



洪灏：如何“不买”基金？



作者：洪灏 交银国际研究部主管

股票型基金的超额收益

2020 年来,中国基金业快速发展,基金规模增长 10 万亿元达到 25.7 万亿元(人民币,下同)。越来越多的居民已将目光投向中国资本市场,“A 股”、“基金”、“养基”等词语也随着市场的波动频频登上微博热搜。从长远来看,随着人口结构的改变,居民资产配置的重心从房地产向金融资产转移将成为必然的趋势。对于个人投资者来说,在嘈杂波动、风云变幻的股票市场中,依仗股票型基金来跑赢大盘、实现收益与风险的平衡不失为一个稳健的投资选择。

但是,要在众多基金中选择合适的投资标的并不容易。在这篇报告中,我们运用 Carhart 四因子模型,也就是综合考虑了市场的系统性风险、估值、市值规模以及动量因子以后所产生的超额收益,作为基金业绩的评估指标。为了挖掘在起伏不定的 A 股市场中,真正能鉴别基金业绩的有效因子,我们将样本锁定在普通股票型基金。这类基金对股票的配置比例极高,且都属于主动管理型,因此能更纯粹地反映出基金股票持仓特征对基金未来超额收益的影响。

普通股票型基金的业绩参差不齐(图表 1-2)。在市场波动平稳,呈现趋势性行情时,基金业绩的分化较为收敛。例如,在 2016 年 2 月到 2017 年底的市场上行阶段,基金业绩的分化程度一直处于低位。此时,虽然基金难以大幅跑赢市场,但大幅跑输的可能性也非常小,业绩最好的与业绩

最差的一组基金的超额收益（季度）相差不足 10%。然而，当市场波动上升时，基金超额收益的分化将迅速加剧。这时，不仅会有基金创造业绩神话，也会有基金遭遇滑铁卢。例如，在 2013 年 6 月钱荒，2015 年股市泡沫，以及 2021 年 9 月科技成长股泡沫完全破灭之时。此时，业绩最好与最差的一组基金的超额收益（季度）差距可接近 50%。

图表 1：市场波动上升时，股票型基金的超额收益分化往往随之加剧



资料来源：FactSet，万得，交银国际

图表 2：基金超额收益的极端分化主要体现在尾部风险



资料来源：FactSet，万得，交银国际

什么因子决定了股票型基金的超额收益？

自法马（Fama）和弗伦奇（French）以来，大量的量化研究已经发掘出许多解释基金投资回报率的因子，比如 ROE、成长速度、现金流和价格动量等等。这些显然都是描述所投公司质量的因子。然而，投资界已经很久没有找到新的因子来解释股票和基金的回报率。这些几十年前就早已为人们所熟知的因子，仍然在市场上发挥余热。令人惊讶的是，这些因子的有效性似乎一如既往，不减当年，比如 Fama 的三因子、五因子模型。这个经验观察本身就是与“有效市场假说”相悖的。

那么投资者，尤其是个人投资者如何能够找到更适合投资的基金？很大程度上，投基金就是投基金经理——也就是“投人”。根据 Fama 的因

子找到能够按照这些因子选择投资标的的基金经理，相信并不难。毕竟，这些都是公开的信息，往往在公司财报披露或公共网站资源中就可以找到。然而，这仅仅是对于投资的第一层次的理解。投资并不能仅仅停留在理解需要做什么，而更要理解不做什么。回避了风险，才能保住胜利的果实。我们分别从基金重仓股的股票特征，以及基金/基金公司自身的特征中，来衡量各因子对基金未来超额收益的解释能力。

股票特征因子：除了量化基金，普通股票型基金每个季度披露的前十大重仓股可占基金全部股票投资市值的 50%以上，部分基金甚至超过了 90%。因此，综合考虑披露频率和持股权重，前十大重仓股可作为衡量基金持仓特征的有效参考。我们针对动量、盈利能力、无形资产、估值、投资和交易行为这六个方面，选取了 29 个股票特征因子。所有的股票因子标准化的结果都映射到 $[0,1]$ 区间上，每个基金的持仓特征则是基于前十大重仓股进行加权计算。

基金特征因子：我们选择了 6 个基金自身的特征指标。这里，基金的动量是基金单位净值（价格）动量。基金规模是基金的资产净值大小。基金的资金流是考虑了单位净值涨跌后，基金资产净值规模的变化。

基金公司特征因子：我们选择了 7 个基金公司自身的特征指标。基金公司的动量是在所属基金公司旗下，排除该基金以外的所有股票型基金的平均单位净值（价格）动量；基金公司规模是所属公司旗下，排除该基金以外的所有股票型基金的资产净值规模。基金公司资金流是排除了该基金

以外的股票型基金现金流；这里是考虑了基金公司平均单位净值涨跌后，总净值规模的变化。

因子的解释能力：每个季度，我们根据各个股票和基金相关因子从大到小对股票型基金进行排序，并分为五等份。我们等权计算最高与最低组合的基金超额回报率（Carhart 四因子模型）差异的显著性，来衡量各因子的解释能力。

我们的量化分析显示，在没有区分市场行情和经济周期时，公司资产增长率（重仓股）、基金公司动量（12 个月）和基金公司资金流对基金未来的超额收益具有显著的解释力（图表 3）。具体来看，重仓股资产增长率最高的相对于最低的基金组合能产生显著的正向回报，说明配置于投资意愿激进、资产扩张较快的公司能为基金带来显著的超额收益。然而，基金公司资金流是一个显著的反向指标，所属基金公司资金流入最多的相对于最少的基金组合能产生显著的负向回报。也就是说，所属基金公司资金流入越少，该基金反而在未來越能获得较高的超额收益。基金公司 12 个月的平均单位净值动量也是一个反向指标，意味着该基金业绩的反转，而非延续。

图表 3：未区分市场和经济周期时，各因子对股票型基金未来超额收益的解释力



资料来源：FactSet，万得，交银国际

值得注意的是，在不同的经济与市场周期中，股票特征因子对基金未来超额收益的解释效用并非从一而终，而是会随着所处周期阶段的变化而发生改变（图表 4-5）。在市场上涨、经济上行的时候，基金的超额收益更多来自于对高增发、资产快速扩张的股票持有；而在市场下跌、经济下行的时候，基金的超额收益主要来自盈利能力强劲的优质股票。

但是，与基金公司相关的指标，对基金未来超额收益的解释力度并不受市场环境或经济周期的干扰（图表 4-5）。我们的量化分析发现：无论经济上行或下行，市场上涨或下跌，基金公司本身的特征因子，对基金未来表现的解释效用是类似的。这些因子包括：基金公司动量、基金公司资金流、基金公司成立年限等等。在我们回测的因子里，只有这些与基金公司特征相关的因子，无论市场或经济的状况如何，它们对于基金未来表现的相关性都基本上是稳定的。更令人惊讶的是，基金公司成立年限越短、平均单位净值动量越弱、资金流入越少，旗下的基金未来 6 到 12 个月的表现

反而就越好。这与我们直觉的理解相距甚远。

我们之前的量化研究已经证明，中国市场的价格势能特征尤其突出，尤其是价格反转效应，在大于 1 个月的回测时间窗口，都表现出与未来的回报极强的负相关性。因此，这种与直觉认知相反的回测结果出现的一种可能性就是，基金公司在经济放缓、市场下行期间成立的基金在利用中国市场的这一持续而显著的回报特征建仓。因此，这些基金公司往往需要忍受极其负面的价格势能以获得未来回报。但也由于市场不景气，这期间成立的基金也往往募集冷清。相反，在经济增长、市场上行阶段，由于中国市场的价格势能特征在这样的阶段同样持续而显著，基金公司新成立的基金也会延续类似的策略建仓，从而让这些与基金公司相关的因子无论市场和经济的环境如何，都持续有效地解释该基金未来的回报。

图表 4: 在不同的经济周期, 各因子对股票型基金未来超额收益的解释力

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39716

