

行业配置落地：消费主题基金筛选

华泰研究

2021年5月20日 | 中国内地

深度研究

本文梳理了消费主题基金池，并构建了一套统一的框架进行基金评价分析

本文从基金配置的角度，继续推进行业配置落地研究，主要聚焦于消费主题基金的梳理与评价。主要工作包含：1、被动型消费主题基金的筛选与评价，重点考察跟踪指数的投资价值，以及基金是否能够紧密跟踪目标指数的表现；2、主动型消费主题基金的筛选与评价，重点关注基金经理的收益获取能力、回撤控制能力、行业配置能力、个股选择能力，并基于画像分析来对基金经理的操作风格进行全景扫描。经统计，截至2021年3月31日，全市场共有被动型消费主题基金41支，规模总计946.4亿；共有主动型消费主题基金322支，规模总计7186亿元。

消费主题基金筛选：结合持仓信息和跟踪指数/业绩基准筛选消费主题基金

本文以持仓为核心，辅以跟踪指数/业绩比较基准，筛选消费主题基金。以被动型为例：1、根据Wind开放式基金分类，获取所有被动指数型和增强指数型基金；2、剔除ETF联接基金、分级基金仅保留母基金、同一基金的不同份额仅保留A份额；3、将基金成立日之后3个月内的持仓数据置为空值，避免因建仓尚未完成而导致误判；4、基于每支基金的半年报和年报完整持仓数据，计算调整后消费行业持仓权重；5、对于有历史持仓数据的基金，要求其消费行业持仓权重最低值大于40%，平均值大于50%；对于刚成立不久，缺乏持仓数据的基金，通过匹配跟踪指数中的关键字来进行筛选。

被动型消费基金评价：重点考察跟踪指数投资价值与基金跟踪紧密度

投资被动指数型基金的核心有两点，一是其跟踪指数是否有投资价值；二是该基金能否紧密跟踪目标指数的表现。对于前者，本文主要从指数编制规则、历史表现和子行业配置三个维度出发；对于后者，本文参考了金牛奖评比规则，将被动型基金分为标准指数型、增强指数型和ETF三类。其中，标准指数型基金主要考察跟踪误差和信息比率；增强指数型基金主要考察信息比率、超额收益；ETF基金主要考察跟踪误差、场内规模和日均成交量。结合成立年限、基金规模等投资约束后，在41支被动型消费基金中有17支满足推荐条件，其中，标准指数型8支，增强指数型1支，ETF型8支。

主动型消费基金评价：收益能力、回撤控制能力、归因分析、画像分析

本文对主动型消费主题基金的评价主要从两个维度展开：1、基于净值的评价方法：主要考察基金的收益获取能力和回撤控制能力，它们是影响投资者持有体验的最核心的两个维度；2、基于持仓的评价方法：主要开展归因分析和画像分析。其中，归因分析重点关注基金的子行业配置能力和选股能力；画像分析重点关注基金是否择时、持仓集中度、持仓纯净度、长线持仓股表现和隐含交易能力。结果表明，主动型消费主题基金中，优秀基金经理的业绩持续性较高，普遍具备较强的子行业配置和个股选择能力，这得益于消费行业内成分股基本面、价格走势分化较大，有广阔的超额收益挖掘空间。

风险提示：本文梳理的消费主题基金池，以及推荐标的，都是基于一套自定义的定量标准得出，不排除其他优质产品暂未纳入其中的可能性；本文梳理的消费基金推荐池是基于历史表现给出，历史表现并不一定代表未来，请投资者理性看待。

研究员	林晓明
SAC No. S0570516010001	linxiaoming@htsc.com
SFC No. BPY421	+86-755-82080134
研究员	李聪
SAC No. S0570519080001	licong@htsc.com
	+86-1056793938
研究员	韩哲
SAC No. S0570520100006	hanxi@htsc.com
	+86-10-56793937
联系人	王佳星, PhD
SAC No. S0570119090074	wangjiaxing@htsc.com
	+86-10-56793942

华泰证券2021年度中期投资峰会



正文目录

本文研究导读.....	4
被动型消费主题基金筛选与评价.....	5
被动型消费主题基金筛选.....	5
被动型消费主题基金评价.....	7
跟踪指数编制规则.....	7
跟踪指数业绩表现分析.....	9
跟踪指数子行业配置情况.....	10
被动型消费主题基金评价.....	11
主动型消费主题基金筛选与评价.....	12
主动型消费主题基金筛选.....	12
主动型消费主题基金评价.....	14
收益获取能力分析.....	15
回撤控制能力分析.....	17
业绩归因分析.....	19
基金画像分析.....	22
主动型和被动型消费主题基金比较.....	24
风险提示.....	24

图表目录

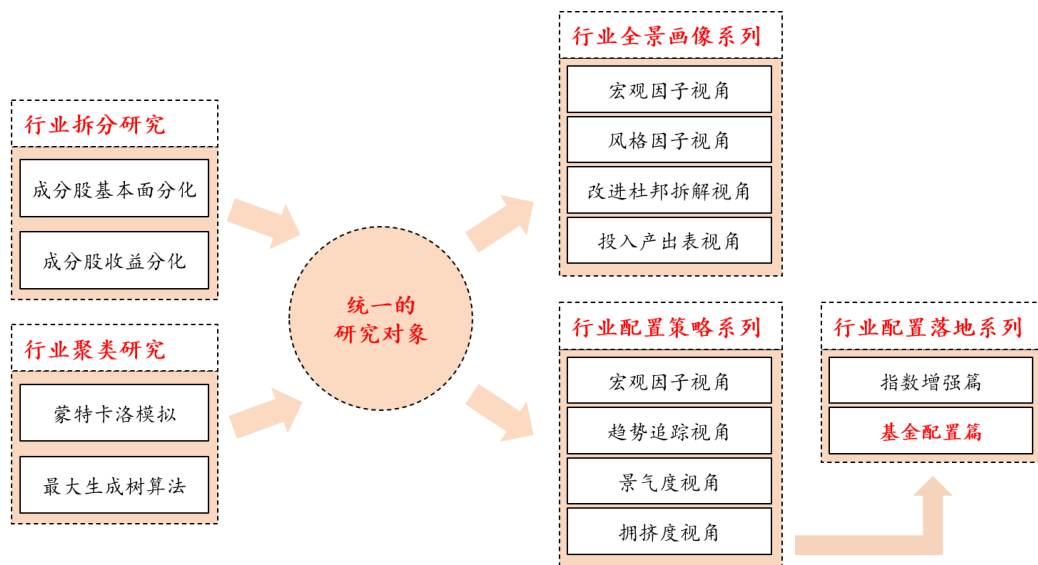
图表 1： 基本面轮动系列报告研究框架.....	4
图表 2： 本文研究框架.....	4
图表 3： 被动型消费主题基金筛选逻辑.....	5
图表 4： 规模前十的被动型消费主题基金（2021Q1）.....	6
图表 5： 被动型消费主题基金规模（按基金公司，亿，规模取自 2021Q1）.....	6
图表 6： 被动型消费主题基金数量（按基金公司，支，截至 2021 年 3 月 31 日）.....	6
图表 7： 被动型消费主题基金评价框架.....	7
图表 8： 被动型消费主题基金跟踪指数列表.....	8
图表 9： 跟踪指数背后基金规模（2020Q1，亿）.....	8
图表 10： 跟踪指数背后基金数量（2021-03-31，支）.....	8
图表 11： 被动型消费基金跟踪指数业绩表现（截至 2021-03-31）.....	9
图表 12： 跟踪指数在消费相关行业上的权重分布（2021-03-31）.....	10
图表 13： 消费类中信一级行业总市值（2021-03-31，单位：亿）.....	10
图表 14： 标准指数型消费基金筛选结果（规模取自 2020Q1）.....	11
图表 15： 增强指数型消费基金筛选结果（规模取自 2021Q1）.....	11
图表 16： ETF 型消费基金筛选结果（规模取自 2021Q1，场内规模取 2021 年 3 月 31 日）.....	11
图表 17： 主动型消费主题基金筛选逻辑.....	12
图表 18： 起始截面判断示意图.....	13

图表 19: 主动型消费主题基金规模前 10 名 (规模取自 2021Q1)	13
图表 20: 主动型消费主题基金评价框架	14
图表 21: 主动型消费主题基金分年期比较示意图 (以 5 年期为例)	14
图表 22: 主动型消费主题基金收益获取能力分析框架	15
图表 23: 各基金分年度收益与累计收益 (以 5 年期为例, 截至 2021-3-31)	15
图表 24: 各基金随机抽样收益排名前半概率和创新高次数	16
图表 25: 收益获取能力视角下的主动型消费主题基金推荐	16
图表 26: 主动型消费主题基金回撤控制能力分析框架	17
图表 27: 各基金分年度最大回撤与累计最大回撤 (以 5 年期为例, 截至 2021-3-31)	17
图表 28: 各基金随机抽样回撤控制排名前半概率和最长未创新高天数	18
图表 29: 回撤控制能力视角下的主动型消费主题基金推荐	18
图表 30: 主动型消费主题基金业绩归因分析框架	19
图表 31: 主动型消费主题基金行业配置能力 (以 5 年期为例)	20
图表 32: 主动型消费主题基金个股选择能力 (以 5 年期为例)	20
图表 33: 行业配置收益视角下的主动型消费基金推荐	21
图表 34: 个股选择收益视角下的主动型消费基金推荐	21
图表 35: 主动型消费主题基金画像分析	22
图表 36: 股票持仓占比	23
图表 37: 前十大持仓占比	23
图表 38: 前十大持仓中消费行业股票数量占比	23
图表 39: 基金与模拟组合的季度超额收益	23
图表 40: 易方达中小盘持有期数最长的 15 支股票	23
图表 41: 景顺长城新兴成长持有期数最长的 15 支股票	24
图表 42: 被动型与主动型消费主题基金指数走势对比 (截至 2021-03-31)	24
图表 43: 被动型与主动型消费主题基金指数业绩指标 (截至 2021-03-31)	24

本文研究导读

基本面轮动系列报告主要聚焦于中观层面行业轮动研究，在首篇报告《确立研究对象：行业拆分与聚类》（2020-03-03）中，我们进行了行业拆分和板块聚类研究，为后续系列报告确立了统一的研究对象；在系列报告二到五中，我们分别从宏观风险因子、中观风格因子、微观经营模式和产业链上下游关系四个视角进行行业画像分析，力求从不同维度对各行业的核心驱动因素进行梳理；在系列报告六到九中，我们分别从宏观因子、趋势追踪、景气度、拥挤度四个维度展开了具体的行业轮动策略开发。在系列报告十到十一中，我们从指数增强的角度展开了行业配置落地研究，力求将行业轮动模型转化为实际可投资策略。

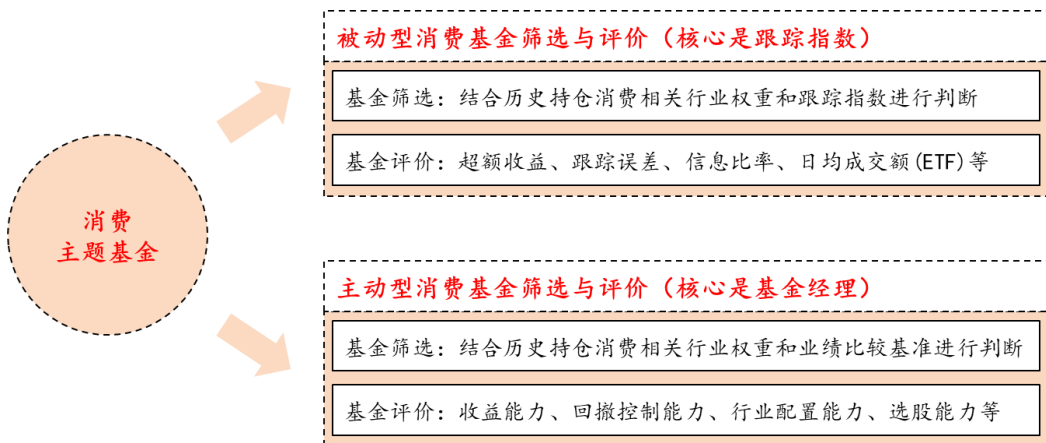
图表1： 基本面轮动系列报告研究框架



资料来源：华泰研究

从系列报告第十二篇《行业配置落地：医药主题基金筛选》（2021-02-09）开始，我们开始从基金组合构建的角度尝试将行业配置策略落地，本篇报告作为基本面轮动系列第十五篇，延续了《医药》报告的思路，主要聚焦于消费主题基金的筛选与评价，本文所定义的消费主题主要包含食品饮料、汽车、家电、医药、农林牧渔、轻工制造、纺织服装、商贸零售、消费者服务九个行业，实证中会剔除纯医药基金。后文内容主要分为两部分：1、被动型消费主题基金的筛选与评价，重点考察跟踪指数的投资价值，以及基金是否能够紧密跟踪目标指数的表现；2、主动型消费主题基金的筛选与评价，重点关注基金经理的收益获取能力、回撤控制能力、行业配置能力以及个股选择能力，同时会从多个维度对基金经理操作风格进行画像分析。

图表2： 本文研究框架



资料来源：华泰研究

被动型消费主题基金筛选与评价

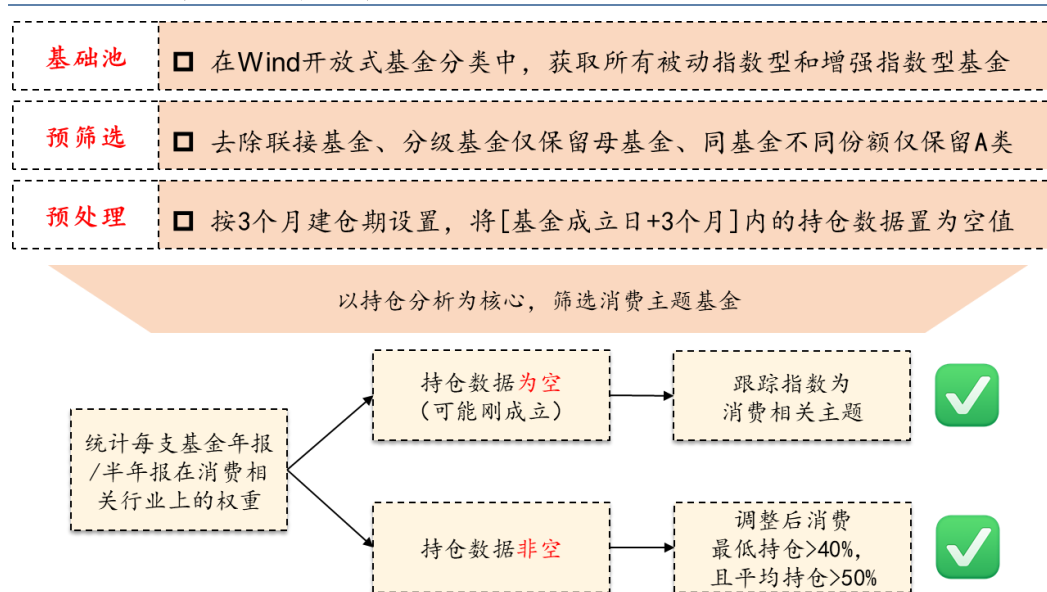
被动型消费主题基金筛选

本文主要结合基金持仓和跟踪指数来筛选被动型消费主题基金，处理流程如下：

- 1. 确定基础池：**以 Wind 开放式基金分类为基础，获取所有被动指数型和增强指数型基金，作为基础池。
- 2. 基金预筛选：**在基础池中，剔除 ETF 联接基金；分级基金仅保留母基金；同一基金的不同份额仅保留 A 类份额。
- 3. 数据预处理：**为了剔除建仓期的影响，将基金成立日之后 3 个月内的持仓数据置为空值，避免因建仓尚未完成而导致误判。
- 4. 持仓消费行业权重计算：**基于每支基金的半年报和年报完整持仓数据，计算调整后消费行业持仓权重，即持有的消费个股，占全部 A 股持仓的比例。
- 5. 筛选符合条件的消费基金：**对于有历史持仓数据的基金，要求其最低持仓消费行业权重在 40% 以上，平均持仓消费行业权重大于 50%；对于刚成立不久，暂时缺乏持仓数据的基金，通过匹配跟踪指数中的关键字来进行筛选。
- 6. 剔除纯医药主题基金：**在上述筛选出的消费主题基金中，剔除纯医药主题基金，关于医药基金的识别参见报告《行业配置落地：医药主题基金筛选》（2021-02-09）。

需要说明的是，上述筛选的核心目的是获取消费主题相关的基金池，并非投资推荐，因而条件设置中并未包含可投资性约束（比如基金规模、是否开放申赎等）。

图表3：被动型消费主题基金筛选逻辑



资料来源：华泰研究

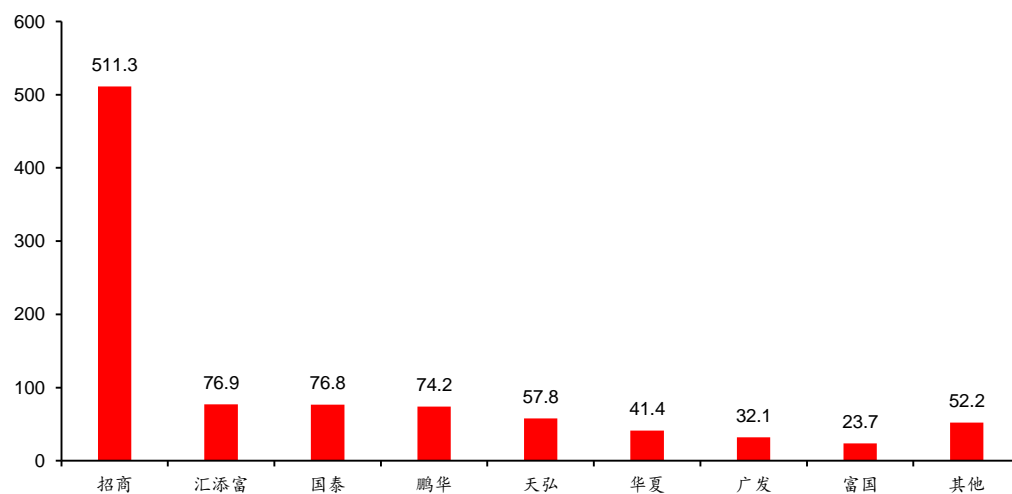
截至 2021 年 3 月 31 日，全市场共有被动型消费主题基金 41 支，其中：

- 1. 规模角度：**所有被动型消费基金最新规模总计 946.4 亿元（后文如无特殊声明，基金规模数据均取自 2021 年一季报）；规模最大的是招商中证白酒，最新规模 499.1 亿元；规模前五的基金占总规模比例接近 80%，均是食品饮料及其细分子行业。
- 2. 管理人角度：**一共有 23 家基金公司布局了被动型消费主题基金；其中，规模占比靠前的基金公司招商（511.3 亿）、汇添富（76.9 亿）、国泰（76.8 亿）、鹏华（74.2 亿）；数量占比靠前的基金公司包括广发（4 支）、招商（4 支）。

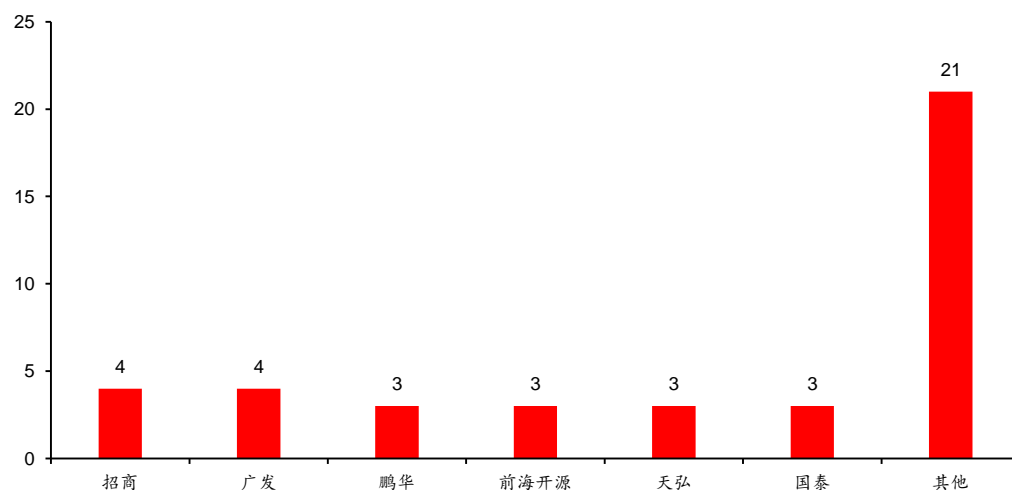
图表4： 规模前十的被动型消费主题基金（2021Q1）

	基金简称	基金成立日	现任基金经理	跟踪指数名称	汇总规模(亿)
161725.OF	招商中证白酒	2015-05-27	侯昊	中证白酒指数	499.1
159928.OF	汇添富中证主要消费 ETF	2013-08-23	过蓓蓓	中证主要消费指数	76.9
160222.OF	国泰国证食品饮料	2014-10-23	梁杏	国证食品指数	63.0
001631.OF	天弘中证食品饮料 A	2015-07-29	沙川	中证食品饮料指数	52.2
160632.OF	鹏华中证酒 A	2015-04-29	闫冬,张羽翔	中证酒指数	40.4
515170.OF	华夏中证细分食品饮料产业主题 ETF	2020-12-30	徐猛	中证细分食品饮料产业主题指数	37.4
512690.OF	鹏华中证酒 ETF	2019-04-04	张羽翔	中证酒指数	30.1
004854.OF	广发中证全指汽车 A	2017-07-31	罗国庆	中证全指汽车指数	15.2
515710.OF	华宝中证细分食品饮料产业主题 ETF	2020-12-24	蒋俊阳	中证细分食品饮料产业主题指数	14.3
515650.OF	富国中证消费 50ETF	2019-10-14	王乐乐	中证消费 50 指数	13.4

资料来源：Wind，华泰研究

图表5： 被动型消费主题基金规模（按基金公司，亿，规模取自 2021Q1）


资料来源：Wind，华泰研究

图表6： 被动型消费主题基金数量（按基金公司，支，截至 2021 年 3 月 31 日）


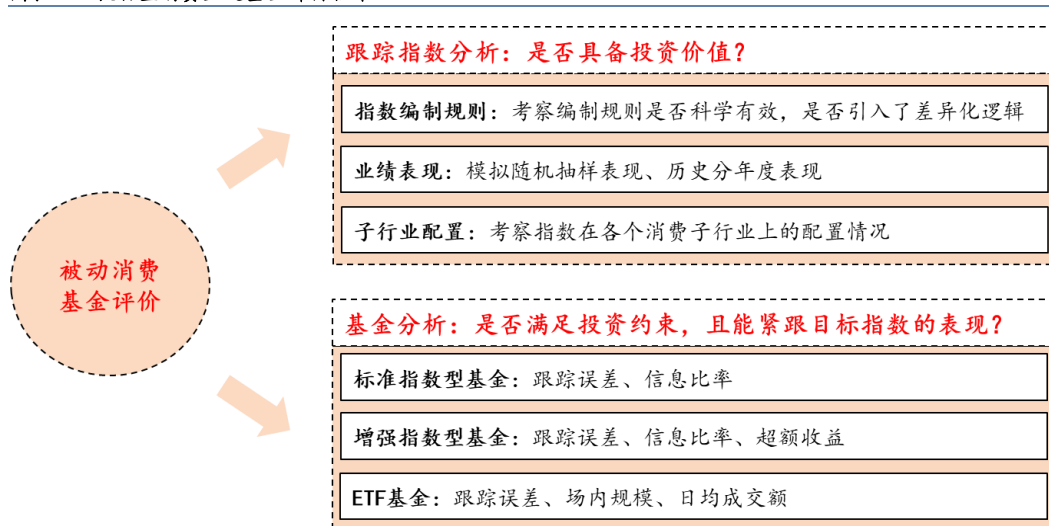
资料来源：Wind，华泰研究

被动型消费主题基金评价

投资被动指数型基金的核心因素有两点，一是其跟踪指数是否有投资价值；二是该基金能否紧密跟踪目标指数的表现，并且满足规模、合同约定等投资约束。因此，本文对被动型消费主题基金的评价框架也是从这两个维度展开：

1. **跟踪指数分析：**核心是评估跟踪指数的投资价值。本文主要从指数编制规则、业绩表现和子行业配置三个维度出发，编制规则主要是考察编制规则是否科学有效，是否有差异性，能否及时“优胜劣汰”；业绩表现主要是考察跟踪指数的收益获取能力；子行业配置主要是考察指数在消费相关子行业（食品饮料、汽车、家电、医药、农林牧渔、轻工制造、纺织服装、商贸零售、消费者服务）上的配置情况，同时也对风险集中度有一个客观评估。
2. **基金分析：**核心是评估基金是否能紧密跟踪目标指数的表现。本文参考了金牛奖的评比规则，将被动型基金分为标准指数型、增强指数型和ETF三类。其中，标准指数型基金主要考察跟踪误差和信息比率；增强指数型基金主要考察跟踪误差、信息比率和超额收益；ETF基金则主要考察跟踪误差、场内规模和日均成交量。

图表7： 被动型消费主题基金评价框架



资料来源：Wind，华泰研究

跟踪指数编制规则

前文梳理的被动型消费主题基金池一共跟踪了 24 个指数，其中：

1. **规模维度：**根据 2021 年一季报最新规模，有 6 个指数背后的基金规模超过 50 亿，其中排名前三的分别是中证白酒指数（499.1 亿）、中证主要消费指数（78.9 亿）、中证酒指数（70.4 亿）。
2. **数量维度：**大部分指数背后都只有 1 或 2 支基金跟踪，有 2 个指数例外，分别是中证畜牧养殖指数（4 支）、中证农业主题指数（3 支）。

每个指数的编制规则大同小异，基本上是**目标行业+流动性+总市值**的筛选模式，有 5 个指数在编制过程中引入了差异化选股逻辑：

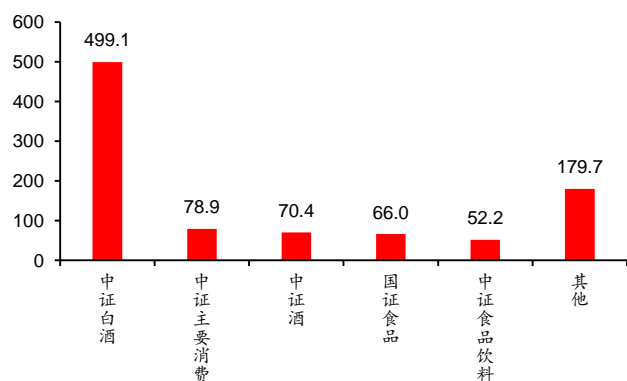
1. **中证消费龙头指数、中证消费 50 指数：**按照过去一年日均总市值、营业收入、ROE 与毛利率四个指标分别由高到低排名，将四项排名的算术平均由低到高排名作为综合排名，选取排名靠前公司作为指数样本。
2. **国证消费 100 指数、中证沪港深优选消费 50 指数：**根据单位资产利息折旧及摊销前利润、营业总收入和总市值排名，加权计算得到综合评分，并从低到高排序，结合公司治理、股权结构等，选取排名靠前的公司构成样本股。
3. **中证主要消费红利指数：**计算目标行业所有证券过去两年的平均税后现金股息率，选取排名前 30 的证券作为指数样本股。

图表8：被动型消费主题基金跟踪指数列表

指数代码	跟踪指数名称	选择空间	选择方法	成分股数量	代表基金(2021Q1 规模)
000036.SH	上证主要消费行业指数	沪市 A 股	目标行业+流动性+总市值	30	华夏上证主要消费 ETF (4.0 亿)
000069.SH	上证消费 80 指数	上证全指	目标行业+流动性+总市值	80	招商上证消费 80ETF (6.2 亿)
000806.CSI	中证消费服务领先指数	中证全指	目标行业+流动性+总市值	100	工银瑞信中证消费服务 ETF (3.5 亿) 上投摩根中证消费 (0.3 亿)
000815.CSI	中证细分食品饮料产业主题指数	中证全指	目标行业+流动性+总市值	50	华夏中证细分食品饮料产业主题ETF(37.4 亿) 华宝中证细分食品饮料产业主题ETF(14.3 亿)
000932.SH	中证主要消费指数	中证 800	相关行业筛选直接构成	54	汇添富中证主要消费 ETF (76.9 亿) 嘉实中证主要消费 ETF (2.0 亿)
000949.CSI	中证农业主题指数	中证全指	目标行业+流动性+总市值	50	富国中证农业主题 ETF (10.3 亿) 银华中证农业主题 ETF (2.7 亿) 天弘中证农业主题 A (2.8 亿)
000963.CSI	中证下游消费与服务产业指数	中证 800	目标行业+总市值	200	国投瑞银中证下游 (0.4 亿)
399364.SZ	国证消费 100 指数	沪深 A 股	目标行业+流动性+总市值+综合打分	100	天弘国证消费 100 指数增强 A (2.7 亿) 弘毅远方国证消费 100ETF (1.2 亿)
399396.SZ	国证食品指数	沪深 A 股	目标行业+流动性+总市值	50	国泰国证食品饮料 (63.0 亿) 招商国证食品饮料 ETF (3.0 亿)
399812.SZ	中证养老产业指数	中证全指	目标行业+流动性+总市值	80	广发中证养老产业 A (9.8 亿) 国寿安保养老指数增强 (0.1 亿)
399814.SZ	中证大农业指数	中证全指	目标行业+流动性+总市值	50	前海开源中证大农业增强 (6.9 亿) 嘉实中证大农业 ETF (2.6 亿)
399987.SZ	中证酒指数	中证全指	目标行业+流动性+总市值	24	鹏华中证酒 A (40.4 亿) 鹏华中证酒 ETF (30.1 亿)
399997.SZ	中证白酒指数	中证全指	目标行业+流动性+总市值	16	招商中证白酒 (499.1 亿)
930653.CSI	中证食品饮料指数	中证全指	目标行业+流动性+总市值	96	天弘中证食品饮料 A (52.2 亿)
930697.CSI	中证全指家用电器指数	中证全指	目标行业+流动性+总市值	48	国泰中证全指家电 ETF (8.6 亿) 广发中证全指家用电器 A (4.5 亿)
930707.CSI	中证畜牧养殖指数	中证全指	目标行业+流动性+总市值	32	国泰中证畜牧养殖 ETF (5.1 亿) 鹏华中证畜牧养殖 ETF (3.7 亿) 招商中证畜牧养殖 ETF (3.0 亿) 平安中证畜牧养殖 ETF (2.3 亿)
931008.CSI	中证全指汽车指数	中证全指	目标行业+流动性+总市值	33	广发中证全指汽车 A (15.2 亿)
931027.CSI	中证港股通大消费主题指数(HKD)	港股通	目标行业+流动性+总市值	50	泰康中证港股通大消费主题 A (1.1 亿)
931068.CSI	中证消费龙头指数	中证全指	目标行业+综合打分	50	华宝中证消费龙头 A (4.5 亿)
000989.SH	中证全指可选消费指数	中证全指	目标行业+流动性+总市值	447	广发中证全指可选消费 ETF (2.6 亿)
931139.CSI	中证消费 50 指数	中证全指	目标行业+综合打分	50	富国中证消费 50ETF (13.4 亿) 东兴中证消费 50A (0.7 亿)
931357.CSI	中证沪港深优选消费 50 指数	中证全指+ 中证港股通指数	目标行业+流动性+总市值+综合打分	50	中金中证沪港深消费 50A (1.7 亿)
h30094.CSI	中证主要消费红利指数	中证全指	目标行业+流动性+总市值+综合打分	30	泰达宏利中证主要消费红利 A (1.7 亿) 方正富邦消费红利 (0.3 亿)
h30344.CSI	中证健康产业指数	中证全指	目标行业+流动性+总市值	100	前海开源中证健康 (4.3 亿)

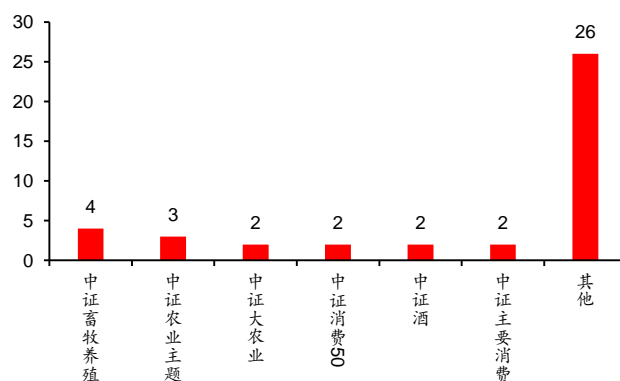
资料来源：Wind，华泰研究

图表9：跟踪指数背后基金规模（2020Q1，亿）



资料来源：Wind，华泰研究

图表10：跟踪指数背后基金数量（2021-03-31，支）



资料来源：Wind，华泰研究

跟踪指数业绩表现分析

为避免受到特定考察区间的影响，本文以**历史分年度表现和模拟随机抽样表现**两方面来评估跟踪指数业绩表现的稳定性。历史分年度表现统计了从2016年初到2021年六个年度的收益率以及六年的累计收益率，其中2021年仅包含一季度数据；模拟随机抽样是指考察区间内随机抽取一段任意长度的连续样本，计算目标指数是否排名前半，重复多次计算排名前半的概率，以5年期为例（2016-01-01至2021-03-31）：1、剔除2016年以后成立的指数；2、随机抽取一段长度超过60天的连续区间，统计该区间内各指数涨跌幅，排名前半则说明指数表现较优；3、重复1000次，统计各个指数在这1000次随机抽样中排名前半的概率，值越大，说明指数表现越稳健。

结果表明，历史分年度收益和模拟随机抽样排名两个维度中，表现较优的指数重复率较高，食品饮料及其细分行业主题指数的业绩表现最为突出，国证食品指数、中证细分食品饮料产业主题指数、中证食品饮料指数、中证白酒指数、中证酒指数在不同年期下，模拟抽样表现排名前半的概率均高于90%。此外注意到，5个引入差异化选股逻辑的指数（中证消费龙头指数、中证消费50指数、国证消费100指数、中证沪港深优选消费50指数、中证主要消费红利指数）在业绩表现中并不突出，这说明在消费板块上，个股同质性相对较高，引入选股逻辑对指数业绩表现的增强效果有限，这一点与医药、科技板块的结论形成鲜明对比。换言之，从历史业绩来看，消费类指数表现的好坏主要取决于“食品饮料含量或白酒含量”高不高，而非是否引入了差异化的选股逻辑。

整体而言，业绩表现越稳健的指数，越受到投资者认可，规模也越大，已经形成良好的持有体验，头部集中效应比较显著。

图表11：被动型消费基金跟踪指数业绩表现（截至2021-03-31）

	随机抽样排名前半概率				分年度收益统计							2020 年年报最新规模(亿)
	5 年期	4 年期	3 年期	2 年期	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	累计收益	
国证食品指数	97.40%	98.00%	96.60%	94.70%	5.12%	56.03%	-21.56%	67.92%	90.17%	-9.26%	272.81%	73.1
中证细分食品饮料产业主题指数	97.00%	97.20%	95.30%	93.00%	6.32%	55.62%	-21.96%	69.10%	91.99%	-10.05%	277.06%	29.8
中证食品饮料指数	91.90%	95.40%	94.70%	92.40%	1.42%	37.46%	-22.09%	59.23%	91.51%	-10.82%	195.38%	42.9
中证酒指数	94.50%	93.80%	91.80%	92.00%	3.63%	45.42%	-25.96%	81.89%	115.91%	-11.62%	287.27%	71.4
中证白酒指数	95.50%	95.50%	92.40%	90.60%	14.02%	77.29%	-26.94%	91.99%	119.76%	-12.58%	444.65%	485.3
中证主要消费指数	97.30%	96.60%	93.70%	89.90%	0.64%	55.98%	-23.09%	64.72%	70.16%	-6.88%	215.11%	86.1
上证主要消费行业指数	96.40%	96.40%	91.80%	88.60%	1.10%	43.81%	-19.27%	47.48%	81.63%	-9.42%	184.80%	4
中证消费50指数	93.90%	93.10%	87.90%	76.90%	1.33%	66.25%	-22.27%	60.76%	63.47%	-4.18%	229.75%	13.8
中证沪港深优选消费50指数	83.20%	75.10%	57.20%	75.80%	5.11%	66.72%	-25.92%	55.19%	60.62%	-7.22%	200.23%	2.2
中证消费龙头指数	89.90%	86.00%	72.80%	69.00%	-0.60%	58.49%	-25.06%	59.98%	57.40%	-4.00%	185.37%	3.9
国证消费100指数	36.10%	34.80%	37.30%	64.40%	-9.30%	33.60%	-25.66%	54.20%	51.19%	-7.80%	93.65%	4.1
上证消费80指数	8.30%	12.50%	19.30%	50.10%	-8.65%	31.13%	-24.55%	35.36%	65.57%	-6.72%	88.92%	5.3
中证主要消费红利指数	90.70%	83.60%	79.10%	42.80%	6.68%	32.11%	-13.76%	53.81%	46.17%	-8.71%	149.47%	2.4
中证港股通大消费主题指数(HKD)	38.30%	29.90%	14.50%	36.20%	-2.35%	59.94%	-26.35%	25.81%	61.66%	-1.73%	129.89%	0.5
中证畜牧养殖指数	36.40%	54.20%	71.30%	26.50%	-8.15%	-0.12%	-17.16%	75.70%	13.49%	1.93%	54.45%	0
中证大农业指数	12.10%	17.70%	36.10%	23.60%	-18.72%	-2.54%	-21.55%	37.27%	46.17%	-4.76%	18.76%	8.2
中证全指汽车指数	3.70%	6.10%	11.20%	23.10%	-9.15%	1.79%	-35.57%	7.95%	82.66%	-15.97%	-1.28%	33.5
中证农业主题指数	10.20%	13.00%	23.40%	17.60%	-10.34%	20.46%	-24.79%	37.93%	33.47%	-1.26%	47.67%	21.8
中证消费服务领先指数	6.70%	8.40%	12.00%	15.20%	-11.85%	25.55%	-23.03%	41.83%	49.30%	-4.05%	73.08%	0.4
中证下游消费与服务产业指数	3.30%	3.90%	6.60%	13.20%	-14.18%	23.69%	-26.77%	44.16%	49.40%	-5.15%	58.79%	0.4
中证养老产业指数	3.10%	3.20%	5.30%	7.80%	-20.62%	8.47%	-28.33%	23.19%	24.27%	-1.88%	-7.30%	11.2
中证全指家用电器指数	10.30%	3.00%	3.80%	6.70%	-3.12%	36.16%	-34.81%	40.83%	32.51%	-0.96%	58.96%	17.4
中证健康产业指数	2.10%	1.40%	3.40%	5.50%	-11.46%	3.30%	-35.07%	18.52%	21.87%	0.20%	-14.05%	5.3
中证全指可选消费指数	1.70%	1.20%	2.50%	4.40%	-18.27%	0.41%	-35.05%	23.81%	31.88%	-3.04%	-15.62%	3.9

注：分年度统计中，排名前十的指数高亮标注，随机抽样排名前半概率统计中，超过90%概率的指数高亮标注，2020 年报最新规模中，规模前十的指数高亮标注
资料来源：Wind，华泰研究

跟踪指数子行业配置情况

在分析跟踪指数投资价值时，行业配置情况也是一个重要维度，因为消费主题包含很多子行业，大多数指数在编制时都有一定的赛道聚焦性，这些赛道短期是否有弹性、长期是否符合经济发展趋势，都直接决定了指数的表现。而且在实际投资中，投资者往往是先有了对子行业的排序观点，然后选择最匹配的投资工具进行落地，因此也有必要弄清楚各个指数的子行业配置情况。

统计结果表明，24 个跟踪指数中，有 10 个指数在食品饮料行业上的配置比例超过 50%，有 4 个指数在医药行业上的配置比例超过 30%，是配置比例最高的两个行业，这两个行业的总市值也大幅领先于其他几个消费行业。此外，有两个指数能够投资港股资产，分别是中证港股通大消费主题指数（HKD）、中证沪港深优选消费 50 指数。

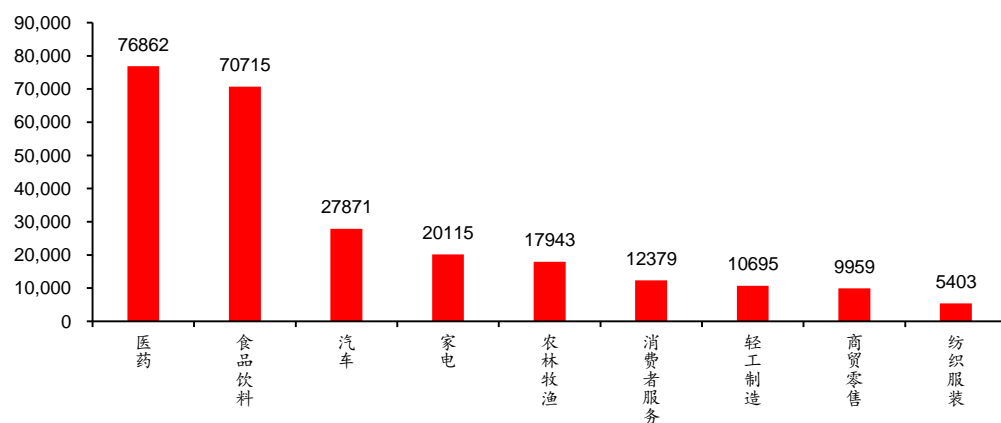
图表12：跟踪指数在消费相关行业上的权重分布（2021-03-31）

跟踪指数名称	食品饮料	汽车	家电	医药	农林牧渔	轻工制造	纺织服装	商贸零售	消费者服务	非必需性 必需性消	
										消费(HS)	费(HS)
国证食品指数	97.89%				0.53%				0.26%		
国证消费 100 指数	18.08%	3.61%	11.84%	20.17%	5.23%	0.34%		0.94%	1.07%		
中证食品饮料指数	97.20%			0.12%	1.12%				0.33%		
中证酒指数	95.94%							0.79%			
中证细分食品饮料产业主题指数	98.60%			0.33%					0.31%		
中证白酒指数	100.00%										
中证畜牧养殖指数				10.45%	89.56%						
中证港股通大消费主题指数(HKD)										36.44%	19.60%
中证消费龙头指数	45.81%	6.00%	14.03%		10.30%	3.32%	1.19%	1.08%	10.71%		
中证消费服务领先指数	17.86%			31.86%	1.11%	0.64%	0.45%	1.41%	6.98%		
中证消费 50 指数	56.10%		15.15%		10.19%	3.39%	1.98%	1.16%	11.33%		
中证沪港深优选消费 50 指数	50.37%	0.31%	10.45%			3.45%	0.08%	0.15%	0.58%	10.44%	7.38%
中证大农业指数	35.74%			2.72%	40.58%			1.06%	0.59%		
中证农业主题指数	21.00%			3.75%	54.94%			1.24%			
中证养老产业指数	11.88%		3.53%	39.40%		1.51%		3.51%	5.85%		
中证全指汽车指数		96.39%		0.46%							
中证全指家用电器指数			88.29%								
中证全指可选消费指数	0.09%	23.73%	26.47%	0.08%		4.20%	4.37%	4.92%	12.14%		
中证健康产业指数	8.69%			43.56%	16.56%						
中证主要消费红利指数	64.21%				26.45%			1.66%			
中证主要消费指数	70.88%				21.21%	0.70%		2.33%			
中证下游消费与服务产业指数	29.96%	3.80%	9.97%	24.60%	5.13%	1.37%	0.45%	1.30%	4.13%		
上证消费 80 指数	33.75%	9.51%	3.95%	34.60%	0.52%	0.87%		1.59%	9.58%		
上证主要消费行业指数	83.04%				1.97%			4.17%			

注：每个指数中权重占比最大的子行业已经高亮标注

资料来源：Wind，华泰研究

图表13：消费类中信一级行业总市值（2021-03-31，单位：亿）



资料来源：Wind，华泰研究

被动型消费主题基金评价

本文参考金牛奖评比规则（2020），对被动型消费主题基金进行分析。首先剔除成立日期晚于2020年3月31日，或最新规模低于2亿（单份额规模，取自2020年年报）的基金，经筛选共有18支基金满足条件；然后将这些有效基金分为标准指数型、增强指数型、ETF型3类，考察2020年3月31日至2021年3月31日一个完整年度内的表现：

1. 标准指数型基金主要考察跟踪误差（80%权重）和信息比率（20%权重），本文统一保留跟踪误差小于4%的基金，经筛选一共有8支。其中，华宝中证消费龙头A的信息比率为3.62，超额收益显著高于同类基金，可能是有打新收益的影响。
2. 增强指数型基金主要考察信息比率（80%权重）和超额收益（20%权重），经筛选只有前海开源中证大农业增强1支基金。
3. ETF基金主要考察跟踪误差（70%权重）、场内规模（15%权重）、日均成交额（15%权重），本文统一保留跟踪误差小于2%的基金，经筛选一共有8支。其中，日均成交额超过1亿的基金有2支，分别是鹏华中证酒ETF（2.47亿）、汇添富中证主要消费ETF（1.45亿）。

图表14：标准指数型消费基金筛选结果（规模取自2020Q1）

	基金简称	跟踪指数名称	份额规模(亿)	汇总规模(亿)	跟踪误差	信息比率
161725.OF	招商中证白酒	中证白酒指数	499.1	499.1	2.63%	-1.32
160222.OF	国泰中证食品饮料	中证食品饮料指数	63.0	63.0	2.83%	-0.16
001631.OF	天弘中证食品饮料A	中证食品饮料指数	14.1	52.2	2.27%	-0.06
160632.OF	鹏华中证酒A	中证酒指数	40.4	40.4	2.59%	-0.64
004854.OF	广发中证全指汽车A	中证全指汽车指数	11.6	15.2	3.01%	-0.50
000968.OF	广发中证养老产业A	中证养老产业指数	9.5	9.8	1.33%	1.62
005063.OF	广发中证全指家用电器A	中证全指家用电器指数	2.8	4.5	1.76%	0.68
501090.OF	华宝中证消费龙头A	中证消费龙头指数	2.9	4.5	2.71%	3.62

注：跟踪误差和信息比率基于2020年3月31日至2021年3月31日的数据计算并年化

资料来源：Wind，华泰研究

图表15：增强指数型消费基金筛选结果（规模取自2021Q1）

	基金简称	跟踪指数名称	份额规模(亿)	汇总规模(亿)	年化超额	信息比率
001027.OF	前海开源中证大农业增强	中证大农业指数	6.87	6.87	2.20%	0.38

注：年化超额和信息比率基于2020年3月31日至2021年3月31日的数据计算并年化

资料来源：Wind，华泰研究

图表16：ETF型消费基金筛选结果（规模取自2021Q1，场内规模取2021年3月31日）

	基金简称	跟踪指数名称	份额规模(亿)	汇总规模(亿)	跟踪误差	日均成交额(亿)	场内规模(亿)
512690.OF	鹏华中证酒ETF	中证酒指数	30.08	30.08	1.41%	2.47	30.1
159928.OF	汇添富中证主要消费ETF	中证主要消费指数	76.87	76.87	0.76%	1.45	76.9
159996.OF	国泰中证全指家电ETF	中证全指家用电器指数	8.64	8.64	1.71%	0.55	8.7
515650.OF	富国中证消费50ETF	中证消费50指数	13.40	13.40	0.94%	0.52	13.4
510630.OF	华夏上证主要消费ETF	上证主要消费行业指数	3.97	3.97	0.89%	0.21	4.0
510150.OF	招商上证消费80ETF	上证消费80指数	6.24	6.24	1.50%	0.19	6.2
512600.OF	嘉实中证主要消费ETF	中证主要消费指数	2.04	2.04	0.96%	0.04	2.0
159936.OF	广发中证全指可选消费ETF	中证全指可选消费指数	2.58	2.58	0.87%	0.01	2.6

注：跟踪误差基于2020年3月31日至2021年3月31日的数据计算并年化；日均成交额计算区间相同

资料来源：Wind，华泰研究

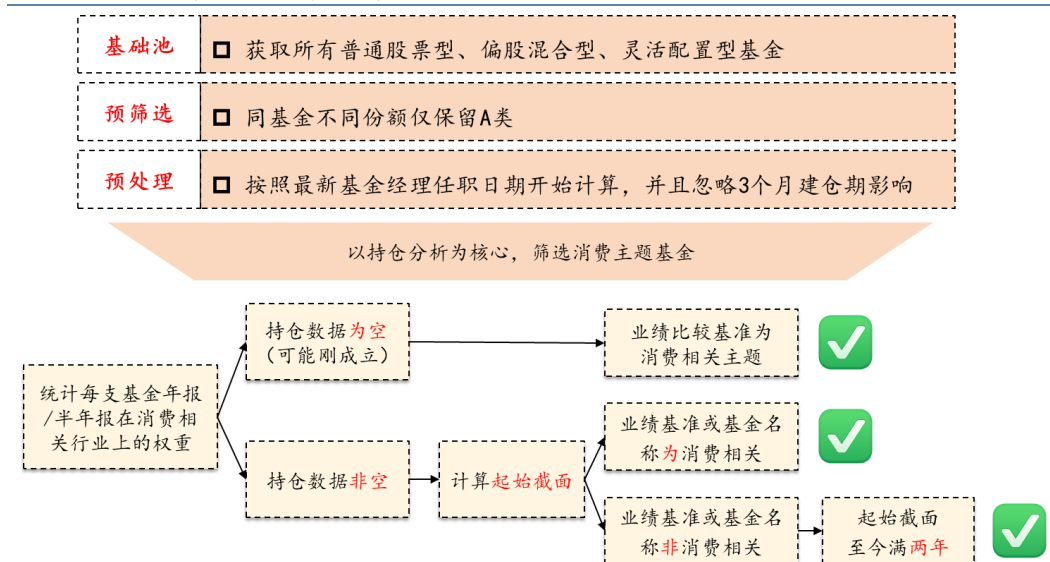
主动型消费主题基金筛选与评价

主动型消费主题基金筛选

本文主要结合基金持仓和跟踪指数来筛选主动型消费主题基金，处理流程如下：

1. **确定基础池**：以 Wind 开放式基金分类为基础，获取所有普通股票型、偏股混合型和灵活配置型基金，作为基础池。
2. **基金预筛选**：在基础池中，同一基金的不同份额仅保留 A 类份额。
3. **数据预处理**：为了剔除建仓期的影响，将基金成立日之后 3 个月内的持仓数据置为空值，避免因建仓尚未完成而导致误判。此外，**将所有基金持仓数据按照现任基金经理任职日期截断，也即仅考虑现任基金经理任职以来的持仓数据。**
4. **持仓消费行业权重计算**：基于每支基金的半年报和年报完整持仓数据，计算调整后消费行业持仓权重，即持有的消费个股，占全部 A 股持仓的比例。
5. **筛选符合条件的消费基金**：根据基金历史持仓定量筛选符合条件的基金，如果基金刚成立，暂时缺乏持仓数据，则根据基金名称或业绩比较基准中是否包含消费主题关键字来决定是否纳入；**如果基金历史持仓数据非空，则引入起始截面的概念来进行判定，也即考察从哪一个报告期开始，目标基金就持续聚焦于消费板块，这主要是考虑到有些基金虽然名称和业绩基准都不是消费相关，但是却持续重仓配置消费板块，同时也有不少基金过去并没有重仓消费板块，但是近年来却持续集中配置消费板块，采用起始截面的思路可以把所有基金纳入到一个统一的分析框架下，也即起始截面之前，该基金不属于消费基金，起始截面之后则属于消费基金。**此外，我们会根据基金名称或业绩基准中是否包含消费主题关键字，来设置不同的起始截面要求，如果基金名称或业绩基准中不包含消费主题关键字，则要求起始截面至今满足 2 年（本文中即指起始截面早于 2018 年年报），这主要是为了保证基金经理出现风格漂移的风险较低。
6. **剔除纯医药主题基金**：在上述筛选出的消费基金中，剔除纯医药基金（关于医药基金的识别参见报告《行业配置落地：医药主题基金筛选》）。

图表17： 主动型消费主题基金筛选逻辑



资料来源：华泰研究

起始截面的计算方法如下：对于持仓数据非空的基金，从最新一期往前检索，按照持仓约束条件（消费相关行业持仓权重占比大于 40%）进行筛选，找到最早一期满足条件的截面（起始截面至今，中间不能出现不满足约束条件的截面）。如果最新一期数据就不满足约束条件，则剔除该基金；如果能找到有效的起始截面，则检测起始截面至今是否满足长度约束（主要针对名称或业绩基准中不包含消费主题关键字的基金，加入长度约束能够降低该类基金风格出现漂移的风险）。

图表18：起始截面判断示意图

										起始截面2018-12-31	
场景1	13%	45%	18%	42%	32%	51%	47%	63%	55%	45%	
1、尽管在前面几期持仓中，该基金也曾重仓过消费板块，但是18年年报开始才是连续、集中配置，因此起始截面为2018年年报 2、由于起始截面至今长度已经满足约束（大于2年），所以不管基金名称或业绩基准中是否包含消费主题关键字，都会纳入消费主题基金池											
										起始截面2019-12-31	
场景2	13%	45%	18%	42%	32%	22%	18%	63%	55%	45%	
1、起始截面至今长度不满足约束，只有当基金名称或业绩基准中包含消费主题关键字时，才纳入基金池 2、如果基金名称或业绩基准中不包含消费主题关键字，则剔除该基金，这是为了规避部分趋势追踪类基金，正好在近两年消费牛市行情持有相关股票而被纳入，他们未来出现风格漂移的风险较大											

资料来源：华泰研究

截至2021年3月31日，全市场共有主动型消费主题基金322支，其中规模最大的是易方达蓝筹精选，最新规模880.16亿元（后文如无特殊说明，规模数据均取自2021年一季度）；由于消费近几年一直是A股表现最好的赛道之一，不少之前做全市场选股的基金经理近几年也加大了消费板块的配置，因此筛选出的主题基金数量要远高于医药、科技基金。

需要说明的是，上述筛选的核心目的是获取消费主题相关的基金池，在开展基金评价前，还需要基于可投资性约束进一步筛选。本文设置如下条件：

1. 主动基金的起始截面至少满一年（也即不晚于2019年12月31日）。
2. 基金的最新资产净值（2021Q1单份额规模）大于2亿。

经过可投资性筛选后，主动型消费主题基金池由322支缩减至194支。后文中，我们主要针对这194支基金进行评价、分析；为了不影响阅读体验，下表中仅展示了经可投资性筛选后规模最大的10支消费主题基金。

图表19：主动型消费主题基金规模前10名（规模取自2021Q1）

	投资类型	基金简称	现任基金经理	任职日期	份额规模(亿)	汇总规模(亿)	起始截面
005827.OF	偏股混合型	易方达蓝筹精选	张坤	2018-09-05	880.16	880.16	2018-12-31
260108.OF	偏股混合型	景顺长城新兴成长	刘彦春	2015-04-09	496.69	496.69	2016-06-30
110022.OF	普通股票型	易方达消费行业	萧楠,王元春	2012-09-28	318.65	318.65	2014-12-31
110011.OF	偏股混合型	易方达中小盘	张坤	2012-09-28	314.64	314.64	2014-12-31
163406.OF	偏股混合型	兴全合润	谢治宇	2013-01-29	269.50	269.50	2017-06-30
162605.OF	偏股混合型	景顺长城鼎益	刘彦春	2015-07-10	197.81	197.81	2016-06-30
000083.OF	偏股混合型	汇添富消费行业	胡昕炜	2016-04-08	186.44	186.44	2016-06-30
180012.OF	偏股混合型	银华富裕主题	焦巍	2018-12-27	174.16	174.16	2018-12-31
501054.OF	灵活配置型	东方红睿泽三年定开A	孙伟	2018-02-14	139.37	139.83	2018-06-30
005379.OF	偏股混合型	汇添富价值创造	胡昕炜	2018-01-19	116.37	116.37	2018-06-30

资料来源：Wind，华泰研究

主动型消费主题基金评价

本文对主动型消费主题基金的评价框架从如下两个维度展开：

1. **基于净值的评价方法**：主要考察基金的收益获取能力和回撤控制能力，它们是影响投资者持有体验的最核心的两个维度。其中，收益获取能力主要考察随机抽样收益排名前半概率、分年度收益、累计收益、创新高次数；回撤控制能力主要考察随机抽样回撤排名前半概率、分年度最大回撤、累计最大回撤、最长未创新高天数。
2. **基于持仓的评价方法**：主要开展基金归因分析和画像分析。其中，归因分析重点关注基金的子行业配置能力和选股能力；画像分析重点关注基金的择时、持仓集中度、前十大持仓、长线持仓和隐含交易能力五个维度。

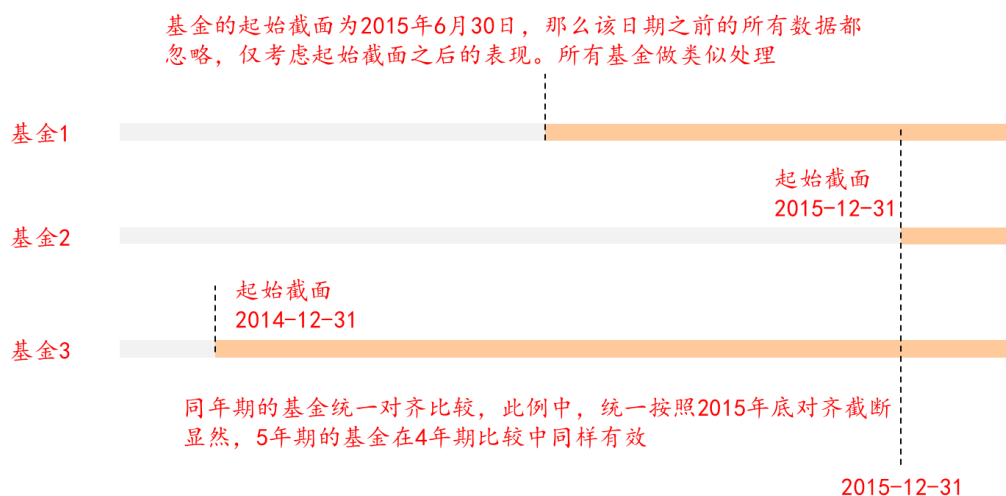
图表20：主动型消费主题基金评价框架



资料来源：Wind，华泰研究

在实证过程中，有两点需要特殊声明：1、主动型基金的核心在于基金经理，而同一支基金的不同任基金经理之间在风格、能力上并没有必然的联系，因此本文在分析过程中，统一只考虑现任基金经理任职以来的表现；2、由于每支基金的起始有效时间（也即前文计算的起始截面）不同，导致相互之间无法公允比较，本文统一采用分年度对齐的方法进行处理。比如将2016年之前有效的基金记为5年期基金，对比时统一按照2015年12月31日进行截断对齐；同理，2017年之前成立的基金记为4年期基金（5年期基金同样也是4年期基金），以此类推。实证时只会在同年期的基金内相互比较，并择优推荐。

图表21：主动型消费主题基金分年期比较示意图（以5年期为例）



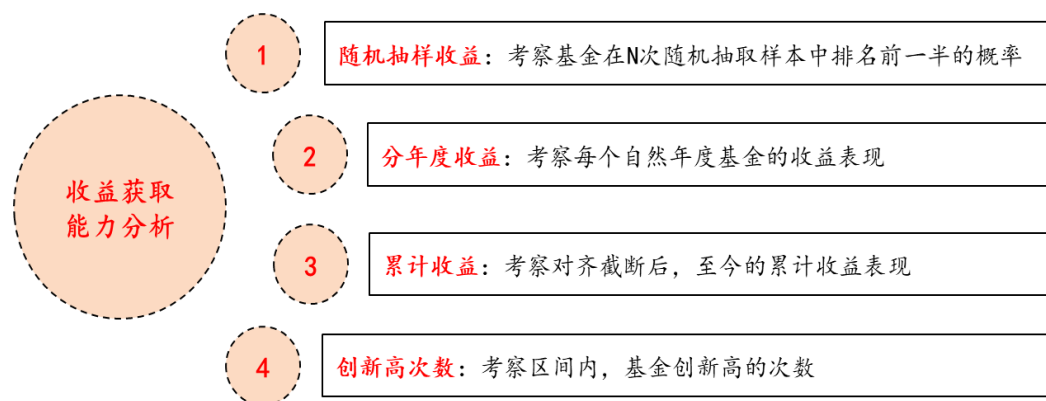
资料来源：华泰研究

收益获取能力分析

本文主要以下四个维度考察基金的收益获取能力：

1. **随机抽样收益**：随机抽取一段超过 60 天的连续区间，考察目标基金在该区间内收益是否排名前一半，重复多次后即可计算基金收益排名前一半的概率。该方法模拟了投资者随机进出时的持有收益，受特定考察区间的影响最小，参考性最强。
2. **分年度收益**：按照不同年期截断对齐后，考察基金的分年度表现，比如 5 年期基金考察 2016 至 2021 年 6 个自然年度的收益表现，其中 2021 年仅包含一季度数据。
3. **累计收益**：按照不同年期截断对齐后，考察基金的区间累计收益，比如 5 年期基金统计 2015 年 12 月 31 日至 2021 年 3 月 31 日的区间累计收益。
4. **创新高次数**：按照不同年期截断对齐后，统计考察区间内各基金创新高的次数。比如 5 年期基金统计 2015 年 12 月 31 日至 2021 年 3 月 31 日内创新高的次数。

图表22： 主动型消费主题基金收益获取能力分析框架



资料来源：Wind，华泰研究

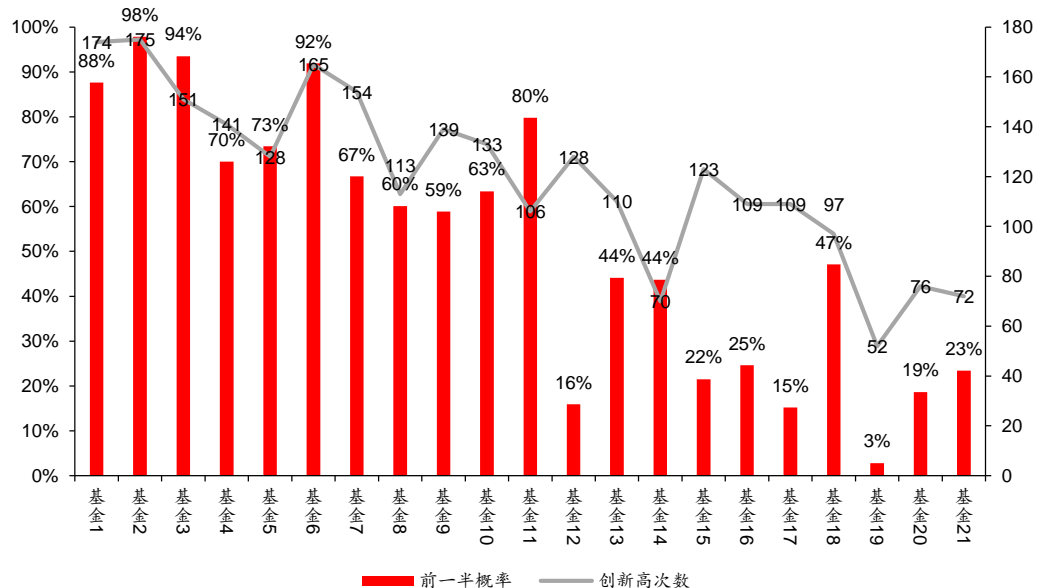
以 5 年期基金（总共 21 支基金）为例，展示收益能力分析的过程。其中，随机抽样收益前一半概率、累计收益、创新高次数都是单项指标；分年度收益考察区间为 2016 至 2021 年，共 6 个单项指标。以上一共 9 个单项指标，对每个单项指标，如果该基金排名前一半，则记 1 分，否则记为 0 分，最后统计各基金的汇总得分，作为该基金综合收益能力的刻画。

图表23： 各基金分年度收益与累计收益（以 5 年期为例，截至 2021-3-31）

基金编号	2016	2017	2018	2019	2020	2021	累计
基金 1	-3.71%	30.69%	-17.03%	44.95%	60.19%	-1.82%	138.02%
基金 2	8.30%	46.82%	-14.30%	65.32%	84.34%	-4.74%	295.63%
基金 3	7.21%	64.97%	-23.47%	71.36%	72.52%	-7.03%	272.00%
基金 4	-4.21%	26.67%	-17.97%	44.40%	50.40%	-0.12%	115.88%
基金 5	-12.55%	38.61%	-17.15%	48.41%	43.50%	2.05%	118.26%
基金 6	-9.75%	35.83%	-23.05%	54.43%	79.68%	-2.64%	154.82%
基金 7	2.63%	41.59%	-14.80%	29.04%	56.76%	-2.17%	144.98%
基金 8	-10.96%	35.77%	-30.74%	61.79%	73.21%	-6.50%	119.36%
基金 9	-2.15%	26.72%	-19.72%	40.43%	75.01%	-2.44%	138.68%
基金 10	-6.98%	25.23%	-22.64%	41.52%	129.10%	-3.28%	182.61%
基金 11	-12.34%	13.04%	-9.02%	46.70%	63.29%	-2.49%	110.58%
基金 12	8.35%	24.64%	-22.15%	27.66%	37.12%	1.79%	87.34%
基金 13	-14.27%	27.22%	-22.90%	57.47%	53.44%	-1.70%	99.75%
基金 14	-18.55%	13.88%	-20.78%	50.89%	74.25%	0.45%	94.06%
基金 15	8.17%	22.08%	-19.04%	30.54%	19.77%	9.14%	82.44%
基金 16	4.12%	26.12%	-19.24%	29.07%	16.84%	9.56%	75.24%
基金 17	1.82%	26.65%	-21.98%	25.56%	32.50%	0.75%	68.63%
基金 18	-8.54%	11.86%	-16.71%	44.01%	64.85%	-7.20%	87.72%
基金 19	-9.41%	10.83%	-26.17%	32.40%	39.21%	1.79%	39.07%
基金 20	-17.38%	32.51%	-23.66%	40.08%	58.10%	-1.92%	81.56%
基金 21	-17.96%	6.98%	-11.52%	42.10%	58.12%	-4.39%	66.82%

资料来源：Wind，华泰研究

图表24：各基金随机抽样收益排名前半概率和创新高次数



资料来源：Wind，华泰研究

结果表明，不同基金间的收益获取能力分化较大。其中，基金1在各项指标中均排名前半，业绩持续性强；基金2综合得分为8分，随机抽样中收益排名前半的概率高达97.8%，累计收益率高达295.63%，区间内创新高175次，均排名第一，综合表现同样突出。

采用同样的方法，可以得到4年期、3年期、2年期的收益获取能力综合打分。结果表明，不同年期下综合打分靠前的基金的重合度较高，比如张坤的易方达中小盘和易方达蓝筹精选、刘彦春的景顺长城新兴成长和景顺长城鼎益、胡欣炜的汇添富消费行业等。需要指出的是，下表是基于本文提出的收益分析框架给出的推荐结果，不排除其他优质产品暂未纳入其中的可能性。

图表25：收益获取能力视角下的主动型消费主题基金推荐

		投资类型	基金简称	现任基金经理	任职日期	起始截面	最新规模(亿)
5年期	110011.OF	偏股混合型	易方达中小盘	张坤	2012/9/28	2014/12/31	314.6
	110022.OF	普通股票型	易方达消费行业	萧楠,王元春	2012/9/28	2014/12/31	318.7
	202023.OF	灵活配置型	南方优选成长 A	骆帅	2015/6/19	2015/12/31	43.7
	070018.OF	灵活配置型	嘉实回报灵活配置	常蓁	2015/3/12	2015/6/30	7.4
4年期	260108.OF	偏股混合型	景顺长城新兴成长	刘彦春	2015/4/9	2016/6/30	496.7
	162605.OF	偏股混合型	景顺长城鼎益	刘彦春	2015/7/10	2016/6/30	197.8
	110011.OF	偏股混合型	易方达中小盘	张坤	2012/9/28	2014/12/31	314.6
	000083.OF	偏股混合型	汇添富消费行业	胡昕炜	2016/4/8	2016/6/30	186.4
3年期	519915.OF	偏股混合型	富国消费主题 A	王园园,刘莉莉	2017/6/16	2017/6/30	21.9
	110011.OF	偏股混合型	易方达中小盘	张坤	2012/9/28	2014/12/31	314.6
	004868.OF	偏股混合型	交银股息优化	韩威俊	2017/8/25	2017/12/31	6.9
	260108.OF	偏股混合型	景顺长城新兴成长	刘彦春	2015/4/9	2016/6/30	496.7
	162605.OF	偏股混合型	景顺长城鼎益	刘彦春	2015/7/10	2016/6/30	197.8
	000083.OF	偏股混合型	汇添富消费行业	胡昕炜	2016/4/8	2016/6/30	186.4
2年期	005827.OF	偏股混合型	易方达蓝筹精选	张坤	2018/9/5	2018/12/31	880.2
	003940.OF	灵活配置型	银华盛世精选	李晓星,张萍	2016/12/22	2017/6/30	58.8
	004424.OF	偏股混合型	汇添富文体娱乐主题	杨瑨	2018/6/21	2018/12/31	44.8
	470008.OF	偏股混合型	汇添富策略回报	顾耀强	2009/12/22	2016/6/30	22.1

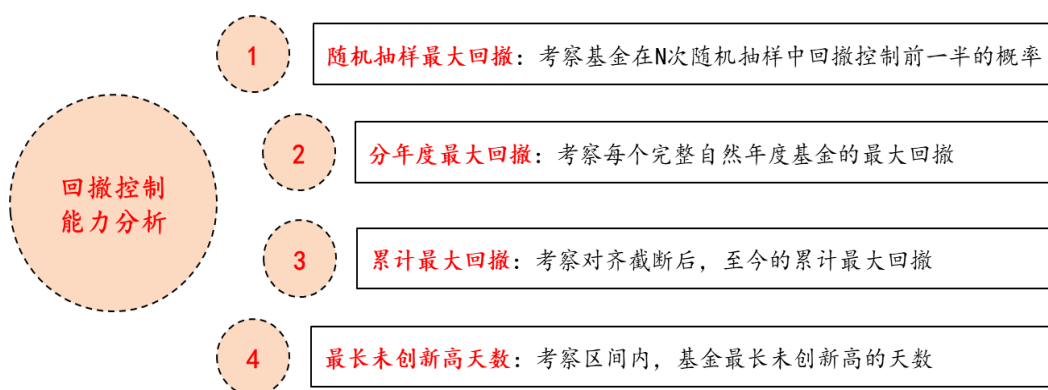
资料来源：Wind，华泰研究

回撤控制能力分析

本文主要从如下几个维度考察基金的回撤控制能力（与收益分析一一对应）：

1. **随机抽样最大回撤**：随机抽取一段超过 60 天的连续区间，考察目标基金在该区间内的最大回撤绝对值是否小于中位数，重复多次后即可计算基金排名前一半的概率。该方法模拟了投资者随机进出时的持有体验，受特定考察区间的影响最小，参考性最强。
2. **分年度最大回撤**：按照不同年期截断对齐后，考察基金的分年度回撤表现，比如 5 年期基金考察 2016 至 2021 年 6 个年度的回撤表现，其中 2021 年仅包含一季度数据。
3. **累计最大回撤**：按照不同年期截断对齐后，考察基金的区间最大回撤，比如 4 年期基金统计 2016 年 12 月 31 日至 2021 年 3 月 31 日的区间累计最大回撤。
4. **最长未创新高天数**：按照不同年期截断对齐后，各基金最长未创新高的天数。比如 4 年期基金统计 2016 年 12 月 31 日至 2021 年 3 月 31 日内最长未创新高的天数。

图表26： 主动型消费主题基金回撤控制能力分析框架



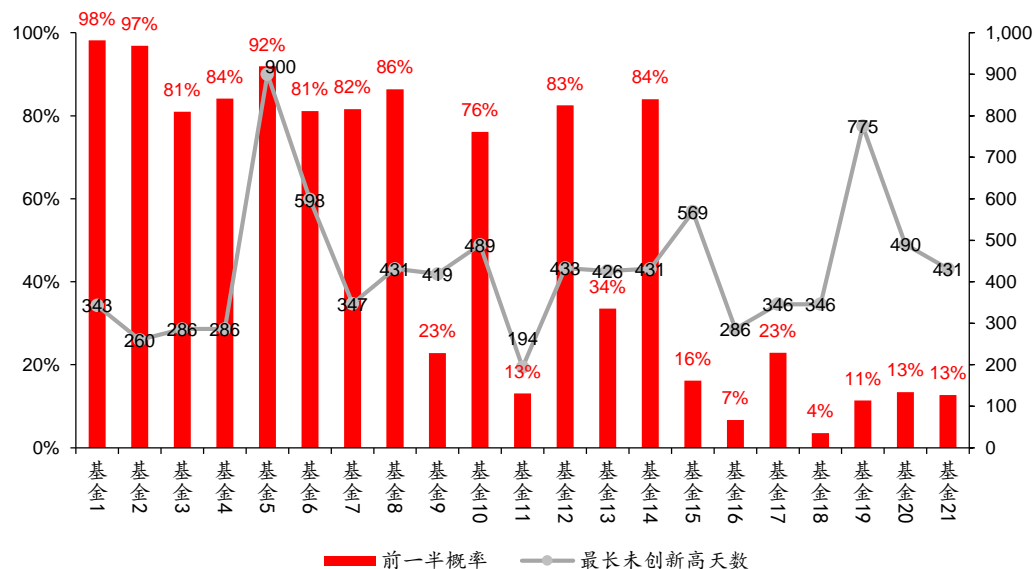
资料来源：Wind，华泰研究

以 5 年期基金为例，展示回撤控制能力分析的过程。其中，随机抽样回撤排名前一半概率、累计最大回撤、最长未创新高天数都是单项指标；分年度最大回撤考察区间为 2016 至 2021 年，共 6 个单项指标。以上一共 9 个单项指标，对每个单项指标，如果该基金回撤表现排名前一半，则记 1 分，否则记为 0 分，统计各基金的汇总得分作为回撤控制能力的刻画。

图表27： 各基金分年度最大回撤与累计最大回撤（以 5 年期为例，截至 2021-3-31）

基金编号	2016	2017	2018	2019	2020	2021	累计最大回撤
基金 1	-16.44%	-7.66%	-24.32%	-7.71%	-10.61%	-16.55%	-24.32%
基金 2	-25.24%	-6.37%	-21.23%	-7.91%	-12.00%	-15.32%	-25.24%
基金 3	-21.32%	-5.22%	-24.90%	-18.24%	-17.36%	-5.84%	-25.94%
基金 4	-23.16%	-4.74%	-24.93%	-18.63%	-17.80%	-4.97%	-24.93%
基金 5	-26.08%	-6.97%	-23.08%	-10.83%	-11.06%	-12.44%	-26.63%
基金 6	-21.23%	-6.65%	-25.82%	-19.67%	-16.18%	-8.43%	-25.82%
基金 7	-28.83%	-5.89%	-25.50%	-11.94%	-18.35%	-8.44%	-28.83%
基金 8	-22.01%	-10.67%	-22.31%	-8.33%	-12.22%	-19.52%	-22.63%
基金 9	-19.97%	-9.83%	-31.01%	-10.09%	-11.86%	-16.21%	-31.01%
基金 10	-16.15%	-6.93%	-26.22%	-19.39%	-17.38%	-8.05%	-26.22%
基金 11	-18.19%	-7.21%	-29.30%	-8.58%	-15.74%	-24.09%	-29.30%
基金 12	-25.17%	-8.69%	-25.45%	-14.82%	-12.52%	-16.31%	-25.45%
基金 13	-19.25%	-6.87%	-26.59%	-9.07%	-13.53%	-16.47%	-27.20%
基金 14	-12.93%	-10.35%	-21.94%	-10.93%	-19.09%	-17.34%	-23.02%
基金 15	-21.80%	-9.53%	-29.95%	-18.83%	-13.35%	-7.36%	-30.81%
基金 16	-20.56%	-9.28%	-33.16%	-8.99%	-17.88%	-25.86%	-33.16%
基金 17	-26.45%	-8.32%	-29.27%	-7.77%	-14.54%	-20.86%	-29.27%
基金 18	-24.90%	-9.31%	-36.37%	-8.11%	-19.61%	-26.17%	-37.29%
基金 19	-26.23%	-8.21%	-27.51%	-12.67%	-13.90%	-10.34%	-28.99%
基金 20	-24.14%	-9.80%	-29.85%	-7.64%	-14.56%	-25.86%	-31.02%
基金 21	-25.81%	-9.80%	-30.61%	-12.34%	-15.70%	-23.45%	-31.94%

资料来源：Wind，华泰研究

图表28： 各基金随机抽样回撤控制排名前一半概率和最长未创新高天数


资料来源：Wind，华泰研究

结果表明，基金1、基金2综合得分均为8分，仅在个别年份回撤表现未进入前一半，随机抽样回撤控制排名前一半的概率分别为98%、97%，整体表现较优，体现出较强的风险控制能力。

采用同样的方法，可以得到4年期、3年期、2年期的回撤控制能力综合打分。结果显示，不同年期下回撤控制综合打分靠前的基金有较高的重合度，例如骆帅的南方优选成长A、戴军的大成优选等。此外，与前文收益获取能力的推荐列表对比发现，很少有基金经理能够在收益端和回撤端都表现突出。需要指出的是，下表是基于本文提出的回撤控制分析框架给出的推荐结果，不排除其他优质产品暂未纳入其中的可能性。

图表29： 回撤控制能力视角下的主动型消费主题基金推荐

	投资类型	基金简称	现任基金经理	任职日期	起始截面	最新规模(亿)
5年期	202023.OF 灵活配置型	南方优选成长A	骆帅	2015/6/19	2015/12/31	43.7
	160916.OF 偏股混合型	大成优选	戴军	2015/5/21	2015/6/30	38.3
	166005.OF 偏股混合型	中欧价值发现A	曹名长, 蓝小康, 沈悦	2015/11/20	2015/12/31	46.4
4年期	202023.OF 灵活配置型	南方优选成长A	骆帅	2015/6/19	2015/12/31	43.7
	160916.OF 偏股混合型	大成优选	戴军	2015/5/21	2015/6/30	38.3
	160921.OF 灵活配置型	大成多策略	戴军	2016/8/19	2016/12/31	3.1
	240001.OF 偏股混合型	华宝宝康消费品	胡戈游	2011/2/11	2014/12/31	14.8
3年期	003889.OF 灵活配置型	汇安丰泽A	戴杰	2017/1/17	2017/6/30	2
	003025.OF 灵活配置型	新华红利回报	姚秋	2017/3/27	2017/6/30	4.9
	160916.OF 偏股混合型	大成优选	戴军	2015/5/21	2015/6/30	38.3
2年期	260103.OF 灵活配置型	景顺长城动力平衡	刘苏	2015/09/29	2018/6/30	14.6
	001044.OF 普通股票型	嘉实新消费	谭丽	2017/4/11	2017/6/30	12.9
	003889.OF 灵活配置型	汇安丰泽A	戴杰	2017/1/17	2017/6/30	2
	003025.OF 灵活配置型	新华红利回报	姚秋	2017/3/27	2017/6/30	4.9

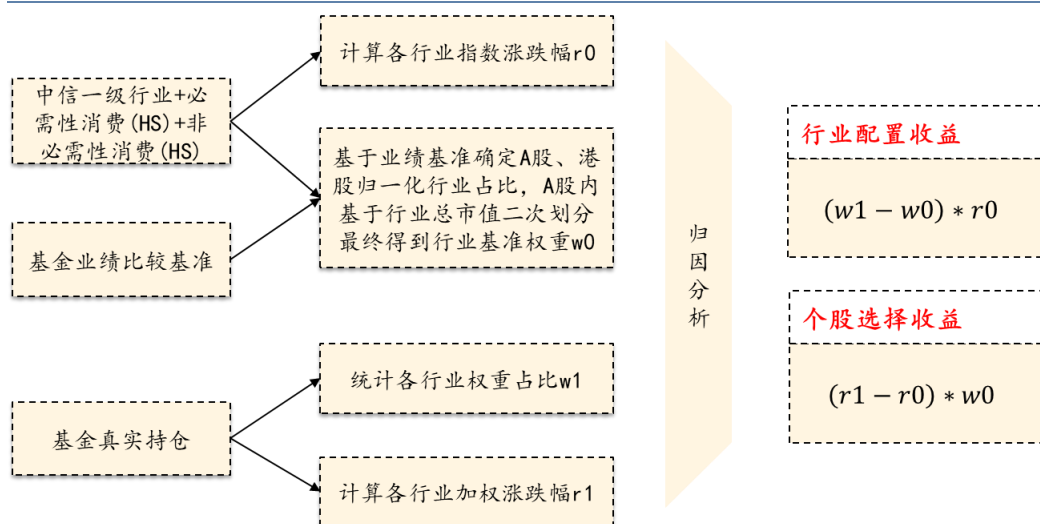
资料来源：Wind，华泰研究

业绩归因分析

本文主要考察基金的行业配置能力和选股能力，具体做法如下：

1. **计算行业指数涨跌幅 r_0** ：A股中，我们以食品饮料、汽车、家电、医药、农林牧渔、轻工制造、纺织服装、商贸零售、消费者服务九个行业来表征不同消费赛道，港股中，以必需性消费(HS)和非必需性消费(HS)来表征消费板块，在每个截面期，计算窗口期内各行业指数涨跌幅。
2. **计算行业基准权重 w_0** ：首先根据基金业绩比较基准中的描述，确定A股、港股的归一化配比；A股内部，再根据上述行业在中证800中的权重占比进行分配，港股内部则在两个行业上等分权重，最终得到各个目标行业的基准权重配比。
3. **计算真实持仓行业权重 w_1** ：获取基金真实持仓中属于A股食品饮料、汽车、家电、医药、农林牧渔、轻工制造、纺织服装、商贸零售、消费者服务九个行业或港股必需性消费、非必需性消费的股票，计算归一化权重；然后统计各子行业的归一化权重配比。
4. **计算真实持仓行业涨跌幅 r_1** ：根据各个子行业持仓个股权重及其在窗口期内的涨跌幅，计算该行业加权涨跌幅。
5. **计算行业配置能力**：公式为 $(w_1 - w_0) * r_0$ ，也即基金在强势子行业上的超配比例越多，则行业配置能力越强。
6. **计算个股选择能力**：公式为 $(r_1 - r_0) * w_0$ ，也即基金在行业内选股跑赢行业指数越多，则个股选择能力越强。

图表30： 主动型消费主题基金业绩归因分析框架



资料来源：Wind，华泰研究

本文实证过程中，仅基于年报、半年报完整持仓展开归因分析，收益率计算窗口期为报告期后6个月。归因结果显示，大多数主动型基金经理的个股选择能力略胜于行业配置能力，以5年期基金为例（21支基金）：

1. 在行业配置超额收益均值中，仅有2支基金大于5%，最大值为5.15%，有10支基金的超额收益均值为负。
2. 在个股选择超额收益均值中，有7支基金大于5%，最大值为9.77%，仅6支基金的超额收益为负。

图表31：主动型消费主题基金行业配置能力（以5年期为例）

	2015-12	2016-06	2016-12	2017-06	2017-12	2018-06	2018-12	2019-06	2019-12	2020-06	均值	>0 占比
基金 1	7.70%	0.14%	10.32%	7.35%	4.15%	-1.67%	12.75%	1.10%	1.98%	7.29%	5.11%	90.91%
基金 2	5.10%	0.41%	11.04%	6.74%	-0.72%	1.25%	14.37%	-0.13%	-3.92%	17.31%	5.15%	72.73%
基金 3	2.81%	-0.01%	0.49%	3.89%	1.20%	0.69%	-4.49%	0.95%	-12.23%	3.64%	-0.31%	63.64%
基金 4	-2.47%	-0.56%	5.75%	1.04%	1.38%	0.64%	5.41%	-0.03%	6.65%	-3.17%	1.46%	63.64%
基金 5	-1.96%	-0.45%	2.48%	11.14%	3.47%	0.77%	9.81%	-1.49%	-0.70%	15.20%	3.83%	63.64%
基金 6	-3.94%	0.69%	8.52%	4.10%	0.37%	-3.89%	7.76%	3.34%	8.55%	-12.61%	1.29%	72.73%
基金 7	0.66%	0.67%	1.95%	-0.30%	5.49%	-2.22%	-2.94%	-0.36%	1.44%	6.72%	1.11%	63.64%
基金 8	3.29%	-1.28%	4.92%	6.96%	3.09%	-1.30%	14.83%	-1.21%	-1.37%	14.82%	4.27%	63.64%
基金 9	1.82%	0.35%	-1.20%	2.01%	0.76%	0.93%	-5.70%	0.32%	-12.02%	1.42%	-1.13%	63.64%
基金 10	1.48%	-0.50%	-0.45%	3.41%	3.36%	-0.87%	15.48%	-0.15%	-0.84%	7.78%	2.87%	54.55%
基金 11	-3.03%	-2.38%	0.16%	-0.01%	0.22%	0.43%	3.49%	2.60%	-7.67%	10.68%	0.45%	63.64%
基金 12	-2.01%	0.57%	0.89%	0.00%	-2.72%	3.99%	10.07%	-0.93%	4.59%	-13.34%	0.11%	54.55%
基金 13	4.48%	0.20%	4.13%	-0.07%	0.21%	-0.59%	-2.78%	0.25%	-2.33%	-3.50%	0.00%	54.55%
基金 14	4.98%	-0.25%	2.81%	-0.04%	0.31%	-0.58%	-3.01%	0.38%	-2.53%	-2.56%	-0.05%	36.36%
基金 15	-4.82%	0.32%	-8.88%	3.22%	-0.84%	4.68%	10.79%	-4.17%	-5.19%	-13.66%	-1.86%	36.36%
基金 16	-3.24%	-1.17%	2.79%	-1.47%	1.54%	-2.11%	-2.71%	-0.81%	1.87%	0.03%	-0.53%	36.36%
基金 17	-7.13%	-2.70%	-5.54%	-6.72%	3.19%	2.39%	-6.46%	-3.43%	2.49%	-2.36%	-2.63%	27.27%
基金 18	-1.66%	-2.43%	-5.18%	-4.40%	3.60%	-1.89%	-1.66%	-0.81%	8.57%	-2.25%	-0.81%	18.18%
基金 19	-2.38%	-1.47%	-7.64%	-4.28%	0.48%	-1.90%	-9.68%	1.27%	6.65%	-1.27%	-2.02%	27.27%
基金 20	-8.08%	-2.83%	-2.14%	-4.31%	-2.36%	0.52%	-1.36%	1.83%	-2.13%	-6.47%	-2.73%	18.18%
基金 21	-4.30%	-0.49%	1.28%	-4.44%	0.70%	-2.28%	-2.76%	2.16%	-0.46%	-8.14%	-1.87%	27.27%

资料来源：Wind，华泰研究

图表32：主动型消费主题基金个股选择能力（以5年期为例）

	2015-12	2016-06	2016-12	2017-06	2017-12	2018-06	2018-12	2019-06	2019-12	2020-06	均值	>0 占比
基金 1	6.41%	-13.72%	2.72%	13.06%	6.54%	1.56%	18.89%	11.05%	15.64%	4.72%	6.69%	90.91%
基金 2	13.63%	-1.29%	15.54%	8.31%	9.30%	2.54%	8.65%	2.66%	0.76%	17.06%	7.72%	90.91%
基金 3	2.16%	1.94%	20.74%	8.71%	14.10%	-2.29%	11.24%	8.37%	9.02%	22.79%	9.68%	90.91%
基金 4	-2.29%	-0.55%	7.43%	10.14%	9.90%	0.37%	15.30%	4.32%	14.42%	6.62%	6.57%	81.82%
基金 5	1.93%	-0.65%	10.61%	-1.16%	16.39%	-4.05%	31.72%	7.02%	17.21%	18.64%	9.77%	72.73%
基金 6	13.14%	-1.78%	10.41%	0.47%	9.60%	3.66%	-2.06%	5.66%	8.67%	3.83%	5.16%	81.82%
基金 7	7.32%	0.76%	10.00%	5.20%	11.55%	2.87%	-1.47%	2.21%	-9.36%	-1.64%	2.74%	72.73%
基金 8	4.37%	-0.66%	16.23%	6.88%	3.77%	9.07%	17.96%	1.06%	-13.38%	12.37%	5.77%	81.82%
基金 9	5.90%	-5.13%	7.32%	-8.52%	12.31%	3.39%	-23.61%	1.22%	20.96%	19.62%	3.35%	72.73%
基金 10	10.07%	-13.81%	-3.69%	13.60%	1.72%	-0.17%	-1.11%	5.19%	19.53%	-3.06%	2.83%	54.55%
基金 11	8.15%	-4.01%	8.83%	7.60%	0.81%	-0.62%	-0.59%	-5.75%	-20.19%	9.69%	0.39%	54.55%
基金 12	1.84%	-3.33%	5.18%	13.88%	12.95%	-1.00%	-7.71%	3.73%	11.60%	-5.36%	3.18%	63.64%
基金 13	4.45%	-3.48%	7.71%	-1.52%	5.27%	3.88%	-2.00%	-7.36%	20.50%	8.16%	3.56%	63.64%
基金 14	7.97%	-8.72%	4.81%	-18.69%	0.64%	3.95%	-9.36%	14.33%	49.42%	-13.44%	3.09%	63.64%
基金 15	6.29%	5.47%	8.54%	9.11%	-4.11%	0.18%	-5.73%	-5.18%	-11.93%	-3.59%	-0.10%	45.45%
基金 16	8.52%	3.29%	18.63%	-1.06%	2.19%	-0.16%	-3.58%	-7.82%	-19.52%	-37.52%	-3.70%	36.36%
基金 17	5.61%	3.02%	16.89%	-2.85%	1.73%	0.80%	-10.03%	0.38%	-19.73%	-22.05%	-2.62%	54.55%
基金 18	5.87%	-7.92%	9.62%	2.59%	2.64%	-0.50%	-7.85%	3.28%	11.92%	-7.84%	1.18%	63.64%
基金 19	10.04%	2.80%	-1.46%	-13.07%	9.69%	0.54%	-14.05%	-2.66%	4.34%	-12.35%	-1.62%	45.45%
基金 20	4.60%	4.69%	8.61%	8.69%	-4.26%	0.11%	-4.56%	-5.73%	-14.99%	-1.26%	-0.41%	45.45%
基金 21	2.18%	0.35%	-3.97%	-12.97%	-13.16%	6.57%	-22.79%	-13.64%	-9.26%	-19.93%	-8.66%	27.27%

注：本表中的基金编号与上表中并无对应关系

资料来源：Wind，华泰研究

考察不同年期基金的行业配置能力画像，选择行业配置超额收益均值较大，且超额收益>0 占比较高的基金进行推荐。结果表明，行业配置能力视角下的推荐列表与前文收益获取能力分析中的推荐列表有一定的重合度，比如，张坤的易方达中小盘和易方达蓝筹精选、萧楠和王元春的易方达消费行业等，说明收益表现较好的基金经理大多具备较强的赛道选择能力；值得说明的是，近几年消费板块内各行业间的表现分化较大，展现出较强行业配置能力的基金大多在食品饮料行业上集中度比较高。同样需要强调，下表是基于本文提出的归因框架给出的推荐结果，不排除其他优质产品暂未纳入其中的可能性。

图表33： 行业配置收益视角下的主动型消费基金推荐

年期分类	基金代码	投资类型	基金简称	现任基金经理	起始截面	最新规模(亿)
5 年期	110011.OF	偏股混合型	易方达中小盘	张坤	2014/12/31	314.6
	110022.OF	普通股票型	易方达消费行业	萧楠,王元春	2014/12/31	318.7
	070018.OF	灵活配置型	嘉实回报灵活配置	常蓁	2015/6/30	7.4
	200008.OF	偏股混合型	长城品牌优选	杨建华	2015/6/30	26.5
4 年期	206007.OF	偏股混合型	鹏华消费优选	王宗合	2016/6/30	9.9
	110011.OF	偏股混合型	易方达中小盘	张坤	2014/12/31	314.6
	400025.OF	灵活配置型	东方新兴成长	王然	2016/6/30	4.5
	110022.OF	普通股票型	易方达消费行业	萧楠,王元春	2014/12/31	318.7
	519710.OF	灵活配置型	交银策略回报	韩威俊	2016/6/30	5.1
3 年期	001382.OF	偏股混合型	易方达国企改革	郭杰	2017/12/31	3.5
	160605.OF	偏股混合型	鹏华中国 50	王宗合	2017/12/31	18.4
	206007.OF	偏股混合型	鹏华消费优选	王宗合	2016/6/30	9.9
	004868.OF	偏股混合型	交银股息优化	韩威俊	2017/12/31	6.9
	020005.OF	偏股混合型	国泰金马稳健回报	李恒	2017/6/30	14.1
2 年期	005481.OF	灵活配置型	银华瑞泰	唐能	2018/12/31	7.1
	005827.OF	偏股混合型	易方达蓝筹精选	张坤	2018/12/31	880.2
	160605.OF	偏股混合型	鹏华中国 50	王宗合	2017/12/31	18.4
	206007.OF	偏股混合型	鹏华消费优选	王宗合	2016/6/30	9.9

资料来源：Wind，华泰研究

采用同样的方法对不同年期下个股选择能力较强的基金进行推荐，表现比较突出的有张坤的易方达中小盘、胡昕炜的汇添富消费行业、骆帅的南方优选成长 A、杨建华的长城品牌优选、常蓁的嘉实回报灵活配置、付斌的招商先锋等，他们不同年期下都表现出优异的个股选择能力，说明基金经理的业绩持续性较强。

图表34： 个股选择收益视角下的主动型消费基金推荐

年期分类	基金代码	投资类型	基金简称	现任基金经理	起始截面	最新规模(亿)
5 年期	200008.OF	偏股混合型	长城品牌优选	杨建华	2015/6/30	26.5
	110011.OF	偏股混合型	易方达中小盘	张坤	2014/12/31	314.6
	070018.OF	灵活配置型	嘉实回报灵活配置	常蓁	2015/6/30	7.4
	217005.OF	偏股混合型	招商先锋	付斌	2015/6/30	17.6
4 年期	000083.OF	偏股混合型	汇添富消费行业	胡昕炜	2016/6/30	186.4
	200008.OF	偏股混合型	长城品牌优选	杨建华	2015/6/30	26.5
	217005.OF	偏股混合型	招商先锋	付斌	2015/6/30	17.6
	202023.OF	灵活配置型	南方优选成长 A	骆帅	2015/12/31	43.7
	070018.OF	灵活配置型	嘉实回报灵活配置	常蓁	2015/6/30	7.4
	110011.OF	偏股混合型	易方达中小盘	张坤	2014/12/31	314.6
3 年期	000083.OF	偏股混合型	汇添富消费行业	胡昕炜	2016/6/30	186.4
	202023.OF	灵活配置型	南方优选成长 A	骆帅	2015/12/31	43.7
	200008.OF	偏股混合型	长城品牌优选	杨建华	2015/6/30	26.5
	217005.OF	偏股混合型	招商先锋	付斌	2015/6/30	17.6
2 年期	070018.OF	灵活配置型	嘉实回报灵活配置	常蓁	2015/6/30	7.4
	200008.OF	偏股混合型	长城品牌优选	杨建华	2015/6/30	26.5
	217005.OF	偏股混合型	招商先锋	付斌	2015/6/30	17.6
	000083.OF	偏股混合型	汇添富消费行业	胡昕炜	2016/6/30	186.4

资料来源：Wind，华泰研究

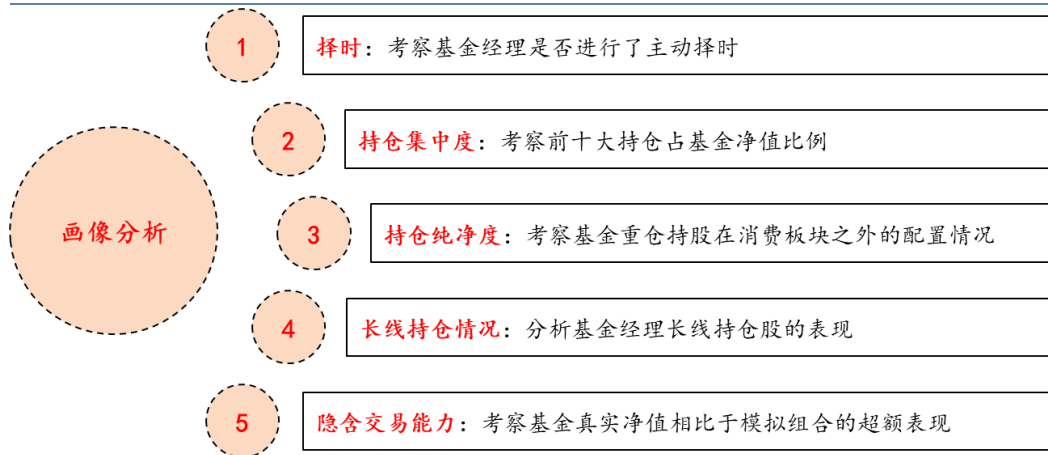
基金画像分析

本节主要基于基金持仓数据进行画像分析，具体包含如下维度：

1. **择时画像**：主要考察基金的股票持仓占基金净值比例是否出现大幅波动，以此反映基金经理是否进行了主动择时。
2. **持仓集中度画像**：主要考察前十大持仓占基金净值比例，持仓集中度的高低既反映了基金经理对个股的自信程度，也反映整个组合的风险集中度。
3. **持仓纯净度画像**：主要考察前十大持仓中股票的行业分布，观察基金经理是否在目标板块之外的股票上有较多配置，反映了持仓在消费板块上的纯净程度。
4. **长线持仓画像**：考察基金的长线持仓情况，所谓长线持仓，是指某个股票连续 N 个季度出现在基金的前十大持仓中（本文仅关注 $N \geq 2$ 的场景）。通过统计基金经理的长线持仓个股表现（包括持有期数、持有期间涨跌幅、相比一级行业超额收益），可以对基金经理的操作风格和收益来源有更全面的了解。
5. **隐含交易能力画像**：基于基金持仓明细构建模拟组合，考察真实净值相比于模拟组合的超额表现，来刻画基金经理“看不见”的交易行为带来的增强效果。具体而言，一季报和三季报采用前十大持仓，年报和半年报采用全部持仓，将股票权重归一化后构建模拟组合，计算每个季度基金真实表现相比于模拟组合的超额收益率，同时计算全局区间基金真实净值相比于模拟组合的信息比率，若季度超额收益均值越大，正值占比越高，且信息比率越大，则说明基金经理隐含交易能力越强。

需要强调的是，上述画像维度并没有绝对的好坏之分，比如隐含交易能力强的基金并不一定代表基金表现更好，我们引入画像分析的主要目的是为了对基金经理的操作风格、交易习惯等维度有一个全景刻画，这样投资者在选择基金时可以根据自己的认知、理念、偏好进行适配。

图表35： 主动型消费主题基金画像分析



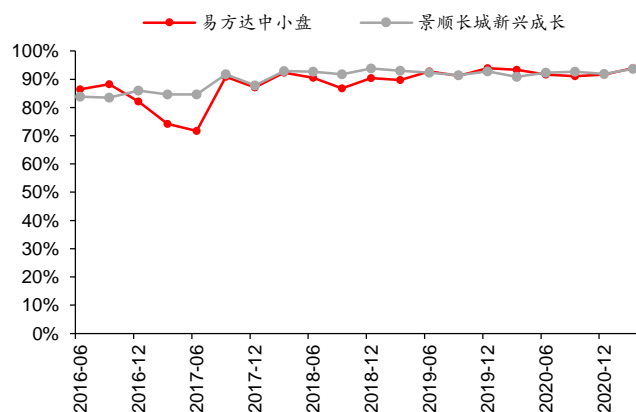
资料来源：Wind，华泰研究

以前文收益获取能力分析中推荐的4年期基金为例，选取易方达中小盘（张坤）、景顺长城新兴成长（刘彦春）两支优秀基金作为分析范例，结果显示：

1. **择时画像**：两支基金的股票资产占基金净值比基本上稳定在80%以上，说明两只基金在考察区间内均没有进行大的主动择时，操作风格都是自下而上精选个股。
2. **持仓集中度画像**：两支基金的前十大持仓集中度基本上围绕60%-70%之间波动，说明两位基金经理的持仓集中度都比较高，对于看好的标的都是重仓持有。
3. **持仓纯净度画像**：自16年年报开始，刘彦春的前十大持仓几乎全部都集中在消费板块，而张坤除了传统消费板块，近几年也持续配置了带有“免税概念”的上海机场（属于交通运输行业）。
4. **长线持仓画像**：两支基金都是长期持有的风格，整个考察期内，贵州茅台、五粮液、泸州老窖等白酒股都连续多次出现在两支基金的持仓中；除了食品饮料行业，张坤在医药、家电行业上也涉猎较多，而刘彦春则更擅长在农林牧渔、轻工制造等行业内选股。

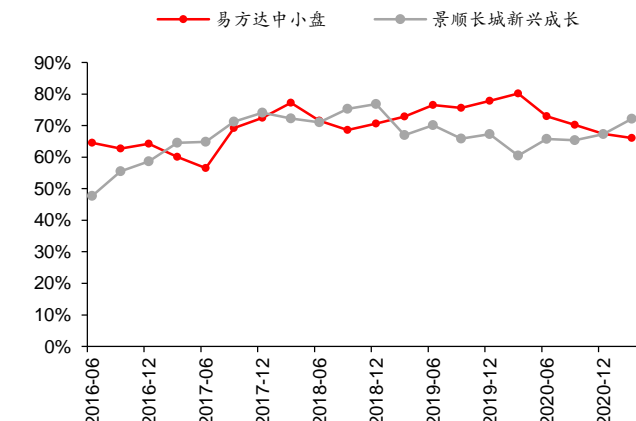
5. **隐含交易能力画像：**易方达中小盘相比于其模拟组合的信息比率为-0.86，景顺长城新兴成长为-0.46，基金净值均跑输模拟组合，这主要是因为构建模拟组合时仅考虑了股票部分持仓(单独针对股票持仓权重归一化)，而基金真实运营中股票持仓是小于100%的，考虑到近几年消费行业的强势表现，基金净值自然跑不过模拟组合。

图表36：股票持仓占比



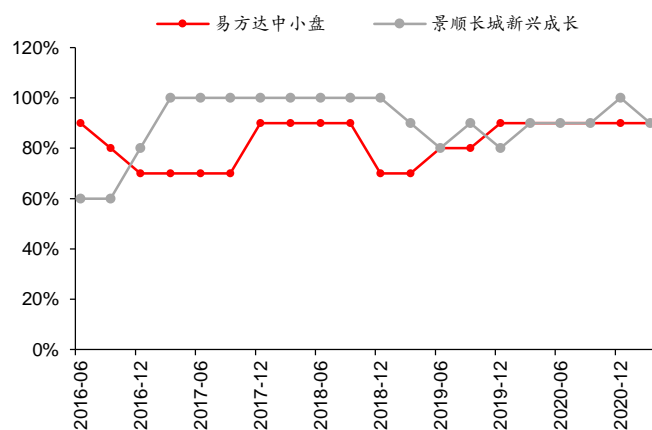
资料来源：Wind，华泰研究

图表37：前十大持仓占比



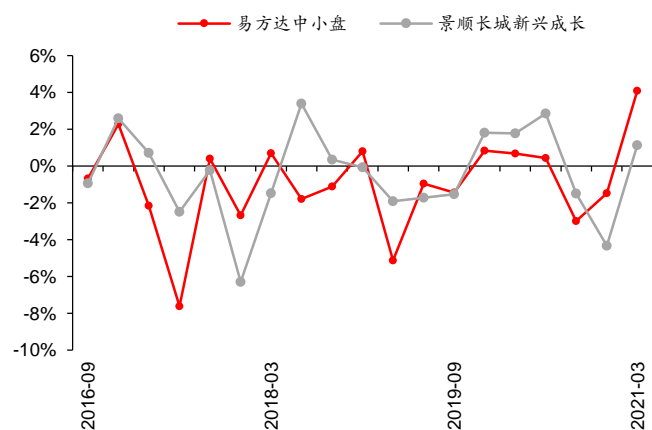
资料来源：Wind，华泰研究

图表38：前十大持仓中消费行业股票数量占比



资料来源：Wind，华泰研究

图表39：基金与模拟组合的季度超额收益



资料来源：Wind，华泰研究

图表40：易方达中小盘持有期数最长的15支股票

股票代码	开始日期	结束日期	持有期数	股票名称	股票区间涨跌	所属行业	行业区间涨跌	超额收益
000858.SZ	2016/6/30	2021/3/31	20	五粮液	804.00%	食品饮料	289.48%	514.53%
600519.SH	2016/6/30	2021/3/31	20	贵州茅台	643.11%	食品饮料	289.48%	353.64%
000568.SZ	2016/6/30	2020/12/31	19	泸州老窖	738.42%	食品饮料	320.35%	418.08%
600009.SH	2016/12/31	2020/12/31	17	上海机场	196.87%	交通运输	-5.73%	202.60%
002032.SZ	2018/6/30	2021/3/31	12	苏泊尔	45.50%	家电	44.80%	0.70%
002007.SZ	2017/12/31	2020/6/30	11	华兰生物	273.54%	医药	43.54%	230.00%
300015.SZ	2017/12/31	2020/6/30	11	爱尔眼科	262.85%	医药	43.54%	219.31%
600690.SH	2017/9/30	2020/3/31	11	海尔智家	-0.72%	家电	2.72%	-3.44%
600161.SH	2019/6/30	2021/3/31	8	天坛生物	55.40%	医药	63.15%	-7.75%
002032.SZ	2016/9/30	2017/12/31	6	苏泊尔	38.79%	家电	47.49%	-8.70%
000089.SZ	2016/6/30	2017/9/30	6	深圳机场	3.91%	交通运输	10.68%	-6.78%
600066.SH	2019/12/31	2020/12/31	5	宇通客车	28.07%	汽车	49.95%	-21.88%
600007.SH	2016/9/30	2017/9/30	5	中国国贸	-13.56%	房地产	-1.95%	-11.61%
600763.SH	2020/6/30	2021/3/31	4	通策医疗	50.21%	医药	2.31%	47.89%
000423.SZ	2016/12/31	2017/9/30	4	东阿阿胶	22.19%	医药	1.20%	20.99%

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表41：景顺长城新兴成长持有期数最长的15支股票

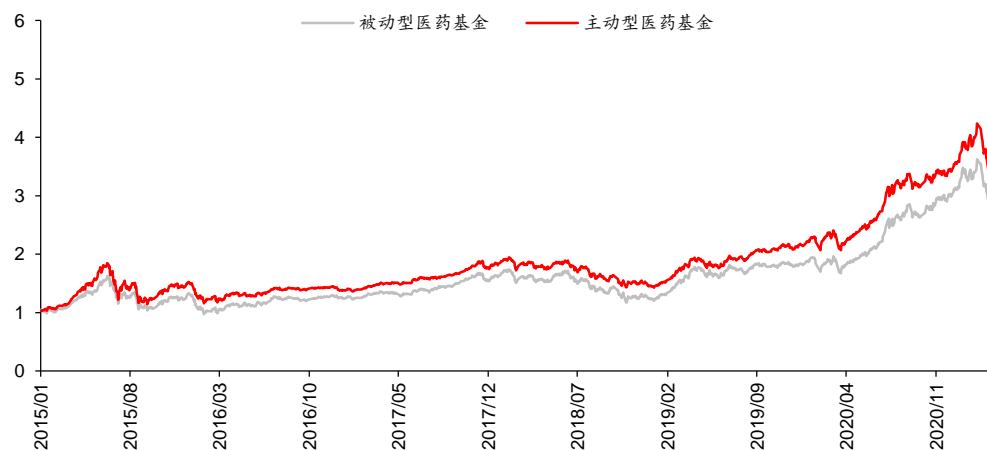
股票代码	开始日期	结束日期	持有期数	股票名称	股票区间涨跌	所属行业	行业区间涨跌	超额收益
000568.SZ	2016/12/31	2021/3/31	18	泸州老窖	632.14%	食品饮料	270.69%	361.44%
600519.SH	2017/3/31	2021/3/31	17	贵州茅台	449.60%	食品饮料	239.92%	209.68%
002311.SZ	2016/6/30	2019/3/31	12	海大集团	84.02%	农林牧渔	8.21%	75.81%
603899.SH	2016/6/30	2019/3/31	12	晨光文具	113.88%	轻工制造	-14.52%	128.40%
600566.SH	2016/6/30	2018/12/31	11	济川药业	35.60%	医药	-20.69%	56.29%
000651.SZ	2017/3/31	2019/3/31	9	格力电器	58.08%	家电	17.86%	40.22%
000858.SZ	2019/6/30	2021/3/31	8	五粮液	130.26%	食品饮料	87.17%	43.09%
300498.SZ	2018/6/30	2020/3/31	8	温氏股份	49.74%	农林牧渔	64.92%	-15.18%
002714.SZ	2018/12/31	2020/3/31	6	牧原股份	325.42%	农林牧渔	71.89%	253.53%
000418.SZ	2016/9/30	2017/12/31	6	小天鹅A	106.95%	综合	-10.64%	117.59%
601888.SH	2020/6/30	2021/3/31	4	中国中免	99.47%	消费者服务	49.65%	49.82%
600276.SH	2020/3/31	2020/12/31	4	恒瑞医药	45.68%	医药	38.98%	6.70%
600887.SH	2019/9/30	2020/6/30	4	股份	12.12%	食品饮料	30.07%	-17.95%
601888.SH	2019/3/31	2019/12/31	4	中国中免	27.76%	消费者服务	4.86%	22.90%
000596.SZ	2018/6/30	2019/3/31	4	古井贡酒	21.08%	食品饮料	11.35%	9.73%

资料来源：Wind，华泰研究

主动型和被动型消费主题基金比较

分别以前文经过可投资性约束筛选后的17支被动指数型消费基金、194支主动管理型消费基金作为底层池，等权构建被动指数型消费基金指数和主动管理型消费基金指数。结果显示，主动型消费基金的年化收益率23.70%，信息比率1.04，最大回撤38.19%；而被动型消费主题基金的年化收益率为20.35%，信息比率0.88，最大回撤40.12%，从各项指标来看，主动型基金的表现整体都略优于被动型，说明在消费相关行业上，基金经理基于专业能力获取超越行业基准的超额回报是相对有把握的。

图表42：被动型与主动型消费主题基金指数走势对比（截至2021-03-31）



资料来源：Wind，华泰研究

图表43：被动型与主动型消费主题基金指数业绩指标（截至2021-03-31）

	年化收益率	年化波动率	夏普比率	最大回撤
被动型消费基金	20.35%	24.58%	0.88	-40.12%
主动型消费基金	23.70%	23.10%	1.04	-38.19%

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

本文梳理的消费主题基金池，以及推荐标的，都是基于一套自定义的定量标准得出，不排除其他优质产品暂未纳入其中的可能性；本文梳理的消费基金推荐池是基于历史表现给出，历史表现并不一定代表未来，请投资者理性看待。

免责声明

分析师声明

本人，林晓明、李聪、韩哲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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，华泰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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰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，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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（无论整份或部分）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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“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利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林晓明、李聪、韩哲本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司