



管理期货策略表现优秀 市场中性策略业绩转正

—2018 年 3 月对冲基金报告

◇ 管理期货策略表现优秀，市场中性策略业绩转正

受各基础市场影响，2569 只（据朝阳永续不完全统计，截至 2018 年 3 月 31 日）具有连续一年以上净值数据的非结构化私募产品 3 月份平均收益率为-0.04%，其中实现正收益的产品数量仅为 1249 只，占比为 48.62%，整体表现较上期有所提升。

分策略来看，本期仅管理期货和市场中性策略取得正收益。3 月管理期货策略捕捉到商品市场部分品种单边趋势性下跌机会，平均净值大涨 3.66%；而股市风格的变化也利好市场中性产品，该策略产品本期平均业绩转正。

3 月 A 股市场走势分化，中小盘指数均处上行趋势而大盘指数本期下跌较多。受此影响股票策略产品表现不一，股票多头和多空策略平均收益率分别为-0.29%及-0.93%，不到半数产品取得正收益，收益率分布区间较上期有所扩大。

◇ 私募行业数据

根据基金业协会公布的数据，截至 2018 年 3 月底，已登记的私募证券管理人为 8724 家，较前期继续增加；管理基金数量为 35419 只，较上月减少 62 只。平均单位管理人管理的基金数量也下降至 4.06 只。根据朝阳永续不完全统计，3 月份私募证券投资产品发行量较 2 月有所增加，共计发行 1255 只，环比上升 60.90%，与去年同期水平基本持平。

3 月私募证券投资类产品发行速度较 2 月明显回暖，但相较去年底发行水平缩水明显。新发行的私募产品中，股票多头发行数量占据绝对优势，份额达到 91.23%，之后依次为债券基金、组合基金、宏观策略以及多策略，分别发行 27 只、24 只、24 只和 19 只。定向增发和趋势策略新产品发行数量陷入冰点。

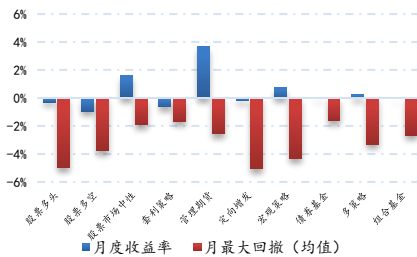
◇ 上海证券私募基金评价体系

从最近一年的累积收益率来看，较高风险产品表现最佳，平均累积收益率达到 12.62%，中等风险产品以 9.02%紧随其后，说明随着产品类别风险水平的增大，收益率逐步提升，基本符合高风险高收益的逻辑。但是，高风险产品最近一年的平均累积收益率仅为 2.06%，在所有风险级别中业绩排名最末，这说明当风险达到一定程度的时候，进一步提高风险水平已经没法带来更多的回报。换句话说来讲，高风险产品并没有给投资者带来超额的补偿，甚至会拖累业绩。因此，对于投资者而言，没有必要为了追求高收益去选择过高风险的产品。

◇ 市场观点

北京和聚投资李志武：估值便宜的中小型港股公司或有机会；星石投资：去杠杆重心从金融转向实体，布局“进口替代”。

2018 年 3 月私募基金业绩统计



上海证券基金评价研究中心

王博生

执业证书编号：S0870517080001

邮箱：wangbosheng@shzq.com

电话：021-53686109

田慕慧

执业证书编号：S0870116070015

邮箱：tianmuhui@shzq.com

电话：021-53686120

报告日期：2018 年 4 月 27 日

相关报告：

一、基础市场回顾

3月A股市场震荡下行，3月中上旬市场对二月的超跌部分进行修复性回调，但3月末随着特朗普签署对中国产品征收关税的总统备忘录，中美贸易战一触即发，海外市场与A股市场纷纷进入下跌状态。总体来看，中小创板块表现较优，尤其是创业板逆势走强，创业板指上扬8.37%，同期深证成指小幅上行0.37%，上证综指收益率为-2.78%，沪深300本期收益率为-3.11%。3月公开市场整体净回笼资金，美联储加息，央行随之于公开市场上调利率5BP，但在稳健中性的货币政策导向下，三月份市场流动性和资金成本均较为稳定。商品方面，石油产品表现较好，铁矿石及金属商品表现不理想，其中铁矿石本期走势最差，收益率大幅下跌18.32%。

表1：各主要市场指数月度表现

指数名称	收盘指数	月度涨跌幅	今年涨跌幅
上证综指	3,168.90	-2.78%	-4.18%
沪深300	3,898.50	-3.11%	-3.28%
深证成指	10,868.65	0.37%	-1.56%
深证综指	1,853.72	2.31%	-2.40%
中小板指	7,443.59	-0.45%	-1.47%
创业板指	1,900.48	8.37%	8.43%
中证全债	178.75	0.98%	2.14%
南华商品指数	1,328.01	-7.29%	-5.62%

数据来源：Wind、上海证券基金评价研究中心

二、私募基金业绩分析

2.1、管理期货策略表现优秀，市场中性策略业绩转正

受各基础市场影响，2569只（据朝阳永续不完全统计，截至2018年3月30日）具有连续一年以上净值数据的非结构化私募产品3月份平均收益率为-0.04%，其中实现正收益的产品数量仅为1249只，占比为48.62%，整体表现较上期有所提升。

分策略来看，本期仅管理期货和市场中性策略取得正收益。3月管理期货策略捕捉到商品市场部分品种单边趋势性下跌机会，平均净值大涨3.66%；而股市风格的变化也利好市场中性产品，该策略产品本期平均业绩转正。

3月A股市场走势分化，中小盘指数均处上行趋势而大盘指数本期下跌较多。受此影响股票策略产品表现不一，股票多头和多空策略平均收益率分别为-0.29%及-0.93%，不到半数产品取得正收益，收益率分布区间较上期有所扩大。

各策略产品的收益表现

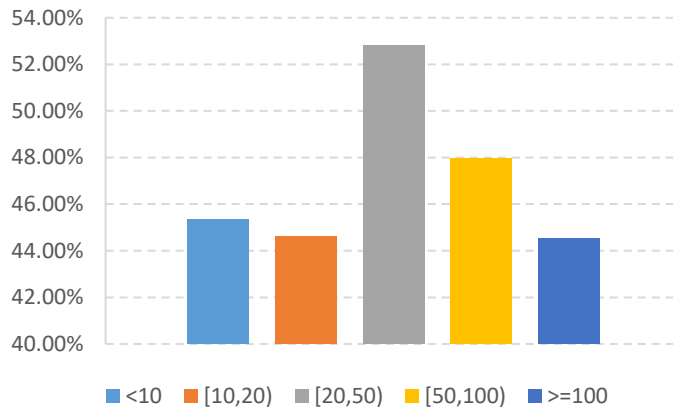
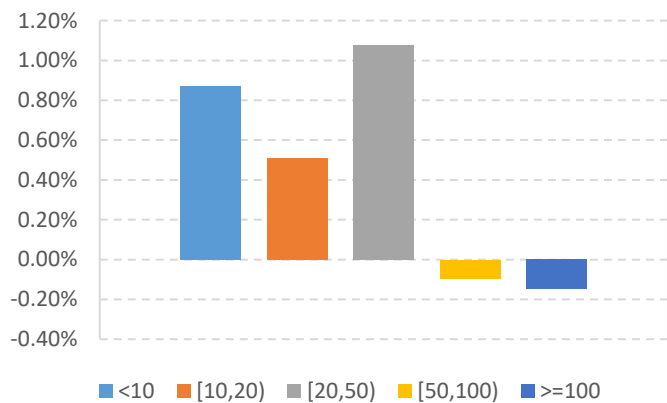
产品名称	产品数量	三月份收益率	正收益产品占比	收益率分布区间	
股票多头	1769	-0.29%	47.03%	-35.66%	44.44%
股票多空	48	-0.93%	45.83%	-9.91%	14.28%
股票市场中性	40	1.62%	62.50%	-2.24%	8.36%
套利策略	19	-0.63%	47.37%	-5.47%	3.63%
管理期货	80	3.66%	75.00%	-15.85%	51.33%
定向增发	31	-0.20%	41.94%	-12.63%	28.62%
宏观策略	29	0.73%	44.83%	-8.93%	31.41%
债券基金	79	-0.07%	64.56%	-7.68%	7.14%
多策略	108	0.23%	50.93%	-29.97%	15.60%
组合基金	52	-0.01%	42.31%	-10.08%	17.58%
总计	2569	-0.04%	48.62%	-35.66%	51.33%

数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

对比不同规模私募表现来看，股票多头不同规模基金业绩持续分化，整体来看，本期规模在 20 至 50 亿的私募公司股票多头产品表现较优，取得 1.07% 的平均业绩，且取得正收益的公司比例过半；而大规模基金 3 月业绩表现不佳，50 亿至 100 亿和 100 亿以上规模的私募公司平均业绩均为负数。

图 1：不同规模对冲基金 3 月份平均收益率

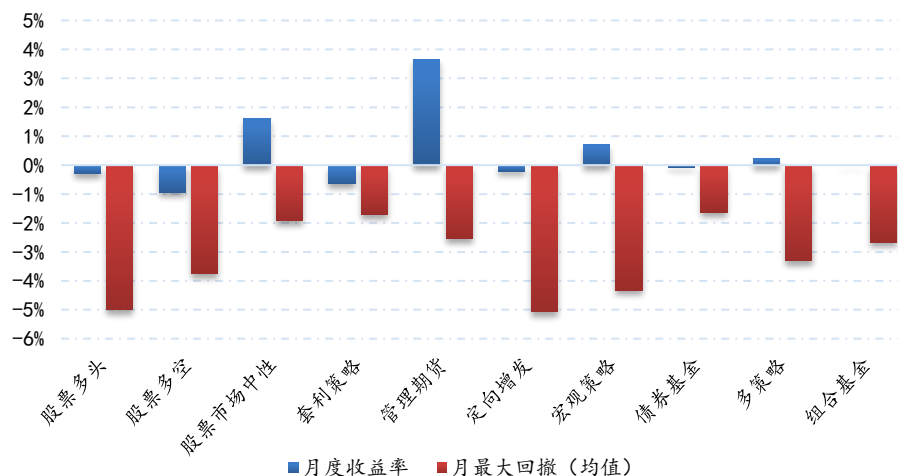
图 2：不同规模对冲基金 3 月份正收益比率



数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

从回撤的绝对值来看，3 月各策略最大回撤水平较 2 月整体缩窄，其中定向增发策略平均回撤幅度最大，达到 5.07%，其余依次为股票多头、宏观策略和股票多空，套利策略和债券基金回撤幅度较低。

图 3：2018 年 3 月私募产品的收益率和月内最大回撤比较



数据来源：朝阳永续、上海证券投资基金评价研究中心

2.2、2018 年一季度管理期货策略表现最佳

从 2018 年前三个月收益水平来看，2569 只私募基金平均收益率仅为 -1.61%。受 3 月表现提振，管理期货策略表现突出，一季度平均收益率为 3.28%，在所有策略中排名第一。此外，市场中性策略和组合基金在一季度也取得正收益。受股市大幅波动影响，与股票市场相关性较高的策略普遍表现欠佳，股票多头、股票多空 2018 年平均累积收益率分别为 -2.34% 和 -1.93%。

产品类型	三月份 收益率	2018 年以来 收益率	过去一年 收益率	过去一年 年化波动率
股票多头	-0.29%	-2.34%	5.53%	21.29%
股票多空	-0.93%	-1.93%	6.09%	13.48%
股票市场中性	1.62%	0.65%	2.11%	8.71%
套利策略	-0.63%	-2.48%	5.91%	8.27%
管理期货	3.66%	3.28%	10.51%	16.76%
定向增发	-0.20%	-1.81%	5.64%	21.62%
宏观策略	0.73%	-1.15%	5.27%	11.20%
债券基金	-0.07%	-0.79%	0.23%	4.76%
多策略	0.23%	-0.53%	5.84%	11.03%
组合基金	-0.01%	0.36%	7.24%	8.57%
总计	-0.04%	-1.61%	16.75%	12.64%

数据来源：朝阳永续、上海证券投资基金评价研究中心

2.3、从风险分类角度

上文数据显示，不同策略甚至是同一策略下的基金产品的风险收益差异极大，将之视为同一类产品进行评价并不合理。从理论层面上讲，投资管理本质上是平衡风险和收益的交换关系，不同的风险等级对应着不同的收益预期，只有在同一个风险区间内，对产品收益进行比较才有意义。因此，上海证券提出

以波动率作为分类标准，根据私募产品在评价区间内的年化波动率将其分为高风险、较高风险、中等风险、较低风险和低风险五大类，然后在不同的风险类别中对该类别内的产品进行比较。

以运作满3年1个月且具有连续一年以上净值数据的非结构化对冲基金为样本观察过去12个月对冲基金的风险收益情况。数据显示，从最近一年的累积收益率来看，较高风险产品表现最佳，平均累积收益率达到12.62%，中等风险产品以9.02%紧随其后，说明随着产品类别风险水平的增大，收益率逐步提升，基本符合高风险高收益的逻辑。但是，高风险产品最近一年的平均累积收益率仅为2.06%，在所有风险级别中业绩排名最末，这说明当风险达到一定程度的时候，进一步提高风险水平已经没法带来更多的回报。换句话说讲，高风险产品并没有给投资者带来超额的补偿，甚至会拖累业绩。因此，对于投资者而言，没有必要为了追求过高收益去选择过高风险的产品。

图6：各风险分类对冲基金3月份收益率分布

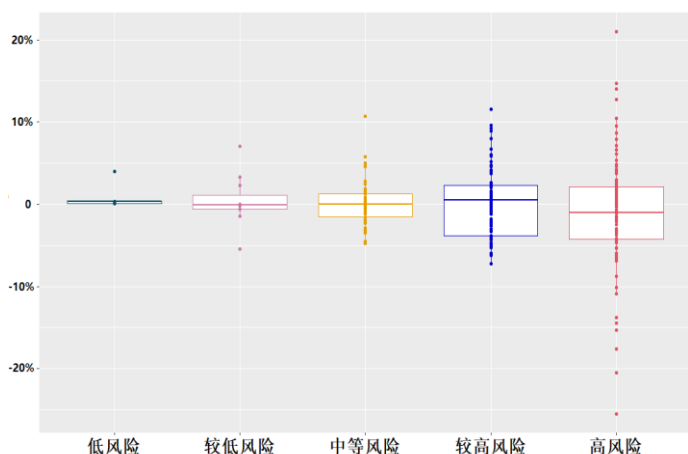
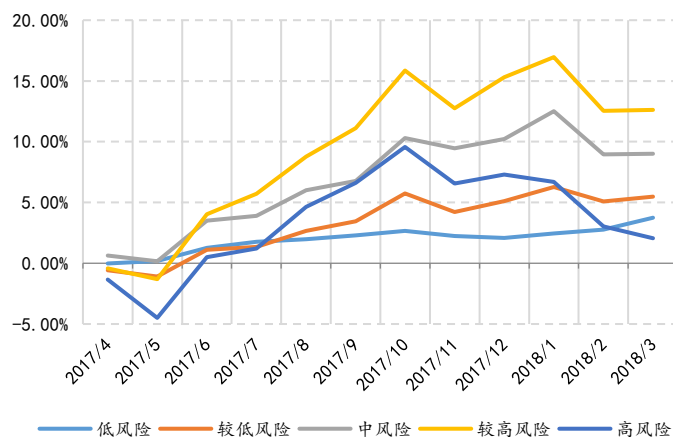


图7：各风险分类对冲基金平均累积收益率情况



数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

注：样本为截至2017年四季度末，运作满3年1个月的对冲基金

三、私募行业数据

根据基金业协会公布的数据，截至2018年3月底，已登记的私募证券管理人为8724家，较前期继续增加；管理基金数量为35419只，较上月减少62只。平均单位管理人管理的基金数量也下降至4.06只。根据朝阳永续不完全统计，3月份私募证券投资产品发行量较2月有所增加，共计发行1255只，环比上升60.90%，与去年同期水平基本持平。

图 8：基金业协会私募登记情况

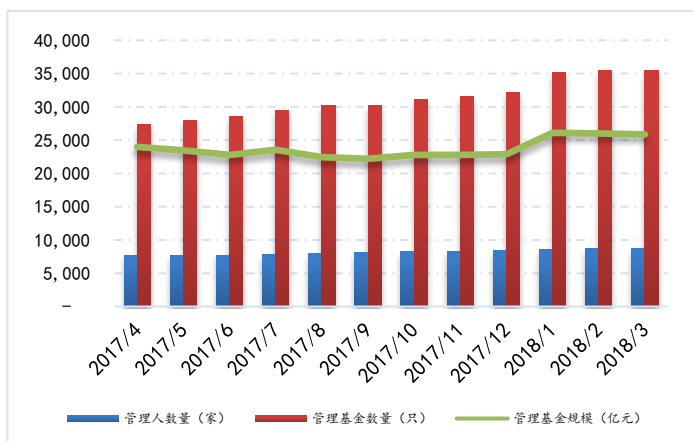
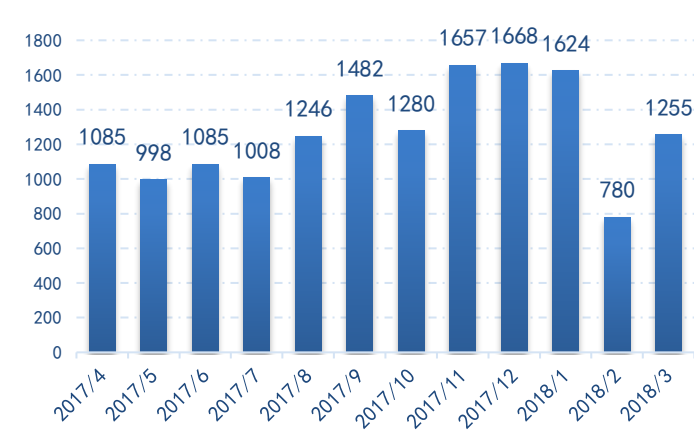


图 9：私募证券投资基金发行情况（单位：只）



数据来源：基金业协会、朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

3 月私募证券投资类产品发行速度较 2 月明显回暖，但相较去年底发行水平缩水明显。新发行的私募产品中，股票多头发行数量占据绝对优势，份额达到 91.23%，之后依次为债券基金、组合基金、宏观策略以及多策略，分别发行 27 只、24 只、24 只和 19 只。定向增发和趋势策略新产品发行数量陷入冰点。

图 9：3 月新发私募基金分类情况

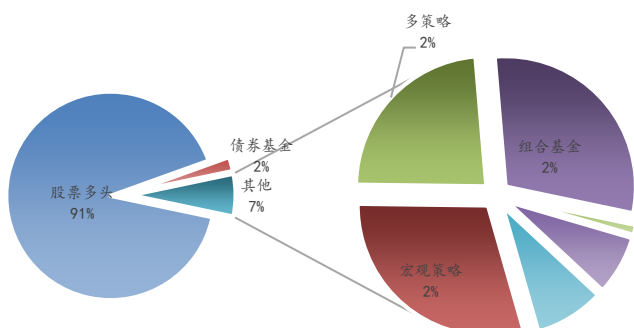
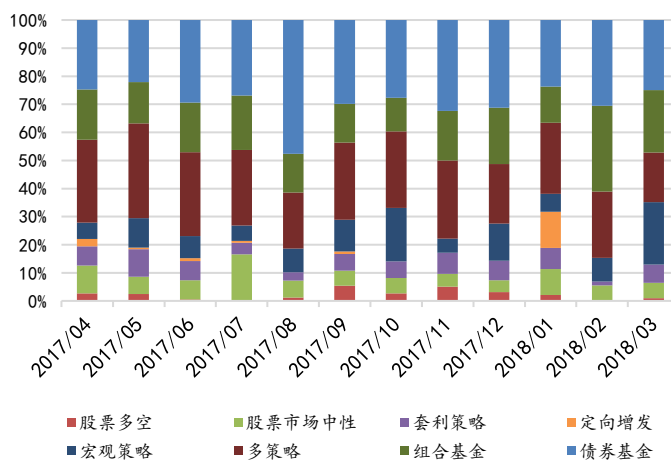


图 10：最近一年新发对冲基金的分类情况（剔除股票多头）



数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

四、私募行业信息

1、券商暂停场外期权私募业务

中国证券报记者获悉，4 月 10 日晚间，多家券商收到相关监管部门的窗口指导，从 4 月 11 日起暂停证券公司与私募基金开展场外衍生品（期权）业务，证券公司不得新增业务规模，存量业务到期自动终止，不得续期。

记者了解到，目前私募机构的场外个股期权业务已全线暂停，有券商已开始准备对存量场外期权业务进行检查。业内人士认为，监管部门此举意在规范

市场行为，尤其是强化投资者适当性要求，降低相关风险。考虑到券商场外期权业务规模并不大，对券商利润的整体影响有限。

来源：中国证券报（2018.4.12）

2、中基协发布《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》

3月30日，中国证券投资基金业协会（以下简称“协会”）发布了《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》（以下简称“《指引》”），主要包括总则、估值原则、估值方法三部分内容，对于私募基金非上市股权投资的估值相关做了详细说明和规定。

2017年3月，财政部修订了《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》，修订后的准则将对私募基金投资非上市股权的确认和计量产生重大影响，特别是在估值方面提出了更高的要求，修订后的准则将从2018年1月1日至2021年1月1日逐步开始执行。截至目前，私募基金投资非上市股权仍缺乏统一的估值标准，私募基金管理人在估值实践中使用各种不同的操作方式，估值水平良莠不齐。

协会在《指引》的起草说明中表示，为引导私募投资基金非上市股权投资专业化估值，完善资产管理行业估值标准体系，促进私募基金行业健康发展，保护基金持有人利益，协会结合私募基金现有的运作管理及信息披露规范，参考《企业会计准则》及《国际私募股权和风险投资基金估值指引（International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines）》（2015年12月版），起草了《指引》。

从内容上来看，《指引》主要包含了以下几方面：1、明确了指引的适用范围；2、强化估值主体责任；3、保持估值技术的一致性；4、强调公允价值估值原则；5、设定非上市股权估值的假设前提；6、指出使用估值技术的综合考虑因素；7、规定估值的反向检验；8、提出五种具体估值方法、适用场景及应用指南；9、中国市场特定情况相关考虑。

从估值方法上来看，《指引》提出了私募基金在对非上市股权进行估值时通常采用的五种估值方法，即：参考最近融资价格法、市场乘数法、行业指标法、现金流折现法和净资产法。其中，参考最近融资价格法、市场乘数法、行业指标法属于市场法，现金流折现法属于收益法，净资产法属于成本法。《指引》指出，“基金管理人应当充分考虑市场参与者在选择估值方法时考虑的各种因素，并结合自己的判断，采用多种分属不同估值技术的方法对非上市股权进行估值”。

对此，有业内人士在评价中表示，现在股权估值的水分比较大，独角兽估值差异大、水分大，“中国基金业协会推出的指引，对全社会合理估值很有参考借鉴作用”。

来源：每日经济新闻（2018.4.2）

五、私募后市观点

1、北京和聚投资李志武：估值便宜的中小型港股公司或有机会

李志武认为，从绝对量角度来看，贸易战对中国的影响程度没有那么大。但可能心理层面，对市场情绪、风险偏好的影响更大一些。总的判断是最终贸易战爆发的可能性不太大，但是在一段时间内会出现反复，同时对市场情绪影响较大。所以，在投资方面，可能要避免一些前期涨幅较大、估值较高、出口结构方面不太有利的行业或公司，并且找一些内需方面、影响程度相对较小的行业，如果出现宽幅震荡，就是买入的机会。

整个港股市场的中长期趋势很关键，港股是一个离岸市场，过去主要以外资投资者为主，他们对很多公司的覆盖程度非常有限，导致港股和全球其他主要市场相比，估值比较低。但目前港股处在一个投资者结构逐步变迁的过程中，内地投资者的思维、交易风格，甚至价值判断，都会逐步影响港股市场。未来港股将继续走估值修复的道路，中长期非常乐观，投资者结构的变迁，内地投资者占比迅速、持续地大规模上升，对港股的估值修复有非常大的帮助。

去年医药行业在政策方面出台力度非常大，包括一致性评价、两票制、控费等，影响都非常大，近期创新药领域的发展比较快，政府出台一系列政策鼓励创新药发展，包括审批制度的改革、鼓励优势龙头企业等，市场对其关注度在提升。在创新药领域，中国的创新能力在慢慢提升。资本市场上国内创新药企业股价提升，提高了整个医药行业的估值。对医药行业主要看好两大类机会：一是仿制药、传统医药品种，经过政策冲击洗礼，部分公司出现恢复性增长，龙头集聚趋势明显，带来估值修复的机会；二是我们也非常看好创新药的机会，中国部分龙头公司的创新能力强，研发投入较大，工作非常有效，为公司未来成长打下较好基础。

来源：中国基金报（2018.4.9）

2、星石投资：去杠杆重心从金融转向实体，布局“进口替代”

事件：中央政治局4月23日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，整体方向保持了连续性，但是结合中美贸易摩擦的背景，宏观调控微妙调整，实体去杠杆在路上。

星石认为：本次会议主要释放了四大信号：1、外贸承压，宏观调控基调发生调整，从“调结构”到“调结构+扩内需”，有利于缓解海外扰动因素对市场的冲击，提振市场风险偏好。2、货币政策方面，货币政策从中性偏紧向中性偏松过度；3、去杠杆的政策重心从金融向实体经济转移；4、财政政策方面，通过减税降费、推动技术升级等方式，稳定制造业投资及释放消费潜力，符合高质量发展方向，尤其与进口替代相重合的领域或将直接受益。

来源：金融界基金（2018.4.24）

分析师承诺

分析师 王博生 田慕慧

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。