

# 基金研究系列（10）： 波动行情下关注基金择时能力



邓志波

SAC 执证编号：S0080518100002  
SFC CE Ref: BQD384  
zhibo.deng@cicc.com.cn



王浩

SAC 执证编号：S0080516090001  
SFC CE Ref: BMQ376  
hao.wang@cicc.com.cn



刘均伟

SAC 执证编号：S0080520120002  
SFC CE Ref: BQR365  
junwei.liu@cicc.com.cn

目前市场上主动权益产品研究更多聚焦在基金个股挖掘能力，而基金择时能力则相对被忽视。今年以来A股市场呈现波动大、轮动快的特征。当前市场环境下，我们认为具备择时能力产品或一定程度上占优。本篇报告将聚焦主动产品择时能力，并尝试筛选出具备择时能力产品。

## 经典视角下主动公募产品择时能力

**经典视角下的择时能力或存在局限性：**狭义理解，基金择时能力可以被认为是产品基于不同市场环境对整体权益仓位的调整，但近年来主动权益产品仓位趋向平稳，持仓个股Beta调整成为择时更为重要手段。作为经典择时模型，T-M模型与H-M模型较为熟知。虽然两个模型均能综合衡量产品权益仓位与个股Beta择时能力，但模型强调基金与市场收益的同步而非提前调整。因此 2018 年持续单边行情下较多产品展现出择时能力，2015 年则不然。

## 基于Beta变动的择时能力刻画

**强调事前Beta调整的择时收益指标：**对照经典视角下基金择时，我们希望择时收益指标能够聚焦在基金产品事前调整上，因此，我们将基金择时收益定义为当期持仓相较上一期持仓Beta变动与未来一期市场收益的乘积。通过观察历史上具备高择时收益产品表现，可以发现这类产品于 2015 年、2018 年、2019 年等极端行情倾向获得超额收益。

**先看择时意愿再谈择时能力：**择时收益可以理解为客户择时后获得的结果，而对市场有择时意愿并进行持仓调整是获得择时收益的前提。不考虑市场收益方向下，Beta绝对变动方向可以一定程度理解为客户的择时意愿。通过分组方法，我们发现Beta绝对变动与规模、集中度等存在较为明显关系。

**择时能力需要区分顺、逆境：**通过截面回归，在控制了影响择时意愿因素后，我们以回归残差作为当期基金择时能力。观察历史上较为极端年份，发现 2015 年中表现出择时能力产品于 2019 年表现出弱择时能力，由此可见顺、逆境择时能力较难兼得。在区分了顺、逆境择时能力后，于 2012 年、2015 年或 2018 年等逆境中表现出择时能力产品于下一次逆境同样倾向获得超额收益，顺境情况亦然，由此可见择时能力存在延续性。

## 择时能力指标应用

**顺、逆境择时组合均于对应时段获得超额收益：**通过择时意愿指标筛选出前 20%基金作为强择时意愿产品，然后通过顺、逆境择时能力选出 30 只产品构建顺、逆境择时组合。虽然顺、逆境择时组合小幅跑赢甚至跑输基准指数，但组合均于对应市场环境跑赢基准，择时组合于市场拐点来临时倾向获得超额收益。

**综合使用顺、逆境择时组合的两个尝试：**我们分别基于股债吸引力指标与经济增长/流动性指标区分不同市场环境，并于市场出现拐点时配置顺境或逆境择时组合，其余时间则持有基准组合。**1）基于股债相对吸引力：**2014 年 4 月底至 2021 年 6 月期间，组合 65.86%时间持有顺境或逆境择时组合（顺境 45.88%，逆境 19.99%）。若仅观察持有顺、逆境组合时段，累计超额收益 27.31%；**2）基于宏观指标：**组合 37.29%时间持有顺境、逆境择时组合（顺境 31.73%，逆境 5.56%）。若仅观察持有顺、逆境组合时段，累计超额收益 29.70%。

- 金融产品 | 解读公募定期报告（6）：二季度主动权益产品都在配置什么？——公募股票基金2021年二季度（2021.07.24）
- 金融产品 | 基金投资图谱（2）：科技主题基金投资指南（2021.07.09）
- 金融产品 | 解读公募定期报告（1）：哪些股票基金更能获得资金关注？（2021.04.23）
- 金融产品 | 基金投资图谱（1）：消费主题基金投资指南（2021.04.08）
- 金融产品 | 基金研究系列（1）：如何看待当前机构“抱团”？（2021.01.12）

更多作者及其他信息请见文末相关披露页

## 目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 经典视角下主动公募产品择时能力 .....     | 4  |
| 基于权益仓位变动看择时收益 .....       | 4  |
| 经典模型下公募产品择时能力 .....       | 8  |
| 基于 Beta 变动的择时能力刻画 .....   | 12 |
| 强调事前 Beta 调整的择时指标构建 ..... | 12 |
| 谈择时能力前先看择时意愿 .....        | 14 |
| 定量刻画择时能力 .....            | 16 |
| 择时能力指标应用 .....            | 19 |
| 顺、逆境择时能力组合构建 .....        | 19 |
| 综合运用顺、逆境组合的尝试 .....       | 20 |

## 图表

|   |    |
|---|----|
| 图表 1：各类主动配置权益资产产品数量变化及分布 .....                        | 4  |
| 图表 2：各类主动配置权益资产产品规模变化及分布 .....                        | 5  |
| 图表 3：主动产品整体仓位变动情况 .....                               | 5  |
| 图表 4：2021 年 Q2 各类产品权益仓位分布密度 .....                     | 5  |
| 图表 5：普通股票型产品历史仓位分布情况 .....                            | 5  |
| 图表 6：偏股混合型产品历史仓位分布情况 .....                            | 5  |
| 图表 7：灵活配置型产品历史仓位分布情况 .....                            | 6  |
| 图表 8：平衡混合型产品历史仓位分布情况 .....                            | 6  |
| 图表 9：主动权益产品权益仓位随行情波动 .....                            | 6  |
| 图表 10：主动权益产品仓位差异有所收敛 .....                            | 6  |
| 图表 11：权益仓位变动对收益贡献下降明显 .....                           | 7  |
| 图表 12：权益仓位变动收益分布情况 .....                              | 7  |
| 图表 13：历史上三次“抱团”结束时主动权益产品增持个股风格情况 .....                | 7  |
| 图表 14：基金产品调整 Beta 的两大手段 .....                         | 8  |
| 图表 15：T-M 模型下市场偏弱时更多主动产品展现出择时能力 .....                 | 9  |
| 图表 16：H-M 模型下市场偏弱时更多主动产品展现出择时能力 .....                 | 9  |
| 图表 17：中证全指上涨与下跌趋势划分 .....                             | 9  |
| 图表 18：市场不同阶段持续时间 .....                                | 9  |
| 图表 19：经典模型下，当市场长期下跌时，更多基金表现出择时能力 .....                | 10 |
| 图表 20：2015 年 T-M 模型下强择时基金组合回撤一度高于择时能力最弱组合 .....       | 11 |
| 图表 21：2018 年上半年 T-M 模型下强择时组合随时间推移收益差异拉大 .....         | 11 |
| 图表 22：2015 年 H-M 模型下强择时基金组合回撤幅度大体上一致 .....            | 11 |
| 图表 23：2018 年上半年 H-M 模型下强择时组合随时间推移收益差异拉大 .....         | 11 |
| 图表 24：历史 Beta 变动及分布情况 .....                           | 12 |
| 图表 25：历史择时收益变动及分布情况 .....                             | 12 |
| 图表 26：2015 年下半年我们构建择时指标选取的强择时组合回撤较小 .....             | 13 |
| 图表 27：2020 年下半年我们构建择时指标所选取强择时组合同样于市场大幅上涨时获得超额收益 ..... | 13 |
| 图表 28：2015 年下半年 T-M 模型强择时组合超额收益并非来自市场拐点 .....         | 13 |

|   |    |
|---|----|
| 图表 29: 观察 2020 年下半年, T-M 模型区分组合于市场拐点也未展现出超额收益 .....         | 13 |
| 图表 30: 强择时组合主要于行业及个股层面进行 Beta 调整 .....                      | 14 |
| 图表 31: 权益仓位 Beta 调整相对有限, 且基金间差异也相对有限 .....                  | 14 |
| 图表 32: 行业 Beta 调整是强择时组合调整 Beta 主要手段, 产品间差异较大 .....          | 14 |
| 图表 33: 强择时组合在个股层面更加倾向于“调降”Beta .....                        | 14 |
| 图表 34: 基金规模与 Beta 绝对变动存在一定负相关关系 .....                       | 15 |
| 图表 35: 随着基金个股集中度增大, Beta 绝对变动有下降趋势 .....                    | 15 |
| 图表 36: 行业集中度与 Beta 变动并未出现明显单调性, 但行业集中度最低组 Beta 变动明显较高 ..... | 15 |
| 图表 37: 过去一年收益率最高以及最低组在 Beta 变动上均相对较高 .....                  | 15 |
| 图表 38: Beta 水平与 Beta 变动并未呈现单调性 .....                        | 16 |
| 图表 39: 若以 Beta 水平与带方向 Beta 变动计算相关性, 结果单调性明显 .....           | 16 |
| 图表 40: 过去一年 SEC 换手率越高, 基金调整 Beta 的程度越高 .....                | 16 |
| 图表 41: 资金净流入与 Beta 绝对变动有一定相关性 .....                         | 16 |
| 图表 42: 2015、2016 年表现出防御性产品于 2019 年市场上涨时并未展现出上涨弹性 .....      | 17 |
| 图表 43: 相对于顺境择时能力, 逆境择时能力稳定性更强 .....                         | 17 |
| 图表 44: 逆境中强择时组合行业权重调整情况 .....                               | 18 |
| 图表 45: 顺境中强择时组合行业权重调整情况 .....                               | 18 |
| 图表 46: 2012 年期间展现逆境择时产品于 2015 年展现出回调控制能力 .....              | 18 |
| 图表 47: 2015 年期间展现逆境择时产品于 2018 年展现出回调控制能力 .....              | 18 |
| 图表 48: 2013 年期间展现顺境择时产品于 2014 年展现出较强上涨弹性 .....              | 18 |
| 图表 49: 2014 年期间展现逆境择时产品于 2019 年展现出回调控制能力 .....              | 18 |
| 图表 50: 逆境择时组合表现 .....                                       | 19 |
| 图表 51: 顺境择时组合表现 .....                                       | 20 |
| 图表 52: 基于股债相对新引力对市场阶段进行划分 .....                             | 21 |
| 图表 53: 基于股债相对吸引力指标对顺/逆境择时组合进行结合 .....                       | 21 |
| 图表 54: 基于经济增长、流动性对市场进行划分 .....                              | 22 |
| 图表 55: 基于宏观指标对顺、逆境择时组合进行结合 .....                            | 22 |

目前市场上主动权益产品研究更多聚焦在基金个股挖掘能力，而基金择时能力则相对被忽视。今年以来 A 股市场呈现波动大、轮动快的特征。当前市场环境下，我们认为具备择时能力产品或一定程度上占优。本篇报告将聚焦主动产品择时能力，并尝试筛选出具备择时能力产品。

## 经典视角下主动公募产品择时能力

### 基于权益仓位变动看择时收益

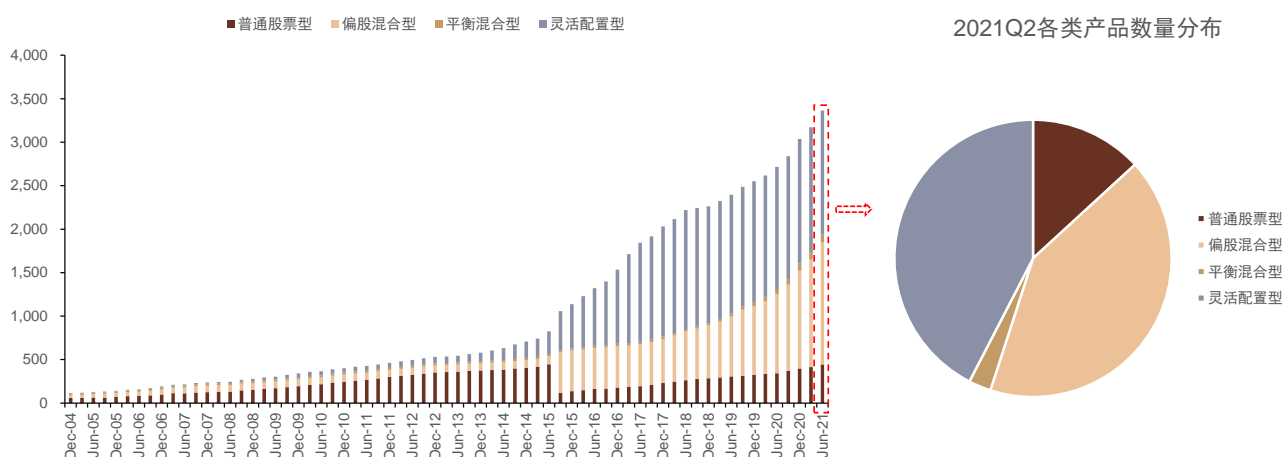
#### 历史上权益仓位与市场表现存在一定联动

狭义理解，基金择时能力可以认为是产品基于不同市场环境对整体权益仓位的调整，而不同类型主动产品权益仓位限制存在差异。根据基金合同中股票仓位描述，万得将主动配置权益资产的产品分为四大类，分别为普通股票型、偏股混合型、灵活配置型与平衡混合型。以上四大类产品将是本文讨论的主要样本。

历史上看，主动产品仓位绝对水平并非恒定，一定程度上反映产品存在择时操作。同时，各类产品权益仓位绝对水平及波动幅度差异较为明显：

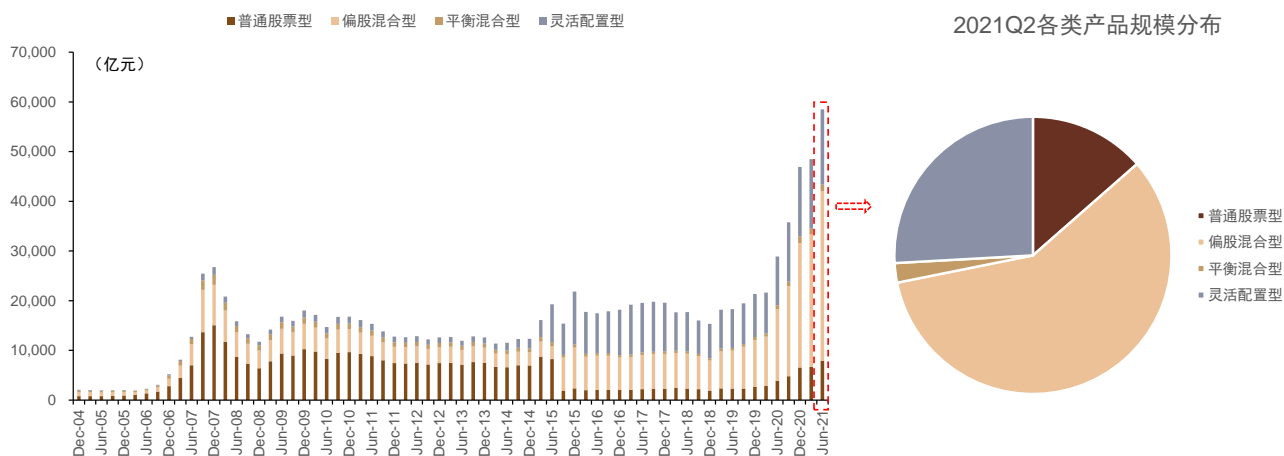
- ▶ **极端行情各类产品权益仓位均有所下调：**由于产品仓位限制等问题，普通股票型与偏股混合型产品历史上绝对仓位均较其余两类产品高。虽然绝对仓位水平存在差异，但于极端行情下，各类产品权益仓位均有所下调，如 2008 年下半年、2015 年下半年等；
- ▶ **灵活配置与平衡混产品权益仓位分化日趋明显：**整体上看，灵活配置型产品权益仓位近两年基本维持在 65% 左右，但仓位中位数则在 80% 的水平波动。平衡混合类产品分布上呈现类似情况。近年灵活配置型与平衡混合型产品间权益仓位分化日趋明显，低权益仓位产品数量明显提升，两类产品 IQR 值由 2014 年底约 15% 上升至 60% 左右。

图表 1：各类主动配置权益资产产品数量变化及分布



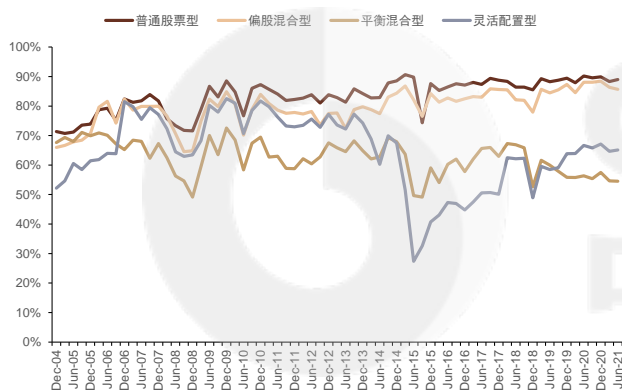
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 2：各类主动配置权益资产产品规模变化及分布

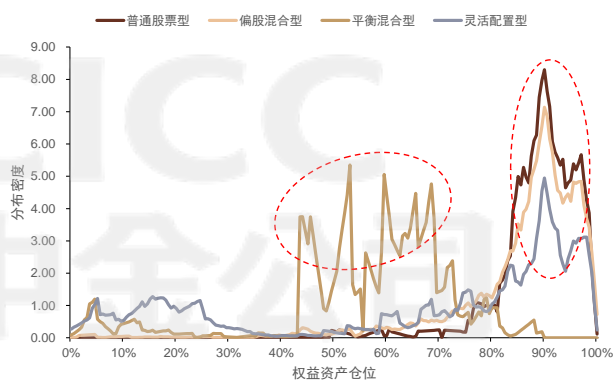


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

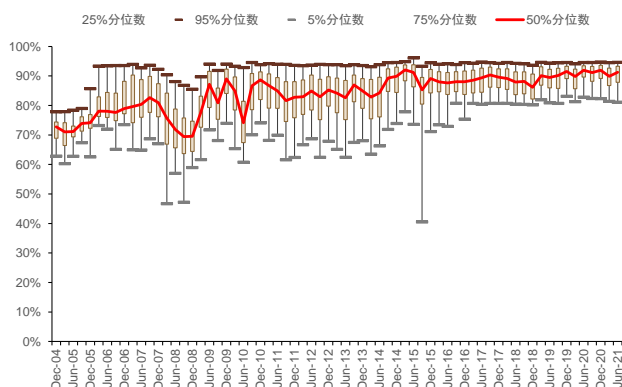
图表 3：主动产品整体仓位变动情况



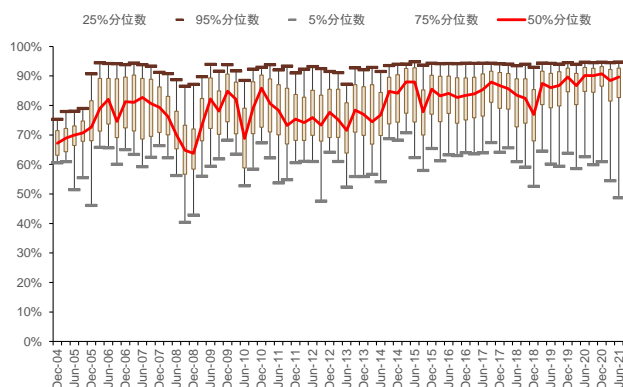
图表 4：2021 年 Q2 各类产品权益仓位分布密度



图表 5：普通股票型产品历史仓位分布情况



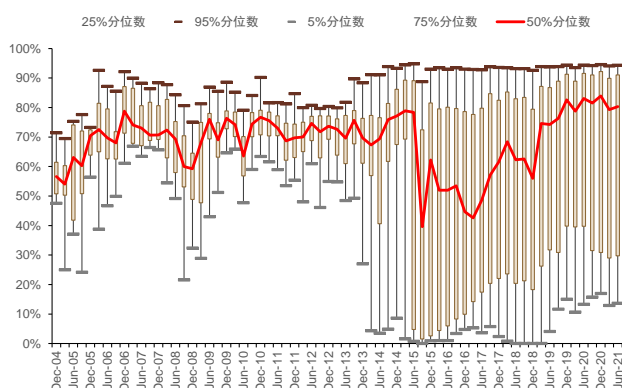
图表 6：偏股混合型产品历史仓位分布情况



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

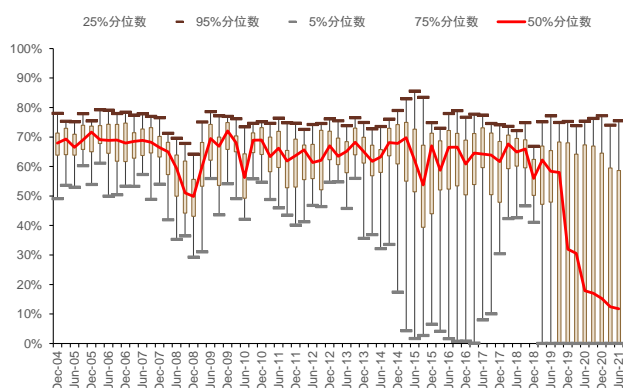


图表 7：灵活配置型产品历史仓位分布情况



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

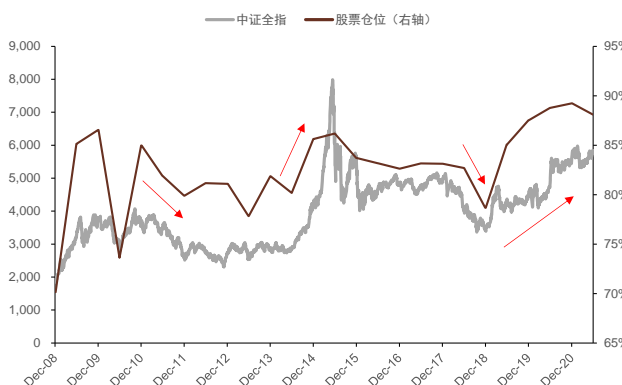
图表 8：平衡混合型产品历史仓位分布情况



### 极端行情下公募产品能通过仓位调整获得择时收益

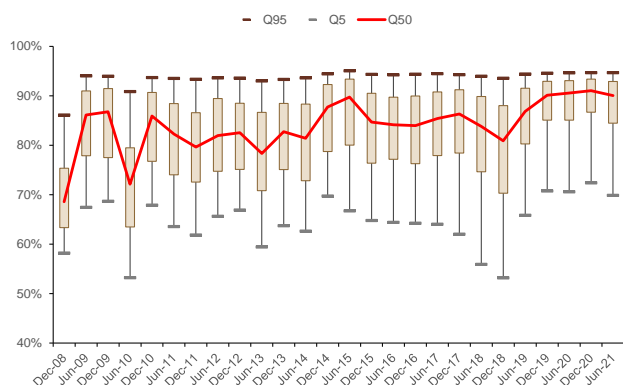
主动权益产品股票仓位随行情波动，但整体幅度相对有限。在考虑主动产品择时能力时，我们将目光进一步聚焦，将重点放在以股票为主要投向的产品上。具体主动权益产品定义，在万得定义的普通股票产品及偏股混合产品基础上，加入过去一年平均权益资产持仓超过 60% 的灵活配置型产品及平衡混合型产品。从产品仓位变动情况可以发现，主动权益产品股票仓位随市场走势波动，尤其在 2010 年前，权益产品仓位变动幅度较大。但 2010 年后，权益产品仓位趋向平稳，主动权益产品平均股票资产占比基本在 85%±5% 范围内波动。同时，不同产品间仓位差异也有所收敛，2010 年末权益仓位 IQR 约为 14%，该数字于 2021 年上半年收窄至 8.5%。

图表 9：主动权益产品权益仓位随行情波动



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 10：主动权益产品仓位差异有所收敛



近年权益仓位变动对收益贡献下降明显。就股票仓位变动对产品收益影响，我们尝试基于产品持仓，将产品收益来源拆解为权益仓位变动带来收益、个股调整带来收益、交差收益及交易行为收益：

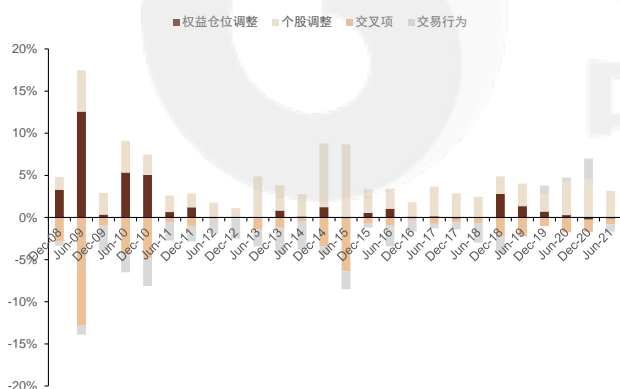
- **权益仓位变动收益：**假设权益产品持股不变的前提下，通过缩放个股权重使得总仓位与下一期权益仓位一致，计算变动所带来收益；
- **个股调整收益：**假设总权益仓位不变的情况下，剔除涨跌幅影响，将下一期个股权重进行缩放，使得总仓位与当前总仓位相等，计算期间变动带来收益；
- **交差项目收益：**整体持仓变动收益中，权益仓位变动收益、个股调整收益不能反映部分；
- **交易行为收益：**真实收益差异部分中，以上三项无法解析部分。

（以上拆解均假设产品观察期内均匀调仓）

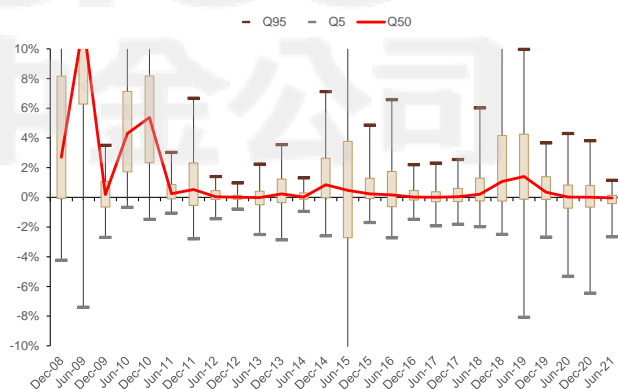
假若将基金择时理解为权益资产仓位调整，权益仓位变动收益便是产品择时带来收益。2010年前，权益仓位变动收益对主动产品收益贡献相对较高，这与2010年前主动产品权益仓位变动幅度较大有关。此后，权益仓位变动对主动权益产品收益贡献明显下降，个股调整对权益产品收益起到更主导作用。

仅基于权益仓位变动不能完全反映主动产品择时收益。近年来，主动权益产品股票仓位水平趋向平稳，权益仓位变动幅度相对有限。但主动产品择时并不一定仅通过调整权益仓位实现。根据我们此前梳理<sup>1</sup>，历史上三次“抱团”结束时，主动权益产品均趋向于配置高防御性个股，也可以理解为主动产品对市场进行择时。面对日趋平稳的权益产品仓位，显然仅基于仓位水平较难全面反映主动产品择时能力。

图表 11：权益仓位变动对收益贡献下降明显



图表 12：权益仓位变动收益分布情况



图表 13：历史上三次“抱团”结束时主动权益产品增持个股风格情况

| 第一次“抱团”结束 | 大市值   |      |      |      | 小市值   |      |      |      |
|-----------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|
|           | 高ROE  | 低ROE | 高ROE | 低ROE | 高ROE  | 低ROE | 高ROE | 低ROE |
| 高资产增长     | 37.1% | 3.8% | 1.0% | 1.0% | 45.2% | 5.4% | 1.3% | 2.0% |
| 高B/P      | 22.3% | 3.7% | 1.2% | 4.0% | 12.8% | 2.4% | 0.4% | 2.9% |
| 低资产增长     | 13.5% | 0.9% | 1.5% | 0.7% | 15.7% | 1.9% | 0.4% | 0.5% |
| 低B/P      | 5.9%  | 1.1% | 1.3% | 0.8% | 7.1%  | 1.0% | 0.5% | 0.7% |

| 第二次“抱团”结束 | 大市值   |      |      |      | 小市值   |      |      |      |
|-----------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|
|           | 高ROE  | 低ROE | 高ROE | 低ROE | 高ROE  | 低ROE | 高ROE | 低ROE |
| 高资产增长     | 20.5% | 2.3% | 2.1% | 3.0% | 17.9% | 1.4% | 2.4% | 3.0% |
| 高B/P      | 2.7%  | 1.6% | 1.0% | 7.3% | 11.9% | 2.8% | 2.2% | 8.4% |
| 低资产增长     | 17.9% | 1.4% | 2.4% | 3.0% | 11.9% | 2.8% | 2.2% | 8.4% |
| 低B/P      | 11.9% | 2.8% | 2.2% | 8.4% | 11.9% | 2.8% | 2.2% | 8.4% |

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

<sup>1</sup> 详情请参见《基金研究系列（1）：如何看待当前机构“抱团”》发布于2021年1月12日

## 经典模型下公募产品择时能力

### 逆境下主动产品更倾向展现择时能力

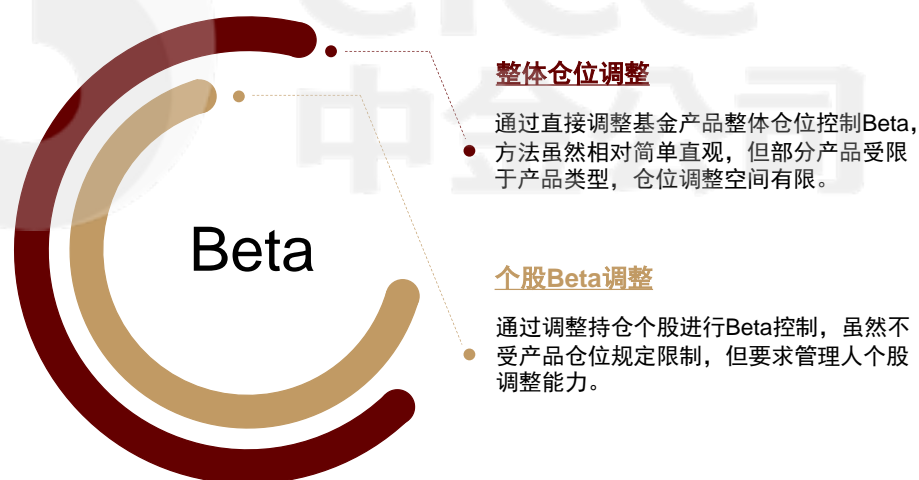
**经典择时模型通过综合衡量市场 Beta 暴露衡量择时。**广义地理解，市场择时可以理解产品对整体市场 Beta 调整，在市场上涨时加大对市场 Beta 暴露，下跌时降低市场 Beta 暴露。在衡量产品择时能力时，经典的 T-M 模型与 H-M 模型均基于产品整体市场 Beta 暴露进行考虑。具体，T-M 模型在原 CAPM 模型上加入市场超额收益二次项进行回归，若二次项回归系数显著，则证明产品表现出择时能力；H-M 模型则加入虚拟变量对市场环境进行区分，当  $\beta_2$  显著大于 0 时，证明产品具备择时能力。具体模型如下：

$$\text{T-M 模型:} \quad R - R_f = a + \beta_1(R_m - R_f) + \beta_2(R_m - R_f)^2$$

$$\text{H-M 模型:} \quad R - R_f = a + \beta_1(R_m - R_f) + \beta_2(R_m - R_f)D$$

$$D = \begin{cases} 0 & R_m < R_f \\ 1 & R_m > R_f \end{cases}$$

图表 14：基金产品调整 Beta 的两大手段



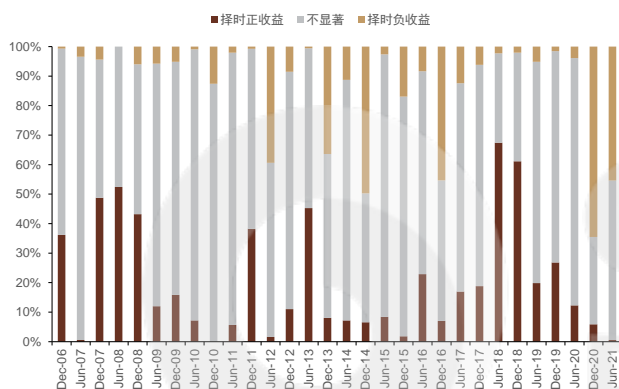
资料来源：中金公司研究部

**经典模型下主动产品于逆境市场中更容易展现择时能力。**以每半年为统计周期，我们统计了主动产品于 T-M 模型及 H-M 模型下展现出择时能力比例。从结果上看，T-M 模型与 H-M 模型于不同时期统计出具备择时能力的产品比例占比大体一致。值得注意的是，两模型于权益市场表现较弱的环境下筛选出具备择时能力的产品比例更高，如 2008 年、2016 年上半年以及 2018 年等。进一步看，我们以中证全指 10 日均线与 30 日均线对市场上涨与下跌进行区分。同时，我们于不同市场阶段测算了展现出择时能力基金比例。可以发现基金择时比例与两个因素存在关联：

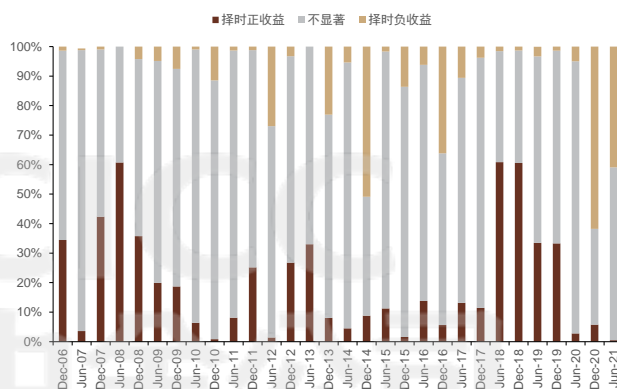


- **走势状态：**分别观察市场上涨与下跌两个走势中展现出择时能力基金比例，可以发现基金于市场下跌时更加倾向于表现出择时能力。具体看，如 2008 年 1 月至 2008 年 10 月，市场处于下跌时 T-M 模型认为 52.75% 产品表现出择时能力，H-M 模型则筛选出 60.70% 产品具备择时能力。这一组数字均大幅高于相邻两个上涨阶段比例。该现象并非个案，2013 年 2 月、2017 年 11 月同样呈现相同特征；
- **走势持续时间：**除了市场状态外，基金展现择时能力占比与走势持续时间也呈现一定相关性。如同样处于下跌状态，2017 年 11 月至 2018 年 12 月展现出择时能力基金比例远高于同样处于下跌状态的 2017 年 6 月至 11 月。2014 年 5 月至 2015 年 6 月上涨阶段中展现出择时能力基金比例也较 2015 年 9 月至 12 月高。

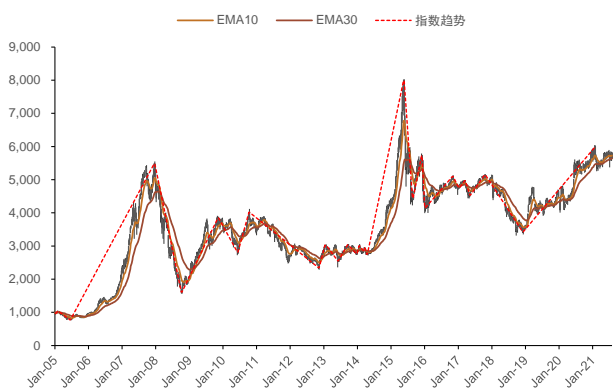
**图表 15：T-M 模型下市场偏弱时更多主动产品展现出择时能力**



**图表 16：H-M 模型下市场偏弱时更多主动产品展现出择时能力**



**图表 17：中证全指上涨与下跌趋势划分**



**图表 18：市场不同阶段持续时间**

| 开始日期       | 结束日期       | 市场状态 | 持续时间<br>(交易日) | 开始日期       | 结束日期       | 市场状态 | 持续时间<br>(交易日) |
|------------|------------|------|---------------|------------|------------|------|---------------|
| 2006/12/31 | 2008/1/11  | 上涨   | 250           | 2014/4/11  | 2014/5/9   | 下跌   | 19            |
| 2008/1/11  | 2008/10/31 | 下跌   | 196           | 2014/5/9   | 2015/6/12  | 上涨   | 270           |
| 2008/10/31 | 2009/12/4  | 上涨   | 269           | 2015/6/12  | 2015/9/18  | 下跌   | 68            |
| 2009/12/4  | 2010/7/2   | 下跌   | 140           | 2015/9/18  | 2015/12/25 | 上涨   | 66            |
| 2010/7/2   | 2010/11/5  | 上涨   | 83            | 2015/12/25 | 2016/1/29  | 下跌   | 25            |
| 2010/11/5  | 2012/11/30 | 下跌   | 507           | 2016/1/29  | 2016/11/25 | 上涨   | 200           |
| 2012/11/30 | 2013/2/8   | 上涨   | 48            | 2016/11/25 | 2017/2/3   | 下跌   | 45            |
| 2013/2/8   | 2013/6/28  | 下跌   | 88            | 2017/2/3   | 2017/4/7   | 下跌   | 44            |
| 2013/6/28  | 2013/10/11 | 上涨   | 69            | 2017/4/7   | 2017/6/2   | 下跌   | 38            |
| 2013/10/11 | 2014/1/17  | 下跌   | 70            | 2017/6/2   | 2017/11/10 | 上涨   | 111           |
| 2014/1/17  | 2014/2/14  | 上涨   | 16            | 2017/11/10 | 2018/12/28 | 下跌   | 279           |
| 2014/2/14  | 2014/4/4   | 下跌   | 36            | 2018/12/28 | 2021/6/30  | 上涨   | 606           |
| 2014/4/4   | 2014/4/11  | 上涨   | 5             |            |            |      |               |

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 19：经典模型下，当市场长期下跌时，更多基金表现出择时能力

| 开始日期       | 结束日期       | 市场状态 | T-M模型  |        |        | H-M模型  |        |        |
|------------|------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            |            |      | 择时正收益  | 不显著    | 择时负收益  | 择时正收益  | 不显著    | 择时负收益  |
| 2006/12/31 | 2008/1/11  | 上涨   | 6.51%  | 92.31% | 1.18%  | 24.55% | 74.25% | 0.60%  |
| 2008/1/11  | 2008/10/31 | 下跌   | 52.75% | 44.95% | 2.29%  | 60.70% | 28.82% | 10.48% |
| 2008/10/31 | 2009/12/4  | 上涨   | 3.73%  | 61.83% | 34.44% | 7.93%  | 73.57% | 18.50% |
| 2009/12/4  | 2010/7/2   | 下跌   | 13.65% | 83.81% | 2.54%  | 10.34% | 87.93% | 1.72%  |
| 2010/7/2   | 2010/11/5  | 上涨   | 1.68%  | 93.00% | 5.32%  | 1.43%  | 89.68% | 8.88%  |
| 2010/11/5  | 2012/11/30 | 下跌   | 14.82% | 75.74% | 9.43%  | 20.53% | 76.53% | 2.93%  |
| 2012/11/30 | 2013/2/8   | 上涨   | 3.25%  | 89.05% | 7.71%  | 9.32%  | 84.89% | 5.80%  |
| 2013/2/8   | 2013/6/28  | 下跌   | 23.02% | 75.60% | 1.39%  | 10.55% | 88.03% | 1.42%  |
| 2013/6/28  | 2013/10/11 | 上涨   | 7.18%  | 89.71% | 3.11%  | 6.32%  | 92.09% | 1.58%  |
| 2013/10/11 | 2014/1/17  | 下跌   | 7.28%  | 54.85% | 37.87% | 6.58%  | 76.50% | 16.92% |
| 2014/1/17  | 2014/2/14  | 上涨   | 2.79%  | 87.15% | 10.06% | 0.74%  | 93.11% | 6.15%  |
| 2014/2/14  | 2014/4/4   | 下跌   | 1.29%  | 96.88% | 1.84%  | 0.37%  | 98.88% | 0.74%  |
| 2014/4/4   | 2014/4/11  | 上涨   | 5.97%  | 67.27% | 24.41% | 5.93%  | 58.70% | 35.37% |
| 2014/4/11  | 2014/5/9   | 下跌   | 20.29% | 77.54% | 2.17%  | 31.34% | 67.39% | 1.27%  |
| 2014/5/9   | 2015/6/12  | 上涨   | 23.46% | 73.90% | 2.65%  | 17.42% | 81.13% | 1.45%  |
| 2015/6/12  | 2015/9/18  | 下跌   | 1.18%  | 90.83% | 7.99%  | 0.59%  | 90.27% | 9.14%  |
| 2015/9/18  | 2015/12/25 | 上涨   | 3.57%  | 92.03% | 4.40%  | 4.06%  | 93.18% | 2.76%  |
| 2015/12/25 | 2016/1/29  | 下跌   | 4.80%  | 92.00% | 3.20%  | 3.54%  | 94.69% | 1.77%  |
| 2016/1/29  | 2016/11/25 | 上涨   | 13.84% | 80.43% | 5.72%  | 15.50% | 79.30% | 5.21%  |
| 2016/11/25 | 2017/2/3   | 下跌   | 10.64% | 76.03% | 13.33% | 7.68%  | 83.92% | 8.40%  |
| 2017/2/3   | 2017/4/7   | 上涨   | 6.17%  | 90.65% | 3.18%  | 3.70%  | 94.45% | 1.85%  |
| 2017/4/7   | 2017/6/2   | 下跌   | 2.97%  | 92.94% | 4.09%  | 3.35%  | 92.66% | 4.00%  |
| 2017/6/2   | 2017/11/10 | 上涨   | 33.51% | 57.87% | 8.62%  | 26.12% | 67.29% | 6.60%  |
| 2017/11/10 | 2018/12/28 | 下跌   | 69.86% | 27.07% | 3.07%  | 67.02% | 30.75% | 2.23%  |
| 2018/12/28 | 2021/6/30  | 上涨   | 4.34%  | 71.22% | 24.44% | 4.48%  | 60.29% | 35.17% |

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

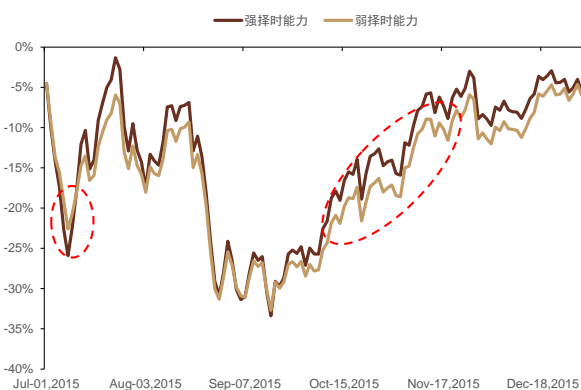
## 经典模型下强择时基金表现

**经典模型更加强调与市场走势同步调整。**通过 T-M 模型及 H-M 模型寻找出具备择时能力基金后，我们希望观察这类基金产品收益表现特征。时间上，我们选取了历史较为特殊两个时段，2015 年下半年和 2018 年上半年。观察对象方面，我们以对应时段内变现出最强择时能力的 1/5 基金组成强择时能力组合，以择时能力最弱的 1/5 基金组成弱择时能力组合，并以最新基金规模进行加权。

- **2015 年下半年组合表现：**2015 年权益市场由牛市突然转向熊市，市场出现了两次大幅回调，分别为 2015 年 7 月和 2015 年 9 月。面对突如其来市场变化，经典模型筛选的强择时组合相较弱择时组合并未展现出回撤控制能力，在 7 月与 9 月两次回调中并未获得明显超额收益。9 月后市场反弹，强择时组合超额收益走阔；
- **2018 年上半年组合表现：**2018 年上半，市场开始再一次回调，且此后并未展现出反弹迹象。由 T-M 组合和 H-M 组合筛选出的强择时组合同样未能在 1 月出现的快速回调中表现出回撤控制能力。此后市场进一步下探，但回调幅度相对较慢，两模型的强择时组合也在此过程中组建占优。

从 T-M 模型及 H-M 模型对择时能力的刻画，不难发现模型强调基金市场 Beta 与市场收益的同步调整。假若市场出现持续单边行情时，我们认为基金较大概率在 T-M 模型或 H-M 模型下展现择时能力。

**图表 20：2015 年 T-M 模型下强择时基金组合回撤一度高于择时能力最弱组合**

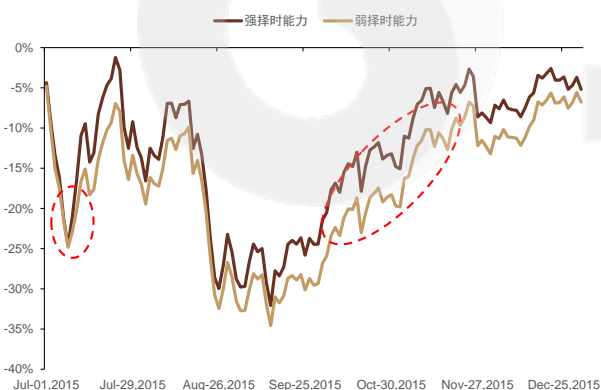


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

**图表 21：2018 年上半年 T-M 模型下强择时组合随时间推移收益差异拉大**

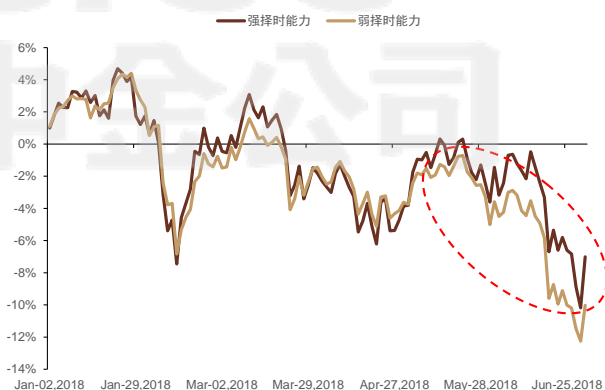


**图表 22：2015 年 H-M 模型下强择时基金组合回撤幅度大体上一致**



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

**图表 23：2018 年上半年 H-M 模型下强择时取组合随时间推移收益差异拉大**



## 基于 Beta 变动的择时能力刻画

### 强调事前 Beta 调整的择时指标构建

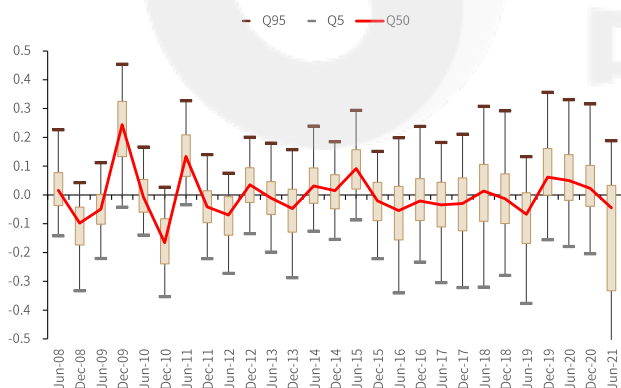
#### 换个角度看择时能力

**强调事前 Beta 调整择时收益指标。**正如前文讨论，假若将基金择时能力理解为权益资产仓位调整不能完全反映产品择时操作。经典模型在衡量择时能力时强调的是基金市场 Beta 暴露与市场走势的同步调整。结合以上两种思路，我们尝试从新角度去理解基金择时，将基金择时理解为产品基于对未来市场走势判断提前调整所获得的收益。同样聚焦于基金产品 Beta 暴露，我们将衡量择时收益定量指标设为基金当前市场 Beta 变化与未来市场的乘积，具体计算方法如下：

$$\text{基金择时收益}_t = \sum_{i=1}^N (w_{i,t}^P - w_{i,t-1}^P)(\beta_{i,t-1} R_{t+1}^M)$$

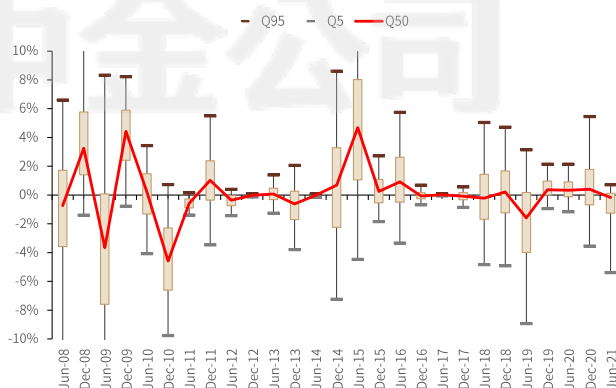
从主动权益产品历史市场 Beta 变化看，2010 年前变动幅度相对较大，一定程度上是由于当时权益资产仓位水平波动较大所导致。2010 年后，整体变动幅度相对有限，市场 Beta 的 IQR 值也相对稳定。进入 2019 年，主动产品连续三个半年市场 Beta 中位数处于上升趋势，2021 年则出现明显下调。

图表 24：历史 Beta 变动及分布情况



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 25：历史择时收益变动及分布情况

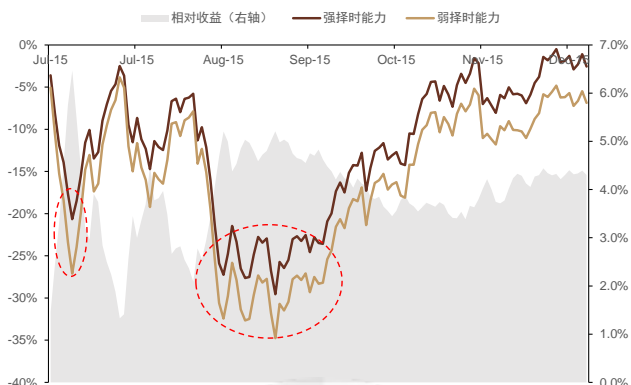


#### 强择时能力基金倾向于捕获拐点机会

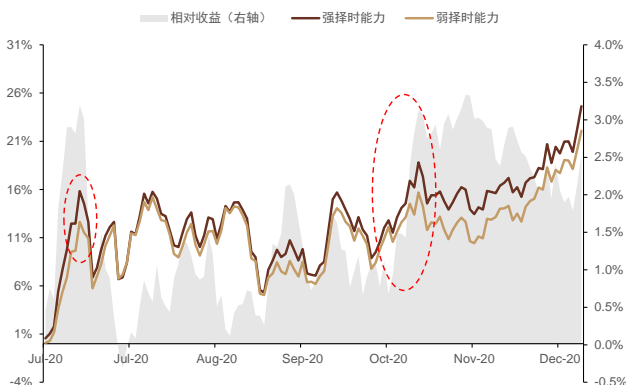
**强择时能力基金倾向于在市场拐点获得超额收益。**与前文讨论经典择时模型相似，我们尝试观察当期获得较高择时收益基金产品表现情况。同样以择时收益最高前 20% 基金组建强择时组合，以择时收益最低 20% 基金组建弱择时组合。我们主要观察了 2015 年下半年及 2020 年下半年两个时段。2015 年上半年，市场由强转弱，市场分别于 7 月份及 9 月份经历了两次较为快速下跌，期间强择时组合相较弱择时组合而言，获得较为明显的相对收益。2015 年后市场反弹过程中，强择时组合累计相对收益有所收窄。综合来看，强择时组合相对收益主要来自两次市场回调。2020 年下半年，市场经历了两次较快速度上涨，分别为 7 月份及 10 月份。同

样，在这两次市场上涨中，强择时组合获得较为明显超额收益。2020 年下半年期间，强择时组合主要超额收益来自以上两个快速上涨期。我们以 T-M 模型选取的强择时组合相较弱择时组合超额收益与我们构建择时收益指标进行对比，可以发现，T-M 模型所区分组合超额收益并非来自市场出现拐点时，而是产生在形成上涨/下跌趋势后。

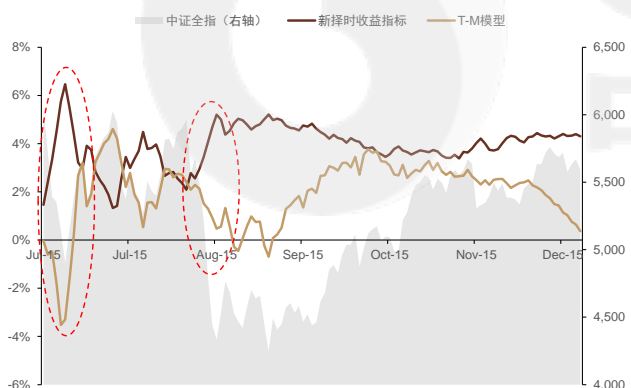
**图表 26：2015 年下半年我们构建择时指标选取的强择时组合回撤较小**



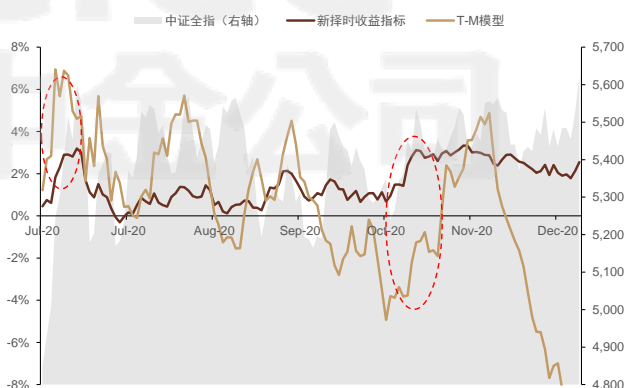
**图表 27：2020 年下半年我们构建择时指标所选取强择时组合同样于市场大幅上涨时获得超额收益**



**图表 28：2015 年下半年 T-M 模型强择时组合超额收益并非来自市场拐点**



**图表 29：观察 2020 年下半年，T-M 模型区分组合于市场拐点也未展现出超额收益**



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

**行业 Beta 调整是强择时组合获得择时收益主要手段。**我们进一步对强择时收益来源进行拆解，由于组合主要通过 Beta 影响我们构建的择时收益指标，我们通过拆解强择时组合 Beta 调整情况来观察组合如何进行 Beta 调整，具体拆解为四部分：

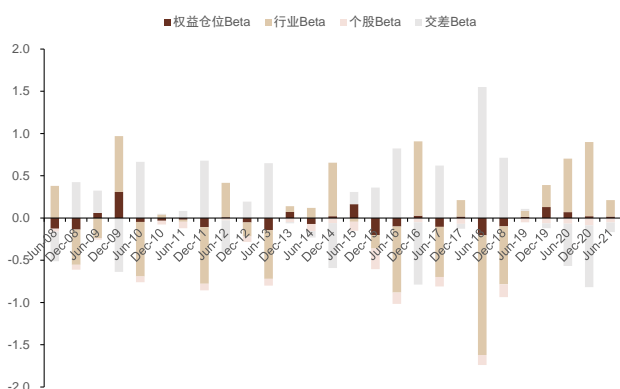
- **权益仓位 Beta 变化：**假设持仓不变，权益仓位变动所带来 Beta 变化；
- **行业 Beta 变化：**假设总仓位不变，行业间权重变化带来 Beta 变化；
- **个股 Beta 变化：**假设行业权重不变，行业内个股权重变化带来 Beta 变化；
- **交差 Beta 变化：**以上三种 Beta 变化不能解析部分，主要通过相减获得。

长期来看，整体权益仓位调整对基金 Beta 变化贡献较少，行业 Beta 是强择时组合调整 Beta

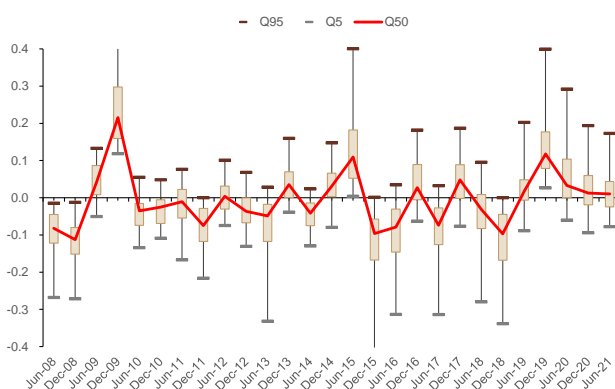
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

主要手段。具体看每期分布，可以发现不同产品整体权益仓位 Beta 变化差异相对较少，而行业 Beta 变化差异则相对较大。聚焦个股 Beta 调整情况，可以发现强择时组合长期以来倾向于在行业内调低个股 Beta，一定程度是强择时组合跨行业换股所导致。

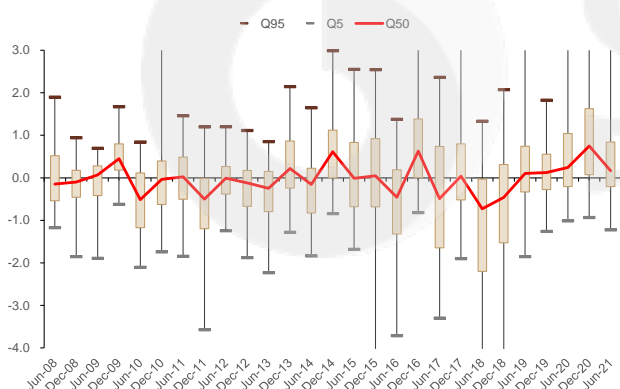
**图表 30：强择时组合主要于行业及个股层面进行 Beta 调整**



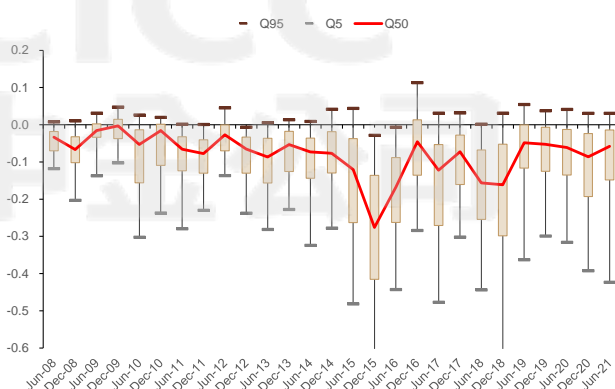
**图表 31：权益仓位 Beta 调整相对有限，且基金间差异也相对有限**



**图表 32：行业 Beta 调整是强择时组合调整 Beta 主要手段，产品间差异较大**



**图表 33：强择时组合在个股层面更加倾向于“调降” Beta**



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

## 谈择时能力前先看择时意愿

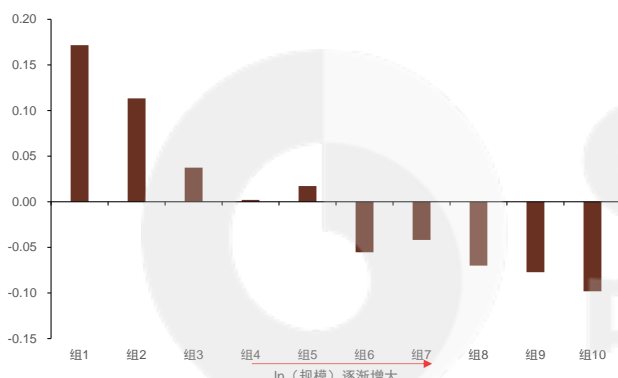
**择时收益是择时意愿与择时能力的综合体现。**择时收益可以理解和管理人择时后获得的结果，而对市场有择时意愿并进行持仓调整是获得择时收益的前提。所以择时收益可以理解和管理人择时意愿与择时能力的综合体现。在考量管理人择时能力前，首先需要对影响管理人择时意愿因素进行控制及剥离。

**Beta 绝对变动可理解为择时意愿。**我们构建择时收益指标由 Beta 变动与市场收益两部分组成。不考虑市场收益方向下，Beta 绝对变动方向可以一定程度上理解和管理人的择时意愿。通过分组方法，我们考察了历史上 Beta 绝对变动与规模、集中度、收益率、绝对 Beta 水平、换手及资金净流入的关系：

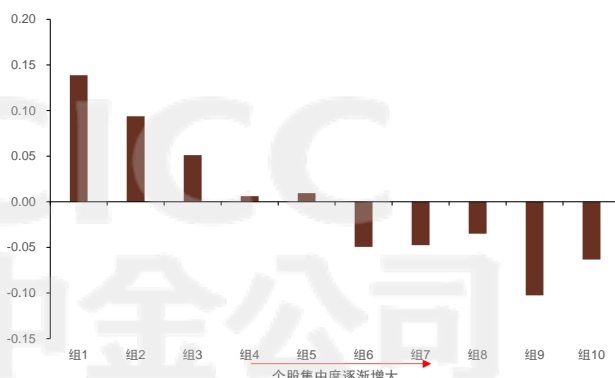


- **基金规模与个股集中度单调性较强：**十分组后，基金规模与基金 Beta 绝对值变化呈现较为明显单调性，规模越小产品 Beta 绝对值变化倾向更高。个股集中度同样呈现出单调性，集中度越低产品 Beta 绝对值变化更高；
- **收益最高及最低组倾向于调整 Beta：**以过去一年收益进行分组后，Beta 绝对变化值并未呈现单调性，但收益较低组及较高组均更倾向于调整 Beta；
- **Beta 绝对水平与 Beta 绝对变化无关，但于与 Beta 变化有关：**分组后 Beta 绝对水平与 Beta 绝对变化值并未呈现出单调性，但 Beta 水平与 Beta 变化（带方向）存在较为明显单调性。换言之，Beta 最低基金倾向调高 Beta，过高产品则倾向调低 Beta；
- **换手呈现出单调性，资金净流入较低倾向不调整 Beta：**假若以过去一年 SEC 换手率分组，换手率越高，Beta 调整意愿则越高。反观资金净流入情况，分组后并未出现单调性，但资金净流入较低组倾向不调整 Beta。

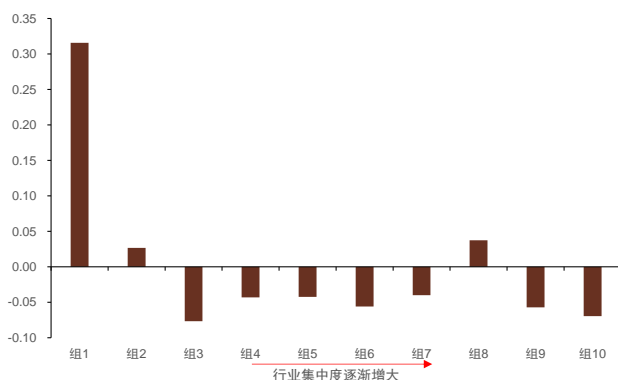
**图表 34：基金规模与 Beta 绝对变动存在一定负相关关系**



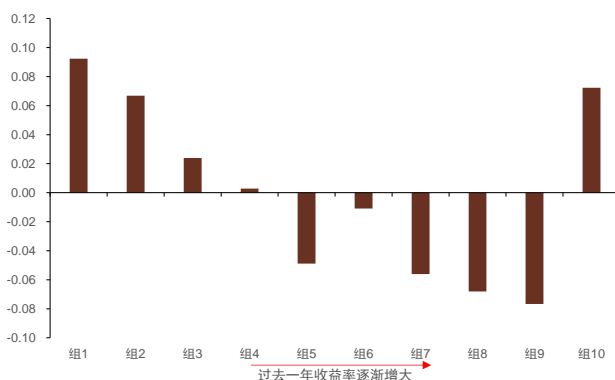
**图表 35：随着基金个股集中度增大，Beta 绝对变动有下降趋势**



**图表 36：行业集中度与 Beta 变动并未出现明显单调性，但行业集中度最低组 Beta 变动明显较高**

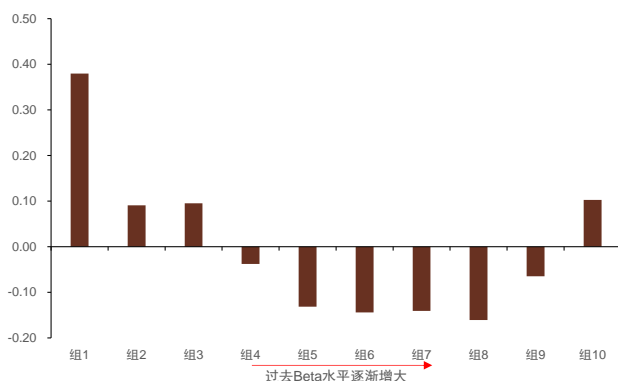


**图表 37：过去一年收益率最高以及最低组在 Beta 变动上均相对较高**

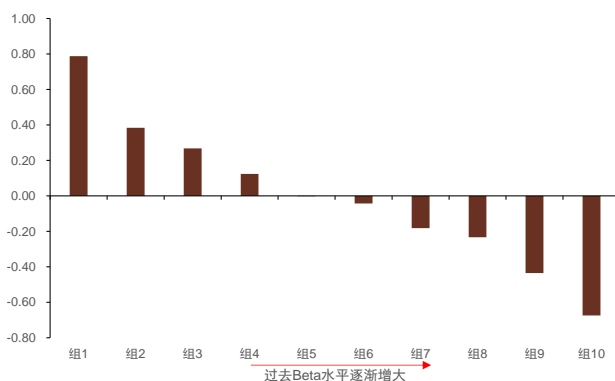


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

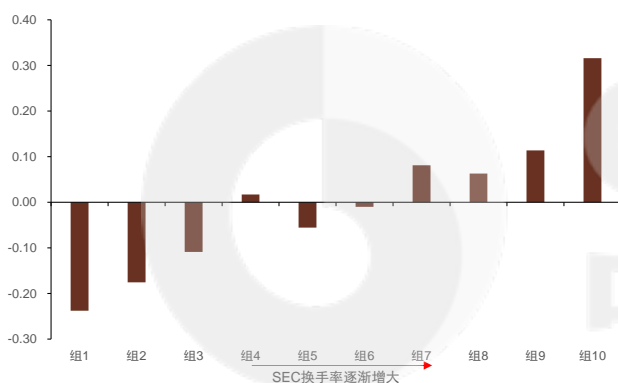
图表 38: Beta 水平与 Beta 变动并未呈现单调性



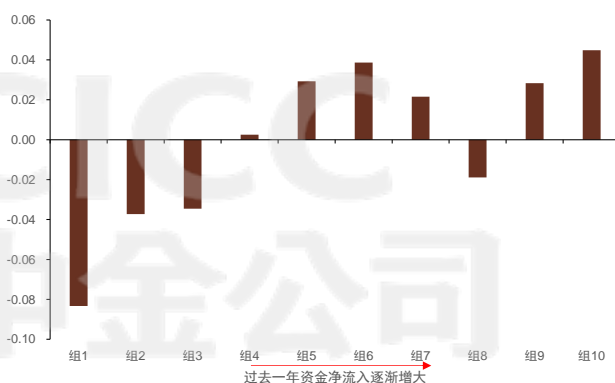
图表 39: 若以 Beta 水平与带方向 Beta 变动计算相关性，结果单调性明显



图表 40: 过去一年 SEC 换手率越高，基金调整 Beta 的程度越高



图表 41: 资金净流入与 Beta 绝对变动有一定相关性的



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

## 定量刻画择时能力

### 择时能力指标的构建

通过绝对 Beta 变动与基金其他指标相关性计算，我们发现基金资产规模、个股集中度等指标均与 Beta 绝对变动表现出相关性。在测量基金择时能力时，这些指标需要进行限制才能真正反映择时能力。通过截面回归的方法，我们尝试对基金择时能力进行定量测算，具体截面回归方程如下，其中  $X_t$  为规模等指标。在回归方程上我们加入了市值风格及估值风格指标，主要考虑到不同赛道基金于择时操作上或存在一定差异，通过市值及估值风格对产品进行区分。最终回归残差  $\varepsilon_t$  作为基金择时能力定量指标。

$$\text{基金择时收益}_t = a_0 + a_2 X_t + a_3 \text{市值得分} + a_4 \text{估值得分} + \varepsilon_t$$

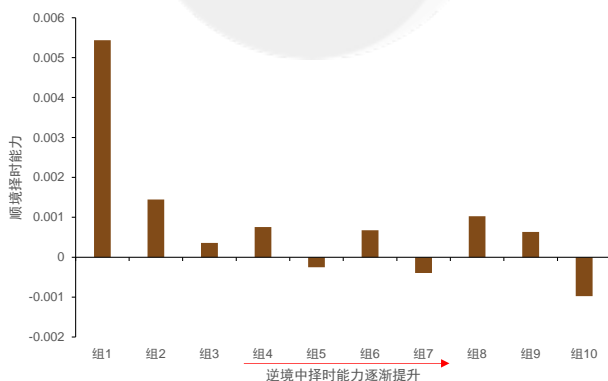
## 择时能力需要区分市场环境

**上涨进攻性与下跌防御性不可兼得。**若管理人于市场上涨时表现出择时能力，一定程度上可以理解为管理人操作上更具进攻性。相对应，若管理人于市场下跌时表现出择时能力，则可理解为防御性。从管理行为上，管理人往往较难同时表现出进攻性与防守性。我们选取了 2015 年下半年与 2016 年上半年表现出强择时能力的产品（该阶段市场下跌，管理人择时能力体现防御性），并考察了这些产品于 2019 年市场上涨时择时能力。发现这些产品随着逆境择时能力的提升，顺境择时能力倾向于下降。值得注意的是，逆境择时能力最弱的 10% 产品表现出了最强的顺境择时能力。

**择时能力需要区分顺逆境。**既然管理人较难同时具备进攻性与防守性，那展现出进攻/防守择时能力的产品对应的择时能力是否能够延续？我们分别观察了历史上较具代表性的时段，具体下跌阶段包括 2013 年、2015 年和 2018 年，上涨时段包括 2012 年、2014 年和 2019 年。于 2015 年下跌时期，我们以择时能力指标筛选出 2013 年最具择时能力产品，2018 年则选取 2015 年期间最具择时能力产品，并观察组合在 2015 年及 2018 年表现。可以发现，组合于 2015 年 8 月至 2016 年 4 月期间相较于弱择时组合表现出了较为明显超额收益。2018 年市场下跌期间强择时组合同样有相对表现。以上现象一定程度表明逆境择时能力的延续性。对于顺境择时能力，我们用同样的方法，发现产品组合同样较弱择时组合获得相对收益。

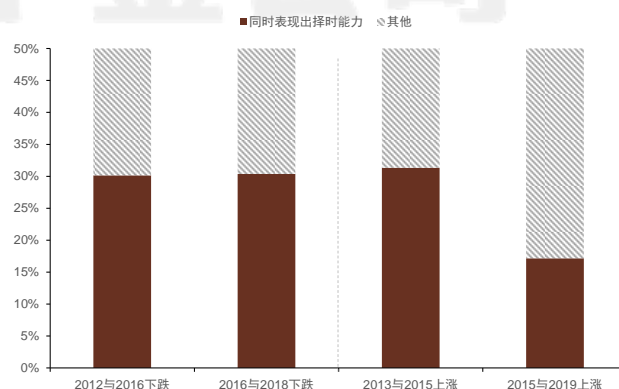
**逆境组合相对稳定性更强。**对于顺逆境择时能力，我们统计了 2012 年展现了逆境择时能力产品中，于 2016 年仍表现出逆境择时能力的产品比例。2018 年逆境中，我们做了同样统计。两个比例均在 30%，整体相对稳定。而 2015 年顺境中，该比例也约 30%，但到了 2019 年，该比例下降至不足 20%。

**图表 42：2015、2016 年表现出防御性产品于 2019 年市场上涨时并未展现出上涨弹性**

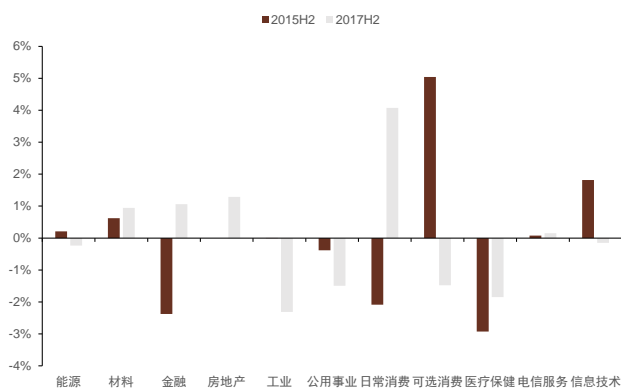


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

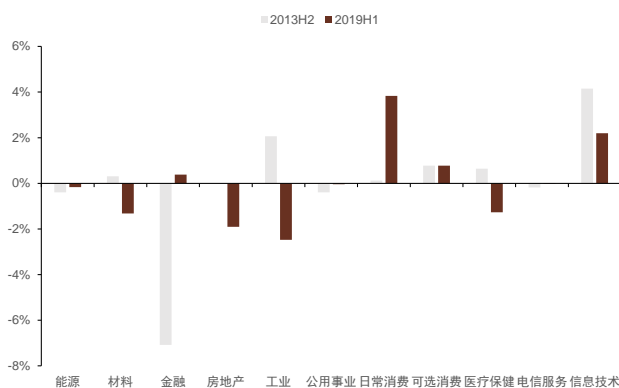
**图表 43：相对于顺境择时能力，逆境择时能力稳定性更强**



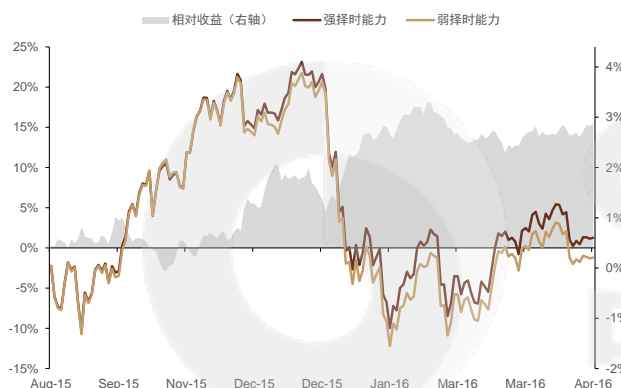
图表 44：逆境中强择时组合行业权重调整情况



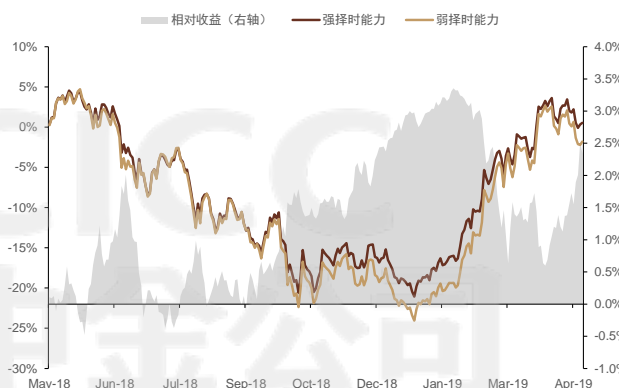
图表 45：顺境中强择时组合行业权重调整情况



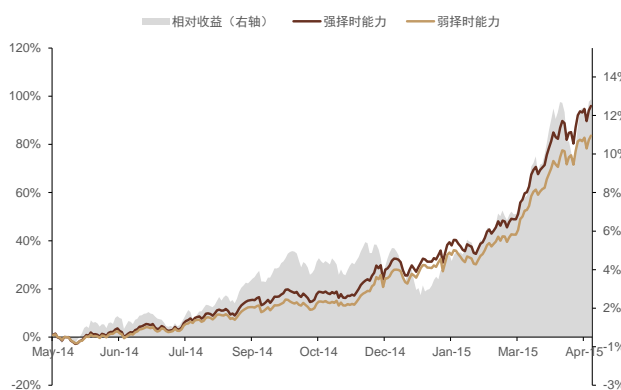
图表 46：2012 年期间展现逆境择时产品于 2015 年展现出回调控制能力



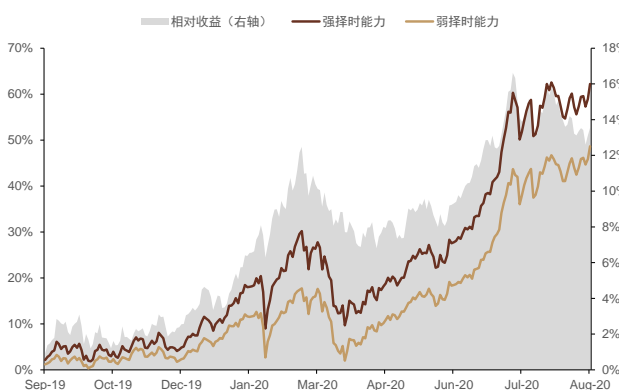
图表 47：2015 年期间展现逆境择时产品于 2018 年展现出回调控制能力



图表 48：2013 年期间展现顺境择时产品于 2014 年展现出较强上涨弹性



图表 49：2014 年期间展现逆境择时产品于 2019 年展现出回调控制能力



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

## 择时能力指标应用

### 顺、逆境择时能力组合构建

#### 全市场下构建基金组合

**顺逆境择时组合均于对应市场环境下获得相对收益。**在构建了择时能力指标后，我们尝试分别构建逆境择时组合以及顺境择时组合。组合构建思路为在筛选出强择时意愿组合后，分别以逆境、顺境择时能力指标选出组合，具体方法如下：

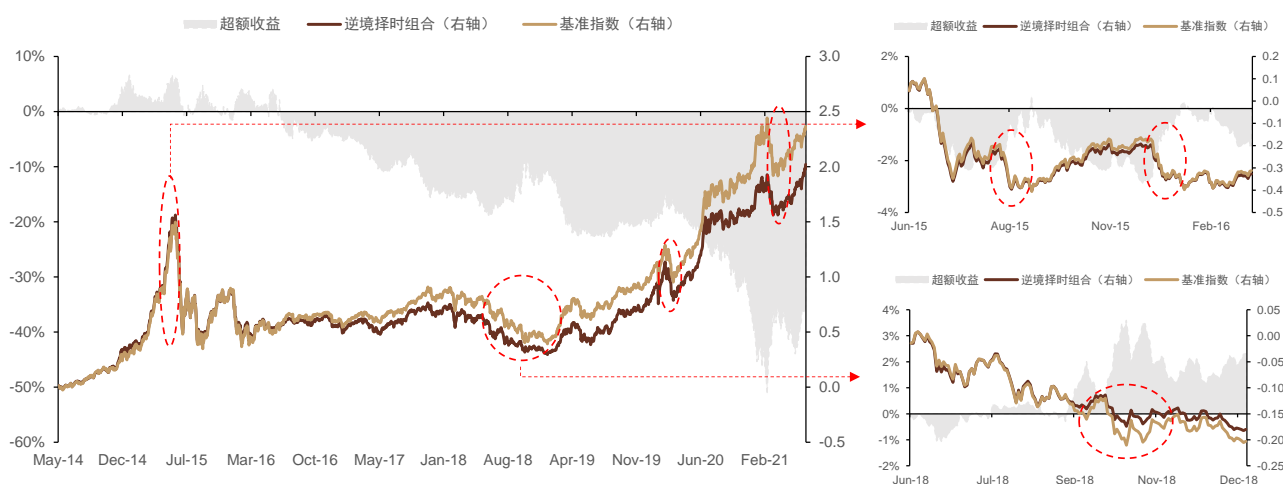
- 1、对最新规模超过 1 亿元产品分别计算规模、个股集中度等指标，并计算标准得分，通过等权相加每个指标获得基金择时意愿指标，最后以排序方法保留择时意愿最高 20% 基金；
- 2、分别以逆境、顺境指标对基金产品进行排序，选取前 30 只产品构建逆境、顺境择时组合，每只基金赋予相同权重。

为对比基金组合表现，我们以同期内主动基金等权组合作为基准，从收益情况来看，顺、逆境择时组合均于对应市场环境下获得相对收益。

**逆境择时组合：**2014 年 4 月底到 2021 年 6 月底，逆境择时组合累计收益为 202.11%，基准指数收益为 236.67%。虽然逆境择时组合整体跑输基准指数，但于市场较弱时逆境择时组合倾向于获得超额收益，如 2016 年上半年、2018 年下半年等。

**顺境择时组合：**顺境择时组合 2014 年 4 月底至 2021 年 6 月底累计收益为 242.35%，小幅跑赢基准指数。同样，顺境择时组合于其对应市场环境下倾向于获得超额收益，如 2019 年上半年、2020 年等。

图表 50：逆境择时组合表现



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 51：顺境择时组合表现



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

## 综合运用顺、逆境组合的尝试

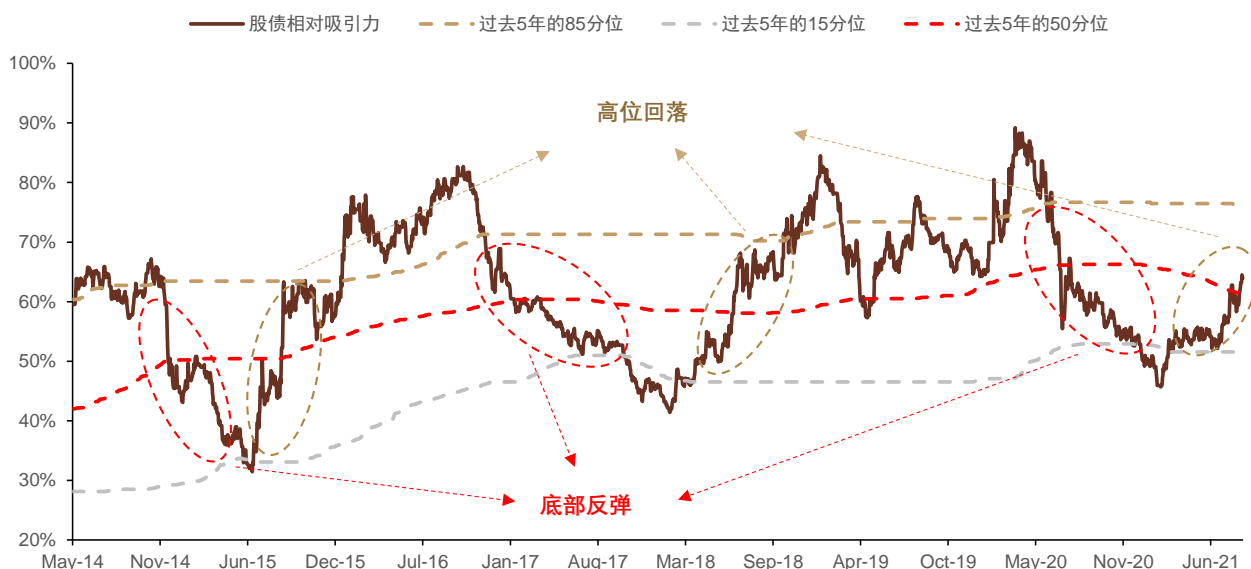
### 基于股债相对吸引力

通过股债相对吸引力捕获市场拐点。观察顺、逆境择时组合，可以发现组合倾向于在市场拐点来临时获得相对收益。基于股债相对吸引力，我们尝试寻找市场拐点，并于合适时期选取对应择时组合，其他时段则持有基准指数。股债相对吸引力以股息率与债券收益率衡量股票价格水平，是较为常用的指标。我们分别以过去 5 年 85% 分位数以及 15% 分位数作为股债相对吸引力相对高位及相对低位，并以股债相对吸引力从高位往低位移动作为市场底部反弹阶段，相反走向则定义为市场高位回落阶段，只要市场处于底部反弹或高位回落阶段，我们则对应持有顺境、逆境择时组合，其余时段则持有基准指数。若股债相对吸引力触及 85% 分位数线或 15% 分位数线则进行调仓：

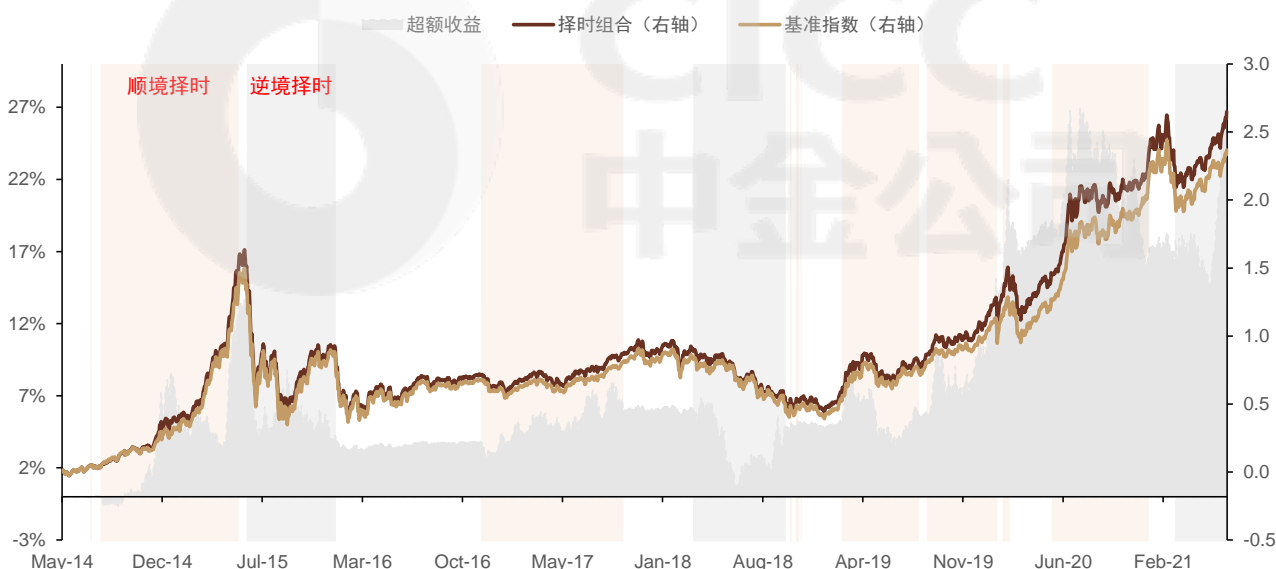
- ▶ **持有仓情况：**2014 年 4 月至 2021 年 6 月接近 1,800 个交易日中，组合约 65.86% 个交易日持有顺境/逆境择时组合，其中持有顺境择时组合占总交易天数比例为 45.88%，逆境择时组合则占比 19.99%；
- ▶ **收益情况：**组合累计收益为 265.11%，优于基准指数 236.67% 的累计收益率。假若单独看持有顺境或逆境择时组合交易日，总收益率为 250.65%，期间基准指数对应收益率为 223.33%。波动率方面，组合年化波动率为 22.86%，基准指数波动率则为 22.94%，风险收益比分别为 1.37 与 1.27，风险收益角度组合也优于基准指数。



图表 52：基于股债相对吸引力对市场阶段进行划分



图表 53：基于股债相对吸引力指标对顺/逆境择时组合进行结合



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

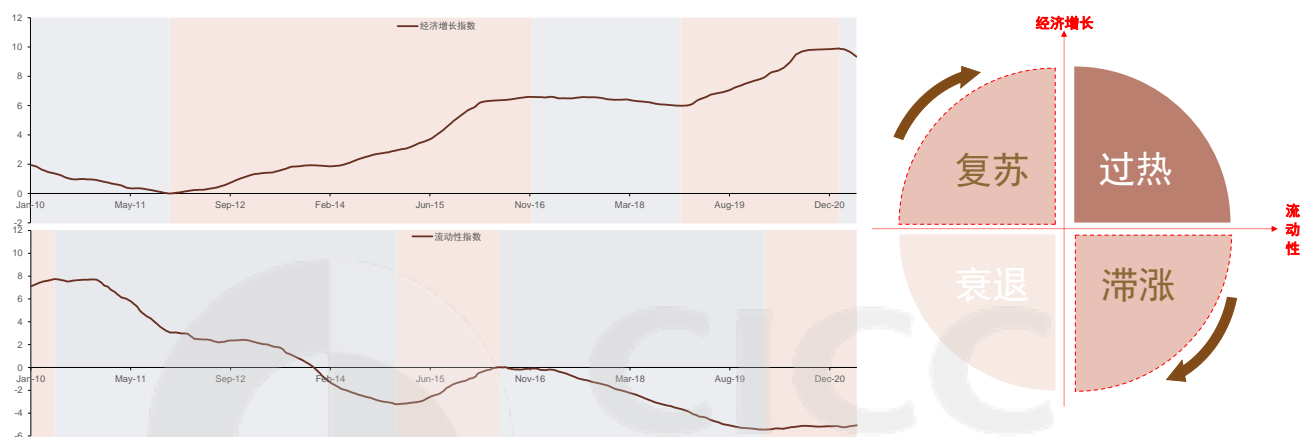
## 基于宏观指标

**基于宏观指标捕获市场拐点。**与通过股债相对吸引力指标类似，我们尝试基于宏观指标对市场拐点进行划分。宏观指标方面，我们主要关注经济增长指标以及流动性指标。此前，我们曾基于常见的宏观指标构建了经济增长指数以及流动性指数，并根据指数走势划分了指数对应上升/下跌周期。根据走势，我们能够区分出宏观环境的四个阶段，分别为复苏、过热、滞涨及衰退。由于我们主要关注市场拐点，因此将重心放在市场复苏及滞涨阶段，并于市场复苏阶段持有顺境择时组合，市场处于滞涨时持有逆境择时组合，其余时间持有基准指数：

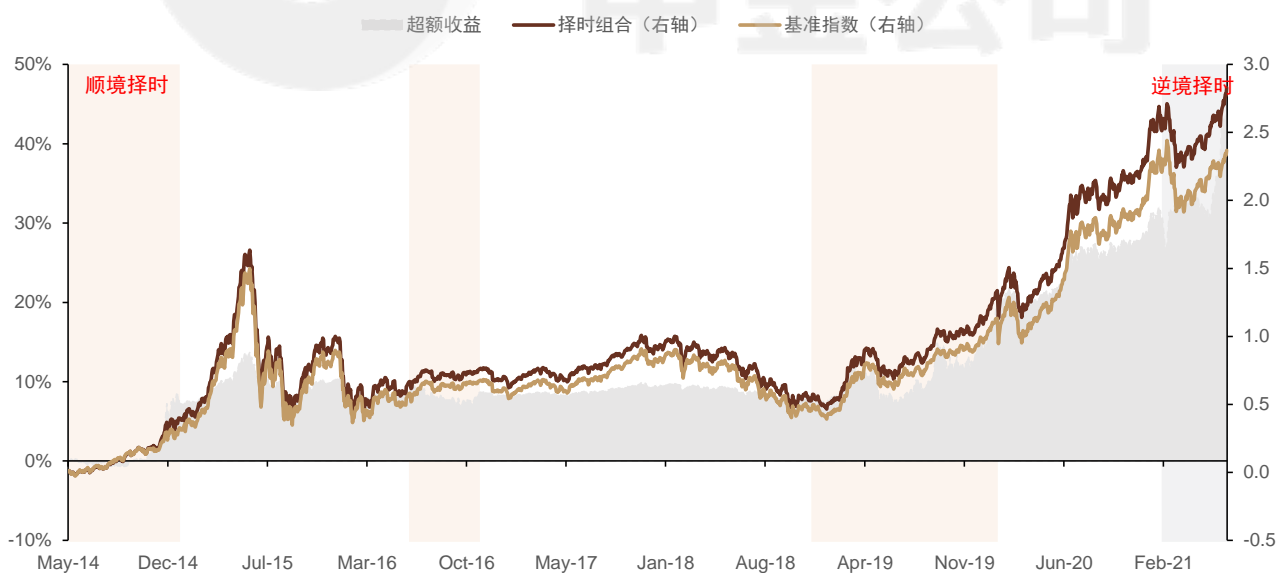
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- **持有仓情况：**2014 年起接近 1,800 个交易日中，组合约 37.29%个交易日持有顺境/逆境择时组合，其中持有顺境择时组合占总交易天数比例为 31.73%，逆境择时组合则占比 5.56%；
- **收益情况：**组合累计收益为 282.94%，优于基准指数。假若单独看持有顺境或逆境择时组合交易日，总收益率为 144.39%，期间基准指数对应收益率为 114.68%。波动率方面，组合年化波动率为 16.21%，基准指数波动率则为 15.78%，风险收益比分别为 2.53 与 2.16，风险收益角度组合也优于基准指数。

图表 54：基于经济增长、流动性对市场进行划分



图表 55：基于宏观指标对顺、逆境择时组合进行结合



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

## 作者信息



**邓志波**

SAC 执证编号: S0080518100002  
SFC CE Ref: BQD384  
zhibo.deng@cicc.com.cn



**王浩**

SAC 执证编号: S0080516090001  
SFC CE Ref: BMQ376  
hao.wang@cicc.com.cn



**刘均伟**

SAC 执证编号: S0080520120002  
SFC CE Ref: BQR365  
junwei.liu@cicc.com.cn



**王汉锋**

SAC 执证编号: S0080513080002  
SFC CE Ref: AND454  
hanfeng.wang@cicc.com.cn



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及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。中金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。中金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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

#### 中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

#### 股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

#### 行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624  
编辑：赵静



### 北京

中国国际金融股份有限公司  
中国北京建国门外大街 1 号  
国贸写字楼 2 座 28 层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505 1166  
传真: (86-10) 6505 1156

### 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路 5033 号  
平安金融中心 72 层  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

### 东京

中国国际金融日本株式会社  
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号  
丸の内二重橋ビル 2 1 階  
Tel: (+813) 3201 6388  
Fax: (+813) 3201 6389

### 纽约

CICC US Securities, Inc  
32<sup>nd</sup> Floor, 280 Park Avenue  
New York, NY 10017, USA  
Tel: (+1-646) 7948 800  
Fax: (+1-646) 7948 801

### 伦敦

China International Capital Corporation (UK)  
Limited  
25th Floor, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (+44-20) 7367 5718  
Fax: (+44-20) 7367 5719

### 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

### 香港

中国国际金融（香港）有限公司  
香港中环港景街 1 号  
国际金融中心第一期 29 楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch  
Office  
One Embarcadero Center, Suite 2350,  
San Francisco, CA 94111, USA  
Tel: (+1) 415 493 4120  
Fax: (+1) 628 203 8514

### 新加坡

China International Capital Corporation  
(Singapore) Pte. Limited  
6 Battery Road, #33-01  
Singapore 049909  
Tel: (+65) 6572 1999  
Fax: (+65) 6327 1278

### 法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)  
GmbH  
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311  
Frankfurt a.M, Germany  
Tel: (+49-69) 24437 3560