

# 3年间16位玩家“消失” 新晋成员执着投研 百亿元级证券私募沉浮

□本报记者 吴瞬



制图/韩景丰

## 星石投资杨玲： 把握市场风格需读懂基本面

□本报记者 吴瞬

作为一家成立于2007年的老牌私募，星石投资从2015年至今管理规模一直保持在百亿元以上。对于如何能在牛熊市踩准节奏，7月5日星石投资首席执行官杨玲对中国证券报记者表示，主要在于秉持“基本面趋势投资”理念，寻找类别、行业、公司层面的驱动因素，从而获取阿尔法收益。

### 基本面趋势投资

“我们将所有的A股分为消费、科技、周期三个类别，根据其景气度变换做类别轮动，基本涵盖了各种类型的市场风格，因此在2015年成长股领涨的市场和2016年至2017年价值股领涨的市场中都取得了不错的收益。同时我们建立了一只与投资方法匹配，并能覆盖全行业的50人左右的投研团队，保证投资理念的实施。”杨玲说。

杨玲举例了星石投资在高端白酒方面的投资案例：2016年至2017年星石投资将白酒股行情从“鱼头”到“鱼身”都完整吃下，主要在于提前看到民间消费抬升，高端白酒供求关系发生改善，行业景气度发生变化。同时在公司层面，能发现竞争力较强、有望在行业优胜劣汰中胜出的公司。就宏观层面主导因素而言，经济增速从下滑到止跌，L形由一竖变为了横，显然消费会变好，因此大量买入消费股，其中最看好高端白酒股。

杨玲表示，在2015年的大调整后，产品净值不断修复。2014年四季度星石提前把握牛市启动信号，重仓非银金融、银行等周期板块，享受到牛市启动的第一波周期股收益；到2015年初，从周期切换到科技等成长股，充分享受到2015年上半年中小创的大行情；由于中小创的估值泡沫严重，在2015年5月底着手第二轮持仓，从成长股往消费板块切换，尽管整个

调仓节奏受到两轮大调整影响，但在2015年9月初已形成以消费类成长股为主的持仓结构。得益于这种持仓结构，在2015年四季度的市场反弹中，星石产品净值得到明显修复。

### 打造“类真空”投研环境

对于为何能常年保持投资理念稳定以及投研水平领先，在杨玲看来，这离不开在打造投研团队方面不断努力。一是打造“类真空”投研环境。公司架构完全围绕投资设计，公司由基金经理控股，百余名员工中投研人员占比近半，严格的内控制度帮助投研团队“单纯专注”地投资，保持敏感度和专业度。二是自主培养投研队伍，没有采用外聘基金经理方式，投研人员由董事长亲自挑选，主要来源于国内知名高校。三是打造“研究共享、投资独立”的投研氛围。基金经理既做投资也做研究。在投资研究上注重协作，所有类别、行业、公司的基本面驱动因素充分对每位投研人员共享。四是合伙人制度。星石的基金经理大多是公司股东，基金经理与公司利益高度一致，风险共担。

杨玲认为，“类真空”环境、自主培养体系、“研究共享、投资独立”的投研氛围与合伙人制度相辅相成，优势有三：一是成才效率高，大部分投研成员自主培养；二是团队稳定，11年来投研团队流失率低，基金经理平均从业年限超10年；三是投资方法稳定进化。

杨玲说，合规是私募生存和做大做强的前提。违反法律法规将面临监管层和市场的“一票否决”。早在2007年，正是因为首批“奔私派”带来的来自公募、券商等成熟金融行业规范经营的理念，才给当年备受诟病的行业带来一线生机。“公募派”私募在创立之初，借鉴了公募的优秀制度，把投研和其他部门物理隔离，断绝利益输送。

自2015年上证综指5178点以来，A股市场起起落落，数场大戏接连上演，而与之同成长的证券类私募亦风起云涌。2015年百亿元级证券类私募有28家，今年一季度为31家，虽然数字变化不大，但是名单变脸率高达57%，3年间16位玩家在名单中“消失”，而一些执着于投研的私募成为新晋成员，这些无不说明私募行业的激烈竞争与残酷。

### 名单大变脸

“这两年市场变化太快，2017年的蓝筹市我们没有及时转换过来，2018年整个私募行业绝大部分在亏钱，出现客户赎回、管理规模下降再正常不过。”某大型私募人士告诉中国证券报记者，他们公司在2017年退出了百亿元级私募名单。

据中国证券报记者了解，在2015年以来的历次市场调整与风格切换之中，不少百亿元级大型私募由于难以适应短期内的巨大变化，业绩出现持续性亏损。对于私募而言，业绩代表一切。据格上研究中心统计，截至一季度，管理规模超过百亿元级的证券类私募管理人共31家，相比2015年的28家，绝对数量仅增3家。但3年间百亿元级私募名单大幅变动，与2015年相比，目前仅有12家管理规模依旧在百亿元以上。出局者大致分为三类：既有选择“私转公”的，也有因违规被罚的，更多还是因业绩表现不佳导致规模大幅缩水。与此同时，有19家机构在市场考验下脱颖而出，迈入百亿元级私募行列，述说着私募行业“物竞天择，适者生存”法则。

在不断变迁的市场中，通常每家规模达到百亿元级的私募都不简单，基本形成了完备的团队

和成熟的投资理念。但在近3年波动较为明显的市场中，半数以上私募从名单中出局，为何它们如此“脆弱”？

“规模与成熟的投资理念和策略没有绝对正相关关系。牛市中很多百亿元私募是资金‘催熟’的，不能线性地认为他们的投资能力有多高。很多人认同一句话：牛市里大家都是‘股神’，熊市来了才知道谁在‘裸泳’。”钜阵资本投资总监钟恒说。

在钟恒看来，市场缺乏对私募的甄别能力是一些百亿元级私募出局的重要原因。“私募与公募不同，最主要差异在于透明度。普通投资者可以从基金业协会、基金公司网站了解基金的具体情况。但私募的很多信息无法及时、充分地获知，即便有机会与基金经理面对面交流，也不知道他们具体的操作和持有标的情况。在2015年大量资金涌入的环境下，投资者的选基标准多数是谁的净值涨得快，资金就涌向谁。这导致2015年大调整后，业绩不好私募遭遇赎回，业绩坚挺或者净值修复较好的私募受资金追捧。因此，百亿元级私募名单变化显著是必然的。”

### “新百亿”屡现

不同于之前牛市中出现的百亿元级私募，在这几年市场环境不佳的背景下，同样有私募向百亿元级私募名单进发。格上研究中心数据显示，仅在2017年就有源乐晟等11家私募新晋百亿元级私募名单，业绩是其规模增长的主要驱动因素。

源乐晟方面指出，成立10年，源乐晟在不同特征的市场中通过调仓、精选个股、严格止损跨越牛熊，表现出中低风险、高收益的业绩特征。“战略性机会一定来自对最本质的基本面（大趋势和大格局）的理解。2017年我们取得收益的主要原因是把握住了对经济和盈利周期的机会，同时对各产业景气度和产业格局（龙头集中趋势）做出前瞻性判断。”

一季度新晋百亿元级私募明达资产董事长刘明达早在2014年指出，之后两三年的A股市场，绩优蓝筹股会变成稀缺品，蓝筹股将普遍出现估值溢价。2016年底刘明达进一步提出“寡头时代”的观点，即供给侧改革、环保监察标准和执行力提升等政策的累积和叠加，有利于“寡头”型企业通过市场竞争获得行业绝对领先的市场份额及利润份额，这些公司成为明达资产的主要配置品种，明达资产也因此在2017年为投资人取得优异的投资回报。

与明达资产和源乐晟类似，近两年在弱市情况下取得不错业绩回报的公司都在规模上持续增长，而业绩较差私募的规模只能持续萎缩。同时，从这两年的私募行业发展来看，“二八分化”趋势持续，投资业绩好、市场影响力大的知名私募受资金追捧，呈现资金集中效应，这也是一些新晋百亿元级私募的特征。钟恒表示，他们在研究私募或者公募的时候更多关注的是在震荡市和熊市里的alpha和风险控制能力。

事实上，除自身投研能力外，极端行情是考验百亿元级私募风控能力的“试金石”，此时能否有效控制回撤直接决定私募能否长期存活。如果回撤失控，即使没有触及清盘线，也有可能因回撤幅度过大引发投资者赎回踩踏，而这也是部分大型私募最终从百亿元级私募名单中“消失”的原因。

### 比拼耐力

对于近3年来百亿元级私募名单的变化，尤其是持续保持规模在百亿元以上的星石投资、景林资产等12家私募，其稳定的投資业绩以及风格都颇引人关注，他们堪称私募界的“耐力型选手”。

那么规模不断扩大的“耐力型”私募到底具备了哪些特质？一些成立期限超10年的私募机构给出了自己的答案：随着A股市场逐步成熟、制度不断完善，投资者结构持续优化，创造超额回报越来越难，获得稳定的业绩回报需要团队合力、与时俱进的投资方法和严格的风控体系。

在如何保持稳定的投资能力上，星石投资首席执行官杨玲表示，“我们的投研团队采用‘研究员——基金经理助理——行业基金经理——基金经理（板块类别）——基金经理（全行业）’的阶梯式机制。在成为全行业基金经理前，个人要长期对特定行业板块进行跟踪。这种机制下，个人可经历完整的牛熊历练，而团队可实现全行业覆盖。”

钟恒表示，成为“耐力型”百亿元级私募，一是要具备成熟、稳定的投资理念和策略；二是必须有独立思考能力，不易受外界干扰；三是想与

做保持一致，即言行一致；四是强大的投研体系；五是有完善的风险管理体系，这一点在资金量越来越大的过程中变得更为重要。

“私募需要舍得投入成本进行合规建设，方能成为大浪淘沙中的幸存者。目前的百亿元级私募无一不注重合规。不合规的私募即使做大，迟早也会被清理出历史舞台，这在过去两年无论在国内还是在国外已有例可循。”杨玲说。

根据目前的行业生态，私募“强者愈强”的态势继续上演。一方面，大型私募有管理大资金的能力，大型配置型资金要找大型资金管理人，这类资金来自银行、企业、家族；另一方面，大型私募一般伴随着明星基金经理效应，销售机构募资难度较小，如之前某大券商推出的明星私募FOF基金，便是利用明星基金经理的卖点吸引了大量资金申购。

据中国证券报了解，目前已出现管理规模超千亿元级私募，迅速增加的规模迫使一些巨型私募不得不控制销售节奏和规模。“我们现在管理的钱足够多，基金经理并没有太大意愿继续做大规模。”一位来自巨型私募的人士表示，他们已不再接受申购。

### 2015年以来规模一直保持百亿元规模以上的证券类私募

私募	核心人物	成立时间	主要投资策略
景林资产	蒋锦志	2004	股票、定增
淡水泉投资	赵军	2007	股票
星石投资	江晖	2007	股票
朱雀投资	李华轮	2007	股票、量化对冲
从容投资	吕俊	2007	宏观对冲
和聚投资	李泽刚、于军	2009	股票、定增
重阳投资	裘国根	2009	股票
倚瑞持投资	王林	2010	债券
乐瑞资产	唐毅亭	2011	债券、宏观对冲
千合资本	王亚伟	2012	股票
涌峰资本	赵凯	2012	股票
高毅资产	邱国鹭	2013	股票

数据来源：格上研究中心

## 大型私募： 看好消费和养老主题

□本报记者 吴娟娟

近期A股市场操作难度加大。不过，有名私募表示不惧短期不确定性，对市场长期表现持乐观态度，同时消费升级、养老主题将继续作为经济发展的重要驱动力，投资者可选择相关优质公司逢低布局。

### 对长期表现持乐观态度

高毅资产管理合伙企业（有限合伙）首席研究官卓利伟表示，股票投资其实就是在做一件事，就是找到最好的公司。在卓利伟看来，下半年的机会相对上半年会多一些。“有些人目前比较悲观，尤其对于外部因素。但从长期角度看，不必悲观。当然，在战术上需要严谨。”

北京诚盛投资管理有限公司总经理完永东表示，当下A股市场的风险较低，投资者应该更积极一些。“随着市场的下跌，应该会有更多机会，跌得多就多买。从目前情况看，我们改革的动力非常充足。”完永东表示，未来很多方面会出现改变，尤其是国有企业改革会出现很多机会。

上海世诚投资管理有限公司董事总经理陈家琳表示，尽管对市场未来走势判断难度较大，但应该抱着更加积极乐观的态度。“如果看短期，确实会有各种各样的不确定性，但是如果从更长远的角度来看，市场上会有非常多的机会。”

谈及近期A股波动，北京源乐晟资产管理有限公司合伙人、基金经理杨建海表示，最近市场出现明显调整。但总体来看，无论是短期还是长期的负面因素都已在股价方面体现得比较充分。他分析，无论指数还是行业估值水平，现在都处在历史偏低位置。除非外部环境出现极端情况，否则现在市埸就在底部区域。

### 关注消费升级养老经济

私募人士表示，长期看，消费升级、养老经济将依然成为中国经济主要驱动力，目前可逢低布局。

杨建海对中国证券报记者表示，会通过瞄准适合自己的投资期限，争取短期和长期业绩之间的平衡。展望后市，他认为，当前A股可能已处在底部区域附近，需要更多地从积极方面进行思考。一方面，看好业绩相对稳定的行业里优势明显的公司，特别是在估值合理的情况下更值得关注；另一方面，不排除成长股，特别是未来潜在回报率足够高、可以补偿成长过程各种不确定性的公司会进入其投资视野。

上海景林资产管理有限公司总经理高云程表示，未来中国经济发展带来的新投资机会将主要体现在不断扩大的中产阶级人群带来的消费升级、持续老龄化带来的医药医疗需求、劳动力素质提升带来的工程师红利、新技术与新模式等四个方面。

谈到2017年以来A股市场整体的内部结构性变化，高云程表示，国内大量产业集中度提升、A股市场整体的行业集中度上升是近几年中国经济与A股市场正在持续发生的深刻变化。这反映出中国经济进入中速发展新常态后行业整合加速，强者恒强。此外，许多领域的龙头企业正在从国内行业龙头向世界级企业迈进。其背后主要推动力来自多个方面，如消费者对龙头品牌的认知加强，渠道、物流、支付“又快又省”，信息化大幅提高企业的管理效率，规模经济背景下龙头企业研发投入显著占优等。

卓利伟说，从投资上看，我们对中国产业发展与优秀企业的前景很有信心。我们在中国的产业中寻找最优秀的公司和最牛的团队，在这些公司比较便宜的时候买入。消费升级与品类创新、产业升级与技术升级的中长期逻辑没有变，这个思路在未来几年将延续。