

■ 热点直击

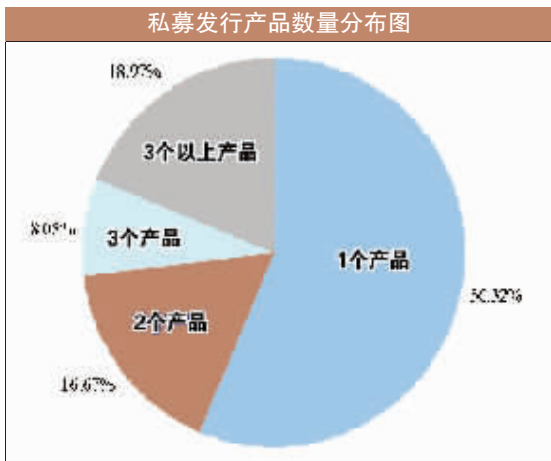
# 中小私募弱市面临生存大考

□好买基金研究中心 许付漪

在这个阳光私募的冬天里，大私募相对好过，而众多中小私募的生存状况堪忧。

大私募和小私募其实并没有一个明确的标准进行划分，不过我们可以通过产品发行数量来大致观察。好买基金研究中心统计了各家私募公司发行的传统的非结构化阳光私募（下称阳光私募）的数量（包括已停止运行的和持续期内的），自从2004年起丹阳发行第一只产品以来，共有419家私募公司通过信托平台发行了993只阳光私募，其中过半私募仅发行了一只产品，16.67%的私募发行了两只产品，8.05%的私募发行了3只产品，发行3只以上产品的仅占18.97%，不到两成。如果从产品发行量来看，发行产品量在3只之内的超过八成。相较重阳、朱雀等大型私募，这类产品发行较少的中小私募生存状况迥异。

以产品发行量仅为1只的小型私募为例，这类私募大部分成立于2010年和2011年，其中2010年是一个发行的峰值期，全年共成立了66家私募公司。阳光私募自从2008年面世以来，凭借其在熊市的优异表现而戴上了神坛的光环。绝对收益的神话吸引着投资者不断将目光转移至这块新兴的投资领域。需求的扩大，再加上市场经历了2009年的回补之



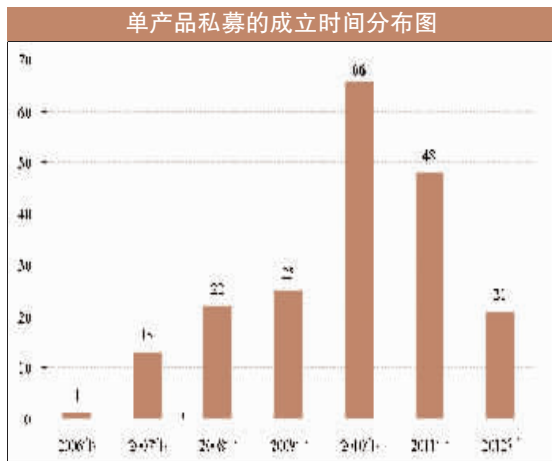
后表现出来的希望，都刺激着阳光私募的发行在2010年和2011年进入了一段火热期。不过，去年的下跌让许多私募措手不及，没有经历过熊市的新玩家纷纷遇到了市场入冬的大考。政策的收紧以及市场持续下行，都考验着这些新私募的操作能力以及风控水平。

集中发行使得私募收益情况不乐观。如果根据这些基金的最新净值来计算其平均累计业绩，仅发行1只产品的私募平均累计收益为-12.52%，发行2只产品的私募平均累计收益为-12.11%，发行3只产品的平均累计收益为-0.14%。如果按照发行基金量来看，在仅发行1只产品的196家阳光私募中，有148家没有取得正的平均累计收益，占比75.51%，在发行产品

数量为2只的58家阳光私募中，这个比例为75.87%，而发行产品数量为3只的28家阳光私募中，这个比例虽有所下降，但依旧徘徊在67.86%。总体来看，有近七成的中小私募，自成立之日起至最新净值日的区间内没有取得正的平均累计收益。

对于投资者来说，这样的收益无疑是很难受的。但在弱市之中，难受的不仅仅是投资者，这些中小私募的日子也不好过。

对于阳光私募来说，如果没有取得理想的收益，不仅仅会承受来自于投资者的巨大压力，也很难取得相应的业绩提成。一般来说，阳光私募的收入主要有两部分，一部分为管理费的两入，另一部分则为净值创新高之后的业绩提成。管理费



数据来源：好买基金研究中心，时间截至2012年10月10日

的收入一般仅为管理资产的2%上下，而这中间必须刨去信托管理费、托管费等银行和券商渠道费用，私募一般只能拿到0.5%左右的管理费。这对于阳光私募动辄百万元的运营成本来说，只是杯水车薪。

对于阳光私募来说，若想生存下去，业绩提成就是其能否存活下去的关键。如果对于这些基金按照最大净值日与成立日期的累计净值以及市面上较为普遍的20%业绩报酬费率来估算平均业绩报酬，则产品发行量为1只的阳光私募的平均业绩报酬为3.39%，产品发行量为2只的阳光私募的平均业绩报酬为3.72%，发行3只产品的平均业绩报酬则为6.81%。如果再将这些收益摊至每年来估算一个平

均年化业绩报酬，则每年能提到的报酬就更少，产品发行量为1只、2只和3只的阳光私募的平均年化业绩报酬分别为1.56%、2.06%和2.03%。这样的报酬率对于阳光私募来说，要生存下去可谓举步维艰。

现在市场正行进在一个相对谷底的位置，此时对于投资者和私募公司而言都是一重考验，如果经受不住，那么微薄的收益不仅难以支撑公司的正常运行，造成人才的大量流失，而且会进一步影响公司的业绩。尤其对于这些发行量较少的中小私募来说，承受的压力是双重的，虽然信托账号的打开一定程度上有利于减低阳光私募的成本，但对于阳光私募来说，业绩才是取胜的王道。

■ 产品分析

## 投资范围广 操作策略活 宏观策略基金熊市显优势

□海通证券 金融产品研究中心 罗震

随着国内私募基金策略多元化步伐的加快，宏观策略私募基金开始在国内出现，并成为传统私募较为热衷的策略转型的形式之一。而在海外，全球宏观策略基金早已是对冲基金的一个重要分支，其拥有非常独特的投资方式与风险收益特征，例如乔治·索罗斯的量子基金就采用全球宏观策略。

我们先来认识一下海外市场上的全球宏观策略基金。全球宏观的投资策略是：为了从宏观经济趋势中获利，对任何资产类别（股票、债券、货币、商品等）、任何投资工具（现金、衍生品等），以及世界上任何资本市场，进行做多与做空的杠杆交易。

其拥有以下四个特点。第一，投资范围非常广阔，几乎在所有的主要市场中（股票、债券、货币、商品市场等）都会出现该类对冲基金身影，且其会在全世界范围内扫描投资机会。第二，自上而下的宏观研究。全球宏观中的“宏观”一

宏观策略私募基金的风险收益特征			
产品名称	今年以来收益率（%）	波动率（%）	与沪深300的相关系数
梵基1号	32.37	7.17	0.03
泓湖重域	7.90	3.12	0.55
盈冲一号	2.05	5.62	0.54
沪深300	-6.01	5.91	-
海通非结构化私募指数	-1.74	3.68	0.87

资料来源：海通证券研究所金融产品研究中心，wind

词就代表该类对冲基金投资获利的依据主要来自宏观分析，其试图利用宏观经济的基本原理来识别各类金融资产价格的未来趋势或错误定价。第三，多为方向性投资：全球宏观通常不是市场中性的，其会利用做多/做空对资产价格变动方向进行下注，例如做多美国股市或做空日本债券，因此，对全球宏观来说，择时意味着一切。第四，杠杆的使用。全球宏观在对某一个投资方向下注时，通常会利用杠杆，因此其收益和风险都被放大。

综上，全球宏观策略具有长期收益高、投资灵活性强、与股票、债券市场的相关度低的优势，但其劣势就是风险较高，方向性投资与杠

杆的使用使其天生具有较大的业绩波动性。

目前，国内较为典型且拥有较长历史业绩的宏观策略私募基金有三只，分别是梵基投资的梵基1号、泓湖投资的泓湖重域、尊嘉资产的盈冲一号。国内宏观策略基金与海外的全球宏观对冲基金投资策略大体类似，但还存在着两方面明显区别。首先，在投资范围上，受限国内对于资本项目的管制，国内对海外市场的投资收到严格限制，因此国内宏观策略基金无法做到全球市场投资，其投资范围仅限于国内的股票、债券、商品期货、股指期货。其次，在投资策略上，受限国内衍生工具的

缺乏，宏观策略可使用的投资策略受到诸多限制，例如由于国内还未出台利率期货，因此宏观基金无法做空债券。投资范围与投资策略的局限，使宏观策略基金灵活性的优势被削弱。

国内的三只宏观策略基金已拥有超过10个月的业绩。我们从收益率、波动率、与指数的相关系数三方面来衡量它们的风险收益特征。首先，收益率方面，三只产品今年以来均取得正收益，跑赢沪深300指数与海通非结构化私募指数，且业绩最好的梵基1号收益率高达32%。宏观策略基金能取得如此业绩还是受益于股市以外其他市场（例如商品期货与债券

市场）的投资机会以及可双边操作的灵活性。其次，在波动性方面，涨幅最大的梵基1号波动率最高，并大幅超越沪深300指数与非结构化私募指数，盈冲一号的波动率也明显高于非结构化私募指数，仅有泓湖重域波动率低于股票指数与私募指数，这可能与泓湖重域使用了部分对冲手段有关。再次，三只宏观策略基金与股票市场的相关性均较低，相关系数最低仅为0.03，最高仅为0.55，均明显低于非结构化私募指数。

随着国内私募基金机构投资者队伍的壮大，私募基金组合的投资技术将逐步成熟，宏观策略基金凭借高收益率、低股市相关性，将成为基金组合的重要配置资产。对于个人投资者而言，宏观策略基金也是风险承受能力较强的投资者的较好选择，当然考虑到其较大的波动性，投资者需要仔细评估基金管理人的择时能力。同时，国内宏观策略基金的历史业绩仍不充分，对其择时能力的评估仍需继续观察。

■ 私募看市

## 春江水暖机构先知

□苏渝

在A股市场上，QFII一直是价值投资的风向标，撇开巴菲特买中石油、比亚迪赚得盆满钵满不说，历史上就有QFII投资A股获取数倍回报的先例，其投资能力和前瞻性眼光可见一斑。

世界上没有只跌不涨的股市，过去没有，现在没有，将来也不会有。即使在大级别的熊市中，股市跌过头就会自我纠正，便宜货中国人不愿买，外国人要来买。尽管我们还未看到牛市的踪影，尽管我们还未看到经济增速有明显回升迹象，但股市的确跌过头，存在出现大级别纠偏反弹的可能。

在上证综指跌破2000点后政策面出现明显变暖，宏观经济面也开始发出积极信号。在稳增长措施不断强化以及经济内生力量修复作用下，四季度经济增速或企稳回升，而A股市场有望提前有所反应。

春江水“机构”先知。从A股市场节前几个交易日和节后一周的交易情况来看，成交量在逐步放大。近两个月以来，QFII对A股大幅增仓，足以给我们如下警示：A股已具备长线投资价值。

数据显示，今年8月以来，QFII账户的建仓速度明显加快，在标的选择上，蓝筹股成为QFII抄底中国股市的首选目标。针对沪深300成分股中沪市股票，8月QFII单月净买入金额是今年前7个月净买入总额的6倍多，9月1日至27日，QFII净买入金额也为今年前7个月净买入总额的6倍多。8月和9月，QFII资金单月净买入额分别达到今年前7个月平均月净买入金额的46倍和44倍。此外，汇金公司用于增持四大行的资金已经超过30亿元，呈越跌越买之势。今年二季度，汇金公司分别增持700万股工行、385万股建行、76.3万股中行和800万股农行。

而产业资本宝钢股份的回购计划正在按计划推进。截至10月8日，宝钢共斥资6亿元回购了1.31亿股，约占公司总股本的0.75%。央企性质的产业资本在2000点附近的回购案例增多，用资金实力回击了此前“作秀”的质疑。继宝钢之后，中国中冶256名管理人员从二级市场购入公司A股股票合计1043.8万股，并自愿在任职期间将所购股份从购买结束之日起锁定三年，虽然总量在1100多万股的增持为杯水车薪，但其参与增持人数之多、层面之宽，充分显示公司管理层对未来发展前景的信心。

最新基金月度调查显示，基金经理对未来三个月股票的持仓建议配比为85.3%，较上月的26个月新低76.1%有所回升。基金也在跟随QFII谨慎加仓。虽然国内经济还存在不确定性，但大盘跌过头后很多公司的估值已具有吸引力，蓝筹股平均市盈率不足8倍，促使基金经理的熊市思维有所扭转。

最为明显的是，作为股市主力军之一的保险资金已明显从前期的谨慎观望转为集体试探性加仓，在2000点一线连续多日抄底，包括申购基金和自购股票。此轮加仓始于中秋国庆长假前最后一个交易日。有消息称，9月28日开始，中国人寿、中国平安、中国人保、泰康人寿等多家保险巨头，相继踩动加仓油门。

春江水暖机构先知，跌多了要涨，这一次也不例外。

责编：殷鹏 美编：马晓军  
来稿请寄：yin74@263.net