



阳光私募:用创新创造超额收益

□本报实习记者 曹乘瑜

不善不流,不止不行。当市场中创造超额收益的机会变少,用来自救的工具有限,中国的阳光私募们愈发图强,在逆境中创新。

假设未来几年中国经济转型,潜在增速下降,A股市场创造超额收益的难度会比原来大。”上海重阳投资有限公司总裁莫泰山表示。“整个阳光私募行业都要思考,用更新的方法创造超额收益。”

4月15日,在第三届中国阳光私募金牛奖颁奖仪式上,多家阳光私募和中国香港的对冲基金探讨了对冲之外的风险规避方法,提示从投资者的角度出发思考创新。

对冲之外的风险规避

我们真的很佩服内地的阳光私募经理。”会下,来自香港中环资产管理公司 CAI 的蔡礼健告诉中国证券报记者,“我们完全无法想象只能做多头的投资是什么样子。”

CAI 善于做量化对冲,已经连续五年保持 22% 的年化收益率。而同样诞生五年,中国阳光私募到今年为止,在对冲工具中只有股指期货被有限地放开。然而,在不能用对冲工具的市场里,除了运用选股和仓位控制来规避风险之外,别无他法了吗?2011 年股债双杀,在没有对冲工具的情况下,中国的阳光私募采取了多种创新方式,保持自己的生存空间。

在现有困难环境的基础上产品设计创新,温州瑞安思考投资是一个。这仅成立不到两年的阳光私募,承诺旗下产品一个月内有两次申购/赎回的机会。产品的封闭期只有 15 天,极大地提高了客户资金的安全性。2011 年,瑞安思考以超过 14% 的收益率,在全国 1200 多只私募基金里夺得亚军。

考虑到熊市里股票不但不好选而且不好卖,中小板更是如此,来自深圳的展博投资采用了指数化的方式规避风险。

2011 年,市场涌现出来的创新,还有博弘数君以定向增发为投资目



第三届中国阳光私募金牛奖“经济转型与金融创新背景下的投资策略”论坛现场。从左至右分别为:中国证券报首席经济师卫保川、安信证券首席经济学家高善文、深圳翼虎投资管理有限公司总经理余定恒、上海呈瑞投资董事长芮昆、云南国际信托资产管理总部总经理王庆华。

本版摄影均为 本报记者 车亮

标的信托产品,以骄人业绩战胜了几乎所有上半年有公开业绩记录的产品。虽然在下半年业绩掉头,但是其创新精神,仍然为行业称赞。

从投资者角度思考创新

投资者喜欢什么样的私募?蔡礼健认为:一是独立的风险管理。做风险管理的人和做交易、做投资的人不能完全在一起。风险管理人应该在市场上没有什么意见。二是长期的交易制度。根据海外经验,投资者倾向于选择至少有五年投资经验的公司。三是规模至少要有 1 亿美元以上。四是经过严格的财务审计。五是管理费要收得足够多。“如果你的基金规模不够大,管理费收得不够多,基金管理者反而要担心怎样经营下去?投资者不希望基金管理者再想其他的事。”蔡礼健说。

2011 年,阳光私募清盘 210 只,相

比于 2010 年千亿元规模的增长,2011 年阳光私募的规模大约只增长了 400 亿元。在充满怀疑的时段,赢得投资者也就意味着赢得了生存的机会。因此,从投资者的角度出发,或许可以找到创新的切入点。

瑞安思考在“投资和盈利能力”的“鸡和蛋关系”中,选择先获得投资。“获得市场之后,你的盈利能力自然而然会换来后续投资。”岳志斌说。

瑞安思考把目标客户定位到 45 岁以上的客户群,因此在设计产品时将回报定位在 10% 到 15% 之间,最高不会超过 20%。回报定位的降低,也使得瑞安思考成为少有的不收取申购赎回费的阳光私募,并且大方地把管理费的百分点让给信托公司,以换得在募资发行方面获得渠道支持。“产品设计时,就要按照投资者的要求去做,而不是按照成为顶尖盈利的基金

产品去做。”岳志斌表示。

顶层设计最重要

“来自顶层设计最重要。”莫泰山说。“行业监管能够带来投资者信任。”有望于 2012 年底修订好的《基金法》是监管创新的重要一步,阳光私募将被纳入监管。

莫泰山表示,监管层的“新政”在很多方面都在创造多层次的市场,久被诟病的匮乏的投资工具也需要监管层的“新思路”。毕竟,丰富的投资工具将带来更多的投资策略。

“一个比较重要的方向是向国外真正的对冲基金学习。目前,无论是从投资工具、投资策略,还是目前人员经验的积累等方面,中国的阳光私募还有欠缺,应该花比较多的工夫认真思考未来我们怎么样为市场提供更加多元化的策略。”莫泰山说。

朱少平:私募监管有望纳入《基金法》

公募基金经理未来或可尝试股权激励

□本报实习记者 毛建宇

4月15日,全国人大财经委法案室主任朱少平在“第三届中国阳光私募基金金牛奖颁奖典礼暨精英论坛”上透露,修订中的《基金法》将专门就私募基金新增一章内容,涉及私募基金募集对象、监管方式等规定。针对公募基金经理激励的问题可能通过股权激励,或允许有限制条件的持股来解决。

朱少平透露,修订中的《基金法》专门就私募基金新增一章内容,涉及私募基金募集对象、监管方式等。朱少平表示,向特定对象募集是私募基金最核心的问题,而公募基金可以向任意投资者募集。朱少平认为,公募和私募的区别,主要有五条。公募不限对象、不限人数、不限数额、不限方法、必须委托发行,此外还有严格监管。而私募则限定人数、限定对象、数额不限,不单一委托发行,并且不同



于公募的严格监管。所以,首先就是要把私募发行的特定对象如何限定确定清楚。私募募集的对象主要是

些有风险承受能力的群体,这在合同中需做出必要的限定。

对于私募的监管,朱少平认为,私募机构管理方法与公募不同,公募是批准、核准,而私募是不审批、不核准,未来有可能采取注册的方式。公募基金监管现在是管产品、管行为,私募机构不可能不管。朱少平建议,划定一个额度,线上的叫基金,线下的不一定非要叫基金。产品也不可能不管,如果不管产品就没法管,而产品监管的具体方式可能是备案制。

此外,朱少平表示,基金投资操作的方法以及基金如何维护投资者的合法权益等问题在《基金法》修订中也有考虑。阳光私募都存在销售问题,这涉及到基金的综合服务,包括估值、广告、登记、转让等一系列的基金服务。原来的法律显然涉及不够。

朱少平透露,修订中的《基金法》针对基金经理激励的问题可能通过股权激

励,或允许有限制条件的持股来解决。

朱少平表示,现在很多公募基金从业人员跳槽到私募。有相关领导表示不是不想让基金经理持股,但目前基金行业是管制的,给进入到管制行业里的从业人员以个人股份目前还不合适。修改基金法的过程中有很多人建议这次修改法律无论如何把基金经理持股问题解决了。允许基金投资入股目前时机还不成熟,但是可以从其它方面给予补偿,比如股权激励,即当基金收益达到某个特定值时给予一定股份奖励。

对于基金经理和家人持股的问题,朱少平认为,或可以考虑把基金从业人员的限制放开,也就是说允许基金经理投资,但同时给从业人员两条限制:第一,从业人员及其亲属投资必须登记公开;第二,规定从业人员与相关人员利益不能冲突,避免其通过“老鼠仓”为个人谋取非法利益。

华生:新股发行可提高“门槛”

□本报实习记者 毛建宇

4月15日,经济学家华生在“第三届中国阳光私募基金金牛奖颁奖典礼暨精英论坛”上建议,新股发行改革应改变传统的习惯性思维定式,寻求新突破,即放弃审批制,向高门槛的披露制转变。

华生认为,证券市场主要受两方面因素影响,一是整体宏观经济,二是证券市场的制度构造。我国经济短期出现一定幅度调整,但是正处在城市化过程中,所以具有长期高速增长潜力,这是证券市场能够健康发展的一个最好的基础。因此,现在证券市场面临的最主要问题还是制度构造,资本市场面临着一个重大制度变革,可以称之为“二次股改”。第一次股改解决了形式上的接轨,这次要解决实质的接轨。

实行再融资市场化

华生认为,从审批制向披露制转变的首要环节是在再融资上进行根本的转变,包括公司债的发行完全市场化。公司债发行完全市场化会大大降低上市成本,上市公司就可以完全根据需要去设计各种各样的公司债。



现在公司债基本都是长期债,是因为批准一次很不容易,不知道下次是什么时候。如果有各种期限的公司债或者短期可展期的公司债,它的融资成本就可以大大降低,证券融资市场化的潜力就可以充分挖掘出来。

华生表示,再融资特别是定向增发私募市场化是全世界惯例,再融资

市场化对整体资本市场具有重大意义。因为我们市场的问题是蓝筹股要补充资金、无钱分红。作为蓝筹股应该像国际大盘蓝筹股一样按季度分红。”华生说,如果我们的蓝筹公司像美日股市以及可以比较的主要证券市场那样,当年分红的股息率大大高过一年期定期存款的几倍,甚至只要高一点,那么社保基金等长期资金就会挤到这个市场来。”

因此,再融资市场化是我们改变大盘蓝筹股缺乏投资价值的根本措施,再融资市场化会解决我们现在定向增发出现的各种怪现象,对夯实二级市场价格基础有着重要意义。”华生表示,再融资可以实现股权多元化,对国有企业改革和改变民营家族企业一股独大都有重要意义。像苹果、微软,其创始人所占股份只有百分之几,其原因就是他们不断地进行再融资,而不是用减持的办法使得股权多样化。”

应大幅提高上市门槛

华生认为,新股发行体制改革的核心灵魂就是大幅度提高上市的标准和门槛。在这个基础上放弃审批,

转为披露核实行制。华生以高考制度为例说明提高上市门槛的作用:“高考考 600 分可以进重点大学,600 分以上就是披露核实行制。也就是说首先要有一个好成绩,高考有监考老师防止考生作弊,这些条件够了。过了 600 分了,没有特殊原因就可以上重点大学,教育部门不录取,你可以申诉。”

“如果拿上市比作考取重点大学,录取分数线是 600 分,但是我们现在在证券市场有一个 300 分的标准,因此能够上市,或者说能够被录取的人,是够条件人的几分之一。”华生说:“此时录取谁或者说谁上市就存在一个相关部门的裁量,这时候就可能产生一些问题。就好比 302 分以上北大,至于 700 分为什么没被录取,可能给出的理由是素质不够。我们的证券市场也是同一个道理。放弃审批制目前条件可以实现,就是大幅度提高上市门槛。”

对于由门槛提高而带来的中小企业不能上市融资的问题,华生建议通过场外市场解决,由专业投资者料理,而不能到主板市场上向公众投资者销售,这样能把各种发展前景不确定的企业排除在外。

高善文:

二季度经济增速环比将回升

□本报记者 陈光

虽然股指在一季度出现上涨,但无论是政策、经济增速,还是资金状况都不乐观。4月15日,在中国证券报主办的“第三届中国阳光私募基金金牛奖颁奖典礼暨精英论坛”上,安信证券首席经济学家高善文认为,一季度股市上涨的主要原因是市场风险偏好出现修复性回升,而货币政策并未放松。由于融资体系初步修复,实体经济短期资金面状况有所好转,经济增速快速下滑阶段已经过去,二季度经济增速环比数据将有所恢复。货币政策短期内放松的预期不强,未来一年他都对经济增长持保守看法。

一季度上涨之辩

2012 年一季度,A 股市场出现较大幅度上涨,但经济基本面状况并不令人满意。高善文认为,市场表现与经济面、资金面、政策面之间发生背离,其中的原因值得深思。

高善文说,从统计局公布的宏观经济数据来看,一季度经济增速下滑速度超出市场预期,同期工业企业、国有企业,包括上市公司的盈利增速也在大幅下降,很多企业进入盈利负增长区间。此外,政策转向和松动步伐也明显慢于市场预期。他认为,去年年末市场一般的看法是,到今年一季度末,存款准备金率将继续下调至少两次。但是迄今为止预期并未兑现。在银行间市场上,一年期、十年期国债收益率都有一定程度上升,这也在一定程度上揭示货币政策松动并不明显。

除了经济增速和政策转向,一季度的资金供给状况也弱于预期。银行新增信贷数量以及狭义货币、广义货币的增长速度都处在继续下降的过程中,资金供给没有明显松动。

经济、政策和资金层面都没有好消息,市场却走出一波最高近 14% 的上涨行情,高善文认为,当前民间金融体系正处在重构阶段。由于经济活动“下沉”,短期资金的高成本状况得到初步缓解,使市场的风险偏好状况有所回升,从而推动股市行情。

高善文认为,在资金市场上,虽然 3 月银行新增贷款超预期放大,但票据贴现利率并没有出现明显下滑,短期、长期票据贴现利率之间出现 20-30 个基点的利差,这也是 2008 年下半年以来从未出现过的。



这说明市场短期资金成本高企的状况在一季度有所缓解,一方面在去年民间金融体系解体之后,正规金融体系的补充作用得以放大;另一方面,一季度实体经济活动也出现了“台阶”,它们共同导致短期资金供给成本有所回落。

经济状况短多长空

一季度经济增速明显下滑引发了市场的普遍担忧。高善文认为,从短期来看,经济增速下滑的最坏阶段已经过去,经济增长有望好转,但货币政策没有放松迹象。

虽然短期资金供给情况有所缓解,但主要原因是资金在一定程度上从体外循环转为体内循环;由于经济活动“下沉”,这些都使得短期资金需求缓解。而市场期待已久的货币政策放松没有出现。

高善文认为,如果考虑到融资体系恢复过程对经济的短期支撑作用,相比一季度,二季度经济增速环比数据将有所恢复,短期来讲经济下降最快的时候已经过去,基本面背景与市场预期相比会略好一些。但这种融资体系的恢复对资金供给的支撑作用无法持续,未来资金放量主要还得依靠政策转向。

由于房地产存货数量依然庞大,新开工面积没有明显恢复,调控政策对于整体经济增长的压力在今年之前都不会下降,而其他领域的经济活动也出现下滑,因此高善文认为,一年之内对经济增长状况都持保守观点。

金牛私募基金经理纵论 2012:我们不悲观

□本报记者 陈光

经济增速超预期下滑、政策放松幅度低于预期,面对当前市场的种种担忧,阳光私募基金经理们却从中看到机会。4月 15 日,在中国证券报主办的“第三届中国阳光私募基金金牛奖颁奖典礼暨精英论坛”上,多位知名私募经理表示,2012 年的市场依然存在不少投资机会。

我们不悲观”,深圳翼虎投资管理有限公司总经理余定恒表示,经济与政策之间的博弈将催生投资机会,经济增速越差反而会使得政策放松预期越强。此外,当前进行的资本市场改革也将推动市场估值变化,吸引场外资金进入,推动行情发展。

低斜率复苏的投资机会

对于经济增速下滑,重阳投资管理有限公司高级合伙人莫泰山认为,经济处在缓慢下滑过程中,软着陆后经济增速将迎来低斜率回升。今年的关键问题是,低斜率回升会不会来?什么时候来?

莫泰山认为,在经济增速低斜率回升背景下,投资策略可以关注两个方面:一是在经济增速回升背景下,一些周期性行业由于估值很低,会有阶段性表现机会,如银行、地产、家电,甚至汽车、机械等;二是从中国经济未来转型方向探讨,可以关注内需扩大、服务业提升、产业升级等方面的机会。

余定恒认为,今年将主要围绕两条线索投资。一是经济增速放缓和政府放松预期。“十八大”年底将召开,此刻,经济增速掉得越快,政策放松的预期越强烈。所以对于二季度的市场变化依然有一定的期待。特别是经历了两会之后的二次探底,整个市场心态在恢复,政策预期在提升。从这个角度来讲,经济与政策之间的博弈会越来越有利于市场上涨。

余定恒说,经济增速从来不是影响 A 股市场运行的主要因素。资金流向是决定短期市场波动或者中期市场波动的重要力量。资本市场制度的变化将导致场

以战略眼光选股票

而云南国际信托资产管理总部总经理王庆华则认为,经济背景、政策方向固然重要,但对于投资而言,如何选出优质股票才更为关键。2005 年,我们研究地产股、周期股,认为它们符合当时的发展方向。事实上,后来相关板块也取得了非常好的投资收益,但现在这些板块的超额收益基本不存在,我们需要找到一批像当年万科那样的股票,做长期投资,从而决定未来长期收益。

对此,2011 年投资冠军上海呈瑞投资董事长芮昆表示,选择投资标的必须符合未来经济转型方向。我们是投公司的,对大盘的基本面可能不那么关心,但公司的成长必须符合我的预期。”芮昆认为,中国经济转型是必然过程,而且转型难度很大,并将维持较长时间,只有顺应转型方向的企业才能获得十倍甚至更高的发展。

芮昆认为,传统行业包括水泥、钢铁、家电等板块还有阶段性机会,但内需板块值得长期看好,比如移动互联,随着科技的发展,人们的生活也发生了巨大变化,突出的例子是苹果。在国内类似的行业会面临大的发展机会。此外,随着国家不断强盛,军工方面的投入会较大,其中大飞机项目和大船项目更受关注,上下游产业都能获得利益。