

年报透露公募行业之变：

基民获得感站上“C位”

公募基金2025年报季已然落幕。在众多的年报中，透露出一个值得留意的信号：公募基金行业正越来越重视持有人的真实获得感。

葛兰、周蔚文、张坤等知名基金经理自购份额超过百万份，且多位基金经理在去年下半年继续增持，真金白银购买自己的产品，与持有人利益同向、风险共担。控制回撤也被越来越多的基金经理所重视，陈皓等多位基金经理通过灵活调仓平滑净值曲线，这背后是一个朴素的共识，让持有人拿得住，才是获取长期回报的前提。此外，蓝小康、徐彦等基金经理开始在年报里讲理念、谈预期。他们不回避波动，也不神化收益，而是试图让持有人建立投资的稳定预期，培养更加成熟的持有人。

这些举措共同指向一个方向：公募基金行业正从单纯追求规模增长，转向更注重持有人的长期获得感与信任关系的构建。

● 本报记者 张凌之



视觉中国图片

(LOF)份额合计超过300万份。易方达基金的基金经理张坤同样长期持有自己管理的易方达蓝筹精选及易方达优质企业三年持有均超100万份。兴证全球基金的基金经理谢治宇长期持有自己管理的兴全合润和兴全合宜均超过100万份。

控制回撤 优化持有体验

对于基金持有人而言，净值的大幅波动往往是“拿不住”的主要原因。基金经理通过主动控制回撤，力求平滑净值曲线，降低持有人心理焦虑。这种对风险的重视，也是提升持有体验、践行长期投资理念的关键一环。

国投瑞银瑞盛混合的基金经理贺明之在年报中透露，为了控制回撤，2025下半年进行了一系列调仓操作。他表示，2025年三季度，考虑到主要成长方向均包含了市场较为乐观的预期，出于回撤控制的考虑，基金大幅下降了股票仓位，兑现了部分浮盈，同时在结构上增加了价值类资产的权重，包括有色、家电、生猪、快递等方向。2025年四季度更加仓了“反内卷”方向的化工链和保险股。

同样为了控制回撤，易方达创新未来混合的基金经理陈皓的调仓力度不小。2024年底以来，他自上而下选择TMT和周期板块重点研究、配置，同时在细分领域行情后段，及时兑现收益，部分仓位转向更有阿尔法收益的个股，保证了投资组

合回撤幅度可控。到了2025年底，他加大了化工、电力设备、非银金融等方向的配置，也有一定收益。

也有基金经理因投资组合回撤进行反思，并及时调整持仓。中欧瑞丰的基金经理卢纯青在年报中表示，2025年一季度的一次回撤促使她进行了深刻的反思，并在上半年果断对投资组合进行了关键的“均衡化”调整。不再拘泥于追逐某一阶段看似强大的板块性机会，而是将重心回归到各行各业优质标的的基本面。从对“景气度”的追逐，部分转向对“高质量”进行深耕。

国泰价值优选灵活配置混合的基金经理郑有为在年报中表示，投资目标上，不追求短期净值的极致上涨，更在意组合在上涨动能与风险控制间取得平衡，以期实现长周期的理想回报，实实在在为持有人赚钱。极致的配置固然能换回有锐度的净值曲线，但长期持续性值得探讨。

传递理念 建立理性预期

在年报中，基金经理不仅传播观点，也传递理念。通过分享市场认知与对投资的理解，基金经理帮助持有人理解波动背后的逻辑，逐步建立理性预期，培养更加成熟的持有人，实现真正的长期共赢。

中欧基金的基金经理蓝小康在年报中重点分享了关于组合的波动率看法。他

管理的组合追求较低的最大回撤，长期较好的绝对回报。但并不极致追求对于回撤的控制，在他看来，权益投资过度追求波动率的控制往往是不可持续的，甚至会增强组合的脆弱性，容易面临收益率不足的风险。关于回撤、持有者体验，有专门的如夏普比率等指标，专业投资者尤其重视这样的指标。但权益投资之所以是权益投资，就是因为不同于债券投资的潜在高回报特征，与之对应的就是其潜在高波动特征。在特定的时间段，特定的策略组合可能体现为极高的夏普比率，但没有单一策略可以一直保持这样的表现，过度追求这个指标就会偏离投资的本质。

他认为，过度追求波动控制、过度追求收益提升，都可能带来意外的风险。如果在投资的起始就放弃过高的期待，投资者才更有可能达到令自己满意的投资目标。尤其是对于规模较大的投资组合来说，合理的预期尤为重要。

大成竞争优势混合的基金经理徐彦坦言，考虑到管理基金总规模的上升，通过短期操作取得超额收益的难度越来越大。同时，如果未来市场整体继续大幅上涨，考虑到基金偏低的股票仓位，仅仅通过个股选择获得超额收益的难度很大。如果市场震荡或者下跌，更有可能取得超额收益。未来，将继续坚持价值投资理念，希望为投资者带来长期稳健的回报，但同时要做好未来回报率可能低于过去年份的准备。

求索投资“快与慢” 基金经理调节换手率

● 本报记者 张韵

投资中的“快与慢”如何把握？基金产品的换手率如何控制在合理水平？“慢投资”的基金业绩表现如何？

中国证券报记者梳理公募基金2025年报数据发现，主动权益类基金（含普通股票型、偏股混合型、平衡混合型、灵活配置型）交易活跃度显著提升，平均换手率突破500%，创2021年以来最高水平，较2024年提升约30个百分点，平均持仓周期也有所减少。

尽管公募基金整体倾向高换手操作，但仍有一批基金坚守“慢就是快”的投资原则，维持较低换手率。不过从结果来看，这批基金表现分化，低换手并不等同于高收益，投资之中寻求“快与慢”的平衡的难度可想而知。

低换手率是少数派

不少投资者把“慢就是快”的理念挂在嘴边，但是真正实践起来，又是不一样的情况。

Wind数据显示，全市场4000余只（按主代码口径统计）主动权益类基金里，2021年至2025年期间每年换手率均低于80%的产品不足20只，占比不到0.5%。

从管理人分布来看，嘉实基金与景顺长城基金旗下的低换手产品数量居前。嘉实基金有5只产品入选，其中3只由基金经理常蓁管理，另外2只分别由谭丽、张金涛执掌。景顺长城基金的4只产品，全部出自基金经理刘彦春之手。易方达基金萧楠、广发基金程琨各有1只产品上榜。工银瑞信基金张剑峰、建信基金王东杰、前海开源基金叶嘉、方正富邦基金吴昊、富安达基金栾庆帅、国联安基金邹新进、金元顺

安基金闵杭，以及前海联合基金张磊、张文等，也各有1只基金跻身这一名单。

以常蓁管理的产品为例，2025年其在管3只产品换手率虽较2024年略有上升，但仍低于30%。截至2025年末，其重仓的多只个股连续持有超3年。嘉实服务增值行业前十大重仓股中，超半数持股超3年，招商银行更是连续30余个季度位列前十大重仓股，累计持有超8年；贵州茅台、山西汾酒分别被持有超6年、5年，宁德时代、亿联网络持股超4年，迈瑞医疗持股超3年。

嘉实回报灵活配置、嘉实优化红利也长期重仓贵州茅台、山西汾酒、宁德时代。前者持有贵州茅台超9年、山西汾酒超8年，两只基金还共同重仓新泉股份超4年，嘉实优化红利还连续四年多重仓今世缘。

刘彦春管理的基金同样坚守长期持仓。2024年，旗下2只基金换手率一度低于10%。2025年，旗下4只产品换手率虽出现增长，但仍控制在40%以内。截至2025年末，景顺长城新兴成长前十大重仓股中，七成个股持有至少3年，泸州老窖、贵州茅台持股超9年，中国中免、海大集团、迈瑞医疗持股超5年，古井贡酒持股超4年，美的集团持股约3年。景顺长城鼎盛、景顺长城内需增长、景顺长城内需增长贰号，也均重仓持有贵州茅台、海大集团、迈瑞医疗超5年。此外，景顺长城内需增长重仓宁德时代近5年，景顺长城内需增长贰号重仓山西汾酒近4年。

更有基金创下超长持股纪录，萧楠管理的易方达消费行业，已连续48个季度重仓贵州茅台，持股时长达12年。

基金表现分化显著

“不愿持有十年，就不要持有十分钟”，巴菲特的这句话成为长期投资的核

心信条。不少投资者认为，财富增长源于长期坚守，频繁交易只会侵蚀收益。但对公募基金而言，长期持有风格是否意味着更优收益表现，答案并非绝对。

Wind统计显示，2021年至2025年连续5年换手率低于80%的近20只基金，业绩表现差距悬殊：部分基金连续五个年度亏损，也有基金在2024年至2025年市场回暖后快速反弹，连续两年回报率均超10%。仅在2025年，这些基金业绩首尾差距便超过50个百分点。

拉长至2021年—2025年期间来看，这批持续低换手的基金，无论对比主动权益类基金整体层面，还是对比连续五年的高换手基金，均未展现出明显的业绩优势。不过，从另一角度观察，长期业绩优异的基金中，极少出现超高换手率产品。

个股层面，基金长期重仓标的大多收获可观涨幅。萧楠、刘彦春、常蓁重仓的贵州茅台，刘彦春持有的泸州老窖以及常蓁重仓的招商银行均为长期大牛股。为何重仓个股涨幅亮眼，基金整体业绩却未能同步领跑，业内人士解释，基金采用组合投资模式，且受个股持仓比例限制，单一重仓股的上涨，难以直接带动基金净值大幅提升，组合仓位配置、行业分布等因素，都会影响到基金业绩。

探索长期投资与锐度平衡

部分低换手的基金业绩不及预期，引发了市场质疑，“持股一动不动是躺平了吧”“白酒都跌成这样了还拿着”等观点频繁出现在基金讨论区。历经市场周期波动后，越来越多的基金经理在坚持长期投资的同时，开始注重投资效率，强调跟踪企业和行业变化。

基金经理陈明（化名）表示，在投资

中，会倾向于通过大量深度研究后，挖掘出优秀的公司进行长期持有。但是，也不会简单持有不动，而是实时关注上市公司和所在行业的变化，比如业绩出现滑坡时要及时进行调研和分析。如果是行业进入下行周期导致业绩滑坡，会坚决地卖出规避风险。

“虽然很多投资者都在学习巴菲特的长期投资，但可以看到他其实也会做一些交易型配置。”基金经理林朋（化名）直言，低估时买入，达到合理价位或高估时卖出。他承认，忽视估值而一味长期持有的策略曾让其犯下较大错误。因此，确定估值的锚可能更为重要。

基金经理赵友（化名）则表示，万物皆有周期，很少有细分行业可以长期处于高景气成长状态。这就要求投资跟踪不同产业最新发展变化，及时调仓。

不过，也有观点表示，如果能找到适合标的，长期持有式投资其实是很理想的策略。基金经理李乐（化名）说，在2021年之前，曾涌现出不少“10年10倍”的牛股，再精妙的交易模式，都很难达到这一效果。

基金经理周康（化名）则认为，长期持有可能是主观投资基金经理超越量化投资基金经理的核心策略。因为在交易层面，主观投资很难占优，其“手动”式交易几乎不太可能和量化投资的自动化、程序化、无情绪波段交易“掰手腕”。

到底是“长期持有才能赚大钱”，还是“持有不动难抵周期波动”？一边是交易难度大，成本易损耗收益；一边是很少有股票只涨不跌，只有频繁交易才能提高收益锐度。两种观点交织其中，成为摆在许多投资人面前的难题。

如何平衡长期投资和收益锐度，似乎很难给出明确答案。但业内人士普遍认为，值得长期投资的标的非常稀有，如果能找到，长期持有将远优于频繁交易。

CTA与股票量化多头策略业绩领跑 私募后市展望积极

● 本报记者 王辉

今年以来，A股在市场博弈中反复拉锯。受外部不确定因素扰动，主要指数出现宽幅波动。在此背景下，截至4月7日，证券私募行业今年业绩分化显著，CTA（商品交易顾问）策略与股票量化多头策略逆势领跑，主动股票策略则较2025年第四季度出现小幅回落。与此同时，头部机构并未放慢投研节奏，3月密集调研电子、医药生物等硬科技领域。

主观多头策略业绩回落

好买基金研究中心数据显示，截至4月7日，今年以来私募各策略收益率呈现明显的分化格局。CTA策略以3.08%的平均收益率领跑全场，头部产品优势显著。不过该策略收益率中位数水平仅为1.98%，显示出内部业绩分化严重。

股票量化多头策略表现亮眼，截至4月7日，今年以来平均收益率为2.24%，收益率中位数水平2.56%，整体赚钱效应良好。与之形成鲜明对比的是，同期主观多头策略平均收益率为-2.15%，超过半数产品收益为负，尾部产品回撤幅度相对较大。量化多头与主观多头平均收益率差距达4.39个百分点，折射出当前市场环境对量化选股框架更为友好。此外，截至4月7日，今年以来股票型策略整体平均收益率为-0.41%，收益率中位数水平为0.15%，这主要是受到了主观多头策略业绩的拖累。

在稳健型策略中，截至4月7日，今年以来债券策略的平均收益率为0.61%，收益率中位数水平为0.73%，是私募所有策略中收益率离散度最小的类型，体现出较强的稳定性。此外，同期市场中性策略平均收益率为1.94%，收益率中位数水平为1.42%，体现出兼具收益性和稳健性的特征。私募套利策略同期的平均收益率为1.84%，收益率中位数水平为2.04%，同样展现出较高的正收益概率和较低的波动特征。

第三方机构私募排排网数据显示，截至2026年3月31日，有业绩展示的85家百亿级私募今年第一季度平均收益率为2.01%，显著跑赢同期沪深300指数的表现。其中70家实现正收益，占比达82.35%。另外，在今年以来市场持续波动的背景下，部分知名私募机构今年以来的业绩不尽如人意。来自某第三方机构的最新监测数据显示，截至3月27日，望正资产王鹏辉、软沐资产柳士威、展博投资陈锋、正圆投资戴旅京等知名私募基金经理管理的部分代表产品，今年以来的亏损幅度均超10%。

私募加紧调研个股

市场震荡期往往是机构加紧调研、甄选个股的窗口期。私募排排网数据显示，今年3月，共有871家私募机构参与到A股调研活动中，覆盖27个申万一级行业中的343只个股，合计调研次数达2752次。其中54家百亿级私募参与，覆盖25个行业中的171只个股，合计调研354次。

3月共有91只A股获私募机构调研的次数不少于10次。医药生物龙头迈瑞医疗以105次私募调研次数居首，包括高毅资产、淡水泉投资、景林资产在内的13家百亿级私募参与了调研。另一只医药股惠泰医疗获私募调研54次，吸引高毅资产、淡水泉投资等8家百亿级私募参与其中。

电子行业成为私募调研主战场。源杰科技、深南电路、传音控股和盛美上海分别获调研50次、48次、46次和43次。其中，深南电路获得淡水泉投资、重阳投资、高毅资产等12家百亿级私募扎堆调研。

从行业维度看，电子行业是3月最受私募调研青睐的领域，共有58只个股受到关注，合计调研次数达592次，两项数据均明显领先。医药生物行业紧随其后，获调研420次，涉及43只个股。电力设备和机械设备分别获调研286次和1281次，位列第三、第四。此外，“专精特新”概念备受瞩目，3月获调研的此类个股达104只，占总量的30.32%。

策略展望保持积极

面对外部环境的不确定性，多家知名私募在近期策略沟通中表达了对后市的看法，整体基调较为积极，并透露出一些共同看好的布局方向。

淡水泉投资认为，尽管3月A股短期情绪受到一定压制，但之前有利于股市的根本性因素并未改变。政策面维护市场稳定的基调明确，央行亦表示将运用多种工具保持流动性充裕。国内低利率环境下，居民及机构资金向权益市场转移的潜在需求仍然强烈。从基本面看，中国以“煤炭+绿色能源”为主的能源结构，在高油价背景下将为实体经济带来成本优势，竞争力或进一步增强。当前市场以科技与先进制造为核心的高景气逻辑仍在持续，一季报有望进一步验证成长性。该机构表示，具备稳健增长能力的“高品质龙头”是应对不确定性的更优选择，尤其是在能源基建领域（锂电、储能头部企业）以及AI产业链中处于供给短缺环节的细分龙头。这些标的不仅业绩扎实，更在能源安全与AI产业趋势中具备战略稀缺性。

景领投资则表示，在地缘冲突影响下，3月市场出现阶段性调整，局部高估板块估值消化迹象明显，部分低估值板块也顺势下调，市场后期存在短期博弈反弹和中长期配置并存的机会。在具体方向上，可重点关注两大主线。一是科技与先进制造。数据显示，1—2月规模以上高技术制造业利润同比大幅增长，半导体分立器件制造、光电子器件制造等行业利润均出现大幅提升。目前产业景气度高企的行业，主要涉及半导体、电子、软件、电力设备、国防军工、自动化设备等方向。二是扩大内需和“反内卷”政策受益板块。平台经济、光伏、锂电池、新能源汽车等重点行业值得关注。

综合来看，尽管一季度主观多头策略业绩小幅回落，但股票量化、CTA等策略展现出较强的适应性，百亿头部机构则通过密集调研积极寻找结构性机会。在震荡分化的市场中，聚焦高景气与高品质龙头，正成为私募穿越市场波动的共同选择。