

相关研究

《量化研究新思维（三）——与 Beta 为敌》2017.07.24

《价值投资系列之二——历史盈利对股票收益预测的影响》2017.07.17

《基于因子剥离的 FOF 择基逻辑系列五——债券基金的七因子剥离再探与 FOF 应用》2017.07.17

大类资产配置及模型研究（四）——2017，全球对冲基金的新纪元？

投资要点：

在海外，“对冲基金”是一个非常宽泛的概念，只要是和“共同基金（mutual fund）”的运作方式或目标不同的产品，几乎都可以归入这一类别。最常见的形式包括：股票对冲、宏观对冲、CTA、事件驱动、套利。自上世纪 90 年代形成规模后，对冲基金以其优秀稳定的业绩，一直为众多投资者和资产管理机构所推崇。但在 2008 年的金融危机之后，对冲基金行业陷入低谷，业绩连续多年落后于传统资产。尽管依然保持着资金的净流入，但批评和质疑却从未停止。那么，究竟是哪些因素或环境的变化导致了对冲基金表现的下滑，未来又是否会发生逆转？本文将从多个角度回答这些问题，并尝试对未来三年内对冲基金有望达到的收益区间进行合理的估计。

- **对冲基金自 2009 年以来表现不佳。**在 09 年 2 月-17 年 2 月的 8 年时光里，标普 500 和 MSCI 全球指数的复合年化收益率分别为 18.2%和 14.9%，而对冲基金指数仅为 5.9%。同期，由股票和债券构成的分散化（60/40）组合也取得了显著超越对冲基金的收益，年化值为 11.4%。即使是从风险调整后收益的角度来评判，对冲基金依然表现不佳，落后于分散化组合与债券指数。
- **对冲基金的历史业绩十分出色。**1990 年以来，对冲基金指数的费后年化收益为 10.06%，夏普比率恰好为 1。同期 MSCI 全球指数的年化收益为 7.01%，夏普比率仅为 0.31。此外，对冲基金有着比分散化的 60/40 组合更低的波动，各子策略年化波动率的范围为 4.3%-8.8%，而同期分散化组合的对应值则为 9.1%。
- **对冲基金业绩退步主要源自 5 大因素。**（1）量化宽松政策平抑了股市的波动；（2）绝大部分股票表现出相同的趋势提升了管理多空组合的难度和成本；（3）债券收益率的下行；（4）对冲基金管理的机构化导致杠杆降低；（5）监管的逐渐严格使得运营对冲基金的费用激增。
- **股票市场的表现和债券到期收益率是对冲基金业绩最重要的两个驱动因子。**简单的回归分析表明，这两个因子的变化都与对冲基金的收益正相关。即，股市上涨，对冲基金的收益扩大；利率水平上行，债券价格下跌，也能提升对冲基金的业绩。此外，1990-2008 年，对冲基金平均每年能产生 5.96%的 Alpha。但进入 2009 年后，这个值快速下滑至 0.58%。在整个观察区间内，对冲基金的年化 Alpha 为 4.29%。
- **保守估计，未来三年，对冲基金每年相对于无风险利率的超额收益至少都能达到 5%。**在三种美国经济可能所处的状态（货币政策正常化、货币收紧速度超出预期、经济陷入长期停滞）下，对标普 500 全收益指数和 10 年期国债收益率的变化进行预测。并且假设随着估值体系的延伸和货币政策的正常化，对冲基金的 Alpha 有望回到历史平均水平——4%。本文计算得到，2018-2020 年，对冲基金最低的年化超额收益为 5.54%。
- **风险提示。**模型误设风险、美国经济大幅衰退风险、美联储货币政策超出预期风险。

分析师:冯佳睿

Tel:(021)23219732

Email:fengjr@htsec.com

证书:S0850512080006

联系人:周一洋

Tel:(021)23219774

Email:zyy10866@htsec.com

目 录

1. 对冲基金近来饱受质疑	5
2. 对冲基金的历史业绩十分出色	7
3. 对冲基金近来的业绩缘何退步?	9
4. 估计对冲基金收益的驱动因子	11
5. 推断对冲基金的未来业绩	12
6. 总结	14
7. 风险提示	14

图目录

图 1	对冲基金在过去 8 年间表现不佳（2009.2-2017.2）	5
图 2	对冲基金过去 8 年的夏普比率不及分散化组合（2009.2-2017.2）	6
图 3	对冲基金的管理费与业绩提成（2006-2013）	6
图 4	费率与基金规模	6
图 5	对冲基金的规模不断增长（1997-2017）	7
图 6	对冲基金的累计资金净流入（单位：亿美元，2011-2016）	7
图 7	对冲基金 1990 年以来的绝对业绩十分突出（1990.1-2017.2）	7
图 8	对冲基金 1990 年以来的相对业绩同样优异（1990.1-2017.2）	8
图 9	对冲基金 1990 年以来的风险调整后业绩优于其他资产（1990.1-2017.2）	8
图 10	对冲基金式微于美联储前所未有的干预行为对市场的扭曲（2009.2-2017.2）	9
图 11	波动率下降，对冲基金的表现下滑（1990.2-2017.2）	10
图 12	极低的市场偏离度严重伤害了股票多空策略的空头（2000.1-2017.2）	10
图 13	Alpha 在过去 8 年大幅下降	12
图 14	债券收益率下行重创对冲基金的业绩	12
图 15	标普 500 全收益指数年回报率的假设（2018-2020）	13
图 16	10 年期国债到期收益率的假设（2018-2020）	13
图 17	对冲基金在不同经济情景假设下的超额收益预测（2018-2020）	14

表目录

表 1	对冲基金与传统资产类别间的低相关性（1990.1-2017.2）	9
表 2	对冲基金及收益驱动因子变化的描述性统计（1990.1-2017.2）	11
表 3	对冲基金收益的驱动因子与 Alpha（使用美国市场数据）	11
表 4	对冲基金收益的驱动因子与 Alpha（使用全球市场数据）	12

“对冲基金”是一个极具误导性的名词，倘若只是简单地望文生义，似乎只有那些借助衍生品或运用做空手段的产品才能冠以这个称谓。但事实上，在海外，“对冲基金”是一个非常宽泛的概念，只要是和“共同基金（mutual fund）”的运作方式或目标不同的产品，几乎都可以归入这一类别。最常见的形式包括：股票对冲、宏观对冲、CTA、事件驱动、套利。

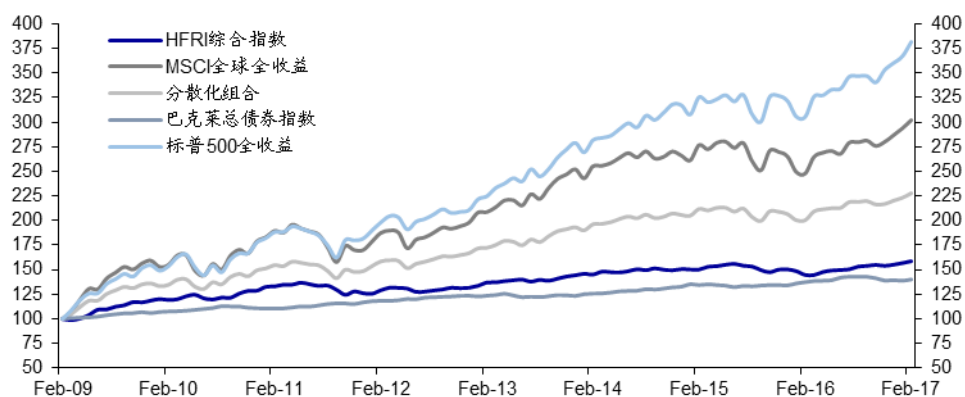
自上世纪 90 年代形成规模后，对冲基金以其优秀稳定的业绩，一直为众多投资者和资产管理机构所推崇。因此，在本系列的第二篇报告《资产长期收益率的预测与战略资产配置》中，对冲基金作为另类投资的一个类别，被纳入到战略资产配置的体系之内，成功延拓了股/债配置的有效前沿。

但在 2008 年的金融危机之后，对冲基金行业陷入低谷，业绩连续多年落后于传统资产。尽管依然保持着资金的净流入，但批评和质疑却从未停止。那么，究竟是哪些因素或环境的变化导致了对冲基金表现的下滑，未来又是否会发生逆转？本文将从多个角度回答这些问题，并尝试对未来三年内对冲基金有望达到的收益区间进行合理的估计。

1. 对冲基金近来饱受质疑

由于未能产生和投资者的期望所匹配的收益率，对冲基金在过去的 7、8 年间承受了巨大的压力。大量的批评都和对冲基金收取的高昂费用与其业绩不匹配有关。下图展示了 2009 年以来，HFR¹的对冲基金综合指数的净值走势，并与标普 500 全收益（S&P 500 Total Return）、MSCI 全球全收益（MSCI World Total Return）、巴克莱总债券指数（Barclays Aggregate Bond Index）以及分散化组合²进行对比。

图1 对冲基金在过去 8 年间表现不佳（2009.2-2017.2）



资料来源：HFR, Bloomberg, 海通证券研究所

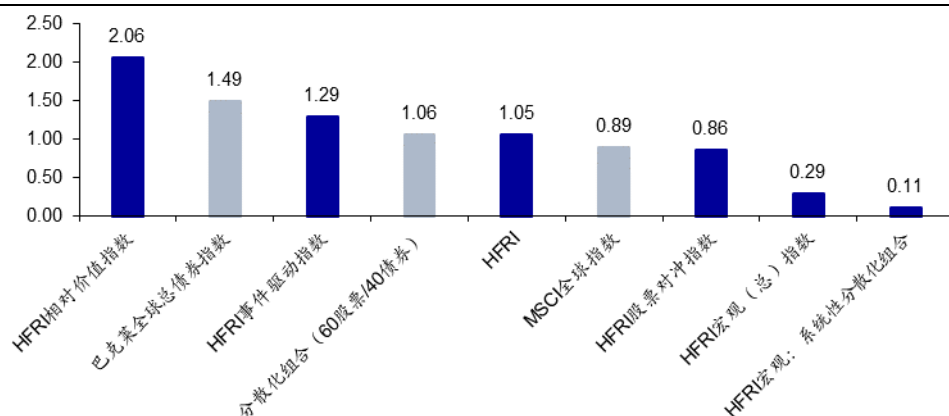
在 09 年 2 月-17 年 2 月的 8 年时光里，标普 500 和 MSCI 全球指数的复合年化收益率分别为 18.2%和 14.9%，而对冲基金仅为 5.9%。同期，由股票和债券构成的分散化（60/40）组合也取得了显著超越对冲基金的收益，年化值为 11.4%。

即使是从风险调整后收益的角度来评判，对冲基金依然表现不佳。下图给出的是上述 5 个指数或组合的夏普比率。其中，无风险利率使用 3 个月的 Libor。

¹ HFR: www.hedgefundresearch.com, 专注于对冲基金的分析 and 指数的编制。

² 组合由 60%的 MSCI 全球指数（全收益）和 40%的巴克莱全球总债券指数构成，将其 2009 年 2 月的初始净值设为 100，每月再平衡一次。

图2 对冲基金过去 8 年的夏普比率不及分散化组合 (2009.2-2017.2)



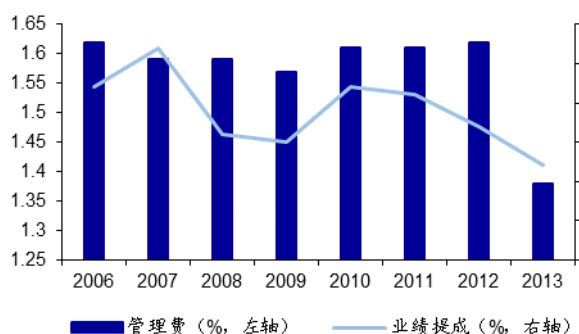
资料来源: HFR, Bloomberg, 海通证券研究所

对冲基金指数 (HFRI) 的风险调整后收益不及分散化组合与债券指数, 但高于全球股票指数, 这主要得益于它较低的波动率。

有趣的是, 尽管对冲基金整体的表现平庸, 但依然有部分策略十分突出。其中, 相对价值和事件驱动是夏普比率最高的两个, 且分别优于债券指数和分散化组合。然而, 在另一端, 股票对冲和宏观策略的业绩却十分惨淡, 尤其是所谓的系统化分散子策略 (CTAs)。因此, 需要时刻牢记的是, 对冲基金包含了各种各样的形式, 选择对的策略和对的产品才是关键。

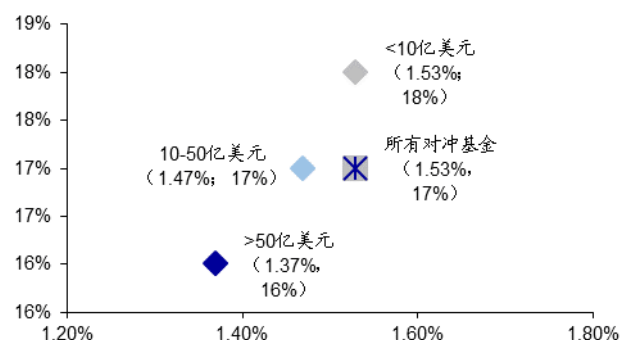
对冲基金近来持续的糟糕业绩将整个行业置于巨大的压力之下。虽然管理规模 (下图) 在年复一年的增长 (截止 2016 年年底, 全球的对冲基金管理规模已突破 3 万亿美元), 但费率却是在不断下调。由下图可见, 传统的 “2/20” (2%管理费+20%的业绩提成) 费率结构早已被打破, 当前整个行业的平均管理费和业绩提成分别为 1.53% 和 17%。此外, 基金的规模也影响着费率。平均而言, 小基金的费率高 (1.53%/18%), 大基金的费率低 (1.37%/16%)。

图3 对冲基金的管理费与业绩提成 (2006-2013)



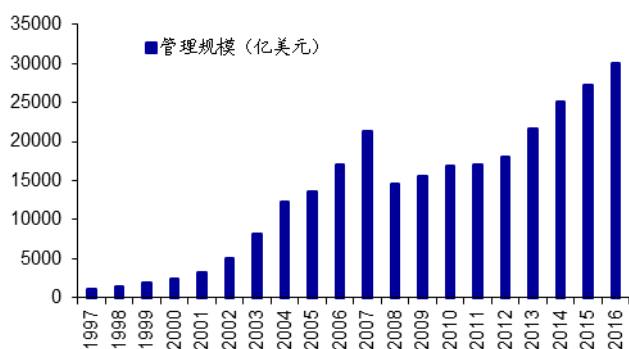
资料来源: HFR, 海通证券研究所

图4 费率与基金规模



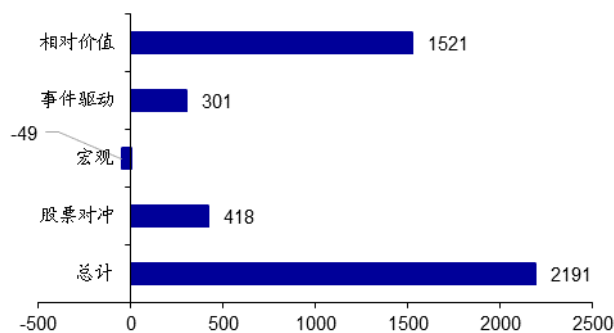
资料来源: HFR, 海通证券研究所

图5 对冲基金的规模不断增长（1997-2017）



资料来源：BarclayHedge，海通证券研究所

图6 对冲基金的累计资金净流入（单位：亿美元，2011-2016）



资料来源：HFR，海通证券研究所

此外，尽管对冲基金的业绩和费率近年来出现下滑，但管理规模依然保持着上升的势头。2011-2016年间，整个对冲基金行业流入的资金达到了2191亿美元。其中，相对价值策略的资金净流入最多，为1521亿美元；而宏观策略（包括CTA）则出现了49亿美元的资金净流出。

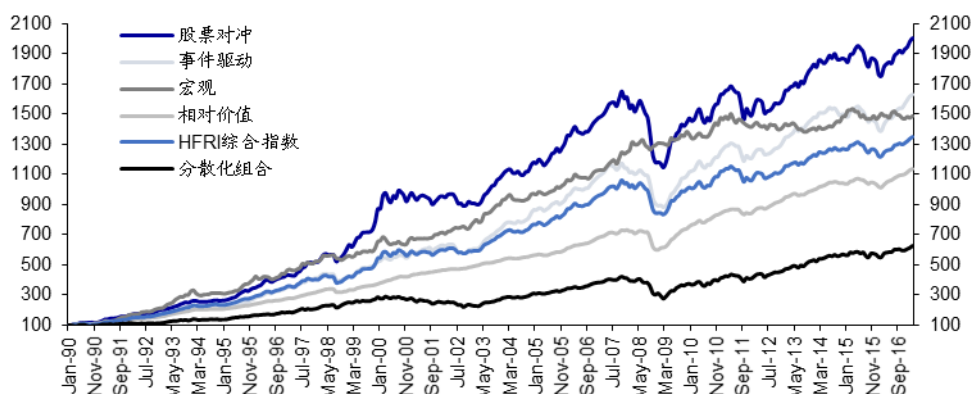
2. 对冲基金的历史业绩十分出色

有关对冲基金业绩的可靠记录可以追溯到上世纪90年代初，长达27年的历史数据穿越了不同的经济周期，有助于投资者从绝对和相对两个维度对这一资产类别进行分析。本节将从以下四个角度展现对冲基金的基本特征，分别是：绝对业绩、相对业绩、风险调整后业绩和相关性。

- **对冲基金的绝对业绩十分突出。**1990年以来，代表对冲基金的HFRI综合指数的费后年化收益为10.06%。如果以标普500的月度收益率和美国10年期国债到期收益率的月度变化值为解释变量，HFRI综合指数的月度收益率为被解释变量，可以算得，对冲基金在1990-2017年间可以产生高达4.3%的年化Alpha。

不仅如此，四个子策略——股票对冲、宏观、事件驱动和相对价值也对取得了不俗的业绩，相应指数的最终净值远超分散化的60/40组合（见下图）。

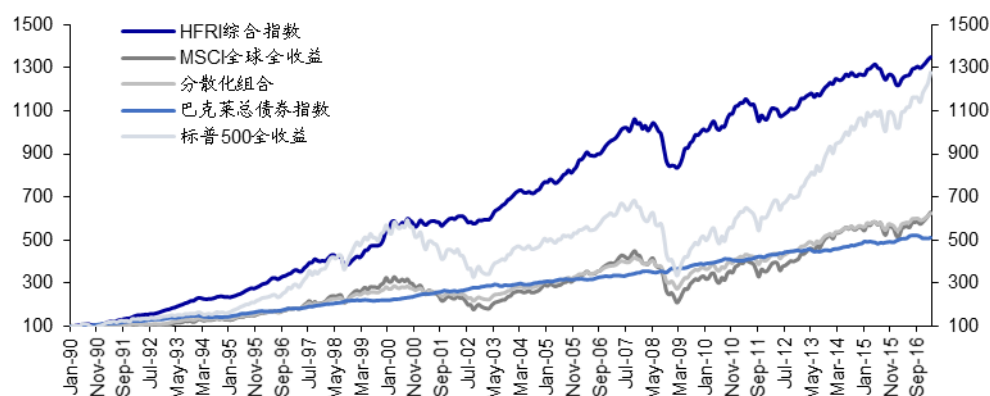
图7 对冲基金1990年以来的绝对业绩十分突出（1990.1-2017.2）



资料来源：HFR，Bloomberg，海通证券研究所

- **和传统的资产类别相比，对冲基金的相对业绩依然令人印象深刻。**下图是1990年1月-2017年2月期间对冲基金指数的表现，并与标普500全收益（S&P 500 Total Return）、MSCI全球全收益（MSCI World Total Return）、巴克莱总债券指数（Barclays Aggregate Bond Index）以及分散化组合进行对比。

图8 对冲基金 1990 年以来的相对业绩同样优异 (1990.1-2017.2)

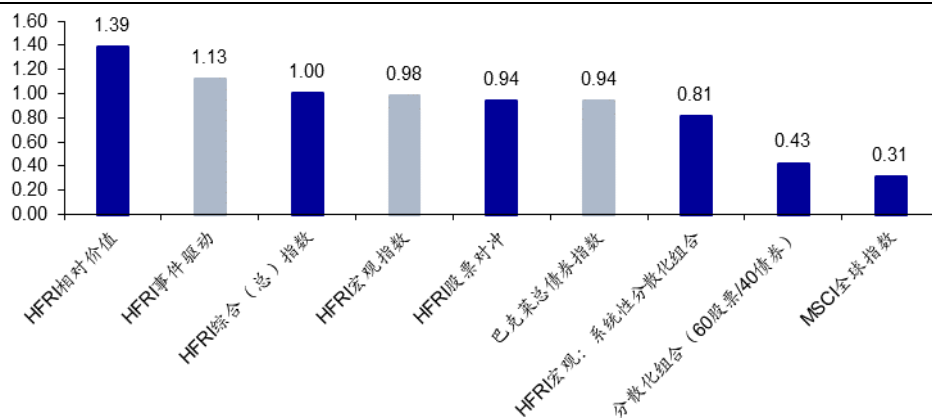


资料来源：HFR, Bloomberg, 海通证券研究所

1990 年以来，投资对冲基金的累计回报率最高，但这主要得益于它在 2008 年之前的稳定业绩。随着金融危机后标普 500 的持续强势，HFRI 综合指数的领先优势正快速缩小。

• 从风险调整后的业绩来看，对冲基金依然超越了传统资产类别。1990 年至今，对冲基金综合指数的夏普比率恰好为 1，而同期 MSCI 全球指数仅为 0.31。即使是与债券（巴克莱总债券指数）对比，对冲基金的风险调整后收益依然有微弱的优势。在所有的子策略中，相对价值、事件驱动和宏观于过去 27 年间贡献了十分突出的风险调整后收益。

图9 对冲基金 1990 年以来的风险调整后业绩优于其他资产 (1990.1-2017.2)



资料来源：HFR, Bloomberg, 海通证券研究所

• 对冲基金与传统资产类别之间的相关性很低。由下表的相关系数矩阵可见，宏观策略，包括系统性分散化组合，与其他类别的策略和资产的相关性都比较低。HFRI 宏观（总）指数和一个由 60%股票和 40%债券构成的分散化组合的相关系数仅为 0.38，和股票或者债券的相关系数也不足 0.4。此外，其他一些对冲策略，例如，事件驱动和股票对冲，与债券几乎不存在相关性，但与股票的相关系数则高达 0.7。

表 1 对冲基金与传统资产类别间的低相关性 (1990.1-2017.2)

	HFRI 相对价值	HFRI 宏观: 系统性分散化组合	HFRI 事件驱动	HFRI 股票对冲	HFRI 宏观 (总) 指数	MSCI 全球指数	巴克莱总债券指数	分散化组合 (60 股票/40 债券)
HFRI 相对价值	1.00							
HFRI 宏观: 系统性分散化组合	0.15	1.00						
HFRI 事件驱动	0.79	0.35	1.00					
HFRI 股票对冲	0.70	0.46	0.85	1.00				
HFRI 宏观 (总) 指数	0.34	0.62	0.49	0.54	1.00			
MSCI 全球指数	0.55	0.38	0.70	0.73	0.34	1.00		
巴克莱总债券指数	0.08	0.19	0.02	0.04	0.37	0.08	1.00	
分散化组合 (60 股票/40 债券)	0.55	0.39	0.69	0.73	0.38	0.99	0.21	1.00
年化波动率	4.2%	7.4%	6.5%	8.8%	7.2%	14.9%	3.0%	9.1%

资料来源: HFR, Bloomberg, 海通证券研究所

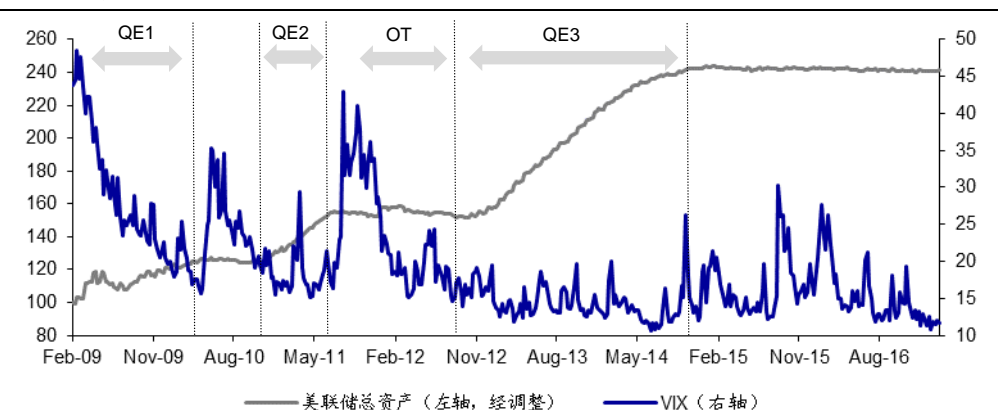
对冲基金有更好的风险调整后收益的一个重要原因是其较低的波动率。如上表最后一行所示, 所有对冲基金的子策略都有着比分散化的 60/40 组合更低的年化波动。1990-2017 年间, 对冲基金年化波动率的范围为 4.3% (相对价值) -8.8% (股票对冲), 而同期分散化组合的对应值则为 9.1%。

3. 对冲基金近来的业绩缘何退步?

由前两部分的分析可见, 对冲基金在 2009 年之后的业绩远逊于股票或是传统的 60/40 分散化组合, 这与它前二十年的表现大相径庭。究竟是哪些因素导致了这样的反差, 本文尝试从以下 5 个方面进行分析。

- **伯南克看跌期权。**对冲基金业绩的式微发生于美联储对市场展开前所未有的干预之际。长期将债券收益率压制在低位, 以及在多数年份上控制股市的波动率, 严重扭曲了市场。由下图可以清晰地看到, 每一轮量化宽松政策都显著平抑了股市的波动, 这种效应被称为“伯南克看跌期权”(之前被叫做“格林斯潘看跌期权”)。

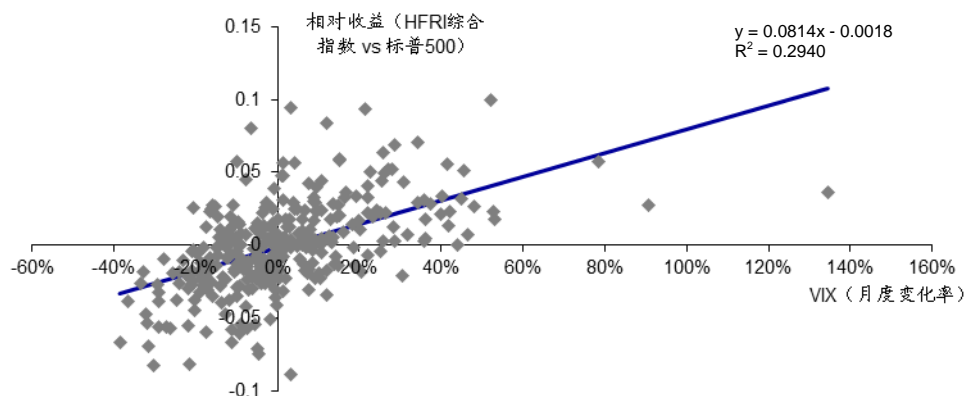
图10 对冲基金式微于美联储前所未有的干预行为对市场的扭曲 (2009.2-2017.2)



资料来源: 美联储, Wind, 海通证券研究所

下图展现了这样一个事实, 对冲基金的相对业绩和波动率的下降存在明显的关联。当波动率上升时, 对冲基金的表现将优于股票市场; 反之, 当波动率下降时 (一如过去 7 年所经历的那样), 对冲基金的业绩开始出现滑坡。

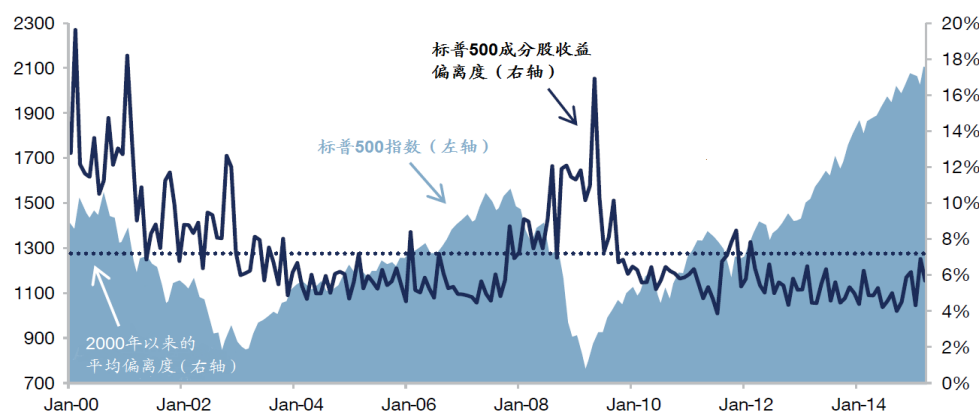
图11 波动率下降，对冲基金的表现下滑（1990.2-2017.2）



资料来源：HFR，Bloomberg，海通证券研究所

- **流动性驱动的市场。**美联储极度宽松的货币政策，大大提高了股票市场的流动性。对基本面投资者，如使用股票对冲策略的基金经理而言，2009年以来标普500的持续上涨使得绝大部分股票都表现出相同的趋势，导致管理多空组合的难度和成本也水涨船高。由下图可见，标普500成分股的收益偏离度³在过去7年内始终处于一个较低的水平之上。

图12 极低的市场偏离度严重伤害了股票多空策略的空头（2000.1-2017.2）



资料来源：标普指数公司，Bloomberg，海通证券研究所

- **债券收益率的下行。**下文将证明，债券收益率的剧烈下行对对冲基金的业绩产生了很大的负面影响。
- **对冲基金管理的机构化。**对冲基金近期的低迷业绩也有可能源于一些结构性的因素。过去十年间，对冲基金的投资者结构发生了剧烈的变化，机构投资者，尤其是养老金，在这个行业上投入了巨量的资金。如今，机构投资者在对冲基金整个管理规模中的占比已达2/3，而十年前，这个数字仅为20%。机构投资者的涌入固然助推了管理规模的扩大，但较低的风险偏好也必然会迫使对冲基金的管理者降低杠杆比率以提升业绩的稳定性。此外，对操作过程中更高透明度的要求以及更加严谨的内部控制，也使得行业的运营费用激增。
- **逐渐变化的监管环境。**2008年以后陆续出台的各种金融监管政策对对冲基金行业的影响远甚于其他任何一个金融领域。KPMG在2013年的一份调查报告显示，多德-弗兰克法案⁴的实施令对冲基金每年的运营费用上升了10%。

³ 收益偏离度： $\sqrt{\sum_{i=1}^n w_i (r_i - P)^2}$ ，其中， P 代表指数收益率， r_i 是成分股 i 的收益率， w_i 是成分股 i 在指数中的权重。

⁴ 多德-弗兰克法案：1. 扩大监管机构权力；2. 设立新的消费者金融保护局；3. 限制大金融机构的投机性交易，尤其是加强对金融衍生品的监管。

有理由相信，未来对冲基金业绩受到上述几个因素的影响会越来越小。美联储的 QE 已经结束，货币政策开始“正常化”。同时，股票市场的偏离度正逐步收敛于长期均值。最后，多德-弗兰克法案已实施 7 年，对冲基金为适应新规而产生的边际成本也会逐渐降低。在这样的背景下，对冲基金的未来业绩将会怎样，下文尝试给出一种合理的推断。

4. 估计对冲基金收益的驱动因子

为估计对冲基金收益的驱动因素，本文选择了一个非常简单的方法，使用标普 500 全收益指数的收益率 ($\Delta SPX500$) 和美国 10 年期国债到期收益率的绝对变化值 ($\Delta UST10Y(yield)$)，去解释 HFRI 综合指数相对无风险利率的超额收益 ($\Delta HFRI$)。所有数据都按月度为频率采集并计算。其中，使用国债到期收益率的变化而非其本身，是为了防止潜在的平稳性问题。下表列示了 1990 年 1 月至 2017 年 12 月期间，上述三个变量的描述性统计。同时，加入国债价格指数 ($\Delta UST10Y(price)$) 的月度变化率这个变量作为参考。长期来看，对冲基金的月均收益和股票十分接近 (0.54% vs 0.58%)，但其波动特征却类似于债券 (1.90% vs 1.26%)。

表 2 对冲基金及收益驱动因子变化的描述性统计 (1990.1-2017.2)

	均值	标准差	中位数	偏度	峰度	最小值	最大值
$\Delta HFRI$	0.54%	1.90%	0.73%	-73.89%	286.93%	-9.17%	7.14%
$\Delta SPX500$	0.58%	4.17%	0.94%	-59.78%	127.33%	-17.13%	11.05%
$\Delta UST10Y(yield)$	-0.02%	0.27%	0.00%	4.36%	76.15%	-1.03%	0.89%
$\Delta UST10Y(price)$	0.21%	1.26%	0.19%	-6.84%	97.49%	-4.48%	5.12%

资料来源：HFR, Bloomberg, 海通证券研究所

本文采用最简单的线性回归来建立上述变量之间的关系，具体形式为：

$$R_t = \alpha + \beta_1 \Delta SPX500_t + \beta_2 \Delta UST10Y(yield)_t + \varepsilon_t$$

下表给出了参数估计的结果。

表 3 对冲基金收益的驱动因子与 Alpha (使用美国市场数据)

HFRI 综合指数相对 Libor (3 个月) 的超额收益	1990.2-2017.2	1990.2-2009.1	2009.2-2017.2
截距项 (α)	0.0036*** (0.0007)	0.0050*** (0.0009)	0.0005*** (0.0008)
标普 500 全收益 (β_1)	0.3348*** (0.0171)	0.3498*** (0.0223)	0.3158*** (0.0219)
10 年期国债到期收益率 (β_2)	0.5414** (0.2685)	0.6062* (0.3371)	0.5710 (0.3722)
月份总数	325	228	97
调整后 R^2	55%	52%	74%
年化 Alpha	4.29%	5.96%	0.58%

资料来源：HFR, Bloomberg, 海通证券研究所

注：括号内为标准差，***、**、* 分别代表该估计在 1%、5%、10% 的水平下显著

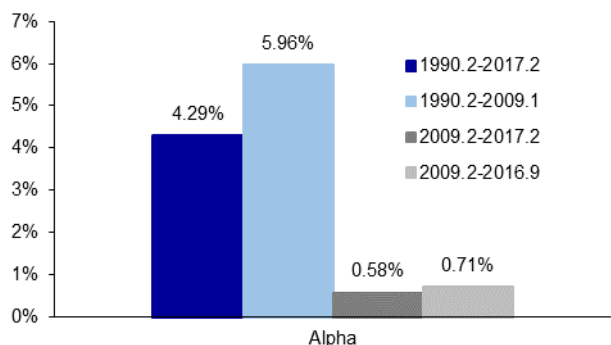
由上表可以得到如下几个主要结论。

- 1990-2008 年，对冲基金平均每年能产生 5.96% 的 Alpha。但进入 2009 年后，这个值快速下滑至 0.58%。在整个观察区间内，对冲基金的年化 Alpha 为 4.29%。
- 2009 年之前，股票的回归系数接近 35%；2009 年以来，下降至 31%。这一变化的直接后果是，和 2009 年以前相比，若其他条件保持不变，标普 500 每上涨 1%，对冲基金的业绩就会退步 4 个 bp。更不幸的是，2009 年后，标普 500 进入了一个长期的

牛市。

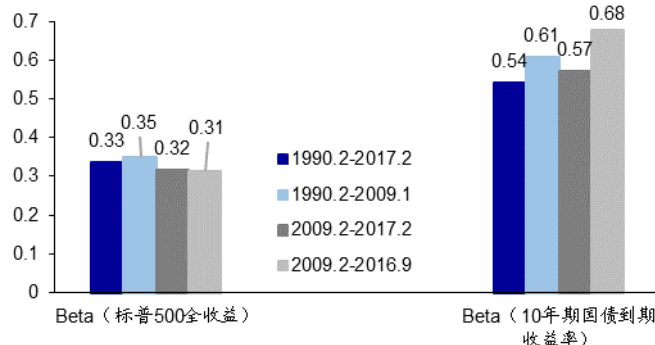
- 前文的分析认为，2008 年后，量化宽松政策引起的利率下行重创了对冲基金的业绩。因此，理论上，债券的回归系数应当比之前大幅上升，但从上表中却发现了截然相反的情况。是否是之前的推断有误呢？仔细分析数据可以发现，利率水平在经历了长达数年的下行后，于 2016 年四季度开始快速上升。倘若剔除 2016 年 10 月-2017 年 2 月的数据重新计算，可得债券的回归系数为 0.6783（下图），和预期完全一致。与此同时，股票的回归系数（0.3147）只是出现了极其细微的变化。

图13 Alpha 在过去 8 年大幅下降



资料来源：HFR，Bloomberg，海通证券研究所

图14 债券收益率下行重创对冲基金的业绩



资料来源：HFR，Bloomberg，海通证券研究所

- 这两个变量可以解释很大一部分的对冲基金业绩。整个区间（1990-2017）上的解释度为 55%，2009 年以来，更是上升到了 74%。

为了验证上述结论的一般性，本文还使用全球的股票和债券市场的数据重复了上述检验。具体地，以 MSCI 全球总收益指数代表股票，J.P. 摩根全球总债券指数代表债券，与 HFRI 综合指数的超额收益进行回归。具体结果如下表所示。

表 4 对冲基金收益的驱动因子与 Alpha（使用全球市场数据）

HFRI 综合指数相对 Libor（3 个月）的超额收益	1990.2-2017.2	1990.2-2009.1	2009.2-2017.2
截距项 (α)	0.0045*** (0.0007)	0.0059*** (0.0009)	0.0011 (0.0007)
MSCI 全球总收益 (β_1)	0.3454*** (0.0164)	0.3577*** (0.0218)	0.3254*** (0.0165)
J.P. 摩根全球总债券指数 (β_2)	-0.1352*** (0.0427)	-0.1713*** (0.0542)	-0.0158 (0.0479)
月份总数	325	228	97
调整后 R ²	58%	54%	83%
年化 Alpha	5.34%	7.13%	1.30%

资料来源：HFR，Bloomberg，海通证券研究所

注：括号内为标准差，***、**、* 分别代表该估计在 1%、5%、10% 的水平下显著

使用全球市场的数据并没有改变上文得到的主要结论。2009 年以来，对冲基金的 Alpha 大幅下降。股票的回归系数的符号和显著性都没有发生改变，甚至是数值大小也相差无几。由于采用价格指数代替到期收益率，债券的回归系数的符号由正变负。

5. 推断对冲基金的未来业绩

基于上述估计结果和一系列保守的假设，本文认为，在未来的 3 年内，对冲基金将会以一个较低的波动率获得年化 5% 的超额收益（相对无风险利率）。这一数字在过去的

14-16 年间，分别为 2.8%、-1.3% 和 4.7%。而且，有理由相信，5% 只是一个保守估计，进一步向上的空间和可能性都非常大。做出这一论断的信心主要来自于以下的假设。

首先，从前文对美国股市的分析可知，不论是波动率还是偏离度，都处在近年来的低位。但随着估值体系的延伸和货币政策的正常化，利率水平的上移将带动股票市场波动率和偏离度的抬升，对冲基金获取 Alpha 的能力也有望得到提高。但为了保守起见，本文假设未来三年（2018-2020），整个对冲基金行业平均每年的 Alpha，即回归方程中的截距项为 4%（约等于 1990-2017 的平均水平）。

其次，对未来标普 500 的业绩和 10 年期国债到期收益率的预测依赖于对宏观经济状态的判断。为了更全面也更合理地推断对冲基金的未来业绩，本文假设了以下三种可能出现的情景。

1. 美联储货币政策回归正常化。

市场普遍认为，美国已在 2015 年下半年开启货币政策正常化的进程。预计 10 年期国债到期收益率将会温和上升，并于 2020 年达到 3.6% 附近。而标普 500 指数则会逐步向其估值回归，预计未来三年的收益率依次为 10%、6.5%、6.5%。

2. 美联储货币政策的收紧速度超过预期。

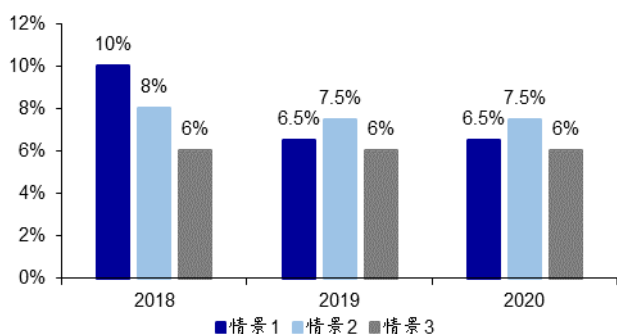
美国经济复苏的强度有可能促使美联储以比市场预期更快的速度收紧货币，此时，10 年期国债收益率将很有可能上升到 4% 以上，并在短期内对股票市场形成一定的压力。但强势的经济复苏依然会显示出对风险资产的偏好，预计未来三年标普 500 的收益率将在 7%-8% 之间。

3. 经济增长陷入长期停滞（Secular stagnation）。

2013 年 11 月，美国前财政部长萨默斯（Larry Summers）在预测美国经济的长期增长率时，提出了一个新的名词——Secular stagnation，意为“长期停滞”。若其演变成一种常态，那么 10 年期国债的到期收益率将维持当前水平，即 2.5% 左右。而标普 500 的收益率则会是三种假设中最低的，预计仅能达到 6%。

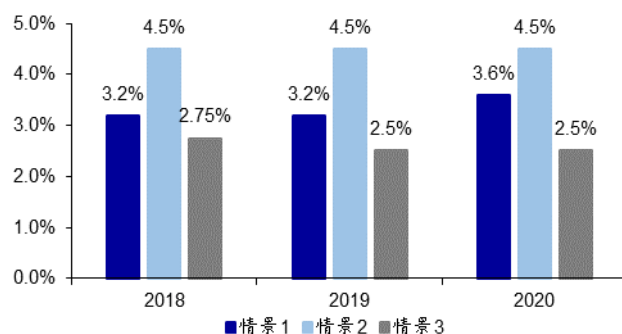
以下两图给出了 2018-2020 年，上述三种经济情景假设对应的标普 500 全收益指数的年回报率和 10 年期国债到期收益率。

图15 标普 500 全收益指数年回报率的假设（2018-2020）



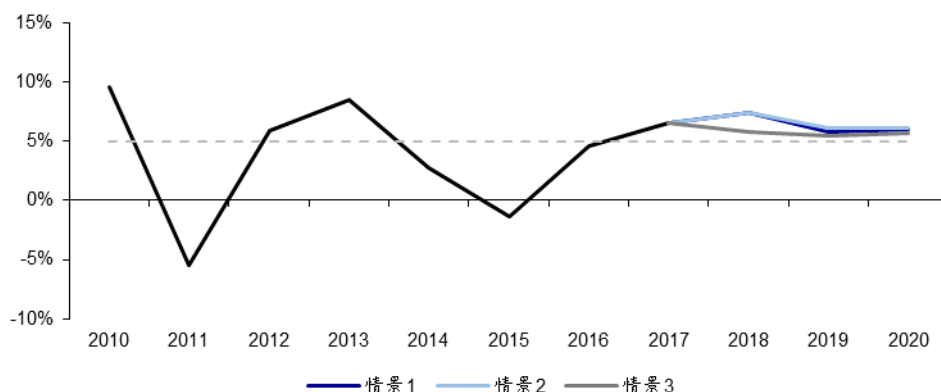
资料来源：HFR，Bloomberg，海通证券研究所

图16 10 年期国债到期收益率的假设（2018-2020）



资料来源：HFR，Bloomberg，海通证券研究所

将表 3 中根据 1990-2017 的数据得到的股票和债券的回归系数，分别乘以未来三年标普 500 全收益指数年回报率和 10 年期国债到期收益率的变化在三种不同经济情景下，每一年的假设值，按年求和后再加上假设的 Alpha 值（每年 4%），可得对冲基金在 2018-2020 年的超额收益预测。并与 2010 年以来的已实现业绩一起，在下图中予以展示。其中，2017 年的收益是前 5 个月的年化值。

图17 对冲基金在不同经济情景假设下的超额收益预测（2018-2020）


资料来源：HFR, Bloomberg, 海通证券研究所

根据上述预测结果，当美联储货币政策的收紧速度超过预期，即经济处于第二种情景下，整个金融市场的波动会上升，对冲基金将有可能获得最好的业绩。同时，第三种经济情景（长期停滞）对应着最糟糕的状况。但总体来看，不论是哪一种情景出现，对冲基金每年的超额收益至少都能达到 5%，甚至更高。因此，如前文所言，有理由相信，5%是一个较为保守的估计，向上的机会和空间都很大。而从 2017 年前 5 个月的业绩（年化 6.62%）来看，本文的预测具备一定的前瞻性与可信度。

6. 总结

对冲基金在 2008 年以后长期积弱，投资回报率远低于传统资产类别。在这一背景下，尽管历史业绩出色，但压力和质疑却始终笼罩于整个行业之上。为了适应新的生存环境，对冲基金不得不大幅降低其管理费和业绩提成，以保证稳定的资金流入。

本文详细分析了对冲基金业绩下滑的可能原因后发现，美联储 QE 政策引起的债券收益率下行给对冲基金带来了巨大的负面冲击。而金融危机后美股的全面上涨，又导致整个市场一直处于低波动率和低偏离度的环境之中，对冲基金获取 Alpha 的空间进一步被压缩。不过，随着美联储的货币政策逐渐正常化，之前几年不利于对冲基金的环境正在逐渐改善。2015 年以来，其产生 Alpha 的能力也在逐步恢复。

基于一些保守的假设进一步推断，对冲基金在未来三年有望以一个较低的波动率获得每年 5-6% 的超额收益。有理由相信，在本轮经济周期下的当前时点，那些不断提高另类投资配置比例的分散化组合显得尤其具有吸引力。因为即使美联储对其货币政策矫枉过正，从而诱发市场剧烈波动，对冲基金也已展示过它在这种环境中，保护组合免受巨额亏损的能力。

7. 风险提示

模型误设风险、美国经济大幅衰退风险、美联储货币政策超出预期风险。

（实习生史林煊对本文有重大贡献）

信息披露

分析师声明

冯佳睿 金融工程研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 klijang@htsec.com

邓 勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
联系人
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
史霄安 sx11398@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛 涵 xh11528@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
李 影(021)23154147 ly11082@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘 浩(010)56760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
杜 威(0755-82900463 dw11213@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
联系人
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王 晴(021)23154116 wq10458@htsec.com
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
联系人
史 岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
联系人
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
杨 娜(021)23154135 yn10377@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiyat@htsec.com
联系人
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
联系人
谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
张天闻 ztw11086@htsec.com
尹 苓(021)23154119 yl11569@htsec.com

煤炭行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
联系人
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

杨 帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
联系人
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘 强(021)23219733 lq10643@htsec.com
联系人
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠 zcc11726@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
鲁 立 ll11383@htsec.com
联系人
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
洪 琳 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
联系人
庄 宇(010)50949926 zy11202@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
联系人
童 宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

唐 苓(021)23212208 tl9709@htsec.com
梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
于旭辉(021)23219411 y xh10802@htsec.com
联系人
马 榕(021)23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
联系人
周 俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

机械行业

沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
联系人
杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
联系人
刘 璇(021)23219197 lx11212@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
联系人
毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
陈 阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
联系人
关 慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
夏 越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
张恒昉(010)68067998 zhx10170@htsec.com
张宇轩 zyx11631@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lly9184@htsec.com
联系人
林瑾璐 lj11126@htsec.com
谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
联系人
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
顾熹闽 021-23154388 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
联系人
李 阳 ly11194@htsec.com
朱默辰 zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业

曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
朱 悦(021)23154173 zy11048@htsec.com
赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
宗亮 zl11886@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
张明 zm11248@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com