

## 坚持主动投资管理 不追求没有质量的规模

——专访浙江浙商证券资产管理有限公司总经理李雪峰

证券时报记者 杨庆婉

今年以来,在券商集合理财产品收益率前十名的榜单中,浙江浙商证券资产管理有限公司(以下简称“浙商资管”)旗下的产品占据了三席。五年来一直坚持主动投资管理的浙商资管,如今将投资理念进行量化与提炼,发布了首只表征中国经济转型的指数。证券时报记者于日前就投资理念和团队管理,专访了浙商资管总经理李雪峰。

### 成长性指标须“性感”

浙商资管总经理李雪峰表示,他最欣赏的投资者不是巴菲特,而是彼得·林奇。中证转型成长指数的开发看似用时近8个月,实则是浙商资管五年来专注转型成长股投资的映射,将感性的投资理念进行量化与提炼,转化为理性的指数。

证券时报记者:开发这样一个代表中国经济转型的指数,浙商资管的初衷是什么?

李雪峰:转型升级是中国经济未来五到十年的不二选择。这种背景下,淘汰落后产能的、代表新经济的高成长行业及转型成功的跨界成长行业与公司因此受益。简而言之,抓住此次经济转型的机会,做相关的成长股投资,是最有路径依赖的、最能反向追踪的做法,而择时和行业轮动不太容易找到依赖的路径。

该指数是浙商资管投资理念的量化。指数开发历时8个月,从立项-评估-测试-上线-发布,中间经过反复的模拟测试、精准性的反复评估。

证券时报记者:这种专注转型成长股的理念是如何转化为指数的?

李雪峰:原先,浙商资管主动管理,就是将选股逻辑和理念灌输给基金经理,团队成员在内部就怎样选股达成共识进行探讨。在过去几年感性想法和投资实践积累的基础上,今年以来,我们将原先感性的理念进行了量化处理,用数学语言进行描述,发现由此形成的指数走势表现一样很好,反过来也验证了原先选股理念的正确性,形成相互映射。

真正核心的选股要求是高成长、低市值、有盈利拐点。低估值只是选股时的一些量化指标,中证转型成长指数中的“高成长”指标是非常严谨的,必须是财务指标、可计算的、精确的成长性指标。成长性指标必须“性感”,增长幅度大,指数按此进行排序筛选股票,不炒概念。

此外,“高成长”与市场常说的创业板成长股并非一个意思。中证转型成长指数不是一个风格指数,也不是蓝筹指数,也不是板块指数,是一个表征中国经济转型的表征型指数。创业板涨得好,或者哪个风格指数涨得好,这只是一个表象。表象背后,是产业是否景气、盈利情况是否出现拐点。

证券时报记者:今年以来的券商集合理财产品收益率前十名的榜单中,浙商资管产品就占据了三席,浙商资管在投资策略上有做过哪些调整?下半年成长股会有行情?

李雪峰:看战略,不看战术;看大不看小;看长不看短。我们其实更关心产品自发布以来的收益率,浙商资管未必是短跑强将,但一定是长跑冠军。今年,我们既是短跑强将,又是长跑冠军,我们在成长股内部做了一些扩容,精之又精、挑之又挑,完全放弃了重工业时代的钢铁、煤炭、有色金属行业。

这些产业不是世界第一,就是第二,但实则产能已经过剩。

我最欣赏人物是彼得·林奇,他有一句名言:成长是最能化解一切投资困惑的核心问题。”今年,看似成长股没有跑赢蓝筹股,实则短期的走势不好判断,短期上涨或下跌会受资金博弈等复杂因素的影响,但我认为,长期来看,受益于中国经济转型的成长股一定领先蓝筹,我们的投研团队研究范围,依然锁定在医药保健、节能环保、TMT、高端制造等行业。

投资围绕景气度和能力圈,需要有所为有所不为。景气度,即围绕中国经济转型的背景。转型是中国经济未来五到十年的不二选择,没有其他的捷径可走了。投资要抓住这个主要矛盾。以外,也涉及能力圈,我们希望打造一流的成长股投资机构,然而,超越能力之外的事情我们不会去做。

### 通道业务2.0版本

目前,券商资产管理总规模已超过6万亿元,其中接近95%是通道业务,能坚守主动管理投资,且业绩领先的券商屈指可数。浙商资管便名列其中,其认为主动管理为券商资管之本,在此基础上再扩展私募投资业务。

证券时报记者:近两年,通道业务为券商资管带来的规模增长非常明显,为什么浙商资管还一直坚持要做主动管理呢?

李雪峰:作为券商的资产管理子公司,股票投资是不能回避、且必须坚持做的投资。当然,主动管理的要求比较高,你有非常大的投入,也不见得会有好的回报。而单纯的通道业务实则对券商的管理能力要求并不高。现在,业内的心态较浮躁,有的大型券商净做通道规模很大,可是主动管理能力并不强,只有少数的机构坚守主动管理。

五年前,我们就提出立足选股、锁定成长、聚焦转型,当时认同这种权益类投资理念的人不在少数。可实际上能坚持知行合一的人并不多,有的就“漂移”了。浙商资管难能可贵地坚持到现在,而且业绩也不错。事实上,真正的投资理念非常浅显的,但成长投资需要定力和执着。

证券时报记者:业内有些券商借通道业务管理,使得其排名非常靠前。浙商资管会不会因此承受来自东方的压力?

李雪峰:我们不追求没有质量的规模。实际上,浙商证券作为二线券商,开展通道业务的资源比一线城市的大券商匮乏,加上我们本身也不是特别看重这块业务,所以现在拓展的是通道业务的2.0版本。即做撮合交易,借道定向资管计划,整合金融同业资源,为资金池、担保池设计交易架构牵线搭桥,也就是设计交易价格,以及找交易对手做资源整合。

这种方式的毛利会更高,收费在万分之八至千分之一。而4.0版本的主动融资服务收费更是高达百分之二,而一般的通道业务收费是万分之五左右。算一笔账,这样做的话,50个亿规模的主动融资业务相当于2000个亿规模的通道业务收入,因此单纯拼规模是没有意义的。

目前,浙商资管有3只主动管理团队,分别为权益类投资团队、固收现金管理团队,以及量化对冲团队。量化对冲必须有好的逻辑,中国股市不是一个特别常态化的市场,纯数学的模型不一定适合。首先需要有主动投资逻辑加以验证,阿尔法投资也需要像选股一样去选策略,研究员需要不断选用和测试。

### 不追求无质量的规模

据了解,浙商资管去年已申请了公募基金资格,并接受了监管层的现场检查。近期,有望获得公募基金牌照。李雪峰称,公募产品将延续私募产品的主动管理理念,产品设计上可能会采用浮动管理收费方式。

证券时报记者:浙商资管自去年成立独立子公司以来,公募资格的申请进度如何?

李雪峰:预计不久,浙商资管将会获批公募基金资格,我们已经通过监管层的现场检查等程序。获得资格后,我们将首先发行股票型产品,毕竟权益类投资是我们的强项,然后会考虑基于中证转型成长指数的指数型产品、货币基金产品,以及固定收益产品,这些产品必须体现差异化与特色化。

证券时报记者:公募基金行业是一片红海,如何在竞争中脱颖而出,并保持规模的领先排名呢?

李雪峰:不必追求没有质量的规模。公募业务可以拓宽券商现有的客户结构,但开展公募业务并不是为了规模,而是希望把私募业务的品牌延伸到公募基金,让基民赚到绝对收益。公募基金有提成机制,产品设计可以采用浮动管理收费,不需要靠规模来维持收入。

证券时报记者:如何看待基民的赎回行为呢?

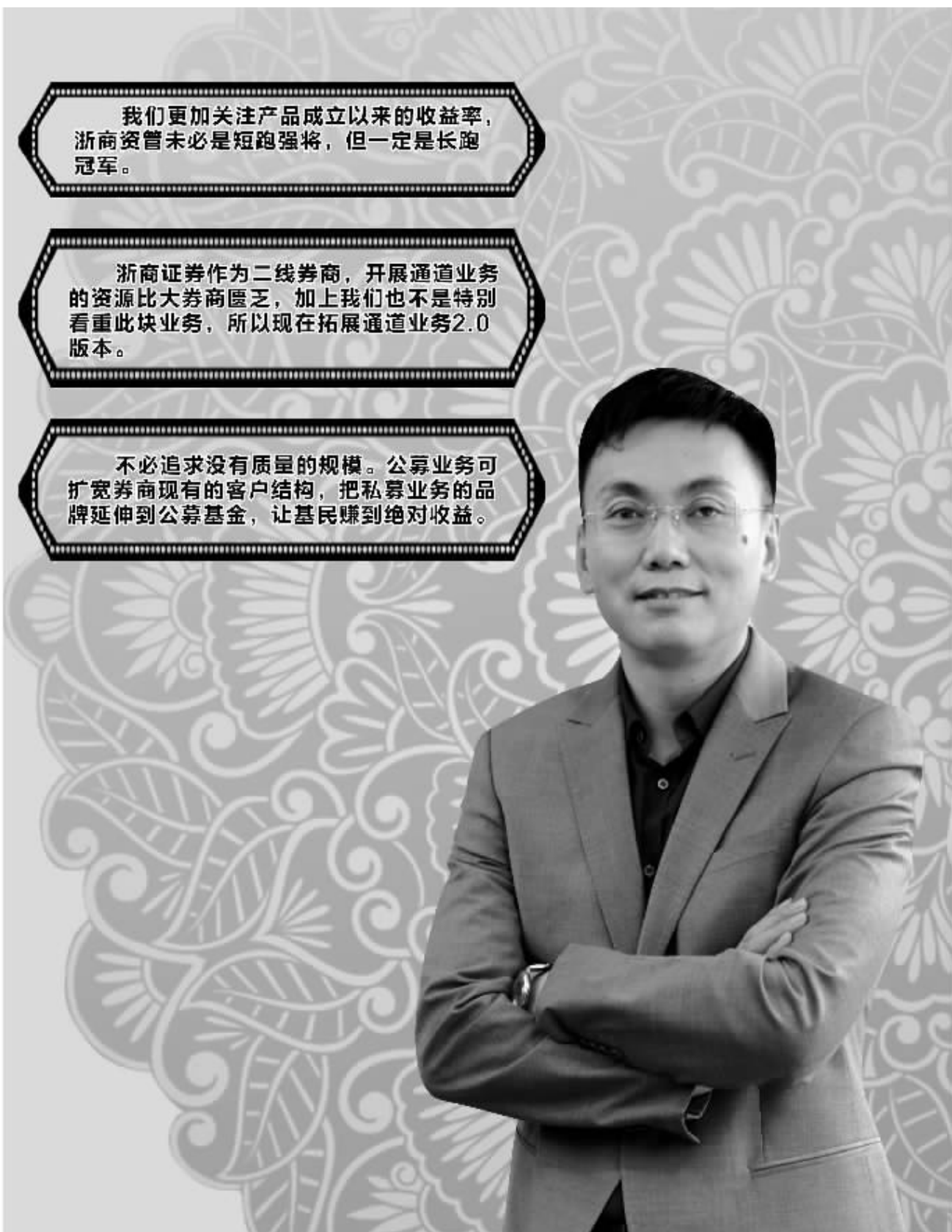
李雪峰:心态要摆平。基民赚到钱了、见好就收,这是他们的一种选择,我们应当尊重他们。长期来看,他们有选择赎回的权力,如果产品够好他们还会再来。浮动管理收费赚的是提成费用,基民赚到绝对收益走了,我们再进行提成不是很好吗?大家一起共赢,而不是将基民捆绑在你的产品之上。

浙商资管未来开展公募业务将边投入、边产出,赚不到钱没必要盲目发行那么多规模的产品,规模和收入需要找到平衡点。我们坚持客户第一、员工第二、股东第三,必须帮客户赚到绝对回报,然后我们分一点提成,有钱赚才能更好地服务股东,而不是空有规模但每年都亏钱。规模和收入要同步,关键是赚到钱才行,客户有肉吃,我们也有汤喝,我们跟客户利益共存。

我们更加关注产品成立以来的收益率,浙商资管未必是短跑强将,但一定是长跑冠军。

浙商证券作为二线券商,开展通道业务的资源比大券商匮乏,加上我们也不是特别看重这块业务,所以现在拓展通道业务2.0版本。

不必追求没有质量的规模。公募业务可拓宽券商现有的客户结构,把私募业务的品牌延伸到公募基金,让基民赚到绝对收益。



### 今年以来券商集合理财产品收益率前十名

排名	产品名称	券商资管	投资经理	类型	单位净值	累计净值	今年收益	净值日期	成立日期	产品状态
1	中证500 1号	中金	陈博	非限定性	2.359	2.359	54.28%	2014/8/1	2013/3/28	存续中
2	中证500 1号	华创证券	陈博	非限定性	2.358	2.358	54.22%	2014/8/1	2013/3/28	存续中
3	华泰资管汇灵活宝	华泰证券	甘廷树	非限定性	1.33	1.412	30.32%	2014/8/7	2012/11/23	存续中
4	浙商汇金瑞泽	浙商证券	郑晨	非限定性	1.182	1.182	20.37%	2014/8/7	2013/5/8	存续中
5	浙商汇金天鸿	浙商证券	李冬	非限定性	1.2425	1.3425	20.05%	2014/8/7	2011/4/28	存续中
6	华夏5号	华夏证券	刘翔	非限定性	1.199	1.199	19.90%	2014/8/7	2014/4/29	存续中
7	君智致兴	国泰君安	李祺	非限定性	1.194	1.194	19.40%	2014/8/1	2013/12/27	存续中
8	浙商汇金3号	浙商证券	郑晨	非限定性	1.1828	1.2048	19.04%	2014/8/7	2010/12/1	存续中
9	华夏3号	华夏证券	刘翔	非限定性	1.368	1.368	18.85%	2014/8/30	2013/6/17	存续中
10	华夏4号	华夏证券	刘翔	非限定性	1.364	1.364	18.71%	2014/8/30	2013/6/17	存续中

杨庆婉/制表 彭春霞/制图

## 首只经济转型表征指数发布

证券时报记者 杨庆婉

近日,中证转型成长指数(H30359)正式发布,该指数由浙商证券资产管理有限公司(以下简称“浙商资管”)联合中证指数有限公司共同开发,是业内首只由金融机构合作开发的、具有代表中国经济转型特征的股票市场指数。

浙商资管总经理李雪峰表示,未来将基于中证转型成长指数,开发指数型基金、交易型开放式指数基金(ETF)、上市开放式基金(LOF)、分级基金,以及杠杆ETF等指数型产品和量化对冲型产品。

### 首只代表经济转型指数

中证转型成长指数于近期正式发布,这是业内首只代表中国经济转型特征的股票表征指数。中证指数公司总经理马志刚称,也是首只为专门的资产管理机构合作开发的指数。

这只指数正式开发用时近8个月,浙商资管总经理李雪峰接受证券时报记者采访时表示,该指数不是风格指

数,而是表征指数,把长期专注转型成长股投资这种理念进行了量化,精选个股、淡化择时和行业轮动。”

十八大三中全会之后,转型和改革成为中国经济未来五到十年的重心,落后产能将被逐步淘汰,代表新经济的高成长行业、能转型成功的跨界成长行业和公司将受益,例如科技、媒体和通信(TMT)、节能环保、医疗保健、高端制造等,该指数便是通过精选其中的个股,试图分享中国经济转型的成果。

据悉,中证转型成长指数的样本股为88个,每个季度对样本进行调整,基期为2005-12-31,指数代码(H30359)。

据了解,该指数正是基于转型成长股的投资理念进行选股,总结起来为“3高2低1拐”,即高行业景气度、高成长性、高估值、低市值、低涨幅、处于盈利改善拐点。

对成长股而言,安全边际不在于低估值,而在于低市值。成长期的股票高成长和高估值是相伴相随的,只有到了成熟期时方可选择低估值,

巴菲特所说的低估值更多是指成熟期的蓝筹。”李雪峰向证券时报记者称,这是我们在投资实践中总结出来的,而处于盈利改善拐点的股票被称为成长性的价值股,这种状态下的股票表现也会最好。”

截至2014年7月31日,中证转型成长指数今年以来收益率为19.69%,大幅跑赢所有的市场基准指数,同期上证综指收益率0.87%、深证成指4.04%、中小板指数-0.59%、创业板指数3.07%、沪深300指数0.87%、中证500指数11.18%。而在2005年12月31日至2014年7月25日期间,收益率高达1070.27%,复合年化增长率为33.24%。

### 指数型基金仍待发展

据透露,浙商资管未来将基于中证转型成长指数,开发指数型基金、ETF、LOF、分级基金、杠杆ETF等指数型产品和量化对冲型产品。

对于中国目前的指数型基金发展状况,上海证券交易所基金业务部总监施东辉借用狄克斯的一句话进行评价,这

是最好的时代,也是最坏的时代。”

过去6年,国内指数型基金产品的数量增加了10倍,可是管理规模增长尚不足1倍,施东辉表示,指数型基金在国外投资领域中占据重要的地位,而在国内却步履维艰,其主要原因有两个:其一,国内的投资理念尚未成熟,热衷抓黑马、追涨停、盼望赚快钱。其二,近年来,国内保险、社保等基金投资指数的收益效果也不是很理想。”

而在美国,指数型基金发挥了重要作用。中证指数公司总经理马志刚表示,美国共同基金管理规模超过15万亿美元,其中有18%为指数型基金,规模达到了2.8万亿美元,再加上1.7万亿的ETF,占基金总资产的比例达26%。

如何通过指数创新推动指数型产品的创新?如何调整国内投资者的配置结构,利用指数投资,获取超越一般投资收益的收入?这两个问题成为摆在很多金融机构眼前的重要话题。中国经济已经从投资驱动转变为消费创新驱动,浙商资管敏锐地抓住了这一脉搏,将转型成长理念进行量化,提炼为可供投资的指数,是一种有益的探索。”施东辉说。

