



解密对冲基金指数偏差

作者: Deborah Kidd, CFA

原文刊登于 *Investment Risk and Performance Feature Articles*

翻译: 赵强 审读: 唐健

任何指数都包含源自指数构建和加权方法的偏差，但对冲基金行业所特有的内涵导致了一些额外的偏差，使投资者对指数的评估变得更加复杂。了解指数的构建机理是确定对冲基金指数表现偏差和投资回报期望值的关键。

对冲基金行业在过去的二十年得到了迅猛的发展，其规模在 2012 年末达到了 2.25 万亿美国的记录。注 1 对另类资产的需求，过去主要来自富有的私人投资者，现在扩大到那些寻求更进一步的分散投资和更高的投资回报的捐赠基金、信托基金、养老基金等。“在一个收益率不高但较稳定的固定收益证券和波动性较大的股票市场中，养老基金固定收益计划始终背负着保持足够的基金盈余以满足其支付义务的压力。” Segal Rogerscasey 阿尔法投资研究高级副总裁 Alan Kosan 指出。“对于只持有流动性较好的股票和债券的多头头寸的传统投资模式下的客户来说，当他们第一次准备采用另类投资工具时，他们问的第一个问

题是，应该如何设定投资回报基准？”

相对业绩的提法在对冲基金的概念中显得怪怪的，因为传统上对冲基金被看作是绝对收益工具。给对冲基金指数确定基准的做法获得人们的认可曾经经历了一个漫长的过程。“人们曾经把对冲基金的基准收益定为国债收益率加 500 个基点，” Kosan 指出。今天，指数提供商提供数百种不同的对冲基金指数。正如对冲基金一样，对冲基金指数既复杂又多样。本文将探讨如何辨识源自对冲基金指数构建方法的业绩表现偏差以及投资者如何确定最符合他们意图的指数。



辨识偏差

有关对冲基金指数的一个问题是，对冲基金不是资产类别，它是投资策略。对冲基金是在投资资产和投资策略

选择上无强制性约束的一种私募投资工具。对冲基金一般被看作是一类独特的资产类别，因为人们认为它们与传统资产的相关性很低。其收益在很大程度上取决于基金经理的能力，而不是贝塔值。“重要的是要认识到对冲基金指数与股票或固定收益证券基准完全不一样。对冲基金指数不是资产基准，而是同辈群体，” Sterling 资本管理公司另类投资主管 L.Joshua Wein 指出。“采用同辈群体基准作参考，你需要知道同辈群体的组成，而这，对于对冲基金来说，是很难的。”

对冲基金行业的独特结构导致一些业绩测量偏差的产生，这些偏差遍布用以构建对冲基金指数的数据库。这些偏差是大家所熟知的。选择偏差、生存偏差、回填偏差是其中主要的几种。其它的一些偏差包括估值偏差和清算偏差。由于不同的数据商其对对冲基金组成成分、增选和剔除条款等不同，这些偏差影响收益数据的程度因数据商的不同而有相当大的差异。

选择偏差源自对冲基金自愿提交数据报告的惯例。作为私募投资工具，对冲基金在是否提交数据报告、选取哪个时间段报告、以及向哪个数据库报告上拥有自主权。一般地，新基金只在业绩表现良好时才会提交报告，导致数据库业绩表现虚高。业绩表现不佳的基金是不会向任何数据库开始提交报告的。不再获取新资金的成功的对冲基金也会选择不提交报告，导致数据库业绩表现虚低。某些数据商与一些基金有不管其是否处于放开申购期都要持续报告收益的约定。研究表明大多数基金只向一个数据商提交报告。因为对冲基金的整个总量无法被确定地认知，源自选择偏差的业绩表现影响也无法确知。


生存偏差源自数据库中基金的退出，或是因为基金选择退出（废止的基金），或是因为基金终止运作（死亡的基金）。废止的基金停止参与一个数据库的原因或是因为其业绩表现差，或是因为它已募集到了足够的资金。由此产生的生存偏差会大幅扭曲业绩表现数据，业绩差的基金的退出会导致业绩表现向上的偏差，高度成功的基金的退出会导致业绩表现向下的偏差。相关文献一致认可生存偏差总体上提高了业绩表现。最近的由 Ibbotson, Chen and Zhu(2011) 研究的这一向上偏差的估计值为 5.1%，在过去的文献中则大约为 3%。注 2

向数据库中加入新的基金带来第三种主要的数据库偏差 ----- 回填偏差，或称“即时历史”偏差。通常，一个基金开始提交业绩报告是因为它有好的业绩表现并希望吸引新的资金。当一个新的基金连同它的历史业绩一同被加入到数据库中时，回填偏差就产生了。Ibbotson, Chen

and Zhu(2011) 估计因“即时历史”产生的业绩向上偏差可高达 2.1%。注 3 回填偏差也会导致数据库历史业绩数据的变动。最后，估值偏差源于低流动性资产的定价滞后。清算偏差则产生于当一个基金因清盘而停止提交业绩报告时。例如，长期资本管理公司就没有汇报过其在 1997 年 10 月至 1998 年 10 月间的灾难性的损失。

关键是机理

因为对冲基金数据库是对冲基金指数的基础，对冲基金指数会继承数据库的偏差。数据库偏差的不同导致对冲基金指数间业绩回报数据的极大不同。然而，指数偏差却可以比数据库偏差低许多，这取决于指数的构建机理，指数的构建机理因提供商的不同而有相当大的差异。指数成分选择条款可以包括最短跟踪记录、最小管理资产规模、流动性要求、以及基金是否有经审计的财务报告或是否通过了尽责调查。指数调整的频度、纳入基金的数量、以及基金的分类基准也因指数的不同而不同。另外，指数构建机理不只因指数提供商的不同而不同，也因提供商指数分类的不同而不同。

对冲基金指数主要有两大类：(1) 可投资指数 vs 不可投资指数，(2) 全球指数 vs 策略指数。也有一些指数是按地理区域、基金规模、以及对冲基金整体的其它子类来分类的。不可投资指数同时包含了放开申购的基金和暂停申购的基金。同时纳入放开申购和暂停申购的基金的目的是为了更全面地反映对冲基金整体。与之相反，可投资指数只包含放开申购的基金，但这并不意味着投资者真 



的就可以买入并持有这一指数。被动地复制一个可投资指数因最低投资额的要求、有限的基金规模的原因而不具有可操作性。但是，人们可以通过投资跟踪指数的对冲基金产品（跟踪者）或复制指数的风险因子（复制者）间接地投资这些指数。可投资指数通常被认为不受很多影响数据库的偏差的影响。对冲基金研究公司的总裁、注册金融分析师 Kenneth J. Heinz，是这样介绍他的 HFRX 可投资指数系列产品的：“我们通过很多步骤来减轻各种偏差。”基金过往业绩记录并不随基金进入指数，因此没有回填偏差。同样地，废止的或死亡的基金连同正处于清盘过程中的基金的业绩数据都保留在指数中。进入指数的基金还必须要有最低的过往业绩记录并须满足其它如尽责调查要求的条款。Amenc and Goltz 在一项 2008 年关于对冲基金指数的研究中指出：“文献中的很多问题（特别是数据偏差）大多存在于不可投资指数，在可投资指数中并不严重”（第 4 页）。可投资指数尽管没有典型的数据库偏差，但苛刻的选择条款会影响指数组成成分的选择，并由此产生偏差。

全球指数用来反映对冲基金的整体，策略指数则专指某一特殊风格的对冲基金策略，如事件驱动、全球宏观、或多空股票策略。正如股票一样，策略用以在对冲基金投资中在风格、资本规模、以及板块间进行分散投资。对冲

基金策略不是标准化的东西，因此，不同的指数提供商对某一特定投资策略的分类通常是不同的。策略的分类方法从基于收益的分类方法到依照基金经理提交报告的分类方法等等不同。对冲基金也会改变策略，如果指数提供商不能定期地对基金经理策略进行评审和重新分类，将会发生指数风格的漂移。

像传统的资产指数一样，对冲基金指数按加权机理的不同也分为资产加权指数和平均加权指数。注 4 加权方法偏差是指数用户所熟知的：价值加权方法被认为有动量偏差，趋向于偏重表现最好的成分基金，平均加权方法则趋向一种相反的偏差，指数表现偏重于表现差的成分基金。就对冲基金来说，最为流行的投资策略在资产加权中占有更大的权重，不太流行的投资策略以及小规模基金则在平均加权中占有更大的权重。Fung and Hsieh (2004) 发现，表现最好的 25% 的基金管理着行业中超过 75% 的资产，因而在资产加权指数中占有过大的权重。他们还提到，如果一个大型的、成功的基金停止提交报告，指数收益将会受到负面影响。他们指出，杠杆也会扭曲指数表现。“采用管理资产规模的加权方法，指数收益将偏重于无杠杆的货币基金经理，并将极端偏重于一味追求管理资产规模的基金经理的业绩表现”（第 67 页）。与之相反，平均加



权则偏重于新加入基金的业绩表现，如果指数允许记录的回填，即时历史偏差会被放大。指数提供商们相信，平均加权指数能更好地反映对冲基金的平均表现。下表列示了几种全球对冲基金指数业绩表现的差异。

全球对冲基金指数对比

指数	收益			加权方法	是否可投资
	2012	2011	2010		
Mizuho-Eurekahedge指数	5.9%	-2.1%	9.9%	资产加权	否
Eurekahedge对冲基金指数	6.3	-3.0	11.2	平均加权	否
HFRX全球对冲基金指数注5	3.5	-8.9	5.2	资产加权	是
HFRX平均加权策略指数	2.5	-6.2	5.3	平均加权	是
Hennessee 对冲基金指数	7.0	-4.6	9.9	平均加权	否
对冲基金情报综合指数	6.0	-2.0	7.7	平均加权	否



指数解决方案

弄清指数的构建机理对于了解其风险收益特征是极为重要的，对策略指数尤其如此。“使用对冲基金指数并期望战胜基准的一个困难是每一种策略本身都存在很大程度的散布，”Wein指出。“导致散布的原因之一是净美元风险头寸或杠杆的程度不同，其二是策略中包含有子策略的程度不同。例如，事件驱动策略包括几个子策略，如危机证券投资、激进投资、以及并购套利。”从 Mesirow Financial 公司在其 2011 白皮书中列举的一个例子可以看到策略指数的收益是如何地不同。来自 3 家指数提供商的 4 个事件驱动指数在 2006 至 2011 年间的年度收益散布从 2006 年的最低 5.41% 到 2009 年的最高 25.48%。

同时包含了放开申购和暂停申购基金的全球指数为人们提供了整体趋势数据、对冲基金整体的全面视角，有助于诸如资产配置等的决策。注 6 全球指数可包含多达数千个基金。全球指数的表现受各指数中不同策略的加权重影响很大，而这些权重，因指数提供商的不同、时间的变化而显著不同。可以看到，近年来，一旦全球宏观基金在数据库和全球指数中占据主导地位，股票基金就变得流行起来。

可投资指数涵盖面不广但更接近于当前的投资机会。然而，它也不是没有缺陷。Kosan 指出，“可投资指数的问题在于其对冲基金不得不同意指数提供商认为很重要的某些条款，尤其是与流动性有关的。对冲基金本身有其不同的流动性结构和锁定期。这些指数有可能不能充分反映一些更理想的对冲基金，因为这些基金可能会发现指数所要求的条款与它们的策略不兼容。例如，它们持有的一些

低流动性资产可能使其无法满足指数条款中关于赎回期的要求。”

Amenc and Goltz (2008) 建议投资者在评价对冲基金指数选择时借鉴已有的经验，因为存在于对冲基金指数中的很多问题在股票指数中也存在。股票型指数间的业绩表现相差很大，对冲基金策略指数也是如此。股票基金存在风格漂移的问题，对冲基金也存在策略漂移的问题。一份价值、成长、小盘股配置等主要股票市场指数的对比表明，股票市场指数一点也不比主要的对冲基金指数分布更均匀（第 8 页）。

人们还可以使用基金的基金（FOF）指数作为对冲基金组合的基准。“使用 FOF 指数或基金的基金作为基准会消除许多偏差，”Wein 说到。FOFs 保留清盘的对冲基金的业绩信息、不计新加入基金的历史业绩，可以轻减可投资指数中的生存偏差和回填偏差。注 7 与可投资指数相比，FOF 的优势在于它包含了那些选择不向数据库提交报告的基金经理的业绩表现，因而降低了数据库选择偏差。


“投资者将有机会看到真实发生的收益回报，而不是来自众多基金经理的宽泛的对冲基金指数。不能买入并持有的宽泛的指数基金的业绩表现对投资者来说没有太大意义。基金的基金却是可投资的。它有一个最低投资额要求，并为投资者完成一定程度的尽责调查。”因为基金经理在筛选和购入基金时需要进行尽责调查，FOF 会有一层额外的费用。由于业绩差的基金不太可能被选入，尽责调查可能带来某种选择偏差。总体上，Wein 发现，“对大多数对冲基金投资者来说，FOF 指数更能反映可获得的真实的体验。”



结论

对冲基金指数很可能会继续被用作业绩基准。Heinz 认为在对冲基金行业中人们越来越认识到业绩表现的重要，并感受到更加频繁的业绩报告和透明度要求的压力。他指出，“基金经理们认识到，他们需要保持透明度，不仅是因为透明度带来更多的规模增长机会，还因为人们从 2008 年金融危机中缺乏透明度的某些基金身上得到了教训，永久地提高了对对冲基金的要求。投资者将更加愿意接受一个比其他基金能够提供更多信息的基金。”Heinz 相信，对冲基金行业将会更加得到人们的认可，部分是因为《美国就业法案》和《多德-弗兰克法案》加强了对向监管机构汇报的要求、放松了对

公募市场的约束。Heinz 也看到更多的基金，更多大型的、信誉良好的基金，在向数据库提交业绩报告。“基金经理们希望向投资者募集资金扩大规模，因此他们希望被人们在数据库中看到。”由于金融危机后募集资本的困难，一些未放开申购的基金也选择了保持透明运作的做法。

无论是采用对冲基金指数作为业绩基准或是出于用作参考的目的，都需要对指数构建机理的完全理解，弄清存在于指数中的偏差。最关键的是指数的透明度。投资者需要在所有的指数中选择最能反映他们的风险偏好和期望收益的那一个。而对于对冲基金指数，投资者必须作好做更多尽责调查工作的准备。 

注：

1. 《对冲基金研究》新闻稿，2013 年 1 月 18 日
2. 参见 Brown, Goetzmann, and Ibbotson (1999) 以及 Fung and Hsieh (2000)。Ibbotson, Chen, and Zhu (2011) 估计含有回填数据的生存偏差为 3.1%，去除回填数据后的生存偏差为 5.1%。他们认为去除回填数据可以得到更准确的生存偏差估计值。
3. 数据基于一个只包含现存基金的平均加权组合。
4. 另一种加权方法是《对冲基金研究》为其策略指数而设计的专有的代表优化方法。
5. 《对冲基金研究》也提供不可投资指数。
6. 参见 Terhaar, Straub, and Stringer (2003) 关于当使用传统资产配置方法作为另类资产配置时注意事项的讨论。
7. 参见 Fung and Hsieh (2000) 以及 Mesirow Financial 2011 白皮书。

本文翻译获得 CFA 协会授权许可。保留所有权利。

