

# 路财神：徐翔落幕和资管“不可能三角”

2015-11-03 路财神 什么理财值得买

昨天晚上开始，朋友圈的各个投资群里就开始传徐翔的事情。

消息很快被升级和证实，多次流传的“谣言”终于又一次无例外地成为了遥遥领先的预言。

很多做投资的朋友在感慨：一个时代结束了。

是的，一个投资神话终于也被证伪了。而我心里的第一反应是：唉，又一个孙悟空落回了资管“不可能三角”的圈圈里了。

过去的多年时间里，我一直在研究全市场各类金融机构的金融理财产品，并且坚持写理财科普类的文章，日积月累下来，也有几百篇作品，对几乎市场上所有种类金融机构的几百种不同产品进行了深度分析和测评。很多金融产品的管理人，我都和他们进行过当面的深度交流。如果说，炒房有房虫，炒车有车虫，那么我估计就算当之无愧的一线“金融产品虫”了。

随着积累越来越深，中间经历了宝宝类产品的陡然兴起和逐渐平庸化，经历了信托产品的风险爆发，经历了P2P的大干快上，盲目“创新”和集中跑路潮出现，经历了股票牛市和史无前例的股灾，我发现，所有产品，无一例外在遵循一个客观规律，可以作为我们看待和选择产品的认知基础，防忽悠和防坑效果奇佳。

## 我把它叫做路财神“资管不可能三角”理论

大道至简，这个规律同样非常简单：对于同一个资管产品来说，高收益率，低波动风险和大产品规模，不可能同时实现。

不同的产品，由于投资策略不同，管理人专业能力和水平的不同，可能在这三个维度上能到达的边界也不同。比如，同样管10个亿，可能高水平管理人确实可以做到比别人收益率更高，或者净值向下波动更小，甚

至可以同时做到收益率更高，波动更低。但是，对于他自身来说，仍然存在这三个维度上的极限边界，到达边界之后，他必须要做出取舍。

今年以来发生的真实市场故事，一次一次血淋淋地在验证“不可能三角”的残酷性。说两个真实的故事大家就有感觉了。

比如，股灾期间，私募行业内的一个重要事件就是某知名私募公司产品清盘。咱们姑且叫它Q公司。

Q公司在股灾前是当之无愧的明星公司，整个团队是背景很屌的科班出身，投研实力优异。招牌的阳光私募产品从11年成立，到14年底的时候，净值翻了将近4倍，在过去几年所有私募排行榜中名列前茅。

到了2015年，更是疯狂爆发，截止15年6月初的时候，净值达到12左右，是的，你没看错，12倍，就是这么屌。而且更屌的是，在这期间，产品净值最大下跌的幅度也就10%出头。怎么看都是一个高收益，低风险的极其牛逼的私募公司和产品。

当然，人牛逼就会有一堆人捧。这家公司随着这轮牛市，管理的资金规模爆发性膨胀，据说去年管不到10个亿资金，今年以来，迅速扩张到100亿的规模，据说光招商银行一家就帮他们发了50个亿。

最后的结果就是，在股灾期间，这个基金的最大下跌幅度达到40%以上，两只在股灾前没多久发行的新产品迅速触及清盘线，在股灾前购买的客户损失惨重。

道理很简单，同样的一拨人，能研究的股票是有限的，管10个亿的时候还能身段灵活，管到100个亿的时候，遇到事儿想跑都跑不了。

按照我们的“不可能三角”理论就是，高收益率，低波动风险和大产品规模，不可能同时实现。当你看到他们的规模急剧膨胀的时候，应该马上意识到，必然最后要用牺牲收益率和加大波动风险来补偿。

第二个故事也同样有趣。

另一个泰斗级的私募公司X，创始人是公募行业的资深大佬。X公司成立近10年了，一直是常青树。具体表现就是，其标杆产品，从2007年成立，到2015年，折合年化收益率平均达到了15%多。

这么看上去，好多人觉得挺无感的，啥？15%？不高啊。很多人说：我今年瞎炒股都不止这点收益呢。

但是懂行的就知道，一年挣钱容易，年年挣钱超级难，巴菲特的长期复利也就20%左右啊。更屌的是，这家

公司的产品在过去8年间，最大的下跌幅度也只有5%出头，几乎可以说是神一般的战绩了。

所以，在行业内，这家公司基本就是“低风险，中等收益”的典范和代名词。几乎所有的理财销售渠道，不管是银行，证券公司还是第三方理财公司，都在大力销售他们产品，因为觉得不会坑到客户让自己下不来台。

到了今年年初，我记得是三四月份的时候，照例，这家公司又评上了私募基金金牛奖。该公司老大发表了获奖主题演讲。看完了他的演讲，我心里就咯噔一下，觉得有点不太妙的感觉。

为啥呢？其实这个老大也没说啥，就是表达了一个意思，说过去的多年他们一直坚持实现了很低下跌的中等绝对收益，但是最近他一直在思考，投资者是不是需要这么低的回撤和这样一个收益水平，思考的结果是，他认为今年应该主动放大波动性，争取更高的收益。

看起来没啥不妥当，如此一个牛市，想帮投资人多挣点钱，简直理所应当嘛。

但是，对于同一个资管产品来说，高收益率，低波动风险和大产品规模，不可能同时实现。（重要的事情说三遍）

按照我们的“不可能三角”理论，这是一个非常重要的信号，意味着这个私募基金管理公司放弃了原来“大产品规模-低波动风险-中低收益率”的维度组合，试图在维持大产品规模的情况下，通过增大波动风险来博取更高收益率。

也就是说，他们传递出了风格漂移的强烈信号。如果你仍是一个要求低风险，中等收益的投资者，你应该做的就是退出他们的产品。

最后的结果也很可以想象。X公司的产品今年以来果然雄起了，到股灾前的时候，最多涨了80%多，但是股灾期间，下跌超过了30%。虽然这个下跌幅度在全行业来看，已经算是还不错了，但是相对他们自己以往神一般的回撤控制记录完全判若两人。而那些在股灾之前新购买的客户，本来可能觉得自己买的是一个低风险的产品，结果一把亏掉30%，那也是极其郁闷的事儿。

资管“不可能三角”只有在两种情形下可能在一段时期内被形式上打破：一就是作弊，比如依靠内幕消息来交易，或者存在产品间利益输送的情况。第二就是旁氏骗局，比如麦道夫老大爷的玩法。

之前我给人家讲这些道理，经常被人回的就是：这不是还有徐翔吗？他是不是就是突破了这个限制了.....

更有趣的是，我发现用“不可能三角”可以解释很多看上去很难理解，和我们直觉相悖的事情。

比如，最典型的一个现象就是：[很多很大的专业机构，比如银行，推荐的产品往往表现不佳，甚至让你亏得挺惨的。](#)

这种现象的出现，绝不是因为他们专业性不够，要论金融人才，大的金融机构里如过江之鲫，说白了，人家就是靠这些牛逼闪闪的招牌来砸晕你的。

但是如果用“不可能三角”去解读这个现象，就迎刃而解。因为银行本质上还是一个中介销售机构，必须卖当时市场接受的，好卖的产品。

啥产品好卖呢？有名气，背景高大上，过往业绩，尤其是近期业绩表现好的产品最好卖。

同时，卖这样产品，最后即使表现不佳，对客户也有理由交代：我推荐他的时候，他之前确实做得很好。

这种行为模式的结果就是，一旦某个公司和产品在一段时间内表现好，这些银行之类的大机构就扑上来猛卖，让这个公司的产品规模迅速膨胀，[按照“不可能三角”理论，他们就只有两个选择，要么收益率平庸化，要么波动风险放大，当然，很多时候因为规模涨得太猛，这二者经常还会同时出现。](#)

所以，在[挑选金融产品时，最符合人们正常心理，但是却是最业余的方式就是顺着过去的业绩排行榜买排名靠前的](#)。但是由于上面说的种种原因，大机构们，竟然也只能主要沿着这样的方式向客户推荐产品。

比如，最近的例子就是，股灾期间很多人损失惨重，有一种产品在这期间表现抢眼：量化对冲型的基金。因为是对冲型的绝对收益产品，很多对冲产品逆势上涨，实现了很好的正收益。

于是我们就看到，所有银行，券商，第三方理财之类的公司瞬间转向，拼命强推量化对冲基金。选择的标准就是，哪个基金经理是高盛，摩根出身，上过中央电视台.....

我真的为这些汹涌进来的钱，感到深深滴担忧.....

[阅读原文](#)