



4300点 金牛私募论市

改革奠定牛市基础 并购催生投资机会

朱雀李华轮:新三板是第三次制度红利

□本报记者 徐文擎

18日,在第6届私募基金牛奖颁奖典礼暨高端论坛上,上海朱雀股权投资管理股份有限公司董事长李华轮在论坛上表示,注册制的实行、新三板的发展都意味着资本市场发展的最后障碍正在消除,将为中国经济的增长注入新动力。资本市场已经提升至前所未有的高度,即将成为融资的主场,而场上最大的明星非新三板指数。

他说,制度红利奠定了牛市基础,新三板将完善资本市场的生态圈。股市、债市是经济发展的推动力和晴雨表,历次A股牛市都需要制度红利作为基础。1996年市场要为国企、金融和住房改革服务,2005年股权分制改革启动,2014年“新常态”发布,这些都是



构成牛市的制度基础。

李华轮称,注册制的推进、新三板的发展都意味着资本市场发展的最后障碍正在消除,而场上最大的明星非新三板指数。在制度、公司和资金的层面,制度是牛鼻子,投资人会追随好的基金经理,好的基金经理会追求好的公司,好的企业会追求好的特征、好的制度。新三板市场有纯粹的市场化经营,它注

重中介机构的力量,靠会计师事务所和企业投资者等形成良性的互动,在这个过程中当中,做主的是投资者。

目前,挂牌家数已经突破2000家,一年4个月的时间即将超过主板市场20年的积累,创造了奇迹。前3个月累计融资122亿元,超过去年全年总和,预计全年的发行额将会突破1500亿元。纳斯达克借助硅谷高科技让自己跻身于世界优秀的交易所行列,支撑新三板这个奇迹的是中国经济转型和大量中小企业以及市场化的基因。相信新三板追赶甚至超越创业板等主板只是时间问题。他提到,从中国资本市场过去二十年的发展历程中可以清晰地看到,5到10倍的掘金过程莫不来自于制度的重大变革,我们相信新三板会是第三次这样的机会。

星石投资江晖:板块选时价值选股 追求绝对回报

□本报记者 徐文擎

18日,在第6届私募基金牛奖颁奖典礼暨高端论坛上,北京市星石投资管理有限公司董事长江晖称,他们在2007年从零开始研究绝对回报,经过8年多摸索和市场检验,现在已经形成一套独特的“板块选时、价值选股、绝对回报模型”的中国式绝对回报方法。

江晖认为,鉴于各类投资者对市场信息的分析能力不同等客观因素,市场有效在实际中难以成立。基于这一点以及追求绝对回报的目标,他们往往在投资中追求有确定性的机会,即它有90%以上的概率上涨,同时长期(5年以上)回报除以长期最大回撤要保持在2:1的比例之上。为了做到中国式的绝对回报,他们将投资方法分为三个部分:板



块选时、价值选股和绝对回报模型。

首先,要找到确定性。他们将市场分成四个板块,周期股、消费股、科技股、防御股,每个板块有很多行业,比如周期行业有11至12个行业,消费行业有7至8个行业,科技板块有7至8个行业,防御板块有7至8个行业。当一个板块的趋势都是一致性向上时,这个板块会发生明显共振,这时买该板块股票,盈利

概率相当大。到3月底,科技股太贵,半数以上的公司不符合星石的评判标准,所以很多科技股被卖出,同时买进消费股,因为消费股里七八个行业是向上的,而且至少要涨一两个季度。

其次,价值选股。江晖称,星石做绝对回报不是要买保守的股票,而是要买竞争力非常强的股票。虽然他们进行板块选时仓位时多时少,但股票都涨得不错。

最后,绝对回报模型。星石做这个模型用了7年,满仓以后依然波动性很小。他们有信心在类似2008年、2011年的情况中依然可以控制较好的下行。中国资本市场越来越大,未来总有一天国外的对冲机构会参与国内市场,要让他们进来时敬畏中国对手,星石要作这个行业的标杆。

和聚投资李泽刚:国企改革驱动牛市

□本报记者 徐文擎

18日,在第6届私募基金牛奖颁奖典礼暨高端论坛上,北京和聚投资管理有限公司总经理李泽刚表示,十年前股权分制改革是上一轮大牛市的核心原因之一,国企改革则是驱动本轮行情的核心驱动力之一,它对资本市场影响的深远程度可能与十年前一样。而如果从节奏来看,2005年股权分制的任务用两年时间在一轮行情中彻底解决,当下国企改革的目标通过资本市场的运作可能也会形成一场运动。他说,从目前的观察来看,这种动力和愿望非常强烈,而目前股票市场的行情为国企改革提供了一个舞台。

他提到,在中国,资本市场跟宏观



经济并不划等号,这是此轮行情的本质特点之一,经济形势越差,股票形势越好。行情上半场有一个特点,资金的杠杆属性很强,所以行情走到后面一定会吹出泡沫来。虽然不敢断定后市会如何演绎,但相信一轮完美的牛市至少需要两个因素叠加。首先是流动性极度充裕,其次是整个经济周期企业盈利迎来高峰

期。双重因素叠加才能塑造出像2007年的大牛市,目前可能还缺一根腿。但是在二元结构以及当前的大形势下,局部领域的泡沫有其合理性,如果视而不见,将失去一轮重大的投资机遇期。

他认为在二维框架之下,蓝筹投资逻辑非常简单。过去5年多的时间,沪深300指数实际没有赶上道琼斯的增长速度。如果看估值,市净率大概两倍多,市盈率18倍多。并且,当下传统行业的盈利状况还处在历史上比较低的水平,因此现在说蓝筹没有大泡沫是合理的。

他提到,在蓝筹股沪深300里面,估计大家很难想像一年之内涨10倍的是南车和北车,这背后其实是国家改革意志的体现。

博道投资董事长莫泰山:市场中性策略迎来春天

□本报记者 刘夏村

18日,在第6届中国私募基金牛奖颁奖典礼暨高端论坛上,博道投资董事长莫泰山表示,居民理财方式专业、长期利率走低、机构投资者占比上升三大趋势将使市场中性策略迎来春天。

莫泰山认为,趋势之一是居民理财方式的变化将使理财产品逐渐替代存款,金融资产为王的时代将会到来。目前利率市场化正在不断深入,已经接近完成,居民资产开始更多配置理财产品。随着理财产品规模不断扩大,而且由于银监会的要求,投资非标的比例要限定在一定范围内,大量理财产品将在债券市场、股票市场以及基于这个市场的产品和策略方面



寻求配置。

趋势之二是长期利率走低。发达国家的利率已经接近零,在全球一体化的今天,中国的资本市场愈加开放,中国的利率水平越来越受到全球利率水平影响。另外,国内老龄化的加剧和经济正在经历去房地产化的过程,亦在影响着中国的利率水平朝

低方向走去。长期利率走低将会逐步消灭高收益债券产品,消灭高股息率、高分红率的蓝筹型股票产品,而收益稳健、回撤较小的中性产品从而得到青睐。

趋势之三是机构投资者占比将上升。中国资本市场经过多年发展,虽然机构投资者已经得到了长足发展,但到目前为止还是一个散户占比较高的市场。随着中国资本市场走向成熟,这一情况将会发生逆转,未来的趋势肯定是以长期、专业、用纪律化的方法来管理的资金,代替零散的、短期的、比较难克服所谓贪婪和恐惧的资金,而长期的、专业的、纪律化投资的资金会对长期稳定的、波动比较小的产品有更多配置需求。

凯丰投资董事长吴星:“全牛”取决于经济转型

□本报记者 刘夏村

18日,在第6届中国私募基金牛奖颁奖典礼暨高端论坛上,凯丰投资董事长吴星表示,这轮行情本质是股市资金供给增量引发整个市场上涨,可以理解作为一种结构性牛市,但未来能否出现“全牛”则取决于经济转型能否成功。

他认为,国内宏观经济形势可分为三类,其中2003年-2008年是被动式的宽货币、宽信用,2009年-2013年是紧货币、宽信用,2013年到现在是宽货币、紧信用。作为观察中国市场是否健康的重要指标,在能源市场方面,美国页岩气、页岩油冲击到美国的动力煤,继而影响到中国的水电、发电、装机组,最后



冲击到国内的动力煤生产,到目前为止相关生产还在下跌过程中,且开始冲击到国内第一产业农业。由于国内整个第一产业不具备竞争力,一旦第二产业风险向第一产业溢出,继而使这个行业意识到价格要下跌,其去库存化将对第一产业是一个较大冲击。

不过,在他看来,尽管中国新生人口下降趋势已经明显,人口红利逐步消失,但中国的消费状况一直很好。首先,中国农民工工资从2008年以后,其增幅基本高于国内GDP增速,其最低工资已由原来的400元逐步增至2008年的700元,再到现在的1400元、1500元,显示具有较好的消费基础。此外,从出国旅游情况来看从2011年以后就快速飙升,中国水果产量从1990年到现在增加12倍,从2000年到到现在增加3倍,而同期粮食产量增长31%,显示中国整个膳食结构已经发生根本性变化。上述数据显示,中国消费情况并不差,但之所以觉得消费一直不好,是因为固定资产投资相比之下更“亮眼”。

景林卓利伟:五领域存在投资机会

□本报记者 徐文擎

19日,在由中国证券报主办、国信证券协办的2015中证金牛分享会上,上海景林资产管理有限公司合伙人卓利伟表示,未来五个方面将有比较好的投资机会:受益于利率下行的低风险权益类的行业;泛互联网化改造和加速优势企业的泛互联网化提升的行业;受益于以国企改革为代表的新制度红利的行业;广泛创新中的稀缺“鲨鱼苗”;受益于国家意志的领域,例如“一带一路”。

他认为,有两点因素对基本面研究产生了重大影响。一方面,从产业来讲,是泛互联网化的过程;另一方面,从资本市场和产业结合的角度说是,是加速证券化的过程,这两点是过去几年整个



市场和世界发生变化的重要逻辑。

卓利伟表示,泛互联网化的本质是企业或行业实现技术进步和管理升级以抵抗全行业普遍ROE下行的过程;而资产证券化通俗来讲就是一个并表的过程,把原来非上市公司的资产项目、盈利能力并过来,是一个并表性的外延扩张。

他把泛互联网化称作IT改造,实

现了长尾市场的可规模化,同时实现了一个去中间层、去渠道化的过程,厂商和用户之间形成了直达的点对点的沟通,厂商在数据资产上的积累对用户价值的挖掘会非常有用。另外,在这样一个资本狂飙的时代,加速证券化的过程也是不容忽视的时代特征。产业资本会持续向资本市场套利,这在过去几年非常明显,比如创业板不断的并购案例。同时,国有资产证券化和国企改革会不断深化,未来几年会非常火爆。

去房地产化导致居民资产大转移,方兴未艾,泛互联网化成为所有行业最为重要的生产方式转变手段,全方位地加速资产证券化,然后进行资本运作和互联网改造,加速产业整合,兼并收购,跨境融合竞争。

乐瑞资产唐毅亭:股票资产最有优势

□本报记者 徐文擎

在19日由中国证券报主办、国信证券协办的2015中证金牛分享会上,北京乐瑞资产管理有限公司董事长唐毅亭表示,股票市场已经形成一个自我强化的牛市,在私人资产再配置和宏观经济去杠杆的情况下,流动率水平保持充裕。

伴随地方政府纳入预算业务,供给端持续收缩,经济效率和盈利水平长期将趋势性回升。短期走势可能无从判断,但中长期股票市场的繁荣应该是确定无疑。

他表示,从2009年开始,伴随着投资递增,社会融资规模和GDP的比例——衡量一个宏观债务水平率大



幅度上升。这个比例过去很多年保持在130%的水平,现在已经升高到210%左右的水平。

从2013年开始,在三期叠加这样一个宏观要求下,政策开始去杠杆化的操作,中国经济进入了一个宏观的去杠杆周期。他认为后来一系列股债市场的变化、行情的产生都因为去杠杆周期处在一个正在进行时

的阶段。

唐毅亭特别提到,去杠杆周期,总量上表现为社会融资规模扩张速度的持续放缓,但结构上主要是非标资产的下降,非标社会融资规模的同比增速目前已经降到十年来的最低水平,而社会融资增速还会进一步下降。

在这样的背景下,他认为目前相对有优势的资产仍然是股票资产;另外,不看空债券市场,而对房地产市场,大概率是看空的。

他提到,尽管房地产可能因为政策方面的原因会有短暂的恢复,大城市和大城市的核心地段仍然在供需关系上具有优势,但房地产市场资金不断退出仍然会是大趋势。

睿策投资董事长黄明:投资需要“四块板”

□本报记者 刘夏村

18日,在第6届中国私募基金牛奖颁奖典礼暨高端论坛上,睿策投资董事长黄明表示,投资有句话叫“赚在长板,死在短板。”要想在A股生存下来,有四块板是必须要有的。

他认为,第一块板是研究企业和行业的基本面,这在整个市场都是一个极大的板。第二个板是解读政策。政府需要不断完善各种法律法规,又得不断做转型稳增长,所以需要出台各种各样的政策推动经济转型,要想在A股生存下来,必须要具备解读政策的能力。第三个板即具有一定把握市场心理波动的能力。每天都在波动的股价不光是盈利基本



面的波动,也是估值的波动。对于估值的波动贡献特别大的因素就是心理波动。心理在波动驱动估值,所以,我们要想理解市场的很多波动必须把心理学用上,此即行为金融学。第四个板是保持持续的创新和研发。A股环境不断在变,一个政策推出来,我们的盈利模式都得变。他表

示,在具有了上述四个板的基础上,还需要掌握控制风险的能力,其中择时颇为重要,特别是在A股市场。在选股方面,中证500股指期货的推出为市场提供了一个完美的对冲工具。

对于A股市场上很多基本面不好的垃圾股反而被人打涨停板,他认为,游资对股票的打法,其实就是索罗斯用来攻击货币的打法。游资打法就是金融攻击,其产生原因包括制度土壤环境和心理因素。如果任何股票可以卖空,尤其垃圾股,取消“T+0”限制,则让打涨停的人不可能同盟。除了制度因素外,值得关注的是为什么攻击的时候有人跟,为什么最后散户会进来,为什么该卖的不卖,而这则是心理因素。

鼎锋资产李霖君:关注五大投资方向

□本报记者 刘夏村

19日,在由中国证券报主办、国信证券协办的2015中证金牛分享会上,上海鼎锋资产管理有限公司总经理李霖君表示,这轮牛市的核心驱动因素来自两方面,一是资金,二是预期,与基本面的关联度不大。

对于未来投资方向,李霖君表示,第一是改革,包括混改和市场要素改革。

第二是融资结构的改变,在融资结构或者投资结构发生变化时,便有较大机会,例如互联网金融。

第三是并购,并购的背后是一个产业逻辑,叫转型、升级、创新、服务化、互联网化。去年一年整个市场



大概发生了接近5000起并购案例,规模大概一万多亿元,今年这一现象仍将继续,这其中蕴藏着巨大的投资机会。

第四是套利机会,例如并购中的套利机会,分级基金中的套利机会。

第五是新股机会,包括网下配售与网上发行。2014年全年大概发100

暖流资产程鹏:股市带来债市超额收益机会

□本报记者 刘夏村

在19日由中国证券报主办、国信证券协办的2015中证金牛分享会上,暖流资产管理有限公司投资总监程鹏表示,经济“新常态”使债券市场面临四方面变化。

一是经济“新常态”提升了债市的内在价值。具体而言,经济保持中高速增长提升了债券市场的相对价值,关于经济增长和利率之间关系的宏观经济学基本原理正在中国市场发生;制造业迈向中高端使企业的盈利状况改善,有效降低企业信用风险水平;宏观经济增长驱动因素去投资化有效地改善资金的供求关系,使利率系统性下降。



二是尽管股市会对债市形成资金分流,但股市为债市带来创造超额收益的机会。因为股市冲击带来了债市波动,如果市场没有波动,就没有了盈利机会。此外,美国经验显示,股票和债券可以“双牛共舞”。

三是关于信用。目前债券投资主要有两个方向,一是做利率,二是类似于股票投资,需要分析发行体的信用

状况、盈利能力、价值、信用溢价、信用利差。后一种投资策略丰富,而且从美国市场、欧洲市场来看,其回报率高,甚至不低于股票市场回报,但是过去一直无法开展,去年以来信用风险问题暴露,有助于债市进入信用交易时代。

四是对外新开放扩大了债市投资视野。本轮开放和改革的实质与核心是资本市场的开放,其中最主要的是债券市场的开放。

整个债券市场如果横向比较,在全球范围内,它的投资价值还是很多人认可,这将要求中国的债券交易员具有国际化视野,同时极大地增强了我们这个市场的价值和可操作性。