



对于大部分稳健投资者来说,他们不太关心自己买的基金收益相对于各种指数变化了多少,也不太关心基金在同行中的排名是多少,他们关心的是自己的投资究竟有没有赚到钱,以及这种赚钱的趋势是否能得到稳定的延续。追求绝对回报的产品便给这类稳健投资者提供了选择——

# 对冲基金的“中国样本”

本报记者 姚 进



在邵女士的眼里,投资者选择基金产品的过程就好比谈恋爱,只有“认识自己、了解对方”才能找到持久的婚姻。无论是哪一类的投资者,都必须在投资前首先想清楚一个问题:自己能承担多大的风险?

邵女士是一家美国上市公司的投资主管,也是星石投资的老客户,既是个人投资者,又是机构投资人。从2007年星石成立之初就持有产品,到如今持有规模已达上千万。

## ★梦想照亮航程

“2007年,我作了人生中一个重要的抉择,放弃了基金公司的高额奖金和好职位的邀请,拿出父母赞助和自己积蓄的、打算生孩子买房子的钱,参与了星石投资的筹建。”已身为星石投资总裁的杨玲忆起最初的决定,依然流露出最初的激动。

时光回溯到2007年,几位志同道合的基金人在“财富管理大爆发”直觉的牵引下,从“干得好好的”公募行业里辞职走出来,选择了阳光私募。为首的就是江晖,现任星石投资董事长。

说起江晖,在业界也可称得上是传奇人物。2007年底,上证指数从6000点以上跌至5000点左右,江晖毅然从2008年1月份起就开始清空股票,转做微小利差的套利交易。

借鉴美国资本集团(Capital Group)的成功经验,星石选用了投资决策委员会领导下的多基金经理制,由多位基金经理共同管理一个投资组合,每位基金经理分别管理投资组合中的部分资金。“多元基金经理制度鼓励集体智慧,有利于形成竞争机制,从长期来看对公司投资研究能力的增强是非常有利的。”好买基金研究中心研究员李歆这样评价。

“在集体智慧的作用下,我们把追求绝对回报的投资目标定义在严格控制下行风险的基础之上”,直爽的杨玲向记者讲述着,“这是有别于共同基金采用的超越某种指数的投资目标的,到现在市场上也少有人这样做。”

因为这种做法虽然没有套牢的风险,但有着“踏空”的风险。它把追求绝对回报的投资目标分解为长期收益目标和风险控制目标,并进行量化。长期收益目标设定为五年期及五年期以上的长期复合年化收益率达到15%,而风险控制目标则设定为任意连

续六个月的下行风险控制在10%之内。

“说白了就是长期平均来看都是挣钱的、没有亏损的!”杨玲还举例道,“2009年时指数涨了60%至70%,我们才涨了30%多,当时就有客户不满意,甚至中途生气地撤走资金。但后来熊市来的时候,客户就理解并接受了我们这种诚恳的、稳健的节奏和风格。”李歆也认为,正是这种风控制度的较好落实,才保证了星石在熊市中基金净值不出现大的回撤,并且长期来看产品净值波动小、走势平稳。

而江晖一如既往的坚定与果敢在最新的统计数据里也得到了又一次的印证:好买基金研究中心统计了目前存续且已运营满3年的私募产品,在纳入统计的233个产品之中,一共有7只产品连续3年均获得正收益,其中星石占据了5席,分别为星石17、星石15、星石14、星石12和星石19;另外,单年最大回撤在5%之内的私募产品还有投资精英之星石。这6款产品都在江晖的管理之下。

## ★坚守“绝对回报”

“春江水温鸭先知”,市场一线人员总能最先感知到大环境里隐藏着的机会,并努力

付诸实践。成立于2007年6月的星石投资可以说是受启发于Millennium USA, L.P基金。这只美国对冲基金从1990年1月到2004年2月期间,取得的总回报为926.95%,平均年度回报是17.87%。

然而,国际上常见的对冲基金投资策略是找到一个套利模式,然后放大杠杆,这在目前是不适应中国现状的。一方面是因为在国内卖空受到了严格限制,尤其是对于私募基金;另一方面则由于国内加杠杆的成本高,并且国内加杠杆的渠道及手段相对单一。

这种环境下,江晖所带领的星石进行的是长周期对冲,他们构建了一整套运作追求绝对回报产品的投资方法。它主要分为两大部分:在资产配置部分采用收益风险配比决策模型,在行业与公司部分采用行业与公司驱动因素分析。具体方法有:股票和现金之间做对冲;拉长对冲周期,以3到5年为一个周期;股票部分的管理利用投资时钟理论,提高股票使用效率;现金部分的管理利用轮动套利策略,随时抓住无风险、低风险

的套利机会。

在长周期对冲理论的指导下,“江晖们”将投资周期拉长到5年,严格紧缩投资条件。同时,不被年度考核所束缚,只做确定

性强的机会。从而就有了如下数据:成立至今(2007年7月至2013年1月)期间沪深300下跌41.15%,星石投资收益64.79%,并且最大回撤仅为—4.51%。

提到收益风险配比决策模型时,杨玲非常自豪地介绍说:这是完全属于星石自己的知识产权。我们通过每月对宏观经济与政策形势的评估、对全部行业的景气度趋势的评估,得出证券市场未来6个月的潜在收益与潜在风险的对比关系,然后根据收益风险配比决策模型,决定投资组合的资产配置。从过去近6年的投资运作情况看,这个模型准确度极高,在其帮助下,我们的投资成功率高达80%以上。也就是说,我们大部分投资都是一出手就赚钱的。

今天,星石的稳健已为大家所熟悉。国金证券研究所金融产品研究中心的张剑辉认为,星石长期业绩平稳,2008年至2012年5年收益40%,处于同业前十位置,且操作风格稳健,产品区别于大多数同业,更多地表现出低风险和中低风险的特征,适合追求适度绝对回报的中低风险偏好的投资者。

李歆亦举例说道,“星石十分注重宏观择时。在2012年,星石将仓位控制在2成以下,有效地规避了市场的系统性风险;并于去

前几天和同事聊如何寻找优秀的企业。同事说看企业就是看人,优秀的企业家一定会领导出优秀的企业;即使在一

段时间内企业面临困境、面临行业竞争对手和新兴商业模式的冲击,优秀的企业家也很有能力带领企业走出困境,率领企

业在新一轮成长期到来时重新成为领跑者。因此,对企业的认识不单纯只是对企业产品、销售管理体系的认识,更是对企

业家的认识,甚至是对整个社会的认识。

## 券商集合理财选哪家

国金证券 张剑辉

随着越来越多的券商资管进入集合理财产品市场,行业竞争愈加激烈,但是前期管理资产规模较大的公司在行业竞争中优势明显,发展速度更快。截至2012年末,旗下成立集合理财产品的券商资管由2011年末的60家增加到了70家。

面对日趋激烈的同业竞争,券商资管在产品数量、管理规模扩张的同时,也在不断地丰富自身产品线。截至去年3季度末,国泰君安证券、广发证券、中信证券、东方证券和上海光大证券等资产管理人所管理的集合理财产品资产规模位居行业前五,其产品数量也位居行业前列。华泰证券、招商证券、申银万国等管理人旗下产品线亦较为全面,包含多种风险收益类型产品,发展领先同业。

大集合管理人中,兴业证券、中银国际证券、第一创业证券年度业绩领先,东方证券、招商证券长期业绩亦有竞争力。拥有多于3只(含3只)运作1年以上产品的券商管理人合计21家券商,共96只产品。

受到2012年A股市场大幅震荡的影响,21家券商中运作1年以上产品的年度平均收益率为0.13%。其中,兴业证券、第一创业证券、中银国际证券表现较为出色,平均收益率位居前列,而上海光大证券、中国中投证券、国泰君安等其他管理人的年平均收益率也均好于市场平均收益。其中兴业证券旗下的多只偏股型产品和中银国际旗下的偏股和FOF型产品的业绩均位居

前列,表现了投资管理人整体较强的投资管理能力。从长期业绩角度来看,东方证券、招商证券等管理人旗下的多只产品近3年的业绩也表现稳定,平均收益率处于同业前五,亦显示长期优秀的投资管理能力。

与大集合类似,通过计算同一管理人旗下偏股型以及FOF型小集合产品的期间平均收益率考察券商管理人在小集合产品运作中的表现。拥有多于2只(含2只)运作一年以上产品的券商管理人合计8家券商,共30只产品。在这8家券商中运作半年以上产品的2012年累计全年的平均收益率为—0.17%。其中,兴业证券、浙商证券和国泰君安表现最为出色,平均收益率位居前三。此外,从近两年的相对长期角度来看,中信证券管理的小集合产品业绩更为出色。

44只运作3年以上的券商集合理财产品中(包括大集合和小集合),28只产品夏普比率超过同期沪深300指数(—1.46),但仅中银国际中国红1号和东方红4号的风险调整后收益为正;全部产品下行风险均低于同期沪深300指数(112.53%),尤其是中银国际中国红基金宝和安信理财2号期的下行风险较小,表现出较好的风险控制能力。综合收益和风险两方面来看,招商证券旗下的招商股票星、招商基金宝二期表现出了长期稳定的优秀的获取收益和控制风险的平衡能力,在所有产品中表现亮眼。

知识就是财富

## 夏普比率

夏普比率是一个可以同时对比收益与风险加以综合考虑的经典指标。投资中有一个常规的特点,即投资标的的预期报酬越高,投资人所能忍受的波动风险越高;反之,预期报酬越低,波动风险也越低。所以理性的投资人选择投资标的与投资组合的主要目的为:在固定所能承受的风险下,追求最大的报酬;或在固定的预期报酬下,追

求最低的风险。当投资组合内的资产皆为风险性资产时,适用夏普比率。夏普指数代表投资人每多承担一分风险,可以拿到几分报酬;若为正值,代表基金报酬率高于波动风险;若为负值,代表基金操作风险大于报酬率。这样一来,每个投资组合都可以计算Sharpe Ratio,即投资回报与多冒风险的比例,这个比例越高,投资组合越佳。

## 寻找优秀的企业家

交银主题基金经理 李永兴

益于企业家逐步建立并强化其区别于竞争对手的核心竞争力。

人和,即企业员工上下一心的执行力。优秀的企业家必须知道如何将能够深刻理解自己经营决策并愿意严格执行的人放在合适的位置去实现自己的经营决策。大约10年前,当时还是学生的我第一次走进海底捞火锅店,我有生以来第一次感受到了什么叫“顾客就是上帝”,什么叫“宾至如归”。酒足饭饱之后,我当时对身边的同学武断地作出了自己的判断,海底捞一定会持续每天人满为患的盛况,但是却很难实现快速规模化扩张。当时判断一定会持续人满为患的原因是这样的服务这样的消费体验大多数餐馆学不了,判断很难实现快速规模化扩张的原因也恰恰在于能够提供这样服务这样消费体验的员工不容易找。但是时至今日,无论我走进任何一个城市的任何一家海底捞火锅店,其感受都与我10年前第一次走进海底捞门店时没有差别,能够让这么多门店的这么多员工拥有这么强大的执行力实在令人叹为观止。

海底捞成功的秘诀有很多,但我觉得能够形成如此强大执行力离不开其老板张勇的店长晋升机制。海底捞的很多店长甚至更高级的管理人员都是从最底层的员工做起的,这带来的好处有两点,一是提拔上来做店长

捞的文化并坚守海底捞的理念,就能够获得同等晋升的机会,就能够改变自己的命运。有如此两点作保障,上下一心自然水到渠成。

天时、地利、人和,是优秀企业不可缺少的要素;但是天时无常,地利也不会亘古不变,人和则需要持续维护,任何一种要素的变化都足以使原本优秀的企业陷入困境。然而,企业是死的,企业家是活的,优秀的企业家把握天时、创造地利、运用人和,优秀的企业家在行业运行态势发生变化时懂得审时度势,运用智慧为企业培养新的核心竞争力,并通过适合的激励机制保障员工上下一心去贯彻执行,只有这样才能实现企业的长久不衰。

优秀的企业离开了优秀的企业家便不再优秀,而优秀的企业家离开了优秀的企业则依然优秀。

值班基金经理

信札

