

帮助投资人区分不同产品收益与风险特征

——私募基金投资策略分类体系解析

□中证投资 朱必远

最近两年我国私募基金行业的发展呈现出两大趋势：一是私募基金的合法化,从过去的证券信托产品的“投资顾问”到今天的私募基金管理人,体现了私募基金行业从无序发展进入有序监管的时代。合法身份的确立不仅仅表示私募基金公司可以独立发行产品,更重要的意义是催生行业的繁荣,用“爆炸式发展”来形容目前的私募行业一点都不为过;二是私募产品的多元化,从过去单一的股票型产品到今日百花齐放的量化对冲型产品,体现了私募基金行业内生的强大的产品创新力。从国际上来看,我国的私募基金对应国际上的对冲基金,私募基金投资策略的多元化标志着我国对冲基金行业的初步形成。从这个意义上讲,投资策略的分类对私募基金研究显得尤为重要且迫切。

在此之前,国内一些私募基金研究和评级机构已推出了各自的分类体系,这些分类体系都很好地借鉴了国际市场的一些做法,并适当结合了本土市场的情况。中证投资在此推出的私募基金投资策略分类体系与国内其他一些机构的分类体系大同小异——“失同”体现了分类体系大框架上的一致性,而“小异”则代表了我们自己的一些独立思考、权衡和优化。

我们认为分类体系的核心作用在于帮助投资人区分不同产品的收益来源及其风险收益特征,进而为其资产配置决策服务。我们分类的主要原则基于上述两点,即收益来源(大类资产)和风险收益特征。而在一些细分子策略的处理上,则主要结合我国本土市场的特征以及产品数量的显著性。在分类体系的层次上,我们希望细分到三级策略,但是考虑到产品数量,部分策略细分到二级策略或一级策略。

股票策略(Equity)

股票策略产品的主要收益来源于股票资产,主要投资的品种为上市公司股票,以及辅助性使用股票相关的衍生工具(包括股指期货和即将推出的指数期权和个股期权)。

1、股票多头(Equity Long Only)

股票多头产品主要持有股票的多仓,这类策略直接投资于上市公司股票,主要从股票的上涨中获利。股票多头策略是使用最为古老、最为普通也最为广泛的一类策略。成长型与价值型是国际上通行的对持股风格的进一步细分。

(1) 成长型(Growth Stocks)。一般来讲,成长型基金基金经理强调企业未来盈利的增长,比如强调企业未来巨大的增长空间和快速的增长速度,而不太关注企业目前的估值。国内代表性的私募公司包括鼎锋资产、明曜投资、朱雀投资、尚雅投资、源乐晟、汇利资产、和聚投资、博颐投资、理成资产、世诚投资等。

(2) 价值型(Value Stocks)。一般来讲,价值型基金基金经理通常会考虑企业未来盈利的增长,但是他们可能接受低速的增长,他们更强调企业目前估值的安全性。国内代表性的私募公司包括重阳投资、景林投资、淡水泉、星石投资、涌峰投资等。

上述区分方法是一个相对的标准,通过这个标准可以将一部分股票贴上价值或者成长的标签,但是有相当一部分股票,可能很难区分它们究竟是成长股还是价值股。实际中,一名成长型基金经理和一名价值型基金经理可能共同持有某些股票。严格来讲,使用偏(侧重)成长型和偏(侧重)价值型的说法可能会显得更为准确。

关于择时对冲:目前市场出现了一些择时对冲(或部分对冲)的股票型产品,这些产品有选择性的使用股指期货来对冲系统性风险,有一些机构将此种产品单独纳入一个二级细分策略,但是我们认为这类产品本质上仍是股票多头产品。首先,这类产品并不指望通过股指期货来获利,这类产品的主要收益来源仍然来自选股和择时,与股票多头无异;其次,这类产品的对冲效果是部分的和动态的,实际效果相当于减仓操作或者优化的减仓操作(相比直接减仓,使用股指期货对冲具有一定的优越性,比如效率高,冲击成本小);最后,这类产品不会有净空头仓位(股指期货的空头仓位大于股票组合的多头仓位),也不会采用放杠杆的方式持有股票多头仓位(同时持有股票组合和股指期货的多头),因此不属于股票多空产品。

2、股票多空(Equity Long/Short)

股票多空产品除了希望从一些股票的上涨中获利外,也希望从另一些股票的下跌中获利。这类产品多数时候在持有一部分股票多仓的同时持有另一部分股票的空仓(可能某些时候只持有股票的多仓或者空仓)。国内代表性的私募产品包括重阳投资的招商汇金之重阳和国泰君安君享重阳。

目前我国市场中出现的股票多空型产品有别于国际上的股票多空策略。国内私募产品主要通过做空股指期货的方式获得空头头寸,从指数的系统性下跌中获利。而国际对冲基金主要通过做空个股的方式获得空头头寸,从个别股票的下跌中获利。目前在我国融券卖空仍然受制于成本

高和数量少,做空个股是一件非常没有效率的事情。

3、事件驱动(Event Driving)

根据国际上的定义,事件驱动策略主要通过介入那些财务结构正在或者即将发生重大变化的公司而获利。这些事件包括并购、重组、财务困境、要约收购、私有化、股票回购、证券发行等等,事件驱动型基金经理既可以积极和主动的介入相关资本交易活动,也可以简单和被动的持有公司股票或者债券。

从国内的情况来讲,我们很少看到国际意义上的事件驱动型私募基金,并且它们涉及的主要是股票而不是债券。这是我们为什么将事件驱动策略列为股票策略下的二级细分策略的主要原因(国际对冲基金通常将事件驱动策略列为一级策略)。这表明我国的事件驱动策略私募基金仍处于萌芽阶段,具有巨大的发展空间。

(1) 定增股票(Private Issue)。目前,我国市场上普遍流行的事件驱动型策略是参与上市公司的定增。这类策略的特征是能以一定的市场折扣价买入股票,但是必须锁定1年的期限。从我国股票市场的历史来看,这种策略能够获得明显的超额收益。国内代表性的私募产品包括博弘弘君以及其他很多私募公司发行的定增型产品。

(2) 并购重组(Mergers & Acquisitions)。这些基金通常以并购重组为契机切入上市公司,通过深度介入上市公司资本活动和强化上市公司资本运作,实现公司跳跃式发展。目前我国市场开始零星出现了此类策略的私募基金,该类策略可能会得到较快的发展。

债券策略产品的主要收益来源于固定收益类资产,主要投资的品种包括国债(包括国库券)、公司债(包括短期融资券和中长期债券)、市政债、票据、银行贷款和各种资产支持证券,以及包含权益特征的可转换债券或者相应的结构化债券等等。

1、短债型(Short-term

相对价值策略强调从资产价格的相对高低中获利,也就是说,相对价值策略同时涉及两个具有高度相关性的资产或者不同市场中的同一资产,当这两个资产(市场)之间的价格差变得充分大时,买入价格低的资产,卖出价格高的资产,获取两者之间的价格差。简单一点说,相对价值策略是一种无风险或者低风险套利,目前国内出现的主要有统计套利和市场中性策略。

1、统计套利(Arbi-

期货策略是一种主要通过交易商品期货合约来实现收益的策略(国际上称为管理期货或者CTA)。期货策略区别于其他策略的关键在于,期货是杠杆交易,投资者可以成倍的放大收益(或亏损),并且卖空像做多一样稀松平常(每一份期货合约的背后都有一个多头和空头),投

宏观策略是一种基于对宏观变量的分析通过大类资产的切换而实现收益的策略。宏观策略的核心在于分析各大类资产(包括股票、债券、各类大宗商品等)的走势,及时正确地切换和配置各大类资产(做多上涨的资产、做空下跌资产)。宏

组合策略有别于上述所有策略。组合策略基金经理不负责资金的直接投资,而是负责将资金分配到不同的私募基金产品(或私募基金经理上,又叫“私募组合基金”或者“私募基



债券策略(Fixed Income)

Bonds)。短债型产品主要投资剩余期限较短(通常在一年以内)的固定收益品种,严格意义上讲,是那些久期较短的债券品种。国内代表性的私募公司包括佑瑞等等。

2、中长债型(Median & Long-term Bonds)。中长债型产品主要投资剩余期限(久期)较长(通常在一年以上)的

相对价值策略(Relative Value)

trage)。统计套利策略综合使用各种套利策略,包括期现套利(期货与现货之间的套利)、跨期套利(不同期限的期货之间的套利)、ETF套利(ETF的一级市场和二级市场之间的套利)、跨市场套利(不同交易市场之间的套利)等,获得无风险(低风险)收益。国内代表性的私募公司包括礼一投资、信合东方、淘利资产等。

2、市场中性(Market Neutral)。宽泛一点来讲,市场中性策略也是统计套利的一种

期货策略(Futures)

投资者可以同时从上涨和下跌中获利。另外,在期货合约价格的分析框架中,大宗商品的价格走势具有至关重要的影响。

1、主观趋势(Discretionary Trend)。基金经理主要通过定性分析商品现货价格背后的影响因素,形成对期货价格的主观判断,所有的决策和交

宏观策略(Marco)

观策略至少涉及两种大类资产之间的切换和配置。

在使用的工具上,宏观策略既可以是基础资产,比如股票、债券,也可以相应的产生衍生工具,比如股指期货、商品期货,甚至期权、互换等等。宏观策略不仅具有最为广泛的投资

组合策略(FOFs)

金中的基金”)。组合基金经理首先要确定不同策略私募基金的配置比例,其次要在各策略中筛选出合适的私募基金产品(或私募基金经理)进行配置,最后涉及到各策略配置比例的

固定收益品种。国内代表性的私募公司包括乐瑞资产、鹏扬投资、耀之资产、青骓投资等。

3、混债型(Hybrid Bonds)。混债型产品除了投资普通的债券外,还会投资其他类型的债权和少部分权益类资产,包括可转债以及股票,但是相对来讲这类具有权益特征的资产占比有限(属于收益增强工具)。

(阿尔法套利),但是从该策略的特点和国内的实际情况来看,有必要单独列为一个细分策略。该策略通过买入一个具有超额收益(阿尔法收益)的股票组合,同时卖空一个相应的股票指数期货,使得股票组合的贝塔为零(中性),获取与市场走势无关的阿尔法收益。国内代表性的私募公司包括尊嘉投资、朱雀投资、金得资产、盈融达、宁聚投资、博普科技、大岩资本、龙旗科技、申毅投资等。

易通过主观判断去完成。国内代表性的私募公司包括凯丰投资、持赢投资、中睿合银等。

2、系统趋势(Systematic Trend)。基金经理主要通过程序化的数量模型分析商品期货价格走势,所有的决策和交易通过模型自动化完成。国内代表性的私募公司包括白石资产、淘利资产等。

范围(各类资产),同时具有最为广泛的投资工具(基础资产和衍生工具),而且具有最为灵活的投资手段(做多和做空),可以说,宏观策略最为灵活,但同时对基金经理的要求最高。国内代表性的私募公司包括泓湖投资、乐瑞资产等。

调整和私募基金产品(私募基金经理)标的的调整。国内代表性的私募公司包括各大银行和信托机构发行的TOT、第三方理财发行的TOT、平安罗素、万博兄弟、诺亚财富等。

一级策略	二级策略	三级策略
股票策略 (72%)	股票多头 (72%)	成长股票 价值股票
债券策略 (25%)	股票多空 (6%)	定增股票 并购重组
	事件驱动 (12%)	
	固定收益	
	混合债	
相对价值 (24%)	统计套利 (13%)	
	市场中性 (12%)	
商品期货 (52%)	主观趋势	
宏观策略 (2%)	系统趋势	
混合策略 (11%)		

注(1):括号内数字为中证投资覆盖的该类策略私募基金的数目(含已清算产品),仅包含主基金,不包括各种形式的支线产品(Feeder Fund或一对一TOT)

注(2):数据截至2014年10月底

数据来源:中证投资、Wind。