

11月对冲基金业绩调整，年内排名争夺白热化

--2017年11月对冲基金报告



◇ 基础市场震荡，11月对冲基金业绩调整

受各基础市场震荡影响，2405只（据朝阳永续不完全统计，截至11月30日）具有连续一年以上净值数据的非结构化对冲基金产品11月份平均收益率为-1.49%，其中实现正收益的产品数量为785只，占比为32.64%，整体表现较10月份有所回落。分策略来看，债券基金、多策略和管理期货产品整体跌幅较窄，股票多头、定向增发产品排名靠后。

◇ 今年以来股票多头持续领先，宏观策略业绩不佳

从今年收益水平来看，2405只对冲基金今年以来平均收益率为9.26%，较前期有所回落。定向增发表现居前，平均收益率达21.24%。一方面在于定向增发产品样本数量较少，使得统计结果具有一定的偶然性。另一方面在于部分产品投资集中度较高，业绩非常出众，拉高了平均水平。但是集中度较高的产品风险也比较大，今年以来表现最差的产品亏损超过40%。

从平均表现来看，今年以来股票多头产品仍维持领先优势，平均收益率为10.39%。今年以来市场偏好估值相对较低、业绩表现优秀的龙头公司，在这样的行情下坚持价值投资的私募基金整体表现较为优秀，也为投资者带来了较为丰厚的回报。宏观策略表现不佳，是今年以来唯一未能取得正平均收益的基金类型。

◇ 对冲基金行业数据

根据基金业协会公布的数据，截至11月末，已登记的对冲基金证券管理人为8294家，较前期继续增加；管理基金数量为31557只，较上月增加503只。平均单位管理人管理的基金数量攀升至3.80只。

经过8、9月份的发行高峰后，对冲基金发行新产品的热情有所减退。根据朝阳永续不完全统计，11月份对冲基金产品发行量较10月继续减少，共计发行1612只，环比减少11.82%，同比减少38.17%。股票多头产品仍占比较高，达到87.78%的份额，整体占比较前提升，之后依次为多策略、债券基金以及组合基金，分别发行48只、47只和35只。定向增发以及趋势策略新产品发行数量陷入冰点。

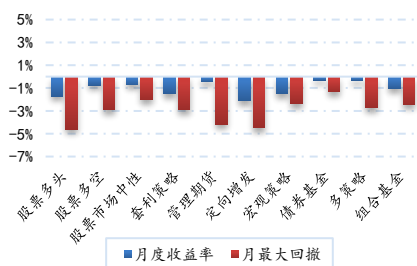
◇ 上海证券对冲基金评价体系

以截至2017年三季度，运作满3年1个月的私募基金为样本观察11月份私募基金的风险收益情况。整体来看，随着风险级别的上升，平均收益率也呈上升趋势，基本符合高风险高收益的特征，但值得注意的是，11月份部分中等风险基金的净值回撤幅度相对较大，因此拉低了中等风险产品在本期的算数平均收益率。

◇ 市场观点

高毅资产邓晓峰：明年市场机会有望更加多元；星石投资：股市迎来新常态，“复兴牛”行情有望开启。

2017年11月对冲基金业绩统计



上海证券基金评价研究中心

刘亦千

执业证书编号：S0870511040001

邮箱：liuyiqian@shzq.com

电话：021-53686101

王博生

执业证书编号：S0870517080001

邮箱：wangbosheng@shzq.com

电话：021-53686109

田慕慧

执业证书编号：S0870116070015

邮箱：tianmuhui@shzq.com

电话：021-53686120

报告日期：2017年12月22日

相关报告：

一、基础市场回顾

2017年11月,国内经济保持平稳增长,资管新规出台或重塑行业格局,央行维持公开市场操作节奏,资金面紧平衡。沪深两市先扬后抑,月末遭遇较大幅度调整,市场恐慌情绪蔓延至龙头股,沪深两市代表指数上证综指和深证成指11月分别为-2.24%和-3.73%;创业板未改颓势,创业板指下行5.32%,表现不及主板。

11月,国内经济基本面维持平稳增长,资管新规出台一定程度影响债市,市场情绪仍较为谨慎,债市连续下行。国债五年期和十年期券种到期收益率略有下行,短期限券种到期收益率上移;信用债滞后进入调整,AA级券种到期收益率涨幅相对较大。受股债两市弱势影响,转债指数本期下行4.11个百分点。商品市场方面,受益于黑色板块的强势反弹,南华商品指数11月上行5.76个百分点。

表 1: 各主要市场指数月度表现

指数名称	收盘指数	月度涨跌幅	今年涨跌幅
上证综指	3,317.19	-2.24%	6.88%
沪深300	4,006.10	-0.02%	21.03%
深证成指	10,944.10	-3.73%	7.54%
深证综指	1,901.86	-5.02%	-3.42%
中小板指	7,553.30	-3.50%	16.70%
创业板指	1,770.30	-5.32%	-9.77%
中债总财富指数	167.61	-0.33%	-1.35%
南华商品指数	1,410.97	5.76%	8.16%

数据来源: Wind、上海证券基金评价研究中心

二、对冲基金业绩分析

2.1、基础市场震荡,11月对冲基金业绩调整

受各基础市场震荡影响,2405只(据朝阳永续不完全统计,截至11月30日)具有连续一年以上净值数据的非结构化对冲基金产品11月份平均收益率为-1.49%,其中实现正收益的产品数量为785只,占比为32.64%,整体表现较10月份有所回落。分策略来看,债券基金、多策略和管理期货产品整体跌幅较窄,股票多头、定向增发产品排名靠后。

11月受资管新规等政策影响,债市调整持续。受债市连续下跌影响债券基金平均收益未能录得正值。但对比其他策略来看,债券基金为跌幅最窄的产品类型,本期平均收益率为-0.29%。

受商品市场反弹影响,管理期货策略本期业绩较10月有所提升,但由于月中市场出现较大跌幅,该策略在11月的平均收益率未能翻红,为-0.42%,在所有策略中排名第三。

由于A股在11月底大幅调整,股票多头未能延续上期的强势表现,本期平均收益率为-1.70%,在各策略中排名相对靠后。1725只股票多头基金中仅有

510 只产品取得正收益，占比不足 30%。

受结构化行情的影响，市场中性策略本期整体表现一般，11 月平均收益率为-0.73%。市场中性策略的收益主要受到 alpha 能力、基差以及对冲成本的影响，在中金所调整沪深 300 和上证 50 股指期货的保证金比率后，以上证 50 和沪深 300 为对冲标的的策略成本将有所降低，未来表现有望提升。

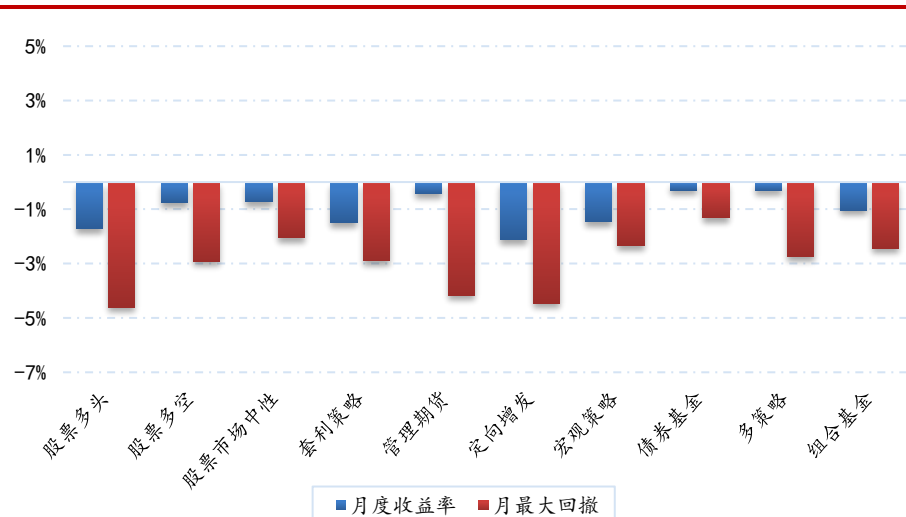
表 2：各策略产品的收益表现

产品名称	产品数量	十一月收益率	正收益产品占比	收益率分布区间		
股票多头	1725	-1.70%	29.57%	-32.60%	-	31.36%
股票多空	48	-0.75%	35.42%	-6.89%	-	5.02%
股票市场中性	43	-0.73%	34.88%	-6.49%	-	3.31%
套利策略	20	-1.48%	30.00%	-6.55%	-	1.59%
管理期货	54	-0.42%	37.04%	-12.66%	-	12.95%
定向增发	34	-2.12%	29.41%	-15.35%	-	10.45%
宏观策略	17	-1.46%	29.41%	-5.69%	-	2.35%
债券基金	99	-0.29%	59.60%	-13.40%	-	8.91%
多策略	98	-0.31%	56.12%	-19.43%	-	30.60%
组合基金	70	-1.03%	34.29%	-7.36%	-	3.56%
总计	2405	-1.49%	32.64%	-32.60%	-	31.36%

数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

从回撤的绝对值来看，11 月各策略月度平均最大回撤水平不一，其中股票多头平均回撤幅度最大，达到 4.60%，其余依次为定向增发和管理期货，债券基金平均回撤幅度相对较低。

图 1：2017 年 11 月对冲基金产品的收益率和月内最大回撤比较



数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

2.2、今年以来股票多头持续领先，宏观策略业绩不佳

从今年收益水平来看，2405 只对冲基金今年以来平均收益率为 9.26%，较前期有所回落。定向增发表现居前，平均收益率达 21.24%。一方面在于定向增发产品样本数量较少，使得统计结果具有一定的偶然性。另一方面在于部分产品投资集中度较高，业绩非常出众，拉高了平均水平。但是集中度较高的产品风险也比较大，今年以来表现最差的产品亏损超过 40%。

从平均表现来看，今年以来股票多头产品仍维持领先优势，平均收益率为 10.39%。今年以来市场偏好估值相对较低、业绩表现优秀的龙头公司，在这样的行情下坚持价值投资的私募基金整体表现较为优秀，也为投资者带来了较为丰厚的回报。宏观策略表现不佳，是今年以来唯一未能取得正平均收益的基金类型。

表 3：各策略产品的区间表现

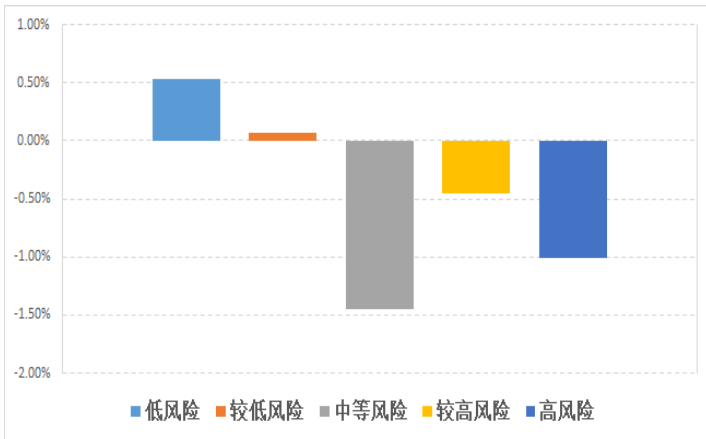
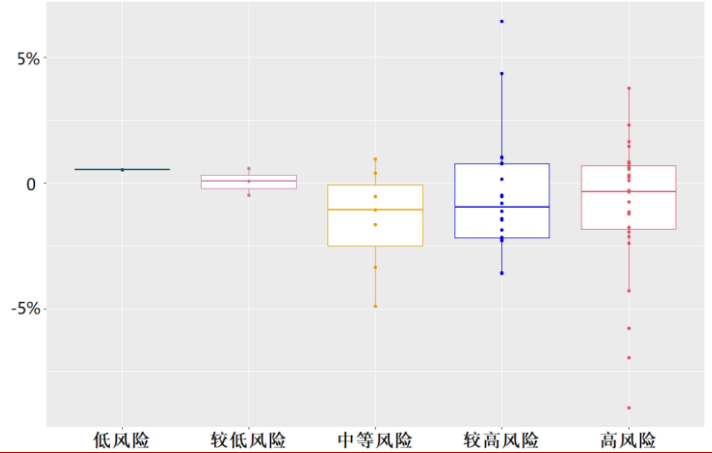
产品类型	十一月 收益率	今年以来 收益率	过去一年 收益率	过去一年 年化波动率
股票多头	-1.70%	10.39%	7.30%	18.99%
股票多空	-0.75%	9.56%	7.48%	10.68%
股票市场中性	-0.73%	1.20%	0.92%	4.92%
套利策略	-1.48%	1.52%	0.75%	8.44%
管理期货	-0.42%	4.74%	5.61%	13.74%
定向增发	-2.12%	21.24%	17.73%	20.33%
宏观策略	-1.46%	-1.80%	-1.43%	10.60%
债券基金	-0.29%	2.76%	1.92%	4.53%
多策略	-0.31%	4.40%	3.94%	9.25%
组合基金	-1.03%	7.89%	4.29%	9.32%
总计	-1.49%	9.26%	6.46%	17.54%

数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

2.3、从风险分类角度

上文数据显示，不同策略甚至是同一策略下的基金产品的风险收益差异极大，将之视为同一类产品进行评价并不合理。从理论层面上讲，投资管理本质上是平衡风险和收益的交换关系，不同的风险等级对应着不同的收益预期，只有在同一个风险区间内，对产品收益进行比较才有意义。因此，上海证券提出以波动率作为分类标准，根据对冲基金产品在评价区间内的年化波动率将其分为高风险、较高风险、中等风险、较低风险和低风险五大类，然后在不同的风险类别中对该类别内的产品进行比较。

以截至 2017 年三季度，运作满 3 年 1 个月的私募基金为样本观察 11 月份私募基金的风险收益情况。整体来看，随着风险级别的上升，平均收益率也呈上升趋势，基本符合高风险高收益的特征，但值得注意的是，11 月份部分中等风险基金的净值回撤幅度相对较大，因此拉低了中等风险产品在本期的算数平均收益率。

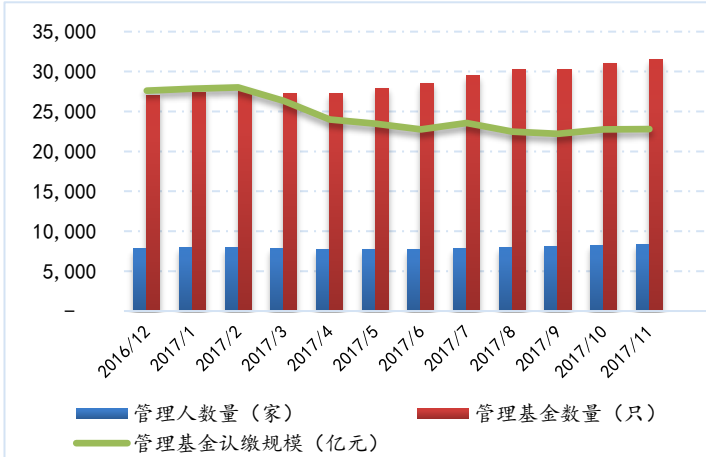
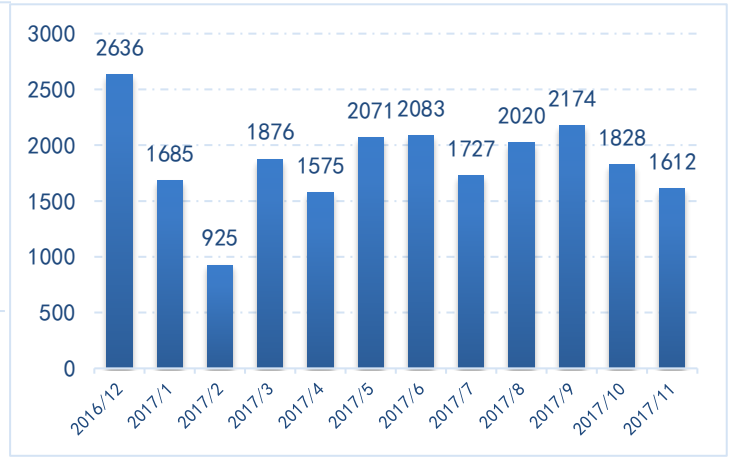
图 4: 各风险分类私募 11 月份算数平均收益率

图 5: 各风险分类私募 11 月份收益率分布


数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

注：样本为截至 2017 年三季度末，运作满 3 年 1 个月的对冲基金

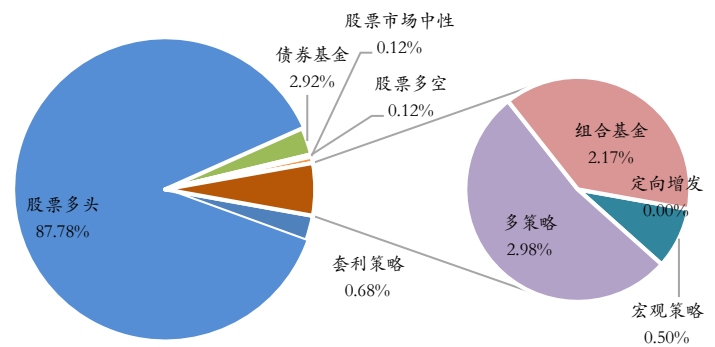
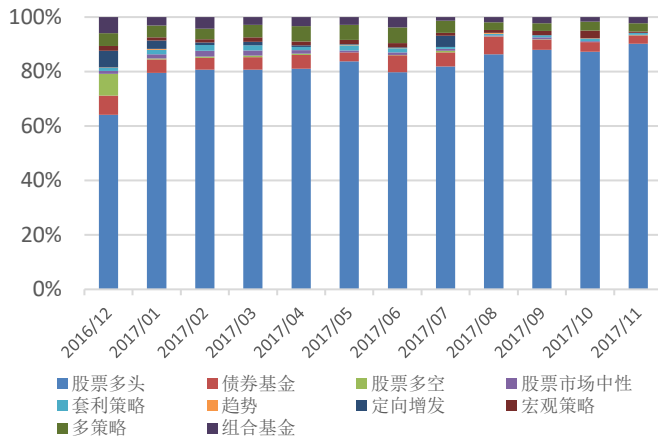
三、对冲基金行业数据

根据基金业协会公布的数据，截至 11 月末，已登记的对冲基金证券管理人为 8294 家，较前期继续增加；管理基金数量为 31557 只，较上月增加 503 只。平均单位管理人管理的基金数量攀升至 3.80 只。

图 6: 基金业协会对冲基金登记情况

图 7: 对冲基金发行情况 (单位: 只)


数据来源：基金业协会、朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

经过 8、9 月份的发行高峰后，对冲基金发行新产品的热情有所减退。根据朝阳永续不完全统计，11 月份对冲基金产品发行量较 10 月继续减少，共计发行 1612 只，环比减少 11.82%，同比减少 38.17%。股票多头产品仍占比较高，达到 87.78% 的份额，整体占比较前提升，之后依次为多策略、债券基金以及组合基金，分别发行 48 只、47 只和 35 只。定向增发以及趋势策略新产品发行数量陷入冰点。

图 8：过去一年新发对冲基金的分类情况
图 9：11 月新发对冲基金的分类情况


数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

四、对冲基金行业信息

1、增值税新规将实施 私募需防范税务法律等多方面风险

按照“56号文”，资管产品管理人自2018年1月1日起，在运营资管产品过程中发生的增值税应税行为暂适用简易计税方法，按照3%的征收率缴纳增值税。在税务人士看来，新规对契约型私募基金的影响最大，实际应税要根据投资标的进行区分。

据了解，从增值税角度看，合伙制、契约制、公司制私募基金的税收形式并不相同。公司制和合伙制私募基金作为独立的纳税主体，在“140号文”出台之前，是按照一般增值税征税规定独立缴税。不过，契约型基金是基于合同设立的，不具备独立的增值税纳税主体身份。安永税务部合伙人梁斯尔表示，在“56号文”出台之前，法规尚不清晰，要求契约型基金缴纳营业税或增值税存在困难。如今，新规明确了契约型基金管理人作为纳税人征收增值税。

具体到应税行为，投资标的的不同也有较大差异。某四大会计师事务所人士表示，私募基金管理机构发行的产品进行投资是否需要缴增值税，主要看投资标的产生收益的应税属性。如私募产品投资普通股，收益来源主要是股息和股票转让差价，股息不属于征税范畴，股票转让差价则属于征税范畴。

梁斯尔介绍，股权投资转让、股息红利等投资标的不需要缴纳增值税；国债利息收入等则属于免征增值税的投资标的。增值税应税行为为股票、债券及衍生金融商品的买卖收入，以及债券利息等固定投资收益等，需要缴纳6%增值税。如符合“56号文”的条件可以适用简易计税方法，征收率为3%。

税收新规还可能影响私募基金的收益及管理人的经营成本。上述某四大会计师事务所人士表示，增值税的征收会影响产品的估值，投资者收益也会受到影响。据其介绍，增值税作为流转税可以转嫁。如果资管产品被征税，有可能全部转嫁给投资者，投资者的收益会受损失。如果由管理人承担，除非能取得超额收益，不然仅靠管理费，很难覆盖新增的增值税税收成本。

梁斯尔介绍，在成本方面，管理人需要梳理数据判断其收入性质，短时间内完成业务的申报或不申报执行程序，这些都给私募管理人带来了成本的增加。不过，简易计税的规定降低了管理人对于进项税准确分摊的管理成本。

梁斯尔建议，投资者应关注基金产品的投资标的，如投资标的不需要征税，则投资人的税后收益可以相应提高。

实际上，增值税征收将在前中后台等多个环节对私募运营产生影响，私募机构需要高度重视，妥善应对。

梁斯尔表示，在实际征收中，私募基金管理人同时面临两方面的风险，一是税务风险，若未能足额将税负转嫁给投资人，在投资人退出后，差额部分的税负可能由管理人负担。同时还要面临法律风险：若管理人选择汇总核算申报不同资管产品运营业务的增值税，则实际申报的资管产品相关增值税可能与投资者承担的税负错配，从而引发与投资者之间的法律纠纷。

梁斯尔建议，管理人在资管产品赎回早于纳税时点的情况下，需提前考虑如何在投资人收益中扣除税金。此外，管理人还要提前与投资者就增值税对收益分配的影响充分沟通，将达成一致的税金计算方式列入合同条款。

在梁斯尔看来，私募基金管理人需要梳理好现有产品业务类型及与其相对应的增值税影响。在核算、法律、系统和申报等诸多方面做好准备。

据介绍，管理人把税负转嫁给投资者主要有两种方式，一是在投资合同中作出税负转嫁的明确约定，二是通过降低收益率吸收这部分税负。梁斯尔表示，无论采取哪种方式，私募管理人都需要谨慎地进行资管产品税务处理判断，充分测算税金的影响。

来源：中国基金报（2017.12.18）

2、私募加大合规投入

严监管之下，私募基金从曾经的“野孩子”正在向“正规军”蜕变。在这一过程中，私募基金越来越重视合规，一些私募选择将非投资业务外包，分工进一步细化。

不过，有律师提醒，外包并非一包了之，私募基金在各个环节的合规风控仍需进一步加强，对标公募，私募基金的合规之路任重而道远。

私募合规投入提升 部分选择业务外包

随着近两年监管法规政策陆续出台，私募基金管理人在合规上的重视程度已有了明显提高，增加了在合规方面的投入。

据了解，私募基金管理人在展业过程中，需要严格按照“7+2”自律规则体系，规范私募“募投管退”各个环节，例如完善内控制度、信息披露，私募管理人登记和产品备案不是“一备了之”，应当持续履行产品备案、按要求向投资者进行信息披露以及向协会报告更新季度、年度和重大事项信息等义务，并主动接受自律管理。

展博投资相关负责人介绍，投资者适当性办法出台后，公司便制定了详细

制度规范销售流程，与代销机构的合约也添加了投资者适当性内容。

合规的趋严自然增加了私募的成本。沪上某私募基金人士表示，以前重大事项变更只需要出一份专项法律意见书，变更新系统后，除专项意见书之外，还要再出一份正式的法律意见书。两份法律意见书，私募就要付给律师两笔费用。

对于新规之下成本增加的非投资环节，如产品销售，有私募基金管理人选择将这部分业务外包出去。

北京某“公奔私”新锐私募渠道经理表示，适当性新规对直销影响比较大，原来的产品需要做变更，渠道维护成本比较高。

红象投资董事长李冠宇则表示，私募基金自建渠道的话，投资者合规要求的风控会越来越严格。有些私募可能会选择整体外包，自己专注做好投资，这也是专业化分工的体现。毕竟私募自建渠道，和银行、券商相比并没有太大的优势，过多介入销售环节长期看意义也不大。

部分私募风险后移 合规提升空间很大

展博投资相关负责人表示，私募监管严格、规范、体系化是大方向，虽然私募的合规暂时还不会和公募一样，但肯定会越来越规范。“这两年中国市场也出现了很多为私募机构提供服务的成熟中介机构，一般我们会选择其中比较大、信誉较高、符合行业规范的中介机构合作。”展博投资相关负责人说。

盈科律师事务所高级合伙人秦政表示，初创的私募基金，将非投资业务外包，也是一种有效的措施。但并非一包了之，应当选择有资质或者专业的外包服务机构，并且私募自身应当承担的责任并不因外包而免除。

尽管和前两年相比，私募基金在合规方面做出不小努力，越来越趋于规范，但在业内人士看来，如果对标公募基金，私募基金在合规方面依然有很大的提升空间。

上海瀛东律师事务所律师刘婧表示，公募基金在人员配备、信息系统建设的基础都很扎实。比较而言，哪怕市场上最顶尖的私募，在自我约束手段上，合规工作和公募基金的差距也非常大。现在，私募基金一般都会有风控，不过是在大方向上控一下，但合规相比就差很多，一些小私募甚至没有外聘法律顾问。

北京某大型债券私募市场总监也表示，私募在日常管理、业务合规、信息披露等方面还是比公募松很多。

此外，有私募律师指出，私募基金还存在风险后移的情况。北京一位私募律师表示，在帮助私募完成前期备案、尽调等工作后，后续基本上没有一家私募要求律师继续提供法律服务。前期对私募的架构、管理制度比较严格，但是进入后端，投资协议就变得比较简单，有些私募甚至去银行做存管而非托管。

来源：中国基金报（2017.12.11）

五、对冲基金后市观点

1、高毅资产邓晓峰：明年市场机会有望更加多元

高毅资产首席投资官邓晓峰日前在接受中国证券报记者采访时表示，2017年市场并不是单纯的风格转换，而是与投资者风险偏好、经济基本面以及监管环境发生变化密切相关。他认为，2018年市场大方向上将延续2017年的风格，但相较2017年，市场投资机会或更加多元。

邓晓峰认为，2018年市场的主线还是看实实在在的盈利增长和公司业绩，这还是资本市场比较有一致性认同的方向。但是大多数龙头公司的盈利增长和估值提升的双击过程已经结束，2018年可能更多体现为盈利增长驱动的资本市场。而且整个2018年会有更多的公司、更多的机会，市场热点处于扩散的状态，会有更多的公司有正收益，或者说比较好的表现。蓝筹股估值修复的过程已基本完成，但是有盈利增长驱动的部分公司还会有所表现，只不过不像2017年表现这样突出。同时，不少中小盘公司经过了两年半的调整，加上自身业务改善和盈利增长，也将出现机会。因此，2018年随着时间的推移，市场投资机会可能会更多、更广地体现出来。

来源：中国证券报（2017.12.18）

2、星石投资：股市迎来新常态 “复兴牛”行情有望开启

从2013年起，中国经济进入增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期的“三期叠加”状态，改革也进入攻坚期和深水区。展望未来，经济政策将在四个方面产生显著变化：一是消费在经济中占有越来越重要的地位，成为经济结构转型升级的重要推动力；二是供给侧改革将带来产能周期进入新阶段，高科技产业也将获得大发展；三是财政政策继续支持经济增长，但在融资模式和政府债务上将出现显著改善；四是货币政策转向稳健中性，金融监管将继续维持，在政策推动下，股票市场有望走向成熟。在这样的背景下，承载着中华民族伟大复兴中国梦的“复兴牛”行情有望开启。

来源：星石投资（2017.12.18）

分析师承诺

分析师 刘亦千 王博生 田慕慧

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。