



目 录

卷首语	2
中睿动态	6
产品动态	6
活动动态	7
中睿视点	13
离岸人民币汇率巨幅波动，全球股市资金恐慌出逃	13
房地产新政“因地制宜”强调资金“去杠杆”	14
两会闭幕，从总理答记者问看当下投资形式	15
行业新闻	16
大跌考验清盘机制 部分私募取消“清盘线”	16
2015 年 1500 只私募基金清盘，相当过去四年总和	20
大限即至 私募“保壳”运动升温	22
监管新规密集出台 私募业面临大变局	24
投资有道	27
慢即是快	27
市场综述	29

【卷首语】

守实、捕势——待、寻机构性机会

中睿合银 2016 年投资策略报告

在投资中，很多人会提到“势”，这个字被理解为趋势，或者是机会，这一点，我们深有感触，中睿始终是一个坚持捕捉大概率确定性机会的投资机构，我们认知中最大的确定性机会就是在于趋势的确立，它代表的是获利的机会、较高的安全边际、盈利效应的持续性和力度。但在这个市场中，很少有人去深入理解“实”，实和势只有音调上的差异，但却常常未能引起市场参与者的足够重视。

对我们而言，“实”代表的是实际拥有的确定的东西。在投资当中对每一个参与者来讲，最真实拥有的确定性是我们掌控的本金。无实则无势。但很多时候，市场参与者可能过于的追求“势”，而忽视了稳定“实”的基础。实和势的平衡，实质就是风控和逐利的抉择，它们不可分割又相互冲突。在不同的市场阶段，需要有不同的偏重和取舍，在 2016 年，我们认为如果将“势”定义为主旋律，也许并不适合。我们并不期望在任何市场阶段都获利、对每一个机会都进行有效的参与和捕捉。踏入阳光私募领域以来，就单个年度来看，中睿也未有过某一个年度取得过“出类拔萃”的收益，但中睿一直平稳的生存着，而且通过时间的延续，我们的“实”在一步步扩大。这就是中睿坚持的以风控为盈利之道的体现。所以，无论在任何市场阶段，无论中睿对未来市场形成何种判断，我们始终都在守实而捕势，实和势的取舍，在中睿的投资体系里面，常常是“实”的意义更胜一筹。

2015 年，A 股市场经历了震荡蓄势、快速上涨、下跌后，逐步回归常态化过程，年末相对平静的行情为全年 A 股的疯狂表演画上句号。一个四度熔断的 1 月，拉开了 2016 年市场演绎的序幕。至今我们对于 2016 年 A 股市场整体的走势判断是市场将以结构性行情为主，呈现震荡走高趋势，盈利将不会成为行情展开的核心逻辑。判断的核心依据是无风险收益率的下降，推动风险偏好上升，从而推升市场估值小幅扩张。

具体来看：

宏观经济方面，投资、出口、消费是拉动经济的三驾马车。投资在我国 GDP 中所占比例一直是最大的，接近 50%。支持投资的三大因素中，工业投资有好转的可能性很弱，房地产投资增速将仅在 0~3%之间，政府主导的基建投资就成为关键因素。2015 年基建投资规模可能在 13.5 万亿元，要维持 12%的基建投资增速，就意味着 2016 年基建投资规模要维持在 15 万亿元以上。即便财政政策将赤字率放松到 3%甚至 3.5%，也难以支撑基建投资持续膨胀。2014 年和 2015 年中国固定资产投资增速分别为 20%和 17%，预期 2016 年中国投资增速将继续下行。

出口方面，由于欧美日等发达国家的经济状况不景气，需求萎缩，作为“世界工厂”的中国净出口开始缩水。虽然在 2011 年后开始好转，但是状况一直不及 2008 年金融危机前夕。当前我国出口额也已经占到全球总出口的 12%，在未来能够保持现状已经是最好的预期。

再看消费，我国一直在尝试向消费拉动转型，但是真正有代表意义的居民消费(不含非居民消费)占 GDP 的比重变化不大。消费拉动转型不是一时半会能完成

的，这涉及到居民收入的增加、消费观念的进步、产业结构的转型等等，在未来依靠消费来拉动经济是不现实的。在投资增速持续下行，消费不温不火，净出口萎缩的大背景下，经济在 2016 年很难见底。

在宏观经济继续下行的情况下，积极的财政政策和稳健的货币政策使得流动性仍然保持在一个相对宽松的状态，尤其是财政政策将成为稳增长的关键因素。在 2016 年，积极的财政政策有望强化，赤字率水平有可能上升到 GDP 的 3%甚至 3%以上的水平。在短期内，经济若处于非充分就业状态，社会资源并未充分利用时，扩大赤字可扩大总需求，带动相关产业的发展，刺激经济。货币政策方面，由于在 2015 年央行已经连续多次降息和降准，2016 年将维持在一个中性适度的状态。从国际因素来考虑，即使美联储只加两次息，和中国的利差也会缩小。2016 年的降息空间越来越小，货币政策将以降准为主。总体来说，流动性环境依然相对宽松。

中国式供给侧结构性改革将是政府 2016 年宏观调控政策的主基调，即新兴产业加杠杆以及传统产业的化解过剩产能。因此，行业上首选处于成长期的新兴行业。新兴行业的上市公司很多都是中小市值的股票，关注的重点板块依然是中小板和创业板。重点选择未来发展空间大、符合国家转型和产业发展的方向(短期难以证伪)的主题。从创新周期和产业发展进程看，虚拟现实、新能源汽车、大数据、云计算等即将步入爆发阶段，将是我们布局的主要方向。

具体主题概念如下：

虚拟现实：随着智能硬件的发展，虚拟现实设备有望成为继智能手机后下一个大爆发的终端平台，根据 Gartner 对技术成熟路线的分析，未来 5 年虚拟现实将迎来发展黄金期。行业目前发展情况为硬件设备尚未完全准备充分，应用处于迭代期。该板块受益标的分布于各个产业链，数目接近 30 只，在 2015 年末该板块已经有过表现，市场认同度很高。2016 年一季度和上半年，消费级产品 OculusRiftCV1 和 SonyPlaystationVR 预计会正式发售。

新能源汽车：汽车智能化和互联网化的大势所趋，在国家政策和公司层面的推动下将成为未来五年确定的新兴发展方向。无人驾驶作为终极发展目标将成为人工智能应用最快、空间最大的场景之一。麦肯锡预测，无人驾驶汽车到 2025 年可以产生 2000 亿至 1.9 万亿美元的产值。百度，乐视，小米都已推出了各自的智能汽车计划，互联网科技巨头的加入将使得该行业成为未来行情中确定性的风口。同时，值得一提的是以锂电池为核心技术的新能源汽车也有望进入高速发展期，相关产业链有望分享行业红利。

云计算/大数据：随着互联网技术和运用的推广，云计算和大数据等新一代信息技术作为互联网的延伸将迎来行业的大发展。在“互联网+”为基础的传统产业转型背景下，云计算和大数据将成为继电商和互联网金融后的下一个确定性的投资机会。

风险方面，主要有两点值得重点关注。首先，美元进入加息周期，虽然人民币贬值更可控，但不可避免的造成贬值幅度超出市场预期。尤其是美元加息的频率和幅度超出市场预期的话，将对资本市场造成流动性冲击。其次，政府决意打

破刚兑，或引爆信用风险。从信用事件的角度来看，2015 年可谓多事之秋，评级下调和负面展望次数都较多，2015 年前三季度主体评级下调次数 93 次，债项评级下调次数 80 次，环比均有所提升，预示未来还会有更多信用事件发生。再次，2016 年地缘政治博弈或引发世界经济动荡和金融危机的风险。乌克兰地缘政治危机、俄罗斯与土耳其冲突、IS 国际恐怖活动迟迟得不到解决，都将在一定程度上加剧 2016 年全球经济的复杂性。

总结：风险和机会永远都并存，面对未来市场，我们认为不用过于悲观和忧虑大的系统性风险，也不必对大的系统性机会抱有太高期望。守实而捕势，不但是在市场中长期生存的有效手段，也可能是 2016 年度的最佳选择。

【中睿动态】

产品动态

※ 产品成立情况

一季度产品成立情况如下：

2015 年 12 月 1 日，中睿合银弈势系 D 号基金正式成立。本产品为 FOF 产品。

2016 年 1 月 8 日，西藏同信证券同心吉祥中睿合银策略优选 5 号正式成立。本产为集合资产管理计划。

2016 年 1 月 19 日，平安阖鼎-中睿策略优选 6 号正式成立。本产为管理型

免责声明：本报告仅用于向本信托产品的投资人汇报本产品期内运作情况，本公司不承担以本报告为基础进行的任何投资活动所可能导致的风险。 客服热线：4000997169

产品。

2016 年 3 月 11 日,中睿合银弈势系列 F 号基金正式成立。本产为 FOF 产品。

※ 产品清算情况

一季度产品清算情况如下:

2016 年 1 月 10 日,兴业信托-中睿合银 9 期证券投资集合资金信托计划到期终止,我司于 2016 年 1 月 10 日起正式结束对本信托计划的投资管理。本计划于 2011 年 1 月 10 日成立,成立时净值为 1.0000 元,于 2016 年 1 月 10 日终止,清算净值为 1.7794 元,本计划总体收益达到 77.9%,年化收益 12.87%,同期沪深 300 指数增幅 8.15%。

2016 年 2 月 10 日,上海信托-紫金石优选(中睿吉祥管家 10 期)到期终止,我司于 2016 年 2 月 10 日起正式结束对本信托计划的投资管理。本计划于 2011 年 1 月 21 日成立,成立时净值为 1.0000 元,于 2016 年 2 月 10 日终止,清算净值为 1.8799 元,本计划总体收益达到 87.9%,年化收益 13.98%,同期沪深 300 指数增幅-0.66%。

活动动态

有彼此、更无畏

----中睿合银 2015 年年会



时光荏苒，白驹过隙。我们挥别了 2015 年，迎来了充满希望的 2016 年，中睿合银 2015 年迎新联欢晚会也于 2016 年 1 月 29 日拉开序幕。

本次晚会安排了表彰、舞蹈、小品、抽奖等有趣环节，节目精彩纷呈，高潮迭起，给在场的所有人带来了一场别开生面的视觉盛宴。让每一位员工在品尝美味年夜饭的同时也收获了一份像家人般的关怀与感动。

难忘今宵，一家人的欢声笑语回荡在酒店上空。喜悦总是伴着泪水，成功总是伴着艰辛，但是我们拥有了彼此，我们不再恐惧前路的荆棘坎坷，拥有了彼此，我们更无所畏惧地在私募行业里驰骋，希望在未来的道路上，我们一起携手再创辉煌。

围棋艺术与投资哲学

——记“中睿合银”杯西南业余围棋争霸赛



在备受瞩目的李世石与 AlphaGo 围棋“人机大战”后两天，由中睿合银独家赞助的 2016 年“中睿合银”杯西南业余围棋争霸赛暨五省一市邀请赛拉开了帷幕，该赛事已举办六届，由四川、重庆、贵州、云南、山西和江西五省一市联合组织，在西南业余围棋比赛中享有较高的声誉，是西南片区每年一次的业余围棋盛宴。

3 月 17 日晚，五省一市的业余围棋高手汇聚都江堰市，共享本次围棋的饕餮盛宴，中睿合银市场总监童海天先生受邀参加开幕晚宴，并进行开幕致辞。

本届赛事由成都棋类运动协会主办，并邀请了成都棋院院长蒋全胜、国家围棋队马林、都江堰市体育局局长陈晓、西藏围棋协会副主席尚涛、福州围棋协会会长祝贺等嘉宾莅临观战，五省一市均派出了高水平队伍参赛，参赛队员均属业余四-六段水平，比赛过程相当激烈而精彩。



本次比赛颇多亮点。号称“来旅游”的山西队第二轮异军突起，3：3 主将胜东道主四川队，几乎提前就掐灭了川军的夺冠梦，本次老将龙霖、冯涌领军的四川队，除第二轮 3：3 主将负山西队外，连斩云南、重庆和江西队，积分仅次于 4 战全胜的贵州队。

昨日最后一轮比赛，川、黔两军展开决战。主将台上老将蔡恒发威，力擒张泽君，加上冯涌、刘佰侣先后击败李波、蒲弈斌，川军一度有望逆转，可惜程时骄最后优势下被周卫平翻盘，功亏一篑。

经过 3 天 5 轮的角逐，最终贵州队拔得头筹，四川队老将发力夺得第二名，山西队、重庆队、云南队、江西队分列第三至第六名。2016 年“中睿合银”杯西南业余围棋争霸赛暨五省一市邀请赛圆满落幕。



虽然“人机大战”中，李世石最终 1: 4 落败 AlphaGo，但最终的胜利却属于围棋，因为此战，围棋在全世界的关注热度持续不减，中睿合银秉承对围棋运动的热爱，助力西南业余围棋争霸赛暨五省一市邀请赛，促进围棋运动的发展，让更多人参与到围棋运动中来，感受围棋艺术的魅力。

围棋艺术与投资哲学

其实中睿合银素来与围棋有很深的渊源，除了中睿创始人刘睿先生师出少年围棋队的因素外，围棋与投资亦有许多共通之处，围棋的哲学渗透于中睿的投资中，对中睿的投资有着潜移默化的影响和意义。

■ 大局观

围棋中最讲究大局观，每一步棋和每一个决策都要以大局为重，眼前或局部的利益固然重要，但往往为了整体或长远的利益必须要牺牲眼前的利益，大局观的目

的只有一个，为了最终的胜利，这是唯一追求的目标。投资亦如此，在做投资决策时，必须要观大局，不能只争一时输赢，短期的亏损并不代表全盘皆输，在逆境时做好防守，保证自己的筹码不被吞噬，当机会来临再择机而动，我们要追求的是最终的长期收益，而不是短期的盈亏。

- **千古无同局**

围棋 19×19 的棋盘格局决定了围棋的复杂多变，仅仅把棋盘摆满就需要三百六十一手，即使是 AlphaGo 同时运转几百个 CPU 进行核算，如果出现打劫也不能算尽所有的变化，故围棋素有“千古无同局”的谚语。股市亦如此，中国股市有近 3000 只股票，每只股票走势均不相同，投资组合千变万化，影响股市的因素层出不穷，历史总是惊人的相似，但历史却从来没有重复。

- **妙手与俗手**

韩国棋手李昌镐 16 岁就夺得世界冠军，并开创了一个时代，却很少走出妙手，曾有记者询问，其回答“我从不追求妙手。每手棋，我只求 51% 的效率”。用 51% 的力量进攻，另外 49% 的力量防守，这是他没说出的，这使他的棋极其稳健、冷静，极少出错，常使对手感到无隙可乘。这亦是中睿合银的投资之道，经统计，中睿合银的交易胜率仅有 56.2%，但是却创造了 17 年 566 倍的收益，核心即在于中睿只在出现确定性机会的时候下重手，严格控制下行风险，没有出现收益的大幅回吐。这就是中睿基于风控的盈利之道。

投资如棋局，弈棋也好，买卖股票也罢，到了一定的境界，它就是一种理念，一种生活的态度，一种生命的哲学。

【中睿视点】

离岸人民币汇率巨幅波动，全球股市资金恐慌出逃

2016 年开年，全球股市都在恐慌中一路暴跌，从 1 月 4 日至今不过两周，上证指数从 3536 点暴跌 18%到 2900 点，美国道琼斯工业指数从 17405 点暴跌 8%到 15988 点，而其他外围市场也都是普跌的格局。

当今的中国已经是全球第二大经济体，同时也是对全球经济增长贡献最大的国家，而 2016 年开年这场全球股市的暴跌，正是说明了全球市场资金对中国经济形势的担忧。

A 股暴跌的背后是人民币离岸汇率的巨幅波动，1 月 4 日至今，人民币汇率先是 3 个交易日暴涨 1800 个基点，又在随后 4 个交易日里跌回原状（央行干预离岸人民币市场）。实际上，从美联储加息预期出现以来，人民币汇率一直是稳步上涨，这对中国 A 股市场并没有产生太大影响，因为人民币汇率的温和上涨并不会让市场预期发生改变。而此次暴涨却引发了市场对中国经济的深层次担忧，让市场资金所担忧的不是人民币汇率暴涨本身，而是中国看似充足的外汇储备在汇率市场上已经初步显得力不从心，由此带来对中国政府货币政策独立性的担忧。现阶段中国经济下行未见底，需要更加宽松的货币政策，而汇率市场现就像一把高

悬在中国经济市场上方的达摩克里斯之剑，这意味着 2016 以后，中国的货币政策制定将具有相当的难度。而相应的，经济硬着陆的风险正逐步加大。

基于上述担忧，全球股市资金恐慌性出逃，引发了此次全球股市的暴跌。中睿认为，经济见底之前，下行预期都将存在，市场大环境如此，投资者更应该小心，然而市场指数已经处于第二波股灾的低点位置附近，小规模机会也会有，应当控制仓位谨慎参与。

房地产新政“因地制宜”强调资金“去杠杆”

近日，上海、深圳接连出台房地产市场调控新政，包括提高首付贷款比例、提高非本市户籍居民购房门槛，同时加强中介管理，严控使用资金杠杆购房情况。市场普遍预测北京也将推出房地产新政策。

本轮新政策均强调资金“去杠杆”问题，主要是因为此前链家事件暴露出了在房地产市场出现了利用加杠杆手法去房地产库存的反常现象，场外配资业务进一步兴起。放大的资金杠杆容易造成更大的房地产泡沫，构成巨大的潜在金融风险。就如去年的中国股市一样，随着资金杠杆的加大，造成了股市非理性的繁荣，最终这种繁荣将会像泡沫一样破灭，给整个社会经济及金融环境带来负面的影响。除“去杠杆”的共性外，此次的房地产调控政策更在于“因地制宜”。因为在总的“去库存”的大背景下，全国楼市出现回暖，有效需求得到了部分释放，但不同地区面临的楼市问题不一样，在“去库存”的大背景下分化更加严重，一边是部分地区楼市亟待“去库存”，大部分三四线城市的库存压力依然非常大，另一边则是大城市楼

市“过热”、投资炒作之风渐起，以深圳房价为例，深圳房价自 2014 年以来上涨近 50%。

在这样的情况下，为了稳定一线城市过快上涨的房价，抑制市场的投机热情，一线城市陆续出台了房地产新政。但是从政策层面来看，未来的房地产政策不是“一概而论”的，而是“具体问题，具体分析”；不是单向的宽松，也不是单向的收紧，而是向市场普遍预测的“托底盖帽”。

两会闭幕，从总理答记者问看当下投资形式

3 月 16 日，随着十二届全国人大四次会议闭幕，至此深受国内外广泛关注的中国“两会”正式闭幕。闭幕后国务院总理李克强在人民大会堂会见中外记者，就经济发展、深化改革、民生改善等相关问题回答记者提问。

总理谈到中国经济形势短期还会有小幅的波动，同时政府也有创新的宏观调控手段可以稳定中国经济的发展；谈到转型方面，总理强调通过简政、减税，供给侧改革释放市场活力，同时培育新动能和改造提升传统动能形成中国经济的“双引擎”；金融监管方面，政府将继续推进市场化、法制化的改革，完善金融监管体系，练就一双加强监管的“火眼金睛”；在国企改革的问题上，去产能是必须的，但同时得兼顾稳就业和促发展相结合；谈养老与医保，总理说到不能让“老有所依”成为一句空话，同时争取两年实现老年人跨省异地住院费用直接结算等等。

从总理答记者问的回答中可以看出，宏观经济层面上当前经济形势并不乐观，政府的宏观调控必然会出手干预。从长期角度看，大的系统性投资机会偏低，更多的在于政府干预下的结构性机会。改革与转型可以说是政府可大展拳脚的调控之地，无论是确定地去产能的供给侧改革，还是保持经济增速必须依靠“双引擎”，都将预示着在经济波动下更多的投资机会来自于政府对整个经济结构的调整。包括总理谈到的养老与医保，同样是政府政策红利下的投资机会。借用总理最后一句——“你对股市有信心，我就有信心”来总结，长期上我们要对中国经济发展有信心，短期上我们要对政府调控有信心。

【行业新闻】

大跌考验清盘机制 部分私募取消“清盘线”

来源：中国证券报·中证网

信托公司、私募基金管理公司、券商销售渠道等方面的业内人士向中国证券报记者透露，去年市场出现异常波动以来，不少面临清盘的私募基金开始通过调低甚至取消“清盘线”的方式来保障产品存续，近期市场大跌使这一现象再度集

中出现。一些业内人士认为，“清盘线”对私募基金而言是一把“双刃剑”。一方面，通过清盘止损等外部措施在一定程度上弥补了私募基金的风控短板；另一方面，“清盘线”也容易让基金经理消极投资，鼓励追涨杀跌。

大跌考验清盘机制

大概很少有人料想到，A股新年交易的头一周就出现四度熔断。新年伊始，A股市场就被汇率贬值、大股东减持等利空阴影笼罩，刚开始实行的熔断机制则加速了市场大跌。Wind数据显示，截至1月7日收盘，A股市值在年初前四个交易日就蒸发了7万亿元。

市场大跌使私募基金再度面临清盘危机。一直以来，清盘机制是私募基金的一种重要风控机制。以市场常见的“阳光私募产品”为例，当T日下午收盘时信托公司估算的信托单位净值小于或等于“清盘线”时，无论之后信托单位净值是否可能恢复到该止损线之上，自公布之日开始，信托公司将拒绝执行委托人代表或投资顾问发出的投资指令，并对信托计划持有的证券品种进行连续的变现操作，直至信托计划财产全部变现为止。目前，阳光私募的清盘线多在0.7元至0.8元。

所以，作为证券信托经理的张华最近很忙。不过，与以往不同的是，张华并非在忙着“强行平仓”，而是在与投资者协调，降低甚至取消相关私募基金的“清盘线”。他说：“最近已经有几家私募管理公司提出了这样的要求。”

另外，多个信源亦证实了这一现象。某中型私募基金总经理对中国证券报记者表示，目前确实有一些同行为了避免被清盘，在调整产品“清盘线”。某知名券商销售渠道人士透露，其销售的私募基金中，已经有近30%取消了平仓线。

上述多位知情人士介绍，当产品逼近平仓线时，一些投顾会提出调整或取消“清盘线”的要求，再由信托公司或其他渠道方与投资者协商沟通，经一定比例的投资者同意后方能修改合同。例如，某私募基金在取消其产品“清盘线”时，由发行产品的信托公司召开受益人大会。中国证券报记者获取到的相关资料显示，最终共有代表 2970 万份信托单位的受益人参加表决，占信托计划全体受益人所持信托单位的 51.83%，超过信托计划全体受益人所持信托单位的 50%。其中，持有 2670 万份信托单位的受益人同意该次受益人大会审议事项，占参加大会受益人所持信托单位总数的 89.90%，超过参加大会受益人所持信托单位的三分之二。

私募举动耐人寻味

事实上，修改甚至取消“清盘线”的背后，正是众多大大小小面临清盘的私募基金管理公司。

上述多个信源指出，调整或取消“清盘线”的行为一直就有，但较为少见。直到 2015 年市场剧烈波动后，取消“清盘线”的行为开始大量出现。2015 年 6 月中旬开始，A 股市场持续暴跌，最终殃及到私募基金。彼时，大量私募基金产品，特别是 2015 年当年发行的私募基金面临清盘，这其中既有大型私募基金管理公司，也有小基金公司。

中国证券报记者了解到，为了避免产品被清盘，私募基金通常采取两种方式：一种方式是投顾自行补仓。例如，去年 9 月中旬，期货大佬葛卫东旗下的混沌道然资产管理公司在公司官方网站发布公告表示，控股公司上海混沌投资集团将于 2015 年 9 月 30 日向公司旗下两只基金产品，“混沌价值一号”基金(含 A、B 基

金)和“混沌价值二号”基金(含 A、B 基金)分别追加资金 5000 万元和 1 亿元。另外一种方式则是私募基金与投资者协商修改或取消“清盘线”。前述知情人士透露,目前采取这种处置方式的私募基金中,不乏大型私募基金管理公司。前述券商人士表示,从他接触的产品来看,大中型私募基金管理公司出于维护市场形象,在产品净值逼近“清盘线”时,也有很强的动力取消“清盘线”。他透露,其销售的产品中,已经有三家知名私募机构发行的产品在股灾后取消了“清盘线”。张华亦透露:“新年以来市场表现不好,最近在我们这边发产品的一家大私募也在考虑取消‘清盘线’。”

一位不愿具名的私募基金投资经理认为,保证公司旗下其他产品的业绩稳定,避免恶性循环亦是私募基金取消“清盘线”的原因之一。他表示,一些私募基金公司旗下多只产品属于“复制仓位”,投资标的相似度很高,一旦其中一只被强平,则有可能加剧其他产品净值下跌。

风控制度有待完善

实际上,业内人士认为,“清盘线”对于私募基金而言是一把“双刃剑”,一方面有助于弥补私募基金的风控短板,一方面又制约着私募基金的发展。

据格上理财统计,截至 2015 年 12 月 23 日,2015 年清盘的证券类私募基金共 1589 只,接近 2014 年的 3 倍,相当于过去 4 年清盘基金数量的总和;提前清盘的基金占清盘基金总量的比例高达 43%,较 2014 年的 20%占比翻倍。显然,“股灾”再次暴露了私募基金的风控短板。目前,由于成本控制等多方面原因,多数私募基金管理公司缺乏专门的风控机制和人力,凸显了外部风控的重要性,而清

盘止损制度是主要方式。有私募基金经理担心，取消“清盘线”后，或会使一些产品的投资风格更加激进。

好买基金则认为，“清盘线”的初衷是希望在控制损失的情况下，能享受高收益。但从产品的角度讲，“清盘线”的设置对投资者造成了幻觉。以股票型私募为例，一般私募的“清盘线”设置在 0.8 元。这对投资者的幻觉是可以享受股票市场的收益，而最大的风险是亏损 20%。显然，这并没改变股票型产品的风险收益特征属性。某种程度上是鼓励风险较低的投资者投资了不适合的高风险产品。在具体的投资上，一般管理人会采用先建安全垫，逐步提高仓位的做法。事实上，这种投资方法，直接的结果就是有效资产运用不足。投资者出了 100 万的资金，只有 50 万在有效运作，甚至更少。

前述私募基金经理进一步表示，一旦产品逼近“清盘线”，基金经理往往会选择空仓，使产品在一定意义上变成一只“死基金”。好买基金还认为，“清盘线”的设置机制上鼓励管理人追涨杀跌。由于“清盘线”机制的存在，或多或少使管理人偏离“看企业”，更着重于市场博弈获得收益。投企业与趋势交易历来是两大投资派别，合法赚钱并无对错，但如果少了价值投资，那么投资将与赌博无异。

2015 年 1500 只私募基金清盘，相当过去四年总和

随着私募基金备案制的实施，证券类私募基金发行量井喷，但今年股市流动性危机的爆发以及批量证券类私募基金的集中到期，也导致私募基金迎来最大的清盘潮，清盘数量已超过 1500 只，相当于过去四年清盘基金数量的总和。

据格上理财最新统计数据显示，2015 年清盘的证券类私募基金共计 1589 只，而今年证券类私募基金总发行数量约为 8700 只，产品清盘数量占到总发行数量的 18.26%。从 2015 年月度清盘数量来看，9 月是证券类私募清盘高峰，多达 240 只产品。

据了解，私募清盘增加主要有两个原因，首先是私募基金备案制实施后，证券类私募基金呈现井喷式增长，许多 2014 年 8 月之后成立的私募基金在今年 9 月开始集中到期清盘。据格上理财数据显示，9 月后清盘的私募基金中，77%的产品集中成立于 2014 年 9-12 月，且接近 95%发行时设定为 1 年期产品。另外，随着 9 月二级市场“去杠杆”进入高潮，大批量的高杠杆基金跌破清盘线只得被迫清盘。同时，9 月、10 月大量带有杠杆属性的“伞形信托”提前清盘，如云南信托的“私募工厂”系列提前清盘基金近 130 只。

北京商报记者注意到，在被迫清盘的队伍中，一些资深私募机构和私募大佬也未能独善其身。如清水源旗下就有 5 只产品提前清盘，这 5 只产品均为 2015 年 5 月 11 日成立、7 月 23 日清盘。而“基金一姐”王茹远奔私后管理的“大浪潮 2015”系列基金也曾濒临清盘线，9 月初葛卫东的混沌道然资管公司管理的混沌价值一号、混沌价值二号净值也大幅回撤，不得不自掏腰包挽救。“今年私募清盘

潮爆发源于特定的行情因素，杠杆熊市下私募基金业绩腰斩，客户大量赎回、击穿产品清盘线的比比皆是，进而导致大量产品清盘；同时，去杠杆过程中，监管机构出手清理场外配资行为，如‘伞形信托’等大量产品也遭遇清盘。”格上理财研究员梁晓丹指出。

此外，梁晓丹表示，随着私募行业的蓬勃发展，清盘基金数量增多将成为大概率事件。由于大量投资精英投身到私募行业中来，私募机构间投资能力日渐分化、良莠不齐，加上在进行私募公司运作管理过程中，管理规模控制、公司治理、团队培养等多方面因素也成为影响私募存活率的关键因素，因而私募行业必将出现优胜劣汰，基金清盘的数量随之增多。

大限将至 私募“保壳”运动升温

私募登记备案制度实施两年来，已有 2 万多家私募登记备案，但“空壳”私募——旗下没有备案基金的私募却占到约 70%， “空壳”私募占据了有限的监管资源。监管部门近期向“空壳”私募开刀，也催生了私募“保壳”运动升温。

如果不在规定期限内备案首只私募基金产品，“空壳”私募则面临着被撤销牌照的风险，第一个大限日是今年 5 月 1 日。农历新年前，中国证券投资基金业协会发布的《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》规定，新注册的私募须在 6 个月内进行产品备案；已登记满 12 个月的私募须在 2016 年 5 月 1 日前产品

备案;已登记不满 12 个月的私募在 2016 年 8 月 1 日前产品备案。逾期未进行备案的私募, 中国证券投资基金业协会将注销该私募基金管理人登记。

券商、期货公司等机构纷纷给出“保壳”方案, 最低 100 万元就可以成立产品, 满足私募“保壳”要求。深圳某期货公司相关负责人表示, 100 万元就能成立产品, 提供算法交易系统接入、私募产品发行、托管、清算及其他外包等一站式服务, 费率仅为产品规模的 3-5%。某券商给出的方案也是, 100 万元既能成立产品, 综合托管加外包服务 3 万元全包。

由于监管实质收紧, 私募的“壳”资源一路看涨, 私募“保壳”行动也随之升温。深圳私募界人士透露, 目前一个私募牌照价值在 40-50 万元左右, 许多“空壳”私募并不是为了做证券投资业务, 而是一开始就抱着抢先注册了再说的态度去的, 在监管收紧之后, 私募牌照的价格一路看涨, 这些“空壳”私募在也在待价而沽。上述券商人士表示, 最近寻找“保壳”方案的私募不少, 毕竟 100 万元就能发行产品的门槛相当低, 新规将催生诸多迷你型私募基金。

“空壳”私募占据了有限的监管资源。中国证券投资基金业协会相关负责人表示, 大量机构盲目登记为私募基金管理人, 截至目前, 已登记但未展业的私募基金管理人数量超过 1.7 万家, 占已登记私募基金管理人总量的 69%, 这些未展业的私募机构中, 部分在准备业务中, 但另外一些机构实际并无开展私募基金业务意愿。业内人士表示, 大量“空壳”私募占据了有限的监管资源, 监管新规向“空壳”私募开刀势在必行。

监管新规密集出台 私募业面临大变局

春节前夕，中国基金业协会陆续发布《私募投资基金管理人内部控制指引》（简称《内部控制指引》）、《私募投资基金信息披露管理办法》（简称《管理办法》）、《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》（简称《登记公告》）等多个重磅文件，或将对私募业的发展产生深远影响。

自律监管框架成型

《内部控制指引》的发布，被业内视作“私募 2.0”时代到来的标志。据悉，《内部控制指引》分为五章，共三十三条，主要从私募基金管理人内部控制的目标与原则、内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通及内部监督等方面的制度建设进行自律管理。私募基金管理人内部控制的自律监管框架由此成型。

为了修补风控这一私募行业最大的硬伤，《内部控制指引》第十二条规定，私募基金管理人应当设置负责合规风控的高级管理人员。风控负责人应当独立地履行对内部控制监督、检查、评价、报告和建议的职能，对因失职渎职导致内部控制失效造成重大损失的，应承担相关责任。而私募基金负责人不再与负责合规风控的高管共同承担赔偿责任。信息披露更透明

未来，私募基金每季度将至少向投资者进行一次信息披露，单只规模在 500 0 万元以上的私募证券投资基金至少每月向投资者披露一次。根据《管理办法》，信息披露的主体是私募基金管理人、私募基金托管人，法律、行政法规和证监会、

基金业协会规定的具有信息披露义务的法人和其他组织。私募基金进行托管的，托管人应当对私募基金管理人披露的基金相关信息进行复核确认。信息披露义务人可以采取信件、传真、电子邮件、官方网站或第三方服务机构登录查询等非公开披露的方式向投资者进行披露，并应通过私募基金信息披露备份平台报送信息。

《管理办法》要求，私募基金相关信息披露义务人应当向投资者披露的信息包括基金合同；招募说明书等宣传推介文件；基金销售协议中的主要权利义务条款(如有)；基金的投资情况；基金的资产负债情况；基金的投资收益分配情况；基金承担的费用和业绩报酬安排；可能存在的利益冲突；涉及私募基金管理业务、基金财产、基金托管业务的重大诉讼、仲裁；中国证监会以及中国基金业协会规定的影 响投资者合法权益的其他重大信息。同时，《管理办法》对基金运作期间的信息披露作出了详细规定。根据新规，私募基金运行期间，信息披露义务人应当在每季度结束之日起 10 个工作日内，向投资者披露基金净值、主要财务指标以及投资组合情况等信息。单只私募证券投资基金管理规模金额达到 5000 万元以上的，应当持续在每月结束之日起 5 个工作日内，向投资者披露基金净值信息。此外，私募基金运行期间，信息披露义务人应当在每年结束之日起 4 个月内，向投资者披露报告期末基金净值和基金份额总额、基金的财务情况、基金投资运作情况和运用杠杆情况等信息。

值得一提的是，《管理办法》还规定了基金合同未约定信息披露、不当披露、信息披露事务管理违规、严重违规披露等四种情形应承担的相关责任和自律惩戒措施。惩戒措施包括责令改正、谈话提醒、书面警示、要求参加强制培训、行业内谴责、加入黑名单等，情节严重的，将移交中国证监会处理。

某中型规模私募基金人士表示，新规要求比较严格，对于私募基金而言，相关工作量将增加很多，但对行业发展是利好，未来管理会逐步标准化。中信证券(600030, 股吧)对接私募产品部人士也表示，新规发布之初，私募和券商压力可能比较大，但是从长远看，行业的发展会更好，金融地位会逐渐提高，“尤其是要求规范发布年报，可以约束行业中很多灰色的运作。”

协会不为备案基金背书

除了进一步规范信息披露体系之外，《登记公告》则从取消私募基金管理人登记证明、加强信息报送、法律意见书、高管人员资质要求等四个方面，加强规范私募基金管理人登记相关事项，以督促私募基金管理人恪尽职守，切实履行诚实信用、专业勤勉的受托人义务，促进私募基金行业规范健康发展。

公告中“取消私募基金管理人登记证明”一条较为引人注目。中基协称，自2014年2月7日开展私募基金管理人登记私募基金备案和自律管理工作开始，一些机构滥用登记备案信息非法自我增信，一些机构合规运作和信息报告意识淡薄，一些机构甚至从事公开募集、内幕交易、以私募基金为名的非法集资等违法违规活动，因此，中基协今后不再出具私募基金管理人登记电子证明。

中基协同时重申，此前已出具的私募基金登记备案电子证明、纸质证书和相关公示信息仅表明，该私募基金管理人已履行相关私募基金登记备案手续，不构成对私募基金管理人投资能力、持续合规情况的认可，不作为基金财产安全的保证。

此外，根据公告，自 2 月 5 日起，新登记的管理人在办结登记手续之日起 6 个月内，仍未备案首只私募基金产品的；已登记满 12 个月尚未备案首只产品的管理人，在今年 5 月 1 日前未备案私募基金产品的；不满 12 个月且在今年 8 月 1 日前未备案私募基金产品的等三种情形，私募基金将被注销私募基金管理人登记。

【投资有道】

慢即是快

-----中睿投研部王睿豪

过去的一年里，我们的股市从杠杆上的疯牛到熔断中的快熊，在这短暂的时间里出现了过去十数年未曾经历的行情。

从 A 股诞生之日起，投机就是这里的主旋律，这有着强烈的时代背景，本来作为经济晴雨表的股市，在现在的中国完全沦为融资工具，失去了价值投资的土壤。无数的股民在有限的空间里，翻江倒海，奔腾不息。但是到最后，穿越牛熊的不是上市公司，而是站在食物链顶端的少数几个人。在互联网时代，眼球效应把他们光鲜的一面无限放大，却没人去看背后的累累白骨。这一路不缺狂热的爱好者，却永远缺乏着真正愿意从尘埃走向塔尖的人。

短线交易模式，是新入市的股民们为了追求高额收益的法宝。事实上，当每一个人第一次跨入股市，大都是短线交易者，追涨杀跌。短线交易迎合了人的天性，如果能快速盈利，谁又愿意用有限的生命去等候呢？但是，短线投机操作对人的要求也是非常高的，股市的能力，经验，时间，性格，控制力，心态等等缺一不可。正如我们每天所做的那样，在右侧选择合适的时机，跟随疯狂的资金去参与市场上最闪耀的标的，却在这一过程中时刻保持清醒。因为市场的屠刀随时会斩下，风险和收益永远是相生相伴的，更多的时候，我们需要思考的是为了博取眼前的收益，值得承担多少风险。合格的投资者会随时跟随市场调整自己的风险偏好，适合于牛市的策略，也许在熊市中就变成致命的毒药；在熊市里如履薄冰的做法，在牛市中或许就显得畏手畏脚。行情总在绝望中产生，然而绝望却未必都能产生行情，顺势而为和逆向思维，看似对立的话题，却时刻演绎着一些市场最纯粹的本质。同一种模式，在不同的大盘氛围下，也会导致不同的结果。唯一不变的，只有变化本身。

我所理解的短线交易模式，并非追求连续大阳线乃至涨停的暴利，而是在确定性的交易模式中，稳定地获取收益。快进快出，是为了尽量不让头寸暴露在市场的不确定性中。因为在牛短熊长的 A 股市场上，中长线投资必然面临资产大幅波动的风险。而合格的短线交易作手总是呈现小碎步的缓慢盈利，累积到一定时间后再加速爆发，然后再恢复到小碎步爬升，如此循环。也许一天一月，这样的交易貌不惊人，但是三五年乃至十年后，复利会让你的坚持得到应有的偿付。

我们生活在一个快节奏的社会里，速食文化正在从各方面影响我们的行为，

但投资是需要慢下来的。需要明确的是，交易不是在参与某个股票的主升浪，而是做的自己市值的主升浪，所以永远不要有孤注一掷的想法，把风险放在自己可以掌控的范围内。在未来的日子里，当市场的洪流从我身边汹涌而过的时候，我也希望能够保持踽踽独行的姿态，然后去看朝曦夕月，落崖惊风。

【市场综述】

一季度经济大事回顾

* 2016 年 1 月 4 日，2016 年首个交易日，也是中国 A 股正式实行熔断机制的第一天，而 A 股市场让投资者颇感意外，一路下跌，在下午开盘不久沪深 300 指数跌破 5%，触及熔断第一档阈值，在暂停交易 15 分钟重启交易后仅仅 6 分钟，触及熔断第二档阈值，市场休市至收盘。1 月 7 日，市场再度暴跌引发熔断，1 月 7 日晚三大交易所宣布暂停熔断制度。

* 1 月 11 日，银监会召开全国银行业监督管理工作（电视电话）会议。银监会党委书记、主席尚福林作重要讲话。会议分析研判了当前经济金融形势，研究部署 2016 年银行业监管工作几大重点任务，包括提升服务实体经济效率，排查治理重点风险、深入推进银行业改革开放、进一步提高监管有效性等。

* 1 月 22 日，李克强总理主持召开国务院常务会议，再度研究化解钢铁煤炭行业过剩产能，并出台了去产能的原则、路径和保障政策。化解钢铁煤炭行业

过剩产能的原则是，市场倒逼、企业主体、地方组织、中央支持。会议认为，坚持用法治和市场化手段，化解钢铁煤炭行业过剩产能，是推进供给侧结构性改革的重要举措，对推动行业结构优化、脱困升级，具有重要意义。

* 2月1日，央行和银监会公布“关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知”（下称“通知”），要求在不实施“限购”的城市，居民家庭购买首套普通住房的商业性个人住房贷款，在最低首付25%的基础上可再下浮5个百分点；对拥有1套住房且房贷未结清的家庭，为改善居住条件再次申请商业性房贷购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于30%。

* 2月22日中共中央决定任命刘士余同志为中国证监会党委书记，免去肖钢同志的中国证监会党委书记职务。国务院决定，任命刘士余同志为中国证监会主席，免去肖钢同志的中国证监会主席职务。

* 2月19日，国家发展改革委、工业和信息化部、国资委联合召开化解钢铁过剩产能工作部署电视电话会议，部署贯彻落实《国务院关于钢铁行业化解产能严重过剩矛盾实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕6号，以下简称《意见》）的有关工作。会议指出，党中央、国务院高度重视化解过剩产能工作，有关地区、部门和企业要充分认识钢铁行业化解过剩产能的重大意义，自觉把思想和行动统一到中央的决策部署上来。要准确把握钢铁行业化解过剩产能的任务要求，紧紧围绕推动钢铁行业供给侧结构性改革来研究、部署和推动工作。要坚持市场倒逼、企业主体，地方组织、中央支持，突出重点、依法依规的原则，统筹处理好“禁住”、“退够”、“升级”三个方面主要任务，全面禁止新增钢铁产能，通过依法依规退出、引导主动退出等方式切实退出钢铁过剩产能，推动钢铁行业转型升级。要按照中央的决策部署，积极稳妥化解钢铁过剩产能，促进钢铁产业脱困发展，

实现推动钢铁工业实现由大到强的跨越发展的最终目标。

* 2月29日晚间，央行突然宣布降准一自3月1日起，普遍下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，以保持金融体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长，为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

* 3月9日，两会开幕，中共中央政治局常委、国务院总理李克强在重庆代表团参加审议。在听了代表们的发言后，他说，重庆在国家发展中具有重要战略地位，希望继续敢闯实干，巩固经济社会发展良好态势。要依靠改革开放促进发展，尤其要持续推进简政放权、放管结合、优化服务改革，把蕴藏在人民群众中的巨大活力和创造力激发出来，提升技术、管理水平，打造知名品牌，争做中西部改革开放的排头兵。要培育新动能、发展新经济，抓住推进新型城镇化等重大机遇，促进新技术、新产业、新业态成长，提升传统产业水平。要在长江经济带发展中发挥支撑引领作用，辐射、带动周边和腹地，推动西部大开发，为全国发展增添动力。

* 3月22日，中央深改小组会议审议通过关于深化投融资体制改革的意见，会议强调，深化投融资体制改革，要确立企业投资主体地位，平等对待各类投资主体，放宽放活社会投资。要改善企业投资管理，注重事前政策引导、事后监管约束和过程服务，创新服务方式，简化服务流程，提高综合服务能力。要完善政府投资体制，发挥好政府投资的引导作用和放大效应，完善政府和社会资本合作模式。要拓宽投资项目资金来源，充分挖掘社会资金潜力。

* 3月30日，中国人民银行、银监会日前联合印发《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》，从积极培育发展消费金融组织体系、加快推进消费信贷管理模式和产品创新、加大对新消费重点领域金融支持、改善优化消费金融发展环境等方面提出了一系列细化政策措施。《意见》明确，加大对6个新消费重点领域的金融支持力度，包括养老家政健康消费、信息和网络消费、绿色消费、旅游休闲消费、教育文化体育消费、农村消费。

一季度国内经济情况

中国经济在 2016 年第一季度总体来说平稳运行，体现出先抑后扬的特征。

我国的 M2 的增速在 2016 年的 1 月创下近年来的新高，新增人民币贷款额度也从 2015 年 12 月的 5978 亿暴增到 25100 亿。事实上，中国 2015 年来 M2 增速就一直呈上升趋势，这反映了我国经济下滑的情况严重，需要更大程度上的货币刺激。与之对应的是政府在房地产市场的松绑带来的一线楼市房价暴增，以上海为例，2015 年上海市的常住人口首次出现负增长，同比降幅达到 0.4%，而上海的房价反而开始暴涨模式，这反映了市场投机氛围浓厚，经济下滑期间的中国，并不缺乏资金，缺乏的是好的投资途径。

虽然房地产的暴涨势头不可持续，房地产政策（尤其是一线城市）已经开始呈现收拢的特征，但是房地产的回暖一方面反映了经济增长乏力的现状，一房间也说明了现阶段的中国需要楼市的刺激来稳住增长速度，为经济结构转型争取空间。

在房地产市场的带动下，一季度的经济数据表现都有所回暖，PPI 的下滑幅度开始下降已经从 15 年末的-5.9%降低到 16 年 2 月的-4.9%。虽然 pmi 相比还是有所下滑，但是下滑幅度也有所收窄。

在汇市，第一季度受到美元加息的影响剧烈，离岸人民币市场人民币兑美元暴跌，然而最终还是在政府的干预和经济的回暖下归于正常。与之对应的是外汇储备市场的大幅波动，1 月份，中国外汇储备大降 1000 亿美元，让市场对中国在

外汇市场的应对能力产生了很大怀疑，不过在政府干预离岸人民币市场之后，汇率开始归于平稳，2月，外汇储备仅仅下降了285亿美元。暂时来看，中国对于外汇市场有充足的应对的能力，短期不用过度担忧。

整体来看，一季度中国经济虽有波澜，但始终在稳健的运行过程中，各种调控和刺激政策都层出不穷，从楼市调控的先放开后收紧的状况来看，经济在稳定运行的过程中的泡沫还是在有意识的控制，政府手中仍有底牌，调控有度。

随着耶伦对于美元加息所表述的态度变得消极，中国经济中期来看可能会在量化宽松的刺激下逐渐回暖。而加息的不确定性始终是悬在中国乃至全球经济头顶上空的达摩克利斯之剑，这仍是经济运行中不可忽视的风险。

一季度中睿投资小结

一季度市场变动剧烈，1月初，熔断机制开始实施，市场直接大幅杀跌，此后市场开始连续暴跌模式，中睿判断市场已经进入下行通道，现货方面以空仓观望为主，用小仓位参与市场反弹，并在市场继续下跌中选择及时清仓，期货方面略有盈利；二三月份的行情以低位震荡为主，中睿在此行情中多次轻仓参与，二月份现货稍有亏损，三月间准确的把握住了券商的反弹，并积极参与人工智能、无人驾驶等热门板块，斩获一定利润。

根据现在的市场来看，市场的震荡态势还将延续，而中睿将保持一贯稳健的操作作风，在趋势性行情没走出来之前轻仓参与市场热点，把握震荡行情中的盈利机会，并耐心等待趋势性行情中的机会。

2016 年二季度展望

今年一季度市场运行不平稳，A 股市场开年即熔断，随后 1 月份上证指数一路下跌到 2638 点，随后在底部震荡。大宗商品市场在 2 月见底后开始强有力的反弹，石油从跌破 30 美元重回到 40 美元周围震荡。

与之对应的是全球经济在 1 月份的恐慌，1 月全球股市普跌，市场对于经济风险的恐惧达到极致，随后，各国政府开始实施量化宽松政策刺激经济，大宗商品见底，全球股市重新开启反弹周期。这一切的根本原因是全球经济增长的乏力，作为发展中国家代表的中国经济开始转型，而全球经济暂时还没有一个强有力的新增长点出来，全球经济增速下滑。而现阶段量化宽松的刺激仅仅算是一针强心剂，中期能够稳住经济下行的态势，长期来看下行状况还是不可避免。

具体到中国经济而言，经济结构的转型阶段往往会带来阵痛，几十年来的基建拉动导致中国传统行业在中国经济体中占比巨大，这是转型阶段新的增长点难以代替的地方，也是全球经济下滑的根本原因。二季度将迎来 4 月份和 6 月份的美联储议息会议，现今美国自身分歧仍然巨大，二季度将是充满变数的一个季度，但是风险和机会并存。

对于未来，中睿不过度悲观也过度乐观，力求抓住震荡中潜在的机会，为投资者创造良好的收益。