

2022 年 05 月 02 日

深度研究

金融工程研究

研究所
证券分析师: 杨仁文 S0350521120001
yangrw@ghzq.com.cn
联系人: 李杨 S0350121090070
liy19@ghzq.com.cn

公募基金行业加减仓背后的交易逻辑

投资要点:

相关报告

《公募基金一季报全景解析 *杨仁文》——
2022-04-27

- **投资要点一** 根据偏股型混合基金 2022 年一季报的前十大重仓股测算,当前基金持有前三的行业为电力设备及新能源、医药、电子,增持最多的三个行业为农林牧渔、银行、电力设备及新能源,相对于中证 800 超配最多的三个行业为电力设备及新能源、电子、医药。
- **投资要点二** 机构在行业上的定价权体现在边际加减仓,静态持仓占比不能驱动接下来一个季度行业收益。公募基金低配行业大幅加仓的边际提升最好;公募基金在本已大幅超配的行业上继续增持从收益的角度看往往并不是一个积极信号。
- **投资要点三** 公募基金在行业暴露上倾向于做再平衡的配置,即倾向于减仓上一季度超配较多的行业,加仓上一季度低配较多的行业,这种仓位上的反向操作体现了公募基金的积极主动配置行为。观察历史,公募基金也会有同向操作的时刻,并且我们统计发现这样的时刻做出的行业配置胜率往往偏低。2022 年 Q1 具备同向操作特征,因此本轮相对应的加减仓对未来行业的指示意义相对较小。
- **投资要点四** 公募基金加减仓与行业动量高度相关,说明公募基金一方面在追逐行业动量,一方面公募基金可能也助推了行业的涨跌,二者紧密相关。进一步研究发现,剔除掉行业动量后的公募基金加减仓因子无法带来足够的驱动行业未来收益的增量信息。
- **风险提示** 观点基于历史数据统计归纳,市场未来可能发生变化,历史规律可能失效。

内容目录

1、 公募基金一季报持仓动态	4
2、 机构定价权体现在边际加减仓	4
2.1、 静态持仓占比无法驱动行业收益	4
2.2、 边际加减仓一定程度驱动行业收益	5
2.3、 加仓比例随持仓占比提高边际效应减弱	6
2.4、 低配且边际减仓负向超额明显	8
3、 公募基金加减仓意味着什么？	9
3.1、 公募基金倾向于做行业仓位上的再平衡	9
3.2、 公募基金整体同向操作时胜率较低	9
3.3、 公募加减仓与行业动量的关系	12
4、 总结	13
5、 风险提示	14

图表目录

图 1: 公募最新行业占比分组收益	5
图 2: 公募最新行业占比相对收益	5
图 3: 公募最新行业超配比例分组收益	5
图 4: 公募最新行业超配比例超额收益	5
图 5: 公募行业加减仓因子分组收益	6
图 6: 公募行业加减仓因子相对收益	6
图 7: 上季度公募低配行业与加减仓因子交叉分组收益	7
图 8: 上季度公募中配行业与加减仓因子交叉分组收益	7
图 9: 上季度公募超配行业与加减仓因子交叉分组收益	8
图 10: 公募减仓行业与上季度持仓交叉分组收益	8
图 11: 同向操作反向操作定义	9
图 12: 行业持仓与加减仓秩相关性	9
图 13: 行业持仓与加减仓秩相关性&加减仓因子 RankIC	10
图 14: 公募加减仓与行业动量秩相关性	12
图 15: 过去一个季度行业动量分组收益	12
图 16: 过去一个季度行业动量相对收益	12
图 17: 加减仓因子中性化后分组收益 I	13
图 18: 加减仓因子中性化后相对收益 I	13
图 19: 加减仓因子中性化后分组收益 II	13
图 20: 加减仓因子中性化后相对收益 II	13
表 1: 2022 年公募基金一季报持仓动态	4
表 2: 公募行业加减仓因子分年度收益表现	6
表 3: 2022 年 Q1 增减持行业明细	10
表 4: 2018 年 Q2 公募基金加减仓行业明细	11
表 5: 增减持行业历史胜率统计	11

1、公募基金一季报持仓动态

表 1：2022 年公募基金一季报持仓动态

行业	持有比例	较上期变化	中证800权重	相对中证800超配
电力设备及新能源	15.5%	0.9%	9.5%	6.0%
医药	13.5%	0.9%	9.6%	3.9%
电子	12.0%	-2.7%	7.9%	4.2%
食品饮料	11.6%	-1.1%	9.5%	2.1%
基础化工	6.7%	0.7%	3.3%	3.4%
有色金属	4.5%	0.8%	4.0%	0.5%
银行	4.1%	1.0%	10.2%	-6.2%
国防军工	3.5%	-0.3%	2.3%	1.2%
计算机	3.3%	-1.0%	4.1%	-0.8%
机械	3.2%	-0.4%	2.6%	0.6%
房地产	2.4%	0.7%	2.6%	-0.1%
汽车	2.4%	-0.7%	2.9%	-0.5%
农林牧渔	2.2%	1.0%	2.0%	0.2%
交通运输	1.9%	0.1%	2.8%	-1.0%
通信	1.6%	0.2%	1.8%	-0.1%
建材	1.3%	0.1%	1.5%	-0.1%
家电	1.3%	-0.1%	2.5%	-1.2%
消费者服务	1.3%	-0.3%	1.0%	0.3%
石油石化	1.1%	0.0%	1.3%	-0.2%
传媒	1.1%	-0.4%	1.4%	-0.3%
电力及公用事业	0.9%	-0.1%	2.5%	-1.6%
煤炭	0.9%	0.7%	1.6%	-0.7%
建筑	0.8%	0.2%	1.9%	-1.1%
轻工制造	0.8%	0.1%	0.5%	0.3%
钢铁	0.7%	-0.2%	1.5%	-0.8%
非银行金融	0.6%	-0.2%	8.1%	-7.5%
纺织服装	0.3%	0.0%	0.2%	0.1%
商贸零售	0.2%	0.0%	0.5%	-0.3%
综合	0.0%	0.0%	0.3%	-0.2%
综合金融	0.0%	0.0%	0.1%	-0.1%

资料来源：Wind，国海证券研究所

根据偏股型混合基金 2022 年一季报的前十大重仓股测算，当前基金持有前三的行业为电力设备及新能源、医药、电子，增持最多的三个行业为农林牧渔、银行、电力设备及新能源，相对于中证 800 超配最多的三个行业为电力设备及新能源、电子、医药。

2、机构定价权体现在边际加减仓

2.1、静态持仓占比无法驱动行业收益

近年来，随着公募基金规模不断上升，公募基金定价权被提及的频率越来越高。那么我们是否能够根据公募基金在行业上的暴露和偏好指引行业配置呢？我们发现，单纯根据公募基金十大重仓在行业上的持仓占比无法获得超额收益。

图 1：公募最新行业占比分组收益



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：公募最新行业占比相对收益



资料来源：Wind，国海证券研究所

考虑到行业本身市值不同，我们将公募基金行业持仓比例减去各行业在中证 800 内的占比，得到公募基金相对中证 800 行业超低配比例 HLD_RATIOEXCESS 因子，相比静态公募基金持仓行业占比因子有微弱提升，但单调性仍较弱，说明公募基金静态持仓占比较难指导行业配置。

图 3：公募最新行业超配比例分组收益



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：公募最新行业超配比例超额收益

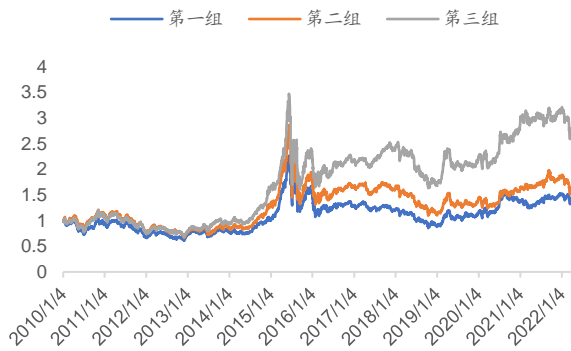


资料来源：Wind，国海证券研究所

2.2、边际加减仓一定程度驱动行业收益

根据 HLD_RATIOEXCESS 因子，观察公募基金相对于上一季度的边际变化，即剔除掉中证 800 权重影响后的行业边际加减仓，也就是 $\Delta HLD_RATIOEXCESS$ ，可以看到分组较为单调，说明公募基金的边际加减仓能够一定程度上驱动行业收益。

图 5：公募行业加减仓因子分组收益



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：公募行业加减仓因子相对收益



资料来源：Wind，国海证券研究所

表 2：公募行业加减仓因子分年度收益表现

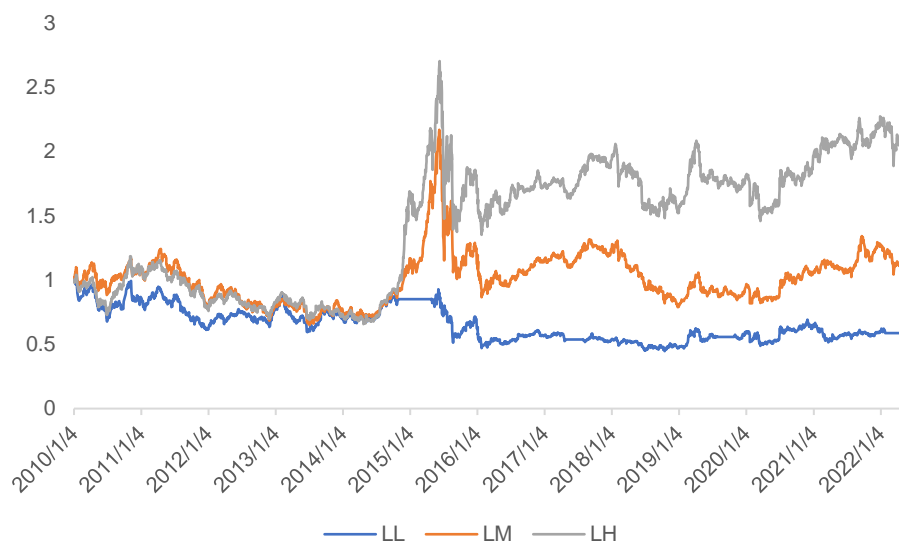
	绝对收益	超额收益	超额波动	信息比率	超额回撤
2010	8.08%	2.90%	4.44%	0.65	-3.94%
2011	-29.55%	0.46%	3.38%	0.14	-3.28%
2012	5.81%	0.21%	2.86%	0.07	-2.14%
2013	20.99%	5.50%	6.16%	0.89	-7.15%
2014	71.24%	15.08%	5.24%	2.88	-2.43%
2015	40.09%	-3.33%	7.94%	-0.42	-9.65%
2016	0.04%	5.92%	3.81%	1.55	-2.38%
2017	10.42%	10.73%	3.86%	2.78	-1.47%
2018	-30.41%	-0.51%	4.15%	-0.12	-5.45%
2019	30.01%	0.98%	5.11%	0.19	-7.16%
2020	28.52%	8.06%	4.37%	1.85	-2.93%
2021	7.11%	-2.91%	6.20%	-0.47	-9.03%
2022前4月	-19.20%	-0.42%	\	\	-3.46%
全部	7.90%	3.35%	4.98%	0.67	-10.04%

资料来源：Wind，国海证券研究所

2.3、加仓比例随持仓占比提高边际效应减弱

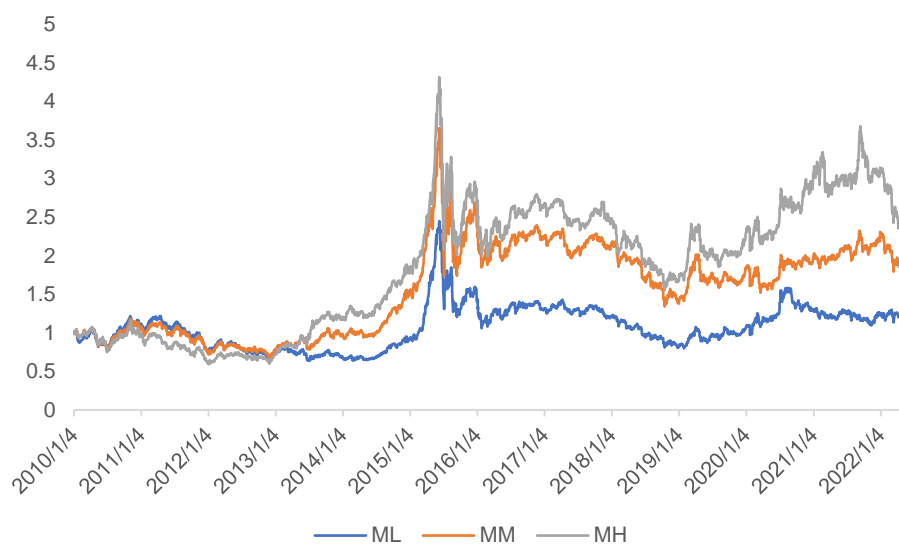
为了进一步研究公募基金的持仓边际变化对行业收益的驱动，我们按上一季度各行业公募基金相对中证 800 超低配比例与基金加减仓比例 ($\Delta HLD_RATIOEXCESS$) 两个因子各自将行业分成高中低三档，取两两交叉。LM 表示持仓在低档且增持在中档的行业，下面三幅图代表公募基金在低配、中配、高配的行业不同增持比例对应的绝对收益，可以看到公募基金边际加仓带来的行业收益提升效果随着公募基金持仓比例的增加而出现边际减弱。

图 7：上季度公募低配行业与加减仓因子交叉分组收益



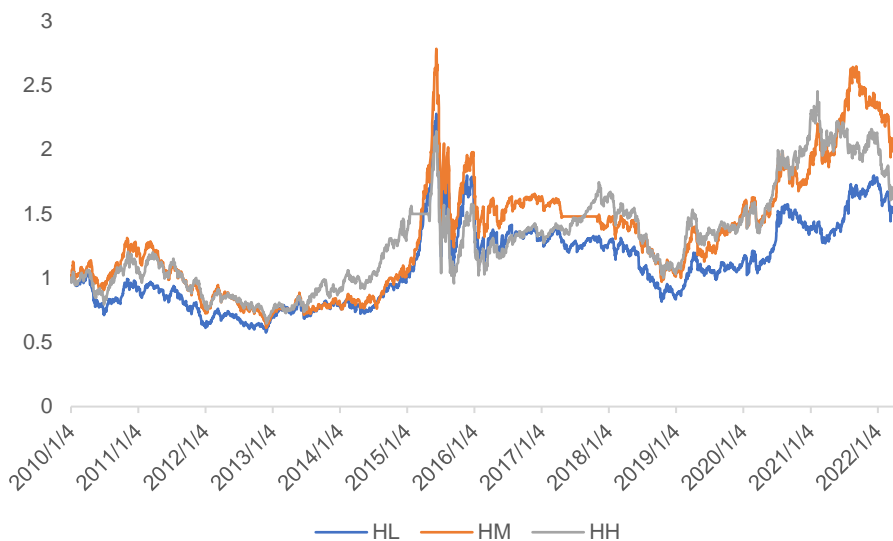
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：上季度公募中配行业与加减仓因子交叉分组收益



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 9：上季度公募超配行业与加减仓因子交叉分组收益



资料来源：Wind，国海证券研究所

可以观察到：公募基金低配行业大幅加仓的边际提升效用最高；同时公募基金在本已大幅超配的行业上继续增持从收益的角度看往往并不是一个积极信号。

2.4、低配且边际减仓负向超额明显

公募基金低配行业大幅加仓时有较强的边际提升，而在本已大幅超配的行业上继续增持从收益的角度看往往并不是一个积极信号，那么公募基金在行业上大幅减仓时是否对行业配置有指示意义呢？我们将大幅减仓的行业与低配、中配、超配的行业做交叉，发现低配且边际减仓的行业负向超额较为明显。

图 10：公募减仓行业与上季度持仓交叉分组收益



资料来源：Wind，国海证券研究所

3、公募基金加减仓意味着什么？

3.1、公募基金倾向于做行业仓位上的再平衡

将上一季度公募相对于中证 800 的行业超低配（即 $HLD_RATIOEXCESS$ ）与本季度公募加减仓（ $\Delta HLD_RATIOEXCESS$ ）做秩相关性分析，总体呈明显的负相关性，表明机构在持仓上更多是做反向操作。

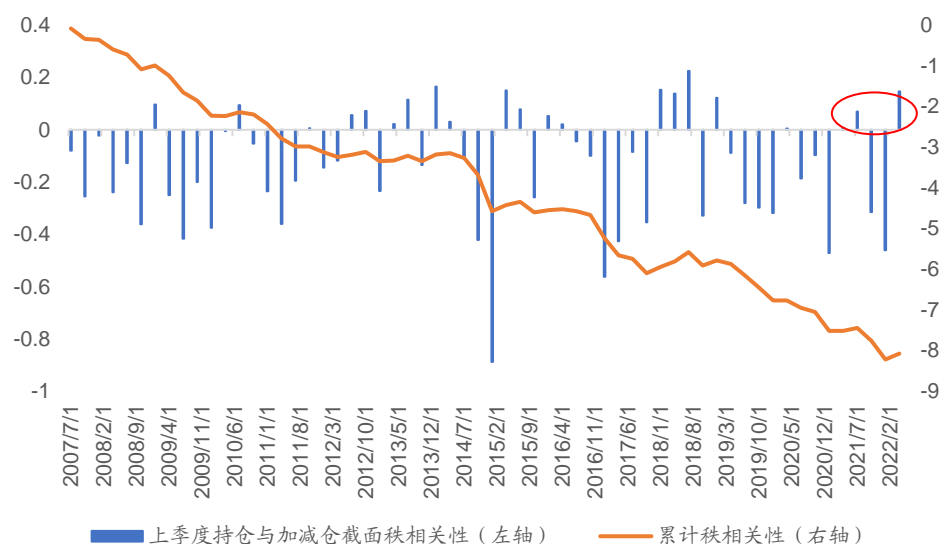
图 11：同向操作反向操作定义



资料来源：国海证券研究所

反向操作表示倾向于减仓上一季度超配较多的行业，加仓上一季度低配较多的行业，同向操作定义相反。公募基金在持仓上的反向操作一定程度体现了其积极主动配置的思路。

图 12：行业持仓与加减仓秩相关性



资料来源：Wind，国海证券研究所

3.2、公募基金整体同向操作时胜率较低

我们发现今年 Q1，2021 年 Q2，公募机构均出现整体性的同向操作（如上图红圈所示），即加仓上一季度超配较多的行业，减仓上一季度低配较多的行业。

具体来说，今年一季度增减持行业如下表所示。

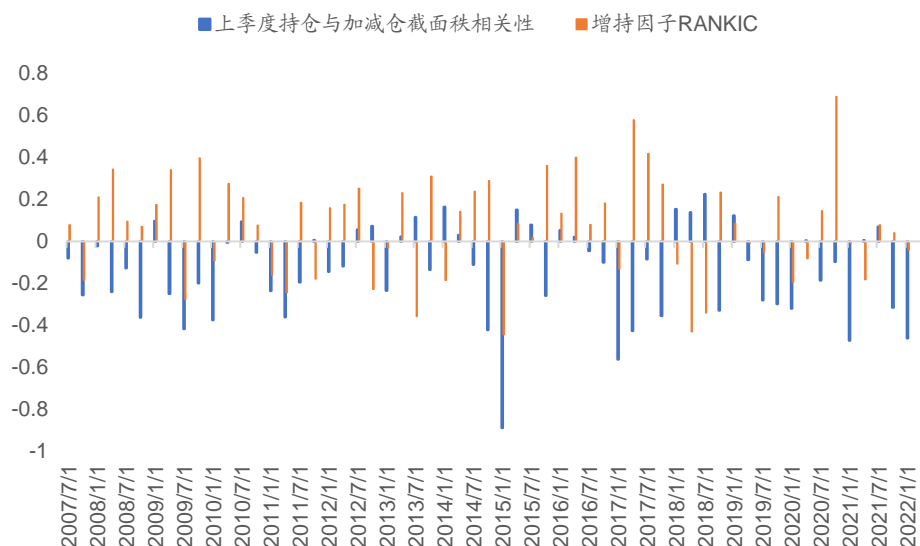
表 3: 2022 年 Q1 增减持行业明细

	电力设备及新能源	医药	农林牧渔	基础化工	有色金属	通信	煤炭	房地产	建材	轻工制造	家电	国防军工	商贸零售	综合金融	纺织服装
加减仓比例	1.16%	0.83%	0.79%	0.70%	0.41%	0.36%	0.20%	0.20%	0.13%	0.08%	0.08%	0.03%	0.02%	-0.01%	-0.02%
	综合	建筑	交通运输	电力及公用事业	石油石化	机械	消费者服务	传媒	钢铁	汽车	非银行金融	食品饮料	计算机	银行	电子
加减仓比例	-0.02%	-0.04%	-0.07%	-0.12%	-0.16%	-0.17%	-0.19%	-0.23%	-0.28%	-0.34%	-0.35%	-0.47%	-0.52%	-0.58%	-1.42%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

对于历史上这样同向操作的时间点，我们统计加减仓因子 RankIC 的胜率仅为 55%，反向操作的截面加减仓因子 RankIC 胜率为 66.7%。说明公募基金出现持仓上的同向操作时，其加减仓的行为在未来一个季度胜率相对较差。当前市场特征指示目前属于同向操作状态，因此当前一轮行业加减仓的对未来的加减仓的指示意义相对较低。

图 13: 行业持仓与加减仓秩相关性&加减仓因子 RankIC



资料来源: Wind, 国海证券研究所

进一步，我们以 2018 年半年报披露的时间点 2018-07-31 举例，观察公募基金同向操作的时间点具体增减持了哪些行业以及增减持的胜率。如表 4 所示，公募基金在 2018 年 Q2 整体加仓了 16 个行业，仅有 4 个行业在接下来一个季度跑赢行业等权基准，其加仓的胜率仅为 25%。反之我们看减仓，2018 年半年报显示一共减持 13 个行业，有 6 个行业在接下来一个季度跑输了行业等权基准，胜率为 46.2%。

表 4: 2018 年 Q2 公募基金加减仓行业明细

日期	行业	未来一个季度超额收益	加减仓比例
增持行业			
2018年Q2	医药	-5.0%	2.59%
2018年Q2	计算机	-2.6%	1.76%
2018年Q2	食品饮料	-9.1%	1.40%
2018年Q2	家电	-4.7%	0.86%
2018年Q2	商贸零售	-0.8%	0.32%
2018年Q2	纺织服装	-7.1%	0.18%
2018年Q2	机械	-2.0%	0.16%
2018年Q2	煤炭	15.0%	0.16%
2018年Q2	农林牧渔	3.8%	0.15%
2018年Q2	基础化工	-5.6%	0.13%
2018年Q2	消费者服务	-7.2%	0.11%
2018年Q2	综合	-5.4%	0.08%
2018年Q2	轻工制造	-6.6%	0.07%
2018年Q2	电力及公用事业	-0.1%	0.04%
2018年Q2	钢铁	5.6%	0.04%
2018年Q2	交通运输	0.8%	0.01%
胜率		25.0%	
减持行业			
2018年Q2	银行	19.4%	-1.95%
2018年Q2	电力设备及新能源	1.2%	-1.18%
2018年Q2	电子	-9.1%	-1.11%
2018年Q2	建材	-4.0%	-0.82%
2018年Q2	有色金属	-3.3%	-0.63%
2018年Q2	通信	-0.2%	-0.57%
2018年Q2	石油石化	10.5%	-0.53%
2018年Q2	传媒	-4.7%	-0.41%
2018年Q2	建筑	2.6%	-0.32%
2018年Q2	非银行金融	15.4%	-0.21%
2018年Q2	国防军工	2.6%	-0.21%
2018年Q2	房地产	6.0%	-0.07%
2018年Q2	汽车	-2.1%	-0.05%
胜率		46.2%	

资料来源: Wind, 国海证券研究所

历史全时间统计, 在公募基金静态持仓跟加减仓同向操作的时间点上, 增持行业的胜率为 42.7%, 减持行业的胜率为 49.6%, 均明显低于反向操作的胜率。

表 5: 增减持行业历史胜率统计

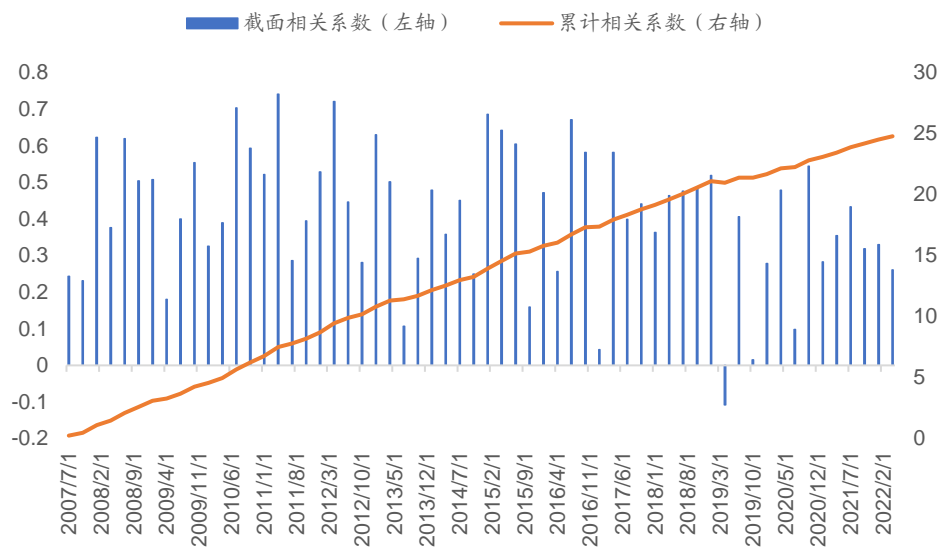
	同向操作	反向操作
增持胜率	42.7%	48.7%
减持胜率	49.6%	59.2%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

3.3、公募加减仓与行业动量的关系

公募基金倾向于做行业配置上的再平衡，这体现出了积极配置的思路。那这种行为是否跟其他变量相关？我们观察公募加减仓与行业动量之间的关系，发现公募基金季度增持比例之间与行业过去一个季度涨幅存在非常明显的正相关关系，说明公募基金一方面在追逐行业动量，一方面公募基金可能也助推了行业的涨跌，二者紧密相关。

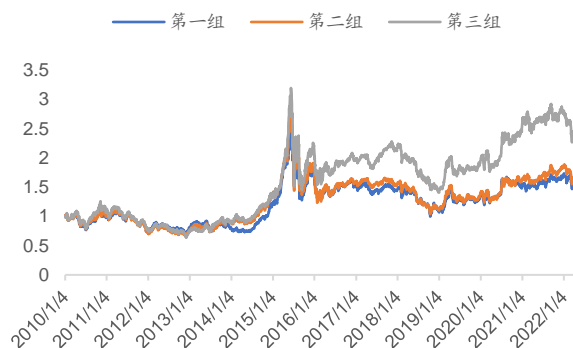
图 14：公募加减仓与行业动量相关性



资料来源：Wind，国海证券研究所

为了进一步研究公募基金增持与行业动量之间的关系，我们首先观察过去一个季度行业涨跌幅的单因子表现，将其与季报公布日所对齐，即2022年4月底披露一季报时的动量因子用2021-12-31到2022-03-31期间的行业动量，发现有一定的分组效果。

图 15：过去一个季度行业动量分组收益



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 16：过去一个季度行业动量相对收益

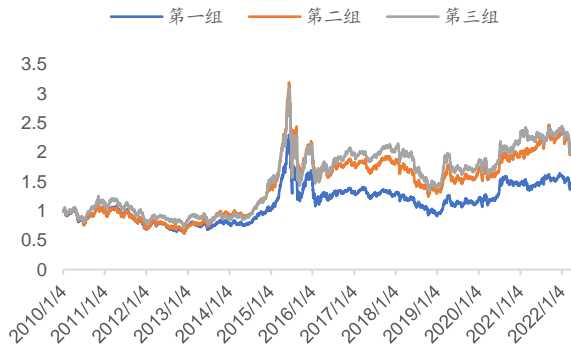


资料来源：Wind，国海证券研究所

接下来在公募基金加减仓因子 $\Delta HLD_RATIOEXCESS$ 中剔除过去一个季度行业动量的影响，即中性化处理，观察中性化之后公募基金加减仓是否仍能驱动

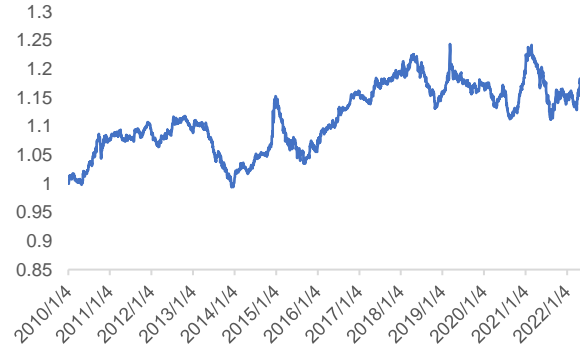
行业收益。首先是直接对因子做中性化处理，信息残差对行业收益的驱动作用大幅减弱，说明公募基金对行业加减仓的大部分信息被行业动量所解释，去除行业动量后剩下的信息无法显著驱动行业未来收益。

图 17：加减仓因子中性化后分组收益 I



资料来源：Wind，国海证券研究所

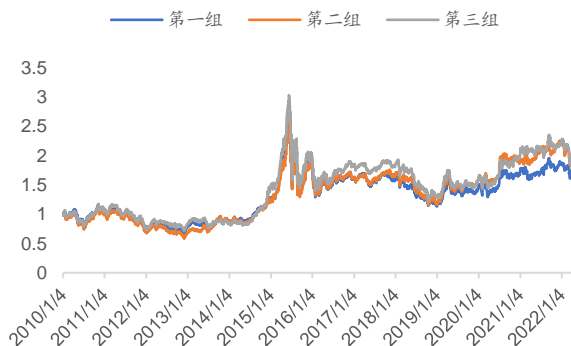
图 18：加减仓因子中性化后相对收益 I



资料来源：Wind，国海证券研究所

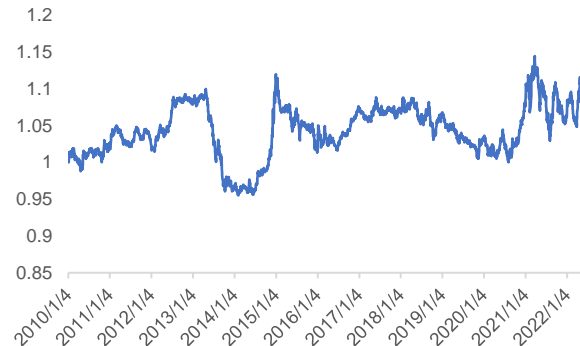
对两个因子取排序后做中性化，信息残差对行业收益的驱动作用减弱更加明显，说明如果我们希望根据公募加减仓的排名去配置行业，可以直接根据行业涨跌幅排名去配置。结合之前的结论，我们认为公募虽然在行业层面上积极主动配置，但剔除掉行业动量之后无法带来足够的驱动行业未来收益的增量信息。

图 19：加减仓因子中性化后分组收益 II



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 20：加减仓因子中性化后相对收益 II



资料来源：Wind，国海证券研究所

4、总结

在本篇报告中，通过对公募基金在行业上的配置研究，我们得出以下几点结论：

- 1) 机构在行业上的定价权更多体现在边际加减仓，静态持仓占比不能驱动接下来一个季度行业收益。公募基金低配行业大幅加仓的边际提升最好；公募基金在本已大幅超配的行业上继续增持从收益的角度看往往并不是一个积极信号。

- 2) 公募基金在行业加减仓上整体做反向操作,即减持上一季度超配较多的行业,增持上一季度低配较多的行业。但也会有增持上一季度超配较多的行业,减持上一季度低配较多的行业这样的同向操作。我们统计发现历史上同向操作的行业加减仓指示未来行业表现的胜率往往偏低。
- 3) 公募基金加减仓与行业动量高度正相关,说明公募基金一方面在追逐行业动量,一方面公募基金可能也助推了行业的涨跌,二者紧密相关。我们将行业动量信息从加减仓因子中剔除后,发现残差信息无法显著驱动行业未来收益。

5、风险提示

观点基于历史数据统计归纳,市场未来可能发生变化,历史规律可能失效。

【分析师承诺】

杨仁文，本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。