

# 股指低位徘徊 私募:磨底阶段积极播种

## “黄金搭档” 成就优秀私募

□好买财富 曾令华

□本报记者 王辉

### 低位震荡

上周沪深两市在经过前一周的冲高回落之后,整体运行偏弱。同期,两市主要权重指数则延续近两个多月以来的低位震荡格局,整体波幅较为有限。截至上周五(9月14日)收盘时,上证综指、深证成指、中小板指、创业板指当周分别下跌0.76%、2.51%、3.17%和4.12%。上证50、中证100、沪深300等大盘风格指数,表现相对稳健。其中,中证100指数当周仅小幅回落0.48%。

与此同时,上周两市成交量的继续萎缩。上周上证综指单周成交量仅为5107亿元,创今年5月第一周(由于长假因素,当周市场仅有3个交易日)以来的最低单周成交水平。此外,上证综指9月12日935亿元的单日成交量,也刷新了2016年1月7日以来的近两年多以来最低单日成交水平。

从市场估值角度来看,整体估值水平仍继续显著处于多年以来的历史低位。来自财汇大数据终端的最新统计数据显示,截至上周五收盘时,上证综指、深证成指、中小板指、创业板指、上证50、中证100、沪深300等七大指数的最新市盈率(整体法),分别为11.89倍、18.15倍、21.65倍、34.61倍、9.53倍、10.43倍和10.99倍。从历史纵向对比来看,除创业板指估值水平仍相对偏高外,其余六大股指的估值水平,均继续运行在历史底部区间。

### 私募:市场继续磨底

对于当前A股整体的运行状况,目前私募机构认为,当前市场

上周A股市场先抑后扬,主要股指整体仍保持低位震荡的运行格局。在下半年市场经历长达两个多月的横向休整之后,目前部分私募认为,短期内,指数还将继续寻底、磨底。不过,主要股指的点位、估值已降至历史低位。立足于公司基本面积积极播种,也已成为一些私募机构的主要投资策略。

整体还处于磨底阶段。尽管短期内市场何时能够彻底结束弱势尚难确定,但在今年以来A股已经经历了长时间的震荡下跌之后,未来市场仍值得谨慎乐观。

申毅投资总经理申毅表示,当前的市场环境总体是“黎明前的黑暗”,有危有机。一方面,从历史上来看,大盘估值已接近历史低点。尤其从上证50指数的市盈率和市净率中位数来看,目前已经低于此前四次熊市的最低水平。另一方面,尽管市场估值已经处于低位,但是从历史对比来看A股总体是“牛短熊长”,磨底成功也可能也会经历较长时间。此外,申毅还表示,近期大量白马股的大跌与补跌,一方面表明部分机构在卖出这些流动性更好的股票,整体缺少增量资金;从另一个侧面可能也显示,市场正在经历最弱势的时期。

联创永泉投资总监张媚钗则表示,近期市场持续震荡走弱,总体易跌难涨。市场比较悲观的主要原因在于三大方面。一是对于未来上市公司业绩不达预期的担忧。特别是房地产相关产业链的上市公司,家电、建筑、家具等行业经营压力在加大,同时上游的水泥、钢铁产品价格持续高企,使得下游不少企业经营困难。二是外部环境

的不确定性,可能还将延续较长时间。三则是美元加息周期,使得新兴市场普遍承压。整体来看,在经济基本面有所下行的背景下,市场还在继续寻底的过程中。但另一方面,在悲观的情绪中,市场也存在两大方面的积极因素。一是市场的估值已经达到接近历史低点的水平,沪深300指数的市净率、市盈率等估值,均已经非常接近历史最低水平。二是中国作为全球第二大经济体,本身有较完善的工业体系和巨大的内需市场。总需求回落之后,经历一定时间,经济周期仍将会重新向上。

基岩资本投资总监范波分析,目前市场估值已经处于底部区域,但多数市场底部还要横盘一段时间,所以市场“跌到底”不代表马上就能“起得来”,未来仍然可能还会震荡一段时间。整体而言,虽然今年年底之前市场可能还会呈现出“结构性行情”的特征,但是总体而言,现阶段A股仍然可以称得上机不可失。范波同时表示,以往相对更加侧重港股、美股投资的基岩资本,正在计划今年年内重点发行A股基金产品。

### 积极播种成主流策略

在私募业内普遍认为A股正处于“磨底阶段”的同时,在投资

策略上积极播种,也成为当前私募机构的主流投资思路。

重阳投资联席首席投资官陈心表示,从目前的时点上看,相对于半年前甚至一年前,更多基本面优秀的上市公司估值更加便宜,值得投资者更加“贪婪”。尽管市场非理性的程度和时间长度,可能会超出人们的预期,但在市场信心不振和逐渐下跌的过程中,理性的投资者更应看到价值和机会。从具体策略而言,优秀的投资者在把握相关节奏的同时,更加需要有耐心地逐步加仓看好的优质股票。此外,张媚钗也指出,目前该私募机构将继续立足于做好研究,研究在本轮市场和经济周期的优胜劣汰中,有哪些企业变得更优秀,并有足够的安全边际。在看好的上市公司标的股价回调至目标股价区域时,在积极进行布局。

范波则表示,目前该私募机构重点跟踪和关注的投资方向,主要包括5G及其衍生产业、自动驾驶、工业互联网、新能源汽车、生物医药、云计算等。在具体策略上,当相关行业出现利空消息、并引发目标个股的股价受到冲击时,或者是市场整体情绪非常悲观时,基岩资本将会敢于买入。

此外,朱雀投资在其最新的策略报告中表示,虽然当前风险偏好仍然受到内外部因素共同抑制,市场迟迟难以全面反弹,但随着两市日均成交量保持不足3000亿元新的低迷状况,市场下跌的势头也可能逐步趋缓,这将为投资者发掘结构性机会提供很好的时间窗口。配置上应当淡化指数与结构,集中精力自下而上把握优质公司的投资机会。未来市场风险偏好一旦出现边际改善迹象,预计将会带动A股开启反弹行情。

# 八月私募股票策略业绩再度垫底

□本报记者 吴曦

上半年私募股票策略平均亏损近7%,之后下半年股票策略依然未见好转,格上研究中心最新数据显示,8月股票策略平均亏损超过4%。部分私募选择空仓应对当下低迷行情。

### 股票策略继续承压

格上研究中心数据显示,今年以来私募行业平均收益为-7.18%;8月份平均收益为-2.83%,除主观期货、程序化期货、债券策略,本月其余策略均未获得正收益,8月股票策略平均亏损更是超4%。

国金证券的数据也显示,8月份,股票投资策略私募产品平均收益-3.49%。纳入统计的5874只产品中,收益率为正的产品数量占比仅两成。其中,收益率最高为114.75%,收益率最低为-46.80%。量化对冲策略、期货宏观策略、固定收益策略的平均收益分别为-1.09%、1.56%、0.40%。

A股在经历了7月小幅反弹之后,8月重返下跌行情。宏观经济谨慎乐观、部分上市公司中报业绩不

及预期等多因素叠加,对市场形成持续压制。格上研究中心数据显示,8月股票策略私募基金平均亏损4.17%,今年以来的亏损扩大至10.38%,在所有策略中表现垫底。从规模上来看,10亿以上的私募本月平均收益均为负,其中10-20亿和50-100亿规模的私募亏损幅度小于行业平均,20-50亿和100亿以上规模私募亏损幅度大于行业平均。

实际上,私募基金行业不论是8月表现,还是今年以来的表现,股票策略都是唯一表现差于行业平均收益的策略,对私募基金全行业业绩的下拉作用明显。

在私募业绩持续亏损的背景下,私募行业新产品发行速度也在继续放缓。8月份协会新备案私募产品1137只,其中新备案证券类私募产品682只,占比59.98%,这一数量较去年同期(1169只)下降41.66%,环比7月(957只)下降28.74%。8月共有17家百亿级私募有新产品备案,共备案产品28只,较上月减少26只,百亿私募备案数量在7月轻微反弹后又下降颇多。其中备案产品数量最多的是和聚投资,备案3只。在本月新备案的产

品中,有25只均为当月新成立产品,同样比7月有所下降。无论从成立还是备案情况来看,在剧烈的市场波动下百亿私募的发行热情明显趋缓。

### 部分私募空仓应对

在市场继续调整的当下,中国证券报记者了解到,部分私募开始空仓、休假应对不断“磨底”的市场。在仓位调整方面,大部分私募为回避系统性风险降低持仓水平,平均仓位不高于五成,一些私募担心消费股和医药股有一定补跌,会继续适当降低仓位,甚至一些私募基本空仓,偶尔做波段,快出快进,最高不超过一成;另外一些私募在策略上保持谨慎乐观的态度,以较高仓位积极参与底部构建,在8月下跌中略微加仓。

行业配置上,多头私募近期配置还是集中在消费、医药、科技、新能源、高端装备制造等板块,并且长期来讲也相对看好相关领域的投资机会,其中科技和医药更受青睐,5G、人工智能、云计算等科技类成长确定性强、弹性大,医药类在7月大跌后,跌出了配置的价值。于翼资产表示,短期市场仍有

不确定因素,而国内经济在未来1-2个季度大概率仍将继续回落。虽然从7月以来国内的政策出现了明显的转向,但是在诸多约束的条件下,效果仍需时间才能显现。具体到股指层面,未来大概率还是震荡分化,部分优质个股已经跌出配置价值。在系统性风险没有完全消除的前提下,仍将维持一个中性偏低的仓位水平,积极寻找可能被市场错杀的品种。

展博投资认为,近市场情绪比较悲观,由之前对去杠杆和外部因素的担忧,使得市场进入一种非常低迷的状态,交易量持续萎缩,这种情况往往只能等待外部因素的刺激而发生改变。而一旦市场好转,悲观情绪自然烟消云散。这就是“信心比黄金重要”的道理。所以现在投资者要做的就是细心观察、好好选股、静待良机。

分析人士称,维持今年整体上是“震荡市+结构市”的基本判断,需要寻求市场轮动环境下的结构性机会。A股整体已进入低估值区间,并且估值已经落入价值投资者和机构的战略配置区间,这也减少了市场大幅下跌的可能性。

笔者认为,若核心团队高度信任,存在“黄金搭档”,私募成功的概率将大大提高。

### 默契才能长久

巴菲特和芒格是知名的合作伙伴。巴菲特说,没有芒格他会比现在贫穷得多。他还说,我的老师格雷厄姆只教会了我如何捡烟屁股,芒格则快速地将我从我从猴子进化到人类。从1975年合作至今,双方的默契从九个字就可以看到。在每年的伯克希尔公司年会上,芒格通常一动不动、面无表情坐在那里,任由巴菲特侃侃而谈。当巴菲特问他:“查理,你说呢?”他的答案只有九个字“我没有什么要补充的”。《穷查理宝典》一书收录了一个故事:1998年9月,在为收购通用再保险公司而召开的特别大会上,巴菲特真的用一个硬纸板做成的查理人像和一段来自芒格的“我没有什么要补充的”录音出现在主席台上。巴菲特大概播放了六次这段录音,每次都会露出顽皮的神色。

巴菲特曾提供了几条“选择合伙人”的建议。“首先,要找比你更聪明、更有智慧的人。找到他之后,请他别炫耀他比你高明,这样你就能够因为许多源自他的建议的成就得到赞扬。你要找的合伙人,在你犯下损失惨重的错误时,他既不会是事后诸葛亮,也不会生你的气。他还应该是个慷慨大方的人,会投入自己的钱并努力为你工作而不计报酬。最后,这位伙伴还会在漫漫长路上结伴同游时,不断给你带来快乐。”

巴菲特和芒格搭档是投资界佳话,国内头部私募中也有“黄金搭档”。

### 理念要一致

说到淡水泉大家更多的是看到赵军,实际上他们的创始团队也很稳定。其中田晶负责海外投资,刘忠海目前是公司副总经理,公司首席风控官。淡水泉的风险管理理念,在既定风险框架内,给投研团队发挥自己能力的空间,为客户创造最大化的收益。面对不确定性时,辅助做出高质量的决策,使风险管理成为创造超额收益的来源之一。

淡水泉不择时,对个股没有严格的止损规定。但如果整体净值从最高点回撤20%时启动风控机制,投资总监要拿出应对方案,根据投资的逻辑、对市场的判断、持仓个股、客户承受能力和以往的经验综合决定是否需止损以及下一步的操作。在2008年、2011年等市场回撤较多的年份,赵军经常和刘忠海沟通。赵军在与其他人沟通中也常提到“收到忠海风控的提醒”。笔者认为,淡水泉虽然波动大,但风险并没有失控,有一部分超额收益正是来自于赵军和刘忠海的配合。

### 分工要明确

2007年时任工银瑞信投资总监的江晖找到杨玲等几位合伙人,成立了星石投资。参与创建星石投资之前,杨玲任职诺安基金北京分公司总经理,之前分别在工银瑞信和兴业基金有多年的公募基金从业经验。

在星石的分工中,能看到典型的两条线。江晖专注于投研,作为总经理的杨玲对外展示公司的投资策略,投资理念。谈公司战略和投资风格,到探讨A股可能的热点板块,点评时事,出席活动等,杨玲,几乎包揽了星石对外所有的“发言”工作。笔者认为,她的言论对星石形象的塑造、理念的传播、品牌的提升、业务的拓展等很有帮助。

江晖更着重于构建投研体系。江晖对投研团队的建设,标准严苛,亲力亲为,每一个人都是他亲手挑选出来的。他热衷于培养应届毕业生,其团队通常是从先挑选名校中分数高的学生参加复试,经过复试获得实习资格。实习生的报告,多数情况下江晖会自己亲自听,以判断其水平高低。国内私募发展虽然只有十年左右的时间,但也经历了众多分分合合。有的是能共逆境,不能共顺境,因此分道扬镳。笔者总结认为,黄金搭档的私募,做大做强概率更高。