



# 资产配置时代 私募开启新征程



□本报记者 黄莹颖

针对2016年的A股市场,上海世诚投资总经理陈家琳在4月24日的第七届中国阳光金牛奖投资分享会上表示,2016年A股波动会大幅增加,市场博弈成分大幅增加,机会来自于新领域。

造成市场波动增加的原因,陈家琳认为,一是市场经历大幅波动,心理压力较大;二是绝对策略产品大幅增加,这类产品或策略会对市场

## 上海世诚投资陈家琳:A股波动会加大

起到助涨助跌的作用,放大市场的波动;三是普通投资者、机构投资者对于技术分析越来越关注和重视,这三方面都加大了市场的波动幅度。

陈家琳表示,在宏观经济增长速度趋缓的大背景下,公司的成长性亦受到冲击,“过去可能有二、三十家成长型公司,今天同样在一家公司里面,可能只能找到十家成长型公司,同时增速也下了一个台阶。”陈家琳判断,在流动性处于中性水平,成长性占比权重减少的情况下,市场博弈的成分显然是变相增加的。

此外,陈家琳指出,今年市场的投资机会可能来自于新机会,过去三年成长股表现优异,股价涨幅惊人,但是到了2016年,成长股将释放风险,时间可能维持一两个季度。而新的机会可能来自于新的领域,包括新股和次新股,新股、次新股从年初到现在,整体上的超额收益还是非常明显。

陈家琳认为,目前A股市场并没有处于风险区域,不需要过多担心。当前宏观经济正企稳,各项数据都超出市场预期,估值水平与历史

平均水平相比并不处于高位。A股市场本质上就是利益兑现的场所,对于投资人来讲,一定要擦亮眼睛,看看哪些会有投资机会,哪些会有交易机会;一方面是认清这些个股的真相,另一方面就是所谓第二层次的思维,看这个市场对同一标的、同一时间又是怎么理解、怎么判断,会采取什么行动,然后把这两个结合在一起看一下,自己的理解和市场的理解有什么偏差、不一致的地方,这种差异会不会导致比较好的投资或者是交易,相信未来还是有很多这样的机会。



□本报记者 黄丽

4月24日,在第七届中国私募金牛奖颁奖典礼暨高端论坛上,深圳翼虎投资管理有限公司总经理余定恒在主题发言中表示,当市场处于存量博弈的箱体震荡中时,一定要敢于左侧交易,逆向投资,趋势性选手未来很难赚到钱,因为等到趋势明确了赚钱效应就已经结束了,而上周开始的调整则提供了全年赚钱的绝佳窗口期。

余定恒介绍,其投资分析框架为短期看博弈,中期看流动性,长期看基本面。他说:“从基本面来看,利率、汇率、税率等调整刚刚开始,房

## 翼虎投资余定恒:存量博弈要敢于逆向投资

地产价格还在历史高位,大面积的失业没有出现,人工成本也没有调下来,如果从要素成本的角度来解释,土地、租金、人工等方面都还未见底。”余定恒认为,中国经济还未见底,所以站在目前的位置来看,股市也不会见到中长期的大底。

余定恒表示,中期看流动性,主要以季度为单位。从外部来看,美国迫于政治和经济的压力,加息周期后延,如果美国加息在11、12月,那么A股资本市场外部的环境将得到缓解,为中期策略和配置提供了一个战略性的窗口;内部来看,通胀仍是最为担心的问题,如果通胀起来,股票大概率会下跌,但从

数据看,目前还没有完全起来,虽然商品期货价格开始走强,通胀有点抬头迹象,但是还在良性和可控范围内。“综合来讲,外部的美元加息预期延迟,人民币贬值的预期就会比较稳定,所以不用担心外部变量对A股的冲击;如果内部通胀预期可控,那就不用担心货币政策会重新收紧,而是会保持目前这种稳定的状态,资本市场就不会有单边下行的压力。”余定恒认为,流动性基本上决定了市场中期的走势。

“短期看博弈,尤其在市场箱体震荡的时候,一定要逆向投资,敢于在跌的时候买。”余定恒认为,等到趋势明确了赚钱效应就已经结

束了,趋势性选手未来很难赚到钱,因为当他看到趋势的时候,所有人都看到了。在存量博弈的市场中,只有存量没有增量,所以一定要左侧交易,逆向投资,用反转策略,在交易过程中才能赚到钱。

对于上周市场突然出现的调整,余定恒表示,不用担心又有一轮新的杀跌趋势。从规律来看,涨得多就跌得多,涨得快就跌得快,前面这一轮反弹涨得又慢又少,跌的时候也就又少又慢,“只是时空的转换而已,这样的游戏规则和理论告诉我们,这一轮调整的空间十分有限,从上周开始的调整将是全年我们为投资人赚钱的绝佳窗口期。”



□本报记者 黄丽

4月24日,在第七届中国私募金牛奖颁奖典礼暨高端论坛上,北京源乐晟资产管理有限公司总经理曾晓洁在主题发言上表示,由货币转向导致的股灾已经结束,市场进入震荡格局,未来一两年投资需重回Alpha,通过相对专业的选股寻找机会。

曾晓洁表示,短期来看,股市巨幅波动已经结束,市场由单边下跌进入震荡格局,最大原因在于中央政府维持经济和资本市场稳定的态度

## 源乐晟资产曾晓洁:重回Alpha寻找个股机会

十分坚决,货币政策转向稳健,通胀压力呈现但仍可控,美联储鸽派言论、外围市场相对稳定的环境、人民银行强大的短期维稳信心等都显示,未来几个季度汇率维持相对稳定的状态是大概率事件,这就形成了利率有顶、汇率有底的良好环境;其次,经济补库存趋势显现,加杠杆稳增长。3月份开始,PMI、用电量等经济数据都有非常明显的反弹,在政府积极投放项目和银行投放信贷的共同作用下,经济短期企稳是可持续的。

由于需求开始扰动,许多周期行业从去库存的状态转变为补库存,这些都证明经济企稳向好;第

三,经过市场几轮大幅度调整,部分行业和个股已经逐步进入合理水平。尽管创业板、壳资源等估值中枢仍然处于相对高位,包括金融、地产及必需消费品在内的部分板块估值已经回落至均值以下乃至历史底部,下跌空间有限。

“中期来看,市场变数较大,比如6月份美国是否加息,下半年通胀会不会超预期等,都可能引发大波动。”不过曾晓洁认为,通过Alpha选股还是有很多投资机会,股票上涨最大的原因还是来自于企业创造的盈利,中国现在GDP增速有6.5%~7%,剔除银行的上市公司整体盈利大概是

5%,但中间不乏很多企业的盈利增长超过行业或整体经济,重回Alpha,研究个股,寻找机会,未来两年可能需要通过相对专业的选股来获得收益。曾晓洁对市场长期表现更加乐观,他表示,居民资产配置结构变化带来长期牛市,目前在中国居民的资产配置中,房地产占比接近70%,发达国家富裕家庭持有的比例平均低于38%,与日本上世纪九十年代房地产高峰期相当,相比之下股票资产配置比例仅为4%,预计未来中国居民资产配置将更多地从房地产市场转向股票投资。



□本报记者 徐文擎

4月24日,在第七届中国私募金牛奖颁奖典礼暨高端论坛上,深圳展博投资管理有限公司董事长陈锋表示,过去十年股市的全貌可以为未来市场的走势提供一个参考。过去十年A股市场为投资者提供了巨大的投资机会,未来7~10年市场仍然会为投资者呈现这样的机会。

陈锋表示,从完整的十年周期看,上证指数从2005年底的1180点涨到2015年12月底3600

## 深圳展博陈锋:未来7~10年A股仍有大机会

点左右,十年涨幅大概在200%;中小板指数同一时期从1400点涨到接近8000点,差不多涨了5倍。相形之下,在过去的十年中,道琼斯指数仅上涨60.58%,纳斯达克上涨了124%,而A股表现最差的上证指数涨幅也超过200%,如果考虑到上证指数其实是失真的,那么真实涨幅应该是道琼斯的4~5倍。如果看复合收益率,道琼斯指数复合收益率是4.85%,纳斯达克的复合收益率8.36%,中证500的复合收益率有24.12%,上证综指是11.62%。

“通过这组图表和数据,可以很直接得出一个结论,即过去十年A股市场为投资者提供了巨大的投资机会。”陈锋说,未来的7~10年,投资者仍然会拥有和过去十年同样的机会,“未来七年主板还有大概3倍左右的上涨空间,创业板未来七年还会有5~10倍的空间。”

对于其中原因,他表示,首先,2002~2012年是股票市场一个完整的十年投资周期,是围绕着出口、投资和房地产去做投资的一个周期。第二个十年从2013年已经启动,是一个转型和创新的时期,对应着进入到一个以消费、服务和高科技为投资线索的新周期。目前,第一个阶段在2015

年6月份之前结束,现在进入到休整阶段,休整结束以后,后面还会有更大的上涨空间。

其次,消费和服务行业在未来十年占GDP的比重将从现在的56%不断提升到70%,国人的消费心理、消费习惯、消费方式在2012和2013年进入一个新的消费周期。

第三,科技产业或新兴产业,在未来能够成为新的经济支柱,而中国转型能够实现的关键在于新动能替代旧动能,而这个趋势又是必然的,尤其是深圳,现在已经是科技产业成为主导产业的地方。



□本报记者 刘夏村

在4月24日举行的第七届中国私募金牛奖颁奖典礼暨高端论坛上,上海申毅投资股份有限公司董事长申毅表示,加强对私募基金行业的监管有利于保护投资者,保护公开市场,保护上市公司。如果MSCI把中国纳入市场指数,外资进入中国将迎来爆发性增长。

申毅认为,加强对私募基金行业的监管对三方面产生积极影响。第一是保护投资者,投资人素质高、钱多的话,他们有能力雇佣专家来辨

## 申毅:管理海外机构资金将成重要增长点

别或者自己知识比较高,自己就能辨别,可以投资复杂一点的产品;如果没有自我保护能力的投资人,就需要去投费率比较低、监管更加严格的产品,这是非常重要的理念。第二是保护公开市场,监控系统性风险。对冲基金现在使用的衍生品比较多,杠杆较高,在国内目前的经济环境下,如果债券发生大幅波动的话,债券产品的冲击力会非常大,会不会发生踩踏、会不会发生流动性风险还不清楚,但是债券的杠杆历史上有过20倍、30倍,这两年一般杠杆也在3~10倍之间。第三是保护上市公司。如果上市公司是稳健

发展、有长期规划的,在其发展规划中就不一定以股价的涨跌作为唯一的衡量标准。从上市公司的角度来说,股价涨跌不一定就是公司好坏衡量的唯一标准,但对冲基金而言,则希望股票有一个目标价格,最快速地上涨,最终很有可能出现杀鸡取卵的局面。为了避免这种局面,对冲基金可能会迫使上市公司按照他们的要求进行高送转、高配股,实行分红或者实行公司治理结构的变化,十多年前在法人股的改革和一些并购案例中,这个方法是反复使用的。

申毅表示,私募基金行业中绝大多数投资

人,在最近的三四年里,特别是从2014年开始正式注册备案开始,管理规模经历了成倍、几十倍的增长,发展很快,从业人员水平也有很大的提高,所以长期来说对这个行业的发展非常乐观。申毅投资目前主要的增长点是把海外投资者的钱管上,对MSCI进中国非常乐观,如果MSCI把中国并入市场指数,外资进入中国是一个必然,而且是爆发性增长。如何把自己的事情做好,既管好中国投资人的钱,也管好海外投资机构的钱,对于私募基金而言,这是一个非常大的课题,是今后几年最重要的增长热点。



□本报记者 黄丽

4月24日,在第七届中国私募金牛奖颁奖典礼暨高端论坛上,上海富善投资有限公司总经理兼投资总监林成栋表示,高波动的市场是很好的试金石,证明了资产管理机构实现绝对收益需要更精细化的风险管理,而量化投资将提升投资的科学性和研究效率,是大数据时代二级市场发展的必然趋势。林成栋指出,未来大数据和人工智能将成为量化投资领域的主流之一,围绕量化方法开发新的投资产品或投资标的将成为极具潜力的发

## 富善投资林成栋:量化投资是大数据时代的必然趋势

展方向。林成栋将量化投资在资管行业悄然崛起的态势比作科技春风下的嫩芽新生,从市场现状来看,不同资产价格波动的相互影响趋向复杂,比如汇率、股市、商品之间的影响加大,单一领域的研究和交易逐渐不能独善其身,而量化投资方法可以提供支持,比如风险模型因子中,影响股市的风险因素逐渐加入了汇率、商品等。技术进步和数据完备使得更完整地描述市场成为可能,比如电子媒体使得众多市场参与者的情绪能被直接数据化,得益于他们与媒体的互动,职业投资者使

用各种信息来源也会留下痕迹,得以被分析。他说:“信息的爆炸使得接受和处理信息的速度成为量化投资的优势,每天资本市场信息的来源铺天盖地,并且极为迅捷,需要有强大的数据处理能力甄别真伪,迅速作出判断;其次,市场博弈成分增加,主观投资的缺点在博弈市场中会被放大,这恰恰是科学量化投资的优势;此外,大数据在量化投资领域的应用,通过利用大规模的计算,发现传统投资者人工分析难以识别的投资机会,同时,计算机自动化投资决策和实现过程能够尽量减少监控和操作风险。”



□本报记者 周文静

由于不受或少受市场整体波动影响、风险较低,回报稳健,Alpha对冲产品备受市场青睐。在4月24日的第七届中国阳光金牛奖投资分享会上,国信证券产品经理陈俊杰表示,随着金融工具的不断丰富和国内金融市场的不断成熟,软件和IT也在逐渐向整个行业进行渗透,交易服务是券商下一步将要着力部署的业务。以国信证券为例,在2015年3月便从国外引进了国信TradeStation交易平台,为管理人做量化提供更完整的解决方案。

被称为市场中性策略的Alpha策略,是目

## 国信证券陈俊杰:为量化投资提供完整解决方案

前私募管理中的主流策略。操作上,管理人利用选股、择时上的优势,一方面做多股票组合,另一方面做空股指期货,形成一个对冲的效果,以锁定不管是在牛市还是熊市行情下,都能赚取绝对收益。2010年沪深300股指期货上市使得Alpha策略在国内市场上兴起。陈俊杰表示,但在2015年下半年监管当局对股指期货交易的限制,一方面使得Alpha交易量和活跃度下降,同时需要在交易层面利用主力合约对冲。使得每个月都需要换仓、面临升贴水情况,Alpha策略开始失灵甚至使一些产品处于亏损状态,包括Alpha策略在内的整个量化对冲策略都进入了蛰伏期。

当前市场上不少做Alpha的管理人开始寻找其他策略,包括一些相对非主流的策略。这部分客户要利用之前Alpha头寸或股票多头头寸,或者是重新建立一部分头寸,结合日内交易去做一些收益的增强。从整体管理形式来看,分为Alpha策略团队和日内交易团队。在实现交易的过程中,这些新策略对交易工具和通道提出了更高的要求。陈俊杰介绍,在去年政策收紧之后,国信证券利用自己的交易工具和交易通道,为这类客户提供了相对完整的解决方案。国信TradeStation平台推出后,国信在终端上匹配了内存柜台交易终端,为券商在提供服务时所做的更高性能的硬件提升,提高客户进行交易实现时的整体交易速度。

据介绍,对于Alpha策略和日内交易,国信TradeStation除了可以指委托、自定义界面等外,还支持多频策略。对于日内交易,可以实时监控盘口信息,通过快捷键一键下单、发单,也可以对于日内交易员今天总体持仓和交易做一些持仓的记录,便于下一步分析。对于更专业的量化管理人,可通过量化和技术的手段把交易想法总结成交易策略和买卖信号,交给计算机自动化执行。陈俊杰表示,随着金融工具的不断丰富和国内金融市场的不断成熟,软件和IT也在逐渐向整个行业进行渗透,交易服务亦是券商下一步将要着力部署的业务之一。