

对冲基金的基金（FOF）投资研究报告

研究员	联系人
王绪刚	苏迪
0755-21675103	0755-21675103
wxgjx@126.com	sudisysu@gmail.com
2012年3月30日	m

投资要点

- 对冲基金的基金历史悠久，规模庞大
 - FOF 最早出现在美国，最初是基金管理公司为方便销售旗下基金或关联基金（affiliated funds）而创设的一种基金形式，随后美国市场也出现了可投资非关联的其他证券投资基金的 FOF。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，受到机构和个人投资者的极力青睐，其管理的资产规模也日益庞大，从最初的 548.4 亿美元，到 2007 年高峰时期的 11920 亿美元。
- 首只阳光私募对冲基金
 - 国内第一只阳光私募对冲基金《华宝-海集方 1 期股指期货套利投资集合资金信托计划》2011 年 12 月 31 日完成募集宣告成立，该信托计划由信托行业内第一家获得股指期货交易业务资格的华宝信托有限责任公司与上海富晶资产管理中心合作推出，上海富晶资产管理中心担任投资顾问。
 - 该信托计划以股指期货期现套利、阿尔法组合套利对冲套利投资为主要投资模式，现货组合可以为全复制组合、不少于 50 只成份股的组合，追求低风险稳健绝对收益，预期收益率大概在 10%-20%之间。
- FOF 具有较强的相对优势
 - 挑选好的对冲基金仅仅是构建好的对冲基金型基金投资组合中的一个必要部分，需要考虑到标的对冲基金在不同市场条件下的有效多元化以及对冲基金型基金的投资组合的风险集中程度等的交互作用。因此，好的对冲基金的基金拥有投资组合构建流程，在对冲基金型基金层面上给与适当的风险程度和稳健性。对冲基金型基金随着时间流逝，其风险会改变，因此这个过程需要持续进行。由此可见，一个优秀的对冲基金型基金要比“挑选好的对冲基金”做得更多。
 - 其主要优势有更高回报率、更低资金要求、良好风险控制、接近目标市场渠道、尽职调查、专业动态管理。
- 短期业绩优秀、长期业绩欠佳
 - 2012 年 2 月好买·中国对冲基金指数成分基金月度算术平均收益为 5.84%，最高最低月回报率分别为 18.06%和-1.26%，极差为 19.33 个百分点，2 月成分基金收益年化标准差为 14.09%。
 - 截止 2 月底，好买·中国对冲基金指数成分基金中存续期在两年及以上的阳光私募基金有 83 只，近两年算术平均收益率为-5.25%，年化回报率为-2.66%。
- 国内对冲基金潜力巨大
 - 随着中国衍生品市场的发展，股指期货、融资融券的推出完善了股票市场内在的稳定机制，为市场提供了做空手段和双向交易机制，完善了金融产品体系，增加了市场的广度和深度，为中国对冲基金的发展奠定了产品基础。

对冲基金的基金概述.....	4
对冲基金的基金定义.....	4
对冲基金的基金发展规模.....	5
对冲基金的基金特征.....	5
对冲基金的基金优势.....	6
对冲基金的基金发展演进.....	7
对冲基金的基金初创期（1969 年至 2000 年）.....	7
对冲基金的基金快速成长期（2001 年至 2007 年）.....	7
对冲基金的基金成熟期（2008 年至今）.....	7
对冲基金的基金投资管理体系.....	8
投资策略.....	8
投资流程.....	9
1、确定 FOF 目标和候选基金.....	9
2、基金公司调查.....	9
3、策略管理.....	9
投资风险管理.....	10
对冲基金的基金评价体系.....	12
历史业绩评价.....	12
1、收益指标.....	12
2、风险指标.....	13
3、风险调整收益.....	14
对冲基金的基金团队评价.....	15
基金业绩持续性评价.....	16
国内发展状况.....	17
证券投资基金发展概述.....	17
TOT 简介及其分类.....	18
TOT 发展特点.....	19
TOT 发展规模.....	19
国内对冲基金的基金发展瓶颈和构建设想.....	20
FOF 历史发展规律.....	20
国内 FOF 瓶颈制约分析.....	20
国内 FOF 发展建议.....	21
国内 FOF 构建设想.....	22
附录 1.....	23

图表目录

图表 1: FOF 投资结构.....	4
图表 2: FOF 资产管理规模.....	5
图表 3: FOF 基本特征.....	6
图表 4: FOF 风险收益特征.....	7
图表 5: 对冲基金的基金指数.....	8
图表 6: 各策略管理资产规模比例.....	10
图表 7: 对冲基金风险管理一般因素.....	10
图表 8: FOF 年化收益率和标普指数收益.....	12
图表 9: 年化标准差 1990-2002.....	13
图表 10: 滚动年化夏普比率 1991-2002.....	14
图表 11: 晨星中国·华润信托对冲基金指数.....	18
图表 12: TOT 分类表.....	18
图表 13: FOF 占全球对冲基金比例历史变化图.....	20

对冲基金的基金概述

对冲基金的基金定义

对冲基金的基金是指专门投资于其他证券投资基金的基金，简称 FOF（fund of hedge fund）。对冲基金的基金采用与传统基金相同的组织形式，但并不直接投资股票或债券，其投资范围仅限于其他基金，通过持有其他证券投资基金而间接持有股票、债券等证券资产。

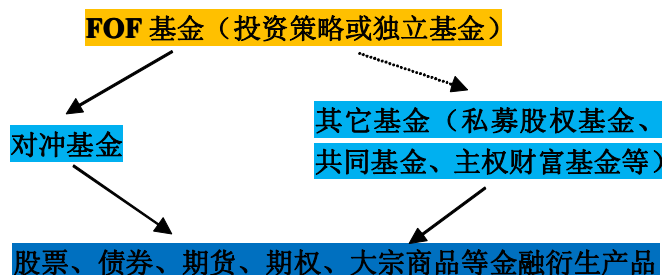
在国外，FOF 作为一种投资方式并非是某一种或某几种基金产品，而是普遍渗透到共同基金（即我国的；普通证券投资基金）、信托基金、对冲基金和私募股权基金等各种类型的基金中。

在国内，则以证券投资 FOF 和私募股权 FOF 为典型载体代表。证券投资 FOF 是指通过公开募集的方式向不特定的投资者募集社会中的闲散资金，通过投资一篮子基金间接持有这些基金持有的股票、债券等投资性凭证，并以此为投资者获得投资收益的一种新型投资方式。私募股权 FOF 将非公开发行募得的基金资产投资到其他私募基金份额中去，并以此获得投资收入。

对冲基金是“绝对收益”的基金，它不以击败某个特定的标尺或指数为目标，而专注于净回报，它们不管市场的情况如何，均能获得净收益。对冲基金的基金则是通过投资许多数量的对冲基金来到达这个领域的投资多样化的基金。通过投资不同策略的对冲基金，不仅可以为小额投资者提供多样化的对冲基金投资，而且可以充分利用对冲基金的基金专业研究团队的研究成果、风险管理能力、与对冲基金的良好关系等。

FOF，另称 FOHF、基金的基金、对冲基金的基金，既可以作为一种投资策略，还可以作为投资品种，但本质上都是投资于其他对冲基金，利用有效投资组合降低风险，保障收益水平，因而本文并不对此进行区别，具体结构如图表 1。

图表 1：FOF 投资结构

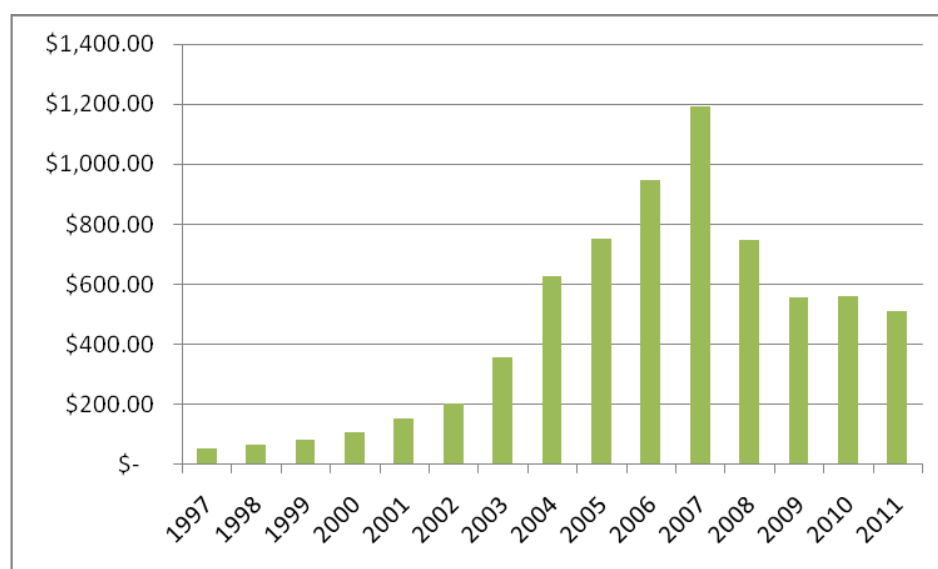


来源：中金阿尔法

对冲基金的基金发展规模

FOF 最早出现在美国，20世纪90年代，基金在产品数量、种类以及销售方式上发生了较大变化。FOF 最初是基金管理公司为方便销售旗下基金或关联基金（affiliated funds）而创设的一种基金形式，随后美国市场也出现了可投资非关联的其他证券投资基金的 FOF。目前 FOF 的投资范围很广，投资策略和结构多样化，这种产品并不形成比较确定的风险收益水平。有些 FOF 承担的风险较低，而部分 FOF 也可以表现出较高的风险收益特征，其目的当然是指向不同偏好投资者的需求。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，受到机构和个人投资者的极力亲睐，其管理的资产规模也日益庞大，从最初的548.4亿美元，到2007年高峰时期的过万亿美元。具体如图2所示

图表2：FOF 资产管理规模



来源：Barclay hedge

注：截止 2011 年末，十亿美元

对冲基金的基金特征

收益率较为稳定，其通过进一步分散投资，把资产配置于其他优质对冲基金，优中取优，则可以保障可靠可观的收益率；波动性较小，通过降低已配置基金之间的相关系数，减少对市场的依赖，可以大为降低 FOF 的波动性，也就缩小了风险范围。FOF 的其它特征如图表 3 所示。

图表 3: FOF 基本特征

FOF	特征
组织结构	合伙企业、信托理财
最小投资额度	100000 美元
费用	2%管理费+20%绩效提成
封闭期	3-5 年
赎回期	1 个月或者一个季度
净值报告期	一个月

来源：中金阿尔法

对冲基金的基金优势

从投资者类型来看，FOF 是有限合伙人（Limited Partner，简称 LP）的一种形式，它代表一批投资人担当 LP 角色；从金融产品角度看，FOF 提供了一种私募股权投资基金市场的集合理财产品；从企业管理角度看，FOF 提供了对直投基金进行监控和激励的机制。FOF 的出现与快速发展，有如下几点原因，也可以视作其优势所在。

- ◇ 更高回报率。FOF 提供了投资优秀私募股权基金的可能。业内优秀的基金往往相对封闭，要么不对公众开放，要么最低资本金要求高，将新投资者、小投资者拒之门外。FOF 的管理人长期活跃于该域，同优秀的基金及其管理人保持着良好关系，从而提供了投资渠道。
- ◇ 更低资金要求。单支私募股权基金一般要求 500 万到 1000 万美元的最低投资，如果要在 20 支以上的基金中进行分散投资，那么投资者最少需要 1 至 2 亿美元的资金，这对于单个投资者而言是难以承受的，FOF 能够使投资者在投资多个直投基金的同时避免高额资金门槛。
- ◇ 风险控制。一支私募股权基金一般会同时投资于数个项目，但这并不能满足部分投资者的需求，FOF 可以在更广阔的地域、行业、投资策略、投资阶段、管理者等方面进行风险分散。
- ◇ 接近目标市场渠道。在新兴市场经济国家，本土 PE 有其特有优势，通过 FOF 进入比直接进入节省时间和成本，能够抓住稍纵即逝的市场机会；有些 PE 市场目标非常分散，如美国就有大约 2000 支 VC 基金，而且要了解投资目标成本较高，FOF 提供了便捷的渠道；对新投资者以及对某些行业不熟悉而希望进入的投资者而言，FOF 也是一种高效的选择。
- ◇ 尽职调查。FOF 把基金调查作为一项日常工作，包括基金经理人背景，基金历史业绩，基金投资方向，基金风险收益对比。然后，再做出客观公正的评估，选择既定风险下最高收益率的基金作为备选方案。
- ◇ 专业动态管理。一般基金的投资者在 5 至 8 年的投资期内一般只能静静等待普通合伙人的运作与投资结果，而 FOF 管理人则能做更多工作以控制投资，保持增值，包括：与投资的基金开展合作直投；不断与基金的一般合伙人保持联系和沟通，为其提供支持；承担信托责任，管理投资者尚未使用的现金和证券；向投资者作定期专业报告，评估资产组合风险等。

对冲基金的基金发展演进

对冲基金的基金初创期（1969 年至 2000 年）



第一只 FOF 产品是由著名的罗斯柴尔德家族于 1969 年 11 月推出的 Leveraged Capital Holdings，距今已经有 40 多年的历史。

然而，整体而言，在全球范围内 FOF 无论是在数量上还是规模上都是在上世纪 90 年代之后才开始进入快速发展轨道的。由图表 4 可以看出，对比其他各大指数，FOF 的波动率较小，但收益率较高。

图表4：FOF 风险收益特征

	月份 个数	年化收 益率	波动率	夏普 比率	最差月收 益率	负收益月 份个数	最差年 收益率
标普500	156	9.65	15.26	0.55	-14.44	59	-26.59
MSCI	156	2.6	15.07	-0.09	-13.45	66	-29.05
国债指数	156	9.7	4.96	0.89	-2.87	44	-5.44
HFRI	156	16.39	8.67	1.23	-7.37	43	-5.13
FOF	156	10.19	5.94	0.83	-7.47	42	-7.44

来源：HFRI，中金阿尔法

注：时间从 1990 年 1 月到 2002 年 12 月

对冲基金的基金快速成长期（2001 年至 2007 年）

2000 年，网络泡沫破灭给对冲基金业带来了一定的冲击，促使了该行业的洗牌和 FOF 基金经理的反思。从此，FOF 稳健快速发展起来，基金资产规模每年增长 50% 左右，从 2000 年的 1000 亿美元到 2007 年顶峰时期的 11920 亿美元，充分展示了投资者对 FOF 追捧。

对冲基金的基金成熟期（2008 年至今）

2008 年，由美国次级抵押贷款违约引起的金融危机，导致 FOF 资产缩水，但仍然保持着相当大的规模，HFR 统计显示，截止 2011 年四月资产总数为 5097 亿美元。在这 40 多年里，FOF 已经逐渐成为国外养老基金、保险公司、私人银行、以及高净值家庭和个人等间接参与对冲基金的一个重要方式。

对冲基金的基金投资管理体系

投资策略

按照投资对象的归属分，有关联基金的 FOF (affiliated FOF) 和非关联基金的 FOF (unaffiliated FOF)。关联基金的 FOF 只对本公司旗下基金打包，其销售渠道创新的含义更多；非关联基金的 FOF 主要投资其他基金管理公司的基金，是一种有一定主动性的投资组合。理者判断和市场的判断，是一种经过双重风险控制的产品。

按照管理类型分类，可以分为主动管理的 FOF 和被动管理的 FOF。被动管理的 FOF (passively managed FOF) 按照事先设定的投资比例对特定基金投资，建仓后不再改变投资组合。而主动管理的 FOF (actively managed FOF) 根据基金经理对未来市场趋势的判断和对基金经理的判断，其投资管理过程中会发生基金的买卖行为。

按照 HFR 投资策略分类，可以分为保守策略，通过投资保守性策略的基金来寻求持续稳定地收益，波动性较小；多样化策略，投资于许多不同种类基金，收益与 FOF 指数相似；市场防御策略，投资于短期波动套利策略的基金，收益与市场呈负相关；活跃策略，通过投资较为活跃性策略基金来获取超级准收益，波动性较大。各策略收益差别较大，具体如图表 5 所示。

图表5：对冲基金的基金指数

	月度收益		历史收益			
	2012年2月 收益率	2012年2 月指数值	2012年累 计收益率	过去1年 收益率	过去3年 收益率	过去5年 收益率
HFRI FOF 指数	1.97%	4995.24	3.83%	-3.06%	4.75%	-0.42%
HFRI FOF: 保守策略指数	2.46%	4047.28	3.76%	-1.43%	4.48%	-0.56%
HFRI FOF: 多样化策略指数	1.35%	4508.15	3.00%	-3.24%	4.48%	-0.43%
HFRI FOF: 市场防御策略指数	0.36%	5711.68	0.78%	-6.50%	0.53%	3.40%
HFRI FOF: 活跃策略指数	2.44%	8015.49	4.92%	-3.35%	5.62%	-0.66%
HFRI: 对冲基金混合指数	2.14%	10904.37	4.95%	-2.18%	10.04%	2.84%

来源：HFR，中金阿尔法

投资流程

挑选好的对冲基金仅仅是构建好的对冲基金型基金投资组合中的一个必要部分,需要考虑到标的对冲基金在不同市场条件下的有效多元化以及对冲基金型基金的投资组合的风险集中程度等的交互作用。因此,好的对冲基金的基金拥有投资组合构建流程,在对冲基金型基金层面上给与适当的风险程度和稳健性。

1、确定 FOF 目标和候选基金

FOF 目标即指基金最终需要达到的最终要求,包括收益率、波动率、最大跌幅等。这些指标可以与相关指数对比,或者是同业的基本指标对比,或者是人为确定的绝对指标。

在基金策略上需要设置参数筛选基金,如基金公司经理人数、资产分散度、杠杆程度、基金存续期等,以确保基金策略的稳定性和持续性。

在基金结构上也需要指标选择,如基金流动性、透明度、报告期、风险水平等,以保障基金在结构上符合 FOF 的要求。

最后,通过权威数据机构,如 HFN、Presqin、Barclay,进行已确定指标的层层筛选,即可确定备选基金库。

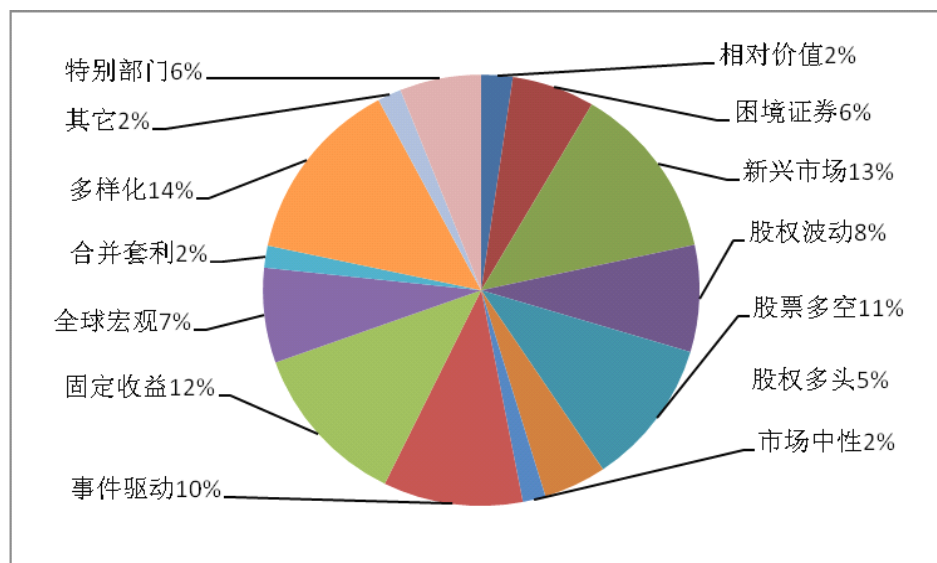
2、基金公司调查

对基金公司尽职调查是必须的,主要分为背景资料、基金产品资料和基金业绩。首先则是调查基金公司,如员工人数、职责分配、人事架构、重要员工的福利待遇和晋升机制、公司股权结构和历史变动、日常资产管理活动、目标客户群体、目前资产规模和分布等,从基本面把握公司背景,初步判断其发展前景。其次,关注基金公司产品特征,即基金产品投资策略、封闭期、赎回期、佣金结构等,从产品层次分析基金公司实力。最后,研究基金公司历史业绩,得出其正常收益率、波动程度、夏普比率,进而确定该基金公司的投资与否。

3、策略管理

基金产品在投资于其它金融产品的过程中遵守一定的策略规则,在一定的间隔期可能会跟随市场波动调整,因而对基金公司策略管理能力进行分析是必不可少的。很明显,首先要找出其运用的整体策略,如股权中性策略、新兴市场策略等,各策略具体如图表 6。

图表 6: 各策略管理资产规模比例



来源: Barclaycard, 中金阿尔法

注: 数据截止 2011 年第四季度末

其次, 找出其在该策略中使用的定性和定量指标, 并分析在该策略期间内的离职状况, 以及策略透明度。

最后, 研究基金公司的整体能力, 如操盘能力、经济基本面研究能力等, 进而得出其相对于同策略基金的竞争优势。

投资风险管理的

投资者需要即时的市场信息来判断资产的安全系数, 透明度则是必须考虑的因素之一。透明度又可以分为以下三类: 不透明, 即基金没有任何即时市场信息和资产配置信息, 那么基金策略就有很大的不确定性, 外部风险监管作用力就很弱; 半透明, 即可以获得基金目前执行的策略类别, 可以提供策略层面的风险监督——赎回, 但并没有其他的资产配置信息; 完全透明, 即可以提供交易记录、定期报告、资产配置状况等, 那么就可以完全追踪交易状况, 实时监控风险。在投资过程中, 风险管理一般需要考虑以下因素:

图表 7: 对冲基金风险管理一般因素

因素	条件
风险管理书面记录	时刻记录资产交易和风险变化状况, 有助于将资产损失最小化
风险管理规范	合理的投资规范较易约束行为, 使基金投资规范化
量化风险管理工具	了解基金公司使用的量化工具, 判断其可靠性和风险管理能力
财务杠杆	了解财务杠杆使用程度, 初步确定风险程度
公司层面风险管理系统	由公司建立的系统, 包括操作、合法合规、声誉和商业风险等

来源: 中金阿尔法

风险的来源在不同的对冲基金之间是很不一样的,而且风险的量度不是一个静态的流程,对标的对冲基金的投资和对其风险进行持续性监控是对冲基金型基金成功的关键。对冲基金中使用较多的风险度量方法是风险价值法。这种方法关注投资组合中历史要素的波动性以及他们之间是如何关联的,然后对其最大损失的可能性做出估计。对冲基金的风险关联流程和投资流程是一样重要的,需要明确风险管理流程是否充分度量了风险,是否有清楚的框架,并得到理解和遵守。

VAR(Value at Risk)方法,称为风险价值模型,也称受险价值方法、在险价值方法,其含义指在市场正常波动下,某一金融资产或证券组合的最大可能损失。更为确切的是指,在一定概率水平(置信度)下,某一金融资产或证券组合价值在未来特定时期内的最大可能损失。

$$\text{VAR: } P(\Delta P_{\Delta t} \leq \text{VaR}) = a$$

P——资产价值损失小于可能损失上限的概率

ΔP ——某一金融资产在一定持有期 Δt 的价值损失额

VAR——给定置信水平 a 下的在险价值,即可能的损失上限

a ——给定的置信水平

要确定一个金融机构或资产组合的VAR值或建立VAR的模型,必须首先确定以下三个系数:持有期 Δt ,即确定计算在哪一段时间内的持有资产的最大损失值,也就是明确风险管理者关心资产在一天内一周内还是一个月内的风险价值;置信水平 α ,一般来说对置信区间的选择在一定程度上反映了金融机构对风险的不同偏好。选择较大的置信水平意味着其对风险比较厌恶,希望能得到把握性较大的预测结果,希望模型对于极端事件的预测准确性较高;第三个系数是观察期间,观察期间是对给定持有期限的回报的波动性和关联性考察的整体时间长度,是整个数据选取的时间范围。

对冲基金风格的转换、风险的变化、快速的资金成长以及关键人物的离开等事项都是可能在短时间发生的,持续的监控和投资组合管理势在必行,这也是对冲基金型基金提供的最大附件价值。而监控的程度会被投资组合透明度的程度以及能触及到对冲基金经理的程度所约束。持续的风险监控和投资组合管理可以轮流驱动投资流程,以使过往的决策根据任何对冲基金或策略发生的重大变化而得到重新评估,以保证对冲基金任何层面上的改变都被反映在投资组合中。

对冲基金的基金评价体系

历史业绩评价

历史业绩主要是分析国外对冲基金的基金历史表现，主要从收益指标、风险指标、风险调整指标几个方面来分析历史业绩。

1、收益指标

- 净值增长率=（单位净值-单位初值）/单位初值。单位初值等于上一年度基金单位净值扣除单位实际分配收益后的余额。这个指标将所有基金的比较基准统一到一个相同的时点，在一定程度上反映基金在一段时间内的运作绩效，但它会受到基金分红的影响。

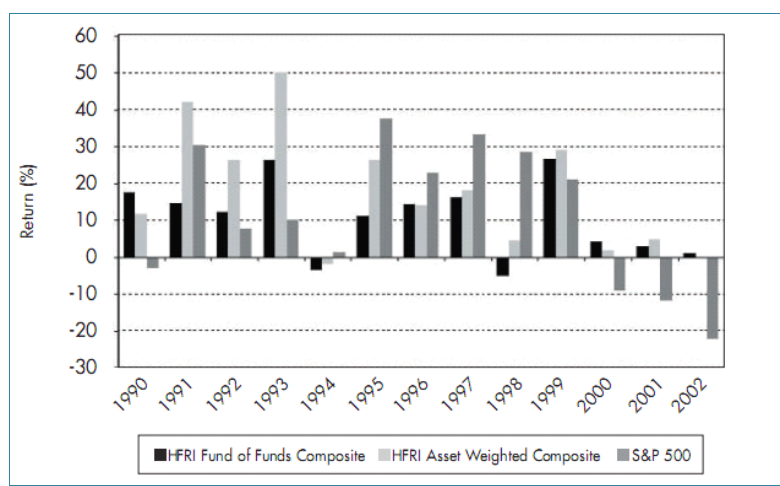
累计净值=单位净值+基金设立以来累计派发红利金额由于各基金运作的期间长度不同，因而无法由此对基金绩效加以评价。

- 业绩指数

国内外大量实证研究表明，证券及其组合的收益率并非服从正态分布，而是呈现尖峰厚尾的非正态分布特征。为此 Stutzer（2000）提出了衰减度（decay rate）业绩评价方法，也称业绩指数。

$$I_p = \max \left[-\ln \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T e^{\theta r_t} \right]$$

图表 8：FOF 年化收益率和标普指数收益



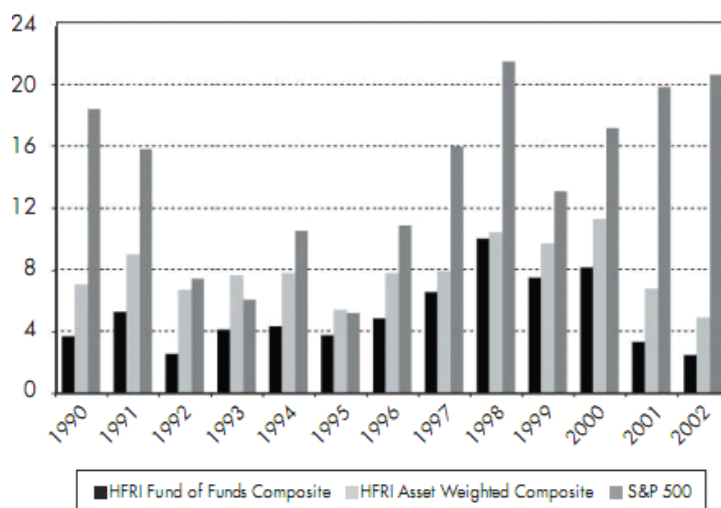
来源：HFRI，中金阿尔法

2、风险指标

- 标准差（Standard Deviation），反映计算期内总回报率的波动幅度，即基金每周的总回报率相对于平均周回报率的偏差程度，波动越大，标准差也越大。

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (TR_t - \overline{TR})^2}{n-1}}$$

图表 9：年化标准差 1990-2002



来源：HFR，中金阿尔法

从图表 9 中可以看出，对比标普 500 指数和 HFRI 指数，FOF 的波动性较小，尤其是在市场较差年份各位明显，如 2001 年。

- β 系数，基金收益率相对于基准市场指数波动的敏感性，用以衡量基金的系统性风险

$$\beta_i = \text{cov}_{im} / \sigma_m^2$$

- 估价比率

由 Treynor 和 Black (1973) 提出的以 Markowitz (1952) 的均异模型为基础的估价比率用以来衡量投资组合的均异特性。

$$IR = \frac{D_p}{\sigma_{D_p}}$$

其计算公式是：

3、风险调整收益

- 特雷纳指数，Treynor (1965) 假设投资者可以以无风险利率借贷，理性的风险回避型的投资者总会选择那些具有较大斜率的投资组合，由此它将无风险资产与组合连线的斜率作为组合业绩衡量的一个指标：

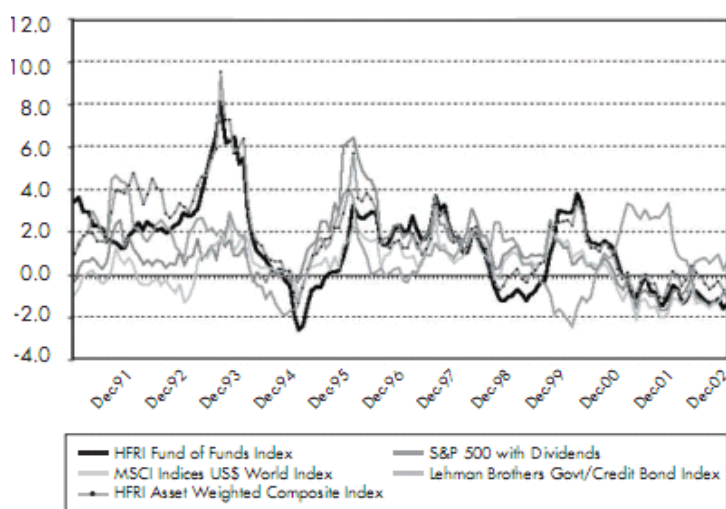
$$T_p = \frac{E(r_p) - r_f}{\beta_p}$$

特雷纳指数是以资产组合有效为前提的，隐含了非系统风险已全部分散的假设，当资产组合的非系统风险没有全部消除时，特雷纳指数可能给出错误的评价信息，因此特雷纳指数只适用于资产组合的非系统风险已全部分散的情况

- 夏普比率，以 CAPM 为理论依据，以 CML (资本市场线) 为评价的基点，并考虑基金总风险，Sharpe (1966) 创立了夏普比率。其计算公式如下：

$$S_p = \frac{E(r_p) - r_f}{\sigma_p}$$

图表 10: 滚动年化夏普比率 1991-2002



来源：HFR，中金阿尔法

一般情况下，该比率越高，基金承担单位风险得到的超额回报率越高。分

子反映基金在计算期内超额回报率的平均值;分母表示基金在计算期内超额回报率的标准差。上面图表 10 中展示了对比其他各大指数, FOF 的夏普比率走势。在投资组合已完全分散了非系统风险的情况下, 夏普比率与特雷纳指数的评价结果一致。

- 詹森指数, Jensen (1968) 在严格遵循 CAPM 和 SML 的基础上提出了对组合业绩衡量的绝对指标。从现有文献来看, 该指标是资产组合业绩评价研究中使用最多的一种方法。詹森指数:

$$r_{pt} - r_{ft} = \alpha_p + \beta_p (r_{Mt} - r_{ft}) + \varepsilon_{pt}$$

詹森指数的优点在于可以非常方便地进行显著性检验, 因此成为学术界最为常用和推崇的业绩评价方法。但詹森指数也隐含了非系统风险已完全分散的假设, 在投资组合并没有完全分散非系统风险的情况下, 詹森指数也可能给出错误信息。

- M^2 测度

针对夏普比率不易解释的缺点, Modigliani Franco 和 Leah Modigliani (1997) 提出了方法 (被称为改进的夏普比率)。

$$M^2 = r_{pt} - r_{Mt} = S_p \sigma_{Mt} - (r_{Mt} - r_{ft})$$

对冲基金的基金团队评价

投资对冲基金的基金也是对对冲基金的基金团队力量的投资, 而团队能力也可以从很多方面来具体评估。

- 管理水平: 基金管理公司的管理水平主要体现在管理层素质、员工素质、公司组织制度、人力资源管理等各项制度, 这些人力资本都是公司的无形资产, 代表着公司的发展潜力。
- 投资管理与风险控制: 这两项是基金公司评价最主要的环节, 也是基金业绩水平和风险收益的决定性因素。投资管理包括基金投资战略、投资目标制定情况、投资计划的执行情况、投资决策程序是否有效, 投资流程遵守状况、止损安排等。内部风险管理包括风险控制架构是否合理, 风险控制体系是否建立以及贯彻程度, 是否有合理的授权分则制度等。
- 研发与创新能力: 基金管理公司的研究力量、基金产品的开发、设计与创新是基金公司不断为客户创造价值、吸引新资金流入的重要手段, 也是一个公司持续发展的动力所在。创新能力的评价主要包含研究实力, 产品研发和创新。
- 公司实力: 基金管理公司的实力主要体现在基金发起人的主要情况, 旗下基金的规模和数量, 基金公司所处的行业地位, 再融资能力等。

➤ 历史经营状况：经营状况主要通过以下指标反映，财务状况、基金净资产值、基金历年分红情况、基金各种费用及成本等。

基金业绩持续性评价

基金业绩持续性分析就是按照时间发生的时间顺序对基金的业绩座次进行分析，以检验前期表现良好的基金当期是否也有较好的表现，而前期表现较差的基金是否仍然没有提升自己的业绩。主要用到以下 2 种方法：

1、自相关检验法，检验基金超额收益序列的自相关是否显著，是一种短期绝对业绩的持续性检验。如果检验的超额收益序列 k 阶自相关系数都狠下，不显著大于 0，则可以认为该基金在短期内没有持续性；反之，则有持续性。

$$r_k = \frac{\sum_{i=1}^{n-k} (x_i - \bar{x})(x_{i+k} - \bar{x})}{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}$$

计算公式：

$$Q = n \sum_{k=1}^m r_k^2$$

检验统计量：

2、回归检验法，可以用于基金长期业绩的持续性评价。一般把整个样本期分为相等的两个子样本，分别进行前后期业绩指标的计算，以前后期业绩指标进行回归分析并进行回归系数的 T 检验。

$$r_{pt} - r_{ft} = \alpha_{p1} + \beta_p (r_{Mt} - r_{ft}) + \varepsilon_{pt}$$

$$r_{pt+k} - r_{ft+k} = \alpha_{p2} + \beta_p (r_{Mt+k} - r_{ft+k}) + \varepsilon_{pt+k}$$

式中， α_{p1} 、 α_{p2} 分别为前期詹森指数和后期詹森指数，利用下式进行回归检验：

$$\alpha_{p2} = \alpha + b\alpha_{p1} + \varepsilon_i$$

当 $b > 0$ ，且具有统计显著性时，说明基金具有长期持续性；当 $b < 0$ ，且不具有统计显著性时，说明基金不具有长期显著性。

基金评价的目的在于指导投资者对基金的选择,因此可以采用绝对评价和相对评价相结合、分项评价和综合评价相结合、以定量分析为主的评价方法,进行全面的、综合性的评价,以便选取优秀基金。

国内发展状况

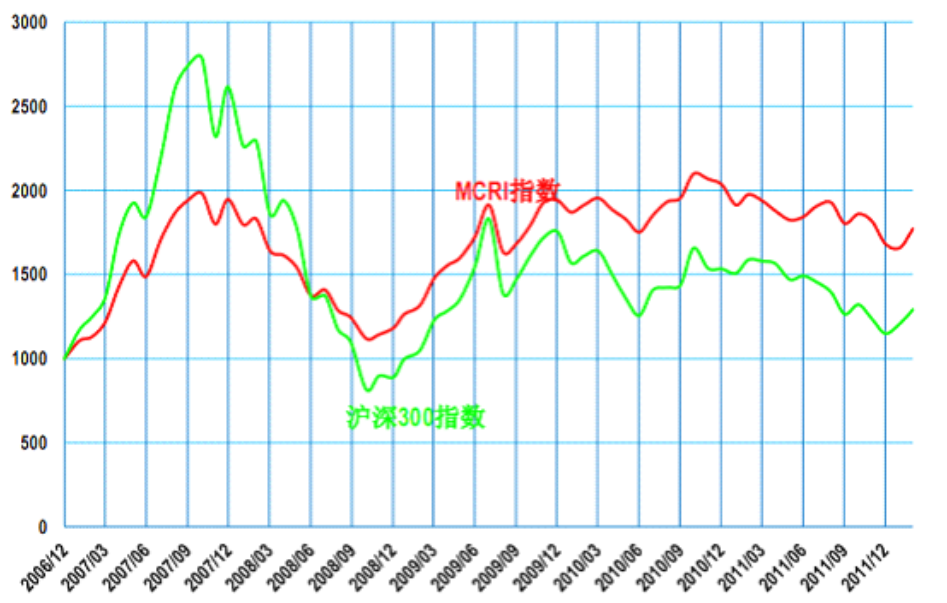
证券投资基金发展概述

我国投资基金业萌芽于在国外金融市场发行国家基金,最早的投资基金是在1987年,中国国际信托投资公司与中国银行和国外的一些投资机构联合推出的、面向海外投资者的投资基金。1989年5月香港新鸿基信托管理有限公司推出的“新鸿基中华基金”是第一支中国概念的基金。投资基金业的真正起步之年是1991年,并在第二年1992年迎来了迅猛的发展。1992年11月,中国农村发展信托投资公司等5家金融机构共同发起、由中国人民银行总行批准的第一家规范化的公司型封闭式投资基金—淄博基金成,标志着我国新兴的投资基金事业开始得国家重视。1997年11月《证券投资基金管理暂行办法》颁布,2000年《开放式证券投资基金试点办法》颁布,对开放式基金的设立、销售与赎回都有明确的规定;2003年10月《中华人民共和国证券投资基金法》颁布,对基金业有了全面的监督管理,使投资基金行业的发展具备了法律与制度的指引。随后,出现了封闭式基金、ETF、LOF、阳光私募等各种金融产品,大大丰富了我国金融市场。

由于我国金融市场还未达到发达国家水平,国内目前还没有完全意义上的对冲基金和 FOF,但存在相似的理财产品。

阳光私募基金是借助信托公司发行的,经过监管机构备案,资金实现第三方银行托管,会发布定期业绩报告,阳光私募基金与一般私募证券基金的区别主要在于规范化,透明化,由于借助信托公司平台发行能保证私募认购者的资金安全。与阳光私募基金对应的有公募基金,可以将其认为是私募中的“私募”,其在操作方式上与对冲基金相似,可以认为是国内早期的对冲基金。国内第一只阳光私募对冲基金《华宝-海集方1期股指期货套利投资集合资金信托计划》2011年12月31日完成募集宣告成立,该信托计划由信托行业内第一家获得股指期货交易业务资格的华宝信托有限责任公司与上海富晶资产管理中心合作推出,上海富晶资产管理中心担任投资顾问。该信托计划以股指期货期现套利、阿尔法组合套利对冲套利投资为主要投资模式,现货组合可以为全复制组合、不少于50只成份股的组合,追求低风险稳健绝对收益,预期收益率大概在10%~20%之间。这是中国完全意义上的对冲基金,必将促使中国对冲基金业快速发展。图表11展示了对冲基金相比沪深300指数的绝对收益。

图表 11: 晨星中国·华润信托对冲基金指数



来源：华润信托，晨星中国

国内也有许多“类 FOF”产品，如私募投资 FOF、私募股权 FOF、TOT。其中，TOT 是最接近 FOF 的基金产品，下面重点介绍 TOT 的发展状况。

TOT 简介及其分类

TOT(trust of trusts)是一种专门投资信托产品的信托，从广义上讲，TOT 是 FOF 的一个小分类。2005年5月招商证券基金宝 I 号的发行，它拉开了我国以“类 FOF”产品作为载体的证券投资 FOF 的发展序幕。我国的 TOT 产品才刚刚起步，所占阳光私募总规模的比例仍微乎其微。同时，投资者的自身研究能力不足也导致 TOT 产品需求的增长。因此，伴随阳光私募行业的前行，TOT 产品也将迎来快速发展。TOT 具体分类如图表12所示。

图表 12: TOT 分类表

分类标准	类别	特点
发行平台	信托 TOT	于信托公司平台上以集合资金信托计划形式发起设立
	银行 TOT	以银行理财产品的形式成立母基金
投资对象	单一信托型 TOT	母信托直接投资于为设立该只母信托而设立的阳光私募
	集合信托型 TOT	母信托直接投资于市场上已有的阳光私募
母基金投资顾问	银行系 TOT	投资顾问主体为银行
	信托系 TOT	投资顾问主体为信托
	券商系 TOT	投资顾问主体为券商
	专业投顾系 TOT	投资顾问主体为专业投资顾问
	第三方理财系 TOT	投资顾问主体为第三方理财公司

来源：中金阿尔法

TOT 发展特点

母信托投资顾问逐渐多元化。目前，银行、信托、券商、专业投顾和第三方理财公司在现有产品中都有充当母信托投资顾问角色，其各有特色。信托公司拥有最直接的阳光私募运作数据，能够最直接的了解私募高管的风格与管理能力，但其经常局限于自身发行平台上的基金，限制了其发展潜力。专业投顾和第三方理财公司可以进行全市场海选，标的的涉猎面较广，但也会受制于最终产品总费率较高、对私募高管缺乏了解和二级市场走势难以把握。银行作为母信托投资顾问，需要建立一支专业化私募团队，并能够自主性较高的进行产品后期持续性管理的团队，这并非易事。券商更加熟悉二级市场，自身对未来市场具备一定的判断能力，更容易了解子信托的操作理念和投资能力，因而是较好的选择。市场上成立满一年定期公布业绩的 TOT 中，无论是收益能力，还是风险控制能力，最好的仍然是由东海证券担任投资顾问的“平安财富-东海盛世一号”。

子信托的集中化和知名化。目前发行的 TOT 来看，大多数都是投资于过往业绩较好的“明显私募”旗下产品，这样既可以捆绑优秀的私募投资顾问，又可以吸引广大投资者。

“被动管理”成为主流。所谓被动管理，即 TOT 发行完毕后，仅投资于起初选择的子信托，并不进行子信托的删减，也不根据不同行情的变化和已有子信托表现进行仓位重新配置。主动管理能充分体现母信托择时和择人的能力，优化配置资源，但并不能保证最终效果。目前缺乏权威阳光私募研究、评价与投资管理人员，因而两种管理方式并无伯仲之分。

TOT 发展规模

中国信托业协会公布《2011年4季度末信托公司主要业务数据》显示，去年以来，信托业发展迅速。截止2011年4季度末，我国信托总资产达到48114.38亿元，全年净增长17709.83亿元，增长率达到58.25%，其中，新增信托资产超过3.17万亿，到期的资金量为1.40万亿。

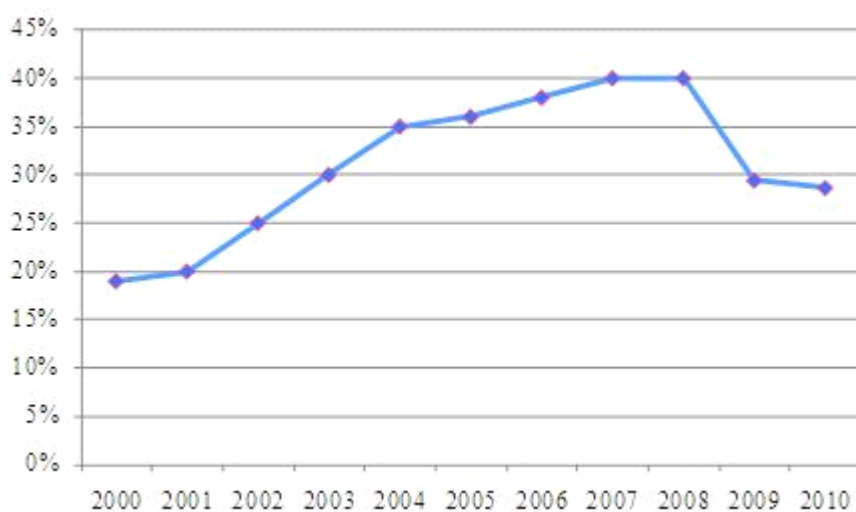
私募排排网统计显示，2011年累计发行证券信托类产品696只，数量同比去年增长42.62%，其中管理型产品378只，结构化产品299只，TOT产品19只；2010年期间发行的私募证券类信托产品数量达488只，其中非结构化产品279只，结构化176只，TOT产品33只。由于国内对冲基金投资理念仍不成熟，虽然证券信托总体数量在上升，TOT产品数量却在下降。截止2012年3月，中国共有71只现存TOT产品，具体如附录1所示。

国内对冲基金的基金发展瓶颈和构建设想

FOF 历史发展规律

海外成熟市场的对冲基金，主要来自机构投资者，其中 FOF 是最主要的部分。据统计，截至 2010 年底，全球对冲基金总资产规模大约为 19200 亿美元，FOF 的规模占到了全球对冲基金资产总额的将近 30%，具体如图表 13 所示。相比之下，我国现在的 TOT 产品规模仅占阳光私募总规模的 5% 左右。

图表 13: FOF 占全球对冲基金比例历史变化图



来源：国泰君安，中金阿尔法

国内 FOF 瓶颈制约分析

国内对冲基金发展不到 10 年，还存在诸多弊端，如规章比较复杂、门槛较高，宣传太少、投资无门等等，主要制约因素如下。

投资理念陈旧。在国外，LP 一般不参与被投资基金的具体管理及项目投资，但是国内 LP 更愿意参与基金的决策管理，这样很容易造成 LP 与 GP (general partner, 基金管理人) 之间的沟通问题。

职业管理人才缺乏。国内对冲基金发展只有几年时间，目前管理人多是从共同基金转型，因而职业管理人才极度缺乏，所以国内 LP 需要与国际 LP 加强沟通，多吸引国外人才，加快国际化的节奏。

缺失相关法律制度。目前我国与私募股权 FOF 有关的法律规范主要有《中华人民共和国证券法》（2006 年 1 月 1 日实施，通常与修订前《证券法》比较时被称作新《证券法》，以下简称《证券法》）、《中华人民共和国公司法》

(2005 年实施, 以下简称《公司法》)、《中华人民共和国证券投资基金法》(即现行《基金法》)、《中华人民共和国合伙企业法》(200 年实施, 以下简称《合伙企业法》)和《中华人民共和国信托法》(2007 年实施, 以下简称《信托法》)。因此我国对私募股权 FOF 的法律制度仅有与私募基金同质的原则性规定, 需要立法机关进一步完善, 使得长期游离在法律之外的私募股权 FOF 的发展有法可依。

监管难以企及。FOF 在国外发展多年, 资本运作相当成熟, 而发达资本市场的市场监管也相当成熟, 由于我国对私募的特别规定一直没有出台, 我国监管部门对私募市场一直放任其发展, 使得我国私募股权 FOF 市场早已成为国际投资专家们竞相争抢的香饽饽。《公司法》、《信托法》对私募股权 FOF 仅作了与私募基金相同的原则性规定, 它们作为位阶高、调整范围广、调整对象多的法律, 也不可能对私募股权 FOF 作更进一步的规定, 而国务院对私募基金尚未出台相关规定, 更难以涉及到私募股权 FOF 这样一种特别的私募基金。

国内 FOF 发展建议

本土 FOF 应该强调练好“内功”。虽然当前中国本土 FOF 刚刚破土而出, 市场潜力巨大, 但是随着后续跟进者的增多, 本土 FOF 之间的竞争也将无法避免。为此, 本土 FOF 应该从设立伊始就强调练好“内功”, 即学习发达国家成熟 FOF 的运作模式和管理要求, 切实做好信息采集、分析整理、科学决策、严格管理的内部运行制度, 深入研究 GP 的全面情况, 从而为国内外 LP 提供真正有价值的 FOF 服务, 最终在未来的行业竞争中保持优势地位。

注重对合格 LP 和优秀 GP 的培养。合格的投资者——既有一定的财富, 又有先进的投资理念, 在一定的风险下追求最大的收益。优秀管理人——既有风险控制意识, 又能够收益最大化, 充分保障客户权益和自身利益。这不仅需要来自上层的高等学校教育, 而且需要自下而上的宣传和培训, 只有这样才能日益促进 FOF 的快速发展。

加强风险教育与风险控制。虽然分散风险是 FOF 的突出特征, 但是对冲基金市场本身的高收益和高风险的特征同样会体现在 FOF 的运作过程中。为此, 我国本土 FOF 在募集资金时, 应该做好风险宣传和教育工作, 不要故意夸大收益预期而掩饰存在的高风险, 应该对各类 LP, 尤其是国内民营企业和富裕个人 LP, 加强风险教育, 防止在实际运行中出现不必要的摩擦与矛盾。

国家监管机构应该在鼓励的前提下适度监督。随着我国对冲基金产业的快速发展, 各类弊端与问题也不断出现, 例如近来讨论比较热烈的 PE 腐败以及 GP 内部人跟头问题, 对于对冲基金产业加强监管的呼声开始越发高涨。一国对于对冲基金产业的监管尺度应该根据该国对冲基金发展水平而定。对于我国而言, 整个对冲基金产业方兴未艾, 对冲基金产业以及本土 FOF 对于我国整体经济社会的健康发展起到了积极的推动作用。

国内 FOF 构建设想

我国目前存在券商集合理财计划主要是投资于基金的一种基金,而非完全意义上的对冲基金的基金。我国的集合理财计划以价值投资理念为核心,多采取主动投资方式,投资范围包括封闭式基金、开放式基金、ETF/LOF,部分涵盖了股票投资和新股申购。投资策略以资产配置为主,基金品种遴选多依赖于自身构筑的评价体系,部分参考晨星等第三方评价机构,评选的标准多从择股能力、择时能力和风险水平等方面进行量化选择。

随着中国衍生品市场的发展,股指期货、融资融券的推出完善了股票市场内在的稳定机制,抑制了单边市,为市场提供了做空手段和双向交易机制,降低了市场的波动幅度,为市场提供了避险的工具,完善了金融产品体系,增加了市场的广度和深度,改善了股市生态,为中国对冲基金的发展奠定了产品基础。

因此,需要进一步完善国内基金市场制度,加强对冲基金监管和宣传教育,培养合格的第三方评级机构,这样才能构建真正的 FOF。

附录 1

序号	产品名称	托管人	成立时间	最新净值	更新时间
1	“精·赢” 2009年第4期后续投资	--	2012/1/16	1.0423	2012/2/28
2	华宝·“时节·好雨” 2号-III	华宝信托	2011/12/29	1	2011/12/29
3	华宝·时节·好雨4号	华宝信托	2011/11/17	1	2011/11/17
4	中海信托·鑫晖1号	中海信托	2011/10/12	1.0283	2012/2/20
5	华宝·“时节·好雨” 2号	华宝信托	2011/8/26	1	2011/8/26
6	“精·赢” 2011年第1期	--	2011/8/18	0.9457	2012/2/28
7	粤财信托·融智潮商组合宝1期	粤财信托	2011/7/27	0.9255	2012/3/2
8	江西信托·工行专享阳光私募组合	江信国际	2011/7/12	0.9864	2012/3/8
9	西藏信托·秋水证券	西藏信托	2011/6/7	1	2011/6/7
10	外贸信托·中银成长组合	外贸信托	2011/5/4	0.9721	2011/9/16
11	平安财富·双核动力5期3号	平安信托	2011/4/26	87.92	2012/3/2
12	陕国投·极元私募优选2期	陕国投	2011/4/25	89.3	2012/3/5
13	华宝·“时节·好雨” 1号	华宝信托	2011/4/1	1	2011/4/1
14	平安财富·双核动力5期2号	平安信托	2011/3/28	85.07	2012/3/2
15	建信信托·建信私募精选2期	建信信托	2011/3/23	0.9178	2012/3/2
16	华润信托·金致五号	华润信托	2011/3/18	86.71	2012/2/29
17	平安财富·双核动力5期1号	平安信托	2011/3/10	83.61	2012/3/2
18	平安财富·双核动力2期2号	平安信托	2011/3/10	80.69	2012/3/2
19	华润信托·新方程私募精选4号	华润信托	2011/2/28	92.06	2012/3/1
20	华润信托·金致一号	华润信托	2011/1/24	86.33	2012/2/29
21	华润信托·金致二号	华润信托	2011/1/24	88.09	2012/2/29
22	华润信托·金致三号	华润信托	2011/1/24	86.49	2012/2/29
23	厦门信托·金蛋基金宝	厦门信托	2010/12/30	0.8295	2012/3/2
24	平安财富·双核动力4期1号	平安信托	2010/12/28	85.96	2012/3/2
25	陕国投·弘酬优选8期	陕国投	2010/12/13	76.02	2012/2/20
26	陕国投·极元私募优选1期	陕国投	2010/12/10	78.95	2012/2/20
27	华润信托·新方程私募精选3号	华润信托	2010/12/2	82.53	2012/3/1
28	陕国投·弘酬优选6期	陕国投	2010/11/15	80.39	2012/3/1
29	陕国投·弘酬优选7期	陕国投	2010/11/15	82.17	2012/3/9
30	平安财富·双核动力3期1号	平安信托	2010/11/11	78.38	2012/3/2
31	建信信托·建信私募精选1期	建信信托	2010/11/10	0.8884	2012/3/2
32	华润信托·金牛精选1期TOT	华润信托	2010/11/10	0.7442	2012/2/29
33	华润信托·新方程私募精选2号	华润信托	2010/11/4	79.92	2012/3/1
34	华润信托·融智组合宝1期	华润信托	2010/9/17	97.56	2012/3/9
35	“精·赢” 2010年第2期	--	2010/8/31	0.9189	2012/2/28
36	陕国投·弘酬优选5期	陕国投	2010/8/27	82.19	2012/3/1

序号	产品名称	托管人	成立时间	最新净值	更新时间
37	外贸信托·汇聚成长1期	外贸信托	2010/8/25	0.8035	2012/3/2
38	陕国投·弘酬优选4期	陕国投	2010/8/16	85.5	2012/3/1
39	“精·赢”2010年第1期	--	2010/8/12	1.0939	2012/2/27
40	平安财富·黄金组合2期1号	平安信托	2010/7/28	93.04	2012/3/2
41	平安财富·双核动力2期1号	平安信托	2010/7/27	93.19	2012/3/2
42	华润信托·新方程私募精选1号	华润信托	2010/7/27	88.79	2012/3/1
43	外贸信托·汇富（3号）	外贸信托	2010/7/21	1.0133	2012/3/2
44	平安财富·双核动力1期7号	平安信托	2010/6/28	95.49	2012/3/2
45	陕国投·弘酬优选3期	陕国投	2010/6/8	83.32	2012/3/1
46	华润信托·托付宝 T0F-2号	华润信托	2010/5/31	99.58	2012/2/29
47	平安财富·双核动力1期5号	平安信托	2010/5/26	91.25	2012/3/2
48	平安财富·双核动力1期4号	平安信托	2010/5/26	90.56	2012/3/2
49	平安财富·双核动力1期6号	平安信托	2010/5/26	90.61	2012/3/2
50	陕国投·弘酬优选2期	陕国投	2010/4/29	93.15	2012/3/1
51	平安财富·双核动力1期1号	平安信托	2010/4/27	88.61	2012/3/2
52	平安财富·双核动力1期2号	平安信托	2010/4/27	88.86	2012/3/2
53	平安财富·双核动力1期3号	平安信托	2010/4/27	88.43	2012/3/2
54	华润信托·中银国际精英汇1期	华润信托	2010/4/22	87.25	2012/1/31
55	平安财富·黄金组合1期4号	平安信托	2010/4/12	94.5	2012/3/2
56	陕国投·弘酬优选1期	陕国投	2010/3/30	83.74	2012/2/29
57	上海国信·红宝石安心进取	上海国信	2010/3/4	0.8761	2012/3/2
58	平安财富·黄金组合1期3号	平安信托	2010/2/9	98.16	2012/3/2
59	平安财富·黄金组合1期1号	平安信托	2010/1/22	98.98	2012/3/2
60	“精·赢”2009年第5期	--	2010/1/18	0.7323	2012/2/28
61	“精·赢”2009年第4期	--	2009/12/30	0.879	2011/12/21
62	中铁信托·金鼎优选配置1号	中铁信托	2009/12/29	0.9404	2012/2/29
63	陕国投·“金种子”理财	陕国投	2009/11/12	0.8882	2012/3/9
64	华润信托·托付宝 T0F-1号	华润信托	2009/11/6	96.74	2012/1/31
65	外贸信托·阳光私募基金宝	外贸信托	2009/9/15	0.9465	2012/3/5
66	中铁信托·稳健增值1号	中铁信托	2009/7/10	1	2009/7/10
67	平安财富·东海盛世一号	平安信托	2009/5/26	109.44	2012/3/2
68	“精·赢”2009年第1期	--	2009/5/18	1.0451	2012/2/29
69	“精·赢”2009年第2期	--	2009/5/18	0.8632	2012/3/1
70	北方信托·招商智远 F0F（一期）	北方国信	2008/8/12	--	--
71	平安财富·黄金组合一期二号	平安信托	2007/12/28	39.06	2012/3/2

来源：私募排排网，中金阿尔法



重要声明:

本报告仅供中金阿尔法投资研究有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中金阿尔法投资研究有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中金阿尔法研究部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。