

# 我国私募证券投资基金八大策略分析

□民生证券

随着中国金融市场的逐渐完善与私募行业的快速发展,私募基金的策略也越来越多样化,并逐渐朝着海外对冲基金的方向发展。基于对私募行业的跟踪以及对管理人投资策略的研究,我们将目前私募行业各类型投资策略进行了大体的梳理,大致分为股票策略、债券策略、市场中性、事件驱动、宏观期货、量化套利、组合基金以及复合策略等八大类。

## 股票策略

股票策略以股票为主要投资标的,是目前国内阳光私募行业最主流的投资策略,约有八成以上的私募基金采用该策略,内含股票多头、股票多空两种子策略。由于资本市场发展的缘故,国内的私募基金运作最多的投资策略即为股票策略,持续披露净值的产品数量超过3200只,规模占全市场比重的85%左右。

纯股票多头是指基金经理基于对某些股票看好从而在低价买进股票,待股票上涨至某一价位时卖出以获取超额收益。该策略的投资盈利主要通过持有股票来实现,所持股票组合的涨跌幅决定了基金的业绩。按选择股票的角度划分,主要分为价值投资、成长投资、趋势投资、行业投资。

随着我国金融市场的逐步完善与融资融券、股指期货等金融工具的推出,国内阳光私募基金正逐步走向真正意义上的对冲基金,在投资组合中加入对冲工具成为越来越多基金经理的选择,股票多空策略也应运而生。

代表机构:朱雀投资、民森投资

### 朱雀投资

自2007年运行以来,朱雀已陆续发行近50款私募产品,目前存续运作的产品数量达到46只,早期设立的4只产品累计收益率已经超过300%,为投资者实现资产的稳步增值。近几年朱雀投资还涉足新的产品类型,在量化对冲、股权投资等领域均有新的突破。尤其是在量化对冲方面,发行多只朱雀漂亮阿尔法产品,该系列产品引入股指期货对冲策略,将净值波动控制在较低水平。

投资策略分析:

稳健风格下的成长股投资。与单纯的选时型或选股型投资者不同,朱雀投资意在两者之间做出一种平衡。一方面,朱雀投资重视自上而下的仓位决策和行业配置;另一方面,朱雀投资也重视自下而上的个股选择。前者使得其业绩呈现出较为稳定的风格,后者使得其业绩在市场上于阶段保持一定程度的进攻性。

(1)仓位决策和行业配置。朱雀投资将组合的目标仓位分为高、中、低三个级别,分别对应三个不同风险等级的市场环境。在三个不同的市场环境中,组合目标仓位的运行空间分别为0-33%、33%-66%、66%-100%,具体仓位的仓位由基金经理在目标仓位区间内确定。仓位确定后,通过对宏观经济运行趋势、行业景气度趋势等基本因素的分析判断,确定投资组合中的行业配置比例。

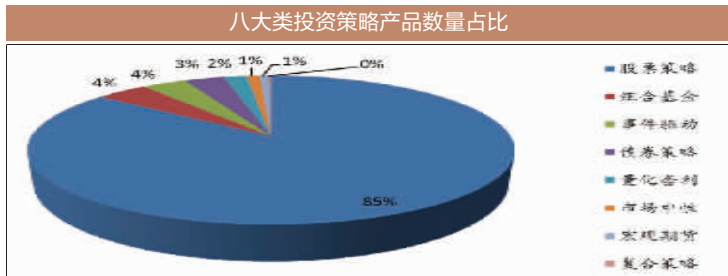
(2)个股选择。朱雀投资在强调仓位决策的同时强调“像内部人一样理解公司”,做到投资的专注。公司长期看好与经济转型相关的行业,其核心是城镇化和内需,包括衣食住行、医疗、娱乐文化等内需产业,以及战略新兴产业等。公司区分周期类(强周期、弱周期)和非周期类(快速成长、稳定成长),并分别采取有不同的投资方法。

总结:

朱雀的管理业绩给人比较稳健的印象,这可能与核心人物李华轮券商背景有较大关系。一方面,公司会进行主动的仓位决策,另一方面也会执行被动的调仓策略,这使得其业绩可以避免因市场波动带来的大起大



数据来源:基金业协会、信托业协会,民生证券金融产品研究中心



数据来源:朝阳永续,民生证券金融产品研究中心。

数据截至日期:2015-8-31

落。朱雀投资旗下产品两次最大的净值回撤来自2008年和2011年,但均大大高于市场整体跌幅。

## 债券策略

债券策略的私募基金主要以债券为投资对象,以绝对收益为目标。由于债券价格对利率变化较为敏感,基金经理需对债券组合的风险暴露进行调整,随着国债期货的推出,投资组合可结合国债期货来减少净值波动。固定收益基金通常收益空间较小,一般会配合结构化产品来扩大收益区间。

2012年的债券牛市行情中,债券型基金大行其道,也推动了债券策略私募基金的萌芽。由于在投资范围和杠杆使用上的限制,许多债券型私募通过有限合伙和基金专户来发行产品,更多的是成立结构化产品,以传统的管理型产品来运作的数量并不多。

代表机构:乐瑞资产、鹏扬投资

### 乐瑞资产

乐瑞资产成立于2011年4月,是国内最早成立的专注于债券市场等低风险领域投资的私募基金公司。公司董事长唐毅亭曾负责中国农业银行债券投资交易工作,所在团队自2001年起连续五年市场综合排名五连冠,2007年转战安信证券,将其资产管理规模扩大至行业前十名,其他两位投资经理张煜、王笑冬也均有大型商业银行投资背景。乐瑞强债1号为非结构化的信托产品,投资经理为王笑冬,运作三年以来操作风格稳健,即便是在“钱荒”的2013年也实现绝对收益,截至目前累计收益达到65.94%,年化收益率为17.10%,稳居国内债券型私募第一名。

## 市场中性策略

市场中性策略是指同时构建多头和空头头寸以对冲市场风险,在市场不论上涨或者下跌的环境下均能获得稳定收益的一种投资策略。市场中性策略主要依据统计套利的量化分析,市场中性策略又分为阿尔法套利和贝塔套利。阿尔法套利:做多具有阿尔法价值的证券产品,做空股指期货,实现回避系统性风险下的超越市场指数的阿尔法收益;贝塔套利:在期指市场上做空,在股票市场上构建拟合300指数的成分股,赚取其中的价差。

国内的私募基金管理人一般在选股方面具有较多心得,但在市场系统性下跌中也会不得不遭遇净值的大幅调整,允许信托账户做空之后,越来越多的传统私募基金开始尝试转型,朱雀、翼虎、鼎峰、重阳等私募就是其中的代表。当然,也有一些管理人从一开始就立足于市场中性策略,如宁

聚、盈融达、尊嘉等私募。

在2014年11月、12月金融股独涨的极端行情中,以往通过做多中小市值、做空沪深300期货来获得双向收益的市场中性策略私募遭遇“黑天鹅”事件,尊嘉、宁聚等一批私募机构甚至出现20%以上的回撤幅度,此前构造的稳健收益特征遭受空前打击。随着中证500股指期货放开,大部分市场中性策略私募纷纷将对冲标的转向中证500,对冲效果也更为理想。

代表机构:富善投资、盈融达

## 事件驱动策略

事件驱动型投资策略就是通过分析重大事件发生前后对投资标的的不同而进行的套利,基金经理一般需要估算事件发生的概率及其对标的资产价格的影响,并提前介入等待事件的发生,然后择机退出。该策略在我国目前有效性偏弱的A股市场中有一定的生存空间。事件驱动型策略主要分为定向增发、并购重组、参与新股、热点题材与特殊事件。

事件驱动策略私募产品普遍有1.5年-3年的封闭运行期,相比一般私募产品流动性更差。另外,上市公司定向增发的股票一般会通过证券公司来承销,因而近年来券商资管产品中参与定向增发的数量占据主导。今年以来,随着新三板市场火爆起来,越来越多的私募也开始关注和参与这一市场,数十只新三板私募基金应运而生。

代表机构:泽熙投资

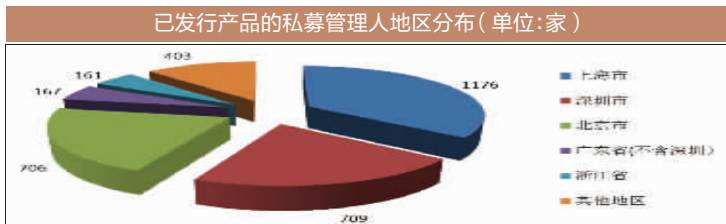
随着经济形势的变化,以快进快出的投资手法成名的泽熙投资尽管成绩斐然,但徐翔却有着强烈的危机感,开始谋求从单纯的财务投资到上市公司经营管理的转型,从以往的短线投资变成深度介入上市公司。

聚焦于上市公司定增业务的泽熙增煦成立于2013年1月28日,由上海泽熙资产管理有限公司持股1%,华润深国投信托有限公司持股94%,上海泽熙投资管理有限公司持股5%。

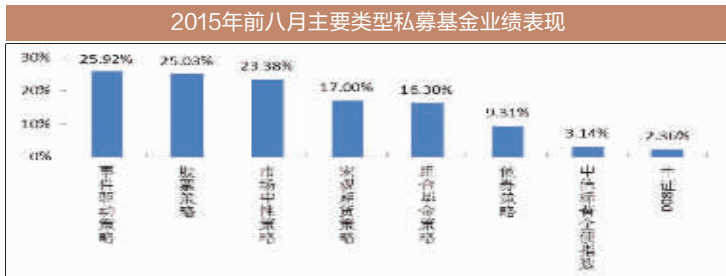
泽熙首次尝试进军定增市场,选中的是在资本市场上并不起眼的一家公司——鑫科材料,该公司主要从事铜基金材料和辐射特种电缆产品业务。2013年9月份,鑫科材料以5.16元/股的价格发行1.76亿股,募资约9亿元,其中,泽熙增煦参与领投,以4980万股的认购份额位居首位,共斥资2.57亿元。2014年9月22日,鑫科材料定增刚刚解禁,泽熙即迅速将鑫科材料股票兑现,盈利近2倍。

## 宏观期货策略

宏观期货策略包含宏观对冲和管理期货两类细分策略。



数据来源:朝阳永续,民生证券金融产品研究中心



数据来源:朝阳永续,民生证券金融产品研究中心。数据截至日期:2015-8-31

注:量化套利和复合策略由于可统计数据过少,此处不做列示。

宏观对冲策略主要是通过通过对国内以及全球宏观经济情况进行研究,当发现一国的宏观经济变量偏离均衡值,基金经理便集中资金对相关品种的预判趋势进行操作。宏观对冲策略是所有策略中涉及到投资品种最多的策略之一,包括股票、债券、股指期货、国债期货、商品期货、利率衍生品等。

操作上为多空仓结合,并在确定的时机使用上一定的杠杆增强收益。目前受制于国内外汇管制以及利率市场尚不完善,宏观对冲基金参与外汇品种的较少,但随着国内金融市场的完善,宏观对冲策略将迎来快速发展的时期。

管理期货被称之为“分散”的策略,由于基于管理期货基金本身的特性,其可以提供多元化的投资机会,从商品、黄金,到货币和股票指数等。因此在某种程度上,管理期货基金的决策一般对计算机程序较为倚重,可以实现与传统的投资品种保持较低的相关性,来达到充分分散整体投资组合风险的目标。

代表机构:凯丰投资、泓湖投资

## 量化套利策略

量化套利策略的核心是利用证券资产的错误定价,即买入相对低估的品种、卖出相对高估的品种来获取无风险的收益。套利策略一般也会结合多空手段来实现市场中性,优点是净值波动小,不过当市场品种出现较大波动时套利基金容易亏损。套利策略主要有期现套利、跨市场套利、跨品种套利、ETF套利等。

由于这种投资策略需要计算机技术和金融工具紧密结合,而且在模型的前期开发、构建直到实战中都需要投入大量的人力和物力,国内外从事这一投资策略的机构大多有在海外从事量化投资的经验,可追溯业绩的时间也不够长。

代表机构:礼一投资、申毅投资

### 礼一投资

礼一投资是一家以数量化交易为核心的对冲基金公司,也是国内少有的专门从事指数研究交易的投资机构,通过先进的软件开发技术,独立开发大型交易平台研制、开发和运维,实现了IT技术和交易策略的无缝对接。程序化交易包括期货基差套利、ETF套利、α选股、债券类产品套利等多个投资策略,2012年初发行信托产品——礼一“两克金子”量化回报1期,年化收益超过20%,历史最大回撤幅度1.2%。

## 组合基金策略

组合基金分为FOF(Fund of Funds)、MOM(Manager of Manager)两种形式。FOF即基金中的基金,通常由专业机构筛选私募基

金,构造合理的基金组合,从而实现基金间的配置。MOM是在FOF的基础上发展衍生出的新型组合基金投资策略,FOF是直接投向现有的基金产品,MOM则可以理解成把资金交给几位优秀的基金经理分仓管理,更具灵活性。

从运作模式上看,MOM与直接认购其他基金的FOF(产品较为类似,但是FOF产品存在三个劣势,一是两款产品的架构上存在双重收费;二是底层的配置资产并不透明,投资者难以了解;三是当资本市场出现大的下跌时,容易发生流动性风险,难以赎回母基金的份额。MOM则可以避免这些缺点。

随着海外组合基金理念的引入,越来越多的机构参与到组合基金的运作中来,尤其是去年开始的牛市行情以来,部分商业银行和券商陆续有MOM产品推出。其中,万博兄弟资产无疑是国内组合基金策略私募中的佼佼者,他们从宏观经济研究以及宏观的资产配置入手,再是依靠准确齐全的数据库以及科学有效的评价体系,遴选出最具投资价值的私募基金团队,之后还具备良好的风控能力,以控制产品净值的回撤。

代表机构:万博兄弟、平安罗素

## 复合策略

随着期货品种的加入及对冲策略普遍应用,很多阳光私募机构将多种投资策略结合使用,以期增加获利空间。如将定向增发、商品期货同时吸纳,在两个相关性极低的领域进行复合投资。具体而言,可以采用多策略管理人模式,将基金资产配置给不同管理人打理,例如同安投资自行承担选择定向增发项目投资,并运用股指期货对冲系统性风险;另外选择多家期货公司,以其自营团队进行商品期货套利操作,获取稳定收益;再另选基金经理进行现金管理。与组合基金不同的是,同安投资并非独立的第三方,而是在资产配置的同时,还负责部分资产的直接投资。

代表机构:信合东方

2007年成立的信合东方有限合伙采取了对冲基金运作模式,资产组合涉及股票、ETF、期指、外汇、商品、固定收益等多个品种。从历年业绩来看,信合东方都取得了不错收益,尤其在2008年,上证指数跌幅超过65%,而信合东方当年取得了53.66%的正收益。2010年推出首只信托产品——信合东方,成立以来累计实现115.69%,年化收益为17.2%,而期间最大回撤仅为3.63%。