

# 重阳投资 追求高层次逆向思维

□ 中证投资资讯 朱必远

中国证券报举办的“中国阳光私募基金牛奖”评选活动,主要表彰为投资者带来长期持续回报并且严格控制下行风险的优秀阳光私募公司,自2009年以来已连续举办三届,成为业界公认的至高荣誉。为进一步增进投资者对获奖公司的了解,中证资讯推出“金牛奖”获奖私募公司系列研究报告。本文为系列研究报告的第2篇。

重阳投资获《中国证券报》举办的“中国阳光私募基金牛奖”奖项包括:  
2009年度、2010年度、2011年度“阳光私募基金管理公司”奖  
2009年度“阳光私募基金投资经理”奖(裘国根)

一家财经媒体在2011年10月采访裘国根时写过一篇题为《裘国根:投资是一场反人性的游戏》的报道。裘国根谈到,独立性是投资人必须具备的三大素质之一,股票被低估有个前提,就是你的观点是逆向的。投资最重要的是性格,这个性格要能回避人性的弱点,具备一些反人性的东西。其实很多事情没有发生变化或者没有发生这么大的变化,变化的是投资人的情绪,在市场大起大落中能否保持投资思路的一致性非常重要。

裘国根的反人性说的是投资中的逆向思维,或者说逆向投资策略。逆向投资策略由来已久,大家耳熟能详

的有巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆、富达欧洲基金经理安东尼·波顿等。逆向投资者遵循的是“价值回归”的铁律:在价值低估时买入,在价值回归合理时卖出。逆向投资策略的优势不言而喻,成功的逆向投资者往往获得不菲的投资收益,但是逆向投资者的成功依赖于基金经理对逆向机会的识别能力和买入时点的把握能力。

2008年9月,正值熊市末期,公司发行了第一只集合管理型产品:2011年,股市持续低迷,公司逆市发行了6只以上的产品,实现管理资产规模翻番,接近百亿元。



区间	最大回撤	月度下行风险
2008年	-9.22%	-4.97%
2009年	0	0
2010年	-10.71%	-2.19%
2011年	-21.79%	-3.73%
2012年	-3.47%	-1.81%
成立以来	-21.79%	-2.73%

## 业绩历史

2001年,上海重阳投资有限公司成立;2009年,在此基础上采取合伙经营的模式成立了上海重阳投资管理有限公司。目前旗下管理着十几只产品,管理资产规模近百亿元,位居中国阳光私募基金公司首位。董事长裘国根曾就职

君安证券,是伴随着中国资本市场成长起来的一代投资人。截至2012年6月底,重阳1期累计收益率为139.07%(年化收益率为25.53%),最大净值回撤为-26.27%,而同期沪深300收益率为2.92%(年化收益率0.75%)。

## 投资方法

逆向思维下的价值投资。重阳投资的投资方法重在精选股票,而非仓位控制。在重要的投资决策中,包括仓位控制和股票选择,逆向思维是其核心投资思维。投资上偏重大中市值的蓝筹股,通过股票风险和收益的不断再权衡实现复利式收益。

判断这些股票是否存在被错杀的情形。不被市场看好但基本面良好且能够支持未来持续增长的股票则成为公司的投资标的。

③)大中市值蓝筹风格。公司侧重于大中型市值的股票,这主要基于两个考虑:一方面这些股票的行业结构已经成型,成长过程中面临的不确定大大减少;另一方面公司管理的资产规模已经很大,出于流动性要求,公司会以投资中等市值以上的股票为主。上市公司公开披露的报告显示,重阳3期重仓持有青岛啤酒、东阿阿胶、复星医药、中国南车、宝钢股份、华侨城、上海医药等股票,都是大中市值蓝筹股。

④)风险与收益再权衡。公司强调并非一味地长期持股,而是达到目标价位就卖出(目标价位会随环境变化动态调整)。公司会通过不断权衡风险与收益的关系,调整股票组合。比如一只股票在达到50%的目标收益后,虽然可能存在继续上涨的可能性,但是潜在空间已经不大,如果另外一只股票还存在50%的收益空间,公司会转向持有另外一只股票。通过不断转向潜在收益空间较大的股票,可以实现类似复利效果的收益。

⑤)逆向思维。重阳投资强调逆向思维在投资中的作用。逆向思维的简单理解是人弃我取,左侧交易,买入被市场抛弃的股票,但这是低层次的逆向思维。逆向思维的投资不是简单的股价低估,更重要的是了解低估的原因,分析市场各方不看好的逻辑,结合公司的基本面

在2011年之前成立的产品中,净值最大回撤集中在(-27%,-20%)的区间。在最近3年和最近5年的风险类指标的比较中,重阳投资的最大回撤指标均处于市场上60分至70分的位置(好于市场上60%的阳光私募公司)。公司产品的净值回撤主要来自2011年的持续下跌,而公司保持了组合的高仓位。

重阳投资的风险控制主要依赖于对上市公司的周密调研和估值的安全边际。与一些依靠时机选择和仓位控制的私募

目前公司有3位基金经理,分别是裘国根、陈心、陈子木。其中,裘国根管理着公司近2/3的资产。目前,陈心和陈子木并非独立意义的基金经理,而是在裘国根指导下的产品共同管理人。在共同管理的产品中,裘国根管理着大部分资金额度,而陈心和陈子木管理小部分资金额度。这种共同管理的方式,可以保持投资风格的一致性,

### 风险收益特征

重阳投资的产品具有中风险高收益特征。在最近3年的业绩比较中,重阳投资处于市场70分至80分位置(好于市场上70%的阳光私募公司),如果观察最近5年业绩,重阳投资处在市场90分至100分位置。而在最近3年和最近5年的最大回撤指标比较中,重阳投资均处于市场上60分至70分的位置。

通过对重阳投资与市场指数的业绩进行回归,最近3年和5年的贝塔系数分别为0.37和0.45,而最近3年和5年的阿尔法系数分别为11.6%和24%,分别

## 风险控制

管理公司不同,重阳投资强调个股的深度研究、最坏情形预估和股票流动性三个方面。

①)全面和深度研究。研究员对上市公司进行全方位分析、周密调研和持续跟踪,形成股票池。深度研究有助于将上市公司不确定的因素降到最低。

②)最坏情形预估。股票是否足够便宜是买入时考察的一个重要方面,这是安全边际的概念,可以理解为股票价格相对于股票价值有多大的折让或者说有多大上涨空间。此外,公

司会充分预估各种风险因素,预估最坏的情形以及这种情形下的估值,从而测算买入后对组合的影响,确定买入后的下跌空间或最大损失。

③)流动性要求。在公司的股票池制度中对流动性的明确要求,一般不会考虑100亿元市值以下的股票,主要考虑300亿元至400亿元以上的股票。但是在股票预期收益率非常有吸引力时,也会考虑一些中小市值股票,这取决于流动性和预期收益率的权衡。公司目前近

百亿元的资产规模对股票流动性的要求很高。

公司不会进行被动意义上的止损操作。如果股票出现非预期下跌,公司对它进行重新评估,包括新的环境变化或经营变化对它的冲击有多大,坏的情形是持续性的还是短暂时性的。如果公司基本面出现与之前预期不一致情况,则主动卖出。但是不会仅因为市场情绪导致的下跌而被动卖出;相反,对于看好的股票,市场下跌是加仓的好机会。这与公司的逆向思维一脉相承。

## 基金经理和投研团队

减小因基金经理不同而导致的产品业绩差异。

初看各只产品的月度收益,我们发现存在一定差异,比如重阳5期、重阳7期,差异幅度最大的达到12%。为排除净值披露日期不一致带来的干扰,我们梳理一下产品的净值披露日期:①)重阳1期、2期、3期、6期为每月30日;②)重阳7期、8期、9期、10期为每月20日;③)重阳5期为每月

15日。其中,重阳5期的业绩差异可能主要由于净值披露日期不一致导致,但是重阳7期的业绩差异应该是由净值披露日期以外的因素导致。排除重阳5期和7期以及净值披露日期的影响,公司产品的月度收益差异基本在3%以内。

公司按照大型资产管理机构的模式建立有投资决策委员会,实现了研究、投资、交易和

风控的分离。目前专职的研究员有15名左右,包括两名宏观策略分析师、7名行业分析师(不包括陈心和陈子木)和6名助理分析师,平均从业年限在5年以上,主要人员具有海内外大型投资机构从业经历。今年该公司加快人员储备,从高校招聘了十几位新人,公司希望按照自己的投资理念和方法去培养这些研究员。

## 投资建议

好于同期市场上70%和90%的阳光私募公司。整体上来讲,重阳投资业绩与市场指数存在一定的相关性,但是不强,而获取超额收益的能力处于市场前列。

### 适合投资者

根据上面对重阳投资产品的收益特征分析,其产品适合稳健进取型投资者。通过精选低估的股票和中长期持有获取价值回归带来的收益,这使得其产品具有适度的进攻性。出于流动性考虑,产品主要投资于大中市值蓝筹股,相比于投资中小市值成长股,下行风险和波动性会小一些,表现出相

对稳健的风格。

重阳投资的产品可以成为稳健进取类资产配置的首选。投资者的合理预期应是追求中长期较好的业绩,但是应能容忍中等程度的净值回撤。公司产品不适合追求超高收益的激进型投资者(公司的稳健风格可能使得业绩达不到投资者预期),也不适合追求稳定收益的保守型投资者(公司产品某些时期的净值回撤可能超出投资者预期)。

### 潜在风险

重阳投资产品的投资者主要面临来自市场系统性因素导

致的风险,这在2011年表现得较为明显。公司逆向投资风格使得其产品的投资者在某些时期可能面临一定的净值波动,但是中长期来讲,应能取得合理的收益。

公司去年的资产规模扩张较快,近百亿元的资产规模对公司的投资管理能力和人员管理能力是一种挑战。不过,我们也观察到,公司股票池制度对流动性提出了明确要求,这可避免由于流动性不足导致的较大的交易成本。

责编:殷鹏 美编:马晓军 来稿请寄:yin74@263.net