

量化专题报告

捕获专业投资者市场行为中的 alpha

投资者行为中的 alpha。量化研究中一类重要思路是跟踪聪明钱，模仿“有 alpha 的投资者”的交易痕迹、市场行为、股票持仓等信息而构建策略。

基金公司、北向资金等作为专业投资者，具备完善的投研体系和独特的信息获取优势，而一般法人作为企业经营的参与主体，掌握上市公司第一手的信息。以往我们对于这些投资者的模仿更多地着眼于持仓信息分析，**本文将尝试捕获专业投资者市场行为中蕴含的 alpha。**

一般法人。基于事件驱动角度，我们分析了一般法人在定向增发、股权激励、股权回购、股东增持等融资或股权行为中的 alpha。

- ◇ 对于定向增发而言，破增发事件的收益高于增发事件本身，且增发折扣率越高的股票破增发后表现越好；
- ◇ 对于股权激励而言，激励股份占总股本比例越高，实施公告日距离预案公告日较短的股票在股权激励实施公告后表现越好；
- ◇ 对于股票回购而言，基于市值管理和股权激励相关目的而进行的样本，在事件触发后表现更好；
- ◇ 对于股东增持而言，无论是拟增持还是增持，高管增持样本的超额收益均要好于个人或上市公司增持，但事件整体超额持续时间仍较短。

机构投资者。基于事件驱动角度，我们分析了公募/私募基金的机构调研事件中的 alpha，结合事件特征分析我们构建了机构调研精选组合。

- ◇ 股票在调研公告后相对市场指数的呈现出显著超额收益，且知名资产管理机构参与调研的股票在公告后收益弹性更好；
- ◇ 调研事件超额与众多技术/基本面特征相关，调研公告前收益表现好、大单净流入多以及券商分析师认可度高的股票在事件触发后收益更好。
- ◇ 基于资产管理机构评选活动，定量化地动态筛选知名私募机构，根据技术/基本面特征精选其近期调研股票，组合回溯期内年化收益 37.7%，超额中证 500 指数 29.6%。
- ◇ 基于主动权益基金管理规模，定量化动态筛选头部公募机构，根据技术/基本面特征精选其近期调研的股票，组合回溯期内年化收益 35.0%，超额中证 500 指数 26.9%。

风险提示：报告中所有结论均基于历史数据统计与量化模型，存在历史规律与量化模型失效风险。

作者

分析师 缪铃凯

执业证书编号：S0680521120003

邮箱：miaolingkai@gszq.com

分析师 刘富兵

执业证书编号：S0680518030007

邮箱：liufubing@gszq.com

相关研究

- 1、《量化分析报告：成长板块估值跌到位了吗？——基本面量化系列研究之六》2022-05-06
- 2、《量化周报：市场下跌或暂时告一段落》2022-05-04
- 3、《量化分析报告：基思广益：ETF“交易型”、“配置型”投资者行为有何特征？》2022-05-04
- 4、《量化分析报告：2022Q1 季报扫描：公募量化各类策略表现几何？》2022-04-29
- 5、《【国盛金工量价选股】如何将隔夜涨跌变为有效的选股因子？——基于对知情交易者信息优势的刻画》2022-04-26



内容目录

一、A 股市场专业投资者	4
1.1 专业投资者持股规模上升	4
1.2 投资者持股与行为	5
二、一般法人	6
2.1 定向增发	6
2.1.1 定向增发事件	6
2.1.2 破增发价事件	7
2.2 股权激励	9
2.3 股权回购	11
2.4 股东增持	12
2.5 小结	13
三、机构调研	14
3.1 调研数据介绍	14
3.2 私募基金调研	17
3.2.1 私募机构筛选	17
3.2.2 事件收益	19
3.2.3 组合构建	23
3.3 公募基金调研	25
3.3.1 事件收益	26
3.3.2 组合构建	27
总结	28
风险提示	29

图表目录

图表 1: A 股投资者持股市值占比	4
图表 2: 专业投资者持股市值情况	4
图表 3: 公募基金、私募基金和养老金资产规模/亿元	4
图表 4: 公募和私募权益基金资产规模/亿元	4
图表 5: 公募基金持仓因子绩效	5
图表 6: 公募基金持仓因子时间序列净值	5
图表 7: 专业投资者持股和市场行为示意图	5
图表 8: 定向增发样本数量统计	6
图表 9: 定向增发事件收益	6
图表 10: 各类型定向增发事件数量	6
图表 11: 股票跌破增发定价示例	7
图表 12: 各类型破增发价事件数量	7
图表 13: 破增发价事件收益	8
图表 14: 破增发事件收益按折扣率分组	8
图表 15: 折扣率大于 0 的破增发事件收益按时间间隔分组	8
图表 16: 破折价增发事件收益	9
图表 17: 破折价增发样本分年超额	9
图表 18: 公告日间自然日间隔箱型图	9

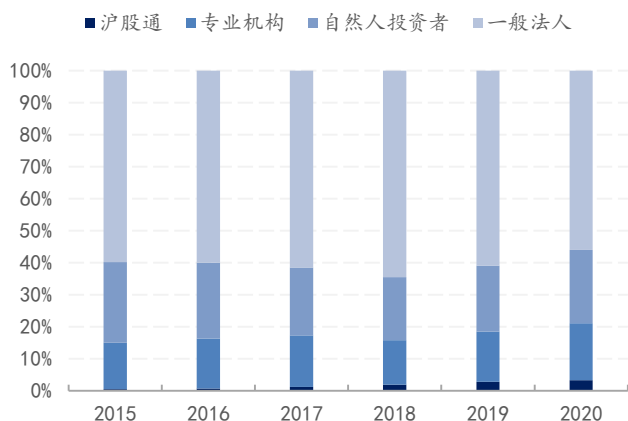
图表 19: 各公告日为起始事件净值	9
图表 20: 股权激励样本按激励标的的分组	10
图表 21: 股权样本按激励方式分组	10
图表 22: 根据‘实施公告日-预案公告日’间隔分组超额收益	10
图表 23: 根据‘激励数量占总股本比例’分组超额收益	10
图表 24: 股权激励事件收益	11
图表 25: 股权激励事件时间序列净值	11
图表 26: 各回购目的分组数量	11
图表 27: 各回购目的事件净值	11
图表 28: 股权回购事件分年收益	12
图表 29: 股权回购事件时间净值	12
图表 30: 各拟增持股东类型分组收益	13
图表 31: 各拟增持股东类型事件净值	13
图表 32: 各增持股东类型分组收益	13
图表 33: 各增持股东类型事件净值	13
图表 34: 机构调研样本数量统计	14
图表 35: 机构调研样本分行业数量占比	14
图表 36: 调研公告日与实际调研日时间差统计	14
图表 37: 各调研类型数量和超额收益	15
图表 38: 不同投资机构参与调研数量	15
图表 39: 知名募机构 A 部分研究人员调研超额收益	16
图表 40: 私募奖项说明	17
图表 41: 私募获奖机构统计	18
图表 42: 获奖私募机构数量时序图	18
图表 43: 各月份获奖私募机构数量均值	18
图表 44: 调研数量和超额收益按奖项分布	19
图表 45: 知名私募机构调研事件超额收益	19
图表 46: 知名私募机构调研事件时间序列净值	20
图表 47: ret 指标分组未来 60 日平均超额收益	20
图表 48: ratio 指标分组未来 60 日平均超额收益	21
图表 49: 私募调研股票池数量	22
图表 50: 私募调研股票池分年绩效	22
图表 51: 分析师盈利预测覆盖数量	23
图表 52: 分析师盈利预期调整幅度分组超额收益	23
图表 53: 私募调研组合各行业选入股票数量	23
图表 54: 私募调研组合各市值分组选入股票数量	23
图表 55: 私募基金调研精选组合净值图	24
图表 56: 私募基金调研精选组合分年绩效	24
图表 57: 调研样本超额收益-公募基金权益规模分组	25
图表 58: 规模头部公募机构调研样本数量	25
图表 59: 公募基金调研股票池分年池绩效	25
图表 60: 公募基金调研事件收益	26
图表 61: 公募基金调研事件时间序列净值	26
图表 62: 公募基金调研精选组合净值	27
图表 63: 公募基金调研精选组合分年绩效	27

一、A股市场专业投资者

1.1 专业投资者持股规模上升

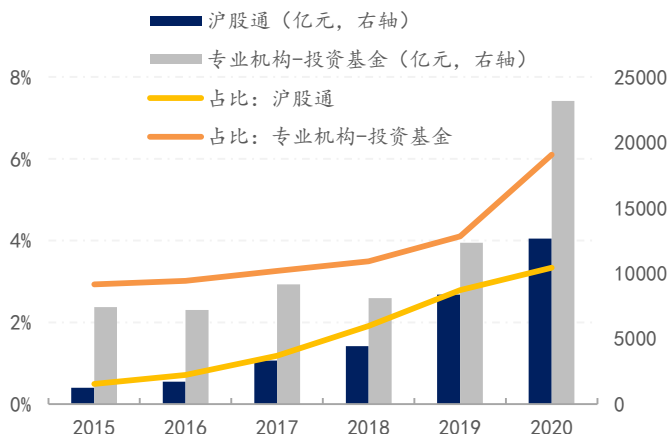
自然人投资者和一般法人仍是A股的主要持有者。根据上海证券交易所统计年鉴数据，自2015年以来，自然人投资者持股市值占比基本稳定在20%，一般法人持股市值占比基本稳定在60%。自然人投资者和一般法人持股市值占比仍居前列，市场有效性偏低，因而A股市场存在显著的alpha机会。

图表1：A股投资者持股市值占比



资料来源：上海证券交易所，国盛证券研究所

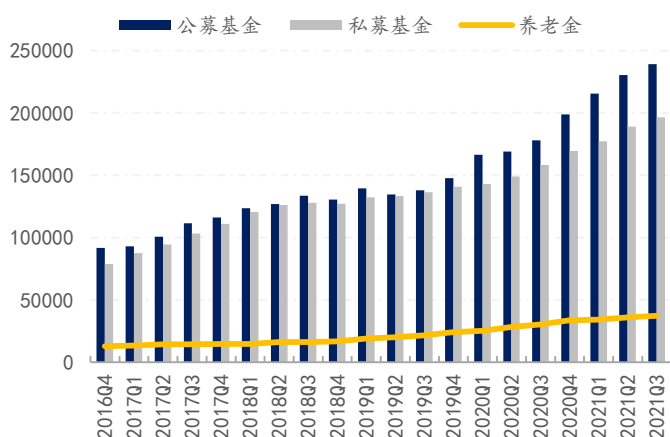
图表2：专业投资者持股市值情况



资料来源：上海证券交易所，国盛证券研究所

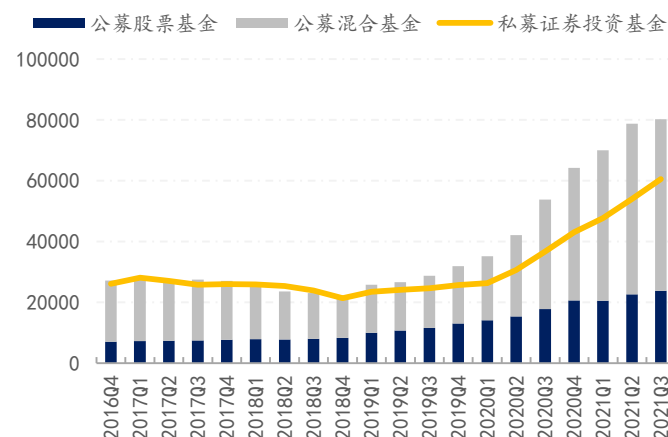
专业投资者在A股市场的地位日益提高。证券投资基金和沪股通在上交所持股市值和持股比例逐年增长，截至2020年末持股市值达23171亿元和12659亿元，持股比例达到6%和3%。专业投资者作为“投资风向标”，对市场的影响力越发突出。

图表3：公募基金、私募基金和养老金资产规模/亿元



资料来源：中国证券投资基金业协会，国盛证券研究所

图表4：公募和私募权益基金资产规模/亿元



资料来源：中国证券投资基金业协会，国盛证券研究所

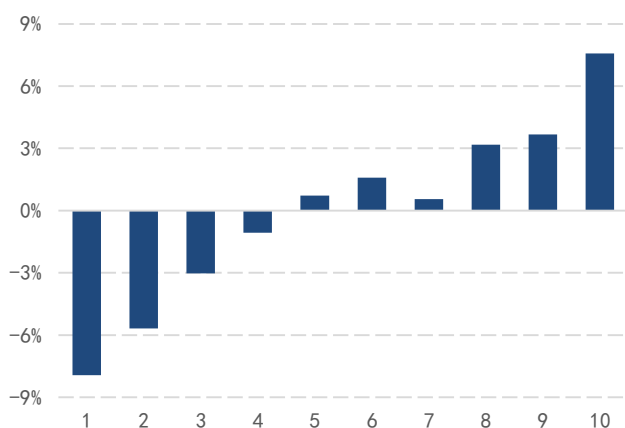
公募、私募基金稳步发展，管理规模不断扩大，股票型产品稳步推进。根据中国证券投资基金业协会的资管数据，从2016年四季度到2021年3季度，公募基金以约160%的增长率从91593亿元扩大到239013亿元，私募基金以约149%的增长率从78912亿元扩大到196521亿元；其中公募股票基金资产规模在2021年3季度为23716.76亿元，私募证券投资基金资产规模已超过60000亿。公募和私募基金的快速增长更进一步表明专业投资者在A股市场中愈发举足轻重。

公募、私募基金以及北向资金等作为主要的专业投资者，具备专业投研体系和独特信息获取优势，且近年来在资产规模上皆呈现稳定上升趋势，在 A 股市场影响力越来越大；一般法人作为上市公司经营的参与主体，掌握上市公司第一手的经营信息。量化策略中的很多信号即是来源于模仿跟随，公募、私募基金、北向资金、一般法人等具有 **alpha** 的投资者，其交易轨迹、市场行为、股票持仓中蕴含了丰富的 **alpha** 信息。

1.2 投资者持股与行为

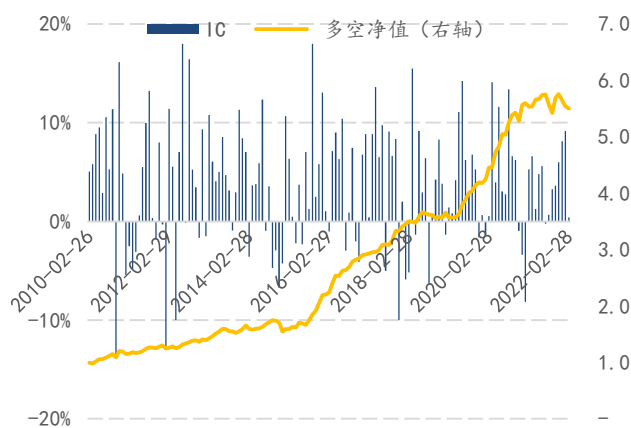
以往的研究对于投资者持股信息中的 **alpha** 挖掘已经非常完备。由于私募基金持股信息的非公开性，持仓分析一般基于公募基金和北向资金这两类投资者。以公募基金为例，权益基金平均持股权重具备显著 **alpha**。我们以绩优基金持股权重作为选股因子，长期而言，因子分组收益单调性显著、IC 在时间序列上显著为正、多空净值稳健向上。

图表 5：公募基金持仓因子绩效



资料来源：wind，国盛证券研究所

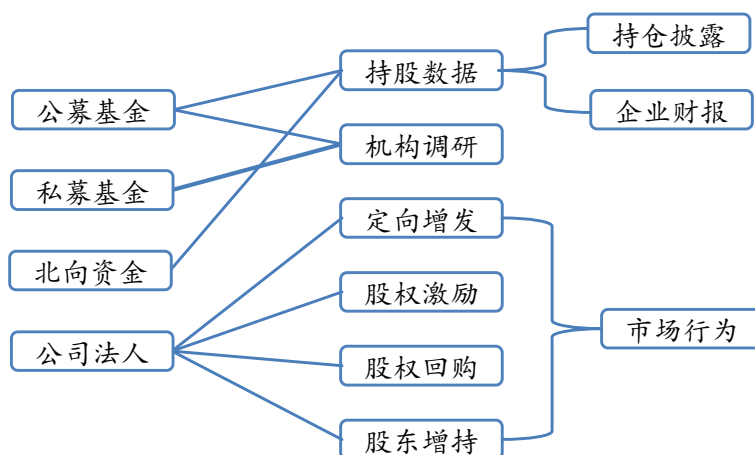
图表 6：公募基金持仓因子时间序列净值



资料来源：wind，国盛证券研究所

除了持仓数据外，专业投资者的行为信息也是重要的 **alpha** 来源。专业投资者管理规模愈发庞大，话语权持续提升，市场不仅关注机构的持股信息，对机构市场行为的关注也与日俱增。本文将从事件驱动角度分析基金公司、一般法人等投资者的重点市场行为，从机构调研、定向增发、股权激励、股权回购、股东增持等行为中捕获增量 **alpha**。

图表 7：专业投资者持股和市场行为示意图



资料来源：国盛证券研究所

二、一般法人

2.1 定向增发

2.1.1 定向增发事件

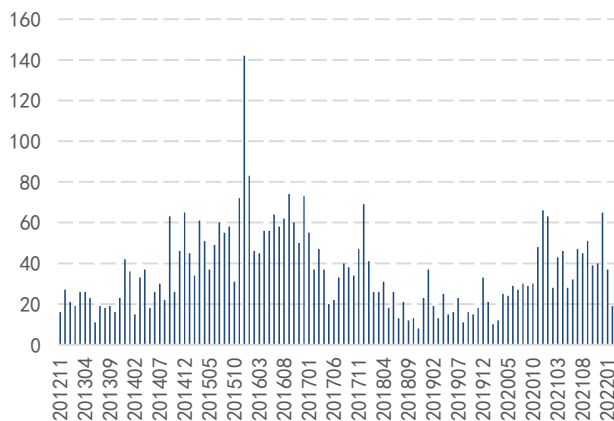
定向增发指上市公司向有限数目的机构（或个人）投资者发行债券或股票等投资产品，其是机构投资者经常参与的一类重要市场事件。总体来说，定向增发事件样本数较少。2013年以来每月发生事件数量平均不到40次，部分月份次数甚至低于20。

定向增发事件拥有不同的增发目的，同时折扣率是定向增发事件的另一个重要属性。定向增发按增发目的可分为项目融资、融资收购其他资产、配套融资等，而增发折扣率定义为股票增发价格相对增发前价格的涨跌幅：

$$discnt_ratio = 1 - price_seo/price_stk$$

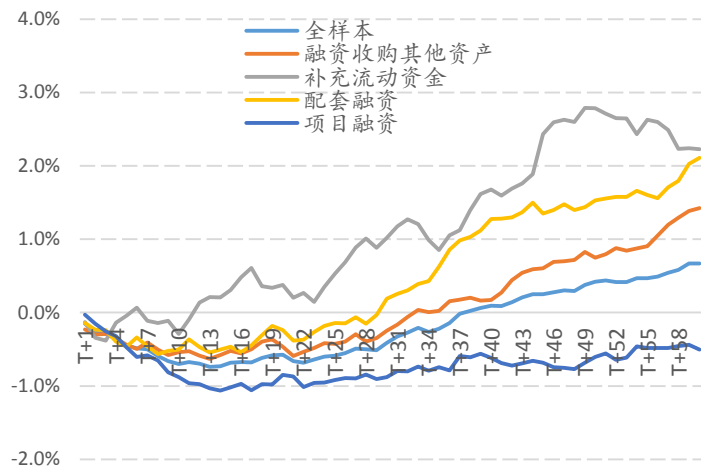
其中 $price_stk$ 为增发前股票价格， $price_seo$ 为股票增发价格。

图表8：定向增发样本数量统计



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表9：定向增发事件收益



资料来源：wind，国盛证券研究所

按照增发目的分类，统计各类定增公告后60个交易日股票的超额收益表现。定增事件中项目融资分类数量最多，但事件超额表现较差、同时折扣率也较低；数量较多的分类中，融资收购其他资产、配套融资和补充流动资金收益表现较好，同时折扣率也较高。

图表10：各类型定向增发事件数量

增发目的	样本数量	数量占比	折扣率%	超额均值	超额中位数
公司间资产置换重组	18	0.4%	33.06	-7.6%	-9.4%
壳资源重组	84	2.0%	52.18	-1.8%	-4.9%
实际控制人资产注入	93	2.2%	20.63	-1.4%	-2.5%
引入战略投资者	55	1.3%	30.90	-6.3%	-10.0%
融资收购其他资产	1122	26.9%	20.73	1.5%	-3.0%
补充流动资金	354	8.5%	28.67	2.6%	-1.3%
配套融资	867	20.8%	22.25	2.2%	-2.4%
集团公司整体上市	57	1.4%	25.17	-2.4%	-4.1%
项目融资	1523	36.5%	15.48	-0.9%	-4.1%

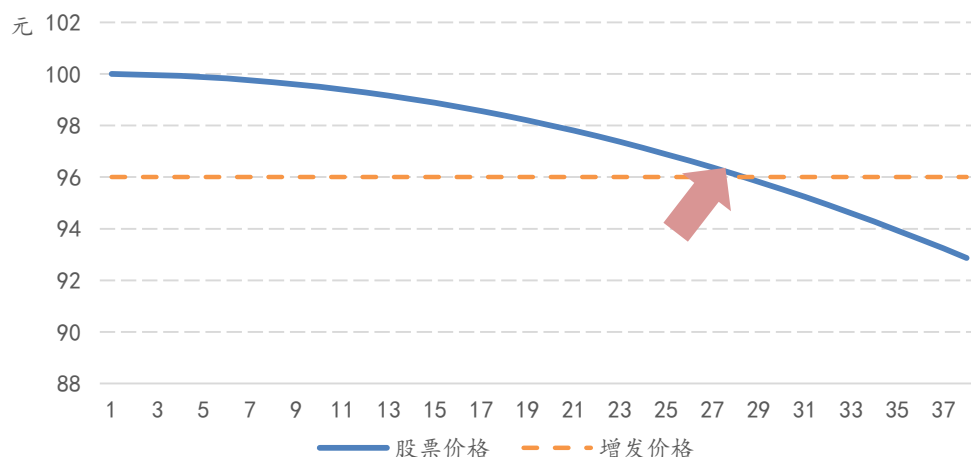
资料来源：wind，国盛证券研究所

从全样本看，定增股票在公告之后并未出现明显超额收益。定增股票在公告后 60 日的平均超额收益约 0.7%，增发初期股票跑输市场指数，后期虽有超额但不显著，单纯研究股票定增事件具有较大的困难。

2.1.2 破增发价事件

另外一类与定向增发相关的事件是股票跌破定增价之后的价格走势。在定增公告发布后，如果股票价格持续下跌，甚至跌破增发价格，此时股票可能有更好的安全边际和更高的收益弹性，那么未来一段时间内获取可观超额收益的可能性增大。

图表 11: 股票跌破增发定价示例



资料来源: wind, 国盛证券研究所

记股票现价相对于增发价格的涨跌幅为 roc ，将自定增公告起一年以内跌破增发价格幅度达到-2%阈值的股票定义为破增发事件样本， roc 定义为：

$$roc = price_today / price_seo - 1$$

其中 $price_seo$ 为股票增发价， $price_today$ 为股票最新价格。

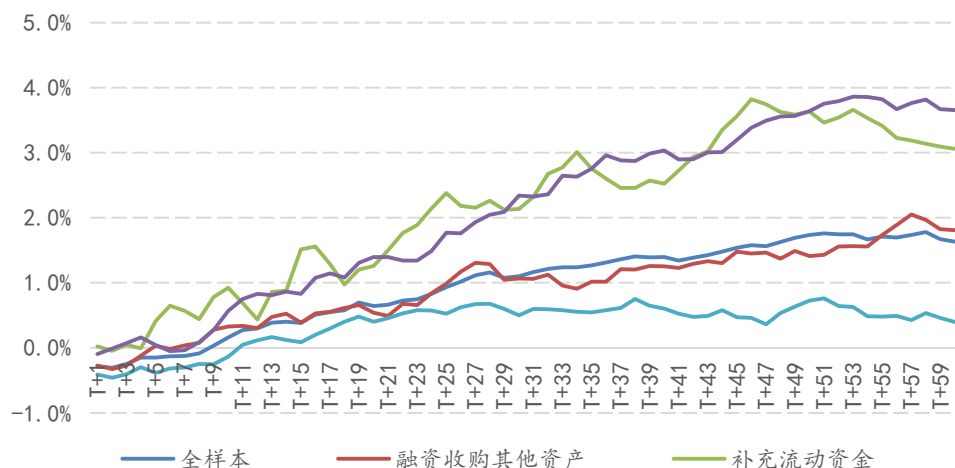
破增发事件相比原始定增事件，超额收益明显提升。股票在事件触发后在 60 个交易日相对市场指数平均超额收益为 1.6%，其中基于融资收购其他资产、配套融资和补充流动资金目的的增发事件收益表现依旧相对较好。

图表 12: 各类型破增发价事件数量

增发目的	样本数量	数量占比	超额均值	超额中位数	折扣率%
公司间资产置换重组	4	0.2%	-5.0%	-3.7%	-2.1
壳资源重组	11	0.5%	-3.8%	-4.2%	13.2
实际控制人资产注入	37	1.8%	0.9%	-2.5%	-5.6
引入战略投资者	19	0.9%	-2.4%	-1.3%	3.9
融资收购其他资产	521	26.0%	1.9%	-2.0%	-1.5
补充流动资金	111	5.5%	3.6%	-1.2%	6.2
配套融资	438	21.8%	3.8%	-0.9%	9.0
集团公司整体上市	25	1.2%	7.3%	-3.0%	2.2
项目融资	841	41.9%	0.7%	-3.1%	8.9

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 破增发价事件收益



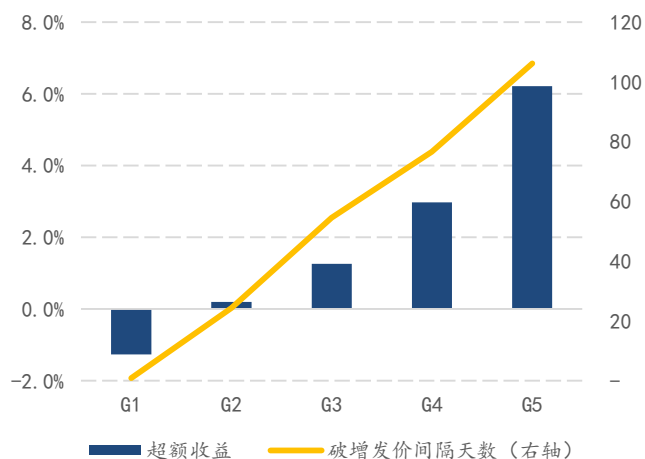
资料来源: wind, 国盛证券研究所

进一步考察破增发事件收益, 我们发现影响超额收益的两个重要因素: 增发折扣率和破增发事件时间间隔。

增发折扣率高的股票在事件触发之后超额收益更高。将破增发事件按照折扣率大小等分成 5 组, 分组股票事件触发后 60 日超额收益与分组折扣率显著正相关, 且折扣率大于 0 的样本表现显著更好, 折扣率越高意味着定增参与者买入股票的价格越低, 安全边际越好, 一旦跌破定增价, 股票未来一段时间内向上突破的态势将更强。

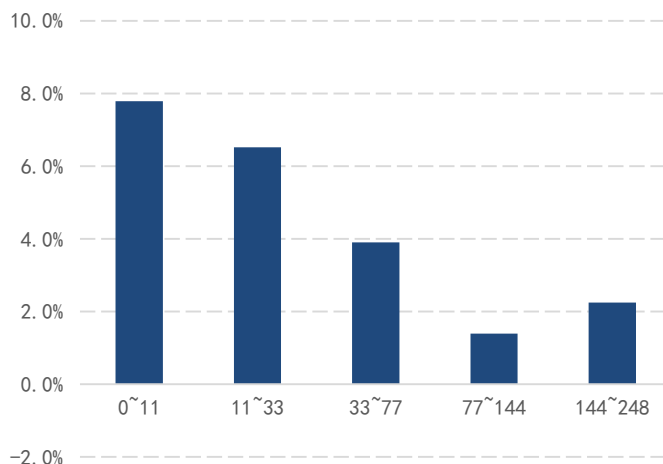
在限制折扣率大于 0 之后, 事件触发日与定增公告日间隔越短的样本表现更好。基于折扣率大于 0 的前提, 此时定增价安全边际较好, 破增发时间间隔较短, 短期内股价恢复的可能性更大, 一旦跌破, 股票在未来一段时间内超额收益更佳。

图表 14: 破增发事件收益按折扣率分组



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 折扣率大于 0 的破增发事件收益按时间间隔分组

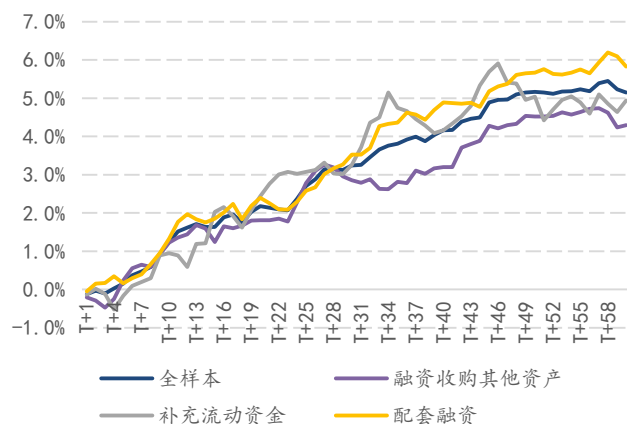


资料来源: wind, 国盛证券研究所

基于以上分析, 我们在破增发样本中筛选出一类特殊情形: 破折价增发事件。破折价增发样本要求增发折扣率大于 0, 同时限制首次跌破增发价超阈值发生在公告日后 90 天内。

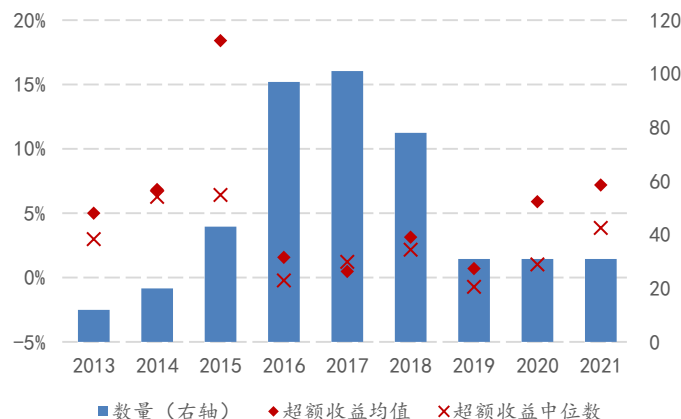
长期而言, 破折价增发事件在股价跌破阈值后表现出显著的 **alpha**, 大幅跑赢中证 500 指数, **60 日累计超额收益达到 5.1%**。但是从分年表现看, 破折价增发事件收益稳健性一般, 事件在 2015 年表现出色, 但事件在 2016 年到 2019 年出现明显的回撤。

图表 16: 破折价增发事件收益



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 破折价增发样本分年超额



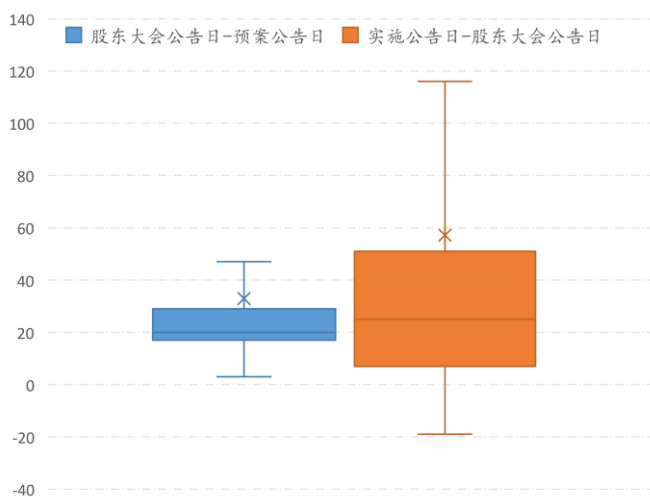
资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 股权激励

股权激励指上市公司为促进股东权益和企业经营者利益一体化, 将本公司股票奖励给董事、高管及其他核心成员的长期激励机制。股权激励更是一种约束激励机制, 奖励附带条件, 且条件通常和公司业绩挂钩。

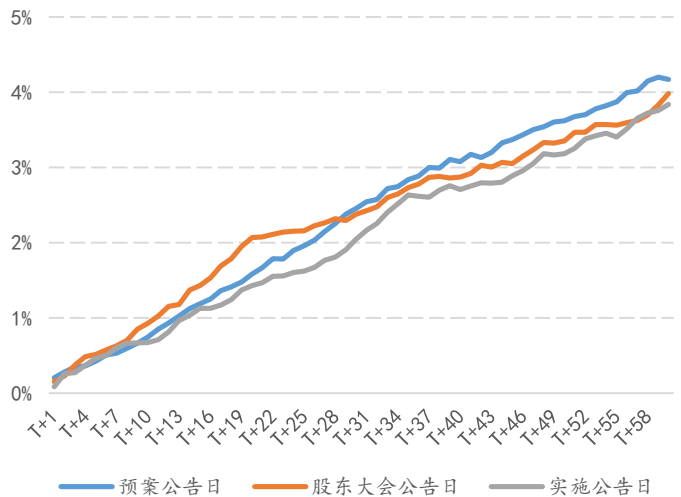
上市公司成功实施股权激励需要经过**董事会预案、股东大会和正式实施**这三个重要的时间节点。一般来说, 董事会预案公告后 20 个自然日, 股东大会发出公告, 由于股东大会后还需证监会审核, 实施公告日与股东大会公告日的滞后期略长, 波动更大。

图表 18: 公告日间自然日间隔箱型图



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 各公告日为起始事件净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

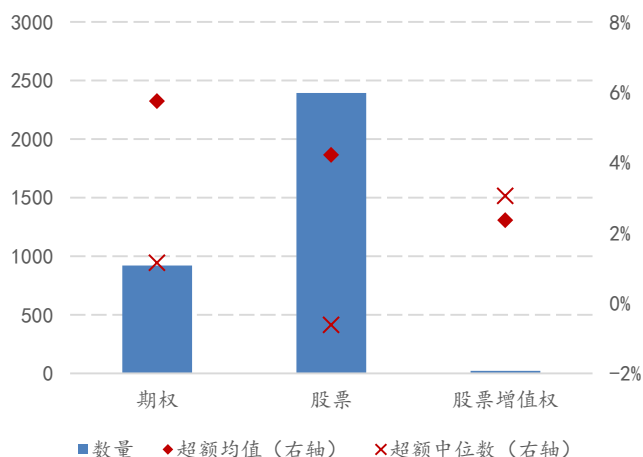
分别以预案公告日、股东大会公告日和实施公告日为起点, 我们发现公告日后 60 个交易日股票相对中证 500 指数的超额收益差别不大, 基本在 4% 附近, 能够显著跑赢市场。为了确保股权激励事件能成功实施, 我们选取**实施公告日**作为股权激励事件的起点。

首先, 股权激励样本围绕期权、股票、股票增值权这三种激励标的, 根据不同的股权来源, 股权激励方式可分为六种: 股东转让股票、股票增值权、上市公司定向发行股票、上市公司提取激励基金买入流通 A 股、授予期权, 行权股票来源为股东转让股票、授予期

权,行权股票来源为上市公司定向发行股票。其中,最常见的激励标的是股票,占比超过70%,最普遍的激励方式为上市公司定向发行股票,占比约达65%。

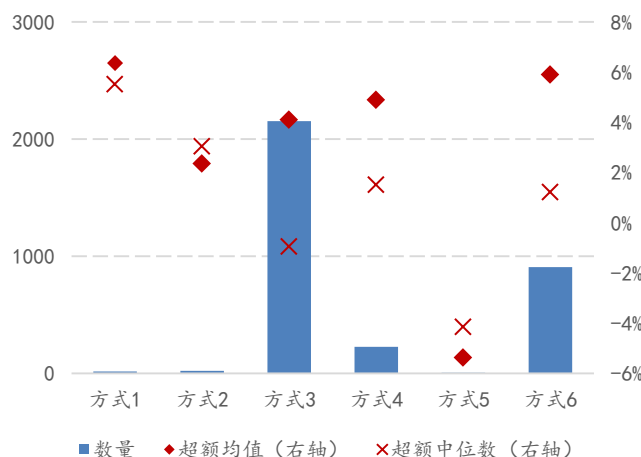
统计实施公告后60个交易日股票相对中证500指数超额收益,我们发现股权激励样本总体来说赔率较高、胜率略可。各激励方式相对于中证500的超额均值在4%附近震荡,超额中位数大部分为正。其中,占比最高的“上市公司定向发行股票”样本超额均值和中位数分别为4.1%和-0.9%。

图表 20: 股权激励样本按激励标的的分组



资料来源: wind, 国盛证券研究所

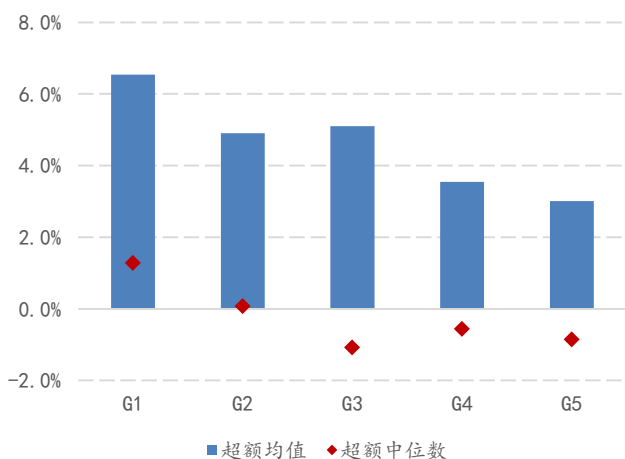
图表 21: 股权样本按激励方式分组



资料来源: wind, 国盛证券研究所

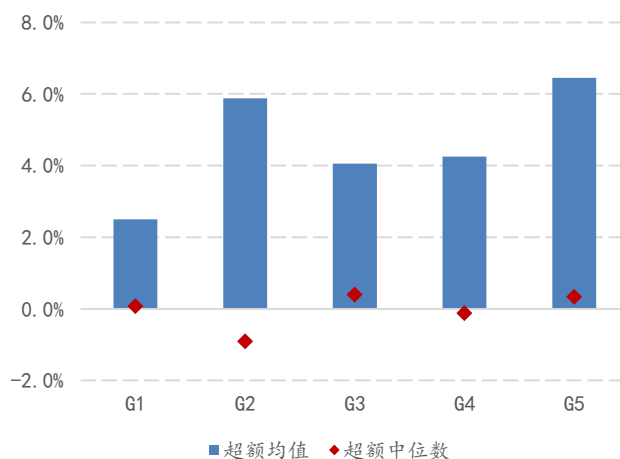
其次,“实施公告日与预案公告日”间隔越短,“激励股份占总股本比例”越大,股权激励事件收益更加突出。董事会公布预案后,不一定能够成功实施,如果股权激励从预案到实施进展较快,激励方案的成功概率会加大,更能彰显公司信心;如果用于股权激励的股本更多,能更好地调动激励对象的积极性,利于公司长足发展。

图表 22: 根据‘实施公告日-预案公告日’间隔分组超额收益



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 根据‘激励数量占总股本比例’分组超额收益

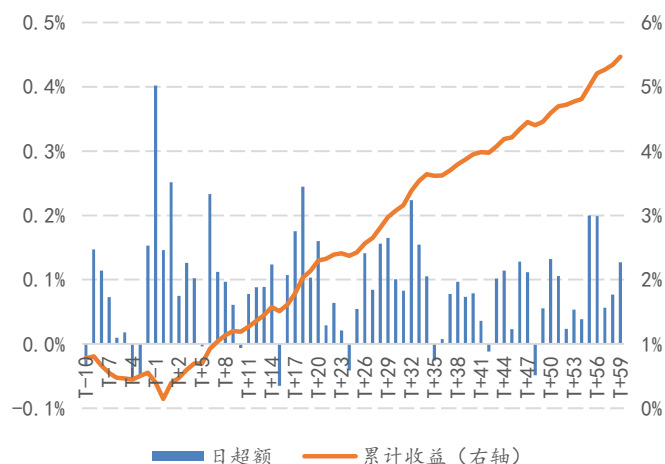


资料来源: wind, 国盛证券研究所

因此,我们最终选取激励股份占总股本比例大于1%,且实施公告日距离预案公告日间隔小于70日的股权激励样本,用来探究实施股权激励措施的股票的未来市场表现。

从短期看,记实施公告发布日期为T日,实施股权激励的股票池在实施公告披露后市场表现优异。在实施公告发布前10日,市场已经有所反应但不明显,相对中证500超额为0.8%。相较之下,在T日至T+60日内,股票池表现出显著的alpha,超额收益远超市场水平,累计收益达5.5%。

图表 24: 股权激励事件收益



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 25: 股权激励事件时间序列净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

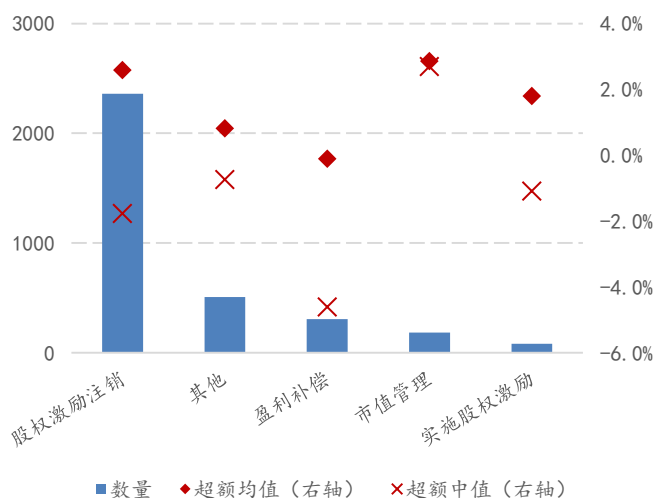
从长期看,股权激励事件的超额收益在时间序列上稳健,能够稳健跑赢市场指数。每日往前滚动 20 日累计超额在大部分时间均为正,事件净值除 2017 年出现回撤外长期向上,实施股权激励的股票可以作为重点关注的标的。

2.3 股权回购

股权回购指上市公司通过现金等方式,以一定价格购回本公司已经发行在外的一定数额股票的行为。上市公司回购股票有**股权激励注销**(如股权激励对象业绩考核不达标等)、**盈利补偿**(如资产重组后,标的资产业绩不达标,业绩补偿方需履行补偿义务等)、**市值管理**(向市场传递股价被低估的信号)等原因,大部分是出于股权激励注销目的而进行回购,占比约 68%,回购的股份会作为库存股或进行注销。

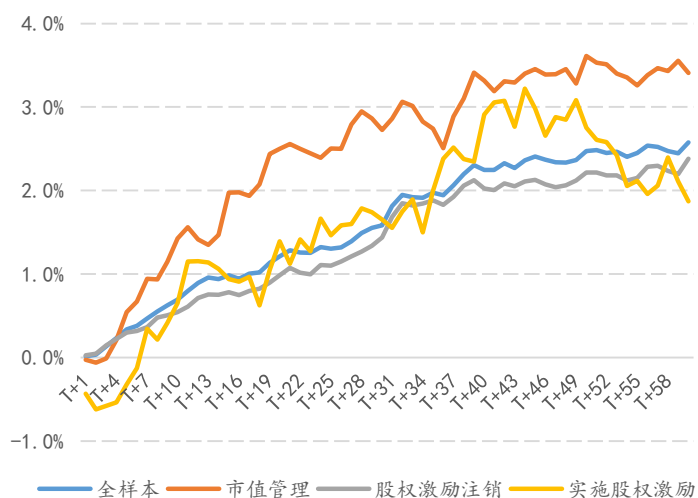
首先,统计股东大会通过后 60 个交易日的超额收益,我们发现按照回购目的分组的股票池整体胜率偏低,具有一定盈亏比。基于市值管理目的以及与股权激励相关的回购样本超额收益均值较好,尤其是市值管理股票池,达到 2.7%。

图表 26: 各回购目的分组数量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 各回购目的事件净值

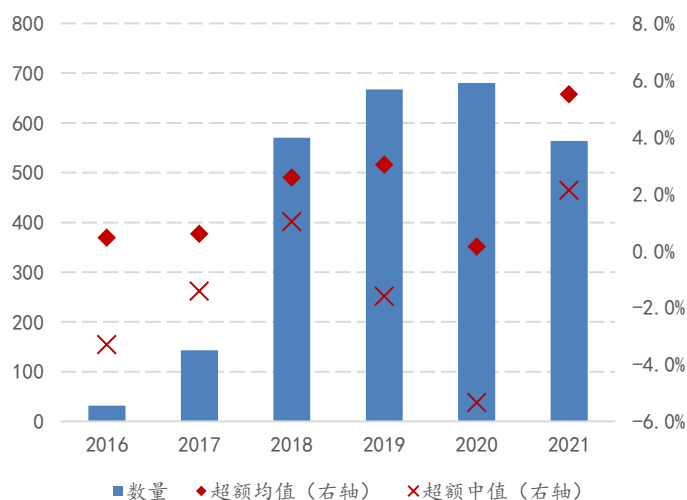


资料来源: wind, 国盛证券研究所

其次，进一步分析回购事件短期收益，我们发现**股权回购样本在回购后市场表现良好，能够跑赢市场指数**。如图表 27 所示，自股东大会通过日起，全样本在 T 日至 T+60 日内累计收益为 2.6%，市值管理、股权激励注销、实施股权激励子样本组也表现显著的 alpha，市值管理组股票池累计收益最高，达到 3.4%。

然而，**股权回购样本超额收益分年表现分布不均，只有少数年份具有超额收益**，2017 年至 2022 年 2 月份累计收益为 33%。自 2018 年开始，回购样本才有明显增长，但样本量仍然很少，股权回购事件参考价值略低。

图表 28: 股权回购事件分年收益



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 股权回购事件时间净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.4 股东增持

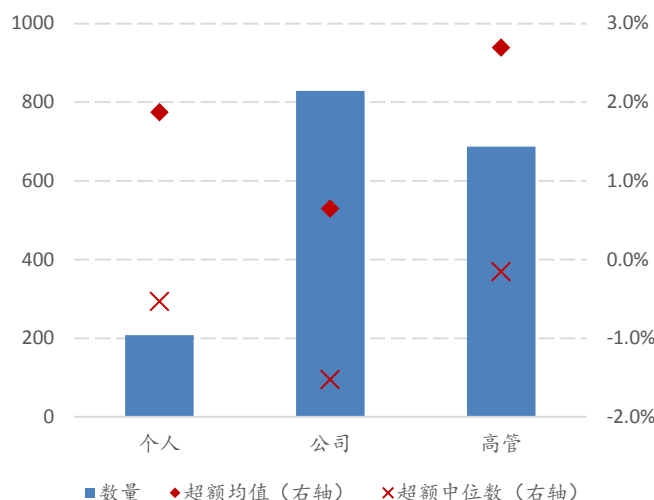
股东增持指在不改变目前上市公司总股本的前提下，特定股东买入其他股东的股份使得持股数量增加。一般来说，股东增持对上市公司股票是利好事件，会带动股价上涨。

股东增持可分为**高管增持**、**公司增持**和**个人增持**共 3 类，其中实际增持公告中存在**拟增持**和**增持**两类公告，拟增持公告指股东有计划在未来一定时间内增持一定数量的股票，而增持公告是重要股东在完成增持之后按规定进行的信息披露。

在各类股东拟增持事件中，高管拟增持占比最高，增持效果最好。对比个人拟增持，通常高管对公司内部经营情况和财务状况更加了解，如果高管打算在一段时间内增持该公司的股票，可能表明公司经营状况向好，或是现在股票价值处于低估状态，因此高管拟增持对市场的影响更大。如图表 30 所示，高管拟增持类型在拟增持公告后 60 个交易日股票超额收益均值和超额收益皆最高。

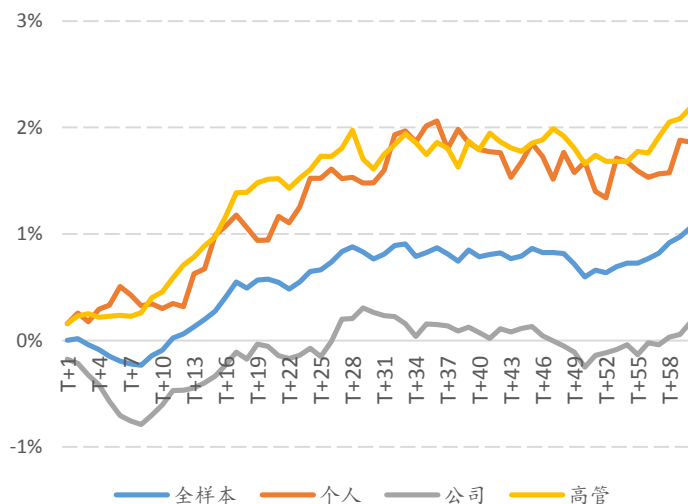
但是如图表 31 所示，总体来说**股东拟增持事件收益一般，超额收益持续时间短**。以拟增持公告为 T 日，收益表现最好的高管拟增持，后期表现也较为乏力，T+30 日后超额收益增长幅度偏小。

图表 30: 各拟增持股东类型分组收益



资料来源: wind, 国盛证券研究所

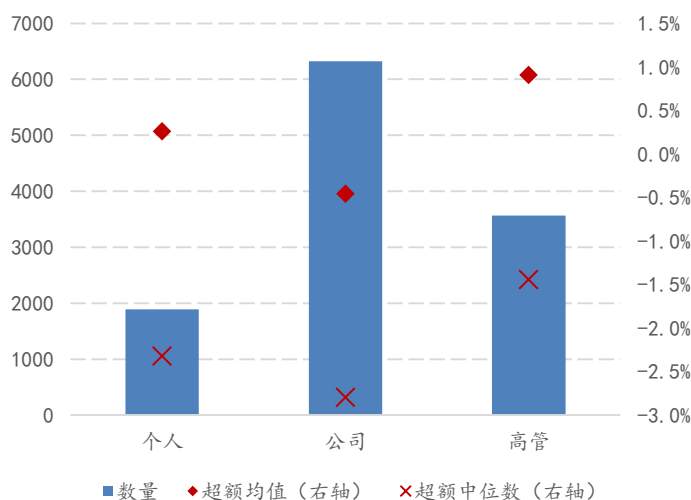
图表 31: 各拟增持股东类型事件净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

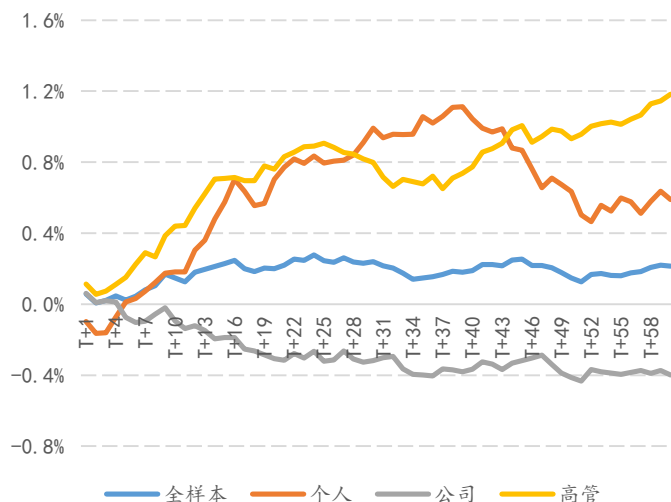
同样的对于各类股东增持事件, 高管增持效果尚可, 但超额收益同样持续事件短, 参考价值不大。股东增持和股东拟增持情况类似, 各类型中高管增持样本占比最高, 超额收益表现最佳, 但仍在后期表现乏力。同时, 由于拟增持公告发布后市场已经有所反应, 我们发现增持公告后 60 日股票超额收益不及拟增持公告后 60 日股票超额收益。

图表 32: 各增持股东类型分组收益



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 33: 各增持股东类型事件净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.5 小结

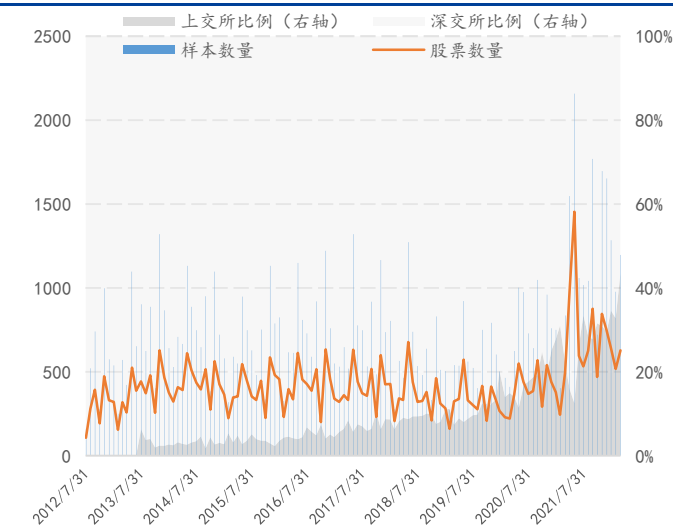
当跟踪一般法人的市场行为时, 我们发现破折价增发和股权激励事件收益表现优异, 股权回购、高管增持以及高管拟增持事件存在一定超额, 但长期不够显著。总体来说, 由于样本数较少, 基于一般法人市场行为所驱动的事件目前可能更适用于主动投资者对少数个股的博弈, 而简单基于量化统计规律获取平均意义上的 alpha 具有较大困难。

三、机构调研

3.1 调研数据介绍

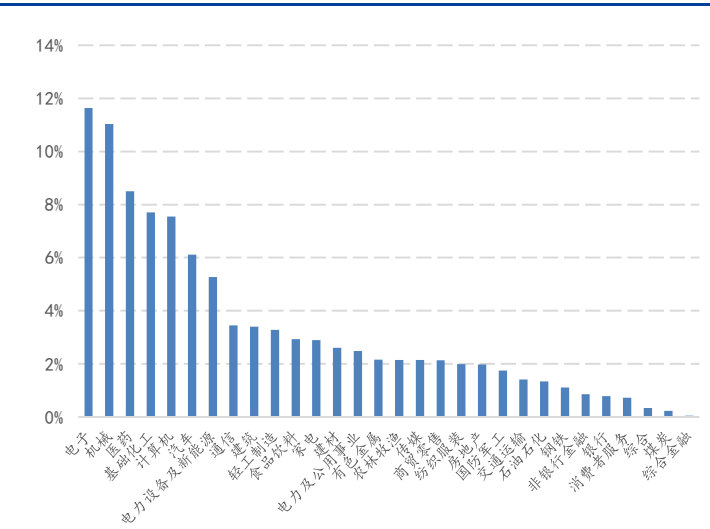
首先，机构调研样本量充足，调研次数和覆盖股票数量变化具有季节性。2013年以来平均每月调研数量约740次，调研股票数量约420个，样本截面宽度尚可。月度调研次数在2021年以前长期在500以上，最近一年机构调研热情提升，调研次数和覆盖的股票数量明显增加。同时，5月、11月等为调研高发月份，调研次数随之增加，而后热情退却，调研次数减少。

图表 34: 机构调研样本数量统计



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 35: 机构调研样本分行业数量占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

其中从行业层面看，调研数据对所有行业均有覆盖，其中电子、机械、医药等行业关注度较高，而综合、煤炭、综合金融等周期类和金融类行业关注度偏低。

图表 36: 调研公告日与实际调研日时间差统计

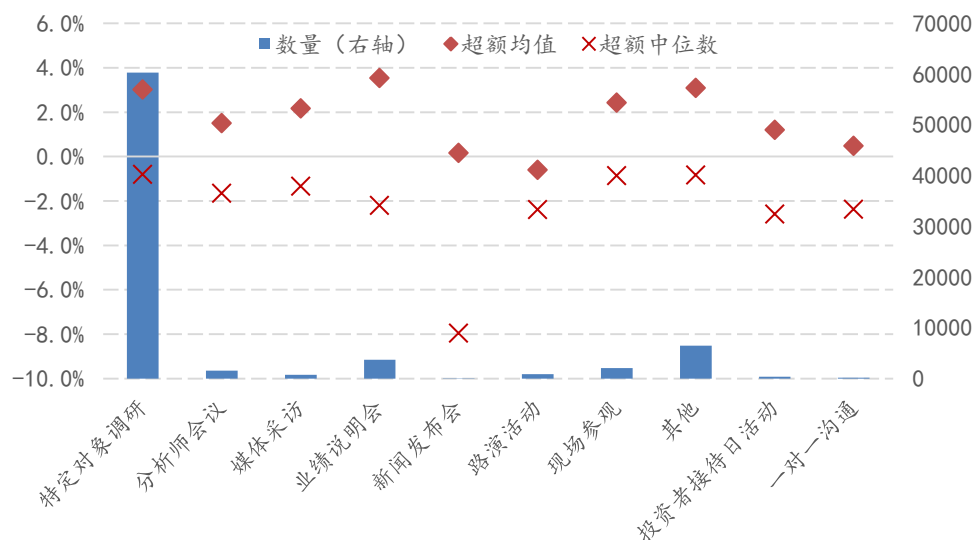
时间间隔	样本数量	数量占比	超额收益均值
当日	13098	15.2%	2.8%
1 日	29385	34.1%	2.7%
2 日	12672	14.7%	3.3%
3 日	8596	10.0%	3.4%
4 日	7165	8.3%	3.0%
5 日	2809	3.3%	3.0%
6 日	1729	2.0%	3.6%
7 日	1047	1.2%	4.0%
8 日	644	0.7%	3.7%
9 日	375	0.4%	4.2%
>=10 日	8613	10.0%	1.2%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

其次，从上市公司被调研到上市公司发布调研公告存在一定时间差，信息披露日期通常晚于实际调研日期。从上表可以看出，约 90% 的样本在调研后 10 日之内均能及时公告，且在调研公告发布后一季度内能显著跑赢中证 500 指数，而时间差大于等于 10 日以后超额均值明显下滑。

调研类型总共可分为特定对象调研、业绩说明会、现场参观、分析师会议、路演活动、其他等十大类别，在各调研活动类型中，最普遍的调研形式是特定对象调研，占比约达 79%。各调研类型皆能向市场传递信息，具有研究价值，但部分类型调研样本数极少，我们保留特定对象调研、业绩说明会、现场参观和其他这四类。

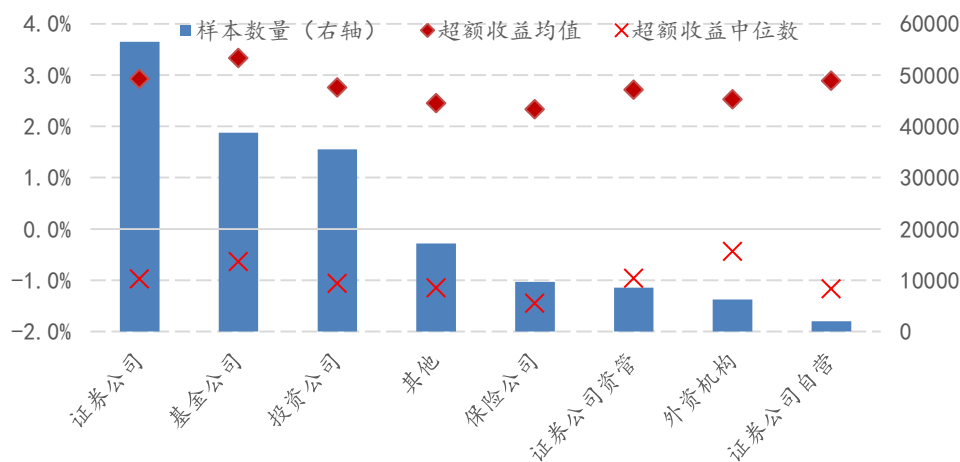
图表 37: 各调研类型数量和超额收益



资料来源: wind, 国盛证券研究所

统计调研公告后 60 个交易日股票相对中证 500 指数超额收益，我们发现股票在调研公告后能显著跑赢市场。根据调研类型分组的股票池呈现超额均值偏高、超额中位数较低的特点，超额收益与调研类型没有明显关系。各调研类型相对于中证 500 的超额均值围绕 2% 波动，而超额中位数在 -2% 附近震荡，表现不够突出。其中，占比最高的“特定对象调研”样本超额均值和中位数分别为 3.0% 和 -0.8%。

图表 38: 不同投资机构参与调研数量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

此外，上市公司披露调研信息时一般还会披露参与调研的机构与人员名单，按照数据商对于调研参与机构的分类，调研参与数量最多的 3 类机构是证券公司、基金公司和投资公司，其中基金公司调研后的股票超额收益均值更高。但是由于机构类型并不存在统一、规范化的机构名称，我们发现该字段的数据质量较差，同一家投资机构可能由于机构名称表达方式的差异被归类到不同的机构类型中。

然而，我们发现知名资产管理机构参与调研的股票在未来通常有更好的收益表现。以“某著名私募机构 A”参与“特定对象调研”次数超过 15 次的人员为例，统计每人调研股票在调研后 60 日超额收益中位数/均值，我们发现机构 A 这些研究员超额收益（中位数/均值）的平均值分别为 6.2% 和 9.4%，远超整体样本的超额收益表现。

图表 39: 知名募机构 A 部分研究人员调研超额收益

参与人员	调研数量	超额中位数/均值	参与人员	调研数量	超额中位数/均值
研究员 1	36	3.8%/3.0%	研究员 8	20	15.4%/15.8%
研究员 2	24	9.2%/7.6%	研究员 9	19	9.1%/8.2%
研究员 3	22	-1.0%/4.1%	研究员 10	17	5.0%/7.0%
研究员 4	22	14.8%/20.8%	研究员 11	16	5.2%/4.7%
研究员 5	21	8.7%/12.0%	研究员 12	15	2.5%/7.3%
研究员 6	20	9.4%/15.4%	研究员 13	15	-3.3%/-2.7%
研究员 7	20	3.0%/6.1%	研究员 14	15	-2.8%/13.9%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

在机构调研数据中，知名机构有更大可能捕获高 alpha，我们尝试定量化地动态筛选头部资产管理人用于后续调研事件分析。因此，我们希望通过合适的筛选规则跟踪业绩优良、能力出色的机构或者管理人。对于私募基金，我们将资产管理机构的筛选交给了市场上主流资产管理机构评选，参考金牛奖、金阳光奖、英华奖等主流资产管理机构评奖，将获奖私募机构纳入机构池；而对于公募基金，头部公募基金拥有更多的研究资源以及更丰富的信息获取渠道，我们根据权益基金管理规模筛选出头部公募机构。

3.2 私募基金调研

3.2.1 私募机构筛选

以私募奖项为标准，遴选优秀私募管理机构。私募届“奥斯卡奖”主办方们联合权威机构，秉持公开、公平、公正的原则，结合定量和定性分析，从各大角度考察和设置评选奖项维度，构筑最为专业和权威的私募行业奖项评选标准，能够遴选出一批有重大影响力的私募管理机构和基金经理。我们选出由官方媒体或者理财平台主办的 9 大私募类代表性奖项，捕捉资管市场上投研能力出色、业绩优良、口碑良好的私募管理机构，以便于跟踪其市场行为寻找投资机会。

图表 40: 私募奖项说明

奖项	举办方	简单介绍
金牛奖	中国证券报	旨在建立完善国内私募基金行业的科学评价体系和交流平台，展示一批私募基金行业内的优秀经理及管理机构，并推介他们在投资和管理方面的先进理念和成功经验，扩大私募基金行业的社会影响力和认知度，促进行业向规范健康的方向发展。
金阳光奖	上海证券报	旨在建立国内私募基金行业的客观、全面和科学评价体系，为优秀私募基金公司提供更好、更广阔的展示平台，为广大投资者投资决策提供参考，推动私募行业和资本市场的发展及私募公司的进步。该评选目前已经成为中国资本市场评选历史最悠久、影响力最大、最受业内认可的权威奖项之一。
英华奖	中国基金报	“英华奖”系列评选已成为国内资产管理行业最具影响力的金融活动之一。“英华奖”结合业绩与规模定量分析、定性评价、微信投票、业内互投等多项指标审慎评选出行业领军者，为行业的健康发展献力。
金长江奖	证券时报	旨在考核私募基金公司的中长期投资及其他综合能力，考核期限以三年、五年为主。本次评选旨在建立一个完善的私募投资基金管理机构评价体系，为行业提供一种理性专业的交流平台，发现私募业优秀的管理团队和投资精英，并传播与时俱进的投资理念及科技。
金鼎奖	每日经济新闻	年度大型资管机构评选活动，评选涉及券商、公募基金（专户业务）、私募基金等多个领域，已成为垂直领域最权威评选之一，是公众了解资本市场机构业务、品牌、产品、团队的重要窗口
金樟奖	格上理财	由格上研究发起，基于覆盖全网的格上私募数据库与多维评价体系下的基金精选能力，倾力打造的证券私募基金领域的行业性奖项。金樟奖筛选行业中如金樟般珍稀而优质的机构与基金经理，遴选出代表私募基金行业过去辉煌成果和未来前进方向的诸多明珠。
最值得信赖私募基金管理、最具潜力私募基金经理	私募排排网	通过研究为本、提前布局、走访调研、持续跟踪的全周期私募机构跟踪体系，严格甄选私募机构。私募排排网最值得信赖私募基金管理人，最具潜力私募基金管理人两大奖项每年在私募基金高峰论坛上予以公布，既看重长期投资价值与长期收益，同时也着力发掘市场上新锐私募管理人，在嘉奖“长跑健将”的同时，也为新生私募提供展示平台。
常青树奖	私募排排网	“常青树”寓意业绩常青、经营常青，是一个专业考察基金经理长期综合表现的奖项，在每年对冲基金年会上予以颁布。业绩优秀、治理严格、投资能力出色、风控专业、业界口碑良好的私募机构能够入选；在私募行业取得优异风险收益比，长期为投资者带来稳定收益，对私募健康发展起到一定引导、标杆性作用的私募基金经理能够获此殊荣。
金樽奖	第一财经	旨在推动中国资产管理行业健康发展

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

最终，以私募排排网显示的核心策略为准则，在剔除专精于非股策略和股票量化策略的私募机构后，我们共统计 71 次颁奖名单，收集 1784 条奖项记录，得到 274 家私募管理机构。金牛奖、金阳光奖和金鼎奖评选历史悠久，统计频次偏高。全样本的机构平均获奖次数达到 6.51，私募机构头部效应明显。

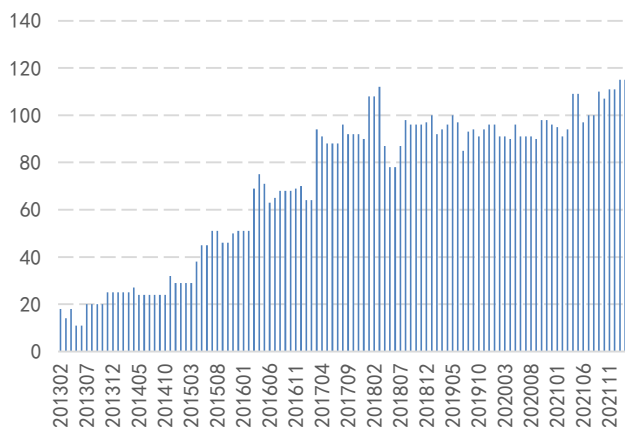
图表 41: 私募获奖机构统计

奖项	统计类型	统计频次	统计年份	总评奖数	获奖机构总数	机构平均奖次
金牛奖	机构、基金经理	12	2010-2021	415	137	3.03
金阳光奖	机构	9	2010-2011, 2015-2021	208	96	2.17
英华奖基金	基金经理	7	2015-2021	151	70	2.16
英华奖私募	机构	6	2016-2021	290	126	2.30
金长江奖	机构、基金经理	5	2015,2018-2021	133	80	1.66
金鼎奖	机构为主	11	2011-2021	110	71	1.55
金樟奖	机构、基金经理	5	2017-2021	156	63	2.48
最值得信赖经理人、最具 潜力私募基金经理人	机构	6	2016-2021	159	88	1.81
常青奖	前评机构, 后评基 金经理	6	2016-2020,2022	101	57	1.77
金樽奖	机构	4	2010-2014	61	35	1.74
总计	--	71	--	1784	274	6.51

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

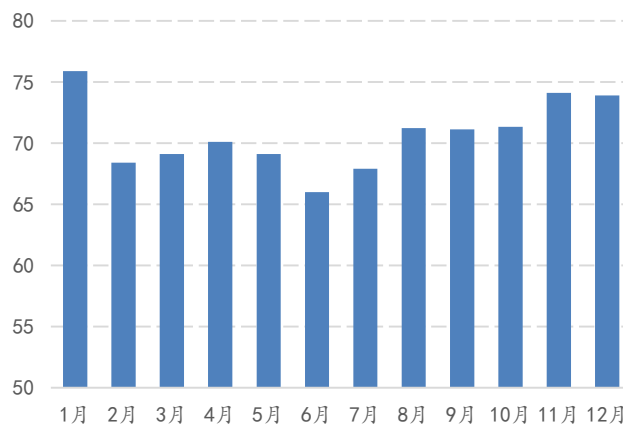
以年为单位, 按月滚动构建私募机构池。我们以每月月末为界限, 将过去一年所有获奖机构纳入机构池, 逐月调整, 动态更新私募机构池。如图表 42 所示, 由于 2015 年开始更多私募奖项涌现, 获奖机构总数自 2015 年中开始逐渐走高。每个月可选私募机构数量均值为 70 家, 近 4 年基本稳定在 80 到 100 之间, 数量可观。获奖机构数量月份分布也比较均匀, 无明显季节效应。

图表 42: 获奖私募机构数量时序图



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

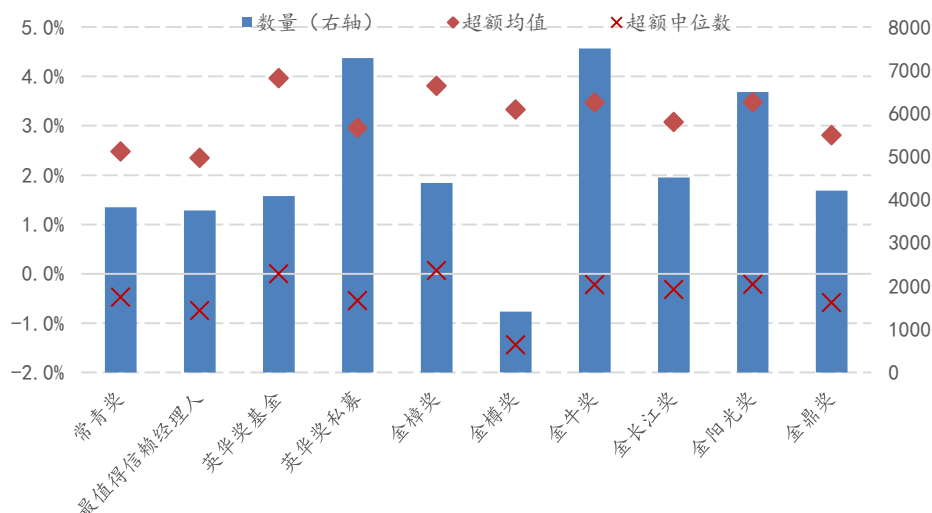
图表 43: 各月份获奖私募机构数量均值



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

与原始调研样本相比, 知名私募筛选后调研样本表现改善, 超额有适当提升。由于知名机构有更加突出的捕获 alpha 的能力, 我们猜测经过机构池筛选后的股票未来一段时间内的收益会更佳。如图表 44 所示, 按私募权威奖项划分的样本的超额均值在 3% 上下浮动, 超额中位数除了金樽奖都在 -1% 以上。与筛前按调研类型划分的样本相比较, 知名私募机构筛后样本超额收益总体波幅更小, 均值和中位数均有抬高, 因此获奖私募机构的调研样本比原始调研样本更具参考价值。

图表 44: 调研数量和超额收益按奖项分布



资料来源: wind, 国盛证券研究所

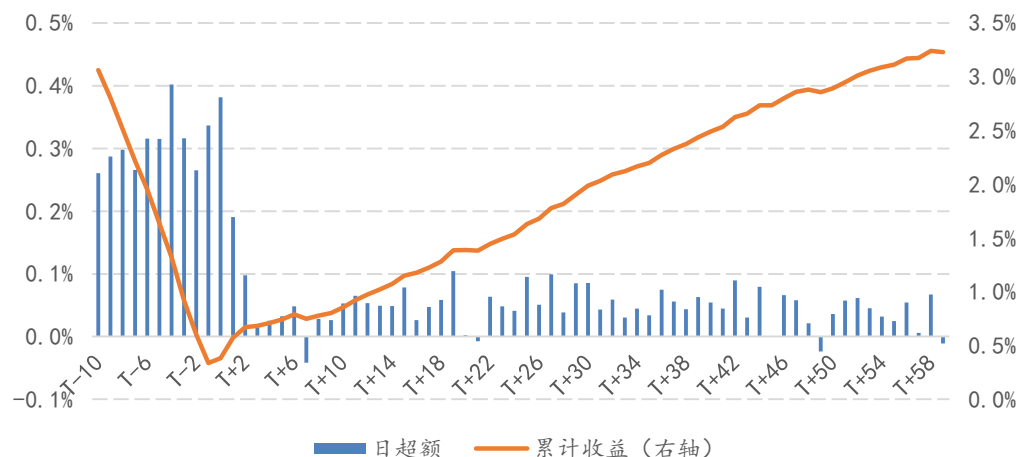
客观来讲, 机构调研上市公司仅能说明比较关注该上市公司, 并不意味着在调研后股价一定会涨。机构调研向市场传递的并非都是正面消息, 我们能看到, 就算是获奖机构筛选后的样本超额收益有所提升, 但仍表现出超额中位数低、均值高的特征。调研事件本身胜率一般、赔率较高, 我们希望在后续分析中进一步探究与超额收益相关的特征。

3.2.2 事件收益

通过主流资管机构评选奖项筛选出的机构池对调研样本进行初筛后, 在本节中, 我们将具体研究机构调研事件的收益走势并分析其技术特性和基本面特征。我们从事件研究的角度探究获奖机构调研的股票的未来市场表现, 以一年内得过主流私募奖项的机构参与的调研样本在信息披露后 60 日的超额收益度量选股的成功性, 记调研公告发布日期为 T 日, 分析样本空间 T-10 日至 T+60 日之间的超额收益的走势。

从事件发生前后看, 获奖私募机构参与调研的股票池在调研前后均有良好市场表现。首先, 在调研公告发布前 10 日, 市场已经有所反应, 股票表现超越市场平均水平, 相对中证 500 超额达到 3.1%; 其次, 在 T 日至 T+60 日内, 样本超额收益的累计速度虽收窄, 但仍表现出显著 alpha, 累计收益达 3.2%, 与公告发布前 10 天累计收益基本持平。

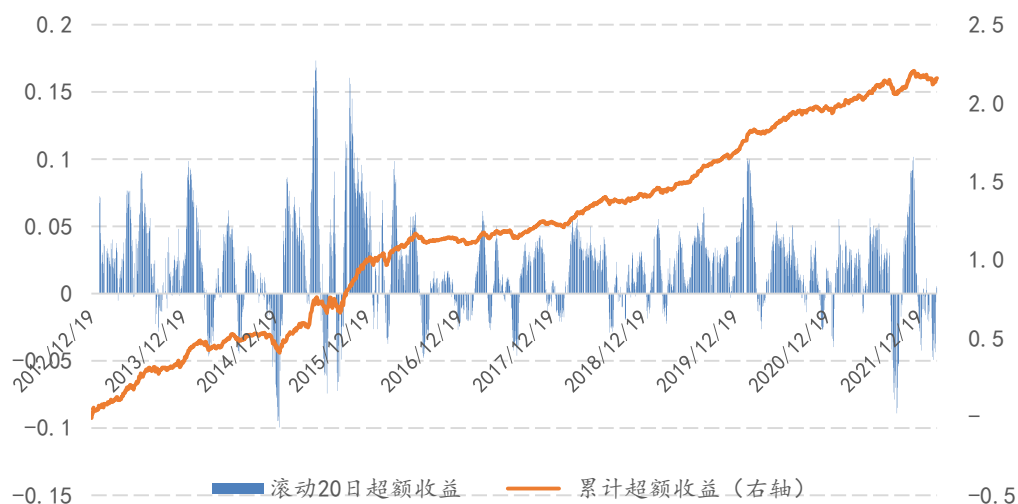
图表 45: 知名私募机构调研事件超额收益



资料来源: wind, 国盛证券研究所

从长期看，自**2013**年以来，知名私募机构调研样本大部分时间跑赢市场，整体收益呈**上升趋势**。根据上文分析，知名机构参与调研的股票池在公告发布**60**日内能够有一定超额收益，故我们动态滚动**60**日内被调研过的股票池以研究调研事件长期收益情况。如图表46所示，滚动**20**日均收益在大部分时间均为正，累计收益截至到**2022**年**2**月底达到**220%**，私募调研股票池长期来讲同样具有可观超额收益。

图表 46: 知名私募机构调研事件时间序列净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

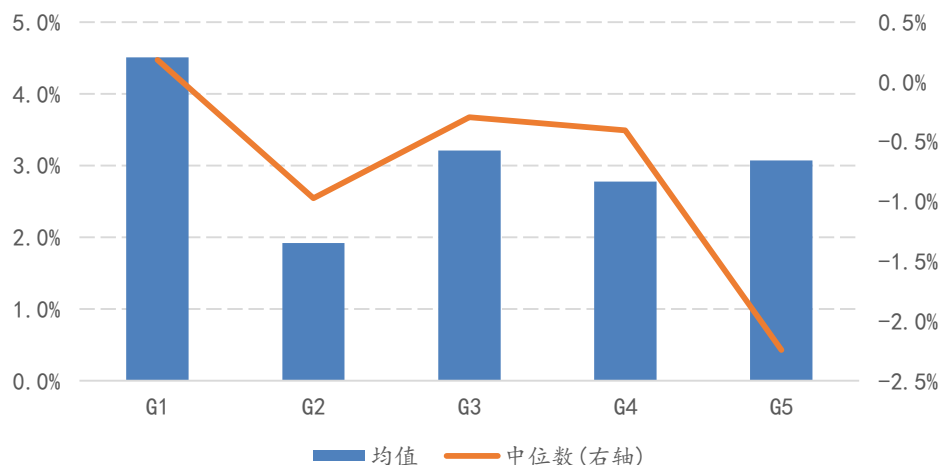
前文我们提到过即使是知名机构筛后的调研样本仍然表现出胜率一般、赔率偏高的特征，所以我们接下来分析调研事件的技术特征和基本面特征来进一步精选个股。调研样本的超额收益在技术维度可以通过**信息披露前股票超额收益**和**大单净流入**两个技术特征预测。

首先，调研事件收益分析表明知名机构调研样本在调研信息披露前**10**天已经普遍展现出强劲走势，而披露后收益收窄。与调研事件相关的利好消息是有限的，故我们猜测市场在信息披露前消化信息越多，即事前超额收益越高，那么未来的相对收益会偏低。因此，我们计算股票在公告披露前**10**天的相对中证**500**超额收益 ret :

$$ret = ret_stock - ret_index$$

其中， ret_stk 和 ret_idx 为股票/指数在调研公告发布前**10**日涨跌幅。

图表 47: ret 指标分组未来 60 日平均超额收益



资料来源: wind, 国盛证券研究所

ret指标展现略微反转效应，但趋势并不明显。我们将知名私募机构调研样本根据ret按照从小到大的顺序分组，统计各组样本在未来 60 日的组合平均超额收益。分组样本的平均超额中位数总体走低，但组间有所波动，信息披露前涨幅已经很高的股票在可能未来将难以继续保持其相对强劲的股票走势。

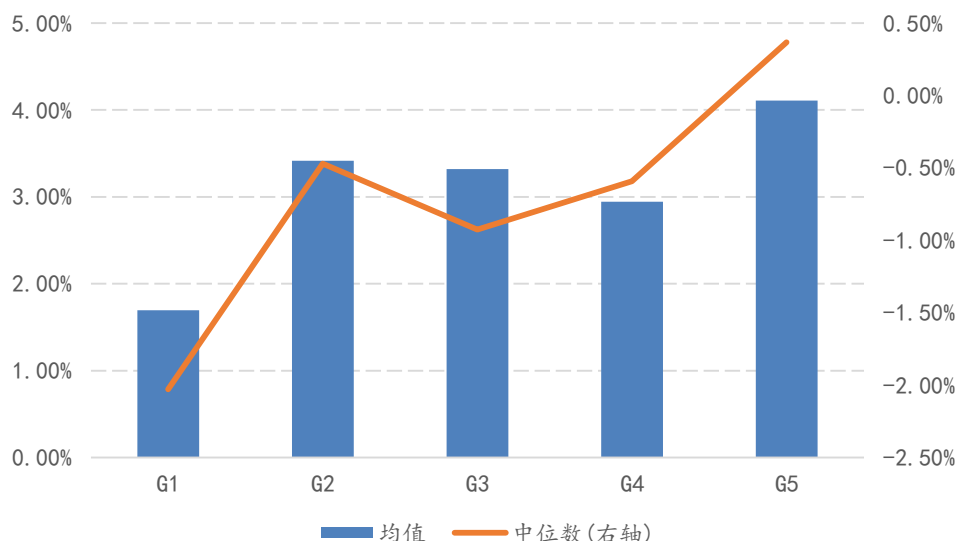
此外，从机构调研原因出发，机构一般认为股票具有一定投资价值才有可能参与调研，因此机构可能在调研前后存在交易资金流动。如果调研前后机构越看好该股票、买入越多，越可能会放大调研事件带来的利好。大单交易主要由机构参与，所以我们跟踪大单交易，计算股票在调研公告披露前 10 日大单（单笔金额 20 万~100 万）净流入占比指标ratio如下：

$$ratio = \sum_t (amt_{b,t} - amt_{s,t}) / \sum_t |amt_{b,t} - amt_{s,t}|$$

其中， $amt_{b,t}$ 和 $amt_{s,t}$ 分别表示股票在 t 日大单主动买入金额和大单主动卖出金额。

ratio的分组平均超额收益结果表明大单净流入指标在该样本空间中展现出优秀的选股能力，大单净流入指标和调研样本公告后的超额收益存在显著的正相关性，大单净流入占比越高的股票样本在调研公告之后的超额收益将越高。

图表 48: ratio 指标分组未来 60 日平均超额收益



资料来源: wind, 国盛证券研究所

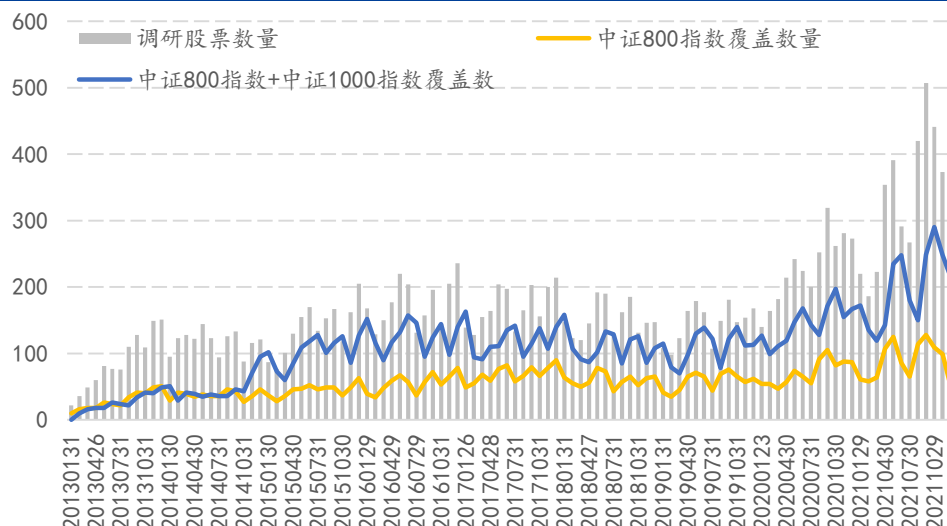
从调研事件的技术特征出发，我们发现披露前 10 日涨幅较低、大单净流入越大的股票未来表现将更好，接下来我们分析与调研事件超额收益相关的基本面特征。

前文表明调研股票信息披露后超额收益能持续一季度，因此，我们首先根据私募调研数据得到最近 2 个月的私募调研股票池。具体地：

- 每月选取过去一年内获得过主流资产管理机构评选奖项的私募机构，得到机构池；
- 回溯最近 2 个月机构池中私募机构参与调研的股票样本，得到私募调研股票池；

股票池中平均每期 100 到 200 只股票，2020 年以后样本数量出现明显上升；股票池中平均 35%股票来自于中证 800 指数成分股，36%股票来自于中证 1000 指数成分股，股票主要来自于市场主流指数成分股。

图表 49: 私募调研股票池数量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

长期而言, 私募调研股票池相对于宽基指数的超额收益显著。如果等权持有调研股票池中的股票, 分年绩效如下表所示, 组合相较市场指数超额明显, 2013 年以来组合收益达到 18.2%, 年化超额为 10.6%, 信息比为 1.12。

图表 50: 私募调研股票池分年绩效

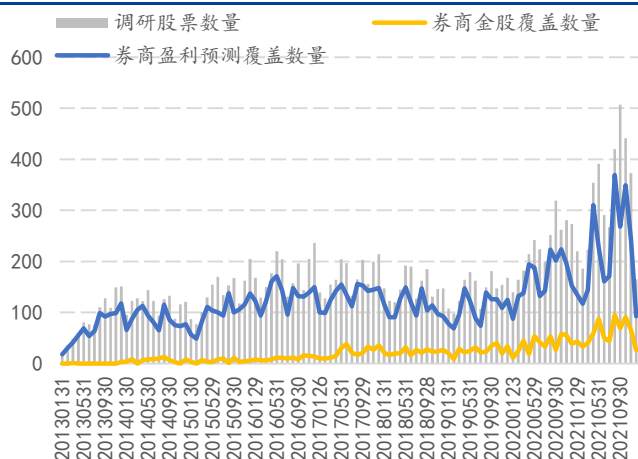
年份	组合收益	中证 500	年化超额	信息比率
2013	35.1%	10.0%	25.0%	2.10
2014	26.6%	39.0%	-12.4%	-0.88
2015	95.5%	43.1%	52.4%	2.23
2016	-19.1%	-17.8%	-1.3%	0.01
2017	-0.2%	-0.2%	0.0%	0.08
2018	-25.8%	-33.3%	7.5%	1.78
2019	49.0%	26.4%	22.7%	2.76
2020	34.0%	20.9%	13.1%	1.63
2021	22.8%	15.6%	7.2%	0.71
20220128	-13.0%	-10.6%	-2.4%	-1.05
全样本	18.2%	7.6%	10.6%	1.12

资料来源: wind, 国盛证券研究所

着眼于调研事件基本面特征分析, 我们发现券商分析师对于调研事件所覆盖股票池拥有极高的关注度和影响力。如图表 51 所示, 调研股票池中平均 75% 的股票在当月被分析师给出过盈利预测覆盖, 如果回溯过去 2 个月分析师盈利预测覆盖度将超过 95%, 因此分析师在深度剖析调研事件中扮演着重要的角色。

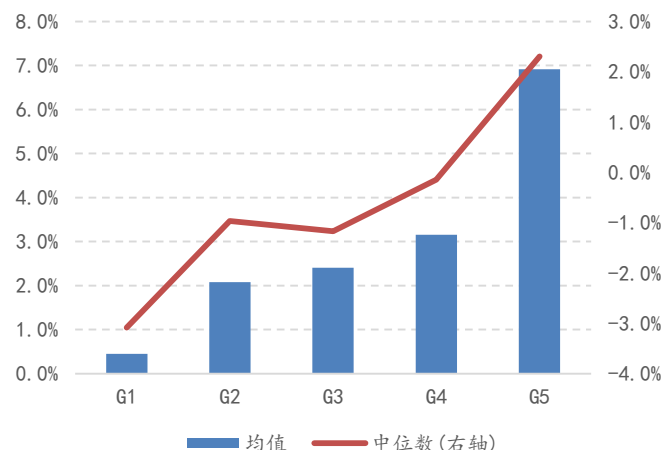
由于券商分析师对于调研股票的高关注度, 我们希望以分析师的态度来代表投资机构的态度, 进而确定机构对于调研股票的认可度。我们推测分析师和投资机构对股票预期的会相对一致, 那么在调研样本中分析师越看好的股票在未来一定时间内走势会更加强劲。

图表 51: 分析师盈利预测覆盖数量



资料来源: wind, 朝阳永续, 国盛证券研究所

图表 52: 分析师盈利预期调整幅度分组超额收益



资料来源: wind, 朝阳永续, 国盛证券研究所

因此, 我们计算分析师对于股票的平均盈利预期调升幅度作为分析师对于个股的边际认可度和推荐度REC:

$$earnings_adj_rate = \frac{forecast_{t1} - forecast_{t0}}{forecast_{t0}}$$

$$REC = ave(earnings_adj_rate)$$

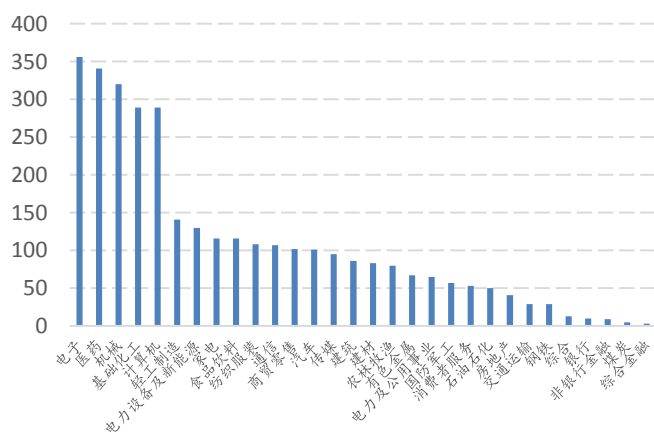
其中forecast为分析师对股票的盈利预期, earnings_adj_rate为任意分析师最新对股票的盈利预期调升幅度, REC为所有分析师的盈利预期平均调升幅度。

盈利预期调升幅度指标REC与调研股票池中股票在次月收益间正相关性显著。如图表 52 所示, 将调研股票池中REC指标等分成 5 组后, 盈利预期调升幅度越高的分组股票在未来拥有更高的收益且单调性显著, 同时多头组合的收益大幅跑赢其他分组的股票。

3.2.3 组合构建

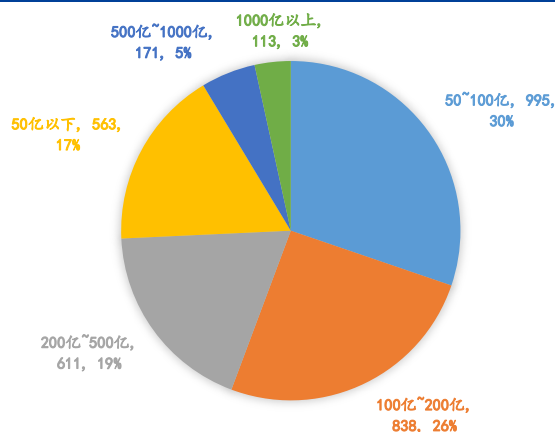
我们发现机构调研公告后被调研股票平均收益将显著跑赢宽基指数, 同时有知名机构参与调研的股票在未来的收益弹性将更高。因此, 我们从知名私募机构调研事件收益分析出发, 结合与调研公告后超额收益相关的特征分析, 我们从调研股票池中精选样本构建私募调研股票池。

图表 53: 私募调研组合各行业入选股票数量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 54: 私募调研组合各市值分组入选股票数量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

本文按照如下流程构建选股策略，得到私募基金调研精选组合：

- 在全 A 中剔除 ST 股票、ST 摘帽或上市不满 3 个月新股等特殊样本；
- 每月末根据资产管理机构评选活动筛选出过去 1 年的获奖私募机构名单；
- 回溯最近 2 个月搜索获奖私募机构参与调研的股票，得到私募调研股票池；
- 按调研公告披露前 10 天大单净流入指标排序，剔除大单净流入最低的 20% 股票；
- 根据分析师对于股票边际认可度，等权持有盈利预期调升幅度最高的 30 只股票；

2013 年以来，私募调研精选组合中的股票在行业维度选取股票数量最多的行业来自于电子、医药、机械和基础化工，周期类和金融地产行业板块较少被选入；在市值维度，组合选股股票市值大多位于 500 亿以下，以中小市值股票为主。

图表 55: 私募基金调研精选组合净值图



资料来源：wind，朝阳永续，国盛证券研究所

2013 年以来，私募基金调研精选组合相较于中证 500 指数能够获得稳定可观的超额收益，组合年化收益 **37.7%**，年化超额收益达到 **29.6%**，信息比为 **2.14**。组合各年份收益稳健，均能战胜中证 500 指数，年化超额有所波动，但大多年份能够超过 15%。

图表 56: 私募基金调研精选组合分年绩效

年份	组合收益	中证 500	年化超额	信息比率
2013	41.5%	10.0%	31.5%	2.27
2014	40.3%	39.0%	1.3%	0.17
2015	138.0%	43.1%	94.9%	2.98
2016	-13.6%	-17.8%	4.2%	0.65
2017	17.9%	-0.2%	18.1%	2.28
2018	-15.5%	-33.3%	17.8%	2.87
2019	56.3%	26.4%	29.9%	2.19
2020	79.5%	20.9%	58.6%	3.87
2021	57.9%	15.6%	42.3%	2.27
20220228	-9.0%	-6.9%	-2.2%	-0.37
全样本	37.7%	8.1%	29.6%	2.14

资料来源：wind，朝阳永续，国盛证券研究所

3.3 公募基金调研

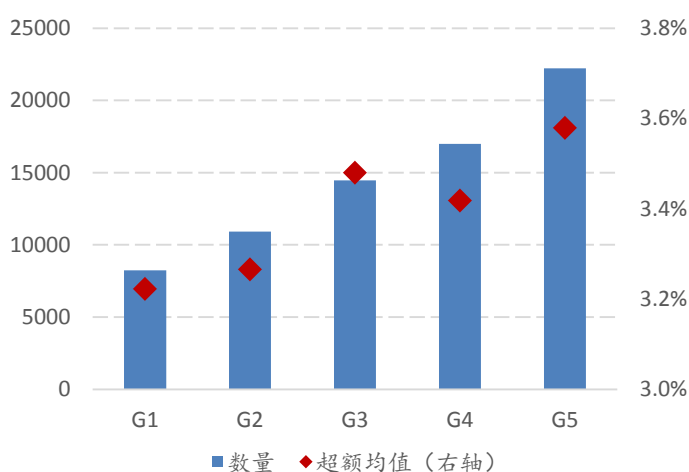
由于公募基金的业绩公开性，使得我们能够根据公募基金披露信息筛选调研样本。我们发现公募基金权益规模与该机构调研股票的超额收益存在一定正相关性，权益规模越大的机构其调研股票在公告后的超额收益也越高。

在要求调研日期和公告日期间隔小于 10 天且调研信息月末之前被收录的基础上，本文按照权益规模筛选出 2013 年以来的公募基金调研股票池：

- 定期报告披露后，选取普通股票/偏股混合型基金披露规模最大的前 20 家公募机构
- 每个月末筛选最新规模头部公募机构参与的调研样本，得到公募基金调研股票池

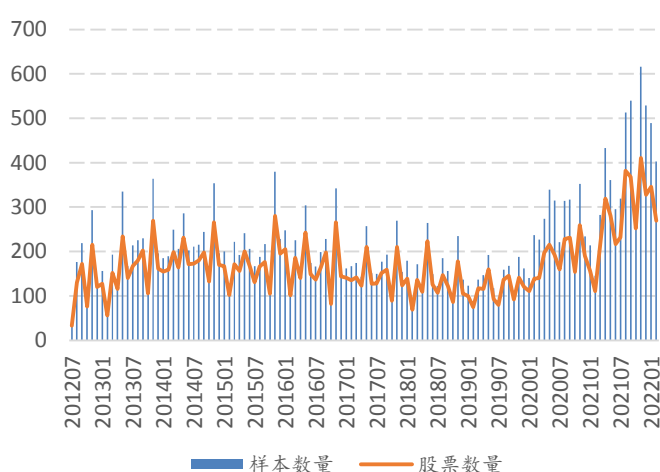
2013 年以来规模头部公募机构调研样本的月度数量时序分布如下表所示，头部公募机构平均每月调研数量约 217 次，平均每期调研股票数量为 170 只。

图表 57: 调研样本超额收益-公募基金权益规模分组



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 58: 规模头部公募机构调研样本数量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

公募基金调研股票池的分年绩效如下表所示，调研股票池等权组合长期显著跑赢市场指数，2013 年以来年化收益 19.8%，超过中证 500 指数 11.0%，信息比为 1.26。

图表 59: 公募基金调研股票池分年池绩效

年份	组合收益	中证 500	超额收益	信息比率
2013	47.0%	16.9%	30.1%	2.61
2014	31.0%	39.0%	-8.1%	-0.65
2015	106.6%	43.1%	63.5%	2.72
2016	-18.1%	-17.8%	-0.3%	0.15
2017	-2.7%	-0.2%	-2.5%	-0.43
2018	-27.1%	-33.3%	6.2%	1.70
2019	46.9%	26.4%	20.5%	3.10
2020	29.0%	20.9%	8.2%	1.25
2021	23.7%	15.6%	8.1%	0.83
20220228	-9.4%	-6.9%	-2.5%	-0.64
全样本	19.8%	8.7%	11.0%	1.26

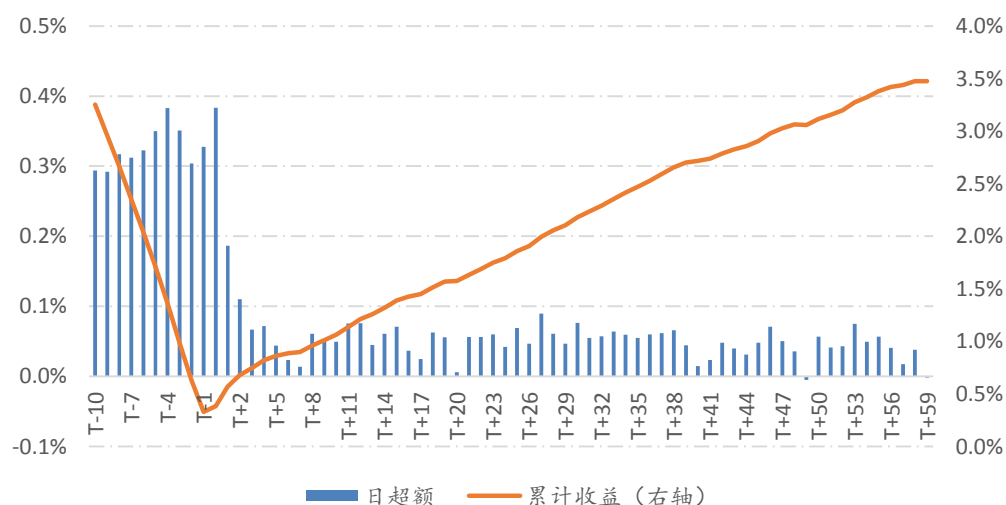
资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.3.1 事件收益

接下来，我们从事件研究的角度探究绩优基金经理参与调研的股票在未来一段时间区间内的市场表现。同私募基金调研事件一样，本文记调研公告发布日期为T日，以公募基金调研股票池中的股票在调研公告发布后60日的超额收益度量选股的成功性，分析样本空间T-10日至T+60日之间的超额收益的走势。

从短期看，公募基金调研股票池在调研前后均有良好市场表现。在调研公告发布前10日，股票池已经显著跑赢市场指数，相对中证500平均超额达到3.3%；自调研信息披露日起，日间样本平均超额开始收窄，但股票池总体仍表现出显著的alpha，最终T日至T+60日内累计收益达3.5%。

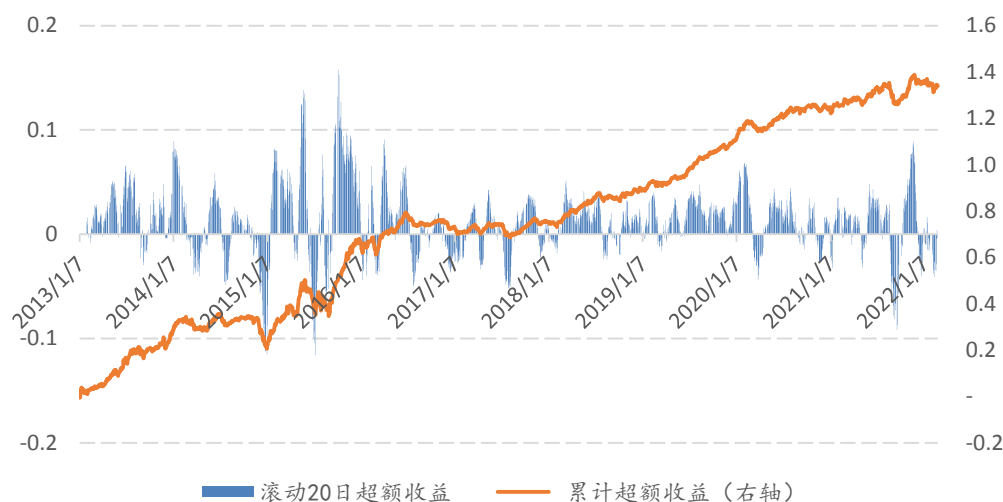
图表 60: 公募基金调研事件收益



资料来源: wind, 国盛证券研究所

从长期看，公募基金调研事件的超额收益在时间序列上稳健，能够稳健跑赢市场指数。如图表 61 所示，滚动 20 日均超额在大部分时间均为正，累计收益截至到 2022 年 2 月底达到 134%，调研股票池长期来讲同样具有可观超额收益。

图表 61: 公募基金调研事件时间序列净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

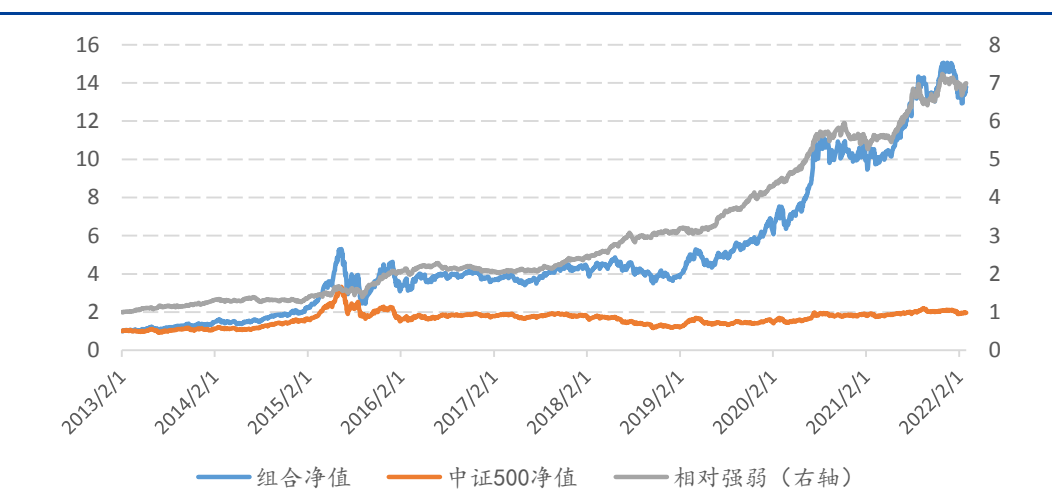
3.3.2 组合构建

从公募基金调研事件收益分析出发，结合 ret、ratio 指标和分析师盈利预期上调幅度选股效果分析，本文按照如下流程构建公募基金调研精选组合：

- 在全 A 中剔除 ST 股票、ST 摘帽或上市不满 3 个月新股等特殊样本；
- 每月末根据最新报告筛选出普通股票/偏股混合型基金披露规模前 20 的公募机构；
- 搜索获奖规模头部机构参与调研的股票，得到公募调研股票池；
- 按调研公告披露前 10 天大单净流入指标排序，剔除大单净流入最低的 20% 股票；
- 根据分析师对于股票边际认可度，等权持有盈利预期调升幅度最高的 30 只股票；

自 2013 年以来，公募基金调研精选组合净值走势图如下表所示，组合相较于中证 500 指数能够获取稳定超额收益，年化超额达到 26.9%，信息比为 2.04。

图表 62：公募基金调研精选组合净值



资料来源：wind，朝阳永续，国盛证券研究所

精选组合 2013 年以来的年化收益收益达 **35%**，超额中证 **500** 指数 **26.9%**，长期而言组合相对市场指数超额收益表现稳健，回溯期内各完整年份均跑赢中证 500 指数。

图表 63：公募基金调研精选组合分年绩效

年份	组合收益	中证 500 收益	超额收益	信息比率
2013	36.6%	10.0%	26.6%	2.26
2014	42.6%	39.0%	3.6%	0.35
2015	131.3%	43.1%	88.2%	2.72
2016	-16.7%	-17.8%	1.1%	0.35
2017	15.4%	-0.2%	15.6%	2.11
2018	-14.3%	-33.3%	19.1%	2.80
2019	66.9%	26.4%	40.5%	2.99
2020	67.3%	20.9%	46.4%	3.23
2021	45.0%	15.6%	29.4%	1.82
2022	-8.4%	-6.9%	-1.5%	-0.29
全样本	35.0%	8.1%	26.9%	2.04

资料来源：wind，朝阳永续，国盛证券研究所

总结

量化研究中一类重要思路是跟踪聪明钱，模仿“有 alpha 的投资者”的交易痕迹、市场行为、股票持仓等信息而构建策略。基金公司、北向资金等作为专业投资者，具备完善的投研体系和独特的信息获取优势，而一般法人作为企业经营的参与主体，掌握上市公司第一手的信息。以往我们对于这些投资者的模仿更多地着眼于持仓信息分析，本文将尝试捕获专业投资者市场行为信息中蕴含的 alpha。

● 一般法人

基于事件驱动角度，我们分析了一般法人在定向增发、股权激励、股权回购、股东增持等融资或股权行为中的 alpha。

- ✧ 对于定向增发而言，破增发事件的收益高于增发事件本身，且增发折扣率越高的股票破增发后表现越好；
- ✧ 对于股权激励而言，激励股份占总股本比例越高，实施公告日距离预案公告日较短的股票在股权激励实施公告后表现越好；
- ✧ 对于股票回购而言，基于市值管理和股权激励相关目的而进行的样本，在事件触发后表现更好；
- ✧ 对于股东增持而言，无论是拟增持还是正式增持，高管增持样本的超额收益均要好于个人或上市公司增持，但事件整体超额持续时间仍较短。

● 投资机构

基于事件驱动角度，我们分析了公募/私募基金的机构调研事件中的 alpha，结合事件特征分析我们构建了机构调研精选组合。

- ✧ 股票在调研公告后相对市场指数的呈现出显著超额收益，且知名资产管理机构参与调研的股票在公告后收益弹性更好；
- ✧ 调研事件超额与众多技术/基本面特征相关，调研公告前收益表现好、大单净流入多以及券商分析师认可度高的股票在事件触发后收益更好。
- ✧ 基于资产管理机构评选活动，量化地动态筛选知名私募机构，根据技术/基本面特征精选其近期调研股票，组合回溯期内年化收益 37.7%，超额中证 500 指数 29.6%。
- ✧ 基于主动权益基金管理规模，量化地动态筛选头部公募机构，根据技术/基本面特征精选其近期调研的股票，组合回溯期内年化收益 35.0%，超额中证 500 指数 26.9%。

风险提示

报告中所有结论均基于历史数据统计与量化模型，存在历史规律与量化模型失效风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com