■ 热点直击

私募绝对回报:控制损失让利润飞奔?

□好买基金研究中心 罗梦

以“做绝对回报”为宗旨的私募基金,常把这样一句话挂在嘴边:“控制损失让利润飞奔”。还原私募获得绝对回报的路径,到底“控制损失”给利润带来多大程度的贡献?

我们对成立满12个月的286只私募基金进行统计后发现,排名最靠前的10只产品的超额收益并不是来源于对下行的良好控制,更多的是来源于在上涨阶段迅速积累收益。排名位于11位-30位之间的私募基金,在控制单月的下行幅度上确实很出色。排名在31位-50位之间的私募基金,更多的是依靠控制下跌次数来积累收益。

排名前10位的基金近12月平均收益35.51%,分别是翼虎成长、世通、新价值2、以太1号、和聚1期、云程泰1期、铭远巴克莱、云程泰2期、鼎锋成长一期、中国龙进取。近12月以来,它们平均最大单月下跌10.48%,仅略好于全部私募最大下跌11.14%的平均水平。而在上涨中,它们平均单月最大上涨16.63%,超出私募平均水平达6.59%。

值得注意的一点是,在这些排名前10的基金中,除新价值2和中国龙进取以外,均不是名气响亮的基金。规模较小,拥有灵活操作策略的基金更容易获取超额收益。

翼虎成长近12月以44.89%的收益率高居榜首。翼虎属于下跌控制一般,但上涨动力充足的基金。翼虎成长单月最大下跌10.37%,仅略好于私募平均水平,但其单月最大上涨达25.52%,使其净值迅速拉升。

世通近12月上涨39.98%,排名第二。世通资产常士杉出身民间投资人,股市中长期的摸爬滚打使他形成了一套行之有效的投资方法,该基金最大单月下跌达18.13%,而最大单月上涨达到27.64%,属于猛冲猛打的基金。

铭远巴克莱近12月上涨33.63%。铭远是私募中坚守价值投资的少数派,坚持用选股来战胜市场,今年来整体满仓。铭远的基金经理王志忠认为,除非面临2008年的系统性风险,否则对小的市场波动不做反应。铭远巴克莱这种坚守价值投资的策略,使得其净值波动较大,最大单月下跌达12.64%。

排名11位-30位的基金近12月取得23.44%的平均收益,平均最大单月下跌仅为5.78%,平均最大单月上涨为11.04%。这些基金中包括中国龙价值系列的八只产品、重阳1-2期、汇富4期、乐晟股票精选、展博1期、智德精选,等等。在这些基金中,大家很容易看到“控制下行”的影子。中国龙以稳中求胜出名,在2007年的大牛市中,中国龙系列只保持七成的仓位,最终跑赢沪深300;作为保险系的基金经理,源乐晟曾晓洁对下行控制严格,对绝对收益理解深刻;展博则是一个典型的有效控制下行,上涨时段跟进的基金,展博1期单月最大下跌仅2.90%,下跌次数仅2次,风险控制能力突出;智德的伍军在公募期间管理中银的基金,以做熊市闻名,智德精选与大盘相关性弱,最大单月下跌仅1.07%。

排名31位-50位的基金近12月平均收益17.03%,最大单月下跌10.70%,最大单月上涨13.18%。相比排名前11位-30位的基金,这些基金的单月波动幅度更大,但在平均下跌次数方面有明显优势,平均仅下跌3.85次,优于排名前30位的基金,其中林园3、朱雀1期仅仅经历过1次单月下跌。

私募基金收益与下行风险

	近12月收益率(%)	最大单月下跌(%)	最大单月上涨(%)	下跌次数(次)
前10平均	35.51	-10.48	16.63	4.40
11~30名平均	23.44	-5.78	11.04	4.15
31名~50名平均	17.03	-10.70	13.18	3.85
51~100名平均	9.37	-9.64	10.90	4.58
101~200名平均	-0.11	-9.25	8.78	5.17
201名以后平均	-17.67	-15.62	9.28	6.16
全286只平均	0.36	-11.14	10.04	5.17

■ 产品分析

私募收益滞后 整体偏谨慎

□国金证券 张剑辉 张琦

近一月约65%的非结构化私募产品净值回升,绝对收益最高的产品是外贸信托-国淼一期,月收益19.43%,超越同期沪深300指数近10%。北京国投·云程泰资本增值(一二期)、华宝信托-证大稳健、华润信托·民森系列、平安财富·淡水泉成长系列、平安财富·中国机会系列、中融-鼎辉1号等私募产品业绩领先。

市场在沉寂数月后大幅反弹,多数私募仍延续偏空的策略和较低的仓位导致收益滞涨,少部分灵活操作的管理人把握住了此次反弹。以净值披露截至7月30日的产品为例,这部分产品均完整地经历了此次反弹。其中11.31%的产品收益颇丰,月净值涨幅在10%以上,紧跟大盘甚至超越大盘;高达71.38%的产品则集中在相对大盘落后,但还具备一定正收益区域;少数把握不佳的私募业绩滑坡。表现突出的产品多数凭借高比例配置胜出,它们不少曾在震荡市中坚持高仓位,通过本轮反弹一举弥补了前期的损失,收益排名也得到大幅提升,例如云程泰、淡水泉、民森、混沌道然所管理的产品。

云程泰重仓节能减排、新能源汽车、机械;混沌道然重仓金融、太阳能行业。这两家私募今年一直坚持较高仓位,在7月初均接近满仓。另有灵活操作的产品并非一直采取较高仓位,而是在6月以后开始加仓,反弹前后均取得了领先同业业绩,如华宝信托-证大稳健、山东信托-彤源2号。

下面我们从较长时期风险、收益表现来综合考察私募对各种类型市场的适应能力及是否具有稳定的盈利能力。

近一年沪深300指数累计下跌23.18%,273只可统计近一年收益的非结构化证券投资类私募基金(包括自然月度和非自然月度),剔除掉业绩报酬后的绝对收益平均-0.66%,相对对应期沪深300指数超额收益22.53%。绝对收益领先的私募有翼虎、新价值、和聚、云程泰、铭远、重阳、鼎锋、六禾、合赢、源乐晟、世通、云南信托、展博、汇利、智德等,其中有不少是规模较小并且不为多数投资者熟知的私募。而部分2008、2009年持续表现较好的私募,随着规模快速扩张,业绩出现一定钝化。我们认为导致这一现象的原因之一与流动性有关,近一年结构性机会切换频繁且主要围绕中小市值股票展开,相当部分大规模的阳光私募无法参与,只能赚取行业平均收益,因此很难取得突出业绩。

多数绝对收益出色的产品在追求超额收益的同时,牺牲了对风险的控制,在代表风险、收益平衡能力的夏普比率上表现一般。近一年阶段性的深幅调整屡屡出现,某些产品在绝对收益和下行损益方面的矛盾更为突出。一年期夏普比率较高的是云南信托、铭远、展博、青岛嘉元、重阳、和聚、瑞天等所管理的产品,这些产品绝对收益均在平均之上,下行损益均在20%以内,尤其是展博和青岛嘉元近一年累计的下行损益甚至不超过5%。另外星石全系列、鑫兰瑞、中睿合银所管理的产品近一年风险控制也十分出色。

证券投资类私募基金各阶段收益(统计截止2010年7月份)

	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	近半年	今年以来	近一年	近两年
非结构化											
平均收益	1.56%	-2%	-4.36%	-0.37%	1.24%	-0.25%	-0.89%	-4.53%	-5.43%	-0.66%	24.81%
最高收益	19.43%	12.24%	16.11%	17.71%	11.67%	11.15%	21.78%	30.84%	28.65%	44.89%	172.79%
最低收益	-15.68%	-26.76%	-22.96%	-16.04%	-10.33%	-16.51%	-15.85%	-29.05%	-33.37%	-35.85%	-51.21%
正收益产品数量	286	110	65	195	261	155	137	109	99	151	108
统计样本数量	437	407	388	380	368	292	280	349	339	273	140
结构化											
平均收益	3.56%	-2.55%	-3.92%	-1.52%	1.06%	1.07%	-3.81%	-3.04%	-6.79%	-3.05%	——
最高收益	23.95%	11.46%	10.26%	8.8%	13.93%	6.76%	4.4%	21.34%	18.12%	22.67%	——
最低收益	-14.32%	-12.5%	-16.97%	-11.49%	-13.77%	-7.27%	-12.31%	-20.27%	-25.64%	-23.79%	——
正收益产品数量	62	20	9	26	45	41	15	18	8	13	——
统计样本数量	78	75	72	75	73	56	56	50	42	37	——

注:非结构化“近半年”、“近一年”、“近两年”收益率均已扣除浮动费用。结构化“近两年”符合要求的样本数量过少,暂不统计。

来源:国金证券研究所

■ 风向标

解码ESM:以创新名义“逼宫”

□本报记者 殷鹏

阳光私募在得到高净值投资者逐步认可的同时,也出现了越来越多的不和谐声音——扩张无度,业绩表现平庸,这让投资者无所适从。在此背景下,第三方机构行动起来,继旨在平滑私募产品风险的私募TOT之后,另一种私募创新模式ESM开始崭露头角。

规模控制是创新重头戏

截至今年6月,存续期在两年以上的阳光私募产品有130只,收益跨度为-42.93%—202.32%,首尾相差244个百分点,分化程度远比公募严重,这无疑加大了投资者选择私募产品的难度。

“业绩如此悬殊,客户投资如同押宝,押对了今年押不对明年,私募产品的结构性改造势在必行。”广东理财研究会副秘书长、壹私募网研究中心总监刘进义如此阐述他们首倡的ESM模式。

ESM模式号称是国内首只创新型私募基金,它的首只标的是去年私募亚军唐雪来新发的财富成长2期,双方为此还签订了协议,其中涉及私募产品改进的内容包括:“在产品成立后的两年内,乙方赋予甲方控制基金产品规模的权力,甲方将产品规模控制在1.5亿元之内,若规模达到1.5亿元,该产品将实行封闭,停止追加申购。”

此外,该协议还明确了期间TOT不得加入,投资顾问每月定期向第三方机构做上月投资操作总结和本月投资策略的汇报,以及第三方定期召开客户说明会……

对此,唐雪来在接受采访时表示,“理解第三方的心情,长期控制规模是无法接受的,但在一定时期内的约束和监管,可以达到双赢的效果。”

对于规模和业绩的关联度,刘进义认为,“首选优秀的私募,再适当控制产品的规模来遏制投资者的狂热追加,业绩是相对有保证的。”

随着私募规模的扩大,业绩趋于平庸的现象较为常见。好买基金研究中心统计显示,目前管理规模超过20亿元的私募基金公司主要有星石、中国龙、朱雀、武当等十家。但截至8月11日,这些大盘私募近3月、近6月、近12月的收益虽跑赢私募平均水平,但却远远落后于私募前1/3的水位线。

规模不是静态的,而是根据各家私募管理人过往的操盘规模和当前私募公司的发展阶段来界定的,对于唐雪来而言,我们认为1.5亿元的规模上限是合理的。”刘进义说。

攻击味道浓 谁愿接受

“这个模式我们可以接受。第三方的介入会让我们在发行上少分心,精力就能更多地放在投资上。”刚刚募集完第二期产品,正在发行第三期产品的北京京福融源投资管理有限公司总经理林海说。“至于控制产品规模和全程监督,有点类似独立董事的作用,只要我们运行不出大问题,就能和谐共处。”

深圳翼虎投资总经理余定恒也对ESM模式的创新表示认可,“控制规模我们是认同的,太大不好做。但后继的监控条款,操作起来要留有余地,因为投资本身就是件压力很大的事,有时不以人的能力和意志为转移。如果再添压力,反而不容易做好。”

纵观ESM的方案,似有以发行换监管的嫌疑,而且上述两家私募管理人的规模都不大,那么其他规模较大的私募的观点又如何?

已有多期产品、规模近10亿元的汇利资产认为,ESM模式在私募这个本来就细分的市场里,第三方又进行了一次细分,与投资顾问一起设计并且维护产品,拉近与投资者的距离。

汇利表示,此类产品对于设计双方提出了更高要求,能否把创新变为常态需要考验设计者的智慧。从汇利的角度看,这种创新只适合个别产品,不适合大面积推广。因为创新型的产品无法走以往复制的道路,需要增加更多的基金经理和投研团队。

与阳光私募TOT相比,ESM模式更具有攻击性。深圳一位不愿具名的大型私募管理人表示,“在我看来,TOT是一种理财产品,而ESM可以说是改良的私募产品,但这种改良有点逼宫的味道,我很难接受。”

■ 小贴士

ESM模式:Effective Supervise Mode,即有效的监管互动模式。该模式旨在精选优秀私募投资顾问,对其基金进行规模控制,并对其投资过程进行全程监控。它使得第三方机构成为监管者,为阳光私募基金投资者的合法权益提供切实保障,并有效规范私募基金运作,使其产品公正透明、稳健地发展,从而实现投资者财富的持久增长。

责编:殷 鹏
美编:苏 振