



新华社图片

部分高杠杆对冲基金 处境危险

□本报记者 吴娟娟

据媒体报道,英国一家名为H2O资产管理的对冲基金在近日市场大幅波动中,旗下债券基金短短几周惨亏50%,基金评价机构晨星已就此发出警告。

分析人士认为,H2O的遭遇并非孤例,全球很多对冲基金近来岌岌可危,尤其是一些高杠杆操作的对冲基金目前处境非常危险。

H2O资管产品巨亏

H2O资产管理为一家注册于英国的对冲基金,其由全球资产管理规模排名19的法国商厦银行(Natixis SA)支持创立并拥有部分股权,是一家主打固定收益策略的投资机构。H2O资管旗下,由首席执行官Bruno Crastes亲自操盘的Allegro基金,3月9日净值大跌17.9%,3月12日又重挫25.4%,如果与2月高点相比,净值已经被腰斩。

基金评价机构晨星称,Allegro基金近期的表现值得警惕(Alarming)。晨星3月16日已将这只基金列入审查名单,因为基金无法有效管理风险,且这一问题重复出现。

H2O资管于3月17日在官网发布了Bruno Crastes致客户的信。这位首席执行官曾任欧洲最大资产管理机构东方汇理的伦敦分部负责人,在海外市场固定收益投资圈享有较高声誉。Bruno Crastes在信中说,他代表投资团队对客户表达诚挚歉意,3月9日以来,H2O遭受了重大亏损。谈到3月以来的市场震荡,Bruno Crastes表示,没有模型可以预测这种市场波动,此外基金的一些对冲措施也在市场波动中失效了,这是近期净值回撤如此之大的主要原因。

值得注意的是,已有投资者在英国议会官网发言要求英国政府对H2O的风控进行调查。足见这家对冲基金并非等闲之辈,其亏损情况颇受各方关注。受H2O基金巨亏影响,法国商厦银行股价3月10日以来持续下挫。

或引发连锁反应

H2O只是近期市场大幅波动背景下,对冲基金的一个缩影。华尔街对冲基金潘兴广场创始人艾克曼近期接受采访时表示,如果美国政府不采取实质性措施阻断病毒传播途径,美国将进入深度的经济衰退。为了证明自己不是在通过制造恐慌来获利,艾克曼说,其实他近期仍在不断买入类似希尔顿、星巴克的优质股票。

目前美国对冲基金整体规模约3万亿美元。据基金研究机构eVestment数据,2020年前两个月全球对冲基金平均亏损2.82%。值得注意的是,此时美股市场的数次熔断还尚未发生。业内人士认为,3月对冲基金表现惨烈程度可能会大幅上升。近期市场大幅波动下,不乏知名对冲基金净值大幅亏损的消息。据桥水基金创始人达里奥自行披露的信息,其旗舰产品“纯阿尔法”II号基金在2020年1月1日至3月16日期间已亏损21%。

华尔街对冲基金长期资本于1998年倒闭,拖垮了一大批金融巨头,导致美联储不得不出手干预。这一次对冲基金集体性损失惨重,会不会引发新的危机,成为各方关注的焦点。美国投资网站零对冲(Zero Hedge)发表分析文章认为,这种可能性并不能排除。部分多策略的知名对冲基金公司,诸如千禧、城堡和72点等,从回购市场融资加杠杆,利用国债的现货和期货价格差套利。类似套利的杠杆可能会达到50倍,一旦遇到流动性问题,对冲基金出事可能会拖垮很多相关机构。

部分私募降仓控回撤

A股仍然具有比较优势

□本报记者 林荣华

上周A股市场再度调整,不少私募产品遭遇客户赎回压力。私募基金认为,目前港股和A股市场下跌的空间有限,A股仍然具有比较优势,当前长期投资者无需恐慌。与此同时,部分私募基金经理也开始通过期货期权等金融衍生品控制产品波动幅度,优化持有体验;并预留一定仓位,应对后面各种可能的市场环境。

投资者情绪转换

“最近一个星期,销售渠道几乎天天找我们要市场观点,因为有些投资者面对市场大跌有了赎回的想法。”一位私募人士向中国证券报记者表示。

另一位私募渠道人士则分析说,春节后市场反弹幅度很大,A股连续多个交易日成交额超过万亿元,看到市场火热,一些投资者新近入场,现在市场出现调整,情绪上有些动摇也很正常。此外,还有个更早期的投资者在2019年中获取了很高的收益,也有了止盈的想法。

某私募基金经理坦言,最近一个月市场波动很大,投资者的情绪此前已经发生过多次转换。2月3日A股大跌,很多投资者急于赎回,好在市场随后快速反弹。市场后面涨幅一度很大,如果基金操作比较谨慎,个别高风险偏好的投资者又着急了,觉得产品净值涨得不够快,想换其他产品。从这个角度看,培育真正成熟的长期投资者仍需要时间。

针对当前投资者的顾虑,相聚资本分析指出,市场上主流机构的观点一致性很高,主要包括:疫情总会过去,全球央行释放的流动性最终会推动资产价格上涨,而优质资产的价格短期下跌仅仅是波动而已;就国内情况而言,全面复工之后,经济会进入逐季复苏阶段,而海外经济复苏会晚于国内,视疫情蔓延的情况而定;另外,国内外金融体系的资产负债表比较健康,各国央行的救市措施也很及时,大概率不会有类似2008年雷曼兄弟倒闭的崩盘事件发生,市场的下跌在一定程度上可控;对于长期投资者来说无需恐慌,坚定持有能长期存续的优秀企业,一定能带来丰厚的回报。

仓位保持灵活性

投资策略上,相聚资本表示,目前采用的GARP策略核心是寻找高速成长的好公司,壁垒高、盈利增长快、现金流充裕、估值合理。但是系统性风险来临时股价大幅波动不可避免,此时通过使用期货期权等金融衍生品,可以拓宽投资维度,增加收益来源,对短期的波动进行有效防御。策略的目标是获取高于市场的超额收益,那么一段时间的净值低波动不可能是常态,时间越长,未来波动加大的可能性就越大。因此,要在组合的风险敞口上保持异常的冷静和清醒,不能因为市场的火热而持续释放风险头寸,也不必因为市场的恐慌而过度收紧。这些领域要通过严谨的科学模型来监控,可以预见,剧烈波动之后,市场会由长期规律主导,坚持下来的投资者有望获得丰厚回报。

清和泉资本表示,当前坚持中长期的趋势判断,但面对短期不确定时需要留一点子弹,边走边

看,要有原则,但不要固执。受疫情和全球资本市场波动影响,市场风险偏好短期受挫,意味着投资者对估值的容忍程度下降,虽然国内流动性宽松的环境不变,但波动率将显著上升,因此重新梳理组合中的个股配置,对估值显著偏高的公司进行减持。这部分子弹将会用于跌下来的优质公司的逆向布局。

世诚投资也表示,基金经理在股票仓位上将保持灵活性,为后续各种可能的市场环境留出足够的挪腾空间。在风格上,短期会更倾向于内需驱动的行业和板块。在公司层面,将更严格地审视公司的核心竞争力,以及在非常时期的战略调整能力和战术执行力。个股层面的估值纪律仍是需要坚守的。可以确定的是,留在组合内的个股终将体现出优良的“性价比”,虽然眼下部分品种可能面临外资抛售的额外压力。

板块方面,清和泉资本表示,海外的经济和资本市场波动加大,全球化产业链程度较高的行业将面临需求和供给双方面的不确定性。针对去年三四季度开始逐步增配的科技类隐形高净资产收益率(ROE)资产,当前采取更为均衡的配置策略,一些内需型的优质企业在国内疫情平复后将迎来业绩反弹,会提高关注度,把握消费服务类优质企业的修复机会。

有望走出独立行情

展望后市,私募基金认为,目前港股和A股市场下跌的空间有限,在中期或者更短的时间来看,A股仍然具有比较优势,最终有望走出独立行情。

凯丰投资表示,当前国内市场,尤其是港股很多股票的估值已经跌到历史低位,股价下跌程度已经较为充分反映了疫情的负面影响,目前港股和A股市场下跌的空间有限。从国内来看,适当的定向降准、稳就业政策,帮助企业降低融资成本等精细的滴灌政策恰到好处,同时为未来留出了更多的操作空间。

清和泉资本表示,全球衰退的背景下,A股无法独善其身,但仍然倾向于认为A股最终将会走向独立行情。放在中期或者更短的时间来看,A股仍然具有比较优势,原因有四点:一是从中期看美股超长牛市已经终结,而A股依然处于底部区间。估值来看A股也具有比较优势;二是资金方面,A股长线资金以及外资不断入市,给市场带来较强的支撑;三是目前再融资政策已经放开,具备产业前景的成长类公司能够获取资金去进行研发投入和产能扩张,业绩的持续增长会支持股价的长期上行;四是产业周期方面,除了4G到5G的切换变革,中国处在一个科技产业自下而上的上升周期,叠加自主创新、国产替代周期,科技产业整体大上有可为。

如何避免私募 定增基金“入坑”

□好买基金 曾令华

2020年2月14日再融资新政出台,定增市场的关注度开始持续上升。在一般情况下,先进入者都可以期盼一些“红利”,各方都在思考如何参与市场。2015年是私募定增的鼎盛时期,之前不少三方机构都增加了“事件驱动”类别,作为一类策略单列。在定增一度受限后,相关产品的规模和业绩曾遭受到双重打击。

投资不能做“马克吐温的猫”,被热炉子烫伤以后,就再也不愿意坐到任何一种炉子上,不管是热的还是冷的;同时也不能忘记历史教训,需要仔细鉴别,避免未来“入坑”。

一是分级定增产品。由于2013年、2014年定增的收益不错,2014年中期开始,分级定增产品开始多起来了。一般分为优先级和劣后级,优先级份额一般获得合同约定的固定收益,以券商资管定增为例,多数A类份额的年化收益为8%左右。相比而言,劣后级份额将带有较大的杠杆效应,一些产品的初始杠杆甚至达到6倍,即优先级份额是劣后级份额的5倍,一些信托计划劣后级杠杆更高,再加上定增产品只投资单一个股,导致劣后级份额面临极高的投资风险。

相关启示就是:慎重参与分级产品。这些产品在2015年之后,普遍成为一个雷区,现在也有不少负面新闻见诸报端。杠杆之后的风险,变向不可知,二倍杠杆的产品不是风险乘以2,而是趋向于无限。这是因为风险的放大是非线性的,到了一定的程度会产生“并发症”。

二是变相提高流动性的产品。由于定增的股票有持有一年的要求,当时不少定增产品的锁定期是一年半。这样在产品运作时,只能一期一期发行,一些机构为了改变这种状态,开发出每月可申购,一年半赎回的产品。这样省去了一期发行的麻烦,同时,使得产品有了永续业绩的可能。产品存在的缺点也很明显,投资者的持有期与底层定增股票的持有期不一致。在业绩向上时,正向反馈,但在业绩向下之后,面临投资者赎回,则产生“死亡螺旋”,流动性不支持赎回,需要被迫排队等待。

相关启示就是:期限匹配是防止风险的重要原则,创新只有被关在“风险可控”的笼子里才具有意义,否则,创新出来的可能不是产品,而是炸弹。

三是定增套利类产品。定增作为一种一级半市场的产品,的确是一个特殊的存在。定增成为并购重组,借壳上市的重要方式,上演了不少“乌鸡变凤凰”的神话。这样,自然就存在套利空间。有私募评价说“一级市场请客,二级市场买单”,其后的结局往往是股票被强平,身后的投资者受损。

相关启示就是:投资并不是短期内获得暴利,也不是利用他人的信息不对称获得筹码低买高卖,而在于投出去的钱真的是“生”钱,根据所持有凭证(股票)收获创造收益的那一部分。不赚“意外”的钱,着眼点把定增看成一种融资的方式,选择的标准在于是否能有利于企业的经营与发展,是否能提高企业的核心竞争力。选定定增基金,也要以选股型基金为主。