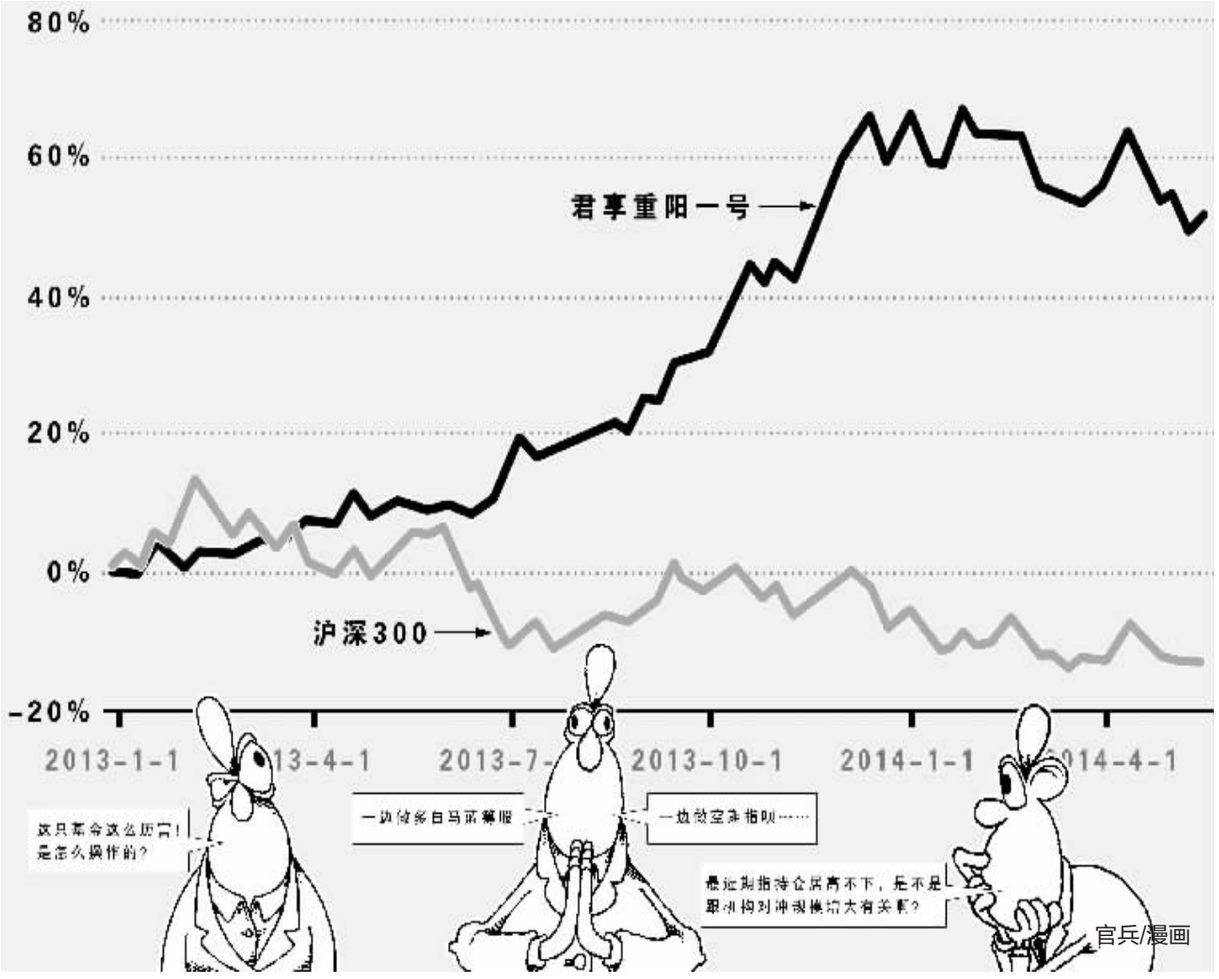
做多股票、做空期指的君享重阳一号对冲产品去年收益66%

绝对收益吸引高净值客户投对冲基金

证券时报记者 付建利

近期,A 股市场围绕沪指 2000 点反复震荡,而期指市场持仓量更是不断传出历史新高。数据显示,本周前 4 个交易日,期指 4 个合约的持仓总和都超过了 15 万手。按照期指市场以往的规律,持仓天量表明多空分歧加剧。对此,有分析人士指出,在当前宏观经济前景未明、政策不确定性较高的背景下,股指期货对冲需求或将持续增加,期指的天量持仓也有可能成为常态。

与此同时,随着股指期货等金融衍生品在 A 股市场的丰富,对冲基金逐渐成长起来,尤其是近一两年对冲基金以其相对于公募和股票型私募产品的优异业绩,获得了高净值客户的青睐。对冲基金到底是如何盈利的?目前发展现状如何?存在的问题有哪些?前景又如何呢?



官兵/漫画

君享重阳一号 高收益的“秘诀”

2013 年,君享重阳一号格外引人瞩目,这只成立于 2012 年 12 月的对冲基金产品,2013 年取得了 66%左右的傲人业绩。君享重阳一号采用的是阿尔法对冲策略,从原理上来说就是构建一个投资组合,这个投资组合能强于对比指数,对冲掉系统性风险(贝塔风险)从而将阿尔法收益剥离出来。

重阳投资总裁王庆向证券时报记者透露,君享重阳一号和一般的量化对冲产品不同,这是一只主动对冲的产品。重阳投资旗下产品多年来大多取得了超过同期指数的超额收益,但如果指数大幅下跌,可能重阳投资的产品仍然实际收益是负的。如何将这种超额收益转化为绝对收益?君享重阳一号就是一种全新的尝试。在这款产品的投资组合中,股票组合相对指数力争有超额收益,然后通过对冲来控制下行风险和系统性风险。最终,君享重阳一号的收益三分之二来自于股票组合,当资产管理人对后市较为看好时,资产组合里就会留出比较大的净多仓;当资产管理人对后市较为看空时,资产组合里就会留出比较大的净空仓;当市场处于震荡状态时,资产管理人就会留一个比较小的敞口。

王庆表示,君享重阳一号主要是通过做多股票、做空期指来实现盈利的。但在该产品 2013 年的现货组合里,没有创业板和小市值股票,而主要是大白马股,同时做空沪深 300 指数。

“如果资产组合里现货拿的是创业板股票,同时做空沪深 300 指数,去年上半年的收益率就会非常高。因为去年上半年创业板股票大涨,而指数是跌的。但严格地说这并非真正意义上的对冲,因为买创业板股票和做空沪深 300 指数属于两种不同的交易策略。”王庆表示,君享重阳一号买的是白马股,做空的是沪深 300 指数,这实际上是同一类型的交易策略,也属于真正的对冲模式。

因为做多的股票主要是白马股,在去年蓝筹股整体表现低迷的市况下,资产管理人的选股能力就相当重要。青岛海尔、燕京啤酒、福耀玻璃、青岛啤酒等众所周知的白马股就被重阳投资期下的产品重仓买入。这些股票去年大多取得了相对指数非常明显的超额收益,这也彰显了重阳投资优秀的投研实力和选股能力。

“君享重阳一号去年优异的业绩其实主要来自于选股的收益,对冲主要是为了控制回撤率,实际上,从君享重阳一号去年的收益率曲线来看,几乎没有比较陡峭的回撤。”王庆表示,对冲基金的对冲模式不能仅仅只是形式上的对冲,产品设计和团队投研实力至关重要。

对冲基金 引领绝对收益潮流

量邦信息科技有限公司董事长冯永昌曾在嘉实基金从事量化投资,辞职后发起创办了量邦科技、微量网、对冲汇、量客投资等多家金融高科技企业。其中,微量网属国内首家基于云交易的投资策略超市平台,对冲汇拥有国内最专业的对冲基金数据库和对冲基金评价系统,是为对冲基金提供行政服务和 GP-LP 对接服务的 O2O 平台。

冯永昌认为,对冲基金主要有以下四种模式:一是由部分券商分析师和公募基金的量化投资人士领衔,采用量化模型进行选股,用股指期货进行对冲,称之为“量化阿尔法对冲”;二是以选股为主导,同时有量化对冲的成分,也就是“定性选股+量化对冲”,选股尤其重要,对冲主要是为了锁定下行风险。这种模式称之为“定性阿尔法对冲”;三是操作策略类似于期货,做一些波动性较强品种的程序化交易,比如用程序化方式做大宗商品的交易。这种模式称之为“量化 CTA”;四是券商等金融机构的 IT 人员出来创业,这些人对交易的规则非常熟悉,做高频交易,称之为“高频交易对冲”。除了上述主流的四种对冲模式之外,还有一些机构进行 ETF 套利、定增套利、股指期货的期现套利等。

冯永昌认为,对冲基金在国内目前尚属于起步阶段,由于提供量化交易系统的软件公司对对冲基金的交易策略还缺乏足够了解,导致量化投资的系统供应远远跟不上市场发展的需求。同时,国内对冲基金还存在专业性不强、细分化不够的短板。此外,国内目前还缺乏比较权威的对冲基金评价体制,对冲基金的类别庞杂,投资策略千差万别,对对冲基金的评价不能单纯通过量化的指标来进行,而是需要专业科学的“定性+定量”的评价体系。

“毫无疑问,对冲基金将引领高净值客户追求绝对收益的潮流,信托行业经过大爆发之后目前陷入治理整顿阶段,未来高净值人群将把关注的目光转向对冲基金。”冯永昌认为,过去两三年信托产品的高收益吊起了高净值人群对绝对收益的胃口,P2P 模式进一步激发了市场对绝对收益的浓厚兴趣。但在利率市场化的趋势下,信托产品和 P2P 的高收益都不可持续,监管的加强也让传统普惠金融的绝对收益率下降,对冲基金以其对冲风险相对折中、预期收益率较高的优势,将吸引越来越多的高净值客户。

货币政策易松难紧

王洋

年初以来流动性和货币政策有很多变化,导致近期市场的共识和分歧依然不少,针对相关疑问,我们归纳并简答如下:

1、货币政策放松了吗?

去年下半年银行备付金率很高,但市场利率持续走高;而今年银行超额准备金率降至低点,市场利率却持续走低。这其中银行预期的变化应有央行的引导之功。

从央行的 2013 年四季度和 2014 年一季度货币政策执行报告来看,货币政策改变了去年试图从货币市场收紧倒逼金融机构去杠杆的策略,对货币市场呵护有加,而国务院常务会议的对政策性银行、县域农商行定向放松,倾向性就更加明显。央行在一季度的主动贬值,也在一定程度上替代了货币政策放松而起到类似作用。

与去年下半年相比,央行的货币政策已经暗渡陈仓。仅仅观察没有降准和降息、公开市场正回购来观察货币政策的取向就可能出现误判。央行还没有进行降息、降准、扩张总量融资的操作,表明总量放松依然谨慎。

2、要不要降准?

压缩非标,信贷依然偏紧,而超额准备金率已在低位,如果要稳增长,那么通过降准释放银行体系的资金去增加配置债券就成为一个自然的推论。

降准的作用,对冲外汇占款减少的中性含义之外,增加流动性以实现融资增长是首要目标,降低成本的作用对增长意义有限。降准以增加信贷,要求配合增加信贷规模和放松贷存比。降准以增加银行债券配置,也需要放松发债限制,加快审批流程。就此而言,降准是对压缩非标的对冲性政策安排。但要发挥作用,需要解除信贷和债券融资增长的其他限制。

降准的替代方案是央行直接向金融机构投放流动性,如再贷款,效果类似且更加直接。如何取舍取决于稳增长所需的资金规模和放松力度。如果所需资金规模较大,还是降准为宜。

3、资金如何进入实体经济?

金融政策一直在促使资金流入实体经济。实体经济本是相对于虚拟经济而言,也在一定程度上,与融资平台为代表的政府融资和房地产融资对立起来。地方政府的融资是基建投资的主力,这并不是说基建不是实体经济,而是强调地方投资的模式需要弱化。

资金流向的引导应考虑经济模式。当前的经济模式仍然是房地产和基建投资带动增长的模式,在旧的模式继续、新的模式还未长成之时,房地产、基建和其他产业更多是共生关系。资金如果不进入房地产和融资平台,基建和房地产投资下滑,那么制造业就会出现需求不足,进而延伸到上游原材料行业,直至第三产业、服务业。

4、货币政策走向何方?

利率取决于资金供求。流动性宽松和预期良好,央行定向放松;资金的需求相对较弱,这可以从各类价格和投资数据得到印证。

下一步的利率走势,也无外乎取决于资金供需结构的变化。如果央行持续释放长期资金,则长端资金价格还会回落;如果稳增长政策对融资和投资的作用显现,增速回升,货币继续放松边际风险增加,边际收益降低,那么可能利率、特别是中长端利率继续下行就空间有限。

一种情况是,微刺激未见效,经济下行超出预期,这时如果政府容忍度提高,并不采取更多刺激政策,那么风险暴露会增多,无风险利率将继续回落。如果政府底线并无变化,不得不采取更有力的刺激政策,那么央行的降息、降准等总量放松政策将导致一段时间的利率下行,但也会带来融资和投资回升,并埋下通胀、资产泡沫的隐患。

稳增长还是去杠杆?央行的总量放松更加谨慎,但可能并不意味着,当失业和金融风险凸显的时候,央行还能够保持定力。我们倾向于认为,在失业和通胀之间,决策者宁愿选择后者。在经济下行压力持续增大而通胀处于低位的当前形势下,货币政策易松难紧。

(作者系中信建投证券分析师)

中西医结合问诊白酒降价

董广阳 龙隽

西医治标,但见效快;中医治本,但见效慢。在抱着侥幸心理,能扛则扛的时候,一般都用西医;在看到变化无可扭转,路径不可依赖时,一般会上中医。白酒调整转型,也因着这条道儿。

近期,五粮液厂价由 729 元降至 609 元,零售指导价降到了 729 元。我们认为,该事件短期对市场没什么影响,长期对公司和行业都是好事。

说短期对公司并没多少影响是因为降价后 609 元的出厂价格,与批发价仍然倒挂 30 元,不会改变经销商对行业短期的信心,改变不了经销商打款依然亏损的现状,他们仍然会继续观察,走多少货进多少货,能从市场调货就从市场调货。

而公司去年下半年以来给予核心大经销商的价格优惠,最终可能在 570~580 元左右,也不可能现在就停止。在目前低迷经济形势下,大经销商虽可能会尝试提点价,但尽快走货仍是第一位的。

至于业绩,我们认为该事件进一步明确了五粮液二季度收入、利润增速会继续以较大幅度下降,甚至低于一季度的可能。但是,如果出厂价不降,从一季报的现金流入看,我们相信其二季度业绩也不会好到哪里去。降比不降,至少还是化被动为主动。在淡季做这个事,可以以较小成本进一步跟踪市场反应再行修正。

短期内降价事件对行业也不会有多大影响。从茅台自身而言,更没必要跟随,反而正是进一步落实其品牌地位的最好机会。我们相信茅台即使控量都会保持并加强目前的价差体系。

但从长期看,降价事件对公司和行业都是好事,这不是短期治标的手段,但却是治本的开始。可以说,从 2012 年起高端白酒实际成交价的不断下调,是行业病症不断发作、不断恶化的外在表现。而行业内公司也基本上是用西医方式在治疗,这里打点滴(开品牌、拓商家、延伸产品线等),那里做切割(砍人事、调架构等)。但这次的病情并非像 2008 年,是政策、经济、行业周期的叠加,仅靠西医是不够的。实际成交价其实已调整到位,挤压名义出厂价泡沫正是内降虚火的开始,让身体顺应身体内在机理(出厂价回归到以民间商众需求选择的价格带附近)的开始,短期见效不快,但这是回归。

近期,有观点认为,人口结构的转变,将带来白酒需求人群、消费频度、消费环境等的恶化。对此,我们完全不能认同。按此逻辑,似乎大半辈子喝惯了白酒的人,到 50 岁后全部极爱健康滴酒不沾?似乎没有公款买单后,他们自己或他们子女不会掏任何钱供自己喝酒?甚至似乎连中餐配白酒的消费文化也从此消失?

我们相信,文化是有韧性的。喝惯了白酒的 50~70 年代人群,不会因为年纪大了就不喝白酒了。闲余时间更多后,喝酒仍是一种习惯,喝好酒的概率更高。作为子女的 80 后、90 后一辈,仍然会买好酒孝敬长辈。即使是 80 后,喝白酒的也大有人在。我们相信目前的白酒总量会继续萎缩,但好酒的量仍太有限,中国真正的名优白酒时代正在开启,没有质量口碑的边缘性品牌将被加速淘汰。

(作者系招商证券分析师)

■高兴就说 | Luo Feng's Column

光伏中概股大幅反弹 光伏业春天来了吗?

高兴

国内的光伏重点企业多数在美股上市,美股光伏板块的涨跌很大程度反映了行业的情况和预期。近几个月,光伏股票的波动很大,特别是前两月多数个股经历了新一轮大跌,最近又出现大幅反弹。光伏股能结束熊途迎来春天吗?

光伏股票很难猜顶更难猜底,不提尚德(江苏企业)、赛维(江西企业)等超级困难户,以熬过多次难关的另一光伏巨头英利绿色能源(河北企业)为例,全球大牛市时 2008 年 1 月股价到过的巅峰是 34 美元,2009 年初跌到 4 美元下方,2010 年初又反弹到 18 美元的高点,现在股价是 3.3 美元左右。除非新的一轮大攻势,投资者难以见到该公司的股价再次从 4 美元下方回到 4 年前的 18 美元高点;事实上,随着光伏行业各种复苏的信息,去年 10 月英利的股价曾经连续反弹至 8 美元,之后呈现震荡走势,而今年前几个月的调整,打破了很多人的幻想。现在,被套的投资者新希望又来了:相比 5 月低点 2.8 美元左右的股价,近几日上涨了 20%。

新的希望是光伏企业毛利率上升。天合光能(江苏企业)从今年 3 月的 18 美元,震荡跌至 5 月中旬的 10 余美元,股价急跌四成多,公司之前预期今年第一季度的销售额可能远低于预估。结果本周三天合光能发布一季报同比扭亏,毛利率提升到 20.6%。分析师原本预期一季度每股收益为 4 美分,一季报公布为 37 美分。天合光能股价周三大涨两成多。一时间分析师纷纷调高光伏企业盈利预期,比如市场预期英利绿色能源一季度毛利率将由去年同期的 4%上升到 15%左右,并预计二季度能实现盈利,股价由此反弹一成多。同样的,将在月底发布一季报的昱辉阳光(浙江企业),也由于市场预期好转而在最近两个交易日上涨 17%。

光伏行业引发市场关注的另一个原因是资本巨头的并购。分析人士注意到,掌握大量现金的互联网巨头谷歌不断投资太阳能企业。谷歌一个月前与美国一家光伏面板生产商(该企业一季报亦扭亏)合作,采购屋顶太阳能面板然后租给普通消费者使用。屋顶光伏发电系统设备和安装成本高,普通用户的投资回收周期一般需要十余年,如果租用,家庭用户的前期投入很小,交一笔小费用就可以在自家屋顶使用并输出清洁的太阳源。谷歌正在双管齐下,既投资大型光伏电站,又投资分布式光伏发电。带着新思维的互联网企业进军光伏产业,这令市场对光伏行业近几年的颓废景象和悲观前景有所改观。

回到主题,光伏股能结束熊途迎来春天吗?要知道,之前光伏行业的曙光也多次出现,令光伏股票几度大幅反弹又重归跌势。答案的重点可能在于毛利率是否能够持续改善。光伏行业处境显然比两年前崩溃式的资金链断裂好很多,起码已经不再是投资者避之不及的产业了。但市场向好预期的重新树立,需要行业基本面的稳定好转。以本周光伏板块的领涨股天合光能为例,今年一季报的同比扭亏应有很大部分贡献来自于资产抛售。天合光能 3 月份曾公告,将公司旗下甘肃省武威市的 50 兆瓦太阳能电站出售给华电福新能源股份有限公司,这是天合光能在国内出售的第一个光伏电站项目。由于公司未披露交易金额,对盈利的影响难以评估。正是这种预期的不确定性,天合光能股价大涨两成后没能持续反弹。

只有毛利率的持续改善,才能真实反映光伏企业及行业的趋势,如果接下来其他主流光伏企业的一季报毛利率一起提升,二季度能持续改善,投资者对光伏行业将随之形成相对稳定的预期。一旦光伏行业在财报上形成景气上升的趋势,光伏企业的春天就算是来了。