

私募股票策略迎完美收官

2017年最后一周实现正收益

□本报记者 吴瞬

在2017年最后一周(2017年12月25日-29日),随着上证综指小幅震荡上涨并实现周线两连阳,私募股票策略也迎来了完美收官,平均收益为0.02%,部分产品更是创下了超过20%的周收益。

股票策略复苏

刚刚过去的2017年,A股以一根阳线收官,上证综指小幅上涨并收于3307点。其他指数方面,沪深300指数在2017年最后一周跌0.59%,中小板综指周跌0.53%,创业板综指周跌0.66%,创业板跌幅略大,表明市场风格依然偏爱大市值。从行业表现来看,周期股重拾涨势,有色金属、煤炭等板块涨幅居前,非银金融与家电板块则陷入调整。概念方面,次新股在经历了连续杀跌之后强势反弹。

在这一市场行情下,据私募排排网不完全统计,截至2017年12月29日,739只在2017年最后一周实现了正收益,占比39.73%。分策略来看,仅组合基金和股票策略整体实现正收益。未实现正收益的其余六大策略中,事件驱动和管理期货策略均以-1.00%的收益垫底。从各策略收益榜来看,差距明显,收益最高的某股票策略产品周收益达到23.14%。

事实上,在经历了11月中旬以来的调整后,私募股票策略就一直处在低谷,私募整体仓位也出现了一定下降。但随着上证综指在2017年最后一周收阳,以及2018年开市之后走强,私募股票策略也将迎来复苏。



视觉中国图片

对于目前的市場特点,星石投资预计,市场风格将会发生一定转变,2018年资金对大盘股的偏好将会弱化,而对绩优股的偏好则有望继续维持。因此,2018年无论是大盘股还是中小盘股,均有一定的投资机会,看好受益于经济结构改善和经济新动能形成的行业,如医药、新零售、智能制造等。

行业步入分化阶段

回顾2017年全年走势,A股市场上演了“冰与火之歌”,其中上证综指和沪深300指数分别上涨6.56%和21.78%,而创业板指数则下跌了10.54%。在A股市场呈现“二八”甚至“一九”分化行情时,

私募证券行业也出现了显著的两极分化现象,无论是管理规模还是业绩,强者恒强的特征日益凸显。除此之外,私募证券投资基金行业在2017年还呈现出管理规模缩水、新机构成立热情低迷、产品发行量大幅缩减的特征。

中国证券投资基金业协会备案数据显示,截至2017年11月底,私募基金行业管理规模为10.90万亿元,较前一季度环比增加0.58万亿元,较2016年末增长了3.01万亿元,增幅约38.15%。其中,除证券类私募规模同比缩减0.49万亿元以外,股权、创投、其他类私募实缴规模相比2016年末均有所增加。

对于2017年证券类私募的缩

水,格上研究中心认为主要有三方面的原因。首先,2017年商品和债券市场表现平平,股票市场虽然呈现结构化慢牛行情,但行业内仍有四成基金收益不足5%。总体来看,私募行业整体盈利困难,在已有产品规模缩水的同时,新基金的募集难度也在加大。其次,受银行业去杠杆影响,部分银行特别是城商行开始收缩委外规模,债券型私募通过结构化产品冲规模受限,很大程度上抑制了证券类私募行业的规模扩张。此外,在行业新增资金少、证券类私募整体表现并不亮眼的情况下,部分存量资金开始由证券类私募转向股权基金或固定收益类信托等产品。

“大象”基金起舞 还会延续吗

□好买基金研究中心 曾令华

2017年,百亿级私募收益远超其他规模类型私募机构。数据显示,截至2017年11月,管理规模在百亿元以上的股票基金平均收益28%;管理规模在50-100亿元的私募,平均收益11%;管理规模20-50亿元的私募,平均收益16%;管理规模10-20亿元,平均收益18%;管理规模10亿元以下,平均收益10%。2017年12月数据还未完全出来,但预计规模和业绩正相关的现象仍是成立的。

规模和业绩呈倒U效应

这种现象有其特殊性。2017年以来,A股市场“一九”行情,涨的个数少,跌的个数多,市值越大,涨得概率越大。统计发现,市值1000亿元以上的股票涨幅的中值为28%;500-1000亿元、100-500亿元、10-100亿元的股票,涨幅分别为28%、-3.2%、-24%。2017年是大股票估值提升的一年,而目前来看,这些大股票的估值优势已经减弱不少。以1000亿元市值的股票为例,在2017年年初,其PE中位数是15.55倍,而目前是19.05倍,估值上升22%。大盘蓝筹往往是“大象”基金配置的重点品种,因此,这些基金在2017年业绩和规模双丰收。但是,蓝筹股逐步上涨至合理位置后,其超额收益能力面临考验。

海通证券曾选择2012年1月1日至2016年12月31日存续的定期披露净值和资产净值的普通股票型、偏股混合型公募基金进行统计,研究现实,A股公募基金规模和业绩存在倒U型关系,基金的超额收益分位点随着基金规模的扩张而攀升,但到达一定临界点后开始下降。据其测算,普通股票型和偏股混合型基金的最优规模在19.89亿元到35.22亿元之间。

存在倒U形,一般来说有两方面原因。首先,规模经济。随着基金规模增大,基金的交易成本下降,同时获取数据、研究服务的成本以及管理成本和间接费用并不是随着规模的增长而同比例增加,这会给基金带来正的规模经济效应。其次,流动性约束,这是一个反向关系。基金规模进一步增长,大规模的股票仓位加剧了流动性约束问题,比如缺少足够多优质的投资标的、面临价格冲击效应,导致基金售出或者购买股票的成本加大等。同时,大资金带来了管理上的压力,公司不得不雇佣更多人员应对这种变化,随着基金规模和持股数量增加,协调基金的资产配置和投资组合的管理难度也在加大。

公募基金如此,私募基金也验证的概率也很大。《对冲基金奇才》一书曾介绍格林布拉特管理过的哥谭资本,其在1985年至1994年,年均复合收益50%(费率),最低年收益28.5%。但该基金在1994年清盘,据作者了解,主要是哥谭资本的总资产规模不断增大,而格林布拉特觉得基金的规模已经影响到收益,他决定对基金进行清盘。

正确看待基金规模

并不是说目前国内基金规模大,业绩就不好了。事实上,私募基金规模和国外相比仍不大。国外一些巨头,如贝莱德管理资产规模达超5万亿美元、私募巨头桥水管理规模在1万亿美元左右。从公开的数据来看,我国私募基金还未有超过1000亿元人民币的。但A股市值与美股市值的对比是8.7万亿美元和40多万亿美元。

短期来看,规模和业绩互相促进正处于蜜月期。数据显示,大市值股票的估值和业绩匹配度仍好,而小市值的估值仍有待消化。并且,业绩好的基金容易受资金的追捧,这些资金的主要去处,可能还是大盘蓝筹。

但是,投资者应该从对规模的关注中跳出来,因为选基金是选司机,而不是选车的颜色。也就是说,在挑选基金的时候,更应该关注过程,关注基金经理如何挑选股票,以及如何管理投资组合,而不是规模,或者回报,过去对未来预测的价值不大。只有确信信任投资经理的投资决策过程,才有可能挑选一个未来业绩优秀的投资经理。也只有信任了,才能在表现不好时拿得住,获得长期回报。

私募基金需积极应对资管行业增值税

□毕马威企业咨询(中国)有限公司 沈瑛华 冯栋林

2018年伊始,资管行业增值税相关政策正式实施。私募行业部分管理人应积极应对、查漏补缺,以保证业务的正常运营及与税务的合规性,避免后期的税务风险。

落地实施中尚存疑问

财税部门的系列政策出台期间,基金业翘首盼望中国证券投资基金业协会(简称基金业协会)出台相关指引。就在2017年最后一个工作日,基金业协会在有关平台发布了《关于证券投资基金增值税核算估值的相关建议》(简称《相关建议》),为基金管理人增值稅的估值工作提供了参考。

虽然财税部门已出台多项相关政策,基金业协会也发布《相关建议》,但据了解,部分私募基金管理人在落实资管增值税方面尚存疑问。

投资股票和债券类方向的私募基金最关注的问题,莫过于能否比照公募基金适用证券投资基金投资股票和债券价差免税政策。根据财税[2016]36号文的规定,证券投资基金管理人运用基金买卖股票、债券取得的金融商品转让收入免征增值税。《相关建议》认为,公募基金及私募基金均可享受上述免税政策。但是财税政策就此一点

并未明确,各地税务机关拥有自由裁量权,可能存在由于财税部门和资管行业的专业语言不同,税务机关认为上述增值税免税政策仅适用于公募基金,私募基金不可享受的情况。因此,各私募基金管理人应重点相关纳税的判定是否需要调整,也需要及时关注各地政策实施情况。另外,私募基金能否享受金融机构同业往来利息免税政策还存在不确定性,需要私募基金关注各地执行情况。

另外一个值得关注的问题是保本收益的判定。根据140号文,保本收益是指合同中明确承诺到期本金可全部收回的投资收益。金融商品持有期间(含到期)取得的非保本的收益不征收增值税。那么,对于合同中约定了回购或赎回,抵押、质押、担保、差额补足,优先级投资人取得固定回报,回拨机制等条款如何界定?《相关建议》中提出,若合同中未明确承诺本金可全部收回,则不认为是“保本”,无需再实质判断合同内容。然而税法法规中,对于是否采用“实质重于形式”原则来判定是否保本尚无明确规定。基于之前与多地税务机关的交流,实操中可能更倾向于采用结合合同条款与业务实质的方式,综合考量是否为保本收益。

基金业协会也指出,基金管理人作为估值责任第一人,应当

审慎评估参考意见并自行做出估值判断,因税收政策调整与参考意见不一致的,以税收政策为准。因此,私募基金管理人在进行估值判断或纳税判定时,《相关建议》仅作参考,仍需要以税务机关的要求为准。

最后,56号文明确,管理人可选择分别或汇总核算资产管理产品运营业务销售额和增值税应纳税额。目前,大多数管理人综合多种因素考虑,在产品增值税上可能还是倾向于选择分开纳税,而非汇总纳税。从私募行业的内部财税资源来看,通常团队配置是小而精,相对较少全面从事各种投资策略和研究方向,在这种情况下,分别纳税可能对单一策略的私募基金管理人产生直接影响。这是因为部分私募投资人可能更青睐于混合型产品,从而利用同一产品不同金融产品盈亏互抵带来的节税效应。

做好三方面工作

管理人仍需完善相关工作,查漏补缺。根据毕马威相关项目经验,准备工作包括但不限于资产的纳税处理判定、估值模型的调整、合同条款的修订、业务流程的梳理改造、与利益相关者的沟通、相关系统的改造等。主要应该做好三大方面工作。

第一,与利益相关者保持沟通,包括投资人、产品管理人、托管

人、投资对象等。资管产品增值税实施后,整个业务链条中的各利益相关者都可能受到增值税影响,各方需要就税负承担、计税原则确认以及涉税资料交换等问题做好沟通;同时,结合各自在业务中的定位和职责,合理安排税负承担,并落实到合同条款中。

第二,完善增值税发票开具流程。私募基金作为纳税人可能需要开具增值税发票。考虑到资管产品的运作特点,可能存在开具对象与产品错配的情况。管理人需要考虑如何准确开具发票,并建立可行的开票流程。

第三,完善纳税申报流程。对私募基金管理人而言,首次纳税申报期的截止日为2月22日,因此仍有时间对纳税申报流程进行改造。基金产品应缴纳的增值税应在管理人自身的纳税申报表中进行汇总申报,相应的税款也需要合并缴纳。由于监管层面一般要求资管产品独立运营资金,因此,基金产品的增值税申报缴纳工作不仅涉及到申报数字在报表中的填写,还需要考虑如何在满足监管对于基金产品的资金管理要求的情况下,在纳税申报期内完成税款的缴纳工作,以避免出现税款滞纳金情况。此外,私募管理人在运作产品的资金时,还需要充分考虑如何配合申报周期,为产品预留充足的缴税资金。