



抱团历史解析与抱团衡量因子构建

基金选择因子研究系列之一 | 2022.3.25

中信证券研究部

核心观点



厉海强
首席金融产品
分析师

S1010512010001



何旺岗
金融产品分析师
S1010520120005



赵文荣
首席量化与配置
分析师
S1010512070002



朱必远
联席首席金融产品
分析师
S1010515070004



王亦琛
金融产品分析师
S1010521080003

通过在行业、个股等多个口径使用不同指标对资本市场中的抱团现象进行解析，可以看到历史中的抱团具有不同瓦解过程；同时，基金本身是否参与抱团可以作为分化因子，用来排除回撤风险较大的基金；此外，能力强的基金经理可以通过有效择股在不参与抱团的情况下，取得整体优于抱团基金的良好业绩。

■ 历史上曾发生多次基金抱团现象。市场中的抱团现象存在周期性，基金利用抱团优势可以在抱团形成初期取得领先市场的良好业绩，但在抱团瓦解时也要承担回撤风险。对于抱团行为的深入探讨，有助于我们区分基金的风格特点，更好地优选基金。

■ 对于基金抱团现象，本报告采用 CR 和 HHI 指标进行研究。集中度指标（CR）最为常见，其算法简洁，但也舍弃了尾部数据，并且纳入固定百分比资产的算法，理论上存在因抱团行业的特异性而产生误差的可能；赫芬达尔-赫希曼指数（HHI）充分使用全部数据，可以有效弥补集中度的不足。HHI 刻画市场抱团的缺点在于资产种类过少时，计算结果数值过大，但在当今的市场环境中，基金数量充足，使得该方法的缺陷可以完全忽略。实践中，两种探究方法结论一致，可以完美对照。

■ 过去十年内市场发生过两次基金抱团，其瓦解进程有所差异。通过对比不同口径的基金抱团指标，可以看到抱团瓦解时投资在行业与个股的分散化并不同步。在 2013 年左右发生的第一次抱团瓦解先发生在个股层面，资金在热门股投资比重先行降低，但资金仍集中于食品饮料与医药行业内，直到 2014 年行业热度逐渐消退。近年来的第二次抱团瓦解，投资集中是在大行业层面先行停滞，而抱团股票仍然保持热度，持续吸收大量资金，维持一段时间后才在个股层面出现抱团瓦解。两次大抱团的内部瓦解过程并不相同。

■ 利用重仓股数据可以构建抱团衡量因子，对基金进行分化。重仓股体现基金经理的投资风格，通过量化基金经理对重仓股中热门股票的青睐程度，可以对基金实现季频打分，归类出不同风格的基金。实证表明，即使是在市场抱团加剧时期，抱团基金也无法显著优于独立基金，而在抱团瓦解期会承受较大风险。

■ 结合动量因子，可以更好发挥出抱团衡量因子的作用。过去的业绩在一定程度上反映基金经理的择股能力。特立独行的基金经理不参与抱团，但如果投研能力足够优秀，在非热门资产中也可以找到优质投资标的，在取得足够收益的同时，避免抱团瓦解带来的巨大回撤风险。

■ 基金投资策略效果稳健。本报告中的主动偏股型基金如不做特殊说明，仅包含以下基金：普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金；调仓时机为每季度结束后 30 天，季频调仓。测算结果表明，抱团衡量因子与动量因子可以实现联动，对主动偏股型基金进行有效优选。最终基金组合实现十年间年化收益率 18.06%。该模型仅使用两个因子进行顺序筛选，效果稳定，在未来可持续开发方面具有较大价值。

■ 风险因素：（1）基金经理变更或投资风格转换；（2）热门行业在季度内快速轮动；（3）市场环境改变，过往历史数据无法正确反映未来变化。

目录

基金抱团的历史.....	1
关注基金抱团具有重要意义.....	1
刻画基金抱团：采用 CR 指标	2
刻画基金抱团：采用 HHI	4
历史上基金抱团的瓦解具有不同特点	5
抱团衡量因子	6
构建抱团衡量因子有助于探究不同基金间的比较优势	6
结合抱团衡量因子与动量因子	8
收益率可以作为动量因子优选基金	8
抱团衡量因子与动量因子依次使用效果更好	8
基金组合业绩优秀	9
风险因素	11

插图目录

图 1：历史中的抱团现象.....	1
图 2：中信一级行业口径 CR20%走势	2
图 3：中信三级行业口径 CR20%走势	2
图 4：个股口径 CR20%走势	2
图 5：基金数量与重仓股覆盖股票数量变化	2
图 6：重仓股覆盖行业数量变化	2
图 7：十年间不同口径 CR20%变化	3
图 8：十年间不同口径 CR10%变化	3
图 9：中信一级行业口径 HHI 变化	4
图 10：中信三级行业口径 HHI 变化	4
图 11：个股口径 HHI 变化	4
图 12：Z-Score 标准化后的混合 HHI	4
图 13：以总市值分类的抱团衡量因子分化基金后的净值对比	6
图 14：以总市值分类的独立基金与抱团基金净值差	6
图 15：以基金数量分类的抱团因子分化基金后的净值对比	7
图 16：以基金数量分类的独立基金与抱团基金净值差	7
图 17：动量因子分组净值	8
图 18：不同类基金中的绩优组净值	9
图 19：与单纯抱团衡量因子筛选的基金池作净值比较	9
图 20：与单纯动量因子筛选的基金池作净值对比	9
图 21：基金组合与中证 800 净值对比	10
图 22：基金组合与 Wind 偏股混合型基金指数净值对比	10

表格目录

表 1：十年间典型抱团基金在不同时间窗口的区间收益	1
表 2：不同类型基金在不同时间窗口的区间收益	5
表 3：投资组合部分基金展示	10

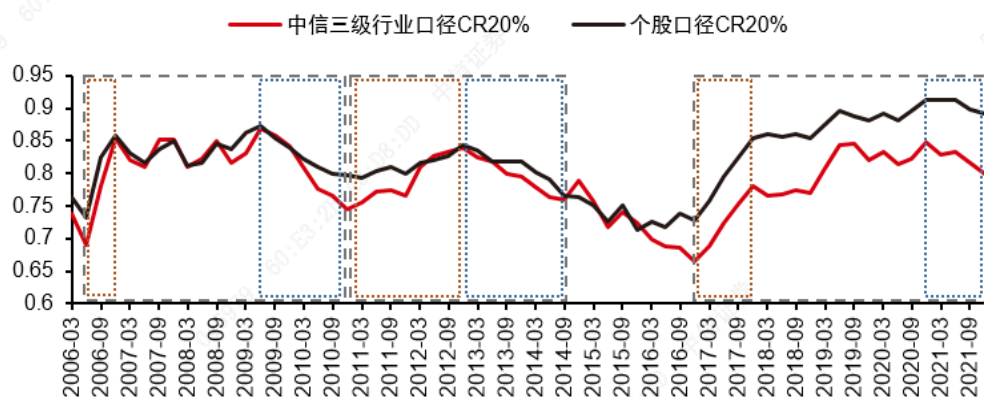
基金抱团的历史

主动偏股型基金作为股票市场中的活跃参与者，本身的资产组合含有大量股票。在某些时期，不同机构投资者之间的持仓，会展现出相似性，大量基金集中投资于相同的股票，即基金抱团。

关注基金抱团具有重要意义

基金抱团对于基金业绩具有一定的潜在影响，基金抱团指的是基金持仓的重复度，其变化往往具有显著的周期性，往往在一段时期，抱团程度持续增加，而在另一些时期，抱团程度呈现持续下降的现象。

图 1：历史中的抱团现象



资料来源：Wind，中信证券研究部

基金持仓重复度的持续上升，以股票为例，通常意味着这段时间内相应股票的需求增加，供给也就是卖出较少，体现在基金业绩上，往往是一段时间的超额收益。而这种超额收益不具有持续性和可复制性，拉长时间甚至会出现均值回归，这对于基金筛选和基金投资构成了重大的挑战，如果将这部分超额收益错误的归因成基金的投资能力，容易在抱团程度较高的阶段投入资金，并在抱团解散的情况下受到伤害。

表 1：十年间典型抱团基金在不同时间窗口的区间收益

关键时间窗口		典型抱团基金收益				基准收益
市场特点	时间窗口	抱团基金 A	抱团基金 B	抱团基金 C	抱团基金 D	Wind 偏股混合型基金指数
抱团瓦解时期	1H2013	6.78%	15.22%	16.35%	3.84%	5.32%
	2H2013	8.05%	5.91%	12.72%	15.14%	8.46%
	1H2014	-10.02%	-12.10%	-6.54%	-7.00%	-0.87%
	区间累计	3.82%	7.26%	22.57%	11.18%	13.24%
抱团形成时期	1H2017	10.90%	11.99%	20.28%	36.08%	5.03%
	2H2017	10.89%	9.35%	19.58%	23.07%	8.01%
	区间累计	22.98%	22.46%	43.83%	67.48%	13.44%
抱团瓦解时期	1H2021	0.82%	-0.08%	1.44%	-1.93%	8.87%
	2H2021	-2.88%	-5.65%	5.12%	-7.50%	-1.80%

关键时间窗口		典型抱团基金收益				基准收益
市场特点	时间窗口	抱团基金 A	抱团基金 B	抱团基金 C	抱团基金 D	Wind 偏股 混合型基金 指数
	区间累计	-2.08%	-5.73%	6.63%	-9.28%	6.91%

资料来源：Wind，中信证券研究部

备注：典型抱团基金为关键时间窗口中每个季度都参与抱团的基金，符合条件基金共有四支。

综合来看，对于抱团特征的理解，非常有助于区分基金的风格和能力，帮助投资者选择更好更合适的基金。在实践中，我们可以采用不同指标对资本市场的抱团情况进行研究。

刻画基金抱团：采用 CR 指标

集中度被普遍用来描述市场中的抱团情况。我们以所有基金的重仓股持仓作为总资产池，将其中持股市值由大到小排序前 20% 的资产的累计持仓比重作为 CR20%，分别按一级行业、三级行业、个股三个口径进行刻画。

图 2：中信一级行业口径 CR20% 走势

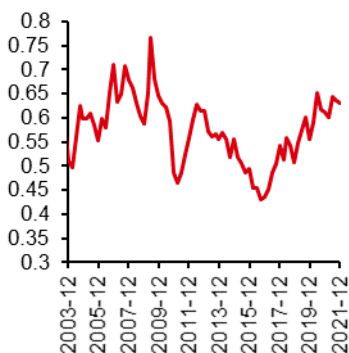


图 3：中信三级行业口径 CR20% 走势

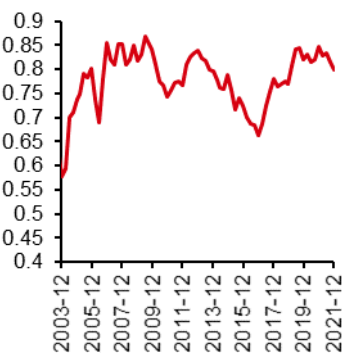


图 4：个股口径 CR20% 走势



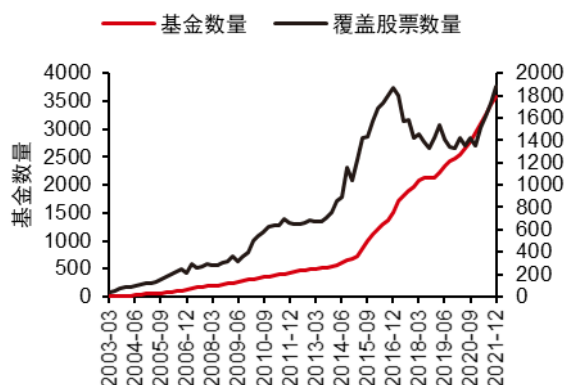
资料来源：Wind，中信证券研究部

资料来源：Wind，中信证券研究部

资料来源：Wind，中信证券研究部

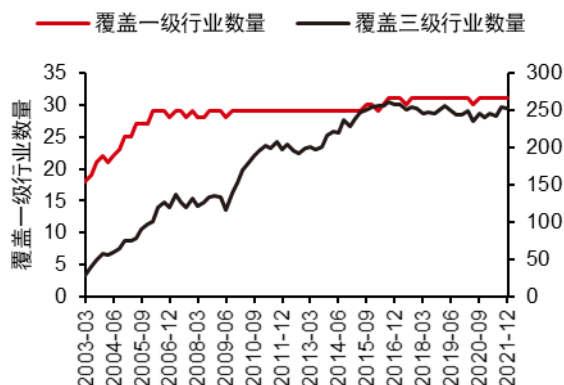
我们可以看到，在 2010 年往后，三个口径形态变化基本相同，2010 年以前有所差异。这很可能是由于 2010 年以前基金数量过少，数据有效性受到影响。

图 5：基金数量与重仓股覆盖股票数量变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

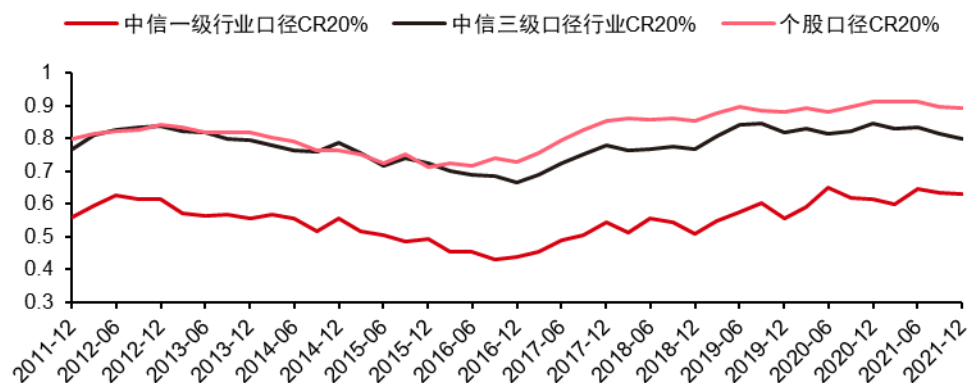
图 6：重仓股覆盖行业数量变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

基金市场发展有一个不断壮大的过程。在基金市场发展的初期，基金数量过少，研究抱团意义并不显著，且时间跨度过长，市场环境变化使得数据可比性不高，在策略制定时也不作过多考虑。我们看到 2012 年以后，基金的数量稳定增长，所涵盖的股票数与行业数都达到较高水平且稳定，与当前阶段较为吻合。因此，我们取过去十年作为研究时间窗口。

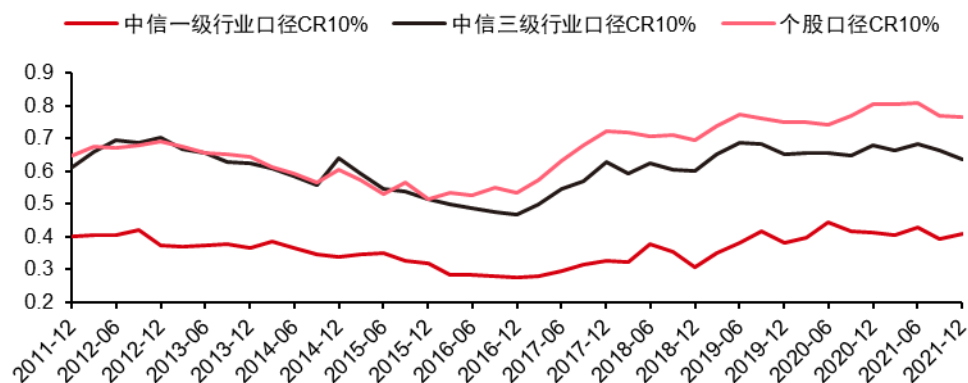
图 7：十年间不同口径 CR20%变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

三个口径的 CR20% 波动起伏变化基本一致，使用 CR10% 反映市场抱团，结果类似，参见下图。

图 8：十年间不同口径 CR10%变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

由于集中度指标仅用到了位于头部的部分数据，对尾部数据进行舍弃，存在数据利用不充分的情况。譬如，食品饮料行业公司较多，而石油矿产等行业则容易出现巨头企业，因此当出现行业抱团时，CR20% 可以覆盖石油行业，但或许并不能覆盖食品饮料行业，甚至若是投资在抱团行业内过于分散，食品饮料行业内的部分个股可能被未抱团的石油行业挤出前 20% 的计量范畴。因此，在使用 CR 指标时，应当同时关注个股和行业分布的情况。或者，结合使用其他未进行“割尾”处理的计量方法，譬如赫芬达尔-赫希曼指数。

刻画基金抱团：采用 HHI

赫芬达尔-赫希曼指数（赫氏指数，HHI）被广泛应用于反垄断法的司法实践中，用以鉴定经济市场中的垄断行为。其计算公式为

$$HHI = \sum_{i=1}^n x_i^2, x_i \text{ 为第 } i \text{ 家企业的市场占有率。}$$

这里我们使用 HHI 来衡量市场的抱团程度。 x_i 有不同的刻画方法：

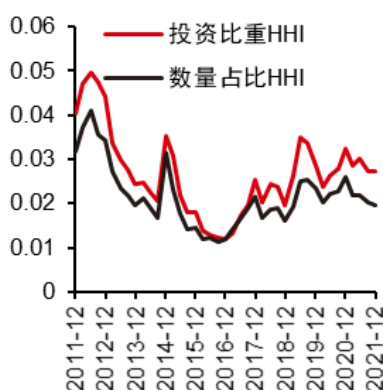
- (1) 投资占比。我们将所有主动偏股型基金的重仓股作为资产池，将不同资产的市值占比作为 x_i 。
- (2) 基金数量。我们将所有基金的重仓股资产数量作为分母，将不同资产在其中出现的次数作为分子，计算 x_i 。譬如，某一季度 300 支基金公布了 3000 支重仓股，其中股票 A 在其中 50 支基金重仓股中出现，则股票 A 在个股数量占比 HHI 中的比重为 $x_i=50/3000$ 。

图 9：中信一级行业口径 HHI 变化



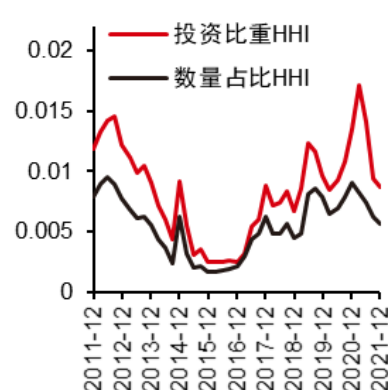
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：中信三级行业口径 HHI 变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

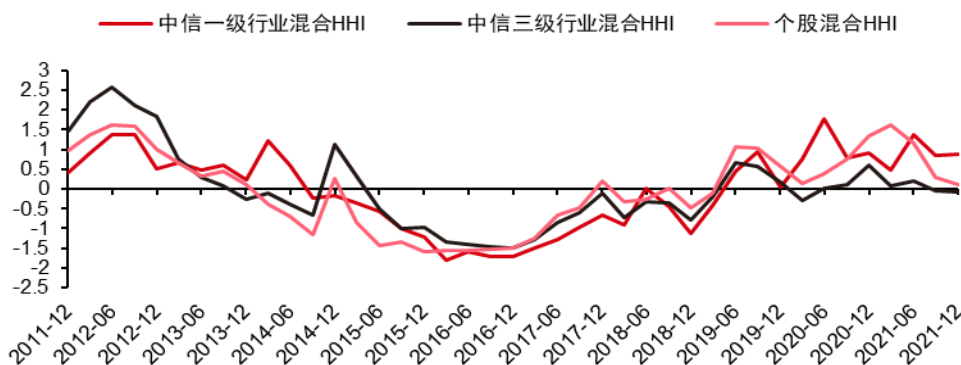
图 11：个股口径 HHI 变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

- (3) 将上述两种方式等权重平均得到 x_i 。

图 12：Z-Score 标准化后的混合 HHI



资料来源：Wind，中信证券研究部

对成分占比 x_i 不同方式处理，得到的结果趋势一致。应当注意到，选用“投资占比”这一方式得到 x_i ，引入了基金规模这一变量，规模较大的基金会在投资占比中先天具有较大权重。从结果来看，三种方式在行业与个股等各个口径上几乎没有差异，也反映出基金规模在市场抱团中的影响并不显著，即抱团在不同规模的基金间分布较为均匀。

值得说明的是，HHI 指标受基金数量的影响较为显著，譬如 2003 年市场中仅存在不到 10 支基金，得到的 HHI 数值非常巨大，但基金数量过少对于研究市场抱团的意义不明显，基金数量过少这一市场环境也与现在的市场状况不符。通过对比市场中的基金数量与涵盖资产范围，同 CR 一样，截取 2012 年以来的十年数据，已经足够得到有效率的 HHI。

历史上基金抱团的瓦解具有不同特点

综合来看，HHI 指标与 CR 结果一致，可以对十年来基金市场的抱团情况相互印证。十年内大的抱团出现过两次，这两次抱团瓦解的过程并不相同。

2012 年抱团指标处于高位，此后该指标波动下行直到 2016 年，但不同口径指标的时间周期并不一致，从一级行业来看，一直持续到 2014 年才开始瓦解；但从细分行业和个股层面来看，在 2012Q4 这次抱团已经有所松动。具体来说，2012Q4 以前，投资集中于食品饮料行业，其中贵州茅台占比极高；2012Q4 以后食品饮料仍占有较大比重，但投资已经逐渐分散于该行业中的众多股票中，部分投资脱离白酒进入乳制品与医药行业，直到 2014Q2 一级行业抱团开始瓦解。这次抱团瓦解进程缓慢，直至 2016Q1 才触底。在此期间的 2015Q1 出现投资向行业应用软件集中的情况，但并未引起该一级行业的投资热潮，仅限于行业内的股票集中，且浪潮很快消散。

2017Q2 开始兴起第二次消费抱团，大致到 2020 年中抱团结束，抱团指标在一级行业层面波动上行，在细分行业和个股层面稳定爬升。与上次抱团不同的是，这次瓦解是在大行业方面先行撤退，即大消费行业中未过度抱团的部分投资额流失到其他行业，与此同时，该行业中参与抱团的个股（例如贵州茅台）依然保持体量，吸纳较多资金，总体上抱团行业投资集中现象先行停滞，而行业中的抱团个股吸引力持续升高，与其他非热门股票拉开差距。一级行业层面的抱团指标在 2020Q3 已经开始震荡下行，而个股层面的指标直到 2021Q2 才掉头向下。

通过分析市场中不同口径的抱团情形，我们可以更加了解两次大型抱团的瓦解过程。但无论过程如何，抱团瓦解时，参与抱团的基金确实面临着收益降低的风险。

表 2：不同类型基金在不同时间窗口的区间收益

市场特点	时间窗口	抱团基金组合 区间收益	独立基金组合 区间收益	Wind 偏股混合型 基金指数
抱团瓦解时期	1Q2013~2Q2014	6.72%	20.54%	13.24%
抱团形成时期	1Q2017~4Q2017	17.74%	2.67%	13.44%
抱团瓦解时期	1Q2021~4Q2021	1.02%	19.66%	6.91%

资料来源：Wind，中信证券研究部

备注：抱团基金与独立基金的分类，参考因子为下文采取基金数量加权的抱团衡量因子。

在市场抱团期间，部分抱团基金可以实现收益的大幅上涨，但这掩盖了基金经理本身的择股能力，通过抱团取得高收益的基金在抱团瓦解时可能出现净值回撤。为了研究不同类别基金在市场抱团形成与瓦解时期的收益率特点，有必要构建抱团衡量因子，对基金进行分化，进一步探讨其业绩表现。

抱团衡量因子

根据基金的重仓股信息，我们可以对其进行拆解，是否参与抱团可以作为基金的重要特征参与讨论。

构建抱团衡量因子有助于探究不同基金间的比较优势

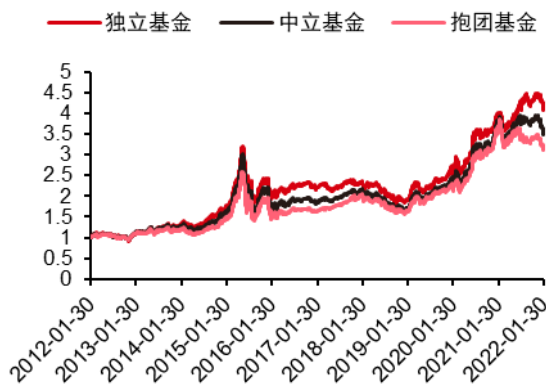
抱团衡量因子描述基金对市场抱团的参与程度。可以使用两种方式构建抱团衡量因子：

(1) 各重仓股被所有基金持有的总市值按内部市值比加权求和

取基金每季度的重仓股，记录每支重仓股被所有主动偏股型基金持有的市值，以各支重仓股在十大重仓股中的持仓比例为权重进行加和，得到抱团衡量因子。权重计算方面，相当于把前十大重仓股视为基金全部资产计算个股占比，譬如某基金 X 三季报公布了十支重仓股，股票 A、股票 B、...、股票 J，持股市值分别为 10 亿、8 亿、6 亿、4 亿、4 亿、3 亿、2 亿、1 亿、1 亿、1 亿，则股票 A 的权重为 $\frac{10}{10+8+6+4+4+3+2+1+1+1} = 25\%$ ，十支重仓股权重依次为 25%、20%、15%、10%、10%、7.5%、5%、2.5%、2.5%、2.5%。

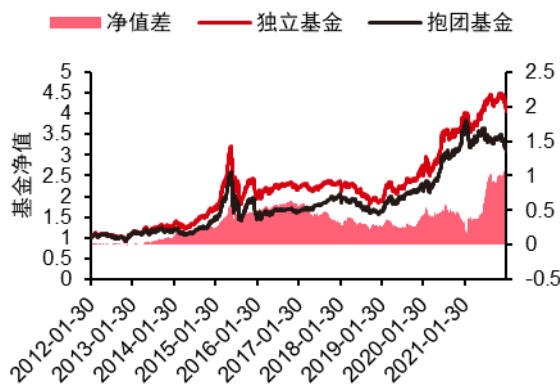
若股票 A 被所有主动偏股型基金所持有的市值总和为 800 亿，股票 B、C、D、E、F、G、H、I、J 被所有主动偏股型基金所持有的市值总和分别为 1200 亿、600 亿、100 亿、800 亿、500 亿、1000 亿、100 亿、400 亿、500 亿，那么基金 X 抱团衡量因子得分为 $(800 \times 25\% + 1200 \times 10\% + 600 \times 6.5\% + 100 \times 10\% + 800 \times 8\% + 500 \times 0.5\% + 1000 \times 5\% + 100 \times 2.5\% + 400 \times 2.5\% + 500 \times 2.5\%) = 732.5$ 。

图 13：以总市值分类的抱团衡量因子分化基金后的净值对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 14：以总市值分类的独立基金与抱团基金净值差



资料来源：Wind，中信证券研究部

(2) 各重仓股以其被持有的基金数量按内部市值比加权求和。该计算方式与(1)的区别在于加权对象为持有个股的基金数量，权重的计算方式相同。

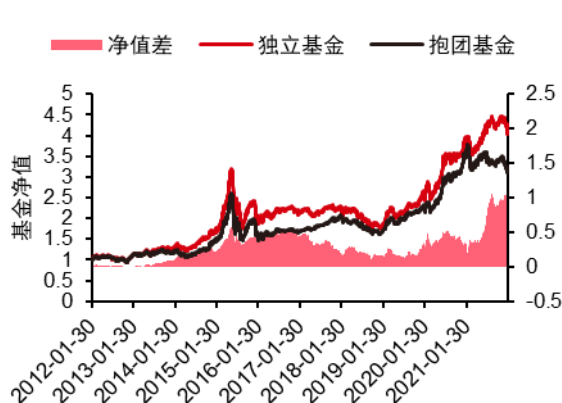
同样以之前的基金 X 为例，若持有股票 A 的主动偏股型基金共有 800 支，持有股票 B~J 的主动偏股型基金总数分别为 1200、600、100、800、500、1000、100、400、500，那么基金 X 的抱团衡量因子得分为 $(800 \times 25\% + 1200 \times 10\% + 600 \times 65\% + 100 \times 10\% + 800 \times 80\% + 500 \times 0.5\% + 1000 \times 5\% + 100 \times 2.5\% + 400 \times 2.5\% + 500 \times 2.5\%) = 732.5$ 。

图 15：以基金数量分类的抱团因子分化基金后的净值对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：以基金数量分类的独立基金与抱团基金净值差



资料来源：Wind，中信证券研究部

根据抱团衡量因子得分从高到低将基金分为抱团基金、中立基金、独立基金。

单独看抱团衡量因子的效果，在市场抱团不明显时，独立基金表现优于抱团基金，且在抱团瓦解时能够展现出强力韧性。独立基金业绩不如抱团基金的年份出现在 2017 年，正是市场抱团逐步形成的时期。抱团形成以后，独立基金的收益对抱团并不敏感，在市场抱团形成但未加剧的时期，其收益和抱团基金的收益相差不大。选择抱团基金需要承受较大的回撤风险。

值得说明的两个方面：

(1) 抱团衡量因子不应先排名再进行 Rank 排名加总，因为排名可能将存在的阶梯状差异减小。以市值分类为例，基金 X 三季报公布了十支重仓股，其中包含股票 A、股票 B、股票 C，基金 Y 三季报公布了十支重仓股，其中包含股票 D、股票 E，基金 Z 三季报公布了十支重仓股，其中包含重仓股股票 B、股票 C、股票 D；股票 A 被持有的市值总和为 80 亿，股票 B 被持有的市值总和为 20 亿，股票 C 被持有的市值总和为 15 亿，股票 D 被持有的市值总和为 3 亿，股票 E 被持有的市值总和为 1 亿。股票被持有市值明显分三档，股票 A 被持有的市值总和为 80 亿，得分 80，远远高于其他股票，显著属于抱团股，但是 rank 得分只有 5，比第四名的 B 股票只高 1 分。所以先排序再加和，然后排名分组的方法，容易使得抱团股的得分变低，不利于区分抱团基金与独立基金。

(2) 两种构建方法分别以股票被所有基金持有的总市值与被持有的基金总数作为切

入点，分化效果几乎不存在差别，但是侧重点略有差别：考虑到被持有总市值可能受基金本身规模大小影响，规模较大的基金所持有的个股先天具有较大权重，这也使得大基金更倾向于成为抱团基金，如果认为大市值的基金重仓股本身对抱团会产生正面影响，可以选择市值加权的方法；基金数量加权的则是完全排除了市值的影响，因子更纯净。在下一步的策略中，我们选择以基金数量加权进行因子合成。

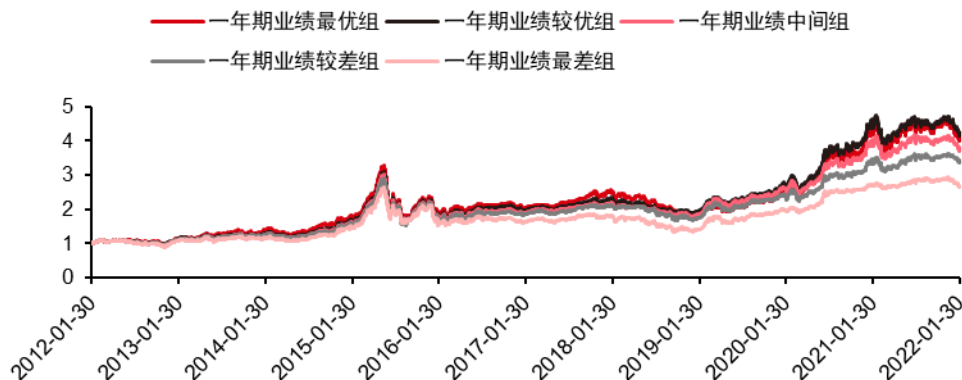
结合抱团衡量因子与动量因子

我们将抱团衡量因子加入因子池，来筛选基金。将抱团衡量因子与动量因子结合，可以达到进一步优选基金的目的。

收益率可以作为动量因子优选基金

历史业绩在一定程度上反映该基金投资能力，历史业绩优秀的基金在未来短时间拥有较高收益。

图 17：动量因子分组净值



资料来源：Wind，中信证券研究部

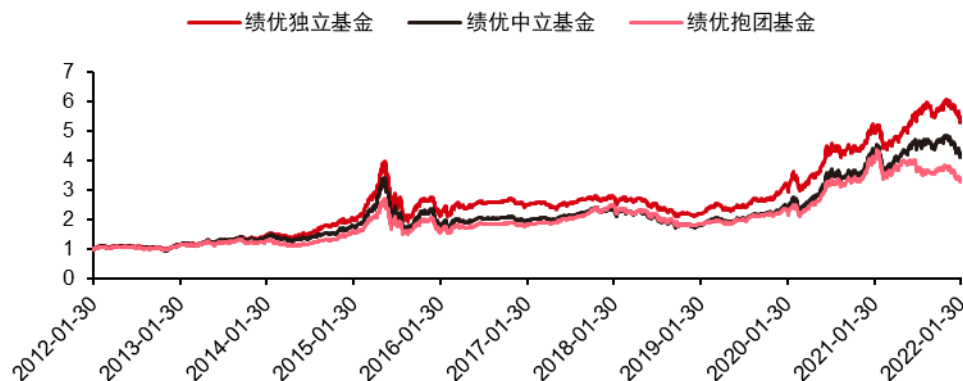
在每个季度末后一个月，选择成立一年以上的基金，取其过去一年的业绩按优劣分五组，每组占比 20%，分别计算各基金池在未来一个季度的收益情况，各组基金净值曲线分层明显。

动量因子效果较好，但累计收益 2021 年初有较大回撤。

抱团衡量因子与动量因子依次使用效果更好

首先按照之前的抱团因子分化出独立基金、中立基金、抱团基金，再在各组内依据动量因子，按照过去业绩筛选出过去一年业绩最优前 20% 的基金，组成基金池。这里不应该交换两者顺序，因为在某些时期，不同种类的基金整体表现有差别。譬如 2020 年后半年，独立基金整体不如抱团基金，那么先使用动量因子筛选出的头部基金中抱团基金会占有很大比重，即使再使用抱团因子在头部基金内部筛选，也很难选出正确比重的独立基金。

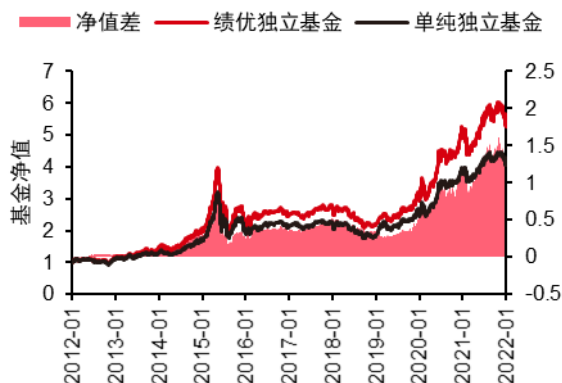
图 18：不同类基金中的绩优组净值



资料来源：Wind，中信证券研究部

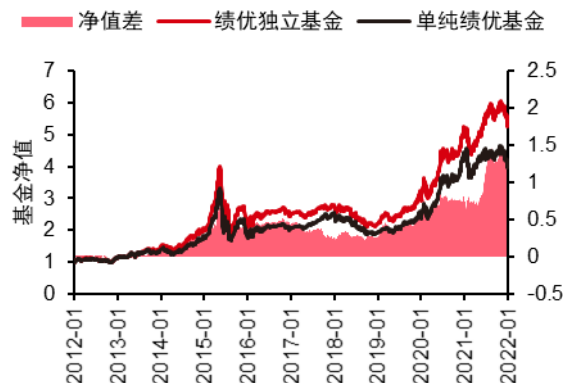
与单因子作比较，可以看到在使用动量因子之前，在基金池中先使用抱团衡量因子分化基金，可以得到更优秀的基金池。相较于头部的参与抱团的基金经理，头部的独立基金经理能够取得更高收益，甚至在抱团加剧时期也能通过独立选股取得较好成绩。抱团衡量因子结合动量因子可以达到进一步筛选基金的效果。

图 19：与单纯抱团衡量因子筛选的基金池作净值比较



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：与单纯动量因子筛选的基金池作净值对比

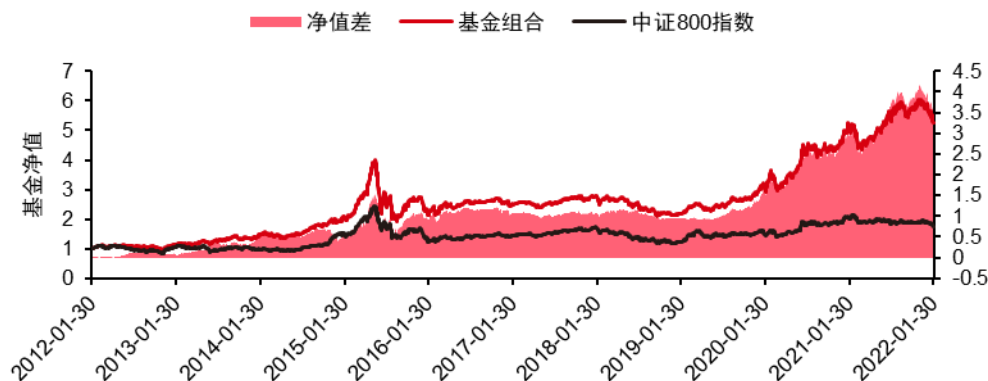


资料来源：Wind，中信证券研究部

基金组合业绩优秀

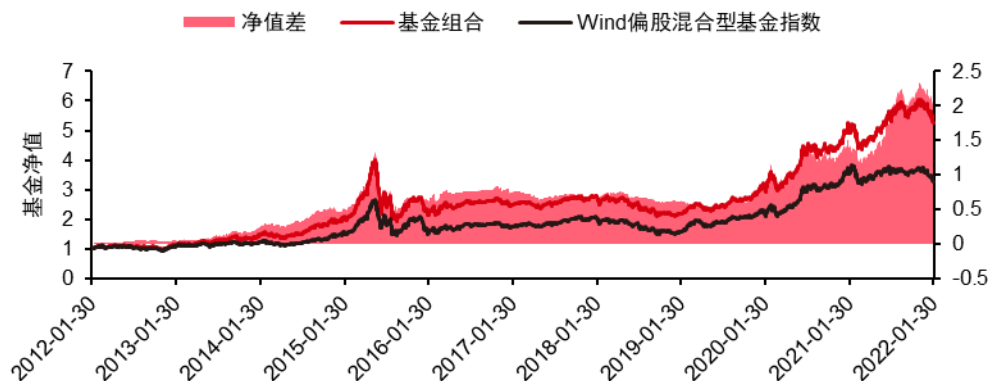
在每个季度末之后 30 天，通过各基金重仓股计算抱团衡量因子，将主动偏股型基金等分为独立基金、中立基金、抱团基金；选取独立基金中过去一年中业绩排名前 20% 的基金，组成最终的基金池。季频调仓。

图 221：基金组合与中证 800 净值对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 22：基金组合与 Wind 偏股混合型基金指数净值对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

基金组合十年间年化收益率为 18.06%；对比中证 800 基金指数，年化超额收益 11.76%，季度胜率 70.27%；对比 Wind 偏股混合型基金指数，年化超额收益 4.94%，季度胜率 64.86%。可以看到，其优选作用在最近两年表现得尤为突出。

最终投资组合中部分基金展示如下：

表 3：投资组合部分基金展示

基金名称	绩优独立基金	因子加权总和排名	成立年限	基金管理人	基金分类	调仓后一个月内年化收益率
华夏行业景气	003567.OF	1	5.13	华夏基金管理有限公司	偏股混合型基金	148.84%
华夏磐利一年定开 A	009686.OF	2	1.65	华夏基金管理有限公司	偏股混合型基金	31.35%
中庚小盘价值	007130.OF	3	2.97	中庚基金管理有限公司	普通股票型基金	80.01%
交银趋势优先 A	519702.OF	4	11.25	交银施罗德基金管理有限公司	偏股混合型基金	79.15%
中邮核心优势	590003.OF	5	12.41	中邮创业基金管理有限公司	灵活配置型基金	151.28%

基金名称	绩优独立基金	因子加权总和 排名	成立年限	基金管理人	基金分类	调仓后一个月内 年化收益率
信达澳银周期动力	010963.OF	6	1.22	信达澳银基金管理有限公司	偏股混合型基金	188.61%
华夏盛世精选	000061.OF	7	12.28	华夏基金管理有限公司	偏股混合型基金	123.48%
大成国企改革	002258.OF	8	4.50	大成基金管理有限公司	灵活配置型基金	107.87%
宝盈优势产业 A	001487.OF	9	6.58	宝盈基金管理有限公司	灵活配置型基金	-31.68%
中庚价值灵动灵活配置	007497.OF	10	2.68	中庚基金管理有限公司	灵活配置型基金	80.93%
前海开源沪港深核心资源 A	003304.OF	11	5.43	前海开源基金管理有限公司	灵活配置型基金	632.53%
大成新锐产业	090018.OF	12	10.01	大成基金管理有限公司	偏股混合型基金	108.98%
华安创业板两年定开	160425.OF	13	1.55	华安基金管理有限公司	偏股混合型基金	30.16%
万家瑞隆 A	003751.OF	14	5.31	万家基金管理有限公司	偏股混合型基金	41.09%
大成睿景 A	001300.OF	15	6.83	大成基金管理有限公司	灵活配置型基金	121.27%

资料来源：Wind，中信证券研究部

备注：因子加权总和 = 抱团衡量因子逆序排名+5×动量因子排名；调仓后一个月内年化收益率的计算时间窗口为 2022 年 2 月。

研究结论与投资建议

顺序使用抱团衡量因子与动量因子筛选基金，得到的投资组合业绩对比单因子筛选基金的业绩具有明显优势。该方法仅使用两个因子即可达到优选基金的目的，且因子合成方式简单，效果稳健。

由于近年来市场中的抱团瓦解与行业风格动荡，基金抱团取暖难度加大，选股能力优秀的基金经理更能脱颖而出，借助抱团衡量因子可以分化出独立性较强的基金，减小回撤风险，独立基金中的绩优产品值得关注。

风险因素

（1）基金经理变更或投资风格转换；（2）热门行业在季度内快速轮动；（3）市场环境改变，过往历史数据无法正确反映未来变化。

■ 相关研究

基金组合专题系列之十七—“价值”型风格基金定位与筛选	(2022-01-26)
金融产品深度解读系列之十三—基于产业维度的权益类基金风格画像	(2021-09-10)
金融产品深度解读系列之十一—基于产业和风格维度的行业主题基金定位	(2021-08-25)
指数研究与指数化投资系列—大类板块系列指数编制方案与基础分析	(2020-02-28)
金融产品深度解读系列之十一—以人为本—基于基金经理的产品筛选	(2020-10-20)
金融产品深度解读系列之七—量体裁衣，擘肌分理——行业主题基金分类方法论及备选池构建	(2020-05-21)
金融产品深度解读系列之六—医药主题基金筛选及组合构建	(2020-04-09)
金融产品深度解读系列之五—公募权益类基金投资风格评估及应用：挖掘优质品种、监控配置动向	(2020-04-07)
金融产品深度解读系列之四—主动型基金的“价值型”研究逻辑	(2020-04-03)
基金组合专题系列之五—科技主题基金精选和配置：迎风启航，借“基”生辉	(2019-12-27)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。