

■ 热点直击

私募风格漂移 并非都能华丽转身

□好买基金研究中心 朱世杰

2011年以来，市场整体环境不佳，一些私募基金的投资风格在业绩压力下悄然改变。风格上的改变是契合了市场，还是“放弃了不该放弃的东西”？

好买基金研究中心统计了今年以来的风格发生明显改变的私募基金公司及其产品，其中包括偏好投资“高小新”个股的鼎锋、精选个股价值投资的铭远等风格鲜明的私募。这些私募基金改变投资风格的原因各异，有的是由于看到未来市场趋势和板块行业变化而主动改变原有策略，有的则是因为基金净值表现等客观硬件原因而被被动改变风格。此外，策略的改变对不同公司产品所产生的实际效果也大有不同。

鼎锋从“高小新”到能力圈

鼎锋是今年对原有投资理念进行修正的私募之一。鼎锋是一家偏好于“高、小、新”个股投资的私募，“高、小、新”即高成长、小股本、新公司的个股，这样的投资风格和选股偏好使得鼎锋旗下基金在2009年、2010年搭上中小盘牛市的顺风车，表现出色，两年均位列同类基金前1/4。但是，2011年市场风格急转，中小盘股成为领跌主力，“黑天鹅”地雷股频现，鼎锋旗下基金在2011年中总体表现不佳，一些产品跌幅超过指数。在此情况下，鼎锋便对原有的“高、小、新”进行反思和修正。

首先采取改变的是基金经理之一的王小刚。鼎锋采取多基金经理决策机制，三位基金经理共享股票池，但在具体配置上基金经理有较高的自主决策权，王小刚便在鼎锋原有的行业和个股风格上作出调整。王小刚表示，原来的投资理念“高小新”中的“高”和

今年以来部分风格改变的私募基金								
基金名称	管理人	基金经理	成立日期	净值日期	最新净值	今年以来收益(%)	2011年收益(%)	
鼎锋4号	鼎锋	王小刚	20100816	20120601	1.0634	19.33	-13.49	
鼎锋8期	鼎锋	王小刚	20101008	20120525	102.97	14.28	-12.51	
铭远三期	铭远	韩跃峰	20101022	20120601	0.7287	-3.89	-33.06	
铭远四期	铭远	韩跃峰	20111017	20120601	0.7232	-4.81	—	

数据来源：好买基金研究中心。数据截至2012年6月7日

“小”都没有问题，但是“新”确实存在一定问题。对于新公司来说，由于了解程度不足，选出的股票很可能是伪成长，导致所投资个股的表现与预期出现一定差距。为此，王小刚对投资组合中的新公司进行修正，一些自己并非非常了解的个股被剔除，自己了解、在自身研究能力圈之内的个股被留下。王小刚目前的选股策略便是将高成长和能力圈结合起来，集中持有能力圈内的个股。

从改变策略的实际情况来看，王小刚的改变收到较好效果。王小刚所管理的鼎锋4期、8期今年以来分别上涨19.34%和19.29%，超越同期沪深300指数7个百分点以上，在同类中也排名前1/10，相对于去年的表现可谓是天壤之别。从操作来看，王小刚将高成长和能力圈结合起来的策略具体体现在大宗消费品行业上，今年集中持有的个别消费股出现阶段性行情，给基金净值上涨带来贡献。

铭远从重仓持股到轻仓谨慎

铭远也是今年有明显风格变化的私募，不过与鼎锋不同的是，铭远的风格变化则是由于硬件上的原因而被动采取的。铭远是一家注重精选个股的私募，看好的个股会长期持有，对于短期的股价变化不会太过在意，因此整体换手率较低。这种风格使得铭远业绩较大程度取决于其选股能力，旗下基金可能会出现阶段性

的大幅波动。基于这种特性，铭远在2010年业绩创造了辉煌，铭远巴克莱在2010年以37.37%的业绩位列所有私募第10名。

不过，进入2011年，情况急转直下，铭远旗下产品受到巨大挑战，尤其是铭远三期、四期，在2011年下半年市场暴跌中出现较大损失。在今年年初，铭远三期、四期的基金净值下跌至0.72元左右。由于当时净值非常接近基金清盘线，如果继续保持原有操作风格，很可能再次受到市场下跌拖累。最终铭远选择了大幅降低基金的股票仓位，将大部分资金头寸投资于固定收益类资产，缓慢积累安全垫。

不过，2012年的市场似乎又与铭远开了一个玩笑。今年以来，市场整体呈现反弹走势，前5个月上证综指上涨7.86%，铭远在去年年末被迫减仓的举动正好踏空今年以来的反弹。低仓位运行束缚了铭远精选个股的攻击性，使其无法发挥原有风格。

投资的变与不变

历史上私募改变风格的现象不在少数。例如，今年以来，上海某知名私募，以往投资中一直偏好新兴产业个股，敢于重仓。然而，经历了2011年的市场压力后，该私募改变原有风格，行业上不再有单独偏好，而是在新能源、电子信息设备、消费等板块分散布局，整体也不再一味地保持高仓位。此外，在

2010年，另一家知名私募淡水泉也曾大刀阔斧改变其投资配置。2010年上半年淡水泉曾重仓持有的银行股一直迟迟未能启动，反而拖累基金净值下跌，而一些中小盘股却发力上涨，使得淡水泉旗下基金业绩落后于同类。在坚持几个月后，淡水泉还是将银行股仓位换到其他新兴产业板块，这一改变在事后来看还是比较成功的，其业绩当年也回到前1/2。

证券市场一直变幻莫测，变与不变没有绝对的好坏。坚持一种投资风格，必然会有业绩相对较好的时候，也必然会出现阶段性落后的時候；改变原有风格，可能会起死回生，也可能再次踏空市场节奏。

那么，当私募基金风格改变后，投资者是留是走？这类情况要一分为二来看。第一类，当私募基金大幅改变其原有投资风格，甚至与原有风格背道而驰时，投资者需要谨慎对待。因为，一方面基金经理很可能陷入自己并不习惯的投资风格和手法；另一方面，基金原有的风险收益偏好发生漂移，原来的投资者可能正是看重基金经理的激进性、进攻性，而基金风格趋向稳健后，就颠覆当初投资者投资的理由。第二类，当私募基金小幅修正原有风格时，投资者可以继续持有观察。小幅修正多是出于适应阶段性市场变化而产生，基金经理还是能贯彻已有的策略，依然具有原来的投资价值。

■ 产品擂台

市场两起两落
多数私募只抓一波

□壹私募网研究中心 李镰超

今年以来，A股虽然熊样不改，但自年初开始，以上证综指2132点和2242点为起点，还是开启了两波有赚钱效应的反弹，这样的机会对于萎靡了一整年的阳光私募来说弥足珍贵。壹私募网研究中心以1月5日至6月5日为时间周期，统计了阳光私募在大盘经历两起两落的反弹中的表现，我们发现，多数私募只做一波，而两波均抓到的阳光私募不过10家。

10家抓牢两波反弹

以上证综指走势图为标的，我们把大盘5个月的运行大致划分成两个大的区间，1月5日至3月30日为第一波，然后是4月5日至6月5日反弹第二波。这两波行情呈现抛物线形态，虽然上涨天数略多于下跌天数，但下跌时回撤度则远高于上涨时，指数运行曲折反复，投资者心态普遍谨慎而犹豫。

在纳入统计的795只管理型阳光私募中，我们发现，在第一阶段中业绩排名前50位的阳光私募中，老私募所占的比重远超过第二阶段。

此外，第一阶段排名前50的私募产品平均收益为16.20%，分别属于35家私募管理人。而在第二阶段中，排名前50名平均收益为14.04%，分别属于37家私募管理人。数字表明，抓到第一个阶段反弹的私募收益相对丰厚，而在第二个阶段中，私募家数有所增加，但产品集中度有所降低。

壹私募网研究中心分别选取了两个阶段前50名的私募产品做对比，我们发现，同时抓住了两波反弹的私募一共有10家，其中不乏重阳、金中和、鼎锋、菁英时代和塔晶等老牌私募，也不乏德源安、银帆、泽里和和云腾等后起之秀。

上述10家阳光私募公司存在的共性是，对于2012年行情带有很强的辩证性，既不悲观，也不乐观，操作策略上，始终对行情保持高度警惕，仓位变动较大。

多数只抓一波行情

壹私募网研究中心统计发现，第二阶段中，纳入统计的795只管理型阳光私募的平均收益为2.32%，远超过第一阶段中的0.79%，究其原因，壹私募网研究中心认为，除了两阶段中的时间周期不对称之外，另一个重要原因是，一些私募迫于清盘压力，普遍没有抓住第一波反弹节奏。

数据佐证了一个现象，在今年以来的大反弹中，真正能同时把握住两个波段的私募仅为少数，更多的私募只抓住其中的一波行情。究其原因，主要是与私募经理在过去一年单边下跌市所形成的“熊市反弹，落袋为安”的思维有关，也与今年以来政策博弈市中，政策迟迟不能如期兑现而导致的悲观预期升温相关。

其中，第一阶段中表现较为突出的私募在第二阶段中普遍放慢脚步，其中最为典型的是民森和泽熙，已经出现了明显的减仓行为。在四五月份，蔡明管理的民森系列产品收益依然为正，不过，增长势头已经归于平静，在排名上也悄无声息。

而泽熙则由于第一波反弹中抓住了牛股川润股份，全身而退大赚了一把，因此，第一阶段中表现较为突出。不过，在第二阶段中，泽熙除了泽熙3期之外，其他产品都出现减仓行为，旗下产品净值走势图也趋于平滑。

与之相对的是，一些私募错过了第一波反弹后，第二波奋起直追，收益相当可观。比如重阳投资，在第一波中，旗下产品整体收益相对靠后，但在第二波反弹中，后来居上，集体占据了前50名中的5席之多。

另一个值得关注的私募是淡水泉投资，私募经理赵军一直以稳健著称，这让他几乎错失了第一波的反弹，其管理的产品表现平淡无奇。然而，在第二波反弹中，虽然没有能像重阳一样多只产品闯进前50名，但也有多只产品占据了从50名至60名的位置。另外，淡水泉系列产品在第二阶段的平均收益也达到了6.61%，远远超过第一阶段中的0.76%。

■ 产品分析

阿尔法 套利 大宗交易
三大策略谁能实现绝对收益

□海通证券基金研究中心 罗震

绝对收益一直是私募追求的目标，但在单一做多策略情况下，由于与股票市场的高度相关性，私募对绝对收益的实现只能心有余而力不足。即使是一些稳健型的私募，也只能依靠降低仓位来规避市场风险。

随着国内创新策略私募基金层出不穷，真正的绝对收益策略开始出现。目前绝对收益型的创新策略有三类，分别是阿尔法、套利、大宗交易策略。阿尔法策略由于将组合中的贝塔基本对冲，其与股市相关度低，且净值波动很小，具有牛市熊市均能获利的特点。套利策略追求比较确定的获利机会，包括价差套利、统计套利、事件套利等，由于具有低风险、收益确定的特征，套利策略收益非常稳健。大宗交易策略是通过大宗交易平台折价购买上市公司大小非减持的股票，再在二级市场抛售获取价差。目前这三类策略都有一定数量的产品出现，且历史业绩相对较长，这给我们研究这类私募产品提供了可能。

首先的问题是，这些私募产品是否真能实现绝对收益。2011年下半年持续下跌的市场环境为我们提供了一个非常好的检验窗口。我们统计了该时段产品业绩，发现阿尔法策略、大宗交易策略只有“思考1号”一只产品都实现了正收益，其中大宗交易策略收益水平甚至超过10%，不过这可能与思考1号有少量主动管理的股票头寸有关。遗憾的是，套利策略出现-7%左右的下跌，由此可见，套利策略未能真正实现绝对收益。

收益与风险永远是评估一个产品的两个方面，在看过收益后，我们再从净值波动性、股市相关角度进一步分析这三类产品的风险水平。我们计算了各类策略产品的风险收益指标的平均值，并与代表私募基金平均水平的私募基金综合指数与代表市场表现的沪深300指数进行对比。必须指出的是，各只产品成立时间并不一致，因此我们在同一策略产品中取业绩重叠的时间段进行统计，但不同策略产品之间的统计时间段会有差异。

我们发现阿尔法策略的波动性最低，确实体现出贝塔已被对冲的特征，而套利策略与大宗交易策略都具有中等程度的波动性，即波动率低于沪深300指数，但与私募综合指数的波动性相仿。但两者的不同之处在于，大宗交易策略主要体现为向上的波动较大，其最大回撤较小，仅为-3.38%，与阿尔法策略接近，而套利策略则体现为双向波动均较大，其最大回撤达到-11.8%。从与股市相关性来看，阿尔法策略与大宗交易策略与指数相关度都较低，而套利策略却明显高一些，这与其下行风险更大是一致的。我们认为，套利型基金可能存在较多净风险头寸导致市场相关度与下行波动更大。目前国内可供套利的投资机会少，且套利策略产品在信托产品投资限制下无法做空，也制约了套利策略的实施。因此，目前的套利策略产品采用的并非是市场中性的套利策略，而是存在相当程度的风险暴露。

综合来看，阿尔法策略具有明显的绝对收益特征，且波动性

与股市相关度都较低，验证其在贝塔对冲前提下基本没有系统性风险暴露，不过其获取收益能力也较低。大宗交易策略也能实现绝对收益，由于有折价买入的保护，持仓时间很短，净风险暴露也较少，与指数相关度也较低。而套利策略由于有相当的净风险头寸，因此其与指数有一定相关性，这导致其波动比前两类策略大，且会跟随指数下跌。不过，上述统计均存在历史业绩较短、样本数太少的问题，各类策略的风险收益特征，还需更多样本以及更长时间的观察才能更准确地加以衡量。

对于风险承受能力低、追求绝对收益的投资者而言，阿尔法策略与大宗交易策略产品无疑均是较好选择。不过两者各有千秋，大宗交易策略尽管收益可能更高，但毕竟市场容量有限，随着参与者的不断增加，持续获利能力存在不确定性，且限于样本太少，对该类产品的评估可能还不全面。而阿尔法策略尽管收益不高，但其规模瓶颈不明显，业绩持续性更高。