

■ 热点直击

资金成本下降刺激结构化产品发行

□中信证券研究部
金融产品组 彭甘霖

市场虽然不给力，但政策层面明显加强了对私募基金的扶持力度。上周，中国证券投资基金管理业协会（以下简称“基金业协会”）发布首批私募基金人公示，在私募基金发展史上具有里程碑式意义。中信证券研究部策略组维持对市场处于下行通道的判断，建议投资者在权益类产品方面增加市场中性策略品种的配置。

十年轮回 凤凰涅槃

2004年，深国投赤子之心（中国）证券信托计划开创了私募管理人担任信托产品投资顾问的先河。私募管理人摆脱民事委托理财合同中受托人的角色，以“阳光私募”的全新身份登上A股市场，并在这十年中不断发展壮大。

3月17日，基金业协会发布首批私募基金人公示。同日，重阳投资在其官网发布《“重阳A股阿尔法对冲基金”成立公告》。时间上的紧凑引起媒体争相报道，重阳投资总经理王庆表示，这只产品是“投资管理人自行发行”。

私募发展的早期，私募管理人通过与委托人签订委托理财合同的方式，行使资产管理事务。但就这类委托理财合同而言，法律、行政法规并无明确规定。在实践中，法院对于委托理财合同效力的认定做法不一。近十年间，私募通过担任信托、基金专户、券商资管计划投资顾问的方式，虽然解决了资金托管和合同法律效力问题，但在法律上丧失了对产品的控制权。

十年前为了扩大规模，规范自身发展，私募管理人放弃了在产品中的法律地位；现在为了同

中信证券私募证券产品业绩列表(2014年2月)														
产品简称	投资顾问简称	成立日期	净值日期	中信三年评级	今年以来		最近一个收益年化率(%)	最近一年年化收益(%)	百分比排名	波幅(%)	评价	评价		
					收益率(%)	百分比排名								
华润信托*泽熙4期	泽熙合伙	2010-7-7	2014-2-28	★★★★★	155.25	26.49	1%	13.28	22.62	1%	25.92	高	20.62	偏低
山西信托*恒复趋势1号	恒复投资	2009-1-20	2014-2-28	★★★★★	94.39	25.28	1%	11.07	25.47	1%	27.85	高	32.58	高
山东信托*泽熙3期	泽熙合伙	2010-7-7	2014-2-28	★★★★★	240.03	22.73	2%	6.81	34.54	1%	31.42	高	24.70	中
山东信托*泽熙2期	泽熙合伙	2010-6-11	2014-2-28	★★★★★	134.99	17.68	3%	0.36	18.62	2%	19.85	中	14.16	低
中融信托*富恩德1期	富恩德资产	2010-11-15	2014-2-28	★★★★★	82.57	16.88	3%	4.67	20.04	2%	20.39	中	18.31	偏低
华润信托*民森E号	民森投资	2009-7-23	2014-2-28	★★★★★	39.60	14.72	4%	1.19	17.53	2%	22.34	高	15.77	低
华润信托*民森B号	民森投资	2007-6-25	2014-2-25	★★★★★	139.46	14.26	5%	4.23	16.56	3%	18.75	中	16.37	低
中信信托*沃胜1期	沃胜资产	2010-12-2	2014-2-28	★★★★★	42.40	13.93	5%	9.10	11.70	5%	17.25	偏低	23.57	偏低
华润信托*民森G号	民森投资	2009-8-17	2014-2-28	★★★★★	53.11	13.71	5%	0.71	17.00	2%	21.68	高	14.56	低
华润信托*民森F号	民森投资	2009-8-17	2014-2-28	★★★★★	60.19	12.86	6%	0.43	17.91	2%	22.58	高	15.53	低
华润信托*民森K号	民森投资	2010-6-4	2014-2-28	★★★★★	75.54	12.04	8%	0.81	16.32	3%	16.44	偏低	15.74	低

数据来源：朝阳永续，中信证券研究部

样的目的，私募管理人在基金法和现有行政法规框架下积极探索、寻找在法律意义上属于自己的产品，以实现基业长青。虽然从产品形式上看似乎陷入一个轮回之中，但私募基金行业在监管模式、法律地位、规模体量、产品类型、渠道认可上已经和十年前完全不同。资本市场对投资管理能力的重新定价、我国财富管理历史性的发展机遇，正是这种螺旋向上式发展背后的推动力。

纵观国内私募基金行业的发展，符合诱致性制度变迁的特点，即“人们为争取获利机会自发倡导和组织实施对现行制度安排的变更或替代，创造新的制度安排”。国内私募行业交易制度安排、行业规范与商业模式一直都是各个市场参与主体在行业发展中自发倡导和组织实施。新的模式在发展初期也许不会一帆风顺，但我们相信私募作为资产管理行业最为市场化的力量，一定会通过市场化的方式找到集合各方利益的“公约数”。

结构化产品发行量增

春节因素导致非结构化产品发行低迷，资金成本下降刺激结

构化产品发行量增加。2月合计成立102只信托制私募产品，其中结构化产品88只，非结构化产品14只。由于2月资金紧张格局有所改善，在资金成本下降的情况下，刺激了结构化产品的发行。

截至3月14日，纳入中信证券私募证券产品数据库且尚在运行中的非结构化私募证券投资产品共1427只。其中普通型私募1121只，债券型私募44只，多组合型私募78只，特殊型私募184只。

普通型业绩分化明显，债券型全线回暖。截至3月14日，纳入中信证券私募证券产品2月评价的普通型私募有1106只，当月平均收益率0.33%，最高收益率30.28%，最低收益率-12.98%；其中540只产品获得正收益，占比接近五成，有81只产品下跌超过5%。76只多组合型产品当月平均收益率-0.8%，近四成的产品获得正收益。184只特殊型产品平均收益0.72%，近七成产品获得正回报。受益于债市回暖，44只债券型产品几乎全线上涨，平均收益率为1.03%。

从今年以来收益率看，普通型、多组合型、债券型和特殊型分别为2.29%、1.15%、1.77%和

2.11%。在普通型产品中，正收益产品占比接近六成，有140只产品收益率大于10%。

2月共有603只普通型私募产品满足中信证券私募证券产品三年评级条件，其中60只产品获得五星评级。五星产品近一年、近两年及近三年收益率平均收益率依次为20.31%、35.09%、34.70%，高于同期普通型私募产品8.36%、12.59%、-4.31%的行业平均水平。

展望下一阶段，中信证券研究部策略组认为，在货币政策前大转向的滞后影响，以及去产能和去库存周期叠加下，今年经济目标具有一定挑战性。在信用体系“出血点”增多的背景下，我们维持对市场处于下行通道的判断。内需的下降可能快于外需的恢复，尽管3月经济存在小幅改善的可能，但预计上半年经济趋势仍将继续回落。在此背景下，建议投资者在权益类产品方面增加市场中性策略品种的配置。风险偏好较低的投资者可关注星石投资的产品和宁聚投资旗下市场中性策略产品；风险偏好较高的投资者可适度关注淡水泉、重阳及景林投资旗下产品。

■ 私募看市

吃饭行情即将开席

□本报记者 殷鹏

近期市场不尽如人意，但大部分私募对中国经济保持乐观态度，他们认为未来市场大有可为。

私募关注改革大主题

广东煜融投资管理有限公司董事长吴国平表示，2014年的第一波吃饭行情即将开席，大家要随时做好共享大餐的准备。

创势翔黄平表示，对大市不用过分看空，现在看来，下跌的理由并不充分，大盘股估值已经很低，下跌空间非常有限。今年投资成长股很难再获得高收益，如果创业板能够跌到位，可以适时进场做波段。目前他的投资方向有两个：一是关注民营企业参与国企改革，其中参与军工企业改革的民营企业尤其值得关注；二是国企内部的兼并重组，广东、上海、山东的国企都值得关注。

星石投资总裁杨玲认为，国企改革是2014年最为重要的投资概念，也是未来持续存在的投资机会。从行业来看，非银金融、医疗、养老、教育、文化等领域值得重点关注。

私募人士胡志忠表示，地产股进入向上突破的热身阶段。目前资金量不足，银行可能难以逞强，中小地产股普遍只有几十亿元流通市值，出现上涨行情的概率较大。

私募人士郑莹表示，虽然中国经济的“三驾马车”，投资、消费、出口，集体失速，但经济不佳已经在股市中有所反映。长债收益率走低、通胀率不高，表明股市的下跌空间不足。在投资策略上，从短期来看，股市信心的羸弱，投资者需要以防守为主；从长期来看，目前处于底部震荡阶段，相信随着经济体制改革的深化，会带给投资者良好回报。

私募人士彭树祥表示，创业板这轮大牛市起点日的成交量是51.8亿元，而2月25日1571.44点这天的成交量是572.8亿元，个股方面表现最差的创业板股票也有60%以上涨幅，绝大部分股票价格翻两番以上，数十只个股价格翻5倍至10倍。所谓“天量天价”，创业板股指的中期顶部已经出现。

私募人士陈宇表示，人民币汇率波幅扩大短期对二级市场造成的冲击明显，目前看有继续贬值的趋势。但双向波动是央行的初衷，由于弹性变大，人民币汇率以后上下调整将成为常态。目前人民币贬值对于家电、日用品、照明等出口制造企业构成利好预期，但由于出口汇兑本身有固定的套保业务，其综合成本很难衡量，汇率波动加剧有可能使得这些出口企业的套保风险变得不确定。

穗富投资3月以来收益率超15%

据私募排排网数据中心不完全统计，截至3月第二周已披露3月净值数据的非结构化私募证券基金产品共有1092只，3月平均收益率为-0.82%，净值表现较差，暂时跑赢大盘指数。3月实现正收益的产品413只，占比37.8%，其中7只产品净值涨幅在5%以上。

穗富投资旗下管理的“粤财信托·穗富1号”保持了3月第一周强劲的势头，以15.52%的高收益率稳居3月第二周冠军宝座。“中融信托·08融新48号(京鸿1期)”以8.90%的收益率，居当周第二名。排名第三的是国鸣投资管理的“中融信托·融新252号第8期”收益率为8.61%。

除此之外，泽熙投资、鼎润投资、谦石投资、金海投资、森瑞投资等在3月也有较好表现。

从榜尾的私募来看，跌幅较大的是金河投资的“中融信托·融新293号(金河新价值成长一期)”、洲浚投资的“中融信托·洲浚1号”等。

据私募排排网数据中心统计，今年以来共成立268只阳光私募新品，3月第二周共成立15只阳光私募新品，其中非结构化产品4只、结构化产品11只。从产品策略来看，均采用股票策略，表明目前市场环境下，股票策略产品仍受追捧。

未来信息更透明化

现蓬勃发展的状况，大牛市不太可能出现，因而会择时做一些波段；同时，目前成长股的估值较高，但蓝筹股吸引力不足，因而维持偏谨慎的市场看法，但这并不妨碍鼎萨精选个股的投资策略。

他们认为处于景气度向上的行业中，估值便宜的且具有成长型的企业，依旧是可以配置的标的。

博道投资 奢华阵容齐创业

博道投资的创始人莫泰山原是重阳投资的总经理，2013年自立门户成立博道投资，人员配置堪称豪华：知名机构首席经济学家的助阵、新财富最佳分析师的入驻、明星基金经理的加盟，让莫泰山的创业备受媒体关注。

目前博道投资旗下有两类产品，传统多头系列——博道精选系列及量化对冲系列——博道量化对冲；量化对冲主要是经过一系列既定好的量化指标，进行无情感色彩的买入与卖出操作，具有顺应市场、安全边际高的特点。博道对市场的看法偏中性，主要是基于目前无风险利率仍处于高位，国债收益率存在上行压力，但

今年经济增长的区间基本已成定局，管理层释放的稳定经济增速的信号可以对冲市场的担忧。

宝银创赢投资 激进而富有个性

创赢投资的崔军是位颇具个性的基金经理，当年凭借炒股大赛冠军的身份进军私募业。创赢旗下不仅有传统股票型私募基金，也有许多只激进策略的对冲产品，剧烈的波动性源于加杠杆的投资方式。

崔军本人极富有戏剧色彩，去年联手上市公司主要股东，因总体持有上市公司股票份额超过第一大股东，而提议改选上市公司董事会，此举赚足了媒体眼球，倒逼大股东增持，致使股价上扬。

此次基金协会对私募基金的改革，取消了原本束缚私募基金发展的诸多限制，而第一批获得“身份证”的私募新产品会陆续与投资者见面。

不同私募基金公司有着明显的个性与投资风格，但共性都是为投资者的财富保值、增值，相信越来越多的阳光私募基金成为正规军后，监管和运作会更加透明，投资者也会更加放心。