



近250个交易日股价创历史新高次数较多的个股

证券代码	证券简称	今年以来涨幅%	股价创历史新高次数	上市日期
300595.SZ	欧普康视	118.37	53	2017-01-17
600763.SH	通策医疗	109.40	52	1996-10-30
300357.SZ	我武生物	112.13	44	2014-01-21
002475.SZ	立讯精密	227.82	44	2010-09-15
600529.SH	山东药玻	105.58	40	2002-06-03
603501.SH	韦尔股份	403.90	40	2017-05-04
002714.SZ	牧原股份	188.83	38	2014-01-28
000661.SZ	长春高新	149.24	37	1996-12-18
002821.SZ	凯莱英	89.30	35	2016-11-18
603222.SH	济民制药	301.37	34	2015-02-17

数据来源/Wind,截至12月27日,剔除今年以来上市新股

新华社图片

## 灵活择时反成拖累 整体业绩不敌公募

# 私募基金2019年投资得失启示录

□本报记者 林荣华 李惠敏

### 多重择时难踏准

2019年公募整体业绩优于私募,高仓位居功至伟。北京某私募总经理张军(化名)表示:“公募偏股型产品对仓位都有硬性要求,而私募普遍没有,可以灵活择时。在去年底市场普遍悲观的情绪下,多数私募将仓位降至低点,甚至部分为空仓状态,但今年一季度的系统性反弹行情来得又快又猛,很多私募未来得及加仓。”

年初来不及加仓,只是摆在私募面前的第一道择时难题。回顾A股2019年行情,可谓跌宕起伏,想要踏准时点确实不易。1月份市场整体延续2018年的弱势走势,上证综指甚至在月初创下2440.91点的低点,但2月份春节之后,主要股指便开启了强势上涨之旅,中途几无回调——对于低仓位私募而言,快速上涨过程中并没有很好的加仓机会。受外部利空影响,5月开局主要股指大幅下挫,但市场在短暂低迷后,消费、科技板块中的许多个股走出了独立行情。8月初市场再度受外部利空影响,上证综指跌破2800点,但很快以5G、消费电子、医药等为代表的众多科技股又屡创新高。

在这样的行情下,私募的理想操作便是:1月份大幅加仓,4月份减仓,5月份再度加仓,但如此连续的“神操作”和快速切换几乎无实现的可能。事实上,能做到在5月份之后保持高仓位已属不易。张军表示,今年1月初时开始小幅加仓,3月份继续加仓一些消费、金融、地产等传统行业中便宜的个股。4月份继续提高仓位,5月初市场大幅下跌,但最终坚定信心,抓住机会进一步将仓位提高到95%。

但更多的私募则踏错了时点。某中型私募总经理陈科(化名)表示,今年一季度时仓位较低,4月份在市场乐观预期下将仓位水平提高,增持消费、电子等板块,但5月初市场受外部利空影响出现短期扰动,前期加仓的板块更是成为大跌的“先锋”,在反复纠结中于5月中下旬大幅降低了仓位。

“扛不住压力,在市场低点减了仓位。5月份产品净值回撤近10个点,逼近内部设定的10%回撤红线,其中有些还是今年才发的新产品,压力很大,咬咬牙最终还是选择了减仓,遵从了我们的投资策略和投资纪律。”陈科进一步表示,“绝对收益是私募的重要原则,但要实现复利效应,必须控制好回撤,否则涨一年,跌一年,几年下来可能是一场空。产品净值自高点回撤超10%后,只能通过减仓的方式防止进一步恶化,哪怕要花更多的时间用低仓位去修复净值。但如果选择硬扛不减仓,产品回撤可能继续扩大,一旦回撤幅度超过20%,要想将此前的

2019年是名副其实的公募基金丰收“大年”——时隔三年多重现翻倍基金,收益率超过70%、80%的基金数量众多。Wind数据显示,截至12月27日,普通股票型基金(剔除今年以来成立的新基金)今年以来的平均收益率达45.01%,同期沪深300指数的涨幅为33.59%,上证综指、深证成指涨幅分别为20.50%和41.35%。相比之下,在仓位控制上更加灵活的股票多头私募业绩表现则逊色许多。格上研究中心数据显示,截至11月底,股票策略整体平均收益率为22.89%,同期沪深300指数上涨27.17%,上证综指、深证成指分别上涨15.16%、32.35%。

整体仓位低于公募,是今年私募业绩整体不佳的主因,深层原因则是年初系统性行情爆发过快、后期结构性行情凸显,私募择时难度较大。不少踏错点位或仓位过低的私募机构表示,当前择时策略的有效性在降低,经过反思已经相对弱化了择时,同时进一步强化选股能力,优化了对企业价值的评判体系。在市场整体估值有所修复的情况下,预计2020年基金业绩将出现分化。

损失赚回来就更难了。有数据显示,一旦基金净值跌至0.8元以下,市场中的多数基金经理都很难将产品净值拉回1元。”

陈科的案例在私募中并不是少数。私募排网数据显示,4月初,股票私募仓位水平提升了7.8个百分点至60%,但5月出现小幅回落。

### 深度迭代投资理念

失之东隅,收之桑榆。每一次投资失利,都在为投资理念的迭代积蓄力量。

陈科在底部斩仓后,发现前期减仓的5G、消费电子等众多个股在后续行情中屡创新高。“这次择时并没有讨到好处。深度反思后我们认为,A股择时的有效性在降低,这是今年市场演绎得最清晰、最鲜明的特征。”陈科认为,这种演变背后的逻辑基础是“当前宏观经济层面整体比较平稳,但各个行业发展差异很大。因此,择时已经没有显著超额收益,当前超额收益主要来自行业中观层面的方向选择和微观层面的个股选择。从投资策略的有效性来说,自下而上更有优势。”

一位资深基金经理王鸣(化名)也表示:“今年很多行业景气度体现出独特性。从A股表现看,主要指数的波动与宏观经济的走势相关性也在弱化,因此投资上也选择淡化依靠宏观进行择时。”

凭借所选个股的优异表现,陈科依靠低仓位在11月底完成了前期产品回撤的修复。看清了择时的有效性在降低后,陈科显得更为轻松,对未来更有信心。他说:“投资中比较确定的是个股选择,涉及维度较多的行业轮动难一些,最难的则是择时。以往投资过程中常常在择时上有很多纠结,但现在更倾向于保持较高仓位,只需要把精力聚焦在相对更简单的选择个股和行业上。”

与陈科一样淡化择时的还有其他私募基金经理。“今年的择时难度很大,效果也不是很好。我们很多的持仓个股都走出了翻倍走势,但产品净值的涨幅到了12月才跑赢指数,主要原因就是仓位太低了。目前已通过复盘过去十几年A股走势系统优化了择时策略,实际上是相对淡化了择时,只要市场不出现严重的系统性风险,出现单纯的短期波动时并不会减仓,而是集中精力发挥自身的选股优势。”北京某中型私募基金经理也表示。

四季度以来,随着市场风险偏好回升,在结构性行情驱动下,不少私募更是保持了较高仓位。从私募排网披露的仓位指数来看,百亿级私募已纷纷选择加仓跨年。最新数据显示,百亿级私募最新仓位指数为79.85%,创9月以来新高。有95.72%的百亿级私募仓位在五成以上,其中八成仓位以上的超过一半,为52.86%,而半仓以下的不足5%。

择时有效性降低的背后,是市场中优质个股已经穿越牛熊,走出了坚定的独立行情,而市场对这些优质个股的投资价值给出了重新定价,迎来估值重构。同时,与优质个股走出独立行情对应的是,不少绩差个股多在低位徘徊,甚

至屡创新低。

### 优化企业价值评判

展望2020年,多位私募人士表示,明年基金业绩将出现分化,同时需要降低整体收益预期,机构之间最终比拼的是选股能力。同时,不少私募也在今年的结构性行情中优化了对企业价值的评判体系。

前述北京中型私募基金经理表示,2019年基金业绩整体较好有两个重要因素:一是年初市场估值极低,二是基金抱团的个股大都涨幅较好,因此,只要仓位较高,一般都能够获取较好收益。但是目前市场整体估值已经扩张,基金抱团个股的估值很多也比较高了,有些机构会转向其他板块获取收益,因此明年基金的业绩会出现较大差异。

一位私募投资总监则表示,今年旗下产品获得高收益是多方面因素推动的,整体看,明年市场依旧难有趋势性机会,但结构性行情会一直延续。从目前看,基本面良好、业绩增长确定性强的个股估值都算不上便宜,因此明年很难取得今年这么好的业绩,投资者需要降低明年的收益预期。

结构性行情下,最终比拼的是基金经理的选股能力和对企业价值的深度挖掘,不少基金经理也优化升级了自身对企业价值的判断维度。王鸣认为,目前对企业估值必须强调现金流折现法。“市场往往过于看重当期利润,因此觉得一些优质企业的估值贵了。若从自由现金流做长期估值,这些优质企业中有不少个股当前估值仍然相对便宜。”王鸣举例道,“有些企业是靠自身解决现金流来经营研发,将大量的利润转化为研发等投入,并且将研发开支全部费用化。实际上,若将其每年的研发投入加回利润,其市盈率并不高。这是典型的为了长期更大的发展牺牲当期利润,这类企业的投资价值是需要深入研究才能甄别出来的。”

王鸣表示,一旦将空间和时间拉得更长,思维模式就从重视短期市场波动到重视公司优劣。十年前,每个行业中都有不少优质企业,最好的企业与一般企业的市场表现差距不大,可以用市盈率估值。但当前,企业的微观结构发生明显拐点,碾压性企业出现,这种变化也将体现在股市上,只有少数企业长期能表现优秀,多数企业被碾压。

前述北京中型私募基金经理则坦言,今年下了很大工夫挖掘科技股机会。由于中国经济的快速发展,具备新技术、新业态的上市公司数量也在增多,基金经理必须保持不断的学习和跟踪,才有可能真正判断出企业的投资价值。