

■ 财富故事 | Fortune Story |

# 熊市做空 体验对冲的魔力

证券时报记者 陈楚

在震荡下跌的A股市场，如果仍然依靠传统的做多股票才能赚钱的模式，除非投资者有超强的选股能力，否则大部分投资人都难以在下跌市中幸免。然而，随着A股市场股指期货、融资融券等金融衍生品的相继推出，已经有一批私募基金通过运用股指期货这一金融工具，不仅规避了A股市场下跌的风险，还取得了正收益。创赢投资董事长崔军就是这样一位职业投资人。

## 金融危机的收获

2008年爆发的金融危机，使得全球股市跌声一片，A股市场也惨绿连连。不过，崔军精选的赛马实业（后改名为“宁夏建材”）表现不错。崔军买入时价格在11元附近，后来赛马实业的股价飙升至25元附近。在随后的下跌过程中，崔军在13元附近加仓，让他始料不及的是，赛马实业最后跌至9元左右，这让崔军“压力超大”，有什么办法能够在股指下跌的时候也赚钱呢？崔军在内心里不断琢磨这个问题。

一个偶然的机会，崔军了解到西蒙

■ 淘楼淘金 | Gold Rush |

# 瞄准别墅 实力炒家卷土重来？

陈英

7月初，位于深圳华侨城内的波托菲诺纯水岸14、15期开放样板房，随即引起市场强烈关注。据悉前来参加诚意登记的客户，需要验资100万才有资格选房。100万元的验资额，确实让人有点咋舌！就目前政策下的深圳楼市，一般豪宅新盘诚意登记验资额，普遍在5-20万元左右，纯水岸高达100万的验资额，可以说是深圳史上诚意登记验资额最高的项目。但即便门槛如此之高，仍旧吸引了大批客户前来进行诚意登记。

就目前华侨城纯水岸周边的房价来看，二手房如纯水岸7期，已经卖到7万元/平方米。纯水岸14、15期作为新盘推售，均价即使是五六万元/平方米，以面积最小的290多平方米来算，总价至少也要上千万元。7月7日，波托菲诺纯水岸14期和15期1栋在华侨城威尼斯酒店开盘，成为降息后首个开盘的项目。当天推出214套稀缺250-370平方米亲湖大宅，开盘价格从5.5万-8万元不等。据网上数据显示，纯水岸当日所推户型整体销售达六成，成交约24亿元，创出2012年内至今全国开盘

■ 寻宝 | Treasure Hunt |

# 蓝色的小籽 难受的小籽

孔伟

古玩城地摊上的堆货好久没有上新货了，淘玉的玉友因此显得有些百无聊赖，有时候干脆聚在一起喝茶聊天，反正整个古玩城一楼全是卖茶叶的，蹭点茶喝倒也不是什么难事。

这个周末却有些例外。刚到地摊上，只见一大群人围在此前文章里曾介绍过的“女公安”的摊子上不停地扒拉，好一幅久违的热闹景象。于是我也顾不上先转悠上档次的摊点了，先蹲下来淘一阵再说。

确实是新货，除极少数“熟面孔”外，大多数料子以前从未见过，也确实有些还算不错的东西，加上价格便宜，难怪会有如此多的玉友趋之若鹜。

一番扒拉之后，已挑出20多件原石，有籽料，有山料，甚至还有看上去图案比较漂亮的卡瓦。反正发现一颗不错的东西，就回身放进女老板提供的塑料袋里，然后继续争先恐后地往前、往下扒拉。如今和田玉的价格越来越高，好不容易有这么一次捡便宜货的机会，估计谁也不愿放过。

突然发现一块籽料原石，玉质还算不错，料型也还规整，掂了掂，分量也足够，不会是卡瓦水石之类的东

斯这位最牛的对冲基金经理。2005年，西蒙斯成为全球收入最高的对冲基金经理，净赚15亿美元，差不多是索罗斯的两倍；从1988年开始，他所掌管的大奖章基金年均回报率高达34%，15年来资产从未减少过。这个回报率是在扣除了5%的资产管理费和44%的投资收益分成以后得出的，并且已经经过了审计。不扣投资回报和管理费年复合收益69%。

值得一提的是，西蒙斯收取的这两项费用应该是对冲基金界最高的，相当于平均收费标准的两倍以上。高额回报和高额收费使西蒙斯很快成为超级富豪。值得关注的是，西蒙斯几乎从不雇用华尔街的分析师，他的文艺复兴科技公司里坐满了数学和自然科学的博士。用数学模型捕捉市场机会，由电脑作出交易决策，是这位超级投资者成功的秘诀。

在经过刻苦研究和实战操作后，崔军研究出了一套类似于西蒙斯的数学模型。他表示，在目前中国投资市场生态中，以及可预见的未来，只要存在价格波动，对冲策略就有生命力。该策略的形成源于期货的对冲套利，也相当于保

本投资。适合于那些偏好低风险，寻求一年绝对稳定收益增值的投资者。

## 做价值型对冲基金

去年重庆啤酒乙肝疫苗事件爆发时，崔军敏锐地意识到，一旦重庆啤酒的乙肝疫苗失败，重仓重庆啤酒的基金很有可能遭到险资的赎回，由此给市场带来较大负面影响，引发股指下跌。从这一逻辑出发，崔军一方面看空股指，通过做期指对冲大盘下跌风险，另一方面重仓的个股逆市上涨，这让崔军两边都盈利。

目前崔军在股指期货上主要是做短线：每日开盘后，崔军会在半个小时内根据自创的交易系统提示和自己的判断，研判大盘当日走势，确定股指期货的多空策略，然后在收盘前平仓。如果看错，崔军会及时止损。我们做对冲的目标就是稳定获利，无论什么样的投资，控制风险仍然是第一位的。”崔军表示。

2011年，在沪深300指数大跌的情况下，崔军管理的“创赢2号”仍然取得了48.51%的正收益，领先大盘70个百分点，这其中的撒手锏，就是运用了股指期货做对冲。大盘下跌时，崔军做空股指期货以保证盈利，大盘上涨时，

外地亲戚朋友购买社保储蓄的“彩票”

逐步可以使用，90后妙龄女购置2300万的别墅，其背后实力自然是其60后的父母。对于富人跨越“限购”的其他方法相信也还是有的。

自从去年5月1日实行“限价”政策以来，豪宅项目就在深圳楼市中集体失语，很多高端项目都因各种因素而延迟了开盘。有业内人士分析认为，豪宅即使限价，价格也比普通住宅高出不少，这样一来，全市的成交均价就会被拉高，这与调控目标不相符，有关部门会对此作出相应的调整。另一方面，开发商以逐利为本，限价政策当头，利润空间被压缩，如果资金链足以支撑，多数开发商都不想以低价出售，而会选择故意拖延工期，推迟上市时间，以期政策转向时赚取更大的利润。从近期的市场表现来看，豪宅项目在缺失一年后，开发商终于按捺不住，选择在6月集中面市。豪宅项目在6月份的发力显然并不是偶然，而是开发商有备而行。而且，这一波市场热潮在短期内并不会消退。据悉，从6月中下旬到7月，深圳将会有更多的高端住宅项目面世，而这些项目既包括大面积的复式产品，同时也包括别墅等在内的传统豪宅。

再度反手做多中期指，获得更多的利润。

据崔军介绍，创赢2号资产配置包括70%的股票仓位和14%的股指期货仓位，另外还预留14%的资金作股指期货保证金，剩下的资金作为机动资金应不时之需。崔军告诉证券时报记者，目前股指期货有5倍的杠杆，因此14%的期货仓位就可以对冲70%的股票仓位。他并不需要保证选的股票一定上涨，“我只需要保证，我的股票比大盘走得好。大盘下跌时，我有股指期货做对冲，只要我的股票走得比大盘强，账户就是盈利的。比如大盘跌了10%，我的股票跌了3%，由于股指期货仓位已经对冲了大盘10%的下跌，而我的股票强于大盘7%，那么这7%就是我赚到的。当大盘反弹时，我还可以反手做多股指期货，获得更高收益”。

从根本上来说我是一个价值投资者。”崔军说，尽管通过股指期货可以对冲大盘风险，但持有的股票也必须要好，如果持有一堆垃圾股，实际上也是不可能盈利的。在崔军看来，即使是做金融衍生品，投资者也必须对证券市场的基本面有深入研究和了解，这是投资的根本。崔军的理想，就是成为一名优秀的价值型对冲基金经理。

2012年的成交回暖，直接原因在于不断宽松的货币政策。而根本原因则在于欧债危机使得出口需求萎缩，从而导致国内产能严重过剩的问题暴露无遗，实体经济增长举步维艰。房地产调控预松，这些对于高端客户而言，知情率要远高于刚需客户。事实上，在最近两年的时间里，很多炒家都没有怎么炒房，而是骑行喝茶，种草养花。很多人认为，是限购和限贷压制了深圳炒家，但其实不然，真正压制炒家的，是房价预期：如果他们觉得房价会涨，限购限贷都不是问题，如果他们认为房价会跌，给他们名额给他们贷款他们也不会出手买房。

据记者了解，这些高档楼盘在销售过程中无一例外打出的是“投资牌”，即所谓的“稀缺性”带来的投资价值是主要卖点。目前深圳不少高端房产的投资者是受金融危机影响而被迫关闭工厂的企业主，其主要目的是为了实现自己手中资金的保值。今年五一春交会之后，楼市走向上升通道的趋势更加明显，在这样的市场行情下，很多炒家也是纷纷出手，这引发了市场极大的关注，而更让大家关注的是他们购买的产品：都是别墅。

国家税务部门是赢家之一，只要有交易，就有印花税。她是A股市场的抽水机，是笑到最后的赢家。市场的管理者 and 参与机构也是赢家之一，交易所的规费看似不多，但日积月累，也是一个不折不扣的小型抽水机！证券公司的交易佣金、发行承销等费用，更不用说，都是要投资者买单的。另外，会计师事务所、律师事务所等赚取的费用也是从市场中抽取的。

上市公司更是赢家之一，通过溢价发行股票，公司股东和高管快步跻身千万、亿万行列。如果公司经营良好，挤点牛奶，投资者就烧香拜佛了；就怕公司经营不善，玩点新花样，股东和高管来个金蝉脱壳，投资者只好用脚投票、忍痛割肉了。

那么A股市场投资者呢？根据投资者对市场的理解、看法以及据此做出的决断，我们可以将投资者大致分成这样几类人：价值投资取向的，技术图表分析的，打探消息的，综合分析的。其中，价值投资取向的投资者通过综合分析公司的产品销售、财务状况、管理团队等一系列信息，寻找到跨越牛熊、穿越时空的成长性股票。股神巴菲特是他们的榜样。A股大多数投资者、包括公募和私募基金等机构都崇尚这一投资思路，但盈利者少之又少，个中原因值得深思。

技术图表分析的投资者，他们忽略国家经济和上市公司的相关信息，认为市场本身能够包容消化一切，所有正面和负面的信息通过市场参与者的充分博弈，以价格图表

■ 投资人物 | Personage |

## 但斌的玫瑰

钟钦政

7月16日，广药集团以发布会及上市公司公告的形式对外公布，北京市一中院于7月13日驳回了鸿道集团撤销裁决的申请，王老吉“商标战”终告落幕。445天，这场战争，期间有太多的拉扯和细节，若是换上稍小一点的企业，只怕早被拖垮。

正当人们还在为“鸿道太奸”还是“广药太傻”争执不休的时候，股市玩家们纷纷人手广药双子，趋之若鹜。16日，在A股遭遇黑色星期一重现白犀牛跌停惨境中，“广药双星”广州药业（600332）和白云山A（000522）再度飙涨，双双创出历史新高。事实上，这两只股票自战火点燃以来就是市场的热点，今年5月初至今，累计涨幅均已翻倍。

职业投资人黄生说，在中国做投资，须做好精神分裂的准备。我想这一群人中，肯定也有不少一边痛骂广药不厚道，一边看着股价节节攀高而欣喜若狂凶猛压抑的人。

但是但斌显然与众不同，仿佛“一个孤独的另类”。

这位坚持“价值投资”十年如一日，被称作“中国巴菲特”的阳光私募人士，爱玩微博，粉丝有两百万众。他有70多条言及“王老吉商标之争”的微博，无不力挺广药。在他看来，“加多宝太好了，企图用贿赂手段来维持这一切，结果搬起石头砸了自己的脚”，“股票市场有些钱是不能赚的，能赚也不要赚”，而广药能否做好王老吉，得“试水才知道”，让“时间去验证”。

太明显太直白了，以至于有人笑他天真，甚至有人怀疑他是广药的庄家。他倒是淡然，给自己题了16个字：“也许天真，此生不改！宁守清贫，不违我心！”至于是否庄家，他说，“常识性的问题不辩

## 投资有术 输赢在心

文武

我国A股市场经过20多年的发展，已经初具规模。市场参与者形形色色，来去匆匆。虽然看上去热闹，但总体来说，市场的赢家较少，输家较多，这与我国经济这些年来长期发展不相符合，股市没有和经济同步增长。究其原因何在？谁是赢家？谁又是输家？我们紧跟A股市场，做一个探究。

国家税务部门是赢家之一，只要有交易，就有印花税。她是A股市场的抽水机，是笑到最后的赢家。市场的管理者 and 参与机构也是赢家之一，交易所的规费看似不多，但日积月累，也是一个不折不扣的小型抽水机！证券公司的交易佣金、发行承销等费用，更不用说，都是要投资者买单的。另外，会计师事务所、律师事务所等赚取的费用也是从市场中抽取的。

上市公司更是赢家之一，通

过溢价发行股票，公司股东和高管快步跻身千万、亿万行列。如果公司经营良好，挤点牛奶，投资者就烧香拜佛了；就怕公司经营不善，玩点新花样，股东和高管来个金蝉脱壳，投资者只好用脚投票、忍痛割肉了。

那么A股市场投资者呢？根据投资者对市场的理解、看法以及据此做出的决断，我们可以将投资者大致分成这样几类人：价值投资取向的，技术图表分析的，打探消息的，综合分析的。其中，价值投资取向的投资者通过综合分析公司的产品销售、财务状况、管理团队等一系列信息，寻找到跨越牛熊、穿越时空的成长性股票。股神巴菲特是他们的榜样。A股大多数投资者、包括公募和私募基金等机构都崇尚这一投资思路，但盈利者少之又少，个中原因值得深思。

技术图表分析的投资者，他们忽略国家经济和上市公司的相关信息，认为市场本身能够包容消化一切，所有正面和负面的信息通过市场参与者的充分博弈，以价格图表

“自明”，看看广州药业和白云山A的市值就知道了，而他是庄家倒是没错，只不过非彼“庄家”，而是“持有股票可以十年不动的庄稼汉”。

这让他的粉丝相当佩服：“别的不说，就凭他总在如此市况下及长时间风云变幻中保留的这份淡定。我佩服。”而这份淡然，则来自于他对价值投资的笃信不渝——“很多人说在中国是不能做价值投资，中国也没有这样的优秀企业，我希望我们经得起长期考验的经历能证明价值投资这条路在中国的是能走得通的，是一条缔造和保存财富的康庄大道！”有朋友说他是个“理想主义者”。在他眼中，价值投资不仅是一种方法，更是一种信仰，一种哲学（《商界》杂志）。

但斌也曾经一度容易迷失于图表和数据分析，“写得精神恍惚，连自行车都骑不稳”（《商界》杂志）。但他在数次巨亏之后，跳出了这种与现实纠缠。在数起数落、辉煌和落魄的巨大落差中，他总结出了一套“鸟龟式投资策略”。“买最好的企业，长时间坚持持有”，这是但斌用钱砸出来的投资哲学。

学会坚持，只要心中有一念尚存。学会在奔跑中多倾听自己灵魂的声音。”他将这句话写入微博自勉。事实上，在但斌的微博中，你总能看到此类与资本市场所呼唤的“理性”极不相称的“感性”词句。比如，他写诗，从你身边走过/深秋/开满路旁的小蓝花/我的深心波动/仿佛刚才重见天日的感觉/我的血液/像心醉神迷的春天的祖国。这首名为《路边盛开的小蓝花》的小诗，文艺得一塌糊涂。比如，他转发狄更斯在《双城记》开宗明义的一句话“这是最好的时代，也是最坏的时代”。比如，他唯一一本阐述价值投资哲学的著作，居然就叫做《时间的玫瑰》。

（作者单位：中国上市公司舆情中心）

的方式表达出来，并按一定的趋势运行；市场波动周而复始，重演历史，呈现规律性，依此获取投资收益。

市场波动的规律性来源于两个方面，一是经济运行内在的规律；二是大多数市场参与者的贪婪和恐惧，这是人之本性，很难改变。这种规律性通过看得见的价格方式表现出来。要想透过一系列的价格图表看穿隐藏其中的规律，则要求投资者具备极高的天赋，在实盘操作中反复体会，领悟并全身心追踪市场的波动，且能严格遵守操作纪律，才能称得上掌握了图表分析的“技术”。我们不妨假设操作股票的电脑就是一台ATM取款机，当我们对市场的理解足够透彻且掌握“技术”时，我们将是取款者；否则，我们的钱将被取走。股票市场的残酷性由此可见一斑。A股市场的绝大多数使用技术图表分析的投资者注定成为输家，因为发现并掌握市场波动的规律难度太大，非常人可及，钱被取走是毫无疑问的，极其少数的投资者将是合法的取款者。

打探消息的投资者，一种是涉嫌内幕交易的少数人，他们从市场“偷”得利润，一旦败露可能承担法律风险；另一种是到处打探消息的大多数人，听取别有用心者散布的小道消息，靠运气获取一些利润，但多数成为消息的受害者。

综合分析的投资者，希望通过国家经济形势的分析，联系上市公司的具体情况，再结合技术图表以及消息面的分析，最终做出投资的决断。这种方法要求投资者是全才，政治、经济、财务、技术分析、人脉等，无所不能。然而股价并非同步反映综合的信息，这给才出了一道无法解答的难题。截至目前采用综合分析的成功者寥寥无几。

自有股票市场以来，无论牛市和熊市，赢家永远是少数，输家一定是多数，A股投资者概莫能外。投资虽有“术”，输赢却在“心”。实战是锤炼心理的良方，也是成为赢家的必经过程。有志成为赢家的投资者，不妨学“朱”炼“心”，潜心其中，则投资将融入你的生活，成为一种乐趣。