

私募预期A股市场结构将趋于均衡

□本报记者 王辉

受到货币宽松、财政刺激、疫苗接种等多方面利好因素推动,海外股市及大宗商品市场在春节长假期间均显著走强。在此背景下,A股牛年前两个交易日迎来开门红。个股连续两天普涨,充分反映出节后市场赚钱效应和做多热情有增无减。来自私募机构的最新策略研判显示,在经济复苏预期持续主导市场风险偏好和基本面的背景下,当前市场个股涨跌趋于均衡的格局预计仍将持续。

开门红如期而至

春节长假前后两个交易日,A股主要股指涨跌各异,而个股则迎来全面普涨,一举扭转了此前大市值白马股持续逞强、个股赚钱效应偏弱的市场运行格局。

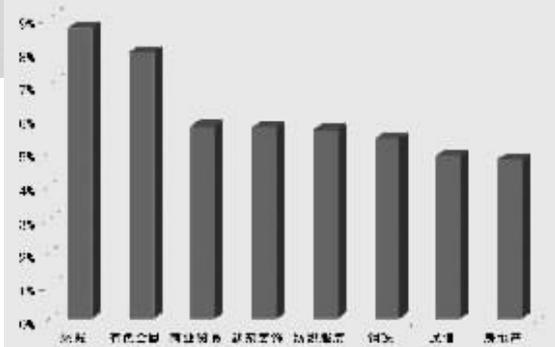
从上周主要股指的具体表现来看,截至2月19日收盘,上证综指、深证成指、中小板指、创业板指、沪深300指数在节后前两个交易日的涨跌幅分别为1.12%、-0.87%、-1.05%、-3.76%和-0.50%。

进一步从市场风格角度来看,机构集中抱团的白马蓝筹板块上周整体表现显著弱于中小市值个股。其中,白酒、家电、医药、新能源车等人气行业的多只大市值龙头股在节后均出现较大幅度下挫。

具体到个股涨跌方面,Wind数据显示,2月18日两市个股涨跌比为3605:520,上涨



春节后两日累计涨幅较高的申万一级行业



视觉中国图片 数据来源/Wind

个股占比超八成;2月19日两市个股涨跌比为3638:505,上涨个股占比接近九成。而以两个交易日累计表现来看,两市个股涨跌比则为3704:463,上涨个股数量为下跌个股数量的8倍。

个股涨跌将呈现均衡格局

对于牛年开年前两个交易日A股市场的整体表现,肇万资产总经理崔磊表示,过去一年全球经济因新冠肺炎疫情而遭受较大冲击,多国疫情拐点的出现有望引发相关受损行业基本面出现修复。在之前的较长一段时间内,疫情曾严重影响投资者对于经济增长的信心,进而使得资金过度拥挤在防御赛道。而2021年以来,海外资本市场已经率先走出疫情修复行情,周期板块、中小市值个股持续表现出超额收益。在此背景下,A股市场进入牛年之后也有望呈现出新格局。整体来看,2020年投资者抱团的防御类资

产存在一定的估值消化压力,现阶段A股市场在个股结构性层面上将处于相对均衡状态,系统性风险不大。在此背景下,行业趋势良好、公司基本面较强的个股可能结束防御模式,持续获得估值修复。

雷球资产合伙人胡攀称,节后前两个交易日顺周期板块以及前期震荡走弱趋势较为明显的中小市值个股,普遍呈现强势上涨和反弹,主要股指的涨幅和个股中位数涨幅出现了较大幅

度的“剪刀差”,这一情况短期内可能还将延续。个股涨跌将更加均衡,个股整体表现相对个股可能更为强势。不过,该私募人士也同时指出,在A股投资者日趋成熟的背景下,去弱留强、拥抱行业龙头、投资高确定性企业的长期价值投资导向仍将会主导A股市场。因此,从中长期来看,机构抱团板块未来将会有所分化,而疫情后企业的成长性预计将成为后市A股公司股价长期表现的关键参考依据。

津京资本吴悦风:

龙头趋势难逆转 分类看待抱团股

□本报记者 李惠敏

“近年来,资本市场机制不断完善,引导长期资金入市,A股机构化、龙头化的风格趋势很难逆转。”津京资本基金经理吴悦风近日在接受中国证券报记者专访时表示,部分业绩确定性强的公司,其行业格局未来三至五年大概率不会出现较大转变,当下的高估值是合理的。

四周判断市场“温度”

此前,A股市场整体风格偏向成长性、概念性和趋势性,注重标的所处赛道或短期弹性,对估值这一因素并不在意。这导致在很长一段时间中,弹性品种表现更突出,小盘股估值总是比大盘股高。但从海外数据及历史经验来看,大盘股的长期收益率并不低于小盘股,且享受更高的估值溢价,而不是折价。尤其在经济增速放缓的背景下,头部公司的优势越来越明显。



“当前这一割裂的现象已有所修复,我自身的投资逻辑也有所转变。”吴悦风指出,过去的投资框架是内核为价值投资,外部操作考虑A股的弹性化,但近两年将内核与外部操作进行了统一。

从他的具体投资框架来看,通过经济、金融、政策、市场四方面所处的周期维度,自上而下判断市场“温度”。他说:“经济周期中关注经济增速及所对应的企业盈利,金融周期

中关注内外部市场的流动性,而政策周期指的是当前所处的政策背景,市场周期则关注估值、交易量、市场情绪以及换手率等因素。”

在此基础上,通过分析市场当下“温度”,降低寻找优质行业和个股的成本,精选更具有增长潜力的行业赛道。吴悦风表示:“一般而言,我们只在波动特别大的情况下进行择时,每年择时不超过2次。以2020年为例,在3月及7月分别进行了择时,将仓位从较高水平降至五六成。”

把握结构性机会

在2020年以及2021年初,抱团行情较为明显,龙头股估值提升至超高水平。在吴悦风看来,对于抱团股需分类看待。第一,部分公司的业绩确定性非常强,行业格局或自身具有的技术在未来三至五年都不会出现较大转变,市场给予其估值溢价是合理的。第二,部分行

业的竞争格局快速变化,技术不断迭代,没有足够壁垒。这类标的高估值已不合理,例如新能源下游部分企业估值过高,值得商榷。但他也表示,当前资本市场政策机制持续引导A股机构化,龙头化的风格趋势较难逆转。

展望2021年,吴悦风表示,上半年宏观经济或出现小幅超预期的可能,主要原因与近期出口数据的改善相关。他说:“在全球范围内,我国经济恢复最快,作为少数恢复正常化生产的国家,在国外需求恢复先于供给的情况下,我国出口增速持续上涨,并进一步推动了部分商品价格的上涨。”

吴悦风指出,整体看,A股估值并不高,但板块间估值差异较大,部分板块估值很高,而部分板块估值则低于历史水平,把握震荡格局下的结构性机会,未来低估值品种将有一波表现机会。

九坤投资总经理王琛: 量化投资更有生命力

□本报记者 李惠敏

“主观投资依赖个人洞察力并需要具备一定的执行力;而量化投资叠加了数理统计和计算机,可将归纳执行做到极致。坚信量化投资更有生命力,这也是九坤一直在坚持做的。”近日,九坤投资总经理王琛在接受中国证券报记者采访时表示,对于量化私募基金来说,人才积累和布局是“根”,团队分工和策略研究是“枝叶”,而业绩则是“果”。九坤会在策略和技术上不断更新迭代,并持续吸引最优秀的人才,积累策略和技术能力。

长期回报来源于策略迭代

近年来,量化私募迅速崛起,其中不乏一些外溢量化巨头。数据显示,截至1月底,我国量化私募整体管理规模突破5000亿元,百亿级量化私募超10家。九坤投资作为国内成立最早的多策略量化投资机构,始终处于行业第一梯队。

王琛表示,量化收益需要多样性的因子来源和交易细节的把控能力。“与科学研究类似,未必一定会有产出,需要持续不断的组织分工来尝试。”他进一步解释道,每条策略线都需提前1-2年的时间布局,单一研究方向亦需要几个月到一年以上的时间来探索。

在王琛看来,与其说量化属于投资行业,不如说其更接近技术行业,快速的迭代令人兴奋,也充满了挑战。此前海外的量化投资经验也让王琛对量化市场的竞争和迭代有深刻体验。他说:“很多策略、方法、数据会迅速被使用,红利期较高的收益会快速下降并回归到正常的风险收益水平,然而隔一段时间后会新数据和新技术被应用于量化行业。”

九坤投资非常注重对新技术、新方向的创新和探索,以自身策略和技术的不断进化应对不断变化的市场。王琛表示:“每年对每一策略都会不断改进更迭,面对市场变化和因子衰减,将不断寻找更多新数据,改进和应用新技术以及更精细化的交易。”

展望未来,王琛表示,量化策略在中国未来市场的发展空间很大,在A股市场不断扩容的过程中,以三年以上的尺度长期配置量化多头类产品会是非常不错的选择。

风控能力和投资一样重要

九坤投资的成功之路并不是一帆风顺的。“2014年私募阳光化后,我们发行了第一只股票量化对冲基金,作为结构化杠杆产品,刚上线就遭遇了‘黑天鹅’,主要原因当时对冲工具只有沪深300指数,金融股占指数权重较高,使得该对冲工具暂时失效。”王琛回忆道,产品出现了7%-8%的回撤,面临高杠杆叠加“黑天鹅”,我们最终决定削减风险暴露。

他表示:“由于处理及时,在当时的市场中,比其他结构化对冲产品更快止损。虽然损失了一些反弹后的收益,但促使我们加强对风险因子的量化控制。”

目前九坤投资自主开发的独立风控系统已非常智能。一方面,公司设定风控方案细则并自动监控和报警,风控专员人工同步监控并做出紧急应对,不断优化风控系统功能;另一方面,对风险精确建模和量化,针对不同的投资目标设定相应的风险预算,对A股多变的热点和交易规则做出快速识别及应对,不断更新风险模型。

2020年,新冠肺炎疫情对金融机构的风险管理工作提出了更高要求。九坤投资对风控系统进一步“加码”,对研究设备、交易设备、办公环境、岗位人员新增了两地甚至三地备份机制,提升了极端风险下交易和运营实施能力。

注重人才梯队建设

在量化领域,策略和技术需要持续迭代和优化,而人才是策略和技术迭代的保障和前提。九坤投资非常注重人才梯队的培养,早在2014年就从清华、北大以及美国哈佛、斯坦福、哥伦比亚等知名院校招聘应届生,并建立对入职新人的培养模式。

“九坤现在的核心骨干成员多数是毕业即进入九坤,这也是我们面向未来的竞争壁垒。”谈及此,王琛颇为骄傲,“我们团队一直很稳定,大家对公司价值观与投研体系都比较契合。”

九坤投资仍在进一步加大对优秀人才的招聘力度。据悉,2020年,受疫情影响,众多申请海外硕博的毕业生不得不延迟出国深造计划。为此,九坤专门打造了“雁栖计划”,为这些优秀毕业生提供到公司工作6-12个月的机会。同时,在秋季招聘中,更是推出了针对全球硕博应届生的百万年薪“梧桐计划”。

得益于中国量化行业的成长,近两年回国发展的人才逐渐增多。王琛表示,欢迎有海外顶尖量化基金经验的人才加入,目前九坤已开出百万美金年薪招募海外顶尖的量化人才。

王琛表示,关于九坤的未来,希望能够立足中国、投资全球市场。利用一切先进技术进行量化投资,为投资者创造价值。