



私募强制清盘 有意义吗？

好买基金研究中心

在私募产品设计的时候,部分银行、信托公司为了保护投资者的利益,会对产品设置强制的清盘线。强制清盘一方面可以让投资者及时止损,但也可能让投资前功尽弃并错过未来的反弹。私募强制清盘到底有没有意义？

铭远三期就是一个典型的由于清盘线的限制,被割在地板上难以起身的私募。在2011年12月,铭远各期产品遭遇大幅下跌,由于铭远三期有0.70元止损线,仅能保持极低的仓位运作,一直到今日,铭远三期的净值也一直在0.75元左右徘徊。而铭远巴克莱就没有受到如此的限制。在之后的运作中,铭远巴克莱虽然也有一定的下跌,但是今年以来出现了明显的反弹,相对于2011年12月,已经上涨12.92%。铭远其实是一个价值投资的选手,原先的操作风格是以精选个股、长期持有见长,风格激进。对这样风格的私募基金设置一个强制的平仓线,无疑让其操作风格发生了重大改变,在很长一段时间内不得不保持相当低的仓位,让其无法享受市场的回暖。

世通则是通过清盘有效保护了投资者利益的例子。得益于2010年96.16%的上涨,世通吸引了大量投资者的目光,一连发行了世通5期、世通8期、世通9期、世通嫦娥奔月、世通东方明珠5只私募。随后在市场的下跌中,中信信托平台上的世通8期、世通9期和华宝信托平台上的世通嫦娥奔月三只产品触碰清盘线而遭遇清盘。而几只没有清盘的私募,则难以止住下跌的态势。拿世通8期和世通一期作对比,在2012年3月30日世通8期清盘时,世通一期的净值为142.39元,而2013年5月3日世通一期最新的净值仅有77.95元,下跌幅度达到45.25%。所以,世通三只产品的清盘,确实是实现了对投资者利益的保护。

在设计产品的时候,各方都会根据自己的出发点,提出适合自己的产品设计方案。掌握大量客户资源的银行无疑是最强势的一方。虽然有种种限制,但很少有私募能够抵御银行大量资金进入的诱惑。作为银行来说,维护客户的收益固然没错,但是如此强制措施,可能会让投资前功尽弃。或可设置一些更为灵活的条款,如采取追加保证金,或召开持有人大会降低清盘线等方式。也可在投资顾问协议中进行约束,这样银行或信托即可对私募有一定的掌控,事后的处理也会更为高效和灵活。

对于管理型产品和结构化产品,对清盘线的设计出发点应该完全不同。结构化产品中,优先级受益人对产品的安全性有很高的要求,因此这类产品的风控需要建立在充分保障优先级的利益的基础上。而对于管理型产品,成熟的投资者应该了解产品风险收益属性,愿意承担一定的风险以获取长期可能的高收益,是否退出的选择权应在于投资者。

在现实操作中,触碰到止损线但通过灵活处理起死回生的产品也时有出现。债券类的分级产品,可能在某一个时间点会有断崖式的下跌,倘若在清仓线进行清盘,对次级投资者将会造成巨大的损失。

部分产品,可能根本就不适合通过银行渠道募集。在国内,大众对银行还是带有“安全”的刻板印象。其实,一些风险较高的私募,如果要通过银行募集,可以通过打包几个风险度不同的私募基金,平滑整个组合的风险,让产品的风险收益更加符合银行客户的需求。

最近发生的流动性紧缩对金融行业有很大的影响,可能会超过预期。主动挑破泡沫的举措虽然短期内会使金融市场产生动荡,但对中长期金融以及经济的发展是有益的

“钱荒”背后的逻辑

杨文斌

再投放对经济的刺激作用和边际效应已经大不如从前。从风险角度看,加杠杆带来的后遗症却越来越明显。

这使得提早挤破泡沫,让资金回归实业,把地方政府自身、银行以及其他金融机构的杠杆比率降下来非常有必要。因此,主动挤破泡沫,出现短期阵痛,付出些经济低迷的代价是值得的,等度过这段经济周期,未来才可能会走上较好的发展道路。这与整个经济转型的逻辑是一致的。

【影响】——短期波动持续、中期看好

近期市场上观点很多,比较混乱,但有一点基本是共识,那就是短期的流动性危机没有结束,还会持续一段时间。但持续多久,影响多深,我们只能拭目以待。一些期限错配的产品可能会出问题。金融机构近几年发行了大量的期限错配的产品,比如,1至6个月的产品,但实际却通过期限错配投资到1至2年期的产品里。市场上一些信托公司和部分第三方理财机构,都发行过季度期限的产品,这些产品很多都被投入到市场上中长期的理财产品中。这类产品可能首当其冲地会在这轮流动性危机中出现风险。

【原因】——主动挑破泡沫

除了一些季节性的常规原因(临近季度末、大量理财产品到期等)之外,更关键的是管理层正在主动地、提早地降低杠杆,释放风险。

从金融角度来看,美国在2008年开始降杠杆,通过长达5年的时间,其杠杆已经降到2005年的水平。而欧洲方面,虽然调整速度较慢,但这两年也在逐步降杠杆,不降杠杆的就可能出现类似于希腊那样的情况。

而中国这两年其实一直在加杠杆,增加货币投放。加杠杆带来了不良后果,流动性泛滥,各种资产出现泡沫,经济结构难以调整,因为始终有流动性为各类资产和投资作支持。实体经济越来越差,而金融类资产越来越大。现在,中国加杠杆的路已经到了一个拐点,货币



6月以来银行间市场流动性绷得越来越紧,面对市场的“钱荒”,央行坚持既定的货币政策立场。接下来,面对既不会宽松也不会收紧的稳健货币政策,金融机构必须降低杠杆,增加流动性备付头寸,强化流动性管理。

“钱荒”背后其实是金融业快速扩张和社会融资总量的虚增。6月初以来,银行间市场流动性绷得越来越紧,但货币供应却是充裕的。今年年初广义货币M2供应增速目标是13%,而截至5月末,中国M2余额是104.21万亿元,同比增长15.8%,新增信贷量仍然高企,人民币存款余额也已经逼近百万亿元,1至5月社会融资规模达到9.11万亿元,比上年同期多3.12万亿元。可见,这场来势凶猛的“钱荒”是在货币供应充裕的背景下演绎的。

本次“钱荒”的直接原因与银行面临

图解 T+0				
类型	1日国债回购	券商现金宝	场内申赎型货基	货币ETF
交易机制	类比股票交易	申购T+1, 赎回T+0	申购T+1, 赎回T+0	类比股票交易
计息方式	日计、每日公布收益率	计尾不计头	计头不计尾	依合同约定
申赎时间	交易时间	一次签约、自动扫描, 无需重复操作	交易时间	交易时间
申赎起点	每笔10万元	首次5万元, 按1万元递增	1000元	100元起
赎回限制	无	无上限(为1万元整数倍)	大规模赎回可能遭遇赎回失败, 赎回是否成功的信息会实时反馈	量大可能引发折价
取现	T+0到账, T+1可划转取现			
收益	收益稳定, 但受流动性影响较大	去年平均为3%左右	平均收益或与券商现金宝接近	一考虑基金固定费率、二考虑交易费、三考虑折溢价对收益的影响
销售渠道	券商渠道	各自的券商渠道、不代销	券商渠道	券商渠道

金池很多也缺乏透明度,其中不少也是期限错配。但我们相信,银行抵御风险的能力要远远强于信托公司、第三方机构,尤其是大型银行。

后期,这样的局面或许还会持续一段时间。但中长期来看,主动挑破泡沫,让银行等金融机构降低杠杆,这对中长期的经济结构调整是有利的。对于股票市场也一样,短期指数调整会带来很大的痛苦,但对于很多企业、上市公司却是一剂良药,逼着大家珍惜资源、加快调整。

【信托】——国企背景产品仍可投资

关于集合类信托产品,可以看成是信托公司发行的金融债券,所以发行方的背景非常关键,央企、国企背景的信托抵御风险能力最高。在刚性兑付的背景下,这些信托公司违约的可能性较小,如果连这些公司都出现风险,那么整个行业可能早就溃不成军。

虽然这还不会打破信托产品整体的刚性兑付格局,但是局部的个别信托公司,可能会因为期限错配等原因出现风险。而国企、央企背景的信托公司出现这样情况的概率较小。目前来看,这次流动性紧缩,是在控制之内的一次良性调整。

目前,信托资产总规模大概9万亿元,到今年上半年很可能达到10万亿元,这些资金中2/3是来自于银行的理财产品对接,只有1/3才是真正的集合信托。这意味着,很大一块的信托投资需求会随着银行的收紧而减小。因此,未来一段时间,集合信托类的产品供应会比较充足。同时,这一轮流动性紧缩带来的股市非理性下跌,也能为以后股市走上中长期的良性发展之路埋下伏笔。

此外,从资产配置的角度来看,特别提醒投资者关注国内私募类对冲基金和美国的投资机会(例如美元产品和QDII类公募基金)。

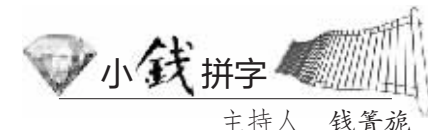
何以至此？

李建云

季末考核,对资金需求较大,各家银行较为惜借等有关。此外监管部门强化理财监管以及加大对跨境套利交易的监管,也导致各银行需要增加资金以满足合规要求,而部分金融机构对流动性过分乐观,没有做好资金控制,以及贷款增加过快,使市场流动性出现紧张现象。但本质上是部分金融机构过分扩张业务规模、同业资产以及负债长期存在期限错配的体现。近年来,大量资金在金融机构的操作之下通过杠杆投资和期限错配套取利差,资金在各个金融机构间循环往复获取利润。部分资金被用于早期的还本付息,资金大量在金融体系内部空转,没有进入实体经济。此外,一些大型企业用低成本资金通过委托贷款等方式进行套利,不仅导致部分资金进入产能过剩行业,还导致部分融资重复计算使

得社会融资总量虚增。

此次“钱荒”将对市场、特别是对银行业产生深远影响。一是改变流动性永远宽松的预期,强化流动性管理。同业业务激进的金融机构将明显收缩业务规模,进行业务模式调整。二是债券市场需求减少,推高发行利率,二级市场进行调整。资金面持续超预期紧张,导致金融机构增加了头寸的补充,预防性需求增加,这直接减少了用于一级市场中购的资金需求。二级市场在资金面影响下,短期限品种利率上行,收益率曲线平坦化。三是货币市场资金价格的飙升将传导至票据市场,票据市场利率随资金价格飙升。此外,本次“钱荒”过后,预计资金利率难以回落到年初较低水平,随着较高资金利率的持续,影子银行的规模会得到一定程度的压缩和收敛。



游戏规则

阿拉伯数字为横向填字;汉字为纵向填字;每格填一个字,灰色区域不用填字;格中含有两个数字的表示该格中的文字在纵横两题答案中均含有。

1	一				二	2		三
3								
	四				4			
6					5			
				五				
							七	六
八					九	7		
8	+				9			
		10						

横向

- 指扣除优先股股息后的税后利润与普通股股数的比率。
- 又称“指数股”,指被纳入股票指数计算范围的股票。
- 指发行公司派发较多股息的股票。
- 指发行的股票采取只记载股东名册的股券保管转账形式,该类股票仅限于记名股票。
- 指公司税后利润与营业收入的比值,表明每百元营业收入获得的收益。
- 指在证券市场上,证券价格因各种不利消息的影响而下跌,这种趋势持续一段时间,跌到一定的程度,空方的力量开始减弱,投资者不再被这些利空的因素所影响,证券价格开始反弹上升的现象。
- 指在债券契约中带有回售或是调价等有利购买人的选择权的债券,该类债券发行年限一般较长,多在5年至10年左右。
- 指免费派送予股东的股份。
- 指用来记录交割的具体交易情况的单据。
- 指被保险人需要个人负担的部分。

纵向

- 指股份公司从留存收益中派发给股东的那一部分。
- 一家协会,成立于1991年8月28日,是依据《中华人民共和国证券法》和《社会团体登记管理条例》的有关规定设立的证券业自律性组织,属于非营利性社会团体法人,接受中国证监会和国家民政部的业务指导和监督管理。
- 一种类似于投资回报率会计计算方法,是用以评估公司盈利能力的指标,可以用作比较同一行业内不同企业的盈利能力。
- 指股票开盘价高于昨天的最高价或低于昨天的最低价,使K线图出现空当的现象。
- 指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的在中央银行的存款。
- 指通过有组织的交易场所预先确定买卖价格并于未来特定时间内进行钱券交割的国债派生交易方式。
- 股票持有者所具有的与其拥有的股票比例相应的权益及承担一定责任的权力。
- 是股份公司在赢利中每年按股票份额的一定比例支付给投资者的红利。
- 指当天(已)成交股票的金額总数。
- 股票上市后,形成的实际成交价格。

答案

1	每	一	股	盈	利			二	中	2	成	份	三	股
3	高	息	股						国					本
									证					回
			四	跳					4	无	券	股		报
6	利	空	出	尽				5	营	业	纯	益		率
			缺					五	存		协			
			口						款		会		七	股
八	分							准	九	成	7	含	权	债
8	红	十	股					备	9	交	割			单
			价	10	自	付		金	额					货

横向:1、每股盈利 2、成份股 3、高息股 4、无券股 5、营业纯收益率 6、利空出尽 7、含权债 8、红股 9、交割单 10、自付金额

纵向:一、股息 二、中国证券业协会 三、股本回报率 四、跳空缺口 五、存款准备金 六、国债期货 七、股权 八、分红 九、成交额 十、股价

风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负