

买入中国

称雄全球的中国对冲基金经理投资之道



张承良 著
陈宜飏

 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

买入中国：称雄全球的中国对冲基金经理投资之道 / 张承良，陈宜颺著. ——北京：中国人民大学出版社，2011.8

ISBN 978-7-300-14022-3

I. ①买… II. ①张… ②陈… III. ①对冲基金—金融投资本 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字 (2011) 第138940号



买入中国：称雄全球的中国对冲基金经理投资之道

张承良 陈宜颺 著

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街31号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)	010-62511398	(质管部)
	010-82501766 (邮购部)	010-62514148	(门市部)
	010-62515195 (发行公司)	010-62515275	(盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京华联印刷有限公司		
规 格	170mm × 210mm 16开本	版 次	2011年9月第1版
印 张	16.5	印 次	2011年9月第1次印刷
字 数	150 000	定 价	48.00元

支持环保 本书采用环保油墨印刷

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

打开天窗
说亮话

财智

WEALTH


文化
天窗

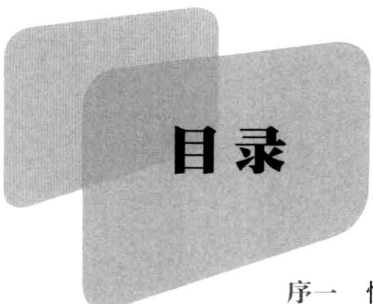
买入中国

称雄全球的中国对冲基金经理投资之道

张承良 陈宜飏 著

中国人民大学出版社

· 北京 ·



目录

序一 性格即命运 胡野碧	p. 6
序二 见证中国金融变革 谭岳衡	p. 11
自序 张承良	p. 13

第一章 “土洋结合”的对冲基金经理

1.1 农村里走出来的基金经理	p. 20
1.2 私募投资 磨剑十年	p. 27
1.3 从技术派到价值派	p. 32

第二章 冠军基金的成长之路

2.1 生不逢时的睿智华海基金	p. 40
2.2 逆市重仓，打赢股市攻坚战	p. 49
2.3 称冠全球华人对冲基金	p. 67

第三章 巴索结合，行走天下

3.1 从哲学话投资	p. 82
3.2 巴菲特的启示与局限	p. 90
3.3 索罗斯的投机王道	p. 97
3.4 揭秘五大选股指标	p. 102
3.5 如何寻找催化剂	p. 120

第四章 巴索法则实战演练

- 4.1 揭秘选股路线图p. 132
- 4.2 巴索结合的完美示范p. 135
- 4.3 强者也有失手时p. 166
- 4.4 巧用期权，对冲投资风险p. 169
- 4.5 以良好心理素质应战p. 183

第五章 下一个投资亮点在哪里

- 5.1 俯瞰全球经济格局p. 188
- 5.2 谁将称霸新兴市场？p. 200
- 5.3 能否大胆买入中国？p. 204
- 5.4 中国投资者海内外投资策略p. 215

第六章 揭开对冲基金的神秘面纱

- 6.1 神秘的对冲基金大家族p. 226
- 6.2 私募对冲基金VS公募基金p. 232
- 6.3 一个对冲基金经理的一天p. 240
- 6.4 想入行，你准备好了吗？p. 245
- 6.5 内地派对冲基金人才崛起p. 256

序一

性格即命运

胡野碧

睿智金融集团有限公司主席

作为最早涉足股市的中国人之一，纵横股坛超过20年，好歹也是江湖上成名的人物，但凭眼光选股投资，至今我仍处于几乎“股盲”的水平。

这话说出来，必定令大家觉得匪夷所思，属天大的笑话。

遗憾的是，这不是笑话。在我的职业投资生涯中，多次拍脑袋决策而亏损几千万或少赚几个亿，即使对半职业从事脱口秀搞笑的我来说，也笑不出来。

人生买的第一只股票，是20世纪80年代末，我刚做股票分析员的时候，结果这只股票颗粒无收。当时初入行，对股市一知半解，我的股票分析基本就是拼凑抄袭他人的研究报告，盈利预测则是把他人的预测进行加权平均，我给客户的投资建议不是客户常见的买，或者卖，而是走着瞧，或者你自己看着办。这第一只股票是因为我开会时听到老板谈起，就赶紧溜出来投入了几万元港币，等着第一次的好运(Beginner's Luck)。结果股价上下波动了半个月，公司就停牌了，折腾几年后，公司竟然被摘牌了。其实摘牌时，我是可以拿着股票去换回几千元现金的，但我选择了拒绝，我宁愿保留这些变成废纸的股票，作为我一生炒股的警示。

可惜的是，这些至今还保存在我家中的警示股票在人性贪婪、恐惧、急功近利、投机取巧、心存侥幸的特点之下，并未能阻止我继续在股市中犯错，并且屡屡重复地犯错……

2000年初，高科技泡沫席卷全球，狂热浮躁的浪潮中，能冷眼旁观、坐怀不乱的人不多。我跟风投入25万美元买入一只纳斯达克的股票，结果可想而知，2010年埋单离场，拿回不足200美元。

2001年，高科技泡沫破灭，轰动一时的香港电讯盈科(8.HK)从高峰期的28港元跌到4港元，跌幅如此之大，我感觉抄底的时机到了。当时没有认真去研究公司和行业前景，但我坚信一点：电讯盈科主席、富二代李泽楷为了自己及整个首富家族的声誉，一定会让公司东山再起，再造辉煌。于是我脑袋一拍，投入800万港元，从4港元一直买到2港元，买到后来见其“跌跌不休”而不敢再买。结果几年后这只股票被5股合并成1股，合并之后至今的股价尚不到4港元，换算起来，我投入的800万港元目前市值不足200万港元。

2002年，我以专家身份在凤凰卫视担任财经评论员，某天一散户以崇拜的心情和我聊股票，其间聊到中移动(941.HK)，我随口说了句联通(762.HK)更便宜。没料到，在这个散户眼中，我的话就是金科玉律、发财宝典，他一转身就投入几十万买入联通。随后联通一直下跌，几十万港币在我眼中不算什么，但他可是大半生积蓄啊。从此我一见到他，就无比地尴尬、自责和后悔。尽管他嘴上不说什么，但我能强烈感觉到他那发自心底的哀怨、忧愁以及对我所谓财经专家身份的彻底鄙视。后来我想万方法帮他在别的场合赚回了几十万，才了结了我心中那份歉疚和难堪。但此后任何人和我聊股票，我都支吾以对，顾左右而言他。

2009年，金融海啸后的股市出现报复性反弹，我持有的一只股票从0.60港元升到1.20港元，涨幅一倍，我觉得挺满意，全数抛出2 000万股。但随后这股票一直高歌猛进，最高涨到近10元港币……

梦幻般的输钱记录，真金白银的血淋淋的教训，远非股市交学费那么轻松，也更非运气不佳那么简单。重复连串的投资失利，其实源自性格中的弱点，昭示了结局的必然。

我理工科出身，不喜欢钻研、深入、严谨、苦读、刨根问底、广泛论证。我擅长捕捉机会、见风使舵、投机取巧、不劳而获。命运阴差阳错却又恰到好处地让我进入金融行业，没有让我成为一名工程师或研究员，由此极大地改变和成就了我的人生，但性格中的惰性和赌性又注定了我在股市里必然会有挫败。

我从不是一个完美主义者，但却是一个彻头彻尾的机会主义者。我平常讲得最多的几个字是“无所谓”，我发出的最多决策指令是“Let's take the chance”（让我们赌一把）。

遗憾的是，在股市里，让你轻松赚钱的机会并不多。一分耕耘，一分收获。草率投资、心存侥幸的结果往往都是一念之差，一失足成千古恨。

张承良博士和我好几次一同接受媒体采访，每次张博士都会赞美我给予他充分的自由度，从不给他压力，从不干涉他的投资决策。其实我真正的优点是能够意识到自己的弱点，然后让张博士充分发挥自己的优点。

张博士的体内流淌着一名优秀基金经理的血液，多年来他都能在股市坚守原则，宁缺不滥、脚踏实地、刻苦钻研、心无旁骛、独立决断。

张博士是公司全体同事公认的最随和的工作伙伴，这不仅体现在他和同事间的融洽关系上，每年年终分奖金时，他总是坚持少拿一些，我却要屡屡说服他多拿一些——金钱是人品最好的试金石。但他的为人随和与他对投资的原则坚守形成了强烈的反差，本书用大量篇幅介绍了他的投资哲学、投资准则以及他投资决策前一定要做足的几项工夫，缺一不可。很多时候，即使我们公司内部聊到股市上的一些传闻、秘闻和投资机会，他也不为所动，一定要自己做足详尽的调研才决定行动方案。

张博士是我们公司最勤奋的员工，毫无例外每天都是他最后离开公司。我们公司的理念是：“不忙、赚大钱、开心”。从第一点来看，他就违背了我们的理念。但实情是他真是太喜欢、太热爱和太享受股票研究和投资了。不像我们这些做投资银行的，各自都有五花八门、五光十色的兴趣爱好，股票投资既是张博士的工作，更是他的兴趣和酷爱，他穷其一生精力流连其中、乐此不疲。

张博士是我们这群人中赌性最少的专业人士。他不轻率、不拍脑袋、不相信有天上掉下的馅饼，他相信成功的投资必定建立在对经济大势、行业、公司业务、管理层能力等因素的充分研究和透彻了解之上。作为一家以内地专才为主力的投资银行，我们的企业文化具有强烈的内地风格：上班看报纸、玩计算机游戏、中午睡午觉、下午在公司里打牌，司空见惯。经常打牌缺人时，张博士都会被我们强拉上牌桌，但牌友从他那抓牌时发抖的手就能感觉到他不享受赌、更不擅长赌，结果他成为输牌最多、钻桌子也最多的人，这使他本来就不太挺直的后背更加前俯，外形上更加缺乏明星基金经理的风范。

但外形上明星味的欠缺并不妨碍他的睿智华海基金年年都成为基金中之明

星。基金每年都大幅跑赢大市，2009 年的整体表现在所有中国对冲基金中排名第一，投资组合中的多只股票都升幅数倍——这绝非运气、机会使然，而是性格造就，是张博士长期钻研、琢磨、苦读和修炼后综合实力的体现——因为股票投资是他一生专注的心头之爱。

说到专注，我想起1994 年的某天。当天我约了下午两点和他见面，结果到他办公室之后，等到三点他都没回来，原来他外出开会，专注于了解客户情况而完全把和我见面的事给忘了。这个会本来应该是我和他的第一次见面，但他根本没有出现，这在我的职业生涯中是第一次也是唯一一次。等到我们再接触真正第一次见面时，已经是十年之后的2004 年，他以合伙人的身份加盟我创立不久的公司。然后我们一起创业、打拼、奋斗、折腾、同进退、共患难，成为互相鼓励、互相支持的最好的合作伙伴。此刻，趁他第一本专著隆重上市的时候，我重提17年前的一件旧事，让他终于发现，原来他心目中形象高大的伯乐，其实是一个对多年前的一件小事还念念不忘、耿耿于怀的小人。

序二

见证中国金融变革

谭岳衡

交银国际首席执行官

当今，介绍股票投资的书籍不少，但真正能让人静下心来花点时间去读的并不多。张承良博士与陈宜飏合著的《买入中国——称雄全球的中国对冲基金经理投资之道》一书却是个例外。尽管业务繁忙，我还是抽空读完了此书。

简单地说，我认为此书在内地的推出正当其时。

长期以来，中国的资本市场与外界相隔，形成了自己特有的一套投资策略。不论是“赌场论”也好，“政策市”也罢，都从某种程度上反映出中国市场的这种特点。

但是我们要看到，中国资本市场的内外隔阂正在被打破，中国市场正朝着更为国际化的方向迈进：一方面，中国经济的壮大，客观上使得中国的资金需要往外走，寻找更多的投资良机；另一方面，随着境外投资者对于中国了解的加深，特别是金融海啸之后中国投资机会的盛行，令更多海外资金有一睹中国市场风采的愿望，而中国内地与香港两地监管当局也正朝这方面努力，以给境外投资者提供更为国际化的投资平台。

从20多年前亲自参与组建内地证券公司，到现在于香港经营中国自己

的国际投行，笔者亲身见证了并继续见证着上述的资本市场剧变，这种变化在金融海啸之后变得尤为明显。特别是随着中国财富力量的增长，有越来越多拥有内地背景的资产管理公司如雨后春笋般在香港成立。对于内地投资者来说，这种剧变意味着什么？我们应该如何应对中国市场的这种深刻变革所带来的挑战？这其实是值得每个投资者思考的问题。

从外来挑战来看，我认为近年来至少可以看到两种极端倾向：一种认为海外机构投资者的操作风格不适合中国市场，外来者将惨败而归；另一种则认为囤集于香港的海外对冲基金力量将会随时冲垮防线，在A股市场上兴起风浪——去年，当索罗斯低调地把他的办公室设于香港金融中心二期的时候，一些内地媒体的反应充分体现了这种莫名的担忧。

实情究竟如何？对冲基金到底是一种什么样的力量？我相信，本书的作者为大家提供了不错的资料和线索。书中所展示的海外对冲基金的投资理念与运用情况——不仅有大量成功案例，而且不乏令作者心痛的惨败教训——有助于内地投资者更进一步了解对冲基金的运作风格。鉴于对冲基金长期以来的神秘感，张博士的此举相信也有助于降低内地投资者对海外对冲基金的无名担忧。

最后，在中国资本市场国际化的过程中，投资者应该如何相应地调整自己的投资理念？张博士的“价值投资”与“催化剂投机”相结合的策略是否适合所有人的口味，本人不敢下断语，但是至少，它提供了一个良好的启发思考的机会。

不管怎么说，张博士靠着这种方法渡过了金融海啸，而且让中国对冲基金的名字首次挤入全球对冲基金排行榜的前列，作为张博士的同道中人，我为张博士的成功感到高兴，也希望日后有更多这样的中国对冲基金涌现。

我相信，这一天很快会到来！

自序

张承良

此书是基于我在金融投资界摸爬滚打近20年，对股票投资真谛的领悟尝试。1989年至1993年，我从内地赴英国诺丁汉大学攻读经济学博士学位，期间曾在伦敦一家公司兼职做证券分析，于1993年来到香港后，我分别在两家公司做直接投资(private equity)达十年之久，期间亦曾兼职为这两家公司的股票投资操盘，2004年“公转私”“下海”，以合伙人身份加盟香港金融界著名人士胡野碧先生的公司，从事股票二级市场投资的资产管理至今，期间于2007年10月1日牵头成立睿智华海基金并担任基金经理。

如果说别人是十年磨一剑，我这15年或20年磨一剑是有点慢，但我相信这应该是一把锋利之剑，希望也是最锋利的剑之一。这本书主要介绍睿智华海基金的投资哲学，包括选股标准、投资案例，以及构建30%目标回报率的投资要素与比例，而睿智华海基金正是应用此投资模式取得了卓越的战绩。

从睿智华海基金成立之日至2011年4月30日的三年加七个月，其每股净资产值从1美元升值为2.270 31美元，总的净回报率为127%(折合年度化净回报率25.7%)，比起有关的参照指数，跑赢幅度以总的回报率计算达到148%以上(以年度化回报率计算达到32%以上)，因为同期MSCI中国指数总的回报

率为-21.73%，折合年度化净回报率-6.62%；H股指数总的回报率为-22.38%，折合年度化净回报率-6.84%；上证综合指数总的回报率为-47.56%，折合年度化净回报率-16.50%。

期间每一个年份，睿智华海基金均跑赢MSCI 中国指数。最辉煌的单一年份是2009年，基金以177.5%的年度回报率在海外的中国对冲基金中排名第一；彭博社于2009年12月28日显示睿智华海基金的一年回报率(涵盖从2008年11月至2009年11月的12个月)高达237.2%，在全球2333只对冲基金中排名第二。这是中国人管理的海外中国对冲基金所取得的最好名次或属于最好名次之列。与海外的中国对冲基金同行(从2007年9月30日至2011年1月31日在彭博社均有净资产值数据可查的同行)比较，睿智华海基金获得的年度化净回报率27.0%也是位居第一(见表2.4)。

老实说，最初成立睿智华海基金的时候，虽然我有信心取得超越大市的回报，但我做梦也没想到会获得这么好的业绩和名次，超越的幅度会这么大。作为有多年经验的金融界人士，我和很多同行知道，短期大幅度跑赢大盘指数可能包含一定的运气因素，但随着时间的拉长，即使不能排除运气因素，其占的比重也应越来越小，而掌握内在规律的“硬实力”或必然因素应该起主要或关键的作用。

这三年零七个月(香港股市经历了2007年的大牛市尾声、2008年“百年一遇”的金融海啸引发的大熊市、2009年的大反弹或小牛市及2010年的牛皮或整固市，市场走势很复杂)的检验是短是长，也许是见仁见智的问题，但睿智投资模式的孕育基础，确实是我过去十多年的金融工作经历对投资的悟道，以及研读世界上多位投资大师理念的启发。

睿智华海基金的审计师一直是世界知名的安永会计师事务所，而且基金从一开始就打破了对冲基金不成文的神秘“行规”，坚持每个月的月度报告都向投资者披露首三大持股的具体名单。不仅如此，我若能抽出时间，还经常接受媒体采访，披露我的投资哲学和对股市及个股的看法。月度报告和更多资料(包括睿智华海基金的投资哲学以及一些常用的估值Excel表)可以到基金网站<http://vfcof.vfg.hk> 下载和参考。

有记者曾问：“睿智华海基金为什么自愿提高透明度，成为对冲基金的‘异类’？”我这样做有两个原因：一是回馈社会和分享理念。我出生于一个农民家庭，若没有社会的支持(如助学金和奖学金)，单靠父母，我读不起大学，更谈不上出国留学。所以我常怀着感恩之心，除了做一些慈善捐款之外(包括我本人从此书中所获的稿费，将全部捐献给我家乡湖北省老河口市秦集镇的母校秦集小学)，还想用其他方式回馈社会。

在我看来，投资规律若被更多的投资者掌握，有利于缩小社会的贫富差距。若我可以做到的话，我将视之为一件很有功德的事。关于分享，睿智华海基金还有一个对冲基金界少见，而对投资者更加有利的独特做法：在收取20%业绩费之前设有8%的“门槛收益率”，即基金年回报率若达不到8%，则对投资者不收业绩费，对年回报率超过8%的超额部分才按20%收取业绩费，同时还要满足超过历史上最高的每股净资产值的所谓高水位条件。

二是集团的“睿智金融，快乐人生”理念。我非常认同集团的文化。“快乐”可通过增加内在动力和减少外来压力来实现。如何增加内在动力？比如做自己本身有强烈兴趣并最好是自己强项的事，这样会感觉时间过得飞快，说明自己乐