

■数据观察|Data|

私募基金近一月下跌4.64%

好买基金研究中心统计，上周有 678 只私募基金公布最新净值，占所有 1026 只非结构化私募、创新型私募的 66.08%。

从阶段收益来看，上周公布净值的私募基金近 1、3、6、12 月平均收益分别为-4.64%、-4.14%、-10.14%、-12.03%，同期沪深 300 指数收益分别为-3.87%、-0.64%、-13.83%和-12.43%。从私募基金整体业绩来看，由于多数私募基金最新净值仅到 11 月 30 日，未反映上周市场大涨，所以短期收益落后于指数，但中长期相对于指数仍有一定的超额收益。

从单只产品收益来看，近 1 月收益率排名前三的为银帆 3 期、信合东方合伙企业、龙动力一期，近 1 月分别上涨 5.05%、3.48%和 3.26%。截至 2012 年 11 月 30 日公布的最新净值，银帆 3 期近 1 月净值上涨 5.05%，超越同期沪深 300 指数 12.29 个百分点。值得注意的是，银帆 3 期已经连续几周收益排名第一，有望争夺年度冠军。

(徐子君)

上周11只阳光私募成立

来自 Wind 资讯数据显示，上周有 11 只阳光私募成立，固定收益类产品占绝对优势。11 只产品中 8 只为固定收益类产品，3 只为股票类产品。8 只固定收益类产品中 5 只为中海信托发行的理财宝 2 号系列产品，另外 3 只分别为三宝 5 期、乐瑞 1 号和君恒稳健 13 期。3 只股票类产品分别为融创 1 号、映雪霜雪 1 期和财富 2 期指定型。

乐瑞 1 号和财富 2 期指定型 2 只产品公布了募集规模，分别为 1.58 亿元和 6160 万元。从 6 只公布了预期收益率的产品来看，财富 2 期指定型预期收益率达到 8.7%，位居首位。中海信托发行的理财宝 2 号系列产品，预期收益率则在 4%到 4.8%之间。

发行方面，上周没有阳光私募投入发行。

(徐子君)

■私募博文|MicroBlog|

天马资产董事长康晓阳：

市场有没有见底，有个指标值得参考。经济转型，大小非减持，加上沽空机制以及退市制度，会让一部分股票大跌甚至被淘汰，按一般经验估算，A 股至少应有 500 家公司股票跌幅将超过 90%。在这一幕没有发生之前，很难说股市已经跌到了头。目前跌九成的股票不到 10 只，不能说明市场已极度悲观。

格雷投资总经理张可兴：

低估值和好企业哪个重要呢？两个都重要，但如果只能选择一个，那么很可能低估值（真正低估，而不仅是相对估值低）要比好企业重要，因为对好企业的未来判断并不容易。白酒股最近大幅下跌，原因众说纷纭，从相对估值看，已经达到或接近历史最低，是投资机会还是陷阱可谓智者见智，虽然从长期的角度看，除了反腐消费的影响外，高端白酒应该还是不错的行业，但是行业过去几年高速增长拐点已现，未来如何演变无法判断，优质龙头能否穿越周期还不确定。

独立投资人陶永谊：

如果股市在似乎不是底部地方突然拔地而起，当您企图等待回调买入时却发现根本没有回调，当您卖出解套的股票，想等下跌后再回补，却不幸地发现那只股票已一骑绝尘，那您可要警惕，这市场是不是见底了？也许，您有 1000 个理由看衰中国经济，也许，您有一万个理由不相信中国能有牛市，但这就是市场。

深圳徐星投资董事长张东伟：

在这个市场呆了久，会理解市场的“内在秩序”之美，宛如鬼斧神工的大自然：该牛则牛到恰到好处，该熊也熊到妙不可言。如果大自然奇妙，那么由无数人和无数因素组成的这个市场同样会让人敬畏和惊叹。而总是对市场“愤怒”的人，永远体会不到这些。市场越跌，股价越低，未来的收益率或希望越高。但这样简单的道理到了很多职业或资深投资人那里就变成了：越跌越可怕和悲观。熊市是什么？与牛市一样，持续的单边市就是摧毁正常投资常识的时期。当很多人觉得投资道理要彻底“反思”、“新”的时期要到来时，就差不多要结束了。这就是市场。

北京神农投资总经理陈宇：

私募底、公募底、小非底、大非底，熊市底部的形成，取决于还有谁想卖。现在手里筹码最多的是大非。资金量小而老奸巨猾的私募先退出战斗、此后是清纯可爱的公募，然后是必卖的小非，最后是想出逃的大非表态。等大非说，这价格俺不卖了，市场就见底了。如果政策再配合一下，那么春天就来临了。

(付建利 整理)

私募产品上管下控 仓位控制与净值挂钩

股票仓位随产品净值增长逐渐增加,同时辅以对冲手段规避风险

证券时报记者 吴昊

净值下跌需要止损，但是在严苛的市场环境下，私募在挣钱时也不忘将净值与仓位紧密相连。证券时报记者了解到，目前已经有私募实行产品仓位与净值表现挂钩，目的正是更好地进行风险控制。

上海一家私募董事长告诉证券时报记者：“我们近期成立的一款产品清盘线设在 0.85，产品成立初期股票仓位限制在 30%，产品净值涨到 1.05 则将股票仓位增加到 50%，如果净值回到 1，就用股指期货锁定 20%仓位套利；如果产品净值涨到 1.1，股票仓位就增加到 100%，如果净值回到 1.05，就用股指期货锁定 50%仓位套利。”

目前已有多家私募利用控制仓位的方式来进行风险控制，多数将初期股票仓位设定在 30%，此类产品风控的关键在于对投资股票仓位的限制，之后随着产品净值的增长仓位也逐渐增加，同时辅以对冲手段以规避系统性风险。

另据一家同样采取此类风控模式的私募表示：“刚开始仓位较低，一方面是目前成立的私募产品多是结构化产品或者有一定比例自有资金参与，初期就满仓操作，若遇到极端行情风险很大；另一方面，一些量化对冲策略产品前期都是通过历史数据来验证策略的有效性，即使是实盘测试资金规模也不如成立产品后的规模，因此仓位控制很有必要。”

此前一些私募产品净值与仓位挂钩的模式多用在防范净值回撤。比如上海某私募基金采取的是“刹车带”止损法，即当净值回撤到 0.95 或 0.9 等整数位置时，把仓位降到五成以内。此外，与净值挂钩的不仅是股票仓位，还可以扩展到

投资标的等领域，例如产品净值到一定水平才可以投资 ST、中小板、创业板相对风险较高的标的。

好买基金研究员武晓江表示：仓位与净值相关的操作思路，主要是出于控制下行风险的需要。产品仓位与净值挂钩一般会用在一些私募操盘手建仓初期或者产品净值回撤阶段，随着对冲策略的多元化，该模式结合对冲一起被运用到整个产品策略中，可对产品净值保护起到良好效果。”

一般来讲，私募产品控制风险的方法有两种，一种是设定清仓线（警戒线）和清盘线，任意交易日当信托单位参考净值低于警戒线时，资金改投为固定收益产品，待净值回到警戒线以上才可买卖股票；另一种是垫资，投顾自己拿出一定比例的资金参与产品运作，与投资者风险共担。

私募联手当投顾 能否续约业绩说了算

证券时报记者 付建利

私募对于风险的控制越来越严格，不仅选择多家私募担任投资顾问，对私募的考核也及其严格，不行就下课。

“华宝信托-安心成长组合”是一款由 5 家私募基金共同打理的产品，而这几家私募也是竞争上岗。近期，其中 3 家投资顾问由于过去一年业绩不佳而下课。

据了解，“华宝信托-安心成长组合”成立于 2011 年 11 月，是由某大型国有银行发起设立的国内首款带有 10%安全垫的分级阳光私募组合基金，属有限保本浮动收

益型理财产品。该产品第一个信托年度不开放，此后每个信托年度的第三个工作日为开放日。

据悉，这款产品一共有 5 家私募作为投资顾问，投资顾问管理费为 0.5%，投资顾问业绩报酬为 24%，最低认购金额 100 万元。知情人士告诉证券时报记者，“华宝信托-安心成长组合”实际上为一个大的母信托，旗下有 5 个子信托，每一个子信托由一家私募担任投资顾问，子信托一般规模在 1 亿元左右，最高为 1.8 亿元。私募在投资上除必须定期接受银行的业绩考核外没有任何限制，但是如果业绩达不到要求，

就有可能下课，由新的私募担当投资顾问。这款银行发起的理财产品对客户公布的净值是根据 5 个子信托的业绩折算后的母信托净值，也就是一个净值数据，每个子信托也有净值数据。

今年 11 月份，“华宝信托-安心成长组合”运作满一年，银行因为对其中 3 家私募的投资业绩不满意而“勒令其下课”，转而新增深圳鼎诺、民森投资和鸿道投资担任投顾。民森投资的掌门人为蔡明、鸿道投资由原华夏基金明星基金经理孙建冬创办，这两位都是私募界响当当的人物，深圳鼎诺投资的执行总裁黄投有着多年的资产管理行业经验，过往投资业绩

稳健。据了解，“华宝信托-安心成长组合”的 5 家私募投资顾问中，除了新上任的 3 家外，还保留有老牌私募重阳投资及江苏瑞华。据业内人士介绍，江苏瑞华是江苏地区最大的私募，创始人张建斌 1993 年进入资本市场，先后涉足国内证券市场、国债期货市场、商品期货市场等多个金融投资领域。资料显示，“华宝信托-安心成长组合”原有的 5 家私募投资顾问为江苏瑞华投资、上海重阳投资、京福资产投资、北京艾亿新融、上海凯石。如今，除重阳投资和江苏瑞华继续作为投资顾问外，其他 3 家私募因为业绩问题已黯然退场。

■私募观点|Opinion|

做多意愿增强 私募看好三大主线

证券时报记者 吴昊 付建利

上周，A 股展开超跌反弹行情，成交量也有所放大。接受证券时报记者采访的私募基金界人士认为，宏观经济回落有明显支撑，市场做多动力将进一步增强。私募将围绕三大主线掘金反弹行情。

博融泰资产管理总经理生克非表示，目前 A 股市场已经确认底部，种种经济数据显示，经济回落有明显支撑，给做多的市场投资者带来信心。此外，此前股市持续下跌有趋势性和惯性下行的压力，一方面是大量的 IPO 发行导致市场资金匮乏。另一方面经济低迷，A 股市场缺乏鲜明的炒作题材。目前宏观经济有所好转，在上交所上市的公司整体市盈率在 10 倍左右，随着信托刚性兑付的破灭，一部分钱会回流到股市中来，未来较为宽松的货币环境还会持续。”生克非表示，从技术层面来看，目前处于盘整时间窗口期。沪指经过长期下跌，目前市场酝酿做多情绪，也吸引了一些价值投资的资金，上周成交量显著放大，特别是上周三和上周五的成交量皆超过 800 亿。因此从股市自身的变化节奏和周期来看，今年 12 月到明年 1 月不宜过于做空。生克非认为，经济的发展规律是复苏、高涨和衰退，2000 年以来，中国经济已经完整走完一轮周期。因此从目前位置上来判断，股市止跌回升可能性较大，这也是近期周期股走强的原因，从中长期来看，适当布置一些强周期品种收益大于风险。

深圳攀成投资董事长郑晓浪认为，本周股指有望继续上扬，政策利好更多，比如中央经济工作会议 12 月中旬召开，农业有望成为明年的一号文件，特别是农业经营体制改革。农业板块，包括农业机械股值得关注；其次，节能环保、资源再生、水利建设、林业等美丽中国概念股将反复演绎行情；第三，与城镇化紧密相关的水泥、建筑建材、地产、装饰装潢、公用设施等板块，将受政策刺激被主力资金反复炒作。

与公募专户合作 私募水土不服

证券时报记者 吴昊

私募借道基金专户平台投资股指期货可以自由享受 100%的股票仓位，但是在具体合作中，私募公募的磨合并不顺利。

一位从事高频交易的私募负责人告诉记者：“我们跟一家公募专户合作的产品经过半年磨合，终于进入发行阶段。”记者了解到，该私募看重的是公募专户可以 100%参与股指期货的灵活性，而在信托平台只能参与 20%；其次是单只股票仓位理论上可达到 100%。

之所以要磨合半年之久，主要是私募对公募平台还有点“水土不服”。对私募来说，其投资策略和具体量化模型作为商业机密不能让

公募机构知晓，同时公募提供的操作系统又须匹配该私募的高频交易模型，双方就此磨合数月。

问题的症结在于，目前公募专户平台不能将投资管理职责委托给私募投资顾问，即操作终端不能交给私募，因为这会带来一系列问题，比如合规风险、反向交易等，而间接操作无法做到高频交易。在这样的情况下，目前只能采取折中的办法，即私募派操盘人员进驻公募公司。

事实上，不少通过公募专户发行产品的私募机构只能用电话、邮件、传真等方式，通过公募的交易系统间接下单。一位私募告诉记者：“不能直接下单，如何保障公募交易员收到投资指令后不会先自

己买入，然后用私募资金抬轿子？”

此外记者还了解到，公募专户作通道业务首先强调的是风险控制，一些公募机构也因担心未知风险而舍弃与一些私募合作，比如优先级产品的兑付问题。如果一只结构化产品的存续期为两年，而投资的上市公司股票停牌且时间超过两年，产品到期时该股票仍然处于停牌中，那么优先级资金兑付就成了问题。

若选择产品延期，那么股票开盘后连续无量跌停，甚至产品净值跌破清盘线后，资金追加不到位的风险谁来承担？如果约定股票停牌后就清仓，那么假如之后股票连续涨停，停牌时间的资金成本和流动性溢价怎么解决？

弱市倒逼转型 阳光私募各显神通

证券时报记者 余子君

近两年 A 股市场的疲弱走势让阳光私募意识到，单纯的做多策略已经行不通，转型迫在眉睫，有的私募开始进军债券市场、有的私募则寻求量化对冲策略、有的私募则瞄准一级市场。

量化对冲成共识

目前 A 股市场金融衍生产品较少，股指期货成为阳光私募对冲股市系统性风险的重要途径之一。证券时报记者在采访过程中发现，很多传统做多的阳光私募均有发行量化对冲产品的计划。

深圳展博投资总监余爱斌表示，他们正在开发一款能够投资股指期货的对冲产品，待人员以及渠道沟通好后将会面世。“对冲肯定是未来的发展方向，靠单纯做多的传统产品获取绝对收益会越来越难，有了做空手段，即

使在熊市也有获取正收益的可能”。从展博投资目前已经成立的产品来看，均为传统的灵活配置型产品，股票仓位 0%至 100%。与展博投资不谋而合的还有金中和、挺浩投资以及博弘数君等，均在对冲策略产品上筹谋多时。

事实上，股指期货开闸后，部分私募已经快人一步，成立了相关产品。据悉，从容投资、证大投资、理成资产等多家老牌私募均已发行量化对冲产品，重阳投资近期也发行了一款量化对冲产品——国泰君安享享重阳阿尔法对冲一号。

债券市场成掘金新阵地

除了量化对冲外，今年债券市场也成为阳光私募的一块必争之地。深圳翰信资产公司负责人蒋国云表示，该公司正在酝酿一款固定收益类产品，正在加紧人才方面的布局，有望明年启动发

行。目前，阳光私募都是以单边做多为主，同质化严重，我们将会向全能型资产管理公司发展，尽量丰富产品线。”蒋国云表示。

由蔡明掌舵的民森投资在债券市场上布局更早，据了解，该公司已经发行了 6 只债券类产品，管理规模近 40 亿元。在今年债券市市行情下，该公司产品业绩表现亮眼，一款债券型产品收益率超过 20%。

此外，不少公募基金固定收益部门出身的基金经理投身私募，成立专做债券市场的阳光私募公司。如鹏扬投资就是由前华夏固定收益部总监杨爱斌创办；佑瑞持公司投资总监李学文则是前景顺长城投资总监，据了解，该公司固定收益类资产管理规模已经超过 50 亿元。

转战一级市场

二级市场不景气，不少私募开始瞄准一级市场和一级半市场。证券时报记者获悉，深圳一家阳光私

募目前二级市场的产品基本处于停发状态，公司主攻一级市场，目前一级市场的产品规模已经接近公司总规模的一半。

深圳景良投资由于不看好二级市场上布局更早，据了解，去年甚至主动清盘旗下二级市场产品——景良能量蓝海 3 期，转战一级市场，发起产业并购基金。广东西域投资、同威资产、江苏瑞华等私募均发行了 PE 类产品。

除了一级市场之外，一级半市场即定向增发也受到阳光私募青睐。博弘数君去年发行了 28 只定向增发产品，总计募资 20 亿元。中乾景隆投资公司也专注于定向增发市场，该公司首只产品——中乾景隆 1 期主要投向定向增发市场。

中乾景隆负责人表示，随着交易制度和交易规则的不断变化，未来私募创新会层出不穷，这是市场化的必然结果。只有贴近市场，不断寻找有效投资方式、不断创新的阳光私募公司才能发展壮大。