

中国式绝对回报之路将越走越远



江晖，经济学硕士，21年投资研究经验，其中17年基金管理经验。2001年至2006年，所管理的基金、所带领的投资团队投资业绩均名列基金业前茅。2007年7月至今，管理阳光私募产品，业绩同样名列前茅。历任工银瑞信基金管理有限公司投资总监、湘财荷银基金管理有限公司投资总监、华夏基金管理有限公司总经理助理，曾担任工银瑞信核心价值基金、华夏回报基金、兴华基金、兴和基金等基金经理。目前担任星石投资董事长，投资决策委员会主席。

□北京市星石投资管理有限公司
董事长 江晖

从星石投资成立后想做绝对回报，到现在绝对回报渐渐深入行业内心，已经过去七、八个年头了。虽然时间漫长，但我们终于略有初成。因此，也想和大家分享一下，希望能给大家带来些思考，为绝对回报在中国被更广泛地接受，尽一点绵薄之力。

首先，什么是绝对回报？我理解，绝对回报是指投资目标，而不是投资方法。也就是说，基金经理的投资目标是，在尽量不亏损的基础上，追求更多收益。至于如何完成这个投资目标，想必大家各有各的方法，不一而足。

那么，在中国市场，要做好绝对回报，最重要的是什么？我理解，是要做好收益风险的最佳配比，即在限定风险的基础上，收益越高越好。在这里就出现一个新的命题：在中国市场，是否能够实现风险和收益的不对称？或者说，有没有可能，一只基金在承担中低风险的同时，实现中高收益？

我们的研究结果显示，这是完全有可能的。这就解释了为什么主动管理型基金在过去十几年中，远远跑赢了指数；也解释了为什么星石投资在漫长熊市中，在最大月回撤为5%左右的同时实现了年平均10%左右的收益。

不错，中国市场或许缺乏对冲工具，国际上通行的对冲策略在中国也许效果一般，但中国市场给广大专业投资者带来的是成熟市场所不具备的大量非对称性投资机会。如果我

们拘泥于使用海外成熟市场的投资方法来做绝对回报，那等于放弃了这些非对称性投资机会，确实有些可惜。因此，我认为，随着绝对回报在中国的普及和发展，将来的专业投资者肯定会寻找出更多的中国式绝对回报的方法。

至于我们，选用的方法则是“趋势投资选时，价值投资选股”。价值投资选股是国内通用的选股模式，我们用于构建重点股票池，当投资时点到来时，我们根据已经选好的行业，买入相关行业或子行业的优选股票。但我们在趋势投资选时方面，经历了一些波折。

在公司成立之初，我们用的是大盘选时，即从行业入手，向上推导出宏观和大盘的先行趋势，从而决定投资的买点和卖点。这种方法在过去以大盘系统性行情为主的时代非常有效。但进入2010年以后，经济结构转型逐步进入主流投资者视野，在这个大背景下，以成长股为代表的结构性行情逐渐成为主流，我们笼统的大盘选时模式受到了挑战，2010年、2011年、2012年三年，虽然我们在熊市中仍然实现了每个自然年度的正收益，但收益明显偏低。我们发现，我们的绝对回报模式尚有一些需要解决的问题。

这三年间，我们大大减缓了产品发行的步伐，静下心来痛苦思索和反复研究，终于重新调整了选时模式，即由原来笼统的大盘选时，优化为现在的板块选时。具体来说，就是把全行业分为六大板块，周期类三个，成长类三个。但我们基础的研究方法不变，同样是从行

业入手，向上推导出每个板块的先行趋势，从而分别决定投资于该板块的时点是否到来。经过这样的调整，我们对下行风险的控制依旧不变，但投资的出击次数明显增加，对结构性机会的抓取能力也有了显著的提升。

以2014年一季度为例，从我们原来的方法看，一季度的大盘机会很小，以往我们都是基本空仓不做的，但在新的方法实践下，我们发现其中成长股的两个板块是可以适当参与的。因此，我们就适当参与了，并获取了4%左右的收益，而且及时减仓，将今年的最大回撤有效地控制在了0.66%左右。

可以说，通过七、八年的投资实践，我们整个投资团队才刚刚对中国式绝对回报有了一定了解。我们相信，还需要更长时间，我们才能将它运用得更加纯熟。在这里，我只想用我们自己的经验向大家表明，作为新兴市场的A股，一方面有自己这样或那样的问题，但它的一些非对称性收益特征，也能够给我们带来令人兴奋的投资机会。

我们相信，中国式绝对回报之路，会越走越远！

北京市星石投资管理有限公司成立于2007年，是目前国内最大的阳光私募基金公司之一，旗下私募基金数量超过30只。星石投资专注中国式绝对回报，并确立了追求绝对回报的投资目标，做有中国特色的对冲基金。星石投资是首届晨星对冲基金奖独家获得者，并蝉联五届中国证券报“金牛股私募管理公司”奖。

杨玲：绝对回报是星石的信仰

□本报记者 曹乘瑜

星石投资成立6年来，董事长江晖都低调地隐在公众媒体视野之外。仅有两次在媒体发表自己的观点，一次是2011年在中国证券报发表《践行绝对回报之路》一文，另一次则是今天。这两次，他都说的是同一个话题——绝对回报。

近年来，江晖始终在研究“中国式绝对回报”，力图“在风控效果不变的情况下提高收益”，绝对回报在江晖这里已经成为了一种信仰。如今，随着“中国式绝对回报”研究体系的完善和成熟，星石的绝对回报有望穿越牛熊市而得以实现。

不忘初心，方得始终。

把优势放大到最大

中国证券报：从2010年开始，随着市场从系统性行情走向结构性行情，星石的绝对回报也有失效的趋势。这几年，其实很多类型的策略都被看好，宏观对冲、期货管理策略、量化策略等等，也有很多私募在开展新的业务，例如设立海外子公司、设立并购部门，为什么星石要死守绝对回报投资？

杨玲：私募最大的优势就是要把最基本的优势放大到最大。多元化发展可能短期有效，但是一个人的能力或者是一个公司的能力是有限的。随着环境的不断变化，我们很难把所有的策略都做到最好，如果只是做得平平，十年以后，可能就没人知道我们了。我们的基本优势是做绝对回报，只有

在这个领域里越做越好，不断优化拳头产品，才是私募的长期战略。

另外，私募客户群都是高净值客户，这类客户有很多中介机构在为他们服务，中介会不断地告诉客户哪些投资公司才是真正优秀的公司。所以，我认为，只有在某个领域做得最好的私募，才会被中介机构推荐到客户面前。

最后，在中国市场上，因为各种现实原因，用对冲工具来做绝对回报效果并不好。同时，中国又是新兴市场特征较强的市场，因此可以用策略来做投资。所以，星石更愿意把精力放在绝对回报的策略研究上，用策略而非对冲工具来实现绝对回报。

中国证券报：现在已经有股指期货、国债期货、融资融券等对冲工具出来，很快期权、中证500股指期货等对冲工具也将陆续推出，星石的中国式绝对回报是不是会很快过期？或者绝对回报仍然需要通过对冲工具来获取？

杨玲：五年之内甚至更长时间，中国市场都难以完全成熟。中国投资者同向特征明显，对冲工具的市场效果不一

定好。例如融资融券业务，融券很少，股指期货中套保很少，这是因为新兴市场国家的市场还不是很成熟，而且投资者类型以散户为主，即使有基金这样的机构投资者，但是散户常以申赎的方式倒逼基金的投资行为短期化、同质化。

另外，A股市场已经低迷了很多年，目前2000点应该是政策底，未来市场将进入上升通道，如果还采用市场中性策略做绝对回报，就不太适宜。

中国证券报：这些年，江晖一直很低调，为什么此时愿意出来阐述理念？

杨玲：这个体系的见效时间比较长，江总是等到有了一定的成效才愿意说出来。相比2010年到2012年，我们的业绩在2013年到2014年有了显著变化。在风控效果不变的情况下，收益有所提高。2014年一季度，六大板块中，有成长股的两个板块中非周期成长板块和弱周期成长股表现较好，我们找了其中景气度最高的两个行业，配置了三成仓位，2、3月份时发现这两个板块中的其他行业景气度变坏，不能支撑板块，所

以及时减仓，保住了此前的

收益，回撤控制在0.6%，收益达到4%。

未来机会更多

中国证券报：中国式绝对回报和星石以前的研究体系相比，差别在哪里？

杨玲：中国式绝对回报更突出成长股。我们的研究体系中设置了六大板块，有三大类是成长股，虽然在A股中成长股的权重只占20%-30%，但我们考虑到，结构市中有些成长股能走出独立行情。

现在，我们的出击频率更高。以前要系统性行情好才投资，现在只要一个板块的行业景气度高，就可以加仓了。这意味着我们的研究方法能穿越牛熊。六大板块中，如果大部分板块都好，尤其是周期类板块的行业景气度较高，就意味着大盘的行情来了，系统性机会来了。同理，在熊市中，仍然能控制风险。

中国证券报：中国式绝对回报仍然依赖于对中观行业的准确判断。

杨玲：对，这是我们的核心竞争力——我们能准确判断行业的景气度。目前星石每个研究员都相对独立地负责1-3个

行业的景气度趋势研究，每天下午收盘后在投资会议上对行业进行讨论，这样能形成上下游关系的咬合分析，同时每两周要对行业景气度进行更新，每隔一个季度要重新做一个行业的景气度判断。这是星石从成立开始就在做的事情，也是星石的核心优势。

中国证券报：星石目前有多少研究员？

杨玲：星石目前的资产规模不到30亿，投研团队有十几人。星石的研究员绝大部分都是自己培养的。团队磨合7年，围绕一个研究体系进行培养，所以研究效率很高。其中有9个基金经理，基金经理都有股权，这样的激励机制也能保证他们全身心地参与投资。

中国证券报：你认为未来私募的挑战和机会哪个更多？

杨玲：机会更多。随着新《基金法》的实施和私募行业的规范，机构客户对私募的认可度也在增加，而我们的方法更适合机构客户。