

2014年12月30日

证券研究报告—私募基金专题报告

持续上涨行情下对冲基金的危机解析

分析师：曾业

执业证书编号：S0890514110001

电话：021-68777869

邮箱：zengye@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-68778075

相关研究报告

《量化看私募，“类私募”产品评价体系新鲜出炉》，2014.11.21

《结构化与非结构产品业绩分化研究》，2014.12.15

《TOT 产品对私募基金业绩改善不明显》，2014.12.24

◎投资要点：

◆2014 下半年上涨行情对 alpha 对冲基金业绩冲击巨大。所有存续期 302 只产品的历史年化收益率均值降低了近 32%，净值波动率被迫提高了 53.5%，历史最大回撤均值扩大到了-9.89%，夏普比率更是急剧下降了 70%，综合分数下降的程度稍小为 10%。上涨期间，有近 62%的产品收益率变差，近 66%的产品创造了历史最低回撤，近 72%的产品夏普比率下降，近 60%的产品综合分数下降，然而期间大盘上涨了约 56%，因此在与大盘的强烈对比下，这种业绩表现对 alpha 对冲基金是一个较大的打击。在显著水平为 5%的情形下，上涨前后的产品业绩表现呈现显著性的差异，这在以前的历史中极少出现，这里甚至说明上涨后策略濒临近乎失效的境地！

◆套利对冲基金业绩变好。套利对冲基金的平均收益率提升了超过 1 倍，波动率也上升了近 90%，夏普比率提升了一倍，套利基金在增加风险的情况下，获得了超出风险相匹配的收益。综合分数得到了小幅提升，说明套利对冲基金在上涨后的整体表现还算可以。另外，与 alpha 对冲基金不同，套利对冲基金在上涨前后的业绩表现差异性并不显著，即，套利策略的实施在上涨前后并无两样。

◆ alpha 对冲基金业绩遭受冲击直接原因。并非所有上涨行情都会对 alpha 对冲基金业绩产生冲击，其实不只是 2012 年 12 月 4 日至 2013 年 2 月 8 日的这波行情如此，我们也统计了其他阶段上涨的行情，基本情况都是对冲基金的业绩都会有不同程度的提升。2012 年上涨行情中，三级行业指数的相对涨幅峰值在 0 附近，相对涨幅为负的行业 130 个，占比为 58%，而 2014 年上涨行情中，分布峰值为-40%左右，相对涨幅为负的行业 183 个，占比为 82%。如果以完全分散方式投资，2014 年有很大概率选到相对涨幅为负的行业，且相对涨幅为负的行业均值达到-17.6%。整个市场的风格分化过大，行情过度地依赖于极少数几个行业带动，且其余行业指数涨幅均远低于大盘才是导致 alpha 对冲基金策略失效的直接原因。

◆alpha 对冲基金业绩遭受冲击深度原因。（1）“温室”行情下的对冲基金缺少历练。首先，单一又类同的对冲模式为危机埋下伏笔。现行大多数的对冲策略都是相似的，或者基于股票基本面选择股票，或者基于热点主题的动量，而特立独行的策略方法较少产生，任何单一角度的选股方法都不能永恒战胜市场，也没有一劳永逸的投资策略，因此这种单一的缺乏创新的对冲策略模式注定为以后的危机埋下伏笔。其次，不温不火行情下成长起来的对冲基金缺少对极端行情的应对和风控措施。（2）对冲工具单一导致对冲手段单一。融券不便捷，目前唯一指数型对冲工具只有沪深 300 股指期货，由于局限性它并不能对冲掉所有市场股票的系统风险。

正文目录

1. 引言	3
2. 2014 年上涨行情前后对冲基金业绩表现	3
2.1. alpha 对冲基金 2014 年上涨前后业绩表现	3
2.2. 套利对冲基金 2014 年上涨前后业绩表现	5
2.3. 上涨前后 alpha 与套利对冲基金绩效对比	6
3. 历史上涨行情中两类对冲基金的业绩表现	7
4. 对比分析结论	8
4.1. 2014 年上涨行情	8
4.2. 2012 年底的上涨行情	9
5. 危机发生原因的深度分析	11
5.1. “温室”行情下的对冲基金缺少历练	11
5.2. 对冲工具单一导致对冲手段单一	12

图表目录

图 1 2014 年上涨前后 alpha 对冲基金收益率分布	4
图 2 上涨前后套利对冲基金收益率累计分布	6
图 3 2014 年上涨行情中一级行业指数相对涨幅(%)	9
图 4 2012 年上涨行情中行业指数相对涨幅(%)	10
图 5 三级行业指数相对沪深 300 涨幅分布图	11
表 1 2014 年上涨前后 alpha 对冲基金绩效统计	3
表 2 2014 年上涨后 alpha 对冲基金绩效变化统计	4
表 3 2014 年上涨前后套利对冲基金绩效统计	5
表 4 2014 年上涨后套利对冲基金绩效变化统计	5
表 5 2014 年上涨前 alpha 和套利两类基金绩效对比	6
表 6 2014 年上涨后 alpha 和套利两类基金绩效对比	7
表 7 2012 年上涨前后 alpha 对冲基金绩效对比	7
表 8 2012 年上涨前后所有对冲基金绩效对比	8
表 9 2014 年上涨行情中一级行业指数涨幅(%)	8
表 10 2012 年上涨行情中行业指数涨幅(%)	9
表 11 两次行情中行业指数相对沪深 300 涨幅统计表	10

(本报告共有图 5 张, 表 11 张)

1.引言

2014年7月20日-2014年12月19日大盘出现持续上涨,这对于久逢干旱期待下雨的股票多头型基金是一场盛宴,但对于做量化对冲,尤其是alpha对冲的基金公司是一场艰难的战役。由于大盘普涨,这期间所有的行业指数全部出现上涨,因此多头基金净值也出现较大幅普遍提升。对冲基金公司在这波行情之中,要做出超越大盘的绝对收益可谓难上加难,由于应对措施不足,经验尚浅的对冲基金甚至出现了大面积亏损。已经经历过牛熊市历练的对冲基金也只能赚得小小的一份蛋糕。在众人齐呼牛市来了的浓郁氛围中,公募基金、传统私募都在欢欣鼓舞中享受这来之不易的爆发式行情,对冲基金面对的却是前所未有的挑战。

下面我们将用数据来阐述近期持续走牛行情下,对冲基金的表现。首先我们将对冲基金定义为两大类:alpha对冲基金和套利对冲基金,这两类基金在本质上的类似之处为,都持有方向相反的仓位,裸露的净头寸比率都较低,一般不超过总净值的10%,但实际操作和运行时,这个裸头寸比率或许会比这个限制比率要稍大,尤其对于号称做套利对冲的基金,在头寸方面的限制没有前者严格,甚至可以做单边的趋势性投机。纯alpha对冲在理论上的裸头寸比率控制较为严格,10%的比率仅仅是为了调仓准备的流动性,但也有少数宣称做alpha对冲的基金在实际会裸露较大一部分头寸,这个比率一般在合同里会有一些的限制。

2.2014年上涨行情前后对冲基金业绩表现

这里2014年的上涨行情指的是2014年7月20日-2014年12月19日期间大盘出现持续上涨行情,下面不再重复指出。为了作区分,我们下面分别统计了alpha和套利两类对冲基金的业绩。

2.1.alpha对冲基金2014年上涨前后业绩表现

对于所有存续期的alpha对冲基金,2014年上涨前(即2014年7月20日之前)和上涨后(即2014年7月20日至2014年12月19日)分别的绩效统计如下表所示。

表1 2014年上涨前后alpha对冲基金绩效统计

	平均数	中位数	众数	标准差	n	平均数 变化率	Z值	差异性 (显著水平5%)
收益率(上涨前)	9.68	7.83	13.19	15.13	302	-31.91%	-2.25	显著
收益率(上涨后)	6.59	3.53	-1.27	18.42	302			
波动率(上涨前)	6.92	5.54	9.24	4.71	302	53.50%	7.94	显著
波动率(上涨后)	10.63	9.40	11.24	6.60	302			
最大回撤(上涨前)	-4.77	-2.75	-6.49	5.97	302	107.28%	-9.98	显著
最大回撤(上涨后)	-9.89	-8.93	-15.48	6.62	302			
夏普比率(上涨前)	0.98	1.09	1.10	2.98	302	-70.41%	-3.65	显著
夏普比率(上涨后)	0.29	0.10	-0.38	1.38	302			
综合分数(上涨前)	69.32	71.18	70.73	13.88	302	-10.98%	-6.23	显著
综合分数(上涨后)	61.71	60.66	45.20	16.06	302			

资料来源:华宝证券研究所 Wind 资讯

注:上表中中和后面的表格提到的所有指标均为历史年化指标,后文不再指出。

上表我们统计的数据是在上涨前后均存续的 alpha 对冲基金，从本身基金的纵向对比来看，这次上涨行情对其的冲击显而易见，所有 302 只产品的历史年化收益率均值降低了近 32%，净值波动率被迫提高了 53.5%，历史最大回撤扩大到了-9.89%，可见这段时间内不少产品都创出了自己的历史回撤最高值，夏普比率更是急剧下降了 70%，综合分数下降的程度稍小，但也有 10%。在显著水平为 5% 的情形下，上涨前后的产品业绩表现呈现显著性的差异，这在以前的历史中极少出现，这里甚至说明上涨后策略濒临近乎失效的境地！

上表统计的结果是整体性业绩回落，下面我们看看分类指标的详细情况。

表 2 2014 年上涨后 alpha 对冲基金绩效变化统计

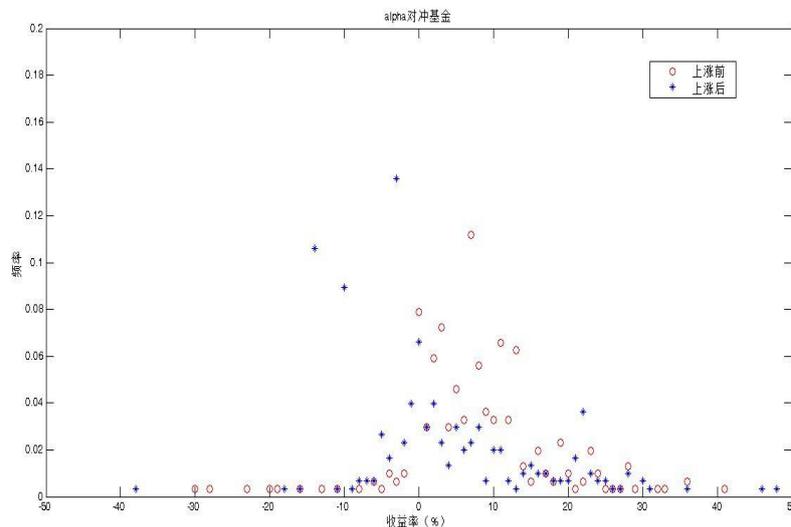
	平均数	中位数	众数	最大数	最小数	标准差	n	产品变差比率
收益率变化	-3.08	-4.79	-14.45	156.30	-235.49	24.29	302	61.92%
波动率变化	3.77	2.71	2.00	41.90	-3.72	4.94	302	59.27%
最大回撤变化	-5.23	-3.61	0.00	0.00	-40.83	5.68	302	66.22%
夏普比率变化	-1.09	-0.97	-1.48	26.21	-112.92	7.13	302	72.52%
综合分数变化	-7.47	-8.72	-25.53	65.60	-83.26	18.93	302	60.60%

资料来源：华宝证券研究所 Wind 资讯

注：上表中收益率、波动率和最大回撤比率单位都为%，夏普比率和综合分数不带单位，下面所有表格中同样的指标类同。

上表数据表明，在短短 5 个月内，超过的 50% 的 alpha 对冲基金多种绩效指标都变得更差，在上涨期间，有近 62% 的产品收益率变差，近 66% 的产品创造了历史最低回撤，近 72% 的产品夏普比率下降，近 60% 的产品综合分数下降，然而期间大盘上涨了约 56%，因此在与大盘的强烈对比下，这种业绩表现对 alpha 对冲基金是一个较大的打击。

图 1 2014 年上涨前后 alpha 对冲基金收益率分布



资料来源：华宝证券研究所 Wind 资讯

上图中，红色圆圈的收益率表示上涨前对冲基金的收益率分布，蓝色星标表示上涨后的同批对冲基金的收益率分布，图示可以看出 alpha 对冲基金的收益率分布峰值明显出现左移，在正收益率区间内的分布频率比上涨前大大降低。不过现在所有 alpha 对冲基金的平均收益率为 6.59%，依然为正值，其实在沪深 300 指数同期上涨 56% 以及主力股指期货大幅度升水的情形下，alpha 对冲基金获得平均正收益已属不易，但与同期的股票多头类基金比较起来，明显暗淡了许多。因此近期 alpha 基金管理人在和不明真相的投资者解释时面临较大压力。

前面已经提到我们针对两类对冲基金进行统计，alpha 对冲基金在上涨后业绩表现不尽人意，套利对冲基金在上涨后的表现如何？我们下面继续用数据说明。

2.2.套利对冲基金 2014 年上涨前后业绩表现

表 3 2014 年上涨前后套利对冲基金绩效统计

	平均数	中位数	众数	标准差	n	平均数 变化率	Z 值	差异性 (显著水平 5%)
收益率(上涨前)	9.77	4.14	4.14	23.04	58	116.80%	1.94	不显著
收益率(上涨后)	21.18	12.37	12.51	38.42	58			
波动率(上涨前)	8.65	3.16	3.16	11.30	58	92.54%	1.32	不显著
波动率(上涨后)	16.66	5.75	5.75	44.87	58			
最大回撤(上涨前)	-4.91	-1.94	-1.39	7.33	58	-37.33%	-1.30	不显著
最大回撤(上涨后)	-6.74	-3.68	-1.39	7.86	58			
夏普比率(上涨前)	1.00	0.36	0.36	3.12	58	100.00%	1.18	不显著
夏普比率(上涨后)	2.00	1.35	0.51	5.60	58			
综合分数(上涨前)	68.20	70.40	70.40	14.26	58	6.41%	1.64	不显著
综合分数(上涨后)	72.58	75.08	63.57	14.44	58			

资料来源：华宝证券研究所 Wind 资讯

首先从上表一目了然的可以看出，这波上涨行情下，套利对冲基金的平均收益率提升了超过 1 倍，同时随着交易机会的增加，波动率也上升了近 90%，夏普比率提升了一倍，说明在这波行情下，套利基金在增加风险的情况下，获得了超出风险相匹配的收益。综合分数得到了小幅提升，说明套利对冲基金在上涨后的整体表现还算可以。另外，我们发现一个问题是，与 alpha 对冲基金不一样，套利对冲基金在上涨前后的业绩表现差异性并不显著，即，套利策略的实施在这个上涨阶段和上涨之前并无两样，只是由于市场机会增加而提升了收益率，同时市场波动加大，产品净值的波动率也随之增大。

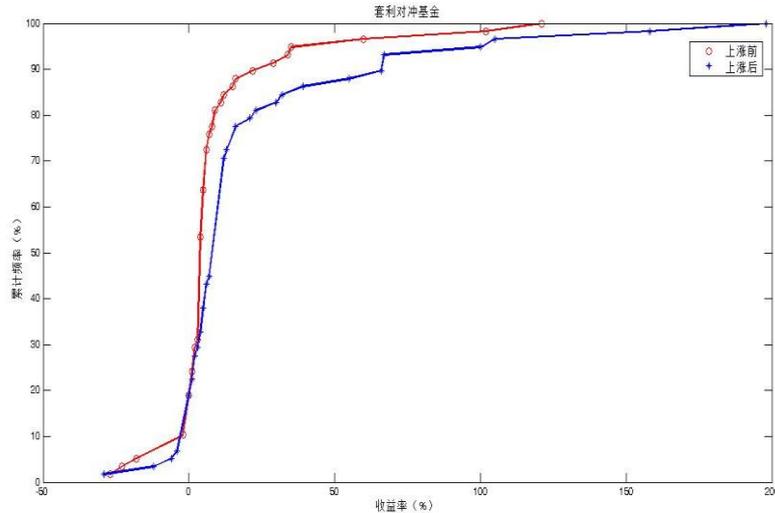
表 4 2014 年上涨后套利对冲基金绩效变化统计

	平均数	中位数	众数	最大数	最小数	标准差	n	产品变好比率
收益率变化	11.41	1.80	8.37	187.02	-53.81	37.04	58	67.24%
波动率变化	8.01	1.87	-2.25	319.66	-3.28	41.56	58	25.86%
最大回撤变化	-1.83	-0.18	0.00	0.00	-16.57	3.20	58	48.28%
夏普比率变化	-1.58	0.58	0.63	3.18	-113.40	14.88	58	65.52%
综合分数变化	4.13	3.92	12.12	38.04	-28.99	12.39	58	58.62%

资料来源：华宝证券研究所 Wind 资讯

上表显示，除了波动率和最大回撤之外，其他指标显示，都有超过 50% 的产品比上涨之前更好，上涨期间收益率增加的产品占比达到 67%，夏普比率和综合分数变好的占比也都近 60%。由于行情整体波动率增加，产品波动率也增加的占比接近 75%，最大回撤变大的产品占比接近 50%。整体上看，由于行情波动增加，套利对冲基金的绩效表现变化处于合理范围。

图 2 上涨前后套利对冲基金收益率累计分布



资料来源：华宝证券研究所 Wind 资讯

上图为套利对冲基金在上涨前后收益率的累计分布，上涨前近 85% 的产品收益率都分布在 12% 以下，而上涨后收益率在 12% 以下的产品占比只有约 70%，因此上涨之后，套利对冲基金的高收益率产品占比明显得到提升。

2.3. 上涨前后 alpha 与套利对冲基金绩效对比

前面两部分是通过分别对两类对冲基金的纵向对比来说明上涨行情的影响，那么下面我们通过对两类基金的横向比较来看看影响。

表 5 2014 年上涨前 alpha 和套利两类基金绩效对比

	平均数	中位数	众数	最大数	最小数	标准差	n	Z 值	差异性
收益率(alpha)	9.68	7.83	13.19	173.67	-30.76	15.13	302	0.03	不显著
收益率(套利)	9.77	4.14	4.14	121.73	-27.15	23.04	58		
波动率(alpha)	6.92	5.54	9.24	28.81	0.04	4.71	302	1.14	不显著
波动率(套利)	8.65	3.16	3.16	50.40	0.02	11.30	58		
最大回撤(alpha)	-4.77	-2.75	-6.49	0.00	-41.34	5.97	302	-0.13	不显著
最大回撤(套利)	-4.91	-1.94	-1.39	0.00	-36.24	7.33	58		
夏普比率(alpha)	0.98	1.09	1.10	19.38	-27.16	2.98	302	0.84	不显著
夏普比率(套利)	1.00	0.36	0.36	21.75	-2.98	3.12	58		
综合分数(alpha)	69.32	71.18	70.73	93.19	6.50	13.88	302	-0.55	不显著
综合分数(套利)	68.20	70.40	70.40	91.51	31.32	14.26	58		

资料来源：华宝证券研究所 Wind 资讯

从上表看出上涨之前 alpha 与套利两类对冲基金的绩效相当接近，从平均数来看，两者间的差距很小，通过 Z 检验发现，z 值都非常小，说明两类基金的绩效差异性不显著。但是细看，其实收益率的中位数和众数显示 alpha 对冲基金收益率更好，套利基金的收益率标准差较大，说明其收益分布较不均匀。从波动率的中位数和众数看，也是 alpha 基金控制得更小。夏普比率就更明显，在均值相当接近的情形下，alpha 的中位数和众数要明显好于套利基金。以上数据和指标都说明两者在差异不显著的基础上，alpha 对冲基金的分布结构更加均匀。最后从综合分数来看，所有的统计指标都看不出任何显著差异，说明两者绩效确实难分伯仲。

表 6 2014 年上涨后 alpha 和套利两类基金绩效对比

	平均数	中位数	众数	最大数	最小数	标准差	n	Z 值	差异性
收益率(alpha)	6.59	3.53	-1.27	128.06	-61.82	18.42	302	2.83	显著
收益率(套利)	21.18	12.37	12.51	198.38	-29.38	38.42	58		
波动率(alpha)	10.63	9.40	11.24	50.36	0.50	6.60	302	1.02	不显著
波动率(套利)	16.66	5.75	5.75	343.23	0.09	44.87	58		
最大回撤(alpha)	-9.89	-8.93	-15.48	0.00	-42.66	6.62	302	2.87	显著
最大回撤(套利)	-6.74	-3.68	-1.39	0.00	-36.24	7.86	58		
夏普比率(alpha)	0.29	0.10	-0.38	7.84	-2.21	1.38	302	2.30	显著
夏普比率(套利)	2.00	1.35	0.51	36.91	-2.11	5.60	58		
综合分数(alpha)	61.71	60.66	45.20	93.69	5.46	16.06	302	5.15	显著
综合分数(套利)	72.58	75.08	63.57	91.88	11.28	14.44	58		

资料来源：华宝证券研究所 Wind 资讯

上涨之后，两类基金的出现明显分化，收益率方面，alpha 基金降低，套利基金上升，波动率方面，套利基金上升得更快，最大回撤方面两者都有增加，但是 alpha 基金的回撤更大，夏普比率方面，alpha 基金出现锐减，而套利基金提升了许多，综合分数方面，也是一降一升。最终展现给我们的结局就是，原本两类绩效表现极其相似的基金在上涨之后出现一好一坏的显著性差异。第一份部分我们提到，在裸露头寸限制方面，其实套利对冲基金更加灵活，甚至由于行情需要，可以有单边头寸裸露的措施，且套利对冲基金的交易机会只与指数的波动性有关，因而在这波上涨行情下，套利对冲基金的绩效变好而 alpha 对冲基金的绩效变差。

3. 历史上涨行情中两类对冲基金的业绩表现

近年来在低迷的股市中，对冲基金以其绝对收益率超越了大盘和绝大多数股票多头类、固定收益类产品，相对闪亮的业绩使得对冲基金迅速在所有基金类型里占有重要的一席。在股市低迷、震荡和甚至下跌的市场中，对冲基金独树一帜的获取了稳健的回报。前面的数据显示，在 2014 年本次上涨行情之前，对冲基金每年都获得正的平均收益。那么究竟是不是对冲基金只适合震荡和下跌的股市行情，换个说法就是，到底是不是持续上涨的行情会削弱对对冲基金，尤其是 alpha 对冲基金的收益能力？我们下面回顾自 2010 年以来（对冲工具股指期货问世），在较大幅度的上涨行情中，两类对冲基金的表现。我们这里对比的行情是 2012 年 12 月 4 日-2013 年 2 月 8 日的这波指数行情，本次行情沪深 300 指数上涨幅度约为 30%，是近几年来较大的指数行情。

表 7 2012 年上涨前后 alpha 对冲基金绩效对比

	平均数	中位数	众数	最大数	最小数	标准差	n	Z 值	差异性
收益率(上涨前)	0.13	0.68	3.72	51.03	-31.60	9.38	84	3.92	显著
收益率(上涨后)	5.41	4.98	5.98	65.79	-9.49	9.59	84		
波动率(上涨前)	5.96	3.39	2.07	26.49	0.32	5.56	84	1.10	不显著
波动率(上涨后)	6.84	3.78	2.95	26.32	0.35	5.65	84		
最大回撤(上涨前)	-6.68	-2.22	0.00	0.00	-29.12	8.45	84	-0.25	不显著
最大回撤(上涨后)	-6.98	-3.34	0.00	0.00	-29.12	8.46	84		
夏普比率(上涨前)	-0.74	-0.66	0.33	2.64	-6.70	1.88	84	4.74	显著
夏普比率(上涨后)	0.39	0.31	1.01	3.01	-7.23	1.46	84		
综合分数(上涨前)	53.28	56.12	61.89	87.31	-14.20	19.48	84	1.13	不显著
综合分数(上涨后)	59.01	63.31	67.69	90.19	-345.81	46.42	84		

资料来源：华宝证券研究所 Wind 资讯

2012 年底启动的这波行情中，alpha 对冲基金收益率和夏普比率都呈显著性增加，而综合分数、波动率以及最大回撤变化较小。

表 8 2012 年上涨前后所有对冲基金绩效对比

	平均数	中位数	众数	最大数	最小数	标准差	n	Z 值	差异性
收益率(上涨前)	5.51	0.72	3.72	449.31	-31.60	46.11	99	0.81	不显著
收益率(上涨后)	10.98	4.98	5.98	487.44	-9.49	49.41	99		
波动率(上涨前)	6.63	3.30	2.07	63.70	0.32	8.03	99	0.81	不显著
波动率(上涨后)	7.58	3.75	2.95	69.65	0.35	8.45	99		
最大回撤(上涨前)	-6.52	-2.22	0.00	0.00	-29.12	8.20	99	-0.29	不显著
最大回撤(上涨后)	-6.85	-3.34	0.00	0.00	-29.12	8.21	99		
夏普比率(上涨前)	-0.53	-0.66	0.33	7.01	-6.70	2.22	99	3.85	显著
夏普比率(上涨后)	0.56	0.31	1.01	6.96	-7.23	1.72	99		
综合分数(上涨前)	55.25	56.28	61.89	87.31	-14.20	19.27	99	1.02	不显著
综合分数(上涨后)	60.12	64.63	67.69	90.19	-345.81	43.16	99		

资料来源：华宝证券研究所 Wind 资讯

由于当时套利对冲基金数量不多，所以将两类对基金进行了合并处理。上表结果依然是，收益率和夏普比率呈现较大增加，而其他指标都未有大的变化。

4.对比分析结论

第三部分的数据结果表明，并非所有上涨行情都会对 alpha 对冲基金业绩产生冲击，其实不只是 2012 年 12 月 4 日至 2013 年 2 月 8 日的这波行情如此，我们也统计了其他阶段上涨的行情，基本情况都是对冲基金的业绩都会有不同程度的提升。但是第二部分的统计结果令我们差异，2014 年下半年在大盘上涨 56% 的情形下，许多 alpha 对冲基金净值出现严重回撤，多类指标都出现急剧下降。不论如何，本身 alpha 对冲基金的应对措施不足也是造成净值回撤的原因之一。由于 alpha 对冲基金是随着 2010 年对冲工具股指期货的诞生才逐渐发展起来，许多对冲基金并未在类似于如此大涨幅的行情下运作过，因此缺乏相适应的调整经验，但是我们不禁要问究竟这波行情与以往行情有何不同，才导致 alpha 对冲基金的业绩遭遇滑铁卢。下面我们将以实际的数据来说明这个问题，并且我们依旧以 2012 年 12 月 4 日-2013 年 2 月 8 日和 2014 年 7 月 20 日-2014 年 12 月 19 日这两波大的指数行情作为对比。

4.1.2014 年上涨行情

表 9 2014 年上涨行情中一级行业指数涨幅(%)

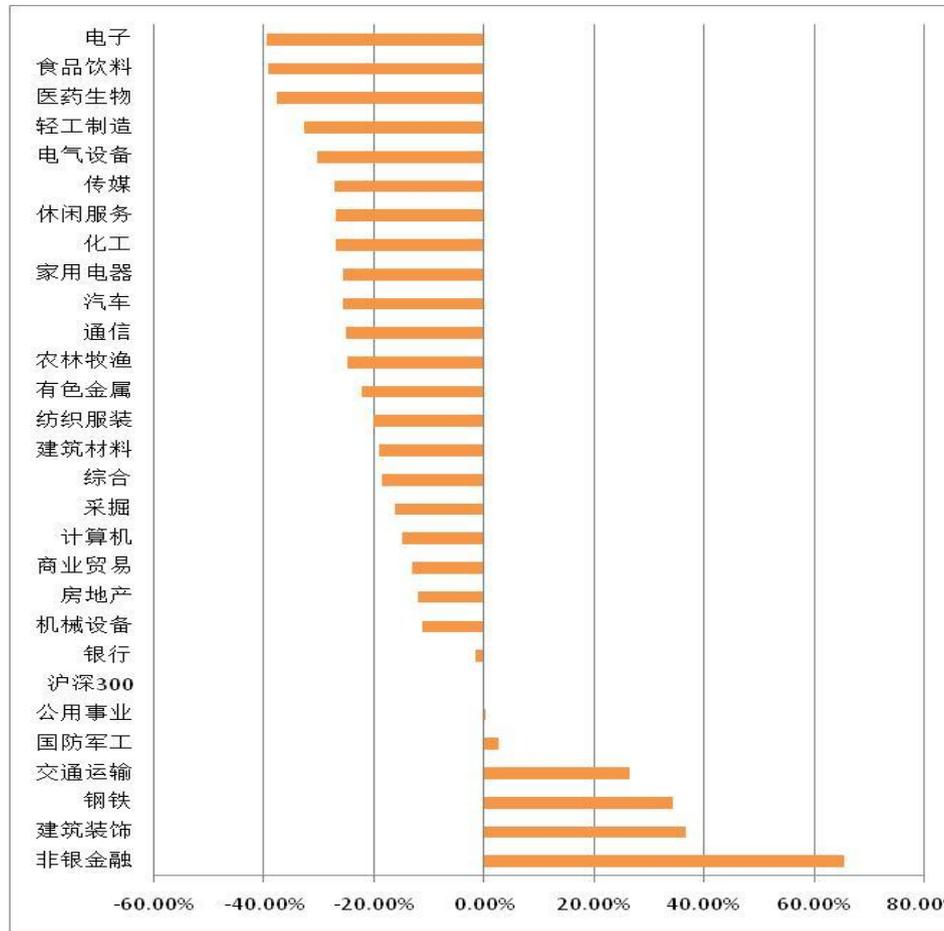
行业分类	农林牧渔	采掘	化工	钢铁	有色金属	电子	家用电器	食品饮料	纺织服装	轻工制造
绝对涨幅	31.29	40.06	29.30	90.54	33.91	16.74	30.49	16.88	36.08	23.61
相对涨幅	-25.04	-16.27	-27.03	34.21	-22.42	-39.59	-25.84	-39.45	-20.24	-32.72
行业分类	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	商业贸易	休闲服务	综合	建筑材料	建筑装饰	电气设备
绝对涨幅	18.55	56.51	82.75	44.25	43.06	29.17	37.74	37.21	92.85	25.98
相对涨幅	-37.78	0.18	26.42	-12.08	-13.27	-27.15	-18.58	-19.12	36.52	-30.35
行业分类	国防军工	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	汽车	机械设备	沪深 300	

绝对涨幅	58.87	41.30	28.91	31.24	54.65	121.75	30.51	45.10	56.33	
相对涨幅	2.54	-15.03	-27.42	-25.09	-1.68	65.42	-25.82	-11.22	0.00	

资料来源：华宝证券研究所 Wind 资讯

由于上表难以直观地看出结论，我们将上表统计为条形图。

图 3 2014 年上涨行情中一级行业指数相对涨幅(%)



资料来源：华宝证券研究所 Wind 资讯

由上图清晰可见，在 2014 年下半年的上涨行情中，行业涨幅明显超过沪深 300 指数的行业仅有非银行金融、建筑装饰、交通运输和钢铁四个，占比仅为 14%。其他行业除了银行、国防军工和公用事业之外全部大幅跑输沪深 300 指数。

4.2.2012 年底的上涨行情

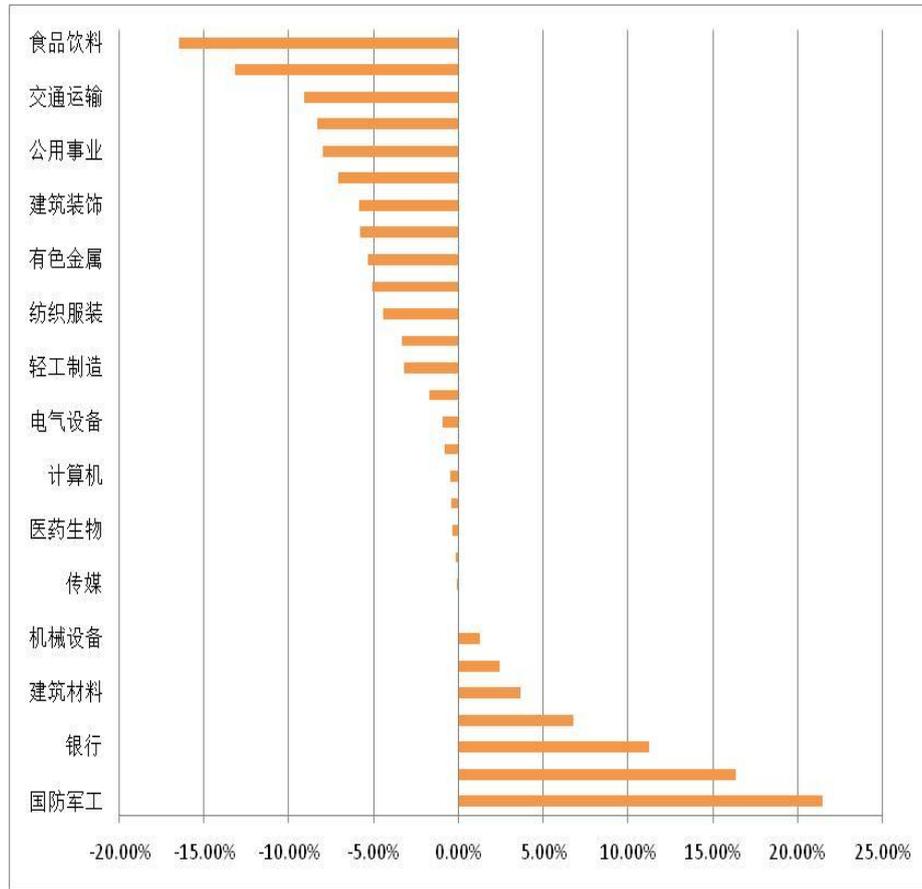
表 10 2012 年上涨行情中行业指数涨幅(%)

行业分类	农林牧渔	采掘	化工	钢铁	有色金属	电子	家用电器	食品饮料	纺织服装	轻工制造
绝对涨幅	29.70	31.28	33.84	18.25	26.05	30.60	24.32	14.94	26.99	28.20
相对涨幅	-1.74	-0.16	2.41	-13.19	-5.39	-0.83	-7.11	-16.49	-4.45	-3.23
行业分类	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	商业贸易	休闲服务	综合	建筑材料	建筑装饰	电气设备
绝对涨幅	31.05	23.40	22.29	25.63	26.35	23.09	30.98	35.04	25.55	30.46
相对涨幅	-0.38	-8.03	-9.15	-5.80	-5.08	-8.34	-0.46	3.61	-5.88	-0.97
行业分类	国防军工	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	汽车	机械设备	沪深300	
绝对涨幅	52.85	30.93	31.29	28.05	42.62	47.74	38.19	32.70	31.43	

相对涨幅	21.42	-0.51	-0.14	-3.38	11.19	16.31	6.75	1.27	0.00
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	------	------	------

资料来源：华宝证券研究所 Wind 资讯

图 4 2012 年上涨行情中行业指数相对涨幅(%)



资料来源：华宝证券研究所 Wind 资讯

由于刻度不一致的缘故，上面几幅图不能直观的显示这两次行情的不同，我们将这两次行情中行业相对沪深 300 指数涨幅统计成下表。

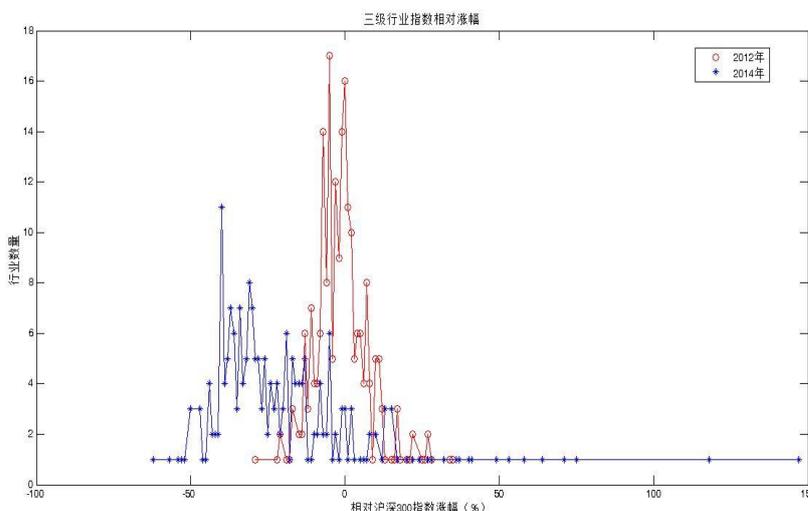
表 11 两次行情中行业指数相对沪深 300 涨幅统计表

年份	平均数	中位数	众数	最大数	最小数	标准差
2012 年全部一级行业	-1.35	-1.74	-16.49	21.42	-16.49	7.90
2014 年全部一级行业	-12.43	-20.24	-39.59	65.42	-39.59	24.70
2012 年相对下跌一级行业	-4.80	-5.08	-16.49	-0.14	-16.49	4.37
2014 年相对下跌一级行业	-23.33	-25.09	-39.59	-1.68	-39.59	9.41
2012 年全部三级行业	-0.59	-1.95	-6.41	35.45	-29.10	10.25
2014 年全部三级行业	-17.60	-24.82	-40.58	147.35	-62.89	28.02
2012 年相对下跌三级行业	-7.23	-6.25	-6.41	-0.04	-29.10	5.35
2014 年相对下跌三级行业	-27.66	-29.91	-40.58	-0.73	-62.89	13.26

资料来源：华宝证券研究所 Wind 资讯

以一级行业指数为例：两次上涨行情全部行业相对沪深 300 的涨幅均值都为负数，但是 2014 年的全部行业平均相对涨幅要远低于 2012 年，即如果 alpha 对冲基金仅仅采取行业中性策略的话，在 2012 年上涨行情中会亏损 1.35%，2014 年则会亏损 12.43%。如果仅仅统计相对涨幅为负的行业，两者之间的差距更明显，考虑到 2014 年相对涨幅为正的产业仅仅为 6 个，并且其中的钢铁行业和公用事业行业都是基本面相对较差的行业，因此 2014 年只有大部分仓位投入非银行金融、建筑装饰和交通运输三个行业才能有望取得超过沪深 300 指数的业绩。而这对于依靠基本面选择行业、并且以分散投资为主要方式的 alpha 对冲基金无疑是不可能的事，因而在这种不同风格的上涨行情下，alpha 对冲基金的亏损似乎“情有可原”。

图 5 三级行业指数相对沪深 300 涨幅分布图



资料来源：华宝证券研究所 Wind 资讯

以上图三级行业指数相对涨幅为例：2012 年上涨行情中，三级行业指数的相对涨幅峰值在 0 附近，相对涨幅为负的行业 130 个，占比为 58%，而 2014 年上涨行情中，分布峰值为 -40% 左右，相对涨幅为负的行业 183 个，占比为 82%。如果以完全分散方式投资，2014 年有很大概率选到相对涨幅为负的行业，且相对涨幅为负的行业均值达到 -17.6%。表 11 和图 5 已经基本能解释这两波指数行情下，alpha 对冲基金业绩天壤之别的缘故。

5. 危机发生原因的深度分析

同为对冲基金的套利基金却不受此影响，套利对冲基金敌人是波动率低导致无交易机会，随着行情的上涨，股票或指数的波动率都加大因而是有利于套利对冲基金的。如果整个市场的上涨风格分化过大，行情过度地依赖于极少数几个行业带动，且其余剩下的行业指数涨幅均低于大盘，这种行情就是目前 alpha 对冲基金的敌人。其实这个仅仅是 alpha 对冲基金发生危机的直接原因，更层次的原因我们认为包括以下几点。

5.1. “温室”行情下的对冲基金缺少历练

2014 年这波急速上涨行情让裸泳者暴露。国内的 alpha 对冲基金在 2010 年由于股指期货的推出而逐渐兴起，最开始的几年包括 2010-2012 年对冲基金的成立数量不多，但是 2011、2012 年指数波澜不惊，但局部热点不断的行情犹如一个栽培温室，因为这种行情极其适合 alpha 对冲基金。一方面对冲工具沪深 300 指数涨幅不多，甚至大多数时候为下跌状态，但是局部的主题和热点不断轮动，这些局部的股票涨幅很多都能够轻而易举的超

越沪深 300 指数，同时沪深 300 股指期货的基差波动不大。因此在大盘踌躇不前的两年，alpha 对冲基金很多都获得了较好的绝对收益。这个“温室”行情让许多机构和投资者眼前一亮，2013 年创业板走牛，更加让 alpha 对冲基金如鱼得水的获利。同时 2013 年这个市场的 alpha 对冲基金成立数量攀升，直至 2014 年上半年，alpha 对冲基金也获取了较高的收益。4 年的温室栽培行情下，alpha 对冲基金逐渐发展壮大，但其整体水平由于缺乏历练并未实质性提高。

首先，单一又类同对冲策略模式为危机埋下伏笔。现行大多数的对冲策略都是相似的，或者基于股票基本面选择股票，或者基于热点主题的动量，而特立独行的策略方法较少产生，任何单一角度的选股方法都不能永恒战胜市场，也没有一劳永逸的投资策略，因此这种单一的缺乏创新的对冲策略模式注定为以后的危机埋下伏笔。

其次，不温不火行情下，缺少对极端行情的应对和风控措施。由于股指期货上市的这几年缺乏指数式上涨行情，这些对冲基金都未经历过类似于 2006、2007 年那样的暴涨式行情，熊市思维模式在对冲基金现有体系中已经根深蒂固。对冲基金的应对策略多为针对现行阶段的行情而量身打造，因而一旦现行行情发生巨变，这些投资策略往往面临失效。更加令人心痛的是，这些对冲基金的管理人大多缺乏极端行情应对的方法，这些方法很难抉择但确实也有管理人做到了。具有对大趋势进行前瞻性判断的 alpha 对冲基金，在这波行情中，采取的方法有降低整体仓位、在合理范围裸露多头头寸和挖掘一些其他投资机会（期现套利等）等，这样一系列的应对措施下来，净值不但没有亏损还增长了不少。束手无策不是因为行情太极端，而是因为管理人缺少对变化的应对和准备措施，而这些措施在温室行情中往往领悟不到，需经受更多复杂的行情才能有所积累。

5.2. 对冲工具单一导致对冲手段单一

前面的危机阐述中，反反复复提到的就是行业指数相对涨幅，我们发现这个“相对基准”是目前唯一的对指数冲工具-沪深 300 股指期货。对冲一个最简单的逻辑就是超越基准，因而这个基准相当重要。不考虑行业本身差异的前提下，如果仅仅从基本面比较，我们难以将分属两个不同行业的两只股票加以比较，因为两个行业有其各自的大环境，只有在同一个行业基准下的两只股票才能产生最合理的比较。反观现在我们的基准只有一个，那就是沪深 300 指数，其实沪深 300 这个基准并不适合整个市场两千多只股票，严格意义上，沪深 300 指数仅能够对冲掉与沪深 300 指数相关的那些股票的系统风险。例如创业板的股票与沪深 300 指数的相关性极低，而且沪深 300 指数成分股也并不包含创业板股票，因此沪深 300 股指期货并不能完全对冲掉这些股票的系统风险。就像 alpha 对冲基金是伴随着股指期货诞生一样，任何重新的投资策略必然以新型的金融工具为依托，因此对冲工具单一导致对冲策略的单一。如果市场所有股票都有金融工具能够对冲其系统风险，那么对冲基金的策略就能实现更多样化，多样化的投资策略体系本身比单一的投资策略更加稳定。

除了股指期货之外现有的对冲工具还有融券，但是融券对冲手段有一些弊端，首先是融券所需支付的成本太高，我们需要在看空某只股票时融券卖出，但是我们并不能精确预计到这只股票会下跌多少，在高企的融券成本下，这样的策略不能大面积实施。另外，不是所有的被看空的股票都找到相应的融券，股市中的机会往往转瞬即逝，对冲基金需要迅速实施其准备好的投资策略，而不是把时间全部花在寻找券源上。由于上述限制，目前来看融券对对冲基金策略的丰富起到的作用不够大。

相比传统的基金，国内对冲基金的发展历史不过几年，整体对冲基金团队的水准还有巨大的上升空间，伴随着新的指数期货、指数期权和个股期权等新型金融工具的推出，我们认为对冲基金的策略创新将更加丰富，策略体系也将更加稳健，在这波行情历练过后，对冲基金应对措施和风控手段也将更加成熟。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。