

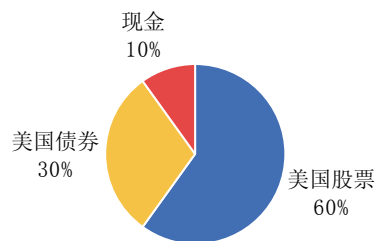
另类投资简介

本文件所载信息和意见不是旨在供全面研究、或提供财务或法律意见用途，及不应被依赖或用以取代任何有关个别情况的个别建议。

©2003摩根士丹利版权所有。未经摩根士丹利表示同意，不得抄袭或剪辑本文资料。

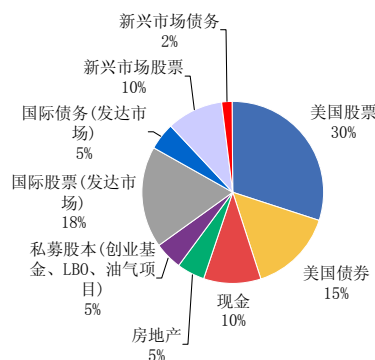
私人投资者资产配置

传统策略:
现金、股票和债券 (%)



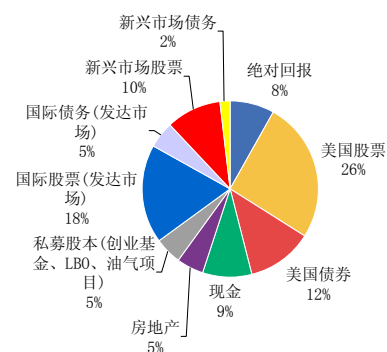
按传统做法，大部份美国私人投资者的组合几乎都不外乎本国股票、债券和现金。多年来，股票、债券和现金的配置比率平均约为60%、30%和10%

80年代:
另类及国际资产 (%)



从80年代中期至80年代末期，一些机构和少数私人投资者开始把部分资产投向风险基金、房地产、杠杆买断交易(LBO)、石油和天然气投资项目，之后，又开始涉足国际和新兴市场的股票和债券市场

90年代至2000年往后:
绝对回报策略 (%)



从90年代起以及踏入新世纪以来，机构和私人投资者已开始利用各种市场中立策略，包括股票市场(认股权证和可换股套利、封闭式对冲基金策略、对冲资产负债表和交叉拥有权套利、配对股票套利、混合证券套利、及其他涉及衍生工具的技术策略)和固定收益证券(债券)市场(期货、掉期安排、信贷风险和收益曲线定价错位、及附带和明确期权技术策略)

©2003摩根士丹利版权所有。未经摩根士丹利表示同意，不得抄袭或剪辑本文资料。

为何要进行另类投资？

另类投资是否适用取决于投资者的投资目标和其风险承受力，但并不适合所有投资客户

如能适度地将其加入传统投资组合中，很多另类投资可为组合带来显著的效益

多元化以减低风险

- 另类投资产品可帮助降低风险，因为投资可分散于各种类的投资工具。相对于共同基金而言，它们大多数持有领域更广阔的潜力投资。以对冲基金为例，它可买入低流通仓盘、受限制股票和债务、衍生期权以及沽空股票
- “与传统的投资股票和债券的共同基金经理相比，对冲基金及商品交易顾问拥有不同的交易模式或风格(比如进行长/短仓或杠杆买卖)和交易机遇(比如商品和货币市场)。他们分析可能影响价格走势(上涨或下跌)的因素并掌握相对回报变动从而获益。”⁽¹⁾

相互关系

- 很多另类投资都被做成这样一种结构，即与大市和传统模式投资走向有极少的相关性，甚至成反方向的关联
- “对冲基金投资与股票/债券类投资组合的总体相关性低于其与[风险基金和杠杆买断交易]的相关性；这种低相关性使其在股票/债券组合表现最差的月份里，享有额外的优势。”⁽²⁾

顶级经理人和出色的回报

- 极具奖励性的收费架构往往能吸引表现最聪明和最优秀的经理人和交易员投身该行业；最佳回报的大部分通常来自另类投资领域⁽³⁾
- 另类投资的表现很多时候都优于主要市场指数，有时候甚至好得多

利益相连

- 大部份经理人的报酬，除了按受托管的资产规模收取费用外，还有一部分是根据其表现来订，以激励经理人实现更高的回报并减低风险⁽⁴⁾

注：(1) 摘自“对冲基金和期货投资管理定量分析”第2页，作者Schneeweis, Thomas and Richard Spurgin，麻省大学出版。(2) 摘自“机构投资者组合中的另类投资”第5页，作者Schneeweis, Thomas and Richard Spurgin，麻省大学出版，1997年11月16日。(3) 摘自“着手投资对冲基金”第7页，作者Strachman, Daniel A.，John Wiley & Sons出版，纽约，2000年。(4) 摘自“投资对冲基金：新市场策略”第33页，作者Nicholas, Joseph G.，彭博出版社，新泽西州，1999年。

©2003摩根士丹利版权所有。未经摩根士丹利表示同意，不得抄袭或剪辑本文资料。

另类投资架构

发展历程

- 1949年阿尔弗来德琼斯(Alfred Winslow Jones) 在其发表于<<财富杂志>>(Fortune) 的一篇名为“预测的最新潮流” (“Fashion in Forecasting”) 的文章里，最早给对冲基金设下基础定义⁽¹⁾
- 同年，琼斯以其公司A.W. Jones & Co. 的名义创立首个对冲基金，该基金持续录得盈利直至60年代下旬⁽¹⁾

费用与成本

- 管理费是按基金资产总值的百分比计算(一般是每年收取相当于管理资产值的1-2%)⁽³⁾
- 奖励费是根据基金取得的利润计算(一般是占每年利润的20%)⁽²⁾
 - 最低设定额度(Hurdle Rate)指经理人每年有权分享回报前必须实现的最低回报水平⁽²⁾
 - 高水线(High Water Mark)指经理人必须超越以前最佳业绩的水平，才可享有额外奖励费⁽²⁾
- 成本主要包括法律顾问、审计和行政等费用⁽²⁾

最低投入资金

- 最低投入资金额由10万至1000万美元不等，但一般介乎50万至100万美元之间⁽³⁾

注册与监管

- 另类投资普遍属于私人投资工具，只要其投资者具有认可资格且参与人数不超过99名，一般可豁免向美国证监会(SEC) 注册登记⁽⁴⁾
- 对冲基金经理人是投资顾问，只要他们限制投资者数目且不作广告，也可获豁免注册登记⁽⁴⁾

税务事项

- 大部份基金是以有限责任合伙人方式组成，所以有关税务全部转嫁予投资者⁽⁵⁾
- 与税务相关事项(如利润、亏损、及向免税机构作杠杆借贷涉及的税务责任) 必须包括在投资者的应纳税预算内⁽⁵⁾
- 境外公司通常容许免税投资者投资杠杆项目⁽⁵⁾

注: (1) “着手投资对冲基金”第24, 28页, 作者Strachman, Daniel A., John Wiley & Sons出版, 纽约, 2000年。(2) “投资对冲基金: 新市场策略”第51, 52页, 作者Nicholas, Joseph G., 彭博出版社, 新泽西州, 1999年。(3) “投资对冲基金: 新市场策略”第52页。(4) “投资对冲基金: 新市场策略”第50, 51页。(5) “投资对冲基金: 新市场策略”第54, 55页。

另类投资面对的主要风险

锁定期(Lock-Up Period)

- 投资者可能需要在一段时间内持续持有其投资，或遵守标准的流通条款，才能将投资赎回⁽¹⁾
- 锁定期由6个月至5年不等⁽¹⁾

流动性低

- 投资者或许只能每月或每季度一次要求赎回投资⁽²⁾
- 伙伴数目有限制的基金也许会要求投资者预先30-90天(不包括有关流动性限制)，通知基金关于其欲在流动性窗口开放之前赎回投资的意愿⁽²⁾

缺乏信息

- 鉴于大部份另类投资的经理人不会公开推广其基金，可取得的有关基金信息相对有限⁽³⁾
- 由于免于在SEC注册，经理人无需每日计算基金的表现和资产净值变动，因此通常只每月或每季汇报一次⁽³⁾

注: (1) “投资对冲基金：新市场策略”第52, 53页，作者Nicholas, Joseph G.，彭博出版社，新泽西州，1999年。(2) “投资对冲基金：新市场策略”第53页。

(3) “投资对冲基金：新市场策略”第54页。

主要另类投资策略

**股票市场中性/
平衡长/短仓**
(Equity Market
Neutral/Balanced
Long/Short)

依据分析数据进行套利的股票市场中性策略投资组合，内容包括相互冲销的看涨(长)和看淡(短)股票仓位，其美元数额大约相等。市场中性策略师利用精密的定量和定性分析模型来选择股票。一方面买入预期表现会跑赢大市的股票长仓，另一方面沽空预期表现会比大市逊色的股票。通过平衡手上的长短仓，使其组合能免受受制于任何影响大市涨落事件的发生而产生的波动。他们通常对各行业和投资模式运用同样的逻辑。因此，不论市场偏哪个方向，市场中性策略师通过其模型准确挑选价格偏高和偏低股份而实现利润。

汇点
(Convergence)

专注使用会点策略的经理人擅长于买卖与大势走势无关或相关度低的证券套取利润。经理人买入同一个发行人发行的不同证券(比如普通股和可转换债券)，然后针对它们之间存在的息差或价差实现利润。举例：经理人买入一种他认为目前价格偏低的证券，同时沽空由同一个发行人发行的另一种类证券。

可换股套利
(Convertible
Arbitrage)

可换股套利寻求在可转换债券与相对应的普通股之间的价格关系中获利。可转换债券是一种可转换为发行公司某固定数目的股份的债券，是一种债券和股票特点都包含在内的混合式证券，因此其价格同时反映了两者的市值。通过买入可转换债券和沽空相对应的股票，可换股套利策略利用两者间复杂的定价关系套取利润。一般而言，可转换债券价格在跌市时的下跌速度没有相对应股份跌得快；而在升市时，则更能密切反映股份的价格。

债务危机证券
(Distressed Securities)

债务危机证券专家专门投资那些正经历财务或经营困难的公司所发行的证券。危机情况包括公司面临重组、破产、急切求售及其他企业改组等。由于大部分传统投资者必须按法规或跟随一般做法把这些有问题公司的证券出售，此等证券的价格通常被过分压低。因此，反映这些结构性异常和事件结局不确定性的价格折扣随之出现。取决于经理人的投资模式，他可选择投资银行债务、企业债务、交易索偿、普通股、或认股权证。

©2003摩根士丹利版权所有。未经摩根士丹利表示同意，不得抄袭或剪辑本文资料。

主要另类投资策略 - 续

新兴市场 (Emerging Markets)

新兴市场专家主要投资于发展中国家或“新兴”金融市场的公司所发行的证券。凭着他们专业的知识，以及通过驻足这些金融信息往往十分封闭的市场的信息优势，他们可以抓住新兴市场因效率低导致价格错配的有利机遇。他们通过确认并投资价格偏低的资产而获利。然而，基于新兴市场经常出现流通量不足、市场基本设施不够、投资选择少、较容易发生政治危机和信息渠道多障碍等情况，在这一领域进行投资并非易事。因此，投资者要面对比投资于发达国家市场大得多的风险。然而，可带来更大风险的同样因素也可带来极具吸引力的投资机遇。由于他们主要是走长线看涨的，新兴市场策略广为共同基金经理和对冲基金经理所采用。

股票对冲 (Equity Hedge)

股票对冲策略师寻求通过主要持有长仓并同时沽空股份或股市指数期权而获利。取决于市场形势，组合持有的可以是净长仓或净短仓。在牛市他们提高长仓持有量，在熊市时则减持或甚至转为净短仓。一般而言，持空仓的目的是作为对冲大市下调的工具，此外还能在大市整体走下坡的情况下继续录得正数回报。在升市情况下，股票对冲策略师希望其所持长仓的升值速度跑赢大市，所持短仓的升幅则低于大市。同样地，股市下滑时，希望短仓的跌幅高于大市，其长仓的跌幅没有大市的严重。股票对冲基金经理人的回报来源跟传统专挑看涨股票投资的基金经理差不多，区别在于他们使用沽空及对冲手段以期在跌市中跑赢大市。

事件主导/特殊情况 (Event Driven/ Special Situations)

事件主导投资策略家专门在一家公司发生重大事件(如濒临破产边缘、财务重组、合并、收购及/或分拆一个附属业务)时向该公司进行投资。对于能正确地预料事件结果的专家来说，这些事件结果的不确定性正好为他们带来投资机遇。一般而言，这些特殊公司事件可分为三类：风险套利机遇、债务危机证券情况和特殊情况。事件主导专家将会根据各类公司事件所能带来的潜在最佳回报来调整其在组合中的比重。

©2003摩根士丹利版权所有。未经摩根士丹利表示同意，不得抄袭或剪辑本文资料。

主要另类投资策略 - 续

固定收益套利 (Fixed Income Arbitrage)

某些债券及其衍生期权工具的价值在数学上和历史上都是相互关联的，当固定收益或相对值套利专家认为上述两者间的关系出现了暂时性的错配或将出现变动时，便买入可互相冲销的长/短仓盘。当证券价值之间的扭曲关系回到预期的水平或朝套利专家所预期的方向移动，他们便有利可图。这些相关投资工具间的价值差别一般十分轻微；因此，在买入和冲销长/短仓盘的同时，套利专家通常会在若干程度上计入潜在的利率变动以减低组合的风险承担，使其不致高于借贷所涉及的风险水平。

宏观投资 (Macro Investing)

宏观投资者通过寻找和确认极端的价格/价值差异及股市、利率、外汇和实际商品市场的持续走势，以及用杠杆借贷对这些市场的价格涨落下赌注而套取利润。在确认价格/价值差异方面，他们采用从上而下的全球策略，专注研究全球宏观经济和政治事件将如何影响金融投资工具的价值并作出预测。他们拥有任何对冲基金策略所能拥有的最广泛的权限，可以实际参与和持有任何市场的任何投资工具。宏观投资者通过准确预测全球市场的价格移动来实现利润，他们可利用任何投资策略以助其抓紧价格差异的获利机会。他们可使用集中化的方法或多元化的策略，投资于各类型的投资工具。很多时候，在守候机会的同时，宏观投资者会采用多种其他的对冲基金策略。

期货管理 (Managed Futures)

期货管理乃利用期货市场的低交易成本和杠杆运作来套取高额利润的另一种另类投资策略，它与传统式投资互不关联。这种无关联特点使其成为多元化投资工具的最佳选择之一。可进行的交易包括外汇、利率、股市指数和农业产品市场。

合并套利 (Merger Arbitrage)

合并套利专家专门投资于一些正被收购或介入一项合并行动的公司。他们通常会买入正被收购或其他公司进行合并的公司的普通股，另一方面沽空提出收购公司的股票。由于所有合并都需要时间，并有交易也许不能完成的风险，目标公司的股票一般会以折让价进行交易并于合并完成后回升。如交易失败，目标公司的股价通常都会下跌。合并套利专家通过准确估计已公布合并项目的成败，并抓住目标公司股份的现行市价与交易一旦完成后的预期升幅两者间的差别，套取利润。

©2003摩根士丹利版权所有。未经摩根士丹利表示同意，不得抄袭或剪辑本文资料。

主要另类投资策略 - 续

合并套利 (Merger Arbitrage)

合并套利专家专门投资于一些正被收购或介入一项合并行动的公司。他们通常会买入正被收购或其他公司进行合并的公司的普通股，另一方面沽空提出收购公司的股票。由于所有合并都需要时间，并有交易也许不能完成的风险，目标公司的股票一般会以折让价进行交易并于合并完成后回升。如交易失败，目标公司的股价通常都会下跌。合并套利专家通过准确估计已公布合并项目的成败，并抓住目标公司股份的现行市价与交易一旦完成后的预期升幅两者间的差别，套取利润。

私募股本 (Private Equity)

私募股本(又称直接投资)可涉及创业资本投资或杠杆买断交易活动。由证券经纪行或创业公司组织的创业资本投资合伙人有限公司，为新创立公司、或正处于成长初期的公司或正处于产品或服务开发早期的公司筹集所需资金。合伙人一般以资金换取公司的股本权益。数目有限的合伙人从公司所赚利润中获取收益。假如公司经营成功并取得上市资格，数目有限的合伙人便可通过向公众出售所持有的私募股份，把投资和利润套现。进行杠杆买断交易的经理人利用借贷资金购入某公司的所有权。在多数情况下，目标公司的资产会被作为收购贷款的抵押品。管理层可运用这一技巧取得控制权，把公司从公众公司转为私营公司。在差不多所有的杠杆买断交易中，公众投资者都能取得高于现行价的溢价。

房地产 (Real Estate)

房地产策略师投资买入如住宅或办公室大楼、购物中心、工业仓库和酒店等物业，然后把收益分发予数目有限的投资伙伴。假如物业价值随时间而上升，他们会将其出售，把利润分给数目有限的投资伙伴。合伙人公司由一名经理合伙人管理，就买入和出售物业做出决定和处理日常事务，比如向投资伙伴分发盈利。根据税务改革法案(1986)提出的被动损失原则，投资者不可以再以房地产伙伴公司的亏损抵消其来自薪金及其他投资的收入。尽管税务效益消失，自80年代中以来，合伙人公司均能随着所投资的房地产不断升值而实现高额经常收益和长期资本增值。

©2003摩根士丹利版权所有。未经摩根士丹利表示同意，不得抄袭或剪辑本文资料。

主要另类投资策略 - 续

行业基金 (Sector Funds)

行业策略专家把其投资领域限制在某个个别行业、个别经济板块或其他覆盖同一产品、市场或主题类别。他们可以持有各类投资工具的长仓或短仓，在整个行业或若干子行业领域内把组合多元化。行业基金经理结合对金融市场的基本因素分析和对行业的专业认识，在行业中寻找最佳的投资机会。经他们确认的机遇不一定是增长型股票。在跌市时，他们也许会通过确认行业中表现最差的股票而获利。他们有时会通过买入指数认沽期权或沽空估值过高的股票，以对冲市场或行业价格下跌造成的影响。

沽空 (Short Selling)

投资顾问运用沽空手法在股份价格下跌时套取利润。这一策略涉及卖出一只卖方并不拥有但预期价格会下跌的股份。沽空者向第三方借入证券将之交付买家，稍后再从公开市场买入该证券归还给第三方借出人。假如沽空者能以比卖出价为低的价格再买入证券，他便有利可图。此外，沽空者还可从沽空股票所得现金赚取利息。然而，假如股价上升，那么他便会蒙受损失。一般而言，沽空者必须以其价值等于所借证券市价的其他证券或现金作抵押。

©2003摩根士丹利版权所有。未经摩根士丹利表示同意，不得抄袭或剪辑本文资料。

免责声明

本文件所载信息和意见不是旨在供全面研究、或提供财务或法律意见用途，及不应被依赖或用以取代任何有关个别情况的个别建议。

本文件所载内容只是参考资料，根据已公开的并被认为来源可靠的资料编制。我们有权更改而无需事先发出通知。摩根士丹利不会就因此而引起的一切索偿承担任何责任，对资料的准确性和完整性、所载条文或其中错误或遗漏概不负责或保证。法律、会计和税务限制、交易成本和任何假设的变动都有可能对交易的经济效益构成重大影响。本文所载资料及分析不应被视为税务、法律或投资建议，它们未必适用于阁下的具体情况。因此，阁下在开始任何交易之前及之后应咨询阁下本身的税务、法律、投资或其他专业顾问的意见，以决定是否合适。任何投资回报、不论是过去的、假设的或其他情形，均非未来业绩的保证。本文件所载资料并不构成对任何金融投资产品进行买卖或参与任何交易策略的要约。摩根士丹利是摩根士丹利添惠有限公司的服务标志及服务是通过Morgan Stanley & Co. Incorporated提供。

©2003摩根士丹利版权所有。未经摩根士丹利表示同意，不得抄袭或剪辑本文资料。