

稳中求胜：对冲基金的前世今生

海内外对冲基金发展历史及现状分析

林晓明 执业证书编号：S0570516010001
研究员 0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

陈烨 执业证书编号：S0570518080004
研究员 010-56793942
chenye@htsc.com

李子钰 执业证书编号：S0570519110003
研究员 0755-23987436
liziyu@htsc.com

何康 021-28972039
联系人 hekang@htsc.com

王晨宇
联系人 wangchenyu@htsc.com

相关研究

- 1 《金工：牛熊指标在择时轮动中的应用探讨》2020.04
- 2 《金工：重剑无锋：低波动 Smart Beta》2020.03
- 3 《金工：行业全景画像：宏观因子视角》2020.03

海外对冲基金行业趋于饱和，国内公募对冲基金有望进入发展快车道

对冲基金是一种结合了衍生金融工具、以获取风险对冲后的绝对收益为目的的投资工具。对冲基金在海外市场发展近百年，在国内发展历史较短，基本还停留在起步阶段，因此海外经验对国内市场有参考价值。从业绩表现来看，对冲基金在市场行情较弱时具有抗跌属性，今年海内外权益市场波动较大，根据《2020 Preqin Global Hedge Fund Report》在 2019 年底的统计，43% 的投资人偏向选择防御属性产品；而且，目前国内股指期货基本已恢复常态化交易，再加上公募对冲基金自 2019 年初至今业绩表现良好，种种迹象表明国内公募对冲基金行业有望进入一段快速发展期。

海外对冲基金发展历史：早期道路曲折，近三十年间迅速成熟

以美国为例，其对冲基金行业有着长达近百年的发展历史，大致可以分为萌芽期、成长期、衰退期、复苏期和快速发展阶段。对冲基金的思想萌芽于 20 世纪 30 年代初，而第一只以营利为目的的对冲基金直到 1949 年才问世；在这之后的 20 多年是对冲基金发展的第一段蜜月期，但在 1969 年后便由于市场冲击而进入低谷期；直到 20 世纪 80 年代，全球宏观策略兴起，对冲基金开始进入长达十余年的复苏期；1997~1998 年的亚洲和俄罗斯金融危机使对冲基金行业“去芜存菁”，发展道路迎来转折点，自此以后，对冲基金进入了一段发展“快车道”。

海外对冲基金现状：行业趋于饱和，头部效应显现，AI 或能破局

根据 EurekaHedge 在 2020 年 1 月底的统计，全球对冲基金总管理规模约为 2.31 万亿美元，其中北美市场占比约 69%。近三十年间，对冲基金的整体发展速度较快，2008 年金融危机之后发展有所放缓，直到 2016 年管理规模和基金数量均由升转降，表明行业趋于饱和。目前管理规模正在向大基金集中，管理费率及业绩提成也呈下降趋势，在如此竞争激烈的环境下，对冲基金需寻破局之道。我们发现，新兴的 AI 策略近十年间收益率较高，且在对冲基金中采纳率上升较快，在大数据时代，或可以借助 AI 之力，从众多竞争者中脱颖而出。

国内公募对冲基金发展与股指期货有较大关联，2019 年底审批重开闸

国内的对冲基金行业发展起步较晚、速度较慢。海外占比最高的对冲策略是股票多空，但国内融券难度大、成本高，做空一般通过股指期货实现，因此国内对冲基金的发展与股指期货息息相关。国内首只股指期货以沪深 300 为标的，于 2010 年上市；随后，国内首只公募对冲基金诞生于 2013 年；又过两年，上证 50 和中证 500 股指期货于 2015 年 4 月上市，然而不久之后市场转而下行，股指期货受到较为严格的限制，很多对冲策略难以为继，并且 2016 年 1 月底之后公募对冲基金的审批也暂停，直到 2019 年底才重新开闸，同时有 7 个产品获批，其中 5 个目前已成立。

公募对冲基金 2019 年至今表现好，收益分解显示平均选股 Alpha 近 10%

公募对冲基金规模在近半年内快速上升，截至 2020-4-17 总规模为 261.9 亿元。2019 年收益率中位数为 7.5%，全部产品都取得正收益，夏普比率最高为 4.1；2020 年初至今年化收益率中位数达到 12.7%，夏普比率最高为 5.0。我们对公募对冲基金进行收益分解，2019 年打新贡献收益中位数在 2000 万元附近，对冲以采用 IF 当月、当季合约为主流，IF 当月全年对冲成本约 2.5%，在简单推算下，公募对冲基金在 2019 年的平均选股 Alpha 接近 10% 的水平。由于对冲基金持股个数一般较多，10% 的 Alpha 已经不错。我们预测公募对冲基金未来存在良好发展机遇。

风险提示：基金收益分析主要基于历史数据，无法预测未来。本报告仅使用基金季度报告数据进行分析，数据频率较低，分析结果可能准确度有限。本报告不涉及具体基金推荐，所有分析结果仅供参考，请投资者谨慎看待。

正文目录

揭开对冲基金的神秘面纱：海外对冲基金发展历史及现状分析	4
发展历史回顾：早期道路曲折，近三十年间迅速成熟	4
萌芽期：源于统计理论，对冲基金初露锋芒	4
成长期：高回报率引人注目，对冲基金点燃市场热情	5
衰退期：市场环境频繁变换，对冲基金行业遭受冲击	6
复苏期：全球宏观策略进入黄金时代，对冲基金重新恢复元气	6
转折点：亚洲及俄罗斯金融危机后，对冲基金发展步入正轨	8
跨越 21 世纪的大发展：对冲基金规模迅速增长，在金融市场占据稳固地位	9
对冲基金的现在：行业趋于饱和，头部效应显现，AI 或能破局	10
管理规模：北美占比近七成，近两年间总规模出现下滑现象	10
基金数量：2016 年开始由升转降，2019 年发行数量有所回升	12
资金流：2010~2017 年总体维持净流入状态，2018 年后转为净流出	12
头部效应：管理规模向大基金集中	13
降费战：竞争格局下的必然走向	13
策略分布及收益：股票多空策略权重占比最大，表现各有千秋	14
AI 策略逐渐走入视野：长期收益率较高，在大数据时代或能脱颖而出	15
小结：波动的市场行情下优选对冲基金，海外经验对国内有参考价值	17
国内公募对冲基金：历经七年打磨，2020 年重新起航	18
公募对冲基金发展历程：与股指期货有较大关联，2019 年底审批重开闸	18
股指期货过去十年间发展波折，现已基本恢复常态化交易	18
首只公募对冲基金成立于 2013 年，截至 2020-4-17 数量共 22 只，总规模 261.9 亿元	18
2019 年底公募对冲基金审批重开闸，今年已成立 5 只新产品，三个月定开型产品增多	19
公募对冲基金现状：2019 年以来超额收益较高，有明确的 Alpha	20
公募对冲基金区间收益统计：2019 年及 2020 年年初以来整体表现不错	21
公募对冲基金收益分解框架：资产配置、选股、打新、对冲	22
收益分解之资产配置：股债仓位随时间存在一定变化，择时收益不明	22
收益分解之打新：2019 年打新收益中位数约 2000 万元	23
收益分解之股指期货对冲：2019 年以对冲 IF 当月和当季合约为主，全年对冲成本略负	25
小结：2019 年公募对冲基金的平均选股 Alpha 接近 10%	26
风险提示	27

图表目录

图表 1：美国对冲基金发展轨迹示意图	4
图表 2：1950~1968 年标普 500 指数变化曲线及重要事件（以 1950-1-1 取值为 1 进行归一化）	5
图表 3：1969~1975 年标普 500 指数变化曲线及重要事件（以 1969-1-1 取值为 1 进行归一化）	6
图表 4：1975~1983 年标普 500 指数变化曲线及重要事件（以 1975-1-1 取值为 1 进行归一化）	7
图表 5：1983~1997 年标普 500 指数变化曲线及重要事件（以 1983-1-1 取值为 1 进行归一化）	7
图表 6：1997~2000 年标普 500 指数变化曲线及重要事件（以 1997-1-1 取值为 1 进行归一化）	7

归一化)	8
图表 7: 2000~2006 年标普 500 指数变化曲线及重要事件 (以 2000-1-1 取值为 1 进行归一化)	9
图表 8: 1990~2005 年间全球对冲基金数量和管理规模变化情况	9
图表 9: 2004~2009 年 Mizuho-Eurekahedge 和标普 500 指数变化曲线 (以 2004 年底取值为 1 进行归一化)	10
图表 10: 全球对冲基金数量及管理规模按地区分布情况 (2020 年 1 月底)	11
图表 11: 全球对冲基金管理规模按地区分布权重变化趋势	11
图表 12: 全球对冲基金数量及管理规模变化趋势 (2000 年至 2020 年 1 月底)	11
图表 13: 全球对冲基金发行和终止数量变化趋势 (2007~2019 年)	12
图表 14: 对冲基金总资金流动额按基于业绩的资本增值和净投资额拆分情况 (2006 年至 2020 年 2 月底)	12
图表 15: 全球对冲基金总管理规模按单只基金规模分布权重变化趋势	13
图表 16: 每年新发行对冲基金平均费率 (2006~2019 年)	13
图表 17: 不同策略的对冲基金平均费率 (2020 年 1 月底)	13
图表 18: 全球对冲基金管理规模按策略类别分布权重变化趋势	14
图表 19: 2004~2020 年各策略指数与 Mizuho-Eurekahedge 指数的变化曲线 (截至 2020 年 2 月底)	14
图表 20: 2005~2020 年各策略指数年度涨跌幅统计 (截至 2020 年 2 月底)	15
图表 21: AI 策略与其它各策略指数业绩表现分析 (2009 年底至 2020 年 2 月底)	15
图表 22: 每年新发行对冲基金中 AI 策略采纳率 (2010~2019 年)	16
图表 23: 应用 AI 技术的对冲基金中按策略类别分布情况 (2019 年底)	16
图表 24: 国内对冲公募基金信息 (收益率以 A 类份额为准, 数据截至 2020/4/17)	19
图表 25: 国内公募对冲基金数量与规模变化曲线 (数据截至 2020/4/17)	19
图表 26: 近一年批准成立或正在申请流程中的公募对冲基金信息	20
图表 27: 公募对冲基金分年度的年化收益率曲线 (数据截至 2020/4/17)	21
图表 28: 公募对冲基金分年度的夏普比率曲线 (数据截至 2020/4/17)	21
图表 29: 2019 年、2020 年初至 4 月 17 日的收益率、夏普比率前五名对冲公募基金信息 (数据截至 2020/4/17)	21
图表 30: 公募对冲基金收益分解框架	22
图表 31: 公募对冲基金资产配置整体情况 (2018Q4 至 2019Q4)	23
图表 32: 公募对冲基金股、债占比散点图 (2018Q4 至 2019Q4)	23
图表 33: 公募对冲基金 2019 年打新数量统计	23
图表 34: 公募对冲基金 2019 年打新贡献收益及收益率测算结果	24
图表 35: 公募对冲基金 2019 年除打新外收益率测算结果	24
图表 36: 公募对冲基金对冲比例信息 (2018Q4 至 2019Q4)	25
图表 37: 公募对冲基金各股指期货市值占比 (2018Q4 至 2019Q4 加总)	26
图表 38: 各类股指期货合约基差/现货比率走势 (2019 年初至今)	26
图表 39: 在假设 Alpha 水平下, 公募对冲基金的 2019 年收益推算过程	27

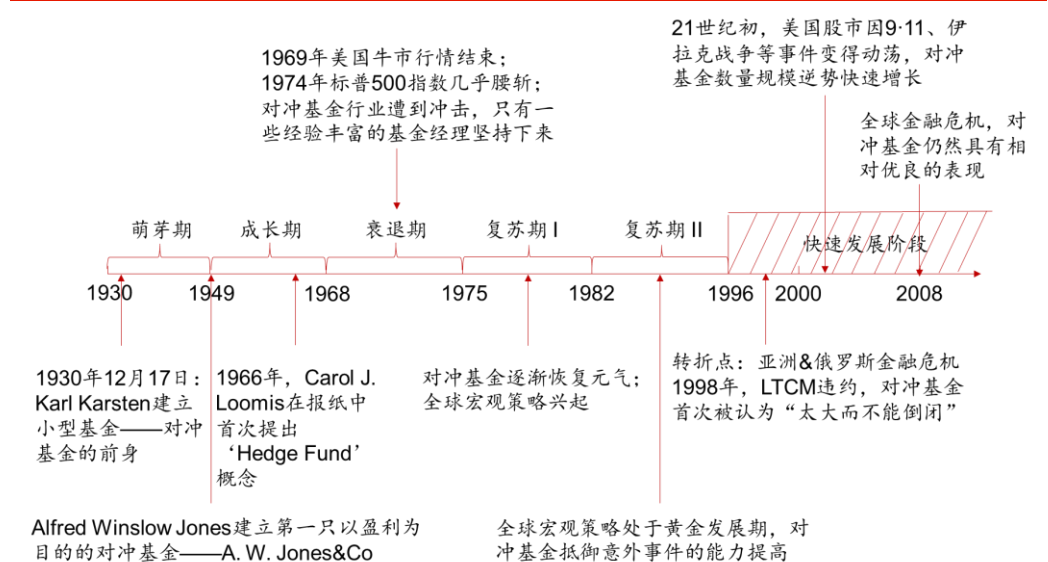
揭开对冲基金的神秘面纱：海外对冲基金发展历史及现状分析

对冲基金是一个金融从业者甚至普通群众都会觉得有点熟悉的名词，伴随着这个词语流传开来的，是很多具有传奇色彩的投资故事。对冲基金实际上还没有一个精确的、通用的定义，一般投资人会认为它是一种结合了衍生金融工具、以获取风险对冲后的绝对收益为目的的投资工具。对冲基金发展至今，已在海外市场占据比较重要的位置，虽然在国内发展道路比较波折，但一直有前仆后继的探索者持续在这条路上耕耘下去。在本章中，我们以美国市场为例，对对冲基金发展历史及现状进行分析，希望可以给国内的对冲基金发展提供启发性思路。

发展历史回顾：早期道路曲折，近三十年间迅速成熟

美国的对冲基金有着长达近百年的发展历史，大致可以分为萌芽期、成长期、衰退期、复苏期和快速发展阶段。在 20 世纪 90 年代之前，对冲基金的发展是相对缓慢和曲折的。对冲基金的思想萌芽于 20 世纪 30 年代初，而第一只以营利为目的的对冲基金直到 1949 年才问世；在这之后的 20 多年是对冲基金发展的第一段蜜月期，但在 1969 年后便由于市场冲击而进入低谷期；直到 20 世纪 80 年代，全球宏观策略兴起，对冲基金开始进入长达十余年的复苏期；1997~1998 年的亚洲和俄罗斯金融危机使对冲基金行业“去芜存菁”，发展道路迎来转折点，自此以后，对冲基金进入了一段发展“快车道”。

图表1：美国对冲基金发展轨迹示意图



资料来源：《Handbook of Hedge Funds》(Francois-Serge Lhabitant, Wiley 2006)，华泰证券研究所

上图中展示了美国对冲基金行业自 20 世纪 30 年代至今的发展轨迹，下面我们将展开介绍。

萌芽期：源于统计理论，对冲基金初露锋芒

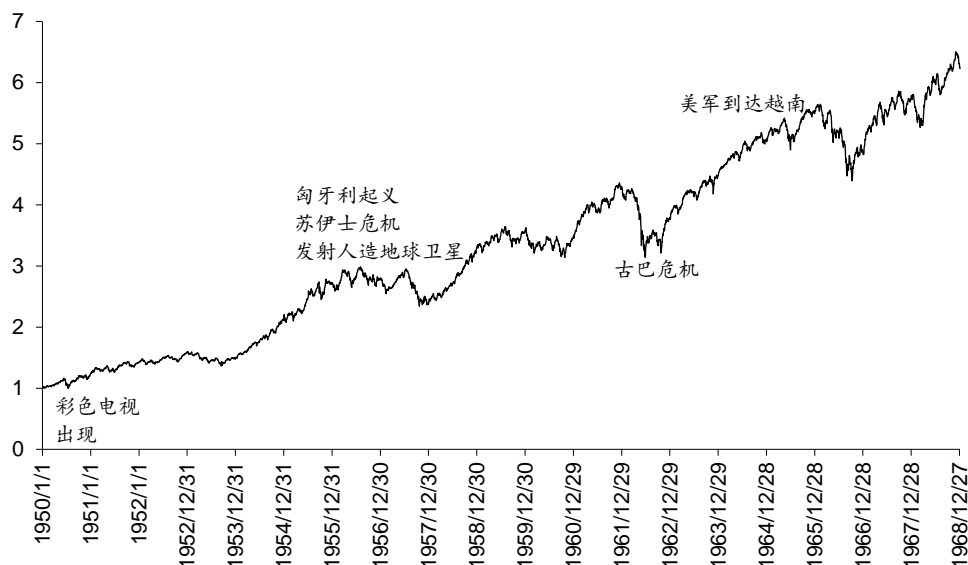
虽然第一只以营利为目的的对冲基金成立于 1949 年，但对冲基金思想的萌芽却发生在更早的 20 世纪 30 年代。1931 年，Karl Karsten 在《Scientific Forecasting》一书中总结过运行对冲基金的一些关键原则，而他实际上是一位主要研究统计学而非金融市场的研究人员。他在渐渐关注股票市场后，开始建立统计实验室，一方面，他将股票市场作为检验其统计理论的场所；另一方面，他发展了一套“晴雨表”来监视并预测股票市场的行情。1930 年 12 月 17 日，他建立了一个小型基金来检验“晴雨表”的预测效果，该基金的运作方式建立在所谓的“对冲原则”之上——买入一个预测收益在市场平均水平之上的组合时，卖空相同价值的股票。非常出人意料的是，半年后，他的基金增值了 78%，并且没有出现较大的回撤，甚至有几周没有较大的波动，其净值走势与市场几乎独立。自此以后，“对冲基金”逐渐进入了大众的视野。

成长期：高回报率引人注目，对冲基金点燃市场热情

从历史上来看，我们可以将 1949 年到 1968 年视为对冲基金的成长期；Alfred Winslow Jones 于 1949 年创立了第一只以营利为目的的对冲基金——也是真正意义上的对冲基金，这标志着对冲基金成长期的开始。

这只基金名为 A. W. Jones & Co，最初，它为了规避证券交易委员会（SEC）严格的监管机制，采用了普通合伙形式，也因此拥有了建立投资组合的较大自由度和灵活性。它的运作基于两个假设：第一，Jones 对自己的选股能力非常有信心；第二，他认为没有办法预测市场的发展方向。一方面，他积极买入被低估的股票，同时卖空被高估的股票，使自己保持在一个低的风险敞口上，并且能够在各种市场行情下获取收益；另一方面，他充分利用杠杆建立额外的多头，以此增加组合收益。

图表2：1950~1968 年标普 500 指数变化曲线及重要事件（以 1950-1-1 取值为 1 进行归一化）



资料来源：《Handbook of Hedge Funds》（Francois-Serge Lhabitant, Wiley2006），Wind，华泰证券研究所

20 世纪 50、60 年代期间的大牛市中，Jones 的基金表现相当强劲，甚至能够连续几年战胜市场。其 1949 年成立之后第一年就取得了 17.3% 的收益率。根据《Handbook of Hedge Funds》（Francois-Serge Lhabitant, Wiley2006）书中描述，1960~1965 年，Jones 合伙公司的回报率高达 325%，相比之下，Fidelity 共同基金的回报率仅为 225%；1955~1965 年，Jones 合伙公司的回报率高达 670%，Dreyfuss 基金的回报率仅为 358%。以上这些数据源于 Carol J. Loomis 在 1966 年的一份报纸中的描述（具体报纸名称已不可考，上述文字直接引用自《Handbook of Hedge Funds》一书，内容仅供投资者参考），而 Carol J. Loomis 在报纸中首次提出“hedge fund”一词，随后，投资者对于对冲基金的热情一下子被点燃了。

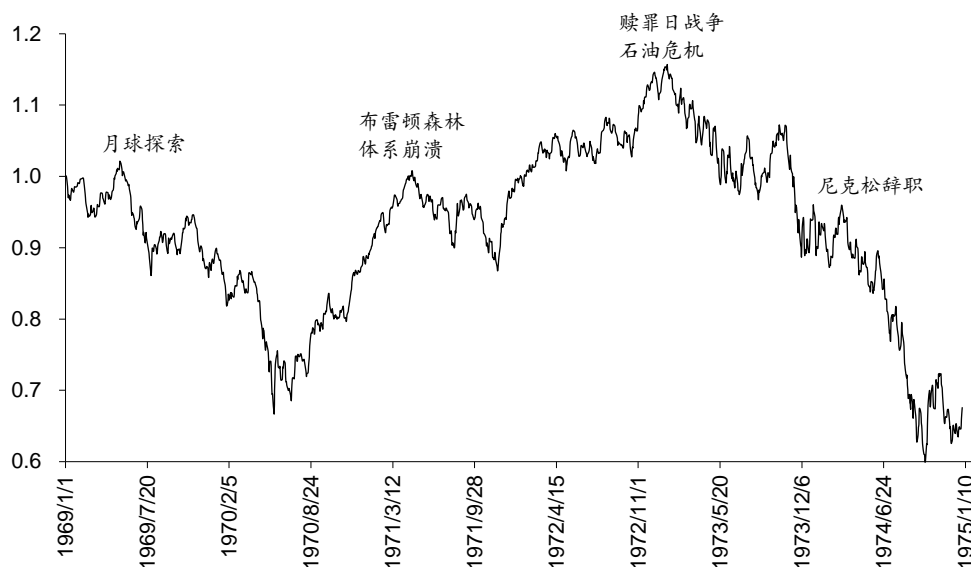
不出意料，对冲基金公司如雨后春笋般接连问世。根据 1968 年证券交易委员会的一次调查，215 家合伙制投资公司中可能有 140 家是对冲基金，其中有相当一部分成立于 1968 年。这些新兴的基金公司的基金经理有一部分来自 Jones 的合伙公司，包括 City Associates（成立于 1964 年）的 Carl Jones、Fairfield Partners（成立于 1965 年）的 Dick Rascliffe 和 Barton Biggs。许多投资大师都在这一时期开始管理自己的基金，比如巴菲特在 1956 年募资 10.1 万美元创办了 Buffett Partnership LP 公司，该公司管理的对冲基金在 1956~1969 年以平均 29.5% 的回报率领先于市场，当时的全市场平均回报率在 7%~11%。另外一些较为有名的公司如 WJS Partnership、Quantum Fund、Leveraged Capital Holdings 也是在这一时期创建。

衰退期：市场环境频繁变换，对冲基金行业遭受冲击

Jones 的基金引起了全市场关注，许多对冲基金经理希望效仿他的成功之路，在金融市场挖掘投资机会。但其中一部分人对市场环境及自身能力盲目自信，在 20 世纪 60 年代的牛市期间，缺乏经验的他们仍在东施效颦地卖空证券，结果竹篮打水一场空。这似乎与他们的预期不太一致，于是又转向了高杠杆的做多策略，不幸的是，1969 年开始，美国牛市行情结束，市场开始震荡下行，又让这些基金经理们措手不及。

这些对冲基金经理在 1969~1970 年的熊市中蒙受损失，接下来的几年间稍微得以恢复，再之后的 1973~1974 年间美国股市大跌，标普 500 指数几乎快要拦腰斩断，对冲基金经理们则遭受了前所未有的严重打击。股市交易量锐减，许多对冲基金宣告破产，美国整体资产管理规模也随之发生大幅度削减。只有一些经验丰富的基金经理才在这场危机中坚持下来，他们的基金小而精，可能只采用比较单一的策略，之前在市场上都是默默无闻的。

图表3：1969~1975 年标普 500 指数变化曲线及重要事件（以 1969-1-1 取值为 1 进行归一化）

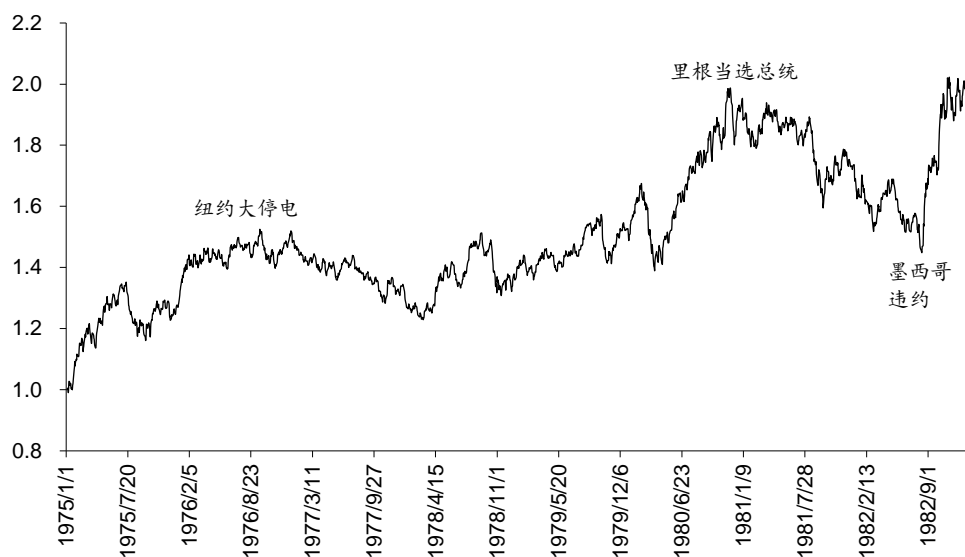


资料来源：《Handbook of Hedge Funds》（Francois-Serge Lhabitant, Wiley2006），Wind，华泰证券研究所

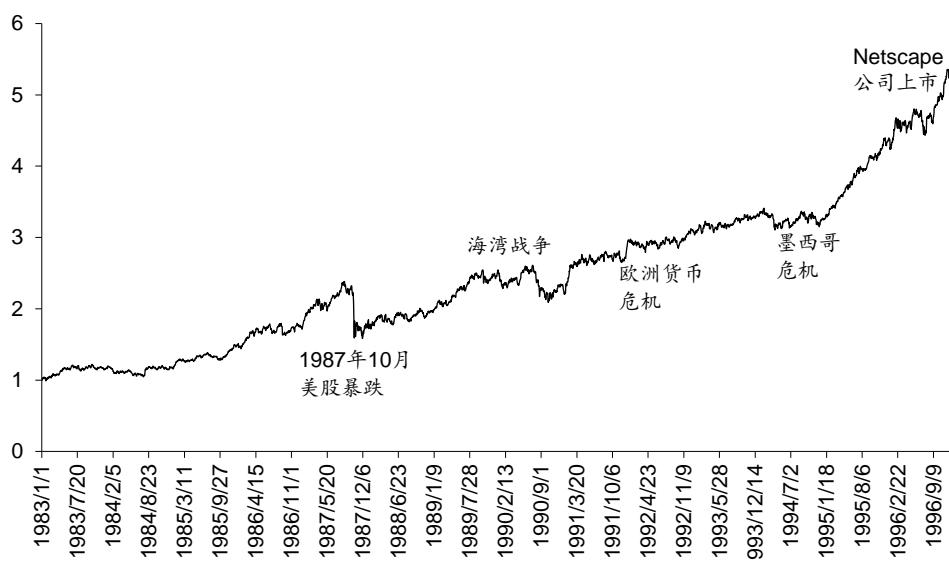
复苏期：全球宏观策略进入黄金时代，对冲基金重新恢复元气

1974 年底，美国市场快速下行趋势结束，在接下来的 1975~1982 年间，市场在波动中逐渐上行，资产管理行业也从困境中逐渐恢复过来。据《Handbook of Hedge Funds》一书不完全统计，于 1984 年成立的 Tremont Partners 公司确认了当时活跃并能够追踪到业绩的对冲基金有 68 家，其中大部分对冲基金均采用有限合伙制并有着相当高的最低投资额要求——实际上投资者被限制在了那些高净值人群中；他们的运作模式仍然保密，除了他们的有限合伙人，不对外披露信息。1986 年，在 Institutional Investor 上发表的一篇文章再一次让对冲基金进入到了投资者的视野中：文中提到的 Julian Robertson 的 Tiger Fund 在成立的前六年间获得了高达 43% 的年化收益率。

但这一基金的投资逻辑并不完全与 Jones 的投资逻辑一致——Robertson 采用的是全球宏观策略，并且他善用期货和期权等衍生品，而这些工具在 Jones 的时代里并没有出现。一定程度上说，对冲基金的复苏与这些衍生工具的产生和 20 世纪 80 年代的机遇是密不可分的。

图表4： 1975~1983 年标普 500 指数变化曲线及重要事件（以 1975-1-1 取值为 1 进行归一化）

资料来源：《Handbook of Hedge Funds》（Francois-Serge Lhabitant, Wiley2006），Wind，华泰证券研究所

图表5： 1983~1997 年标普 500 指数变化曲线及重要事件（以 1983-1-1 取值为 1 进行归一化）

资料来源：《Handbook of Hedge Funds》（Francois-Serge Lhabitant, Wiley2006），Wind，华泰证券研究所

在 20 世纪 80 年代后期，宏观经济环境十分有利于全球宏观策略：在当时，美元疲软，黄金和商品价格暴涨，利率高达 10%，债市下跌，股市看涨情绪浓厚；许多对冲基金也因此多采用全球宏观策略进行“赌博”，特别是在利率和汇率上。随着股市的持续上涨，那些采用全球宏观策略的对冲基金获得了较好的收益，直到“黑色星期一”的出现。1987 年 10 月 19 日，道琼斯工业指数下跌 22.6% 上了报纸头条，对冲基金蒙受大量损失；但好在这次市场没有持续恶化，对冲基金也随着市场的提振而迅速恢复：1987 年，对冲基金整体收益率达到了 14.5%，相比之下 S&P 500 仅上升了 5.2%。

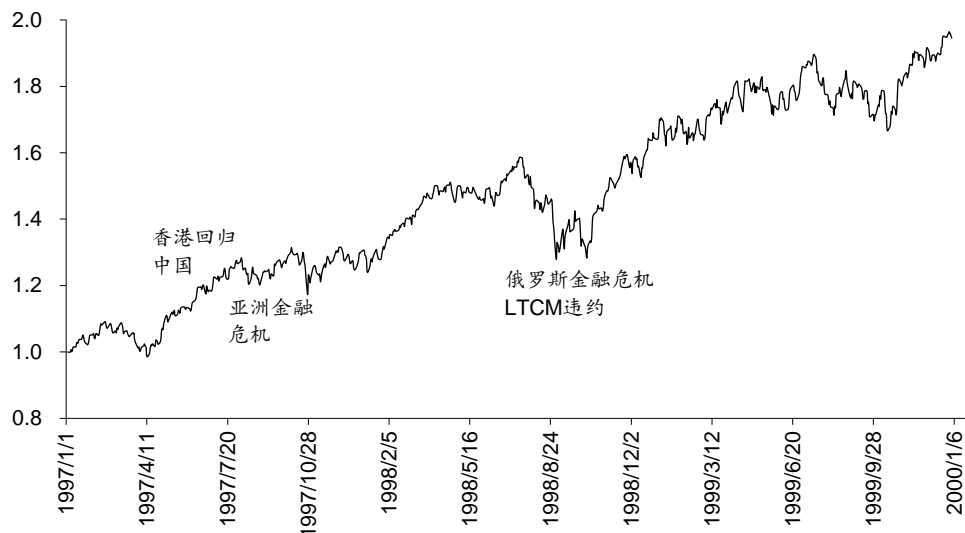
随后几年里，全球宏观策略处于黄金发展期，逐渐在金融市场中占据重要地位，吸引了广泛的关注；与此同时，对冲基金的盈利高低在金融市场中也变得举足轻重了：1994 年美联储上调利率，几家利用保证金持有大量多头全球宏观策略的对冲基金被迫去杠杆化，不得不大量抛售债券来缓释追加保证金的压力；而抛售加剧了本身因为加息带来的债券价格下跌，从而放大了美联储对经济运行的影响；不仅如此，由于保证金压力它们也被迫出售欧洲证券以加速资金回笼，从而把美国证券价格下跌和利率上升的影响传导到了欧洲市场；最终反作用于对冲基金本身。不过，1995 年和 1996 年市场持续转好助力了对冲基金的恢复。总而言之，这一段时间的对冲基金还是在曲折的道路上迅速恢复元气，并发展壮大。

转折点：亚洲及俄罗斯金融危机后，对冲基金发展步入正轨

1997 年亚洲金融危机爆发，包括泰国、印度尼西亚、韩国以及中国台湾在内的新兴市场货币、股市和其他资产价格大跌；但这一次对冲基金并没有因为市场剧烈变动而变得萎靡不振，相反他们持有了大量空头，在危机期间破坏市场稳定性，甚至有报道声称对冲基金经理是疯狂的投机者。

但这并不意味着所有的对冲基金都能够在乱世中繁荣：1998 年 8 月 17 日，俄罗斯为了阻止其外汇储备下跌而把卢布贬值，违约国内债务，暂停支付以卢布计价的债务；而这只是金融危机的一场缩影，整个市场都承受了比较大的变动。《Handbook of Hedge Funds》一书中写道，III Offshore Investors 基金在这场危机中损失了 3500 万美元，Dana McGinnis 的基金损失了约 2000 万美元，Quantum Fund 损失了 20 亿美元。最糟糕的是，LTCM 在这场危中遭受重创：原本期望低质量和高质量债券的收益率差距缩小，却因为危机出现相反的现象，它从 1998 年 5 月俄罗斯金融风暴到 1998 年 9 月全面溃败，短短 150 天资产净值下降了 90%。

图表6：1997~2000 年标普 500 指数变化曲线及重要事件（以 1997-1-1 取值为 1 进行归一化）



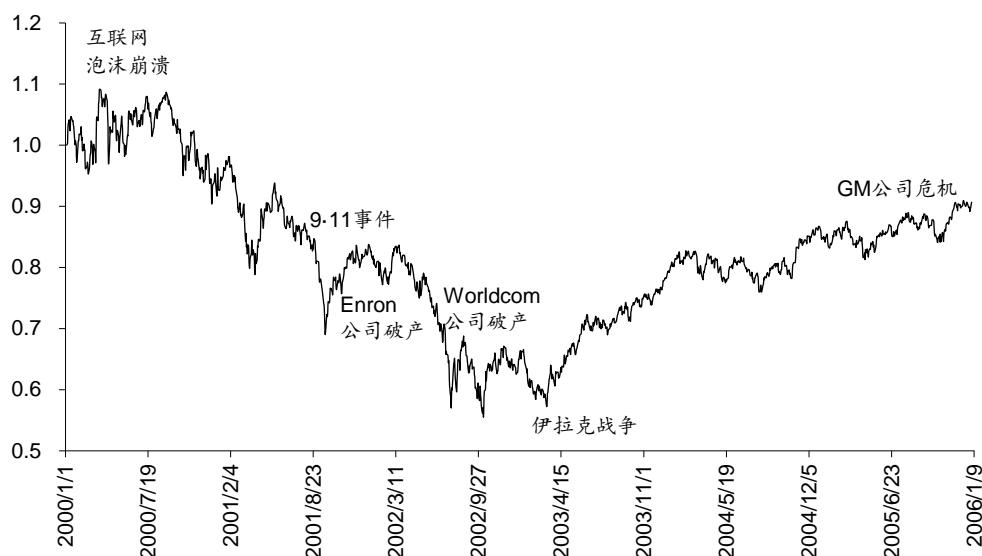
资料来源：《Handbook of Hedge Funds》（Francois-Serge Lhabitant, Wiley2006），Wind，华泰证券研究所

由于 LTCM 的体量太大，如果它被迫违约并低价销售余下的资产，将导致这些资产迅速贬值，从而使其他金融公司产生一连串的损失，造成整个金融市场的动荡。鉴于此，美联储出面，促成美林、摩根为首的 15 家国际性金融机构注资 37.25 亿美元购买 LTCM 的 90% 的股权，共同接管该公司，从而避免了它倒闭的厄运。

纵观整个对冲基金的发展史，1998 年是对冲基金的重大转折点：对冲基金首次被认为“太大而不能倒闭”，这从侧面表明对冲基金的地位得到了质的飞跃；另一方面，亚洲和俄罗斯金融危机像是一个过滤器，清算了许多对冲基金，而那些留下来的基金大多没有污点的风险或收益记录，并且危机过后变得更加强大；除此之外，对冲基金的野心也变得更大了——努力成为机构投资者投资组合中的合法另类资产。

跨越 21 世纪的大发展：对冲基金规模迅速增长，在金融市场占据稳固地位

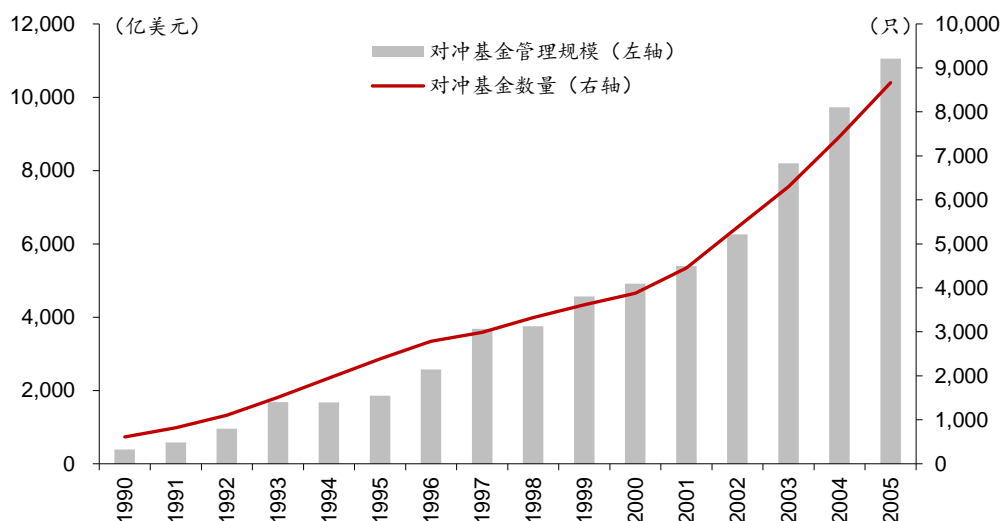
图表7： 2000~2006 年标普 500 指数变化曲线及重要事件（以 2000-1-1 取值为 1 进行归一化）



资料来源：《Handbook of Hedge Funds》（Francois-Serge Lhabitant, Wiley2006），Wind，华泰证券研究所

2000 年伊始，随着互联网泡沫破裂，美国经济增长放慢，股票市场开始了新一轮的熊市；之后美国还经历了 9·11 事件、伊拉克战争等，整个股市变得十分动荡。高净值投资者受挫于不断波动的股市，渴望寻求庇护，自然地，他们的目光再次转移到了对冲基金上来。根据 Hedge Fund Research 公司的数据，1990 年全球约有 600 家左右对冲基金，管理规模不超过 400 亿美元。而到了 2005 年底，全球已经有 8000~10000 家对冲基金，管理规模也超过了一万亿美元。在 1990~2005 年间，对冲基金的数量和规模呈指数增长趋势（详见图表 8）。据 2004 年 3 月 Merrill Lynch 和 Cap Gemini Ernst&Young 报道，美国境内有 73% 的高净值投资者投资于对冲基金，有几家养老基金也将对冲基金纳入他们的投资计划里，一大批传统基金经理纷纷转入对冲基金领域创办自己的基金，许多投行大张旗鼓地聘用最顶尖的学者来管理对冲基金，甚至商业银行也开始建立并销售对冲基金的基金。

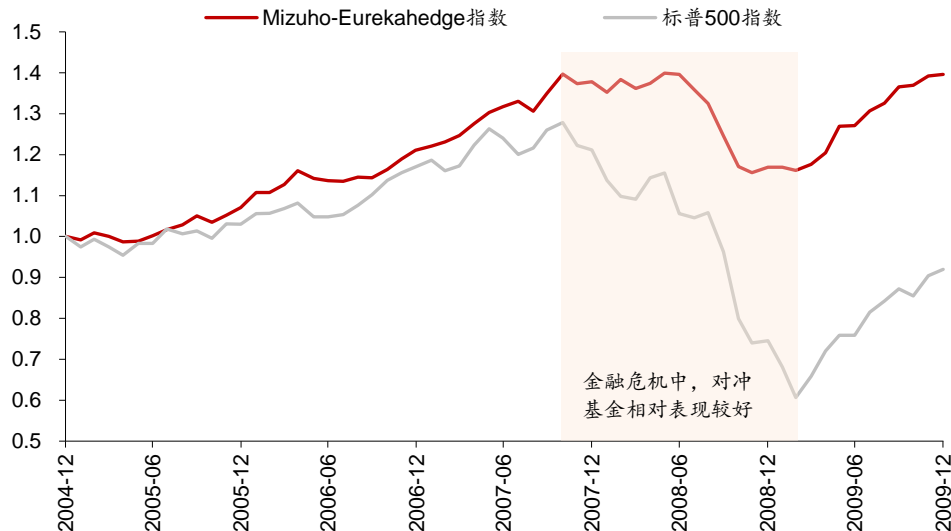
图表8： 1990~2005 年间全球对冲基金数量和管理规模变化情况



资料来源：《Handbook of Hedge Funds》（Francois-Serge Lhabitant, Wiley2006），hedgefundresearch.com，华泰证券研究所

2008 年爆发了全球金融危机，对冲基金的收益率也难逃大环境的阻击，应声而下；在灾难的洗礼之下，一些经营不善的对冲基金也退出了历史舞台：Hedge Fund Research (HFR) 在 2009 年 3 月 18 日发布的数据显示，上年四季度共赎回资金 1500 亿美元，778 家对冲基金倒闭，较第三季度的 344 家高出 1 倍，在 2008 年里对冲基金数量锐减 8%。

图表9： 2004~2009 年 Mizuho-Eurekahedge 和标普 500 指数变化曲线（以 2004 年底取值为 1 进行归一化）



资料来源：eurekahedge.com, Wind, 华泰证券研究所

不过，由上图可以看出，对冲基金虽然在金融危机中受到了冲击，但是相比整个市场（以标普 500 指数为例）表现相对较好；不仅如此，对冲基金在危机过后仅一年的时间就将收益率追回了危机前的水平，相比之下，市场的调节速度低于对冲基金的调整速度。在危机期间不俗的表现给了对冲基金乘胜追击的资本，奠定了其在后危机时代大放异彩的基础。

对冲基金的现在：行业趋于饱和，头部效应显现，AI 或能破局

近三十年间，对冲基金的整体发展速度较快：各种策略百花齐放，各有所长，为投资者提供了多种选择；收益水平稳定且与市场走势关联度相对较低，抗冲击能力强；多年保持着相对稳定的规模扩张速度，投资者对对冲基金的投资热情一直较高。

然而，近两三年间，对冲基金的发展却未能一直保持之前的良好势头，行业内部竞争加剧，资金整体由流入转为流出。如何应对市场挑战，在众多竞争者中破局而出？这是所有对冲基金经理面临的一个难题。

接下来，我们将针对对冲基金的现状展开描述，并分析当前局面下的行业未来发展趋势。

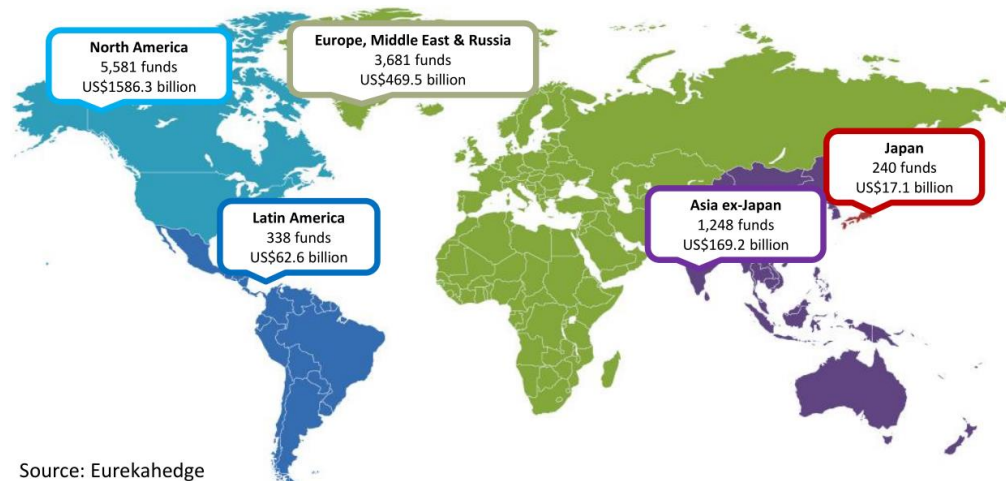
管理规模：北美占比近七成，近两年间总规模出现下滑现象

根据 Eurekahedge 在 2020 年 1 月底的统计，全球对冲基金总管理规模约为 2.31 万亿美元，其中北美市场管理规模约为 1.59 万亿美元，占比约 69%。其次是欧洲、中东及俄罗斯，合计占比约 20%。亚洲地区总共占比约 8%，其中日本占比约 0.7%（详见图表 10）。

图表 11 展示了 2007 年 1 月、2011 年 1 月、2020 年 1 月三个截面上对冲基金管理规模按地区分布权重的变化情况。可以发现，北美地区占比随时间推移在逐渐上升，而欧洲地区占比在逐渐下降。除日本外亚洲地区占比从 2007 年的 6.5% 逐渐上升到现在的 7.3%。

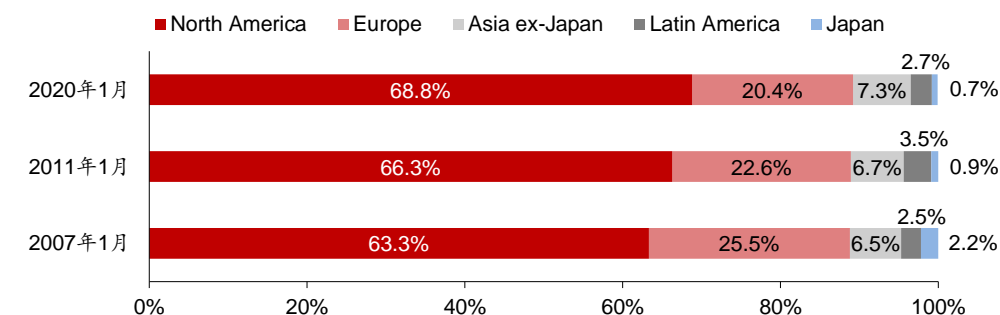
2005 年至 2020 年 1 月底全球对冲基金资产管理规模变化情况展示在图表 12 中，同时结合上文图表 8，可以发现 1990~2007 年对冲基金规模一直高速增长，2008 年金融危机导致当年规模出现 20% 左右的下降，之后的 2009~2015 年规模一直维持缓增趋势，直到 2016 年这一趋势终止，规模出现同比下降。虽然 2017 年对冲基金总规模再次增加，但之后的 2018 年又出现一定幅度下滑，2019 年和当下的对冲基金总规模则基本与之前持平。对冲基金的高速发展期看上去暂告一段落，未来一段时间行业竞争可能会加剧。

图表10： 全球对冲基金数量及管理规模按地区分布情况（2020 年 1 月底）



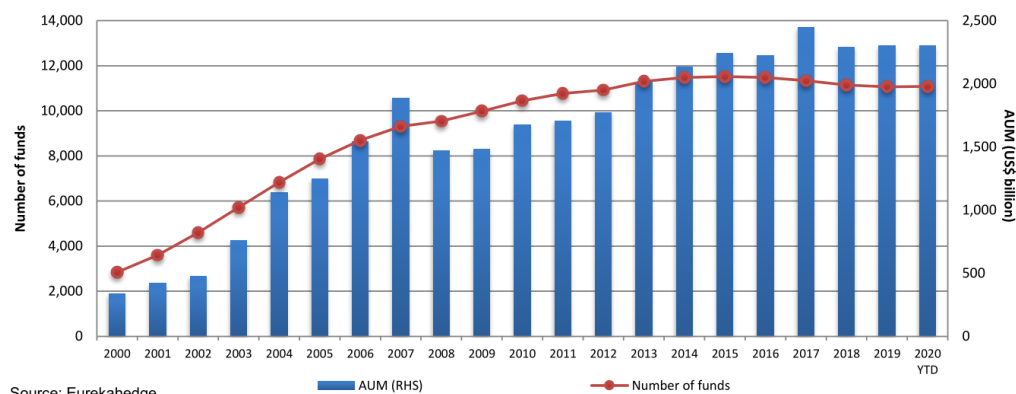
资料来源：The Eurekahedge Report March 2020，华泰证券研究所

图表11： 全球对冲基金管理规模按地区分布权重变化趋势



资料来源：The Eurekahedge Report March 2020，华泰证券研究所

图表12： 全球对冲基金数量及管理规模变化趋势（2000 年至 2020 年 1 月底）



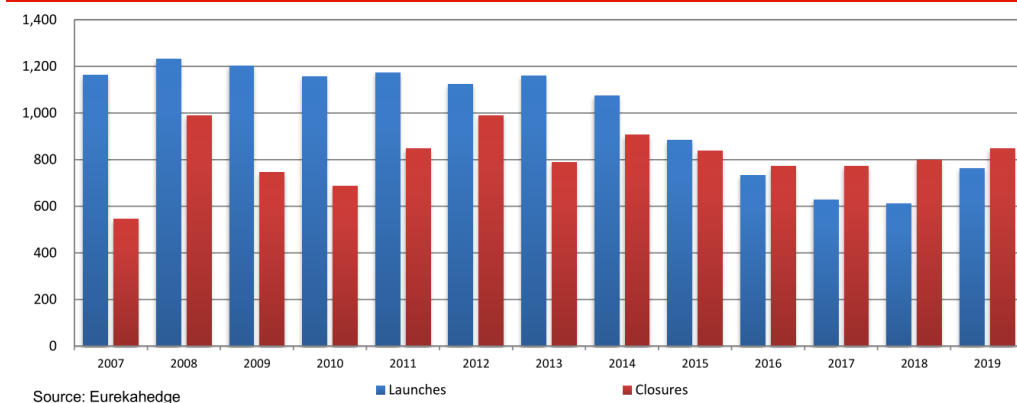
资料来源：The Eurekahedge Report March 2020，华泰证券研究所

基金数量：2016 年开始由升转降，2019 年发行数量有所回升

根据图表 8 和图表 12，对冲基金总数量在 1990~2007 年间一直维持快速增长趋势，2008 年的金融危机虽然导致对冲基金总管理规模下降，但基金数量并未下降，之后直到 2015 年，基金数量一直维持着缓慢增长的趋势。

从 2016 年开始，对冲基金数量由升转降。观察图表 13 可知，2016 年终止的对冲基金数量首次超过了发行数量；但实际上从更早的 2014 年开始，对冲基金发行数量就已经在逐渐下降，2018 年当年发行数量只有 600 家左右，约为巅峰年份的二分之一。好在 2019 年对冲基金行业出现起色，当年发行数量回升到 750 家左右，但仍比当年终止的基金数量少 100 家左右。目前市场上存续的对冲基金大约 11000 只，2019 年基金数量下滑速度有所放缓，2020 年 2 月底基金数量基本与 2019 年底持平。

图表13： 全球对冲基金发行和终止数量变化趋势（2007~2019 年）



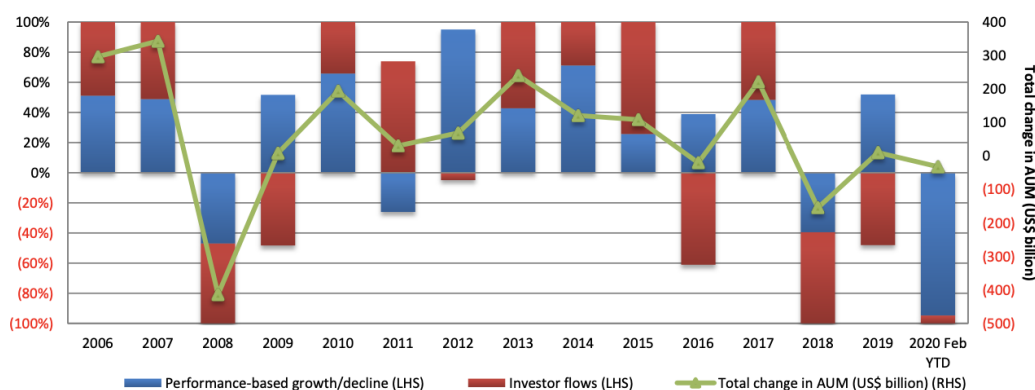
资料来源：The Eurekahedge Report March 2020，华泰证券研究所

资金流：2010~2017 年总体维持净流入状态，2018 年后转为净流出

Eurekahedge 统计了自 2006 年以来的对冲基金行业资金流动状况，见下面图表。2006~2015 年间对冲基金行业整体上维持着净申购状态及资本增值状态；其中只有 2008 年金融危机导致 2008、2009 两年出现较大的净赎回。2016 年是一个转折点，尽管当年对冲基金实现了 351 亿美元的基于业绩的资本增值，但也遭遇了高达 551 亿美元的净赎回。2017 情况又所有改善，对冲基金在当年收获资本净流入 2219 亿美元，其中包含了自 2010 年以来最高的基于业绩的资本增值 1073 亿美元以及占总净流入额 52% 的净申购额 1146 亿美元。

2018 年，中美贸易战打响及美联储加息，导致世界范围内对冲基金增长低迷；尽管 2019 年对冲基金表现不错，基于业绩的资本增值达到 1378 亿美元，但当年净赎回额仍然较大；2020 年前两个月，对冲基金继续面临资金净流出状况。这些数据给对冲基金行业敲响了警钟。

图表14： 对冲基金总资金流动额按基于业绩的资本增值和净投资额拆分情况（2006 年至 2020 年 2 月底）

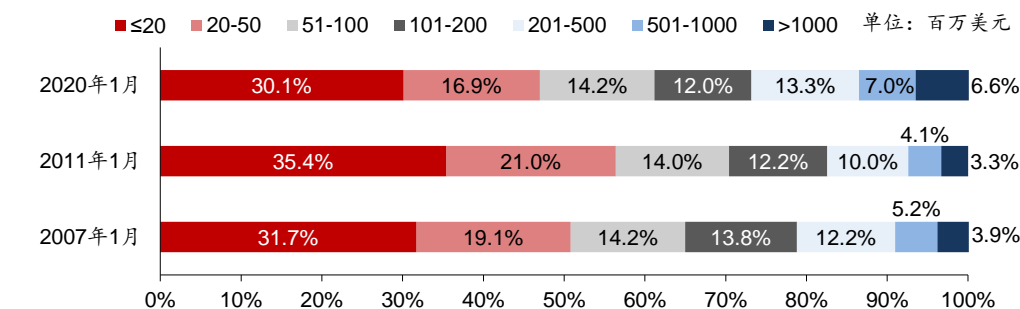


资料来源：The Eurekahedge Report March 2020，华泰证券研究所

头部效应：管理规模向大基金集中

观察图表 15，可以发现，从 2007 年 1 月到 2011 年 1 月，小于两千万美元管理规模的基金增长最快，可以推测该段时间内对冲基金行业仍处于“野蛮增长”时代；而从 2011 年 1 月至今，小规模基金占比萎缩，大于 2 亿美元规模的基金所占比例出现较大幅度上升，其中大于 10 亿美元规模的超大基金占比翻了一番。这一现象表明目前对冲基金行业整体趋于饱和，若无其它利好的外因出现，行业内很有可能面临洗牌，大基金生存机会更大。

图表15：全球对冲基金总管理规模按单只基金规模分布权重变化趋势



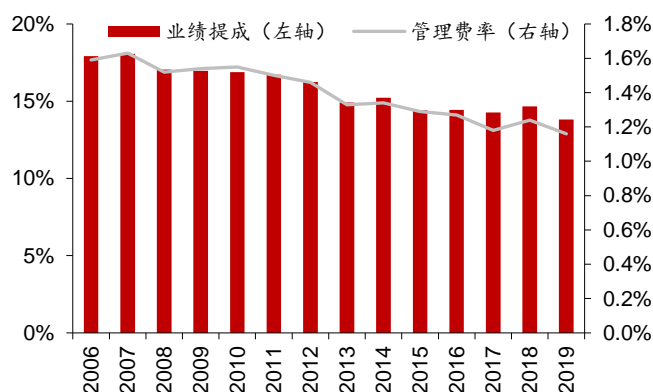
资料来源：The EurekaHedge Report March 2020，华泰证券研究所

降费战：竞争格局下的必然走向

传统的对冲基金收费模式是“2/20”，即每年收取 2% 的管理费，外加 20% 的业绩提成。然而，随着对冲基金数量越来越多，行业内竞争加大，以及其它可替代投资选项日益增多，这一收费结构难以持续下去。从图表 16 可知，自 2006 年至 2019 年，对冲基金的平均业绩提成和管理费率都呈现下降趋势，2019 年平均业绩提成为 13.8%，平均管理费率为 1.16%，已经明显低于传统的“2/20”。实际上，直接降费并不是对冲基金采取的吸引投资者的唯一措施，缩短锁定期、提高业绩评价标准等其它手段也屡见不鲜。这些都反映了一个客观事实：在激烈的竞争下，降费战是必然趋势，只是行动早晚的问题。

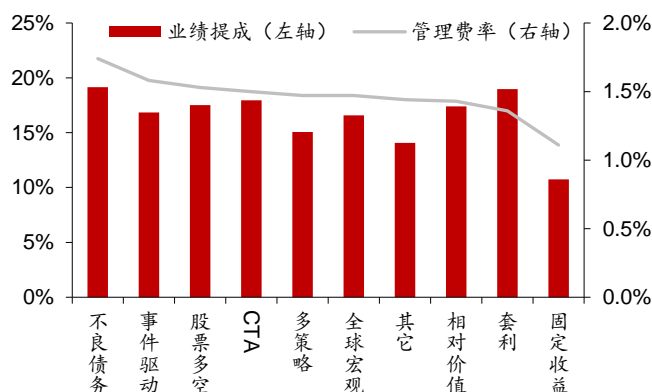
另外，采取不同策略类型的对冲基金收费也不尽相同。不良债务和事件驱动策略的管理费率是相对最高的，主要是由于执行起来比较复杂且流动性低。固定收益策略的业绩提成和管理费率都是相对最低的，因为操作方法透明、易于执行、流动性佳且区分度低。

图表16：每年新发行对冲基金平均费率（2006~2019 年）



资料来源：The EurekaHedge Report March 2020，华泰证券研究所

图表17：不同策略的对冲基金平均费率（2020 年 1 月底）



资料来源：The EurekaHedge Report March 2020，华泰证券研究所

策略分布及收益：股票多空策略权重占比最大，表现各有千秋

Eurekahedge 将对冲基金策略分为多个类别，主要包括：股票多空 (Long/short equities)、多策略 (Multi-strategy)、CTA (CTA/managed futures)、事件驱动 (Event driven)、套利 (Arbitrage)、固定收益 (Fixed income)、全球宏观 (Macro)、相对价值 (Relative value)、不良债务投机性策略 (Distressed debt) 和其它策略，其中最重要的策略是股票多空，占比约三分之一左右。观察图表 18 可知，2011 年 1 月和 2020 年 1 月的策略分布权重比较相似，股票多空占比上升 3.2 个百分点，多策略、CTA、事件驱动的占比略下滑。

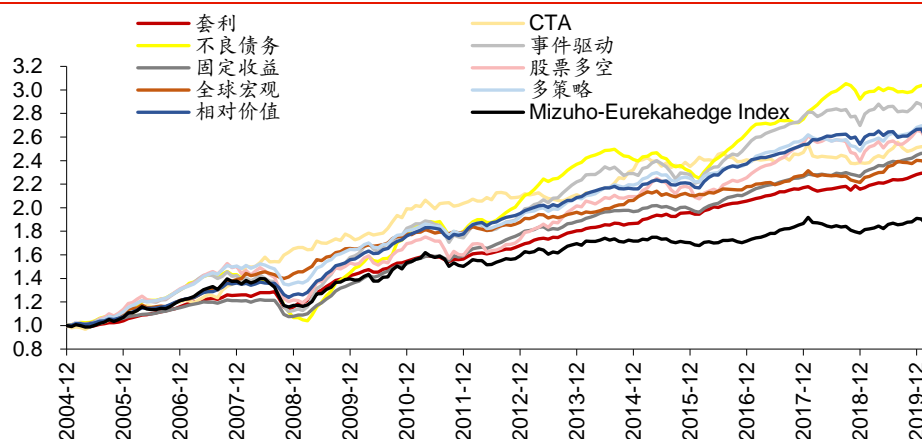
图表18： 全球对冲基金管理规模按策略类别分布权重变化趋势

策略类别	2007 年 1 月	2011 年 1 月	2020 年 1 月
股票多空	40.7%	31.4%	34.6%
多策略	13.5%	16.1%	14.4%
CTA	8.5%	11.7%	10.2%
事件驱动	7.1%	11.6%	9.9%
套利	8.8%	7.5%	7.9%
固定收益	5.8%	5.5%	7.7%
全球宏观	5.6%	6.4%	6.8%
相对价值	3.6%	3.3%	3.1%
不良债务	4.4%	3.9%	2.3%
其它	2.1%	2.6%	3.1%

资料来源：The Eurekahedge Report March 2020，华泰证券研究所

我们将以上策略指数及 Mizuho-Eurekahedge 指数的净值曲线（以 2004 年底取值为 1 进行归一化）绘制在图表 19 中，同时将各策略指数年度收益率展示在图表 20 中，其中 2020 的数据截止 2 月底。首先，整体来看，对冲基金在大部分年份都是正收益，只有在 2008 出现较大回撤，以及在 2011、2015、2018、2020 年出现较小回撤。实际上，2008 年 Mizuho-Eurekahedge 指数跌幅为 15.1%，相较标普 500 指数该时期 38.5% 的跌幅明显更小。而从今年初到 2 月底，标普 500 指数下跌 8.6%，Mizuho-Eurekahedge 指数下跌 2.9%，继续显现出对冲基金熊市抗跌的特征。今年受到疫情、宏观环境变化等各种因素影响，可能是市场比较动荡的年份，投资于对冲基金在当下是个不错的选择。

图表19： 2004~2020 年各策略指数与 Mizuho-Eurekahedge 指数的变化曲线（截至 2020 年 2 月底）



资料来源：eurekahedge.com，华泰证券研究所

图表20： 2005~2020 年各策略指数年度涨跌幅统计（截至 2020 年 2 月底）

策略类别	2020 全区间																
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YTD	年化
股票多空	13.8%	15.2%	14.6%	-19.0%	25.8%	10.8%	-5.9%	8.5%	16.3%	3.9%	3.7%	3.9%	13.1%	-6.3%	11.2%	-3.0%	6.4%
多策略	11.8%	16.9%	15.3%	-9.9%	21.2%	9.7%	-1.2%	7.9%	8.3%	5.2%	2.5%	5.5%	8.6%	-3.8%	8.2%	-1.2%	6.6%
CTA	8.6%	10.6%	15.1%	19.5%	6.4%	13.4%	2.2%	2.8%	0.8%	10.1%	1.2%	2.4%	2.6%	-3.5%	5.4%	0.1%	6.3%
事件驱动	10.9%	17.5%	9.4%	-20.9%	40.0%	15.7%	-4.4%	11.1%	14.4%	3.3%	-0.4%	10.6%	9.9%	-2.7%	7.2%	-3.5%	7.0%
套利	4.0%	11.5%	8.5%	-8.0%	23.0%	8.7%	1.2%	7.2%	7.5%	3.5%	5.0%	5.0%	5.5%	-0.6%	5.7%	0.3%	5.6%
固定收益	6.3%	8.4%	5.1%	-11.0%	25.1%	13.0%	4.4%	11.7%	5.9%	4.5%	1.1%	6.7%	6.6%	0.2%	7.9%	0.0%	6.1%
全球宏观	10.3%	10.1%	14.5%	3.5%	14.9%	7.7%	0.6%	4.9%	4.4%	5.2%	2.1%	3.4%	4.4%	-2.7%	8.5%	-0.8%	5.9%
相对价值	7.4%	12.8%	12.3%	-7.5%	23.8%	12.9%	0.9%	9.8%	7.0%	3.5%	2.1%	7.5%	6.9%	0.1%	5.1%	-2.8%	6.5%
不良债务	11.4%	16.9%	9.8%	-25.4%	35.7%	22.7%	1.2%	14.3%	15.3%	1.8%	-4.2%	13.9%	4.6%	6.1%	3.5%	0.5%	7.6%
Mizuho-Eurekahedge Index	7.1%	13.1%	13.9%	-15.1%	19.4%	9.9%	-2.1%	5.9%	6.5%	1.2%	-0.7%	0.7%	8.7%	-4.3%	7.0%	-2.9%	4.2%
标普 500 指数	3.0%	13.6%	3.5%	-38.5%	23.5%	12.8%	0.0%	13.4%	29.6%	11.4%	-0.7%	9.5%	19.4%	-6.2%	28.9%	-8.6%	6.1%

资料来源：eurekahedge.com, Wind, 华泰证券研究所

从各策略表现分化情况来看，在过去十几年间不存在“常胜将军”，策略表现各有千秋；2019 年股票多空策略效果相对最好，其次是全球宏观、多策略、固定收益；2020 年前两个月收益为正数的策略是不良债务、套利、CTA、固定收益。

AI 策略逐渐走入视野：长期收益率较高，在大数据时代或能脱颖而出

使用人工智能（Artificial Intelligence，简称 AI）的对冲基金正在逐渐进入投资者的视野，并带来长期的优异表现。Eurekahedge 编制了 Eurekahedge AI Hedge Fund Index（下文简称 AI 策略指数），基日为 2009 年 12 月 31 日，我们将该指数与图表 18 中其它指数在 2009 年底至 2020 年 2 月底区间进行业绩对比分析，详见图表 21。这里需要说明的是，AI 策略与股票多空、固定收益等其它策略不属于互斥的策略种类，在其它各类策略中都有可能应用到 AI 技术，在下文图表 23 中有更详细的描述。

图表21： AI 策略与其它各策略指数业绩表现分析（2009 年底至 2020 年 2 月底）

策略类别	年化收益率	年化波动率	夏普比率	最大回撤	正收益月份占比	2019 年至今收益率	近 3 年收益率	近 5 年收益率
AI 策略	12.5%	5.8%	2.16	7.2%	73.8%	6.0%	7.3%	36.9%
不良债务	7.6%	4.7%	1.60	9.9%	71.3%	4.0%	12.1%	24.9%
固定收益	6.0%	2.6%	2.33	2.8%	77.0%	7.9%	13.1%	22.7%
事件驱动	5.8%	5.4%	1.08	9.5%	71.3%	3.5%	7.6%	19.7%
股票多空	5.3%	5.9%	0.90	10.4%	64.8%	7.8%	11.2%	20.0%
相对价值	5.1%	3.5%	1.48	5.0%	75.4%	2.1%	7.2%	17.8%
多策略	4.8%	3.6%	1.34	5.4%	72.1%	6.9%	8.7%	18.1%
套利	4.8%	2.2%	2.14	2.9%	77.0%	6.0%	10.2%	20.6%
全球宏观	3.7%	2.7%	1.38	4.4%	63.9%	7.6%	8.3%	12.8%
CTA	3.6%	4.5%	0.79	6.6%	58.2%	5.5%	4.1%	4.3%
Mizuho-Eurekahedge Index	2.8%	4.6%	0.62	7.2%	59.0%	3.9%	6.4%	7.0%
标普 500 指数	10.1%	12.7%	0.79	17.0%	66.4%	17.8%	25.0%	40.4%

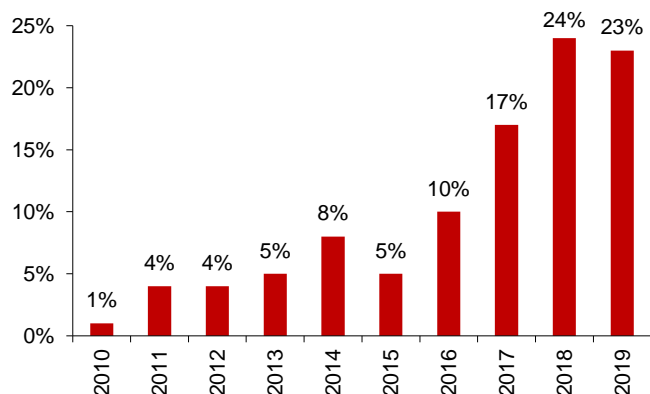
资料来源：eurekahedge.com, Wind, 华泰证券研究所

从上表可以发现，AI 策略长期表现优于其它对冲基金策略，其年化收益率甚至战胜了标普 500 指数，并且年化波动率远低于标普 500 指数，夏普比率达到 2 以上（假设无风险收益率为 0）。除 AI 策略之外，另外两个夏普比率大于 2 的策略为固定收益、套利，但它们的年化收益率都不及 AI 策略的一半。AI 策略指数正收益月份占全部月份比例为 73.8%，处于较高水平；同时，AI 策略指数回撤也控制得还可以，处于全部策略的中游水平，是 Calmar 比率（年化收益率除以最大回撤）排名第三的策略，仅次于固定收益、套利。

AI 策略在金融界的流行是一件应运而生的事情。随着大数据时代来临，机器学习、人工智能、神经网络等技术得到飞跃式发展，人工智能已经方方面面地渗入进我们的日常生活。在金融市场上，大量关于股票、债券、公司财务信息、甚至社交媒体的数据可以被人们便捷地获取，人工智能在分析数据和预测市场变动方面体现出越来越大的优势。很多优秀的对冲基金开始尝试使用人工智能辅助投资决策，如 Two Sigma、Man Group、D.E. Shaw 等。随着人工智能技术的不断实践、改进，更加专业化的 AI 基金管理人开始出现，例如总部位于巴黎的 Walnut Investments，正在利用人工智能技术创建具有自我学习能力的交易系统。

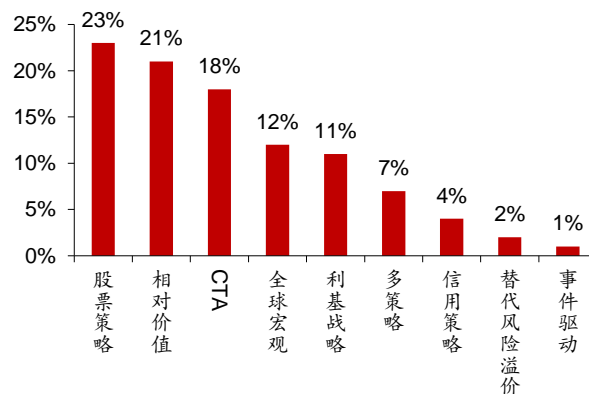
Prequin 公司统计了 AI 策略在对冲基金中的应用情况。图表 22 展示了近十年以来，每年新发行对冲基金中 AI 策略采纳率。可以发现，2019 年新发行对冲基金中已有 23% 采用了 AI 策略，这一数值大于 2016 年采纳率的 2 倍。图表 23 展示了所有应用 AI 技术的对冲基金中按策略类别分布情况，结果显示 AI 对冲基金中以采用股票策略、相对价值策略、CTA 策略的最多，三者合计占比超过六成。Prequin 针对策略类型的划分方式和 Eurekahedge 有一些细微差别，但不影响投资者的理解。

图表22： 每年新发行对冲基金中 AI 策略采纳率（2010~2019 年）



资料来源：2020 Prequin Global Hedge Fund Report，华泰证券研究所

图表23： 应用 AI 技术的对冲基金中按策略类别分布情况（2019 年底）



资料来源：2020 Prequin Global Hedge Fund Report，华泰证券研究所

眼下，AI 技术还在不断推陈出新，其在金融领域的应用范围会越来越广，深入程度也会越来越高。一方面，AI 策略确实为基金管理人赢得了可观的回报；另一方面，在艰难的融资环境下，AI 可以帮助基金管理人区别于竞争对手，吸引投资者。可以预见，AI 技术对对冲基金市场的影响将持续增加。

小结：波动的市场行情下优选对冲基金，海外经验对国内有参考价值

美国对冲基金行业具有几十年的历史，早期发展道路比较曲折，在上世纪 90 年代进入快速发展时期，目前行业成熟度领先于国内，因此借鉴其发展经验对国内市场有参考价值。

首先，从业绩表现来看，对冲基金在市场行情较弱时具有抗跌的属性，特别是在 2008 年金融危机中，Mizuho-Eurekahedge 指数跌幅不足标普 500 指数一半。2020 年前两个月对冲基金表现也明显强于市场，由于疫情及宏观因素的影响，后市仍存较大波动的可能，故投资于对冲基金是当下不错的选择。根据《2020 Preqin Global Hedge Fund Report》在 2019 年底的统计，43%的记录在册的投资者今年正寻求更加偏向于防御性质的对冲基金，以应对处于不利阶段的经济周期的冲击。

其次，从美国对冲基金行业发展过程来看，1990 年至 2008 年金融危机之前是发展较快的一段时间，金融危机之后增速明显放缓，整体收益水平有一定程度下移，且在年份间波动增大。目前对冲基金总数量和总规模都进入了僵持阶段，行业内部竞争加剧，管理规模向大规模基金集中，部分基金管理人通过降费等方式争取客户。

面临越来越激烈的竞争环境，对冲基金正在寻求破除困境的方式。自 2010 年以来，AI 技术逐渐被对冲基金管理人采纳，成为大数据时代分析数据和预测市场变动的有力武器。AI 策略指数自 2009 底至今长期表现优秀，其年化收益率甚至战胜了标普 500 指数，夏普比率达到 2 以上。AI 策略确实赢得了可观的回报；另外，在艰难的融资环境下，AI 还可以帮助基金管理人区别于竞争对手，吸引投资者。可以预见，AI 技术对对冲基金市场的影响将持续增加。

国内对冲基金发展历史较短，公募对冲基金可以说还停留在起步阶段，在业绩特征、策略设计等诸多方面都可以借鉴海外市场的经验；与此同时，身处大数据时代，海外市场的一些新兴策略（如 AI 策略）也有可能影响到国内市场，我们应时刻保持对海外对冲基金行业的关注。在下一章中，我们将视角由海外转向国内，将主要针对国内公募对冲基金行业进行详细分析。

国内公募对冲基金：历经七年打磨，2020 年重新起航

与历史悠久的海外对冲基金行业不同，国内的对冲基金行业发展起步较晚、速度较慢。在上世纪 90 年代，国内金融体系尚未发展健全，一方面，监管部门出于保护目的限制对冲基金在国内的发展，另一方面，缺乏做空工具也使得对冲策略举步维艰。根据图表 18，海外对冲基金使用最多的策略是股票多空，其空头仓位一般通过融券卖空实现，而国内融券难度较大、成本较高，所以空头仓位一直以来大多是通过做空股指期货实现。这就决定了，国内对冲基金的发展与股指期货息息相关。今年 4 月 16 日是国内首只股指期货挂牌十周年的日子，我们正好借此机会对国内对冲基金的发展历程及现状进行分析。因私募数据难收集，下文中主要以公募对冲基金为例，并针对市场当前行情下对冲基金投资价值进行详细剖析。

公募对冲基金发展历程：与股指期货有较大关联，2019 年底审批重开闸 股指期货过去十年间发展波折，现已基本恢复常态化交易

众所周知，国内首只股指期货是以沪深 300 指数为标的的，但在更早之前的 2006 年 9 月 5 日，新加坡交易所就推出了全球首个以 A 股指数为标的的股指期货——新华富时 A50 股指期货。它是一个在异地上市的 A 股离岸股指期货，在当时引起了国内市场的很大反响。为了掌握主动权，中国加速股指期货上市的准备工作，中金所于 2009 年 9 月 18 日在网站上公布了沪深 300 股指期货合约乘数，之后在 2010 年 4 月 16 日，首只股指期货正式挂牌交易。

沪深 300 股指期货推出之后，市场运行稳定，中金所继续开发了上证 50 和中证 500 股指期货，于 2015 年 4 月 16 日挂牌交易。然而不幸的是，这两种股指期货推出不久，市场出现“倒 V 形”走势，股指期货被认为是股市大幅下跌的原因之一，受到很多争议。中金所在 2015 年 8、9 月连续出台提高保证金、提高手续费、限制日内开仓数量等限制政策，股指期货的交易量随之大幅下滑。

股指期货限制政策持续了将近一年半的时间，在这段时间里，股指期货的对冲功能形同虚设，很多对冲基金被迫切换策略或关掉产品。直到 2017 年 2 月、9 月，股指期货才迎来两次松绑，保证金比例基本上调整至 2015 年大跌前的水平。又过了一年多，在 2018 年 12 月，股指期货迎来第三次松绑，保证金、手续费、开仓数量均有放松；再之后经过 2019 年的两次调整，股指期货基本恢复常态化交易。

股指期货是对冲基金的有力武器，随着股指期货常态化，对冲基金或将迎来一段快速发展期。

首只公募对冲基金成立于 2013 年，截至 2020-4-17 数量共 22 只，总规模 261.9 亿元

国内第一只公募对冲基金是嘉实绝对收益策略定期混合（000414），成立于 2013 年 12 月 6 日。现在仍在存续状态的公募对冲基金共有 22 只，列表如下。其中，规模相对最大的是汇添富绝对收益策略，除此之外还有 5 只基金规模超过 10 亿元；从近期收益来看，所有基金的近 1 年收益率都超过 4%，大部分基金今年以来收益率超过 2%；从成立时间来看，17 只基金成立于 2017 年及之前，5 只基金成立于今年。

这里需要额外说明的是，在 Wind 量化对冲基金分类下有一只产品“国泰全球绝对收益”，因为其主要投资策略为优选境外绝对收益型公募基金，与下表中其它公募对冲基金有较大差别，故我们没有纳入统计。其余对冲基金与 Wind 分类一致。

我们在图表 25 中作出了国内公募对冲基金数量与规模变化曲线（只考虑目前仍然存续的基金，历史上已清盘或转型的基金没有进行统计）。总规模在 2015 年中达到顶峰，为 273 亿元；此后规模呈下滑趋势至 2018 年中触底，为 32 亿元；近半年内总规模迅速上升，几乎追平 2015 年时的顶峰水平，截至 2020-4-17 总规模为 261.9 亿元。

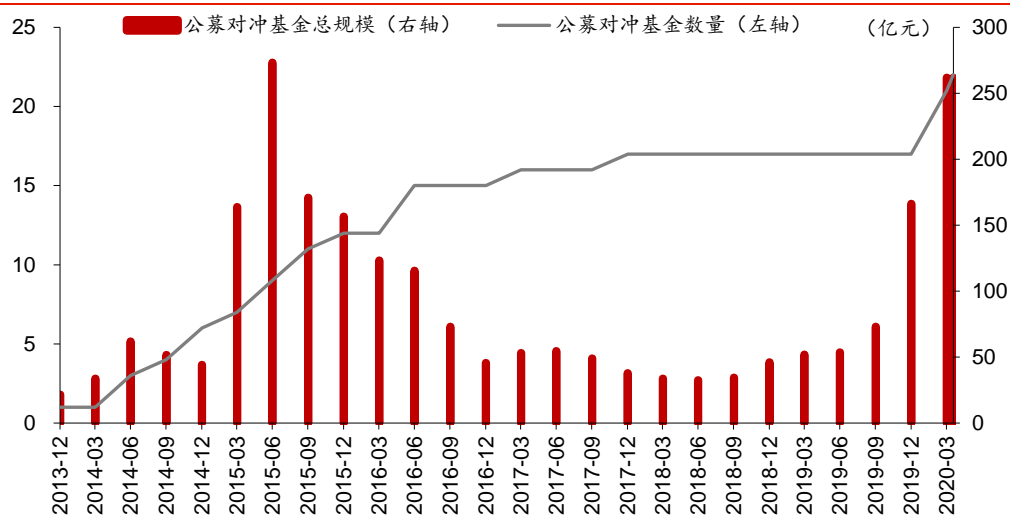
2013~2016 年间公募对冲基金数量基本呈现匀速上升状态, 2018~2019 两年没有新发基金, 2020 年以来新成立 5 只。这与监管部门的审批状况有关, 在下一小节中会接着介绍。

图表24: 国内对冲公募基金信息 (收益率以 A 类份额为准, 数据截至 2020/4/17)

基金简称	基金规模 (亿元)	最近一年规模 增长 (亿元)	基金成立日	基金经理	基金代码
汇添富绝对收益策略	95.6	82.4	2017/3/15	顾耀强, 吴江宏	000762.OF (A 类), 008140.OF (C 类)
海富通阿尔法对冲	33.0	19.0	2014/11/20	杜晓海, 朱斌全	519062.OF (A 类), 008795.OF (C 类)
富国量化对冲策略三个月	29.9	-	2020/2/25	方旻	008835.OF (A 类), 008836.OF (C 类)
景顺长城量化对冲策略三个月	28.0	-	2020/2/27	黎海威	008851.OF
海富通安益对冲	27.6	-	2020/1/22	杜晓海	008831.OF (A 类), 008830.OF (C 类)
申万菱信量化对冲策略	10.1	-	2020/3/25	袁英杰, 刘敦	008895.OF
广发对冲套利	6.6	5.0	2015/2/6	赵杰, 陈甄璞	000992.OF
华宝量化对冲	4.1	-2.1	2014/9/17	徐林明, 王正	000753.OF (A 类), 000754.OF (C 类)
中金绝对收益策略	3.8	3.1	2015/4/21	朱宝臣	001059.OF
南方绝对收益策略	3.6	0.6	2014/12/1	李佳亮	000844.OF
南方卓享绝对收益策略	3.2	-0.2	2016/5/9	钱厚翔	002655.OF
富国绝对收益多策略	2.7	1.6	2015/9/17	于鹏	001641.OF (A 类), 009149.OF (C 类)
中邮绝对收益策略	2.2	0.8	2015/12/30	王喆	002224.OF
华泰柏瑞量化收益	2.0	1.0	2015/6/29	田汉卿	001073.OF
工银瑞信绝对收益	1.8	1.1	2014/6/26	游凛峰	000667.OF (A 类), 000672.OF (B 类)
嘉实绝对收益策略	1.6	1.2	2013/12/6	刘斌	000414.OF
嘉实对冲套利	1.5	0.1	2014/5/16	刘斌, 龙昌伦	000585.OF
华泰柏瑞量化对冲	1.3	0.4	2016/5/26	田汉卿, 曾鸿	002804.OF
大成绝对收益	1.1	0.8	2015/9/23	黎新平	001791.OF (A 类), 001792.OF (C 类)
南方安享绝对收益	1.1	-1.4	2016/4/8	钱厚翔	002527.OF
安信稳健阿尔法定开	1.0	0.9	2017/12/6	徐黄玮	005280.OF
中融智选对冲策略 3 个月定开	0.1	-	2020/4/3	赵菲	008848.OF

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 国内公募对冲基金数量与规模变化曲线 (数据截至 2020/4/17)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2019 年底公募对冲基金审批重开闸, 今年已成立 5 只新产品, 三个月定开型产品增多

2015 年股市急速下行使股指期货交易受到限制, 同时也影响了对冲基金的审批。在 2019 年之前, 最后一个获批的基金为华泰柏瑞量化对冲, 获批时间为 2016 年 1 月 21 日, 最后一个成立的基金为安信稳健阿尔法定开, 成立时间为 2017 年 12 月 6 日。

沉寂了三年左右时间之后，终于在 2019 年底传来好消息，2019 年 12 月 27 日证监会官网发布的《证券投资基金募集申请行政许可受理及审核情况公示》显示，有 7 家基金公司的对冲产品获批，昭示着公募对冲基金再度开闸，目前这 7 只获批产品中有 5 只已经成立，1 只在认购期，另外 1 只暂无消息。根据证监会官网最新的公示（2020 年 4 月 10 日），目前在申请流程中的对冲基金有 5 只，还有 1 只申请变更。详见下面图表。

公募对冲基金近期新申请及成立产品较多，昭示其发展可能将迈入新阶段；另外，近期成立及申请产品中三个月定开类型增多。三个月定开产品的好处：（1）一定周期内封闭运作，避免频繁申赎带来的流动性冲击，利于投资策略稳定施展；（2）因对冲基金需要利用部分资金作保证金来做空股指期货，定开状态下利于提高资金使用率，将多头头寸尽量提高，扩大组合收益；（3）我们认为，三个月时间不长，一般投资者都可以接受，定开产品相对来说可能具有更高的收益，同时还能避免受股市震荡影响采取恐慌性操作。综上，三个月定开应该是适合公募对冲基金的一种形式，未来有可能被更多地采用。

图表26： 近一年批准成立或正在申请流程中的公募对冲基金信息

基金管理人 基金托管人 申请事项			申请材料 接收日	受理 决定日	第一次 反馈意见日	接收第一次 反馈材料日	第一次 决定日	现在状态
中融	工商银行	智选对冲策略3个月定期开放灵活配置混合型发起式	2015/10/8	2015/10/12	2015/11/16	2019/12/13	2019/12/19	已成立
景顺长城	工商银行	量化对冲策略三个月定期开放混合型发起式	2019/1/7	2019/9/18	2019/9/25	2019/12/13	2019/12/19	已成立
德邦	民生银行	量化对冲策略灵活配置混合型发起式	2019/3/21	2019/9/18	2019/10/24	2019/12/13	2019/12/19	认购期
申万菱信	农业银行	量化对冲策略灵活配置混合型发起式	2019/6/20	2019/9/19	2019/10/18	2019/12/13	2019/12/19	已成立
华夏	中国银行	安泰对冲策略3个月定期开放灵活配置混合型发起式	2019/7/5	2019/9/18	2019/10/21	2019/12/13	2019/12/19	-
富国	中国银行	量化对冲策略三个月持有期灵活配置混合型	2019/8/29	2019/9/23	2019/10/18	2019/12/13	2019/12/19	已成立
海富通	交通银行	安益对冲策略灵活配置混合型	2019/9/25	2019/9/29	2019/10/21	2019/12/13	2019/12/19	已成立
光大保德信	招商银行	量化对冲混合型发起式	2019/4/26	2019/9/18	2019/10/22			
海富通	工商银行	安盈阿尔法对冲混合型	2019/9/23	2019/9/29	2019/10/21			
汇安	兴业银行	量化对冲3个月定期开放混合型	2019/12/20	2019/12/26	2020/2/11			
广发	招商银行	招元绝对收益策略三个月定期开放混合型发起式	2019/12/17	2019/12/24	2020/3/3			
天治	交通银行	量化对冲策略混合型发起式	2019/12/27	2020/1/6	2020/3/3			
华泰柏瑞	中国银行	“量化对冲稳健收益定期开放混合型发起式”变更为 “量化对冲稳健收益三个月定期开放混合型”	2019/8/29	2019/9/5	2019/9/16			

资料来源：证监会官网，华泰证券研究所

公募对冲基金现状：2019 年以来超额收益较高，有明确的 Alpha

国内公募对冲基金目前已经历 6 年多的发展时间，过程比较曲折。发展初期产品比较少，公募对冲基金行业在摸索中前进；2015 年之后股指期货政策收紧使公募对冲基金的境况变得比较尴尬，而且 2016 年 1 月底之后新产品审批暂停；2017 年之后股指期货开始松绑，对冲策略有所回暖；2019 年股指期货基本恢复常态化交易，产品审批重开闸，我们认为公募对冲基金将迎来春天。

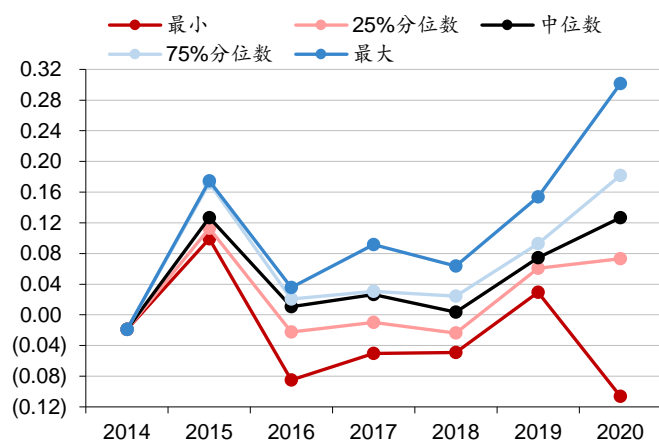
从图表 25 可以看出，目前投资者对公募对冲基金表现出较大的热情，而且疫情以来全球股市震荡，对冲基金作为一种稳健的投资工具，其走势与市场相关度低，也是眼下较为合适的投资品种。

接下来，我们将详细分析公募对冲基金的收益表现、风格特征，为投资者提供参考。

公募对冲基金区间收益统计：2019 年及 2020 年年初以来整体表现不错

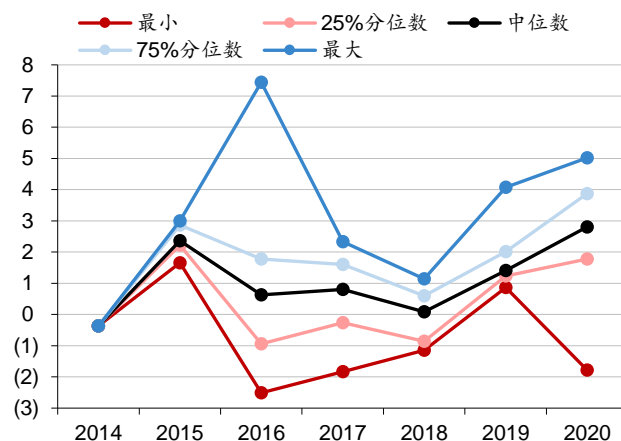
首先，我们针对所有现存公募对冲基金，分年度统计收益率、夏普比率（假设无风险利率为 0，下同）表现，详见图表 27 和 28，其中 2020 年收益率为年初至 4 月 17 日的收益率年化值。2014 年初之前成立的产品只有 1 只，2014 年的统计结果有一定偶然性；2015 年，对冲基金整体表现良好且趋同度较高；2016-2018 年，受到股指期货限制政策及一些市场环境因素影响，对冲基金整体表现一般，但其中也涌现了个别优秀产品，比如华宝量化对冲 A 在 2016 年的夏普比率高达 7.4；2019 年，股指期货基本恢复常态化交易，对冲基金当年收益率中位数为 7.5%，全部产品收益都为正数，夏普比率最高为 4.1（汇添富绝对收益策略 A）；2020 年初至 4 月 17 日，对冲基金整体表现更上一层楼，年化收益率中位数达到 12.7%，追平 2015 时的顶峰水平，夏普比率最高为 5.0（中邮绝对收益策略）。

图表 27：公募对冲基金分年度的年化收益率曲线（数据截至 2020/4/17）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 28：公募对冲基金分年度的夏普比率曲线（数据截至 2020/4/17）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 29：2019 年、2020 年初至 4 月 17 日的收益率、夏普比率前五名对冲公募基金信息（数据截至 2020/4/17）

统计时间区间	基金代码	基金简称	基金规模（合并，亿元）	收益率（非年化）	年化波动率	夏普比率	最大回撤	Calmar 比率
收益率前五：								
2019 年全年	000992.OF	广发对冲套利	6.6	15.4%	7.8%	2.0	1.3%	11.7
2019 年全年	000762.OF	汇添富绝对收益策略 A	95.6	14.2%	3.5%	4.1	1.0%	14.2
2019 年全年	000844.OF	南方绝对收益策略	3.6	10.2%	4.9%	2.1	1.6%	6.5
2019 年全年	000667.OF	工银瑞信绝对收益 A	1.8	9.4%	4.1%	2.3	1.4%	6.8
2019 年全年	002527.OF	南方安享绝对收益	1.1	9.2%	7.7%	1.2	2.3%	4.0
夏普比率前五：								
2019 年全年	000762.OF	汇添富绝对收益策略 A	95.6	14.2%	3.5%	4.1	1.0%	14.2
2019 年全年	000667.OF	工银瑞信绝对收益 A	1.8	9.4%	4.1%	2.3	1.4%	6.8
2019 年全年	002224.OF	中邮绝对收益策略	2.2	8.2%	3.9%	2.1	0.6%	14.7
2019 年全年	000844.OF	南方绝对收益策略	3.6	10.2%	4.9%	2.1	1.6%	6.5
2019 年全年	519062.OF	海富通阿尔法对冲 A	33.0	8.3%	4.2%	2.0	1.9%	4.2
收益率前五：								
2020 年初至今	001641.OF	富国绝对收益多策略 A	2.7	7.7%	6.1%	4.9	2.0%	3.8
2020 年初至今	002224.OF	中邮绝对收益策略	2.2	7.1%	5.6%	5.0	0.2%	34.6
2020 年初至今	000667.OF	工银瑞信绝对收益 A	1.8	5.9%	4.7%	4.9	1.7%	3.5
2020 年初至今	001073.OF	华泰柏瑞量化收益	2.0	5.0%	5.0%	3.8	1.2%	4.2
2020 年初至今	005280.OF	安信稳健阿尔法定开	1.0	4.7%	4.4%	4.1	0.7%	7.1
夏普比率前五：								
2020 年初至今	002224.OF	中邮绝对收益策略	2.2	7.1%	5.6%	5.0	0.2%	34.6
2020 年初至今	000667.OF	工银瑞信绝对收益 A	1.8	5.9%	4.7%	4.9	1.7%	3.5
2020 年初至今	001641.OF	富国绝对收益多策略 A	2.7	7.7%	6.1%	4.9	2.0%	3.8
2020 年初至今	005280.OF	安信稳健阿尔法定开	1.0	4.7%	4.4%	4.1	0.7%	7.1
2020 年初至今	001073.OF	华泰柏瑞量化收益	2.0	5.0%	5.0%	3.8	1.2%	4.2

资料来源：Wind，华泰证券研究所

在图表 29 中，我们详细列出了 2019 年、2020 年初至 4 月 17 日的收益率、夏普比率前五名。可以发现，最近一年资金流入最多的汇添富绝对收益策略 A 也是 2019 年夏普比率最高的，而在表中出现的大部分基金近期也都呈现资金流入状态，说明规模还是和历史业绩有较大关联的。

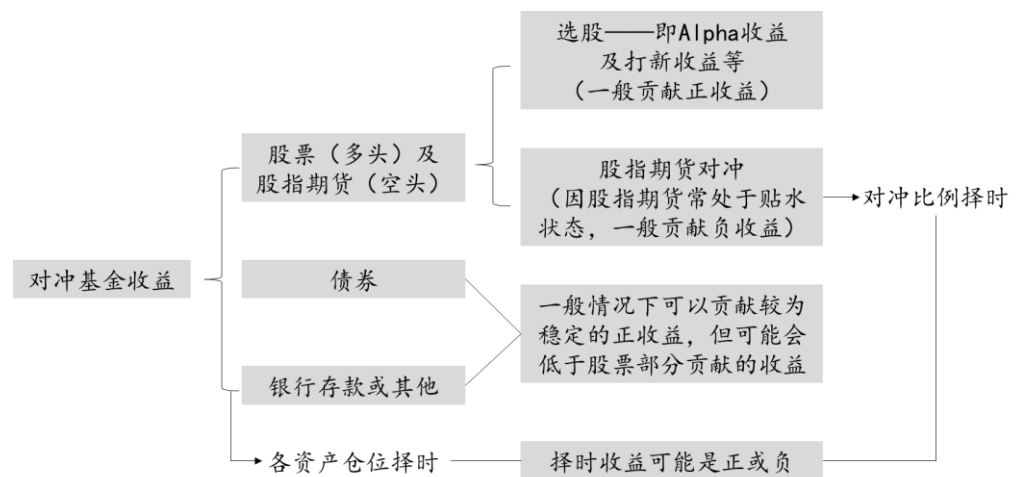
公募对冲基金收益分解框架：资产配置、选股、打新、对冲

在上一小节中，我们展示了公募对冲基金的收益状况，那么自然就出现了如下问题：公募对冲基金的主要收益来源是什么？

首先，对冲基金都是混合型，可以在自主决定股、债等资产配置比例，当某些市场环境下股票 Alpha 较难获取时，可以考虑切换至债券，这可能是一部分收益来源；其次，对于股票持仓部分，一般通过量化选股策略构建股票多头组合，按一定比例对冲股指期货，期望股票组合可以获取相对市场指数的超额收益，但一般股指期货贴水会贡献一部分负收益；另外，股指期货对冲比例可以在一定范围内浮动，基金经理可以在市场走势良好时减少股指期货空头仓位、在市场震荡或走势不佳时尽量做到 100% 对冲，从而产生一部分择时对冲收益。若认为市场有效性较强，则择时不能贡献明显正收益。

我们将以上收益分解框架制作示意图，如下所示。接下来，我们将以 2019 年为例，对公募对冲基金的收益进行分解。

图表30： 公募对冲基金收益分解框架



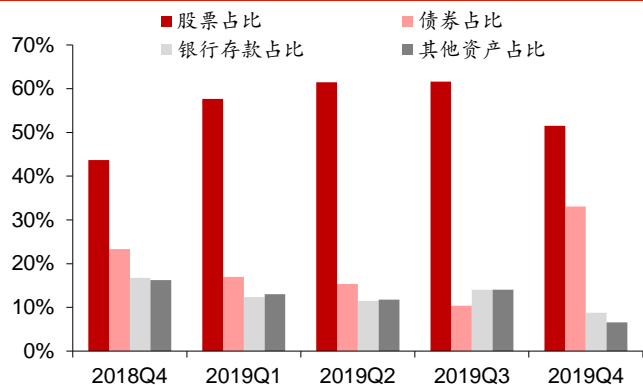
资料来源：华泰证券研究所

收益分解之资产配置：股债仓位随时间存在一定变化，择时收益不明

对于现存的公募对冲基金，资产总值均等于股票、债券、银行存款、其他资产四项之和。我们统计了 2018Q4 至 2019Q4 共五份季度报告中各项资产占基金资产总值的比例（将所有公募对冲基金的各项资产市值直接相加并计算占比），详见图表 31。可以发现，基金整体股票资产占比在 43%~62% 之间浮动，债券资产占比在 10%~33% 之间浮动；将所有基金在五份季度报告中的股债配置比例绘制散点图，发现大部分基金股票占比大于六成、债券占比小于两成，其中出现两次股票占比为零而债券占比较高的情况（是同一只基金在 2018Q4 和 2019Q1 的数据），详见图表 32。

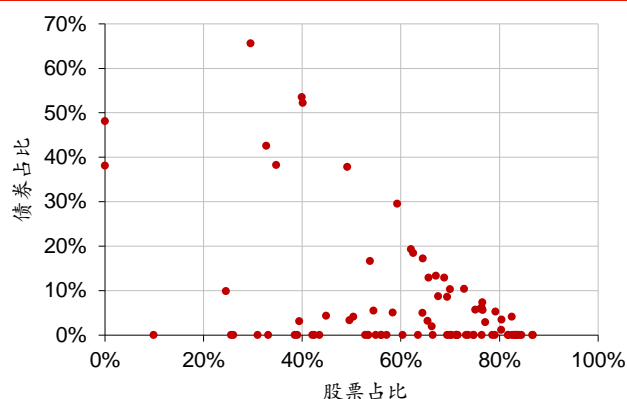
综上，公募对冲基金是有可能希望通过调节股债仓位而从中获取收益或规避风险的。但由于公募基金的各资产仓位数据只在季度报告中披露，在缺乏更高频的数据情况下，无从得知仓位择时收益。

图表31：公募对冲基金资产配置整体情况（2018Q4至2019Q4）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32：公募对冲基金股、债占比散点图（2018Q4至2019Q4）



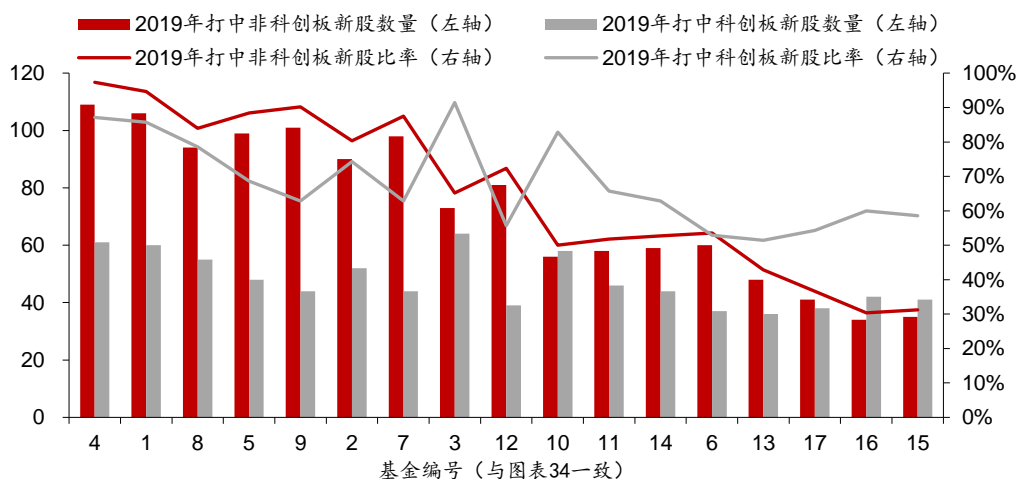
资料来源：Wind，华泰证券研究所

收益分解之打新：2019 年打新收益中位数约 2000 万元

打新可能是公募对冲基金重要收益来源之一，我们以 2019 年为例，对公募对冲基金打新收益进行详细统计。2019 年全年共有 203 只新股上市，其中 70 只股票属于科创板。Wind 数据库中可下载到 112 只非科创板新股和全部 70 只科创板新股网下配售明细数据，另有 21 只非科创板新股网下配售明细数据暂缺（或无网下配售情况）。

首先，我们在图表 33 中展示了所有 2019 年以前成立的公募对冲基金（共 17 只）在 2019 年全年的打新中签状况，横轴每个编号代表一只基金（编号实际是按图表 34 中 2019 年全年打新贡献收益由高到低排序得来的，后面将详细介绍打新收益测算方式）。图表 33 横轴按打中新股总数量由高到低排序。可以看到，打中新股总个数最多的基金在 112 只非科创板新股中成功打到 109 只，在 70 只科创板新股中成功打到 61 只，胜率较高。整体来说，这些基金在科创板打新情况趋同度较高、在非科创板打新情况有一定差别。

图表33：公募对冲基金 2019 年打新数量统计



资料来源：Wind，华泰证券研究所

下一步，我们对打新可能贡献的收益进行测算。由于科创板股票上市前 5 个交易日无涨跌幅限制，所以一般不会形成上市前 N 日一字板涨停现象，在收益测算时我们假设科创板新股上市首日以 vwap 价卖出；对于非科创板新股，则假设在一字板连涨结束的当天（开板日）以 vwap 价卖出。

根据以上规则，我们可以测算出打新贡献的收益数值的大小。接下来，我们用打新收益除以期初、期末基金资产净值的平均值来计算打新贡献收益率。注意，当期初、期末基金资产净值变化较大时，关于打新贡献收益率的测算可能不太准确。由于基金每个季度公布一次报表，我们可以分季度测算打新收益率，详见图表 34。我们用每个季度的打新收益率减去实际基金收益率，得出每个季度除打新外收益率，详见图表 35。然后，我们用基金全年收益率减去四个季度的打新收益率之和（此处相当于简化处理了）得出全年除打新外收益率，即为图表 35 中的蓝色线。补充说明一下，图表 33、34、35 中的基金编号是一致的，但与其它图表中基金编号未必一致。

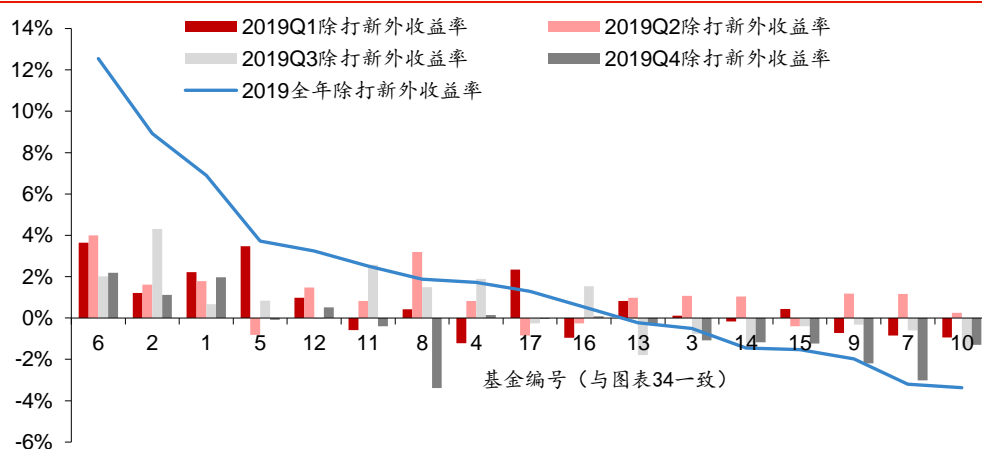
可以发现，编号 6、2、1 的三只基金表现较为优秀，每个季度除打新外都有正收益，它们分别是汇添富绝对收益策略、广发对冲套利、海富通阿尔法对冲。大多数基金 2019 年全年除打新外有正收益，说明公募对冲基金确实是有获取 Alpha 的能力的。

图表34：公募对冲基金 2019 年打新贡献收益及收益率测算结果

基金 编号	2019Q1			2019Q2			2019Q3			2019Q4			2019 全年
	打新贡献 收益 (万元)	打新贡献 收益率	基金 收益率	打新贡献 收益 (万元)	打新贡献 收益率	基金 收益率	打新贡献 收益 (万元)	打新贡献 收益率	基金 收益率	打新贡献 收益 (万元)	打新贡献 收益率	基金 收益率	打新贡献收 益 (万元)
1	126.1	0.1%	2.3%	105.9	0.1%	1.9%	1522.0	0.9%	1.6%	693.3	0.3%	2.2%	2447.4
2	102.3	0.6%	1.9%	82.5	0.5%	2.1%	1592.5	4.3%	8.6%	657.1	1.1%	2.2%	2434.2
3	0.0	0.0%	0.1%	75.0	0.3%	1.4%	1760.4	6.0%	5.3%	589.4	2.3%	1.2%	2424.9
4	129.4	0.2%	-1.0%	106.3	0.2%	1.0%	1457.3	3.1%	5.0%	675.8	1.4%	1.5%	2368.8
5	122.1	0.4%	3.8%	94.8	0.3%	-0.5%	1427.9	4.3%	5.1%	588.8	1.6%	1.5%	2233.6
6	0.0	0.0%	3.6%	38.7	0.0%	4.0%	1496.2	1.5%	3.5%	604.5	0.1%	2.3%	2139.3
7	100.0	1.1%	0.2%	77.9	0.5%	1.6%	1339.1	5.7%	5.1%	584.8	3.1%	0.1%	2101.8
8	103.7	1.0%	1.4%	73.7	0.5%	3.6%	1239.0	3.8%	5.3%	615.3	1.7%	-1.7%	2031.7
9	124.5	1.0%	0.3%	52.3	0.3%	1.5%	1258.6	4.1%	3.8%	586.5	2.3%	0.1%	2021.8
10	0.0	0.0%	-0.9%	19.2	0.1%	0.4%	1078.7	6.6%	5.2%	516.0	3.3%	2.0%	1613.9
11	5.1	0.0%	-0.6%	28.9	0.1%	1.0%	865.2	3.3%	5.8%	552.9	1.5%	1.1%	1452.1
12	38.1	0.5%	1.5%	62.8	0.7%	2.1%	424.6	2.3%	2.3%	569.2	2.7%	3.2%	1094.7
13	4.5	0.1%	0.9%	0.0	0.0%	1.0%	552.4	2.1%	0.3%	441.7	1.0%	0.8%	998.7
14	3.7	0.1%	-0.1%	24.7	0.2%	1.3%	436.8	2.7%	1.5%	498.1	3.1%	1.9%	963.4
15	0.0	0.0%	0.4%	0.0	0.0%	-0.4%	355.5	2.4%	2.0%	506.0	4.0%	2.8%	861.5
16	5.3	0.0%	-0.9%	21.7	0.1%	-0.1%	438.8	4.7%	6.3%	343.8	3.8%	3.9%	809.7
17	20.2	0.5%	2.8%	9.1	0.3%	-0.5%	72.9	0.9%	0.6%	407.2	3.2%	3.2%	509.3

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表35：公募对冲基金 2019 年除打新外收益率测算结果



资料来源：Wind，华泰证券研究所

收益分解之股指期货对冲：2019 年以对冲 IF 当月和当季合约为主，全年对冲成本略负

公募对冲基金合同中会对“权益类空头头寸的价值占多头头寸的价值的比例”（即对冲比例）做约束，一般为 80%至 120%，也有个别基金为 90%至 110%。实际操作中基金经理可以结合自己对市场走势的判断调整对冲比例，从而产生择时收益。我们在图表 36 中统计了 2018Q4 至 2019Q4 的实际对冲比例情况，发现大部分基金的对冲比例大于 90%，对冲比例最高有接近 100%的，但没有超过 100%的。图表 36 中确实存在若干只基金的对冲比例变化幅度相对较大，说明它们有可能期望通过择时策略来增厚收益，但与股债配置比例类似，在缺乏更高频的数据情况下，无从得知对冲比例择时收益。

目前可供交易的股指期货有 IH、IF、IC 三种，那么公募对冲基金一般选择哪种来进行对冲呢？观察图表 37 可知，主流选择是 IF 当月和 IF 当季合约，2018Q4 至 2019Q4 五份报表中市值之和占比分别为 42.1%和 35.0%；IH 和 IC 占比大约都在 10%附近。出现这种现象的原因可能是：（1）上证 50 市值过大，一般和股票持仓组合的市值不太匹配，用 IH 对冲有一定风险；（2）中证 500 贴水多，对冲成本大（详见图表 38）；（3）沪深 300 市值小于上证 50，IF 期货贴水小于 IC，是比较适中的选择。

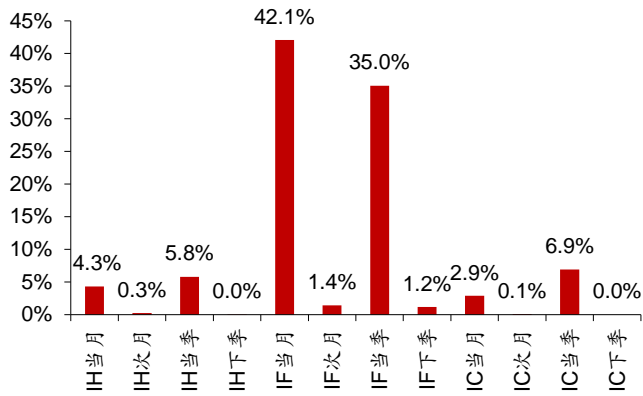
此处我们粗略测算一下 IF 的对冲成本。假设合约均在交割日展期，则 IF 当月合约全年大约因贴水产生 2.5%左右的对冲成本，IF 当季合约对冲成本在 0.5%左右。若使用 IC 对冲，则成本在 10%附近，需要股票多头组合额外制造 8%左右的 Alpha 才能弥补这些成本。而通过图表 27-29 可以得知，这是比较困难的，所以 IC 并不是主流选择。

图表36：公募对冲基金对冲比例信息（2018Q4 至 2019Q4）

基金编号 (随机, 无意义)	合同规定对冲比例		实际对冲比例					过去五个季报对冲比例 最大值减去最小值
	下限	上限	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	
1	80%	120%	98.8%	99.6%	81.8%	87.9%	84.2%	17.8%
2	80%	120%	94.0%	85.2%	99.7%	99.2%	95.2%	14.5%
3	80%	120%	88.0%	94.5%	97.2%	88.4%	83.2%	14.0%
4	80%	120%	87.5%	98.3%	97.4%	94.4%	87.2%	11.1%
5	80%	120%	84.9%	91.6%	87.3%	95.8%	94.3%	10.9%
6	80%	120%	96.7%	91.8%	95.9%	91.0%	86.7%	10.0%
7	80%	120%	81.1%	82.4%	86.8%	84.9%	89.4%	8.3%
8	80%	120%	83.4%	89.2%	91.3%	91.5%	88.3%	8.1%
9	90%	110%	97.4%	91.8%	95.6%	97.6%	94.8%	5.8%
10	80%	120%	89.4%	84.4%	84.5%	88.4%	85.0%	5.0%
11	80%	120%	90.2%	93.9%	91.4%	91.2%	89.6%	4.3%
12	80%	120%	97.9%	99.7%	98.7%	97.9%	96.8%	2.9%
13	80%	120%	98.3%	95.8%	98.2%	98.0%	98.3%	2.5%
14	80%	120%	95.6%	97.0%	96.6%	96.7%	96.4%	1.4%
15	80%	120%	96.2%	96.9%	97.0%	96.9%	97.6%	1.4%
16	80%	120%	-	-	98.2%	96.8%	96.9%	1.4%
17	80%	120%	98.0%	96.9%	97.8%	97.7%	97.4%	1.1%

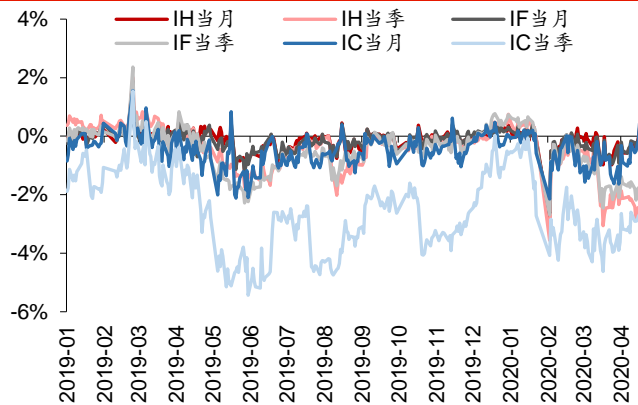
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表37：公募对冲基金各股指期货市值占比（2018Q4至2019Q4加总）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38：各类股指期货合约基差/现货比率走势（2019年初至今）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

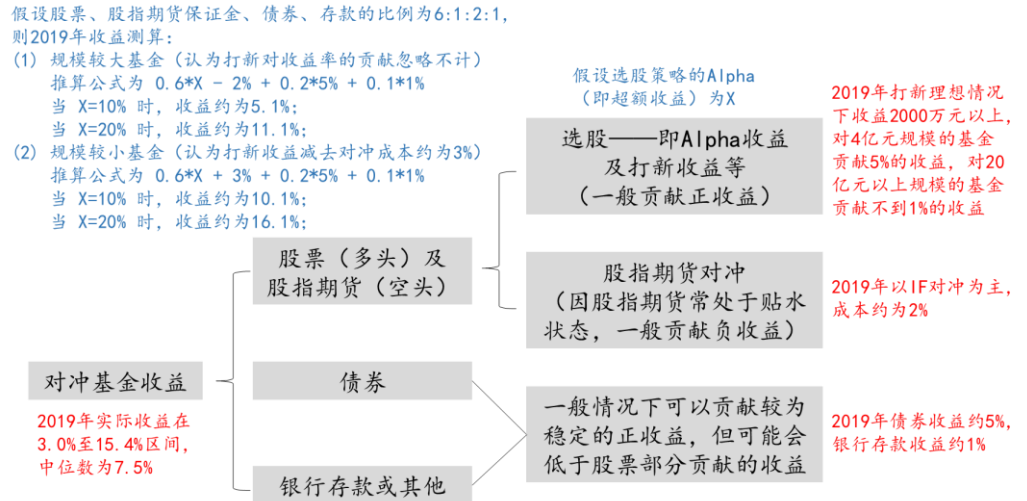
小结：2019 年公募对冲基金的平均选股 Alpha 接近 10%

在图表 30 中，我们提出了一个公募对冲基金的收益分析框架，经过上述几个小节的讨论，我们可以重新利用这个框架推测公募对冲基金的获取股票 Alpha 的能力，详见图表 39。

首先，根据图 31、32，我们简单地将基金持有股票、股指期货保证金、债券、存款的比例设为 6:1:2:1，这也是比较符合实际情况的。接着，我们观察各项资产的 2019 年收益情况，一般来说，债券和银行存款贡献的收益相差不大，我们将这两项在 2019 年的收益率简单设为 5%、1%。对于变数较大的股票部分，我们令基金的选股 Alpha（即超额收益）为一个变量 X，后续将观察 X 的不同取值将如何反映到基金的最终收益上。一般股票部分还包含打新贡献的收益，根据图表 34，2019 年打新收益中位数约 2000 万元，对 4 亿元规模的基金贡献 5% 的收益，对 20 亿元以上规模的基金贡献不到 1% 的收益。股指期货对冲以采用 IF 当月和当季合约为主流，全年成本约 2%。

结合以上假设，我们列出了详细推演过程（图表 39 中蓝色文字），若基金的选股 Alpha 为 10%，则它的 2019 年收益大约在 5.1%（规模较大时）至 10.1%（规模较小时）之间，若基金的选股 Alpha 为 20%，则它的 2019 年收益大约在 11.1%（规模较大时）至 16.1%（规模较小时）之间。实际上，2019 年公募对冲基金的收益在 3.0% 至 15.4% 区间，中位数为 7.3%。也就是说，根据我们的推算，大部分公募对冲基金在 2019 年都是有选股 Alpha 的，可能平均 Alpha 接近 10% 的水平。因为公募对冲基金个体差异较大，以上推算过程仅供参考。

需要指出的是，10% 水平的 Alpha 可能用传统投资眼光来看，并不是一个很值得称道的数字。但这里想额外做一些说明，公募对冲基金出于组合表现的稳健性考虑，一般会选择配置数量比较多的股票。以 2019 年中报为例，全部股票型基金及偏股混合型基金的持股个数中位数为 43，但公募对冲基金的持股个数中位数为 134。一般来说，持仓个股数量越多，组合表现就会越接近市场指数，所以对于持股较为分散的公募对冲基金来说，10% 水平的 Alpha 能够表明其具备较好选股能力。

图表39： 在假设 Alpha 水平下，公募对冲基金的 2019 年收益推算过程

资料来源：Wind，华泰证券研究所

目前股指期货逐步恢复常态化交易，我们认为对冲基金的春天即将到来。尤其 2020 年以来，海内外市场波动较大，而对冲基金与市场走势相关度低，一方面，可以降低投资组合的波动性，另一方面，选择合适的对冲基金还能获取相对稳定的超额收益。公募对冲基金通过 2019 年证实了自己的实力，2020 年以来依然表现优秀，我们可以期待，未来国内公募对冲基金行业未来将继续发展壮大，会诞生更多的优秀产品以供投资人选择。

风险提示

基金收益分析主要基于历史数据，无法预测未来。本报告仅使用基金季度报告数据进行分析，数据频率较低，分析结果可能准确度有限。本报告不涉及具体基金推荐，所有分析结果仅供参考，请投资者谨慎看待。

免责声明

分析师声明

本人，林晓明、陈辉、李子钰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林晓明、陈辉、李子钰本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司