



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

Report of Hedge Funds in >>>
China 2018

2018年中国私募基金 研究报告

曹泉伟 陈卓 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

2018年中国私募基金 研究报告

曹泉伟 陈卓 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

2018 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, 2018. 6

ISBN 978-7-5141-9392-3

I. ①2… II. ①曹… III. ①投资基金-研究报告-
中国-2018 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 108271 号

责任编辑: 齐伟娜 初少磊 赵 蕾
责任校对: 郑淑艳
责任印制: 李 鹏

2018 年中国私募基金研究报告

曹泉伟 陈 卓/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

总编辑部电话: 010-88191217 发行部电话: 010-88191540

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: <http://jjkxcbs.tmall.com>

北京季蜂印刷有限公司印装

787×1092 16 开 16.25 印张 300000 字

2018 年 6 月第 1 版 2018 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-9392-3 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

课题组成员

课题组组长:曹泉伟

课题副组长:陈 卓

课题组成员:(按姓氏笔画为序)

门 垚 石 界 杜 琳

姜白杨 黄叶金

前言

2017年,我国金融市场经历重大整改。随着全国金融工作会议、党的十九大、中央经济工作会议的相继召开,纷纷传递出防范系统性风险、服务实体经济、深化金融改革的信号,并将“防范化解重大风险”列入今后三年中国经济的三大攻坚战之首。11月,经党中央和国务院批准的国务院金融稳定发展委员会正式成立,旨在强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责,促进金融行业回归本源,确保国家金融与经济和谐稳定发展。资产管理行业作为金融产业中的重要一环,近年来规模迅速增长,行业乱象频发,为避免各类乱象引发的风险点的扩散,央行联合“三会一局”共同发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》,加大对整个行业的整治力度。

私募基金作为大资产管理行业中的一员,只向特定的个人投资者和机构投资者募集资金、投资策略灵活、监管约束少且追求绝对收益的特性使其别具魅力。在我国资本市场,私募基金应市场投资理财的需求自发萌生,而由于对应时期监管政策的空白,使其经历了地下生成、不被市场所接受的阶段。2004年以后,行业内部借由信托渠道发行产品的创新,再到监管部门发布政策性文件的指导,私募基金迎来了阳光化发展的道路。然而,在法律层面,其地位却迟迟没有得到认可。2013年新基金法施行,私募基金终于取得一席之地,直至现在在中国证券监督管理委员会和中国证券投资基金业协会等部门的协同努力下逐步建立起一个相对完善的行业自律监管体系,并由国务院以行政法规的形式颁布相关管理条例,一路走来艰辛而曲折。

随着我国经济结构的调整和居民财富水平的不断提高,市场上对资产管理的需求越发旺盛。在此背景下,私募基金行业获得了更多的内在推动力,逐渐成为机构及高净值个人选择的投资产品之一。近几年,随着私募基金的品种不断完善,规模不断扩大,私募基金逐渐成长为我国资产管理市场中一股不可忽视的力量。据万得数据统计显示,截至2017年12月底,我国累计成立私募基金52900只,继续运营的基金为42947只。而在基金管理人层面,已经完成基金业协会登记的证券私募基金管理人达到8467家,管理的资产规模超过2万亿元,发展成果斐然。中国私募基金行业作为资产管理业务中一个新兴的专业化群体,此时对其进行深入研究的现实意义不言而喻。

在此背景下,本书对中国私募基金行业进行了细致研究。在本书第一章至第四章,我们立足于私募行业现今的发展阶段,结合市场行情及动态,全面剖析了私募基金行业发展现状。同时,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。随着我国私募基金数量的大幅度增长,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,而影响基金经理业绩的因素主要可以分为选股能力和择时能力。因此,我们对私募基金经理的选股和择时能力展开研究,并就所选取的时间区间是否会影响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,以及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进行了分析。除此之外,投资者在选择一只基金时往往会关注其过往的业绩,甚至盲目参照各机构所公布的排名选取基金。但基金的业绩是否具有持续性?就此问题,我们分别使用基金收益率的 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进行检验。

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,这些指数反映了投资于股票、债券和期货等资产的私募基金的整体收益与风险情况,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。

在第六章,我们构建了私募基金风险因子,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地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、私募基金与公募基金的对比	1
二、简要历程	3
三、私募基金行业的新动向	8
(一) 境外资管巨头进军私募基金	8
(二) 私募新规接连落地, 监管全面依法从严	11
(三) 证券类私募规模缩水	14
四、私募基金行业发展现状	15
(一) 基金数量	15
(二) 基金实际发行规模	18
(三) 基金发行地点	19
(四) 基金投资策略	20
(五) 结构化与非结构化基金	21
(六) 基金费率	22
五、小结	24

第二章 私募基金能否战胜公募基金和大盘指数 / 25

一、收益率的比较	25
(一) 四类股票型私募基金与大盘指数的比较	27
(二) 年度收益率的比较	33
(三) 基金超过大盘指数收益率的比例	35
(四) 累计收益率的比较	36
二、风险调整后收益指标的比较	37
(一) 基于夏普比率的分析	39

(二) 基于索丁诺比率的分析	48
(三) 收益—最大回撤比率	57
三、四个收益指标的相关性分析	66
四、小结	69
第三章 私募基金经理是否具有真正的投资才能 / 71	
一、选股能力分析	72
二、择时能力分析	79
三、稳健性检验	84
四、自助法检验	99
五、小结	105
第四章 私募基金的业绩可持续吗 / 106	
一、收益率持续性的绩效二分法检验	107
二、收益率持续性的 Spearman 相关性检验	111
三、收益率持续性的描述统计检验	114
四、夏普比率持续性的描述统计检验	121
五、小结	126
第五章 道口私募证券投资基金指数 / 128	
一、道口私募基金指数编制方法	129
(一) 样本空间	129
(二) 指数类别	129
(三) 样本选入	129
(四) 样本退出	129
(五) 道口私募指数计算准则	130
二、道口私募基金指数覆盖的基金数量	131
三、道口私募基金指数与市场指数的对比	137
四、小结	144
第六章 中国私募基金的业绩归因分析 / 145	
一、风险因子的构建	146
二、风险因子的描述统计	150

三、私募基金的风险因子归因	155
(一) 样本选取	155
(二) 归因分析模型	156
(三) 归因分析结果	157
四、私募基金指数的风险因子回归	160
(一) 指数风险归因模型	160
(二) 风险归因结果	160
(三) 稳健性检验	161
五、小结	163
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):	
2013~2017 年	164
附录二 股票型私募基金的选股能力 (按年化 α 排序):	
2013~2017 年	175
附录三 股票型私募基金的择时能力 (按 $t(\gamma)$ 排序):	
2013~2017 年	186
附录四 收益率在排序期位于前 5% 的基金在检验期的排名 (排序期为一年):	
2008~2017 年	197
附录五 收益率在排序期位于前 5% 的基金在检验期的排名 (排序期为三年):	
2008~2017 年	210
附录六 收益率在排序期和检验期分别位于前 5% 的基金排名 (排序期为一年):	
2007~2017 年	214
附录七 收益率在排序期和检验期分别位于前 5% 的基金排名 (排序期为三年):	
2007~2017 年	228
附录八 夏普比率在排序期位于前 5% 的基金在检验期的排名 (排序期为一年):	
2008~2017 年	232
附录九 夏普比率在排序期位于前 5% 的基金在检验期的排名 (排序期为三年):	
2008~2017 年	245
参考文献	249
后记	250

中国私募基金行业发展概览

私募证券投资基金是指向特定投资人（少数机构投资者和富有的个人投资者）以非公开方式募集资金而设立的基金，是相对于由我国政府主管部门监管的向不特定投资人公开发行受益凭证的证券投资基金而言的，它的销售和赎回都是基金管理人通过私下与投资者协商进行的。本章我们将通过与公募基金的对比来明确私募基金的特点与优势，回顾私募基金多年来自下而上孕育发展以及逐渐得以阳光化、合法化的过程，关注行业内最新的发展动态，最后通过直观的数据来解析私募基金行业的发展现状，使读者对私募基金行业有一个大致清晰的了解。

一、私募基金与公募基金的对比

投资基金是资产管理的主要方式之一，它是一种组合投资，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”）。私募基金和公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与壮大起来的，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要求，而公募基金是通过向不特定投资者公开发行受益凭证进行资金募集的基金，两者因资金募集方式的差异而存在一些明显的区别。

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担能力，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 1 000 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。

监管程度不同。私募基金是向特定投资者募集资金，投资者范围小，社会影响面窄，运作方式灵活，交易策略保密性高。因此，私募基金受到的监管约束较少，投资运作等方面主要依照基金合同，以自律管理为主，信息披露的要求也相对较低。我国私募基金施行的是在基金业协会完成的登记备案制度。基金业协会对私募基金管理人和私募基金产品不做实质性的事前审查。而公募基金通过公开发售的方式募集资金，基金份额持有人的人数下限是 200 人，涉及众多的投资者，社会影响面广，因此监管部门在基金的募集，基金份额的申购、赎回和交易，基金的投资方向与比例，基金收益的分配次数、比例及方式，基金信息的披露内容及时间等各方面都进行了严格的规范和监管。我国公募基金管理公司的设立门槛较高，需经过证监会的批准。公募基金产品的注册审核过程严格，也需要获得证监会批准才能发行。

收费标准不同。私募基金的收费方式为固定管理费加收益提成，一般称为“2-20”收费模式。这是国际通行的收费模式。在这种收费模式下，2%的固定管理费与私募基金的业绩无关，而 20%的业绩报酬是在满足一定条件后提取。当私募基金产生盈利而且达到合同条款的要求时，私募基金管理人才提取盈利的 20%作为回报，而这 20%的业绩报酬一般称为“浮动管理费”。相较而言，公募基金只按照固定比例收取管理费，没有业绩提成，不同类别的公募基金收取的管理费率不同。根据 Wind 数据统计显示，截至 2017 年底，我国股票型、债券型、混合型和货币市场基金的平均管理费分别为 0.98%、0.54%、1.13%和 0.27%。

投资策略的灵活性不同。单只私募基金的规模通常在几千万元至 1 亿元之间，投资方向、比例和策略依照协议约定由基金管理人灵活控制，私募基金的仓位可在 0~100%间自主调整。按照新基金法规定，公募基金募集的资金额度的下限为 2 亿元人民币，相对于私募基金来说，公募基金的资产管理规模较大。2014 年 7 月证监会修改的《公开募集证券投资基金运作管理办法》对公募基金投资方向和比例的规定也相当严格。例如，将股票型基金的持仓下限从原来的 60%调整到 80%，并规定：“同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，不得超过该

证券的10%”等。

流动性不同。私募基金按照合同约定，在每月或每季度的固定开放日进行申购和赎回，赎回的资金通常在5~10个工作日到账。有的私募基金会有几个月到几年的封闭运作期，在此期间不能赎回，否则需要缴纳较高的费用。据Wind数据统计显示，在有封闭期的私募基金中，封闭运作期通常为1个月到5年半之间，赎回费用在0.05%~2.00%之间。公募基金按照运作方式的不同分为封闭式基金和开放式基金，而对流动性的讨论主要是对于开放式公募基金来说的。开放式公募基金没有发行规模的限制，投资者在每个交易日都可进行申购和赎回的操作，赎回的资金通常为T+3个工作日到账。市场上一些货币市场基金甚至可以做到赎回资金T+0到账，即当天到账。

基金管理人的追求不同。私募基金管理人更加关注基金的绝对收益和超额收益。私募基金追求绝对收益，意味着无论证券市场上涨或是下跌，追求基金的收益率一定为正。而公募基金管理人关注基金业绩在同类基金中的排名，追求相对于某一基准的相对业绩。以华夏大盘精选基金为例，这只基金的业绩比较基准为“富时中国A200指数×80%+富时中国国债指数×20%”。该只基金的管理人会在基金的年报、半年报和季度报告中，披露基金份额净值增长率及其与同期业绩比较基准收益率的比较，由此向投资者揭示基金过去一段时间的业绩表现。

二、简要历程

近年来，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投资力量。回顾其发展历程可以发现，我国私募基金行业是在市场中自发孕育产生的，并凭借其在资产管理领域中的独特优势顽强生长，逐渐步入正轨。发展过程大致可以分为以下三个阶段。

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。我国私募基金行业是在市场需求刺激下自发形成的产物，它的兴起与资本市场的变迁和公募基金的制度局限性密切相关。20世纪90年代初，我国资本市场已初步建立，出现了一批富有的个人和拥有大量闲置资金的企业，迫切需要专家理财。然而当时我国的公募基金尚不完善，基金品种少，资产管理规模小，各公司的投资策略大同小异，因此无法满足市场上多元化的投资理财的需求和个性化的高端理财服务。与此同时制度建设相对滞后，资本市场上存在许多制度套利的机会和操纵股价的空间。当时由于一级市场和二级市场对公司的估值相差很大，而且在两个市场套利的风险很小，投资人参与一级市场投资的愿望强烈，但公募基金无法满足这一市场需求，因此私募基金应运而生。1993年，国家允许证券公司进入一级市场，证券公司的

经营范围从经纪业务拓展到承销业务。证券公司定向拉拢一些大客户并与之逐渐建立起信任关系，这些客户将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，这就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。大量的证券公司精英纷纷跳槽出来，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。于是，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。与此同时，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。于是，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，该信托计划由信托方自身的投研团队自主管理，是我国私募基金的先行者。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。这是国内第一个采取信托方式发行，由私募机构担任投资顾问的私募基金产品。在该产品模式下，信托公司作为发行方，银行充当资金保管方，私募基金公司作为投顾，受聘于信托公司负责募集资金的管理。这种方式公开了私募基金管理人的身份，也正是这种方式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。赵丹阳管理的“赤子之心（中国）信托计划”业绩非常出色，自2004年2月至2008年1月不到4年的时间里，累计收益率达到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%。尽管赵丹阳在2008年1月宣布清盘旗下所有内地信托产品，但是整个事件对中国私募基金行业有着影响深远，以至于后来采用信托方式投资A股的私募基金都被称为阳光私募基金。阳光私募基金也逐渐被越来越多的投资人和基金经理接受，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》，对信托型阳光私募做了进一步的规范。

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，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。

2009年5月，东海证券与平安信托发行国内首只TOT型（Trust of Trusts，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产品模式能够有效分散风险和配置资产，有其内在优势，但也会因双层收费摊薄投资者收益。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。随着市场的认同，阳光私募基金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。

相较而言，私募基金对基金经理的薪酬激励制度比公募基金更加灵活，也更具吸引力。自2007年起，大量优秀的公募基金经理，包括上投摩根的吕俊、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》添加公募基金管理公司股权激励条款。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6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公募基金行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逐渐成为业内的佼佼者。裘国根、蒋锦志、江晖、赵军等人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2亿元。重阳投资连续7年被评为“金牛私募基金管理公司”，管理规模超200亿元。

蒋锦志于2004年创立的上海景林资产管理有限公司是中国最成功的大型私募机构之一，在海外对冲基金、A股私募基金、PE基金均有布局。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。景林资产管理的规模接近500亿元人民币。

江晖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，已经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。

赵军于2007年与7位曾经的嘉实基金同事一起创立淡水泉（北京）投资管理有限公司，同时开展私募证券基金、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。淡水泉在北京、深圳、香港和新加坡同时设有办公室，信奉基本面驱动的逆向投资理

念，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管理公司之一。这些优秀的基金经理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，非公开募集基金发展加速，在市场上发挥着越来越重要的作用。为促进私募基金行业健康稳定发展，相关法律、规范陆续出台，表 1-1 展示了我国私募基金行业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	发布方
2013 年 6 月	《证券投资基金法》	证监会
2014 年 1 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
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
2017 年 8 月	《私募投资基金管理暂行条例》（征求意见稿）	国务院

资料来源：证监会、基金业协会、国务院。

2013 年 6 月，《证券投资基金法》（以下简称“新基金法”）开始施行，将非公开募集基金纳入规范，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。针对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和基金参与者自主约定，以自律管理为主。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》（以下简称“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与总体部署，这对我国资本市场长期稳健的发展有深远影响。“新国九条”专门单列一条，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。可见，国家把发展私募基金行业上升到一定的战略高度。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》，落实“新国九条”提出的基金行业的战略布局，继续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》，对新基金法的条款做了具体规定，并且将证券公司、基金公司、期货公司及其子公司从事私募基金业务纳入适用范围，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。这一系列新规都为私募基金行业的发展创造了前所未有的大好机遇。

2014 年 1 月，证监会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。同年 2 月，基金业协会发布《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》正式施行，私募基金管理人登记和基金备案制度随之建立。自施行登记备案制度后，私募基金行业发展迅速，登记的私募基金管理人达到相当大的规模，但同时也逐渐暴露出基金管理人鱼龙混杂、良莠不齐的问题，甚至出现非法集资等违法违规活动。由此，基金业协会开始着手建立“7+2”自律规则体系，并自 2015 年起逐渐面世。该自律规则体系从备案登记、信息披露、募集行为等诸多维度规范私募行为，强化事中、事后监管，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、从业资格管理办法七个管理办法，以及内部控制指引和基金合同指引。

2016 年，监管层出台了一系列的法律法规规范私募基金行业，包括《私募投资基金管理人内部控制指引》《私募基金管理人登记法律意见书指引》《私募投资基金信息披露管理办法》《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项公告》（以下简称《公告》）《私募投资基金募集行为管理办法》《私募投资基金合同指引》等多个针对私募监管的重磅文件。其中，《公告》对市场的影响最大，直接导致不符合相关要求的私募基金管理人的资格不保，在基金业协会被注销登记，从而掀起了业内轰轰烈烈的“保壳大战”。《公告》的主要内容包括：取消私募基金管理人登记证明，强调私募备案不具有增信作用；加强信息报送，要求私募基金管理人依法及时备案，及时履行信息报送义务，按时提交经审计的年度财务报告；细化提交法律意见书的相关要求；加强私募基金管理人高管人员从业资格和风控管理。2017 年，整个金融行业的监管力度进一步加强，“依法全面从严”的背景下，私募基金行业各项新规接连落地，内容涉及私募机构设置、私募业务管理、私募基金登记备案以及税务等方面，国务院更是从行政法规层面发布《私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）》。随着私募基金行业的自律管理体系逐步完善，行业的规范化发展得到了进一步深化。

三、私募基金行业的新动向

（一）境外资管巨头进军私募基金

目前，我国正处于经济转型和产业升级的调整时期，新技术、新业态、新经济快速增长，市场中蕴藏着巨大的投资潜力。此外，贝恩发布的《2017 中国私人财