

业绩领先——挣得大名——狂发产品——规模扩大——业绩下降——饱受质疑

规模上去了业绩掉下来 明星私募难逃“怪圈”

证券时报记者 陈楚

我管理的资产规模超过18个亿后，确实感觉有点玩不转！”这是一位知名私募基金老总私下里发出的感慨。

2007年，这位私募人士业绩居业内前十名。一朝成名天下知，新发产品和老私募基金产品的净申购，使得该基金的资产规模陡然增大，但业绩再也没有进入前十名，甚至业绩还明显落后于业内平均水平。

不惟如是，随着私募基金近几年的快速发展，一批曾经驰名的私募已经走入了这样一个怪圈：业绩领先——挣得大名——狂发产品——规模扩大——业绩下降——饱受质疑。

城头变幻大王旗！私募基金的业绩龙虎榜同样难逃公募基金的魔咒——很少有人成为常胜将军！如何处理好规模与业绩的关系，成为横亘在年轻的私募基金面前的一道长城。

规模业绩难两全

据私募排排网的统计，目前管理资产规模超过30亿元的阳光私募基金有11家，管理资产规模488亿元。截至今年6月末，全国520家私募基金管理机构管理的私募证券投资基金产品达1593只，总规模达1420亿元。不少前几年规模仅有几千万或者1个亿左右的私募基金，一旦业绩某一时段表现出色，便受到投资者的疯狂追捧，规模短时间暴增几倍甚至几十倍，致使基金管理资产规模增长到目前10个亿左右。

以明星私募基金经理常士杉管理的世通资产为例。去年之前，常士杉在私募基金界还没什么名气，他管理的世通1期以96.16%的年度收益夺得2010年年度私募冠军，一举成名。常士杉在接受媒体采访时曾信心十足地表示：2011年公司的产品会更多，管理资产规模也会更大。现在在5

个信托产品即将推出，我的资金规模肯定进入行业第一梯队。”他认为，私募基金第一梯队的标准起码应该是50亿元。”目前世通资产管理了6只信托产品，公司资产管理规模与去年不可同日而语。

但若论业绩，常士杉的底气就不那么足了。去年的“私募一哥”常士杉掌舵的6只产品，今年上半年全部亏损，其中陕国投·世通5期竟然亏损了22.02%。如今的常士杉早已没有了昔日的意气风发，他只是淡淡地称：为了集中精力做好现有的6只产品，未来三年将不再发新产品。

另一个明星私募基金经理罗伟广，如今也变得比较低调了。2009年他的基金曾创造了一个192.57%年收益的奇迹，但今年上半年，旗下的26只产品集体亏损，19只产品亏损超过20%。

从容投资的吕俊、尚雅的石波、尚诚资产的肖华、理成资产的程义全等昔日的明星私募基金经理，今年上半年悉数遭遇“滑铁卢”，业绩普遍出现亏损，也让持有人大跌眼镜。

在私募基金界，一个司空见惯的现象是：当一位私募基金经理业绩优良时，短时间内就会备受市场推崇，媒体对其赞扬报道也铺天盖地，令其一炮走红，然后该私募基金经理就会加速发行新产品，其管理的资产规模迅速扩大。可惜的是，在私募基金迅速成长后，业绩往往不能比翼齐飞，甚至从此一蹶不振，引来市场广泛质疑。

私募基金规模膨胀业绩缩水，这就是不少私募基金经理遭遇的魔咒。

流动性是最大难题

昔日在中小股票上以“快、准、狠”的凶猛手法获取暴利的私募基金经理们，一旦管理的资产规模增大，他们曾经屡试不爽的投资手法便不再灵验，这些人喜欢买卖的小股票出现了“买不进、卖不出”，这立刻成

为他们要面对的头号难题。

尽管基金规模变大和业绩变差之间并没有必然的联系，但不少私募基金经理坦承：规模变大确实给提升业绩带来了极大的困难！规模扩张意味着私募基金原来的操作手法和投资理念都要因时而变、因势而变，如果完成不了这一嬗变的过程，私募基金经理难免会遭遇“滑铁卢”。

广东斯达克投资管理公司总经理黎仕禹便是草根派私募的代表，黎仕禹成立阳光私募之前主要是做一些代客理财，资金量一般也就是几百万左右，黎仕禹习惯于在一些小股票上重仓进行波段操作，这位交易感极强的私募基金经理如今面临的问题是：掌管了资金量大了以后，一些成交量不大的小股票便会“进出比较难”，一旦买入量大了，很容易被主力资金发现，遭到对手盘的“绞杀”。尤其是在今年上半年的市场中，中小盘股票跌跌不休，成交萎靡，有时候即使非常看好一只小盘股，很小的买入量也许会将这只股票推至涨停，很少的卖出量也会将股票拉至跌停板的位置，极不利于私募基金经理的操作。

深圳一位掌管10个亿左右的私募基金老总向证券时报记者表示，以前资金量小时，可以随时根据市场行情完全空仓或满仓，而资金量变大之后，基本上不能绝对地空仓了。以前可以在小盘股上进行集中持股，比如买入5000万的资金量，但现在就不敢在单只小盘股上买入太多。

广东达融投资管理公司董事长兼总经理吴国平表示，随着规模的扩大，私募基金确实需要在投资理念上有很大改进，尤其是要引入资产配置的理念。规模小的时候，私募基金可以进行自下而上的个股精选，规模大了后，就必须讲究资产配置，更加重视行业和板块的投资机会，甚至进行指数化的配置。

更加重视左侧交易

中睿合银的总经理刘睿此前以高频



交易著称，但在管理的资产规模扩大以后，刘睿的换手率明显下降。同时，为了应对公司管理规模扩大带来的挑战，中睿合银加强了数量化投资的操作，适当利用杠杆。在加强控制交易风险的同时，努力提高收益率；并扩充投研队伍，强调对短期趋势的判断。从2008年至今，中睿合银躲过了A股市场95%的单日大跌。此外，中睿合银坚持用自有资金进行股指期货交易对冲风险，在主要采用T+1交易的模式下，取得了超过100%的收益。

泽熙投资的总经理徐翔出身于宁波涨停板敢死队，但在进入阳光私募界后，徐翔为了应对规模变大带来的挑战，也作了很多改进。泽熙投资相关人士向证

券时报记者表示，泽熙投资从去年8月开始就暂停了旗下所有产品的申购，目前的资产规模主要来自于产品净值的增长。同时，泽熙投资在投资过程中会更加注重一些行业的配置，力争配置一些符合国家相关产业政策、景气度比较高的行业。在持股周期上，泽熙投资也会有所区分，有长有短。对于业绩稳定持续增长的好公司会持有半年甚至一年以上。吴国平表示，规模扩大会更加重视股票的安全边际，将股票的流动性作为考量投资价值的一个重要指标。如果看好某一行业，会多买几只同行业的股票，而不是像以前集中持有某一个股票，从而赚取某个板块的平均收益。我现在更多地会考虑中大盘股票，其

实中大盘也会有行情，比如有色股就很活跃。”吴国平表示。

黎仕禹表示，管理的资产规模扩大以后，会更加重视对市场的预判，出货力争在股票的上涨阶段，奉行左侧交易而不是右侧交易，也就是进行逆向投资而不是类似于散户的追涨杀跌。

上海一家私募基金的总经理表示，以前私募基金资金量小的时候，会比较倾向于小盘股投资，类似于庄家炒作的模式，进行筹码锁定，追求短平快和精准狠，而资产管理规模扩大后，私募基金不得不讲究资产配置，更加重视价值投资和长线投资，同时重视投研团队的培养，强调对宏观趋势的把握和政策导向的研判，注意风险控制。

投研转型激活“千亿军团” 新南方绽放

南方基金近两年正经历一场全新蜕变：整体基金业绩稳步提升、管理规模逆势大幅增长、投研团队人员稳定……南方基金“更新”了

方丽

作为1998年首批成立的基金公司——南方基金一举一动都备受市场关注。这家“千亿军团”近两年正经历一场全新蜕变：整体基金业绩稳步提升、管理规模逆势大幅增长、投研团队人员稳定……南方基金仿佛“更新”了。

在靠天吃饭的行业，整体业绩稳步提升不可能是运气使然，也并非一朝一夕之功，这背后是整套投研理念和投研体系的大变革。目前南方基金投研平台转型后磨合日趋顺畅，基金产品风格定位日益清晰，更让新南方业绩和规模的增长具备了持续性。

业绩规模齐现上升曲线

南方基金整体业绩和规模呈现出一个明显的上升曲线。在近两年股票基金整体业绩排名，南方基金位列54家基金公司中第20名；而近一年同类型排名中，位列14位；今年以来同类排名中位居第11位；过去一个季度更是一跃排上第7位。

2011年，南方基金的业绩和规模双腾飞，业内瞩目。南方基金的蜕变始于2009年，整体业绩逐渐稳步提升，呈现出一个明显的上升曲线。根据德圣基金研究中心提供的数据显示，在近两年股票基金整体业绩排名，南方基金位列54家基金公司中第20名，仅接近前1/3水平；而近一年同类型排名中，位列59家基金公司第14位，提升了6名；今年以来同类排名，在61家基金公

司中位居第11位，再度提升3名；过去一个季度更是一跃排上第7位。

今年上半年，南方基金更成大赢家。数据显示，南方基金囊括了上半年开放式、封闭式基金的双料冠军，汪淼所管理的南方隆元上半年净值增长率为6.89%，位列所有基金的第1名；基金开元业绩增长率为6.39%，在封闭式基金中排名第1；继去年南方恒元和南方避险策略保本型基金前两名后，今年以来截至7月8日，这两只基金再度夺得同类的前两名。银河证券研究中心发布的股票投资综合能力的排名中，南方基金在60家公司中排第4名。德圣基金研究中心数据也显示，南方基金的股票型基金过去一年净值增长率在五大基金公司中排名第1。

不仅业绩出现明显上升曲线，在强悍的业绩支撑下，南方基金规模也呈现持续增长，同样画出了上升曲线。自2010年二季度以来，自大盘到达阶段性底部，以季度为时间单位，南方基金规模便走出了1012.91亿元、1125.53亿元、1185.37亿元、1171.36亿元、1224.51亿元这种稳步上升的曲线。

而且，“千亿军团”中，南方基金是唯一一家2011年上半年规模实现逆势增长的公司。银河证券数据显示，截至6月30日，南方基金管理的资产净值比去年年底增加约39亿元，市场占有率从4.7%上升至5.19%。南方管理基金资产净值达1224亿元，行业排名第四。

“一年以前，南方公募基金的规模是1013亿，上半年底升至1225亿，增加了将近21%，在多数基金公司规模缩水的背景下，南方能在12个月内逆势增长200多个亿，这是业绩的改善得到持有人的认可。”南方基金总裁助理兼投资总监邱国鹭分析，规模增长一方面是因为过去一

年赚了13%，本身对净值提升很大。第二是持续营销做得好，老基金份额稳步上升。第三得益于新基金发行。南方基金已经打造出保本基金的金字招牌，因此新基金南方保本逆市受到市场欢迎，南方保本短时间就发售了50个亿，最后超过份额还比例配售。而这也是优秀的业绩作为支撑，截至7月8日，南方恒元保本基金过去一年赚了25%，跑赢80%的股票型基金，作为一只仓位不足六成的产品，这体现出基金经理较强的选股能力。

全面践行中长期投资理念

理念决定发展。整个南方基金投研转型基于新的投资理念：更加强调中长期投资、更加强调谋定而后动、强调行业配置。

南方基金业绩之火被点燃，直接的原动力来自于全方位有效的投研改革。

南方基金投资总监邱国鹭介绍，公司总经理高良玉自2009年起对投研体系进行了自上而下的全面调整，核心是打造以业绩为核心的投研一体化平台，以基金经理为导向的服务型投研决策机制；同时，将产品风格与基金经理风格匹配，各尽其才、风格多元化。

理念决定发展。整个南方基金投研转型基于新的投资理念：更加强调中长期投资、更加强调谋定而后动、强调行业配置。邱国鹭介绍，目前公募基金有些偏爱全部基金集中持股、同进同出；有些则采取基金经理各自为战，自由发挥的方法。南方基金则各取所长，执行投资决策委员会指导下的基金经理负责制。

除了少数特别情况下，南方基金投资决策委员会并不会强制基金

经理具体仓位和行业配置，但要求每个基金经理都有自己的中长期配置思路，要谋定而后动，不能跟着感觉走。”邱国鹭表示，每位基金经理每隔半年都要提交一次中长期的投资思路并阐述理由，投资决策委员会进行审核和考察基金经理是否按照投资思路去执行，如果投资思路有变化也需要进行说明。因此，南方基金旗下基金的换手率有比较明显的下降。

在此基础上，南方基金允许基金经理“百花齐放”。据悉，目前南方基金公司基金经理人数超过30人，每个人的学识、背景、性格都不一样，各有特色。每个人可以按照自己的思路进行操作，但一定要践行自己的思路，不能随意更改。”邱国鹭表示，作为“千亿军团”一员的南方基金，不适合打游击战，更应该打阵地战，要从长期投资角度去投资。

而为了贯彻中长期投资理念，邱国鹭表示，南方基金要求基金经理减少交易的次数跟频率，不鼓励基金经理过多限制成交价格。如此一来，整个投研体系的分工更为专业化，也让交易员在交易中起更大的作用，基金经理则可以省下时间和精力更深入地研究、做更多调研、进行更多的讨论。

这一改革直接有利于基金经理向研究型基金经理转变，有利于从原来的波段操作、追涨杀跌的交易行为转向中长期价值交易。”邱国鹭坦言，在刚开始执行时，基金经理挺有抵触情绪的，真正实施起来效果也不错，因为交易员的执行力不会差，基金经理短线交易也不一定比交易员好，后期基金经理们都逐渐认可了这一方式。

投研团队保证业绩可持续

南方基金拥有多位有

10年以上投资经历的人才“老将”，是优秀业绩的重要基石。而且，过去18个月投研团队没有流失任何核心成员，这在高换手率的公募界也是非常罕见的。

人才流动频繁的基金业，具有10年以上投资经历的人才屈指可数，而南方基金拥有多位“老将”，是优秀业绩的重要基石。

据邱国鹭介绍，南方基金这两年引进了不少优秀人才，原泰达宏利投资部副总监史博、原申万巴黎基金经理李源海、原招商大盘蓝筹基金经理游海以及大成生命基金经理占冠良先后加盟南方，这些都是在业内经验10年以上的基金经理，而南方基金的老将蒋峰、陈健、谈建强、汪淼、吕一凡等投资经历也都10年以上，这在公募界非常罕见。

我们是一个团队协力的团队，资源共享、信息共享，投资观点共享，选股点子共享，但我们是独立决策，鼓励百花齐放。”邱国鹭表示，南方基金过去18个月投研团队没有流失任何核心成员，这在高换手率的公募界也是非常罕见的，也体现出新南方投研转型的作用。

而且，南方基金管理思路是让合适的人管理合适的产品。产品的规模、特点、风格，应该跟每个基金经理的经验、背景、学识、投资理念、操作风格、性格相匹配。”邱国鹭透露，在经过了对公司内部近半年深入研究和探讨之后，2010年10月间南方调整了7、8位基金经理的人选，调整规模较大，也取得较好的效果。比如，蒋峰原本管理保本基金，他投资特点其中之一是有进攻性、波动大，更适合管理股票型基金，所以去年11月份他开始掌管南方盛元红利这只股票型基金，今年上半年

排在前15%，业绩突出。而管理企业年金经验丰富的孙鲁调来管理保本基金，也非常出色；投资总监史博管理的南方的绩优成长100多亿的基金，今年业绩很好；投资部执行总监陈健所掌管的南方成分也是100多亿的基金，今年上半年业绩在银河分类股票型基金中排名第8名。

南方基金更强调中长期的配置，因此在基金经理考核上比其他公司更看重长期业绩。据邱国鹭介绍，对基金经理的考核，有1年、2年、3年业绩考核，每项考核都有不同系数，1年业绩考核占比略高。而且，基金经理的业绩考核将是客观化的考核，这就意味着，基金经理的中长期业绩排名和他的收入、职称等直接挂钩，这样也能从制度上兼顾基金持有人、公司和基金经理个人的利益。

我们搭建的这个平台，是要让优秀的人过得很滋润、轻松，而让滥竽充数的人过得很难受。这样才可能吐故纳新、优胜劣汰，团队就会越来越优秀。”邱国鹭表示。

目前南方基金整个投研团队有110人，也保证了对上市公司研究较好的覆盖率。而且，南方基金在2008、2009年招了两批新的研究员，现在这些研究员都已经逐渐成熟起来，更为南方基金将来业绩提供坚强后盾。南方基金总经理高良玉明确提出了研究要服务于投资，投资服务于业绩，业绩服务于持有人。这也能使投资和研究两个团队拧成一股劲，协力打造出更优秀的业绩。

目前南方基金投研平台转型后磨合日趋顺畅，基金产品风格定位日益清晰，更让南方基金业绩和规模的增长具备了持续性。虽然我们业绩进步持续的时间不算长，但这一进步是可持续的，新南方是可以打持久战的。”邱国鹭对新南方满怀信心。