

# 8 股市基金 Stock-funds

## 2015 年国内私募基金投资策略全解析

■ 格上理财研究中心

据格上理财统计，截至 2015 年 7 月 31 日，全国共有 3380 家阳光私募机构(仅包括目前管理规模不为零的机构)，这些阳光私募目前管理的在运行期的产品数量共 10325 只，管理资产的总规模超过 1.54 万亿元。随着中国金融市场的逐渐完善与私募行业的快速发展，私募基金的投资策略也越来越多样化，呈现着百花齐放的现象。基于对阳光私募行业的跟踪以及对投顾投资策略的研究，格上理财对目前私募基金所有的投资策略进行了梳理，大致分为股票策略、事件驱动、相对价值、管理期货、宏观对冲、海外基金、债券策略、组合基金以及复合策略九种。(表一)

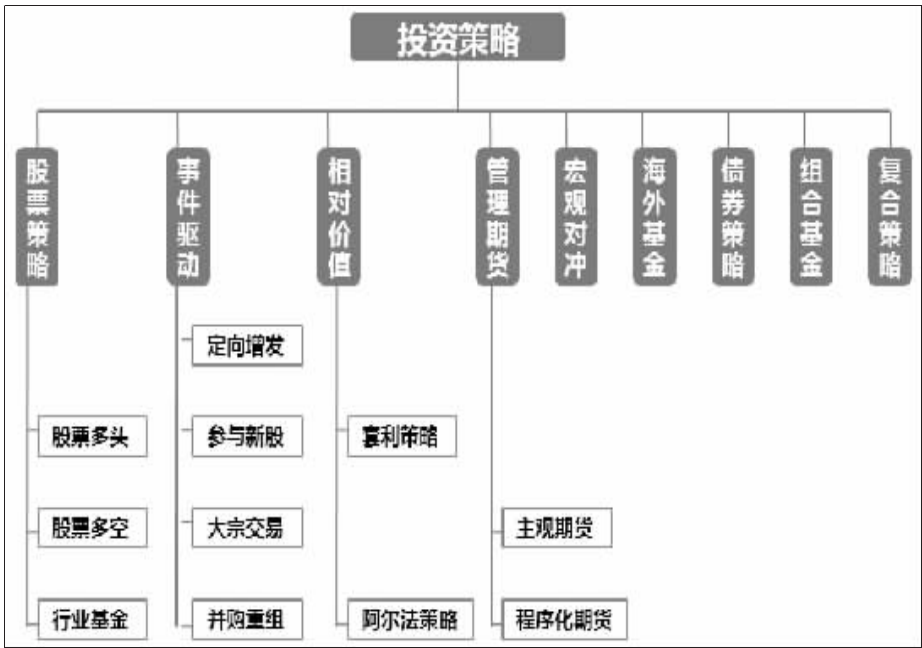
### 一、股票策略

股票策略以股票为主要的投资标的，是国内阳光私募行业中目前最主流的投资策略。股票策略对股市涨跌及市场热情最为敏感，该类基金平均表现基本与大盘同涨跌。

据格上理财统计，截至 2015 年 7 月 31 日，股票策略基金共有 7350 只，涉及 2498 家阳光私募基金管理人，占全部私募基金的 71.19%，是运用最多的投资策略。截至 2015 年 7 月 31 日，该类基金今年平均收益为 31.53%，行业前 1/4 平均收益 68.5%，行业后 1/4 平均收益 0.85%。股票策略通常细分为股票多头、股票多空以及行业基金三种。

1)纯股票多头策略是指基金经理基于对某些股票看好从而在低价买进股票，待股票上涨至某一价位时卖出以获取差额收益。该策略的投资盈利主要是通过持有股票来实现，所持股票组合的涨跌幅决定了基金的业绩。

2)2010 年以来，随着我国金融市场的逐步完善与融资融券、股指期货等金融工具的推出，国内阳光私募基金正逐步走向真正意义上的对冲基金，在投资组合中加入对冲工具成为越来越多基金经理的选择。具体而言，基金经理寻找市场上被低估或具有成长空间的股票，通过买入这些股票形成多头组合；同时，通过融券卖空股票或者直接卖空股指期货等方法来建立相应的空头头寸。建立空头一般有两种方式，一是对某些股票价格有看空预期，通过卖空这些股票产生收益；二是通过卖空股指期货，对冲多头头寸风险，从而降低整体投资组合的波动。目前，大多数股票多空策略的基金采取第二种做空方式。除了做空股指期货外，行业内有部分私募基金通



●表一

过做多股指期货以谋取更高收益。

3)行业基金，顾名思义，是指基金组合的持仓股票集中在某一行业，如从容医疗系列基金，主要投向医疗器械行业。

### 二、事件驱动

事件驱动型的投资策略就是通过分析重大事件发生前后对投资标的影响不同而进行的套利。基金经理一般需要估算事件发生的概率及其对标的资产价格的影响，并提前介入等待事件的发生，然后择机退出。该策略在我国目前有效性偏弱的 A 股市场中有一定的生存空间。事件驱动策略主要分为定向增发、并购重组、参与新股、大宗交易，目前以定向增发型基金为主。

据格上理财统计，截至 2015 年 7 月 31 日，采用事件驱动策略的阳光私募基金共有 237 只，涉及 78 家阳光私募基金管理人，占全部私募基金的 2.30%。其中，定向增发型基金共有 218 只，占事件驱动型基金总量的 91.98%。今年以来，有明确投资顾问的定向增发型基金新增 22 只。由于事件驱动策略基金净值披露不完全，格上理财数据显示，在已披露净值的事件驱动型基金中，今年以来平均收益 94.88%，超越沪深 300 指数 86.87%。

### 三、相对价值

相对价值策略一般为配对交易，也就是说，该策略同时涉及两个具有高度相关性的资产或者不同市场中的同一资产，当这两个

资产(市场)之间的价格差变得充分大时，买入价格低的资产，卖出价格高的资产，获取两者之间的价格差。

据格上理财统计，截至 2015 年 7 月 31 日，采用相对价值策略的阳光私募基金共有 950 只，涉及近 298 家阳光私募基金管理人，占全部私募基金约 9.2%。今年以来，该策略基金平均收益 28.55%，跑赢沪深 300 指数 20.54%。相对价值策略一般在震荡市会有更出色的表现，可细分为阿尔法策略和套利策略。

1)阿尔法策略是通过持有股票多头组合，同时做空股指期货，完全对冲掉股票组合的 Beta 暴露，达到完全的市场中性，该策略的收益主要来源于股票组合跑赢大盘指数的超额收益。

2)套利策略的原理在于当两个或多个相关品种的价格出现定价错误后，在价格回归的过程中，通过买入相对低估的品种，卖出相对高估的品种获利。套利策略的收益空间最为确定，风险最低。目前国内采用套利策略的私募队伍正在崛起，但更多的套利的行为只会加快市场价格的纠正，且随着市场越来越完善，套利的机会与空间也会逐渐缩小。

### 四、管理期货

商品期货是指同质化、可交易、被广泛作为工业基础原材料的商品的期货合约，如原油、有色金属、农产品、铁矿石、煤炭等期货合约。该策略的基金通过研究大宗商品现实的

供求关系，根据预判的价格走势做出多空仓的操作。按照决策对计算机程序的倚重程度，分为主观期货、程序化期货。

目前市场上期货基金多以私密的单账户期货为主，业绩完整度及参考性欠佳，因而格上理财仅统计公开产品。截至 2015 年 7 月 31 日，投资策略为管理期货的基金共计 672 只。其中，主观期货类公开产品共有 437 只，涉及近 125 家阳光私募基金管理人；程序化期货公开产品共有 235 只，涉及近 78 家阳光私募基金管理人。今年以来股指期货市场波动巨大，趋势明显带来较大获利空间，管理期货型基金发行速度远超一季度，截至 7 月底共发行 247 只，为去年全年的 58.12%。

### 五、宏观对冲

宏观对冲策略主要是通过国内以及全球宏观经济情况进行研究，当发现一国的宏观经济变量偏离均衡值，基金经理便集中资金对相关品种的预判趋势进行操作。宏观对冲策略是所有策略中涉及到投资品种最多的策略之一，包括股票、债券、股指期货、国债期货、商品期货、利率衍生品等。操作上为多空仓结合，并在确定的时机使用一定的杠杆增强收益。目前受制于国内外汇管制以及利率市场尚不完善，宏观对冲基金参与外汇品种的较少，但随着国内金融市场的完善，宏观对冲策略将迎来快速发展的时期。

据格上理财统计，截至 2015 年 7 月 31 日，采用宏观对冲策略的阳光私募基金共有 73 只，涉及 35 家阳光私募基金管理人，占全部私募基金 0.71%。宏观对冲基金今年平均收益 40.73%，跑赢沪深 300 指数 32.72%。

### 六、债券

债券策略的基金主要以债券为投资对象，以绝对收益为目标。由于债券价格对利率变化较为敏感，基金经理需对债券组合的利率风险暴露进行调整，随着国债期货的推出，投资组合可结合国债期货来减少净值波动。固定收益基金通常收益空间较小，需配合杠杆操作来增大收益区间。

据格上理财统计，截至 2015 年 7 月 31 日，采用债券策略的阳光私募基金共有 512 只，涉及 94 家阳光私募基金管理人。由于杠杆设计，单只产品的管理规模相对较大，多家债券型私募机构的资产管理规模超过 30 亿。今年以来，债券策略基金平均收益 8.28%。

### 七、组合基金

组合基金主要分为 FOF、MOM 两种形式。FOF(Fund of Funds)即基金中的基金，通

常是由专业机构筛选私募基金、构造合理的基金组合，从而实现了基金间的配置。该策略的优势是可同时参与不同策略的多只基金，业绩相对平稳。当前发行组合基金的一般是资产管理公司，比如信托、银行、第三方理财等深入研究阳光私募基金行业的金融机构。MOM(Manager of Manager)是在 FOF 的基础上发展衍生出的新型组合基金投资策略，与 FOF 不同的是，FOF 是直接投向现有的基金产品，MOM 则可以理解成把资金交给几位优秀的基金经理分仓管理，更具灵活性，但由于中国市场的特殊性，也存在一定局限。

据格上理财统计，截至 2015 年 7 月 31 日，阳光私募组合基金共有 268 只，涉及 69 家阳光私募基金管理人。今年共新增组合基金 88 只，较去年同期增长近 3 倍(去年同期发行 32 只)。今年以来，组合基金平均收益 16.54%，行业前 1/4 组合基金平均收益 52.2%。

### 八、复合策略

随着期货品种的加入及对冲策略的普遍应用，很多阳光私募机构将多种投资策略结合使用，以期增加获利空间。具体的操作模式因基金管理人的能力圈不同而有所差异。例如，同安投资负责定向增发项目投资，并运用股指期货对冲系统性风险；另选择多家期货公司，以其自营团队进行商品期货套利操作，获取稳定收益；混沌投资因兼具丰富的商品期货和股票市场投资经验，其旗下混沌价值系列基金同时参与股票、商品期货市场，在两个相关性极低的领域进行复合投资。行业内还有部分量化对冲基金将不同量化投资策略进行复合，如无花果投资，旗下基金投资策略包括阿尔法策略、程序化期货；富善投资，旗下基金投资策略包括程序化期货、阿尔法策略和套利策略。

据格上理财统计，截至 2015 年 7 月 31 日，复合策略基金共有 163 只，涉及到 65 家阳光私募基金管理人。今年以来，复合策略平均收益 29.41%，跑赢沪深 300 指数 21.4%。

### 九、海外基金

海外基金一般是指由境内私募基金管理人在海外设立分支机构，并发起成立的基金。该类基金由境内私募基金管理人负责投资决策。海外基金一般由美元或港币计价，投资标的涵盖全球股票市场，既较好的分享全球投资机会，又分散了投资风险。目前国内多数海外基金的投资标的以中概股为主，基金管理人通过做多低估值、做空高估值的个股获取投资收益。

## 逾 500 家上市公司参与证券投资

■ 陈燕青 报道

随着中报的披露，上半年上市公司证券投资的情况也逐渐浮出水面。根据同花顺数据统计，截至 25 日，两市有 517 家公司涉及证券投资，其中有 55 家公司持有的证券品种达到或超过 10 个，而持股市值超过 10 亿元的公司有 37 家。业内人士表示，上市公司参与证券投资应适可而止，否则将会导致利润的巨大波动。

### 173 家公司持股市值逾 1 亿元

根据同花顺数据统计，截至 25 日，两市有 173 家公司持股市值在 1 亿元以上。其中，37 家公司持股市值超过 10 亿元，锦龙股份、新潮中宝、南京高科、宝新能源、冠城大通、永辉超市等公司的投资金额均高于 10 亿。

数据显示，投资金额排名靠前的主要是广发证券、中国平安、华泰证券等券商和保险公司，如果扣除金融类公司，排名靠前的公司有经纬纺织、TCL 集团、锦龙股份、海螺水泥、深圳能源等。

此外，有 55 家公司持有的证券品种达到或超过 10 个，其中包括罗牛山、光大证券、华闻传媒、现代投资、兰州黄河、新潮中宝、华茂股份等公司。如果扣除金融类公司，持有证券品种数量最多的公司是大众公用和罗牛山，分别为 27 个和 25 个。

与一些公司只关注炒股不同的是，罗牛山在炒股方面有所收敛，持有其他上市公司的数量由去年底的 9 家减为 4 家，但公司却持有农村信用合作社、村镇银行、农村商业银行等大量非上市公司股权。

对此，国金证券分析师杨建波对记者表示，今年上半年市场行情较好，不排除一些有闲置资金的公司因为主营业务低迷希望通过炒股来改善利润。

尽管近期股市大跌，但部分公司的投资热情似乎并未因此降温。近期，浙江永强、西藏珠峰、合肥百货、昆百大 A 等公司发布开展证券投资的公告。其中，浙江永强公告，公司利用自有资金进行证券投资的额度由不超过 5 亿元调整为用于证券投资的本金金额不超过 10 亿元，主要投资股票及其衍生品种、基金、期货，及公司董事会授权的其他证券投资项。西藏珠峰 6 月 30 日公告，拟以不超

过 2000 万元(含 2000 万元)自有资金进行证券投资，投资范围包括股票等有价值证券，但不包含证券衍生品。

### 炒股影响利润波动

记者注意到，部分公司中报因炒股收益相当可观。兰州黄河此前的中报显示，今年上半年公司实现归属于上市公司股东的净利润 1.67 亿元，比上年同期增长 1069.86%。报告期内，公司主营业绩下滑幅度较大，各项主要经济指标均没有完成计划。但同期公司短期投资收益大幅增长，在公司整体业绩提升中贡献份额较大，使净资产、每股收益等指标创公司有史以来最高。

此外，城投控股因公司出售所持有的部分西部证券和光大银行股票导致利润同比大幅增加，预计上半年净利润同比大增 310%至 360%。华茂股份因公司出售所持有的广发证券实现净收益约 1.515 亿元，导致投资收益大幅增加。宏图高科预计上半年净利润同比增长 160%至 190%，正是因为减持华泰证券 578 万股。

不过，由于 6 月中旬暴跌，部分公司的证券投资出现浮亏。以宝新能源为例，截至 6 月 30 日，公司持有的国投电力、中国平安、兴业银行等已经出现一定幅度的浮亏。

对于上市公司热衷投资，知名经济学家宋清辉近日接受记者采访时表示，“大多公司的主营业务并非炒股等投资。炒股收入对这些公司而言是偶然性收入。部分公司的中报业绩靠炒股而得，这意味着经历本轮大跌后有可能遭遇损失。投资者不要只看到公司净利润出现大幅增长，还要看其主营业务对净利润的贡献。如果有上市公司在股市中投入的资金量过大，一方面因行情低迷使得炒股亏损，另一方面则因为本金损失而可能导致后期项目资金不足的情况，严重的或许还会导致公司的生存危机。”

国金证券分析师杨建波对记者称，“证券投资包含很多方面，有炒股、股权投资、基金投资等；如果是炒股风险较大，有可能出现亏损；如果是早期的一些股权投资，一般成本较低，风险相对较小；投资者应具体分析相关公司的投资标的，但不管怎么说，一家公司的利润来源如果相当依赖于证券投资产生的收益，意味着这家公司的利润波动会较大。”

### 股市观察

## 上市公司中报捷报频传 A 股巨震之下如何掘金？

■ 黄思瑜 报道

A 股在上周一遭遇 8 年来单日最大跌幅之后，8 月 25 日再重挫 7.63%。目前 A 股的危机气氛弥漫市场，而这周将迎来半年报披露的收官阶段，中报业绩是否能缓解当前市场的恐慌情绪？

“短期轻仓观望为主，等待市场企稳。”多位业内人士向记者表示，目前市场处于扭曲状态，泥沙俱下，但中报业绩一直会继续关注，待市场平稳后，可选取业绩向上的成长性上市公司，以及估值具有安全边际的个股。

### 近千家中报业绩报喜

自 7 月 5 日的首份 A 股中期业绩报告至今，中报业绩一直牵引着市场神经。

截至 8 月 25 日 19 时，沪深两市共有 1821 家上市公司发布 2015 年中期报告，占两市上市公司总数的 65.5%。从已发布的中报来看，营业收入平均同比增长 16.32%，归属母公司股东净利润同比平均增长则达到 25.37%。

其中 1093 家上市公司归属母公司净利润实现同比正增长，占公布中报公司总数的六成以上。256 家上市公司上半年净利润净利润翻倍，净利润增速在 10 倍以上的上市公司共有 24 家。其中东方航空、中钢国际净利润增速在 200 倍左右。顺荣三七、深圳惠程、海翔药业、祥龙电业、兰州黄河等 22 家上市公司的净利润增速则在 10 倍~82 倍之间。

但是从 7 月 6 日~8 月 25 日的区间行情来看，上述净利润增速在 10 倍以上的 24 家上市公司股票中，有 17 只个股为下跌状态，跌幅在 4%~45%之间不等。仅中远航运、兰石重装、红宇新材、成飞集成、祥龙电业 5 只个股为涨势，其余两只股票处于停牌状态。

上海朴信投资管理有限公司合伙人朱昆鹏表示，在前期市场向好的 5、6 月份，业绩增速较佳的个股股价上已有一定的预期体现。“在目前的市场行情中，哪怕业绩增速还可以，但估值仍较贵的个股，还是会有所下跌。”

以整体市场的估值水平来看，8 月 25 日，上证 A 股的市盈率为 13.32 倍，深证 A 股为 40.66 倍，中小创业板市盈率为 48.13 倍，创业板的则为 76.06 倍。

招商策略团队认为，中小板和创业板估



值仍相对较贵，中报业绩并没有市场所预期的那么高，如果按照预期的净利润增速，中小板和创业板 PE(15E)将会落到合理区间，不过中小板和创业板的中报业绩显示预期业绩可能较难达到。

“目前还是处在一个去泡沫化的过程中。”朱昆鹏向记者表示。同时，一位华南的私募人士也认为，目前大多数个股估值还未回归到合理位置，值得投资的个股较少。

截至记者发稿，28 个申万一级行业中，有 8 个行业净利润增速超过 20%，其中位居前三位的非银金融、交通运输、休闲服务的中报净利润增速分别为 168.05%、51.79%、41.33%。其余 5 个行业则为国防军工、医药生物、纺织服装、轻工制造、公用事业。而采掘、钢铁、建筑材料、有色金属、机械设备 5 个行业的净利润增速为负，其中采掘业的净利润同比下滑逾五成。

### 后市如何掘金？

“轻仓观望”已成为目前市场的普遍态度，但“关注中报业绩”这一功课仍然在做，以等待市场企稳后精准择股。

上海艾芳资产管理有限公司总裁蒋轸表示，目前市场处于一定扭曲状态，泥沙俱下，目前中报业绩可能还不是市场涨跌的一个主要影响因素，暂时以观望为主。

“目前市场系统性风险还比较明显，个股普跌，这次去泡沫化之后，肯定还有一些公司

会创新高，这应该也会在业绩向上的公司中出现，但是还是会分化，耐心等待市场企稳，把风险释放掉。”朱昆鹏表示。

市场的涨跌最终还是要与基本面和盈利相符。多位业内人士向记者表示，公司的价值和成长性是真正驱动公司股价的核心，基本面好且发展前景好的公司将更受资金青睐。朱昆鹏表示，等待市场企稳后，将偏好成长性好、新兴行业等代表经济转型趋势的上市公司，届时这类公司也将会因为基本面质地不同而有所分化。

“近段时间将对中报情况保持关注，等待市场平稳之后，将主要选取估值有安全边际、尽量避免有大量融资盘以及中小市值类的个股进行投资。”蒋轸也向记者道出后市操作思路。

多家券商机构结合目前的行情，寻找出一定的中报投资机会。招商证券策略团队表示，从业绩角度，可关注中报业绩超预期的传媒、医药生物、纺织服装等行业，分析师近期上调盈利预测幅度较大。整体配置来看，中报业绩相对较好，估值相对较低的行业可关注中药、航空、景点、服装家纺、文化传媒。

华安证券方面则认为，配置上，当前控制仓位为第一选择。板块首选低估值、弱周期的大盘蓝筹。若稳增长力度加大，可择机增加水务、运输设备等周期性行业的配置；小盘股的估值较高，预计还将补跌，但一些业绩稳定、成长性确定的个股已进入价值区间。