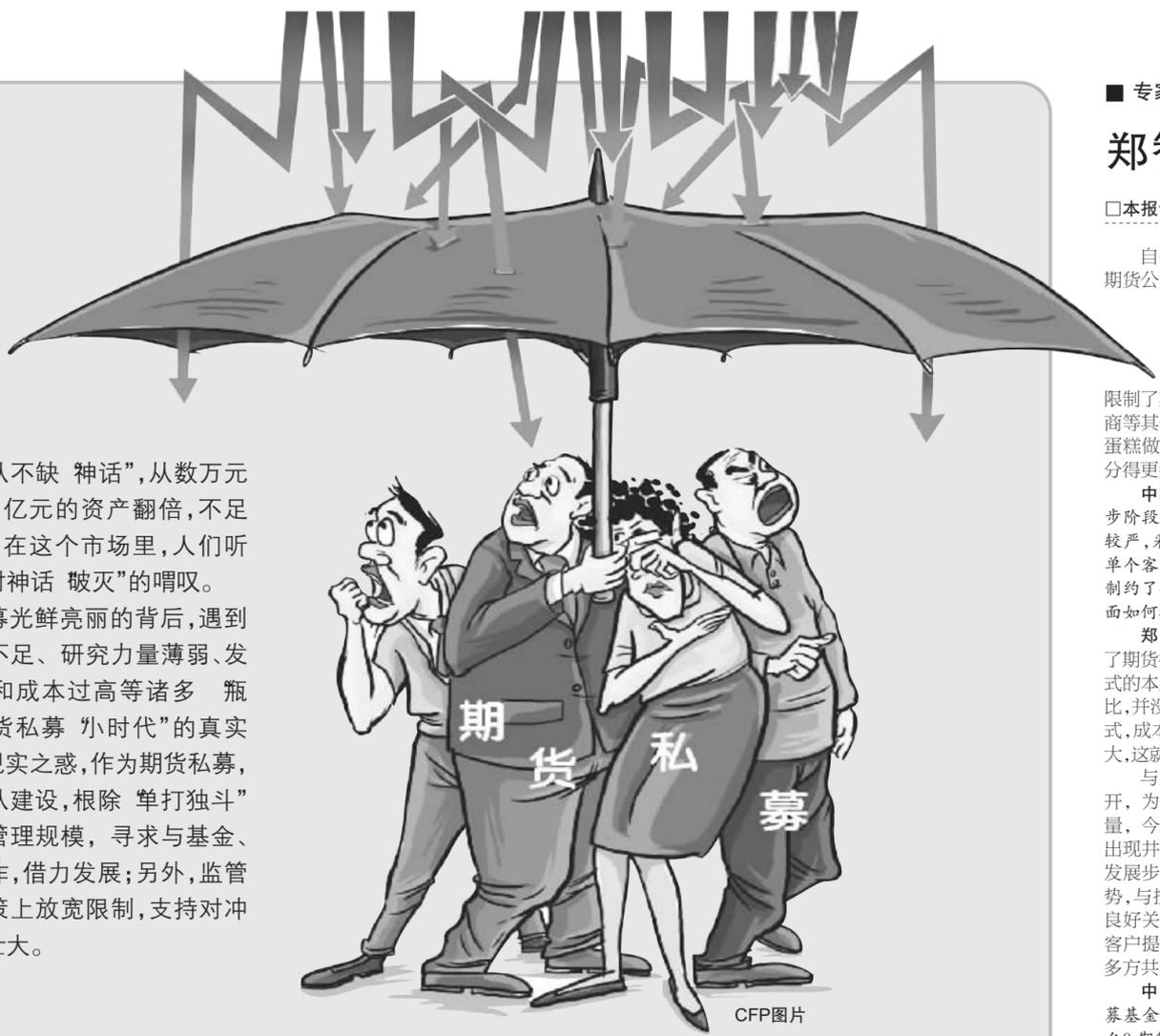


“散兵游勇”难成大气候 期货私募“小时代”之惑

□本报记者 官平



一位期货私募基金经理的倾吐

五年前,三十岁出头的于伟还是一个IT男,如今已成了私募大佬”。2008年,他和清华大学的师兄用起初在股市牛市中赚的“第一桶金”200多万元,在北京一起创办了一家期货私募公司,科研能力强的师兄负责研究,他自己则负责管理程序化交易。

目前于伟管理的期货私募资产规模已经达到3亿元左右,在国内期货私募界中,已经可以“论资排辈”了。据了解,国内50%期货私募管理资金规模尚在1000万左右,能上1亿并且能稳定维持的还不到行业的15%。

于伟透露,他们管理的期货私募在2009年收益为120%,2010年收益超过350%,2011年、2012年收益在30%左右。他坦言,这五年能够做大

的优势排在第一的是IT背景,都是清华大学理工科毕业的,虽然出道比较晚,对期货认识不够,但计算机功底还可以。

于伟回忆当初,起始资金是自己已在股市中积攒的钱,2008年熊市后转到期货市场,最早的是专户。没有像传统的投资者出现爆仓或者大赚大赔,走得比较平稳。”于伟说,2010年开始股指期货量化交易发展比较快,国内做股指期货的人越来越多,2010年出现两大事件,一是股指期货现套利有巨大的赚钱效益,二是股指上市第一年,散户比较多,单边行情较多,暴涨暴跌也多。

资本是逐利的,于伟也认识到,做量化交易的人越来越多,市场就是这样,一个策略好赚钱,干的人就

多了,干的人多了,这个方法就不赚钱了,股指期货一开始很好做,后来到了2011年、2012年就很难做了,不好赚钱,今年还好做些。”

起初,于伟是做全自动化交易,现在做阳光化管理,也就是发产品。但碰到了容量问题,比如做到2到3个亿资产管理规模,再往上压力就大了,因为一个策略持续半年,要再获利就很困难,一个月赚一个点,半年赚6个点就赚不到钱。

原因很简单。目前整个期货市场体量偏小,投机策略组合净值波动大,各种交易压力也大,一般在半年左右,股指9个月左右就要回撤,套利也有容量限制的问题。”

在期货私募业内,有一个矛盾是普遍存在的,即资金方面需要稳健,

而产品方面需要高回报。客户需求是千奇百怪的,有保守的、有激进的,阳光私募便发行结构化产品,满足不同需求的人群。”

资产管理市场特别现实,比如特别好的朋友,不能保证稳定的收入,一些专户的资金可能往回撤,往往死在黎明之前。”于伟说,耐心最好的客户在8个月左右,8个月赚不到钱的话,就撤了。期货是脉冲交易,做6或7个月,可能十天半个月就能兑现。

现在,一些期货私募都不太愿意做专户投资。量化和主观交易不一样,赚赚赔赔,靠概率统计,客户的耐受力不行,所以现在发产品,一年总能让看到我赚到钱的时候,因为客户是看结果,过程艰难只要最终赢钱就行。”

业绩“变脸”是常事

于伟说的业绩如“变脸”一样的情况,在期货私募行当里十分明显。根据融智中国对冲基金数据库统计,截至2013年8月2日,在记录的216只单账户期货中,具有最新业绩记录的产品共有113只,其中程序化策略组有64个,主观策略组有49个,宏观策略5只,复合策略16只。由于每个账户的资金差异、投资方向和交易策略有较大差异,所以在业绩表现上严重分化。

在业绩表现上,113只管理期货策略产品在7月份的平均收益率为-3.1%。记者统计以往数据显示,6月、5月、4月、3月、2月、1月平均收益率分别为5.21%、1.01%、5.77%、1.5%、

3.87%、-1.03%。

融智报告认为,7月份的震荡行情让很多做趋势的私募管理人措手不及,要么错过,要么做错,相对于程序化策略,主观交易策略更难把握7月震荡行情;据统计,64只程序化交易策略的产品平均收益率为-1.18%,而49只主观交易的产品平均亏损5.6%,相差较大,主观交易的正收益率为30.6%,而程序化交易的正收益率为40.63%,由此可见,在震荡行情中,程序化交易优势明显,收益偏稳定。

据了解,截止到2013年7月31日,私募排排网数据中心共收录了216只管理期货策略产品,产品规

模由100万元至3亿元以上不等。216只产品中包含33只有限合伙、6只公募专户和177只单账户期货产品,大多以个人或者理财工作室形式存在,公司制管理的形式较少,基金经理一般是经验丰富的期货操盘手。

目前,管理期货在策略分布上主要有三种方式:主观操作,包括主观趋势、主观套利、主观日内,该种策略主要是依据期货操盘手的丰富经验进行主观交易;系统化操作,包括系统化趋势、系统化套利、系统化高频,该种策略主要是依据模型进行程序化交易;主观和系统相结合的操作,主要利用系统化高

频交易和主观趋势的复合策略进行交易。

另外,也有期货私募通过研究和预测经济指标、政策环境、利率等变动方向以及其对股票、固定收益产品、货币和大宗商品市场的影响来获取收益,这种策略统称为宏观策略,该策略也普遍用于大宗商品市场。在我们统计的数据中,运用宏观策略作为主要策略的就有4只。

交易就好比马拉松,只要没有退出,结果就不好说。”于伟认为,量化的应该慢慢跑,尽管国内一些主动交易型的私募值得敬佩,但稳定性还不足。

如何缔造永恒神话?

不缺故事,不缺神话,这就是期货市场。上海一家期货私募基金经理告诉本报记者,无论是主观交易还是量化交易,都有神话,一年翻一倍像提款机,但只能说一些交易策略在特定时间与行情十分契合,长久来说还需要时间检验。

一位期货公司高管表示,目前,国内期货私募产品发行尚处于起步阶段,推进过程中在产品的设计、风险管理、市场宣传、资金募集等不少方面还存在问题。

今年6月1日新基金法的实施标志着中国私募基金业进入了一个全新的发展时期。然而,相比证券私募,期货私募阳光化较为艰难,投资

者对于期货产品需要一个认知和接受的过程,目前一些期货私募已经开始选择与基金、信托、证券、期货公司合作,起步阶段多发行结构化产品。

据不完全统计,截至2013年6月底,通过基金专户或者信托计划发行的期货产品数量已经达到60只,其中3/4以上为基金专户,且结构化产品独领风骚。

虽然结构化产品占据主流,但可以看到的是,管理型期货产品也逐渐被市场接受和认同。”兴证期货机构服务部总经理胡玲玲表示。

华夏未来基金市场部总监曾杰则表示,结构化产品对于私募基金

来说,很难做大规模。目前,公司已经开始尝试与投顾合作发行一些管理型产品,一些已发行的结构化产品,风控良好收益稳定,并且愿意按一定比例跟投的投顾,发管理型产品相对容易得多。

除了基金公司外,一些信托公司也将眼光投向期货市场。然而,目前监管层面对信托公司参与期货设限较多,不仅不能参与商品期货,在股指期货方面也规定只能套保和套利,不能投机。并且,对于合作的私募,信托公司对于资金和人才方面的门槛相对较高,这在很大程度上限制了期货私募尤其是会大量配置商品期货的私募与信托合作的空间。

另外,在人才方面期货私募也普遍遇到了瓶颈。多位期货私募告诉记者,目前国内对冲基金还处于发展初期,期货私募对于人才的需求较大,专业人才奇缺已经成为对冲基金发展的瓶颈。可见的是,目前已有证券私募、期货研究员及相关行业人员转入期货私募行业。

此外,对于量化交易,国内相关人才更是缺乏。于伟说,对于量化交易策略,与人的年龄也有关系,期货作为“零和博弈”,高风险才可能有高收益,一些写策略的人随着年龄增长,其风格趋向保守,因此期货私募要做好人才的年龄梯队,增添新鲜血液。

专家连线

郑智伟:期货资管首要“做大蛋糕”

□本报记者 官平

自去年9月期货资管业务开始试点,期货公司便积极参与,并投入资金、人才、技术,取得了较好成绩,但在发展过程中仍面临不少问题。兴证期货研发中心总经理郑智伟对本报记者表示,“一对一”模式极大地限制了期货资管业务发展,保险、信托、券商等其他行业也在涉足期货业务,只有把蛋糕做大了,分的人即使多,也会比原来分得更多。”

中国证劵报:目前期货资管尚处于起步阶段,同时,监管部门对期货资管限制较严,采用的是“专户一对一”模式,规定单个客户门槛为100万元,这些客观因素制约了期货资管的发展,兴证期货在这方面如何根据自己的特点发展期货资管?

郑智伟:期货资管业务的推出,改变了期货行业的竞争格局。但是“一对一”模式的本质,与原有期货公司的经营模式相比,并没有很大改观。单一客户的资管模式,成本没有降低,所以要求客户资金较大,这就极大地限制了期货资管的发展。

与此同时,基金专户投资范围的放开,为期货资管行业引入了一股新的力量,今年通过基金专户发行的期货产品出现井喷态势。兴证期货积极跟进行业发展步伐,同时借助于母公司的资源优势,与投资团队、资金渠道、通道方建立良好关系,通过集合资金实现产品化,为客户提供各种风险收益比的产品,实现多方共赢。

中国证劵报:相比证券私募,期货私募基金阳光化之路起步较为艰难,为什么?期货私募要做大做强还需要哪些方面

郑智伟:期货私募基金的阳光化之路较为艰难,源于几个方面:一是行业发展路径;二是参与群体;三是社会认识与监管政策。从发展路径来看,期货行业早期经历了交易所遍地、小品种繁多的局面,因此交易市场混乱、庄家横行、投机盛行。这在世界各地来看都是一样的;

但中国市场自此之后对期货行业监管特别严格,期货行业业务单一、品种推出缓慢,行业发展速度慢。这也影响了另一方面,即参与群体。从交易群体看,机构被严格排除在外,参与群体散户化;从从业群体来看,期货行业长期发展缓慢,优秀人才积累少。行业参与群体也反过来影响国内期货品种的定价权,期货更多的是投机品种,而非风险管理工具。

在上述两个方面的合力下,社会普遍认识期货行业风险巨大,监管层监管严格,品种推出缓慢。不过从2010年4月股指期货推出以后,这个市场有了明显的改

记者观察

期货私募亟待阳光化

□本报记者 官平

期货私募作为中国期货业机构投资者的初级状态,要做大做强则亟须阳光化。

在国内,期货私募主要有三类组织形式,投资公司、有限合伙、期货工作室,国内期货私募管理资金规模整体在300亿元左右,单个私募1000万元左右的占近50%,上亿规模尚不到整个行业的15%。

国内的期货产品还处在起步的阶段,期货私募通过信托、券商资管、期货资管途径发行相对较少,受制于政策限制,例如期货资管只能发行“一对一”私募产品,尚无法发行集合信托;信托平台只能有限制的参与股指期货投资,并不能参与商品期货;券商资管的投顾须为基金协会会员,而目前一些期货私募并未取得此资格。因此,多数期货私募通过基金专户实现阳光化,但也面临业绩无法公开的问题。

相对于信托账户对商品期货投资的限制,以及期货资管“一对一”的限制,公募基金专户成为近期期货私募阳光化的最佳通道。另外,据相关机构数据显示,目前国内期货私募量化交易规模在60亿元左右,近三年来,量化投资的人群在国内已成扩大趋势。

不过,目前国内期货私募的量化交易尚处于初级水平,以本土团队为主,量化类产品投资策略较为单一,缺乏多元化量化策略的支持,现有量化产品中多数产品投资业绩表现分化,且缺乏稳定性和持续性。

随着交易技术与交易环境日新月异不断升级,复杂算法策略的不断推出,IT技术在实盘应用过程中存在大量的实施风险。有期货私募提醒,尤其在大型实盘过程中,多品种多账户复杂策略的协同交

观,政策、制度、市场对于期货行业的发展寄予厚望。

期货私募在这个行业背景下,要想做大做强,既面临巨大的机会,同时也有巨大的挑战。机会来自行业扩容,品种丰富,社会参与群体增多,都给了期货私募制度性红利的机会。但同时,优秀人才的聚集将加速行业分化的格局,强者恒强,没有优秀的市场学习能力的团队将很快被市场淘汰。

中国证劵报:保险、信托、券商等多个市场都在“侵蚀”期货市场,并寻求与期货公司合作,在哪些方面会有合作空间?存在哪些限制?政策上有什么需要突破?

郑智伟:当蛋糕只有一勺的时候,即使分的人再少,最多也只会有一勺可分。只有把蛋糕做大了,分的人即使多,也会比原来分得更多。期货市场对于各个参与群体而言,不能说是“侵蚀”,目前更像在做大这个蛋糕。在这个过程中,期货公司有先天的优势,对于投顾的合作、对于客户的教育、对于策略的认识、对于产品的风险控制,都可以与其他金融机构有很好的合作。

目前政策对于金融机构的准入限制还比较多,例如集合信托计划仅能参与股指期货的套利和套保,保险机构还未正式参与期货市场,券商也仅在自营方面限制较少。但从行业和时间维度来看,目前政策已经有了较大的放松,金融自由化、市场化和混业的趋势较为明显。在目前以及可预见的未来,金融机构利用衍生品进行风险管理的需求会大大增加,期货品种的服务功能将体现得更加明显。

中国证劵报:做大做强强还需要哪些方面的人才?目前国内期货资管业务人才现状如何?应该培育这一块人才,你有什么建议?

郑智伟:期货资管人才并不局限于期货公司内,期货公司开展资管既可利用内部研发人员的力量,也可大力与外部头脑合作。总体来说,国内的期货行业因历史原因以及现有规模限制,整体的资产管理人才水平较国外还有比较大的差距。以程序化为例,国外CTA有60%以上采用程序化交易,且细节处理上已经较为完善。

但国内的资产管理团队都较为薄弱,目前都还处在摸索和发展的阶段。当然,从对市场的理解程度来看,国内的团队具有得天独厚的优势,在后续的发展中,只要保持开放的心态、不断学习,利用对市场的理解,就能建立持久的优势。

另外,在渠道人员积累上,相较于其他金融机构,存在较大的劣势。期货资管需要整合各方面的资源,整个行业起步较晚,渠道人员的成长与进步需要时间的积累。

易,会导致系统性能的急剧下降,要高度重视技术崩溃的风险。

从过去数年的策略开发经验来看,深奥的数学模型和复杂的数理统计工具,并没有带来惊艳的“圣杯”策略。反而来自于日常交易实践中的基于朴素交易原理的策略更具有稳定性和实用性。

可以说,量化交易,只是一种工具和手段,不存在完美的“圣杯”策略,每一策略都有其适应特点及生命周期。

随着程序化交易的高速发展,程序化交易规模的不断扩大,使得策略同质化现象越来越严重。同时,市场主要博弈对手对于程序化交易策略的不断深入研究与挑战也使得程序化交易策略的开发难度日益加大,传统程序化交易策略的盈利效率急剧下降,生命周期越来越短。

据了解,目前期货私募借道发行产品成本较高,券商按规模收取0.5%费用,基金、信托在0.7%至1%收取。除“通道费”外,由于合作初期机构大多要求发行结构化产品,期货私募通常还需承担劣后资金,这对于期货私募而言等于又增加了一道门槛。

一位期货私募人士称,期货私募资金大多作为劣后以一定杠杆去融资,比如期货专户基金,银行会要求做成类固定收益的产品,保证优先端银行资金的安全,目前一般产品的劣后资金都要求在千万以上,这对期货私募提出了很高的资金要求。

目前,有不少期货私募“借道”走上了阳光化道路,但还存在诸多限制,发展起来并不容易,多数期货私募人士呼吁,要在政策上放宽限制,支持期货私募阳光化发展。