



CFP图片

股灾一周年：“双期叠加”催生私募赎回噩梦

□本报记者 曹乘瑜

“双期叠加”催生赎回噩梦

和许多公奔私的明星基金经理一样，小李的老板在2015年4月结束十几年的公募生涯，成立了自己的私募，并在6·12股灾前发行了3只产品。一般来说，私募基金每半年开放一次，时值6月，这3只产品如今正好进入第二次开放期。“开放期一到，赎回申请就刷刷地来了。”小李告诉记者，“3只产品几乎都有10%至20%的巨额赎回，比6个月第一次开放期的时候还多。”

小李透露，这3只产品的净值并非很差，有两只的净值在9毛5左右，相比今年初甚至上涨了4.5个百分点，相比同期大盘-17%的亏损，已经殊为不易，然而投资人并不买账，仍然决绝离去。

记者获悉，并非只有小李一家出现这种情况，许多股灾期间成立的私募产品都或多或少地出现这种情况。

之所以如此，业内人士认为，主要原因是“双期叠加”。一方面，私募产品通常规定，持有期满一年，可免赎回费，而赎回费通常在1%至3%。此时正是牛市高点满一周年之时，此时赎回，对于投资规模在百万元以上投资者来说，较为划算。另一方面，市场低迷期没有过去，对于私募产品而言，当前上证指数在3000点以下徘徊，赚钱效应没有显现，发行惨淡。小李所在私募的产品持续营销并不顺利，3只正在开放期的产品，赎回是巨额的，申购则几乎为0。

除了散户带着“被收割”的痛不敢进场，成熟理性的机构资金和高净值客户资金也在观望。某老牌私募高级合伙人透露，委外资金中，财务公司、险资等都已经谨慎得多，部分财务公司由于损失惨重，对私募失去信任，认为还不如自己做，甚至开始构筑自己的投研团队。“我们接触到的央企的财务公司，有的正在往投资平台方向迈进，申请自己的私募牌照。”小李说。而第三方财富管理机构，由于去年高点发行太多产品，为了维护自己的客户，产品发行数量大大减少。

众多资金中，仅有银行渠道还有认购意愿。然而一般银行的白名单对私募有成立年限的要求，对于新私募而言，即使在奔私前有漂亮的投资业绩，也难入银行的“法眼”，只能找基金公司子公司、券商、信托等渠道。然而，上述大型券商pb业务人士透露，如今产品发行确实进入冰点。“发个产品巨难，3千万元至5千万元的产品都算大规模了。”

FOF/MOM“躺枪现象”严重

上述大型券商人士透露，在其平台上，两类产品的赎回现象最为严重。一类是略有浮亏的产品，例如净值在9毛以上。“9毛5的比9毛的产品赎回更严重。”该人士透露，“亏得越多，投资者反而就不管了，平台上亏损20%以上的产品

“你认识有哪些平台在找投顾吗？”

近期，在华中某权益类私募基金担任市场总监的小李（化名）在微信好友里展开地毯式询问，本月已经两度来京拜访各类产品发行渠道，但目前为止颗粒无收。

熊市虽然有见底之相，但像小李所在新私募的生存困境却没有见底。进入6月，股灾发生正值一周年，公司在牛市高点成立的产品也进入开放期，由于私募产品一般满一年没有赎回费，公司一下子面临巨额赎回。与此同时，新产品的发行也面临僵局，熊市虽然已经探底，然而赚钱效应的缺乏，导致资金仍然在观望。

小李的老板并非无名之辈，相反，曾是一位知名的公募基金经理，管理的资金规模超百亿元，并多次获得基金业的奥斯卡奖——金牛奖。小李在如此有能力、有口碑的牛人手下工作，没想到难度却超出想像。业内人士认为，清盘线、预警线的设置，束缚了私募修复净值的能力，而FOF/MOM管理人的风控缺位，也导致许多子基金遭遇“躺枪”式赎回压力。

“股灾都一起过了，为什么不能在底部一起吃肉呢？”面对新私募的悲怆，一些安然度过此次熊市的私募给予了云淡风轻的思考，认为投资人不成熟的申赎习惯是应该淡然面对的环境，择时创业也不太现实。每一个熊市阶段，私募都会面临不同的生存危机，但暴跌都是一样的，并非“百年难遇”。基业长青的唯一秘诀就是专注于投资。

几乎没有赎回。”另一类则是有浮盈的产品，包括浮盈20%的产品也被投资人获利了结，“主要还是对后市缺乏信心。”

中国证券报记者统计，假如今年市场震荡局面不改，净值难以大幅提升，今年私募赎回比例可能达到百亿元。根据私募排排网的数据，去年5-12月成立的私募基金中，股票策略、相对价值策略和事件驱动策略的非结构化私募产品有1200只，按0.9元-1.2元的净值、5000万元的规模、20%的赎回比例来计算，今年赎回规模可

能达到120亿元。

看起来这一整体规模不大，但是对单个私募而言，尤其是赶在牛市顶点成立的新私募而言，可能陷入了生存泥潭。以小李所在的公司为例，由于一成立就遇上股灾，公司虽然发了数只产品，但规模并不大，仅有2个亿左右，如今只剩下1个多亿，本来熊市下业绩提成已经没有指望，按2%的管理费来算，公司的收入少得可怜。

“好在我们的仓位并不高，仅有不到20%的仓位，整体流动性尚能应付。”小李说。

值得注意的是，部分新私募面临的巨额赎回属于“躺着中枪”。某私募向记者透露，记者获悉，在母子基金中，由于部分子基金亏损严重，导致母基金的净值跌到适合“赎回”的区间，来自母基金的赎回压力，则同时辐射到所有的子基金身上，即使是做得好的基金产品也面临赎回压力。据悉，某券商的一只近70亿元的MOM产品中，有近20亿元分配给了带着“一姐”光环的某私募，然而由于“一姐”在熊市中产品净值巨亏近半，导致该MOM母基金赎回严重，也拖累了旗下的其他产品。

“国内的FOF、MOM管理人不够成熟，他们在组合上的风控并不合理。”小李说，FOF、MOM管理人应该根据私募的风格做个性化的仓位限制，例如稳健型基金经理的仓位上限可放宽到100%，而激进型则应该限制在70%。

除此之外，在私募领域普遍“喜新厌旧”，也是导致赎回的原因，这被多位业内人士诟病。某券商西南分公司总经理助理介绍，由于私募有清盘线和预警线设置，一旦净值跌到这附近，私募的投资比例将进一步受到限制，可操作空间也减小，导致净值回升得更慢。因此，投资人会倾向于赎回老产品，认购新产品。

老私募云淡风轻看淘汰

为什么本轮新私募如此惨淡？反思股灾一周年，大部分人士认为是时运不济，碰上了最极端的熊市行情。然而记者走访的老牌私募认为，实际上，这是必须面对的最残酷的现实。历史数据显示，私募两次大规模的奔私潮都是在牛市后期，在2007年-2008年的牛转熊中，第一波新私募成立，包括现在知名的重阳投资、星石投资、鼎锋投资、朱雀投资、源乐晟资产、世诚资产、淡水泉投资等。

成立于2009年3月的老牌私募和聚投资在此轮熊市中及时空仓，获得了较好的收益。总经理李泽刚认为，中国投资人的习惯还不成熟，做私募应保持平常心。

“成立满一年的产品，赎回比例达到20%-30%，都是正常的状态，”他说，“因为很多私募的投资者，时间预算就是一年。国内投资人并不成熟，低点赎回、浮盈赎回，这是一个长期的尴尬话题，你能做的就是将业绩做好。”

李泽刚认为，择时创业并不是个解决方案。首先，择时很困难，其次无论是熊市创业还是牛

市创业，都各有利弊。熊市可能面临资金募集困难的问题，但容易做出业绩；牛市则可能面临高点发行的问题，但可能有初期规模支撑生存。

从历史上看，每一个阶段的私募，都会面临生存危机。李泽刚认为，同业者应淡定看待。在2008年的熊市中，A股甚至没有股指期货可以对冲，私募没有可对冲的机制，直到2010年，沪深300股指期货才出现。而在去年的股灾中，私募首次面临杠杆带来的暴跌。对于上述FOF、MOM管理能力和清盘线的抱怨，李泽刚认为，未来这些阶段性的历史现象都会被纠正，但未来私募又会面临新困难。

牛熊的穿越经验是一场财富，帮助私募增强风险管理能力。“穿越牛熊有助于增强生存本能。”李泽刚对媒体表示。多年投资经验能够形成的对市场的敏锐直觉，在去年5月市场出现抢钱行情，他发现自己长期持有的股票到了目标价，很纠结要不要卖，但看到四处都在加杠杆，他本能地产生恐惧感，立即给组合加了股指期货做对冲。

对于如何进行风控，知名投资大佬邱国鹭在近期也进行了反思。他在文中表示，底是圆的，顶是尖的，因此风险控制必须是无时无刻的。为什么说“顶是尖的”，因为高杠杆的市场一旦下跌，免不了会出现踩踏事件，容易形成“尖顶”。很多人抱着侥幸心理，希望牛市的时候不管风控，先参与炒作赚把快钱，等熊市的时候再来做风控，但在这种尖顶加上流动性突然萎缩的情况下是很难实现风控转变的。风险控制本来就应该是投资的固有部分，必须是无时无刻的。

历史数据显示，如果想要业绩长青，或许唯一的秘诀就是专注选股。私募排排网的数据显示，上述在上一波大熊市中成立的产品，虽然也经历过熊市冲击，但是如今业绩走出独立趋势，例如成立于2008年7月、源乐晟投资管理的“中融信托-乐晟精选”，如今业绩已经翻了4倍，而同期业绩比较基准仅有41.27%的盈利。同样，在2007年9月（上一轮牛市最高点成立）的平安信托-淡水泉成长一期，到如今也翻了3倍，而同期业绩比较基准则亏损41.44%。

“每一次市场大跌来袭，人们总是觉得它是史无前例、百年一遇的，其实在资本市场波动中，每隔几年或十几年都必然来一次这样的洗礼。做投资要居安思危，才能够以不变应万变，能够在各种恶劣环境中生存。对于职业投资人来说，决定其长期回报率的，并不是他在牛市中能够涨多少，而是他在熊市中的表现。”邱国鹭说。

李泽刚提醒，私募的风险管理不仅体现在投资上，在创业初期，就应该做好风险预算——根据自身能力发行相应规模和类别的产品。“君子不立危墙之下。”他说，“很多刚奔私的基金经理，可能是组合管理专家，但是在人脉整合、业务整合等方面面临着0到1的过程。”