

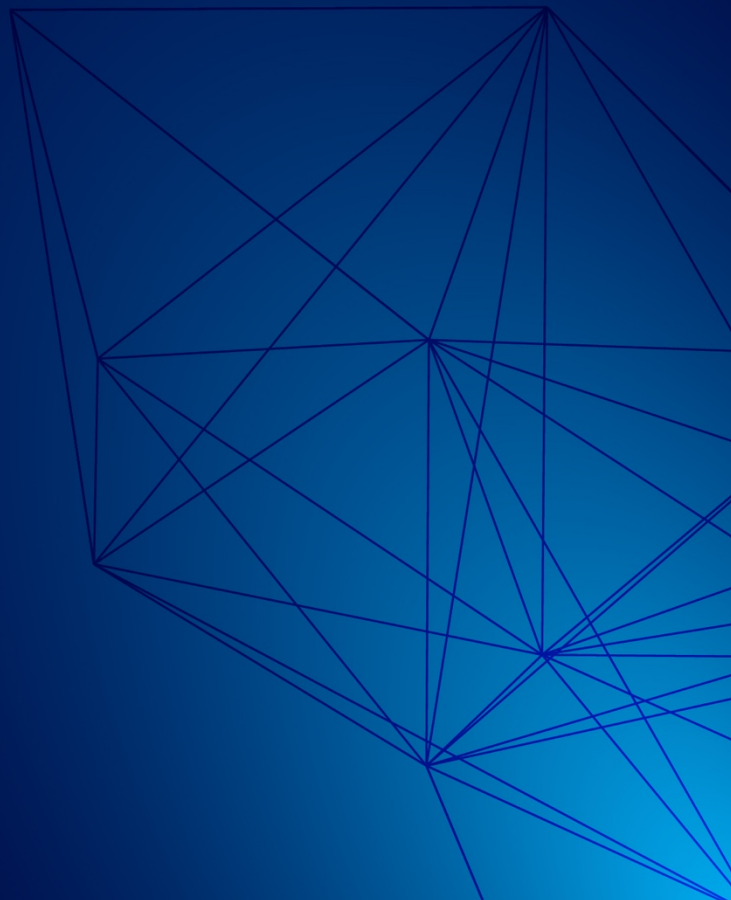


# 北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

## 金融前沿对话

2021年第6期 总第92期



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：钟龙军（执行） 曹明明 方培豪 朱伟豪

## 北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写HFRI）成立于2008年12月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动；立足粤港澳大湾区，以全球视野，构建开放的金融专业交流平台，使金融教学与金融研究相互带动，通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式，为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持，努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

## 对冲基金的风险、收益及筛选

### 【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

### 【特邀嘉宾】

梁兵（美国麻州大学爱森堡管理学院金融学讲席教授）

### 一、对冲基金行业的完整状况

近 30 年来对冲基金资产总量一路飙升，2020 年底达 3.6 万亿美元，2020 年四季度资金增长量达 2900 亿美元，实现历史最大增长，图 1 所示为 1990 年~2020 年对冲基金资产总量。图中的条形图由两部分组成，一部分是收益，另外一部分是投资者的现金流，绿色代表净流入，红色代表净流出。过去几年净流出较少，主要是因为 ETF（交易型开放式指数基金）和大盘的被动投资涨得比较快。2020 年第四季度的收益也比较好，指数收益大概在 9% 左右。

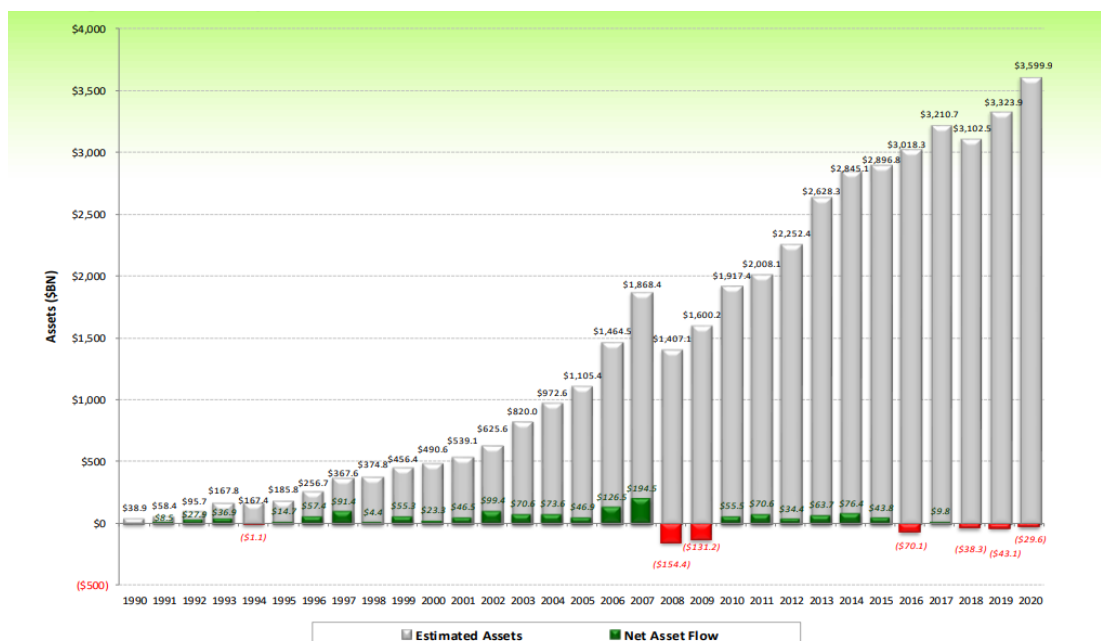


图 1

图 2 是按季度显示的对冲基金资产总量以及现金的净流入、净流出情况，其中 2020 年第三、四季度出现了净增长。图 1 中的 3.6 万亿美元远远低估了行业整体水平，这是因为基金的披露是有限的：对冲基金报告给商业数据库是自愿的，报告的动机之一是希望信息被投资人拿到，而投资人通过向数据库购买数据就可以看到基金库的基金经理或者基金本身的数据，从而向基金投入资金。事实上，基金的实际披露甚至不足行业实际的一半。

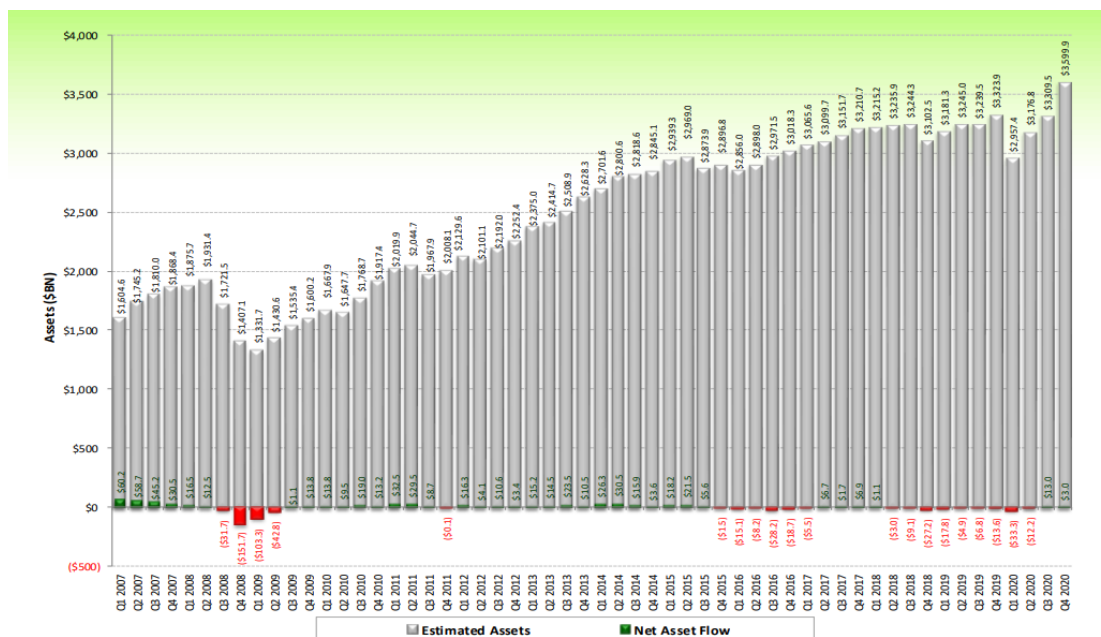


图 2

图 3 的数据来源于美国国际商会的 PF 表（私募基金监测报表），2011 年以后 15000 万美金以上的基金均要在 PF 表中披露详细的敞口、流动性、金融杠杆、交易对手等信息。可以看到，标红的部分显示 2016 年总量在 5.2 万亿美元以上，那么在 2016 年能接触到的商业数据是 2.5 万亿美元，接触不到的数据是 2.7 万亿美元。大概排名前 100 的“巨无霸基金”的数据基本不会出现在商业数据库中，因为他们已经有足够的投资者，而这部分基金占据了市场资产的大部份份额。如果再考虑上金融杠杆，2016 年资产总量则达到了 8.5 万亿美元，接近美国房屋贷款抵押债券市场 10 万亿美元的资产规模。

**PANEL A: NET ASSETS (\$ Billions)**

Strategy	2013			2014			2015			2016		
	Non-Public	Public	Total	Non-Public	Public	Total	Non-Public	Public	Total	Non-Public	Public	Total
Equity	680	737	1,417	739	778	1,517	803	775	1,578	769	710	1,479
Multi-strategy	421	275	696	411	314	724	430	345	775	463	328	791
Other	570	47	617	654	57	711	705	56	760	779	64	842
Macro	126	477	603	131	466	596	165	454	619	172	457	630
Event Driven	171	210	381	208	228	436	179	209	389	205	169	374
Credit	106	254	360	123	287	410	126	405	531	147	411	558
Relative Value	92	129	221	123	133	256	122	122	244	129	121	250
Managed Futures	18	214	232	22	206	228	25	251	276	35	254	289
<b>Total</b>	<b>2,184</b>	<b>2,343</b>	<b>4,527</b>	<b>2,409</b>	<b>2,469</b>	<b>4,878</b>	<b>2,555</b>	<b>2,617</b>	<b>5,172</b>	<b>2,699</b>	<b>2,514</b>	<b>5,213</b>

**PANEL B: GROSS ASSETS (\$ Billions)**

Strategy	2013			2014			2015			2016		
	Non-Public	Public	Total	Non-Public	Public	Total	Non-Public	Public	Total	Non-Public	Public	Total
Equity	1,050	1,126	2,176	1,103	1,212	2,315	1,203	1,238	2,440	1,094	1,146	2,240
Multi-strategy	812	510	1,322	787	588	1,376	824	659	1,483	930	693	1,623
Other	734	80	814	854	70	924	884	67	951	1,020	83	1,104
Macro	292	874	1,166	337	841	1,178	354	783	1,137	477	739	1,216
Event Driven	215	300	515	268	331	599	229	303	532	262	252	514
Credit	149	464	613	167	492	659	188	676	864	220	696	917
Relative Value	173	228	401	261	238	500	287	250	537	341	253	594
Managed Futures	20	258	278	26	252	278	30	311	341	42	298	340
<b>Total</b>	<b>3,445</b>	<b>3,841</b>	<b>7,286</b>	<b>3,804</b>	<b>4,025</b>	<b>7,829</b>	<b>3,999</b>	<b>4,287</b>	<b>8,285</b>	<b>4,388</b>	<b>4,160</b>	<b>8,548</b>

Table 1 reports total net and gross assets for publicly reporting and non-publicly reporting funds in aggregate and by strategy. Strategy categories are determined by Form PF.

图 3

不仅资产总量，收益也是同理。图 4 中上半部分是月收益图，蓝色线条是商业数据库中可以接触到的对冲基金月收益，红色线条是优质基金、“巨无霸基金”等商业数据库中无法接触到的基金的收益。优质的“巨无霸基金”的收益较高，其年化阿尔法甚至可以高出蓝色线条所代表的基金 10%，也即由于无法得到所有基金的数据，披露出来的对冲基金的收益可能会低估 10%。图 4 下半部分关于净值的图差异更为明显。通常说对冲基金没跑赢大盘，这主要是因为大量的数据没有披露，假如把这些数据都加进来，结果就不一样。因此我们看到的数字不一定是行业完全的数字。

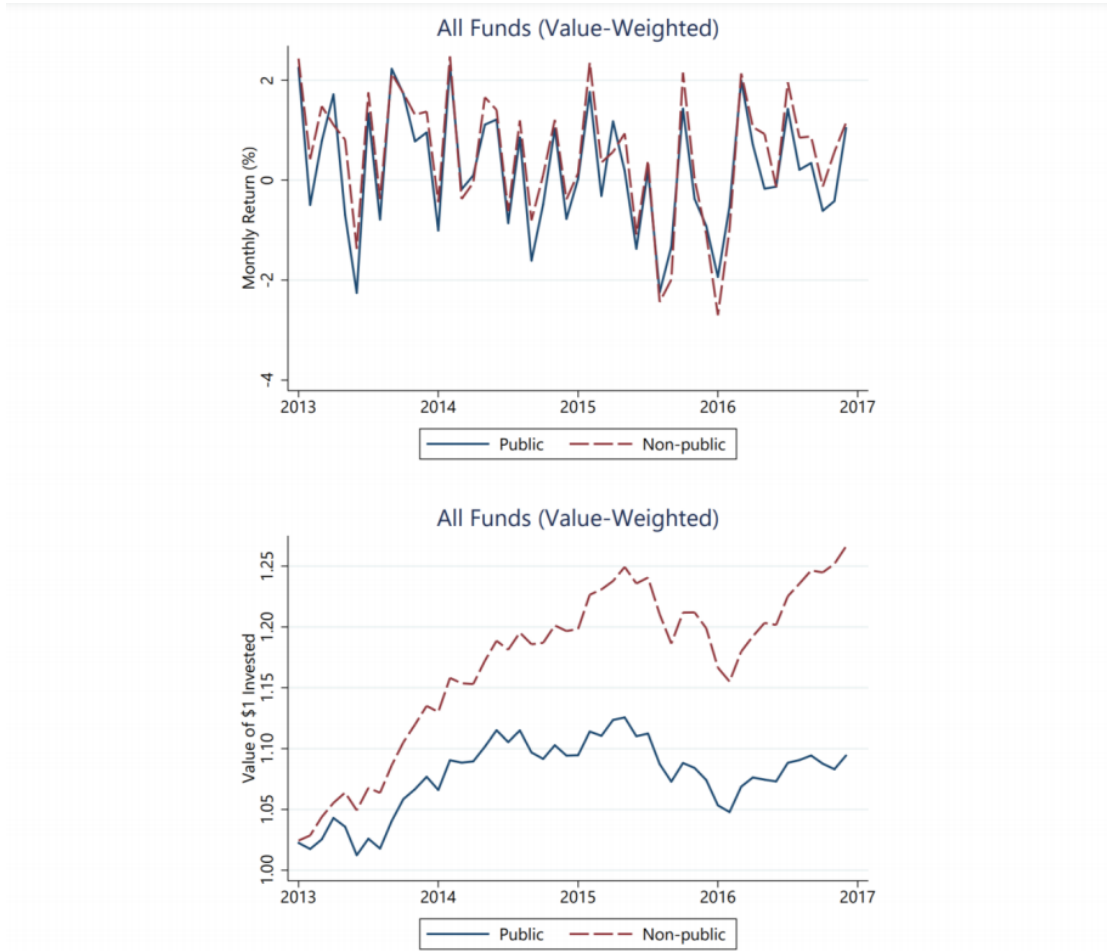


图 4

## 二、对冲基金在市场里的宏观角色

对冲基金在市场里的宏观角色是什么？这个问题对监管部门非常的重要。通过对 5000 多个对冲基金的持仓数据进行研究，我们发现，对冲基金总体上买入估值偏低的股票，并在买入以后持有，等到股价回归的时候卖出；如果普通投资人跟投对冲基金的持仓，平均可有 6%左右的年化收益。对冲基金整体来说是有利于提高市场有效性的：对冲基金的套利交易纠正了定价偏差，在市场价格低的时候买进、市场价格高的时候卖出有利于价格回归均衡。例如，如果 ETF 的资金都投入到标普 500 中，标普 500 股票就被集中拉升，价格也会偏离

很多，造成一种指数效应。这种效应会提高大盘股小盘股之间的价格差，以及价值股成长股之间的价格差，但这通常会给对冲基金带来套利的机会，而对冲基金的交易可以提高市场的有效性。

图 5 有 4 个资产类别，绿线是 Libor（伦敦同业拆借利率），基本为现金市场；蓝线是债市，债市有一些小的波动但是收益远高于现金市场；红线是标普 500，可以看到 2012 年的牛市涨势凶猛，但是波动也非常大；灰线是对冲基金指数，走势较大盘稳定，因为在大盘下跌的时候对冲基金可以对冲，可以卖空从而降低市场走低时的相应损失。事实上，对冲基金的优势在于对冲而非收益本身。2020 年标普 500 的收益是 18.4%，对冲基金总体收益是 11.6%；而 2020 年标普 500 年化波动率是 7.5%，对冲基金的总体波动率是 3.99%。大盘虽然收益高，但是风险也大。

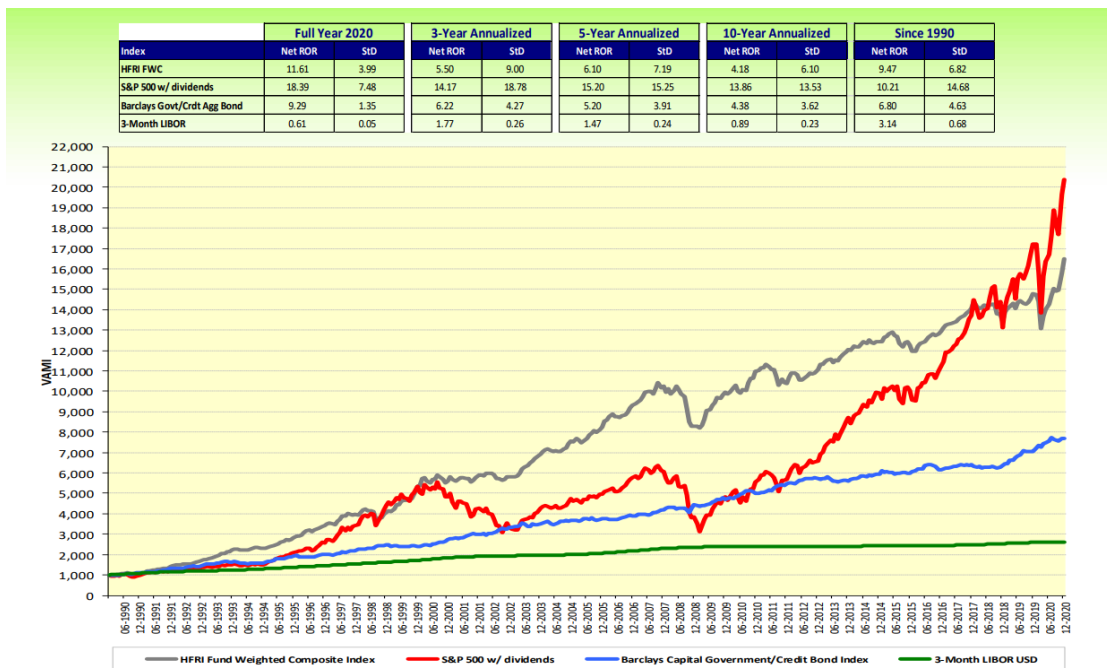


图 5



图 6 是 2020 年的夏普比率，也即收益风险比。2020 年标普 500 的夏普比率是 0.75，从夏普比率来看有 16 个策略跑赢大盘，比如宏观主动交易策略对冲基金是 2.15，主要做科技股、健康股多空交易对冲基金是 1.92 等。这也意味着在评价对冲基金时不能只看收益，也要看风险。

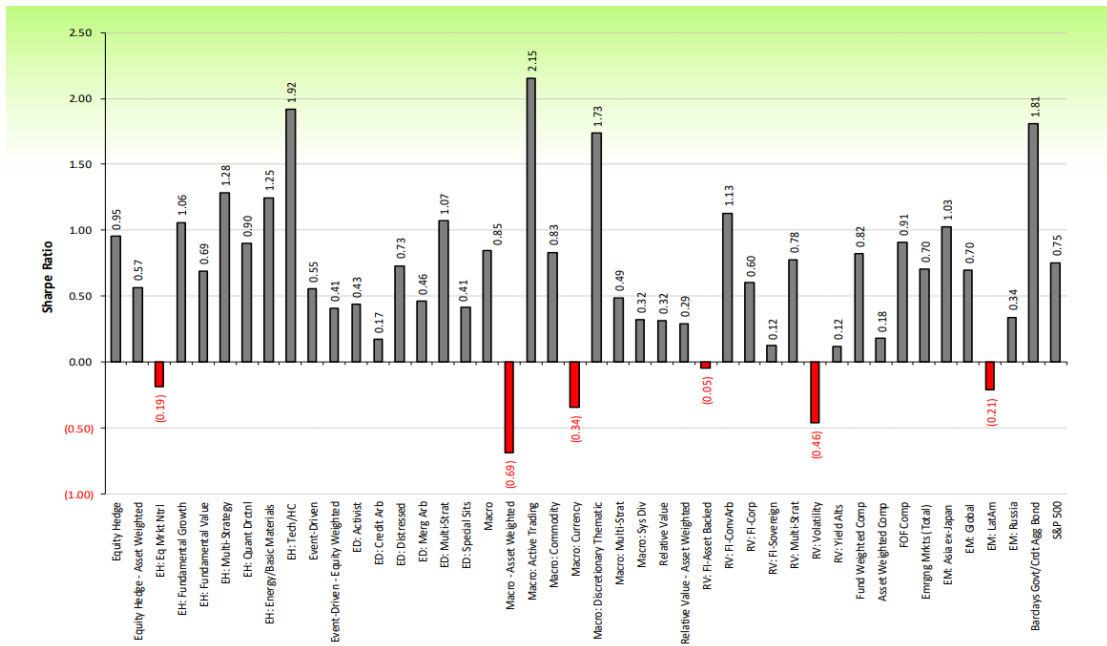


图 6

图 7 所示，浅蓝色部分是大盘，大盘上升的月份，其平均收益是 3%，大盘走低的月份，其平均损失是 3.3%；黄色部分是债市，基本上跟股市不相关；灰色部分是对冲基金指数收益，大盘走高时收益 1%，大盘走低时损失 1%左右。对冲基金的一个特点就是没有大盘那么大的涨幅或者跌幅。蓝色部分是组合基金，即基金中的基金，由于收费更多的原因，组合基金的平均收益总体要少于对冲基金。

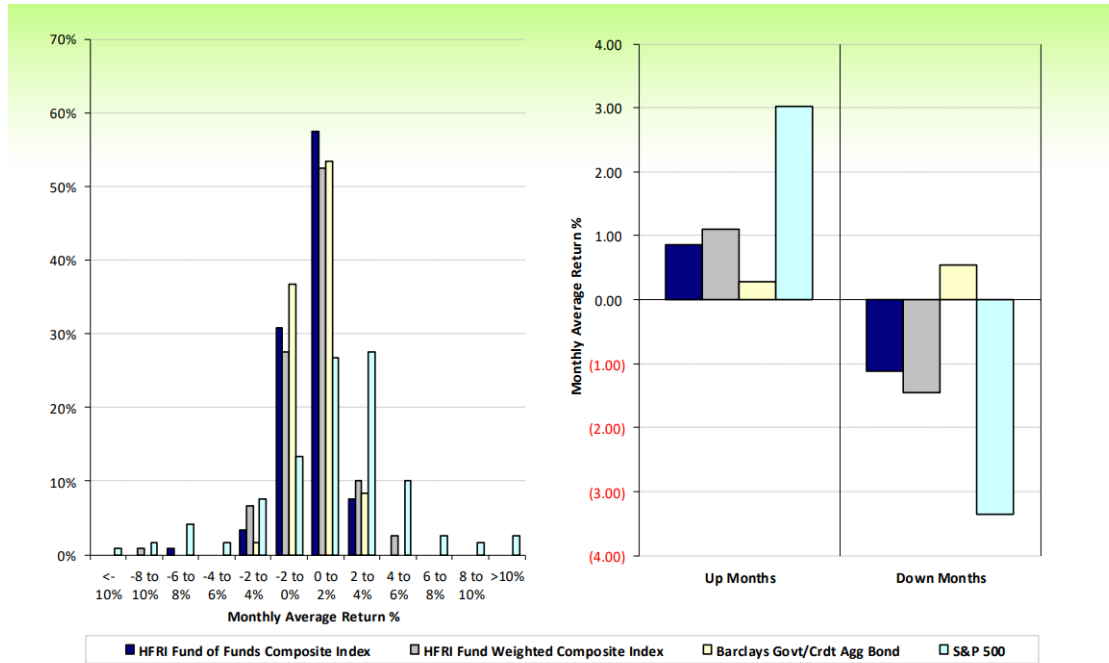


图 7

图 8 是对冲基金和标普 500 的相关性图，不同的对冲基金策略跟大盘的相关系数不同。比如蓝色的全球宏观策略跟股市本身的相关性并不高，特别是股市走低的时候相关性会变得更低，起到一个对冲的作用；绿色是配对交易策略，最高大概达 80%左右；股票对冲型对冲基金相关性最高，相关系数达 90%左右。

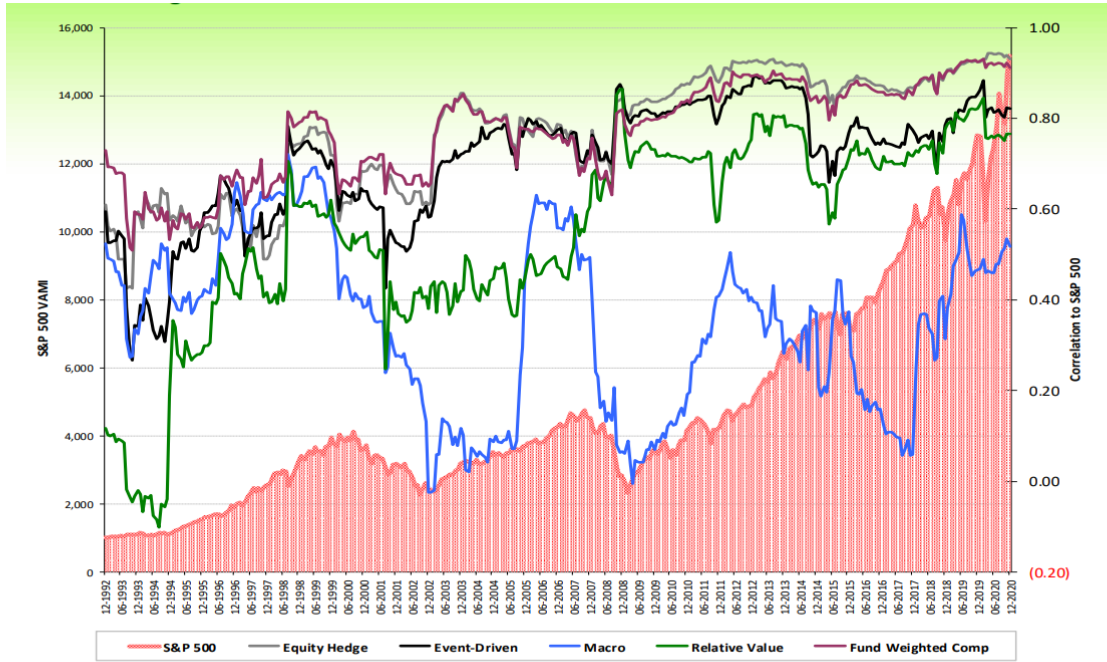


图 8

从这些市场趋势，就可以强调大类资产配置的重要性。传统股市债市货币市场金融工具与另类资产具有不同的相关性，另类资产如对冲基金、私募风投、大宗商品等作为分散风险的资产配置工具是非常好的。在市场波动率比较大的情况下对冲基金的优势是可以对冲。但另类投资也存在风险（也即另类风险），其中一个很重要的风险就是操作风险，庞氏骗局、p2p 资金低放贷门槛高坏账率、私募或者 p2p 资金在各种产品间没有防火墙等都是操作风险。

在现行的金融体制中，尽职调查通常被用来测量操作风险，但尽职调查具有主观性和随意性，为了避免这个问题，我们在研究中做了一些量化模型。第一个量化模型使用 SEC（美国证券交易委员会）的披露数据，其中关键变量包括基金内部有无防火墙、基金是否被少数人控股以及金融杠杆等。这一预测模型可以预测未来的收益，操作风

险越高，崩盘几率也就越高，收益也就越低。另一个模型是基于数据化后的尽调数据，其中的关键变量包括有无四大会计事务所审计、访谈基金经理或公司有无虚假陈述、有无自己的定价系统、有无第三方独立服务商提供服务等。

图 9 是第一个模型，用操作风险预测对冲基金寿命。横轴是 Omega 评分，操作风险越低分数越低，纵轴是市场风险；颜色代表基金的寿命，蓝色代表长寿，红色代表短寿。从图 9 中可以看到，随着操作风险增加，对冲基金寿命急剧下跌，而市场风险变化相对操作风险而言，对对冲基金寿命变化影响不是很大。在右上角当市场风险跟操作风险有重叠共振的时候崩盘的概率是极高的，也就是说市场风险和操作风险叠加会造成极大的风险。

## 操作风险模型预测对冲基金的寿命

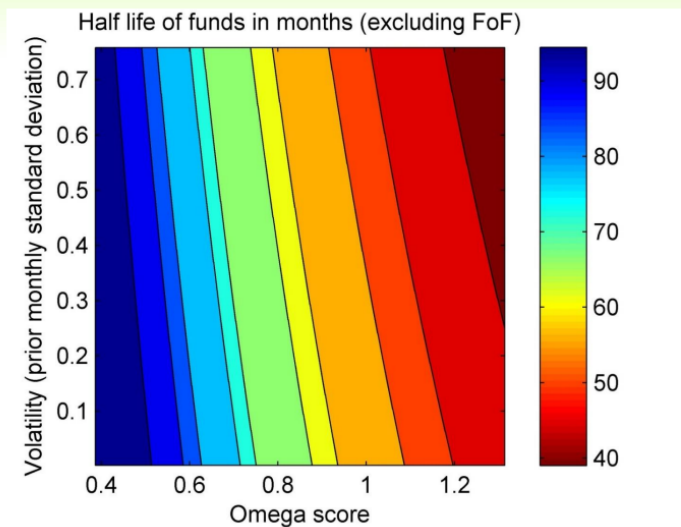


图 9

值得注意的是，市场风险没有办法预测基金未来的寿命，因为平

均风险通常适用于股市的波动率，对于对冲基金风险的评估是不太恰当的。比如一条河平均一米，但最深的地方有四米，所以尾部风险或者极端风险对于对冲基金风险的描述是更为精确的。

“高风险高收益”中的风险可用什么指标来衡量呢？比如图 10 中有 6 个不同的风险策略，标准差预测未来收益只有 0.5%，但最后两个极端风险测度指标预测未来的收益达到 0.8%。



图 10

图 11 是对冲基金寿命的预测，蓝色代表清盘的基金，红色代表存活的基金。蓝色的曲线过去 24 个月风险上升，红色曲线风险下降，但是变动程度不一样。图 11 中最后一张图使用极端风险测度来测量风险，清盘基金和存活基金风险测度之间出现巨大差别，也只有极端风险测度才是对冲基金清盘的预警信号。而标准差是一个平均的概念，会抹杀一些极端情形，变动幅度也没有那么大。

## 对冲基金风险指标的时间变化-基金清盘的预警信号

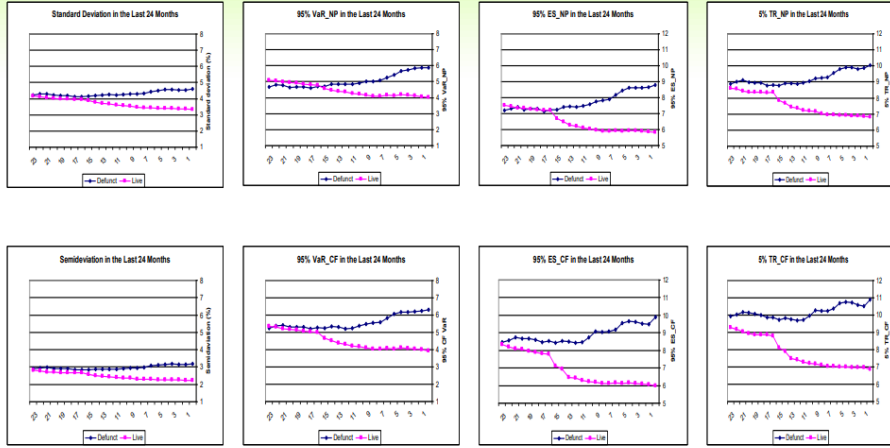


图 11

至于盈利，我们可透过择时模型加以研究。择时是指基金对市场未来有没有预测力，包括能不能预测未来市场是走高走低，未来的策略是好是坏，能不能够预测未来的因子比如市场因子、价值因子等哪个因子会比较盈利，以及风险预测、流动性预测等。某一个基金有没有择时能力可以用模型进行测量，而且模型可以涵盖到不同维度。择时本身是有经济意义的，基金的获利可以用阿尔法测量，而阿尔法从哪里来？从对市场的预测来看，市场走高就增大风险敞口，市场走低就临时降低风险程度，这种对未来的预测性会对投资组合有一个盈利的影响。

### 三、如何筛选基金

从定性角度来看，筛选基金有一个标准的程序，首先是要有基金经理池，比如中国国内同花顺、WIND 等数据库。第二步是基金经理

的精选，可以通过平时的社会网络关系、大家的介绍、客户的投资会议、年会、第三方服务商的推荐等。下一步是尽调，通过前后台、硬件软件等方面的尽调，展开各种各样的分析，然后通过第三方的服务商来核实尽调的数据是否精确合理。接下来是基金投资组合的选择，主要根据自己的风险偏好、对大类资产配置偏好、不同策略的搭配等进行选择。最后一步就是风险的控制以及动态的跟踪等。

从定量角度来看，关键要有前瞻性。国内部分基金的评价指标是往回看的，比如去年哪一些基金的年化收益率最高等，通常不具有预测力。所谓前瞻性，是要知道什么样的因子对未来的收益有预测力，比如锁定期、收费的高低、首次投入资金的数量等。锁定期对阿尔法有正的影响，选一些锁定期稍微长一点的收益可能会高，当然由于流动性不好，也会存在流动性溢价。

市场择时模型，是基金经理对未来市场的预测。另外一个尾部风险模型，在做动态跟踪时，如果发现某个基金风险逐渐加大，应尽量避免。最后一个操作风险模型，比如 Omega 评分，根据基金指标计算评分，低评分的可以考虑，高分的则要避免。

#### 四、问答环节

**Q1: WSB（华尔街赌场）事件发生后，多空策略、市场中性策略还能投资吗？**

**A1:** 我们常常因为一只基金看整体，应该是有市场中性、因子中性，不应该因为一件事就抹掉整体。

**Q2: 2020 年 RenTech、AQR、Bridgewater 等几个著名对冲基金表现令人失望，您怎么看？**

**A2:** 量化基金在 2020 年表现一般，对冲过度。AQR 有很多被动策略，主动策略和人才底子还在，2021 年应该会有翻转。RenTech 2020 年做得不好，但仍是目前表现最好的基金，不能因为一年的表现就否定整个历史。



本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第三百四十六期（2021年01月28日）内容整理而成，特邀嘉宾为美国麻州大学爱森堡管理学院金融学讲席教授梁兵。

梁兵教授为美国麻州大学爱森堡管理学院金融学讲席教授、金融硕士项目主任、上海交通大学上海高级金融学院特聘教授。现任 *Journal of Alternative Investments* 编辑。

梁兵教授的研究方向为对冲基金和风险管理。作为研究对冲基金先驱者之一，他是《数量金融百科全书》“对冲基金”词条的编写者。梁兵教授曾被邀成为美国 SEC 对冲基金圆桌会议的专家组成员，他的学术研究曾在美国国会金融服务委员会宣讲。他曾担任纽约对冲基金公司 Entrust Capital Inc. 的高级风险顾问。梁兵教授获中国科学院应用统计学硕士和美国爱荷华大学金融学博士学位。

### 【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和居姍博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

