

2013 年对冲基金评级（截至三季度）

凯石工场研究报告

杨舒 高级分析师

导语

- 凯石工场对冲基金评价仅对运作一年（含）以上产品以及管理一年（含）以上管理人进行星级评价。为体现公平原则，按照投资策略（如股票多头策略、市场中性策略等）及收益分配形式（如管理型、分级型）的不同，进行区分评价。
- 为了全面比较区分产品特征，本评价体系兼顾收益和风险两方面要素。为强调长期稳定表现，期限最长设定为五年，具体划分为一年期、两年期、三年期、五年期四个时间阶段，分别进行评级（分级型产品因运作时间较短，仅对一年期进行评级）。凯石工场对冲基金评价每季度进行一次评级，每季度初推出截止上季度末评价结果。
- 本期评级计算截止时间为 2013 年 9 月最后一个估值日/开放日，个别产品因信息披露因素顺延到 10 月前几个工作日，各阶段评级起始时间为以截止时间为基准向前追溯 12、24、36 及 60 个月。

第一部分、对冲基金评级结果（2013 年三季度）

1.1 股票多头策略管理人星级评价结果

- 股票多头策略中，共有 282 家管理人参与不同期限星级评价。五年期共有 77 家管理人参评，其中北京源乐晟资产管理有限公司、上海智德投资管理有限公司、上海重阳投资管理有限公司等 15 家获得五年期五星级评价；三年期 170 家管理人中，包括上海泽熙投资管理有限公司、深圳展博投资管理有限公司、上海精熙投资发展中心在内的 34 家管理人被评为三年期五星级；两年期共 235 家管理人参评，西藏银帆投资管理有限公司、上海鼎锋资产管理有限公司、上海云腾投资管理有限公司等 47 家管理人为两年期五星级；一年期 282 家管理人中，广州市创势翔投资有限公司、北京和聚投资管理有限公司、上海朴道投资有限公司等 56 家获评一年期五星级。

图表 1：股票多头策略五星级管理人（仅选取当期限评级指标前 10 展示，以供参考）

一年期五星级	两年期五星级	三年期五星级	五年期五星级
广州市创势翔投资有限公司	西藏银帆投资管理有限公司	上海泽熙投资管理有限公司	北京源乐晟资产管理有限公司
北京和聚投资管理有限公司	上海鼎锋资产管理有限公司	深圳展博投资管理有限公司	上海智德投资管理有限公司
上海朴道投资有限公司	上海泽熙投资管理有限公司	成都立华投资有限公司	上海重阳投资管理有限公司
上海昶钰投资管理中心（普通合伙）	深圳展博投资管理有限公司	上海精熙投资发展中心	成都立华投资有限公司
上海鸿逸投资管理有限公司	深圳市东方远见资产管理有限公司	上海升阳资产管理有限公司	上海朱雀投资发展中心
深圳龙腾资产管理有限公司	北京久富投资管理有限公司	上海世诚投资管理有限公司	上海博颐投资管理有限公司
北京鸿道投资管理有限责任公司	上海云腾投资管理有限公司	北京鸿道投资管理有限责任公司	福建省麦尔斯通投资管理有限公司
上海沃胜资产管理有限公司	上海朴道投资有限公司	深圳民森投资有限公司	上海世诚投资管理有限公司
天津易鑫安资产管理有限公司	成都立华投资有限公司	福建省麦尔斯通投资管理有限公司	上海景林资产管理有限公司
上海智德投资管理有限公司	上海世诚投资管理有限公司	北京神农投资管理有限公司	上海理成资产管理有限公司

来源：凯石工场

1.2 产品星级评价结果

1.2.1 股票多头策略对冲基金

- 共有 712 只管理型对冲基金、32 只分级型对冲基金参与星级评价。管理型对冲基金中，五年期共计 115 只参评，其中中融·乐晟、深国投·朱雀 2 期、深国投·重阳 1 期等 23 只基金获封五星级。三年期的 406 只产品中，包括华润信托·展博 1 期、山东信托·泽熙瑞金 1 号、中信信托·精熙在内的 81 只产品被评为五星级。两年期共 635 只参评，西安信托·银帆 3 期（长安投资 78 号）、华宝信托·鼎锋 4 号、联华信托·新价值 15 期等 127 只基金被评为五星级。一年期有 712 只产品，其中中信信托·和聚 7 期、粤财信托·创势翔 1 号、中融·景富趋势成长 1 期等 143 只产品为五星级。
- 分级型对冲基金共有 32 只运作满一年，其中厦门信托·泽龙投资（聚富二号伞形分组 11）、华宝信托·合赢 8 期、中海信托·浦江之星 28 号（彤源）等 6 只产品被评为五星级。

图表 2：股票多头策略五星级对冲基金（仅列示评级指标前 20）

管理型				分级型
一年期五星级	两年期五星级	三年期五星级	五年期五星级	一年期五星级
中信信托·和聚7期	西安信托·银帆3期（长安投资78号）	华润信托·展博1期	中融·乐晟	厦门信托·泽龙投资（聚富二号伞形分组11）
粤财信托·创势翔1号	华宝信托·鼎锋4号	山东信托·泽熙瑞金1号	深国投·朱雀2期	华宝信托·合赢8期
中信信托·和聚4期	陕国投·鼎锋8期	华润信托·泽熙5期（福麟4号）	深国投·重阳1期	中海信托·浦江之星28号
中信信托·和聚3期	联华信托·新价值15期	中信信托·精熙	中融·智德持续增长	外贸信托·中宝1号（汇富103号）
中信信托·和聚2期	中信信托·鼎锋2期	山东信托·泽熙3期	深国投·朱雀1期	外贸信托·鼎诺春华3期（汇富131号）
中信信托·和聚5期	山东信托·泽熙3期	山东信托·泽熙2期	深国投·理成风景1号	外贸信托·艾亿新融8号
中信信托·和聚1期	华润信托·展博1期	中融·展博2期（融裕21号）	深国投·博颐精选	
联华信托·新价值15期	中融·展博3期（融新254号）	中信信托·升阳1期	中融·麦尔斯通一期	
中融·景富趋势成长1期	中融·华夏优选1号	陕国投·鼎锋8期	粤财信托·合赢	
外贸信托·和聚9期	中融·世诚扬子三号	华宝信托·鼎锋4号	深国投·景林丰收	
西安信托·鸿逸1号	中融·东方远见5期	华润信托·民森F号	平安财富·淡水泉成长一期	
中融·朴道一期	北京国投·鼎锋11期（爱康1号）	深国投·民森B号	北京国投·云程泰资本增值（一期）	
中融·展博3期（融新254号）	陕国投·东方远见6期	深国投·民森A号	平安财富·淡水泉2008	
中信信托·和聚8期	外贸信托·成长组合（鼎锋）	华润信托·民森G号	深国投·景林稳健	
中融·宏石1号	陕国投·东方远见1期	华润信托·泽熙4期	中融·世诚扬子二号	
北京国投·尚雅16期	北京国投·东方远见7期	华润信托·民森E号	深国投·星石4期	
中融·世诚扬子三号	华润信托·泽熙5期（福麟4号）	中融·麦尔斯通三期	深国投·星石5期	
中融·麦尔斯通三期	联华信托·鼎锋5期	中信信托·鼎锋2期	深国投·星石3期	
中信信托·沃胜1期	深国投·理成风景2号	中信信托·升阳2期	北京国投·云程泰资本增值（二期）	
陕国投·龙鼎3号	北京国投·尚雅13期	中信信托·神农1期	深国投·星石1期	

来源：凯石工场

1.2.2 其他策略对冲基金

- 其他策略对冲基金按照不同策略分别评级。因样本数量较少，凯石工场仅对管理人不少于 5 家且基金数量不少于 10 只的策略类别进行评级。因运作时间较短，仅针对一年期进行评价。管理型对冲基金中，股票对冲策略-市场中性策略有 12 只产品，其中西部信托·信合东方和平安财富·朱雀丁远指数中性 2 只产品获评五星级；分级型基金中仅有固定收益策略达到 10 只，长

安信托-映雪雪霁 1 号债券和长安信托-稳健 2 号债券投资这 2 只基金获得一年期五星级评价。

图表 3：其他策略五星级对冲基金

管理型一年期五星级	分级型一年期五星级
股票对冲策略-市场中性策略	固定收益策略
西部信托·信合东方	长安信托-映雪雪霁 1 号债券
平安财富*朱雀丁远指数中性	长安信托-稳健 2 号债券投资

来源：凯石工场

第二部分、凯石工场对冲基金评级体系介绍

2.1 评级基本原则

- 凯石工场对冲基金评价体系强调长期稳定表现，期限最长设定为 5 年。为体现公平原则，按照投资策略（如股票多头策略、市场中性策略等）及收益分配形式（如管理型、分级型）的不同，进行区分评价。
- 为了全面比较区分产品特征，本评价体系兼顾收益和风险两方面要素。为强调长期稳定表现，期限最长设定为五年，具体划分为一年期、两年期、三年期、五年期四个时间阶段，分别进行评级（分级型产品因运作时间较短，仅对一年期进行评级）。凯石工场对冲基金评价每季度进行一次评级，每季度初推出截止上季度末评价结果。

2.2 评级理论方法

- 基于简洁清晰的思路，凯石工场首选单因素模型，并最终选取索提诺比率（Sortino Ratio）指标作为衡量风险收益特征的参考指标。该比率越高，表明基金承担相同单位下行风险能获得更高的（超额）回报率。

$$\text{索提诺比率} = \frac{E(R_f) - \text{MAR}}{DD}$$

MAR（Minimum Acceptable Return）：基金最低可接受的收益率

DD(Downside Deviation)：下行标准差。

- 凯石工场对冲基金评级以索提诺比率为核心，并结合国内对冲基金的发展特点、国内外基金评价方法的最新进展以及我们对对冲基金行业的理解，予以适度修正。具体模型修正方法如下：
 - ◆ MAR 选取基金期间最大回撤与期间无风险收益率（目前选取定存利率）中的高值。
 - ◆ 由于目前国内对冲基金收益披露密集程度不够，下行标准差或存在为 0 或极低的情况，为避免对于风险的过度修正，DD 暂取标准差。
 - ◆ 若 $E(R_f) < \text{MAR}$ ，则 DD 选取标准差的倒数。

2.3 管理人评级方法

- 凯石工场在对冲基金产品评价基础上，仍以修正的索提诺比率为核心，通过对管理人管理的多只产品（包含在评价期限内已经结束的产品）的平均风险及收益情况的汇总平均，在区分策略情况下对管理人进行评价。

2.4 星级评定方法

- 本评价体系采取星级评定方法，共设五个星级：五星级、四星级、三星级、二星级、一星级。所有参加评级的产品或管理人按照评级指标得分从大到小排列，前 20% 为五星级，20%—40% 为四星级，40%—60% 为三星级，60%—80% 为二星级，后 20% 为一星级。如果当期评价样本少于 10 只，或管理人少于 5 家，则不进行星级评定。

特别声明：

本报告中的所有内容版权均属上海凯石财富投资管理有限公司（以下简称“本公司”），未经本公司事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司研究中心并获得许可，并需注明出处为上海凯石财富投资管理有限公司研究中心，且不得对本文进行任何有悖原意的引用和删改。

本报告是基于已公开信息撰写，其所载资料的来源及观点的出处均被本公司认为可靠，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测反映本公司于最初发布此报告日期当日的判断，其所指的基金或者其他理财产品的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告所载的除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户做参考之用，并未作为或被是为出售或购买其他投资标的邀请或向他人做出邀请。