

份额之争：先发优势与逆袭经验

全球视角下主动权益逆袭案例分析

核心观点

当前全球被动化趋势不断增强，核心原因是主动基金获取超额收益难度变大。2023 年底，全球被动基金管理规模已超越主动型基金，2024 年两者的轧差进一步放大。以美国、日本、欧洲整体、澳大利亚为代表的发达市场，主动型基金战胜各国指数的比例整体不超过 40%，且长期投资胜率更低。

美国经验：头部企业实现强者恒强依赖三点经验，被动化过程中逆袭者存在业绩和拳头产品流入两大规律。头部机构强者恒强的三点经验：1) 依赖大盘成长/大盘混合型拳头产品上规模；2) 头部机构全部产品整体收益在市场上略占优，形成积极品牌效应；3) 头部产品更容易战胜全市场同类产品收益中枢。逆袭机构的经验：1) 全部样本视角下，资管机构相对全市场整体水平不跑输；2) 拳头产品主动流入，Bridge Builder 当前超过 150 亿美元的三个产品均在 2016-2019 年剔除业绩因素后规模快速上行。

欧洲经验：被动化进程中伴随龙头分散化，部分头部企业主动求变实现突围，部分优势放缓，逆袭机构存在三大共性经验。在被动化进程中，欧洲主动权益分散化趋势明显，相对优秀头部企业近 10 年扩大优势，Nordea、Royal London 等市占率快速逆袭。头部机构经验：1) 优质拳头产品长期收益表现好，利于占领欧洲投资者用户心智；2) 近年发行主动 ESG 产品有助力。逆袭机构经验：1) 大盘混合型产品为基本盘、高股息策略底仓突围；2) 牛市中扩大规模，Nordea 规模 TOP3 产品在欧洲主动股基收益较好的年份中显著跑赢；3) 无惧短期规模波动，及时调整策略，用长期业绩扳回短期规模回撤。

澳洲经验：依赖特定策略优势与率先打破规模瓶颈。在全球被动化过程中，澳大利亚主动权益分散化趋势明显，新晋头部平台有 Mercer、Magellan Group 等。准头部机构 Macquarie 和 Pental 近 5 年份额扩张的原因：1) 本土大盘成长/全球大盘成长快速上规模；2) 整体业绩稳定性相对强，无显著跑输年份，且大规模产品业绩相对稳定。逆袭机构各凭本事：1) Magellan Group 依赖 Currency Hedged 产品和全球基础设施策略快速上规模；2) Mercer 在存在规模瓶颈的策略(如全球中小盘)上具备先发优势。3) New York Life、L1 Capital 以相对头部机构更好的业绩中枢水平后来居上。

日本经验：主动权益“去日化”下的突围规律。全球被动化趋势中日本主动权益规模线性上升，头部机构集中度略有下降。日本主动权益逆袭多因投资外国的主动产品规模扩大，这是日本逆袭案例的最大特点。日股在分子段受日元汇率影响，盈利波动大，但与日本经济相关性低，与美国乃至全球宏观经济及日元汇率关联高。对逆袭案例进行归因：1) Alliance Bernstein 发行顺应本土投资者风格的美股和全球产品；2) 风格是投资日本本土产品的关键。Daiwa 的小盘产品 Daiwa FW Japan Equity Select 在日本同类产品中相对领先；3) 本土产品业绩更好的公司更能抢占市占率，Daiwa 和 Sumitomo 近五年年化收益显著高于 Nomura 和 Fidelity。其中 22-24 年 Daiwa 和 Sumitomo 在日本产品线上的业绩优势更显著。

风险提示：海外地缘冲突不确定性，产品仅作为历史复盘梳理不涉及推荐与投资建议

策略研究·策略专题

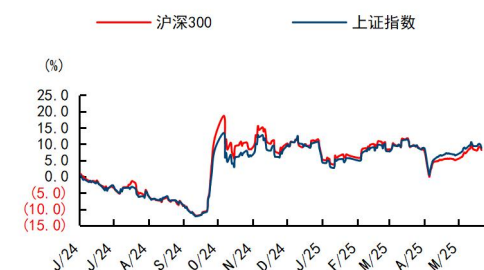
证券分析师：陈凯畅 021-60375429
chenkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

证券分析师：王开 021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6376.77/2.36
创业板/月涨跌幅(%)	2021.50/3.71
AH 股价差指数	131.88
A 股总/流通市值(万亿元)	79.48/73.33

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《ESG 热点周聚焦(5月第2期)——制造业低碳发展行动方案审议通过》——2025-05-24

《策略周思考-热点轮动加速，关注重组主题》——2025-05-18

《ESG 热点周聚焦(5月第1期)——气候披露准则修订征求意见，基金治理新规促协同》——2025-05-17

《AI 赋能资产配置(十五) - DeepSeek 读沪深 300 ESG 报告(下篇)》——2025-05-17

《估值周观察(5月第3期) - “大盘基准”估值持续修复》——2025-05-17

内容目录

全球被动化进程及分析	7
美国长期被动化进程下的主动权益逆袭规律	9
欧洲长期被动化进程下的主动权益逆袭规律	16
澳大利亚长期被动化进程下的主动权益逆袭规律	26
日本长期被动化进程下的主动权益逆袭规律	37
核心结论	46
风险提示	48

图表目录

图 1: 2023 年底全球被动基金管理规模首次超越主动型基金	7
图 2: 美国、日本、澳大利亚、欧洲主动权益基金不同投资年限战胜指数比例均值	8
图 3: 日本主动权益基金 VS 日本标普 500 胜率	8
图 4: 欧洲主动权益基金 VS 标普欧洲 350 胜率	8
图 5: 澳洲主动权益基金 VS ASX 200 胜率	8
图 6: 美国主动权益基金 VS 标普 500 胜率	8
图 7: 美国开放式基金规模 (按管理方式拆主被动)	9
图 8: 美国 ETF 基金规模 (按管理方式拆主被动)	9
图 9: 美国开放式基金主动股基&被动股基规模序列拆解, 单位 (亿美元)	9
图 10: 美国开放式基金主动股基&被动股基占比拆解, 单位 (%)	9
图 11: 2013 到 2024 年美国主动权益机构排名变迁	10
图 12: American Funds 历年主动权益市占率及排名	10
图 13: Fidelity 历年主动权益市占率及排名	10
图 14: Vanguard 历年主动权益市占率及排名	10
图 15: T. Rowe. Price 历年主动权益市占率及排名	10
图 16: JPMorgan 历年主动权益市占率及排名	11
图 17: Goldman Sachs 历年主动权益市占率及排名	11
图 18: MFS 历年主动权益市占率及排名	11
图 19: Bridge Builder 历年主动权益市占率及排名	11
图 20: American Funds 主要产品情况介绍	12
图 21: Fidelity 主要产品情况介绍	12
图 22: American Funds 全部产品长期表现优于全市场主动股基整体水平	12
图 23: Fidelity 全部产品长期表现优于全市场主动股基整体水平	12
图 24: American Funds Top1 主动产品长期表现优于全市场主动股基整体水平	13
图 25: American Funds Top2 主动产品长期表现优于全市场主动股基整体水平	13
图 26: American Funds Top3 主动产品长期表现优于全市场主动股基整体水平	13
图 27: Fidelity Top1 主动产品长期表现优于全市场主动股基整体水平	13
图 28: Fidelity Top2 主动产品长期表现优于全市场主动股基整体水平	13
图 29: Fidelity Top3 主动产品长期表现优于全市场主动股基整体水平	13
图 30: JPMorgan 主动产品长期综合年化收益 8.7%, 高于全部股基的 7.9%	14
图 31: MFS 主动产品近 10 年综合年化收益 8.5%, 高于全部股基的 7.9%	14
图 32: Bridge Builder 全部主动产品近 9 年综合年化收益 10.4%, 高于全部股基的 9.0%	14
图 33: Goldman Sachs 主动产品近 10 年综合年化收益 8.4%, 高于全部股基的 7.9%	14
图 34: Bridge Builder 规模超过 150 亿美元的 3 个产品都经历了连续 4 年的快速主动流入	15
图 35: Bridge Builder 产品结构	15
图 36: Goldman Sachs 资管最大规模的主动产品连续 8 年稳定净流入	15
图 37: JP Morgan Large Cap Growth 2023 年单年度净流入超过 200 亿	15

图 38: 近年来欧洲市场主动权益规模抬升, “被动化”趋势体现在被动产品规模抬升速率更快	16
图 39: 2000 年以来欧洲主动权益 top10 玩家整体市占率逐步下降	16
图 40: 欧洲主动权益机构 CR10、CR5、top1 市占率变迁	17
图 41: 近 10 年来欧洲主动权益头部机构市占率变迁	17
图 42: BlackRock 近年来市占率提升, 整体排名相对稳定	18
图 43: Fidelity 在欧洲的主动基金规模下滑, 市占率下滑, 但排名维持在 top3	18
图 44: Invesco 市占率排名由前 10 快速下降至 20 开外, 市占率规模缩水超过 80%	18
图 45: abrdn 当前市占率排名滑落至 30 开外	18
图 46: Nordea 市占率排名稳步提升	18
图 47: Union Investment 市占率排名近年来慢修复	18
图 48: Deka 市占率排名创新高	19
图 49: Royal London 市占率排名稳步逆袭	19
图 50: BlackRock 欧洲重点产品线	19
图 51: 从全部产品的业绩上看, BlackRock 主动产品长期与 EEA Fund 分类下的主动产品业绩拉平	20
图 52: 规模百亿的老产品 BGF World Tech 长期回报优异	20
图 53: BlackRock 欧洲非英规模最大的产品近 10 年年化收益超过 9.6%	20
图 54: BlackRock 欧洲非英择时产品长期年化超 10%	20
图 55: BGF World Tech 近 10 年剔除业绩因素后的资金流入	20
图 56: BGF continental Eurp Flex 近 10 年剔除业绩因素后的资金流入	20
图 57: Nordea 欧洲重点产品线	21
图 58: Deka 欧洲重点产品线	21
图 59: Royal London 欧洲重点产品线	22
图 60: Union Investment 欧洲重点产品线	22
图 61: Deka 的高股息策略产品近 10 年剔除业绩后的资金流入可观	23
图 62: Deka 的全球冠军优选策略产品 2019 年以来剔除业绩增长后的资金流入可观	23
图 63: Deka 的高股息策略近 10 年业绩	23
图 64: Deka 的全球冠军优选策略近 10 年业绩	23
图 65: Nordea Global Res 剔除业绩后近 5 年净流入	24
图 66: Nordea Global Res 在牛市阶段快速跑赢	24
图 67: Hållbarhetsfond Akt Gbl A Avk EUR 剔除业绩后近 5 年净流入	24
图 68: Hållbarhetsfond Akt Gbl A Avk EUR 在牛市阶段快速跑赢	24
图 69: Union Investment 当前规模最大的产品均经历过非业绩因素下的主动赎回	25
图 70: UniGlobal Vorsorge 历年业绩表现	25
图 71: UniGlobal 历年业绩表现	25
图 72: 澳大利亚近年来主动权益规模有所缩水	26
图 73: 趋势上看, 澳大利亚主动权益整体竞争格局和欧洲更像, 呈现分散化	26
图 74: CR10、CR5 市场份额占比有所下降	27
图 75: 澳大利亚主动权益前 15 变迁	27
图 76: Colonial First State 整体排名相对稳定	27
图 77: Perpetual 整体排名相对稳定	27
图 78: Macquarie 整体排名近年来稳中有升	28

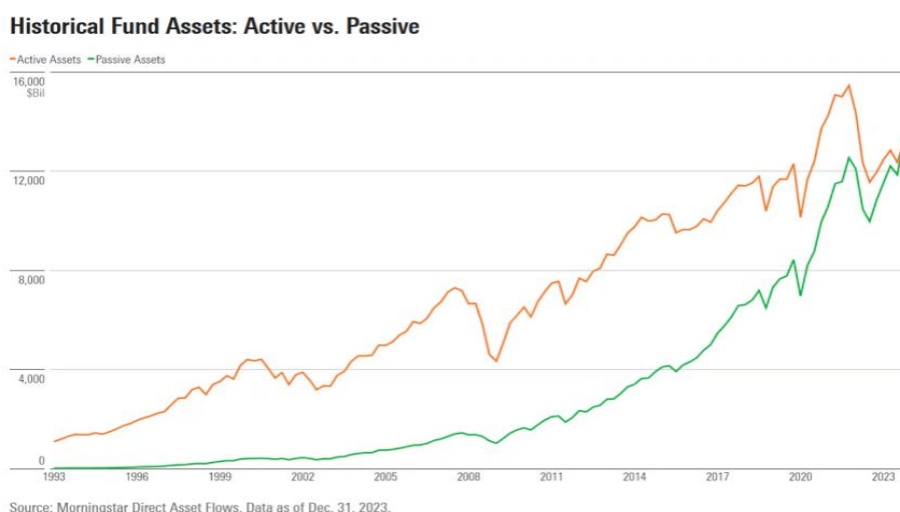
图 79: Pendal 整体排名近年来稳中有升	28
图 80: Magellan Group 整体排名从 50+快速上升至 top10	28
图 81: Mercer 整体排名一度滑落至 30+, 但近年来快速提升	28
图 82: New York Life 整体排名提升至前 10	28
图 83: L1 Capital 近 5 年快速逆袭	28
图 84: Macquarie 规模 top5 产品中, 4 个为大盘成长产品	29
图 85: Pendal 规模前三产品均为大盘成长产品	29
图 86: Perpetual 的两个小盘产品规模分别为 6.4、6.3 亿澳元	30
图 87: Colonial First State 规模最大的两个小盘产品均为突破 2.5 亿澳元	30
图 88: Pendal Focus Australian Share 规模变迁	30
图 89: Pendal Australian Share 规模变迁	30
图 90: IFP Global Franchise Fund 规模变迁	31
图 91: Macquarie Australian Enhanced 规模变迁	31
图 92: Pendal 近 10 年相对澳洲全部股基无明显跑输	31
图 93: Macquarie 跑赢澳洲全部主动股基中枢水平	31
图 94: Macquarie 规模 TOP1 产品业绩表现	32
图 95: Macquarie 规模 TOP2 产品牛市超额表现较强	32
图 96: Macquarie 规模 TOP3 产品扛回撤能力较强	32
图 97: Pendal 规模 TOP1 产品业绩表现	32
图 98: Pendal 规模 TOP2 产品业绩表现	32
图 99: Pendal 规模 TOP3 产品业绩表现	32
图 100: Magellan Group 依赖 Currency Hedged 产品快速上规模	33
图 101: Magellan Group 投资策略	33
图 102: Magellan Group Core Infrastructure 持仓策略	33
图 103: Magellan Group Core Infrastructure 持仓策略整体收益表现	34
图 104: Mercer 规模最大的产品为小盘产品	34
图 105: Mercer 小盘产品与其他小盘产品对比	34
图 106: Mercer 小盘产品剔除业绩后的实际规模增长	34
图 107: 三大小盘初始产品长期业绩对比, Mercer 领先	35
图 108: L1 Capital 头部产品历年规模变化	35
图 109: 澳洲部分资管机构业绩中枢对比	35
图 110: L1 Capital 头部产品历年业绩变化	36
图 111: L1 Capital 规模第二的产品历年业绩变化	36
图 112: 日本全部主动权益基金规模	37
图 113: 日本主动权益基金历年 top10 集中度	37
图 114: 日本主动权益基金 CR10、CR5 和 top1 市占率变化情况	38
图 115: 日本 NISA 新政	38
图 116: 日本主动权益基金 top15 机构变迁情况	39
图 117: Nomura 历年市占率及排名变化	39
图 118: Daiwa 历年市占率及排名变化	39
图 119: AM One 历年市占率及排名变化	39

图 120: Alliance Bernstein 历年市占率及排名变化	39
图 121: Alliance Bernstein 产品目录（按可得规模排序）	40
图 122: Nomura 产品目录（按可得规模排序）	40
图 123: Daiwa 产品目录（按可得规模排序）	41
图 124: AM One 产品目录（按可得规模排序）	41
图 125: 日股表现与日元兑美元汇率	42
图 126: 日股表现可以简单理解为“高波版”美股	42
图 127: Daiwa 在仅投资日本的产品口径下的市占率及排名变化	43
图 128: Sumitomo Mitsui FG 在仅投资日本的产品口径下的市占率及排名变化	43
图 129: Nomura 在仅投资日本的产品口径下的市占率及排名变化	43
图 130: Fidelity 在仅投资日本的产品口径下的市占率及排名变化	43
图 131: Daiwa 日本产品线一览	43
图 132: Nomura 日本产品线一览	44
图 133: Fidelity 日本产品线一览	44
图 134: Daiwa FW Japan Equity Select 实际规模与历年剔除业绩后的资金净流入	45
图 135: Daiwa FW Japan Equity 和其他同风格产品的收益表现对比	45
图 136: 不同机构历年投资收益对比	45
图 137: 本土产品整体业绩更好的公司更能够抢到手占率	45

全球被动化进程及分析

当前全球被动投资趋势不断增强。在全球地缘政治日益复杂化、经济和政策不确定性提升，全球市场波动率放大的背景下，除美国之外的资金也开始加速流入被动基金。以欧洲为例，麦肯锡指出在 2022-2023 年市场波动放大的年份中，欧洲投资者加速从主动投资转化为被动投资。随着被动投资的盛行，其管理规模不断提升，据晨星公司数据，截至 2023 年底，全球被动基金管理规模已超越主动型基金，2024 年被动与主动之间的轧差进一步放大。从全球范围内被动追赶主动的进程上看，轧差优势主要出现在最近 10 年，此外，在 2008、2022 这样的全球风险资产快速下跌的年份，主动产品净值回撤往往大于指数，被动与主动之间的规模轧差进一步被抹平。

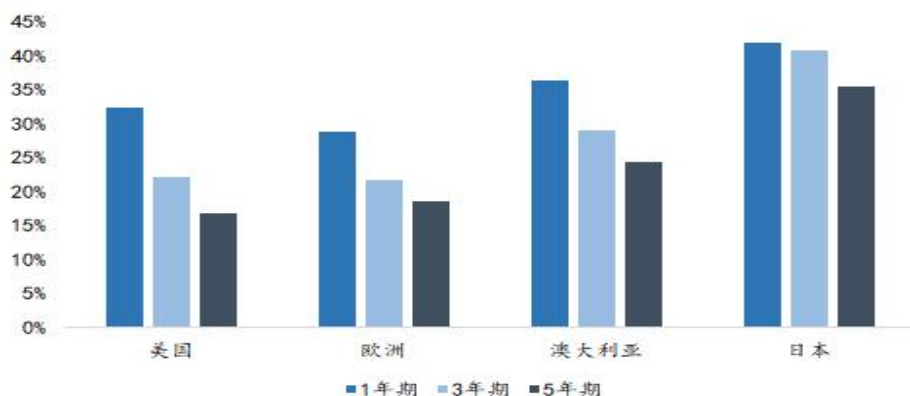
图1：2023 年底全球被动基金管理规模首次超越主动型基金



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

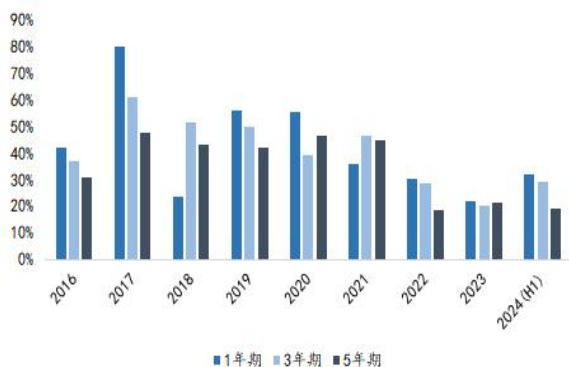
全球范围内主动基金获取超额收益相对较难，是被动化趋势不断增强的核心原因。我们分析以美国、日本、欧洲整体、澳大利亚为代表的发达市场，主动型基金战胜各国指数的比例，不难发现整体结论是“难跑赢”。2017-2024 年美国一年期、三年期、五年期投资年限的主动基金平均战胜指数的比例分别为 32.4%、22.1%、16.9%、欧洲一年期、三年期、五年期投资年限的主动基金平均战胜指数的比例分别为 28.8%、21.6%、18.6%，澳大利亚一年期、三年期、五年期投资年限的主动基金平均战胜指数的比例分别为 36.3%、29.1%、24.3%；日本一年期、三年期、五年期投资年限的主动基金平均战胜指数的比例分别为 41.9%、40.9%、35.4%。上述市场一年投资期内主动产品整体战胜指数的胜率在 30-40%之间，投资观测窗口进一步拉长后，胜率逐渐降低。短期内以中国、印度、越南为代表的新兴市场，由于市场成熟度仍有提升空间，竞争不充分、信息不对称导致机构投资者相较散户而言更具信息优势，在部分结构性牛市出现的情况下主动基金相对指数的表现也更为优异；而对于发达国家的成熟型市场而言，由于市场成熟度较高、市场有效性更强、信息更为透明，主动基金想要获取超额收益相对较难。

图2: 美国、日本、澳大利亚、欧洲主动权益基金不同投资年限战胜指数比例均值



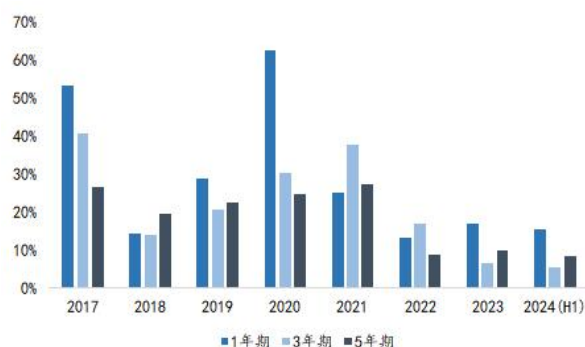
资料来源: SPIVA, 国信证券经济研究所整理

图3: 日本主动权益基金 VS 日本标普 500 胜率



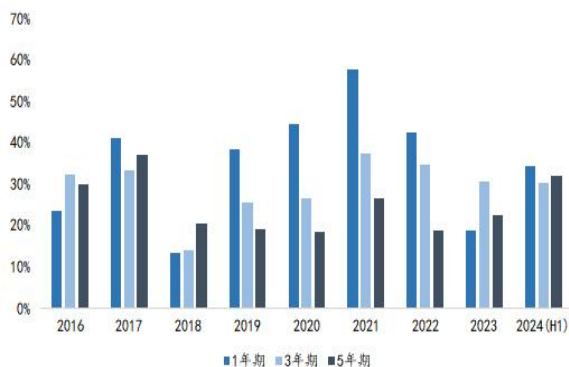
资料来源: SPIVA, 国信证券经济研究所整理

图4: 欧洲主动权益基金 VS 标普欧洲 350 胜率



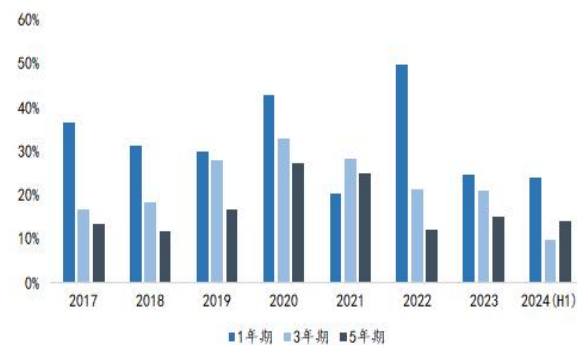
资料来源: SPIVA, 国信证券经济研究所整理

图5: 澳洲主动权益基金 VS ASX 200 胜率



资料来源: SPIVA, 国信证券经济研究所整理

图6: 美国主动权益基金 VS 标普 500 胜率

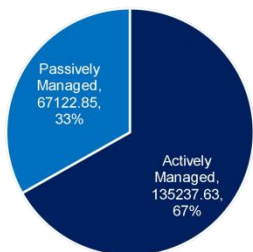


资料来源: SPIVA, 国信证券经济研究所整理

美国长期被动化进程下的主动权益逆袭规律

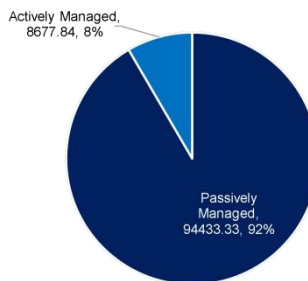
美国长期被动化进程主要由开放式基金 (Open ended fund) 被动化贡献。截至 2024 年 12 月末, 美国市场非货币公募基金 (含开放式基金 1 及 ETF) 中, 开放式基金合计规模 20.24 万亿美元, ETF 合计规模 10.31 万亿美元。其中, 开放式基金中约 67% 规模为主动管理型产品, 33% 为被动管理型产品; ETF 中约 92% 规模为被动管理型 ETF, 主动管理型 ETF 规模占比仅 8%。参考当前中国的情况, 主动管理型 ETF 即指增产品由于在美国被动化进程中的占比相对较低, 因此同样不纳入讨论范围内。考虑到晨星对于开放式基金的拆解统计仅到管理方式并未穿透资产类别 (股、债、混), 因此我们基于晨星全球广义资产群组标签对具体的开放式主被动股基进行统计, 并尝试给出主动产品市占率提升的玩家及其对应的“强者更强”或“后来居上”的相关经验。

图7: 美国开放式基金规模 (按管理方式拆主被动)



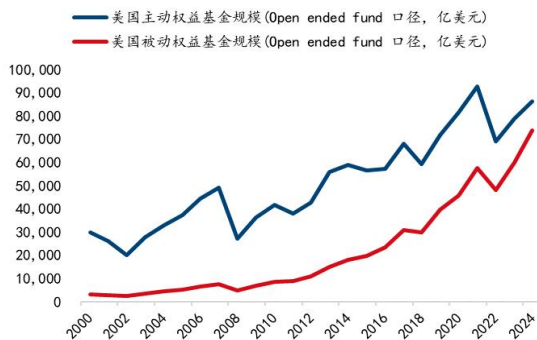
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图8: 美国 ETF 基金规模 (按管理方式拆主被动)



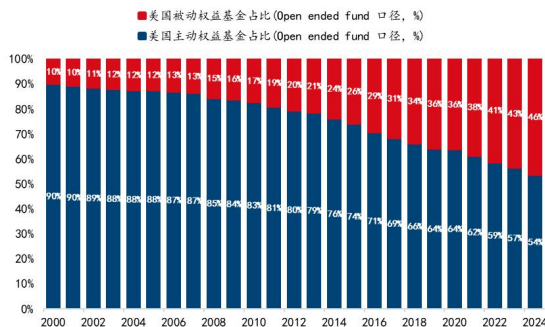
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图9: 美国开放式基金主动股基&被动股基规模序列拆解, 单位 (亿美元)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图10: 美国开放式基金主动股基&被动股基占比拆解, 单位 (%)

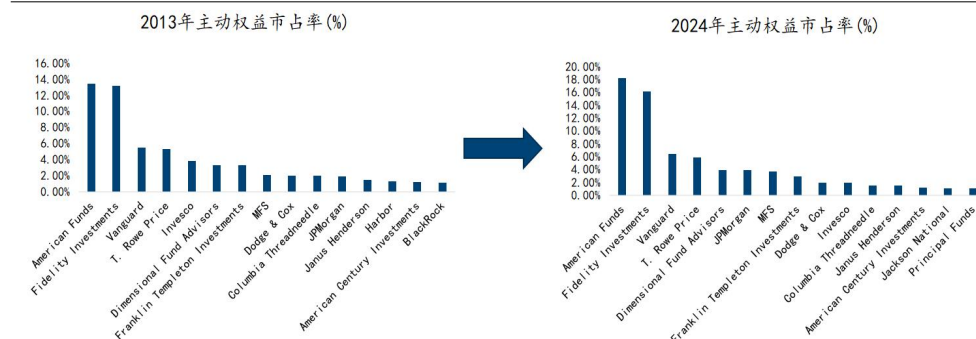


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

被动化进程伴随头部主动权益玩家集中度抬升, 头部企业实现强者恒强。我们基于规模占比进行资管机构主动权益市占率测算, 具体而言, 2014 年起 top1、top5、top10 市占率均有提升, 其中 top1 由 13.5% 左右上升至 18% 以上; CR5 从 40% 上升至 50%, CR10 从 55% 上升至 65%。从 2013 年和 2024 年对应的市占率对比看 American

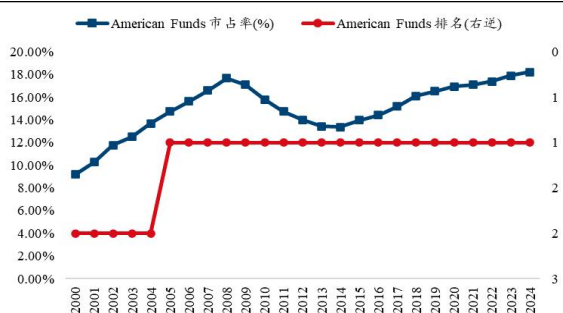
Funds(资本集团子公司)、Fidelity、Vanguard、T. Rowe Price 分列前四的格局并未出现变化，从整体市占率及排名情况看，四巨头相对稳定，其中 American funds、Fidelity 近年来在市占率上进一步出现增量变化。

图11: 2013 到 2024 年美国主动权益机构排名变迁



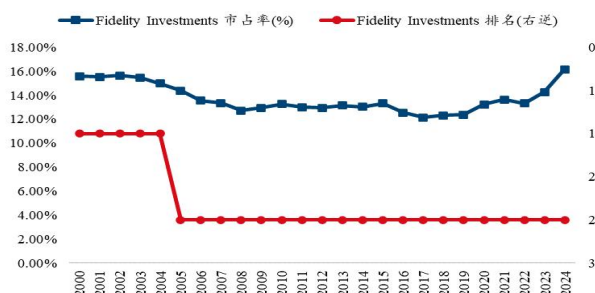
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图12: American Funds 历年主动权益市占率及排名



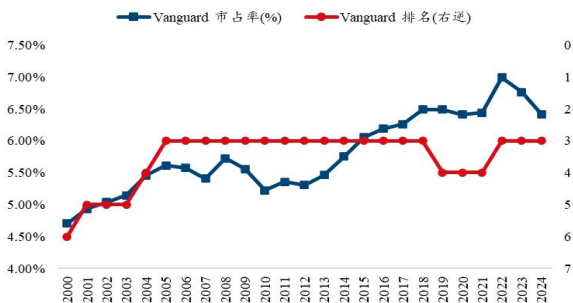
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图13: Fidelity 历年主动权益市占率及排名



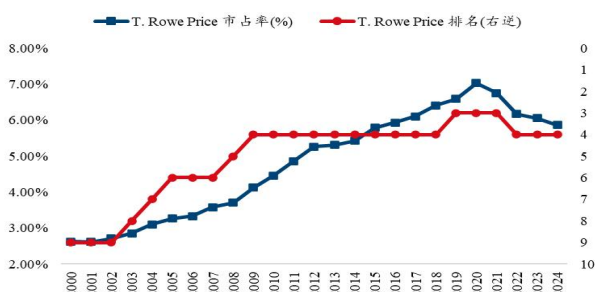
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图14: Vanguard 历年主动权益市占率及排名



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

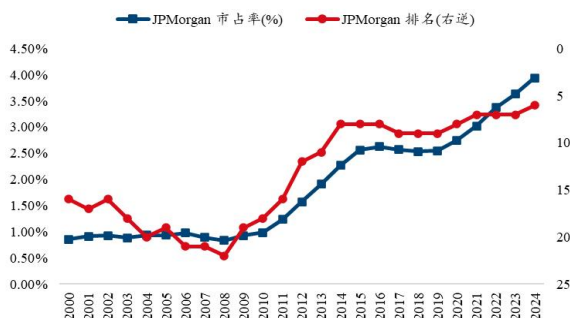
图15: T. Rowe Price 历年主动权益市占率及排名



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

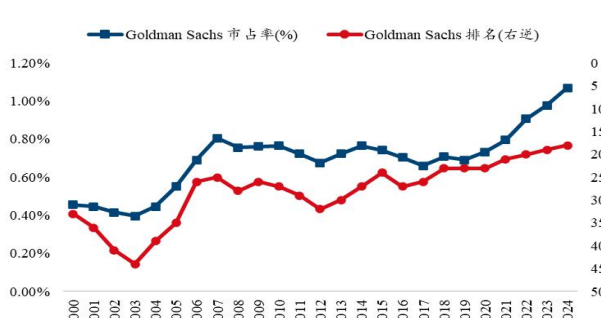
部分综合性资管机构实现逆袭，较为典型的案例包括 JPMorgan 资管、Goldman Sachs 资管，其中，JPMorgan 资管在主动权益市占率上的排名从千禧年初的 20 名附近，提升到当前的第六名；Goldman Sachs 资管在主动权益市占率上的排名从 40 开外快速提升至前 20。MFS Investment Management 在市占率方面从金融危机时期的 15 名附近快速提升至 top7；Bridge Builder 尽管起步更晚，但近 10 年快速发展，当前市占率接近 2%，排名从 80 开外快速逆袭至前 20。

图16: JPMorgan 历年主动权益市占率及排名



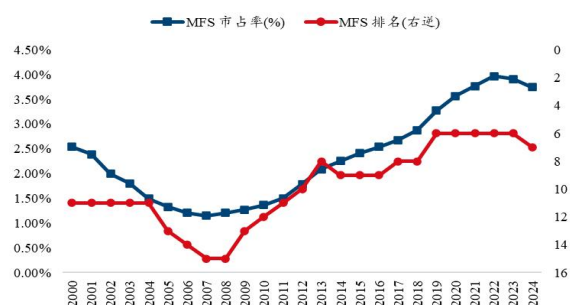
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图17: Goldman Sachs 历年主动权益市占率及排名



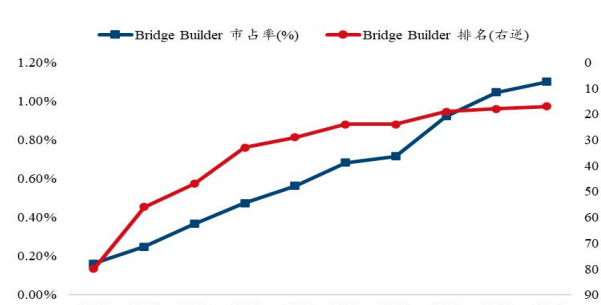
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图18: MFS 历年主动权益市占率及排名



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图19: Bridge Builder 历年主动权益市占率及排名



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

头部机构“强者恒强”有哪些经验参考：1) 依赖大盘成长/大盘混合型拳头产品上规模。不论是 American Funds 还是 Fidelity，共性特征都在于 top3 产品均为大盘成长/大盘混合型产品，能够贡献相对稳健的收益，同时拥有较好的风险收益比；2) 全部产品业绩有支撑。雨露均沾的视角下，头部机构全部产品整体收益情况在市场上略占优，形成积极的品牌效应，并不断自我强化。American Funds 全部产品中位数口径下近 10 年综合年化收益率为 8.42%，高于美国全部主动股基的 7.87%；Fidelity 全部产品中位数口径下近 10 年综合年化收益率为 9.69%，相对全部主动股基跑赢 1.82pct；3) 头部产品更容易战胜全市场同类产品收益率中枢。同样以 American Funds 和 Fidelity 规模 Top3 产品作为研究对象，不难发现，American Funds Growth Fund、American Funds Washington Mutual、American Funds Invmt Co 近 10 年综合年化收益率分别为 13.7%、11.4%、11.8%，均显著高于全市场整体水平；类似地，剔除 2018 年发行的 Strategic Advisors Fidelity US TtlStk 后，Fidelity 当前规模排名 top3 的产品近 10 年年化收益率分别为 15.3%、13.0%、18.1%，相对全部主动股基的整体表现优势更加显著，进一步稳固了自身的市场份额和第二的排名。

图20: American Funds 主要产品情况介绍

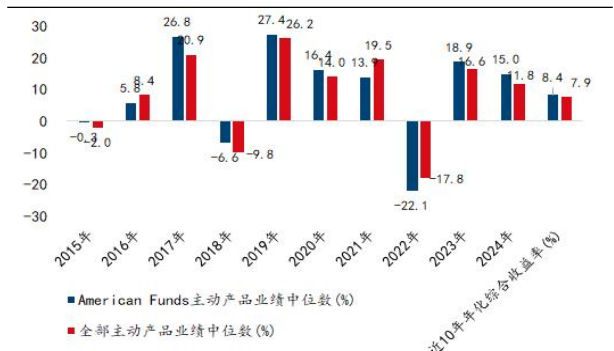
产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿美元)	2024年规模 (亿美元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
American Funds Growth Fund of Amer A	US Fund Large Growth	1973/11/30	2490.60	2976.79	37.2	28.43
American Funds Washington Mutual A	US Fund Large Blend	1952/7/31	1682.27	1894.17	17.22	19.01
American Funds Invmt Co of Amer A	US Fund Large Blend	1934/1/2	1264.14	1534.66	28.5	24.95
American Funds New Perspective A	US Fund Global Large-Stock Growth	1973/3/13	1267.10	1422.58	24.59	16.79
American Funds Fundamental Invs A	US Fund Large Blend	1978/8/1	1250.50	1408.12	25.88	23.04
American Funds Europacific Growth A	US Fund Foreign Large Growth	1984/4/16	1358.39	1255.39	15.6	4.66
American Funds Capital World Gr&Inc A	US Fund Global Large-Stock Blend	1993/3/26	1175.68	1244.84	20.8	13.9
American Funds American Mutual A	US Fund Large Value	1950/2/21	917.55	1012.91	9.4	14.95
American Funds AMCAP A	US Fund Large Growth	1967/5/1	803.50	891.44	30.98	21.13
American Funds SMALLCAP World A	US Fund Global Small/Mid Stock	1990/4/30	719.73	740.64	18.85	2.32
American Funds New World A	US Fund Diversified Emerging Mkts	1999/6/17	534.91	618.80	15.72	6.46
American Funds New Economy A	US Fund Global Large-Stock Growth	1983/12/1	307.56	358.93	29.07	23.66
American Funds Global Insight F-3	US Fund Global Large-Stock Blend	2011/4/1	107.16	149.51	18.55	10.44
American Funds Intl Gr and Inc F2	US Fund Foreign Large Blend	2008/10/1	150.66	147.45	15.59	3.57
American Funds Global Growth Port R5	US Fund Global Large-Stock Growth	2012/5/18	56.10	60.86	24.49	15.14
American Funds International Vntg F-3	US Fund Foreign Large Growth	2011/4/1	18.11	19.58	16.3	1.36
American Funds Dvlpg Wld Gr&Inc R5	US Fund Diversified Emerging Mkts	2014/2/3	19.86	17.68	11.74	3.99

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

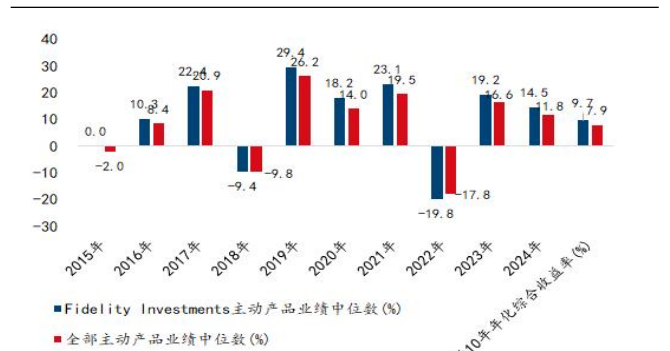
图21: Fidelity 主要产品情况介绍

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿美元)	2024年规模 (亿美元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
Fidelity Contrafund	US Fund Large Growth	1967/5/17	1169.04	1529.96	39.33	35.97
Strategic Advisers Fidelity US TtlStk	US Fund Large Blend	2018/3/20	932.14	1420.70	26.72	23.14
Strategic Advisers U.S. Total Stock	US Fund Large Blend	2009/12/30	555.38	765.84	26.82	25.67
Fidelity Blue Chip Growth	US Fund Large Growth	1987/12/31	520.41	738.51	55.6	39.7
Fidelity Growth Company Fund	US Fund Large Growth	1983/1/17	536.10	682.30	47.23	37.19
Strategic Advisers Fidelity Intl	US Fund Foreign Large Blend	2007/3/8	276.51	441.68	18.16	5.63
Fidelity Magellan	US Fund Large Growth	1963/5/2	291.23	361.43	30.95	28.03
Fidelity Contrafund K6	US Fund Large Growth	2017/5/25	289.46	349.93	37.67	35.37
Fidelity OTC	US Fund Large Growth	1984/12/31	262.04	325.45	42.64	34.61
Fidelity Advisor Growth Opps M	US Fund Large Growth	1987/11/18	182.43	249.53	44.8	38.37
Fidelity Low-Priced Stock	US Fund Mid-Cap Value	1989/12/27	275.17	239.60	14.35	7.09
Strategic Advisers International	US Fund Foreign Large Blend	2006/3/23	178.54	233.65	18.22	4.81
Fidelity Advisor New Insights I	US Fund Large Growth	2003/7/31	179.84	219.86	36.26	35.22
Fidelity Series Emerging Markets Opps	US Fund Diversified Emerging Mkts	2008/12/9	228.45	215.23	14.23	7.84
Fidelity Growth Company K6	US Fund Large Growth	2019/6/13	166.35	212.46	46.02	38.36
Fidelity Select Semiconductors	US Fund Technology	1985/7/29	121.76	205.88	78.14	43.51
Strategic Advisers Fidelity Em Mkts	US Fund Diversified Emerging Mkts	2018/10/30	106.19	200.22	12.21	7.89
Fidelity Series Large Cap Stock	US Fund Large Blend	2012/12/6	161.51	198.15	24.77	27.39
Fidelity Series Growth Company	US Fund Large Growth	2013/11/7	144.46	177.99	45.91	38.05
Fidelity Blue Chip Growth K6	US Fund Large Growth	2017/5/25	122.23	171.68	55.57	38.14

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

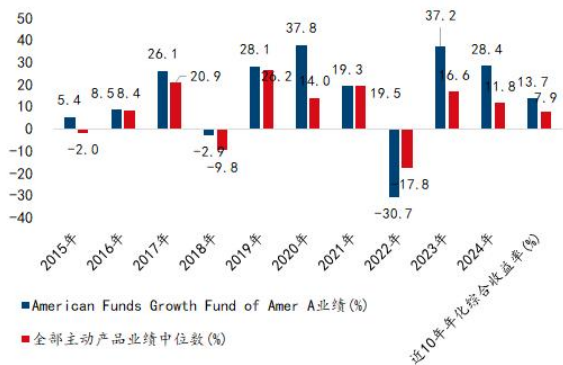
图22: American Funds 全部产品长期表现优于全市场主动股基整体水平


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图23: Fidelity 全部产品长期表现优于全市场主动股基整体水平


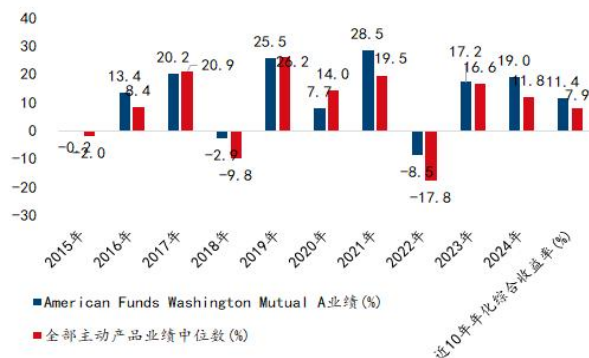
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图24: American Funds Top1 主动产品长期表现优于全市场主动股基整体水平



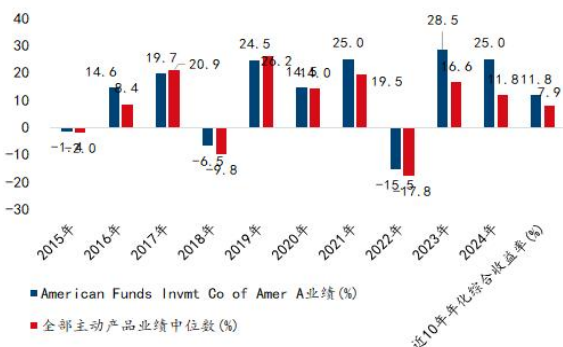
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图25: American Funds Top2 主动产品长期表现优于全市场主动股基整体水平



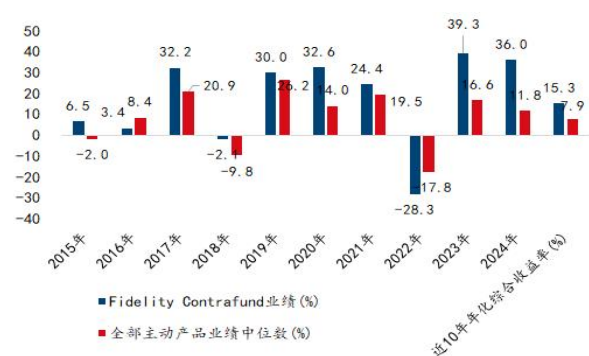
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图26: American Funds Top3 主动产品长期表现优于全市场主动股基整体水平



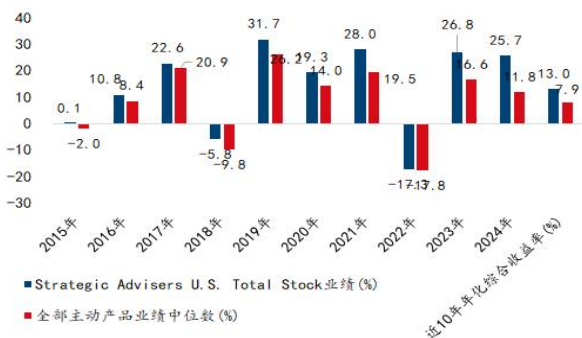
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图27: Fidelity Top1 主动产品长期表现优于全市场主动股基整体水平



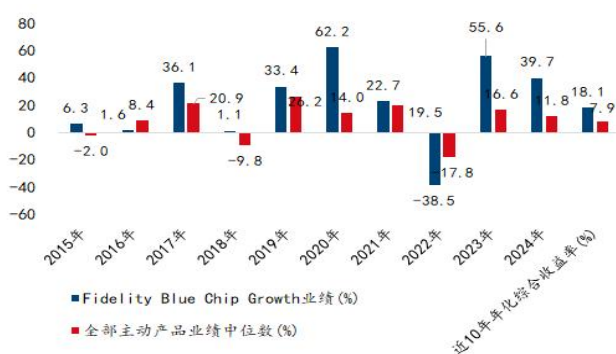
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图28: Fidelity Top2 主动产品长期表现优于全市场主动股基整体水平



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图29: Fidelity Top3 主动产品长期表现优于全市场主动股基整体水平

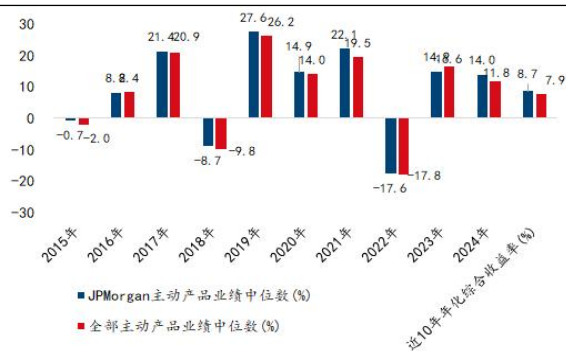


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

我们选取 JPMorgan 资管、Goldman Sachs 资管、MFS 和 Bridge 作为研究样本，尝试归纳近 10 年新兴成长逆袭者后来居上的核心逻辑。

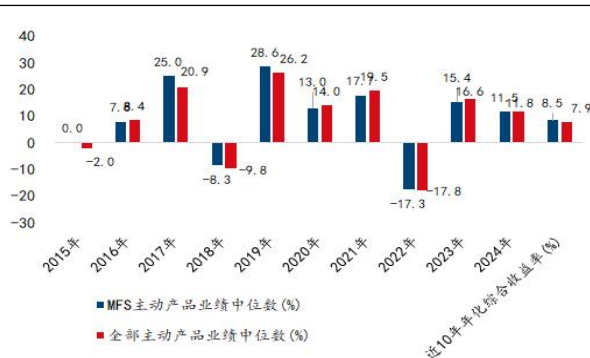
中型机构快速逆袭的原因 1: 全部样本视角下，该资管机构相对全市场整体水平不跑输。JPM、Goldman Sachs、MFS 全部的主动股基最近 10 年年化综合收益率分别达到 8.7%、8.4%、8.5%，均高于全部样本整体水平 0.5pct 以上，对于全部产品在 2015 年以后上市的 Bridge Builder，2016–2024 年主动产品年度业绩中位数累乘后的综合收益率高于 10%，较美国全部主动股基同口径数据超额达到 1.4pct。

图30: JPMorgan 主动产品长期综合年化收益 8.7%，高于全部股基的 7.9%



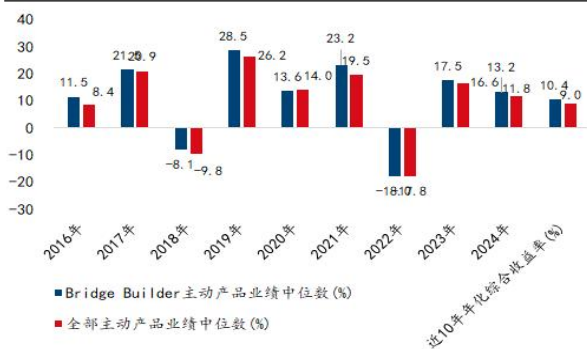
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图31: MFS 主动产品近 10 年综合年化收益 8.5%，高于全部股基的 7.9%



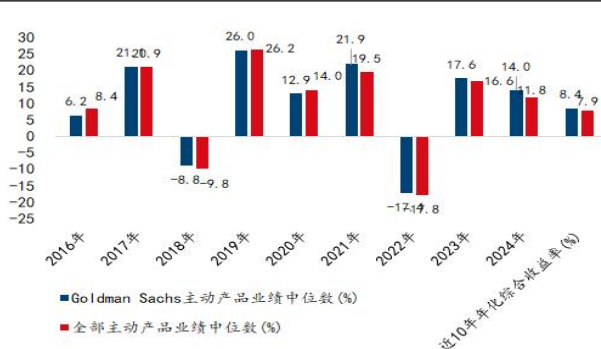
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图32: Bridge Builder 全部主动产品近 9 年综合年化收益 10.4%，高于全部股基的 9.0%



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图33: Goldman Sachs 主动产品近 10 年综合年化收益 8.4%，高于全部股基的 7.9%



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

中型机构快速逆袭的原因 2: 拳头产品的主动流入。以 2015 年以来快速上规模，市占率上行的 Bridge Builder 为例，当前超过 150 亿美元的三个产品均在 2016–2019 年剔除业绩因素后规模快速上行，产品本身更优秀的持有体验获得投资者青睐。相似地，Goldman Sachs、JPMorgan 当前资管规模最大的产品，分别有过连续 8 年剔除业绩因素后净流入，或是单年度剔除业绩因素后净流入超过 200 亿的情况。

图34: Bridge Builder 规模超过 150 亿美元的 3 个产品都经历了连续 4 年的快速主动流入



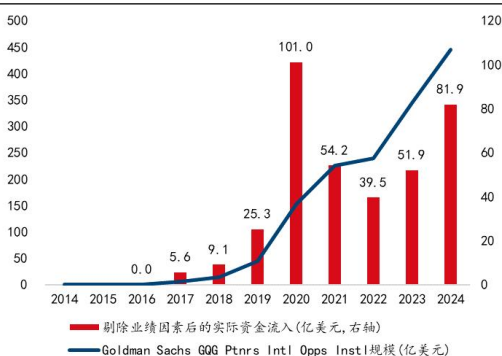
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图35: Bridge Builder 产品结构

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿美元)	2024年规模 (亿美元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
Bridge Builder Large Cap Growth	US Fund Large Growth	2015/4/27	247.81	266.41	32.2	21.4
Bridge Builder Large Cap Value	US Fund Large Value	2015/4/27	194.22	226.88	13.81	14.42
Bridge Builder International Equity	US Fund Foreign Large Blend	2015/7/6	179.79	187.73	17.27	5.67
Bridge Builder Small/Mid Cap Growth	US Fund Mid-Cap Growth	2015/4/27	76.54	91.82	20.97	14.48
Bridge Builder Small/Mid Cap Value	US Fund Mid-Cap Value	2015/4/27	74.91	85.55	15.04	12.02
Bridge Builder Tax Managed Large Cap	US Fund Large Blend	2022/6/1	29.69	53.65	24.86	24.77
Bridge Builder Tax Managed Sm/Md Cap	US Fund Mid-Cap Blend	2022/6/1	9.74	20.98	16.3	10.67
Bridge Builder Tax Managed Intl Eq	US Fund Foreign Large Blend	2022/6/1	13.40	17.86	17.8	3.04

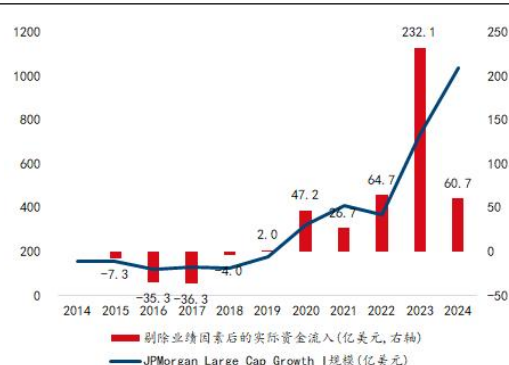
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图36: Goldman Sachs 资管最大规模的主动产品连续 8 年稳定净流入



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图37: JP Morgan Large Cap Growth 2023 年单年度净流入超过 200 亿

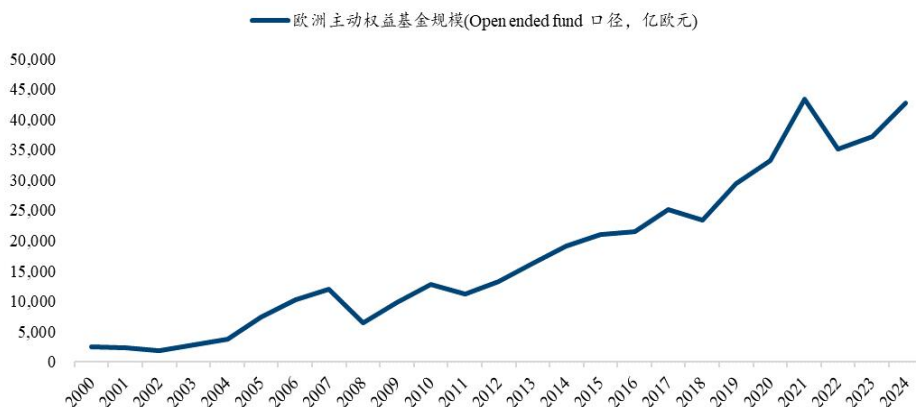


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

欧洲长期被动化进程下的主动权益逆袭规律

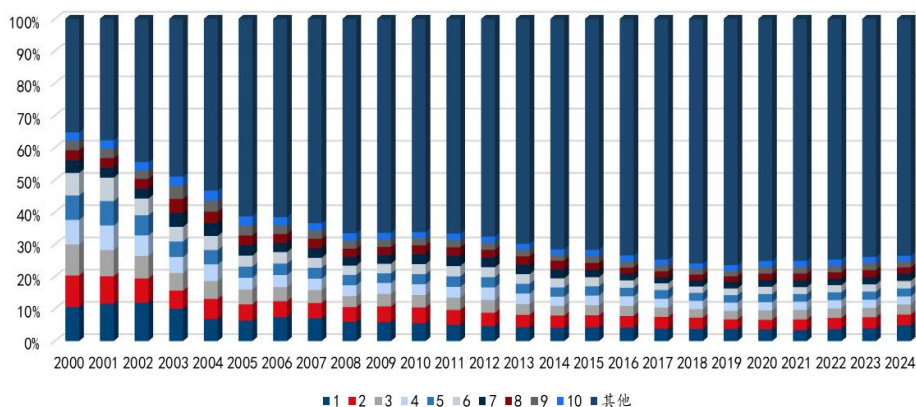
不同于美国在被动化进程伴随头部主动权益玩家集中度抬升，欧洲在被动化过程中主动权益分散化趋势明显。从大趋势上看，主动权益市占率前10的机构市占率之和从2000年的64%+一路下降至2024年的26%。2005年以前，受制于欧洲本土主动权益管理机构不成熟，头部企业在规模上的市占率往往能达到5%甚至10%，而到了2020年后，欧洲头部主动权益资管机构的市占率长期在4%甚至更低。

图38：近年来欧洲市场主动权益规模抬升，“被动化”趋势体现在被动产品规模抬升速率更快



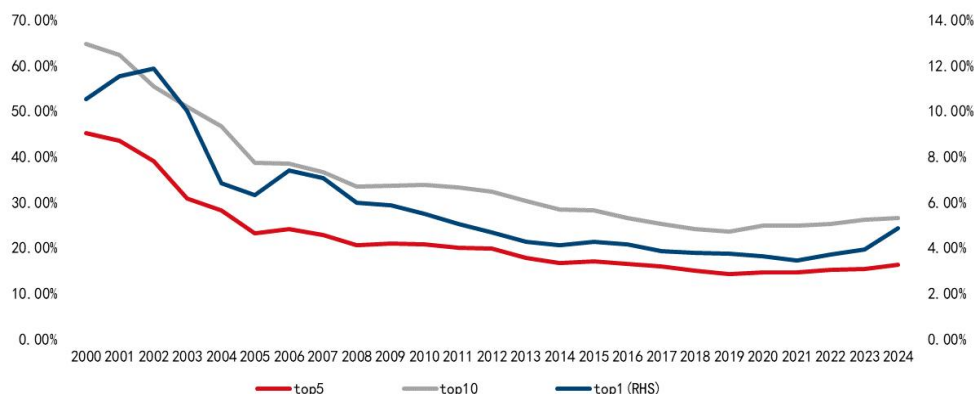
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图39：2000年以来欧洲主动权益 top10 玩家整体市占率逐步下降



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

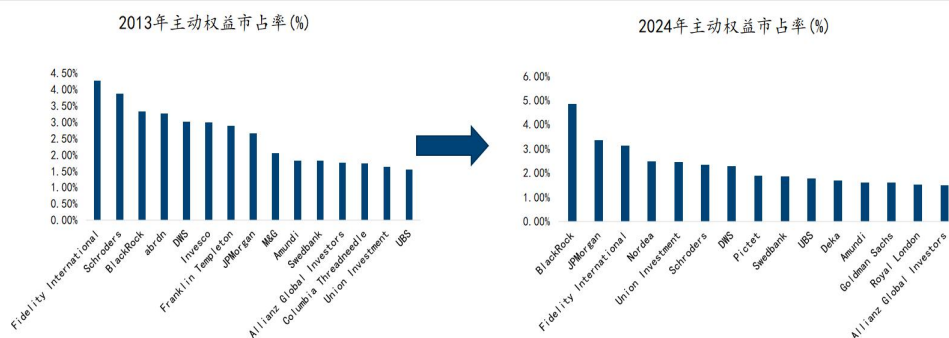
图40: 欧洲主动权益机构 CR10、CR5、top1 市占率变迁



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

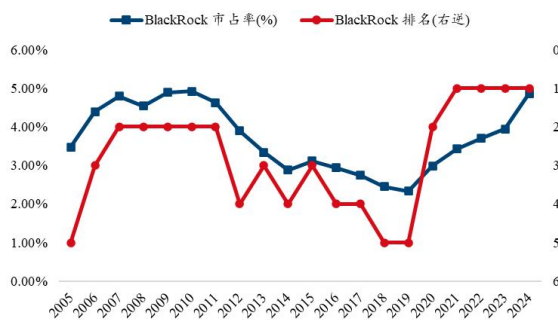
分散化过程中同样能够看到相对优秀的头部企业在近 10 年进一步扩大优势(如 BlackRock、JPMorgan 等), 市占率快速逆袭的玩家则包括 Nordea、Royal London、Union Investment、Deka, 上述四家公司在近 10 年实现了自身主动产品市场份额的快速抬升。从主动权益前 15 的变迁过程看, 部分大型资管机构在欧洲维持了相对稳定的排名, 如 Fidelity、BlackRock、UBS、Amundi、Swedbank 等, 也有部分公司在被动化进程中优势放缓, 如 Invesco、abrdn 等, 其中 Invesco 千禧年前后在欧洲市场主动产品市占率一度达到 8%+, 但近年来下滑至不足 0.8%; abrdn 2012 年一度以 4.1% 的市占率在欧洲排名 top2, 但截至 2024 年其排名已滑落至 30 开外。相应地, 我们也看到了一部分逆袭玩家, 这部分玩家可以划分成两类, 一类是像 Nordea、Royal London 这样快速稳定逆袭, 排名创新高的机构; 另一类则是在 08 年金融危机前一度有过主动权益排名的辉煌, 但由于产品本身和市场竞争等一系列因素导致其排名有所滑落, 但在近年来再次实现快速提升, 这样的代表性机构包括 Deka、Union Investment。

图41: 近 10 年来欧洲主动权益头部机构市占率变迁



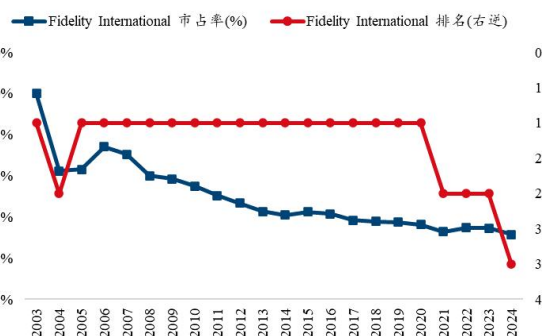
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图42: BlackRock 近年来市占率提升, 整体排名相对稳定



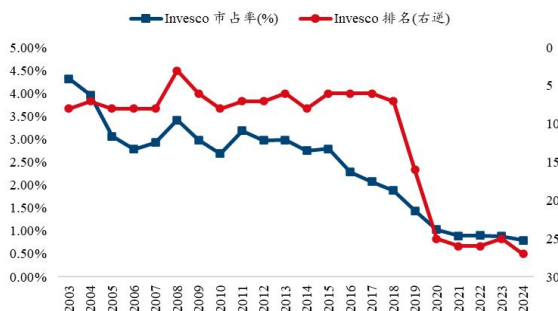
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图43: Fidelity 在欧洲的主动基金规模下滑, 市占率下滑, 但排名维持在 top3



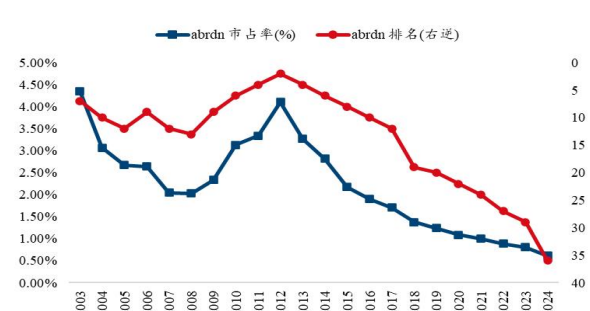
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图44: Invesco 市占率排名由前 10 快速下降至 20 开外, 市占率规模缩水超过 80%



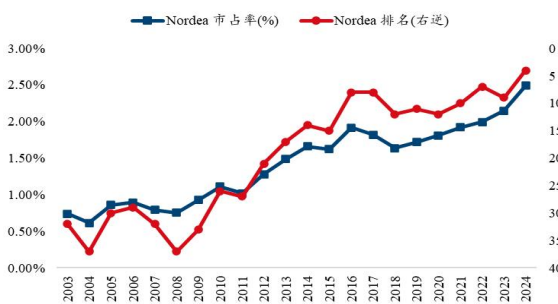
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图45: abrdn 当前市占率排名滑落至 30 开外



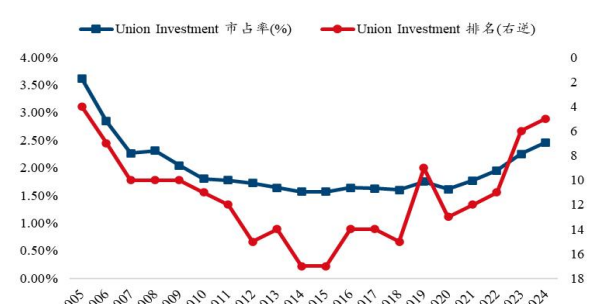
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图46: Nordea 市占率排名稳步提升



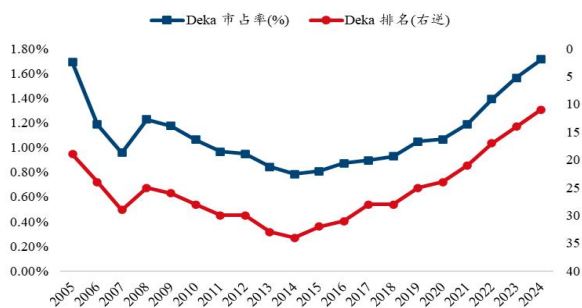
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图47: Union Investment 市占率排名近年来慢修复



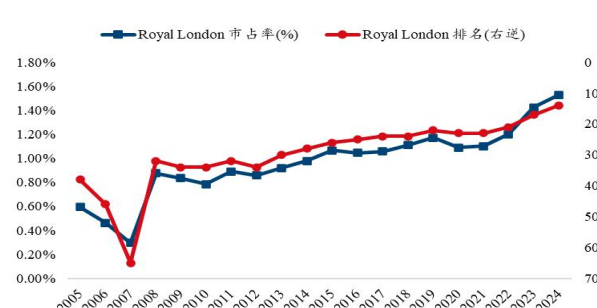
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图48: Deka 市占率排名创新高



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图49: Royal London 市占率排名稳步逆袭



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

头部机构的经验参考，重点关注 BlackRock。基于 MorningStar Domicile List 分类，BlackRock 在欧洲主动股基规模上的成功主要依赖于 EAA Fund (European Asia Equity Fund) 中 ESG 产品规模相对较大，与此同时全球科技、全球医疗健康类产品同样具有一定的规模暴露。整体看，BlackRock 欧洲产品中规模靠前的大多是偏大盘的混合型产品，如 Black ACS UK ESG Insights、1895 Wereld Multifactor Adndelen 等。同时部分在欧洲注册成立的产品对美股市场具有一定的仓位暴露，考虑到美股长期持股体验上的优势，同样可以吸引投资者。

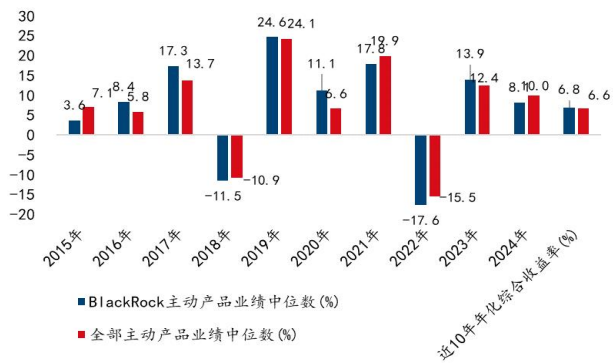
图50: BlackRock 欧洲重点产品线

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿欧元)	2024年规模 (亿欧元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
Blackrock ACS NA ESG Insigts Eq X1 P Acc	EAA Fund US Large-Cap Blend Equity	2024/10/2	-	174.54	-	-
ACS Clmt Transition Scrn & Optd Eq X1	EAA Fund Sector Equity Ecology	2020/8/7	126.89	162.95	15.6	20.21
ACS World ESG Insights Eq X1 GBP Acc	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2021/4/15	85.65	143.42	16.49	20.45
BGF World Technology A2	EAA Fund Sector Equity Technology	1995/3/3	95.32	126.92	49.78	32.5
BGF World Healthscience A2	EAA Fund Sector Equity Healthcare	2001/4/6	118.93	126.49	2.18	1.94
Blackrock ACS US ESG Insigts Eq X1 P Acc	EAA Fund US Large-Cap Blend Equity	2024/10/2	-	105.96	-	-
1895 Wereld Multifactor Aandelen D Inc	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2020/4/16	73.68	99.05	19.18	22.52
BGF Systematic Gbl Eq Hi Inc A2 USD	EAA Fund Global Equity Income	2006/10/13	46.60	70.36	15.76	16.66
BGF Continental Eurp Flex A2 EUR	EAA Fund Europe ex-UK Equity	1986/11/24	53.34	55.76	19.05	7.68
Coutts NA ESG Insigts Eq C Dis USD	EAA Fund US Large-Cap Blend Equity	2024/5/20	-	54.24	-	-
Coutts US ESG Insights Eq C USD D	EAA Fund US Large-Cap Blend Equity	2020/11/18	51.45	50.59	26.67	24.58
BlackRock European Dynamic A Acc	EAA Fund Europe ex-UK Equity	2002/3/1	46.25	49.51	16.64	2.77
BlkRk ACS Eurp ex UK ESG Insigts Eq X1 FEAA	Fund Europe ex-UK Equity	2022/11/28	13.42	46.01	15.67	3.04
Coutts Actively Managed US Eq C USD D	EAA Fund US Large-Cap Blend Equity	2020/12/2	0.00	40.36	29.51	19.24
BGF Sustainable Energy A2	EAA Fund Sector Equity Alternative E	2001/4/6	60.99	39.64	12.76	-9.04
BGF World Mining A2	EAA Fund Sector Equity Natural Resou	1997/3/24	47.78	39.16	-0.41	-10.91
1895 Aandelen Macro Opportunities Fonds	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2021/1/19	24.46	37.57	15.28	20.42
BGF World Gold A2	EAA Fund Sector Equity Precious Mete	1994/12/30	35.91	36.81	6.46	13.58
BlackRock Global Uncons Eq Z USD Acc	EAA Fund Global Large-Cap Growth Equ	2020/1/21	13.60	28.38	34.04	8.1
Blackrock ACS UK ESG Insights Equity X1EAA	Fund UK Large-Cap Equity	2024/10/2	-	26.89	-	-

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

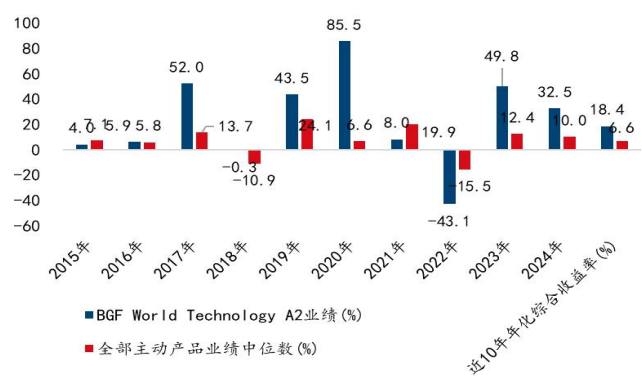
贝莱德欧洲的优质拳头产品长期收益表现较好，利于对欧洲投资者用户心智的占领，同时对近年来发行主动 ESG 产品也有一定帮助。从贝莱德当前规模较大的欧洲产品看，BGF World Tech、BGF continental Eurp Flex 历史最为悠久，前者 2015 年来年化收益超过 18.4%，后者年化收益达到 9.6%。前者仅在 2022 年回撤幅度较大，但在 2019-2020 年实现了翻倍以上的增长；后者整体风险收益情况更稳定，2015 年以来全部 EAA 产品业绩中位数超 12% 的牛市环境中，都能够起到放大收益的目标。上述两个老牌拳头产品，剔除业绩因素后的主动赎回同样不明显，BGF continental Eurp Flex 仅在 2022 年赎回超过 20 亿欧元，其余年份表现稳健。

图51: 从全部产品的业绩上看, BlackRock 主动产品长期与 EEA Fund 分类下的主动产品业绩拉平



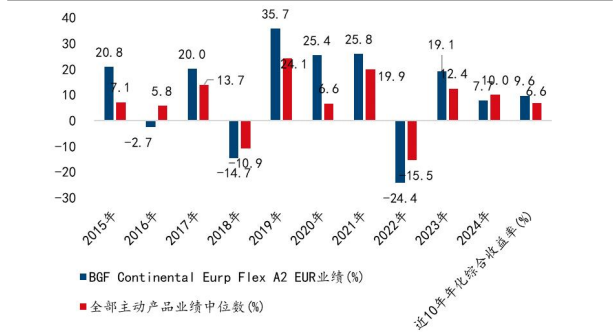
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图52: 规模百亿的老产品 BGF World Tech 长期回报优异



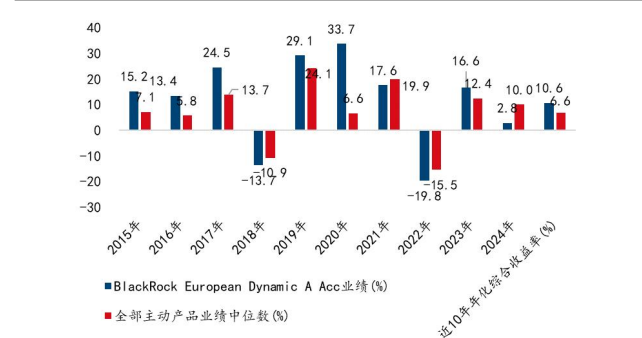
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图53: BlackRock 欧洲非英规模最大的产品近 10 年年化收益超过 9.6%



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图54: BlackRock 欧洲非英择时产品长期年化超 10%



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图55: BGF World Tech 近 10 年剔除业绩因素后的资金流入



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图56: BGF continental Eurp Flex 近 10 年剔除业绩因素后的资金流入



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

逆袭机构的成功经验 1：大盘混合型产品作为基本盘、高股息策略底仓突围。从上文中的 Nordea、Royal London、Deka、Union Investment 四个机构出发，不难发现它们大规模产品大多聚焦在全球/欧洲的大盘混合风格上，如 Nordea Global Res Enh、Royal London Global Equity Diversified; UniGlobal Vorsorge、UniGlobal、UniFavorit Aktien 等；此外 Deka 规模最大的两个拳头产品一个是以大盘混合风格为基本盘，自下而上筛选优质企业 Deka Global Champion；另一个是基于现金流和股息率筛选的 Deka Dividend Strategies CF。

图57: Nordea 欧洲重点产品线

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿欧元)	2024年规模 (亿欧元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
Nordea 2 - Global Res Enh Eq BI USD	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2018/11/29	67.05	85.09	23.78	19.08
Nordea 1 - Global Climate & Envir BI EUEAA	Fund Sector Equity Ecology	2008/3/13	89.18	81.64	7.37	13.75
Nordea Hållbarhetsfond Akt Gbl A Avk EUEAA	Fund Global Large-Cap Blend Equi	2018/12/3	27.61	76.68	18.88	26.52
Nordea 2 - Global Dev Resp enh Eq BI USEAA	Fund Global Large-Cap Blend Equi	2024/6/13	-	52.52	-	-
Nordea Global Enhanced distr	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2017/6/27	22.95	44.70	21.54	27.49
Nordea Invest Portefølje Aktier	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2011/2/24	37.60	38.64	14.94	18.4
Nordea Invest Aktier Ansvarlig KL 1	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2019/3/14	25.24	36.48	18.98	25.71
Nordea Maailma Osinko B K EUR	EAA Fund Global Equity Income	2012/12/17	31.53	33.85	7.1	19.75
Nordea 1 - Global Stars Equity BI USD	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2016/5/17	25.51	33.06	17.09	12.58
Nordea Nordic Small Cap A growth SEK	EAA Fund Nordic Small/Mid-Cap Equity	1998/6/4	23.84	26.02	11.59	9.89
Nordea North America Enhanced EUR Acc	EAA Fund US Large-Cap Blend Equity	2017/6/27	16.70	23.26	23.03	31.93
Nordea 1 - Global Stable Equity BI EUR	EAA Fund Global Large-Cap Value Equi	2006/1/2	25.77	22.81	8.58	10.22
Nordea Global K EUR	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	1997/10/29	20.26	22.61	18.45	25.11
Nordea 2 - Nth. Am. Res Enh. Eq BI USD	EAA Fund US Large-Cap Blend Equity	2020/9/25	4.74	21.58	25.82	23.4
Nordea Invest Global Enhanced KL 2	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2021/10/11	10.98	20.74	22.27	27.55
Nordea Inv. PF PM Glb Aktier Strat KL 3EAA	Fund Global Large-Cap Blend Equi	2013/7/1	19.03	19.96	13.07	15.63
Nordea 1 - European Stars Equity BI EUREAA	Fund Europe Large-Cap Blend Equi	2017/11/14	17.26	17.59	18.03	5.95
Nordea 2 - Global Enhanced Equity BI USEAA	Fund Global Large-Cap Blend Equi	2016/6/13	6.78	16.97	26.89	19.85
Nordea 1 - North American Strs Eq BI USEAA	Fund US Large-Cap Blend Equity	2012/5/30	12.72	16.51	21.86	19.21
Nordea Alfa	EAA Fund Sweden Equity	1984/4/2	17.27	16.32	19.05	3.57

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图58: Deka 欧洲重点产品线

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿欧元)	2024年规模 (亿欧元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
Deka-DividendenStrategie CF A (A)	EAA Fund Global Equity Income	2010/8/2	144.41	179.49	9.35	15.66
Deka-GlobalChampions CF	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2006/12/27	63.99	100.12	24.32	31.49
Deka-Industrie 4.0 CF	EAA Fund Global Large-Cap Growth Equi	2016/12/20	49.48	61.43	33.44	21.9
Deka-Globale Aktien LowRisk I (A)	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2012/12/17	49.69	60.01	4.63	16.5
DekaFonds CF	EAA Fund Germany Equity	1956/11/26	46.22	52.87	15.93	10.89
AriDeka CF	EAA Fund Europe Large-Cap Blend Equi	1962/2/5	27.72	28.28	13.49	7.47
Deka-MegaTrends CF	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2001/5/21	18.62	27.62	17.61	21.88
Deka-BR 100	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2002/7/1	22.50	26.12	17.13	22.36
Deka-UmweltInvest CF	EAA Fund Sector Equity Ecology	2006/12/27	23.07	24.61	4.59	10.39
Deka-Technologie CF	EAA Fund Sector Equity Technology	2000/1/10	7.59	18.94	44.5	42.23
Deka-Nachhaltigkeit Aktien CF (A)	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2011/12/28	11.84	16.15	15.87	22.09
Deka-Nachhaltigkeit Gesundheit CF	EAA Fund Sector Equity Healthcare	2008/6/2	6.91	10.37	-0.9	4.66
Deka-Nachhaltigkeit GlobalChampions CF	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2020/10/1	6.09	10.12	23.57	30.9
Deka-Nachhaltigkeit DividendenStra. CF	EAA Fund Global Equity Income	2020/10/1	5.90	9.35	8.05	17.51
Deka-GlobalSelect CF	EAA Fund Global Large-Cap Growth Equi	2008/6/2	6.83	8.83	30.62	35.62
Deka Portfolio Nachhaltigkeit Glb Aktie	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2019/11/29	7.50	8.57	4.32	15.15
Deka-UnternehmerStrategie Europa CF	EAA Fund Europe Mid-Cap Equity	2019/2/28	8.41	8.53	5.35	4.32
DekaSpezial CF	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	1978/7/24	6.02	7.40	21.47	27.56
Deka-Künstliche Intelligenz CF	EAA Fund Sector Equity Technology	2021/7/12	3.58	7.24	41.93	33.29
Deka-Nachhaltigkeit Aktien Europa CF	EAA Fund Europe Large-Cap Blend Equi	2021/9/24	7.21	7.12	11.49	7.41

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图59: Royal London 欧洲重点产品线

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿欧元)	2024年规模 (亿欧元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
Royal London US Eq Tilt ACS X GBP Acc	EAA Fund US Large-Cap Blend Equity	2023/2/21	104.89	154.82	-	27.38
Royal London Global Equity Divers R Acc	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2017/10/10	47.26	77.35	20.41	20.69
Royal London EM Mkts Eq Tilt R E Acc	EAA Fund Global Emerging Markets Equ	2017/6/12	54.85	66.91	0.17	13.11
Royal London UK Core Equity Tilt Z Acc	EAA Fund UK Large-Cap Equity	2007/7/20	70.94	62.41	9.01	9.07
Royal London Global Equity Enh S USD Ac	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2022/11/8	25.31	40.14	26.52	19.12
Royal London Sustainable Leaders A Inc	EAA Fund UK Large-Cap Equity	1990/5/29	36.29	35.50	10.02	8.39
Royal London European Growth Fund A	EAA Fund Europe ex-UK Equity	1987/3/10	27.33	27.73	14.02	-0.39
Royal London APAC ex Jpn Eq Tilt Z Acc	EAA Fund Asia-Pacific ex-Japan Equit	1990/3/12	16.74	20.59	8.37	7.48
Royal London Japan Eq Tilt ACS X GBP Ac	EAA Fund Japan Large-Cap Equity	2023/2/21	12.17	15.54	-	9.54
Royal London US Equity Tilt Z Acc	EAA Fund US Large-Cap Blend Equity	2007/8/24	12.67	15.54	20.27	26.97
Royal London Europe ex UK Eq Tilt Z Acc	EAA Fund Europe ex-UK Equity	2013/6/4	12.64	14.58	13.95	2.59
Royal London UK Dividend Growth A	EAA Fund UK Flex-Cap Equity	1981/6/18	12.49	13.91	9.35	7.5
Royal London UK Equity Income A	EAA Fund UK Equity Income	1984/4/11	13.92	13.51	9.78	6.98
Royal London UK Growth	EAA Fund UK Large-Cap Equity	1989/9/25	12.50	13.31	8.87	8.55
Royal London UK Broad Equity Tilt R Acc	EAA Fund UK Large-Cap Equity	2021/12/3	7.32	11.40	8.36	9.04
Royal London Global Equity Income R Inc	EAA Fund Global Equity Income	2020/2/25	9.99	10.60	17.42	18.28
Royal London UK Equity M Acc	EAA Fund UK Large-Cap Equity	2012/5/1	8.54	9.23	8.06	6.45
Royal London Global Equity Select R Acc	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2017/10/10	8.68	6.93	27.65	22.14
Royal London Japan Equity Tilt Z Acc	EAA Fund Japan Large-Cap Equity	1985/4/30	4.51	5.09	13.11	9.06
Royal London Global Sustainable Eq R Ac	EAA Fund Global Large-Cap Growth Equ	2020/2/25	3.31	4.91	22.42	13.37

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图60: Union Investment 欧洲重点产品线

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿欧元)	2024年规模 (亿欧元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
UniGlobal Vorsorge	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2015/7/31	177.44	229.27	13.26	25.08
UniGlobal	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	1960/1/2	148.68	200.92	19.92	24.77
UniFavorit: Aktien	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2005/11/1	96.69	129.71	20.7	29.92
UniGlobal -net-	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	1997/9/1	67.84	95.72	19.16	24.42
UniNachhaltig Aktien Global	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2009/10/1	49.86	66.84	17.92	24.94
UniFonds	EAA Fund Germany Equity	1956/4/12	26.12	28.27	8.92	15.62
UniGlobal Dividende A	EAA Fund Global Equity Income	2017/7/12	20.34	24.34	4.13	11.55
UniEuroAktien	EAA Fund Eurozone Large-Cap Equity	1998/10/12	23.00	23.27	11.77	5.38
UniIndustrie 4.0 A	EAA Fund Global Large-Cap Growth Equ	2018/2/28	16.08	20.60	22.86	26.82
UniSector: HighTech A	EAA Fund Sector Equity Technology	1999/10/1	9.90	16.15	47.94	40.1
UniNachhaltig Aktien Europa A	EAA Fund Eurozone Large-Cap Equity	1998/9/15	16.50	15.90	10.54	4.32
UniValueFonds: Global A	EAA Fund Global Large-Cap Value Equi	2001/3/12	15.44	15.20	5.05	11.25
UniDividendenAss A	EAA Fund Europe Equity Income	2004/3/15	12.38	12.49	11.81	5.69
UniDeutschland XS	EAA Fund Germany Small/Mid-Cap Equit	2006/10/4	14.88	11.75	16.3	-2.63
UniNachhaltig Aktien Deutschland	EAA Fund Germany Equity	1994/2/1	10.26	10.91	11.89	14.83
UniDynamicFonds: Global A	EAA Fund Global Large-Cap Growth Equ	1998/8/19	7.06	10.08	31.57	35.76
UniMarktführer A	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2000/2/1	6.88	9.40	14.4	26.55
UniGlobal II A	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equi	2012/6/1	5.73	8.79	19.95	24.71
UniFonds -net-	EAA Fund Germany Equity	1997/7/1	7.86	8.33	8.57	15.35
UniAsiaPacific A	EAA Fund Asia-Pacific ex-Japan Equit	1999/10/1	6.90	7.55	-2.76	19.14

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

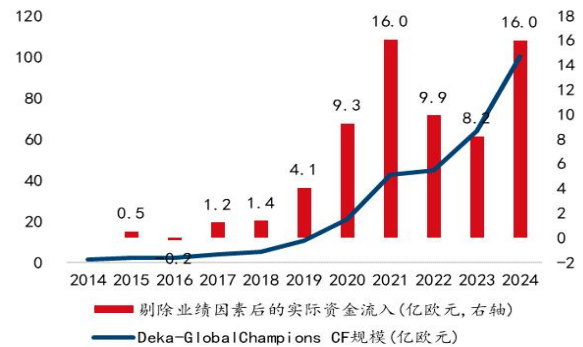
从规模表现上看, Deka 的上述两个重点产品在过去 10 年依靠自身稳定的业绩表现逐步被投资者挖掘, 快速带动公司在欧洲主动权益领域的版图扩张。Deka Dividend Strategies 在过去 10 年中每年剔除业绩增长后的资金净流入均大于 8.5 亿欧元; Deka Global Champion 过去 5 年剔除业绩后的资金净流入近 60 亿欧元。业绩上看高股息产品年度最佳收益为 24.6%, 最大年度回撤为 8%; 全球冠军策略近 10 年中有 4 年获得超过 24% 的收益, 最大年度回撤仅为 17.9%, 两个产品均依赖长期业绩说话。

图61: Deka 的高股息策略产品近 10 年剔除业绩后的资金流入可观



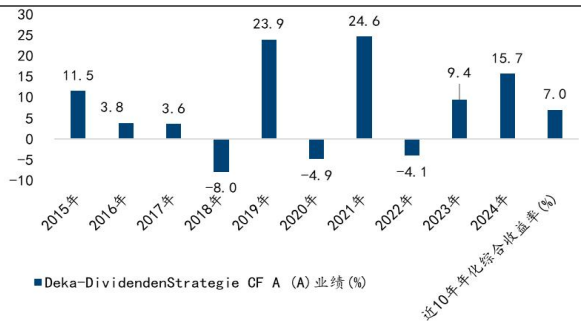
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图62: Deka 的全球冠军优选策略产品 2019 年以来剔除业绩增长后的资金流入可观



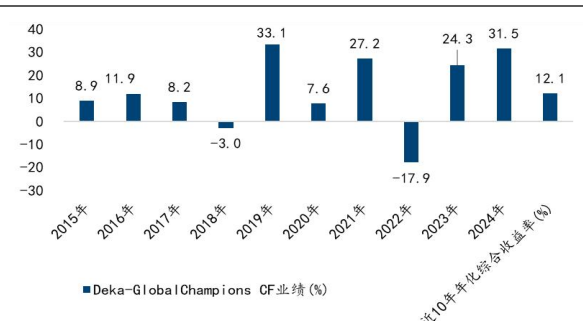
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图63: Deka 的高股息策略近 10 年业绩



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

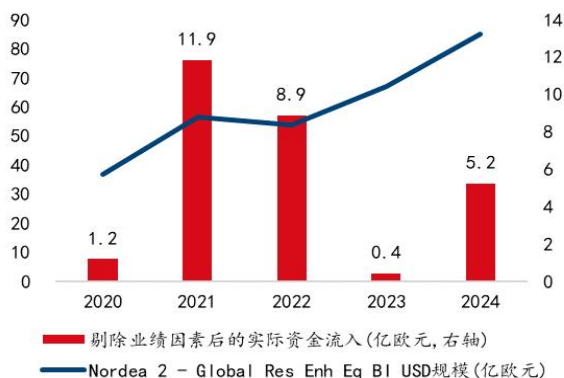
图64: Deka 的全球冠军优选策略近 10 年业绩



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

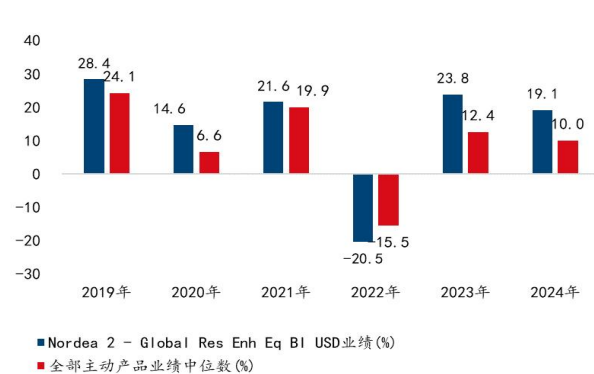
逆袭机构的成功经验 2：牛市环境中尽可能抓住机遇扩大规模。以 Nordea 当前规模最大的三个产品为例：Nordea Global Res Enh 在 2019、2021、2023、2024 等欧洲主动股基有较好收益的年份中显著跑赢，尽管 2022 年遭遇较大的业绩回撤，剔除业绩因素后仍旧实现规模上的正增长。另一个 2018 年设立的产品 Nordea Hållbarhetsfond Akt Gbl A Avk EUR 的成功经验同样类似，产品规模从不足 1 亿欧元到 70 亿+欧元的核心经验在于，2019-2021 年持续跑赢，同时 2022 年展现出了强于全部产品中枢水平的抗回撤能力，因此近两年剔除业绩因素后仍获得大量资金青睐。

图65: Nordea Global Res 剔除业绩后近 5 年净流入



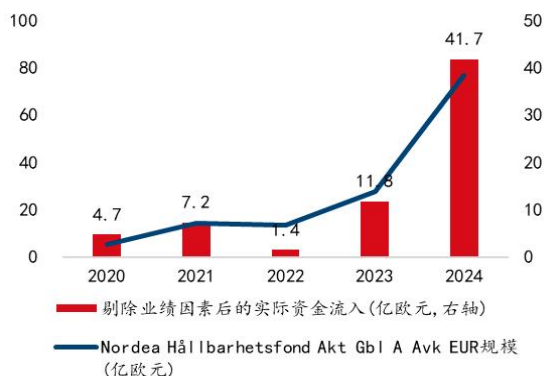
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图66: Nordea Global Res 在牛市阶段快速跑赢



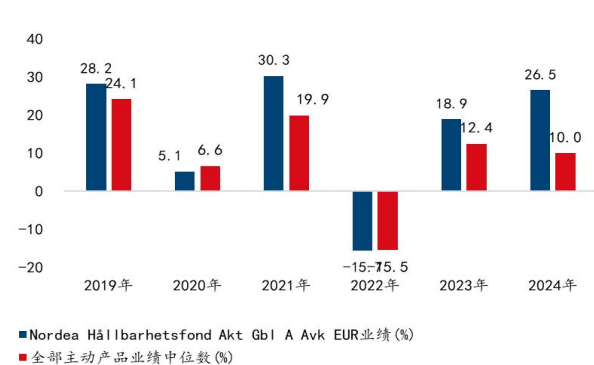
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图67: Hållbarhetsfond Akt Gbl A Avk EUR 剔除业绩后近 5 年净流入



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图68: Hållbarhetsfond Akt Gbl A Avk EUR 在牛市阶段快速跑赢



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

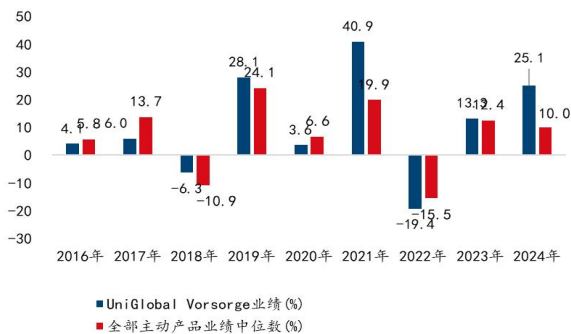
逆袭机构的成功经验 3: 无惧短期规模波动, 及时调整策略, 用长期业绩扳回短期规模回撤。 Union Investment 当前规模最大的三个产品分别为 UniGlobal Vorsorge、UniGlobal 和 UniFavorit Aktien, 上述三个产品中, UniGlobal Vorsorge 在 2020 年并未展现出强业绩弹性, 短期内赎回超过 20 亿欧元, 但在随后的一年里, 跑出了超过 40% 的业绩表现, 亦实现了规模层面的快速复苏。UniGlobal 主要的规模危机出现在 2015 和 2018 年, 但由于产品近 10 年内除了 2017 年以外, 其余年份的业绩均强于欧洲主动权益产品的整体水平, 因此在 2019 年起同样实现了快速的规模扩张。

图69: Union Investment 当前规模最大的产品均经历过非业绩因素下的主动赎回



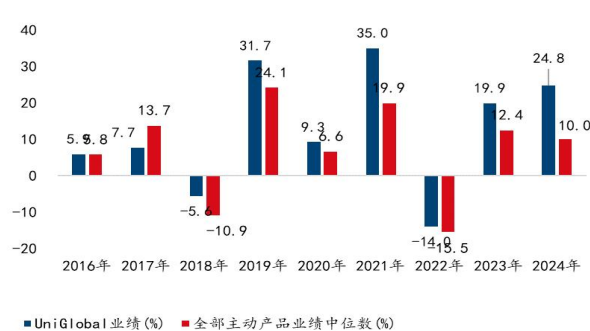
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图70: UniGlobal Vorsorge 历年业绩表现



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图71: UniGlobal 历年业绩表现



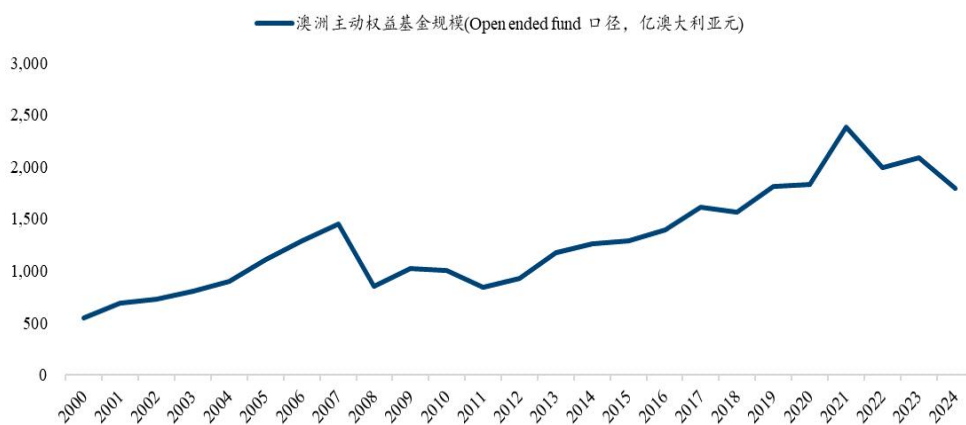
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

澳大利亚长期被动化进程下的主动权益逆袭规律

不同于美国在被动化进程伴随头部主动权益玩家集中度抬升，澳大利亚在被动化过程中主动权益的变化情况和上一章节中的欧洲更为相似——即分散化趋势明显。从大趋势上看，主动权益市占率前 10 的机构市占率之和从 2000 年的 80%+ 一路下降至 2024 年的 44%；市占率前 5 机构的份额和从 2000 年的接近 60% 一路下降至 28%。TOP3 机构的市占率在 2008 年之前均能达到 10% 以上，但在 2008 年之后逐级下降，近 3 年 top1 份额大约在 7-10% 浮动，top2、top3 的份额大约在 6% 附近。

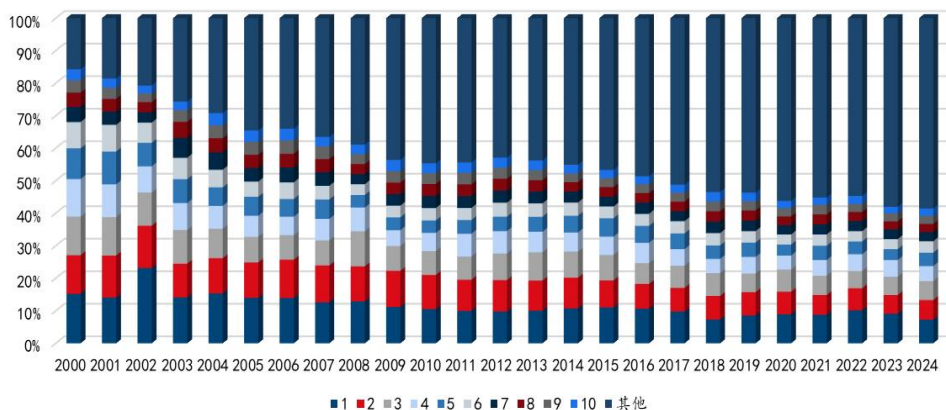
当前澳大利亚主动权益 Top15 机构包括 Mercer、Colonial First State、Perpetual、Macquarie、Insignia Financial、Pandal、Franklin Templeton、Magellan Group、First Sentier Investors、New York Life、Ironbark、Fidelity International、Schroders、L1 Capital、Capital Group。

图72：澳大利亚近年来主动权益规模有所缩水



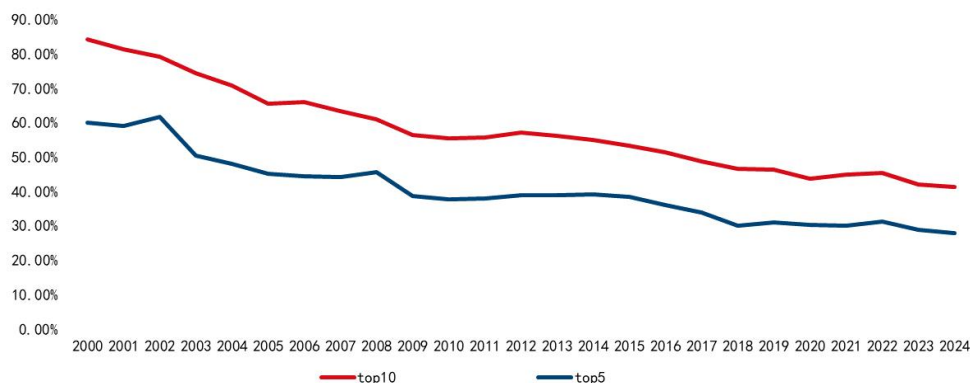
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图73：趋势上看，澳大利亚主动权益整体竞争格局和欧洲更像，呈现分散化



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

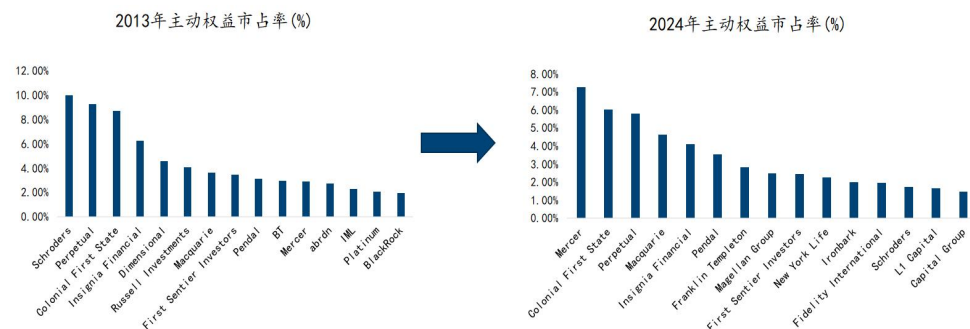
图74: CR10、CR5 市场份额占比有所下降



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

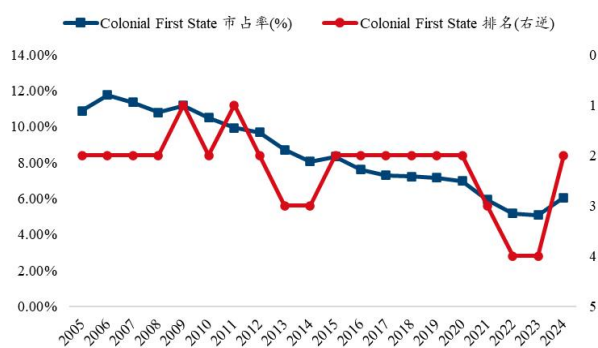
从 Top15 的变化趋势看, 新晋头部平台包括 Mercer、Magellan Group、L1 Capical、New York Life 等, 头部平台中排名相对稳定的包括 Perpetual、Colonial First State、Macquarie、Pandal。

图75: 澳大利亚主动权益前 15 变迁



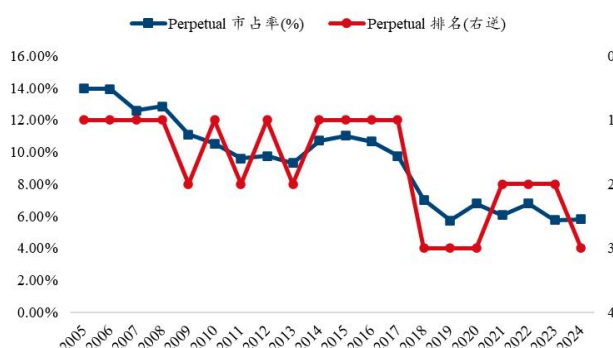
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图76: Colonial First State 整体排名相对稳定



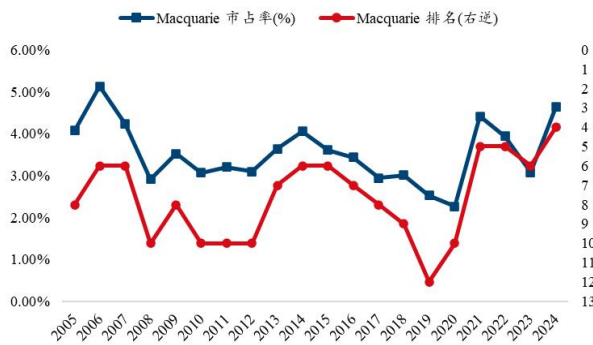
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图77: Perpetual 整体排名相对稳定



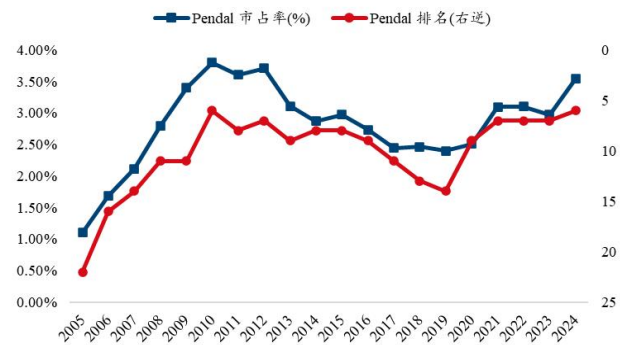
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图78: Macquarie 整体排名近年来稳中有升



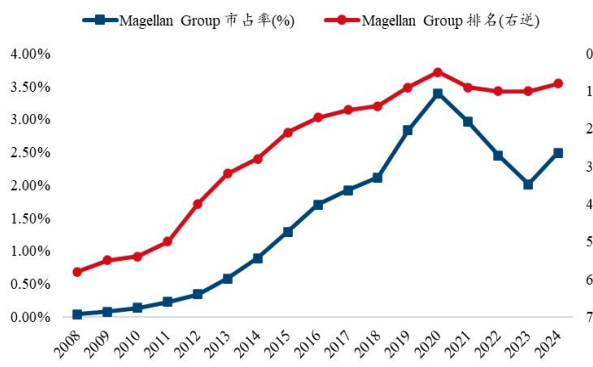
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图79: Pental 整体排名近年来稳中有升



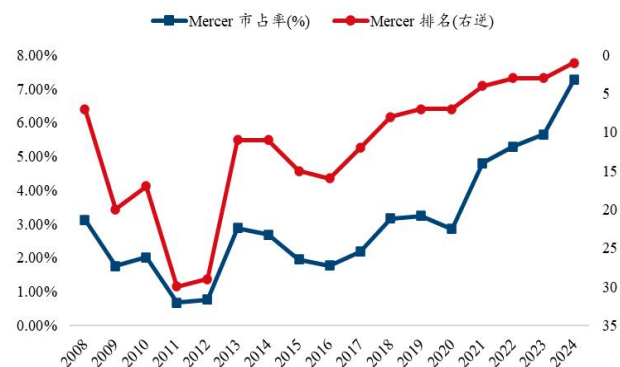
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图80: Magellan Group 整体排名从 50+快速上升至 top10



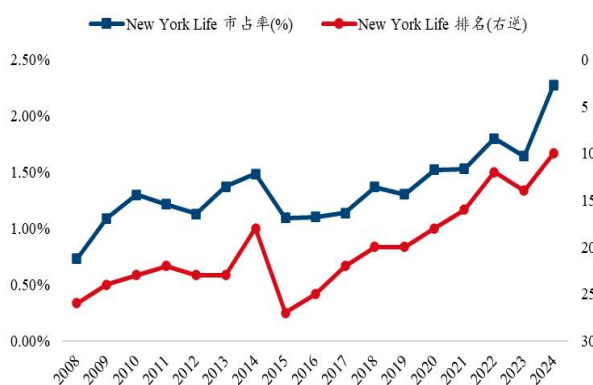
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图81: Mercer 整体排名一度滑落至 30+, 但近年来快速提升



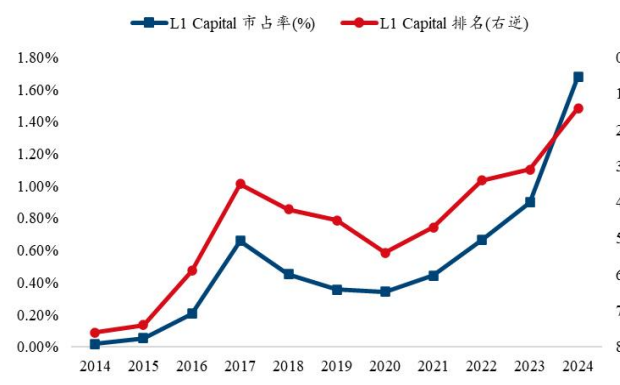
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图82: New York Life 整体排名提升至前 10



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图83: L1 Capital 近 5 年快速逆袭



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

两个准头部案例(Macquarie、Pendal)近5年份额扩张的原因1:本土大盘成长/全球大盘成长上规模。以Macquarie和Pendal当前规模排名top15的产品进行分析,澳洲的主动股基规模普遍偏小,前者7亿以上澳元的产品架构为4个大盘混合型产品和一个全球跨区域比较的Currency Hedge产品;后者5亿以上澳元的产品均为大盘混合型产品。Pendal、Macquarie、Perpetual、Colonial First State等机构的共性特征在于,小盘成长类或小盘混合型产品容易出现规模瓶颈,Colonial First State最大的小盘成长产品规模仅为2.14亿澳元,Perpetual的两个小盘产品规模分别为6.4、6.3亿澳元。

图84: Macquarie 规模 top5 产品中, 4 个为大盘成长产品

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿澳大利亚元)	2024年规模 (亿澳大利亚元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
Walter Scott Global Equity Hedged	Australia Fund Equity World - Currency Hedged	2008/2/22	13.64	13.73	18.94	9.67
IFP Global Franchise Fund	Australia Fund Equity World Large Blend	2004/11/17	13.13	13.61	16.22	29.9
Macquarie Australian Enhanced Plus Eqs	Australia Fund Equity Australia Large Blend	1998/12/8	6.80	8.75	12.47	14.25
IFP Global Franchise Fund II	Australia Fund Equity World Large Blend	2019/11/28	6.04	8.20	18.92	27.1
Macquarie Australian Shares	Australia Fund Equity Australia Large Blend	2005/11/29	4.68	7.95	11.01	15.01
Macquarie Small Companies	Australia Fund Equity Australia Mid/Small Blend	1998/1/31	3.89	5.24	6.5	13.3
Arrowstreet Global Small Companies	Australia Fund Equity World Mid/Small	2023/8/4	0.37	4.80	-	22.69
Macquarie Yield Enhanced Aus Eq Fd	Australia Fund Equity Australia Large Blend	2006/7/31	3.25	3.72	12.45	14.09
Polaris Global Equity Fund	Australia Fund Equity World Large Value	2014/10/10	2.51	2.79	14.49	15.79
Macquarie Global Listed Real Estate O	Australia Fund Equity Global Real Estate	2002/9/30	2.89	2.68	7.09	3.85
Macquarie International Infra Ses	Australia Fund Equity Global Infrastructure - Currency Hedged	2005/9/29	2.28	2.43	2.41	13.14
IFP Global Franchise Fund II (Hedged)	Australia Fund Equity World - Currency Hedged	2022/10/5	0.00	1.56	16.44	16.89
Walter Scott Emerging Markets Fund	Australia Fund Equity Emerging Markets	2011/6/23	0.86	1.29	7.86	-0.36
Arrowstreet Global Small Coms No. 2 I H	Australia Fund Equity World Mid/Small	2024/4/29	-	1.03	-	-
Arrowstreet Global Small Coms (Hdg)	Australia Fund Equity World Mid/Small	2024/4/29	-	1.02	-	-
Macquarie Int Infrastructure Secs Unhdg	Australia Fund Equity Global Infrastructure	2014/1/29	0.95	1.00	5.17	20.3
Mirova Global Sustainable Equity Fund	Australia Fund Equity World Large Growth	2020/11/19	0.79	0.76	17.62	24.51
Macquarie Australian Emerging Companies	Australia Fund Equity Australia Mid/Small Blend	2016/10/27	0.62	0.53	2.2	18.99
Macquarie Australian Small Coms No.1 W	Australia Fund Equity Australia Mid/Small Blend	2023/9/28	0.00	0.43	-	13.63
Macquarie Wholesale Australian Equities	Australia Fund Equity Australia Large Blend	2001/2/26	0.33	0.37	10.73	11.02

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图85: Pendal 规模前三产品均为大盘成长产品

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿澳大利亚元)	2024年规模 (亿澳大利亚元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
Pendal Focus Australian Share	Australia Fund Equity Australia Large Blend	2005/4/1	16.61	17.86	13.57	14.41
Pendal Australian Share	Australia Fund Equity Australia Large Blend	1992/9/22	8.63	7.96	13.33	13.67
Pendal Australian Long/Short	Australia Fund Equity Australia Large Blend	2007/11/30	4.75	5.81	13.38	11.42
Pendal MicroCap Opportunities	Australia Fund Equity Australia Mid/Small Blend	2006/3/1	3.39	4.09	6.21	33.43
Pendal Property Securities	Australia Fund Equity Australia Real Estate	1997/11/1	3.35	3.83	18.36	17.64
Pendal MidCap	Australia Fund Equity Australia Mid/Small Blend	2008/6/26	3.73	3.53	8.33	10.3
Pendal Smaller Companies	Australia Fund Equity Australia Mid/Small Blend	1992/12/29	3.07	3.18	17.16	15.2
Pendal Horizon Sustainable Aus Shr	Australia Fund Equity Australia Large Blend	2001/5/1	2.81	3.15	14.09	15.62
Pendal Focus Australian Equities	Australia Fund Equity Australia Large Blend	2020/5/1	1.64	2.10	13.79	14.61
Pendal Global Emerging Mkts Oppes - WS	Australia Fund Equity Emerging Markets	2012/8/28	2.44	2.02	6.78	15.73
Pendal Property Investment	Australia Fund Equity Australia Real Estate	1993/4/16	1.44	1.61	18.26	17.72
Pendal Sustainable Australian Share	Australia Fund Equity Australia Large Blend	2001/9/30	0.80	1.48	12.24	15.05
Pendal Australian Equity	Australia Fund Equity Australia Large Blend	1996/8/1	1.24	1.16	13.44	13.63
Pendal Imputation	Australia Fund Equity Australia Large Blend	1999/10/19	1.57	1.11	10.02	12.92
Pendal Global Select R	Australia Fund Equity World Large Blend	2021/7/30	0.93	1.06	11.75	30.84
Regnan Global Equity Impact Solutions	Australia Fund Equity World Mid/Small	2020/11/30	1.86	0.96	18.44	-14.17
Barrow Hanley Concentrated Glb Sh	Australia Fund Equity World Large Blend	2016/7/29	0.84	0.61	15.12	13.56
Barrow Hanley Concentrated Glb Sh No.2	Australia Fund Equity World Large Blend	1992/10/6	0.71	0.53	15.32	13.54
Pendal Global Property Securities	Australia Fund Equity Global Real Estate	2004/7/26	0.87	0.46	10.41	2.78
Barrow Hanley Concentrated Glb Sh No.3	Australia Fund Equity World Large Blend	1996/8/1	0.40	0.39	15.09	13.51

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图86: Perpetual 的两个小盘产品规模分别为 6.4、6.3 亿澳元

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿澳大利亚元)	2024年规模 (亿澳大利亚元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
Barrow Hanley Global Share A	Australia Fund Equity World Large Value	2014/8/26	16.01	18.45	13.53	19.73
Perpetual Industrial	Australia Fund Equity Australia Large Value	1996/12/24	10.05	11.05	9.39	22.73
Perpetual SHARE-PLUS Long-Short	Australia Fund Equity Australia Long Short	2003/3/14	8.29	9.01	4.39	12.7
Perpetual's - Australian Share Fund	Australia Fund Equity Australia Large Value	2009/7/1	9.27	8.94	5.23	9.78
Perpetual Smaller Companies	Australia Fund Equity Australia Mid/Small Blend	1996/10/30	6.22	6.38	-0.99	7.76
Perpetual ESG Australia Share	Australia Fund Equity Australia Mid/Small Value	2002/4/24	6.11	6.24	12.16	12.47
Perpetual WFIA-Perpetual Indl Shr	Australia Fund Equity Australia Large Value	1995/5/25	4.65	5.12	9.13	22.34
WealthFocus Perpetual Industrial Share	Australia Fund Equity Australia Large Value	1966/8/25	5.01	4.85	8.99	22.45
Perpetual Australian Share	Australia Fund Equity Australia Large Value	1997/2/26	5.09	4.81	4.86	8.7
Perpetual Geared Australian	Australia Fund Equity Australia Large Geared	2003/3/14	4.27	4.21	2.57	12.72
Perpetual Concentrated Equity	Australia Fund Equity Australia Large Value	1999/8/6	3.40	3.01	7.24	8.1
Perpetual Pure Equity Alpha	Australia Fund Equity Australia Long Short	2012/3/27	2.48	2.74	-0.08	11.65
Perpetual WFIA-Perpetual Aus Shr	Australia Fund Equity Australia Large Value	1995/5/25	2.54	2.50	4.72	8.36
Perpetual WFIA-Perpetual Small Cons	Australia Fund Equity Australia Mid/Small Blend	1995/5/25	3.90	1.97	-1.04	7.72
WealthFocus Barrow Hanley Global Share	Australia Fund Equity World Large Value	1986/4/7	1.76	1.95	13.22	19.43
Perpetual Pure Value Share	Australia Fund Equity Australia Other	2008/5/5	1.91	1.93	7.15	11.18
Perpetual Pure Microcap Fund	Australia Fund Equity Australia Mid/Small Blend	2013/9/2	1.13	1.06	2.17	14.77
Perpetual SHARE-PLUS Long-Short S	Australia Fund Equity Australia Long Short	2003/3/1	0.72	0.92	4.66	13.05
Perpetual Wholesale International Share	Australia Fund Equity World Large Value	1997/4/21	0.89	0.90	13.5	19.71
Perpetual WFIA-Barrow Hanley Gbl Share	Australia Fund Equity World Large Value	1995/5/31	0.71	0.80	13.21	19.45

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图87: Colonial First State 规模最大的两个小盘产品均为突破 2.5 亿澳元

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿澳大利亚元)	2024年规模 (亿澳大利亚元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
CFS MIF-Imputation	Australia Fund Equity Australia Large Blend	1989/4/20	15.23	16.15	14.37	15.38
Generation Global Share	Australia Fund Equity World Large Blend	2007/9/3	7.29	8.92	26.84	20.07
Baillie Gifford LT Global Growth-Class	Australia Fund Equity World Large Growth	2018/10/22	3.77	4.93	36.15	38.03
CFS MIF-Geared Share	Australia Fund Equity Australia Large Geared	1997/8/15	3.82	4.45	23.93	27.66
CFS FC-Acadian Geared Global Equity	Australia Fund Equity World Other	2007/4/16	2.16	3.32	43.06	58.1
CFS FC-Acadian Global Equity Long Short	Australia Fund Equity World Large Value	2006/1/20	1.41	3.02	41.91	25.9
CFS FC-Magellan Global Share	Australia Fund Equity World Large Blend	2011/4/11	2.40	2.58	21.79	29.55
CFS Property Securities	Australia Fund Equity Australia Real Estate	2002/4/23	2.34	2.49	17.99	15.61
CFS FC-Fidelity Australian Equities	Australia Fund Equity Australia Large Blend	2006/3/6	2.67	2.43	8.49	7.96
Acadian Glb Mgd Volatility Eqty-Class A	Australia Fund Equity World Large Blend	2012/1/19	2.74	2.40	12.31	25.45
CFS MIF-Investors Mutual Future Leaders	Australia Fund Equity Australia Mid/Small Value	1995/4/12	2.15	2.14	12.16	11.42
Platypus Australian Equities	Australia Fund Equity Australia Large Growth	1993/4/14	2.13	1.98	9.63	9.78
CFS MIF-Macquarie Aus Emerging Companies	Australia Fund Equity Australia Mid/Small Blend	1997/4/7	1.98	1.89	5.95	6.49

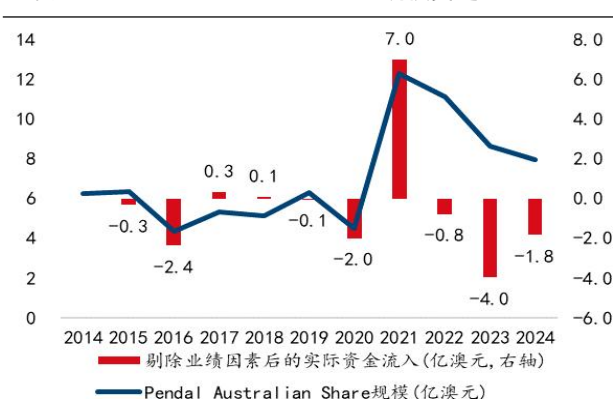
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图88: Pandal Focus Australian Share 规模变迁



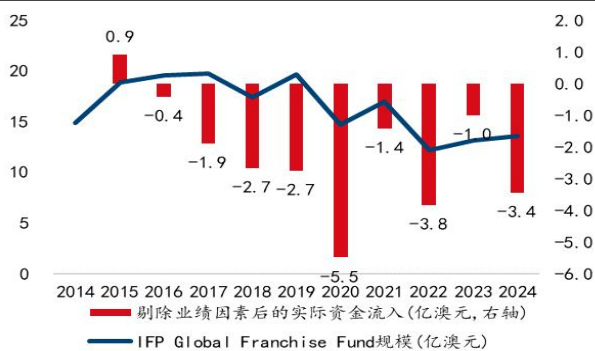
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图89: Pandal Australian Share 规模变迁



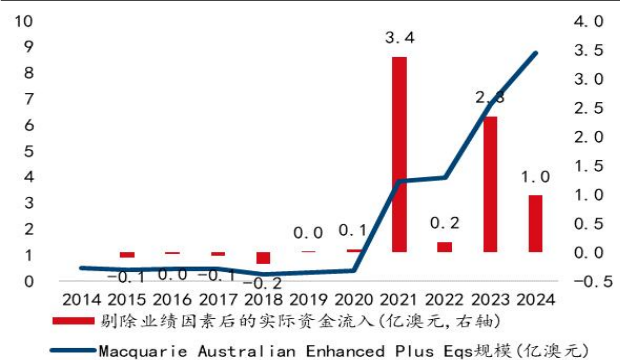
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图90: IFP Global Franchise Fund 规模变迁



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

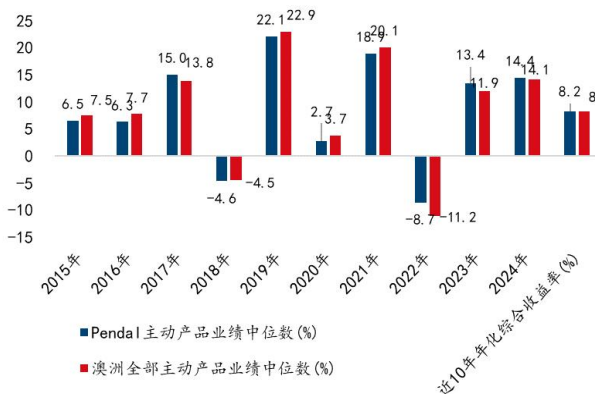
图91: Macquarie Australian Enhanced 规模变迁



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

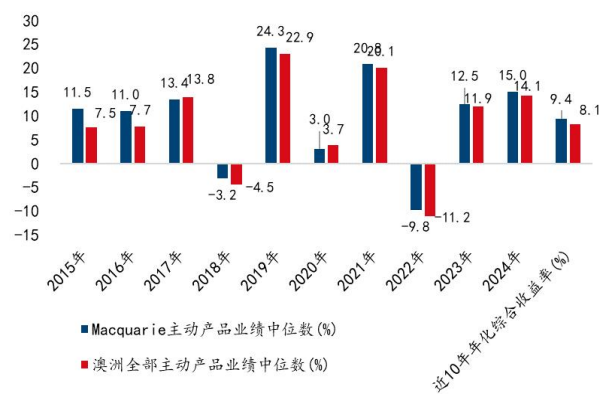
两个准头部案例(Macquarie、Pendal)近5年份额扩张的原因2: 整体业绩稳定性相对强, 没有显著跑输的年份, 且大规模产品的业绩相对稳定。近10年Pendal所有主动产品的业绩中位数综合年化收益为8.17%, 高于澳洲全部股基的8.14%, 其中在回撤明显的2022年, 跑赢全部主动股基3个点; Macquarie全部产品业绩中位数综合年化收益为9.4%, 跑赢澳洲全部主动股基中枢水平1pct以上。

图92: Pendal 近10年相对澳洲全部股基无明显跑输



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

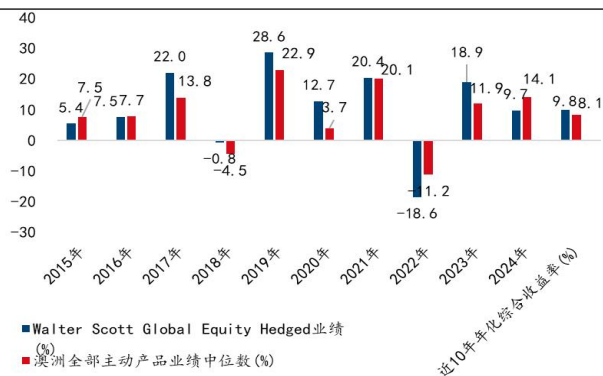
图93: Macquarie 跑赢澳洲全部主动股基中枢水平



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

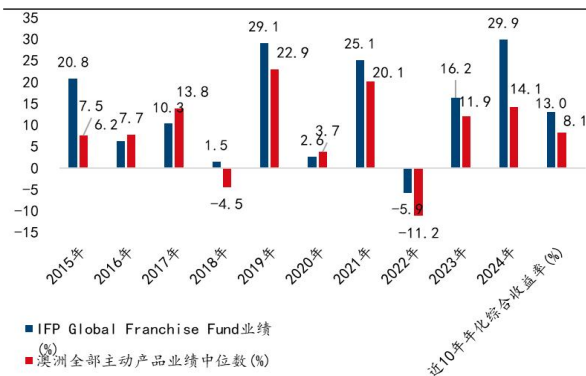
具体到规模占比较高的产品看, Macquarie 规模 top3 的产品近10年年化收益分别为9.8%、13%、9.8%, 三个产品各有特色, IPF Global Franchise 善于在牛市或结构性牛市期间获取超额, Macquarie Australian Enhanced Plus 则拥有极强的抗回撤能力, 近10年内的年度最大回撤仅为3.2%。

图94: Macquarie 规模 TOP1 产品业绩表现



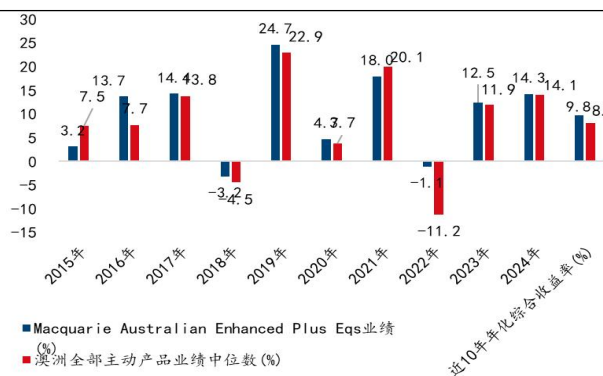
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图95: Macquarie 规模 TOP2 产品牛市超额表现较强



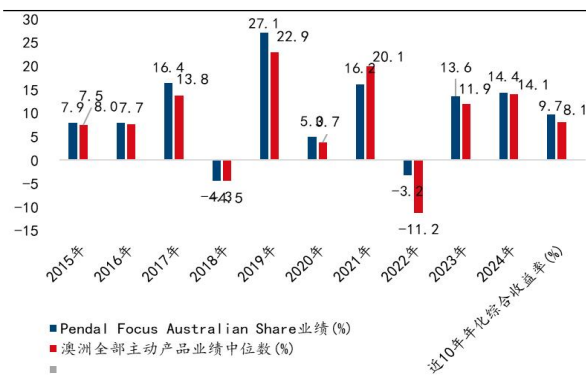
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图96: Macquarie 规模 TOP3 产品扛回撤能力较强



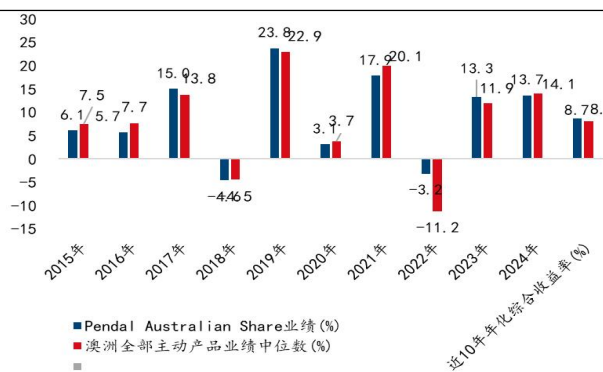
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图97: Pental 规模 TOP1 产品业绩表现



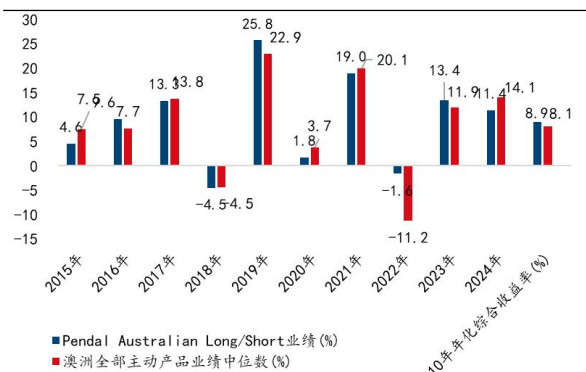
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图98: Pental 规模 TOP2 产品业绩表现



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图99: Pental 规模 TOP3 产品业绩表现



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

逆袭案例的成功经验之 1：Magellan Group 依赖 Currency Hedged 产品和全球基础设施策略 (Global Infrastructure Strategy) 快速上规模。Magellan (马格伦金融集团) 作为一家 1996 年成立的金融服务公司，在投资策略上与其他资管机构存在较大区别，大的策略方向包括全球股票策略、全球基础设施策略和 ESG 策略。其中全球基础设施策略包括两类，一类是核心策略，有 70-100 个核心标的持仓构成；另一类是优选策略，持仓标的数量控制在 20 个，在严格限制的基础股票池内选择偏价值的票。基于自身基准对比，该策略仅在 2016 和 2022 年跑输基准，其余年份大幅跑赢基准，创造了较好的投资体验。

图100: Magellan Group 依赖 Currency Hedged 产品快速上规模

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿澳大利亚元)	2024年规模 (亿澳大利亚元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
Magellan Infrastructure	Australia Fund Equity Global Infrastructure - Currency Hedged	2007/6/29	18.79	15.14	3.47	6.56
Airlie Australian Share	Australia Fund Equity Australia Large Blend	2018/5/31	4.74	8.34	15.38	7.09
Magellan Core Infrastructure Fund	Australia Fund Equity Global Infrastructure - Currency Hedged	2009/12/16	3.74	8.17	1.17	8.61
Magellan Infrastructure (Unhedged)	Australia Fund Equity Global Infrastructure	2013/7/1	8.31	7.23	5.83	13.59
Magellan Global (Hedged)	Australia Fund Equity World - Currency Hedged	2013/7/1	4.23	3.71	19.95	18.26
Magellan High Conviction - A	Australia Fund Equity World Large Blend	2013/7/1	2.10	2.09	34.47	28.09

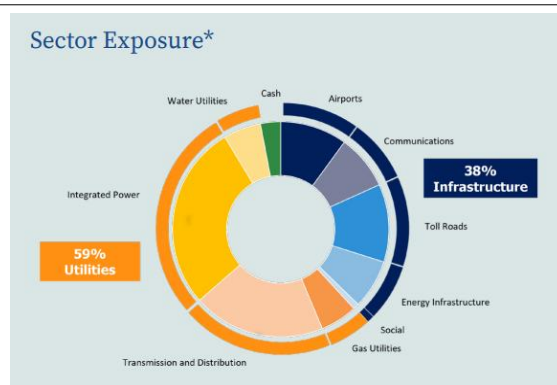
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图101: Magellan Group 投资策略



资料来源：Magellan Financial Group 官网，国信证券经济研究所整理

图102: Magellan Group Core Infrastructure 持仓策略



资料来源：Magellan Financial Group 官网，国信证券经济研究所整理

图103: Magellan Group Core Infrastructure 持仓策略整体收益表现

CALENDAR YEAR RETURNS	CYTD (%)	2022 (%)	2021 (%)	2020 (%)	2019 (%)	2018 (%)	2017 (%)	2016 (%)	2015 (%)	2014 (%)	2013 (%)	2012 (%)*
Composite (Gross)	3.7	-7.5	14.4	-1.3	29.0	-6.1	21.2	7.2	-0.1	17.4	14.0	16.4
Composite (Net)	3.4	-8.0	13.8	-1.8	28.2	-6.7	20.4	6.5	-0.8	16.6	13.2	15.6
Global Infrastructure Benchmark ⁴	3.3	-1.0	11.0	-6.5	25.8	-10.4	19.1	11.4	-12.2	14.1	14.4	7.0
Excess (Gross)	0.4	-6.5	3.4	5.2	3.2	4.3	2.1	-4.2	12.1	3.3	-0.4	9.4
MSCI World NTR Index ⁴	15.1	-18.1	21.8	15.9	27.7	-8.7	22.4	7.5	-0.9	4.9	26.7	13.0

Past performance does not predict future returns.

资料来源: Magellan Financial Group 官网, 国信证券经济研究所整理

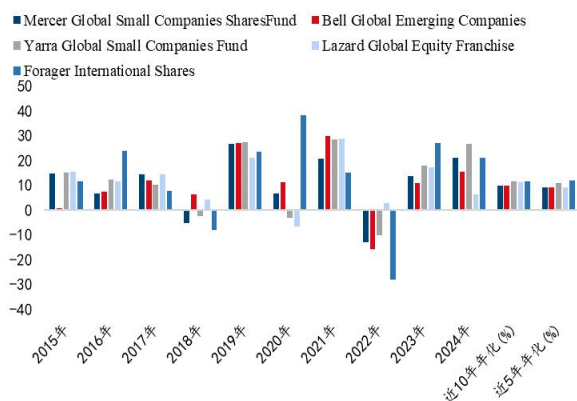
逆袭案例的成功经验之 2: Mercer 在存在规模瓶颈的策略上具备先发优势 (如全球中小盘)。从全球中小盘产品的发售进程看, Mercer 的 Global Small Companies 产品于 2004 年成立, 成立时间早于其他头部大厂的对应产品。横向对比成立时间更早的小盘产品 (如 Lazard Global Small Cap、Yarra Global Small Companies), Mercer 在当时的市场规模、市占率排名都更靠前。对于小盘成长这样存在规模瓶颈的产品, Mercer 捕捉了市场需求痛点创造先发优势。

图104: Mercer 规模最大的产品为小盘产品

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿美元)	2024年规模 (亿美元)	2023年业绩 (%)	2024年业绩 (%)
Mercer Global Small Companies SharesFund	Australia Fund Equity World Mid/Small	2004/11/30	12.83	16.38	13.77	21
Advance Australia Shr Multi-Blend W	Australia Fund Equity Australia Large Blend	1998/3/23	14.92	14.67	12.53	12.44
Advance International Shr Multi-Blend W	Australia Fund Equity World Large Blend	1998/3/23	12.22	12.87	18.13	25.05
Mercer Multi-manager Intl Sh W	Australia Fund Equity World Large Blend	2007/5/1	10.46	11.29	18.25	25.75
Mercer Sustainable Plus Australian Shs	Australia Fund Equity Australia Large Blend	2010/6/30	11.04	11.17	10.32	12.25
Mercer Australian Shrs for Tax Exempt In	Australia Fund Equity Australia Large Blend	2013/5/13	8.20	9.37	11.79	11.49
Mercer Australian Small Companies	Australia Fund Equity Australia Mid/Small Blend	2004/11/30	7.41	8.62	8.54	11.22
Mercer Australian Shares	Australia Fund Equity Australia Large Blend	2004/11/30	7.12	7.78	12.37	13.51
Mercer Socially Rspnb Shrs Fd Unhdg	Australia Fund Equity World Large Blend	2016/11/25	6.11	6.96	14.52	24.59
Mercer International Shares Fund	Australia Fund Equity World Large Blend	2004/11/30	4.67	6.63	20.65	29.62
Advance Property Sec Multi-Blend W	Australia Fund Equity Global Real Estate	2004/5/18	7.14	6.18	9.83	3.04
Mercer Hedged International Shares Fund	Australia Fund Equity World - Currency Hedged	2004/11/30	2.24	2.78	18.81	19.19
Mercer Sustainable plus Intrntl shr fd	Australia Fund Equity World - Currency Hedged	2016/11/25	2.12	2.44	12.76	14.43
Mercer Global Listed Property Fund	Australia Fund Equity Global Real Estate	2005/7/1	1.42	1.61	8.06	2.34
Mercer Realindex Australian Shares MPS	Australia Fund Equity Australia Large Value	2018/10/15	1.34	1.47	13.14	10.69
Mercer Wellington Global Equity MPS	Australia Fund Equity World Large Blend	2018/10/15	1.17	1.37	13.44	19.54
Mercer Global Listed Infrastructure	Australia Fund Equity Global Infrastructure - Currency Hedged	2010/2/8	0.89	1.33	1.32	-0.94
Mercer Guardcap Global Equity MPS	Australia Fund Equity World Large Blend	2018/10/15	0.91	1.18	18.25	17.14
Mercer Solaris Core Australian Eq MPS	Australia Fund Equity Australia Large Blend	2018/10/15	1.01	1.12	11.03	12.85
Mercer Australian Shares Plus	Australia Fund Equity Australia Large Blend	2005/7/1	1.16	1.09	12.46	13.32

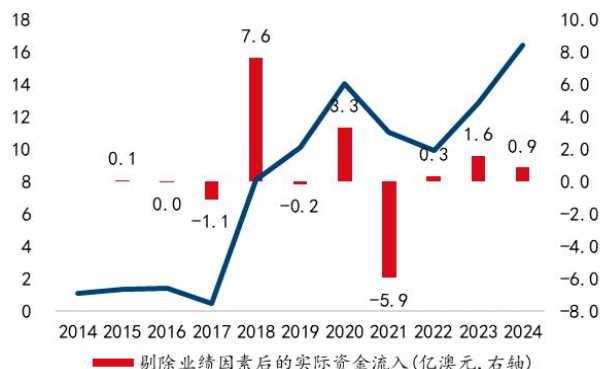
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图105: Mercer 小盘产品与其他小盘产品对比



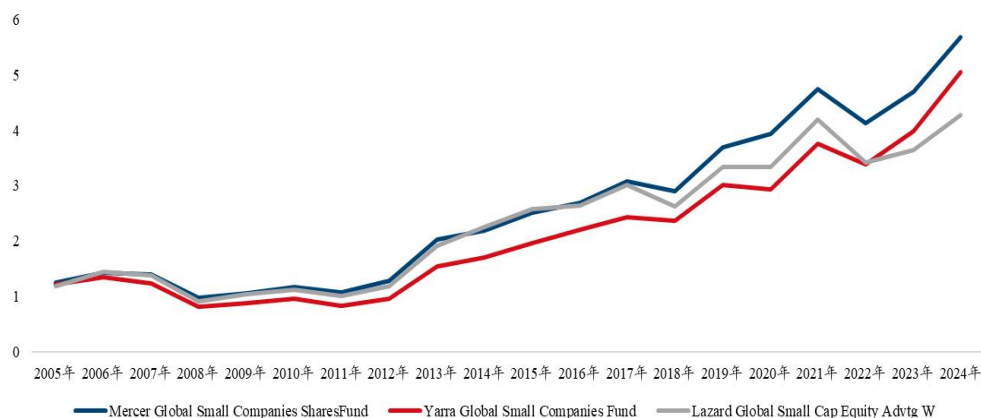
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图106: Mercer 小盘产品剔除业绩后的实际规模增长



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图107: 三大小盘初始产品长期业绩对比, Mercer 领先



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

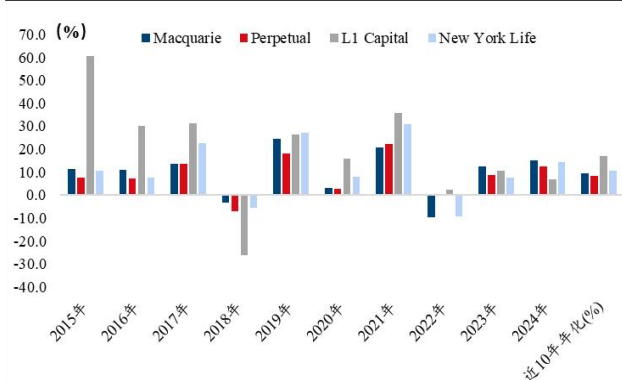
逆袭案例的成功经验之 3: New York Life、L1 Capital 以相对头部机构更好的业绩中枢水平后来居上。L1 Capital 规模最大的股基产品为多空策略, 在 2015 年取得了超过 60%的收益, 2015-2016 年的业绩持续验证也让产品在 2017 年迎来规模爆发。从整体业绩中枢上看, L1 Capital 和 New York Life 这两家后来居上的逆袭者, 近 10 年的整体业绩表现好于以 Macquarie、Perpetual 为代表的中大型头部机构。

图108: L1 Capital 头部产品历年规模变化



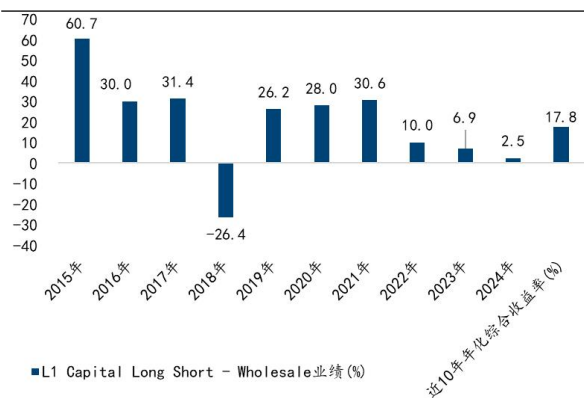
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图109: 澳洲部分资管机构业绩中枢对比



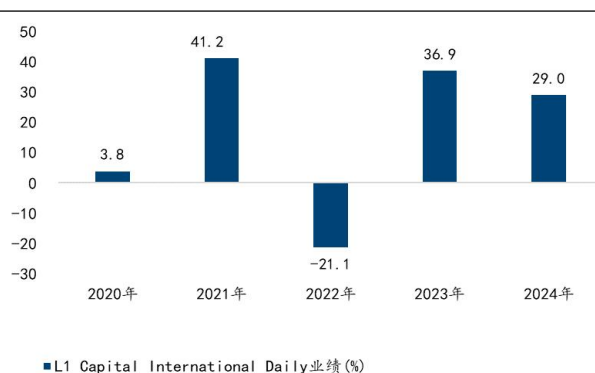
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图110: L1 Capital 头部产品历年业绩变化



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图111: L1 Capital 规模第二的产品历年业绩变化



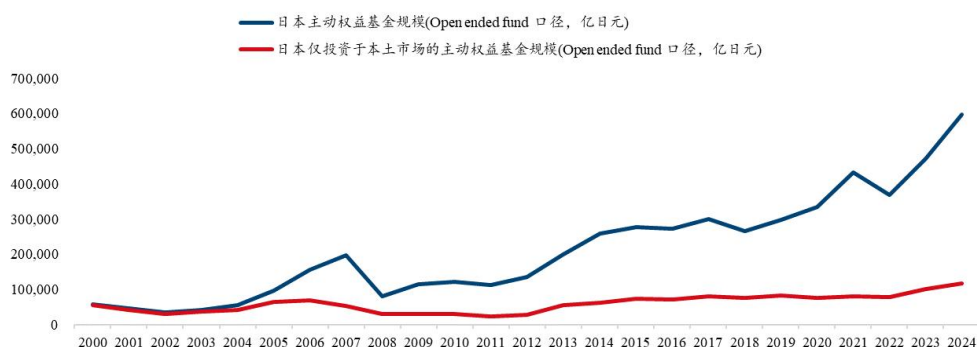
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

日本长期被动化进程下的主动权益逆袭规律

日本在全球被动化进程下的主动权益规模同样呈现线性上升的趋势，头部机构集中度小幅降低。除了 2022 年外，近 5 年每年的主动权益基金规模增速都在 12% 以上，五年复合 CAGR 达到 14.8%。从集中度上看，头部机构市占率集中度小幅降低，其中规模前 10 机构市占率总和在 2013 年约为 80%，到了 2024 年为 69%；CR5 市占率总和在 2013 年为 56%，这一比例在 2024 年末降至 42.7%。但是从集中度的溃缩幅度上看，显著好于欧洲和澳洲。

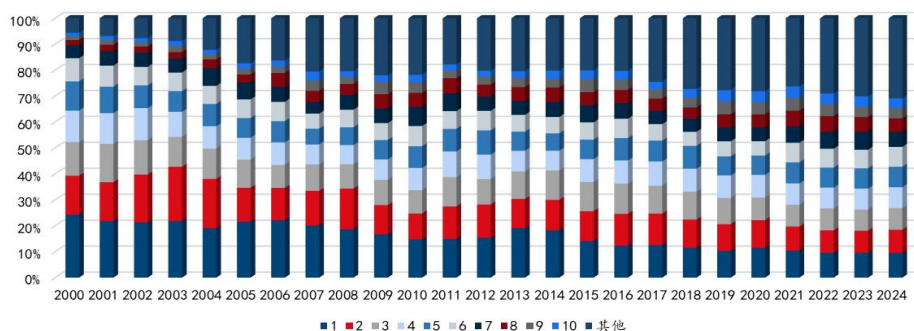
日本政府从 2001 年就采取措施鼓励民众将个人金融资产由储蓄转向投资，但效果甚微。20 多年来，现金以及储蓄在个人金融资产中所占比依然接近 5 成。2024 年初，日本改革了 NISA 制度，旨在提高个人投资者投资股票的便利性。具体有三点改变：1. 免税投资限额扩大至 1,800 万日元；2. 免税持有期限无限制；3. 积累投资限额和成长投资限额可以同时使用。但从实际效果看，这一举措并没能很好地改变日本被动化的浪潮，2024 年上半年日本个人投资者通过 NISA 账户累计的投资额中仅有 44% 流入日本市场。另一个在后文中提到的，日本主动权益中后来居上的逆袭案例，是因为其在日本注册的投资外国的主动产品快速上规模，同样也能佐证本土投资者对日股投资的信心不足，这是日本主动化逆袭案例分析和欧洲、澳洲最大的不同点。

图112: 日本全部主动权益基金规模



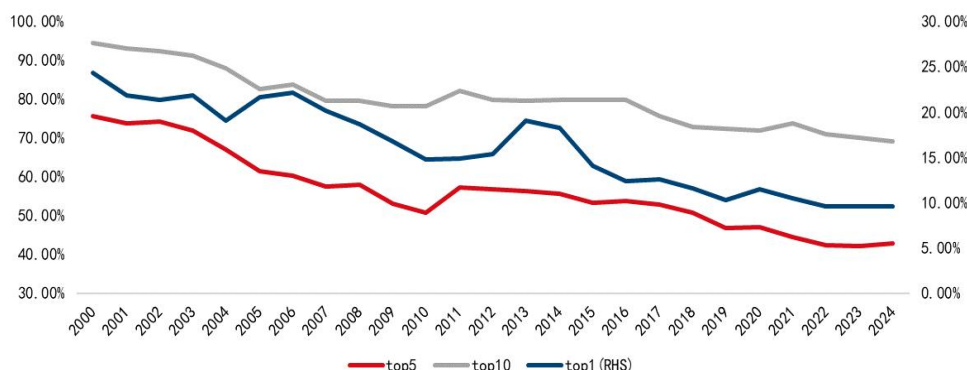
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图113: 日本主动权益基金历年 top10 集中度



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图114: 日本主动权益基金 CR10、CR5 和 top1 市占率变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图115: 日本 NISA 新政

2023年までのNISAと新NISAの制度の違い

	2023年までのNISA制度		新NISA制度	
	2018年創設 つみたてNISA	2014年創設 一般NISA	併用可 つみたて投資枠	成長投資枠
年間投資枠	40万円	120万円	120万円	240万円
非課税期間	20年間	5年間	無期限化	
非課税 保有限額	800万円	600万円	1,800万円(総枠) 内、成長投資枠の上限額は1,200万円 ※簿価(投資額)で管理(枠の再利用が可能)	
制度期間	2023年まで		無期限	
投資対象 商品	長期の積立・分散 投資に適した一定 の投資信託 金融庁の基準を 満たした投資信託 に限定	上場株式・ 投資信託等	長期の積立・分散 投資に適した一定 の投資信託 つみたてNISA 対象商品と同様	上場株式・ 投資信託等 ①整理・監理銘柄 ②信託期間20年未満、 毎月分散型の投資 信託及びデリバティブ 取引を用いた一定の 投資信託を除外
対象年齢	18歳以上		18歳以上(注)	

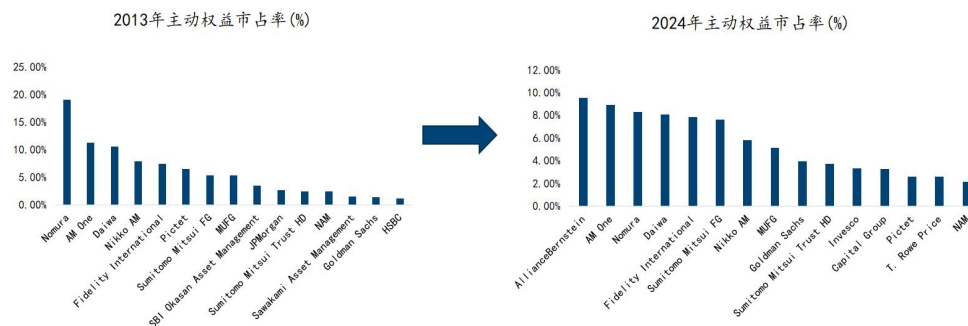
(注) 日本にお住まいで、口座開設する年の1月1日現在で満18歳以上の個人の方

※「NISAとは？」(金融庁) <https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/index.html> を加工して作成

资料来源: 日本财政部官网, 国信证券经济研究所整理

日本主动权益 top15 机构既有本土特色，也有善于念经的“洋和尚”。2014 年以前日股 10 年长牛开启之际，日本主动权益市占率前五中，除了 Fidelity 以外其余均为日本本土资管机构，如野村(Nomura)、大和(Daiwa)等。到了 2024 年如美国资管机构 Alliance Bernstein 依赖在日本发售的投资于美国或全球的主动权益产品，市场份额快速上升至 top1。而诸如高盛、资本集团、普信等有更多投资于全球的 Currency Hedged 主动权益产品的机构，也在过去 10 年实现了市场份额和市占率排名的提升。

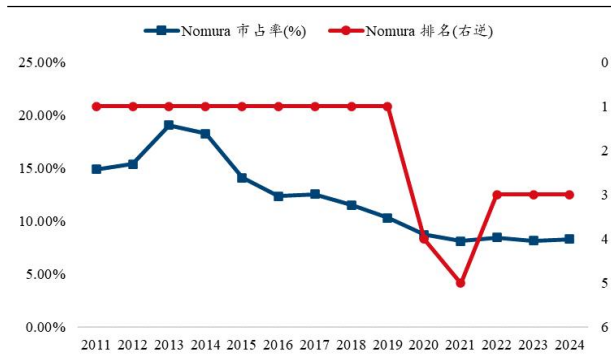
图116: 日本主动权益基金 top15 机构变迁情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

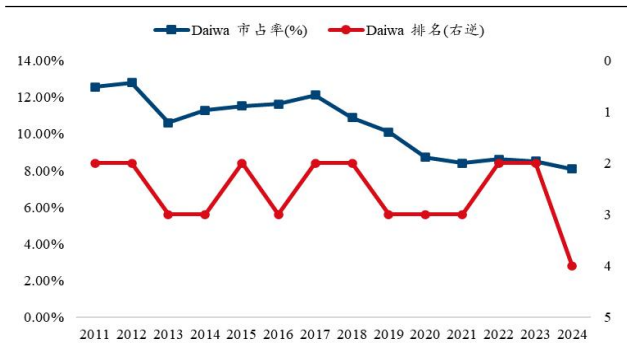
从市占率和排名变化上看, Nomura 和 Daiwa 是日本本土表现更优秀的常胜将军型资管机构。Nomura 在 2020 年以前市占率排名一直位于第一, 2021 年以来也基本稳居前 5; Daiwa 则长期在 2-3 名范围内波动, 诚然这两个企业的市占率在日本产品暴露度相对 Alliance Bernstein 的情况下有一定收缩。AM One 在市占率上的收缩幅度小于 Nomura 和 Daiwa, 与此同时在排名上也一度攀升至第一。Alliance Bernstein 是为数不多实现市占率和排名快速逆袭的机构。

图117: Nomura 历年市占率及排名变化



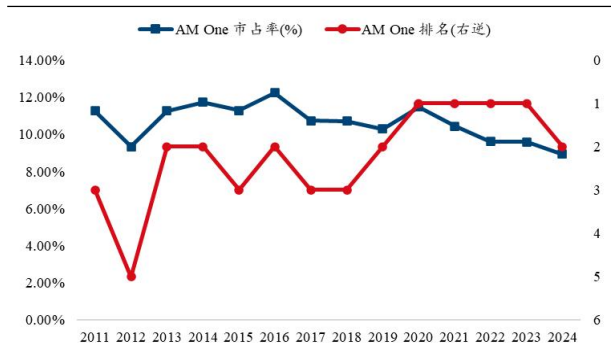
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图118: Daiwa 历年市占率及排名变化



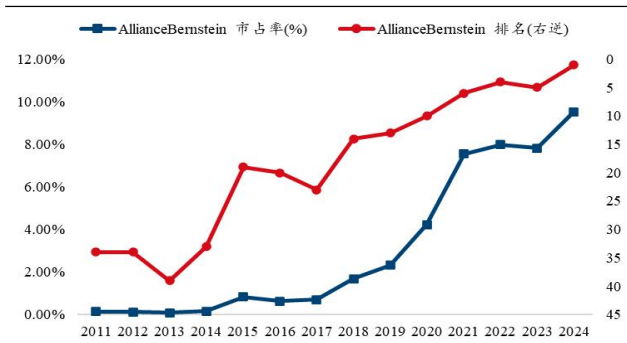
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图119: AM One 历年市占率及排名变化



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图120: Alliance Bernstein 历年市占率及排名变化



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

逆袭经验 1：发行更顺应本土投资者风格的产品。从日本资管机构(含海外合资资管机构日本分公司)发行的产品看，Alliance Bernstein、AM One、Nomura 还有 Daiwa 这四个日本主动权益规模巨头发行的产品并不全是投资日本的产品，例如 Alliance Bernstein 当前规模可得的产品中，top20 均不是投资日本的产品，公司发行了 Japan Growth fund 和 Japan Val Eq Mother 但基于公开数据规模不可得；Nomura 和 Daiwa 相对来说在产品线维度的“去日化”现象更轻一些，top20 的产品有 1/4 以上是投资于日本本土的产品。

图121: Alliance Bernstein 产品目录（按可得规模排序）

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿日元)	2024年规模 (亿日元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
AllianceBernstein US Gr Eq D D1M UnHdg	Japan Fund US Equity	2014/9/16	21859.73	33995.92	41.97	39.13
AllianceBernstein US Gr Eq B UnHdg	Japan Fund US Equity	2006/5/25	9108.39	16596.57	42.47	39.33
AllianceBernstein US Gr Eq C D1M Hdg	Japan Fund US Equity - JPY Hedged	2014/9/16	3272.60	2746.10	25.39	18.88
AllianceBernstein US Gr Eq A Hdg	Japan Fund US Equity - JPY Hedged	2006/5/25	1434.50	1318.53	25.24	18.95
AllianceBernstein US Gr Eq Fd B SMA/EW	Japan Fund US Equity	2024/2/16	-	582.71	-	-
AllianceBernstein Wld SDGs Eq Fd Asst G	Japan Fund World Equity	2021/1/5	456.92	304.61	20.9	18.28
AllianceBernstein US Gr Eq E D2M UnHdg	Japan Fund US Equity	2023/10/3	3.95	294.57	-	37.15
AllianceBernstein US Value Eq Fd D2Y	Japan Fund US Equity	2023/6/16	63.16	270.36	-	24.76
AllianceBernstein US Value Eq Fd D2M	EDJapan Fund US Equity	2023/6/16	19.43	155.33	-	24.43
AllianceBernstein Global Growth Opps	D2Japan Fund World Equity	1998/7/31	157.24	136.54	23.39	19.12
AllianceBernstein Wld SDGs Eq Fd ExDv	Japan Fund World Equity	2021/1/5	203.59	116.61	21.38	18.1
AllianceBernstein Gbl GrOp DC Tsumitat	Japan Fund World Equity	2001/11/26	88.30	102.45	23.44	19.25
AllianceBernstein EM Gr Eq B UH	Japan Fund Global Emerging Markets Equity	2005/8/17	65.50	78.42	13.17	19.27
AllianceBernstein EM Gr Eq D D1M UH ExD	Japan Fund Global Emerging Markets Equity	2014/8/28	26.99	43.11	12.95	19.23
AllianceBernstein US Gr Eq Fd A SMA/EW	Japan Fund US Equity - JPY Hedged	2024/2/16	-	42.77	-	-
AllianceBernstein Wld HiGr Eq Fd D2Y	EDJapan Fund World Equity	2024/10/21	-	13.33	-	-
AllianceBernstein Wld HiGr Eq Fd D2Y	Japan Fund World Equity	2024/10/21	-	11.05	-	-
AllianceBernstein Global Growth Opps	EDJapan Fund World Equity	2021/11/4	10.72	8.68	23.19	18.85
AllianceBernstein EM Gr Eq A H	Japan Fund Global Emerging Markets Equity	2005/8/17	8.94	6.71	-0.49	1.71
AllianceBernstein EM Gr Eq C D1M H ExDv	Japan Fund Global Emerging Markets Equity	2014/8/28	5.46	3.82	-0.51	1.63

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图122: Nomura 产品目录（按可得规模排序）

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿日元)	2024年规模 (亿日元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
Nomura India Equity	Japan Fund India Equity	2005/6/22	3858.59	5154.14	31.19	19.7
Nomura Wld Sector Ser Wld SQ Equity	Japan Fund World Specialty Equity	2009/8/27	1265.91	4496.45	93.57	74.07
Nomura Fund Wrap Foreign Equity B	Japan Fund World ex-Japan Equity	2006/10/4	2260.65	2405.40	25.93	28.84
Nomura Japan High Dividend Equity Fd	Japan Fund Japan Large-Cap Value Equity	2005/4/15	1170.72	2005.71	34.44	16.22
Nomura Asia Series India Focus	Japan Fund India Equity	2009/9/16	927.44	1819.89	43.44	26
Nomura Japan Open	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	1996/2/28	1075.39	1427.89	25.88	31.21
Nomura Global AI Related Equity Fund B	Japan Fund World Specialty Equity	2017/2/23	984.01	1375.88	58.54	43.02
Nomura US Nasdaq Open B	Japan Fund US Equity	2000/11/29	355.99	1004.65	63.89	48.93
Nomura Deutsche Hi Div Infra Eq USD D1M	Japan Fund World Specialty Equity	2010/10/28	831.22	957.82	7.76	31.09
Nomura Fund Wrap Foreign Equity A	Japan Fund World ex-Japan Equity - JPY Hedged	2006/10/4	1059.83	839.15	11.95	11.66
Nomura Fund Wrap Wealth Square Fgn Eq	Japan Fund World Equity	2016/10/20	571.63	814.62	28.9	31.19
Nomura Future Trend Discover Fd B UnHdg	Japan Fund World Equity	2015/11/27	451.10	712.71	41.78	35.77
Nomura Wellngtn CorpVal CoCreat WldEqF	Japan Fund World Equity	2023/8/21	608.98	693.94	-	26.21
Nomura J-REIT Fund DC	Japan Fund Japan REIT	2005/4/11	722.26	682.59	0.07	-2.77
Nomura Global AI Related Equity Fund A	Japan Fund World Specialty Equity	2017/2/23	634.09	655.34	40.05	22.66
Nomura Future Trend Discover D UH ExpD	Japan Fund World Equity	2020/1/31	301.59	647.85	41.74	35.67
Nomura Fund Wrap Japan Equity	Japan Fund Japan Small/Mid-Cap Blend Equity	2006/10/4	538.67	637.00	26.9	21.93
Nomura ACI AdvMed Impact B UH Asst Gr	Japan Fund World Specialty Equity	2018/10/23	666.08	592.44	9.67	12.18
Nomura Environment Leaders Strategy Fd	Japan Fund World Specialty Equity	2020/10/26	764.71	582.29	21.07	16.66
Nomura Japan Equity Strategy Fund	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	2000/2/2	517.30	563.51	23.96	17.59

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图123: Daiwa 产品目录（按可得规模排序）

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿日元)	2024年规模 (亿日元)	2023年 业绩 (%)	2024年 业绩 (%)
Daiwa FW Japan Equity Select	Japan Fund Japan Small/Mid-Cap Value Equity	2007/11/1	6294.11	7836.37	26.78	22.07
Daiwa US-REIT Open D1M B UnHdg	Japan Fund US REIT	2004/7/21	7538.21	7572.59	20.93	19.43
Daiwa FW Foreign Equity Sel	Japan Fund World ex-Japan Equity	2007/11/1	4361.84	5757.56	30.26	31.18
Daiwa Dynamic India Equity Fund	Japan Fund India Equity	2007/12/26	1440.80	3019.93	31.02	22.72
Daiwa Robot Technology Rel Eq Fd	Japan Fund World Specialty Equity	2015/12/7	2445.07	2714.08	34.21	24.93
Daiwa FW J-REIT Select	Japan Fund Japan REIT	2007/11/1	1769.18	2325.47	-0.48	-2.84
Daiwa US REIT Fund D1M UnHdg	Japan Fund US REIT	2004/5/20	1927.15	2006.14	21.12	19.49
Daiwa FW Foreign Equity Sel Emerg Plus	Japan Fund World Equity	2007/11/1	1853.31	1996.88	26.68	29.67
Daiwa FW Foreign REIT Select	Japan Fund World REIT	2007/11/1	1464.52	1866.59	20.71	18.45
Daiwa DC Daiwa Value Equity Open	Japan Fund Japan Large-Cap Value Equity	2001/11/28	834.48	1085.08	30.53	27.73
Daiwa India Equity Fund	Japan Fund India Equity	2008/6/13	246.54	860.00	32.22	19.96
Daiwa Global REIT Open D1M	Japan Fund World REIT	2005/6/24	732.51	720.38	19.64	12.07
Daiwa New Era Financial Fund	Japan Fund Japan Specialty Equity	2006/5/30	276.24	710.93	27.05	46.69
Daiwa Japan Stk L/T Concntr Invt	Japan Fund Japan Large-Cap Growth Equity	2017/4/25	329.28	582.48	29.2	21.46
Daiwa US-REIT Open D1Y UnHdg	Japan Fund US REIT	2013/8/22	202.20	544.86	21.25	19.55
Daiwa Gbl IoT Rel Eq AI New Era UnHdg	Japan Fund World Specialty Equity	2017/4/21	467.88	463.82	32.17	26.69
Daiwa Mirae Asset India Equity Fund	Japan Fund India Equity	2017/12/11	286.38	381.77	35.25	23.28
Daiwa Clean Tech Eq Fd Asst Gr	Japan Fund World Specialty Equity	2020/7/31	438.91	378.98	6.73	19.31
Daiwa High Dividend Japan Equity Fur	Japan Fund Japan Large-Cap Value Equity	2005/7/11	246.99	348.67	29.25	28.56
Daiwa Japan High Dividend Equity Fur	Japan Fund Japan Large-Cap Value Equity	2005/7/20	322.15	345.14	29.38	28.72

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

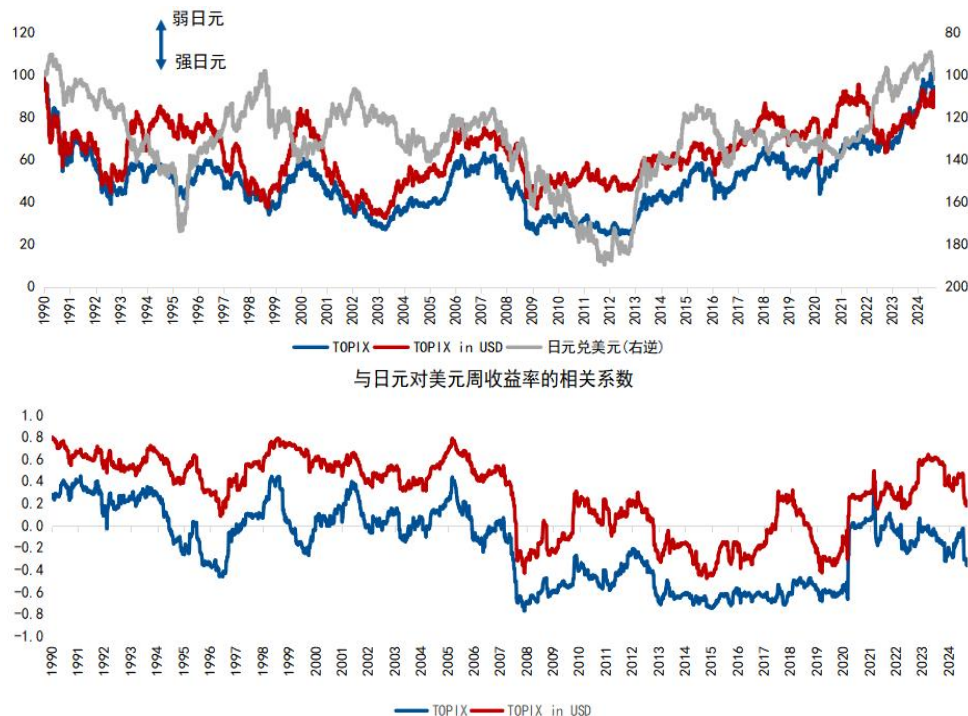
图124: AM One 产品目录（按可得规模排序）

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿日元)	2024年规模 (亿日元)	2023年 业绩 (%)	2024年 业绩 (%)
AMOne Global ESG Hi Quality Gr Eq Fd UH	Japan Fund World Equity	2020/7/20	10023.34	11300.99	62.82	30.71
AMOne Gbl Hi Qual Gr Eq Fd UnHdg	Japan Fund World Equity	2016/9/30	6171.38	8102.46	57.32	41.65
AMOne Shinko US-REIT Open	Japan Fund US REIT	2004/9/30	4574.39	4007.49	15.5	10.23
AMOne Fund Smith Global Equity Fund	Japan Fund World Equity	2021/12/22	3164.70	3371.12	25.77	20.06
AMOne One Pure India Equity Fund	Japan Fund India Equity	2006/5/31	1295.25	2628.65	25.12	21.5
AMOne Gbl Hi Qual Gr Eq Fd D2Y UnHdg	Japan Fund World Equity	2018/8/1	1575.85	2017.09	56.8	41.24
AMOne DIAM Foreign Equity Open DC	Japan Fund World ex-Japan Equity	2001/10/1	1028.62	1411.91	29.41	33.41
AMOne Wild Hi Div Eq Sel Trgt Pay D1M UH	Japan Fund World Equity	2012/12/17	1198.64	1150.93	17.64	11.29
AMOne Dev Countrs Hi Qual Gr Eq Fd UnHdg	Japan Fund World Equity	2019/1/31	862.67	1029.73	52.69	33.33
AMOne One Domestic Equity Open	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	2000/8/30	476.22	882.17	24.14	18.28
AMOne Shinko Japan Income Equity Fd	Japan Fund Japan Large-Cap Value Equity	2005/7/29	520.40	806.36	33.31	21.35
AMOne Global Opportunity Partners Fund	Japan Fund World Equity	2024/9/30	-	793.60	-	-
AMOne Emerging Countrs Hi Qual Gr Eq Fd	Japan Fund Global Emerging Markets Equity	2017/12/11	721.47	731.68	11.93	31.44
AMOne Mizuho Japan All Cap Equity Fd	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	2023/8/31	588.46	697.72	-	6.3
AMOne One/Fidelity BlueChip GrEq Gr	Japan Fund World Equity	2023/12/12	0.00	687.36	-	54.22
AMOne Gbl Hi Qual Gr Eq Fd Ltd Hdg	Japan Fund World Equity - JPY Hedged	2016/9/30	610.42	628.97	37.35	21.86
AMOne Global Security Equity Fund D3M	Japan Fund World Specialty Equity	2015/12/18	470.09	596.58	34.77	19.87
AMOne Gbl Hi Qual Gr Eq Fd EDO UnHdg	Japan Fund World Equity	2021/10/25	460.44	593.48	56.58	40.99
AMOne World e-Commerce Related Equity	Japan Fund World Specialty Equity	2017/9/7	504.20	524.05	29.58	29.59
AMOne DIAM World REIT Income Open D1M	Japan Fund World REIT	2004/4/23	560.28	523.47	16.32	5.69

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

分子端和风险偏好维度我们都能对产品线“去日化”现象带来的机构逆袭找到依据。1）分子端，受日元汇率影响，日股盈利波动性大。由于90年代后日本企业开始积极出海，当前日本上市公司的营收7成来自于海外。因此，日股走势受益于日元贬值，而受损于日元升值。过去半个世纪的宏观数据显示，每次美国衰退前后、日本都会被带入衰退。从日股的表现看，美国衰退期间，日股表现几乎均为下跌。2）风险偏好维度：日股相对美股在风险收益角度不占优。尽管日股本身有自己的独立故事（走出通缩、日特估改革、地缘政治导致海外投资者资金切换等），但由于日股本身的表现与日本国内宏观经济的相关性低，而与美国乃至全球宏观经济、以及日元汇率的相关性较高，投资日股更像是投资“高波版”的美股。

图125: 日股表现与日元兑美元汇率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

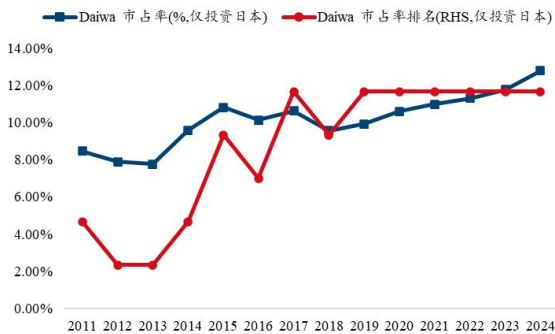
图126: 日股表现可以简单理解为“高波版”美股



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

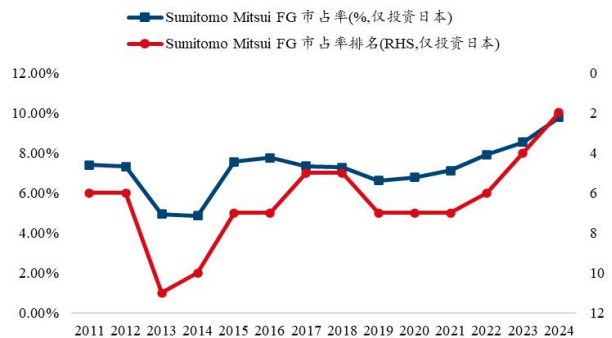
逆袭经验 2: 如果仅考虑投资于日本的本土产品, 风格是关键 (如 Daiwa 的小盘产品)。考虑到全球范围内非日本产品对日本资管机构市占率的排名和变化情况有较大的扰动, 因此我们筛选了仅投资日本产品的口径, 基于此进行“日本机构&日本产品”的市占率测算, 从测算结果上看, 两个典型的逆袭案例分别是 Daiwa 和 Sumitomo Mitsui FG。Nomura 在近 5 年以前的排名情况高于 Daiwa 和 Sumitomo Mitsui FG, 但稳定性欠佳, Fidelity 在投资日本主动产品的规模上一度跃升至榜首, 但 2010 年以来整体呈现下滑趋势。

图127: Daiwa 在仅投资日本的产品口径下的市占率及排名变化



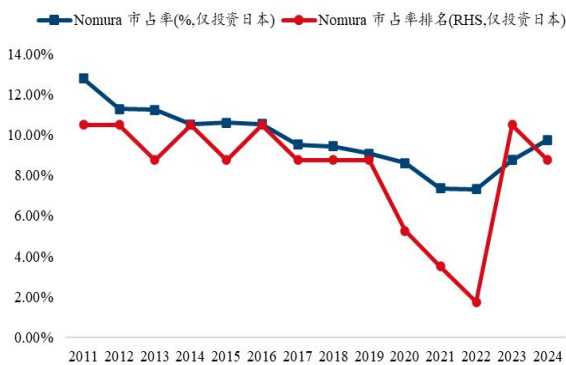
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图128: Sumitomo Mitsui FG 在仅投资日本的产品口径下的市占率及排名变化



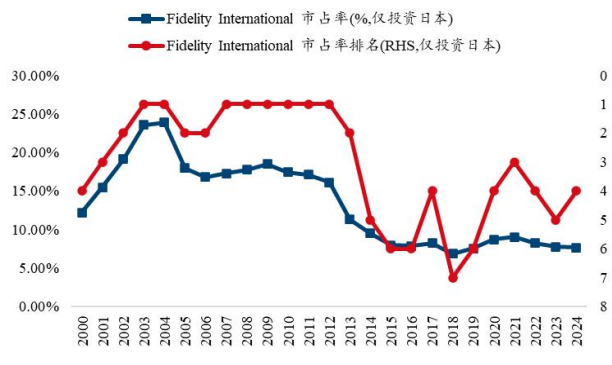
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图129: Nomura 在仅投资日本的产品口径下的市占率及排名变化



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图130: Fidelity 在仅投资日本的产品口径下的市占率及排名变化



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

从 Daiwa 和 Nomura、Fidelity 的日本产品线对比上看, Daiwa 规模最大的产品 Japan Equity Select 是一个风格偏中小盘的产品, 相比之下 Fidelity、Nomura 自身规模最大的中小盘产品整体规模都不到 Daiwa 对应产品的十分之一。

图131: Daiwa 日本产品线一览

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿日元)	2024年规模 (亿日元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
Daiwa FW Japan Equity Select	Japan Fund Japan Small/Mid-Cap Value Equity	2007/11/1	6294.11	7836.37	26.78	22.07
Daiwa FW J-REIT Select	Japan Fund Japan REIT	2007/11/1	1769.18	2325.47	-0.48	-2.84
Daiwa DC Daiwa Value Equity Open	Japan Fund Japan Large-Cap Value Equity	2001/11/28	834.48	1085.08	30.53	27.73
Daiwa New Era Financial Fund	Japan Fund Japan Specialty Equity	2006/5/30	276.24	710.93	27.05	46.69
Daiwa Japan Stk L/T Concentr Invmt MF	Japan Fund Japan Large-Cap Growth Equity	2017/4/25	329.28	582.48	29.2	21.46
Daiwa High Dividend Japan Equity Fund	Japan Fund Japan Large-Cap Value Equity	2005/7/11	246.99	348.67	29.25	28.56
Daiwa Japan High Dividend Equity Fund	Japan Fund Japan Large-Cap Value Equity	2005/7/20	322.15	345.14	29.38	28.72
Daiwa Active Nippon	Japan Fund Japan Large-Cap Growth Equity	1998/11/20	217.31	240.74	25.18	30.2
Daiwa Japan Corporate PBR Increase Fund	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	2023/9/25	167.64	226.07	-	27.63
Daiwa Value Equity Open	Japan Fund Japan Large-Cap Value Equity	2000/2/10	142.43	166.80	30.6	27.74
Daiwa Digital IT Revolution	Japan Fund Japan Specialty Equity	1999/9/1	127.37	138.08	23.22	19.29
Daiwa Japan Excellent	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	2014/2/20	140.05	118.87	21.1	27.34
Daiwa Women Active Support Fund	Japan Fund Japan Small/Mid-Cap Growth Equity	2015/3/31	135.62	106.72	0.43	9.48
Daiwa New Generation Growth Equity Fund	Japan Fund Japan Small/Mid-Cap Growth Equity	1999/12/15	108.19	99.42	42.66	0.77
Daiwa Japan Equity Discover Fund	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	2015/2/24	108.29	96.90	21.14	27.36
Daiwa Top Of Japan	Japan Fund Japan Large-Cap Growth Equity	2013/9/18	63.27	62.97	26.6	25.42
Daiwa New Gr Shld Ret Eq Fd - Shld Smil Japan Fund	Japan Fund Japan Small/Mid-Cap Growth Equity	2014/9/18	60.10	52.51	27.97	10.53
Daiwa Social Problem Solution Support F	Japan Fund Japan Small/Mid-Cap Growth Equity	2018/12/26	67.08	41.17	42.97	-4.48
Daiwa Japan Growth Equity Fund Mgd Acct Japan Fund	Japan Fund Japan Large-Cap Growth Equity	2016/9/26	23.06	38.11	29.31	26.32
Daiwa Hokkaido Future Dream Creation Fd	Japan Fund Japan Specialty Equity	2016/3/25	42.14	33.23	26.96	14.32

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图132: Nomura 日本产品线一览

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿日元)	2024年规模 (亿日元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
Nomura Japan High Dividend Equity Fund	Japan Fund Japan Large-Cap Value Equity	2005/4/15	1170.72	2005.71	34.44	16.22
Nomura Japan Open	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	1996/2/28	1075.39	1427.89	25.88	31.21
Nomura J-REIT Fund DC	Japan Fund Japan REIT	2005/4/11	722.26	682.59	0.07	-2.77
Nomura Fund Wrap Japan Equity	Japan Fund Japan Small/Mid-Cap Blend Equity	2006/10/4	538.67	637.00	26.9	21.93
Nomura Japan Equity Strategy Fund	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	2000/2/2	517.30	563.51	23.96	17.59
Nomura Information Electronics Fund	Japan Fund Japan Specialty Equity	1984/2/22	267.08	481.01	42.85	33.58
Nomura Japan Rising Equity Growth Fund	Japan Fund Japan Small/Mid-Cap Growth Equity	2024/9/2	-	452.08	-	-
Nomura Research Active Open DC	Japan Fund Japan Large-Cap Growth Equity	2001/11/22	387.34	451.38	31.14	16.62
Nomura Select Opportunity SMA/EW	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	2015/3/12	186.37	449.45	27.18	32.07
Nomura Japan Value Low Priced Equity Op	Japan Fund Japan Small/Mid-Cap Value Equity	2018/2/23	333.47	391.96	34.66	14.75
Nomura Carbon Neutral Japan	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	2021/8/23	389.50	308.68	25.47	11.29
Nomura Fund Wrap Wealth Square Japan Eq	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	2016/10/20	238.17	291.28	28.8	20.22
Nomura Domestic Equity Active Open DC	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	2006/10/23	210.16	280.79	26.8	31.98
Nomura Small Cap Blue Chip Open	Japan Fund Japan Small/Mid-Cap Blend Equity	1996/7/31	171.44	253.40	26.3	21.03
Nomura High Dividend Japan Equity Open	Japan Fund Japan Large-Cap Value Equity	2005/6/24	129.99	221.64	34.56	16.25
Nomura Japan REIT Fund	Japan Fund Japan REIT	2006/12/18	274.20	217.03	-1.02	-5.3
Nomura J-REIT Fund	Japan Fund Japan REIT	2013/3/29	104.07	183.87	0.13	-2.85
Nomura THE NIPPON	Japan Fund Japan Large-Cap Growth Equity	2013/12/9	158.33	157.45	12.78	11.16
Nomura Strategic Value Open SMA/EW	Japan Fund Japan Large-Cap Value Equity	2015/3/12	73.05	137.04	34.22	21.01
Nomura Japan Equity Strategy Fund DC	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	2001/11/22	94.91	109.31	24.37	18.1

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图133: Fidelity 日本产品线一览

产品名称	产品风格	成立日期	2023年规模 (亿日元)	2024年规模 (亿日元)	2023年 业绩(%)	2024年 业绩(%)
Fidelity Japan Growth Equity Fund	Japan Fund Japan Large-Cap Growth Equity	1998/4/1	5043.51	5468.28	20.91	13.21
Fidelity Japan Dividend Gr Eq Div Focus	Japan Fund Japan Large-Cap Value Equity	2005/9/30	469.34	688.44	29.61	24.77
Fidelity Japan Open	Japan Fund Japan Large-Cap Growth Equity	1995/12/22	598.47	667.82	22.36	18.94
Fidelity Japan Value Advance Equity Fund	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	2024/1/19	-	405.95	-	-
Fidelity Japan Open DC	Japan Fund Japan Large-Cap Growth Equity	2001/11/22	291.86	326.27	22.4	19.36
Fidelity Japan Small Cap Equity Fund	Japan Fund Japan Small/Mid-Cap Growth Equity	1998/4/1	287.58	296.56	24.57	8.91
Fidelity J-REIT Active Fund	Japan Fund Japan REIT	2012/12/14	396.11	287.98	2.2	-3.68
Fidelity Japan Value Up Fund	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	2023/9/19	133.78	206.59	-	26.08
Fidelity Technology Selected Equity Fund	Japan Fund Japan Specialty Equity	1999/11/19	123.13	164.91	30.6	4.53
Fidelity Active Growth Fund DC	Japan Fund Japan Large-Cap Growth Equity	2021/7/30	101.18	130.92	21.59	13.89
Fidelity Japan Dividend Growth Equity F	Japan Fund Japan Large-Cap Value Equity	2007/6/11	74.75	86.03	29.44	24.97
Fidelity Japan Blue Chip Equity Fund	Japan Fund Japan Large-Cap Growth Equity	2000/4/20	57.36	62.51	22	13.97
Fidelity J-REIT Active Fund Asset Growth	Japan Fund Japan REIT	2016/9/27	38.75	56.72	2.16	-3.64
Fidelity Mid-Small Cap Equity Open	Japan Fund Japan Small/Mid-Cap Growth Equity	2000/9/14	54.54	56.55	25.09	8.99
Fidelity Japan Value Fund	Japan Fund Japan Large-Cap Blend Equity	2002/2/28	31.77	37.34	29.85	16.92
Fidelity Japan Aggressive Growth	Japan Fund Japan Small/Mid-Cap Growth Equity	2000/4/20	17.30	16.41	23.91	6.37
Fidelity Carbon Transition Japan Eq Fd	Japan Fund Japan Specialty Equity	2022/8/30	17.38	11.90	21.31	6.08
Fidelity Japan Open SMA	Japan Fund Japan Large-Cap Growth Equity	2006/4/7	5.29	5.75	22.91	19.87
Fidelity Japan Growth Open	Japan Fund Japan Large-Cap Growth Equity	2003/11/7	4.61	4.84	20.79	13.1
Fidelity Mid-Small Cap Equity Open SMA	Japan Fund Japan Small/Mid-Cap Growth Equity	2006/4/7	3.31	3.50	26.01	9.54

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

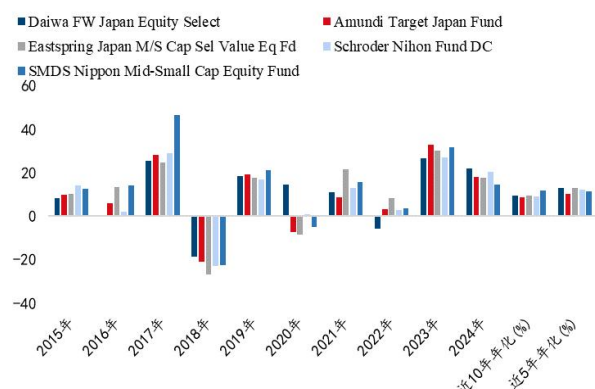
具体到收益表现上看, Daiwa 资管的中小盘产品因其稳定的业绩表现, 不断获得除业绩贡献外的资金净流入以实现规模扩张。基于晨星日本中小盘价值策略分类, 剔除纯正的高股息产品后, 我们将当前规模排名 top5 的产品进行业绩比较, 不难发现 Daiwa FW Japan Equity Select 近五年年化收益为 13.19%, 在这五个产品中领先。而在上述产品普遍发生回撤的 2018 年, 除了 Daiwa 的产品外, 其余 4 个产品回撤均超过 20%, Daiwa 的产品凭借更好的抗回撤能力在 2018 和 2019 年获得了额外的规模增长。

图134: Daiwa FW Japan Equity Select 实际规模与历年剔除业绩后的资金净流入



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

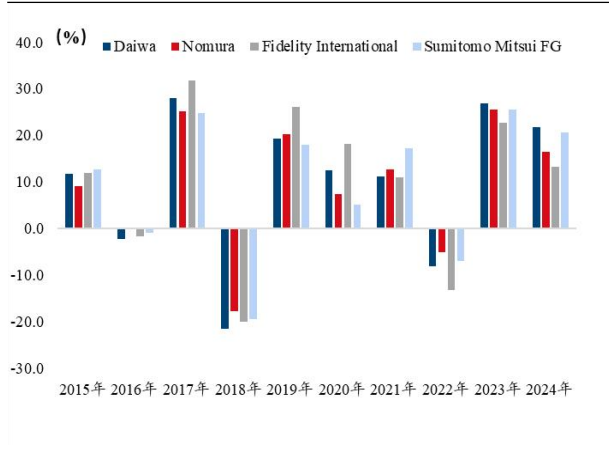
图135: Daiwa FW Japan Equity 和其他同风格产品的收益表现对比



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

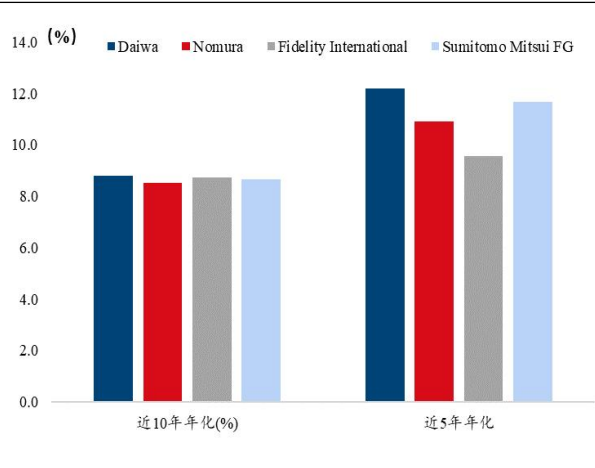
逆袭经验 3: 本土产品整体业绩更好的公司更能够抢占市占率。我们还是以投资本土产品的规模 Top4 机构(Daiwa、Sumitomo Mitsui FG、Nomura 和 Fidelity)作为研究对象, 不难发现从近五年的表现看, Daiwa 和 Sumitomo 这两个后来居上的逆袭者, 近五年年化收益上分别达到 12.2%、11.7%, 显著高于 Nomura 的 10.9% 和 Fidelity 的 9.6%; 而从近 10 年的年化收益上看, Daiwa 同样略高于 Nomura 和 Fidelity。其中 22-24 年 Daiwa 和 Sumitomo 在日本产品线上的业绩优势更加显著。

图136: 不同机构历年投资收益对比



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图137: 本土产品整体业绩更好的公司更能够抢占到市占率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

核心结论

当前全球被动化趋势不断增强，核心原因在于主动基金获取超额收益难度变大。2023 年底，全球被动基金管理规模已超越主动型基金，2024 年被动与主动之间的轧差进一步放大。以美国、日本、欧洲整体、澳大利亚为代表的发达市场，主动型基金战胜各国指数的比例整体不超过 40%，拉长投资年限看胜率更低。

美国经验：头部企业实现强者恒强依赖三点经验，被动化过程中逆袭者存在业绩和拳头产品流入两大规律。头部机构强者恒强的三点经验：1) 依赖大盘成长/大盘混合型拳头产品上规模；2) 头部机构全部产品整体收益情况在市场上略占优，形成积极的品牌效应；3) 头部产品更容易战胜全市场同类产品收益中枢，如 American Funds 和 Fidelity 规模 Top3 产品便是典型例子。逆袭机构包括 JPMorgan、Goldman Sachs、MFS、Bridge Builder 等，具体可以归纳出下列原因：1) 全部样本视角下，该资管机构相对全市场整体水平不跑输；2) 拳头产品的主动流入，Bridge Builder 当前超过 150 亿美元的三个产品均在 2016-2019 年剔除业绩因素后规模快速上行。

欧洲经验：被动化进程中伴随龙头分散化，部分头部企业主动求变实现突围，部分优势放缓，逆袭机构存在三大共性经验。不同于美国在被动化进程伴随头部主动权益玩家集中度抬升，欧洲在被动化过程中主动权益分散化趋势明显。分散化过程中同样能够看到相对优秀的头部企业在近 10 年进一步扩大优势(如 BlackRock、JPMorgan 等)，市占率快速逆袭的玩家则包括 Nordea、Royal London、Union Investment、Deka。头部机构经验(参考 BlackRock)：1) 优质拳头产品长期收益表现较好，利于对欧洲投资者用户心智的占领；2) 近年来发行主动 ESG 产品也有一定帮助。逆袭机构经验：1) 大盘混合型产品作为基本盘、高股息策略底仓突围；2) 牛市环境中尽可能抓住机遇扩大规模，以 Nordea 当前规模最大的三个产品为例：Nordea Global Res Enh 在 2019、2021、2023、2024 等欧洲主动股基有较好收益的年份中显著跑赢，尽管 2022 年遭遇较大的业绩回撤，剔除业绩因素后仍旧实现规模上的正增长；3) 无惧短期规模波动，及时调整策略，用长期业绩扳回短期规模回撤。

澳洲经验：依赖特定策略优势与率先打破规模瓶颈。澳大利亚在全球被动化过程中主动权益的变化情况和欧洲更为相似——即分散化趋势明显，新晋头部平台包括 Mercer、Magellan Group、L1 Capital、New York Life 等，优势放缓的平台包括 Schroders、BT、Dimensional、abrdn、Russell Investment 等，头部平台中排名相对稳定的包括 Perpetual、Colonial First State、Macquarie、Pandal。两个准头部机构(Macquarie、Pandal)近 5 年份额扩张的原因有二：1) 本土大盘成长/全球大盘成长快速上规模；2) 整体业绩稳定性相对强，没有显著跑输的年份，且大规模产品的业绩相对稳定。以 Magellan Group、Mercer、New York Life、L1 Capital 为代表的机构各凭本事逆袭：1) Magellan Group 依赖 Currency Hedged 产品和全球基础设施策略(Global Infrastructure Strategy)快速上规模；2) Mercer 在存在规模瓶颈的策略上具备先发优势(如全球中小盘)。3) New York Life、L1 Capital 以相对头部机构更好的业绩中枢水平后来居上。

日本经验：主动权益“去日化”下的突围规律。日本在全球被动化进程下的主动权益规模同样呈现线性上升的趋势，头部机构集中度小幅降低。日本主动权益中后来居上的逆袭案例，大多是因为其在日本注册的投资外国的主动产品快速上规模，同样也能佐证本土投资者对日股投资的信心不足，这是日本主动化逆袭案例分析和欧洲、澳洲最大的不同点。日股分子端受日元汇率影响，盈利波动性大，尽管日股本身有自己的独立叙事(走出通缩、日特估改革、地缘政治导致海外投

资者资金切换等)，但由于日股本身的表现与日本国内宏观经济的相关性低，而与美国乃至全球宏观经济、以及日元汇率的相关性较高，投资日股更像是投资“高波版”的美股。我们从全部发行产品口径下的逆袭案例 Alliance Bernstein 以及本土产品口径下的逆袭案例于 Daiwa 和 Sumitomo Mitsui FG 进行归因：1) Alliance Bernstein 发行更顺应本土投资者风格的产品（美股和全球产品）；2) 如果仅考虑投资于日本的本土产品，风格是关键。Daiwa 的小盘产品 Daiwa FW Japan Equity Select 近五年年化收益为 13.19%，在同为日本小盘价值类产品中相对领先。（剔除纯红利产品）；3) 本土产品整体业绩更好的公司更能够抢占市占率，以投资本土产品的规模 Top4 机构 (Daiwa、Sumitomo Mitsui FG、Nomura 和 Fidelity) 作为研究对象，不难发现从近五年的表现看，Daiwa 和 Sumitomo 这两个后来居上的逆袭者，近五年年化收益上分别达到 12.2%、11.7%，显著高于 Nomura 的 10.9% 和 Fidelity 的 9.6%；而从近 10 年的年化收益上看，Daiwa 同样略高于 Nomura 和 Fidelity。其中 22-24 年 Daiwa 和 Sumitomo 在日本产品线上的业绩优势更加显著。

风险提示

海外地缘冲突不确定性，产品仅作为历史复盘梳理不涉及推荐与投资建议

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032