

公募基金研究 / 专题研究报告

2014 年 09 月 01 日

胡新辉 执业证书编号: S0570510120053
研究员 025-83290923
huxinhui@mail.htsc.com.cn

三种偏股基金 FOF 构造方法比较分析

三元回归均衡构造法值得推荐

投资要点:

相关研究

- 1 《基金经理评估大揭秘》2014.08
- 2 《公募基金的一些思考(4): “同涨同跌”机制下的投资机会: 申万收益的投资机会颇佳、组合投资更安全》2014.08
- 3 《国内结构化产品的发展模式演变及优劣分析》2014.08

◆ 考察了三种不同的偏股基金组合构造方法, 第一个方法是以沪深 300 指数作为市场组合, 采用市场指数模型计算阿尔法, 将上个季度阿尔法最大的前九个基金作为下个季度的基 FOF 基金组合, 该方法我们称为一元回归构造法。第二个方法是采用 Fama-French 三因子模型, 构造规模指数与估值指数, 以沪深 300 指数作为市场组合, 计算阿尔法。根据 Fama-French 三因子模型计算的规模与估值系数, 我们通过三等份, 将样本中的基金划分为规模-估值九格, 接下来采用两种构造方法, 其一是直接选择上个季度阿尔法最大的九个基金作为下个季度的组合, 该方法我们称为三元回归构造法。其二是根据规模-估值九格, 每格中选择上个季度阿尔法最大的一个基金, 作为下个季度的基金组合, 该方法我们称为三元回归均衡构造法。

◆ 从组合的收益率来看, 根据一元回归构造的组合, 在共计 12 个季度中, 有 7 个季度的组合是跑赢平均的, 季度平均超额收益率为 2.82%。三元回归均衡构造法下, 12 个季度中, 有三个季度, 2013 年 1 季度、2013 年 3 季度、2013 年 4 季度收益率低于平均, 但 2013 年 3 季度、2013 年 4 季度两个季度, 组合的收益率低于平均分别为 -0.46%、-0.18%。因此, 我们认为, 根据规模-估值九格构造的 FOF 均衡组合, 可以战胜基金的平均收益率, 季度平均超额收益率为 1.89%。三元回归构造的组合, 超额收益率为 1.58%, 低于其他两种方法。

◆ 从收益的平稳性来看, 明显的是三元回归均衡构造法占优。

◆ 从风险指标看, 三元回归均衡构造法的最大回撤, 标准差均低于其他两种构造方法。

◆ 因此, 我们认为, 采用 Fama-French 三因子模型, 考虑规模-估值风格, 均衡的构造 FOF 基金组合, 是值得推荐的方法。一元回归构造法下, 虽然平均超额收益率较高, 但组合的波动较大, 胜率低于三元回归均衡构造法。

◆ 三元回归均衡构造法下, 不对下个季度股市的表现做任何预测, 主要是为了回避事后聪明。在实际的构造组合中, 可以加入对股市的预判, 从而选择不同风格的基金。

正文目录

公募 FOF 取得的合法地位.....	3
股票基金收益回顾与持续性分析.....	3
混合基金收益回顾与持续性分析.....	5
三种基于阿尔法的 FOF 构造方法比较分析.....	6
组合的构造.....	6
三种 FOF 构造方法绩效分析.....	9
结论：三元回归均衡构造法是值得推荐的方法.....	14

图表目录

图 1 普通股票型基金年度收益率相关系数.....	4
图 2 混合型基金年度收益率相关系数.....	6
图 3 三元回归的 R 方直方图.....	7
图 4 三元回归的年化阿尔法直方图.....	8
图 5 三元回归的规模因子直方图.....	8
图 6 三元回归的估值因子直方图.....	9
图 7 三元回归的市场因子直方图.....	9
图 8 三个 FOF 组合季度收益率.....	11
图 9 三个 FOF 组合净值图示.....	11
表格 1 普通股票型基金历年收益率统计.....	3
表格 2 普通股票型基金年度收益前 10 名与后 10 名次年收益率表现.....	4
表格 3 混合型基金历年收益率统计.....	5
表格 4 混合型基金年度收益前 10 名与后 10 名次年收益率表现.....	5
表格 5 三个 FOF 组合季度收益率比较.....	10
表格 6 三个 FOF 组合绩效指标.....	12
表格 7 三个 FOF 组合月收益率.....	12
表格 8 动量与反转 FOF 组合季度收益率.....	13

公募 FOF 取得的合法地位

《公开募集证券投资基金运作管理办法》及其实施规定,自 2014 年 8 月 8 日起施行。《办法》的修改内容重点包括,公募基金产品的审查由核准制改为注册制,FOF 正式纳入基金类别等。修订后的《办法》也将 FOF 正式纳入基金类别,并作出了具体规定,第三十条规定,“百分之八十以上的基金资产投资于其他基金份额的,为基金中基金”;第三十二条中还规定,基金管理人运用基金财产进行证券投资,不得出现的情形包括:“基金中基金持有其他单只基金,其市值超过基金资产净值的百分之二十,或者投资于其他基金中基金”。FOF 正式纳入基金类别,为该品种在公募基金的发展铺平了道路。

本报告探索了构造 FOF 的三种方法,首先回顾了普通股票型基金和混合基金业绩的持续性,指出仅根据上期基金的收益率,无论采取动量还是反转策略,都无法获得良好的收益。其次,我们采用了三种方法,分别是基于一元回归计算的阿尔法方法,以及基于三元回归的两种方法。

股票基金收益回顾与持续性分析

从历年普通股票型基金收益率来看,其业绩与整个股市是息息相关的,在牛市时一般无法跑赢市场,在熊市时跌幅低于市场,主要原因是股票基金的仓位一般平均在 85-80% 左右。从收益率的波动情况看,由于我国股市的大幅波动,导致股票基金的收益率各年相差很大,如 2006 年,2007 年,平均收益率超过 100%,但 2008 年,平均跌幅高达 -51.43%,几乎将 2007 年收益悉数抹去。2011 年,普通股票基金又遭受重大打击,该年平均下跌了 -24.88%,直接导致了随后几年股票基金份额的不断萎缩。2013 年是股票基金值得高兴的一年,基金经理牢牢抓住了 2013 年的结构性行情,虽然沪深 300 指数下跌了 7.65%,普通股票型基金的平均收益率达到了 17.29%。

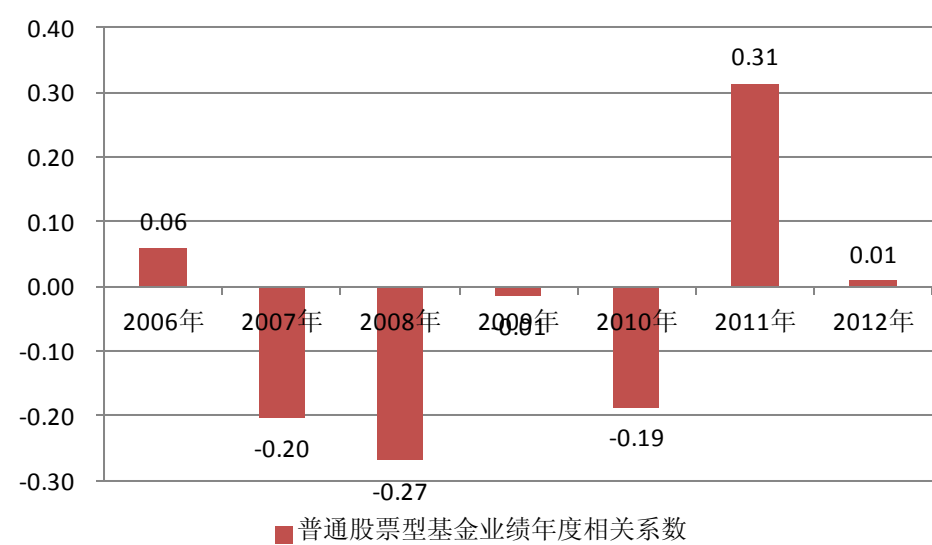
表格 1 普通股票型基金历年收益率统计

年度	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
基金数量	30	67	102	136	183	234	289	336
沪深 300 收益率	173.21	161.55	-65.95	96.71	-12.51	-25.01	7.55	-7.65
战胜沪深 300 指数的数量	1	5	102	8	175	121	100	325
战胜沪深 300 指数的比例	3.33%	7.46%	100.00%	5.88%	95.63%	51.71%	34.60%	96.73%
平均收益率	127.87	127.73	-51.43	70.89	3.67	-24.88	5.66	17.29
最高收益率	182.27	193.98	-31.61	116.08	37.77	-9.63	31.70	80.38
最低收益率	55.14	74.10	-64.75	31.27	-24.04	-41.78	-7.97	-28.73
第一四分位数	115.18	111.34	-55.56	62.38	-3.83	-28.63	1.09	7.66
中位数	130.99	125.41	-51.93	71.56	3.43	-24.72	4.98	14.85
第三四分位数	141.90	143.80	-47.78	79.00	9.96	-21.08	10.05	26.00

资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

选择基金，不仅要考虑收益率的高低，也需要考虑业绩的持续性。经过研究发现，绝对多数股票型基金的收益率并不具备持续性，简单的依靠收益率选择基金并不可行。下图计算了 2006-2012 年股票基金年度收益率与次年的相关系数，7 个数据中，只有 2011 年相关系数为正的 0.31，其余的几个年度，出现了四个负的相关系数，表明从平均意义看，上年表现靠前的基金，次年收益率反而靠后。

图 1 普通股票型基金年度收益率相关系数



我们采用另外一个方法考察基金业绩的持续性，我们将历年普通股票基金的业绩进行百分比排名，选择前 10 的基金构造一个赢家组合，考察该组合次年的平均排名。从 7 个年度看，上年排名前 10 的赢家组合，次年的平均排名都在 50 左右，其中 3 个年度业绩好于平均，4 个年度业绩低于平均。因此，赢家组合次年的收益率也只在平均左右。同样，我们选择每年排名后 10 的基金构造一个输家组合，考察该组合次年的表现。从输家组合看，七个年度中，有两个年度次年的业绩继续低于平均，分别是 2007 年，平均百分比排名为 58.06，以及 2011 年，平均排名为 66.57%，其余的年度，输家组合的业绩都优于平均。从赢家以及输家组合的结果来看，给予投资者重要的启示是：年度排名靠前的基金，次年的业绩大约在平均左右，年度排名非常靠后的基金，次年的业绩也在平均左右。因此，我们认为均值回归如同地球引力一般，股票基金的业绩持续性不强。

表格 2 普通股票型基金年度收益前 10 名与后 10 名次年收益率表现

普通股票 型基金	前 10 平 均百分比 排名	次年平均 排名	后 10 名平 均百分比排 名	次年平 均排名
2006 年	18.33	52.09	85.00	58.06
2007 年	8.21	47.65	93.28	38.24
2008 年	5.39	62.87	95.59	41.84
2009 年	4.04	44.64	96.69	46.83

2010 年	3.01	66.24	97.54	45.94
2011 年	2.35	33.32	98.08	66.57
2012 年	1.90	53.10	98.44	46.61

资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

混合基金收益回顾与持续性分析

下表报告了混合型基金历年收益率统计，2006 年、2007、2009 年，混合基金的平均业绩显著的低于沪深 300 指数，这是受到股票仓位的影响。而从 2008 年和 2011 年两个熊市年度看，混合基金的平均跌幅分别达到了 46.37% 和 21.60%，表明混合基金经理并没有很好的利用混合基金股票仓位灵活的优势。如同股票基金一样，混合基金在牛市无法跑赢市场，熊市则可战胜市场。不过这个特征对投资者吸引力不大，投资者需求的是较低的风险下获取稳定的收益。

表格 3 混合型基金历年收益率统计

年度	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
基金数量	79	102	117	135	154	163	172	185
沪深 300 收益率	173.21	161.55	-65.95	96.71	-12.51	-25.01	7.55	-7.65
战胜沪深 300 基金的数量	0	4	116	5	152	120	40	180
战胜沪深 300 比例	0.00%	3.92%	99.15%	3.70%	98.70%	73.62%	23.26%	97.30%
平均收益率	108.94	113.55	-46.37	58.37	4.78	-21.60	3.99	13.32
最高收益率	171.56	226.24	-14.74	116.19	29.50	-3.47	17.28	56.40
最低收益率	37.37	51.91	-66.42	9.37	-20.77	-38.99	-14.25	-19.57
第一四分位数	90.74	97.65	-52.49	45.26	-2.71	-25.17	0.72	6.21
中位数	112.20	113.33	-47.81	57.15	4.41	-21.82	3.92	12.41
第三四分位数	126.63	126.91	-42.75	70.84	10.73	-17.81	7.36	20.72

资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

股票基金业绩的持续性较差，那么，混合基金在这方面是否有所改善呢？混合基金可以通过股票和债券仓位的改变来把握市场。我们同样构造赢家组合和输家组合来考察。从赢家组合看，七个年度中，赢家组合次年的收益率有 5 个年度是在平均 50 以上的，因此，赢家组合的持续性好于股票基金。从输家组合看，7 个年度中，有 3 个年度次年的业绩好于平均，4 个年度次年的业绩低于平均，但基本都在平均附近。总的来看，混合基金业绩持续性并不强。

表格 4 混合型基金年度收益前 10 名与后 10 名次年收益率表现

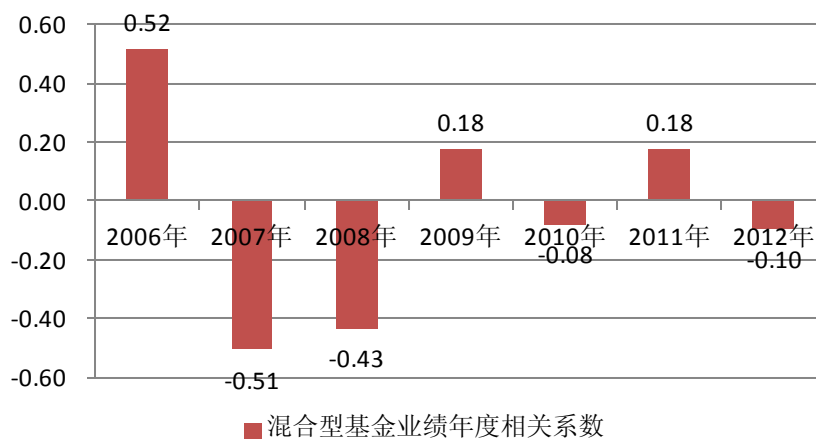
偏股混合型基金	前 10 平均百分比	次年平均排名	后 10 平均百分比	次年平均排名
---------	------------	--------	------------	--------

	排名		排名	
2006 年	10.27	34.91	85.89	62.59
2007 年	9.89	56.84	92.89	31.89
2008 年	8.89	38.30	94.32	29.77
2009 年	5.58	61.18	89.72	55.11
2010 年	5.25	48.28	94.00	55.23
2011 年	8.44	34.60	95.94	62.26
2012 年	4.89	48.08	95.40	40.08

资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

从混合型基金年度收益率相关系数看，七个年度中，只有 2006 与 2007 年之间的相关系数为 0.52，而 2007 年与 2008 年，2008 年和 2009 年，负的相关系数表明业绩还是反转的。其余年度，相关系数均较小。因此，从相关系数的分析看，混合基金也无法得出业绩具有持续性的结论。基金经理更换的频繁，市场板块，热点的快速轮动，使得混合基金经理无法保持业绩持续性。

图 2 混合型基金年度收益率相关系数



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

从上述分析可以看出，基金的业绩，并不具有持续性，因此，根据上期基金的业绩，构造 FOF 组合，无法取得超额收益的。

三种基于阿尔法的 FOF 构造方法比较分析

组合的构造

偏股基金的超额收益，主要来自于选股，而非选时，这与国内的基金普遍的保持高仓位有关系。

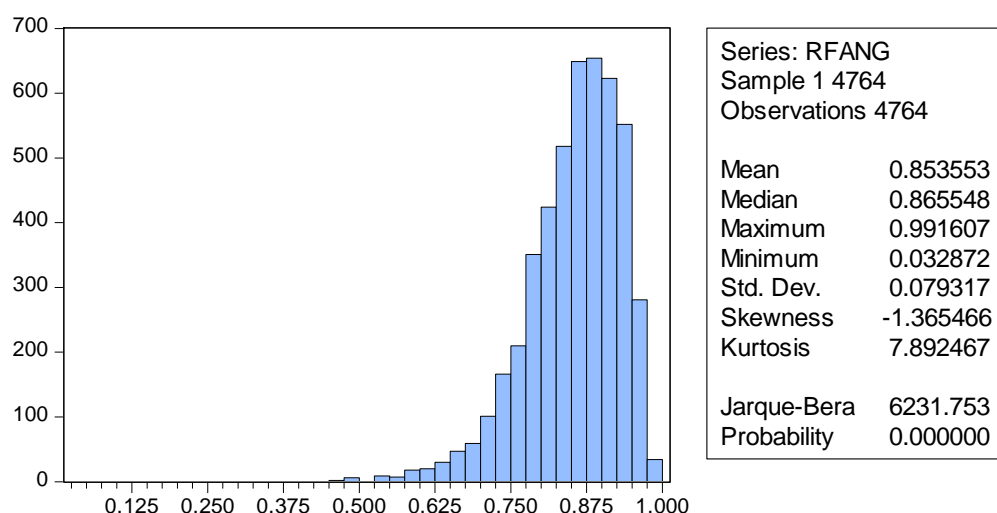
因此，我们主要通过基金的选股能力来构造组合。我们采用两种方法考察，第一个方法是以沪深 300 指数作为市场组合，采用市场指数模型计算阿尔法，将上个季度阿尔法最大的前九个基金作为下个季度的基金组合，该方法我们称为一元回归构造法。第二个方法是采用 Fama-French 三因子模型，首先构造规模指数与估值指数，以沪深 300 指数作为市场组合，计算阿尔法。根据 Fama-French 三因子模型计算的规模与估值系数，我们通过三等份，将样本中的基金划分为规模-估值九格，接下来采用两种构造方法，第一个方法是直接选择上个季度阿尔法最大的九个基金作为下个季度的组合，该方法我们称为三元回归构造法。第二个方法是根据规模-估值九格，每格中选择上个季度阿尔法最大的一个基金，作为下个季度的基金组合，该方法我们称为三元回归均衡构造法，这个方法的主要目的，是希望在基金的投资风格上，做到充分的分散化。回归每个季度进行，收益率采用日频率，样本中的基金包括在 2011 年 6 月 30 日之前成立的普通股票与混合基金，共计 397 只。

对于 Fama-French 三因子模型，我们采用如下的形式，其中 r_{it} 为基金的日收益率， r_{st} 为规模指数的日收益率， r_{vt} 为估值指数的日收益率， r_{mt} 为沪深 300 指数的日收益率。其中规模指数用市值排名前 30% 的股票减去后 30% 的股票来构造，估值指数用市盈率排名前 30% 的股票减去后 30% 的股票来构造。

$$r_{it} = \alpha + \beta_0 r_{st} + \beta_1 r_{vt} + \beta_2 r_{mt} + \varepsilon_{it}$$

下图报告了自 2011 年 3 季度至 2014 年 2 季度，共计 12 个季度三元回归 R 方汇总的直方图，95% 以上的回归 R 方在 0.7 以上，表明回归的效果是较好的。

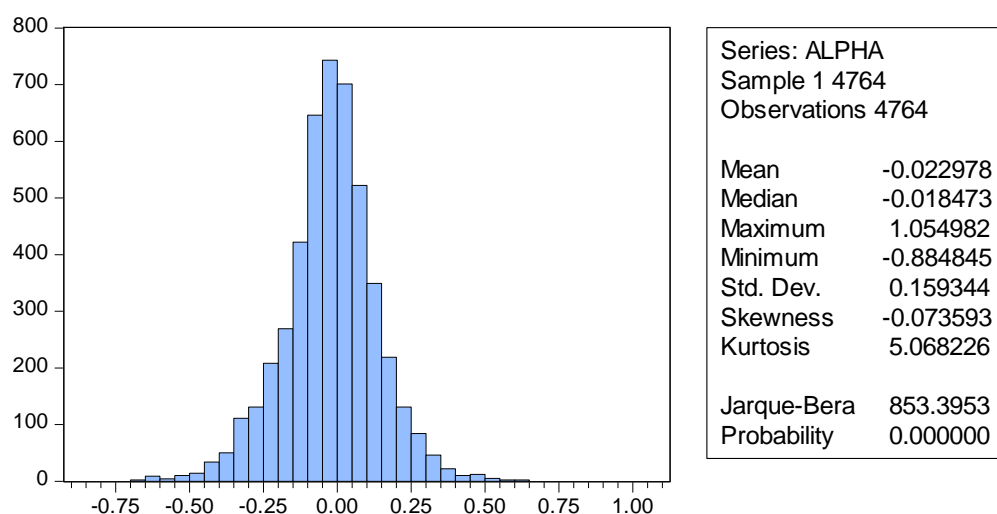
图 3 三元回归的 R 方直方图



下图报告了自 2011 年 3 季度至 2014 年 2 季度，共计 12 个季度年化阿尔法汇总直方图。年化阿尔法的均值为 -2.30%，中位数为 -1.85%。可见，从 Fama-French 三因子模型的角度看，偏股基金并无能力获得选股超额收益，这与用沪深 300 进行单一回归结论是完全不一样

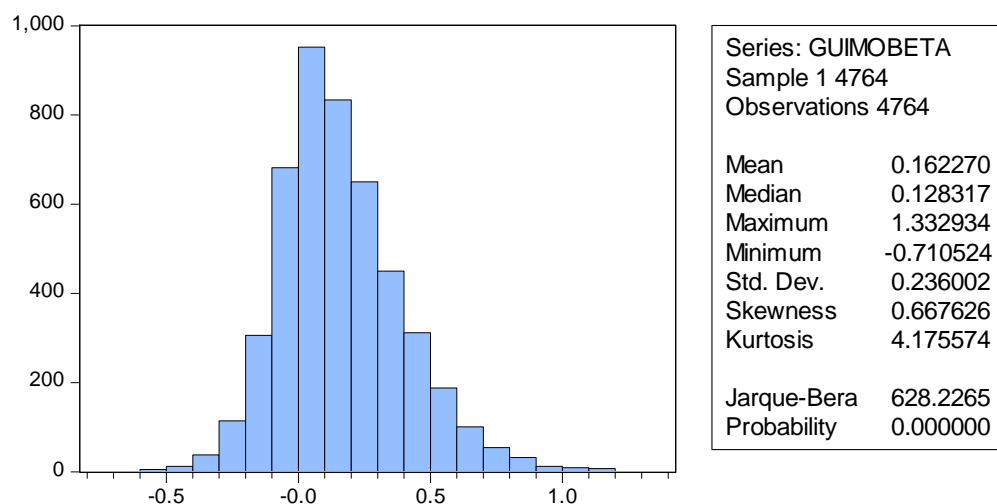
的。

图 4 三元回归的年化阿尔法直方图



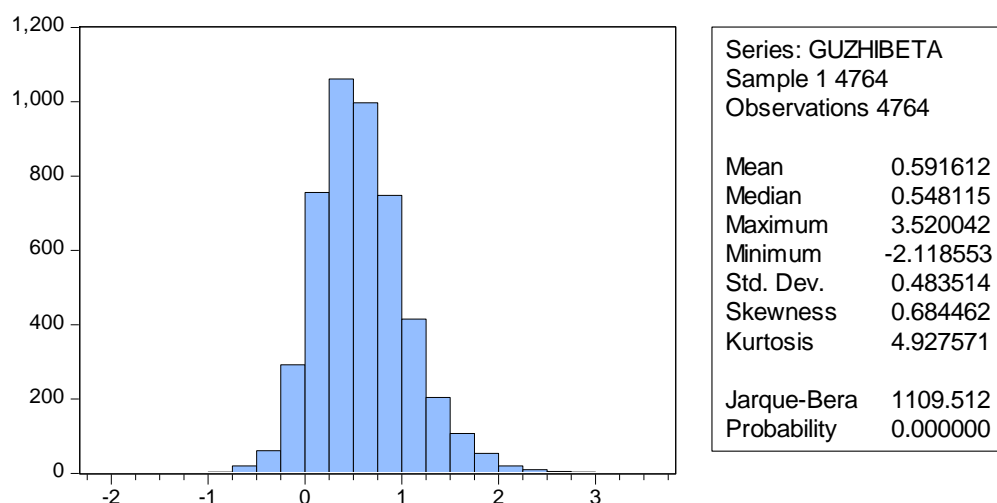
下图报告了自 2011 年 3 季度至 2014 年 2 季度, 共计 12 个季度规模指数的贝塔系数汇总直方图。从规模因子看, 规模因子系数的均值为 0.16, 表明总的来看, 基金在规模因子上, 暴露相对较小的, 当然这与规模指数构造的方式有关。

图 5 三元回归的规模因子直方图



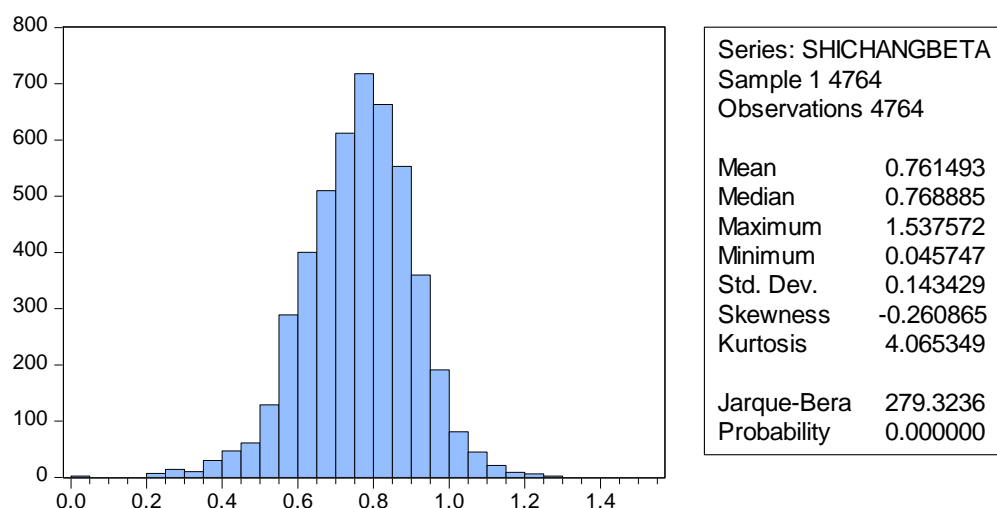
下图报告了自 2011 年 3 季度至 2014 年 2 季度, 共计 12 个季度估值指数的贝塔系数汇总直方图。从估值因子看, 估值因子系数的均值为 0.59, 表明总的来看, 基金在估值因子上, 暴露相对较大。最近三年来, 估值是影响股票收益的关键因素。

图 6 三元回归的估值因子直方图



下图报告了自 2011 年 3 季度至 2014 年 2 季度，共计 12 个季度沪深 300 指数的贝塔系数汇总直方图。市场因子系数的均值为 0.76，而估值因子系数的均值为 0.59，可见，估值因子是个重要的考虑因素。

图 7 三元回归的市场因子直方图



三种 FOF 构造方法绩效分析

下表报告了三种不同的构造方法下，每个季度的收益率，其中 2014 年 3 季度截止日期为 2014 年 8 月 22 日。在计算时，假设每个交易日各个基金的权重都是等权重的，而实际中，由于各个基金的日收益率有所不同，因此权重有较小的变化。

根据一元回归构造的组合，在共计 12 个季度中，有 7 个季度的组合是跑赢平均的，其中 2013 年 3 季度、2013 年 2 季度两个季度的超额收益最为显著，2013 年 4 季度、2013 年 1 季度两个季度的收益显著的低于平均。2014 年 2 季度、2012 年 2 季度、2012 年 1 季度、2011

年 4 季度、2012 年 4 季度、2014 年 3 季度等 6 个季度的超额收益在正负 1% 之内。三元回归均衡构造法下，12 个季度中，有三个季度，2013 年 1 季度、2013 年 3 季度、2013 年 4 季度收益率低于平均，但 2013 年 3 季度、2013 年 4 季度两个季度，组合的收益率低于平均分别为 -0.46%、-0.18%。因此，我们认为，根据规模-估值九格构造的均衡组合，可以战胜基金的平均收益率，但超额收益率的幅度并不大。第三个方法，基于三因子回归模型，直接选择阿尔法最大的九个基金构造组合。在该方法下，12 个季度中，有 5 个季度，组合的收益率是低于平均的，而且其中有 4 个季度低于平均超过 1% 以上。因此。从收益率的角度看，可以发现，一元回归构造法平均超额收益率最大，三元回归均衡构造法其次，三元回归构造法最小。但从季度收益的平稳性来看，三元回归均衡构造法占优。

表格 5 三个 FOF 组合季度收益率比较

季度	所有基金的中位数	所有基金平均值	一元回归构造法	一元回归构造法分位数	三元回归均衡构造法	三元回归均衡构造法分位数	三元回归构造法	三元回归构造法分位数
2011 年 4 季度	-6.71	-7.12	-6.81	0.509	-5.44	0.336	-5.02	0.275
2012 年 1 季度	0.63	0.49	0.70	0.479	1.50	0.361	2.33	0.228
2012 年 2 季度	3.77	4.10	4.56	0.382	4.04	0.451	6.41	0.22
2012 年 3 季度	-4.11	-4.16	-2.10	0.203	-2.11	0.203	-2.09	0.202
2012 年 4 季度	4.49	4.79	4.17	0.557	4.95	0.424	5.34	0.383
2013 年 1 季度	4.67	4.87	-1.97	0.921	-0.28	0.843	0.13	0.816
2013 年 2 季度	-0.92	-0.71	8.36	0.047	3.33	0.183	5.70	0.096
2013 年 3 季度	12.21	12.86	26.71	0.025	11.75	0.544	9.32	0.712
2013 年 4 季度	-2.53	-2.73	-7.74	0.896	-2.71	0.523	-7.97	0.901
2014 年 1 季度	-4.85	-4.55	-1.75	0.248	-4.75	0.494	-6.00	0.614
2014 年 2 季度	2.73	2.99	3.56	0.387	3.26	0.421	2.36	0.548
2014 年 3 季度	6.54	6.71	6.18	0.533	9.18	0.193	8.50	0.252

图 8 三个 FOF 组合季度收益率

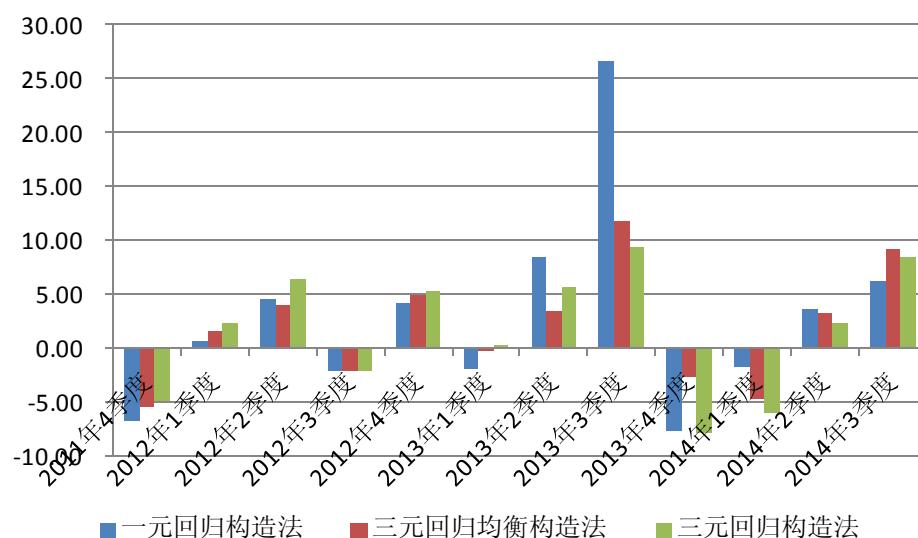
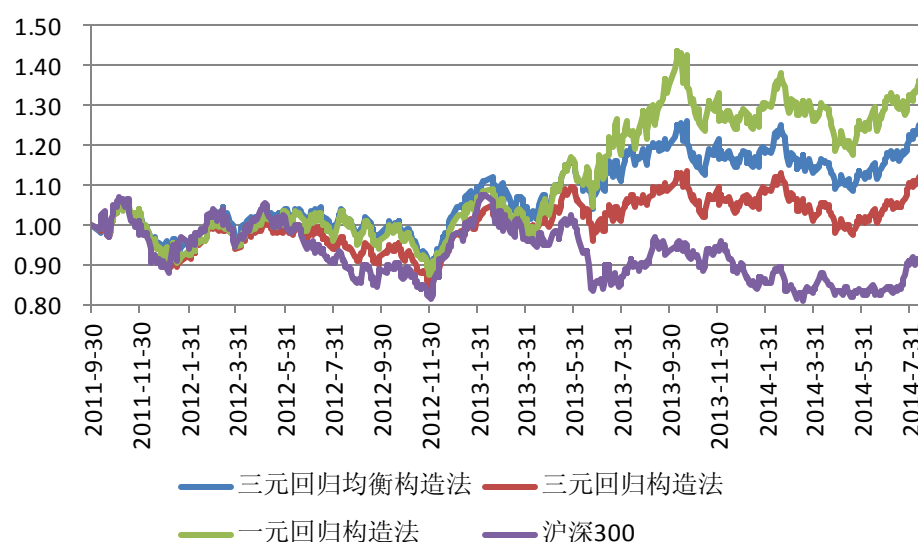


图 9 三个 FOF 组合净值图示



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

下表是三种方法的绩效指标分析。从基金组合的区间（2011.10.1-2014.8.22）累计收益率来看，三元回归均衡构造法的累计收益率为 26.60%，三元回归构造法累计收益率为 12.36%，一元回归构造法为 37.97%，期间沪深 300 收益率为 -8.37%。从正收益率的月数看，三元回归均衡构造法共计 19 个月获得正收益率，略微占优。从最佳月度表现看，三元回归均衡构造法下，最佳月度收益率为 15.85%，大于其余两个组合。从最差月度表现看，三元回归均衡构造法下最差月度表现为 -8.43%，损失低于其他两个组合。从标准差来看，

三元回归均衡构造法低于一元回归构造法，高于三元回归构造法。从区间最大回撤来看，三元回归均衡构造法区间的最大回撤为 16.78%，是三种方法下最低的。从下行风险指标来看，三元回归均衡构造法略高于三元回归构造法。夏普比例下，一元回归构造法最高。

表格 6 三个 FOF 组合绩效指标

指标	三元回归 均衡构造 法	三元回归 构造法	一元回归 构造法	沪深 300
累计收益率	26.60%	12.36%	37.97%	-8.37%
正收益率月数	19	17	18	16
负收益率月数	16	18	17	19
平均月正收益	4.29%	4.40%	5.35%	5.06%
平均月负收益	-3.43%	-3.30%	-3.49%	-4.41%
最佳月度表现	15.85%	15.23%	14.48%	17.91%
最差月度表现	-8.43%	-10.62%	-8.81%	-15.57%
年化标准差	17.12%	16.15%	19.65%	19.22%
最大回撤	16.78%	20.58%	18.29%	24.82%
下行风险	12.26%	11.27%	14.11%	13.82%
夏普比率	0.237	0.003	0.371	-0.311

资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

下表报告了三个 FOF 组合的月收益率, 其中 2014 年 8 月截止 2014 年 8 月 22 日。

表格 7 三个 FOF 组合月收益率

日期	三元回归 均衡构造 法	三元回归 构造法	一元回归 构造法	沪深 300
2011 年 10 月	3.59%	3.06%	3.14%	4.41%
2011 年 11 月	-2.50%	-2.12%	-1.74%	-6.45%
2011 年 12 月	-6.38%	-8.02%	-8.06%	-6.97%
2012 年 1 月	0.48%	-1.04%	-0.57%	5.05%
2012 年 2 月	8.19%	8.33%	8.27%	6.89%
2012 年 3 月	-5.59%	-5.31%	-5.62%	-6.80%
2012 年 4 月	4.56%	4.61%	5.61%	6.98%
2012 年 5 月	2.33%	1.76%	3.46%	0.22%
2012 年 6 月	-3.88%	-3.82%	-4.97%	-6.48%
2012 年 7 月	-0.84%	-2.47%	-1.31%	-5.23%
2012 年 8 月	-2.21%	-3.31%	-1.88%	-5.49%
2012 年 9 月	0.87%	0.96%	0.97%	4.00%

2012 年 10 月	-1.02%	-0.55%	-0.08%	-1.67%
2012 年 11 月	-8.43%	-7.85%	-8.81%	-5.11%
2012 年 12 月	15.85%	15.23%	14.48%	17.91%
2013 年 1 月	6.99%	5.30%	6.94%	6.50%
2013 年 2 月	-1.98%	-0.62%	-2.93%	-0.50%
2013 年 3 月	-2.98%	-0.49%	-3.55%	-6.67%
2013 年 4 月	1.71%	-0.09%	4.33%	-1.91%
2013 年 5 月	9.21%	8.61%	11.14%	6.50%
2013 年 6 月	-7.34%	-10.62%	-6.31%	-15.57%
2013 年 7 月	2.29%	2.68%	7.49%	-0.92%
2013 年 8 月	5.31%	4.78%	6.58%	5.51%
2013 年 9 月	2.59%	2.89%	7.75%	4.11%
2013 年 10 月	-1.65%	-1.42%	-2.56%	-1.47%
2013 年 11 月	2.13%	1.14%	0.05%	2.75%
2013 年 12 月	-2.21%	-2.23%	-2.75%	-4.47%
2014 年 1 月	1.21%	2.73%	1.98%	-5.48%
2014 年 2 月	-3.37%	-3.05%	-1.92%	-1.07%
2014 年 3 月	-1.85%	-4.45%	-1.21%	-1.50%
2014 年 4 月	-2.62%	-1.88%	-5.08%	0.58%
2014 年 5 月	2.16%	2.01%	3.19%	-0.10%
2014 年 6 月	2.71%	2.85%	4.29%	0.40%
2014 年 7 月	5.14%	5.03%	2.22%	8.55%
2014 年 8 月	4.29%	2.78%	4.40%	0.64%

资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

作为比较分析, 我们同时构造了另外两个 FOF 组合, 分别按照上个季度业绩最好以及最差的九个基金, 构造动量组合和反转组合。从动量组合看, 12 个季度中, 有 5 个季度 FOF 组合的收益率跑赢平均, 季度平均超额收益率为 1.89%, 但胜率低于 50%。反转组合, 12 个季度中, 有 7 个季度 FOF 组合的收益率跑赢平均, 季度平均超额收益率为 0.15%, 季度超额收益率并不明显。

表格 8 动量与反转 FOF 组合季度收益率

季度	所有基金的中位数	所有基金的平均收益率	动量组合	动量组合分位数	反转组合	反转组合分位数
2011 年 4 季度	-6.71	-7.12	-2.84	0.117	-11.55	0.877

2012 年 1 季度	0.63	0.49	-0.26	0.643	2.20	0.240
2012 年 2 季度	3.77	4.10	2.38	0.678	6.43	0.218
2012 年 3 季度	-4.11	-4.16	-2.10	0.203	-6.02	0.776
2012 年 4 季度	4.49	4.79	3.83	0.593	7.93	0.155
2013 年 1 季度	4.67	4.87	-2.78	0.954	7.36	0.307
2013 年 2 季度	-0.92	-0.71	12.31	0.047	-4.90	0.885
2013 年 3 季度	12.21	12.86	28.69	0.022	10.74	0.621
2013 年 4 季度	-2.53	-2.73	-7.74	0.896	-2.13	0.463
2014 年 1 季度	-4.85	-4.55	-1.83	0.331	-2.53	0.412
2014 年 2 季度	2.73	2.99	2.63	0.524	1.90	0.648
2014 年 3 季度	6.54	6.71	6.34	0.520	8.27	0.284

结论：三元回归均衡构造法是值得推荐的方法

报告考察了三种不同的偏股基金构造方法，第一个方法是以沪深 300 指数作为市场组合，采用市场指数模型计算阿尔法，将上个季度阿尔法最大的前九个基金作为下个季度的基金组合，该方法我们称为一元回归构造法。第二个方法是采用 Fama-French 三因子模型，首先构造规模指数与估值指数，以沪深 300 指数作为市场组合，计算阿尔法。根据 Fama-French 三因子模型计算的规模与估值系数，我们通过三等份，将样本中的基金划分为规模-估值九格，接下来采用两种构造方法，第一个方法是直接选择上个季度阿尔法最大的九个基金作为下个季度的组合，该方法我们称为三元回归构造法。第二个方法是根据规模-估值九格，每格中选择上个季度阿尔法最大的一个基金，作为下个季度的基金组合，该方法我们称为三元回归均衡构造法。

从组合的收益率来看，根据一元回归构造的组合，在共计 12 个季度中，有 7 个季度的组合是跑赢平均的，季度平均超额收益率为 2.82%。三元回归均衡构造法下，12 个季度中，有三个季度，2013 年 1 季度、2013 年 3 季度、2013 年 4 季度收益率低于平均，但 2013 年 3 季度、2013 年 4 季度两个季度，组合的收益率低于平均分别为 -0.46%、-0.18%。因此，我们认为，根据规模-估值九格构造的均衡组合，可以战胜基金的平均收益率，季度平均超额收益率为 1.89%。三元回归构造的组合，超额收益率为 1.58%，低于其他两种方法。

从收益的平稳性来看，明显的是三元回归均衡构造法占优。

从风险指标看，三元回归均衡构造法的最大回撤，标准差均低于其他两种构造方法。

因此，我们认为，采用 Fama-French 三因子模型，考虑规模-估值风格，均衡的构造基金组合，是值得推荐的方法。一元回归构造法下，虽然平均超额收益率较高，但组合的波动较大，胜率低于三元回归均衡构造法。

三元回归均衡构造法下，不对下个季度股市的表现做任何预测，主要是为了回避事后聪明。在实际的构造组合中，可以加入对股市的预判，从而选择不同风格的基金。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在 -5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 / 传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：86 10 68085588 / 传真：86 10 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层 / 邮政编码：200120

电话：86 21 50106028 / 传真：86 21 68498501

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn