

中国

德邦证券有限责任公司
上海证券报社

阳光私募
年度报告

ANNUAL

REPORT

OF HEDGE FUND

IN CHINA

2013

中国

德邦证券有限责任公司
上海证券报社

阳光私募
年度报告

ANNUAL *2013*
REPORT
OF HEDGE FUND
IN CHINA

图书在版编目(CIP)数据

中国阳光私募年度报告. 2013/德邦证券有限责任公司, 上海证券报社编著. —南京: 江苏人民出版社, 2013. 5

ISBN 978-7-214-09304-2

I. ①中… II. ①德…②上… III. ①基金—投资—研究报告—中国—2013 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 096883 号

书 名 中国阳光私募年度报告 2013

编 著 者 德邦证券有限责任公司 上海证券报社

责 任 编 辑 朱晓莹

装 帧 设 计 刘葶葶

出 版 发 行 凤凰出版传媒股份有限公司
江苏人民出版社

出版社地址 南京市湖南路 1 号 A 楼, 邮编: 210009

出版社网址 <http://www.jspph.com>

<http://jspph.taobao.com>

经 销 凤凰出版传媒股份有限公司

照 排 江苏凤凰制版有限公司

印 刷 江苏凤凰通达印刷有限公司

开 本 718 毫米×1 000 毫米 1/16

印 张 16.75 插页 2

字 数 250 千字

版 次 2013 年 5 月第 1 版 2013 年 5 月第 1 次印刷

标 准 书 号 ISBN 978-7-214-09304-2

定 价 68.00 元

(江苏人民出版社图书凡印装错误可向承印厂调换)

编 委 会

顾 问 (按姓氏笔画排序)

马蔚华

招商银行股份有限公司行长

关 文

上海证券报社社长

吴晓灵

全国人大财政经济委员会副主任委员

中国人民银行原副行长

陈 龙

长江商学院副院长、金融学教授

周正庆

中国证券监督管理委员会前主席

洪银兴

经济学教授、博士生导师

南京大学党委书记

郭广昌

复星高科技(集团)有限公司董事长

章国政

德邦证券有限责任公司董事长

斯 诺 (John William Snow)

Cerberus 资本管理公司董事长

美国前财政部长

主 任 姚文平

副 主 任 成 磊

编著人员 罗 芳 顾 文 刘鹿鸣 陈 剑

范雯娟 施 展

序 一

“十二五”开局以来,中国的经济增长依然保持强劲的发展趋势,然而,加快转变经济发展方式为主线的要求已越来越迫切。中国经济已经上了一个重要的转折点。作为现代经济重要的纽带,资本市场与实体产业相辅相成,对于改善生产要素的配置方式、提高生产要素的配置效率,都肩负着重要的历史使命。

已经走过二十年的中国资本市场,在经历了股权分置改革、创业板开板、股指期货开市、融资融券开通等一系列变革之后,对资源的配置能力和效率也明显提高,这对中国经济的发展至关重要。纵观发达国家的发展历史,无论是19世纪末期的重工业化进程,还是20世纪末期的高科技产业崛起,经济结构重大调整背后的无形推手都是资本市场。未来我国经济发展的核心也是调整经济结构,其本质是对存量资源的重新配置和增量资源的探索发现,最终实现可持续发展。在市场经济环境下,如果没有成熟的资本市场推动,对经济结构的全面调整是不可思议和难以进行的。

在海外,私募基金作为资本市场中重要的参与主体,为西方发达国家的发展创造了重要的价值。在中国,私募基金虽然处于初级发展阶段,但它却已经用特殊的方式为资本市场的深化和拓展贡献着力量。

私募基金对资本市场深化拓展的贡献是多个方面的。首先,它不仅进一步完善了中国投资者结构,也给市场带来了一些更先进的投资风格和理念。如果说公募基金让中国投资业进入了批量生产的时代,那么私募基金将带动中国投资业步入个人定制时代。追求业绩增长的方式不论是时间、空间、策略都得到了极大的丰富。私募基金是资产管理行业中活跃、高效的参与主体。随着资本市场和金融产品的多元化发展,私募基金积极创新、灵活多样的投资策略将“催化”中国投资者的智慧,增强资本市场价值发现的能力,同时也无形中提高了资本市场的有效性——这是提高资源配置效率的重要指标。其次,如果说公募基金已经唤醒了中国民众的投资意识,那么私募基金在资本市场中的重要责任之一将是为我国资本市场培养成熟的中

产阶级。我相信,在中国私募基金快速发展数年后,中国的投资者在资本市场中资产配置的能力将得到明显提高,抵御风险能力也会得到有效的改善。

特别是在资本市场逐步开放以后,作为民间代表的私募基金对我们参与全球资本博弈起着重要的作用。私募基金不仅具有多元、灵活的投资策略,还能够带动必要的资金规模参与国际竞争,类似国企与民企的定位,将为我国资本市场全球化的道路作出重大贡献。

从银行业的角度来说,金融系统不断地丰富和多元化,国内银行赖以生存发展的制度、基础和环境正在发生深刻和重大的变革,金融业的核心已经开始由原来单一的银行体系转化为银行和资本市场并举的格局,“金融脱媒”日渐深化。特别是在过去的十年,包括债券市场、股票市场和期货市场等在内的资本市场已成为资源配置、财富管理和风险管理的重要领域,金融资产已经从单一的银行储蓄转移到证券、基金和房地产等多元化资产组合中。

以财富管理为特色的银行最具生命力。财富管理银行的服务准则是为客户创造价值,保证客户财富的安全,提供优质的服务和为客户的财富保值增值是财富管理银行的责任。减少存款持有量,多做流量,应成为财富管理银行的经营新思路。物理网点,加上电子银行,再加上客户经理,应该成为新的经营模式。产品创新、多种组合、财富管理池的建立将成为财富管理银行的主要竞争工具。在金融机构之间的业务分工进一步细致和专业化,以及国内金融分业经营状况下,银行业需要通过和其他金融机构建立密切的合作关系,共同开发市场、管理个人金融资产、开展个人金融产品的交叉销售、服务客户、分享利益,这样才能有效地把国际国内最好的、各种形式的金融机构的专业服务组合起来,提供给客户全方位、一站式、多元化和个性化的优质金融服务以及全面的金融解决方案。

再次为《中国阳光私募年度报告》为序,延续前三本报告的严谨文风,本书详尽、全面地描述了2012年我国阳光私募行业的发展历程,并对阳光私募公司、产品、渠道、业绩等作了专业、客观的分析和评价,相信本书的持续出版会受到财富管理专业人士以及高端客户等的欢迎。

招商银行股份有限公司行长

序 二

作为一名金融学教授，我常常问这样一个问题：“你知道中国股票市场过去 20 年的平均回报率是多少吗？”被提问的对象不但有普通股民，还包括很多在资本市场摸爬滚打多年的机构投资者。令人沮丧的是，几乎所有的投资者都不知道答案。

中国的股市是疯狂的。过去 150 年中，美国标普指数只有一次年度回报率（包括股息分红）超过 50%。中国 A 股股市在短短的 20 多年中，已经有 4 年回报率超过 100%。不幸的是，A 股可以高高涨起，也会重重跌落。投资者仿佛在坐过山车，大起大落，不知道股市的平均水平也就不奇怪了。

如何在这样一个疯狂的市场里面投资？在大家已经非常熟悉的政策市、消息市的标签背后，中国 A 股市场最重要的规律是什么？显然，对资本市场规律的总结，对金融产品的了解，是理性投资和长期获利的基础。

伴随着前 30 年中国经济的高速增长，中国百姓的财富也快速积累，一方面是因为中国经济总量的增加，更为重要的是中国金融的深化和中国经济的货币化、资本化的过程。在当下各国金融市场动荡不安的特殊时期，如何展开投资，找到财富管理的“沃土”，达到长期保值增值与灵活理财的有效结合，已成为当下人们选择金融理财产品或机构的核心诉求。

近年来，中国的财富管理市场出现了良好的发展势头。目前中国财富市场总值已达到 6.5 万亿美元，位居全球第三，并以 25% 的年均复合增长率快速增长。多元化的财富管理领域开始加速增长，私募基金、券商理财、高端私人银行等资产管理机构开始与基金公司、信托公司和保险公司分庭抗礼，共同参与不同层次、风格和需求的客户服务。财富管理机构专业化水平在不断提高，由以往的粗放式的资产配置模式开始向精细化和多元化的配置模式转变，并在一定程度上开始细分客户和寻找市场定位，投资产品也更加丰富。此外，金融创新也正如火如荼地展开，如融资融券、股指期货、创业板的推出，衍生品市场、黄金市场、大宗商品市场的发展也为财富管理领域带来了新的活力。

对于投资者来说,对冲基金是一项重要的资产配置产品。中国对冲基金有着传统共同基金不具备的优势。对冲基金是利用市场对资产的无效定价来获得超额收益,这样的获利模式与传统的股票投资获利主要来源于公司成长所带来的股东价值增长的获利模式有着本质的不同。在我国这类新兴市场,公司基本面与股价相关度低于发达市场,而且股价波动性巨大,着眼于股东价值长期增长的传统投资模式可能会在新兴市场中遭到很大损失,而着眼于发现市场无效性的对冲基金则反而有可能在新兴市场中如鱼得水。因此,对冲基金在我国的发展空间是巨大的。

从客户群体的积累方面来看,中国高净值人群的快速增长是中国对冲基金得以发展的土壤。高端投资者的需求,是在承担有限风险的情况下获取最大的收益,这也就是为什么对冲基金的客户主要是机构与高净值人群。另外,中国高净值人群的投资风格一般都较为保守,偏好能够具有一定对冲手段的产品,与传统的基金相比,高风险的股票未在市场上完全暴露头寸,让投资人较为安心。

对冲基金一直处于变化之中,其自身一直在发展并努力绘制其在证券市场中的美好蓝图。对冲基金就像蜜蜂一样,不断寻找能够带来利润、战胜同行的新市场和策略,避开拥挤、获取变化的红利,则成了专业对冲基金管理人的必修课。而对于投资者而言,伴随这些变化,是机会还是挑战,只能把握在自己的专业眼光之中。或许,专业TOT(FOF)的机构投资人存在,将为众多投资者提供一条捷径。从这个意义上来说,对中国阳光私募市场表现与规律的总结具有重要意义。

陈弘

长江商学院副院长、金融学教授

目 录

第一篇 严冬不肃杀,何以见阳春

第一章	2012 年宏观经济形势及金融市场概述	002
一、	宏观经济形势综述	002
二、	金融市场发展概论	004
第二章	阳光私募基金发展状况	006
一、	2012 年阳光私募发行情况	007
二、	2012 年清盘产品统计	012
第三章	丢失的阿尔法圣杯——2012 阳光私募业绩综述	014
一、	凄风苦雨,难挽狂澜——2012 收官之战	015
二、	弱市里的一把火,谁在脱颖而出?	018
三、	中国私募基金守望者	023
四、	业绩持续性再探讨	025
第四章	下行风险可控,私募基金谨慎前行	028
一、	下行风险控制	029
二、	风险调整后收益分析	033
第五章	江湖不好混,发生在 2012 的恩怨情仇	040
一、	监管缺失,内幕交易引无数英雄竞折腰	040
二、	2012“过山车”行情,私募基金面临优胜劣汰	042
三、	监守自盗,净值造假欺民为哪般	043
四、	合久必分,分家潮来袭	045

第二篇 绝处逢生下多策略发展成为新宠

第六章	2012 年国内外对冲基金整体表现	048
一、	2012 年全球资本市场回望	048
二、	2012 年我国对冲基金整体表现	052
第七章	中国对冲基金各大策略分类表现	054
一、	股票对冲策略	054
二、	全球宏观策略	058
三、	套利策略	063
四、	CTA 策略	077
五、	事件驱动策略	083

第三篇 阳光私募产品创新:特点、趋势与监管

第八章	阳光私募产品创新的特点及趋势	088
一、	基金产品设计与创新的逻辑	088
二、	阳光私募产品创新的特征与案例	091
三、	阳光私募产品创新的趋势	112
第九章	产品创新的监管环境及其变化	113
一、	私募基金纳入《基金法》监管范畴	114
二、	证券或基金公司可能成为私募未来的发行平台	116
三、	符合要求的私募基金投资顾问可以发行公募基金	119

第四篇 海外对冲基金轶事

第十章	困境债券的伯乐——大卫·泰珀	127
第十一章	2012 年最赚钱对冲基金	132
第十二章	不为富人理财的对冲基金	134
第十三章	既不从商学院雇佣职员,也不从华尔街雇佣职员的文艺复兴科技公司	137

附录

2012 年中国阳光私募行业大事记	141
2012 年阳光私募综合评价体系(PRT)评级表	144
阳光私募基金全称与简称对照表	186
阳光私募投资顾问公司全称与简称对照表	243
2012 中国财富管理高峰论坛暨第三届私募基金“金阳光奖”颁奖典礼	252
后记	258
特别鸣谢	260

有人说,2012 世界末日,注定不寻常。

有人说,2012 最大的心愿,就是健康平安。

对于已经习惯了末日痛苦的中国股民来说,他们已经说不清自己度过了多少个 2012。

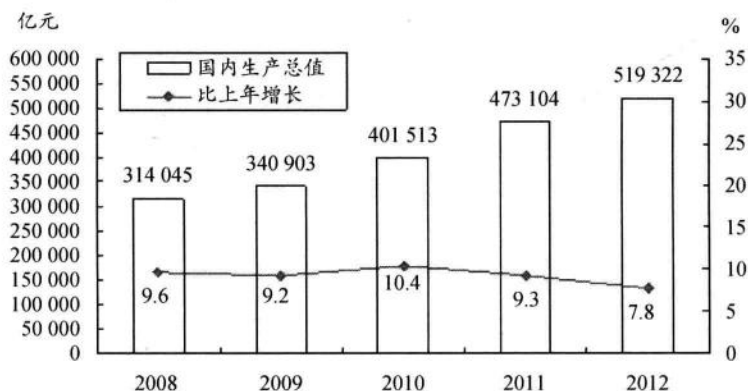
2012 年的中国私募人,在这个行业发展进入第 8 个年头的时候,艰苦求生,创新求变,在困顿中寻找新的投资亮点,在萧瑟中探索新的前进方向。2012 年二级市场先抑后扬,阳光私募行业绝地逢生,全年共新发产品 784 只,行业总规模同比增长超过 40%。2012 年超过半数有业绩公布且运作满一年的阳光私募基金获得了绝对收益,更有私募产品获得了 50% 以上的高回报,让我们在市场的严冬中看到了温暖的阳春。

第一章

2012 年宏观经济形势及金融市场概述

一、宏观经济形势综述

2012 年,我国金融市场继续保持平稳运行。金融市场继续快速发展,在实施国家宏观经济政策、优化资源配置、加大金融支持实体经济力度等方面发挥了重要作用。2012 年,债券发行总量稳步扩大;银行间市场交易活跃,货币市场利率下降;银行间市场债券指数上行,收益率曲线整体平坦化上移;机构投资者稳步增长,类型更加多元化;股票市场指数总体上行,市场交易量有所萎缩。



数据来源: 中华人民共和国国家统计局

图 1-1 2008—2012 年国内生产总值及其增长

据发改委统计,2012 年,中国国内生产总值达到 51.9 万亿元,增长了 7.8%,各季度呈现“L”型,分别为 8.1%、8.2%、7.9%、7.6%。通胀压力得到缓解,2012 年 CPI 比上年涨 2.6%,比 2011 年回落了 2.8 个百分点,低于目标 1.4 个百分点。上半年处于低位徘徊,下半年小幅回升。但受到海外宽松政策影响,通胀压力依然存在。

消费方面,国内 GDP 下行压力和物价上涨压力并存,2012 年社会消费品零售总额 207 167 亿元,比上年名义增长 14.3%(扣除价格因素实际增长 12.1%),增速比上年回落 2.8 个百分点。

同时,出口形势依然较为严峻,受全球经济放缓和欧债危机影响,进出口增速较长时期处于个位数水平,反映出两头在外的中国出口未来仍将持续疲弱。

投资方面,基建增速是拉动 2012 年投资增长的主要动力,从年初的 -2.3%持续回升至 14%左右,在一定程度上抵消了制造业固定资产投资的持续下滑。2012 年全年全国固定资产投资(不含农户)364 835 亿元,同比名义增长 20.6%(扣除价格因素实际增长 19.3%),增速比 1—11 月份回落 0.1 个百分点,比 2011 年回落 3.4 个百分点。

拉动 GDP 增长的三驾马车,投资趋于稳定,消费小幅回升,出口依然偏弱。中国经济增长正在由高速增长(10%+)向中速增长(6%—8%)转变,投资拉动的中国经济高速增长已经难以维持,随着人口增速逐年下降,保障就业的 GDP 增长率或将保持中速增长。

从外部环境来看,世界经济已经由前期非常规政策刺激下的恢复性反弹转向平稳甚至低速增长阶段。欧洲主权债务危机蔓延,短期内对本来已经疲弱的经济复苏雪上加霜。不考虑未来新发债务的情况下,近几年欧债边缘国家债务规模仍然较高,从数据上看虽然近期长期国债收益率有所下降,2011 年恐慌情绪暂缓,但部分国家债务融资成本依然很高,说明市场仍然看不到欧洲问题获得实质性解决的办法,避险情绪依然较高;美国经济温和复苏,但增长的内生性动力不足,受到高失业率、低收入增长的制约,同时,金融危机后为刺激经济,美国政府不断扩大中央财政资产负债表,暴露出较大的财政风险,当前需要大幅削减经常项目赤字、政府开支并降低居民生活福利水平来修复已经受损的财务报表,这无疑将带来内需的缩减,与当前经济增长诉求显示出两难局面;日本经济受外部影响较大,面临内需不足和出口下滑的风险,未来仍有不确定性。新兴经济体受困于高通胀的压力,持续紧缩政策也驱使经济增长势头明显放缓。新兴市场国家在经济快速增长的过程中,通胀率也相对较高,在全球货币持续宽松的情况下,世界范围内流动性将大幅增加,未来大宗商品和农产品价格攀升也会进一步放大通胀压力。

二、金融市场发展概论

2012年,我国金融市场规模整体继续保持增长,直接融资获得较快发展;金融市场的发行人和投资人日益丰富和多元;金融市场在加强协调、促进自律、推进市场化改革以及保护投资者方面的制度日趋完善;金融市场对外开放步伐不断加快。未来,我国金融市场的发展也将在中国经济稳中求进、持续健康发展的过程中实现新的飞跃。

2012年,债券市场累计发行人民币债券8.0万亿元,同比增长2.4%。与去年相比,公司信用类债券发行量增加显著。截至2012年末,债券市场债券托管量(包含央行票据托管量)达26.0万亿元,其中,银行间市场债券托管量为25.0万亿元,同比增长16.7%。债券指数总体呈现上行走势。全年来看,银行间市场债券指数由年初的139.78点升至年末的144.68点,升幅3.51%;交易所市场国债指数由年初的131.44点升至年末的135.79点,升幅3.31%。

同时,货币市场利率整体下降,收益率曲线阶段性变化显著。2012年,货币市场利率在波动中总体回落。12月份同业拆借加权平均利率为2.61%,较去年同期下降72个基点;12月份质押式回购加权平均利率2.62%,较去年同期下降75个基点。

据中国人民银行公布的《2012年金融市场运行情况》显示,截至2012年末,银行间债券市场共有参与主体11287个,比2011年末增加415个,包括各类金融机构和非金融机构投资者,形成了以做市商为核心、金融机构为主体、其他机构投资者共同参与的多层次的投资者结构,银行间市场已成为各类市场主体进行投融资活动和风险管理的重要平台。2012年,银行间市场投资者进一步丰富,非金融企业投资主体增加较多。境外机构投资银行间债券市场试点稳步推进。截至2012年底,已有100家境外机构——包括境外央行、国际金融机构、主权财富基金、港澳清算行、境外参加行、境外保险机构和RQFII等获准进入银行间债券市场。

2012年,中国A股市场总体上行。年末上证指数收于2269.13点,比2011年底上涨69.71点,涨幅3.17%。本年,上证指数最高2460.69

点,最低 1 959.77 点,波幅为 500.92 点。上证 A 股全年累计成交金额 16.4 万亿元,日均成交金额 674.5 亿元,成交量明显下降,较 2011 年减少 30%。

同时,国外经济形势依然严峻,与中国监管层频出利好股市的政策,两者交错,使国内股市波动幅度较大。上半年沪深两市小幅上涨后持续走低,第三季度出现“断崖式”下跌,12 月初更创出 2009 年以来的市场新低,但随后在经济复苏预期、政策红利预期以及股市的低估值等因素驱动下,股市在 12 月出现“绝地大反击”,沪深 300 指数单月上涨 17.91%,并引领全年上涨 7.55%。从股票风格的角度来看,市场更青睐低估值蓝筹股,其代表指数中证 100 指数全年大幅上涨 10.76%;而中小盘指数,中证 200、中证 500 涨幅仅为 1.4%、0.27%;创业板指数更出现 1.63% 的下跌。

市场扩容方面,全年上市公司通过境内市场累计筹资 5 841 亿元,比上年减少 939 亿元^①。其中,首次公开发行 A 股 154 只,筹资 1 034 亿元,减少 1 791 亿元;A 股再筹资(包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证) 2 093 亿元,减少 155 亿元;上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 2 713 亿元,增加 1 006 亿元。全年公开发行创业板股票 74 只,筹资 351 亿元。

市场情绪方面,截至 2012 年 11 月末,期末持仓 A 股户数下降至 5 560 万户,持仓账户下滑至 40%,股市交易账户大幅减少,超过 90% 的账户陷入休眠中,可见市场情绪已跌至谷底。根据历史经验,交易账户跌至 5% 以下,股市随时面临反弹的可能。

2012 年的下跌,主要是在房地产政策严控之下,内需不振,外需又受到全球经济放缓影响举步维艰。经济增速持续下滑源于结构性失衡,出口和投资拉动经济增长模式急需改变,转型已成为必须之路。2012 年股指受企业盈利下滑拖累,估值已处于历史底部。

① 中华人民共和国国家统计局:《2012 年国民经济和社会发展统计公报》。

第二章

阳光私募基金发展状况

2012年6月,证监会郭树清主席在一次讲话中强调“我们需要一个强大的财富管理行业”,这句话,奠定了2012年中国金融行业进入全面财富管理时代的主基调。

作为重要的财富管理行业参与者之一的中国阳光私募,在这股财富管理的春风中,几乎所有渠道都向其打开了开放之门,包括券商、公募基金以及传统的信托,阳光私募进入了混业监管阶段。同时,投资策略极大地丰富化,策略实践技术向着更专业的方向发展。2012年,私募基金直面惨淡的市场,并积极地作出适应市场的转变。2012已远去,我们依然在路上。

但不可否认的是,继2011年阳光私募行业进入发展平缓期后,2012年阳光私募行业步入了低谷。持续低迷的市场环境使得整个行业的发展脚步继续放缓,整个行业普遍遭遇了产品赎回、清盘和新品发行困难等问题。而二级市场环境的先抑后扬,也使得阳光私募行业在2012年面临绝地逢生的机遇。从规模上看,2012年全年阳光私募行业整体规模增幅较大,但产品清盘、投资者赎回等因素也冲抵了新品发行带来的规模增长。根据信托业协会数字显示,截至2012年4季度,信托私募产品规模为2.2亿,比上年末增幅超过40%。全年共新发产品784只,其中管理型产品235只,结构化产品481只,其他创新类型产品68只。

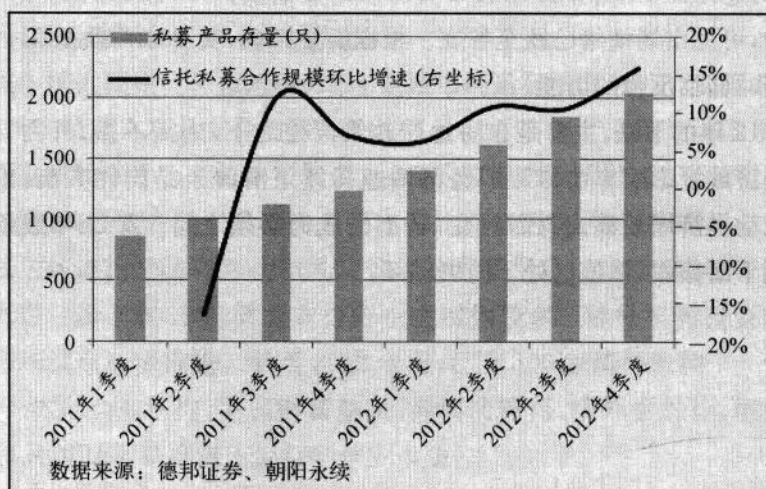


图 2-1 信托私募合作规模与产品总量变化