

产品分析

# 券商派奔私：两大派系四大特征

□格上理财研究中心

据格上理财统计,目前掌管阳光私募基金的基金经理已近1000人,其中,出身券商的基金经理共有325人,占比近1/3,传统金融机构出身的阳光私募基金经理中占比最高。另外,在阳光私募投研团队中,券商派贡献尤为突出,众多券商行业研究员发光发热,构成私募投研的中流砥柱。

## 君安系私募明星辈出

虽然券商门派众多,但君安系出身的阳光私募基金经理达59人,在券商派中占比近20%,且名牌机构、明星经理辈出,是名副其实的私募第一大派。如曾加盟国泰君安(香港)的赵丹阳,率先将海外信托基金模式引入国内资本市场,成立赤子之心价值投资基金,运作11年半收益超过9倍。私募航母重阳投资的掌舵人裘国根,曾经就职于原君安证券下属的投资管理机构,如今已成为私募行业的领军人物。天马资产的康晓阳,曾任君安证券董事副总裁兼投资总监,在国内海外双线布局。被媒体誉为“中巴三剑客”之一的东方港湾但斌,推崇巴菲特价值投资,曾为君安研究所及国泰君安研究所研究员。

另外,还有很多日后的明星公募基金基金经理也出自君安,如尚雅投资的石波、尚诚投资的肖华、信璞投资的归江等,虽然他们被划分为公募派,但仍难掩君安的烙印。

君安系比较重视个股研究,这与其历史背景密不可分。作为

最早将研究提升至战略高度的券商,当时已经成为国内最大证券公司的君安证券,在总裁杨骏的带领下,于1995年成立了国内第一家券商研究所——君安证券研究所。这在当时不重视研究的市场背景下,可谓独树一帜。其重视研究不投机的专业态度、深入细致的工作作风、有点有面的全方位研究,对“君安”系出身的基金经理及研究员影响较深,如尚雅投资的石波,虽由于曾担任华夏基金基金经理而被归为公募派,但其曾担任君安证券投资银行部上海总部副总经理,君安的研究风气对其影响颇重,格上理财在与其多次沟通后明显感受到,他对个股调研极富热情,不仅构造了严谨的调研体系,自己也亲力亲为,在调研路上不辞辛苦。

在个股的深度发掘中,主要分为两大派。一是以赵丹阳、康晓阳、裘国根、但斌为代表的价值派,多奉行巴菲特式价值投资,以中长期持有为主,所投标的多具备品牌效益。如赤子之心赵丹阳重仓的全聚德、老凤祥、中国国旅,天马康晓阳重仓的上海家化、涪陵榨菜,重阳裘国根重仓的青岛海尔、燕京啤酒、宝钢股份,东方港湾但斌重仓的贵州茅台等,均是在行业内具备品牌优势的企业。另一派则是以张高、石波为代表的成长派,多注重企业的未来成长性,对新兴产业研究较深,TMT、新能源、医疗保健、环保等成为其重点关注的领域。

## 国信系策略百花齐放

国信证券研究所在行业内久

负盛名,出身国信证券的私募基金经理共计33人,在券商派中占比超过1/10,为仅次于“君安系”的券商大派。相比君安系2003年便开展私募基金管理,国信系2007年左右才开始“奔私”,从事私募管理的时间稍短,除了展博投资等少数几家管理规模达到30亿元以上,大多私募机构管理规模仍较小,集中于10亿元以下。

在投资策略方面,国信系呈现百花齐放的景观。

趋势派:以展博投资陈锋为代表,其将宏观经济与中观行业、产业应用于投资决策中,一方面,便于把握行业脉动,赢取收益;另一方面,规避系统性风险。在个股投资时,操作手法灵活,尽量避免机械式长期持有带来的净值波动。展博1期成立5年多,盈利209.29%,最大回撤不超过15%,实现稳定盈利。

价值派:以景林资产蒋锦志为代表,其注重的是其行业结构和公司在产业价值链中的地位,采用私募股权基金的视角研究上市公司。其管理的海外基金“景林金色中国”运行10年,收益率1087.47%,年化收益率27.30%,连续4年排名彭博财经大中华区对冲基金第一名。其旗下国内私募基金也表现卓越,年化收益约20%。

事件驱动型:以东源投资杨成义为代表,其将投资触角伸入一级半市场,主要投向定增项目,同时享受成长收益及折价安全垫。投资定增不仅要选项目资质,还要斟酌投资时点。在低迷行情中,定增难免受创,由于定增流动性的限制,

此类基金可能承担较大的净值波动。杨成义管理的东源股权投资基金成立于2011年,在疲弱的市场中运行两年后,以-8.74%微亏到期清盘,期间最大回撤超过25%。

## 券商派有四大特征

一是投资上重个股,轻组合。公募基金资金量较大,动辄百亿元管理规模,资产组合管理必不可少,加上证监会对公募基金的“双十”限制,公募基金投资相对分散。券商派则不同,一方面券商派多为行业研究员出身,少数曾经担任投资经理,对投资的理解更多体现在发掘个股上,并偏好重仓持有,以博取高收益。

二是对行业有偏好。券商派的晋升路线多起步于行业研究员,在过往的投资经历中,其更多精力放在对行业及个股的解读中。在从事阳光私募基金管理后,其对于曾经负责的行业多存在天然的优势及偏好。

三是手法灵活,业绩分化。券商培养的是分析的逻辑,并未对其研究员及投资经理的投资手法做严格要求,成长或价值、长线或短线、主管或量化等,反映到其“奔私”后的表现,则是无论哪个派系,均呈现出明显的业绩分化,且稳定性欠佳。

四是管理规模偏小。券商派虽然人数众多,但是鲜有大规模私募管理机构,更多集中于中小规模。这一方面由于其业绩的差异化,不利于吸引大量稳定的资金,另一方面也源于管理经验不足,难以驾驭大型平台类公司。

热点直击

# 9月期货私募表现抢眼

□好买基金研究中心 王梦丽

数据显示,9月上证综指涨幅达到6.62%,而整个三季度上证综指的季度涨幅更是高达15.4%,这与各私募大佬的小牛行情论调不谋而合。随着牛市氛围渐浓,9月阳光私募产品的业绩表现呈普涨态势。

9月普通股票型私募仓位均有所提升,在大盘普涨情况下,股票私募整体表现较好。2156只普通股票型私募基金中有1954只是上涨的,占比高达91%,平均涨幅为5.52%。与此同时,374只管理期货私募中,有280只产品取得正收益,占比约74.86%,平均涨幅为6.56%,在所有类别私募中最高。

整个9月阳光私募呈现普涨态势,各策略表现均较好。值得注意的是,众多类型私募中表现最为亮眼的当数期货私募。好买基金研究中心统计了具有业绩数据的374只管理期货私募,9月平均收益率高达6.56%,而同期定向增发、普通股票、市场中性、多空仓、套利策略私募的平均收益率分别为5.03%、5.52%、3.38%、1.63%、4.54%。

事实上,整个9月管理期货私募的业绩表现之所以领先其他策略,主要原因是9月期货市场整体延续弱势,多个品种大幅下跌并持续创出新低,比如9月螺纹钢跌幅高达13%,橡胶跌幅更是超越15%。较为明显的趋势行情为期货交易提供了把握高收益的机会,促使靠趋势与波动赚钱的管理期货型私募基金业绩居前。

如果将业绩拉长来看,期货私募近6个月平均收益率以及今年以来平均收益率表现相对来说就没那么亮眼了。具体来看,管理期货私募近6个月平均收益率为9.59%,而同期定向增发、普通股票、市场中性、多空仓、套利策略私募的平均收益率分别为16.85%、15.68%、6.67%、6.59%、12.87%。

一般来说,私募产品素有“肥尾效应”较为明显。374只期货私募中,9月收益率首尾相差高达177个百分点,其中收益率最高的一只产品为吴洪涛掌管的“佛意投资”,其9月收益率高达125.85%,排名第二的为柯林投资的“柯林主动进取2号”,9月收益率为89.51%。而9月单月涨幅排名垫底的为江豚投资的“江豚期货1号”,9月收益率为-51.43%,另外这只产品在近6个月以及近9个月收益率中都是亏损的。

值得注意的是,虽然江豚期货1号这只产品近期表现较差,但是在今年5月,其以50.47%的收益率居首。虽然这类私募短期来看收获非常高的收益,但是市场有涨有跌,万一把握不了市场或是自身投资策略的局限性,很容易造成投资者“一夜富翁”的局面。

投资者在选择期货私募产品时,不妨关注一些较为稳健但是收益率依旧可观的产品,很多产品虽然单月涨幅没那么可观,但是将业绩拉长来看表现较为抢眼。好买基金根据各期货私募公司的实地调研,挑选了涨幅与波动趋势相对较为适合普通投资者的产品。

比如,稳健派“持赢QJ”虽然近一月收益率仅为1.85%,短期来看业绩表现并不好,但是将业绩拉长,该产品自2013年8月成立一年多累计收益率91.26%。另据好买基金近期对玺鸣的调研来看,玺鸣专户一号近1个月4.81%的收益率主要得益于棉花空头的浮盈,对于目前的期货市场主要采取做空操作。玺鸣主要是以基本面研究为主,根据供求关系确定操作的品种及方向,其投资标的入股覆盖多个品种,每个品种采取轻仓位的办法来控制风险,减少波动。长期来看,玺鸣专户一号的业绩表现可观,自2013年11月成立至今,近1年时间取得41.70%的收益率。

对于不能对期货市场有很好的把握,或者是风险承受能力不是很高的投资者而言,单月涨幅奇高的激进型期货私募未必是一个合适的选择。投资者不妨选择一些相对而言单月或是短期涨幅一般,但是业绩拉长来看较为可观的稳健派期货私募。

责编:股鹏 美编:马晓军

私募看市

# 沪港通影响深远 投资需因地制宜

□赢华投资总裁 成健

2014年4月10日,中国证券监督管理委员会、香港证券及期货事务监察委员会联合公告称,将允许两地投资者通过当地证券公司(或经纪商)买卖规定范围内的对方交易所上市的股票。

沪港通总标的866个,沪股通不设限制,港股通限制为机构投资者和不低于50万元人民币的个人投资者。沪股通总额度3000亿人民币,每日额度为130亿人民币;港股通总额度为2500亿人民币,每日额度为105亿人民币。交易方面,沪股通T+0,港股通T+1;结算方面,沪股通股票交收于T日下午6点前,港股通香港结算于T日下午4:30,6:00两轮。

沪股通包含上证180成份股和380成份股,以及不包含在上证180和380成份股中的11家AH股,共计571个股票,涵盖了上交所基本上所有的大盘和中盘蓝筹股,最新自由流通市值总计4.543万亿元。港股通包含恒生综合大型股指成份(78个,15.73万亿港币)和中型股指(163个,3.55万亿港币)股票。

香港是全球主要的金融中心之一,上市公司总市值在主要交易所中排名第五。除了本地和外资公司外,中资股市值占比44%,成交额占比更是高达71%。此外,香港还是全球主要的股权融资市场(2013年97家IPO,排名第三),同

时也是亚太地区中衍生品和ETF种类和交易活跃度较高的市场。

内地与香港市场的主要区别如下。

从换手率看,A股远高于港股:2013年上交所、深交所、联交所换手率分别为111.6%、349%、46.7%。

波动性:港股受海外资金影响大,波动水平明显高于A股。

行业分布:香港市场行业分布相对集中(金融、能源和电信三大行业占比较高),医药行业个股和权重偏少,但在互联网、博彩、部分消费子领域的上市公司有较强特色。

投资者结构:与A股相对封闭(按成交额占比来看,海外投资者不足1%)和以散户(>80%)为主的现象不同,香港市场中海外(46%)和机构投资者(61%)占据主导位置。

资金及流动性:相比A股,港股市场更多受到全球资金流向的影响,而这又与海外市场风险偏好、全球宏观货币政策环境等息息相关。

市场制度:香港市场在新股发行、回购、退市制度等方面更为成熟;增发和配股等供给更加灵活;而交易制度上在交易时间、T+0交易、涨跌停板、融资融券业务等方面与A股市场也有不同。

市场工具:除股票外,香港的结构性和衍生品种类更加丰富,其交易手段和机制也相对成

熟。

交易及估值特征:与投资者机构和受海外波动性较大等因素的影响,港股波动性略高,换手率低、大部分小盘股相对大盘股存在估值折价。两地市场相关性在金融危机后明显升高。

总之,由于投资者结构以及制度安排等原因,香港市场表现出了更成熟,更市场化的特征,而每一种不同都将给A股带来深远影响。

首先,就整体而言,若沪港通开闸,对于A股属于增量资金的实质性利多。沪股通将会带来3000亿元增量资金,约占标的股票自由流通市值规模(4.5万亿元)的6.6%。

而“增量资金”是多年制约A股行情的主要原因,2007年的大幅上涨吸引了很多中小投资者跑步进入股市,但是来年的大跌,使得投资者信心大减,投资意愿几乎殆尽,整个市场持续阴跌,盈利手段很多时候只能来自各种零和博弈,而不是共同的持续增长。因此,增量资金的增加将激发市场热情,造就赚钱效应。

具体讲,A股换手率会由于机构投资比例的增加变小,频繁追涨杀跌的投资策略将不如以前那样奏效,买入持有策略将逐步深入人心。

但是,从波动率上看,由于A股原有封闭格局被打破,国际资金的冲击与撤退无疑将使得A股的

波动率加大。

投资者结构的一个可预期的改变是,机构投资者的比重将加大,价值投资理念将越来越受重视,质地优良的上市公司更受追捧,从而变得稀缺。

关于市场制度与交易工具,香港将会促进内地在这两方面的改进,市场制度将更市场化,交易规则会更加公平与灵活,交易工具将更多元化,交易的盈利模式更多元化,一改过去单一股价高抛低吸策略。市场深度更深,市场的价格发现功能将更充分发挥。

市场估值特征的改变更值得注意。由于A股非机构投资者的比重较小,市场对题材股、概念股等中小盘股往往很热衷,造成中小盘股对大盘股一直享有很大的估值溢价,而这一点在香港往往相反,很多中资大盘股的估值大于A股,而中小盘股估值低很多。在香港有所谓的“仙股”一说,是指业绩差的小盘股由于无人问津,造成股价长期徘徊在很低的价位,而且成交很不活跃。

总之,港股通对A股的影响是长远的、积极的、全方位的。广大投资者应该看到这种改变,选择更优质的上市公司或机构投资者,进行长期投资。同时,更应看到投资收益不仅来自股票的上涨,还会来自各种衍生品,各种不同的投资策略,而选择专业的机构间接投资十分重要。