

百亿私募业绩回撤 宏观策略面临考验

□本报记者 王宇露

近日,中国证券报记者独家获悉,百亿私募永安国富旗下基金经理孟乐在给投资人的一份《多策略系列产品运作说明》中,因业绩不佳向投资人致歉。近年来,国内主打宏观策略的私募并非一帆风顺,多家机构都曾面临踏错方向、业绩不佳的“滑铁卢”。与此同时,2022年却又是海外宏观策略王者归来的一年,宏观基金表现大放异彩。

业内人士表示,单一资产风格暴露、宏观风险识别不足,或是国内宏观策略集体“失灵”的原因。不过,宏观策略在国内尚属起步阶段,各家宏观策略机构在能力圈、策略风格、产品设计等方面都存在一定差异,因此面向同一市场会存在不同的表现。随着参与者的丰富、资本市场的发展,宏观策略透明度、容量大、穿越周期、下行风险可控的特点,一定可以为投资者带来高质量的回报。



视觉中国图片 制图/杨红

永安国富致歉

回顾过去几年的投资操作,孟乐介绍,2016年投资股票以来,基本秉承着一直以来的投资框架,坚持长期持有的交易、经济含义方面的分析及逆向投资的思路。体现在股票上,即寻找长期具有稳定及超额回报的行业和公司,仓位上由估值分位数决定中性仓位的上下浮动,较少判断宏观趋势。持仓多数分布在高端消费品、白色家电、公用事业及游戏文娱等行业,较少参与没有历史经验可循的新兴行业的投资机会。

2022年年初,全球市场大幅下跌,出于净值压力及对宏观事件风险无法把握的考虑,旗下产品普遍减仓,离风控线越近的产品减仓幅度越大,整体仓位降至四到五成。5月底A股反弹,7月至8月美股反弹A股下跌,在此期间旗下产品将香港市场的个股大比例换成行业基金,并且增加了部分雪球仓位,主要基于估值层面继续恶化的空间不大的判断。

进入9月,第二次大幅下跌出现,债市、股市、商品和汇率剧烈波动,香港市场作为新兴市场股票遭到抛售幅度更大,出现20年未曾出现的跌幅。操作上,旗下产品在9月中旬下旬大幅减仓,10月降至约四成仓位,10月中旬降至二到三成仓位。10月中旬之后A股强势股开始补跌,各行业市场风险扩散,旗下产品在10月下旬几无仓位。

孟乐称,目前基金在0.7元止损线附近,对投资上的损失深感自责。因其以具体公司行业分析为主要投资方法,感受到对宏观和政策的分析超越了能力范围,无法把握。

孟乐表示,综合考虑之下,公司在基金合同条款允许的前提下,为投资者提供流动性,但是增加流动性从操作层面上还有一定的不确定性,作为管理人会尽最大的努力推进。永安国富作为年轻的基金公司,需要反思的东西很多,包括投资方法的总结、产品和资金管理的审视,以及最终自身投资能力的重新定位。

国内宏观策略面临困扰

资料显示,永安国富致力于通过大类资产的配置组合,为基金提供多元化收益来源,分散风险,获得超越单一资产类别的风险回报率,投

资标的涵盖权益类、固收类、期货及场外衍生品等多种标的。对于一家强调多资产、多策略的宏观策略公司来说,永安国富今年以来的业绩并不理想。第三方平台数据显示,今年以来,永安国富旗下产品整体业绩亏损超30%,近一年亏损超32%。

事实上,近年来,国内主打宏观策略的私募并非一帆风顺,多家机构都曾面临踏错方向、业绩不佳的困扰。永安国富也并非今年首家因为业绩不佳道歉的私募,今年4月,敦和资管董事长施建军也曾对公司旗下产品净值回撤较大表达歉意。

有观点认为,这些宏观策略机构的业绩波动,主要源于其对股票资产的过度押注。一位业内人士透露:“今年宏观策略没有实现绝对收益,可能跟权益仓位比较高有关。有的减仓快,迅速转向商品,可能亏损相对少一点;有的权益仓位没怎么调整,回撤就大一点。”

常常有市场声音认为,中国没有真正的宏观策略,国内的宏观策略更像是“股票+”。“国内所谓的宏观策略,‘股票+’‘商品+’‘债券+’都有,不是真正的宏观策略。真正的宏观对冲基金应该和这三类资产都保持低相关。”一位私募人士表示。

一家知名宏观策略私募认为,这个说法存在偏颇。“宏观策略由于发展起步比较晚,大家的做法又不像其他策略那样具有很强的直观性,所以可能会有很多误解。不同的基金经理人手的具体策略也有不同,但很少会出现单边赌资产价格上涨或下跌的策略。例如,一些欧美宏观基金非常看重在流动性分化中捕捉相对价值,另一些则注重资产之间的切换。国内市场的流派更多,一些早先从事商品期货交易基金经理,从商品市场参与者的周期出发,构建出股票、债券、商品等宏观多策略组合,也有一些出身策略研究背景的基金经理基于研究体系构建宏观策略,都是比较典型的。在起步阶段,各管理人往往会依据自身的优势发展出适合自己的宏观策略模型。”前述知名私募表示。

也有观点认为,多资产的共振是今年宏观策略表现不佳的主因。一家头部私募表示,今年国内宏观策略普遍表现不佳只是阶段性的,尤其3月以来各类资产共振。但拉长长时间来看,各类资产相关性较低,通过大类资产配置可有效

达到分散风险、多元化收益的效果。另外,当前期货市场容量有限、深度不足,但这个制约条件会随着金融市场不断演进发展而改善。凯丰投资也表示,近年来全球宏观环境复杂度远超过去,不仅是宏观策略机构,一些单一资产风格暴露的资管机构在策略层面也面临较大压力。

不过,知名宏观对冲基金经理袁玉玮认为,今年无论是不是宏观策略,大幅下跌都是因为单一风格暴露过大、对宏观风险暴露过大导致的。对宏观对冲来说,这不是策略失效,而是风格漂移。“任何一个策略,不只是宏观对冲,即使不重仓单一类资产或股票,也可能重仓于同一个风险因子或风格,比如通胀、大盘蓝筹成长、低质量成长股等,这种暴露的基金今年都遇到很大的业绩挫折。即使做宏观策略,如果识别不到这些风险,一样会产生亏损。”他表示。

打造“全面型选手”

今年,在复杂的海外宏观环境中,海外宏观策略仍然取得了相当优秀的业绩,宏观基金表现大放异彩。今年前三季度,在标普500指数下跌近25%的同时,《机构投资者》杂志编制的HFRI 500宏观基金指数上涨17.45%,而且大型的宏观基金表现普遍好于中小型基金。考虑到这些大型基金往往运作着数百亿甚至上千亿美元的资金,这样的收益可谓惊人。

宏观策略在国内也并非完全“失灵”。多家头部私募业绩不佳的同时,仍有宏观策略的机构表现亮眼,桥水中国凭借其全天候增强策略产品业绩领先,半夏投资李蓓也因业绩突出受到投资者追捧。机构之间业绩差异表现巨大的原因是什么?宏观策略是否格外受到“人”的影响?

凯丰投资指出,当前中国市场绝大多数股票多头以及宏观策略均为主观投资属性,主要依靠人为判断,从这一角度而言,判断失误所带来的业绩波动必然存在。宏观策略尽管受单一市场比如A股影响较小,但基于宏观研判作出大类资产配置决策同样会影响策略表现。同时,各家宏观策略机构在能力圈、策略风格、产品设计等方面都存在一定差异,因此面向同一市场会存在不同的表现。此外,由于宏观策略不仅要求管理人要作出较为精准的宏观判断,还

要求管理人在股票、债券、商品等不同大类资产都具备高水平的投研实力,难度较大,因此各家存在一定的业绩分化。

尽管宏观策略在海外市场已经大放异彩,被称作对冲基金“皇冠上的明珠”,但由于起步晚、门槛高等方面背景因素,目前宏观策略在中国还不属于主流策略。不过,对于国内宏观策略的未来,大家还是抱有殷切的希望。

前述知名私募表示,宏观策略的优势是能穿越经济和货币周期,下行风险可控、上行空间极大,且策略容量几乎不受限制。随着参与者的丰富,资本市场的发展,宏观策略透明度、容量大、穿越周期的特点,一定可以为投资者带来高质量的回报。李蓓接受中国证券报记者采访时也曾表示,比较看好国内真正的宏观策略的未来。对比类似桥水等外资机构,国内机构在对A股波动的把握以及在商品领域,都具有相对优势。

宏观策略因其多资产、多市场、多工具的特点而具备较高的复杂性与操作难度,不仅需要做好宏观经济研究及大类资产配置,也需要在每个单一资产领域有较为深入的研究和全面的跟踪把握。

“全面型选手” 或是对宏观策略最好的概括,“全面型”是对各家机构能力的考验。前述知名私募认为,必须锻造尽可能全面的技能,无论短板出现在信息渠道、投研体系、交易还是风险管理,都会严重影响宏观策略的方向。凯丰投资也表示,要做好宏观策略,首先需要遵循“极精微、致广大”的理念,细节研究与宏观配置并重,在各个单类资产上展现出较强的细节把握能力,同时通过比较研究的思路找寻具备更高性价比的资产,从而做好大类资产配置。其次,宏观策略运行的复杂性也要求搭建强大的投研团队,每个领域都有优秀的人才,同时跨板块之间能够做好融合。最后,完备的风控体系和强大的技术赋能也是不可或缺的,风控是产品的生命线,必须把“受人之托,忠人之事”的理念和稳健经营的原则当作不变的自我要求。

袁玉玮强调,一定要认同宏观对资产定价的重要性,脱离这个底层哲学,肯定发展不出真正的宏观策略。做宏观策略,最关键的就是识别风险,具备风险归因的能力,而不是被表面数据所迷惑。