



凯石工场

V.Stone Works

凯石工场研究报告

2014年07月20日

管理期货半年度领跑，看好下半年主题机会

2014年7月对冲基金行业报告

杨舒 高级分析师

导语

对冲机构认为下半年仍是主题主导的行情，所以前期热炒的如新能源汽车、军工、信息安全等题材在回调过后仍有机会，但是下一轮可能会出现分化，对于前期没有涨过的应该多关注。看好的板块包括电动车产业链，传统行业看好供给收缩的，如汽车零配件等，另外军工板块在未来几年可能都有机会。

就对冲基金上半年表现来看，各月的多数时间皆跑赢主板市场，且波动性远小于中小盘股的指数。对冲基金管理人在操作上相对谨慎，多数仓位不高，能屡次战胜市场主要凭借对冲基金的灵活性。共计 1066 只对冲产品上半年平均收益 1.84%。其中，传统的股票多头策略上半年平均回报 1.84%。半年度冠军被 CTA 管理期货策略的国泰君安-青骊衍生品高频一期(78.01%)夺得。

凯石工场建议，下半年对冲基金投资可从组合的策略布局、管理人的能力选择、产品的风格特征这三个层面来把握市场脉络、跟住投资机会的变化：对管理人的选择由“择时派”逐步转型为择时选股的均衡；产品的筛选在初期注重投资大消费的产品，后期重心转移至成长风格品种，并将主题型产品贯穿始终；组合策略上在继续侧重股票多头的同时增加固定收益、管理期货、相对价值套利等策略的比例，在分散风险的同时力图增厚组合的总收益。

一、机构最新视点

下半年机会围绕主题投资

- 根据凯石工场对机构投资者的调查显示，对冲基金管理者普遍对三季度行情不算乐观，认为可能的机会还是主题行情。就宏观经济而言，季度遭遇下滑，上半年处于较为宽松的环境而行情仍然没有太多出彩的地方。半年报披露期间创业板面临业绩压力和高估值影响，会遭遇阶段调整。但是也不应小视政府的能量，基于此，觉得市场下行空间不大。
- 基于流动性充裕炒作的逻辑短期面临很大的挑战，由于 6 月社会融资总额和信贷投放都远超市场预期，所以央行在目前这个时点态度比较暧昧，不愿再释放货币甚至有进一步回笼的可能，并且近期有 12 只新股发行，对市场资金面也是一个较大的考验；高估值、中报绩差股是杀跌的主力，主题投资中短期上涨幅度较大的品种也需要适当规避。
- 多数受访者认为下半年仍是主题主导的行情，所以前期热炒的如新能源汽车、军工、信息安全等题材在回调过后仍有机会，但下一轮可能会出现分化，对于前期没有涨过的应该多关注。看好的板块包括电动车产业链，传统行业看好供给收缩的，如汽车零配件等，另外军工板块在未来几年可能都有机会。

二、行业最新动态

证监会发布《私募投资基金监督管理暂行办法(征求意见稿)》

凯石工场移动平台：

官方微博：

凯石财富工场



官方微信：

凯石财富知音订阅号



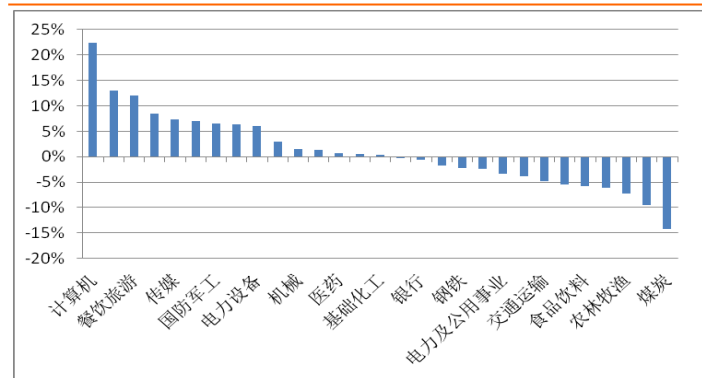
- 证监会于 7 月 11 日发布了《私募投资基金监督管理暂行办法(征求意见稿)》,并向社会公开征求意见。《办法》中明确将不对私募基金管理人和私募基金进行前置审批,而是进行事后监管。另外,《办法》规定投资私募基金的个人投资者的金融资产不低于 300 万元或最近三年个人年均收入不低于 50 万元。除此之外,《办法》中规定为不得通过公众传播媒体形式,或者通过讲座、报告会、分析会和张贴布告、散发传单、发送手机短信、微信、博客和电子邮件等方式向不特定对象宣传推介私募基金。
- 凯石点评:业内普遍质疑《办法》过于严格,如禁止报告会、短信等宣传方式,有影响对冲基金发展之嫌。但考虑到我国对冲基金行业尚处在初级阶段,对其隐含的巨大风险实有必要严格监管。

三、上半年业绩回顾

半年 A 股再度全球垫底, 结构性行情继续主导

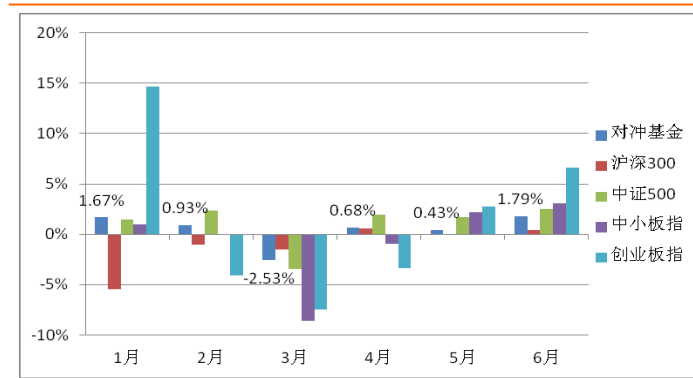
- 2014 年上半年 A 股震荡下跌, 缺乏趋势性投资机会。截至 6 月 30 日, 上证指数上半年下跌 3.20%, 再度熊冠全球; 沪深 300 大跌 7.08%; 中小板指下挫 3.72%。不过正如凯石工场在年初投资策略中所预计, 在经济转型的大背景下受政策扶持较多的战略新兴产业个股表现抢眼, 市场结构性机会层出不穷, 创业板指 6 个月来大涨 7.69%。此外, 自 5 月底以来“稳增长”政策的托底意图愈发明晰, 微刺激政策叠加经济数据的企稳迹象, 引发了市场对经济触底回暖的预期。从行业上看, 计算机、通信、餐饮旅游表现强势, 涨幅分别为 22.44%、13.04%、12.00%; 煤炭表现欠佳, 半年下跌 14.23%。

图表 1：上半年中信一级行业涨跌对比



来源：凯石财富工场

图表 2：上半年各月对冲基金平均收益与各类指数对比



- 就对冲基金上半年表现来看, 各月的多数时间皆跑赢主板市场, 且波动性远小于中小盘股的指数(见图表 1)。根据凯石工场对冲基金机构调研显示, 在上半年市场整体弱势的情况下, 对冲基金管理人在操作上相对谨慎, 多数仓位不高, 能屡次战胜市场主要凭借对冲基金的灵活性。此外, 正如凯石工场在年初的对冲基金投资策略中预测一般, 上半年以“脉冲式”结构性行情主导, 个股行情层出不穷, 而对冲基金的择时和选股能力整体较为出色, 因而成功把握住投资机遇。凯石工场统计显示, 上半年运作中的各类策略对冲基金共计 1066 只, 平均收益 1.84%。其中, 传统的股票多头策略上半年平均回报 1.84%。管理型、分级型对冲基金平均业绩分别为 1.24%和 0.16%。
- ◆ 864 只产品纳入管理型股票多头策略对冲基金统计, 442 只(占比 51%)实现了正收益, 其中粤财信托-穗富 1 号上半年涨幅高达 70.86%; 另 3 只产品介于 30%~50%, 依次为山东信托-泽熙 3 期、粤财信托-创势翔 1 号、华润信托-泽熙 4 期; 22 只产品介于 20%~30%; 最大跌幅

为 33.47%，有 3 只产品上半年累计跌幅超过 30%，6 只产品累计跌幅介入 20%~30%。

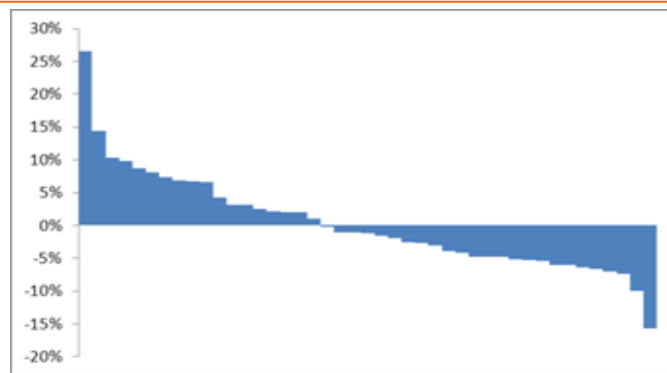
- ◆ 43 只产品纳入分级型对冲基金统计，18 只（占比 42%）创造了正收益，其中，云南信托-思考 5 号 B1 第 1 期产品收益率超过 20%，2 只产品收益率介于 10-20%；最大跌幅为 15.65%，2 只产品跌幅超过 10%。

图表 3：上半年股票多头策略管理型对冲基金业绩分布



来源：凯石财富工场

图表 4：上半年股票多头策略分级型对冲基金业绩分布



- 其他类型策略中，高风险策略（含管理期货策略，即 CTA 策略）上半年平均收益率为 6.06%，其中，事件驱动策略、（全球）宏观策略、多空对冲策略、管理期货策略平均收益率分别为 1.99%、7.08%、-0.09%、13.23%。低风险策略平均收益率为 5.18%，在保持较低风险敞口同时获益水平甚至较明显胜于传统多头策略，且与高风险类别收益相差不大。

图表 5：各策略对冲基金各阶段业绩概览

		6 月份	近一季度	上半年	近一年	近两年	近三年
股票多头策略	管理型	1.96%	1.43%	1.24%	9.49%	16.10%	5.04%
	分级型	1.77%	2.59%	0.16%	8.06%	7.11%	6.72%
管理期货策略		-0.67%	-0.32%	13.23%	23.49%	——	——
(全球)宏观策略		-0.15%	2.33%	7.08%	18.11%	——	——
相对价值策略-相对价值套利策略		2.35%	2.17%	7.06%	9.22%	20.81%	——
股票对冲策略-市场中性策略		1.14%	1.12%	4.97%	7.55%	13.34%	——
固定收益策略		0.92%	3.15%	4.50%	3.91%	9.38%	——
事件驱动策略（定向增发、大宗交易）		1.09%	3.61%	1.99%	22.64%	44.27%	——
股票对冲策略-多空对冲		0.91%	1.76%	-0.09%	-3.11%	——	——

注：除股票多头策略外，其他策略具有完整年度以上业绩的样本数量相对较少，平均结果仅供参考，且没有区分管理型和分级型等特征。

来源：凯石财富工场

2014“上半场”管理期货夺冠

- 2014 上半年，A 股维持弱势震荡，对冲基金排名频频洗牌，最终冠军被 CTA 管理期货策略产品夺得。该策略通过商品市场、期货市场和期权市场来管理资产，很少涉及股票及外汇市场。由于期货市场杠杆性极高，风险管理显得尤为重要，因为即使长期行情判断正确，若短期亏损超过保证金

能承受的幅度，基金最终仍将亏损。管理期货策略独立于 A 股走势，且目前风险收益配比效果相当理想。该策略产品普遍规模偏小，主要由国内商品期货市场品种偏少、总成交量偏少造成，在国内仍有很大的改进空间。其中，国泰君安-青雅衍生品高频一期以半年涨幅 78.01% 夺冠，专户-持赢 QJ(45.18%)、财通-美好华腾(38.88%)、专户-持赢 DJ (28.16%) 皆跻身各类对冲基金的半年度 TOP20。

◆ 半年度“冠军”国泰君安-青雅衍生品高频一期成立于 2013 年 8 月，成立以来净值节节攀升，最大回撤几乎为 0。管理人杉杉青雅擅长通过衍生品对冲掉系统风险后寻找强于市场的正收益机会或无风险套利机会，对冲领域涉及指数、股票、债券、大宗商品及海外市场等各领域。

■ 股票多头策略中，上半年收益率超过 30% 的产品依次为粤财信托-穗富 1 号、山东信托-泽熙 3 期、粤财信托-创势翔 1 号、华润信托-泽熙 4 期。泽熙有 3 只产品累计收益率排名 TOP10。

◆ 上半年对冲基金绩优者持续性不强，唯独泽熙投资始终盘踞在三甲位置。其主攻中小盘股并快进快出的风格迎合了今年来市场特征，且从持仓来看并无明显行业偏好，广泛涉猎机械、房地产、有色、电子等诸多板块。根据上市公司年报季报分析，泽熙持股往往“大开大合”，一般持有不超过三个月。泽熙有 5 只产品纳入凯石工场统计，上半年业绩均在 10% 以上，平均业绩 19%。5 只产品近一年的收益率均在 50% 以上，其中泽熙 3 期累计涨幅高达 170%。较为难得的是，泽熙旗下产品风险也保持较低水平：5 只产品的最大回撤均控制在 5% 以内，下行风险均控制 10% 以内，并有 2 只产品下行风险为 0；夏普比率均在 2.5 以上，风险收益效果较好。将考察期拉长至近两年和近三年，泽熙 5 只产品的夏普比率均在 1.5 以上，业绩持续出色。

◆ 去年的年度冠军粤财信托-创势翔 1 号成立于 2012 年 5 月，去年涨幅高达 125.55%，且打破对冲基金行业的“冠军魔咒”，今年上半年以累计收益率 36.39% 在各类对冲基金中排名第 6，股票多头策略中位居第 3。今年爆出的分家事件并未显著影响其旗舰产品创势翔 1 号的业绩。不过，创势翔产品间业绩差别较大，除创势翔 1 号外其余产品涨幅不足 10%。

图表 6：上半年对冲基金涨幅 TOP20

产品名称	管理人	策略类型	结构类型	最新净值	月度收益	排名	产品名称	管理人	策略类型	结构类型	最新净值	月度收益	排名
国泰君安-青雅衍生品高频一期	杉杉青雅投资管理有限公司	管理期货策略	管理型	3.1624	78.01%	1	中融-泽泉-涨停板 1 号	广东泽泉投资管理有限公司	股票多头	管理型	1.4047	28.38%	11
粤财信托-穗富 1 号	广州穗富投资管理有限公司	股票多头	管理型	1.3804	70.86%	2	专户-持赢 DJ	南京持赢投资管理有限公司	管理期货策略	管理型	1.5233	28.16%	12
山东信托-泽熙 3 期	上海泽熙投资管理有限公司	股票多头	管理型	1.8499	47.64%	3	云南信托-思考 5 号 B1 第 1 期	瑞安思考投资管理有限公司	股票多头	分级型	1.2650	26.50%	13
专户-持赢 QJ	南京持赢投资管理有限公司	管理期货策略	管理型	2.0678	45.18%	4	长安信托-安盈 1 号 (长安投资 146 号)	深圳市安盈资产管理合伙企业 (有限合伙)	股票多头	管理型	0.9574	26.06%	14
财通-美好华腾	南通美好投资管理有限公司	管理期货策略	管理型	1.2680	38.88%	5	联华信托·名禹稳健增长	上海名禹资产管理有限公司	股票多头	管理型	1.1434	25.90%	15

图表 6：上半年对冲基金涨幅 TOP20

产品名称	管理人	策略类型	结构类型	最新净值	月度收益	排名	产品名称	管理人	策略类型	结构类型	最新净值	月度收益	排名
粤财信托-创势翔 1 号	广州市创势翔投资有限公司	股票多头	管理型	2.4998	36.39%	6	中融-西域新兴成长（增强 41 号）	广东西域投资管理有限公司	股票多头	管理型	0.9980	25.17%	16
华润信托•泽熙 4 期	上海泽熙投资管理有限公司	股票多头	管理型	135.63	36.35%	7	外贸信托-汇利优选四期	上海汇利资产管理有限公司	股票多头	管理型	1.6778	24.96%	17
华融信托-添富 2 号	武汉嘉伦投资管理有限公司	事件驱动策略-定向增发	管理型	2.2047	29.14%	8	有限合伙-天马一期	沈阳天马时代投资管理有限公司	股票多头	管理型	1.7915	24.57%	18
中融-中域增值 1 期	上海中域投资有限公司	股票多头	管理型	1.2077	29.10%	9	平安财富•中国机会三期	淡水泉（北京）投资管理有限公司	股票多头	管理型	108.72	24.35%	19
平安财富*新价值成长一期	广东新价值投资有限公司	股票多头	管理型	62.69	28.46%	10	华润信托-泓湖专享	上海泓湖投资管理有限公司	股票多头	管理型	1.2399	23.84%	20

来源：凯石财富工场

五、对冲基金阶段策略

“微刺激”经济短期企稳，“政经互动”催生机会

- 尽管一季度 GDP 总体数据尚可，但创 2012 年三季度以来最低季度增速，且分月数据显示经济增速呈下滑趋势。在此背景下，政府二季度陆续出台了一系列微刺激政策，尽管每次刺激幅度或者广度有限，但稳增长立场明显，且已取得阶段性的效果——在积极的财政政策及适度宽松的货币政策支持下，实体经济二季度显示企稳迹象。国家统计局与中采公布数据显示，6 月份中国制造业 PMI 为 51%，连续 4 个月回升，且季度调节后升幅更加明显。稍早公布的 6 月汇丰中国制造业 PMI 初值亦由前月的 49.4% 提升至 50.8%，今年以来首次回到 50 水平线之上。
- 相较于过去大规模刺激拉升经济增速的方式，微刺激从中长期看有助于调结构、稳增长、促改革等多方的平衡，但短期效果则有限。考虑到当前房地产销售和投资明显放缓，加之高基数因素影响，三季度末段经济下行的压力依然存在。因此，在稳增长预期下，预计经济与政策的互动将贯穿下半年，相关财政、货币乃至产业政策仍有出台空间，从而为下半年经济增长的持续性保驾护航。基于此判断，我们预计下半年经济大概率将走势平稳，分季度 GDP 增长有望稳定在 7.3%~7.4% 上下。
- 在经济增幅预期保持稳定的背景下，下半年一方面房价继续承压，另一方面食品价格上涨幅度预期有限，通胀压力不大，5、6 月份或是 CPI 的阶段高点。4 季度由于低基数因素通胀或有抬头，但具体幅度也需结合后续政策放松情况而定。上半年央行实施一系列定向宽松的货币政策，流动性供应保持适度宽松状态，资金利率持续回落，半年末利率水平也仅有小幅波动。在政府稳增长的明确预期下，货币政策有望延续适度宽松趋势，叠加全球流动性继续宽松及外汇占款流入的改善，下半年流动性供应大概率保持适度宽松。

“主题年”继续唱响，结构性机会或更明朗

- 上半年 A 股窄幅波动，波动幅度创 20 年新低。主题机会虽贯穿上半年，但正如我们在年初所预测，机会及风险皆呈频繁、脉冲式特征，且主题间的轮动亦十分快速（详情参考《超额收益重在择时，主题投资轮动提速——

—2014 年度对冲基金投资策略》)。对于下半年，政府稳增长意图明显且取得阶段性成效，而经济与政策的进一步互动仍将贯穿下半年，相关财政、货币乃至产业政策仍有出台空间，从而为下半年经济增长的持续性保驾护航，加之改革转型的继续推进，都将为市场继续输入阶段性、结构性的机会。目前来看，IPO 的渐次市场化、并购重组的市场化、内地港股互联互通、国企混合所有制改革等下半年都将继续推进，在改善 A 股市场投资环境的同时，亦将阶段性地输入主题投资机会。

对冲基金投资策略：“三维度”把握下半年机会

- 下半年 A 股市场结构性机会及阶段性机会预计较上半年有所提升，且随着时间推移，多重政策效果的累积有望令投资机会相对明朗。不过，市场局部估值压力并不轻松，系统性机会有限。在此背景下，建议下半年对冲基金投资可从管理人的能力选择、产品的风格特征、组合的策略布局这三个维度来把握市场脉络、跟住投资机会的变化：对管理人的选择由“择时派”逐步转型为择时选股的均衡；产品的筛选在初期注重投资大消费的产品，后期重心转移至成长风格品种，并保留主题型基金贯穿始终；组合策略布局上在继续侧重股票多头的同时增加固定收益、管理期货、相对价值套利等策略的比例，在分散风险的同时力图增厚组合的总收益。
- 具体到管理人及产品，展博、泽熙等长期表现出相对优势的择时操作能力（亦兼具选股能力）；泓湖、淡水泉、精熙、和聚、汇利、智成、尚雅、神农等表现出较好的选股能力。重点投资增长确定性高的大消费板块的鼎诺、联华信托·朱雀 18 期(大消费行业精选)，专注消费升级的高成长性行业的理成，近期涉足于传统行业中积极转型且业绩与估值均有上行空间企业的世诚等，皆为兼具良好过往业绩与未来预期的理想选择。此外，固定收益策略的乐瑞、鹏扬，管理期货策略的白石，市场中性策略以及相对价值策略的国富、金得、鼎峰、淘利等，皆值得投资者重点关注。

六、凯石工场明星基金推荐

- **泓湖**：成立于 2010 年 3 月，管理资金约 6 亿。旗下对冲基金产品均由以梁文涛为首的投研团队负责管理。泓湖将涉猎范围扩大到商品期货、股指期货等，以在弱势行情中创造稳健收益。运作中的 7 只对冲基金当中，以(全球)宏观策略的有限合伙-泓湖重域最为出名，今年上半年获益 16.16%。不过另 6 只股票多头策略产品亦表现不俗，尤以华润信托-泓湖专享为首。
- **淡水泉**：在投资中注重基本面的研究、崇尚中长期价值投资，集中精力挖掘被市场忽略但又具有良好基本面支撑的个股投资机会，始终坚持奉行“逆向投资+行业轮动”的投资策略。较好的个股选择能力保证了旗下产品良好的业绩持续性。今年上半年淡水泉果断采取了防御政策，部分减持了地产股仓位，并积极布局医疗、消费等领域。旗下产品平安财富·中国机会三期上半年获益 24.35%，在 1066 只产品中位居 19，可谓老牌私募中的佼佼者。
- **白石**：专注于商品期货投资运作，以低回撤下的持续盈利作为目标。产品运用趋势跟踪、套利、对冲、程序化交易、金融衍生品投资等多种投资策略，具体根据账户的生命周期而区别选择：在初期主要采取套利、对冲策略，当收益率达到 7%~8%后，会加大杠杆或做隔夜趋势类的操作。白石强调风险控制，坚持以做现货的思路做期货，较少使用杠杆，目前其所有产品都保证了正收益。
- **淘利**：成立于 2011 年 5 月，淘利专注于量化对冲策略，以股指期货套利为主要投资策略，具体包括股指期货跨期套利、股指期货期现套利、延时增强套利、日内趋势套利等。成立以来发行的近 10 只阳光化对冲产品均为投资者创造了正收益。旗下包括两个系列的产品，“套利”系列和“趋势套利”系列。套利系列产品采用量化套利策略；趋势套利系列产品采用量化套利策略和量化趋势策略两类，其中 80%以上的仓位做套利策略，20%以内的

仓位做趋势策略。淘利有 8 只产品纳入凯石工场统计，今年平均收益率 8.85%。最大回撤和下行风险较低。

- **乐瑞**：成立于 2011 年，目前管理规模数十亿。乐瑞以大类资产配置为核心，通过量化宏观分析跟踪识别不同类别金融资产的牛熊循环周期，在债券、理财产品、新股申购、可转债、套利对冲等低风险投资领域分散化投资，化解潜在的单一资产类别风险。在风险管理方面，自主研发了投资决策分析系统和信用风险分析系统，客观量化风险。在债市大幅下跌的去年，乐瑞多数基金仍实现了 6% 以上的年化收益，且风险控制相当出色，平均最大回撤不超过 -0.3%。代表产品长安信托-乐瑞强债 1 号近两年涨幅 24.51%，同期风险调整后收益指标高达 3.46，远超过绝大多数对冲基金；近一年净值涨幅 11.65%、今年上半年收益 6.83%，在同策略基金中始终位居上游。

特别声明：

本报告中的所有内容版权均属上海凯石财富投资管理有限公司（以下简称“本公司”），未经本公司事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司研究中心并获得许可，并需注明出处为上海凯石财富投资有限公司研究中心，且不得对本文进行任何有悖原意的引用和删改。

本报告是基于已公开信息撰写，其所载资料的来源及观点的出处均被本公司认为可靠，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测反映本公司于最初发布此报告日期当日的判断，其所指的基金或者其他理财产品的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告所载的除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户做参考之用，并未作为或被是为出售或购买其他投资标的邀请或向他人做出邀请。