

基金研究报告

深度报告/专题研究

报告作者：高道德、李蕴奇、王伟康

“逆向销售”的知与行

【摘要】：

为解决公募基金行业存在的“基金产品赚钱，基民不赚钱”问题，证监会向行业内各主体提出践行“逆向销售”、提高投资者获得感的要求。“逆向销售”指的是在市场低位，加大权益型基金的发行、销售力度，引导投资者在市场低位投资的行为，对于改善投资者获得感、积极践行普惠金融、提升基金公司专业管理水平、促进基金行业高质量发展都有很大意义。

基金行业内各主体均为践行“逆向销售”的参与方。其中，基金公司和销售渠道是销售行为的主导方，应承担主要责任；投资者也应投身到“逆向销售”的行动中来；第三方评价机构在宣传和倡导“逆向销售”方面同样大有可为。

《中国证券报》从估值水平、销售规模和收益率三个维度对基金公司践行“逆向销售”的情况进行了评价，鼓励基金行业提升投资者获得感在考核和激励中的权重，让“逆向销售”能够在行业内落实到位。

公募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。截至2024年6月末，我国境内公募基金资产净值合计达31.08万亿元，公募基金在资产管理行业占据着重要地位。来自证监会的数据则反映了公募基金在资本市场的关键作用——截至2023年底，公募基金持有A股流通市值5.1万亿元，已成为A股第一大专业机构投资者。

同时也应看到，在公募基金发展壮大的历程中，“基金产品赚钱，基民不赚钱”问题表现比较突出。这一问题损害了投资者获得感，对于公募基金行业的声誉和投资者长期投资的信心造成了负面影响，不利于行业的长远发展。

为解决这一问题，证监会多次强调，要着力提高投资者获得感。2022年4月发布的《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》（以下简称“《高质量发展意见》”）明确提出，公募基金行业要牢固树立以投资者利益为核心的营销理念，践行“逆向销售”，加大投资者保护力度。2024年3月公布的《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》（以下简称“2024年3月《意见》”）再次强调，持续优化基金行业销售生态，督促基金管理人、销售机构加大逆周期布局力度。2023年以来，A股市场经历了比较长的调整周期，投资者对于权益型基金的信心正处于底部位置。此时倡导践行“逆向销售”和逆周期布局，可谓恰逢其时。

所谓“逆向销售”，更多是针对股票仓位较高、净值波动较大的权益型基金而言的。本文所指的权益型基金包括股票型基金和除偏债混合型基金以外的混合型基金。在权益型基金净值涨至高位时，投资者容易受“赚钱效应”吸引买入，但买入后容易遭遇净值向下波动，投资者获得感差。“逆向销售”倡议的提出，正是为了平衡基金销售节奏，改善投资者申购规模与未来获得感之间的不匹配问题。

一、践行“逆向销售”的重大意义

（一）有助于改善投资者获得感，践行普惠金融

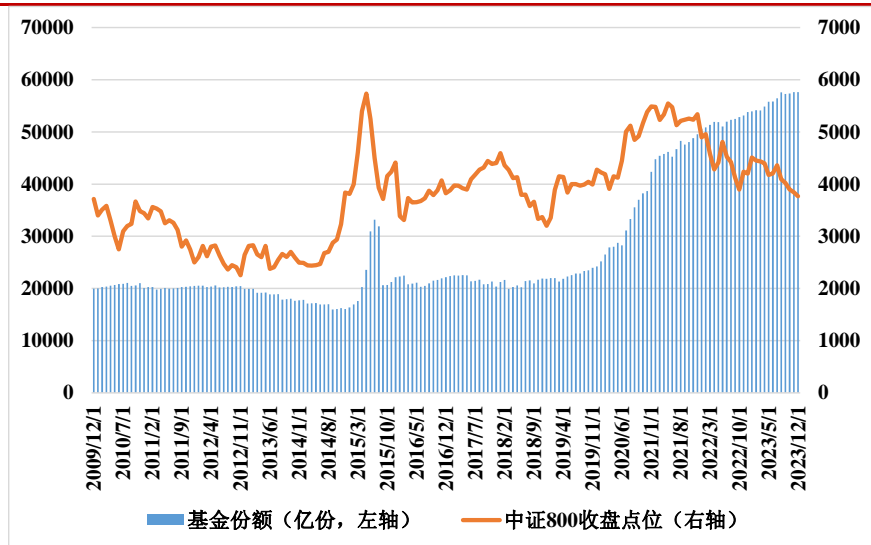
“基金产品赚钱，基民不赚钱”这一问题由来已久，原因也比较复杂。一般来说，基金净值随着市场走强而上涨至高位时，基金的“赚钱效应”会凸显出来，吸引更多投资者的关注。基金公司和销售渠道出于做大规模的考虑，往往会利用这一时机加大对基金产品的宣传力度。加之许多投资者关于投资方面的信息不够全面、及时，投资心态也不够成熟，在基金产品宣传的引导下，很可能在基金净值高位买

入。

市场运行自有其规律。随着市场高位后的调整，基金净值也容易出现回撤。而此时对投资者的售后陪伴和指导常常处于缺位状态，投资者经常在净值回撤较多时赎回离场。综合来看，投资者做出了高买低卖、追涨杀跌的不理性投资行为，这其中既有投资者自身的责任，也有基金公司和销售渠道的原因。这一系列行为损害了投资者利益，影响了投资者投资基金的信心，也对基金在市场低位的发行和销售形成了很大阻力。

图 1 反映了权益型基金份额变动情况与市场走势之间的密切关系。从图中可以发现，在中证 800 指数上行的时间段，比如 2015 年上半年和 2020 年，权益型基金份额增长较快。当市场开始调整、中证 800 指数下行时，权益型基金的份额下降趋势也很明显。值得注意的是，2022 年以来市场虽处于较长的调整期间，但是权益型基金份额保持了微弱增长，反映了近年来投资者在市场下跌时的赎回行为较为克制。

图1. 权益型基金份额变动与中证 800 指数走势的关系



资料来源：Wind，中证报基金研究。

而“逆向销售”的做法与之前的惯常做法相反。当市场处于低位时，基金公司和销售渠道能够帮助投资者看到当下低估值资产的投资价值，树立对未来估值反弹回升的信心，从而在低位进行投资，长期持有。当市场上涨到高位时，基金公司和销售渠道应该对投资者进行风险提示，劝阻高位入市，并提醒投资者适当赎回，使收益落袋为安。

“逆向销售”有助于帮助投资者减少高买低卖、追涨杀跌的不理性投资行为。

当市场处于低位时，权益类资产估值较低，未来估值回升的概率较高。此时投资者买入权益型基金并持有一段时间，有很大的盈利概率。而当市场处于高位时，投资者不再盲目入市，规避了之后遭遇大幅回撤的风险，投资者获得感提升，对于基金投资的信心也将增强。

从更高的层面来看，践行“逆向销售”是响应党中央推进共同富裕、做好“普惠金融大文章”号召的重要举措。共同富裕是中国特色社会主义的本质要求，也是中国式现代化的重要特征。而公募基金通过更加专业的投资，为超过 7 亿投资者提供服务，肩负着助力社会财富保值增值的使命，是普惠金融的重要实践主体。通过践行“逆向销售”，改善“基金产品赚钱，基民不赚钱”问题，公募基金能够更好地担当起普惠金融的责任，为推进共同富裕贡献力量。

（二）有助于基金公司提升专业管理水平

一直以来，公募基金行业存在着“好发不好做，好做不好发”的现象。当市场处于低位时，基金经理的投资选择较多，大概率可以为投资者获得较好的收益。但此时投资者往往入市信心不足，表现为权益型基金销售困难。比如在市场震荡趋势的影响下，2023 年基金赚钱效应减弱，新发基金遭遇困难。

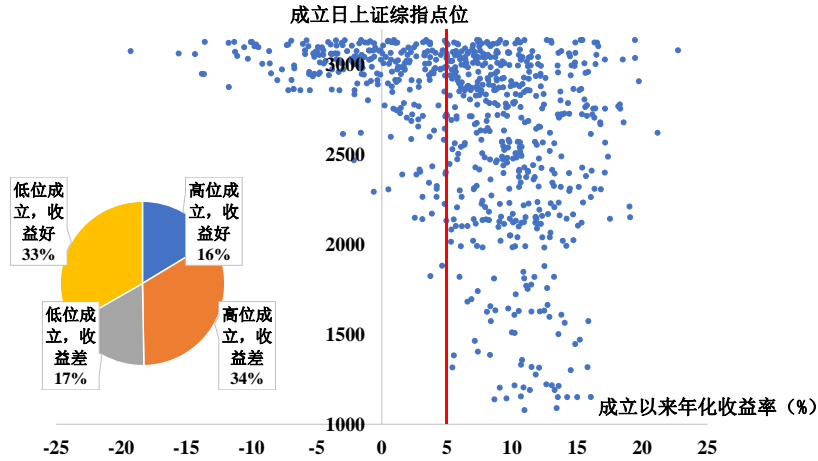
当市场处于高位时，受到“赚钱效应”的刺激，投资者入市热情高涨，基金规模短时间内增长迅速。但是从基金经理的投资管理角度来看，大量资金在高位涌入则增加了管理难度。每一位基金经理的运作思路和策略都有适当的管理规模，当规模容量远超基金经理操作能力范围时，基金经理的投资思路将会受到影响，甚至被迫选择能力圈以外的资产进行投资，增加了投资风险。在市场行情与销售节奏错配的困境下，基金公司的专业管理水平不能得到有效施展，投资者的收益也会受到损失。

我们以成立满三年（成立日早于 2020 年 12 月 31 日）的权益型基金来说明：基金成立时点的市场位置越低，未来收益较好的概率越大。为方便说明，我们以基金成立日的上证综指点位来表示市场位置，并以 3140 点作为市场位置高低的区分标准——若当日上证综指点位低于 3140 点，则表示市场位置较低。另外，以成立以来的年化收益率来表示基金收益，采用收益率 5% 作为收益好与差的界限。

如图 2 中的散点图部分所示，在市场低位成立的 746 只基金中，红线右侧的基金业绩较好，其数量明显多于红线左侧、即业绩较差的基金。而且，基金成立时

的市场位置越低，成立后获得较好收益的可能性越大，图 2 中的饼状图则从概率的角度展示了基金成立时的市场高低位置与基金收益的关系——若一只基金收益较好，那么有 2/3 的可能性成立于低位；同时，成立于低位的基金中，2/3 的样本可以获得较好收益。

图2. 基金成立时点的市场位置与基金收益之间的关系



资料来源：Wind，中证报基金研究。

践行“逆向销售”有助于打破“好发不好做，好做不好发”的困境，实现投资者与基金公司的双赢。投资者在低位买入后，基金公司有更好的机会来发挥管理水平，改善投资者获得感。投资者的信心得到增强，对于公募基金的信任程度提高，后续更有意愿在低位买入。如此正向循环，既有利于提升投资者获得感，又有助于基金公司发挥专业管理水平，积累品牌口碑，夯实未来发展基础。其中，基金公司和销售渠道践行“逆向销售”，引导投资者低位买入是正循环的起点，也是正循环的关键。

图3. 践行“逆向销售”有助于实现投资者与基金公司双赢的正循环



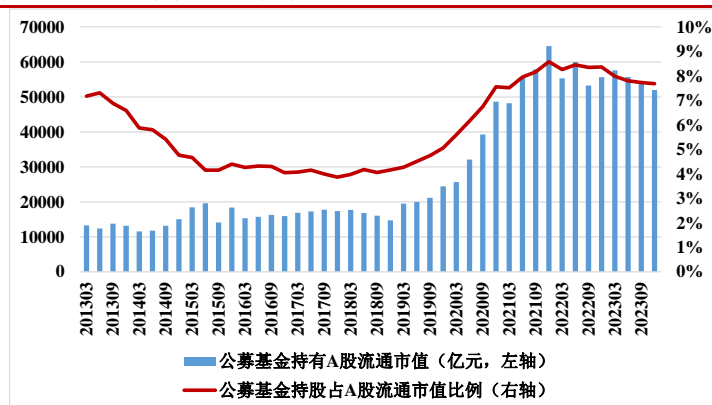
资料来源：中证报基金研究。

（三）有助于公募基金行业高质量发展

截至 2023 年底，公募基金持有 A 股流通市值 5.1 万亿元，持股占比 7.3%，已成为 A 股第一大专业机构投资者。作为促进资本市场平稳健康发展的重要力量之一，公募基金在资本市场发展进程中使命重大。而践行“逆向销售”有助于公募基金行业的高质量发展，从而发挥公募基金在资本市场发展中的重要角色。

践行“逆向销售”，有助于投资者增加持有基金的时长和规模，从而改善 A 股投资者结构，向实体经济提供更多金融支持。践行“逆向销售”具有提升投资者获得感、增强投资者信心的积极意义，投资者持有基金的时间周期拉长，持有基金的规模也将稳步增加。一方面，公募基金吸引的社会资金越来越多，促进了机构投资者持股占比持续提高，优化资本市场投资者结构；另一方面，公募基金的资金端更为稳定，有助于专业投资优势的发挥，将资金投向最具有发展前景、国计民生最为需要的领域中去，更好地支持实体经济的发展。公募基金切实发挥资本市场“稳定器”和“压舱石”的功能作用，将为实体经济提供更加安全稳定的融资环境。

图4. 公募基金持有 A 股流通市值比例仍有较大发展空间



资料来源：Wind，中证报基金研究。

践行“逆向销售”，贯彻长期投资、价值投资理念，有助于平抑股票市场的大幅波动，促进资本市场长期健康发展。追涨杀跌的投资行为提高了市场的顺周期风险，具体到公募基金行业，更多地表现为基金“抱团”投资。“抱团”行为在短期内推高某些板块的价格，催生了估值泡沫。当泡沫破裂时，相关板块往往发生暴跌，很大程度上破坏了证券市场的稳定性。而践行“逆向销售”则有望改善基金“抱团”投资行为，缓解由追涨杀跌而引发的顺周期波动，降低市场异常波动风险；同时倡导正确的投资理念，营造良性发展的资本市场环境。

二、如何践行“逆向销售”？

从第一部分的分析来看，基金公司、销售渠道和投资者均为践行“逆向销售”

的参与方。从各参与方的角度来看，基金公司和销售渠道是销售行为的主导方，在践行“逆向销售”、加强逆周期布局、提高投资者获得感方面承担主要责任。同时，投资者也应积极学习基金投资知识，培养长期投资和价值投资的理念，投身到“逆向销售”的行动中来。此外，第三方评价机构在宣传和倡导“逆向销售”方面同样大有可为。我们将在本部分来介绍我们对于各参与方的建议。

（一）基金公司与销售渠道

首先，基金公司和销售渠道应建立长期考核及评价机制。2024年3月《意见》强调，要聚焦投资者长期回报，健全基金投资管理与销售考核及评价机制。考核及评价机制是公司行为的“指挥棒”，一旦考核机制短期化，过度注重短期业绩和短期规模增长，基金公司和销售渠道就会倾向于利用投资者的局限性，赚取短期利益。立足长远，基金公司和销售渠道应该将公司的利益与投资者利益相统一，在规模、业绩与管理能力之间寻求平衡发展。践行“逆向销售”本就是难且正确的事，关乎投资者的获得感和公司长期品牌塑造，需要长期投入才能取得效果。通过建立长期的考核及评价机制，注重基金经理中长期的投资策略和稳定表现，注重投资者利益的实现，会使得践行“逆向销售”具有更稳固的基础。

第二，基金公司应强化投资研究能力。2024年3月《意见》指出，要强化公募基金投研核心能力建设，完善投研能力评价指标体系，摒弃明星基金经理现象，强化“平台型、团队制、一体化、多策略”投研体系建设。在公募基金行业向“买方模式”过渡的大趋势下，基金公司和销售渠道不仅是基金产品的发行者和销售者，更是广大投资者的服务者。面对投资者对于获得感的需求，利用优秀的投研能力，为投资者持续获得稳健、丰厚的投资收益才是公募基金行业长远发展的根基所在。一方面，投研体系应该为基金经理获得更为全面深入的信息，挖掘投资机会，做好逆周期布局提供支持；另一方面，投研体系要与销售渠道进行密切配合，输送更多关于资产配置和投资者教育的信息，助力践行“逆向销售”。

第三，基金公司和销售渠道应重视投资者利益，为投资者提供更全面的服务。受限于投资经验和投资知识不足，投资者的投资行为有时不够理性，“追涨杀跌”就是其中表现之一。作为信息优势方，基金公司和销售渠道在事前应注重投资者教育，宣传“逆向销售”对投资者获得感的积极意义，积极倡导长期投资和价值投资理念，帮助投资者建立基金投资的合理收益预期。并且从投资者的风险偏好和资产

配置需求出发，为其匹配相适应的产品或资产配置解决方案。此外，还应注重投资者陪伴和建立相关申赎规则，当市场处于高位时，通过限制申购、提示风险等手段减缓投资者入场投资的步伐；当市场处于低位时，帮助投资者疏导波动焦虑，鼓励逆向投资，让投资者可以更理性地参与基金市场投资。

（二）投资者

首先，投资者应明确自身需求，建立对基金投资的合理预期。投资基金的目标是帮助投资者实现资产的保值增值，如果用于博取短期高额的收益，就已经偏离了资产保值增值的目标。风险与收益往往是相伴而生的，因此短期高额收益往往伴随着很高的风险，并且也不可持续。投资者应评估自己的风险承受能力以及资金流动性，根据自己的投资需求和持有计划选择合适的产品进行投资。

其次，投资者应树立长期投资、价值投资理念，在市场低位敢于进行逆向投资。投资者应该摒弃由基金过往业绩线性外推到未来表现的思维模式，对基金经理的投资风格和能力圈进行事前了解。当选择适合自己的基金产品之后，根据自身的资金需求选择持有方式。本文研究发现，低位买入、长期持有权益型基金有助于投资者以较大的概率获得正收益，而且平均年化收益率在 10%以上。相关数据可见本文图 6、图 7。

（三）评价机构

践行“逆向销售”是难且正确的事，更契合公募基金行业的长期利益。为了鼓励这种行为，市场应该对积极践行“逆向销售”的基金公司和营销机构给予一定鼓励，引导公募基金行业扭转短期投资和销售范式，形成健康的投资和销售氛围。《高质量发展意见》提出，要进一步发挥基金评价机构评价引领作用，引导投资者关注长期投资业绩、价值投资、理性投资。目前，评价机构已经着手开展对基金公司“逆向销售”行为的评价，识别长期重视投资者获得感的管理人和销售机构，建立行业公信力。

由《中国证券报》主办的“基金业金牛奖”在行业内具有高度影响力。2023年起，“基金业金牛奖”积极响应证监会的号召，从几个方面对公募基金践行“逆向销售”的情况进行了评价，努力引导长期投资、价值投资的价值导向。第三部分将对“基金业金牛奖”关于“逆向销售”的评价机制进行介绍。

三、《中国证券报》对“逆向销售”的评价机制

（一）估值水平

“逆向销售”的含义是，在市场低位向投资者销售基金，引导投资者在低位买入，伴随着之后市场回暖而获得收益。因此，问题的关键在于如何定义市场低位以及判断当前的市场位置。

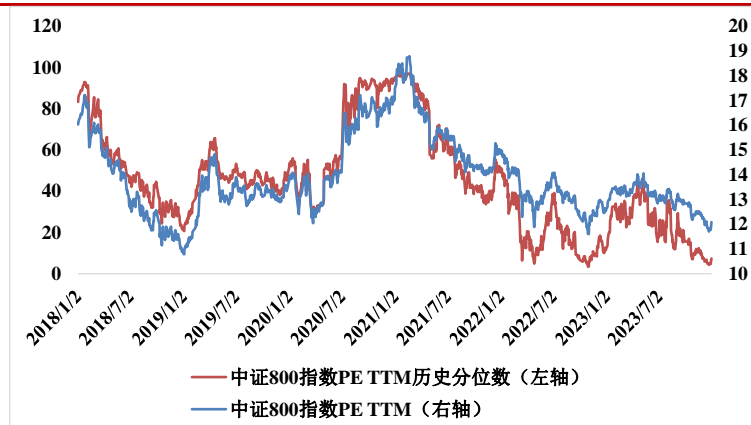
判断当前的市场位置有两种思路——一种思路是向后看，观察目前的情况在历史中的位置；一种思路是向前看，预测未来市场走势，进而判断目前所处位置。由于已发生的历史情况是确定信息，而对未来的预测具有不确定性，因此定义市场低位应该从已有的历史信息出发，向后追溯一段时期，判断当前所处的市场位置在历史中的相对位置。

我们认为，估值指标反映了市场的安全边际和配置性价比，对于判断市场位置有比较大的价值。当估值处于历史高位时，未来潜在的收益率降低，市场调整风险较大。而当估值处于历史低位时，未来市场上涨的可能性较高，配置性价比提升。

具体到相关指标上，我们选用了当期滚动市盈率（PE TTM）在历史的分位数作为估值水平的表征指标。PE TTM 是一个绝对值，难以通过该数值判断估值所处位置。而 PE TTM 在历史的分位数是一个相对指标，分位数从 0 到 100 的增加反映了估值所处相对位置由低向高的变化。从图 5 的中证 800 指数 PE TTM 及历史分位数中也可以发现，二者的走势之间具有比较强的相关性。

用向后追溯的历史分位数来定义估值水平，更符合决策者在当时做出决策时所具备的认知程度，使得关于估值水平的研究更具有“历史感”。

图5. 中证 800 指数滚动市盈率及历史分位数



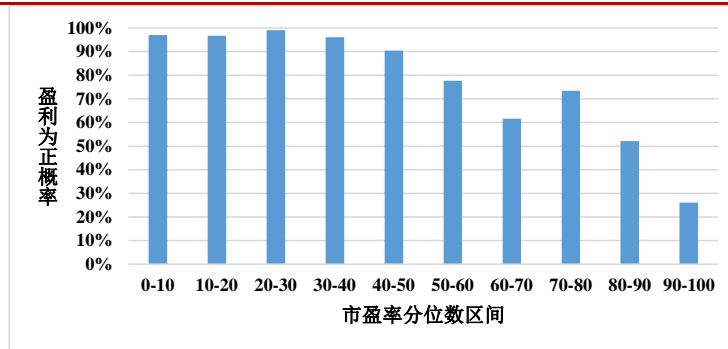
资料来源：Wind，中证报基金研究。

为揭示投资者买入时的估值水平与收益情况之间的关系，我们对投资者在不

同估值水平买入权益型基金并持有三年的盈利情况进行了测算。测算的时间周期为2014年1月1日至2024年6月30日，投资方式是在不同估值水平区间的任意时点买入，并持有三年，观察投资收益率的结果。

从不同估值区间买入基金并持有三年获得正收益的概率来看，买入时的估值水平会显著影响最终获得正收益的概率。如果买入时的估值水平处于0-50的低估值区间，则获得正收益的概率超过了90%；如果在最高的估值区间买入，获得正收益的概率下降到26.08%。

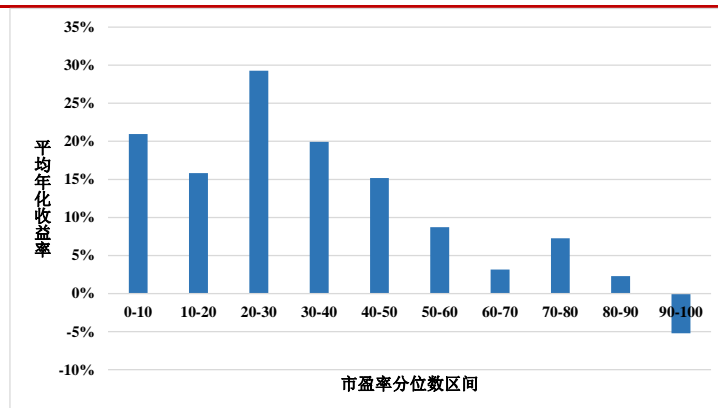
图6. 不同估值区间买入并持有三年获得正收益的概率



资料来源：Wind，中证报基金研究。

图7则展示了在不同估值区间买入基金并持有三年所获得的平均年化收益率。结果显示，当持有时间为三年时，买入时的估值水平对于投资收益的影响程度较大，二者之间存在着比较明显的负相关性。当买入时的估值水平处于0-50区间时，平均年化收益率高于15%；当买入时市盈率分位数处于90-100区间时，平均年化收益率为-5.21%。

图7. 不同估值区间买入并持有三年获得的平均年化收益率



资料来源：Wind，中证报基金研究。

从盈利情况测算的结果中，我们得到的结论是，投资者在买入并持有权益型基金时，必须要重视买入时的估值水平。如果在低估值区间买入，大概率可以实现正

收益，而且平均收益水平很高。同样，基金公司在发行和销售基金产品时，也应重视市场估值水平。基金公司在低估值水平发行和销售基金，是对投资者利益负责责任的体现。

（二）销售规模

基金的销售规模，反映了基金在不同市场状态下的销售能力。目前市场的现状是，在估值水平高、市场热度高的时候基金销售容易；在估值水平低、市场热度低的时候基金销售困难。为倡导基金公司和销售渠道践行“逆向销售”，鼓励投资者低位投资，我们对原始的销售规模进行了调整。调整原则是：同样的销售规模，销售时的估值水平越低，对投资者越有利，因此要给予适当奖励。

我们以一段时间内基金的净申购金额来作为原始的基金销售规模。由于公募基金在季报中只披露申购和赎回的份额情况，我们无法获得比较准确的申购和赎回金额信息；但是可以从中报和年报中披露的信息推导计算净申购金额。因此我们采用基金每半年的净申购金额作为原始的基金销售规模，具体的计算公式是：

$$\text{净申购金额} = \text{期末资产净值} - \text{期初资产净值} - \text{当期净利润} + \text{当期分红金额}$$

然后对净申购金额进行估值调整，调整后的效果是低位净申购越多，调整后的销售规模得分越高；高位净申购越多，得分越低；同样的净申购金额，销售时的估值水平越低，得分越高。

（三）收益率

践行“逆向销售”是证监会引导公募基金行业坚持以投资者利益为核心，着力提高投资者获得感的重要举措。估值水平和销售规模是对践行“逆向销售”的过程评价，我们还应对践行“逆向销售”的结果进行评价，测算践行“逆向销售”对投资者获得感的积极作用。

公募基金的投资者获得感主要指的是投资者通过投资基金所获得的收益率。由于公募基金并不披露每一笔基金申赎行为所发生的时点和金额，因此我们仍然以半年为一个考察周期，考察当期基金销售以后，下一个半年周期的基金收益情况。我们所采用的半年度收益率 R 的计算公式是：

$$R = \frac{NAV_n * split - NAV_0 + \sum_{i=1}^K DIV_i * split_i}{NAV_0 - \sum_{i=1}^K \frac{t_i}{T} * DIV_i * split_i}$$

其中， NAV_0 指的是基金半年初的单位净值， NAV_n 是基金半年末的单位净值， DIV_i 为基金在半年内的第*i*次单位分红金额， K 为基金半年内分红次数， $split$ 为基金半年末相对半年初的拆分比例， $split_i$ 为基金半年内第*i*次分红时相对期初的拆分比例， t_i/T 表示第*i*次分红除息日到半年末时间长度占半年时间长度的比例。计算公式中用分拆比例对半年末单位净值和半年内单位分红额进行调整，其目的是使得半年末单位净值和半年内单位分红额相对半年初单位净值可比。

对于申购和赎回，我们倡导的方向存在区别。如果本半年度投资者申购之后，下一半年度收益率为正，则说明投资者在申购后获得了正收益，此次销售行为给投资者获得感带来了正向作用，对此我们予以鼓励。如果本半年度投资者赎回之后，下一半年度收益率为负，则说明投资者通过赎回避免了承受净值向下的波动，收益落袋为安，同样应给予鼓励。

估值水平、销售规模和收益率从三个角度对公募基金践行“逆向销售”的过程和结果进行了评价。通过三个维度的评价结果，可以较为细致地刻画每一只基金产品的“逆向销售”行为，进而汇总得出每家基金公司践行“逆向销售”的效果。我们鼓励公募基金行业注重投资者利益，提升投资者获得感在考核和激励中的权重，让“逆向销售”能够在全行业内落实到位。

风险提示与免责声明

本报告原始数据来源于市场公开信息，此报告仅做数据统计，不涉及指标排名，不做投资参考之用，本公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告所载的信息或做出的任何建议、意见及推测并不构成任何投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人做出任何形式的保证。投资者应自行决策，自担投资风险。本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据，任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。