

## ■ 热点直击

# 四类投顾TOT大比拼

## 银行信托两大派系优势凸显

□海通证券金融产品研究中心

作为FOHF Fund of Hedge Funds,对冲基金的基金)的中国版本,TOT(Trust of Trusts)自诞生之初就吸引了多方关注。TOT产品主要优势在于由专业进行私募研究的投资机构优选私募基金作为投资对象,同时选择多个私募基金也有助于分散风险。2009年5月国内第一只TOT产品东海盛世一号成立,投资顾问为东海证券,选择了星石、汇利、朱雀三家知名私募作为子信托的管理者。此后的2010年,TOT产品发行迎来高峰,全年共成立27只(不包括一对一TOT,部分未披露信息的TOT未统计在内,下同)。但是此后由于A股市场整体疲软,TOT产品发行陷入低迷。截至2013年3月8日,正在运行的TOT产品共计56只。

优秀的私募基金主要表现在优秀的能力上,而出色的TOT则表现在出色的私募基金研究和子信托投顾选择上。目前国内TOT产品的管理人可以划分为四类:券商、银行、信托和私募机构。那么哪类管理人的基金组合投资能力更强?

如前所述,国内第一只TOT产品就是在券商的推动

四类TOT风险收益指标的平均水平对比(单位:%)						
	最近一年			最近两年		
	收益率	波动率	最大回撤	收益率	波动率	最大回撤
券商系TOT	7.97	3.12	-6.85	-6.63	3.28	-19.63
银行系TOT	12.34	3.58	-5.26	1.32	4.56	-17.06
信托系TOT	11.21	3.44	-6.81	-2.34	3.41	-17.38
私募系TOT	9.33	4.05	-8.97	-7.89	3.48	-21.42

资料来源:海通证券金融产品研究中心

下发行成立。但此后券商系TOT产品发行略显乏力,目前共有10只券商系TOT。从私募基金研究来说,券商是最早开始的,同时依托券商的研究资源可以说在研究方面是有优势的,但是券商系TOT逐步边缘化主要是因为在银行、信托、私募、券商这个私募链条中,券商处于弱势地位,很难整合资源独立发起产品。

银行在与私募的合作中议价能力很强,同时强大的销售能力也可以保证产品的募集规模,因此在挑选合作私募上有很大的自由度。私募出于与销售渠道建立良好关系的角度,也会积极配合银行发行TOT产品。但是可能制约银行系TOT业绩表现的问题在于银行在私募研究团队和体系方面相对薄弱。目前担任TOT管理人的银行

包括光大银行、中国邮储银行、工商银行、中国银行四家,共计发行TOT产品6只。

由于传统阳光私募以信托产品形式运作,因此信托是与私募基金合作最为密切的机构。信托虽然销售能力不及银行,但是由于阳光私募产品发行必须依赖信托平台,在资源整合上信托具备先天优势。同时私募产品在信托平台上运行,信托能够获得其他机构难以得到的第一手研究资料。早期信托可能在私募研究能力上略显薄弱,但是随着信托阳光私募业务的完善,一些大型的信托公司都建立了自己的研究团队。信托系TOT也是目前最大的一类TOT,共有平安信托、上海信托、华润信托三家信托公司总计发行23只TOT产品。

目前国内也出现了一批

私募TOT机构,如弘酬投资、新方程投资等。从产品数量上来看,该类TOT达到17只,仅次于信托系TOT,但是由于相对缺乏市场知名度,同时销售能力一般,规模一般较小。

我们对过去两年TOT的表现进行了风险收益指标的计算。从收益表现来看,银行系TOT表现最佳,最近一年平均收益为12.34%,最近两年平均收益为1.32%,其次为信托系TOT,券商系TOT和私募系TOT表现较弱。从风险水平来看,银行系TOT、信托系TOT风控水平更好,净值的最大回撤都优于券商系TOT和私募系TOT。

总体来说,目前国内银行系、信托系TOT优势较为明显,私募机构TOT虽然在数量上迅速赶上,但是从投研实力和总体规模上来说与

前两者仍有差距。投资者如果希望选择TOT产品进行投资,可以优先在银行系、信托系TOT中挑选。

国内TOT发展已经进入瓶颈期,发行机构及投资者对TOT的热情都已减退。主要原因在于阳光私募基金策略单一,缺乏对冲手段,与市场相关度高,不论TOT如何腾挪,在市场低迷的情况下也巧妇难为无米之炊。从海外情况来看,FOHF是一类非常主要的对冲基金,2011年总规模达到5200亿美元,对冲基金管理的资产有27%来自于FOHF,2006年最高时该数据接近40%。从这个角度来看,国内TOT行业仍有非常大的发展空间。同时,国内各类型创新策略私募基金不停涌现,对于这类复杂策略私募基金的投资,TOT将发挥更为重要的作用。

中小板、创业板指数在3月初创出新高后开始回调,私募基金在上个月的优秀表现持续到3月首周,从排名前列的私募基金来看,大多是偏爱医药、消费行业的私募。

表现较差的产品是中融信托·融新252号第7期,亏损8.2%,同期表现较差的还包括瀛隆投资、塔晶投资、数君投资,这些都是偏爱周期股的私募基金,且仓位较重,所以回撤较大。

后期是继续下探挑战前期新低,还是结束调整,开始第二轮上涨,是目前投资者所关心的问题。3月前半月的调整大家早有准备,至于调整的深度和时间长短,私募普遍认为,目前市场依然会保持震荡调整态势,而且幅度不会太深,现在可能已经到了尾声阶段,对于4月行情比较期待。

据私募排排网数据中心统计,截至3月14日,今年以来共发行了162只证券类信托产品,其中1月发行74只,2月发行60只,3月以来发行28只,发行势头良好,结构化产品依然占主导地位。

预计银监会的新政——关于银行暂停销售私募基金产品和规范资金池来投资理财产品将会对私募发行带来一定冲击,特别是结构化产品。

## ■ 私募看市

## 调整已近尾声 私募看好四月行情

□飞鹏

3月以来,由于房地产调控政策加码,利好政策弱于预期,导致资金开始获利了结,使得大盘在近期表现持续疲弱。截至3月8日,沪深300指数在3月首周的跌幅为2.48%。根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基金产品为698只,今年3月首周的收益率为-1.12%,表现相对大盘要好。

从整体表现来看,实现正收益的产品有194只,占27.79%,大部分私募基金处于“获利回吐”状态。

排名第一的是陕国投·铭远2期,收益率为7.08%,铭远投资专注于医药行业,2月至今的医药股行情给铭远投资带来不菲收益。

排名第二的是中融信托·龙腾5期,收益率为5.88%,排名第三的是华宝信托·六禾财富越秀,收益率为4.6%。同期表现较好的产品还包括精熙投资、呈瑞投资、财富成长、淡水泉等。

中小板、创业板指数在3月初创出新高后开始回调,私募基金在上个月的优秀表现持续到3月首周,从排名前列的私募基金来看,大多是偏爱医药、消费行业的私募。

表现较差的产品是中融信托·融新252号第7期,亏损8.2%,同期表现较差的还包括瀛隆投资、塔晶投资、数君投资,这些都是偏爱周期股的私募基金,且仓位较重,所以回撤较大。

后期是继续下探挑战前期新低,还是结束调整,开始第二轮上涨,是目前投资者所关心的问题。3月前半月的调整大家早有准备,至于调整的深度和时间长短,私募普遍认为,目前市场依然会保持震荡调整态势,而且幅度不会太深,现在可能已经到了尾声阶段,对于4月行情比较期待。

据私募排排网数据中心统计,截至3月14日,今年以来共发行了162只证券类信托产品,其中1月发行74只,2月发行60只,3月以来发行28只,发行势头良好,结构化产品依然占主导地位。

预计银监会的新政——关于银行暂停销售私募基金产品和规范资金池来投资理财产品将会对私募发行带来一定冲击,特别是结构化产品。

## 3月以来收益率排名前十产品

排名	产品名称	投资顾问	单位净值	3月增长率
1	陕国投 铭远2期	铭远投资	1.068	7.08%
2	中融信托 龙腾5期	龙腾资产	0.7715	5.88%
3	六禾财富越秀	六禾投资	0.9543	4.60%
4	中融信托 精熙3期	精熙投资	1.1186	4.29%
5	山东信托 融泰1号	华融泰资产	0.7395	3.78%
6	中融信托 溪牛一期		1.0598	3.66%
7	华融信托 皇瑞优势1期	皇瑞投资	1.0944	3.61%
8	长安信托 鼎泰岩1期		1.2041	3.40%
9	陕国投 先机策略精选	太和先机	110.94	3.27%
10	中融信托 财富成长	财富成长	0.766	3.06%

数据来源:私募排排网

## ■ 产品擂台

## 优秀私募避险各有绝活

□好买基金研究中心 许付漪

我们永远无法预测到市场的最高点和最低点会在何时出现,面对未知的未来,私募基金的风险控制能力,是投资者挑选私募时不可忽略的重要指标,我们一般使用历史最大回撤来描述任一投资者可能面临的最大亏损。

历史最大回撤是指产品历史净值从一个局部的最高点到其之后的局部最低点的回撤中最大的一段回撤。最大回撤反映的是历史上如果在一个时间点进入,在之后退出,对于投资者来说能够带来的最大亏损。

好买基金研究中心对运作时间在1.5年以上的各类策略基金按照历史最大回撤进行排序。在好买统计的最大回撤幅度最小的20只私募产品

### 最大回撤最小的20只私募产品

基金简称	成立日期	最新净值日	最新累计净值	最大回撤(%)
信合东方	2010-9-27	2013-2-28	1.64	1.76
展博精选D号	2011-1-28	2013-2-28	124.97	2.26
展博精选C号	2011-1-28	2013-2-28	125.09	2.28
展博精选B号	2010-12-29	2013-2-28	128.88	2.28
展博精选A号	2010-12-29	2013-2-28	128.73	2.28
尊嘉ALPHA	2011-4-21	2013-3-8	1.14	2.30
东方远见7期	2011-4-29	2013-3-1	1.02	2.44
星石13	2009-5-21	2013-2-20	123.65	2.84
星石16	2009-7-20	2013-2-20	116.02	2.91
星石11	2009-3-18	2013-2-20	130.76	2.96
星石10	2009-3-12	2013-2-20	131.91	3.07
稳健2号	2011-6-24	2013-3-8	1.04	3.12
星石8	2009-1-21	2013-2-20	136.07	3.21
瀚鑫泰安量化成长1期	2011-3-18	2012-12-31	1.15	3.43
星石9	2009-3-4	2013-2-28	131.16	3.44
久富1期	2011-5-10	2013-3-1	1.11	3.64
朱雀丁远指数中性	2011-4-15	2013-3-8	108.86	3.73
星石7	2008-8-18	2013-2-20	145.05	4.08
星石4	2008-2-2	2013-2-20	149.95	4.14
星石3	2007-8-27	2013-2-20	166.11	4.15

数据来源:好买基金研究中心,数据截至2013年3月14日

度最小的主要有两类产品,一类是展博和星石这类通过判断市场来控制仓位操作的产品,另一类则主要是采用市场中性策略的私募产品,比如信合东方、尊嘉ALPHA和朱雀丁远指数中性等。

展博和星石旗下的数只基金最大回撤相对较小,主要与这两家私募基金的投资策略有关。在判断市场没有明显投资机会时,这两家私募往往将仓位控制在很低的水平,有时甚至空仓操作,通过对仓位的灵活控制来躲

避市场的大幅回撤。星石对于仓位的控制在业内也是比较有名的,公司的投资策略是宏观驱动下的价值投资,讲求在风险配比模型下的性价比。展博的操作风格属于偏防守型,往往能够有效通过仓位的控制来降低系统性风险发生的概率,且纠错速度较快。展博1期在沪深300指数下跌的19个月中,净值上涨月份超过50%,仅有两个月的跌幅超过指数,说明在整体下行风险上公司控制得较为出色,净值回撤可控。

企业基金主要采用跨市场的对冲模式,通过投资策略和投资标的多样化来分散部分投资风险。倚天阁的经营模式为基于风险回报量化分析,通过运用风险对冲等策略,追求绝对回报。尊嘉ALPHA主要采用多因子模型进行选股,在用多因子模型选出股票池后,还会进行第二次人工主动筛选,在保证量化交易的客观性的同时,能够充分应用基金经理的投资经验来避免一些系统选股所无法识别的陷阱。朱雀丁远指数中性基金则是通过财务模型和财务报表来选择股票多头部分,在股指期货部分采用市值对冲的方式来对冲非系统性风险。

总的来说,关注私募产品的最大回撤率是为了帮助投资者了解产品的风险控制能力,并知道自己面临的最大亏损幅度,以更好地作为产品选择时的一个衡量基准。需要注意的是,风险与收益永远是对等的,在收益波动较大的背后往往藏着诱人的收益。对于以保本优先的投资者而言,选择回撤幅度较小的产品可以较好地实现其理财的初衷,但对于追逐高收益的投资者而言,当面对着100%的收益之时,那50%的最大回撤或成为其中的一个小波折。

责编:殷 鹏 美编:马晓军