



本报资料图片

基金谨慎派报告

右侧交易选手猛增 绝对收益产品受宠

□本报记者 张莉

“闪电择时”的煎熬

持续多日的指数重挫，大大超出了市场参与者的预期，而来自外部环境的剧烈变化，也令不少股海“老兵”感到“身心俱疲”，如何精准地择时如今变成了一个难以回答的命题。

有着十几年炒股经验的老张是一家老牌私募机构的投资经理，去年年底，幸运躲过股灾的他，还曾向后辈传授对价值股“死扛”的经验——“在被炸过的弹坑趴着不动，再被炸的概率就会大大减少”。而在今年年初的几轮调整后，老张不得不承认，安全垫再高、基本面再好的白马股，在当前的市场环境下也难免被拖下泥潭。“现在资金情绪变得极其脆弱，市场不确定因素太多，择时变得难以把控，每一轮技术修复性的反弹都成了套牢盘拼命逃跑的时刻，原来的那套理论已经用不上了。”

“在过去杠杆资金的推动和社交媒体朋友圈的影响下，市场羊群效应非常明显，一旦有了上涨或下跌的信号，趋势性的上涨或下跌就会加速，这就让我们看到暴涨暴跌的局面经常发生。而在趋势性面前，择时判断考验的不仅仅是投资能力，还有心理承受能力。”一位银行基金池顾问分析师认为，在当前市场，采取波段操作赚取短期收益的机会多，长期坚守则未必能够换来预期中的回报。

“持续有效地进行择时投资，几乎就是一个不可能的任务，过度强调择时而忽略趋势，其实和赌徒去押注没有太大区别。从历史经验看，有超常收益的交易机会是小概率事件，快速择时其实非常难。”不少基金经理反映，如今择时还需要对市场情绪有敏锐的判断，所以择时难度较高。而且，现在公募基金经理管理产品众多，私募机构规模上升较快，通过大幅度调仓来做择时策略，往往成本高昂，效果自然也并不理想。

而从去年6月至今，市场反复下探，量能不断萎缩。当择时变得愈来愈困难之际，公募基金经理和私募机构操盘手们越来越少强调“左侧抄底”，而是频频提及“右侧机会”，对确定性投资机会的把握成为多数人守住阵地的主要策略。

“右侧交易带来比较稳定的安全边际，而左侧交易却容易引发糟糕的情绪。在糟糕的情绪下，我相信自己很难做出正确的投资选择。”华南某中型基金经理王岩（化名）坦言，在当前的“磨底”行情下，市场情绪脆弱，强调左侧抄底往往会造成灭顶灾难，相反，右侧交易却不会因为主观因素的买入而背负心理压力。

在王岩看来，市场行情动荡，基金产品结构也在发生剧烈变化，保本基金发行热销且只规模庞大，尽管在权益市场的投资比例有所限制，但整体的规模不可小觑，这些有着“保本条

近期市场阴跌不断，让不少公私募机构的基金经理纷纷降低了对今年整体收益的预期。而在后市的操作思路上，此前多数人坚守的策略也开始发生动摇，进取派日渐稀少，谨慎派日益增多，曾经的“慢牛行情”共识也逐渐被“上蹿下跳的猴市”所取代。

从“谨慎派”基金表现的迹象看，其主要受三方面因素的影响：一是市场不确定因素增加，令择时变得困难，右侧交易选手明显增多；二是此前高价并购令商誉减值风险初露，市场可能出现的黑天鹅事件引发泡沫破裂，则成为普遍的担忧；三是基金绝对收益的操作策略，令不少基金主动管理能力弱化，被动减仓抛售股票者居多。

而“谨慎派”基金的增多，也令专业投资机构的话语权实质上逐步弱化，原有的市场生态正在发生变化，市场整体信心的恢复也变得较为艰难。

款”的产品不断注入市场，管理者将对“安全边际”更为看重，这也意味着，未来行业内趋势性的右侧交易选手还会逐步增多。

“黑天鹅”隐忧丛生

除了市场行情动荡，让主动管理者深感生存艰难之外，对市场泡沫的挤出效应产生的担忧情绪也日益浓烈。从实体经济的下滑到产业

资本的萎缩，从杠杆资金的退出到跨界融资风险的暴露，产业经济与虚拟金融之间的过度渗透，以及带动的虚高估值泡沫，令越来越多的市场参与者忧心不已。

“A股市场从估值来说还是偏高，尽管已经采取了很多措施，但难以改变的大方向仍是去泡沫，去泡沫比去杠杆的过程更残酷。再加上可能出现的高速增长的经济体进入转折期，目前最佳的做法之一就是休养生息，以待转机。”知名私募大佬但斌在其个人微博上这样写道。和但斌的判断一样，很多公私募机构对当前市场持续下跌行情都归结于此前估值非理性的上涨带来的后遗症，而当前仍处于估值去泡沫的过程之中，也成为专业机构投资者日渐谨慎的理由之一。

“从过去几十年的经验来看，投资亏损的90%来自于黑天鹅事件，所以需要警惕来自上市公司的‘雷区’。”景顺长城基金经理李孟海认为，今年投资的重点就是要回避上市公司可能出现的“黑天鹅”，比如大股东对企业经营不作为而进行减持、此前高价收购的商誉减值、企业转型失败、外延并购后的被并购企业业绩变脸等。

在上述“黑天鹅”因素中，越来越多的基金经理开始担忧，商誉减值正在成为上市公司在牛市暗中埋下的“地雷”，随时可能引爆。近期，由于收购标的商誉减值暴露，一家知名的并购大户上市公司业绩出现全面下降，引发市场广泛关注。而盲目并购、并购溢价所产生的巨额商誉，令多家上市公司的减值风险暴露在外，不少标的曾因各种并购概念和估值故事而成为受市场资金热捧、股价翻倍的“大牛股”，如今这些估值泡沫可能破灭在即。

中信证券研究分析师林小驰表示，牛市中通过换股或新发股票完成的并购很容易产生大量商誉，但当市场回归理性时，这种并购产生的资产极有可能面临缩水。高溢价的并购行为以及竞争之下相对乐观的估值有可能让后续企业面临包括商誉减值在内的一系列负面问题，并购龙头的“赢家诅咒”令人担忧。“当然，并不是所有并购中的商誉减值都会对上市公司的净利润产生巨大的影响。当公司业绩无法达标时，公司也能从对赌协议中获得相应的补偿收益，损失与收益需要仔细分析。”

“如果黑天鹅事件频发，一些高估值的行业或板块都会出现泡沫破裂的案例，某种程度上会打击市场信心，尤其是此前弹性很好的小票成长股，风险更大，所以很多基金经理不得不降低仓位来寻求安全边际，这也会给市场造成比较大的抛压。”深圳一位私募基金经理表示。

“转身”绝对收益阵营

越来越多的人发现，由于行情急转直下，加

上市场交易的持续清淡，市场结构正在发生剧烈变化：谨慎者居多，激进者被一步步消灭，追求绝对收益的阵营逐步扩大。“市场中趋势性的投资者越来越多，所有人的判断呈现高度的一致性，没有专业机构从中平抑市场波动，集体追涨杀跌，这就是绝对收益者主导的市场特征。”上述私募人士总结道。

近年来，由于公募专户以及阳光私募规模的扩大，远远超过公募基金整体的规模，绝对收益的策略日渐成为主流。而伴随市场行情的大幅波动，市场避险情绪急速升温，此前涨幅剧烈的相对收益型产品日渐失去人气，而一批以追求绝对收益为主的产品反而在市场中大获追捧。与此同时，公募基金对绝对收益型产品的设立兴趣也开始加大，部分公司开始或正在做绝对收益策略产品的可行性分析，二级市场内的投资模式俨然出现转变。

据悉，已有公募基金公司明确表示，正在考虑设立绝对收益部门，管理横跨公募和专户两大领域的产品，预计今年绝对收益型基金将出现扩容。而在近期新发的部分基金产品中，其产品说明书上也开始强调“稳健回报、积极分红”的特点，其策略与绝对收益策略十分相似。另据相关数据统计，目前公募基金市场已经发行的绝对收益策略基金有13只，还有28只类似绝对收益的产品正在证监会审批之中。

不过，绝对收益阵容的扩大，对于市场的企稳反弹并非有利。在老张看来，私募有止损线的设置，对绝对收益要求较高。“近期市场大跌，不少私募产品和专户产品的净值已经接近清盘线位置附近，要么高位套利，要么轻仓等待，即便出现反弹，出于对净值安全的考虑，也不敢大举加仓，以防止出现爆仓。这也意味着机构的主动管理能力正在逐步丧失，当前的机构与散户一样，都在观望等待时机，谁也不敢轻易成为接盘者。”

“除了汇率、宏观经济等外部因素外，场内‘想赢怕输回避风险’的态度，实际上也为行情的持续下滑推波助澜。”好买基金研究中心投资总监曾令华表示，绝对收益产品有着过高的收益要求，过低的风险承受水平，事实上扭曲了投资。“这类产品对收益的关注，最好是每月、每周都是正收益，失去了时间周期的尺度，产品也失去韧性，反过来也伤害了绝对收益的能力。”

有业内人士提出，从当前市场参与主体来说，应该鼓励各类型资产管理公司多发行相对收益产品，给他们更大的操作空间。要鼓励价值投资者进入这个市场，通过拉长投资时限，降低波动带来的风险，而不是通过止损位的设立，把参与者都往短线客的角色上逼。