



IC图片

“去杠杆”突袭 A股上演惊魂一周 私募老手迎来“美好时代”

□本报实习记者 徐文擎 本报记者 曹乘瑜

趋势投资者

临阵不慌 边换仓边加仓

“上周一的大幅下跌，一部分是受证监会出手规范两融和银行委托贷款业务影响，另外一部分是目前市场上杠杆放得太高。”北京盈创世纪投资管理有限公司总裁韩冬直言不讳。

与韩冬有同样感受的还有北京另一私募总裁。他告诉记者，融资融券业务出台后，大量的资金都盯着配资业务这块“唐僧肉”。杠杆放得较低的如券商，1:2、1:3并不少见；杠杆加大的如伞形信托产品，1:4、1:5的劣后端产品比比皆是；最夸张的是P2P配资业务，1:10的融资仍不缺乏客户。

“杠杆做到1:10的客户，要么是没多少钱想借市场搏一把，赔了也不可惜，赌性很大；要么是真的亏得很厉害，红了眼，最后关头想靠这一次回本；第三种就是很有钱，对这个市场认识也自认为正确，愿意这样做来增大赢面。但无论哪种情况，如此高的杠杆风险真的很大。”他说。

监管层显然也意识到了其中的风险，两融检查结果甫一公布，市场遭遇了一场风雨如注的普跌。

然而，一些浸淫市场多年的私募老手，在此次调整中并没有临阵慌了手脚。深圳私募金石投资总裁姚鸿斌介绍，在19日上证指数7.7%的“惊天大跌”中，他们也没能幸免于难，但是在“放血”过程中，他们反而加仓，全力入市。

“我们其实还剩有不到20%的闲置资金，当天就把这些‘子弹’全部打出去了。”姚鸿斌说。

数据显示，19日当天，权重股普现跌停潮——银行股全线跌停，券商股全线跌停，“两桶油”以跌停或接近跌停的价位报收，股指期货三主力合约集体跌停。姚鸿斌认为，这些表现其实是牛市的象征。当天，看到上证综指以逾5%的幅度跳空低开，此后又一路下行，盘中一度跌破3100点整数位。急跌的方式让他更加确定自己身处牛市之中。

“如果经历过2007年的牛市，应该对这种急跌很熟悉。”他说，“牛市中的调整绝大多数都是因为一些特殊因素，例如政策。如果是中级调整，幅度和时间会更长。”

Wind数据显示，2007年的大牛市中，确实有多次急跌。2007年2月7日上证指数大跌8.84%，之后的两个月里，指数从2770点一路扶摇直上至3600点，其间再没有大跌。当年6月4日，上证指数再次大跌8.26%，之后3天内迅速回到之前的高点，与本次调整极为类似。

姚鸿斌认为，虽然对券商两融的处罚引发了市场暴跌，但是资金驱动这一牛市逻辑并未改变。两融的收敛，可能让牛市节奏变得稍微缓慢一点。但两融仅仅是牛市的催化剂，资金的主要来源是海外资金以及资产配置大转移下的资

上周A股投资者无疑经历了惊心动魄的一周。1月19日，周一，上证指数暴跌260点，跌幅达7.7%。当晚，证监会星夜救市，直称A股近200只个股跌停纯属“误伤”，周二市场即强势反弹，周三更平地拔高近5%，最终在周五收复失地并小幅刷新新高。

“从表面上看，本次暴跌暴涨都是股市加杠杆惹的祸，但实质上，市场投机氛围浓郁才是根本。迄今为止，A股市场还远没回到价值投资的理性氛围。当恶炒基因这堆干柴遇到了加杠杆这把烈火，股市宽幅波动就会成为常态。”北京一家主做量化对冲的私募合伙人说，“但对于我们来说，这就是所能期待的最好的行情。”

他所说的“最好的行情”，让他们的一只产品在20%的仓位下，一周内净值增长近10个点。

但对于大部分追涨杀跌的散户来说，忽上忽下的股市就像悬在毛驴前面的那只胡萝卜，永远只是“看得到却吃不到”，跑得越快越容易因精疲力竭而出局，好像只有被各类金融工具和江湖经验武装起来的私募老手，才能从容迎接这“最好的时代”。

金，这些钱仍然在来股市的路上。

虽然当天金石投资的组合同样一片惨绿，但是姚鸿斌表示，急跌中看得更明白后，他采取了两个反击策略：一是换仓，二是加仓。“反正都是跌停板，不如换到近期会涨的股票上，之前有的股票没机会买，这次正好买上。”

他透露，当天他调整了约40%的仓位，大量买入保险、贵金属和小金属，最后收盘时已是满仓，其中保险成为其重仓股。他认为，证券还处在大幅上涨后的调整中，但是保险的上升通道

已经形成，在近期阶段将远远好于证券。

在随后的几天里，保险板块领涨，周三中国太保下午开盘后不久即涨停，中国平安和中国人寿最高涨幅分别达到9.54%和7.34%，周四除中国平安小幅下跌外，其他都小幅收涨。

也有私募在此前提早减仓。上海某私募透露，对券商两融的调查早有迹象，1月8日以来市场虽然有所调整，但是调整始终不大。因此，他们在前一周已经有所减仓，正等待再入市机会。19日当天，他们借机杀人，同样是买入保险股。

“其实资金量较大的私募是不能避开这种急跌的，大资金布局要打提前量。”姚鸿斌说，“所以在急跌中应该做的事情不是减仓，而是判断趋势。”他透露，1月20日，大跌第二天，金石投资的产品净值再创新高。

量化对冲私募

从容接招 大赚波动率的钱

与主动选股型私募判断趋势的操作不同，量化对冲私募避开对趋势的选择，更愿意在震荡中“捡钱”。

“在一个私募总经理群的交流中，我发现很多机构还是坚定做多的，上周一大跌时就有不少类似抄底的动作，到周五他们应该挣了不少钱，收益比我们高。”韩冬说，“但我们求的不是一次‘吃饱’，而是把能捡的钱都尽可能捡到。”

他所在的盈创世纪，19日当天做多主力合约1509，并配合做了一部分1503和1506的空单。“当天跌得很急，已上市的主力合约来不及开出太多空单，但1509上市当天的涨跌幅限制是上下20%，当天存在超跌机会，所以我们在1509达到3340点附近建仓，后来反弹到3600多点时，仅在1509上就赚了300多点。”

他本来预计，跨期套利的操作在3~5个交易日内就能够实现12.6%的收益，没想到证监会火线澄清规范两融并非打压A股后，第二天市场即现全线反弹，一天的时间，这个操作的收益就达到12.5%。

另一家主打程序化量化对冲交易策略的私募——量客投资管理有限公司，因1月16日开了十几手的隔夜空单，19日大跌后产品业绩依然亮眼。“空到周一中午，周二就出来了，然后策略翻多，继续赚到周三，周四周五市场没有方向，产品也出现小幅回撤。我们只要市场走出单边行情，策略就可以赚波动率的钱。”量客投资副总经理刘岩草说。

数据显示，从1月16日到1月21日，量客投资所管理的账户中，结构化的产品分散投资，控制回撤，在股指期货占总体仓位不到10%的情况下，获取3%的绝对收益；而其管理型账户中，4个账户在上周内的净值增长均在14%~20%之间。

“目前市场风格转换太快，意图通过‘分

析’来得出结论并获取投资收益的传统投资手段会经受严峻的考验，高波动的市场下，我们更青睐执行力而非分析预判。”他说。

北京天算科技有限公司赚的也是波动率的钱。“上周整周我们的产品净值上涨近10个点。具体来看，周一涨11%，周三涨3%，其它三天有小幅回撤。”天算科技合伙人马文亚描述这几天的收益时说。

“我不是在赌博，不想一年做300%的收益，每年能稳稳地赚到50%~100%的收益就可以了。”他告诉记者，公司旗下的天算一号产品从去年9月1日到现在已经做出了60%的绝对收益，面对全年50%~100%的目标收益，余下压力“完全不大”，“目前已经是我们所能期待的最好的行情。”

“资本市场就像一间有很多窗户的房子，大家都想看看里面有什么，但可能透过不同的窗户所能看到的内容是不一样的。各自的方法有效就好，不一定一致。”韩冬如此评价同行在这波行情中的“暴赚”。

未来市场走势

波动率增大料成常态

“未来一年，波动率扩大是一个‘新常态’。”多位接受采访的私募人士这样告诉记者。

“如19日那样的大跌，未来一个月可能还会有，而且不会只出现一天，而是跌两三天，比如从3200点跌到2950点花个两三天的时间，在K线形态上，就是几根大阴线跌下去。”在谈到短期市场的波动时，韩冬如此形容。

上述某私募合伙人也表达了类似的意见。“下次再跌至少是3个跌停以上，而且是大部分板块集体跌停”，他解释称，因为根据以往的经验，市场在形成非常强烈、普遍和一致的认知后，就一定会出现打破这种认知的情况，这次是第一天跌停后第二天马上反弹，下次可能就会让抄底的人被套住。

“而且这也和市场结构和即将推出的上证50ETF期权有关，只有等散户意识到在这种暴跌暴涨的行情下赚不到钱从而把钱交给机构，市场参与率逐步降低，市场主体对新的金融工具使用逐渐成熟后，波动率才会慢慢收敛。”

对于震荡的空间，业内人士普遍认为3200点和3400点是两个关键的点位，3200点没有被跌破，股市继续攀高的可能性很大，加上过年、ETF期权即将推出等因素，资金应该都是谨慎观望的态度，不会贸然出逃。如果周一周二没有突破3400点，周三至周五基本就是在3200~3400点之间震荡；但如果周一3400点被突破，顶部空间会提升至3600点。

“因为3400点已经冲了三次，如果阻力这么强的资金位都能被冲破，说明大家看多的意愿很强，而在当中，此轮下跌中被错杀的低估值白马股一定会一马当先地反弹。”