

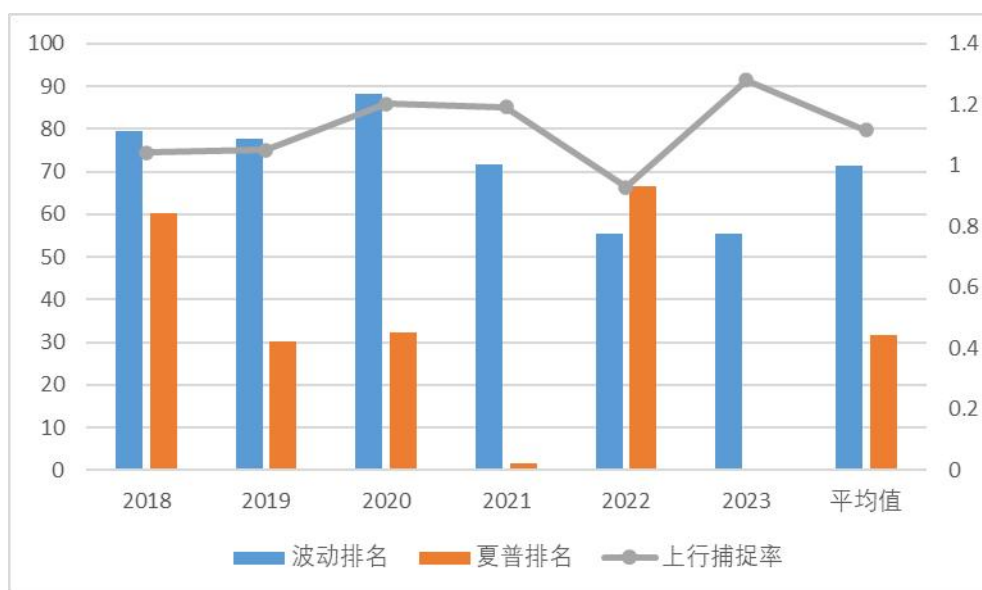
张靖分析明细

景顺长城策略精选混合 A 自 2014 年 10 月开始由张靖管理,是其管理时间最长的基金,也是其主推的产品。后文将以这只基金为主进行分析。

1、净值

1.1、用到量化是否波动更低、夏普更高、收益锐度有所下降？

与同类相比,张靖产品的波动与夏普都不太稳定,其中波动与夏普均整体呈现先升后降的趋势,夏普在 21 年和 23 年表现极为优秀。平均波动率和夏普分位是 71%和 32%,因此相较同类,近几年的平均波动较高、平均夏普较高,上行捕捉率平均值在 1.12 左右,高于同类平均水平,在 2023 年有明显提升,这与其业绩表现较 2022 年有明显好转有关。



张靖管理的另外几只基金中,除了北交所和今年 7 月管理的基金外,其余两只基金均于 2022 年底开始管理,2023 年的收益与景顺长城策略精选十分接近。

2、持仓

2.1、是否进行仓位的调整 (量化刻画市场状态,进行仓位的调整)?

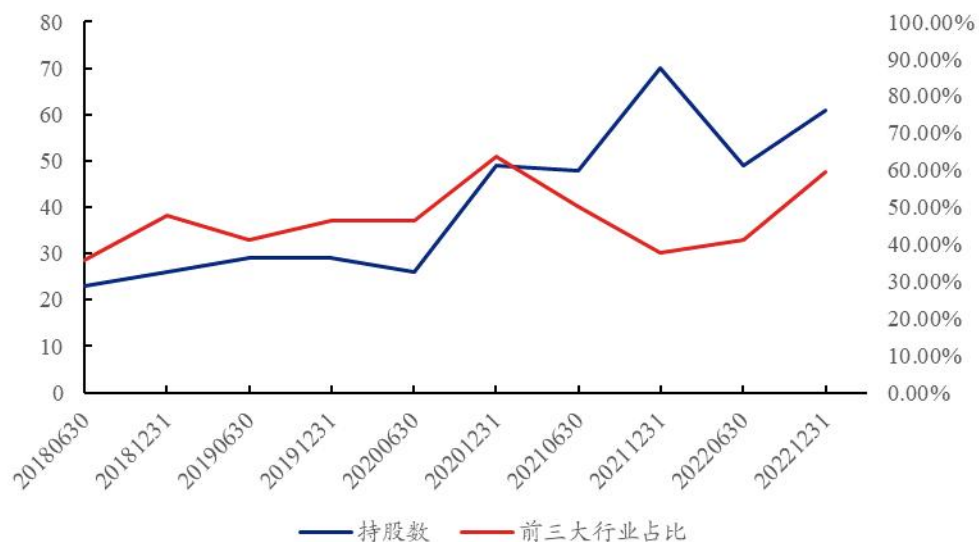
仓位有明确的切换但是不多, 22Q2 仓位再次明显降低,22Q3 仓位迅速提高,仓位不稳定,同年夏普表现一般,调仓节点不合适。23 年仓位有小幅度的降低,调仓节点较为合适。整体而言,期间仓位变动幅度较小,调仓灵活度较低,但是明显减仓的几个节点大都为

产品带来了不错的收益贡献。



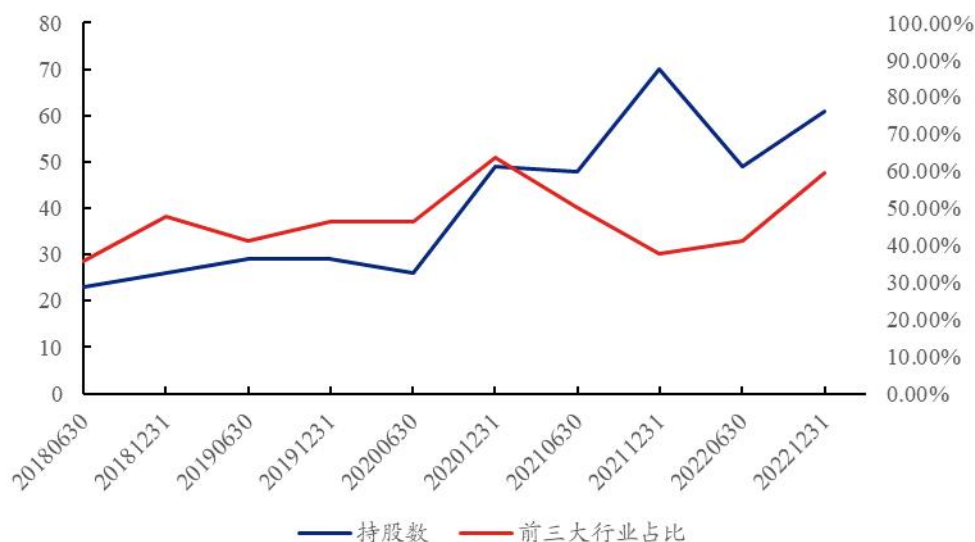
2.2、行业是否更加分散？

主基金的前三大行业集中度相比主动偏股基金的平均水平（50%）略低，平均前三大行业集中度为 47%，行业分布中等略分散。



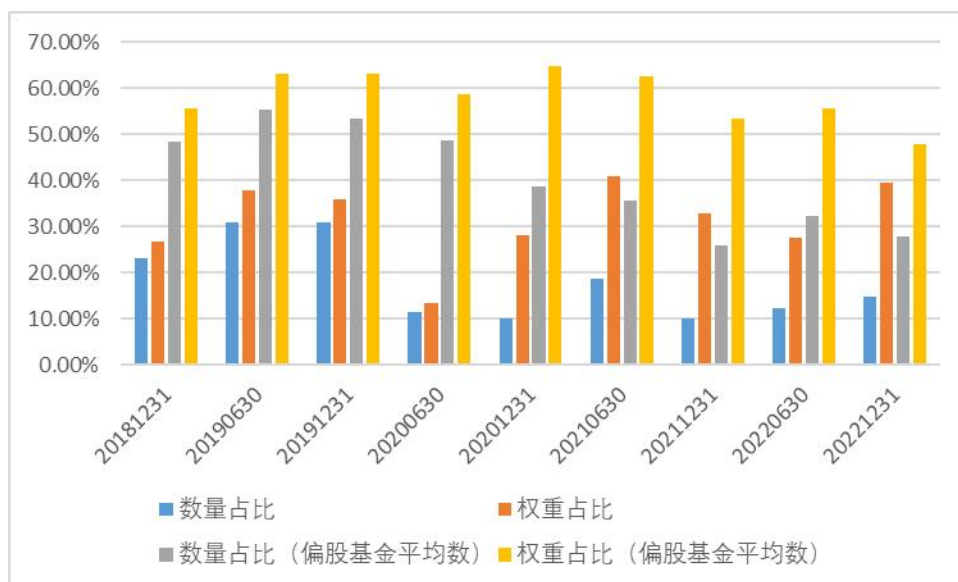
2.3 个股是否更加分散？

持股数大部分时间小于 50 只（主动偏股基金平均水平），持股较集中，20H1 起持股数增加速度明显增快，持股分散程度上升，21H1 起持股数变化较大。



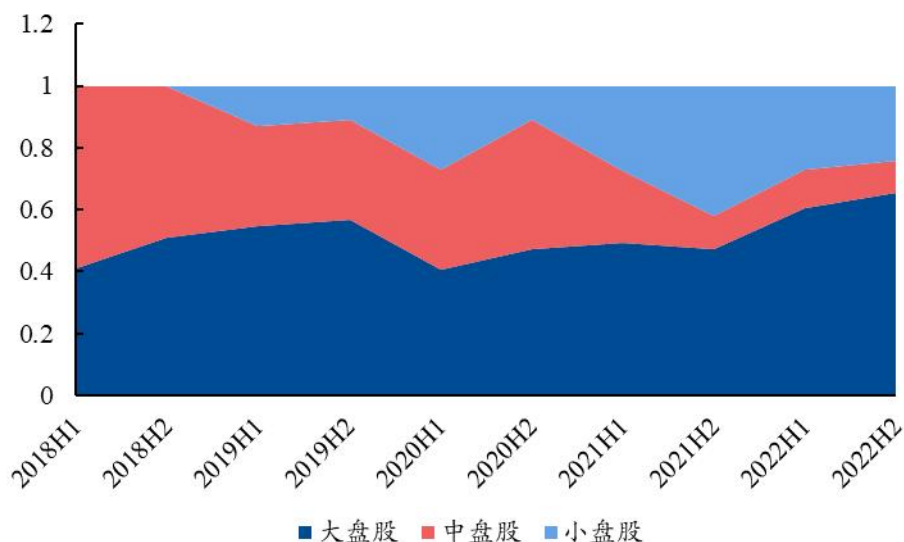
2.4 个股是否更加分散是否包含更多的冷门股？

图中统计的是抱团股占比（每期公募共同重仓的 TOP200 股票），可以看到该基金的抱团股数量占比大部分时候较低（均小于 30%）且 2020 年起持续低于 20%，而抱团股权重占比不太稳定，20H1 最低为 13%。



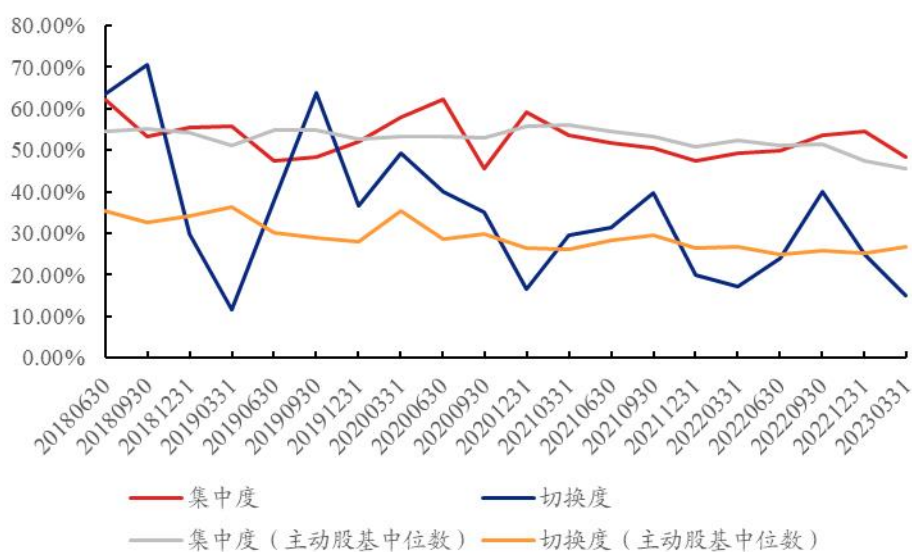
2.5 个股是否包含更多的中小市值股票？

基金的中小盘股票的权重占比在管理期间呈缓慢下降趋势，仅 20H1 和 21H2 期间有所小幅增加。整体而言，基金中小盘股票占比与大盘占比差别不明显，在 50% 上下浮动，其中小盘占比增加，中盘占比减少。



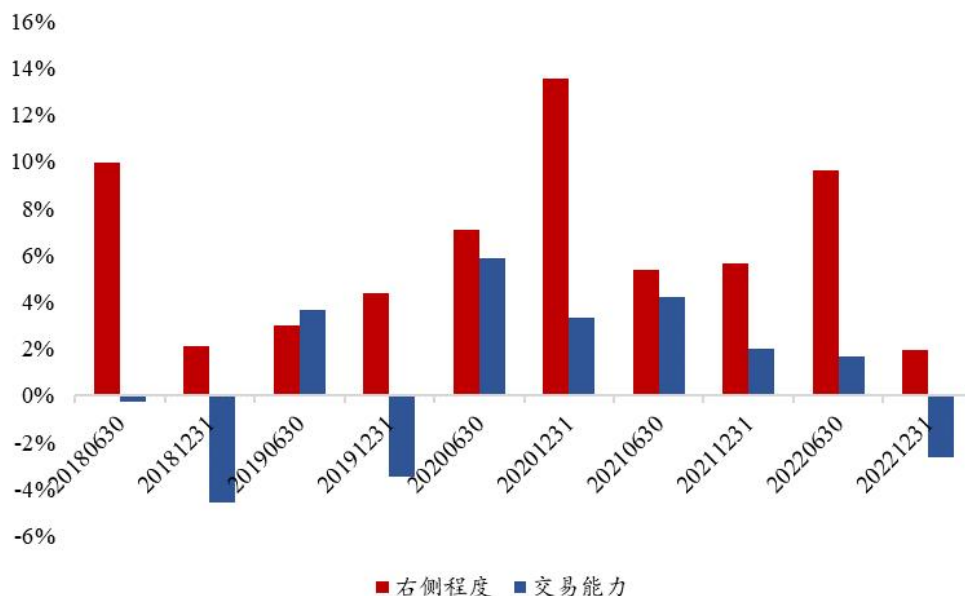
2.6、行业的切换程度是否加快？

行业的切换度大部分时候高于中位数。仅 18Q4、19Q1、20Q4 和 21Q4 至 22Q1 期间行业切换度低于中位数。整体而言，行业切换度平均水平较高且不稳定。



2.7、左侧与右侧：参与时机的把握是否有所改进？(比如对于过于左侧是否有所改进)

基金经理的右侧程度有起伏，但未有明显的变化。













































进一步拆分

我们将本期持仓中，出现在过去4期（含本期）前十大权重股票定义为重仓股，其余股票定义为轻仓股，重仓股与轻仓股如果各期有明细差异，说明很可能投研方法有不一样；而如果重仓股与轻仓股差异不大，说明二者可能使用统一的方法模型来筛选（比如都是量化+主动的方式）。

2.8、行业分布对比，轻仓股与重仓股的行业、风格是否有明显差异？

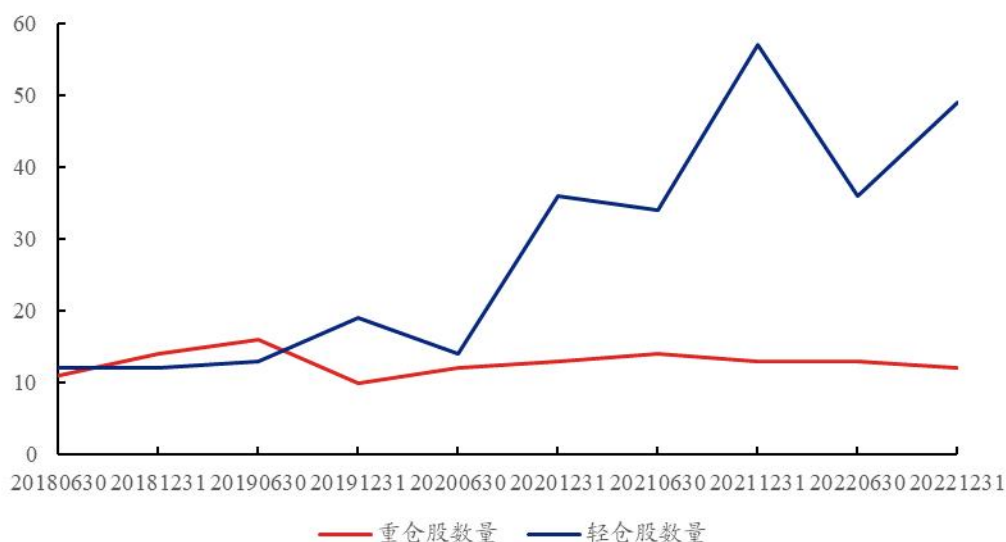
以2021年年报、2022年年报为例，对比二者的行业分布，发现重仓股与轻仓股的行业分布差异不大。2021年轻仓股相比重仓股明显重配石油石化、电力设备及新能源、机械，电子反之。2022年轻仓股相比重仓股明显重配的行业只有机械和家电，医药反之。

同时，我们可以看到轻仓股与重仓股的行业分布分散程度差别不大。

		2021年		2022年	
		重仓股	轻仓股	重仓股	轻仓股
上游周期	煤炭	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
上游周期	有色金属	 2.54%	0.00%	0.00%	0.00%
上游周期	石油石化	 2.93%	 5.19%	0.00%	0.00%
上游周期	建材	0.00%	0.00%	 3.20%	0.00%
上游周期	建筑	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
上游周期	基础化工	 9.19%	 9.84%	 8.58%	 11.05%
上游周期	钢铁	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中游制造	国防军工	0.00%	0.00%	 2.23%	0.00%
中游制造	汽车	 10.35%	 10.14%	 2.71%	0.00%
中游制造	电力设备及新能源	 13.96%	 20.63%	0.00%	0.00%
中游制造	交通运输	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中游制造	机械	 13.51%	 19.96%	 10.23%	 16.76%
中游制造	轻工制造	 4.36%	0.00%	 2.49%	0.00%
中游制造	电力及公用事业	 2.42%	0.00%	0.00%	0.00%
TMT	传媒	 9.56%	 10.62%	0.00%	0.00%
TMT	计算机	 2.00%	0.00%	 1.86%	0.00%
TMT	通信	 2.71%	 4.81%	 6.64%	 7.03%
TMT	电子	 8.05%	0.00%	 16.11%	 19.29%
医药	医药	 9.82%	 12.57%	 21.56%	 16.35%
消费	农林牧渔	0.00%	0.00%	 2.39%	0.00%
消费	家电	0.00%	0.00%	 21.97%	 29.52%
消费	食品饮料	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
消费	纺织服装	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
消费	消费者服务	 3.05%	0.00%	0.03%	0.00%
消费	商贸零售	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
大金融	房地产	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
大金融	非银行金融	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
大金融	银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
大金融	综合金融	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他	综合	 5.55%	 6.24%	0.00%	0.00%

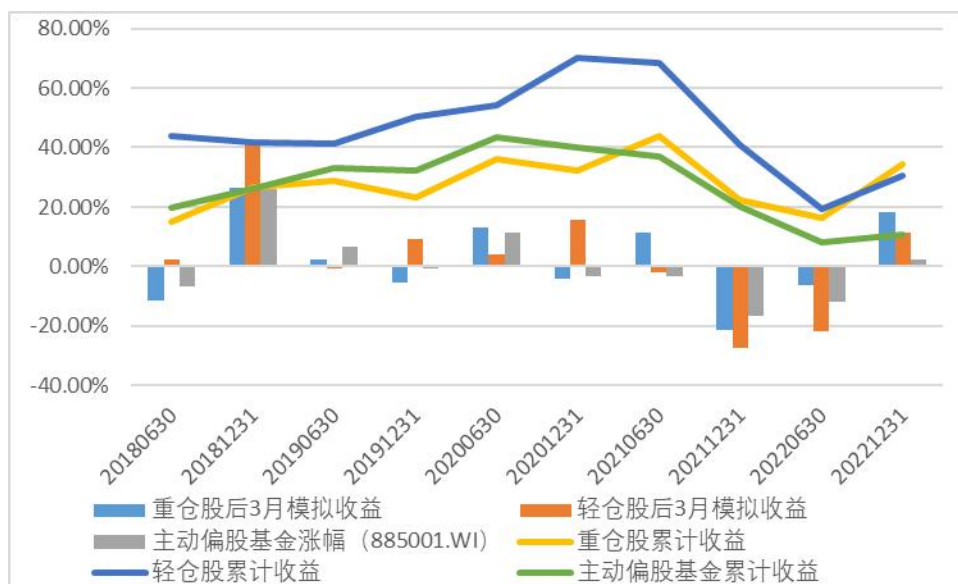
2.9、轻仓股的特征:是否比较稳定和分散?

持股数量大部分时间较集中，20H2 开始轻仓股数量快速上升，分散程度大幅增加但是 21-22 年不太稳定。



2.10、轻仓股的特征：是否与主动股基相比有超额？

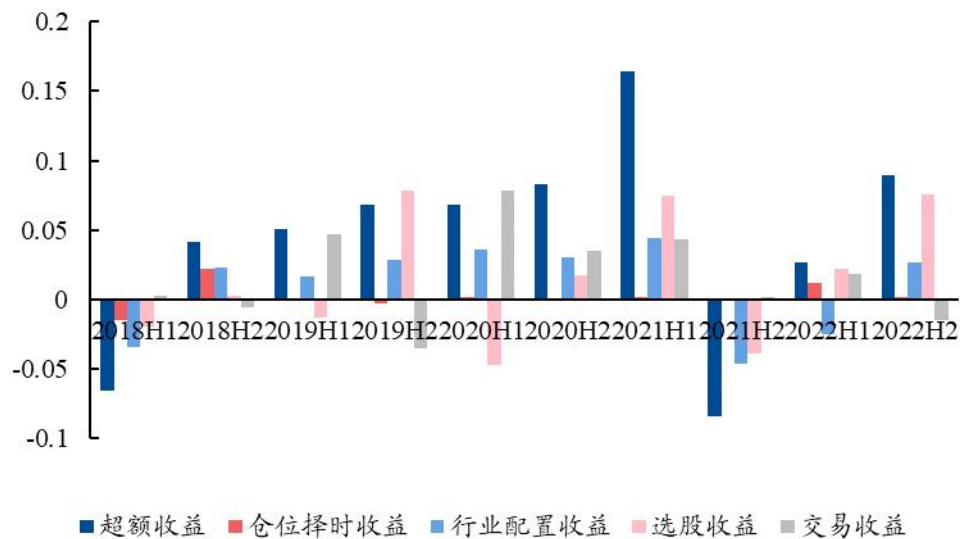
重仓股和轻仓股的走势相对差异不大，长期来看重仓股表现更好，二者相对主动偏股基金指数轻仓股表现较好，有明显超额，重仓股表现较差，没有明显超额，仅 22H2 重仓股表现胜过轻仓股产生明显超额。



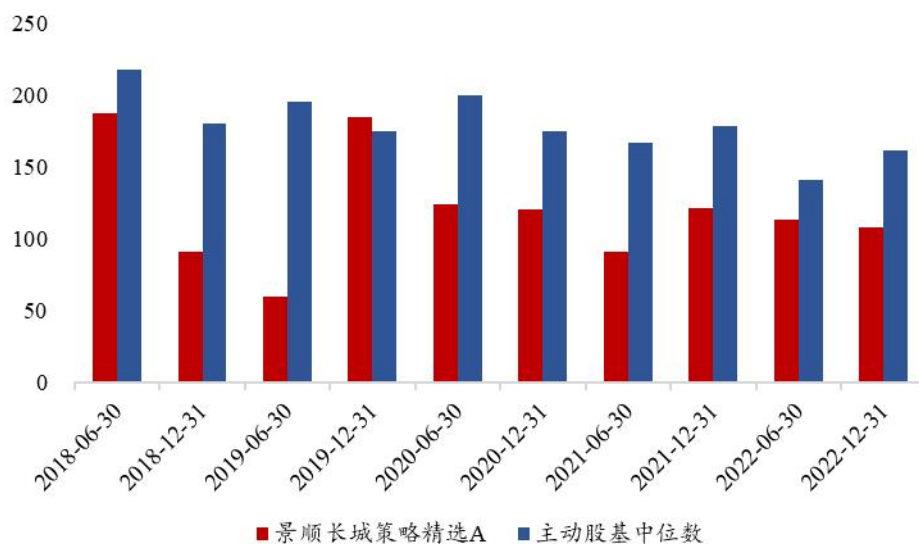
3、归因

3.1、Brinson 归因

基金经理的行业配置与超额收益相关性较明显；交易收益大部分时候贡献为负；选股收益大部分时候的贡献为正。超额收益主要来自于行业配置和选股。



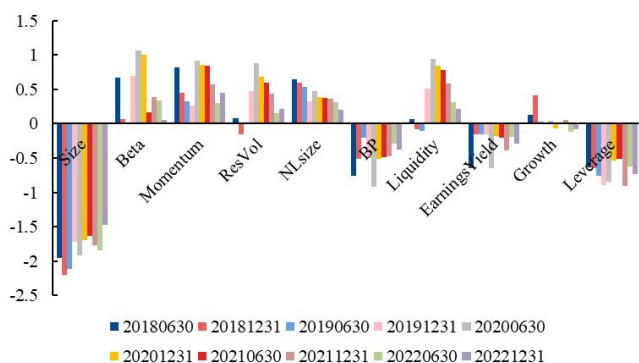
换手率低于主动股基中位数



3.2、Barra 归因

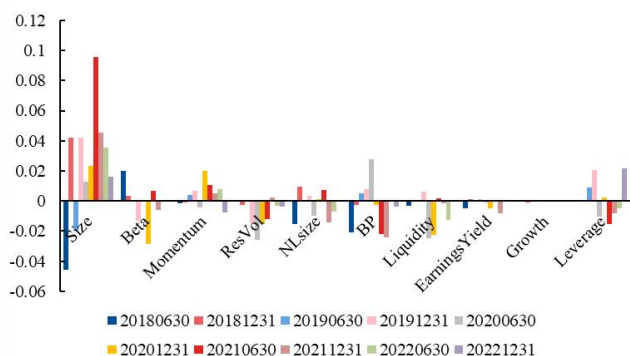
基金长期对小市值有比较明显的暴露，进而也有较为明显的收益贡献，其次，长期暴露的高动量对基金总体有一定正贡献，长期暴露波动率因子给组合带来一定的负贡献。

图 6、基金各期 Barra 暴露



资料来源：Wind

图 2、基金各期 Barra 因子贡献



资料来源：Wind

4、总结（访谈与多维度分析的综合结论）

景顺长城的张靖采用拐点捕捉的策略，类似困境反转，偏向自下而上寻找业绩处于拐点的低估值公司，当估值反映了成长预期后兑现。

在访谈中，张靖表示自己之前做过量化的基金经理，14 年来到景顺后改做主动的基金经理。“在我的体系里，量化多作为提高效率和扩展覆盖面的工具，为我的投资理念服务”。“我发现大家对于量化的认知，大部分集中在多因子体系上，但其实我的体系中并不存在多因子体系。多因子的投资内涵是统计套利，和基本面投资很难结合起来的，逻辑、目的、思路都不一样。”“因为投资风格的关系，我的组合需要不断有新东西进来，研究的广度在扩大，使得我没办法完全通过人工去做筛选。这时候，就可以通过定量的工具提高个股筛选的效率，比如财务数据筛选的方法，去找到可研究对象。这个方法更适合找那些市场上不太关注、覆盖度不够高的公司。”

从多维度分析看：持仓维度，基金的持仓数虽然不是特别分散（不到 100 只），但持股数量在近 2 年有明显的提升，并且冷门股较多，符合量化选股的特征；净值表现上，波动并未降低、夏普有所提高，收益锐度也未明显降低，与其投资理念有关，行业集中但切换度较快；从归因角度，收益主要来自于行业配置和选股部分，持股偏向小市值，略高的动量和估值。

总的来说，张靖主要利用量化方法筛选股票，我们认为其特征可能属于主动思路规则化的分类（量化筛选组合，主动做结合和甄别）。