

部分量化私募暂停接受增量资金

加码对冲新策略

□本报记者 徐文擎

熬过了2017年的“量化小年”，量化私募今年迎来相对更好“发挥”的年份。2018年过半，数据显示，在主流私募策略榜单中，多个量化策略的平均业绩排名居前，相对优势明显，多家私募规模也因此逆势扩张。

不过，出于对存量业绩的考量，多家私募近期主动暂停新增规模，并加码对冲策略，应对今年下半场的考验。

相对优势明显

格上理财数据显示，今年前5个月，各大私募策略榜单中，除排在首位的主观期货外，阿尔法策略、程序化期货策略、套利策略、量化复合策略以相对更优的业绩表现，分别名列第2-5名，前5个月的平均业绩分别为3.4%、2.15%、1.67%、1.28%，远超股票多头、债券等其他主流策略。并且，这四类策略业绩前1/4的机构，均取得了10%左右的成绩。

今年以来A股市场震荡向下，对量化策略比较有利。“今年的市场情况对很多资产都不是很有利，所以量化策略的相对优势比较明显。”好买基金研究员龚丽蔚说。

好买基金还表示，商品方面，由于外围因

素引发市场不确定性，商品价格受影响较大，部分商品价差有异常走势。随着国内市场CTA品种增多，今年以来，苹果、棉花等都走出了很强的趋势行情，新加入的原油期货也使得市场上交易机会增多。总的来说，高波动性的商品市场增加了交易机会。

上海一家绩优量化私募则表示：“策略会随时间失效。要提高策略的适应性，就必须不断补充人才和加强体系建设。市场好的时候努力挣钱，市场冷清时要扎实做好基础设施建设，这是私募长期的生存之道。”

主动压缩增量

“量化策略本身有适应和不适应市场之分，今年市场的交易情况比较适合量化策略的发挥。由于板块轮动比较快，特别适合某一类换手比较快的量化策略，但策略本身改变并不大。今年九坤、明泓、幻方等私募的业绩表现都不错。”龚丽蔚表示。

作为近几年收益排名靠前的量化私募，九坤投资规模也得到显著增长，由不到10亿元增长至近50亿元。总结原因，九坤投资总经理王琛将其归结于两点。首先，2016年后，团队通过更加丰富的数据和更加前沿的技术，不断革新量化的策略库，以提高策略在不同市场环境下的

的适应性。“我们现在的因子库大概有上千个因子，这么多因子，有一套系统性的方法论来保证它的质量，这样才能更分散阿尔法收益的来源。”他说。

其次，九坤打造了比较独特的团队协作模式，即通过专业分工，精耕细作，提升每个交易环节、投研环节的质量。

“积极寻求更多确定性阿尔法的机会，以适应不断变化的市场，是这类私募在市场中脱颖而出原因。可以看到，今年市场轮动很快，能够通过更多的策略、更有效的因子，根据市场价格涨跌和交易情况等，去捕捉未来有可能上涨的股票，会提高策略的收益来源。”龚丽蔚表示。

不过，基于对下半年流动性的关注和考量，部分绩优私募也主动压缩或暂停了增量资金。“今年以来，市场流动性一直下行，为了应对这一变化及对策略收益的影响，我们近期也主动暂停了新增的管理规模，希望在现有规模下，优化存量资金的表现。这是我们对未来流动性不确定的一种应对，也是对投资者负责任的态度。”王琛表示。

上述上海私募也表达了同样的观点。“不仅是流动性，还有策略本身的容量所限。一般而言，单策略会遇到30亿元左右的规模上限，有的机构可能通过策略优化能撑到40亿元左

右，但已经是极限了。”

加码对冲策略

除压缩规模外，部分私募还加码对冲策略。北京盈创世纪总裁韩冬称：“期权这一工具有助于对冲市场波动，发挥其避险功能。机构数量逐渐增加，认沽期权和认购期权的申购量都较以往加大。”

他提到，现在使用上证50ETF期权对冲的机构相对较多，使用商品期权的较少。不过，受限于50ETF的流动性，上证50ETF期权能够支撑的资金也比较有限，大概10亿元就是一个上限。

龚丽蔚表示，采取融券方式对冲是比较好的的一种方式。相比股指期货对冲，融券成本低且不占用资金。她简单算了一笔账：目前融券成本大概在9个百分点左右，将融券的ETF进行质押购买货基，所得收益对冲融券成本，折合下来，融券一年的资金成本在5%左右。“以今年量化私募的业绩来看，覆盖掉5%的资金成本不太困难，因此想用这种方式对冲的私募较多。”不过，她也提到，融券也比较依赖各家私募的资源。

另外，目前期现绩差有所收窄，期货市场容量大、流动性好、标准化，也是各家机构今年采用的最主流的对冲工具。

“公募化”银行理财产品身怀“必杀技” 公募债基迎劲敌

□本报记者 姜沁诗

资管新规的正式发布，对金融机构资产管理业务提出了全面的规范要求，包括产品净值化运作、打破刚性兑付、强化信息披露、重视投资者保护等。在这一背景下，投研能力成为理财业务发展的重要突破口，多家银行主动寻求转型，对标公募基金运作模式，理财产品“公募化”的进程势不可挡。

银行纷纷成立净值型理财产品

近期，不仅多家银行纷纷成立资管公司，多只对标公募基金的产品也接踵而至。如银行理财产品纷纷转型净值化产品，包括浦发银行、光大银行、工商银行等都已发行、成立净值型理财产品。

例如浦发银行于6月中旬发行一只对标先进公募基金运作模式的债券型公募基金型净值理财产品——债盈利180天计划。虽然从多方面来看，目前银行理财产品和公募基金仍然存在区别。首先是运作主体不同，理财产品运营主体是银行，公募基金的管理主体是基金经理；其次择时监管方不同，基金资产需要托管在具有托管资格的银行，且其账户设立和运作均严格独立于基金管理人及托管人。同时，证监会专门出台了针对货币市场基金的

管理规定，对基金的信息披露也有严格要求。而银行理财的资金去向的披露比较少，比如固定收益的银行理财产品，往往是不披露具体产品运作情况的。此外，还存在申购门槛的区别，基金申购起点很低，有1分钱起购的，也有1000元起购的。银行理财产品的门槛较高，一般都在5万元，有的甚至为10万元。

但从上述已有案例的产品运作介绍来看，净值化产品的转型便是向公募基金靠齐的第一步，也是最重要的步骤。据上海合富金融信息服务有限公司副总经理李响分析，以破除刚兑为目的的净值化管理，真正的核心是对投资标的进行公允价值估值。而公募基金已经提供了行业最佳实践，其公允价值计量、定期信披和三方托管，都值得银行理财借鉴。

可投非标或成“必杀技”

成立不久的招商银行资管也于近期发行多只净值化理财产品。根据招商银行资管的公开资料，其中睿远平衡六期将采用三年全封闭运作，权益资产灵活配置，最大比例可达40%。虽然在这只产品的宣传文字中，并没有提到对标公募基金，但看它的产品要素中，最大的亮点在于，除可投资债券股票外，还可配置非标债权、结构化优先级、转债交债等资产。有业内人士告诉记者，这只产品从形式到运作方式

等，都非常接近公募基金，并且还拥有一项公募基金没有的“必杀技”：可以配置非标债权。

“当银行资管本身既能有类公募产品，还能拥有更丰富的投资标的，再凭借银行自身强大的销售渠道，对公募基金的同类型产品来说，是非常有竞争性的。”该人士表示。

实际上，对银行资管来说，针对同类型产品，相较于公募基金最大的优势之一便是投资标的的丰富，其中最主要的一项便是可以投资非标债权。

根据资管新规的要求，公募产品主要投资标准化债权类资产和上市公司股票，被普遍解读为进一步限制了非标的融资来源。虽然新规对资管产品投资非标严格要求期限匹配，非标终止日不得晚于封闭式产品到期日或开放式产品最近一次开放日，但是非标一直是银行相对于其他金融机构重要的比较优势。

例如，在浦发银行转型思路上便提到，在产品形态上，以开放式净值型产品为基础，逐渐丰富封闭式净值型产品；而在投资标的上，则根据不同投资者的偏好，丰富投资策略，借力高效的资产投资交易能力，推出覆盖标准化资产投资、非标资产投资等多样化投资标的理财产品系列。

同类型公募基金产品的固定收益投资方向其实就是配置债券，而银行公募理财产品的投资门槛与公募产品一样，都比较低，他们既

可以配置与公募基金同样的债券，还同时可以配置一些非标，所以对同类型的公募基金产品来说，这样的理财产品会带来很大的冲击。

大资管行业竞争愈发激烈

近日，南京银行发布公告，宣布设立资管子公司。南京银行公告称，设立资产管理公司符合国内外银行业发展趋势，有助于提升公司资产管理业务的竞争力，有利于提升对客户客户的综合金融服务水平，增强公司服务实体经济、价值创造和整体抗风险能力。

据统计，今年以来，除南京银行外，先后还有招商、华夏、北京、宁波、交通、光大、平安等7家上市银行发布公告拟设立资管子公司。可以肯定的是，未来大资管行业会出现越来越多的银行资管子公司，也会更多地向公募基金看齐，进行同台竞争。

不少公募基金人士都表示，已经感受到了危机。“未来市场竞争会更加激烈。与其他金融机构如银行、保险相比，公募基金在激励机制方面还存在优势，也更容易吸引到优质人才，这种人才优势在短期内还是能够保持的。”华南某基金公司投资总监告诉记者，既然渠道不占优势，那就要保证投研实力不被超过。“所以，我们能做的就是把研究深度的投资做好，提高投研实力，同时保证投资风格更为鲜明。”

嘉实远见者夏季策略会启动 机构人士：A股具备中长期配置机会

在日前举行的嘉实基金远见者夏季投资策略会暨嘉实瑞享定开基金发布会上，机构人士认为，在多种因素的共同作用下，A股将给中长期投资者提供相对较好的配置机会。

光大证券研究所海外市场首席策略分析师陈治中认为，流动性因素是全球资本市场节奏变化的根本原因，年初以来美元长端和短端利率交替上行，给全球市场流动性带来不小压力，导致美股和全球市场大幅调整。虽然美元加息以及欧日货币政策明确转向后，新兴市场流动性遭遇挑战，但港股和广义中资股对流动性风险的暴露要低于其他新兴市场，且水平整体低于其他新兴市场。

展望下半年，兴业证券全球首席策略分析师张忆东表示，考虑到经济增长动力，下半年欧美央行的货币政策会从初期的鹰派收缩逐步偏向鸽派，从而有利于全球配置型资金回流上半年调整较大的新兴市场。其中，中国核心资产特别是全球洼地的香港市场有望受益。

在嘉实基金港股通策略组组长张金涛看来，虽然A股在中国经济迈过周期高点背景下，短期将承受信用收缩和股市资金配置减弱的影响，但从中长期看，在股票整体估值偏低、养老金入市、理财产品净值化转型后带来流动性资金、海外资金稳定流入等因素共同作用下，A股将给中长期投资者提供相对较好的配置机会。

对于港股走势，张金涛认为，港股仍处于牛市调整期，港股牛市的基础是其正在不断提升对中国转型升级的代表性，港股制度创新进程加速有助于提升市场短期风险偏好。

据介绍，7月9日，嘉实将发行嘉实瑞享定期开放灵活配置基金，拟任基金经理为张金涛。嘉实瑞享首次将定期开放运作形式与双预警保护机制相结合，以期在为投资者获取长期绩效回报的同时，减少极端风险干扰，为投资者锁定回报。（叶斯琦）

上投摩根张一甫：掘金结构性机会

针对近期市场表现，上投摩根医疗健康基金的基金经理张一甫表示，在市场缺乏趋势性行情的时候，应该结合行业增长和个股选择，寻找结构性机会。

张一甫认为，今年以来，医药行业的发展环境发生了较大改善，国家加快了创新药的审批速度，医保对创新药的支持力度也在加强，这就使一些创新能力较强的医药企业优势得以发挥。过去创新能力强的企业和创新能力弱的企业差距并不大，一定程度上也拖累了行业的整体表现，而政策环境的改善，也有助于好的企业拉开差距，获得更大的发展空间。

Wind数据显示，截至6月30日，张一甫管理的上投摩根医疗健康基金已斩获20.21%的收益率，摘得今年股票型基金半程冠军。上投摩根医疗健康基金中长期业绩同样不俗。Wind数据显示，截至6月30日，上投摩根医疗健康过去一年收益率为22.44%，排名高居普通股基第8位；其过去两年的业绩则达到28.73%，同类排名稳居前1/5行列。（李良）

市场为何谈商誉色变

□兴全基金 李小天 曾铭伟

从前几年的蓝色光标开始，因为商誉减值而导致企业业绩大亏、股价暴跌的案例比比皆是，以至于资本市场一时谈商誉色变，似乎商誉天然等于虚假的资产，等于利润的黑洞。实际上，商誉是企业间并购行为自然而然产生的结果，收购企业购买价格超出被收购方可辨认净资产的部分在收购方的报表上就形成了商誉，可辨认净资产不等于被收购方的账目净资产。不过，如果没有较多未重估的土地等资产，两者的差别较小，通常收购质地良好的企业的价格都会高于净资产，如果收购轻资产行业公司以及优秀公司，价格高于净资产多倍是再正常不过的事情。

谈商誉色变的核心，是过往几年许多上市公司为实现股价上涨而追逐热门题材，以及通过收购来实现报表利润的增长，或是通过收购资产和自身的估值差来实现EPS（每股收益）增长，但由于并购的资产经不起时间检验，导致商誉减值问题集中爆发，进而拖累上市公司业绩，影响股价表现。近期A股市场上频发的商誉减值其实反映的是当初为收购标的支付价格过高而造成的损失。

但事实上，绝大多数收购都会产生商誉，问题的核心不在于商誉而在于商誉付出是否合理，即上市公司是否为收购付出了不合理的高价，也包括收购后是否能够有效的管理。不可否认，确实有企业是认真真地通过并购手段，或扩大市场份额，或整合上下游产业链，或实现不同业务之间的协同效应，来提升自己的核心竞争力。一味否定商誉，等于一味否定并购，无异于因噎废食。

从另一个有趣的角度来看，A股二级市场的投资者其实也经常慷慨地支付商誉。如果说买股票就是买公司的一部分，投资者购买市值大于净资产的股票，本质上也是在支付商誉，这块商誉终究记在投资者的个人账上。目前上证综指的平均市净率PB大概为1.4，深证成指平均PB为2.5，创业板在3以上。以A股第一高价股贵州茅台为例，截至6月29日，其总市值超过9000亿元人民币，而截至2018年一季度报的归母净资产为1000亿元人民币，投资者买入贵州茅台股票，支付的价款中将近9成是在付商誉的钱。当然，贵州茅台这种独一无二的好公司的商誉，大家可能都会觉得值得支付，那么目前许多绩差公司的股价也大多高于净资产，甚至数倍于净资产，投资者可能就需要担心自己付出的“商誉”未来是否会发生商誉减值了，而这种商誉减值的亏损，可是要记在投资者个人账上的。

成立9年来收益 223.73%

同期同类排名 1/351

兴全社会责任

混合型基金投资业绩 代码：340007

成立日期：2009-11-18 基金管理人：兴全基金

开闸三周年 基金互认持续“北冷南热”

□本报记者 李良

内地与香港基金互认自2015年7月1日开闸，不知不觉已满三年。根据国家外汇管理局的数据，截至2018年5月31日，香港基金内地发行销售累计净汇出金额达到112.76亿元，较2016年1月31日的4017万元激增280倍；而内地基金香港发行销售累计净汇入金额也达到4.29亿元，较2016年1月31日的2154万元增加约20倍。

从数据中可以看出，内地投资者对于购买香港基金“南下”投资的热度，远高于香港投资者购买内地基金“北上”投资的意愿。事实上，自内地与香港基金互认开闸以来，“北冷南热”的格局一直在持续，并在随后的时间里不断扩大。值得注意的是，香港基金在内地销售的上百亿金额中，少数基金占比较高，显示投资者的认同度趋于集中。

26倍的“温差”

从国家外汇管理局的数据来看，截至2018年5月31日，香港基金内地发行销售的累计净汇出金额，是内地基金香港发行销售累计净汇入金额的26倍。二者之间的“温差”之大，折射出两地投资者对基金互认的不同态度。

国家外汇管理局每月公布一次内地和香港基金互认的数据。从数据分布曲线来看，2016年4月份，即基金互认开闸约9个月时间里，基金互认的销售量尤其是香港基金内地发行的金额出现陡增，当月累计汇出金额和累计净汇出金额都较前一个月翻了一倍左右，而第二次倍增的节点则发生在2016年的8月份。此后，两地的基金互认销售金额呈现稳步上升的态势，不再有剧烈上升的情况。

针对基金互认显著的“北冷南热”格局，业内人士认为，这一方面源自内地投资者海外配置需求的不断增加，而现有的QDII基金的申

购渠道不畅，海外老牌基金趁此机会在内地打开市场；另一方面，则是内地基金公司销售能力较强。如果香港基金能借助内地基金公司销售能力，也能更快地在内地打开局面。而在这两点上，内地基金在香港销售均无任何优势。

摩根资产管理香港及中国零售基金业务总监王大智就表示，在基金互认业务的开拓中，寻找战略合作伙伴是十分重要的战略规划，如公司与上投摩根基金进行的一系列深度合作，并非只是为了单纯的产品销售。摩根资产管理将携手上投摩根基金，持续优化提升基金互认业务，力争为内地投资者及渠道提供全方位的价值体现。

少数基金占比高

值得关注的是，在基金互认“北冷南热”的26倍温差中，香港基金内地发行销售的金额虽然较大，但少数基金占了相当高的比例，寡头格局初步形成。

桥水中国业务“落子”

外资私募资管进军中国提速

进一步趋向积极，这对于正在准备和已经备案成功的外资私募机构而言，对于后续政策的审批和业务的开展，也会抱有更大信心。

该外资私募机构人士表示，目前外资私募机构在国内的团队搭建上，包括交易员、研究员、基金经理等在内，大约会搭建10-20人的团队，每年人力成本大约在人民币2000万元左右，加上办公场所、交易系统等其他成本，每年的总体运营成本预计为5000万元左右。这样的运营开支，对于之前已经成功备案的贝莱德、富达以及桥水等大型外资私募机构而言，也完全在承受范围之内。从业内交流的信息来看，“预计多数大型外资基金都能够承受成立之后三年不挣钱的投资成本。”他进一步表示，A股市场与中国债券市场均已成为全球第二大市场，中国经济发展和财富管理行业的广阔前景及市场机会，完全值得外资私募机构重点投入。

据了解，目前外资私募机构已经累计成功发行9只私募基金产品，涵盖债券、股票量化、股票纯多头等多种类型。募集资金的主要来源则主要来自外资基金公司的关联公司、券商代销、券商种子基金跟投等。另一方面，外资私募机构最为期待的则是更深入地切入私人财富管理领域，比如在满足三年的运行记录要求之后，再谋求进入商业银行私人银行部门的“白名单”。

金融开放再进一步

前述美资私募机构中方高管分析认为，本次桥水的成功获批，一方面是桥水基金自身在设立外资公募上已经准备较为充分，另一方面也显示出中国金融开放步伐正在持续加快，“如从近几个月QDII投资额度每个月都在增加的情况来看，国内金融投资领域的开放程度正在持续增加。”

他同时透露，目前国内监管部门在备案登

记审核上，最为关注的是外资机构的内部人事构架搭建、产品发行渠道情况等方面的进展。一般来说，只要相关准备大体成熟，就能够获得监管部门的备案通过。

值得注意的是，内资私募机构对此也普遍持欢迎态度。清和泉资本认为，越来越多的外资机构进入中国市场，有利于为A股带来增量资金，同时外资成熟先进的投资管理理念也会改善A股的投资环境，有利于引导A股市场逐渐走向理性和健康。桥水等国际顶尖私募进入中国，虽然会加剧国内私募行业的竞争，但从长期来看，与外资机构同台竞技，有利于我国私募行业不断进步和发展。

此外，有内资私募机构还分析认为，前期外资私募为确立稳健的企业形象，在具体的产品投资运作中，将更加看重长期持有和绝对收益回报，这对于国内股票市场和债券市场的投资环境都将带来长远的积极影响。