

隐形持仓股“可盐亦可甜” “抄作业”要小心 提防风格漂移障眼法

证券时报记者 吴琦 陈静

不在基金产品的前十大重仓股中“出头露角”，却也能对基金净值的走势发挥至关重要的作用，基金经理的隐形持仓到底藏着什么样的秘密？

每逢半年报、年报披露期，基金经理有何隐形持仓都是引人瞩目的话题。证券时报记者梳理基金2023年度半年报数据发现，基金经理隐形持仓的市值已占公募基金总资产市值近一半的比例，对基金业绩形成了不容小觑的影响。总体来看，基金隐形持仓的贡献“可盐亦可甜”——年内部分基金业绩欠佳，与其隐形持仓股的大跌难逃干系，与之对应的是，另一些隐形持仓股则有抢眼表现，推高了相关基金的净值。

对于持有人而言，基金隐形持仓股往往也是投资者跟踪研究的重要指标，是刻画基金经理投资风格的有效维度之一。当然，投资者除了保持关注基金十大重仓股，也需警惕落入隐形持仓股风格漂移的陷阱。

隐形股市值占半壁江山

与季报仅披露前十大重仓股不同，基金年报、半年报中都会披露产品的整体持股情况。通过挖掘隐藏在基金前十大重仓股之后的“隐形重仓股”，有助于对基金经理的投资风格、调仓操作进行更全面深入地了解，尤其是一些前十

大重仓股持仓占比并不是很高的基金。

据证券时报记者对基金2023年度半年报数据进行的统计，在主动权益基金中，超两成基金的十大重仓股市值占其股票投资市值的比例不超40%，体现了这些基金产品的持股集中度较为分散。整体来看，公募基金十大重仓股市值占基金总资产市值的比例达到52%，这也意味着基金的隐形股市值虽略小于其十大重仓股市值，但也接近占据了基金持股总市值的半壁江山。

以陈颖管理的金鹰红利价值A来看，单看其前十大重仓股，该基金持仓主要聚焦在电子、计算机等科技板块，比较像一只科技主题基金。不过，该基金前十大重仓股占基金净值比重仅为24%，隐形重仓股中不仅有新华保险、中国人寿、中国平安等金融股，还有山东黄金等来自有色金属板块的标的。陈颖在半年报中也透露了持仓风格，“在选股上仍将以成长类公司为主，重点关注电子、计算机、高端装备制造等板块，同时也会增加对低估值顺周期板块和个股的关注，如金属、金融、消费等”。

值得提及的是，有些基金经理会在隐形重仓股中布局十大重仓股之外的非主流行业。比如，重仓TMT领域获得较高收益的广发电子信息传媒产业基金，其前十大重仓股占基金净值比例为35%。半年报持仓数据显示，名臣健康为该基金第十一大重仓股，是首次出现在基金经理冯骋持仓中的一只医

药股，二季度末持仓市值占基金净值比例达2.71%。冯骋在半年报中表示，仍看好未来AI(人工智能)中期行情，继续坚持自上而下地选择具备贝塔的细分方向。除了AI主线之外，他还一直重点跟踪包括半导体周期、智能驾驶、VR(虚拟现实)等细分方向。

擅长半导体投资的基金经理蔡嵩松，所管理的诺安积极回报在二季度末持仓的第15~17位股票中，包含了华西股份、昆仑万维、紫光股份等化工与传媒股。蔡嵩松表示，该基金主要投资集中在人工智能领域，算法、应用、算力端都有相应布局，人工智能产业的中长期产业趋势不可逆，未来将继续追随产业浪潮。

隐形持仓股表现悬殊

对基金业绩而言，除了十大重仓股之外，隐形持仓股所带来的影响也不容小觑。国元证券统计，从重仓股、隐形重仓股与基准指数收益对比来看，均存在超额收益，而超额收益主要来自于“持仓隐形”期间，并随时间推进不断衰退。分时段来看，在基金公告期后，隐形重仓股因不再“隐形”，对应的超额收益明显减弱。

隐形持仓股对投资具有一定的参考性，但也有一定的局限性，因此投资者切莫盲目“抄作业”。首先，年报、半年报数据通常为年度或半年度结束三个月内公布，具有一定的滞后性；其次，对于前十大重仓股占比较高的基金来说，隐形持仓股对基金业绩贡献较小，参考意义并不大。

今年以来，市场行情极致分化、板块轮动明显加速，曾经的核心资产和赛道股纷纷回落，大部分主动权益基金在盈亏线上下持续震荡，但也有不少基金产品逆势突围。

通过梳理公募基金2023年半年报披露的持仓数据，证券时报记者发现不少基金的业绩在相对弱势行情中脱颖而出，与隐形重仓股的强势表现不无关系。

比如，在大部分新能源主题基金纷纷回撤的背景下，刘元海管理的东吴新能源汽车A今年以来录得20%以上的收益。除了主流配置TMT和汽车零部件领域，其隐形重仓股中出现了际旭创、科大讯飞等年内的大牛股，分别为该基金第16、18大重仓股。

大成基金徐彦管理的大成策略回报A、大成投资严选六月持有A、大成致远优势一年持有A，今年以来回报率均



超10%。这些基金的前十大重仓股占基金净值比例均低于50%，大成策略回报A的这一数据甚至不到40%，从它们的隐形重仓股来看，厦门空港、迈迪科今年以来均已累计上涨逾10%。

业内人士表示，基金经理看好一家公司则通常会持仓中有所表现，市场主要关注的是基金的前十大重仓股。但实际上，一些公司由于市值偏小，即使基金经理非常看好这家公司的前景，往往由于基金产品规定的投资规模限制(单个持仓不超过股票总股本的5%)等原因，导致这些小公司无法出现在基金的前十大重仓股中。可见，在前十大重仓股持仓占比并不高的基金产品中，隐形重仓股的贡献不容忽视。

比较典型的，如缪玮彬管理的金元顺安元启，今年以来回报率达16.5%。该基金持仓一直比较分散，近年来前十大重仓股合计占比均在10%左右。梳理半年报数据发现，该基金隐形重仓股中出现了不少“陌生”的小市值公司，如大胜达、菲林格尔、长青集团、通用股份、优彩资源等，今年以来涨幅均超15%。

与上述表现抢眼的基金相比，部分今年以来表现欠佳的基金，则受其隐形持仓股走弱的拖累。以郑澄然管理的广发高端制造为例，该基金今年以来累计亏损幅度超30%，这与其隐形重仓

股的大跌明显难逃干系。该基金第11~20大重仓股中，海优新材、派能科技、通灵股份今年以来跌幅超过40%，钧达股份、晶科科技、福斯特跌幅也超过了20%。

警惕落入风格漂移陷阱

基金经理的调仓不是一蹴而就的，隐形持仓股的变化在一定程度上能反映基金经理投资思路的变和不变，也能较好地解释基金净值超越基准的波动逻辑。

有一个在基金业心照不宣的现象是，部分基金在披露季报或者半年报前，会将前十大重仓股中的一些股票卖出，因为这些股票和基金契约中规定的投资风格并不吻合，为了避免“风格漂移”引发诟病，基金会在季报或半年报披露前“紧急”调仓换股，卖出有风格漂移嫌疑的股票，买入符合基金契约规定风格的股票。等到公开信息披露完之后，基金又会重新调仓换股，买入并不符合契约规定风格的股票。

近年来，监管部门一再关注基金产品“风格漂移”的问题。从基金季报公布的十大重仓股来看，基金持仓与原投资目标存在较大偏差的情况已经大幅减少，“风格漂移”现象得到大幅改观。

不过，从基金经理隐形持仓股以及基金业绩的表现来看，为了追求基金短

期业绩，仍有一些基金经理甘于冒险，跟热点、炒概念，造成持仓股与投资目标发生明显偏差，给信任基金合约的持有人造成了额外损失。

上述现象较多出现在主题基金中。譬如，在医药板块近年来整体较为低迷的背景下，个别基金净值出现偏离行业基准的大幅波动。深究其持仓数据，不难发现，或因一只半导体股票的股价表现对其净值贡献较大，使得其业绩表现在一众医药主题基金中脱颖而出。不过，这种业绩很难长期维持，证券时报记者注意到相关基金近半年的业绩已在同类基金中表现垫底。

此外，一些基金十大重仓股变化不大，隐形持仓股却频繁变动，换手率过高的基金也需引起持有人警惕。过度交易、博取短期回报，长期来看不稳定的风格会对基金净值造成伤害。比如，某新兴产业基金上半年持仓换手率高达9倍，半年报数据显示该基金全部持股数量保持在34只左右，但其上半年累计买入卖出金额超出期初基金资产净值2%或前20名的股票数量高达200只左右，而频繁交易的工业富联等标的其实并未进入该基金的重仓股名单中。数据显示，在频繁交易、掩饰基金重要持股的背后，该基金已连续2年业绩亏损超20%。

“超级政策周”激活“尘封”基金账户 恢复基民信心仍需努力

证券时报记者 余世鹏

上周(8月28日至9月1日)，A股迎来“超级政策周”，普涨行情下基金净值纷纷“回血”。不过，较之长期亏损，短短数天的“回血”依然是“杯水车薪”。当前摆在基金业面前的关键问题，是如何真正恢复基金投资信心。

久旱逢甘霖

根据Wind数据，上周全市场普通股票基金和偏股混合基金均取得了逾3%的平均收益率，此前一周(8月22日至8月26日)两类基金平均亏损则超过1%。具体看，近一周成长类主题基金涨幅居前，最高涨幅均超过10%，比如东方人工智能主题、南方信息创新等基金。

净值回升，也让基民打开了“尘封已久”的账户。基民陈先生持有的5只基金5个交易日一共浮盈近5000元，仅8月29日当天浮盈就接近3000元。陈先生对证券时报记者直言，“这是久旱逢甘霖，之前基金持续亏损，大约有一年多没打开过账户了。这几天市场大涨，周围人又谈起基金投资，我也跟着打开了看。”

像陈先生这样的基民不在少数，他们大多在2020年高点入市，买入明星权益基金持有至今。对他们来说，和长期持续亏损相比，短短数天的“回血”仍然是“杯水车薪”。

陈先生告诉证券时报记者，他从2021年1月开户买入基金起，至2023年9月1日，累计亏损达到了3.56万

元。其中，某中小公募旗下明星基金经理的一只基金累计亏损超过45%；另外两只基金为两家头部公募旗下明星基金产品，累计亏损均接近35%；还有两只基金分别为成长投资、“固收+”产品，亏损幅度分别约20%、5%。

这种代表性个案，还可在基金整体盈利数据中得到佐证。以近日刚披露完毕的基金半年报为例，天相投顾数据显示，今年上半年公募基金整体盈利为1408.62亿元，混合基金和股票基金则分别亏损1182.65亿元、194.23亿元，相比之下债券基金实现盈利1516.89亿元，货币型基金也有1130.91亿元的盈利。

而在热门赛道大幅回调的2022年，混合型基金和股票型基金合计亏损一度接近1.7万亿元，其中明星权益基金是重灾区。比如，华南某两只重仓消费白酒的明星基金，今年上半年亏损均超50亿元，包揽全市场倒数两位，2022年这两只基金的亏损甚至分别达到74.84亿元、107.14亿元。沪上某公募重仓医药的两只基金，上半年亏损幅度均超过40亿元，2022年亏损幅度更是分别高达108.81亿元、83.73亿元。仅仅是这4只明星基金，截至今年上半年末的持有人户数就超过了1300万人。

信心比黄金更宝贵

亏损依旧在，如何才能真正恢复基金投资的信心？业内人士认为，首先要重新认识信心下降的合理性，以及错误投资行为导致的心理落差。

天相投顾董事长林义相对证券时

报记者表示，权益基金的业绩主要取决于市场行情，股价不好却要基金做好业绩，从整体上来说不是很难，而是根本不可能。“如果基金收益和股市走势差不多，已是不错的成绩了。但从基民角度来说，买基金赔了钱，他们的不满也是可以理解的。其中一种情况是，他们投资赔钱了，但基金管理公司只管收管理费，旱涝保收。”

“许多基民在上涨行情中获得了较高收益，导致他们对投资的期望过于高企。一旦市场行情回落，他们往往会遭遇较大亏损，这超出他们的承受能力，从而导致信心下降和失望情绪的产生。这说明，相当部分的基民对投资市场的风险认知不足，认为市场只会涨不会跌，以至于在市场出现波动、基金亏钱后觉得难以接受。”晨星(中国)总经理冯文对证券时报记者说。

“在赛道行情回落，基民发现此前的盈利预期和风险判断，与实际收益和自身实际风险承受能力发生了较大偏离。他们在投资时容易发生“长线短投”或“短线长投”，使得长期投资收益过低，或短期投资因时间问题最后“割肉”离场。三是基金业由卖方销售模式向买方投顾模式转型仍需时间。传统代销机构为追求手续费佣金收入增长，有动力周转客户资产，助长了基民追涨杀跌的行为。”

反思基金高位营销

业内人士表示，基民在高位买基金，基金公司的高位营销起到了“催化剂”作用，这是恢复投资信心要反思的地方。

“基民上述行为和心态变化，反映出基金公司市场营销策略和投资者教育方面有所不足。”冯文认为，在高位发行新产品固然能吸引增量投资者入市，但也给基金经理建仓带来困难，使得产品成立后基民投资体验打下折扣。实际上，基金营销在市场营销高涨时过于注重收益宣传，未能对投资者可能面临的亏损进行充分说明和告知，导致不少投资者误将高收益视为常态，最终无法接受净值大幅回撤和亏损。

某公募品牌总监提起一个现象，基金品牌圈内平时会私下谈论哪家公司产品营销做得好，聊下来后发现大家对营销做得好的公司都有一致共识，但大家私下买的基金却都不是这些公司的。“基民虽是自愿申购，并不意味着这是他们真正想要的产品。在某种程度上，这是基金公司推销给他们的错误的东西。消费类的直播带货(如面膜、护肤品等)也做营销宣传，但他们有明确提示某些产品不适合某类皮肤人群，但基金销售并没这类明确提示，基本上有钱都可以买。”该品牌总监说。

随着赛道行情破灭，基民投资信心也明显下降，今年以来特别是下半年以来，基金业已意识到了上述问题的严重性，不敢再“做加法”。

张女士是一位从业近10年的基金人士，目前是一家中小公募的品牌营销负责人。她观察到一个现象，今年基金产品的节点宣传明显减少了。“放在往年，半年度前后起码要展开两轮以上大规模宣传，甚至还会约多家财经媒体做专访，但今年似乎一点动静都没有。”张女士说。

北方某大型公募的一位市场人士也对证券时报记者说，公司今年产品销售正常开展，但不会有特别的动作，包括针对半年度和季度节点的营销宣传，“一是担心刺激基民神经，二是因为短期业绩不好，只能着力讲长期故事。”

提高认知完善制度

反思之后，会有怎样的建言和行动来恢复基民信心呢？

证券时报记者在采访中了解到了个别公司的一些做法：一是舆情管理聚焦化，特别是针对明星基金经理的负面舆情。某头部公募为应对明星基金经理的负面舆情(包括针对基金经理的个人谣言)，去年从互联网大厂挖来一位擅长危机公关的专业人士，专门负责媒体沟通和投资者关系维护。二是节制新基金发行，做好存量管理工作。前述北方公募市场人士说，“前几年不少权益基金高位发行，几年下来基民被伤得挺厉害的。上半年我们公司的一只重点权益产品在市场低迷时逆势发行，把相关渠道资源都撬了一遍，但发行依然很艰难。按照我们年中时的布局，下半年可能不打算发新基金了，而是努力做

好存量产品持续营销。”

盈米基金CEO肖雯对证券时报记者表示，恢复基民信心要建立认知、交易和关系闭环。过去资管行业在预期管理上做得不够好，投资者期望获得高收益但又不愿承担高风险。资管机构和销售渠道一起加强客户的预期管理，把“有可能经历波动，但能获得收益”的理念提前“种”到基民心中，基民在面临波动时就可以更从容。

林义相则表示，基民信心下降与市场行情不佳有关，同时也与基金业某些制度有关。比如，有明确投资策略和方向的“赛道”基金，业绩与市场平均水平差别很大，某些出现风格“漂移”的基金并没做到受人之托忠人之事，这反映出现行制度对基民利益的代表和保护是有欠缺的。“我们很少见到基民经由持有人大会有效地维护合法权益。在现行制度安排中，代表基民利益的职能和权力，主要交由基金管理人和托管人，但这两者在行使相关职能和权力时，常常会面临利益冲突的窘境。”

林义相建议，在允许现行基金公司发起设立基金的同时，可考虑引入第三方独立的“基金发起人”角色。他们有权发起基金并代表基民去选择、评价和变更基金管理人及基金托管人，还可为维护基民利益采取法律行动。不过，这类角色的引入不应增加投资者成本，他们收取的各类费用总额不应超过现行监管规定，同时可考虑对这类机构的员工薪酬、利润分配等进行一定限制，鼓励将资金和未分配利润用于基金投资者维权。