

汇添富基金总经理张晖致全体员工的信：变化的世界，我们到底要坚持什么

兄弟姐妹们：

岁聿云暮，新元肇启。

王维有诗：“行到水穷处，坐看云起时。”过去一年多，我们恰是行至“水穷”——市场剧烈波动、信任遭遇考验、旧范式与新逻辑激烈碰撞。但“云起”之机，往往就蕴藏在“水穷”之处。变化的洪流从未停歇，它冲破旧的岸堤，也滋养出新的绿洲，正以不可逆转之势，深刻重塑着整个资产管理行业。

过去一年，纵使挑战重重，凭借每一位同事的并肩拼搏、聚力前行，我们交出了一份令人欣慰的答卷：资产管理规模突破 1.5 万亿元，主动权益 97% 的产品跑赢业绩基准（注）；指数及 ETF 业务产品线持续丰富，净流入规模位在行业中亮眼；以二级债基为代表的多元资产产品广受市场认可，实现了较大规模的增长；REITs、国际业务等新兴板块也取得突破性进展。在此，我谨向每一位辛勤付出的同事，致以最诚挚的感谢！

注：数据来自汇添富基金，数据区间为 2025/1/1-2026/1/28

站在 2026 年的新起点，我们无需沉醉于过往的成绩，更值得深入探讨一个朴素却关键的问题：

身处瞬息万变的世界，我们到底要坚持什么？

一、关于深度研究和主动投研

过去几年，全球范围内被动投资发展风起云涌，作为以主动管理为特色的基金公司，我们曾面临不小的挑战。但是被动与主动，从来都不是非此即彼的对立，而是深度融合的行业趋势。正是基于这样的认知，我们一面仍积极拓展指数及 ETF 业务，但从未动摇对主动投研核心能力的坚守。

“东隅已逝，桑榆非晚”，尽管我们的指数及 ETF 业务起步稍晚，但成长步履坚实、进步斐然，并始终坚持汇添富特色的发展思路：被动投资，主动选择——在产品布局上，我们基于被动投资的底层资产，开展主动的策略选择；在服务模式上，我们依托各类工具化产品，为客户量身打造定制化解决方案与类投顾服务。

正是秉持这样的发展理念，面对过去几年市场的剧烈波动与行业信任危机，我们既未躺平摆烂、随波逐流，也未盲目跟风、急功近利，大力夯实四大支柱，这也是我们组织文化与科学方法论落地的核心根基。

（一）坚持一以贯之的投资理念

历经市场风云变幻，我们始终坚持“以深入的企业基本面分析为立足点，挑选高质量证券，把握市场脉络，做中长期投资布局，以获得持续稳定增长的较高的长期投资收益”的投资理念。这句话虽常被提及，却因经得起市场的反复验

证，才成为我们始终坚守的“老生常谈”。投资理念从来不是装点门面的口号，而是在极端市场环境下，我们唯一敢坚定押注的核心准则，是指引我们穿越市场迷雾的根本方向，更是公司投研体系高质量建设的深厚底蕴来源。

（二）深化垂直一体化的投研体系

过去几年市场持续震荡，我们始终坚持深化垂直一体化的投研体系——横向来看，研究团队统一管理；纵向来看，形成多个优势行业、风格小组，各小组垂直管理，内部充分讨论和分享、整个投研团队高效协同。同时，在自主培养人才的基础上逆势引入风格稳定、长期业绩优秀的投资人才，持续构建多元化投资团队，并持续营造简单专注、积极向上、乐于分享的公司文化，持续提升团队稳定性和投研转换效能，打造“行业最硬的脑袋”。

在医药、TMT、高端制造等关键领域，我们始终坚持组建海内外一体化的行业研究团队，每年投入大量资源，组织基金经理、研究员深入海外产业一线开展实地调研。唯有与全球产业最前端持续对话、同频共振，才能精准把握 ADC 药物远超预期的迭代速度，才能理解名不见经传的 Biotech 企业何以颠覆行业巨头的专利壁垒，才能穿透 AI 发展过程中的重重质疑与市场噪音，始终保持对产业趋势的前沿认知。

前瞻性从来不是天生的天赋，而是靠一步一个脚印的实地调研“走”出来的。我们对创新药行情的提前布局、对 AI 投资机遇的前瞻把握，皆与这套垂直一体化的投研组织模式密不可分。

（三）全面推进规则化投资

这是过去几年我们投入力度最大几个核心工程之一。早在 2022 年，我们便在内部率先推动“规则化”投资导向——着重强化业绩基准的约束作用，追求投资风格的稳定性和业绩的可持续性；强调构建组合的规则化，相对基准的因子暴露科学合理、可解释说明。为了保证“规则化”的顺利实施，我们在投研体系内部成立数据科学团队，将 Barra 体系深度内嵌在投资管理全过程中，在投资经理画像、投资组合检视、归因、纠偏、风险试算和督导等方面全方位赋能投资管理。

我们推行规则化，绝非将投资变成机械的流水线，而是用科学规则清晰拆解投资经理的能力圈，要求投资经理明晰并稳定自身投资风格，再精准匹配对应的产品定位。唯有如此，规则化的产品定位与投资风格才能将组合管理的要求落到实处，客户的信任也才有了可复制、可延续的坚实载体。

这一探索与全球领先资管机构的发展方向高度契合。规则化的终极目标不是束缚，而是通过科学手段拓展人类理性的边界，让投资能力在可解释、可追溯的框架中持续进化、迭代升级。

（四）打造以人为核心的多策略体系

不管行业如何变化，资产管理的核心在于精准匹配客户需求与专业能力。我们以前述“规则化”投资体系为抓手，构建“客户需求—产品定位—投资人员—

投资策略”的四位一体精准对齐机制：以客户为锚点，深度洞察真实风险偏好与收益诉求；以产品为载体，设计清晰的产品定位与风险收益特征；以投资人员为核心，基于能力边界确保“合适的人管理合适的钱”；以策略为纽带，通过规则化框架将前三者有机串联，形成可复制、可持续的投资解决方案。这一机制的关键在于打破割裂——让投资策略不脱离客户实际，让产品定位贴合投资人员专长，让每一份托付都建立在专业匹配之上。

但更深一层的问题是：我们究竟以什么为出发点来构建资产？这正是“以人为核心的多策略体系”的根本逻辑。我们坚持长期培养以及招聘不同风格、行业、策略“适配”的基金经理，并将每位基金经理视为宝贵的“底层策略资产”，围绕核心基金经理组建风格明确的投资小组，在主动权益、固定收益、指数量化、二级债基、FOF 等多个资产板块，试图建立清晰的“以人为核心”刻画风格稳定、业绩持续的底层资产。这套以人为核心的多策略体系，正是我们在复杂市场环境中找到的一条行稳致远的新路。

展望未来，资管行业的竞争本质上是资产配置能力的竞争。无论是多元策略的制定，还是复杂解决方案的组合，其底层逻辑都根植于我们对资产的主动研究和精准定价。通过以人为核心的多策略体系，我们将主动为客户创造长期价值，将专业能力转化为满足多元化需求的资产配置方案。

二、时代之变的认识和思考

这是一个充满变革的大时代，AI 浪潮的席卷更是让产业格局、市场逻辑与行业生态迎来全方位重构，诸多变化深刻且深远。身处资管行业，我们唯有沉下心来审视时代之变的底层逻辑，剖析其带来的机遇与挑战，才能更清晰地看清行业发展的未来方向。以下，便是我们对当下时代变革的一些认识与思考。

（一）宏观与市场结构的深刻变化

从宏观环境来看，中国经济向好的基本面没有改变，市场整体估值仍处于合理区间，我们对市场长期走势总体保持乐观。但当前中国经济正经历深刻的结构转型，叠加低利率市场环境，庞大的社会资金面临“资产荒”的配置困境——优质资产的稀缺，已成为当下资产配置的核心痛点。

从市场结构来看，海外市场出现一种现象，即随着被动投资规模持续扩张，养老金等长期配置型资金占比提升，加之对冲工具相对不足，市场逐渐呈现“非弹性”特征——即传统供需机制下价格对信息的反应效率下降。这一现象正伴随中国经济结构调整、AI 驱动的产业重构以及资金格局演变，在中国资本市场呈现出更为复杂的“结构非弹性”新特征。

具体而言，被动投资尤其是行业主题型 ETF 的快速增长，叠加主动投资被动化趋势，使得大量资金按固定规则或产业主题流动；同时，量化策略影响力日增，而有效对冲工具不足，进一步放大了资金的同向性。在此背景下，市场定价逻辑发生深刻变化：部分顺应产业变革趋势的领域，资金涌入往往走在基本面之前，估值与价格更多依赖产业趋势或“基本面趋势”驱动，容易出现过度反应而高估，而相反的，其他的板块就会被资金冷落。这种板块间的剧烈分化，既

是资金行为的结果，更是经济转型期的结构性映射，最终导致市场波动性加大，传统“价格上涨抑制需求”的均衡机制在局部失效。

对资产管理机构而言，“结构非弹性”市场使得投资的复杂度大幅度增长，传统的组合管理的体系，基于收益与风险的平衡逻辑遇到挑战，波动与回撤的管理难度陡增。但从另外一个角度来说，深度研究与独立认知的价值在分化市场中愈发凸显，主动管理的专业溢价从未如此重要，同时“规则化”构建组合成为必然选择。这恰是汇添富坚持“以深入的企业基本面分析为立足点”、构建“以人为核心的多策略体系”以及“规则化投资”的理论根基——唯有在认知的深度与前瞻性上建立壁垒，并建立科学的组合构建方法，方能在“结构非弹性”的迷雾中，为客户捕捉确定性收益。

（二）AI 推动的产业变革与投研革新

AI 的崛起是划时代的产业变革，它不仅催生了诸多思维范式的革新，其对经济结构的调整、行业供应链的重塑，影响更是远超想象。

早在去年 DeepSeek 横空出世时，就有很多人问我：“主动基金经理会被 AI 取代吗？”我的回答始终坚定：“AI 短期取代的不是基金经理，而是不会用 AI 的基金经理。”如今，这已不再是一句玩笑话，而是每天都在发生的行业现实。近期海外市场正生动演绎 AI 对传统行业的颠覆性影响，在金融服务业中，保险经纪、资产管理、财富管理等领域面临的转型压力尤为迫切。

在这个时代，学习早已不是可选项，而是关乎生存与发展的必修课。去年，我们成立了跨部门的 AI 应用小组，这不仅是效率工具的升级，更是我们向“投资科学”跨越的关键一步。全球领先资管机构已将 AI 深度集成至投资全流程：投资人员可直接调用数据库开展因子分析，大语言模型用于研究综述与组合压力测试，行为分析平台实时纠正投资决策偏差。

对我们而言，AI 的应用正从研究效率的提升，逐步延伸到组合管理的精细化、客户服务的个性化，直至成为我们拓展能力边界、释放超额收益的核心基础设施。

（三）客户需求与服务模式的转型

资管行业的未来，必然是从“卖产品”到“提供解决方案”的深刻转型。依托上述四大核心支柱的夯实，我们已逐步从单纯的产品销售，转向为客户提供定制化解决方案，这两年在快速响应与精准匹配客户需求方面，积累了诸多宝贵实践，也取得了亮眼成绩。

去年二级债基等股债混合产品线的成功，正是我们精准响应低利率环境下客户“求稳亦求进”核心需求的生动实践：我们通过规则化的因子暴露与动态资产再平衡，在严控产品回撤的基础上，精准捕捉权益市场的弹性机会，打造了多产品线、多策略的“股+债”双轮驱动“固收+”产品体系。

除了以产品为核心载体，公司还从机构客户委托组合入手，逐步摸索建立了多元经理管理模式——遴选公司内部长期业绩优秀、投资风格互补的投资经理，

组建专属投资团队。经过数年实践，该模式下的整体业绩保持了良好的稳定性，核心在于让客户能够清晰知晓“在什么样的市场风格下，谁适合管什么钱”，而非盲目追求“在有的时候让所有人管所有的钱”。

国际经验表明，深度服务客户需要“大中台”的专业支撑——让投资经理专注投研，由专门的投资服务人员负责客户沟通与方案定制。投资团队通过定期深度交流、极致透明与高频沟通，建立起牢不可破的信任关系。我们的多元经理管理模式，正沿着这一方向持续演进。

丰富的解决方案，是我们深化与客户“信任连接”的重要抓手；而专业与用心，才是我们持续与客户建立深度连接的根本。无论面向机构端客户，深刻理解其负债端特性与收益诉求，还是面向零售端客户帮助其对抗“选择困难症”和短期市场波动焦虑，我们要求每一位同事都争当专家顾问（Specialist），深度挖掘客户“真实的风险偏好和投资目标”，唯有如此，才能精准匹配并提供定制化解决方案，让每一次托付都建立在专业与信任之上。

三、关于价值观的坚守

《道德经》有云：“自知者明，自胜者强。”面对 AI 的汹涌浪潮与市场的变幻莫测，真正的远行，始于对自我的清醒认知，成于对自我的持续超越。“自知者明”——正直让我们认清信义责任，始终坚守初心；“自胜者强”——热爱让我们战胜自身惰性，平衡让我们从容驾驭身心。正直、专业、热爱，是我们穿越市场迷雾、向阳笃定而行的根本依靠；而内在的平衡，更是我们行稳致远的持久保障。

（一）坚守“正直”与“客户第一”的核心理念

心存敬畏，行有所止；心有底线，方能行远。对我们而言，“正直”与“客户第一”是资产管理的立身之本。只有坚守正直，恪守信义责任，才能在市场喧嚣中保持清醒，为了客户的长期利益不惜逆流而行；只有心系客户，我们所有的专业与努力才有了方向与归宿。

（二）夯实“独立认知”的专业能力

专业是我们的安身立命之本。在这个信息爆炸且 AI 无处不在的时代，单纯“知道”的价值已十分有限。真正的“专业”，意味着构建独立认知框架的能力、深度思考的习惯，以及将复杂问题简化为可执行方案的本事。我们要始终精进，让自己成为所在行业“最硬的脑袋”。

（三）永葆“热爱与自我更新”的持久热情

热爱是比激情更持久的内生动力。它源于对投资事业本身的纯粹热爱，对市场真相的强烈好奇，以及帮助客户实现财富增值的使命感。一个充满热爱的团队，能感染客户，能激发创造力，更能在逆境中保持韧性。是否仍怀有这份热爱，是否具备自我更新的动力，是我们拥抱变化、而非恐惧变化的核心能量之源。

（四）构建“人生多因子”的身心平衡

投资是一场漫长的修行，人生亦然。现代投资组合理论讲求风险因子与收益的平衡，人生又何尝不是如此？我们的心理状态，同样由情绪因子、性格因子、能力因子、欲望因子等共同构成。单一追逐快乐而规避痛苦，或过度暴露焦虑而丧失对冲，都会导致“心理组合”的失衡。我们要做的，是打造平衡的“人生因子组合”——让情绪有缓冲、性格有韧性、能力配欲望、目标合边界，最终达到“性格平和、内心宁静”的状态。

变化从未停止，但在变局中，汇添富一直坚持与提升的“不可替代性”，让我们在巨变中依然拥有穿越迷雾的底气。这种不可替代性，始于我们对深度研究与主动投研的坚守，成于我们对“规则化投资”的践行，显于我们对“以人为核心”多策略体系的构建，深于我们对结构性非弹性市场的持续追问，更升于我们对 AI 浪潮的积极拥抱。

新的一年，前方或许仍有风浪，但只要我们目标清晰、信念坚定，扎扎实实地走在自己认为正确的道路上，一切困难都不足为惧。为了我们共同的远方，愿我们始终坚定不移、从容自若。

马上行动，一马当先，马上快乐！

张晖
二〇二六年二月二十三日 夜