

## ■ 热点直击

## 私募打响逆转战 25 “勇士”成急先锋

□ 好买基金研究中心 许付漪

从去年开始，“弱市”二字成为了市场主基调。年底大考之时，大部分私募交出了一张负的成绩单，2011年私募的平均收益率为-17.85%，跌幅最大的达到-61.56%。俗话说，三十年河东，三十年河西。在资本的大海中，有人得意，就有人翻船，每年总是有些基金会上演一些逆转的华丽剧目。

好买基金统计了2011年的私募基金收益排名与今年以来的收益排名，并选取了排名上升最大的前25只阳光私募。最大的赢家当属塔晶，占据逆转前三的均为塔晶管理的产品。总的来说，塔晶的风格激进，净值经常出现大涨大跌。旗下的塔晶老虎去年随着市场在4月之后进入下跌区间，一路下行，最低曾跌至0.43元，而今年最新一期公布的收益率已达39.5%，排名上升593位，成为今年以来最大的逆转案例。类似的，塔晶狮王1和塔晶狮王2也在去年经历了相似的路径，并且均在上半年抓住市场的反弹，实现了25%以上的回涨，虽然近几个月净值又出现了一定的回撤，但仍以15%以上的收益率上升了575位。

观察这25名逆转急先锋，塔晶并不是唯一一家风格较为激进的公司，也有不少产品是在大跌之后分享大涨所带来的净值回升。

德源安旗下的德源安战略成长1号以及外贸德源安1号均进入逆转的前十名。年初在资源股的布局使得德源安在有色稀土行情中受益匪浅。德源安的价值投资理念及策略在造就了德源安逆势上涨的同时也导致了其基金净值超跌指数现象的出现。这主要是由于德源安对于其看好的价值股持有周期较长，期间可能遭遇市

今年以来排名升幅最大前25名基金					
基金名称	最新净值	2011年收益 (%)	2011年排名	今年以来收益 (%)	今年以来排名
塔晶老虎	59.90	-39.86	595	39.50	2
塔晶狮王1	0.4824	-46.59	602	15.86	27
塔晶狮王2	0.4191	-46.98	604	15.17	29
嘉禾1号	0.992	-34.47	575	26.61	7
中域增值1期	0.7805	-38.74	589	14.24	33
菁英成长1号	1.1124	-38.05	586	13.68	35
开宝	52.99	-34.71	577	12.63	42
证大一期	85.59	-36.13	580	11.58	45
德源安战略成长1号	133.22	-30.97	530	20.74	12
外贸德源安1期	0.8585	-29.86	515	25.46	9
理成风景2号	95.9	-44.69	601	7.58	97
泰石1期	94.9	-31.20	532	14.70	31
证研一期	0.58	-44.30	600	7.03	107
尚雅11期	89.6	-29.90	516	16.06	25
红山1	44.39	-43.72	599	6.39	115
金中和4	93.35	-30.13	517	13.66	36
富鹏2期	0.7483	-28.21	495	19.77	16
金石一期	1.1049	-27.21	483	26.07	8
国森一期	0.5186	-59.52	605	5.34	131
红叶红价值进取1号	0.6301	-38.89	590	6.31	117
鼎锋12期	0.8073	-28.41	498	11.55	46
金中和5	96.49	-26.40	473	17.26	23
混沌1号	1.9237	-23.82	434	28.14	5
尚雅5期	125.12	-30.41	523	7.34	103
朱尔弗	0.7768	-26.24	470	10.76	54

数据来源：好买基金研究中心

场回调中的补跌，并且德源安对这类看好股补跌基本不止损、不设防。

同样风格较为激进的还有尚雅。尚雅整体来看投资风格相对比较激进，公司产品的净值波动相对较大。尚雅11期的净值在2011年出现了较大幅度的回撤，这主要是由于尚雅对于中小板和创业板的偏好与市场风格之间存在一定的差异，这类投资风格在一定的市场下业绩表现相对较好，但是在市场风格不契合公司的投资风格时业绩会相对较差。不过，尚雅6月至8月的业绩表现相对较好，能够较大幅度地跑赢市场，同时也踏准了市场变化的节奏。这得益于尚雅在市场压力

下的风格转变，尚雅今年以来在持股集中度和仓位上都有所降低，这一定程度上分散了持股组合在市场下行中的风险。另一方面，尚雅的良好表现也得益于公司所看好的成长性公司所带来的较好的收益。

金中和4期由于一直保持着较高的仓位，使其在去年的下跌之中遭受了较严重的损失，但也正是由于今年以来延续着较高的仓位，使其净值在今年获得了较大的反弹，尤其是年初的业绩大增，一举确保金中和4期进入今年以来业绩排名的前50名。金中和今年的策略主要分为两个阶段，第一阶段是年初的全行业配置，精选10个行业，曾军的判断是基

于从历史角度看，如果在底部时配置过于集中，反弹时会落后大盘。这种全行业配置的投资策略契合了年初的市场风格，因此净值在年初随着大盘大幅上涨。从收益率上看，公司旗下基金走势与沪深300指数关联度非常高，因此在市场顺风或者趋势明显的情况下会有较高的收益。

不同于激进风格所带来的强势逆转，对于那些主投某一行业的阳光私募基金来说，基金的净值走势与该行业的整体走势息息相关，比如今年以来反弹较好的理成风景2号。对应着医药行业的整体下跌，理成风景2号在2011年基本处于一个下行的道路之中，净值从年初的1.71元一路下跌至年底的0.9元。不过今年来增持了新型消费、珠宝首饰、白酒和科技创新类企业，减持了化工股。白酒类股票今年的强劲上涨为基金净值做出不少贡献，使得理成风景2号排名上升504位。

资本的市场中，起起伏伏，市场风格不断转换。今年排在后位的私募基金，明年或许会一跃居前，这在私募行业中时常发生。概括起来，排名波动大的基金具有两种情形：其一，在投资上集中于单一行业或板块，行业好时暴涨，行业不好时暴跌，基金排名也是上蹿下跳；其二，基金基本面发生改变，投研层彻底更换，或是基金经理主动改变投资策略、改善风控措施。在变得好时，业绩焕然一新，变得不好时，业绩由天上到地下。对于第一类基金的投资，投资者需要本身看好、认同基金经理所专注的行业或板块，同时也需要较高的风险承受能力。对于第二类基金，由于出现了基本面变化，投资者还需分析其变化的原因，到底是主动管理能力提高了，还仅仅是因赌对了。

## ■ 私募看市

## 警惕天价豆粕推高通胀

□ 周亚东

通胀水平一直是影响我国宏观经济平稳运行的重要因素，也是货币政策制定的重要参考指标。食品价格上涨是我国通胀水平上升的首要推手，而食品价格的核心为猪肉价格。

养猪的成本主要是饲料成本，豆粕作为猪饲料的主要成分，其成本占比超过30%。当前生猪养殖已连续5个月处于盈亏平衡点以下，今年5月以来豆粕价格持续上涨超过40%，养猪户持续亏损可能加速生猪出栏，生猪存栏量有可能大幅下降。这将直接威胁到未来生猪供给，增强了通胀预期。与此同时，国际大豆与豆粕价格脱离基本面，存在严重高估。

首先是国际大豆供应并不紧张。美国农业部8月的报告预估美国2012/2013年度大豆产量为7327万吨，较上一年度减少990万吨；美国2012/2013年度出口量为3021万吨，较上一年度减少653万吨，国际大豆供应显得较为紧张。考虑到目前中国国储拥有较为充裕的大豆库存，市场估算约为1200万吨，其对大豆市场有很强的调控能力，因此全球大豆供给实际情况并不紧张。

2008年至今中国国储都为净收储，但近期由于国际大豆价格大幅上涨，中国国储自2012年1月以来连续抛储，目前为每隔两周抛储40万吨。为保障市场供应，国储后续仍可能会继续定期抛储。若以目前频率推算，从2012年9月至明年3月共可抛储560万吨。国储将由净收储转变为净抛储，加上2011/2012年度净收储约110万吨，则相比上一年度大豆供给将会增加近670万吨。中国港口进口大豆库存目前仍在600万吨以上，港口库存处于历史高位。因此中国2012/2013年度有能力减少对美国大豆进口量近700万吨，国内供应仍可以保持相对充足，同时国际大豆市场供给也将变得并不紧张，因此当前国际大豆的历史最高价并不可持续，有大幅回调的空间。

其次是国内豆粕供过于求。中秋之后豆油消费旺季到来，豆油价格存在上升空间，而豆粕价格处于历史高位，油企压榨利润逐步升高，当前油企压榨开工较为正常，豆粕供应也相对平稳。而高企的豆粕价格抑制了下游养殖业的需求。

一方面生猪存栏量出现下降。生猪养殖已连续5个月处于盈亏平衡点以下，将导致养殖户加速生猪出栏，使存栏量下降，进而对饲料的需求也将大幅下降。我国生猪养殖当前正处在3年猪周期的下降周期中。根据历史规律，生猪存栏下降周期一般为一年半左右，再结合猪肉消费的季节因素，预计2012年9月至2013年5月期间我国生猪存栏量较2011年9月至2012年5月期间的平均水平将下降约2%至3%。

另一方面豆粕在饲料中的占比下降。豆粕作为最重要的蛋白饲料在生猪混合饲料中约占30%至35%。近期因其价格高涨，饲料厂用棉粕、菜籽粕等其他蛋白饲料对其进行部分替代，但替代程度有限。据了解，目前许多饲料厂已经将豆粕比例降至最低限度，豆粕占比由30%左右降至20%左右，由此生猪养殖饲料对豆粕的需求降低了近30%。豆粕用于猪饲料的量大约占全部豆粕产量的30%，因此由猪饲料配方改变导致对豆粕需求量的下降幅度可达9%左右。考虑到生猪存栏量下降及饲料配方调整两方面因素的共同影响，我们预计，2012年9月至2013年5月期间，我国豆粕需求量相对去年同期将下降达10%左右，而供给将与去年同期基本相同，豆粕将出现供过于求。

当前我国宏观经济依旧面临较大的下行压力，货币政策的适当宽松能够为我国经济运行提供动力。但当前作为主要猪饲料的豆粕价格大幅上涨，将使生猪存栏量出现大幅下降，显著推高市场对未来猪肉价格和CPI的上涨预期，对货币政策调控形成掣肘，不利于我国宏观经济平稳运行。鉴于上述影响，中国国储具有较强的市场调控意愿，结合其较强的市场调控能力，美国大豆的减产难以使全球大豆供应形成实质性的紧张格局，因此目前大豆和豆粕价格的大幅上涨脱离了基本面支撑。

## ■ 产品分析

## 真正的绝对收益私募 阿尔法策略产品

□ 海通证券金融产品研究中心  
罗震

由于A股市场不景气，传统私募产品单纯做多的投资方式使得业绩压力越来越大，私募基金开始寻求投资策略的转型。而借鉴海外对冲基金，利用对冲手段令产品真正实现绝对收益，避免投资业绩“靠天吃饭”的窘境，无疑是最现实的做法。其中阿尔法策略作为私募转型门槛最低的策略受到较多关注，市场上相关私募产品逐步涌现，我们有必要对该类产品进行深入分析。

任何一个股票组合的收益都包括两部分，一部分是由股市整体走势驱动带来的收益，即贝塔收益，这部分收益与股指高度相关，且波动较大；另一部分来自组合自身因素带来的收益，即阿尔法收益，这部分与股指相关度低，且波动较小。阿尔法策略即是通过做空股指期货，将组合贝塔部分对冲，获取剩余的阿尔法收益。由于与股指高度相关且波动巨大的贝塔部分被对冲，因此

阿尔法策略具有低波动、股市中性的特点。并能真正实现牛市、熊市都能获利的绝对收益目标。当然，风险与收益是对等的，阿尔法策略的低风险特性决定其收益水平不高。

阿尔法策略成功的关键是能否构建一个具有持续正阿尔法的组合，即一个能持续跑赢指数的组合，而这有赖于优秀的选股能力。当然，选股的依据既可以基于基本的财务数据，也可以基于技术面指标。为了保证某种选股策略可被持续复制，通常阿尔法策略或多或少会应用量化选股手段。

由于两方面原因，目前阿尔法策略成为私募转型门槛较低的绝对收益策略。第一，阿尔法策略并不需要频繁交易，对流动性的要求不高，且不依赖某次转瞬即逝的套利机会。寻找阿尔法的方法多种多样，因此该策略的市场容量较大。第二，多数私募之前从事的都是传统的以选股为主的投资管理方式，只要在此基础上加上期货端的对冲操作，就可以轻松实现阿尔法策略，而其他的

不过，与同样走势稳健的债券资产相比，三只阿尔法产品未显示出足够吸引力。过去一年（截至7月底），中债总财富（总值）指数上涨8.22%，高于表现最好的阿尔法策略产品。不过债券市场的

波动更大一些，例如中债总财富（总值）指数2007年、2009年就出现-1.81%、-1.24%的亏损。当然，国内阿尔法产品推出的时间还不长，私募基金的相关投资经验还需积累，我们期待未来的私募阿尔法产品能不断完善投资策略，如果年收益率能达到10%以上，则该类产品的优势将会较为明显。

阿尔法策略产品作为真正可以实现绝对收益的产品类型，无疑给投资者提供了更多的选择。对于风险厌恶型的保守投资者而言，可以选择长期投资阿尔法策略产品，获取稳健的复合收益。对于擅长选时的投资者而言，可以根据不同市场环境配置阿尔法型产品，例如在熊市中，阿尔法型产品的抗风险优势突出，将是配置的重点品种；在震荡市中，阿尔法型产品的稳健风格使其可作为组合中的配置资产之一；在牛市中阿尔法策略产品由于进攻性偏弱配置价值较低。对于具体产品的选择，除了衡量收益水平的高低以外，收益的稳定性，即是否能持续获取正阿尔法收益也是考察的关键。