

从基金视角把握“主题”到“主线”的机会

2026年01月29日

- **市场主题向主线行情的演进中，认知差与时间差带来超额收益空间。**市场认知从朦胧到共识确立的过程存在显著的“认知差”与“时间差”，公募基金可凭借其体系化的投研网络，成为市场中高效的价值发现者。本报告旨在构建一个以公募基金行为数据为信号源的行业配置分析框架，通过解析行业型基金的共识性超额收益与非行业型基金的轮动行为，捕捉行业主线机会并适应不同市场环境。
- **捕捉行业型基金持仓超额的共性，寻找个股层面的主题性 Alpha 转化为行业层面 Beta 的机会。**行业型基金因其聚焦特定赛道的特性，能更早识别个股 Alpha，而当这种 Alpha 在行业内形成共识时，往往预示着整个行业的基本面或预期将发生系统性变化，从而可能催生行业的 Beta 行情。为捕捉这一信号，首先，基于基金重仓股相对于其所属行业的月度超额收益，通过线性时间衰减加权计算，筛选出各时期内选股能力较强的优选基金；其次，通过统计优选基金持仓的行业分布，若发现它们在某个特定板块或行业上呈现出显著的集中性共识，则判定该领域可能正处于机构资金与认知的集中布局阶段。
- **基于共识构建的“主线行业组合”，对主线行情具有领先指示作用，但 ETF 组合对策略的拟合存在一定收益损耗。**考虑到策略的实际应用，在每月底将行业指数和 ETF 过去 20 天的收益进行带约束的回归，并筛选回归系数最高的前十只 ETF 拟合行业指数下一月收益。根据上述逻辑构建的主线一级行业指数和 ETF 拟合组合相对于偏股基金指数的年化超额收益分别为 14.62% 和 9.92%，二级行业组合相对较为分散，行业指数组合相对偏股基金指数的年化超额为 9.19%。验证了从基金共识到行业 Beta 行情的传导有效性，但策略表现受市场主线清晰度影响，在行业快速轮动、共识分散的阶段，其超额收益会相应减弱。
- **利用行业轮动型基金的价值发现，弥补主线策略的局限性。**首先基于持仓变化识别行业轮动型基金；再根据因子回测结果，寻找近一年交易收益贡献较高、且持仓相对偏小盘的基金构建组合。该组合与主线策略形成了一定的业绩互补，在 2018 年及 2023 年等市场缺乏清晰主线时能够获得更高的超额收益。
- **将市场流动性变化作为先行指标，构建以应对不同市场环境的行业配置分析框架。**当市场流动性扩张，即中证 800 指数近 200 个交易日日均成交额的月度环比提高时，定价权向追逐热点的趋势投资者倾斜，下一个月配置行业主线策略通常能获取更高的超额收益；反之，当指标显示市场流动性收缩时，下一个月行业轮动型基金组合的表现更具优势，两策略合并后捕捉行业机会组合年化夏普比率 0.77，相较于偏股基金指数年化超额为 13.32%。
- **风险提示：**本报告仅对基金产品进行定量不定性分析，不做任何推荐建议。基金历史业绩不代表未来业绩，基金投资有风险，投资者需谨慎决策。量化统计基于历史数据，如若市场环境、政策环境等发生变化，不保证规律的延续性。



分析师 叶尔乐

执业证书: S0590525110059

邮箱: yeerle@glms.com.cn

分析师 关舒丹

执业证书: S0590525110060

邮箱: guanshudan@glms.com.cn

相关研究

1. 量化周报：市场节奏有序放缓-2026/01/25
2. 量化专题报告：港股财务数据处理六问及因子复现手册-2026/01/25
3. 基金分析报告：基金季报 2025Q4：港股仓位下降，增持有色金属和通信-2026/01/23
4. 量化周报：回踩幅度决定趋势强度-2026/01/18
5. 基本面选股组合月报：安全边际组合 2025 年实现 21.34% 超额收益-2026/01/17

目录

1 公募基金在“主线”行情中的价值发现	3
2 从行业型基金 Alpha 发掘主题性 Beta.....	5
2.1 行业型基金市场概况	5
2.2 从行业型基金中寻找主线机会.....	6
2.3 在细分赛道的可行性	11
3 行业轮动型基金的价值发现	14
4 总结	18
5 风险提示	19
插图目录	20
表格目录	20

1 公募基金在“主线”行情中的价值发现

市场主题向主线机会的演进，是一个从认知朦胧到共识确立、最终走向一致预期的过程，其演化轨迹可划分为如下五个阶段。

“萌芽期”：主题信息传播范围小、市场认知度低。股价尚未有明显反应，或仅个别标的出现小幅异动。

“预热期”：逻辑得到部分数据验证或信息加持，龙头股开始走出独立行情，市场目光逐渐聚焦，但板块整体尚未形成共识。

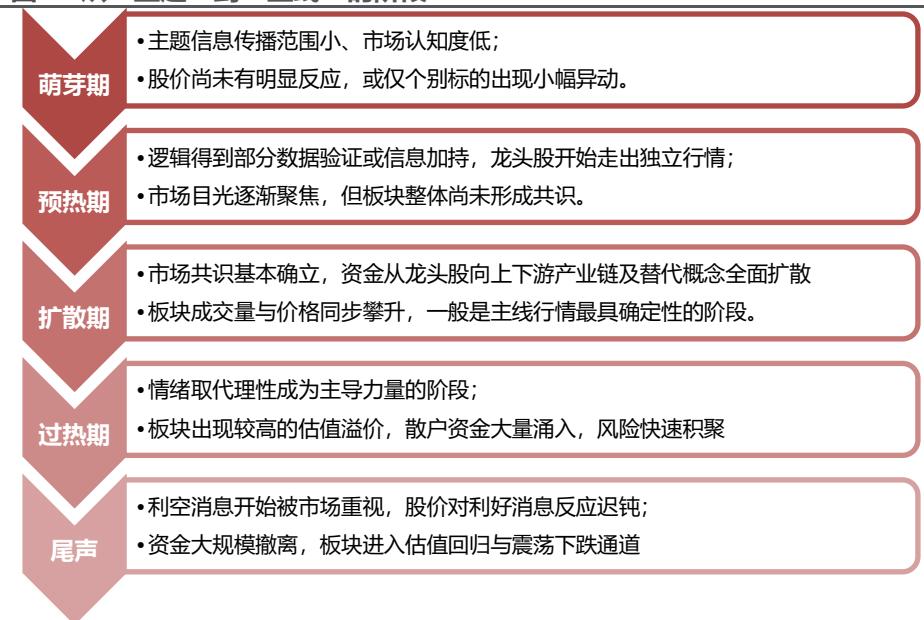
“扩散期”：随着赚钱效应显现和逻辑被广泛传播，市场共识基本确立，资金从龙头股向上下游产业链及替代概念全面扩散。板块成交量与价格同步攀升，一般是主线行情最具确定性的阶段。

“过热期”：情绪取代理性成为主导力量的阶段。板块出现较高的估值溢价，散户资金大量涌入，股价波动加剧，风险快速积聚。

“尾声”：利空消息开始被市场重视，股价对利好消息反应迟钝，资金大规模撤离，板块进入估值回归与震荡下跌通道。

在这一市场认知的扩散的过程中，认知差与时间差是超额收益的关键来源。市场对主题的认知扩散并非一蹴而就，而是一个由点及面、从混沌到清晰的渐进过程。认知差使得具备深度研究能力的投资者在主题的可信度和可实现性被市场普遍质疑时，能以较低的价格买入未来可能被证实的高价值资产。时间差使得更早获得信息的投资者可以在一个相对宽松的时间窗口内从容建仓。

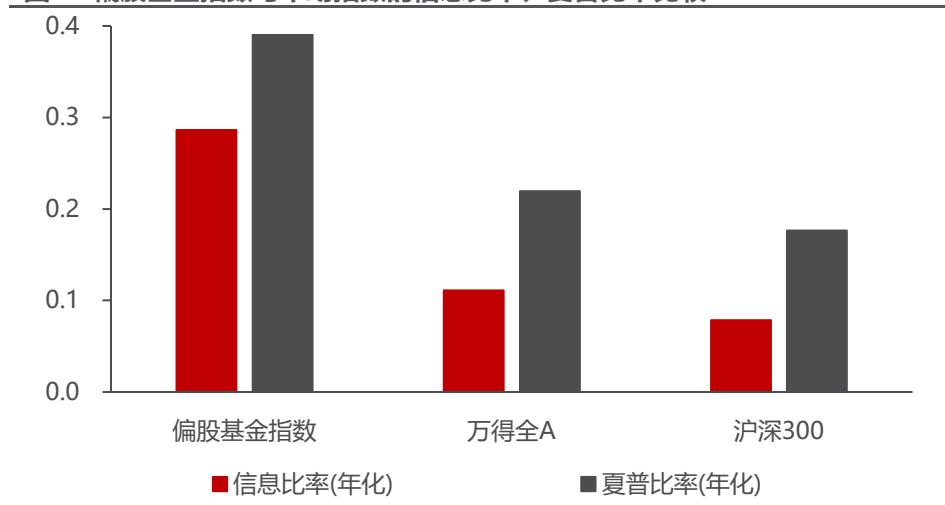
图1：从“主题”到“主线”的阶段



资料来源：国联民生证券研究所整理

公募基金是弥合认知鸿沟的重要价值发现者，行业型基金在主题发掘上整体领先于全市场基金。公募基金完备的投研团队、深入的产业调研、专业的分析能力，能够高效获取认知差收益。

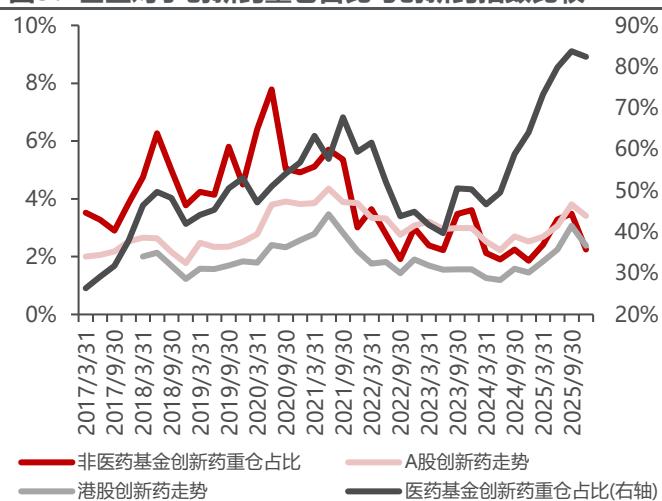
图2：偏股基金指数与市场指数的信息比率、夏普比率比较



资料来源：wind，国联民生证券研究所；计算区间：2016/1/1-2026/1/20

从医药与非医药基金对于创新药、以及TMT与非TMT基金对于半导体的重仓占比变化来看，当市场出现主题机会时，行业型基金的加仓速度和幅度或都能相较一般基金更甚。

图3：基金对于创新药重仓占比与创新药指数比较



资料来源：wind，国联民生证券研究所

图4：基金对于半导体重仓占比与半导体指数比较



资料来源：wind，国联民生证券研究所

根据前述分析，本文将从行业型基金和非行业型基金两个视角出发，利用公募基金的价值发现功能尝试把握市场行业主线机会。

2 从行业型基金 Alpha 发掘主题性 Beta

我们以行业型基金为先行指标洞察主题性 Alpha 的机会。由于行业型基金更为聚焦的投资范围与更为深度的产业研究，是市场中最有效的价值发现工具之一，理论上能够优先识别出个股层面超越行业平均的主题性 Alpha 机会。单一基金的个股选择可能源于基金经理的独特视角，但若我们观测到全市场所有行业型基金的整体持仓增加，标志着该主题的逻辑强度正在得到交叉验证。

当这种原本分散的、个股级别的 Alpha 在行业型基金的集体行为上呈现出显著的集中性时，便为我们提供了一个较明显的领先信号，即一个可能孕育的未来行业级 Beta 行情。此时，尽管行业指数 Beta 可能尚未启动，但驱动其未来上涨的产业逻辑、业绩预期与机构共识或已经被行业型基金布局。

非行业型基金中我们主要关注行业轮动型基金。该类基金以灵活调整行业配置为主要策略，我们将通过系统回测其投资能力因子，构建具备稳定超额胜率的基金组合，从而在缺少主线行业机会的市场环境中，作为补充策略，提高组合的适应性。

图5：从基金视角把握主线机会的思路



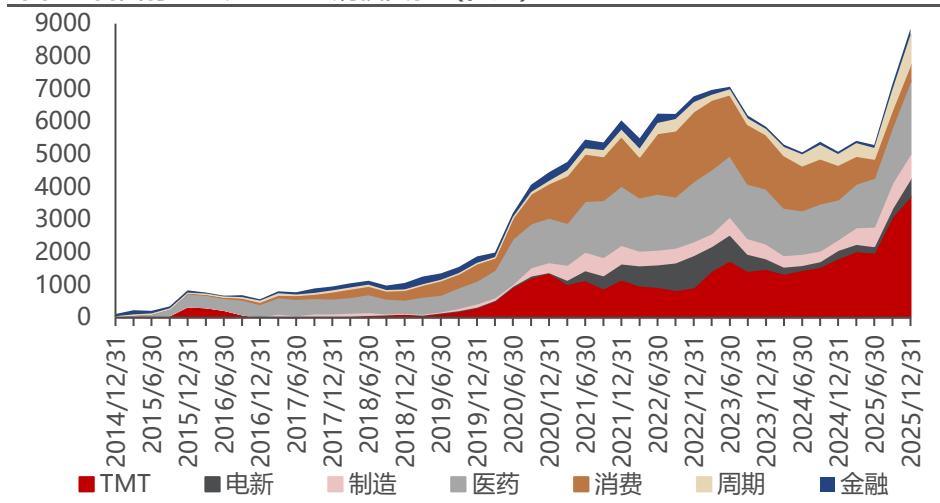
资料来源：wind，国联民生证券研究所

2.1 行业型基金市场概况

行业型基金整体规模变化受行业整体表现影响。计算基金各期在各板块上的投资占比，若近一年以及当前基金经理管理以来在同一板块上的重仓占比均大于70%则认为该基金当期为行业型基金。从统计结果来看，医药行业基金长期占比较稳定，2016年消费型基金规模提升明显、2019-2021年则是TMT和新能源型基金、以及2023年以来TMT投资占比的进一步增加。行业型基金整体规模受到行

业的市场关注度和行情表现影响。当前行业型基金中以 TMT 和医药的规模占比分别为 41.85% 和 25.22%。

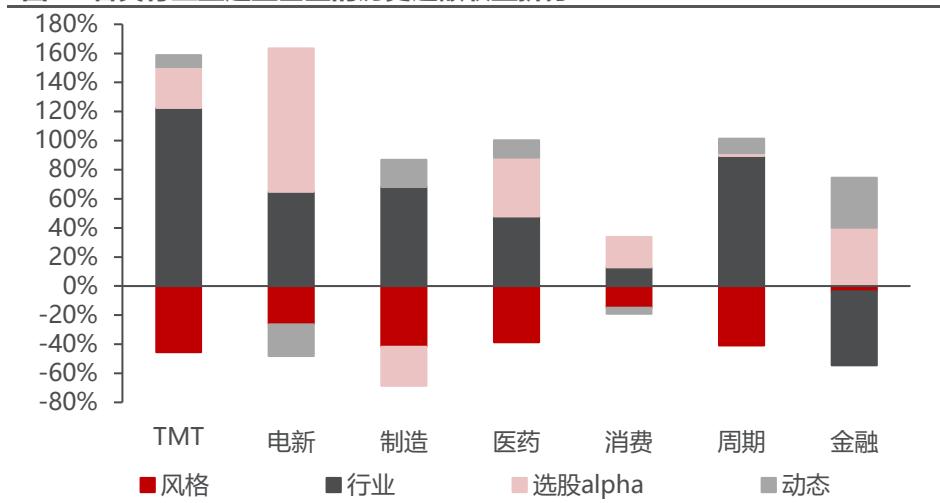
图6：各类行业主题型基金规模变化（亿元）



资料来源：wind，国联民生证券研究所

行业型基金的超额收益主要来自于选股和行业配置。行业配置贡献在大部分行业中占据了超额收益的主要部分，且在 TMT、电新、医药等技术密集、个股分化明显的领域，选股 alpha 贡献也较突出，体现出“赛道+个股”的双重优势。此外风格和动态交易对超额收益的贡献相对较低。

图7：各类行业主题型基金的历史超额收益拆分



资料来源：wind，国联民生证券研究所；计算区间：2016/1/1-2025/12/31

2.2 从行业型基金中寻找主线机会

我们基于行业型基金的重仓股 Alpha 表现及行业分布共性，构建行业 Beta 机会的预测框架。基于筛选出的各期行业型基金列表，依据重仓股组合的整体

Alpha 表现，识别出选股能力突出的行业型基金，并在行业层面进行共性验证，即考察这些优选基金的重仓股是否在行业分布上呈现显著共性。若存在明确的共识性特征，则提示该行业可能正处于资金与认知的集中布局阶段，进而为预判行业层面的 Beta 上涨机会提供依据。

1、筛选具备高选股 Alpha 的行业型基金：

1) **计算重仓股月度超额收益**：基于基金前一季度报告披露的前十大重仓股，分别计算每只个股相对其所属中信一级行业指数的月度超额收益；

2) **合成基金层面月度 Alpha**：在每月月底，将该基金所有重仓股的当月超额收益取中位数，作为该基金当月的选股 Alpha 代表值；

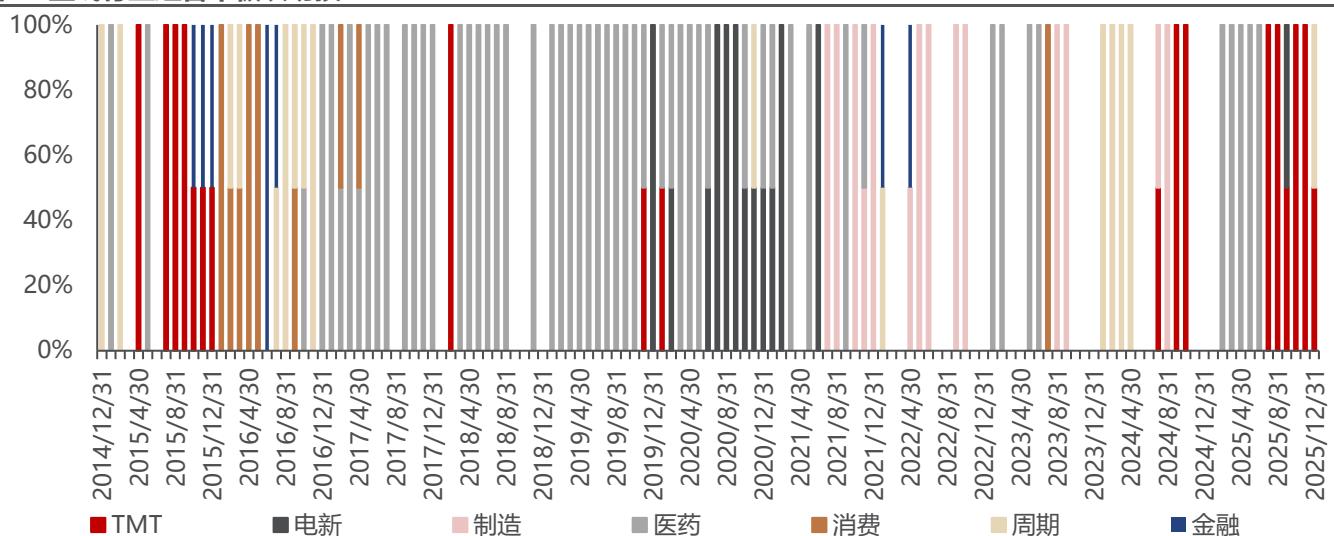
3) **构建综合评分并筛选**：每月底对基金过去 6 个月的月度 Alpha 进行线性时间衰减加权（近期权重更高），计算其综合选股能力得分。最终筛选出得分位于全市场行业型基金前 20% 的标的，作为当期“优选基金”。

2、在行业层面验证共识并确定主线：

1) **识别具备 Alpha 共识的板块**：统计当期“优选基金”所属的板块。若某一板块的优选基金数量占全部优选基金的比例超过 50%，则判定该板块已形成较强的选股共识。同时，为覆盖基金数量较少的板块，若某一板块内超过 50% 的基金进入了优选列表，亦判定该板块存在集中性 Alpha 机会。若无板块满足上述条件，则当期为空仓。

历史回溯显示，此方法有效捕捉了不同时期的板块焦点，如在 2016 年主要判断为消费和周期，2019-2021 年先后选出 TMT、电新、医药和周期，在 2022-2023 年空仓较多，市场集中性机会较少，2025 年则主要为医药、TMT。

图8：主线行业组合中板块切换



资料来源：wind，国联民生证券研究所

2) **确定具体的一级行业**：在上一步识别出的共识板块内部，进一步计算各一

级行业在“优选基金”中的平均重仓占比。选择占比最高的行业，将其纳入最终的主线一级行业投资组合。

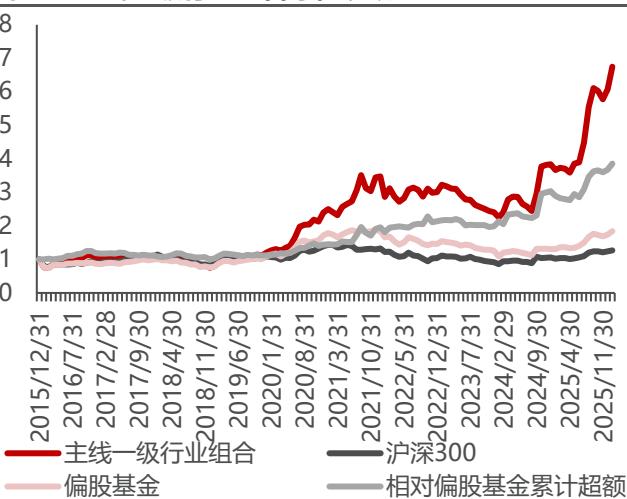
图9：从行业型基金中寻找主线机会流程



资料来源：国联民生证券研究所整理

筛选得到的行业组合显著战胜市场基准，捕捉主线行情能力突出。根据上述方案构建的主线一级行业组合，采用月度调仓机制，以中信一级行业指数作为标的进行回测，在未选出明确行业时则持有沪深 300 指数。组合从 2016 年初至 2026 年 1 月 20 日的年化收益率 20.91%，相较偏股基金指数的年化超额收益为 14.62%。从组合的各年表现来看，年度胜率较高，但其超额收益的弹性与市场环境密切相关：在产业趋势清晰、主线持续性强的阶段，如 2019-2021 年的核心赛道行情、及 2024-2025 年的结构性机会，策略凭借行业捕捉能力表现出极强的进攻性。而 2018 年，由于行业型基金样本有限，策略信号存在统计偏差，配置持续偏向医药行业；或在市场快速轮动、缺乏清晰主线的 2023 年，因策略风控机制导致空仓期较多，较难累积超额收益。

图10：主线一级行业组合净值表现



资料来源：wind，国联民生证券研究所

图11：主线一级行业组合各年收益

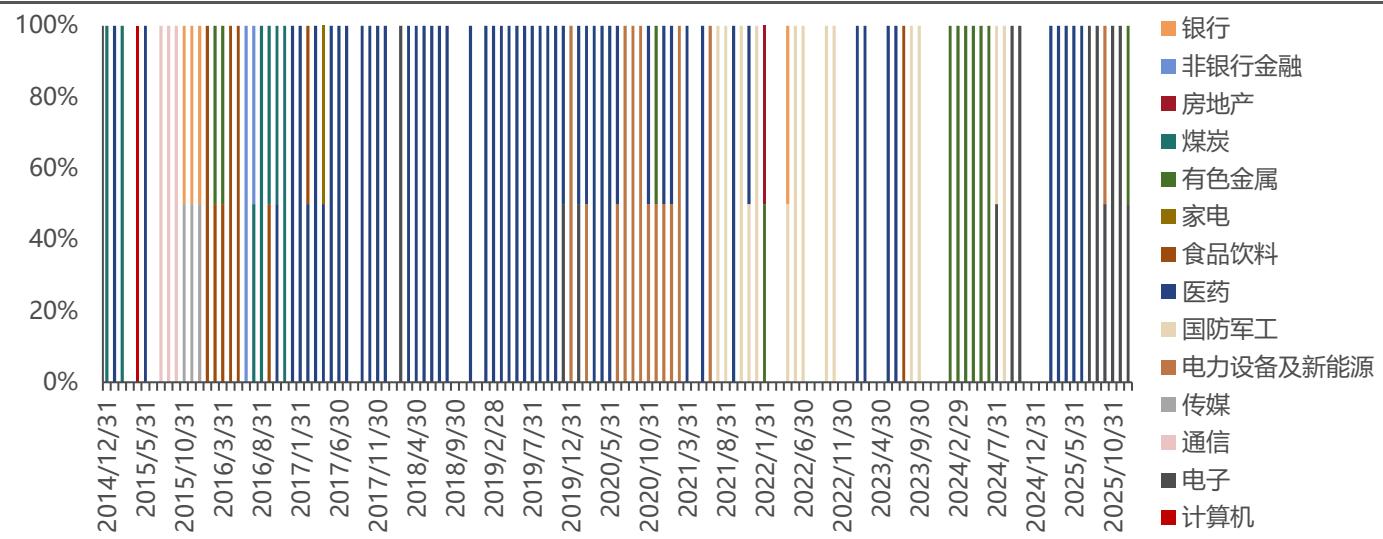
主线一级行业组合	沪深300	偏股基金	相对沪深300超额		相对偏股基金超额
			2016	2017	
2016	2.54%	-11.28%	-13.03%	13.82%	15.57%
2017	7.96%	21.78%	14.12%	13.81%	6.16%
2018	-32.20%	-25.31%	-23.58%	-6.89%	8.62%
2019	60.17%	36.07%	45.02%	24.10%	15.15%
2020	98.92%	27.21%	55.91%	71.71%	43.02%
2021	45.43%	-5.20%	7.68%	50.63%	37.75%
2022	-13.61%	-21.63%	-21.03%	8.02%	7.42%
2023	-19.97%	-11.38%	-13.52%	-8.59%	-6.45%
2024	59.72%	14.68%	3.45%	45.04%	56.27%
2025	58.21%	17.66%	33.19%	40.55%	25.03%

资料来源：wind，国联民生证券研究所；数据截至：2025/12/31

从历史持仓来看，该组合共覆盖 14 个中信一级行业，准确捕捉了多轮核心行情。组合成功把握了多个阶段性的市场主线，包括 2016 年的食品饮料、2019 年至 2020 年初的医药、2020-2021 年的电力设备与新能源、2024 年初的有色金

属，以及 2025 年的电子和医药等行业机会。

图12：主线一级行业组合中各期行业持仓

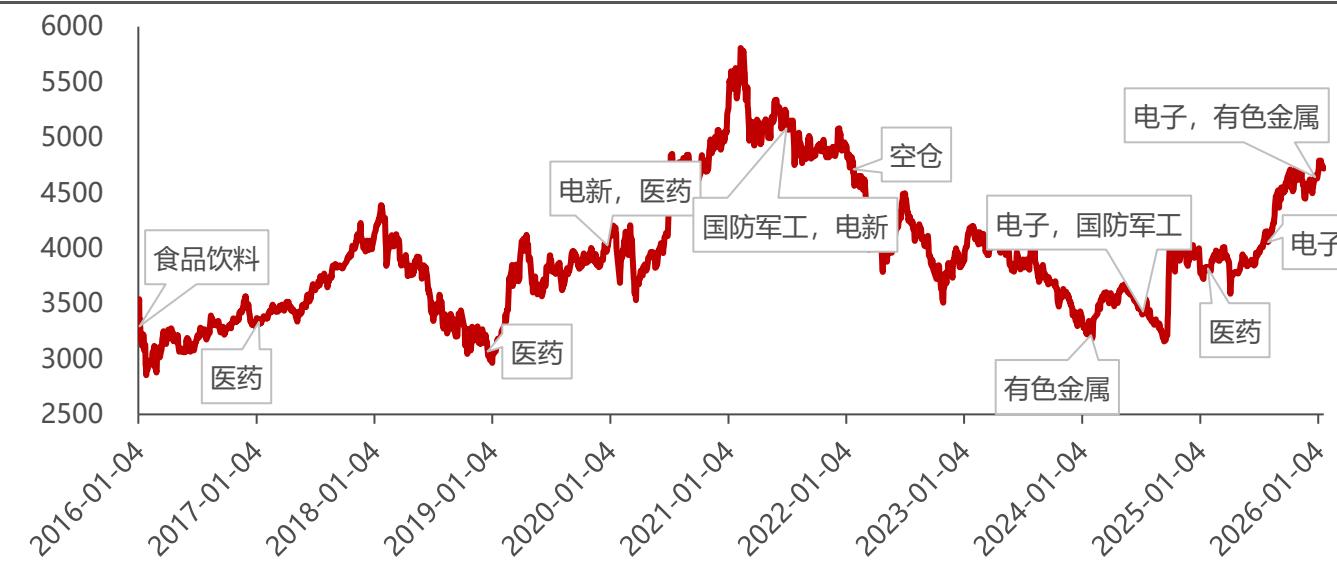


资料来源：wind，国联民生证券研究所

策略基本能够关键时间节点有效识别主线投资机会，具备趋势捕捉和市场时

机判断能力。回顾组合在历史关键时点的行业结果，其基本能够对市场重要主线机会进行及时提示，如 2016 年初的食品饮料、2019 年初的医药、2020-2021 年的电新、2022-2023 年的空仓情况、以及 2024 年以来的有色金属、电子和医药行业机会。

图13：主线一级行业组合在重要时点上的行业提示

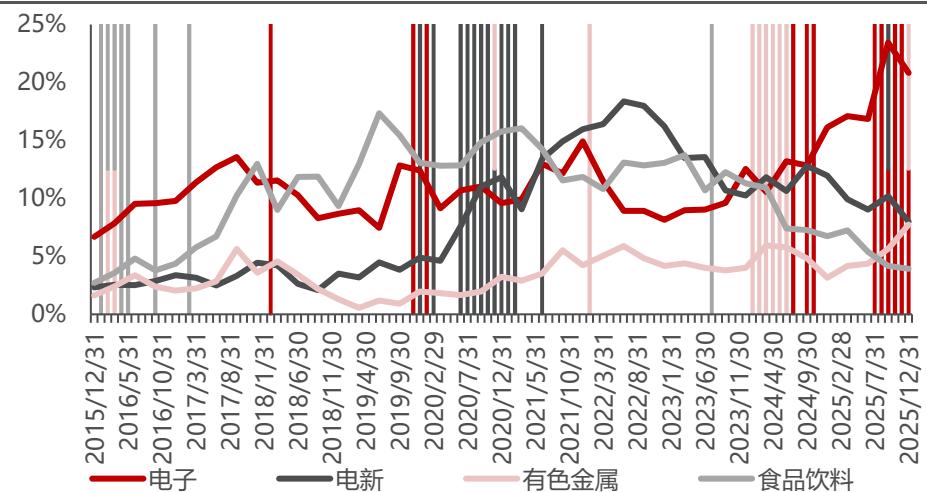


资料来源：wind，国联民生证券研究所；数据截至：2026/1/20

主线组合展现出前瞻性的行业配置能力。主线一级行业组合在行业配置上展现出一定的领先性，其布局时点通常领先于非行业基金整体的共识性行动。具体而

言，2016年即买入食品饮料行业；在2019年底市场共识形成前，已提前配置电子；并于2023年底领先公募基金整体加仓有色金属。此外，其在2019年和2024年7月对电子行业的两次集中布局，也均早于公募基金的全面加仓。

图14：主线组合持仓与非行业基金的重仓占比变化比较



资料来源：wind，国联民生证券研究所；注：其中折线图为非行业型基金在某行业上的重仓占比变化，柱状图为主线以及行业组合在某行业上的提示时点。

考虑到策略的实际应用，我们采用权益 ETF 组合拟合一级行业指数收益，即在每月底将行业指数和 ETF 过去 20 天的收益进行回归：

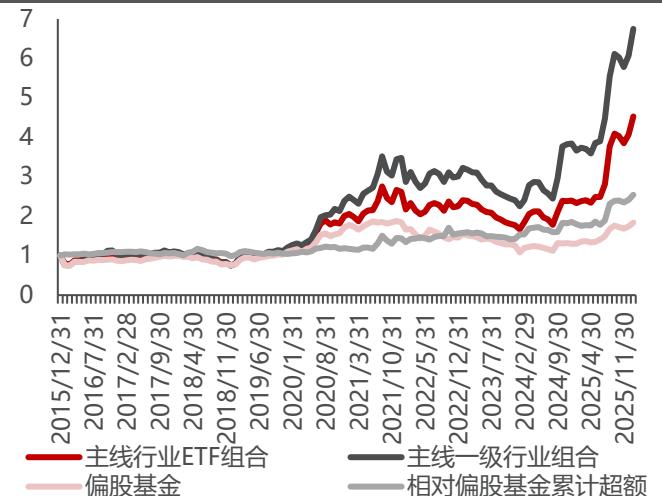
$$\begin{aligned} R_{i,t} &= \beta_1 x_{1,t} + \dots + \beta_n x_{n,t} + \varepsilon_t \\ \text{s.t. } \beta_1 + \dots + \beta_n &= 1, 0 \leq \beta_j \leq 1 \end{aligned}$$

其中， $R_{i,t}$ 和 $x_{j,t}$ 分别为一级行业指数 i 和权益 ETF 在过去 20 个交易日的涨跌幅，并筛选初步回归系数大于 1% 的前十只 ETF（不足十只以实际数量为准），再次重复上述回归计算，得到系数 $\beta'_1, \dots, \beta'_{10}$ ，则拟合得到的行业指数下一月收益为：

$$R_{i,t+1} = \beta'_1 \times x_{1,t+1} + \dots + \beta'_{10} \times x_{10,t+1}$$

ETF 组合对主线一级行业策略的拟合存在一定的收益损耗，但仍保留捕捉主线机会的业绩特点。利用上述 ETF 组合表现替代主线组合中的一级行业收益，则从 2016 年初至 2026 年 1 月 20 日的年化收益率 16.21%，相较偏股基金指数的年化超额收益为 9.92%。

图15：用 ETF 拟合主线一级行业组合净值表现



资料来源：wind，国联民生证券研究所

图16：用 ETF 拟合主线一级行业组合各年收益

	主线行业 ETF组合	主线一级 行业组合	偏股基金	相比行业 指数策略	相对偏股 基金超额
2016	-3.75%	2.54%	-13.03%	-6.29%	9.27%
2017	11.08%	7.96%	14.12%	3.12%	-3.05%
2018	-29.66%	-32.20%	-23.58%	2.54%	-6.08%
2019	51.97%	60.17%	45.02%	-8.20%	6.96%
2020	75.52%	98.92%	55.91%	-23.40%	19.62%
2021	30.42%	45.43%	7.68%	-15.01%	22.74%
2022	-13.97%	-13.61%	-21.03%	-0.36%	7.06%
2023	-21.19%	-19.97%	-13.52%	-1.22%	-7.67%
2024	35.27%	59.72%	3.45%	-24.45%	31.82%
2025	69.70%	58.21%	33.19%	11.49%	36.52%

资料来源：wind，国联民生证券研究所；数据截至：2025/12/31

2.3 在细分赛道的可行性

在完成一级行业主线挖掘的验证后，我们将同一方法体系应用于更精细的二级行业层面，以检验其能否识别出更具结构性的细分赛道机会。该方法的核心逻辑保持不变，即通过行业型基金的选股 Alpha 来捕捉共识，但具体执行时需针对二级行业的特点进行适配。

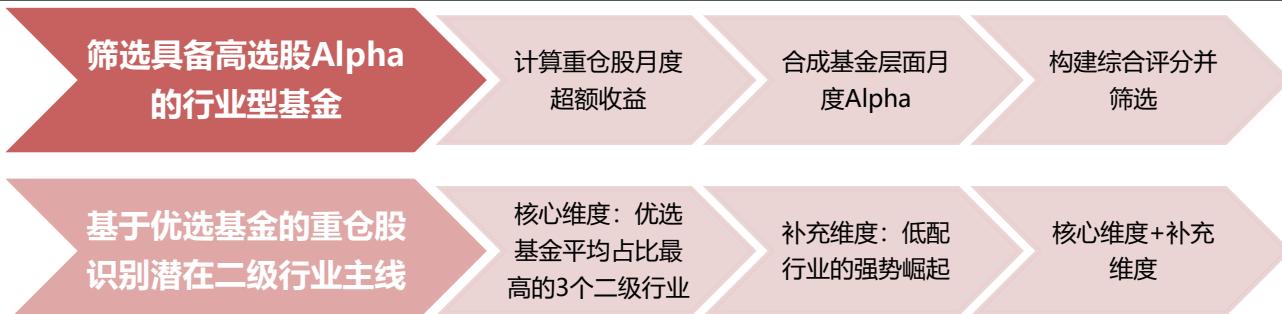
1、筛选具备高选股 Alpha 的行业型基金：每月末，基于基金前一季报重仓股数据，计算其相对于所属中信二级行业指数的月度超额收益中位数，并对过去 6 个月的超额收益进行线性时间衰减加权，最终筛选出综合得分位于前 20% 的行业型基金，定义为当期“优选基金”。

2、基于优选基金的重仓股识别潜在二级行业主线：在得到“优选基金”后，通过其最新一期重仓股数据，按以下两个维度筛选出形成共识的二级行业：

1) 核心维度 (头部集中行业)：计算所有优选基金的重仓股在各二级行业上的平均持仓占比，筛选出平均占比最高的 3 个二级行业。

2) 补充维度 (低配行业的强势崛起)：为避免部分新兴或小众行业因整体持仓基数低而无法进入前三，因此若某二级行业在“优选基金”中的持仓占比，与其在全部行业型基金中的持仓占比的比值，超过第一步中排名第一的行业在优选基金重仓股中的平均占比，则该行业也被视作形成共识的主线行业。最终，由上述两部分共同构成当期的二级行业主线组合。

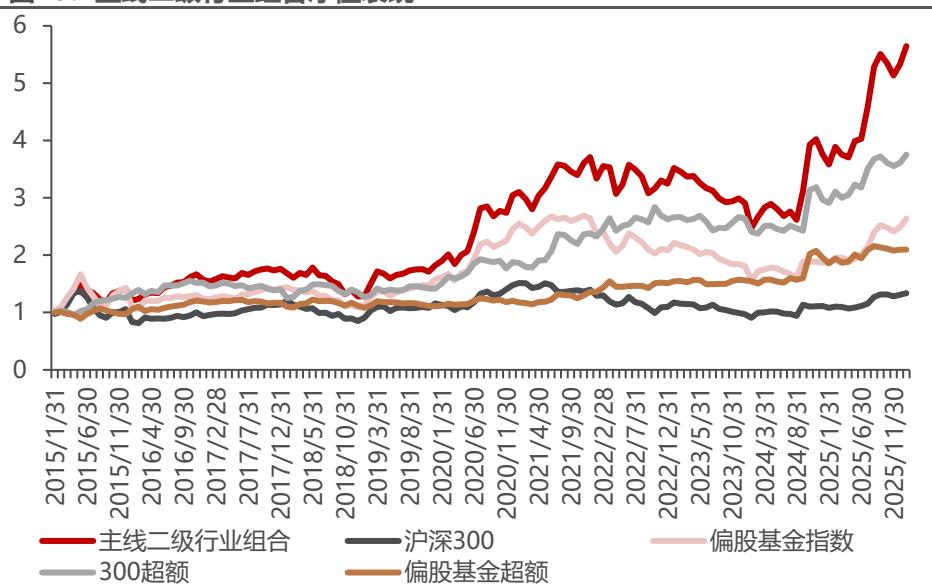
图17：应用于二级行业机会的流程



资料来源：国联民生证券研究所整理

二级行业组合持仓相对更为分散，平均每期涉及 7.4 个二级行业，降低了行业组合的集中性和锐度。从 2016 年初至 2026 年 1 月 20 日的年化收益 18.78%，相比于偏股基金指数的年化超额收益为 9.19%。

图18：主线二级行业组合净值表现



资料来源：wind，国联民生证券研究所

模型能够捕捉并放大结构性牛市中的产业机遇，但其超额可持续性依赖于市场中存在可被识别和可延续的行业主线。从二级行业组合的各年表现来看，年度胜率较高，近些年均跑赢偏股基金指数，其中在市场趋势明确的阶段，组合进攻性较强。而在 2023-2024 年市场轮动较快且缺乏主线的环境下会出现超额回撤。

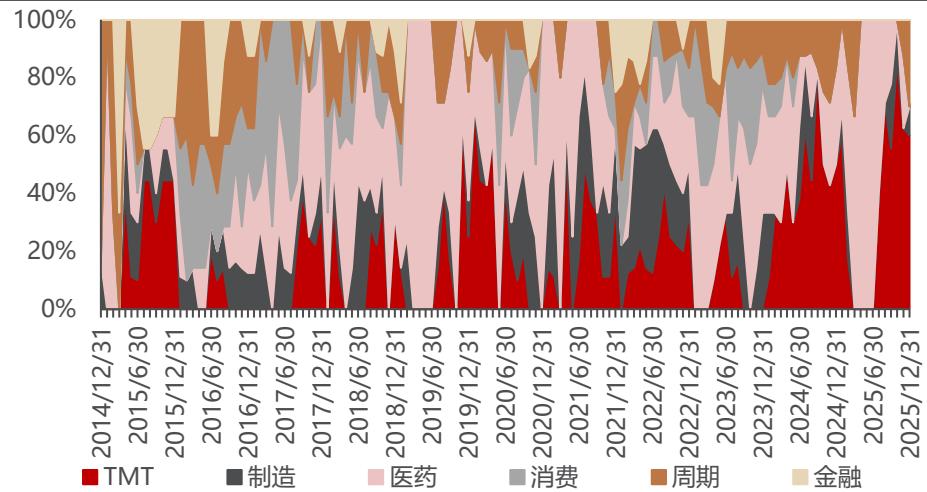
图19：主线二级行业组合各年收益

主线二级 行业组合	沪深300	偏股基金	300超额	偏股基金 超额	300跟踪 误差	偏股基金 跟踪误差	沪深300	偏股基金	300超额	偏股基金超 额最大回撤
2015	42.21%	5.58%	43.17%	36.63%	0.96%	4.26%	4.65%	0.55	0.08	-7.48% -11.53%
2016	10.40%	-11.28%	-13.03%	21.68%	23.42%	3.96%	3.90%	0.43	0.46	-5.30% -7.00%
2017	12.40%	21.78%	14.12%	9.38%	1.72%	2.60%	1.58%	-0.25	0.08	-8.55% -4.88%
2018	-27.31%	-25.31%	-23.58%	2.00%	3.73%	5.44%	3.90%	-0.03	0.07	-11.40% -8.46%
2019	42.22%	36.07%	45.02%	6.15%	2.80%	3.86%	2.79%	0.11	0.03	-3.21% -7.55%
2020	66.97%	27.21%	55.91%	39.76%	11.07%	4.65%	2.38%	0.53	0.30	-8.38% -5.32%
2021	21.73%	-5.20%	7.68%	26.93%	14.05%	5.69%	3.47%	0.38	0.31	-6.99% -5.43%
2022	-12.50%	-21.63%	-21.03%	9.113%	8.53%	5.52%	3.85%	0.17	0.24	-8.16% -7.67%
2023	-10.38%	-11.38%	-13.52%	1.00%	3.14%	2.93%	2.02%	0.03	0.15	-9.55% -4.71%
2024	29.34%	14.68%	3.45%	14.66%	25.89%	9.61%	8.25%	0.14	0.26	-6.96% -5.62%
2025	41.66%	17.66%	33.19%	23.99%	8.47%	4.56%	4.62%	0.58	0.23	-4.49% -3.70%

资料来源：wind，国联民生证券研究所；数据截至：2025/12/31

二级行业组合覆盖度更广，持仓更为分散。组合历史持仓共覆盖 66 个中信二级行业，广泛分布于 27 个一级行业中，把握多个阶段的行业轮动机会。截至 2025 年 12 月底，组合主要配置于半导体、通信设备、元器件、工业金属、计算机设备、消费电子、稀有金属、汽车零部件Ⅱ、航空机场、文化娱乐，整体偏向 TMT 与周期板块。

图20：主线二级行业组合中板块切换



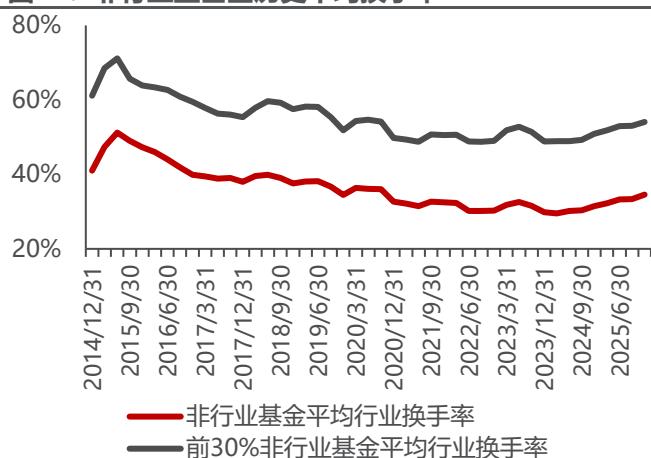
资料来源：wind，国联民生证券研究所

3 行业轮动型基金的价值发现

从行业型基金的 Alpha 共识来寻找市场主线的策略，在市场缺乏清晰主线、行业轮动加速的时期前瞻性效果会减弱。为弥补这一局限性，我们将视角转向非行业型基金。我们将从中筛选出以主动行业轮动为特征的基金，并运用量化因子模型，评估其捕捉行业切换机会的能力，最终目标是构建一个交易胜率更高且更灵活的基金组合，以应对快速轮动的市场环境。

我们基于持仓变化识别行业轮动型基金。通过计算基金每期前十大重仓股所属一级行业的占比，并比较其相邻两期占比之差，再滚动四个季度取均值，得到基金的行业换手率指标，用以衡量基金行业配置的调整频率与幅度。从结果来看，全市场非行业型基金的整体平均行业变化率约在 30%-40%区间。若将各期行业变化率排名前 30%的基金定义为“行业轮动型基金”，则其平均行业变化率为 50%-60%。且从行业变化率十分组的转移矩阵来看，轮动最快和轮动最慢的基金，其风格属性相对稳定。

图21：非行业型基金历史平均换手率



资料来源：wind，国联民生证券研究所

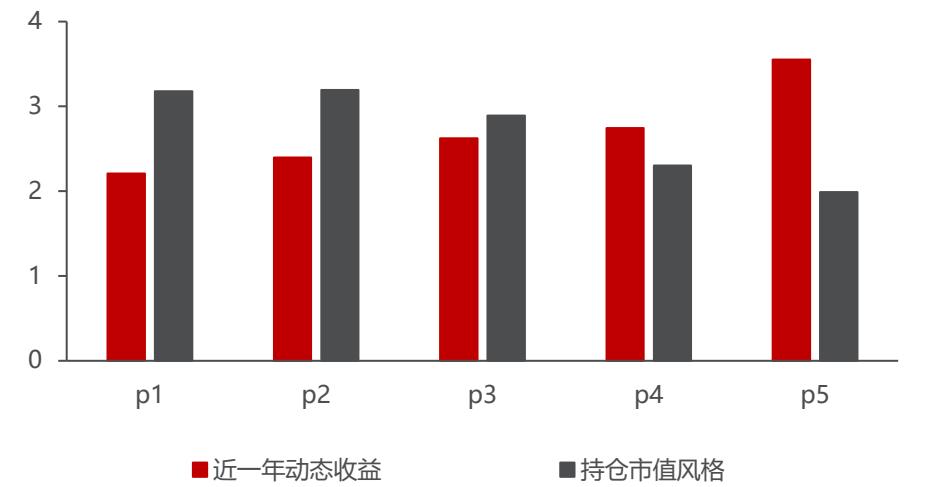
图22：非行业型基金的行业换手率转移矩阵

	p1	p2	p3	p4	p5	p6	p7	p8	p9	p10
p1	70.84%	19.47%	4.67%	1.98%	1.06%	0.77%	0.58%	0.39%	0.12%	0.12%
p2	20.78%	41.71%	21.57%	9.61%	3.19%	1.47%	0.93%	0.56%	0.13%	0.05%
p3	5.04%	23.44%	32.97%	20.41%	9.73%	4.65%	2.20%	1.12%	0.34%	0.12%
p4	1.83%	8.96%	21.32%	28.54%	19.24%	11.18%	5.24%	2.11%	1.40%	0.17%
p5	0.96%	3.67%	11.18%	19.31%	27.42%	18.41%	11.13%	5.25%	2.11%	0.56%
p6	0.64%	1.22%	4.85%	11.06%	19.75%	26.60%	18.78%	11.08%	5.01%	1.00%
p7	0.49%	1.02%	1.69%	5.37%	11.12%	18.76%	27.34%	20.10%	11.12%	2.98%
p8	0.19%	0.56%	1.24%	2.54%	5.64%	11.79%	19.90%	29.27%	20.66%	8.21%
p9	0.09%	0.14%	0.50%	1.24%	2.12%	4.58%	10.48%	21.63%	36.72%	22.52%
p10	0.10%	0.09%	0.10%	0.21%	0.57%	1.48%	3.35%	8.20%	22.06%	63.85%

资料来源：wind，国联民生证券研究所；计算区间：2014/12/31-2025/12/31

为有效筛选出能够把握市场行业轮动机会的基金，我们通过基金因子回测来识别未来表现更优的行业轮动型基金组合。从分组结果来看，近一年动态收益（动态收益=基金实际收益-季报前十大重仓股的模拟持仓收益）、持仓股小市值因子表现出明显的单调性。即选择近一年动态收益贡献更高和持仓更偏小盘的行业轮动型基金组合，在未来一段时间内获得更优回报的概率也系统性更高。

图23：行业轮动基金因子分组效果



资料来源：wind，国联民生证券研究所；计算区间：2016/1/1-2025/12/31

行业轮动基金组合在缺乏主线的震荡市中展现出更强的适应性。基于前文对基金行业轮动特征的识别，我们在行业换手率较高的基金中，筛选规模大于1亿元的产品，并依据近一年动态收益与持仓市值风格两个因子进行等权综合打分，选择得分最高的前10只基金，构建行业轮动基金组合。组合从2016年初至2026年1月20日的年化收益15.05%，年化夏普比率0.71，相较于偏股基金指数年化超额为8.60%。

从各年度表现来看，行业轮动基金组合与主线行业策略形成了一定程度的互补性。在2018年及2023年等市场轮动频繁、缺乏清晰主线的阶段，行业轮动基金组合的超额收益明显高于上一部分构建的主线行业组合。即通过主动且高频的行业切换，能够在产业趋势模糊的市场中，更灵活地应对风格变化，从而在一定程度上弥补了主线策略的短板。

图24：行业轮动基金组合净值表现



资料来源：wind，国联民生证券研究所

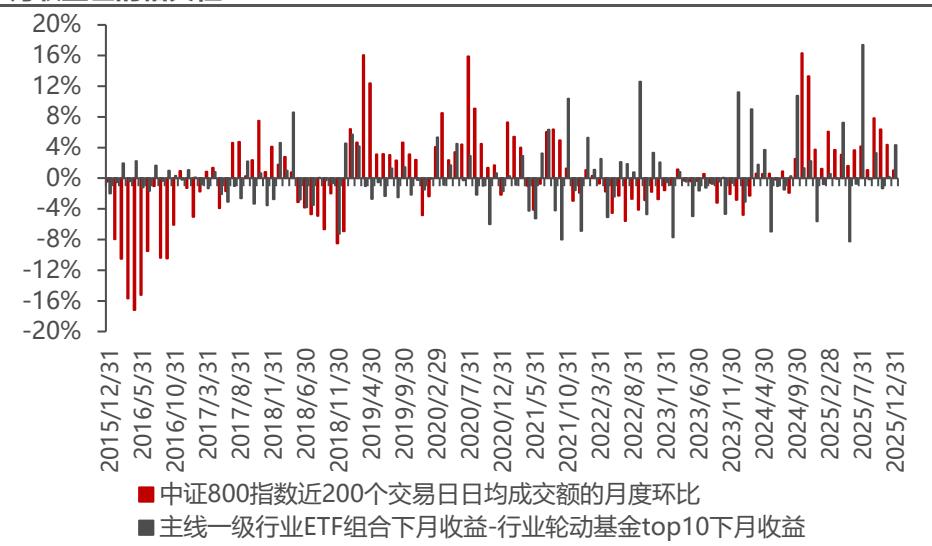
图25：行业轮动基金组合各年收益及与主线行业组合比较

	主线一级行业组合	行业轮动基金top10	偏股基金指数	主线一级行业超额	行业轮动基金超额
2016	2.54%	-3.76%	-7.42%	9.97%	3.66%
2017	7.96%	22.11%	14.12%	-6.16%	7.98%
2018	-32.20%	-20.77%	-23.58%	-8.62%	2.81%
2019	60.17%	46.02%	45.02%	15.15%	1.00%
2020	98.92%	70.53%	55.91%	43.02%	14.62%
2021	45.43%	36.63%	7.68%	37.75%	28.95%
2022	-13.61%	-21.52%	-21.03%	7.42%	-0.49%
2023	-19.97%	-3.52%	-13.52%	-6.45%	10.00%
2024	59.72%	2.43%	3.45%	56.27%	-1.02%
2025以来	64.13%	55.90%	33.19%	30.94%	22.72%

资料来源：wind，国联民生证券研究所；数据截至：2025/12/31

中证 800 指数近 200 个交易日日均成交额的月度环比变化，是预判上述两策略下一个月相对表现的有效先行指标。当市场流动性扩张时，定价权向追逐热点的趋势投资者倾斜，下一个月配置“主线策略”通常能获取更高的超额收益；反之，当指标显示市场流动性收缩时，下一个月“基金策略”的表现更具优势。在剔除了策略收益差异不显著（界定为月度收益差绝对值<1%）的样本后，这一择时标准的历史胜率约 57.14%，赔率为 1.98。

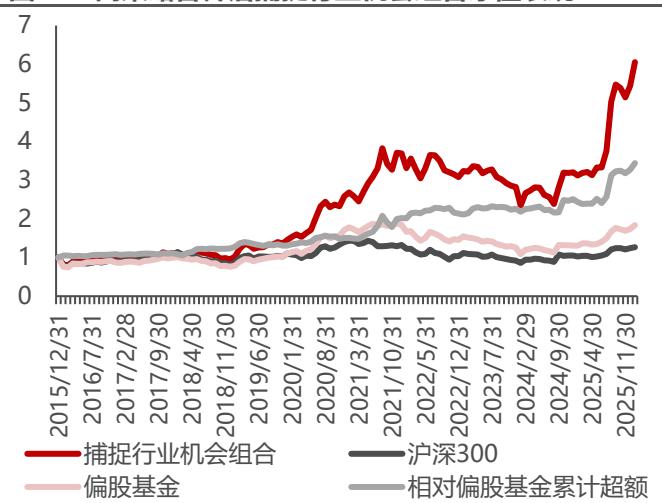
图26：中证 800 指数月度成交额变化、与主线行业策略相比行业轮动组合下一个月收益差的相关性



资料来源：wind，国联民生证券研究所；数据截至：2026/1/20

两策略合并后提高了在不同市场环境中捕捉行业机会的胜率。组合从 2016 年初至 2026 年 1 月 20 日的年化收益 19.61%，年化夏普比率 0.77，相较于偏股基金指数年化超额为 13.32%。

图27：两策略合并后捕捉行业机会组合净值表现



资料来源：wind，国联民生证券研究所

图28：捕捉行业机会组合各年收益

捕捉行业机会组合	沪深300	偏股基金	相对沪深300超额	相对偏股基金超额
2016 -3.96%	-11.28%	-13.03%	7.32%	9.07%
2017 16.44%	21.78%	14.12%	-5.33%	2.32%
2018 -14.75%	-25.31%	-23.58%	10.56%	8.83%
2019 51.97%	36.07%	45.02%	15.90%	6.96%
2020 78.14%	27.21%	55.91%	50.93%	22.23%
2021 43.13%	-5.20%	7.68%	48.33%	35.45%
2022 -16.49%	-21.63%	-21.03%	5.14%	4.54%
2023 -8.36%	-11.38%	-13.52%	3.02%	5.16%
2024 13.48%	14.68%	3.45%	-1.20%	10.03%
2025 69.70%	17.66%	33.19%	52.04%	36.52%

资料来源：wind，国联民生证券研究所；数据截至：2025/12/31

捕捉行业机会组合最新一期持仓：

表1：捕捉行业机会组合最新一期持仓

基金代码	基金简称	基金经理	规模(亿元)	TYD	基金代码	基金简称	权重	规模(亿元)	TYD
501076.SH	鹏华创新动力	李韵怡, 萧嘉倩	2.93	6.99%	159628.SZ	国证 2000ETF	1.77%	7.13	8.26%
007518.OF	东方阿尔法优选 A	周谧	12.5	6.50%	159663.SZ	中证机床 ETF	1.54%	1.22	9.03%
010421.OF	海富通消费优选 A	刘海啸	20.5	4.67%	159732.SZ	国证消费电子主题 ETF	2.25%	30.2	7.29%
671030.OF	西部利得事件驱动 A	张昌平	11.4	7.11%	159804.SZ	创精选 88ETF	9.68%	1.39	8.20%
015043.OF	西部利得时代动力 A	张昌平	5.05	7.15%	159871.SZ	中证有色金属 ETF	7.03%	4.10	13.30%
010341.OF	招商产业精选 A	陆文凯	16.5	7.62%	159880.SZ	国证有色金属行业 ETF	6.44%	8.83	13.69%
013004.OF	国泰价值领航 A	王阳,丁 小丹	3.67	3.65%	159881.SZ	中证有色金属 ETF	6.86%	1.01	13.43%
005537.OF	中航新起航 A	韩浩	10.5	15.8%	159994.SZ	中证 5G 通信主题 ETF	14.17%	28.44	1.25%
019347.OF	富国匠心成长 A	徐智翔	8.44	4.45%	512400.SH	中证申万有色金属 ETF	6.91%	205.9	13.37%
001764.OF	广发沪港深新机遇	李耀柱	6.15	8.82%	512480.SH	中证全指半导体 ETF	9.27%	201.7	14.96%
					516650.SH	中证细分有色金属产业 ETF	9.08%	66.0	13.02%
					561330.SH	中证有色金属矿业主题 ETF	10.37%	12.3	14.16%
					588160.SH	上证科创板新材料 ETF	1.95%	1.51	13.61%
					588290.SH	上证科创板芯片 ETF	12.68%	35.8	14.14%

资料来源：Wind，国联民生证券研究所；数据截至：2026/1/20

4 总结

本报告构建了一个以公募基金行为数据为信号源、以应对不同市场环境为目标的行业配置分析框架。我们从市场主线形成机制的常见过程中，发现认知差与时间差是获取超额收益的关键，因此可以利用公募基金的投研能力，帮助投资者获取认知差收益。并分别从行业型基金与非行业型基金入手，利用公募基金的价值发现功能把握市场行业主线和切换的机会。

捕捉行业型基金持仓超额的共性，寻找个股层面的主题性 Alpha 转化为行业层面 Beta 的机会。首先，基于基金重仓股相对于其所属行业的月度超额收益，通过线性时间衰减加权计算，筛选出各时期内选股能力较强的优选基金；其次，通过统计优选基金持仓的行业分布，若发现它们在某个特定板块或行业上呈现出显著的集中性共识，则判定该领域可能正处于机构资金与认知的集中布局阶段。这一方法的底层逻辑是，行业型基金的深度研究使其能更早识别个股 Alpha，而当这种 Alpha 在行业内形成共识时，往往预示着整个行业基本面或预期将发生系统性变化，从而可能催生行业的 Beta 行情。

ETF 组合对主线一级行业策略的拟合存在一定的收益损耗，但仍保留捕捉主线机会的业绩特点。考虑到策略的实际应用，我们采用权益 ETF 组合拟合一级行业指数收益，即在每月底将行业指数和 ETF 过去 20 天的收益进行带约束的回归，并筛选回归系数最高的前十只 ETF 拟合行业指数下一月收益。

基于上述思路构建的“主线行业组合”，对主线行情具有领先指示作用，但一定程度上依赖于市场环境的清晰度。依据上述思路构建的一级行业指数和 ETF 拟合组合相对于偏股基金指数的年化超额收益分别为 14.62% 和 9.92%，二级行业组合相对较为分散，行业指数组合相对偏股基金指数的年化超额为 9.19%。在 2016 年的食品饮料、2019-2020 年初的医药、2020-2021 年的电新、以及去年下半年以来的 TMT 等多轮核心行情判断较为准确，其布局时点通常领先于市场整体共识。但在行业型基金样本较少或市场快速轮动、缺乏主线的阶段，策略则因信号偏差或空仓期增多而难以累积显著超额。

利用行业轮动的基金，构建适应快速轮动市场的基金组合。首先通过计算基金的行业换手率指标，定义出行业轮动型基金。进一步通过基金因子回测，发现近一年动态收益、持仓市值风格在分组中单调性较强，据此筛选出其中未来表现可能更优的标的，构建行业轮动基金组合。**与主线行业组合形成了一定的业绩互补，当市场流动性扩张，即中证 800 指数近 200 个交易日日均成交额的月度环比提高时，定价权向追逐热点的趋势投资者倾斜，下一个月配置行业主线策略通常能获取更高的超额收益；反之，当指标显示市场流动性收缩时，下一个月行业轮动型基金组合的表现更具优势，两策略合并后捕捉行业机会组合年化夏普比率 0.77，相较于偏股基金指数组年化超额为 13.32%。**

5 风险提示

基金历史业绩不代表未来业绩。本报告仅对基金产品进行定量不定性分析，不做任何推荐建议。基金历史业绩不代表未来业绩，基金投资有风险，投资者需谨慎决策。

量化统计未来有失效风险。量化统计基于历史数据，如若市场环境、政策环境等发生变化，不保证规律的延续性。

插图目录

图 1：从“主题”到“主线”的阶段	3
图 2：偏股基金指数与市场指数的信息比率、夏普比率比较	4
图 3：基金对于创新药重仓占比与创新药指数比较	4
图 4：基金对于半导体重仓占比与半导体指数比较	4
图 5：从基金视角把握主线机会的思路	5
图 6：各类行业主题型基金规模变化（亿元）	6
图 7：各类行业主题型基金的历史超额收益拆分	6
图 8：主线行业组合中板块切换	7
图 9：从行业型基金中寻找主线机会流程	8
图 10：主线一级行业组合净值表现	8
图 11：主线一级行业组合各年收益	8
图 12：主线一级行业组合中各期行业持仓	9
图 13：主线一级行业组合在重要时点上的行业提示	9
图 14：主线组合持仓与非行业基金的重仓占比变化比较	10
图 15：用 ETF 拟合主线一级行业组合净值表现	11
图 16：用 ETF 拟合主线一级行业组合各年收益	11
图 17：应用于二级行业机会的流程	12
图 18：主线二级行业组合净值表现	12
图 19：主线二级行业组合各年收益	13
图 20：主线二级行业组合中板块切换	13
图 21：非行业型基金历史平均换手率	14
图 22：非行业型基金的行业换手率转移矩阵	14
图 23：行业轮动基金因子分组效果	15
图 24：行业轮动基金组合净值表现	15
图 25：行业轮动基金组合各年收益及与主线行业组合比较	15
图 26：中证 800 指数月度成交额变化、与主线行业策略相比行业轮动组合下一月收益差的相关性	16
图 27：两策略合并后捕捉行业机会组合净值表现	16
图 28：捕捉行业机会组合各年收益	16

表格目录

表 1：捕捉行业机会组合最新一期持仓	17
--------------------------	----

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级 推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级 推荐	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门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。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

 **无锡** 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

 **上海** 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

 **北京** 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

 **深圳** 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室

