

■ 热点直击

# 私募持续流出创业板

## 股东名单频现结构化产品

□ 中信证券研究部金融产品组

截至8月31日，A股上市公司半年报披露完毕，中信证券研究部金融产品组对出现在上市公司半年报前十大流通股东中的私募信托产品进行了统计分析。根据A股上市公司2012年半年度报告，在237家上市公司的前十大流通股东中，浮现了74家私募基金投资顾问所管理的142只证券投资信托产品，共计出现337次，合计市值达到84.31亿元。

2012年一季度报归属于73家私募基金投资顾问所管理的142只证券投资信托产品，共计315次出现在215家上市公司的前十大流通股东中，与之相比，本次出现私募基金的上市公司较一季度增加10.2%，出现次数增加6.98%。值得关注的是，上述两项指标的增加是在证券信托产品数量持平的基础上完成的。我们估计造成这一现象的原因来自两个方面：一是结构化产品今年以来的大量发行，其建仓需求拉动部分活跃度指标增长；二是一些较为激进的私募基金管理人在二季度对重点品种进行了加仓操作。

对比这些私募出现在前十大流通股东中的时间，则进一步支撑了上述第二个结论。本次纳入统计的202只私募基金并没有在2012年一季度的上市公司前十大流通股东中出现，属于2012年二季度的新进入者。在余下135只早已出现在一季度前十大流通股东



CFP图片

中的私募基金，有32只持有上市公司股份未发生变化，36只私募基金呈现减持，67只私募基金呈现增持。而2012年一季度报时，发生增持行为的私募基金仅有43只。

创业板对私募吸引力淡化，私募资金和产品持续流出。无论是私募出现在创业板上市公司的次数，还是前十大流通股东中含有私募的创业板上市公司数量，近三个季度均呈现持续下降的趋势。从私募基金出现在创业板上市公司前十大流通股东的次数看，从2011年三季报的89次下降到2012年半年报里的64次，降幅达到28.1%。

从前十大流通股东中含有私募的创业板上市公司数量看，则从2011年年报的49家公司下降到38家公司，降幅达到22.45%。与之相反，私募对主板的偏好有所上升。其中深圳主板中私募基金出现次数环比上升55.26%，出现在上海主板的次数环比上升10.53%。由于投资者担心在资本项目开放后，A股估值体系向国际靠拢。估值“浮在天上的”创业板吸引力消退，资金在配置需求的逼迫下部分转向估值溢价相对较少的主板，也在情理之中。

对比一季度上市公司报，从流入流出行业的分布

看，医药、家电、房地产、电力设备和纺织服装是流入资金最多的5个行业，分别流入5.53亿元、3.9亿元、3.11亿元、2.42亿元和1.85亿元；计算机、电力及公用事业、国防军工、汽车和商业零售是流出资金最多的5个行业，分别流出3.29亿元、2.11亿元、1.79亿元、1.79亿元和1.77亿元。受益于资金的流入，家电和房地产也居私募持股行业分布的前五名之列，医药行业因为净流入，巩固了排名第一的位置。

从十大流通股东反映的私募基金行业配置分布看，医药、基础化工、房地产、电子元

器件和机械是私募出现次数最多的前5大行业，在上述行业上市公司的半年报十大流通股东中，私募基金出现的次数依次为45、32、31、26和25次。从市值分布来看，医药、电子元器件、基础化工、房地产和家电为市值前5大行业。与2012年一季度市值前5大行业相比，电力及公用事业、计算机排名跌出前5，而房地产和家电则为新进入的行业。

与非结构化产品活跃度指标呈现滑坡相比，结构化产品的持有市值、产品数量、出现次数、持有上市公司均呈现正增长。半年报前十大流通股东中包含结构化信托计划的上市公司数量增加22.22%，出现次数增加19.23%，信托产品增加18.75%，持有市值增加27.53%。信托在前十大股东中活跃度的增加大部分来自结构化产品的贡献。我们估计结构化产品活跃度增加的主要原因是近半年来私募结构化产品发行数量猛增。截至8月31日，今年共发行结构化产品396只，非结构化产品183只，结构化产品的发行数量是非结构化产品发行数量的两倍。

从私募基金管理公司来看，出现产品次数最多的前五大私募基金分别为新价值、武当资产、鸿道投资、德汇投资和淡水泉。他们所管理产品出现次数分别为23、15、12、11和10次。其中，鸿道投资旗下产品在2012年一季度报里出现21次；相比之下，半年报出现次数环比大幅下降42.86%。

■ 市场瞭望

# 信托账户重开闸 私募发行难脱困

□ 本报实习记者 曹乘翰

中国证券登记结算有限责任公司8月31日发布的《关于信托产品开户与结算有关问题的通知》，明确信托公司可自行开立证券账户参与证券交易，或按照市场化原则，自主选择委托基金公司专户理财、证券公司定向资产管理计划参与证券交易。这意味着暂停达三年之久的信托开户将重启，一度“洛阳纸贵”的信托账户费用也将随之降低。

一些受访的私募认为，账户费用的降低对于阳光私募行业来说固然是利好，但是当前市场低迷，导致产品发行困难重重，这才是私募面临的核心问题。

管理费降幅有限

早在2009年7月，由于信托公司滥开账户打新股，中国证券登记结算有限公司（中登公司）针对信托公司以信托合同到交易所开户的方式颁布禁令，暂停了所有信托公司的证券投资开户申请，由此依靠信托平台发型的阳光私募只能仰赖存量账户。彼时股市行情较好，阳光私募大规模发展，信托账户的稀缺性导致账户费用飙升。

此次信托账户的放开有助于缓解目前信托账户供小于求的局面，从而促使固定管理费降低。上海精熙投资副总经理王征表示，这一政策体现了监管层放松管制的态度，私募对此肯定欢迎。

不过，阳光私募的生存空间是否能就此打开，私募对此并不乐观。王征表示，经过近两年的弱市，越来越多阳光私募出现非正常死亡，“爆仓”使得账户不再如以前稀缺。

据了解，目前信托账户使用费并无一定标准，部分取决于阳光私募的规模以及与信托公司的关系，因此差异较大。几位受访的私募中，有的表示账户使用费是一口价为每年150万元，有的表示目前账户使用费按产品规模的一定比例提取，为0.7%至0.8%或为1%至1.5%。

新品发行影响有限

此次信托账户放开，在刺激私募发行新产品方面，或许并不会像一些人士想像的那样，从私募这一端吸引“活水”进入二级市场。朱雀投资高级合伙人、销售市场部总经理王欢表示，信托账户放开导致账户使用费降低，发行新产品确实会容易些，但是实际效果很难说。王欢认为，发行产品更多还是基于市场环境。

这一观点得到众多阳光私募的认同。北京源乐晟投资总监曾晓洁表示，目前阳光私募发展不尽如人意，根本问题不在于信托账户成本过高，因为成本可以通过其他方式降低，比如通过券商资管等渠道发行产品。阳光私募的问题在于不挣钱。”曾晓洁说。

“市场快点好起来，这才是根本。”精熙投资的王征说，现在的新产品推不动。”上述大型私募的市场部人士表示，在现有时点上，投资能力是限制阳光私募发展的关键。

■ 产品分析

# 优秀私募的“硬刷子”

□ 好买基金研究中心 许付漪

弱市之中，私募清盘之声不绝于耳，但也有些私募绽放光彩。无论是走创新路子还是走传统路子，能在今年的弱市中获得不错收益的私募，都有两把“硬刷子”。

好买基金研究中心统计了今年以来阳光私募收益榜的前十名，冠军创赢商品对冲1期以111.55%的收益率高居榜首，崔军的创赢2号以及泽里和1号分别以37.39%和35.05%的收益率进入三甲。

当传统的多头持股策略步履维艰时，创新型私募依靠其不同的投资范围和投资策略，在弱市中演绎出独立行情。冠军创赢就是一家典型的专门从事商品期货的私募公司，这家公司主要从事商品对冲投资和宏观对冲投资。创赢拥有一支对大宗商品和宏观经济有一定研究能力的研究团队，负责大类资产的研究。观察创赢商品对冲1期的业绩，我们发现它成立9个月即实现了净值翻倍，

其以往月收益率与沪深300呈现负相关性。创赢对于商品期货并不做套期保值，只做投机，中长期体现为价值投资，建仓期时间较长。同时创赢还会做日内对冲、套利。在近几个月的操作过程中，既有通过宏观判断基本面做空沪铜大举获利的经历，也有通过在获利后对冲规避风险，保住收益的典型操作。商品投资的交易机制优势以及对于趋势判断的精确是创赢成功的两大重要因素。

不过，对于做商品期货对冲的创赢来说，杠杆是其不可避免的风险点，若判断失误，就会将损失成倍放大。事实上，纵观创赢商品对冲1期的历史走势，该基金的确出现过大幅波动，创赢商品对冲1期2011年12月就曾单月下跌18%。可见，此类产品适合风险承受能力较高的投资者。

亚军创赢2号的基金经理正是前段时间向5家破净上市银行发函要求回购并注销股份的崔军。有别于采用

信托形式的传统阳光私募，创赢2号是一只采用有限合伙形式的创新私募。在投资品种上没有太多限制的有限合伙形式使得创赢的投资策略有所创新。

创赢的策略主要有两部分组成，一是价值投资，二是股指期货对冲。其中，股指期货对冲可谓是其投资策略中的一大亮点。创赢在股指期货与股票对冲的过程中，不会进行完全对冲，而是有选择性地对趋势判断。当下跌趋势形成后，会加大股指期货的空头仓位。反之，当上涨趋势形成后，会减小股指期货空头仓位，甚至转向多头仓位。这类策略若是猜对趋势，则往往会获得出其不意的收益。也就是说，相较于一般的对冲策略，该策略的波动性要相对大一些。此外，创赢会把握股指期货的套利交易机会，这类机会目前来看较多，并且往往是低风险或者风险很低，能够提供相对稳定的年化收益率。虽然有限合伙的模式给

创赢带来了股指期货对冲的创新，但这种模式也有其自身的一些缺点。与传统阳光私募相比，该模式在净值的核准与公布、工商注册登记和税收等方面都存在着一定的劣势。

当然，除了创赢和创赢2号等采用创新策略的私募业绩表现抢眼之外，传统的阳光私募中也不乏佼佼者。鼎锋的王小可就携他的鼎锋4号和鼎锋8期分别以28.14%和27.25%的收益进入前十名。

王小刚原来的投资理念为“高、小、新”，强调公司或者概念的“新”。但强调“新”的他难免会遇到对于公司了解程度不够的难题。从奥巴马归来之后的王小刚在投资理念上已经有所改进。目前，王小刚的投资理念是将“高成长”和“能力圈”结合起来。“高成长”就是投资的公司有一定的成长性，估值相对来说也不是太高。而“能力圈”是在能力范围内集中持股反而

风险较低。“能力圈”也是巴菲特崇尚的投资理念，巴菲特长期持有华盛顿邮报和可口可乐，基本不投资科技类股票，就是“能力圈”原则的一种表现。

这种基于基金经理个人水平之上的“能力圈”虽然已经为鼎锋4号、鼎锋8期带来较好的收益，但在投资标的的选择上提前为自己划定了一个圈，这对投资来说未尝不是一种掣肘。在“能力圈”范围之内的集中持股虽然能在一定程度上降低投资风险，但是对于在少数行业集中持股的做法则可能承担较大的风险。

不管私募采取哪种策略，都有其较难避免的风险点。期货对冲中杠杆效应带来的风险不能不直视，有限合伙模式下的各类问题也不能忽视，再加上“能力圈”内的集中持股依旧存在风险。对于这些私募，尤其是创新型的私募，投资者在选择时首先要做的便是对这些策略有较好的了解。