

开思基金：致力于为投资者创造可持续长期回报

实现好的商业实践与价值交付

基金是我国资产管理行业的重要组成部分,也是资本市场重要的机构投资者。中国证券投资基金业协会日前发布的数据显示,截至2025年7月末,我国境内公募基金资产净值合计35.08万亿元,存续私募基金规模20.68万亿元,均创出历史新高。

在基金发展壮大的历程中,“基金赚钱基民不赚钱”问题表现比较突出。如何处理好规模扩张与投资者实际收益之间的关系?如何建立规模增长与长期发展之间的平衡机制?对此,作为一家长期专注港股市场研究和投资的私募基金,上海开思私募基金管理有限公司表示,一家优秀的基金管理公司,必须将卓越的投资能力与稳健的商业实践深度融合,这一原则至关重要。

开思基金认为,“基金赚钱基民不赚钱”现象的本质在于收益折损,即基金产品的时间加权收益率与资本加权收益率之间出现显著差距。基金管理公司最核心的文化价值观与经营宗旨,是从根本上消除这一折损的关键。基金管理公司必须始终将“为投资者创造可持续的长期回报”置于核心地位,并以此为导向,实现好的商业实践与价值交付。

● 本报记者 董凤斌

“基金赚钱基民不赚钱”本质在于收益折损

中国证券报:近年来“基金赚钱基民不赚钱”的问题表现得比较突出,既损害了投资者获得感,也对行业声誉造成了负面影响。一家优秀的基金管理公司应如何处理好投资能力与商业实践的关系?“基金赚钱基民不赚钱”是否也是国际市场的普遍现象?

开思基金:近期公司组织全体员工学习了《铸就》一书,作为在香港成功运作一家主要投资于亚洲金融市场的对冲基金创始人和管理者,该书作者用自身多年的实践验证并铸就了一条优秀基金管理公司的成功商业之路,非常值得我们学习与实践。

一家优秀的基金管理公司,必须将卓越的投资能力与稳健的商业实践深度融合。拥有出色投资能力的同时,不能有损害有限合伙人利益的糟糕商业实践;同样,仅有良好的商业实践,却没有出色的投资能力也不行。这一原则至关重要。

国内普遍关注的“基金赚钱基民不赚钱”现象,在国际市场同样存在。以美国焦点股票基金为例,其近十年的年化时间加权收益率为18%,被晨星评为表现最佳的10年期美国多元化股票公募基金。然而,数据还显示,若以资本



加权收益率来衡量,同期基金持有人实际年均亏损达到11%。这意味着十年间,该基金产生了显著的收益折损,且差额高达29个百分点。

中国证券报:“基金赚钱基民不赚钱”问题的本质是什么?收益折损主要源于哪几方面因素?

开思基金:问题的本质在于收益折损,即时间加权收益率与资本加权收益率之间出现显著差距。所谓时间加权收益率是产品成立以来基金资产净值的年化收益水平(此数据为绝大部分基金对外披露的基金年化收益率数据);资本加权收益率是指将每位投资者截至报告期期末的持有收益以其持有成本加权平均后的年化收益水平(此数据受投资者申赎行为影响)。

收益折损主要源于两方面原因。一是基金管理规模与基金经理投资能力存在时间错配。基金成立初期,规模较小,往往业绩表现优异;随着资金大量涌入,后期业绩可能出现下滑,导致资本加权收益表现不佳。国内多家私募基金管理公司的问题多出现在管理规模从50亿元增长至100亿元的阶段。前期积累50亿元的管理规模可能耗费10年时间,而管理规模从50亿元扩张至100亿元可能仅需一年。管理规模短期过快扩张,往往引发后期追加投入的投资者收益不好甚至出现亏损,这是产生折损的主要根源。

二是基金投资时机不当、投资者追涨杀跌等行为,尤其是在市场过热时迅速扩大规模,也会造成显著折损。

一旦基金的资本加权收益率与时间加权收益率存在较大偏差,且未能及时识别并采取应对措施,会给投资者和合作机构带来实质性的风险,基金经理及基金管理公司的声誉也将面临重大损害。

在弱市中,高折损基金更易遭遇赎回压力。较大折损,表明后期进入的投资者多数未能获利,而这部分投资者往往追求短期回报,一旦收益水平不及预期便会选择退出,从而形成实质性的亏损。

核心文化价值观与经营宗旨是关键

中国证券报:在国内市场,出现明显收

益折损的基金产品并不少见,谁应该承担消除收益折损的最终责任?消除折损的方法是什么?

开思基金:明确消除折损的责任主体至关重要。《铸就》一书中提到,基金经理是解决这一问题的最终责任人。基金经理应具备解决该问题的能力,同时仍需设立真正维护投资者利益的独立机构,及时反映问题并监督基金经理采取改进措施。

消除折损的方法是每年设定认购上限,即每年将规模增长控制在一定比例之内。基金规模应实现有节制的增长,一方面,后续资金流入速度不宜过快,应使后期投资者的收益逐步与前期时间加权收益率趋同;另一方面,应尽量避免在市场高位过快吸纳资金,导致投资者实际亏损。在市场高位时通过限制规模,让投资者排队等候申购,可以排除一些急于投机进入的短期投资者,将真正认同基金管理公司的长期投资者沉淀下来。

中国证券报:对于基金管理公司而言,消除收益折损,解决“基金赚钱基民不赚钱”问题的关键点在哪里?

开思基金:基金管理公司最核心的文化价值观与经营宗旨,才是从根本上消除折损的关键。《铸就》一书中提出的价值理念对我们具有重要启示。首要原则是始终将投资者利益置于首位。不应过度关注基金收益率本身,应聚焦于为每一位投资者及整个投资群体实现长期资本加权收益,这才是衡量成功的根本标准。

其次,基金管理公司及其员工不得接受经纪返利。公司应强烈谴责经纪返利的操作及其可能导致的利益冲突。

第三,基金管理公司及其员工不得通过个人账户买入上市公司股票。鼓励员工直接通过购买本公司产品进行投资,并且不受认购上限的限制。将大部分个人净资产投资于本公司产品,与投资者同甘共苦。

以上价值观都值得我们学习与借鉴,其中有些措施规定,开思基金已在执行之中,比如去年已出台全面禁止员工及其配偶通过个人账户买卖股票的规定,公司组织员工每年定期自行申报后,由合规部门稽查。

着眼于为投资者带来长期回报而非规模的简单快速扩张

中国证券报:作为一家深耕于港股的主观多头证券类私募基金管理人,随着港股市场今年以来显著回暖,开思基金管理规模快速增长。面对规模的快速扩张,公司将采取哪些举措?如何处理好规模扩张与投资者实际收益之间的关系?如何把握规模增长与公司长期发展之间的平衡?

开思基金:《铸就》一书中提出了一个矛盾,即基金管理公司资产规模的快速增长与巨大的资产规模不太符合投资者最佳利益之间的矛盾。近期开思基金管理规模增长较快,我们在欣喜之余也保持警惕。

鉴于现阶段公司规模快速扩张,应采取以下几方面举措。一是公司应统一投研、市场及运营等各部门的价值导向,牢固树立“投资者利益优先”的文化,并将其作为衡量绩效的核心标准。唯有形成强有力的内部约束机制,才能保障公司持续健康发展。

二是增强信息透明度。投资者关注的以下四项数据需要透明化披露,即时间加权收益率、长期资本加权收益率、基金经理管理规模、公司总管理规模。目前公司正通过系统自动化初步实现相关计算,未来将通过月报的形式逐步向投资者披露。

三是研究控制规模有节制增长的管理方法,以长期消除基金收益折损。公司将进一步加强数据分析工作,拟每季度、半年度或年度系统计算所有基金的上述收益指标,并向管理层和投资团队提供决策参考。对折损较高的产品及时发出风险警示,并采取有效措施降低折损,从而系统实现管理规模有序高质量增长,而不是简单无序扩张。

公司深知资产管理行业“慢即是快,快即是慢”的规律。我们将进一步深入研究两个课题,一是处理好公司规模扩张与投资者实际收益之间的关系;二是建立规模增长与长期发展之间的平衡机制。

公司始终将“为投资者创造可持续的长期回报”置于核心地位,并以此为导向,实现好的商业实践与价值交付。

公募REITs市场回暖 长期配置价值凸显

● 本报记者 张凌之

经过一段时间的回调,公募REITs市场止跌回升。

9月4日,中证REITs全收益指数涨0.42%,多只公募REITs涨幅超2%。其中,招商基金蛇口租赁住房REIT涨幅达3.1%。事实上,公募REITs上周就有所回暖,8月25日—8月29日,中证REITs全收益指数涨幅为1.06%,跑赢中证红利指数2.16个百分点。

有公募人士表示,若后续投资者风险偏好收缩,有利于支撑REITs市场进一步修复,可重点关注基本面预期较强的板块以及基本面边际企稳且租户结构稳定的部分仓储和高速项目的配置机会。此外,投资者应以长期配置的心态来投资公募REITs,通过长期持有与合理配置,获得较好的投资回报。

公募REITs止跌回升

9月4日,A股震荡调整,超半数公募REITs当日获得正收益。截至收盘,招商基金蛇口租赁住房REIT涨幅最高,达3.1%;红土创新深圳安居REIT、华夏北京保障房REIT、中金厦门安居REIT涨幅均超2%。整体来看,中证REITs全收益指数当日涨幅为0.42%。

事实上,经历了一段时间的震荡调整,公募REITs在上周就止跌回升。8月25日—8月29日期间,中证REITs全收益指数涨幅1.06%,跑赢中证红利指数2.16个百分点。

与此同时,公募REITs产品内部产生了一定分化。分项目属性来看,上周产权类REITs上涨1.55%,特许经营权类REITs上涨0.87%。分资产类型来看,消费、保障房、仓储物流、数据中心等板块表现相对占优。分品种来看,上周共有65只REITs上涨、8只下跌。其中,国泰君安济南能源供热REIT、中航易商仓储物流REIT、嘉实物美消费REIT位列涨幅前三;工银蒙能清洁能源REIT、中航京能光伏REIT、华夏华电清洁能源REIT则跌幅居前。

Wind数据显示,截至9月4日收盘,2025年1月1日之前已上市的58只REITs中,54只今年以来获得正收益,40只REITs涨幅超过10%。除嘉实物美消费REIT涨幅超过50%外,华夏大悦城商业REIT、博时津开产业园REIT、华夏首创奥莱REIT、中金印力消费REIT涨幅均超过40%。

REITs市场仍然承压

近期权益市场情绪持续高涨,导致REITs市场流动性减弱,指数调整幅度也较大。

从近60个交易日的涨跌幅可以看出REITs市场的短期承压程度。截至9月4日收盘,47只公募REITs近60个交易日获得负收益。其中,华安百联消费REIT、中金湖北科投光谷REIT、中信建投明阳智能新能源REIT、工银蒙能清洁能源REIT近60个交易日跌幅超10%。

回调背后,既有市场风格的切换,也与公募REITs底层资产的表现密不可分。近日,2025年6月以前上市的66只公募REITs已全部完成2025年半年报披露。据申万宏源固收研究以连续两年具备完整可比数据的REITs样本进行统计,2025上半年REITs整体营收同比微增0.6%、净利润同比下滑7.5%;可供分配金额同比收缩4.3%、上半年实际分红金额同比下降26.0%,致使平均现金流分派率降至2.36%,同比下降50基点,平均分红率降至2.26%,同比下降146基点。分板块来看,消费类资产在“两新”等政策刺激下表现强势,营收、净利润、可供分配金额均同比增加,产业园和能源类资产基本面则有所弱化,盈利及现金流能力承压。

关注优质项目回调后的配置机会

经过一段时间的回调整理,当前公募REITs是否具备了较好的配置机会?

中金公司REITs研究团队表示,上证指数突破3800点后宽幅震荡、10年期国债收益率区间盘整,股债均在关键点位反复博弈。其他大类资产方面,中证转债指数高位有所回撤、黄金价格向上突破,或代表资本市场风险偏好有所收敛。若后续风险偏好继续收缩,有利于支撑REITs市场平稳修复。中金公司REITs研究团队建议,关注优质项目回调后的配置机会,关注基本面预期较强的板块,如保租房、消费、市政环保等的低吸机会;此外,关注基本面边际企稳且租户结构稳定的部分仓储和高速项目的配置机会;战略配售、打新机会也值得重视。

北京某公募REITs业务负责人表示,整体而言,一级和二级市场就同一资产的定价密切相关,估值定价相互锚定又相互修正,因此两方面的长期走势应该逐步趋同,但受到产品端属性、市场情绪影响,两方面的走势可能会出现短期偏离的现象。如果二级市场价格明显高于资产端价值,则回落概率较大;若二级市场价格明显低于资产端价值,投资公募REITs的风险收益比就会提高。

一位资深业内人士表示,长期来看,公募REITs的投资价值,一方面体现在相对股债市场独立的资产配置功能;另一方面,公募REITs最终投资于运营较为成熟的基础设施项目,并且在满足分红条件的情况下,每年至少将90%以上合并后基金年度可供分配金额以现金形式分配给投资者,因而较适合长期持有。投资者可根据未来的分红预期合理评估REITs价值,以长期配置的心态来投资公募REITs。

严格限购VS开门迎客

基金精细化运营 持有人利益优先

● 本报记者 万宇

近期市场热门主题快速上涨后,部分相关基金选择限购,其中不乏一些今年以来回报率超过100%的绩优产品。与此同时,也有一些基金在此时“开门迎客”,恢复大额申购。

业内人士表示,绩优产品限购是管理人平衡“规模扩张”与“业绩稳定性”的举措,体现了精细化运营中对“持有人长期利益”的优先考量。中长期来看,A股投资机会依然十分丰富,放开限购可能实现基金规模与业绩的双赢。

部分绩优产品限购

9月4日永赢基金公告称,为保护基金份额持有人利益,自9月5日起,个人投资者办理永赢科技智选混合发起(A类及C类份额合并计算)的申购(含定期定额投资)、转换转入业务时,如单日单个基金账户单笔申请金额高于1万元(不含),基金管理人有权全部或部分确认该笔申购失败。机构投资者办理基金的申购(含定期定额投资)、转换转入业务,不设限制金额。

永赢科技智选混合发起今年业绩突出。Wind数据显示,截至9月3日,永赢科技智选混合发起A今年以来回报率达177.80%。

国泰基金也公告称,为了维护基金份额持有人利益,自9月4日起,基金管理人 对国泰中证A500ETF发起联接A类及C类基金份额的申购、定期定额投资及转换转入业务的金额进行限制,单日每个基金账户的累计申购、定期定额投资及转换转入业务的金额不应超过1000万元。

事实上,近期采取限购措施的基金产品不在少数。8月以来,出于保证基金平稳运作,保护基金份额持有人利益等原因,中欧基金、易方达基金、南方基金、华夏基金、华富基金等多家基金公司纷纷公告旗下部分产品开启限购。不少限购的基金今年以来取得了较高的回报率,比如截至9月3日,中欧数字经济今年以来的回报率达119.26%。

一些基金公司“开门迎客”

不过也有一些基金公司选择“开门迎客”。红塔红土基金9月4日公告称,基金管理人曾于8月27日发布公告,自当日起,红塔红

土盛丰混合暂停接受单日单个基金账户单笔或多笔累计超过20万元(不含20万元)的申购、转换转入申请。为满足广大投资者的投资需求,决定自9月4日起恢复基金单日单个基金账户单笔或多笔累计超过20万元(不含20万元)的大额申购、转换转入业务。

金鹰基金也公告称,基金管理人曾于8月21日发布公告,自当日起,暂停金鹰民族新兴灵活配置的申购业务(含转换转入及定期定额投资)。为满足广大投资者的投资需求,决定从8月28日起恢复该基金的正常申购、转换转入及定期定额投资业务。

宝盈基金更是在9月3日发布了多只基金恢复大额申购、转换转入、定期定额投资的公告。

此外,景顺长城基金、南方基金、富国基金、嘉实基金、天弘基金等基金公司近期均发布了恢复基金产品大额申购、转换转入及定期定额投资业务的公告。

优先考量持有人长期利益

对于近期一些绩优基金采取限购的情况,晨星(中国)基金研究中心总监孙珩分析认为,从基金管理人转型精细化运营的角度

看,当前多只绩优基金采取大额限购,是管理人主动平衡“规模扩张”与“业绩稳定性”的核心举措,体现了精细化运营中对“持有人长期利益”的优先考量。她表示,一方面,绩优基金若短期内涌入大量资金,可能因持仓调整难度加大、优质标的配置空间受限而导致收益遭到稀释,限购可避免规模无序增长对业绩风格的冲击;另一方面,通过主动控制规模,管理人能更聚焦于现有持仓的深度学习、投研策略的精准落地,同时减少大额申购对基金净值稳定性的干扰,这正是从“粗放追求规模”转向“精细化维护产品核心竞争力”的典型表现,最终为持有人守住长期收益的确定性。

不过也有公募人士表示,虽然A股市场近期出现了一定的上涨,但中长期来看,A股依然有丰富的投资机会,在基金容量允许,基金经理能力允许的情况下,放开限购可以实现规模与业绩的双赢。

招商基金表示,展望未来,考虑到年内美联储降息较为确定,全球流动性趋于宽松,目前市场风险偏好较高,居民存款向非银金融领域搬家趋势明显,经济周期走向复苏,价格回暖信号显现,市场预期和政策催化主导行情,科技和消费行业有望相对占优。