

走进高校—— 证券投资基金专题讲座

2022年11月

为什么要关注证券投资基金

- 自1998年始，国内公募基金行业经历20余年发展，已成为资本市场的中流砥柱，居民资产配置中的重要组成部分。
- 伴随行业发展，公募基金规模逐步壮大、产品类型不断丰富，契合了居民财富管理意识增强、日益多元化的资产配置需求。

 基民
7.2亿

 公募基金规模
25.08万亿

 公募基金数量
9628只

数据来源：wind，截至2022.4。

证券市场规模概况(以下基金，指公募基金)

序号	市场范围	规模总额(亿元)	规模占比(%)
1	封闭式基金	775	0.03
2	股指期货	7,216	0.28
3	商品期货	18,571	0.72
4	开放式基金	264,811	10.28
5	股票	877,740	34.09
6	债券	1,405,928	54.60
7	合计	2,575,042	100.00

数据来源：景顺长城，wind，截至2022.11。

目录

一、证券投资公募基金基础知识

二、如何做好基金投资：基金投资者调查报告分析

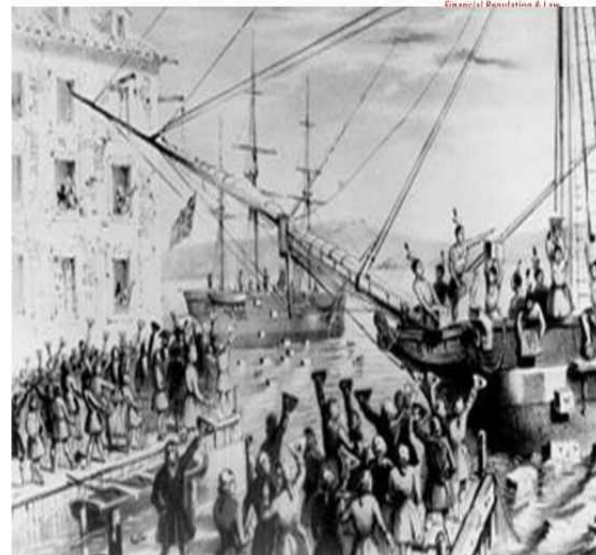
三、认识你的基金经理：基金经理的投资风格

证券投资公募基金基础知识

1

证券投资基金的起源

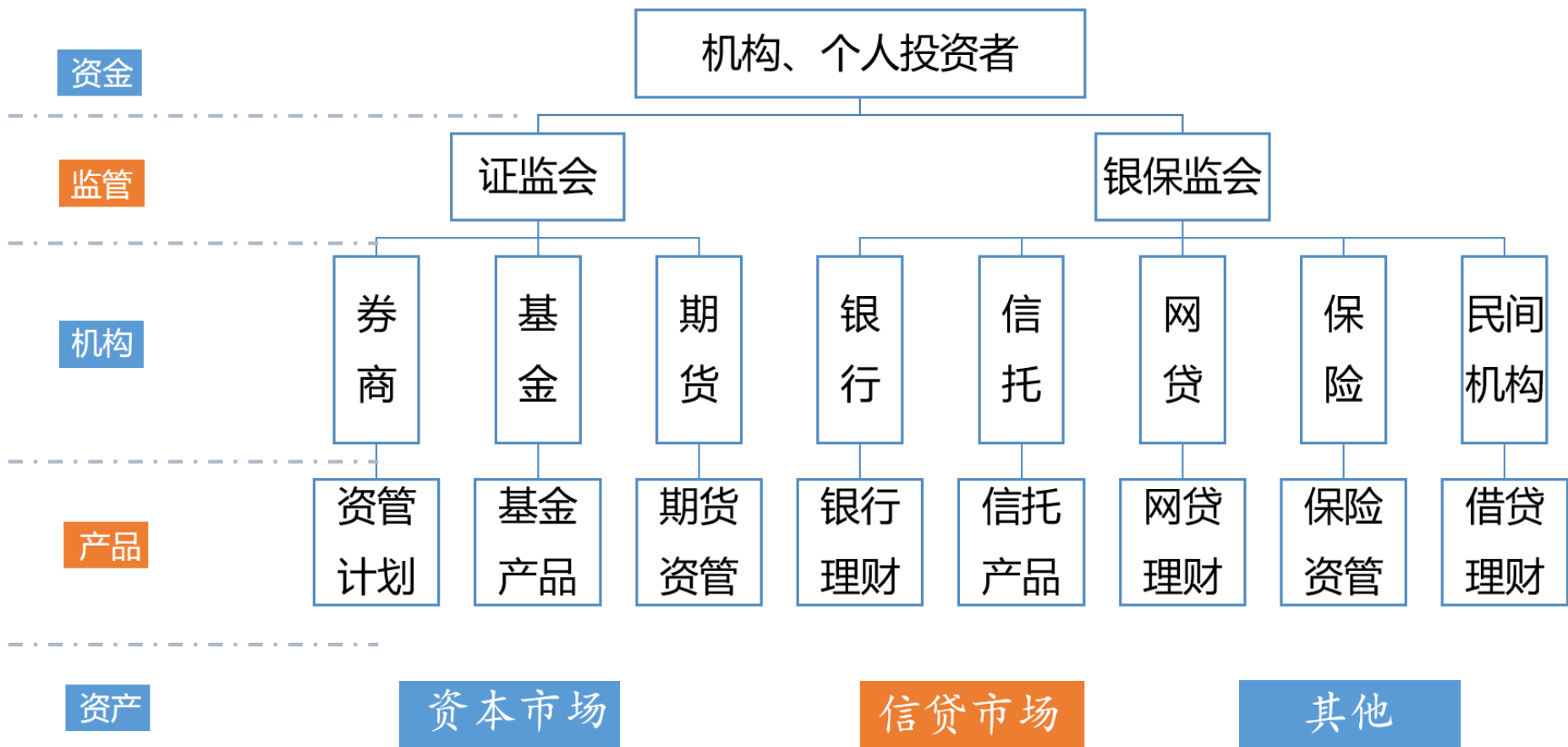
- 世界上第一只公认的证券投资基金——“海外及殖民地政府信托”(The Foreign And Colonial Government Trust)诞生在 1868 年的英国。为了拓展海外殖民地的经济建设，英国政府批准成立了一家海外投资信托，由投资者集体出资、专职经理人负责管理和运作。
- 投资基金真正的大发展却是在美国。1924年由200多名哈佛大学教授出资5万美元在波士顿成立的“马萨诸塞投资信托基金”(Massachusetts Investment Trust)被公认为美国开放式公司型共同基金的鼻祖。
- 我国以1997年10月《证券投资基金管理暂行办法》的颁布为时间分界线。1998年3月5日，经中国证监会批准，第一批两家基金管理公司——国泰和南方基金管理有限公司分别在上海和深圳成立；1998年3月23日，第一批两只规范的封闭式证券投资基金——基金金泰、基金开元获准发行，从而标志着我国规范的证券投资基金元年的到来。



证券投资基金的相关概念

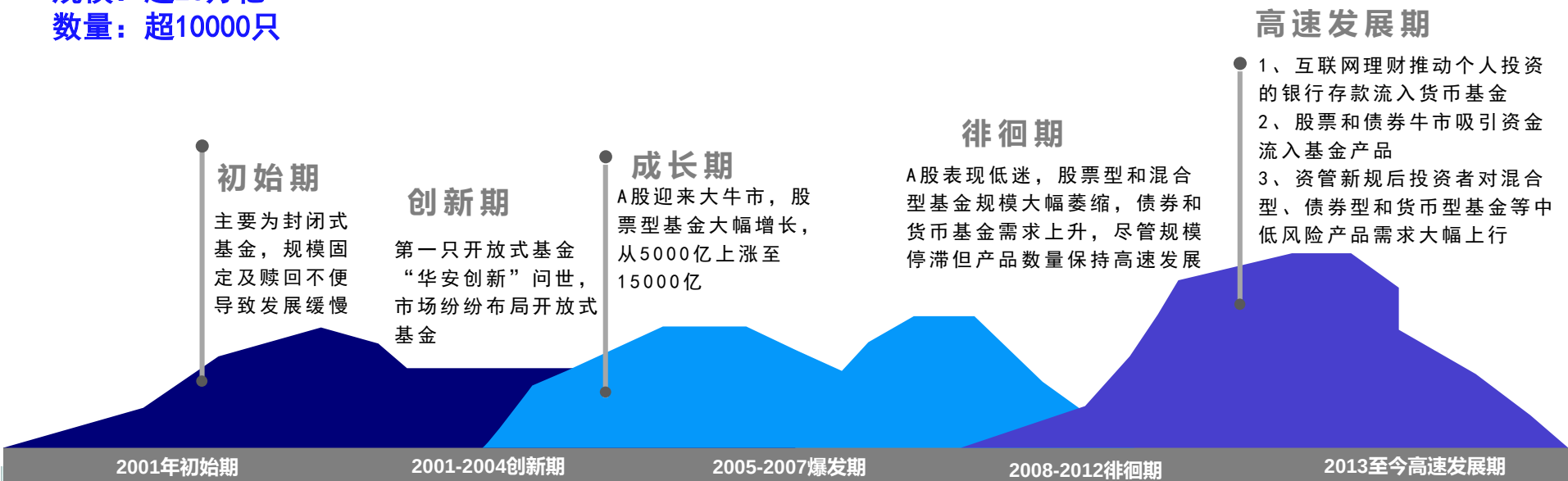
- 投资基金是资产管理的主要方式之一，它是一种**组合投资、专业管理、利益共享、风险共担**的集合投资方式。它主要通过向投资者发行受益凭证(基金份额)，将社会上的资金集中起来，交由专业的基金管理机构投资于各种资产，实现保值增值。投资基金所投资的资产既可以是金融资产如股票、债券、外汇、股权、期货、期权等，也可以是房地产、大宗能源、林权、艺术品等其他资产。投资基金主要是一种间接投资工具，**基金投资者、基金管理人和托管人**是基金运作中的主要当事人。
- 证券投资基金是一种间接透过基金管理人代理投资的一种方式，投资人通过**基金管理人的专业资产管理**，以期得到比自行管理更高的报酬。基金所投资的**有价证券**主要是在证券交易所或银行间市场上公开交易的证券，包括股票、债券、货币、金融衍生工具等。
- 证券投资基金在美国被称为“**共同基金**”(mutual fund)，在英国和我国香港特别行政区被称为“**单位信托基金**”(unit trust)，在欧洲一些国家被称为“**集合投资基金**”或“**集合投资计划**”(collective investment scheme)，在日本和我国台湾地区则被称为“**证券投资信托基金**”(securities investment trust)。
- **在中国称之为“证券投资基金”**：公募基金是受政府主管部门监管的，向**不特定投资者公开发行受益凭证的证券投资基金**！

国内公募基金行业概览—行业属性



国内公募基金行业概览—规模及数量

规模：超26万亿
数量：超10000只



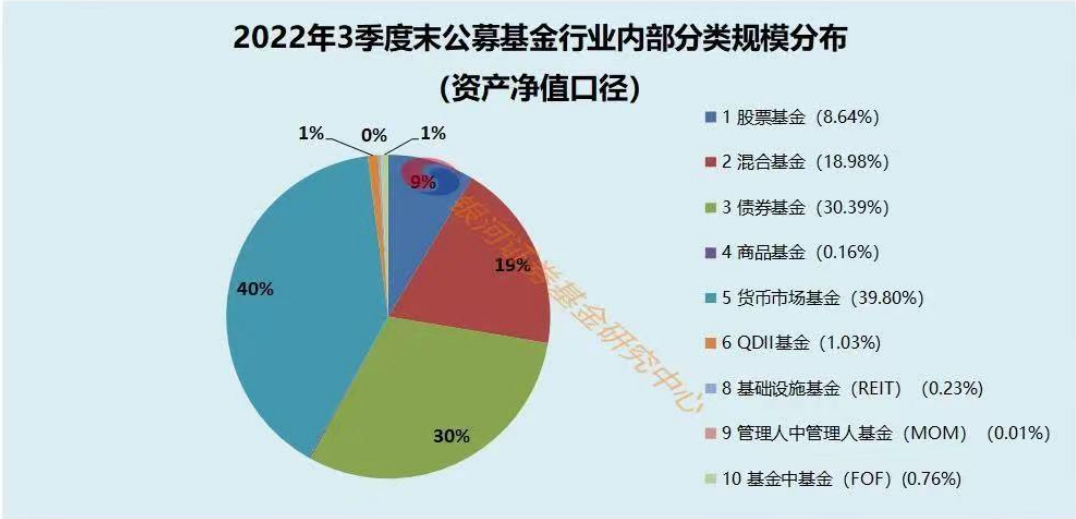
公募基金行业数据一览									
日期	类别	封闭式	开放式					开放式合计	合计
			股票基金	混合基金	货币市场基金	债券基金	QDII		
9月	净值(亿元)	32791	23100	48451	106875	51916	2723	233066	265857
	份额(亿份)	31023	19005	39348	106724	45897	3349	214323	245346
	基金数量(只)	1237	1957	4447	363	2043	216	9026	10263
8月	净值(亿元)	32536	24084	50526	112125	50699	2975	240409	272944
	份额(亿份)	30598	18585	38964	111961	44585	3229	217325	247922
	基金数量(只)	1257	1965	4418	361	2051	210	9005	10262
7月	净值(亿元)	32236	24074	52142	110925	48327	2921	238389	270625
	份额(亿份)	30376	18224	39304	110781	42525	3225	214059	244435
	基金数量(只)	1238	1942	4358	357	2024	204	8885	10123

数据截止日期2022. 9. 30 中国银河证券基金研究中心

数据来源：第一财经据中国证券投资基金业协会数据整理

国内公募基金行业概览--产品类型

- 1、公募基金产品线日趋完善
- 2、公募基金跨界创新不断涌现：
商品期货ETF、公募REITs 、养老FOF等
- 3、产品类型随市场及客户动态调整
与市场牛熊密切相关

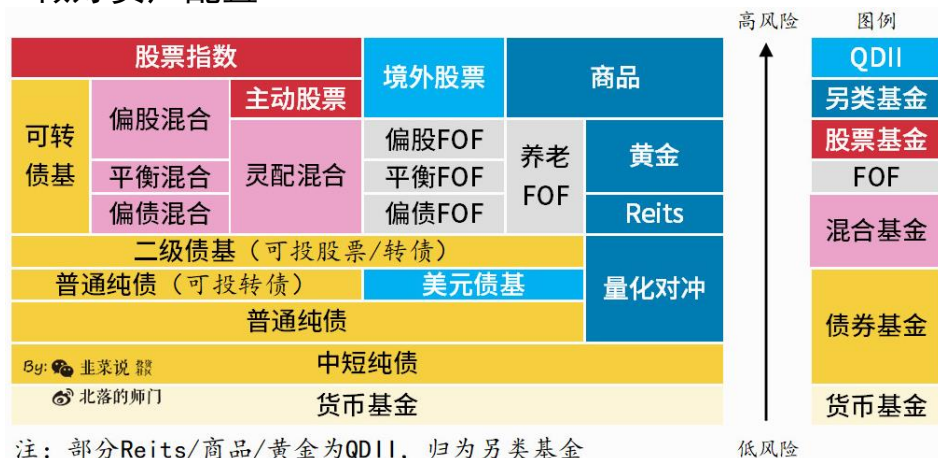


公募基金类型	基金定义
股票型基金	基金资产的80%或更多，投资于股票的基金
债券型基金	基金资产的80%或更多，投资于债券的基金
货币型基金	基金资产仅投资于金融市场货币工具的基金
混合型基金	基金资产投资于股票、债券及其它金融工具，但方向和比例不符合第1、2、3项规定要求的基金
QDII基金	投资于境外股票、债券等有价值证券
FOF基金	投资于其他公募基金的基金

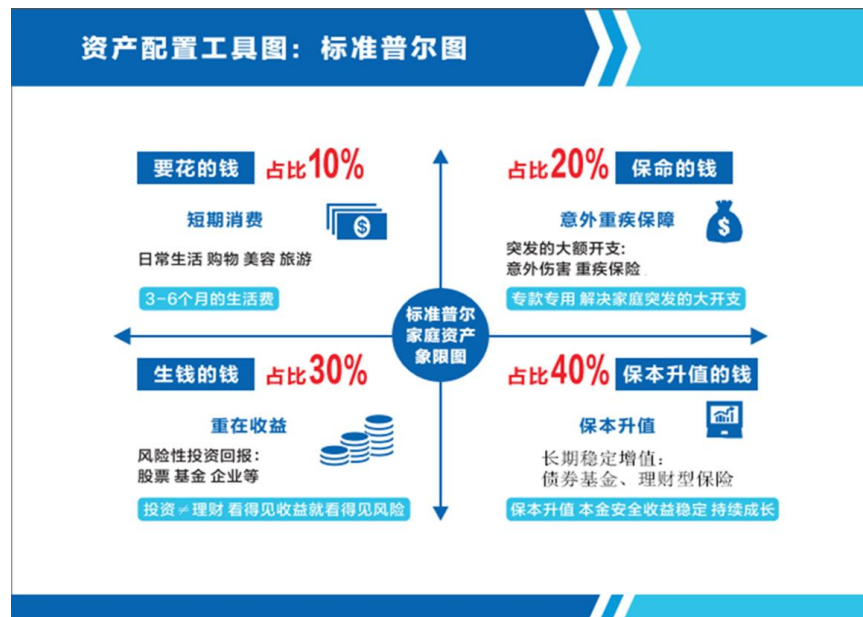
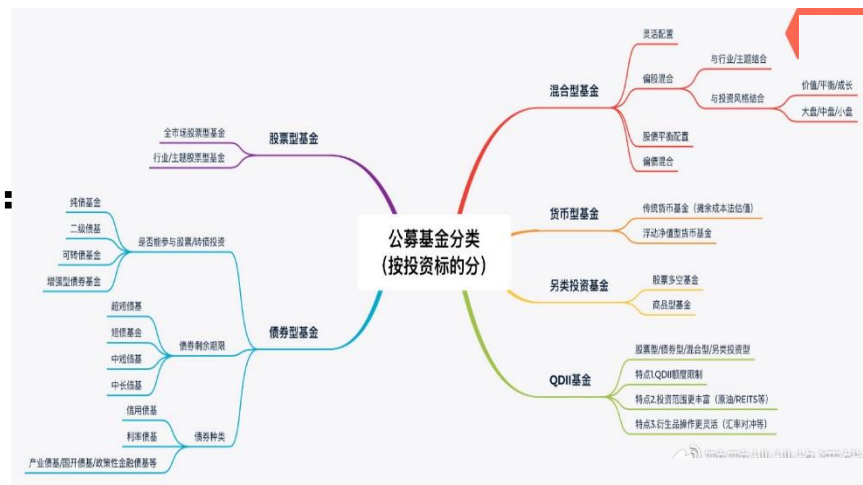
国内公募基金行业概览——怎样科学认识不同类型基金

- **1、公募基金按投资标的区分概念众多**
- **2、基金产品适配性：按照风险等级进行选择**
- **3、基金产品按照风险等级不同，产品定位也不同：**

做好资产配置



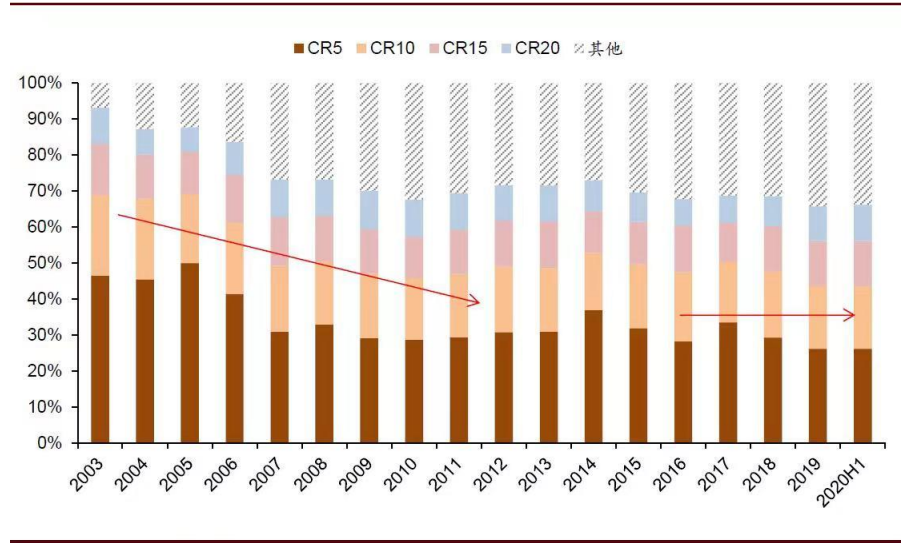
注：部分Reits/商品/黄金为QDII，归为另类基金



国内公募基金行业概览--基金公司

- **1、公募牌照多元化，竞争激烈：**目前公募基金成立超150家，其中普通公募137家，具备公募牌照的资管机构14家；属地来看北京42家，上海61家，深圳27家，广州4家，杭州3家，西藏1家，太原1家
- **2、股东背景券商系、信托系为主流，个人系数量逐步增长：**券商系、信托系分别67家、22家，实际上券商和信托公司总数量分别是132家和68家，也就是说1/2的券商和1/3的信托公司都持有牌照；此外银行系近年来增长迅速，保险系公司也在成长
- **3、资源向头部基金公司集中：中小基金公司突围难**

行业前5、前10、前15、前20占基金市场总规模统计（wind 中金公司研究部）

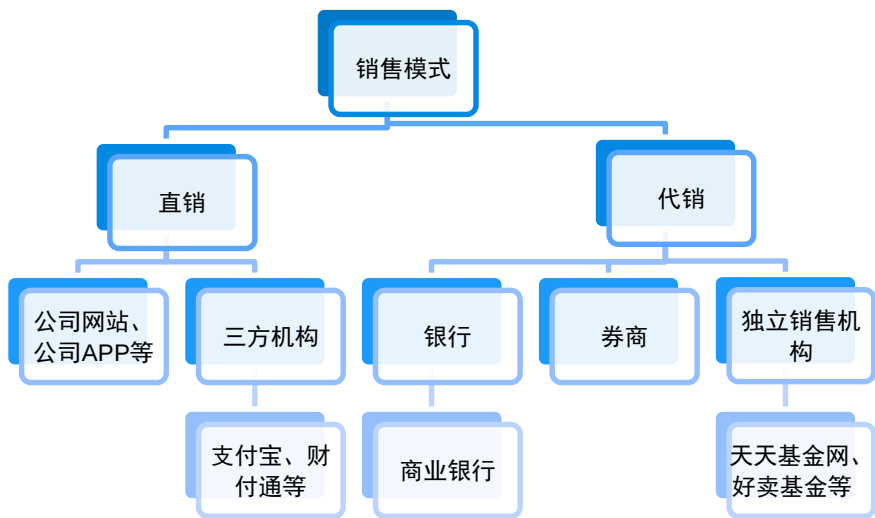


2022年二季度末非货币管理规模突破2000亿名单

公司	二季度末(亿元)	环比增加(亿元)	环比增幅 (%)
易方达基金	11431.24	193.26	1.72
华夏基金	7699.11	801.62	11.62
广发基金	7142.18	636.91	9.79
富国基金	6472.55	512.82	8.6
招商基金	5887.76	291.72	5.21
汇添富基金	5782.88	529.9	10.09
南方基金	5611.32	195.04	3.6
博时基金	5558.76	410.02	7.96
嘉实基金	4790.57	593.18	14.13
工银瑞信基金	4552.6	344.33	8.18
鹏华基金	4478.73	285.91	6.82
中欧基金	4029.1	167.05	4.33
交银施罗德基金	4006.06	312.4	8.46
景顺长城基金	3771.83	363.67	10.67
华安基金	3691.98	221.36	6.38
天弘基金	3343.37	154.45	4.84
国泰基金	3199.37	413.51	14.84
兴证全球基金	3099.21	242.77	8.5
中银基金	2704.2	30.31	1.13
银华基金	2474.78	225.42	10.02
平安基金	2428.06	331.7	15.82
东证资管	2229.33	-26.29	-1.17
永赢基金	2056.1	107.47	5.52
建信基金	2004.19	274.12	15.84

国内公募基金行业概览--销售模式

- 1、公募基金销售渠道分为直销和代销：主流是代销销售
- 2、电商发展改变了目前的销售格局：商业银行为主流销售渠道；后续随着2013年余额宝的出现，带动了这一销售渠道的兴起，随后近几年监管趋严，从赎回、持牌、垫资等方面严格规范互联网货币基金的发展，近年来规模下降
- 3、销售能力头部集中：股票+混合公募基金保有规模来看招商银行、蚂蚁基金、天天基金占前三



排名	机构名称	股票+混合公募基金保有规模 (亿元)	非货币市场公募基金保有规模 (亿元)
1	招商银行股份有限公司	6291	8081
2	蚂蚁（杭州）基金销售有限公司	5673	12832
3	上海天天基金销售有限公司	4551	6274
4	中国工商银行股份有限公司	4501	5173
5	中国建设银行股份有限公司	3572	4162
6	中国银行股份有限公司	2692	4381
7	交通银行股份有限公司	2212	2588
8	中国农业银行股份有限公司	1806	1962
9	中国民生银行股份有限公司	1260	1329
10	兴业银行股份有限公司	1213	1856

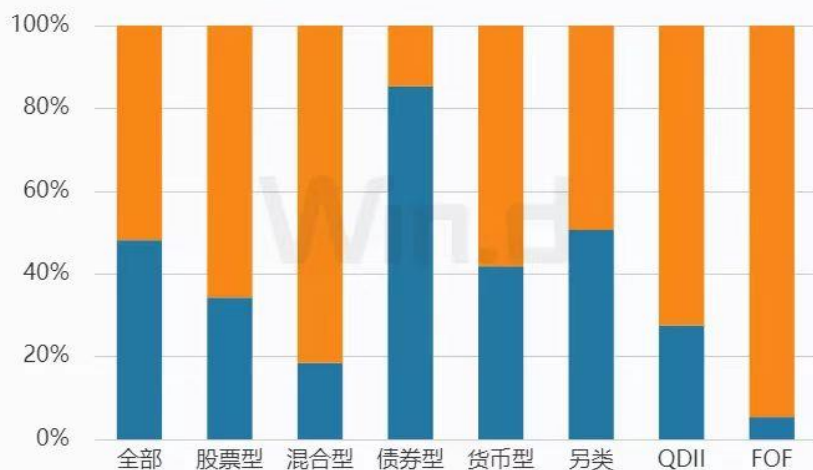
数据截止日期2022. 9. 30 中国基金业协会

国内公募基金行业概览—客户类型

- **1、个人客户稳定：**个人持有公募基金占比趋平稳，截止2022年6月30日，个人持有公募基金市值超13.79万亿元，占比达51.87%。2022上半年个人持有占比相比2021年小幅下降1.91%。
个人投资者偏好持有FOF、混合型、股票型和QDII基金，占比分别为94.62%、81.55%、65.74%和72.46%。
- **2、机构客户多元：**境内外养老金、住房公积金、保险资金、主权财富基金和政府投资基金等长期机构投资者投资意愿不断增加。QFII基金、RQFII基金和私募基金等市场发展迅速。**机构在股票型里偏好配置ETF！**
机构投资者偏好持有债券型和另类投资基金：机构持有人占比分别是85.31%和65.68%。

2022上半年各类基金持有人结构

■ 机构持有比例 ■ 个人持有比例

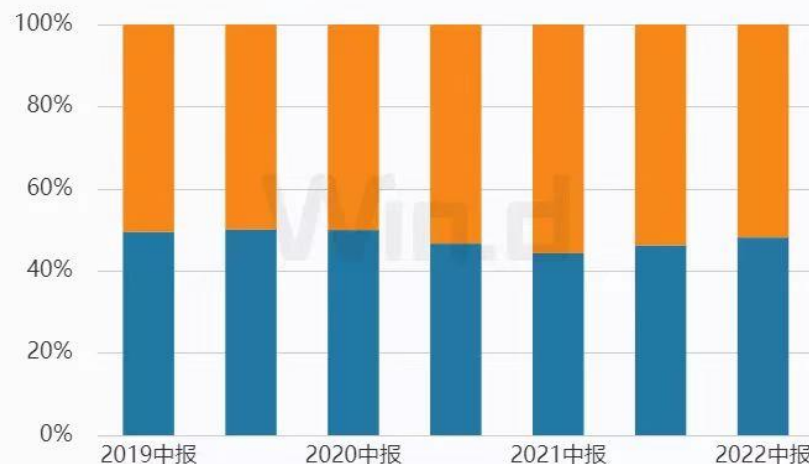


数据来源：Wind

注：根据公募基金2022中报所披露的持有人结构和基金净值统计

近三年公募基金持有人结构

■ 机构持有比例 ■ 个人持有比例



数据来源：Wind

注：根据公募基金定期报告所披露的持有人结构和基金资产净值统计

国内公募基金行业概览--与主流资管产品差异

	信托计划	券商集合资管计划	基金公司一对多专户	保险资管计划	银行理财	公募基金	期货资管
投资范围	各类资产	证券期货交易所投资品种、银行间市场交易品种、理财、信托等	股票、债券、公募基金、ABS、商品期货、债权及财产权利	股票、债券、公募基金、ABS、央票、各类保险资管计划	股票、债券、公募基金、非标债权、非上市股权等各类资产	股票、债券、股指期货、国债期货、黄金合约等	期货、期权、股票、债券、公募基金、央票、ABS等
投资门槛	100万元	100万元	100万元	100万元	5万元	0.01万元	100万元
人数限制	50	200	200	200	无	无	无
期限	1年以上	可灵活设置	可灵活设置	可灵活设置	期限多半年以下	可灵活设置	可灵活设置
产品流动性投资风险	流动性较低	可申购赎回	具有交易所转让平台	可申购赎回	期限较短，需持有到期	T+1赎回，流动性高	定期赎回，流动性较好
投资风险	刚兑转变	投资者承担	投资者承担	投资者承担	刚兑转变	投资者承担	投资者承担
广告宣传	不可	不可	不可	不可	可	可	不可
监管要求	事前报备，占用资本金	事后报备，占用资本金	事后报备，无资本要求	事后报备，无资本要求	事前登记，保本理财占用资本金	事前审批，计提风险准备金	事后报备，占用资本金

公募和私募的区别

	公募基金	私募基金
募集对象不同	广大社会公众，即社会不特定的投资者	少数特定投资者，包括机构和个人 (需为符合监管要求的“合格投资者”)
募集方式不同	通过公开发售的方式进行的	非公开发售的方式募集
信息披露不同	投资目标、投资组合等信息都要披露 每日公布净值	对信息披露的要求很低，每周或每月公布净值
投资限制不同	在投资品种、投资比例、投资与基金类型的匹配上 有严格的限制	完全由协议约定
业绩报酬不同	不提取业绩报酬 收取管理费、申赎费用	收取业绩报酬 (原则上只在盈利情况下) & 管理费
投资起点不同	1元起	100万起
商业模式	规模优先	业绩优先
流动性	开放期可灵活申赎	通常锁定期6个月之后月度或季度开放
投资目标	相对收益：超越业绩基准及同类基金	绝对收益：追求绝对收益与超额收益为主

国内公募基金行业概览--公募基金投资规律

• 1、各类基金长期收益率有定数：

根据收益目标选“资产”类别

坚持“长期投资” 可以获利可观的“长期平均收益”

• 2、各类基金收益率波动不一致，收益分布不均匀

出现过连续两年高收益，但未出现过连续两年大幅亏损

投资中的“涨”与“跌”都是我们要去经历的

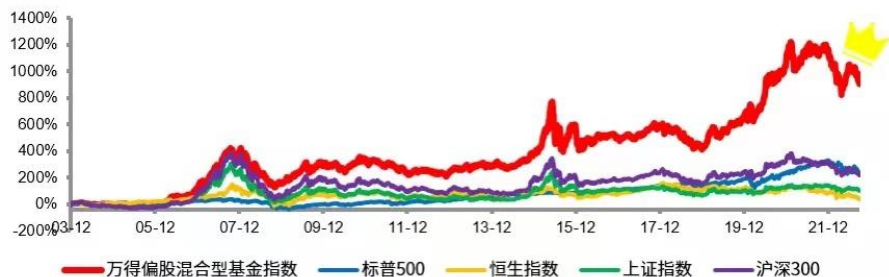
名称	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	平均	2022年1-9月
SGE黄金T+D	18.54%	3.35%	3.72%	20.86%	14.59%	-4.80%	9.37%	4.56%
普通股票型基金指数	-12.39%	16.06%	-24.33%	47.03%	58.12%	9.62%	15.69%	-20.38%
偏股混合型基金指数	-13.03%	14.12%	-23.58%	45.02%	55.91%	7.68%	14.35%	-20.76%
偏债混合型基金指数	0.24%	4.15%	0.22%	10.97%	13.21%	5.61%	5.73%	-3.27%
中长期纯债型基金指数	1.56%	2.15%	5.94%	4.33%	2.84%	4.13%	3.49%	2.44%
货币市场基金指数	1.87%	2.86%	2.98%	2.29%	2.03%	2.17%	2.36%	1.36%

长期投资公募基金的优势：受益中国经济高速发展的快车

- 上证指数15年似乎一直徘徊在3000点，A股有没有投资价值？

实际上偏股混合基金指数大幅跑赢上证和沪深300指数，过去近19年，偏股混合型基金收益大幅领跑市场核心指数，偏股混合型基金指数自成立以来14/18个年度涨幅为正，占比77.78%！

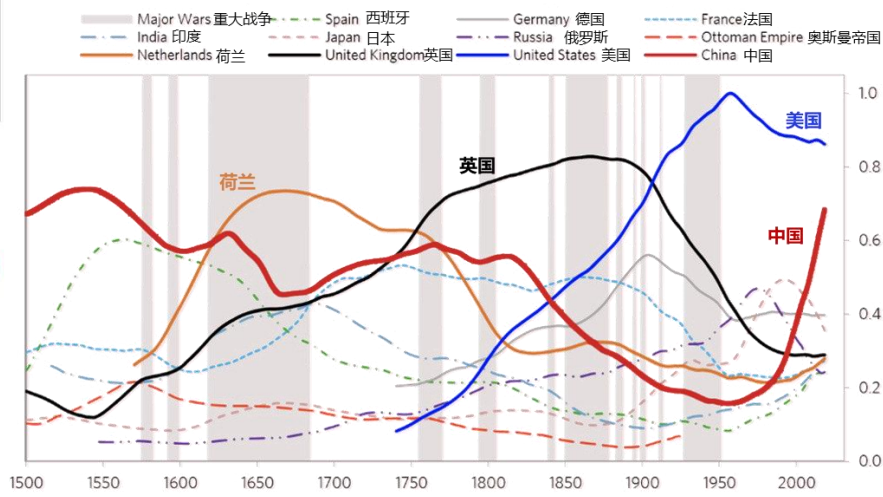
- 未来中国经济的韧性决定未来的中国居民财富投资离不开公募基金



下图数据来源:wind, 截取区间为2003/12/31-2022/09/30; 偏股混合型基金指数成立于2003/12/31

	偏股混合型基金指数	上证指数	沪深300	标普500	恒生指数
区间累计收益	906.46%	100.07%	215.21%	223.13%	37.49%
区间年化收益	13.50%	3.88%	6.50%	6.41%	1.74%

500年来大国国力变化估算



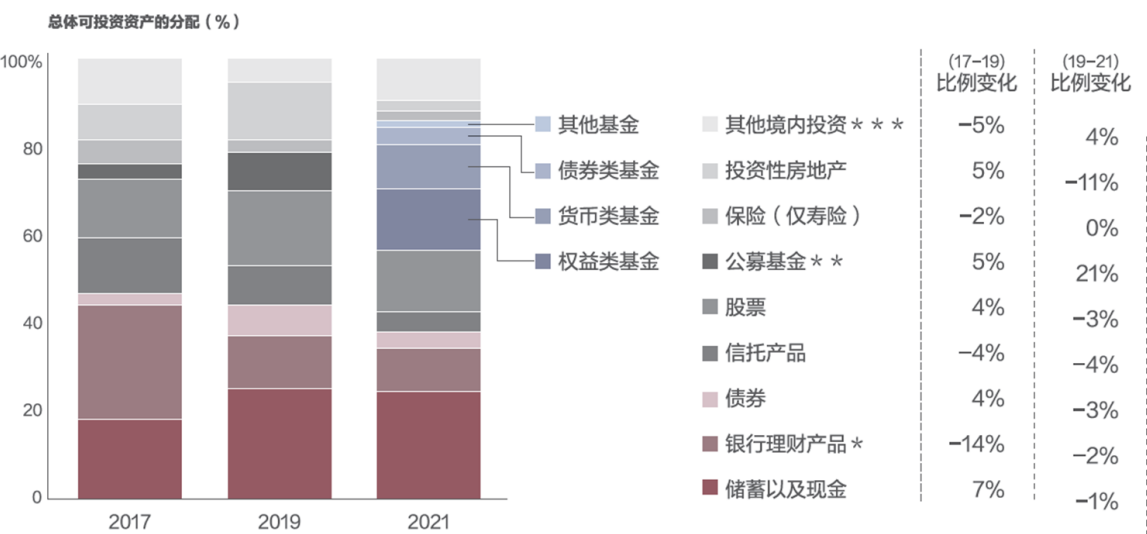
来源: Bridge Water (桥水基金)



公募基金是居民财富管理的重要工具

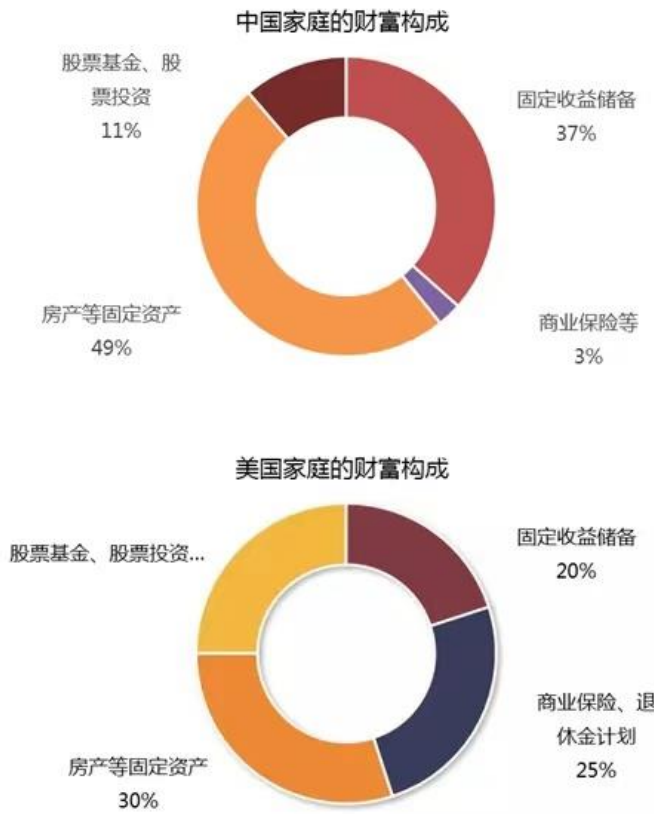
- 1、中国高净值人群对公募基金投资比例不断提升
- 2、家庭财富资产配置中权益资产会继续提高
- 3、利用公募基金配置权益资产相较于直接投资股票风险要低：更适合普通投资者

图 23：2017-2021 年中国高净值人群境内可投资资产配置比例



来源:招商银行—贝恩公司高净值人群调研分析

*银行理财产品包括净值型理财产品 (浮动收益) 和非净值型理财产品 (稳定/预期收益, 含结构性存款);
**公募基金包括货币类基金、债券类基金、权益类基金;
***其他境内投资包括私募股权基金、私募证券投资基金、黄金、对冲基金以及收藏品等



数据来源: BEA, 1960-2019

如何做好基金投资？

基金投资者调查报告分析

2

认识投资行为误区



收益矛盾

客户买入就想盈利与市场只有长期收益之间的矛盾—不能跨越周期

客户想暴富与市场年化10-20%之间的矛盾---预期太高

认知矛盾

理财经理能知道各类理财产品的当期收益—高估理财经理能力

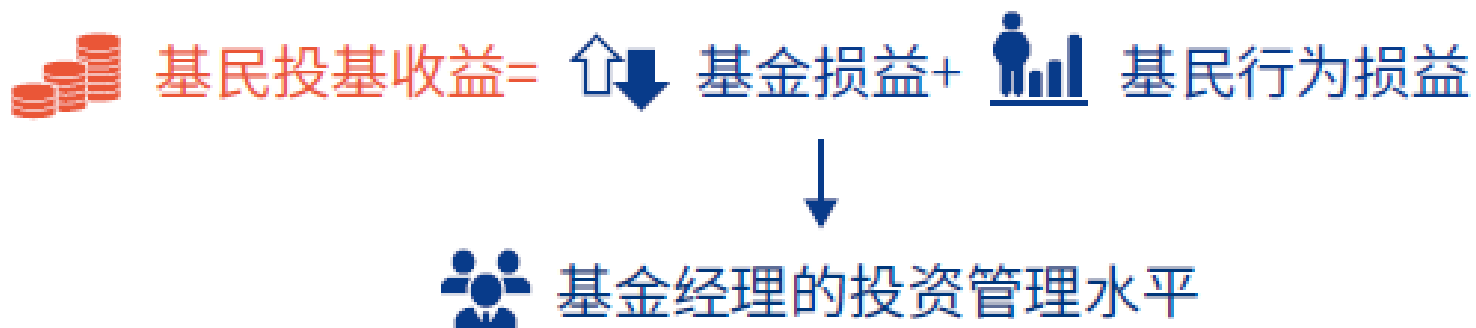
基金经理能预测市场并能做好资产配置—高估基金经理能力

基金投资者的收益等式

公募基金过去15年成绩单：
9倍年化收益16.67%，全部客户年化收益只有8.85%

原因就是存在以下收益等式

图33 基民投基收益等式



数据来源：《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》。报告内容仅供参考，报告中提及的具体基金均仅做数据分析或举例使用，不代表任何具体的投资建议，基金投资需谨慎。风险提示：我国基金运作时间短，不能反映股市、债市发展的所有阶段，基金的过往业绩并不预示其未来表现。基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成新基金业绩表现的保证。

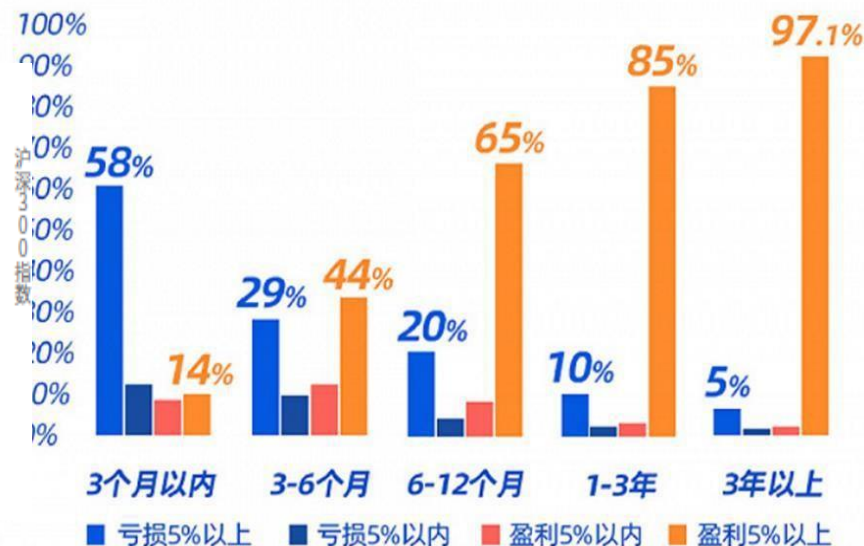
《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》对持有时间的核心结论

- 《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》数据显示，客户不仅交易频率高，而且有看行情择时的倾向，表现出明显的“羊群效应”，“追涨杀跌”行为极大地影响了盈利体验。
- 《2021年一季度基民报告》显示持有时长越长，盈利概率越高。持有基金时长短于3个月的投资者中，超7成出现亏损；而持有基金时长超过一年的用户中，近9成是赚钱的。

基金季度买卖情况与沪深300指数走势对比



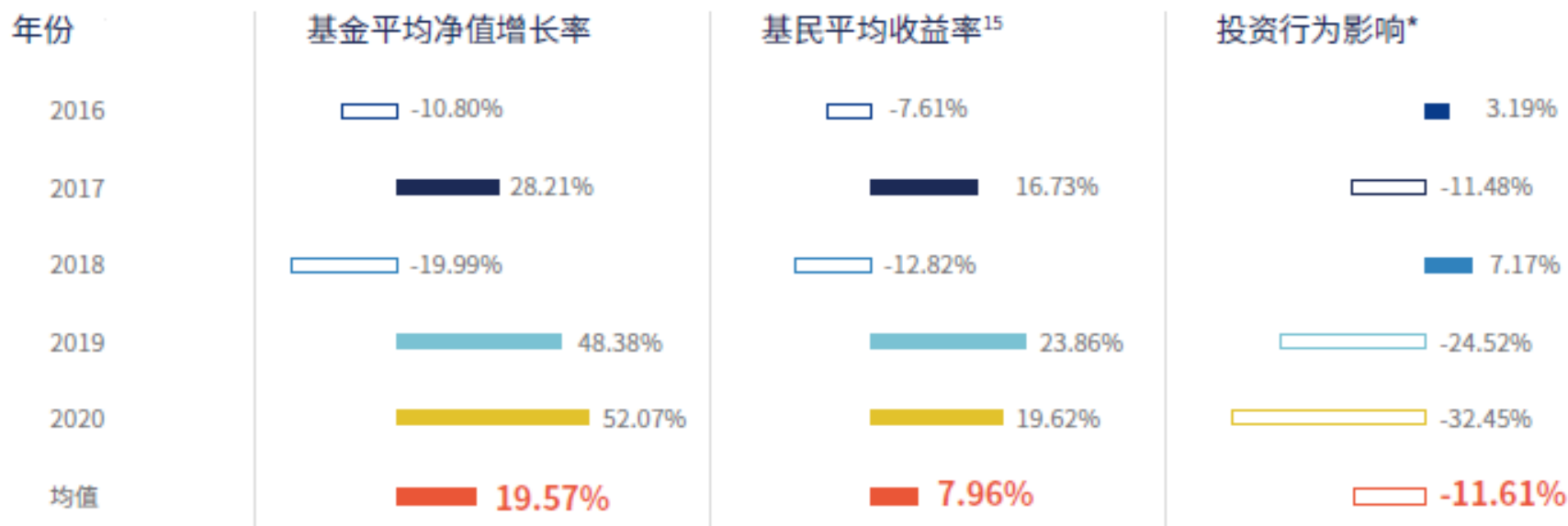
基民实际盈亏情况与持有时间显著相关



数据来源：《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》、《2021年一季度基民报告》。报告内容仅供参考，报告中提及的具体基金均仅做数据分析或举例使用，不代表任何具体的投资建议，基金投资需谨慎。风险提示：我国基金运作时间短，不能反映股市、债市发展的所有阶段，基金的过往业绩并不预示其未来表现。基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成新基金业绩表现的保证。

影响：基金投资者投资行为对收益做了减法

图34 各年度投资行为影响



注：投资行为影响=客户年度平均收益率-基金年度净值增长率。

数据来源：《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》。报告内容仅供参考，报告中提及的具体基金均仅做数据分析或举例使用，不代表任何具体的投资建议，基金投资需谨慎。风险提示：我国基金运作时间短，不能反映股市、债市发展的所有阶段，基金的过往业绩并不预示其未来表现。基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成新基金业绩表现的保证。

负面影响1：整体收益不高，抗风险能力弱

图7 截至2021年一季度末不同收益区间的客户人数分布情况



数据来源：《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》。报告内容仅供参考，报告中提及的具体基金均仅做数据分析或举例使用，不代表任何具体的投资建议，基金投资需谨慎。风险提示：我国基金运作时间短，不能反映股市、债市发展的所有阶段，基金的过往业绩并不预示其未来表现。基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成新基金业绩表现的保证。

负面影响2：最好的时点也获利不多

图8 截至2020年末不同收益区间的客户人数分布情况

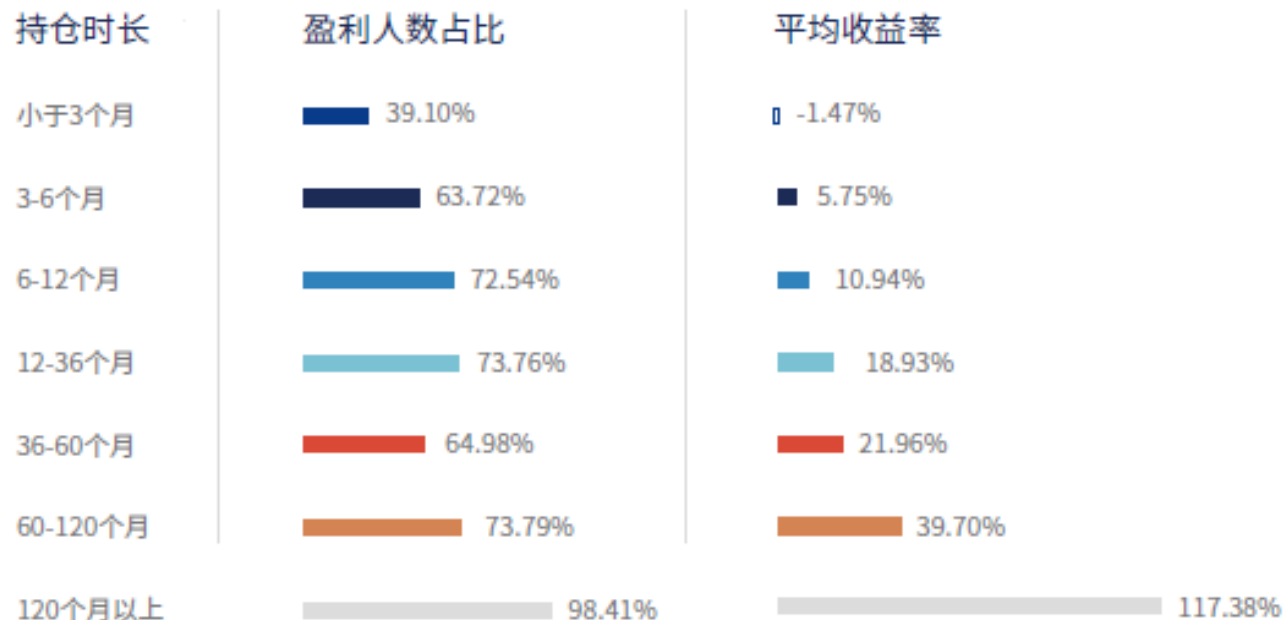


数据来源：《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》。报告内容仅供参考，报告中提及的具体基金均仅做数据分析或举例使用，不代表任何具体的投资建议，基金投资需谨慎。风险提示：我国基金运作时间短，不能反映股市、债市发展的所有阶段，基金的过往业绩并不预示其未来表现。基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成新基金业绩表现的保证。

主观原因1:收益第一杀手“持有时间” 过短

当持仓时长由3个月继续提升时,随着时间的累积,客户的平均收益率愈发可观,客户盈利人数占比也呈现稳步抬升态势。特别是当持仓时间超过十年时,客户平均收益率首次突破100%大关,达到了117.38%,客户盈利人数占比则达到了98.41%,即绝大部分客户都能够赚钱了。

图14 截至2021年一季度末不同持仓时长的客户收益情况

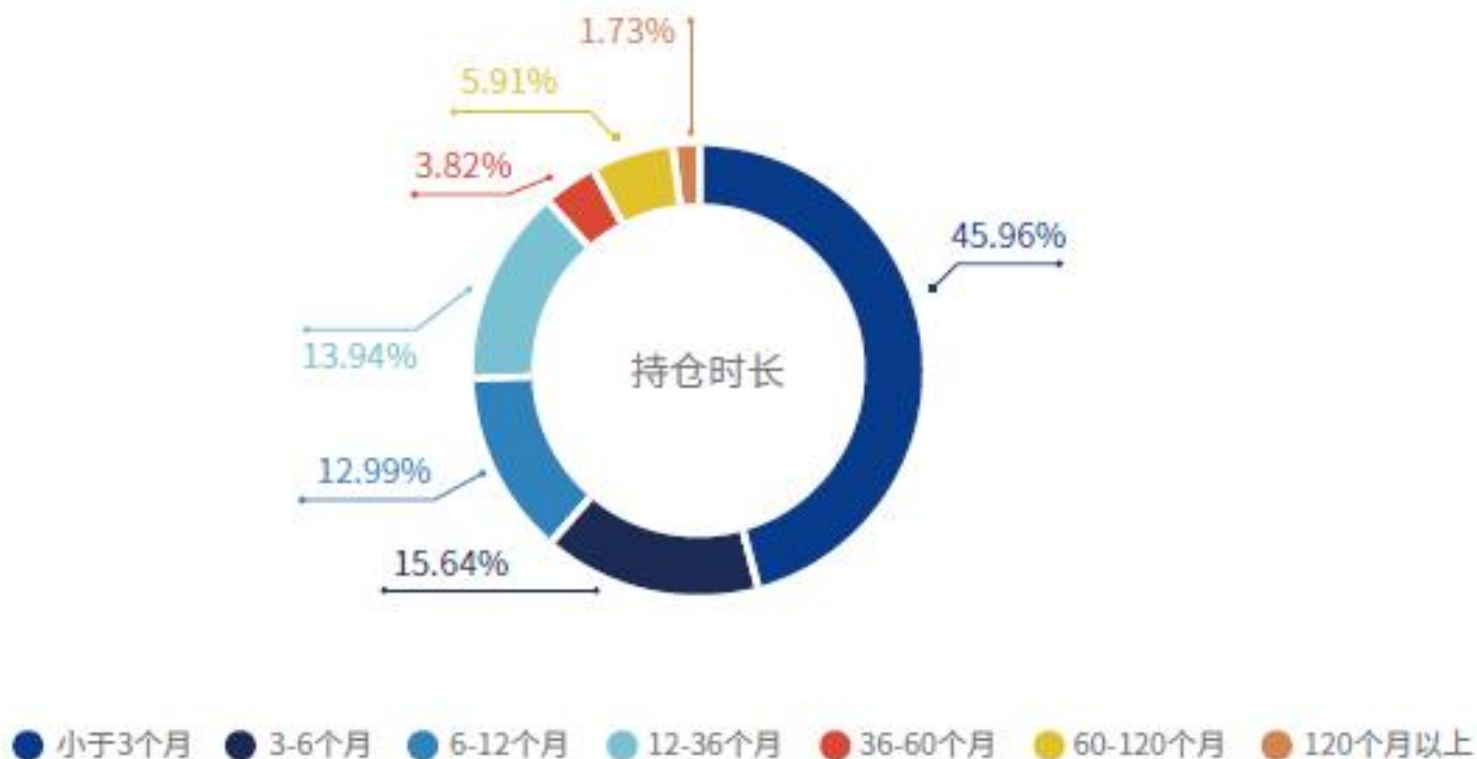


数据来源:景顺长城基金、富国基金、交银施罗德基金,统计区间为公司成立以来至2021年3月31日。

*注:持有时长指标对应的是客户单个渠道单只基金的持有时间,故上表收益率数据表示客户在不同渠道购买过的每一只基金获得的收益情况。

主观原因1:收益第一杀手“持有时间”过短

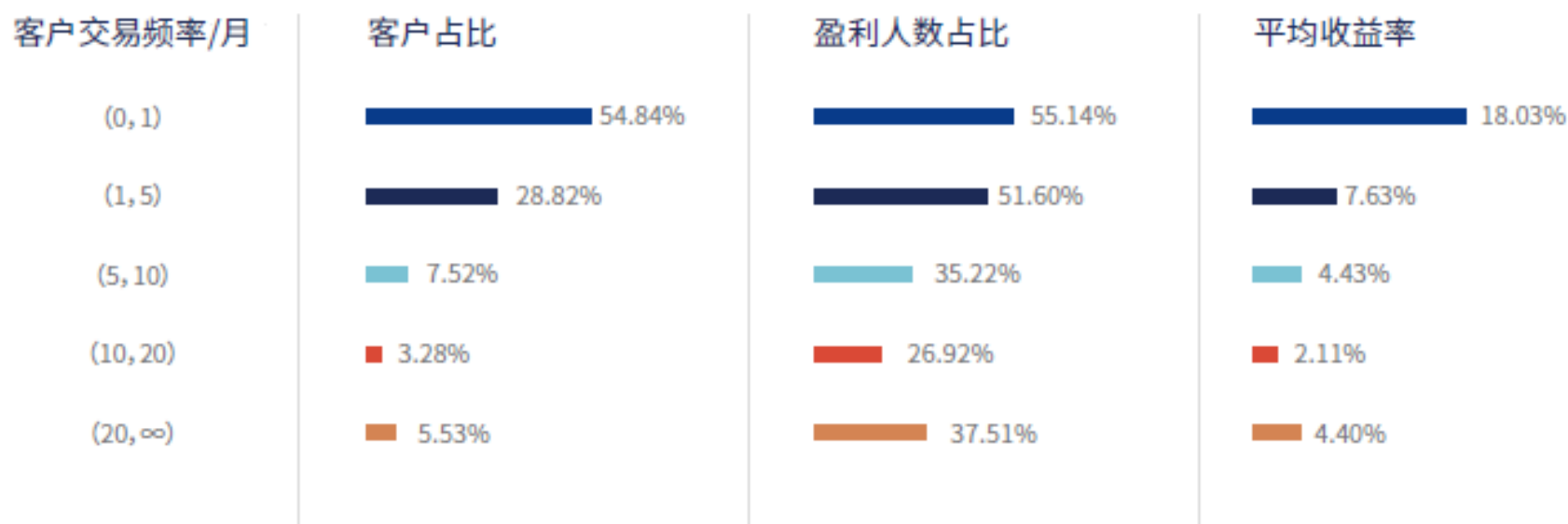
图15 截至2021年一季度末不同持仓时长的客户人数占比



数据来源:景顺长城基金、富国基金、交银施罗德基金,统计区间为公司成立以来至2021年3月31日。

主观原因2:收益第二杀手“交易频率”过高

图16 不同月交易频率的客户平均收益情况



数据来源:景顺长城基金、富国基金、交银施罗德基,统计区间为公司成立以来至2021年3月31日。
注:单客户交易频率数据计算公式为总买卖基金次数/(最后一次买卖日期-首次买入日期)*365/12。

主观原因3:收益第三杀手“追涨杀跌”严重

图17 三家公司基金季度买卖情况与沪深300指数走势对比



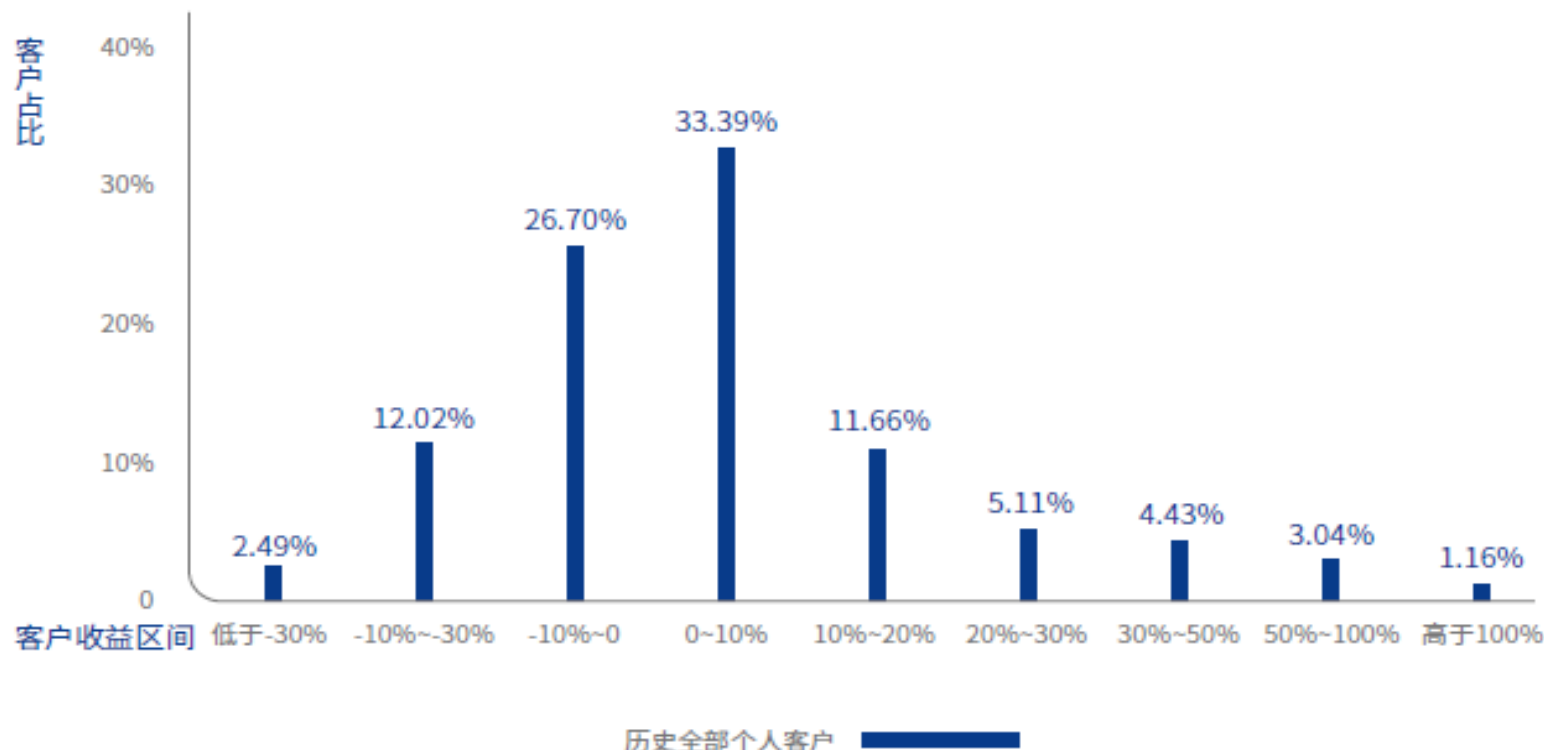
数据来源:Wind, 统计近15年, 2006年1月4日(2006年第一个交易日)至2021年一季度末沪深300指数(000300.SH)每季度末当日收盘价;景顺长城基金、富国基金、交银施罗德基金三家公司同期按季度合计基金买入金额(包含认购、申购、转换入、定期定额申购)及卖出金额(包含赎回、转换出)。

主观原因4:收益第四杀手“过早赎回”体验差

前文我们提到,截至2021年3月31日,61.73%的客户盈亏集中在-10%~10%之间。而与这一数据相对应的是,60.09%的赎回客户数出现在-10%~10%的客户收益区间内。

其中,在赎回的客户中,有26.7%的客户是收益在-10%以内进行了赎回;33.39%的客户在盈利不超过10%时就进行了赎回,赎回比例最高。

图18 客户赎回时点收益区间分布情况

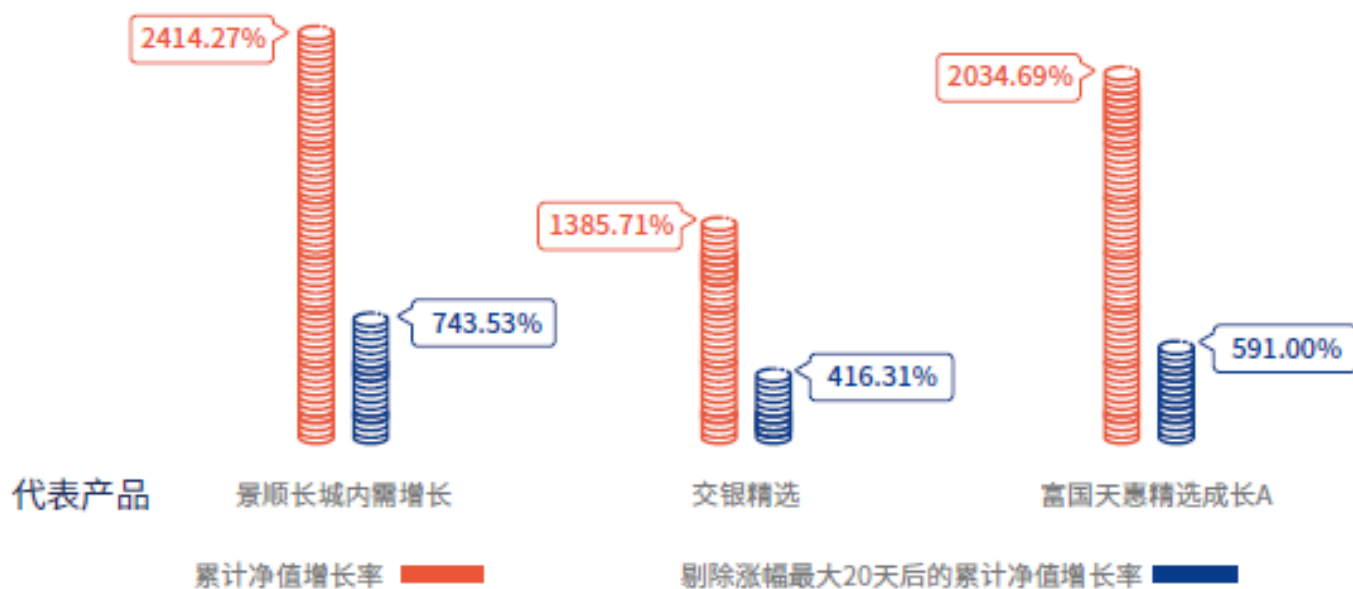


数据来源:景顺长城基金、富国基金,统计区间为公司成立以来至2021年3月31日。*先计算单个客户每个赎回时点对应的收益率,再进行简单算术平均以衡量单客户发生赎回时的整体收益情况。

基金收益存在二八效应，大部分收益都集中在少数的上涨阶段

另外，基金投资中的“二八效应”十分显著，若因无法忍受一时的回撤而放弃，则可能错失后期的上涨。明星基金的成长过程也是相似的，大部分的收益集中在少数的上涨阶段内获得。

图29 代表产品的“二八效应”



数据来源：基金定期报告、景顺长城基金、交银施罗德基金、富国基金。统计区间为三只基金成立以来至2021年3月31日。

注：剔除涨幅最大20天指将复权净值增长率从高到低排序，将前20名假设为零增长，根据调整后的净值增长率计算得出累计净值增长率。本报告中提及的具体基金均仅做数据分析或举例使用，不代表任何具体的投资建议，基金投资需谨慎。

长期投资：在闪电打下来的那一刻，你得保障你在场

股市在不到1%的时间，贡献了90%以上的收益



制割人：唐晓

数据来源：Wind，以上证指数为回测标的。

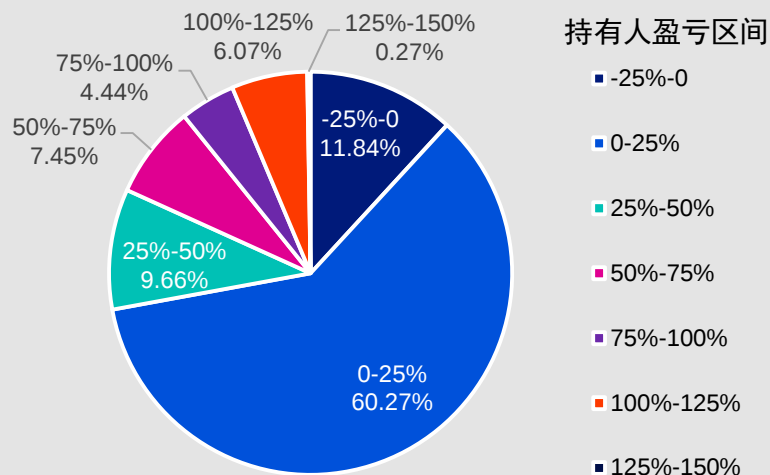
说明：统计区间为：上证指数自成立以以来至2020年11月6日；分别统计上证指数自成立以来持续持有至截止日的总收益，以及错过其间涨幅最大的1个月、3个月、5个月、10个月、12个月之后的收益。

投资体验PK

封闭式基金（持有期基金） VS 开放式基金

- 开放式基金是市场上主流的基金运作类型，投资者可随时自主作出申赎决策，资金的灵活程度更高，流动性更强。
- 封闭式基金帮助投资者减少申赎操作，引导投资者长期投资。
- 案例分享：景顺长城集英成长两年定开基金和绩优成长基金是景顺长城刘彦春旗下同时投资A股和港股的产品，两只基金2019年成立以来收益均超过100%。
- 集英成长两年定开基金：因其封闭期的设置，全部持仓客户均获得110.40%的基金收益。
- 绩优成长基金为开放式：仅6%的客户实现了翻倍，甚至有11.84%客户在亏钱！

绩优成长基金认购持有人盈亏情况分布¹



集英成长V.S.绩优成长业绩对比

	集英成长两年定开	绩优成长
成立日期	2019/4/16	2019/7/2
基金成立以来收益率 ¹	110.40%	107.12%
同期基准收益率 ²	16.07%	43.03%
超额收益	94.33%	64.09%

数据来源：1、景顺长城基金，2、wind,截至2021-2-28，基金业绩经托管行复核。

认识你的基金经理： 基金经理的投资风格

3

什么是投资风格？

投资风格释义

投资最终目的是为了盈利，如果说投资理念是基金经理在投研过程中学习积累形成的一套切实可行，提高胜率的方法论，那么投资风格便是这套方法论的实践。它主要解释以下两大问题，帮助我们很好理解基金经理赚钱背后的逻辑。

赚市场什么钱

- √ 赚企业成长的钱
- √ 估值修复
- √ 周期股反转盈利
- √ 市场波动

...

如何赚钱

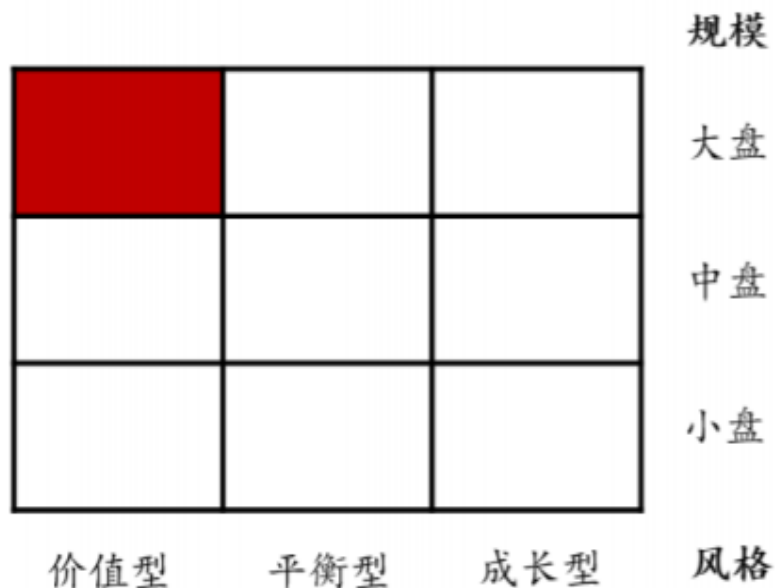
- √ 有人频繁调仓，有人较少
- √ 有人持股周期长，有人短
- √ 有人持股集中，有人分散
- √ 有人重仓某行业，有人均衡

...

按市值&风格划分基金经理投资风格

晨星九宫格

- 投资风格的分类方式有很多，最常见的包括两大类：一类是按照股票的市值规模划分为大盘股、中盘股和小盘股；另一类则是按照股票的估值水平和经营指标的成长性将其划分为价值、平衡和成长。
- 全球基金业著名的研究和评级机构晨星公司（Morningstar）在1992年研发的“晨星投资风格箱”就是从上述两大维度出发，两两组合形成9种不同的风格，建立的基金投资风格分类方法。通常来说，从成长型到价值型，从小盘股到大盘股，基金的风险依次降低。
- 晨星风格箱通过量化手段，将抽象的投资风格概念具体化，更好的帮助投资者进行基金挑选和资产组合的构建，也有利于在不同风格下进行基金的对比和评价。



按市值&风格划分基金经理投资风格

晨星九宫格

- 具体来看，对规模划分上，晨星根据股票市值的大小划分为大盘、中盘和小盘。整体来看，按晨星标准对A股市值的划分与A股主流指数契合度较高。

大中小盘划分规则

大盘	各风格区中累计市值处于前70%的股票
中盘	各风格区中累计市值处于前70%至90%的股票
小盘	各风格区中累计市值处于后10%的股票

主流指数大中小盘划分

	晨星大盘	晨星中盘	晨星小盘
中证 100 指数	100%	0%	0%
沪深 300 指数	95%	5%	0%
中证 500 指数	26%	73%	1%
中证 1000 指数	5%	68%	27%

- 对风格划分上，晨星采用10因子模型来划分股票的价值&成长风格，其中价值和成长分别由5个因子决定，其中，价值因子更侧重对估值的衡量，而成长因子则强调业绩的增长。

价值&成长风格划分规则

价值			成长		
指标	含义	权重	指标	含义	权重
e_1/p	预期每股收益与股价的比值	50%	$g'(e_1)$	预期每股收益增长率	50%
b_1/p	预期每股净资产与股价的比值	12.5%	$g'(b)$	每股净资产的历史平均增长率	12.5%
r_1/p	预期每股主营业务收入与股价的比值	12.5%	$g'(r)$	每股主营业务收入的历史平均增长率	12.5%
c_1/p	预期每股经营性现金流与股价的比值	12.5%	$g'(c)$	每股经营性现金流的历史平均增长率	12.5%
d_1/p	预期每股现金红利与股价的比值	12.5%	$g'(e)$	每股收益的历史平均增长率	12.5%

- 投资者可通过注册账号登录晨星官网：<https://www.morningstar.cn/>查询所持基金风格。需说明的是风格定位基于基金全部持仓信息得出，因此按中报、年报等披露时点发布，且晨星官网仅披露最新一期基金投资风格。

资料来源：晨星官网，截至2021.9.30、

成长vs价值风格

成长风格

强调成长性，看重潜在增长空间和增长速度

- 成长风格投资要发现的是“明日之星”，即处于快速成长期和高行业景气的公司，其力求在企业爆发性成长前中期买入，侧重于企业的潜力而非当前属性，并愿意承担较高的溢价以及波动。
- 特点：**进攻性，高估值、高增长、高波动。

“成长投资之父” 费雪：

“找到现在被市场忽视、但是未来几年内每股盈余将大幅度成长的少数优质股票。”

价值风格

强调安全性，看重估值和稳健

- 价值风格看重安全边际和公司质量，强调低估值、强护城河投资带来的安全感，往往投资于已经发展成熟、稳健增长的行业，相比成长性，更侧重公司投资的确定性。
- 特点：**防守性，低估值、注重风险控制、盈利稳定。

“价值投资之父” 格雷厄姆：

“-追求安全边际，以4毛钱买入价值1元钱的东西，这样赢的概率就会远大于亏的概率；
-利用市场的非理性波动寻找能够提供低折扣买入的时机和超价值卖出的机会。”

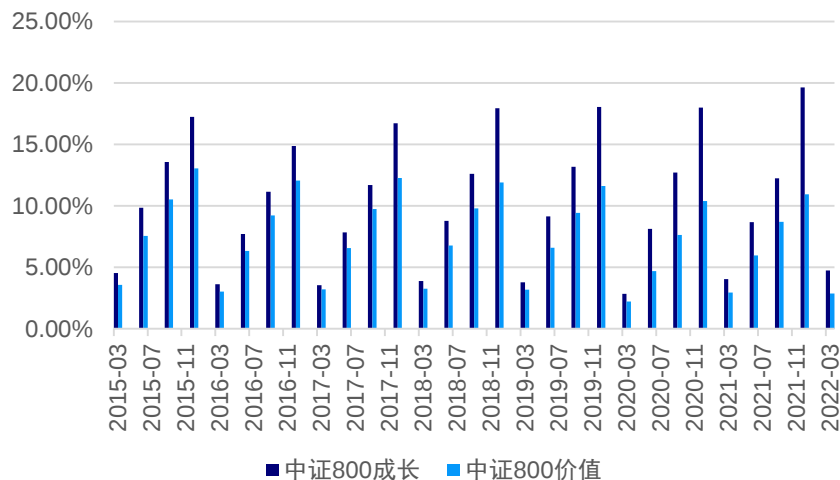
- 虽然成长、价值投资理念不同，但却有许多相通之处，例如长期投资在两种投资风格中都被强调，此外，成长风格也会关注估值，只是侧重衡量盈利增速与机会成本，价值投资也同样关注成长性，但更倾向于寻找合理估值、稳定成长的企业。
- 两种理念也不断发展下相互融合，衍生出其他的投资风格，比如以价值投资著称的巴菲特在后期受到费雪影响，称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”。

成长vs价值风格

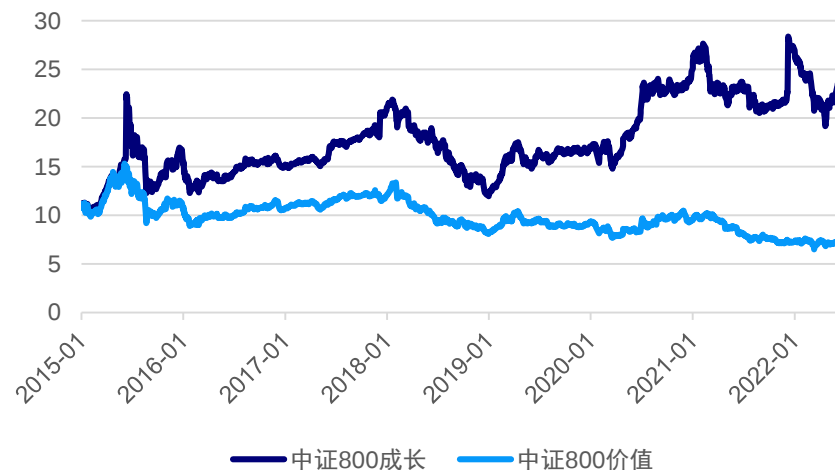
ROE、估值水平对比

- 成长指数通常具有较高的ROE，也带来更高的估值水平，而价值风格注重低估值带来的安全边际，整体估值较低。
- 由于成长股的不确定性较高，成长指数估值的波动也更为剧烈。数据显示，2015年股灾、2018年熊市、2021年后回调以及2021年末以来的本轮回调下，成长指数估值下挫幅度分别达到-32%、-45%、-23%、-50%，而同期价值指数涨跌幅分别为-28%、-39%、3%、-3%，稳定性更强。

ROE



估值水平



数据来源：景顺长城、wind，截至2022.6.8。

成长vs价值风格

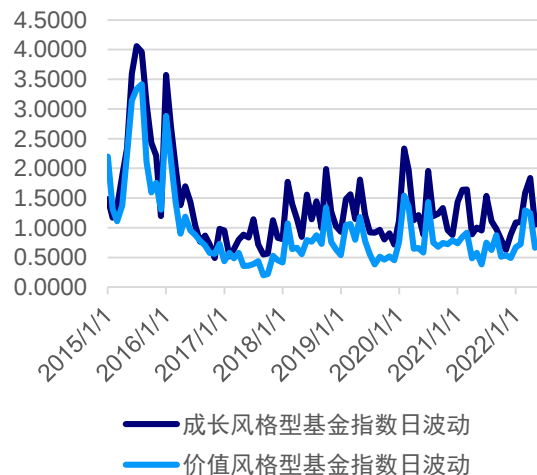
波动率、回撤水平对比

- 价值投资注重安全边际和风险控制，成长风格投资于企业未来，而未来具有较大的不确定性，投资的个股风险较高，使得成长风格投资呈现更剧烈的波动。
- 数据显示，价值风格的整体表现更加稳健，呈现较低的波动。相比之下，成长指数表现出更高的波动率和回撤水平。

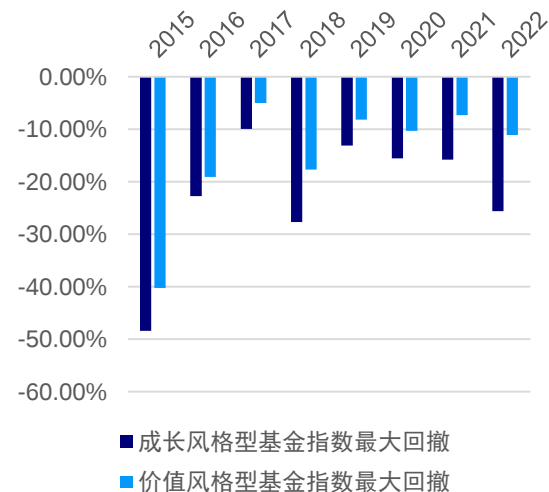
收益走势



日波动率



最大回撤



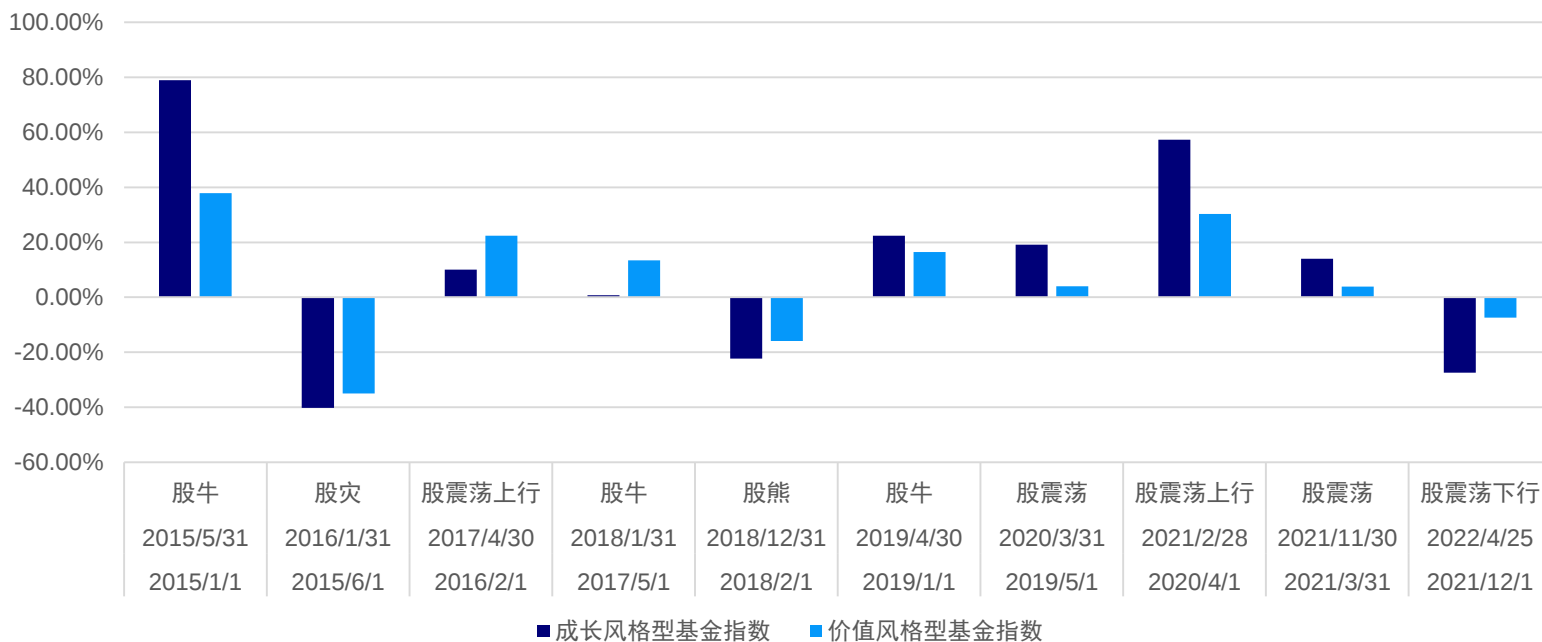
数据来源：景顺长城、wind，截至2022.6.8。

成长vs价值风格

不同市场下涨跌幅对比

- 成长风格波动较大的同时也呈现更高的涨跌弹性，在牛市下，成长股投资的特性使其往往表现出更强的进攻性，而价值投资由于不考虑投资高估值高增长个股的安全性特征，根据下图，除在2017年价值风格占优的市场下，成长风格的收益均大幅高于价值。
- 而价值风格稳健的优势在熊市中凸显，在下行市场中，成长指数的下跌幅度远高于价值指数。

不同市场下指数表现



数据来源：景顺长城、wind，截至2022.4.25。

成长vs价值风格

成长风格

成长的优势

- 当成长风格遇上风口，业绩在短期内可以展现出强进攻性，享受“戴维斯双击”带来的亮眼收益。

成长的烦恼

- 成长投资前期涨幅过高，容易出现明显的泡沫，很有可能产生较大程度的回调。
- 在熊市、震荡市抗跌性较弱，在价值风格牛市中也难以适应。这几种市场中，市场倾向于选择价值型公司，成长风格容易出现收益落后、回撤较大的现象。
- 整体看。成长投资时常“急涨急跌”，因此，更适合风险偏好较高、追求高业绩弹性、波动容忍度较高的投资者。

价值风格

价值的优势

- 价值投资的长期收益更具稳健性。在熊市和震荡市，避险情绪上升时，更具防御性的价值投资占优。
- 成长风格高估值回调时，市场风格会出现转向，对价值关注度上升，例如2015年后，价值风格明显占优。

价值的烦恼

- 可能落入低估值陷阱和布局过于左侧的风险。一方面，低估值不一定都能向均值回归，另一方面，布局过于左侧，需等待长时间的价值回归。
- 在成长风格占优时，会出现收益落后的情况。
- 整体看，价值风格短期可能表现不够亮眼，但长期来看增长稳健，因此，价值风格的投资者应该从更长周期的视角对价值投资的业绩进行评估。

均衡风格

兼具价值、成长投资特点

- 均衡风格同时考虑估值和成长性，寻找具有持续增长潜力但价格合理或低估的股票，不会一味追求成长性而忽视股票价格。
- 均衡风格投资，往往在个股、行业、风格配置上分散化。

“均衡风格”代表彼得林奇：

“ $PEG = PE(\text{市盈率}) / G(\text{未来预期盈利增速})$ ，PEG越小，意味着估值低或者盈利增速高，投资价值也就越高，PEG是一个综合指标，既考察价值，又兼顾成长性。”

按投资流程划分基金经理投资风格

“自上而下” VS “自下而上”

按投资流程划分基金经理投资风格

自上而下

- 自上而下的基金经理往往在选股前对组合已有大体规划。比如基于宏观研究，对权益仓位的规划；基于行业景气度、行业周期、策略研究，对风格、行业配置的规划；再基于规划选股构建投资组合。
- **侧重点：**宏观经济周期、政策、行业前景与发展趋势的理解。
- **优点：**更主动贴近、适应市场，行业配置与仓位控制较灵活。投资中，往往会轮动暴露个别行业风险敞口。
- **缺点：**依赖基金经理对宏观周期，对行业的判断，容错率较低，逻辑验证时间可能较长。

宏观

行业

个股

自下而上

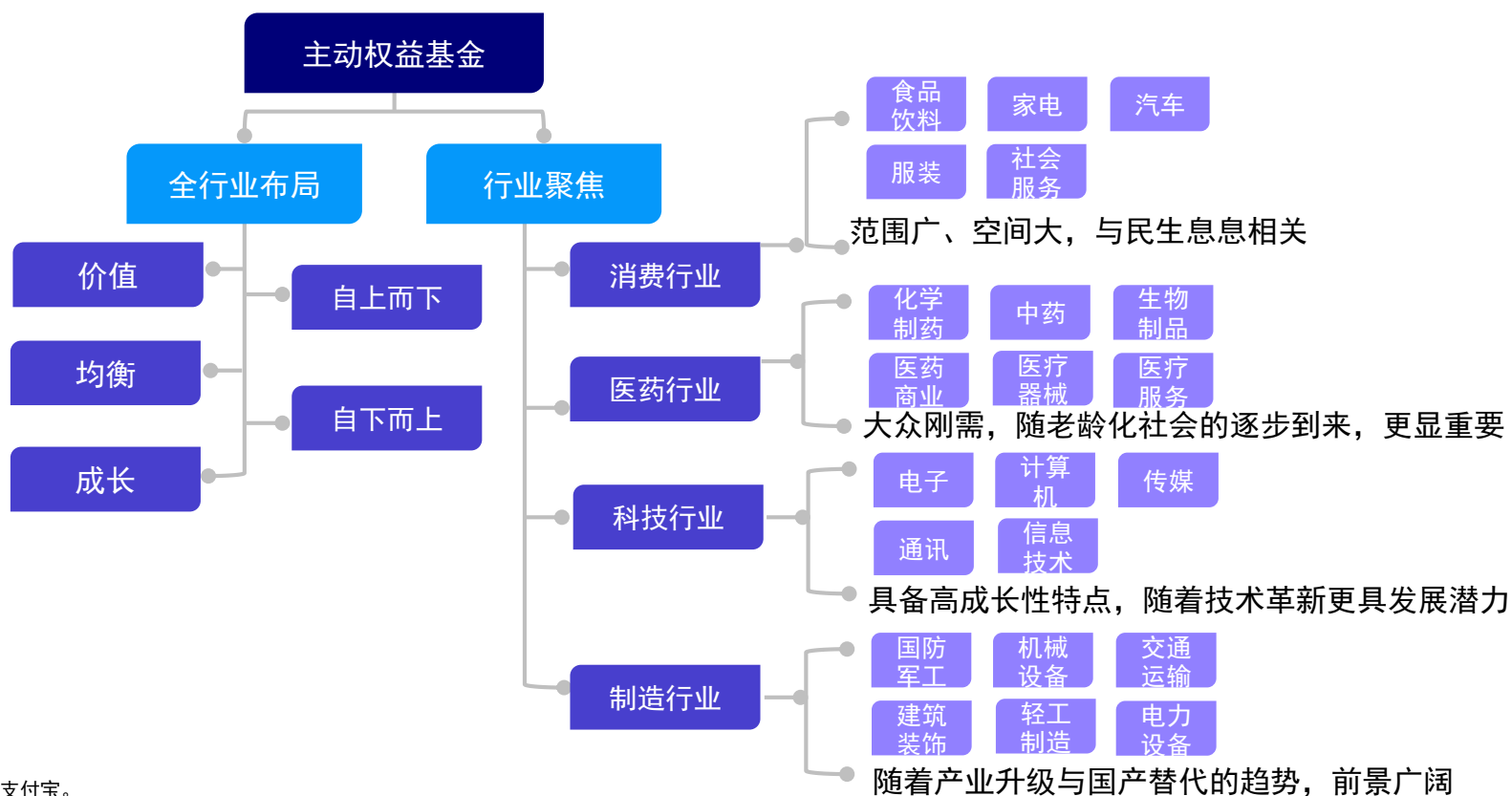
- 自下而上的基金经理更关注公司本身，而非宏观环境的变化，他们会对公司进行深入研究，关注公司财务状况、护城河以及行业竞争力等。
- **侧重点：**行业产业链、公司管理层、公司财务分析、战略研究、品牌价值研究。
- **优点：**对个股与公司具有较深入理解，提前发现经营问题以及把握公司拐点。只有投资标的足够优秀，能较大程度无惧行业及宏观经济波动。
- **缺点：**选股范围受限于个人能力圈，对市场系统性波动要被动接受。

- 两种风格代表着不一的选股方式，但结果均是为了在包含数千只股票的市场中选择更优个股。自下而上强调的是与优秀的公司一起成长的思维，“买股票就是买公司”；而自上而下更强调的是对宏观趋势的研判。
- 对于择时，大部分管理主动偏股基金的基金经理不愿对产品的投资组合做大的择时操作。招商证券调研显示，如果将投资中择时操作分为灵活择时、偶尔择时、基本不择时三档，约75%调研过的基金经理表达基本不择时。表达灵活择时意愿的基金经理往往整体投资风格以自上而下为主。

数据来源：景顺长城、wind。

行业主题风格基金

- 行业主题基金独立于上述几类投资风格，主要聚焦投资某一行业，受这一行业/板块涨跌影响较大，可捕捉某赛道发展红利，因此受到基金经理投资风格的影响相对更少。



信息来源：支付宝。

投资风格分类的进一步说明

- 晨星风格箱，以持股市值、持股的财务指标两大维度将基金经理划分为九种风格。
- 根据选股方式不同，又可将基金经理划分为“自上而下”、“自下而上”两种风格。
- 但现实中，投资风格的刻画是复杂的，以我司刘彦春、杨锐文为例，他们同属成长风格，但从各自管理产品业绩走势看，涨跌情况差异明显。我们需要多维度分析基金经理是如何做到目前投资风格的。

成长风格基金净值走势对比



数据来源：景顺长城、wind，展示区间2016.3.15-2022.3.31。优选混合基金同期基准收益14.44%，新兴成长基金同期基准收益39.78%。杨锐文、刘彦春基金经理在管同类产品历史业绩详见P52-54页。

一、从公开宣传资料获悉风格（1/2）

基金公司

- 直销APP、微信公众号/视频号、公司官网等，如“景顺长城基金”APP、微信公众号“小景爱基金”“景顺长城基金”
- 基金公司对自家基金经理的定位往往较为全面、专业、精准
- 借助这一渠道，可直接获取基金经理风格相关一手信息

销售平台

- 银行券商/强互联网属性的平台，如招商银行、平安证券、蚂蚁等
- 基金公司入驻平台，定期发布资讯，答疑解惑，此外通过直播间的搭建，创造基金经理与基民面对面交流机会
- 平台提供多维度的基金分析数据，为基民选择、了解基金提供丰富资讯
- 借助这一渠道，可较客观获取基金经理风格信息，同样由于销售平台资讯众多，需花费时间搜集所需信息

其他来源

- 通过微信、搜索引擎直接搜索基金或基金经理名称查阅高相关文章
- 一是专业研究机构发布的内容，该类内容相对地有一定阅读门槛
 - 二是媒体撰写的基金经理访谈文章，该类文章往往访谈角度多样、有深度、信息量高。

一、从公开宣传资料获悉风格（2/2）

- 通过上述公开宣传渠道搜集、提炼的信息，可以让我们对基金经理过往投研经历、投资风格形成过程有一定了解，刻画出对基金经理的基本印象。



刘彦春 基金经理
成长风格

- 刘彦春在过往研究中发现历史上高回报公司普遍具有远超平均的投入资本回报水平，逐渐形成自己的投资理念，**即寻找高投入资本产出比、高成长潜力的标的长线投资。**
- 他注重自下而上选股而非择时，关注ROE、ROIC等财务指标跟踪企业成长持续性。不刻意强调行业配置权重。
- 虽当前看，持仓集中消费，因为基金经理对成长股要求较高，这类股目前较多集中于消费。而后续在其他领域发现符合特质的个股，基金经理也会参与配置。



杨锐文 基金经理
成长风格

- 杨锐文本科就读于华中科技大学光信息科学与技术专业，硕士就读于浙江大学光学工程及瑞典皇家工学院电子工程（光子学），具新兴科技专业学科背景。
- 从业后，见证2007-2014年地产家电公司踏入成熟期后长达8年杀估值过程，对他后来偏早中期成长股投资产生重要影响。
- 杨锐文认为，很多人希望赚公司利润增长的钱，前提是企业估值不能下移。而为了规避潜在估值下降风险、分享企业盈利增长带来的收益，杨锐文选择**早中期成长股**做投资，**即投资符合产业发展趋势的持续高成长或者处于加速向上阶段的企业，并伴随企业成长，以分享企业投资性价比最高的那一段成长。**



鲍无可 基金经理
价值风格

- 鲍无可2014年6月开始担任基金经理后不久，便遇上2015年那一波从沸腾到癫狂再到一地鸡毛的中小成长股泡沫期。在2015年二季度，鲍无可逆势将持仓换到了更低估值的标的中，错过了行情的最高峰却也躲过了后续的崩塌。（调仓据鲍无可介绍。相较2015年一季报，鲍无可管理的能源基建基金十大重仓股在2015年中报大幅度转向银行股）
- 鲍无可的投资理念**注重安全边际，关注估值与壁垒的重要性，强调投资应避免大额亏损。**不过，在鲍无可的投资理念中，价值投资并不是低估值投资，而是相较于未来的市值，股票现在的市值有很大的折扣，他需要做的就是不断重复地在各行各业找到那些高壁垒公司，并在一个比较合理的价格去买入。



刘苏 基金经理
均衡风格

- 刘苏认为，基金经理作为外部的财务投资人，更多是通过工作经验的积累，建立行业通用的方法去分析研究。但由于不同行业各有特色，无法完全精通所有行业的相关细节，因此**投资需多选几门好生意，通过均衡配置防止单一风险，避免因自己的认知盲区对组合造成风险。**
- 刘苏坚信买股票就是买企业，以实业眼光自下而上选股，坚持“**下行风险小，上行空间大**”的原则，积极寻找“**好行业、好企业、好时机**”三因素结合的投资机会。具体到个股上，关注具备**强竞争优势及增长潜力**的高品质公司，以**合理估值买入**并长期持有；同时对部分周期行业，在行业景气底部且股价低估时，选择成本优势企业阶段性参与。

二、从定期报告的持仓信息中获悉风格

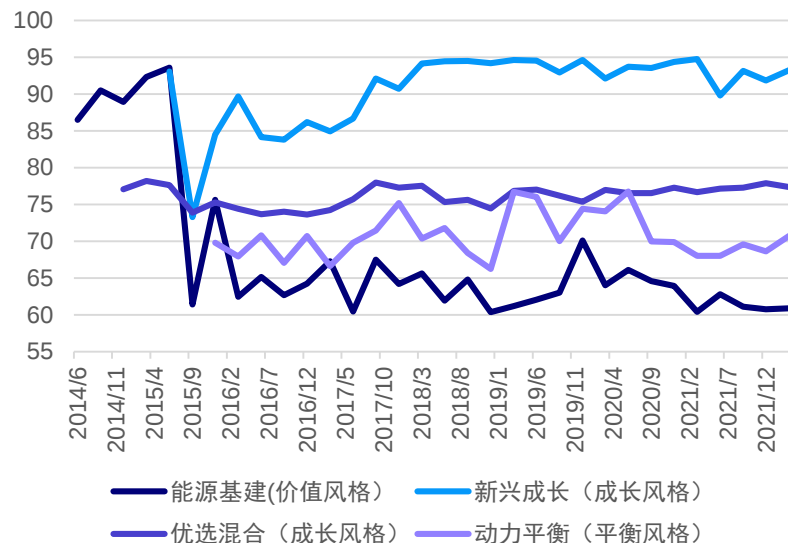
1、仓位管理

- 1、从仓位变动情况看：基金经理对择时的偏好，以及择时的能力；2、从仓位绝对数值看：权益仓位越高，意味着该基金经理风格相对激进，产品日常涨跌幅度较大。
- 观察我司成长、均衡、价值风格基金经理的代表产品可以看出，只有在市场极端情况，比如2015年时才考虑择时，其它时候，基金经理择时的意愿度不高，仓位在10%范围内小幅调整。

从各期季报获取仓位数据，分析仓位变动情况

5.1 报告期末基金资产组合情况

序号	项目	金额（元）	占基金总资产的比例（%）
1	权益投资	1,552,092,537.47	93.23
	其中：股票	1,552,092,537.47	93.23
2	基金投资	-	-
3	固定收益投资	-	-
	其中：债券	-	-
	资产支持证券	-	-
4	贵金属投资	-	-



数据来源：基金定期报告。

二、从定期报告的持仓信息中获悉风格

2、重仓股分析

- 通过季报跟踪前十大重仓股：1、个股集中程度：高集中度，意味着基金经理进攻性较强，但波动往往也较大；2、个股的市值、估值、盈利等指标：体现基金经理的选股思路。
- 成长风格杨锐文基金经理注重对相对中小市值成长股挖掘，分享个股高增速时期回报。布局个股估值水平较高。
- 价值风格鲍无可基金经理重视个股安全边际，相比个股成长性，更看重投资确定性。同时持有高股息个股，获取长期回报。
- 均衡风格刘苏基金经理则介于上述两者之间，兼顾估值与成长性，持仓中既配置医药、消费领域成长股，又配置银行、建材等价值、周期股。以合理价格买入具备较高经营质量与投资价值（高ROE水平）的企业。

价值风格：鲍无可管理能源基建个股持仓

股票名称	占净值比	资本回报率	估值	股息率	一致预测2年净利润复合年化增速
中国移动	8.39%	10.15%	12	0.00%	8.11%
凤凰传媒	8.14%	15.93%	13	6.18%	-11.08%
川投能源	7.94%	10.28%	18	3.20%	13.29%
中南传媒	7.93%	10.67%	12	6.79%	8.68%
迈瑞医疗	2.90%	31.86%	59	0.92%	21.63%
华能水电	2.51%	9.27%	23	2.58%	13.65%
粤高速A	2.02%	20.10%	9	7.70%	1.93%
赤峰黄金	1.91%	13.38%	33	0.00%	76.85%
新洋丰	1.48%	16.25%	18	1.18%	31.21%
金域医学	1.45%	43.99%	25	1.15%	3.31%
平均值	44.67%	18.19%	22	2.97%	16.76%

成长风格：杨锐文管理优选混合个股持仓

股票名称	占净值比	资本回报率	估值	市值	一致预测2年净利润复合年化增速
石头科技	5.90%	17.97%	43	543	26.41%
士兰微	5.58%	30.79%	116	768	12.21%
视源股份	4.91%	21.85%	35	543	28.17%
顺丰控股	4.16%	6.13%	249	3,381	49.28%
睿创微纳	3.98%	14.38%	75	350	41.89%
九号公司	3.85%	10.30%	151	496	75.11%
闻泰科技	3.71%	8.32%	81	1,611	43.52%
天奈科技	3.56%	16.24%	176	347	91.60%
晶晨股份	3.04%	23.89%	98	535	38.83%
金山办公	2.78%	14.29%	133	1,222	32.78%
平均值	41.47%	16.42%	116	980	43.98%

均衡风格：刘苏管理动力平衡个股持仓

股票名称	占净值比	资本回报率	估值	市值	一致预测2年净利润复合年化增速
贵州茅台	8.23%	29.90%	51	25,752	17.96%
五粮液	5.94%	25.30%	38	8,643	16.76%
普利制药	5.53%	18.19%	48	241	37.94%
宁波银行	5.41%	14.59%	14	2,528	20.61%
泸州老窖	5.00%	31.13%	50	3,719	25.39%
中国中免	4.24%	37.18%	38	4,284	24.32%
药明康德	4.20%	14.36%	91	3,473	40.03%
迈瑞医疗	3.70%	31.86%	59	4,629	21.63%
东方雨虹	3.55%	20.56%	38	1,328	26.70%
立讯精密	3.27%	22.31%	59	3,479	37.41%
平均值	49.08%	24.54%	49	5,808	26.87%

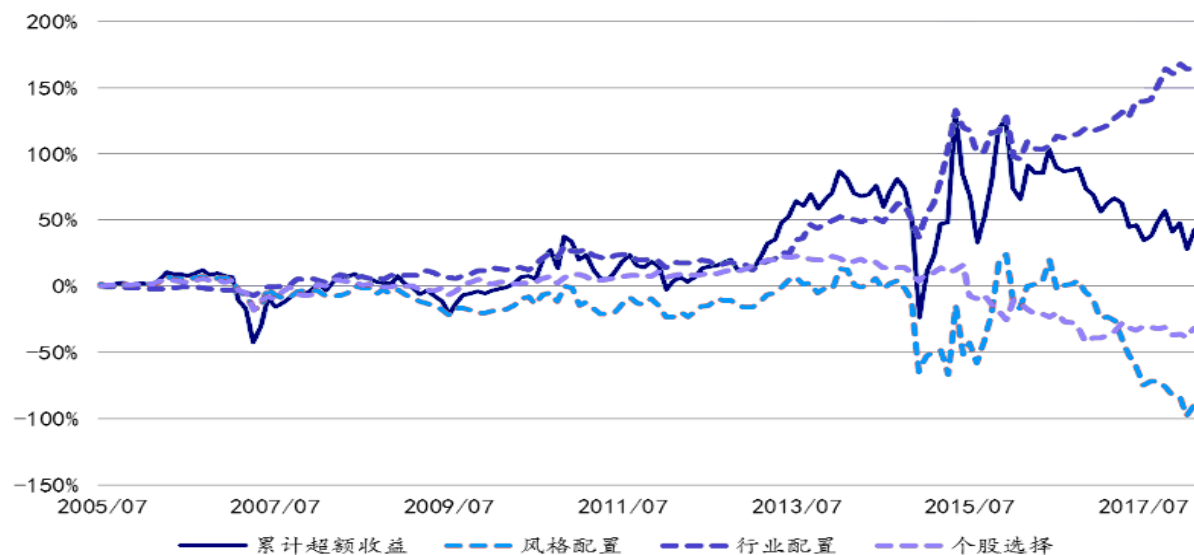
数据来源：景顺长城、wind，截至2021.12.31。

二、从定期报告的持仓信息中获悉风格

3、持仓行业分析（1/3）

- 我们对所有主动偏股基金2005-2019年业绩进行归因，发现超额收益的获取大部分来自于行业结构偏离，因此，了解基金经理看好的方向十分重要。

A股所有主动偏股基金2005-2019多因子业绩归因



数据来源：景顺长城、wind。截至2019年12月31日。归因采用Barra多因子模型，模型包括32个行业因子及10个风格因子，通过多元回归确定各因子收益率，残差项为个股选择收益。

二、从定期报告的持仓信息中获悉风格

3、持仓行业分析（2/3）

- 目前国内主动权益基金经理大多以“自下而上”为主，有着自己的能力圈，术业有专攻，基金经理的行业研究和投研背景，决定其在擅长领域能更好发挥投资能力，依托对产业趋势及个股的深度研究，把握行业的 β 及个股的超额收益机会来赚取超额收益。
- 通过中期报告、年报披露的全部持仓，我们可获悉基金经理重点关注领域：周期、金融地产、消费、科技等。
- 按照晨星的划分，从行业配置上看，成长风格基金经理侧重于配置电力设备、电子、医药和食品饮料等偏成长板块，而价值风格基金则侧重于配置金融、地产等价值板块，包括白马股或者蓝筹股；平衡风格基金则在成长和价值板块上呈现相对均衡的配置。如下表所示：

价值型	
行业	权重%
银行	13.72
房地产	10.56
非银金融	6.57
交通运输	6.45
建筑装饰	4.65
煤炭	4.36
医药生物	4.15
公用事业	3.99
食品饮料	3.93
汽车	3.84

平衡型	
行业	权重%
食品饮料	8.28
医药生物	7.77
电子	7.70
非银金融	7.37
电力设备	7.25
银行	6.77
计算机	4.45
机械设备	4.02
基础化工	3.98
有色金属	3.82

成长型	
行业	权重%
电力设备	19.00
电子	13.29
医药生物	9.38
食品饮料	9.26
计算机	5.22
国防军工	4.83
机械设备	4.50
有色金属	4.10
汽车	3.98
基础化工	3.79

- 需要说明的是，对于行业的划分可能也与我们的直观认知有所差异。
- 例如，我们通常把新能源、半导体等科技股视作成长行业，而金融、地产等视作价值行业。但是对于食品饮料等消费行业，许多价值龙头随着估值的抬升，他们在风格箱中可能从价值股变为了成长股。从而导致了我们的认知与定量标准的一些差异。

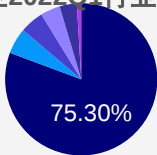
数据来源：晨星，同花顺；数据截止日期：2021/12/31

二、从定期报告的持仓信息中获悉风格

3、持仓行业分析（3/3）

- 部分基金经理会同时管理于定位全市场投资的基金、特定行业主题投资的基金。以杨锐文为例，他管理的优选混合采取全行业选股策略；而电子信息产业股票、新能源产业股票则侧重相关行业与产业链的主题投资。
- 对于同一基金经理旗下多只产品，首先应辨析哪些是行业主题基，哪些定位全行业。因为基金经理能力圈的原因，虽然两者重仓行业有相似之处，但主题基金的行业集中度高，配置的各行业相关度高，在行业风口上的表现自会相当亮眼。但博取高收益的同时也需做好行业轮动之际基金大幅回调的心理准备。

如何辨别某基金是否为行业主题基金

01	基金合同	投资组合比例：本基金投资于股票资产占基金资产的比例为 80%-95%（其中投资于港股通标的股票的比例不超过股票资产的 50%）， <u>投资于新能源产业主题股票的比例不低于非现金基金资产的 80%</u> 。每个交易日日终在扣除股指期货合约、国债期货合约和股票期权合约需缴纳的保证金以后，基金保留的现金或投资于到期日在一年以内的政府债券的比例合计不低于基金资产净值的 5%，本基金所指的现金不包括结算备付金、存出保证金、应收申购款等。股指期货、国债期货、股票期权及其他金融工具的投资比例依照法律法规或监管机构的规定执行。	基金合同明确产品投资范围中若描述“投资XX相关行业股票比例不低于非现金资产80%
02	业绩比较基准	一般而言，行业主题基金对标的基准也会是相应行业的指数，具体占比可能不同	
03	持仓行业集中度	电子信息产业2022Q1行业分布  Legend: - 电子 (Electronic) - 社会服务 (Social Services) - 计算机 (Computers) - 国防军工 (Defense and Military Industry) - 电力设备 (Power Equipment)	行业主题基金持仓往往集中于少数几行业

数据来源：景顺长城。

二、从定期报告的持仓信息中获悉风格

4、持股调整、持股周期

- 换手率用来衡量基金持有某只股票平均时间。高换手率，说明基金经理操作频繁，会择机波段操作。低换手率则表示基金经理更侧重选股，倾向长期持有，希望获取企业长期成长带来的预期年化收益。
- 近似估计看，50%换手率对应个股平均持有时长2年，200%对应个股平均持有0.5年。根据东方财富数据显示，我国公募平均换手率约400%，即约3个月左右换一次仓。与此数值对比可以看到，我司无论是成长风格刘彦春、杨锐文，均衡风格刘苏还是价值风格鲍无可均偏好长期持有个股。

换手率 = $\frac{\text{某区间基金买卖股票的总金额/2}}{\text{该区间基金持有股票市值的均值}}$ = $\frac{(307.23+144.43)/2}{(474.86+371.12)/2}$

7.1 资产负债表

会计主体：景顺长城新兴成长混合型证券投资基金

报告截止日：2021年12月31日

单位：人民币元

资产	附注号	本期末 2021年12月31日	上年度末 2020年12月31日
资产：			
银行存款	7.4.7.1	2,826,122,365.69	2,052,101,113.90
结算备付金		3,592,380.07	7,081,627.42
存出保证金		2,181,605.55	1,982,152.45
交易性金融资产	7.4.7.2	49,042,540,722.52	37,871,399,978.92
其中：股票投资		47,486,245,722.52	37,112,323,978.92

8.4.3 买入股票的成本总额及卖出股票的收入总额

单位：人民币元

买入股票成本（成交）总额	30,723,017,998.27
卖出股票收入（成交）总额	14,442,917,976.49

报告期	成长风格		均衡风格	价值风格
	优选混合	新兴成长	动力平衡	能源基建
2021/12/31	130.64%	62.25%	87.97%	124.86%
2021/6/30	69.16%	47.36%	76.39%	113.94%
2020/12/31	164.68%	72.71%	82.70%	91.84%
2020/6/30	87.96%	50.32%	102.69%	89.69%
2019/12/31	206.91%	102.67%	128.98%	53.07%
2019/6/30	115.34%	79.77%	94.90%	53.98%
2018/12/31	263.07%	89.86%	98.58%	171.62%
2018/6/30	156.23%	67.01%	111.77%	216.29%
2017/12/31	242.28%	105.95%	151.47%	216.75%
2017/6/30	134.71%	62.94%	150.24%	209.82%

数据来源：基金定期报告。注：杨锐文于2014年10月25日开始管理优选混合基金；刘彦春于2015年4月9日开始管理新兴成长基金；刘苏于2015年9月29日开始管理动力平衡基金；鲍无可于2014年6月27日开始管理能源基建基金。

二、从定期报告的持仓信息中获悉风格

5、基金投资策略及运作分析

- 定期公布的季报中会披露基金经理在这一季度的操作回顾及投资策略，也是获取投资风格信息的重要来源。

刘彦春

- 短期依据市场快速调整是很难的，依靠优秀企业穿越周期的能力应对波动，追求长期回报。

解释市场总是简单，但实际操作很难，哪怕对这个风险已经思考了很久，很难在享受前期盈利、估值双升的同时，又及时在估值收缩前迅速离场。现阶段我们继续依靠优秀企业穿越周期能力来应对市场波动，追求长期较好的复合回报水平。

风险释放对未来的投资总是好事。资产定价也不是由利率或者货币政策单一因素决定。我们今年会面对一个高波动市场，但大概率不会是单边熊市。我国经济结构转型，资本市场发展空间广阔。低风险、高回报的大类资产非常稀缺，居民财富向权益类资产再配置才刚刚开始。经济发展前景乐观，估值下一个台阶之后自然会重新起步。我们会继续沿着效率提升方向寻找投资机会，工程师红利、全球化、消费升级仍然是我们最为看好的投资方向。

鲍无可

- 自下而上找寻高壁垒、估值合理或偏低公司，长期持有创造价值。

展望未来十年，中国面临两个转型，一个是经济结构的转型，投资占GDP的比重将下降到较低水平，二是能源结构转型，主要能源开始从煤炭向新能源过渡。在如此复杂的宏观背景下，唯一可靠的办法就是我们一直以来坚持的自下而上选股，去找到那些壁垒高、估值合理或偏低的公司。中国股票市场是具有长期机会的，因为中国拥有全球数量较多的优秀企业家，他们带领着各自的公司披荆斩棘，不断创造价值。通过长期持有这些优秀公司，希望我们的组合能为投资者带来可观的回报。

杨锐文

- 坚持投资伟大前景新兴产业，伴随他们成长，不是趋势增强，不追热点。布局以科技成长方向为主，挣认知以内的钱。

我们投资的方向与组合依然充满信心。我们依然坚持投资具有伟大前景的新兴产业企业，并伴随他们的成长，而不是趋势增强、寻求市场热点。我们相信未来的胜者一定是不断高强度投入的企业。尽管这些企业不一定是当前的焦点，但是，我们相信厚积薄发才能换取长期的发展。尽管这个过程充满艰难与痛苦，我们仍会坚持我们的选择和风格，我们也会不断优化和改进我们的持仓

就投资机会而言，我们认为上半年是周期类占优，下半年是科技成长类占优。以有色、煤炭为代表的资源股和以地产、基建为代表的稳增长个股，大概率是上半年的投资主轴，在一季度的行情也充分表露无遗。我们并不倾向于现阶段介入相关板块，主要是我们无法衡量这些机会的空间和高度。尽管科技成长类的机会表现相对萎靡，但是，我们深信这些是未来，随着过度悲观的风险偏好修复，这些板块也会出现估值修复的机会。对于这些机会，我们认为市场高估了短期的风险，低估了长期的空间与机会。因此，我们的布局上依然以科技成长为主，并且，这次科技成长的领军方向将会以半导体、新材料、软件等为代表的自主可控为主。

刘苏

- 在具备较好赔率的前提下，优选好行业、好企业、好时机标的。无论短期市场如何波动，优质企业股权长期看一定是最有价值的资产。

从整个季度来看，基金管理人整体投资思路没有太多变化，依然坚持“买股票就是买企业”的思路，聚焦在自己熟悉的好生意中，同时根据股价的波动，适当进行调整，不停优化组合的风险收益比，我们尤其重视那些由于短期或暂时性因素导致业绩、股价表现较差的优质资产，并进行了适当的增配。我们始终坚信，无论市场短期如何波动，优质公司的股权长期看一定是最有价值的资产。

我们的选股偏好，在具备较好赔率的前提下，我们将聚焦于三类公司：第一类，产品或服务难被替代且有定价权的公司（好行业）；第二类，虽然业务存在替代品和竞争但已被证明存在显著竞争优势且竞争优势能够维持或持续加强的公司（好企业）；第三类，处于周期底部且估值预期较低的成本领先型公司（针对周期成长股的好时机）。

在不确定性加大的时期，我们希望通过长期逻辑的确定性（商业模式、行业格局、企业竞争力）而非仅仅是短期业绩的确定性（景气），来获取长期投资的回报。

你的基金经理是什么投资风格？

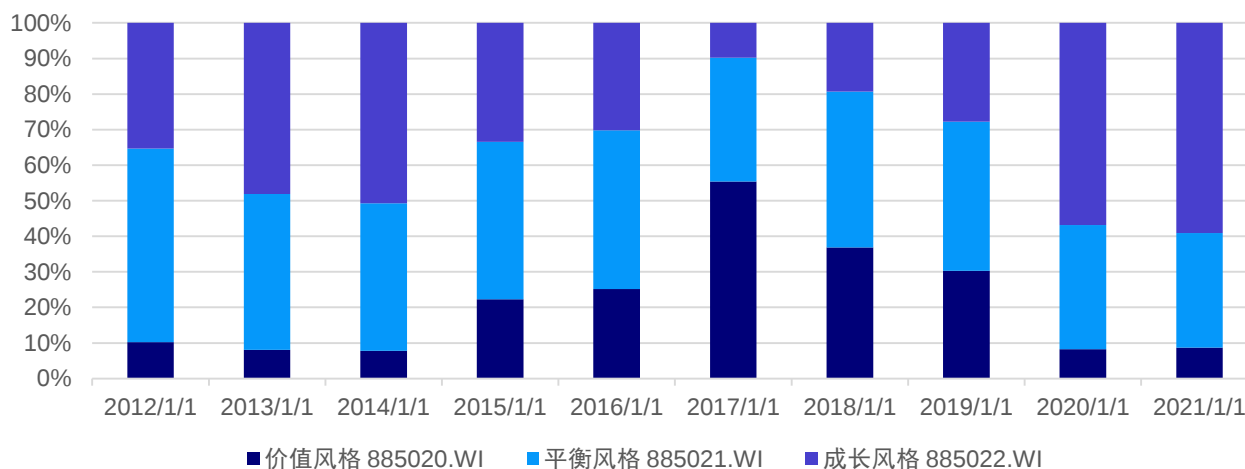
多渠道了解投资风格，各渠道信息互为补充，相互验证

		刘彦春	杨锐文	鲍无可	刘苏
借助晨星风格定位 (3年维度)	2019/06	• 大盘成长	• 大盘成长	• 大盘平衡	• 大盘成长
	2019/12		• 中盘成长	• 大盘价值	
	2020/06		• 大盘成长	• 中盘平衡	
	2020/12			• 中盘价值	
	2021/06			• 大盘平衡	
	2021/12				
通过公开宣传资料补充		- 注重选股而非选时。 - 自下而上，基于且仅基于企业本身的经营和财务绩效，在每个行业中寻找高投入资本产出、高成长潜力的优秀公司长期持有。 - 行业景气及发展空间是判断企业前景的重要依据，但不刻意强调行业配置权重。	投资符合产业发展趋势的持续高成长或者处于加速向上阶段的企业，希望分享企业投资性价比最高的那一段成长。	- 注重安全边际，关注估值与壁垒。 - 在各行各业找到那些高壁垒公司，并在一个比较合理的价格去买入。	- 以实业眼光自下而上选股，坚持“下行风险小，上行空间大”的原则，积极寻找“好行业、好企业、好时机”三因素结合的投资机会。 - 关注具备强竞争优势及增长潜力的高品质公司，以合理估值买入并长期持有；同时对部分周期行业，在行业景气底部且股价低估时，选择成本优势企业阶段性参与。
通过基金定期报告验证		- 高权益仓位运作 - 个股行业高集中度 - 大盘股为主，对成长股质量要求较高 - 低换手率，长期持有，不择时	- 高权益仓位运作 - 个股行业分散，多层次均衡布局 - 个股市值30亿至万亿不等，聚焦于高速增长阶段企业 - 低换手率，不择时，伴随企业成长 - 专注科技成长方向	- 权益仓位适中 - 个股行业分散 - 低估值、高股息个股 - 长期持有	- 淡化仓位选择，以较高权益仓位运作 - 个股行业分散，均衡布局 - 兼顾个股估值及成长性，以合理价格买入高质量成长股。同时阶段参与周期股投资。 - 低换手率，不择时，长期持有

市场存在风格漂移现象

- 前述展示了投资风格的分类以及识别，但现实中我们发现，基金经理的投资风格并不是一成不变的，投资风格的转变被称之为风格漂移。
- 市场存在一定的风格漂移现象。统计我国公募基金市场近十年各类风格基金的数量变化，结果显示，均衡风格基金占比相对稳定，价值风格与成长风格则呈现明显的“跷跷板”效应。结合我国市场风格轮动情况分析，可以发现，投资风格的转变与市场风格的轮动高度相关，当市场中成长风格占优时，成长风格的基金占比会逐渐提高，反之则占比逐渐下降。

近十年我国公募基金市场风格变迁



数据来源：wind，时间区间2012.1.1-2021.12.31。

风格漂移的原因

- 追溯风格漂移的原因，不可避免会首先聚焦到基金经理本人，出现漂移的原因主要有两个方面：1.投资年限较短，2.短期业绩压力。

投资年限较短

- 基金经理的能力会随着学习不断进化，部分基金经理投资年限较短，还未形成稳定的投资风格，其投资风格可能会随着时间变化产生一定的变动。
- 通常认为，经历过一轮牛熊的基金经理对市场的认知更深刻，此时基金经理大概率已经形成了较为成熟稳定的投资风格。

短期业绩压力

- 市场风格轮动迅速，热点切换频繁，例如2021年以来极致的结构性行情下，若未能押对赛道，业绩可能大幅落后。
- 基于短期业绩压力，部分基金经理可能会在压力下调仓换股，暂时放弃个人坚守，选择市场热点。

- 除以上基金经理个人原因外，市场中还存在一些**客观原因**导致的风格漂移：
 - 基金规模变动。例如投资范围是“中小盘”，但假如基金规模快速增长，原有的中小盘股票池无法承载增长的资金，基金经理只能被动投向容量更大的“大盘”股。
 - 基金发行时间与景气周期的错配。例如某主题基金发行时行业估值已涨至高位，为保证业绩平稳，基金经理只能选择估值更合理的股票。
 - 基金经理更换。例如基金经理离职，原有的投资风格或将不再延续。
 -

风格漂移的影响

- 风格漂移往往导致投资者配置计划失灵，同时，风格漂移下市场中的基金也容易逐渐同质化。



配置失灵

- 例如风险偏好较低的投资者配置了价值风格基金，但随着市场波动，这只基金漂移到了成长风格，波动变大，不再适合这位投资者。



基金同质化

- 若市场中的基金都跟随市场风格变化漂移至同一风格，则基金的可辨识度大大降低，同质化严重，难以满足投资者的多元需求。

“

如果基金业绩不错，是否可以不用在乎风格漂移？

- 答案是“否”。市场中不乏一些“业绩为王”言论，认为在业绩不错的情况下，即使基金经理风格漂移也没关系，但基金经理能力圈往往也是有限的，风格漂移对于成熟的基金经理而言，通常意味着偏离了自己的能力圈，这样做或许能够在短期为投资者获取一定超额收益，长期来看却难以持续。

如何识别风格漂移

- 可以通过长期跟踪前述所讲的投资风格的要点，来识别一只基金是否风格漂移。

关注要点		举例说明
1	借助晨星风格箱定位风格	• 以近3年、近5年的长期维度在风格箱中观察基金的风格定位 • 基金风格在市场上无统一概述，仅是定性的概念。晨星风格箱有助于大家更为清晰简便知悉风格特点，但实际风格刻画是复杂的，除了应用晨星提供的两个定量维度，我们还需结合公开资料，定期持仓，全面多角度追踪评判。
2	通过公开宣传资料补充	• 近3年、近5年关于投资理念等的描述是否发生改变 • 举例： ✓ 以价值投资鲍无可来看，按照晨星风格箱，风格在均衡、价值切换，似乎存在漂移现象。 ✓ 但结合公开访谈分析，基金经理认为“价值投资并非绝对低估值投资，而是相较于未来市值，股票现在市值有很大折扣，不断跟踪以合理价格买入。可见他并非一位纯粹价值主义者，而是随着市场不断改进，形成个人均衡偏价值的风格。 ✓ 最后，从持仓跟踪看，鲍无可的持仓一直集中于低估值高股息个股，且重仓股持有时间较长，权益仓位较低，个股、行业分散，可见基金经理实际操作与他对外宣称的投资理念相符合，知行合一，投资风格并未发生漂移。
3	通过基金定期报告验证	• 近3年、近5年投资行为是否发生改变

• 因基金经理个人原因导致的风格漂移：

- 对于因投资年限较短还未形成稳定投资风格的基金经理，如果投资者仍然看好这位基金经理，不妨宽容一些，多给予一些耐心，陪伴基金经理一起成长。
- 对于因短期的业绩考核而舍弃自身坚守的基金经理，则需要谨慎对待。

• 因客观因素导致的风格漂移：

- 考虑是否仍符合自己的资产配置需求，如不符合，则可以更换。

投资风格的应用



对持基体验有合理预期



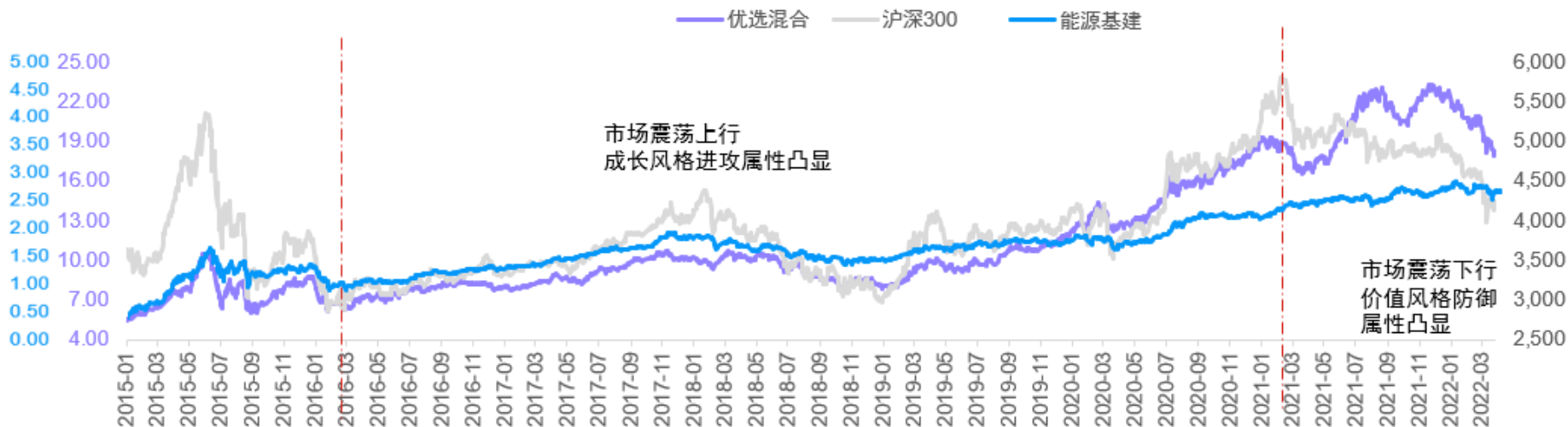
更深入理解产品业绩



合理进行风格配置

对持基体验有合理预期

- 成长风格基金经理持仓集中于目前处于高速发展阶段的个股，这类股票由于处于成长期，收入、利润较不稳定，常常因盈利、发展不及预期致使股价大幅波动。这类风格的基金产品有着高投资预期，但同时波动较大。
- 价值风格基金经理在配置上高度重视估值、安全边际，优选价格较低或合理的个股持有。这类风格的基金产品预期收益相对较低、同时波动率和回撤也较低。
- 不同风格的基金给投资者带来的体验感不同，不了解风格的情况下盲目买入，投资者可能会因为期间成长风格基金的波动而被迫离场，也可能因为价值风格基金涨幅较低，在业绩的强烈对比中，情绪受影响，转而追涨涨幅较高的基金。



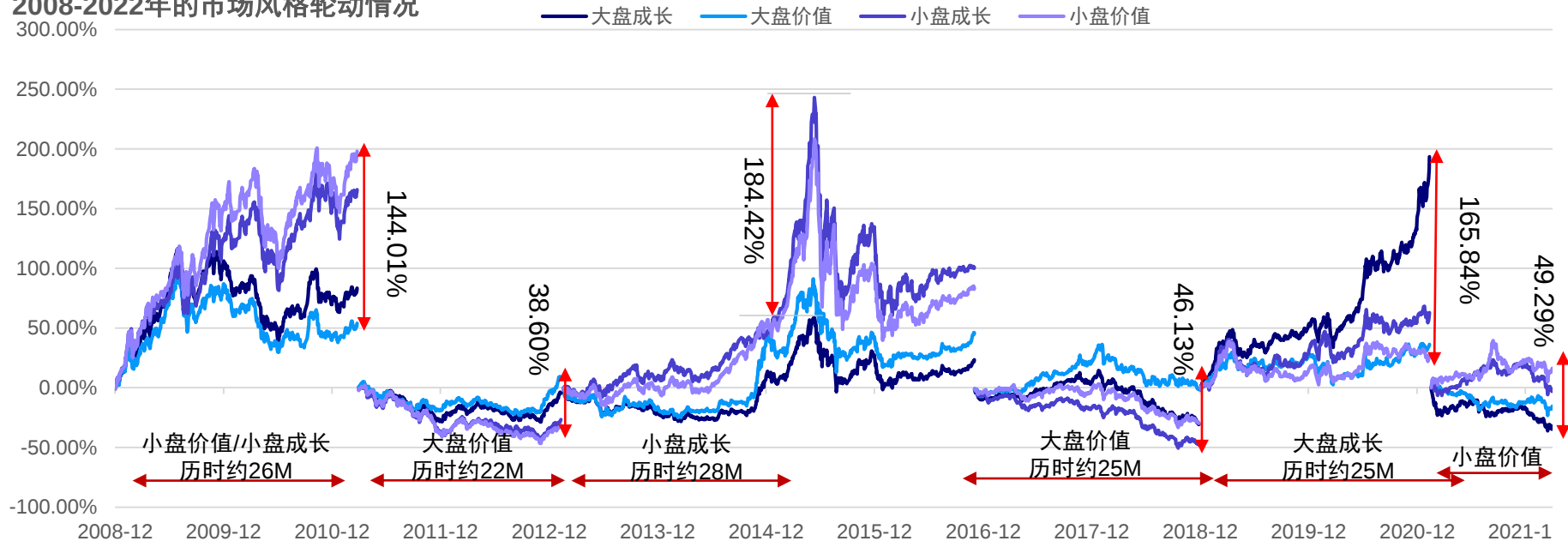
净值数据来源：景顺长城、指数数据来自wind，均截至2022.3.31。优选混合同期基准收益7.13%，能源基建同期基准收益27.06%。

更深入理解产品业绩（1/3）

短期亏损就要割肉？

- 市场风格不断轮动，当自身风格与市场风格不匹配时，即使是个股挖掘能力极强的基金经理，也会在一段时间内折戟沉沙，业绩显得落后其他优势风格的基金，但此时的亏损更多是短期市场因素影响，当市场风格再次转换，优秀的基金经理能够及时抓住机会，为投资者获取超额收益。
- 自2009年以来，A股市场经历多轮明显的大小盘切换、价值成长切换。每一次风格的转换，都会对基金的相对收益产生巨大影响。从下图可以看出，从风格转换到下一风格崛起的两年多内，不同风格收益差最高超184%，最少也达38%。

2008-2022年的市场风格轮动情况



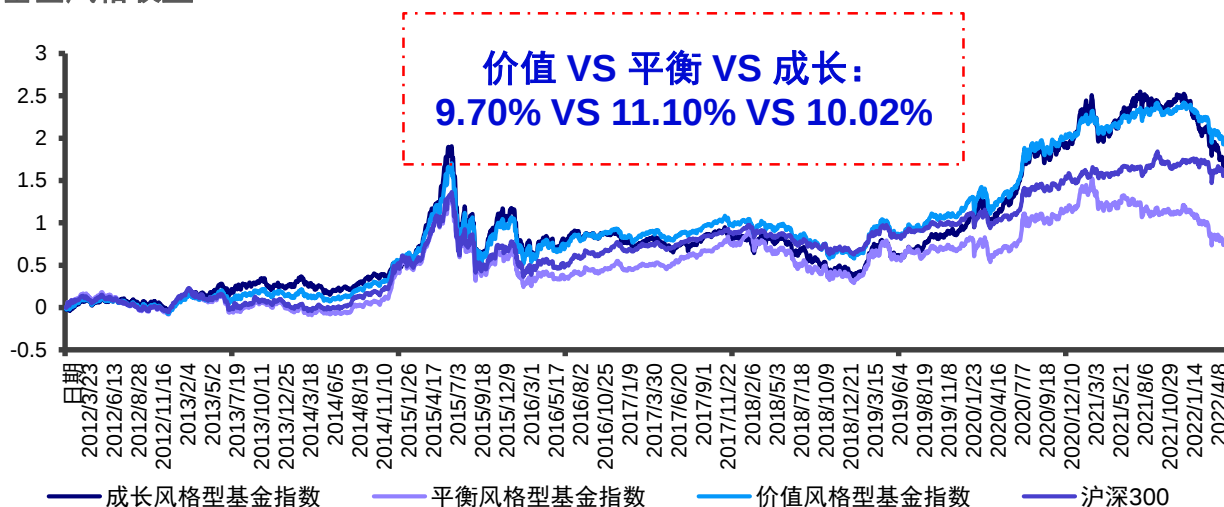
数据来源：Wind。截至2022. 3. 31。注：上述指数采取由深圳证券信息有限公司编制的巨潮风格系列指数，大盘成长：399372. SZ；大盘价值：399373. SZ、小盘成长：399376. SZ；小盘价值：399377. SZ。

更深入理解产品业绩（2/3）

长期看，不同风格基金殊途同归

- 短期而言，基金经理如果顺应市场转变投资风格或许可以获取较高的回报，但是这样的回报未必能长久。例如美国90年代末的互联网浪潮中，众多基金偏离合约规定的投资目标，纷纷投资于成长股票，继而在2000年3月互联网泡沫破灭时，给投资者带来重大损失，而富兰克林基金旗下的几只基金在1999年仍坚持价值投资，从而保持了稳定的长期回报，带给投资者良好的体验。
- 坚守固定投资风格的基金业绩虽短期有一定差异，但长期来看，收益回报的差距较小。统计我国近10年不同投资风格基金指数的回报，价值、平衡、成长三者的年化回报分别为9.70%、11.10%、10.02%，差距不大，且相对于沪深300指数5.51%的年化收益来讲，超额收益显著，坚守自持的投资者终等来时间的玫瑰。

基金风格收益



数据来源：wind，时间区间：2012.01.01-2022.04.22。上述指数由wind编制：成长风格：885022.WI、平衡风格：885021.WI、价值风格：885020.WI。

更深入理解产品业绩（3/3）

把握基金亏损背后的原因

- 基金的业绩表现主要来源两大部分：一、市场的机会；二、基金经理把握市场机会创造超额收益。市场风格切换使得基金经理无论隶属哪种风格，必然会面临某段时间业绩落后的情况，这时如果不能有效认识基金经理投资风格，理性分析亏损原因，势必会出现在业绩迸发时买入，低谷时离去的场景，大幅折损着投资收益。
- 以成长风格杨锐文在管优选混合以及价值风格鲍无可在管能源基建为例，近六个月两个产品收益分别为-12%、-0.73%，单从绝对收益来说，大多数投资者一定偏好购买后者。但剔除市场因素后，两只产品超额收益实力相当，分别为4.78%、2.04%。
- 如果短期亏损原因由市场造成而非基金本身，那么希望投资者能更加从容面对，毕竟短期市场不可测，耐心等待亦或逆市进取，在风格到来之际，基金亦会再次把握机会，趁势而上。

	2015年 市场风格：成长	2016-2018年 市场风格：价值	2019-2021年 市场风格：成长	2022年 市场风格：价值
成长风格基金	✓	✗	✓	✗
价值风格基金	✗	✓	✗	✓

基金业绩与相应风格指数涨跌幅对比

名称	近六个月	近1年	近2年	近3年	近5年
景顺长城优选混合	-12.17%	6.61%	45.87%	87.59%	113.82%
巨潮大盘成长指数	-16.96%	-16.28%	37.53%	41.67%	47.31%
超额收益	4.78%	22.90%	8.34%	45.92%	66.51%
同期基准	-9.81%	-9.02%	15.31%	11.82%	3.82%

名称	近六个月	近1年	近2年	近3年	近5年
景顺长城能源基建	-0.73%	5.73%	34.91%	37.72%	50.63%
巨潮大盘价值指数	-2.77%	-13.40%	7.90%	-4.22%	16.30%
超额收益	2.04%	19.13%	27.01%	41.94%	34.33%
同期基准	-10.23%	-12.17%	13.60%	11.02%	24.71%

数据来源：景顺长城、wind，截至2022.3.31，经托管行复核。

合理进行风格配置

1	建立长期 投资目标	- 有多高的收益目标 - 愿意承担多大的波动风险
2	匹配合适 投资风格	- 成长风格：预期回报高，同时回撤波动较大 - 均衡风格：预期回报适中，风险适中，长期制胜 - 价值风格：预期回报低，同时回撤波动较小
3	根据市场 小幅调整	- 在长期权重上微调 - 动态超配成长、价值、或具体的某一类行业主题基金

用长期目标匹配投资风格

	收益率		最大回 撤	风险收益特征	适合人群
	近五年	期间最高 回报	近五年		
成长风格 基金指数	45.26%	102.90%	-30.49%	高收益 高回撤	喜欢高收益同时能 承受高波动的投资 者
平衡风格 基金指数	53.75%	86.38%	-24.34%	长期回报突出， 回撤适中	既想追逐高收益， 又不愿承担过多风 险的投资者
价值风格 基金指数	44.25%	65.60%	-17.69%	收益相对较低， 回撤也较小	不愿承受较大波动 立足长期收益积累 的投资者

- 第一，投资者需设立长期投资目标，而非在牛市激进追涨，在熊市又成为保守派，止损撤离。
- 第二，匹配自身投资目标，选择合适风格基金。对于既想追逐高收益，又担心高波动的投资者，在了解风格的基础上均衡配置基金亦不失为一种好的投资方式。
- 第三，虽然市场对不同风格基金短期业绩产生较大影响，但我们并不鼓励猜测市场，押注单一风格。投资者应按自身长期目标，设置对价值、成长、均衡基金的长期配置权重，在此基础上，适当微调，动态超配看好的风格与行业。而非在市场风格切换之际大幅调整，市场的不确定性使得这样的操作存在较多运气成分，往往易追涨杀跌。

数据来源：景顺长城、wind，截至2022.4.25。

风险提示

尊敬的投资者：

投资有风险，投资需谨慎。公开募集证券投资基金（以下简称“基金”）是一种长期投资工具，其主要功能是分散投资，降低投资单一证券所带来的个别风险。基金不同于银行储蓄等能够提供固定收益预期的金融工具，当您购买基金产品时，既可能按持有份额分享基金投资所产生的收益，也可能承担基金投资所带来的损失。

您在做出投资决策之前，请仔细阅读基金合同、基金招募说明书和基金产品资料概要等产品法律文件和本风险揭示书，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，认真考虑基金存在的各项风险因素，并根据自身的投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等因素充分考虑自身的风险承受能力，在了解产品情况及销售适当性意见的基础上，理性判断并谨慎做出投资决策。

根据有关法律法规，景顺长城基金管理有限公司做出如下风险揭示：

一、依据投资对象的不同，基金分为股票基金、混合基金、债券基金、货币市场基金、基金中基金、商品基金等不同类型，您投资不同类型的基金将获得不同的收益预期，也将承担不同程度的风险。一般来说，基金的收益预期越高，您承担的风险也越大。

二、基金在投资运作过程中可能面临各种风险，既包括市场风险，也包括基金自身的管理风险、技术风险和合规风险等。巨额赎回风险是开放式基金所特有的一种风险，即当单个开放日基金的净赎回申请超过基金总份额的一定比例（开放式基金为百分之十，定期开放基金为百分之二十，中国证监会规定的特殊产品除外）时，您将可能无法及时赎回申请的全部基金份额，或您赎回的款项可能延缓支付。

三、您应当充分了解基金定期定额投资和零存整取等储蓄方式的区别。定期定额投资是引导投资者进行长期投资、平均投资成本的一种简单易行的投资方式，但并不能规避基金投资所固有的风险，不能保证投资者获得收益，也不是替代储蓄的等效理财方式。

四、特殊类型产品风险揭示：

1. 如果您购买的产品为养老目标基金，产品“养老”的名称不代表收益保障或其他任何形式的收益承诺，产品不保本，可能发生亏损。请您仔细阅读专门风险揭示书，确认了解产品特征。
2. 如果您购买的产品为货币市场基金，购买货币市场基金并不等于将资金作为存款存放在银行或者存款类金融机构，基金管理人并不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。
3. 如果您购买的产品为避险策略基金，避险策略基金引入保障机制并不必然确保您投资本金的安全，基金份额持有人在极端情况下仍然存在本金损失的风险。
4. 如果您购买的产品投资于境外证券，除了需要承担与境内证券投资基金类似的市场波动风险等一般投资风险之外，还面临汇率风险等境外证券市场投资所面临的特别投资风险。

5. 如果您购买的产品以定期开放方式运作或者基金合同约定了基金份额最短持有期限，在封闭期或者最短持有期限内，您将面临因不能赎回或卖出基金份额而出现的流动性约束。

五、景顺长城基金管理有限公司承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证本基金一定盈利，也不保证最低收益。本基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成本基金业绩表现的保证。景顺长城基金管理有限公司提醒您基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险，由您自行承担。基金管理人、基金托管人、基金销售机构及相关机构不对基金投资收益做出任何承诺或保证。

六、本基金管理人依照有关法律法规及约定申请募集旗下基金，并经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）许可注册。相关基金的基金合同、基金招募说明书和基金产品资料概要已通过中国证监会基金电子披露网站<http://eid.csrc.gov.cn/fund>和基金管理人网站www.igwfmc.com进行了公开披露。中国证监会对基金的注册，并不表明其对基金的投资价值、市场前景和收益作出实质性判断或保证，也不表明投资于基金没有风险。

谢谢