

百亿私募产品大起大落 集中“押注”式投资惹争议

□本报记者 张舒琳 王宇露

成立以来净值翻47倍，2019年收益率达194%，2020年达162%，2021年达168%，年化收益率超过76%，如此令人震惊的收益率，出现于百亿私募正圆投资旗下某代表产品身上。

然而，“牛气冲天”的业绩背后，正圆投资旗下投资经理却被质疑重仓“押注”单票，高度集中式的投资风格颇受争议。同时，以灵活性为优势的私募基金，是否应对单票持仓比例加以限制也引发业内讨论。



视觉中国图片

净值太猛

据私募排排网数据，今年一季度，正圆投资登上百亿股票私募业绩冠军的宝座，旗下代表产品一季度收益率领先同期沪深300指数超20个百分点。巧合的是，这只基金近一段时间的走势，与一只名为TCL中环的股票密切相关。

近期，TCL中环因回购股份披露了前十名股东持股详情，正圆投资再次现身。截至3月1日，由正圆投资总经理、投资总监廖茂林管理的上述私募投资基金持股达2219.49万股，占总股本的0.69%，成为TCL中环的第八大流通股，以最新收盘价估算，总持股市值近10亿元。早在2021年，该私募投资基金就曾现身TCL中环前十大流通股之列，持股1593万股。

不止这只代表产品，正圆投资旗下另一只私募产品正圆礼拜六还曾在2021年11月参与了TCL中环的定增，以45.27元/股的价格申购927.77万股，获配金额4.2亿元。若持有至今，仅正圆投资旗下这两只产品持有TCL中环的市值就超过13.5亿元。

值得关注的是，去年下半年，TCL中环股价跌幅达到36%，上述正圆旗下代表私募投资基金的净值也下跌28.59%；今年一季度，TCL中环股价涨幅为28.68%，该私募投资基金也强势上涨26%。

具体来看，3月16日TCL中环大跌5.99%，报收43.13元/股，为股价阶段性低点，该私募基金净值同样大跌。4月6日，TCL中环股价大涨4.34%，达到阶段性高点49.28元/股，同日，该私募投资基金净值也大涨，创下净值阶段性新高。今年以来，该私募净值走势与TCL股价走势在多个阶段出现同涨同跌。

如此接近的走势，让人浮想联翩，据业内人士推测，正圆投资疑似高度“押注”单只股票。

对此，正圆投资相关人士表示，目前旗下产品在光伏和半导体赛道整体仓位共三至四成，但对这一只基金的仓位及集中度等核心问题并未作出正面回应。

在私募行业，正圆投资的“打法”风格十分鲜明，不少同行机构感叹其“净值太猛”，收益率遥遥领先。尤其是在近几年结构化的市场下，吸引了不少高风险偏好的客户，规模发展突飞猛进。

然而，可谓“成也集中败也集中”，这一投资方式的“AB面”，在另外两只基金上体现得淋漓尽致。

就在2022年，同样是正圆私募旗下另一只产品，就一度大幅回撤，跌破预警线。2022年9月，正圆日月当空私募基金跌破0.65预警线，并较为接近0.6的清盘止损线。该基金成立于2021年3月，由正圆投资另一位基金经理戴旅京管理。

此外，戴旅京管理的另一只产品正圆长生诀，更是在2022年因大幅回撤受到投资者公开举报。举报信称：“作为正圆的投资人，有很多不理解，正圆你是在做投资还是赌博？是基金经理还是赌徒？自从2021年11月15日购买戴旅京管理的正圆长生诀以来，产品净值一路下跌，2022年元旦后更是大幅回撤，短短几个月亏损60%以上。无论市场如何变化，永远是满仓单吊一只票（曾经短暂有过两只票），期间还加杠杆。”

对此，正圆投资相关人士告诉中国证券报记者，戴旅京持仓主要分布在两个方向，通常情况下会持有5只标的，但第一大重仓股确实比较集中，彼时第一大重仓股持仓占比约70%。通常而言，第一大重仓股占比在50%-80%之间波动。

上述相关人士表示，以正圆日月当空为例，在成立之初会设置一定安全垫，逐步完成建仓，当净值超过1之后会加杠杆，若没有遇到极端行情，一般是保持加杠杆运作。但由于产品短期回撤过大，触及预警线，只能根据风控要求降低产品仓位。

目前，在私募排排网等三方平台，正圆日月当空产品情况已被“折叠”，正圆长生诀并未在三方平台上展示。

高集中度投资争议多

正圆投资相关产品资料显示，正圆投资代表产品的平均仓位在100%至150%之间，平均持仓3至4个行业，个股在10只到20只之间，无一行业比例限制。而单一品种集中度方面，单一持股最大持仓比例为50%。

实际上，高度集中的投资风格，在业内颇受争议。有机构认为，“押注”单一产品或许能带来突出的年化收益率，适合高风险偏好的投资

者；但也有投资人认为，加杠杆“押注”少数股票意味着“赌博”成份较大，对私募来说风险很高。例如，一旦出现50%的回撤，投资者需要净值翻倍才能回本，这一过程是难以承受的。

高度集中的“押注式”投资，无异于一把双刃剑，涨时“一飞冲天”，跌时也毫不留情。对此，好买研究总监曾令华表示：“单一重仓、上杠杆都要非常小心。特别是面向大众的资管产品，投资者能感受到的就是净值走势，净值波动大对投资者是有很大的风险，容易让他们在低位卖出。”

明世伙伴基金总经理郑晓秋也表示，对于高度集中的投资方式并不推崇，这有悖资产管理和组合管理的初心，主要风险在于个股判断出现偏差会对组合净值带来大幅冲击，以及单票判断失误后造成的净值损失难以修复，这将对委托客户带来较大的损失。

相聚资本投资总监王建东也表示：“押注式投资不是我们的策略选项之一。原因很简单，押注式投资很容易踩错节奏，导致非常严重的后果。基于挖掘潜在回报和风险控制的考虑，我们在多年的投资中逐渐形成均衡的投资策略，并稳定下来。事实证明，这种策略在实现稳健投资结果上效果明显。如果将策略变为集中式的押宝式投资，尽管阶段性表现会非常好，但长期来看净值波动极大，一旦出现失误代价非常惨重。进一步来看，均衡策略更符合投资者资产保值增值、获得稳健合理回报的初衷。”

神农投资总经理陈宇称，高度集中加杠杆的投资方式，押对了可能净值飞涨，但如果押错一次就会满盘皆输，不是投资的长久之计。基金经理构建组合最应关注的是长期风险收益水平，应尽力构筑多赛道投资组合，追求长期稳定超额收益。

津京资本则表示，对于集中度的高低，无法简单评价其优劣，但过高的持仓集中度毫无疑问会带来更高的净值波动及回撤。在此过程中，带来的不利因素在于净值临近预警止损线的限制、来自投资者的压力、更大的净值修复难度等。

单一持仓比例是否限制

在业内人士看来，集中持仓是私募基金灵

活性的体现。公募基金行业受到“双十”原则限制，即一只基金持同一股票不得超过基金资产的10%，一个基金公司同一基金管理人管理的所有基金，持同一股票不得超过该股票市值的10%。相比之下，私募基金则以灵活为优势，不仅投资渠道更丰富，也可以充分运用杠杆、对冲套利，在牛市和熊市的仓位调整较为灵活，对单票的持仓也并无限制。

然而，考虑到上述可能由高度集中投资引发的风险，是否有必要对私募基金单票持仓比例加以一定限制？

对此，业内存在一定争议。津京资本认为，需要因人而异，如果一家机构本身就是高集中度、高弹性的风格，而客户充分了解后也追求其进攻性，那么集中度限制反而会带来束缚。相反，对于追求稳健风格、风险承受能力较低的客户，选择包含集中度限制的产品应该会获得更好的持有体验。

但在郑晓秋看来，私募基金的灵活性可以体现在多个维度，包括体制机制的高效、择时和仓位的灵活性、为客户提供风险收益特征更具定制化的产品等，适度集中持仓也算是其中一点。但单押一只或少几只股票的做法并不在此列，这更多是一种押宝式的做法，并非科学和专业的资产管理机构行为。

“我们认为对单票持仓比例进行限制是合理，也是有必要的。一是能相对有效避免投资经理个人的道德风险，避免押注式投资；二是能相对有效控制组合波动率，实现更好的风险调整后收益。结合我们的实践，对于经过严密论证的核心池股票，个股持仓上限控制在10%至15%左右，单一行业持仓上限控制在30%左右比较合适，能够满足投资经理行业分散、个股分散的组合投资需要。”他表示，“背后的原因在于，如果私募只是进行单票投资，投资者与私募基金的委托代理关系的必要性就从根本上打上问号，资产管理机构的专业性和风控能力何从谈起？”

曾令华也认为，私募具有“私”的特点，私募起家的时候，大部分是亲朋好友自己的钱，那么这时候往往更容易集中。一旦规模大了，面对的客户多了，投资单一个股就不太适合。“一般来说，单一个股限制在20%或30%是能够接受的。”