

“两头受益”变“左右耳光”

阿尔法对冲私募牛市深陷爆仓危机

□本报记者 曹乘瑜 实习记者 徐文擎

12月9日,数月以来一路高歌猛进的大盘如水银泻地,暴跌164点。上证指数跌幅达5.43%,近200只A股跌停。然而在一片哀嚎中,使用阿尔法(市场中性)策略的对冲私募基金却如释重负。

某私募对冲交易员小李(化名)透露,公司的一只市场中性产品,在9日大跌的行情下,因为有对冲沪深300指数的做空保护,业绩不跌反升,让小李和同事们颇为兴奋。而在几天前,这款产品还因为跌幅太深正打算提前解散。

然而,黑色星期二的惊喜,仅仅持续了一天。周三市场的大幅反弹显示剧烈调整可能只是短暂的“牛回头”。深受“牛市困扰”的“小李”们,再度陷入被“爆仓”的深深焦虑中。

牛市暴跌7个点

“敬启者:尊嘉ALPHA信托计划净值为1.2273(截至2014年12月5日),本周收益率-7.76%。”上周,知名量化投资私募尊嘉投资的产品净值令人惊心。同期,沪深300指数上涨11.25%。

这并非个例。在11月以来的牛市狂欢中,上证指数上涨17.13%,沪深300指数上涨18.57%,但是,根据私募排排网的数据,同期123只可统计的市场中性策略产品(非结构化和备案私募基金)有六成亏损,平均收益率仅为0.26%,其中上海某知名私募的产品垫底,收益率为-9.11%。

将时间拉长一点,近3个月,沪深300指数上涨近20%,部分对冲产品仍然亏损,其中不乏知名私募。北京盈融达投资的11只产品3个月来收益为-0.79%,深圳天马投资康晓阳的“华宝信托-天马中性策略一期”近3个月收益为-6.79%。

“在这种市场里,我们真的很艰难。”一位较早引入市场中性策略的私募大佬在接受记者采访时无奈地表示,“这种业绩,不光是投资者耐不住,基金经理也是压力山大。”

过去两年快速崛起的市场中性策略,终于遭遇“风水轮流转”的悲剧。所谓市场中性策略,其主要方式是做多股票,同时通过做空股指期货,剔除系统性风险,并通过量化或主动选股的方式,享受股票组合的超额收益,因此又叫阿尔法策略。由于不承担市场波动所带来的风险,这类产品的回撤较小,收益稳定,深受风险偏好较低的投资者的欢迎。

根据私募排排网的估算,截至2014年12月初,近两年,市场中性策略私募产品数量达到329只,规模已经超过720亿元。在基金公司,市场中性的专户产品也非常多,嘉实、工银瑞信等已经发行了市场中性的公募基金,还有多家基金公司上报相关产品。不过,业内人士透露,这些专户和公募的市场中性产品最近业绩也“不咋地”。

不适应单边牛市

近期市场中性策略“表现失常”的原因,业内主要观点认为,其过去两年过度沉溺于中小盘风格。市场中性策略兴起以来的两年时间,其面临的主要机会都在中小盘股票上。因此大量市场中性策略的股票组合以中小盘股为主,同时对冲沪深300股指期货。自2010年初至2014年6月底,沪深300跌幅近40%,这一方法“两头受益”,既有对冲收益,又有股票超额收益,以至于我国的市场中性策略相比于海外,表现更优。数据显示,

近两年,市场中性策略年平均收益在10%左右,波动极小,而海外同样策略的表现仅为个位数。

然而,当市场风格逆转,“两头受益”变成“左右耳光”。在证券、银行等周期蓝筹股的带领下,从11月初至12月8日,一个多月的时间,沪深300上涨近30%,此时,对冲沪深300股指期货,无疑是一场灾难。与此同时,创业板指涨幅仅为3.56%,不少前期的中小盘热门板块暴跌。“那些在股票组合中主动选股的,根本来不及调仓,用量化选股的,则模型失效。”

一位业内人士介绍,量化策略是统计历史数据中并发现规律,但是最近这一波“猛牛”是近几年不曾出现过的情况,模型没有办法应对。“自2010年推出股指期货后,还没出现过时间这么长、幅度这么大的蓝筹股涨幅与小盘股的背离,现有模型在历史数据中的回测效果不好,学习到的东西不适用新行情。”该人士说。

“对中性策略来说,现在相当于左边一耳光,右边一耳光。”上海一位做市场中性策略的私募人士告诉记者,“指数涨得越疯狂,我们就越悲催,因为不仅要面对满仓踏空的无奈,还要承受做空股指期货的煎熬。”

一位基金研究人士透露,市场中性策略的亏损,至少有一半是因为中小盘股票暴露过多,即股票组合过度偏向于中小盘股票。

赎回压力骤增

业内人士透露,当下市场风格让市场中性产品面临较大的赎回压力。据悉,某知名私募近年来因为大力发展市场中性策略,规模扩张数十亿元,但是最近却面临严重赎回。

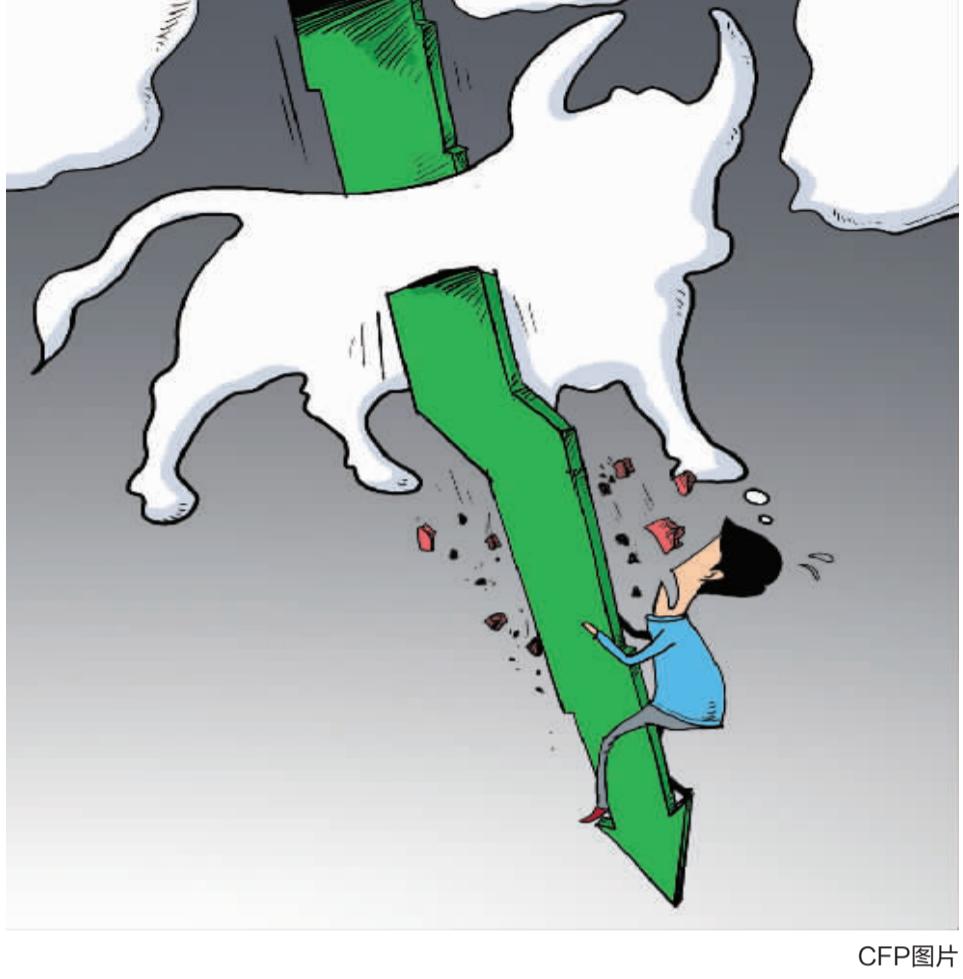
北京一家私募的投资总监说,因为阿尔法策略期待的是无风险套利,一年做到10%的收益就算非常难得,如果投资者不幸从高点进入,一进一出就回撤3.4个百分点,对于投资者和基金管理者来说都是很难熬的过程,“如果组合资金管理不合理,爆仓是分分钟的事。”他解释称,资金管理一个是指在股票和股指期货之间的资金分配,另外还指股指期货是否满仓运作。比如在100万的单品中,90万做股票,10万做期货,期货不满仓运作,也许还扛得住股指上涨带来的亏损,“但如果用30、40万做期货,还满仓操作,方向一错,也许连保证金都来不及追加就死了。”

一位业内人士指出,如果有的私募风格激进,还会发结构化的产品,做优先劣后级,加杠杆,在基金子公司做通道,盈利先付优先级产品的利息,剩余归劣后级,但亏损也是成倍放大。“在牛市中,如果采用劣后级做阿尔法产品,估计要赔得一塌糊涂。”这位业内人士说。据悉,他们公司今年5月就将这种做中小盘的市场中性策略全部暂停。

如果牛市继续,市场中性策略将会怎样?在记者的采访中,“认命”几乎成为众多专业人士的结论。他们认为,不可能有任何一个策略能适应所有市场,认赌服输。“过去6年,价值投资者也是这么过来的。”某私募基金量化投资总监表示。

该投资总监认为,现在的“二八”式上涨是不可持续的。只要市场变为慢牛,就有时间调仓,对市场中性策略来说就是好事。

而上述私募大佬则认为,中国的蓝筹股肯定要爆发,关键是度在哪里,现在的市场明显过热,“等潮落后就会知道谁在裸泳。”



CFP图片

牛市“走熊”多是“人祸”

□本报记者 曹乘瑜

有业内人士犀利地指出,这次市场中性策略产品在牛市中“走熊”,其实“人祸”因素居多,需要市场中性策略的使用者深刻反省。对冲基金在国内的发展还处于不成熟阶段,很多基金管理人并不真正理解市场中性投资的含义,因此不具备在不同市场情况下的应变能力。

一位采用股票多空策略的私募透露,许多市场中性产品合约并不灵活,为了吸引投资者,在对冲的仓位方面限制过死,导致市场风格一变,就成了自己给自己下套。该私募透露,自己的产品也做对冲,但是对冲仓位灵活,股票组合中还有多少与沪深300指数相关的个股,就对冲多少仓位的股指期货。在11月21日降息的当天,他们预计指数将大涨,于是立即平仓股指空单,全力做多。

更有业内人士指出,“不纯粹”的市场中性,也是这次灾难的重要原因。

量化投资老牌私募人士、广州好菜鸟投资董事长刘宏认为,看上去,是沪深300指数的走势强劲,导致这些企图通过简单地沽空沪深300指数就能对冲系统风险的市场中性基金所持有的空头巨亏。但本质上,很多人对市场中性的理解不透彻,导致其管理的产品在市场不正常(其实市场很正常)的时候出现严重

问题。

“市场中性投资指的是投资的结果基本与市场走势不相关。也就是说,市场中性投资的累积收益走势与市场指数(沪深300指数)之间计算出来的贝塔应当大致接近于零。这里强调的是投资结果,而不是指的教条化的持仓结构。”刘宏说。

上述业内人士指出,将股票组合放在弹性更好的中小板股票上,并且行业分布在与沪深300指数组合无关的热门行业上,实际上有一种“择时”的投机心理——期望两边都获利。一旦市场逆转,自然陷入被动局面。此外,当前做空工具缺乏,仅有沪深300股指期货,令众多期望做到完全中性的人士无可奈何。

业内人士介绍,使用指数期货的空头来对冲股票组合多头的方式,并不是实现市场中性投资唯一的方式,还有更重要手段,比如股票配对交易。

刘宏介绍,当前最先进的实现市场中性投资目标的理念起源于西蒙斯的文艺复兴科技旗下大奖章基金的“动态统计对冲交易”,在这种交易模式下,通常并看不到彼此配对的多头部位和空头部位,通过这些低相关的巨大交易样本彼此之间的互相“对冲”,才实现了整体交易结果的市场中性。实践证明,这种方式实现出来的市场中性投资结果,显著优于通过股指期货对冲形成的结果。

齐鲁资管徐志敏:骑稳牛背别放松

□本报记者 朱茵

“波动是朋友,可以带来更多的收益。”在这两天市场巨幅震荡的时候,齐鲁证券的徐志敏却非常有信心。他告诉投资者,当下要骑稳牛背别放松。

五大因素点燃牛市激情

徐志敏正在酝酿发行他在齐鲁资管任职的第一只产品。作为齐鲁证券资产管理公司权益投资部副总经理,他说此时发产品,绝不是为了借股市短期暴涨的东风,仍然是着眼于长远,将目光瞄准喧嚣背后的价值和成长。他认为经济转型并非一蹴而就,波澜壮阔的改革才刚刚揭开序幕,慢慢长牛之路已经开启。

徐志敏此前曾在国泰君安证券资产管理公司任职。从其过往业绩可以看出,他管理的君得鑫产品,在每个年份都实现超额收益。这一股票型集合理财产品,在他管理期间累计取得58.1%的收益,排在行业同类产品第4名,同期沪深300指数仅上涨0.43%。

徐志敏认为,近期牛市发轫,还是有迹可循的。一方面是储户搬入市,这是市场短期最直接有力的因素;另一方面,Smart money(聪明的钱)积极入市。所谓Smart money,主要指的是产业资本、上市公司大股东、管理层等;第三是资本市场积极引进活水,这是中期的影响因素;第四,利率下行是股市的重要推手;第五,改革稳步推进,提升了投资者的风险偏好。

加码权益资产正当时

在股市,大众行为模式往往会经历忽视(投资机会)、艳羡(热议股市)、恐慌(受迫买入)、贪婪的过程,专业的投资者必须走在大众行为模式之前。目前市场还处于第二阶段,因此增配股票资产很有必要。对于后市,徐志敏表示主要关心以下几类投资机会:

第一,传统产业中供给改善的机会。产能整

体过剩的、可控的风险,避免承担无谓的风险。风

险如果经历长期广泛讨论会产生双重影响:一方

面降低风险发生的概率;另一方面反映在低迷的

股价上,给予风险以足够的补偿,从而提供有利的

风险报酬比。金融股就是这样一个鲜活的例子。

第三,中产阶级消费趋势。随着中国中产群

体的日益庞大,该群体的消费需求会有一个长

期发展的机会,包括但不限于休闲旅游、教育体

育、医疗保健、社交等。

第四,节能环保。节能是能源战略中的重要一环,环保也是今后一个阶段要补课的领域。

第五,互联网(含移动互联网)以及互联网对传统行业的改造。互联网对社会各方面的影响是全局性的,它提升社会运行效率,推动产业升级,也是新增就业最迅猛的领域。

第六,国企改革。国企改革的影响主要体现

在两个方面:一方面释放经营活力;另一方面,

市值管理动机强烈。

汇丰晋信王春:蓝筹板块仍是资金蓄水池

□本报记者 黄淑慧

近期A股强劲上涨,“大象”频频起舞,对此汇丰晋信首席策略师、汇丰晋信龙腾基金经理王春表示,蓝筹启动了,这才叫“牛市”。判断“牛市”的标准,最重要的一点就是指数持续上涨,而权重股显然是“牛市”必不可少的参与者。未来随着增量资金入场,低估值、大体量的蓝筹板块有望继续成为资金“蓄水池”。

王春表示,近半年,央行陆续启动了包括定向宽松、降息在内的一系列货币宽松政策,对市场和

经济会产生比较明显的正面提升作用,对蓝筹股的提振作用更为明显。除了货币政策刺激以外,投资者结构的日益成熟也为蓝筹股带来了“春天”。过去中国A股投资者结构一直都是以散户为主,投资风格是追涨杀跌,炒作题材股。但近年来,随着公募基金的崛起,尤其是沪港通启动后海外成熟投资者的进入,都在改变市场投资者的结构。

“沪港通作为政策的切入点,未来会有持续

性的改革,这对A股投资者结构也是一个持续的

改变过程。从沪港通启动前后大盘蓝筹股的表现

来看,对国内投资者的一些理念也产生了影响。”

王春认为,当前低估值蓝筹股的行情,正是成熟投资者关注价值投资的结果。不过王春也指出,未来随着蓝筹股估值修复的完成,市场热点将不再以大小盘区分,“未来市场将是一个多元化的市场,投资者将更多关注上市公司真正的投资回报和潜力。”对于未来的机会,王春认为,当前的主要矛盾还是经济改革和稳增长的矛盾。稳增长是一个特定阶段,长期基调仍是结构性改革。因此在投资方向上,汇丰晋信龙腾基金依然继续关注与改革相关的主线,包括金融改革、土地改革、国企改革等

方面的长线投资机会。

医疗、互联网金融等,不断培植新的增长引擎。

上投摩根强调,明年的风险主要来自于

注册制临近对股票供应和估值体系的冲击,市场

或有阶段性调整压力,但这可能更多体现在中

小市值高估值公司方面,大市值企业受影响较

小。上投摩根对2015年保持乐观看法,市场在

资金持续流入情况下保持活跃,震荡上行。板块配

置上建议采取大盘蓝筹和成长股均衡配置的策

略,行业关注非银金融、计算机与互联网,主题

聚焦于国企改革、金融改革和工业4.0。

医疗、互联网金融等,不断培植新的增长引擎。

上投摩根强调,明年的风险主要来自于

注册制临近对股票供应和估值体系的冲击,市场

或有阶段性调整压力,但这可能更多体现在中

小市值高估值公司方面,大市值企业受影响较

小。上投摩根对2015年保持乐观看法,市场在

资金持续流入情况下保持活跃,震荡上行。板块配

置上建议采取大盘蓝筹和成长股均衡配置的策

略,行业关注非银金融、计算机与互联网,主题

聚焦于国企改革、金融改革和工业4.0。

医疗、互联网金融等,不断培植新的增长引擎。

上投摩根强调,明年的风险主要来自于

注册制临近对股票供应和估值体系的冲击,市场

或有阶段性调整压力,但这可能更多体现在中

小市值高估值公司方面,大市值企业受影响较

小。上投摩根对2015年保持乐观看法,市场在

资金持续流入情况下保持活跃,震荡上行。板块配

置上建议采取大盘蓝筹和成长股均衡配置的策

略,行业关注非银金融、计算机与互联网,主题

聚焦于国企改革、金融改革和工业4.0。

医疗、互联网金融等,不断培植新的增长引擎。

上投摩根强调,明年的风险主要来自于

注册制临近对股票供应和估值体系的冲击,市场

或有阶段性调整压力,但这可能更多体现在中

小市值高估值公司方面,大市值企业受影响较

小。上投摩根对2015年保持乐观看法,市场在