

■ 热点直击

与券商合作延伸价值链条 11月私募发行量强势反弹

□ 中信证券
研究部金融产品组

由于季节性反弹，11月份私募发行回归常态。2012年11月，阳光化私募发行53只，同比下降18%，环比上升141%。其中，结构化产品41只，同比上升28%，环比上升141%；非结构化产品12只且基本为普通型私募，同比下降64%，环比上升140%。

私募发行数据环比出现较大改善主要是因为10月基数较低。10月由于节假日因素导致私募发行数量出现季节性洼地，并创下37个月以来历史发行新低。在洼地效应消失、私募发行回归常态后，环比数据大幅上升合乎常规判断。

私募与券商合作延伸价值链条。继国泰君安资产管理公司与重阳投资合作发行君享重阳一号产品后，国信证券资管部与鸿道投资发行了国信鸿道对冲限额特定1号。私募与券商的合作其实早已有之，但将私募名称嵌入资管产品里的做法在此之前较为罕见。对于私募机构而言，券商通道一方面费率可能低于信托，另一方面券商小集合的股指期货参与灵活度也较信托高。而从券商的角度看，此举可以增加规模。但看似双赢的模式，实际上还是存在一些合规方面的灰色地带。

在招商证券获批私募托管无异议函后，未来私募与券商的合作将更加紧密。在海外市场，证券公司作为

基金简称	投资顾问简称	成立日期	净值日期	中信三年评级	设立以来收益率(%)	今年以来		最近一个月收益率(%)	最近三年年化收益率(%)	
						收益率(%)	百分比排名		收益率(%)	百分比排名
中信信托·精熙1期	精熙投资	2009/2/3	2012/11/30	★★★★★	156.83	5.29	7%	-3.52	11.97	1%
云国投·中国龙增长	云国投·涌峰投资	2007/4/30	2012/11/30	★★★★★	90.90	5.05	8%	1.87	8.60	2%
华润信托·展博1期	展博投资	2009/6/15	2012/11/30	★★★★★	104.95	5.03	8%	-0.97	14.36	1%
云国投·中国龙精选	云国投·涌峰投资	2007/6/15	2012/11/30	★★★★★	118.64	4.85	8%	1.75	8.55	2%
云国投·中国龙精选(二)	云国投·涌峰投资	2008/8/8	2012/11/30	★★★★★	45.48	4.20	10%	1.62	7.73	3%
云国投·中国龙增长(二)	云国投·涌峰投资	2007/10/19	2012/11/30	★★★★★	-12.05	4.05	10%	1.91	7.39	3%
中融信托·麦尔斯通2期	麦尔斯通	2009/4/29	2012/11/5	★★★★★	30.28	2.32	16%	0.16	1.36	13%
中信信托·星石17期	星石投资	2009/1/23	2012/11/30	★★★★★	3.44	-1.64	29%	-0.95	1.13	13%
华润信托·星石1期	星石投资	2007/7/30	2012/11/20	★★★★★	54.43	-1.81	29%	-0.87	0.65	19%
华润信托·星石4期	星石投资	2008/2/2	2012/11/20	★★★★★	35.88	-1.85	30%	-0.86	0.86	16%
华润信托·星石13期	星石投资	2009/5/21	2012/11/20	★★★★★	12.07	-1.86	30%	-0.87	0.89	15%
华润信托·星石6期	星石投资	2008/6/30	2012/11/20	★★★★★	31.52	-1.88	30%	-0.87	0.65	18%
华润信托·星石7期	星石投资	2008/4/18	2012/11/20	★★★★★	31.40	-1.89	30%	-0.88	0.65	18%
华润信托·星石10期	星石投资	2009/3/12	2012/11/20	★★★★★	19.58	-1.90	30%	-0.87	0.60	19%
华润信托·星石11期	星石投资	2009/3/18	2012/11/20	★★★★★	18.49	-1.92	31%	-0.88	0.72	17%
华润信托·星石5期	星石投资	2008/4/28	2012/11/20	★★★★★	33.17	-1.92	31%	-0.88	0.66	18%
华润信托·星石16期	星石投资	2009/7/20	2012/11/20	★★★★★	5.13	-1.94	31%	-0.86	0.87	16%
华润信托·星石3期	星石投资	2007/4/27	2012/11/20	★★★★★	50.49	-1.96	31%	-0.87	0.77	17%
华润信托·星石2期	星石投资	2007/7/30	2012/11/20	★★★★★	54.41	-1.97	32%	-0.87	0.61	19%
中信信托·星石15期	星石投资	2009/6/10	2012/11/30	★★★★★	6.58	-1.98	32%	-0.98	0.92	15%
中信信托·星石19期	星石投资	2009/9/28	2012/11/30	★★★★★	5.63	-2.02	32%	-0.93	0.96	14%
中信信托·星石14期	星石投资	2009/5/25	2012/11/30	★★★★★	11.21	-2.04	32%	-0.97	0.95	14%
中信信托·星石12期	星石投资	2009/3/23	2012/11/30	★★★★★	14.59	-2.13	33%	-0.99	0.87	16%
中信信托·星石8期	星石投资	2009/4/21	2012/11/20	★★★★★	22.72	-2.13	33%	-0.90	0.49	20%
中信信托·星石18期	星石投资	2009/9/16	2012/11/30	★★★★★	4.37	-2.17	33%	-0.99	0.74	17%
华润信托·星石9期	星石投资	2009/3/4	2012/11/30	★★★★★	18.92	-2.21	33%	-0.79	0.36	20%
外贸信托·嘉实股票精选1号	嘉实基金	2008/8/18	2012/11/30	★★★★★	50.07	-3.54	42%	0.41	5.99	5%

数据来源：朝阳永续，中信证券研究部

对冲基金的主经纪商，向对冲基金提供融资融券、集中清算和托管等服务。主经纪商提供的服务使对冲基金可以更加专注于投资管理，而不至于淹没在繁杂琐碎的事务性工作中。证券公司为私募提供服务的综合性应该远高于信托公司，包括产品设立、销售、托管、交易等服务，基本涵盖私募产品运营链条。

截至12月14日，具备业绩数据并纳入中信证券私募基金11月评价的普通型私募有981只，当月平均收益率为-4.58%，仅74只产品获得正收益。75只多组合型私募平均收益率为-4.23%，3只获得正收益；35只债券型私募平均收益率为

0.66%，3只产品未获得正收益。毕竟，期间A股市场猝不及防地下跌，令不少私募净值损失惨重。据统计，11月单月亏损超过10%的产品数超过一成。

从今年以来收益率看，可统计的878只普通型私募平均收益率为-6.33%，正收益的产品数量约占两成，最高收益率42%，而最低收益率为-46%；72只多组合型私募平均收益率为-4.88%，正收益的数量约占18%；20只债券型私募平均收益率为6.35%，仅两只出现微跌。

2012年11月，共有294只普通型私募参与中信证券私募基金三年评级，其中27只基金获得五星评价，当月新增的五星基金主要集

中在星石投资旗下产品。

国内经济方面，中央经济工作会议继续提振信心。改善市场流动性预期的QFII制度调整和疏导排队IPO企业的政策对股市也构成利好支撑。投资者情绪的转好将持续带动资金流入股市，使整体股市流动性呈现继续改善的趋势。海外市场近期关注的焦点仍在美国财政悬崖的谈判进展；而市场上大多数投资者判断美国财政悬崖问题将不至于引发系统性风险，但随着到期时间点的临近，市场情绪会随谈判进展出现波动。

短期市场风险偏好的上升及流动性持续改善对国内股市起到一定支撑。由

于中长期经济处于转型过程中，经济调整过程难免反复，本轮经济企稳复苏的持续时间和强度存在较大不确定性；但在未看到经济再次掉头向下之前，市场缺乏证伪的证据，从而为短期内信心的聚集提供了较好的外部条件。

鉴于市场基本面并未发生根本性的变化，经济复苏的持续性还有待时间检验，因此维持此前观点不变。建议保守型投资者继续关注星石、展博旗下产品，而激进型投资者可关注弹性更大的重阳和淡水泉旗下产品。本期也将景林投资纳入关注范围，从相对保守的角度，投资者可考虑关注其旗下景林稳健。

■ 产品擂台

全年发行量大减 八成私募负收益

□ 好买基金研究中心 许付漪

又到年终盘点时。在A股“熊冠全球”的一年里，阳光私募有怎样的表现呢？

股市寒流放缓发行脚步

从新产品的发行量来看，根据好买基金研究中心的统计，今年一共成立阳光私募产品166只，其中传统非结构化产品99只，创新型产品67只。相比去年283只阳光私募产品的发行量来看，今年的发行量较去年有了一定程度回落。如果从每个月的发行量来看，今年阳光私募产品的发行量也普遍少于去年同期水平。总的来看，发行量与市场走势有很大关联性，相比2011年，今年的市场无疑是一个更加漫长的股市寒冬。除了4月市场大涨时私募发行量较低，整个上半年，阳光私募产品的发行量比较稳

定，并在7月达到了全年发行量的峰值，即单月发行产品27只，但这相比去年峰值44只产品，还是有一定差距。

清盘消息不绝于耳

清盘是今年阳光私募圈子中常常被提起的一个话题。根据好买基金研究中心的统计，截至2012年12月20日，共有81只产品遭遇清盘，其中包括非结构化产品64只，创新类产品17只。1月清盘产品为9只，2月清盘产品为4只，3月清盘产品为1只，4月清盘产品为7只，5月清盘产品为4只，6月清盘产品为10只，7月清盘产品为13只，8月清盘产品为11只，9月清盘产品为10只，10月清盘产品为3只，11月清盘产品为9只。对比之前的发行量，今年阳光私募产品的发行量和清盘数量最多的月份均为7月。从清盘的原

因来看，有些是因为产品到期主动终止，有些是由于触及清盘线而被迫终止。对于私募来说，清盘线的设置有助于公司注重风险控制，对于投资者来说，也可以起到一定的保护作用。但清盘线对投资的掣肘也是不可否认的。

八成产品遭遇负收益

据好买基金研究中心统计，截至12月20日所公布的阳光私募产品的11月净值计算出的产品今年以来收益率，在可统计的813只阳光私募产品中（包括非结构化产品和创新型产品），今年以来的平均收益率为-5.38%，其中获得正收益的产品有191只产品，占比23.49%，也就是说，近八成阳光私募产品今年以来的收益率为负。

其中，在773只传统非结构化产品中，有177只产

品今年以来实现了正收益，占比22.90%。非结构化产品今年以来平均收益率为-6.05%，表现最好与表现最差的基金之间的极差为89.92%。而在纳入统计的39只创新类产品中，有14只产品实现了今年以来的正收益，占比35.90%。创新产品今年以来的平均收益率为-2.33%，表现最好与表现最差的基金之间的极差为382.49%。值得一提的是，从收益率来看，虽然传统非结构化产品的极差要明显小于创新型产品，但如果去除创新产品中表现最好的凯丰基金和恒昌商品对冲1期，剩余的样本中，平均收益率为-3.20%，依旧优于传统非结构化产品的今年以来平均收益率。如果对这些创新产品收益率计算标准差与极差的话，6.53的标准差和36.50%的极差也都明显大于传统非结构化产品。

总的来说，今年无论是对于投资者还是对于私募公司来说，都是难过的一年。但是最绝望的时候往往也是希望开始的时候，我们不妨拭目以待。

■ 产品分析·私募年终盘点系列之四

知足者赢 游击者胜 ——2012年私募生存之道

□ 壹私募网研究中心 李镰超

年终时分，回望2012年跌宕起伏的行情，阳光私募经理唏嘘不已者众。如果算上12月初的这波反弹，今年出现了三次阶段性赚钱机会，与2011年的一路单边下跌相比，市况要强一些。但是，一整年绝望与希望交织的投资预期让私募经理踯躅不前。因而，从操作策略上看，“知足者赢，游击者胜”成为2012年私募的真实写照。

知足者赢

2011年底，阳光私募对于2012年行情预判的主流观点是“不悲观”，这一论调事实上透露出对2012年行情谨慎的预判。然而，年初的一轮估值修复行情，以及2132点“钻石底”论调的指引，再加上4月轰轰烈烈的金改行情，使得对后市乐观的私募逐渐增加，随后春季行情结束，大盘一路探底，反弹数月积累的收益渐成泡影，看空后市的私募大大增加。

在此纠结的情绪下，我们发现私募对于每次反弹的态度截然不同，看空的依然轻仓坚守，看多的重仓挺进。以上半年的两次反弹为例，占比76%的阳光私募产品仅仅抓了一波，而后继续等待。对于12月初的这波反弹分歧依然很大，仅有半数私募加仓做多。

壹私募网研究中心历史数据显示，今年上半年同时抓住两波行情的私募仅有重阳、金中和、鼎锋、德源安、银帆等10家，涉及产品个数不过40余只，但在下半年的单边下跌行情中，又有22只产品悉数被打回年初净值水平。仅剩下银帆、鼎锋仍然名列前茅。

牛市本来就获利艰难，守得住手的收益更加艰难，得而复失的收益又是最令人扼腕痛惜。一边迫于生存压力不得不做多获益，一边不得不承受大盘逐级下探的风险。因而，2012年对于私募来说，最纠结的事莫过于逆势做多还是顺势坚守？

2012年，阳光私募知足者赢，这就是现实。

游击者胜

A股自2009年8月3478点以来，一直在一个下降通道中运行，反弹级别越来越弱，熊市特征明显。在此背景下，私募的趋势投资日渐盛行，波段操作的游击战术大行其道。

翻看2012年的私募业绩排行榜，我们发现排名前列的私募投顾绝大多数为坚定的趋势投资者。

如不出意外，2012年的私募冠军当属银帆3期，超过40%的收益足以傲视群雄，这家出身民间的神秘投顾，操作风格非常灵活，对市场热点和主题投资把握精准，仓位变动频繁，持股时间普遍较短。今年炒作比较热门的概念，无论是页岩气、地热，还是美丽中国，其都有斩获，游击气息相当浓厚。

此外，排名靠前的泽熙投资也是发掘热点和规避风险的高手，其对于市场投资者情绪的把控可谓炉火纯青，抓一波上涨行情即落袋为安，轻仓静候新一轮反弹趋势的出现。而今年表现较好的神农1期，也是另外一种形式的游击战，神农投资总经理陈宇以“太极缠丝功”的独特理论来指引操作，在风控和收益中游刃有余。

如果以巴菲特的长期价值投资理念来看，上述私募经理的思路难入主流，但这种符合A股市场实际的投资理念以及为客户获取绝对收益的态度却是值得称道的。对于私募行业来说，胜者为王永远是真理。

2012年，阳光私募游击者胜，这也是现实。

责编：殷 鹏 美编：马晓军