

# 研究简报

(2017年 第2期 总第33期)

清华大学国家金融研究院

---

## 道口私募证券投资基金系列指数分析

民生财富管理研究中心

近年来，随着我国私募行业的快速发展，不同投资策略的基金产品数量也在不断增加，但目前中国市场上尚未有一套可以客观反映私募行业整体表现的分策略私募基金指数体系。本报告根据不同的投资策略，编制道口私募证券投资基金系列指数，来反映投资于中国私募证券投资基金的收益和风险状况。

### 一、私募基金指数建立方法

入选道口私募基金指数的基金须同时满足以下三个条件：

**第一，私募基金成立超过六个月。**这主要是因为私募基金成立的初期属于建仓期，需要一定的时间才能把仓位建立起来，而此时基金的收益和风险不能反映此基金真实的情况；

**第二，非分级基金（也称非结构化基金）。**分级私募基金在汇报基金净值时，存在口径不统一的现象。如有的私募基金只汇报母



基金的情况，有的只汇报子基金的情况，造成汇报情况不统一。

**第三，非 FOF (Fund of Funds)、TOT (Trust of Trusts)、MOM (Manager of Managers) 等组合基金。**这三类组合基金均为投资于私募基金的基金，其净值反映的是其他私募基金的运作情况，如果指数中包含组合基金，那么有些基金的净值将被重复纳入指数。

根据不同的私募基金投资策略，我们构建的私募基金指数分为：普通股票型私募基金指数、股票多空型私募基金指数、相对价值型私募基金指数、事件驱动型私募基金指数、债券型私募基金指数、CTA 型私募基金指数。

我们规定，只有在基金成立日后的第七个月才能被纳入指数。其中，Wind 数据库中基金存在第一个净值的时间为基金的成立日。

此外，当基金产品或基金公司有特殊事件发生时，我们需要对样本基金做必要的调整，这些事件包括但不限于：

**基金清盘：**在基金清盘日后将该基金从指数中剔除。

**基金暂停公布净值：**在基金暂停公布净值期间将该基金从指数中剔除，在其正常公布净值后重新纳入指数。

**合同变更：**将合同发生变更的样本基金从相应指数剔除，并将变更后的基金视为新基金，当满足相应条件时，可重新纳入指数。

**基金公司发生重大违规违法事件：**对公司存在违法违规事件的基金给予一定的考察期，在考察期内将基金从指数中剔除，经相关部门调查并处分后，如果公司在一定时间内正常运营，则将基金重新纳入指数。



表 1 不同策略类型的私募基金指数的基日

指数分类	基日
普通股票型	2005-12-31
相对价值型	2010-12-31
股票多空型	2008-12-31
事件驱动型	2011-12-31
债券型	2010-12-31
CTA 型	2012-12-31

注：指数以“点”为单位，精确到小数点后 3 位。基点统一设为 1000 点

在指数的计算中，我们采用基金的复权净值数据。计算方法采用等权平均法，这是因为在 Wind 数据库中没有私募基金的资产管理规模的信息。计算公式如下所示：

$$AVGRET_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} \left( \frac{ADJNAV_{i,t}}{ADJNAV_{i,t-1}} - 1 \right) \quad (1)$$

$$INDEX_t = (1 + AVGRET_t) * INDEX_{t-1} \quad (2)$$

其中， $INDEX_t$  代表第  $t$  个月的私募基金指数； $AVGRET_t$  代表第  $t$  个月私募基金的平均收益率； $ADJNAV_{i,t}$  代表私募基金  $i$  在第  $t$  个月的复权净值； $N_t$  代表在第  $t$  个月私募基金的样本数量。

在指数的修正中，我们每月会通过公开信息对历史发布的指数进行重新计算，以防基金调整和修改累计净值信息，并于每月 25 日发布上月末指数点位。如果基金修改过历史净值信息，我们将重新发布修正后的指数点位。此外，当指数出现大幅变动时，我们将通过公告对此情形进行披露并予以特别说明。<sup>①</sup>

## 二、私募基金指数的样本数量

通过观察在 2003-2016 年间不同策略的私募基金指数中所包含

<sup>①</sup>具体详见道口私募指数网站：<http://index.pbcfs.tsinghua.edu.cn/indexweb/web/index.html>。

的基金数占市场上同策略的私募基金总数的比例后发现，除 CTA 型私募基金外，私募基金指数中所包含的基金占市场中同类基金的比例均在 50%以上，其中，股票多空型基金、相对价值型基金、事件驱动型基金的比例最高，比例分别为 97%、92%、85%。此外，CTA 型指数中包含的基金数（187 只）仅占 CTA 型基金总数的 22%，比例最少。这主要是因为绝大部分 CTA 型私募基金没有策略描述，最终我们只选择策略描述中明确为 CTA 型策略的私募基金进入该指数。

接下来，我们具体分析不同策略私募基金指数的样本情况：

**普通股票型私募基金指数。**总体来说，自 2007 年起该指数中包含的基金数一直处于一个平稳的上升态势，并且每年都会有新的基金进入或退出该指数。特别是在 2015 年市场剧烈震荡的时候，有 6049 只基金新进入指数，2847 只基金从指数中退出。在 2016 年下半年，基金数出现小幅下降。截至 2016 年 12 月底，该指数覆盖基金 3579 只。

**相对价值型私募基金指数。**该指数覆盖的基金数从 2014 年开始，稳步增长，在 2014 年 2 月份达到 100 只，自此每年都会有 100 只以上的基金进入指数，这与当时股指期货交易活跃有关。截至 2016 年 12 月底，基金数达 374 只。

**股票多空型私募基金指数。**该指数中覆盖的基金数从 2009 年开始稳步发展，截至 2012 年底包含基金近 100 只，并从 2014 年起基金数量迅速增长，直至 2016 年初增长至最高点，包含基金近 400

只，但在 2016 年中起有所回落。截至 2016 年 12 月底，指数中共计包含 317 只基金。

**事件驱动型私募基金指数。**该指数中所包含的基金数量自 2012 年开始迅速增长，但从 2014 年开始有所回落。截至 2016 年 12 月底，指数仅覆盖 18 只基金。

**债券型私募基金指数。**自 2013 年起，该指数中包含的基金数量稳步增加，之前一直相对较少。截至 2016 年年底，指数覆盖的基金数为 132 只。

**CTA 型私募基金指数。**截至 2014 年 5 月底，指数覆盖的基金数仅为 22 只，但自此开始稳步增加，在 2016 年下半年有所回落。截至 2016 年年底，指数覆盖的基金数为 32 只。

### 三、私募基金指数和相应市场指数的对比

接下来，我们将对比各私募基金指数和相应的市场指数间的差异。其中，普通股票型、相对价值型、股票多空型和事件驱动型私募基金指数对应的市场指数为沪深 300 指数；债券型私募基金指数对应中债综合全价（总值）指数；CTA 型私募基金指数对应申万商品期货指数。在对每组的指数收益及波动情况进行比较时，我们将指数的起点都设为 1000 点，比较的起始日期也相同。结果表明：

(1) 从 2005 年 12 月到 2016 年 12 月间，普通股票型私募基金指数的表现明显强于市场，其所承受的风险低于市场指数，该私募基金指数的波动总体小于同期大盘；

(2) 在 2008 年 12 月到 2016 年 12 月间，股票多空型私募基金指数表现明显强于同期大盘，指数的波动总体小于沪深 300，所承受的风险低于同期大盘；

(3) 在 2010 年 12 月到 2016 年 12 月间，相对价值型私募基金指数的整体收益高于同期沪深 300，承受的市场风险也相对较低；

(4) 在 2011 年 12 月到 2016 年 12 月间，事件驱动型私募指数表现明显强于市场，其所承受的风险要低于沪深 300 指数；

(5) 在 2010-2016 年间，债券型私募指数表现明显强于市场指数，其所承受的风险与市场指数基本持平；

(6) 在 2012-2016 年间，CTA 型私募基金指数整体收益明显高于同期大盘，指数的风险要高于市场指数。

由于各私募基金指数的起始日期不同，无法横向对比，因此，我们选取四类主要投资于股票市场的私募基金指数（普通股票型、相对价值型、股票多空型、事件驱动型私募基金指数），选取 2011 年 12 月为四类指数的开始日期，以 2016 年 12 月 31 日为止，将对四类指数和大盘指数进行对比。结果表明，事件驱动型私募基金指数的累计收益率（256.3%）最高，剩下的依次为普通股票型私募基金指数（74.3%），股票多空型私募基金指数（64.4%）和相对价值型私募基金指数（56.5%），并且这四类指数的累计收益率均高于同期沪深 300 指数（41.1%）。在比较四类私募基金指数和大盘指数的风险时，我们发现，相对价值型私募基金指数的风险最低（年化波动率和最大回撤分别为 6.4%和 4.4%），沪深 300 指数的风险最高（年

化波动率和最大回撤分别为 27.6%和 40.6%)。由此可见，这四类股票型私募基金指数的风险都低于同期市场大盘指数。在比较调整风险后的收益时，我们发现事件驱动型私募基金指数的夏普比率最高（1.16），而沪深 300 指数的夏普比率最低（0.29）。由此可见，这四类股票型私募基金指数的风险调整后的收益都高于同期市场大盘指数。综上所述，在 2011-2016 年间，这四类股票型私募基金指数的风险和调整风险后的收益均优于同期市场指数。

#### 四、道口私募指数网站

道口私募基金系列指数（Daokou Hedge Funds Index）于 2017 年 5 月正式发布，旨在综合反映整个中国私募基金市场及不同投资策略的私募基金的业绩表现和运行状态，为私募基金投资者提供一个科学、客观、专业的私募基金投资参考依据。

道口私募基金系列指数及相关信息将通过道口指数网站向社会进行发布，并于每月 25 日发布上月末指数点位，具体网址为：<http://index.pbcsf.tsinghua.edu.cn/indexweb/web/index.html>。发布机构为清华大学五道口金融学院·国家金融研究院·民生财富管理研究中心。

道口指数网站主要由“道口私募指数”、“专家顾问”、“研究成果”、“新闻活动”、“联系我们”这五个栏目组成。我们着重对“道口私募指数”栏目进行介绍。当选择“道口私募指数”栏目时，网页会跳转到相应页面，在此页面上列示出八个子目，分别为私募基



金综合指数、普通股票型私募基金指数、股票多空型私募基金指数、相对价值型私募基金指数、事件驱动型私募基金指数、债券型私募基金指数、CTA 型私募基金指数以及私募基金指数组合。当我们选择不同类型的子栏目时，界面上会呈现相应的指数走势、样本数及各类量化指标的数值。其中，统计指标与比率模块包含风险与收益统计指标和相关比率等。

除了各类私募基金指数以外，我们可以看到在“道口私募指数”栏目下，存在一个名为“指数组合”的选项，其全称为“私募基金指数组合”。在此栏目中，浏览者可以通过“自选指数与权重”模块灵活选择不同类型的私募基金指数并自由设置各类指数的权重，在所选取的时间范围内构造出新的私募基金指数组合。同其他类型的私募基金指数一样，我们可以得到新生成的指数组合在所选时间期间的整体走势及各类量化指标的具体数值。

## 五、小结

本报告根据不同的私募基金投资策略，编制了道口私募基金系列指数，旨在向投资者实时反映我国私募行业整体的发展现状，使其充分掌握不同策略的私募基金的业绩表现和风险程度，并为投资者、私募基金管理者、政府监管者做出决策提供借鉴。

(2017年5月20日)

课题组成员：门焱、石界

---

报 送：民生财富管理研究中心

---

联系人：

电 话：

---