

# 条条大路通罗马 千亿梦想在路上 私募新十年猜想

□本报记者 徐文擎



CFP图片

## 三种模式“通罗马”

十年弹指一挥间。从2007年到2017年,A股经历了三轮完整的牛熊转换,而当初涌向私募江湖的各路“明星”基金经理,有的“泯然众人矣”,有的则至今屹立不倒。淡水泉投资、理成资产、星石投资、世诚投资、朱雀投资、尚雅投资、从容投资、鼎锋资产……这些名字不仅是私募十年发展的缩影,也将是探寻下一个十年长青之道的先锋队。

记者发现,尽管历经十年而留存下来的私募多是稳扎稳打,但在发展模式上却有所不同,大致可分三类:单一策略复制的“精品店”型模式,典型的如星石投资、上海世诚投资等;多产品条线的“平台”型模式,典型的如淡水泉投资、上海理成资产、上海鼎锋资产等;满足投资者参与专门市场或个性化需求的“特色发展”模式,例如上海从容投资等。

“不论私募最终选择的是哪种发展模式,他们开初都会从满足目标客户的投资需求展开”,上海证券基金评价研究中心总经理刘亦干称:“私募为满足机构投资者保值增值需求和富有家庭财富管理需求提供资产管理服务,那么,多资产配置产品和追求绝对收益的稳健性产品往往是他们的选择方向;而一些高净值客户追求个性化的需求,希望参与某些专门市场,具备相应投资能力私募也会发行相应的产品去满足这类需求,如定增基金、商品基金、CTA策略基金等。另外,还有大量公转私的基金经理,在公募基金管理中获得市场认可,在与客户交流中

投资理念获得客户认同,带着客户‘奔私’,转私之后也是沿袭原来的路径,例如债券基金经理‘奔私’后多半承接银行等机构的资金。”

刘亦干表示,上述因素决定了私募的发展路径。他说:“我相信十年前大多数的私募都是从单策略开始做,客户进入的时间、金额以及独立性要求不一样,对同一策略得心应手的私募也会将其复制到不同产品中,不断做细做精,典型的如星石投资。而另外一批私募,规模做大以后,策略会逐渐延伸,建立起多条产品线的平台化体系,典型的如淡水泉投资,既有私募证券投资基金、海外对冲基金,也包含机构专户等业务,客户群体包括全球高净值个人客户、以及养老金、主权财富基金、银行资产管理等大型机构客户。”

成功的模式总是相似的,而失败的人却各有各的不同。过去十年,不少资本市场的“明星”在私募江湖中折戟。对于这些私募沉寂的原因,刘亦干认为大体可归结为四类因素:其一,在创立之初没有找准目标客户,没有相应的资金跟进,没有与客户建立起第一步的信任,没有在市

场营销上做好工作,大多数失败的私募管理人都止于此;其二,时运不济,自己所擅长的投资风格和当下的市场风格不符,导致投资连连失误,又没有昔日的大平台作为支撑,难以度过低谷期;其三,负面事件曝光对品牌影响甚大,导致管理人在市场中失去信誉,继而寸步难行;其四,创世期的陨落,单一产品业绩突飞猛进,其他产品业绩无法跟上甚至遇上黑天鹅事件,渠道客户深受其伤。

“从长期来看,稳打稳扎、徐徐图之是私募发展比较合理的方式,放眼当下成立十年左右的百亿级私募,没有一家是规模在创立之初就陡增的,那种规模一下做得很大而团队投资能力无法匹配的,对客户的伤害也很大。”刘亦干表示。

招商证券分析师顾正阳称,不少私募昙花一现,其中不乏有着出色业绩或是明星经理的公司,其背后原因通常是过于追求短期里亮眼的业绩而忽视风控的重要性和长跑制胜的理念,最终的结果或是受处罚,或是因业绩惨淡淡出视野。

## 持股路径折射经济成长路

“奔私”从无坦途,私募江湖素来不乏光鲜的开场和黯淡的结局。而能穿越十年牛熊屹立不倒、成长为行业翘楚的私募,往往拥有一个比较明显的共性,即他们的多空路径、持股路径恰能折射出中国经济发展到每个关键节点的变化和转型。

“投资只有和中国经济发展的大背景相结合,才能真正分享时代的红利,个体才会成长得更快、更好。”北京和聚投资执行董事于军说。尽管和聚成立刚满八年,但也经历过完整的牛熊转换,于军本人更是在资本市场披荆斩棘十余年,他以自身从业经历还原了过去十年来周期股、成长股、价值股的投资路径图。

在2006-2008年,中国的工业化达到一个阶段性高点,煤炭、钢铁的产能在全球占到50%以上,水泥、玻璃也占到30%以上,如果能抓住当时周期股的大行情,势必也能在激烈的市场竞争中占据一席之地。不过在此之后,周期行业面临过剩局面,尽管后续隔几年也有脉冲性的行情,但难以出现持续性的大行情。对于追求价值投资的私募来说,炒作零散行情并不是能为投资者创造持续稳健回报的良策,此后他便将目光转向了与中国经济转型密切相关的新兴产业领域。

“可以说,到目前为止,中国的经济转型已经走了1/3或接近1/3的进程,这通过民营、新兴产业的盈利就可以看出来,市场上已经出现很多盈利在10亿元以上的企业,几乎可以和部分央企相匹敌。而在2013、2014年后,包括教育、文化传媒等新兴领域崭露头角,资产上亿的公司很多,另外高端制造、军工等领域的千万级公司也不少,挑选出其中优质的成长型企业,也相当于分享了中国经济转型的初步成效,并且趋势向上。”于军说。

对于中国经济转型后2/3的进程,于军认为私募的主战场仍在成长股。“中国经济转型的过程还在继续,因此成长股未来仍会是私募甚至公募的主战场,因为它整体趋势向上,代表着中国经济未来的方向,应当作为战略性的资产配置,而价值股和周期股则可作为战术性的资产配置,以应对经济发展和市场环境的变化。”于军称,例如以消费、医药等弱周期行业为代表的价值股,是熊市里的避风港;而以煤炭、有色、建材等上中游行业为代表的周期股,则可以配合供给侧改革等政策取向来把握行情。

“星石投资专注做中长期趋势投资,研究宏观、行业和公司层面的中长期驱动因素,根据三个层面驱动因素协同向上的原则寻找确定性强的投资机会,所以对宏观经济走势的预判是影响我们做出投资决策的重要变量。”星石投资总经理杨玲称,例如2008年初,星石判断当时外贸依存度很高的中国经济可能会受到美国次贷危机的波及以致宏观经济发生下滑风险,所以坚决空仓,从而避免了2008年市场的大幅调整。

她进一步表示,从最近两年多星石持仓调整的情况来看,也是综合考量经济、行业格局和公司基本面做出的投资选择,一定程度上反映出中国经济的变化。2014年4季度重仓周期股,2014年末央行首次降息,标志着未来货币进入持续宽松通道,将会有大量增量资金入市;同时,不少行业趋势开始变好,尤其是周期行业,比如券商、保险、化工行业,这样在周期类别层面产生了强劲的驱动因素与中长期趋势,于是星石一举满仓。

2015年上半年重仓成长股,“大众创业、万众创新”成为了新的浪潮,很多成长型行业业务爆发式增长,行

业、公司市值可能迎来几何级增长速度,再加上资金持续涌入A股市场,科技(成长)类别层面产生了很突出的驱动因素与中期趋势,星石逐步调仓切换至科技板块(成长股)为主。

2015年年底至今重仓消费股,2015年年底星石判断宏观经济有望告别过去几年持续下行的趋势,整体市场风格由“成长”转向“价值”,价值股的投资时代到来。具体看,他们发现很多消费行业出现了中长期供需拐点,产品价格提升,盈利增长,同时考虑到长期国民收入提高、消费升级的影响,且这类行业大都估值合理,因此判断消费类别出现了明确的中长期趋势,逐步调仓至消费类别。

同时,通过梳理过去8-10年私募的重仓股路线图,不难发现,生存至今的明星私募大多遵循着这一路线。

好买基金研究中心和格上理财研究中心根据公开资料整理的数据显示,成立十年的私募中,上海理成资产2008年重仓江苏索普(化工),2010年转至广汽汽车,2011-2012年仓位偏空,2013年偏向旅游和汽车行业,2014年重仓券商、保险、银行,2015年转到医药。上海朱雀投资2011-2012年提前埋伏文旅行业,例如曲江文旅、西藏旅游等,2013年则提前埋伏科技股。淡水泉投资从2015年三季度到2016年四季度,3次增持复星医药,从2014年三季度到2015年三季度,连续增持3次亨通光电,从2014年一季度到三季度,连续增持3次生益科技(制造升级)。星石投资2012年几乎空仓,直到2013年开始大举买入医药、船舶运输等行业股票,2014年买入券商、保险及医药、白酒等行业股票;2015年则几乎完全调仓至医药、食品等消费领域个股。

## 下一个十年猜想

过去十年里,市场迎来二十余家百亿级私募证券投资基金,下一个十年,又将有哪些新的变化?千亿级私募是否可能出现?量化对冲基金是否会成为挑战传统策略的新势力,会否成为大型私募基金的标配?

对于千亿级私募出现的前提条件,刘亦干认为,提高客户体验是唯一的核心理念。他说:“规模是超额业绩的敌人,当规模接近千亿级,超额收益空间将会受到明显制约,如何为客户实现更好的客户体验,是私募唯一获得市场认可的路径。”

星石则称,从行业环境上来看,需要制度的突破,例

如养老金、企业年金的管理开放给私募。从个体而言,则需要细分领域做到顶尖级别,包括投资能力、产品设计或者服务。

从国外经验来看,量化对冲基金毫无疑问会成为挑战传统策略的新势力,也会受到机构投资者的青睐,但前提是衍生品的逐步放开和丰富化。顾正阳称,虽然单家公司可能受限于策略规模,未必能达到很大的规模,但整个量化对冲基金的发展将是毋庸置疑的。刘亦干表示,量化对冲基金不会成为百亿级乃至千亿级私募的“标配”,因为该类基金能够稳定赚取超额收益的能力往往来源于

其独特创新的算法和策略,如果成为“标配”,这一能力会被削弱,整体市场超额收益的空间也会被挤压,因此不适合大规模复制。

星石表示,根据理柏公司的数据,如果把时间拉长来看,量化策略的表现和非量化策略其实不相上下。尽管从20世纪40年代开始,美国的量化策略管理的资产规模在不断扩大,但是近期一些第三方财富管理在帮助客户配置资金时,开始重新回归股票多头策略。事实上,市场需要多种策略并存,对单一策略的公司来讲,专注做好自己最核心的业务,才是生存之道。

## 星石投资杨玲: 十年专注耕耘A股

□本报记者 徐文擎

作为最早成立的私募证券投资基金中的一员,从最初的1.5亿元规模到现在的百亿级体量,星石投资的发展历程颇具代表性。星石投资总经理杨玲日前在接受中国证券报记者专访时表示,星石十年来在A股市场耕耘一个策略——50多只股票多头策略基金采用同一投资策略进行投资。做好投资,就要埋头把投资能力打磨到极致。

中国证券报:星石投资十年间不断发展壮大的原因有哪些?

杨玲:站在十周年的时间点上,总结反思确实有意义。我们认为,选择不做什么,比选择做什么更重要。私募业务的本质是投资,所以一切都要保证本源做得好。因此在业务布局上,星石很谨慎。

自2007年成立以来,星石就始终专注于A股。截至2016年底,星石投资规模近200亿元,全部是投资于A股的股票多头策略。但其实这中间也经历了很多纠结的决定,因为十年很长,期间中国的资本市场也出现过多个风口,如新三板、定增、港股等,在一些和A股投资一脉相承的风口,星石也曾考虑过布局,公司合伙人之间也有过争执,但最终仍选择专注A股。

究其原因,我们始终认为,私募的声誉是很脆弱和金贵的,我们没有“拼爹”的资源,也没有完整的产品线可以在风水轮流转的资本市场随时冲上“一线”,一旦有一次损害了客户利益,往往要过四五年才能再重建市场号召力。所以在面临新机会时,我们会延缓决策,反复确认如果自身开展新业务会不会在长期使客户利益受损,如果会,即使当下有利可图,我们往往选择放弃。

星石十年来只干了一个事,即在A股市场耕耘一个策略——50多只股票多头策略基金采用同一投资策略进行投资。做好投资,就要埋头把投资能力打磨到极致。为此,我们主要做了几方面的努力。

一是打造优秀且稳定的团队。董事长江晖创业之初的梦想就是汇集一批志趣相投的精英、不受干扰地做投资。星石目前搭建一个稳定的投研团队,截至2017年3月底,投研人员达到近50人,12名基金经理有11名是自主培养的,以便于保持团队稳定和企业文化的一致性,最后实现稳健业绩。为了留住人才,公司将利润的很大一部分作为奖金池,并且定期挑选优秀骨干,提供股权激励。十年来,团队平均每年流失不到1人。

二是以近乎钻牛角尖的态度改进投资方法。2008年因为在熊市中获得正收益,星石一战成名,但2009-2012年虽然控制住了风险但收益表现平平。2012年以后,星石暂时搁置规模扩张,一直在改进方法,过去星石不能容忍中间任何的向下波动,所以把控制风险放在了第一位。现在,星石提出了“中长期投资回报”:可以容忍中短期的回撤,来换取长期较高的收益,引导投资者关注中长期投资机会。正是凭借着稳定的投研团队及对同一策略的执著,星石才一步步从一个1.5亿元规模的公司发展到今天的上百亿元。

中国证券报:考虑到私募行业自身以及监管趋势的发展,星石在合规方面采取了什么措施?

杨玲:私募做风控,是要真正控制好风险的同时保证基金经理的激情。主要措施有两方面。第一是建立完善的风控体系。星石的风控部门研究了法律框架体系,发现不管是私募还是公募,从严监管的思想是一致的。所以我们在《员工准则》中制定了明确细致的监督制度,赏罚分明。此外,星石还较早建立了合规风控委员会,风控委员会主要成员是各部门的负责人,并有专职的投资风控负责人,由大家共同探讨如何建立风控框架,并形成统一认知。

第二是制定严格的员工行为管理准则。星石建立了详细的股票申报和备案制度,还有一些关键岗位的谈话机制,尤其是后者的作用非常关键,保证了投资人员和风控人员各司其职,将专业的专业职能最大程度地发挥,相互辅助与监督。

## 股票型私募基金一季度重新领跑

□本报记者 徐文擎

好买基金研究中心的数据显示,截至2017年3月31日,沪深300收于3456.05点,月涨幅0.09%,一季度涨幅为4.41%。与此同时,私募各策略虽然过半得正收益,但无论是3月收益还是一季度收益,超过五成跑输沪深300。

具体来看,在刚刚过去的3月,纳入统计的6577只股票型策略基金平均收益率为0.7%;纳入统计的237只组合型基金平均收益率0.67%;纳入统计的155只套利型基金平均收益率0.41%;纳入统计的591只管理期货型基金平均收益率0.29%;纳入统计的1436只多策略型基金平均收益率0.22%;纳入统计的688只债券型基金平均收益率0.19%。而宏观策略型、多空型和市场中性型基金则在3月取得负收益,分别为-0.24%、-0.3%和-0.36%。

相比去年四季度,2017年一季度平均收益率环比上升的包括股票型基金(由-0.19%提升至2.51%)、组合型基金(由0.08%提升至2.11%)、定向增发型基金(由1.03%提升至1.68%)和多空型基金(由0.07%提升至1.24%)。而管理期货型基金“退步”明显,由去年四季度的8.09%下降至-0.42%,宏观策略由2.26%下降至-1.13%。

在3月股票策略型基金排名中,招璞投资、天贝和资产、领新投资分获前三名;而在一季度股票策略型基金中,亿方博投资、大禾投资、上海希瓦分获前三名。

截至3月底,在中国证券投资基金业协会备案的私募基金管理人总计为18596家,其中证券类私募基金管理人5591家,在备案的5911家证券私募基金管理人中,公示自主发行管理规模或者顾问管理规模(1亿元以上)的1759家,其中管理规模在50亿元以上的为100家。