

## 私募合规无小事

□好买基金研究中心 曾令华

笔者注意到,从去年下半年起,私募朋友圈风控负责人的启事多起来了。监管加码,私募公司开始意识到风控的重要性。风控不仅仅是净值回撤预警、流动性管理,也是一个系统工程。私募合规功夫需下在平常,信息披露等不起眼的细节也不应该被忽视,合规无小事。

### 合规是生命线

如果说业绩是私募成长的基础,那么合规就是私募的生命线,是“生存还是死亡的问题”。2017年6月7日基金业协会对上海泽熙投资管理有限公司和上海泽熙资产管理中心(普通合伙)采取纪律处分,撤销私募基金管理人登记,取消会员资格,对徐翔等3人和相关机构加入黑名单并予以公开谴责,取消徐翔、郑素贞通过认定方式取得的基金从业资格。加入黑名单后,相关机构不得重新登记,相关人员不得在基金行业从业。“私募一哥”泽熙的消亡是肆意突破合规底线的结果。

对于私募来说,公司或者是主要投资经理受到行政处罚,往往是公司转折点的开始。因为操纵证券市场,2013年、2014年的私募冠军创势翔在2016年被罚款超过6000万元,创势翔董事长和交易主管也受到了监管处罚。此后,创势翔在主要平台销声匿迹。虽然控股股权和主要投资经理之后更换,但公司发展进入低谷。中国证券投资基金业协会信息显示,截至2018年5月底,创势翔存续产品6只,历史上提前清算的产品17只,而从备案时间推算,大部分应是2016年之后清算。

小的私募违规受罚,未来都可能失去了长大的机会。

### 净值风控需合理

华尔街流传一句投资格言,“截断亏损,让利润奔跑”,即一旦出现亏损,即刻止损,把损失控制住;一旦有了利润,就握住不动,把小利润跑成大利润。笔者在与投资者接触中,不少人会问回撤和止损的问题。但是投资经理过于迷信净值风控则容易操作变形,本末倒置。

最典型的是股票型基金设置的预警/平仓线。一般私募的平仓线设置在0.8元。这对投资者的幻觉是可以享受股票市场的收益,而最大的风险在亏损20%(姑且认为能在0.8元全部卖出)。显然,这并没改变股票型基金的风险收益特征属性。在具体的投资上,一般管理人会采用先建完全仓,逐步提高仓位的做法。事实上,这种投资方法,直接的结果就是有效资产的运用不足。例如,投资者出了100万的规模,只有50万在有效运作。在产品净值到了平仓线附近,理性的管理人就会低仓位博反弹,成为事实上的“僵尸”基金。这也偏离了投资者投资产品的初衷。2015年成立的基金,目前净值仍在0.9元以下的,不少就是因为靠近平仓线,不敢大幅提高仓位,错过了近两年净值修复的绝好机会。

笔者认为,符合投资策略风格的风控才是好的风控。比如,基本面选股的基金风控要点在于所选企业的好坏、套利基金关注的是价差收敛的内在逻辑、交易型选手关注操作的一致性。从私募发展十年来看,波动和回撤并不是投资者关注的全部,关键还是符合预期的收益。

### 功夫在日常

自2016年年初,监管部门先后发布了《私募投资基金管理人内部控制指引》、《私募投资基金信息披露管理办法》、《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》、《私募投资基金募集行为管理办法》、《私募投资基金合同指引》等多部规定予以规范私募运营。

在私募日常运作中,对外宣传与信息披露是经常碰到的。例如,不能公开开展业绩、排名、评级等;不能使用“业绩最佳”、“规模最大”等误导性措辞和陈述,这些逐步深入人心。不过笔者注意到,不少私募仍对信息披露重视不够。例如,私募基金每季度至少一次向投资者做信息披露,单只规模在5000万元以上的私募证券投资基金至少每月向投资者披露一次。但是相当一部分机构由于未按时提交相关报告,而被基金业协会列为“异常机构”。

证监会数据显示,截至2018年4月底基金业协会已登记证券类私募管理人8752家,管理基金34350只,管理规模23760亿元。私募基金正从一个稀缺和小众的产品类型,向一个供给充分、竞争激烈的行业转变。投资者和销售机构必然越来越“挑肥拣瘦”,因此,任何负面记录,必然都是向前走的巨大障碍,私募合规无小事。



视觉中国图片

# 趋势预判显分歧 私募看好结构性机会

本报记者 王辉

上周A股市场在前一周冲高回落之后弱势下行,沪综指一度逼近3000点整数关口。而在此背景下,私募机构对于6月份市场趋势出现显著分歧。不过,在今年以来强势个股持续遍地开花,私募业内对于未来较长一段时间市场的结构性机会,依然抱有较为积极的预期。

### A股延续弱势震荡

尽管6月1日A股市场正式纳入MSCI指数对市场情绪有所支撑,但上周沪深两市整体运行仍延续了前一周的弱势格局。截至上周五(6月1日)收盘,上周上证指数、深证成指、中小板指、创业板指、沪深300、中证500和中证1000等七大指数,分别下挫2.11%、2.67%、2.67%、5.26%、1.20%、3.93%和4.55%。以创业板指、中证500和中证1000为代表的中小市值指数,上周显著领跌。不过,上证50、中证100等反映权重蓝筹的股指,上周跌幅较小,均没有超过0.6%。这表明低估值权重蓝筹板块,整体在市场回调过程中依然对A股带来显著支撑。

### 私募市场预判分歧加大

近期市场波动明显加大,目前不同私募机构对于6月A股市场的整体研判分歧加大。

上海卢雍资产董事长李思思向中国证券报表示,未来一段时间内市场不确定性仍然较大。从权重个股的整体估值角度来看,在市场外部环境不出现极端黑天鹅事件的情况下,目前蓝筹板块总体估值应当已经下降至底部区间。在此背景下,虽然短期内A股市场整体运行预计仍将会“磨底”,难以马上反转,但主要权重股指即便继续走弱,进一步下行的空间预计也将相对有限。“预计沪综指在2800点至3000点的区间范围内,将会有较强支撑;即使指数持续下行,也不可能一次性跌到位,3000点一线至少将出现较长一段时间的多空争夺拉锯”,李思思表示。

不过,重庆国恩投资董事长袁国恩在接受中国证券报记者采访时表示,从5月30日开始,A股市场情绪已经大幅转弱。未来A股市场可能还要大量承接独角兽企业上市,新股扩容压力依旧相对较大,预计市场将出现一轮较长时间的弱势调整。而在市场点位的预判上,袁国恩表示,沪综指在3000点一线的支撑力度将十分有限。“对于6月份投资的整体把握,我们将会明显偏

于保守”他说。

私募排排网6月1日最新发布的6月中国对冲基金经理A股信心指数月度报告显示,2018年6月“融智中国对冲基金经理A股信心指数”为107.66,该指数连续两个月下跌3%以上,表明私募机构投资信心仍在持续回落。31.46%的私募基金经理对6月份市场行情持极度乐观或相对乐观的观点;46.77%的基金经理持中性的观点;21.77%的基金经理则明确表示不太看好6月份的市场走势。相较于5月而言,对于后市预期较为悲观的私募基金经理增加了近10%。

### 看好结构性机会

虽然当前私募基金对于6月A股市场整体研判观点分歧显著增大,但目前私募机构在对后市的具体策略把握上,则仍然呈现出较高的一致性。目前业内主流观点仍对于6月市场的结构性机会表示乐观。

李思思表示,尽管短中期内A股市场可能延续偏弱震荡,但市场整体结构性的个股投资机会,未来仍然还会继续显现。李思思表示将坚持“精选个股、逆向投资”的投资思路,并从中寻找基本面逻辑清楚的投资标的。而在具体看好的机会方面,李思思表示,啤酒、医药以及计算机细分行业的优质龙头个股,未来可能会展现出较好的投资机会。

而袁国恩则表示,从阶段性防守的角度来看,该私募机构将更加看好大消费等一些弱周期、业绩更加稳健的投资标的。啤酒、白酒等行业板块,预计将成为该私募基金的重点关注领域。

近期市场“破净”个股数量大幅增加。基岩资本副总裁杜坤则向中国证券报表示,随着近两年A股IPO堰塞湖的疏解,加上独角兽、CDR等政策的推出,越来越多的优质企业得以快速地在A股上市,价值投资理念愈发明确,并吸引了市场上大部分的资金。在此背景下,业绩较差的个股预计将继续成为“破净”的主力,而优质个股的长期投资价值仍然有望在股价表现上继续凸显。

## 私募认为应冷静 看待债券违约事件

□朝阳永续

针对近期的信用债违约潮,私募认为应该冷静看待,本轮信用债违约是去杠杆过程中的正常出清,会对市场造成脉冲式影响,但引发系统性风险的概率极低。

### 冷静看待债券违约事件

蓝石资产认为本轮债券熊市从2016年10月开启,即使截至今年1月也持续了长达14个月之久。如此长时间的债市低迷,本身就对企业再融资形成较大压力。原本是信用事件引发的冲击,进而会导致机构流动性枯竭,从而使得暂时没有信用风险的发行人也受到波及,其发行的债券收益率也会大幅抬升,甚至出现发行失败。但信用事件仅会造成脉冲式影响,不会引发系统性风险。

朱雀投资认为本轮信用违约背景是经济增速平稳中,由去杠杆导致外部融资整体收紧,公司融资渠道收紧形成的流动性危机。整体违约形势可控,信用违约率很低,出现系统性风险概率不大。必需消费行业的有息负债率低、经营活动产生的现金流充沛,是信用风险“阵痛期”最好的“避风港”。

尚雅投资认为周日披露的中国工业企业利润数据从三月的3.1%迅速飙升至4月的21.9%,属于过去6个月高点。这一数据意味着3月超低增速很大概率是开工日分布原因,证伪了经济二季度快速变冷的预期。而不断频繁曝出的信用违约潮又形成行情延续的阻力,因此震荡盘整还将是近期的主要特征。

星石投资称,今年以来集中爆发的企业债券违约潮、美联储的加息节奏以及国际地缘政治风险等,值得投资者关注。在宏观经济平稳中性、可见风险逐步释放的背景下,这几大隐忧处于总体可控态势,市场对此也有了一定的预期和消化。

### 布局价值洼地

泊通投资认为股票市场的投资者,无论机构还是散户往往都有羊群特征,一看债券市场出现资金面紧张,自己也害怕得想出货。这样的背景下,这次的底部会很扎实。

北京成泉资本表示,未来市场不管怎么变化,始终会遵循跌多了会涨,涨多了会跌的道理,所以,寻找未来的价值洼地是关键。而通过对宏观数据、产业政策、行业景气度以及对一些细化数据的跟踪,预计未来的机会更多偏向于成长股,同时,要谨慎对待市场偏离度较大的股票。

深圳菁英时代表示,更看好未来两三年一些需要补短板行业的投资机会。比如研究发现更多资源正在往半导体行业配置。半导体行业不仅得到了国家大基金的支持,同时,也得到了政策的大力支持。

星石投资认为,虽然A股短期内系统性机会难以显现,但在很多领域存在结构性机会。我们看好有明显护城河和竞争优势的价值成长股,从以下三大逻辑进行挑选:一是进口替代。中美贸易摩擦是一记警钟,再次提醒中国重视自主高端技术的研发;二是受益于互联网+的传统行业。“互联网+”正从消费向更宽领域渗透,全面改善企业盈利所带来的投资机会;三是受益消费升级下沉、有品牌垄断优势的大众消费品。