

# 转身过人 私募基金射门前

本报记者 何川

近日，首批50家私募基金管理机构获得私募基金管理人登记证书，成为可以从事私募证券投资、股权投资、创业投资等私募基金投资管理业务的金融机构。这是去年6月起实施的新《基金法》将私募行业正式纳入监管之后，诞生的首批具有独立法律意义的私募机构。这意味着，过去游走于灰色地带的私募开始沐浴阳光。与此同时，无论是公募发行资格的放开，还是可自行发行私募产品，整个私募行业即将面临重大转折。展望后市，私募将走上公募大道，还是彻底融入信托，或者拓展已有阵地？

## ►向公募华丽转身？

“私募基金和公募基金的区别很明显，公募由证监会采取核准制，而私募可自行成立，证券资产管理规模超过1亿元的则在基金业协会注册登记。从产品门槛上看，公募一般1000元每份，而私募至少100万元起。”好买基金研究中心研究员李歆说。

而从信息披露和投资范围上看，私募对信息披露要求较低，具有较强的保密性，投资限制由协议约定，而公募对信息披露有非常严格的要求，其投资目标、投资组合等信息都要披露，同时，公募在投资品种、投资比例、投资与基金类型的匹配上也有严格的限制。

目前，虽然私募基金被允许作为独立机构发行公募产品，但也存在一定门槛：必须满足“成立3年以上，注册资本不低于1000万元，管理规模不低于20亿元”的要求。

“目前来看，市场上绝大多数私募都难以符合相应规定。另外，由于私募自身的特殊性和优势，真正愿意转型为公募的私募数量也有待进一步观察。”李歆表示。

据了解，目前有星石投资、重阳投资、淡水泉投资等为数不多的几家私募达到要求。但由于私募基金运作形式灵活、不面向公众发行、所受监管较少等特点，使得其与公募相比，运作模式并不相同。

“私募开展公募业务，需要从投资、研究、风控、管理流程、信息披露、基础设施、职能部门，甚至注册资本等均需与公募看齐。这需要私募投入更多的资源，但这些投入的资源能否转化成具吸引力的产出并不确定。”晨星（中国）研究中心分析师钟恒表示，目前众多私募仍处于观望当中，而且由于实施细则没有出台，尚未有私募真正开展公募业务。

有私募人士表示，投资最核心的资源是资产管理者，渠道并不是取胜的决定性因素。由于新基金法大大拓宽了私募的投资领域，对单个私募而言，重要的是自己如何定位，专注于什么领域，给市场提供什么样的产品以获取最大收益。

## ►融入信托大家族？

长期以来，私募基金发行产品都要借助各种通道。特别是市场规模占比较大的阳光私募，它主要借助信托公司平台发行投资于证券市场的产品，私募基金公司只负责资金的运营管理，并定期公示业绩，而资金、证券分别交由银行、证券公司托管。

李歆认为，借助信托平台发行，虽然有助于私募机构及其产品的增值，但这种模式有着明显弊端，它一方面导致私募在产业链中处于弱势地位，缺乏主导权；另一方面信托产品本身的诸多限制使私募基

金投资策略单一，灵活性降低。

但未来私募产品发行渠道的拓宽已是大势所趋。比如，在基金业协会登记备案之后的私募可作为投资管理人自行发行私募产品，私募还可通过公募基金专户和基金子公司来发行产品等，未来行业的通道业务竞争将更加激烈。

有分析人士表示，由于契约型私募基金不需缴纳通道费用，税收上也有优势，因而更加适合大型私募公司。在合伙制、契约制私募大量出现后，信托通道费用将有望降低，更适合需要增信的中小型私募公司，传统阳光私募产品也将继续存在。

尽管部分私募会融入进入信托当中，但二者未来应该更多是合作的关系，优势互补。钟恒表示，信托开展的业务多样，主营投融资业务，具备平台且以一级市场投资为主，而阳光私募的人才结构决定了他们主要以投资二级市场为主，投资管理能力是其优势，私募并没有必要进入信托投资领域。

## ►更好的未来

相比国外成熟市场，我国的私募市场起步较晚但发展迅速。数米基金研究中心研究员李懿哲表示，近年来我国私募市场

量化投资、对冲私募、期货私募等新方式层出不穷。但行业的相关法律法规仍处于摸索阶段，行业不规范衍生出了诸多问题。

“当前我国私募市场主要有三大问题，一是信息披露不完善，私募基金的信息披露没有严格的限制和统一的要求，投顾之间的信息披露内容差异较大，容易造成信息不对称；二是合伙制的托管问题，合伙制并没有规定资金需要强制托管，难保资金安全；三是部分私募基金的公司制度和风控流程仍有待完善。”钟恒表示。

在阳光私募被列入新的基金法监管，特别是私募在基金业协会登记备案之后，行业监管混乱的状况已有大幅改善。钟恒表示，未来私募应该走专业化和规范化道路。“私募可完善公司制度，提升投资研究透明度，注重投资者交流、风险管理、IT基础设施、信息披露等方面入手；此外，需要监管机构未来根据实际情况进一步完善监管。”

“由于私募向少数特定对象募集，更能满足客户‘量身定做’需求，如果运作适当，投资收益率相对公募也往往较高。随着未来发行通道业务限制的放开，在整个行业的规范化和专业化水平提升之后，未来我国私募市场将迎来更好的发展。”李懿哲表示。

高风险、高收益的产品总是会吸引一帮“冒险者”，如果你也爱冒险，你会选择——

# 垃圾债 or 信托

本报记者 常艳军

由于收益较高，信托产品也被称为是一种“高收益债券”。“穆迪和标准普尔分别将评级低于Baa和BBB的债券定义为高收益债，又称‘垃圾债’。”麦肯锡全球董事徐军说。从国内市场来看，高收益债还处在起步阶段，其中以中小企业私募债为代表。既然同属“高收益债券”，对于投资者来说，该怎么选择？

“信托产品的平均收益在10%左右，中小企业私募债约在9%至12%的水平，相差不多。从期限上看，信托集中在2年至3年，中小企业私募债也在3年左右，且都比较难转让。”好买基金研究员曾令华表示。同时，“信托产品与中小企业私募债也是一个场外一个场内”。百瑞信托研究员高志杰说，信托是“场外交易”。私募债券是在债券市场统一框架内发行，且引入了中介机构。

“中小企业私募债多打包销售，并不做零售，多为几千万元的规模，对个人投资者来说，门槛过高。”曾令华说，信托产品的门槛也基本为百万级别。

不过，中国人的投资偏好却使得产品期限发生了变化。“美国的高收益债期限较长，以6年至10年为主。”徐军表示，这主要是中国投资者偏好导致的。中国投资者尤其是个人投资者不太喜欢长期投资，这就使得产品设计师“投其所好”，缩短期限，使得投资者能够更快地看见“真金白银”。现实中很多信托贷款持续滚动发行，也变成为长期融资工具。

“冒险者”并非每次都是幸运的。在信托市场，由于刚性兑付预期的存在，信托产品的风险被忽视了。“国内信托贷款违约率较低，国内投资者难以充分认识到这些高收益贷款背后的潜在风险。”麦肯锡全球副董事方溪源提醒说，这一现状未必能够持续。

从成熟市场的状况看更是如此。“过去10年美国高收益债违约率在1%到12%之间波动。特别在每次经济危机之后，违约率迅速上升，最高超过10%。”徐军说，“由于产品的风险性和复杂性，美国的高收益债购买群体以机构投资者为主。”

信息的不透明也增加了投资的难度。美国高收益债市场的发展成熟，有两个成功经验，一是比较成熟的评级体系，二是积极投资于高收益债的机构投资者客户群。曾令华表示，就国内债市整体而言，评级虚高，信息不透明，评级并不能反映企业的真实水平，本来应该得到差评的企业并没有得到差评。这种情况下，劣币驱逐良币，只能让投资者把企业往“坏”的方面去想。想要投资者买者自负的前提是信息的透明。“中国本土评级机构在评级的工具手段、市场公信力和接受度方面都有待加强，此外，国内机构投资者无论从资产规模还是对复杂产品的需求程度，都不及发达国家水平。”方溪源说。

目前，国内中小企业私募债的存续规模在400亿元左右，还比较少。与美国约1.3万亿美元的高收益债存量规模相比，差距显而易见。“国内高收益债市场相对滞后的空缺，信托贷款仍是主要的弥补途径。”徐军说，这一趋势在中短期内难以改变。

# 重新认识周期股

摩根士丹利华鑫基金 缪东航

大部分的投资者认为周期性行业就是水泥、玻璃、煤炭和有色等传统行业，事实上并非如此。

水泥、玻璃、煤炭和有色等传统行业是周期性行业，但新兴行业也可以是周期性行业。举例来说，假如建一个电影院需要一年时间，观影人数增加后，电影院却不能快速增加，导致电影票涨价，从这个角度看，电影院也属于周期性行业。需求周期波动的行业也不一定是周期性行业。如防水材料的下游主要是强周期的地产，但防水材料却不一定是周期性行业，因为防水材料企业的生产弹性大，供给可根据需求快速调整。此外，下游是地产和基建的建筑业也不是周期性行业，因为建筑企业可根据订单的多少招聘施工人员，快速完成供给的调整。

周期性行业的共同点是：一般都是重资产行业，重资产导致了供给难以快速调整，此外，周期性行业的下游需求必须是周期波动的，如大米等必需品的需求就不是周期波动的，因为不管经济好坏人总要吃饭。供给滞后于需求调整导致周期性行业的毛利率必然是周期波动的，但周期性行业的盈利波动周期和经济周期可能不一定同步。

那么，周期股在什么情况下有机会？为了便于讨论，可将经济周期简化为衰退、复苏和繁荣三个阶段。

以上轮周期为例，衰退期大致是2008年国际金融危机爆发到“四万亿”推出的期间，其间金融危机造成了需求萎缩，而前期的经济过热催生的大量产能却不断投放，周期性行业的供求关系迅速恶化，周期股随之大幅下跌。而后政府推出了“四万亿”，市场预期政府的刺激政策将在未来大

幅提升周期性行业的盈利，虽然在此阶段周期股的业绩仍然没有改善，但其股价却大幅上涨。

复苏期是“四万亿”后到2010年经济开始过热的期间，在这一时期，需求逐渐回升，过剩产能逐渐退出，周期品的价格开始温和上涨，周期性行业的盈利改善并不明显。在这一时期，无论从政策面还是从企业盈利改善的角度，都找不到投资周期股的理由，而医药、食品饮料等消费类行业的吸引力却相对上升，市场热点开始转向消费类行业。

繁荣期大致从2010年下半年开始，由于前期需求的增长持续快于供给，周期性行业的去产能逐步步入尾声，煤电运开始全面紧张，周期品的价格暴涨，企业盈利快速改善，周期股开始大幅上涨。另一方面，通胀压力加大，政府着手回收流动性，提高资金利率以降低企业的投资意愿。对于周期股而言，这一时期股价上涨的驱动力是企业盈利的大幅改善，而随着控通胀力度加强，经济将进入新一轮衰退期，股价将再度下跌。

经济相对平稳的时期，周期股的机会不大，周期股涨跌的核心驱动力是政策或企业盈利的大幅改善。对于周期股而言，政策和盈利总是反向波动，一般而言，在经济衰退的早期，盈利向下的波动占主导，而经济衰退的晚期，政策向上的波动占主导；在经济繁荣的早期，盈利向上的波动占主导，而经济繁荣的晚期，政策向下的波动占主导。

值班基金经理  
信札



进击的基金 汇添富现金宝货币市场基金

# 基金中的“避风港”

本报记者 周琳

与股票型基金相比，货币基金收益波动较小且风险性相对较低，有资金“避风港”的美誉，而汇添富现金宝在同类货币基金中表现更加稳定。

银河证券基金研究中心统计显示，这只基金成立以来一直保持稳定的高收益，截至2月11日，现金宝已经连续56天实现7日年化收益率超过6%，收益波动性较小。从2013年9月12日至2014年2月10日，7日年化收益率均值为5.76%，领先同期同类基金4.24%的均值。

汇添富现金宝的主要投资方向是协议存款和买入返售证券。银河证券基金研究中心分析师宋楠介绍，由于银行协议存款是汇添富现金宝资产投向的“大头”，对于这只货币基金来说，业绩好坏的关键是银行协议存款的利率高低。从某种程度上说，若银行协议存款利率水平越高，则未来的收益预期越乐观。

而银行协议存款利率不仅要看基金公司“协商”的结果，更取决于货币市场利率水平。因此，现金宝的业绩水平与货币市场整体的利率中枢水平有很大关系。一旦市场资金利率整体水平比较高，那么几乎所有货币基金都能“赚到钱”。业内人士分析，银行协议存款收益率的主要参考指标是上海银行间同业拆放利率(Shi-

bor)，特别是1月期Shibor。Wind资讯显示，2013年9月10日至2014年2月14日，1月期Shibor由4.8620%上涨至5.4930%，涨幅达19.46%，利好这只基金收益提升。

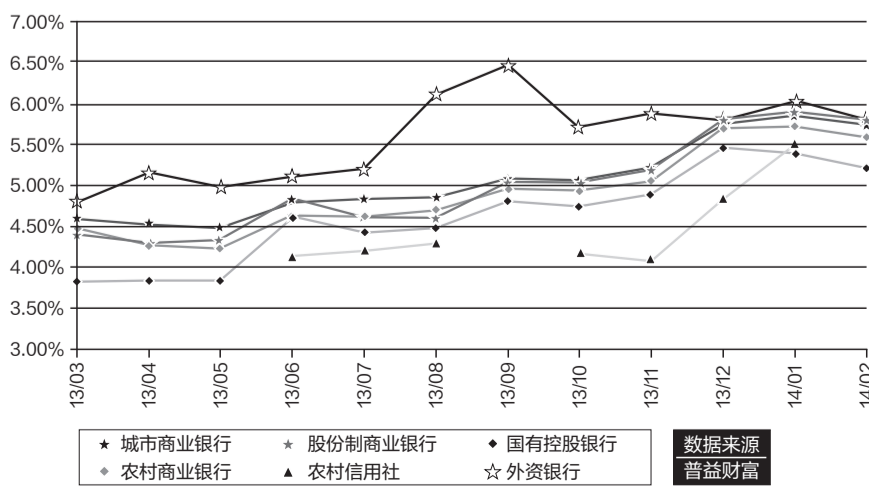
“从1月现金宝的良好业绩表现看，有敏感时点流动性趋紧、银行资金需求增多的因素，也离不开2013年以来货币基金发行的大环境。”好买基金研究中心总监曾令华说。好买基金研究中心统计显示，今年1月份，受益于互联网金融发展，汇添富现金宝、天弘增利宝等货币基金均表现不俗，多数“宝类”产品的单月年化收益率达到6%至7%。

截至2月7日，汇添富现金宝7日年化收益率达6.45%，分别比此前大热的天弘增利宝、华夏活期通高出0.35和0.39个百分点，远高于99只货币基金平均7日年化收益率，表现出超出普通货币基金和短期理财基金的竞争力。

此外，这只基金的管理者也是其业绩良好表现的重要保证。汇添富现金宝的基金经理曾刚目前已是10只基金经理的“掌门”，分别掌管汇添富理财7天A/B、汇添富双利增强债A/C和汇添富现金宝等。作为清华大学MBA，曾刚先后在华富基金、汉唐证券、红塔证券等多家机构工作，拥有12年的证券从业经历，操作风格稳健。

# 银行理财买哪家

2013年3月至2014年2月各类型银行的理财产品预期收益率



风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负