

格顿 2016 年度报告

尊敬的合伙人

您好！

首先感谢您对格顿的信任与支持，做为一个创业阶段的草根私募格顿这一路走来磕磕碰碰颇多坎坷：格顿 1 期从 2014 年 1 月 20 日开始运作到 2015 年 9 月到 10 月间就进入清算流程但直到 2016 年 3 月 15 日才完成全部清算（由于有一些停牌的股票与债券清算过程比较漫长、最终清算净值 1.5712984）。格顿 1 期的正常运作周期只有短短的 20 个月，由于一些历史性的原因被迫终止确实非常遗憾，2016 年 5 月底格顿 2 期完成募集正式成立，格顿 1 期的大部分合伙人继续成为格顿 2 期的合伙人同时又有一批新合伙人加入格顿大家庭，有您们的信任才有格顿基金的存在与延续。格顿 2 期的募集资金 6 月 14 日开始进入运作状态、6 月 16 日开通债券合格投资者通道、6 月 27 日开通港股通通道，经过半年的运作到 2016 年年末格顿 2 期的单位净值 1.057（已扣除包括业绩提成的所有费用），目前格顿 2 期的初始投资组合仍在构筑过程之中。

虽然格顿基金的投资过程曾被迫中断，但格顿基金的投资理念与策略一直在稳定的框架体系中自然延续，在 2014 年度的“致合伙人

信”中（<https://xueqiu.com/1638229641/35167960>）我曾详细阐述过格顿基金的投资理念及策略---这些基础性的决策体系目前没有变化，格顿 2 期的操作体系与过去我的个人操作体系及格顿 1 期的操作体系保持了完整的一致性，虽然格顿 2 期只有半年的运作期但为了让您对格顿进行充分的评估我准备向您汇报三个方面的内容：

- 一、 格顿投资理念及策略的几个核心；
 - 二、 格顿 2 期的配置结构及具体操作：通过一些典型案例来阐述格顿投资策略是如何在实践中体现的；
 - 三、 关于格顿基金的一些情况。
-

一：格顿投资理念及策略的几个核心：

1、防范风险比谋求收益更重要：理解、识别及管控风险一直是格顿的首要任务，这个任务贯穿于从大类资产配置到具体标的投资的整个过程：

（1）我们通过大类资产配置来降低系统风险、通过各类资产类别的多元化来降低非系统性风险，组合中债类（包括现金类资产）与股票之间的配比关系是我们最关注的核心指标，每个资产类别的具体标的都在 25 个以上；

（2）不管就整体格局还是具体标的我们总是首先从极端困难的情形来分析未来可能会出现的风险，防范风险的核心不是“事后应对”而是“事前的预判与管控”，虽然投资组合的分散度较大、关注及研

究的标的众多，但我们还是力求兼顾研究宽度与研究深度、因为研究深度是风险判断的基础；

(3) 我们要力求避免出现特别糟糕的年度记录，我们不能容忍这类情形的出现比如“牛市还未来临就损失掉本金的 20%或 30%”或“某个年度的较大回撤把我们多年积累的利润大幅吞噬”等等，我希望格顿的合伙人在未来任何不确定的时点（包括市场特别困难的时候）退出格顿都不要承担过大的资本损失；

(4) 这里要**特别强调“防范风险”不是简单的“回避风险”**，仅从回避风险的角度我们通过储蓄、国债或货基就能达成但也只能期待注定输给通胀的低回报，“低风险-低回报”并不是我们策略基准；当然所谓的“高风险-高回报”也不是我们的策略基准因为其本身就是一个伪概念，虽然某些时候高风险会带来高回报但拉长周期高风险最终只会带来低回报或负回报甚至本金归零的困境，在“风险-收益”的匹配关系中我们寻求下面几类对我们有利的结构特征：

①低风险--高回报：这是“风险-收益”关系中的最佳匹配，但市场还是相对有效的、聪明的玩家越来越多，这类结构关系非常稀少只是阶段性的偶然出现，更经常出现的是下面几类：

②低风险--中回报

③中风险--高回报

④高风险--超高回报

总之要谋求适度较高的收益我们无法回避风险，**投资的过程其实就是一个主动承担风险的过程、但我们一定要而且只承担“有价值的**

风险”：相对于所承担的风险我们要求有超额回报，这就是我理解的关于投资最核心的要素（没有之一）也是我们的策略基准，衡量风险-收益之间的匹配关系并适度分配资金就是我们的主要工作，要完成好这个工作充满挑战：市场本身具有周期性、随机性、非线性等特征而且我们的主观分析判断也有可能出现失误，要构筑一个能够适应各种可能性并具有强大容错能力的投资组合需要非常强的专业能力，我们在具体实践与学习研究的过程中一直在持续积累及优化这类专业能力。

2、攻守兼备及攻防转换（再平衡或动平衡）：格顿的合伙人非常熟悉并认同格顿的平衡策略，这也是我们能够走到一起的基础，这里再简单阐述一下：攻守兼备其实是“风险-收益”的基准策略下自然的外延形式，这里摘录今年雪球嘉年华的发言做个简单的概括---“它不是一个完美的策略、它在任何阶段都不是一个最优的策略，但是它又是最接近完美的策略，因为它在任何时候都不是最差的策略。在长期的投资过程当中，只要我们不犯错误或者少犯错误，管理好风险，避免出现特别糟糕的年度投资纪录，也许长期中无数个中庸的累积，也许最终会导致一个并不中庸的结果，我现在是这样理解的，我相信攻守兼备这个策略能够帮助我们实现财富的稳健持续的长期增长，这个是我现在的认识” ---

在具体的实践中攻守兼备是我们在构筑初始投资组合时需要达成的基本目标，格顿 2 期虽然已经运作了半年时间但初始组合的构筑仍

未完成，或者说攻守兼备的那个平衡点我们仍在寻找的过程中，拉长周期从容布局也是格顿 2 期在开始运作前就计划好的操作策略，为什么要做这样的计划呢？---- 也许从格顿 2 期与格顿 1 期在构筑初始组合阶段的对比中可以进行很好的诠释：格顿 1 期构筑初始投资组合的周期比较短，因为那个时段之前市场调整的周期比较长、幅度也比较大、市场整体比较萧条，特别是有大量具有“低风险--中回报”或“中风险--高回报”特征这类对投资人非常有利的类似可转债、低估蓝筹甚至收益债的大量标的；格顿 2 期在布局的初始阶段虽然也有类似标的，但数量范围及相对幅度比我们的预期稍差（在寻求低成本的过程中我们也许永远都不会非常满意），在这种情形下首先通过持续研究发现新标的、当然更主要的是耐心等待目标库的标的跌出更好的“风险-收益”特征让我们产生投资的欲望与冲动来逐步完成初始组合的构筑；由于市场在中短期中波动的不确定，我们在具体操作中不会陷入极端状态，因为我们期待的更低成本也许不会出现或者我们也许就处于底部之中，考虑到各种可能性的存在，我们会有部分基础仓位，并根据市场的变化动态调整“现实基础仓位与潜在等待仓位”之间的配比关系，攻守兼备是个中庸的策略体系，目前格顿 2 期的投资组合已有些雏形但仍在持续的优化之中。

由于格顿基金最初始于我的个人实证，在从个人实证到合伙投资的过程中一直与各位合伙人保持了持续的沟通交流，在这个年度报告中我想特别阐述一下平时与大家交流沟通较少的“攻守兼备在具体资产类别配置中的运用”，攻守兼备是格顿的基础性策略---这种基础性

不仅体现在大类资产的配置上也体现在具体类别资产的配置，我们可以简单的把配置结构分为股票与非股票两类，这里简单表述一下：

- 1、 非股票类的攻守兼备，按攻击等级从弱到强排序
 - (1) 现金
 - (2) 逆回购、短期国债、货基
 - (3) 中长期国债、高等级收益债、有足够债性保护的可转债
 - (4) 中等级收益债
 - (5) 缺乏流动性的、出现问题或丑闻、违约或违约可能、破产或破产可能的中或低等级收益债。

- 2、 股票类的攻守兼备，按攻击等级从弱到强排序
 - (1) 低估蓝筹
 - (2) 低估普通公司
 - (3) 成长股
 - (4) 出现丑闻或短期挫折的蓝筹类公司
 - (5) 强周期类或困境反转类或特殊事件类

在具体资产类别的构筑上我们不会简单的“四平八稳”有时也会采取主动“承担更高风险”貌似稍显激进的策略，我们的配置中主要以具有“低风险--中回报”或“中风险--高回报”特征的资产为主，但根据市场情况有时也会以较分散的方式配置部分“高风险--超高回报”类的资产(这就是经常与合伙人及格顿群友交流探讨的 9+1 策略)，格顿组合的每个具体资产类别中都有很多品种这是攻守兼备策略下的自然结果，这也导致格顿组合与传统或典型的价值投资组合有些区

别，格顿组合的某些部位相对而言更充满动荡与颠簸，希望我们的合伙人要有心理准备。

.....

二、格顿 2 期投资组合的配置结构及具体操作：通过一些典型案例来阐述格顿投资策略是如何在实践中体现的：

2016 年末	
A 股	0.00%
港股	43.26%
货基	5.11%
转债	0.00%
纯债	51.47%
现金	0.15%

格顿 2 期目前的投资组合中除了现金及现金替代的货基主要以港股与纯债为主体，下面分别对这两个部分进行分析

格顿股票组合简析

1、格顿的股票部位截止 2016 年末全部集中于港股通标的，虽然我们也有些潜在的 A 股标的但仍处观察阶段尚没有建立头寸，这是格顿 2 期与格顿 1 期之间最大的差别（格顿 1 期港股通没有开通），其

实 A 股相对港股还是具有一些优势的---比如在红利税上、特别是在 IPO 申购上（由于格顿 2 期不能网下申购也不能分账户打新、相对于数千万的资金规模而言打新收益并没有特别的吸引力），但**港股在估值上的巨大优势让格顿股票组合的配置方向非常明确---那就是“弃 A 入港”**，港股在估值上的优势不仅体现与 A 股市场的相对低估而且就全球成熟资本市场而言也相对低估，这种（相对）低估程度从我们组合中的 6 只“A+H”股上就能一目了然（以我们建仓时的价格为基准）：

- （1）以不到 A 股三分之一的价格（3.2--3.3 折）建仓 2 只个股；
- （2）以大概 A 股二分之一的价格（5 折）建仓 3 只个股；
- （3）以不到 A 股 70%（7 折）的价格建仓 1 只个股。

除了在估值上的巨大优势，港股市场的某些特征也是吸引我们的重要因素，比如香港的边缘化、港独势力的蠢蠢欲动、总体的低流动性、外资大行的纷纷撤离、千股文化的信用丧失及监管缺失等等、且港股市场的沉闷已经持续多年（见下表），总之港股市场具有萧条市场的典型特征，就格顿的投资策略而言一个持续萧条、极度悲观、估值低廉的市场总是充满吸引力，这也是我们深度关注并积极参与港股市场的重要原因，在极度悲观的市场寻求极度悲观的标的，在股票部位的投资上格顿具有典型的坦普顿式的特征。

年度	恒生指数
2013	2.87%
2014	1.28%
2015	-7.16%
2016	0.39%

港股还有一个相对 A 股的优势就是最近几年没有出现类似 2015 年 A 股杠杆牛市崩溃的后遗症，就周期轮回的角度而言似乎处于“钟摆”更有利的位置。

2、股票组合的建仓过程：虽然我们有参与港股市场的愿望但如何参与、特别是如何把握参与的节奏（仓位控制）是我们要直面的一个难题，港股市场的低估与萧条已持续多年，未来继续低估与萧条甚至继续深度下跌的可能性都是存在的，低估后的再低估也不是一个小概率事件，这里简单介绍一下格顿是如何做的：

（1）首先我们要有一个大型的股票池，我们要在足够多的标的中进行反复权衡，并结合市场情况确定要建仓的某些标的；

（2）我们需要建立一个基础仓位比如 **20%-25%**，市场有可能下跌但也可能上涨，既然港股市场有吸引力那我们不愿成为市场外的看客，我们以较分散的方式在若干标的上逐步投入资金，每个具体标的都是在长周期的相对底部才建立仓位（或者说只有当潜在标的处于相对底部区域我们才有建仓动机），这个过程相对较短比如 3 个月左右，这个基础仓位的建立过程处于英国脱欧公投之后港股的持续上涨中，虽然大部分品种的建仓成本都控制在底部区域，但由于严控成本也导致我们部分品种的持仓非常不足，在 **25%**左右的基础仓位完成后我们的策略有所变化，我们会耐心等待“逢低吸纳（或相对底部被打破）”的机会；

（3）港股市场在 9 月初达到年内高点后就开始下跌而且一直持

续到 2016 年末（期间还有美国大选的动荡），我们的耐心也确实等到了一些“逢低吸纳”的机会，我们也没有放弃这些机会将格顿股票组合的仓位从 25%逐步的、小额多频的增持到年末的 43.26%。

总结：本年度的建仓过程及最终结果基本达到预期，在我们仓位达到 43%以后，未来的增持将会更加谨慎、希望能够在更低成本的价格上进行持续增持。格顿的合伙人完全可以预期如果港股市场表现糟糕特别是出现大幅而持续的暴跌我们的股票持仓会保持稳固或持续上升；格顿的合伙人也可以预期如果港股市场表现较好持续上涨我们不会只是一个场外的看客而能参与其中并分享收益；格顿的股票组合仍在构筑之中，未来将面临市场的种种考验，我们还留有足够的空间---从容应对未来各种可能的变化。

格顿债券组合简析

1、以中短债为目标以提前规避利率风险：在债券风险的三要素（利率、信用及流动性）中我们在布局阶段就会尽量回避利率风险，由于我们的债券组合中有不少垃圾债已经承担了较高的信用风险与流动性风险、如果再叠加利率风险会让我们的债券组合充满动荡---这在一定程度上会削弱或脱离稳健获利的目标策略取向，我们主要采纳以中短债标的构筑债券组合的方式来规避利率风险，这个策略在 2016 年末的债市动荡中发挥了显著作用：虽然债券市场跌幅较大、但格顿的

债券组合所受影响不大基本保持稳定。格顿债券组合截止年末累计投入过 26 个品种但已有 4 只的投资已经结束、另有 1 只基本结束；在多年债券投资的实践中我对以中短债为核心的组合赋予了更多功能：

①首先是规避利率风险；

②其次是提升债券组合的流动性；

③再次是作为现金的有效替代，这在初始组合的构筑阶段非常重要，由于我们构筑初始组合的周期比较长，在这个过程中留置大批现金会影响投资组合的收益率，通过超短债替代现金能让我们获取数倍于货基的收益率、而且不会对建仓期的流动性造成影响，格顿 2 期在最初始的某些阶段债券的占比超过 65%，在不影响建仓节奏的情况下有效提升了格顿组合的收益率。

2、流动性风险是格顿债券组合超额收益的来源之一，或者按投资大家卡拉曼的观点---放弃流动性以换取较高的收益率；

3、相对于股票---格顿债券组合的操作频率更高（毕竟中短期品种较多、而且我们对突发事件随时保持跟踪状态），但我们的投资主要是以持有到期（或回售日回售）为基本策略，我们没有所谓的波段操作计划，但会根据流动性需要及债券收益率的变化进行一些调整；

4、在债券部位我们的主体策略是“主动承担适度风险”，我们的主要工作就是权衡“承担的风险”与“风险背后的回报”之间的相对关系，风险与收益的对应关系在债券领域体现的非常明显，所以在债券部位

如何管控风险特别重要：

(1) 我们用极度分散的投资策略来防范极端风险，截止 2016 年末我们在这个部位配置的品种有 21 只（已扣除结束的 4 只及已回售但本息尚在途中的 1 只），在收益率差异不明显的环境下我们宁愿分散持有 N 只而不是重仓某只，可以预期格顿债券组合的品种未来还会持续增加，目前格顿 2 期债券组合的分散度还未到足够，未来的债券组合中可能会有 30 或 40 甚至更多的品种；

(2) 以严谨而充分的基本面分析为前提，我们通过对不同标的分配不同资金额度的方式（配置结构）力求达到“风险-收益”的最近匹配；

(3) 收益债的主体都隐含各类风险因素，特别是“问题资产”贬值的速度或幅度都是难以预期的，为了防范这类风险格顿债券部位主要以中短期品种为主（2 年期内），在配置上也考虑各个年度及月度到期（或回售）保持相对均衡的分配，这样我们可以滚动操作保持足够的灵活性以抵御流动性风险；

(4) 时刻更新统计数据并跟踪价格变化，虽然我们的预期平均收益率是 6%-8%但我们的建仓平均收益率要达到 10%-12%或更高，我们需要为未来风险可能造成的损失预留空间，当债券部位有违约发生时我们也希望能够在弥补损失后仍能获取预期的正收益率，我们有交易员随时跟踪研究，我们要通过努力工作以提升防范风险的安全垫。

.....

三、关于格顿基金的一些情况

1、目前的状况

(1) 格顿基金从酝酿到成立再到运作至今已有 3 个多年头了，感谢格顿合伙人在格顿基金尚未有长期投资记录的初始阶段的一路支持与信任，我自己基本完成从个人投资到合伙投资的定位转换，涵盖“投资理念及操作策略”的完整体系日趋完善；

(2) 随着监管当局对私募基金管理的日益规范，格顿公司内部也发生了一些变化：我们已经从零成本的私人工作室迁到了写字楼里，目前我们有了新的办公场所；随着基金规模的增长特别是研究领域的拓展，为了兼顾研究宽度与研究深度我感到自己的精力已经有些跟不上了，经多方长期考核公司增加了一名专职的研究员，目前公司的团队短小精干，为了做好各方面的工作我们会保持足够的资源投入。

2、格顿基金的未来展望：

(1) 我们会继续坚持格顿的基石---“合伙人利益至上”的原则，我们要继续做好下面的工作：

①格顿与格顿合伙人之间不是对等关系，而是合伙人利益高于格顿利益，在格顿利益与合伙人利益之间有任何冲突的时候，我们一定会从合伙人利益的角度来做出相关决策；

②继续坚持低成本的运作理念，格顿不承诺收益但一定能承诺保持低成本运作，格顿 2 期的费用相比格顿 1 期有小幅下调(从“0.3%+16%”调整到“0.3%+15%”)，虽然目前的运作成本大幅增加但我们不会以

任何形式转嫁到合伙人，但未来继续下调费用的计划可能会有所推迟；

③我们会保持与合伙人之间的有效沟通，对合伙人最基础的尊重方式是保持彻底的坦诚，我们不会遮遮掩掩也不会神神秘秘，在不影响格顿合伙人整体利益的前提下只要合伙人需要我们会保持足够的信息披露透明度。

（2）给合伙人的两个建议：

①由于我们的投资组合有大量低流动性的投资标的，恳请各位合伙人如有资金进出请尽量提前告之我们，让我们有足够的时间在保持投资组合稳定性的情形下从容进行相关运作；

②在合伙人内部披露的相关信息请大家做好保密工作。

3、最后再次诚挚感谢格顿基金的各位合伙人，我会继续努力工作以无愧于您们对我的信任。

您真诚的管理合伙人：张伟

2017.01.08 四川成都