



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

海内外指增基金发展全景图——指数增强基金系列（一）

日期： 2024年04月16日

分析师： 王红兵

SAC 编号： S0870523060002

分析师： 张雨蒙

Tel: 021-53686146

E-mail: zhangyumeng@shzq.com

SAC 编号： S0870521100005

■ 主要观点

➤ **美国的指数增强型基金发展：**截至 2023 年 11 月 4 日，美国市场上有 249 只指增产品，最新规模为 1518.12 亿美元。

其跟踪指数有股票、债券、商品、对冲、汇率、通胀等多种类型。我们将跟踪指数的杠杆增强基金视为一种特殊的指增基金。

规模较大的美国股票指增基金管理人中，有具有先发优势的，也有产品业绩突出的，还有公司对指增进行差异化布局。

分析风险回报数据，许多非杠杆型股票指增基金并不能获取到正超额，我们认为，一方面，指增基金在美股获取超额收益的难度更大；另一方面，美国经济和产业结构已基本定型，主动偏离很难相对指数产生持续而稳定的超额收益。

➤ 截至 2024 年 1 月 10 日，我国公募指增基金均跟踪股票指数，近五年，指增产品数量和规模都在不断提升，已经布局了 267 只指增基金，总规模达到 1956.00 亿元。指增基金总规模增长不仅来源于新发基金，更多来自于原有指增基金的规模增长。

无论是规模还是数量，宽基指数始终在所有跟踪指数的类型中占据主导地位，行业指增和风格指增也在不断扩容。

分析风险收益情况，在近一年和近三年的时间区间来看，多数类型的指增基金整体都能得到正超额收益。

指增基金在行业内个股选择上的弹性明显更大，基金的收益差距更多来源于个股选择收益。

➤ 我们从大类资产、行业配置、个股选择、风格暴露四方面来分析指增基金总体的持仓配置情况。

➤ **大类资产配置：**指增基金多数较少做择时，连续高仓位运行。多数基金在 2023 年参加了新股申购活动，少数基金通过衍生品和定向增发增厚收益。

➤ **行业配置：**分析行业偏离度，大部分指增基金上下两期的行业偏离程度较稳定。

宽基指增在行业中性、行业灵活偏离和行业长期偏离三类基金上分布比较均衡，而风格和行业指数增强基金以行业中性为主。

超额收益比较好的指增基金，大部分都有较高程度的行业偏离。行业偏离程度和行业轮动程度有明显的相关性。

分析收益拆分结果，可以发现指增基金在多数行业上可以得到正超额收益，尤其是在非银、汽车、钢铁等行业上。

➤ **个股选择：**各类指增基金最近四期指数投资占股票投资比例的均值在 80% 以上，只有极少数基金均值在 80% 以下。

以沪深 300、中证 500 和中证 1000 三类宽基指增基金为例，分析其个股偏离度。从最近两期来看，这些基金中紧密跟踪的指增基金较少。大部分指增基金选择的非成分股在 PE、ROE 上的数据和成分股有非常明显的差距，但并没有共有的偏向。

换手率和跟踪指数类型有关，海外指增和行业指增的换手率明显更低，宽基指增中沪深 300 指增的换手率低于中证 500 和中证 1000。指增基金的换手率比较稳定，我们认为多数指增基金尚未达到策略容量的规模上限。

- **Barra 风格暴露：**宽基指增和行业增强更倾向配置非线性市值较强的股票，而风格指增更倾向在市值因子上增加暴露。指增基金在因子暴露上往往同向变化，同时近期指增基金在不同风格上的暴露逐渐缩小。

■ 风险提示

基金的历史业绩及基金经理管理其他产品的历史业绩不代表将来表现；本报告根据公开数据整理，存在失效风险，不代表对基金未来资产配置情况的预测。

目 录

1 美国的指数增强型基金的发展历程.....7

 1.1 美国的资金逐渐流向指数共同基金和 ETF7

 1.2 多样化资产布局的指数增强基金8

 1.3 跟踪指数类型多样的股票指数增强基金 10

2 我国的指数增强型基金发展和现状.....14

 2.1 指数增强基金：“Alpha+Beta”收益，不断创新产品.....14

 2.2 指数增强基金的风险收益情况 19

 2.3 超额收益拆分：个股选择收益弹性和影响更大23

3 指数增强型基金发展的持仓特色.....25

 3.1 资产配置：多数在打新配合下稳定高仓位运行26

 3.2 行业配置：高配行业获得正收益31

 3.3 个股选择：持股偏离度较高.....39

 3.4 风格暴露：在成长上暴露明显42

4 总结43

5 风险提示46

图

图 1：ICI 分类的美国基金规模变化7

图 2：美国指数共同基金的资金流动情况8

图 3：美国指数 ETF 的资金流动情况8

图 4：美国不同跟踪指数类型的指数增强基金数量（只）9

图 5：不同跟踪指数类型的指数增强基金规模（亿美元）9

图 6：美国不同跟踪指数类型的杠杆指增基金数量（只） ..10

图 7：美国不同跟踪指数类型的杠杆指增基金规模（亿美元）
..... 10

图 8：美国股票指数增强基金的发展（亿美元）10

图 9：美国不同风格类型的股票指增基金数量分布（只） ..11

图 10：美国不同风格类型的股票指增基金规模分布（亿美元） 11

图 11：不同类型的指数增强基金跟踪指数布局 11

图 12：挂钩基金规模 top20 的美国股票指数增强基金跟踪指数12

图 13：美国非杠杆型股票指增基金近一年的跟踪误差和超额收益数据.....14

图 14：美国非杠杆型股票指增基金近三年的跟踪误差和超额收益数据..... 14

图 15：美国非杠杆型股票指增基金近一年的信息比率和超额收益数据.....14

图 16：美国非杠杆型股票指增基金近三年的信息比率和超额收益数据..... 14

图 17：指数增强基金的规模和数量变化..... 15

图 18：指增基金的申购赎回情况（亿份） 15

图 19: 指增基金的净申购情况和市场表现	15
图 20: 不同跟踪指数类型的指数增强基金规模 (亿元) ...	16
图 21: 不同跟踪指数类型的指数增强基金数量	16
图 22: 挂钩基金规模 top15 的指数增强基金跟踪指数	16
图 23: 各类指增基金最近一年的日度超额表现	20
图 24: 各类指增基金最近三年的日度超额表现	20
图 25: 指增基金近一年跟踪误差和超额收益数据	21
图 26: 指增基金近一年超额回撤和超额收益数据	21
图 27: 指数基金近三年跟踪误差和超额收益数据	21
图 28: 指增基金近三年超额回撤和超额收益数据	21
图 29: 不同规模的指增基金近一年超额收益数据	22
图 30: 不同规模的指增基金近三年超额收益数据	22
图 31: 不同规模的指增基金近一年超额收益数据	23
图 32: 不同规模的指增基金近三年超额收益数据	23
图 33: 指数增强基金在跟踪指数上涨和下跌时的表现 (近一年, 年化)	23
图 34: 指增基金的行业配置和个股选择收益 (%) 2021H2	24
图 35: 指增基金的行业配置和个股选择收益 (%) 2022H1	24
图 36: 指增基金的行业配置和个股选择收益 (%) 2022H2	25
图 37: 指增基金的行业配置和个股选择收益 (%) 2023H1	25
图 38: 指增基金的个股选择和超额收益 (%)	25
图 39: 指增基金的行业配置和超额收益 (%)	25
图 40: 指增基金持仓分析的流程	26
图 41: 指数增强基金的平均仓位 (2021Q4-2023Q3)	26
图 42: 指数增强基金最近八期的仓位极差分布	27
图 43: 指增基金最大的单期仓位变化绝对值分布	27
图 44: 参与打新的指数增强基金数量	27
图 45: 参与打新的指数增强基金规模	27
图 46: 目前中金所上市的股指期货和国债期货	28
图 47: 最近八期持有股指期货的指增基金数量	29
图 48: 指增基金最近八期的股指期货市值规模	29
图 49: 指增基金的行业偏离情况 (21H2、22H1)	31
图 50: 指增基金的行业偏离情况 (22H2、23H1)	31
图 51: 不同行业偏离类型的指增基金数量分布	32
图 52: 不同行业偏离类型的指增基金规模分布 (亿)	32
图 53: 三大宽基指增基金的平均综合行业偏离度 (%)	32
图 54: 三大宽基指增基金的行业偏离类型数量分布	32
图 55: 最近一年超额收益 top10 的宽基指增基金 (行业偏离度单位为%)	33
图 56: 不同行业偏离的指增基金行业轮动度 (22H2)	34

图 57: 不同行业偏离的指增基金行业轮动度 (23H1)	34
图 58: 最近三期行业轮动程度低于 30% 的行业偏离指增基金 (%)	34
图 59: 三大宽基指增基金的平均行业轮动 (%)	35
图 60: 三大宽基指增基金的平均行业偏离 (%)	35
图 61: 指增基金配置有偏离的行业数量	35
图 62: 沪深 300 指增的行业高低配次数 (46 只)	37
图 63: 中证 500 指增的行业高低配次数 (43 只)	37
图 64: 指增基金高配行业的收益情况	38
图 65: 不同类指增基金高配行业的平均超额收益	38
图 66: 指增基金加仓行业的收益情况	38
图 67: 不同类指增基金加仓行业的平均超额收益	38
图 68: 不同类型指增基金持股和指数成分股数量	39
图 69: 三大宽基指增基金持股数量分布 (均值)	39
图 70: 指增基金的指数投资和积极投资占股票投资比例 (%)	40
图 71: 不同等级指数投资占比的指增基金数量	40
图 72: 三类宽基指增基金的综合持股偏离度 (%)	40
图 73: 三大宽基指增基金的综合持股偏离度对比	40
图 74: 不同类型的指增基金风格暴露情况 2021H2	42
图 75: 不同类型的指增基金风格暴露情况 2022H1	42
图 76: 不同类型的指增基金风格暴露情况 2022H2	42
图 77: 不同类型的指增基金风格暴露情况 2023H1	42
图 78: 不同跟踪指数的宽基指增基金风格暴露情况 2021H2	43
图 79: 不同跟踪指数的宽基指增基金风格暴露情况 2022H1	43
图 80: 不同跟踪指数的宽基指增基金风格暴露情况 2022H2	43
图 81: 不同跟踪指数的宽基指增基金风格暴露情况 2023H1	43

表

表 1: 指增基金管理规模超过 10 亿美元的基金公司	13
表 2: 指增基金管理规模 top20 的管理人.....	17
表 3: 指数增强型 ETF 与传统 ETF、指数增强型基金的区别	18
表 4: 指数增强型 ETF 与传统 ETF、指数基金和指数增强型基金的区别	18
表 5: 现存所有的指数增强 ETF	19
表 6: 各类型指增基金的风险收益情况.....	20
表 7: 不同跟踪指数的指增基金风险收益情况.....	21
表 8: 不同规模指增基金的风险收益情况	22
表 9: 不同指增基金的行业收益和个股收益.....	24
表 10: 指增基金的持有期货情况.....	29
表 11: 在 2023 年参与定增的指增基金	30
表 12: 在 2023 年参与两融的指增 ETF	30
表 13: 指增基金的综合行业轮动度 (%)	33
表 14: 指增基金的高配、低配行业	36
表 15: 指增基金的 brinson 收益拆分情况 (超额收益, %)	37
表 16: 指增基金的持股数量和跟踪指数的成分股数量 (均值)	39
表 17: 三类宽基指增基金的综合持股偏离度.....	41
表 18: 三大宽基指增基金的持有非指数成分股的估值和盈利水平.....	41
表 19: 指增基金的换手率.....	42

1 美国的指数增强型基金的发展历程

1.1 美国的资金逐渐流向指数共同基金和 ETF

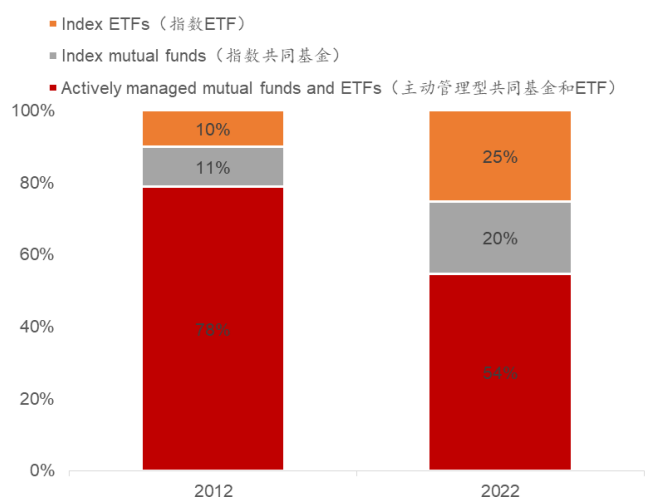
根据美国投资公司协会(ICI,Investment Company Institute)官方年报, ICI 将美国基金市场上的产品分成了三种主要类型, 分别为 Actively managed mutual funds and ETFs (主动管理型共同基金和 ETF)、Index mutual funds (指数共同基金) 和 Index ETFs (指数 ETF)。

美国的被动基金产品越来越受到投资者青睐, 我们将指数共同基金和 ETF 共同视为被动基金产品, 可以发现, 美国的被动基金占比和净资产总额都在不断提升, 从 2012 年年末的 22%、11.6 万亿美元, 提升到了 2022 年年末的 46%、23.7 万亿美元。

自 2007 年以来, 资金逐渐从美国主动管理基金向指数共同基金和 ETF 流动。指数共同基金在投资者中很受欢迎。根据 ICI 最新年报, 在 2022 年投资了共同基金的家庭中, 有 48% 的家庭至少投资了一只股票指数基金。

投资于美国国内的股票指数型共同基金和 ETF 受益于投资者对指数产品需求的整体增长。从 2013 年到 2022 年, 投资于美国国内的股票指数型共同基金和 ETF 获得了高达 2.5 万亿美元的净现金和再投资股息流入, 而投资于美国国内的主动管理型股票共同基金则经历了 2.3 万亿美元的净流出。

图 1: ICI 分类的美国基金规模变化



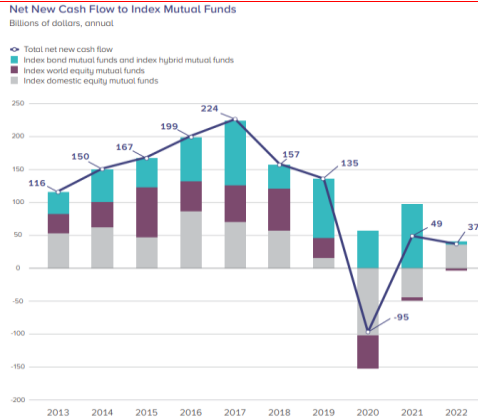
资料来源: ICI, 上海证券研究所; 截至 2022/12/31

截至 2022 年年底, 美国共同基金中共有 517 只指数共同基金, 其管理的净资产总额高达 4.8 万亿美元。在 2022 全年, 投资者向这些指数共同基金中净投入了 370 亿美元。其中, 投资于全球的股票型共同基金中流出了 30 亿美元, 但投资于国内的股票型指数共

同基金、债券和混合型指数共同基金均有大额资金流入（分别为 360 亿美元和 50 亿美元）。

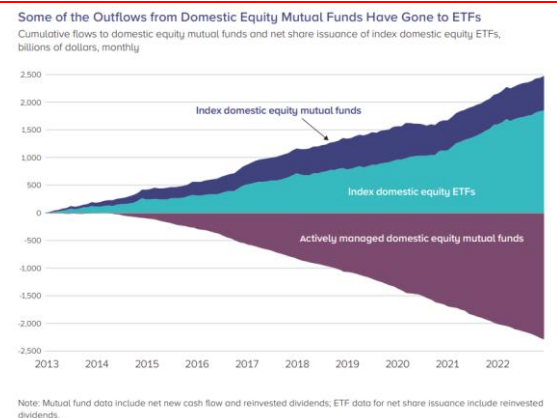
2013 年-2022 年的十年来，投资于美国国内股的 ETF 吸引资金流入尤为突出，吸引的净流入资金近三倍于投资于美国国内股票的指数型共同基金。截至 2024 年 1 月，根据 ICI 数据，美国 ETF 的总资产为 8.14 万亿美元。

图 2：美国指数共同基金的资金流动情况



资料来源：ICI，上海证券研究所；截至 2022/12/31

图 3：美国指数 ETF 的资金流动情况



资料来源：ICI，上海证券研究所；截至 2022/12/31

1.2 多样化资产布局的指数增强基金

1.2.1 美国指增基金的定义和筛选

由于美国较为重视基金业绩比较基准的作用，通常会在产品设计阶段确定符合基金投资风格与定位、准确反映基金风险收益特征的指数作为基准，在后续的内部考核时也会重点考察基金业绩与基准的跟踪误差，衡量风格偏离程度。

同时，美国指数非常发达，也有一些专门的增强指数，如 Bloomberg US Universal Enhanced Yield Index，虽然它的挂钩基金如 The WisdomTree Voya Yield Enhanced USD Universal Bond Fund 看上去非常像指增基金，但实际上是准确跟踪指数的被动指数。我们认为，与此有关，和我国许多基金评价机构有明确的指数增强基金分类不同，美国没有直接对应的基金类别。

关于指数增强基金，美国的主动管理型共同基金和 ETF 中的 **Enhanced Index Funds（增强指数基金）** 有类似指增的性质，而指数基金中部分基金如 **主动 ETF 即，Active ETFs（actively managed ETFs，主动管理型 ETF）** 同样采用增强策略，通过积极的选股、行业配置等方式来超越基准。在海外尤其在美国市场，自从贝尔斯登公司于 2008 年创立了全球首个主动管理型 ETF 以来，主动管理型 ETF 不断涌现，发展迅速。

由于 Bloomberg 中没有对指数增强基金进行明确的基金定义和分类，我们选择所有开放型基金和交易所交易基金作为基金池，根据基金简介中 **增强和指数** 两个词组来进行筛选并根据具体基金简介内容进行汇总。

1 基金简介中有 enhance、plus、above average、exceed、

outperform、in excess of、abnormal return 等词汇，或者含有 2X、3X、200%、300%、twice、triple 等倍数词汇的杠杆增强产品；

2 基金简介需要有表示跟踪指数的词语，如 index、benchmark、correspond 等词汇；

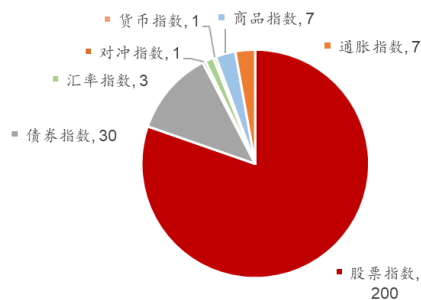
3 对筛选出的基金产品，根据基金简介中是否明确表示了超越指数收益的目标来逐个确认是否是增强产品后进行汇总。

根据上述的筛选方法得到的不完全统计结果，我们发现，截至 2023 年 11 月 4 日，美国市场上共有 249 只指增产品，最新规模共有 1518.12 亿美元。目前，成立时间最长的基金为 1962 年成立的 Guggenheim StylePlus Large Core。

1.2.2 美国指增基金的类型

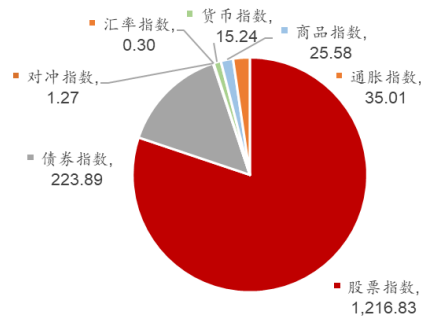
美国的增强指数产品类型十分多样，跟踪指数有股票指数、债券指数、商品指数、对冲指数、汇率指数、通胀指数（基准多为国债收益率）等多种类型。目前市场上主要的指增产品类型是股票指数增强基金（200，1217 亿美元）和债券指数增强基金（30 只，224 亿美元）。

图 4：美国不同跟踪指数类型的指数增强基金数量（只）



资料来源：Bloomberg, 上海证券研究所；截至 2023/11/4

图 5：不同跟踪指数类型的指数增强基金规模（亿美元）

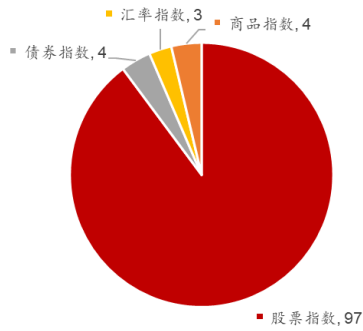


资料来源：Bloomberg, 上海证券研究所；截至 2023/11/4

此外，美国有许多跟踪指数的杠杆增强基金，这种基金寻求相当于跟踪指数每日表现多倍（例如 2 倍或 3 倍）的每日投资回报，我们将其视为一种特殊的指数增强基金。

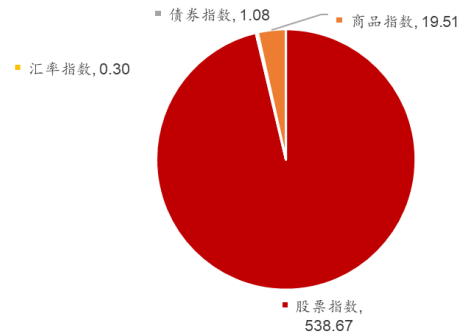
截至 2023 年 11 月 4 日，目前美国市场上有 108 只杠杆增强基金，总规模为 559.57 亿美元，主要为跟踪股票指数的杠杆增强基金。

图 6：美国不同跟踪指数类型的杠杆指增基金数量（只）



资料来源：Bloomberg, 上海证券研究所；截至 2023/11/4

图 7：美国不同跟踪指数类型的杠杆指增基金规模（亿美元）



资料来源：Bloomberg, 上海证券研究所；截至 2023/11/4

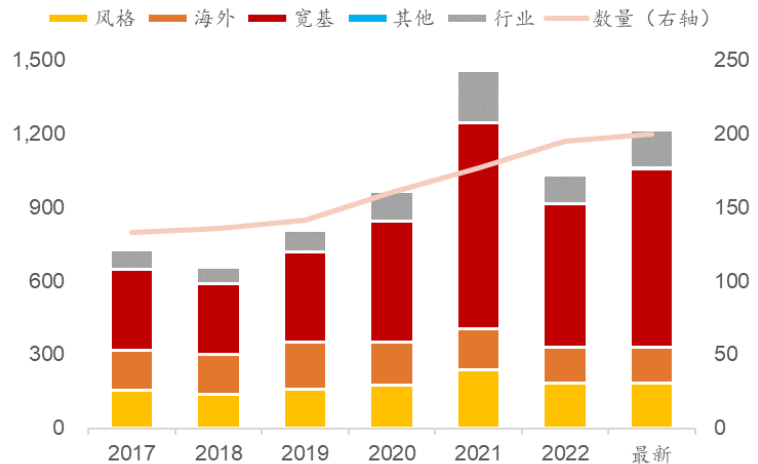
值得提及的是，由于 Bloomberg 自身数据库不完整的原因，我们上述的筛选方法得到的统计结果是不完全的统计结果，少于实际上的指数增强基金数量。根据 Morningstar 的报告，截至 2021 年 1 月末，美国有 500 多只主动型 ETF，它们管理的总资产约为 1930 亿美元，同时，主动型 ETF 在迅速增长，主动型 ETF 市场上也出现了许多新来者，Capital Group、Dimensional Fund Advisors 等公司都计划推出主动型 ETF。对于普通投资者来说，主动型 ETF 不仅具有低费率的优势，而且没有最低投资要求，我们认为这是主动型 ETF 得以迅速发展的重要原因。

1.3 跟踪指数类型多样的股票指数增强基金

1.3.1 美国股票型指增基金的分类和发展

根据基准指数类型，我们将美国的股票指数增强基金分为宽基、行业、风格、海外和其他五种类型。总体看股票指数增强基金逐年发展，在 2021 年规模达到迄今为止的高点后有所回调。无论是基金规模还是数量，美国的股票指数增强基金均是宽基指数增强（91 只，726 亿美元）居于首位。

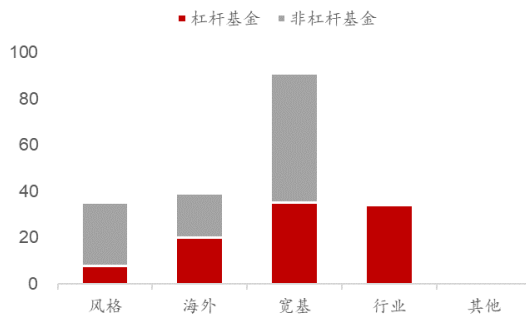
图 8：美国股票指数增强基金的发展（亿美元）



资料来源：Bloomberg, 上海证券研究所；截至 2023/11/4

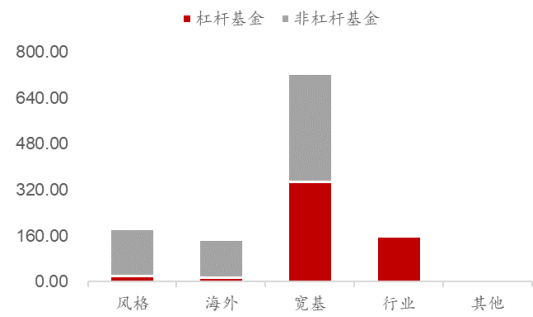
美国不同类型跟踪指数的股票指增强基金在杠杆和非杠杆型上的分布差别显著。截至2023年11月4日，行业增强基金中均为杠杆型增强基金，因为目前只有Direxion Funds和ProShare Advisors两家专注杠杆型指增的公司布局行业增强基金，而风格增强基金中以非杠杆型为主。

图9：美国不同风格类型的股票指增基金数量分布（只）



资料来源：Bloomberg, 上海证券研究所；截至2023/11/4

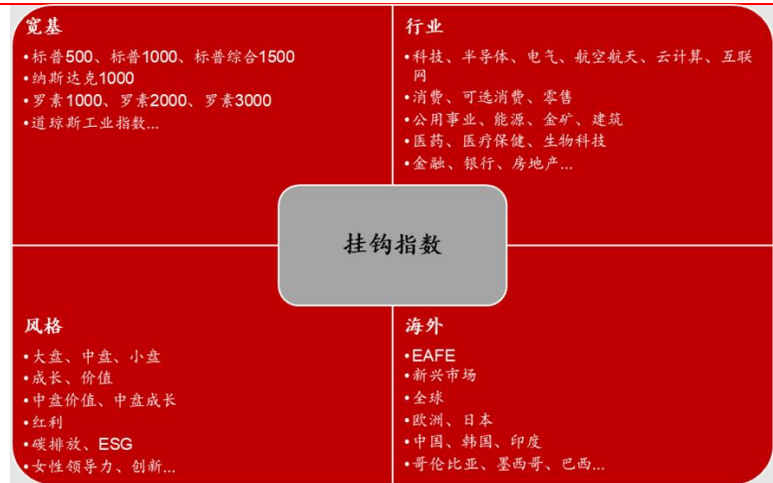
图10：美国不同风格类型的股票指增基金规模分布（亿美元）



资料来源：Bloomberg, 上海证券研究所；截至2023/11/4

美国指增基金在各大领域布局全面，以风格为例，成长、价值、大盘、中大盘、小盘、红利等常规风格均有涉及。同时，也有一些十分有趣的细分领域跟踪指数，如女性领导力指数、创新指数等，我们认为，这受益于美国指数涵盖范围广泛。

图11：不同类型的指数增强基金跟踪指数布局



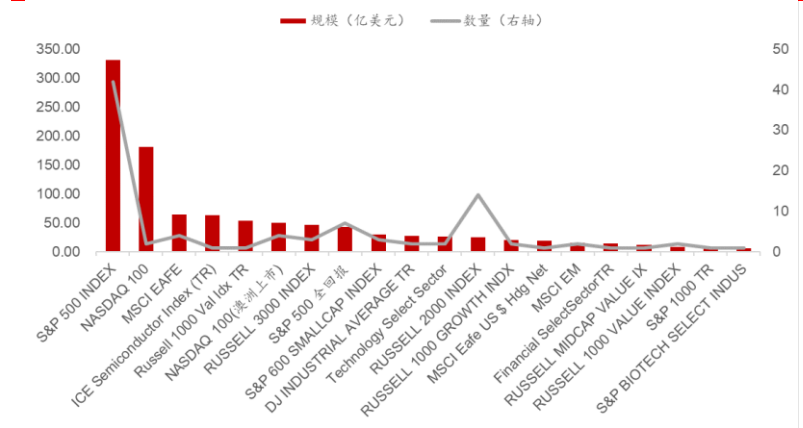
资料来源：Bloomberg, 上海证券研究所

美国股票指增基金的跟踪指数集中度极高，主要集中在大家熟知的著名指数上。美国股票指数增强基金共有97个跟踪指数，其中挂钩基金规模top20的指数占有所有美国股票指数增强基金的88.92%。

挂钩基金规模较大的指数在四种类型上均有代表产品，宽基

指数如标普 500、纳斯达克 100、罗素 3000 等，海外指数如 MSCI EAFE（投资于北美以外的发达国家）、MSCI Emerging Markets（投资于新兴市场）等，行业指数如 ICE 半导体指数、标普科技精选行业指数等，市值风格指数如标普 600 小盘指数等，成长价值风格指数如罗素 1000 价值、罗素 1000 成长指数。

图 12：挂钩基金规模 top20 的美国股票指数增强基金跟踪指数



资料来源：Bloomberg, 上海证券研究所；截至 2023/11/4

1.3.2 从管理人维度看美国股票型指增基金

从管理人来看，截至 2023 年 11 月 4 日，指增基金管理规模超过 10 亿美元的基金公司共计 15 家。我们发现，这 15 家基金公司在许多方面分化差异很大，可以说，美国股票指增基金公司的规模、业绩和先发优势并存，且存在公司进行差异化指增布局。

既有早在 1960s 就开始布局指增的管理人如 Guggenheim Funds，也有后来居上的公司如 Nationwide；在资管巨头 Fidelity Management、State Street、JP Morgan 榜上有名的同时，也有 Main Management、Amplify Investments 这样的小基金公司；头部指增管理人多布局非杠杆基金，但 ProShare Advisors 和 Direxion Funds 只发布杠杆型指增基金，除了常见的宽基指增，这两家基金公司也成立了跟踪不同海外区域、不同行业 and 不同市值风格指数的杠杆基金；在管指增基金规模靠前的基金管理人并不一定是各类型基金布局全面或者基金数量较多的公司，也有许多依赖 1、2 只明星基金产品。

在股票指增领域，头部基金公司的集中效应非常明显，从规模来看，前三的指增基金规模占比为 60.01%，前五的指增基金规模占比高达 77.03%，但和美国头部资管机构的重合度并不高，有些头部资管机构如 BlackRock，2023 年 6 月才发行了其首只指增产品。

美国的指增市场尚未饱和，小公司也可以通过出色的业绩迅速扩大产品规模，如 Amplify Investments，虽然公司整体规模一般，且发力较晚，直到 2016 年才成立了唯一的指增基金 Amplify CWP Enhanced Dividend，但依靠 2020-2022 连续三年稳定的超额收益，完成了 0.23-1.91-9.36-25.16(亿美元)的规模飞跃。

相对的是，有些业绩较差的基金，哪怕同时有先发优势和平台优势，也会因为业绩较差而规模逐年缩水，比如 Schwab Core Equity Fund。Schwab Core Equity Fund，作为全市场第五只标普 500 指增基金，在 2017 年年末时规模为 23.80 亿美元，是全市场非杠杆的标普 500 指增基金第二名，但随着业绩下行近几年规模不断缩水，最新规模接近腰斩，仅有 12.37 亿美元。而 Main Management 在 2017 年发行的标普 500 指增基金 Main Sector Rotation ETF，规模从 2017 年年末的 2.39 涨到最新的 12.70 亿美元，两者形成鲜明对比。分析两者业绩可以发现，Schwab Core Equity Fund 最近三年和五年的收益为 24.94% 和 56.13%，均明显低于 Main Sector Rotation ETF 的 34.67% 和 67.60%。

表 1：指增基金管理规模超过 10 亿美元的基金公司

基金管理人	现存指增基金数量	基金规模 (亿美元)	第一只指增基金成立时间	基金公司指增基金产品介绍	公司规模排名
ProShare Advisors	26	299.79	2006/6/21	专注杠杆基金，宽基、风格、海外、行业	46
JP Morgan	6	222.57	1992/10/28	宽基和海外的非杠杆基金	8
Direxion Funds	39	207.80	1999/2/22	专注杠杆基金，宽基、风格、海外、行业	61
Fidelity Management	8	128.99	2007/4/19	宽基、风格、海外的非杠杆基金	2
PIMCO	8	78.12	1993/5/13	宽基、风格、海外的非杠杆基金	13
Columbia	3	36.99	1996/7/31	分别为宽基、风格、海外的非杠杆基金	19
Nationwide	1	32.94	2018/11/2	1 只业绩优异的非杠杆型宽基指增	88
Amplify Investments	1	28.90	2016/12/14	1 只业绩优异的非杠杆型宽基指增	100+
Guggenheim Funds	10	16.35	1962/9/10	2 只 1960s 布局的非杠杆基金和 7 只本世纪成立的杠杆基金	33
Main Management	2	13.66	2017/9/5	1 只规模较大的宽基指增基金和 1 只新成立的海外指增基金	100+
State Street	1	13.12	2009/1/30	1 只规模较大的非杠杆型宽基指增	5
Charles Schwab	1	12.37	1996/7/1	1 只成立极早的非杠杆型宽基指增	10
American Century	6	11.27	1998/7/31	分别为宽基、风格、海外的非杠杆基金	18
First Trust Advisors	6	11.22	2021/7/13	均为宽基基金，杠杆和非杠杆均有	25
Voya Investments	2	10.06	1998/2/3	宽基、风格的非杠杆基金	36

资料来源：Bloomberg, mutualfunds, 上海证券研究所；指增基金数据截至 2023/11/4，公司规模排名截至 2024/4/14

1.3.3 从风险收益维度看美国股票型指增基金

分析美国股票非杠杆型指增基金的风险回报数据，可以发现，指增基金整体的超额收益分布差异很大，许多基金并不能获取到正超额，且大部分基金的跟踪误差和超额收益相关性不是很强。

我们认为，一方面，美国股票市场历史悠久、规模大、有效性较强，指增基金获取超额收益的难度更大；另一方面，美国经济和产业结构早已基本定型，大部分行业也形成了龙头效应，也致使主动偏离很难相对指数产生持续而稳定的超额收益。

加上美国的主动基金本身也会考核对基准的跟踪误差，相对来说，指数增强基金提供的选择差异化不够明显，基金规模和超额收益的关系并不是非常显著。

图 13: 美国非杠杆型股票指增基金近一年的跟踪误差和超额收益数据

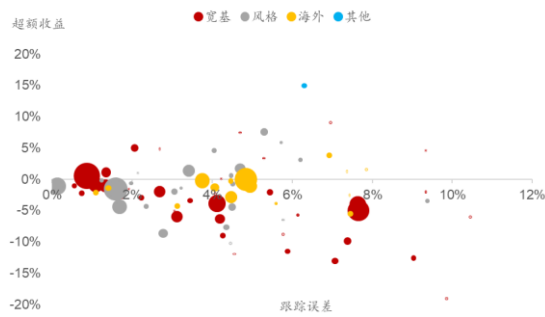
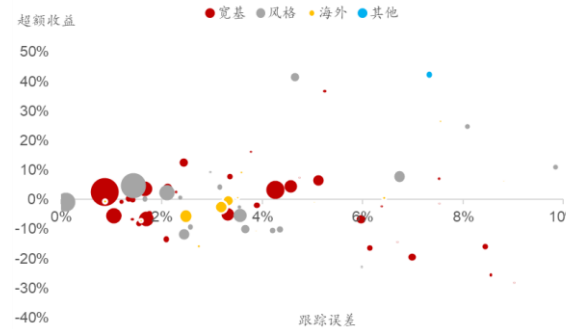


图 14: 美国非杠杆型股票指增基金近三年的跟踪误差和超额收益数据



资料来源: Bloomberg, 上海证券研究所; 时间区间: 2022/11/5-2023/11/4; 注: 散点大小代表基金最新规模; 已剔除部分极端数值, 下同

资料来源: Bloomberg, 上海证券研究所; 时间区间: 2022/11/5-2023/11/4; 注: 散点大小代表基金最新规模; 已剔除部分极端数值

图 15: 美国非杠杆型股票指增基金近一年的信息比率和超额收益数据

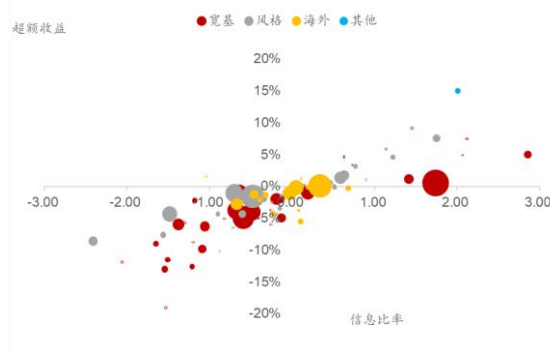
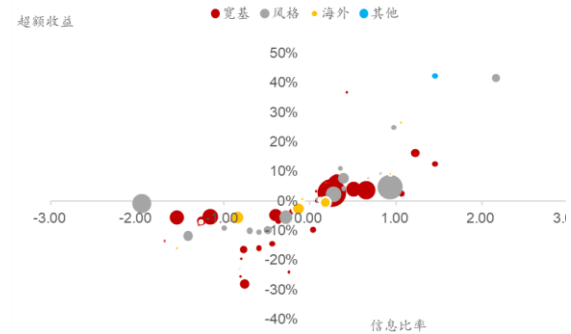


图 16: 美国非杠杆型股票指增基金近三年的信息比率和超额收益数据



资料来源: Bloomberg, 上海证券研究所; 时间区间: 2022/11/5-2023/11/4

资料来源: Bloomberg, 上海证券研究所; 时间区间: 2022/11/5-2023/11/4

2 我国的指数增强型基金发展和现状

2.1 指数增强基金：“Alpha+Beta”收益，不断创新产品

2.1.1 蓬勃发展的指增基金

指数增强基金是指在一定偏离度和跟踪误差的约束下，以追求相对基准指数超额收益为主要目标的基金产品，基金同时获取跟踪指数的 Beta 收益和指数增强的 Alpha 收益。目前，我国指数增强基金的跟踪指数均为股票指数，尚未开拓投资于债券、商品等其他大类资产的指增基金产品。

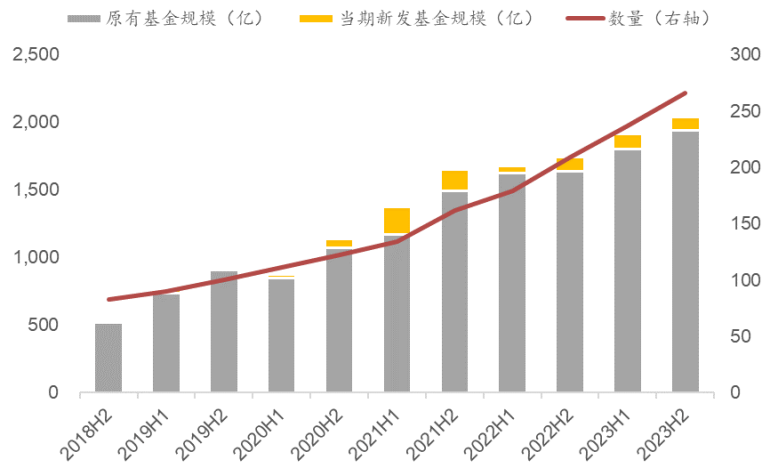
这类基金往往在合同中对其相对标的指数的偏离设置了限制，

如通常要求投资于标的指数成份股和备选成份股的资产不低于基金股票资产的 80%（以光大保德信中证 500 指数增强为例），一般要求基金的日均跟踪偏离度的绝对值在 0.5% 以内，年化跟踪误差在 7.75% 左右。

选取 Wind 二级分类中所有的增强指数型基金和 QDII 增强指数股票型基金作为我国指数增强基金的样本。最近五年，我国指数增强产品数量和规模都在不断提升。截至 2024 年 1 月 10 日，我国公募基金已经布局了 267 只指数增强基金，总规模达到 1956.00 亿元。此外，仍然有许多指增基金在审批或者发行过程中。

而且，从下图来看，指增基金的规模增长不仅来源于新发基金规模，更多来自于原有指增基金的规模增长。

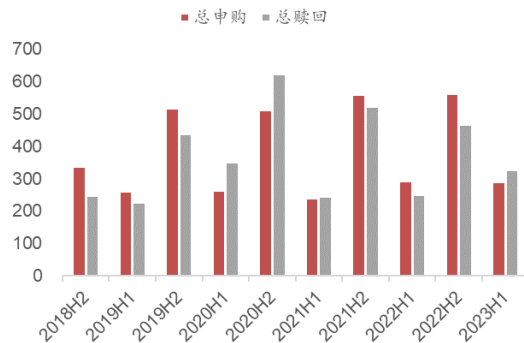
图 17：指数增强基金的规模和数量变化



资料来源：Wind，上海证券研究所；时间区间：2018/7/1-2023/12/31

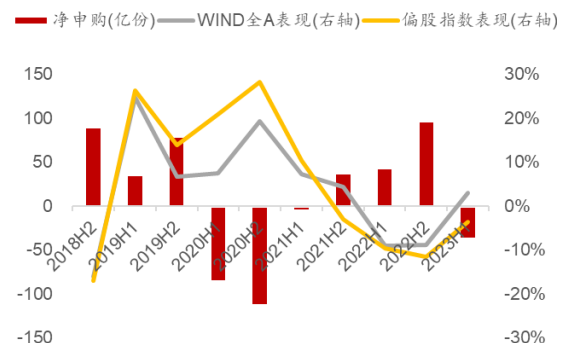
分析存续指增基金的申赎情况，我们发现指增基金的净申购份额和市场表现（以 WIND 全 A 为代表）、主动权益基金表现（以偏股混合指数为代表）呈明显的负向关系。

图 18：指增基金的申购赎回情况（亿份）



资料来源：Wind，上海证券研究所；时间区间：2018/7/1-2023/6/30

图 19：指增基金的净申购情况和市场表现



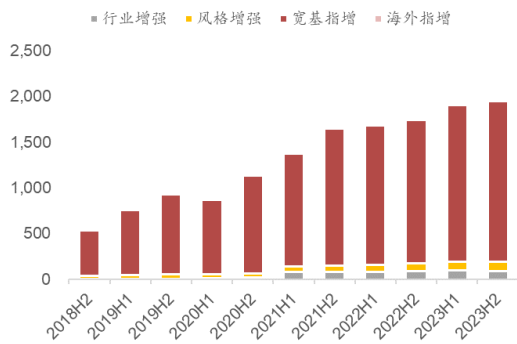
资料来源：Wind，上海证券研究所；时间区间：2018/7/1-2023/6/30

2.1.2 始终占据主体地位的宽基指增

和前文对美国指增基金的分类相似，我们将国内指增基金按照跟踪指数分为宽基、风格、行业和海外四类。

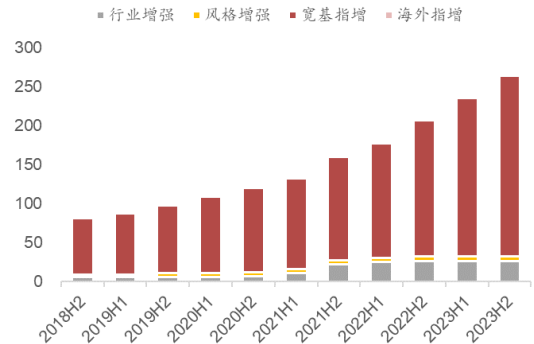
可以看出，在所有指数增强基金中，无论是规模还是数量，宽基指数始终在跟踪指数的类型中占据主导地位，行业指增和风格指增也在不断扩容。其中，行业指增涵盖了医药、消费、半导体等热门行业，6只风格指增基金中有4只红利风格的指增基金和2只ESG风格的指增基金。

图 20：不同跟踪指数类型的指数增强基金规模（亿元）



资料来源：Wind, 上海证券研究所；时间区间：2018/7/1-2023/12/31

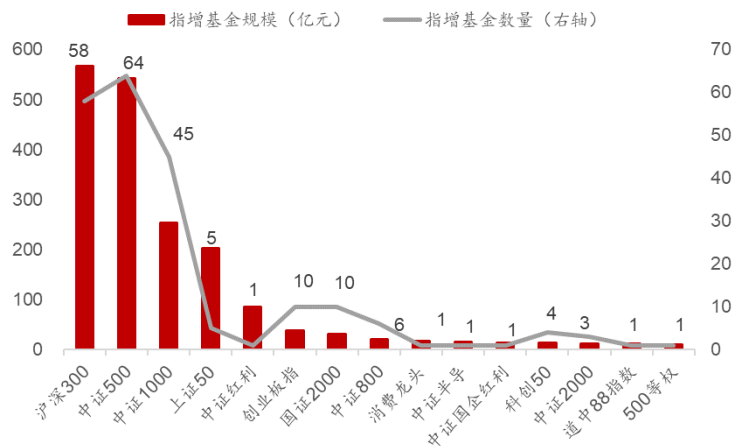
图 21：不同跟踪指数类型的指数增强基金数量



资料来源：Wind, 上海证券研究所；时间区间：2018/7/1-2023/12/31

分析所有指增基金，截至 2024 年 1 月 10 日，跟踪指数中，挂钩基金规模最大的的是沪深 300、中证 500、中证 1000 和上证 50 四只经典宽基指数，这 4 只指数是所有挂钩指增基金规模超过百亿的指数，合计规模占比高达 80.06%，2023 年的红利风格、小盘风格、科创风格等指数的挂钩基金规模也在前列。

图 22：挂钩基金规模 top15 的指数增强基金跟踪指数



资料来源：Wind, 上海证券研究所；截至 2024/1/10

2.1.3 各有侧重、不断前行的基金管理人

从管理人维度看指增基金，位于管理规模前 20 的基金公司多

为非货管理规模排名前列的大型基金公司。

截至 2024 年 1 月 10 日，目前指增基金管理规模最大的富国基金，9 只指增基金总规模为 300.38 亿元，富国基金也是唯一一家在管指增基金规模在 300 亿以上的公司，富国基金早在 2008 年开始涉足指增领域，现在布局已经非常全面，不仅布局了大中小盘的宽基指增，还管理着市场上规模最大的风格指增金和跟踪医药、娱乐、高端制造三个方向的行业指增。

目前指增基金在管数量最多的是汇添富基金，13 只指增基金总规模为 126.74 亿元，相对来说汇添富在指增领域开始较晚，我们认为其属于后来居上的指增新秀，汇添富注重宽基指增的多样化布局，目前已经成立了 10 只不同跟踪指数和投资策略的指增基金。

从市占率上说，目前市场上没有规模绝对优势的公司，排名第一的富国市占率为 15.36%，我们认为还有发展空间；从产品规模来看，更多是原有基金申购的规模增长，而并非新发产品带来的规模增量。

表 2：指增基金管理规模 top20 的管理人

基金管理人	最新		2022H2		2021H2		2021H2-最新		
	基金数量	基金规模 (亿元)	基金数量	基金规模 (亿元)	基金数量	基金规模 (亿元)	新发基金数量	规模增长	原有基金规模增长
富国基金	9	300.38	8	243.99	8	234.93	1	27.86%	25.74%
易方达基金	8	234.63	6	254.94	5	289.77	3	-19.03%	-21.15%
汇添富基金	13	126.74	9	86.92	6	92.49	7	37.03%	20.83%
万家基金	5	121.32	4	95.52	4	15.66	1	674.86%	608.48%
华夏基金	8	117.78	4	90.57	4	91.39	4	28.88%	20.78%
西部利得基金	6	75.30	5	48.26	5	55.23	1	36.35%	8.00%
建信基金	7	74.82	7	69.10	6	62.81	1	19.12%	15.88%
天弘基金	11	73.86	9	77.16	6	81.53	5	-9.41%	-26.90%
招商基金	12	73.69	9	63.27	7	52.58	5	40.16%	13.91%
兴证全球基金	2	67.74	2	62.38	2	65.01	0	4.20%	4.20%
景顺长城基金	7	63.21	6	73.98	5	86.89	2	-27.25%	-30.02%
长城基金	4	59.03	4	29.01	3	29.19	1	102.24%	101.29%
申万菱信基金	6	37.45	5	45.14	3	35.95	3	4.20%	-10.48%
国泰君安资管	3	37.22	2	17.78	1	11.61	2	220.64%	95.33%
嘉实基金	6	34.35	6	50.91	2	26.21	4	31.04%	-41.93%
博道基金	3	28.04	2	28.72	2	44.42	1	-36.87%	-40.37%
国投瑞银基金	2	26.75	2	29.33	2	18.36	0	45.72%	45.72%
鹏华基金	6	26.34	4	29.40	1	4.05	5	550.75%	142.62%
华安基金	5	24.89	5	37.60	2	32.84	3	-24.19%	-32.04%
国金基金	2	21.65	1	0.60	1	0.42	1	5036.04%	2930.30%
全市场	267	1956.00	209	1745.98	162	1652.52	105	18.36%	15.37%

资料来源：Wind，上海证券研究所；时间区间：2021/7/1-2024/1/10

2.1.4 指数增强 ETF：集成场外指增基金与场内 ETF 优势的新品种

指数增强 ETF，就是将指数增强基金和 ETF 交易模式相结合的产品，属于主动管理型 ETF 的一种。与场外指数增强基金相比，指增 ETF 具备流动性强、交易费用低等优点；与被动指数型 ETF

相比，指增 ETF 除了能获得标的指数的 Beta 收益，还能获得主动管理而产生的 Alpha 收益。

表 3：指数增强型 ETF 与传统 ETF、指数增强型基金的区别

对比要素	指数增强型 ETF	传统 ETF	指数增强型基金
投资目标	在控制跟踪误差的情况下，争取获得相对于标的指数的超额收益	紧密跟踪标的指数表现，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化	在控制跟踪误差的情况下，争取获得相对于标的指数的超额收益
投资策略	指数增强	完全复制	指数增强
日均跟踪偏离度目标	一般为 0.35% 左右	一般为 0.2% 左右	一般为 0.50% 左右
跟踪误差目标（年化）	一般为 6.5% 左右	一般为 2% 左右	一般为 7.75% 左右
申赎方式	实物、现金	实物、现金	现金
申购申报方式	份额申购	份额申购	金额申购
是否上市交易	是	是	否（LOF 除外）
持仓披露频率	每日通过 PCF 披露持仓	每日通过 PCF 披露持仓	每季度披露前十大股票持仓；每半年披露全部股票持仓

资料来源：上交所，上海证券研究所

表 4：指数增强型 ETF 与传统 ETF、指数基金和指数增强型基金的区别

对比要素	指数增强型 ETF	传统 ETF	指数基金	指数增强基金
交易效率	高	高	低	低
潜在超额收益	高	低	低	高
持仓透明度	高	高	低	低
基金经理操作介入程度	高	低	低	高
对特殊事件反应效率	高	低	低	高
跟踪误差目标	中	低	低	中
管理费	低	低	高	高
交易费用	低	低	高	高

资料来源：上交所，上海证券研究所

在 2021 年 11 月 15 日，首批 5 只指数增强 ETF 正式获准发行，且在 11 月 22 日起上线募集。2022 年 10 月 28 日，13 家公募基金相继获得指数增强策略 ETF 的批复，第二批指数增强策略产品随之推出。

目前，截至 2024 年 1 月 10 日，市场上有 26 只指数增强 ETF，总规模为 69.57 亿元，均为宽基指增 ETF，涵盖了沪深 300、中证 500、中证 800、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 和科创创业 50 多个指数，已经形成覆盖大、中、小盘的多样化产品布局，并且有多家基金公司已经上报了中证 2000 的指增 ETF。我们相信，随着指数增强策略 ETF 的不断扩容，将更好满足普通投资者高效便捷布局核心资产的投资需求。

从超额收益来看，现存指数增强 ETF 中有许多表现较好的产品，如招商中证 1000 增强策略 ETF、汇添富中证 500 增强策略 ETF 等，未来市场关注度和规模有望进一步提升。

表 5: 现存所有的指数增强 ETF

证券代码	证券简称	基金成立日	对标指数	规模 (亿)	超额收益
561300.OF	国泰沪深 300 增强策略 ETF	2021-12-01	沪深 300	11.42	-1.03%
561550.OF	华泰柏瑞中证 500 增强策略 ETF	2021-12-02	中证 500	6.77	5.16%
561990.OF	招商沪深 300 增强策略 ETF	2021-12-02	沪深 300	4.71	1.39%
159610.OF	景顺长城中证 500 增强策略 ETF	2021-12-13	中证 500	4.52	1.57%
560100.OF	南方中证 500 增强策略 ETF	2022-01-26	中证 500	1.13	3.95%
159680.OF	招商中证 1000 增强策略 ETF	2022-11-18	中证 1000	2.66	9.61%
561590.OF	华泰柏瑞中证 1000 增强策略 ETF	2022-11-23	中证 1000	0.77	2.86%
159675.OF	嘉实创业板增强策略 ETF	2022-11-24	创业板指	1.89	-1.07%
159677.OF	银华中证 1000 增强策略 ETF	2022-11-24	中证 1000	0.85	7.90%
588370.OF	南方上证科创板 50 成份增强策略 ETF	2022-12-01	科创 50	2.09	0.15%
588460.OF	鹏华上证科创板 50 成份增强策略 ETF	2022-12-01	科创 50	6.81	3.15%
561000.OF	华安沪深 300 增强策略 ETF	2022-12-21	沪深 300	0.66	1.29%
588320.OF	广发中证科创创业 50 增强策略 ETF	2022-12-28	科创创业 50	0.12	-1.75%
159679.OF	国泰中证 1000 增强策略 ETF	2023-02-09	中证 1000	3.25	3.93%
159678.OF	博时中证 500 增强策略 ETF	2023-02-13	中证 500	1.34	4.80%
563030.OF	易方达中证 500 增强策略 ETF	2023-02-17	中证 500	2.78	4.16%
159685.OF	天弘中证 1000 增强策略 ETF	2023-03-15	中证 1000	0.48	2.65%
159676.OF	富国创业板增强策略 ETF	2023-03-23	创业板指	4.99	0.71%
561950.OF	招商中证 500 增强策略 ETF	2023-03-29	中证 500	1.24	5.36%
560950.OF	汇添富中证 500 增强策略 ETF	2023-07-19	中证 500	0.57	11.02%
159517.OF	银华中证 800 增强策略 ETF	2023-08-23	中证 800	0.36	3.86%
561280.OF	工银中证 1000 增强策略 ETF	2023-08-31	中证 1000	0.31	8.52%
560590.OF	鹏华中证 1000 增强策略 ETF	2023-09-01	中证 1000	0.20	8.36%
561780.OF	博时中证 1000 增强策略 ETF	2023-11-02	中证 1000	2.73	7.33%
159555.OF	银华中证 2000 增强策略 ETF	2023-12-01	中证 2000	2.23	/
159556.OF	平安中证 2000 增强策略 ETF	2023-12-27	中证 2000	4.73	/

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 截至 2024/1/10; 注: 超额收益为成立以来的年化超额收益

2.2 指数增强基金的风险收益情况

2.2.1 各类型指增的风险收益: 多数获得正超额

分析指增基金的风险收益情况, 可以发现, 不同类型的指增基金在近一年和近三年的时间区间来看, 截至 2024 年 1 月 10 日, 多数类型的指增基金整体都能得到正超额收益, 且指增基金总体超额回撤控制得较好。

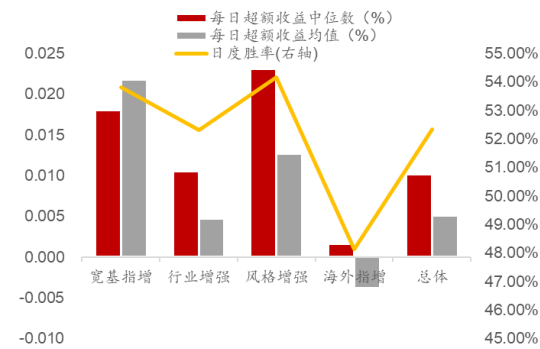
表 6: 各类型指增基金的风险收益情况

最近一年	样本数	超额收益	胜率	跟踪误差	信息比率	超额回撤	平均日度胜率
宽基指增	176	3.09%	78.41%	0.50%	13.70%	-3.34%	53.81%
行业增强	26	2.21%	80.77%	0.54%	14.83%	-4.10%	52.32%
风格增强	6	2.43%	83.33%	0.53%	10.81%	-4.34%	54.15%
海外指增	2	0.08%	50.00%	0.76%	4.77%	-7.33%	48.13%
总体	210	2.93%	78.57%	0.51%	13.68%	-3.88%	52.34%
最近三年	样本数	超额收益	超额收益胜率	跟踪误差	信息比率	超额回撤	平均日度胜率
宽基指增	108	7.99%	87.96%	0.61%	12.89%	-3.24%	53.72%
行业增强	7	7.96%	100.00%	0.80%	11.63%	-3.21%	54.36%
风格增强	5	14.46%	100.00%	0.75%	12.60%	-4.07%	55.10%
海外指增	2	3.15%	100.00%	0.85%	4.54%	-4.81%	48.13%
总体	122	8.18%	89.34%	0.63%	12.67%	-7.00%	52.47%

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 截至 2024/1/10; 注: 超额收益胜率为一段时间内超额收益为正的基金概率, 跟踪误差以日度为分割区间, 超额回撤为超额收益的滚动最大回撤, 日度胜率为日度超额收益为正的胜率

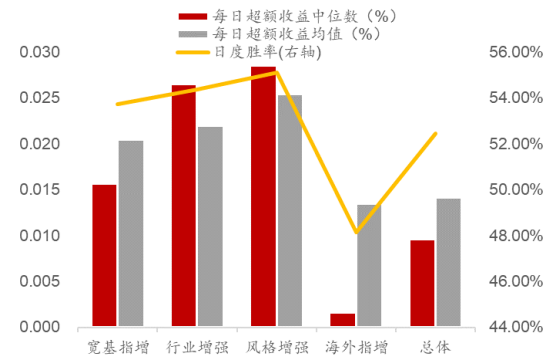
具体从日度超额收益的维度来看, 除海外指增个别数据外, 各类指增基金在最近一年和三年, 每日超额收益的中位数、平均数和日度胜率总体均为正值, 我们认为, 这证明指增基金有博取一定 alpha 收益的能力。

图 23: 各类指增基金最近一年的日度超额表现



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2023/1/11-2024/1/10

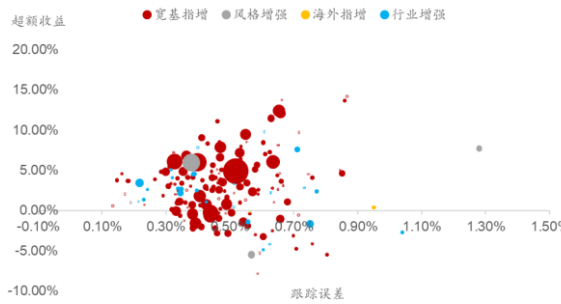
图 24: 各类指增基金最近三年的日度超额表现



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/1/11-2024/1/10

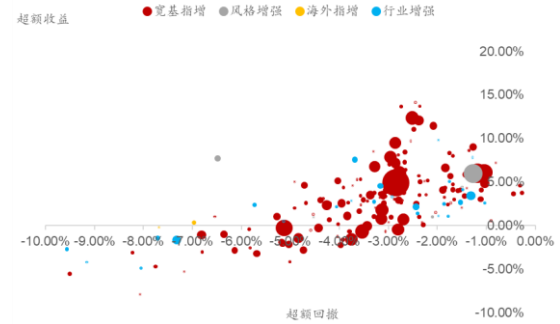
通过下图的超额收益、超额回撤和跟踪误差散点图, 我们发现大部分指增基金有正超额收益, 同时, 规模较大的指增基金一般都有正超额回报。

图 25: 指增基金近一年跟踪误差和超额收益数据



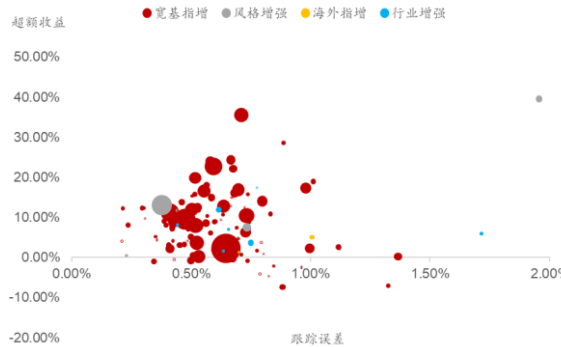
资料来源: Wind,上海证券研究所; 时间区间: 2023/1/11-2024/1/10; 注: 散点大小代表基金最新规模; 已剔除部分极端数值, 下同

图 26: 指增基金近一年超额回撤和超额收益数据



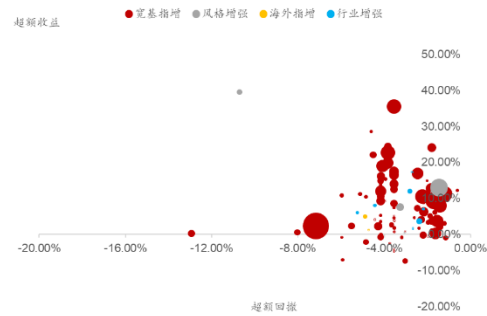
资料来源: Wind,上海证券研究所; 时间区间: 2023/1/11-2024/1/10; 注: 散点大小代表基金最新规模; 已剔除部分极端数值, 下同

图 27: 指数基金近三年跟踪误差和超额收益数据



资料来源: Wind,上海证券研究所; 时间区间: 2021/1/11-2024/1/10

图 28: 指增基金近三年超额回撤和超额收益数据



资料来源: Wind,上海证券研究所; 时间区间: 2021/1/11-2024/1/10

至于沪深 300、中证 500 和中证 1000 三类指增基金, 可以发现这三类基金中, 中证 1000 指增的超额最突出, 显著高于中证 500 指增和沪深 300 指增。

表 7: 不同跟踪指数的指增基金风险收益情况

最近一年	样本数	超额收益	胜率	跟踪误差	信息比率	超额回撤	平均日度胜率
沪深 300	56	2.20%	75.00%	0.46%	12.99%	-3.22%	54.05%
中证 500	56	3.12%	76.79%	0.52%	11.23%	-3.54%	52.85%
中证 1000	20	6.40%	95.00%	0.53%	24.38%	-2.90%	55.23%
最近三年	样本数	超额收益	超额收益胜率	跟踪误差	信息比率	超额回撤	平均日度胜率
沪深 300	42	7.38%	92.86%	0.54%	14.66%	-3.00%	54.25%
中证 500	37	7.63%	86.49%	0.69%	8.65%	-3.10%	52.72%
中证 1000	5	21.18%	100.00%	0.60%	23.48%	-3.07%	54.27%

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 截至 2024/1/10; 注: 超额收益胜率为一段时间内超额收益为正的基金概率, 跟踪误差以日度为分割区间, 超额回撤为超额收益的滚动最大回撤, 日度胜率为日度超额收益为正的胜率

2.2.2 规模对指增基金的影响：不同类型受规模影响不同

进一步分析不同规模的指增基金表现，我们考虑到，一方面，理论上业绩优秀的基金会引起市场更多关注进而转化成更多申购，另一方面，规模过大会影响策略的实现从而影响业绩。

比如，分析最新规模大于5亿元的指增基金，最新规模大于5亿元的宽基指增最近三年的超额回报为11.73%，高于所有宽基指增的9.33%，同时和所有样本值的跟踪误差接近、信息比率较高，而样本较少的行业增强和风格增强在此处的特点相对不稳定。

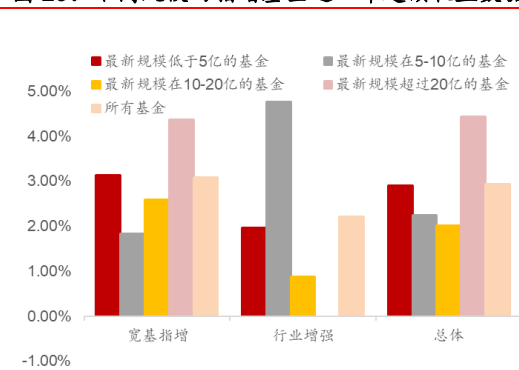
表 8：不同规模指增基金的风险收益情况

类型	最新规模超过5亿的基金			所有基金		
	超额收益	跟踪误差	信息比率	超额收益	跟踪误差	信息比率
最近一年						
宽基指增	2.99%	0.48%	13.15%	3.09%	0.50%	13.70%
行业增强	3.21%	0.48%	20.12%	2.21%	0.54%	14.83%
风格增强	2.72%	0.74%	7.42%	2.43%	0.53%	10.81%
总体	3.00%	0.49%	13.41%	2.93%	0.51%	13.68%
最近三年						
宽基指增	11.73%	0.62%	12.88%	9.33%	0.61%	12.69%
行业增强	3.63%	0.75%	4.91%	7.09%	0.87%	7.50%
风格增强	20.02%	1.02%	13.58%	16.85%	0.75%	14.74%
总体	9.97%	0.65%	12.77%	9.42%	0.63%	12.36%

资料来源：Wind, 上海证券研究所；截至 2024/1/10；注：规模数据均为 2023 四季报最新披露的规模

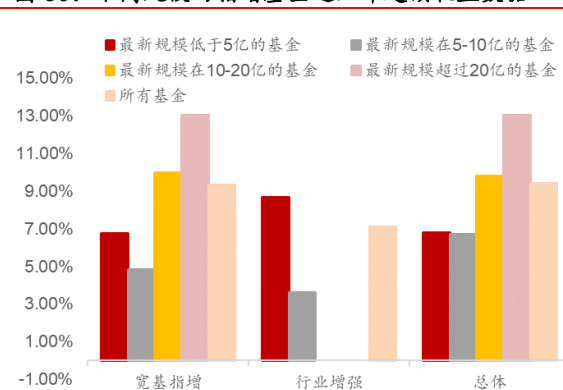
进一步拆分，我们认为这或许与市场关注度和策略容量有关，不同规模的宽基指增和行业增强基金表现有所不同，宽基指增在一定程度上符合前文中“理论上业绩优秀的基金会引起市场更多关注进而转化成更多申购”的逻辑，在一定时间区间内，规模较大的宽基指增基金总体表现更好。

图 29：不同规模的指增基金近一年超额收益数据



资料来源：Wind, 上海证券研究所；时间区间：2023/1/11-2024/1/10；注：规模数据均为 2023 四季报最新披露的规模，右同

图 30：不同规模的指增基金近三年超额收益数据

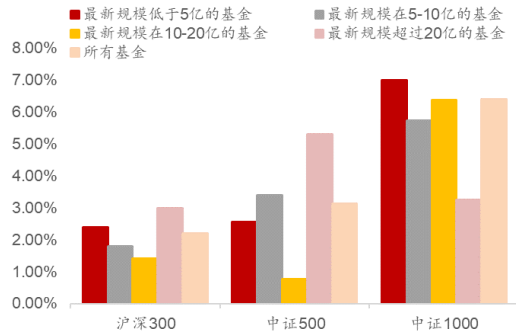


资料来源：Wind, 上海证券研究所；时间区间：2021/1/11-2024/1/10

分析不同市值风格规模的宽基指增表现，以中证 1000、沪深 300 和中证 500 三个指数的指增基金为例，按照规模对其进行分类，

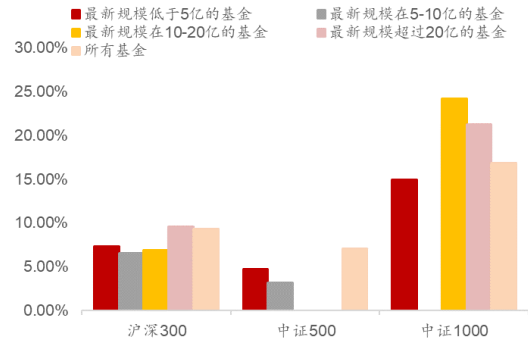
从最近一年来看，成分股市值更小的中证 1000 指增基金在更小的规模区间中出现的超额收益峰值。

图 31: 不同规模的指增基金近一年超额收益数据



资料来源: Wind,上海证券研究所; 时间区间: 2023/1/11-2024/1/10; 注: 规模数据均为 2023 四季报最新披露的规模, 右同

图 32: 不同规模的指增基金近三年超额收益数据

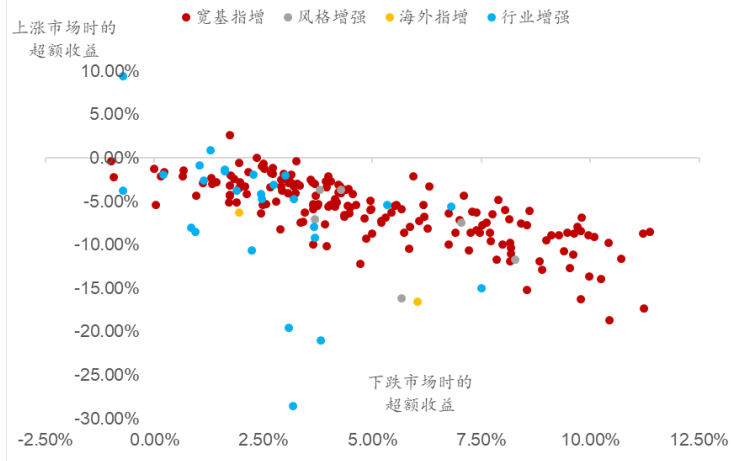


资料来源: Wind,上海证券研究所; 时间区间: 2021/1/11-2024/1/10

2.2.3 上涨和下跌市的表现: 超额收益在指数下跌时更明显

将指数表现拆分为上涨市场和下跌市场两种情况, 分析所有指增基金在指数涨跌时的超额收益表现, 可以发现, 指增基金在指数涨跌时候的超额有一定共性, 多数为在上涨时表现逊于指数, 在下跌时表现超越指数。

图 33: 指数增强基金在跟踪指数上涨和下跌时的表现 (近一年, 年化)



资料来源: Wind,上海证券研究所; 时间区间: 2023/1/11-2024/1/10

2.3 超额收益拆分: 个股选择收益弹性和影响更大

通过 Brinson 模型, 以跟踪指数为基准, 拆解指数增强基金的超额收益来源, 我们发现, 指增基金的行业收益胜率许多时候高于行业内选股的胜率, 但行业内个股选择收益均值的绝对值高于行业配置收益均值, 换言之, 个股选择的正误对收益影响更大。

表 9：不同指增基金的行业收益和个股收益

时间	2021H2				2022H1			
类型	行业收益均值	行业收益胜率	个股收益均值	个股收益胜率	行业收益均值	行业收益胜率	个股收益均值	个股收益胜率
宽基指增	0.04%	53.28%	-0.37%	45.08%	0.73%	79.51%	0.99%	67.21%
行业增强	-0.17%	46.67%	-0.29%	46.67%	0.47%	66.67%	1.61%	73.33%
风格增强	-0.18%	66.67%	0.69%	66.67%	1.37%	100.00%	1.39%	100.00%

时间	2022H2				2023H1			
类型	行业收益均值	行业收益胜率	个股收益均值	个股收益胜率	行业收益均值	行业收益胜率	个股收益均值	个股收益胜率
宽基指增	-0.16%	31.15%	-0.84%	33.61%	0.00%	54.92%	0.08%	54.10%
行业增强	-0.23%	40.00%	0.45%	46.67%	0.45%	60.00%	0.69%	80.00%
风格增强	-0.30%	33.33%	0.77%	66.67%	0.08%	66.67%	0.55%	66.67%

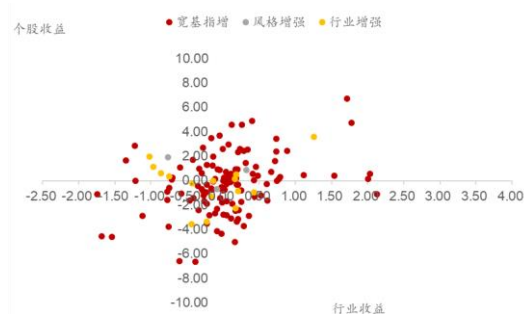
时间	2021H2				2022H1			
类型	行业收益均值	行业收益胜率	个股收益均值	个股收益胜率	行业收益均值	行业收益胜率	个股收益均值	个股收益胜率
沪深 300	0.05%	50.00%	0.44%	58.70%	0.62%	84.78%	0.90%	73.91%
中证 500	0.15%	60.47%	-0.73%	34.88%	1.01%	83.72%	1.55%	72.09%
中证 1000	-0.11%	40.00%	-5.55%	20.00%	0.20%	60.00%	-0.93%	20.00%

时间	2022H2				2023H1			
类型	行业收益均值	行业收益胜率	个股收益均值	个股收益胜率	行业收益均值	行业收益胜率	个股收益均值	个股收益胜率
沪深 300	-0.28%	23.91%	-0.79%	26.09%	-0.16%	52.17%	-0.15%	52.17%
中证 500	-0.16%	34.88%	-0.77%	37.21%	-0.07%	48.84%	0.49%	55.81%
中证 1000	-0.17%	20.00%	-2.74%	0.00%	0.65%	80.00%	-4.10%	0.00%

资料来源：Wind，上海证券研究所；时间范围：2021/7/1-2023/6/30

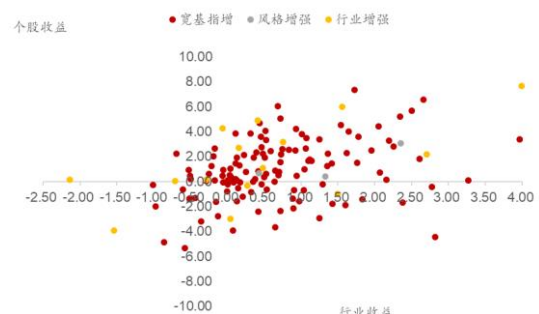
在行业内个股选择上的弹性明显更大，通过下图我们可以看出，多数指增基金的收益差距更多来源于个股选择收益，行业配置每期带来的收益基本在±2.5%之内，而个股选择收益的分布范围明显更大。

图 34：指增基金的行业配置和个股选择收益 (%) 2021H2



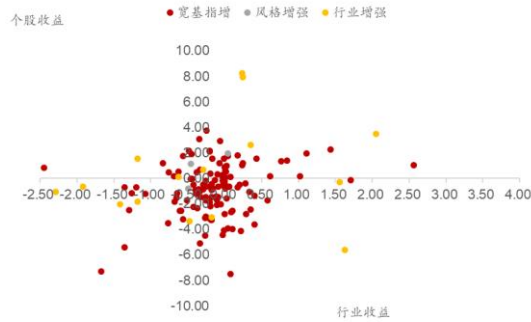
资料来源：Wind，上海证券研究所；时间区间：2021/7/1-2021/12/31；注：已经剔除部分极值，后同

图 35：指增基金的行业配置和个股选择收益 (%) 2022H1



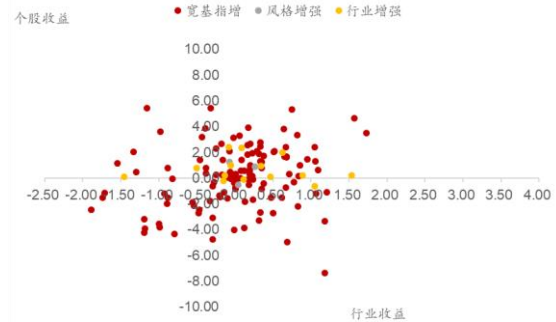
资料来源：Wind，上海证券研究所；时间区间：2022/1/1-2022/6/30

图 36: 指增基金的行业配置和个股选择收益 (%) 2022H2



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2022/7/1-2022/12/31

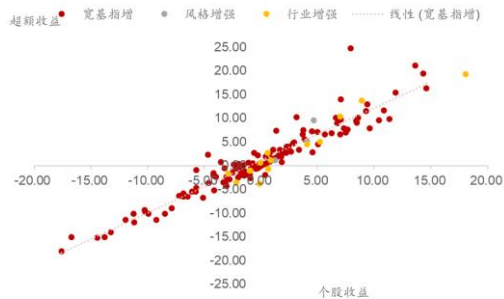
图 37: 指增基金的行业配置和个股选择收益 (%) 2023H1



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2023/1/1-2023/6/30

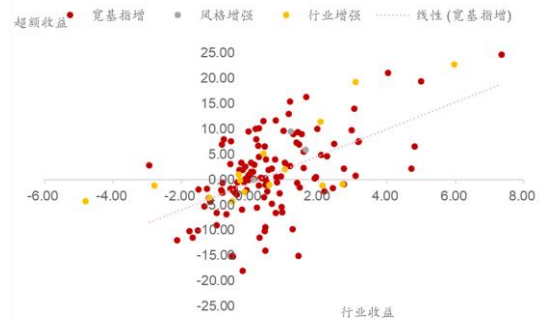
我们发现, 指增基金是否能在个股选择上获得正收益在很大程度上影响了基金是否能获得正超额收益。同时, 个股收益和超额收益的相关性极高, 四期相关性均在 0.9 以上。行业配置收益和行业内个股选择收益相比, 虽然也对总超额有影响, 但明显较小, 以最近四期结果为例, 以下散点图中个股选择收益和超额收益的关系更紧密。

图 38: 指增基金的个股选择和超额收益 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/7/1-2023/6/30

图 39: 指增基金的行业配置和超额收益 (%)

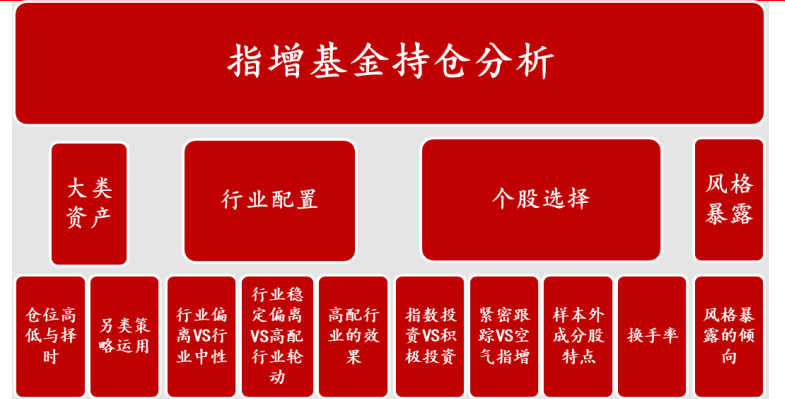


资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/7/1-2023/6/30

3 指数增强型基金发展的持仓特色

我们从大类资产配置、行业配置、个股选择、风格暴露四方面来分析指增基金总体的持仓配置情况。筛选成立时间在 2021 年 12 月 31 日之前, 且剔除由于建仓期和结算模式转换等原因仓位数据不完全的部分基金, 并考虑数据的可得性, 得到 141 只指增基金用于持仓分析。

图 40：指增基金持仓分析的流程



资料来源：上海证券研究所

3.1 资产配置：多数在打新配合下稳定高仓位运行

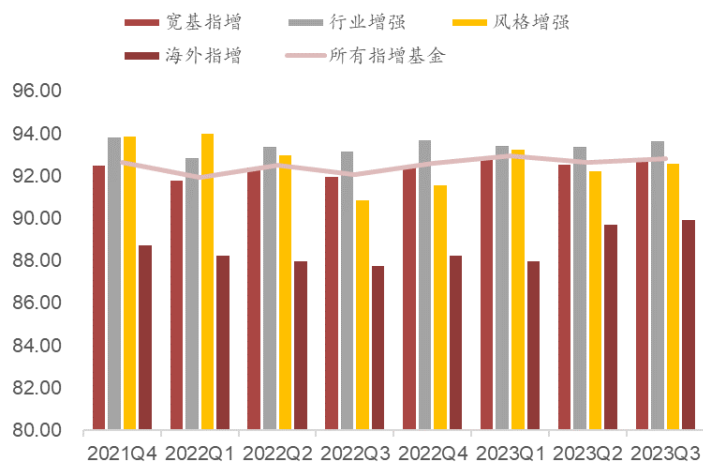
3.1.1 仓位浮动：多数几乎不择时

指数增强型基金的仓位在基金合同中都有约定，只能在一个较小的范围内浮动，如安信中证 500 指增和景顺长城沪深 300 指增。一般规定指增基金的股票资产投资比例为基金资产的 80%-95%（安信中证 500 指增）或 90%-95%（景顺长城沪深 300 指增），而且其中投资于标的指数成份股和备选成份股的资产不低于非现金基金资产的 80%，此外增强型 ETF 的仓位则可以在 99% 以上。

通过分析指增基金最近八期的股票市值占基金资产净值比可以发现，大部分基金在仓位配置上满足 80%-95% 的股票资产配置要求，141 只基金中有 132 只基金连续八期在上述范围中。

无论是哪种类型的指增基金，平均仓位都在 87% 以上，可以说高仓位运行。其中，行业增强和风格增强基金的整体仓位略高于宽基指增基金，显著高于海外指增基金。

图 41：指数增强基金的平均仓位（2021Q4-2023Q3）

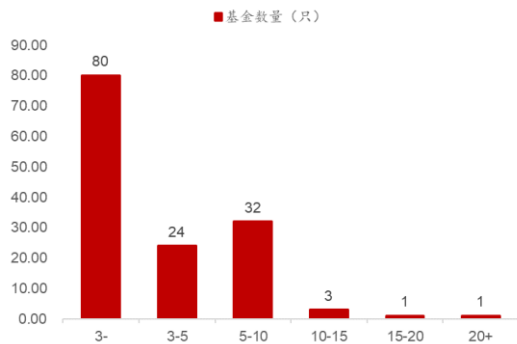


资料来源：Wind，上海证券研究所；时间区间：2021/12/31-2023/9/30

由于指增基金本身有仓位要求，可以在股票仓位上做的择时力度较小，从下图可以发现，大部分基金最近八期的股票仓位极

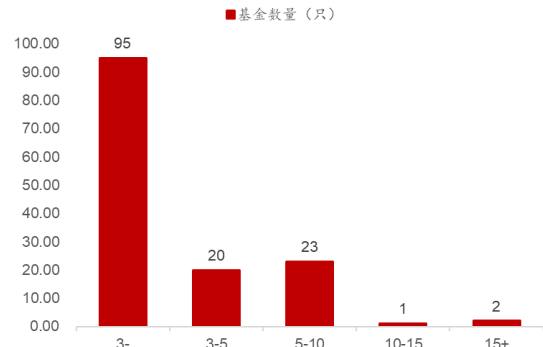
差和最大的单期仓位变化幅度均在 5% 甚至 3% 以内。如果以单期仓位变化幅度绝对值 5% 作为择时与否的界限，共有 26 只指增基金有一定幅度的择时操作。这 26 只基金中，除了一只海外指增基金之外，均为宽基指增基金。但在前文来看，跟踪宽基指数的增强基金是跟踪误差最小的指增基金类型，我们认为与市场上宽基指增基金的数量较多、品类较丰富、研究力度较大有关，宽基指增在多样和控制误差上平衡得较好。

图 42: 指数增强基金最近八期的仓位极差分布



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/9/30

图 43: 指增基金最大的单期仓位变化绝对值分布

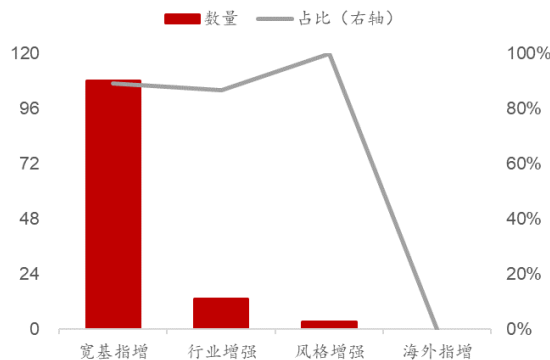


资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/9/30

3.1.2 新股申购: 多数宽基指增基金参与打新, 试图增厚收益

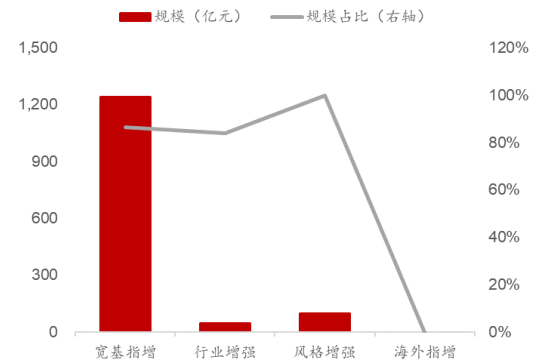
新股申购, 又称打新, 是公募基金收益增强的来源之一。在样本中的 141 只基金中, 有 124 只基金在 2023 年参加了新股申购活动, 总规模为 1385.00 亿元, 规模占比高达 86.87%, 新股获配金额达到 14.69 亿元。参与打新的基金多为宽基指增基金, 其中不乏获配新股个数超过 100 只甚至 200 只的基金, 我们认为, 这说明有部分指增基金将打新作为固定的增厚收入方式。尤其沪深 300 指增基金, 其中只有 1 只沪深 300 指增基金 (兴全沪深 300 指数增强) 在 2023 年没有参与过新股申购。

图 44: 参与打新的指数增强基金数量



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2023/1/1-2023/12/31

图 45: 参与打新的指数增强基金规模



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2023/1/1-2023/12/31

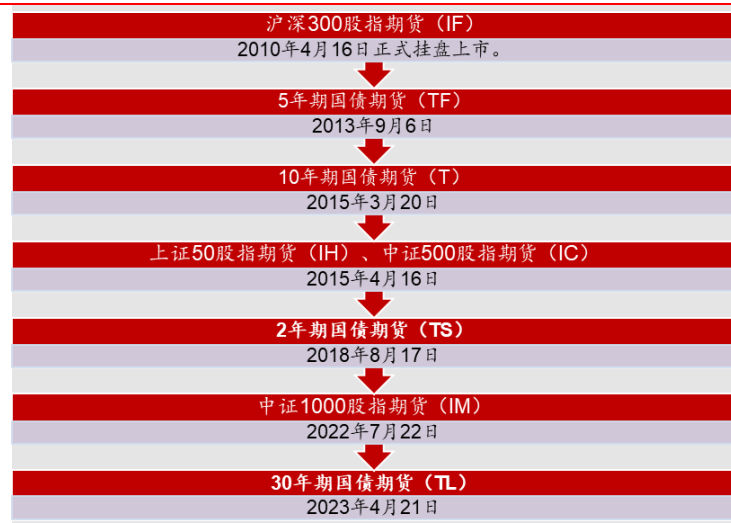
3.1.3 衍生品策略：部分基金投资股指期货

在股票仓位之外，指增基金也可以通过其他方式增强收益，比如以股指期货、国债期货等衍生品投资作为增强策略。

我们认为，股指期货是和指数价格非常高度相关的金融衍生品，目前我国的股指期货在不断扩充的过程中。目前，已经推出了沪深 300 股指期货、中证 500 股指期货和上证 50 股指期货和中证 1000 股指期货 4 种期货。

2022 年 6 月，中金所发了中证 1000 股指期货和期权合约细则的征求意见稿，在丰富金融衍生品种类，弥补股指期货标的缺乏小市值代表指数空白的同时，中证 1000 股指衍生品的推出也帮助中证 1000 指数提升规模和流动性。

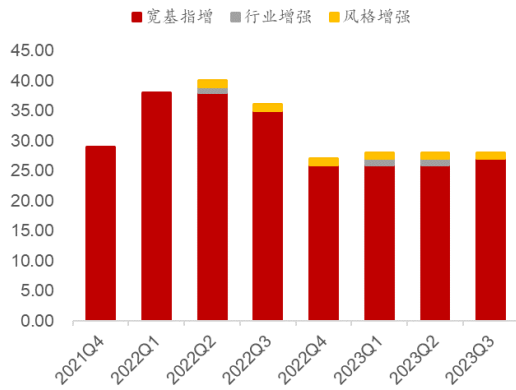
图 46：目前中金所上市的股指期货和国债期货



资料来源：中金所，证监会，中国政府网，券商中国，上海证券研究所

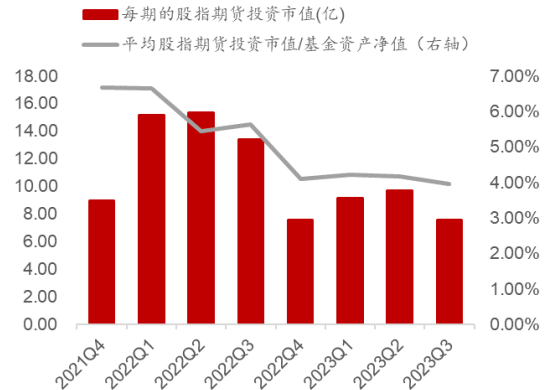
在上述的 141 只指增基金中，目前有 54 只基金在最近八期持有过股指期货，但没有基金持有过国债期货。这些基金基本为宽基指增基金，只有建信精工制造指数增强和西部利得国企红利指数增强两只窄基指增基金，且这两只基金的基金经理均管理着宽基指增，在这两只持有的期货多为基金经理管理的宽基指增持有的品类，我们倾向于认为，可能和基金经理当时对市场整体风格的判断有一定关系。

图 47：最近八期持有股指期货的指增基金数量



资料来源：Wind, 上海证券研究所；时间区间：2021/12/31-2023/9/30

图 48：指增基金最近八期的股指期货市值规模



资料来源：Wind, 上海证券研究所；时间区间：2021/12/31-2023/9/30

我们将最近八期至少有六期持有股指期货、近八期持有期货时最低比例不低于 2% 的基金在此视为稳定持有股指期货的基金，目前有 6 只符合上述定义的宽基指增，主要是中证 500 指增基金（4 只），包括兴银中证 500 指数增强、民生加银中证 500 指数增强、建信中证 500 指数增强和西部利得中证 500 指数增强。

大多数宽基指增基金只选择持有指数挂钩的期货，只有极少指增基金持有多种期货，如海富通沪深 300 指数增强。

目前推出的 4 种期货均有对应的指数基金对其进行投资，2023 年 3 月成立的华泰柏瑞上证 50 指数增强在最新半年度报告中投资了上证 50 股指期货。

表 10：指增基金的持有期货情况

跟踪指数	样本指增基金		持有过股指期货的基金		稳定持有股指期货的基金		持有其他股指期货的基金	
	数量	规模(亿)	数量	规模(亿)	数量	规模(亿)	数量	规模(亿)
沪深 300	46	526.36	20	248.96	1	1.94	2	8.39
中证 500	43	485.93	25	265.09	4	85.13	2	57.96
中证 1000	5	35.69	4	28.85	1	2.23	0	0.00
上证 50	3	249.76	0	0.00	0	0.00	0	0.00
创业板指	5	20.12	1	10.77	0	0.00	1	10.77
中证 800	2	19.33	1	0.27	0	0.00	1	0.27
500 等权	1	1.49	1	1.49	0	0.00	1	1.49

资料来源：Wind, 上海证券研究所；时间区间：2021/12/31-2023/9/30；注：规模数据均为 2023 四季报最新披露的规模

3.1.4 参与定增和融资融券业务：较少指增基金参与

定增市场的发展始于 2006 年，在《上市公司证券发行管理办法》颁发后，定增市场经历了萌芽、爆发、紧缩等多个阶段，直到 2020 年再融资新规颁发，定增市场才重新复苏。

2020 年 2 月 14 日，证监会发布了再融资新规，此次修改显著放宽了对主板（中小板）、创业板上市公司定向增发股票的监管要求，具体包括对认购者限售期、定向发行对象人数、最高发行折价、定价基准日认定等方面的放松，被机构普遍认为是定增市场

的重大利好。

制度的松绑也再次点燃了资金参与热情，三年以来，公募基金参与定增的热情持续高涨，根据wind数据总结，2023年全年公募基金参与定增的成本总额为368.69亿元。但具体到指增基金，目前只有较少的基金在参与，2023年全年只有兴全、财通、汇添富、南方、招商和国投瑞银6家基金公司旗下的11只指增基金参与了定增业务，成本总额仅为2.38亿元。

表 11：在 2023 年参与定增的指增基金

基金代码	基金简称	类型	参与次数	成本总额(万)	成本总额占比	账面价值(万)	账面价值占比
010673.OF	兴全中证 800 六个月持有指数增强	宽基指增	8	6000	4.60	6504	4.98
163407.OF	兴全沪深 300 指数增强	宽基指增	8	11450	2.24	12096	2.36
005850.OF	财通沪深 300 指数增强	宽基指增	8	1313	2.08	1443	2.30
018633.OF	财通中证 500 指数增强	宽基指增	4	330	0.89	395	1.05
019270.OF	财通中证 1000 指数增强	宽基指增	4	214	0.63	249	0.73
013816.OF	汇添富中证光伏产业指数增强	行业增强	2	2000	2.04	1939	1.99
011853.OF	招商中证消费龙头指数增强	行业增强	1	59	0.03	62	0.03
002906.OF	南方中证 500 增强	宽基指增	1	500	0.74	544	0.81
001050.OF	汇添富中证 500 指数增强	宽基指增	1	1000	0.31	960	0.30
005994.OF	国投瑞银中证 500 量化增强	宽基指增	1	800	0.55	796	0.54
000042.OF	财通中证 ESG100 指数增强	风格增强	1	149	0.80	166	0.89

资料来源：Wind, 上海证券研究所；时间区间：2023/1/1-2023/12/31；注：此处占比为占基金资产净值比(%)

此外，根据中基协发布的《基金参与融资融券及转融通证券出借业务指引》，股票型基金、混合型基金可以参与融资业务。基金参与融资业务后，在任何交易日日终，股票型、混合型基金持有的融资买入股票与其他有价证券市值之和，不得超过基金资产净值的95%。

我们认为，融资融券能够通过放大杠杆带来指数增强效应和转融券业务借出自己的股票来获取收益。目前看，应用此方式的指增基金非常少，2023年全年只有10只指增ETF基金采用两融来进行资产配置。

表 12：在 2023 年参与两融的指增 ETF

证券代码	证券简称	跟踪指数类型	规模(亿元)	融资买入额(亿元)	融券卖出额(亿元)	融资净买入额(亿元)
588460.SH	鹏华上证科创板 50 成份增强策略 ETF	宽基指增	6.81	3.23	0.00	0.33
561300.SH	国泰沪深 300 增强策略 ETF	宽基指增	11.42	1.12	0.00	0.04
159680.SZ	招商中证 1000 增强策略 ETF	宽基指增	2.66	1.76	0.00	0.09
561990.SH	招商沪深 300 增强策略 ETF	宽基指增	4.71	0.54	0.00	0.09
561550.SH	华泰柏瑞中证 500 增强策略 ETF	宽基指增	6.77	0.57	0.00	-0.04
159610.SZ	景顺长城中证 500 增强策略 ETF	宽基指增	4.52	0.23	0.00	0.00
159676.SZ	富国创业板增强策略 ETF	宽基指增	4.99	0.21	0.00	0.02
588370.SH	南方上证科创板 50 成份增强策略 ETF	宽基指增	2.09	0.24	0.00	0.02
159679.SZ	国泰中证 1000 增强策略 ETF	宽基指增	3.25	0.13	0.00	0.01
563030.SH	易方达中证 500 增强策略 ETF	宽基指增	2.78	0.00	0.00	0.00

资料来源：Wind, 上海证券研究所；时间区间：2023/1/1-2023/12/31；注：规模数据均为 2023 四季报最新披露的规模

3.2 行业配置：高配行业获得正收益

考虑到数据获取的难度和持续性，在行业配置和个股选择两部分的数据分析不涉及上文中 2 只海外指增基金。

3.2.1 行业偏离程度：行业中性 VS 行业偏离

我们以基金分行业投资市值占股票投资市值比和指数成分股分行业配置比例的绝对差额分析行业偏离度，进而分析基金是否相对指数行业中性，如下：

$$\text{单个行业超额配置度} = \text{该行业在基金股票持仓中的权重占比} - \text{该行业在跟踪指数中的权重占比}$$

$$\text{单个行业偏离度} = |\text{该行业的单个行业超额配置}|$$

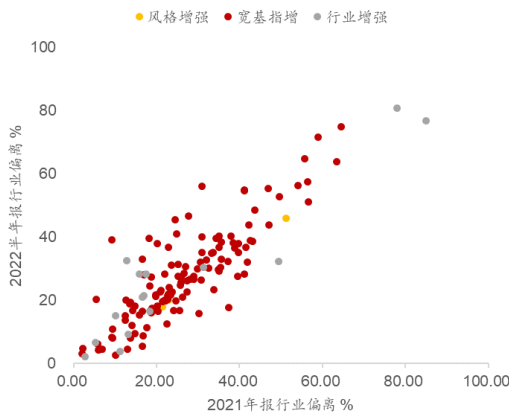
$$\text{平均行业偏离度} = \frac{\sum \text{单个行业偏离度}}{n}$$

$$\text{综合行业偏离度} = \sum \text{单个行业偏离度}$$

此时综合行业偏离度范围在 [0,200%]，指增基金的行业偏离度数值越小，代表基金的行业中性程度越高，行业偏离度数值越大，代表基金的行业配置思路越灵活。

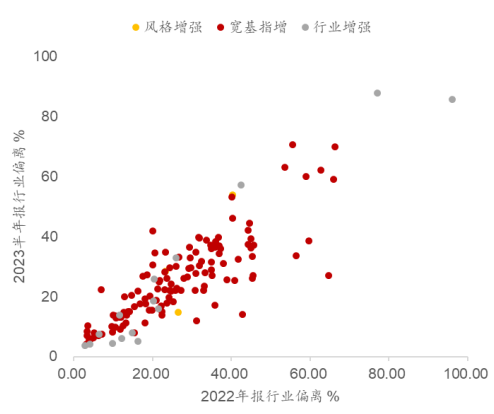
从下图中，可以发现，大部分指增基金上下两期的行业偏离度比较稳定，少部分指增基金的行业偏离比较灵活。

图 49：指增基金的行业偏离情况（21H2、22H1）



资料来源：Wind，上海证券研究所；时间区间：2021/12/31-2022/6/30

图 50：指增基金的行业偏离情况（22H2、23H1）

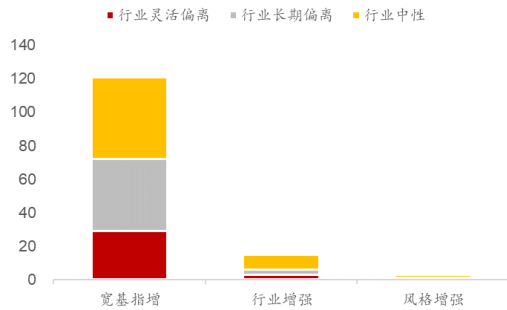


资料来源：Wind，上海证券研究所；时间区间：2022/12/31-2023/6/30

我们选择 25% 作为界限，按照综合行业偏离度分为行业中性、行业灵活偏离和行业长期偏离三类指增基金，行业中性基金为，四期综合行业偏离度均小于 30%，且四期平均偏离度小于 25% 的基金；行业长期偏离的基金为四期综合偏离度均大于 25% 的基金；其余基金为行业灵活偏离的基金。

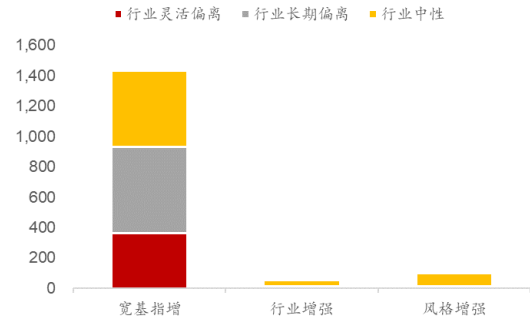
宽基指增在这三类基金上分布比较均衡，而风格和行业指数增强基金以行业中性为主，这是由于行业偏离度是按照申万一级行业进行计算，对于窄基指增基金在细分行业的偏离并不精确。行业中性、行业灵活偏离和行业长期偏离的宽基指增基金分别有 49、29 和 43 只，规模分别为 504、362 和 569 亿元。

图 51: 不同行业偏离类型的指增基金数量分布



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

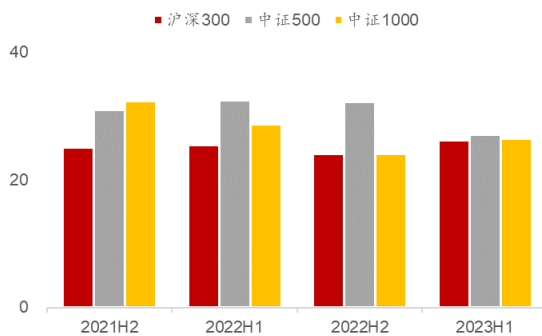
图 52: 不同行业偏离类型的指增基金规模分布 (亿)



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

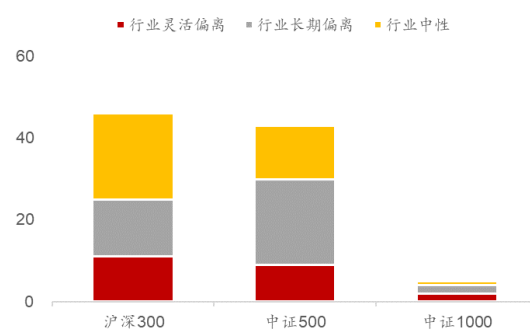
分析跟踪沪深 300、中证 500 和中证 1000 三个宽基指数的指增基金, 可以发现, 三个宽基指数均有不同行业偏离类型的对应基金, 其中, 沪深 300 指增的行业偏离度偏低一些。我们认为, 这与不同宽基指数本身的成分有关, 正如长城基金的雷俊先生在接受采访时所说, 沪深 300 的行业属性非常重要, 头部企业多, 权重分布极不均衡, 对于 300 指数增强的行业偏离度和个股偏离度需要严格控制; 而中证 500 的个股集中度非常低, 分散度非常高, 对于行业偏离度和个股偏离度都可以适当放开, 而沪深 300 中最大权重股的占比就达到 6%~7%, 如果不严控偏离度会非常被动。

图 53: 三大宽基指增基金的平均综合行业偏离度 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

图 54: 三大宽基指增基金的行业偏离类型数量分布



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

根据数据分析, 指增基金的超额收益和行业偏离并没有强相关关系, 但发现超额收益比较好的指增基金, 大部分都有较高度度的行业偏离。截至 2024 年 1 月 10 日, 最近一年超额收益前十的指增基金中只有 2 只为行业中性基金。此外, 宽基指数基金中, 行业中性、行业灵活偏离和行业长期偏离最近一年的平均超额收益为 2.39%、2.77%和

3.14%。

图 55: 最近一年超额收益 top10 的宽基指增基金 (行业偏离度单位为%)

基金代码	基金名称	跟踪指数	规模(亿)	超额收益	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	基金分类
006034.OF	富国MSCI中国A股国际通增强	MSCI中国A股国际通(美元)	1.87	13.65%	19.73	21.22	21.58	24.91	行业中性
007994.OF	华夏中证500指数增强A	中证500	54.70	12.36%	28.00	26.51	34.86	35.95	行业长期偏离
013233.OF	华夏中证500指数智选A	中证500	24.51	12.06%	29.04	27.53	34.83	37.15	行业长期偏离
010673.OF	兴全中证800六个月持有指数增强A	中证800	13.99	11.46%	42.33	43.87	44.61	44.52	行业长期偏离
006048.OF	长城中证500指数增强A	中证500	38.93	11.07%	56.67	51.01	32.89	22.05	行业灵活偏离
001397.OF	建信精工制造指数增强	精工制造	0.53	9.79%	49.51	32.31	42.39	57.19	行业长期偏离
007943.OF	富安达中证500指数增强	中证500	0.35	9.71%	24.60	19.87	23.62	17.75	行业中性
001050.OF	汇添富中证500指数增强A	中证500	32.38	9.47%	35.68	38.39	33.11	23.43	行业灵活偏离
005965.OF	安信中证500指数增强A	中证500	0.35	8.52%	47.02	43.85	45.37	33.33	行业长期偏离
005530.OF	汇添富沪深300指数增强A	沪深300	32.11	7.89%	26.00	25.62	27.14	21.94	行业灵活偏离

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 截至 2024/1/10; 注: 规模数据均为 2023 四季报最新披露的规模

3.2.2 行业轮动: 行业稳定偏离 VS 高配行业轮动

多延续前文的思路, 我们将基金在单个行业超额配置度, 计算本期与前一期每个行业权重之差的绝对值, 再求和, 作为指增基金的超额配置轮动度。

单个行业超额配置度=该行业在基金股票持仓中的权重占比
-该行业在跟踪指数中的权重占比

单个行业切换度=|该行业上期的单个行业超额配置
-该行业本期的单个行业超额配置|

综合行业轮动度=Σ单个行业轮动度

综合行业轮动度可以用来衡量指增基金在行业超额配置上的轮动意愿, 同样, 综合行业切换度范围在 [0,200%], 指增基金的行业轮动度数值越小, 代表基金的行业切换程度越低, 行业轮动度数值越大, 代表基金的行业轮动程度越强。

我们发现, 不同行业偏离程度/类型基金的行业轮动程度十分符合逻辑, 行业偏离的指增基金轮动程度高于行业中性的指增基金, 宽基指增的轮动程度高于行业增强基金, 总体看轮动幅度比较稳定。

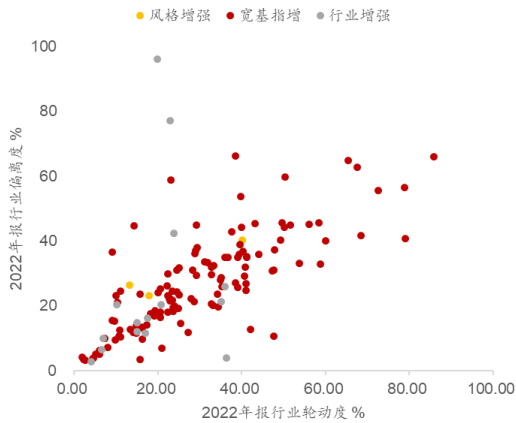
表 13: 指增基金的综合行业轮动度 (%)

基金类型	2022H1			2022H2			2023H1		
	宽基指增	行业增强	风格增强	宽基指增	行业增强	风格增强	宽基指增	行业增强	风格增强
行业中性	18.33	12.05	13.97	15.91	12.52	15.58	16.47	11.31	23.80
行业稳定偏离	39.40	23.02	38.71	42.68	22.16	40.16	42.16	23.80	47.02
行业灵活偏离	32.77	17.48	/	36.43	35.83	/	33.48	10.20	/
所有指增基金	29.28	15.33	22.22	30.34	19.11	23.77	29.67	13.59	31.54

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

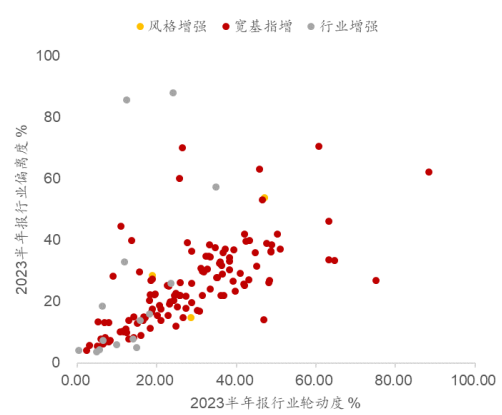
我们发现, 在同期, 行业偏离程度和行业轮动程度有明显的相关性, 大部分行业偏离的基金行业轮动程度也较高, 可以说, 行业偏离的指增基金很少会长期稳定地偏离在某个行业或板块上。

图 56: 不同行业偏离的指增基金行业轮动度 (22H2)



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2022/6/30-2022/12/31

图 57: 不同行业偏离的指增基金行业轮动度 (23H1)



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2022/12/31-2023/6/30

实际上, 也有少数行业偏离程度较高但是轮动程度低、偏离方向比较稳定的指增基金, 比如说兴全沪深300指数增强基金, 连续四期高配商贸零售, 低配电力设备, 易方达上证50增强多期高配食品饮料, 低配公用事业, 西部利得中证人工智能和西藏东财中证云计算与大数据主题指数增强两只行业增强基金都低配了指数的第一重仓行业计算机。

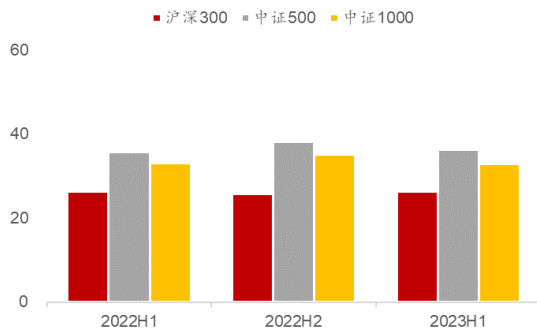
图 58: 最近三期行业轮动程度低于 30% 的行业偏离指增基金 (%)

基金代码	基金简称	跟踪指数	最近一年超额收益	行业切换程度(22H1)	行业切换程度(22H2)	行业切换程度(23H1)	行业偏离分类
163407.OF	兴全沪深300指数增强	沪深300	-10.04%	12.29	9.01	13.68	行业稳定偏离
110030.OF	易方达沪深300量化增强	沪深300	-15.18%	23.04	11.07	15.61	行业灵活偏离
004190.OF	招商沪深300指数增强	沪深300	-12.43%	25.96	19.33	18.88	行业灵活偏离
008592.OF	天弘沪深300指数增强	沪深300	-15.74%	28.78	14.82	14.23	行业灵活偏离
110003.OF	易方达上证50增强	上证50	-12.47%	20.80	23.02	25.74	行业稳定偏离
000478.OF	建信中证500指数增强	中证500	-11.21%	28.93	23.35	27.33	行业灵活偏离
003986.OF	申万菱信中证500优选增强	中证500	-12.44%	18.30	24.48	24.91	行业灵活偏离
010673.OF	兴全中证800六个月持有指数增强	中证800	-8.12%	14.10	14.23	10.93	行业稳定偏离
011832.OF	西部利得中证人工智能	CS人工智	-22.81%	27.72	22.97	24.15	行业稳定偏离
012321.OF	西藏东财中证云计算与大数据主题指数增强	云计算	-17.80%	8.03	19.75	12.39	行业稳定偏离

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 截至 2024/1/10

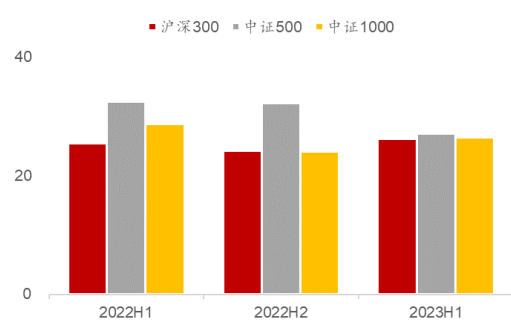
分析跟踪沪深300、中证500和中证1000三个宽基指数的指增基金, 可以发现, 三个宽基指数均有不同行业偏离类型的对应基金, 其中, 沪深300指增的行业偏离度和行业轮动程度都偏低一些。我们认为, 这与不同宽基指数本身的成分有关。

图 59: 三大宽基指增基金的平均行业轮动 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

图 60: 三大宽基指增基金的平均行业偏离 (%)

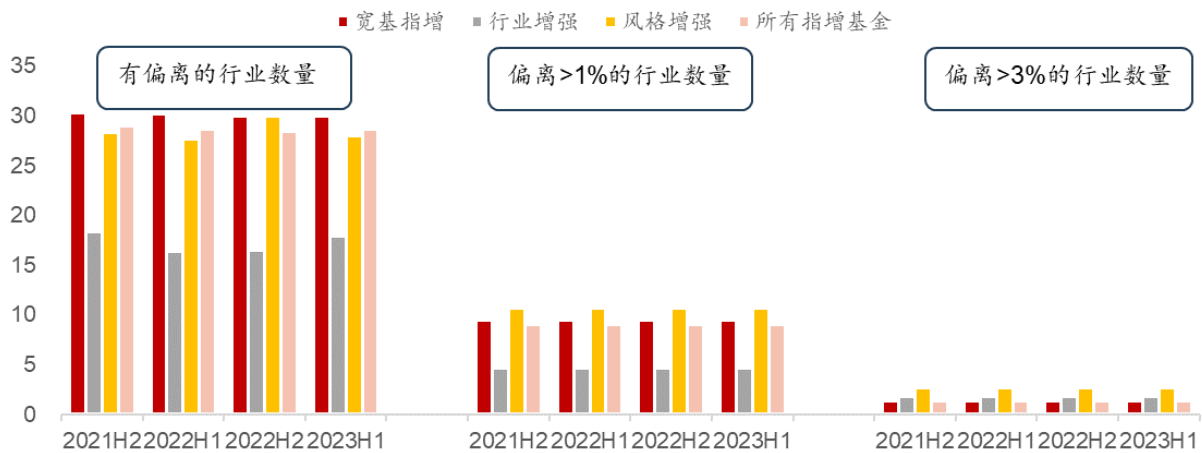


资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2022/6/30-2023/6/30

3.2.3 指增基金行业仓位变动具有一定的一致性

许多宽基指增和风格增强基金都在超过 25 个行业上和指数有不同的配置数据, 许多基金甚至在 31 个行业上的配置数据均和指数有所不同, 且单个行业偏离度超过 1% 的行业也有许多。

图 61: 指增基金配置有偏离的行业数量



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

通过分析这些指增基金在每期高配前三和低配前三的行业, 我们发现指增基金的行业配置整体有一定的一致性。比如, 在 2021H2 时有 77 只基金的前三低配行业中有计算机, 2022H1 时有 50 只基金的前三高配行业有电子行业。虽然有时一些行业在指增基金中的高配和低配数量比较接近, 我们认为, 整体看指增基金的行业配置有一定的一致性, 尤其是相同跟踪指数的基金。

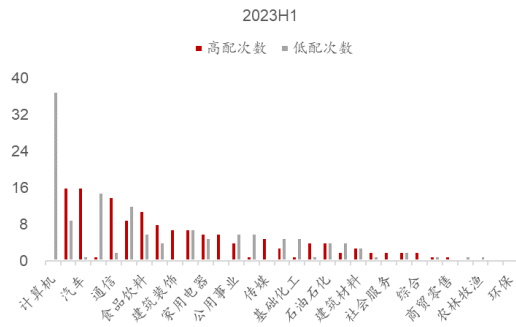
表 14：指增基金的高配、低配行业

行业	2021H2		2022H1		2022H2		2023H1	
	高配次数	低配次数	高配次数	低配次数	高配次数	低配次数	高配次数	低配次数
电子	49	17	29	20	33	22	32	37
计算机	12	77	13	79	15	67	22	67
传媒	12	17	5	10	8	9	20	13
通信	17	7	13	3	9	8	25	10
汽车	10	20	13	15	25	4	39	4
综合	35	0	20	3	22	3	16	3
电力设备	46	31	56	17	47	24	36	39
机械设备	31	5	12	17	21	15	33	4
国防军工	16	11	11	18	6	35	4	16
医药生物	16	21	31	19	28	23	24	18
基础化工	36	9	18	17	14	29	9	20
钢铁	3	9	3	18	1	17	3	16
有色金属	11	15	39	10	17	19	9	28
公用事业	3	38	4	16	3	19	14	17
交通运输	9	15	13	5	17	12	8	12
建筑材料	7	5	4	8	5	3	6	7
建筑装饰	7	4	9	1	8	5	9	2
煤炭	8	2	15	5	7	6	5	8
石油石化	2	5	6	6	6	3	5	8
环保	4	3	1	2	8	1	2	2
农林牧渔	1	18	4	20	13	5	1	10
家用电器	3	7	11	8	23	3	11	10
食品饮料	29	7	27	11	34	15	26	16
纺织服饰	5	2	6	2	1	1	8	0
轻工制造	6	0	0	1	3	1	8	2
商贸零售	7	3	11	3	8	8	2	2
社会服务	7	0	9	6	2	4	6	4
美容护理	4	2	7	0	3	3	6	3
房地产	1	12	7	12	9	5	4	2
银行	11	18	15	16	13	15	6	19
非银金融	9	37	5	49	8	33	18	18

资料来源：Wind, 上海证券研究所；时间区间：2021/12/31-2023/6/30

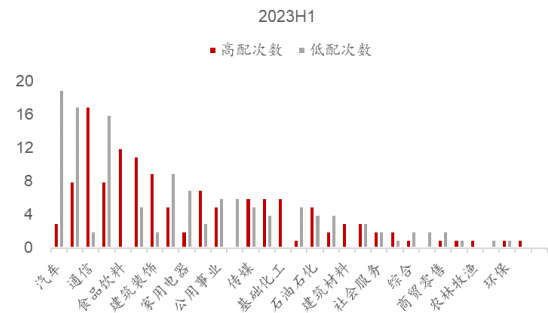
以基金数量最多的沪深 300（46 只）和中证 500 指数（43 只）为例，可以发现，沪深 300 指增在行业上的高配、低配一致性更明显一些，中证 500 指增在行业上的配置更多样，这可能和前文所说的指数不同的编制特性有关。

图 62: 沪深 300 指增的行业高低配次数 (46 只)



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 截至 2023/6/30

图 63: 中证 500 指增的行业高低配次数 (43 只)



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 截至 2023/6/30

3.2.4 在高配和加仓行业上获得超额收益

分析基金在各个申万一级行业上的 brinson 收益拆分结果, 可以发现指增基金在多数行业上可以得到正超额收益, 尤其是在非银、汽车、钢铁等行业上。

表 15: 指增基金的 brinson 收益拆分情况 (超额收益, %)

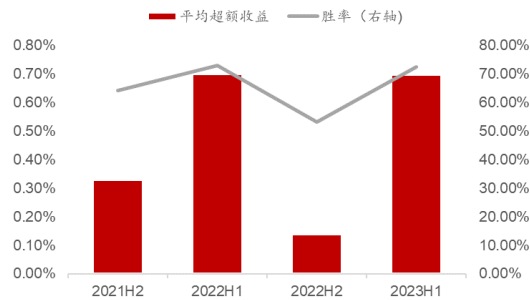
行业	2021H2			2022H1			2022H2			2023H1		
	风格增强	宽基指增	行业增强	风格增强	宽基指增	行业增强	风格增强	宽基指增	行业增强	风格增强	宽基指增	行业增强
传媒	-0.13	-0.14	-0.77	0.03	0.00	0.37	-0.08	-0.06	-0.65	-0.47	-0.01	-0.10
电力设备	-0.15	-0.29	-0.75	0.35	0.43	0.54	-0.02	-0.13	0.12	-0.30	-0.05	0.09
电子	0.55	-0.07	0.46	0.26	0.00	0.40	0.03	-0.05	-0.50	0.42	0.04	0.24
房地产	0.11	0.04	0.00	0.57	0.09	-0.08	0.18	-0.03	-0.02	0.13	0.01	0.00
纺织服装	0.15	-0.01	-0.01	0.07	0.06	1.75	-0.36	0.04	-0.39	0.05	0.08	-0.28
非银金融	0.03	0.05	-0.04	-0.03	0.10		-0.06	0.01	0.00	0.23	0.15	0.18
钢铁	0.05	-0.03	0.15	0.13	-0.01		0.07	-0.01		0.17	0.06	0.20
公用事业	-0.01	0.00	0.29	0.00	0.01		0.01	0.04	0.00	0.01	0.04	0.12
国防军工	0.03	0.29	-0.05	0.02	0.07	0.13	0.09	0.01	0.05	0.02	0.01	0.09
环保	0.12	0.04	0.26	0.21	0.06	0.07	0.01	0.02	0.01		-0.01	-0.01
机械设备	0.14	0.12	0.14	0.12	0.03	0.10	0.03	-0.12	-0.43	0.26	0.03	0.24
基础化工	-0.02	-0.17	0.18	0.51	0.23	-1.41	0.05	-0.01	0.23	0.02	0.10	0.71
计算机	-0.02	-0.12	0.10	0.04	0.11	0.66	0.00	-0.20	0.86	0.01	-0.03	0.18
家用电器	0.13	0.03	0.19	0.18	0.04	0.04	0.07	-0.06	-0.08	-0.03	0.05	0.03
建筑材料	-0.08	0.02	-0.15	-0.02	0.04	-0.46	0.00	-0.04	-0.05	0.28	0.00	0.10
建筑装饰	0.03	0.02	0.03	0.31	-0.01	-0.19	0.06	0.01	0.00	-0.07	0.00	0.12
交通运输	0.18	-0.03	-0.08	0.06	0.03	-0.23	0.17	-0.03	-0.04	0.10	0.06	0.46
煤炭	-0.20	-0.27		0.08	0.09		-0.36	-0.04		0.26	0.02	
美容护理		0.01	-0.19		0.06	0.80		0.00	-0.01		-0.02	-0.04
农林牧渔	-0.01	-0.08	-0.14	0.19	0.05	-0.16	0.05	-0.03	-0.08	-0.02	0.04	0.21
汽车	0.08	0.20	0.34	0.00	0.13	0.03	0.09	0.04	-0.05	0.11	0.07	0.01
轻工制造	0.00	0.08	0.05	0.07	-0.01	-0.08	0.06	0.03	0.14	-0.05	-0.01	0.01
商贸零售	0.05	0.03	0.01	0.12	-0.01	-0.33	-0.01	-0.04	-0.13	-0.01	-0.06	0.23

社会服务		0.01	0.37		-0.01	0.81	0.02	0.02	-0.03		-0.05	-0.35
石油石化	-0.01	-0.01		0.05	0.05		-0.03	-0.01		0.08	0.02	
食品饮料	0.01	0.14	0.07	0.02	0.23	-0.11	-0.02	-0.01	0.06	0.00	-0.07	-0.25
通信	0.03	-0.11	-0.35	0.01	-0.05	-0.01	-0.26	-0.06	-0.08	-0.10	-0.40	0.07
医药生物	-0.20	-0.02	-0.41	0.11	-0.20	0.92	0.19	-0.13	0.02	0.07	0.21	1.05
银行	0.01	0.01		0.16	0.09		-0.17	-0.05		-0.38	-0.06	
有色金属	0.30	0.02	-0.03	0.61	0.40	0.69	0.07	-0.09	0.11	0.03	0.08	0.28
综合		-0.04			-0.03			-0.01			-0.01	

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/7/1-2023/6/30

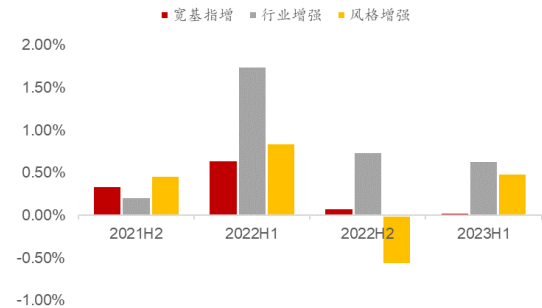
分析基金的高配行业, 我们将在单个行业偏离度超过 3% 的行业定义为高配或者低配行业。根据 brinson 收益拆分, 按照能获得数据的最近四期结果来看, 指增基金在多数高配行业可以获得正超额收益。

图 64: 指增基金高配行业的收益情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

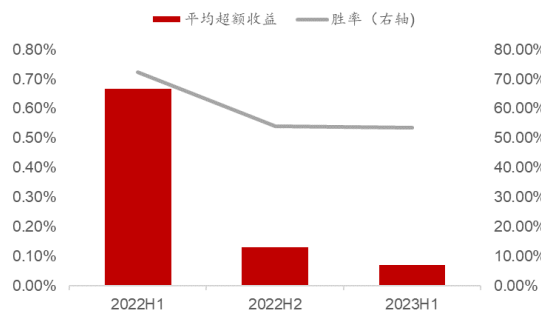
图 65: 不同类指增基金高配行业的平均超额收益



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

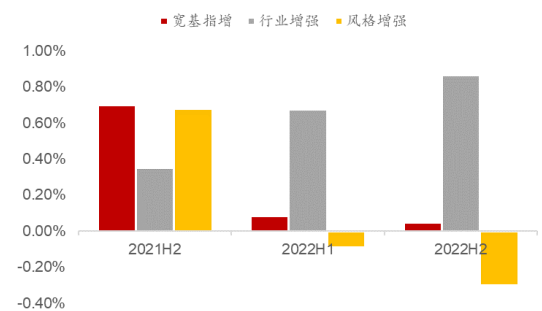
分析基金的加仓行业, 我们将在单个行业上超额配置切换超过 3% 的行业定义为加仓或者减仓行业。根据 brinson 收益拆分, 按照能获得数据的结果来看, 指增基金在多数加仓行业可以获得正超额收益。

图 66: 指增基金加仓行业的收益情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

图 67: 不同类指增基金加仓行业的平均超额收益



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

3.3 个股选择：持股偏离度较高

3.3.1 成分股重叠度：优选指数成分股 VS 积极投资非成分股

公募基金指数增强基金对股票的投资范围限制严格，一般来说，至少要求投资于标的指数成份股、备选成份股的资产占基金资产的比例不低于 80%。

按照跟踪指数的类型来看基金和指数持股的数量对比，多数时候，宽基指增和行业增强的持股少于指数，而风格增强的持股数量多于指数。

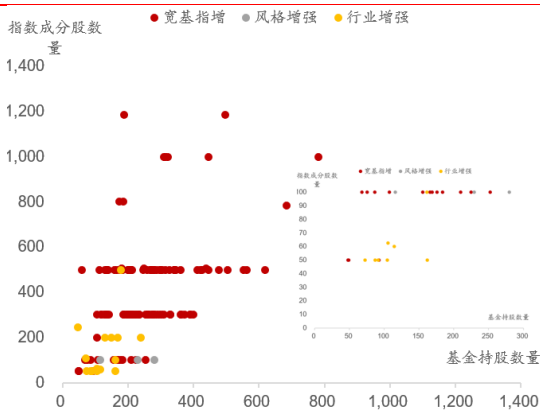
表 16：指增基金的持股数量和跟踪指数的成分股数量（均值）

时间	2021H2		2022H1		2021H2		2022H1	
	基金持股数量	指数成分股数量	基金持股数量	指数成分股数量	基金持股数量	指数成分股数量	基金持股数量	指数成分股数量
宽基指增	252.91	404.50	234.77	405.65	244.76	407.66	294.50	409.60
行业增强	114.00	145.20	113.93	145.87	128.53	145.87	144.87	132.20
风格增强	222.00	100.00	192.67	100.00	224.33	100.00	194.33	100.00

资料来源：Wind, 上海证券研究所；时间区间：2021/12/31-2023/6/30

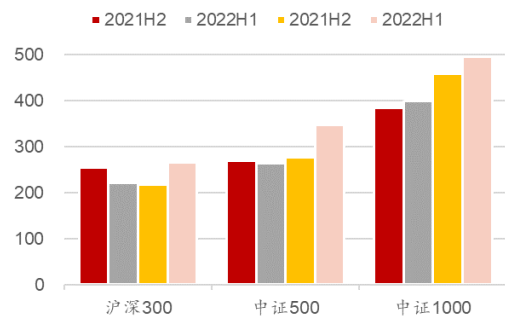
哪怕是跟踪同一指数，指增基金的持股数量也具有较明显的个体差异性。当指数成分股数量较少时（比如少于等于 100 只），基金持股数量较指数更多一些；指数成分股数量较多时（如中证 1000 指数），基金持股数明显少于指数。从三大宽基指增来看也是如此，我们发现中证 1000 指增的平均持股数量和指数成分股数量差异比沪深 300 和中证 500 指增更小。

图 68：不同类型指增基金持股和指数成分股数量



资料来源：Wind, 上海证券研究所；时间区间：2021/12/31-2023/6/30；注：小图部分为放大后的指数成分股数量低于 100 的部分内容

图 69：三大宽基指增基金持股数量分布（均值）

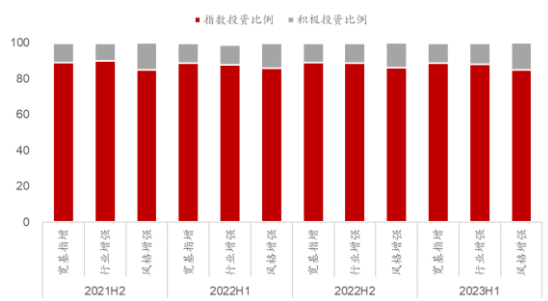


资料来源：Wind, 上海证券研究所；时间区间：2021/12/31-2023/6/30

通过指增基金的指数投资和积极投资数据来看，各类指增基金的指数投资占股票投资比例的均值在 80%以上。我们将最近四期的指数投资占股票投资比例均值列为 80%以下、80%-90%和 90%以上三档，在指数内选股占比高的较多，只有极少基金在 80%以下。我们认为，指数投资占比在 90%以上的这部分基金很少持有非成分股，主要通过优

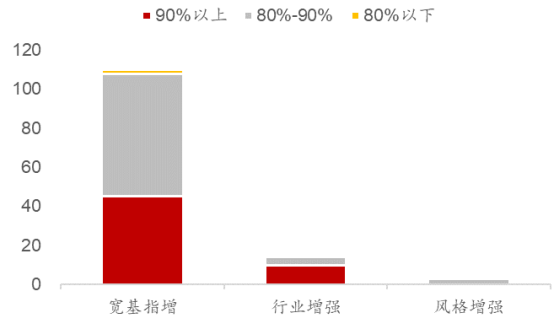
化指数内部成分股的权重来获取超额收益。

图 70: 指增基金的指数投资和积极投资占股票投资比例 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

图 71: 不同等级指数投资占比的指增基金数量



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

3.3.2 持股偏离度: 紧密跟踪 VS 空气指增

以沪深 300、中证 500 和中证 1000 指增为例, 我们分析指增基金个股偏离度的方法, 和行业偏离度类似:

$$\text{单只个股超额配置度} = \text{该个股在基金股票持仓中的权重占比} - \text{该个股在跟踪指数中的权重占比}$$

$$\text{单只个股偏离度} = |\text{单只个股超额配置}|$$

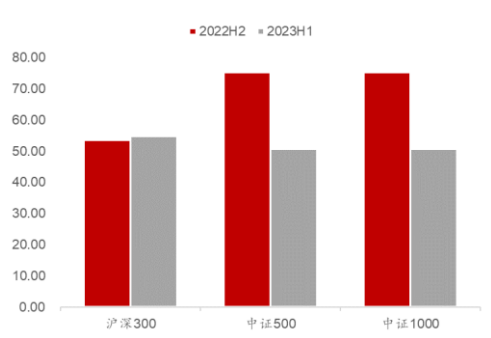
$$\text{平均个股偏离度} = \frac{\sum \text{单只个股偏离度}}{n}$$

$$\text{综合持股偏离度} = \sum \text{单只个股偏离度}$$

此时综合持股偏离度范围在 [0,200%], 指增基金的成分股偏离度数值越小, 代表基金的跟踪程度越紧密。

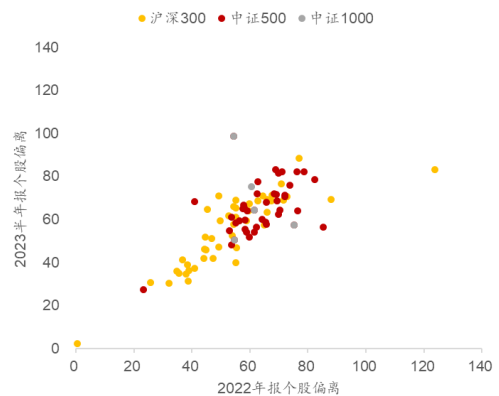
从最近两期来看, 三类宽基指增基金的平均持股偏离度都在 50% 以上, 两期综合持股偏离度都在 50% 以下的基金仅有 17 只, 可以说其中紧密跟踪的指增基金较少。大部分指增基金最近上下两期的偏离度比较稳定, 在个股偏离程度上的偏好比较稳定。

图 72: 三类宽基指增基金的综合持股偏离度 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2022/12/31-2023/6/30

图 73: 三大宽基指增基金的综合持股偏离度对比



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2022/12/31-2023/6/30

分析不同行业偏离类型基金的综合持股偏离度，发现多数情况下，行业长期偏离基金的偏离度高于行业灵活偏离，高于行业中性基金。沪深 300 指增基金在不同行业偏离类型中差别比较明显，而中证 1000 指增没有此规律。

表 17：三类宽基指增基金的综合持股偏离度

报告期	2022H2			2023H1		
	沪深 300	中证 500	中证 1000	沪深 300	中证 500	中证 1000
行业中性	43.96	59.96	54.68	45.22	63.47	50.69
行业灵活偏离	54.25	61.64	68.40	57.97	69.81	60.82
行业长期偏离	67.06	66.60	57.42	66.30	64.25	86.97

资料来源：Wind, 上海证券研究所；时间区间：2022/12/31-2023/9/30

3.3.3 非指数成分股的特点：不同基金选择差异较大

分析三类宽基指增基金在指数样本内外持股的估值和盈利水平，发现总体来看规律不是很明显，各类基金的样本外股票选择有较大差异，大部分指增基金选择的非成分股在 PE、ROE 上的数据和成分股有非常明显的差距。

表 18：三大宽基指增基金的持有非指数成分股的估值和盈利水平

时期	2022H2			2023H1		
	全部持股 PE	非指数成分股平均 PE	指数 PE	全部持股 PE	非指数成分股平均 PE	指数 PE
沪深 300	21.14	36.29	27.18	29.94	18.80	44.65
中证 500	26.81	33.17	49.58	6.38	32.56	-89.38
中证 1000	34.51	37.21	44.65	37.70	8.54	37.36
ROE (%)	全部持股 ROE	非指数成分股平均 ROE	指数 ROE	全部持股 ROE	非指数成分股平均 ROE	指数 ROE
沪深 300	15.19	10.62	15.41	14.14	9.68	15.14
中证 500	11.46	12.56	10.08	9.17	7.87	9.01
中证 1000	7.34	7.19	7.63	5.98	6.13	5.13

资料来源：Wind, 上海证券研究所；时间区间：2021/12/31-2023/6/30；PE 取值为 2022/12/31 和 2023/6/30；注：去除部分极端值

我们发现，沪深 300 指增没有在重仓股上选择样本外股票，少数中证 500 和中证 1000 指增会持有权重比较靠前的样本外股票，甚至博时中证 500 指数增强在 2023 年中报中披露的第一重仓股就不是中证 500 指数成分股。

3.3.4 基金换手率：从换手率来看指增基金未达到策略规模上限

我们发现，换手率和指数的跟踪指数类型和跟踪宽基指数市值风格有关，整体看，海外指增和行业指增的换手率明显更低，宽基指增中沪深 300 指增的换手率较中证 500 和中证 1000 的换手率更低。指增基金的换手率比较稳定，极少有在规模提升后换手率明显降低的基金，我们认为这说明多数指增基金尚未达到策略容量的规模上限。

表 19: 指增基金的换手率

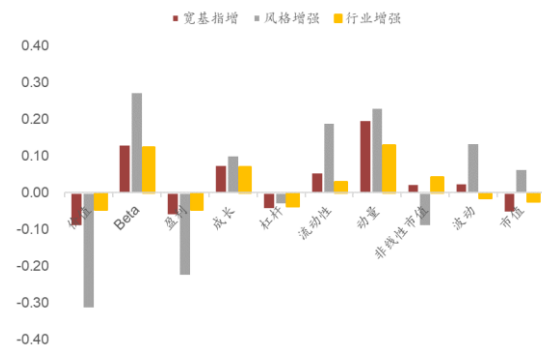
指增类型	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	跟踪指数	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1
宽基指增	242.92	254.41	279.31	257.24	沪深 300	222.67	220.61	232.60	215.39
行业增强	94.12	141.11	170.95	169.85	中证 500	319.46	344.12	375.89	345.73
风格增强	133.11	107.29	139.05	303.85	中证 1000	310.64	329.92	450.37	364.72
海外指增	27.67	33.73	41.75	34.70	所有指增基金	221.70	236.09	261.43	245.78

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/7/1-2023/6/30

3.4 风格暴露: 在成长上暴露明显

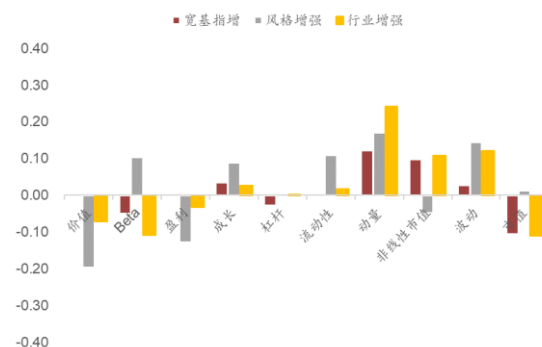
从相对跟踪指数的 Barra 风格暴露维度来看, 最近四期, 各类指增基金的风格暴露有一定相似性, 在成长性、动量效应、波动性和流动性上暴露较高。分类别来看, 宽基指增和行业增强更倾向配置非线性市值较强的股票, 而风格指增更倾向在市值因子上增加暴露。整体看, 指增基金在因子暴露上往往同向变化, 基金经理对市场的未来预期在一定程度上有一致性, 同时, 近期指增在不同风格上的暴露逐渐缩小。

图 74: 不同类型的指增基金风格暴露情况 2021H2



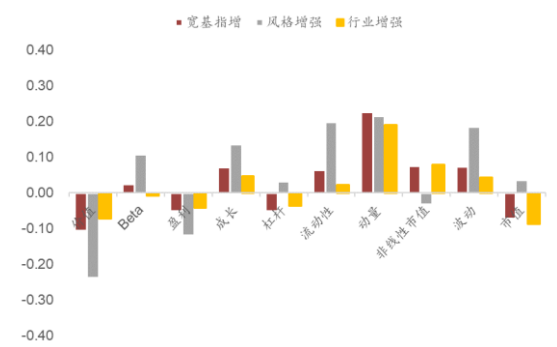
资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

图 76: 不同类型的指增基金风格暴露情况 2022H2



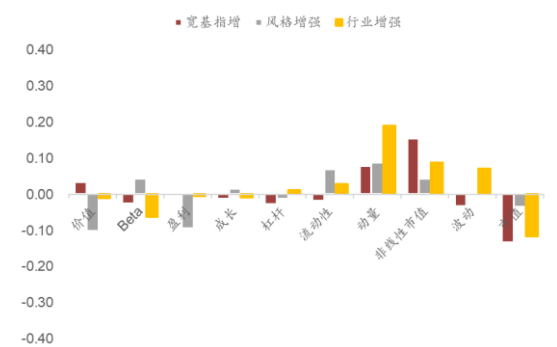
资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

图 75: 不同类型的指增基金风格暴露情况 2022H1



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

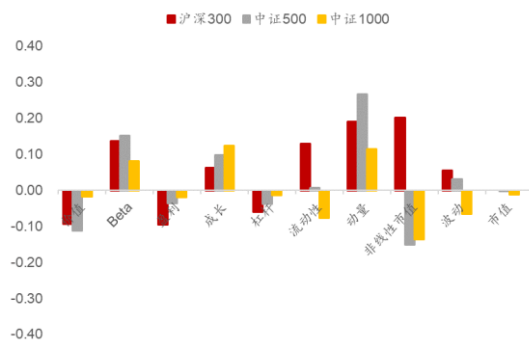
图 77: 不同类型的指增基金风格暴露情况 2023H1



资料来源: Wind, 上海证券研究所; 时间区间: 2021/12/31-2023/6/30

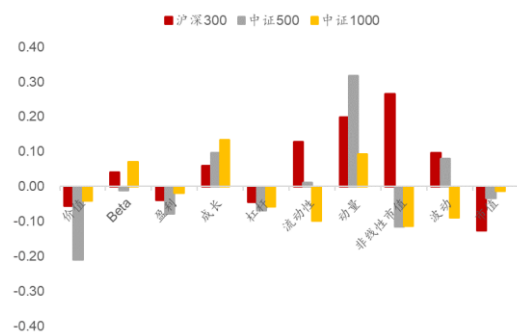
取沪深 300、中证 500、中证 1000 三只具有代表性的跟踪指数分析其指增基金的 Barra 风格暴露，可以发现，不同跟踪指数的宽基指增基金在一些因子上的暴露方向和暴露情况变化有相似性，比如价值、动量。但细分来看，跟踪指数不同市值风格的宽基指数因子暴露也有明显不同，比如沪深 300 指增在非线性市值上正向暴露，中证 500 指增在动量上暴露更多。具体分析相同跟踪指数不同指增的结果，我们认为这些指增基金在各大因子上暴露同样差异较大，和前文分析的不同个基在样本外股票的选择上思路有所不同结论吻合。

图 78：不同跟踪指数的宽基指增基金风格暴露情况 2021H2



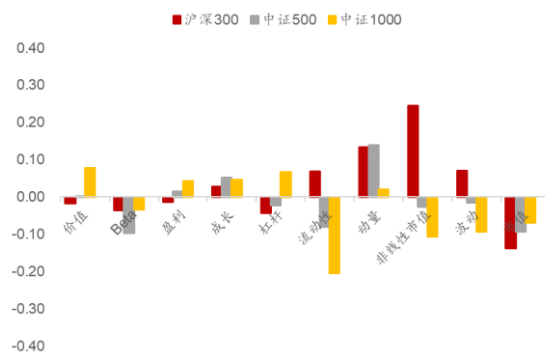
资料来源：Wind，上海证券研究所；时间区间：2021/12/31-2023/6/30

图 79：不同跟踪指数的宽基指增基金风格暴露情况 2022H1



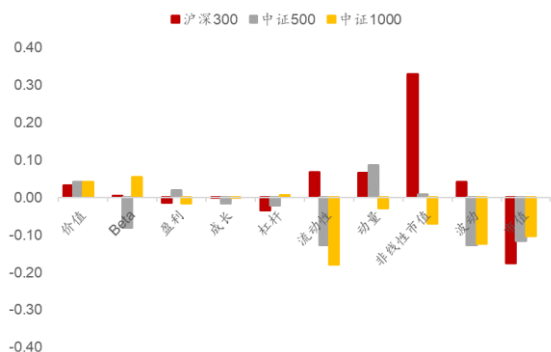
资料来源：Wind，上海证券研究所；时间区间：2021/12/31-2023/6/30

图 80：不同跟踪指数的宽基指增基金风格暴露情况 2022H2



资料来源：Wind，上海证券研究所；时间区间：2021/12/31-2023/6/30

图 81：不同跟踪指数的宽基指增基金风格暴露情况 2023H1



资料来源：Wind，上海证券研究所；时间区间：2021/12/31-2023/6/30

4 总结

我们分析海内外指增基金后得到如下结论。

(一) 关于美国的指数增强型基金发展，根据我们的筛选方法得到的结果，截至 2023 年 11 月 4 日，美国市场上共有 249 只指增产品，最新规模共有 1518.12 亿美元。

美国的指增产品类型十分多样，跟踪指数有股票指数、债券指数、商品指数、对冲指数、汇率指数、通胀指数等多种类型。目前市场上主要的指增产品类型为股票指增基金和债券指增基金。

此外，美国有许多跟踪指数的杠杆增强基金，我们将其视为一种特殊的指数增强基金。截至2023年11月4日，目前美国市场上有108只杠杆增强基金，主要为跟踪股票指数的杠杆增强基金。

美国指增基金在各大领域布局全面，以风格为例，成长、价值、大盘、中大盘、小盘、红利等常规风格均有涉及。

美国股票指数增强基金的跟踪指数集中度极高，美国股票指增基金共跟踪97个指数，挂钩基金规模前20的指数占总规模的88.92%。

从管理人来看，截至2023年11月4日，指增基金管理规模超过10亿美元的基金公司有15家。我们发现，这15家基金公司在多方面分化差异很大，可以说，美国股票指增基金公司的规模、业绩和先发优势并存，且存在公司对指进行差异化布局。

分析美国股票非杠杆型指增基金的风险回报数据，可以发现，指增基金整体的超额收益分布差异很大，许多基金并不能获取到正超额，且大部分基金的跟踪误差和超额收益相关性不是很强，我们认为，一方面，美国股票市场历史悠久、规模大、有效性较强，指增基金获取超额收益的难度更大；另一方面，美国经济和产业结构就已基本定型，大部分行业也形成了龙头效应，也致使主动偏离很难相对指数产生持续而稳定的超额收益。

(二) 关于我国的指数增强型基金发展，指数增强基金是在一定偏离度和跟踪误差的约束下，以追求相对基准指数超额收益为主要目标的基金产品，同时获取跟踪指数的Beta收益和指增的Alpha收益。目前，我国指增基金的跟踪指数均为股票指数。

最近五年，指数增强产品数量和规模都在不断提升。截至2024年1月10日，我国公募基金已经布局了267只指数增强基金，总规模达到1956.00亿元。而且，指增基金的规模增长不仅来源于新发基金规模，更多来自于原有指增基金的规模增长。无论是规模还是数量，宽基指数始终在所有跟踪指数的类型中占据主导地位，行业指增和风格指增也在不断扩容。

分析指增基金的风险收益情况，可以发现，不同类型的指增基金在近一年和近三年的时间区间来看，多数类型的指增基金整体都能得到正超额收益，但超额回撤控制得较好。

指增基金在行业内个股选择上的弹性明显更大，多数基金的收益差距更多来源于个股选择收益，行业配置每期带来的收益基本在±2.5%之内，而个股选择收益的分布范围明显更大。

我们从大类资产、行业配置、个股选择、风格暴露四方面来分析指增基金总体的持仓配置情况。筛选成立时间在2021年12月31日之前，且剔除由于建仓期和结算模式转换等原因仓位数据不完全的部分基金，得到141只指增基金用于持仓分析。

通过分析指增基金大类资产配置可以发现，141只基金中有132只基金连续八期股票资产配置在80%-95%范围中，指增基金

可以说高仓位运行。

在样本中的 141 只基金中，有 124 只基金在 2023 年参加了新股申购活动，总新股获配金额达到 14.69 亿元。参与打新的基金多为宽基指增基金，我们认为，有部分指增基金将打新作为固定的增厚收入方式。还有少数基金通过衍生品和定向增发增厚收益。

我们以基金分行业投资市值占股票投资市值比和指数成分股分行业配置比例的绝对差额分析行业偏离度，大部分指增基金上下两期的行业偏离度比较稳定。

并按照综合行业偏离度分为行业中性、行业灵活偏离和行业长期偏离三类指增基金，宽基指增在三类基金上分布比较均衡，而风格和行业指数增强基金以行业中性为主。

指增基金的超额收益和行业偏离并没有强相关关系，但超额收益比较好的指增基金，大部分都有较高程度的行业偏离。

我们计算得到指增基金的综合行业轮动度来衡量指增基金在行业超额配置上的轮动意愿。同期，行业偏离程度和行业轮动程度有明显的相关性。

分析基金在各个申万一级行业上的 brinson 收益拆分结果，可以发现指增基金在多数行业上可以得到正超额收益，尤其是在非银、汽车、钢铁等行业上。

当指数成分股数量较少时（比如少于等于 100 只），基金持股数量较指数更多一些；指数成分股数量较多时（如中证 1000 指数），基金持股数明显少于指数。从三大宽基指增来看也是如此，我们发现中证 1000 指增的平均持股数量和指数成分股数量差异比沪深 300 和中证 500 指增更小。

通过指增基金的指数投资和积极投资数据来看，各类指增基金的指数投资占股票投资比例的均值在 80% 以上。只有极少数基金最近四期指数投资占股票投资比均值在 80% 以下，指数投资占比在 90% 以上的这些基金很少持有非成分股，主要通过优化指数内部成分股的权重来获取超额收益。

以沪深 300、中证 500 和中证 1000 指增为例，分析指增基金的个股偏离度，计算方法和行业偏离度类似。从最近两期来看，**三类宽基指增基金中紧密跟踪的指增基金较少**。大部分指增基金最近上下两期的偏离度比较稳定。

分析三类宽基指增基金在指数样本内外持股的估值和盈利水平，大部分指增基金选择的非成分股在 PE、ROE 上的数据和成分股有非常明显的差距，但并没有共有的偏向。

换手率和指数的跟踪指数类型有关，海外指增和行业指增的换手率明显更低，宽基指增中沪深 300 指增的换手率较中证 500 和中证 1000 的换手率更低。指增基金的换手率比较稳定，我们认为多数指增基金尚未达到策略容量的规模上限。

从相对跟踪指数的 Barra 风格暴露维度来看，最近四期，我们发现各类指增的风格暴露有一定相似性，在成长性、动量效应、波动性和流动性上暴露较高。整体看，指增基金在因子暴露上往往同向变化，基金经理对市场的未来预期在一定程度上有一致性，

同时，近期指增在不同风格上的暴露逐渐缩小。

5 风险提示

基金的历史业绩及基金经理管理其他产品的历史业绩不代表将来表现；本报告根据公开数据整理，存在失效风险，不代表对基金未来资产配置情况的预测。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。