

# 长期视角下，小盘基金的新赛道在哪里？

李杨(证券分析师)

S0350522070001

liy19@ghzq.com.cn

许紫薇(联系人)

S0350122040052

xuzw@ghzq.com.cn

- ◆ **美国过去四次小盘行情的历史背景：**回顾上世纪至今，美国市场上较有代表性的小盘行情共有四次：1975-1979的经济回落+通胀高企区间、1993-1994的宏观增长放缓与战争区间、2001-2003的“911”事件与伊拉克战争区间、2008-2009的次贷危机区间。其中第一个区间持续时间最长，且市场特征对当前美股市场较有参考性。整体来看小盘行情的核心驱动因素可以分为宏观环境、技术革命、市场转型和风格转换四类。
- ◆ **美国小盘基金市场现状与案例分析：**在中小盘行情的驱动下，美国小盘基金市场的规模经历了三轮明显扩张，截至2023年年底，美国小盘基金规模合计为8912.14亿美元。占到美国权益基金规模的6.66%。从收益表现来看，相对大盘基金，小盘基金在2018年至2023年间的投资相对优势减弱，近年来无明显超额收益。在2001-2022、2009-2010和2019年3个区间中，小盘基金的波动表现相对大盘基金和小盘指数表现出了全面的优势。美国代表性小盘基金的核心优势在于投资风格稳定，且能够在大幅波动的市场中实现规模稳定扩张，另一些基金则通过满足投资者特定需求（如税收管理）以保持规模。
- ◆ **国内小盘基金的增长空间在哪里：**观察国内当前的小盘基金市场，截至2023年年报，国内共有小盘风格基金1781只，合计规模8765.79亿元，占到全市场股票基金的14.48%，该比例明显高于海外市场水平；从规模趋势来看，国内小盘基金规模会在市场行情的影响下出现明显波动，而美国市场小盘基金的规模实现了稳定且持续的扩张。当前国内小盘基金持续增长的动力由指数基金支撑，其中指数增强基金产品收益集中度高，但波动较强。整体来看国内小盘基金存在同质化特征强、总量空间不足的问题，未来需强调资产配置需求的满足，发掘策略的独特性，且在市场波动的环境下产品构建上需要注意进攻性和防守性的结合，小盘+指数类产品的探索空间大。
- ◆ **风险提示：**本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期；报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险，且数据处理统计方式可能存在误差；中国与国际市场并不具有完全可比性，报告中相关数据仅供参考。



01.

## 美国过去四次小盘行情的历史背景

- 美国4次小盘行情总览
- 1975-1983美国最长小盘行情分析

02.

## 美国小盘基金市场现状与案例分析

- 多轮小盘市场表现驱动小盘基金规模快速上行
- 风格稳定：安硕核心标普小盘股ETF（IJR）
- 税务需求：先锋领航税务管理小盘基金（VTMSX）

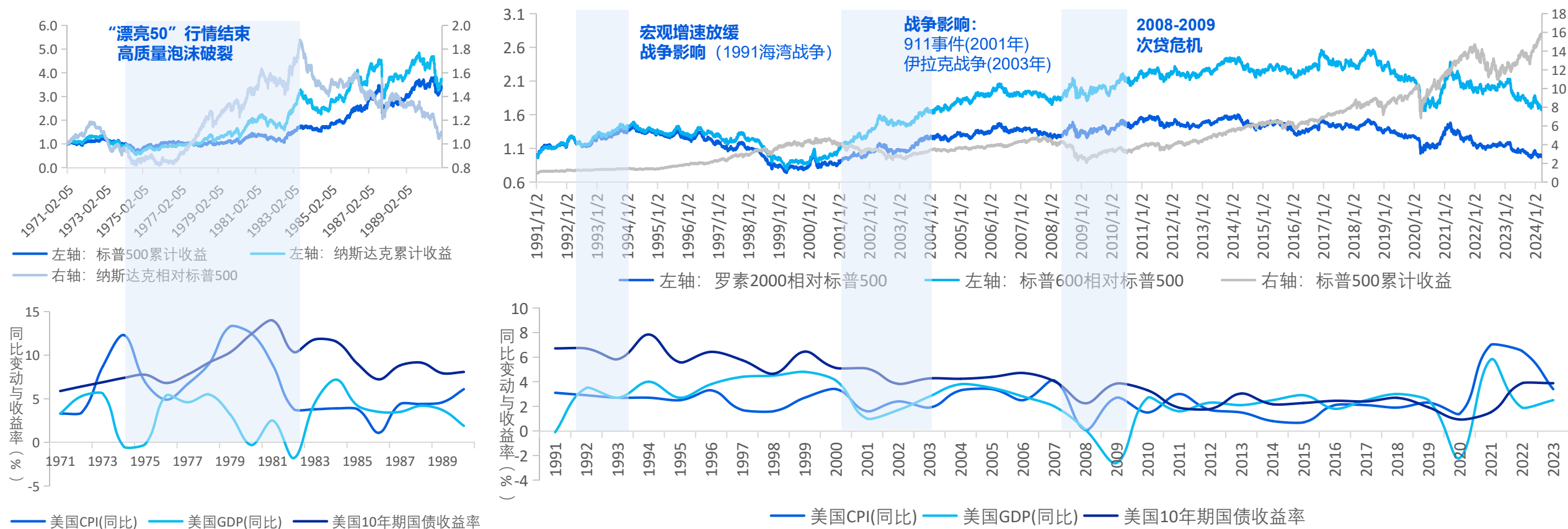
03.

## 国内小盘基金的新赛道在哪里

- 国内小盘基金占比高且规模增长明显波动
- 2023年下半年以来小盘遭遇明显回撤、波动加剧
- 从风格稳定性和指数异质化入手探索新赛道可能

## 美国共经历4次代表性小盘行情区间，驱动因素多为宏观环境恶化与经济危机

- 回顾上世纪至今，美国市场上较有代表性的小盘行情共有四次：1975-1979的经济回落+通胀高企区间、1993-1994的宏观增长放缓与战争区间、2001-2003的“911”事件与伊拉克战争区间、2008-2009的次贷危机区间。其中第一个区间持续时间最长，且市场特征对当前美股市场较有参考性。

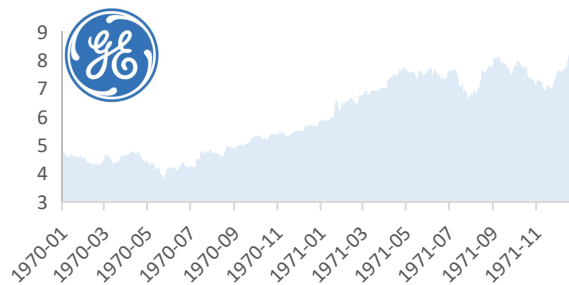
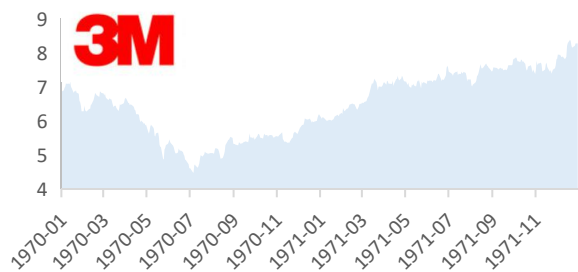
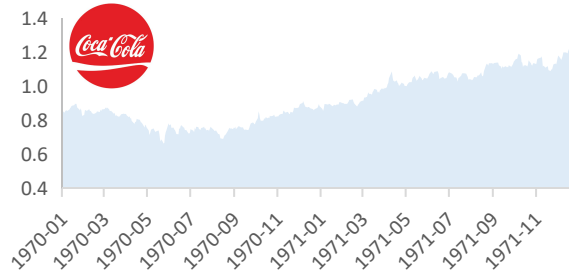
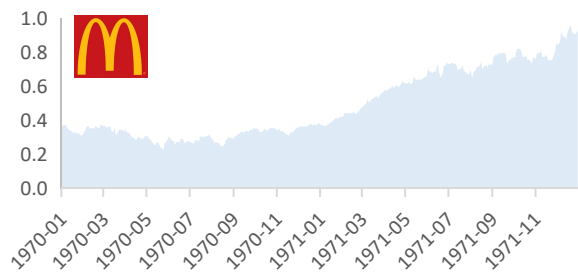


# 1975-1983美国最长小盘行情的前序：“漂亮50”行情（1970-1974）

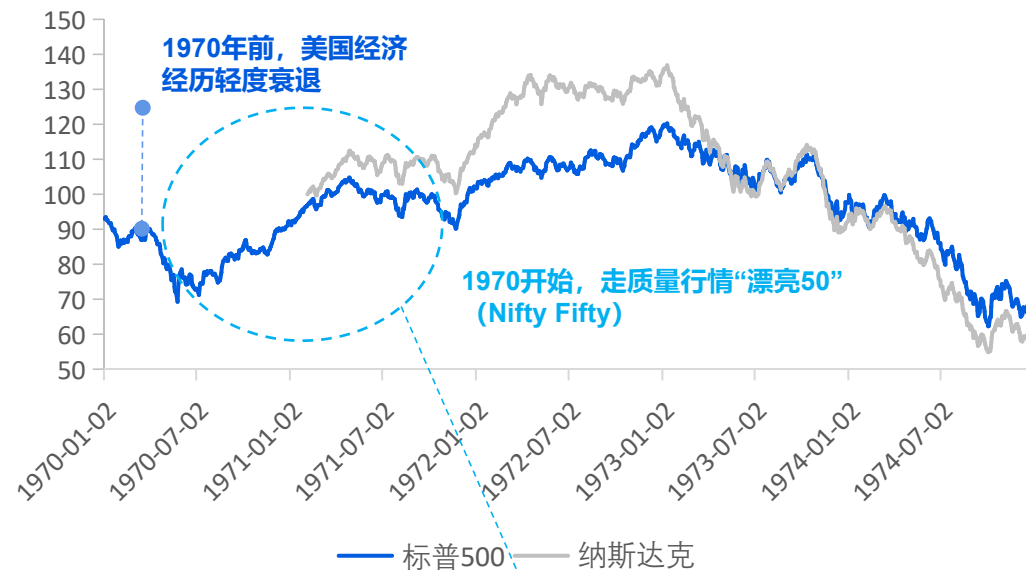
## 1970-1971：衰退后进入高质量行情

- 上世纪70年代开始美元脱钩，市场开始寻找高质量资产，具有持续盈利增长和高市盈率的“漂亮50”受到机构投资者的关注，推动了美国经济进入1970年代的牛市。
- 类比当前，通胀和加息使得美股的交易逻辑发生了改变，美股也因此经历了十多年来最大的熊市。人们开始意识到了，低利率时代的投资方式需要发生改变，于是当前人们开始把目光投向了大科技，投资的质量属性明显。

“漂亮50”代表性股票走势：1970-1971



标普500和纳斯达克收盘价走势（单位：点）

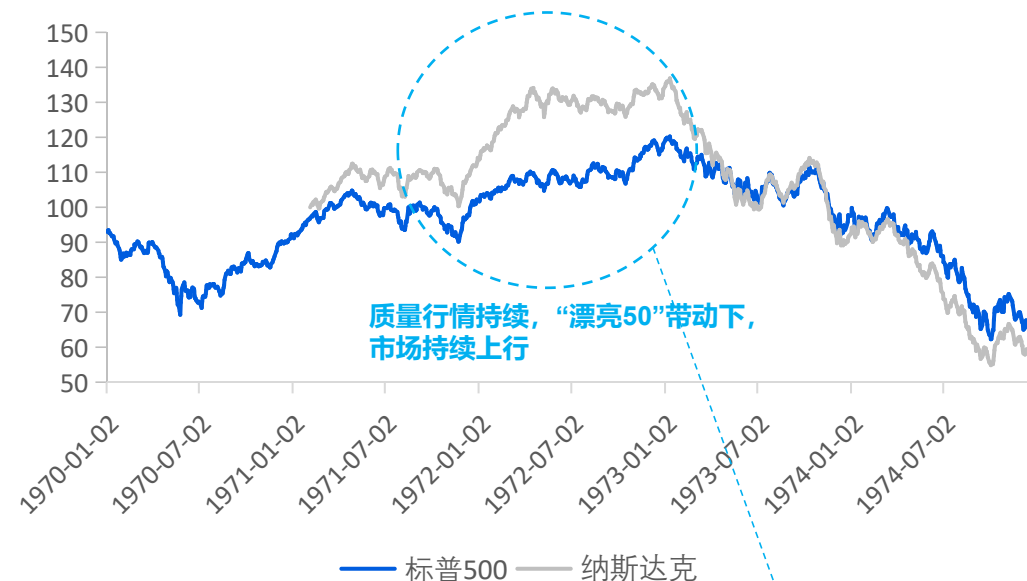


# 1975-1983美国最长小盘行情的前序：“漂亮50”行情（1970-1974）

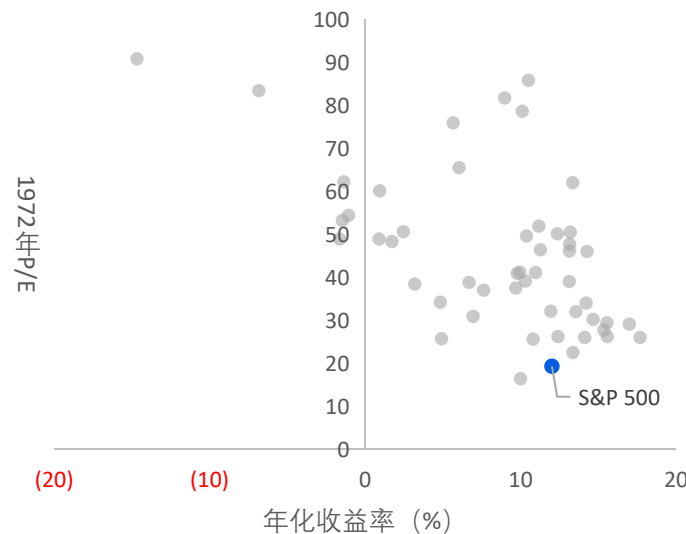
## □ 1972-1973年初：“漂亮50”持续上行，市场情绪提振至临界

- 在本阶段，“漂亮50”股票通常被称为“单一决策股票”，即买入后永不卖出。当时美国市场上许多分析师声称它们唯一能走的方向就是上涨，许多投资者并不认为以50倍、80倍甚至100倍的市盈率进行投资是不合理的。
- 在市场情绪的影响下，1972年，一些“漂亮50”股票的市盈率提升到了显著高于市场的水平：Polaroid (90.7)、McDonald's (85.7)、Walt Disney (81.6)，同期标普500的市盈率为19.2。1972-1973年初美股持续上行，但其背后促进的动力并不健康，泡沫危险实际上在不断积累。

标普500和纳斯达克收盘价走势（单位：点）

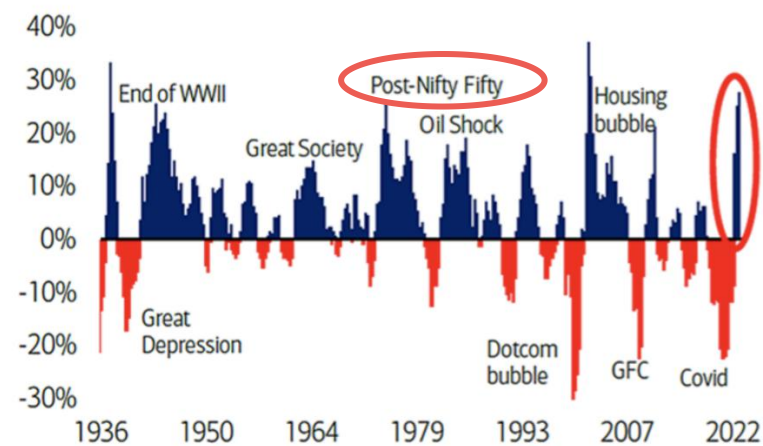


1972年“漂亮50”个股收益与P/E分布



Value stocks have notched highest returns in 20 years

Value vs growth, 2-year annualized returns



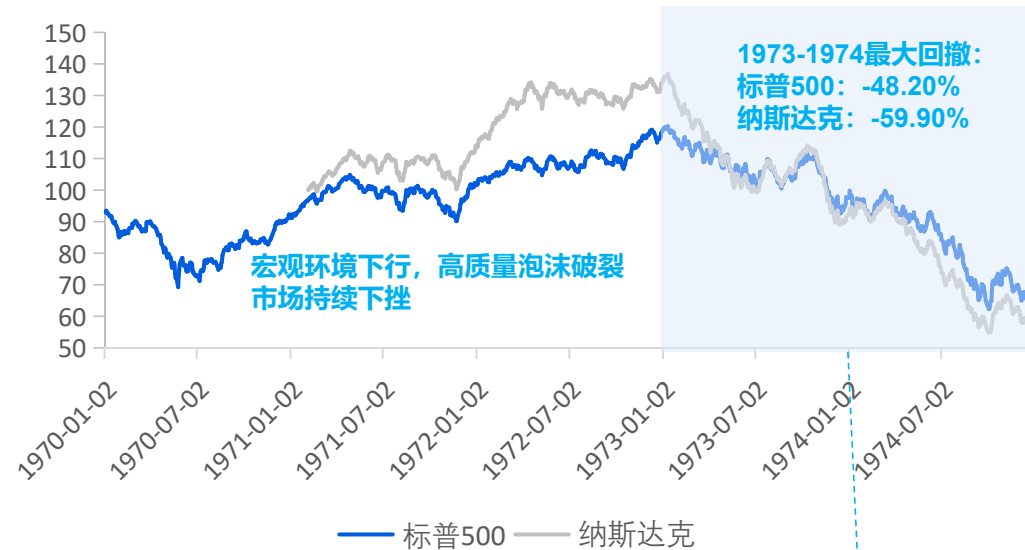
Source: BofA Research Investment Committee, Fama & French

# 1975-1983美国最长小盘行情的前序：“漂亮50”行情 (1970-1974)

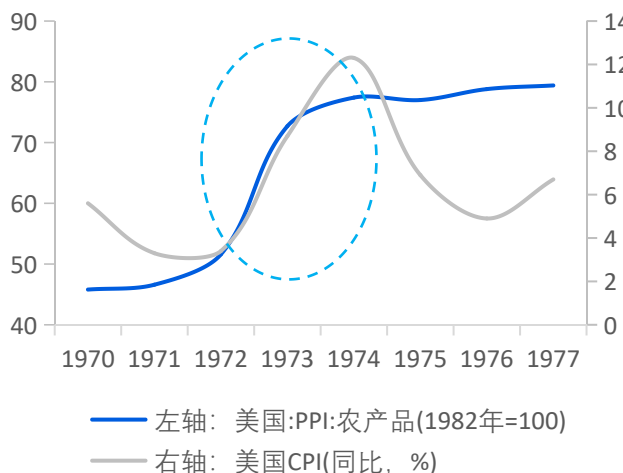
## 1973-1974：宏观下行，下跌抵御能力不及预期导致泡沫破裂

- 在前述经济过热的背景下，1972年下半年开始美国经历了一系列宏观下行：世界粮食危机的出现推升美国通胀，1972-1973年间美国PPI和CPI加速上行；1973年开始美元显著贬值；1973年第四次中东战争引发石油危机。
- 随着宏观环境的下行，美股不可避免地受到了明显影响。我们观察到在1973年年初的下行行情初期，“漂亮50”股票的下跌幅度其实不大，但基于前述“漂亮50”股票“单一决策”的性质，市场对其在经济下行环境中的稳定性预期较高，因此这些股票的下跌将被市场定性为不可靠，确定性溢价迅速蒸发，由此引发了市场的恐慌性逃离。

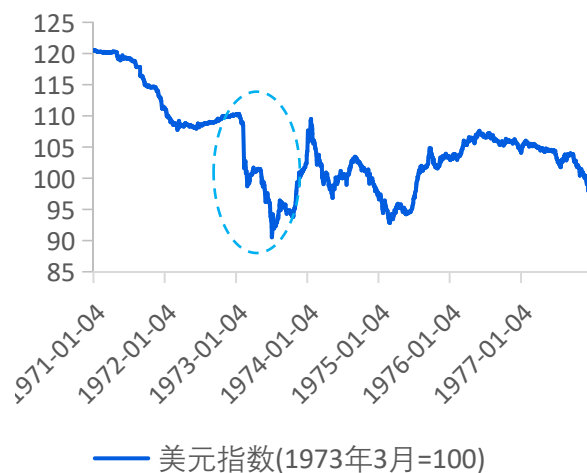
标普500和纳斯达克收盘价走势 (单位：点)



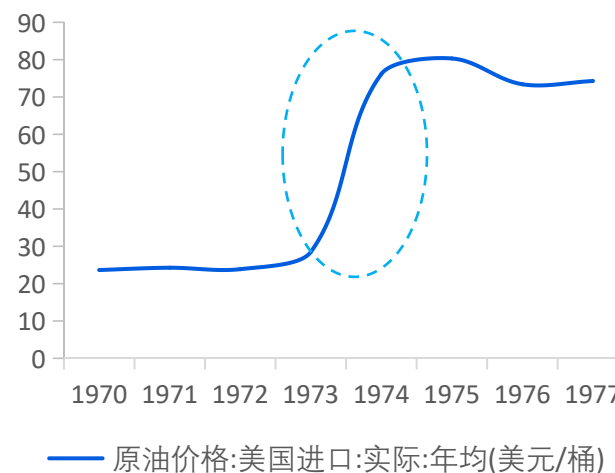
世界粮食危机推升美国通胀



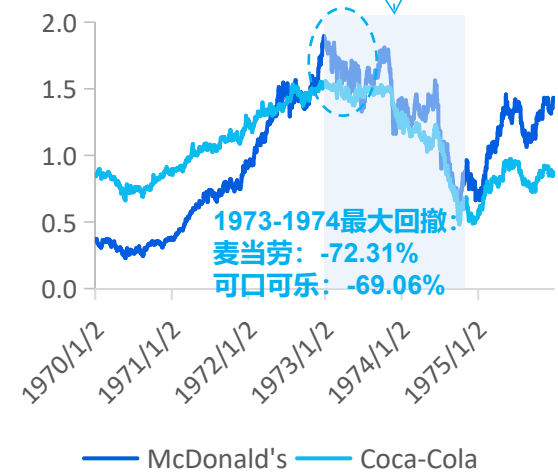
1973年开始美元显著贬值



1973年中东战争引发石油危机



代表性“漂亮50”股票大幅回撤



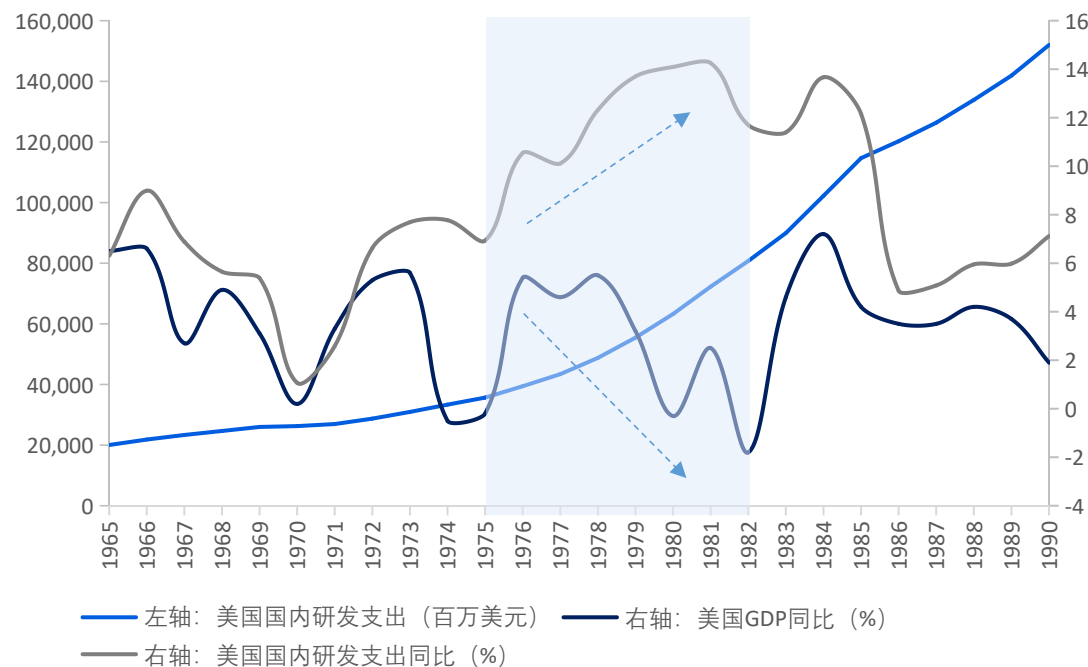
## □ 1975-1983：小盘风格开启

- 自1975年开始市场有所回升。在第三次科技革命来临和企业重视科技创新的背景下，市场风格切换至成长股的小市值行情，并一直持续到80年代初。以科技为代表的纳斯达克指数相对标普500超额收益显著，背后的根本原因是小市值科技公司具有强势的产业逻辑与超预期的成长性，该区间内一系列科技公司成立，这些公司当前大多已发展成为行业巨头。

### 1975年后美国市场明显回暖



### 1975年后美国国内研发支出明显增长



01.

## 美国过去四次小盘行情的历史背景

- 美国4次小盘行情总览
- 1975-1983美国最长小盘行情分析



02.

## 美国小盘基金市场现状与案例分析

- 多轮小盘市场表现驱动小盘基金规模快速上行
- 风格稳定：安硕核心标普小盘股ETF（IJR）
- 税务需求：先锋领航税务管理小盘基金（VTMSX）

03.

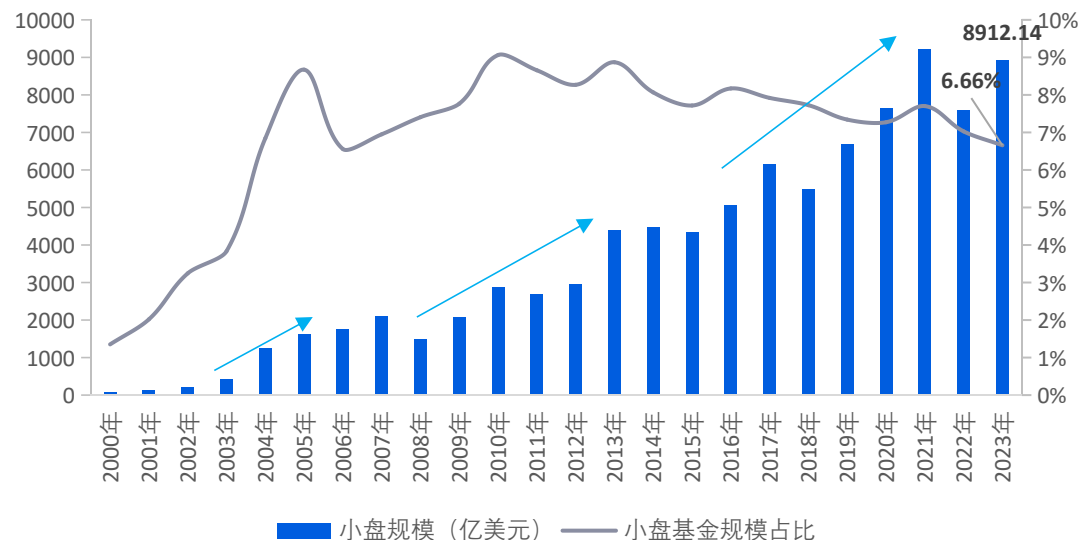
## 国内小盘基金的新赛道在哪里

- 国内小盘基金占比高且规模增长明显波动
- 2023年下半年以来小盘遭遇明显回撤、波动加剧
- 从风格稳定性和指数异质化入手探索新赛道可能

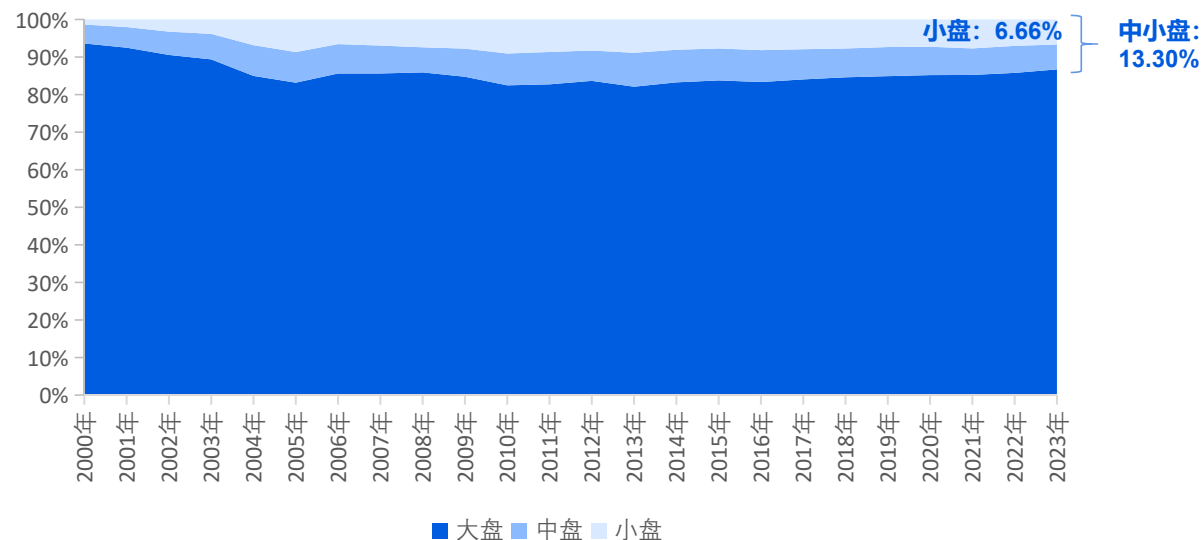
## □ 多轮小盘市场表现驱动小盘基金规模快速上行

- 2000年至今，在所述多轮小盘行情的驱动下，美国小盘基金市场的规模经历了三轮明显扩张。截至2023年年底，美国小盘基金规模合计为8912.14亿美元。占到美国权益基金规模的6.66%，中小盘基金合计占比为13.30%。
- 从市场占比来看，小盘基金在整体共同基金市场中的占比持续下行，当前小盘基金占到美国权益基金规模的6.66%，中小盘基金合计占比为13.30%，权益基金市场整体还是以大盘基金为主。

2000年至今小盘基金规模变动（亿美元）



美国权益基金各类市值基金规模占比



# 美国小盘基金管理人格局

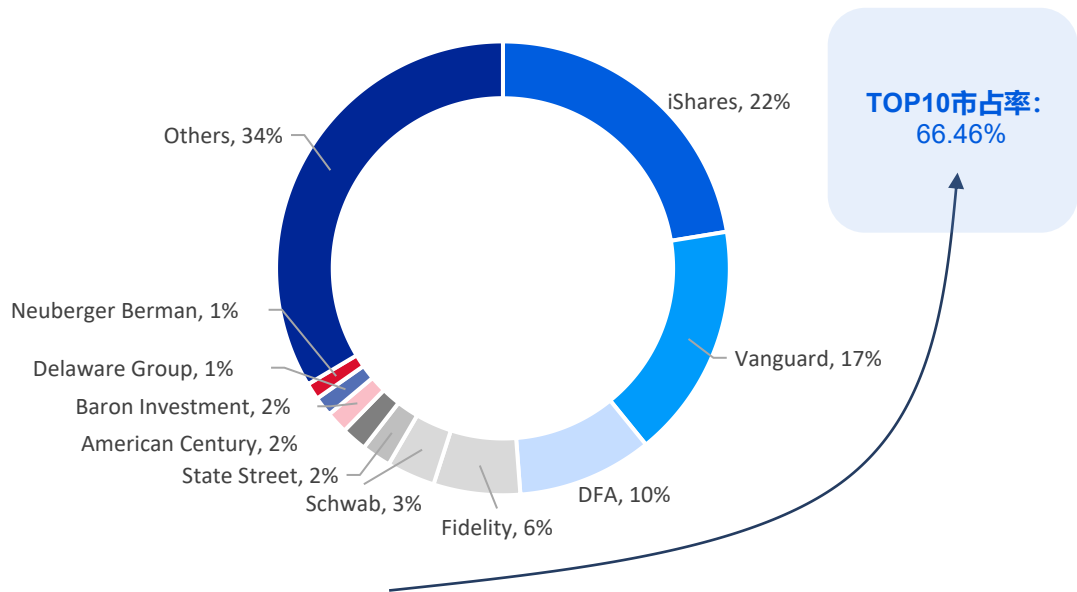
## 小盘基金集中度高，头部效应显著

- 从管理人格局来看，截至2023年12月31日，美国小盘基金集中度较高，TOP10管理人市占率达66.46%，其中头部机构为iShares、Vanguard、DFA、Fidelity等。
- 从规模排名靠前的个券来看，美国小盘基金规模TOP10中均由五家头部机构管理，其中Vanguard四只、iShares和DFA各两只、富达和嘉信各1只，规模前十名的个券汇总规模占整体市场的37.13%。

### 部分早期入局的知名机构具有头部效应



美国小盘基金管理人格局



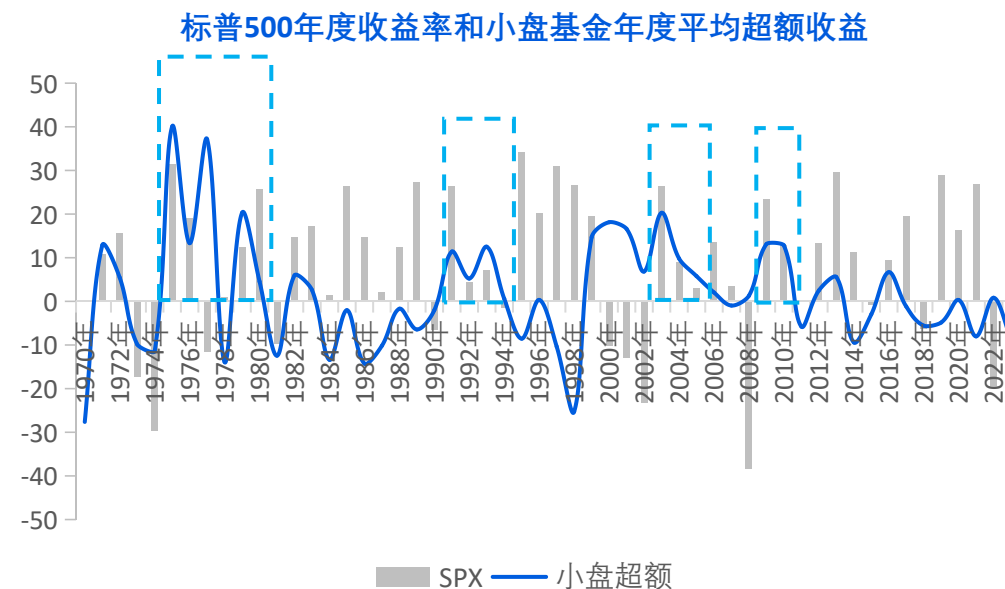
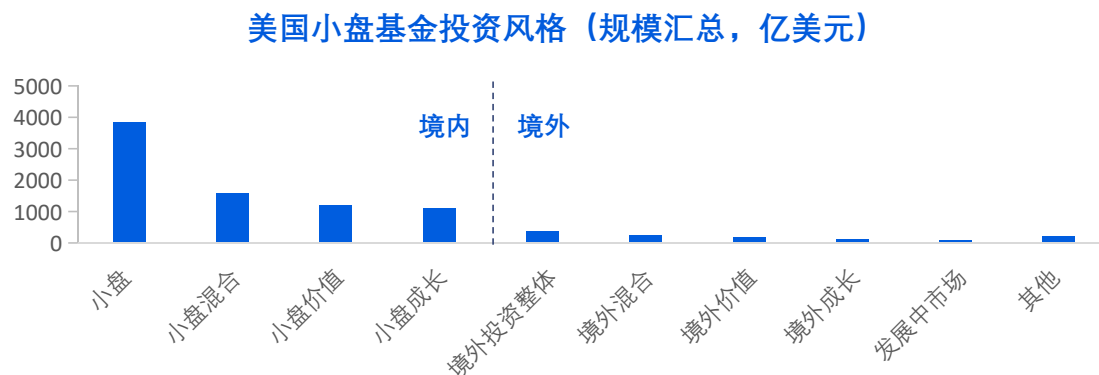
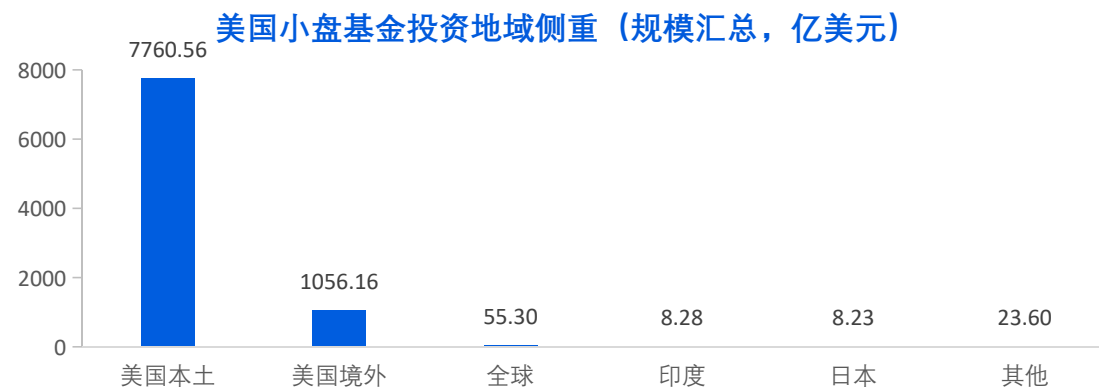
美国小盘基金规模TOP10

基金代码	基金名称	基金市值侧重	基金公司	2023年规模 (亿美元)
IJR US Equity	iShares安硕核心标普小盘股ETF	小盘	iShares	769.10
IWM US Equity	iShares安硕罗素2000 ETF	小盘	iShares	678.50
VB US Equity	领航小盘股ETF	小盘	Vanguard	504.42
VBR US Equity	领航小型股价值ETF	小盘	Vanguard	270.32
FSSNX US Equity	Fidelity小盘指数基金	小盘	Fidelity	254.15
VEXPX US Equity	领航探险家基金	小盘	Vanguard	213.00
SCHA US Equity	嘉信美国小盘股ETF	小盘	Schwab	158.15
VBK US Equity	领航小盘成长ETF	小盘	Vanguard	155.46
DFSVX US Equity	DFA美国小盘价值投资组合	小盘	DFA	153.03
DFSTX US Equity	DFA美国小盘投资组合	小盘	DFA	152.83

**TOP10市占率: 37.13%**

## □ 小盘基金侧重美国本土投资，近年来无明显超额

- 从基金地域侧重来看，美国小盘基金核心是进行美国本土的投资，占比为87.08%，另外约有12.92%的中小盘基金主要进行美国境外市场的投资。从基金风格来看，细分风格上以小盘混合和小盘价值相对占优。小盘基金的超额收益集中体现在之前的中小盘行情中，2017年以来无明显超额。



## 部分区间小盘基金能表现出相对大盘基金和小盘指数的全面超额与波动优势

- 2001-2003年和2009-2010年两个区间中，小盘基金的收益和波动均跑赢大盘基金和市场指数，**对应了中小盘行情最为极致的区间**；从收益表现来看，相对大盘基金，小盘基金在2018年至2023年间的相对大盘基金的投资优势减弱，近年来无明显超额收益。

美国小盘、大盘基金年度收益 (对比标普500和罗素2000, 单位: %)

中小盘基金相对大盘基金的收益优势

时间	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
大盘	-3.98	-11.88	-20.07	31.52	12.32	8.11
小盘	7.99	3.56	-16.53	46.66	18.83	8.78
标普500	-10.14	-13.04	-23.37	26.38	8.99	3.00
罗素2000	-4.20	1.03	-21.58	45.37	17.00	3.32
时间	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
大盘	15.39	8.42	-37.15	31.37	13.26	-3.24
小盘	15.66	2.57	-37.20	36.58	25.60	-5.78
SPX	13.62	3.53	-38.49	23.45	12.78	0.00
罗素2000	17.00	-2.75	-34.80	25.22	25.31	-5.45
时间	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
大盘	14.73	28.53	7.97	-1.43	8.47	22.25
小盘	15.90	35.18	1.99	-3.71	16.22	18.23
SPX	13.41	29.60	11.39	-0.73	9.54	19.42
罗素2000	14.63	37.00	3.53	-5.71	19.48	13.14
时间	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
大盘	-7.87	26.91	14.53	20.69	-15.69	21.33
小盘	-11.81	24.03	16.56	18.87	-18.62	15.49
SPX	-6.24	28.88	16.26	26.89	-19.44	24.23
罗素2000	-12.18	23.72	18.36	13.70	-21.56	15.09

美国小盘、大盘基金年度波动 (对比标普500和罗素2000, 单位: %)

中小盘基金相对大盘基金和小盘指数的波动优势

对应中小盘行情最为极致的区间

时间	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
大盘	40.51	17.99	22.60	11.86	12.80	14.22
小盘	48.71	18.30	17.42	14.17	17.35	25.24
标普500	22.13	21.47	25.92	17.00	11.05	10.24
罗素2000	30.13	23.54	25.29	18.79	17.70	15.90
时间	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
大盘	14.92	27.56	43.55	18.07	12.47	26.24
小盘	29.53	42.36	45.69	15.76	10.75	28.29
SPX	10.00	15.92	40.81	27.18	17.98	23.18
罗素2000	17.47	20.62	46.33	36.36	24.96	32.50
时间	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
大盘	19.62	17.76	25.72	27.49	15.55	16.68
小盘	18.67	20.60	30.22	28.28	16.83	24.69
SPX	12.72	11.02	11.33	15.43	13.04	6.66
罗素2000	17.23	14.53	15.98	16.71	18.45	12.02
时间	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
大盘	44.48	15.34	20.39	27.33	29.84	18.05
小盘	50.72	12.52	18.88	38.28	29.73	23.42
SPX	16.98	12.41	34.29	13.05	24.08	13.04
罗素2000	18.09	16.08	42.51	22.23	27.82	20.23

基金相对小盘指数的波动优势

基金相对小盘指数的收益优势

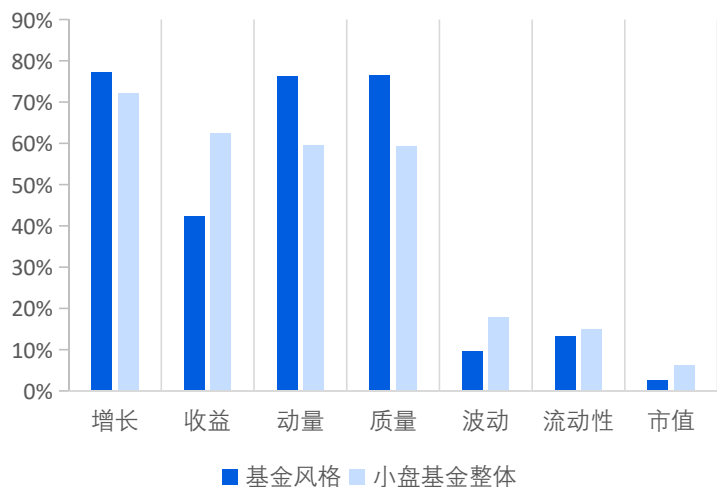
## 安硕核心标普小盘股ETF (IJR) —— 投资风格稳定

- 截至2023年12月31日，安硕核心标普小盘股ETF的规模为769.10亿美元，排名全市场第一，该基金跟踪标普600小盘指数。
- 从持仓风格来看，该基金的小盘风格长期稳定且占比接近100%。参考晨星评价体系，该基金当前相对整体小盘基金更强调动量和质量因子，在微盘股上的持仓明显更高。

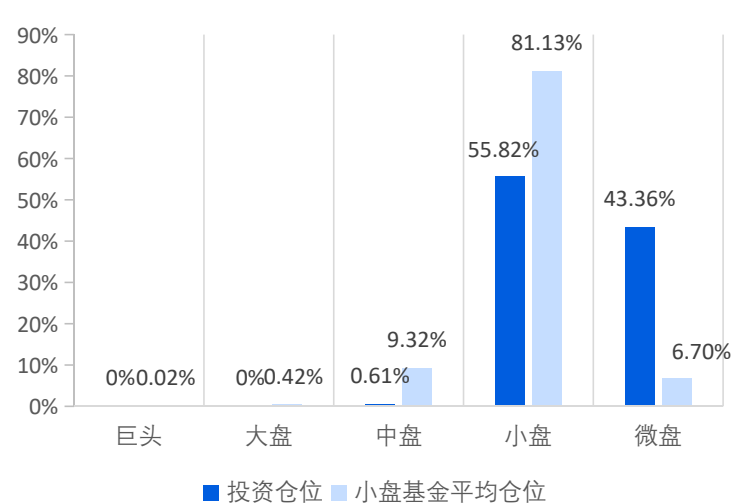
### IJR的小盘风格长期稳定



### 当前IJR晨星基金风格 (对比小盘基金整体水平)



### 当前IJR晨星投资仓位 (对比小盘基金整体水平)



### 当前IJR行业持仓 (对比小盘基金整体水平)

行业	基金持仓 (%)	小盘基金整体持仓 (%)	
周期性	基础材料	5.31	5.13
	周期性消费	15.70	12.47
	金融服务	15.89	15.86
	房地产	9.20	6.35
进攻性	通讯服务	2.23	2.14
	能源	4.92	5.38
	工业	17.48	18.66
	科技	13.38	15.29
防御性	防御性消费	3.97	4.16
	医疗保健	9.89	12.37
	公用事业	2.04	2.20

## 安硕核心标普小盘股ETF (IJR) ——在大幅波动的市场中实现规模稳定扩张

- IJR在2019年末至2021年初经历了大幅波动，基金迅速回撤后又快速回升，但同期基金的规模保持稳定上行。主要原因是该基金本身机构投资者占比高且需求稳定，即使在市场波动期间，机构投资者比例也在70%左右。
- 从风险控制角度来看，该基金在市场波动区间的风险控制能力明显优于同类型小盘基金的平均水平，同时保持了较好的基金收益，从持有体验上来看优势明显。
- 从标的指数来看，该基金跟踪标普600小盘指数，相比罗素2000指数的成分股选取，标普600小盘指数具有一定的价值倾斜性质。

IJR的累计净值走势与基金份额变动



### 为什么基金大幅波动，但规模在稳定上行？

**核心要素：**机构持有者占比高且需求稳定，基金大幅波动期间，机构占比稳定，为基金规模提供支撑。

**风险控制：**虽然基金本身波动明显IJR在2019-2021年间相比同类型基金表现出了明显的波动控制优势。

**跟踪指数：**IJR跟踪标普600小盘指数，相比罗素2000指数有一定的价值倾斜性质。

### IJR机构投资者占比高且稳定

时间	2019年底	2020年4月	2020年底
机构投资者占比	64.85%	69.40%	69.19%

### IJR在市场波动时有较强的风险控制能力

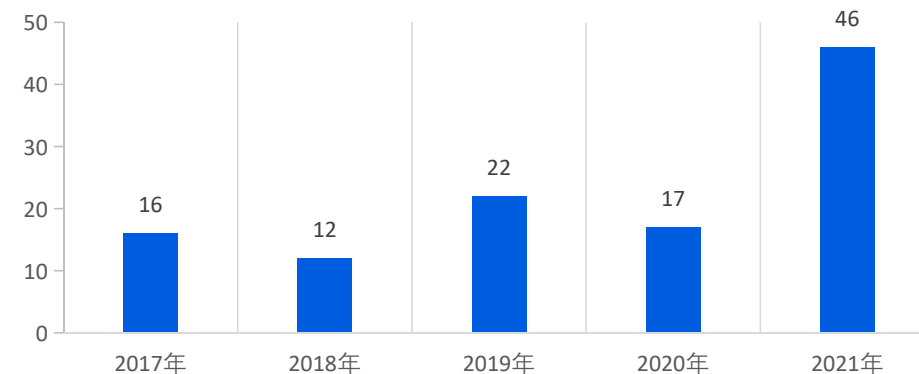
年份	小盘平均收益	IJR收益	小盘平均波动	IJR波动
2019年	24.03%	22.82%	12.52%	5.65%
2020年	16.56%	11.28%	18.88%	13.80%
2021年	18.87%	26.60%	38.28%	20.95%

标普600小盘指数旨在跟踪符合特定纳入标准的公司，以确保它们具有**流动性和财务可行性**，指数要求公司在最近一个季度以及最近四个季度中报告盈利为正。

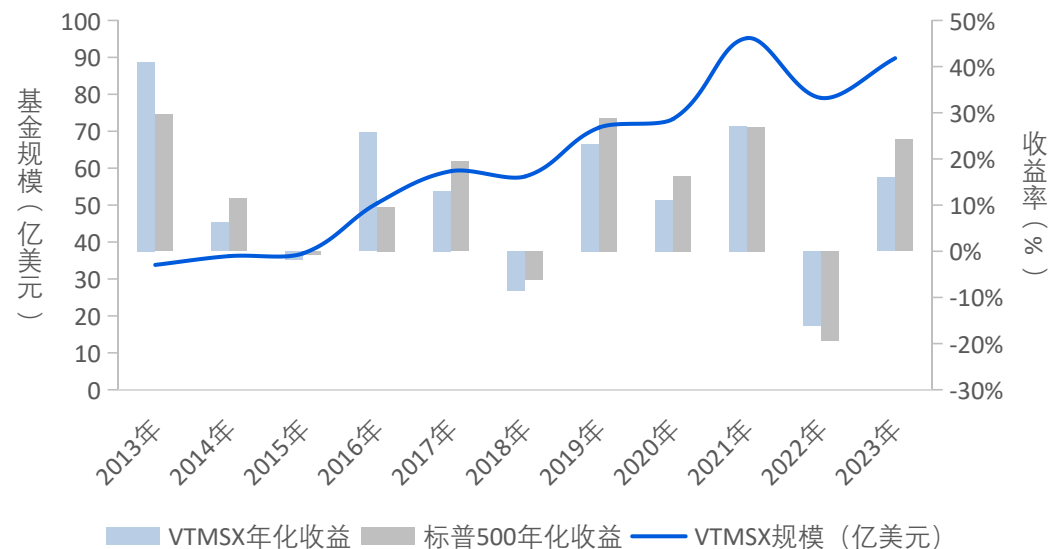
## □ 先锋领航税务管理小盘基金 (VTMSX) —— 专门面向高税级客户的税务管理需求

- 作为先锋集团税务管理投资系列的一部分，VTMSX为投资者提供小盘股投资机会。投资期限为五年或更长，风险承受能力较高的高税级投资者可能会选择将该基作为均衡投资组合的补充。
- 该基金跟踪标普600小盘指数，同时将应税收益保持在最低限度，根据先锋领航官方表述，税务管理的实现方式可通过降低换手、股票卖出筛选和资产组合构建三种方式实现。

美国每年新发行的税务管理组合数量 (个)



VTMSX的年化收益率 (%) 与基金规模变动 (亿美元)



**降低换手**

频繁交易会导基金被动实现资本收益，降低税后回报。



**股票卖出筛选**

优先出售成本最高的股票，以最大限度地减少资本收益及税收。



**资产组合**

股票仓位中优先选择低息股票，债券仓位使用市政债券获取联邦免税股息。

01.

## 美国过去四次小盘行情的历史背景

- 美国4次小盘行情总览
- 1975-1983美国最长小盘行情分析

02.

## 美国小盘基金市场现状与案例分析

- 多轮小盘市场表现驱动小盘基金规模快速上行
- 风格稳定：安硕核心标普小盘股ETF（IJR）
- 税务需求：先锋领航税务管理小盘基金（VTMSX）



03.

## 国内小盘基金的新赛道在哪里

- 国内小盘基金占比高且规模增长明显波动
- 2023年下半年以来小盘遭遇明显回撤、波动加剧
- 从风格稳定性和指数异质化入手探索新赛道可能

# 小盘风格基金定义

## □ 小盘风格基金定义

- 我们筛选市场上的六大类基金（普通股票型基金、偏股混合型基金、平衡混合型基金、灵活配置型基金、被动指数型基金、增强指数型基金），剔除非初始基金后作为初始基金池
- 观察初始基金池中各个基金每年披露的全部持仓，若持仓中的中证1000成分股及市值更小的股票的合计持仓市值占基金股票持仓市值占比在40%以上，则定义该基金为当期的小盘风格基金。



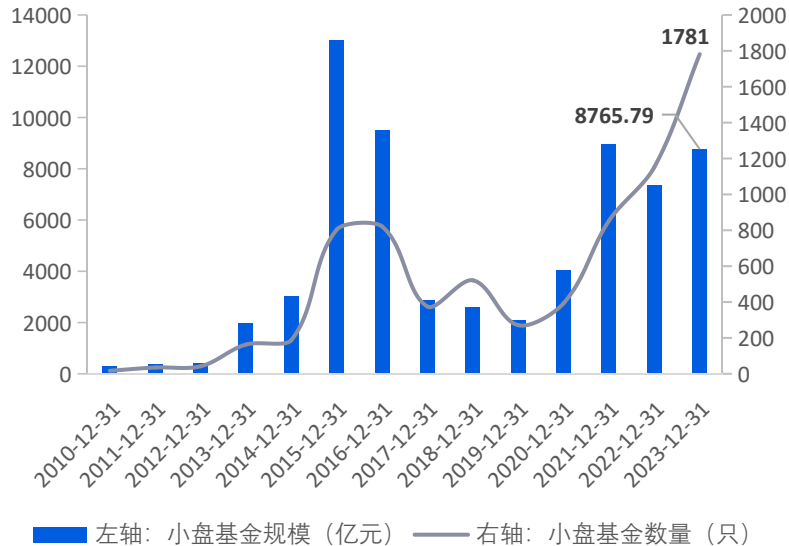
## 国内小盘规模居近年来高位，占比持续提升

- 截至2023年年报，国内共有小盘风格基金1781只，合计规模8765.79亿元，占到全市场股票基金的14.48%。2021年来小盘基金的规模占比持续提升，已达2020年以来的历史高位。
- 2014-2015年间，在市场中小盘行情的驱动下，国内小盘基金的规模明显提升，但此后在2016-2019年间逐步回落至2014年水平，2020年年底中小盘基金的占比下滑至2014年以来历史最低水平（6.72%）。

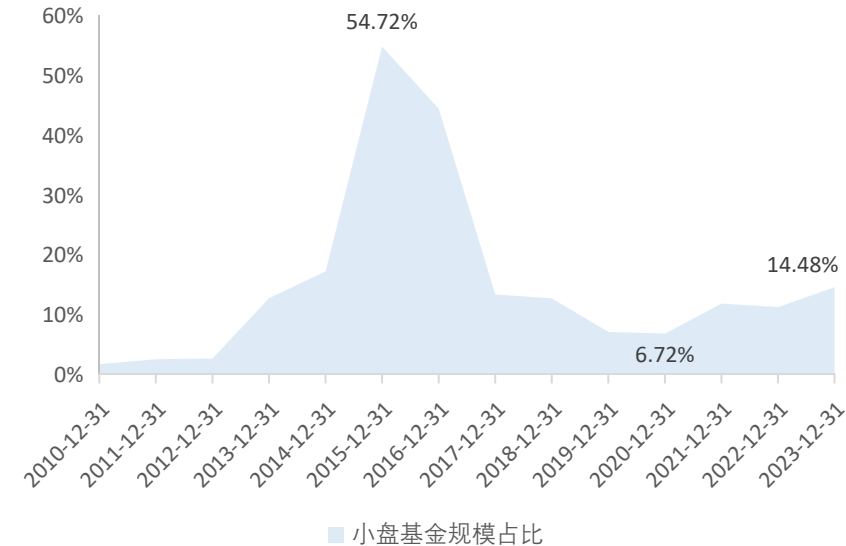
中证1000相对沪深300



国内小盘基金规模（亿元）



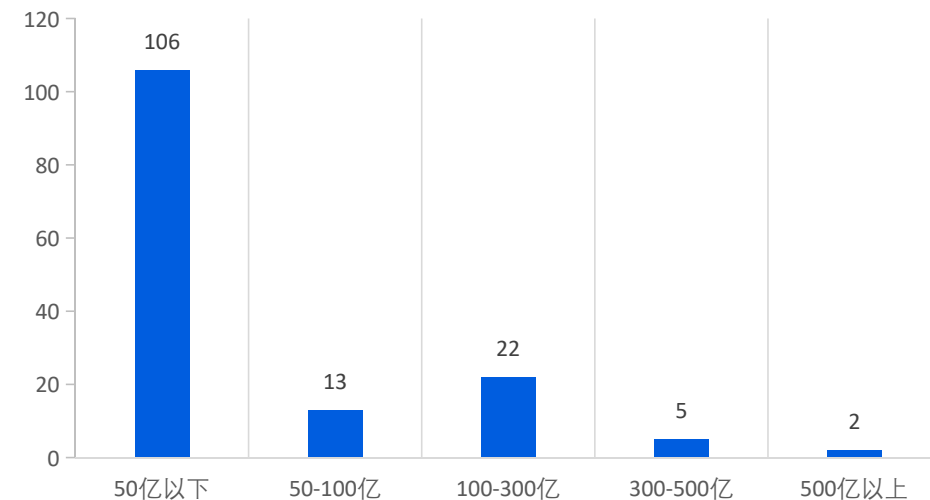
小盘基金规模占比



## □ 机构小盘基金业务占比在20%左右，部分机构深度布局

- 从管理人格局来看，小盘基金当前管理人规模集中在50亿元以下，规模超过300亿元的机构共7家，规模在500亿元以上的机构为华夏基金和广发基金，在管小盘基金合计规模分别为508.34亿元和502.78亿元。
- 从当前小盘基金展业机构的业务占比来看，市场小盘基金业务占比中位数为18.25%。部分机构深度布局小盘业务，例如圆信永丰基金，旗下小盘基金管理规模占权益基金管理规模的比重接近80%。

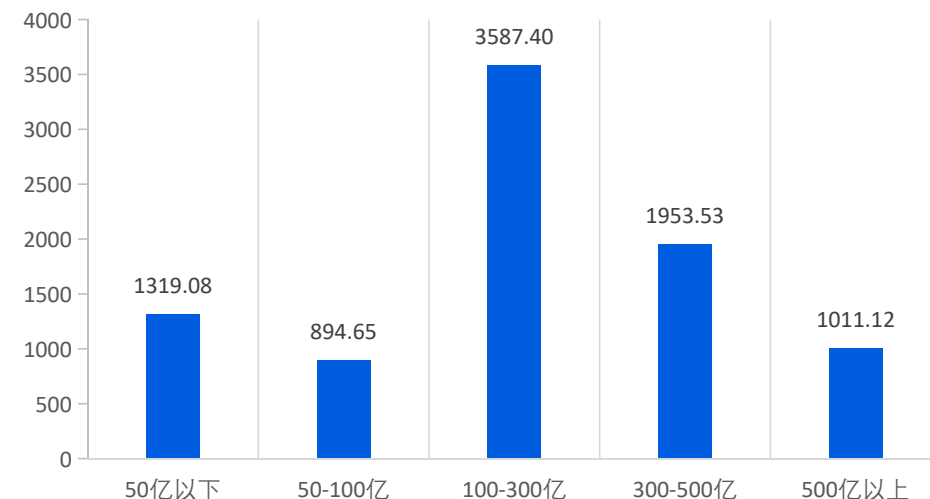
各规模档位小盘基金管理人数量（家）



国内小盘基金业务占比较高的管理人TOP10（管理规模50亿元以上）

基金公司	小盘基金数量（只）	在管小盘基金规模（亿元）	在管小盘基金规模占比
圆信永丰基金	10	149.57	78.20%
财通基金	20	61.09	69.89%
信达澳亚基金	34	300.62	69.81%
国寿安保基金	13	53.92	55.92%
宝盈基金	23	102.28	55.63%
浦银安盛基金	18	59.62	55.06%
光大保德信基金	12	54.53	51.46%
中庚基金	3	149.29	49.17%
海富通基金	23	101.91	45.09%
融通基金	21	155.23	44.80%
<b>中位数</b>	<b>8</b>	<b>17.67</b>	<b>18.25%</b>

各规模档位小盘基金管理人合计规模（亿元）



## 国内小盘基金市场规模增长波动明显，美国市场增长相对稳定

对比中美小盘基金市场的规模发展历程，国内小盘基金市场的发展有如下几个特征：

- 国内2013年之前的市场走势相当于美国2000-2006年阶段，业务“从零到有”，规模增长缓慢但稳定；
- 2013年之后国内小盘基金的发展与美国差异较大，国内产品在市场行情的影响下出现规模的明显波动，而美国整体来看，2008年以来保持规模稳定的上行。
- 从占比来看，截至2023年年底，美国小盘基金的占比一直在10%以下，而国内小盘基金占比为14.48%，主要是由于基金市场整体规模的差异带来的稀释作用，整体国内小盘基金的规模仍处在快速增长阶段。

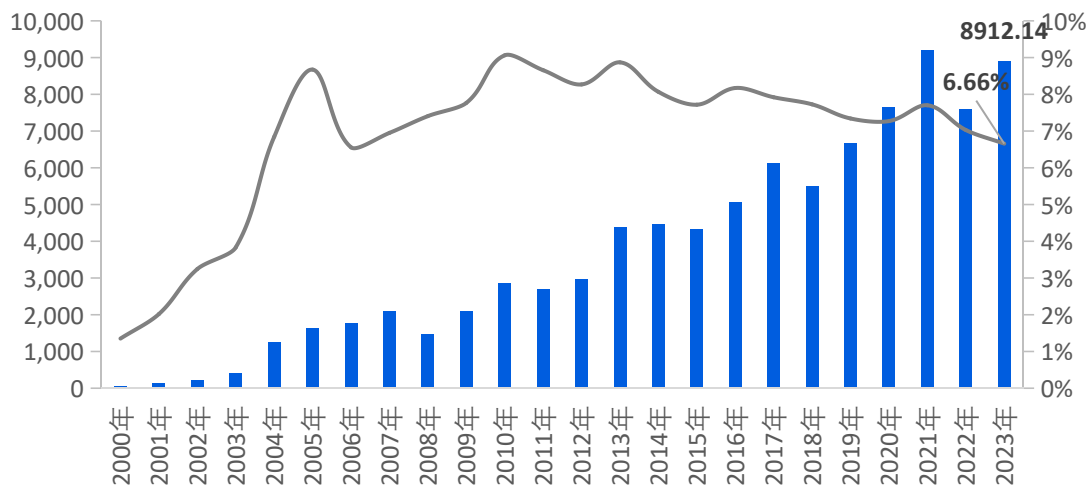
### 共同点

核心驱动力是  
市场行情走势  
的推动

### 差异点

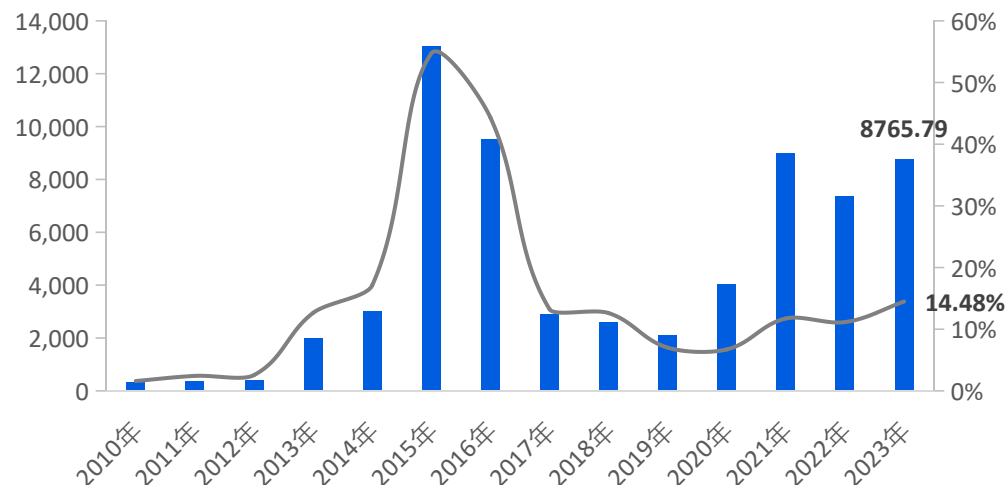
国内小盘基金  
市场规模增长  
的波动远高于  
美国市场

2000年至今美国小盘基金规模变动（亿美元）



■ 左轴：小盘基金规模（亿美元） — 右轴：小盘基金规模占比

2010年至今中国小盘基金规模变动（亿美元）



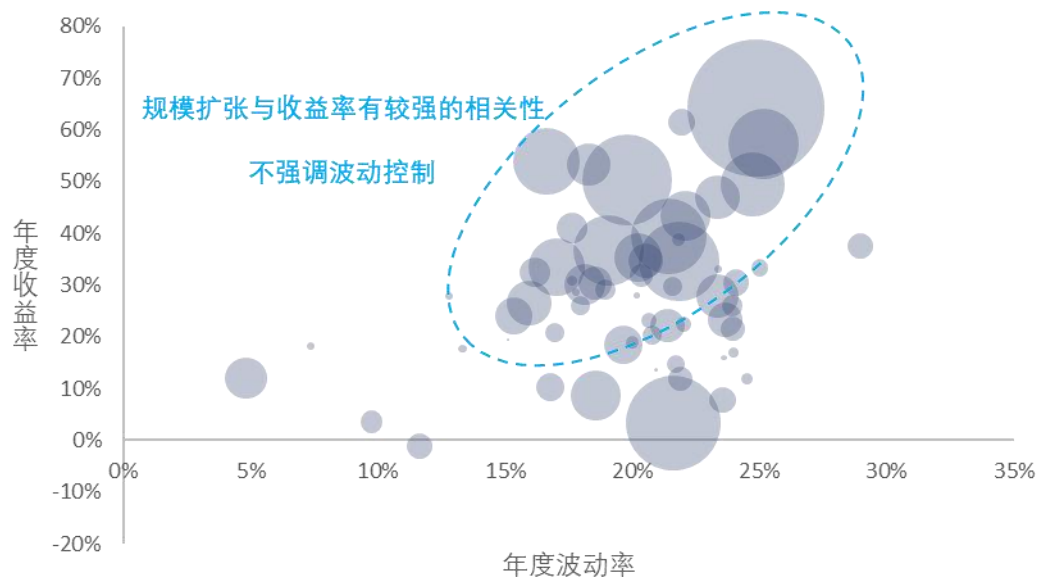
■ 左轴：小盘基金规模（亿元） — 右轴：小盘基金规模占比

## 2014-2015年牛市，小盘基金规模高速扩张

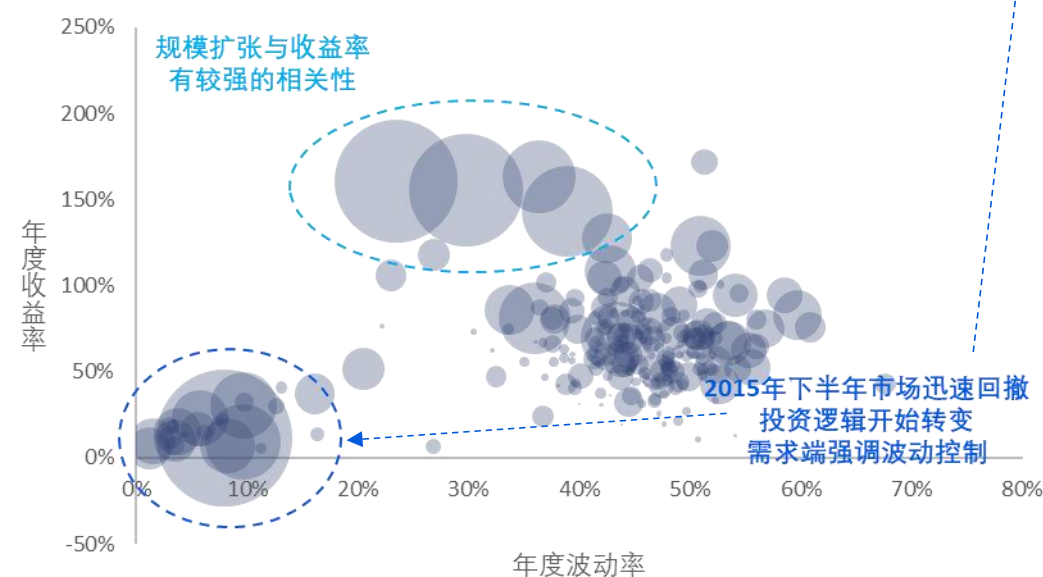
- 2014-2015年间，在牛市的驱动下小盘基金规模迅速扩张。2014年小盘基金收益表现与规模变动成明显正比关系，整体市场以强调收益为主，并不重视波动控制。
- 2015年下半年开始市场迅速回撤，部分规模明显扩张的基金代表了市场投资逻辑的转变，需求端开始显著强调波动和回撤的控制。

基金代码	基金名称	基金规模 (亿元)	上年规模 (亿元)	规模增速	年度收益	年度波动	最大回撤	收益率百分位	波动率百分位	最大回撤百分位
519183.OF	万家双引擎A	10.00	0.52	1811.24%	30.53%	9.71%	-4.25%	74.40%	4.40%	3.80%
350007.OF	天治趋势精选	17.48	2.06	748.65%	9.99%	3.45%	-2.10%	95.10%	1.30%	1.80%
000065.OF	国富焦点驱动灵活配置A	29.30	1.19	2351.75%	9.09%	9.61%	-6.79%	96.30%	4.20%	5.00%
519050.OF	海富通安颐收益A	25.84	0.33	7807.48%	11.20%	7.95%	-5.37%	94.60%	3.70%	4.50%
519738.OF	交银周期回报A	30.17	4.99	504.64%	16.37%	5.61%	-2.54%	90.00%	2.70%	2.30%
000597.OF	中海积极收益	33.39	3.88	760.56%	5.73%	1.16%	-0.45%	98.30%	0.10%	0.40%
000664.OF	国联安通盈A	38.60	3.92	883.94%	9.92%	1.47%	-0.35%	95.40%	0.50%	0.20%
519127.OF	浦银安盛盛世精选A	38.41	2.70	1320.61%	22.65%	5.72%	-2.25%	83.60%	2.90%	1.90%
519971.OF	长信改革红利	21.70	1.61	1252.13%	7.17%	8.28%	-4.92%	97.30%	3.90%	4.00%
000743.OF	红塔红土盛世普益	10.08	0.97	943.35%	14.94%	3.76%	-1.72%	91.30%	2.20%	1.40%

2014年小盘基金收益表现与规模变动



2015年小盘基金收益表现与规模变动

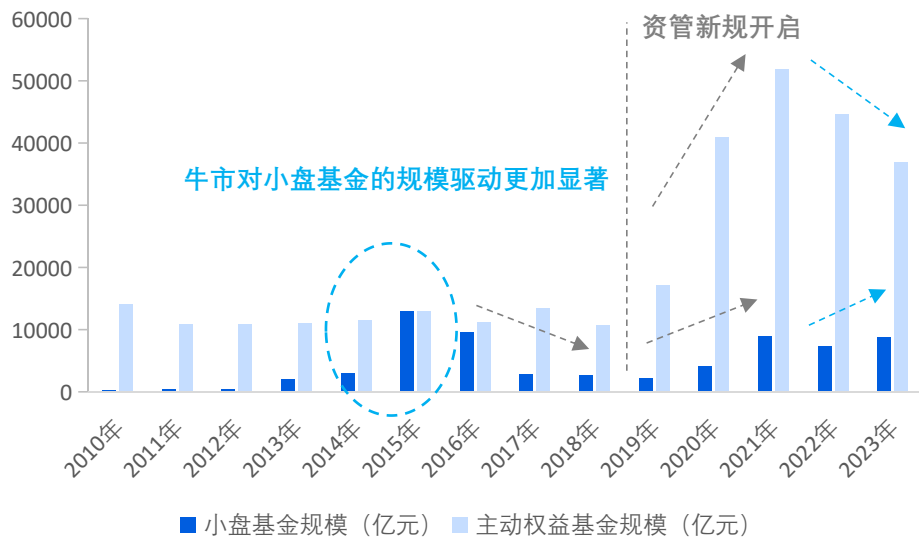


\* 通过气泡大小衡量该年度规模扩张比例，气泡越大，规模扩张越快

## 国内小盘基金的规模增长核心驱动力是市场表现的相对优势

- 回顾国内小盘基金的规模走势，2014-2015年牛市区间，基于产品本身收益弹性高的特征，小盘基金规模在市场投资热度支持下实现了比主动权益基金更快的扩张。
- 2022年以来，资管新规带来的赚钱效应减弱，主动权益基金规模下滑，但小盘基金规模实现了逆势扩张，背后的原因是小微盘相对大市值投资的溢价在持续，不断有新的权益基金选择小盘风格投资。

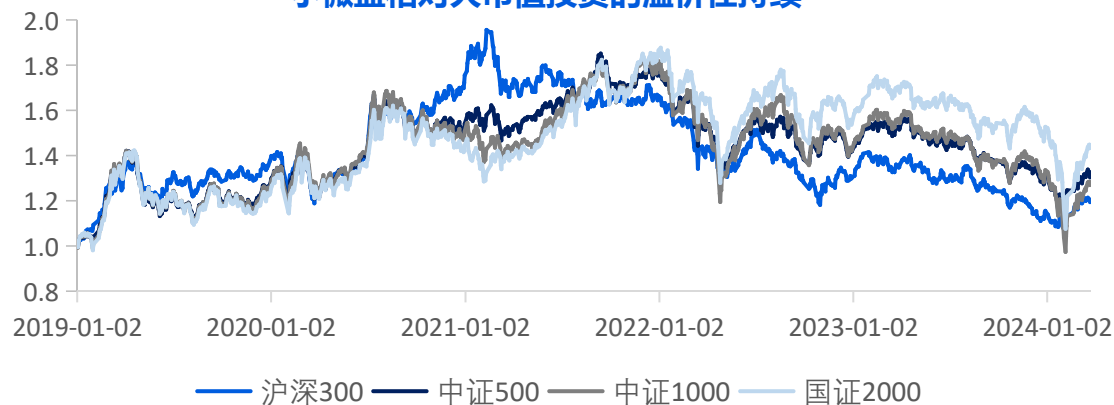
### 小盘基金与主动权益基金规模变动对比



### 2023年小盘基金进入和退出情况

基金类型	基金数量 (只)	基金规模 (亿元)
存续基金	857	-473.70
新进小盘基金	924	3886.46
退出小盘基金	-295	-1987.95

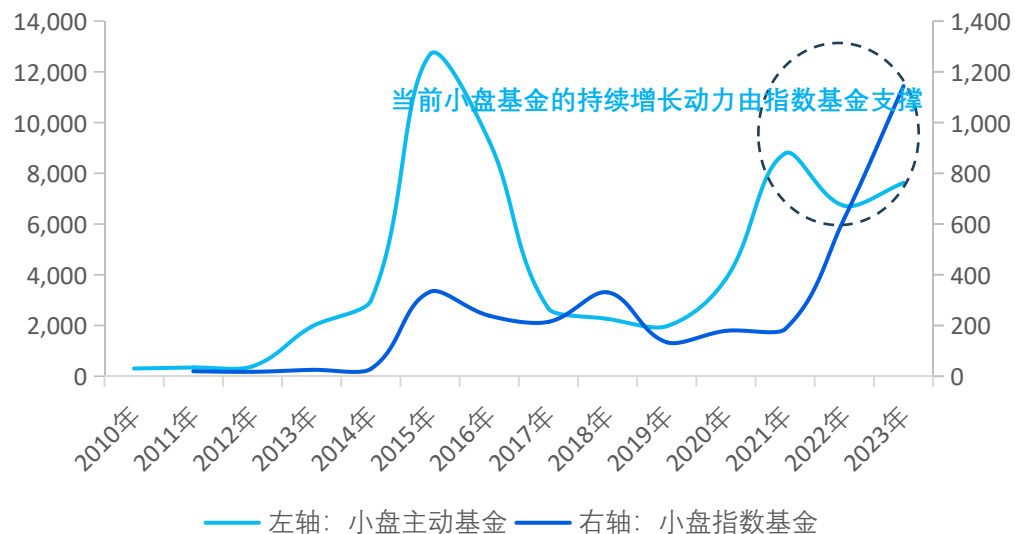
### 小微盘相对大市值投资的溢价在持续



## □ 当前小盘基金持续增长的动力由指数基金支撑

- 进一步拆分小盘基金中的主动基金和指数基金，2022年至今小盘基金的增长主要动力来源于指数基金，主动类小盘基金的规模则从2021年开始持续走平。
- 从具体跟踪指数来看，2021年至今规模增长明显的小盘指数基金主要跟踪以中证1000为代表的宽基指数和以动漫游戏和中证畜牧为代表的行业主题类指数。

国内小盘指数基金的增长相对稳定（规模单位：亿元）



近年来规模迅速扩张的小盘指数基金跟踪标的（规模单位：亿元）

指数类型	指数名称	2021年	2023年	规模变动
宽基类	中证1000	53.15	467.31	414.15
	国证2000		39.90	39.90
	中证2000		17.94	17.94
	北证50		8.06	8.06
行业主题类	动漫游戏	11.17	95.20	84.03
	中证畜牧		65.65	65.65
	中证全指房地产		45.88	45.88
	医疗器械		26.90	26.90
	机器人	1.69	14.47	12.77
总计		185.80	1143.80	958.00

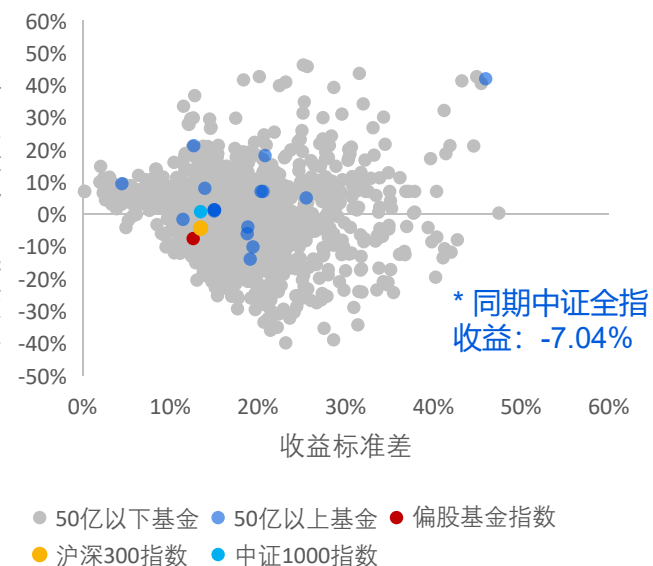
## 2023收益排名靠前的基金被机构大量配置

- 2023年下半年开始，小盘指数开始持续回撤，整体市场上规模扩张明显的小盘基金在收益上表现出了显著的优势。
- 从规模变动前十名的个券来看，前三名的基金同时重视收益增长与风险控制，后续基金在波动控制上特征不明显，但始终强调收益。s规模增长明显的小盘基金中，机构占比出现显著提升。部分机构持仓增加明显的个券在波动控制上表现较差，属于对传媒、电子等热点行业的追逐。

2023年下半年开始小盘行情出现回撤



2023年小盘基金收益风险表现



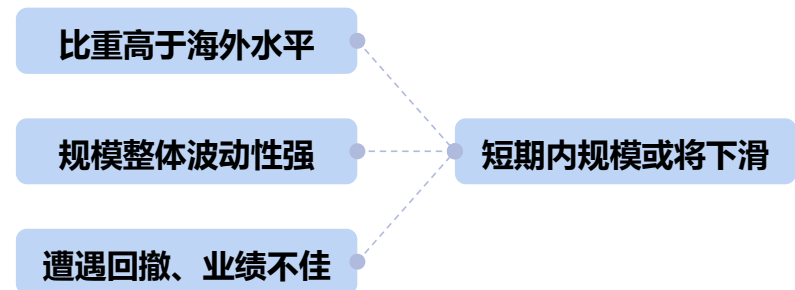
2023年小盘基金规模扩张TOP10

全面强调收益

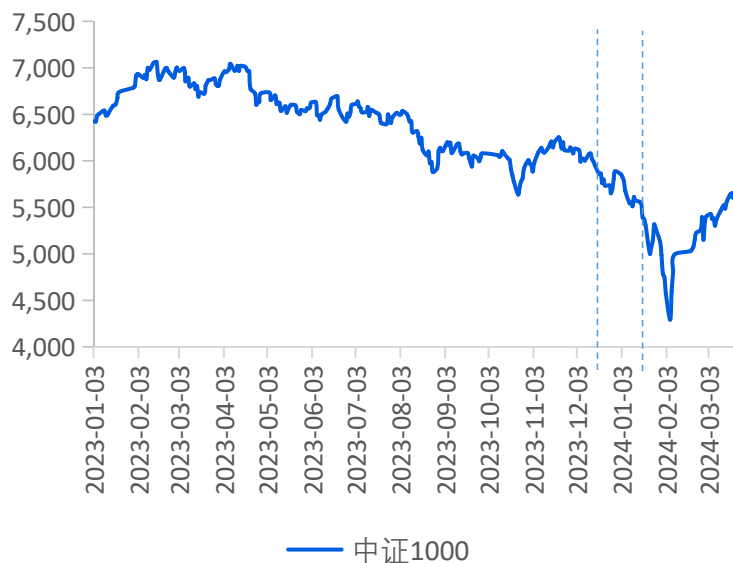
	基金代码	基金简称	2023年基金规模 (亿元)	基金规模同比提升 (亿元)	2023收益	2023波动	2023最大回撤	2022H2机构占比	2023H2机构占比	2023年收益排名	2023年波动排名	2023年回撤排名
收益和风险表现均排名靠前	014805.OF	国金量化精选A	85.87	79.99	13.39%	12.54%	-9.60%	9.52%	47.15%	3.10%	14.00%	4.40%
	006195.OF	国金量化多因子A	101.96	79.98	13.68%	12.67%	-9.88%	43.06%	38.45%	2.80%	15.00%	4.80%
	501219.OF	华夏智胜先锋A	58.05	53.79	11.34%	11.70%	-10.24%	13.53%	26.19%	3.80%	10.00%	5.10%
强调收益	159869.OF	华夏中证动漫游戏ETF	58.27	51.38	33.60%	45.95%	-43.67%	53.75%	79.10%	0.40%	99.80%	98.50%
	005310.OF	广发电子信息传媒产业精选A	46.06	44.10	26.14%	31.99%	-31.51%	15.87%	69.08%	0.90%	96.00%	82.50%
热点行业基金不强调风险	000006.OF	西部利得量化成长A	56.97	40.23	10.17%	13.08%	-9.49%	52.59%	70.76%	4.80%	18.20%	4.30%
	620007.OF	金元顺安优质精选A	38.57	37.88	28.60%	12.78%	-8.15%	0.00%	36.87%	0.80%	15.70%	3.30%
机构显著加仓	166020.OF	中欧成长优选回报A	42.09	37.02	-0.63%	13.76%	-13.19%	53.89%	92.78%	17.70%	23.80%	9.40%
	010003.OF	景顺长城电子信息产业A	61.27	37.00	18.19%	25.00%	-23.08%	46.09%	62.76%	1.90%	87.40%	43.30%
	002236.OF	大成互联网+大数据A	36.10	33.83	33.27%	18.34%	-10.56%	0.11%	33.34%	0.40%	61.60%	5.50%

## □ 2024年年初，小盘指数遭遇超预期下跌，且波动放大，预计将带来小盘基金规模的短期下滑

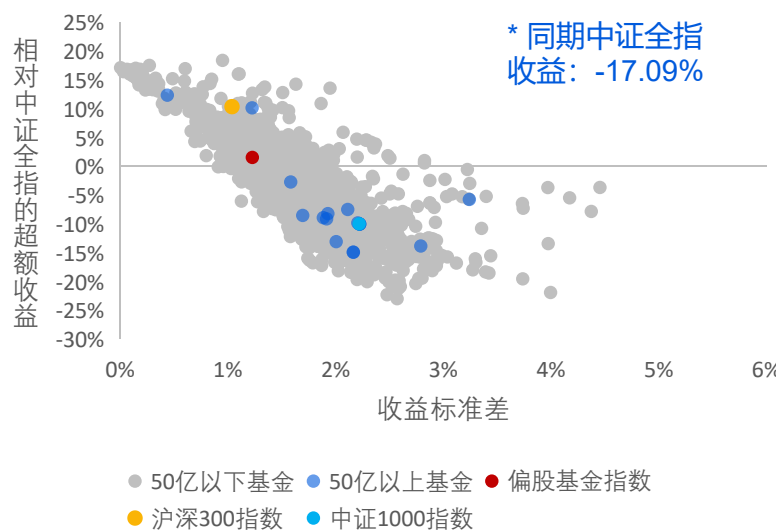
- 2024年年初小盘指数的超预期下跌使得整体小盘基金回撤明显，多数基金均跑输市场基准，全市场仅30%的基金相对中证全指获得超额收益，绝对收益为正的基金则仅有3只；2024年2月初市场回升，带动小盘基金收益有一定回暖，但预计整体市场行情回暖对局部小盘基金的市场规模的修复效果不明显。
- 国内小盘基金当前规模占比显著高于美国同期水平，规模波动性强，叠加当前基金遭遇集中回撤，预计短期内小盘基金的规模将有所下降。



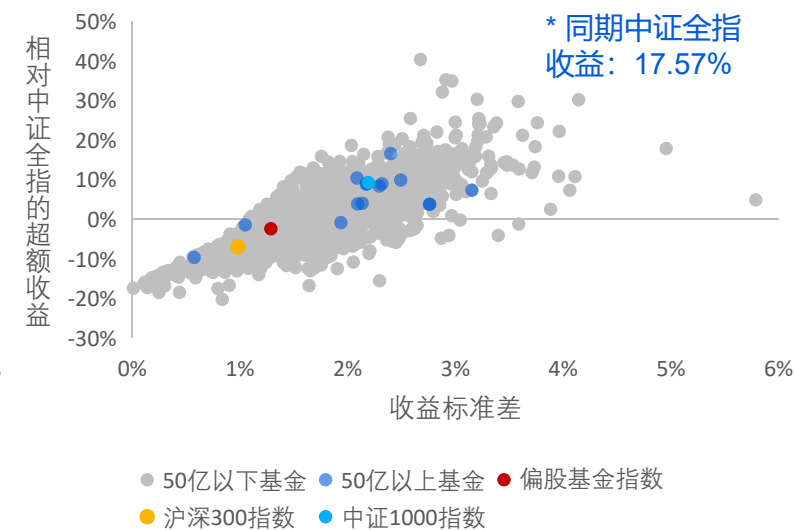
### 2024年年初小盘指数迅速回撤



### 2024年小盘基金收益风险表现 (20240101-20240205)



### 2024年小盘基金收益风险表现 (20240205-20240331)



## □ 小盘基金中，指数增强基金产品收益集中度高

- 在前述各个回撤和回升区间中，我们进一步将小盘基金拆分为主动基金、被动指数基金和指数增强基金。
- 相比其他两类基金，指数增强基金表现出了显著的收益集中度优势。在2024年1月1日至2月5日小盘行情快速回撤至低点时，指数增强基金的超额收益分布相对偏左，低于主动基金；在2月6日小盘行情低点至3月底区间中，指数增强基金的收益水平相比主动基金和被动指数基金更高，综合来看产品收益波动较强。

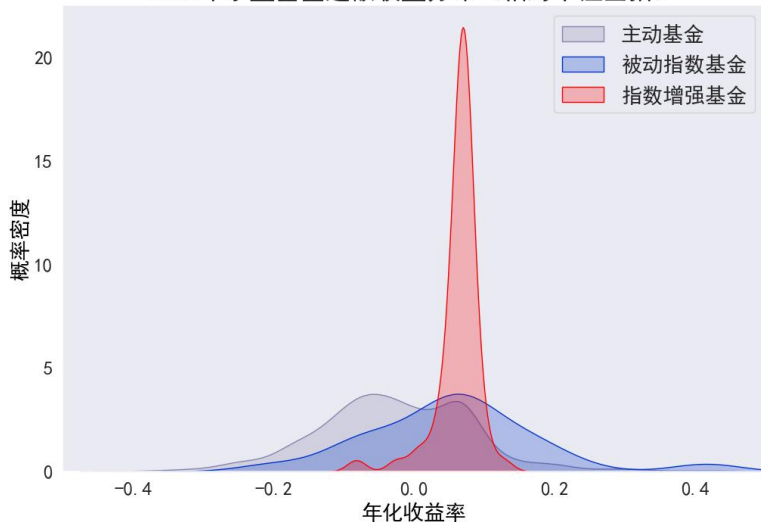
### 20240205-20240331小盘指增基金规模（亿元）与超额收益

指数名称	场内基金	场外基金	整体	指数名称	场内基金	场外基金	整体
中证1000	8.51	113.55	122.06	中证1000	9.69%	7.58%	7.93%
国证2000		13.43	13.43	国证2000		10.15%	10.15%
创业板综		7.85	7.85	创业板综		6.30%	6.30%
消费红利		0.69	0.69	消费红利		-3.96%	-3.96%
CS娱乐TI		0.63	0.63	CS娱乐TI		6.66%	6.66%
G60综指		0.09	0.09	G60综指		0.87%	0.87%
合计规模	8.51	136.24	144.75	平均收益	9.69%	7.61%	7.87%

部分小盘指数收益好，但对应产品规模较低

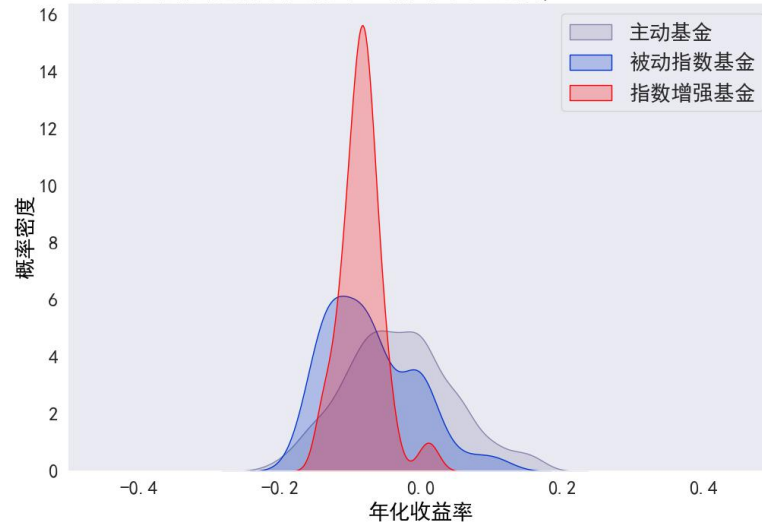
\*数据区间为2024/2/5-2024/3/31

#### 2023年小盘基金超额收益分布（相对中证全指）



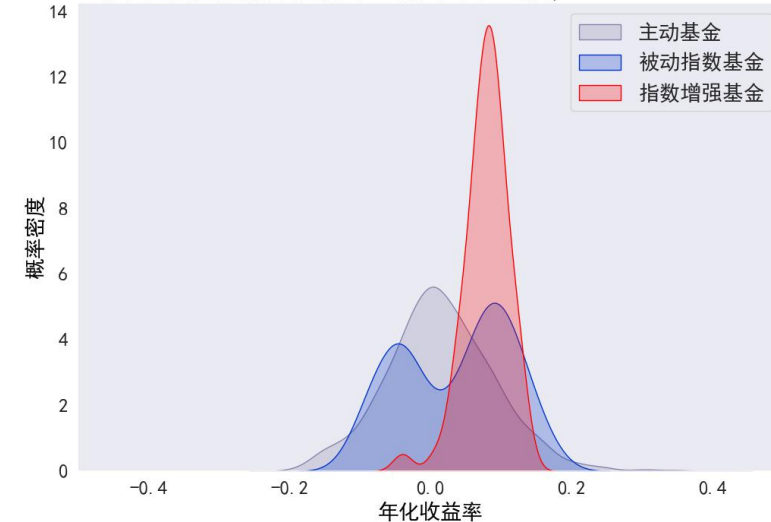
\*数据截至2023/12/31

#### 2024年小盘基金超额收益分布（相对中证全指，20240101-20240205）



\*数据区间为2024/1/1-2024/2/5

#### 2024年小盘基金超额收益分布（相对中证全指，20240205-20240331）



\*数据区间为2024/2/5-2024/3/31

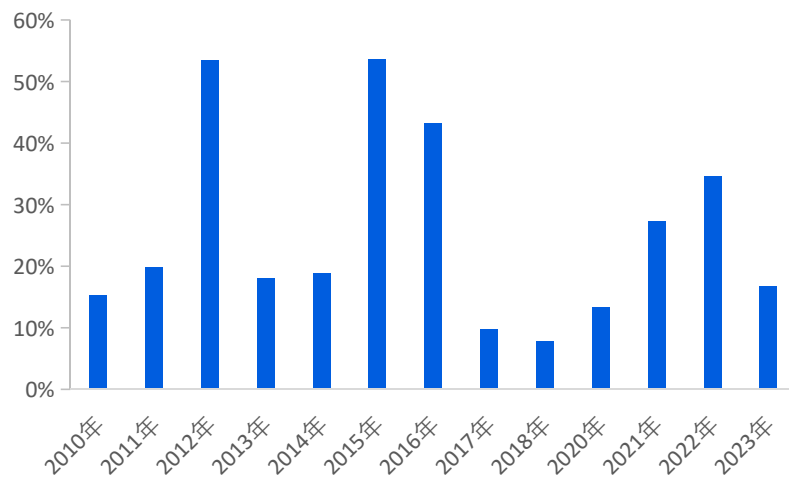
## 主动小盘基金：国内基金投资风格稳定性有待提升

- 对比美国代表性小盘基金，以IJR为例，该基金近10年来专注小盘股票投资，投资风格稳定，且小盘投资占比接近100%。
- 相较而言，国内权益基金的风格确定性则较低，我们选取市场上三只代表大盘、中盘和小盘投资风格的基金，计算过去基金持仓中，中证1000及以后的股票市值占比，三只基金的仓位变动均波动明显。在小盘基金扩张明显的2014-2015年间，大盘基金也会采取较高的小盘股仓位，出现市值风格的偏移。

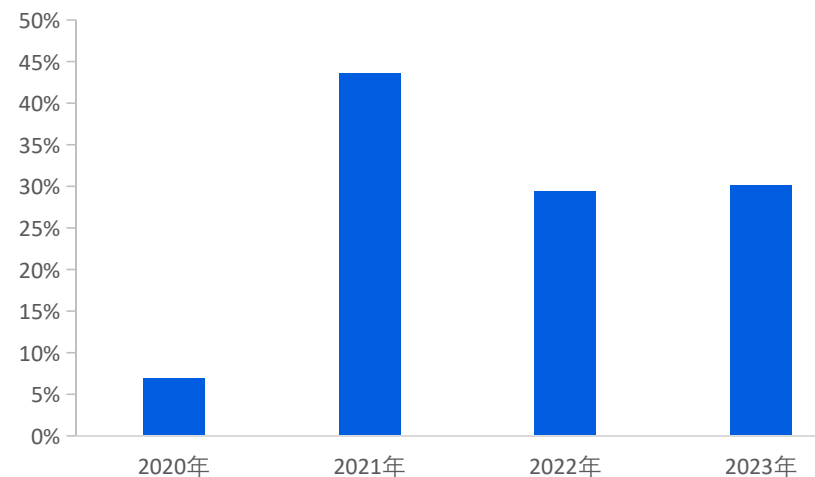
### 美国小盘基金风格长期稳定（以IJR为例）



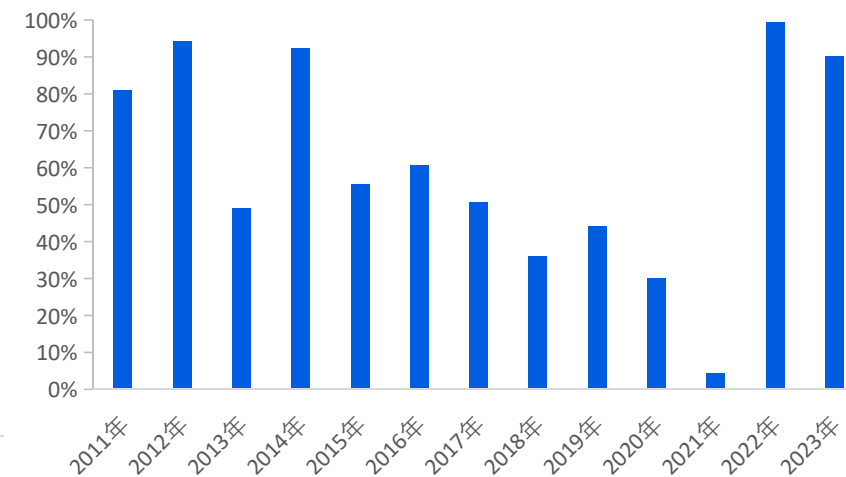
### 某大盘基金-中证1000及以后股票持仓占比



### 某中盘基金-中证1000及以后股票持仓占比



### 某小盘基金-中证1000及以后股票持仓占比



## □ 小盘指数基金：产品特质性有待进一步凸显

- 以美国代表性小盘指数——标普600为例，该指数系列跟踪产品众多，但由于产品细分维度多样，因此单个指数对应的产品数量多为1只，明显强调产品的异质性。而国内目前小盘指数基金异质性低，且产品容易扎堆出现，面临的市场竞争程度明显更高。



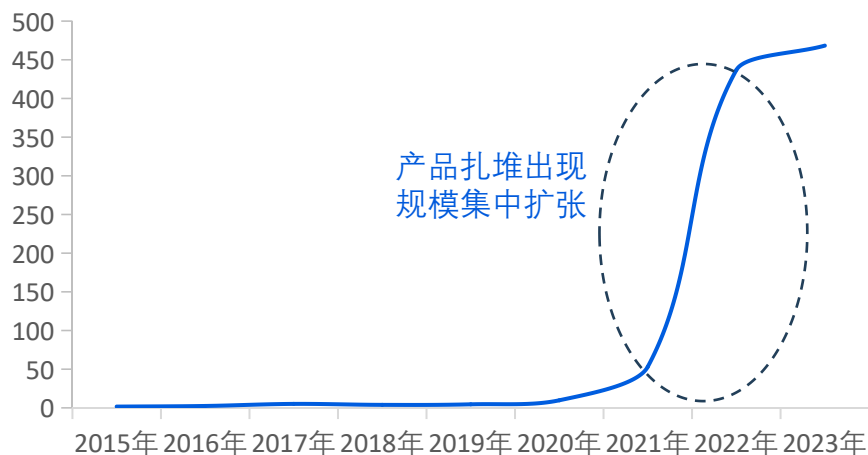
## □ 小盘指数基金：产品特质性有待进一步凸显

- 反观国内小盘指数基金，以中证1000指数为例：当前国内跟踪中证1000的小盘指数产品共53只，国内已有中证1000叠加因子类的派生指数产品，但数量较少，仅有2只，且规模均在1亿元以下；目前暂无任何中证1000叠加行业类的派生指数产品。
- 因此整体来看，国内小盘指数产品同质性较强，同类产品的扎堆出现容易加剧市场竞争，不利于产品需求的扩张，未来国内小盘指数产品的特质性有待进一步凸显。

2023年跟踪中证1000指数的小盘基金数量和规模

跟踪指数名称	基金数量（只）	基金规模（亿元）
中证1000	53	467.31

中证1000相关指数对应小盘指数基金规模（亿元）



宽基类

叠加因子

叠加行业

2023年跟踪中证1000因子类指数的小盘基金数量和规模

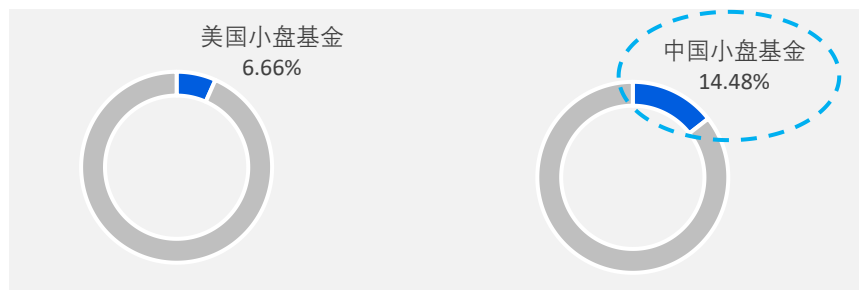
跟踪指数名称	基金数量（只）	基金规模（亿元）
1000成长创新	1	0.49
1000价值稳健	1	0.51

2023年跟踪中证行业指数的小盘基金数量和规模

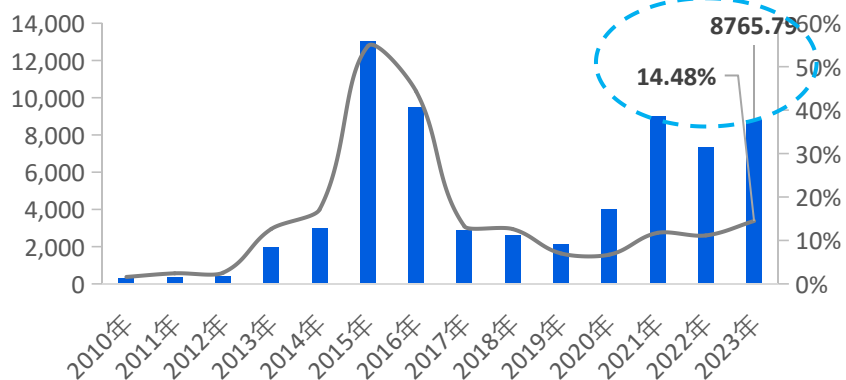
跟踪指数名称	基金数量（只）	基金规模（亿元）
中证畜牧	4	65.65
中证全指房地产	2	45.88
中证钢铁	1	12.29
中证机床	2	5.46
中证体育	1	1.28
中证影视	2	0.98
中证智能家居	1	0.38

## 当前国内小盘基金占比空间不足，要从结构上做探索

- 国内小盘基金同质化特征强，未来需强调资产配置需求的满足，发掘策略的独特性，且在市场波动的环境下产品构建上需要注意进攻性和防守性的结合，小盘+指数类产品的探索空间大。



2010年至今中国小盘基金规模变动（亿美元）



左轴：小盘基金规模（亿元） 右轴：小盘基金规模占比

市占率显著高于海外

基金规模波动大

短期经历迅速回撤

核心问题

占比空间不足  
短期规模可能下滑

结构上做探索

投资风格  
稳定性

国内小盘基金投资风格不定，小盘持仓受市场波动影响明显。  
↓  
海外小盘基金投资风格长期稳定，深耕市场，挖掘机会。

指数基金  
多样化

国内小盘指数基金同质性强，容易扎堆出现，竞争激烈。  
↓  
海外整体重视产品独特性，跟踪相同指数的基金数量少。

- 本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议
- 若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期
- 报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险，且数据处理统计方式可能存在误差
- 中国与国际市场并不具有完全可比性，报告中相关数据仅供参考

## 金融工程小组介绍

李杨，金融工程及金融产品首席分析师，8年证券投资、研究经验。复旦大学本科，曾先后就职于方正证券，银河基金，易方达基金。

熊晓湛，金融工程分析师，5年卖方金融工程工作经验，爱丁堡大学硕士，目前主要负责可转债、固收+策略、衍生品研究。

何欣洋，基金产品及财富管理分析师，约翰霍普金斯大学硕士，上海财经大学本科，5年工作经验，目前主要负责基金产品市场、资管市场及财富管理研究。

何佳玮，金融工程及金融产品分析师，哥伦比亚大学硕士，2年工作经验，目前主要参与资产配置、基金产品研究。

熊颖瑜，金融工程分析师，6年金融行业工作经验，中国人民大学本科，目前主要负责量化资产配置、选股研究

郑文睿，金融工程及金融产品分析师，帝国理工统计学硕士，4年工作经验，目前主要负责基金产品研究。

赵馨，金融工程研究助理，3年金融行业工作经验，马里兰大学硕士，目前主要负责量化资产配置等方面的研究。

蔡雯倩，金融工程及金融产品研究助理，上海财经大学硕士，目前主要负责可转债、固收+策略、衍生品研究。

许紫薇，基金产品研究助理，英国杜伦大学公司与国际金融专业，目前主要研究方向为基金产品市场。

## 分析师承诺

李杨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 金融工程研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597