

私募机构:中长期市场策略保持积极

□本报记者 王辉

受美股等外围股市持续震荡走弱、市场成交量能整体收缩等因素影响,上周A股市场冲高回落,整体仍然延续了近一个月以来的横向盘整格局。值得注意的是,在上周A股整体反弹未果的背景下,当前多数私募机构对于市场的中长期投资策略,仍大体保持积极。一方面,目前私募整体对于中国经济的结构性转型与长期发展继续保持乐观;另一方面,在当前市场估值继续处于历史低位、外资资金持续净流入、市场外部环境持续改善的情况下,A股大体处于“底部区域”仍然是当前私募业内的主流观点。此外,结合未来中国经济增长的长期驱动力等因素来看,目前私募整体也仍然倾向于认为未来A股的投资机会还会更多体现在结构性方面。

继续探底

来自上周A股市场的最新市况显示,上周沪深股市在经过前一周的高位回落之后,整体冲高回落,两市主要股指均出现不同程度走弱。具体来看,截至上周五(12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0.47%、1.35%、2.22%和2.28%。此外,进一步从市值风格角度来看,上证50、中证100、沪深300等大盘风格指数,则相对抗跌。其中,上证50、中证100指数当周分别温和走低0.30%和0.11%。

进一步从市场成交量角度来看,尽管上周后半周市场量能环比上半周有所放大,但全周市场量能环比之前几周,整体仍然呈现出收缩趋势。上周上海市场日均成交额不足1100亿元,全周5297亿元的成交额则创出9月最后一周以来的最低单周成交额。

从市场估值角度来看,在上周A股整体横向盘整、沪综指继续徘徊于2600点一线的背景下,市场整体估值水平则继续处于历史低位。来自WIND的最新统计数据 displays,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、



视觉中国图片

沪深300等七大指数的最新市盈率(整体法),分别为11.44倍、17.16倍、19.94倍、29.29倍、9.20倍、9.96倍和10.58倍。从历史纵向对比来看,包括创业板指在内,上述七大指数的估值水平,均继续运行在历史底部区间。

私募策略积极

从上周A股市场冲高回落的整体运行情况来看,10月下旬以来的本轮市场反弹,正出现一定“偃旗息鼓”的运行迹象,而值得注意的是,目前私募机构整体对于市场的中长期走向,仍然延续了整体偏积极的策略观点。

景林资产董事总经理田峰分析,回顾2018年A股市场的运行情况,今年影响A股市场的主要因素,主要包括宏观上的降杠杆、中国经济外

部环境的变化以及上市公司业绩增速出现明显下降等方面。从目前来看,虽然投资者情绪依旧相对偏谨慎,但金融去杠杆、中国经济外部环境等前期利空市场的悲观因素,也正在出现持续改善。与此同时,从宏观经济调控的手段来看,未来国家在拉动消费、降费减税等方面,也同样有较多对冲手段。整体来看,站在2018年年末展望2019年的A股市场,在房地产领域不出现超预期风险的情况下,投资者对于2019年的A股市场仍然可以适度乐观。

世诚投资总经理陈家琳则表示,2018年A股市场的估值收缩,在很大程度上来自于内外部两方面因素导致的市场风险偏好下降,如金融去杠杆、资管新规落地、企业融资环境变差、股权质押风险暴露、出口承压等。

展望2019年,从当前宏观经济形势和GDP增速放缓等角度来看,尽管上市公司整体盈利增速预计在上半年仍然会继续下降,但这一下滑趋势预计将在两到三个季度之内触底,并将在下半年出现显著改善。整体来看,明年A股市场预计将大体处于“增长弱、通胀消、货币宽、汇率稳”的宏观环境。在此背景下,长期利率上行压力较小,也将有利于估值中枢抬升。综合各方面因素来看,在经历2018年市场的大幅走弱后,2019年适度看多。

此外,朱雀投资表示,尽管近期市场成交量能持续萎缩,但从中长期来看,A股市场的资金环境预计将会出现确定性改善。这具体包括名义GDP回落带来的剩余流动性,以及管理层对于机构资金的有意识导入。进

一步结合当前市场估值来看,朱雀投资认为,目前市场继续处于相对偏底部的区域,该私募机构的投资策略整体也偏于积极。

投资机会仍将分化

值得注意的是,虽然目前私募机构整体对于A股中长期走向仍然相对乐观,但在具体投资机会上,多数私募仍倾向于认为,未来全市场个股的股价表现,也仍然会趋于分化。从中长期来看,不同个股标的、不同行业的投资机会,也将继续有较大差异。

元葵资产董事长施振星表示,从近年来拉动中国经济的三驾马车来看,投资效率下降、出口遭遇天花板等不利因素正在显现,这同时意味着中国经济正进入增长动能“大转换”的周期。在此背景下,虽然目前正处于历史性低估值的A股市场值得投资者进行“战略投资”,但一些更具有长期增长空间的行业和领域,则更加值得中长期看好。具体而言,在中国老龄化进程不断深化、中国经济持续向高技术制造业转型升级以及国内一二线城市人均GDP迈过8000美元大关等因素来看,未来A股市场在消费升级、医药等大消费、科技创新等领域的投资机会,更加值得长期看好。另一方面,目前美国股市大消费、信息技术等板块在全市场的总市值占比,要大幅高于当前A股市场消费、科技板块的总市值占比。这在很大程度上也意味着,未来A股市场消费、科技板块的市值比例仍有提升空间。

陈家琳则认为,综合宏观经济运行等因素来看,2019年个股业绩表现预计仍将是市场投资机会的核心驱动力,而外资等增量资金在A股相关板块的持续结构性流入,也将会对市场部分板块和个股带来结构性的超额收益。

此外,朱雀投资则进一步分析,该私募机构在具体投资策略上,也将以行业盈利周期的判断为基础进行“择优布局”,并不断优化组合结构。该私募重点长期看好的方向包括:新能源、现代农业、生物医药、消费升级、高端装备等。

华尔街高富帅王者归来? 且慢定论

□好买财富 曾令华

潘兴广场基金(Pershing Square Capital)净值11月份上涨5.0%,今年以来上涨11.3%,大幅跑赢行业均值,在今年遍地哀鸿的全球对冲基金行业如此收益非常难得。对于潘兴广场自己来说,今年无意打了个翻身仗。其在2014年大涨40%之后,随后三年亏损。伴随着基金亏损,基金规模也从高点时的200多亿美元,降到目前50多亿美元。是不是被称为华尔街高富帅的潘兴广场创始人比尔阿克曼王者归来?笔者认为,不可急于下结论。

做空翻车

潘兴广场基金创始人比尔阿克曼是国际对冲基金舞台风云人物,2015年前连续11年年均净回报达21%,同期标普500回报率仅为5.76%。业绩突出的阿克曼,外形英俊,非常健谈,说他为华尔街最有魅力的对冲基金的基金经理也不为过。“高富帅”低迷三年之后,王者归来?笔者认为,现在说潘兴广场基金好或者坏其实都还早,投资更像是长跑,不到终点那一刻,不能有“定论”。

事情的转折往往有标志性的事件,潘兴广场的转折点是其对康宝莱的空仓上。5年前,阿克曼首次披露持有10亿美元康宝莱空头头寸,当时他指责康宝莱的业务是金字塔骗局。然而,就在他极力用演讲口才贬低这家公司时,令人不可思议的是,演讲当日康宝莱股价上涨24%,狠狠地扇了阿克曼一记耳光。从此,他和康宝莱最大股东卡尔·伊坎互掐起来。不幸的是,康宝莱股价不但未跌,还自阿克曼首次公开做空康宝莱之后累计大涨95%,这直接拖累基金业绩。2015年标普500下跌0.73%,基金下跌20%。投资者不断撤出潘兴资本,导致该公司资产管理规模不断下滑。2015年潘兴广场资产管理规模缩水20.5%,2016年缩水13.5%。美国媒体报道称,今年3月份,阿克曼已经清空做空康宝莱的仓位。

从最新基金的持仓看,已经没有空头头寸,主要集中50亿美元以上的大市场值公司。前五大持仓为餐饮品牌国际公司、品牌连锁店劳氏公司、墨式烧烤公司、美国联合技术公司、自动数据处理公司。

做空历来是难度很高的事。做多一只股票,最坏的情况是股价跌

至0,损失所有投出去的钱,而做空则不一样,技术上损失可以无止境。就算找出一只基本面差的股票,但不一定会在持空仓的时候下跌,做空是站在上市公司、之前投资者的对立面,他们还会有各种手段进行对抗。做空者面临的是时间和基本面两者都对才能赚钱,而对手可能只要一样就可以赢,做空间最终可能看对了基本面,但被迫在赚钱之前出局。

巴菲特在2002年股东大会上曾回答关于做空的提问表示,“查理和我过去在上百只股票上有过做空的想法,如果我们实施了,我们可能已经变成了穷光蛋。泡沫的演化基于人性,没有人知道什么时候它会破裂,或在破裂之前它会膨胀到多大。”

对冲基金教父A.W.Jones有一个多空模型,并在上世纪50年代末60年代初成立了知名的对冲基金。最终A.W.Jones出了问题,其分拆基金的大部分惨败。有些人自杀,有些人失去财富然后去开出租车。本杰明·格雷厄姆没有发现做空可以很成功,他有相当多的对冲投资是成功的,但在少数投资上他损失巨大。

1954年,我有一个痛苦的做空经

历。10多年来我都没犯错,但随后10个星期我犯了大错,这是个关键时期,我的资产净值快速蒸发。做空是困难的,你必须少量下注,你不能只在一个公司上做空。只要一个做空就能杀死你,当股价上涨时,越来越多的钱会被消耗掉。”

翻身是运气还是实力?

正如行为金融学里说的:影响你对股指判断的最大因素是股价的本身。如何在看基金的时候,不要受过去的影响呢?可以给基金的业绩打个折。笔者的经验是投资最终的业绩=30%能力+30%运气+40%情绪管理。基金经理倾向于将成功归于实力,失败算在运气头上,阿克曼也不例外。阿克曼11年业绩的加持之下,基金规模几乎同时期达到最大。2014年,阿克曼如日中天的时候,接受英国《金融时报》的访谈说,“不同于其他任何行业,这里有好好的基金,有不好的基金,也有伟大的基金。(但是)请换种方式称呼我们,我觉得那样会更好。我们与其他大部分对冲基金相同的只有费用这一项;我们收取管理费和(超额)奖励费用。”他为自己的成功找到一些

原理,“但我们是不同的,我们不用杠杆,我们一半的资金是不动的,有70亿美元在上市机构Pershing Square Holdings中。我们十分专注并且持仓周期较长,差不多四年、五年或六年。”

不论何种策略,连续的高回报是难以实现的,都知道“一年翻一倍的人好找,三年翻一倍人很少”。任何策略都有其适用的假设条件,也就是任何策略,其成功的实施都会有“运气”成份。只是成功者,如张爱玲所说“时间的无涯的荒野里,没有早一步,也没有晚一步,恰巧赶上了。”当然,假设条件越小的策略,适用度越广,要求的“运气”越少,回报当然也就越小。

《大空头》的作者刘易斯写过另外一本书《说谎者的扑克牌》,里面有一个故事:心理学家做过一个实验,把人分为三人一小组,然后随机的抽取一人作为组长。心理学家给每个小组发了四块饼干。在每个分得一块之后,组长很自然就占用了第四块。刘易斯总结说,我们容易把运气,当成自己的实力。在资管这一行业,多把成功归于运气,少归于努力的人,或许才更为靠谱呢。