

钱经

MONEY TALKS

2010.02

RMB15元

总第六十八期

ISSN 1672-8092



9 771672 809048

理财学院

P136 菲特理财记(1):公积金买房

中国投资理财第一刊

· 邮发代号:52-295 · 国内统一刊号: CN61-1428/F · 国际标准刊号: ISSN1672-8092

房价圈套

P38

价格三部曲

房子不只是房子。

土地为房产奠定了基础价值,再经由居住、租赁、保值、成就感和投资客等多道繁复工艺“加工”后推向市场,形成今天的价格。

地产金融化

中国和日本像或不像? 地方政府“招拍挂”变与不变? 一季度加息预期是否成真……

重点是一线城市房价像5500点的股市,不知多久后到6000点。



26 哪款私募适合你

特别策划 SPECIAL ATTENTION



钱星 MONEY STAR

孙红雷:硬汉理财 纪律第一

P34

投资 INVEST

中国式投资十年经验谈 P68

你会受益于融资融券吗? P75

聚焦 FOCUS

寻找中国常青基金

P64

规划 PLAN

过年回家共商理财 P93

如何领异地养老金 P108

生活 LIFE

君子不曾远离庖厨 P124

我们的收益与波动无关

专访CUBE CAPITAL亚洲区董事总经理Thomas Holland

文/本刊记者 王雪吟 摄影/NICK MAK (香港)

Thomas Holland

- 美国人，毕业于康奈尔大学。
- 乔博资本 (CUBE CAPITAL) 在亚洲的董事总经理，还是明星基金Q Bridge 基金的投资组合经理。14年的金融业从业生涯中，有12年是在亚洲，其中包括日本、新加坡和香港。
- Tom一直是个“另类投资”人：在加入乔博之前，他在Income Partner (一家专注于固定收益类投资的对冲基金) 工作，负责管理高收益债券投资组合，以及为印尼和中国的公司构建夹层融资；再之前，他担任过一家亚洲固定收益交易平台asiabondportal的首席运营官。

在 乔博资本的资料中有一句话令人印象深刻：这是一家全球性的另类投资管理咨询公司，旨在以承担有限风险和有限市场相关度的前提下，提供富有吸引力的回报率。这家管理资产超过10亿美元的公

司由四位合伙人创立，目前在伦敦、香港、莫斯科、基辅、北京和上海设有分公司或办事处。Thomas Holland是香港的“头儿”，同事们都愉快的叫他Tom。

“另类投资”这个词，初见是在“美林和凯捷”每年一份的《全球财富报告》中，“从2006年开始，全球高净值人士加大了他们在‘另类投资’方面的投资比例”。Tom从事的就是这种越来越被青睐的投资方式。

给他打的电话接通时，嘈杂的环境中飞速划过一个焦急的美国口音：“抱歉，

我在机场，去蒙古，然后我会去首尔，一周后才能回香港，你介意我们修改一下日程吗……”

Tom在亚洲待了12年，听得懂新加坡英语、日本英语、香港英语和Chinglish，熟悉东方社交文化，又有丰富的投资经验。事实上，很多欧美公司看到了亚洲市场蕴藏的巨大机会，他们对市场的深入程度甚至超过部分当地人。不久前我认识的另一个投资人表示，他致力于在公司和朝鲜政府之间架起一座有效沟通的桥梁，因为当地的市场尤其是基础设施建设方面，实在是太多机会了。与成熟市场相比，除日本外的亚洲市场攀高的各项经济指标外，还在细分市场上创造出大量的投资性获利机会。乔博资本主要有三个方面的业务：多元经理人对冲基金、单一策略

对冲基金 (亚洲) 和房地产投资，其中房地产投资是在内地的主要业务方向，而投资于亚洲的房地产基金也在短时期内获得了超越环球基金数倍的收益率。(见下表)

Tom说，乔博奉行的有两大投资理念：在市场失调中积极寻找投资机会，并避免过度拥挤的投资；透过现代投资组合管理，强调回报最大化和风险最小化。

所谓“市场失调”，是相对于市场具有自我调节功能而言的，这样的“失调”长期存在，而且每隔几年就会出现一次大规模的“病症”，如经济萧条周期 (2003年的阿根廷市场，2005年卡特里娜飓风后的再保险市场，2008年的信贷危机)。乔博的合伙人和管理团队对此有丰富的经验帮助他们在更大范围中寻求这样的机会。

和大多数投资管理一样，Tom也极其推崇投资组合管理，他认为平均来讲，相比任何组合中的单一投资，一个包含不同种类投资的组合的回报更高而风险更低。他在建立投资组合时，会选择将彼此之间的回报率呈负相关 (或低正相关) 的证券或是投资项目相结合，这是一种最大化分散风险的办法。至于回报率，Tom说，要具体问题具体分析才行，直接投资或是不良资产处置，不像二级市场交易的股票或是基金，总有一定的规律可循。

多元经理基金

全球
亚洲

- 乔博全球多策略基金 (CGMS)
- 乔博保守型多策略基金 (CCMS)*
- 乔博亚洲多策略基金 (CAMS)
- 乔博特殊机会基金 (CSO)
- 成立于2003年资产管理额：8.5亿美元
- 自成立起，在6%的波幅下实现了11%的年回报率

单一策略基金

全球
亚洲

- 大中华区不良资产及信贷投资：QBridge
- 亚洲房地产证券：CARE
- 全球机会：CGO*基金
- 资产管理额：2.2亿美元
- QBridge自2006年起在3%的波幅下实现了12%的年回报率
- CARE自2008年9月起至今实现35%回报率

房地产投资

全球

- 直接投资及顾问服务
 - 新项目开发
 - 不良资产投资
- 成立于2003年
- 项目管理额：2.5亿美元
- 3-4年的投资期
 - 期内寻求20%-30%的回报率



Q&A

1 这是一常规问题：我们相信投资行为都基于对经济的理解和由此产生的市场机会的把握，您觉得如何理性把握投资机会？

☛ 我相信，绝大部分投资者拥有市场分析能力，一些人甚至有获取更准确信息的途径。但重要的是找到应付市场情绪反复的方法，远离时而贪婪时而胆怯的特性。

2 CUBE的资料显示，你们似乎更注重可实现的回报而不是追求高收益率？

☛ 我们通过控制风险对投资机会进行评估——对我们而言，一项投资潜在收益率是30%、风险是0；而另一项投资收益与风险均为100%，则前者更具有吸引力（假设两个方案的可行性相同）。作为专业投资者，我们的工作是实现价值的增加、识别特殊的机会，寻求无关乎市场波动（只有少数月份下跌）的确定性回报。

3 对于资产管理这个行业在中国刚刚兴起，能否谈谈这个行业发展的动因是什么？在新兴市场与成熟市场投资者是否有所差别？不同的市场有哪些不同的侧重点？成熟市场投资者的投资偏好是什么？

☛ 要从我们的客户讲起。乔博的主要客户包括欧洲最富有的家族之一以及一些投资机构及个人客户，特别是对于这些富有的家族客户，从2003年乔博成立，他们一直是我们的忠实客户。

我想先谈谈为什么西方富有人士与投资顾问合作，出于几方面的需求：

1. 管理资金需要时间和专业技能；
2. 多数人不会整天花时间关注他们的投资组合并从中感到快乐，尤其是“下跌”或是“少赚了钱”的时候；
3. 富有人士通常拥有成功的事业，不愿从其主要从事的工作中分心；
4. 多数人不具备针对不同投资行业和资产类别的专业知识。

以下是我们拿到的一个调查结果，显示了“投资”是很难从感受上让人觉得快乐的。所以，投资顾问其实是一份“分担不快乐”的职业。

你可以看到，我们按照资产的不同类型进行比例配置，而中国大多数投资者目前尚未有这样的概念，这个观念的培养需要一个过程，也需要有合格的专业顾问。

再回到你关于新兴市场的问题中来。是的，新兴市场与成熟市场投资者有很大的不同。这可以通过市场中不同的投资机会来解释。在一个萎缩的市场，如日本，投资者就更加注重资本的保值；而在中国，经济增长接近达到10%的情况下，投资者较为激进，更倾向于追求高成长性的机会。而且，不同市场环境下，是否具备相应风险管理手段与产品也会对基金经理的投资策略产生很大影响。中国直到最近才引进了股指期货，而这之前在中国是不可能有任何手段来对冲系统性风险。



以下是一个乔博作为财富顾问，向富有客户提供资产配置建议的案例：

	配置	资产类别	波动率	夏普比率
• 现金	5%	4%	0	
• 核心投资	60%	10%	5%	1.20
• 长期投资	25%	15%	10%	1.10
• 机会型投资	10%	25%	20%	1.05
• 全部投资组合	100%	12.45%	5.17%	1.63

CHART 2 流动性图表

• 流动性(左轴) • 累计值(右轴)

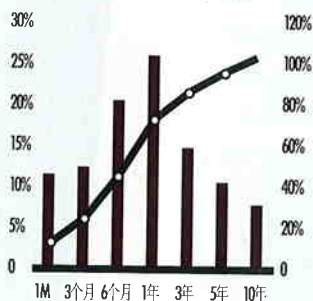
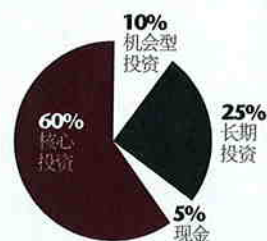


CHART 3 资产配置



4 与同类产品比，CUBE旗下的基金表现

如何？你们的竞争者都是哪些机构？

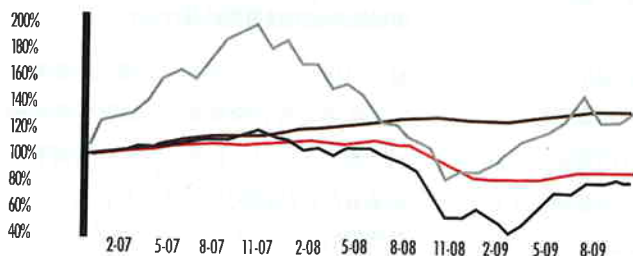
我们旗下专门投资于中国的Q Bridge基金，自2006年12月成立以来表现与上证指数一致，但波动小很多（在3%以内，目前为止它只有一个月下跌），年回报率是12%。此外，它的表现优于Asia distressed index（亚洲不良指数）和其他亚洲特殊情况基金。它着眼于大中华区的特殊情况投资：不良贷款、资产抵押贷款和其他信用贷款机会。

我们的对手包括大量海外对冲基金和一些国内信托基金。

乔博进入中国市场目前已经有四年的时间，累计投资金额将近20亿人民币。2008年与2009年连续两年我们基金被亚洲一些权威的基金机构和媒体评选为亚洲、大中华区最佳年度基金，这是基金行业对我们稳定业绩及表现的肯定。

CHART 1 Q Bridge基金指数与（上证指数等）主要指数对比

• Qbridge • MSCI Asia • Eureka Asia Distressed • SHCOMP



5 CUBE的核心基金获利原理是怎样的，您能否从如何选择投资标的、建立投资策略开始讲起？或者说，如果您推荐的话，您会如何向投资者介绍您的基金的优势所在？

我们在市场存在供需失衡的情况下，寻找投资机会，并且，该行业存在很高的进入门槛；该行业具有专业知识及经验的人士存在资本需求。在这之后，我们会花大约一年的时间建立一种排他性的伙伴关系（寻求共同利益并培养关系），并建立合适的风险管理框架，同时进行战略测试。这就是2005年Q Bridge基金投资于中国的不良资产处置业务的策略。当时，来源于银行及资产管理公司系统的不良资产需要被清理，以便改善信贷结构和资本配置（这对于维持目前的经济增长速率而言是必须的），市场有很多这样的机会，而并没有很多的专家或专业人士知道如何去处理这种形势。

基于这个行业较高的进入门槛及复杂性，以及上述所提及的因素，这就创造了一个市场机会——能够提供长期持续的较高的回报率（如之前所述，这只基金可以保持与上证指数一致，但波动更小）。

而在2007年年底针对房地产行业的信贷收紧政策开始实施后，乔博形成新的投资策略，开始从事房地产抵押贷款业务，针对一些优质的项目在建设阶段短期内急需资金的情况提供短期贷款。在之后一年多的时间里，乔博先后向六家有实力的房地产企业提供贷款，平均投资周期为7个月，年化回报率为25%-40%。

再举一个例子，进入2008年10月伴随全球性非理智地抛售，伦敦的对冲基金正被其主要的交易机构清仓，乔博以远低于市场平均的价格买到了一个很大的投资组合。其中，以均价34分港币（1港元账面值）购买了中国地产公司发行的2012年到期的债券很大储备（53%的到期收益率，29%的近期收益率），以均价53.5分港币系统性地逐渐卖掉了一部分的储备，在6个月的期限内实现了64%的回报。

对于每个投资策略而言，我们都有着严格的评估、投资执行和风险控制过程。

6 CUBE的主要业务包括房地产及不良资产处置等。在我印象里，他们都属于“危险系数”很高的投资标的，您是如何控制风险的？例如我看到的关于乔博的报道——投资于大中华区的Q Bridge的现金回流“大多数情况下都是通过协商解决”，这样是否为投资增加了不确定性？

▲ 上述我们已就不良贷款进行了一些解释，过往业绩显示出我们可以为投资者提供与市场表现不相关超额风险调节回报。我想特别指出的是波动性对投资者（特别是不怎么活跃的投资人来说，他们喜欢把时间花费在他们更擅长的，像运营自己的业务或喜欢的事物上的，如与家人在一起）是非常重要的。因为在生活中总有时候令你不得不出售持有的金融产品（例如遇到了紧急医疗情况）。

我们着力于非常多样化的投资组合并以此最小化投资中的特定风险。在房地产方面，除对开发商严格的背景核查，土地所有权法律尽职调查，投资目标管理等外，我们关注建立与开发商利益一致的机制以及投资收益。对于房地产贷款业务，我们建立起了广泛的风险控制机制：通过地方银行进行第一置产权抵押登记、控制银行账户、全职会计师现场监督、鼓励开发商达至目标的激励机制、重大超额抵押，除此之外还有严格的法律审查程序。

7 您的基金与普通投资者理解的共同基金和对冲基金有很大不同，能否简单介绍你们的运作模式如何帮助投资者获得收益？有很高比例的管理费用吗？投资者必须投资很长期限吗？如何分红？如何退出资金？

▲ Q Bridge基金利用结构性和周期性的市场失调机会，投资于大中华区不良资产、信贷、特殊情形投资机会，以期获得超额风险调整回报率：

我管理的Q Bridge基金是一种一年期流动基金。因为资金必须与资产相匹配（例如，对于投资周期为1年的基金而言，无法从事股权投资），投资红利将被再投资，直到投资者申请赎回，届时，投资者可以拿回本金及红利。我们正在中国筹备一只专门投向不动产的人民币基金。对于这只人民币基金，除去我们目前所作的资产抵押贷款业务外，还将要关注更多的股权投资机会，包括参与开发新项目及收购单个房地产不良资产，这个模式与我们的团队在全球其他地区的房地产投资模式相同。

对于我们的收费模式，与其他基金基本相同，2%/20%，即2%的管理费，20%的业绩分红（在基金获利情况下，80%归有限合伙人，20%作为基金经理的业绩报酬）。但是对于我们在中国的人民币基金，我们考虑给投资者更为优越的报酬条款，如可能会给投资者一定比例的优先回报。我们人民币基金的投资周期为3年；鉴于我们每个项目的投资周期预计不超过两年，我们可能会给投资者选择权，在基金期满前项目提前退出时，允许投资者可以选择退出。

	不良资产	资产抵押贷款	信贷/特殊情形	现金
• 介绍	中国不良资产组合 单一资产 重组	主要针对房地产行业 的抵押贷款	被迫抛售的可转债/债券/债权 从资产重组中以低于净资产 价格获得的流动性强的实物 资产	
• 内部收益率	~15%	>20% (目前投资组合 的回报率高达26%)	>20% (目前投资组合的回报率 达 31%)	
• 投资周期	12-24个月	6-12个月	< 1年	
• 资产配置	56%	6%	10%	28%
• 投资指标	两年内清收回初始 投资额的160%	第一抵押物抵押率 < 50% 内部收益率 > 20%	债券收益率 > 20%; 可转债收益率 > 债券; 特殊情形投资收益率 > 25%	

8 您如何看待中国的房地产市场？您对于下一年及长期市场的预测？如果中国房地产市场出现下跌，贵基金将如何应对？

▲ 我确实认为中国的房地产市场有点过头——我认为这与巨大财富的创造、廉价资本、货币供应量增长、富有的阶层收入的增加和有限的投资机会（相对封闭的经济和不多的信贷产品）息息相关。但是，我认为二三线城市的房地产定价是合理的。市场有时走高有时则走低。2009年市场被贪婪所驱动，而2008则被恐惧所驱动。

在2010年，我预料一线城市房地产价格将有所下降。但作为专业投资者我们并不着眼于市场系数而是在找寻房地产业错位定价时机（例如不良贷款或特殊形式投资），或将自身定位于资本结构中有担保的特定部分，并以此创造零风险和高利润（如通过资产抵押贷款）。考虑到目前所见情况，我们现阶段愿意与开发商在二三线城市共同投资新建项目。总之，在一个下行的市场中，我们无须做出反应，因为我们定位自己的方式并不依赖于市场的整体表现。○