

# Fortune

## 尴尬背后 券商集合理财稳健中谋“生机”

基金一对多、银行联手阳光私募……2009年，各家机构纷纷加入争抢高端财富客户的战役。

兵临城下，作为券商的一项重要业务，券商集合理财却上演了一出在熊市集体抗跌，在牛市却输给了市场和对手的尴尬。

这让人欢喜让人忧的集合理财，在跑输大盘后还有机会吗？

◎记者 杨晶 ○编辑 金苹苹



### ◎ “跑输” 牛市

券商集合理财是近年来渐入普通投资者视野的一类资产管理产品。它是由券商推出、管理形式类似于基金，但本身又属于私募性质的一种理财方式。第一只产品在2005年4月面市，随后在2009年迎来迅速扩容。

根据产品可投资股市及证券类资产比例大小不同的限制，集合理财分为限定性、非限定性两类。其中投资股票或基金比例较高的非限定性，收益可能更高，风险也更大。”

来自上海证券数据研究中心的一份统计显示，在2008年股市急跌中，17只非限定性集合理财平均净值缩水四成，最抗跌产品全年跌幅不足39%，迅速引起了市场的关注。

市场在情绪最悲观时开始出现转机，2009年A股市场单边上扬，但备受关注的

集合理财却并没有再给市场带来更多惊喜。截至今年12月11日，沪深300指数年内累计上涨96.7%，主板市场1670余个个股中仅一成左右涨幅低于50%。而来自朝阳永续的统计显示，25只非限定类券商集合理财年内平均收益率45.7%。

与普通开放式基金不同，集合理财门槛更高，非限定性产品的最低参与金额10万元，限定性产品最低参与也要5万元。其中非限定性集合理财在股票投资上也不像基金有仓位底线的限制。

但灵活的优势似乎并没有让集合理财在牛市行情中“抓住”机会。在同类投资上，集合理财的表现也输于基金。股票型集合理财平均收益率50%，同期股票型基金平均

涨幅71.3%；混合型集合理财年内涨幅48.3%，也明显落后于混合型基金同期58.1%的收益率。以证券投资类基金为主要投资对象的FOF型集合理财，同期收益率更低，约40%左右。

这波行情，一开始大家都对反弹幅度没有太高的预计。”一位圈内人士感慨，能迅速从2008年的谨慎思维中跳出来抄底的是少数。而且在中小盘股行情优胜大盘股的行情格局下，习惯在流动性高的银行、保险等板块中挖掘机会的机构资金思路，尴尬地踏错了节奏。

灵活的仓位术被一些投资经理用滥了”。一位上海资产管理界人士指出，行业内并不乏换手频繁者，在上半年宏观经济

复苏仍不明确时，对于行情震荡的预先判断，让一些过于“谨慎”的投资经理有部分获利后匆匆减仓，随后便“踏空”大盘的后续上涨，或者追高遭遇调整。没有稳定地实践“持股待涨”的牛市思维，让不少投资经理在今天的行情中没有收获更多。

与基金追求相对收益不同，私募性质决定券商集合理财大多追求绝对收益。尽管与基金相比，近几年兴起的券商集合理财并没有太多的排名压力，但记者接触的多位券商资产管理人士都表示，集合理财10万元起算，产品的业绩表现会引起产品规模的波动，尽量保证“不亏”的思维也让一些投资经理放不开手脚，更倾向选择明确的机会，操作手段更趋被动。

### ◎ 仓位的“加减法”玄机

在朝阳永续的统计中，今年以来收益率排名最前的两只产品均来自国信“金理财”系列。股票型的国信“金理财”价值增长、FOF型的国信“金理财”经典组合年内收益率分别为79.1%、76.1%。而这两只产品在2008年全年收益率分别48.4%、39.9%，无疑是近两年历经市场切换的最大赢家。

在接受记者采访时，国信“金理财”产品投资团队回顾投资时表示，他们的成功源于准确把握了“一底一顶”的节奏，在上半稳定的“握”住了盈利的关键。在今年初判断A股开始上涨最可能发生在三月份以前，迅速将债券配置比例降至产品规定要求的最低限度，抛出所有中长期债券，同

时在一月中旬以前将股票和进攻风格突出的股票型基金配置至高水平。2·17股市急跌时做了大力度减仓，在大盘随后下调的过程中陆续补回仓位，随后至年中，仓位都保持高位。随后年中提前预判三季度出现阶段性高点几率较大，以及三季度展望四季度时判断市场大势为区间波动。

具体投资上，“金理财”的投资路径主要围绕医药股、新能源、汽车、有色、银行板块。其中，宏达股份、东方电气、天威保变、中兴通讯等个股持有时间较长，产品也因此获得了不菲的回报。

而今年的激进派代表，还有去年跌幅靠前的中信证券3号，它在今年年内涨幅达到68%。而去年跌幅逾四成的广发理财

3号、华泰紫金3号今年都表现出色，年内涨幅分别68.4%、73.2%。在投资经理对今年行情的回顾中都表示最早在一季度把握了行情上升的机会，三季度进行调仓，配置商业、消费品、医药、化工、信息技术等板块。

与激进派对弈，在2007年底诞生于熊市初期的FOF型产品“君得益”，是稳健派的典型代表之一。去年跌幅不足30%，今年年内收益率42.4%，在沪指近2年累计仍下跌逾30%的同时，该产品已累计上涨4.4%。该产品的投资经理表示，在今年年初时也成功地判断了市场主要风险已经释放，并将2008年防御的投资组合调整为激进，二季度重点配置了资源、能源类行业，

以及金融、房地产为代表的蓝筹股的基金上，而三季度市场下跌之初，降低了风险仓位，将配置重点放在消费品、中小板等防御品种的基金上，很少短期机动操作。

国泰君安资产管理部投资总监汪建要求投资经理降低换手率，理想的是一年一次。在低换手率水平上，他曾经主管的FOF型集合理财“君得益”2008年跌幅不足30%。他对记者表示，或许我们还能发现可以持有10年的公司，但至少要有能力发现可以持有1年以上的好公司”。在他看来，关注市场长期的供求因素的质变，比频繁操作、预测未来拐点何时出现更可靠更有效，换手率对业绩很难有明显的提升作用。

### ◎ 稳健制胜

以时间换空间”，是股市上的一句关于等待与投资收益的术语。现存的大多数集合理财产品都有5至10年不等的存续期，券商资产管理部大多在这些产品设立之初给做了5至10年的中长期投资定位风格。接受记者采访的投资经理中，也大都表示一直在追求稳健的投资风格。

虽然不承诺收益，但越来越多的集

合理财有券商自有资金的参与，如果集合理财出现亏损，可以先由券商的这部分资金来对其他委托人的本金和收益进行补偿，这也要求集合理财投资经理投资风格更趋稳健。

今年以来，券商集合理财迅速扩容，产品发行频次明显加快。截至今年12月初，今年已新发集合理财达41只，为去年全年新发数量的2倍多。其中主要投

资股市的非限定性集合理财在其中占63%。这样的发行速度仍在延续，国信证券5号和长江证券超越理财稳健增利等“无限期和规模限制”产品也陆续增多。

因此，如何在越来越多的集合理财产品中挑选精英，这让投资者更难选择。在记者采访的过程中，券商投资经理们认为过往业绩是投资者仔细甄别的关键。

光大阳光是第一只混合型集合理财产品，自2005年4月底成立以来近四年半时间内，累计收益率315%，收益情况明显好于同期成立的股票型基金泰达荷银风险预算混合型基金和友邦华泰盛世中国基金。

而同样是在2007年一季度密集成立的4只非限定性券商集合理财，自成立以来累计收益率也不尽相同，收益率差距最大的甚至相差40个百分点。

根据对过往业绩的跟踪与券商集合理财投资经理的沟通，也是投资者更好地从投资风格呈现差异的产品中挑出最适合产品的关键。券商集合理财比阳光私募的信息披露更透明，每季度会披露资产管理报告，用以回顾前一季度的投资情况，并对未来一季度的投资有所展望，这也给投资者提供了熟悉相关集合理财产品投资风格的渠道。

### 定向理财：券商资管业务寻求新突破

◎记者 杨晶 ○编辑 金苹苹

在今年有利的市场环境中，重新修整后的券商定向理财业务显露出颇强的“赚钱能力”。面对富裕人群的扩容以及对资产管理提出的新考验，虽多年来几经波折，但定向理财业务仍成为不少券商资产管理业务谋求未来竞争突围的重要突破口。

#### “命运多舛”的高端业务

券商定向理财是由证券公司担任资产管理人的专户理财，接收单一客户委托，依照规定与客户签订合同，根据合同的约定，以客户的名义，为客户进行单独操作。规定要求的最低客户标准为100万元，目前大型券商大多起投资额在千万元以上，部分券商的门槛定在500万元。也因此，这项业务属于券商资产管理业务中的“高端项目”。

事实上，券商资产管理最早是从定向理财开始的。2003年12月证监会颁布《证券公司客户资产管理业务试行办法》，规定经证监会批准，证券公司可以从事定向资产管理业务。作为当时为数不多的投资渠道之一，券商定向理财是证券公司客户资产管理业务体系的重要组成部分，但由于当时券商经营风险凸显的情况还没有得到根本好转，对于该业务开展的相关实施细则政策并未明确，券商此前定向理财业务的开展惹上“违规之嫌”，2004年9月，券商资产管理业务接受个人客户被正式叫停。

直到三年多后，券商定向理财才被“正名”，《证券公司定向资产管理业务实施细则（试行）》于2008年7月起正式开始施行。光大证券、国泰君安证券、申银万国证券、东方证券、广发证券、国信证券等在经历几个月的新旧业务磨合期后，清理完原有的旧账户后正式在新规范下如期开始展业。

几经辗转，券商定向理财错过了激情洋溢的2007年、悲壮凄凉的2008年。2009年的小牛市给券商定向理财的重新恢复提供了有利的市场环境。

申银万国证券资产管理部总经理单蔚良告诉记者，他们今年重点拓展了定向理财业务，截至2009年12月2日，受托管理的5个定向资产管理业务账户业绩增长强劲，其中有3个账户的年化收益率达到了94%，最低收益率也有63%。同时国泰君安证券资产管理部人士也透露，今年定向理财收益与大盘相比不相上下。

但另一方面，由于券商定向理财没有公开披露义务，券商定向理财投资经理的操作交易甚为神秘。据申银万国客户资产管理部的介绍，定向理财业务的投资经理风格十分鲜明。很多投资者曾经是申银万国研究所的研究员，对宏观经济、行业以及上市公司的理解深刻，与上市公司联系密切，重视实地调研。

业内人士也指出，除了比集合理财更为灵活的特点外，仓位限制较少，可以集中投资于某几个股，这更加考验投资人精选个股、交易操作的能力。

#### 尚需突围

在记者采访过程中，同样具备定向理财业务资格的券商在这一业务领域的开拓步伐并不一致。长江证券资产管理部人士透露，公司定向理财业务开展不多，集合理财业务是部门拓展业务的重点。

确实，券商定向理财使用托管模式，管理程序较复杂；而作为托管流程中的重要一员，银行对发展处于初期、资产规模的项目参与意愿并不高。同时对于资产规模较小的项目，券商也陷入“投入太多、不划算”的尴尬。在具备资产管理、经纪、自营、投行等全业务券商，定向理财也需要更完善、有效的防火墙制度。

今年4月胡润发布的2009年财富报告中揭示，全国每1万人中有6人是千万富豪，其中北京、广东、上海三地千万富豪占全国数量的48%。积极看好券商定向理财未来发展前景的人士认为，目前现有的资产管理业务并未满足市场财富管理的需求，但又缺少真正优秀的团队。而率先涉足这一领域的大型券商无疑占领了制高点，未来优秀的投资理财团队也将有望最先从中产生。

申银万国证券单蔚良认为，在经历过去的积累后，券商对资产管理业务越来越重视。在集合理财规模化发展后，未来竞争必将回归至最高端的定向理财业务。虽然这一部分现在尚处于集腋成裘的初级阶段，但在未来三到五年内券商间将逐渐拉开差距。“投资者可以关注那些重视定向理财市场培育，集合理财产品又长期表现稳健优秀的券商，其中必将最先跑出券商资产管理界的黑马。”

#### 前两年扎堆成立的集合理财历史收益分歧明显

名称	类型	成立时间	最新单位净值/元	累计收益率	今年收益率
金理财价值增长	股票型	2007-01-25	1.21	68.1%	79.1%
广发4号	FOF型	2007-02-09	1.47	58.1%	52.8%
紫金3号	混合型	2007-03-06	1.26	53.8%	73.2%
东风2号	FOF型	2008-06-13	1.17	39.8%	42.0%
金理财4号集合计划	混合型	2008-11-21	1.01	36.7%	36.3%
中信证券3号	混合型	2007-04-06	1.01	33.3%	68.0%
华泰紫金鼎—造福桑梓	混合型	2008-10-27	1.33	32.6%	32.1%
中投汇盈核心优选	混合型	2008-09-01	1.01	29.3%	28.6%
海通金中金	FOF型	2008-06-30	1.23	28.7%	26.0%
中金策略	股票型	2007-03-06	0.92	28.6%	49.6%
申万1号	混合型	2008-04-07	1.24	24.1%	37.6%
光大阳光3号	混合型	2008-08-06	1.23	23.4%	22.4%
中金策略2号	股票型	2008-06-08	1.13	12.7%	54.3%
黄山2号	FOF型	2008-12-19	1.05	10.6%	10.5%
南京证券神州1号	FOF型	2008-09-11	0.95	10.3%	19.2%
东方红3号	混合型	2008-03-17	1.06	6.1%	69.6%
君得益优选基金	FOF型	2007-12-12	1.04	4.4%	42.4%
基金宝二期	FOF型	2007-08-27	0.87	-12.9%	46.3%
平安年年红1号	混合型	2008-03-07	0.64	-36.0%	24.7%
上证理财1号	股票型	2007-09-17	0.64	-36.0%	22.4%



#### 历史收益率翻倍的集合理财

名称	类型	成立时间	最新单位净值/元	累计收益率	今年收益率
光大阳光	混合型	2006-04-28	1.88	315.0%	53.9%
广发3号	混合型	2006-01-18	1.70	267.1%	68.4%
中信理财2号	混合型	2006-03-22	1.32	231.9%	64.9%
紫金2号	FOF型	2006-08-07	1.37	176.3%	46.0%
金理财经典组合	FOF型	2006-08-07	1.29	163.9%	76.1%
中金精选	股票型	2006-07-20	0.87	150.2%	42.9%

截止时间:2009年12月11日