

# 规模魔咒初现

## ——长江金工2021年度中期投资策略

### 分析师及联系人

• 覃川桃  
(8621)61118766  
qinct@cjsc.com.cn  
执业证书编号：  
S0490513030001

• 鲍丰华  
(8621)61118705  
baofh@cjsc.com.cn

## 相关研究

- 《ESG系列二：ESG评级体系深剖——海外篇之MSCI，从理念到实践》2021-05-16
- 《南方红利低波50ETF：今年为何红利+低波风格的性价比更高》2021-05-14
- 《华安恒生科技ETF：汇聚科技龙头，一键投资港股旗舰》2021-05-11

## 金融工程

### 规模魔咒初现

### ——长江金工 2021 年度中期投资策略

- 基金份额变动一直很规律，在大牛市时快速增长，牛市结束后持续下行直至下一轮牛市开始

2021 年一季度末基金总规模大幅上升至 5.18 万亿，前高 2015 年中对应的总规模为 2.99 万亿，增幅为 73.47%，相对于 2020 年底的 4.84 万亿增长了 7.20%。加权总份额也已创历史新高，2021 年一季度加权总份额相对于 2020 年四季度末增长了 11.05%。

- 百亿以上的主动权益类基金在这两年机构大牛市中整体遭遇规模魔咒

与三大主流指数比较，公募整体在正常年份里均能跑赢三大指数中最弱的一个，大部分时间里介于最强和次强指数之间，整体有较好的配置能力。一般情况下，在大起大落的年份里（2007~2009，2015）不同规模区间的基金收益缺乏区分度，其余年份中平均业绩靠前的主要集中在 10 亿以下的规模区间，而规模在 100 亿以上的基金的表现大致相对靠后，但整体看规模对业绩的区分度有限。2019 和 2020 较为特殊，百亿以上规模基金明显跑输整体业绩，而业绩最好的规模区间为 50 亿至 100 亿组。

- 公募重仓的行业中，在电子和电力及新能源设备中 alpha 最高，但食品饮料的 beta 强所以其整体贡献的超额收益仍是最高

以公募在食品饮料、医疗保健、电子和电力及新能源设备四个行业内选股的长期 alpha 来看，均处于一个较高的水平上，分别为 2.22、2.07、2.45 和 3.01，行业 beta 最差的电力及新能源设备最好做 alpha，电子次之。食品饮料最好做 alpha 的一段出现在 2008 年三季度之前，之后公募超额收益几度起落，整体上获取的也就是 beta 收益。在医疗保健、电子和电力及新能源设备行业上的强 alpha 分别起始于 2017 年初、2016 年初和 2015 年末，而主动权益类基金在该行业上的配置比例与行业整体收益能力（beta+alpha）基本同向而行。

- 规模向头部集中也是导致基金重仓股收益持续好于市场整体的原因

规模前十的头部基金在 2016 年年末之后总规模占比基本保持稳定，但偏股混合型基金和平衡混合型基金的前十大头部基金占比略有下降，在基金数量爆发式上涨的情况下资金向头部基金的集中程度加剧。从 2020 年年报数据看，市场上一共有 1337 位主要基金经理，管理 1.9 万亿权益规模，按管理规模从大到小排序，其中前 10 位管理规模占比 13.65%，10~20 位管理规模占比 8.64%，20~30 位管理规模占比 6.42%，头部基金效应非常明显。总管理规模在 100 亿以上的基金经理持股集中度比规模较小的基金更高。这也就造成了我们这两年看到的，在指数波澜不惊、没有大规模新增资金的情况下，基金重仓行业走势一枝独秀、基金重仓股表现更上一层楼、基金净值加权涨幅在 22% 上下的结构性牛市的盛况。

## 风险提示：

本报告结论均根据历史数据测算而得，未必与未来走势相符。

## 目录

权益类主动基金长期收益明显占优 .....	5
老基金转为净赎回，新基金发行遇冷 .....	9
首发明星基金主要来源于赎回买新 .....	9
四类主动权益基金均有资金流入 .....	10
规模向头部集中 .....	13
基金数量爆发式增长，但规模前十的基金规模占比稳定 .....	13
头部基金持股集中度更高 .....	15
成也偏离，败也偏离 .....	16
总结 .....	20

## 图表目录

图 1：不同年份发行的非消费、非医药类基金年化收益率 .....	6
图 2：不同年份发行的医药类基金年化收益率 .....	6
图 3：不同年份发行的消费类基金年化收益率 .....	7
图 4：四类主动型基金的规模加权净值 .....	7
图 5：不同规模区间内基金产品平均业绩（截至 20210507，单位：%） .....	8
图 6：公募基金规模（单位：亿） .....	9
图 7：公募基金加权份额（单位：亿份） .....	9
图 8：公募基金累计净流入（单位：亿） .....	10
图 9：公募基金相对沪深 300 的净值比 .....	10
图 10：主动权益型基金的股票仓位（单位：%） .....	11
图 11：食品饮料对基金业绩贡献的 beta .....	11
图 12：食品饮料行业内选股对基金业绩贡献的 alpha .....	11
图 13：医疗保健对基金业绩贡献的 beta .....	12
图 14：医疗保健行业内选股对基金业绩贡献的 alpha .....	12
图 15：电子对基金业绩贡献的 beta .....	12
图 16：电子行业内选股对基金业绩贡献的 alpha .....	12
图 17：电力与新能源设备对基金业绩贡献的 beta .....	12
图 18：电力与新能源行业内选股对基金业绩贡献的 alpha .....	12
图 19：普通股票型基金规模集中度 .....	13
图 20：偏股混合型基金规模集中度 .....	13
图 21：灵活配置型基金规模集中度 .....	14
图 22：平衡混合型基金规模集中度 .....	14
图 23：四类基金 top10 规模占比 .....	14
图 24：“一人多基”的持股重合度（20201231） .....	15
图 25：“一人多基”的仓位重合度（20201231） .....	15
图 26：不同类型主动权益基金相对沪深 300 的超额收益 .....	16
图 27：收益占优带来规模上涨 .....	18
表 1：主动权益基金在存续期内跑赢沪深 300 的年数分布 .....	18

2021 年年初以来,以春节为分界点,A 股市场先后经历的大幅上涨和快速下跌的行情,市场波动加剧。截止到 5 月 14 日收盘,上证 50 和沪深 300 都回吐了春节前的涨幅,跌破年初的点位:上证 50 年初以来下跌 3.78%,沪深 300 年初以来下跌 1.93%。而创业板指得益于近日的回暖,年初以来累计收益 2.28%。在市场整体下跌的行情下,主动权益基金同步下跌,以每季度初规模加权、季度调仓计算得到四类主动权益基金的整体收益情况,普通股票型基金年初以来下跌 0.80%,偏股混合型基金年初以来下跌 1.10%,灵活配置型基金年初以来下跌 0.26%,平衡混合型基金年初以来下跌 0.41%。除创业板指外,公募基金整体相对上证 50 和沪深 300 仍有正向超额收益。在年初以来的市场波动加剧、年后核心资产回调的行情中,主动权益型基金依然具有一定的行情把握能力。

## 权益类主动基金长期收益明显占优

把不同时间发行的基金放在一起比较年化收益率是一件非常不科学的事情,把不同风格的基金放在同一时间点比较年化收益率是一件更不科学的事情。市场有涨落,行业有起伏,站在 2015 年中往前看,年化收益率高的全是科技风格的基金,站在 2017 年末往前看,年化收益率高的全是消费风格的基金。即使是同一风格的基金,2013 年初发行的科技风格的基金和 2015 年中发行的科技风格的基金也是不能直接比较年化收益率的。所以我们在涉及年化收益率考察的研究中,将医药类和消费类主动权益基金单列。

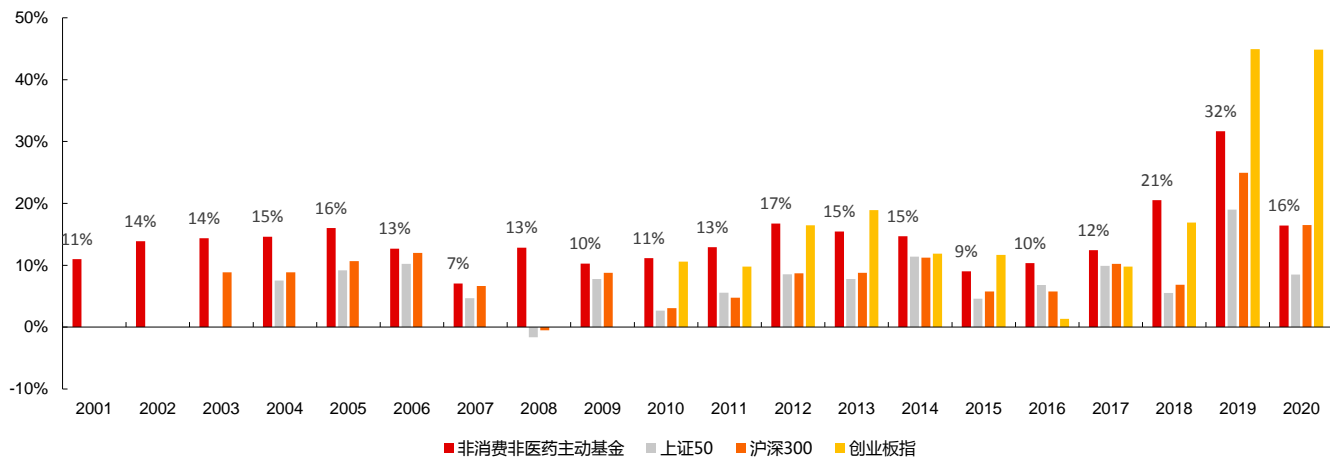
我们先将主动型公募基金的基金池限定在普通股票型、偏股混合型、灵活配置型以及平衡混合型中。若无特别说明所取时间段均为 2004 年底至 2021 年 5 月 14 日。以发行年份为分组依据分别计算不同年份发行的四类基金(不含医药主题和消费主题)对应的年化收益率。但此种分类方法未考虑市场年内的 beta 走势,即发在 2015 年 1 月初的和 6 月初的也归于同一组。从图 1 可见发行在大牛市巅峰期,也就是 2007 和 2015 年的基金整体年化收益明显偏低。

从风格指数看,2012 和 2013 是创业板指的起涨点,站在这两时点上往后看,创业板指的年化收益率分别达到 16.46%和 18.93%,同期上证 50 年化收益率分别为 8.55%和 7.76%。2016 和 2017 是上证 50 的起涨点,站在这两时点上往后看,上证 50 的年化收益率分别达到 6.79%和 9.89%,同期创业板指年化收益率分别为 1.35%和 9.78%。发在这两个时间点的成长和价值风格的基金从年化收益率的角度看都是占有天然优势的。

站在任意一个时点上,公募基金整体均能跑赢当前最弱的指数,且在 18 年间有 14 年整体收益高于任何一个指数。



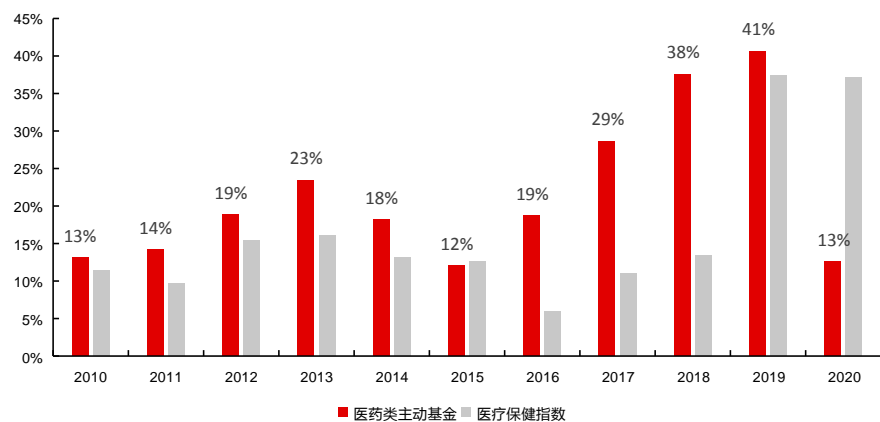
图 1：不同年份发行的非消费、非医药类基金年化收益率



资料来源：Wind，长江证券研究所

将医药类和消费类基金单列考察，并取医药和食品饮料指数并列比较，可见在除 2015 和 2020 年发行的医药基金外，其余年份发行的医药基金基本都明显跑赢行业指数，其中 2016 年到 2018 年之间发行的医药基金尤为明显。

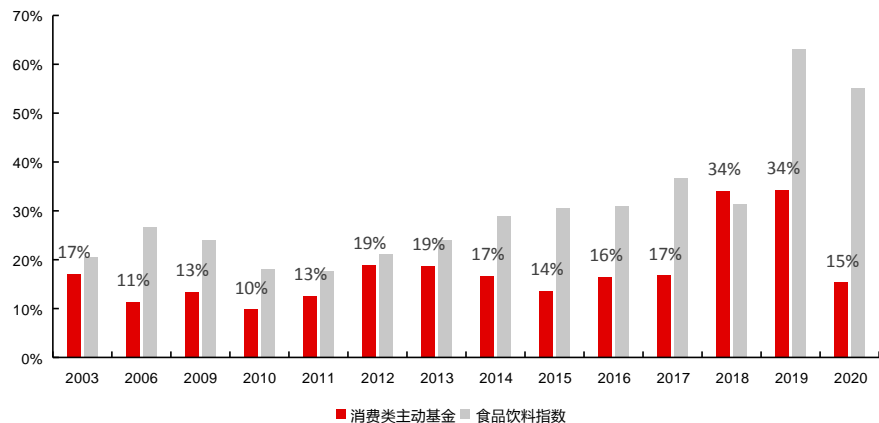
图 2：不同年份发行的医药类基金年化收益率



资料来源：Wind，长江证券研究所

虽然食品饮料长期处于第一重仓的位置，但非指数类基金并不会满仓食品饮料，所以将消费类基金与食品饮料行业并列略为苛刻，但亦无更好的比较基准。从图 3 可见，在自 2015 年年中开始的食品饮料行业的上行趋势里，其实把握住的公募基金并不多。

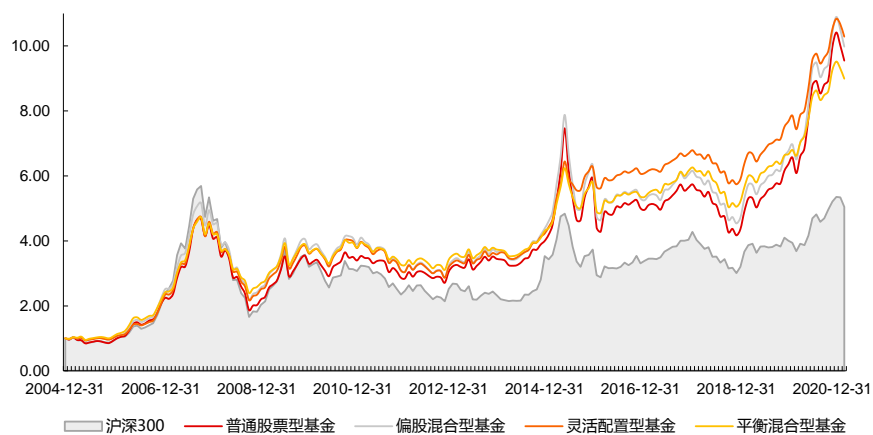
图 3：不同年份发行的消费类基金年化收益率



资料来源：Wind，长江证券研究所

以其每季度初的规模作为权重加总计算各类基金的收益率并换算为净值，见图 4。作为一个整体，普通股票型、偏股混合型、灵活配置型和平衡混合型四类基金相对于沪深 300 年化超额收益率分别为 4.61%、4.93%、5.16%和 4.16%，同期沪深 300 年化收益率为 10.89%。

图 4：四类主动型基金的规模加权净值

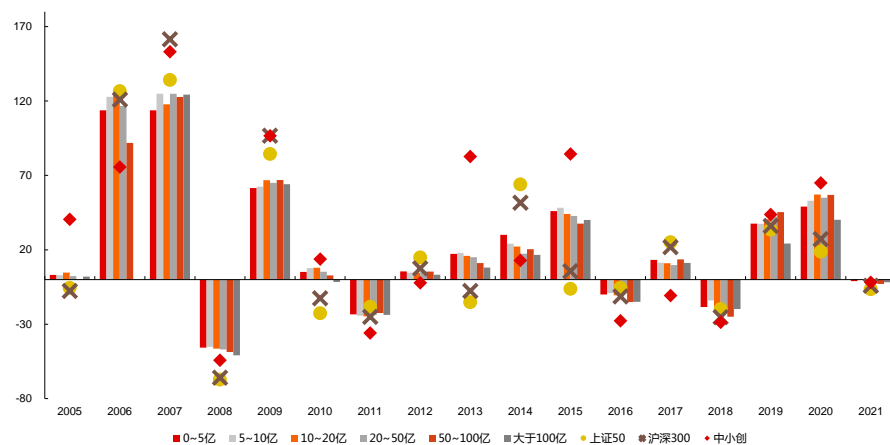


资料来源：Wind，长江证券研究所

将时间段限定为 2005 年初至 2021 年 5 月 7 日，将上述所有权益类基金按照年初规模大小分成 7 组，分年统计各规模区间内基金的平均业绩，分别为 0 到 5 亿、5 亿到 10 亿、10 亿到 20 亿、20 亿到 50 亿、50 亿到 100 亿、100 亿以上，测算结果如图 5 所示。以上证 50、沪深 300 和“中小创”（2010 之前为中小板指，2010 之后为创业板指）为市场基准，可以看到，与三大主流指数比较，公募整体在正常年份里均能跑赢三大指数中最弱的一个，大部分时间里介于最强和次强指数之间，整体有较好的配置能力。一般情况下，在大起大落的年份里（2007~2009，2015）不同规模区间的基金收益缺乏区

分度，其余年份中平均业绩靠前的主要集中在 10 亿以下的规模区间，而规模在 100 亿以上的基金的表现大致相对靠后，但整体看规模对业绩的区分度有限。而 2019 和 2020 则较为特殊，百亿以上规模基金明显跑输整体业绩，而业绩最好的规模区间为 50 亿至 100 亿组。

图 5：不同规模区间内基金产品平均业绩（截至 20210507，单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

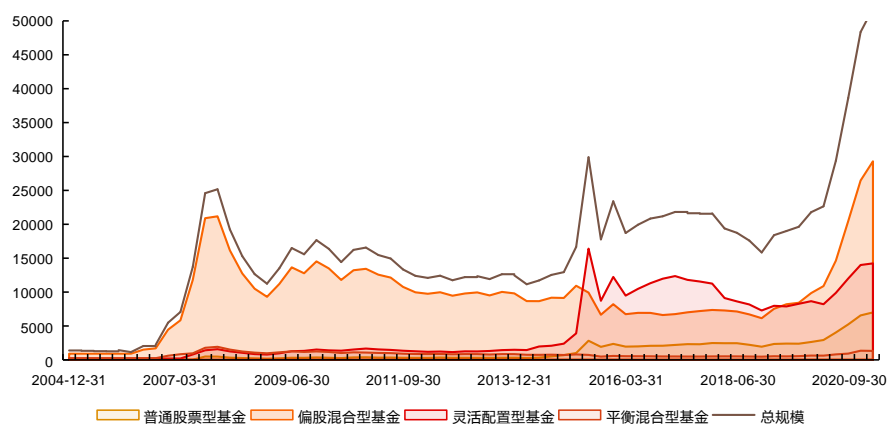


## 老基金转为净赎回，新基金发行遇冷

### 首发明星基金主要来源于赎旧买新

2015 年公募基金在总份额并没有创新高、上证指数也没有越过 2007 年的高点的情况下总规模和净值都创了新高，这得益于公募基金在行业配置上的持续偏离。公募基金的份额都是在市场上行期持续快速增加，在市场下行期和平衡期中整体减少，基民呈现的大体上是趋势跟随的行为模式。**2021 年一季度末基金总规模大幅上升至 5.18 万亿，前高 2015 年中对应的总规模为 2.99 万亿，增幅为 73.47%，相对于 2020 年底的 4.84 万亿增长了 7.20%。**

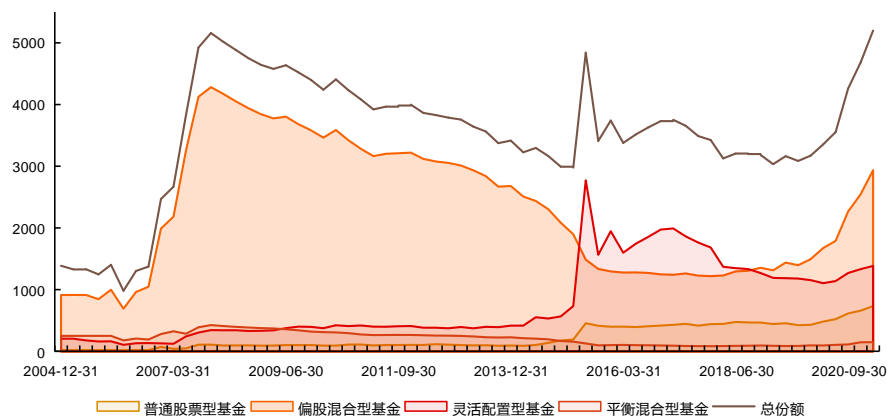
图 6：公募基金规模（单位：亿）



资料来源：Wind，长江证券研究所

加权总份额也已创历史新高，2021 年一季度普通股票型、偏股混合型、灵活配置型和平衡混合型四类基金的加权份额分别增加了 11.22%、15.34%、3.89% 和 0.81%，加权总份额增长 11.05%。历史上看基金份额变动一直很规律，在大牛市时快速增长，牛市结束后持续下行直至下一轮牛市开始。

图 7：公募基金加权份额（单位：亿份）



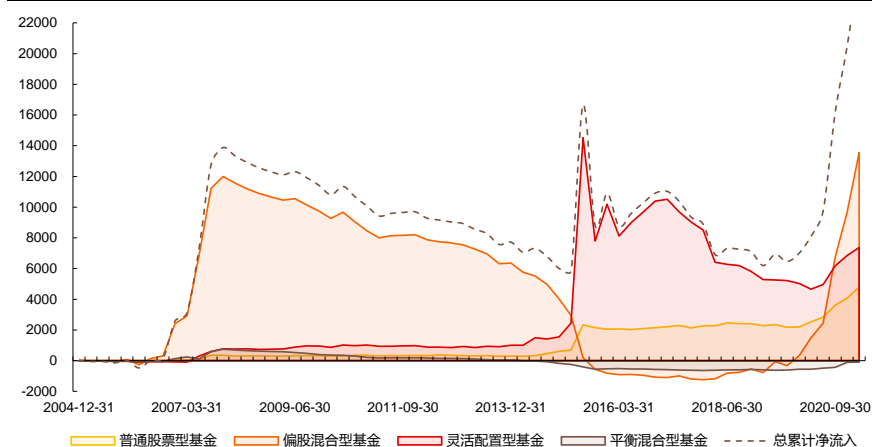
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 四类主动权益基金均有资金流入

用本季度末的基金规模减去上季度末的基金规模随着净值增长自然增加的部分，得到当季净流入额，累加得到累计净流入额，如图 8 所示。2021 年一季度四类主动型权益基金净流入分别为 706.02、3895.17、533.15 和 10.59 亿元，合计净流入 5144.93 亿元，为 2005 年以来第四大单季净流入，相较 2020 年四季度净流入增加。一季度新发基金合计发行规模为 7055.96 亿元，由此可推算出一季度老基金净赎回 1911.03 亿元。

从时间维度看，2020 年以前，资金加速流出灵活配置型基金，流入普通股票型基金和偏股混合型基金。2020 年开始，公募基金爆发式增长，四种类型的主动权益基金都有资金流入，灵活配置型基金扭转了资金流出的局面，偏股混合型基金净流入明显增加。

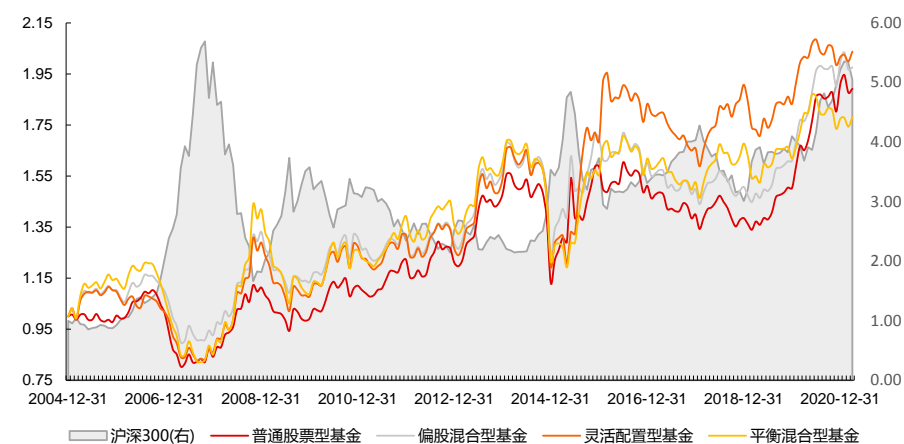
图 8：公募基金累计净流入（单位：亿）



资料来源：Wind，长江证券研究所

从四类基金的收益看，2021 年初至 2021 年一季度末普通股票型基金收益为-4.04%，偏股混合型基金收益为-4.02%，灵活配置型基金收益为-2.10%，平衡混合型基金收益为-2.78%，同期沪深 300 收益为-3.13%。

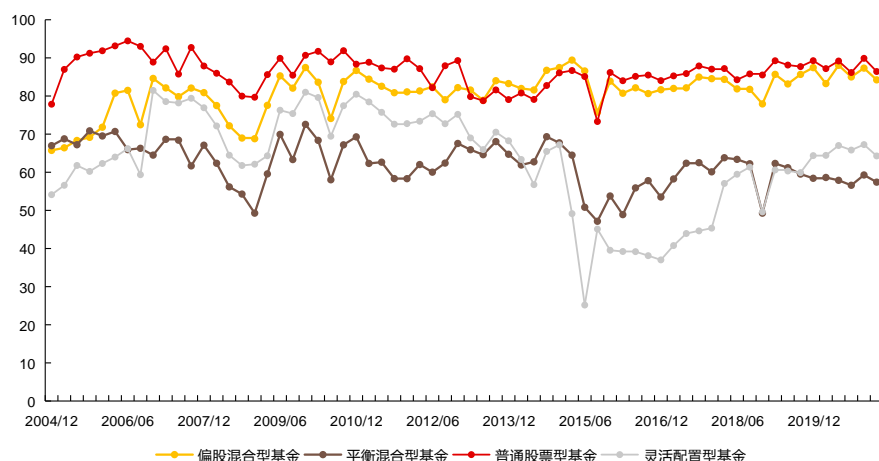
图 9：公募基金相对沪深 300 的净值比



资料来源：Wind，长江证券研究所

2021 年一季度末，四类主动权益基金合计股票持仓市值占合计资产净值的比例分别为 84.24%、57.41%、86.42%和 64.28%，相对于 2020 年底的 87.31%、59.29%、89.89%和 67.26%，分别降低 3.07%、1.88%、3.46%和 2.98%。

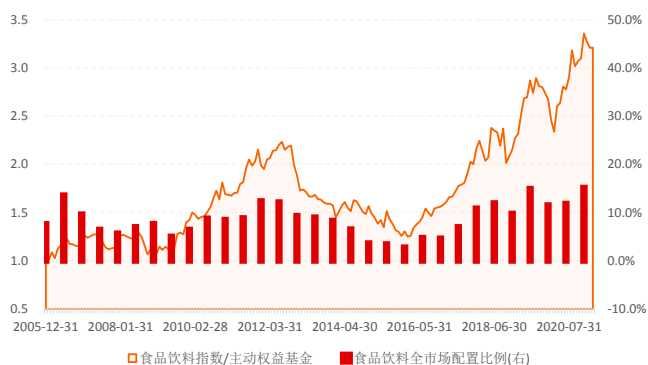
图 10：主动权益型基金的股票仓位（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

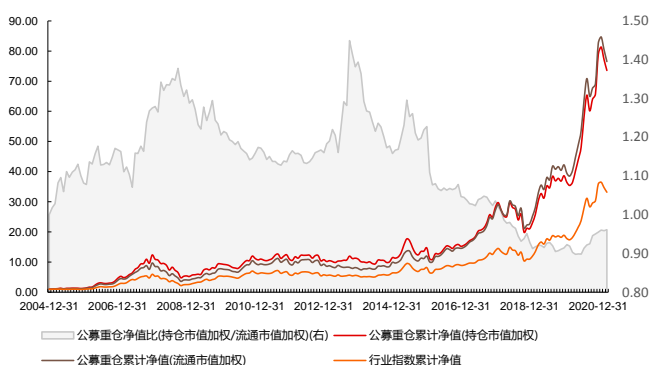
以一季报披露的各行业持仓比例看，食品饮料仍以 19.98% 的持有比例稳居首位，医疗保健以 14.60% 次之，电子以 11.79% 位居第三，电力及新能源设备以 8.34% 列位第四。以公募在上述四个行业内选股的长期 alpha 来看，上述四个行业期末累计净值比（以公募重仓股持仓市值加权净值/行业指数累计净值）都处于一个较高的水平上，分别为 2.22、2.07、2.45 和 3.01，行业 beta 最差的电力及新能源设备最好做 alpha，电子次之。食品饮料最好做 alpha 的一段出现在 2008 年三季度之前，之后公募超额收益几度起落，整体上获取的也就是 beta 收益。在医疗保健、电子和电力及新能源设备行业上的强 alpha 分别起始于 2017 年初、2016 年初和 2015 年末，而主动权益类基金在该行业上的配置比例与行业整体收益能力（beta+alpha）基本同向而行。

图 11：食品饮料对基金业绩贡献的 beta



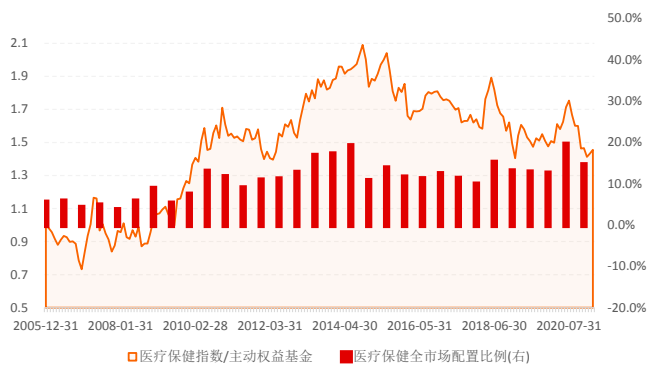
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：食品饮料行业内选股对基金业绩贡献的 alpha



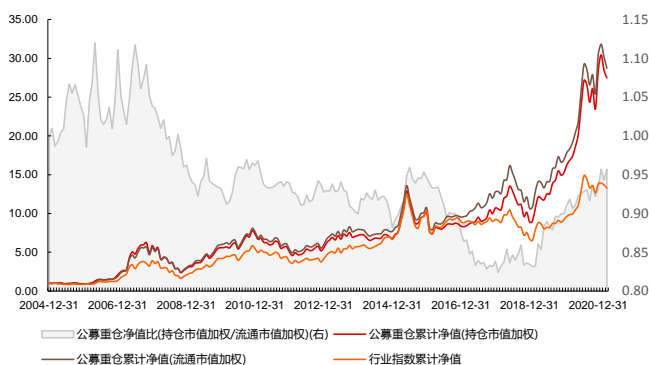
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13: 医疗保健对基金业绩贡献的 beta



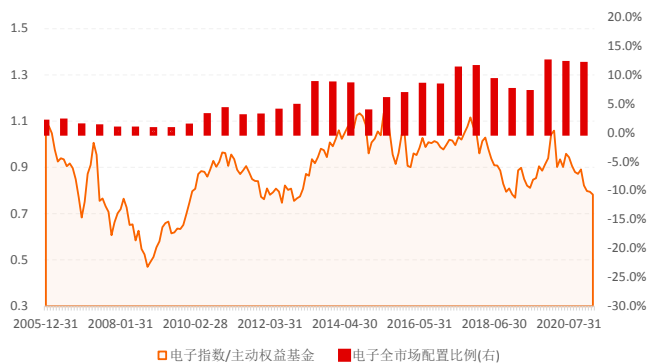
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 医疗保健行业内选股对基金业绩贡献的 alpha



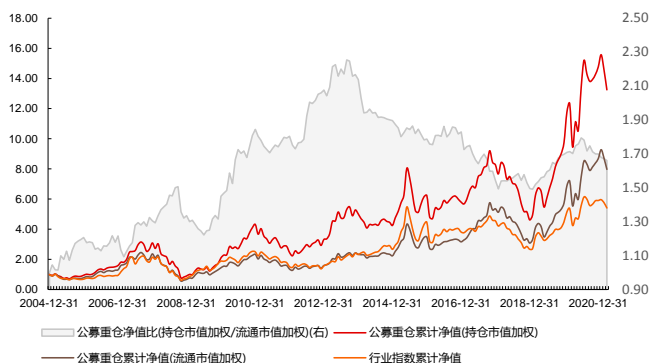
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 15: 电子对基金业绩贡献的 beta



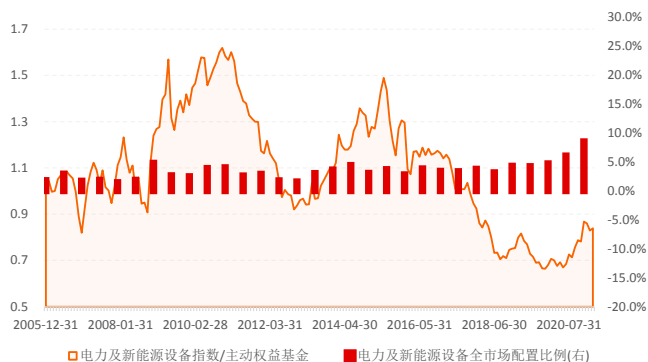
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 16: 电子行业内选股对基金业绩贡献的 alpha



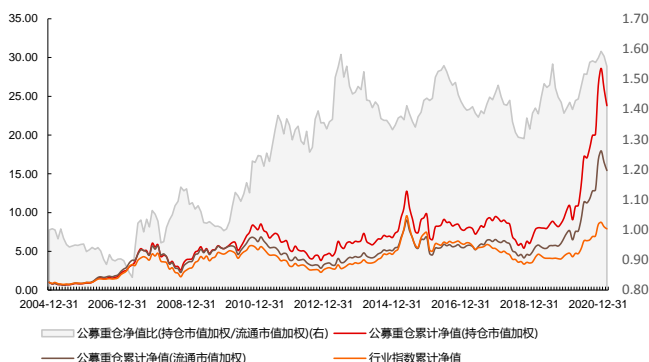
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 17: 电力与新能源设备对基金业绩贡献的 beta



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 18: 电力与新能源行业内选股对基金业绩贡献的 alpha



资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 规模向头部集中

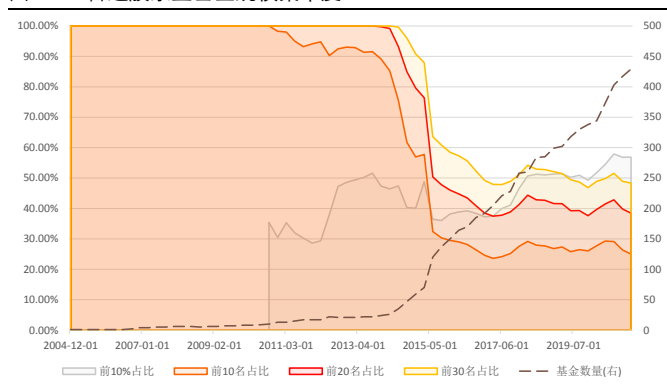
### 基金数量爆发式增长，但规模前十的基金规模占比稳定

从基金数量上看，普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金和平衡混合型基金分别在 2014 年年末、2017 年年末、2014 年年末和 2018 年年末进入加速发展期。

从头部基金的总规模占比上看，普通股票型基金数量自 2016 年年中的 170 只增加至 2021 年一季度的 429 只，规模前 10% 的基金总规模占比从 39.24% 提升至 56.88%，但规模前十名的基金总规模占比维持在 25% 至 30% 上下。偏股混合型基金数量自 2015 年年中的 479 只增加至 2021 年一季度的 1310 只，规模前 10% 的基金总规模占比从 37.22% 提升至 53.19%，但规模前十名的基金总规模占比由 11.48% 提升至 12.81%。灵活配置型基金数量自 2016 年年末的 1080 只增加至 2021 年一季度的 1441 只，规模前 10% 的基金总规模占比从 50.34% 提升至 61.37%，但规模前十名的基金总规模占比从 22.15% 降低至 17.62%。平衡混合型基金数量自 2017 年末的 25 只增加至 2021 年一季度的 90 只，规模前 10% 的基金总规模占比从 32.10% 提升至 72.57%，但规模前十名的基金总规模占比从 79.53% 降低至 74.82%。

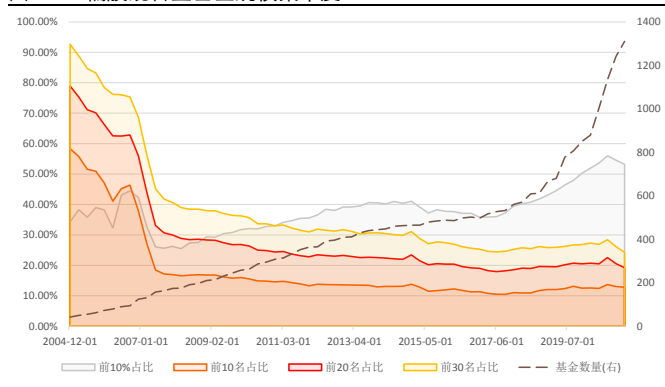
规模前十的头部基金在 2016 年年末之后总规模占比基本保持稳定，但偏股混合型基金和平衡混合型基金的前十大头部基金占比略有下降。在基金数量爆发式上涨的情况下资金向头部基金的集中程度加剧。

图 19：普通股票型基金规模集中度



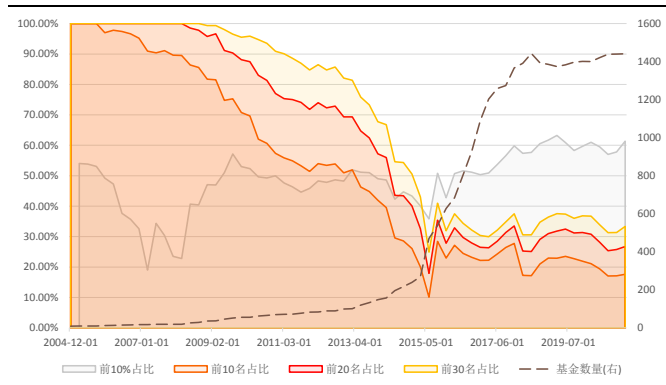
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 20：偏股混合型基金规模集中度



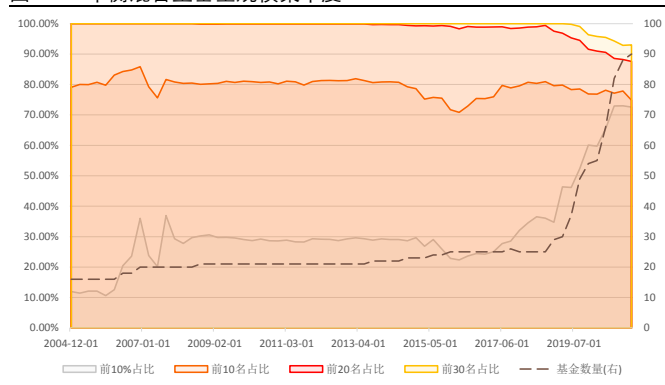
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：灵活配置型基金规模集中度



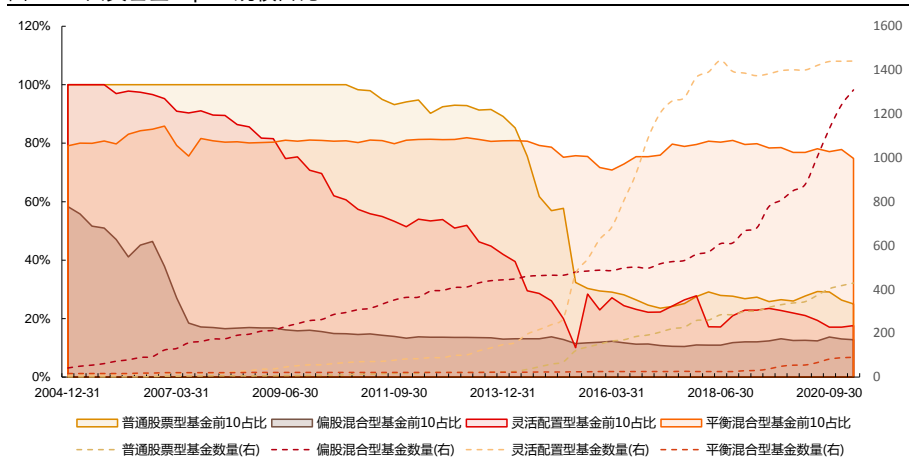
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：平衡混合型基金规模集中度



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：四类基金 top10 规模占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

也就是说，从2017年初至2021年一季度末，普通股票型基金的数量从192增至429，总规模从2085亿提升至7000亿，创去净值变动之后资金净流入2634亿，但规模排名前十的基金的规模占比从24.62%提升至25.00%。

偏股混合型基金的数量从497增至1310，总规模从6614亿提升至29288亿，创去净值变动之后资金净流入14620亿，但规模排名前十的基金的规模占比从11.36%提升至12.81%。

灵活配置型基金的数量从1089增至1441，总规模从11972亿提升至14233亿，创去净值变动之后资金净流出3013亿，但规模排名前十的基金的规模占比从22.15%降低至17.62%。

平衡混合型基金的数量从25增至90，总规模从506亿微降至1324亿，创去净值变动之后资金净流入470亿，但规模排名前十的基金的规模占比从75.37%降低至74.82%。



## 头部基金持股集中度更高

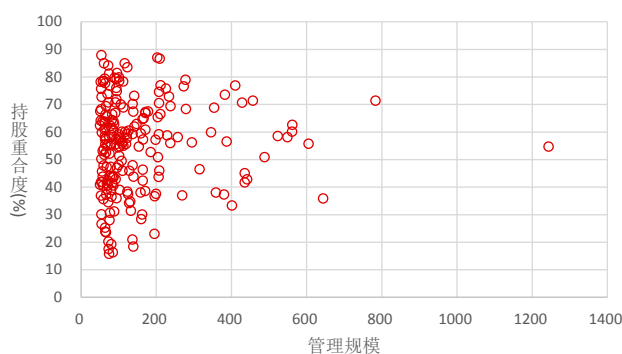
我们从 2020 年年报的截面数据来考量公募基金的持仓集中度。在一人管理多只基金的情况下，先确定每只基金的“主要基金经理”。对于仅由一人管理的基金，该唯一管理人即为主要基金经理，对于多人共同管理的产品，从基金经理名单中删除“债券型基金经理”，在剩余名单中选择任职时间长于半年，即早于 2020 年 6 月 30 日的最后一名管理人为主要基金经理，若剩余名单中没有早于 2020 年 6 月 30 日任职的，则取剩余名单中的第一人为主要基金经理。其中“债券型基金经理”的识别方法为：如果该基金经理旗下有独自管理的债券型基金则为债券型基金经理。剔除战略配售基金以及截止到 4 月 30 日仍未披露 2020 年年报的基金。

经过以上筛选后，共计有 3045 只基金产品，主要由 1337 位基金经理管理。在 1337 位主要基金经理中，820 位基金经理管理产品数量在 2 只或 2 只以上，比例达到 61.33%。进一步限定管理总规模在 50 亿以上，最后筛选出 209 位（占比 15.63%）基金经理作为计算样本。

我们以“一人多基”的主要基金经理所管理的产品两两计算持股重合度和仓位重合度：以两只产品持仓交集个股数量除以持仓并集个股数量表示持股重合度，该数值介于 0 到 1 之间，越大表明持仓的一致性越高；以持仓交集个股在两只基金各自股票总仓位占比中的较小者表示仓位重合度。以主要基金经理所管理的产品两两之间计算得到的持股重合度和仓位重合度的均值来表示该基金经理的持仓一致性。

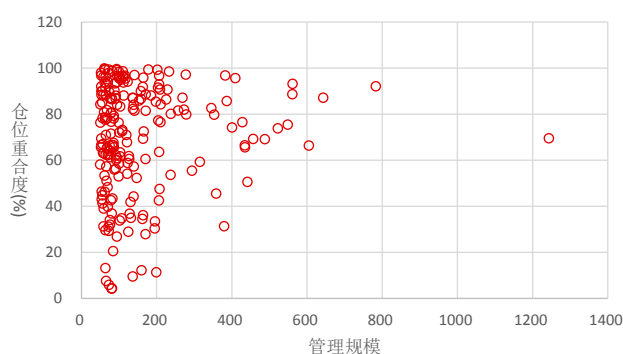
从测算结果来看，管理总规模在 50 亿以上的“一人多基”的基金经理持股重合度均值为 55%，仓位重合度均值为 70%，管理总规模在 100 亿以上的基金经理这两数值的均值分别达到 56% 和 72%，高于整体均值。

图 24：“一人多基”的持股重合度（20201231）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：“一人多基”的仓位重合度（20201231）



资料来源：Wind，长江证券研究所

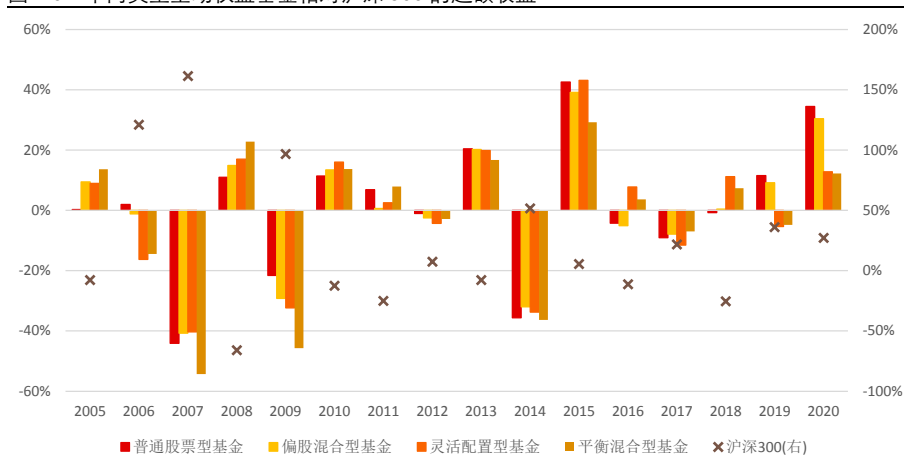
将只管一只基金的基金经理也纳入考量，计算主要基金经理名下的管理规模，对股债混合型基金只考虑股票部分的规模。从 2020 年年报数据看，市场上一共有 1337 位主要基金经理，管理 1.9 万亿权益规模，按管理规模从大到小排序，其中前 10 位管理规模占比 13.65%，10~20 位管理规模占比 8.64%，20~30 位管理规模占比 6.42%，头部基金效应非常明显。

总的来说，2017 年初至 2021 年一季度末，公募基金处于一个存量市场，从资金流向看经历了 V 型走势，基金数量从 1803 提升至 3270，但在基金数量大幅增加的情况下头部基金在总规模中的占比却更高，且总管理规模在 100 亿以上的基金经理持股集中度比规模较小的基金更高。

## 成也偏离，败也偏离

虽然自 2005 年开始公募基金整体上相对沪深 300 的年化超额收益高达 4%-5%，但整体有超额并不意味着每年都有超额。我们将四类基金每年相对沪深 300 的超额收益列于图 26，可见若以沪深 300 为基准，在过去 16 年中，普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金和平衡混合型基金各自都有 7 年整体跑输。四类基金整体跑输沪深 300 的年份为 2007 年、2009 年、2012 年、2014 年和 2017 年。

图 26：不同类型主动权益基金相对沪深 300 的超额收益



资料来源：Wind，长江证券研究所

公募第一次集体跑输沪深 300 的时间集中在 2007 大牛市前后。从持仓结构上看，2006 年公募重仓 top4 行业分别为银行、食品饮料、房地产和商业贸易，持仓权重总和维持在 42%~54%之间。从涨幅上看上述行业分别是当年涨幅排名第 2、3、5 和 7 的行业，在重仓了涨幅靠前的行业的情况下却依然跑输了指数。从全年超配比例上看，食品饮料维持在 7%至 10%之间，房地产维持在 0%至 9%之间，商业贸易维持在 4%至 10%之间。2006 年排名第 1 的综合金融涨幅 290.82%，基本维持标配上下 2%，但排名第 2 的银行涨幅 171.17%，2006 年二、三、四季度始终处于低配，特别是三、四季度低配比例维持在 10%至 20%之间，虽然食品饮料和商业贸易有较大幅度的超配，但首先收益率就低于银行，其次从权重的角度看也未能填上低配银行带来的负超额收益。

2007 年重仓 top4 行业变为银行、金属材料及矿业、房地产和食品饮料，总权重维持在 48%至 53%之间。当年收益排名分别为 29、3、16 和 24，四中有三是 2006 年涨幅排名靠前的行业。

2009 的主基调是 2008 年大熊市之后的大反弹。公募重仓 top4 变更为银行、房地产、保险和食品饮料，总权重维持在 47%至 64%之间。对应当年的收益排名 18、10、19 和 17。且这一年收益分化严重，年涨幅在 150%以上的行业有 3 个，150%~100%之间的有 19 个。重仓排名靠后的行业收益自然不如人意。

公募第二次集体跑输沪深 300 集中在 2015 年大牛市前后，其中 2012 年跑输幅度太小，此处不议。创业板指 2012 年 12 月见 585 大底之后 2013 年涨幅 83%，也吸引公募将先前“消费+金融”的重仓组合调整成了“消费+科技”的配置并延续至今。2014 年里公募重仓 top4 行业为医疗保健、计算机、食品饮料和电子，但随着年末金融板块暴涨在四季度短暂地变更为计算机、房地产、医疗保健和银行，且医疗保健行业的配置比例相比于 2014 年一季度也近乎减半。医疗保健、计算机、食品饮料和电子全年涨幅排名分别为 29、11、27 和 30，但超配比例分别在 5%至 16%、8%至 12%、0.4%至 6%和 0.5%至 6%之间。但或许是吸取了 2007 年牛市的经验，在四季度金融板块脉冲性行情结束后公募整体非常迅速地又把仓位调回至科技上，故而并没有踏空 2015 年的科技主升浪。2015 年创业板全年涨幅为 84%，公募业绩大致在 45%附近，虽然没有跑输沪深 300 但是跑输新秀指数。

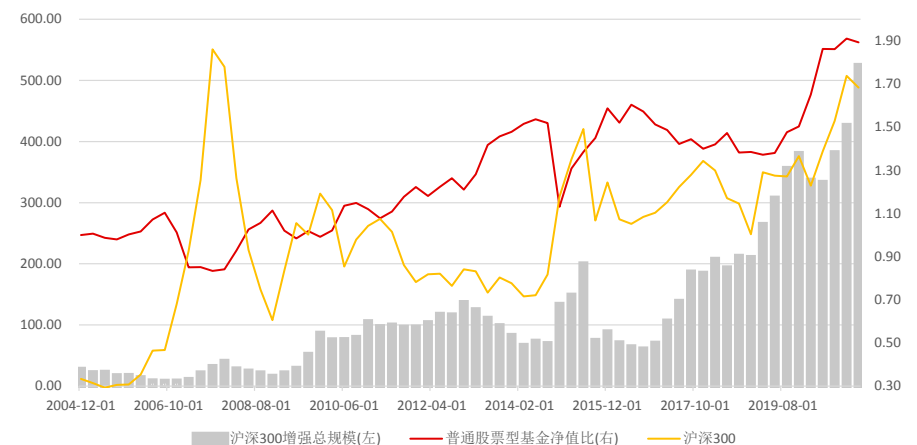
2017 年是个结构性分化非常严重的市场，大约有一半行业收益为正一半行业收益为负，但也是大市值白马的起飞期，又称价值投资元年。这一年里公募基金收益在 10%至 14%之间，沪深 300 收益 22%，重仓的行业电子、医疗保健和食品饮料的高仓位依旧延续。

这一年食品饮料涨幅 55%，排名第 2，机构持仓比例由年初的 5.4%加至年末的 13.8%，超配比例由 1.47%涨至 7.96%，非常典型的越涨越买。医疗保健涨幅 3.18%，排名 13，但是公募的第二大重仓行业，这一年也是医药行业公募重仓股开始独立于行业指数走势的第二年，加权涨幅为 34%，远好于行业指数。电子收益 19.33%排名第 5，超配比例维持在 7%至 10%之间。

照常理而言重仓的行业都涨幅靠前，即使行业涨幅不行重仓股也涨势喜人，公募在这个年份里收益不应该差，但实际上却跑输指数 7%至 12%。源于这一年是结构性分化非常大的一年：第一档为保险、食品饮料和家电，大市值龙头股带头涨，指数年涨幅 84%、55%和 48%，公募重仓股涨幅分别为 59%、87%和 67%，其中家电超配比例约在 3%至 5%，在这一档公募应是收益占优的，但保险作为 2017 年涨幅最高的行业，公募重仓在前三个季度都处于低配状态，仅在第四季度转为超配；第二档为煤炭、电子、银行、建筑产品、非金属材料 and 金属材料及矿业，涨幅在 10%至 20%之间，其中的银行处于低配重灾区，低配比例处于 16%至 18%之间。涨幅较大的行业严重低配、涨幅最大的行业一开始仓位不够高或许是 2017 年权益类基金跑输沪深 300 指数的原因。

与此同时我们可以看到沪深 300 指数增强基金在 2017 年里规模增长迅速，得益于基准指数收益较好、而公募基金明显大幅跑输指数的市场环境。以“百尺竿头更进一步”为目标的沪深 300 指数增强基金在这一年里规模增长明显。

图 27：收益占优带来规模上涨



资料来源：Wind，长江证券研究所

我们统计各年份成立的基金在存续期内跑赢沪深 300 的概率，比如 2003 这一列里统计对象就是 2003 年里成立的所有基金，至 2020 年末完整的存续期为 17 年，这 17 年里有 14 年跑赢沪深 300 的基金比例为 4.5%，17 年里有 12 年跑赢沪深 300 的基金比例为 13.6%，空白意味着比例为 0。从表 1 中可见，存续期越长、经历不同市场风格轮转的次数越多、有半数以上的年份跑赢沪深 300 的难度也就越大，对市场风格分化明显的 2018 和 2019 年，2017 和 2018 年新发出来的基金基本上都享受到了风格分化的红利。所以这也是宽基指数增强基金存在的意义：行业偏离虽然能享受到超额收益的红利，但如果业绩基准是某个宽基指数，那无疑还是限制了跟踪误差的指数增强基金更能锚定收益。

表 1：主动权益基金在存续期内跑赢沪深 300 的年数分布

超额次数	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
17																	
16																	
15																	
14	4.5%																
13	4.5%	3.1%	2.9%														
12	13.6%	3.1%	2.9%	1.7%													
11	36.4%	12.5%	11.8%		1.9%												
10	22.7%	25.0%	2.9%	8.3%	5.8%	5.6%	3.0%										
9	13.6%	18.8%	14.7%	23.3%	25.0%	11.1%	6.0%	1.7%									
8		34.4%	41.2%	25.0%	17.3%	14.8%	19.4%	16.7%	1.4%								
7	4.5%	3.1%	17.6%	13.3%	30.8%	33.3%	25.4%	16.7%	14.5%	7.7%							
6			2.9%	26.7%	17.3%	18.5%	32.8%	28.3%	29.0%	33.8%	8.5%	6.1%					
5			2.9%	1.7%		14.8%	10.4%	25.0%	23.2%	24.6%	28.0%	18.2%	4.1%				

4							3.0%	10.0%	23.2%	26.2%	28.0%	33.1%	18.6%	6.8%			
3							1.9%		1.7%	7.2%	6.2%	28.0%	33.1%	22.5%	20.2%	27.8%	
2									1.4%		4.9%	8.8%	41.2%	23.3%	30.9%	40.2%	
1							1.9%			1.5%	1.2%	0.7%	12.4%	32.9%	21.3%	33.6%	82.7%
0											1.2%		1.2%	16.8%	20.1%	26.1%	17.3%
基金总数	22	32	34	60	52	54	67	60	69	65	82	148	510	529	418	348	313

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 总结

2021 年一季度末基金总规模大幅上升至 5.18 万亿，前高 2015 年中对应的总规模为 2.99 万亿，增幅为 73.47%，相对于 2020 年底的 4.84 万亿增长了 7.20%。加权总份额也已创历史新高，2021 年一季度加权总份额相对于 2020 年四季度末增长了 11.05%。历史上看基金份额变动一直很规律，在大牛市时快速增长，牛市结束后持续下行直至下一轮牛市开始。

与三大主流指数比较，公募整体在正常年份里均能跑赢三大指数中最弱的一个，大部分时间里介于最强和次强指数之间，整体有较好的配置能力。一般情况下，在大起大落的年份里（2007~2009，2015）不同规模区间的基金收益缺乏区分度，其余年份中平均业绩靠前的主要集中在 10 亿以下的规模区间，而规模在 100 亿以上的基金的表现大致相对靠后，但整体看规模对业绩的区分度有限。2019 和 2020 较为特殊，百亿以上规模基金明显跑输整体业绩，而业绩最好的规模区间为 50 亿至 100 亿组。

以公募在食品饮料、医疗保健、电子和电力及新能源设备四个行业内选股的长期 alpha 来看，均处于一个较高的水平上，分别为 2.22、2.07、2.45 和 3.01，行业 beta 最差的电力及新能源设备最好做 alpha，电子次之。食品饮料最好做 alpha 的一段出现在 2008 年三季度之前，之后公募超额收益几度起落，整体上获取的也就是 beta 收益。在医疗保健、电子和电力及新能源设备行业上的强 alpha 分别起始于 2017 年初、2016 年初和 2015 年末，而主动权益类基金在该行业上的配置比例与行业整体收益能力 (beta+alpha) 基本同向而行。

基金规模向头部集中也是导致基金重仓股收益持续好于市场整体的原因。规模前十的头部基金在 2016 年年末之后总规模占比基本保持稳定，但偏股混合型基金和平衡混合型基金的前十大头部基金占比略有下降，在基金数量爆发式上涨的情况下资金向头部基金的集中程度加剧。从 2020 年年报数据看，市场上一共有 1337 位主要基金经理，管理 1.9 万亿权益规模，按管理规模从大到小排序，其中前 10 位管理规模占比 13.65%，10~20 位管理规模占比 8.64%，20~30 位管理规模占比 6.42%，头部基金效应非常明显。总管理规模在 100 亿以上的基金经理持股集中度比规模较小的基金更高。这也就造成了我们这两年看到的，在指数波澜不惊、没有大规模新增资金的情况下，基金重仓行业走势一枝独秀、基金重仓股表现更上一层楼、基金净值加权涨幅在 22% 上下的结构性牛市的盛况。



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：** 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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址：

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

