

经济面有企稳态势，对冲投资建议风格均衡

2014年6月对冲基金行业报告

杨舒 高级分析师

导语

5月份政策面稳增长、微刺激亮点频出，一定程度对经济下滑起到缓冲作用，叠加流动性宽松预期强化等因素，令市场情绪有了些微好转。沪深300微跌0.1%，中小板指2.19%，创业板指2.72%。因对冲基金管理人情绪普遍偏谨慎，各类策略对冲基金平均收益0.43%，跑赢同期主板市场，但相比中小盘则表现保守。股票多头策略管理型、分级型分别涨0.29%和1.12%。其他类型策略中，高风险类别平均回报率1.27%，较传统策略更为理想。低风险策略均涨0.52%，在保持较低风险敞口同时获益水平略胜于传统策略。其中固定收益策略受益于今年以来债券市场的回暖，历月来在低风险类别中具备优势，5月份平均上涨1.07%。

聚焦产品个体，涨幅居前者不再清一色传统股票多头策略，月度前20中有9只为其他策略类型。具体绩优者包括拔得头筹的秉承“工具化投资”理念的向量多维，以及去年一度涨幅惊人的云腾投资，和今年来强势回归的新价值等等。

从经济面来看，最新披露的汇丰PMI数据显示短期经济存在企稳可能。资金面上，目前定向宽松的力度有所加大。对于短期对冲基金组合的配置，我们建议投资者保持风格均衡，进攻端以主题型、择时型对冲基金为主，适度增大对下行风险的容忍程度，及时把握市场上涨的收益，并能在热点降温时及时撤退。防御端则以稳健型基金作为底仓配置，取其长期稳步赚小利、风险定位低的优点；同时通过基金组合的策略多元化，达到降低与市场相关性、分散组合风险的目的，如今年以来业绩稳步回温的固定收益策略等。

一、机构最新视点

市场搅动难辨，后市观点分歧

■ 6月中旬，市场出现一波小反弹但旋即再度掉头向下。李克强总理在英国智库演讲时明确用7.5%“下限论”代替了7.5%“左右论”，释放稳增长加码信号。据凯石工场调研显示，近期市场受种种因素搅动令对冲基金机构对后市观点出现分歧。

- ◆ 部分相对乐观者短期逐步加仓，认为几天来的调整已使风险得到充分释放；中期认为市场将重新迎来反弹，时间可能延续到7月中旬，判断依据来自于未来一个月经济增长、政策、流动性大概率将出现弱共振的局面，增长可能表现为同比企稳、环比持平、地产维持下行、信用风险不会大规模爆发；政策继续维持“微刺激”态势，降息、存贷比微调、正回购利率下调等措施都有可能推出；流动性维持宽松，钱荒局面不会出现；这种宏观组合下最适合主题投资的表现。
- ◆ 较谨慎者则认为下半年市场大概率向上波动缺乏逻辑上的支撑，政策、货币的改善一定程度上已不是预期，如果没有革命性的转变，现在还很难判断一个新的经济周期开始，所以也很难排除上证指数底部的长度，而创业板前面可能是B浪反弹，也持续了20多天，故调整也是必须的。
- ◆ 较悲观方的观点是三季度依然没有行情，“微刺激”解决不了问题，经济数据有转差的可能性。因此以现金为王。近日大跌，创业板估值受到新股影响，加之反弹已有数日，获利了结增多叠加新股申购等因素共同造成。目前对市场不乐观，低仓位参与政策性主题以及精选个股为主。

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



- 创业板近期反弹态势良好，受访机构表示后期看会受到中报及估值的影响，因此仍然是波段机会，而且也会分化，不能抱太高希望，尤其是基金参与较深的个股在参与反弹的过程中要更加小心。对于没有基金参与的一些小股票下跌后倒是会吸引资金关注。对于蓝筹股，更多持观望态度，在经济没有明显好转的背景下，这些股票尽管估值便宜，但是配置意义不大，而且如果经济确定好转，可能小股票的弹性反而更大。但是一些做期货的客户却认为当前时点是蓝筹股未来几年的低点。
- 近期题材热点不断，但受访者坦言很难跟上节奏，大多数采取紧跟个股的方式，债券配置也是近期采取的策略。有对冲基金管理人就表示，感觉今年比去年难做，主要是个股难选择，周期性股票要看经济大周期，小波动难有吸引力，有吸引力的去年又涨了太多，已无法下手。
- 目前受访对冲基金的持仓品种包括六月底将推出具体规划细则的京津冀主题、特斯拉及电池等电动车主题、油气改革、3D打印、军工、信息安全等；另外关注LED，认为中报业绩超预期的可能性很大，耐心持有。

二、行业最新动态

国内首只自主发行PIPE私募基金成立

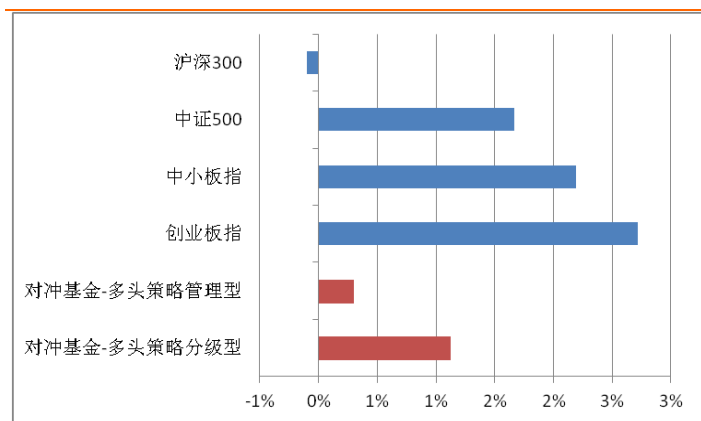
- 国内首只自主发行的PIPE私募基金“理成全球视野二期”于近期成立。该基金由理成资产发行，理成资产、极元金融、万控集团等联合发起设立，成立规模近4亿。理成全球视野基金旨在为泛消费品领域上市公司产业并购提供资金支持。
- 凯石点评：理成于2013年9月成立了国内第一只PIPE基金“理成全球视野一期”，成立以来运行保持平稳，取得了不俗的收益。这也是理成资产继二级市场多头基金、海外对冲基金与量化对冲基金之后开拓的又一投资模式。

三、月度业绩回顾

稳增长“微刺激”市场回稳，对冲基金发挥稳定

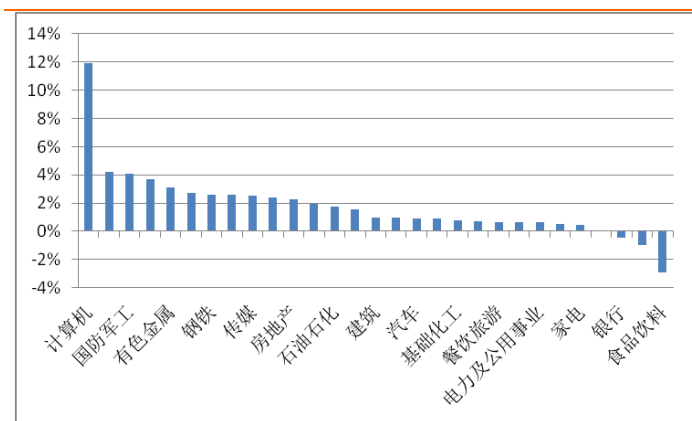
- 尽管宏观经济疲弱依然难以提供基本面支撑，但5月份以来政策面“稳增长、微刺激”亮点频出，一定程度对经济下滑起到缓冲作用，叠加流动性宽松预期强化等因素，令市场情绪有了些微好转，中小盘触底反弹。从盘面上看，当月沪深300微跌0.1%，中证500上涨1.67%，中小板指2.19%，创业板指2.72%，整体呈现回稳态势。行业方面，29个中信一级行业中除3个外皆上涨，由于5月以来的热点概念集中于计算机板块，如网络信息安全、去IOE、云计算和大数据等概念与工信部“自主可控”的产业调控思路密切相关，计算机强势反弹11.93%，通信（4.23%）、国防军工（4.09%）也有不错表现，其余涨幅则均不及4%。

图表1：今年以来各类指数与对冲基金涨跌对比



来源：凯石财富工场

图表2：5月份中信一级行业涨跌对比



- 在5月份对冲基金管理人情绪普遍偏谨慎的背景下，各类策略对冲基金（1231只）平均收益为0.43%，跑赢同期主板市场，但相比中小板则表现保守。传统的股票多头策略共1022只产品参与评价，5月份平均收益为0.34%；管理型、分级型对冲基金平均业绩分别为0.29%和1.12%。
 - ◆ 管理型：共有955只产品纳入管理型对冲基金统计，平均月回报率收正，其中548只（占比57%）收益持平或上涨，表现好于上月。但收益率超过10%的只有4只，远不及前一月的15只。收益最高者为15.78%，收益率最低为-12.26%，首尾差距较前几月有明显收窄。
 - ◆ 分级型：67只产品纳入分级型对冲基金统计，40只（占比60%）涨幅持平或创造了正收益，7只产品收益率介于5%~10%。收益率最高为8.86%，最低为-4.86%，首尾差距不足15%。
- 其他类型策略中，高风险策略类别（含管理期货策略，即CTA策略）86只基金的平均回报率为1.27%，较传统策略而言更为理想。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4.32%、3.45%、1.18%和-0.18%。低风险策略平均收益率为0.52%，在保持较低风险敞口同时获益水平略胜于传统策略。其中表现最好的类别是固定收益策略，受益于今年以来债券市场的回暖，历月来收益在低风险类别中具备优势，5月份平均上涨1.07%，股票对冲策略-市场中性策略、相对价值策略-相对价值套利策略的平均收益率分别为0.34%、-0.17%。

图表3：各策略对冲基金各阶段业绩概览

		5月份	近一季度	近半年	近一年	近两年	近三年
股票多头策略	管理型	0.29%	-3.24%	-2.60%	-0.38%	12.07%	3.23%
	分级型	1.12%	-3.45%	-4.02%	-5.09%	3.97%	6.01%
管理期货策略		-0.18%	2.37%	22.15%	42.63%	——	——
股票对冲策略-多空对冲		1.18%	1.54%	-3.83%	5.44%	——	——
（全球）宏观策略		3.45%	1.37%	5.66%	34.59%	——	——
事件驱动策略（定向增发、大宗交易）		4.32%	1.55%	6.97%	11.82%	18.41%	——
固定收益策略		1.07%	1.89%	3.17%	0.66%	11.60%	——
相对价值策略-相对价值套利策略		-0.17%	1.21%	4.83%	11.91%	24.92%	——
股票对冲策略-市场中性策略		0.34%	-0.17%	4.15%	7.10%	14.03%	——

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

各路策略百花齐放，“上半场”竞争白热化

- 聚焦产品个体，5月份对冲基金涨幅居前者不再清一色出身于传统股票多头策略，月度前20中就有9只为其他策略类型。该月的市场缩量震荡、有止跌企稳之势，但在经济下行背景下依旧缺乏趋势性行情，仅由结构性投资机会贯穿。在此背景下，各路投资策略、各种投资风格的对冲基金产品皆有杀出重围者，争夺2014年上半年的强者之席。
 - ◆ 5月拔得头筹的是秉承“工具化投资”理念的向量多维，其代表产品山东信托-向量ETF创新稳增一期是一只采取（全球）宏观策略的管理型基金，单月涨幅达到16.37%。向量多维表示工具化时代已然来临，认为工具化投资一方面是场内盈利模式的工具化，通过工具型产品来实现盈利，不用像以前那样精选个股；另一方面是执行交易买卖的工具化，通过模型自动下单，避免主观情绪对投资的影响。

- ◆ 在去年就曾一鸣惊人的兴业信托-云腾 1 期，至今仍稳步保持着较高的收益增长率，5 月斩获近 14% 的涨幅，且近一年、两年、三年期收益皆为正。上海云腾投资成立于 2010 年，管理人顾涛曾担任公司研究部高级研究员，覆盖有色金属，钢铁，机械军工等行业。云腾的投资理念集中在“坚持”二字上，即“坚持自己的投资理念，坚持自己的交易方式，坚持站在大概率事件一边进行投资”。云腾凭出色的历史净值表现在凯石工场 2014 年一季度对冲基金评级中被评为五星级。
- ◆ 位居前列的亦不乏老面孔，如金中和投资管理的重庆国投·金中和，以 9.23% 的收益率在传统策略同业中领先，其累计净值达到 2.8692。此外，新价值今年以来再度回归“一线”，罗伟广管理的粤财信托·新价值 3 期、2 期皆跻身同业前 20。
- ◆ 2014 年度“上半场”排名频频洗牌，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恰迎合了近年来市场特征，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。此外，泓湖、新价值、思考投资等也凭借可观累计收益而颇具“冠军相”。

图表 4：5 月份对冲基金涨幅 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
山东信托-向量 ETF 创新稳健增一期	向量多维（北京）资本管理有限公司	（全球）宏观策略	管理型	1.0370	16.37%	1	华融-盛世景 8 号	北京盛世景投资管理有限公司	事件驱动策略-定向增发	分级型	1.1841	9.77%	11
中融-东方平昇	北京嘉承金信投资有限公司	股票多头	管理型	1.1944	15.78%	2	专户-白石组合二号	白石资产管理（上海）有限公司	管理期货策略	管理型	2.8369	9.32%	12
华润信托-东方平昇	北京嘉承金信投资有限公司	其他策略	分级型	1.1944	15.78%	3	有限合伙-北京天启腾蛇投资	北京天启德鑫资产管理有限公司	股票多头	管理型	1.1407	9.31%	13
联华信托·云腾一期	上海云腾投资管理有限公司	股票多头	管理型	1.5067	13.95%	4	有限合伙-物生宏利 1 号	北京物生宏利资产管理有限公司（有限合伙）	股票多头	管理型	0.9640	9.30%	14
中融-国鸣 1 期第 2 期（融新 252 号）	上海国鸣投资管理有限公司	股票多头	管理型	0.9324	13.74%	5	重庆国投·金中和	深圳市金中和投资管理有限公司	股票多头	管理型	2.8692	9.23%	15
诺德-工行-拉曼资产	上海拉曼资产管理有限公司（有限合伙）	固定收益策略	管理型	1.1950	12.63%	6	中信信托-卧龙二期（稳健 1303F 期）	上海沃琬港投资管理合伙企业	股票多头	分级型	1.2226	8.86%	16
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	1.0646	10.16%	7	中融-玖歌投资荣华二期	上海玖歌投资管理有限公司	股票多头	分级型	1.1835	8.76%	17
华融-盛世景 5 号	北京盛世景投资管理有限公司	事件驱动策略-定向增发	分级型	1.1727	9.80%	8	粤财信托·新价值 3 期	广东新价值投资有限公司	股票多头	管理型	1.1786	8.62%	18
华融-盛世景 7 号	北京盛世景投资管理有限公司	事件驱动策略-定向增发	分级型	1.1855	9.79%	9	有限合伙-恒阳基金	共青城恒阳投资管理合伙企业（有限合伙）	股票对冲策略-多空对冲	管理型	1.0208	8.23%	19
华融-盛世景 6 号	北京盛世景投资管理有限公司	事件驱动策略-定向增发	分级型	1.1722	9.79%	10	粤财信托·新价值 2 期	广东新价值投资有限公司	股票多头	管理型	1.0361	8.21%	20

来源：凯石财富工场

五、对冲基金阶段策略

基本面有企稳态势，基金组合风格均衡

- 从经济面来看，最新披露的汇丰 PMI 数据显示短期经济存在企稳可能。5月中采、汇丰制造业 PMI 均出现回升，6月的汇丰 PMI 达 50.8，创下最近 8 个月新高，显示中央的微刺激政策正在奏效，宏观经济展露企稳回暖迹象。多数经济指标好转也意味着 A 股短期风险不大，有望在震荡下跌后企稳。但后续经济面仍需进一步观察，因为本轮经济下行主要源于地产回落，接下来地产是否企稳是判断经济见底的更重要指标。
- 资金面上，目前定向宽松的力度有所加大。6 月第三周，在年中考核、IPO 申购、大行分红的多重压力下，货币市场资金面呈现一定的结构性紧张局面，不过银行间市场资金面总体宽松。虽然年中考核时点日益临近，但货币政策从去年的稳中偏紧转向偏松，央行维护资金面稳定的态度明确，同时新股中签率超低给机构打新热情降温，打新的扰动因素有望消退。货币政策方面，总理表态加大定向降准政策力度，同时表态加强对非标融资的全面监管，降低社会融资成本，宽松政策预期逐步加强。
- 综上，我们认为经济基本面正在缓慢向好，但结合对冲基金管理人对于市场底部存疑，目前情绪依旧相对谨慎，更多绩优者还是依靠短线炒作热点。另一方面，市场风格依旧分化，创业板在 5 月末经历一波反弹后，目前依然有上行空间，但业绩支撑情况仍需确认，中报披露情况预计会对中小盘成长股有相当的搅动影响。
- 对于短期内投资者对冲基金组合的配置，我们建议保持风格均衡，在进攻端以主题型、择时型对冲基金为主，适度增大对下行风险的容忍程度，及时把握市场上涨的收益，并能在热点降温时及时撤退。防御端则以稳健型基金作为底仓配置，取其长期稳步赚小利、风险定位低的优点；同时通过基金组合的策略多元化，达到降低与市场相关性、分散组合风险的目的，如今年以来业绩稳步回温的固定收益策略等。
 - ◆ 择时型&主题型：就各阶段业绩及风险调整后收益指标来看，展博、和聚、泽熙、朱雀长期表现出相对优势的择时操作能力（其中部分也有很好的选股能力），其代表产品可作为现阶段对冲基金组合的核心配置。主题型包括重点投资增长确定性高的大消费板块的尚雅、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，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。
 - ◆ 稳健型：短期业绩也许并不抢眼但持续稳健，风险等级不高，长期为投资者赚取了不俗的回报，对于不愿冒险的投资者可谓相宜之选。具体如精熙、鸿道、淡水泉、麦尔斯通等。
 - ◆ 策略多元化：通过增配与 A 股市场相关度较低品种，实现投资组合策略多元化从而分散风险。具体产品建议重点关注重阳携手国泰君安成立的多空对冲策略产品“君享重阳阿尔法对冲一号”，以及中信信托-盈融达量化对冲 1 期、外贸信托-尊嘉 ALPHA、有限合伙-得金一号等。
 - ◆ 固定收益策略：在经济下行、流动性适度宽松、货币政策中性的背景下，固定收益类产品配置价值凸显。其中，佑瑞特风险控制能力较强，适合稳健的投资者。鹏扬业绩的波动稍大，但具备较强的时机把控、个券选择能力，以中高评级信用债为主要投资标的，并采用持有到期策略，对利率债主要采用波段操作的策略，适合风格偏激进的投资者。

六、凯石明星基金推荐

- 理成：比较重视自身投资理念、操作风格的持续性。始终遵循长期基本面驱动的价值投资理念，同时适当关注市场的短期博弈机会，管理风格主动进取，操作风格适度积极，在把握中国经济转型脉络的基础上灵活配置。遵从严格的基本面驱动投资原则，主动选择具有良好基本面支撑、未来发展趋势向好的行业、股票进行价值投资。倡导用产业角度看问题，投资自己熟悉的领域，不太追逐市场热点，较少集中配置。
- 精熙：始终坚持其灵活的操作风格，不论是资产配置还是个股选择都强调具体问题具体分析，根据具体市场情况并结合自身的特点优势进行操作决策，

比较注重选股与选时的结合。具体股票资产的配置方面,精熙坚持从宏观面、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。公司主张不同投资经理之间投资风格的差异化,因而并不在产品之间采用完全复制策略。

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。