

国金证券 2012 年度阳光私募基金投资策略报告

私募基金投资策略报告

组合风险渐进提升，把握战略转型契机

- 明年是“十二五”规划的第二年，经济转型势不可挡。在流动性有所好转、经济周期特征偏弱和政策扶持的前提下，中小盘股相对于大盘股将会有更好的表现，阳光私募基金也将水涨船高，投资者可以在整体资产配置上增加阳光私募基金产品的配置比例。但是考虑到经济下滑仍将延续，因此年初时期难以形成大级别的周期行情，所以期初应着重关注组合的业绩持续性，将组合风险水平定位于中等风险。随后随着宏观环境、资金面、企业盈利的改善逐步提高组合风险水平，循序渐进地转向适度积极。
- 具体而言，明年阳光私募基金的投资应该在继续追求持续稳定的基础上，积极把握战略转型契机，同时适时关注短期热点机会：
 - **持续稳健穿越周期，建议长期关注。**良好的业绩持续性和稳定性可以在震荡、甚至下行行情中有效的降低整个组合的业绩波动程度，从而有利于改善组合的风险收益特征，实现穿越周期的长期目标。因此，在进行私募基金组合配置的过程中，建议投资者将此类产品做为构建投资组合的基础，进行长期投资。
 - **行业个股双剑齐发，把握战略转型契机。**在经济转型的大背景下，作为经济增长新动力的战略新兴产业和消费行业的投资价值将贯穿于未来整个经济周期，但是其中不同企业盈利能力的差异也势必会通过市场对其的关注程度不同而反映到股价上，产生个股的分化。因此，投资者可以在投资相关行业主题基金，把握这两大领域战略发展机会的同时，适当关注中长期精选个股能力较强，能够挖掘经济转型中被市场忽略的个股投资机会，并进行长期价值投资的品种，更好的来达到分享经济转型成果的目的。
 - **高频择时积极应对，适时投资短暂行情。**面对未来有可能出现的周期股行情以及在政策催化作用下带来的其他转瞬即逝的短期投资机会，建议投资者可以适时考虑搭配高频交易注重择时的灵活风格基金，积极应对。
 - **关注对冲策略基金发展前景。**尽管对冲策略基金现阶段所表现出的总体收益水平与其他阳光私募基金相比并不具有明显的优势，但是不可否认，对冲策略的引入能够拓宽私募基金的投资标的范围，有望提高管理人掌控大资金的能力。而且，随着未来融资融券的进一步推进，对冲操作的有效性也会逐步提高，该类基金的发展前景良好，值得长期关注。
- 一季度在整个年度中属于相对谨慎阶段，建议在私募基金投资操作上延续前期适度稳健的风格。与此同时，由于企业盈利改善在短时间内难以完成，期初的投资机会更多还是受政策调控的影响。因此，我们在全年投资策略的基础上，针对一季度的特定情况给出具体建议：
 - 对于业绩持续性良好、成功实现穿越周期持续稳健的阳光私募基金，建议在组合当中维持 30%左右的配置比例。
 - 可以利用 20%的资产投资于重点偏好消费领域投资机会的基金，当然，如果政策面和流动性在一季度能够实现全面改善的话，对于偏好新兴产业领域的基金也可进行投资。
 - 同时，寻找个体投资机会仍将非常重要，建议将选股能力较强、偏好中长期价值投资的产品配置比例控制在 30%上下。
 - 考虑到周期股行情提前到来的可能性，以及其他短期热点、波段等投机性的机会，建议使用 20%左右的资金搭配一些高频交易重视择时的灵活风格基金。

张慧

张剑辉

第一部分 政策拉动经济转型，组合风险渐进提升

- 展望 2012，经济增速与今年相比将呈现前低后稳态势。主要是由于拉动经济的三驾马车中投资和出口在明年上半年特别是一季度不容乐观，依靠投资和出口这两大引擎拉动经济高速增长的传统模式已经逐渐走到尽头。
 - 从投资方面来看，国金宏观小组预计 2012 年固定资产投资增速累计同比为 18%，其中房地产、基建、制造业在我国固定资产投资中占比较高。但是预计这三项增速明年均会有所下滑，其中以房地产投资下滑幅度较大，主要原因是因为各项房地产调控政策已经使得房地产销售量、价格、新开工都出现了一定程度的回落，在库存仍处于高位的前提下，明年上半年房地产投资增速回落具有较大的可能。另外，从政府出台的各项政策来看，房地产调控决心依然坚定，因此地产投资的高速增长长期将难以再次出现。
 - 目前我国的经济增长方式依然是出口导向型，这也使得我国的经济增长在很大程度上会受到外围经济体所处经济周期的影响，而发达国家在应对金融危机时采取的货币、财政刺激效力消退以后，经济增长再次陷入了困境，复苏依旧缓慢，外围市场低迷对我国出口的影响已经在今年四季度开始显现。而且欧债问题是否能实现平稳解决、欧盟经济增速是否会超预期下滑、各国为刺激本国经济会加重贸易保护主义色彩等等，均使得明年特别是上半年的出口形势相对比较复杂，总体不容乐观，预计出口的底部要到明年一、二季度才会出现。

图表1：政府对房地产调控的坚定决心

时间	政府领导	内容
2011/10/27	国务院总理温家宝	目前房地产市场调控和保障性住房建设处于关键时期，各级政府要切实采取措施，进一步巩固调控成果
2011/11/9	国务院总理温家宝	房地产市场调控绝不可以有丝毫动摇。目标是既要使房价回归到合理的水平，同时又促进房地产业持续健康发展
2011/11/16	住建部部长姜伟新	要继续坚持房地产宏观调控不动摇；要继续大力推进保障性住房建设

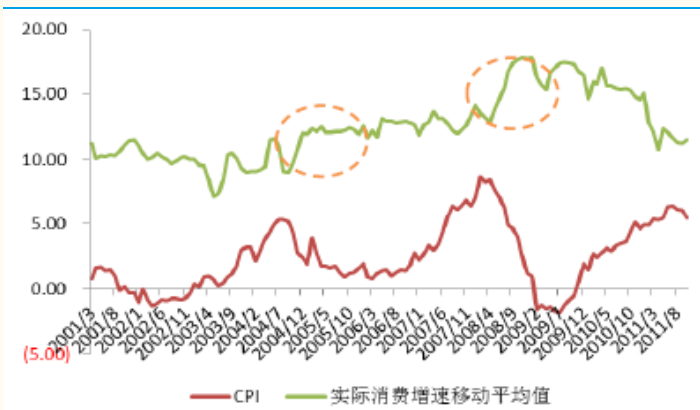
图表2：主要发达经济体复苏道路漫长

	欧盟GDP	美国GDP	日本GDP
2011-Q1	2.4	0.4	-2.7
2011-Q2	1.6	1.3	-1.3
2011-Q3	1.5	2.5	6
2011-Q4	1.1	2.3	2.03
2012-Q1	0.5	2	2.86
2012-Q2	0.4	2.2	2.23
2012-Q3	0.6	2.2	1.45
2012-Q4	1.2	2.3	

来源：IMF，国金证券研究所

- 在外需不振和国内投资下滑的作用下，过去传统的增长模式将难以为继，而科技创新和消费将成为为未来经济增长的新动力。从今年下半年开始我国已经迈开了政策扶持创新和消费的步伐，十二五规划中明确指出要把战略新兴产业培育成先导性、支柱性产业，把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，未来新兴和消费行业将获得更多的政策扶持和货币、财政优惠。另外，从历史规律来看，通胀的回落往往伴随着实际消费增速的小幅上升，因此明年的消费增速有望出现回升。

图表3: 消费增速与 CPI 关系



来源: 国金证券研究所

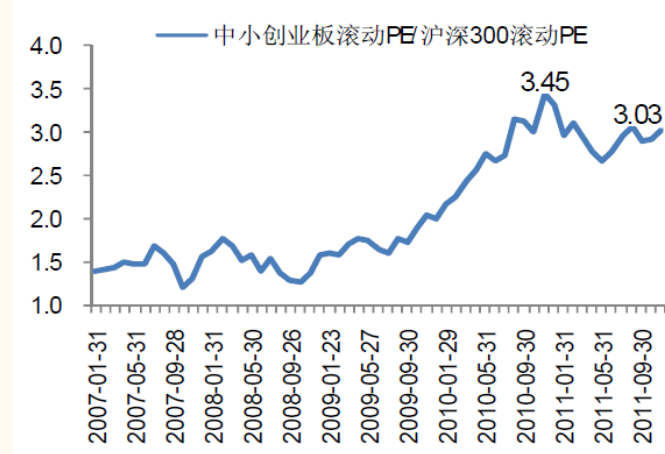
图表4: 政策扶持消费

时间	事件
2011/6/30	个税起征点上调至3,500元; 所得税结构由9级调整为7级。生产经营所得税起征点由5,000元调整为15,000元。
2011/10/19	商务部“十二五”电子商务发展指导意见, 主要目标: 到2015年, 我国规模以上企业应用电子商务比率达80%以上; 应用电子商务完成进出口贸易额占我国当年进出口贸易总额的10%以上; 网络零售额相当于社会消费品零售总额的9%以上。
2011/10/25	商务部、财政部和中国人民银行联合下发《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》, 明确“十二五”商务领域扩大消费的指导思想、基本原则、主要任务和财政金融支持政策。 商务部计划从明年开始, 每年确定一个月为“消费促进月”。
2011/10/26	2012年1月起, 在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点, 逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税。目前我国增值税的两档税率为13%和17%, 而营业税税率普遍低于这两个数字。国务院常务会议决定, 新增11%和6%两档低税率。
2011/11/14	商务部发布“十二五”期间加强商务领域信用建设的指导意见: 1) 高度重视上午领域信用建设; 2) 明确商务领域信用建设的总体要求; 3) 深入开展诚信宣传教育; 4) 逐步改善信用环境; 5) 充分发挥行业组织作用; 6) 积极促进信用服务业发展; 7) 大力开展信用产品和服务应用; 8)
预期政策	国内贸易“十二五”规划基本完成, 媒体称规划提出未来五年社会消费品零售总额

- 因此, 尽管明年我国的经济增速放慢将会是大概率事件, 但是随着消费对经济增长的拉动作用增强, 投资、消费、出口三驾马车的关系将会有所改善, 经济增长的协调性会明显增强。与此同时, 回顾 2011 年, 面对 CPI 的不断上升, 加息、上调存款准备金率、楼市限购等等各种稳物价政策措施不断出台。随着各项措施的贯彻落实, 流动性过剩、物价上涨等问题得到有效控制, 相关政策成效在 2012 年也将继续显现, 明年通胀水平会小于今年已经成为市场共识。
- 基于以上分析, 面对经济的下滑和通胀的回落, 政府势必会出台相应的政策来应对, 以实现经济软着陆, 这一特点自 2011 年 10 月份以来已经显现。但是目前来看政策微调效果一般, 11 月 PMI 落至荣枯线以下, 这种微调对于经济的贡献还仅仅属于预期层面, 可能并不能直接阻止经济的进一步下滑。为了能够更有效的刺激经济增长, 避免出现通缩的风险, 明年上半年政策有望进一步出现松动, 而这一松动在很大程度上将带来固定投资的回升和经济增速的适度反弹。
- 另外, 从资金面上来看, 10 月份新增信贷环比大幅上涨, 央行 3 季度货币政策执行报告也明确提出适时适度进行微调。国金宏观小组预计, 2012 年信贷投放将达到 8 万亿, 整体流动性将比 2011 年有所好转。
- 所以总的来说, 尽管我国经济增速在明年尤其是一季度会在很大程度上延续前期的下滑态势, 但是这是经济转型期的必然结果, 随着消费、科技创新等新增长动力的拉动作用加强, 经济增长的协调性将会明显改善。而且随着通胀回落到可控范围之内, 政府政策的松动也值得期待。加之流动性的改善, 2012 年 A 股市场投资环境将好于今年。
- 具体到市场风格特征上来看, 明年中小盘股的投资机会将会大于大盘股。
 - 首先, 受益于经济转型的新兴、消费行业股票会受到更多追捧, 而新兴、消费板块在中小板和创业板中的市值占比在 50%以上, 因而会在很大程度上带动中小板和创业板的持续活跃。而且每年年末到次年一季度是利好政策频出的时期, 期间政策的频繁出台也有利于刺激相对活跃的中小盘成长股票。
 - 其次, 2012 年上半年经济见底回升, 与此同时物价水平持续走低, 在需求好转和成本下降的背景下, 中小企业的寒冷冬季也将过去, 企业盈利有望实现触底反弹, 从而形成新的市场驱动力。
 - 另外, 随着物价、经济下行和实际利率的攀升, 政策放松的空间有望进一步打开, 预计明年流动性相比于今年将有所改善, 而中小市值个股受流动性影响的程度较大, 适度宽松的资金面有利于刺激相对活跃的中小盘成长风格个股。
 - 最后, 从估值的角度来看, 中小盘股与大盘股相比的相对估值泡沫程度并不十分严重, 绝对估值目前也仅为 07 年历史高点的一半, 相对于

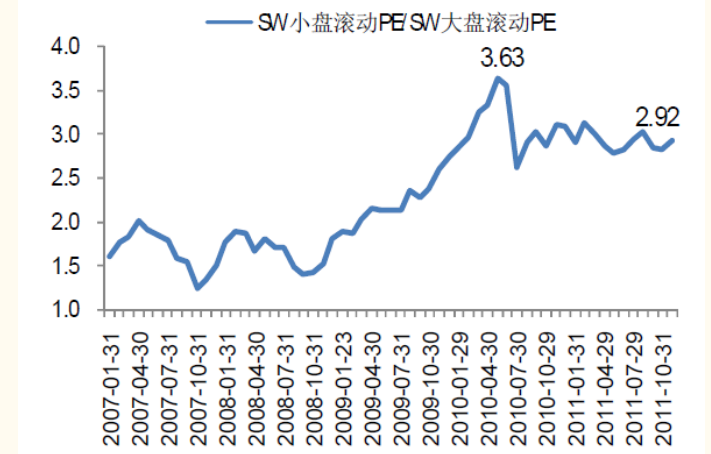
沪深 300 的估值也比 2010 年中的历史高点下降了 10% 以上，所以中小板、创业板仍有一定的提升空间。

图表5：中小板、创业板相对估值泡沫并不严重



来源：国金证券研究所

图表6：小盘股相对大盘股的相对估值仍较合理



- 基于以上分析，明年在流动性有所好转、经济周期特征偏弱和政策扶持的前提下，中小盘股相对于大盘股将会有更好的表现，更多投资中小市值个股的阳光私募基金也将随之具备一定的竞争优势，投资者可以在整体资产配置上增加阳光私募基金产品的配置比例。
- 但是考虑到由于经济下滑仍将延续，再加上欧债危机所引发的外部事件冲击的可能性，因此年初时期将难以形成大级别的周期行情，所以期初应着重关注组合的业绩持续性，追求持续稳健收益，将组合风险水平定位于中等风险。随后随着宏观环境、资金面、企业盈利的改善逐步提高组合风险水平，循序渐进地转向适度积极。

第二部分 持续稳健穿越周期，把握战略转型契机——阳光私募基金年度投资策略

- 明年是“十二五”规划的第二年，规划中提到的由强调经济增长速度到关注经济发展方式的转变将加速推进，经济转型势不可挡。期间不论是现代服务业的大力发展还是传统制造业的优化升级，都将催生一批优质企业，投资机会将会比较丰富。不过，由于我国经济尚未真正实现触底，潜在的风险依然存在，因此明年阳光私募基金的投资应该继续以持续稳定为基础，在此基础上把握战略转型契机，并适时关注短期热点机会，具体可以从以下几方面入手：
 - 首先，从持续稳健的角度来看，良好的业绩持续性和稳定性可以在震荡、甚至下行行情中有效的降低整个组合的业绩波动程度，从而有利于改善组合的风险收益特征，实现穿越周期的长期目标。在 09 年至今将近三年的短周期中，部分拥有稳定持续投资理念以及良好风险控制水平的阳光私募基金，成功穿越了这轮经济周期，表现出了良好的中长期投资价值。因此，在进行私募基金组合配置的过程中，建议投资者对于该产品持续关注，并可做为构建投资组合的基础，进行长期投资。
 - 其次，从行业配置和个股选择的角度来看，在经济转型的大背景下，作为经济增长新动力的战略新兴产业和消费行业投资价值将贯穿于未来整个经济周期，但是其中不同企业盈利能力的差异，也势必会通过市场对其的关注程度不同而反映到股价上，产生个股的分化。因此，投资者可以在投资相关行业主题基金，关注这两大领域战略发展机会的同时，适当关注中长期精选个股能力较强，能够挖掘经济转型中被市场忽略的个股投资机会，并进行长期价值投资的品种，更好的来达到分享经济转型成果的目的。
 - 再次，考虑到不论是经济旺季时周期股景气度的回升，还是由于低估值导致的系统性风险下的被动防御，周期股在明年二季度左右都会迎来一波行

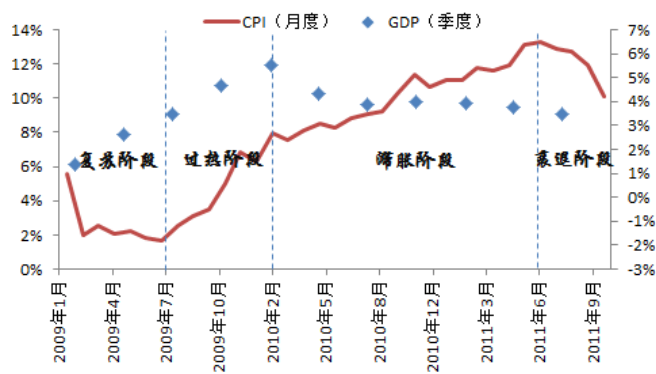
情，但是在快节奏的市场中持续时间不会太长。因此，面对未来有可能出现的周期股行情以及在政策催化作用下带来的其他转瞬即逝的短期投资机会，建议投资者可以适时考虑搭配高频交易注重择时的灵活风格基金，积极应对。

- 最后，尽管对冲策略基金现阶段所表现出的总体收益水平与其他阳光私募基金相比并不具有明显的优势，对投资者的吸引力相对有限。但是不可否认，对冲策略的引入能够拓宽私募基金的投资标的范围，有望提高管理人掌控大资金的能力，从而使得“业绩与规模呈负相关”的困局有可能得到解决。而且，随着未来融资融券的进一步推进，对冲操作的有效性也会逐步提高，该类基金的发展前景良好，值得长期关注。
- 下面我们就全年阳光私募基金投资逻辑进行详细介绍：

2.1 穿越经济短周期，持续稳定力压群雄

- 在 2009 年至今将近三年的时间里，我国经济经历了经济周期的复苏、过热、放缓、衰退四个阶段，基于第一部分对当前宏观经济的介绍以及对于未来的预期我们可以判断，我国目前仍处于衰退期，底部区域有可能要到明年一季度才会出现。尽管衰退阶段还没有最后走完，但是这三年的时间已经基本完成了一轮短周期的循环。
- 具体来看，2008 年经济危机爆发以来，伴随着四万亿经济刺激政策和各项产业振兴规划等政策的推动，经济逐渐步入复苏阶段。但是，政策和货币的宽松在提高我国经济增速的同时，也使得通货膨胀水平迅速回升，经济过热现象陆续出现。不过，08 年底 09 年初紧急实施的政策激励是在经济面临急剧下滑风险的情况下不得不采取的举措，对经济的刺激仅仅作用于表面，并不能从根本上达到回暖实体经济的目的。事实证明，随后随着国外经济持续疲软对我国出口影响的逐渐深化、企业盈利的持续下滑、以及政策后续效应的逐步减退，经济增速最终开始下滑，与此同时，通胀水平居高不下，经济进入滞胀阶段。此时，保持物价稳定成为了政府工作的当务之急，2010 年中期开始政府便陆续采取各项政策回笼资金、紧缩流动性，在政策组合拳的作用下，CPI 从今年 8 月份开始稳步下降，经济增速与物价水平双双回落，衰退期特征渐显。

图表7：经济增长与通货膨胀



来源：国金证券研究所

图表8：对应经济周期划分

经济周期	经济增长	通货膨胀	时间段
复苏期	↑	↓	09年1月-09年7月
过热期	↑	↑	09年8月-10年2月
滞胀期	↓	↑	10年3月-11年6月
衰退期	↓	↓	11年7月-11年11月

- 作用到 A 股市场上，股指在这一轮经济周期的运行过程当中由于受到国内外宏观经济、各项政策措施、企业盈利等等多方面的影响，三年间也频繁经历了阶段上行、震荡波动、趋势下行等阶段，并且由于整个周期持续时间较短，因此各阶段的轮换速度也相对较快，进行中长期投资的难度明显增大。在此背景下，仍有部分阳光私募基金凭借良好的投资管理能力、稳定持续的投资理念、以及良好的风险控制水平，成功穿越了经济周期，表现出了一定的持续性和稳定性。
- 我们通过阳光私募基金阶段收益的稳定性以及对下行风险的控制效果来对结构化和非结构化阳光私募基金进行量化筛选，并结合实地调研

对于管理人投资理念、风格持续性等定性方面的了解进行进一步过滤。其中在利用阶段收益的稳定性进行筛选时，利用波动率指标考察产品收益的绝对稳定程度，与此同时，从收益所处的相对位置角度来考察业绩的相对稳定程度，筛选各阶段业绩排名均位于前 50% 的产品。

- 结果表明，在截止 2011 年 10 月成立满三年的阳光私募基金当中，朱雀、源乐晟、理成、世诚、翼虎、博颐等管理人所管理的旗下部分产品在 2009 年、2010 年、2011 年以来、最近两年、最近三年各阶段收益排名均位于前二分之一，而且下行风险控制效果也较好，整轮周期都表现出了将强的持续性。

图表9：穿越短周期产品各期风险收益指标

名称	管理人	2011 年 以来	排名 (/600)	2010 年	排名 (/339)	2009 年	排名 (/172)	最近两年	排名 (/295)	最近三年					
										收益率	排名 (/153)	波动率	排名 (/153)	下行风险	排名 (/153)
中融-乐晟	源乐晟	-3.63%	121	23.61%	35	103.57%	18	42.88%	9	166.28%	3	35.73%	65	35.66%	21
中融-世诚扬 子二号	世诚	-5.21%	145	5.88%	162	83.84%	31	7.76%	106	70.26%	46	38.96%	77	61.94%	75
深国投·博颐 精选	博颐	-5.41%	151	16.63%	73	53.57%	78	20.13%	42	71.21%	43	34.72%	60	59.90%	71
深国投·理成 风景 1 号	理成	-6.63%	177	20.73%	51	70.65%	47	24.03%	31	104.64%	22	33.53%	55	48.95%	48
重庆国投·翼 虎成长	翼虎	-7.69%	195	31.18%	18	111.59%	13	63.22%	2	108.20%	20	48.84%	122	57.54%	66
深国投·朱雀 1 期	朱雀	-7.86%	202	17.57%	67	77.47%	38	20.80%	40	88.61%	33	29.21%	42	41.24%	30

注：数据截止 2011 年 10 月。

来源：国金证券研究所

- ◇ 其中，朱雀和源乐晟较强的业绩持续性和稳定性更多是源于公司对于风险控制的注重，通过相应的止损机制达到控制下行风险的作用，从而保障了产品业绩的持续性。朱雀投资是私募行业为数不多的有限合伙企业，风格定位保守、专注和思变，注重风险控制，专注于发掘企业内在价值，代表产品朱雀 1 期不仅各期排名相对靠前，而且长期业绩波动率也相对较小。
- ◇ 源乐晟主要采用自上而下选股策略，投资风格相对积极，在缺乏趋势性机会的行情中，公司更多采用波段操作。但是，在灵活操作的同时，公司同样也非常重视对于风险的控制，并取得了良好的效果，旗下产品中融-乐晟各阶段收益、风险排名均位于同业前列。
- ◇ 而理成、世诚、翼虎、博颐则比较注重投资理念、操作风格的持续性，尽管彼此理念有所不同，但是均通过长期坚持自己的投资风格取得了中长期稳定回报。理成资产始终遵循长期基本面驱动的价值投资理念，公司管理风格主动进取，在把握中国经济转型脉络的基础上灵活配置，精选拥有良好基本面、发展趋势向好的公司进行投资。
- ◇ 世诚投资坚持价值投资，专注投资长三角地区的代表中国经济发展方向的先进制造业、现代服务业、大消费行业以及新兴战略行业中的有品牌、有优秀管理能力、营销能力和自主创新能力的上市公司，投资领域与我国经济转型的大背景相契合，具有良好的成长空间。

- ◇ 翼虎投资灵活风格贯穿始终，强调要在合适的时候配置合适的标的，并没有特别关注的领域或题材，更多倾向于投资基本面向好但被市场忽略的个股。代表产品翼虎成长尽管近三年波动率相对较高，但是对于下行风险的控制效果始终较好，而且各阶段业绩也均在同业前列。
- ◇ 博颐投资坚持将自己定位在小型资产管理公司行列，但是却不失专业性和为客户创造价值的能力。公司坚持以基本面研究驱动投资的基础上注重组合管理，以期实现净值的持续增长，总体投资风格比较积极。
- 从过去三年短周期的实际运作结果来看，良好的业绩持续性和稳定性可以在震荡、甚至下行行情中有效的降低整个组合的业绩波动程度，从而有利于改善整个组合的风险收益特征，实现穿越周期的长期目标。因此，在进行私募基金组合配置的过程中，建议持续关注产品的收益稳定性，将持续性较强的品种做为构建投资组合的基础，进行长期投资。

2.2 宏观面战略投资消费+新兴，微观面优选个股价值投资

- 正如第一部分所说，经济危机爆发以来，在外需不振和国内投资下滑的作用下，过去传统经济增长模式的光环正在逐渐退去，未来代表“新经济”方向的行业将会获得更高的溢价。十二五规划中明确指出要把战略新兴产业培育成先导性、支柱性产业，把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点。战略新兴产业和消费行业作为经济增长的新动力，将获得更多的政策扶持和财政优惠，其投资价值也将贯穿于未来整个经济周期，因此是可以作为战略性配置的品种。
- 不过需要注意的是，尽管消费行业 and 新兴领域都具有较高的投资价值，但是由于行业特性的不同，因此具体的投资思路也会有所不同。消费行业的投资价值更多的体现在业绩的稳定性和估值的合理性，适合作为底仓进行中长期投资。与此同时，战略新兴产业由于弹性较大，在流动性宽裕、政策催化剂频出的背景下投资价值才会凸显，而短期来看尚不具备这样的条件，整个板块行情仍需等待，可以随着宏观经济以及政策面变化的发生，择机投资。
- 根据我们对重点私募基金的调研走访发现，铭远、鼎诺、智德、尚雅、以及朱雀旗下的主题基金朱雀 18 期(大消费行业精选)都有比较明确的投资领域偏好，具体而言：
 - ◇ 铭远坚持以价值投资为核心，强调把握成长主线，集中投资于处于行业上升期、具有可持续增长能力的成长性企业股票。公司倾向确定性较强的投资机会，基于当前我国经济处于转型期的判断，公司更多关注大消费领域的投资价值。
 - ◇ 鼎诺致力于企业基本面的研究，并通过长期跟踪潜在投资标的挖掘企业价值。树立了偏好成长性股票并长期持有的投资理念，对于核心组合坚持长期持有原则，同时又不放弃通过波段操作适度捕捉热点的机会。公司比较注重风险控制，对于消费领域的关注程度较高。
 - ◇ 智德旗下产品业绩持续性较强，投资选择侧重消费等持续成长行业。风格定位比较清晰，利用组合管理控制风险，追求绝对回报。公司强调并坚持利用对冲策略进行投资，并储备了大量金融工程人才，以备在投资工具日益发达的将来，使得追求绝对收益的对冲策略能够得到更好的发挥。
 - ◇ 尚雅核心管理团队均有多年的公募基金管理经验，公司积极关注符合经济发展需要及政策支持下的战略新兴行业，通过配置相关产业背景的研究人员，对其中细分领域进行独立深入的分析，投资其中优势个股。
- 从中长期投资的大方向上来看，战略新兴和消费领域将会具有贯穿经济周期的投资机会，但是如果落实到微观企业层面，即便同是属于未来经济新

增长动力的企业，也会由于盈利能力的差异而使得市场对其的关注程度有所不同，最终反映到股价上也势必会出现明显分化。因此，管理人能否在经济转型过程中敏锐观察到其中投资机会，挖掘新兴产业当中的优势公司、把握传统制造业升级改造等机遇都显得至关重要，在具体操作上也必然对管理人精选个股的能力提出了较高的要求。

- 所以，投资者在通过相关的行业基金关注这两大领域战略发展机会的同时，也可以通过适当关注中长期精选个股能力较强，能够挖掘出被市场忽略的投资机会进行长期价值投资的品种，更好的来达到分享经济转型成果的目的。
- 我们利用 T-M、H-M 模型对成立满两年的 295 只非结构化和 12 只结构化阳光私募基金的选股能力进行检验，在这 307 只产品中，两模型均显示具备选股能力的有 183 只。考察这些产品各阶段业绩可以发现，其中有 114 只产品最近两年（截止 2011 年 10 月）业绩排名位于同业前二分之一，可见绝大多数具备选股能力的品种都具有良好的中长期投资价值。
- 将检验结果按照管理人进行汇总统计，结果如下图所示，淡水泉、武当、尚雅、金中和等管理人旗下具备选股能力的产品数目相对较多。在最近两年（截止 2011 年 10 月）业绩排名前二分之一的基金中，淡水泉、武当、金中和、长金、民森、云程泰、合赢、鼎诺、六禾等在今年的震荡市场中也表现相对稳健。

图表10: 管理人旗下具备选股能力的产品综合情况

管理人	产品数 (具备选 股能力)	产品数(具备选 股能力,且近两 年排名前 50%)	今年以来 平均收益	管理人	产品数 (具备选 股能力)	产品数(具备选 股能力,且近两 年排名前 50%)	今年以来 平均收益
淡水泉	12	11	-1.52%	云程泰	2	2	-7.00%
武当	10	2	-3.87%	麦尔斯通	2	2	-4.93%
尚雅	7	4	-23.20%	景泰利丰	2	2	-9.95%
金中和	6	6	0.23%	重阳	2	2	-12.25%
证大	5	2	-12.04%	合赢	2	2	-5.26%
长金	4	2	-0.44%	天马	2	2	-6.72%
新价值	3	3	-25.58%	鼎诺	2	2	4.45%
民森	3	2	2.15%	混沌	1	1	-10.82%
远策	3	2	-9.05%	六禾	1	1	-3.62%
从容	3	1	-8.44%	铭远	1	1	-14.33%

注：今年以来非结构化阳光私募基金的平均收益为-12.08%，结构化阳光私募基金的平均收益为-8.02%。计算今年以来平均收益的样本为具备选股能力且近两年排名前 50%的产品，统计区间截止 2011 年 10 月。

来源：国金证券研究所

- 根据以上量化模型检验结果结合我们对于阳光私募管理人的跟踪了解，我们认为淡水泉、武当、金中和、长金、重阳、云程泰、鼎诺均属于中长期价值投资的代表，更多通过优选低估值并具中长期投资价值的个股，达到获取中长期稳健收益的目的，具体来看：
 - ◇ 淡水泉奉行“逆向投资”策略，挖掘被市场忽略但是又具有良好基本面支撑的个股投资机会。旗下产品操作风格总体比较积极，个股选择能力较强，从而在中长期投资中取得了相对较好的回报。
 - ◇ 武当倡导研究驱动投资，注重自身研究团队的搭建。对于核心股票持有时间较长，在追求收益的同时，也非常注重对于风险的控制，设置了相应的止盈止损机制。
 - ◇ 金中和主张将市场中能够被自己所了解的投资标的纳入投资范围，确保投资活动尽可能处于被自己控制的范围之内，追求长期

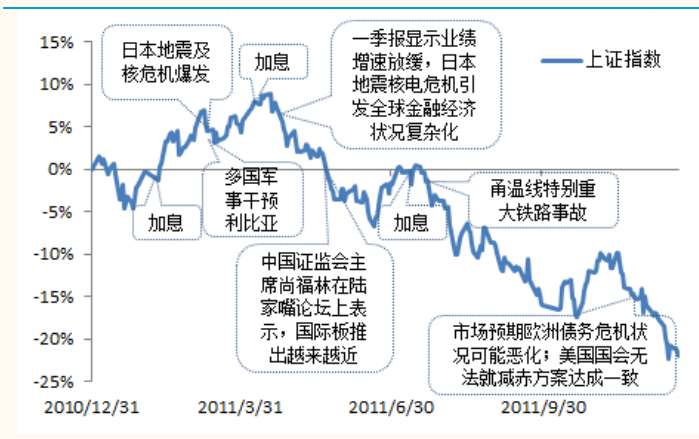
稳定回报。价值投资与趋势投资相结合，不论是中长期还是今年以来均取得了不错的效果。

- ◇ 重阳信仰价值投资，重视对于下行风险的控制。低估值、具备持续成长能力的公司是其关注重点，投资被市场冷落的股票并坚持投资决策的独立性也是重阳价值投资理念的一部分。
- ◇ 长金认为只有长线持股才能取得几十倍以上回报，而只有耐心持币，才能获得最佳的投资机会。公司倾向于进行中长期价值投资，投资风格相对稳健。投研团队大多拥有实业背景，注重对企业价值的分析判断。
- ◇ 云程泰关注市场价格对企业未来价值的反映程度，着力于寻找市场偏差所带来的投资机会，倾向左侧交易，有一定的止损措施，风险控制意识较强。
- ◇ 鼎诺投资在前面作为重点关注消费领域的代表已经做了介绍，此处不再赘述。

2.3 高频择时积极应对，适时投资短暂行情

- 市场从 2009 年以来一直不断在周期行情和消费成长风格之间纠结，明年在由政策引导的新增长动力的拉动下，贯穿全年的投资机会仍将更多分布于具有良好成长性的中小市值企业。
- 但是，随着二季度经济旺季的到来，周期景气度会有所提升，即便经济持续低迷，像金融、地产这些低估值的周期型股票也同样会具备一定的吸引力，因此无论是由于景气度提升还是系统性风险下的被动防御，周期股明年都应该会有一波行情，只是在不同的行业板块间有所区别。从持续时间上来看，由于结构性机会的主导使得整个市场节奏较快、投资机会持续时间较短，今年的行情就充分反映了这一点，而明年这种特征还将持续，所以期间周期股的投资机会也很可能转瞬即逝，因此对于时机的把握非常关键。
- 面对短暂的投资时机，高频交易注重择时的这类灵活风格基金往往更具优势，在今年以来的震荡波动行情中，该产品凭借把握短期波段以及果断止损操作取得了相对稳健的回报。
 - 为了能够更好的比较产品择时能力在 2011 年市场中所起到的作用，我们事先将选股的因素进行剔除，选择 95 只 T-M、H-M 模型显示均不具备选股能力的产品作为样本进行考察。其中有 81 只基金两模型显示其具备择时能力，另有 6 只基金不具备择时能力，统计这两类样本 2011 年的收益、风险指标，结果如图表 12 所示。
 - 具备择时能力的产品尽管今年也整体出现了亏损，但是平均净值下跌幅度要低于不具备择时能力的基金，而且在风险的控制上也更胜一筹，业绩波动率和下行风险的控制均要好于不具备择时能力的产品。

图表11: 国内外突发事件共同影响股市



来源: 国金证券研究所

图表12: 具备择时能力的产品 2011 年普遍更优

	2011 年以 来收益率	波动率	下行风险
具备择时能力的产品	-12.99%	4.16%	25.31%
不具备择时能力的产品	-16.62%	4.82%	27.37%

注: 样本均不具备选股能力的产品, 统计期截止 2011 年 10 月, 波动率和下行风险均使用月度收益率数据计算。

- 因此, 建议投资者可以适时考虑搭配此类特征的阳光私募产品, 以便灵活应对突如其来的周期股行情和其他投机机会。不过需要注意的是, 高频交易短线操作仅在基金规模较小时效果较好, 随着规模的扩张, 频繁买入卖出的操作难度将会增加, 效果也会受到制约, 所以在选择此类产品时还应综合考虑产品的规模因素。
- 具体到管理人, 根据产品的择时能力结合筛选在震荡波动中操作效果较好的品种, 并基于对管理人实际操作风格的调研了解, 建议投资者关注展博、中睿合银、呈瑞、紫石等管理人旗下所管理的产品。
 - ◇ 展博、中睿合银、呈瑞、紫石均属于典型的高频交易代表, 公司操作风格积极进取, 主动把握短线投资机会并积极止损, 从而使旗下产品均表现出了较高的换手率。这种高频交易注重择时的操作风格在把握突如其来的投资时机时往往效果较好, 因此投资者可以搭配该类产品捕捉各种投机行情。
- 另外, 和聚尽管不属于高频交易类, 但属于积极投资、注重资产及行业配置的代表, 表现出具有竞争力的择时能力。同时, 在具体操作过程中, 公司也比较重视对于个股的选择, 注重分散化投资和组合流动性管理, 亦值得重点关注。

2.4 关注对冲策略基金发展前景

- 从整个私募行业的发展角度来看, 与海外对冲基金相比, 国内大多数私募基金都在做着类公募的股票多头投资。然而, 经历了前期股指的震荡下行, 纯多头策略的单一性对私募基金追求绝对回报的制约越来越明显, 因此对冲策略应运而生。目前, 我国对冲策略型阳光私募基金基本通过有限合伙的模式运作, 受制于投资工具的限制, 私募基金的对冲策略也仅有两种, 分别是市场中性策略和宏观对冲策略。其中市场中性策略通过多空头的同时操作回避系统性风险, 降低产品业绩与市场的相关度, 消除基金经理主观判断的影响, 保持组合本身的中性。而宏观对冲策略则带有较强的主观性, 通过对各国的宏观经济情况进行研究, 识别全球市场中的失衡错配, 进行全球化、杠杆性的投资, 因此存在着较大的风险。
- 但是《信托公司参与股指期货交易业务指引》中对于股指期货投资的限制、从事对冲操作的人才的稀缺、不同机构间交易系统的衔接以及私募所面临的账户问题, 都对阳光私募基金对冲策略的有效进行形成了制约。从实际运作结果也可以看到, 进行对冲策略的基金现阶段所表现出的总体收益水平与其他阳光私募基金相比并不具有明显的优势, 对投资者的吸引力相对有限。

图表13: 对冲策略私募基金(截止2011年10月)

名称	管理人	最新净值	最新披露日	成立以来收益率	成立日期	对冲策略类型
平安财富·朱雀丁远	上海朱雀投资发展中心	99.88	2011-10-28	-0.12%	2011-4-15	市场中性策略
外贸信托·民晟A号	深圳民森投资有限公司	1.0151	2011-10-31	1.51%	2011-3-30	市场中性策略
外贸信托·民晟B号	深圳民森投资有限公司	1.0148	2011-10-31	1.48%	2011-3-30	市场中性策略
外贸信托·民晟C号	深圳民森投资有限公司	1.0151	2011-10-31	1.51%	2011-3-30	市场中性策略
外贸信托·民晟G号	深圳民森投资有限公司	0.9867	2011-10-31	-1.33%	2011-6-27	市场中性策略
外贸信托·尊嘉ALPHA	北京尊嘉资产管理有限公司	1.0483	2011-10-28	4.83%	2011-4-21	市场中性策略
华宝·量化投资一号	上海恒达通汇投资管理有限公司	0.9436	2011-10-28	-5.64%	2011-3-11	市场中性策略
陕国投·创赢2号(宝赢对冲)	陕西创赢投资理财有限责任公司	1.22	2011-10-28	22.00%	2010-4-1	市场中性策略
尚道乾坤合伙基金	天津市尚道乾坤投资管理合伙企业	1.024	2011-10-28	2.40%	2011-9-15	市场中性策略
天合财信一期	北京天合财信资产管理有限公司	1.0932	2011-10-28	9.32%	2011-8-22	市场中性策略
瀚鑫泰安·量化成长1期	深圳市瀚鑫泰安资产管理有限公司	1.0664	2011-10-31	6.64%	2011-3-18	市场中性策略
梵基一号	梵基股权投资管理有限公司	108.441	2011-10-20	8.44%	2011-4-1	宏观对冲策略
拉芳舍·天津合伙	温州拉芳舍投资管理有限公司	0.9031	2011-9-30	-9.69%	2011-1-26	宏观对冲策略

来源: 国金证券研究所

- 尽管如此, 对冲策略仍然是国际成熟市场上应用较为广泛的投资方式, 图表 14 显示, 尽管在不同的时间段由于市场特征的差异, 从而使得各类策略基金的投资效果有所不同, 可是总体来看, 对冲基金相对于全球股票市场而言收益明显相对稳健。尽管全球对冲基金指数也存在一定程度的波动, 但是波动幅度明显低于股票市场, 特别是市场中性策略指数稳健特征更加明显。

图表14: 海外对冲基金指数阶段收益

	最近一月	最近一年	2010年	2009年	2008年
市场中性策略指数	-0.07%	-3.16%	2.64%	-5.56%	-1.16%
事件驱动策略指数	-0.71%	-5.04%	1.98%	16.59%	-22.11%
宏观对冲策略指数	-0.25%	-4.85%	-1.73%	-8.78%	5.61%
相对价值套利策略指数	0.21%	-3.91%	7.65%	38.47%	-37.60%
全球对冲基金指数	-0.53%	-8.96%	5.19%	13.40%	-23.25%
MSCI 世界指数	0.73%	-5.02%	12.34%	30.79%	-40.33%

注: 数据来源 Hedge Fund Research 及 MSCI 官方网站, 统计时间截止 2011 年 12 月 20 日。

来源: 国金证券研究所

- 目前在我国由于受到的制约因素较多, 因而对冲策略效果可能并不理想。但是不可否认, 对冲策略的引入能够拓宽私募基金的投资标的范围, 有望提高管理人掌控大资金的能力, 从而使得“业绩与规模呈负相关”的困局有可能得到解决。而且, 随着未来融资融券的进一步推进, 对冲操作的有效性也会逐步提高, 投资者对于该类基金可以长期关注。

第三部分 短期经济较难转向, 稳健与机会并重

- 回归短期来看, 明年一季度我国经济增速下滑势必延续, 而且政策面以及流动性的全面释放在短期内较难出现, 因此一季度在整个年度中应当属于相对谨慎阶段, 建议在私募基金投资操作上延续前期适度稳健的风格。对

于业绩持续性良好、成功实现穿越周期持续稳健的阳光私募基金，建议在组合当中维持 30%左右的配置比例。

- 从具体投资机会的角度来看，由于企业盈利改善在短时间内难以完成，明年一季度的投资机会更多还是受政策调控的影响，其中消费和新兴产业作为经济转型过程当中的支柱产业具有贯穿整个周期的投资价值，除此之外，受益于政策扶持的农林牧渔、水利、教育、卫生等等也都具有一定的投资机会。
 - 一方面，建议利用 20%的资产投资于各类主题性机会当中，对于重点偏好消费领域股票的阳光私募基金可以作为基础品种中长期进行持续关注。当然，如果政策面和流动性在一季度能够实现全面改善的话，对于偏好新兴产业领域的基金也可进行投资。
 - 另一方面，由于一季度投资环境仍将总体偏弱，而且即便是同一主题当中的个股，也会由于企业盈利能力的差异反映到股价上引起相应的分化，所以寻找个体投资机会将显得尤为重要，建议将选股能力较强、偏好中长期价值投资的产品配置比例控制在 30%上下。
- 最后，考虑到周期股行情提前到来的可能性，以及其他短期热点、波段等投机性的机会，建议使用 20% 左右的资金搭配一些高频交易重视择时的灵活风格基金来积极应对。
- 具体各个类别的管理人及其代表产品请参见图表 15:

图表 15: 各类别代表产品

类别	产品名称	管理人	今年以来		最近一年		最近两年		最近三年		风险等级
			收益率	排名	收益率	排名	收益率	排名	收益率	排名	
穿越周期持续稳健品种	中融-乐晟	源乐晟	-3.63%	121/600	-3.91%	118/533	42.88%	9/295	166.28%	3/153	中风险
	重庆国投·翼虎成长	翼虎	-7.69%	195/600	-3.11%	98/533	63.22%	2/295	108.20%	20/153	中风险
	深国投·朱雀 1 期	朱雀	-7.86%	202/600	5.04%	19/533	20.80%	40/295	88.61%	33/153	中风险
	华润信托·理成转子 2 号	理成	-5.64%	156/600	-8.28%	178/533	28.12%	23/295	---	---	中风险
偏好大消费领域品种	华润信托·鼎诺春华 1 期	鼎诺	3.62%	8/89	0.81%	6/63	43.05%	2/12	---	---	---
	中融-智德持续增长	智德	-12.38%	333/600	-11.84%	266/533	8.28%	101/295	68.12%	50/153	中风险
	西部信托·铭远巴克莱	铭远	-14.33%	380/600	-3.60%	112/533	31.77%	17/295	52.44%	65/153	中高风险
优选个股、中长期投资品种	平安财富·淡水泉成长一期	淡水泉	-1.71%	81/600	-4.12%	120/533	12.29%	87/295	148.37%	4/153	中高风险
	北京国投·云程泰资本增值(一期)	云程泰	-7.41%	190/600	-9.75%	211/533	59.68%	3/295	240.44%	1/153	高风险
	深国投·重阳 2 期	重阳	-11.77%	317/600	-9.39%	198/533	16.58%	64/295	---	---	中高风险
	深国投·武当 2 期	武当	-2.63%	100/600	-5.61%	143/533	13.05%	83/295	66.49%	52/153	中高风险
	中原理财-六禾光辉岁月 1 期	六禾	-3.62%	120/600	0.26%	63/533	48.60%	6/295	---	---	中高风险
高频交易、注重择时品种	华润信托·展博 1 期	展博	5.34%	11/600	10.84%	7/533	47.66%	7/295	---	---	中风险
	中铁信托·鑫兰瑞	中睿合银	-0.63%	68/600	-1.16%	73/533	20.05%	43/295	109.15%	19/153	中风险

注：统计区间截止 2011 年 10 月，风险等级来源于 2011 年三季度国金私募基金风险评价结果。

来源：国金证券研究所

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。