

■ 基金年终报道系列之三

沙场老将饮恨“成长” 价值私募笑傲江湖

□本报记者 吴娟娟 实习记者 吴玉华

2017年的A股市场有些不寻常：一些久经沙场老将饮恨“成长”，而价值私募笑傲江湖。伴随A股的机构化、国际化进程提速，资深私募人士表示，分化将成为市场新常态，2018年分化将进入2.0版。

老将扼腕

2017年的分化行情不仅令市场小将不知所措，也令很多征战沙场多年的老将扼腕。不少资深私募人士表示，猜到了A股会分化，但是没想到会分化得这么厉害。

在今年5月的一次公开活动中，某资深私募创始人表示，A股已进入“熊末牛初”阶段，这个时候资金可能抱团“蓝筹”，市场开始分化。但他由此得出的结论为“此时正是布局成长股的良机”。时至岁末，这位征战股市20多年的老将坦言，没想到2017年A股市场会分化得这么厉害，擅长成长股投资的他今年的业绩只能算中庸。

另一金牛私募的总经理几乎同时也表示，A股的生态已经变化，严监管下炒壳等过去奏效的玩法将会失灵。至年终复盘时，该总经理表示“年初我们预见今年将是蓝筹行情，但是2017年漂亮50的上涨幅度还是超过了我们的想象”。不过，由于抓住了今年周期股行情，他透露今年的业绩还算太坏。

截至12月28日收盘，今年以来上证50上涨超过25%，而创业板指下挫超过11%，中证1000

下跌超过18%。高度分化的市场意味着，未能参与蓝筹白马行情的私募多有抱憾。

前述私募创始人将误判归于两点：低估了包括港股通进入的外围资金的影响，低估了严监管的影响，如沪股通和深股通资金带来的北上资金在对内地市场并不完全了解的情况下，倾向于选择安全边际高的公司。北京一位资管行业从业经历超过20年的私募人士告诉中国证券报记者，他6月看清了市场风向，不过随后虽然增加了选股模型中市值因子的比重，但是此前误判令他失去信心，此后操作上进入防守状态，全年的平均仓位维持在较低水平，导致今年收益欠佳。

价值私募笑傲江湖

与折戟“成长”的市场老将形成强烈对照，在机构化、国际化趋势下，价值私募规模业绩获得双丰收。今年景林资产、高毅资产的业绩表现亮眼。格上研究中心数据显示，今年前11个月高毅资产、景林资产发行产品在30只以上，跻身今年最高产的私募之列。

这些绩优私募将今年的A股行情归于行业集中度提升、蓝筹股业绩高速增长以及市场风险偏好降低等因素。深圳明达资产管理有限公司董事长刘明达表示，行业集中度提升是2017年A股分化行情背后的原因。他说，行业里的支配者和占据大部份额的“寡头”企业将在很长一段时间内保持稳定和持续，具有较高的护城河，这才是如贵州茅台这类企业越来越受到投资者欢迎的最合理的逻辑。

上海景林资产管理创始人蒋锦志认为，今年大部分蓝筹股优异的表现主要来自于其业绩的高速增长。同时由于价值投资理念的深入，市场对于优秀公司盈利的稳定性更加看重。

高毅资产首席投资官邓晓峰则认为今年的分化行情背后有三大因素：一是市场风险偏好降低；二是在经济调整的过程中，行业龙头公司应对经济调整的能力更强，实现了更好的增长；三是严监管也有利于蓝筹行情的形成。

中国证券报记者采访中发现，相当一部分私募认为A股的分化是不可逆的。格雷资产总经理兼投资总监张可兴表示，从2015年以来A股发生了里程碑式不可逆的变化，市场资金向优势企业集中，而没有业绩支撑的小市值股票遭到抛弃。在这种趋势背后，A股的国际化和机构化是重要驱动力。而A股的分化，无疑使得擅长基本面分析的私募赢得可贵的崛起机会。因此，在A股分化的同时，私募行业也在分化，强者恒强的格局正在形成。名禹资产董事长王益忠也表示，A股已经进入了新生态。

格上研究中心数据显示，今年前11个月，百亿级私募平均每家新产品12.34只，50-100亿的大型私募平均每家发行6.92只，管理规模10亿以下的私募中，平均每家发行量仅为1.15只，马太效应显现。

格上研究中心研究员雷蕾表示，在市场风格切换时风控意识更强的老牌私募优势凸显。她补充说，尽管私募行业已显示马太效应，但也

有老牌私募今年不幸“踩雷”，行业的流动性依然存在，业绩突出者依然有上位机会。

2018年将以“业绩”为导向

展望后市，不少私募认为，2018年A股的分化行情大概率持续。不同于2017年市场呈现的“显著”市值导向特征，2018年的分化将以“业绩”为导向，进入分化2.0版。刘明达说，供给侧改革本质上推动了产业集中，行业龙头企业市场份额上升和盈利持续上升是未来数年的主旋律。中国的制造业和金融行业较容易产生世界级的企业。这些行业占支配地位的“寡头”具有较高的护城河，可长期维持竞争优势。

蒋锦志表示，2018年蓝筹股的涨幅不会像今年这么多，明年其组合中蓝筹股的盈利将主要来自于公司的业绩增长。

王益忠亦表示，明年的分化行情将持续。不过不同于2017年，2018年的分化是基于业绩的分化。没有业绩支撑的蓝筹在2017年上涨之后或许会回调。

此外，也有私募表示2017年成长股饱受“蹂躏”，2018年其中确定性高的成长股将获得补涨机会。中欧瑞博CEO吴伟志表示，今年中小创泥沙俱下，由此带来的结果是不少企业明年估值将较具吸引力。以新能源汽车为代表的新经济行业，明后年行业整体增长速度会很快，此时正是播种优质成长的时机。云程泰基金表示看好新经济中业绩正在释放的成长股。（本系列完）

景顺长城基金换帅

□本报记者 张焕昀

景顺长城基金12月28日公告，原总经理许义明届满离任，调回外方股东单位（香港）工作，原副总经理康乐接任总经理职务。

资料显示，许义明2009年初开始担任景顺长城基金总经理，任职9年来，带领景顺长城基金实现了从单一的权益类投资业务向综合型资产管理公司的转型，旗下业务日趋多元化。近几年，景顺长城基金除了权益类投资能力继续保持优势之外，在固定收益投资、量化投资、国际投资、FOF以及另类投资领域均有长足发展，成为专业的综合投资解决方案供应商。目前景顺长城旗下公募及专户产品超过百个，整体资产管理规模超过千亿元。

记者了解到，景顺长城新任总经理康乐先后有过投研和市场相关工作经验。资料显示，康乐曾在中国人寿、中金公司等中资机构任职，也曾在景顺长城外方股东香港景顺担任过销售经理和北京代表处首席代表。2011年7月加入景顺长城基金，先后担任机构业务部总监、公司副总经理。景顺长城机构业务近年来发展迅速，与保险、银行、信托、财务公司等机构客户展开了深度合作。据证监会公布的保险资金委托投资业务整体情况显示，截至2017年6月底，景顺长城以受托保险机构管理规模167.36亿元在基金行业排名第二。

IPO常态化

重塑VC/PE退出格局

□本报记者 刘宗根

对于VC/PE机构而言，2017年战绩如何很大程度上取决于“募资退管”。今年IPO常态化改写了股权投资市场的退出格局，不少机构因此获得丰硕的投资回报，成功收官。展望明年，随着新三板交易制度改革和港交所“同股不同权”的推出，VC/PE的退出或更为通畅。

退出格局重塑

如果罗列2017年退出市场的关键词，“重塑”可能是其中之一。IPO取代新三板挂牌成为VC/PE占比最高的退出方式，让不少头部投资机构赚得“盆满钵满”。

12月27日，安永发布的《安永全球IPO市场调研报告：2017年回顾及2018年展望》称，预计2017年全年A股市场共有436宗IPO，共筹资2304亿元，分别较2016年同比增加92%和53%。2017年A股市场新股上市数量首次突破400宗，超过2010年347宗的历史高点。

尽管2017年各大投资机构在纽交所和纳斯达克斩获颇丰，但是年初至今，A股IPO的退出收益依然远高于海外市场。清科研究中心数据显示，今年前11个月，中企境内市场上市后20个交易日的平均账面回报几乎是海外市场的两倍。具体来看，上市后20个交易日，上交所的平均账面回报是7.41倍，深交所主板、中小板、创业板的平均账面回报分别是11.84倍、6.87倍、8.33倍；从海外市场来看，纽交所上市后20个交易日的平均账面为4.91倍，纳斯达克仅为3.51倍。

与2016年不同，2017年VC/PE的退出格局发生了巨大变化：2016年VC/PE退出案例共计4891起，其中新三板挂牌占比高达66%，远高于IPO的11%和股权转让的10%。而今年前11个月，IPO实现了对新三板挂牌的全面超越。在VC领域，退出方式排名前三的是IPO、股权转让和新三板，占比分别为32.7%、26.0%和22.1%；在PE领域，排名前三的是IPO、新三板挂牌和股权转让，占比分别为31.7%、27.1%和15.1%。

“当企业估值达到百亿量级的时候，新三板打折抛售部分股权其实不容易，在A股可能打九折就可以了。”在雷雨资本董事长蔡玮看来，VC/PE退出渠道日渐多元化，包括A股IPO、海外IPO、股权转让、并购等可供选择的方式也越来越通畅，具体选择何种退出方式要根据项目阶段而定。不过，从现金回报来看，当前IPO具有的优势是其他退出方式不能比拟的。

再迎利好

过去几年，由于流动性差，新三板挂牌退出情况并不理想，这也导致不少VC/PE谋求先挂牌再转板。“对投资人来说，比起把新三板挂牌称作退出，我更愿意称其为成长。”蔡玮认为，从过往案例看，表面上部分新三板企业估值已与A股相差无几，实际上退出却并不十分顺畅。

日前在新三板分层与交易制度改革新闻发布会上，全国股转系统总经理李明表示，将对新三板分层标准进行调整，并在交易制度上进行改革：引入竞价交易。

清科研究中心数据显示，今年前11个月，VC/PE支持的新三板挂牌企业占比仅为13.2%，渗透率远低于同期A股的61.6%。业内人士认为，随着竞价交易的引入，流动性的问题或将得到改善，新三板挂牌有望实现真正意义上的退出。

此外，不久前港交所宣布，将在主板上市规则中新增两个章节，列出有关尚未有收入的生物科技公司和采用“不同投票权架构”的新经济公司来港上市的规则框架。港交所放行“同股不同权”，被认为是为蚂蚁金服、小米以及生物科技等企业的赴港上市扫清障碍。

“新药研发从一期到三期，每一期都有巨大的不确定性，可能第一期就需要1亿美元。没有资本的支持，创新很难走下去。允许尚未盈利的生物科技企业赴港IPO，一方面增加了VC/PE的退出渠道，另一方面也间接促进了生物技术企业的融资。”蔡玮说。

窦玉明：公募股基是养老资产最好的投资工具

□本报记者 李良

在近日召开的首届钱塘江论坛上，中欧基金董事长窦玉明表示，养老基金属于长期投资，而不论是投资的经典理论，还是国外和国内的投资实践，都证明了股票型基金应该是养老金投资的主要标的之一。

窦玉明指出，将这类高风险产品放在超过五年的长时间维度上考量，实际亏损的风险会大幅下降，如果拉长到几十年，则更能体现出回报较

高、亏损风险极低的特征。所以，应该充分利用好养老金的长期投资属性，争取更好的投资回报。

按照国际惯例，政府、企业和个人账户是养老金来源的“三大支柱”。窦玉明表示，即便在富裕国家，作为第三支柱的个人账户，依然是养老金的重要来源。而我国居民素有储蓄养老的习惯。但根据海外经验，储蓄显然不是很好的养老解决方案。养老金具有长期性特征，这意味着有机会获得更高的投资回报。假设100万元资金每年可获得15%的投资回报，30年后的

验证得以发现，公募股票型基金称得上是养老金最好的投资工具。公募基金运作透明度高、流动性好，权益基金的投资回报率也相对较高。