETF of ETFs，它提供了一个很有前景的领域，但就像 CDO（抵押债务证券）导致 2008 年金融危机一样，不知道 ETF 是否也会出现这样的问题。因为 ETF 本身就像股票的衍生品，ETF 的 ETF 是跟踪其他的 ETF，而不是基础股票，也不是债券、指数，就像基金一样，它可以提供板块轮动，或者说提供一个重新资产配置（Asset Allocation）的机会来限制风险、提高收益。现在美国 401K 企业退休金计划里面类似 FOF（基金中的基金）的产品，如目标风险基金（Target Risk Funds）等，很多都是 ETF of ETFs 在做，规模约在 15 亿左右，这些基金可以使用不同的资产类别创建高度多元化的投资策略。

但 ETF 本身结构的问题可能导致 ETF 的 ETF 同样出现以前 CDO

的问题。ETF 本身的结构与底层股票直接相关，且不同于 CDO 的信用相关，ETF 是直接价钱相关。因此，一些结构比较复杂的 ETF，不会在下一场危机起到推波助澜的作用，甚至引发股市的危机，这值得关注。但现在市场关注的更多是 TMT（数字新媒体）股票领头把 ETF 带起来，还没有找到问题数据在哪里，可能还需要一段时间来找到结构的弱点。

ETF 其实是一类金融科技的创新产品，就像高频交易（High Frequency Trading）兴起时带给证券交易的创新一样，我们的目标是怎样应用它来为业务增加活力。ETF 有很多新的特点，但我们目前尚未真正用好。根据咨询公司 Greenwich Associates 的调查结果，ETF 已经成为近 80% 美国机构投资者的首选指数工具。我们的投资业务调整基本跟随投资者走，使用的 ETF 应用策略主要有 9 种方式，包括核心分配、投资组合完成、战术调整、国际多元化、流动性管理、风险管理、再平衡、现金平衡和开发“对冲基金 ETF”（ETF of HF）等。

总的来说，市场中主要有以下几个问题值得和大家讨论。第一是收费，特低的费用可能会导致像贝莱德（BlackRock）、先锋集团（Vanguard）等巨型基金公司慢慢滑向行业市场垄断的危机。这些巨头基金公司产品慢慢也会进入中国市场，到时中国基金公司行业内的竞争压力可能会非常大。另一方面对从事投资的基金经理来说，万分之四甚至是更低的费用使得资本方的报酬太高，一味压低费用使整个行业内部陷入恶性竞争。第二是 ETF 的产品结构。ETF 的 ETF 出来

以后，最直观的风险是 ETF 的同质化，底层指数基金相似，策略能够简单复制，进而费用很低。当遇到极端情况流动性出现问题时，可能出现循环下跌，尤其是 ETF 做大以后这种情况更可能发生，这就需要考虑采取怎样的方式，能够让所谓的衍生品在监管方面或产品设计逻辑方面更合理一些。第三是我们自己在市场中的角色。作为投资理财的经理人，我们从对冲基金转向 ETF，同时就加入了做多做市商的队伍，因为是被动投资，是应该更多信任市场，还是更多信任自己？都是值得探讨的话题。

### 三、2021 年美国投资市场的前景展望

2020 年是不平凡的一年，个人认为 2021 年美国股市、债市以及对选举后新政策环境的期望相对比较正面，一些政策可能会改变。美联储的第二次收购计划已经推出，力度要小一些，但股市开始反弹。美联储在 2020 年基本是采取特殊措施支持市场和经济，我们预计美联储 2021 年会采取同样的做法，即使美联储增加新的成员，也不会发生太大变化。

经济方面，2020 年初美国经济表现不错，但随着新冠肺炎疫情爆发，失业率飙升至 14%，创“二战”后记录，随后美国出台一系列财政和货币政策。我们现在处于新经济周期的初期，未来经济扩张将平均持续 5 年以上，其中小型企业的复苏是关键。最近美国独立企业调查指数显示，小型企业的乐观指数已经回到 2020 年 3 月之前的水平。

股市方面，个人认为 2021 年应当不会有问题，仍然具有成长性，



但美国股市技术类股涨得太快，增长型股票的潜力还没有充分发挥出来，如果去看 TMT 板块、第三梯队的股市情况，我们就会对美国股市更有信心。经过疫情后生物领域应该会重新起来，同时消费领域也会慢慢反弹。债券市场领域相对复杂，这个领域的投资需要耐心，期望更高的收益可能性不大。

2020 年无疑是不平凡的一年，但是就整个市场表现而言，并不是那么不寻常，尤其是从 3 月份低点以后的反弹就可以看出来。2021 年可能会提供类似的表现，尽管我们预计到达那里将会更加顺畅。市场一直在向前看，随着疫情大流行后世界的状况越来越清晰，我们期望市场也会随之而来向前推进。

#### 四、问答环节

**Q:**市场上有各种 ETF，你们在选择或构建 ETF 指数时，有何独特策略？

**A:** 我们做的很多是顾客定制的策略，不是单独有什么特点，现在大的战略调整为以 ETF 为主，由于市场上有好几千种 ETF，需要特别小心来用。根据我们目前的经验和研究，基础 ETF 不会有太大的麻烦，基础 ETF 与底层的股票直接相关，我们比较放心它的机构，同时放心底层的股票，能代表市场或某个行业板块在走好。我们现在主要的策略特点是，在投资组合中增加叠加套期保值策略（Overlay Hedging），包括宏观对冲或股市的叠加套期保值策略，一起捆绑提供给客户。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第三百四十二期（2020年12月23日）内容整理而成，特邀嘉宾为 DoubleTree Investment 合伙人刘武博士。

刘武博士拥有 20 年华尔街投资银行和资产管理公司金融从业经验，专长战略和战术资产配置，基金产品开发，投资平台管理，量化投资，FoF/MoM 投资理财，对冲交易策略，金融科技应用开发，OCIO，投资风控政策制定和金融证券化 CDO。

刘武博士先后作为公司业务主管负责人、合伙人、董事总经理、公司风险主管、投资委员会成员、高级副总裁、投资顾问以及金融工程师，服务于华尔街包括瑞士信贷第一波士顿 (Credit Suisse First Boston)，纽约银行 (Bank of New York)，为投资者提供全方位金融投资和投顾服务，包括产品开发、基金组合、团队管理、宏观分析、投资交易、绩效评估、平台风险管理、ETFs 和对冲交易策略投研开发等。

### 【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和居姍博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

