

■人物 | Characters |

大学教授、私募基金经理刘锡标：

先人一步步先 慢人一招招慢



大学教授、私募基金经理双重身份的刘锡标

证券时报记者 吴晓辉

大学教授、独立董事、企业财务顾问、云南财经大学证券投资专业创始人……一系列头衔让刘锡标与二级市场私募基金经理的职位似乎挂不上钩，喜欢与学生打成一片的他，被学生亲切地称为“标哥”。可就是这样一个人，将知行合一在投资领域中发挥到极致。

在2015年4-6月股灾前成立的1.19万家私募基金中，到2016年5月止，刘锡标管理的迈隆一号列赚钱榜第19位，成立一年以来累计收益达到42.18%，与沪深300指数的相对收益达到76.26%，与此同时，区间最大回撤仅6.18%。

刘锡标谦虚地将这样的好成绩归功于运气，认为自己只是踩对了节奏。当记者问及他的投资理念和方法时，他回答道：“防守反击就是我的方法，说白了，就是价值投资、趋势择时、严控风险、复利增长。先人一步步先，慢人一招招慢，专业投资人要做的就是当趋势拐点出现后，比普通人更快地做出反应。”

价值投资 立于不败

春城的下午，A股收盘后，校

园内阳光照射下的咖啡馆略显燥热，远远地，记者看到刘锡标快步赶来。他略显清瘦，高发际线，戴副眼镜，一身学者装束。

伴随着我国资本市场的诞生，原本学数学的刘锡标35岁时转攻金融，并创立了云南财经大学证券投资专业。教学期间，刘锡标先后教过金融工程、资本运营、投资银行等课程，被云南省政府聘为顾问，参与多个课题研究，并深入企业从事财务顾问等工作。因为这段机缘，刘锡标接触了更多金融实践，深刻理解了经济运行、企业经营与资本运作。

为了做好教学工作，也为实现自己的财富梦想，上世纪90年代，刘锡标拿出积蓄开始炒股。早期投资中，刘锡标也曾有过亏损，但这些血泪教训并没有让他气馁，反而更深刻反思自己。“亏损要从自身找原因，因为改变自己比改变其他更容易，亏损后，只有经过理性思考，才会成为下次赢家。”刘锡标回想起当年投资的经历，十分有感慨。

反思总结后，刘锡标逐渐形成了自己的一套理论，坚定地买价值股，不碰有退市风险的个股。“刘锡标觉得，有业绩

保底的公司，即便亏了也还有回本机会。刘锡标并不觉得自己的选股水平很高明，但是很稳健。对于选股，他会兼顾市场热点，比如买高送转、重组预期股，但前提是业绩保底。没有业绩，再好的题材概念，我都不碰。”刘锡标说。

随后他举例了三个自己选的标的股，公司的股本规模均在5亿左右，每股净资产3元以上，股价均在10元左右，市盈率均不超过20倍。选取的三家公司有共通处，也有各自特点：公司A公共事业业务已大致可支撑该公司估值，该公司还具备券商影子股概念，每股正股含某券商1.92股；公司B公共事业业务已可支撑公司估值，该公司属于典型的大集团小平台，整个集团只有该公司一个上市公司平台，并且该集团资产证券化率不到1%；公司C一季报业绩已较去年全年两倍水平，后续财报大幅增长大局已定，并且公司董事长刚刚更换为某省国资委主任，从投资银行视角看公司近期公告，属于典型的腾壳行为。

趋势择时 顺势而动

既然选股不是你的特长，你如何去取得超额收益？”面

对记者的提问，刘锡标将他的投资理论娓娓道来。A股总的来说是个零和博弈市场，牛短熊长，只有阶段性投资机会，所以你看投资者七亏二平一赚。”

刘锡标进一步解释：“从国外统计数据来看，主动管理类产品往往打不过被动管理类产品，主动管理类产品是个相对边缘化的类别。有句古语，时势造英雄，从实践来看，以前选时对业绩的影响占比可能达到80%，现在可能还占到65%，选股占比相对较小，而且因为选时是从全市场出发，而选股受个股很多因素影响。相对来说，选时比选股的可靠性会更高一些，这些从国内外资本市场历史教训中可以得出。因此，我把更多的精力放在选时上。”

当被问及拐点往往无法判断，那又是如何选时？刘锡标表示，我自己建立了一套从大势、技术、政策以及群体行为等多角度相互印证的体系，并且自己有这多年来复盘行业指数、个股涨跌幅榜及画蜡烛线的经历，所教授的本科生、研究生所建的各种现代聊天工具也能较好的为其提供群体行为角度数据。”

刘锡标认为更为重要的是，他不判断拐点，只判断趋势，他信奉“先人一步步先，慢人一招招慢。”刘锡标解释道：“我们专业投资人要做的就是当趋势拐点出现后，比普通人更快地做出反应，做好右侧交易，这样就可以了。”

风险控制 致胜之道

与刘锡标交流的整个下午，他提到最多的是风险和对投资人负责。“零和博弈的市场，是比谁活得长而不是活得风光，年复合收益19.4%的巴菲特就是世界级股神了！因此，我相信复利的力量，只追求超越牛熊的长期20%-30%年复合收益，相信只有处于业绩排名中上的均衡型选手才能成为长期赢家。”

稳健是金！短期平淡、中期优良、长期优秀甚至是卓越，这是我努力的方向。”刘锡标如是说。

作为云南财经大学证券投资专业创始人和省政府专家，刘锡标谙熟我国资本市场相关法律法规，谨守法律底线，避免很多市场的干扰。对于投资，刘锡标从来不听消息。他认为，公开市场资料已经足够分析研究。当被问到如何把握具备高送转

材的价值股时，刘锡标坦承做高送转概念股很难提前埋伏。对于我选中的个股，首先必须具备业绩支撑，然后等待相关高送转公告，待第一波上涨过后，股价回调的时候入场，只参与最有把握的一段。”

采访中，刘锡标还屡屡提及安全垫与仓位控制。刘锡标表示，仓位控制是根据安全垫及大盘点位来动态调整，在管理的产品净值达到1.1以前，我们一直将仓位控制在3成。这是基于当时的大盘点位很高风险较大的判断，也是我们恪守的纪律。因为净值为1而仓位为3成，即使产品遭遇3个跌停盘，产品净值也还有0.9以上，还具备翻身的机会。幸运的是，刘锡标管理的产品净值很快达到了1.1，其后其始终根据大盘点位、产品安全垫等因素动态调整仓位与品种，产品净值也得到稳步提升。

对持仓组合，刘锡标也有异常严格的分散要求，我不追求产品业绩短期拔尖，而是追求长期的复利增长。”学数学出身的他，不仅具备计算概率与期望值的思维，还时刻不忘谨防小概率黑天鹅事件，对于管理的组合，刘锡标要求每个品种都有各自特点，且不能属于一个行业或板块，以充分分散组合的风险。

对于止损，刘锡标也有深刻体悟，错了就是错了，跌幅达到10%我就止损，而不是补仓。不能因为标的业绩好、有题材、喜欢而不舍得斩仓，因为不止损你有可能一次亏完所有利润和本金，这是纪律。”刘锡标如是说。

对于当前行情研判，刘锡标表示，“不确定当下是否为下跌过程中的A浪低点，形态上有点类似，但我从不判断拐点，还在等待趋势出现后先于普通人发觉行动。”

对于未来，刘锡标表示，随着年龄和公司的发展，未来将自己定位为制度设计与风控管理者，主要做好公司产品安全垫与仓位管理，基金经理在建立好安全垫后，可以根据公司对大势研判、自己产品安全垫及投资风格自主决策，以避免公司扩张后导致的人员专业性不足而带来毁灭性影响。

采访最后，刘锡标不忘提示风险与谨慎。熊市初期更容易赚钱，因为波动大，后期波动越来越小，钱会越来越难挣。未来遇到牛市，估计我的产品表现不会太好，因为自己比较谨慎，当然我也在不断调整完善。”

■客官别急 | Easy Investment |

投资者保护“闭环”需破解



朱凯

近几年来，互联网金融圈内日渐盛行“闭环”一说，即所谓“O2O (online to offline) 闭环”。稍做具体的解释是，互联网信息提供商与消费者、商家之间的交易跟踪记录，形成一个良性的、多次的、完整的循环，而不会为第三方所介入及获利。“闭环”这个词的另一个理解，也在利益的独占以及负面消息的内部传播。由此而来，对于O2O闭环的利弊之争近年来也日渐兴起。

由此，我想到了我国证券市场监管与投资者保护的话题。长久以来，中国证券市场尤其是股票市场一个最显著的特征，在于散户投资者占绝大多数。根据中国证券登记结算有限公司公布的数据，截至2015年底，沪市上市公司股票的投资者中，中小个人群体占据了超过99%的比重，机构投资者占比低于1%。

这意味着中小投资者保护工作，在中国当前国情下既重要又艰巨。重要，是因为它涉及面广，一旦出现群体性事件对经济社会影响极大；艰巨，则是由于被保护对象非常分散及素质高下不一，难于实现良好的教育和保护效果。

前不久我参加了一个相关证券监管部门举办的内部交流活动，与会媒体记者就自己的工作经验，提出实际案例并互相交流，也为上级部门的投保工作献计献策。实际上，内部交流中大家也了解到，尽管投资者教育与保护一直在做，但迄今为止，正规或非正规证券、金融机构对于投资者的损害案例，仍在不断涌现。

大家形成了一个共识，那就是券商也罢上市公司也罢，他们的部门内部考核与激励指标中，并没有“投资者保护”这一选项，更多的只是业绩与盈利，难免会有一些形象工程。如果不是情势所迫，绝对没有谁愿意放弃到手的利益，而主动地从道义、信仰层面去践行投资者保护工作。这一点，当天召集会议的监管人士也表示“工作存在难点”，未来将在现有制度框架内，实现内容更生动、形式更有效的投资者教育及保护。

投资者真的需要“保护”吗？投保或者投保工作，或许只是我们监管者的“一厢情愿”？这里面的逻辑在于，作为证券市场主体的上市公司，如果它本身就在想尽办法迎合利用中小投资者的投机心理，不断制造出某些噱头；而同时，投资者也继续沿用曾经奏效的赚钱方法继续获利，并不在乎上市公司是否财务造假，是否虚构价值等，那么当泡沫最终破灭时，再想要监管部门出面干预，实在是说不过去。

当前市场上甚至还有正规券商个别员工，与外界利益团体联手欺骗投资者的案例。一旦媒体或监管部门初步介入询问时，当事人可以采用“私了”的方式，或动用人脉关系对调查方软硬兼施，或对受害投资者予以否认、辩解或继续欺骗。

在交流中媒体记者表示，证券交易所举办“走进上市公司”活动很受投资者关注。但组织者却透露，有部分上市公司或找出一些理由加以推脱拒绝，或纯粹是想利用媒体的影响力影响股价，或想借用交易所为其“背书”；另一方面，真正想通过活动了解公司运营细节与重大事项变化的专业投资者，往往又少之又少。

从这个角度来看，投资者教育仍是任重道远。为此，由中国证监会直接管理的，市场化运作的非盈利证券金融机构——中证中小投资者服务中心（下称投服中心）“持股行权”操作在今年2月应运而生。《证券时报》今年6月独家报道了其向指定辖区164家上市公司集中发函，要求其对公司章程存在“瑕疵”的情况做出回复及改正。但是，记者事后也了解到，有部分收到函件的上市公司对投服中心“市场化”操作不甚理解或者不予认同。

上市公司对待仅持有100股股票股东的“歧视”情况的客观存在，这一点无需否认。据反映，有媒体做过实际调查，向上市公司公开电子邮箱发送股东函件，但能及时收到回复的寥寥可数。同时，媒体想通过与券商营业部合作的形式进行某些投资者教育及维权时，营业部几乎没有动力给予配合支持。当其把责任推脱给相关券商总部后，媒体记者又全覆盖地向这些券商总部发送电邮，但结果竟是无一回复！

唏嘘感慨之后，交流活动的参与者感到我国的投资者保护正在陷入一个低效的“闭环”之中。一方面，受保护对象本身缺乏甚至抵触“被保护”；同时，市场重要主体的上市公司及金融机构又严重缺乏“教育与激励”，这在某种程度上与上层监管部门的良好初衷形成了巨大的反差和落差。

如何有效破解上述怪圈，也是这次监管与媒体内部交流的最大诉求之一。近年来，沪深证券交易所依规对违法违规上市公司发送问询函，做出处罚决定，必将有力震慑“不听话者”与“不合作者”，逐步从源头上为投资者保护工作打好基础。

■淘楼淘金 | Gold Rush |

谁说市场低迷？深市楼市按下葫芦浮起瓢

证券时报记者 陈英

今年以来高总价、高单价、高溢价率的“三高地块”普遍出现在一二线城市，持续刺激房地产市场，楼面价超过房价已经成为常态。6月，深圳两块地王的出现，新房地产市场又重现日光盘，这些情绪传导到二手房市场，也促进市场整体氛围进一步转好，带动二手市场的量价回升。

根据深圳中原研究中心最新数据统计，刚刚结束的6月，深圳新房共成交3253套，成交面积为34.65万平方米，环比5月分别上涨44%、41%；深圳二手房共成交4732套，成交面积为40.34万平，环比5月分别上涨26.9%、27.4%。二手房价继续回升，6月房价环比小幅上涨0.99%，较去年12月上涨16%。这意味着，在

即将过去的2016上半年，深圳房价又上涨了16%。

3.25”新政将深圳上半年的二手房市场鲜明的一分为二，冷热两重天，一季度房价涨幅达16.4%，二季度下跌0.4%。新政前，深圳市二手房月均成交套数为14120套，受新政及4月1日评估价上调影响，3月成交更是爆仓，达到历史最高值18706套；新政后月成交套数仅为5522套，下跌超6成。价格上，新政前除2月为传统淡季，小幅上涨2.2%之外，1月及3月都保持了单月涨幅6.5%以上的水准，房价在3月到达56149元/m²的最高点；新政后首月，调控见效，深圳房价终于在连续上涨18个月之后首次回落，下跌2.39%，不过在下跌仅仅一个月之后，又迅速回稳，但涨幅已明显收窄，5

月及6月上涨幅度均在1%以内。

业内人士认为，此次调整之所以如此短暂，归根结底，跟分化的全国房地产市场及全国范围内去库存政策托底的大背景不无关系，信贷仍保持在历史最宽松的水平内，至6月底，深圳部分银行利率折扣再次降至88折的低位。加之，全国地王的层出不穷以及龙华、光明两块地王的出现都引发预期发生极大的改变。据深圳中原地产经纪人反映，在地王诞生后的几周里，访问量增多，业主有小幅提价的情况，整体成交量有3至4成的回升，二手议价空间再次收窄，市场各方对未来长期看涨。

2016年上半年深圳楼市的表现可谓跌宕起伏，1-3月市场的量价逼空，直接倒逼3.25”调控新政出台，4-6月受新政影响楼

市成交量大减，市场观望氛围加重，供需双方开始博弈。就在市场逐步进入调整态势之时，6月份龙华和光明两地王的出现，再一次搅乱了市场秩序，让原本还在调整的楼市又现转机。

一切迹象都表明，二手房市场在经历几个月的调整期之后，正在逐渐复苏。卖方市场略显强势。但重新回到新政前强势上涨的状态已无太大可能性，在政策面和货币面不变的情况下，下半年的楼市走势更趋向合理健康稳定的状态。

中原地产首席分析师张大伟评价称，2016年是中国有史以来高价地最密集的年份，高总价、高单价、高溢价率的“三高地块”普遍出现在一二线城市，持续刺激房地产市场。而他认为，地价超过房价的现象已经从一线城市蔓延到二线城市，对

后房地产市场带来巨大风险。

对于一二线城市来说，未来一年房价不涨超过50%，拿了高价地的企业都将面临入市难题，巨大的成本压力将造成非常大的风险。因此未来新上市的商品房定价很可能将出现高端化趋势，很多过去认为是非豪宅区的区域也会供应大量豪宅项目。张大伟认为，尤其是二线城市高价地频繁出现，将影响后续这些城市房地产市场的稳定。特别是南京、合肥、厦门、苏州这些高价地最密集的二线城市，房价如果没有约束性政策，很可能会爆发式上涨。

针对全国楼市未来市场，业内人士认为，为抑制房价过快上涨，热点城市收紧政策持续升级，从控需求、调供应方面稳定楼市发展。随着地方调控政策进一步落地，热点城市楼市过热现象将得到控制，百城整体房价涨幅或将趋缓。