



Research and  
Development Center

# 基金标签体系：如何进行同类基金的业绩比较？

2022 年 06 月 20 日

于明明 金融工程与金融产品首席分析师

执业编号：S1500521070001

联系电话：+86 18616021459

邮箱：yumingming@cindasc.com

钟晓天 金融工程与金融产品分析师

执业编号：S1500521070002

联系电话：+86 15121013021

邮箱：zhongxiaotian@cindasc.com

## 证券研究报告

## 金工研究

## 金工专题报告

于明明 金融工程与金融产品

首席分析师

执业编号: S1500521070001

联系电话: +86 18616021459

邮箱: yumingming@cindasc.com

钟晓天 金融工程与金融产品

基金研究分析师

执业编号: S1500521070002

联系电话: +86 15121013021

邮箱: zhongxiaotian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 基金标签体系：如何进行同类基金的业绩比较？

2022年06月20日

- **考虑业绩可比性下的十五大类型基金池划分：**基于前续报告中关于基金标签体系的仓位、行业与风格等多元分类标签的制定，本文基于长期标签结果划分了十五类基金池。从长期标签稳定性看，无论是滞后一季度还是滞后四个季度，行业均衡基金保持 100%留存率；其次是“固收+”低权益仓位基金、大消费板块基金、港股基金，稳定性也相对较高，滞后一季度和滞后四季度的留存率分别超过 90%和 80%水平。进一步地，等权构建各类型基金池指数，从而观察不同行业板块、风格等类型基金的整体业绩表现。高仓位行业均衡基金与偏股混合型基金指数（885001.WI）走势基本相同。今年以来，金融地产行业基金、周期行业基金、小盘价值基金与大盘价值基金业绩相对占优。
- **传统收益风险特征刻画：**本文从收益能力、风控能力与收益风险比三个方面进行基金传统的业绩特征刻画，且均从短期、中期和长期不同时间区间全面总结。进一步地，基于基金产品在同类型基金池中的排名百分比是否在前 50%，划分基金是否具有相应的收益或风险能力。2022Q1，行业均衡基金、固收+基金、大消费板块基金、大盘成长基金、小盘成长基金与小盘价值基金中，均存在短、中、长期不同时间跨度下的收益表现、风控表现和收益风险性价比多个方面均超越同类基金池中其他基金的基金样本，以海富通周雪军、工银瑞信王君正、国海富兰克林徐丽蓉等为典型代表。
- **持有人体验标签制定：**本文从周度胜率、滚动区间年化收益平均值、创新高天数与最大回撤修复期四个方面进行刻画。其中，周度胜率同样从短期、中期和长期三种时间区间观察；对于滚动区间年化收益平均值的衡量，则是从基金投资者的持有期限习惯出发，相应修改短、中、长期观察区间的相关参数，从而衡量投资者在任一时点买入并持有该基金获得的平均回报。
- **结合牛熊市阶段划分下的市场环境适应度标签刻画：**牛熊市的定义属于相对概念，其中隐含了对市场涨跌幅度的假设。本文通过给定涨跌幅阈值 30%，寻找局部最高点与最低点，对应市场顶点与底点。从划分结果来看，2000 年初至今共出现 21 次市场拐点，各市场阶段的平均持续时长为 374 个自然日。进而，针对基金产品建仓结束以来在牛市与熊市区间内的收益情况，考虑基金业绩可比性，对齐同类型基金池样本的观察区间，通过收益排名划分牛市进取、熊市稳健等标签。另一方面，从高频维度，计算相对各类型基金指数的上行 Beta 和下行 Beta，区分同类基金池中激进高 Beta 基金和稳健低 Beta 基金。
- **风险因素：**以上结果通过历史数据统计、建模和测算完成。市场存在不确定性，模型可能面临失效风险。



## 目录

一、引言	4
二、基于多元分类标签下的基金池划分	6
三、基金的传统收益风险刻画	11
3.1、传统收益风险标签的制定与分类	11
3.2、最新一期代表性基金示例	11
四、基金投资人持有体验分析	13
4.1、持有人体验标签制定与分类	13
4.2、最新一期代表性基金示例	13
五、市场环境适应度刻画	15
5.1、长期视角下的牛熊市阶段划分	15
5.2、各类型基金池指数构建	17
5.3、市场环境适应度标签制定与分类	20
5.4、最新一期代表性基金示例	21
风险因素	23

## 表目录

表 1: 基金池样本留存率历史平均水平 (2013Q1 至今)	10
表 2: 传统收益风险刻画具体介绍	11
表 3: 2022Q1 传统收益风险刻画的代表性基金	12
表 4: 投资人持有体验具体介绍	13
表 5: 2022Q1 投资人持有体验代表性基金	14
表 6: 基于 Wind 全 A 的牛熊市阶段划分 (2000 年初至今)	16
表 7: 各类型基金指数年度累计收益	19
表 8: 各类型风格基金指数年度累计超额收益 (基准: 高仓位行业均衡基金指数)	19
表 9: 2022Q1 熊市稳健&低 Beta 代表性基金	21
(高仓位行业均衡基金, 规模≥5 亿元, 下行 Beta 升序排列、节选排名百分位前 10%)	21

## 图目录

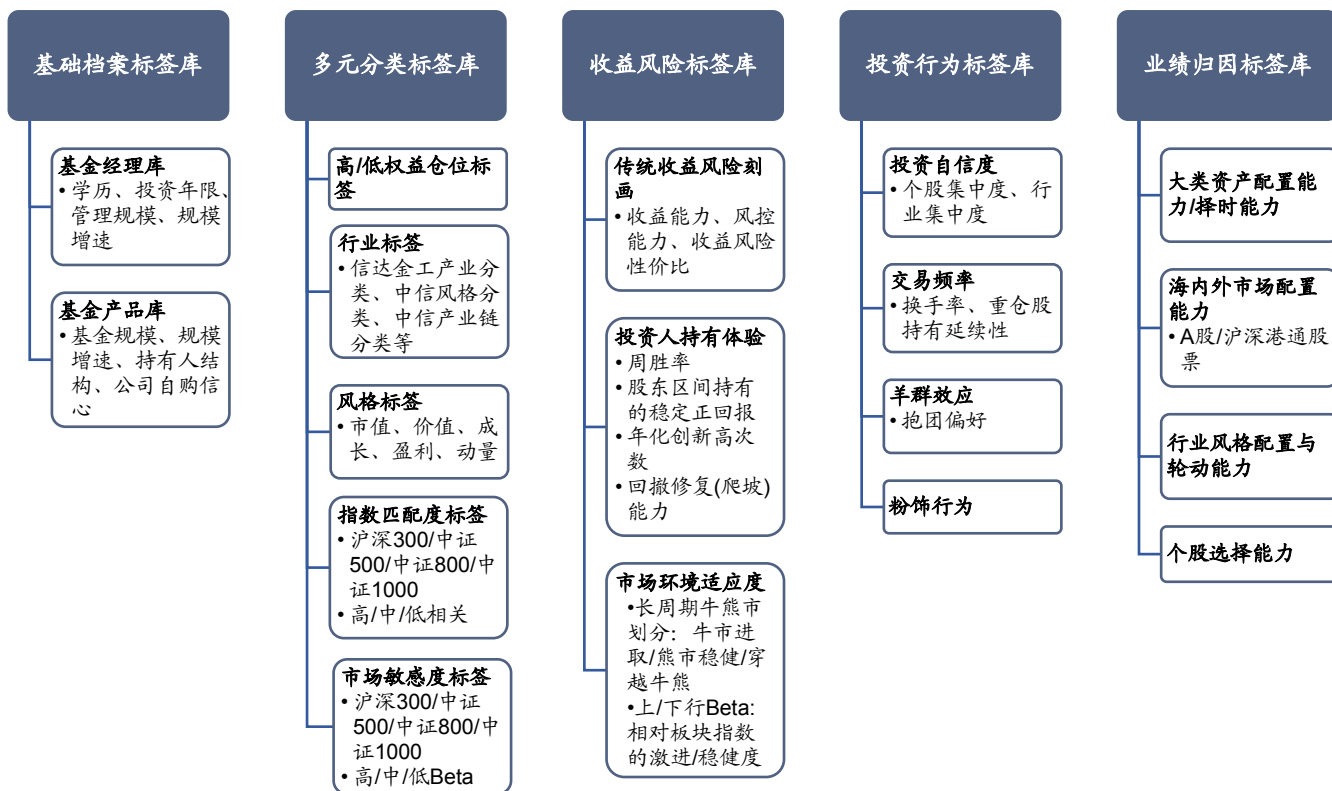
图 1: “主动股混基金”轮廓全景图	4
图 2: 基于多元分类标签下的十五大类基金池	5
图 3: 基金池历史各期样本量 (低权益仓位基金、高仓位行业均衡基金)	6
图 4: 基金池历史各期样本量 (大消费板块基金、周期制造基金)	7
图 5: 基金池历史各期样本量 (各行业板块基金)	7
图 6: 基金池历史各期样本量 (各风格类型基金)	8
图 7: 基金池样本历史留存率 (滞后一期)	9
图 8: 基金池样本历史留存率 (滞后四期)	9
图 9: 市场低点定义	15
图 10: 市场顶点定义	15
图 11: 基于 Wind 全 A 的牛熊市阶段划分 (2000 年初至今)	16
图 12: 基金指数业绩走势 1 (2016 年初至今)	18
图 13: 基金指数业绩走势 2 (2016 年初至今)	18
图 14: 风格基金指数相对行业均衡基金指数的累计超额收益走势 (2016 年初至今)	19
图 15: 考虑业绩可比性的观察区间拉齐方法	20

## 一、引言

本文系《基金标签体系：资产配置与行业主题配置——基金研究系列之六》、《基金标签体系：主动股混基金的风格刻画——基金研究系列之七》报告后，第三次对“基金标签全景图”系列进行具体阐述。基于前期对主动股混基金的多元分类标签库的构建，本篇选取了仓位、行业与风格三类标签中为投资人所关心的基金类型，构建十五大类基金池，分别为“固收+”低权益仓位基金池、高仓位行业均衡基金池、港股基金池、TMT 基金池、金融地产基金池、大消费基金池、消费行业基金池、医药行业基金池、周期制造基金池、周期行业基金池、制造行业基金池、大盘成长基金池、大盘价值基金池、小盘成长基金池、小盘价值基金池。

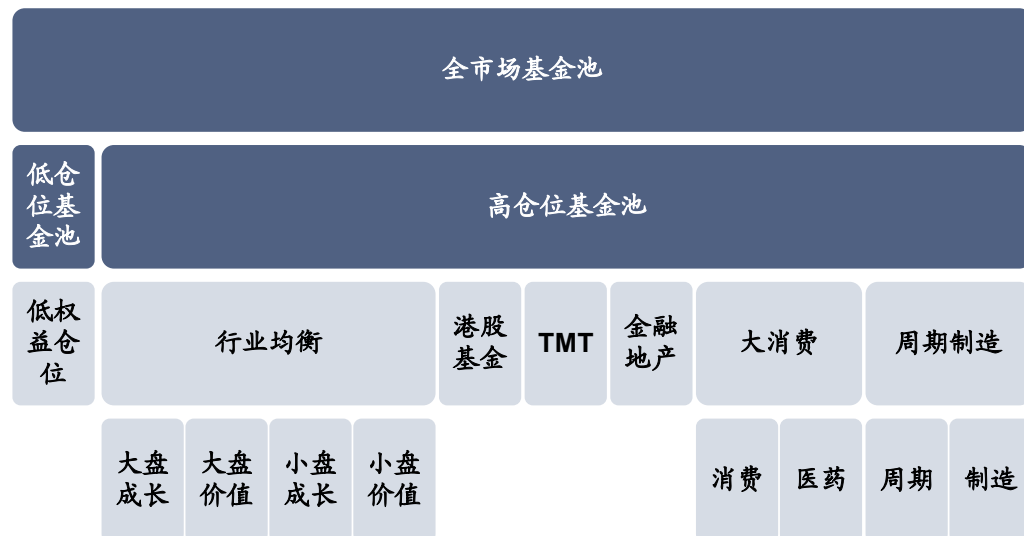
进而，在同类基金池下，分别从传统收益风险刻画、投资人持有体验感和市场环境适应度三大方面进行基金业绩的初步对比与分析；本文认为，不同行业主题或风格类型的基金并不具备业绩的可比性。本篇仅从基金的净值表现出发进行基金业绩刻画，而其业绩表现背后的缘由将在后续业绩归因标签库的相关报告中进一步论证。

图 1：“主动股混基金”轮廓全景图



资料来源：信达证券研发中心

图 2：基于多元分类标签下的十五大类基金池



资料来源：信达证券研发中心

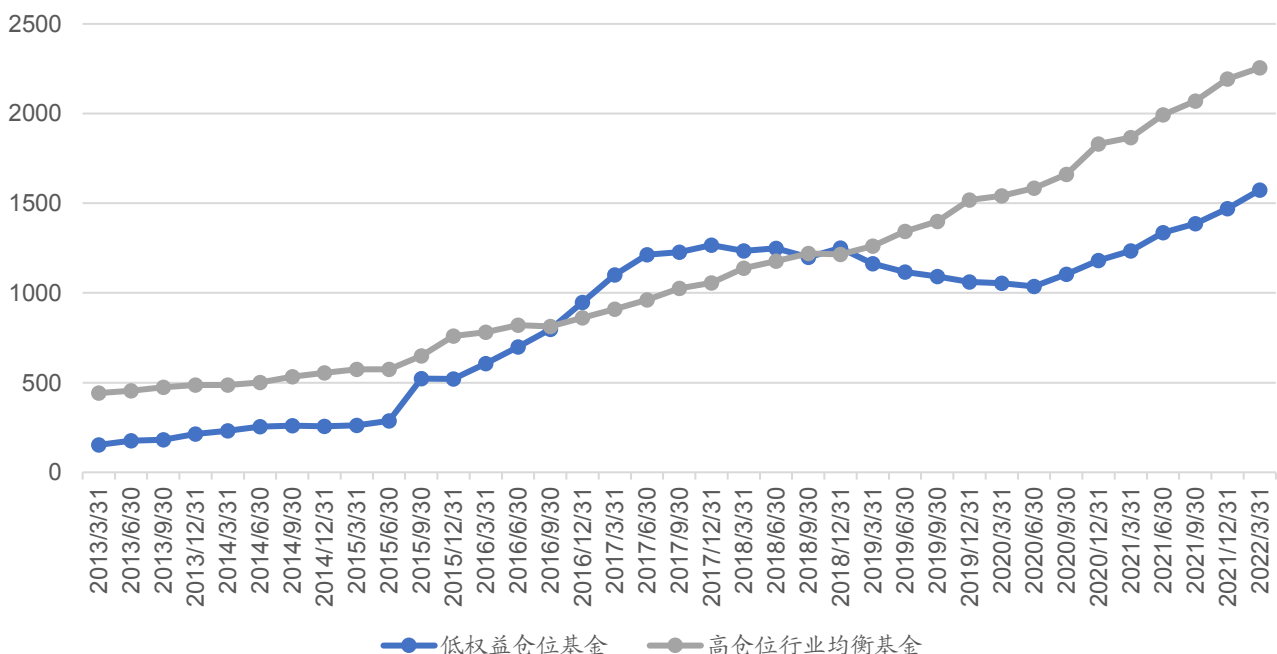
“基金标签体系”系列报告中，我们已在第一篇《基金标签体系：资产配置与行业主题配置——基金研究系列之六》提出了三种基金标签研究对象。后文将基于“基金产品+基金经理”维度，仅选取当期任职的基金经理的任职期内相关数据信息，进行相关标签结果与结论的展示。不考虑前几任基金经理管理下基金产品的相关信息。

## 二、基于多元分类标签下的基金池划分

对于十五大类基金池的划分，本文根据基金在仓位、行业、风格标签中的长期标签结果，首先将长期标签为低权益仓位基金的基金池划分为“固收+”低权益仓位基金池。进而，根据《基金标签体系：资产配置与行业主题配置——基金研究系列之六》提出的信达金工行业板块分类方法，进一步将消费行业与医药行业合并为大消费板块，将周期行业与制造行业合并为周期制造板块。针对两种行业板块分类方法下得到的基金长期标签结果，将非“固收+基金”划分为高仓位行业均衡基金与各行业板块基金池，具体包括：港股基金池、TMT 基金池、金融地产基金池、大消费板块基金池、消费行业基金池、医药行业基金池、周期制造板块基金池、周期行业基金池、制造行业基金池。进一步地，针对高仓位行业均衡基金池，根据市值、成长与价值三类风格的长期标签结果，分别将长期大市值、长期小市值、长期高成长、长期高价值几类基金样本取交集，对应得到大盘成长、大盘价值、小盘成长与小盘价值基金池。本文暂且仅对长期具有特定仓位、行业、风格的基金进行研究，在基金池构建时，暂未考虑基金的仓位择时、行业轮动与风格轮动等行为。

基于以上基金池构建方式，自 2013Q1 至今，“固收+”低权益仓位基金和高仓位行业均衡基金数目最多；其次是大消费板块与周期制造板块基金；按照风格分类，相比其他风格基金，小盘成长基金数目相对更多；按照行业板块分类，相比其他行业赛道，金融地产行业和周期行业基金数目相对较少，其次是制造业基金和港股基金。最新一期（2022Q1），“固收+”低权益仓位基金池、高仓位行业均衡基金池的基金数目分别为 1574 只、2255 只；大消费板块基金池和周期制造板块基金池的基金数目分别为 354 只、316 只；港股基金池、TMT 基金池、金融地产基金池、消费行业基金池、医药行业基金池、周期行业基金池、制造行业基金池的基金数目分别为 67 只、93 只、24 只、104 只、127 只、28 只和 46 只；大盘成长、大盘价值、小盘成长与小盘价值基金池的基金数目分别为 224 只、173 只、343 只和 199 只。

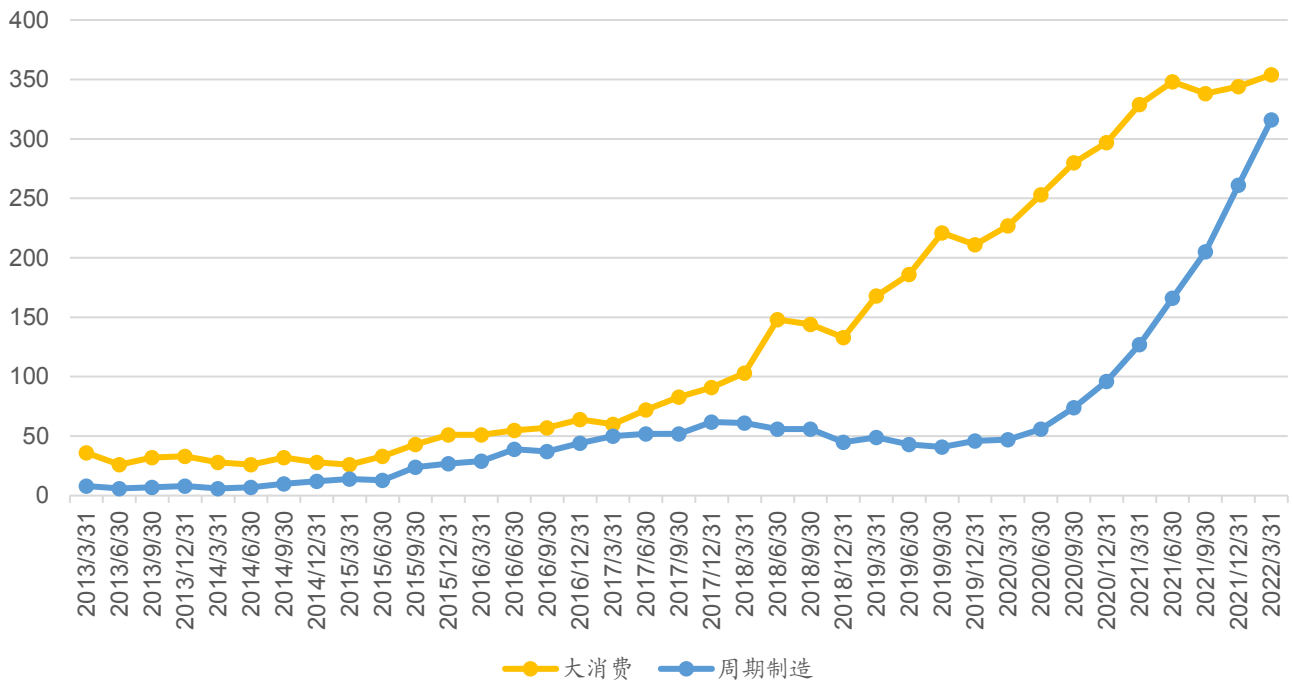
图 3：基金池历史各期样本量（低权益仓位基金、高仓位行业均衡基金）



资料来源：聚源，信达证券研发中心

数据日期：截止至 2022.03.31

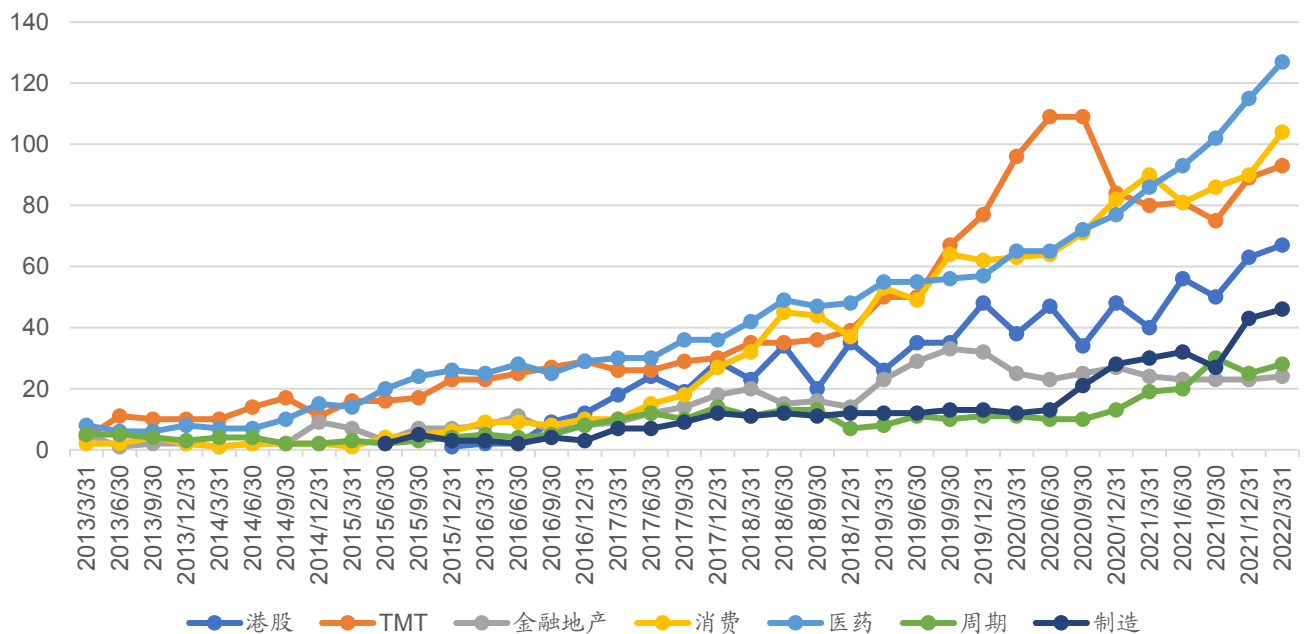
图 4: 基金池历史各期样本量 (大消费板块基金、周期制造基金)



资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

数据日期: 截止至 2022.03.31

图 5: 基金池历史各期样本量 (各行业板块基金)

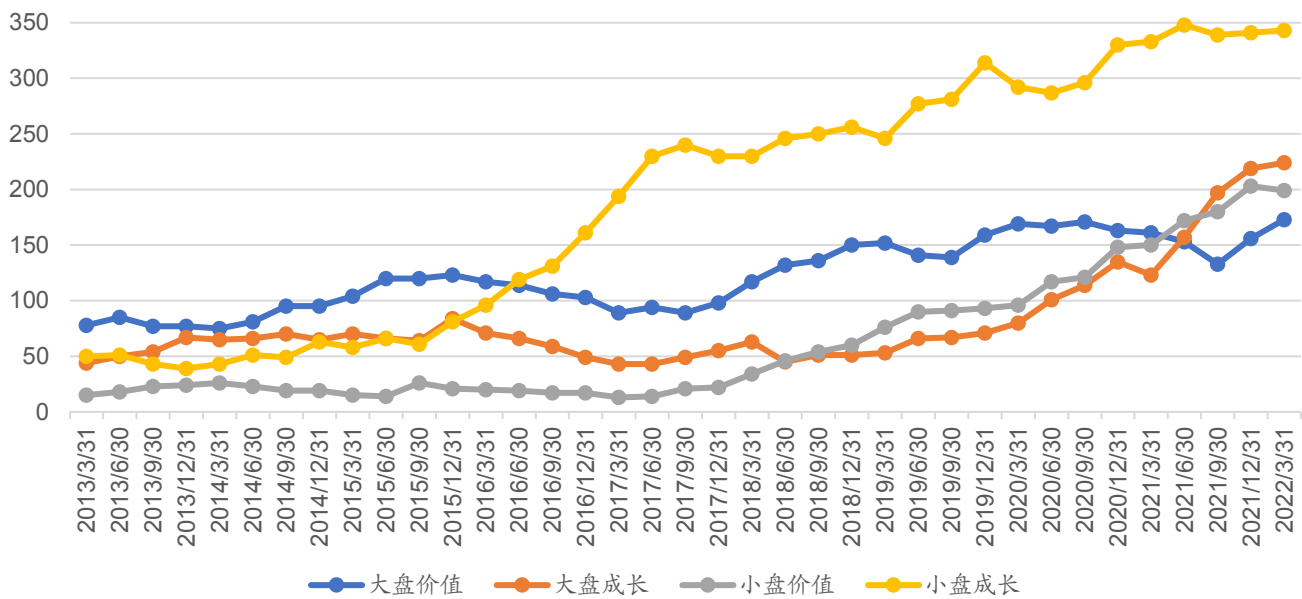


资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

数据日期: 截止至 2022.03.31



图 6：基金池历史各期样本量（各风格类型基金）



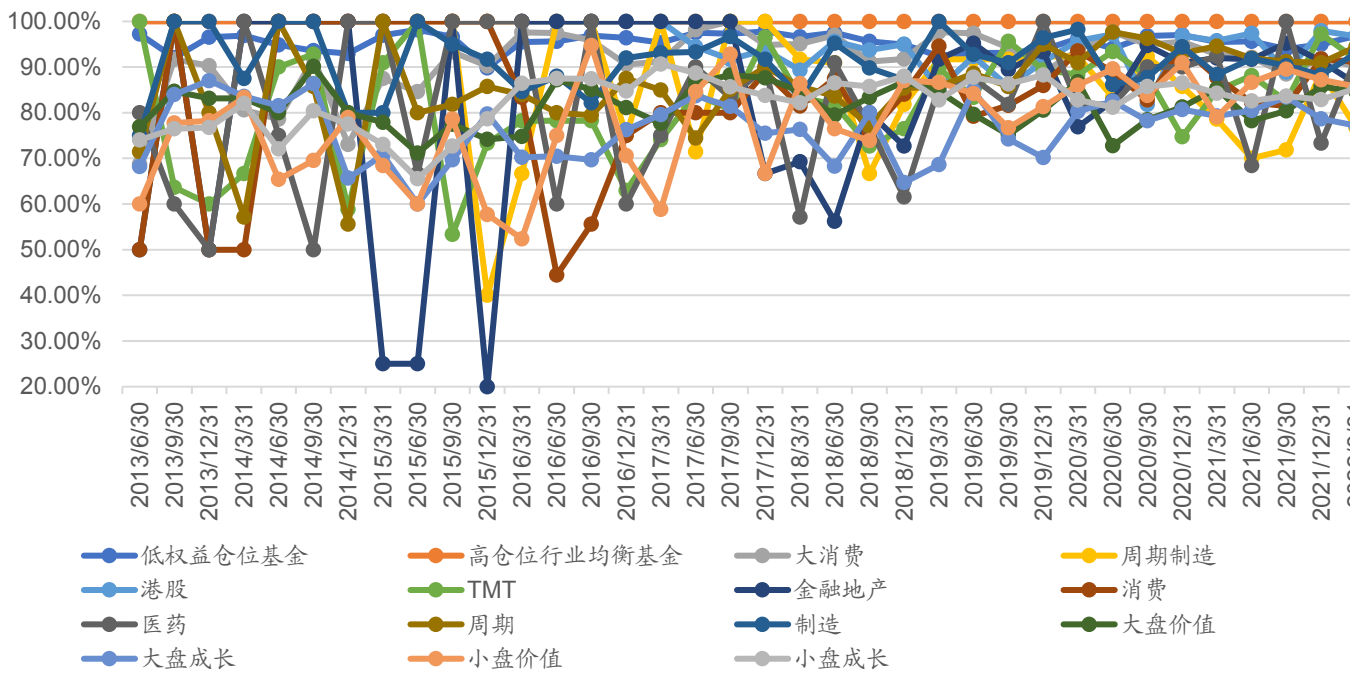
资料来源：聚源，信达证券研发中心

数据日期：截止至 2022.03.31

从各个基金池的留存率情况观察长期标签稳定性。首先，定义留存率为（N 期后仍属于该基金池的基金数目 / N 期前该基金池的基金数目），并且剔除了由于基金产品到期或基金经理变更导致的留存率被动下降的情况。从滞后一个季度的基金池留存率看，2013 年至今，各个类型基金池的留存率平均水平超过 75%。其中，高仓位行业均衡基金稳定性最高，留存率为 100%；低权益仓位基金、港股基金、大消费基金和制造业板块基金的稳定性相对高，2013 年至今平均留存率均超过 90%。从滞后四个季度的基金留存率来看，行业均衡基金同样保持 100% 留存率；其次是“固收+”低权益仓位基金、大消费基金、港股基金的稳定性较高，2013 年至今留存率平均水平分别为 89.00%、80.05%、79.87%；大盘价值风格基金、大盘成长风格基金、周期行业基金、小盘价值风格基金的留存率相对低，留存率平均值分别为 40.28%、41.65%、48.45%、52.14%。相比产业板块，基金产品在风格配置上保持长期稳定的数目相对较少。

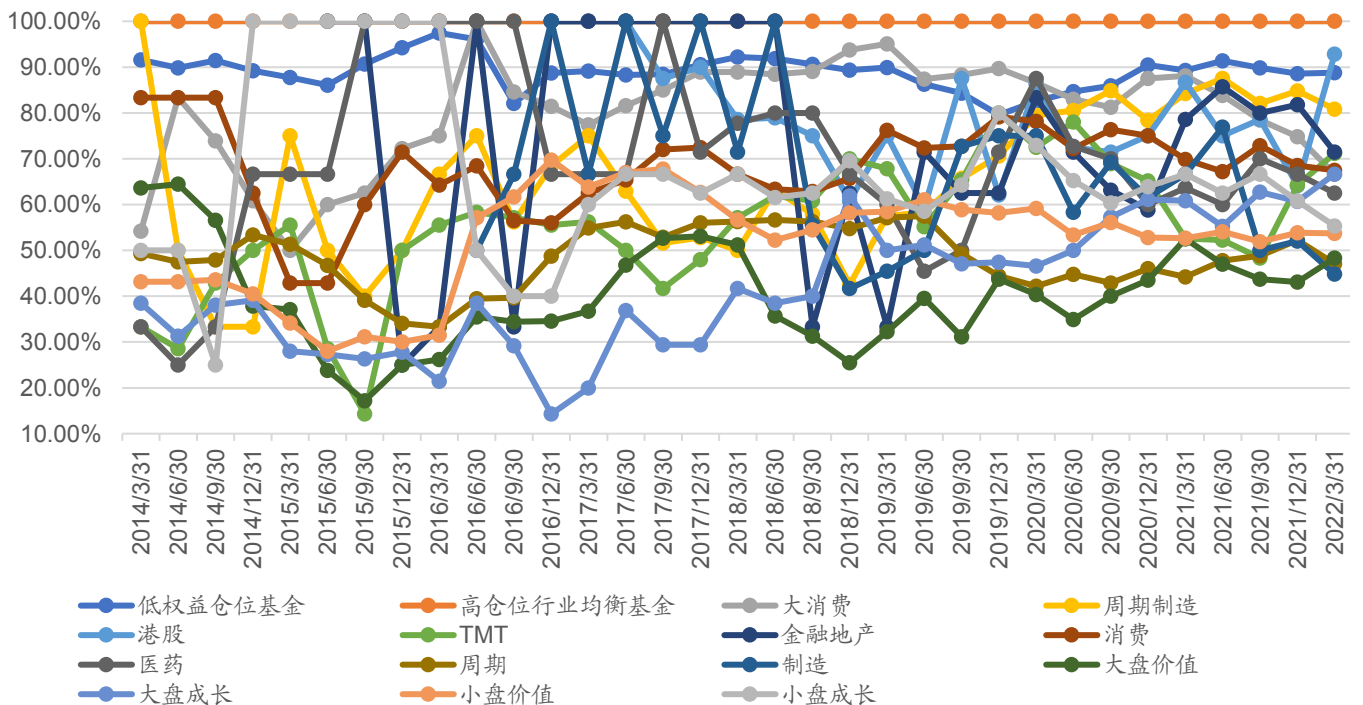


图 7：基金池样本历史留存率（滞后一期）



资料来源：聚源，信达证券研发中心  
数据日期：截止至 2022.03.31

图 8：基金池样本历史留存率（滞后四期）



资料来源：聚源，信达证券研发中心  
数据日期：截止至 2022.03.31

**表 1：基金池样本留存率历史平均水平（2013Q1 至今）**

	仓位基金池					风格基金池			
基金池	低权益仓位基金		高仓位行业均衡基金			大盘价 值	大盘成 长	小盘价 值	小盘成长
滞后一期	95.45%		100.00%			81.52%	76.43%	77.91%	82.40%
滞后四期	89.00%		100.00%			40.28%	41.65%	52.14%	66.95%
	行业板块基金池								
基金池	大消费	周期制造	港股	TMT	金融地 产	消费	医药	周期	制造
滞后一期	91.30%	84.86%	94.25%	81.78%	82.95%	83.37%	81.98%	85.85%	91.24%
滞后四期	80.05%	65.11%	79.87%	55.07%	74.70%	68.30%	69.92%	48.45%	67.70%

资料来源：聚源，信达证券研发中心

基于同一基金池内基金样本业绩净值的相对表现，本文将从传统收益风险指标、投资人持有体验和市场环境适应度三个方面进行基金收益风险特征的刻画；同时，考虑不同时间跨度作为观察区间，进而加强基金标签结果的稳定性。后文将依次具体阐述。

### 三、基金的传统收益风险刻画

#### 3.1、传统收益风险标签的制定与分类

本文主要从收益能力、风控能力与收益风险比三个方面进行基金传统的业绩特征刻画，且均从短期、中期和长期不同时间区间观察基金的风险收益特征。如果特定基金样本在短期、中期和长期标签上均具备收益能力，则表明其收益能力相对稳定。类似地，可以得到风控能力和高收益风险比相对稳定的基金样本。

衡量风控能力时，本文简单选取采用最为广泛应用的年化波动与最大回撤两个指标。其中，计算回撤暂且仅考虑最大损失带来的影响，对于完整观察期内其他时点上出现的回撤不赋予权重。

另外，衡量收益风险性价比时，当分子端回报小于 0 时，卡玛比率的增大可能同时受到更高收益的正向影响和更大回撤的负向影响，对于基金的风险调整后收益并无衡量与比较意义。因而，当收益为负值时，本文对基金的收益风险性价比在全市场主动股混基金中的排名修正为：以年化收益的排名百分位与最大回撤排名百分位等权构建，并统一指标的正负影响方向，进而重排列得到收益风险性价比的衡量指标。

**表 2：传统收益风险刻画具体介绍**

细分维度	具体标签	衡量指标	回看区间	方向	具体标签规则
收益能力	短期收益能力	年化收益	近三月	正向	近三月完整时间区间内，年化收益排名前 1/3
	中期收益能力	年化收益	近一年	正向	近一年完整时间区间内，年化收益排名前 1/3
	长期收益能力	年化收益	近三年、近五年	正向	近三年、近五年完整时间区间内，年化收益均排名前 1/3
风控能力	短期风控能力	年化波动、最大回撤	近三月	负向	近三月完整时间区间内，年化波动、最大回撤的排名百分位等权构建风险指标，进而重排列取排名前 1/3
	中期风控能力	年化波动、最大回撤	近一年	负向	近一年完整时间区间内，年化波动、最大回撤的排名百分位等权构建风险指标，进而重排列取排名前 1/3
	长期风控能力	年化波动、最大回撤	近三年、近五年	负向	近三年完整时间区间内，年化波动、最大回撤的排名百分位等权构建风险指标，进而重排列取排名前 1/3；同时，近五年完整时间区间内，年化波动、最大回撤的排名百分位等权构建风险指标，进而重排列取排名前 1/3
收益风险比	短期高收益风险比	卡玛比率	近三月	正向	近三月完整时间区间内，卡玛比率排名前 1/3
	中期高收益风险比	卡玛比率	近一年	正向	近一年完整时间区间内，卡玛比率排名前 1/3
	长期高收益风险比	卡玛比率	近三年、近五年	正向	近三年、近五年完整时间区间内，卡玛比率均排名前 1/3

资料来源：信达证券研发中心

#### 3.2、最新一期代表性基金示例

在各类型基金池中，选取 2022Q1 在短、中、长期不同时间跨度下的收益表现、风控表现和收益风险性价比多个方面均超越同类基金池中其他基金的基金样本。2022Q1，TMT 行业、金融地产行业、周期制造板块、港股通基金、大盘价值基金等类型基金池均未筛选出短、中、长期同时具备相对优秀的收益、风控和收益风险比能力的基金样本。

**表 3：2022Q1 传统收益风险刻画的代表性基金**

基金基础信息					任职以来收益风险表现							
基金代码	基金经理	基金简称	基金经理任职日	基金规模(亿元)	观察天数(交易日)	年化收益	排名百分位_收益	年化波动	最大回撤	排名百分位_风险	卡玛比	排名百分位_收益风险比
<b>高仓位行业均衡基金</b>												
519003.OF	周雪军	海富通收益增长混合	2015/6/9	35.90	1596	20.09%	91.14%	20.67%	-26.23%	93.04%	0.77	96.84%
001043.OF	王君正	工银瑞信美丽城镇主题股票 A	2015/3/26	23.12	1647	13.38%	91.38%	25.39%	-36.44%	61.21%	0.37	89.66%
450001.OF	徐荔蓉	国富中国收益混合	2010/9/29	22.23	2246	15.95%	46.67%	15.48%	-31.53%	100.00%	0.51	96.67%
161222.OF	蔡缚鹏	国投瑞银瑞利灵活配置混合(LOF)A	2016/7/26	12.32	1323	18.23%	82.65%	14.44%	-21.23%	99.15%	0.86	96.60%
003298.OF	肖觅	嘉实物流产业股票 A	2016/12/29	9.55	1219	20.23%	84.73%	17.88%	-24.62%	94.91%	0.82	91.92%
<b>低权益仓位基金</b>												
001756.OF	胡永青	嘉实策略优选灵活配置混合	2016/12/1	9.10	1239	9.24%	86.75%	4.15%	-4.49%	81.79%	2.06	94.70%
<b>大消费板块基金</b>												
070018.OF	常蓁	嘉实回报混合	2015/3/12	6.52	1656	8.36%	86.67%	21.21%	-45.44%	86.67%	0.18	86.67%
<b>消费行业基金</b>												
519710.OF	韩威俊	交银施罗德策略回报灵活配置混合	2016/1/20	5.77	1448	16.96%	66.67%	20.13%	-28.60%	88.89%	0.59	100.00%
<b>医药行业基金</b>												
001171.OF	赵蓓	工银瑞信养老产业股票 A	2015/4/28	37.09	1625	14.79%	100.00%	27.08%	-35.25%	100.00%	0.42	100.00%
<b>大盘成长基金</b>												
001043.OF	王君正	工银瑞信美丽城镇主题股票 A	2015/3/26	23.12	1647	13.38%	80.00%	25.39%	-36.44%	60.00%	0.37	60.00%
<b>小盘成长基金</b>												
000308.OF	邵卓	建信创新中国混合	2015/5/22	3.11	1606	20.33%	100.00%	23.30%	-30.10%	90.00%	0.68	100.00%
<b>小盘价值基金</b>												
003298.OF	肖觅	嘉实物流产业股票 A	2016/12/29	9.55	1219	20.23%	86.21%	17.88%	-24.62%	89.66%	0.82	86.21%
161222.OF	蔡缚鹏	国投瑞银瑞利灵活配置混合(LOF)A	2016/7/26	12.32	1323	18.23%	84.00%	14.44%	-21.23%	96.00%	0.86	92.00%

资料来源：聚源，信达证券研发中心

## 四、基金投资人持有体验分析

### 4.1、持有人体验标签制定与分类

本部分主要从周度胜率、滚动区间年化收益平均值、创新高天数与最大回撤修复期四个方面进行投资人持有体验的刻画。其中，周度胜率同样从短期、中期和长期三种时间区间观察基金的收益表现特征。

而对于滚动区间年化收益平均值的衡量，则是从基金投资者的持有期限习惯出发，相应修改短、中、长期观察区间的相关参数，从而衡量投资者在任一时点买入并持有该基金获得的平均回报。

对于创新高能力，本文以创新高天数进行衡量。选取近三年内具有完整时间区间的基金样本，按时间顺序，每天观察当日净值相比前期净值峰值的情况，计算该基金产品净值创新高的天数。创新高天数越多的基金，意味着投资人在任意一天买入并赚钱的可能性越高。对于短久期、流动性要求相对较高的基金类型，如：货币市场型基金、短期纯债型基金等，在基金产品筛选评价过程中更受关注。

对于爬坡能力的衡量，本文从尾部风险角度考虑，仅选取近三年内基金出现的最大回撤，进而以其最大损失发生时点到净值恢复至前期新高所需交易日天数作为衡量爬坡能力的指标。

**表 4：投资人持有体验具体介绍**

细分维度	具体标签	衡量指标	回看区间	方向	具体标签规则
高胜率	短期高胜率	周度胜率	近三月	正向	近三月完整时间区间内，周胜率(基准为 0)排名前 1/3
	中期高胜率	周度胜率	近一年	正向	近一年完整时间区间内，周胜率(基准为 0)排名前 1/3
	长期高胜率	周度胜率	近三年、近五年	正向	近三年、近五年完整时间区间内，周胜率(基准为 0)均排名前 1/3
稳定高回报	短期稳定高回报	滚动 20 个交易日年化收益平均值、滚动 60 个交易日年化收益平均值	近三年	正向	近三年完整时间区间内，滚动 20 个交易日年化收益平均值、滚动 60 个交易日年化收益平均值排名均在前 1/3
	中期稳定高回报	滚动 120 个交易日年化收益平均值	近三年	正向	近三年完整时间区间内，滚动 120 个交易日年化收益平均值排名前 1/3
	长期稳定高回报	滚动 243 个交易日年化收益平均值	近三年	正向	近三年完整时间区间内，滚动 243 个交易日年化收益平均值排名前 1/3
创新高能力	创新高能力	创新高天数	近三年	正向	近三年完整时间区间内，创新高天数排名前 1/3
爬坡能力	爬坡能力	最大回撤修复天数	近三年	负向	近三年完整时间区间内，基金发生最大回撤后修复所需交易日天数排名在前 1/3

资料来源：信达证券研发中心

### 4.2、最新一期代表性基金示例

在各类型基金池中，选取 2022Q1 在短、中、长期不同时间跨度下的周度胜率、滚动区间收益、创新高能力和回撤修复能力多个方面均超越同类基金池中其他基金的基金样本。2022Q1，仅低权益仓位基金、TMT 行业基金、小盘成长基金几个类型基金池筛选出短、中、长期同时具备高胜率和高收益，且兼具创新高能力和爬坡能力的基金样本。其他基金池在最新一期均未能筛选出同时具备各方面优秀持有体验感的基金。



表 5: 2022Q1 投资人持有体验代表性基金

所属基金池	低权益仓位基金	TMT	小盘成长	小盘成长
基金代码	001499.OF	000698.OF	040015.OF	270028.OF
基金经理	桑俊	张仲维	蒋璆	李巍
基金简称	国投瑞银新增长灵活配置混合 A	宝盈科技 30 灵活配置混合	华安动态灵活配置混合 A	广发制造业精选混合 A
一贯性起始日	2016/6/2	2016/9/21	2015/6/16	2011/9/20
Wind 二级分类	灵活配置型基金	灵活配置型基金	灵活配置型基金	偏股混合型基金
基金规模(亿元)	6.73	11.33	22.93	26.52
周胜率_3m	30.00%	50.00%	30.00%	30.00%
排名百分位_周胜率_3m	51.38%	98.28%	52.89%	52.89%
周胜率_12m	60.00%	54.00%	58.00%	52.00%
排名百分位_周胜率_12m	86.64%	75.00%	92.80%	57.01%
周胜率_36m	63.82%	58.55%	59.21%	56.58%
排名百分位_周胜率_36m	88.58%	95.24%	91.45%	55.98%
周胜率_60m	65.60%	56.00%	56.00%	55.60%
排名百分位_周胜率_60m	90.36%	87.50%	76.72%	65.52%
持有期平均收益(年化)_20d	17.74%	139.20%	157.16%	114.45%
排名百分位_持有期平均收益_20d	78.92%	85.71%	96.52%	83.48%
持有期平均收益(年化)_60d	17.39%	75.27%	93.10%	75.64%
排名百分位_持有期平均收益_60d	83.51%	100.00%	100.00%	90.43%
持有期平均收益(年化)_120d	17.16%	57.76%	72.81%	64.77%
排名百分位_持有期平均收益_120d	83.78%	100.00%	100.00%	90.43%
持有期平均收益(年化)_252d	17.89%	50.06%	60.00%	62.24%
排名百分位_持有期平均收益_252d	84.32%	95.24%	87.83%	92.17%
年化创新高天数	54.89	26.24	30.03	32.45
排名百分位_年化创新高天数	92.30%	100.00%	74.78%	84.78%
最大回撤_近 3 年	-4.44%	-28.64%	-21.66%	-24.56%
最大回撤修复期(tradedays)	26.00	59.00	58.00	59.00
排名百分位_修复期天数	93.61%	66.67%	100.00%	92.86%

资料来源: 聚源, 信达证券研发中心



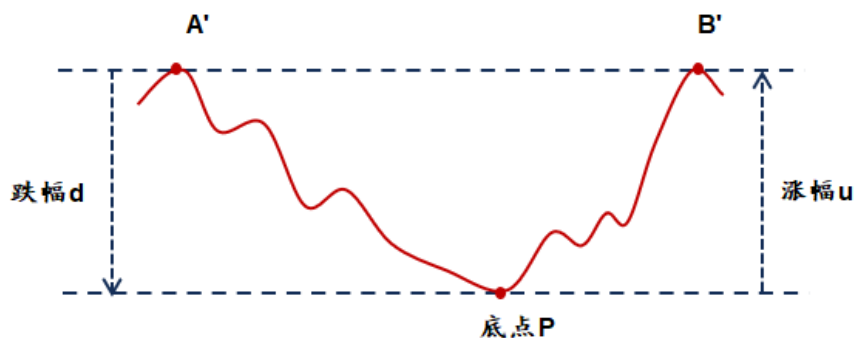
## 五、市场环境适应度刻画

### 5.1、长期视角下的牛熊市阶段划分

牛熊市的定义属于相对概念，而非绝对概念，其中隐含了对市场涨跌幅度的假设。对于涨跌幅度超过特定阈值，可认为是市场出现较大的上涨或下跌走势；同时，上涨或下跌区间内出现的较小涨跌幅度情况，则可认为是下跌走势中出现的反弹，或是上涨走势中出现的回调，因而常被认为是价格数据中的噪音。对于牛熊市阶段划分的常用方法，一种是通过移动平均线定义市场趋势，进而寻找拐点，但该方法下的市场划分结果在时序上相对滞后；另一种，是通过给定涨跌幅阈值，精准识别历史以来满足一定级别涨跌幅的所有趋势性行情，并以局部极大值点或局部极小值点定义为市场的顶点或底点。本文选取第二种方法进行市场阶段的划分。

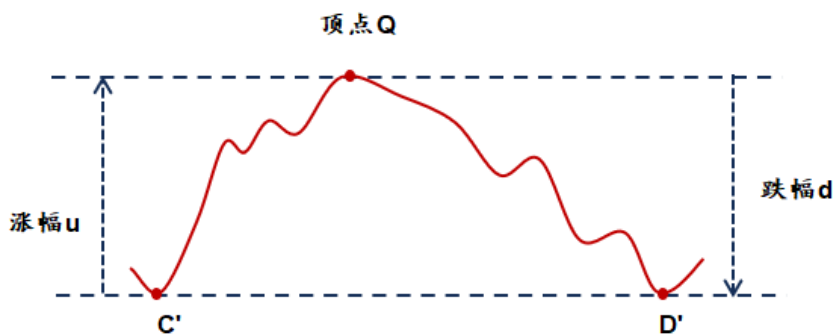
首先，定义P为市场指数序列上的底点，需满足以下三个条件：a) 在P点左侧，至少存在一个点A，使得A到P的跌幅大于跌幅阈值d，其中满足该条件下离P点最近的点记做A'；b) 在P点右侧，至少存在一个点B，使得P到B的涨幅大于涨幅阈值u，其中满足该条件下离P点最近的点记做B'；c) P点为A'到B'区间内的最小值。因而，A'到P区间内任意两点的跌幅不超过阈值d；同理，P到B'区间内任意两点间的涨幅均小于阈值u。类似地，对于市场顶点Q同样需要满足三个条件。

图 9：市场底点定义



资料来源：信达证券研发中心

图 10：市场顶点定义



资料来源：信达证券研发中心

需要注意的是，此处若假定A'和B'处于同一指数价格水平，那么基于基数效应，涨幅阈值u与跌幅阈值d满足以下关系：

$$(1 + u)(1 - d) = 1,$$

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15



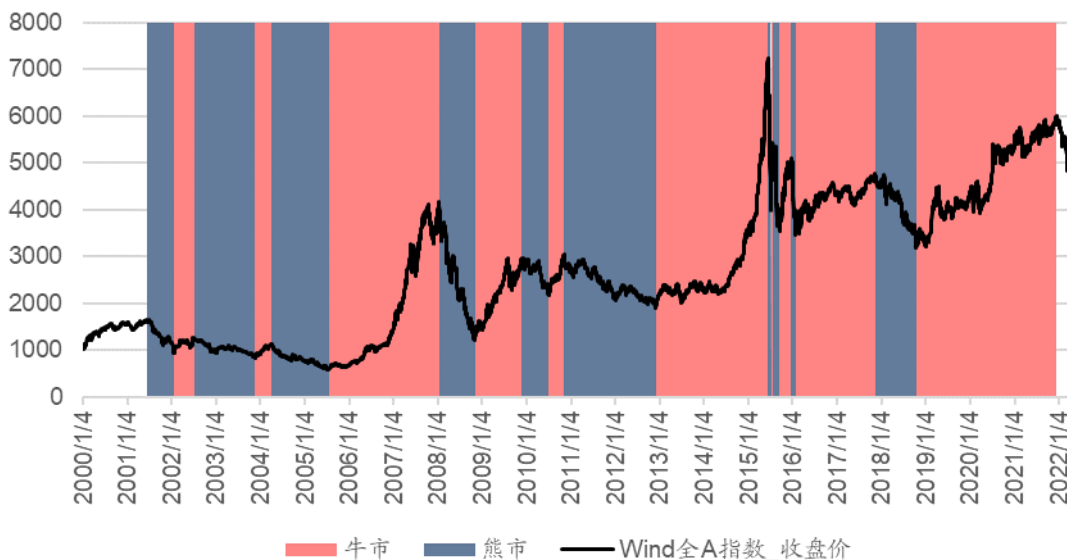
$$d = \frac{u}{1+u},$$

显然，跌幅阈值  $u$  小于涨幅阈值  $d$ 。进而，将市场底点和顶点依次连接，从而得到市场的牛市与熊市阶段。

对于涨跌幅阈值的设定，一方面，考虑到 FOF 组合的换仓频率与策略容量的定位，本文尽可能降低市场拐点个数，减少波段操作；另一方面，从历史经验来看，投资者对市场择时的胜率普遍较低，而精准判断市场拐点更是难上加难，因而本文试图寻求在相对具备延续性的市场趋势中，提供更适应于对应的牛市或熊市环境下的基金标的推荐。因而，站在长期视角下，本文简化假定涨跌幅阈值为 30%，并以万得全 A（881001.WI）作为市场指数进行牛熊市阶段的划分。

从牛熊市阶段划分结果来看，2000 年初至今共出现 21 次市场拐点，各市场阶段的平均持续时长为 374 个自然日。牛熊市的频繁切换主要发生于 2015 年 6 月至 2016 年 1 月市场发生剧烈波动时期。最新一期结果看，2018.10.18 至 2021.12.13 时间区间为持续三年以上的牛市阶段，万得全 A 指数涨幅为 88.67%；此后，2021.12.31 至 2022.04.26，市场出现大幅调整，万得全 A 指数跌幅达到 -28.00%，但未触发 30% 涨跌幅阈值条件，因而本文暂不对近期市场阶段进行分类。

图 11：基于 Wind 全 A 的牛熊市阶段划分（2000 年初至今）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

数据日期：截止至 2022.05.31

表 6：基于 Wind 全 A 的牛熊市阶段（2000 年初至今）

起始日	结束日	结束日点位	市场阶段	持续天数 (自然日)	涨跌幅
2001/6/13	2002/1/22	949.84	熊市	223	-42.59%
2002/1/22	2002/7/8	1262.68	牛市	167	32.94%
2002/7/8	2003/11/18	846.27	熊市	498	-32.98%
2003/11/18	2004/4/6	1141.91	牛市	140	34.93%
2004/4/6	2005/7/18	586.03	熊市	468	-48.68%
2005/7/18	2008/1/14	4165.58	牛市	910	610.82%
2008/1/14	2008/11/4	1224.90	熊市	295	-70.59%
2008/11/4	2009/11/23	2976.05	牛市	384	142.96%



2009/11/23	2010/7/5	2184.69	熊市	224	-26.59%
2010/7/5	2010/11/8	3047.58	牛市	126	39.50%
2010/11/8	2012/12/3	1905.13	熊市	756	-37.49%
2012/12/3	2015/6/12	7224.26	牛市	921	279.20%
2015/6/12	2015/7/8	4015.72	熊市	26	-44.41%
2015/7/8	2015/7/23	5420.59	牛市	15	34.98%
2015/7/23	2015/9/15	3556.59	熊市	54	-34.39%
2015/9/15	2015/12/22	5107.10	牛市	98	43.60%
2015/12/22	2016/1/28	3450.68	熊市	37	-32.43%
2016/1/28	2017/11/13	4770.05	牛市	655	38.24%
2017/11/13	2018/10/18	3179.54	熊市	339	-33.34%
2018/10/18	2021/12/13	5998.82	牛市	1152	88.67%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

数据日期: 截止至 2022.05.31

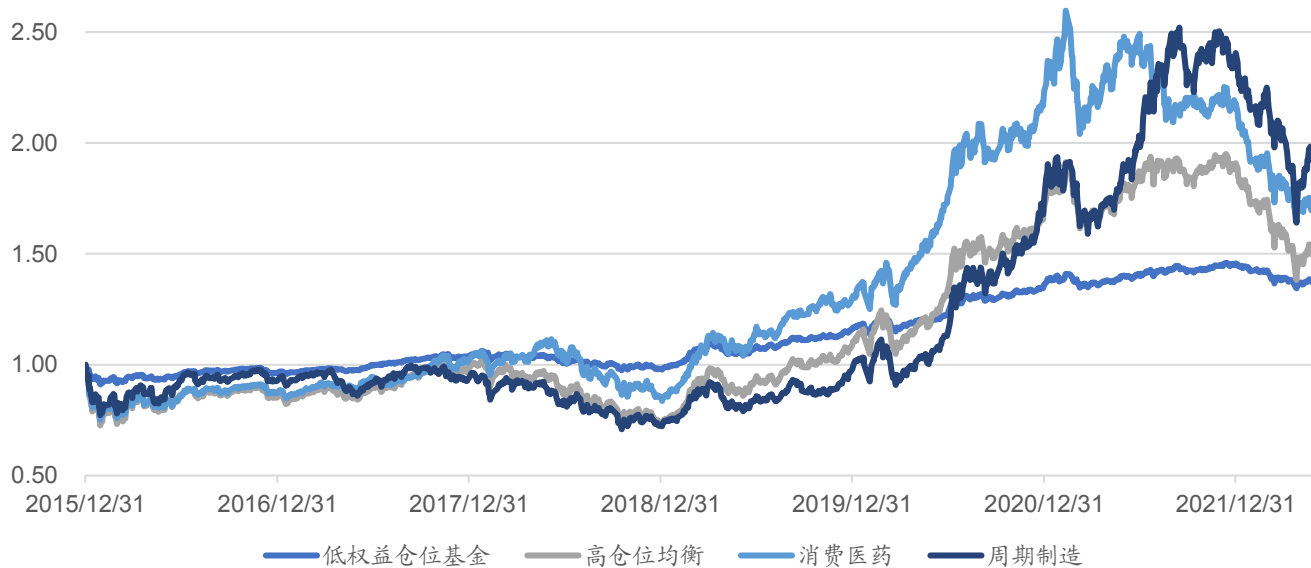
## 5.2、各类型基金池指数构建

基于前文构建的十五大类基金池, 本文进一步构建各类型基金池指数, 即以基金池内基金样本的日度收益率等权计算基金池指数日收益, 从而反映各类型公募基金历史至今的整体业绩平均水平。此处暂不对基金规模进行筛选。

对于基金产品所属基金池的划分, 本文主要基于基金季报前十大持仓, 并结合前期披露的半年报与年报全部持仓构建基金模拟组合 (详见 20210910-信达证券-《探寻高精度的基金仓位测算方法: 基于模拟组合的公募基金仓位测算》) 进行基金标签的制定。因而, 各类型基金池指数采用季频调整成分基金, 考虑到基金季报披露时间在每个季度结束后 15 个工作日发布, 并且为了还原基金申赎中份额确认与资金到账实际所需时间, 这里我们将基金指数的调仓和再平衡时点设置为每季度末后的 20 个交易日。

从各阶段指数走势来看, “固收+” 低权益仓位基金指数长期保持稳步上涨趋势, 从 2016 年初至今, 最大回撤为 8.92%, 发生在 2016 年 1 月 28 日; 各年度最大回撤基本不超过 7%。高仓位行业均衡基金指数与偏股混合型基金指数 (885001.WI) 走势几乎一致。2019 年, 消费、医药和 TMT 行业表现相对突出; 2020 年, 消费、医药与制造行业表现强劲; 2021 年, 周期制造板块表现相对强势; 今年以来, 金融地产表现最为突出, 其次是周期行业。从风格表现看, 相对于行业均衡基金, 2017 年, 大市值风格占优, 小盘价值与小盘成长基金相对跑输; 2019 年, 小盘成长基金相对强势; 2020 年, 成长风格显著, 大盘成长与小盘成长基金相对走强; 2021 年, 小市值风格相对跑赢, 小盘成长与小盘价值基金表现强势; 今年以来, 在经济通胀大环境下, 价值风格基金具有相对优势。

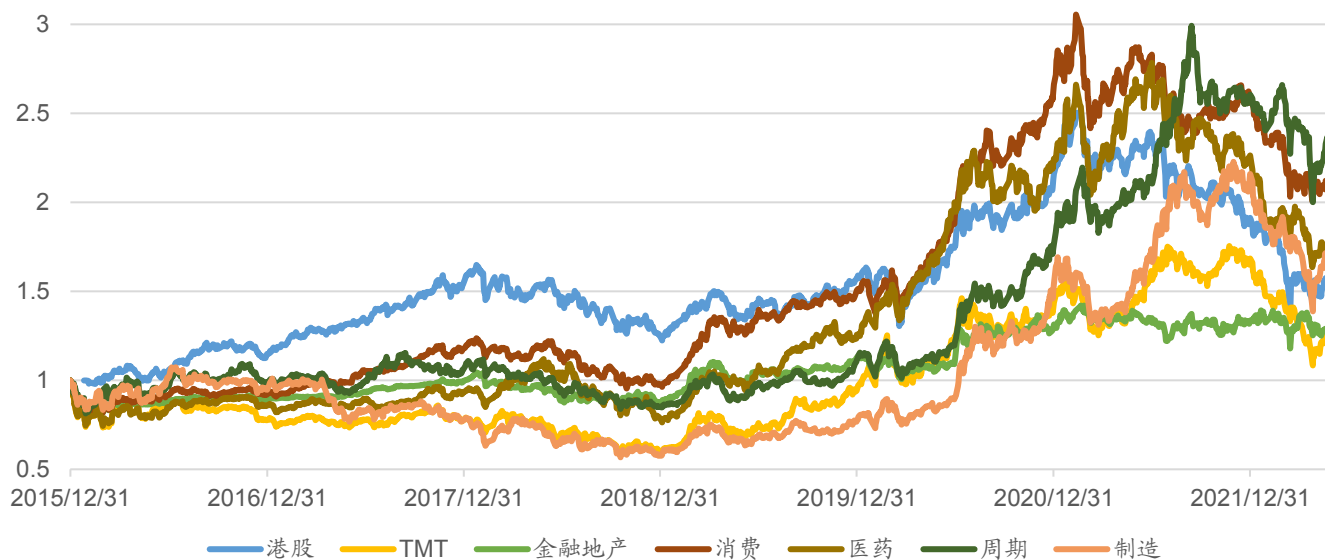
图 12: 基金指数业绩走势 1 (2016 年初至今)



资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

数据日期: 截止至 2022.06.02

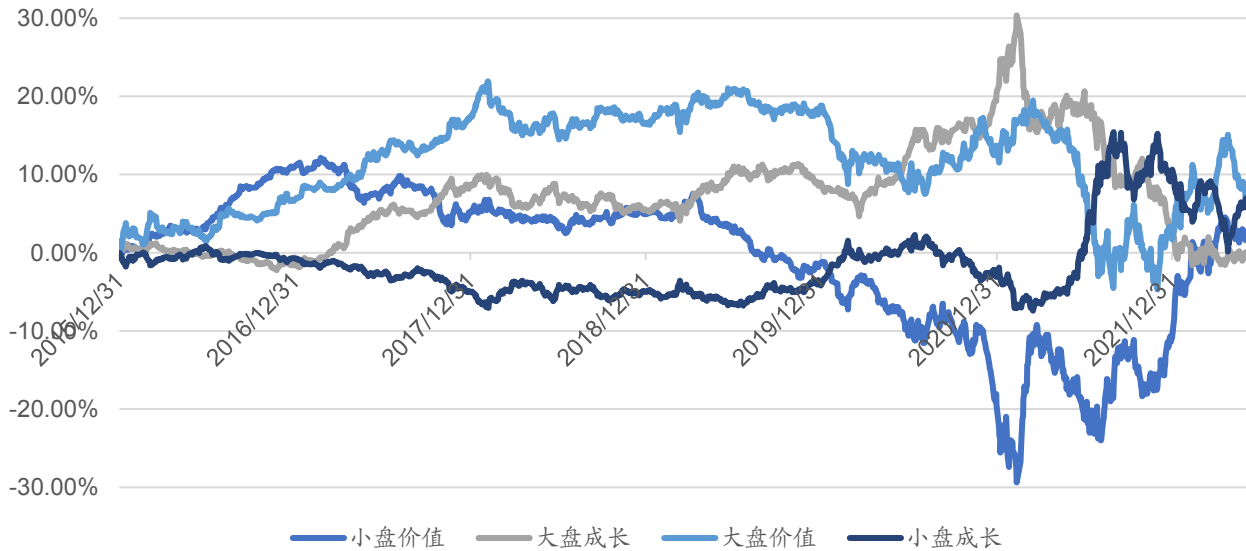
图 13: 基金指数业绩走势 2 (2016 年初至今)



资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

数据日期: 截止至 2022.06.02

图 14: 风格基金指数相对行业均衡基金指数的累计超额收益走势 (2016 年初至今)



资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

数据日期: 截止至 2022.06.02

表 7: 各类型基金指数年度累计收益

年度	低权益仓位基金	高仓位行业均衡基金	大消费板块基金	周期制造板块基金	港股通基金	TMT 行业基金	金融地产行业基金	医药行业基金	消费行业基金	周期行业基金	制造行业基金
2016	-3.63%	-14.70%	-12.58%	-7.33%	14.86%	-22.36%	-10.64%	-14.17%	-7.83%	-1.01%	-5.34%
2017	7.52%	14.60%	16.69%	1.07%	34.00%	0.15%	11.01%	8.67%	27.53%	6.97%	-17.99%
2018	-5.29%	-23.91%	-15.79%	-22.39%	-18.13%	-22.23%	-11.68%	-14.78%	-16.60%	-19.34%	-25.82%
2019	18.23%	46.27%	51.65%	34.66%	24.48%	55.98%	28.44%	58.06%	53.50%	30.28%	33.70%
2020	17.37%	57.59%	71.71%	79.28%	37.72%	52.37%	16.83%	78.72%	77.01%	58.69%	100.34%
2021	6.94%	11.32%	-2.63%	37.06%	-11.43%	17.22%	1.63%	0.85%	-3.13%	47.28%	39.95%
2022	-4.51%	-17.55%	-19.35%	-15.53%	-16.56%	-22.13%	-5.53%	-23.34%	-16.77%	-8.69%	-18.13%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

数据日期: 截止至 2022.06.02

表 8: 各类型风格基金指数年度累计超额收益 (基准: 高仓位行业均衡基金指数)

年度	小盘成长基金	小盘价值基金	大盘成长基金	大盘价值基金
2016	-0.73%	11.10%	-1.50%	6.82%
2017	-4.88%	-7.94%	12.16%	10.17%
2018	-1.34%	1.06%	-0.82%	3.11%
2019	4.61%	-10.69%	0.94%	-6.07%
2020	3.55%	-16.99%	5.70%	-12.80%
2021	8.17%	7.84%	-10.46%	-7.09%
2022	-0.90%	5.77%	-1.24%	2.59%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

数据日期: 截止至 2022.06.02

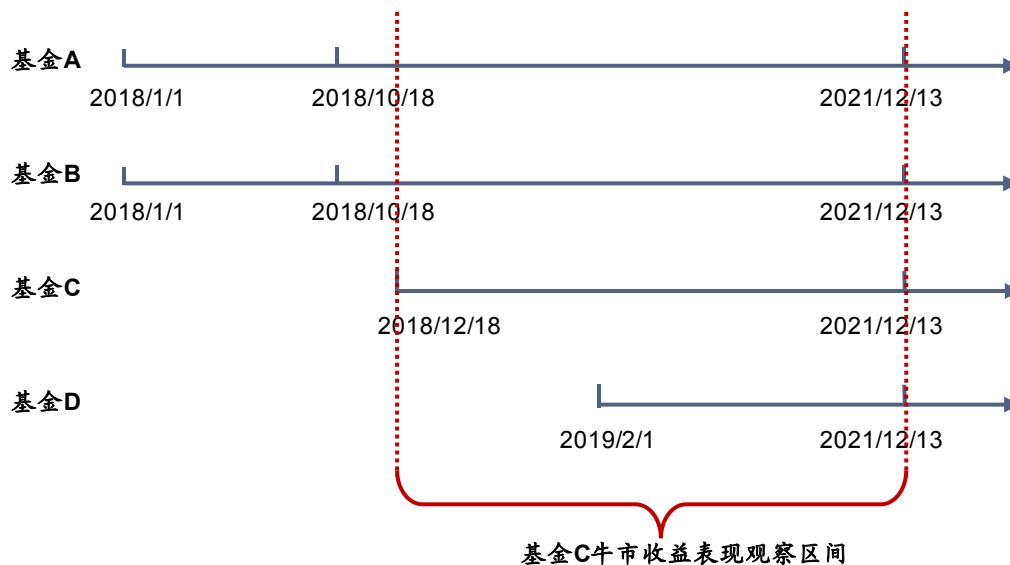
### 5.3、市场环境适应度标签制定与分类

对于基金在不同市场环境下的业绩表现特征，本文分别从长期视角下在不同市场行情中的基金业绩表现、基金在市场上/下行方向中相对于板块指数的 Beta 敏感度两个维度进行刻画。

#### (1) 长期视角下的牛熊市环境适应度标签:

基于前文对市场牛熊市阶段的划分，分别对每个基金标的从现任基金经理建仓结束至今在牛市区间、熊市区间的年化收益进行计算并排名。考虑到业绩可比性，需要将同类基金池中基金样本的观察区间拉齐至当前研究样本的观察区间。即如图 15 所示，基金 C 建仓结束日为 2018 年 12 月 18 日，为了考察基金 C 在牛市区间的相对业绩表现，对照市场牛熊市划分阶段，因而以 2018.12.18 至 2021.12.13 作为牛市收益的观察区间；同时，拉齐其他同类基金 A、B 等的观察区间，计算牛市区间年化收益，并进行百分位排名；对于基金 D 在 2018.12.18 至 2021.12.13 区间内并无完整业绩，因而无法加入到基金池中进行同期收益排名。因而，在进行牛熊市环境适应度标签制定时，每个基金收益表现所参考的时间区间可能不尽相同。

图 15：考虑业绩可比性的观察区间拉齐方法



资料来源：信达证券研发中心

进而，在同一牛市区间内，如果该基金标的的年化收益在同类型基金池中排名前 1/3，则为**牛市进取型基金**；同理，在熊市区间内，如果该基金标的的年化收益在同类型基金池中排名前 1/3，则为**熊市稳健型基金**。

考虑到不同行业、风格板块在识别市场拐点时，适用的涨跌幅阈值可能有所不同。对于不同类型基金池，当前暂且简化使用万得全 A 作为市场指数，采用相同的牛熊市阶段划分数据结果。对于牛市进取、熊市稳健等不同市场环境适应度标签，本文聚焦于基金研究样本在同一类型基金池的相对表现。

#### (2) 基于市场上/下行方向的 Beta 敏感度标签:

为了衡量基金相对于同类型基金平均水平的进攻性与防守力程度，基于前文对十五大类基金池指数的构建，根据基金池指数日收益大于 0 或小于 0，区分市场上行或下行方向。进而，定义上行 Beta 为

$$\beta_{\text{upside}} = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m | r_m > 0)}{\text{var}(r_m | r_m > 0)},$$

定义下行 Beta 为

$$\beta_{\text{downside}} = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m | r_m < 0)}{\text{var}(r_m | r_m < 0)},$$

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 20



其中， $r_i$ 为该基金样本的日收益； $r_m$ 为该基金所属基金池的平均日收益，即基金池指数日收益。

进一步地，观察近三年完整时间区间内，基金标的相对于同类基金池的上行 Beta 和下行 Beta 的排名百分位。如果上行 Beta 在同类基金池中排名前 1/3，则定义为**激进高 Beta 基金**；如果下行 Beta 在同类基金池中排名后 1/3，则定义为**稳健低 Beta 基金**。从而，在战术性资产配置环节，当我们从自上而下对市场风格、行业等方面已得到较大确定性判断时，一方面，一定程度上降低相应行业风格板块的仓位；另一方面，可通过选取相对强势板块内的激进高 Beta 基金、选取相对弱势板块内的稳健低 Beta 基金实现战术层面的表达。

#### 5.4、最新一期代表性基金示例

以高仓位行业均衡基金为代表。选取 2022Q1 在长期视角下属于熊市稳健型基金、同时相对同类基金池指数属于激进高 Beta 的基金样本。从牛市区间内的收益排名百分位来看，部分基金兼具牛市进取特征，如：张媛管理的英大睿盛（003713.OF）、王海峰管理的银华鑫盛（501022.OF）等，即在同类行业均衡基金池中相对具有穿越牛熊的特性。

表 9：2022Q1 熊市稳健&低 Beta 代表性基金

（高仓位行业均衡基金，规模≥5 亿元，下行 Beta 升序排列、节选排名百分位前 10%）

基金基础信息						长周期牛熊市表现		相对板块指数的激进稳健度	
基金代码	基金经理	基金简称	基金经理任职日	Wind 二级分类	基金规模(亿元)	收益排名百分位_牛市	收益排名百分位_熊市	-BETA	-BETA 排名百分位
260112.OF	鲍无可	景顺长城能源基建混合	2014/6/27	偏股混合型基金	16.49	3.08%	99.07%	36.30%	0.14%
004685.OF	缪玮彬	金元顺安元启灵活配置混合	2017/11/14	灵活配置型基金	7.73	26.92%	100.00%	38.05%	0.27%
161222.OF	蔡缚鹏	国投瑞银瑞利灵活配置混合(LOF)	2016/7/26	灵活配置型基金	12.32	41.50%	98.31%	58.24%	0.96%
450001.OF	徐荔蓉	国富中国收益混合	2010/9/29	偏债混合型基金	22.23	3.33%	98.13%	58.90%	1.09%
005233.OF	林英睿	广发睿毅领先混合 A	2017/12/14	偏股混合型基金	40.39	66.39%	99.57%	59.34%	1.37%
003298.OF	肖颀	嘉实物流产业股票 A	2016/12/29	普通股票型基金	9.55	53.59%	94.94%	64.04%	3.01%
240005.OF	蔡目荣	华宝多策略增长	2015/11/5	偏股混合型基金	10.66	6.10%	82.17%	66.17%	4.10%
003713.OF	张媛,汤戈	英大睿盛灵活配置混合 A	2018/1/23	灵活配置型基金	5.99	74.06%	74.30%	67.59%	4.51%
001583.OF	袁玮	安信新常态沪港深精选股票 A	2016/4/11	普通股票型基金	8.85	14.81%	98.80%	67.62%	4.65%
005775.OF	冯汉杰	中加转型动力灵活配置混合 A	2018/12/5	灵活配置型基金	6.31	52.48%	97.50%	69.04%	5.20%
519700.OF	沈楠	交银施罗德主题优选灵活配置混合 A	2015/5/5	灵活配置型基金	19.94	50.62%	94.66%	69.40%	5.34%
501022.OF	王海峰	银华鑫盛灵活配置混合(LOF)A	2018/10/15	灵活配置型基金	61.98	78.92%	94.27%	70.39%	5.88%
257010.OF	邹新进	国联安小盘精选混合	2010/3/6	灵活配置型基金	9.15	10.00%	88.79%	70.94%	6.16%
519732.OF	杨浩,黄鼎	交银定期支付双息平衡混合	2015/8/15	平衡混合型基金	40.83	35.45%	93.63%	73.26%	7.11%
005937.OF	王君正,鄢耀	工银瑞信精选金融地产行业混合 A	2018/11/14	偏股混合型基金	12.43	1.59%	95.15%	73.75%	7.39%





673110.OF	张英,张翔	西部利得新润灵活配置混合 A	2017/10/9	灵活配置型基金	5.10	23.00%	96.30%	74.15%	7.80%
001810.OF	沈悦,曹名长	中欧潜力价值灵活配置混合 A	2015/11/20	灵活配置型基金	28.67	38.01%	93.98%	74.57%	8.07%
166005.OF	蓝小康,沈悦,曹名长	中欧价值发现混合 A	2015/11/20	偏股混合型基金	43.52	22.62%	95.18%	75.04%	8.48%
006551.OF	丘栋荣	中庚价值领航混合	2018/12/19	偏股混合型基金	79.63	17.99%	99.51%	75.88%	9.17%
002270.OF	徐贇	东吴安盈量化灵活配置混合 A	2018/10/13	灵活配置型基金	5.24	15.99%	90.11%	76.03%	9.44%

资料来源: 聚源, 信达证券研发中心





## 风险因素

---

以上结果通过历史数据统计、建模和测算完成。市场存在不确定性，模型可能面临失效风险。



## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。