

大宗交易显现机构惜售优质筹码

□本报记者 徐金忠

Wind资讯数据显示，截至5月23日，5月以来，两市共计发生1350笔大宗交易，合计成交金额363亿元。中国证券报记者梳理后发现，机构专用席位在5月以来呈现少量卖出、大量买进的状态，反映出机构惜售和揽筹的心态。对于大宗交易，机构表示在目前市场点位上，结构性机会将持续显现，对于优质筹码需要抓紧布局并牢牢抓住。

大宗交易现玄机

统计数据显示，截至5月23日，5月以来，两市合计发生了1350笔大宗交易，累计成交29.87亿股，合计成交363亿元。具体来看，相对前一日收盘价，共计有259笔为溢价或平价交易，其余则为折价交易，平均溢价率为-5.37%。以Wind行业分类来看，资本货物、制药、生物科技与生命科学、食品、饮料与烟草，软件与服务，汽车与汽车零部件，半导体与半导体生产设备等是大宗交易多发的行业。

其中，买方营业部为机构专用席位的共计374笔，累计成交8.04亿股，合计成交金额为124亿元。相对前一日收盘价，共计有42笔为溢价或平价交易，其余则为折价交易，平均

溢价率为-6.18%。

卖方营业部为机构专用席位的共计75笔，累计成交6477万股，合计成交金额为6.19亿元，相对前一日收盘价，共计有27笔为溢价或者平价交易，其余则为折价交易，平均溢价率为-2.01%。

在行业分布上，机构大宗交易买入的个股集中分布在资本货物、制药、生物科技与生命科学，软件与服务，技术硬件与设备等行业。机构大宗交易卖出的个股则集中在资本货物、制药、生物科技与生命科学，汽车与汽车零部件，半导体与半导体生产设备等行业。

从个股角度来看，以成交金额来排列，金科股份、思源电气、泰格医药、沃森生物、三七互娱等都是近期大宗交易成交活跃的个股。从机构角度看，机构大宗交易买入金额靠前的个股有金科股份、泰格医药、思源电气、健帆生物、华兰生物等；机构大宗交易大手笔卖出的则有荣盛石化、东南网架、上海钢联、隆基机械、中公教育等。

机构偏于惜售

5月以来，机构在大宗交易上呈现惜售现象，对市场筹码以惜售和吸筹为主，而大手笔卖出筹码的情况则相对少见。

塔勒布与阿斯内斯唇枪舌剑 资管行业反思“极端”风险

□本报记者 吴娟娟

上周，“黑天鹅”之父塔勒布（Nassim Nicholas Taleb）和华尔街大佬、管理规模超过千亿美元的AQR资本创始人阿斯内斯（Cliff Asness）在社交网络上展开激烈辩论，聚焦尾部风险对冲策略的性价比。

阿斯内斯认为，尾部风险对冲策略虽然在极端市场环境下表现很好，但整体来看性价比不高；针对此观点，塔勒布奋起还击。业内人士普遍认为，近期资产管理行业就如何应对“极端”事件管理风险展开反思，这次辩论正把这类反思推向高潮。

激辩尾部风险对冲策略

AQR资本创始人阿斯内斯对尾部风险对冲策略的批评意见聚焦于策略的成本上。他认为，塔勒布倡导的尾部风险对冲策略虽然在极端情况下可以奏效，但这种策略在平时成本很高，不划算。对此，塔勒布反击称，阿斯内斯自己管理的基金业绩乏善可陈，可见他的风险管理方法并不奏效，这种情况下批评尾部风险对冲策略是站不住脚的。

阿斯内斯创立的AQR资本是一家主打量化投资的资产管理机构，这家资产管理机构既包括公募基金（共同基金），也包括对冲基金。

塔勒布以及他旗下的尾部风险对冲基金

Universa Investments并未公布尾部风险对冲策略的细节。不过业内人士认为，其所使用的尾部风险对冲策略通过使用指数期权来对冲极端事件对组合的冲击。例如，购买一种期权在指数下跌30%对组合提供保护，相当于给组合买一个“保险”，将在市场深跌的时候将触发“赔付”。

尾部风险对冲基金，即“黑天鹅基金”近期风头正劲。Universa Investment2020年前三个月获得了超过40倍的收益。塔勒布在社交网络上抨击说：“阿斯内斯认为尾部风险对冲策略有效性值得怀疑，而他自己的策略却跑输基准”。

尽管尾部风险对冲策略在今年取得了很好的效果，但部分机构仍对这一策略的高成本和是否适合大资金等问题提出了质疑。例如美国最大州政府公共养老金CalPERS曾公开表示，尾部风险对冲策略成本太高，不适合大资金，因此CalPERS在2020年1月放弃了这一策略。

风险平价策略遭质疑

针对阿斯内斯抨击尾部风险对冲策略，塔勒布也对阿斯内斯的主打策略——“风险平价策略”提出了批评。风险平价策略也是桥水基金全天候基金背后的策略。这一策略的根本配置思想是按照资产的风险来构建组

“机构对五月行情较期待，红五月的说法是机构真实研判的反映，市场资金虽然审慎，但做多情绪较浓厚。具体到大宗交易上，对于享受折价的质地优良的个股大宗交易机会，机构整体参与热情较高。未来一段时间，市场仍然将是结构性机会，优质筹码在大宗交易上将继续吃香。”华泰证券分析人士表示。

汇丰晋信首席宏观及策略师闵良超表示，随着国内复工复产平稳推进，二季度内需有望发力，而外需成为拖累国内经济的最大不确定因素。目前在配置思路内，更看好长期景气度确定的行业。对于行业的观点是基于自上而下的行业逻辑和自下而上是否可以买到好公司和好的价格而形成的，思路是以配置内需为主，短期规避一些外需占比偏高的板块和公司，当前位置看好的行业思路主要有以下两个：未来有望受益于逆周期政策带来的内需改善，其中包括新基建和老基建，以及汽车、家电等消费类公司；更加看好的是短期因疫情受损，但长期发展空间巨大和具备核心竞争力的优质龙头公司，这次疫情提供了以周期股的价格买入成长股甚至是超级成长股的机会，比如以新能源汽车为代表的的新能源行业等。

合。传统股债组合中，假定资产的40%配给股票，60%配给债券，组合资产的大部分虽然是债券，由于股票的风险远高于债券，组合的风险仍然由股票主导。风险平价策略的核心思想是，一个组合中，不同资产对风险的贡献相等。实际配置中，股票的占比远低于债券，因为股票的风险远高于债券。

业内人士表示，风险平价策略基于一个前提假设。资产之间风险和收益是相互独立的，不同资产不会齐涨齐跌。事实上，这种假设在现实中常常失效。塔勒布对风险平价思想的批评则更进一步。他认为这种策略不仅仅是偶尔失效，它从根本上就是错误的。

在2008年金融危机之后被海外金融市场大肆宣扬的风险平价策略近期受到了越来越多的怀疑。据彭博统计，目前使用风险平价策略的基金规模总和超过5000亿美元。风险平价基金常常称为“全天候基金”，即在不同市场环境下都能赚钱。不过事实上，全天候基金却很难“全天候”赚钱。其中一个原因是在“极端”市场环境下，不同资产往往齐跌。风险平价策略要求的独立性消失了。另一位海外基金经理则向中国证券报记者指出，在全球进入零利率环境下，风险平价策略如果不使用高杠杆，则收益预计会大幅降低。如果使用高杠杆，则背离了这一策略作为稳健收益产品的初衷。如今，这一策略正面临挑战。

新华社民族品牌指数 部分成分股持续走强

□本报记者 林荣华

新华社民族品牌指数上周小幅下跌1.09%，连续9周跑赢上证综指。指数成分股中，贵州茅台、五粮液、恒顺醋业、片仔癀、山西汾酒、今世缘股价创出历史新高。在上周北向资金净流入79.47亿元的背景下，新华社民族品牌指数多只成分股被大幅增持。展望后市，基金经理普遍认为，虽然A股短期波动可能加大，但仍看好全年结构性牛市。

新华社民族品牌指数连续跑赢上证

上周市场震荡调整，上证指数下跌1.91%，深证成指下跌3.28%，创业板指下跌3.66%，沪深300指数下跌2.27%，新华社民族品牌指数小幅下跌1.09%。自3月23日市场触底反弹以来，新华社民族品牌指数已经连续9周跑赢上证综指。Wind数据显示，3月23日至5月22日，新华社民族品牌指数涨幅达13.59%，同期上证综指仅上涨2.48%。

从成分股表现看，上周新华社民族品牌指数多只成分股大幅跑赢沪深300指数。其中，广誉远大涨19.55%，位列成分股涨幅榜首位；恒顺醋业上涨8.76%；希努尔上涨4.84%；东阿阿胶上涨3.91%；东方创业、寿仙谷、山西汾酒的涨幅也都超过2%。值得注意的是，贵州茅台、五粮液、恒顺醋业、片仔癀、山西汾酒、今世缘共6只成分股股价在上周创出历史新高。

新华社民族品牌指数近9周连续跑赢上证综指，正值北向资金连续9周净买入。3月23日至5月22日，北向资金已连续9周净流入，合计净流入701.97亿元。上周北向资金大幅净买入79.47亿元，新华社民族品牌指数多只成分股被大幅增持。

A股短期波幅加大

上周A股出现调整，基金经理普遍认为，A股今年仍会出现结构性牛市，看好成长股投资机会，但短期波动幅度可能加大。

相聚资本总经理梁辉预计，A股今年既不会出现趋势性大幅上涨，也不会重现2018年的单边下跌行情，结构性牛市行情会贯穿全年，看好成长股投资机会。具体来看，最近几日的市场调整更多是尾部风险的集中释放。A股3月底到4月的反弹，背后核心原因是“全球流动性宽松+政策预期+复工预期”。进入5月，前两个因素的影响在逐渐减弱甚至消失，第三个因素仍在继续发酵。市场担忧疫情将长期导致经济承压，同时由于前期热点板块很多估值已经偏高，市场赚钱效应开始下降，资金面并不稳定，博弈性资金已开始撤出。

梁辉认为，从过往经验看，尾部风险属于已知风险的二次发酵，如2016年4—5月、2018年12月和2019年7月，级别不算大，拉长周期来看甚至可能是下一轮向上趋势开始的酝酿期。对于一些有长期成长空间的公司，市场酝酿调整阶段反而是更好的加仓时点。

博时基金研究部研究总监王俊表示，目前市场的积极因素主要是宽松的货币环境和逐步恢复的经济基本面。但当前市场核心矛盾是行业 and 个股之间巨大的估值差异，其中大概率存在定价错误问题，这使得市场不够稳定，未来波动率将会上升。

■ 富国基金专栏

债券投资如何穿越牛熊？

自资本市场形成开始，牛市和熊市就不停的交替出现，短期的波动更是无处不在。就权益市场而言，由于投资者风险偏好较高，对波动的忍耐力也较强，优秀的管理人可以通过自下而上精选优质个股，凭借上市公司的持续成长穿越牛熊。

相较而言，购买固定收益类产品的投资者，会更加看重债券带来的稳健回报，因而希望投资收益尽可能平稳。在牛市主导的环境中，回撒控制相对容易，获得较高的收益也不算太难。但如何在市场发生波动的情况下，仍能为投资者带来相对良好的收益体验，是摆在管理人面前更加严峻的考验。

本轮债券牛市大致始于2018年，到目前

为止已持续两年有余，期间除2019年初有小幅回调外，市场整体一路高歌猛进，债券基金净值大幅上涨。究其原因，一方面经过“债灾”的洗礼之后，当时债券市场已处于底部区域。另一方面，内外部不确定因素逐渐增多，经济下行压力持续加大。

近期，债券市场出现了较大幅度的调整，主要受到四个方面的影响。首先，受公共卫生事件的影响，前期市场上涨过快过猛，短期有震荡盘整的需要。其次，海外防控措施减弱，全球经济开始重启。再次，有消息报道疫苗研发取得重要进展，避险情绪有所消退。最后，为救助居民和企业，各国财政赤字激增，国债发行集中放量。

不过，虽然短期有一些不利因素，但并不意味着债券市场就此转入熊市。值得注意的是，美联储在4月份会议纪要中称，美国经济中期内面临“非同寻常”的不确定性，下半年美国经济最多只会微弱复苏，重申将动用所有工具支持经济，这意味着全球流动性将在较长时间内保持充裕。

站在当前的时点来看，债券市场波动加剧的可能性较大。相比牛市主导的阶段，未来维持投资收益的相对平稳，将更加考验管理人的投资能力。就这个角度而言，坚持自上而下类属配置和自下而上组合构建相结合，或许才能更好的适应不断变化的市场环境。

自上而下来看，需要根据宏观经济、财政

政策和货币政策，确定杠杆和久期等目标，决定利率债、信用债和可转债的配置比例，细化企业债、公司债、短融、中票等类属资产。自下而上来看，则需要对具体的行业趋势和具体的发行人深入研究，才能构建优质可靠的投资组合。

当然，完善的投资体系需要持续投入。近年来，作为头部公司的富国基金，专门成立了固定收益策略研究部和固定收益信用研究部，打造了业内罕见的双研究平台，为投资提供自上而下和自下而上的支持，将继续为基金持有人获得相对稳健的投资回报“保驾护航”。

