

People

一个赵丹阳撤了,更多的“赵丹阳”选择继续奋斗

深圳天马资产管理有限公司董事长康晓阳:

没有最好的市场 只有最好的自己

“指数的顶和底永远是个谜。今天,就我们的投资能力,已找不到既符合我们投资标准又有足够安全边际的投资标的。”

新年伊始,赵丹阳撤了,撤得如此干脆和“悲壮”。

有的人选择离去,多数人还在继续前行。

没有最好的市场,只有最好的自己。

对此,选择离去的赵丹阳们和“身在此山中”的人都在做最好的自己。

其实,无论是选择走,还是选择留,这都表明中国私募基金开始在理性中前行。



■人物简介

康晓阳

现为深圳天马资产管理有限公司董事长,同时任 Ajia-Lighthouse Asset Management 投资总监兼 CEO。曾任君安证券有限责任公司董事副总裁兼投资总监,管理规模过百亿元人民币,今日投资创始人。具有超过 16 年的证券市场投资管理经验。以天马资产投资顾问管理的一支海外离岸对冲基金 China Growth Fund 为例,其投资标的为在全球证券市场上市的中国公司股票及其衍生产品。目前,该基金的规模约为 1.5 亿美元。自 2006 年 1 月 11 日成立,截至 2007 年 10 月 31 日,该基金累计收益率为 200.44%。去年,该基金有两个月单月业绩进入布隆伯格系统排名的全球对冲基金的前十。

康晓阳喜欢读人物传记和经济及管理方面的书籍,如《趋势交易》、《投资者的未来》、《对冲基金风云录》、《炒掉你的分析师》以及《The Man Who Beats the S&P》、《Inside The House of Money》、《How To Make Money Selling Stocks Short》等等。

◎本报记者 殷占武 黄金滔 雷中校

“发起对冲基金是一次铤而走险的疯狂之旅,你能看到基金经理们天天挂着职业的微笑,但内心却一直充满了煎熬。”这是描述海外对冲基金经理的经典句子。

对于中国境内的私募基金经理来说,这种煎熬可能才刚刚开始。

已经过去的 2007 年的超级牛市把一切投资理念都变得模糊不清。持续一年的资本盛宴看起来更像是提前透支了未来的财富,中国的基金经理们开始感到不安和不够踏实,因为市场最终会遵循自己的法则。

2008 年,中国私募基金似乎走到了一个关键节点。

新年伊始,曾因开始私募信托模式而一度在境内引领潮流的赤子之心公司旗下五只信托基金 1 月 2 日宣布主动清盘。赵丹阳在《致投资者的一封信》中显得很坦诚甚至有点悲壮:“指数的顶和底永远是个谜。今天,就我们的投资能力,已找不到既符合我们投资标准又有足够安全边际的投资标的。我们需用一生的时间去完善自我的投资理论体系。”

人们敬畏市场的周期,正所谓一叶知秋。第一个吃蟹者主动清零,黯然退场。刚刚结束了新年假期的中国私募基金经理们打了一个冷颤。

这一举动的标志性在于,在结束了充满魅力的 2007 年之后,2008 也许成了私募基金的一个分水岭。

有的人选择离去,多数人还在继续前行。没有最好的市场,只有最好的自己。对此,选择离去的赵丹阳们和“身在此山中”的人都在做最好的自己。

选择一个“继续留下来战斗”的私募基金经理,作为我们的报道对象,是希望在这个时刻,通过他的故事,说明一个事实:无论是选择走,还是选择留,这都表明中国私募基金开始在理性中前行。

天才也必须坚持投资逻辑

就在赵丹阳清盘事件的同一天,在深圳安联大厦的一间十几平方米的办公室里,深圳天马资产管理有限公司董事长康晓阳久久地凝视着桌前能够显示境内外各地行情的超大屏幕,他的脑海中不时出现这样的疑问:下一个清盘

的会是谁? 中国股市未来的不确定性会导致私募集体清盘吗? 什么样的投资策略能适应未来中国市场的投资边际?

2002 年,康晓阳从美国回国后就开始建立今日投资数据库。目前,今日投资数据库平台拥有 80 余家研究机构 1800 多名分析师,覆盖 99% 的上市公司;拥有超过 90000 多篇研究报告,50 万条分析师盈利及评级数据,并保持每日持续更新;以及自上世纪 90 年代初开始的完整的市场交易数据。

2003 年,公司的境外合伙人刘虹俊离开美林证券,加入康晓阳的团队。他们把华尔街的一些主要模型一一验证后改进为中国的模型。

目前,天马资产选股使用基于“今日投资”数据库的多种数量化选股模型,寻找可持续增长商业模式及合理估值水平的公司。

“我们一直坚持我们的逻辑是最好的,我们的分析是对的。一个轮回下来,最后就知道。比如,都炒垃圾股的时候,你也要求我这么做,那我怎么能做呢? 说资产管理人每一轮你都占优,这是不可能的。泰格伍兹会打高尔夫,他不可能每一次都是最好,最少的杆数。”康晓阳一直在思考,怎样才能把资产管理业务作为其终生的事业成功经营下去,他的结论是,需要一套系统化的工具和固化的流程以及讲“共同语言”的投资团队。

他认为,不遵循公司投资逻辑的分析师即使是天才,也必须有一个结果:炒掉他。

对投资流程模型化乐此不疲

建立投资模型系统的好处是可以帮助扩大视野和避免人为的错误,模型首先可以固化想法,固化后就不带有感情色彩,因而可以帮助克服人性的弱点。

“巴菲特的成功就在于坚持。没有一个系统或模型,你是很难坚持的。”康晓阳说。

据康透露,天马资产与美国一家科技投资公司合作在美国推出一支新的离岸对冲基金,其投资标的为泛中国概念股票,包括如诺基亚这样在中国有投资的股票。“因为合作双方都有自己的选股模型,而走到了一起。”

在康晓阳面积不大的办公室里,记者在黑板上看到,标有 A、B、C、D

字样的股票池下面,对应分门别类地写着约 50-60 只股票。这就是天马资产的基金经理的备选买入股票池。他们只能从这个备选股票池中挑出一些股票,在限定的比例内买入一定数量的股票。

据介绍,上述股票池中的股票是根据其基本面、估值/目标价、流动性/风险等角度分成 A、B、C、D 池。具体来说,是由研究团队提出并由投资决策委员会和投资总监确认而形成的。A、B、C、D 池的单个股票分属不同类型,投资比例分别不得超过 10%、3%、3%和 5%。并且,单个行业在整个组合中不能超过 35%。

天马资产研究部经理常敬告诉记者,整个选股过程,首先是使用基于“今日投资”数据库的多种数量化选股模型,选出大约 300 只股票。然后,再经过研究员及数量化排序模型筛选,剔除“噪音”,组成大约 100 至 150 只股票的关注股票池;然后,研究员对关注股票池中的股票通过各种方式进行详细研究,按照估值/风险等特征向投资决策委员会和投资总监提出进入 A、B、C、D 池之一建议。

在研究员工作区,记者同样看到一块黑板上密密麻麻地写满了基础股票池中的股票简称。据常敬介绍,这个基础股票池是每周调整一次,每次调整通常不超过 20%。

这个选股模型背后的逻辑是“三眼法”,即通过关注基本面、关注认同度和催化剂、关注技术面和市场表现等“三眼”对通过研究之后相对确定的公司进行组合权重优化,以提高投资效率、分散风险。

有些外国同行曾经对康晓阳说,“你这种流程好像是管几百亿的人搞的,你们目前只管这么一点。”对此,康晓阳回答说,“我实际上是把我的投资思想和逻辑变成工具,它可以在一定程度上预知和防范风险。除了选股模型外,我们正在开发监控市场以及监控行业的两套系统。”

康晓阳对投资流程的模型化乐此不疲。事实上,正是这套选股模型帮助天马资产避免了 11 月份市场的大幅调整。“从 8 月份上证指数突破 5000 点开始,通过我们的选股模型选出的股票数量越来越少,最少的时候只有七十几个,而原来是有三百多个。这七十多个,要再挑出来能投的,就越来越少了。模型本身就告诉我们,没有多少股票可以投资了。”

记者在康晓阳房间的那块黑板上写着的备选股票池中,几乎没看到公募基金、券商们看好地产股、券商股的身影。而在最近一轮市场调整中,地产股、券商股普遍调整不小。在央行等部门出台一系列紧缩政策之后,目前市场上对地产股的看法分歧较大。

并不新鲜的生存法则: 永不损失本金

投资大师沃伦·巴菲特有两大基础投资法则:法则一——永远不要赔钱,法则二——永远不要忘了法则一。另一位投资风格迥异的大师乔治·索罗斯也惊人的相似:先生存,再赚钱。

2007 年 10 月 9 日,天马资产管理有限公司董事长康晓阳以《“不损失本金”永远是第一原则》为题给客户写了一封信。

信中写道:“我们认为第四季度市场出现调整的机会较大,如果量化的话,估计可能性是 70%,市场进入高风险区。由于国内目前没有做空机制,我们唯一的选择就是提高现金持有比例。对长期我们依然保持乐观,但在操作策略上,以不亏钱为首要原则。”

当日,上证指数收于 5715.89 点,较年初上涨 113.6%。与众多信托私募基金一样,天马资产旗下的两只信托基金——深国投·天马信托基金和平安·LIGHTHORSE 稳健增长信托基金今年以来的收益率分别为 67.24%和 62.95%,跑输同期的大盘和其它公募基金。

11 月,沪深股市几乎单边下跌,上证综指累计下跌 1082.99 点,深证成指累计下跌 3893.50 点,双双创历史单月下跌点数之最,上证指数大跌 18.19%,公募基金和信托私募基金普遍跌幅一至两成,天马资产旗下的深国投·天马信托基金和平安·LIGHTHORSE 信托基金却表现鹤立鸡群,当月的净值均仅下跌 1.177%和 1.683%。

“作为负责任的资产管理人,我们理解的目标是:首先要明确客户目标是什么? 通过我们多年的观察发现,首先不亏钱才是最重要的。我没见过一个公司因为赚钱少了最后关门的,关门全部因为破产。”

“在单位的时间里做最好的自己,而不是做最好的市场;如果是做最好的市场,我就不是最好的自己了。”康晓阳说。

■人物对话

投资哲学是私募基金的核心竞争力

◎本报记者 殷占武 黄金滔 雷中校

巴菲特让我真正理解投资

上海证券报:哪位投资大师对您影响最大? 他的哪些投资方法比较吸引您?

康晓阳:我不知道什么样的人才能算得上投资大师,在我成长的不同阶段,不同的人对我有着不同的影响。我记得最初吸引我对股票市场产生兴趣并决定投身其中的,是《股市大盗》中的主人翁——迈克尔·米尔肯,他是 20 世纪 80 年代赫赫有名的垃圾债券大王。虽然,他最终因涉嫌内幕交易而入狱,但不能否认的是,他是一个不折不扣的天才交易员,特别是在杠杆收购方面的才能更是无人能及。但真正让我理解投资的还是沃伦·巴菲特,他从经营者角度研究公司的方法使我在 1996 年后的股票投资中获益匪浅。当然,对我影响比较大的还有比尔米勒、索罗斯、欧尼尔、斯蒂文(Steven A. Cohen)以及 Jesse Livermore 等等。

上海证券报:您认为私募基金的核心竞争力是什么?

康晓阳:证券投资没有标准答案,不同的人有不同的风格。我认为最核心还是投资哲学和投资管理流程。使用什么样的投资方法,或者说你认为什么样的股票是好或坏,是你能否得到投资者认同或长期取胜的关键。严明的交易纪律和投资管理流程,则是执行好坏和能否持之以恒的有力保证。与共同基金相比,对冲基金的核心竞争力更体现在其领军人的投资风格和经验上,而共同基金的吸引力则在于他们的产品风格和过往的业绩表现。

两次失败的“抄底”教训

上海证券报:在过往的投资中,一定有些交易经历让您记忆最为深刻,您愿意把您的教训和领悟告诉投资者吗?

康晓阳:我从事股票投资已经有 16 个年头了,其间经历过很多波折,成功的大多淡忘了,记忆最深刻的失败至少有两次。一次是我在君安的时候,大概是 1994 年,当时的投资没有太多的研究,只是一些看图说话和波段操作之类的技巧。之前我们一直做得很棒,我们几乎是在指数最高点抛掉了手中的所有股票。当深圳成指从 240 点跌到 180 点附近的时候,我们分析了各种因素后一致认为这是“抄底”的大好时机,但后来指数跌到了 80 多点。我们在 120 点附近被迫斩仓,损失惨重。第二次是 2000 年我在美国的时候,同样是在纳斯达克 5000 点附近抛掉了股票。记得有一只叫 Coming 的股票,我在 100 美元左右成功卖掉,当 2001 年纳斯达克跌到 2000 点附近时,该股票下跌了 90%。我详细分析了公司的基本面情况,认为其价值至少在 20 美元以上。当股票跌至 10 美元水平的时候,我开始大胆买进。但遗憾的是,其后股价并没有出现我预期的上涨,而是在盘整几个月后又掉头向下,最后跌到了 1 美元,从我买人的价格算起又暴跌了近 90%。

我两次大的失败都与“抄底”有关。理性的投资者认为,股票的价格是其价值决定的,只要买了“便宜”的股票,就可以放心大胆地长期持有。但实际上,市场通常是非理性的。一个价值 20 美元的股票可以上涨到 100 美元,也可以跌到 1 美元。不要以为你手中的股票“便宜”就坚决持有或轻易“抄底”,也许那多半都是你的一厢情愿。成功者和失败者往往都自以为是,就像“江中淹死的都是会水人”一样。长期资本公司(Long Capital)靠他的生存哲学曾一度傲视群雄,但最终也葬身于自己奉为宝典的“真理”。这就是我想与投资者分享的教训或领悟。

看重六条交易规则

上海证券报:您头脑里有些什么交易规则?

康晓阳:宁愿错过机会,也不要买错股票;不要尝试买入最低价或卖出最高价;买入的股票可能会涨,卖出的股票可能会跌;“高买低卖”,卖掉亏的股票,买进赚的股票;买入股票需要 N 个理由,卖出只需要一个;不要尝试与市场作对,市场永远比自己聪明。

上海证券报:在您的“三眼共视”法中,您提到要关注“催化剂”,可以举一个例子吗?

康晓阳:多数投资者比较关注股票的买卖点,在选择好买什么股票以后,什么价格买入其实并不太重要,买多少才是关键。我听过一个笑话:说华尔街有位投资者股票赚了 10 倍,结果跳楼自杀了,因为他只买了 100 股。我们的投资逻辑是,基本面只是决定可以买什么,但买多少必须要看另外两只眼,“催化剂”就是决定买入数量的一个重要因素。比如,中兴通讯从长期看,是一家非常有增长潜力和竞争力的公司,但由于过去一年中国 3G 牌照推迟,导致其国内业务短期受挫,股票缺乏“催化剂”。

上海证券报:您在资产管理业务方面的目标是什么?

康晓阳:我的目标是,希望我的团队,有朝一日,能在全球对冲基金队伍中占有一席之地。我梦想着有一天,当世界上有钱人(无论属于哪一个国家)在挑选他们心目中最优秀的基金管理人时,有一群华人能进入他们的视野。