

金工研究/深度研究

2020年10月15日

林晓明 SAC No. S0570516010001
研究员 SFC No. BPY421
0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

黄晓彬 SAC No. S0570516070001
研究员 0755-23950493
huangxiaobin@htsc.com

刘依苇 SAC No. S0570119090123
联系人 0755-23950493
liuyiwei@htsc.com

相关研究

- 1《金工：相对生成对抗网络 RGAN 实证》2020.09
- 2《金工：行业配置策略：趋势追踪视角》2020.08
- 3《金工：WGAN 应用于金融时间序列生成》2020.08

基金业绩持续性的规律与策略构建

采用有效影响因子筛选出持续性较好的绩优基金

海外成熟市场研究表明，基金业绩在短期内具有持续性但不稳定

采用历史业绩筛选基金的必要前提是基金业绩具有持续性，早在 20 世纪 60 年代就有海外学者开始进行相关研究。过去 60 多年的研究普遍得出以下三个结论：第一，海外公募基金业绩在短期内存在持续性但不稳定，长期持续性则基本不存在。第二，表现差的基金有可能会长期维持现状，而表现好的基金长期表现优异的可能性很低。第三，基金业绩持续性的影响因子包括基金规模、投资风格、费用率、换手率等，实证结果表明基金规模、投资费用率、股票换手率与基金业绩持续性呈负相关关系，而价值风格强弱程度则与之呈正相关。

国内公募基金业绩具备一定持续性，且持续性与市场环境相关

我们采用 2010-2019 区间的样本数据，对国内普通股股票型、偏股混合型、灵活配置型三类公募基金的业绩持续性进行实证研究后发现：基金在半年度频率下的持续性明显强于年度，即短期持续性较强，长期持续性较弱。且基金在半年度频率下的业绩持续性并非在所有区间内都显著为正，而是与市场风格和市场环境的稳定性密切相关。具体而言，在主导风格稳定的牛市环境下，持续性显著为正；市场风格切换频繁的震荡市环境下，持续性较差；在主导风格发生切换的熊市环境下，持续性不显著或显著为负。

选股能力、夏普、基金风格等指标对基金业绩持续性有较大影响

我们选取基金业绩指标、风格属性等，采用分组检验法，研究对基金业绩持续性具有较大影响的因子。实证结果显示，三类基金的影响因子有选股能力和夏普比率。选股能力、夏普比率适中的基金，业绩持续性相对较好，说明极端表现是难以持续的。偏股混合型基金和灵活配置型基金的共同影响因子还有投资风格，价值风格基金业绩持续性要明显强于成长型和平衡型基金，可见价值投资的长效性。除此之外，佣金规模比、投资集中度、最大回撤、股票仓位等因子对三类基金业绩持续性都有影响。

采用对基金业绩持续性影响显著的因子筛选的绩优基金组合表现优于基准

我们基于基金业绩持续性影响因子的分析结论，在三类基金中分别筛选出持续性较强的绩优基金，并构建 FOF 组合进行业绩回溯。回溯结果显示，三类基金 FOF 组合的收益率在大部分区间内均跑赢该类基金指数，总体表现超过其同类基金平均，说明上述基金业绩持续性影响因子能够有效筛选出超越平均表现的基金。

风险提示：海外基金业绩持续性规律直接引自知名期刊论文，该规律或不适用于中国市场，且有失效的可能；国内基金业绩持续性规律由历史数据统计测算得出，历史规律在未来可能失效；报告中涉及到的具体基金产品不代表任何投资建议，请投资者谨慎、理性地看待；周期规律基于全球各类经济金融指标长达近百年样本的实证检验结果得到，然而市场存在短期波动与政策冲击，每轮周期具体长度或有偏差。

正文目录

海外学者研究发现的基金业绩持续性特征、影响因子等规律.....	5
基金业绩具有短期持续性，但不存在长期持续性	5
基金经理、管理公司对基金业绩持续性有影响.....	6
公司规模、基金规模、投资风格、管理费率等因子影响基金业绩持续性	6
国内基金业绩存在半年度频率下的持续性，且受市场影响显著	8
实证设计：截面回归法判断各类基金业绩持续性	8
实证结果：回归频率、市场风格与市场涨跌对基金业绩持续性产生影响	8
普通股票型基金从 2015 年下半年后业绩持续性较强，且多为正向持续	8
偏股混合型基金的业绩持续性与市场风格变化高度相关	10
灵活配置型基金的业绩持续性与市场风格、市场涨跌环境高度相关	12
基金业绩持续性在基钦周期上行阶段较强，下行阶段较弱	13
采用选股能力和夏普比等指标能筛选出具有业绩持续性的基金	15
基金业绩持续性影响因子的理论分析与分组检验因子有效性的实证设计	15
理论分析：业绩水平、规模、调仓频率等五类指标可能会对基金业绩持续性产生	
影响	15
实证设计步骤一：采用分组检验法对基金业绩持续性影响因子有效性进行测试	
.....	15
实证设计步骤二：采用基金经理未发生变动的基金样本，对 12 个常见影响因子	
进行测算	15
实证结果： α 和夏普比率最高和最低的极端组别业绩持续性较差	16
普通股票型业绩持续性： α 、夏普适中的最好，最大回撤、投资集中度最大的最	
差	16
偏股混合型业绩持续性： α 、夏普适中的最好，价值风格、最大回撤分别为正、	
负向影响	17
灵活配置型业绩持续性： α 、夏普适中的最好，股票仓位、佣金规模比等具有影	
响	18
对三类基金均有效的影响因子： α 和夏普比率	19
对于灵活配置型基金有效的特异影响因子：股票仓位、佣金规模比、投资风格	
.....	19
业绩持续性强的绩优基金组合表现显著超越业绩基准	20
策略设计：采用有效影响因子筛选业绩持续性强的绩优基金构建 FOF 组合	20
基于 T 期因子值计算基金得分	20
基于得分和 T 期业绩筛选排名靠前的基金	20
利用筛选出的基金构造等权 FOF 组合	21
回测结果：策略 FOF 组合表现明显优于业绩比较基准	21
风险提示	23
附录 1：不同起始月份和不同频率下的业绩持续性回归结果	24

附录 2：其他因子分组检验结果.....	26
普通股票型基金因子分组检验结果.....	26
偏股混合型基金因子分组检验结果.....	27
灵活配置型基金因子分组检验结果.....	28

图表目录

图表 1： 115 只美国共同基金的 Alpha（1945-1965）	5
图表 2： 扣除所有费用后美国共同基金收益频率分布直方图.....	5
图表 3： Fama-French-Carhart 风险调整后十年期基金收益影响.....	6
图表 4： 采用历史 1 年收益率分组后，各组基金投资组合的特征	7
图表 5： 剔除 Carhart 四因子影响后的基金收益对各因子的横截面回归参数及 T 统计量.....	7
图表 6： 普通股票型基金年度收益排名持续性	8
图表 7： 普通股票型基金半年度收益排名持续性.....	9
图表 8： 国证成长指数区间收益率与国证价值指数收益率的差值	9
图表 9： 偏股混合型基金年度收益排名持续性	10
图表 10： 偏股混合型基金半年度收益排名持续性.....	10
图表 11： 国信风格指数历年收益率情况	11
图表 12： 风格指数收益排名的延续性与基金业绩持续性关系紧密	11
图表 13： 灵活配置型基金年度收益排名持续性	12
图表 14： 灵活配置型基金半年度收益排名持续性.....	12
图表 15： 偏股混合型基金业绩持续性与股票指数短周期.....	14
图表 16： 灵活配置型基金业绩持续性与股票指数短周期.....	14
图表 17： 考察指标名称及说明.....	16
图表 18： 普通股票型分组检验结果（Alpha）	16
图表 19： 普通股票型分组检验结果（Sharpe）	16
图表 20： 普通股票型分组检验结果（最大回撤）	17
图表 21： 普通股票型分组检验结果（投资集中度）	17
图表 22： 偏股混合型分组检验结果（Alpha）	17
图表 23： 偏股混合型分组检验结果（Sharpe）	17
图表 24： 偏股混合型分组检验结果（区间最大回撤）	17
图表 25： 偏股混合型分组检验结果（价值风格）	17
图表 26： 灵活配置型分组检验结果（Alpha）	18
图表 27： 灵活配置型分组检验结果（Sharpe）	18
图表 28： 灵活配置型分组检验结果（股票市值占基金净值比）	18
图表 29： 灵活配置型分组检验结果（佣金规模比）	18
图表 30： 灵活配置型分组检验结果（是否属于价值型风格）	18
图表 31： 普通股票型基金得分计算方法	20
图表 32： 偏股混合型基金得分计算方法	20
图表 33： 灵活配置型基金得分计算方法	20
图表 34： 普通股票型基金 FOF 策略组合收益率情况	21

图表 35: 普通股票型基金 FOF 策略组合累计净值情况.....	21
图表 36: 偏股混合型基金 FOF 策略组合收益率情况	21
图表 37: 偏股混合型基金 FOF 策略组合累计净值情况.....	22
图表 38: 灵活配置型基金 FOF 策略组合收益率情况	22
图表 39: 灵活配置型基金 FOF 策略组合累计净值情况.....	22
图表 40: 普通股票型基金持续性回归结果 (年度, 不同起始月份)	24
图表 41: 偏股混合型基金持续性回归结果 (年度, 不同起始月份)	24
图表 42: 灵活配置型基金持续性回归结果 (年度, 不同起始月份)	24
图表 43: 普通股票型基金持续性回归结果 (半年度, 不同起始月份)	25
图表 44: 偏股混合型基金持续性回归结果 (半年度, 不同起始月份)	25
图表 45: 灵活配置型基金持续性回归结果 (半年度, 不同起始月份)	25
图表 46: 普通股票型基金持续性回归结果 (不同历史收益率计算时长)	25
图表 47: 偏股混合型基金持续性回归结果 (不同历史收益率计算时长)	25
图表 48: 灵活配置型基金持续性回归结果 (不同历史收益率计算时长)	25
图表 49: 普通股票型分组检验结果 (报告期持仓换手率)	26
图表 50: 普通股票型分组检验结果 (平均持仓时间)	26
图表 51: 普通股票型分组检验结果 (佣金规模比)	26
图表 52: 普通股票型分组检验结果 (平均每户持有基金份额)	26
图表 53: 普通股票型分组检验结果 (基金规模)	26
图表 54: 普通股票型分组检验结果 (股票市值占基金净值比)	26
图表 55: 普通股票型分组检验结果 (是否属于成长型风格)	27
图表 56: 普通股票型分组检验结果 (是否属于价值型风格)	27
图表 57: 偏股混合型分组检验结果 (报告期持仓换手率)	27
图表 58: 偏股混合型分组检验结果 (平均持仓时间)	27
图表 59: 偏股混合型分组检验结果 (基金规模)	27
图表 60: 偏股混合型分组检验结果 (股票市值占基金净值比)	27
图表 61: 偏股混合型分组检验结果 (佣金规模比)	28
图表 62: 偏股混合型分组检验结果 (投资集中度)	28
图表 63: 偏股混合型分组检验结果 (平均每户持有基金份额)	28
图表 64: 偏股混合型分组检验结果 (是否属于成长型风格)	28
图表 65: 灵活配置型分组检验结果 (报告期持仓换手率)	28
图表 66: 灵活配置型分组检验结果 (平均持仓时间)	28
图表 67: 灵活配置型分组检验结果 (基金规模)	29
图表 68: 灵活配置型分组检验结果 (平均每户持有基金份额)	29
图表 69: 灵活配置型分组检验结果 (区间最大回撤)	29
图表 70: 灵活配置型分组检验结果 (投资集中度)	29
图表 71: 灵活配置型分组检验结果 (是否属于成长型风格)	29

海外学者研究发现的基金业绩持续性特征、影响因子等规律

随着公募基金规模的扩大与品种的丰富，基金选择逐渐成为投资者面临的重要课题。当前国内投资者多采用基金的历史业绩来直接预测基金未来业绩，通常前一年业绩表现优异的明星基金会受到投资者的追捧，而此前表现较差的产品则很可能无人问津。

这种基金筛选方法基于一个重要假设：基金的业绩具有持续性，过去表现优秀的基金在未来有更大可能性延续其优秀表现。如果这条假设不成立，则基金的历史业绩不能为其未来表现背书，那么基于历史绩效来筛选基金的方法就是无效的。本文将针对这个前提假设，对国内公募基金业绩持续性的存在性及其影响因子展开分析。

基金业绩具有短期持续性，但不存在长期持续性

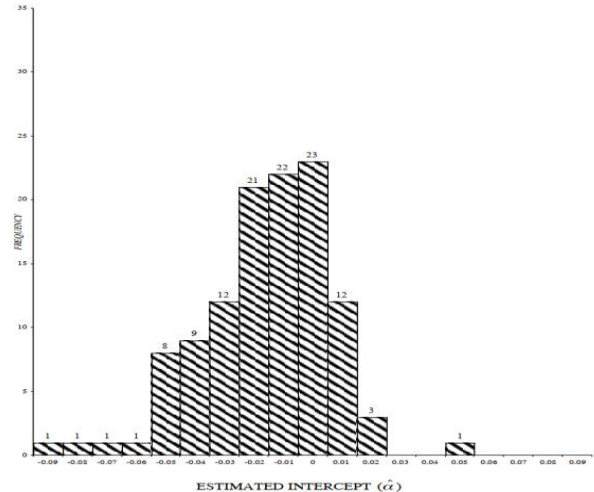
海外市场基金业绩持续性是否存在的问题，早在上世纪 60 年代便有学者开始进行研究。Jensen (1968) 从资本资产定价模型出发，为了排除经济和市场状况的影响，将经过风险调整后的超额收益 Jensen alpha 作为基金业绩表现的绝对指标，并使用 Spearman 等级相关检验对 1945 年至 1964 年间的 115 只基金进行考察。实证结果显示，扣除交易费用后，美国的共同基金无法长期跑赢市场，进而得出基金业绩不存在长期持续性的结论。

图表1： 115 只美国共同基金的 Alpha (1945-1965)

Frequency Distribution Of Estimated Intercepts For Equation (8) For 115 Mutual Funds For Several Time Intervals. Fund Returns Calculated Both Net And Gross Of Expenses				
Class Interval	All Funds Entire Sample Period*		56 Funds 20 Years 1945-64 Gross Returns	All Funds 10 Years 1955-64 Gross Returns
	Net Gross	Gross Returns		
	(1)	(2)	(3)	(4)
$.06 \leq \hat{\alpha} < .07$	0	1	0	0
$.05 \leq \hat{\alpha} < .06$	1	0	0	1
$.04 \leq \hat{\alpha} < .05$	0	0	0	0
$.03 \leq \hat{\alpha} < .04$	0	1	1	1
$.02 \leq \hat{\alpha} < .03$	3	9	2	12
$.01 \leq \hat{\alpha} < .02$	12	16	8	15
$0 \leq \hat{\alpha} < .01$	23	21	13	31
$-.01 < \hat{\alpha} < 0$	22	29	17	12
$-.02 < \hat{\alpha} < -.01$	21	14	6	13
$-.03 < \hat{\alpha} < -.02$	12	11	5	12
$-.04 < \hat{\alpha} < -.03$	9	9	2	3
$-.05 < \hat{\alpha} < -.04$	8	1	1	1
$-.06 < \hat{\alpha} < -.05$	1	1	1	1
$-.07 < \hat{\alpha} < -.06$	1	0	0	0
$-.08 < \hat{\alpha} < -.07$	1	2	0	0
$-.09 < \hat{\alpha} < -.08$	1	0	0	1
Average $\hat{\alpha}$.011	-.004	.032	-.001

* Sample sizes range from 10 to 20 annual observations among the funds.

图表2： 扣除所有费用后美国共同基金收益频率分布直方图



资料来源：The Performance Of Mutual Funds, Jensen (1968), 华泰证券研究所

资料来源：The Performance Of Mutual Funds, Jensen (1968), 华泰证券研究所

Hendricks, Patel 和 Zeckhauser (1993) 以基金一年期净收益作为业绩指标，使用八阶横截面自回归模型和 Spearman 秩相关系数检验方法，对 1974-1988 年间的 165 家美国共同基金进行检验，得出基金业绩具有短期持续性的结论。最近表现好的基金在其后也持续走好，即“热手”现象 (Hot hands)，最近表现差的基金在其后的表现要差于基准组合，即“冷手”现象 (Icy hands)。但他们认为具有持久超常表现的基金基本不存在，即基金不具备长期业绩持续性。

Brown 和 Goetzman (1998) 以 1976 年到 1988 的 839 只基金为样本，用交叉积比率法检验这些基金一年期的持续性。他们研究发现无论是采用绝对收益率指标还是经风险调整的相对收益率指标（基于 CAPM 模型的 Alpha 值）来衡量基金业绩，在回测的 12 年中仅有 7 年具有显著的持续性，有两年（1980 年和 1987 年）则具有明显的反转性。他们还发现，基金整体业绩的持续性主要因为其中一些基金持续表现低迷。同时他们还发现，不同业绩指标计算出的业绩持续性显著性不同，而测试数据的频率高低和观察期的长短也将影响持续性的测算。

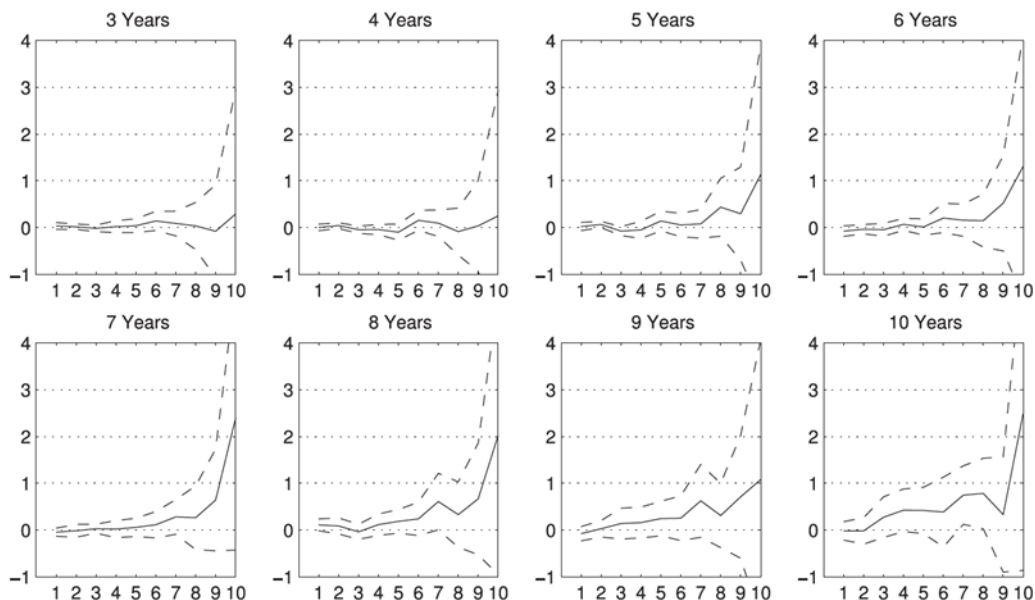
基金经理、管理公司对基金业绩持续性有影响

Christopherson(1998)以 Jensen alpha 为绩效指标,使用横截面回归的方法对 1979-1990 年间的 273 名基金管理人进行考察,发现基金管理人存在显著的业绩持续性,且更集中于表现不佳的群体中。

Klaas P. Baks (2002) 利用四因子模型 (Carhart (1997)), 对 1992-1999 年间的 2086 只基金进行横截面回归,得到各期的超额收益 Alpha,再利用当期 Alpha 和同一基金经理的前一期 Alpha 做横截面回归,得出基金业绩存在持续性的结论。

Berk 和 Van Binsbergen(2015)认为传统的 Alpha 衡量方法不能正确反映基金经理能力,因此文章定义了一个新的基金业绩衡量工具:价值增量 (Value added)。所谓价值增量就是基金经理从市场中为投资人获取的超额价值,这一价值等于基金超额收益率与管理资产的乘积。实证结果显示,基金获得价值增量的能力有较强的持续性。作者使用 1962—2011 年的 CRSP 基金数据进行实证后发现,普通经理人平均每年可以产生 320 万美元的价值增量,而这一反映投资能力的证据不能归因于运气,由基金经理能力而导致的横截面差异在未来十年内持续存在,即基金经理的能力存在长期持续性。

图表3: Fama-French-Carhart 风险调整后十年期基金收益影响



资料来源: Berk, Van Binsbergen (2015), 华泰证券研究所

公司规模、基金规模、投资风格、管理费率等因子影响基金业绩持续性

此外,国外研究进一步详细讨论了影响基金业绩持续性的因素。Madden, Nunn 和 Wiemann (1986) 以风险调整后的净收益衡量基金的业绩表现,在 1978-1983 年间每 3 年为一个观测期,研究了公司规模与业绩持续性的相关性,发现主要投资规模较小的共同基金始终跑赢市场并优于投资规模较大的基金,进而得到规模越小的基金业绩持续性越强的结论。

Volkman 和 Wohar (1995) 通过滚动窗口的时间序列回归,对 1980-1989 年间的 332 只基金进行实证分析。作者发现基金规模、投资目标、基金负荷和管理费用等因素与业绩持续性相关。投资目标角度,价值型投资风格的基金与业绩持续性具有很强的正相关,主要是因为发展成熟公司的股票业绩比较稳定;费用角度,费用率较低的基金,相对具有较好且持续性更强的回报,而费用率较高的基金,业绩持续性则较弱。进一步研究表明,费用率较低的基金中仅表现较佳的群体具有业绩持续性。

Carhart (1997) 利用资本资产定价模型和四因子模型对 1962-1993 年间的 1892 只股票型基金的超额收益进行考察。论文尝试采用投资收益、投资策略和投资成本等因素来解释共同基金的短期业绩持续性, 并发现投资费用率、股票换手率和基金负荷对业绩持续性的负向影响最为显著, 但作者同时表明其研究不能证实基金经理投资能力对业绩持续性有影响。

图表4: 采用历史 1 年收益率分组后, 各组基金投资组合的特征

Average Annual Portfolio Attributes					
Portfolio	Age (years)	TNA (\$ millions)	Expense Ratio	Mturn	Maximum Load
1A	11.7	110.0	1.38	116.2	3.93
1B	14.0	148.8	1.16	86.9	3.99
1C	16.5	127.4	1.11	75.8	4.62
1 (high)	14.1	128.7	1.22	92.9	4.18
2	16.6	190.8	1.08	75.3	4.97
3	17.3	194.3	1.10	76.3	4.72
4	17.6	183.7	1.11	67.2	4.82
5	18.3	185.9	1.09	68.4	4.71
6	17.5	199.1	1.15	65.8	4.33
7	18.3	169.7	1.14	62.2	4.50
8	17.5	149.3	1.13	65.3	4.76
9	15.8	145.6	1.22	75.1	4.59
10 (low)	13.6	77.1	1.92	81.4	4.38
10A	14.5	91.9	1.55	76.8	4.55
10B	14.4	87.4	1.71	76.7	4.57
10C	11.9	52.0	2.51	88.8	4.02

资料来源: 华泰证券研究所, 《On Persistence In Mutual Fund Performance》, Mark M. Carhart, 1997

文中将基金分为十个具有相同数量的组别, 按业绩表现情况从高到低排列为 1 (high) -10 (low)。上图中可以观察到业绩排名最后十分之一的基金费用率 (Expense Ratio) 和换手率 (Mturn) 明显高于平均水平。此外, 作者还构建了横截面回归模型进行验证:

$$\alpha_{it} = \alpha_t + b_t x_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中 α_{it} 表示一个单独基金的业绩表现, x_{it} 是基金特征 (即下图自变量), 回归结果如下图所示:

图表5: 剔除 Carhart 四因子影响后的基金收益对各因子的横截面回归参数及 T 统计量

Independent Variables (Coefficients × 100)	Estimate	t-statistic
Expense ratio (t)	-1.54	(-5.99)
Turnover (t) (Mturn)	-0.95	(-2.36)
ln TNA (t-1)	-0.05	(-0.66)
Maximum Load (t-1)	-0.11	(-3.55)
Buy turnover (t)	-0.43	(-1.16)
Sell turnover (t)	-1.26	(-3.00)

资料来源: 华泰证券研究所, 《On Persistence In Mutual Fund Performance》, Mark M. Carhart, 1997

费用率、换手率等因素的系数均为负值且 t 统计量绝对值大于临界值, 证实这些因素的变化会对基金业绩产生显著影响。

总结而言, 海外市场的研究普遍有以下几个结论:

1. 海外公募基金业绩在短期存在持续性, 而在长期持续性较弱。
2. 表现差的基金有可能会长期持续现状, 而表现好的基金长期持续的可能性很低。
3. 基金业绩持续性的影响因子包括基金规模、投资目标、投资费用率和股票换手率等。

在后续章节中, 我们将会对国内公募基金的业绩持续性进行实证检验, 并考察影响基金业绩持续性的外部市场原因及基金自身特征, 为投资者寻找基金业绩持续性较强的市场环境, 以及通过基金特征属性来筛选出业绩持续性较强的绩优公募基金。

国内基金业绩存在半年度频率下的持续性，且受市场影响显著

要研究基金业绩的持续性，首先需要明确对基金业绩的定义。在 2020 年 8 月 21 日发布的《基金评价及筛选全流程研究框架》中，我们提出常用来刻画基金业绩的指标一般分为三大类：以绝对收益和 Alpha 为代表的收益类指标，以波动率和最大回撤为代表的风险类指标，以及以夏普比率和信息比率为代表的风险调整后收益指标。在本报告中，我们将主要从收益角度出发，针对基金收益的持续性进行研究。

从收益角度衡量的基金业绩持续性，可以定义为基金绝对收益大小或绝对收益排名的持续性。但由于基金绝对收益大小的持续性通常与股票市场整体走势密切相关，检验结果参考价值不大，因此在此不作研究，仅考虑基金相对其他基金业绩排名的持续性。

实证设计：截面回归法判断各类基金业绩持续性

本小节以 wind 分类中的全部普通股票型、偏股混合型与灵活配置型基金作为测试标的。以 2010-2019 年为回测区间，以半年度和年度的数据频率，对基金业绩持续性进行考察。

我们采用基金收益在同类基金中的排名百分比来代表基金业绩，使用基金上一期排名百分比序列对当期百分比进行回归，采用回归系数的显著性和正负号来衡量该类基金的整体业绩持续性。具体模型公式如下所示：

$$rank_{i,T} = p_T * rank_{i,T-1} + const_T$$

其中， $rank_{i,T}$ 代表基金 i 在 T 期的收益率排名百分比， p_T 代表衡量基金业绩持续性的回归系数。在测试时，我们将对回归系数的大小、正负、P 值和样本数并展示在表格中，同时，为了排除基金经理变动对基金业绩持续性的影响，我们也同时展示了剔除基金经理变动基金的测试结果作为参考。

此外，为避免半年度/年度划分时点的选取对基金业绩持续性结果产生影响，我们按照不同月份作为起点来对基金业绩持续性进行检验，并将结果列示在了附录 1 中。此外，我们还采用基金历史 5 年/4 年/3 年/2 年/1 年/半年的收益率排名对其未来半年的收益率排名进行回归，结果发现，计算历史收益率排名所用的时间越短，持续性回归结果显著的概率越高、显著为正的的概率也越高，因此本章正文中仅列示历史半年收益率排名对未来半年排名回归的结果，其余结果亦列示在附录 1 中。

实证结果：回归频率、市场风格与市场涨跌对基金业绩持续性产生影响

普通股票型基金从 2015 年下半年后业绩持续性较强，且多为正向持续

2014 年 8 月 8 日开始实施的《公募证券投资基金运作管理办法》将标准股票型基金的股票持仓下限从 60% 提升至 80%，并将原有“标准股票型基金”大批量调整到“混合型基金-偏股混合型基金”分类下，此举导致 2015 年以前普通股票型基金数据量过少，回归统计结果可靠性较低，因此不做讨论。从年度数据来看，普通股票型基金在 2016-2018 年具有显著为正的业绩持续性，若剔除基金经理发生变动的基金，则仅在 2016-2017 年具有显著为正的业绩持续性。整体来看，在年度频率下，普通股票型基金业绩持续性较差。

图表6：普通股票型基金年度收益排名持续性

年份	不剔除基金经理变动基金				剔除基金经理变动基金			
	系数	正负号	P 值	样本数	系数	正负号	P 值	样本数
2010-2011	0.200	1	0.742	5	-1.000	-1	1.000	2
2011-2012	0.006	1	0.987	10	-0.400	-1	0.581	4
2012-2013	-0.140	-1	0.664	12	-0.200	-1	0.792	4
2013-2014	-0.232	-1	0.386	16	1.000	1	1.000	2
2014-2015	-0.126	-1	0.606	19	-0.500	-1	0.622	3
2015-2016	-0.178	-1	0.198	54	-0.211	-1	0.386	19
2016-2017	0.268	1	0.001	148	0.222	1	0.047	80
2017-2018	0.157	1	0.025	202	0.095	1	0.358	96
2018-2019	0.025	1	0.679	278	-0.029	-1	0.742	133

资料来源：华泰证券研究所

从半年度数据来看，普通股票型基金的业绩有着较强的持续性。普通股票型基金在 2015 年下半年到 2019 年下半年的业绩持续性回归结果一直较为显著。2018 上半年到 2018 下半年、2018 下半年到 2019 上半年两个区间的业绩持续性显著为负，即出现业绩反转的情况。其余区间则具有显著的正向业绩持续性。

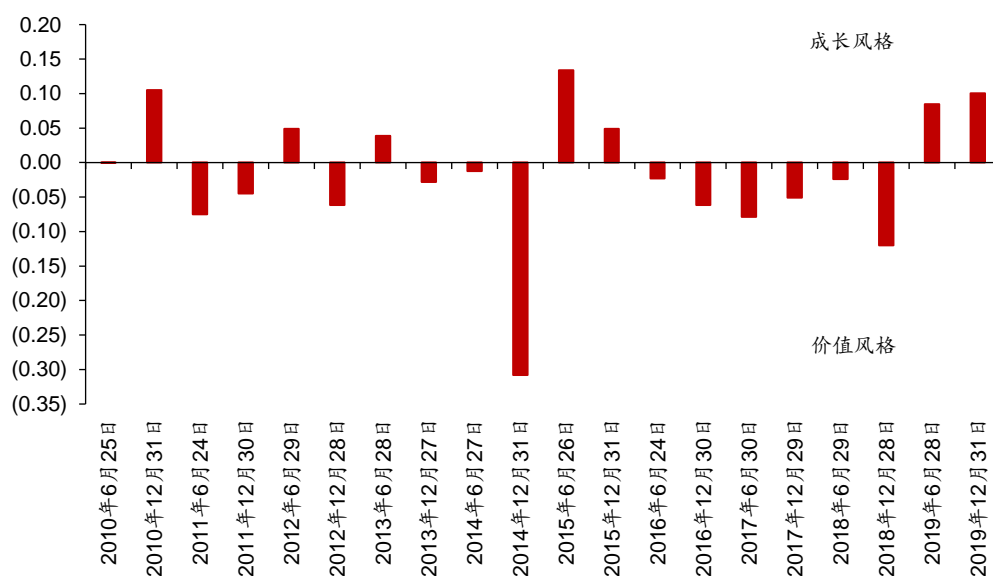
图表7：普通股票型基金半年度收益排名持续性

年份	不剔除基金经理变动基金				剔除基金经理变动基金			
	系数	正负号	P 值	样本数	系数	正负号	P 值	样本数
2010H1-2010H2	-0.200	-1	0.742	5	-0.200	-1	0.742	5
2010H2-2011H1	0.143	1	0.784	6	-0.500	-1	0.622	3
2011H1-2011H2	0.333	1	0.343	10	0.750	1	0.044	7
2011H2-2012H1	-0.300	-1	0.368	11	-0.150	-1	0.699	9
2012H1-2012H2	-0.021	-1	0.948	12	0.333	1	0.415	8
2012H2-2013H1	0.265	1	0.321	16	0.139	1	0.700	10
2013H1-2013H2	0.118	1	0.664	16	0.283	1	0.457	9
2013H2-2014H1	-0.199	-1	0.444	17	-0.155	-1	0.649	11
2014H1-2014H2	-0.088	-1	0.721	19	0.036	1	0.939	7
2014H2-2015H1	-0.371	-1	0.043	30	-0.836	-1	0.001	11
2015H1-2015H2	-0.088	-1	0.527	54	-0.196	-1	0.308	29
2015H2-2016H1	0.260	1	0.005	113	0.334	1	0.004	73
2016H1-2016H2	0.365	1	0.000	148	0.425	1	0.000	113
2016H2-2017H1	0.221	1	0.004	170	0.250	1	0.004	129
2017H1-2017H2	0.571	1	0.000	202	0.576	1	0.000	146
2017H2-2018H1	0.137	1	0.039	229	0.065	1	0.423	153
2018H1-2018H2	-0.201	-1	0.001	278	-0.212	-1	0.004	180
2018H2-2019H1	-0.267	-1	0.000	320	-0.279	-1	0.000	214
2019H1-2019H2	0.136	1	0.011	344	0.121	1	0.057	247

资料来源：华泰证券研究所

我们认为出现这种结果的原因可能与市场风格的变动有关。我们通过计算国证成长指数和国证价值指数的半年度收益率并求其差值，来判断每个区间内的市场风格。下图表中若某点落入正值区间，则该时点之前的半年内市场由成长风格主导，若某点落入负值区间，则该时点之前的半年内市场由价值风格主导。

图表8：国证成长指数区间收益率与国证价值指数收益率的差值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

可以看到从 2016 年到 2018 年始终是价值风格股票优于成长风格股票，期间普通股票型基金的业绩持续性也显著为正。2019 年上半年市场占优风格从价值转向成长，相当一部分普通股票型基金都是有着行业和风格偏好的，面临市场风格的突变，基金业绩则必然面临重新洗牌，因此在 2018 年下半年前后，基金业绩持续性突然转变为显著的负值。

偏股混合型基金的业绩持续性与市场风格变化高度相关

从年度数据来看，偏股混合型基金在 2011-2012 年具有显著为正的业绩持续性，在 2013-2015 年和 2018-2019 年具有显著为负的业绩持续性。剔除基金经理变动基金后的回归结果与不剔除基本一致。整体来看，在年度频率下，偏股混合型基金业绩持续性较差。

图表9：偏股混合型基金年度收益排名持续性

年份	不剔除基金经理变动基金				剔除基金经理变动基金			
	系数	正负号	P 值	样本数	系数	正负号	P 值	样本数
2010-2011	-0.081	-1	0.197	253	-0.128	-1	0.117	151
2011-2012	0.260	1	0.000	296	0.280	1	0.003	113
2012-2013	0.033	1	0.541	348	0.004	1	0.958	148
2013-2014	-0.084	-1	0.097	391	-0.185	-1	0.036	129
2014-2015	-0.124	-1	0.011	420	-0.303	-1	0.003	93
2015-2016	0.005	1	0.916	442	-0.210	-1	0.020	122
2016-2017	0.062	1	0.175	474	0.039	1	0.570	210
2017-2018	-0.011	-1	0.799	508	-0.076	-1	0.231	250
2018-2019	-0.089	-1	0.032	577	-0.210	-1	0.000	301

资料来源：华泰证券研究所

从半年度数据来看，偏股混合型基金在多数区间内均有着显著的业绩持续性，其中约 70% 是显著的正向持续，30% 为显著的负向反转。若只看排名持续性数据，其正负号规律似乎比较混乱，正向显著、负向显著和不显著穿插出现，仅在 2015 年下半年到 2017 年下半年区间内保持正值。

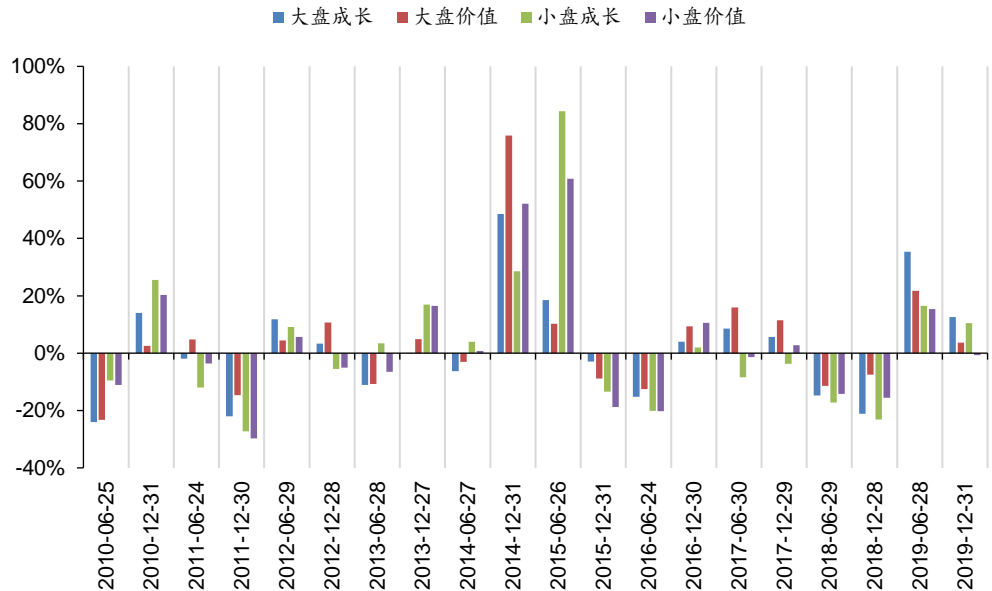
图表10：偏股混合型基金半年度收益排名持续性

年份	不剔除基金经理变动基金				剔除基金经理变动基金			
	系数	正负号	P 值	样本数	系数	正负号	P 值	样本数
2010H1-2010H2	0.248	1	0.000	253	0.248	1	0.000	253
2010H2-2011H1	-0.200	-1	0.001	275	-0.203	-1	0.004	205
2011H1-2011H2	-0.067	-1	0.251	296	-0.091	-1	0.235	172
2011H2-2012H1	0.095	1	0.089	320	0.141	1	0.050	195
2012H1-2012H2	0.250	1	0.000	348	0.249	1	0.000	222
2012H2-2013H1	0.043	1	0.404	375	0.014	1	0.832	234
2013H1-2013H2	0.212	1	0.000	391	0.179	1	0.006	237
2013H2-2014H1	0.317	1	0.000	410	0.310	1	0.000	240
2014H1-2014H2	-0.058	-1	0.236	420	-0.164	-1	0.014	225
2014H2-2015H1	-0.409	-1	0.000	438	-0.404	-1	0.000	172
2015H1-2015H2	-0.106	-1	0.026	442	-0.086	-1	0.258	175
2015H2-2016H1	0.267	1	0.000	463	0.312	1	0.000	275
2016H1-2016H2	0.403	1	0.000	474	0.396	1	0.000	310
2016H2-2017H1	0.054	1	0.231	497	0.031	1	0.587	319
2017H1-2017H2	0.505	1	0.000	508	0.483	1	0.000	330
2017H2-2018H1	0.088	1	0.041	536	0.088	1	0.085	381
2018H1-2018H2	-0.043	-1	0.308	577	-0.036	-1	0.460	412
2018H2-2019H1	-0.230	-1	0.000	637	-0.276	-1	0.000	460
2019H1-2019H2	0.142	1	0.000	720	0.113	1	0.011	507

资料来源：华泰证券研究所

但如果结合历史上的 A 股市场风格来观察，则基金业绩持续性所遵循的变动规律就十分明确了。我们将大盘成长、大盘价值、小盘成长和小盘价值四只国信风格指数的区间收益率展示在了下图表中。可以看到，当四只指数收益率排名相比前一期变动幅度不大的时候，偏股型基金通常能展现出显著为正的持续性；当四只指数收益排名与前一期差别较大或相反的时候，偏股型基金的持续性回归结果通常不显著或为负数。

图表11： 国信风格指数历年收益率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 风格指数收益排名的延续性与基金业绩持续性关系紧密

年份	区间收益率				排名				业绩持续性	
	大盘成长	大盘价值	小盘成长	小盘价值	大盘成长	大盘价值	小盘成长	小盘价值	检验区间	正负号及显著性
2010H1	-24.1%	-23.3%	-9.6%	-11.1%	4	3	1	2	-	-
2010H2	14.0%	2.6%	25.6%	20.3%	3	4	1	2	2010H1-2010H2	1
2011H1	-1.9%	4.8%	-12.0%	-3.6%	2	1	4	3	2010H2-2011H1	-1
2011H2	-22.0%	-14.7%	-27.3%	-29.8%	2	1	3	4	2011H1-2011H2	-1
2012H1	11.8%	4.5%	9.1%	5.6%	1	4	2	3	2011H2-2012H1	1
2012H2	3.3%	10.7%	-5.5%	-5.0%	2	1	4	3	2012H1-2012H2	1
2013H1	-11.1%	-10.7%	3.4%	-6.5%	4	3	1	2	2012H2-2013H1	1
2013H2	0.0%	4.9%	16.9%	16.5%	4	3	1	2	2013H1-2013H2	1
2014H1	-6.3%	-3.1%	4.0%	0.7%	4	3	1	2	2013H2-2014H1	1
2014H2	48.5%	75.9%	28.6%	52.1%	3	1	4	2	2014H1-2014H2	-1
2015H1	18.5%	10.3%	84.3%	60.8%	3	4	1	2	2014H2-2015H1	-1
2015H2	-2.9%	-8.8%	-13.4%	-18.8%	1	2	3	4	2015H1-2015H2	-1
2016H1	-15.2%	-12.5%	-20.2%	-20.2%	2	1	3	4	2015H2-2016H1	1
2016H2	4.0%	9.3%	2.0%	10.5%	3	2	4	1	2016H1-2016H2	1
2017H1	8.5%	15.9%	-8.4%	-1.3%	2	1	4	3	2016H2-2017H1	1
2017H2	5.6%	11.5%	-3.8%	2.7%	2	1	4	3	2017H1-2017H2	1
2018H1	-14.7%	-11.4%	-17.2%	-14.2%	3	1	4	2	2017H2-2018H1	1
2018H2	-21.1%	-7.5%	-23.1%	-15.5%	3	1	4	2	2018H1-2018H2	-1
2019H1	35.4%	21.8%	16.5%	15.3%	1	2	3	4	2018H2-2019H1	-1
2019H2	12.5%	3.6%	10.5%	-0.7%	1	3	2	4	2019H1-2019H2	1

资料来源：Wind，华泰证券研究所

例如，在 2010H1-2010H2、2013H1-2014H1、2016H1-2018H1 等区间内，四类风格指数的收益率排名基本没有明显变化，因此基金业绩持续性显著为正。而在 2010H2-2011H1、2014H2-2015H2、2018H2-2019H1 区间内，四类风格指数收益率排名发生明显变化，上一期收益率排名第一的风格指数在下一期排名变为末位，因此基金业绩持续性显著为负或不显著。

灵活配置型基金的业绩持续性与市场风格、市场涨跌环境高度相关

从年度数据来看，灵活配置型基金在 2012-2013 年和 2015-2019 年有显著为负的业绩持续性。剔除基金经理变动的基金后的回归结果与不剔除基本一致。整体来看，在年度频率下，灵活配置型基金业绩持续性较差，且呈现出负向持续的趋势。

图表13：灵活配置型基金年度收益排名持续性

年份	不剔除基金经理变动基金				剔除基金经理变动基金			
	系数	正负号	P 值	样本数	系数	正负号	P 值	样本数
2010-2011	-0.064	-1	0.644	54	-0.123	-1	0.526	29
2011-2012	0.203	1	0.106	65	0.318	1	0.121	25
2012-2013	-0.275	-1	0.015	78	-0.216	-1	0.259	29
2013-2014	0.037	1	0.724	94	0.078	1	0.683	30
2014-2015	0.018	1	0.830	138	-0.482	-1	0.017	24
2015-2016	-0.215	-1	0.001	237	-0.478	-1	0.000	55
2016-2017	-0.098	-1	0.009	719	-0.147	-1	0.018	261
2017-2018	-0.226	-1	0.000	1247	-0.312	-1	0.000	434
2018-2019	-0.632	-1	0.000	1546	-0.627	-1	0.000	561

资料来源：华泰证券研究所

而从半年度数据来看，灵活配置型基金业绩持续性较强，且其变动规律与偏股混合型基金基本一致。差别在于，在股市收益率大幅变动的 2014H1-2014H2 及 2017H2-2018H1 两段区间，灵活配置型基金业绩持续性显著为负，而在股市收益率波动幅度较小的 2011H1-2013H1 区间内，灵活配置型基金业绩持续性不显著。由此我们推断，灵活配置型基金的业绩持续性，仍与市场风格变动密切相关，同时也受到市场收益率大幅变动的影响。

图表14：灵活配置型基金半年度收益排名持续性

年份	不剔除基金经理变动基金				剔除基金经理变动基金			
	系数	正负号	P 值	样本数	系数	正负号	P 值	样本数
2010H1-2010H2	0.039	1	0.779	54	0.039	1	0.779	54
2010H2-2011H1	-0.415	-1	0.001	57	-0.350	-1	0.020	44
2011H1-2011H2	-0.162	-1	0.198	65	-0.164	-1	0.326	38
2011H2-2012H1	0.084	1	0.500	67	0.206	1	0.209	39
2012H1-2012H2	0.140	1	0.221	78	0.121	1	0.401	50
2012H2-2013H1	-0.155	-1	0.158	84	-0.254	-1	0.066	53
2013H1-2013H2	0.210	1	0.042	94	0.249	1	0.064	56
2013H2-2014H1	0.228	1	0.015	113	0.278	1	0.027	63
2014H1-2014H2	-0.187	-1	0.028	138	-0.361	-1	0.002	74
2014H2-2015H1	0.050	1	0.495	190	-0.054	-1	0.675	63
2015H1-2015H2	-0.312	-1	0.000	237	-0.249	-1	0.018	90
2015H2-2016H1	0.350	1	0.000	491	0.399	1	0.000	274
2016H1-2016H2	0.108	1	0.004	719	0.080	1	0.109	398
2016H2-2017H1	0.172	1	0.000	927	0.170	1	0.000	511
2017H1-2017H2	0.500	1	0.000	1247	0.508	1	0.000	738
2017H2-2018H1	-0.197	-1	0.000	1404	-0.202	-1	0.000	812
2018H1-2018H2	0.497	1	0.000	1546	0.468	1	0.000	890
2018H2-2019H1	-0.642	-1	0.000	1730	-0.674	-1	0.000	1004
2019H1-2019H2	0.558	1	0.000	1815	0.586	1	0.000	1035

资料来源：华泰证券研究所

基金业绩持续性在基钦周期上行阶段较强，下行阶段较弱

综合以上几个小节的研究我们得出如下结论：

1. 年度频率下，基金业绩持续性很弱。
2. 半年度频率下，基金业绩持续性的统计显著性明显提升，但正负号并不稳定。
3. 市场风格和市场环境对权益基金的业绩持续性有较大影响。

第三条结论的根源一方面在于部分主动基金在招募说明书里预先固定了自己的投资风格，另一方面在于主动基金调仓相对市场存在一定滞后。大幅调仓是需要成本的，当投资风格刚开始发生转变时，很难确定是短期的市场波动还是长期风格的切换，所以为了维护投资人的利益，基金管理人选择维持当前投资风格和仓位。只有当风格切换被市场一致确认后，管理人才会随之调整基金的投资风格，所以基金的风格切换相对市场存在一定滞后。也正是因为这个滞后特性，在市场风格刚开始切换的时候，基金业绩持续性通常会显著为负或不显著，而在市场风格保持不变的时候，业绩持续性则通常会显著为正。也就是说，在投资风格越稳定的市场环境下，基金业绩的持续性更强，而投资风格切换越频繁的市场环境下，基金业绩的持续性越差。

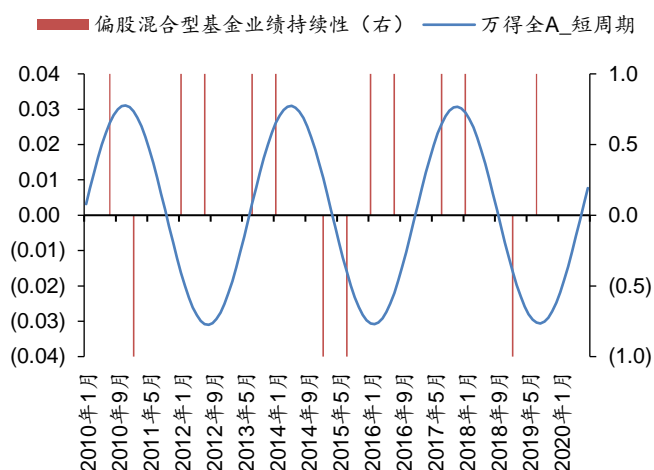
牛市期间内资金充足，动量效应主导，占优的市场风格相对稳定，后续流入的资金持续推高占优市场风格下的股票价格。在这种环境下，一方面，不同投资风格的基金整体排名相对稳定，另一方面，基金经理也可以在较为稳定的环境下发挥其选股实力，使得单只基金业绩排名相对稳定。因此在单边上涨市中，基金业绩持续性通常为正且显著水平较高，例如 2016H1-2017H2。

而震荡市期间入市资金不够充足，多为短暂的结构性行情。当风格 A 的股票估值达到一定高度后，后续资金无以为继，存量资金就从风格 A 中抽离，并切换到被忽略的、性价比更高的风格 B，风格 A 的股价则逐渐修复等待下一次风格切换。因此震荡市期间的市场风格通常不太稳定，基金业绩持续性较差，例如 2012H2-2013H1。

熊市期间通常是在修复牛市期间内的上涨资产，熊市过后这类资产又变回了性价比高的投资标的，转而上涨，因此熊市期间的基金业绩持续性通常显著为负或者不显著。例如 2015H2 前后和 2018H2 前后。

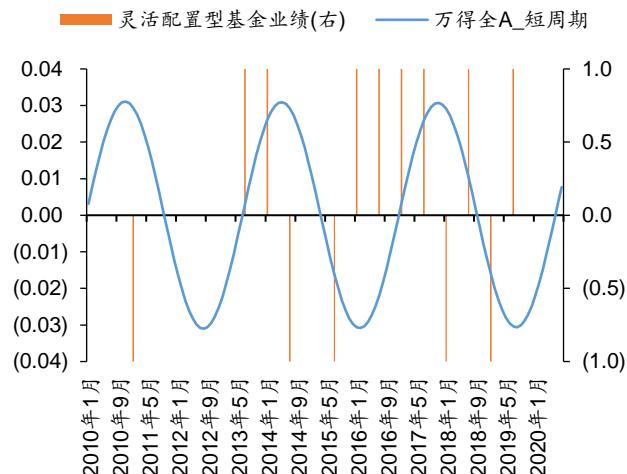
市场走势和市场风格的切换通常被认为是难以捕捉的，但是我们可以使用华泰金工周期工具来对其进行大致预测。在下方两图表中我们同时展示了 Wind 全 A 指数的基钦短周期滤波，以及历史上偏股混合型基金和灵活配置型基金业绩的持续性情况。由于普通股票型基金在 2016 年以前的样本量太小，不具有参考价值，因此没有作图展示。可以看到，在股指基钦短周期滤波上行的区间内，两类基金业绩持续性在通常情况下显著为正，少数情况下不显著，而在短周期滤波加速下行的区间内，两类基金业绩持续性则通常为负，少数情况下不显著或显著为正。

图表 15： 偏股混合型基金业绩持续性与股票指数短周期



资料来源：华泰证券研究所

图表 16： 灵活配置型基金业绩持续性与股票指数短周期



资料来源：华泰证券研究所

回溯截止时点（2020 年 8 月 31 日）正处于短周期上行阶段，若按此前 10 年的历史规律来看，预计未来短期内基金业绩将有较好的持续性。

采用选股能力和夏普比等指标能筛选出具有业绩持续性的基金

在上一章节中，我们得出了基金业绩在半年度的数据频率上存在一定持续性的结论，并从市场特征的角度出发，得到了在市场风格相对固定的单边上涨市中，基金业绩持续性较强的结论。本章节中，我们将从基金特征的角度出发，研究具有哪些特征的基金会表现出较强的业绩持续性，并应用该结论对持续性较强的绩优基金进行筛选。

基金业绩持续性影响因子的理论分析与分组检验因子有效性的实证设计

理论分析：业绩水平、规模、调仓频率等五类指标可能会对基金业绩持续性产生影响

从金融逻辑来看，共有五类指标可能会对基金业绩持续性产生影响：

第一类是基金业绩，包括夏普比率、Alpha、最大回撤等指标。一般来说，业绩最好和最差的一类基金，其业绩保持在当前组别的难度较高，因此其业绩持续性可能较弱，而业绩中等的基金业绩持续性或相对更为稳定。

第二类是基金自身特性，如股票仓位和基金规模等。一般来说，股票仓位较高的基金，其业绩会随股票市场行情而波动，因此其业绩持续性可能较弱。而规模较大的基金，其调仓冲击成本较大，因此更倾向于配置可以长期持有的投资标的，在市场环境未发生较大变化时，此类基金或有较高的业绩持续性，但当市场环境变化幅度较大时，此类基金也较难迅速应变。

第三类是基金投资管理策略，如平均持仓时间、佣金规模比、投资风格等。一般来说，平均持仓时间较长、佣金规模比较小、价值投资风格更明显的基金，其调仓频率会更低，在市场环境变化不大时，业绩持续性或更高。

第四类是基金管理人变动，国内基金常有基金经理变动，不同的基金经理投资思路差别较大，因此通常来说，基金经理变动或降低基金的业绩持续性。

第五类是基金持有人情况，一般来说，平均每户持有份额较高的基金，更受机构投资者青睐，此类基金业绩或具有较强的业绩持续性。

在本章中，我们将对上述指标进行分组检验，以从统计角度探究这些指标对基金业绩持续性是否有实质性影响。

实证设计步骤一：采用分组检验法对基金业绩持续性影响因子有效性进行测试

基于上文已有的基金业绩持续性检验的结果，我们采用持续性结果较为显著的区间，利用分组检验法探究对基金业绩持续性具有重大影响的因子。

我们按照 T 期因子值的大小升序排列，将基金分为 5 组，计算每组基金在 T+1 期业绩排名变动百分比绝对值的平均值，作为衡量该组基金业绩持续性情况的指标。通过分析多个时间截面上分组检验结果共同趋势特征，筛选出对基金业绩持续性具有重大影响的因子。

实证设计步骤二：采用基金经理未发生变动的基金样本，对 12 个常见影响因子进行测算

样本选取：每一期内，普通股票型、偏股混合型、灵活配置型三类基金中基金经理未发生变动的基金

数据频率：2016—2019 年半年度数据

业绩持续性衡量方法：业绩排名变动百分比的绝对值（ratiochange）。即每一期的基金按照区间持有期绝对收益率升序排列，本期与上期业绩排名百分比差值的绝对值即为业绩持续性衡量指标。该指标值越小，表明基金潜在业绩持续性越强。

图表17：考察指标名称及说明

考察因子	计算方法
平均每户持有基金份额	基金总份额数/基金户数
平均持仓时间	区间年限 (0.5) / 换手率
股票市值占基金资产净值比	持有股票市值/基金资产净值*100%
基金规模 (合计)	报告期基金总规模
选股能力	H-M 模型下, 截距项 alpha 的值
基金报告期持仓换手率	MAX(报告期买入股票成本总额, 报告期卖出股票收入总额)/AVG(区间内股票市值)
投资集中度	基金的前十大重仓股股数占该股流通股比例的加权平均
佣金规模比	报告期末佣金(合计) / avg(Q1+Q2) 的期末资产净值(合计))*100%
夏普比率	(平均收益率-无风险收益率)/收益率标准差。平均收益率按周计算, 选取同期十年期国债收益率作为无风险收益率
区间最大回撤	区间内净值跌幅占比的最小值 (负数)
是否属于成长型风格	某区间内, 若基金风格为成长型, 该变量值取 1。否则, 该变量值取 0
是否属于价值型风格	某区间内, 若基金风格为价值型, 该变量值取 1。否则, 该变量值取 0。

资料来源：华泰证券研究所

实证结果：α 和夏普比率最高和最低的极端组别业绩持续性较差

本小节将以图表形式展示三类基金基于各变量分组后的业绩持续性情况。每张图分别展示各时间节点上某类基金基于某一分组变量分为五组后, 每组基金业绩排名变动百分比绝对值的平均值。

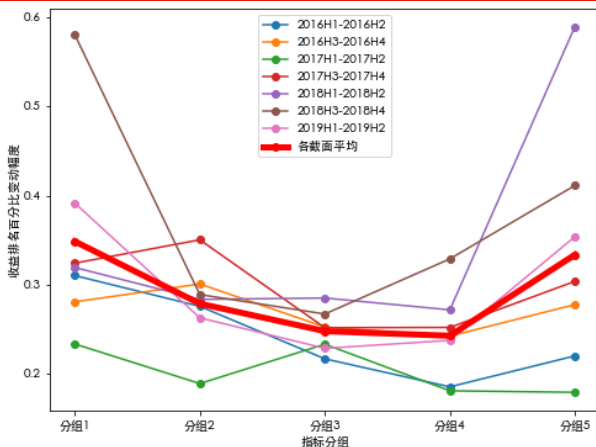
1. 图的纵轴代表该组基金业绩持续性：上一期到本期某一组基金业绩排名变动百分比绝对值的平均值, 该值越小, 表明该组基金业绩可持续性越强。
2. 图的横轴表示分组组别：基于上一期某一因子升序排列后将基金划分为的五组, 组别的序数值越小, 表明该组基金的因子均值越小, 例如对于夏普比率指标来说, 分组 1 对应的是夏普比最低的 20% 基金, 分组 5 对应的是夏普比最高的 20% 基金。
3. 7 条不同颜色的曲线 (2016H1-2019H2) 分别表示从 2016 年上半年到 2019 年下半年, 以半年度为频率, 在各个时间截面上, 各组基金业绩持续性衡量指标的变化情况。
4. 曲线 average 表示各组基金在上述 7 个时间节点的业绩持续性衡量指标均值的变化情况。

如果 7 条曲线中有 5 条及以上走势大致相同, 且与曲线 average 走势一致, 我们即认定该图对应的因子对某类基金业绩可持续性具有显著的影响。在本小节中仅列示趋势规律显著的因子, 不显著因子的测试结果则列示在了附录 2 中。

普通股票型业绩持续性：α、夏普适中的最好, 最大回撤、投资集中度最大的最差

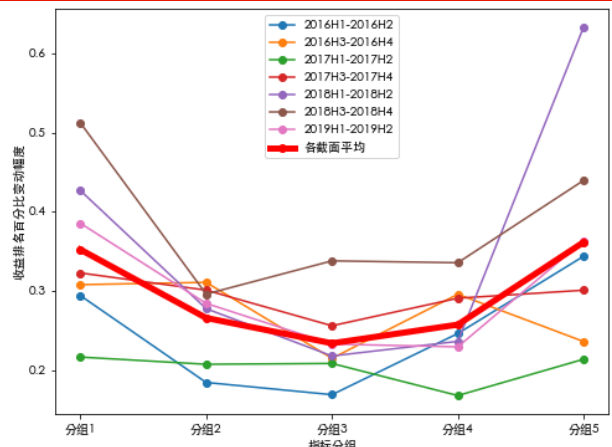
普通股票型基金分组检验结果显示：Alpha, 夏普比率、最大回撤、投资集中度对普通股票型基金的业绩持续性具有显著的影响。Alpha、夏普比率适中的基金业绩持续性最好。最大回撤、投资集中度最大的基金业绩持续性最差。

图表18：普通股票型分组检验结果 (Alpha)



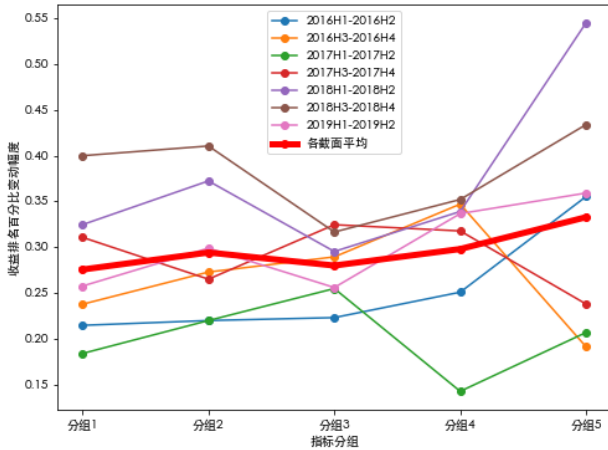
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表19：普通股票型分组检验结果 (Sharpe)



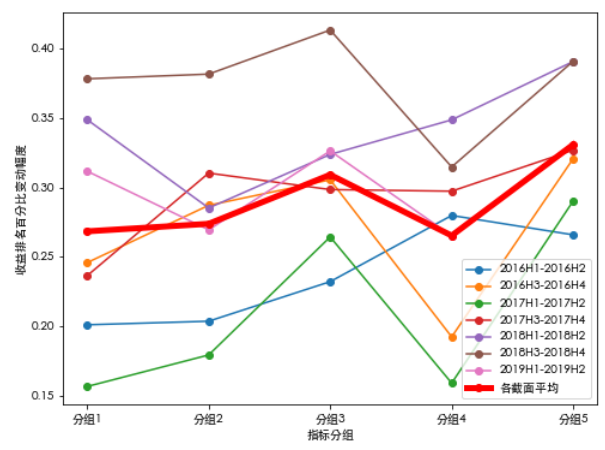
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表20: 普通股票型分组检验结果(最大回撤)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

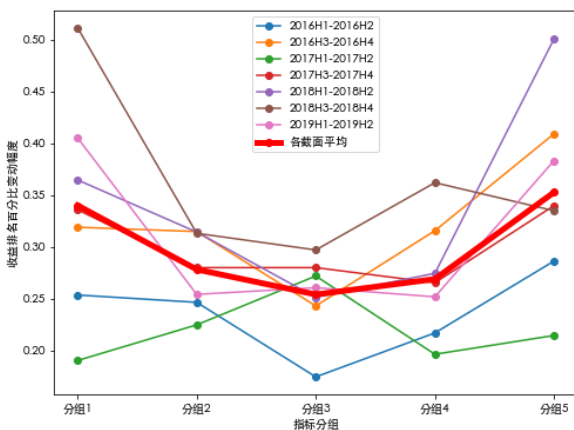
图表21: 普通股票型分组检验结果(投资集中度)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

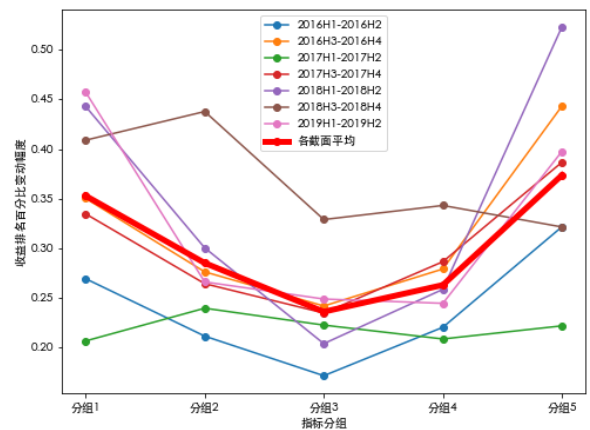
偏股混合型业绩持续性: α 、夏普适中的最好, 价值风格、最大回撤分别为正、负向影响
 偏股混合型基金分组检验结果显示: Alpha、夏普比率、区间最大回撤、价值风格对偏股混合型基金业绩持续性具有显著的影响。Alpha、夏普比率适中的基金业绩持续性最好。区间最大回撤最大的基金业绩持续性最差。价值型基金业绩持续性好于平衡型、成长型基金。

图表22: 偏股混合型分组检验结果(Alpha)



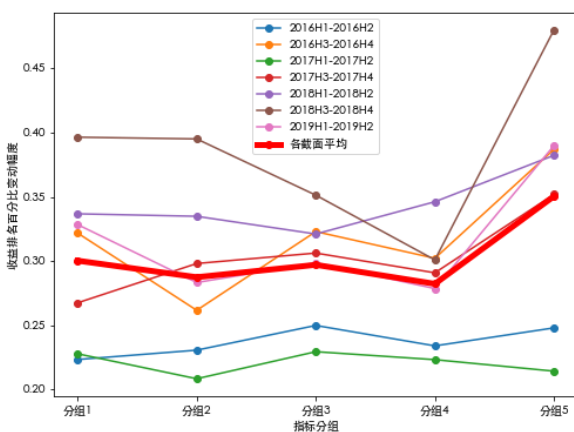
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 偏股混合型分组检验结果(Sharpe)



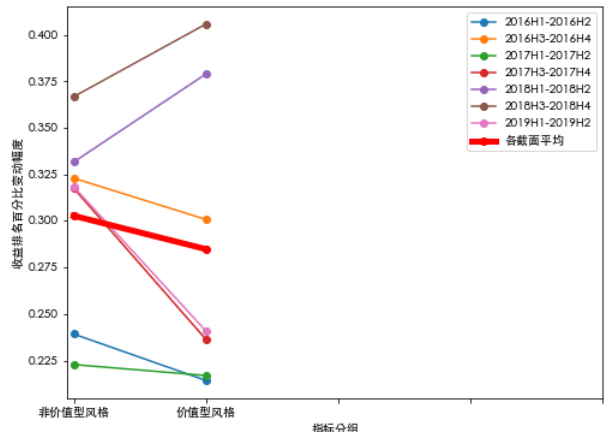
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24: 偏股混合型分组检验结果(区间最大回撤)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 偏股混合型分组检验结果(价值风格)

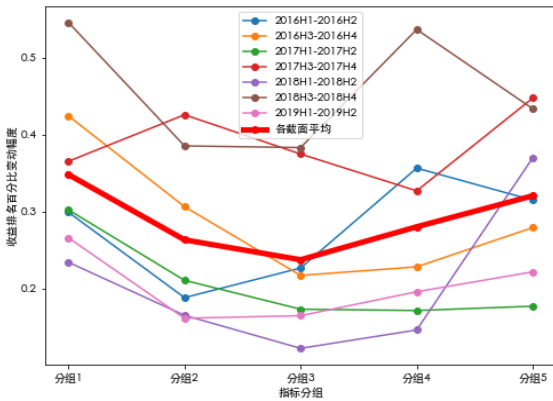


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

灵活配置型业绩持续性： α 、夏普适中的最好，股票仓位、佣金规模比等具有影响

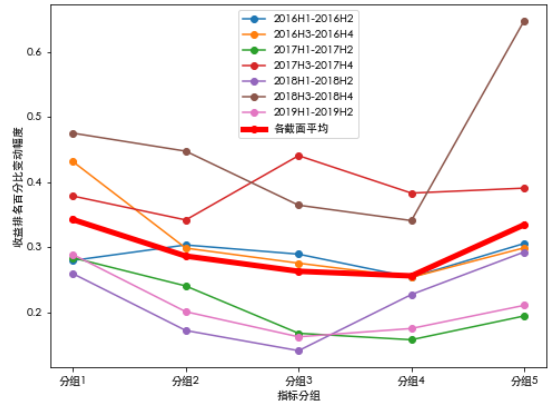
灵活配置型基金分组检验结果显示： α 、夏普比率、价值风格、股票投资市值占基金净值比、佣金规模比对灵活配置型基金的业绩持续性具有显著的影响。 α 、夏普比率、股票投资市值占基金净值比适中的基金业绩持续性最好。佣金规模比最大的基金业绩可持续性最差。价值型基金业绩持续性好于平衡型、成长型基金。

图表26： 灵活配置型分组检验结果（Alpha）



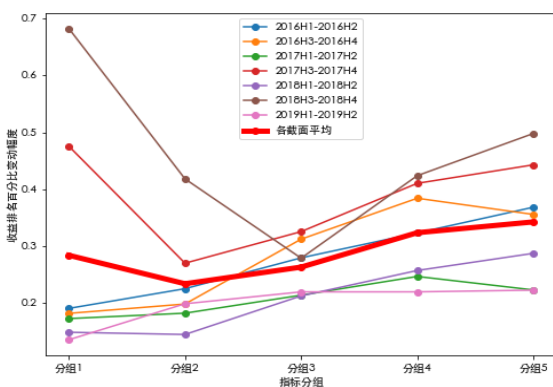
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27： 灵活配置型分组检验结果（Sharpe）



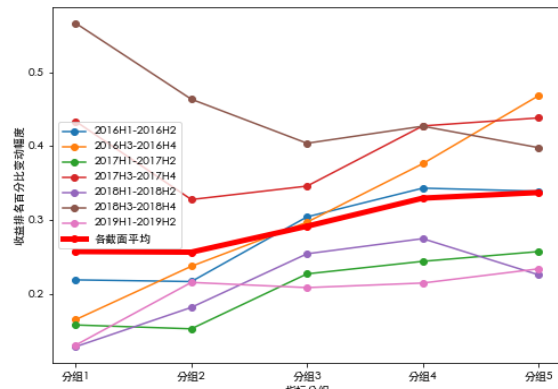
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表28： 灵活配置型分组检验结果（股票市值占基金净值比）



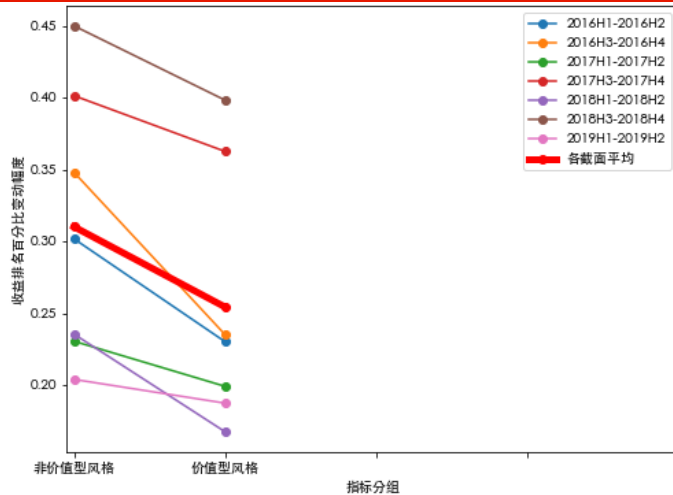
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29： 灵活配置型分组检验结果（佣金规模比）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30： 灵活配置型分组检验结果（是否属于价值型风格）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

对三类基金均有效的影响因子： α 和夏普比率

Alpha 和夏普比率对于三类基金的业绩可持续性均具有显著的影响。从检验的结果来看，选股能力、夏普比率适中的基金排名变动的幅度最小，业绩持续性最好。

选股能力 Alpha 衡量基金选择资产、获取超额收益的能力，体现了基金战胜市场波动的能力。夏普比率表示基金承担单位风险所获取的超额收益大小，是衡量基金业绩的重要指标。选股能力、夏普比率通常与基金收益率密切相关，上期选股能力、夏普比率最高或最低的组别通常难以持续，因此导致其对应基金业绩稳定性较差。

对于灵活配置型基金有效的特异影响因子：股票仓位、佣金规模比、投资风格

股票投资市值占基金净值比、佣金规模比、投资风格对灵活配置型基金业绩可持续性具有显著的影响。从检验结果来看，股票投资市值占基金净值比较小的基金，业绩排名变动绝对值较小，基金业绩可持续性较好。佣金规模比较小的基金业绩可持续性较好。价值型风格基金业绩可持续性好于成长型、平衡型基金。

对于灵活配置型基金而言，股票资产相对于债券、大额存单而言属于高风险、高波动的资产。较高的股票资产配置比例会使得基金资产、净值的波动幅度增大，对业绩可持续性造成负面影响。而投资集中度的上升不利于分散风险，使得基金净值受少数股票特异性风险的影响较大。因此，业绩可持续性的好坏与投资集中度、股票投资市值占基金净值比负相关。

佣金规模比反映了基金经理买卖资产的频率和数量。较小的比例体现出基金经理对自身选择的资产更为自信、资产组合更为稳健。因此，业绩可持续性的强弱与佣金规模比的高低负相关。

在市场风格的不断轮动和变化下，成长型股票通常面临着较大的估值分化和股价波动，风险较高；而价值型股票有较为稳定的市盈率区间，股价波动相对较小，公司商业模式较为稳定和成熟，风险较小。因此，成长型基金、平衡型基金业绩可持续性整体略低于价值型基金。

业绩持续性强的绩优基金组合表现显著超越业绩基准

策略设计：采用有效影响因子筛选业绩持续性强的绩优基金构建 FOF 组合

根据上一章分组检验的结果，我们筛选出基金业绩持续性的有效影响因子如下：

1. **选股能力、夏普比率**对于三类基金的业绩可持续性均具有显著的影响，两种比率适中的基金业绩可持续性最好。
2. **价值风格**对偏股混合型、灵活配置型基金的业绩可持续性具有正向的影响，价值型基金业绩持续性好于平衡型、成长型基金。
3. **佣金规模比**对灵活配置型基金的业绩可持续性具有负向的影响，该因子值最大的基金业绩持续性最差。
4. **投资集中度**仅对普通股票型基金的业绩可持续性具有负向影响，集中度最高的基金业绩持续性最差。
5. **区间最大回撤**对股票型基金和偏股型基金的可持续性具有负向影响，该因子值最大的基金业绩持续性最差。
6. **股票投资仓位**仅对灵活配置型基金的业绩可持续性具有显著影响，该因子值适中的基金业绩持续性最好。

据此，我们以半年度作为时间频率，基于 T 期的有效影响因子数据和基金区间收益率数据，从业绩排名靠前的基金中，使用因子筛选出在 T+1 期中有较高概率延续 T 期优异表现的基金，最后再以等权的方式构建第 T+1 期的 FOF 策略基金组合。三类基金 FOF 策略组合具体构建步骤如下：

基于 T 期因子值计算基金得分

基金因子值在指定区间内时，得 1 分；反之，不得分。普通股票型最高分 4 分，最低分 0 分；偏股混合型最高分 4 分，最低分 0 分；灵活配置型最高分 5 分，最低分 0 分

图表31：普通股票型基金得分计算方法

因子名称	得分条件	分数
Alpha	升序排名区间位于 20%-80%	1 分
夏普比率	升序排名区间位于 20%-80%	1 分
区间最大回撤	升序排名区间位于 0%-80%	1 分
投资集中度	升序排名区间位于 0%-80%	1 分

资料来源：华泰证券研究所

图表32：偏股混合型基金得分计算方法

因子名称	得分条件	分数
Alpha	升序排名区间位于 20%-80%	1 分
夏普比率	升序排名区间位于 20%-80%	1 分
区间最大回撤	升序排名区间位于 0%-80%	1 分
是否属于价值型风格	是	1 分

资料来源：华泰证券研究所

图表33：灵活配置型基金得分计算方法

因子名称	得分条件	分数
Alpha	升序排名区间位于 20%-80%	1 分
夏普比率	升序排名区间位于 20%-80%	1 分
股票市值占基金资产净值比	升序排名区间位于 20%-80%	1 分
佣金规模比	升序排名区间位于 0%-80%	1 分
是否属于价值型风格	是	1 分

资料来源：华泰证券研究所

基于得分和 T 期业绩筛选排名靠前的基金

针对三类基金，分别选出得分大于 3 分的基金中，T 期业绩降序排名在同类基金中位于前 20 名的基金。

利用筛选出的基金构造等权 FOF 组合

针对三类基金，按照等权的方式构造 FOF 策略组合，组合的收益率为各基金收益率的算术平均值。由此得到普通股票型 FOF 策略组合、偏股混合型 FOF 策略组合、灵活配置型 FOF 策略组合。

回测结果：策略 FOF 组合表现明显优于业绩比较基准

我们分别选取普通股票型基金指数、偏股混合型基金指数、灵活配置型基金指数作为三类 FOF 策略组合的业绩比较基准。设定各 FOF 策略组合初始净值为 1，基于月度收益率数据计算各组合累计净值。

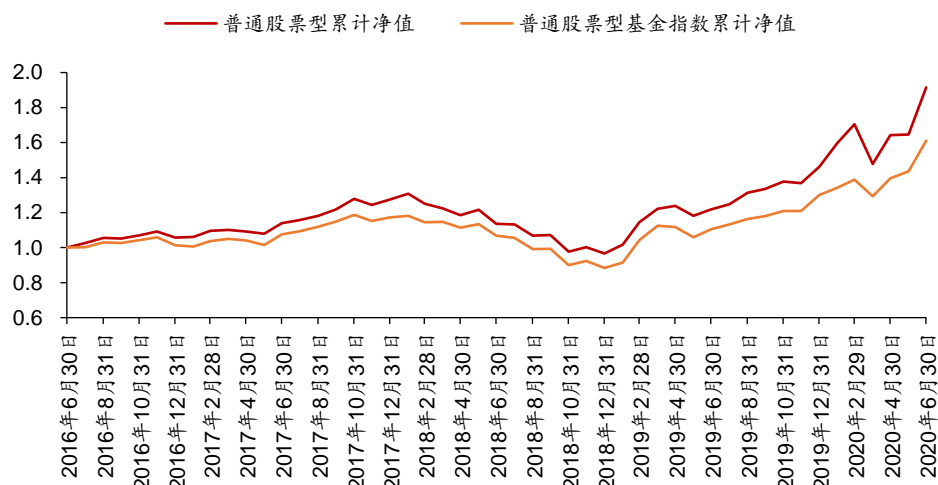
回测结果显示，三类 FOF 策略组合均实现了在市场上涨时放大收益，在市场下跌时降低风险。从 16 年下半年到 19 年下半年，在大部分区间内，三类 FOF 组合的收益率和累计净值均跑赢业绩基准指数。

图表34：普通股票型基金 FOF 策略组合收益率情况

时间	FOF 组合收益率 (%)	业绩基准收益率 (%)
2016H2	7.49	1.26
2017H1	6.05	6.20
2017H2	13.57	9.06
2018H1	-11.34	-8.94
2018H2	-15.85	-17.27
2019H1	24.14	25.03
2019H2	19.57	17.65
2020H1	33.58	23.98

资料来源：华泰证券研究所

图表35：普通股票型基金 FOF 策略组合累计净值情况



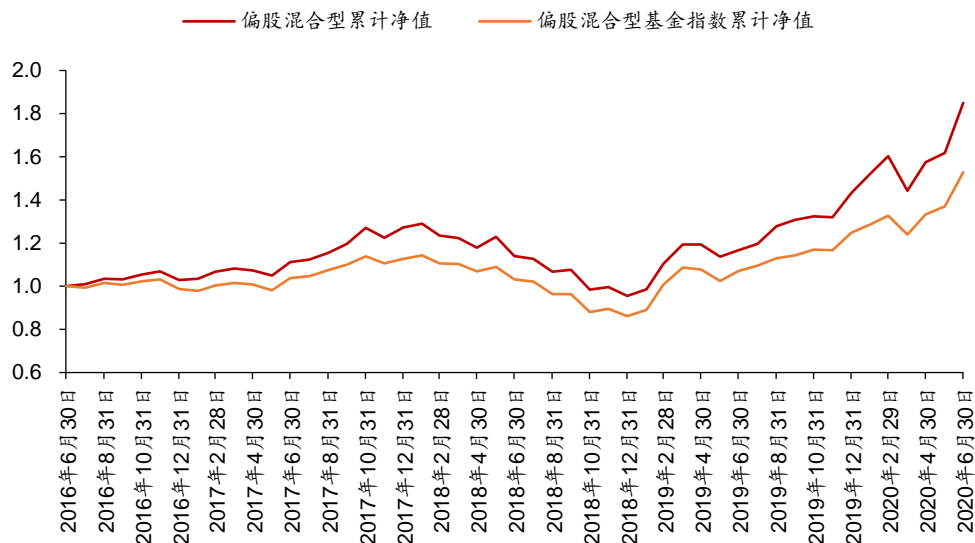
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表36：偏股混合型基金 FOF 策略组合收益率情况

时间	FOF 组合收益率 (%)	业绩基准收益率 (%)
2016H2	2.94	-1.25
2017H1	8.31	5.03
2017H2	14.45	8.66
2018H1	-10.50	-8.49
2018H2	-16.17	-16.49
2019H1	22.01	24.27
2019H2	22.98	16.69
2020H1	29.38	22.34

资料来源：华泰证券研究所

图表37： 偏股混合型基金 FOF 策略组合累计净值情况



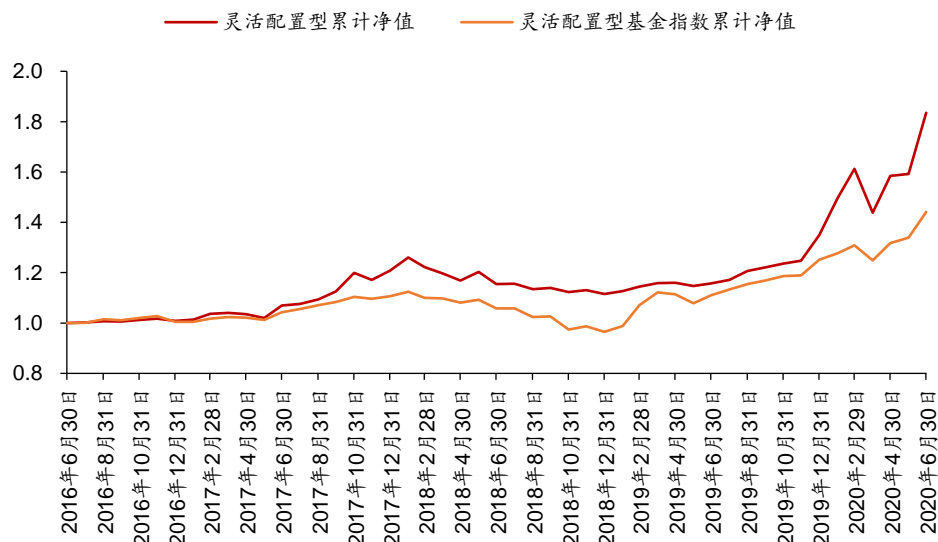
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38： 灵活配置型基金 FOF 策略组合收益率情况

时间	FOF 组合收益率 (%)	业绩基准收益率 (%)
2016H2	0.91	0.43
2017H1	6.18	3.84
2017H2	12.92	6.07
2018H1	-4.54	-4.31
2018H2	-3.36	-8.84
2019H1	3.73	15.05
2019H2	16.73	12.76
2020H1	34.93	15.13

资料来源：华泰证券研究所

图表39： 灵活配置型基金 FOF 策略组合累计净值情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

普通股票型 FOF 策略组合期末净值 1.915, 超额收益为 0.304, 期间年化收益率 17.64%, 年化波动率 18.21%, 夏普比率 0.969; 偏股混合型 FOF 策略组合期末净值 1.849, 超额收益为 0.321, 期间年化收益率 16.62%, 年化波动率 17.12%, 夏普比率 0.971; 灵活配置型 FOF 策略组合期末净值 1.835, 超额收益为 0.394, 期间年化收益率 16.39%, 年化波动率 14.32%, 夏普比率 1.145。普通股票型模拟组合股票资产具有最高的波动率和收益率; 灵活配置型模拟组合具有最低的波动率和收益率; 偏股混合型模拟组合介于两者之间, 具有最高的夏普比率。三种 FOF 策略组合的业绩表现均优于该类别基金的平均表现。

风险提示

- 1、海外基金业绩持续性规律直接引自顶级期刊论文, 该规律或不适用于中国市场, 且有失效的可能。
- 2、国内基金业绩持续性规律由历史数据统计测算得出, 历史规律在未来可能失效。
- 3、报告中涉及到的具体基金产品不代表任何投资意见, 请投资者谨慎、理性地看待。
- 4、周期规律基于全球各类经济金融指标长达近百年样本的实证检验结果得到, 然而市场存在短期波动与政策冲击, 每轮周期具体长度或有偏差。

附录 1：不同起始月份和不同频率下的业绩持续性回归结果

图表40： 普通股票型基金持续性回归结果（年度，不同起始月份）

	不显著	显著区间中显著为正的占比	显著区间中显著为负的占比
调仓日期 1 月	88.9%	100.0%	0.0%
调仓日期 2 月	77.8%	100.0%	0.0%
调仓日期 3 月	44.4%	100.0%	0.0%
调仓日期 4 月	77.8%	100.0%	0.0%
调仓日期 5 月	77.8%	100.0%	0.0%
调仓日期 6 月	88.9%	100.0%	0.0%
调仓日期 7 月	44.4%	60.0%	40.0%
调仓日期 8 月	55.6%	75.0%	25.0%
调仓日期 9 月	62.5%	66.7%	33.3%
调仓日期 10 月	87.5%	100.0%	0.0%
调仓日期 11 月	62.5%	100.0%	0.0%
调仓日期 12 月	77.8%	100.0%	0.0%

资料来源：华泰证券研究所

图表41： 偏股混合型基金持续性回归结果（年度，不同起始月份）

	不显著	显著区间中显著为正的占比	显著区间中显著为负的占比
调仓日期 1 月	30.0%	71.4%	28.6%
调仓日期 2 月	20.0%	75.0%	25.0%
调仓日期 3 月	40.0%	100.0%	0.0%
调仓日期 4 月	30.0%	85.7%	14.3%
调仓日期 5 月	40.0%	83.3%	16.7%
调仓日期 6 月	30.0%	85.7%	14.3%
调仓日期 7 月	20.0%	100.0%	0.0%
调仓日期 8 月	0.0%	100.0%	0.0%
调仓日期 9 月	22.2%	100.0%	0.0%
调仓日期 10 月	33.3%	100.0%	0.0%
调仓日期 11 月	55.6%	100.0%	0.0%
调仓日期 12 月	55.6%	25.0%	75.0%

资料来源：华泰证券研究所

图表42： 灵活配置型基金持续性回归结果（年度，不同起始月份）

	不显著	显著区间中显著为正的占比	显著区间中显著为负的占比
调仓日期 1 月	60.0%	50.0%	50.0%
调仓日期 2 月	60.0%	50.0%	50.0%
调仓日期 3 月	50.0%	80.0%	20.0%
调仓日期 4 月	50.0%	80.0%	20.0%
调仓日期 5 月	40.0%	50.0%	50.0%
调仓日期 6 月	40.0%	50.0%	50.0%
调仓日期 7 月	40.0%	66.7%	33.3%
调仓日期 8 月	50.0%	60.0%	40.0%
调仓日期 9 月	77.8%	0.0%	100.0%
调仓日期 10 月	44.4%	40.0%	60.0%
调仓日期 11 月	33.3%	50.0%	50.0%
调仓日期 12 月	44.4%	0.0%	100.0%

资料来源：华泰证券研究所

图表43： 普通股票型基金持续性回归结果（半年度，不同起始月份）

	不显著	显著区间中显著为正的占比	显著区间中显著为负的占比
调仓日期 1 月、7 月	11.1%	75.0%	25.0%
调仓日期 2 月、8 月	11.1%	75.0%	25.0%
调仓日期 3 月、9 月	12.5%	85.7%	14.3%
调仓日期 4 月、10 月	12.5%	85.7%	14.3%
调仓日期 5 月、11 月	25.0%	83.3%	16.7%
调仓日期 6 月、12 月	0.0%	75.0%	25.0%

资料来源：华泰证券研究所

图表44： 偏股混合型基金持续性回归结果（半年度，不同起始月份）

	不显著	显著区间中显著为正的占比	显著区间中显著为负的占比
调仓日期 1 月、7 月	38.1%	84.6%	15.4%
调仓日期 2 月、8 月	42.9%	91.7%	8.3%
调仓日期 3 月、9 月	15.0%	82.4%	17.6%
调仓日期 4 月、10 月	10.0%	88.9%	11.1%
调仓日期 5 月、11 月	20.0%	62.5%	37.5%
调仓日期 6 月、12 月	30.0%	78.6%	21.4%

资料来源：华泰证券研究所

图表45： 灵活配置型基金持续性回归结果（半年度，不同起始月份）

	不显著	显著区间中显著为正的占比	显著区间中显著为负的占比
调仓日期 1 月、7 月	23.1%	60.0%	40.0%
调仓日期 2 月、8 月	38.5%	62.5%	37.5%
调仓日期 3 月、9 月	16.7%	80.0%	20.0%
调仓日期 4 月、10 月	16.7%	70.0%	30.0%
调仓日期 5 月、11 月	8.3%	54.5%	45.5%
调仓日期 6 月、12 月	7.7%	66.7%	33.3%

资料来源：华泰证券研究所

图表46： 普通股票型基金持续性回归结果（不同历史收益率计算时长）

历史收益率计算所用时长	不显著	显著为正的占比	显著为负的占比
0.5 年	12.00%	80.00%	20.00%
1 年	31.25%	100.00%	0.00%
2 年	38.33%	100.00%	0.00%
3 年	68.06%	77.78%	5.56%

资料来源：华泰证券研究所

图表47： 偏股混合型基金持续性回归结果（不同历史收益率计算时长）

	不显著	显著为正的占比	显著为负的占比
0.5 年	25.99%	81.43%	18.57%
1 年	28.07%	87.89%	12.11%
2 年	36.06%	92.53%	7.47%
3 年	41.11%	88.52%	11.48%
4 年	60.90%	81.94%	18.06%
5 年	71.21%	80.83%	19.17%

资料来源：华泰证券研究所

图表48： 灵活配置型基金持续性回归结果（不同历史收益率计算时长）

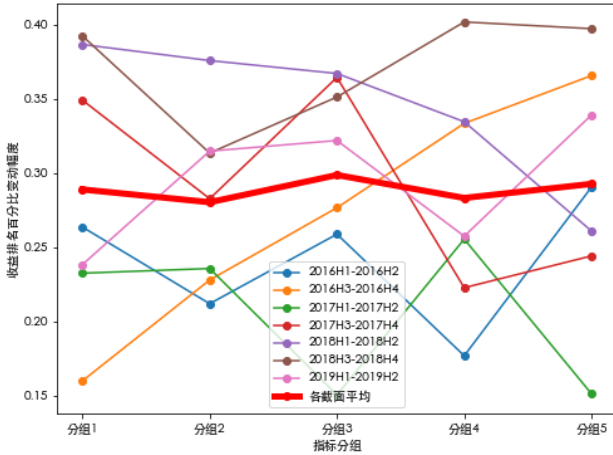
	不显著	显著为正的占比	显著为负的占比
0.5 年	18.50%	65.60%	34.40%
1 年	23.11%	56.76%	43.24%
2 年	30.00%	68.15%	31.85%
3 年	31.55%	76.19%	23.81%
4 年	63.89%	55.56%	44.44%
5 年	41.67%	100.00%	0.00%

资料来源：华泰证券研究所

附录 2：其他因子分组检验结果

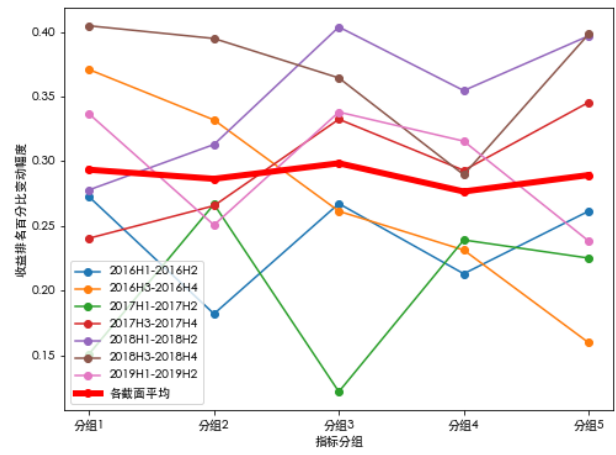
普通股票型基金因子分组检验结果

图表 49：普通股票型基金因子分组检验结果（报告期持仓换手率）



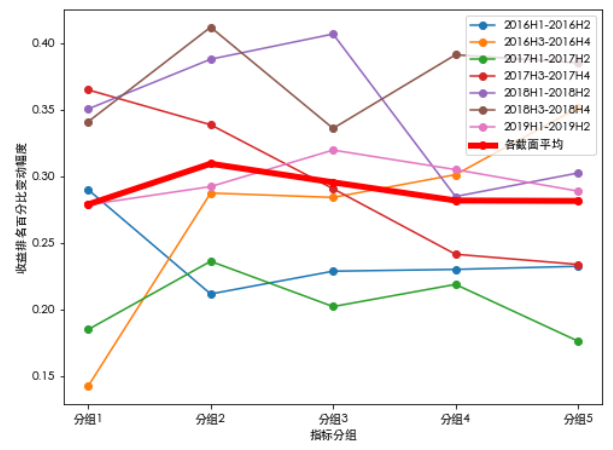
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 50：普通股票型基金因子分组检验结果（平均持仓时间）



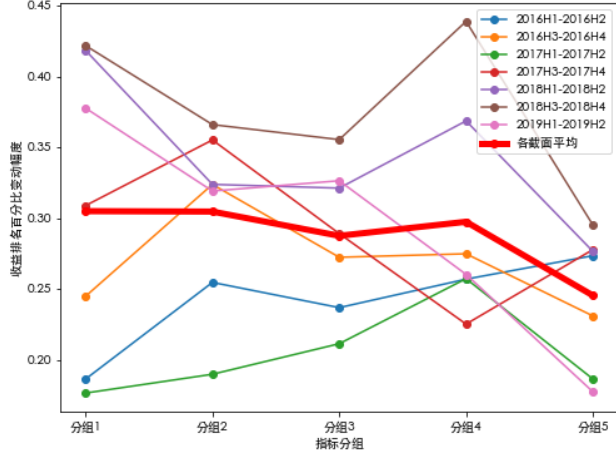
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 51：普通股票型基金因子分组检验结果（佣金规模比）



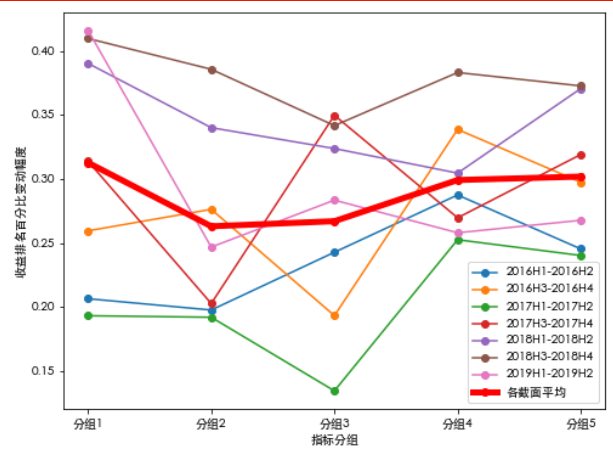
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 52：普通股票型基金因子分组检验结果（平均每户持有基金份额）



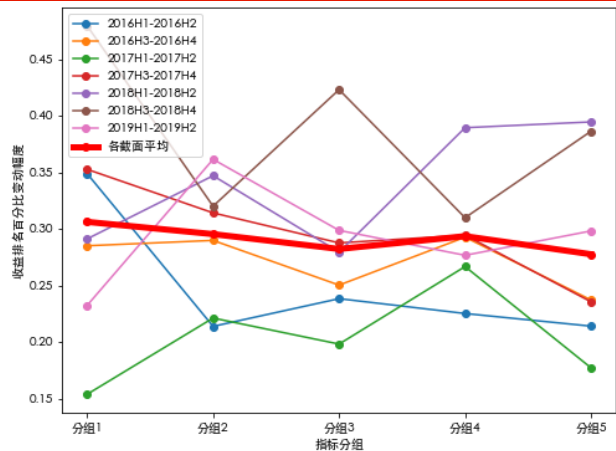
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 53：普通股票型基金因子分组检验结果（基金规模）



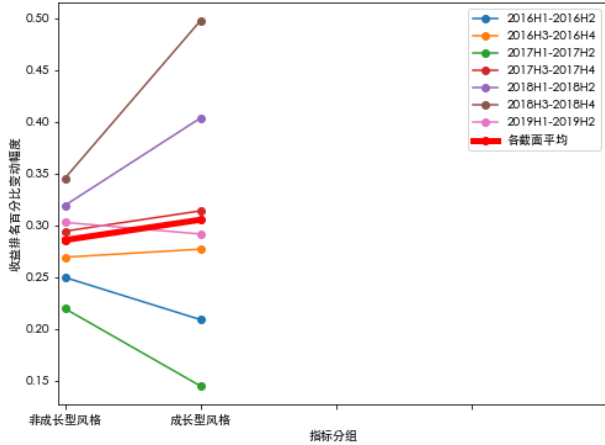
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 54：普通股票型基金因子分组检验结果（股票市值占基金净值比）



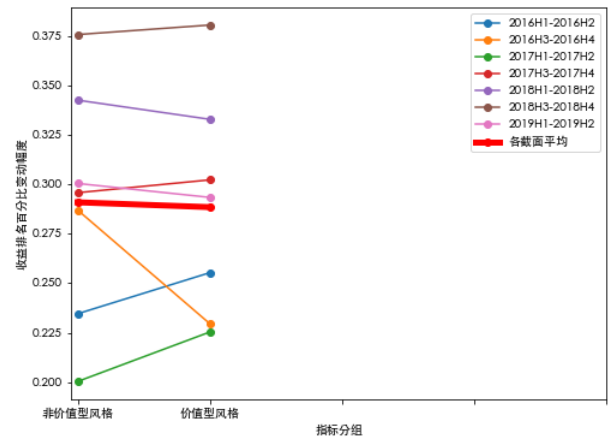
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表55: 普通股票型分组检验结果 (是否属于成长型风格)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

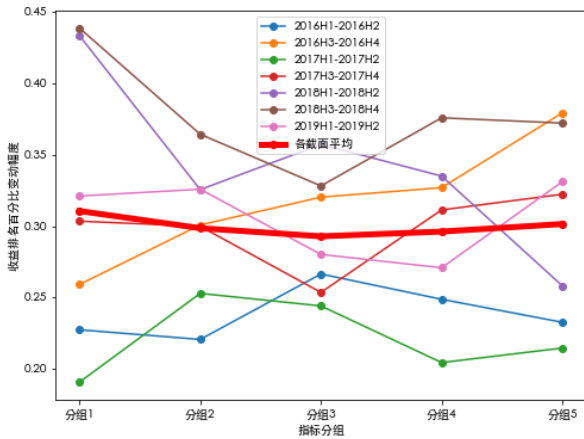
图表56: 普通股票型分组检验结果 (是否属于价值型风格)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

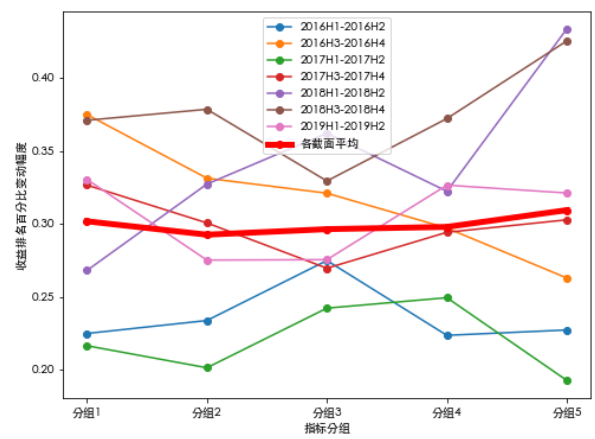
偏股混合型基金因子分组检验结果

图表57: 偏股混合型分组检验结果 (报告期持仓换手率)



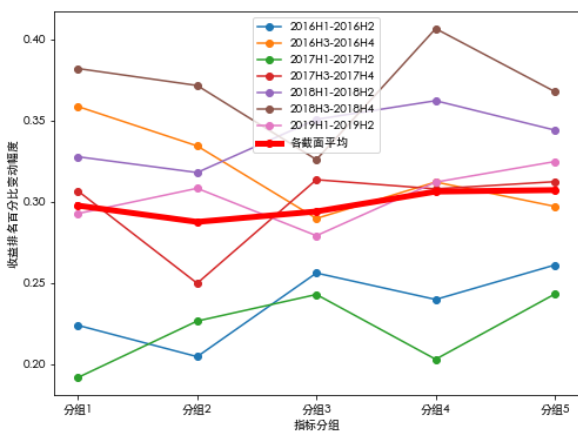
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表58: 偏股混合型分组检验结果 (平均持仓时间)



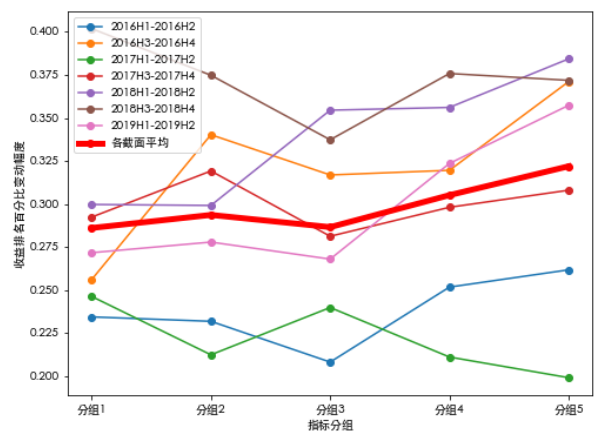
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表59: 偏股混合型分组检验结果 (基金规模)



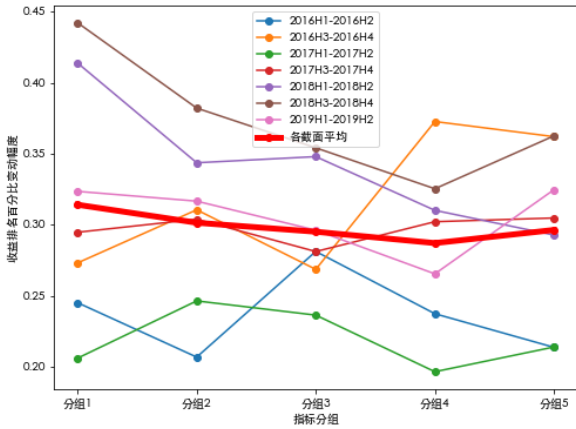
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表60: 偏股混合型分组检验结果 (股票市值占基金净值比)



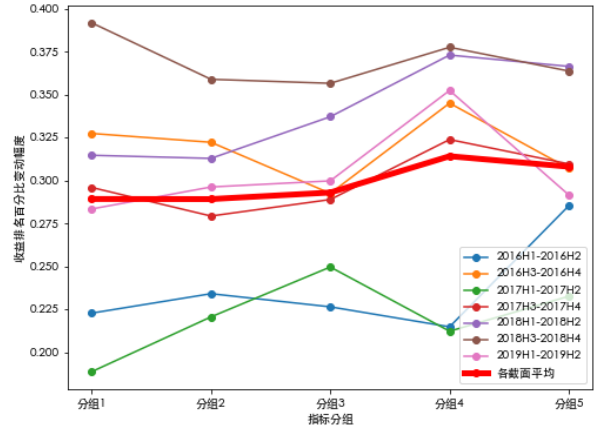
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表61: 偏股混合型分组检验结果(佣金规模比)



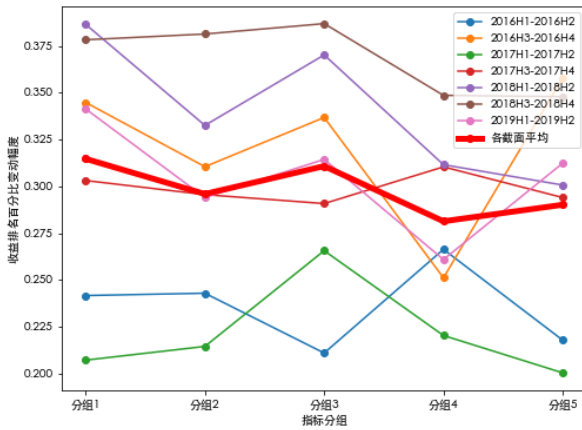
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表62: 偏股混合型分组检验结果(投资集中度)



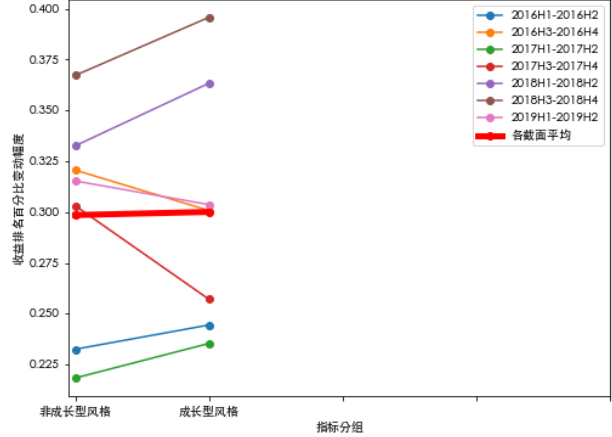
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表63: 偏股混合型分组检验结果(平均每户持有基金份额)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

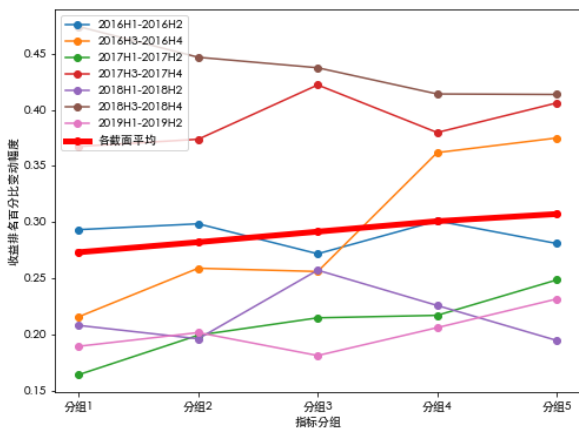
图表64: 偏股混合型分组检验结果(是否属于成长型风格)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

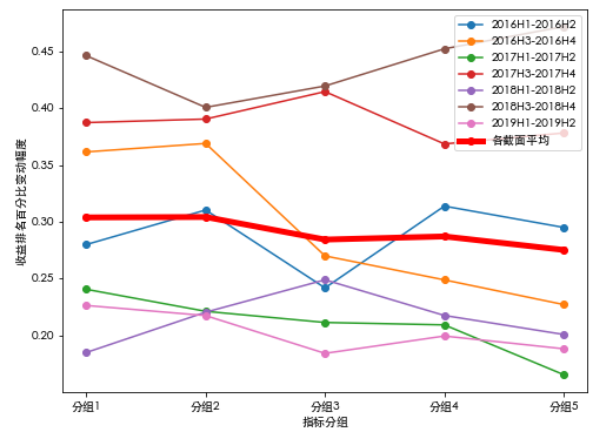
灵活配置型基金因子分组检验结果

图表65: 灵活配置型分组检验结果(报告期持仓换手率)



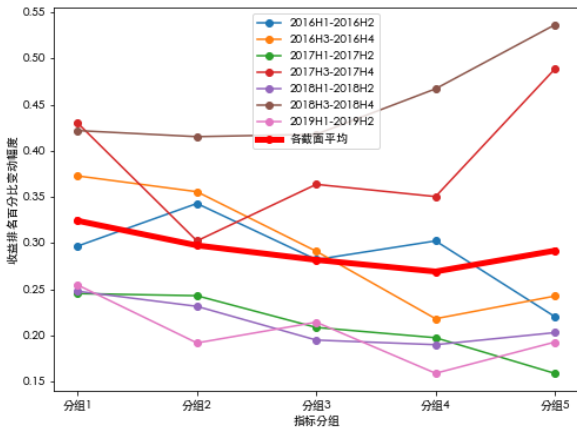
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表66: 灵活配置型分组检验结果(平均持仓时间)



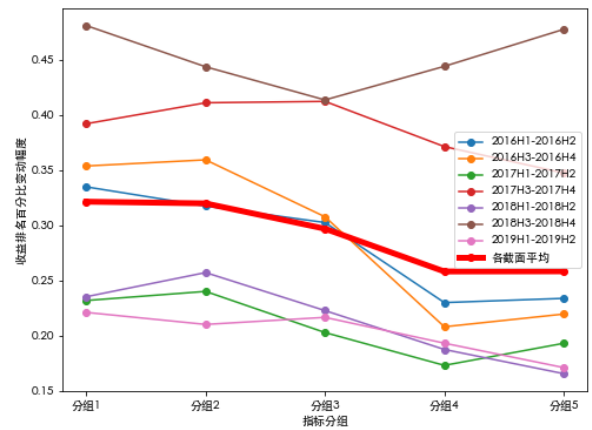
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表67： 灵活配置型分组检验结果（基金规模）



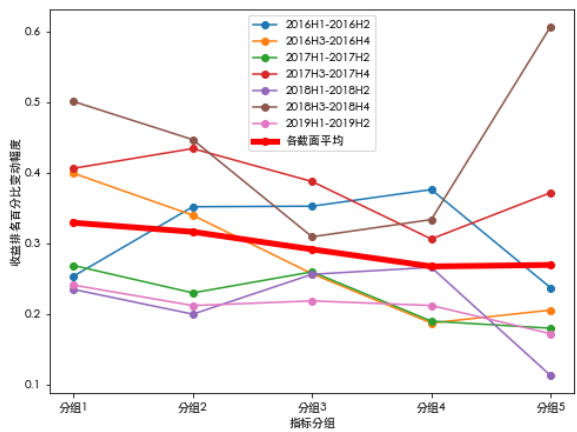
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表68： 灵活配置型分组检验结果（平均每户持有基金份额）



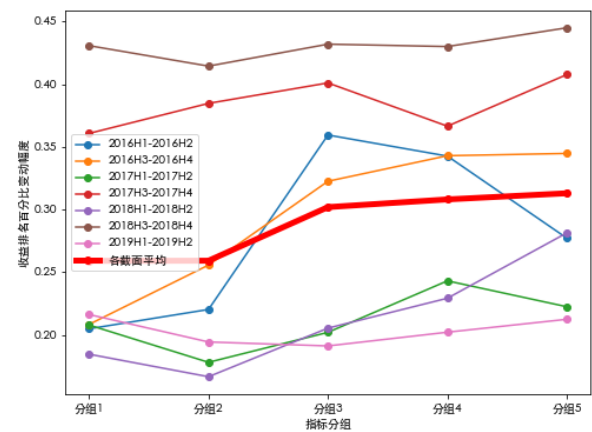
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表69： 灵活配置型分组检验结果（区间最大回撤）



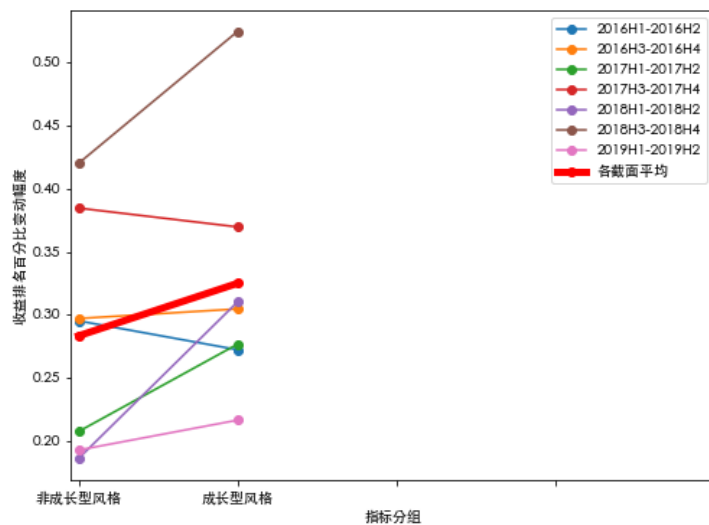
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表70： 灵活配置型分组检验结果（投资集中度）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表71： 灵活配置型分组检验结果（是否属于成长型风格）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

免责声明

分析师声明

本人，林晓明、黄晓彬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林晓明、黄晓彬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司