

穿越牛熊，追求资产全面回报 基金代码：050022 销售机构：各银行、券商及博时网上直销

博时回报灵活配置混合基金10月10日~11月4日全面发售



如果没有风险控制措施和意识，进行对冲交易仍然面临很大的风险。对冲的基本原理就是做空指数，做多股票，赚的是投资组合跑赢市场的钱，但实际上对冲绝非想象中那么简单，如果投资组合跑不过指数，或者指数涨，组合在跌，信托产品就可能面临被“双杀”的尴尬处境。

阳光私募玩对冲 需过五道关

2011年7月13日，中国银监会正式下发的《信托公司参与股指期货交易业务指引》给予了信托公司参与股指期货交易的合法身份。根据《指引》，信托公司固有业务不得参与股指期货交易，集合信托业务可以以套期保值和套利为目的参与股指期货交易，单一信托业务可以以套期保值、套利和投机为目的开展股指期货交易。

私募基金玩对冲首先面对的一大难题是账户问题。私募基金采用卖空、杠杆操作、程序交易、互换交易、套利交易、衍生品等进行对冲，运用换位、套头、套期来赚取巨额利润，这其中就包括股指期货交易，自2009年7月份监管层叫停信托账户开户后，加上新的私募产品不断发行，存量信托账户显得非常稀缺，现有信托证券账户显得弥足珍贵，要价不断攀升。如果私募基金信托账户不能开的话，意味着没有现货账户，无法做到对冲交易。

其次，不同机构间的交易系统衔接也是一大难题。中睿合银相关人士表示，私募基金进行对冲交易，需要信托公司、券商和期货公司实现相关交易数据的顺利对接，但现在显然无法满足这一要求，阳光私募基于期限套利进行对冲将面临很多麻烦，投资效率也受影响。

第三，《信托公司参与股指期货交易业务指引》规定在任何交易日终持有的卖出股指期货合约价值总额不得超过集合信托计划持有的权益类证券总市值的20%，这就意味着信托产品80%的现货仍处于风险敞口之下，而没有实现期货对冲。也就是说信托产品买入1元现货，期货只能买入2毛钱，还有8毛钱的现货是没有实现期货对冲的。如此一来，信托产品可能连套期保值都无法真正做到，更别说通过对冲进行套利和投机交易了。而且，有不少私募人士表示，《信托公司参与股指期货交易业务指引》的出台为私募基金进行对冲交易迈开了一大步，但私募要完全进行对冲交易，尚需等待信托公司参与股指期货交易业务的具体细则。

第四，A股市场的对冲工具和手段尚需进一步丰富和完善，沪深300股指期货只是对冲衍生工具的一种。相比之下，国外的金融衍生工具种类繁多，包括期权、期货、掉期等，挂钩标的包括股票、指数、利率、外汇等。只有对冲的工具和手段足够丰富，国内阳光私募基金才能更好地为不同需求的客户服务，为客户真正带来绝对正收益。

第五，任何一个新型交易策略的引入和完善，离不开一流的人才。尽管近几年不少私募基金从海外引进了一批数量化投资人才，但相对数字仍然很小，而且理论水平和实操操作技能完全是两码事，深圳一家私募基金的老总就认为，理论水平再高，如果没有风险控制措施和意识，进行对冲交易仍然面临很大的风险。深圳挺浩投资总经理康浩平此前就表示，对冲的基本原理就是永远做空指数，做多股票，赚的是投资组合跑赢市场的钱。但实际上对冲绝非想象中那么简单，如果投资组合跑不过指数，或者指数涨，组合在跌，信托产品就可能面临被“双杀”的尴尬处境。

国内某私募老总在2010年10月份就成立了一个对冲套利专户，该产品一直保持低波动且净值稳步向上的完美曲线。截至今年2月25日，该产品收益一度超过21%。但随后市场风云突变，上述私募老总重仓的医药消费以及中小盘股都经历了一波较大幅度的下跌，他的投资组合非但没有跑赢市场，反而跌得更深，对冲产品更面临着“腹背受敌”的局面。(陈楚)

业绩一马当先 对冲型私募初露峥嵘

证券时报记者 陈楚

索罗斯的量子基金、朱利安·罗伯逊创立于1980年的老虎基金.....这些享誉全球的对冲基金不仅为投资者带来了优良业绩，更以让人惊奇的能量在国际资本市场兴风作浪，让人既爱又恨。

今年以来，A股市场震荡下跌，截至上周五，无一只偏股型基金取得正收益，但通过信托嵌入合伙制形式的对冲策略私募产品，却以远远跑赢同期大盘的正收益，成为弱市中一道亮眼的风景。

随着今年7月13日银监会正式下发《信托公司参与股指期货交易业务指引》，国内阳光私募在先行试水海外对冲交易之后，将迎来A股市场真正的对冲时代。面对新的投资



今年以来，对冲策略私募产品以远远跑赢同期大盘的正收益，成为弱市中一道亮眼的风景。截至9月30日，成立于今年3月30日的民晟A、B、C涨幅分别为1.51%、1.48%和1.50%；截至9月21日，成立于今年4月1日的梵基一号涨幅为7.72%；截至9月30日，成立于今年4月15日的朱雀丁远指数中性单位净值上涨0.79%。

蓝海，阳光私募基金摩拳擦掌，但仍然有不少难题横亘在他们面前，等待突破。

对冲策略私募业绩领先

据好买基金研究中心武晓江介绍，目前，国内对冲基金策略比较明显的是两种，一是市场中性策略，二是宏观对冲策略。运用市场中性策略的基金是：民晟旗下的民晟A、B、C、G号；朱雀旗下的朱雀丁远指数中性，其中，民晟G号是结构化的产品。运用宏观对冲策略的基金国内目前为止只有1只：梵基旗下的梵基一号。

所谓市场中性策略，其原理是：在多头和空头同时进行操作，努力对冲掉投资组合的系统性风险，以获取超额收益。市场中性策略则在市场方向性选择上完全消除掉主观的判断，不赚取市场方向性波动的钱，

只获得剔除市场波动后的超额收益。该策略与市场的相关度也相对较低。如果说市场中性策略属于“保守型”，宏观对冲策略则属于“激进型”，其投资标的涵盖股票、商品期货、股指期货、利率产品等衍生品。

民晟A、B、C号三只产品同时成立于今年3月30日，基金经理为蔡明。梵基一号成立于今年4月1日，基金经理为张巍、李正。朱雀丁远指数中性成立于今年4月15日，基金经理为李华轮。好买基金研究中心的数据显示，9月30日，民晟A、B、C三只对冲策略私募产品的净值分别为1.0151元、1.0148元、1.015元。同期上证指数从2955.77点下降至2359.22点，降幅为20.18%，而民晟A、B、C同期涨幅则分别为1.51%、1.48%和1.50%。

梵基一号的最新净值披露日为

今年9月21日，当日净值为1.0772元，意味着成立于今年4月1日的该产品截至9月21日涨幅为7.72%，同期上证指数从2967.41点下降至2512.96点，降幅为15.31%。

朱雀丁远指数中性最新净值披露日为9月30日，当日该产品净值为100.79元，这也意味着成立于今年4月15日的该产品在不到半年的时间里单位净值上涨0.79%，而同期上证指数从3050.53点跌至2359.22点，跌幅为22.66%。

从以上数据可以看出，上述5只对冲策略私募基金在今年弱市中全部取得了正收益，且远远跑赢同期大盘。天相投顾统计显示，从今年3月30日至9月30日，相比的493只偏股型基金单位净值加权平均下跌15.99%。由此可见，对冲策略私募产品还远远跑赢了公募基金。

不仅国内的对冲型私募产品今年以来业绩表现优异，国内私募发行的海外对冲基金今年以来的业绩表现也有可圈可点之处。这些海外对冲基金主要是指投资中国香港市场的国内对冲基金。私募排排网的统计数据显示，截至9月30日，在可比的共计9只海外对冲基金中，今年以来就有8只跑赢同期沪深300指数。其中，新同动力基金、赤子之心自然选择、赤子之心价值投资三只海外对冲基金今年以来净值分别下跌4.47%、8.61%和10.34%，而同期沪深300指数跌幅为23.63%。此外，锦宏中国价值、晓扬成长、晓扬机遇、东方港湾马松也都跑赢了同期沪深300指数。

厉兵秣马备战对冲时代

长期以来，A股是只能单边做多的市场，也就是投资者要取得正收益，只能通过低买高卖的策略。对于公募基金来说，即使看空后市，最低仓位的限制也使得它们只能被动接受净值下跌的尴尬。而去年4月16日推出的沪深300股指期货，开创了中国特色对冲基金的大时代。

此前，由于信托不能直接参与股指期货进行对冲，阳光私募对冲策略产品只能通过信托嵌入有限合伙的模式运作，即将信托私募基金产品作为有限合伙人(LP)，私募基金公司作为普通合伙人(GP)，以有限合伙企业的名义去申请开设证券与股指期货交易账户，目前朱雀投资、民晟投资等私募基金旗下的对冲策略私募产品，基本上都是以此种方式曲线参与股指期货的交易，从而实现对冲。

有鉴于此，为迎接真正的对冲时代更加激烈的竞争，不少私募基金正在积极准备。深圳金中和投资首席执行官曾军向记者表示，尽管目前该公司尚未推出对冲策略私募产品，但目前正与发行渠道积极沟通，未来两三个月内有可能正式推出对冲策略的产品。我们一开始不会求多求大，而是着重于以优良的业绩让投资者先接受对冲型产品，然后再等待合适的时机做大做强对冲型产品。”曾军表示。

我们肯定想做对冲型的私募产品！”深圳展博投资总经理陈锋明显表现出对对冲策略的浓厚兴趣，他以前富有前瞻性的预判和业绩稳健广受客户推崇，在今年年初，陈锋在接受证券时报记者采访时，就对后市持谨慎的态度。正是因为提前规避了市场的系统性风险，展博投资旗下产品今年以来抗跌性很强。陈锋透露，目前展博投资已经和平安信托合作发行了一款合伙制的信托产品，还未把对冲放进产品中，但留了一个口子，只要将来政策允许，我们就会马上开始”。

还有一些公司已开始在实际操作中运用对冲的策略，2008年成立的深圳中睿合银投资管理有限公司采用的是阳光信托私募模式，这家私募基金长期采取高频交易的方式投资，而高频交易是海外对冲基金

迎接证券市场的对冲时代

在今年以来的震荡下跌市中，对冲策略型私募基金产品的良好业绩表现，吸引了人们对对冲基金的关注。

多年以来，提起对冲基金，人们就会想起量子基金、老虎基金；想起美国市场，想起海外市场。然而也讲过了没多久，提起对冲基金，人们会想到A股市场。

多年以来，我们习惯了“制造中国”、“外贸中国”、“投资中国”这样的词语，但随着信托产品投资股指期货的逐步放开，随着国内资本市场各种金融衍生工具的不

断出现，将会有越来越多的私募基金加入进入到对冲交易中。对中国——不仅不会是神话，也会带来A股市场新的气象，新的纪元。

由于信托产品不能参与股指期货，中国本土的第一只对冲基金并没有诞生在阳光私募基金业内。2010年9月，国瑞瑞银在“一对多”专户产品中加入股指期货投资，拉开了基金产品参与股指期货市场的序幕，基金中的对冲基金由此亮相。

券商方面，第一创业证券和国泰君安证券也分别推出了通过股指

期货对冲系统性风险的理财产品。国泰君安推出的“君享量化”集合理财产品甚至被业内冠以“中国本土首只对冲基金”的称号。

对冲时代的来临，将使阳光私募基金真正做到名副其实。在海外市场，对冲基金就是私募基金的别名。而在国内A股市场，长期以来由于缺乏做空机制，私募基金只能单边做多才能赚到正收益。可以说，没有对冲工具，阳光私募基金追求绝对收益就只能是一句空话，也不能和公募基金等其他类型的产品区分开来。

(陈楚)