

深度报告

金融工程

公司发展与产品创新

海外资产管理业专题研究系列之八

2010年7月22日

本系列报告独到之处

- 首次从公司和产品线两个层面展示海外资产管理业的情况，形成一个了解海外金融市场的窗口
- 强调不同明星公司的特点，聚焦产品创新，给国内基金公司及其它资产管理机构以参考

专题报告

金融类另类投资组合管理

Alternatives

相关研究报告：

- 《海外资产管理业之一：先锋基金》
- 《之二：ProFunds 基金》
- 《之三：美国封闭式基金》
- 《之四：美国债券指数基金》
- 《之五：海外量化投资基金》
- 《之六：海外共同基金与股指期货应用》
- 《之七：股指期货与杠杆 ETF 产品设计》

联系人：赵学昂

电话：010-82254206

E-mail: zhaoxang@guosen.com.cn

分析师：焦健

电话：0755-82133928

E-mail: Jiaojian1 @guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040012

1. 另类投资是有别于传统投资的新型产品

另类投资（alternative investments）是一种有别于传统投资，例如股票、债券和现金等的新型投资品种。另类投资具体分为实物投资与金融投资两种，前者一般是投资于艺术品、红酒、古董、钱币或邮票等有形资产，后者一般是投资于商品、私募股权或对冲基金等金融资产。在海外，另类投资是一个非常宽泛的概念，且已经成为资产配置不可分割的一部分。

2. 另类投资具有五个主要特点

另类投资与传统投资产品具有低相关性，常被用作分散组合风险的工具；另类投资通常流动性较差，其收益通常包含流动性溢价，交易成本很高；由于低流动性，缺乏适当的透明度，复杂的交易策略和难以寻找合适的比较基准等原因，另类投资难以给予适当的估值；另类投资的历史数据局限性很强，市场信息的非有效性远强于主动投资市场，跟踪与研究另类投资的成本很高；另类投资提供传统投资无法提供的投资方向，采取了更为特殊的投资策略。

3. 另类投资可分为八个主要类别

按照主要投资品的类别，我们将金融类另类投资分为八个子类，分别为房地产（real estate），私募股权（private equity），商品（commodity investments），对冲基金（hedge funds），管理期货（managed futures），买断基金（buyout funds），基础设施基金（infrastructure funds）和危机证券（distressed securities）。

4. 另类投资的子类存在特定的评价基准

每种另类投资方式都有独立的评价基准，这些基准的差异性很大。在长时间的运行中，这些基准基本得到了公认并以此来评价另类投资的绩效。本报告中提供了房地产，私募股权，商品，管理期货，危机证券和对冲基金的相对官方评价基准。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

引言	4
1. 什么是另类投资	5
1.1 另类投资的定义	5
1.2 另类投资的特点	5
2. 另类投资品种分类	5
2.1 房地产	5
2.2 私募股权	7
2.3 商品	8
2.4 对冲基金	10
2.5 管理期货	11
2.6 买断基金	12
2.7 基础设施基金	12
2.8 危机证券	13
3. 另类投资评价基准	14
3.1 房地产基准	14
3.2 私募股权基准	14
3.3 商品市场基准	15
3.4 管理期货基准	16
3.5 危机证券基准	16
3.6 对冲基金基准	17

图表目录

表 1: REITs 指数历史表现	6
表 2: 1990 - 2004 房地产组合收益	6
表 3: 私募股权与股票市场收益	8
图 1: Dow Jones-UBS Commodity Index 十年历史表现	9
表 4: 1990 - 2004 指数收益	9
表 5: 1990 - 2004 组合收益	9
表 6: 2000 - 2004 组合收益	9
图 2: Barclay Hedge Fund Index 历史表现	10
表 7: 1990 - 2004 对冲基金策略指数表现	10
图 3: Barclay CTA Index 历史表现	12
表 8: 另类投资分类对比	13
图 4: NCREIF 历史表现	14
图 5: NAREIT 历史表现	14
表 9: GSCI 历史表现数据 (全收益)	15
表 10: GSCI 历史表现数据 (年化收益)	15
图 6: GSCI 指数历史表现	16
图 7: MLMI 历史表现	16
表 11: 另类投资分类对比	17
表 12: Dow Jones Hedge Fund Indexes 历史表现	17
图 8: Dow Jones Hedge Fund Index 历史表现	18
图 9: EACM 100 Index 历史表现	18

引言

海外资产管理业专题研究的第八篇中，我们对海外的另类投资这一概念作出了全面的解析。另类投资包括金融类资产投资与非金融类资产投资两种，前者主要包括房地产，私募股权，商品，对冲基金，管理期货，买断基金，基础设施基金和危机证券等有形或无形资产，而后者主要包括艺术品，红酒，古董，邮票和钱币等有形资产。作为金融从业者，金融类资产另类投资相对更容易理解，也更方便被国内各个机构借鉴和引用。本报告分类介绍了各种金融类另类投资的概念，特点和其在组合管理中的绩效，并给出相应的评价基准。在海外，大型投行，基金公司，保险等机构频繁参与另类投资，而后者已经是资产配置中不可缺少的一环，其高风险高收益的特性有着无穷的魅力。在国内，另类投资已经萌芽，但在结构建立，法规约束上都相对初级，这也为将来的发展预留了充足的空间。

1. 什么是另类投资

1.1 另类投资的定义

另类投资 (alternative investments) 是一种投资于有别于传统投资的新型产品, 这里的传统投资包括股票, 债券和现金等。另类投资具体分为实物投资与金融投资两种, 前者一般是投资于艺术品, 红酒, 古董, 钱币或邮票等有形资产, 后者一般是投资于商品, 私募股权或对冲基金等金融资产。因此, 另类投资是一个非常宽泛的概念。Merrill Lynch/Cap Gemini Ernst & Young World Wealth Report 2003 指出, 高资产净值的个人投资者及大型机构投资者通常将 10% 的资产投资于另类投资领域。2007 年统计发现, 该比例有所下降, 为 9% 左右。

1.2 另类投资的特点

另类投资主要有如下五个特点:

另类投资与传统投资产品具有低相关性。另类投资的投资标的与传统投资相差较大, 因此另类投资通常被用作分散组合风险的工具;

另类投资通常流动性较差, 其收益通常包含流动性溢价, 交易成本很高;

另类投资难以给予适当的估值。由于低流动性, 缺乏适当的透明度, 复杂的交易策略和难以寻找合适的比较基准等原因, 另类投资的当前市场价值不易获得;

另类投资的历史数据局限性很强, 市场信息的非有效性远强于主动投资市场, 跟踪与研究另类投资的成本很高;

另类投资提供传统投资无法提供的投资方向, 采取了更为特殊的投资策略。

2. 另类投资品种分类

在本报告中, 我们主要讨论金融类另类投资。按照主要投资品的类别, 我们将金融类另类投资分为八个子类, 分别为房地产 (real estate), 私募股权 (private equity), 商品 (commodity investments), 对冲基金 (hedge funds), 管理期货 (managed futures), 买断基金 (buyout funds), 基础设施基金 (infrastructure funds) 和危机证券 (distressed securities)。这里重点提出, 由于另类投资的分类没有统一的官方口径, 因此各种分类有频繁交叉的情况发生, 各种分类内部的子类也有经常性的重叠。本报告主要参考了 CFA Institute 的分类框架。

2.1 房地产

房地产投资分为直接投资 (direct) 与间接投资 (indirect)。直接投资就是通常意义上的拥有民用地产, 商业地产, 农业用地等资产的所有权, 或直接管理地产资产。直接投资通常金额巨大, 需要面对流动性过低, 高额交易成本, 缺乏透明性, 灵活性差等问题。间接投资是通过某个直接管理地产资产的媒介来进行投资。

直接投资有如下优点:

很多费用可以用来税务豁免;

相比其它投资方式可以使用更大的杠杆;

相比于股票投资可以对公司拥有更大的控制力;

可以按地理区域分散风险。

直接投资的缺点包括:

缺乏投资分割能力,单一的投资可能占据了投资组合的绝大部分;

高额的信息成本,佣金,操作和维护费用,同时需要管理能力;

特殊的地理风险和政治风险。

间接房地产投资包括以下几种:

投资于地产开放商或地产管理商公司的股票或债券;

房地产投资信托 (real estate investment trusts, REITs);

表 1: REITs 指数历史表现

Period	All REIT Index			Composite REIT Index			Real Estate 50 Index™ ¹		
	Returns (%)		Dividend	Returns (%)		Dividend	Returns (%)		Dividend
	Total	Price	Yield ²	Total	Price	Yield ²	Total	Price	Yield ²
Annual (including current year to date)									
2005	8.29	2.51	5.06	8.29	2.51	5.06	13.67	8.51	4.07
2006	34.35	28.31	4.06	34.02	27.98	4.11	35.64	30.28	3.67
2007	-17.83	-21.39	5.29	-17.83	-21.42	5.35	-16.34	-19.57	4.77
2008	-37.34	-41.04	8.37	-37.84	-41.56	8.32	-37.31	-40.78	7.22
2009	27.45	19.90	4.63	27.80	20.15	4.69	27.62	20.36	4.48
2010	5.37	2.93	4.93	5.26	2.81	4.99	4.95	2.55	4.87
Quarter (including current quarter to date)									
2009: Q2	27.49	25.39	6.75	27.28	25.17	6.81	26.88	24.88	6.26
Q3	31.52	29.86	4.89	32.00	30.31	4.92	32.53	30.95	4.49
Q4	8.25	6.86	4.63	8.46	7.04	4.69	9.33	7.98	4.48
2010: Q1	9.57	8.31	4.58	9.46	8.20	4.64	8.58	7.34	4.50
Q2	-3.66	-4.76	4.92	-3.66	-4.77	4.98	-3.22	-4.30	4.86
Q3	-0.19	-0.22	4.93	-0.18	-0.22	4.99	-0.13	-0.17	4.87

数据来源: NAREIT, 国信证券经济研究所

混合地产基金 (commingled real estate funds, CREFs), 该产品为非公开交易的, 投资于地产资产, 并进行基金管理的基金池, 拥有很大的灵活性;

类似于 CREFs 管理模式的独立小管理账户;

基础设施基金 (infrastructure funds), 为私人资金提供投资于公用设施的渠道, 期望未来获取现金收益。

房地产对宏观经济改变的反应与传统投资不同, 并且每一笔房地产投资都具有独特的非系统性风险, 因此该类投资可以提供很好的风险分散效果。

表 2: 1990 - 2004 房地产组合收益

衡量指标 (年化)	50/50	40/40/20	40/40/20
	股票/债券	股票/债券/REITs	股票/债券/房地产
收益率	9.60%	10.34%	9.33%
标准差	7.87%	7.62%	6.59%
夏普率	0.67	0.79	0.77

数据来源: CFA Institute, 国信证券经济研究所

2.2 私募股权

私募股权可以投资于不同阶段或形式的目标公司，例如新生公司（start-up companies），运行期私人公司（middle-market private companies），上市公司（public companies）等。这些目标公司主要以私募股权投资所处的公司发展时期来区分：

投资新生公司，指代投资尚未或刚刚形成产能的公司；

投资运行期私人公司，指代投资已经拥有较强的盈利能力，或许正在筹备 IPO 的公司；

投资上市公司，指代个人投资者购买上市公司的大份额股权，或将其完全私有化，或买断上市公司的分支机构，或购买一家独立的私有公司。

由于投资于新生公司和运行期私人公司具有很高的失败几率，这类私募股权投资的收益率平均低于通过买断基金来投资于上市公司。私募股权投资面临严重的信息不对称与低流动性问题。

私募股权基金是私募股权投资的间接途径，其通常以风投（venture capital）和买断基金（buyout funds）的形式存在。在风投的操作中，一般合伙人（general partners）将有限合伙人（limited partners）的资金集合起来，投入到许多目标公司中去并对目标公司进行经营管理，并在特定时期退出目标公司而实现盈利。

风投的发行人包括处于初始阶段的公司和处于扩张阶段的公司，后者通常需要资金来扩大盈利或准备 IPO。风投的投资人包括天使投资者（angel investors），风险资本家（venture capitalists）和大型公司（large companies）。大型公司一般与风投的发行人处于同一行业，有时也被称作战略合作伙伴（strategic partners）。

私人公司需要经历早期阶段（early stage），后期阶段（later stage）和退出阶段（exit stage），风投可以在各个阶段介入。早期阶段包括如下层次：

种子（seed）：企业家提供了小额资金来使得想法落地；

起始（start-up）：处于盈利前的阶段，将企业家的想法商业化；

第一阶段（first stage）：如果发现想法实用且起始资金耗尽，增加资金投入。

后期阶段指代公司已经产生盈利，需要更多资金来扩大销售的阶段。退出阶段是风投投资人实现收益的阶段，可以通过并购，销售或 IPO 的方式达到。值得注意的是，风投经常将可转换优先股（convertible preferred stock）做为投资工具。

私募股权基金通常采用有限合伙制（limited partnerships）和有限责任公司（limited liability companies, LLCs）的形式来运营，这样的体制可以限制投资者的投资损失并避免双重缴税。上述两者的管理人分别称为 general partner 和 managing director。在基金募集期，管理人会约定一个资金封闭期，通常是五年，也会要求投资人承诺投入的资金额度（committed funds）。管理人通常也会在项目中投入资金并收取投资收益，同时也会收取管理费与绩效激励费。在美国，管理费通常在 1.5% 与 2.5% 之间，这一额度基于承诺资金额度，而非实际投资资金额度。此外，由于管理人的工作强度逐年减小，管理费一般会逐年递减。绩效激励费通常是 20%。为了保护投资人，私募股权基金通常会约定最低收益率，作为是否给予管理人激励费的评判标准。在某些情况下，管理人可以基于项目期望而提前收获激励费，但返还条款（claw-back provision）会在项目期望盈利落空的情况下迫使管理人退还这一部分资金。

私募股权的分散风险能力稍弱于房地产，因为其收益通常与股市联动，但可以提供长期的收益增强。虽然研究表明私募股权与股票市场的相关系数较低，但这可能源于私募股权数据的非连续性。

表 3: 私募股权与股票市场收益

期间	NASDAQ	S&P 500	VC Funds	Buyout Funds
2002-2005	22.4%	14.7%	4.9%	14.7%
2000-2005	-10.1%	-3.1%	-9.3%	3.1%
1995-2005	7.5%	7.7%	26.5%	8.7%
1985-2005	12.3%	11.2%	16.5%	13.3%

数据来源：CFA Institute，国信证券经济研究所

私募股权的投资策略包含以下内容：

由于该类投资流动性很低，组合对其配置不应超过 5%，并且能够忍受 7 到 10 年的封闭期；

尽量分散投资。由于承诺资金额度通常很大，只有组合价值超过 1 亿美元的投资 者有能力同时投资 5 至 10 个私募股权基金来分散风险。对于小投资者，特殊的 混合私募股权基金可以提供离散化功能，但需要追加更高额的管理费用；

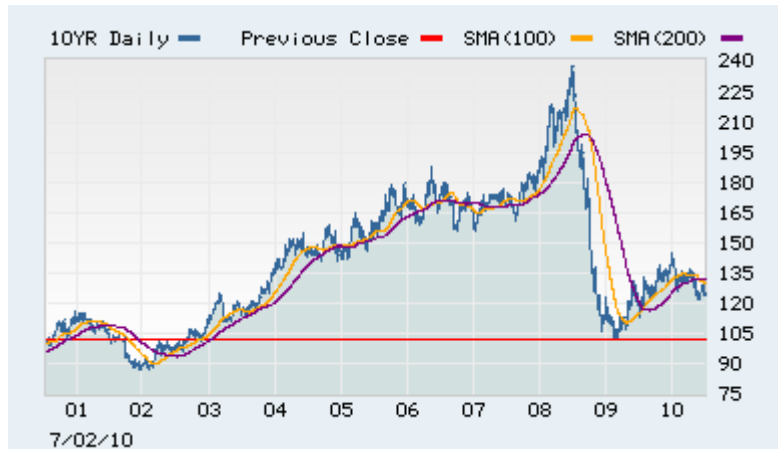
时刻准备好追加承诺资金。随着项目的进展，管理人可能时刻要求投资人注入 已经承诺给付的资金。

2.3 商品

商品投资分为直接投资与间接投资两种。前者包括购买实物商品，比如农产品， 原油，金属等，或者购买商品衍生品，比如商品期货等。这类投资需要承担商品储 存成本；后者通常指投资于核心业务与商品相关的公司，比如通过投资一家以煤炭 采掘为主业的公司来间接投资煤炭。这类投资可能更为方便，但实际上可能对商品 的敞口较小，尤其是公司自身对商品的风险进行套保之后。

相比其它另类投资，投资于商品期货和与商品相关的上市公司的股票具有较好 的流动性。商品与传统投资的相关性较低甚至为负，并且具有很好的抵抗通胀的能 力（农业相关除外），近些年来成为了重要的资产配置工具。判断一种商品是否具 有抗通胀性的标准是该商品是否易储存和经济活动对其需求的影响力。举例来说， 易储存的商品，如稀有金属，原油等，与非预期的通胀有极强的正相关性。不易储 存的品种，如果生猪，小麦等，与非预期的通胀有负相关性。此外，需求与经济活 动基本无关的商品抗通胀能力很差，比如人们日常需要的农产品，其需求不会随经 济周期而有明显变化。

图 1: Dow Jones-UBS Commodity Index 十年历史表现 (2010-07-02)



数据来源: Dow Jones Indexes, 国信证券经济研究所

商品投资的收益在 1990 至 2004 年间低于传统投资, 无论是绝对收益或风险调整收益。能源类商品的收益最高, 剔除能源类后, GSCI 指数 (Goldman Sachs Commodity Index) 的收益将会更低。

表 4: 1990 - 2004 指数收益

衡量指标 (年化)	S&P 500	Lehman Government/Corporate Bond Index	GSCI (broad commodity index)
收益率	10.94%	7.77%	7.08%
标准差	14.65%	4.46%	19.26%
夏普率	0.45	0.78	0.15

数据来源: CFA Institute, 国信证券经济研究所

近年来, 商品的收益超过了传统投资。在 2000 年至 2004 年间, GSCI 的平均收益为 13.77%, 远高于股票市场的 -2.30% 与债券市场的 8.0%。由于商品市场的波动性更高, 商品的夏普率为 0.5, 低于债券的 1.11。

表 5: 1990 - 2004 组合收益

衡量指标 (年化)	50/50 股票/债券	40/40/20 股票/债券/GSCI
收益率	9.60%	9.51%
标准差	7.87%	7.19%
夏普率	0.67	0.73

数据来源: CFA Institute, 国信证券经济研究所

表 6: 2000 - 2004 组合收益

衡量指标 (年化)	50/50 股票/债券	40/40/20 股票/债券/GSCI
收益率	3.15%	5.66%
标准差	7.93%	7.60%
夏普率	0.06	0.39

数据来源: CFA Institute, 国信证券经济研究所

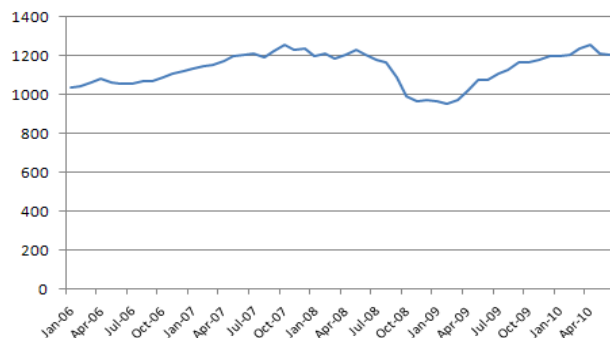
2.4 对冲基金

对冲基金有一些与众不同的特点：对冲基金采取有别于传统投资的非常规投资策略，比如大量使用衍生品，杠杆和卖空策略；由于对冲基金具有私募性，其对投资人数和资格有严格限制，因此在法律环境中可以取得豁免权而规避了很多法律监管。这种非透明性方便对冲基金采取特殊的投资策略。

对冲基金按投资风格区分，有如下几种：股票市场中性（equity market neutral），可转债套利（convertible arbitrage），固定收益套利（fixed-income arbitrage），危机证券（distressed securities），并购套利（merger arbitrage），套保股票（hedged equity），全球宏观（global macro），新兴市场（emerging markets）和基金之基金（fund of funds, FOF）。

在 1990 年至 2004 年间，对冲基金均比传统投资展现出更高的绝对收益和风险调整收益。对冲基金综合指数（Hedge Fund Composite Index, HFCI）的收益率，标准差和夏普率分别为 13.46%，5.71% 与 1.61。在 2000 年至 2004 年间，对冲基金的收益排在了股票和债券中间，上述相应的比率分别为 6.84%，4.83% 与 0.86。在更近的一段时期里，对冲基金的平均收益和夏普率均高于股票，但低于债券。

图 2: Barclay Hedge Fund Index 历史表现



数据来源：BarclayHedge，国信证券经济研究所

与绝大多数其余的另类投资类似，在 1990 年至 2004 年间，40/40/20 配比的股票/债券/HFCI 的组合比 50/50 配比的股票/债券组合展现出了更高的收益和更低的标准差，在 2000 年至 2004 年间也是如此。

表 7: 1990 - 2004 对冲基金策略指数表现

衡量指标 (年化)	卖空	MSCI World	固定收益套利	股票套保	全球宏观	HFCI (综合)
收益率	-0.61%	7.08%	7.62%	15.90%	16.98%	13.46%
标准差	19.39%	14.62%	3.61%	9.34%	8.38%	5.71%
夏普率	-0.25	0.19	0.92	1.24	1.51	1.61
与S&P 500相关系数	-0.76	0.86	0.06	0.64	0.26	0.59
与债券相关系数	-0.01	0.09	-0.06	0.1	0.34	0.17
表现	差	中等	中等	好	好	好
风险分散度	好	差	好	中等	好	中等

数据来源：CFA Institute，国信证券经济研究所

对冲基金的费用结构包括 1% 至 2% 的资产管理费和 20% 的盈利部分绩效激励费，这里盈利的定义既可以是相对于初始投资的绝对收益，也可以是相对于初始投资增加特定收益率后的超额收益。为了避免投资人重复缴纳激励费，对冲基金会设置高水位标记（high water marks, HWM），该标记指代上次缴纳激励费时基金资

产的数额。只有基金的资产超过高水位标记后，投资人才需要缴纳激励费。这里注意的是，高水位标记只有在基金开放日的时候才会生效，因为投资人是在每个基金开放日的时候才考虑基金费用的。对冲基金一般是每个季度开放一次，而其资金锁定期（lock-up period）一半是1年至3年。

2.5 管理期货

管理期货与对冲基金具有很多相似性。举例来说，管理期货的法律结构以有限合伙制为主，这与对冲基金一致；管理期货的管理费计提方式也与后者相同，为基本管理费+表现提成模式；管理期货也是绝对收益产品。

异同点上，管理期货通常只在衍生品市场交易，而不像对冲基金那样横跨现货与衍生品市场；管理期货一般以指数为目标进行操作，对冲基金更强调单个资产价值；管理期货关注宏观层面，对冲基金则更倾向于微观视点。

管理期货的一般合伙人被称为商品池操作人（commodity pool operator, CPO）。CPO募集了投资人（limited partners）的资金之后，交给商品交易顾问（commodity trading advisors, CTA）管理。CPO与CTA均要在商品期货交易协会（commodity futures trading commission）和国家期货联合会（national futures association）注册。因此，商品期货需要面临更为严格的监管。

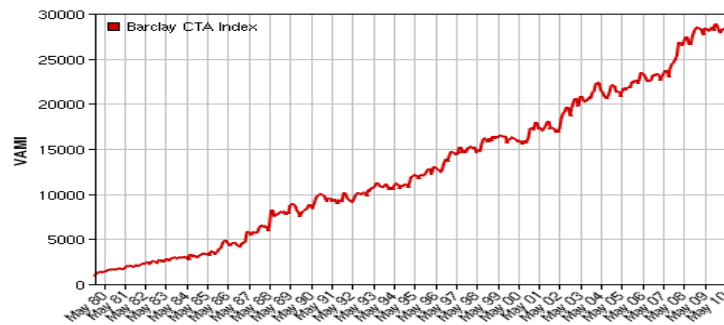
按照投资人投资方式来分类，管理期货可以分为私募期货池（private commodity pools），管理期货小集合（separately managed accounts），与公开交易商品期货基金（publicly traded commodity futures funds）等。按照投资风格来分类，管理期货可以分为纯系统性交易（pure systematic trading）和自主交易型（discretionary trading）。按照交易策略来分类，管理期货可以分为趋势跟随（trend following）与反向交易型（contrarian）。

管理期货的波动性一般低于股票，但高于债券，这与人们通常认为的期货高风险并不一致。管理期货与股票的相关系数通常很低，有时为负值；与债券的相关系数相对较高，但仍低于0.50。

管理期货通常被认为是对冲基金的子类，历史记录也表明其在1990年至2004年间的表现与对冲基金相似。这一期间内，美元加权的管理期货指数（CTA\$）的收益率，标准差和夏普率分别为10.85%，9.96%和0.66。这些指标与股票基本相同，唯有夏普率稍强。此外，管理期货的收益超过了债券，但夏普率更低。

在2000年至2004年间，CTA\$表现也处于股票和债券之间，对应的上述比率分别为7.89%，8.66%与0.60，同期的股票和债券的收益率分别为-2.30%与8.0%，此外债券的夏普率为1.11。无论在1990年至2004年，或2000年至2004年间，由36/36/18/10的股票/债券/HFCI/CTA\$构建的组的收益率与夏普率均超过了40/40/20的股票/债券/HFCI的组合。值得注意的是，独立管理的管理期货账户指数与50/50的股票/债券基金的相关系数为-0.01，这意味着其分散风险的能力相当突出。

图 3: Barclay CTA Index 历史表现



At a Glance from Jan 1980

Compound Annual Return	11.59%
Sharpe Ratio	0.41
Worst Drawdown	15.66%
Correlation vs S&P 500	0.01
Correlation vs US Bonds	0.11
Correlation vs World Bonds	-0.01

数据来源: BarclayHedge, 国信证券经济研究所

2.6 买断基金

买断基金可以认为是私募股权的一个分支,但由于其规模很大,因此独立为一个另类投资类别。买断基金可以分为中间市场买断基金(middle-market buyout funds)与大额资本买断基金(mega-cap buyout funds)两大类。前者投资于上市公司的某个分支或部门,将其从母体分拆,或者投资于私有公司。这类标的通常资产规模相对较小;后者努力将上市公司私有化。买断基金选择合适的公司管理者来重新调整公司的债务结构,改进运营流程,最终实现盈利。

买断基金的退出手段较多,最常见的有通过定向配置出售公司(private placement),IPO,或分红再资本化(dividend recapitalization)。分红再资本化指的是,买断基金通过收购的标的公司发行债券,并对自己与其它股权投资者发放特殊红利。这些债券取代了标的公司绝大部分的股权资产,使得买断基金的初始投资得到了补偿。再资本化的意思就是减少标的公司的股权资产,辅之以更大的债务,这增加了公司杠杆化水平,但买断基金依然是标的公司的控制者。

相对于风投基金,买断基金通常有如下特点:

- 更高的杠杆水平;
- 更早和更稳定的现金流;
- 收益的测量更为精确;
- 遭受频繁损失的可能性更小;
- 向上的潜力更低。

2.7 基础设施基金

基础设施基金从政府等机构手中购买公共基础设施,例如机场,铁路等。因为基础设施通常提供民众公用的服务,它们通常会产生长期稳定的收入,并仅需低廉的运营成本。由于政府部门会持续监管基础设施的运营情况,因此这类资产的收入稳定性很容易预期。在海外,养老基金经常使用基础设施基金来与其长期债务配对。

2.8 危机证券

危机证券是投资即将破产的公司证券，这种投资方式风险很大，且通常被认为是对冲基金或私募股权中的一个子类。对于即将破产公司的未来进行精准的分析，以期待低成本买入的证券能在公司情况好转后进行套利，是危机证券成败的关键。

比较平均收益和夏普率，HFR Distressed Securities Index 均战胜股票和债券，但这可能是由仅有少量投资者可以持有危机证券，并且覆盖该市场的分析师过少的原因造成的。由于危机证券的收益通常是事件驱动型的，因此它们与股票市场整体的相关性基本为零。

危机证券的投资策略有三种，分别是纯多头价值投资（long-only value investing），危机债务套利（distressed debt arbitrage）与私募股权（private equity）。

纯多头价值投资试图在其它投资者感知之前，找到具有良好前景的公司。其中高收益投资（high-yield investing）指买进公开交易的投资评级以下的公司债券，而 Orphan 股权投资（Orphan equities investing）指购买重组中公司的股权。

危机证券套利为购买公司危机债券的同时卖空公司的股票的行为。如果公司情况继续恶化，则该公司的债券和股票均会大幅下跌，但股票下跌的速度更快；如果公司情况好转，则债券和股票均会上涨，但债券的收益更高，因为利息的优先级高于股息。

私募股权的方式在 2.2 节已经给出。

危机证券需要面临事件风险（event risk），市场流动性风险（market liquidity risk），市场风险（market risk）和 J 因素风险（J factor risk）。J 因素指代法庭和法官等人为因素，投资人需要预测 J 因素的变化。

表 8: 另类投资分类对比

分类	投资标的	风险/收益 特征	流动性
房地产	住宅，商业地产，农业用地	特殊类型的高风险，提供很好的分散化	低
私募股权	优先股，风投，买断基金	相对于通过买断基金投资于已经建立完毕的公司，起始与运行期私人公司拥有更高的风险和更低的收益	低
买断基金	建立完成的私人公司，上市公司分拆	比风投的风险小，提供很好的分散化	低
基础设施基金	公共基础设施	低风险，低收益，提供很好的分散化	低
商品	农产品，原油，金属	与传统投资的相关性很低，与通胀有正相关性	较好
管理期货	仅在衍生品市场操作，私募商品池，上市交易商品期货基金	风险在股票与债券之间，与股票的相关性很低或负相关，与债券的相关性很低或中度相关	私募形式流动性较低，上市交易型流动性较好
危机证券	对冲基金或私募股权基金的一个子类，以债务或股权的方式投资	依赖于管理人的研究能力，可以通过复杂的法律制度操作与特殊的投资通道（一般投资者很难介入）获得更高的收益	对冲基金形式流动性较好，私募股权形式流动性较低

数据来源：国信证券经济研究所

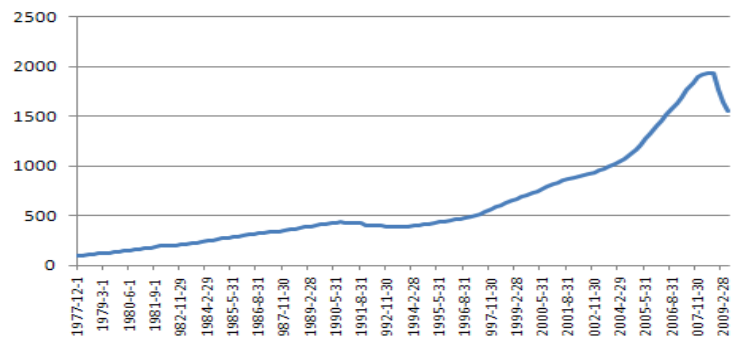
3. 另类投资评价基准

每种另类投资方式都有独立的评价基准，这些基准的差异性很大。在长时间的运行中，这些基准基本得到了公认并以此来评价另类投资的绩效。

3.1 房地产基准

对于直接投资来说，房地产的评价基准为 the National Council of Real Estate Investment Fiduciaries Property Index (NCREIF)。该指数为商业地产资产的价值加权指数，采样基于不同的地理位置和地产资产类型。样本数据按周期更新，并按季度公布指数走势。

图 4: NCREIF 历史表现



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

对于间接投资来说，房地产的评价基准为 the National Association of Real Estate Investment Trusts Index (NAREIT)。该指数为市值加权指数并涵盖了所有在 NYSE 与 AMEX 交易的 REITs 品种，其基于当前交易的情况而不断更新，按月度发布。

图 5: NAREIT 历史表现



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

3.2 私募股权基准

私募股权的基准指数由 Cambridge Associates and Thomson Venture Economics 提供，这些指数覆盖了私募股权市场中买断基金与风投的部分。由于

私募股权数据无法实时获得, 这些指数的价值主要依靠一些事件来提取, 比如 IPO, 并购, 融资等。因此, 指数具有一定的数据落后性。此外, 私募股权的投资者通常自己构建特殊的基准。

3.3 商品市场基准

商品的基准比较多, 通常都是期货市场基准。举例来说, GSCI Index 与 the Dow Jones-UBS Commodity Index (DJ-UBSCI)。这些基准都代表着长期被动持有多头期货合约的收益情况。

表 9: GSCI 历史表现数据 (全收益, 2010-07-02)

全收益	Index Level	1 Day	MTD Change	QTD Change	YTD Change
S&P GSCI	3,905.16	-0.80%	-3%	-3%	-13.87%
Energy	862.47	-1.20%	-4.23%	-4.23%	-15.13%
Petroleum	1,862.27	-1.04%	-4.60%	-4.60%	-14.72%
Non-Energy	2,070.18	0.12%	-0.06%	-0.06%	-10.81%
Reduced Energy Index (CPW 2)	3,253.79	-0.59%	-2.33%	-2.33%	-13.18%
Light Energy Index (CPW 4)	2,756.58	-0.37%	-1.62%	-1.62%	-12.45%
Industrial Metals	1,434.65	0.87%	-1.96%	-1.96%	-15.95%
Precious Metals	1,555.77	0.03%	-3.30%	-3.30%	9.25%
Agriculture	515.32	0.16%	2.34%	2.34%	-16.28%
Livestock	2,106.92	-1.07%	-1.07%	-1.07%	2.87%
Softs	71.9	0.03%	1.22%	1.22%	-19.24%

数据来源: S&P, 国信证券经济研究所

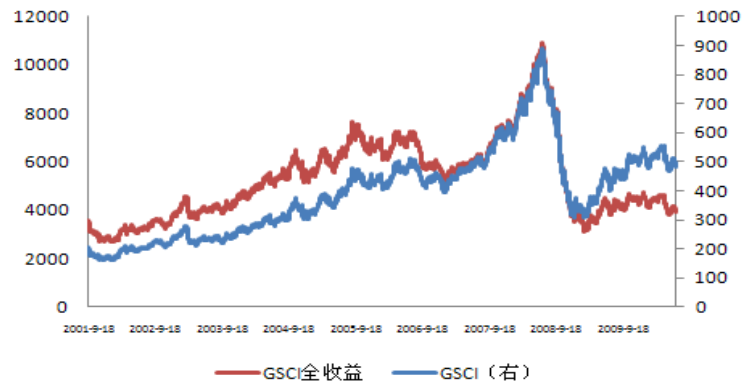
商品的基准覆盖了绝大多数的商品, 且一般都是可投资基准。由于期货市场的零和特质, 这些指数不能采取市值加权方式, 而是采取其它两种方式: (1) 按照具体商品在全世界的产量来加权; (2) 按照具体商品在全世界范围内的重要性来加权。这些指数运用算术平均或几何平均来计算成份收益。

表 10: GSCI 历史表现数据 (年化收益, 2010-06-30)

年化收益	1 Year	3 Year	5 Year
S&P GSCI	-7.47%	-12.45%	-8.13%
Energy	-10.87%	-14.88%	-12.31%
Petroleum	-8.39%	-12.33%	-8.82%
Non-Energy	1.08%	-8.14%	2.35%
Reduced Energy Index (CPW 2)	-5.58%	-11.29%	-5.82%
Light Energy Index (CPW 4)	-3.54%	-10.18%	-3.33%
Industrial Metals	18.30%	-12.08%	10.40%
Precious Metals	31.62%	21.65%	21.81%
Agriculture	-13.22%	-7.74%	-2.59%
Livestock	1.99%	-16.41%	-9.08%
Softs	3.67%	-1.07%	-3.10%

数据来源: S&P, 国信证券经济研究所

图 6: GSCI 指数历史表现

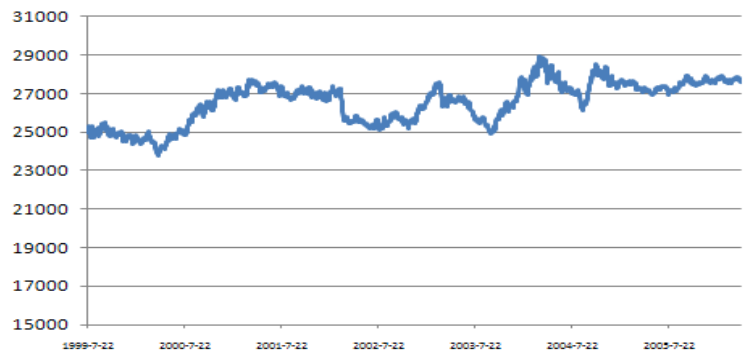


数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

3.4 管理期货基准

管理期货的基准种类较多。一些公认的基准包括 Mount Lucas Management Index (MLMI)，这是一种趋势跟随策略指数。这些公认基准通常运用技术指标判断趋势，并结合多头与空头头寸来追随趋势。其它的基准，比如 the Center for International Securities and Derivatives Market (CISDM) 发布的 CTA Indices，依靠同类型的管理期货基金的表现来构建指数：这些指数运用同类型账户中的收益数据，通过美元加权 (CTA\$) 或平等加权 (CTAEQ) 的方法来构建。在这类指数中，可以按策略分类为趋势跟随，反转策略等类型，也可以按标的商品类型来区分。

图 7: MLMI 历史表现



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

3.5 危机证券基准

危机证券一般被认为是对冲基金的子类，因此绝大多数的对冲基金基准提供方都会提供危机证券的基准。危机证券指数与纯多头 (long-only) 对冲基金指数的特点基本相同。

表 11: 另类投资分类对比

分类	基准	构建	偏差
房地产	NCREIF, NAREIT	NCREIF是价值加权, NAREIT是市值加权	可度量的波动性存在向下偏差, 周期性获得价值数据 (每年)
私募股权	由Cambridge Associates and Thomson Venture Economics提供	为买断基金和风投构建, 价值依赖于事件, 经常定制特殊基准	重新定价使得数据滞后
商品	Dow Jones-AIG Commodity Index, S&P Commodity Index	基于期货策略, 基准可以投资	由于目标, 组成, 加权方法的不同, 指数范围很大
管理期货	MLMI, CTA Indices	MLMI复制趋势跟随策略的收益, CTA Indices使用美元加权与平等加权收益构建	需要特别的加权方式
危机证券	与绝多对冲基金基准的特点相似	平等加权或基于管理中的资产, 选择标准变化很大	自己呈报, 生存偏差, 包含偏差等对冲基金偏差

数据来源: 国信证券经济研究所

3.6 对冲基金基准

对冲基金拥有另类投资中体系最庞大, 内容最复杂的评价体系。其基准的构建和报告期千差万别。此外, 由于没有统一的对冲基金策略定义标准, 并且每个公司有自己的策略分类框架, 造成了对冲基金指数的严重差异化。下面是指数提供商的一些指数构建方法:

(1) 样本选择标准各有差别, 主要包括资产类别, 记录长度, 新投资限制等方向的选择;

(2) 加权方法一般使用平等加权或基于资产的加权方式;

(3) 平等加权的指数一定要规范调整原则, 报告期通常为月度或年度;

(4) 报告的频度决定了指数的可投资性 (每日报告保证了可投资性, 但月度报告就无法提供可投资性)。一些指数不具备显性可投资性, 但是个体公司可以修改指数来形成一个可投资的组合。

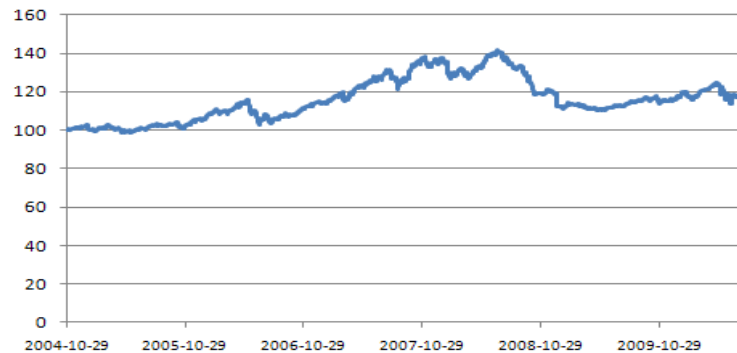
指数提供商有时会列举包含进指数的基金, 有时候不会作出细致说明。目前报告期以每日和月度报告为主, 每日报告的提供商有 Hedge Fund Research (HFR), Dow Jones (DJ), 和 Standard & Poor's (S&P) 等。后者使用平等加权方式, 并会明确列举指数中的成份基金。

表 12: Dow Jones Hedge Fund Indexes 历史表现 (2009-11-30)

Strategy	1 Month	3 Months	12 Months	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	Cumulative	Annualized	Inception
Convertible Arbitrage	N/A	N/A	N/A	-49.8	2.63	10.77	-5.61	1.52	11.81	10.76	-32.27	-5.41	12/31/2001
Distressed Securities	N/A	N/A	N/A	-36.89	0.15	15.59	6.73	15.46	23.07	0.48	15.16	1.8	12/31/2001
Equity Long/Short	0.81	-0.24	-4.26	-18.41	19.79	8.3	3	N/A	N/A	N/A	15.19	2.82	10/29/2004
Equity Market Neutral	N/A	N/A	N/A	-8.33	1.54	7.12	1.72	0.79	N/A	N/A	-3.73	-0.59	06/30/2003
Event Driven	0.74	4.32	8.45	-27.69	5.67	12.65	6.52	10.36	17.92	-9.26	23.69	2.72	12/31/2001
Merger Arbitrage	0.42	1.42	8.39	-7.73	16.12	9.28	2.87	3.67	7.63	-1.07	42.57	4.58	12/31/2001

数据来源: DJHFSB, 国信证券经济研究所

图 8: Dow Jones Hedge Fund Index 历史表现



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

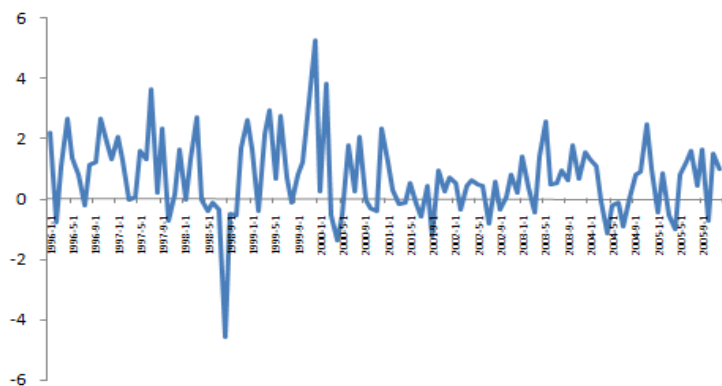
月度公布指数的提供商和它们的一些特点如下:

(1) CISDM of the University of Massachusetts: 提供覆盖对冲基金和管理期货的指数, 按平等权重加权;

(2) Credit Suisse/Tremont: 为不同的策略提供指数, 使用按资产加权原则;

(3) EACM Advisors: 提供 EACM 100 Index, 这是一个横跨 100 只不同分类的对冲基金的平等加权指数;

图 9: EACM 100 Index 历史表现



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

(4) Hedge Fund Intelligence, Ltd.: 提供一只横跨 50 只对冲基金的平等加权指数;

(5) Hedge Fund.net: 提供一只覆盖超过 30 种策略的平等加权指数。

很多种因素导致对冲基金的基准存在偏差, 其中最重要的有自我汇报偏差 (self-reporting bias), 回溯偏差 (backfill bias) 或包含偏差 (inclusion bias), 关注度偏差 (popularity bias) 与生存偏差 (survivorship bias) 等。

由于对冲基金缺乏统一的监管, 对冲基金经理无须定期汇报基金业绩表现和持仓组合, 因此, 对冲基金的指数通常只会收到绩优基金的更新信息, 绩差基金的经理通常会保持沉默。此外, 基金经理要求指数仅选取他们认可的期间表现样本, 而通常这段时间之前基金的表现也不错, 简单回溯采集样本会造成明显的向上回溯偏差。

对于同类别对冲基金指数，如果它们采取不同采样和加权方式，则会产生差异极大的评价效果。经研究，同类别指数的相关系数仅有 20%。

当价值加权指数中的某只成份基金表现突出后，大量的资本会投入到这只基金中来，则这只基金的权重会变得更大，产生了误导指数的关注度偏差。研究表明对冲基金指数很容易受到关注度偏差的影响，人们便难以判断究竟是投资收益发生变化，还是资本的注入引发了变化。对于平等加权的指数，由于它们的再调整期很久，因此可投资性较差。

最后，生存偏差也对指数有巨大的影响，因为指数会定期去掉绩效极差和倒闭的成份基金，使得指数有一个向上偏差的趋势。研究表明这种偏差每年会造成 1.5% 至 3% 的绩效高估。由于对冲基金的各种分类风险差异明显，因此生存偏差对各种分类指数的影响并不一致，其中对事件驱动型指数的影响较小，但对股票对冲型指数的影响较大。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

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。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煜	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	