

卢扬洲 游 春 主编

中国对冲基金 年度报告

2013

The Annual Report of Chinese Hedge Fund (2013)



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

卢扬洲 游 春 主编

中国对冲基金 年度报告

2013

The Annual Report of Chinese Hedge Fund (2013)



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国对冲基金年度报告 (2013) / 卢扬洲, 游春主编. —北京: 经济管理出版社, 2013. 10
ISBN 978 - 7 - 5096 - 2688 - 7

I. ①中… II. ①卢… ②游… III. ①对冲基金—研究报告—中国—2013 IV. ①F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 245503 号

组稿编辑: 宋 娜
责任编辑: 宋 娜 赵 娜
责任印制: 黄章平
责任校对: 超 凡



出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京晨旭印刷厂

经 销: 新华书店

开 本: 880mm × 1230mm/16

印 张: 24.75

字 数: 650 千字

版 次: 2014 年 1 月第 1 版 2014 年 1 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 2688 - 7

定 价: 380.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

目 录

第一章 对冲基金的发展状况	1
第一节 对冲基金的数量与规模	6
一、2012 年对冲基金的发行情况	7
二、2012 年对冲基金的清盘情况	11
第二节 对冲基金产品的类型特征	13
一、有限合伙类产品	13
二、信托类产品	14
三、专户理财产品	16
四、银行理财产品	17
五、海外基金产品	18
第二章 对冲基金的收益及风险分析	20
第一节 对冲基金的收益分析	20
一、方向型策略对冲基金的收益分析	22
二、相对价值型策略对冲基金的收益分析	30
三、事件驱动型策略对冲基金的收益分析	32
四、基金的基金 (FOF) 策略对冲基金的收益分析	33
第二节 对冲基金的风险分析	34
一、波动率情况分析	34
二、下行风险控制	36
第三节 对冲基金风险调整后的收益分析	38
一、夏普比率	39
二、詹森指数	39
第三章 对冲基金参与主体的情况分析	42
第一节 投资顾问的状况	42
一、投资顾问的分布情况	42
二、投资顾问的特征变化	43
三、投资顾问的业务新趋势	44

第二节 产业链中的合作方	48
一、信托公司	48
二、银行	53
三、证券公司	55
四、第三方理财公司	56
第四章 中国对冲策略面面观	58
第一节 股票多空仓策略	58
一、股票多空仓策略概况	58
二、我国股票多空仓策略对冲基金市场规模	59
三、我国股票多空仓策略对冲基金业绩分析	59
第二节 管理期货策略	61
一、管理期货策略概况	61
二、管理期货公司的组织架构	61
三、程序化交易	63
四、欧美期货 CTA 基金的现状及研究	63
五、我国管理期货策略对冲基金市场规模	67
六、我国管理期货策略对冲基金业绩分析	68
第三节 基金的基金(FOF)策略	70
一、对冲基金的基金的定义	70
二、对冲基金的基金的发展规模	71
三、对冲基金的基金的优势	71
四、我国对冲基金的基金的现状	72
五、我国 FOF 策略对冲基金的业绩分析	73
第四节 相对价值策略	76
一、相对价值策略的概况	76
二、相对价值策略的获利原理	76
三、相对价值策略的子策略体系	77
四、我国相对价值策略对冲基金的市场规模	79
五、我国相对价值策略对冲基金的业绩分析	79
第五节 全球宏观策略	81
一、全球宏观对冲基金的发展	81
二、全球宏观策略基金的业绩表现	82
三、我国全球宏观策略基金的市场规模	83
四、我国全球宏观策略基金的业绩分析	84
第六节 事件驱动策略	85
一、事件驱动策略的概况	85
二、事件驱动策略的体系	86
三、我国事件驱动策略基金的市场规模	89
四、我国事件驱动策略对冲基金的业绩分析	89

第七节 固定收益方向型策略	91
一、固定收益的概况	91
二、固定收益子策略的体系	92
三、2012 年固定收益市场宏观数据回顾	92
四、我国固定收益方向型策略基金的市场规模	93
五、我国固定收益方向型策略对冲基金的业绩分析	94
第五章 对冲基金的监管	96
第一节 美国对冲基金的监管措施	97
一、美国对冲基金的监管主体	97
二、美国对冲基金监管的法规体系简介	97
三、对于私募发行的认定	102
四、对于合格投资者的认定	103
五、《多德·弗兰克法案》及《私募基金投资顾问注册法》的 主要变革	104
第二节 中国香港地区对冲基金的监管及其变革	106
一、有关对冲基金公募的主要规则	106
二、有关对冲基金的基金的规定	108
第三节 我国对冲基金监管趋向正规化	108
一、新《证券投资基金法》对私募基金的规定	108
二、对冲基金行业的监管现状	110
三、保险资产管理公司开展资产管理产品业务	117
四、监管建议	119
第六章 对冲基金行业的展望	122
第一节 2012 年对冲基金行业的重要事项回顾	122
一、新《证券投资基金法》颁布，私募监管入法	122
二、《期货公司资产管理业务试点办法》颁布	122
三、《证券公司资管业务管理办法》颁布	123
四、中国首个对冲基金的基金（FOHF）在前海诞生	123
五、中小企业私募债券登上资本舞台	124
六、证监会发布《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》 ...	124
七、保险私募基金开闸	126
八、私募券商合作绕开信托	126
第二节 量化投资风起云涌	127
一、量化投资的概述	129
二、量化投资策略的特征	131
三、程序化交易、算法及高频交易之间的区别	132
四、量化投资在中国的学步	136
五、量化交易服务体系及现状	139

六、CTP 程序化交易系统	140
七、量化投资交易平台	142
第三节 2013 年对冲基金发展趋势	147
一、国内对冲基金未来规模增长空间巨大	147
二、多元化投资策略时代来临	148
三、逐步同全球的对冲基金和共同基金发展模式接轨	154
四、以客户为导向划分投资策略的财富管理混业经营时代来临	154
第四节 国内外对冲基金的差距和挑战	155
一、对冲基金“谈虎色变”，风险很高，被妖魔化	155
二、公募基金和私募基金不分，对冲基金和共同基金不分	158
三、对冲基金就是带对冲带套利的基金	162
四、国内公募操作私募化，私募操作同质化	164
五、对冲基金与私募基金、对冲基金与公募基金、对冲基金与券商专户、信托 理财与银行理财产品的关系，对冲基金与量化投资的关系	167
第七章 对冲基金的分类与指数体系简介	169
第一节 对冲基金的分类体系简介	169
一、对冲基金策略分类	169
二、发行渠道分类	170
三、投资品种分类	170
四、实现方式分类	171
第二节 对冲基金指数	172
第八章 投资策略研究报告	175
第一节 股票多空仓策略研究报告	175
一、股票多空仓策略的定义和特征	175
二、股票多空仓策略的规模和收益	176
三、策略市场风险	177
四、股票多空仓基金的发展历史	178
五、股票多空仓策略体系	179
六、著名股票投资基金：老虎基金	183
七、股票多空仓策略绩效评估	183
八、中国股票多空仓对冲基金投资环境	187
九、股票多空仓策略在国内市场的应用	189
十、2012 年年初国内股票市场走势	190
十一、国内股票多空仓策略所面临的挑战	191
第二节 事件驱动策略研究报告	192
一、事件驱动策略概况	192
二、事件驱动子策略	193
三、事件驱动策略的发展演进	193

四、次贷危机中的大赢家：保尔森对冲基金	195
五、事件驱动基金业绩分析	196
六、事件驱动策略在国内市场的应用	199
七、国内事件驱动策略发展优势与挑战	204
第三节 管理期货 (CTA) 策略研究报告	206
一、管理期货基金概述	206
二、投资工具和投资模式	207
三、美国管理期货运作流程	209
四、管理期货基金的发展演进	210
五、管理期货的优势	212
六、管理期货基金投资策略分析	216
七、管理期货基金的绩效分析	218
八、管理期货基金在国内的发展	220
九、管理期货在我国的发展制约和“瓶颈”	224
第四节 对冲基金的基金研究报告	225
一、对冲基金的基金发展演进	225
二、对冲基金的基金投资管理体系	226
三、对冲基金的基金评价体系	229
四、国内发展状况	233
五、国内对冲基金的基金发展“瓶颈”和构建设想	235
第五节 相对价值策略研究报告	237
一、对冲基金概况	237
二、华尔街最牛对冲基金：大奖章基金	239
三、相对价值策略绩效分析	240
四、可转换债券套利策略	241
五、可转换债券的定价模型	244
六、固定收益套利 (Fixed Income Arbitrage)	253
七、股票市场中性策略 (Equity Market Neutral)	260
八、抵押支持证券套利	263
第六节 股指期货套利策略研究报告	264
一、沪深 300 指数期货	264
二、套利策略分析	265
三、小结	272
四、结论	272
第七节 分级基金套利研究报告	273
一、分级基金概述	273
二、分级基金套利的条件	283
三、分级基金套利的模式	289
四、分级基金套利的成本费用与风险障碍	292
五、分级基金套利的风险管理	294

六、目前市场上存在的分级基金套利机会	300
第八节 统计套利研究报告	302
一、统计套利策略概述	302
二、统计套利对冲基金风险分析	312
三、统计套利策略的优势与局限	313
四、统计套利策略的发展演进	314
五、统计套利对冲基金在我国的发展	315
六、国内对冲基金发展的制约和瓶颈	316
第九节 基于沪深 300ETF 的统计套利研究报告	316
一、沪深 300ETF	316
二、统计套利概念	317
三、套利策略与实证检验	319
四、样本期内套利	321
五、小结	322
六、结论	322
第十节 量化投资研究报告	323
一、程序化交易是投资的必然趋势	323
二、程序化交易系统	324
三、CCI 趋势捕捉系统	327
四、三重指标交易系统	333
五、移动平均线和震荡指标结合	339
第十一节 洛氏霍克交易法研究报告	345
一、1-2-3 结构	345
二、洛氏霍克结构	350
三、交易依据	352
第十二节 网格交易法研究报告	357
一、网格交易法策略概况	357
二、网格交易法策略设计	357
三、数据汇总报告(股指期货)	359
四、数据汇总报告(强麦主力合约)	361
五、优化总结	363
第十三节 KDJ 震荡策略系统交易研究报告	364
一、KDJ 简介	364
二、KDJ 系统交易策略设计	365
三、数据汇总报告	366
第十四节 海龟交易法则研究报告	370
一、海龟交易法则概论	370
二、海龟交易法则的编程、测试与改进(回顾测试)	371

附 录	378
附录 1 2012 年中国高端财富管理与对冲基金高峰论坛 ——“创新私募·高端理财”	378
一、论坛背景	378
二、宗旨及意义	378
三、中国“创新型绝对收益私募基金”奖项设置	380
四、创新型绝对收益私募基金颁奖现场	381
附录 2 中国现有的分级基金概况	382
附录 3 FOF 策略对冲基金	387

第一章

对冲基金的发展状况

从全球对冲基金的发展趋势来看,国外的对冲基金经过几十年的发展,每年以30%的增长速度在发展,到2008年,国外对冲基金的管理资产规模已经达2.5万亿美元。这是2008年之前的统计数据。2008年之后,对冲基金的规模曾有过短暂的下降,但是最近几年还是保持了20%~30%的增长速度。截至2012年第三季度末,对冲基金资产管理规模已达21900亿美元,如图1-1所示。

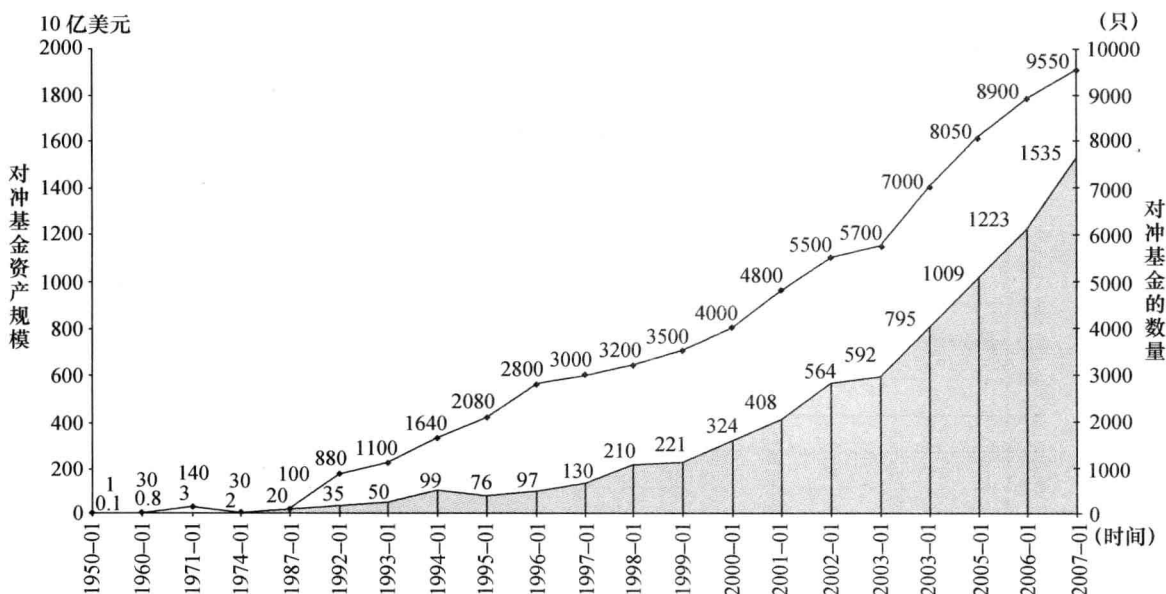


图1-1 对冲基金资产与对冲基金的数量

资料来源: Wind 资讯, HFRI 数据库。

国外的对冲基金有非常完善的数据库体系,所以笔者利用美国对冲基金研究公司的数据库体系来分析对冲基金各种指数的收益情况。图1-2中间颜色较深的曲线是2005~2012年全球HFRI指数。从这个对冲基金指数中就可以看出全球对冲基金行业的发展情况。后面颜色比较淡的曲线是标普500指数,从这里可以看出整个对冲基金行业抗熊市下跌的特性。2008年,标普指数有过剧烈的下跌,但是对冲基金指数下跌的情况比标普500指数要明显小一些。但是

在2010年之后,全球股市,特别是在发达市场的股市处于复苏和反弹的情况下,最近几年全球的对冲基金指数实际上是没有跑离标普500指数。

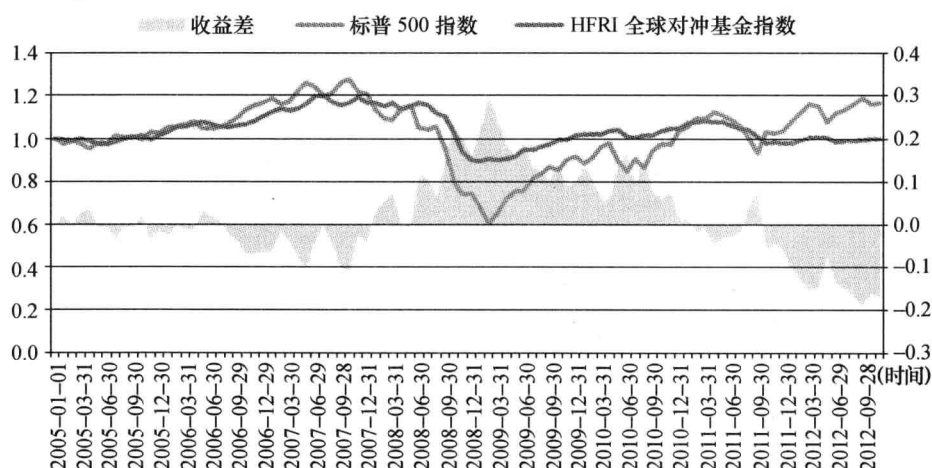


图 1-2 HFRI 全球对冲基金指数

资料来源: Wind 资讯, HFRI 数据库。

但是按照策略来分,实际上全球对冲基金各个分策略的指数收益还是非常好的。股票对冲总指数的数据显示,从2010年开始,对冲基金的指数持续地跑赢标普500指数。图1-3颜色淡的曲线表示标普500指数。自2005年以来,股票高峰期间的数据显示,对冲基金的指数一直跑赢标普500指数。

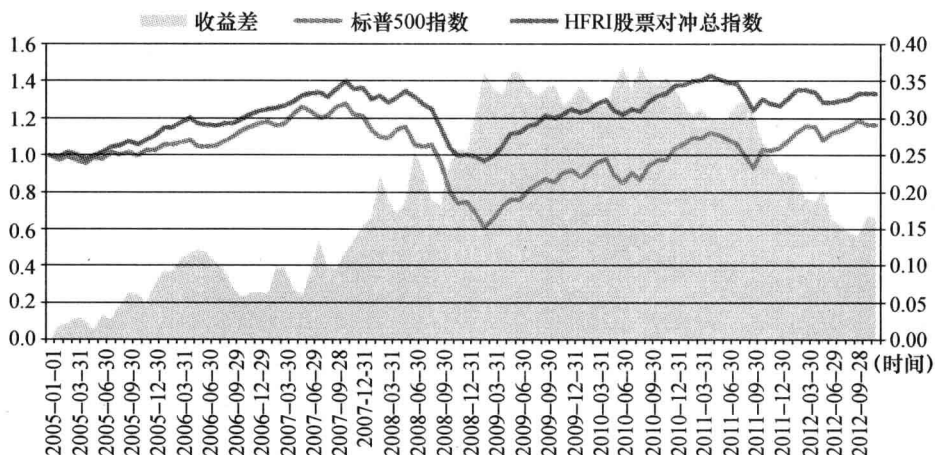


图 1-3 HFRI 股票对冲总指数

资料来源: Wind 资讯, HFRI 数据库。

HFRI 相对价值套利总指数也是对冲基金的指数跑赢标普500指数,如图1-4所示。

FOF 综合指数与标普500指数在2008年之前差不多,但是在2008年,标普500指数有明显的下跌,FOF综合指数下跌的幅度只有它的1/3,这也表现出了对冲基金策略的抗跌性,而且收益一直比较平稳,下挫比标普500指数明显要低(见图1-5)。

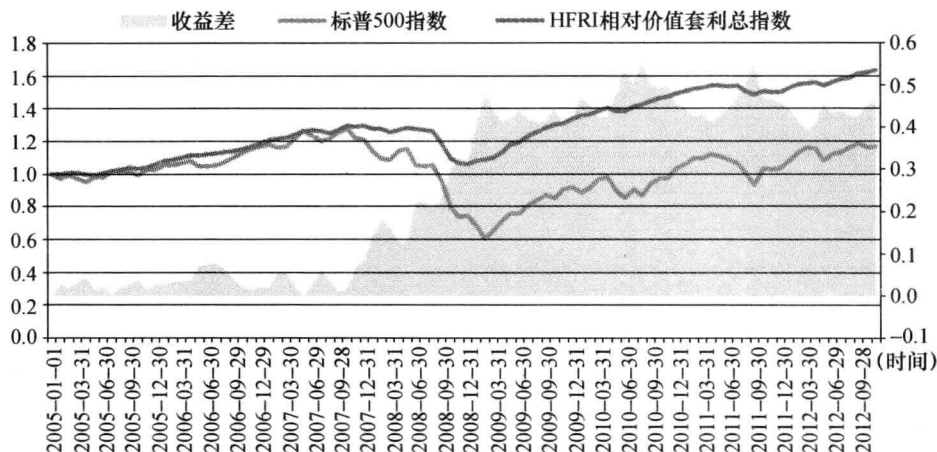


图 1-4 HFRI 相对价值套利总指数

资料来源：Wind 资讯，HFRI 数据库。

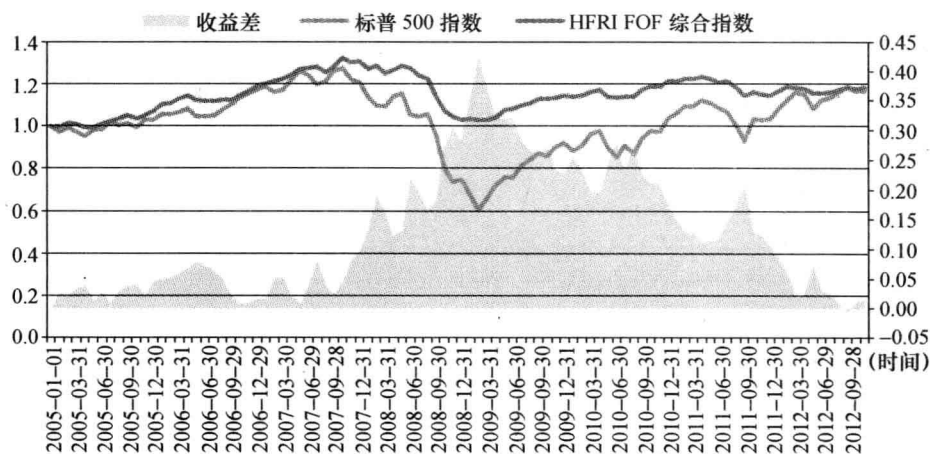


图 1-5 HFRI FOF 综合指数

资料来源：Wind 资讯，HFRI 数据库。

从 HFRI 事件驱动总指数来看，2005～2012 年，对冲基金指数也是明显跑赢标普 500 指数（见图 1-6）。

事实上，宏观策略总指数也是跑赢标普 500 指数的（见图 1-7）。而且，几个主流对冲基金投资策略一直是跑赢标普 500 指数。

2007～2008 年，整个市场呈熊市的时候，管理期货指数表现出与标普 500 指数呈比较明显的负相关，但是在全球市场发展较好的时候，这个指数就下降了，由此可以看出该策略的对冲基金与股市市场的相关性低（见图 1-8）。

从全球各策略的总收益率来看，2005～2012 年，排名第一的是相对价值策略，达 62%，第二是事件驱动策略，第三是宏观策略，第四是股票对冲策略，第五是基金综合策略，以上策略跑赢标普 500 指数（见图 1-9）。

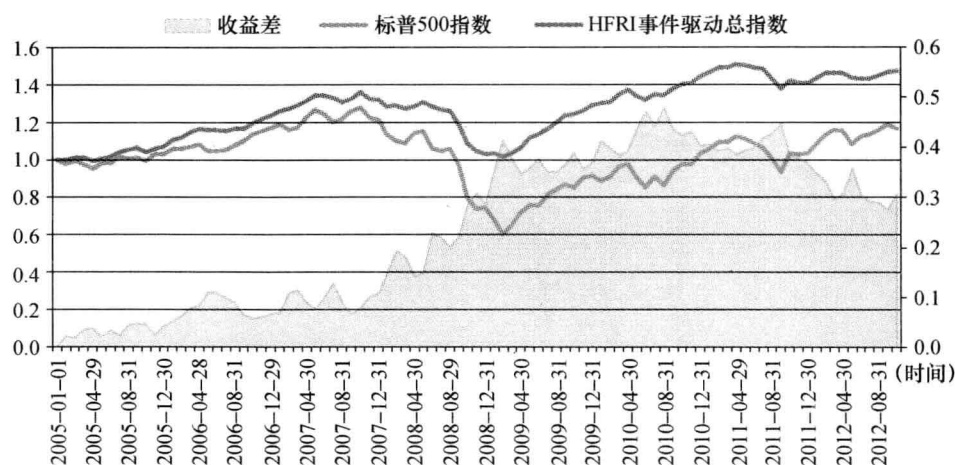


图 1-6 HFRI 事件驱动总指数

资料来源：Wind 资讯，HFRI 数据库。

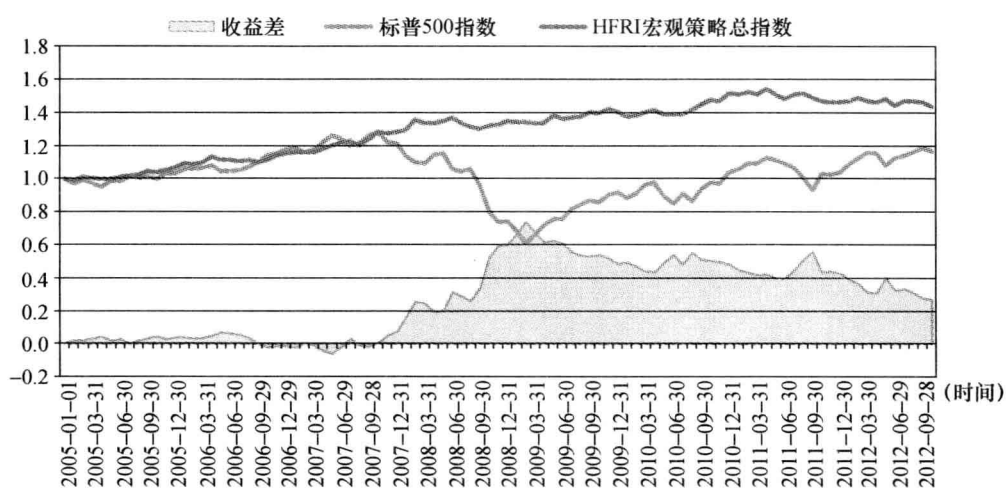


图 1-7 HFRI 宏观策略总指数

资料来源：Wind 资讯，HFRI 数据库。

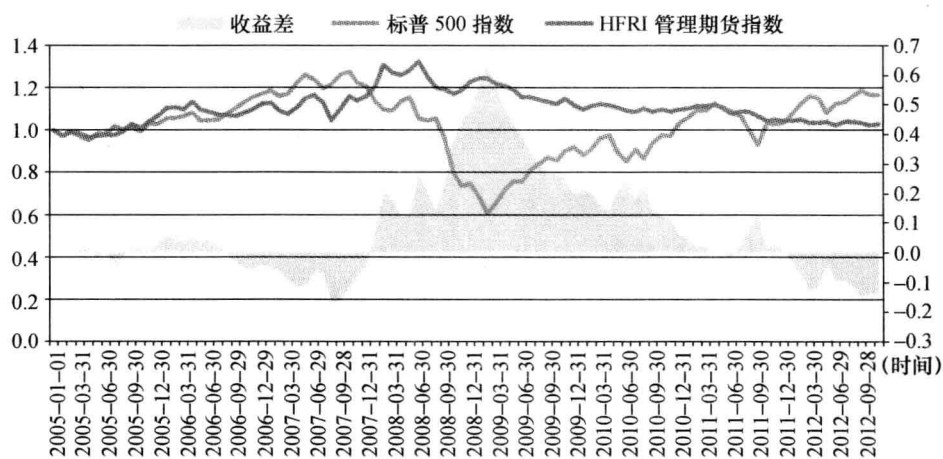


图 1-8 HFRI 管理期货指数

资料来源：Wind 资讯，HFRI 数据库。

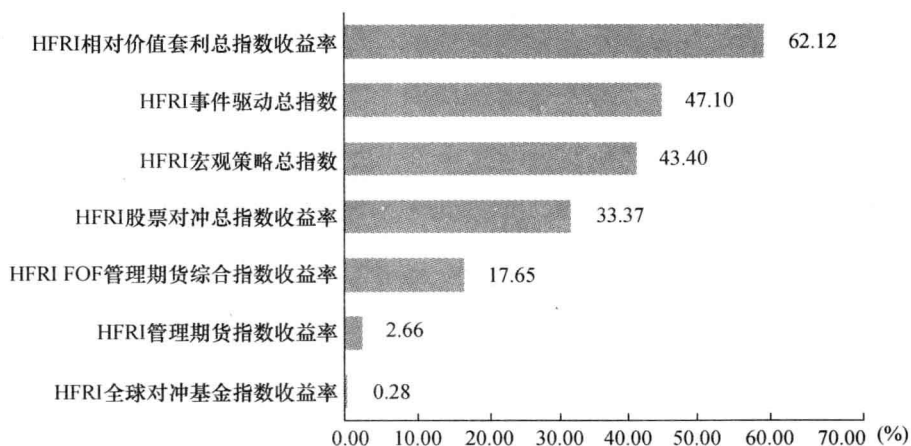


图 1-9 全球各策略总收益率排名

资料来源：Wind 资讯，HFRI 数据库。

从国内对冲基金的发展趋势来看，我们认为其发展空间很大，预计在未来的 10 年内会有十几倍的成长空间。中国基金业的排名始终在全球十强之外，整个公募基金和私募基金的资产规模还没有超过 3 万亿元，中国基金业的规模仅相当于 GDP 的 6%，但是美国的比例已达 80%，巴黎达 45%，马来西亚达 31%，韩国达 27%。所以从这个数据来看，我们要想达到巴西的水平，可能还有 8~9 倍的成长空间，正因为如此，2012 年对冲基金的发展势头依然迅猛。

2012 年，证券市场积极进行各项改革和创新。新《基金法》的出炉将一直游离在法律监管之外的私募基金纳入管理范畴；渠道的拓宽允许私募绕过信托公司发行产品，直接与券商、银行合作；私募自身积极做出适应市场的调整和转变，固定收益类产品表现抢眼；面对市场的惨淡，有人决定退出二级市场，有人却坚守价值投资理念，不离不弃，行业洗牌正在进行。

当大盘指数被熊市纠缠不休时，随之而来的是投资信心和投资市场的“双暗淡”。当投资者在股市中摔得灰头土脸时，对冲基金却凭着一枝独秀的业绩脱颖而出，俨然成了温暖投资者的一缕“微光”。虽然目前国内对冲基金正处于初发展时的“小米加步枪”阶段——投资品种稀缺和投资范围受制，但依然阻挡不了它越来越快的脚步。

这或许和政策环境的逐渐放松不无关系。2011 年银监会推出的一系列政策就打开了信托产品参与股指期货的大门。不仅如此，封停多年的信托账户再次放开，加上券商对于各种创新业务的大力发展，都给致力于采取对冲策略的公募基金和私募基金带来福音，也让一些期货类的私募有望实现阳光化。

此外，低迷的市场环境让金融创新有了较多的“氧气”，对冲基金便在这个时候成长起来。中国金融市场正在进一步开放，这个时候推出创新的投资品种正契合时机，对冲基金在未来 10 年内将在中国迎来它的黄金时期。

如今，国内市场上的阳光私募基金与海外对冲基金有着追求绝对收益的共性，而且具备相似的费率结构。国内资本市场上的阳光私募基金被视为真正意义上的对冲基金的“雏形”，其收取总资金 2% 左右的管理费和投资盈利部分的 20% 作为佣金收入的盈利模式，即俗称的“2-20”收费模式（2% 管理费 + 20% 盈利部分提成），更是国际上对冲基金的基本范式，作为

国内新生代的阳光私募基金，它是我国金融市场进一步开放和完善、进一步走向全球迈出的重要一步，是我国对冲基金发展的一个平台。

第一节 对冲基金的数量与规模

中国对冲基金投资策略还是以单边做多为主，股票多空仓策略基金是我国对冲基金中运用最多的投资策略，因此其基金规模最大，接近 2500 亿元。固定收益方向型策略基金投向于债券、货币等稳定收益市场，而债券发行总量自 2010 年首度突破 5 万亿元关口以来，最近 3 年债券融资规模均以万亿元的量级增长，回顾 2012 年全年，货币在总体上也呈现出净投放的局面，其收益稳定且可放大规模，其规模仅次于股票多空仓策略。随着基金市场的迅速发展，其在欧美及一些新兴市场国家流行开来，FOF 凭借其波动率较小但收益率较高受到机构和个人投资者的青睐，其管理的资产规模也日益庞大。由于宏观策略基金目前还无法在全球范围内进行资产配置，投资标的也仅限于国内的股票、债券、商品期货、股指期货，与此同时又受限于国内衍生品种的缺乏，因此宏观策略型对冲基金规模也受到一定程度的限制。事件驱动型基金主要通过掌握企业发生变化时市场对企业证券的定价与证券的实际价值之间的差异，交易事件发生前后的价格与价值之间的回归。近些年，企业分拆、企业收购、企业合并、破产重组、财务重组、资产重组以及股票回购等频发事件驱动策略基金在 2003 年以后便保持了强劲的增长趋势。我国期货市场发展已有十余年，但目前 CTA（管理期货）策略对冲基金市场仍缺乏有效的法律监管，大众认知度较低，且在新《基金法》颁布之前期货公司不允许开展自营及资产管理业务，这将制约期货对冲基金的发展，但 2012 年量化投资风起云涌，期货资管全面放开，管理期货策略基金规模将迎来快速发展的黄金期（见图 1-10）。

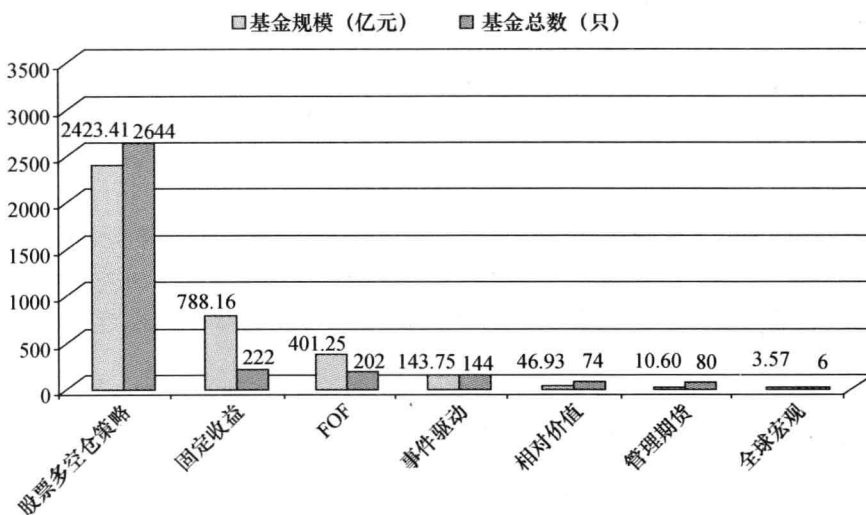


图 1-10 对冲基金产品的累计发行数量与规模（含已结束的对冲基金）

资料来源：对冲网数据库，阿尔法研究中心。

一、2012 年对冲基金的发行情况

(一) 发行市场的总体情况

“股市寒点”之下，主要投资于 A 股市场的对冲基金产品也“在劫难逃”，其业绩频频出现“滑铁卢”。在 2012 年市场低迷的情况下，对冲基金发行也出现了放缓的势态。据统计，2012 年新发行的对冲基金产品一共为 948 只，较 2011 年全年 984 只的发行量有所减少。

图 1-11 显示的是全国自 2012 年以来每月发行对冲基金的总数变化图。从图 1-12 可以看出，随着沪深 300 指数的起伏，2012 年对冲基金的发行总数变化和沪深 300 指数的走势大致相同。继 2011 年 3 月发行的 107 只之后，2012 年 3 月的发行总数达到 118 只的新高点。然而，可能由于春节长假等因素，2 月发行总数只有 54 只，是 2012 年全年发行数量最少的月份。2012 年的平均单月发行的对冲基金总数为 79 只，与 2011 年的平均单月发行总数 82 只相比有所减少。

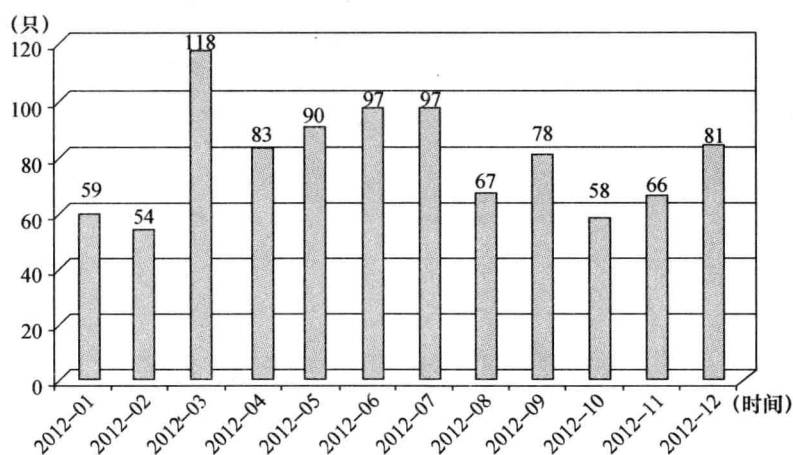


图 1-11 2012 年全国对冲基金的月度成立数量

资料来源：对冲网数据库，阿尔法研究中心。

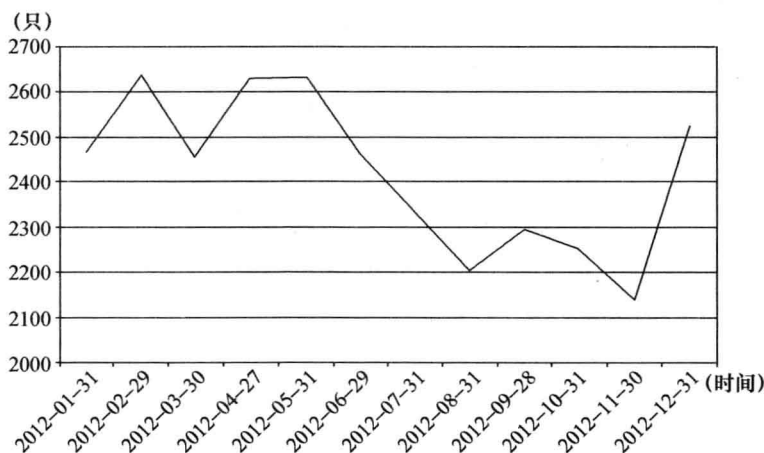


图 1-12 2012 年沪深 300 指数走势图

资料来源：对冲网数据库，阿尔法研究中心。