

相关性生变

私募多策略经历风险平价“成年礼”

□本报记者 王辉

9月中旬的上海,陆家嘴某写字楼内,多策略基金经理林哲(化名)刚结束一轮渠道路演。他管理的一只主打“稳健分散”的多策略产品,年初净值最高曾触及1.22元,3月跌至1.08元,7月又下探至1.03元,直到最近才勉强回到3月的水平。

“说好的多策略分散风险呢?”这是林哲近期在客户交流群里看到最多的一句话。

私募排排网数据显示,7月私募多策略产品备案199只,环比6月下降超17%;8月进一步降至168只,连续两个月降温。与之形成反差的是,2025年全年私募多策略产品平均回报率达21.19%,正收益占比90.67%;而在2026年前八个月,这一策略平均回报率为4.05%,约三成产品已出现亏损。

这种落差,在高净值客户周杰(化名)身上体现得尤为真切。45岁的周杰是上海一家外企高管,2025年底买入林哲管理的旗舰多策略产品,投入200万元。“去年买的时候说,按照过去几年的行业业绩推算,年化能到15%以上。今年到现在才4%,比去年差远了。”他坦言,3月那几天净值“绿了好多”,问客户经理怎么回事,对方解释是分散配置。但他看持仓里又是股票又是商品,到底买了什么,自己也没太搞明白。“7月又跌了一波,我有点慌,但销售说别急,拿住了就行。8月确实涨回来了,但心里还是没底。”

多资产策略的光环缘何阶段性褪色?管理人如何迭代?长期视角下,国内私募多策略赛道又该如何穿越周期?



视觉中国图片

“分散”遭遇相关性逆转

2026年上半年的私募多策略赛道,经历了一场始料未及的“压力测试”。尽管上半年新产品备案量同比大增52%,资金涌入热情持续高涨,但逐月收益情况却高开低走:私募排排网监测显示,1月私募全行业多策略产品平均回报率获得6.58%的亮眼开局,2月骤降至0.23%,3月直接回撤4.94%——彼时地缘冲突骤然升级、美联储官员密集释放鹰派信号,全球大类资产遭遇罕见的“股债商品三杀”;4月短暂反弹后,5月和6月再度小幅回落,7月急跌4.81%,直到8月才以4.06%的涨幅回弹。

宏观层面的剧烈颠簸,投射到基金经理身上,便是许多个焦虑之夜。3月遭遇大幅回撤

时,林哲曾连夜召集投研团队复盘,最终痛苦地发现,自己引以为傲的“多资产”组合,股票、债券、商品看似分散,其实全被同一个宏观因子紧紧驱动——当全球通胀预期以及AI产业乐观预期升温时,所有资产都在同一方向奔跑;反之亦然。

知名外资私募锐联景淳创始人许仲翔对此有更深刻的洞察:近两年地缘冲突频发、美联储加息预期反复,全球大类资产的底层定价逻辑已发生深刻变化。面对系统性外部冲击,传统分散配置只能起到缓解作用,而无法完全规避。

凯丰投资负责人复盘今年市场三次重大冲击时,同样印证了这一外部困境。无论是美联储

主席沃什就任引发的缩表担忧、3月的流动性冲击,还是7月科创与AI板块极致抱团破裂导致的科技成长主线单月急跌,都让传统多策略措手不及。

百亿级私募波克私募基金经理陈旭东进一步分析,3月除原油外的主要大类资产普遍调整,流动性收紧叠加风险偏好下降,导致资产同向波动;而7月全球科技股拥挤交易的逆转与市场风格快速切换,则对高度依赖趋势、动量与风格的策略形成精准打击。

好买基金研究员梁孚楠一针见血地表示:许多管理人“分散了底层资产类别,却没有分散底层风险”。当股票、债券、商品等主流品种共同

暴露于同一宏观因子时,所谓“多策略”便沦为同涨同跌的“伪分散”。这也解释了为何周杰在3月净值大跌时会如此焦虑与不解——他以为买进了一个一揽子资产的“避风舰队”,却意外地发现所有的“船底”依然有同样的风险。

林哲向中国证券报记者提供的主流大类资产相关性数据进一步显示,8月以来,黄金与A股、美股的相关系数持续超过0.6(相关系数为1,即完全同向波动)。目前,黄金与沪深300指数这两类看似关联性极低的资产,相关系数更是创出近15年新高。此外,今年以来金价、铜价与A股主要股指、A股科技资产的相关系数,也持续处于历史高位。

穿透资产类别表象

经历上半年的洗礼,行业逐渐达成共识:多资产策略并未失效,而是经历了一场必要的压力测试。真正的进化,正在从简单的“资产分散”迈向深度的“风险平价”。

陈旭东在实战中已基本完成了策略穿透与重构。他意识到,必须穿透资产类别表象,识别底层宏观风险集中度——“如果你不知道自己的风险来自哪里,那你的分散就只是心理安慰。”通过提高策略调整灵活性,拓展可投资品种至权益、利率、贵金属、工业品、农产品及能源化工,并加强期权等衍生品运用,其所在机构8月以来通过配置不同资产形成较好收益互补,产品净值创出今年以来的新高。

凯丰投资则构建了“总风险预算下追求超额收益的高夏普策略”,将其划分为风险平价宏观配置类与CTA绝对收益类。这一框架的优势在于,宏观配置策略在常规行情中贡献稳健收益,CTA则在极端压力下释放独特阿尔法——3月和7月的压力区间正是如此,提供了宝贵的风险对冲来源,该机构旗下产品净值8月以来已基本收复了7月的失地。

银叶投资首席投资官许已阳则从更基础的层面给出思路:多策略未必分散风险,关键看风险如何分配。如果多策略都指向同一风险源,反而会扩大组合风险。管理人应建立跨资产、跨策略、跨账户的统一风险语言,持续回答收益来自

哪里、极端情况下会损失什么;同时将投研、交易、风控和运营形成闭环。在此基础上,可审慎引入机器学习和AI,用于数据清洗、情景识别、异常监控和执行优化,但不能将其包装成替代投资判断的黑箱。

融智投资FOF基金经理李春瑜认为,穿越迷雾的关键在于建立自上而下的宏观研判框架、全流程风控与情景压力测试,以及跨资产投研能力。他说,当前不少管理人仍停留在“把多品类资产拼凑在一起”的初级阶段,缺乏真正的风险预算体系和跨周期验证能力。

复盘今年私募多策略赛道整体运作,有业内人士结合部分明星私募低迷的业绩表现进一

步表示,主流大类资产看似属于不同类别,但可能共同暴露于同一个宏观因子。如果组合还叠加杠杆、久期或拥挤交易,这些风险在极端行情中就会大幅攀升。因此,真正有效的分散应落实到收益和风险来源,既包括不同资产,也包括趋势、相对价值、市场中性、波动率等不同策略,并对单一风险因子的贡献设置上限。

林哲在8月的净值修复,正是得益于大幅增加期权对冲并拓宽商品资产品类。然而,尽管净值涨了回来,周杰依然“心里没底”,这也折射出当前行业在投教引导和信息沟通上的短板。策略在迭代,但如果管理人与投资者之间的认知鸿沟无法填平,多策略的长期价值便难以真正落地。

多策略的“进化之路”

将目光拉长,私募多策略赛道当下的阵痛,本质上是一场走向成熟的“成年礼”。

曾长期深耕欧美成熟市场的许仲翔坦言,对于私募多策略赛道的发展而言,国内目前缺少可以精准对冲宏观因子的工具,机构长期资金占比偏低,投资者认知存在误区,且行业生态在人才、数据库与实盘经验上尚处于建设阶段。他直言,这成为国内多策略赛道进一步做大做强的瓶颈。但随着理财刚兑打破,居民财富对压舱石类资管产品的需求,是明确且刚性的。在短期洗牌中,那些简单堆砌资产的产品会逐步被市场出清,真正

具备配置能力的管理人将脱颖而出。

对此,不少FOF机构和行业第三方机构也有较深刻理解。苏豪汇升基金经理孙科从FOF视角观察发现,美国不少头部平台型资管公司均采用去中心化的PM(投资经理)制,通过数百个独立投资小组实现风险来源的真正分散。多年以来,多资产策略在海外成熟市场中,正持续扮演主流资产组合“压舱石”的角色。格上基金研究员蒋睿从投资风险维度进一步提示,不仅股、债、商品共同暴露于同一宏观因子时会同步下跌,一些私募管理人在宏观多策略产品投

资运作中,甚至因混入错误的方向性择时,导致回撤进一步放大。因此,对于投资者而言,筛选多策略产品应聚焦四个维度:宏观框架完善性、策略因子有效性、极端行情压力测试表现以及衍生品工具使用能力。未来的机会,将向具备真实配置能力和工具运用能力的管理人集中。

对于周杰而言,从3月的“焦虑”到8月逐渐“理解长期配置价值”,是一次痛苦但必要的心路转变。他依然希望“以后能更清楚知道钱投到了哪里”“未来可能发生的超预期回撤,又可能会在哪里”。这正是整个行业需要回应的命题。

回望这场今年以来多策略的“成年礼”,阵痛不可避免。它打破了投资者对私募多策略产品“一定能够大赚小赔、收益稳健”的不理性认知,也倒逼管理人从粗放的资产拼凑走向精细的风险定价。但这是资管行业的蓝海赛道走向成熟、投资者走向理性的必经之路。当资产分散不再是简单的品类堆砌,当风险平价成为刻在基因里的投资能力、风控本能,当衍生品工具更加丰富、更多长期理性的资金不断涌入,多策略赛道方能真正穿越周期,成为大资管时代坚实的压舱石。