

## 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 选取理由	周应波 (主要研究其任职期) <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>	周应波 (主要研究其任职期) <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>
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_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：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 <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_p <sub>ead</sub>	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。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损耗后，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。
- **公募基金底仓限制**：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 <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 – <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