

**编者按:**一对多面世一年间,经历了市场风雨的洗礼,也面对着各种各样反对与质疑的声音。虽然有各种不利因素,一对多业务仍然顽强地向前发展,我们应该怎样客观看待一对多一年来的发展?一对多投资与公募基金有什么差别?为此,证券时报记者采访了汇添富基金公司专户部总监袁建军、国投瑞银基金公司专户部总监刘新勇、招商基金公司专户部副总监杨渺,请他们就相关问题,进行了深刻的剖析。

## 杨渺: 绝对收益相对收益 两手”都要抓

证券时报记者 付建利

招商基金专户投资部副总监杨渺对专户理财有着不同于一般人的看法。他认为,清晰地认识专户理财的产品定位,真正从客户利益的角度出发,是做好专户投资的必要条件,而坚持绝对收益和相对收益相结合的投资理念,才能提供令投资者满意的专户产品。

### 自下而上和自上而下相结合

对于风险,杨渺始终保持着相当的警惕。今年4月,A股市场大跌前夕,招商基金专户资产投资团队就对市场整体的系统性风险保持了高度警惕,杨渺也降低了自己管理的组合仓位。对于一时间热炒的创业板股票,杨渺也只是少量参与。

杨渺坚持自下而上和自上而下相结合的投资方法。“在判断投资价值时,不能简单判断一家上市公司的好与坏,而要判断这家公司的主营业务是否与宏观经济的背景和发展趋势相符合,宏观与微观需要紧密结合。”比如最近的一些周期类上市公司,尽管主营业务盈利能力不错,估值也很低,但与国家调结构的整体经济战略并不是非常合拍,对其投资价值就应该持保留态度。

招商基金专户投资团队对风险控制极为重视。据杨渺介绍,招商基金具有完善的投资风险控制体系,当组合净值或者个股出现较大幅度下跌时,系统会自动进行提示,投资团队随即进行认真分析,从而对组合投资策略做出修正。

对于股市未来的走向,杨渺表示,2800点区域有可能是A股市场中中期相对合理的位置,这一点位将成为市场中期上下波动的中轴。从宏观的角度来看,中国经济高增长的阶段已经过去,但增速趋缓并不是坏事,而是经济结构调整的结果,经济结构的合理化才能实现长期可持续发展。杨渺认为,中国经济在相当长的一段时间内维持8%左右的增长水平并没有多大问题,依然看好符合城镇化和消费升级方向的品种。

### 追求绝对收益 不忘相对收益

如何才能做好专户投资?杨渺最深的感受是:首先要对专户产品的定位有清晰的理解。在杨渺看来,做专户投资一定要从客户利益的角度出发,无论在投资策略上,还是在资产配置上,都要避免去追求高风险的投资标的。

对产品本身的理解决定了操作策略。”杨渺表示,专户投资经理既追求绝对收益,也要追求相对收益。在熊市里,可以充分发挥专户灵活的投资特点,使组合的股票配置最低降至零,从而回避股市的系统性风险。但在牛市,如果仍然固守绝对收益的理念,过于保守,就很有可能跑输同行,甚至远远跑输大盘。如在牛市里坚持低仓位,就丧失了博取高收益的机会,当然也不能让投资者满意。因此,相对收益的观念对专户投资经理来说仍然不可缺少。”

基于上述认识,杨渺在制定投资策略时,完全从客户利益的角度出发,深入研判市场和宏观经济,而不是单纯地坚持保本策略。在去年年底,市场上很多声音都期待出现大小盘风格转换,但杨渺基于对市场的研究后仍然加大了对组合债券配置的力度,后来的市场走势证明,这一操作策略无疑极为正确。

据杨渺介绍,在招商基金专户投资团队,投资经理大多不仅在股票市场打拼多年,在债券市场、可转债市场也浸淫日久,有着多重投资分析能力。在今年上半年,杨渺在看淡股票市场的同时,敏锐地捕捉到了债券市场的机遇。“有多品种的投资能力才能做好绝对收益!”杨渺对此深有感触。

杨渺认为,公募基金为投资者提供的是某一类型的产品,比如股票型、债券型基金,投资者需要在不同类型的产品之间配置。专户产品既可投资股票,也可投资债券,而且没有仓位限制,投资经理代替投资者进行了大类资产配置,因而专户产品的投资者可以更省心。



汇添富基金公司专户部投资总监袁建军:在市场波动的现状下,通过资产配置来获得超额收益的难度越来越大,自下而上精选个股将成为新的盈利模式,挖掘成长股获得超额收益的概率要高很多。

国投瑞银基金公司专户投资部总监刘新勇:对于一些灵活配置类专户产品,我们强调“安全垫”的作用,在5%的安全垫建立之前,股票的投资比例小于40%,积累到安全垫以上,仓位才逐渐放大,如果有7%、8%的收益,我们就会转谨慎为激进。

# 袁建军: 精选个股的时代到来

证券时报记者 杨波

从公募到专户,确实面临投资方法的巨大转变。”汇添富基金公司专户部投资总监袁建军微笑着说。从管理公募基金到管理专户产品,在一年多的时间里,袁建军顺利实现了这一角色的转变,在他的带领下,汇添富专户业务也开展得有声有色,一年来,汇添富已发行17只一对多产品,并获得了良好的业绩。

### 个股制胜

在袁建军看来,由于产品特性不同,公募与专户在投资方法上有较大的不同。首先,两者的投资目标不同,公募基金追求相对收益而专户产品追求绝对收益。不过,实际情况是,专户比公募的投资目标更复杂,在股市下跌时客户的要求是绝对收益,但上涨时又有一定的相对收益的要求。”袁建军深有感触地说,“不管是专户一对一还是一对

多,都要对客户进行一对一的服务,而客户对风险比较敏感,下跌时客户希望可以很好地控制风险,但上涨时又要求有进攻性,因此专户投资经理选股与选时两方面能力都必须很强。”

袁建军告诉记者,专户规模相对较小,个股的贡献较大,可以通过个股来进行有效突破,而且专户资产配置相对固定,客户不会有大的进出,也为集中持股提供了条件。公募基金强调策略的制定与行业配置、主题配置,专户这方面则相对弱化,而更强调对个股的深入研究

与重点投资。”

从公募到专户,在投资上需要一个适应的过程,对此,袁建军有切身体会。应该用合适的人做合适的事,公募做得好专户不一定做得好,因此,汇添富基金的专户投资经理从公募基金转过来的不多,大部分

都是做绝对收益出身。专户投资相对复杂,我们对投资经理的要求也比较高,汇添富基金专户有9个投资经理,平均从业年限将近十年,对市场运行、个股把握都有深刻的理解。在市场波动的现状下,通过资产配置来获得超额收益的难度越来越大,据此判断,自下而上精选个股将成为新的盈利模式,挖掘成长股获得超额收益的概率要高很多,我们专户业务的优势将由此能得到更大的发挥。”袁建军表示。

### 团队优势

对于过去一年多取得的良好业绩,袁建军表示,自2006年公司开始筹备基金专户业务时,就已着眼于选股能力的积淀和锤炼,通过近五年的努力,打造出一批在个股研究上具有深厚专业背景和研究功底的研究员,为专户业务选股制胜打

造了坚实基础。汇添富基金的投资文化也比较适合过去一年多来的波动行情,公司的研究平台为专户投资风格提供了强大的支持。公司的投资风格是精选个股,汇添富基金曾经挖掘出很多优秀的个股,公司在一些研究门槛比较高、行业机会比较大,比如医药化工等,都配备了很强的研究力量。”

在袁建军看来,公募基金要做好专户业务,就要像世界杯上的德国队,要依靠团队的力量。与阳光私募相比,团队优势是公募基金最大的优势。阳光私募投研队伍的人员有限,个人色彩比较重,通常是以一两个人为核心组建团队,阳光私募规模的扩张性会受到一定限制。而公募基金公司有几百亿上千亿的资产管理平台,一对多在团队优势的基础上,未来的管理边际、规模会更大。”

# 刘新勇: 走在市场前面

证券时报记者 杨波

巴菲特说过,投资有三个要点:第一是不要亏钱,第二是不要亏钱,第三是牢记前两条。”国投瑞银基金公司专户投资总监刘新勇表示,专户投资必须把风险放在首位,在控制风险的基础上获取收益。

### 安全垫之下稳健 赚足本钱再激进

在2002年—2009年,刘新勇在华夏基金做过8年基金经理,经验丰富,对投资有着深刻的理解。在他看来,公募基金经理追求的是相对收益,对市场不但要有自己的判断,还要兼顾同行的看法,而专户追求绝对收益,可以坚持自己的思路,不用顾忌同行的看法。从这种角度来看,专户更接近一种真实的投资。”

刘新勇认为,专户控制风险的要求比追求收益的要求高,由于一对多专户单个客户的资金量比较大,对资金的安全性要求较高,在追求绝对收益目标的同时,还要控制波动率,避免净值大起大落。”

在控制风险方面,对于一些灵活

配置类专户产品,国投瑞银更强调“安全垫”的作用,在5%的安全垫建立之前,股票的投资比例小于40%,积累到安全垫以上,仓位才逐渐放大,如果有7%、8%的收益,我们就会转谨慎为激进。而不是开始就用客户的本金去搏。”

据刘新勇介绍,为了控制风险,国投瑞银专户建立了四个层次的止损制度:第一是个股券单独一个品种的止损;第二是行业的止损,比如今年4月份房地产新政出台,专户部就整个房地产及相关行业的股票都卖掉;第三是整个组合的止损,如果净值跌到一元附近,为了安全,可能把所有股票全部清仓,而不会等反弹;第四是人员上的止损,投资经理如果一段时间状态不好,可以先休息,思路调整过来后再接着工作,中间可让其他投资经理代管一段时间。

投资是对不确定性的管理,任何人都可能犯错,给投资经理一个缓冲时间去反思,非常有益。我们有一个账户的投资经理,在休息了一段时间回来后,做得非常好。在我们团

队,大家是一种相互协作相互帮助支持的关系,而不是竞争的关系。”刘新勇表示。

### 专户投资更考验个人能力

回顾一年来的专户投资,刘新勇最大的感受是,专户投资更考验个人能力。某种意义上,专户的投资经理比基金经理要求要高,一个优秀的投资经理,需要十八般武艺样样都会,如果用新手去做绝对收益,往往不容易做好。”刘新勇告诉记者,国投瑞银专户部有多位投资经理,都是从公募基金转过来的有经验的基金经理。我们公司的专户投资策略是自上而下与自下而上相结合,先看宏观,再从行业到个股进行考察,对投资经理的要求很高。”

过去一年还没有对冲的工具,专户产品要追求绝对收益,只能靠精选个股、灵活控制仓位,投资经理不仅需要较强的选股能力,还要对市场趋势和拐点有准确的判断和把握,走在市场的前面。”刘新勇表示,如果把公募基金比作公共汽车,专户就相当于出租车,操作上有灵活的优势。如

果感觉市场有反弹,在灵活配置类专户的操作上,一天建仓40%到50%都可以。反过来,在不看好的时候,又可迅速降低仓位。”

刘新勇表示,要做好投资,不但思想要走在市场前面,行动也要迅速:4月房地产调控政策一出台,我们就迅速将金融地产股清仓了;上半年大家都关注医药行业,也是当时表现最好的行业,但是当新的产业政策出台,并且有打击商业贿赂的新闻不断见诸报章时,实际宣告了医药股行情的阶段终止;5月份,我们判断所谓的成长性行业、新兴产业蕴藏着极大的风险,从5、6月份就把这些股票清空了,转而开始考虑介入传统产业的时机。”

有了成熟理念和投资方法,国投瑞银专户取得了较好的成绩,记者从有关渠道了解到,上半年市场最大跌幅接近30%,国投瑞银6单一对多,有5单是正收益。现在,国投瑞银的一对多产品都已经积累了初始安全垫,按照刘新勇前面所说的绝对收益操作思路,如果看好后市,这些产品的仓位随时可以放大。

### 访谈

**记者:**一对多面世一年来,适逢股市调整,整体表现不是太好,公募基金一对多业务的发展前景如何?

**袁建军:**一对多作为公募基金中的私募业务,面对高端客户,发展空间与前景非常远大。虽然过去一年多,一对多的表现跟投资者的预期有差距,也受到了一些批评。但这个问题需要客观看待。一对多是基金公司新增业务,各家基金公司都在逐步摸索过程去获取经验,而且各公司的重视程度也不同。客户的预期也需要合理的调整,相关各方都需要一个磨合的过程。

我们可以看看券商集合理财,这些年发展很不错,而公募基金拥有更强大的资产管理平台,应该可以发展得更强大。

**刘新勇:**一年时间还太短,无法全面判断一对多的整体表现,在经历一个完整的经济周期后,再来考察可能更加客观。同时,这一年的时间内,特别是今年以来,市场经历了较大幅度的震荡下行,在缺乏对冲工具的情况下,股票型一对多想取得绝对回报的难度较高。

从长期来看,专户业务将是基金公司发展的一个重要方向。公募基金下一步的发展可能没那么快,而一对多的吸引力会逐渐加强。一对多专户产品线涵盖范围更广,产品蓝图的宽度与广度,应该更甚于公募基金。虽然单从规模来说专户对基金公司贡献较小,但由于可以提取业绩报酬,做得好的专户产品可以带来相当于一只中型基金的收益。

**记者:**公募基金未来中长期的发展规划是什么?会否针对股指期货做一些对冲产品?

**袁建军:**公司对专户业务非常重视,投入较大,一年多来我们花了大力气组建专户投资队伍,现在有9个投资经理,还有专门的专户销售团队,配备了专门的产品开发人员,专门的风险控制人员。现在汇添富基金已发行17只一对多产品,还有几只产品正在发行。未来公司在专户业务方面还会继续投入人力物力,在做大规模的同时,加强团队建设,我们正在计划组建专户研究队伍。专户是定制服务,有很大的创新空间,在发展上我们强调产品的多元化,未来会着力开发更多的新产品,现在一些新产品已经完成设计,应该会很快推出。

**刘新勇:**国投瑞银基金投入了相当的人力物力,建立了一只出色的专户投资团队,现在专户部有7名投资经理,还有数位研究员,未来还会陆续有优秀的人才加入。这个团队的每一位成员都各有所长,有多年的研究、投资经历,既精于个股的选择,又始终对市场保持较高敏感度,有良好的风险控制能力,投资风格非常适合一对多专户追求绝对回报的特征。

前段时间证监会放开了专户参与股指期货仓位的限制,未来控制风险就不需要靠仓位控制来做了,我们可以更积极地管理风险,把股票仓位放大,通过一定卖空股指期货的对冲措施来达到绝对收益。我们目前也正在积极开发这样的产品,我们会根据市场情况,先在专户产品中引入无风险和低风险套利方案,再基于期指的套保功能,开发风险收益特征不同的绝对回报系列专户产品。国投瑞银在产品设计上,有一个非常优秀、专业的团队在做。