

热门产品有条件申购 私募代销端现“配货式”营销

□本报记者 王宇露

在奢侈品行业，部分热门款包袋有时并非单独销售，而是需要消费者先购买丝巾、皮带、鞋、家居用品等其他商品，达到一定金额后，才有机会获得购买资格，业内称之为“配货”。如今，类似的剧本正在私募发行市场上演。

桥水（中国）旗下产品近年来在渠道端持续走俏，想要获得一定的申购额度，还可能更需要配置更多金额的理财或保险产品，作为获得“配额”的条件。“配额”不仅针对客户，还前置到了营业部和客户经理等销售端。

在业内人士看来，“配额”现象背后，是管理人对策略容量的保护和对扩充规模的谨慎，也是业绩驱动下的投资者追捧，更是优质跨周期资产供给不足与需求旺盛的双向叠加。



视觉中国图片

买桥水 先“配额”

桥水（中国）旗下产品近年来在渠道端持续走俏。近期，桥水（中国）产品再次开放申购，在招商银行、中信证券等少数几个头部渠道开放。

消息一出，在投资者中立刻沸腾起来。“我们渠道全国抢购额度2.2亿元，每单限200万元，感兴趣的客户可以做好准备。”有券商客户经理提示。不过，也有人表示竞争激烈，基本不要抱希望。

能抢到的额度仅仅是一小部分，不论是银行还是券商，更多的额度早已内部预留给“超高净值客户”。对于这部分定向额度，想获得这

200万元的申购资格，门槛远不止200万元本身，而是需要“配额”。

中国证券报记者通过对销售渠道、私募人士及投资者等多方调研了解到，“配额”主要是代销端自己增加的条件，主要形式包括在该销售渠道保有多少规模以上的资产，或者新搭售多少规模的增量资产等。除了是客户层面，“配额”更是前置到了销售部门，按照创收分配给营业部和客户经理。中国证券报记者调研发现，银行总部会根据过往的销售和存量情况，将额度分配到分行层面，然后层层传递到营业部及客户经理。

一位银行客户经理透露，南方某大城市全市分到的桥水（中国）这一产品配额仅约2000万元，客户想买，自己也想买，但没有“资格”。“现在不是客户抢份额，是分给理财经理。如果你过往私募产品卖得不够多，可能就无缘这些产品的销售。”

投资者愿意接受“配额”来抢购桥水（中国）产品，核心原因并不复杂，业绩是最直接的驱动力。

招商银行代销的“华润创意择优桥云1号”（由桥水（中国）担任投资顾问）业绩显示，自该产品于2022年底成立以来，2023年至

2026年9月11日，每年都取得了正收益。招商银行App显示，历史任一时点买入该产品，持有满3年，盈利概率超99%。有投资者坦言，“爆款年年有，能跨越周期的好产品不多。”另有投资者表示，通过这几年的上涨，其持有的产品中，桥水（中国）的产品已经成为持仓金额最大的产品。

另外，客户经理李磊（化名）表示，对比同行“2%+20%”的产品费率来看，桥水（中国）的产品费率并不高。“华润创意择优桥云1号”的产品管理费率为1.36%，业绩报酬为回报率超过5%以上部分的10%。

跨周期资产供不应求

“配额”只是表面现象，其背后传递的深层信号，是优质资产的稀缺性。多位受访人士认为，刚兑打破和净值化转型后，投资者对“低波动稳收益”类资产的需求呈现井喷态势，但国内真正能做到低波动、跨周期的产品供给严重不足。这种“产品稀缺+需求集中”的双向锁定，催生了“配额”这一非市场化均衡情况。

格上基金研究员焦冰分析：“桥水（中国）的产品之所以被追捧，本质上不是收益高，而是它的全天候策略能在股、债、商品、海外资产、黄金之间分散风险。”李磊也表示，像桥水（中国）这样的纯全天候策略的替代品不多，国内

做真正意义上全天候策略的管理人屈指可数。

事实上，国内不少机构也在做多资产、多策略的宏观配置，但业绩稳定性往往不如桥水（中国），常常出现大小年的情况。

“单看国内市场，目前投资工具丰富，流动性也好，这些都不该成为制约宏观策略的因素。”在天相投顾看来，宏观经济变化受众多因素影响、预测难度高，部分机构为了提升产品业绩，可能会采取押注行为，比如加大股票仓位，结果就导致产品业绩波动比较大。

上海锐联景淳也表示，国内大多数资产管理人，首先追求的是获取超额收益阿尔法，往往并不倾向于持有真正分散的投资组合。在他们

看来，分散配置似乎意味着对“哪类资产涨得最多”没有足够强的判断和信心。焦冰进一步表示，国内宏观策略团队的宏观研究方法论缺乏跨周期验证，经验积累不足，策略本土化能力往往也较弱，容易照搬海外模型而忽视A股的特征。

面对桥水（中国）的产品额度持续紧张，市场正在积极寻找解决路径。

上海锐联景淳相关人士透露，一些理财顾问在筛选和桥水（中国）理念相似的私募产品时，锐联旗下风险平价产品也会进入到配置视野中，近年来这类产品也持续获得资金流入。“看到投资者越来越认可分散化多资产组合的

理念，我们感到非常鼓舞。桥水（中国）的产品是最早获得广泛市场认可的，对理财顾问而言，也是相对容易理解、推广和销售的产品，但仅依靠一家管理人，显然无法满足如此庞大的市场需求。长期来看，其他具有竞争力的管理人也会被市场看到。”该人士表示。

焦冰表示，私募机构中，明泓、宁泉、仁桥等管理人在多资产策略上逐步崭露头角。随着ETF、期货、REITs、QDII等工具的丰富，多资产策略有望迎来真正的爆发期。李磊则介绍，“在向客户推荐产品时，退而求其次的话，多资产、量化对冲、‘CTA+中性’组合往往会作为全天候策略的替代方向。”

并非“凡配额必好”

事实上，中国证券报记者调研了解到，“配额”模式并非销售渠道针对桥水（中国）独创，而是对于头部爆款私募产品销售的通行做法。

早在2020年时，就有主观明星基金经理的产品销售被采取“配额”模式销售。而近几年，头部量化管理人的稀缺额度，也是这样进行分配的。“我们的产品卖完了之后，才从客户那得知，我们的产品被渠道‘配额’销售了。”一家今年业绩突出的中型量化私募人士告诉中国证券报记者。

对于配额机制本身，受访人士的评价呈现明显的两面性。

从积极面看，配额是对策略容量的保护，需要“配额”恰恰说明私募管理人对于规模的扩

张是审慎的、克制的，对于产品业绩表现有较高要求，对投资者是负责任的。焦冰认为，配额机制积极的因素是防止产品被超募、保护策略容量和业绩稳定性。上海锐联景淳则表示，多资产配置的容量约束，通常并不在策略本身，而在于可投资资产池的广度与流动性，因此在规模扩张的过程中，管理人需要持续拓展可投资的资产类别与工具，精细管理交易成本，并确保模型在市场结构变化后依然有效。

在销售端，“配额”的合理性也显而易见。一位百亿级私募的销售人士表示：“对核心客户的回馈是非常合理的，在客户想买但额度不够分的情况下，优先满足资产规模大、历史贡献高的客户，是渠道端的一种自然选择。”天相投顾也表

示，产品出现限购、封盘或额度紧张，通常并不是有意营造“饥饿感”或搞饥饿营销，因为这其实和销售渠道希望扩大规模、做大销量的利益诉求相悖的。业绩较好的管理人，在销售渠道上的选择通常更广，议价能力也更强，其优质产品往往会优先给到头部的战略合作渠道；渠道端也会筛选客户，更倾向风险承受能力匹配、资金属性稳定、长期持有意愿强的优质客户。双方这么做，核心是为了长期利益绑定：管理人希望资金稳定、减少申赎冲击，渠道希望用稀缺好产品增强客户黏性，客户也希望获得优质产品。

但配额机制也有一定的局限性。焦冰认为，当渠道把额度与保险、存款、跨行资金转入等KPI指标绑定后，私募销售便从“为客户匹配产

品”异化为“为产品找客户”，甚至有将“投资者适当性管理”让位给渠道保有规模任务的可能；被动搭售不需要的保险或理财产品等，对客户和行业都不是健康选择。上述百亿级私募销售人士坦言，“‘配额’模式确实强化了高资产量客户可以拿到更好的产品，渠道长尾客户的产品选择面变窄了。过度营销甚至捆绑销售确实偏离了‘合适的人买合适的产品’。”

从历史结果来看，“配额”买到的爆款私募产品也并非稳赚不赔。在优质资产额度持续紧张背景下，投资者需要在“配额”之外，找到更多元、更理性的资产配置路径；销售渠道也需要在短期销售业绩与长期客户信任之间，做出更审慎的权衡。