

■ 热点直击

引入股指期货 私募布局多空策略

□中信证券研究部金融产品组 彭甘霖

2014年9月，国内成立了282只私募产品。来自朝阳永续的数据显示，新成立的信托制私募为128只，其中非结构化产品92只，结构化产品36只；在非结构化产品中，普通型32只，多组合型1只，特殊型51只，债券型8只。根据基金业协会备案信息，9月成立的私募证券投资基金、私募商品基金分别为137只和17只。

私募积极布局多空策略。在9月成立的私募产品中，和聚投资及涌峰投资都发行了名称冠以“对冲”的产品。这体现出私募在多空策略产品线上布局正在加速。近年来，传统单边做多私募采用对冲工具管理组合积累了一定经验。去年一些老牌私募在股票多空策略方面的成功，令不少以股票多头策略见长的传统私募管理人意识到：恰当地运用股指期货，也可以与传统单边做多的投资理念较好地结合。

今年以来，越来越多以股票做多见长的私募管理人，在投资工具运用上积极探索，通过将股指期货纳入投资标的，期望以更为积极的态度管理组合贝塔。与以往通过现金仓位、行业结构及个股等手段调整组合贝塔的模式相比，股指期货的引入拓展了投顾在组合管理上的能力边界，投资策略也由单边做多策略向股票多空策略转变。新的管理方式如何与原有投资理念融合需要一个过程，但我们预期随着多空策略产品的示范效应，此类策略将

中信证券私募证券产品业绩列表(2014年9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	设立以来收益率(%)		今年以来收益率(%)	最近一个月收益率(%)	最近三年年化收益率(%)		最近三年风险指标			
					收益百分比	排名			百分比排名	波幅(%)	评价	最大回撤率(%)	评价	
山东信托·泽熙3期	泽熙合伙	2010-7-7	2014-9-30	★★★★★	557.32	137.25	1%	19.54	30.00	1%	31.27	高	18.59	中
华润信托·泽熙4期	泽熙合伙	2010-7-7	2014-9-30	★★★★★	265.61	81.18	1%	15.14	45.57	1%	23.39	高	20.62	中
华润信托·泽熙1号	泽熙合伙	2010-3-5	2014-9-30	★★★★★	492.59	78.03	1%	23.57	47.16	1%	23.41	高	15.93	偏低
中江信托·金狮181号	凯石投资	2010-1-12	2014-9-30	★★★★★	45.30	66.88	1%	18.22	23.95	3%	25.01	高	19.81	中
中融信托·嘉禾1号	琪润投资	2010-9-25	2014-9-30	★★★★★	77.95	60.00	1%	20.29	26.34	2%	27.98	高	21.03	中
山东信托·泽熙2期	泽熙合伙	2010-6-11	2014-9-30	★★★★★	211.40	55.95	1%	10.13	33.56	1%	18.68	中	14.16	偏低
平安信托·中国机会三期	淡水泉	2008-1-16	2014-9-30	★★★★★	28.91	47.44	2%	7.09	20.47	4%	21.02	高	18.44	中
华润信托·泽熙5期	泽熙合伙	2010-7-30	2014-9-30	★★★★★	246.99	47.40	2%	14.01	36.54	1%	16.65	偏低	10.03	低
外贸信托·汇利优选4期	汇利资产	2009-7-24	2014-9-30	★★★★★	101.32	46.90	3%	8.55	22.69	3%	18.27	中	17.40	中
平安信托·丰煜1期	丰煜投资	2010-1-11	2014-9-30	★★★★★	46.31	43.29	4%	9.41	21.55	3%	19.93	中	19.09	中
兴业信托·云腾1期	云腾投资	2011-3-9	2014-9-30	★★★★★	92.68	43.07	4%	18.07	33.21	1%	33.82	高	14.72	偏低
中融信托·富恩德1期	富恩德资产	2010-11-15	2014-9-30	★★★★★	119.27	40.38	5%	8.13	25.83	2%	20.96	高	12.71	低
华宝信托·新价值11号	新价值	2010-7-19	2014-9-26	★★★★★	24.77	39.59	6%	5.28	19.52	5%	19.42	中	10.98	低
中信信托·和聚8期	和聚投资	2011-9-23	2014-9-26	★★★★★	75.85	39.19	7%	8.74	21.03	4%	14.03	偏低	7.15	低
中信信托·和聚7期	和聚投资	2011-4-29	2014-9-26	★★★★★	55.70	38.51	8%	9.74	19.62	5%	15.80	偏低	15.65	偏低
中信信托·和聚5期	和聚投资	2010-5-28	2014-9-26	★★★★★	68.28	38.31	8%	9.86	19.58	5%	16.38	偏低	16.27	偏低
中信信托·和聚2期	和聚投资	2010-3-18	2014-9-26	★★★★★	63.61	38.24	8%	9.94	19.44	6%	16.40	偏低	16.11	偏低
中信信托·和聚3期	和聚投资	2009-7-14	2014-9-26	★★★★★	144.91	38.05	9%	9.28	19.31	6%	16.15	偏低	14.58	偏低
中信信托·和聚4期	和聚投资	2010-4-14	2014-9-26	★★★★★	59.45	38.00	9%	9.87	19.58	5%	16.14	偏低	16.16	偏低

数据来源：朝阳永续，中信证券研究部

面临较大的发展空间。

截至2014年10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1704只。其中普通型私募1280只，债券型私募34只，多组合型私募79只，特殊型311只。

信托制私募各类策略普涨。截至2014年10月14日，纳入中信证券私募证券产品2014年9月评价的普通型私募有1236只，当月平均收益率5.77%，且创下近16个月以来单月收益率新高，其中1175只产品获得正收益，占比超过九成，仅34只产品下跌超过1%；31只债券型产品平均收益率为0.74%，仅有1只未获得正收益；79只多组合型产品平均收益率

4.60%，仅2只未获得正收益；260只特殊型产品平均收益率2.70%，仅少数出现负收益。

从今年以来收益率看，普通型、多组合型、债券型和特殊型产品分别为14.90%、10.67%、7.29%和8.35%。普通型产品中，正收益数量占比超过九成，接近三成的产品收益率大于20%；多组合型有95%的产品获得正收益，特殊型有79%的产品获得正收益，两类型中均有超过三分之一的产品收益率超过10%；债券型私募则全线上涨。

2014年9月，共有687只普通型私募满足中信证券私募证券产品三年评级条件，其中68只产品获得五星评级。五星产品近一年、近两年及近

三年收益率平均依次为32.38%、77.12%、79.12%，大幅高于同期普通型私募14.03%、24.08%、4.03%的行业平均水平。

展望下一阶段，9月投资增速低于市场预期，业绩快报和生产价格显示正在公布的上市公司三季报盈利增速不容乐观，市场将回归疲弱基本面，调整压力仍在。在经济低位运行的背景下，预期后续基建领域的项目将陆续放出，使得经济平稳运行在7.4%左右。在此背景下，建议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。

■ 产品擂台

阶段调整期
多只新品成立

□私募排排网

前周（10月13日至10月17日），市场指数整体大幅下跌，中小板指数和创业板指数分别下跌2.22%和2.61%；同期上证指数下跌1.05%。截至10月17日，沪深300指数10月以来下跌0.38%。

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1235只，10月平均收益率为-0.07%，微微跑赢大盘指数。其中归属长三角地区的产品有449只，占36.36%，平均收益率为0.14%，高于私募整体收益率0.21个百分点。

截至2014年10月10日，盈捷投资李少伟所掌管的“中融信托·盈捷九头鸟2期”和“中融信托·盈捷九头鸟1期”分别凭借9.99%和9.95%的收益率夺得前周第一和第四名，单位净值二者仍在面值之下，分别为0.8344元和0.8344元。

第二名和第三名分别是“中融信托·宏北01号·第01期”和金百合财富管理的“东莞信托·汇信·金百合2号”，截至2014年10月17日，收益率为9.77%和9.58%，单位净值分别为1.7329元和1.258元。

第五至第八名均为成立时间高于4年以上的产品，分别是同威资产李驰掌管的“平安信托·同威一期”、中金公司史琳管理的“北方信托·金泰瑞丰(乾清)”、鼎陶朱辉“中融信托·鼎辉1号”和泽熙投资徐翔“华润信托·泽熙5期”，收益率分别为8.43%、7.75%、7.75%和7.75%。

对于目前的A股市场，博道投资表示，综合分析利率体系、宏观经济与企业盈利、股市估值、全社会资金流动等因素，股票市场大概率处于牛市初期。聪明钱在入市，A股正处牛头状态。

星石投资总裁杨玲认为，三季度GDP增速虽然创出新低，但并没有超出市场预期，也不是市场最为关注的事情，对于A股不会产生大的冲击。当前影响市场的关键因素是“资金”，市场最为关注的是四中全会。如果缺乏超出市场预期的利好，我们预计随着年末的到来，资金可能会暂时流出A股，市场也就可能迎来阶段性调整。

私募人士王庆认为，中国经济的基本面表现不佳。王庆从制度变化层面的宏观影响展望未来两年的资本市场，提出了经济转型与制度转型相叠加的投资策略。“原来简单的一个维度，现在变成了四个象限。做多的必须是经济转型的赢家，也是制度转型的赢家。”

据私募排排网数据中心统计，今年以来共成立1535只阳光私募新品，前周共成立40只阳光私募新品，按产品类型来分，结构化产品为主；按产品策略来分，20只其他策略产品，1只债券策略产品，19只股票策略。

另外，今年以来，有112只产品清算，前周无清算产品。正在募集中的产品有23只。

■ 产品分析

今年以来私募分红221次 创历史新高

□好买基金研究中心 王梦丽

今年以来，A股市场呈现震荡上涨态势，上证指数从年初至今上涨了近300点。针对大盘强劲的表现，不少知名私募对后市表现出了强烈看好态度，多数私募增加股票仓位，分享大盘上涨带来的机会。好买基金研究中心数据显示，具有今年以来业绩数据的2553只基金中，2214只基金今年以来取得了正收益，占比高达86%。私募基金在积累实现正收益的同时，也为基金分红创造了客观条件。

2006年以来，阳光私募基金中具有明确公开公告的分红有683次。自2009年以来，私募基金分红次数有所增多，共有30次分红，此后历年逐年增多。其中2013年、2014年私募分红次数为历年最多，分别分红188次、221次。其中，朱雀的阿尔法系列、华宝证券的华宝华兴系列产品近两年分红次数较多。比如，朱雀阿尔法2号在2013年共计分红3次，朱雀阿尔法2号与3号产品今年以来各分红两次。

正确看待私募分红

虽然相对于私募整体数量来说，分红的私募基金比例并不高，但是可以看出随着私募产品存续总量的持续增长，私募基金分红的现象也在逐年增加，投资者接触到的分红的私募基金可能会越来越多。

不过，投资者需要注意的是，不能简单地将私募分红现象归为“好”或者“坏”，分红只是判断这只基金近期运作效果的一个指标。一般来说，私募的分红形式和公募基金分红类似，可以分为拆分、现金分红、红利



再投资三种形式。值得注意的是，不管是何种形式的分红，对投资者而言其总资产的价值并未改变，只是以基金份额增多或者现金增多的形式表现。所以单纯从这点来看，私募分红可以说只是一个心理上的安慰，对总资产并无任何实质影响。而区别就在于分红之后，股市走势会给选择不同分红方式的投资者带来不同的收益。

值得一提的是，如果私募基金选取的现金分红时点能够踏准市场节奏，则可以很好地保护投资者的既得利益。比如，在市场前期涨幅较高阶段，私募基金已经取得较为不错的正收益，私募基金经理可以通过分红，将前期已经累积的一些收益分配给投资者，以规避后市可能带来的市场回调风险。否则，如果分红时点没能踏准市场节奏，很可能造成分红后市场大涨，错过行情。

分红控制管理规模

事实上，由于盈利机制的不同，私募对分红的诉求也和公募基金大

不相同。公募基金靠管理费吃饭，收入直接和规模挂钩，所以，公募分红更愿意红利再投资。而对私募来说，其收入主要来自业绩提成，一切都向提高业绩看齐。但是一般来说，在既有策略和既有投研人员的支撑下，规模是业绩的天敌。如果没有做好充分的投研及策略准备，规模猛增的后果可能就是业绩的持续下滑。

所以，对于私募而言，可以通过现金分红来控制基金规模。尤其是对于那些主攻中小盘、操作风格快进快出的私募来说，规模大了之后会带来很多操作不便。这也就是很多私募在快速发展阶段会采取分红的形式来控制产品规模的一个原因。比如，2013年末，泽熙旗下5只产品进行了大比例分红。

数据显示，泽熙一期于2013年11月14日进行分红，每份额分红1.9053元。该产品成立于2010年3月5日，截至2014年10月22日，4年累计收益高达361.41%。另外泽熙二期、三期、四期、五期产品也于当月进行

了大规模分红，每份额分别分红0.8元、1.44元、100元、120元（泽熙四期、五期单位净值起始值为100元）。好买基金根据其分红当日的累计净值与分红后的净值数据对比，可以看出泽熙旗下5只产品的分红比例非常大，单位份额的分红几乎占分红前净值的一半。由此也可看出，泽熙有意通过此次分红控制其产品规模。

强制分红属正常现象

虽然业绩是分红的前提条件，市场比较好的时候，私募愿意分红，但是近年来有不少私募基金出现强制分红的情况。有些私募基金在合同中便约定好一个分红条件，只要业绩达到约定条件，那么这些私募便会按照合同中约定的每季度或是每年进行分红。比如中国龙系列的中国龙精选1、中国龙稳健1、中国龙价值等十几只基金都有定期分红的惯例。自2006年至今，中国龙旗下产品仅在2012年时未分红，其余几年均有分红。尤其是在2010年，中国龙旗下有16只产品均进行了分红。

事实上，不论是私募主动分红，还是合同约定的强制分红，对于业绩均有一定的要求。只有确保了产品的收益率，才有了用来分红的“蛋糕”。不过，从分红的历史来看，同样存在着一些有分红记录，却无法避免终止的产品。所以，本质上无法从一次的分红来判断基金业绩的可持续性。因此，投资者不能仅通过分红来判断基金的好坏，在选择基金的时候，还是要结合历史业绩、管理人管理水平及其投资风格等多方面因素综合判断。