



清华大学五道口金融学院
TSINGHUA UNIVERSITY PBC SCHOOL OF FINANCE

Report of Hedge Funds in 
China 2017

2017年中国私募基金 研究报告

曹泉伟 等 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press



清华大学五道口金融学院
TSINGHUA UNIVERSITY PBC SCHOOL OF FINANCE

2017年中国私募基金 研究报告

曹泉伟 等 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

2017 年中国私募基金研究报告 / 曹泉伟等著. —北京:
经济科学出版社, 2017. 5

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8074 - 9

I. ①2… II. ①曹… III. ①投资基金 - 研究报告 -
中国 - 2017 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 108685 号

责任编辑: 齐伟娜

责任校对: 杨晓莹

责任印制: 李 鹏

2017 年中国私募基金研究报告

曹泉伟 等著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 20. 75 印张 420000 字

2017 年 5 月第 1 版 2017 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8074 - 9 定价: 58. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 翻印必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

Report of Hedge Funds in China 2017



前言

回顾 2016 年，中国股票市场全年呈现疲软状态，同时债券市场险象环生，信用风险集中爆发，机构间违约风险上升，投资者在资本市场上一度面临“股债双杀”的惨烈局面。在国际金融市场上，由于英国脱欧、特朗普当选美国总统等意外事件的发生，资本市场震荡加剧。尽管如此，私募基金行业仍在国内和国际金融市场的不断震荡下快速成长，现已成为中国资本市场上股不可替代的中坚力量。截至 2016 年 12 月底，基金业协会已登记私募基金管理人共计 17361 家。单就证券投资私募基金行业而言，基金业协会已登记私募基金管理人 7861 家，累计发行私募基金 47655 只，继续运营私募基金 39369 只，已备案私募基金 27015 只。

在此背景下，本书对中国私募基金行业进行了细致的研究。全书立足于私募行业现今的发展阶段，结合市场行情及动态，全面剖析我国私募基金行业发展现状。同时，本书选取私募基金中最具代表性的股票型私募基金作为重点研究对象，分别对私募基金的收益和风险情况、基金经理的选股和择时能力、基金业绩的持续性进行讨论。为使读者更加深入地了解我国私募基金行业的发展状况，我们构建出不同投资策略下的私募基金指数及私募基金风险因子，深入解读不同策略的私募基金的业绩和风险暴露程度。在此，我们简要概括下本书针对上述问题得出的主要结论。

在本书第一章，我们回顾了私募基金行业的历史，分析描述中国私募行业的宏观概况，联系中国资本市场的新动态，对中国私募基金行业全景进行了全面解读。我国监管机构对私募行业的监管力度日益加强，中国基金业协会从 2015 年 11 月开始针对私募行业陆续出台了一系列监管新规，并于 2016 年清理了大批空壳或虚假私募，使得我国私募行业重新洗牌。私募行业监管环境趋严也使得行业真正地回归市场，并步入更为规范、成熟的发展新阶段。

对于追求绝对收益的私募基金投资者来讲，如何评估私募基金的业绩成为他们面临的首要难题。在本书第二章，我们以私募基金中最具代表性的股票型私募基金作为重点研究对象，分别从绝对收益率和风险调整后的收益率的角度，对股票型私募基金、大盘指数、股票型公募基金的业绩表现进行综合考量。在对绝对收益率指标进行比较时，选取年化收益率、累计收益率、基金业绩超越大盘指数的比例这三个指标进行分析。在其后进行的风险调整后的收益比较中，我们采用夏普比率、索

丁诺比率和收益—最大回撤率比率进行相关性分析。总体来说，在承担相同风险的情况下，私募基金是一种较好的投资方式。此外，基于对上述收益指标间的相关性分析，我们认为选用索丁诺比率来衡量私募基金业绩较为恰当。

随着我国私募基金行业的快速发展，对于投资者而言，选择一位优秀的基金经理是他们投资成功的关键。在本书第三章，我们以股票型私募基金作为重点研究对象，从以下三个方面对基金经理的投资能力展开研究：（1）评估基金经理的选股能力和择时能力；（2）分析所选取的时间区间是否会影响我们所得到的有关基金经理的选股能力或择时能力的分析结论；（3）区分表现优秀的基金经理的投资能力是源于自身能力还是运气。回归结果显示，在 Carhart 四因子模型中，有 47 名基金经理（占比 8.5%）体现出显著的选股能力；在 Treynor - Mazuy 四因子模型中，有 37 名基金经理（占比 6.7%）体现出显著的择时能力。我们对上述基金经理的投资能力进行稳健性检验。结果表明，基金经理的投资能力会受到不同时期市场环境的影响。接下来，用自助法（Bootstrap）对上述表现优秀的基金经理的投资能力是否源于运气做出判断和验证。结果显示，分别有 32 名基金经理（占比 6%）的选股能力和 11 名基金经理（占比 2%）的择时能力是源于自身的能力。总体来看，我国只有少数私募基金经理通过自身实际的投资能力为投资者带来超额收益。

普通投资者往往根据基金的过往业绩来评判基金的“好坏”。然而，基金业绩的排名对投资者是否具有投资参考价值？投资者能否通过投资于过往收益较高的基金，在未来获得同样高的收益？由此看来，研究基金的业绩持续性对于投资者来说意义重大。在本书第四章，我们使用基金收益率的 Spearman 相关性检验、绩效二分法检验、描述统计检验和基金夏普比率的描述统计检验这四种方法，对 2008 ~ 2016 年间排序期为一年和三年，检验期均为一年的股票型私募基金的业绩持续性进行检验。总体而言，基金的业绩不具有持续性，投资者无法根据私募基金的历史业绩来判断其未来的业绩表现，但在一定程度上，投资者可以避免投资于过去业绩较差的基金。

为使投资者了解我国不同投资策略下的私募基金的整体收益和风险情况，在本书第五章，我们根据不同的投资策略，编制出道口私募基金系列指数，分别为普通股票型私募基金指数、股票多空型私募基金指数、相对价值型私募基金指数、事件驱动型私募基金指数、债券型私募基金指数和 CTA 型私募基金指数，这些指数分别反映投资于股票、债券和期货等资产的私募基金的整体收益和风险情况，为投资者、私募基金管理者以及政府监管者做出决策提供借鉴。

在本书第六章，我们构建出私募基金风险因子，作为私募基金指数的补充。私募基金风险因子包括：股票市场风险因子（MKT）、规模因子（SMB）、价值因子（HML）、动量因子（MOM）、债券因子（BOND10）、信用风险因子（CBMB10）、债券综合因子（BOND_RET）及商品市场风险因子（FUTURES）。基于私募基金

风险因子分析，投资者可以更加充分了解资产组合中不同策略私募基金的风险暴露情况。

本书通过定性的归纳总结和定量的数据分析，力求以客观、独立、深入、科学的方法，对我国私募基金行业的一些基础性、规律性的问题做出深入分析，使读者对私募行业整体的发展脉络有一个全面而清晰的认识，加深对私募基金行业发展现状的理解，同时也为关注私募基金行业发展的各界人士提供一份可以深入了解私募基金行业的参阅材料。

目 录 CONTENTS

第一章 中国私募基金行业发展概览 / 1

一、简要历程	1
二、私募基金与公募基金的主要区别	7
三、行业发展新动向	10
四、发展现状	16
五、小结	28

第二章 私募基金能否战胜大盘指数及公募基金 / 30

一、收益率的比较	31
(一) 四类股票型私募基金与大盘指数的比较	33
(二) 年化收益率的比较	39
(三) 私募基金超越大盘指数的比例	42
(四) 累计收益率的比较	43
二、风险调整后收益指标的比较	45
(一) 基于夏普比率的分析	46
(二) 基于索丁诺比率的分析	58
(三) 基于收益—最大回撤比率的分析	71
三、不同收益指标的相关性分析	83
四、小结	86

第三章 私募基金经理是否具有选股能力和择时能力 / 88

一、选股能力分析	90
二、择时能力分析	97
三、稳健性检验	102
四、自助法检验	114
五、小结	119

第四章 私募基金业绩持续性研究 / 121

一、收益率持续性的绩效二分法检验	122
二、收益率持续性的 Spearman 相关性检验	126
三、收益率持续性的描述统计检验	129
四、夏普比率持续性的描述统计检验	162
五、小结	194

第五章 道口私募证券投资基金系列指数分析 / 196

一、私募基金指数建立方法	197
二、私募基金指数的样本数量	199
三、私募基金指数和相应市场指数的对比	205
四、小结	213

第六章 中国私募基金风险因子分析 / 214

一、风险因子的构建	215
二、风险因子的描述统计	219
三、私募基金的风险因子回归	224
(一) 样本选取	224
(二) 模型建立	225
(三) 回归结果	226
四、私募基金指数的风险因子回归	229
(一) 模型建立	229
(二) 回归结果	230
(三) 稳健性检验	231
五、小结	232

附录一 股票型私募基金近五年业绩描述统计表 (按年化收益率排序):

2012 ~ 2016 年	234
---------------	-----

附录二 股票型私募基金经理近五年的选股能力 (按 α 排序):

2012 ~ 2016 年	262
---------------	-----

附录三 股票型私募基金经理近五年的择时能力 (按 γ 排序):

2012 ~ 2016 年	293
---------------	-----

参考文献	324
------	-----

后记	325
----	-----

中国私募基金行业发展概览

一、简要历程

近年来，证券投资类私募基金以追求绝对收益的投资管理理念在国内的财富管理领域异军突起，成为全面资管时代中一支不容忽视的市场投资力量。私募基金行业经历的是一个自下而上的，自发孕育、产生、发展并最终得以阳光化、合法化的历程，也是一个在资本市场制度变迁与环境的演进中寻求经济利润的过程。本章将私募基金的发展历程划分为三个阶段：地下生长阶段、阳光化成长阶段和合法化发展阶段。

第一阶段：20 世纪 90 年代初至 2004 年，私募基金的地下生长阶段。我国私募基金的兴起与资本市场的变迁和公募基金的制度缺陷直接相关。20 世纪 90 年代初，我国资本市场已初步建立，但是制度建设滞后，一级和二级市场对公司的估值差别巨大，市场间套利的风险很低。资本市场存在许多制度套利的机会和操纵股价的空间，使得证券公司的客户参与一级市场投资的愿望强烈，而当时的公募基金无法获取这部分潜在的经济利润。伴随着改革开放的逐步深入，我国出现了一批富有的拥有闲置资金的企业和个人，也迫切地需要专家理财。然而，当时我国的公募基金品种少，基金公司管理的资产规模小，各公司的投资策略大同小异，因此无法满足市场上投资理财的需求。于是，其他市场主体便创新了代客理财模式。1993 年，国家允许证券公司进入一级市场，证券公司的经营范围便从经纪业务拓展到承销业务。证券公司与一些大客户逐渐建立起相互信任的关系，而这些客户则开始把大量资金交给证券公司代理证券投资。这一部分资金大多数发展成为隐蔽的“一级市场基金”，即在一级市场上认购新股。于是，大客户与证券公司之间逐渐形成不太正规的信托资金委托关系，这是我国私募证券投资基金的雏形。

1996 ~ 2000 年，股市震荡上涨，股市的赚钱效应开始引热私募基金行业，资金不断地通过委托理财的方式流入股票市场。一些上市公司也开始将闲置资金委托

主承销商进行投资。与此同时，券商委托理财业务的示范效应，以及市场上旺盛的专家理财需求，促使投资管理公司大热。大量证券公司的精英纷纷跳槽出来，以委托理财的方式设立投资咨询公司、投资顾问公司以及投资管理公司，于是，证券市场上便产生了更接近于严格意义上的私募基金。2003 年，公募基金开始倡导价值投资理念。公募基金管理人大举建仓被业内誉为“五朵金花”的钢铁、石化、能源电力、银行、汽车五大行业，给公募基金带来了丰厚的利润。由此，价值投资理念的主流地位被正式确立。随着价值投资理念成为市场中的主流，崇尚该理念的私募机构开始崭露头角，一批私募基金开始陆续转型，逐步接受和运用价值投资理念。

从 2001 年起，私募基金阳光化的条件逐渐成熟。2001 年 4 月，全国人大常委会通过了《信托法》，自此，信托公司从事私募基金业务走向合法化，同时该法也为各类机构依托信托关系进行业务创新提供了必要的法律保障，信托型私募基金开始萌生。2003 年 8 月，云南信托成立中国龙资本市场集合资金信托计划，并由信托方自身的投研团队自主管理。这是国内首只投资于二级市场的证券类信托产品，预示着我国私募证券投资基金阳光化运作的开启。2003 年 10 月，全国人大常委会通过了《证券投资基金法》，由于存在诸多争议，私募基金仍未在该法中取得合法身份，但在该法“附则”中规定：“基金管理公司或者国务院批准的其他机构，向特定对象募集资金或者接受特定对象财产委托从事证券投资活动的具体管理办法，由国务院根据本法的原则另行规定”，这为私募基金的发展预留了空间。《证券公司客户资产管理业务试行办法》于 2004 年 2 月正式施行，券商集合理财业务开始试点，证券公司也可以逐步地开展私募基金业务。这一系列法律和政策层面的变化，意味着我国私募基金行业获得了发展的新契机。

第二阶段：2004 ~ 2013 年，私募基金的阳光化成长阶段。2004 年 2 月，深国投推出了一只证券类信托计划——“深国投·赤子之心（中国）集合资金信托”，基金经理为赵丹阳。这是国内第一只以信托方式发行，由私募机构担任投资顾问的私募基金产品。该业务模式是以信托公司作为发行方，银行充当资金保管方，而私募基金公司受聘于信托公司，负责募集资金的管理。这种方式不仅公开了私募基金管理人的身份，同时也开启了我国阳光私募基金的新纪元。阳光私募基金的创新在于通过建立以信托关系为基础的代客理财机制，将私约资金改造为资金信托。这种创新使得私募契约、信息披露和资金募集渠道规范化、公开化，也促使民间私募基金从地下走向阳光。赵丹阳在 2004 年 2 月至 2008 年 1 月所管理的“深国投·赤子之心（中国）集合资金信托计划”的业绩非常出色，在这不到四年的时间里，累计收益率高达 370%，年化收益率为 49%，最大回撤率仅为 9%，而同期标普中国 A 指的累计收益率仅为 279%。虽然早在 2008 年初，赵丹阳就宣布清盘旗下所有内地信托产品后便淡出 A 股，但这一举动却对中国私募行业产生了深远的影响，以

致后来人们将采用信托方式投资于 A 股的私募基金都称为阳光私募基金。阳光私募基金也逐渐被越来越多的投资者和基金经理所接受，现已成为私募基金中的主流。2006 年 12 月，中国银行业监督管理委员会通过了《信托公司集合资金信托计划管理办法》，该办法为阳光私募基金提供了新的法规依据，促进它更加规范地发展。

我国股市在 2007 年经历暴涨，又在 2008 年经历暴跌。这是一场百年一遇的金融海啸的洗礼，但也带动了阳光私募基金的蓬勃发展。2008 年，在单边下跌的行情中，标普中国 A 指的下降幅度为 63%，股票型公募基金的跌幅为 50%，而股票型阳光私募基金的下跌幅度却控制在 33% 以内。2009 年的股市开始恢复性上涨，标普中国 A 指的收益率为 106%，股票型公募基金的平均收益率为 66%，但是股票型阳光私募基金的平均收益率仅为 55%，整体上输于大盘指数和公募基金。尽管如此，阳光私募基金却在股市震荡下跌的 2010 年表现不俗，分别跑赢股票型公募基金和大盘指数 3 个百分点和 10 个百分点。阳光私募基金用业绩向市场证明了自己存在的价值，并开始受到广泛的关注。从此，阳光私募基金的资金管理规模走进千亿时代。

与此同时，私募基金的运作模式伴随着市场与监管环境的变化而不断创新。市场上的阳光私募产品运作的方式共有三种。第一种是“云南模式”，这种模式的产品由信托公司自身的投研团队管理，因此又被称为自主管理模式。由于信托公司同时作为受托人和管理人，一定程度上降低了信息不对称，但是也加大了受托人的道德风险。最早的产品是 2003 年云南信托成立的中国龙资本市场集合资金信托计划。第二种是“深圳模式”，这种模式的产品的特点是私募机构在其中担任投资顾问，收取投顾费用和超额部分的特定信托计划利益，而所有投资者共享收益，共担风险。这种模式的首只产品是赵丹阳的赤子之心（中国）信托计划。第三种是“上海模式”，即信托公司发行结构式信托计划。产品将投资者划分为优先受益人和劣后受益人，一般是私募机构按一定的比例投入资金作为保底资金，若发生亏损时先亏损私募机构的资金。这种模式以注册地在上海的上海国际信托和华宝信托发行的产品为代表。“深圳模式”又被称为非结构化阳光私募，而“上海模式”被称为结构化阳光私募。

2009 年 5 月，东海证券与平安信托发行国内首只 TOT 型（Trust of Trusts 的缩写，即投资对象主要为信托产品的信托）阳光私募——“平安财富—东海盛世一号集合资金信托计划”。TOT 产品模式能够有效地分散风险和配置资产，有其内在优势，但也会因双层收费而摊薄投资者的收益。但在 2009 年 7 月，为完善新股发行机制，防止大企业、大机构通过信托平台广开股东账户提高中签率的投机现象蔓延，保障中小投资者的利益，证监会叫停信托证券账户。这使得需借信托渠道发行产品的阳光私募行业陷入极大的困境，不得不开始借助 TOT 模式来应对。但只有

“深圳模式”的阳光私募，由于存在类似开放式基金的开放赎回机制，才能采用TOT模式，而没有类似机制的“上海模式”开始走向落寞。直到2012年，中国证券登记结算有限责任公司发布《关于信托产品开户与结算有关问题的通知》，信托证券账户才获得解禁。阳光私募基金随着市场的认同，逐渐成长为一支不容忽视的新兴市场力量。截至2012年底，信托型私募产品规模达到2.2亿元。

另外，私募基金的组织形式也在不断地创新。2007年6月，修订后的《合伙企业法》开始实施，首次确立“有限合伙”这一企业组织形式的合法地位，为我国发展有限合伙型私募基金带来契机。合伙制私募基金的创新形式应运而生。2010年2月，首只以有限合伙方式运作的银河普润合伙制私募基金成立。

在这段时期，私募基金对基金经理的薪酬激励制度明显比公募基金更灵活、更有吸引力。自2007年起，大量优秀的公募基金经理，包括上投摩根的吕俊和工银瑞信基金的江晖等都转投私募机构。不少基金经理认为，公募基金长期以来股权激励缺失是人才流失的主要原因。这些公募派的基金经理为阳光私募基金带来了规范的运作理念，也推动了新的《基金法》添加有关公募基金管理公司股权激励的条款。2012年5月，被称为“中国基金业第一基金经理”的王亚伟公布辞职消息，同年9月，王亚伟在深圳前海注册“深圳千合资本管理有限公司”。王亚伟在辞职前近六年半的时间里一直管理着华夏大盘精选基金，该基金在他管理期间的复权单位净值增长率高达1200%，王亚伟也因此成为国内第一位为投资者带来超过10倍收益的基金经理。虽然王亚伟否认他的离职与股权激励有关，但市场上普遍揣测他辞职的根本原因，还是与基金业股权激励制度迟迟没有进展密切相关。

这段时期的中国资本市场跌宕起伏、瞬息万变，私募基金行业可谓是大浪淘沙，能够在行业中长期坚守、取得持续优秀业绩而稳立潮头的基金经理便成为佼佼者。裘国根、蒋锦志、江辉、赵军等是私募基金行业的代表人物。

裘国根于2001年创立上海重阳投资有限公司。2009年，裘国根与其投资团队合作成立上海重阳投资管理有限公司。重阳投资采用合伙模式经营，专注于资产管理业务，坚守价值投资和理性投资，它的核心经营理念是“客户利益第一”。2014年，重阳投资改制为股份公司，注册资本为两亿元。重阳投资连续七年被评为“金牛私募基金管理公司”，资产规模近200亿元，是A股市场上规模最大的私募机构之一。

蒋锦志于2004年成立上海景林资产管理有限公司（简称“景林资产”），现已成为中国最成功的大型私募机构之一，在海内外对冲基金、A股私募基金、PE基金均有布局，管理资产总规模500亿元，其中境内资产管理规模约为350亿元，海外资产管理规模约为21亿美元。景林资产秉承“价值投资”的投资理念，以境内外上市公司的股票投资为主。2006年10月成立的“景林稳健”，年化收益率超过20%，在2008年大跌的市场中，其净值仅下跌28%（同期沪深300指数下跌

66%)，作为持续重仓的价值投资者，这一业绩难能可贵。

江辉是中国第一代明星基金经理，于2007年6月创立北京市星石投资管理有限公司。2008年，星石旗下全部的3只产品获得超过4%的正收益，而同期指数从6124点最低跌至1664点，全市场正收益产品屈指可数。星石投资专注于A股二级市场，已入选几乎所有商业银行的“私募白名单”，并且与多家银行总行、资管公司、海外机构等机构投资者展开合作。根据Wind数据库，截至2016年底，在星石投资旗下的所有基金产品中，有20只产品自成立以来的累计收益超过100%，而存续时间最长的“星石1期”自成立以来的累计收益高达223%。在2015年，星石投资的团队扩容至80余人，资产管理规模增长至200亿元左右。星石投资现已成为投研团队与管理规模在业内均处于领先地位的私募基金管理公司。

赵军于2007年与七位曾经的嘉实基金同事共同创立淡水泉（北京）投资管理有限公司（简称“淡水泉投资”），积极开展私募证券基金、海外对冲基金、机构专户基金等业务，与高净值个人客户、养老金、主权财富基金和银行资产管理等大型机构客户展开合作。淡水泉投资在北京、深圳、香港和新加坡均设有办公室，信奉基本面驱动的“逆向投资”理念。截至2016年12月底，“淡水泉成长1期”作为淡水泉投资旗下的代表产品，自2007年9月成立以来，其累计收益达369%。此外，淡水泉投资旗下的绝大部分产品自成立以来收益为正。其中，有19只产品的累计收益超过100%。淡水泉投资自成立之初便积极布局海外市场，现已成为国内少数几家同时管理国内和海外产品的基金管理公司之一。此外，淡水泉投资拥有着一支由优秀的基金经理们组成的投研队伍，他们与我国私募行业共同成长进步，逐步成为支撑和推进私募行业发展的中流砥柱。

第三阶段：2013年至今，私募基金的合法化发展阶段。随着经济结构调整和居民财富管理需求增长，非公开募集基金快速发展，规模越来越大，在市场上发挥越来越重要的作用。表1-1展示的是自2013年开始至今，我国私募基金行业在合法化进程中所颁布的重要政策。

表 1-1 私募基金行业合法化发展阶段重要政策一览		
正式施行日期	监管政策名称	发布方
2013 年 6 月	《证券投资基金法》	证监会
2014 年 5 月	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	国务院
2014 年 6 月	《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》	证监会
2014 年 8 月	《私募投资基金监督管理暂行办法》	证监会
2014 年 2 月	《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》	基金业协会

资料来源：证监会。

2013 年 6 月,《证券投资基金法》(以下简称“新基金法”)开始施行,它将非公开募集基金纳入规范,使得私募基金不必再用“阳光”二字作为其规范运作的标签。鉴于私募基金投资者范围小,社会影响面窄,运作方式灵活的特点和发展需要,新基金法对私募基金的规范侧重于建章立制,构建出与公开募集基金不同的制度框架,并且着眼于系统性风险的防范,规定私募基金的具体投资业务运作主要依靠基金合同、依靠基金参与者自主约定,以自律管理为主。新基金法针对非公开募集基金有以下几项重要的规定:(1) 构建合格投资者制度;(2) 基金的投资运作、收益分配、信息披露等方面的内容由基金合同约定,以自律管理为主;(3) 规定私募基金行业的登记备案制度;(4) 禁止公开性的宣传和推介;(5) 规定私募基金应当由基金托管人托管,合同另有约定的除外;(6) 私募机构达到规定条件的,经监管机构核准,可以从事公募基金管理业务。新基金法的修订实施是我国私募基金行业发展历程中的一个重要里程碑,不仅为私募基金确立了合法地位,也为行业发展留下足够的自由度和发展空间。

2014 年 5 月,国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(即“新国九条”),对新时期资本市场改革、开放、发展和监管等方面做出统筹规划和总体部署,这对我国资本市场长期稳健发展有深远的影响。早在 2004 年 1 月,国务院就发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(即“国九条”),将发展资本市场提升到国家战略任务的新高度,为资本市场改革与发展奠定基调并引热股市。时隔十年,我国资本市场再度迎来的顶层设计,成为新一轮牛市的重大政策红利。令人瞩目的是,新国九条明确提出要“培育私募市场”,这也是第一次在国务院文件中单列一条对私募基金进行具体部署。在证监会新闻发言人就新国九条答记者问中提道,“培育私募市场,不仅可以健全多层次资本市场体系,拓展市场服务范围,增强对新兴产业、中小微企业的服务能力,还能够有效拓宽居民投资渠道,激发民间投资活力,提高社会资金使用效率”,“在实践中,私募投资基金是重要的投资主体”。可见,国家已经把发展私募基金行业上升到了一定的战略高度。

2014 年 6 月,证监会出台《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》(以下简称《意见》),具体落实“新国九条”提出的基金行业的战略布局。《意见》提出,“鼓励基金业务创新,推进基金产品创新”,“转变监管方式,大幅精简、整合、清理审批备案报告事项,探索资产管理业务负面清单,建立适应创新发展需要的监管模式”,同时“放宽行业准入,鼓励各类符合条件的市场主体申请公募基金管理牌照,建立开放、包容、多元的资产管理行业格局”。该《意见》的出台,再度为私募基金行业的发展松绑。

2014 年 8 月,证监会出台《私募投资基金监督管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》),将证券公司、基金公司、期货公司及其子公司从事私募基金业务纳

人适用范围，初步建立起各类私募基金的全口径统一监测系统，为私募基金的发展填补了政策空白。《暂行办法》对新基金法的条款做了具体化规定：要求私募基金管理人向基金业协会申请登记，要求私募基金产品应向基金业协会申请备案，界定私募基金合格投资者标准，限制基金募集方式，要求私募基金管理人和托管人做好相关信息披露等。可以说，新基金法、新国九条及证监会的一系列新规为私募基金行业开创了前所未有的大好机遇。

国务院和证监会出台的相关法律法规，肯定了私募基金的法律地位，扫清了相关的法律障碍，但是，私募基金登记备案制度的工作和自律监管的责任落实到了基金业协会。经中央机构编制委员会办公室（以下简称“中央编办”）同意，证监会于2014年1月授权基金业协会具体负责私募基金的登记和备案工作，履行自律监管职能。根据最新的相关法律法规，我国的私募基金不设行政审批，实行登记备案制，也就是意味着基金业协会担负着重大的事中事后监管职责。因此，自2014年初开始，基金业协会的自律规范逐步出台。《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》于2014年1月发布，并于2月7日正式施行。私募基金管理人登记和基金备案制度随之建立。自此，私募基金行业正式纳入监管范围，私募基金可以直接以基金的名义开立账户，无须再借助信托、券商资管等通道。

自2015年初起，为推动私募投资基金登记备案工作，加强私募基金管理人的自律管理工作，基金业协会建立起私募失联制度和分类公示制度。自开展登记备案制度以来，私募基金行业发展迅速。然而，尽管登记的私募基金管理人数量众多，但是鱼龙混杂、良莠不齐，甚至出现非法集资等违法违规活动。于是，由基金业协会构建的一套“7+2”自律管理规则体系（即7个自律管理办法和2个行为指引）在2015年底出台，其中包括募集办法、登记备案办法、信息披露办法、从事投顾业务办法、托管业务办法、外包服务管理办法、从业资格管理办法等七个管理办法，以及内部控制指引和基金合同指引等两个指引。该自律管理体系从备案登记、信息披露、募集行为等诸多维度规范私募行业发展，强化事中事后监管。由此可见，我国监管机构对于私募行业的监管规则越来越健全，监管条款也越来越细化。

2016年被称为私募基金行业发展史上监管最严格的一年。截至2016年底，基金业协会出台了四个管理办法和两个指引，同时围绕相关办法和指引，基金业协会连续出台12个《私募基金登记备案相关解答》以对具体事务进行补充解释。我国私募基金行业的自律管理体系逐步完善，引导着私募基金行业更加健康成熟地发展。

二、私募基金与公募基金的主要区别

投资基金是资产管理的主要方式之一，它是一种组合投资，是投资者利益共

享、风险共担的集合投资方式。它通过向投资者发行受益凭证（基金份额），将社会上的资金集中起来，交由专业的管理机构投资于各种资产，实现保值增值。按照投资对象的不同，投资基金可以分为证券投资基金、股权投资基金、风险投资基金等。证券投资基金是投资基金中最主要的类别，指将募集的资金进行证券投资的基金，所投资的有价证券主要是在证券交易所或银行间市场上公开交易的证券，包括股票、债券、货币、金融衍生工具等。按照资金募集方式的不同，证券投资基金又可分为私募证券投资基金（以下简称“私募基金”）和公募证券投资基金（以下简称“公募基金”）。私募基金是通过向少数特定投资者以非公开方式进行资金募集的基金，对投资者的风险承受能力有一定的要求，而公募基金是通过向不特定投资者公开发行业受益凭证进行资金募集的基金，公募基金和私募基金都是伴随着我国资本市场和国民财富的增长而产生和壮大起来的，在发展过程中呈现出彼此交织、影响和互补的态势，但两者也因资金募集方式的差异而存在一些明显的区别。本书主要研究私募基金，因此我们重点关注私募基金和公募基金的区别，通过比较分析来深入了解私募基金的内涵和性质，从而帮助有不同需求的投资者做出更好的选择。两者的区别主要有以下几点。

1. 投资者来源不同

私募基金施行的是合格投资者制度，其募集对象严格限定在符合特殊条件的合格投资者范围内。证监会于2014年6月通过的《私募投资基金监督管理暂行办法》规定：私募基金的合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只私募基金的金额不低于100万元且符合下列相关标准的单位和个人：（1）净资产不低于1000万元的单位；（2）金融资产不低于300万元或者最近三年个人年均收入不低于50万元的个人。属于合格投资者的机构包括：（1）社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金；（2）依法设立并在中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）备案的投资计划；（3）投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员；（4）中国证监会规定的其他投资者。而公募基金的募集对象是广大社会公众，即社会不特定的投资者，包括个人投资者和机构投资者。

值得一提的是，保险资金、养老保险基金和社保基金等规模庞大，作为更可能对证券市场起到稳定作用的机构投资者，对公募基金和私募基金投资有关的政策规定的制定有所不同。2014年4月，保监会在《保险资金运用管理暂行办法》中将“证券投资基金”纳入到保险资金的投资范围，这表明证券类的公募基金和私募基金均可成为保险资金的投资对象。2015年8月，在由国务院印发的《基本养老保险基金投资管理办法》中规定，养老保险基金可投资于“境内上市流通的证券投资基金”，这表明只有在证券交易所上市的公募基金产品才符合被投资的基本条