

基金选取  
○

因子计算  
○○○○○

主基金分析  
○○○

对照基金分析  
○○

持仓模拟  
○○○○○

总结  
○

# 中欧时代先锋股票基金经理业绩评估

董安愉  
Anyu Dong

李想  
Xiang Li

杨晨艺  
Chenyi Yang

北京大学元培学院

November 25, 2025

# 目录

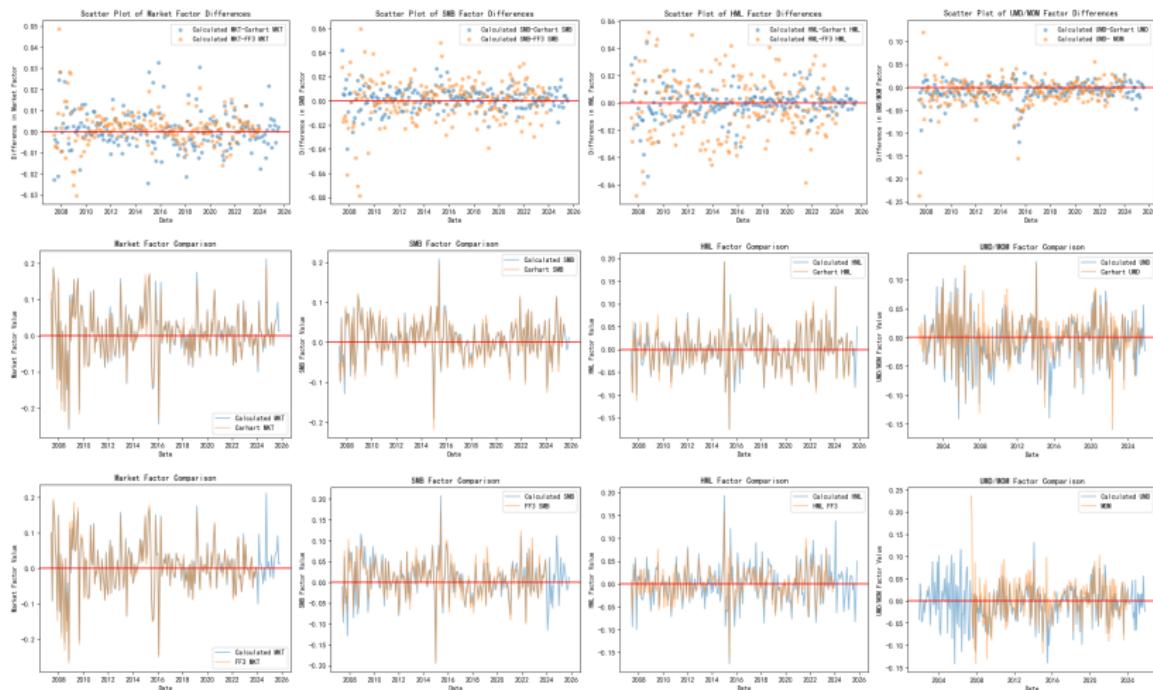
- 1 基金选取说明**
- 2 因子月度时间序列计算结果**
- 3 主基金业绩分析：多因子模型**
- 4 对照基金业绩分析：多因子模型与基金经理风格画像**
- 5 主基金持仓模拟与动态归因分析**
- 6 总结与小组分工**

# 研究基金选择与说明

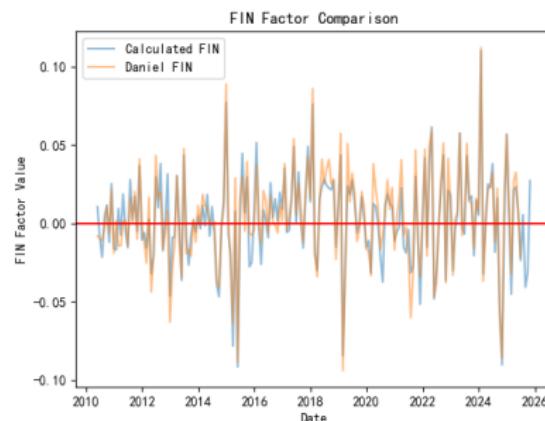
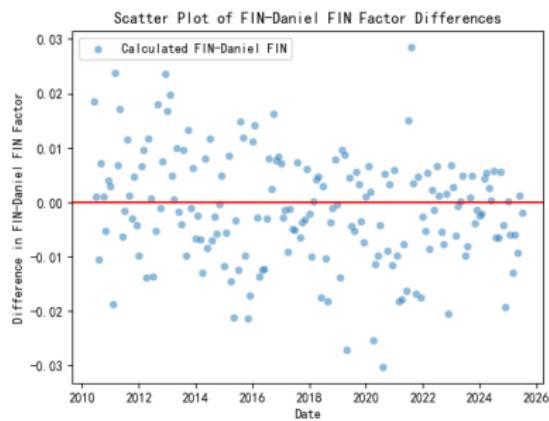
本小组研究基金选择说明如下：

维度	主分析对象	对照组对象
基金名称	中欧时代先锋股票 (001938)	A 中欧新趋势混合 A (166001)
基金经理	周蔚文 (主要研究其任职期)	周蔚文 (主要研究其任职期)
选取理由	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 历史业绩卓越，2021 年获“金牛奖”；</li> <li>● 主动管理型成长风格基金，成立以来最大盈利达 +193.84%，平均年化回报 27%；</li> <li>● 5 年以上历史数据完整。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 由同一位基金经理管理；</li> <li>● 用于验证经理投资风格的一致性。进行对比分析；</li> <li>● 对比不同产品定位下的业绩差异。</li> </ul>
任职区间	2021.12.17 - 2025.11.21	2019.01.01 - 2025.11.21

# 月度时间序列计算结果比较：Carhart 四因子



# 月度时间序列计算结果比较：FIN

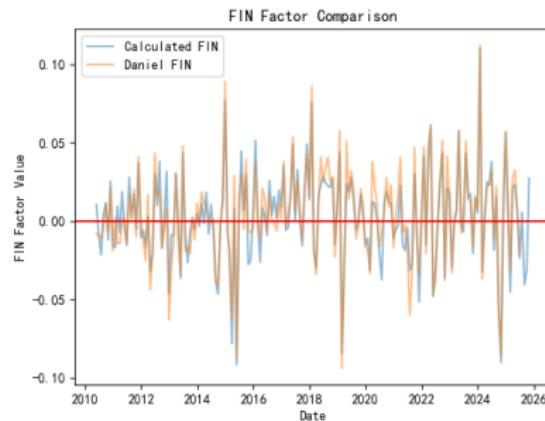
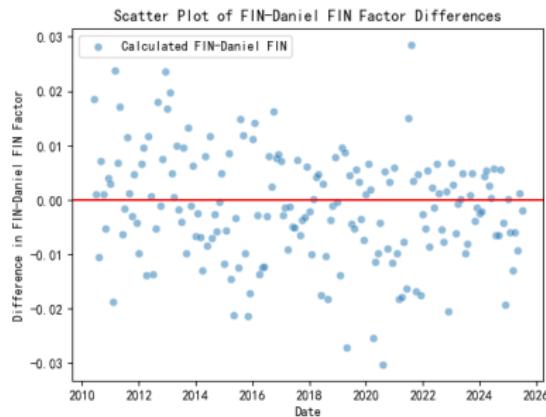


## FIN 因子构造

$$CEI_t = \ln(ME\_t / ME\_t5) - \ln(1 + Ret5y)$$

$$FIN = \frac{1}{2}(S/L_{CEI} + B/L_{CEI}) - \frac{1}{2}(S/H_{CEI} + B/H_{CEI})$$

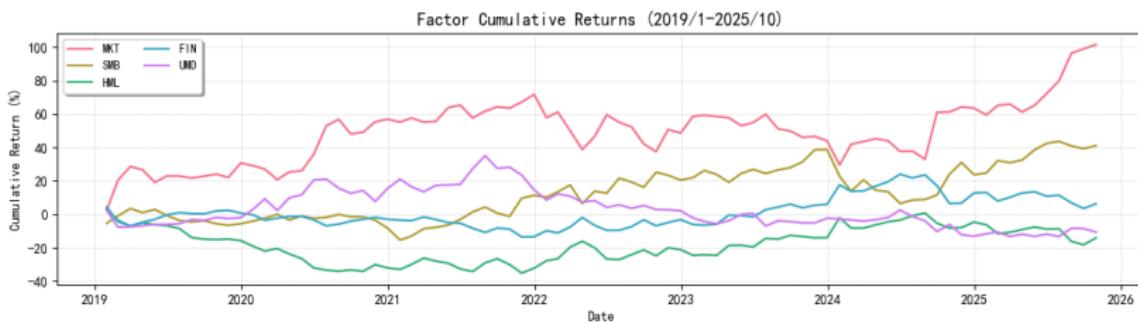
# 月度时间序列计算结果比较：FIN



## FIN 因子构造

- 经济含义：**CEI 剔除股价自然上涨后，捕捉「公司是否靠发新股/配股做大规模」；值越高 → 外部融资越激进 → FIN 因子做空该组。
- 行为学依据：**投资者系统性高估外部融资企业的未来盈利增速 (*over-extrapolation*)，导致其股价被暂时推高；随后盈利兑现不足，价格回落——FIN 因子正是做空这类“融资亢奋”错误定价。

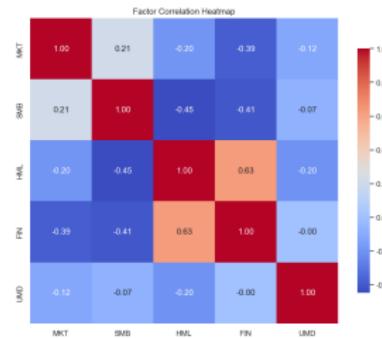
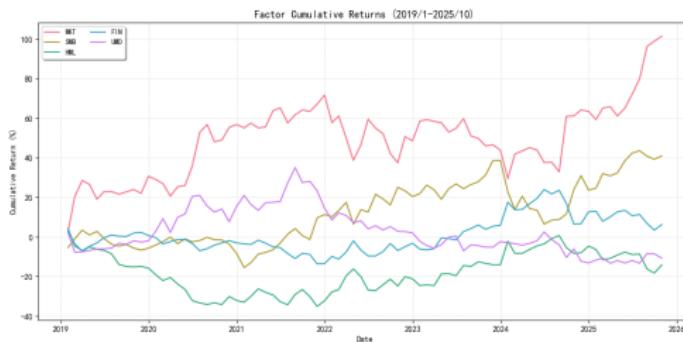
# 因子的历史累计回报：计算值



## 回报表现

- **MKT:** 年化收益 = 0.1182, 年化波动 = 0.1794, 夏普比率 = 0.6593; 表现最佳，具有最高的年化收益和夏普比率
- **SMB:** 年化收益 = 0.0606, 年化波动 = 0.1435, 夏普比率 = 0.4220; 小市值股票在这段时间内表现较好
- **HML:** 年化收益 = -0.0117, 年化波动 = 0.1475, 夏普比率 = -0.0792; 价值股在这段时间内表现不佳

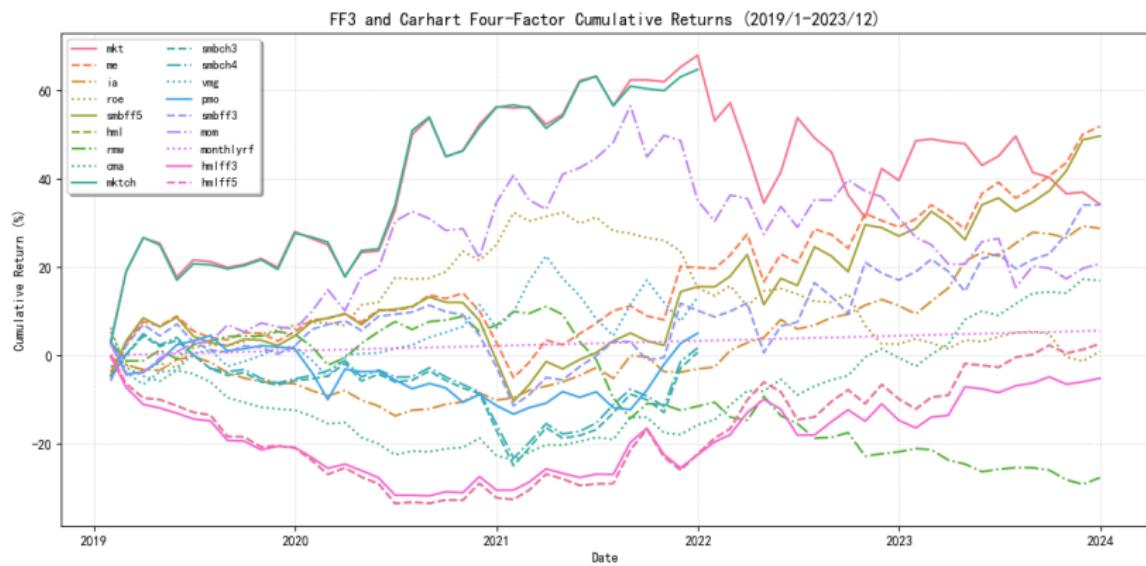
# 因子的历史累计回报：计算值



## 回报表现

- **FIN:** 年化收益 = 0.0150, 年化波动 = 0.1108, 夏普比率 = 0.1351; 远离激进的外部融资股票可以带来正收益
- **UMD:** 年化收益 = -0.0083, 年化波动 = 0.1289, 夏普比率 = -0.0646; 动量策略在这段时间内未能提供正的超额收益
- **联合分析**

# 因子的历史累计回报：课堂文件



# 主基金归因：基础多因子模型

Table 1: 中欧时代先锋股票 A(001938) 多模型回归结果汇总

模型	MKT	SMB	HML	UMD	R_pead	R_fin	MKT <sup>2</sup>	Alpha(年化)
CAPM	0.65	-	-	-	-	-	-	2.81%
Carhart	0.57	-0.06	<b>-0.26</b>	<b>0.18</b>	-	-	-	3.66%
DHS	0.56	-0.11	-0.20	0.18	<b>0.08</b>	-0.13	-	4.75%
TM 择时	0.56	-0.07	-0.26	0.18	-	-	<b>-0.88</b>	<b>6.62%</b>

## 基础模型解读 (CAPM & Carhart)

- 低系统性风险:** 市场  $\beta$  (MKT) 始终维持在 **0.57-0.65** 区间，显著低于 1，说明基金在市场下跌时具有较好的防御性。
- 投资风格分析:** 成长型、大盘股、高惯性。
- Alpha 的提升:** 剥离了规模、价值和动量因子后，Alpha 不降反升，说明基金经理的投资风格并不占优，但在因子负拖累下依然创造了超额收益。

# 主基金归因：行为金融因子纳入

Table 2: 中欧时代先锋股票 A(001938) 多模型回归结果汇总

模型	MKT	SMB	HML	UMD	R_pead	R_fin	MKT <sup>2</sup>	Alpha(年化)
CAPM	0.65	-	-	-	-	-	-	2.81%
Carhart	0.57	-0.06	<b>-0.26</b>	<b>0.18</b>	-	-	-	3.66%
DHS	0.56	-0.11	-0.20	0.18	<b>0.08</b>	-0.13	-	4.75%
TM 择时	0.56	-0.07	-0.26	0.18	-	-	<b>-0.88</b>	<b>6.62%</b>

## 行为金融模型 (Daniel-Hirshleifer-Sun 三因子模型) 解读

- 引入利用市场错误定价的两个因子：
  - 加入 盈余惯性 (*R\_pead*)，该因子系数为正 (**0.08**)；说明经理善于挖掘业绩超预期、但市场尚未充分反应的股票。
  - 加入 外部融资 (*R\_fin*)，该因子负暴露，说明经理倾向选择融资扩张的股票，这些股票对收益率造成了负面拖累，致使 Alpha 提升。
- **Alpha 提升：**年化 Alpha 从 3.66% 提升至 **4.75%**，说明基金经理可以通过精选个股克服“负向因子拖累”，收获更高 Alpha。

# 主基金归因：择时与选股能力剥离

Table 3: 中欧时代先锋股票 A(001938) 多模型回归结果汇总

模型	MKT	SMB	HML	UMD	R_pead	R_fin	MKT <sup>2</sup>	Alpha(年化)
CAPM	0.65	-	-	-	-	-	-	2.81%
Carhart	0.57	-0.06	<b>-0.26</b>	<b>0.18</b>	-	-	-	3.66%
DHS	0.56	-0.11	-0.20	0.18	<b>0.08</b>	-0.13	-	4.75%
TM 择时	0.56	-0.07	-0.26	0.18	-	-	<b>-0.88</b>	<b>6.62%</b>

## 择时能力模型解读 (TM)

- “负”择时现象：择时系数  $\gamma$  (MKT<sup>2</sup>) 为 **-0.88**，说明从模型上看，TM 模型认为基金经理的择时能力较弱。
- 公募基金仓位限制：考虑到本产品为股票型基金，合同要求股票投资占基金资产的比例为 80%–95%，因此基金经理无法在熊市通过大幅减仓来做“正择时”。
- Alpha 提升反映真实选股能力：剥离择时负面影响后，纯选股 Alpha 飙升至 **6.62%**；说明该基金的核心竞争力在于**卓越的个股挖掘能力**，而非仓位择时。

# 对照基金：多因子模型报告

Table 4: 中欧新趋势混合 A (166001) 多模型回归结果汇总

模型	MKT	SMB	HML	UMD	R_pead	R_fin	MKT <sup>2</sup>	Alpha
CAPM	<b>0.49</b>	-	-	-	-	-	-	1.67%
Carhart	0.46	-0.08	<b>-0.14</b>	0.08	-	-	-	2.30%
DHS	0.46	-0.08	-0.15	0.08	<b>0.05</b>	0.03	-	1.94%
TM 择时	0.46	-0.09	-0.14	0.08	-	-	<b>-0.57</b>	<b>4.23%</b>

## 关键数据解读

- 低风险定位：**市场 Beta (0.49) 低于主基金 (0.65)，验证了其稳健属性。
- 风格延续：**同样呈现 成长、大盘蓝筹 和 高惯性的特征，但幅度较主基金温和。
- 行为金融因子：**盈余惯性因子 (R\_pead) 几乎无差别，外部融资因子 (R\_fin) 正暴露，说明在本产品中经理倾向于选择“回购型”股票，这些股票贡献了较高收益率，Alpha 略有下降。
- 择时因子：**与主基金风格一致，剥离负择时的拖累后 Alpha 显著回升至 4.23%。

# 对照基金：投资经理风格画像

## 主基金 (001938) 与对照基金 (166001) 核心指标对比

Table 5: 双基金风险收益特征对比表

维度	时代先锋 (主)	中欧趋势 (对照)	差异解读
定位	进攻型旗舰	稳健防御型	产品风险收益特征定位不同
市场 Beta	0.65	0.49	对照组仓位控制更严，波动更小
成长暴露 (HML)	-0.26	-0.14	主基金的成长风格更为极致
动量暴露 (UMD)	0.18	0.08	主基金更积极捕捉市场热点趋势
年化 Alpha	3.66%	2.30%	高风险敞口换取了更高的超额收益

\* 注：Alpha 与因子数据基于 Carhart 四因子模型结果。

- **基金经理核心风格不变：**保持“大盘 + 成长”的选股底色，同时超额收益主要是源自个股挖掘，而非仓位择时。
- **两支基金定位差异化：**001938 主基金 追求高进攻，以高风险敞口换取了更高的超额收益；166001 则选择压降 Beta，倾向平滑波动。

# 持仓收益模拟：数据说明

使用 2021 年 12 月 31 日的持仓作为静态持仓，模拟 2022 年全年的收益。

## 数据说明：

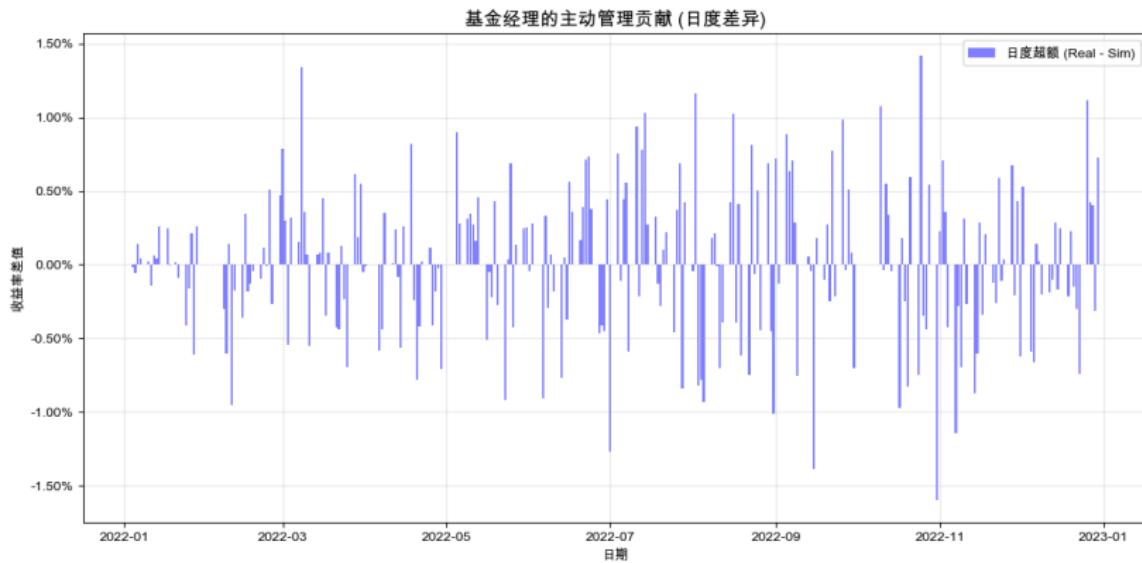
- 持仓明细数据直接提取自《中欧时代先锋股票型发起式证券投资基金 2021 年年度报告》（截止日期：2021 年 12 月 31 日）。
- 鉴于年报持仓涵盖 A 类（001938）与 C 类（004241）全部资产，为确保口径一致，对照组的真实基金收益率采用 A 类与 C 类份额按规模加权的综合收益率。
- 债券（占比 0.06%）、买入返售金融资产及现金类资产合计占比 10.15%。鉴于该部分资产波动率极低，将其视为收益率为 0 的“现金等价物”计入组合本金，以校准模拟组合的初始风险敞口。
- 针对 2022 年开年后上市的 4 只次新股，其上市前的价格数据统一采用发行价进行填充。
- 采用前复权（Pre-adjusted）价格以保证收益率序列连续性，但这会导致计算市值低于账面净值。因此，通过“**2022 年初真实净值 / 期初复权价格**”反推修正后的“**模拟持仓股数**”，确保模拟组合初始市值与真实净值对齐。

# 持仓收益模拟：累计走势对比



真实基金收益大多保持在模拟组合之上。

# 持仓收益模拟：主动管理贡献



# 业绩表现对比

Table 6: 模拟组合与真实基金业绩表现对比

	累计收益 (%)	年化收益 (%)	年化波动 (%)	最大回撤 (%)	夏普比率
模拟组合 (静态)	-26.98	-27.64	24.21	-34.18	-1.2244
真实基金 (动态)	-25.75	-26.38	25.16	-35.04	-1.1278

基金经理通过调仓实现了约 1.23% 的超额减亏。虽然最大回撤更大，但成功拉升了夏普比。

# Carhart 模型对比

Table 7: Carhart 四因子回归结果

	Market	SMB	HML	UMD	Alpha (年化)
模拟组合	0.9141***	-0.0602*	-0.5935***	0.1268**	-2.40%
真实基金	0.8710***	-0.0155	-0.6378***	0.2230*	1.11%

## Carhart 模型对比

- **Alpha**——通过主动调仓跑赢市场：两者的 Alpha 差值约为 3.51%。这是基金经理通过交易（而非选股，因为选股体现在模拟组合里）创造的纯粹价值
- **Market**——可能存在防御性减仓
- **SMB**——通过下沉市值来增加组合的进攻弹性
- **HML**——继续坚持成长股体系：基金经理在 2022 年并没有因为市场风格切换到价值就发生风格漂移，而是逆势加仓了成长股
- **UMD**——截断亏损：基金经理并未被动持有转势下跌的前期热门股，而是在个股大跌时止损

# 小组分工

## 小组成员分工

- 董安愉: 完成模拟持仓分析 (对应作业第 5 题)
- 李想: 完成因子计算及分析 (对应作业第 1 题); 后续步骤的基础数据准备下载
- 杨晨艺: 完成主基金多因子分析和对照因子的多因子分析 (对应作业第 2-4 题和第 6 题)

– *Thank you for your Attention* –<sup>1</sup>  
– *End of Report* –

<sup>1</sup>This presentation was made using L<sup>A</sup>T<sub>E</sub>X and Beamer