

择时难“捂股”更难 私募基金复盘2020

□本报记者 李惠敏 王宇露



视觉中国图片

Wind数据显示,截至2020年12月31日,主动偏股型基金(剔除当年成立的新基金)当年平均收益率达69.68%。

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略为逊色。私募排排网数据显示,截至2020年12月底,股票策略当年整体平均收益为36.12%。

整体仓位低于公募,是2020年私募业绩整体不佳的主因。深层原因则是当年年初系统性行情爆发过快、中期疫情出现扰动、后期结构性行情凸显情况下,再叠加牛股估值的进一步溢价,私募择时难度较大。不少踏错点位、仓位过低以及卖飞牛股的私募机构表示,择时策略的有效性在降低,经过反思已相对弱化了择时,同时进一步强化选股能力,优化估值体系。

对于2021年的行情,私募基金经理普遍认为,市场仍然存在较好的结构性机会,应关注中长期趋势。

择时难“踩对点”更难

2020年公募整体业绩优于私募,高仓位是主要原因。公募偏股型产品对仓位都有硬性要求,但私募普遍没有,可以灵活择时。

2020年年初来不及加仓,是摆在私募面前的第一道难题。回顾A股2020年行情,在见证了太多“活久见”时刻的背景下,跌宕起伏四个字可谓是展现得淋漓尽致。2019年底,A股震荡上行,科技类板块表现突出;2020年春节后,受疫情影响,市场一度大幅调整,市场风险情绪集中释放,随后展开强劲的超跌反弹,疫情发酵以及国内政策刺激是市场主线;2020年3月,美股市场接连熔断,国际原油期货价格一度跌至负值,上证指数跌入阶段最低水平,随后全球宽松周期开启、经济探底回升;2020年二季度,国内疫情控制较好,复工复产进一步深化,市场情绪修复,A股走出慢牛行情;2020年三季度,宏观流动性由宽到稳,新基金发行从放量到缩量,指数向上脉冲后进入宽幅震荡的存量博弈阶段;2020年四季度,美国财政刺激前景再度扰动、海外疫情再度恶化,全球风险资产脉冲式回调,但随着美国总统大选尘埃落定,财政刺激方案达成一致等政策定调积极,流动性边际向好,全球风险偏好提升,A股迎来脉冲式反弹。

只有在复盘时,才会有最佳操作,但这是“马后炮”。如此频繁的快速切换无实现可能。事实上,能在2020年春节后的一个月内保持高仓位已实属不易。有不少私募因判断偏差而踏错了时点。

2020年最大的“黑天鹅”便是新冠肺炎疫情的爆发,而在疫情造成的股市波动中,是否准确“踩对点”,成为基金经理业绩的重要“分水岭”。

在回顾2020年A股行情时,仁桥资产总经理夏俊杰说,其在当年3月市场恐慌时的策略选择是正确的。他表示:“3月份,尽管国内的疫情已得到了初步控制,但随着疫情在美国和欧洲的快速蔓延,恐慌在海外迅速蔓延。美股单月触发了多次熔断,最大回撤超过35%,肃杀的气氛堪比大萧条。海外的持续暴跌也激发了A股的避险模式,悲观情绪愈演愈烈。”夏俊杰称,“对于仁桥来讲,我们面临关键抉择。”其实,不只是仁桥,绝大部分私募投资经理在当时的判断,也成为影响其2020年上半年业绩的重要因素之一。

致顺投资创始人、首席投资官刘宏表示,疫情的发展是造成2020年3月全球资本市场剧烈

动荡的“罪魁祸首”,当时,国内疫情得到较好的控制,但国外疫情被投资者大大低估。刘宏判断,海外疫情存在超预期的风险点,尤其需要关注,海外疫情风险进一步扩散造成的经济和社会风险,可能会进一步对A股市场产生超预期负面影响。在此期间,刘宏的投资聚焦于防范市场系统性风险,从2020年3月第一个交易日就开始减仓,通过果断灵活的仓位调控,对组合管理进行了有效的风险防范,组合净值基本避免了国内外资本市场的大幅度调整。

刘宏表示:“我们并不是先知先觉,必须提前多长时间去做预判,我们认为投资经验的进化更应当体现在风险敏感性上。当市场给出系统性风险的信号时,我们能够及时捕捉到这个信号,然后及时做出调整。”很明显,这种被多次提及的“风险敏感性”,是专业投资人士长期注重提升、历练的能力之一。

与刘宏不同,夏俊杰则采取了另一种方法。他表示,因为一直以来,获取收益和控制波动都是其持续兼顾的目标,他允许为了控制波动而损失部分收益,在此时降低仓位显然是一个可选项。最终,仁桥选择了仓位不减,而用结构调整去扛过这次波动,也就是增加低波动率个股的配置比例,行业布局更加均衡,让行业和个股间实现更好的互补和对冲关系,进而降低整个组合的潜在波动。夏俊杰的策略选择被证明是有效的,在低位没有丧失仓位,同时也保留了后续上涨的能力。“与此同时,我们的回撤表现也是令人满意的,远远好于同期指数。总之,这再次验证了那句常识,在低风险区域我们需要有承担波动的勇气。”

某大型私募表示:“我们对国内疫情的判断基本正确,对海外疫情的判断则有些偏差,没想到海外疫情会失控,所以疫情对于整个经济和市场影响的持续性判断不足,相关股票的机会把握很少,几乎没有投短期收益较大的医药和消费电子板块。”

选错行业 卖飞牛股

择时有效性降低的背后,是市场中的优质个股已经穿越牛熊,走出了坚定的独立行情,同时市场对这些优质个股的投资价值也给出了重新定价,迎来估值重构。同时,与优质个股走出独立行情相对应的是,不少绩差个股持续在低位徘徊,甚至屡创新低。

“市场对科技股的风险偏好太高了,原来重仓的一只科技股卖出后继续上涨,后来考虑到市场情绪有望维持,因此追高买入,赚了一波后又卖出,出乎意料的是股价还在涨,可以说是两

次‘卖飞’了。目前的股价比第一次卖出的点位上涨了约25%,关键是第一次卖出时的估值已经不便宜了。”某私募基金经理张柏(化名)表示,很多科技股的估值都过高,即便是业绩受疫情影响相对更弱的一些领域,估值也不便宜。

张柏的案例在私募中并不是少数。另一位私募基金经理表示,“其实我们持仓的很多个股实际上都在2020年走出翻倍走势,但我们产品净值表现一般,主要原因还是卖早了,目前复盘了过去几年市场来看,优质公司享受估值溢价和流动性溢价,是成熟资本市场的一个必然特征。”

还有一位私募基金经理也比较无奈,在每股不到30元的价格买入酒鬼酒,到股价100元时卖出,卖出后很快又翻倍。“我在前面忍耐了很久得到的收益,后面只需要1至2个月就加速上涨。基本面再好,业绩再强劲增长,我也难以判断出这个股的市值会如此之高。”

在七曜投资复盘回顾来看,“疫情使得海外很多央行开动急救模式,企业端以及线下活动低迷,线上化迅猛扩张,为应对巨变,各行业内部都发生供给侧分化。同时,国内宏观流动性虽在收敛,但微观流动性愈发活跃,以基金入市为代表,受上述因素引发,产生了更大正反馈,赚钱效应突出,有力支持IPO和再融资,用更长远的增长空间来支撑拔高的估值。”该机构进一步表示,种种因素导致2020年市场是强者愈强的风格,这也让均值回归策略,包括部分私募过去几年擅长的逆向投资策略都失去了效果。

夏俊杰坦言,2020年他在医药和食品饮料上没有获得高收益,这是拉低其管理的产品当年收益率的最重要原因,而市场中的多数机构在这两个板块都超配明显。“关于医药,我们总体配置比例偏低,而且卖出的时间太早,2020年2月份在国内疫情得到初步控制之时,我们就开始降低医药股的配置比例,后面疫情在海外市场的快速扩散是我们没有预料到的,事后来看,当时的判断还是有问题的。”事实上,2020年上半年领跑市场的大部分基金,都为医药主题基金,而下半年情况则有所改变,投资经理对疫情判断、对医药股的甄选,也成为2020年衡量“得失”的关键因素。

对于热门板块的估值高低,对于抱团股还能涨多久的分歧,也成为影响基金经理2020年收益的重要判断之一。对于不少坚信“均值回归”的投资经理来说,2020年也尝到了一些苦涩的滋味。泊通投资董事长卢洋表示:“2020年我们的投资收益和同业相比不算突出,勉强符合当年年初我们定下的基调,回过头来看主要是因为我们的赛道并不是当年的主旋律,

同时我们擅长的均值回归也并不符合当年的风险偏好特征。换个角度讲,疫情后随着货币环境宽松,激发了市场的投资热情,风险偏好急剧上升,在股票市场则体现为,投资者更愿意相信未来的故事。”

夏俊杰也表示:“逆向的策略和风格在2020年承受着不小的压力,这一年过的并不轻松,逆风前行让人感受到的不仅仅是阻力,还有孤独。”对于一些2020年的大热行业,他表示:“关于食品饮料,其实主要是白酒,我们全年没有配置,而这个板块当年贡献了多数机构收益来源最大的部分,显然,这样的偏离给我们带来了很大的压力,但坦率的讲,白酒的估值体系是远远偏离其历史均值的,这样的状态很难进入逆向策略的筛选体系,特别是2020年下半年以后股价出现了明显的泡沫化趋势。”他进一步称:“在众多低估值价值品种的主动选择中,我们的命中率太低,选择的品种市场并不青睐,相反,放弃的品种却成为了市场中的明星。关于这一点,近期我们一直在反思,试图寻找可能犯错的地方在哪里。”

三条主线挖掘投资机会

对于2021年的行情,卢洋认为机会并不少,主要有两大类:一类是从绝对低估,不可能进一步被杀估值的标的中,找出有稳定增长逻辑的领域,比如地产、保险等;还有一类是科技赋能产业链的标的,比如有赋能实体产业的科技类公司,再比如被赋能后极具爆发力的场景。

刘宏表示,经过2019年、2020年连续两年的丰厚收益,股票市场在2021年仍有可能向上迎来高潮。目前来看,2021年一季度市场机会的确定性最强。刘宏称,高潮之后可能会存有隐忧,一季度后,政策转向的节奏和力度是不确定性所在。但目前来看,尚未出现政策显著转向、系统性风险积聚的信号。

刘宏表示,随着前期压制投资者风险偏好的主要因素显著缓解,资本市场或重拾升势。展望2021年全年,市场仍然存在结构性机会,将围绕科技创新、自主可控供应链和扩大内需三条主线挖掘投资机会。

相聚资本总经理梁辉称,应逐渐放弃短期行业配置思路,从中长期来看看待中国行业机会。一方面关注中长期趋势,“十四五”规划建议中提到与科技创新相关的行业,如新能源车、科技医药、高端装备、国防军工等;另一方面关注宏观经济轮动,经济整体向上,但流动性略微收紧,与经济复苏相关性比较高的行业可能会阶段性受益。