

## ■ 产品分析

# 惜售倒逼私募创新 银行理财助大小非低位变相“减持”

□本报实习记者 曹乘瑜

“原来一些跟我们签了减持协议的股东，都不愿意减持了。”某进行大宗交易的私募经理告诉中国证券报记者。2012年上半年，股市震荡，沪深300指数下跌4.94%，这让大小非减持的意愿降低，一些大宗交易出现中止协议的现象。为了能够留住客户，部分此类私募进行产品创新，在保留股票权益的情况下，实现变相“减持”。

## 生意减少被迫思变

沪综指2300点一度被视作大小非减持压力的分水岭。当大盘主要运行在2300点下方的月份，A股市场当月减持压力会减轻，反之则增大。例如，2012年沪综指从1月4日的2169点，到8月9日的2174点，中间反复震荡，在1月、4月、6月均有时段运行在2300点下方，而在这三个月内，重要股东在二级市场的

净减持额分别为8亿元、27亿元、22.9亿元，说明一些股东的减持意愿降低。

大小非减持的目的通常有二，一是融资，二是套利。出现惜售，说明他们或觉得在低位减持不划算，或对后市反弹抱有希望。2012年的市场众说纷纭，何处是“底”难以判断。股东们一方面舍不得在低位减持，另一方面又希望能获得资金。这一想法影响了一些做大宗交易的私募的“无风险套利生意”。由于90%以上的大宗交易都属折价交易，折价比例在6%至8%。接盘方拿到二级市场分拆出售，实现无风险套利。然而目前股东的减持意愿降低，“无风险套利”有着“无米之炊”的隐患。

对一些融资需求较强的股东，从事大宗交易的私募开始设计新方案。据悉，浙江阳光私募瑞安思考投资于7月底发行成立了思考7号。简单地说，该产品让减持股东

通过大宗交易市场，让该私募产品承接自己的股票，从而获得按照市值6折的融资以及未来股票价格可能上涨带来的收益。

具体来看，该产品为结构化设计，其优先级部分的投资者为银行理财资金。减持股东承担劣后级。大宗交易中，通常按9折进行交易。在股东投资该产品时，只需拿出3折资金，另外6折资金由投资者于该产品的银行理财资金承担。每笔大宗交易中，理财资金借给股东相当于交易总额6折的资金，优先级的资金有借贷利息收入保证。例如减持市值1亿元的股票，折价为9千万元进行减持，减持股东只需拿出3千万元，另外从投资进来的理财资金中拿6千万元借给减持股东。”该私募产品的基金经理介绍。而减持股东获得6千万元相当于获得融资。尽管投入到大宗交易中，但由于购买的是自己减持的股票，这笔资金如同从左

手到右手，只不过左手是投资者出钱，右手是减持股东的身份数收钱。这样股东就相当于用1亿元的股票作抵押融资6千万。”

这样的融资比例看起来确实有诱惑力，因为目前通过股权质押的形式从银行融资，比例只能拿到4折，即价值1亿元的股票只能通过质押获得4千万元融资。由此在不损失股票实质权益的情况下，通过该产品可以实现较高比例融资。而低位减持，还可以规避以后的高位减持税负。按照国家规定，大小非减持时，需缴纳20%的所得税。而作为基金产品的投资者，目前暂不征收所得税。

## 优先级投资者或有风险

没有强大的发行渠道，没有优秀的历史业绩，没有名声在外的基金经理，在低迷的市场中私募却频频使出创新手段。据媒体报道，上海某私募计划发行一款产品，投资顾

问初始跟投5%，最高跟投至10%，并且在跟投份额比例低于10%时，业绩报酬优先认购跟投份额，以实现利益一体化。同时，当持有期超过12个月的份额被赎回时，投顾保证客户赎回份额对应的本金不亏；净值跌破止损线平仓时，优先对客户本金进行分配，不足部分由投顾补齐。这一“前垫后补”的双重保险，以自有资金补充注入，保证投资者资金池不会缺水”。

对于思考7号，有分析师认为给减持股东提出了要求，必须对自己所减持股票的股价有信心，相信其6个月内（该产品期限为6个月）股价能够回升，否则即使产品到期后，他也不能在股价上获得高额回报。而对于优先级投资者即银行理财资金而言也有风险，其提供给减持股东的融资，是以利息作为固定收益回报。一旦该股东减持股票的股价不升反跌，理财资金的固定收益也许难保。

## ■ 产品擂台

## 7月TOT发行破冰

□飞鹏

7月依然不改下跌颓势，上证综指跌穿前期盘中2132点的低位，达到2103点的新低。市场整体悲观情绪浓重。经历了五穷六绝之后，7月的翻身革命并未成功。全月上证综指与深成指分别下跌5.47%，4.64%。沪深300指数下跌5.23%。B股指数更是下跌13.7%，创出两年来的最大月度跌幅。

7月阳光私募的平均收益率为-2.45%（以融智·中国对冲基金指数计），以阳光私募基金为投资标的TOT产品7月也有一定幅度的下跌。据私募排排网统计，公布业绩的53只TOT产品的7月平均收益率为-1.68%。超越同期沪深300指数和阳光私募平均水平。

今年以来冷清的TOT市场终于迎来冰期，TOT产品迎来新成员。2012年7月23日中信信托·融惠优选1期成立，运行中的TOT产品扩充至66只。

中信信托·融惠优选1期中，1号投资组合信托期限为5年，投资顾问为深圳市合赢投资管理有限公司；2号投资组合信托期限为5年，投资顾问为深圳民森投资有限公司；3号投资组合信托期限为5年，投资顾问为上海同亿富利投资管理有限公司。各家私募跟投一部分资金作为安全垫。理念上与前期的“中银安心成长组合”类似。由投顾跟投一部分资金作为安全垫，遇到亏损的情况将先亏损投顾跟投的资金，从而在一定程度上降低了投资者所面临的风险。私募之所以愿意参与该类产品是基于认为目前已处于相对低点，看好后市。中信信托·融惠优选1期采用了伞形的结构形式，其中的1号、2号和3号投资组合使用母信托层面的账号进行交易。

7月所统计到的53只TOT产品中，有47只产品出现不同程度下跌。7月获得正收益的TOT产品占比仅为11.32%。如此大面积的亏损与市场本身以及阳光私募表现密切相关。但与同期指数相比，53只产品中有52只产品表现优于同期沪深300指数，39只产品表现优于同期阳光私募平均水平。

从累计收益率上看，累计收益率超同期沪深300指数的产品达49只，占比为92.45%。

7月表现最好的是外贸信托·中银成长组合，7月收益率为2.05%。其次是平安财富·东海盛世一号，7月获得1.1%的收益。东海盛世一号也是目前统计的53只产品中唯一月均收益为正的产品。注：以季度频率公布净值的TOT产品暂未列入其中）。7月下跌幅度较大的产品是外贸信托·汇聚成长1期、黄金组合的三个产品以及陕国投·极元私募优选2期，下跌幅度均在4%以上。

从累计收益上看，平安财富·黄金组合一期二号投顾出现更换，目前累计收益率为-61.96%，保持垫底位置。其次是外贸信托·汇聚成长1期，累计收益率为-26.18%。另外一只银行系产品华润信托·金牛精选1期TOT，由于季度公布净值，5月底的累计收益率为-25.76%。而累计收益最好的仍然是最早成立的平安财富·东海盛世一号，累计收益率为10.82%。

## ■ 热点直击

# 私募业绩有“保鲜期” “隔夜菜”不可轻易弃之

□好买基金研究中心 朱世杰

随着阶段性、结构性行情的展开，一部分短期业绩出挑的私募基金在上半年脱颖而出，在为全年盈利打下厚实基础的同时，着实吸引到不少投资者和销售渠道的眼球。然而，暂时的好业绩并不一定能保证今后业绩高枕无忧。当投资者申购之后，基金原有的好业绩是否还能处于“保鲜期”？

好买基金研究中心对今年上半年一季度、二季度非结构化阳光私募基金业绩做了统计。沪深300指数今年一季度上涨4.65%，二季度微涨0.27%，这两个季度中，排名靠前的私募基金各不相同。一季度表现抢眼的私募基金，在二季度纷纷落马；而二季度迎头赶上的私募基金，多半在一季度业绩并不显眼。

## 业绩都有“保鲜期”

一季度排名前10名私募基金收益相当可观，几乎都超过20%，业绩最好的塔晶老虎单季度净值上涨38.54%，短短三个月盈利就很可能超越许多私募基金一年的收益。然而，进入二季度，这10只基金则没有延续一季度的优异表现，排名全线下滑。其中，四只基金在二季度出现负收益，排名跌至后1/2甚至后1/4；只有德源安旗下三只基金和富鹏2期仍然在二季度取得超过4%的正收益，不过其相对

基金名称	2012一季度		2012二季度	
	绝对收益 (%)	收益排名	绝对收益 (%)	收益排名
塔晶老虎	38.54	1/846	0.79	193/845
外贸	28.28	2/846	4.73	232/845
德源安1期	27.32	3/846	-1.14	604/845
塔晶狮王1	26.8	4/846	-1.2	607/845
塔晶狮王2	23.66	5/846	3.47	304/845
德源安战略成长3号	22.96	6/846	4.71	234/845
德源安战略成长1号	21.67	7/846	-0.52	566/845
富鹏2期	21.09	8/846	4.62	239/845
利升三期	20.93	9/846	-2.41	673/845
证大增长二期	19.77	10/846	0.14	719/845
嘉禾1号	9.12	58/846	23.39	1/845
金石一期	11.55	40/846	22.76	2/845
鼎锋4号	7.27	102/846	20.89	3/845
原君1期	2.71	239/846	20.82	4/845
国富精选三号	-1.04	515/846	20.57	5/845
国富精选五号	-0.88	492/846	18.58	6/845
呈瑞1期	1.2	317/846	18.49	7/845
泽里和1号	13.72	28/846	18.4	8/845
泰石1期	5.58	132/846	17.96	9/845
国富精选二号	2.85	232/846	16.22	10/845

数据来源：好买基金研究中心

业绩排名也跌出前200名开外。如果再看这10只基金今年之前业绩，其过往走势也颇具颠覆性。如塔晶系列三只基金在熊市中均有大跌幅的经历，在2009年、2011年排名靠后；德源安系列的三只基金中德源安战略成长1号、外贸德源安1期则在2011年有较大跌幅，排名均处于后1/4。

再来看二季度排名前10名私募基金，其二季度收益均在16%—24%，虽然不及一

从近几年私募基金年度冠军来看，2008年的金中和西鼎、2009年的新价值2、2010年的世通到2011年的呈瑞1期，没有一只基金能够在夺冠后蝉联宝座，更有甚者在夺冠后开始走下坡路。如新价值2、世通在2011年跌幅都超过30%，排名靠后。此外，呈瑞旗下基金今年以来业绩分化明显，除呈瑞1期一根独苗取得19.66%正收益之外，其他产品今年以来均出现不同程度下跌。如果再扩大范围，放眼各年排名前列的基金，其业绩表现也和各年冠军相似。多数绩优基金在取得一段较好的收益后，均会有一段业绩沉寂期，只有极少数基金能够长期保持良好业绩和稳定排名。

## 波动越大“保鲜期”越短

既然每只基金的好业绩都有“保鲜期”，那么如何判断“保鲜期”的长短？

一般来说，激进型基金的好业绩“保鲜期”相对较短。激进型基金净值波动较大，牛市阶段上涨动力充足，熊市阶段可能会有较大损失。所以，激进型基金更容易在短期内冲上榜单前列。相反，一旦市场转变，激进型基金回调的幅度会较大，容易跌出榜单前列。而稳健型基金的好业绩“保鲜期”相对较长。稳健型基金净值波动较小，注重风险控制，在取得一定较好业绩后，出现急剧下滑的概率较低。在近三年绝对收益排名前列的基金

中，展博1期、精熙1期、六禾光辉岁月1期、乐晨股票精选、鑫兰瑞等都属于稳健型私募。其中，展博1期连续两年出现在私募年度排名榜前10，这在私募以往历史中极其罕见。

## 注重业绩延续性

菜固然是吃新鲜的好，但是私募基金是一种长期投资，没有一只基金能够一直领跑同类，投资者不可避免会尝到“隔夜菜”。因此，即便基金出现短时间的业绩“过期”现象，投资者也不必一棍子打死，此时应该考察私募基金的基本面，以及基金业绩的延续性。

投资者可以首先考察私募基金的投资风格及以往业绩，明确了解私募基金依靠什么来赚钱、是否能赚到钱。在确认私募基金公司基本面良好后，再考察基金一致性，即基金经理的实际操作是否与投资风格一致。如果一只基金时不时地出现风格漂移，或者言行不一，那么该基金与投资者原有风险会出现不匹配。最后，投资者还需考察基金的人员稳定性及业绩延续性。

投资者可以首先考察私募基金的投资风格及以往业绩，明确了解私募基金依靠什么来赚钱、是否能赚到钱。在确认私募基金公司基本面良好后，再考察基金一致性，即基金经理的实际操作是否与投资风格一致。如果一只基金时不时地出现风格漂移，或者言行不一，那么该基金与投资者原有风险会出现不匹配。最后，投资者还需考察基金的人员稳定性及业绩延续性。如果一家私募公司管理层、主要投研人员长期稳定合作，且基金经理能够按照既有的投资风格，持续、稳定地操作，那么该基金具有良好的业绩延续性，保持良好业绩的概率较高，同时也能让投资者少吃“隔夜菜”。

从累计收益上看，平安财富·黄金组合一期二号投顾出现更换，目前累计收益率为-61.96%，保持垫底位置。其次是外贸信托·汇聚成长1期，累计收益率为-26.18%。另外一只银行系产品华润信托·金牛精选1期TOT，由于季度公布净值，5月底的累计收益率为-25.76%。而累计收益最好的仍然是最早成立的平安财富·东海盛世一号，累计收益率为10.82%。