

# 交易为谁而做 基金高换手原因大起底



视觉中国图片

随着基金半年报完成披露，基金经理的操作风格从基金换手率方面可见一斑。与2023年相比，开放偏股型基金的整体换手率变化不大，但部分基金换手率较高。据天相投顾数据统计，近20只基金上半年换手率超过1500%，这些基金中，有些在上半年获得正收益，有的上半年回撤幅度超10%。

在业内人士看来，高换手率背后，一方面与市场复杂多变有关，另一方面也与基金规模、基金经理风格密切相关，换手率与基金业绩之间并不存在密切的关系，但需警惕高换手带来的冲击成本、策略失效风险以及背后隐藏的不公平交易风险。

● 本报记者 万宇 张凌之

震荡的市场中是以不变应万变，还是应积极求变？近期披露的基金半年报中的换手率数据，透露出基金经理的操作风格。基金的换手率主要用来衡量基金投资组合变化的频率，换手率高低反映的是基金进行股票买卖操作的频繁程度。

天相投顾数据显示，整体来看，今年上半年开放偏股型基金换手率与

上半年换手率超过1500%的基金表现不一。国联鑫起点混合A、大成国家安全混合A等上半年获得正收益；先锋聚元A、先锋聚优A、平安灵活配置混合A等则出现超过10%的回撤。

对于换手率和基金业绩的关系，一位资深基金经理表示：“个人认为换手率高低和基金业绩之间并不存在密切的关系，换手率的高低很大程度上

对于超高换手率背后的原因，一位中型基金经理的基金经理透露：“这种换手十几倍甚至几十倍的基金主要是规模小的产品，基金经理用这种中高频交易的策略来获取一些超额收益，类似于私募的CTA策略，但没有私募那么高频。此外，一些量化基金的换手率也相对较高。”

中国证券报记者梳理数据发现，上述换手率较高的基金多数规模都不大，在上半年换手率超过1500%的基金

2023年上半年和2023年下半年相比，变化并不算大，但仍有部分基金的换手率较高。

开放偏股型基金中，国融融君混合A上半年换手率最高，为3152%。嘉合睿金混合A换手率2111%、长江长宏混合发起A为2100%、恒越智选科技混合A为2022%。此外，信澳新材料精选混合A、广发安盈混合A、先锋聚优A等12

取决于基金经理的投资策略和风格，例如深度价值型的基金经理平均换手率与成长型基金经理相比会较低，交易风格基金经理的换手率比平均值会略高。”

“整体而言，积极调仓对基金收益应该有正向贡献。过于激进的调仓频率并不能保证取得高收益，而过于保守的调仓频率也会错失大量进攻机会而导

中，仅有国融融君混合A、广发安盈混合A、东方兴瑞趋势领航混合A三只产品规模均超过1亿元，富安达先进制造混合发起式A、先锋聚优A、先锋聚元A三只基金的规模甚至不足1千万。

“今年上半年，市场波动非常大，风格切换也较快，这种市场环境下，基金经理较难把握住市场主线，为了追求较好的收益和排名，有些人会频繁换仓。”上述中型基金公司基金经理透露。

另一家近年来重点布局投顾业务的券商国联证券在半年报中披露，截至报告期末，授权账户资产规模69.58亿元，同比基本持平，基金投顾总签约客户数31.94万户，同比增长13.35%，累计上线合作渠道30家。

招商证券表示，旗下基金投顾业务“e招投”坚持管理型与非管理型投顾双轮驱动，截至报告期末，“e招投”金融产品保有规模63.14亿元，较2023年末增长35.61%；累计签约客户数7.08万户，较2023年末增长20.82%。

另一家首批开展基金投顾业务的券商申万宏源证券表示，截至报告期末，公司公募基金投顾累计签约客户超7万人。

除上述数据外，部分券商还透露了客户留存率、复投率等关键数据。例如，东方证券表示，客户留存率64%，复投率77%。盈利方面，客户整体盈利情况好于单产品投资，实现了“客户收益优于组合表现，组合优于市场表现”的结果。申万宏源证券则表示，投顾客户累计复投率超过90%，平均使用投资顾问服务时间超1160天。

只基金今年上半年换手率在1500%—2000%之间。

与上述基金形成对比的是，一些基金选择静观其变，换手率非常低。根据天相投顾数据，上半年，长城量化精选股票A、前海开源沪港深龙头精选混合基金换手率接近于零；前海联合新思路混合A、金元顺安消费主题混合的换手率也只有1%。

致收益不及预期。因此，保持适度的调仓节奏有助于取得较好的长期收益。”一位私募基金相关人士表示。

上述资深基金经理认为，基金业绩不会仅因为换手率高而受到影响，但一只基金的换手率持续高企，有两方面风险值得注意：一方面是换手率高带来的高手续费和换仓带来的冲击成本会损失一定的收益，虽然这部

对于基金通常的换手率，另一位基金经理透露：“通常价值型基金经理的换手率或在一倍以内，成长型基金经理的换手率可能会有3—4倍，交易型基金经理可能会到8—9倍。”

中国证券报记者采访了解到，对于换手率，大多数基金经理并不会“谈虎色变”。“交易可以规避极端的市场波动，可以使基金以合理的价格持有优秀的公司，在从容的心态下坚持长期的价值。”上海一位基金经理

一些知名基金经理管理的产品上半年换手率维持在较低水平。刘彦春管理的景顺长城内需增长混合、景顺长城内需贰号混合、景顺长城鼎益混合(LOF)A的换手率分别为4%、4%、5%；杨德龙管理的前海开源清洁能源混合A换手率为6%；王明旭管理的广发价值优势混合换手率为10%；赵诣管理的泉果旭源三年持有期混合A换手率为14%。

分影响并不大；另一方面是高换手带来的策略有效性风险、策略容量风险值得关注。但总的来说，换手率高低不能直接和基金业绩优劣挂钩，还需要结合其他因素来看。

一位法律人士也提醒，基金经理的交易需要适度，频繁调仓或给投资者带来不适感。同时，基金公司需警惕恶性高换手背后隐藏的不公平交易风险。

认为，有些时候“交易不是目的，而是一种保护”。

而在北京的一位基金经理看来，换手是投资的必然产物，不应该刻意追求高换手，但交易频率也不应该成为限制投资的因素。交易应该以投资理念、投资方法为指引，以结果为导向。此外，他表示，在某些阶段业绩表现特别好或者不尽如人意，自然会有新增资金进入或者资金流出，资金面因素也会促使基金经理进行交易。

## 基金机构逐鹿“牛股” 被动型产品争得上游

● 本报记者 张韵

在市场近日震荡调整之际，部分个股却演绎出“连板”行情，冰火两重天的结构性分化引发市场关注。牛股背后，公募基金参与程度如何？究竟有哪些机构尝得甜头？公募基金2024年半年报披露的持仓明细以及数据显示出的机构投资变化，揭秘了答案的一角。

数据显示，大众交通、深圳华强、博士眼镜等多只三季度大牛股不乏公募基金在二季度末提前进场布局。但略显尴尬的是，此番潜伏大牛股，主动权益型基金并未表现出明显优势，反而是部分被动产品略胜一筹。另外，部分外资机构在大牛股的博弈中或盈利颇丰。

多只牛股有基金参与

Wind数据显示，截至9月4日收盘，三季度以来，A股市场共有12只个股实现股价翻倍。\*ST景峰以473.75%的区间涨幅位居首位，大众交通、深圳华强区间涨幅均超过240%，东方集团、香雪制药、博士眼镜以及6只ST个股涨幅超100%。

大牛股背后，是否有公募基金参与的身影？从天相投顾统计的公募基金2024年半年报持仓明细来看，大众交通、深圳华强、博士眼镜、香雪制药、东方集团等大牛股都在二季度末获得基金提前布局。其中，对于深圳华强和博士眼镜，均有超过30只基金参与持股。

截至二季度末，37只公募基金合计持有深圳华强648.4万股，占流通股份的比例约为0.61%。按照二季度末收盘价计算，合计持有市值约5770.76万元。中央汇金资产管理有限责任公司亦出现在机构投资者行列中，持有超1300万股。9月4日，深圳华强股价以涨停板报收，实现15天14板。

截至二季度末，43只公募基金合计持有博士眼镜481.35万股，占流通股份的4.17%。加上该股第一大机构投资者为私募机构飞象（杭州）资产管理有限公司，私募基金合计持有该股份占流通股的比例超过11%，按照二季度末收盘价计算，合计持有市值超1.6亿元。

此外，公募基金合计持有大众交通、香雪制药的股份均超百万股，东方集团的公募基金参与程度则相对不高，仅有3只基金持有该股，合计持有12.27万股。

“披星戴帽”大牛股无公募布局

值得注意的是，三季度以来的翻倍个股中，所谓“披星戴帽”的ST个股或\*ST个股没有任何一只公募基金在二季度末有所参与。而且，\*ST景峰、\*ST聆达、\*ST嘉寓等还遭遇基金抛售，2023年末曾持有相关标的的基金在今年上半年悉数卖出股份。

37只 43只

截至二季度末，37只公募基金合计持有深圳华强648.4万股，占流通股份的比例约为0.61%；43只公募基金合计持有博士眼镜481.35万股，占流通股份的4.17%。

行情走势显示，上述三个个股在今年上半年出现过一段较大跌幅。虽然三季度以来股价大举反弹，但ST聆达、\*ST嘉寓股价仍未回归今年年初水平。Wind数据机构的机构投资者情况显示，除了公募基金外，券商、私募、外资等多方机构也纷纷在上半年清仓。

\*ST景峰则稍显特殊，截至9月3日收盘，该股已走出15个涨停板。9月4日该股更是上演天地板行情，收盘价4.59元，开盘封板价5.07元为年内股价最高水平。不过，今年上半年，4只公募基金早已清仓该股，合计卖出9.91万股，另有中信证券、光大证券、中金公司、申万宏源证券等4家券商纷纷清仓卖出，合计卖出超2000万股。上半年期间，\*ST景峰曾多次连续跌停。

然而，在国内券商、公募纷纷卖出之际，高盛集团却在上半年大举买入，在二季度末成为\*ST景峰新晋前十大股东，合计持有818.05万股。\*ST景峰从7月上旬开始反转上行，三季度以来的涨幅已达473.75%。在\*ST景峰这一只个股上，高盛集团或盈利颇丰。

主动权益型产品并未占优

据统计，共有105只基金在二季度末提前布局了三季度以来的翻倍牛股。其中，令人颇为诧异的是，原本被市场认为在牛股挖掘方面更具竞争力的主动权益型基金似乎并未表现出明显优势，而被动产品更胜一筹，这些被动产品多为跟踪中证1000、中证2000等指数的基金。

据悉，中证1000、中证2000指数的成分股以中小微盘个股为主。三季度非“披星戴帽”的5只牛股恰好全是指数成分股：深圳华强、东方集团为中证1000指数成分股，大众交通、香雪制药、博士眼镜为中证2000指数成分股。

在提前布局大牛股的主动权益型基金中，量化产品又占据较大比例，有近半数产品名称中都含有“量化”字眼，另有部分偏债型基金。真正纯粹的主动权益型产品不到20只，且清一色都布局于博士眼镜一只个股。

其中，国投瑞银基金表现相对突出，旗下5只产品持有博士眼镜股份，合计持股429.26万股。国投瑞银基金旗下产品今年上半年增持博士眼镜超80万股，合计持股占流通股的比例达到3.73%。这5只基金全部是由基金经理基缚鹏管理。

回顾博士眼镜的走势，今年上半年，该股股价长时间呈下行态势。进入7月中下旬，该股出现反弹，更是在8月中旬出现五连板（20%涨停），轻松实现翻倍，股价亦是创出上市以来新高。9月4日，博士眼镜收盘价为24.51元。若国投瑞银基金旗下5只产品并未抛售博士眼镜股份，获利将超过5000万元。

业内人士分析称，从近期的大牛股情况来看，强势行情背后几乎都离不开消息面的刺激。要想提前布局这类大牛股，某种程度上是“可遇不可求”。由于相关标的恰好是部分指数的成分股，这可能是被动产品略胜一筹的重要原因。

不过，值得注意的是，无论是主动还是被动产品，虽然都有布局大牛股，但对基金净值的贡献似乎并不明显，多数产品净值并未出现明显的上涨。对此，业内人士分析，这更多是受到持仓比例的影响，布局的大牛股若未纳入基金重仓股行列，其对基金净值的贡献相对有限。

## 管窥基金投顾“核心参数”：有多正确就有多难

● 本报记者 张舒琳

基金投顾此前被视为化解“基金赚钱，基民不赚钱”顽疾的良药，自2019年首批试点以来就被业内赋予了较高期待，各大券商、基金公司、独立销售机构纷纷发力买方投顾业务。不过，在从零到1的起步阶段，买方投顾需要投入较多人力和系统成本，被业内视为“难而正确的事”。

如今，基金投顾试点即将迎来五周年。近期发布的券商半年报，披露了券商基金投顾的部分“核心参数”，包括管理规模、服务客户数、客户留存率、复购率、盈利情况等。整体来看，主动披露投顾数据的机构在管理规模和客户数量方面同比均微涨或持平。

核心数据出炉

近日，证券公司半年报披露完毕，券商投顾业务上半年成绩单揭晓。头部基金投顾机构东方证券在半年报中表示，截至报告期末，基金投顾业务146亿元，较年初增长1.67%，服务客户数约12.9万。

多元化扩充产品货架

中国证券报记者调研了解到，在A股市场震荡、获客难度增加的背景下，海外资产配置以及“投顾+信托”组合成为不少投顾机构近年来发力的重点。同时，固收策略、指数组合也是投顾规模增长的重要来源。近日披露的券商半年报中，各大机构开拓的新业务方向逐渐明朗。

例如，国联证券表示，上半年夯实了面向配置需求的产品货架体系，从权益、固收、海外、商品四大类资产维度进一步丰富产品货架；加强家庭服务信托和基金投顾的结合，不断完善基金投顾ToB业务模式。

招商证券表示，上半年基金投顾业务“e招投”坚持管理型与非管理型投顾双轮驱动，根据市场变化和客户需求，适时新增同业存单、养老金优选组合、场内ETF组合；通过定制模式，着力推进机构客户基金投顾业务，持续拓宽买方投顾应用场景。

系统建设也是券商基金投顾业务持续发力的方向。华泰证券表示，上半年持

续打造金融产品核心中台系统，增强研究模块功能和策略支持能力，不断优化量化因子研究体系。进一步完善买方投顾策略体系，优化“省心家族”配置服务，通过“省心选”提供白盒化的公募产品优选服务，通过“省心投”提供基于公募基金的策略服务，通过“省心享”为客户提供个性化的配置方案。

对于投顾业务未来布局方向，部分机构表示，将提供更加多元、定制化服务以满足不同客户的需求。东方证券称，未来将继续打磨买方投研服务体系方案，围绕富裕客群、高净值客群、机构及企业三大客群，构建客户分层分级服务体系，提供更具深度的、定制化的服务和产品；深耕“内容+投研+服务”的投顾业务模式，扩充多元的产品池，丰富投顾组合产品线。

国联证券表示，将持续推动以资产配置为核心的全委和半委业务模式，利用基金投顾、资管计划、家族信托等账户管理体系，实现不同客户类别和不同需求的买方投顾服务模式；推进买方视角的资产配置体系建设，加强全球视野和多资产配置研究，布局逆向投资工具。