

热点直击

私募商业模式酝酿变革

信托制“独大”局面或遭挑战

中信证券研究部金融产品组

阳光私募规模创新高但增速继续放缓。据信托业协会统计，截至2012年四季度末，证券信托二级市场规模为1718亿元，环比上升1.6%，同比上升37.57%。虽然规模不断攀升，但受制于市场景气及其他类型产品形式分流资金影响，信托制私募二级市场环比增速堪忧，已经连续三个统计周期出现下滑。

私募产品发行连续3个月回暖。2013年1月，结构化产品发行70只，非结构化发行16只。其中普通型发行11只，环比增加-26.7%，同比增加120%，债券型1只，特殊型4只。普通型发行同比较高的主要原因是去年1月为春节，导致发行基数较低。

私募监管新规拟发布，商业模式酝酿变革。信托制私募目前作为成熟的阳光私募产品形式，不仅是其主要的产品载体，也是私募机构阳光化和发展壮大的重要原因。而即将在今年6月1号生效的《证券投资基金法》，对非公开私募基金并未约束其产品形式，也为今后阳光私募采用非信托制发行奠定了法律基础。2月20日，中国证监会落实法律规定，细化制度安排，公布《私募证券投资基金业务管理暂行办法（征求意见稿）》以下称《暂行办法》。

《暂行办法》对私募基金管理人的登记条件、合格投资者标准、基金宣传推介、基金备案、从业人员管理等事项进行了细化。《暂行办法》顺应国际上对冲基金加强监管的趋势，符合国际对冲基金监管通行框架，其中独立开设账户相关规定或将改变私募现有商

中信证券私募基金业绩列表(2013年1月)

Table with columns: 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(%), 今年以来收益率(%), 今年以来百分比排名. Lists various private equity funds and their performance metrics.

数据来源: 朝阳永续, 中信证券研究部

业模式。《暂行办法》第九条规定，经登记的基金管理人可以向证券登记结算机构、相关交易所申请开立基金相关账户。这意味着私募证券管理机构产品模式可能酝酿重大变化。

由于信托制私募发展已经较为成熟，信托公司在产品设计、风险控制、后台运营、法律合规等各个环节上有一定先发优势，因此信托制私募不会立刻丧失竞争力。但是信托制架构涉及四方利益分配，较长的利益链条对投资者不利，也并非最经济的产品架构。因此在私募正名后，其他形式的私

募基金发行方式存在挑战信托制私募独占鳌头的可能性。

今年以来股市反弹明显，私募整体业绩走好。截至2013年2月14日，具备业绩数据并纳入中信证券私募基金2013年1月评价的普通型私募共990只，当月平均收益率为5.20%，九成以上产品获得正收益，其中107只基金涨幅超过10%；68只多组合型私募平均收益率为5.22%；23只债券型私募平均收益率为0.81%。

2013年1月，共有338只普通型私募参与中信证券私募基金三年评级，其中33只基

金获得五星评价。1月新增五星基金为源乐晟2期和股贷双利1期。

近期A股指数下跌较为明显，除获利回吐压力外，流动性预期和地产调控压力是主要触发因素。央行在春节后开始回收流动性，重启正回购；美联储2月20日货币政策会议纪要公布后，海外乐观流动性预期发生改变，虽然QE即刻停止的概率不大，但市场预期开始转变；加上预期IPO重启的时间点提前，这三点因素导致流动性预期承压。而20日国务院召开常务会议，研究

部署地产市场调控工作，也使得部分投资者离场观望。

预计短期内投资者将观望上述因素的最新演进趋势，市场调整压力仍在。中信证券研究部策略组认为，主导去年12月以来A股行情的主线即改革和投资以及经济复苏驱动下的强势格局仍会继续，因此本轮调整结束后，市场将重拾升势。在此背景下，我们建议保守型投资者继续关注星石和展博旗下产品，风险承受能力较强的投资者可以关注重阳、淡水泉、景林投资和涌峰投资旗下产品。

一周看台

行情不轻言结束 私募积极推新品

□飞鹏

据私募排排网数据中心不完全统计，目前有净值数据的非结构化私募证券投资基金产品为762只，今年2月份首周的收益率为2.04%，跑输大盘1.12%。

从整体表现来看，实现正收益的产品有672只，占88.19%，大部分私募基金在春节前都拿到了红包。

春节前最后一周表现最好的是厦门信托·四海一号，从2月5日至2月8日的收益率高达27.82%。

排名第二的是中融信托·鹏诚二期，收益率为11.86%，排名第三的是中融信托·融创稳健2号第6期，收益率为10.98%。

同期表现较好的包括穿石投资、西域投资、明达资产、金中和投资等。

表现较差的是中诚信托·金谷1号，亏损9.72%，同期表现较差的还有创赢投资、林园投资、中睿合创等。

春节后市场并没有迎来预期的“开门红”行情，反而大幅下挫，私募基金虽然在春节前有所减仓，但是比例较小，整体仓位依然处于较高水平，显然私募基金当时的态度过于乐观。

对于上周的市场调整，私募认为属正常现象，毕竟大盘从1949点上涨到2444点，幅度高达25.4%。但这波行情不会轻易结束，有的甚至认为两会后的市场比两会前的市场走好的概率要大。总体来看，目前私募的心态普遍处于谨慎乐观状态，认为在调整阶段应该控制好仓位，确保前期的收益，为未来出现的投资机会做好准备。

据私募排排网数据中心统计，截至2月20日，今年以来共发行了81只证券类信托产品，其中1月份发行57只，2月份发行24只。81只产品中，非结构化的产品数量为27只，结构化的产品数量为56只，发行形势较好。

行情的回暖大幅提升私募基金对后市的信心，也提升了投资者购买私募基金的积极性，从2月的发行数量上看，私募基金发行新产品的数量有所提高，包括最近表现较好的创赢、老牌私募明达投资、星石投资、涌峰投资均有新产品成立。

产品分析

1月私募业绩整体输给公募

高收益产品持股更集中

□海通证券 金融产品研究中心 罗震

1月份A股市场总体延续单边上扬走势，上证综指上涨5.12%，深证综指上涨6.25%，个股呈现普涨格局，去年12月出现的市场风格严重分化局面也明显收敛。从私募产品表现来看，非结构化私募产品在1月市场中整体跑输指数与公募，不过根据历史经验，在趋势上涨行情下，私募跑输公募属于正常现象。私募在追求绝对收益目标下，仓位策略较为谨慎，而部分私募在经过2012年12月的大幅上涨后也有所减仓，导致净值涨幅逊于公募。但私募业绩离散度依然远大于公募，1月私募非结构化产品超额年化收益率的首尾差距高达423个百分点左右，不

仅明显高于公募偏股型基金的169个百分点左右，相比历史数据也呈扩大态势。

由于净值公布的滞后，部分公布净值时间较晚的私募业绩可能未纳入我们的统计范围。此外，净值公布日期偏差过大的产品也被剔除。

博弘数君旗下8只产品排名前列，但这些都是通过同一只合伙制产品进行定增项目投资，因此只列出博弘31期1只产品。

在私募业绩差异巨大的背景下，我们关心的重点是业绩优秀的私募呈现出哪些特点。为此，我们统计1月非结构化私募产品的前10名。我们发现，1月业绩优秀的产品多数呈现高持股集中度的特点。以排名第1的博弘31期为例，该产品为博弘数君旗下的定增指数型产品，其通

过分散投资于定增项目获取定增市场的平均收益。不过根据博弘数君网站披露，目前该产品仅持有4只定增股票，分别是中航电子、日海通讯、鲁丰股份、国金证券，其中中航电子单只股票仓位高达2/3，如此高的个股集中度在私募产品中实属罕见，这明显表明博弘数君事实上已经淡化了被动的指数化投资方法，而是对定增项目的优劣进行了判断，并给予不同的配置比例。也正是由于中航电子的高度重仓，以及该股1月高达46%的涨幅，拉动了博弘数君产品净值大涨。但考虑到定增产品的净值波动本身就比较较大，而高集中度的投资意味着净值波动会进一步加大，事实上博弘数君产品的净值波动未来将高度依赖中航电子的股价走势。

排名第2的创赢投资旗下的创赢1号也引人注目，从去年12月到今年1月，短短两个月内该产品涨幅已达58%。该产品的高收益也是依靠高集中度投资实现，不过该产品的高集中度体现在行业层面，即通过高度重仓银行股，充分享受此轮银行股的反弹收益。此外，长金投资、明曜投资等选股为主且持股集中度相对较高的私募公司旗下产品也表现突出，入围前十。

投资者一般都信奉“不要把鸡蛋放在一个篮子里”，即分散持股可以降低风险，但集中持股也是不少私募基金人的常用手法，例如巴菲特就偏好集中持股，因为集中持股可以充分享受重仓股的上涨收益。但不可否认的是，集中持股也使私募产品完全暴露于个股风险之中，一旦

选股失误会导致业绩大幅下滑，且单只股票仓位过高也会导致个股基本面恶化时无法及时卖出。

我们认为，对投资者来说，首先，高集中度风格的私募产品，净值波动大，有利于增强投资组合的进攻性，在上涨趋势市场中弹性较大，但仅适合于风险承受能力较强的投资者。其次，在选择这类产品时，投资者要重点关注管理人的选股能力，因为其业绩将完全依赖于私募的选股能力，选股能力强的管理人，集中持股将是业绩的加速器，而选股能力弱的人如果持股集中度较高，那将是一场灾难。再次，对于选股能力的考察重点是其相对收益能力，即能否在不同的市场环境均能在中长期跑赢指数。

上周私募业绩前十名

Table with columns: 产品名称, 净值日期, 单位净值, 月增长率. Lists top performing private equity funds from last week.

责编: 股鹏 美编: 马晓军