

起底橱窗基金之王：

## 盛名之下AB面 画虎不成“同门基”

□本报记者联合报道

基金业绩挺好，但就是限购买不到，这就是橱窗基金。作为橱窗基金的“集大成者”，金元顺安元启灵活配置混合基金就是市场上这样的存在。长期限购到最终闭门谢客，金元顺安元启让很多投资者根本买不到。那么，金元顺安元启到底如何赚钱？

盛名之下的橱窗基金，其实有其B面。基金年报显示，这只基金的持仓极为分散，合计持有158只个股，且所有个股的持仓占比均在2%以下。与此同时，累计买入/卖出金额超出期初基金资产净值2%的个股则分别有134只和89只。46.65亿元的全年股票成交金额相对于15.29亿元的基金规模并不算低。可以说，金元顺安元启量化交易的痕迹明显。不过，在基金合同中，金元顺安元启只提到“结合定性与定量分析”。

更有意思的是，金元顺安元启的成功或许让人尝到了甜头。金元顺安基金旗下大量基金产品在尝试复制金元顺安元启的策略。但从目前的业绩表现来看，这些“同门基”大多是画虎不成。



视觉中国图片

## 交易频繁

“份额净值为3.5164元，本报告期内，基金份额净值增长率为35.60%，同期业绩比较基准收益率为-10.80%。”这是金元顺安元启在“黑天鹅”不断的2022年的战绩。

一般的投资者看到这样的超额收益能力，很难不心动。但是，心动却不能行动，金元顺安元启这只基金已经彻底变成橱窗基金。2021年年底起，金元顺安元启开始频繁限购，从10万元/日降到5万元/日、1万元/日、2000元/日，一路谢客，到保留象征性的申购额度（100元/日、50元/日），最终在2022年8月22日起暂停申购、转换转入、定期定额投资，至今仍未恢复。

得不到的最让人心动，投资者蜂拥而至。2021年末，金元顺安元启的基金份额为1.93亿份，2022年前三个季度末的基金份额分别2.71亿份、3.96亿份和4.76亿份。涓滴的申购，在金元顺安元启还是汇聚成了可观的增量。只是在去年四季度末，才有基金份额减少的情况出现，当时金元顺安元启的基金份额为4.35亿份，相较三季度末出现减少。持有人结构方面，2021年末，机构和个人的占比分别为32.64%和67.36%，2022年中和年末则分别为16.77%和83.23%、8.38%和91.62%。

那么，超额收益明显，投资者趋之若鹜的金元顺安元启，到底靠什么“封神”？

“本基金2022年的股票仓位始终保持在中高水平并维持较高的分散度，在股票和行业选择方面主要关注经济恢复后受益的估值水平较低的投资品种。”基金经理缪玮彬在基金年报中说。

确实如此，基金年报显示，金元顺安元启在2022年末的股票仓位为75.88%，这75.88%的股票仓位分散投资在158只个股中，这些持仓个股的占比没有一只超过2%，占比超过1%的仅有3只个股，第一大重仓股的持仓占比仅为1.10%。且其整体持仓并不追逐赛道和主题。

具体来看，金元顺安元启的持仓集中在“袖珍股”。基金的重仓股大多市值较小，集中在二三十亿元，每天的成交量也并不大。这样的情况，导致金元顺安元启很容易进入上市公司的前十大流通股东榜单。

持仓极度分散，那么个股的深度研究和挖掘，显然不能作为金元顺安元启的业绩主要归因。个股和行业的分散，对应2022年偏弱的结构市场，可以被认为是基金重要的获胜法宝。

基金年报显示，金元顺安元启在交易上，则明显不是持仓上的那种风格。2022年，金元顺安元启累计买入金额超出期初基金资产净值2%

的个股有134只；累计卖出金额超出期初基金资产净值2%的个股有89只。这样的个股交易情况，相比市场上交易型的基金产品来说并不高。但是金元顺安元启的交易个股占比和持仓个股占比相比较，两者之间的差异立判。

134只个股的大手笔买入，89只个股的大手笔卖出，最后汇聚成金元顺安元启2022年全年46.65亿元的股票成交总金额。简单地计算来看，这一股票交易总金额相对于基金2022年末15.29亿元的总规模来讲，也并不算低。不过，金元顺安元启交易的标的也多是中小盘个股，每日成交量也不大，在中小盘股上要交易出46.65亿元的成交额决定了基金经理只能频繁交易更多的个股。

“与金元顺安元启表现相似的基金基本上都是量化策略基金。”华宝证券研究报告指出。确实如此，金元顺安元启的持仓、交易表现，与专注于小盘标的量化策略有类似之处。

但金元顺安元启的基金合同显示“结合定性与定量分析，主要采取自上而下的选股策略”。

## 难以复制

对于投资者来说，相对投资方法，更看重实在的投资业绩。金元顺安元启从2017年11月成立至今，总体的超额收益回报可称优异。除了刚刚过去的2022年之外，2021年金元顺安元启“基金份额净值增长率为39.85%，同期业绩比较基准收益率为-1.21%”；2020年“基金份额净值增长率为50.21%，同期业绩比较基准收益率为13.50%”。不过，2019年并不顺利，“基金份额净值增长率为13.55%，同期业绩比较基准收益率为17.99%”；2018年则是“基金份额净值增长率为6.75%，同期业绩比较基准收益率为-11.03%”。五年之中四年战胜业绩基准，缪玮彬在此期间均是该基金的基金经理。

目前，缪玮彬仅管理着金元顺安元启一只基金，因此无法在其它基金产品上验证他的投资有效性和胜负表现。不过，他此前还有过完整管理另一只主动权益基金超过一年的经历，他在2016年12月至2018年3月期间曾经管理过金元顺安价值增长混合。

金元顺安价值增长混合的2017年年报显示，该年度基金份额净值增长率为-25.13%，同期业绩比较基准收益率为16.73%。缪玮彬当时的投资策略是重点投资于市净率高、前期跌幅较大的小市值股票，行业分布较为分散，仓位保持在75%-85%区间。这只当时规模为1862万元的迷你基金，股票仓位为77.95%，合计持有46只股票，所有持仓个股的占比均不超过3%。累计买入金额前20名的股票出现一个神奇现象，

累计买入金额占期初基金资产净值比例仅有1.83%和1.82%两档；累计卖出金额前20名的股票中，仅有5只占比超过1%，最高的占比为5.84%。当年，金元顺安价值增长混合买卖股票的总金额为9657万元。

不论如何，金元顺安元启和缪玮彬还是为金元顺安乃至基金行业带来不一样的体验。观察发现，金元顺安旗下多只全市场的基金产品，似乎有复制金元顺安元启和缪玮彬投资方法的迹象。

金元顺安价值增长混合是一只成立于2009年的老基金产品，在缪玮彬接管之前，多位基金经理尝试过多种投资方法，在缪玮彬卸任基金经理后，也曾一度放弃分散持仓的风格。不过，最新的2022年年报显示，这只基金的持仓同样极为分散。5242万元的基金规模，股票仓位为76.66%，极度分散在70只股票上，最高的持仓占比仅为1.99%，持仓个股也主要是“袖珍股”。累计买入/卖出金额超出期初基金资产净值2%的股票则分别有84只和66只。全年买卖股票的总成交额为1.79亿元。交易的股票中，则是大中小市值公司都有。2022年该基金的基金份额净值增长率为-39.86%，同期业绩比较基准收益率为-16.90%。

金元顺安优质精选灵活配置混合则由保本基金转型而来。2022年末该基金的规模为6941万元，股票仓位67.94%，持仓更为分散，基金持有101只股票，第一大重仓股占比为0.94%，持仓中也有很多“袖珍股”。累计买入/卖出金额超出期初基金资产净值2%的个股分别有40只和49只。全年买卖股票的总成交额为6.35亿元。2022年，该基金的A份额和C份额净值增长率分别为-15.79%和-15.88%，同期业绩比较基准收益率为-12.03%。

金元顺安成长动力灵活配置混合是一只成立于2008年的老基金。2022年，基金的持仓一改此前动辄“顶格”持有的操作，开始趋于分散。这只规模为3471万元的基金，股票仓位为55.17%，分散在25只个股中，第一大重仓股的占比为3.98%。累计买入/卖出金额超出期初基金资产净值2%的个股分别有95只和84只。全年买卖股票的总成交额为2.38亿元。这只基金的持仓和交易个股，在市值大小方面也更为多元化。2022年，该基金的基金份额净值增长率为-26.28%，同期业绩比较基准收益率为-10.48%。

如果这些基金有意复制金元顺安元启和缪玮彬的投资，那么，目前来看，这样的复制并不成功。

为什么成功难以复制？“用主动的办法来做类似小市值量化的策略，意味着不能有相似的策

略挤进来，否则会变成互搏。小市值、小成交量的个股，如果太多资金进来，交易成本会提升很多，侵蚀了投资收益。”某主动权益基金经理表示。

## 与普惠金融背道而驰

对于金元顺安元启，投资者对其的评价较为分化，有观点认为基金业绩出众，对于具体的投资策略就应该托付给基金经理，而且基金产品限购也是保护持有人利益。与此同时，有投资者则认为，基金的投资方法没有充分的信息披露，投资者适当性管理就无法落地。此外，橱窗基金让人看到买不到，与普惠金融背道而驰。

对此，券商基金研究人士表示，除了业绩之外，投资者知道自己投资的基金“是什么、为什么”很重要。就是说，投资者需要清晰知道所投基金的类型、策略等关键信息，基于此，才能了解自己收益的真正来源。“充分的信息披露，有利于投资者的科学决策。主动权益基金和量化基金在投资策略、业绩基准、回撤控制等方面都有不一样的要求。投资者应该对此有尽可能充分的知情权。”他说。

而金元顺安元启采用的投资策略，在相关的合同文件中，并没有得到充分展示。“是‘量化+’还是‘+量化’，这是很关键的信息。当前，法律法规在这些方面没有严格规定，但是，建议基金公司和基金经理将更多的信息传递给投资者。特别是这只基金产品目前的持有人有近42万户，超过九成都是个人投资者。业绩好的时候要说明白，业绩承压时才能更好沟通。”有FOF基金经理建议称。

需要说明的是，金元顺安成长动力在基金合同中明确标识了“将定性与定量分析贯穿于资产类别配置、行业资产配置、公司价值评估、投资组合构建的全过程之中，依靠坚实的基础分析和科学的金融工程模型，把握股票市场和债券市场的有利投资机会”。金元顺安价值增长则在合同中写道“采取模型识别法对所有股票的估值与成长前景进行数量化扫描”。金元顺安优质精选的基金合同并未明确出现股票策略上的定量或量化手段，仅说会对股票市场整体估值水平进行定量分析。

对于橱窗基金的限购，或是像金元顺安元启一样直接“关门”，上述券商人士表示，对这一只基金来说，专注于小盘标的精选的投资策略限制了基金规模的增长空间，确实面临策略容量的问题。“在无法扩容的情况下，暂停申购也是种无奈的选择。但是，作为普惠金融的重要形式，暂停申购这样的做法，肯定不能成为行业主流。”