



洪灏：基金公司比基金 持仓重要



文/意见领袖专栏作家 洪灏

基金回报率常规因子：

知其可为

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。



基金公司特征因子：

知其不可为

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。在我们回测的因子中，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。

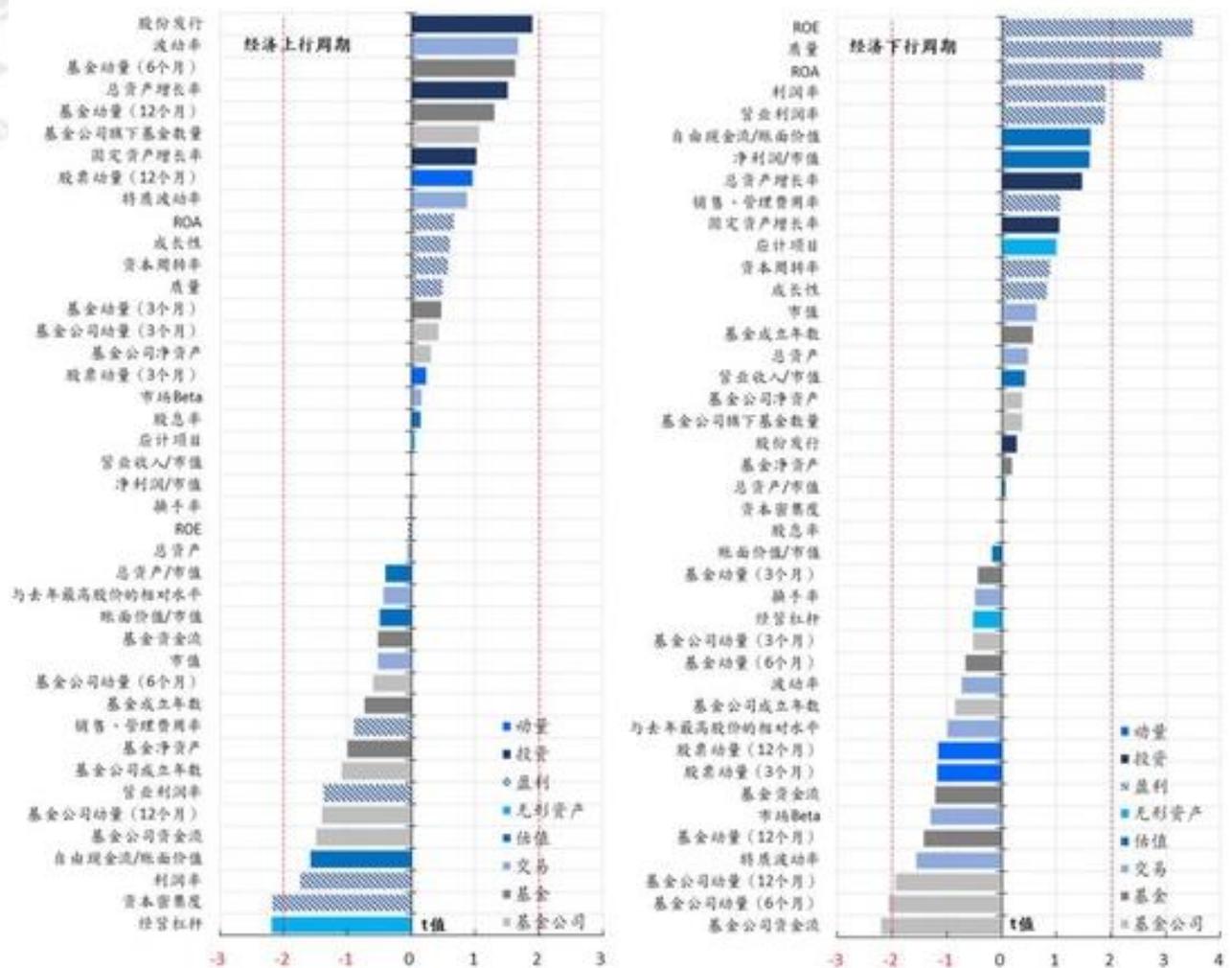
我们之前的量化研究已经证明，中国市场的价格势能特征尤其突出，尤其是价格反转效应，在大于 1 个月的回测时间窗口，都表现出与未来的回报极强的负相关性。因此，这种与直觉认知相反的回测结果出现的一种可能性就是，基金公司在经济放缓、市场下行期间成立的基金在利用中国市场的这一持续而显著的回报特征建仓。因此，这些基金公司往往需要忍受极其负面的价格势能以获得未来回报。但也由于市场不景气，这期间成立的基金也往往募集冷清。相反，在经济增长、市场上行阶段，由于中国市场的价格势能特征在这样的阶段同样持续而显著，基金公司新成立的基金也会延续类似的策略建仓，从而让这些与基金公司相关的因子无论市场和经济的环境如何，都持续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

反常识的结论

行文至此，我们的量化研究似乎得出了一个反常识的结论：如果投资者要在一个 6 到 12 个月里的时间窗口进行投资，就如广大的中国散户一样，那么投资者不应该根据基金持股质量好坏的特征来选择基金，反而应仅仅看基金公司本身的特征。而这些基金公司特征往往是已经或即将让基金当时的回报承受很大压力、显得不那么讨喜的特征。如极端负面的价格势能、募集冷清等等。那些传统的、反映股票质量的因子，如 ROE、现金流等，在这样的时间窗口内对于基金未来回报的相关性并不稳定。换言之，如果要用反映股票质量的因子的话，我们必须事先知道未来经济、市场所处的周期阶段，才能决定用哪一组因子来选择基金。因此，投资者在选择基金

时，应更着眼于基金公司本身的特征，而不是基金持仓的特征。

图表 1：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_39723

