2024 年 01 月 16 日

股票型基金投顾产品的投资策略分类

——基金研究系列（27）

魏建榕（分析师）
weijianrong@kysec.cn
证书编号：S0790519120001

傅开波（分析师）
fukaibo@kysec.cn
证书编号：S0790520090003

● **三大维度刻画股票型基金投顾**

基金投顾产品的投资策略较为丰富，有些配置指数基金（例如 AI 指数增强、新锐指数组合等），有些依靠轮动（例如盈添宽基轮动等），有些做大类资产配置（例如哥伦布领航、麦哲伦宏观多策略等）。我们利用三大维度定量刻画股票型基金投顾产品，包括**换手率、集中度和数量、权益基金的偏好**。

● **宏观驱动：自上而下的宏观研究驱动大类资产配置**

宏观驱动主要是通过自上而下的宏观研究驱动大类资产配置，根据宏观择时判断各大类资产的比例。可分为宏观配置和宏观轮动。**宏观配置**整体以分散组合风险为目的，虽然在大类资产的数量上较广，但在持有基金、大类资产比例上的变化率不高（例如 G2 组合、AI 指数增强、简慢投资组合等）。**宏观轮动**，整体在大类资产类别上分布较广，组合会根据宏观择时判断调整各类型资产的比例，在持有基金以及大类资产上的换手较高（例如全明星精选、麦哲伦宏观多策略、哥伦布领航）。

● **行业轮动：聚焦中观行业比较，指数产品占比高**

行业轮动主要聚焦于中观的行业比较，通过行业轮动来获取正收益。其组合特点在于行业集中度较高、行业换手率较高以及持有的指数基金占比较高（例如优选增强、财星选成长策略、新锐指数组合、盈添宽基轮动等）。

● **指数驱动：利用指数基金构建核心仓位**

2022 年以来指数整体比主动权益基金的表现要好，很多基金投顾在基金选择上也慢慢加大了在指数基金上的配置。**指数驱动**这类策略主要由指数（包含量化）基金构建核心仓位，与行业轮动策略不同的是体现在行业集中度上较为分散（例如饭团优选进取、大圣三打新股精、司南股债积极组合）。

● **主动优选：在四类基金投顾策略中数量占比最高**

主动优选是股票型基金投顾中策略数量最多的一种（共有 110 只），典型特征是其主动权益基金占比较高。根据 2021 年至 2023 年成长价值因子的分数，将主动优选进一步细分为**风格持续**和**风格轮动**。我们将风格持续型的主动优选基金投顾进一步分为成长型（18 只）、均衡型（33 只）和价值型（7 只）。从近两年业绩可以看到，均衡型和价值型的业绩较成长型表现更佳，大部分基金投顾产品更偏好均衡风格。风格轮动型的主动优选基金投顾，从 2021 年至 2023 年主理人在主动权益基金的选择上出现了风格轮动，根据成长/价值因子的阈值变动，我们筛选出 36 只风格轮动型的基金投顾产品，整体漂移的路径一般是从成长切换到价值或者均衡，这也与近两年的市场风格有直接的关系。

● **风险提示：**基金投顾组合上线平台较多，本文只列举了在天天基金及且慢上的基金投顾组合。另外，本文不构成对基金投顾产品的具体投资建议，历史业绩并不代表未来业绩。

金融工程研究团队

魏建榕（首席分析师）
证书编号：S0790519120001

张 翔（分析师）
证书编号：S0790520110001

傅开波（分析师）
证书编号：S0790520090003

高 鹏（分析师）
证书编号：S0790520090002

苏俊豪（分析师）
证书编号：S0790522020001

胡亮勇（分析师）
证书编号：S0790522030001

王志豪（分析师）
证书编号：S0790522070003

盛少成（分析师）
证书编号：S0790523060003

苏 良（分析师）
证书编号：S0790523060004

何申昊（研究员）
证书编号：S0790122080094

陈 威（研究员）
证书编号：S0790123070027

蒋 韬（研究员）
证书编号：S0790123070037

相关研究报告

《从投顾调仓行为出发构建 FOF 策略—基金研究系列（26）》-2023.12.30
《基金投顾的全方位解析及 FOF 策略构建—基金研究系列（24）》-2023.09.28

目 录

1、 引言：股票型基金投顾业绩分化大，产品策略较为丰富 4
2、 三大维度刻画股票型基金投顾 5
2.1、 换手率：大类资产换手率与近两年的业绩呈现正相关 5
2.2、 集中度和数量：不同产品在集中度和数量上的分化较大 6
2.3、 权益基金的偏好：近两年股票型指数占比越高，组合业绩越佳 8
3、 股票型基金投顾的投资策略分类 9
3.1、 宏观驱动：自上而下的宏观研究驱动大类资产配置 10
3.1.1、 宏观配置：静态的宏观驱动，以分散组合风险为目的 10
3.1.2、 宏观轮动：动态的宏观驱动，根据宏观择时调整大类资产比例 11
3.2、 行业轮动：聚焦中观行业比较，指数产品占比高 12
3.3、 指数驱动：利用指数基金构建核心仓位 13
3.4、 主动优选：在四类基金投顾策略中数量占比最高 15
3.4.1、 风格持续：大部分基金投顾偏好均衡 15
3.4.2、 风格轮动：轮动路径以成长切换至价值或均衡居多 17
4、 四种基金投顾策略的业绩表现 19
5、 风险提示 20

图表目录

图 1： 四类基金投顾产品的分类标准和产品数量：根据权益资产的权重划分 4
图 2： 四种类型基金投顾产品近两年收益率：股票型产品的收益分化较大 4
图 3： 四种类型换手率：基金换手率与近两年业绩呈现负相关，而大类资产换手率与近两年的业绩呈现正相关 6
图 4： 基金集中度 Top5 的股票型基金投顾产品：大多偏好持有指数类的产品 7
图 5： 基金集中度 Bottom5 的股票型基金投顾产品：持有基金数量较多，每只基金的持仓权重较小 7
图 6： 大类资产集中度 Top5 的股票型基金投顾产品：几乎满仓 A 股 7
图 7： 大类资产集中度 Bottom5 的股票型基金投顾产品：在大类资产上的权重较为分散 8
图 8： 行业集中度 Top5 的股票型基金投顾产品：长期在特定行业上有较为明显的超配 8
图 9： 行业集中度 Bottom5 的股票型基金投顾产品：配置主要对标宽基或偏股混合型基金指数，行业分布较分散 8
图 10： 不同权益基金占比 Top10 的股票型基金投顾产品：近两年股票型指数占比越高，组合业绩越好 9
图 11： 股票型基金投顾的投资策略分类 10
图 12： 宏观配置的定量维度特征：在持有基金、大类资产比例上的变化率不高 10
图 13： 宏观配置型的基金投顾产品（(按 2023 年收益排序取前十）：G2 组合、AI 指数增强等 2023 年收益居前 10
图 14： 宏观轮动的定量维度特征：在持有基金、大类资产比例上的换手率较高 11
图 15： 宏观轮动型的基金投顾产品（按 2023 年收益排序）：全明星精选、麦哲伦宏观多策略等 2023 年收益居前 11
图 16： 行业轮动的定量维度特征：指数基金占比较高，行业集中度较高 12
图 17： 行业型的基金投顾产品（按 2023 年收益排序取前十）：财通优选增强、财星选成长策略等 2023 年收益居前 12
图 18： “十年成长优选”的业绩表现：连续超过沪深 300 13
图 19： “十年成长优选”的板块配置：板块变动较大，2022 年下半年起几乎没有金融仓位 13
图 20： “十年成长优选”的持仓明细：2023 年剔除了光伏并增配北证 50 13
图 21： 指数驱动的定量维度特征：指数基金占比较高，一级行业集中度较低 13
图 22： 指数轮动型的基金投顾产品（按 2023 年收益排序）：饭团优选进取、大圣三打新股精等收益居前 14
图 23： “多因子策略股基成长指数”的净值表现：与 885001.WI 走势贴近 14
图 24： “多因子策略股基成长指数”的分年收益表现：除 2020 年略跑输 885001.WI，其余年份均超过基准 14
图 25： “多因子策略股基成长指数”的持仓明细：2022 年以来至今，明显增配了 1000 增强、2000 增强 15
图 26： 主动优选-风格持续-成长型基金投顾一览（2023 年收益前十）：新锐科技组合、积少成多、四足鼎立等收益居前 15
图 27： 主动优选-风格持续-均衡型基金投顾一览（2023 年收益前十）：静水流深、若水主动、带你投新生代等收益居前 16
图 28： 主动优选-风格持续-价值型基金投顾一览：饭团优选积极、权益向钱冲、财兔优选等收益居前 16
图 29： “静水流深”的产品净值和分年收益率：每年战胜 885001.WI 和沪深 300 16
图 30： “静水流深”的大类资产配置变化：A 股一直保持较高的仓位 17
图 31： “静水流深”的 A 股板块配置变化：在板块上常年保持在大制造和大周期上的高仓位 17
图 32： “静水流深”的近两年调仓记录：主理人挖掘绩优基金的能力较强 17

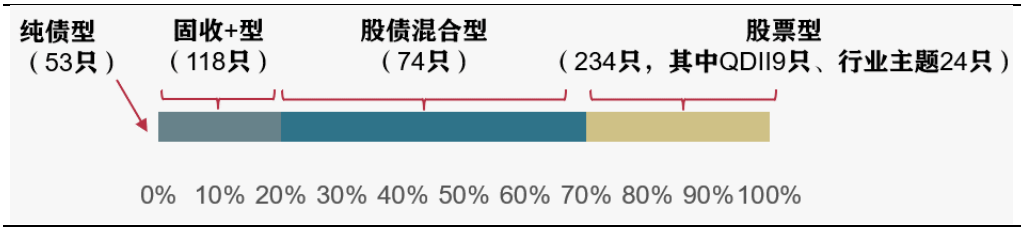
图 33： 主动优选-风格轮动型基金投顾一览（2023 年收益前十）：盈米股基精选组合、博时乐意进取-且慢特别版、权益优选组合等收益居前 18
图 34：“价值成长”的产品净值和分年收益率：每年战胜 885001.WI 和沪深 300 指数 18
图 35：“价值成长”的大类资产配置变化：A 股一直保持较高的仓位 19
图 36：“价值成长”的 A 股板块配置变化：近年来偏好大制造和大周期 19
图 37：“价值成长”的调仓记录：主理人的风格把握度较高 19
图 38： 2021 年至 2023 年四种基金投顾的投资策略的业绩分位 19

表 1： 2023 年收益 Top20 的股票型基金投顾：G2 组合、AI 指数增强、简慢投资组合等产品收益居前 5
表 2：“G2 组合”各调仓日的大类资产权重：A 股和美股几乎常年等比例配置 11
表 3：“麦哲伦宏观多策略”各调仓日的大类资产权重：2023 年明显增加了 QDII 上的权重 12

1、 引言：股票型基金投顾业绩分化大，产品策略较为丰富

自 2019 年 10 月试点启动以来，基金投顾业务已发展四年有余，产品类型多种多样。在前期报告《基金投顾的全方位解析及 FOF 策略构建》中，我们对天天基金及且慢上 480 个基金投顾产品，按照业绩基准中权益部分的指数权重分为**纯债型**投顾（0%）、**固收+型**投顾（0%~20%）、**股债混合型**投顾（20%~70%）和**股票型**投顾（70%~100%）。此外在股票型投顾中我们根据业绩基准及产品定位再细分为 QDII 型、行业主题型和普通股票型。

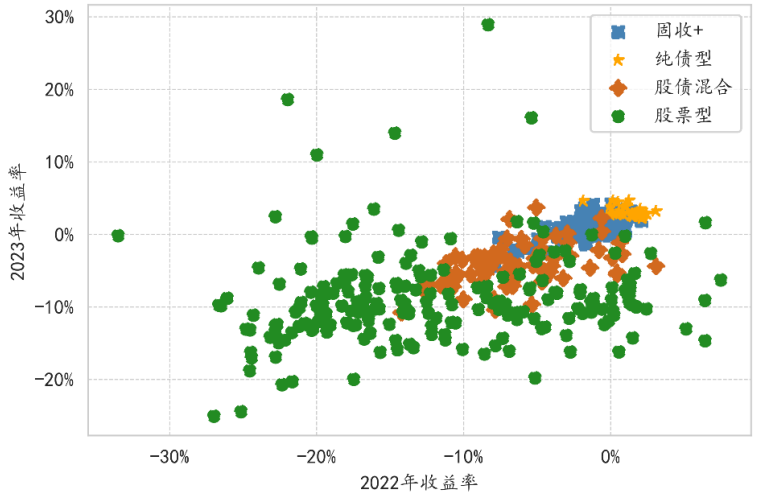
图1：四类基金投顾产品的分类标准和产品数量：根据权益资产的权重划分



数据来源：且慢、天天基金、开源证券研究所（数据截至 2023 年 12 月 31 日）

受 A 股市场下挫的影响，近两年各类型的基金投顾产品业绩整体偏负，含权比例越高收益率越低，不过股票型基金投顾近两年也有业绩均为正的产品，股票型基金投顾整体收益分化较大。

图2：四种类型基金投顾产品近两年收益率：股票型产品的收益分化较大



数据来源：且慢、天天基金、开源证券研究所（数据截至 2023 年 12 月 31 日，近两年为 2022.1.1~2023.12.31，下同）

我们统计了 2023 年以来收益排名前 20 的股票型基金投顾产品的业绩，也不乏存在收益较高的产品。仅从基金投顾产品名称就可以看到，**基金投顾产品的投资策略较为丰富**，有些配置指数基金（例如 AI 指数增强、新锐指数组合等），有些依靠轮动（例如盈添宽基轮动等），有些做大类资产配置（例如哥伦布领航、麦哲伦宏观多策略等）。不同的基金投顾投资策略对底层基金的选取有着不同的方法论及结果。本文主要针对股票型基金投顾产品，依靠其历史调仓基金明细，构建基金投顾产品的投资策略分类，以期更好地剖析绩优股票型基金投顾产品。

表1：2023 年收益 Top20 的股票型基金投顾：G2 组合、AI 指数增强、简慢投资组合等产品收益居前

排名	基金投顾产品名称	基金投顾管理人	成立日期	2023 年以来收益率	排名	基金投顾产品名称	基金投顾管理人	成立日期	2023 年以来收益率
1	G2 组合	盈米基金	2020-05-18	18.60%	11	盈添进取	华宝证券	2022-02-14	-0.04%
2	AI 指数增强	华宝证券	2022-04-27	16.09%	12	财星选成长策略	财通证券	2022-03-23	-0.23%
3	简慢投资组合	盈米基金	2015-01-05	13.97%	13	大圣三打新股精	盈米基金	2020-07-29	-0.27%
4	绘盈长投计划	盈米基金	2021-10-20	10.97%	14	新锐指数组合	盈米基金	2018-07-24	-0.33%
5	财通优选增强	财通证券	2022-01-04	3.50%	15	盈米股基精选组合	盈米基金	2017-05-26	-0.49%
6	全明星精选	盈米基金	2020-07-03	2.46%	16	博时乐意进取	博时基金	2021-12-30	-1.03%
7	麦哲伦宏观多策略	华宝证券	2022-06-15	1.76%	17	盈添宽基轮动	华宝证券	2022-06-13	-2.25%
8	中证 500 精选	华宝证券	2022-06-15	1.58%	18	饭团优选积极	华宝证券	2022-04-13	-2.39%
9	哥伦布领航	盈米基金	2020-01-02	1.51%	19	财星选价值策略	财通证券	2022-03-23	-2.60%
10	饭团优选进取	华宝证券	2022-04-14	0.39%	20	沪深 300 精选	华宝证券	2022-06-14	-2.84%

数据来源：且慢、天天基金、Wind、开源证券研究所（股票型基金投顾的筛选标准：非 QDII 型、非行业主题型、成立年限超过 1.5 年，下同。数据截至 2023 年 12 月 31 日）

2、 三大维度刻画股票型基金投顾

基金投顾组合的持仓实时公开透明，这样做的好处在于可以让投资者知道基金投顾组合的运作思路，也可以让投资者加大监督力度，除此之外我们可以通过基金投顾组合的持仓数据构建一系列定量指标：换手率、集中度和数量、权益基金的偏好。下面，我们简单介绍这三类定量指标。

2.1、 换手率：大类资产换手率与近两年的业绩呈现正相关

换手率指标主要刻画基金投顾主理人的交易频次。我们根据标的的不同，分为基金换手率、大类资产换手率以及行业（板块）换手率。

基金换手率：使用基金投顾最原始的调入调出基金明细，计算年化双边换手率。

大类资产换手率：根据其持有的基金明细，拆解到债券及货币现金类、A 股、港股、美股、其他国家股票、黄金、商品(非黄金)这七大类资产上，计算其在这七大类资产的年化双边换手率。

行业（板块）换手率：根据其持有的基金明细，拆解到 31 个 A 股一级行业，并根据一级行业落实到六大板块[1]上，分别计算在这 31 个一级行业上的年化双边换手率及六大板块上的年化双边换手率。

图 3 中的四张表列举了近两年这四种换手率最高的 5 只基金投顾产品。我们对这四类换手率与 2022 年以来的收益率进行相关系数计算，有如下结论：

1、 **基金换手率与近两年业绩呈现负相关**（-0.13），频繁的变动从整体上对组合业绩并没有提高；

2、 **大类资产换手率与近两年的业绩呈现正相关**（0.12），近两年深刻凸显了大

[1] 31 个一级行业的六大板块映射规则如下：
金融：银行、非银金融、房地产；**科技**：电子、通信、计算机、传媒；
消费：医药生物、食品饮料、家用电器、商贸零售、美容护理、社会服务、纺织服饰、农林牧渔；
周期：基础化工、交通运输、有色金属、建筑装饰、建筑材料、煤炭、石油石化、钢铁；
制造：机械设备、汽车、公用事业、环保、轻工制造、国防军工、电力设备。

类资产配置的重要性，在组合中加入黄金、美股、其他国家 QDII 等有利于分散组合风险；

3、 **行业（板块）换手率与近两年的业绩呈现微弱负相关（-0.03/-0.04）**，行业轮动很重要，但也是一大难题，大部分组合在行业轮动中并未获取显著正超额。

图3：四种类型换手率：基金换手率与近两年业绩呈现负相关，而大类资产换手率与近两年的业绩呈现正相关

基金换手率(相关系数：-0.13)						行业换手率(相关系数：-0.03)					
基金投顾名称	基金投顾机构	基金换手率	2022年以来收益率	2022年收益率	2023年收益率	基金投顾名称	基金投顾机构	行业换手率	2022年以来收益率	2022年收益率	2023年收益率
暖光	盈米基金	418.9%	-21.8%	-16.7%	-5.6%	哥伦布领航	盈米基金	237.0%	-16.7%	-17.5%	1.5%
多因子策略股基蓝筹指数	南方基金	402.5%	-26.5%	-17.2%	-10.7%	暖光	盈米基金	233.3%	-21.8%	-16.7%	-5.6%
哥伦布领航	盈米基金	370.5%	-16.7%	-17.5%	1.5%	启明睿-进取	盈米基金	206.4%	-29.8%	-19.4%	-12.2%
启明睿-进取	盈米基金	369.0%	-29.8%	-19.4%	-12.2%	启明睿-攻守	盈米基金	196.5%	-23.8%	-18.1%	-6.6%
工银瑞信权益精选	工银瑞信	338.2%	-24.9%	-16.8%	-9.5%	一库十牛	盈米基金	181.3%	-25.3%	-17.3%	-9.2%
大类资产换手率(相关系数：0.12)						**板块换手率(相关系数：-0.04)**					
基金投顾名称	基金投顾机构	大类资产换手率	2022年以来收益率	2022年收益率	2023年收益率	基金投顾名称	基金投顾机构	板块换手率	2022年以来收益率	2022年收益率	2023年收益率
二八轮动	盈米基金	209.2%	-24.3%	-16.6%	-8.7%	哥伦布领航	盈米基金	153.9%	-16.7%	-17.5%	1.5%
暖光	盈米基金	186.6%	-21.8%	-16.7%	-5.6%	暖光	盈米基金	137.8%	-21.8%	-16.7%	-5.6%
哥伦布领航	盈米基金	151.5%	-16.7%	-17.5%	1.5%	启明睿-进取	盈米基金	125.8%	-29.8%	-19.4%	-12.2%
启明睿-进取	盈米基金	97.9%	-29.8%	-19.4%	-12.2%	启明睿-攻守	盈米基金	124.1%	-23.8%	-18.1%	-6.6%
研选基汇	盈米基金	80.7%	-30.3%	-21.4%	-10.7%	雄霸天下	盈米基金	122.4%	-29.6%	-19.9%	-12.0%

数据来源：且慢、天天基金、Wind、开源证券研究所（数据截至 2023 年 12 月 29 日，相关系数为近两年该标的换手率与 2022 年以来收益率的 Pearson 相关系数，标的分别为基金、大类资产、行业及板块。统计对象为股票型基金投顾产品（非 QDII、非行业主题）且成立年限超过 2 年；换手率均为年化双边换手率。）

2.2、 集中度和数量：不同产品在集中度和数量上的分化较大

集中度指标刻画了基金投顾组合整体的分散度。一般我们用 HHI 指标来刻画集中度，其中$\mathrm{HHI}=\sum_{i=1}^{n} w_i^2$。根据底层标的的不同，我们将集中度分为 HHI（持有基金）、HHI（持有大类资产）和 HHI（持有一级行业（板块））。

持有数量刻画了基金投顾组合在标的上的覆盖度。同样，我们根据底层标的分为持有基金的数量、持有大类资产的数量以及持有 A 股一级行业（板块）上的数量。

图 4 和图 5 为近两年基金集中度最高和最低的五只基金投顾产品。从图中可以看到，持有基金集中度较高的基金投顾，底层基金选择上以指数型基金为主，平均持有数量也比较少，有些仅有 5 只基金（G2 组合、简慢投资组合）。而持有基金集中度较低的基金投顾，在底层基金的选择上较为分散，每只基金的持仓权重较小，并且持有较多数量的主动权益基金，有些基金投顾持有数量高达 27 只（四足鼎立）。

图4：基金集中度 Top5 的股票型基金投顾产品：大多偏好持有指数类的产品

基金投顾名称	HHI(持有基金)	2022年以来收益率	2022年收益率	2023年收益率	最新持有基金(数量)	最新持有基金(权重)
G2组合	24.7%	-7.2%	-21.8%	18.6%	5	大成纳斯达克100联接A(25.0%),纳斯达克100LOF(25.0%),招商中证消费龙头指数增强A(24.5%),消费龙头LOF(24.5%),广发钱袋子A(1.0%)
简慢投资组合	20.0%	-2.8%	-14.7%	14.0%	5	嘉实中证500ETF联接A(20.0%),大成纳斯达克100联接A(20.0%),博时中债1-3年国开行A(20.0%),博时标普500ETF联接A(20.0%),易方达沪深300ETF联接A(20.0%)
长晟添利之稳健成长	18.0%	-25.3%	-16.3%	-10.7%	7	广发钱袋子A(29.5%),保险主题LOF(18.0%),鹏扬景泰成长A(14.3%),中邮军民融合(13.5%),空天军工LOF(13.2%),诺安成长(7.3%),华富竞争力优选A(4.2%)
沪深300精选	17.7%	-7.5%	-4.8%	-2.8%	6	兴全沪深300指数增强C(19.6%),嘉实沪深300红利低波动ETF联接C(19.6%),申万菱信沪深300价值C(19.6%),银河沪深300价值C(19.6%),国金沪深300指数增强A(19.6%),华夏现金增利A(2.0%)
中证500精选	17.6%	-3.7%	-5.2%	1.6%	6	长城中证500指数增强C(20.0%),景顺长城中证500行业A(20.0%),光大保德信中证500指数增强C(20.0%),国泰君安中证500C(20.0%),智胜先锋LOF(18.0%),华夏现金增利A(2.0%)

数据来源：且慢、天天基金、Wind、开源证券研究所（数据截至 2023 年 12 月 31 日）

图5：基金集中度 Bottom5 的股票型基金投顾产品：持有基金数量较多，每只基金的持仓权重较小

基金投顾名称	HHI(持有基金)	2022年以来收益率	2022年收益率	2023年收益率	最新持有基金(数量)	最新持有基金(权重)(前十)
新锐定投组合	4.0%	-33.0%	-23.4%	-12.5%	26	华商优势行业(4.7%),国投瑞银瑞源A(4.7%),华安沪港深外延增长A(4.3%),景顺长城策略精选A(4.2%),鹏华医药科技A(4.2%),易方达医疗保健A(4.2%),大成高新技术产业A(4.2%),工银医疗保健行业(4.1%),招商量化精选A(4.1%),融通内需驱动AB(4.1%)
新锐优选组合	4.0%	-33.1%	-24.8%	-11.1%	26	前海开源沪港深核心资源A(4.9%),华商优势行业(4.7%),景顺长城策略精选A(4.3%),招商量化精选A(4.3%),工银医疗保健行业(4.2%),鹏华医药科技A(4.2%),平安睿享文娱A(4.2%),易方达医疗保健A(4.2%),大成高新技术产业A(4.0%),华富价值增长(4.0%)
A股股票基金精选策略	4.0%	-30.8%	-21.0%	-12.4%	26	建信中证500指数增强A(5.6%),南方中证500增强A(5.2%),大成中证红利A(5.0%),工银新蓝筹A(4.9%),嘉实环保低碳(4.6%),易方达科翔(4.5%),博时特许价值A(4.3%),500增强LOF(4.3%),创金合信中证500指数增强A(4.3%),申万菱信中证500指数增强A(4.3%)
积极进取	4.3%	-15.7%	-9.1%	-7.3%	26	中信建投行业轮换A(6.0%),易方达医药生物A(5.7%),易方达先锋成长A(5.5%),新经济港股通LOF(5.3%),广发多因子(5.2%),交银持续成长A(5.0%),圆信永丰致优A(4.5%),博时创新经济A(4.3%),华商新趋势优选(4.1%),华安媒体互联网A(4.0%)
四足鼎立	4.4%	-26.7%	-18.7%	-9.8%	27	景顺长城沪港深精选(5.8%),交银品质升级C(5.6%),前海开源新经济C(5.5%),汇丰晋信价值先锋A(5.0%),宏利睿智稳健C(5.0%),天弘恒生科技指数C(4.7%),景顺长城公司治理(4.5%),中信保诚创新成长A(4.3%),富国中国中小盘人民币(4.2%),华安安信消费服务C(4.2%)

数据来源：且慢、天天基金、Wind、开源证券研究所（数据截至 2023 年 12 月 31 日）

图 6 和图 7 为近两年大类资产集中度最高和最低的五只基金投顾产品。从图中可以看到，大类资产集中度较高的基金投顾，几乎满仓 A 股，较少配置其他类型的资产（例如新锐指数组合、沪深 300 精选等）。而大类资产集中度较低的基金投顾，它们主要以宏观驱动践行大类资产配置，在大类资产上的权重较为分散（例如永动机股票型、简慢投资组合等）。

图6：大类资产集中度 Top5 的股票型基金投顾产品：几乎满仓 A 股

基金投顾名称	HHI(持有大类资产)	2022年以来收益率	2022年收益率	2023年收益率	最新持有大类资产(数量)	最新持有大类资产(权重)
新锐指数组合	91.20%	-21.6%	-21.3%	-0.3%	2	A股(95.8%),债券及货币现金类(4.5%)
沪深300精选	86.79%	-7.5%	-4.8%	-2.8%	2	A股(93.2%),债券及货币现金类(8.3%)
华安指挥家	86.21%	-16.4%	-8.5%	-8.7%	2	A股(93.2%),债券及货币现金类(7.0%)
饭团优选进取	84.96%	-4.2%	-4.6%	0.4%	2	A股(92.2%),债券及货币现金类(8.2%)
远望指基优选组合	84.54%	-23.0%	-18.4%	-5.6%	3	A股(90.5%),债券及货币现金类(8.9%),港股(0.7%)

数据来源：且慢、天天基金、Wind、开源证券研究所（数据截至 2023 年 12 月 31 日）

图7：大类资产集中度 Bottom5 的股票型基金投顾产品：在大类资产上的权重较为分散

基金投顾名称	HHI(持有大类资产)	2022年以来收益率	2022年收益率	2023年收益率	最新持有大类资产(数量)	最新持有大类资产(权重)
永动机股票型	29.39%	-8.6%	-5.1%	-3.7%	4	A股(38.3%),港股(24.7%),美股(23.8%),债券及货币现金类(14.0%)
简慢投资组合	36.78%	-2.8%	-14.7%	14.0%	3	A股(41.6%),美股(35.4%),债券及货币现金类(26.3%)
绘盈长投计划	38.40%	-10.8%	-19.6%	11.0%	5	美股(42.8%),A股(27.3%),债券及货币现金类(15.5%),港股(4.1%),黄金(1.0%)
麦哲伦宏观多策略	39.21%	-4.7%	-6.4%	1.8%	6	A股(40.0%),债券及货币现金类(18.0%),美股(11.9%),其他国家股票(10.4%),港股(1.9%),黄金(1.0%)
盈添宽基轮动	41.40%	-5.3%	-3.1%	-2.2%	4	A股(58.1%),债券及货币现金类(18.2%),港股(16.8%),美股(9.3%)

数据来源：且慢、天天基金、Wind、开源证券研究所（数据截至 2023 年 12 月 31 日）

图 8 和图 9 为近两年行业集中度最高和最低的五只基金投顾产品。从图中可以看到，行业集中度较高的基金投顾，在行业上有明显超配的行业，比如新锐科技组合超配计算机、电子，价值投基 V 超配医药等，长期在特定行业上有较为明显的超配。而行业集中度较低的基金投顾，配置思路主要为对标宽基或者偏股混合型基金指数（885001.WI），行业分布较为分散，没有明显相对指数超配或者低配的行业，例如司南股债积极组合、股债配置策略进取成长等。

图8：行业集中度 Top5 的股票型基金投顾产品：长期在特定行业上有较为明显的超配

基金投顾名称	HHI(持有一级行业)	2022年以来收益率	2022年收益率	2023年收益率	最新持有A股行业(数量)	最新持有A股行业(前十)
新锐科技组合	30.6%	-27.4%	-24.0%	-4.6%	30	计算机(39.8%),电子(20.8%),医药生物(5.9%),通信(5.2%),电力设备(5.0%),家用电器(2.6%),传媒(2.6%),汽车(2.4%),机械设备(2.1%),食品饮料(1.9%)
价值投基V	27.1%	-10.8%	-0.6%	-10.3%	21	医药生物(58.2%),电子(15.7%),非银金融(6.8%),房地产(3.8%),计算机(2.6%),银行(1.8%),食品饮料(1.7%),电力设备(1.7%),通信(0.9%),机械设备(0.9%)
雄霸天下	26.9%	-29.6%	-20.0%	-12.0%	30	食品饮料(37.0%),医药生物(30.4%),计算机(17.5%),煤炭(3.9%),通信(3.2%),有色金属(2.1%),传媒(1.4%),国防军工(0.9%),电子(0.9%),电力设备(0.6%)
G2组合	25.1%	-7.2%	-21.8%	18.6%	31	食品饮料(39.0%),家用电器(14.2%),汽车(12.3%),农林牧渔(11.5%),传媒(6.0%),商贸零售(5.9%),纺织服饰(2.2%),美容护理(2.1%),计算机(1.9%),社会服务(1.6%)
雄霸赛道偏股	22.3%	-12.2%	-2.2%	-10.2%	30	食品饮料(31.4%),医药生物(30.6%),传媒(8.7%),电子(6.8%),计算机(6.3%),家用电器(5.6%),煤炭(3.5%),有色金属(1.5%),国防军工(1.4%),机械设备(1.3%)

数据来源：且慢、天天基金、Wind、开源证券研究所（数据截至 2023 年 12 月 31 日）

图9：行业集中度 Bottom5 的股票型基金投顾产品：配置主要对标宽基或偏股混合型基金指数，行业分布较分散

基金投顾名称	HHI(持有一级行业)	2022年以来收益率	2022年收益率	2023年收益率	最新持有A股行业(数量)	最新持有A股行业(前十)
司南股债积极组合	4.8%	-16.6%	-14.2%	-2.9%	31	电子(8.8%),机械设备(8.4%),医药生物(8.2%),基础化工(7.1%),电力设备(6.3%),有色金属(5.2%),计算机(4.7%),汽车(4.6%),国防军工(3.9%),非银金融(3.7%)
股债配置策略积极成长	4.8%	-16.6%	-14.2%	-2.9%	31	电子(8.8%),机械设备(8.4%),医药生物(8.2%),基础化工(7.1%),电力设备(6.3%),有色金属(5.2%),计算机(4.7%),汽车(4.6%),国防军工(3.9%),非银金融(3.7%)
股债配置策略进取成长	4.9%	-19.0%	-16.4%	-3.1%	31	电子(9.1%),机械设备(8.6%),医药生物(8.3%),基础化工(7.3%),电力设备(6.4%),有色金属(5.0%),计算机(4.8%),汽车(4.5%),国防军工(4.0%),非银金融(3.8%)
股债配置策略积极蓝筹	5.0%	-16.0%	-11.7%	-4.9%	31	电力设备(8.6%),医药生物(7.4%),计算机(7.4%),非银金融(5.9%),电子(5.7%),食品饮料(5.7%),基础化工(5.5%),银行(5.4%),通信(5.3%),机械设备(5.1%)
滴水穿石	5.0%	-9.9%	-1.1%	-8.8%	30	医药生物(9.0%),基础化工(9.0%),机械设备(7.8%),交通运输(6.8%),轻工制造(5.8%),家用电器(4.8%),计算机(4.7%),银行(4.1%),建筑材料(3.9%),电子(3.8%)

数据来源：且慢、天天基金、Wind、开源证券研究所（数据截至 2023 年 12 月 31 日）

2.3、 权益基金的偏好：近两年股票型指数占比越高，组合业绩越佳

本文分析的基金投顾属于股票型基金投顾，不同基金投顾主理人对权益基金类

型有着不同的偏好。我们将权益基金类型，分为主动权益基金、股票型指数基金以及量化基金[2]这三种类型。图 10 分别列举了近两年不同权益基金占比居前的十只基金投顾产品：

主动权益基金占比居前的包括：新锐科技组合、十年市场前瞻计划、新锐优选组合等。可以看到组合常年保持近乎满仓的主动权益基金，不配置其他类型的权益基金。基金投顾产品中**主动权益基金占比与近两年业绩的相关系数为-0.39**，也就是配置的主动权益基金占比越高业绩越差，这与近年来主动权益基金业绩不甚理想有直接的关系。

股票型指数基金占比居前的包括：巨人指数、G2 组合、新锐指数组合等。这些组合偏好指数型基金，通常这些名称中也常见“指数”二字。基金投顾产品中**股票型指数基金占比与近两年业绩的相关系数为 0.25**，主要原因是近两年主动权益基金的 α 水平明显下降，指数产品整体优势明显。

量化基金占比居前的包括：大圣三打新股精、Earl 二八轮动、二八轮动等。基金投顾产品中**量化基金占比与近两年业绩的相关系数为 0.11**，近两年量化基金相对主动权益基金有较为明显的超额收益，不少基金投顾在底层基金的选择上也有向量化基金的偏好倾向。

图10：不同权益基金占比 Top10 的股票型基金投顾产品：近两年股票型指数占比越高，组合业绩越好

基金投顾名称	基金投顾机构	主动权益基金占比	2022年以来收益率	2023年收益率
新锐科技组合	盈米基金	99.4%	-27.4%	-4.6%
十年市场前瞻计划	盈米基金	99.4%	-29.5%	-14.4%
新锐优选组合	盈米基金	99.4%	-33.1%	-11.1%
新锐工业组合	盈米基金	99.4%	-36.8%	-16.9%
进取一号	盈米基金	99.3%	-27.2%	-7.9%
远足	盈米基金	99.3%	-20.5%	-7.6%
淘金者计划	盈米基金	99.2%	-35.1%	-13.1%
价值成长	盈米基金	99.2%	-23.4%	-7.2%
博时乐意锐进-且慢特别版	博时基金	98.9%	-28.3%	-9.8%
银河之力	盈米基金	98.8%	-45.5%	-25.0%

基金投顾名称	基金投顾机构	股票型指数基金占比	2022年以来收益率	2023年收益率
巨人指数	盈米基金	99.6%	-28.3%	-6.8%
G2组合	盈米基金	99.5%	-7.2%	18.6%
新锐指数组合	盈米基金	99.4%	-21.6%	-0.3%
华安指挥家	华安基金	99.0%	-16.4%	-8.7%
十年成长优选	华宝证券	98.0%	-3.8%	-5.4%
沪深300精选	华宝证券	97.9%	-7.5%	-2.8%
久聪指数增强	华宝证券	97.4%	-14.9%	-7.1%
AI指数增强	华宝证券	97.4%	9.8%	16.1%
智者优选股票资产	盈米基金	91.9%	-27.0%	-11.9%
二八轮动	盈米基金	91.0%	-24.3%	-8.7%

基金投顾名称	基金投顾机构	量化基金占比	2022年以来收益率	2023年收益率
大圣三打新股精	盈米基金	88.9%	-18.7%	-0.3%
Earl二八轮动	盈米基金	83.6%	-21.8%	-5.9%
二八轮动	盈米基金	79.0%	-24.3%	-8.7%
华安指挥家	华安基金	76.3%	-16.4%	-8.7%
中证500精选	华宝证券	69.5%	-3.7%	1.6%
梧桐指数严选组合	建信基金	62.9%	-11.3%	-5.5%
远望指基优选组合	盈米基金	54.8%	-23.0%	-5.6%
多因子策略股基成长指数	南方基金	53.4%	-22.7%	-5.5%
久聪指数增强	华宝证券	51.2%	-14.9%	-7.1%
AI指数增强	华宝证券	47.6%	9.8%	16.1%

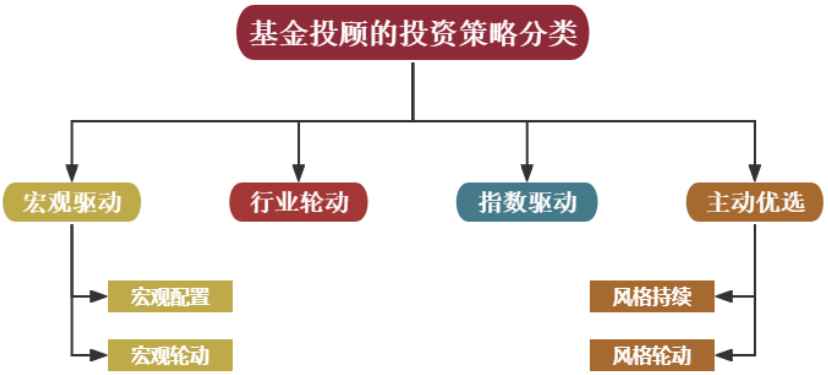
数据来源：且慢、天天基金、Wind、开源证券研究所（数据截至 2023 年 12 月 31 日）

3、 股票型基金投顾的投资策略分类

根据上述对基金投顾的定量指标，接下来我们对股票型基金投顾产品进行分类，按照其策略特点及收益来源，主要分为**宏观驱动**、**行业轮动**、**指数驱动**以及**主动优选**，其中宏观驱动进一步可分为宏观配置及宏观轮动，主动优选进一步可分为风格持续及风格轮动。

[2] 主动权益基金：包含普通股票型、偏股混合型以及近两年权益的平均仓位超过 70%的灵活配置型；
股票型指数基金：包含 ETF 联接、指数增强、被动 QDII 基金；
量化基金：包含指数增强、量化对冲及主动量化。

图11：股票型基金投顾的投资策略分类



资料来源：开源证券研究所

接下来，我们分别对每一种投资策略的特征进行详解。

3.1、 宏观驱动：自上而下的宏观研究驱动大类资产配置

宏观驱动主要是通过自上而下的宏观研究驱动大类资产配置，根据宏观择时判断各大类资产的比例。进一步，我们根据在大类资产上的变化比率，将**宏观驱动进一步分为宏观配置和宏观轮动**。

3.1.1、 宏观配置：静态的宏观驱动，以分散组合风险为目的

宏观配置，整体以分散组合风险为目的，虽然在持有大类资产的数量上较广，但在持有基金、大类资产比例上的变化率不高。

图12：宏观配置的定量维度特征：在持有基金、大类资产比例上的变化率不高

基金换手率	大类资产换手率	持有大类资产的数量
↓	↓	↑

资料来源：开源证券研究所（绿色箭头表示该指标在股票型基金投顾中排名后 50%，红色箭头表示该指标在股票型基金投顾中排名前 50%，下同。）

根据宏观配置型产品的上述特征，我们筛选出如下 2023 年全年收益靠前的十只宏观配置型基金投顾产品，其中 G2 组合、AI 指数增强、简慢投资组合收益居前。

图13：宏观配置型的基金投顾产品（(按 2023 年收益排序取前十)：G2 组合、AI 指数增强等 2023 年收益居前

基金投顾产品名称	基金投顾管理人	成立日期	基金换手率(rank)	大类资产换手率(rank)	平均持有大类资产数量	2022年收益率	2023年收益率	A股	债券及货币现金类	港股	美股	黄金	其他国家股票
G2组合	盈米基金	2020-05-18	5.5%	45.4%	4.0	-22.0%	18.6%	56.6%	8.3%	0.5%	34.6%		
AI指数增强	华宝证券	2022-04-27	27.0%	48.3%	3.1	-5.4%	16.1%	46.7%	8.3%		45.0%		
简慢投资组合	盈米基金	2015-01-05	9.8%	14.1%	3.0	-14.7%	14.0%	40.3%	25.4%		34.3%		
绘盈长投计划	盈米基金	2021-10-20	28.2%	49.9%	4.1	-20.0%	11.0%	30.1%	17.1%	4.5%	47.2%	1.1%	
永动机股票型	华宝证券	2022-06-10	13.5%	49.9%	4.0	-5.1%	-3.7%	38.0%	13.9%	24.5%	23.6%		
巨人指数	盈米基金	2016-05-30	8.0%	9.8%	4.0	-22.5%	-6.8%	84.8%	4.5%	5.2%	5.5%		
月宝指数	华宝证券	2022-05-13	2.8%	2.8%	4.0	6.4%	-9.1%	54.2%	32.5%	9.1%	4.2%		
国联和光藏锋	国联证券	2022-05-05	26.4%	28.2%	4.0	-0.1%	-11.9%	73.9%	21.4%	4.0%			0.7%
添富跟我投	汇添富基金	2022-04-19	21.5%	29.4%	4.0	-0.4%	-12.4%	67.2%	15.1%	14.1%	3.6%		
博时乐意锐进	博时基金	2021-10-18	44.8%	30.1%	4.0	-19.3%	-13.4%	76.6%	16.5%	6.6%	0.3%		

数据来源：且慢、天天基金、Wind、开源证券研究所（数据截至 2023 年 12 月 31 日）

排名第一的宏观配置型产品“G2 组合”，常年维持 A 股和美股几乎等比例的配

置权重，因为美股的仓位一直处于较高的水平，因此 2023 年取得了较高收益（18.6%）。盈亏同源，2022 年由于美股的高仓位，同样组合的亏损不小（-22.0%）。

表2：“G2 组合”各调仓日的大类资产权重：A 股和美股几乎常年等比例配置

调仓日	A 股	债券及货币现金类	港股	美股
20200518	47.2%	7.5%	0%	45.7%
20210524	47.1%	7.6%	0%	46.3%
20211215	45.9%	9.0%	1.0%	45.1%
20220804	47.9%	9.0%	0.9%	42.6%
20230109	48.3%	8.7%	0.9%	42.8%
20230404	47.2%	7.9%	0.7%	44.5%
20230530	47.9%	7.9%	0.8%	43.7%
20231218	57.0%	8.4%	0.6%	34.9%

数据来源：且慢、天天基金、Wind、开源证券研究所（数据截至 2023 年 12 月 31 日）

3.1.2、 宏观轮动：动态的宏观驱动，根据宏观择时调整大类资产比例

宏观轮动，整体在大类资产类别上分布较广，组合会根据宏观择时判断调整各类型资产的比例，在持有基金以及大类资产上的换手较高。

图14：宏观轮动的定量维度特征：在持有基金、大类资产比例上的换手率较高



资料来源：开源证券研究所

根据宏观轮动型的特征，我们筛选出如下共 8 只宏观轮动型基金投顾产品，并按 2023 年全年收益从高到低排序，其中全明星精选、麦哲伦宏观多策略、哥伦布领航等收益居前。

图15：宏观轮动型的基金投顾产品（按 2023 年收益排序）：全明星精选、麦哲伦宏观多策略等 2023 年收益居前

基金投顾产品名称	基金投顾管理人	成立日期	基金换手率(rank)	大类资产换手率(rank)	平均持有大类资产数量	2022年收益率	2023年收益率	A股	债券及货币现金类	港股	美股	黄金	其他国家股票
全明星精选	盈米基金	2020-07-03	87.7%	90.8%	3.1	-22.8%	2.5%	46.2%	51.5%	2.3%			
麦哲伦宏观多策略	华宝证券	2022-06-15	85.9%	93.9%	5.5	-6.4%	1.8%	48.1%	21.6%	2.3%	14.4%	1.2%	12.5%
哥伦布领航	盈米基金	2020-01-02	98.8%	98.8%	5.1	-17.5%	1.5%	37.7%	28.1%	2.2%	12.6%	0.5%	18.9%
盈添进取	华宝证券	2022-02-15	79.8%	84.0%	4.4	-1.3%	0.0%	65.8%	25.6%	0.5%	8.2%		
三足鼎立	华宝证券	2022-04-14	68.1%	77.3%	4.3	-2.8%	-3.7%	72.9%	11.8%	0.3%	15.1%		
暖光	盈米基金	2020-08-05	100.0%	99.4%	3.4	-16.7%	-5.6%	67.2%	26.8%	2.5%	3.1%	0.5%	
雄霸赛道偏股	国联证券	2022-04-29	66.3%	88.3%	4.1	-2.2%	-10.2%	66.9%	7.2%	22.3%	3.6%		
雄霸天下	盈米基金	2017-12-12	71.8%	89.0%	4.1	-19.9%	-12.0%	58.2%	9.5%	9.0%	23.2%		

数据来源：且慢、天天基金、Wind、开源证券研究所（数据截至 2023 年 12 月 31 日）

“麦哲伦宏观多策略”正如名称所蕴含的，主要以宏观多策略践行基金投资策略，2022 年全年收益-6.4%，2023 年全年达到 1.8%的正收益。“麦哲伦宏观多策略”在大类资产上的变化幅度较大，比如从 2022 年至 2023 年明显能发现 A 股上的权重在降低，并且大幅增加了其他国家 QDII 上的配置比例。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/046023220004010041