

编者按：在经历了2006年、2007年的头脑发热，2008年的迷茫等待后，券商集合理财投资管理人回归理性的今天，证券时报记者历经一个月时间，以40家券商、113只权益类集合理财产品、646份季报为基础资料，以整体持股类型、股票仓位、个股集中度、换股频繁度四个角度出发，分析券商资产管理行业的投资风格。

从这些季报数据中，我们窥得隐藏在券商投资原则、口头禅或目标背后的真实投资轨迹——体现的是投资管理人真实理念和想法。对于在震荡市中徘徊的投资者而言，或许能提供一些有益参考。

券商资管投资道与术：三大流派隐现

证券时报记者 曹攀峰

有西方投资人认为，选时对于收益率的长期贡献为负值。对此，中国的投资管理人则有自己的理解。在已发行了权益类集合理财产品的近40家券商中，虽然追求“绝对收益”是

1、公募派

代表券商：中信证券、中金公司

风格表现：持股以大蓝筹为主；长期高仓位运行；持股仓位分散。

血液里流淌着公募因子的券商资管，非中信证券和中金公司莫属。5年前，这两家券商便先后涉足资管业务。截至目前，中信处在存续期的权益类产品（本文权益类产品均指混合型 and 股票型产品）达10只，中金则有5只，占比近80%；中信资管则有过之而无不及，其5只产品51份季报披露的501只重仓股中，大盘蓝筹股有474只，占比高达94.6%。

中信理财2号可谓中信资管的集大成者，自从2006年成立以来，其投资经理周玉雄已为投资者带来221.91%的收益，其中蓝筹股的贡献功不可没。成立之后，先后有210只个股出现在其前十大重仓股名单里，其中，沪深300指数和上证综合指数的成分股就有184只，占比近九成。

中金公司的早期产品中金股票精选为中金资管赢得了良好的声誉。自成立以来，该产品

2、私募派

代表券商：东方证券、浙商证券、东海证券

风格表现：持有个股相对集中；个股专一度较高。

在中信、中金等业内大佬遵循类公募投资风格时，东方、东海、浙商等中小型券商则沿着一条相对激进的风格前行，有着较为明显的私募风格。

上述三家券商资管拥有强烈的超额收益的欲望，并被认为是激进投资风格的代表。三家券商资管大部分产品均偏于精选和集中持有个股，单只产品占净值的比例可达10%的最高上限；一旦看好某家公司，往往动员旗下数只产品重仓持有；持有重仓股的时间一般较长，甚至接近两年。

数据的对比是直观而强烈的。以眼下资产管理规模前16名券商为统计范围，前十大重仓股占产品总净值平均比例中，浙商、东海和东方资管产品分别以6.35%、6.13%和5.1%的比例位于三甲，与中金、中信相比反差可谓强烈。而这三家券商资管产品在个股的持有比例上，经常处于10%的附近。

2005年便涉足资管业务的东方证券，可谓业内先行者。目前该公司旗下尚在存续期内的权益类产品高达12只，这些产品的56份季报里共披露了544只重仓股，其中76只重仓股的持股市值占总净值的平均比例在8%以上。

浙商证券虽然2010年才涉足资管业务，却已拥有了鲜明的投资风格。在其5只产品

3、主题投资派

代表券商：长江证券、国信证券

风格表现：擅长根据主题进行板块投资；换股频繁且低仓位持有个股；仓位变化灵活。

长江证券和国信证券资管团队均是主题投资的追随者。两家券商资管团队投资特点为，股票仓位变化非常灵活，高时可达七八成，低时仓位不足一成；持有个股占净值的比例较低，且换股非常频繁；在同一季报里，持有的重仓股通常具有同样题材。

长江证券资管旗下成立时间最长的超越理财3号去年一季末，仓位达73.7%；而在去年二季末，仓位骤降至25%；国信证券旗下国信金理财4号仓位最高时达到69.3%，最低时仅有16.2%。

基本原则，“自下而上”选股也是大多数管理者的口头禅，但具体投资手法却千差万别。

证券时报记者梳理资料中发现，经过不同年限的发展，券商资管已初步发展出三大投资流派：擅长持有低估值大蓝筹的公募派、自下而上选股的私募派、做趋势投资的主题投资派。

的收益已增长1倍。长期重仓蓝筹股是其获益的重要原因，5年里，该产品200只前十大重仓股中，沪深300指数和上证综合指数成分股占了192只，占比高达96%，其他非成分股仅有5只，先后仅出现了8次。

作为资管投资公募派的代表，除了喜爱大蓝筹外，中信和中金资管股票的平均仓位相对较高，分别为69.5%和68.7%。股票整体仓位维持高位，而持有的个股却极其分散。中信资管所有产品前十大重仓股占净值的平均比例仅为3.3%，而中金的数字仅为3.2%。在业内资产管理规模前16名的券商中，中信和中金的该比例均处低位，排在倒数第四和第五。

业绩表现：根据Wind数据计算，自成立以来，中信旗下10只权益类产品的平均收益率达28.2%，中金公司旗下5只权益类产品的平均收益率达25%。其中，成立于2006年3月的中信理财2号为持有者带来221.91%的收益率；成立于2007年4月的中信股债双赢的收益率达22.25%；于2006年7月成立的中金股票精选收益率达113.5%。

11份季报中披露了77只重仓股，其中34只个股的持股市值占总净值平均比例在8%以上。2010年末，浙商金惠1号持有时代新材和康芝药业市值占总净值的比例，最高时甚至达11.53%和10.38%。

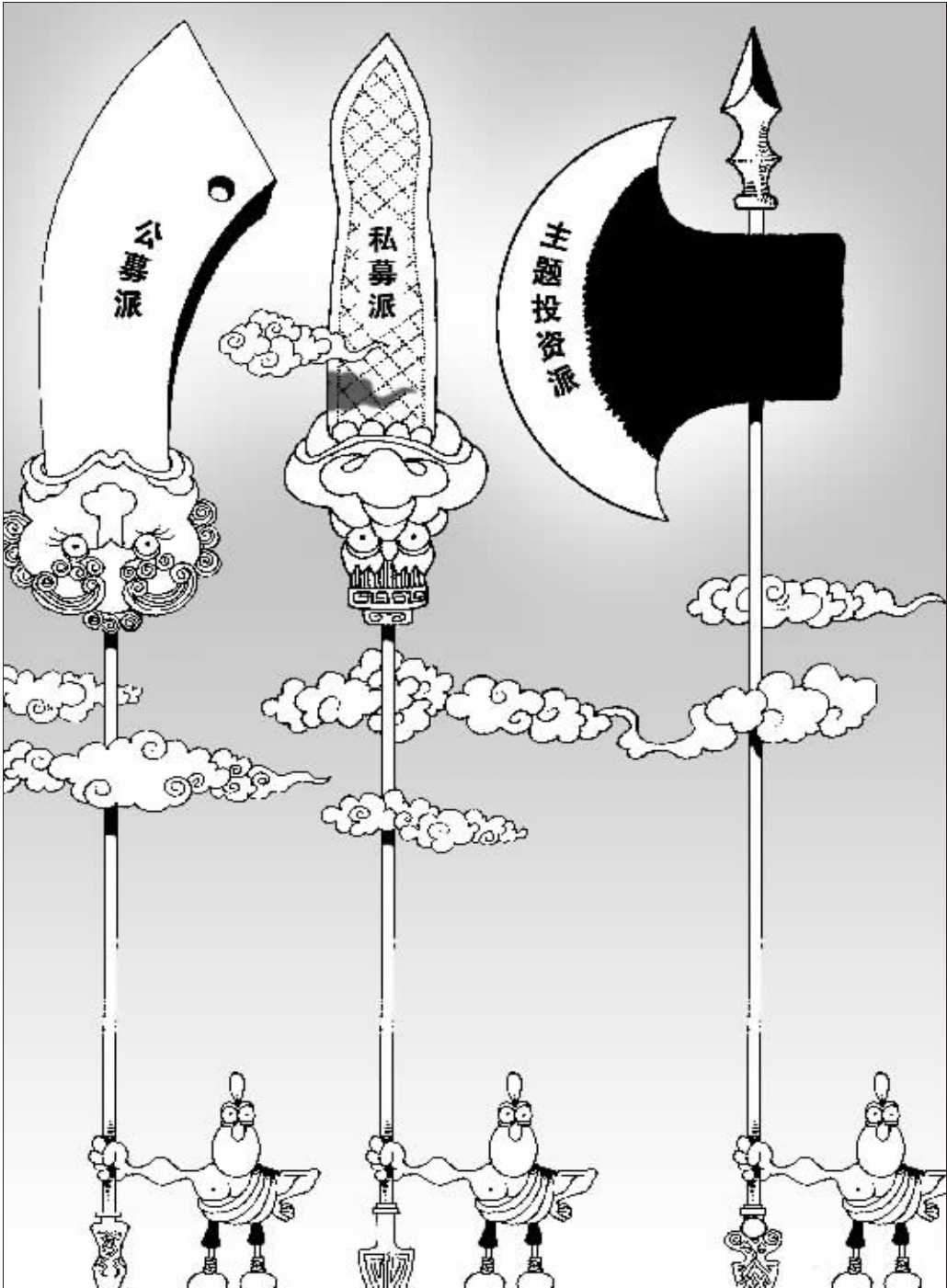
统计数据表明，东海证券也有类似爱好。该公司旗下5只产品20份季报披露的159只重仓股中，有25只股票的持股市值占总净值比例均在8%以上。

值得注意的是，上述三家券商持股“感情”比较专一。如东方证券东方红2号和东方红4号持有伊利股份的时间已长达8个季度；浙商金惠1号自成立之初便持有棕榈园林、亚厦股份和金种子酒，即使到今年6月底，金惠1号清仓了其他股票，其仅存的24.3%仓位几乎全部买入了上述3只股票；东海证券东风3号自2009年底起就一直持有双良节能，持股时间已近两年。

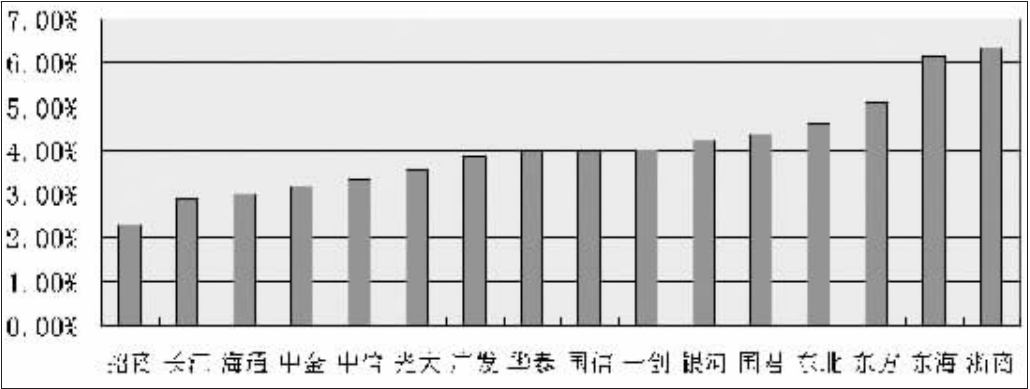
业绩表现：自成立以来，东方证券旗下15只权益类产品平均收益率达22.5%。2006年7月成立的东方红2号收益率达179.98%；2009年4月成立的东方红4号的收益率已达77.92%；2010年7月成立的浙商金惠1号回报率达45.09%。

股票整体仓位灵活变化的同时，两家券商资管团队投资的个股通常具有板块轮动特征。

如2009年3月到8月间，大盘持续上涨，长江资管当时唯一处于存续期的产品——超越理财3号持有银行、地产、券商等大蓝筹股，2009年6月末持有的五大重仓股中，有4只银行股和1只地产股；而在2009年9月，超越理财3号的重仓股由银行、地产换为电力股，2009年三季报公布的五大重仓股中，电力股有3只。而此后曾出现的



官兵/漫画



券商理财产品前十大重仓股占净值平均比 曹攀峰/制表

今年券商理财产品收益前七名

业绩排名	产品名称	收益率(%)
1	浙商金惠1号	11.77
2	东北证券1号	5.24
3	东方红先锋1号	5.09
4	中航金航1号	3.73
5	浙商金惠领航	3.09
6	招商智远稳健4号	2.2
7	东方红4号	2.14

注:业绩排名中的产品仅包括混合型和股票型产品 曹攀峰/制表

投资主题如医药、农业、高铁、水利等，长江资管均有参与。在个股选择上，国信资管经常围绕着医药、白酒、新能源等主题进行投资。

在分散风险的投资逻辑下，长江资管产品前十大重仓股市值占净值的平均比例较低，以其6只产品31份季报数据统计，这个数据仅为2.9%。据国信现存的6只产品39份季报统计，其前十大重仓股占净值的平均比例也不高，占比为4%。

业绩表现：自成立以来，长江证券旗下8只权益类产品的平均收益率达到4.4%，其2009年1月成立的长江证券超越理财3号的回报率达20.17%。国信证券旗下7只权益类产品的平均收益率为9.8%，于2007年1月成立的国信金理财价值增长的回报率达70.55%。

■观点 | Point |

券商资管负责人说投资

东方证券资产管理子公司总经理陈光明：

最核心理念是重视自下而上选股，选择优秀的公司与之成长，即坚持深入研究，精选个股，灵活配置，追求绝对收益。在个股精选中，坚持“幸运的行业+能干的管理层+合理的价格”的原则。幸运的行业总是具有广阔的发展空间和良好的行业秩序，换言之，幸运的行业总是那些好挣钱的行业；能干的管理层既有诸多的共性，也有各个行业突出的要求。

第一创业证券创金资管总经理苏彦祝：

投资理念的总体概括是，以研究为本，坚持价值投资；长期投资，与优秀企业共成长；逆向思维，把握战略性机会；国际视野与本土研究并重。我们注重选股，对个股的深度挖掘和长期投资贯穿其中。喜欢投资于仍处于成长期，并具备核心竞争力的企业。宏观思维、逆向思维也很重要，把握战略性投资机会包括拐点机会、系统性机会等。经济的全球化决定了国际化视野和研究对投资非常重要，具有国际视野的研究才能更全面地分析宏观经济和产经济走势。

浙商证券资管部副总经理周良：

对于大盘的判断，无论是机构还是个人，往往都以宏观经济和技术形态等作为参考，彼此之间信息比较对称，因此，没有谁可以通过研判大盘获得超额收益。事实上，大盘走势是很难判断出来的，判断大盘也是无益的。浙商资管试图把自下而上选股的逻辑发挥到极致，用高成长性化解公司的高估值，以追求超越市场的超额收益。

长江证券资管部总经理张义波：

主题投资一直是主流的投资逻辑。根据政策、主题等进行投资，在寻找国家政策逻辑的背后，利用我们的经验去追逐可持续的热点，快速快出。要根据概率做事，以概率取胜，同时也能有效地规避市场风险。

东北证券上海资管分公司副总经理王明威：

因为选股比选时更加重要。既持有低估值的大蓝筹股，又集中持有部分成长性个股，把低估值和高成长结合起来，在保证资金安全的前提下，追求绝对收益。

东海证券资管部研究总监田瑛：

东海证券的风格就是在自下而上精选个股的同时，根据市场时机买入个股，提倡提前布局，永不追涨。投资就像打猎，投资经理就像是猎人，投资标的是我们的猎物，投资讲究的是“忍、稳、准、狠”。（曹攀峰）

■记者观察 | Observation |

请给投资管理人更多的包容

证券时报记者 游芸芸

常言道“三十年河东、三十年河西”，但投资这玩意，不是风水轮流转的游戏。

投资人用擅长且有效的方式投资，无可厚非。谁都清楚时间的力量，从这一点出发，现阶段市场和行业给予投资人的包容度还有待提升。

券商资管行业正深陷规模困局：2000亿规模不够2万多亿公募的零头，存续期内规模急速萎缩，甚至陨落了业绩明星。

资管产品规模快速萎缩的深层次原因较为清晰：一是，业绩反复、绝对收益风格尚不明显；二是，虽誉为投资人才黄埔，但行业投研文化与体系落后，投资能力较弱；三是，激励机制拼不过公募基金，比私募更保守等因素。

在市场对券商资管缺乏信心或耐心的同时，券商管理层也未能免俗。

我们看到，券商资管在强调业绩数字背后往往忽视科学、清晰投研体系的搭建；对投资经理投资操作明确干扰的背后忽视的是人才投研历练和市场领悟力；疾呼利益最大化，忽视投资文化的独立传承。

随着近两年多家中小券商资管产品陆续出炉，对投资团队“信任度”及“包容度”更加引人关注。

信任度自不待言，包容度的理解或可探

讨。在笔者看来，它首先是对业绩可控波动率的包容，再则对投资经理风格和操作手法的包容，三则是投资管理层用人权的包容。

然而，我们常常看到，净值稍有下跌，投资团队操作就被主要决策人以外的“某些手”强行叫停，投资随之进入“指导投资期”；或者“统一号令，统一动作”——公司高管直接对投资经理的“市场敏感度”太差或太强进行指正，公司投资风格被迫强行趋于一致；抑或对投资人才选拔上，公司高管强行介入，凭印象及个人好恶选择，将综合衡量体系抛在脑后。

显而易见，丧失了包容度，必然“培养”出趋同的投资行为和思维方式。同质化的结果顺理成章，创新因子也随之被扼杀。

有人说业绩压力客观存在，包容度本来就是伪命题。

但行业确有先行者。上海某券商资管业绩在前几年曾大起大落，被行业总结为“风格冒进”，但投资团队几年来基本稳定；旗下投资人风格迥异，投资负责人风格沉稳践行，投资经理则好动灵活。在同行的眼中，经过几年的磨合，他们身上或可迸发与其他行业抗衡的动能——在吸取2007-2009年的经验后，正基于稳定的团队构建适合自身风格的投资体系，并将投资文化植根于每一个投资人。

拉长时间的轴线，每一轮牛熊，都是考验。这裡闪过的无数面孔，能记下的虽少，却弥足珍贵。