

■ 热点直击

民间派私募弱市业绩翻红

□好买基金研究中心
许付漪

白酒的塑化剂风波中，曾经高位接盘的泽熙一度站上风口浪尖。来自民间的高手究竟能否承受住“黑天鹅”的考验？英雄莫问出处，私募的江湖中不乏出身各异的人才。究竟是民间军团适合市场，还是正规军更胜一筹，不妨比较之后再说话。

根据基金经理的出身，大概可以分为公募派、券商派、民间派以及其他。根据好买基金研究中心的统计，现在任的343名私募基金经理中（不包括TOT产品的基金经理）有73名来自公募基金，券商派以131的数量占了其中最大的份额，民间派则以122人紧随其后。另外还有17名则来自信托、媒体或是多背景的复合型人才。

一般来说，公募派多指那些从公募基金公司跳槽而来的基金经理。继承了公募基金公司严谨系统的投研思路，公募派在操作中更加注重从基本面来选股。券商派多数具有投行经验，使其操作相对灵活。

■ 产品擂台

□海通证券
金融产品研究中心

随着平安罗素8月发行国内第一只MOM（管理人—管理人）产品，MOM作为组合基金管理的不新形式开始引起市场关注。但事实上，私募基金组合管理的另一种形式TOT早已被投资者所熟悉，自从东海证券2009年5月发行第一只TOT以来，TOT在国内已经走过3年历程。随着2011年A股市场的大幅下滑，私募TOT发行快速冷却，2012年以来更是一只未发。

TOT即“信托的信托”，产品分为母信托和子信托两层，母信托募集资金后投资于各子信托（即私募产品）。由于国内阳光私募基金绝大多数以信托产品形式出现，因此TOT成为私募基金组合管理最便利的组织形式。TOT的优势是产品成立较为简便，但缺点也显而易见：第一，流动性不佳，由于多数私募产品申购后有6个月锁定期，基金组合无法随时调整；第二，成本较高，由于有两层信托产品，TOT存在双重收费的情况。

TOT的发展是伴随着国内阳光私募基金的发展而壮大的。TOT的出现是在2009年，而大规模爆发则是在2010年。众所周知，私

不过论及灵活性，当属民间派为最，“草根”出身的他们有着丰富的实战经验，做得好的往往有出彩表现。

根据已公布的10月份私募净值，好买统计了各派别私募基金经理的平均年化收益率以及根据各人的平均年化收益率所计算的方差和极差。从平均收益率来看，仅有民间派取得了正收益率，为0.02%，其余均在近两年的熊市之中表现出了负的收益率，公募派、券商派以及其他的平均年化收益率分别为-1.31%、-5.03%和-6.80%。虽然民间派在熊市中表现出了不错的收益，但从标准差和极差来观察，不难发现该派别各产品间业绩差异最大，59.5%的标准差和644.11%的极差要远高于其他派别。相比之下，来自其他的业绩要相对稳定。

公募派
继承公募严风控

今年有不少公募高管转身奔私。原来华夏基金的权益类和固定收益类的两大核心人物王亚伟和杨爱斌在今年先后告别公募，转

身私募。其中杨爱斌已经成功发行了鹏扬1期和鹏扬II期两只产品。而王亚伟也已于今年9月底在深圳前海注册成立了“深圳千合资本管理有限公司”，正式涉足私募江湖。公募派的阳光私募相比其他来说，尤其是依靠自己摸爬滚打起家的民间草根来说，起点要相对好很多。由于在公募基金从业时积累了较为深厚的人脉资源、客户资源以及渠道资源，助其产品顺利发行。另外，从投研和风控上来说，继承了公募基金严谨系统的投资思路，公募派较多的以基本面选股为主，操作相对其他派别稍微缓慢。

民间派
民间英雄有悲喜

现任私募基金经理不少来自民间，多年的前线经验练就了这些基金经理较强的实战能力，但民间派也几家欢乐几家愁。从平均年化收益率来看，这一派的业绩分化程度较大，来自民间的私募基金经理在操作上往往有自己较为独特的理念。相对其他几派，民间派私募基金经理往往操作更灵活，在高收益的背后也隐

藏着较高的风险和波动性。做得好的如泽熙的徐翔，在好买基金研究中心统计的非结构化阳光私募的近一年收益排名中，其管理的泽熙3期、泽熙5期以及泽熙2期分别以33.87%、22.48%和16.26%的收益排名第二、第三以及第八。再如林园也是民间派不得不提的一面旗帜。林园于2007年发行的林园1期、林园2期、林园3期基金净值曾一度跌至0.4元以下，但他坚持自己的投资理念，之后的净值稳步回升，在好买统计的近三年收益排行中，林园3和林园2分别以34.6%和28.8%的近三年收益率进入前十。金顶海外基金成立仅4个月，便取得91.92%的回报。也有落寞者，如赵笑云，其管理的“笑看风云二号”在今年年初便主动清盘，而另一只产品“笑看风云一号”也于今年6月宣告终止。

券商派
灵活操作业绩稳

相对民间派的大起大落，券商派9.95%的标准差和55.98%的极差都比以风控见长的公募派要小，虽

然平均年化收益率比公募派和民间派稍小，但总体表现出较为稳定的业绩水平。出身券商的私募基金经理大多以市场为导向，不计较短期得失，同时在趋势判断和波段操作上也相对擅长。在市场波动较大时，券商派私募在防御下行风险和结构性机会的把握上都表现出一定优势。比如在今年4月27日至6月29日，鼎锋基金王小刚所管理的鼎锋4号上涨17.21%，而同期沪深300指数下跌6.27%。

总的来说，民间派的私募基金往往操作最为灵活，业绩分化也最大，投资者在挑选此类基金时的难度不善于选股。出身公募的基金经理则稳扎稳打，从基本面抓起，对于风险控制也较为看重。券商派总体业绩分化最小，但相对公募来说，加入了一些较为多样化的投资策略，这也在一定程度上加大了选择的难度。另外，还有拥有多重背景的基金经理，这些或出身媒体，或在券商以及公募均有涉猎，也在私募江湖中凭借自身特色占据了一席之地。

总体来看，TOT业绩略优于私募平均水平，体现出一定的基金优选能力，但TOT的投资并未显示出突出的管理能力，这可能与TOT发展历史不长、私募基金组合投资的技术仍在摸索有关。此外，如果能够选择更多元化策略的子基金，组合基金可能获得更好的风险收益水平。

从长期来看，以TOT为代表的私募基金组合管理未来仍有较大发展空间。首先，从海外经验来看，海外对冲基金的30%资金都来源于类似组合基金的机构投资者，而组合基金也被对冲基金研究机构划分为对冲基金策略的一个重要类别，而目前国内TOT规模占私募基金整体规模的占比仍很小。其次，随着MOM的出现，TOT的固有缺陷可以得到改善。MOM与TOT的区别在于募集资金后招募多位投资经理直接进行管理，而没有双层的产品结构，因此，对MOM来说，更换投资顾问只需取消私募的操作权限既可，不受私募产品锁定期与开放周期的影响，同时，由于没有两层产品的设计，在管理费用上也会更节省一些。再次，随着对冲策略私募基金纳入组合，以及组合管理技术的提升，私募组合基金的业绩有望改善。

■ 产品分析

私募年终盘点系列之一：创业板令私募爱恨交织

□壹私募网研究中心 李镰超

三年前，创业板登陆A股，立刻得到了阳光私募的青睐，重仓持有押注翻倍，抱团取暖抗拒下跌的操作手法，成就了不少明星私募基金；三年后，在创业板指数打六折后，跌势仍未见尽头，让重仓持有创业板股票的阳光私募损失惨重，甚至清盘。

爱恨交织，这是阳光私募对创业板的真实想法，始乱终弃，这也是私募对创业板的必然归宿。这一切，既是A股市场特殊的投资氛围所致，也是私募基金特殊的天性之因。

真相不能决定投资

毋庸置疑，创业板股票的下跌已成为压垮2000点的最后一根稻草。包装上市、破发频频、高管减持、业绩造假，这些问题是当下投资者对创业板股票的诟病所在。这一点，阳光私募是否认知？

壹私募网研究中心对57家主流阳光私募公司进行了关于创业板的两项调研。调研之一的问题是创业板的本质是什么？

调研结果显示：认为创业板是圈钱套现板的有51家，认为创业板是价值成长板的有9家，认为创业板是弹性投机板的有27家。

这是一个可以进行多项选择的问题，就是这个多项选择产生了一个耐人寻味的发现：认为创业板是圈钱套现板的51家私募中，也部分选择了弹性投机板，认为创业板是价值成长板的私募几乎全部选择了弹性投机板。

换句话说，绝大多数阳光私募都理解了创业板的本质，但并不排斥对其进行买卖，同时根据过往的调研我们会发现，很多阳光私募还是肯积极介入创业板，不少私募敢于并且长期重仓持有创业板股票。当然，私募重仓持有创业板股票，其中有获益者，也有受损者，爱恨交织和始乱终弃由此而生。

壹私募网研究中心认为，真相并不能决定投资。资本市场永远都有两种参与者，既投资者和投机者，这是资本趋利的本质，全球各成熟资本市场都是如此，人为地扼杀投机者，只能让市场死水微澜，成为“僵尸市”。

特殊市道特殊应对

所有人都承认，A股市场还是个不成熟的市场。在这个特殊的市场里掘金需要有特殊的投资思维和投资策略，在对待争议颇多的创业板时，更是如此。

壹私募网研究中心对57家主流阳光私募公司所做的关于创业板的第二个调研问题是：是否投资及如何投资创业板？调研结果显示：从来不误创业板的私募有10家；打新后中签即抛出的私募有15家；精选有价值个股重仓长期持有有9家；进行趋势性波段操作，但从未重仓的私募最多，达到33家。

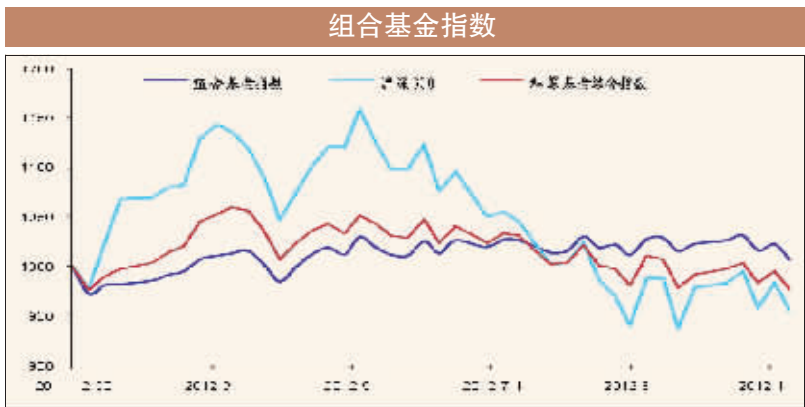
这同样是一个可以多项选择的问题。我们发现，波段操作的私募家数最多，重仓长期持有的家数最少。这与三年来创业板个股的表现也基本吻合，探路者、舒泰神、蓝色光标等牛股凤毛麟角。

虽然截至今年11月28日，有75.5%的创业板股票破发，但翻看其走势我们发现，绝大多数股票每年都至少有一波以上的飙涨行情，即便是三年来最能股票恒信移动，也曾有过短期内暴涨40%的走势，因而，参与创业板的私募只要踏准了节奏，也会获利颇丰。

事实上，阳光私募参与创业板股票也在某种程度上折射了当前A股流动性极度缺失的现状，场内资金根本无法推动大盘蓝筹股上涨，分红制度的不完善又使得参与者只能在股价的波动中赚取差价，所以，阳光私募扎堆创业板是在A股特殊市场背景下的无奈之举。

责编：殷鹏 美编：马晓军

私募TOT不该被遗忘



资料来源：海通证券金融产品研究中心

募基金从2007年开始快速增长，发展至2009年已经累计发行了近400只管理型产品，这为TOT在2009年的应运而生创造了条件。而2009年、2010年私募的出色业绩使得TOT的发行越发火爆，TOT在2010年共发行了32只产品，超过2009年的6倍。不过，随着2011年A股市场的大幅下滑，TOT业绩出现大面积亏损，TOT发行快速冷却，2011年TOT发行大幅萎缩，全年仅发行19只，而2012年至今更是一只未发。

TOT的投资策略主要是通过管理人专业的基金评价能力，优选优秀的私募基金，并通过不同风格、不同策略类型基金的搭配实现基金组合长期良好收益。

由于私募基金公司大多规模较小，且信息披露不充分，风格又趋于多元化，因此普通投资者筛选基金确实存在困难，而TOT就可以发挥由专家代为投资管理的优势。此外，TOT在投资管理上有两方面特点：第一，TOT多为被动管理型产品，即基金成立后组合中的基金即不再调整，真正进行组合调整的管理机构较少；第二，由于国内的TOT投资的都是传统股票型私募基金，新近出现的对冲策略的私募基金还未纳入TOT的投资组合，因此TOT的净值走势与股票市场的相关度较高。

依据TOT历史净值编制得到的TOT指数，截至11月9日，今年以来TOT指

数上涨0.72%，同期沪深300指数下跌-4.47%，私募基金综合指数下跌-2.3%。从TOT指数的走势可以看出，TOT的波动明显小于私募基金综合指数，更远小于沪深300指数，这与TOT通过组合投资有助于分散风险有关。

目前成立满两年的TOT产品共31只。从单只TOT业绩来看，所有的TOT产品最近两年均处于亏损之中，业绩最佳的托付宝TOF-1号净值下跌-6.39%。不过依靠风险控制的优势，在过去两年大幅下跌的市场中，所有TOT产品均跑赢沪深300指数，超额收益最低的汇聚成长1期净值下跌-31.33%，但也跑赢同期大盘1.96个百分点。