

逆水行舟：基金投资的反传统之旅

——基金配置策略报告

核心观点

85.2%的传统基金评价指标对未来收益没有明显的预测能力，而沉迷挖掘短期投资异象容易忽略逻辑闭环之外因素的影响。本文围绕长期胜率高、解释力强、低相关性的目标构建综合选基逻辑，其中均衡策略年化超额12%，年度胜率100%，季度胜率89%。

□ 为什么部分投资者认为基金评价没用？

当前两种基金评价方法论对立的实质，是对能够决定基金未来收益的定价因素存在分歧。基金定量评价的问题是执着于历史结果的归纳，而定性评价虽重视个体的思维逻辑理解和推演，但评价的标准难以稳定和客观。

如果把视角从复盘切换到预测，基金在历史上呈现的大多数优秀特质并不代表其能在未来稳定贡献正收益。实证表明在331个传统基金评价指标中，85.2%的评价指标对未来的收益没有明显的预测作用，在选基角度更多是风险因子而非alpha因子，换言之，传统产品画像中隐含的逻辑信息事实上无法线性演绎。

但脱离基金评价做投资会丧失信息优势。公募作为普惠性金融品种，投资管理和信息披露制度更加健全和完善，但对投资者是重要相对优势。因此与其主观臆断机会，不如在不迷信历史结果的前提下，真正用好基金披露的各类数据。

□ 基金投资中的“正确的事”和量化表达

构建多维综合选基逻辑体系，而不是从持仓或净值中逆推单一异象信号。过往研究中，我们常以为找到了能够带来超额的投资逻辑，但事后来更多是挖掘到了某个短期异象故事、买入并期待外部环境持续不变。但实际中影响底层标的收益的元素众多，单一因子的刻画并不能完全捕捉收益和风险。

基金定价的对象是信托契约而非股票，主观逻辑出发选择和优化基金评价指标有助于改善其预测和泛化效果。如规模等因子可提供更清晰有效的选基线索。

我们构建六种解释力强、相关性低、长期胜率高、长期胜率高的选基逻辑及其量化表达：

- 风格：契合长期趋势，挖掘盈利稳定的中小盘，重视困境反转策略。
- 资金：负债端约束少，管理规模处于舒适区、管理人内部支持度高。
- 博弈：业绩来源隐藏，收益难用传统归因模型解释、净值领先持仓。
- 行为：策略积极独立，保持换手强度、敢于拓展重仓、赔率让步胜率。
- 风偏：谨慎乐观定位，严控回撤幅度、逆向左侧交易、估值低容忍度。
- Alpha：超额纯粹高效，剥离风格收益、风险调整收益同时相对领先。

□ 不同侧重点的基金投资组合业绩

基金个体无法长期兼具六种强势特质。生命周期假设下一种可能的情况推演：优质基金进入成熟期后，资金端约束大幅提升、Alpha收益开始被定义为风格趋势、出色博弈能力逐渐转化为过往行为绩效，最终降低风偏亦是合理决策。

通过季度频率测算和调仓最终得到三类基金组合策略：

- 1) 进取策略：资金约束少叠加风格契合，年化超额12.5%，年度胜率100%，季度胜率84%。
- 2) 稳健策略：融合六大选基逻辑，年化超额10.8%，年度胜率100%，季度胜率82%。
- 3) 均衡策略：保持积极风偏、淡化行为绩效，年化超额12.0%，年度胜率100%，季度胜率89%。

分析师：陈奥林
执业证书号：S1230523040002
chenaolin@stocke.com.cn

分析师：肖植桐
执业证书号：S1230523100003
xiaozhitong@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《微盘股投资研判》
2024.02.27
- 2 《量化私募视角下的后市风格》
2024.02.25
- 3 《风控模型和超额收益风险的分化》
2024.02.24

□ 风险提示

报告数据均来自于历史公开数据整理分析，存在失效的风险，也存在数据测算偏差风险，且历史业绩不代表未来。报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金产品的推荐，亦不涉及对任何指数样本股的推荐。本文基于基金经理的部分代表产品得到相关研究结论，所述研究结论限于基金经理的该基金产品范畴内，个别产品表现不代表基金经理全部业绩表现，更不代表未来。

正文目录

1 该怎么选一个基金？	5
1.1 应用：基金研究方法论的分歧	5
1.2 学术：淡化 alpha、回归 beta	6
1.3 实证：评价指标的典型思维误区	7
2 传统基金评价指标有效性检验	8
2.1 框架：基金定量评价体系 2.0	8
2.2 测算：评价指标的有效性检验	9
2.3 切换：从评价指标到选基逻辑	12
3 基金投资中“正确的事”及其量化表达	13
3.1 风格：契合长期趋势	14
3.2 资金：负债端约束少	16
3.3 博弈：业绩来源隐藏	17
3.4 行为：策略积极独立	18
3.5 风偏：谨慎乐观定位	20
3.6 Alpha：超额纯粹高效	21
4 不同侧重点的基金投资组合业绩	22
5 风险提示	24

图表目录

图 1: 基金研究的两种范式.....	5
图 2: Harvey and Liu(2022)的研究思路和框架.....	6
图 3: 不同视角下基金规模和业绩间的关系也不同.....	7
图 4: 基金规模分组收益亦非严格单调.....	7
图 5: 主动基金定量评价框架 2.0.....	8
图 6: 长期具备辨识度的基金评价指标较少.....	9
图 7: 部分基金评价指标业绩预测效果(相关性).....	11
图 8: 值得进一步关注的基金评价指标.....	12
图 9: Fama 三因子从实证角度解释了收益来源.....	12
图 10: 围绕基金做收益预测的对象是信托契约.....	13
图 11: 主动基金收益逻辑梳理和年度超额情况.....	13
图 12: 大类选基因子之间的相关性较低.....	14
图 13: 刻画基金层面的 Barra-CNE6 风格属性.....	15
图 14: 基金层面的 Barra 风格因子的 IC 均值.....	15
图 15: 契合长期风格策略 Top20 组合净值.....	16
图 16: 契合长期风格契合策略 Top20 组合年度收益.....	16
图 17: 负债端约束少策略 Top20 组合净值.....	16
图 18: 负债端约束少策略 Top20 组合年度收益.....	16
图 19: 基金隐形交易收益案例.....	17
图 20: 基金 Brinson 归因模型案例.....	17
图 21: 业绩来源隐藏策略 Top20 组合净值.....	18
图 22: 业绩来源隐藏策略 Top20 组合年度收益.....	18
图 23: 基金选股路径以及策略独立性刻画.....	18
图 24: 基金长期持股分析案例.....	19
图 25: 策略积极独立策略 Top20 组合净值.....	19
图 26: 策略积极独立策略 Top20 组合年度收益.....	19
图 27: 基金个股交易分析案例.....	20
图 28: 谨慎乐观定位策略 Top20 组合净值.....	20
图 29: 谨慎乐观定位策略 Top20 组合年度收益.....	20
图 30: 基金动量类指标的因子 IC 均值.....	21
图 31: 超额纯粹高效策略 Top20 组合净值.....	21
图 32: 超额纯粹高效策略 Top20 组合年度收益.....	21
图 33: 生命周期假设下一种可能的情况推演.....	22
图 34: 不同基金策略的收益表现和年度排名测算.....	23
图 35: 不同基金策略的累积收益走势.....	23

1 该怎么选一个基金？

1.1 应用：基金研究方法论的分歧

基金研究可分为定量和定性基金评价两种，定量基金评价的本质是对过往信息二次加工提纯的过程。国内基金评价的标准化信息来源包括基金每日净值、一年四次的季度报、一年两次的中报和年报、定期更新的基金合同等，非标数据则以基金经理调研和访谈问答为主。定量基金评价的本质是尝试对上述信息进行加工和分析，构建指标、标签、能力圈、画像等维度以描述基金属性。

但我们实际面临的问题在于，基于历史的归纳总结和线性外推的评价结果缺乏说服力。事实上，基金在某阶段优异的表现、在赛道较高的胜率、在个股的超额收益、在异质策略的长期深耕等均不构成未来基金收益的充要条件，于是进而采用评价指标线性外推的推荐方式同样难以构成强有力的买入理由。为什么部分投资者认为基金评价不够实用？原因在于基金评价指标多为风格因子而非 alpha 因子，换言之基金在历史上呈现的大多数优秀特质并不代表其能在未来稳定贡献正收益。

定性研究从出发点上似乎能够克服定量上的不足，从归纳走向演绎，但实际落地中评价的标准难以稳定和客观。定性研究的重点放在基金经理的观点和反馈上，通过观点交流尝试理解其投资思维和行为模式，判断其在不同环境中的应对能力和演绎。但是基于主观研究方式天然导致评价标准难以稳定和客观，并且由于不同策略和赛道内投资逻辑的专业性较强且知识迭代速度快，实际中通过这种方式能有效覆盖的标的范围也有限。

在投资之外，两者也逐渐演化出了不同的商业模式，定量评价由于高度标准化和产品化的特点，方便批量复制，在基金营销、系统平台等业务领域应用广泛，定性评价同样在基金营销领域应用较多，基于观点和逻辑的投资故事可能更具吸引力和说服力。

图1：基金研究的两种范式

评价方式	定量基金研究	定性基金研究
关注对象	基金产生的客观事实	管理人的思维和观点
信息来源	公开持仓、净值	管理人调研、交流
主要方法	基于数据、客观定量	基于观点、主观定性
典型产品	指标、标签、画像	调研资源、服务
优势	具体、可沉淀、批量复制	信息优势、阅读基金经理投资思维
缺陷	基于历史结果的归纳和外推	标准难以稳定、客观，覆盖范围有限

资料来源：浙商证券研究所整理

这种方法论上的对立，实质上是对能够决定基金未来收益的定价因素存在分歧。那学术界如何理解基金投资中的 alpha 和 beta？

1.2 学术：淡化 alpha、回归 beta

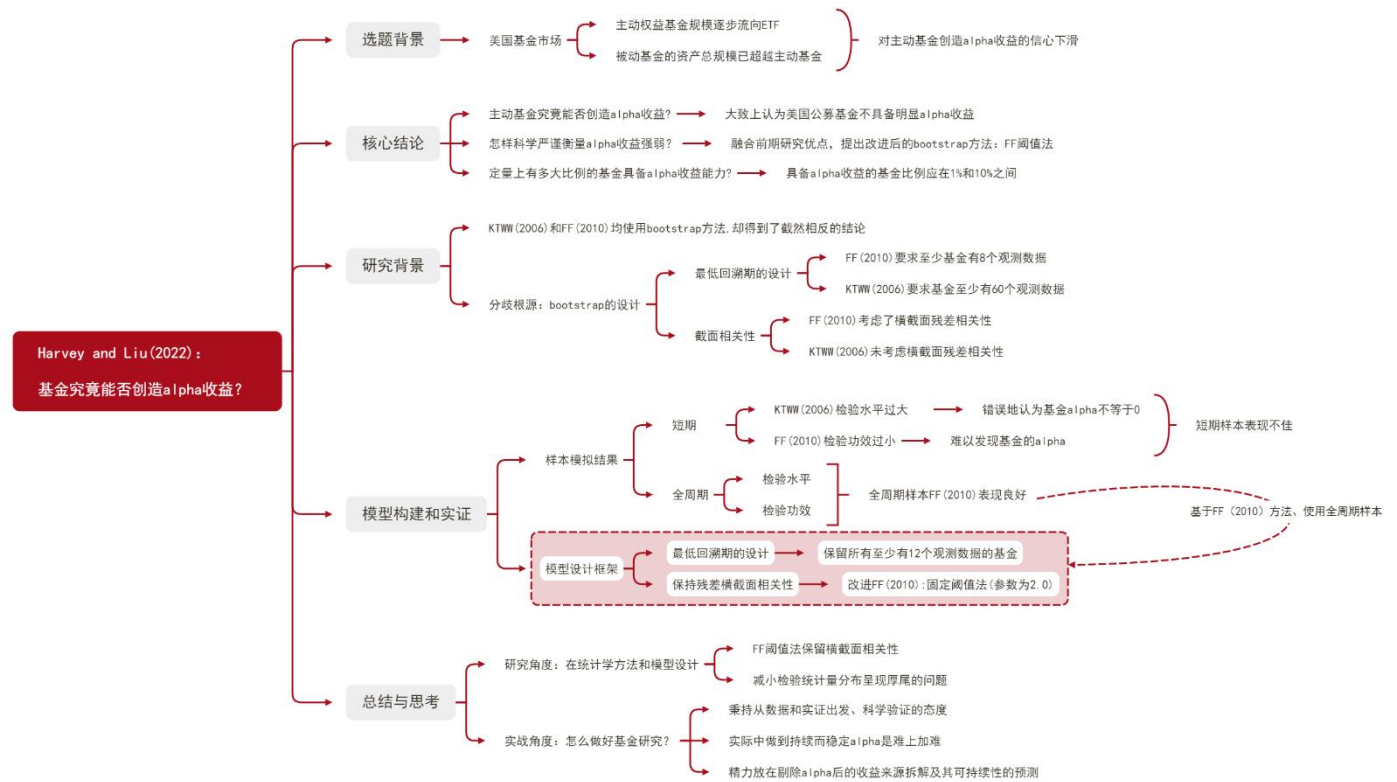
“基金能否创造 alpha 收益”是基金研究学术界争议和讨论的核心话题。我们在 2024 年 1 月 27 日发布的金融工程深度报告《学界纵横系列之四：主动基金究竟能否创造 alpha 收益？》中详细介绍了学术界对于美国主动基金 alpha 收益能力的讨论：

1) Kosowski 等人(2006) 和 Fama & French(2010) (以下分别简称为 KTWW(2006)和 FF(2010)) 的研究成果具备代表性。但是两者通过相同统计方法(bootstrap), 却得到了截然相反的结论。KTWW(2006)认为有超过 10%的美国主动基金是存在显著 alpha, 而 FF(2010)则认为该比例不超过 1%。

2) Harvey and Liu (2022)在 Journal of Finance 的观点认为美国主动基金不具备显著 alpha 收益, 改进后的实证结果表明有显著 alpha 的基金比例应介于 FF(2010)的 1%和 KTWW(2006)的 10%之间。

当统计学表明美国基金不具备显著 alpha 收益, 实际能做到持续而稳定 alpha 则是难上加难。基金研究应秉持从数据和实证出发、科学验证的态度, 将精力放在剔除 alpha 后的收益来源拆解及其可持续性的预测上。

图2: Harvey and Liu(2022)的研究思路和框架



资料来源:《Luck versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns: Reexamining the Evidence》, 浙商证券研究所

1.3 实证：评价指标的典型思维误区

基金研究中，评价指标应回归业绩归因的本源属性，基金画像中隐含的未来信息事实上不可线性演绎，决定评价指标对未来收益预测效果的往往是市场本身，但从主观逻辑选择和优化评价指标有助于改善其预测和泛化效果。

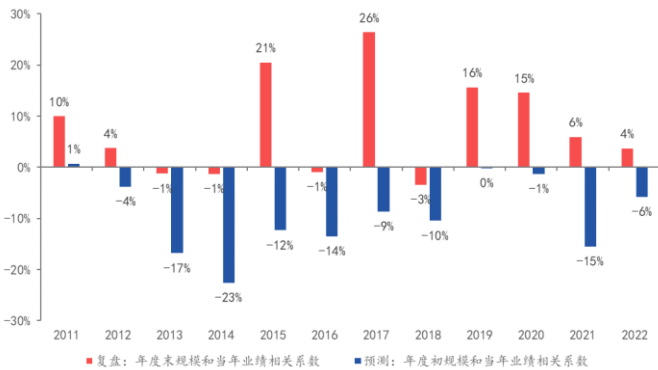
这里我们以经典的基金规模指标为例进行说明，

1) 首先，站在定量评价的复盘视角，我们看到基金年度末的规模和业绩在不少年份为正相关（中枢为 0.05），而从预测和投资实战的角度分析，年初规模和当年业绩的则呈现负相关（中枢为-0.1），这种差异来源于评价指标隐含的未来信息事实上不可线性演绎。

2) 进一步的，我们似乎可以将基金规模作为负向指标加入选基策略，逻辑也较为清晰：规模提升后更容易受到策略容量和交易灵活度的限制。但该指标也并非长期有效，在资管新规作用下机构主导的 2019 和 2020 年市场中大规模基金的业绩也并不逊色，决定评价指标对未来收益预测效果的往往是市场本身。

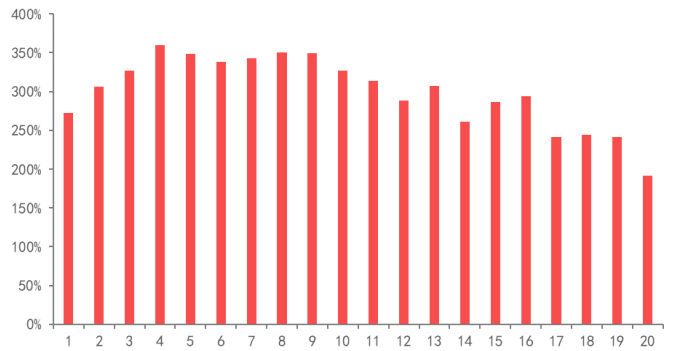
3) 最后，基金规模分组收益亦非严格单调，从逻辑上我们知道因规模太小而拟清盘基金的业绩较差，反之较大的规模也会影响基金投资的灵活度，实践中剔除小规模基金后将基金规模作为负向因子的预测效果明显更优，换言之，从主观逻辑选择和优化评价指标有助于改善其预测和泛化效果。

图3：不同视角下基金规模和业绩间的关系也不同



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：基金规模分组收益亦非严格单调



资料来源：Wind，浙商证券研究所

综上，实战中如何上述解决问题，怎么去选择一个基金？

1) 定量评价的问题在于执着于历史结果的归纳，定性评价虽重视个体的思维逻辑理解的推演，但评价的标准难以稳定和客观。当我们将两者相结合，把定量研究的视角从复盘切换到预测，往往发现决定评价指标对基金未来收益预测效果是市场本身。

2) 公募作为普惠性的金融品种，投资管理和信息披露制度更加健全和完善，但对投资者是重要相对优势，因此更应充分利用运作产生的各类数据，而不是主观臆断投资机会，但也不能过分迷信某些历史结果。

3) 从主观逻辑选择和优化评价指标有助于改善其预测和泛化效果，本篇报告尝试从主动可验证的角度构建选基因子和定价因素体系，实证表明这或许是一种行之有效的解法。

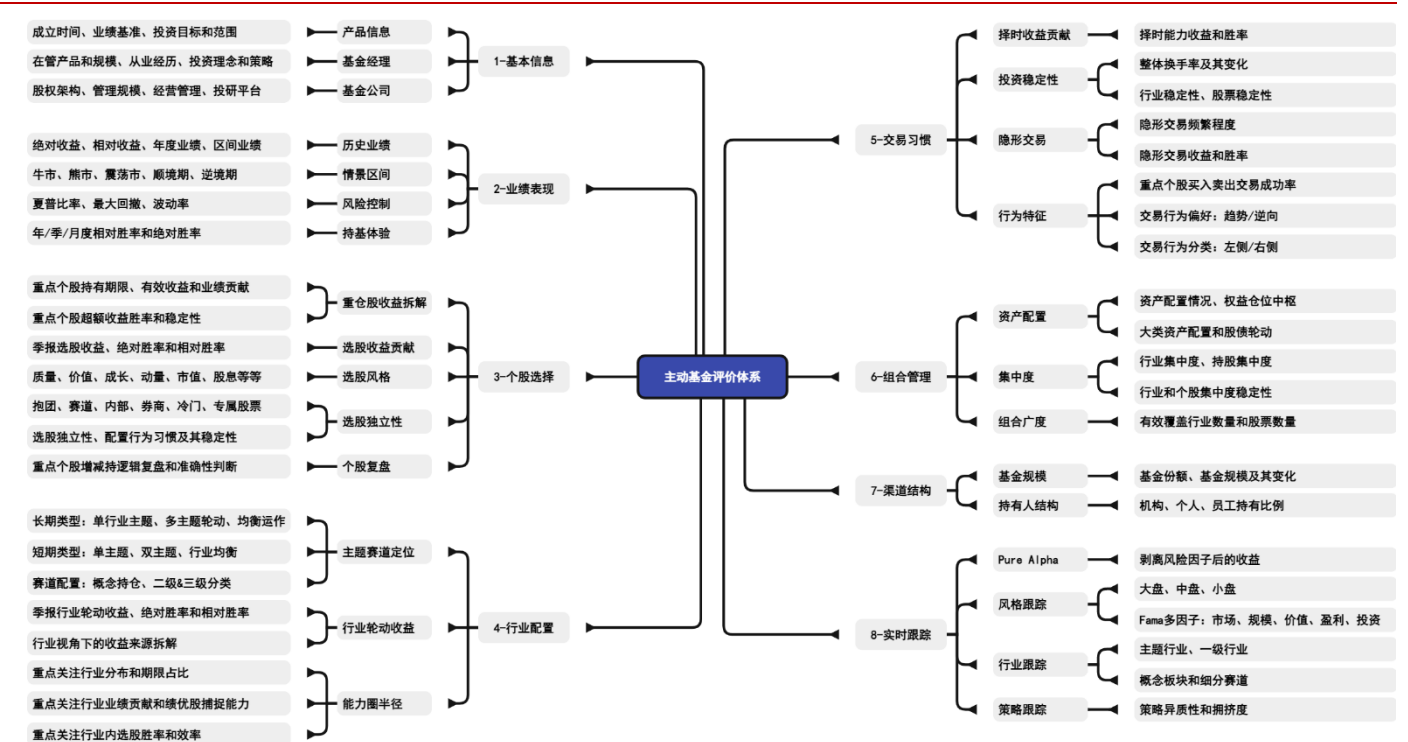
2 传统基金评价指标有效性检验

2.1 框架：基金定量评价体系 2.0

浙商金工主动基金定量评价框架 2.0 目前包括基本信息、业绩表现、个股选择、行业配置、交易习惯、组合管理、渠道结构、实时跟踪在内的 8 大维度，通过每个主动基金在 28 个子维度的变化刻画产品属性，包含 300 多个底层数据指标，同时评价体系也在不断扩充。具体包括：

- 1、基本信息：成立日期、业绩比较基准等，体现基金特征和运作方式。
- 2、业绩表现：历史业绩情况、情景区间表现、风险控制能力、持有基金体验。
- 3、个股选择：重仓股收益测算、选股收益贡献、选股标准和偏好、选股策略独立性。
- 4、行业配置：行业赛道定位、行业能力圈和投资效率、行业配置和轮动收益。
- 5、交易习惯：择时胜率拆解、投资稳定性、隐形交易能力和交易行为特征。
- 6、组合管理：资产配置、仓位偏好、投资集中度、投资覆盖度。
- 7、渠道结构：基金规模和份额变化、持有人结构情况。
- 8、实时跟踪：基金在行业和风格上的暴露，以及剥离后的 alpha 收益等。

图5：主动基金定量评价框架 2.0

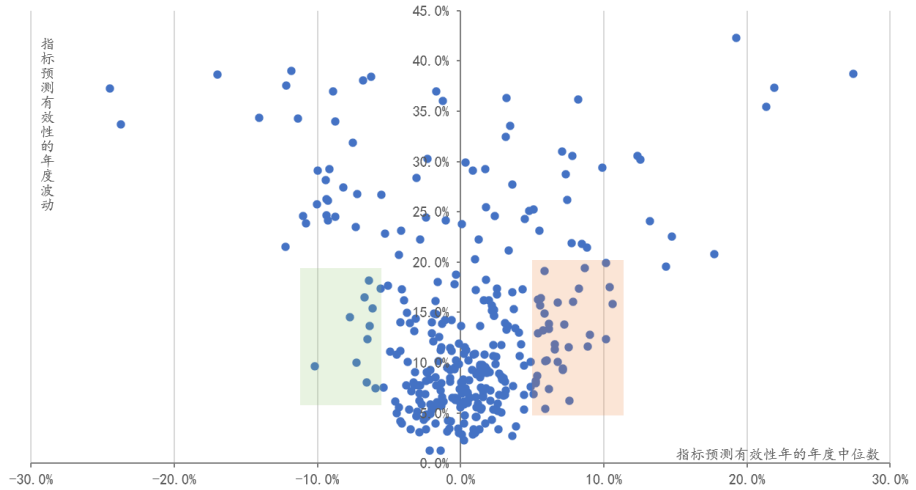


资料来源：浙商证券研究所整理

2.2 测算：评价指标的有效性检验

经过数据检验，长期具备辨识度 and 预测能力的基金评价指标较为稀缺。在 2016 年至 2023 年的区间内 85.2% 的评价指标对未来的收益没有明显的预测作用（对应指标和未来一年基金收益的相关系数在 -5% 至 5% 之间且年度波动小于 20%）。部分评价指标虽然整体来看具备收益预测能力，但是年度间的波动明显，长期依赖个别观念去选择基金往往效果不佳。正如前文所说，基金评价指标多为风格因子而非 alpha 因子，换言之基金在历史上呈现的大多数优秀特质并不代表其能在未来稳定贡献正收益。

图6：长期具备辨识度的基金评价指标较少



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7 针对部分具备预测效果或者某些年度相关性明显的评价指标进行结果展示：

1、基本信息：

- 1) 基金经理管理规模的提升或增加其管理难度；
- 2) 基金经理管理产品数量的增加不一定影响其未来业绩；
- 3) 基金成立的时间早晚、是否是新基金对于其未来业绩影响较小；
- 4) 基金公司平台的大小和旗下产品的未来业绩没有明显的正向影响。

2、业绩表现：

- 1) 收益率、夏普比率、最大回撤均对未来收益有一定指引作用，但夏普比率选基的稳定性更强；
- 2) 基金在熊市或者牛市的表现对未来收益影响较小且波动较大，预测能力有限；
- 3) 在逆势环境中尽可能每月都能绝对收益、保持胜率的产品具备优势。

3、个股选择：

- 1) 基金持续重仓股历史收益对其未来业绩的预期能力有限，选择跟踪重仓股的绝对胜率效果可能更好；
- 2) 对重仓股有信心、选择长期持有是一个好的信号，但在 2021 和 2023 年效果不佳；

3) 用传统 Brinson 拆解后选股贡献的胜率虽然有效，但是预测作用相当有限；

4) 在红利、成长、盈利等单一风格集中暴露更有机会获取明显的年度超额收益，但承担的波动率或者风险也更高。

5) 在市场抱团股、行业龙头股的高比例持仓能够在 2019 和 2020 年受益，但在其余年份的性价比并不高，基金公司内部股票占比较高也可能会带来负向影响。

4、行业配置：

1) 大量事实表明在主题或者行业上的持仓比例的多少和未来业绩无明显相关关系；

2) 基金持仓行业主题数量和未来业绩整体正相关，均衡配置降低了单一风险暴露；

3) 主动积极的进行行业轮动操作能够带来正向的收益，但波动和风险较大，如 2022 年轮动基金业绩明显较弱。

4) 从历史上投资行为和结果判断基金未来在某赛道业绩可能是低效率的，换言之定量角度去刻画赛道能力圈并不是一种好的选择。

5、交易习惯：

1) 无论是对于行业还是个股，选择长期持有或者频繁交易均和基金未来业绩没有明显关系，换手率虽然弱有效，但也不能定义为绝对的正向或者负向指标；

2) 选择左侧交易或者逆向交易相对趋势交易具备优势，但都对未来业绩影响有限；

3) 难以被 Brinson 解释的择时收益贡献对未来业绩的指引能力较强，也就是说剥离披露行业和个股收益后、能够通过交易获利的基金值得关注；

4) 与择时收益逻辑相似的，隐形交易收益同样对未来业绩具备一定指引能力，稳定的隐形交易胜率同样重要。

6、组合管理：

1) 震荡环境中持续较高的股票仓位对基金收益有负面影响，但事前的判断难度较大；

2) 无论是个股层面还是行业层面，基金投资广度的扩大不一定会带来更高收益；

3) 除 2019 和 2020 年外，高集中度往往会对基金的未来收益带来负面影响。

7、渠道结构：

1) 策略容量通常有上限，基金规模的提升对未来收益有较明显的负面影响；

2) 机构持有占比同样弱有效，但年度波动明显，而内部持有占比更加稳定。

8、实时跟踪：

1) 完全基于净值测算的基金评价指标能够反映的信息量有限，且回归结果易发生漂移，在传统主观基金评价中的适用的频繁程度和重要性不如持仓等季报披露信息，我们在下一章中具体讨论其预测能力和用法。

图7: 部分基金评价指标业绩预测效果(相关性)

一级分类	二级分类	指标名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	预测效果: 变化	预测效果: 中位	预测效果: 均值	预测效果: 波动	
基本信息	基金产品	成立时间	↓-5.3%	↓6.1%	↓-14.0%	↓9.8%	↓1.7%	↓-2.3%	↓-1.6%	↓4.0%	↓	0.1%	-0.2%	6.9%	
		在管数量	↓-7.2%	↓-1.6%	↓2.6%	↓-5.5%	↓3.9%	↓2.7%	↓1.5%	↓-5.2%	↓	-0.1%	-1.1%	4.1%	
		基金经理	↓-11.0%	↓-4.3%	↓-10.3%	↓7.4%	↓9.9%	↓-6.0%	↓-3.1%	↓-12.1%	↓	-4.7%	-3.6%	7.7%	
业绩表现	基金公司	历史业绩	↓-1.1%	↓6.2%	↓-0.8%	↓10.1%	↓10.6%	↓-10.0%	↓7.4%	↓-3.0%	↓	2.7%	2.4%	6.8%	
		收益规模	↑0.9%	↑10.3%	↑-7.9%	↑-28.1%	↑46.8%	↑11.9%	↑-1.8%	↑20.3%	↑	5.6%	6.6%	20.5%	
		夏普比率	↑15.8%	↑5.3%	↑18.7%	↑1.8%	↑18.0%	↑-6.4%	↑15.4%	↑-2.7%	↑	10.4%	8.4%	9.2%	
业绩表现	风险控制	最大回撤	↑43.0%	↑11.5%	↑41.5%	↑-38.8%	↑-12.0%	↑-16.0%	↑36.8%	↑28.3%	↑	19.9%	11.8%	28.8%	
		情景区间	熊市	↓42.8%	↓12.7%	↓25.6%	↓-26.5%	↓-12.0%	↓-10.2%	↓-4.0%	↓24.3%	↓	4.4%	6.6%	22.0%
		牛市	↓-27.0%	↓7.9%	↓-23.0%	↓31.7%	↓28.0%	↓1.9%	↓-40.3%	↓-32.3%	↓	-10.5%	-6.6%	26.1%	
业绩表现	持仓体验	月度绝对胜率	↓-5.6%	↑10.1%	↑19.3%	↑-10.6%	↑1.9%	↑6.3%	↑18.6%	↑8.8%	↑	7.6%	6.1%	9.9%	
		月度相对胜率	↓-10.5%	↓7.7%	↓-10.5%	↓-25.1%	↓6.9%	↓-8.7%	↓-0.6%	↓6.5%	↓	4.4%	2.3%	8.7%	
		重仓股绝对胜率	↑7.2%	↑14.4%	↑10.2%	↑0.7%	↑13.7%	↑-9.7%	↑-3.8%	↑10.8%	↑	8.7%	5.4%	8.2%	
业绩表现	重仓股收益拆解	重仓股相对胜率	↑2.3%	↑14.8%	↑9.9%	↑-12.8%	↑6.9%	↑-8.7%	↑-0.6%	↑6.5%	↑	4.4%	2.3%	8.7%	
		收益率超过50%个数	↓-12.4%	↓-5.3%	↓-6.1%	↓-1.0%	↓17.3%	↓-3.8%	↓-17.2%	↓3.4%	↓	-4.5%	-3.1%	9.8%	
		连续持有重仓股个数	↑-3.3%	↑3.5%	↑-4.0%	↑-0.1%	↑-1.7%	↑23.6%	↑-9.0%	↑13.1%	↑	-0.9%	2.8%	9.9%	
业绩表现	选股收益贡献	连续持有重仓股时长	↑12.1%	↑5.1%	↑9.8%	↑8.7%	↑1.8%	↑-24.1%	↑10.4%	↑-10.7%	↑	6.9%	1.6%	11.9%	
		各股票收益贡献度之和	↓-7.4%	↓13.7%	↓-14.1%	↓-20.3%	↓33.0%	↓-8.1%	↓-29.1%	↓16.8%	↓	-7.8%	-1.9%	19.7%	
		选股收益贡献	↓-14.5%	↓5.3%	↓9.3%	↓-8.9%	↓22.2%	↓-7.0%	↓-6.0%	↓10.8%	↓	-0.3%	1.4%	11.6%	
业绩表现	选股收益贡献	选股收益贡献绝对胜率	↑-3.7%	↑5.4%	↑8.1%	↑-11.4%	↑9.5%	↑-11.3%	↑2.1%	↑13.7%	↑	3.7%	1.5%	8.9%	
		选股收益贡献相对胜率	↓-5.9%	↓4.1%	↓11.4%	↓-7.3%	↓20.5%	↓-5.1%	↓1.6%	↓7.2%	↓	2.9%	3.3%	9.0%	
		盈利波动	↑16.9%	↓-4.5%	↓-18.5%	↓4.3%	↓-13.8%	↑26.2%	↓-8.7%	↓-10.2%	↓	-6.6%	-1.0%	14.6%	
个股选择	选股风格	长期反转	↑15.3%	↑19.6%	↑17.6%	↑-17.6%	↑6.2%	↑47.7%	↑8.5%	↑36.8%	↑	16.4%	16.8%	18.5%	
		市值	↑18.0%	↑36.0%	↑20.1%	↓-24.9%	↓-14.2%	↓-42.0%	↓-8.7%	↓-22.4%	↓	-11.4%	-4.8%	25.0%	
		盈利	↑15.9%	↑37.9%	↑-18.3%	↑37.3%	↑40.6%	↑-29.8%	↑-19.2%	↑-18.5%	↓	-1.2%	5.7%	28.3%	
个股选择	选股风格	波动率	↓-58.1%	↓-5.1%	↓-24.6%	↑38.3%	↑49.8%	↑5.6%	↓-47.3%	↓-27.7%	↓	-14.8%	-8.6%	36.0%	
		成长	↓-12.5%	↑11.0%	↓-33.0%	↑50.8%	↑51.6%	↑17.0%	↓-53.2%	↓-30.7%	↓	-0.7%	0.1%	36.5%	
		贝塔	↓-44.7%	↓-41.8%	↓-29.0%	↑38.1%	↑28.1%	↑44.0%	↓-54.3%	↓-26.4%	↓	-27.7%	-10.8%	37.9%	
个股选择	选股风格	重仓	↑45.9%	↑28.0%	↑31.9%	↓-48.9%	↓-53.0%	↓-10.7%	↑51.7%	↑26.7%	↑	27.4%	9.0%	38.7%	
		流动性	↓-44.1%	↓-22.0%	↓-48.3%	↑49.4%	↑36.5%	↑45.5%	↓-38.1%	↓-7.3%	↓	-14.7%	-3.5%	38.7%	
		红利	↑47.6%	↑28.2%	↑33.3%	↓-45.8%	↓-50.3%	↓-17.6%	↑55.5%	↑29.9%	↑	29.1%	10.1%	39.2%	
个股选择	选股风格	动量	↓-52.0%	↑27.0%	↓-31.4%	↑45.7%	↑53.5%	↓-2.3%	↑-53.8%	↓-25.5%	↓	-13.9%	-4.8%	39.9%	
		市场地位-占比	↓-20.9%	↑54.8%	↓-32.3%	↑33.3%	↑24.8%	↓-27.5%	↓-33.8%	↓-34.7%	↓	-24.2%	-4.5%	33.8%	
		行业龙头-占比	↓-8.9%	↑4.0%	↓-21.1%	↑35.3%	↑35.8%	↓-14.4%	↓-31.0%	↓-18.8%	↓	-11.7%	-2.4%	23.8%	
个股选择	选股风格	赛道龙头-占比	↓-3.3%	↑6.8%	↓-25.0%	↑37.4%	↑34.5%	↑26.9%	↓-22.7%	↓-3.7%	↓	1.7%	6.4%	22.9%	
		券商推荐-占比	↑5.9%	↑7.5%	↓-8.7%	↑29.2%	↑11.4%	↑4.4%	↓-6.9%	↓-6.3%	↓	5.1%	4.5%	11.7%	
		内新推荐-占比	↓-16.2%	↓-5.0%	↓-18.7%	↑15.9%	↑16.6%	↑2.4%	↓-26.7%	↓-19.0%	↓	-10.1%	-6.2%	16.4%	
个股选择	选股风格	冷门股票-占比	↓-0.5%	↓-36.2%	↓-16.4%	↑14.1%	↓-5.6%	↑32.6%	↓-7.5%	↑16.1%	↓	-3.1%	-0.5%	20.0%	
		专属股票-占比	↑0.5%	↓-23.8%	↓-8.1%	↓-6.3%	↓-11.9%	↑11.3%	↑9.4%	↑16.3%	↓	-2.9%	-1.6%	12.6%	
		金融地产-主题占比	↑7.2%	↑11.7%	↓-4.3%	↑0.6%	↓-32.5%	↓-12.6%	↑17.5%	↓4.2%	↓	2.4%	-1.0%	14.7%	
个股选择	选股风格	医药-主题占比	↑9.4%	↑8.1%	↑0.6%	↑27.0%	↑29.8%	↓-27.5%	↓-4.2%	↓-5.4%	↓	4.4%	4.7%	17.3%	
		消费-主题占比	↑6.5%	↑26.3%	↓-18.9%	↑15.7%	↑11.5%	↓-32.8%	↑8.0%	↓-18.3%	↓	7.2%	-0.3%	19.2%	
		科技-主题占比	↓-51.6%	↓-7.2%	↓-38.4%	↑34.2%	↑22.6%	↑9.0%	↓-41.5%	↓12.7%	↓	0.9%	-7.5%	30.4%	
个股选择	选股风格	周期-主题占比	↑23.9%	↓-2.5%	↓-29.1%	↓-7.8%	↓-11.3%	↑33.3%	↓-5.3%	↑6.2%	↓	-3.9%	0.9%	18.6%	
		制造-主题占比	↓-4.2%	↓-9.1%	↓-27.5%	↑27.2%	↑24.0%	↑42.0%	↓-43.4%	↓-28.5%	↓	-6.6%	-2.4%	28.7%	
		行业切换频率	↓-16.8%	↑18.5%	↓-28.1%	↑26.5%	↑17.2%	↑23.0%	↓-27.6%	↓-2.6%	↓	7.3%	1.3%	21.5%	
个股选择	选股风格	主题切换频率	↓-15.0%	↑19.5%	↓-21.3%	↑19.4%	↑17.1%	↑16.9%	↓-22.8%	↓-2.4%	↓	7.3%	1.4%	17.8%	
		持有主题数量	↑0.7%	↑5.7%	↑0.4%	↓-8.4%	↓-11.6%	↑5.9%	↑3.2%	↑9.2%	↓	1.9%	0.7%	6.7%	
		持有行业数量	↑10.7%	↑3.9%	↓-1.0%	↓-15.1%	↓-15.7%	↑10.1%	↑9.2%	↑15.3%	↓	6.6%	2.2%	11.1%	
行业配置	行业配置	行业轮动收益贡献	↓-8.9%	↑12.2%	↑7.2%	↓-22.1%	↓26.2%	↓-21.3%	↑3.8%	↑3.8%	↓	2.7%	-0.1%	15.5%	
		行业轮动绝对胜率	↑1.1%	↑2.2%	↑10.4%	↓-11.4%	↑20.5%	↑4.3%	↓-12.1%	↑10.4%	↓	3.3%	3.2%	10.4%	
		行业轮动相对胜率	↓-0.3%	↑2.8%	↑10.1%	↓-16.7%	↑21.9%	↑1.9%	↓-14.0%	↑9.9%	↓	2.3%	2.0%	11.9%	
行业配置	行业配置	Top1主题持仓占比	↓-30.6%	↓-5.0%	↓-23.6%	↑43.7%	↑29.4%	↑11.7%	↓-28.1%	↓-19.7%	↓	-12.4%	-2.8%	26.3%	
		Top1持续重仓主题期限占比	↓-8.1%	↓-4.5%	↑1.0%	↑11.2%	↑6.6%	↓-4.6%	↓-4.7%	↓-13.2%	↓	-4.6%	-2.1%	7.4%	
		Top1主题收益贡献	↓-10.2%	↑13.5%	↓-10.9%	↓-19.4%	↑31.6%	↓-8.6%	↓-21.9%	↑13.3%	↓	-9.4%	-1.6%	17.7%	
行业配置	行业配置	Top1主题内收益超过50%个股数量	↓-12.9%	↑0.1%	↓-4.8%	↓-0.1%	↑22.4%	↓-11.0%	↓-18.5%	↑0.4%	↓	-2.4%	-3.0%	11.6%	
		Top1主题内持股投入产出比	↓-9.2%	↑12.1%	↓-12.0%	↓-17.1%	↑31.7%	↓-8.4%	↓-20.9%	↑12.0%	↓	-8.8%	-1.5%	17.0%	
		Top1主题内持股相对胜率	↑8.7%	↑10.1%	↑6.2%	↓-12.5%	↑4.3%	↓-4.4%	↑1.8%	↓-1.5%	↓	3.0%	1.6%	7.0%	
行业配置	行业配置	Top1主题内持股绝对胜率	↑-3.3%	↑11.1%	↑8.4%	↓-3.2%	↑7.6%	↓-4.4%	↓-3.0%	↑5.8%	↓	4.5%	3.2%	5.7%	
		Top2主题持仓占比	↓-6.7%	↑5.9%	↓-35.8%	↑33.1%	↑20.9%	↑9.3%	↓-30.8%	↓-10.8%	↓	-0.4%	-1.9%	22.4%	
		Top2持续重仓主题期限占比	↓-3.0%	↑3.1%	↓-7.1%	↓-6.9%	↓-4.7%	↑3.7%	↓-0.5%	↑5.6%	↓	-1.8%	-1.2%	4.6%	
行业配置	行业配置	Top2主题收益贡献	↑1.5%	↑9.2%	↓-10.9%	↓-9.7%	↑19.5%	↓-2.7%	↓-17.6%	↑12.9%	↓	-0.6%	0.3%	12.1%	
		Top2主题内收益超过50%个股数量	↓-4.2%	↑1.5%	↓-4.1%	↑0.7%	↑7.2%	↓-2.7%	↓-16.2%	↓-1.9%	↓	-2.3%	-2.5%	6.3%	
		Top2主题内持股投入产出比	↑2.2%	↑10.1%	↓-11.0%	↓-11.0%	↑21.4%	↓-3.4%	↓-17.9%	↑14.4%	↓	-0.6%	0.6%	13.0%	
行业配置	行业配置	Top2主题内持股相对胜率	↓-3.2%	↑13.6%	↑5.2%	↓-2.5%	↑6.9%	↓-6.3%	↓-0.5%	↑8.7%	↓	2.3%	2.7%	6.4%	
		Top2主题内持股绝对胜率	↑8.7%	↑7.5%	↑4.9%	↑0.8%	↑8.6%	↓-5.9%	↑-1.7%	↑9.8%	↓	6.2%	4.1%	5.4%	
		择时收益贡献	↑9.0%	↑6.5%	↓-19.3%	↓-16.2%	↑23.5%	↑21.9%	↑16.5%	↑12.3%	↓	10.6%	6.8%	15.2%	
行业配置	行业配置	择时收益绝对胜率	↑4.2%	↑5.9%	↓-3.7%	↓-6.4%	↑13.5%	↑19.1%	↑12.4%	↓-0.2%	↓	5.0%	5.6%	8.3%	
		择时收益相对胜率	↑10.4%	↑6.9%	↓-13.5%	↓-18.7%	↑14.4%	↑16.7%	↑16.2%	↑11.5%	↓	11.0%	5.5%	12.9%	
		主题稳定性	↓-2.4%	↓-16.9%	↓-2.1%	↑10.3%	↑6.6%	↓-14.3%	↓-1.0%	↓-12.7%	↓	-2.3%	-4.1%	9.2%	
行业配置	行业配置	行业稳定性	↓-0.9%	↓-13.6%	↑2.2%	↑10.3%	↑8.4%	↓-16.6%	↓-0.7%	↓-16.3%	↓	-0.8%	-3.4%	10.1%	
		全部持股稳定性	↑5.6%	↓-3.5%	↑6.1%	↑0.6%	↓-3.0%	↓-28.1%	↑11.5%	↓-12.3%	↓	-1.2%	-2.9%	11.7%	
		重仓股稳定性	↑1.5%	↓-1.8%	↑6.8%	↑3.1%	↓-0.1%	↓-26.1%	↑13.2%	↓-12.0%	↓	0.7%	-1.9%	11.4%	
交易习惯	交易习惯	换手率	↓-10.0%	↓6.7%	↓-6.1%	↓-5.8%	↑10.3%	↑24.4%	↓-16.9%	↑9.9%	↓	0.5%	1.1%	12.6%	
		交易偏好	↓-15.9%	↑10.2%	↓-1.5%	↓-3.2%	↑7.4%	↓-11.0%	↓-11.3%	↓-10.8%	↓	-7.0%	-4.5%	8.8%	
		加仓交易偏好	↓-2.3%	↓-0.8%	↑2.6%	↑2.7%	↑2.9%	↓-1.4%	↓-4.2%	↓-4.8%	↓	-1.1%	-0.7%	2.9%	
交易习惯	交易习惯	减仓交易偏好	↓-5.0%	↑1.8%	↑0.7%	↓-2.6%	↑3.7%	↓-8.0%	↓-5.3%	↓-2.1%	↓	-2.3%	-2.1%	3.7%	
		下跌卖出交易占比	↓-7.6%	↓-1.9%	↓-3.4%	↓-1.0%	↑0.9%	↓-7.4%	↑1.8%	↓-12.7%	↓	-2.6%	-3.9%	6.6%	
		收益兑现交易占比	↑4.7%	↑7.0%	↑-2.2%	↑7.0%	↑5.5%	↓-9.6%	↓-4.2%	↓-0.4%	↓	2.2%	0.6%	4.0%	
交易习惯	交易习惯	左侧布局交易占比	↑4.5%	↓-1.4%	↑1.9%	↑11.8%	↓-7.9%	↑4.5%	↑11.4%	↓-3.5%	↓	3.2%	2.7%	6.4%	
		右侧追涨交易占比	↓-4.8%	↑15.9%	↓-5.1%	↑10.6%	↑16.2%	↓-7.7%	↓-14.0%	↓-8.3%	↓	-5.0%	0.3%	11.2%	
		隐形交易特征	↑14.1%	↑5.4%	↓-18.7%	↓-19.2%	↑22.4%	↑23.7%	↑20.5%	↑19.8%	↓	17.0%	8.5%	16.8%	
交易习惯	交易习惯	月度超额胜率	↑1.8%	↑7.9%	↓-16.6%	↓-6.6%	↑16.1%	↑15.1%	↑13						

图8：值得进一步关注的基金评价指标

一级分类	二级分类	标签名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	预测效果：变化	预测效果：中位	预测效果：均值↓	预测效果：波动	正向频率	负向频率
个股选择	选股风格	长期反转	↑15.3%	↑19.6%	↑17.6%	↓-17.6%	↑6.2%	↑47.7%	↑8.5%	↑36.8%	16.4%	16.8%	18.5%	87.5%	12.5%	
业绩表现	风险控制	最大回撤	↓43.0%	↓11.5%	↓41.5%	↓-38.8%	↓-12.0%	↓-16.0%	↑36.8%	↑28.3%	19.9%	11.8%	28.8%	62.5%	37.5%	
个股选择	选股风格	盈余	↑45.9%	↑28.0%	↑31.9%	↓-48.9%	↓-53.0%	↓-10.7%	↑51.7%	↑26.7%	27.4%	9.0%	38.7%	62.5%	37.5%	
交易习惯	隐形交易特征	隐形交易收益	↑14.1%	↑5.4%	↓-18.7%	↓-19.2%	↑22.4%	↑23.7%	↑20.5%	↑19.8%	17.0%	8.5%	16.8%	75.0%	25.0%	
业绩表现	风险控制	夏普比率	↑15.8%	↑5.3%	↑18.7%	↑1.8%	↑18.0%	↓-5.4%	↑15.4%	↓-2.7%	10.4%	8.4%	9.2%	75.0%	25.0%	
交易习惯	择时收益贡献	择时能力收益	↑9.0%	↑6.5%	↓-19.3%	↓-16.2%	↑23.5%	↑21.9%	↑16.5%	↑12.3%	10.6%	6.8%	15.2%	75.0%	25.0%	
业绩表现	持基体验	月度绝对胜率	↓-5.6%	↑10.1%	↑19.3%	↓-10.6%	↑1.9%	↑6.3%	↑18.6%	↑8.8%	7.6%	6.1%	9.9%	75.0%	25.0%	
交易习惯	择时收益贡献	择时收益相对胜率	↑10.4%	↑6.9%	↓-13.5%	↓-18.7%	↑14.4%	↑16.7%	↑16.2%	↑11.5%	11.0%	5.5%	12.9%	75.0%	25.0%	
个股选择	重仓收益拆解	重仓股绝对胜率	↑7.2%	↑14.4%	↑10.2%	↑0.7%	↑13.7%	↓-9.7%	↓-3.8%	↑10.8%	8.7%	5.4%	8.2%	75.0%	37.5%	
交易习惯	隐形交易特征	月度超额胜率	↑1.8%	↑7.9%	↓-16.6%	↓-6.6%	↑16.1%	↑15.1%	↑13.1%	↑11.0%	9.4%	5.2%	10.9%	75.0%	25.0%	
行业配置	能力圈半径	Top1主题内持股绝对胜率	↓-3.3%	↑11.1%	↑8.4%	↑3.2%	↑7.6%	↓-4.4%	↓-3.0%	↑5.8%	4.5%	3.2%	5.7%	62.5%	37.5%	
交易习惯	交易行为特征	左侧布局交易占比	↑4.5%	↓-1.4%	↑1.9%	↑11.8%	↓-7.9%	↑4.5%	↑11.4%	↓-3.5%	3.2%	2.7%	6.4%	62.5%	37.5%	
行业配置	轮动属性	持有行业数量	↑10.7%	↑3.9%	↓-1.0%	↓-15.1%	↓-15.7%	↑10.1%	↑9.2%	↑15.3%	6.6%	2.2%	11.1%	75.0%	37.5%	
组合管理	投资广度	持有行业数量	↑7.4%	↑9.2%	↓-7.7%	↓-2.9%	↓-23.6%	↑4.2%	↑15.2%	↑15.4%	5.8%	2.2%	12.3%	62.5%	37.5%	
渠道结构	持有人结构	内部持有比例	↑4.0%	↓-1.7%	↓-0.5%	↓-3.8%	↓-0.9%	↑6.6%	↑7.0%	↑5.4%	1.8%	2.0%	3.9%	25.0%	75.0%	
个股选择	重仓收益拆解	连续持有重仓股时长	↑12.1%	↑5.1%	↑9.8%	↑8.7%	↑1.5%	↓-24.1%	↑10.4%	↓-10.7%	6.9%	1.6%	11.9%	75.0%	25.0%	
交易习惯	投资稳定性	换手率	↓-10.0%	↑6.7%	↓-6.1%	↓-5.8%	↑10.3%	↑24.4%	↓-16.9%	↑9.9%	0.5%	1.6%	12.6%	50.0%	50.0%	
个股选择	选股收益贡献	选股收益贡献绝对胜率	↓-3.7%	↑5.4%	↑8.1%	↓-11.4%	↑9.5%	↓-11.3%	↑2.1%	↑13.7%	3.7%	1.5%	8.9%	62.5%	37.5%	
交易习惯	交易行为特征	收益兑现交易占比	↑4.7%	↑7.0%	↓-5.2%	↑7.0%	↑5.5%	↓-9.6%	↓-4.2%	↓-0.4%	2.2%	0.6%	6.0%	62.5%	50.0%	
组合管理	投资集中度	Top3行业平均占比	↓-25.0%	↑4.5%	↓-24.3%	↑50.5%	↑38.5%	↑9.3%	↓-31.8%	↓-24.4%	-9.9%	-0.3%	29.5%	50.0%	50.0%	
个股选择	选股独立性	行业龙头-占比	↓-8.9%	↑4.0%	↓-21.1%	↑35.3%	↑35.8%	↓-14.4%	↓-31.0%	↓-18.8%	-11.7%	-2.4%	23.8%	37.5%	62.5%	
基本信息	基金产品	在管规模	↓-11.0%	↓-4.3%	↑10.3%	↑7.4%	↑9.9%	↓-5.0%	↓-3.1%	↓-12.1%	-4.7%	-3.6%	7.7%	25.0%	75.0%	
组合管理	资产配置	平均股票仓位	↓-20.0%	↑-4.5%	↓-41.2%	↑48.7%	↑27.5%	↑6.6%	↓-30.7%	↓-21.7%	-12.3%	-4.4%	28.6%	37.5%	62.5%	
交易习惯	交易行为特征	交易偏好	↓-15.9%	↑10.2%	↓-1.5%	↓-3.2%	↑7.4%	↓-11.0%	↓-11.3%	↓-10.8%	-7.0%	-4.5%	8.8%	25.0%	75.0%	
个股选择	选股独立性	市场抱团-占比	↓-20.9%	↑64.8%	↓-32.3%	↑33.3%	↑24.8%	↓-27.5%	↓-33.8%	↓-34.7%	-24.2%	-4.5%	33.8%	37.5%	62.5%	
个股选择	选股风格	市值	↑18.0%	↑36.0%	↑20.1%	↓-24.9%	↓-14.2%	↓-42.0%	↓-8.7%	↓-22.4%	-11.4%	-4.8%	25.0%	37.5%	62.5%	
个股选择	选股独立性	内部推荐-占比	↓-15.2%	↓-5.0%	↓-18.7%	↑15.9%	↑16.6%	↑2.4%	↓-26.7%	↓-19.0%	-10.1%	-6.2%	15.4%	37.5%	62.5%	
渠道结构	基金规模	基金规模	↓-10.6%	↓-9.0%	↓-12.5%	↑7.7%	↑4.5%	↓-11.5%	↓-4.9%	↓-14.9%	-9.8%	-6.4%	7.7%	25.0%	75.0%	

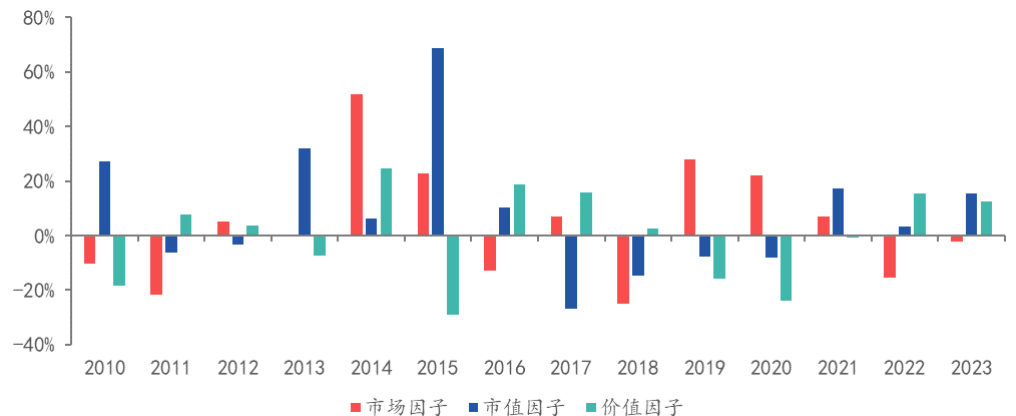
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3 切换：从评价指标到选基逻辑

一个统计上显著、解释能力好的资产定价模型，是因为逻辑合理还是数据巧合？很多时候在研究中我们以为找到了能够带来超额的因子逻辑，事后来更多是挖掘到了某个短期异象故事，期待该逻辑的继续演绎，但实际上影响底层标的收益的元素众多，单一因子的刻画并不能完全捕捉收益和风险。

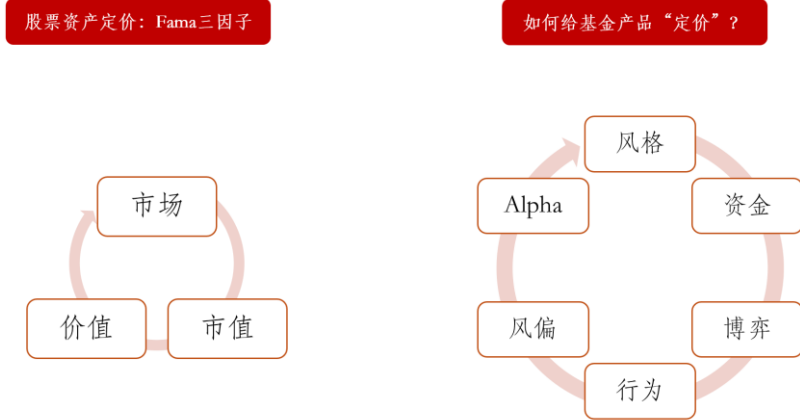
值得关注的是，基金定价的对象是信托契约而非权益资产，规模等因子可提供更清晰有效的选基逻辑。驱动传统资产定价理论的基础是股票，也就是上市公司的股权资产，比如Fama三因子将权益资产的回报解释为市场风险因子、小市值因子和账面市值比因子的加权贡献。与之相对应的，围绕基金做定价和收益预测的基础是并不仅是组合持有的资产，而是公募管理的账户属性和产品合同的刚性约束。

图9：Fama三因子从实证角度解释了收益来源



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10: 围绕基金做收益预测的对象是信托契约



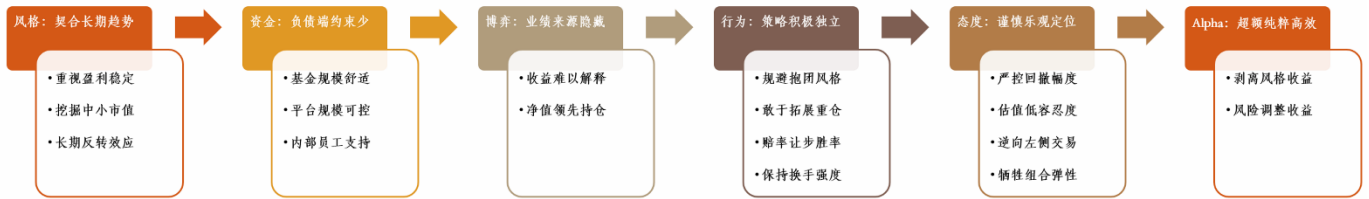
资料来源: 浙商证券研究所整理

3 基金投资中“正确的事”及其量化表达

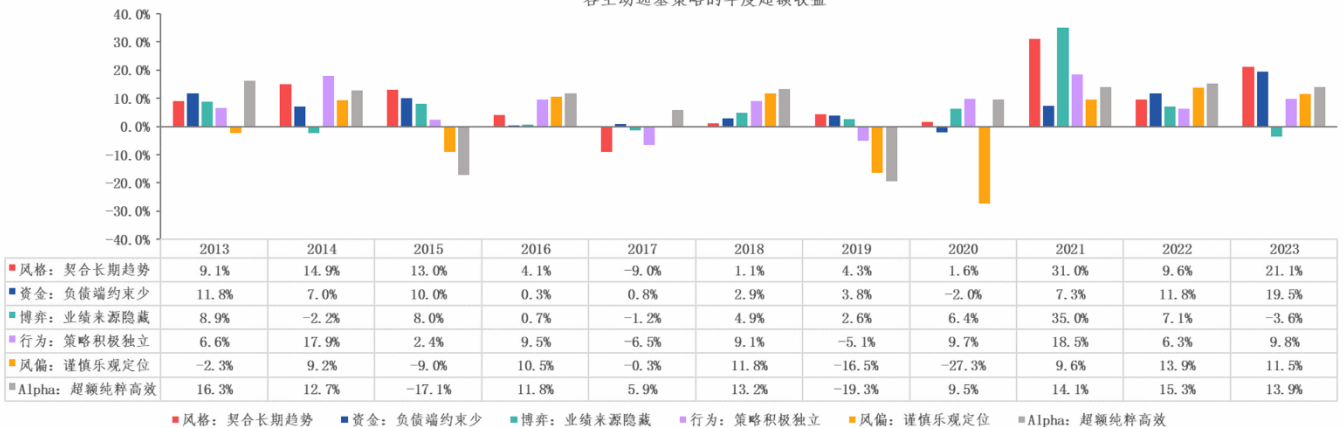
构建长期胜率高、解释力强、低相关性的多维选基逻辑，而不是从持仓或净值中逆推单一异象信号。研究中我们以为找到了能够带来超额的投资逻辑，事后来更多是挖掘到了某个短期异象故事、买入并期待外部环境持续不变，但实际中影响底层标的收益的元素众多，单一因子的刻画并不能完全捕捉收益和风险。

我们尝试从主动可验证的角度构建六种解释力强、相关性低、长期胜率高的选基逻辑: Beta、资金、博弈、行为、态度、Alpha。

图11: 主动基金收益逻辑梳理和年度超额情况



各主动选基策略的年度超额收益



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图12: 大类选基因子之间的相关性较低

相关系数	风格: 契合长期趋势	资金: 负债端约束少	博弈: 业绩来源隐藏	行为: 策略积极独立	态度: 谨慎乐观定位	Alpha: 超额纯粹高效
风格: 契合长期趋势	1.00	0.16	0.05	0.36	0.00	0.15
资金: 负债端约束少	0.16	1.00	0.13	0.21	0.02	0.09
博弈: 业绩来源隐藏	0.05	0.13	1.00	0.04	0.05	0.25
行为: 策略积极独立	0.36	0.21	0.04	1.00	0.19	0.14
风偏: 谨慎乐观定位	0.00	0.02	0.05	0.19	1.00	0.27
Alpha: 超额纯粹高效	0.15	0.09	0.25	0.14	0.27	1.00

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

具体构建流程上, 首先围绕主动偏股基金样本进行选因子测试, 测试参数如下:

- 基金类型: 普通股票、偏股混合、灵活配置、平衡混合
- 基金仓位: 权益仓位在 60%以上
- 基金规模: 规模大于 2 亿
- 剔除产品: 去除定开基金、封闭期基金等
- 回测范围: 2013 年-2023 年
- 调仓频率: 季度末
- 加权方式: 等权

3.1 风格: 契合长期趋势

Barra-CNE6 是针对 A 股的成熟风险因子体系, 我们进而利用基金的全部持仓数据刻画其风格属性。实际中我们刻画包括流动性、杠杆、盈利、盈利波动、盈利质量、投资质量、价值、盈余、长期反转、成长、动量、市值、非线性市值、波动、beta、红利在内的 16 个基金风格因子。

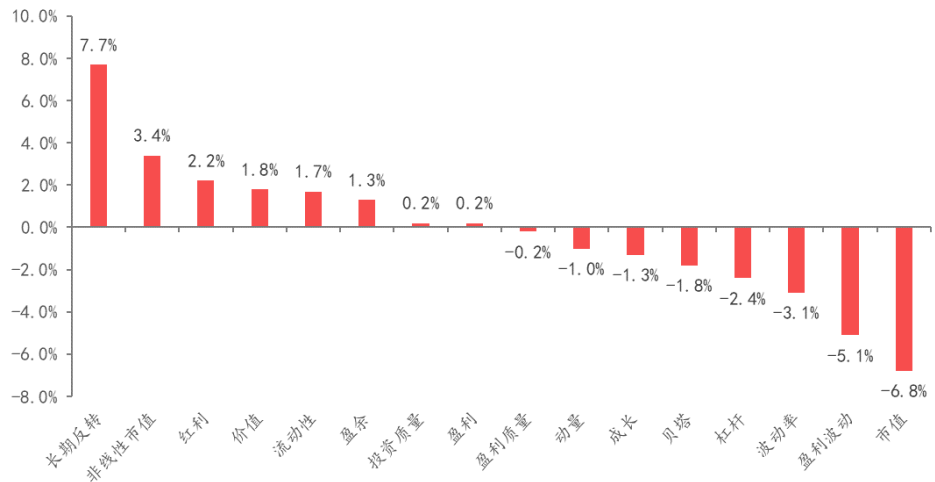
图13: 刻画基金层面的 Barra-CNE6 风格属性

一级分类	二级分类	选股指标说明
流动性	流动性	月换手率、季换手率、年换手率、年化交易量比率
	杠杆	市场杠杆、账面杠杆和资产负债比
质量	盈利能力	资产周转率、资产毛利率、销售毛利率、总资产收益率
	盈利波动	营业收入波动率、盈利波动率、现金流波动率
	盈利质量	资产负债表应计项目、现金流量表应计项目
	投资质量	总资产增长率、股票发行量增长率、资本支出增长率
价值	价值	账面市值比 (BP)
	盈余	EP比、分析师预测EP比、现金盈利价格比、企业价格倍数倒数
	长期反转	长期相对强度、长期历史alpha
成长	成长	每股收益增长率、每股营收增长率、分析师预测盈利增长率
动量	动量	历史alpha、相对强度
市值	市值	流动市值
	中市值	非线性市值
波动	波动	历史sigma、日标准差、累计收益范围
	beta	beta
股息	红利	股息率、分析师预测分红价格比

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

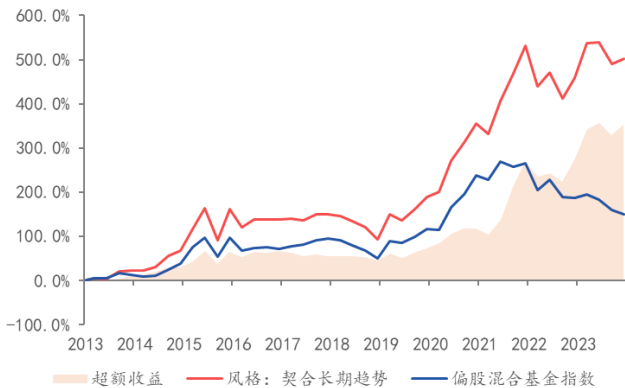
风格方面，挖掘盈利稳定的中小盘，重视困境反转策略的基金。结合图 7 中基金评价指标的预测效果，具备 1) 长期反转、2) 中小市值、3) 低盈利波动在基金投资中具备优势且预测能力波动较小，我们等权构建契合长期风格基金策略，年化超额收益为 9.1%。

图14: 基金层面的 Barra 风格因子的 IC 均值



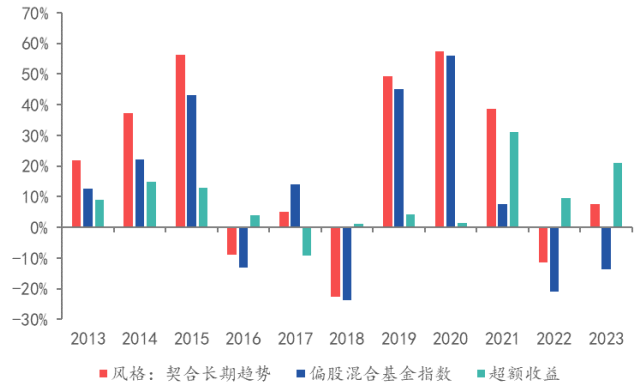
资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 数据区间: 2013.1.1-2023.12.31

图15: 契合长期风格策略 Top20 组合净值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 数据区间: 2013.1.1-2023.12.31

图16: 契合长期风格契合策略 Top20 组合年度收益



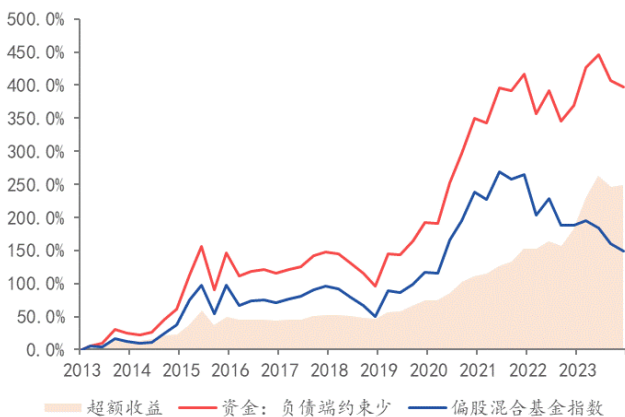
资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 数据区间: 2013.1.1-2023.12.31

3.2 资金: 负债端约束少

前文 1.3 中我们讨论了基金规模可作为负向指标加入选基策略, 逻辑也较为清晰。但基金规模因子分组收益亦非严格单调, 主要原因在于低于 5000 万的产品容易出现清盘风险, 同时规模低于 1 亿元或者 2 亿元的产品或难以进入机构投资池, 因此我们对规模低于 2 亿元的因子截尾处理, 将其作为负向因子体现可控的产品规模带来的投资灵活度上的优势, 同时我们也对基金公司总规模作同样处理。另外内部持有比例反映熟悉管理人的投资者对于产品的信心, 其内核在于内部资金支持力度较大。

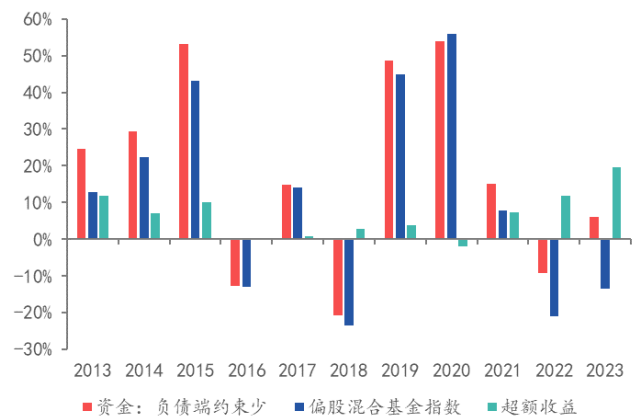
资金方面, 注重负债端约束少, 管理规模处于舒适区、管理人内部支持度高的基金。结合图 7 中基金评价指标的预测效果, 我们选择 1) 基金规模、2) 公司管理规模、3) 内部持有比例等权重构建负债端约束少基金策略, 年化超额收益为 7.1%。

图17: 负债端约束少策略 Top20 组合净值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 数据区间: 2013.1.1-2023.12.31

图18: 负债端约束少策略 Top20 组合年度收益



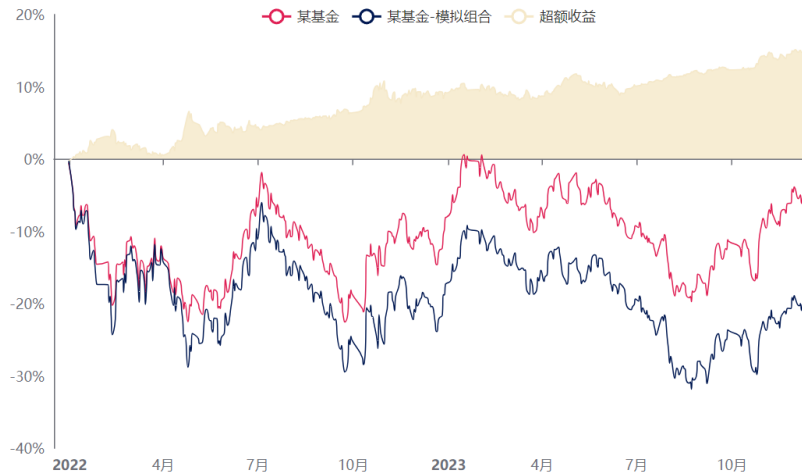
资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 数据区间: 2013.1.1-2023.12.31

3.3 博弈：业绩来源隐藏

博弈方面，重视由于持仓公开频率较低导致业绩来源隐藏的基金，以及收益难用传统归因模型解释、净值领先持仓的基金。

1) **隐形交易收益测算**：由于基金持仓的披露频率较低，无法直接获得基金经理在季度内的交易操作信息，我们首先假设基金在季报后的持仓结构未做调整，构建跟踪全部持有股票的基金“模拟组合”，然后通过基金和模拟组合的两者的净值判断管理人在季度内的调仓换股的行为特征和绩效结果。案例中基金通过季度内的调仓和波段获取“隐形”的超额收益。

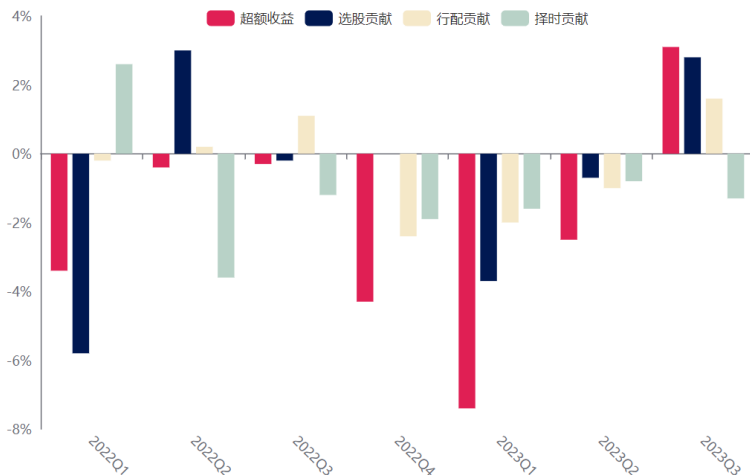
图19：基金隐形交易收益案例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2) **Brinson 归因模型**：经典的 Brinson 归因是一种投资绩效分析方法，用于确定投资组合的绩效相对于基准的来源和贡献，可以采用 Brinson 模型将基金的超额收益分解为行业配置贡献、个股选择贡献和择时能力贡献。个股选择贡献衡量投资组合中股票选择决策对业绩的影响，行业选择贡献衡量投资组合在不同行业的选择决策对业绩的影响，择时收益贡献是模型未能解释的收益，例如未公开披露的调仓换股等操作产生的收益。

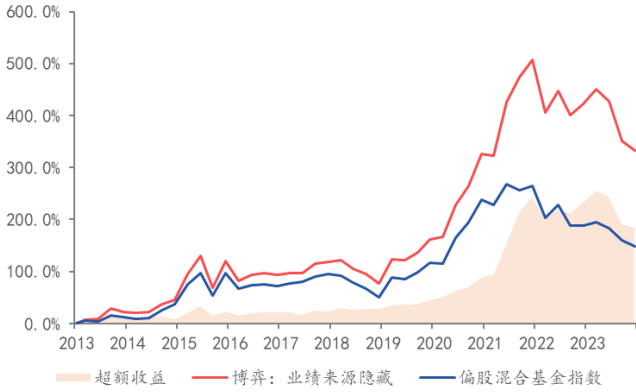
图20：基金 Brinson 归因模型案例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

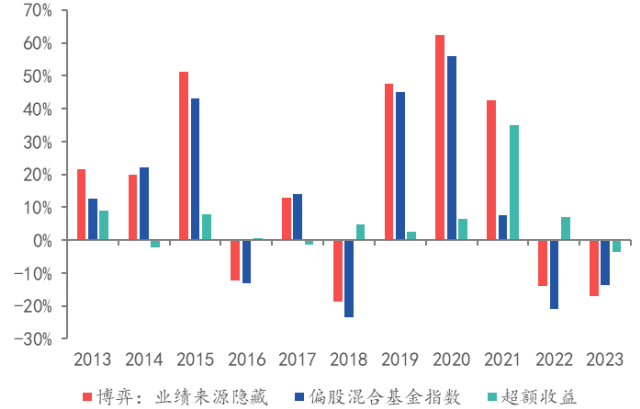
结合图7中基金评价指标的预测效果，我们选择隐藏交易收益和 Brinson 未解释收益（择时收益）等权构建业绩来源隐藏基金策略，年化超额收益为 5.6%。

图21: 业绩来源隐藏策略 Top20 组合净值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 数据区间: 2013.1.1-2023.12.31

图22: 业绩来源隐藏策略 Top20 组合年度收益



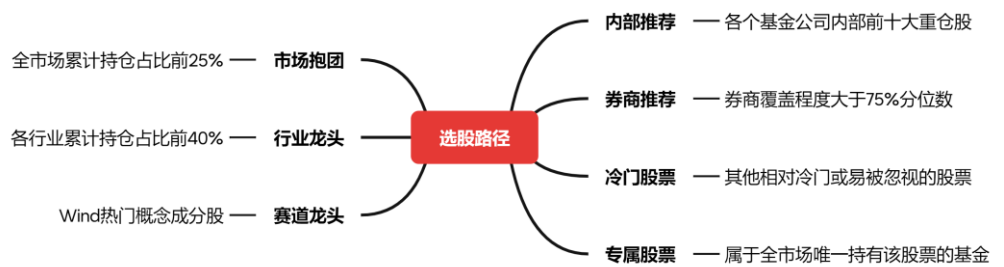
资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 数据区间: 2013.1.1-2023.12.31

3.4 行为: 策略积极独立

行为方面，我们重视策略积极独立，敢于拓展重仓但是胜率思维优先于赔率思维、同时保持换手强度的基金。

1) **选股策略独立性:** 我们根据基金经理不同的选股方法，将其持仓划分为市场抱团、行业龙头、赛道龙头、内部推荐、券商推荐、冷门股票、专属股票共七种类型。基金经理在市场抱团和行业龙头、内部推荐股票上过高的集中度会导致策略趋同和拥挤，而过度集中于冷门股票的基金往往以量化选股策略为主，因此我们将基金持有的市场抱团、行业龙头、内部推荐股票的比例之和定义为选股独立性指标。

图23: 基金选股路径以及策略独立性刻画



资料来源: 浙商证券研究所整理

2) 长期重仓胜率: 利用季频重仓股的信息统计区间内基金长期连续持有股票的情况, 并中性假设基金在季度内的股价中位进行加减仓, 合理测算各只股票的持有收益率和收益贡献度, 体现不同重仓股在长期对组合的实际业绩贡献程度。案例中基金的连续重仓股在区间内的表现明显跑赢同期申万行业, 长期而言选股胜率较为稳定。

3) 长期重仓范围: 基于上述测算, 我们同样可知基金在区间内重仓覆盖的个股数量, 极端情况下若基金重仓不发生变化, 则覆盖个股数量长期为 0。

图24: 基金长期持股分析案例

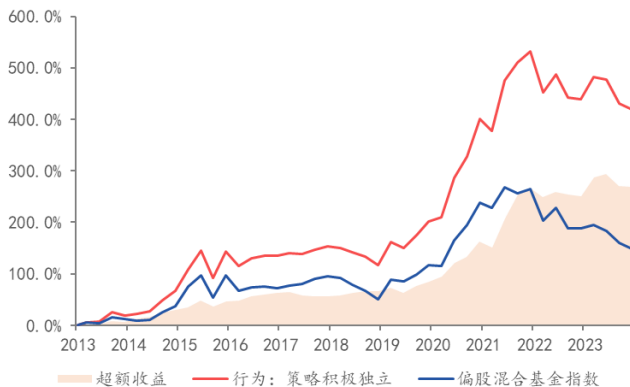
股票名称	主题	申万一级	申万二级	起始期	终止期	期数	测算收益	收益贡献	一级行业收益	二级行业收益	股票收益	超额收益
杭州银行	金融地产	银行	城商行II	2021-12-31	2022-12-31	5期	1.8	0.1	-10.5	-3.8	4.5	12.2
南京银行	金融地产	银行	城商行II	2021-12-31	2022-12-31	5期	13.2	1.0	-10.5	-3.8	21.2	23.7
江苏银行	金融地产	银行	城商行II	2021-12-31	2022-12-31	5期	22.3	1.4	-10.5	-3.8	32.9	32.8
中国国航	消费	交通运输	航空机场	2021-12-31	2022-12-31	5期	14.4	1.0	-3.4	11.1	16.1	17.8
南方航空	消费	交通运输	航空机场	2021-12-31	2022-12-31	5期	10.1	0.6	-3.4	11.1	11.7	13.5
中国东航	消费	交通运输	航空机场	2021-12-31	2022-12-31	5期	6.0	0.3	-3.4	11.1	7.1	9.4
春秋航空	消费	交通运输	航空机场	2022-03-31	2022-12-31	4期	40.2	2.4	4.3	18.4	46.0	36.0
华夏航空	消费	交通运输	航空机场	2022-03-31	2022-12-31	4期	32.3	1.2	4.3	18.4	34.4	28.0
吉祥航空	消费	交通运输	航空机场	2022-06-30	2022-12-31	3期	-7.5	-0.1	-2.7	3.7	-10.1	-4.7
贵研铂业	周期	有色金属	小金属	2021-12-31	2022-03-31	2期	-18.6	-1.2	-8.6	-12.2	-19.8	-10.0
王府井	消费	商贸零售	一般零售	2022-09-30	2022-12-31	2期	23.7	1.2	10.0	20.4	29.0	13.7

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4) 保持一定换手强度: 选择长期持有或者频繁交易均和基金未来业绩没有明显关系, 换手率则呈现弱有效, 我们在因子处理上进一步剔除换手过高的基金(一年 10 倍以上), 剔除后基金换手率因子效果改善。

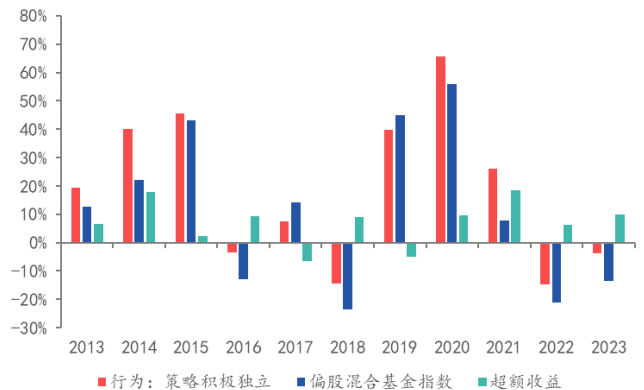
综上, 结合图 7 中基金评价指标的预测效果, 我们选择选股策略独立性强、长期重仓胜率高且范围较大、保持换手强度等权构建策略积极独立基金组合, 年化超额收益为 7.5%。

图25: 策略积极独立策略 Top20 组合净值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 数据区间: 2013.1.1-2023.12.31

图26: 策略积极独立策略 Top20 组合年度收益



资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 数据区间: 2013.1.1-2023.12.31

3.5 风偏：谨慎乐观定位

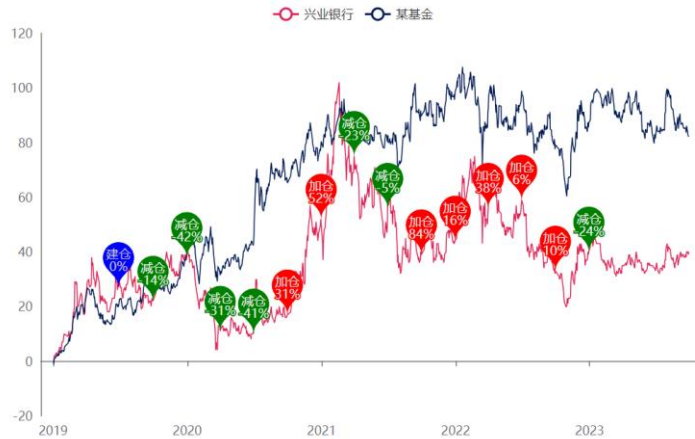
风偏方面，我们重视谨慎乐观定位，严控回撤幅度、逆向左侧交易、估值低容忍度的基金。

1) 严控最大回撤：低回撤基金与其说能够有效控制组合的波动，更加倾向于在产品定位上保持谨慎乐观，并在在过往震荡市场中获得业绩相对优势。

2) 估值低容忍度：上文中我们采用基金的全部持仓数据刻画 Barra 风格属性。盈余也就是 EP 比反映产品在估值上的暴露程度，长期保持组合低估值水平的基金能够在牺牲弹性的条件下提升绝对收益胜率。

3) 逆向左侧交易：基金在交易操作中具备不同的策略和行为习惯，比如在某个股票的历史投资行为中偏向左侧交易或者右侧交易，又比如整体偏好趋势交易或者逆向交易。我们通过复盘基金经理历史上平均持仓比例较多、累计贡献较大重仓股的买入卖出决策，判断和刻画其交易行为偏好，如案例中基金在兴业银行的交易操作中呈现左侧逆向思维。

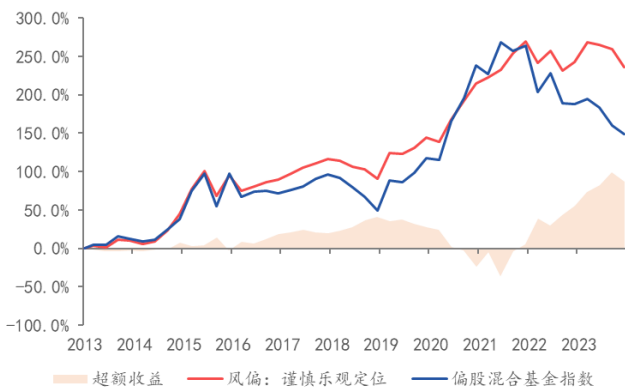
图27：基金个股交易分析案例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

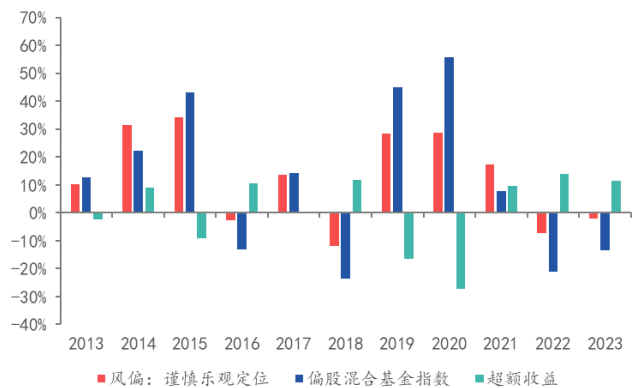
综上，结合图7中基金评价指标的预测效果，我们选择，严控回撤幅度、逆向左侧交易、估值低容忍度等权构建谨慎乐观定位基金组合，年化超额收益为3.0%。

图28：谨慎乐观定位策略 Top20 组合净值



资料来源：Wind，浙商证券研究所；数据区间：2013.1.1-2023.12.31

图29：谨慎乐观定位策略 Top20 组合年度收益



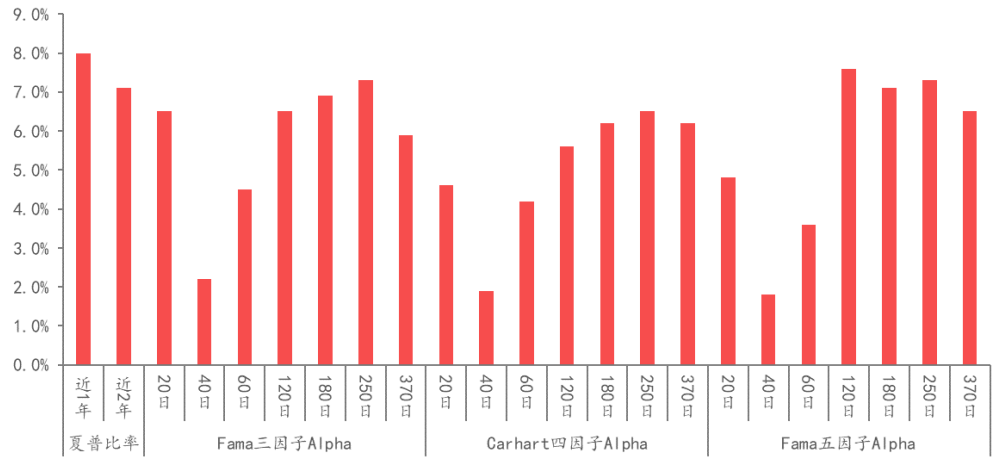
资料来源：Wind，浙商证券研究所；数据区间：2013.1.1-2023.12.31

3.6 Alpha: 超额纯粹高效

虽然前文强调历史业绩不代表未来，但基金动量类因子的收益预测能力却往往并不弱。实战中我们观察到由于短期和市场风格契合等原因，基金的 alpha 收益或在一定区间内持续，因此虽然不能完全依赖动量的演绎，但仍有必要构建选因子捕捉短期 alpha 动量作为子策略之一。

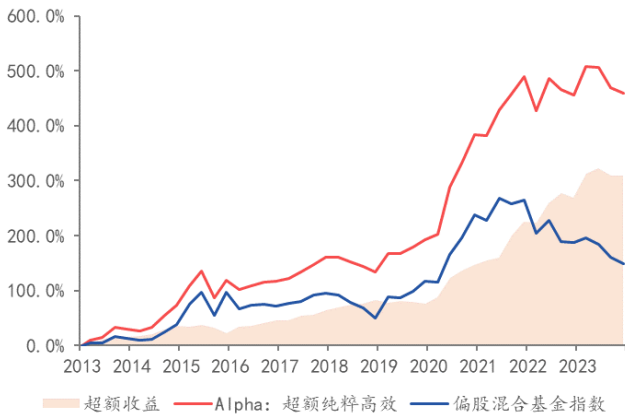
从动量类指标的测试结果来看，传统风险收益指标如夏普比率具备较好选基效果，同时利用剥离风格收益后 alpha 的选基效果表明五因子更优，结合图 7 中基金评价指标的预测效果，我们选择 Fama 五因子近 120 日剥离风格收益、近 1 年夏普比率等权构建超额纯粹高效基金组合，年化超额收益为 8.3%。

图30: 基金动量类指标的因子 IC 均值



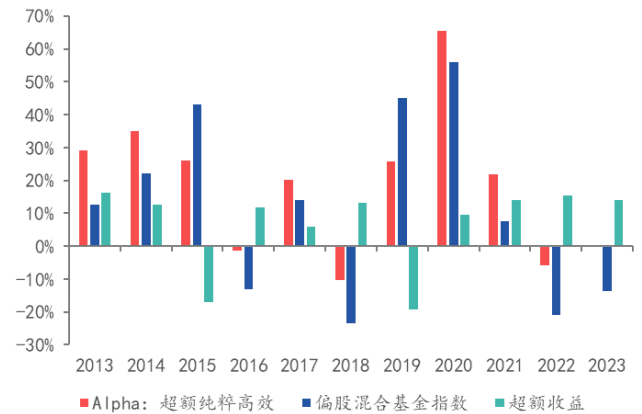
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图31: 超额纯粹高效策略 Top20 组合净值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 数据区间: 2013.1.1-2023.12.31

图32: 超额纯粹高效策略 Top20 组合年度收益

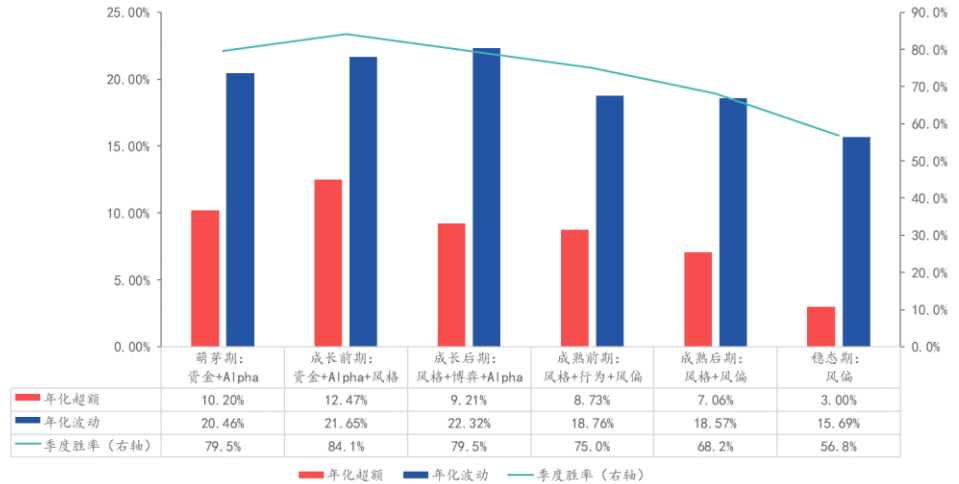


资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 数据区间: 2013.1.1-2023.12.31

4 不同侧重点的基金投资组合业绩

基金个体无法长期兼具六种强势特质。生命周期假设下一种可能的情况推演：优质基金进入成熟期后，资金端约束大幅提升、Alpha 收益开始被定义为风格趋势、出色博弈能力逐渐转化为过往行为绩效，最终风偏的降低是一种合理决策。

图33： 生命周期假设下一种可能的情况推演



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们基于选基逻辑构建基金指数增强策略，力争相对偏股混合型基金指数(885001.WI)获取稳定超额。策略在主动偏股基金指数的样本内根据经过逻辑验证的选基因子进行基金优选，并在每季度末根据最新因子情况调整组合结构，组合构建参数如下：

- 基金类型：普通股票、偏股混合、灵活配置、平衡混合
- 基金仓位：权益仓位在 60%以上
- 基金规模：规模大于 2 亿
- 剔除产品：去除定开基金、封闭期基金等
- 回测范围：2013 年-2023 年
- 调仓频率：季度末
- 加权方式：等权
- 持基数量：20 只

通过季度频率测算和调仓最终得到三类基金组合策略：

- 1) 进取策略：资金约束少叠加风格契合，年化超额 12.5%，年度胜率 100%，季度胜率 84%。
- 2) 稳健策略：融合六大选基逻辑，年化超额 10.8%，年度胜率 100%，季度胜率 82%。
- 3) 均衡策略：保持积极风偏、淡化行为绩效，年化超额 12.0%，年度胜率 100%，季度胜率 89%。

图34: 不同基金策略的收益表现和年度排名测算

策略属性	进取策略	均衡策略	稳健策略
策略构建	风格 + 资金 + Alpha	风格 + 资金 + 博弈 + Alpha	风格 + 资金 + 博弈 + 行为 + 风偏 + Alpha
2013	31.8% (前14%)	28.2% (前20%)	21.6% (前31%)
2014	34.1% (前22%)	30.4% (前30%)	32.8% (前26%)
2015	55.1% (前36%)	61.7% (前25%)	52.6% (前40%)
2016	-4.9% (前28%)	-5.6% (前30%)	-5.0% (前29%)
2017	17.5% (前42%)	20.0% (前35%)	18.2% (前39%)
2018	-20.8% (前41%)	-19.0% (前33%)	-19.2% (前34%)
2019	58.7% (前24%)	56.5% (前28%)	51.1% (前38%)
2020	66.3% (前42%)	63.9% (前46%)	63.4% (前46%)
2021	35.8% (前11%)	36.8% (前10%)	34.9% (前12%)
2022	-11.4% (前14%)	-12.2% (前16%)	-6.1% (前6%)
2023	6.8% (前4%)	2.7% (前7%)	1.1% (前9%)
年化收益	21.1%	20.6%	19.5%
年化超额	12.5%	12.0%	10.8%
年化波动	21.7%	21.9%	21.0%
季度胜率	84%	89%	82%
年度胜率	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图35: 不同基金策略的累积收益走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

1、报告数据均来自于历史公开数据整理分析，存在失效的风险，也存在数据测算偏差风险，且历史业绩不代表未来。

2、本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金产品的推荐，亦不涉及对任何指数样本股的推荐。

3、本文基于基金经理的部分代表产品得到相关研究结论，所述研究结论限于基金经理的该基金产品范畴内，个别产品表现不代表基金经理全部业绩表现，更不代表未来。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>