“造星”营销不可取 规模扩张留隐忧

巨无霸产品拷问基金公司“节制力”

虎年伊始，新晋“基金一姐”的明星基金经理葛兰陷入舆论漩涡。

2021年，“医药女神”吸引大量个人投资者慕名而来，葛兰的代表产品中欧医疗健康混合基金（A/C份额合并计算）规模骤增超540亿元。随着近期葛兰操盘基金的净值持续回调，各方争议也接踵而至。集中投资医药行业的主题基金规模过大是否造成业绩下滑？基金公司是否应该平衡好规模与业绩的天平，有效控制基金规模，保护持有人利益？

● 本报记者 张舒琳 王宇露

视觉中国图片 制图/杨红

资金“喂胖”巨无霸

2月15日，以药明康德为代表的CXO板块大幅反弹，中欧医疗健康混合基金净值明显回升。然而，Wind数据显示，截至2月14日，该基金净值近一年下跌38.06%，跑输业绩比较基准13.4个百分点。与此同时，该基金规模一路攀升，截至2021年年末，规模已达775.05亿元，一年“膨胀”超540亿元。其中，个人投资者成为中欧医疗健康混合基金的捧场主力。据2021年半年报，共有695.21万户投资者持有该基金，其中个人投资者持有的份额比例高达99.39%。随着大量个人投资者慕名而来，葛兰一跃成为管理规模最大的主动权益基金经理，最新管理规模已超1100亿元。

中欧医疗健康混合基金契约显示，该基金股票投资占基金资产的比例为60%-95%，其中投资于医疗健康相关行业股票的比例不低于非现金基金资产的80%。业内人士认为，行业主题基金的投资方向集中，规模上限通常较全市场投资基金更低。由于集中投资某一行业或主题概念标的，调仓灵活度受限，行业主题基金的波动幅度通常较大，不太适合“小白”投资者。

然而，在中欧医疗健康混合基金规模骤增的过程中，中欧基金并未采取有效措施控制产品规模。2021年1月，中欧基金仅将该产品的代销渠道大额申购限制金额由20万元调整至10万元。基金分析人士表示，由于该基金以个人投资者为主，单笔投资额通常较低，10万元的限额并不能有效控制产品规模。该基金曾多次登上基金销售平台的热销榜，该基金2021年规模增长速度也证明了这一点。

与之相比，2021年2月，易方达张坤、富国朱少醒等顶流基金经理旗下的多只产品均曾主动限制大额申购，单日申购限额一般在1万元到2000元。

规模“惹的祸”

2021年8月，证监会主席易会满在基金业协会第三届会员代表大会上提到，基金赚钱、基民不赚钱的问题时有发生，这其中固然有投资者自身的因素，但也有行业自身发展观和经营观的问题，反映的是规模情结浓厚，重营销轻持续服务。

业内人士认为，基金公司扩张管理规模谋求自身发展无可厚非，但放任行业主题基金规模急剧增长，将带来多方面的负面影响。上海证券基金评价中心负责人刘亦千表示，一是当基金变成“巨无霸”，意味着中小市值股票对其净值的贡献微乎其微；二是产品规模大意味着基金经理投资要更加分散，非常考验基金经理的投资精力；三是影响基金经理投资策略，规模膨胀容易导致基金投资风格偏向于大盘股，能否与基金经理以往的投资风格和投资理念相匹配需要探讨；四是调仓的灵活度降低，调仓速度慢，冲击成本也较高。也有基金经理表示，“规模是业绩的敌人。”每位基金经理都有自己的能力圈，当管理规模过大时，创造超额收益的难度也会加大，净值波动率会较以往有所提升。

“基金公司应该认清规模与业绩的关系，及时提示风险，引导投资者理性投资。之所以放任其规模扩张，本质上是一个商业经营模式的问题。基金公司采用打造‘流量明星’的模式扩大管理规模，从经营上看是成功的，但长远看并不合理。”一位业内人士表示。

投资者利益是发展之本

过去一年，多只短期业绩抢眼的行业主题基金规模增长超百亿元。部分基金公司在规模扩张的诱惑下，以“造星”的方式营销基金。

对此，刘亦千表示，虽然顶流基金经理对于自身管理规模有较大自主决策权，但基金公司需认清管理规模和投资者利益的关系，克制规模扩张的冲动，更加审慎地考虑基金的规模与基金经理策略、管理精力的适应程度。“在行业快速发展的时候，最得意的一定是有较高品牌号召力的公司和经理，但基金公司需要把投资者利益放在首位，合理引导投资者理性投资。”他表示。

上海某中型基金公司权益投资负责人也表示，在充分享受散户涌入带来的规模扩张红利时，公募基金不能忽视行业发展的“健康度”，尤其是在大量对投资理解甚少的“小白”客户涌入时，行业应当主动承担起自己的责任。“贪婪是人性的弱点之一。面对散户任性‘投基’，基金公司固然短期能增收增利，但历史经验证明，最终会落得‘一地鸡毛’。对于应秉持持有人利益至上原则的资管行业而言，这显然是不负责任的行为。”他表示：“公募基金尤其是头部基金公司应该做出表率，主动引导客户进行理性投资。”

一线私募持仓重“均衡” “稳增长主线”受追捧

● 本报记者 王辉

受医药、新能源板块止跌回升等因素推动，A股市场2月15日迎来缩量反弹。其中，新能源车、医药为代表的成长股板块，与石油、煤炭为代表的周期股板块，站上了“一上一下”的跷跷板。

多家一线私募机构的最新策略观点显示，对于虎年开市以来阶段性超额收益突出的周期、基建等稳增长主线，目前私募依然预期积极。同时，在市场存在不确定性因素的背景下，多家私募机构在投资配置上更倾向于均衡。

周期板块有望贡献超额收益

15日两市主要股指在早盘略作休整后逐步震荡反弹。从行业板块指数表现来看，15日A股“成长”完胜“周期”。尤其在主要股指当日普遍上行时，石油、煤炭、房地产等周期性行业均出现明显走软。

建泓时代投资总监赵媛媛表示，自2021年下半年财政和货币“双松”的政策基调确立以来，各项宏观数据持续显示相关政策正在快速落地。财政政策上，1月份专项债出现巨量发行；货币政策上，除降准、LPR利率调降外，货币投放与社融增速同比持续上升。赵媛媛认为，财政和货币“双松”，为周期股等稳增长相关主线的阶段性强势行情提供了基础条件。另外，地缘局势等因素可能会导致全球大宗商品价格上涨，也为上游周期股持续取得超额收益创造了有利条件。同时，美联储不断收紧的货币政策基调，也“衬托”出周期板块的配置价值，“预计周期股等稳增长主线的相对收益，会持续到货币财政政策转向时点”。

万丰友方投资总监陈益和认为，近期宏观政策的主基调，主要体现在各部门加大跨周期调节力度的精准发力、靠前发力。春节假期后，周期、基建等板块的表现阶段性领先市场，完全符合当前稳增长的基本面逻辑。赛道股由于前期资金过于拥挤、回撤较大等因素，投资者调仓换股以平衡投资配置，进一步推升了周期、基建等板块。随着稳增长政策持续发力，短期内周期相关板块仍具有贡献超额收益的能力。“投资者应注意到，后续受益于稳增长政策的板块会出现分化，建议投资者加以甄别，选择真正能够受益的行业和公司。”

力推均衡布局

在近期A股市场持续震荡的背景下，私募机构在仓位管理、攻守平衡、个股组合配置结构等方面，正进一步转向“均衡”。

在组合结构的把控上，名禹资产表示，全球流动性预期收紧依然是影响A股估值的重要外部因素，随着国内信用周期确认见底，稳增长政策继续落地，预计短期内A股市场或持续宽幅震荡。目前重点关注四方面投资机会：一是低估值的基建等稳增长主线，以及同样低估值且基金低配的大金融板块；二是原油、煤炭、锂矿等资源股标的；三是有业绩支撑的细分消费股和中低估值的科技股；四是本轮回调幅度已经较大的新能源赛道优质个股。

赵媛媛表示，当前市场环境下，建泓时代仓位上总体处于“中性略高”水平，持仓结构以周期股为主，以受益于政策刺激的成长、题材股为辅。未来如果宏观经济出现明显改善迹象，该机构将会考虑提高成长股方面的配置比重。

陈益和分析，本轮调整以来，不少优质资产已经具备很高性价比，现阶段在组合结构上会更注重“长短结合”和“攻守均衡”。一方面会配置短期表现较好的稳增长板块，另一方面会着眼长远，配置短期跌幅较大但长期前景乐观的高成长性行业，如医药、互联网、半导体、新能源等。

全球资管巨头持仓曝光 “站台”中概造车新势力

● 本报记者 葛瑶

2月15日，反映全球资管机构2021年四季度美股持仓情况的13F报告陆续披露，桥水基金、景顺、瑞银集团等资管巨头的最新动态浮出水面。

在对中概股的操作方面，资管巨头出现一定分歧。桥水基金上季度大幅增持阿里巴巴、京东和拼多多等中概股。景顺、瑞银集团、富达投资等则选择抛售中概互联网股，转而加码蔚来等造车新势力。

桥水抄底中概互联网股

13F报告显示，桥水基金2021年四季度美股持仓规模达到172.02亿美元，较前一季度减少5.81%，当季增持299只美股标的，新进137只，减持292只，清仓89只。

在被桥水基金清仓的股票中，出现了亚马逊、奈飞、Paypal等热门美股的身影。2021年三季度桥水基金曾开仓奈飞、亚马逊，仅一个季度之后，便全部卖出。在抛售这些热门股票的同时，桥水选择大幅抄底中概互联网股。

具体来看，2021年四季度，桥水基金大幅增持阿里巴巴，期末持仓市值为5.07亿美元；同时增持京东和拼多多，期末持仓市值分别为1.86亿美元、1.55亿美元。此外，桥水基金2021年四季度还增持了网易，期末持仓市值增至4973.10万美元。

与桥水基金的操作相反，景顺选择抛售阿里巴巴、京东等中概互联网公司。

13F报告显示，2021年四季度景顺增持1659只美股标的，新买入200只。其中，新买入最多的股票分别是苹果、微软、谷歌母公司Alphabet（A类）、高通、特斯拉。同期，景顺减持2097只美股，清仓186只，大举卖出Meta、Paypal、Yandex、拼多多、阿里巴巴。

2021年四季度期间，景顺大举减持阿里巴巴，期末持股市值为4.35亿美元。景顺同期还减持了京东、拼多多，2021年四季度末持有京东2674万股，持仓市值18.04亿美元；持有拼多多1578万股，持仓市值9.20亿美元。

多家机构加仓造车新势力

瑞银集团、富达投资等国际资管巨头在2021年四季度选择减持中概互联网股，加码造车新势力。

2.42亿美元

摩根大通加仓华住集团和蔚来，加仓幅度为14%、378%。截至2021年四季度末，摩根大通持有华住集团2.94亿美元，持有蔚来2.42亿美元。

瑞银集团披露的持仓报告显示，2021年四季度瑞银减持阿里巴巴约120万股，期末持仓市值为4.99亿美元；减持京东约56万股，期末持仓市值为9491.20万美元。当季，瑞银集团买入193万股蔚来看涨期权，价值6387.90万美元。

富达投资减持了阿里巴巴以及京东，期末持仓市值分别为9.31亿美元、8.15亿美元。不过，富达同期小幅增持蔚来，截至2021年四季度末共持有126万股，持仓市值3985.70万美元。

摩根大通与安联集团在稍早前公布持仓数据。具体来看，摩根大通选择大幅减持阿里巴巴，期末持仓市值为10.89亿美元；同时减持京东，期末持有的京东市值为4.7亿美元。不过，摩根大通加仓了华住集团和蔚来，加仓幅度分别为14%和378%。截至2021年四季度末，摩根大通持有华住集团2.94亿美元，持有蔚来2.42亿美元。

欧洲资管巨头安联集团2021年四季度减掉61%的阿里巴巴仓位，期末持仓市值为6463.90万美元；同期减持百度，期末持仓市值为4140.10万美元。对于中概股的加仓方向，安联集团同样瞄准加码造车新势力，增持蔚来、小鹏汽车，加仓幅度分别为5%和30%。截至2021年四季度末，安联集团持有蔚来9061.70万美元，持有小鹏汽车7876.80万美元。

规模变化泄露“天机”：基金申赎较正常

● 本报记者 万宇 徐金忠

近期A股市场调整，会不会引发基民大量赎回基金？中国证券报记者梳理基金相关公告同时通过多方采访了解到，虽然市场前期热门赛道出现较大幅度调整，但“整体基金申赎情况较正常”。

对于下一阶段的投资机会，基金机构表示，虽然“稳增长”主线阶段性强势，但成长风格有望在市场整体企稳后再度有所表现，一些“超调”机会值得投资者关注。

基金规模增减不一

从近期多家基金公司发布的旗下部分基金参与上市公司定增的公告中可以看出，不同基金规模增减不一。

“网红”基金经理蔡嵩松管理的诺安成长混合参与晶瑞电材非公开发行A股股票情况显示，该基金获配晶瑞电材182.48万股，账面价值5410.56万元，占基金资产净值的比例为0.23%。据此推算，截至1月28日的诺安成长混合规模为235.24亿元，与2021年四季报披露的274.08亿元规模相比略有减少。

中欧基金袁维德管理的中欧价值智选回报参与了民德电子定增，根据公告，该基金认购304.75万股，账面价值为1.36亿元，占基金资产净值比例为0.6312%，据此推算，截至1月19日，中欧价值智选规模为216.06亿元，与2021年四季报披露的228.62亿元规模相比略有减少。

嘉实基金相关公告显示，截至2月10日，嘉实策略增长混合的最新规模约37.40亿元、嘉实价值成长混合最新规模约14.56亿元、嘉实竞争力优选混合最新规模约56.18亿元。在2021年年末，上述基金的规模分别约为41.48亿元、16.19亿元和62.65亿元。

部分固收类基金的规模则出现增长。比如，易方达稳健收益参与了天山股份定增，根据公告，该基金获配740.74万股，账面价值为1.06亿元，占基金资产净值比例为0.14%，据此推算，截至2月10日，易方达稳健收益规模为756.61亿元，与2021年四季报披露的707.62亿元规模相比，增加近50亿元。

总体保持稳定

某头部基金公司渠道人士透露，虽然近期市场震荡调整，但公司整体管理规模保持稳定，并未见大规模赎回，某些业绩表现好的权益类产品甚至还有资金净流入，另外，公司旗下“固收+”等风险相对较低的产品，2022年规模增加较明显。

“今年A股一度快速调整，投资者往往不会在亏钱后赎回持有的基金。”他坦言，在大跌后，不少投资者还在寻找调整充分的板块，旨在提前布局。他介绍，目前很多机构投资者调研热情较高，在一些公司组织的调研中，机构投资者踊跃报名，申购基金的意愿较强。

某中型基金公司也透露，目前公司基金管理规模整体保持稳定，非货基金管理总体规模与2021年年底相比略有减少，但总体来看，管理规模变动不太明显，未见大规模的申购或赎回。

对于基金规模的变化，业内人士表示，部分原因是由于基金净值回撤。“整体申赎情况较正常，老基金产品因为持有人群体复杂多样，并没有出现集中赎回的一致性动作。前期热门赛道的调整，甚至还迎来部分投资者逢低布局。市场担忧的资金问题，更多应该是新发基金遇冷带来的后续‘弹药’不足的问题。”上海一家基金公司高管表示。

成长风格后市还有行情

金鹰基金认为，随着市场情绪渐趋改善，A股春季行情仍在途中。国内正进入“稳增长”和“政策发力适度靠前”观察期，流动性环境趋向宽松。一旦美联储加息“靴子”落地，预计资金面的压制因素有所消退，后续银行信贷、基金发行和自购等存量资金情况将有所改善。随着外资资金回流，A股市场信心有望获得提振。

行业配置上，金鹰基金建议，在均衡配置的前提下，关注估值具有性价比的科技板块，当前调整有望提供年内较佳的低吸机会。对于“稳增长”主线，如银行、地产链以及新老基建链、大众消费板块等，可以积极关注。

广发基金宏观策略部表示，复盘历史数据发现，稳增长板块的超额收益在“稳增长初期”的超额收益最高，而成长和消费风格在“稳增长后期”的超额收益最高。本轮“稳增长初期”，稳增长相关板块实现了较大超额收益；往后看，随着信用扩张和经济预期修复，建议关注景气度仍在高位的成长风格代表，如电动车、光伏和风电等板块。

如何面对市场波动？这个观点或值得一读

□兴证全球基金 黄可鸿

面对波动，怎样才能涨跌不惊、从容不慌？是时候读读《资产配置攻略——构建长效的投资体系》了。这是2021年出版的新书，作者是70后职业投资人，从事过财经媒体工作，结合自身20余年投资经验，带你入门投资、理解资产配置。

投资收益，能线性实现吗？

投资是逆人性的。你或许听过这个段子：“每天结账的是短工，每月结账的是工薪族，每年结账的是金领，每隔几年结账的才是投资家。”

就像对收益的关注，你是每天、每周、每月查看结果？还是更关注长期表现？对于后者的选择，既需要形成知识体系，又需要克服人性的弱点。

作者指出：投资很难像赚取工资一样线性地获取收益。比如沪深300指数的历史数据，自2004年底基值1000点至2021年底收盘4940.4点，17年来累计涨幅394.0%，年化收益率9.9%。如果按各年度拆分，其中有8个年度的涨幅是负数，每年最大回撤也可以看出波动性。显然，股市投资收益不是线性的。

（资料来源：Wind、《资产配置攻略》，2004-12-31至2021-12-31。历史数据不代表未来表现。投资有风险，请谨慎选择。）

换个角度看，投资之美，也在于它的不确定性。一定程度承担波动风险，才有机会看到长期价值。对于中证混合基金指数（H11022.CSI），同期17年来虽不可避免波动，但累计上涨了10倍（1004.0%，Wind数据，2004-12-31至2021-12-31，历史业绩不代表未来表现，基金投资需谨慎），体现了混合基金整体的长期水平。

面对波动，作者指出：普通投资者需要一种“可以永续的投资体系”，它应该建立在即便暂时没有牛市，长期也能够争取获利的基础上。答案之一，就是资产配置。通过科学地分散投资，让耐心成为你的优势，尽量减少遭受过大回撤的可能性。

资产配置的优势：分散化

资产配置的逻辑是什么？作者指出，资产配置流派虽多，但经典思想来自这两位大咖：

首先，是“价值投资之父”、巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆，他在《聪明的投资者》一书中提出“资产组合”概念。他认为，由于股票、债券二者呈现明显的负相关关系，不妨考虑将股票与债务各按50%配比。进一步地，可以把股票的比重设定在25%~75%区间，格雷厄姆指出：“投资者投在股市的资金一定不要少于25%或多于75%，当市场下跌时，投资比例就要更接近75%，上涨时就更接近25%。”（观点仅供参考，不作为投资建议或收益保证，投资需谨慎）

其次，是美国经济学家哈里·马科维茨，在1952年的论文《资产组合选择：有效的分散化》中首次建立了“均值-方差模型”，对资产的风险和收益进行量化，标志着现代证券组合管理理论的开端。通过量化分析，论证了分散投资的优势：将资产组合分布在相关性低的资产之中，可以争取减少风险。

正如那句俗语：不要把鸡蛋放在一个篮子里，不要做过度集中的投资。可以简单理解为：如果某类资产下跌，另一类资产表现往往相反，同时投资二者的投资组合波动可能会更小。

如何通过基金进行资产配置？一种方式是同时投资于偏股混合基金、偏债混合基金等不同类型的基金。另一种选择，则是投资采用“固收+”策略的基金（主要包括偏债混合型基金、二级债基等），借力专业投研团队的力量，在一只基金中实现股债资产配置。

资产配置的优势：再平衡

除了分散化，资产配置的另一大优点是“再平衡”，同样有利于风险控制、减少波动。什么是“再平衡”？简单来说，随着时间推移，组合中的各类资产涨跌表现不一，仓位比例也会偏离目标，这就要求动态调整。比如，随着股市上涨，股票仓位超过了原定目标，就需要卖出多余股票、买入债券；反之，则卖出债券、买入股票，以使将股债比例基本维持在目标水平。这是一种逢量卖出超涨品种、买入超跌品种的投资方式，体现了逆向投资策略。

仔细想想，每当市场下跌，恐惧心理就会放大。但成功往往属于少数派，正所谓“人弃我取，人取我与”，想要争取超越市场的收益，就需要具备不与身边多数人达成共识的勇气。许多投资者在人潮涌动时着急入市，又缺乏长期定力。而正确的投资往往与之相反，资产配置与再平衡，正是助力逆向投资的策略。

《资产配置攻略》指出：通过资产配置、再平衡，依靠市场起伏，利用所持有资产之间周期性的反向窄幅波动，可以帮你控制风险、争取长期收益，不失为一种长效的投资方式。

参考资料：《资产配置攻略——构建长效的投资体系》，作者lagom投资。

风险提示：抽奖活动截至2022年2月17日，书籍封面及版本以实际寄出为准，活动解释权归属于兴证全球基金。信息收集仅供本次活动适用，我们将严格保密。本公司承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金财产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，投资者投资于本公司基金时应认真阅读相关基金合同、招募说明书等文件并选择适合自身风险承受能力的投资品种进行投资。基金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也不构成基金业绩表现的保证，基金收益具有波动性。观点仅代表个人，不代表公司立场，不作为投资建议，仅供参考。基金投资有风险，请审慎选择。

—CIS—