

专题报告

证券信托基金

基金评价

中证·国信私募基金高峰论坛

2009年12月23日

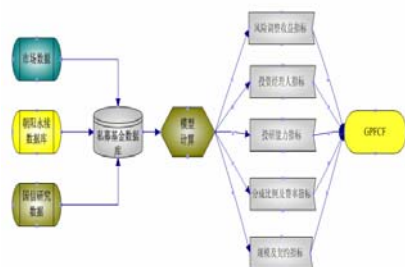
本报告独到之处：

综合、系统地介绍了海内外私募基金的运作模式和基本情况，并对行业发展前景进行了分析和展望。

专题报告

海内外私募基金发展及未来展望

国信私募基金评级架构



相关研究报告：

《专题报告：08年度金牛奖获奖基金季度追踪评价》
 ——2009-11-16

《深度报告：国信私募基金评价体系功能说明》
 ——2009-6-23

《专题报告：国信基金评级突出基金选股力》
 ——2009-5-15

《深度报告：研究导向，基金评级上台阶》
 ——2008-12-12

分析师：杨涛

电话：0755-82133339

E-mail: yangtao@guosen.com.cn

分析师：葛新元

电话：0755-82133332

E-mail: gexy@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1. 美国对冲基金（Hedge Fund）产品体现现代投资技术创新模式

对冲基金（Hedge Fund）将现代投资技术运用于投资策略上，目前按照投资策略大致可以归纳为股票聚焦、套利、企业生命周期、宏观经济趋势四大类。彭博对其进行了进一步的细分，将可统计到的美国对冲基金按投资策略大致划分为7种类型：股票导向及市场中立、混合策略、管理期货、债券导向及相对价值、宏观市场、事件驱动、新兴市场。上述类型往往交叉在一起，如混合策略在其他几种策略中均有用到，管理期货在宏观策略中用到等等，因此类型上的划分并没有严格的定义。

2. 海外私募基金未来发展趋势：风险控制更加严格，“监管豁免”特权或被完全颠覆；行业两极分化进一步加剧

在经历“长期资本管理公司”溃败俄罗斯而被接管倒闭、“庞氏骗局”麦道夫诈骗案，2008年金融危机等一系列事件影响下，美证交会等已试图开始收紧对私募基金的控制。美国会也一再提交法案要求将私募基金纳入监管范畴，一直以来的监管豁免特权或将被颠覆。

在经历全球金融危机之后，私募基金业的转型不可避免，甚至会出现两种极端共存的现象。一方面是全球性的、多行业的、大规模的私募基金，另一方面则是本土的、单一行业的、小规模资金的私募基金。

3. 证券信托类产品是国内私募基金主流产品，行业龙头渐有成形趋势

据wind统计，目前有业绩记录非公募基金产品共有661只。其中，证券信托类产品586只，券商集合理财类产品43只，基金专户理财产品32只。证券信托类产品在非公募基金产品中占有91.26%的份额，是市场上最主流的产品类型。

管理产品数量位居前三位的信托公司或投资公司，各自旗下约20余只产品，数家投资公司管理资产规模超10亿元，表明在经过一段时间的群雄割据之后，行业龙头渐有成形趋势。

4. 阳光私募信托模式在制度改革下将进一步改进

阳光私募受到的监管十分严格，虽然有利于保护投资者利益，但在一定程度上也限制了私募基金业的发展和创新。

此外，在未来若私募基金可以直接从监管层取得牌照，信托模式将会进一步改进。如何增强服务和同投资顾问的通力合作，是决定信托模式能否生存下去的决定性因素。

5. 国内私募基金业发展5大趋势

国内私募基金业未来发展的5个趋势，包括：阳光私募的市场规模将进一步扩大；私募基金产品的设计将更具特色化、多元化；公募基金行业和私募基金行业的不断融合；高端人才不断向私募基金行业流动；第三方机构的蓬勃发展，这包括第三方评价机构和第三方销售机构。

内容目录

海外私募基金发展及简介	3
美国对冲基金（Hedge Fund）产品体现现代投资技术创新模式	3
宏观市场（Macro）基金投机气氛浓重，回报率高，风险大	4
债券导向及相对价值（FI Dir \$ Rel Val）投资类型最多	4
股票导向及市场中立(Eqty Dir & Mk)投资技术最为繁杂	5
事件驱动（Event driven）是基于对某事件的预期	6
复合类型（Miscellaneous）引入了共同基金创新形式	7
海外私募基金未来发展趋势	7
国内私募基金发展及简介	8
三种类型非公募基金	8
国内非公募基金行业现状	8
“阳光”私募基金	9
阳光私募行业目前面临的一些问题	11
国内私募基金行业前景展望	11
阳光私募行业发展的几个趋势	12

图表目录

图 1: 2009 年 10 月 31 日美国对冲基金种类按数量分布	4
图 2: 2009 年 10 月 31 日美国对冲基金种类按资产分布	4
图 3: 2009 年 4 月 30 日债券导向及相对价值型资产分布	5
图 4: 2009 年 4 月 30 日股票导向及市场中立资产分布	6
图 5: 2009 年 4 月 30 日事件驱动型资产分布	7
图 6: 2009 年 4 月 30 日新兴市场型资产分布	7
图 7: 国内非公募基金发行主体数量分布	9
图 8: 国内非公募基金投资顾问机构管理产品数量分布	9
图 9: 三种模式主要代表公司市场份额占有率	10
图 10: 主要信托公司发行产品数量及市场份额	11
图 10: 私募基金经理来源比例	12
表 1: 非公募基金分类标准明细	8
表 2: 阳光私募三种主要运行模式	9

海外私募基金发展及简介

私募基金源于最早的私人银行业务，随之其服务对象日益扩大、功能亦日益完善。私募基金（Private Fund）在西方发达国家，尤其是在美国，齐名于公募基金，在资本市场上扮演着举足轻重的角色。而对冲基金（Hedge Fund）作为私募基金的主要组成形式，在美国，无论是行业规模或市场影响力、市场成熟度等方面都充当着全球对冲基金的标杆和先锋。

对冲基金有三个明显特征：一是基金经理的报酬源自实现了的利润分红，有别于传统基金按资产总额收取一定比例的管理费。二是对冲基金经理作为有限投资合伙人，将自己的资金投资于所管理的基金中。而在传统互惠基金中，基金经理一般不将自己的资本投入管理的基金中。以上两个特征直接影响基金经理的回报目标和所承受的风险。三是利用杠杆投资、获取最大利润，已成为对冲基金常用的投资手段。

由于对冲基金建立的私募性、投资人数的限制、投资者资格的特殊性等因素，在与其他投资行业成员的相同的法律环境中通过取得豁免权而规避了很多法律监管。在美国，对冲基金一直未被纳入与共同基金一样的监管范围，直到 2006 年底美国证券交易委员会(SEC)才颁布相关规定，要求在美国注册的对冲基金公司必须到证券交易委员会或其分支机构进行登记。目前，除了在反洗钱和反欺诈两方面需要遵从相关法规外，仅仅受一些自律组织的监督，没有信息披露的义务和惯例。

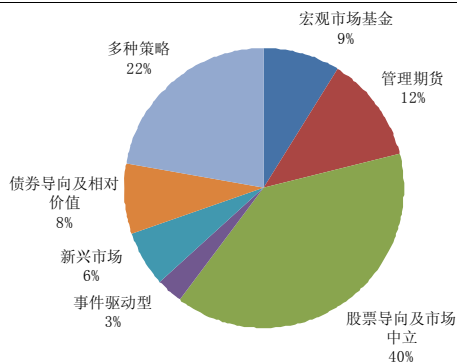
美国对冲基金（Hedge Fund）产品体现现代投资技术创新模式

对冲基金（Hedge Fund）将现代投资技术运用于投资策略上，目前按照投资策略大致可以归纳为股票聚焦(Equity Focus)、套利（Arbitrage）、企业生命周期(Corporate Life Cycle)、宏观经济趋势(Macroeconomic Trends)四大类。彭博（Bloomberg）对其进行了进一步的细分，将可统计到的美国对冲基金按投资策略大致划分为 7 种类型：

股票导向及市场中立(Eqty Dir & Mk)、混合策略（Multi-Strategy）、管理期货（Managed Futures）、债券导向及相对价值(FI Dir \$ Rel Val)、宏观市场(Macro)、事件驱动（Event Driven）、新兴市场（Emerging Markets）。

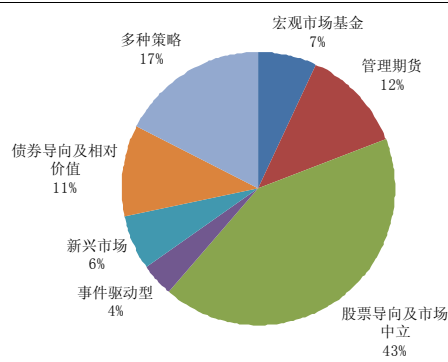
上述类型往往交叉在一起，如混合策略在其他几种策略中均有用到，管理期货在宏观策略中用到等等，因此类型上的划分并没有严格的定义。

图 1: 2009 年 10 月 31 日美国对冲基金种类按数量分布



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 2: 2009 年 10 月 31 日美国对冲基金种类按资产分布



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

截至 2009 年 10 月 31 日, 根据 Bloomberg 统计到的美国对冲基金数量超过 2000 只, 总规模为 2523 亿美元。其中, 资产管理规模过亿的有 540 家。

下文将就对冲基金的几个重要投资策略及其细分策略做简要介绍:

宏观市场 (Macro) 基金投机气氛浓重, 回报率高, 风险大

迄今为止运作最为成功的宏观市场基金为众所周知的“索罗斯量子基金”。宏观市场基金从全球及宏观的角度着眼, 在世界各地的股市、汇市以及期货等市场中寻求不合理的市场价格来进行投资。基金经理对某些国家或地区的政治、经济以及金融证券市场有着全面的了解, 实时关注宏观经济事件的影响, 并且在此基础上拥有一套十分周密且详尽的投资和投机计划及策略。在出现机会后, 基金会以极快的速度同时炒作几个不同的市场, 以获取价差回报。其投资和投机的对象可以是股票, 债券, 货币, 指数期货, 股票期权以及其它一些金融衍生产品。该种基金投机气氛浓重, 回报率很高, 但风险也很大。

- 自主宏观 (Discretionary macro): 由基金经理交易, 不运用数学模型或计算机软件。
- 系统宏观 (Systematic macro): 交易完全由数学模型和计算机软件完成, 没有人为干预。
- 管理期货 (Commodity Trading Advisors): 交易标的仅限于商品期货及期权合约。
- 系统分散 (Systematic diversified): 在多样化的市场中交易。
- 系统货币 (Systematic currency): 在货币市场中交易。
- 趋势跟踪 (Trend following): 从长期或短期趋势中获利。
- 趋势逆反 (Non-trend following): 利用趋势反转获利, 或投资于趋势相反的方向。
- 混合策略 (Multi strategy): 自主宏观与系统宏观组合应用。

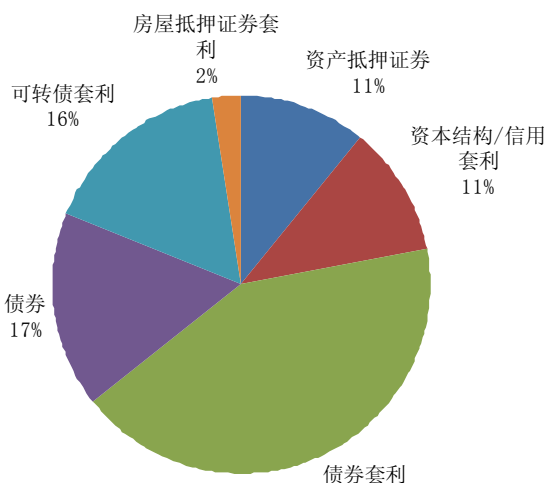
债券导向及相对价值 (FI Dir \$ Rel Val) 投资类型最多

这里泛指各种套利策略, 例如股票套利, 期现套利, 固定收益套利等。基金经理寻找相关资产间的短暂的定价无效性机会, 迅速在买卖两个方向同时建仓, 待市场定价有效后双向平仓获利。

- 固定收益套利 (Fixed income arbitrage): 在固定收益品种间套利。

- 股票市场中性 (Equity market neutral) : 在多头与空头之间操作来维持市场中性。
- 可转债套利 (Convertible arbitrage) : 在可转债和其对应股票之间套利。
- 公司债套利 (Fixed Income corporate) : 运用公司固定收益品种套利。
- 资产抵押证券 (Asset-backed securities) : 运用 ABS 套利。
- 信用买/卖 (Credit long / short) : 在信用市场中实行与股票市场买/卖套利类似的策略。
- 统计套利 (Statistical arbitrage) : 运用统计模型维持股票市场中性。
- 波动性套利 (Volatility arbitrage) : 寻求隐含波动率的变化来投资, 类似于寻求价格变化。
- 收益率替代 (Yield alternatives) : 基于收益率而不是价格的固定收益套利策略。
- 规则套利 (Regulatory Arbitrage) : 利用多个市场间监管或交易规则的不同来套利。
- 混合策略 (Multi strategy) : 运用多种方式分散风险。

图 3: 2009 年 4 月 30 日债券导向及相对价值型资产分布



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

股票导向及市场中立(Eqty Dir & Mk)投资技术最为繁杂

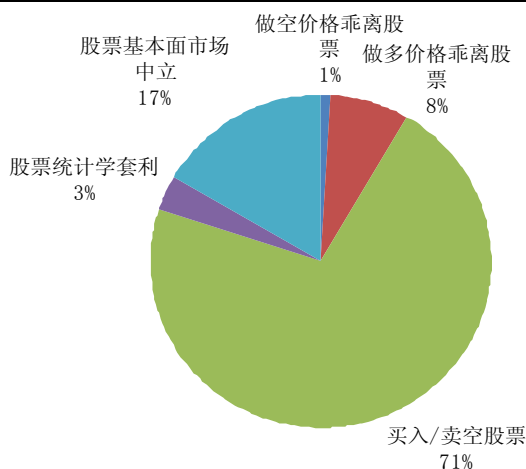
股票导向基金一般被称为选股型对冲基金, 它是一种较早期的对冲基金, 此类对冲基金一般运用的是长线与短线结合的投资策略, 基金经理会将持有的部分资金用于投资一批盈利前景被市场看好的股票, 同时还会利用市场反复波动的心里, 抛空一些被市场看淡的股票, 当然这些股票或是股价过高或是盈利倒退。这样当股市骤升骤跌时, 其持有的优质股票就可弥补因不被市场看好而遭沽空的股票投资损失。此外, 此类基金为了有效地控制风险也会买入卖出其它一些种类的金融衍生产品和工具, 例如指数期货, 股票期权等等, 用以平衡该类基金的风险。而此类基金的表现好坏, 很大程度上依赖于基金经理对整个证券市场的熟练掌握和分析, 其独到的运作风格也极大地影响到基金的业绩表现。

- 买/卖对冲 (Long / short equity) : 卖空股票或股指类衍生品来对冲买入股票头寸的风险。
- 新兴市场 (Emerging markets) : 专门投资与新兴市场, 比如中国和印

度等。

- 行业基金（Sector funds）：专注于单个行业，比如科技，医疗，能源等。
- 基本面增长（Fundamental growth）：投资于基本面增长潜力强于大盘的公司。
- 基础价值（Fundamental value）：投资于价值被低估的公司。
- 数量导向（Quantitative Directional）：运用数量化技术投资。
- 卖空策略（Short bias）：利用卖空在市场下跌中获利。
- 混合策略（Multi strategy）：运用多种方式分散风险。

图 4：2009 年 4 月 30 日股票导向及市场中立资产分布



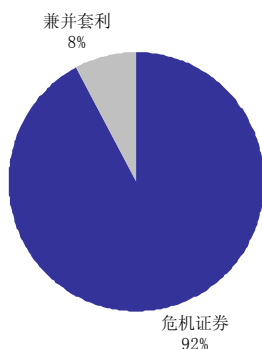
数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

事件驱动（Event driven）是基于对某事件的预期

事件驱动基金也被称为特殊机会策略基金，主要依靠短期内可能影响股票价格的某些事件来进行投资决策。这些事件包括公司重组，股票回购，债券更新，预计盈余等。事件驱动包括一些子类，最重要的就是危机证券和风险（收购）套利：危机证券一般指处于迫在眉睫的重组或破产情况下的证券；风险套利一般指基金经理购买被收购公司的股票的同时卖空收购方的股票。由于事件驱动基金是基于对某事件的预期，如果该事件的发展与预期不符，基金有可能遭受重大损失。

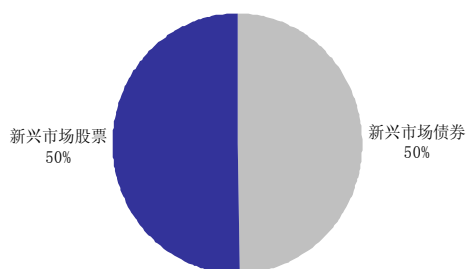
- 危机证券（Distressed securities）：投资于有潜在破产风险的公司折价证券。
- 风险（收购）套利（Merger arbitrage）：寻找欲合并公司间证券定价的无效性机会。
- 特殊机会（Special situations）：专注于公司重组及公司交易而创造出的投资机会。
- 信用套利（Credit arbitrage）：专注于公司固定收益证券的投资机会。
- 私募股权（Regulation D）：投资于私募股权。
- 积极参与（Activist）：买进相当比例的公司股权，积极的参与公司管理。
- 混合策略（Multi strategy）：运用多种方式分散风险。

图 5: 2009 年 4 月 30 日事件驱动型资产分布



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 6: 2009 年 4 月 30 日新兴市场型资产分布



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

复合类型 (Miscellaneous) 引入了共同基金创新形式

对冲基金具有高风险高利润的特点, 为了减小风险提高利润, 共同基金中许多创新形式被引入到对冲基金中来。一些新型基金或投资于不同的对冲基金产品 (FOF), 或采用多基金经理制, 或禁止卖空。该类型基金的基金单位较其它单一的对冲基金小的多, 更方便散户和小额投资者。因此, 共同基金与对冲基金边界逐渐模糊的趋势不断增强。

- 基金之基金 (Fund of hedge funds): 投资于多支不同对冲基金来减少风险的复合基金。
- 三重基金 (Fund of fund of hedge funds): 投资于基金之基金的复合基金。
- 多经理 (Multi manager): 由多个不同风格, 使用不同策略的基金经理共同管理一只基金。
- 130-30 基金 (130-30 funds): 未经对冲的股票基金, 其中 130% 资金做多头, 30% 做空头。
- 多头绝对收益 (Long only absolute return funds): 回避卖空, 仅用衍生品对冲的多头基金。
- 混合策略 (Multi strategy): 投资于多种不同策略的对冲基金来降低风险。

海外私募基金未来发展趋势

风险控制更加严格, “监管豁免”特权或将被完全颠覆。由于私募基金在美“享受”品种、载体、管理人等三重注册豁免, 从而基本免于美国证监会注册及监管, 这为私募基金的骄人回报提供了可能。但在高回报刺激下, 投资者对私募基金的追捧, 以及规模的不断扩张诱发了巨大风险。在“长期资本管理公司”溃败俄罗斯而被接管倒闭、“庞氏骗局”麦道夫诈骗案和 2008 年金融危机等一系列事件影响下, 美证监会等已试图开始收紧对私募基金的控制。国会中要求加强对私募监管的声音也在不断出现, 2009 年美国会相继提交了《对冲基金顾问注册法》、《对冲基金透明度法》、《对冲基金透明度法》和《私募基金投资顾问注册法》共 4 份增强私募基金监管的法律草案。如果相关法案获得通过, 将对美国乃至全球私募基金业的监管和私募基金业的格局和发展产生极其深远的影响。

行业两极分化进一步加剧。在经历了金融危机的重创之后, 私募基金业开始面临转型需要, 预计未来可能会出现两种极端共存的现象。一方面是全球性的、多行

业的、大规模的私募基金，另一方面则是本土的、单一行业的、小规模资金的私募基金。由于对冲基金最基本的投资模式和模型仍行之有效，加之部分投资者仍然追求主权基金无法给予的高风险回报，结合全球经济复苏的大体趋势来看，相信未来私募基金业仍会在全球资本市场上继续蓬勃发展下去。

国内私募基金发展及简介

三种类型非公募基金

类似于美国共同基金（Mutual Fund）与私募基金（Private Fund）的划分，国内基金行业根据基金募集方式、募集对象、投资人数的限制、投资者资格的特殊性等因素可大致分为公募基金与非公募基金两大类。目前国内非公募基金种类繁多，发行主体囊括基金、券商、信托、银行和保险几类金融机构，投资标的包括证券一级、二级市场、房地产、外汇等等。显然，投资标的不同，产品绩效必然大相径庭。

鉴于本次私募高峰论坛邀请嘉宾旗下发行和管理的产品，大多属于经监管机构备案，资金实现第三方银行托管，有规范信息披露要求的投资于国内二级证券市场的理财产品，即“阳光私募”。据此，我们根据发行主体将非公募基金分为三类，分别是：证券信托类、券商集合理财类和基金专户理财类。

表1: 非公募基金分类标准明细

基金类型	分类标准（发行主体）	存在形式
证券信托类	经过监管机构备案，资金实现第三方银行托管，由信托公司作为受托人与投资管理人，投资咨询公司、投资管理公司等作为投资顾问共同发行的的证券投资信托基金。	开放式。即基金认购者需要承担所有投资风险及享受大部分的投资收益，私募基金公司不承诺收益。私募基金管理公司的盈利模式一般是收取总资金 2% 左右的管理费和投资盈利部分的 20% 作为佣金收入，这种收费模式即是俗称“2-20”收费模式（2% 管理费+20% 盈利部分提成）。
券商集合理财类	依据中国证监会公布的《证券公司客户资产管理业务试行办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》运作的券商集合理财产品。	包含限定性、非限定性 2 类。
基金专户理财类	根据《证券投资基金法》、《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》、《关于基金管理公司开展特定多个客户资产管理业务有关问题的规定》规定等运作的基金公司特定资产管理计划。	单个或多个客户的单个资产管理计划。

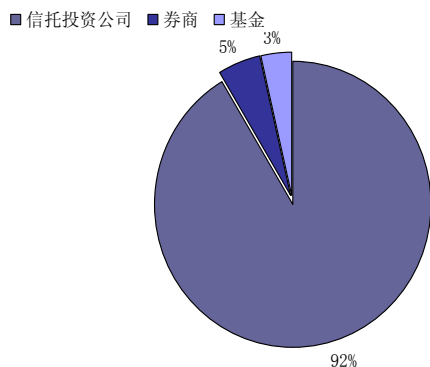
资料来源：国信证券经济研究所

国内非公募基金行业现状

据 wind 统计，目前有记录的投资顾问旗下非公募基金产品共有 661 只。其中，证券信托类产品 586 只，券商集合理财类产品 43 只，基金专户理财产品 32 只。从图 3 可以看到，证券信托类产品在非公募基金产品中占有 92% 的份额，是市场上最主流的产品类型。

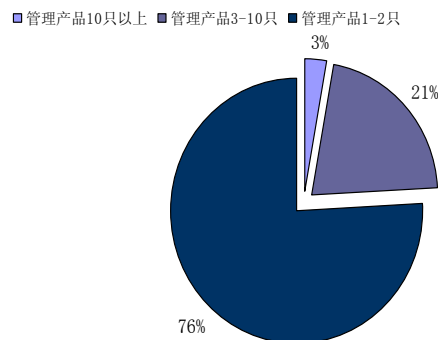
从各个公司管理产品数量来看，管理产品超过 10 只的有 7 家，仅占全部投资顾问机构的 3%；超过 3 只的有 56 家，占比 21%；而管理产品在 1-2 只的有 198 家，占 76%。将近四分之三的公司管理产品数量不超过 2 只，说明非公募基金行业集中度偏低。不过，从管理产品数量位居前三位的信托公司或投资公司来看，各自旗下分别已有 32、19 和 15 只产品，这意味在经过一段时间的群雄割据之后，行业龙头已有成形的趋势。

图 7：国内非公募基金发行主体数量分布



数据来源：国信证券经济研究所

图 8：国内非公募基金投资顾问机构管理产品数量分布



数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

“阳光”私募基金

我国“阳光”私募基金最早始于 2004 年，由当时的深国投信托有限公司（现华润深国投信托有限公司）发行了国内第一只集合资金信托产品——深国投·赤子之心。自此之后，证券信托基金开始了 5 年黄金发展期，从第一只产品发行不到千万的规模，到现在近 600 只产品和 400 亿元资产管理总规模，发展速度十分迅猛。

国内“阳光”私募通过信托平台来进行投资管理，扮演着信托产品投资顾问的角色。信托公司则在私募的产业当中充当了发行平台、监管者和资金股票的保管者三重职能。此外，信托公司在阳光私募和投资者之间搭建了一个交流的平台，加强了普通大众对私募基金的了解。

目前，中国阳光私募基金主要有三种运行模式，分别为深圳模式、云国投模式和上海模式。

表 2：阳光私募三种主要运行模式

模式	模式介绍	主要特点	代表公司
深圳模式	主要采用四方托管模式，即由受托人、托管行、投资顾问、证券托管人四方当事人管理运营信托资金。信托公司与各投资顾问旗下的资产管理公司属平台和作关系，前者主要负责风险控制的工作，后者负责信托产品的证券组合、产品研究等资产管理工作。托管行和证券托管人只负责资金运用过程中保管、划拨、核算等工作。 开放式产品，锁定期满一年后，一般每个月开放两次。在不突破 200 份的前提下投资者可自由进	四方托管模式；一般性证券投资类产品为主，很少触及结构性产品；开放式产品。	华润深国投、平安信托

出，性质类似开放式基金。

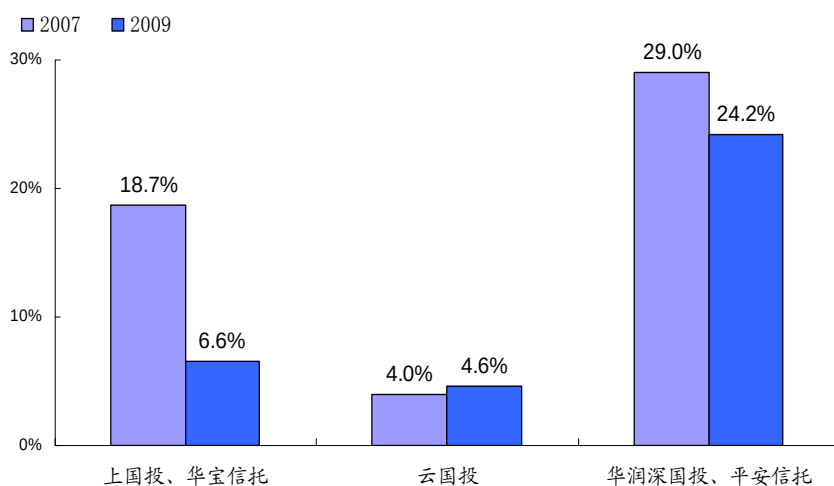
云国投模式	采用三方托管模式，云国投同时担任受托人和投资管理的双重身份，由信托公司组建核心投资管理团队自主管理。云国投原则上不引入投资顾问，即便有，也只选择与自身产品不冲突的产品。	三方托管，受托人同时负责投资管理，拥有独立自主的投研团队	云国投
上海模式	兼备三方和四方两种托管方式。对投资人的回报有两种方式：一种是固定收益，一般在 5%-7%；另一种是在保底的基础上按比例分成。而且它一次性锁定规模，期限一般在 2 年左右，到期后产品终止，类似封闭式基金。	结构性信托产品，与深圳模式并不完全相同；封闭式产品。	上国投、华宝信托

资料来源：国信证券经济研究所

截止 2009 年 11 月 30 日，市场上共推出了 763 只证券投资信托类产品，三种模式的主要代表公司市场份额情况如下，华润深国投、平安信托共计推出产品 185 只，市场占比达 24.2%，上国投与华宝信托共计推出 50 只，占比为 6.6%，云国投推出 35 只，占比为 4.6%。从图 9 可以看出，较 07 年末三种模式代表公司市场份额相比，除云南模式市场份额上升外，其余两种运行模式市场占有率均有不同比例的下降。

由于上海模式特有的结构性信托产品，通常带有保底承诺，并设置了严格的止损线，业绩收益相对较低，在 09 年的上涨行情中未能受到投资者青睐。此外，暂停信托公司开设股东账户业务对上海模式的信托产品的打击最大，也导致其市场份额不断萎缩。

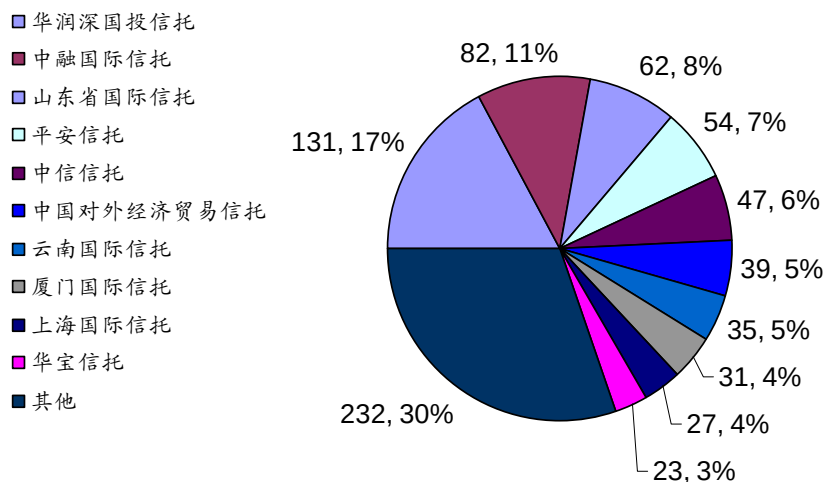
图 9：三种模式主要代表公司市场份额占有率



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

目前，市场上发行产品数量前十位的信托公司共发行产品 531 只，占全部证券投资信托产品的 70%，市场集中度较高。其中，华润深国投以 131 只产品，17% 的市场份额位居第一，中融国际信托和山东省国际信托以 82 只和 62 只的产品发行数量以及 11%和 8%的市场份额分列第二和三位。

图 10: 主要信托公司发行产品数量及市场份额



数据来源: wind, 国信证券经济研究所

阳光私募行业目前面临的一些问题

阳光私募受到的监管十分严格,虽然有利于保护投资者利益,但在一定程度上也限制了私募基金业的发展和创新。09年2月,银监会出台文件,对阳光私募的业绩报酬提取办法进行规范,规定私募基金清盘后才能提取业绩报酬盈利,可能导致私募基金为了追逐利益而将产品存续期短期化,违背长期投资的本意。再者,暂停信托公司开设股东账户业务,监管层本意是整顿无序打新的信托基金,但也同时对整个信托投资基金业的发展造成了较大的障碍。

虽然“TOT”模式(按照信托合同规定,阳光化私募信托产品除了可以投资股票外,还可以购买在市场发行的证券信托产品,而购买信托产品这种方式,亦称为“TOT”,信托中的信托)在一定程度上达到了“曲线救国”的效果,但这仅仅适用于存在类似开放式基金申购赎回机制的深圳模式的信托基金。但对于以结构性产品为主打的上海模式的信托基金,没有类似申购赎回机制,则基本处于萎缩状态。

关于信托模式的定位和思考。目前阳光私募主要依托信托平台进行产品发行和管理,仅仅充当投资顾问角色,主要因现行法律体制所限。虽然这一现状可能继续持续一段较长的时间,但长期来看,依靠信托平台运行的这一模式是有可能改变的。

如果未来监管层效仿香港的发牌制,直接给运行规范、业绩良好的私募基金发放牌照,信托模式或将遭遇挑战。信托的价值何在,如何继续生存下去,也是需要思考的问题。现今不少信托公司已经开始意识到这个问题,加强服务,帮助私募基金解决客户问题,达到通力合作,提高管理效率。相信只有这样,即使在制度变革之后,信托模式也才有继续生存的理由和存在的价值。

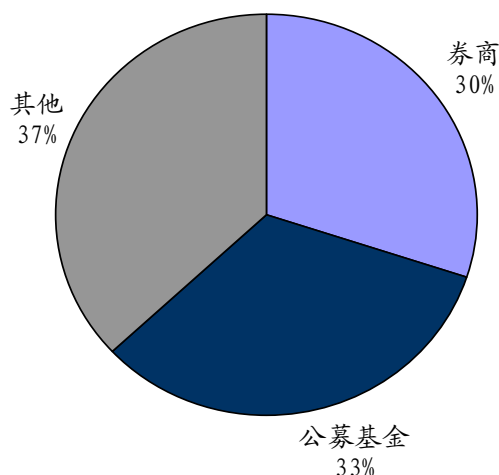
国内私募基金行业前景展望

参考美国对冲基金的规模,中国的阳光私募的未来发展空间不可限量。与此同时,随着高端理财市场需求的不断扩大,尤其是在绝对收益产品等方面,阳光私募自身更具有明显的设计优势,促使整个行业经历着一个蓬勃发展的时期。

阳光私募行业发展的几个趋势

- 阳光私募的市场规模将进一步扩大。在未来几年内，百亿规模的私募基金公司必将出现。私募基金产品规模将会直追公募基金，首发记录也将不断被刷新。
- 私募基金产品的设计将更具特色化、多元化，包括发行 FOF、针对客户个性需求设计的结构化产品，或者和银行合作发行理财产品等。
- 公募基金行业和私募基金行业的不断融合。公募基金发行的“一对多”专户理财产品即带有私募基金性质；而阳光私募基金在信息披露不断透明化、规范化之后，其管理和运行模式也在不断向公募基金靠拢。
- 高端人才不断向私募基金行业流动。在目前私募基金的激励机制下，必定能吸引到众多优秀的投资管理人才加入。尤其是随着私募基金规模的不断扩大，优秀投资经理的业绩将会更多在回报上得到体现。据第三方机构的不完全统计，现有的私募基金经理中有 33%来自于公募基金，30%来自于券商，其他如保险、投资机构等来源占 37%。

图 10：私募基金经理来源比例



数据来源：国信证券经济研究所

- 第三方机构的蓬勃发展，这包括第三方评价机构和第三方销售机构。类似于公募基金，第三方评价机构的存在有利于搭建基金同投资者之间的信息传递平台，监督行业规范运行，促进行业的发展。第三方销售机构有别于传统的销售渠道，相比之下，较银行和券商更懂得小心维护市场。相信在私募基金业快速发展的同时，第三方销售机构也或将经历一个繁荣期。但目前这类机构的地位同银行、券商仍相去甚远，想要在私募基金销售上有较大的突破，仍需时日。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		赵 谦	021-68866295	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	崔 嵘	021- 68866202	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	廖 喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-68864598
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160	胡鸿轲	021-68866206
左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-68866252
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021- 68866253
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-68866235		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236	彭 波	0755-82133909
皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-68864007	武建刚	010-82250828	严 平	021- 68865025
谢达成	021-68866236	王一峰	010-82250828	程 峰	021-68864599
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-68866233
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-68866202	张 如	021-68866233
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-68866237	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-68864596
刘智景	021-68866233	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-68866233
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-68864586
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-68866233	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82130532	董艺婷	021-68866946
高 宇	0755-82131822	秦国文	0755-82131822	戴 军	021-68864585
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-68866946
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-68866011		焦骥	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-68866236		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-68864011		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-68866253				
				13482495069				
			江智俊	021-68864011				
				15221772073				
			孔华强	021-68866205				
				13681669123				