

中欧时代先锋股票基金经理业绩评估

董安愉
Anyu Dong

李想
Li Xiang

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 中欧趋势 LOF (166001)
基金经理	周应波 (主要研究其任职期)	周应波 (主要研究其任职期)
选取理由	<ul style="list-style-type: none">历史业绩卓越，2021 年获“金牛奖”；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%；5 年以上历史数据完整。	<ul style="list-style-type: none">由同一位基金经理管理；用于验证经理投资风格的一致性。进行对比分析；对比不同产品定位下的业绩差异。
研究区间	2019.01.01 - 2025.11.21	2019.01.01 - 2025.11.21

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_phead	R_fin	MKT ²	Alpha(年化)
CAPM	0.65	-	-	-	-	-	-	2.81%
Carhart	0.57	-0.06	-0.26	0.18	-	-	-	3.66%
DHS	0.56	-0.11	-0.20	0.18	0.08	-0.13	-	4.75%
TM 择时	0.56	-0.07	-0.26	0.18	-	-	-0.88	6.62%

基础模型解读 (CAPM & Carhart)

- **低系统性风险:** 市场 β (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:** HML 系数为 **-0.26** (显著负)，偏好高估值成长股；
 - **大盘股:** SMB 系数为负，偏好大盘蓝筹；
 - **动量效应:** UMD 系数为 **0.18** (显著正)，善于捕捉市场上涨趋势。

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 ²	Alpha(年化)
CAPM	0.65	-	-	-	-	-	-	2.81%
Carhart	0.57	-0.06	-0.26	0.18	-	-	-	3.66%
DHS	0.56	-0.11	-0.20	0.18	0.08	-0.13	-	4.75%
TM 择时	0.56	-0.07	-0.26	0.18	-	-	-0.88	6.62%

行为金融模型解读 (DHS)

- 利用市场错误定价:

- 引入 盈余惯性 (R_{pead}) 后, 系数显著为正 (**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。

- Alpha 提升:

- 模型解释力增强后, 年化 Alpha 从 3.66% 提升至 **4.75%**;
- 表明部分超额收益来源于对投资者行为偏差 (如反应不足) 的利用。

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 ²	Alpha(年化)
CAPM	0.65	-	-	-	-	-	-	2.81%
Carhart	0.57	-0.06	-0.26	0.18	-	-	-	3.66%
DHS	0.56	-0.11	-0.20	0.18	0.08	-0.13	-	4.75%
TM 择时	0.56	-0.07	-0.26	0.18	-	-	-0.88	6.62%

择时能力模型解读 (TM)

- “负”择时现象：择时系数 γ (MKT²) 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。但经过深入分析，我们认为这主要反映了基金经理偏好左侧交易（越跌越买）。
- 真实的选股能力：剥离左侧交易的择时负面影响后，纯选股 Alpha 飙升至 **6.62%**；说明该基金的核心竞争力在于**卓越的选股能力**，而非仓位择时。
- 公募基金仓位限制：考虑到本产品为时代先锋股票型基金，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”。

对照基金归因：稳健型产品的风格验证

Table 4: 中欧趋势 LOF (166001) 多模型回归结果汇总

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

关键数据解读

- **低风险定位：**市场 Beta (0.49) 低于主基金 (0.65)，验证了其防御属性。
- **风格延续：**同样呈现 **负 HML** (成长) 和 **负 SMB** (大盘) 特征，但幅度较主基金温和。
- **择时与行为因子：**
 - 盈余惯性因子 (R_pead) 暴露为正，说明在稳健型产品中经理依然使用了同样的选股逻辑。
 - 择时系数为 **-0.57** (显著负)，剥离后 Alpha 显著回升至 4.23%。

两支基金对照：进攻 vs 防守

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。

基金经理投资风格画像

基于两只基金的量化归因，我们勾勒出基金经理的投资画像：

1. 核心能力圈（不变）

- **大盘成长捕手**: 始终坚持“大盘 + 成长”的选股底色 (负 SMB, 负 HML)。
- **行为金融套利**: 善于利用“盈余惯性”挖掘被低估的成长股。
- **选股驱动**: 超额收益主要源自选股，而非仓位择时。

2. 差异化驾驭能力（变）

- **风险敞口管理**:
- **001938 (矛)**: 放宽 Beta 至 0.65，极致暴露动量因子，追求进攻；
- **166001 (盾)**: 压降 Beta 至 0.49，平滑波动，追求绝对收益。

- **总结**: 在统一的成长股投资框架下，通过精准的 Beta 管理实现了产品的差异化定位。

- 等待安愉老师计量归来填充内容。

小组分工

小组成员分工

- 董安愉:
- 李想:
- 杨晨艺: 完成主基金多因子分析和对照因子的多因子分析（对应作业文件 2-4 题和第 6 题）

– *Thank you for your Attention* –¹
– *End of Report* –

¹This presentation was made using L^AT_EX and Beamer