

阳光私募不难选

国金证券 张慧 张剑辉

随着今年以来经济数据的陆续公布，市场对于经济复苏预期的乐观程度普遍有所下调，二季度传统的经济旺季或将难旺，在经济尚未完成复苏的背景下，市场的敏感性与日俱增，A股市场总体风险大于机会。

在此背景下，阳光私募基金的投资应以稳健为先，投资者在潜在风险相对较大的二季度可投资持续性较强的品种，建议一方面通过投资注重自下而上优选个股的品种减少对经济环境的依赖，另一方面，配置一些中低风险、收益稳健以及市场中性策略品种，改善组合风险敞口，平滑组合业绩波动。同时，也可搭配对市场节奏、市场热点敏感，操作果断的灵活型基金来进行主动把握，伺机而动。



积极型投资组合

稳健型投资组合

名称	管理人	风险水平	投资比例
深国投·重阳1期	重阳	中高风险	10%
中信信托·明曜1期	明曜	中高风险	10%
外贸信托·鼎诺风险缓冲	鼎诺	中风险	20%
中融·乐晟	源乐晟	中风险	20%
华润信托·展博1期	展博	中低风险	20%
外贸信托·尊嘉ALPHA	尊嘉	低风险	20%

来源：国金证券研究所

全球QDII是否“全球”？

好买基金 俞思佳

在一个国家范围内，不同上市公司同样受该国的经济周期和宏观经济形势以及政策变动等共同因素的影响。因此，有效的国内资产组合不能消除本国所有上市公司共同面临的国内系统性风险。QDII基金作为一类工具型产品，进行全球化资产配置，帮助国内投资者分散风险是其最重要的作用之一。目前，以“全球化配置”为投资主题的QDII基金共有十一只。其中，FOF型有五只，主动股票型有六只。

QDII基金目前主要投资的两大市场分别是中国香港和美国。香港恒生指数与上证综指的相关性较大，较强的相关性使得大比例配置香港股市可能无法起到QDII基金的作用。相比之下，美股与上证综指的相关性较低，虽然月平均收益率较低，但是波动率也远远低于国内股市。根据马科维茨投资组合理论，将资产的三分之二跟踪香港股市，剩余三分之一资产配置美国股市，得到的资产组合的月平均收益率为0.80%，和国内股市收益率相等，但是其波动率为5.35%，小于国内股市的8.58%。也就是说通过区域配置，可以得到一个收益率和国内股市相同但是风险小的国内股市的组合。

六只以全球化配置为投资主题的股票型QDII基金在美国和香港两大市场的投资比例几乎全部在六成以上，工银瑞信全球配置甚至达到了78.06%。直观上来看，“全球化”效果相对较好的是交银环球精选和工银瑞信全球精选，分别将24.57%、28.69%的资产配置在了美国、中

国香港以外的国家或区域上，分布的地区分别达到了12、13个。

但是配置区域分散并不意味着全球化配置效果好，如果选择的个股集中于中国概念股，那么其全球配置效果也会大打折扣。根据四季报显示，上述六只QDII基金中仅工银瑞信全球精选基金的前十重仓股中没有中国概念股。从相关系数来看，工银瑞信全球精选与上证综指相关性非常弱，相关系数仅为0.03。长盛环球景气行业虽然投资区域较为集中，除了香港、美国仅投资了加拿大和法国两个市场，但是由于该基金相对配置的中概股较少，因此和上证综指呈现弱相关性，相关系数为0.27。

而现有以“全球化”为投资主题的FOF型QDII基金主要配置的是ETF基金。从持有的ETF来看，这五只基金各有特色。其中，泰达红利全球新格局主要投资于各类型的REITs、ETF，此类产品和中国股市呈弱相关关系，因此具有较好的资产配置作用，但主要集中投资于地产行业，并没有很好地体现“全球化”的投资主题。相比之下，鹏华环球发现投资的ETF基金较为分散，包括新兴市场指数、道琼斯欧洲50指数、亚洲指数、越南指数等。

不难看出，目前全球QDII基金依然将大比例的资产投资在香港或者美国市场中。相对来说，工银瑞信全球精选和鹏华环球发现此类基金中最符合其投资主题，看好全球化资产配置主题的投资者可以重点关注这两只基金。

关注选股优势

在过去一年中，A股市场的趋势性机会维持时间变短，震荡交替速度加快。这一趋势在短期内很难改变，在对不确定的市场环境的预判和相对确定的个股投资机会的把握中，选择后者获取稳定持续收益的可能性势必更高。具备估值和成本改善优势的家电、电力板块，以及具备增长潜力的4G领域等目前都具备投资价值。

综合考虑，二季度个股投资潜在价值或将高于择时操作，因此建议投资者重点关注自下而上挖掘个股、同时具备选股优势的品种，可关注重阳、鼎诺、源乐晟、明曜、博颐旗下产品。其中，重阳旗下产品持股期限普遍较长，关注具有估值优势并且兼具持续成长能力的投资标的，通过挖掘被市场冷落的股票实现基于中长期判断下的逆向投资，行业配置和个股投资都相对集中，但由于其良好的选股能力使得集中投资效果较佳，中长期收益稳定持续。

鼎诺在实际运作中，资产配置风格稳健，较少因短期的市场波动而进行仓位调整，在核心股票组合的构建上，其强调基本面研究，致力于寻找公司质地优良、成长空间较大的优势股票，以分享其业绩上升带来的回报。源乐晟实行账户经理负责制的管理模式，采取自上而下的行业配置和自下而上的股票选择相结合的方式进行投资，但更加重对于个股的选择，重点标的的投资相对集中。与此同时，通过相应的止损机制达到控制下行风险的目的。明曜股票仓位在私募行业处于比较适中的位置，基本不做行业轮动和热点投资，仅选择自己了解、确定性较强的个股进行投资，通过前端投资标的的筛选在事前进行风险控制。

与短期投资机会相比，博颐更重视对于具备中长期投资价值的行业个股的把握，因而持股期限往往较长。尽管投研团队规模较小，但是对于所投资标的依然主要依靠自主研究，偏好消费、医药等成长性较好的行业。

有效管理风险

自下而上的操作虽然可以缓解对于市场环境的依赖但是依然无法完全规避，而且具体标的还存在着各自特有风险等待分散。因此，在关注选股能力较强的产品同时，投资者需要适当配置一些具备稳健收益特征的中低风险品种，以及市场中性策略品种，以实现对组合风险敞口的有效管理，平滑波动增强组合业绩的持续性。建议中低风险品种具体可以关注星石、朱雀旗下产品，市场中性策略基金则可关注尊嘉旗下产品。

星石奉行长期价值投资，相较同业在投资操作上具备鲜明的买入持有特征，其股票投资部分的换手率明显低于同业平均水平，并始终坚持稳健的投资风格，在两年多的震荡波动中，星石投资仅在少数确定性较强的阶段行情中提高股票仓位

水平，其余绝大多数时间股票配置比例都维持在较低水平。

朱雀在实际运作中十分强调对于风险的控制，即：要在严格控制风险的前提下发掘企业内在价值，旗下产品业绩稳定，在当前震荡波动中股票仓位较低。

尊嘉在量化投资领域具备一定的领先优势，其采用多风格、多层次的数量化投资策略，并通过自主研发的程序化交易系统来强化收益的客观性和可持续性。在量化投资方面，其目前既有市场中性策略品种，即尊嘉ALPHA和尊嘉ALPHA1号；也有利用高杠杆追求较高绝对收益的东方尊嘉盈冲；以及集市场中性、杠杆、高频交易等多策略为一体的产品盈冲一号。其中，市场中性策略品种投资收益和风险控制均较好，比较契合当前震荡波动的市场环境。

搭配灵活操作品种

当前经济复苏强度不达预期，A股市场波动频率加剧，但是也并非毫无机会可言，部分在经济转型和结构调整中的新型支柱产业的投资机会依然值得关注，而且考虑到经济的回落，政策也有作出修正的可能，因此我们建议投资者在追求组合业绩稳定持续的同时，也可考虑搭配一些灵活操作品种，尤其是对市场变动敏感、对投资机会把握能力强、操作果断的基金产品，伺机而动。在具体产品的选择方面，建议投资者关注精熙、展博旗下产品。

精熙不论是资产配置还是个股选择都强调具体问题具体分析，比较注重选股与

选时的结合。并坚持从宏观面、政策面、资金面和基本面等四个角度进行综合分析，灵活择机配置股票资产，投资组合持股比较分散。

展博是积极投资、主动择时的灵活风格代表，在实际投资中对市场的敏感性较高，依据经济运行周期和基本面的变化判断市场运行趋势，选择契合当前市场环境的标的灵活投资。在近些年的震荡波动中，展博更多关注短期投资机会，高频交易把握股价波动，并根据市场风格的变化调整自己的投资侧重点，积极参与事件驱动型的主题投资机会。



游戏规则

阿拉伯数字为横向填字；汉字为纵向填字；每格填一个字，灰色区域不用填字；格中含有两个数字的表示该格中的文字在横纵两题答案中均含有。

1-					三
2			二		
	3				四
		4			五
	5				八
六					
七		6			九
8			7		
	+				
9			10		

横向

1.指通过资产评估和相关会计手段确定发行人拟募股资产的每股净资产值，然后根据证券市场的状况将每股净资产值乘以一定的倍率，以此确定股票发行价格的方法。

2.指在票面上不规定利率，发行时按某一折扣率，以低于票面金额的价格发行，到期时仍按面额偿还本金的债券。

3.指债券到期以前按约定的日期分次按票面利率支付利息，到期再偿还债券本金。

4.是股份有限公司的债权人按照人民法院的公告或者通知组成的，能够在破产程序中表达债权人意见，对有关破产的重大事项进行表决的临时性组织。

5.指证券持有者对公司的财产有直接支配处理权的证券。

6.针对股票指数或任何其他经济指数的买入期权与卖出期权。

7.庄家在低价时暗中买进股票的行为。

8.采用平均法，用度量所有样本股经调整后的价格水平的平均值，可分为简单算术平均数、加权股价平均数等。

9.指证券公司在证券交易所进行交易的固定位置。

10.投资者假设在债券到期前，把从该债券取得之利息再投资的利率。

纵向

一、公司资产或股票的内在价值与成本之差。

二、指以贴现方式发行，不附息票，而于到期日时按面值一次性支付本利的债券。

三、又称承销团协议，指组织承销团的主要承销商与其他承销团成员就承销事项明确各自权利义务关系的合同文件。

四、由上海证券交易所编制，以在上海证券交易所上市的所有A股股票中选取最具代表性的30种样本股票为计算对象，并以流通股数为权数的加权综合股价指数。

五、又称货币期货，是以外汇为基础工具的期货合约，是金融期货中最先产生的品种，主要用于规避外汇风险。

六、新添的有前途的产业中，利润增长率较高的企业股票，该类股价呈不断上涨趋势。

七、是债券交易的一种，是指买卖债券时，以不含有自然增长的票面利息的价格报价，但以全价价格作为最后清算交割价格。

八、在未来按照固定价格购买或出售某种物品的权利。

九、指在一定时间内市场上股票转手买卖的频率，是反映股票流通性的指标之一。

十、买卖价格的升降单位，该单位高低随股票的每股市价的不同而异。

答案

1-净	资	产	倍	率	法		三
2贴	现	债	券		二零		销
值	3分	期	付	息	债	券	协
					四上	4债	人
					五	外	
六成					30		八期
长	七	净			6指	数	期
8股	价	平	均	数	7吃	货	九换
							手
9交	易	席	位		10再	投	利
							率

横向：1.净资产倍率法 2.贴现债券 3.分期付息债券 4.债权人会议 5.物权证券 6.指类型期权 7.吃货 8.股价平均数 9.交易席位 10.再投资利率

纵向：一、净现值 二、零息债券 三、分销协议 四、上证30指数 五、外汇期货 六、成长股 七、净价交易 八、期权 九、换手率 十、价位

风险提示：本刊数据、观点不构成投资依据，入市投资盈亏自负

对冲基金其实胆子很小

好买基金 李歆

国内阳光私募自2007年开始加速发展，但在很长时期内都局限于传统股票多头的投资策略。不过，从2011年开始，采用创新策略的私募产品在不断增多。除了一部分债券型私募产品外，也有采用沪深300股指期货对冲的市场中性基金、股指期货套利基金、商品期货基金以及定向增发基金等。总体来看，真正意义的对冲基金占国内私募市场的比例正在不断增加。

对冲基金是一个很宽泛的概念，其所能采用的策略多种多样。其中，有几种对冲策略是的确可以控制风险、锁定收益的，如市场中性和套利策略。这些对冲基金在近两年的弱市之中，受到投资者的普遍关注。这类对冲基金，有着与固定收益类信托产品相似的收益率，但相比于固定收益类信托产品把风险押注于单个融资企业，其风险大大降低。

由于目前国内股指期货仅沪深300一个品种，因此市场中性策略主要是通过对沪深300股指期货来锁定股票多头的阿尔法(alpha)套利策略。股票多头的选择可以是基于基金经理主观的判断，也可以是依靠量化模型的筛选。股指空头有的是进行贝塔(beta)对冲，也有的是简单的市值对冲。例如，杉杉青骓2012年4月发行成立的青骓量化对冲1期在股票多头部分采取多种策略选股，然后通过卖空股指期货获取稳定收益。该产品成立以来，年化收益率6.51%，年化波动率仅3.10%，夏普比率为1.13，单月最大跌幅为-9.18%，月胜率高达90%，与沪深300的相关系数为-0.29。

目前，越来越多国内的私募基金开始研发对冲策略，可以预期，随着国内金融市场不断发展和成熟，未来国内对冲基金将迎来迅猛的发展。另一方面，居民收入水平的提高、财富的积累，也使越来越多的人有进行财富管理的需求。而对冲基金里面低风险策略的产品年化收益率远高于银行定存，且波动率小收益稳定，适合作为中低风险偏好投资者的选择。