

2023年09月28日

基金投顾的全方位解析及FOF策略构建

金融工程研究团队

——基金研究系列（24）

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

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

蒋韬（联系人）

jiangtao@kysec.cn

证书编号：S0790123070037

● 历史回顾：基金投顾业务四年来发展稳健

基金投顾业务经过近4年的发展，规模增速较高，整体规模与公募FOF规模差距缩小。截至2023年3月31日，基金投顾业务服务的资产总规模1464亿元，与公募基金FOF的规模差距缩小至430亿元。

● 投顾概览：基金投顾产品百花齐放，不同策略各显神通

产品布局：固收+及股票型投顾产品为主，特色产品越来越多。总共453只产品，纯债型（40只）、固收+型（117只）、股债混合型（72只）、股票型（224只）。

持仓分析：券商系、三方系投顾产品策略更多元。对于股票型投顾产品，与公募系投顾产品相比，非公募系投顾产品在指数型基金和QDII型基金配置比例较高。

调仓行为：投顾产品调仓行为并非完全理性。倾向于调入前期超额收益较高的基金，然而调入后基金短期超额收益不明显；倾向于调出前期超额收益较低的基金，然而这些基金调出后短、中、长期均存在超额收益；另外这些投顾产品往往坚持持有前期超额收益较高的基金。

业绩比较：2022年三季度以来，股票型投顾产品相对885001指数超额较为明显。

截至2023年7月31日，纯债型、固收+型、股债混合型和股票型投顾产品2023年收益中位数分别为1.9%、2.5%、0.9%和0.4%，同期万得偏股混合型基金指数收益为-2.66%，纯债债基收益为2.31%。

● 见贤思齐：绩优固收+型投顾产品的筛选和组合构建

绩优固收+型投顾持仓各有不同，列举了兴证全球低波动小幸福、华泰柏瑞低波动小幸福、安盈宝等绩优固收+型投顾产品的持仓特征。由于“固收+型投顾”选择“固收+基金”的能力具备一定持续性，因此我们筛选持有该固收+基金的固收+型投顾产品，对其选基能力取均值，即得到“绩优投顾特有持仓因子”。在15%的权益中枢控制下，组合多头组合的年化收益率为3.5%，超额年化收益率3.2%，超额夏普比率1.89。分年度来看，2021年到2023年超额收益分别为0.89%、1.61%、1.54%，三年均实现正超额。

● 博采众长：绩优股票型投顾产品的筛选和组合构建

根据过去超额业绩的收益排名分位，对股票型投顾产品进行排名。列举了近年来业绩较优的股票型投顾产品，其策略方法大有不同。有些产品通过精选绩优主动权益基金获取长期可靠的超额收益（例如远足），有些通过配置QDII等获取大类资产配置收益（例如简慢投资组合），也有产品通过配置量化基金（例如大圣三打新股精）。根据股票型投顾产品的历史业绩和持仓构造优秀高风险基金组合。组合超额较为优异。优秀高风险基金组合的分年绩效，每年均为显著正超额，2019年至今年化收益率为19.23%（基准7.30%），年化收益波动比1.1（基准0.59）。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。本报告不构成对基金投顾产品的投资建议，基金投顾的历史业绩不代表未来收益。

相关研究报告

《机构资金行为画像（2023年9月25日）—金融工程定期》-2023.9.25

《订单流系列：关于市场微观结构变迁的故事—市场微观结构研究系列（21）》-2023.9.19

目 录

1、 历史回顾：基金投顾业务四年来发展稳健.....	4
2、 投顾概览：基金投顾产品百花齐放，不同策略各显神通.....	5
2.1、 产品布局：固收+及股票型投顾产品为主，特色产品越来越多.....	5
2.2、 持仓分析：券商系、三方系投顾产品策略更多元.....	7
2.3、 调仓行为：投顾产品调仓行为并非完全理性.....	8
2.4、 业绩比较：2022 年三季度以来，股票型投顾产品相对 885001 指数超额较为明显.....	11
3、 见贤思齐：绩优固收+型投顾产品的筛选和组合构建.....	13
3.1、 筛选方法：参考固收+型投顾产品的固收+基金的配置偏好.....	13
3.2、 绩优产品解析：不同绩优固收+型投顾产品持仓侧重不同.....	15
3.3、 组合构建：优秀固收+基金组合的构建.....	18
4、 博采众长：绩优股票型投顾产品的筛选和组合构建.....	20
4.1、 筛选方法：绩优股票型投顾产品的筛选方法.....	20
4.2、 绩优产品解析：不同绩优股票型投顾产品的配置方法不同.....	21
4.2.1、 远足：精选优质主动权益基金，超额收益长期稳定.....	22
4.2.2、 盈添进取：增配美股获得较大的收益，持仓换手较高.....	24
4.3、 组合构建：优秀高风险基金组合的构建.....	26
5、 风险提示.....	28

图表目录

图 1： 公募基金投顾业务规模与公募基金 FOF 的规模差距缩小至 430 亿元.....	4
图 2： 历年基金投顾产品存续数量：基金投顾产品多在 2022 年前完成布局.....	5
图 3： 四类基金投顾产品分类标准：根据权益资产（高风险资产）占比划分.....	5
图 4： 公募系和非公募系投顾产品持仓基金类型较为相似.....	7
图 5： 公募系投顾产品持有指数型基金的比例更低.....	8
图 6： 公募系投顾产品持有 QDII 型基金比例更低.....	8
图 7： 非公募系固收+型投顾产品的持仓基金种类更为丰富.....	8
图 8： 投顾产品倾向于调入前期超额收益较高的基金.....	9
图 9： 投顾产品倾向于调出前期超额收益较低的基金.....	9
图 10： 投顾产品往往坚定持有前期超额收益较高的基金.....	10
图 11： 2022 年 7 月以来，股票型投顾产品相对 Wind 偏股型基金指数超额较为明显.....	11
图 12： 2021 年来固收+型投顾产品业绩：公募系和非公募系差距较小.....	12
图 13： 2023 年来股票型投顾产品业绩：非公募系投顾产品>公募系投顾产品.....	12
图 14： 固收+型投顾产品持仓以固收+型基金和纯债型基金为主.....	14
图 15： 固收+型投顾产品对固收+型基金的择基能力具备一定持续性.....	15
图 16： 绩优投顾特有持仓因子构造方式.....	18
图 17： 因子多头组合净值：全区间内多头组合年化收益 3.0%.....	19
图 18： 因子多头组合分年度绩效：超额收益集中在 2022 年和 2023 年.....	19
图 19： 优秀固收+基金组合（净值）：全区间内多头组合年化收益为 2.32%.....	19
图 20： 优秀固收+基金组合分年度收益：2021 年-2023 年均实现正超额.....	19
图 21： 绩优股票型投顾产品的排名筛选过程.....	20
图 22： 远足投顾产品的历史表现优异，超额稳定.....	22

图 23: 远足各期的大类资产配置: 整体维持高权益仓位.....	23
图 24: 远足在 A 股资产的板块配置: 整体板块配置随市场行情调节.....	23
图 25: 盈添进取投顾产品的历史表现优异, 超额弹性较大.....	24
图 26: 盈添进取各期的大类资产配置: A 股、美股以及港股上的仓位随市场环境变化.....	25
图 27: 盈添进取在 A 股资产的板块配置: 整体板块配置随市场行情调节.....	25
图 28: 优秀高风险基金组合的净值: 相对万得偏股混合型 FOF 基准指数的超额较为优异.....	27
表 1: 基金投顾机构成立时间线和获批名单.....	4
表 2: 四种类型投顾产品的划分 (以四种投顾产品示例): 区别在于货币、债券、权益配置比例.....	6
表 3: 投顾产品种类较多元: 代表型 QDII 型、指数型、行业主题型投顾产品.....	6
表 4: 基金投顾机构的产品布局各具特色.....	6
表 5: 2023 年调入基金超额收益较高的前二十大投顾产品: 历史和未来超额收益均较高.....	10
表 6: 换手率与业绩存在微弱负相关关系.....	11
表 7: 2021 年来, 四种类型投顾产品整体业绩一般.....	11
表 8: 固收+型公募投顾产品和公募 FOF 超额收益比较: 超额收益基本相同.....	12
表 9: 股债混合型公募投顾产品和公募 FOF 超额收益比较: 超额收益基本相同.....	13
表 10: 股票型公募投顾产品和公募 FOF 超额收益比较: 2022 年以来公募投顾产品占优.....	13
表 11: 2022 年来, 固收+型投顾产品对于不同类别基金的选基能力相关性不高.....	13
表 12: 2023 年绩优固收+型投顾产品: 桃李春风、华泰柏瑞低波动小幸福、鑫安利得等居前.....	14
表 13: 2023 年收益率排名前三的固收+型投顾产.....	15
表 14: 兴证全球低波动小幸福最新持仓: 中长债基金+股票基金.....	16
表 15: 华泰柏瑞低波动小幸福最新持仓: 中长债基金+固收加基金+股票基金.....	17
表 16: 安盈宝最新持仓: 中长债基金+固收加基金+股票基金.....	17
表 17: 近五月各报告期所选固收+基金.....	20
表 18: 绩优股票型基金投顾产品一览 (2021 年以来).....	21
表 19: 绩优股票型基金投顾产品一览 (2022 年以来).....	21
表 20: 远足的换手率适中, 行业换手率三年呈明显下降趋势.....	23
表 21: 远足组合前五大正收益贡献基金: 交银新成长、国富沪港深成长精选、平安智慧中国等正收益贡献较大.....	23
表 22: 远足产品的最新持仓: 整体组合较为均衡.....	24
表 24: 盈添进取的换手率偏高, 持有基金及行业换手率近两年呈明显上升趋势.....	25
表 23: 盈添进取组合前五大正收益贡献基金: 汇添富全球移动互联、汇添富民营新动力、大成纳斯达克 100 联接等正收益贡献较大.....	25
表 24: 盈添进取产品的最新持仓: 整体组合较为均衡, 美股的比例依然较高.....	26
表 25: 优秀高风险基金组合的分年绩效: 每年均为显著正超额.....	27
表 26: 2023 年以来逐月的组合绩效及持仓.....	27

1、历史回顾：基金投顾业务四年来发展稳健

2019年10月启动基金投资顾问业务试点以来，基金投顾业务发展受到了市场各方的认可与支持。截至2023年3月底，共有60家机构纳入试点，基金投顾业务服务的资产总规模1464亿元，客户总数524万户。

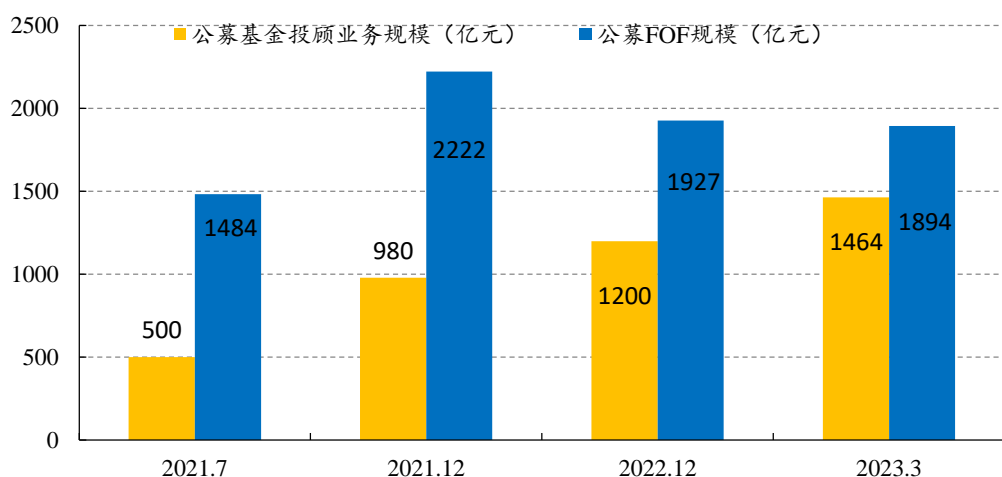
表1：基金投顾机构成立时间线和获批名单

获批时间	机构类型	数量	基金投顾名单
2019年10月	基金及基金子公司	5	易方达基金、南方基金、嘉实基金、华夏基金、中欧基金
2019年12月	独立基金销售公司	3	蚂蚁基金、腾安基金、盈米基金
2020年2月	证券公司	7	中金公司、中信建投、华泰证券、国泰君安、申万宏源、银河证券、国联证券
	商业银行	3	工商银行、招商银行、平安银行
2021年6月	基金及基金子公司	10	博时基金、广发基金、汇添富基金、银华基金、兴证全球基金、工银瑞信基金、招商基金、交银施罗德基金、华安基金、鹏华基金
	证券公司	7	中信证券、招商证券、国信证券、兴业证券、东方证券、安信证券、浙商证券
2021年7月	基金公司	9	富国基金、建信基金、景顺长城基金、民生加银基金、华泰柏瑞基金、万家基金、申万菱信基金、国泰基金、国海富兰克林基金
	证券公司	13	山西证券、平安证券、光大证券、南京证券、中银证券、国金证券、中泰证券、华安证券、财通证券、东兴证券、东方财富证券、华宝证券、华西证券
2021年8月	证券公司	2	渤海证券、华创证券
	基金公司	1	农银汇理基金

资料来源：《投顾业务的全球实践与中国展望》、国家金融与发展实验室、证监会、开源证券研究所（数据截至2023年3月31日）

基金投顾业务经过近4年的发展，规模增速较高，整体规模与公募FOF规模差距缩小。基金投顾通过投资者教育等形式，帮助基民减少非理性交易，以期获得资本市场的长期收益。截至2023年3月31日，公募基金投顾业务规模与公募基金FOF的规模差距缩小至430亿元。

图1：公募基金投顾业务规模与公募基金FOF的规模差距缩小至430亿元



数据来源：证监会官网、券商中国、中国基金报、Wind、开源证券研究所（数据截至2023年3月31日）

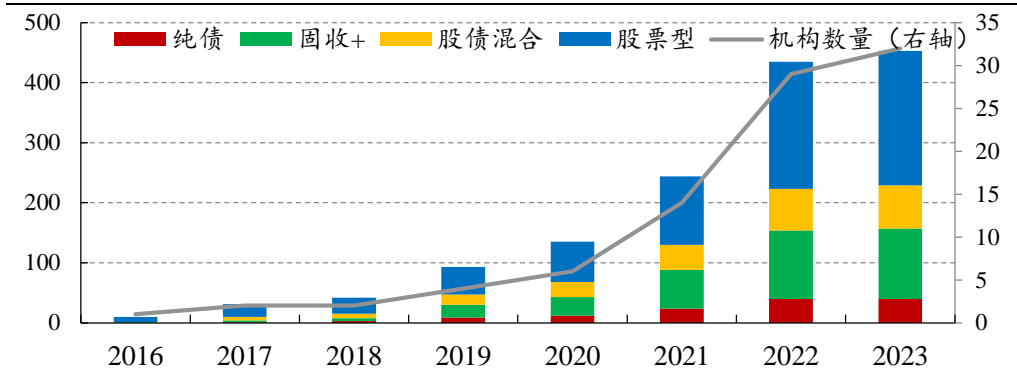
本篇文章，我们根据天天基金以及且慢上共453只基金投顾产品为分析样本，解析其业绩、持仓特征，以期从绩优投顾产品中借鉴其组合构建思路。

2、投顾概览：基金投顾产品百花齐放，不同策略各显神通

2.1、产品布局：固收+及股票型投顾产品为主，特色产品越来越多

我们统计了天天基金和且慢平台上的主要投顾产品。截至2023年7月31日，统计范围包括天天基金和且慢上共有453个基金投顾产品，32家基金投顾公司。从投顾产品上线时间来看，2022年是产品上线小高峰，多数投顾产品和投顾公司在2022年完成上线，因此多数产品目前已有1年多的观察期。

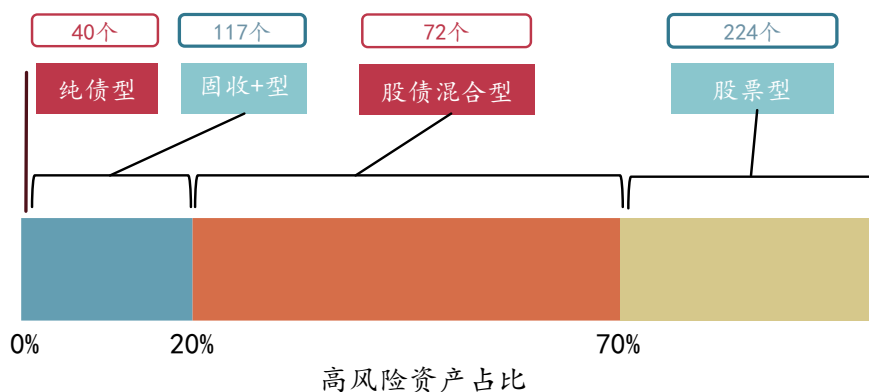
图2：历年基金投顾产品存续数量：基金投顾产品多在2022年前完成布局



数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

基金投顾产品百花齐放，其中固收+型投顾产品和股票型投顾产品数量多。参考基金投顾产品的业绩基准，本文将所有基金投顾产品按照权益资产占比分为纯债型投顾（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%）。截至2023年7月31日，“固收+型”投顾产品和“股票型”投顾产品总数量居前，分别为117个和224个。

图3：四类基金投顾产品分类标准：根据权益资产（高风险资产）占比划分



资料来源：天天基金、且慢、开源证券研究所

从基金投顾产品定位来看，基金投顾产品目标多为在控制回撤的基础上取得较高收益。分不同类型的投顾产品来看：

- (1) **纯债型投顾（权益中枢0%）**：产品定位多为货币增强型投顾产品，一般使用货币市场基金打底，采用各类纯债债基增强收益；
- (2) **固收+型投顾（权益中枢0~20%）**：使用各类纯债债基打底，采用红利低

波、均衡等权益基金或固收+基金进行收益增强；

- (3) **股债混合型投顾（权益中枢20~70%）**：整体通过优选股基和债基，并根据大类资产配置观点调整各类资产比例和行业比例。
- (4) **股票型投顾（权益中枢70%+）**：有比较基准为行业主题、风格、QDII型的股票型投顾产品，也有偏好指数基金产品的股票型投顾产品，更多的还是精选股基作为配置。

表2：四种类型投顾产品的划分（以四种投顾产品示例）：区别在于货币、债券、权益配置比例

基金投顾产品名称	基金投顾管理人	业绩比较基准	投顾类别	基准货币比例	基准债券比例	基准权益比例	实际货币比例	实际债券比例	实际权益比例	2023年以来收益
银华天玑-月月添利	银华基金	中证货币市场基金指数*65%+中证国债指数*35%	纯债型	65%	35%	0%	65%	35%	0%	1.84%
兴证全球低波动小幸福	兴证全球基金	中证偏股基金指数（930950）*15%+中证全债指数（H11001）*85%	固收+型	0%	85%	15%	2%	82%	15%	3.66%
华夏全自动超级配置策略	华夏财富	--	股债混合型	0%	40%	60%	1%	39%	60%	4.71%
多因子策略股基成长精选	南方基金	中证500指数×90%+上证国债指数×10%	股票型	0%	10%	90%	2%	2%	96%	0.06%

数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

股票型基金投顾产品类型最为丰富，为了迎合不同投资者投资需求，投顾产品除了包括全市场选基型投顾产品，还囊括了全球资产配置型投顾产品（QDII型投顾产品）、行业主题型投顾产品、带有成长价值等风格特征的投顾产品等，其中QDII型基金投顾产品数量共10个，行业主题型投顾产品数量共24个。此外，还有部分投顾产品定位为宽基指数增强，或使用指数基金构建投资组合。

表3：投顾产品种类较多元：代表型QDII型、指数型、行业主题型投顾产品

基金投顾产品名称	基金投顾管理人	投顾类别	业绩比较基准	QDII基金比例	指数基金比例	股票基金比例	2023年以来收益
全球精选	华夏财富	QDII型	60%*000906(中证800)+15%*HSI(恒生指数)+15%*SPX(标普500指数)+10%*H11009(中证综合债指数)	47.2%	10.2%	33.1%	10.5%
沪深300精选	华宝证券	指数型	95%*沪深300指数收益率+5%*中债总全价指数收益率	0.0%	98.0%	0.0%	9.3%
广发带你消费	广发基金	行业主题型	95%中证内地消费指数+5%中债综合全价(总值)指数	0.0%	0.0%	95.5%	-2.4%

数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

基金投顾机构以公募基金及其财富子公司、券商和三方平台为主，其对投顾产品布局各具特色。除了不同股债配比的投顾产品以外，部分基金投顾公司还根据行业偏好、市场偏好，布局了行业主题型投顾产品、QDII型投顾产品、各风格投顾产品，部分公司根据理财目的，布局了场景化投顾产品，如养老型投顾产品和留学储备型投顾产品。

表4：基金投顾机构的产品布局各具特色

基金投顾管理人	布局特色
财通证券	基础产品+成长/价值风格股票型投顾

基金投顾管理人	布局特色
东方财富证券	基础产品+指数产品
工银瑞信基金	基础产品+指数产品
广发基金	基础产品+行业风格产品（科技/医药/消费/红利）+基金经理种类（新生代/长跑老将）+定投产品
国泰基金	基础产品+三档养老产品+QDII型+行业主题型（数字经济）
华泰柏瑞基金	基础产品+QDII型
华夏财富	基础产品+养老产品+QDII+行业主题（科技等）+根据理财目的（留学等）
建信基金	基础产品+QDII+指数产品
交银施罗德基金	基础产品+指数产品
南方基金	基础产品+行业（科技/医药/消费/红利）+成长/蓝筹风格股票型投顾
招商基金	基础产品+指数轮动策略
中国银河证券	基础产品+香港市场基金
中欧财富	基础产品+行业（科技/医药/消费等）+养老产品

资料来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（基础产品为不同股债配比的投顾产品）

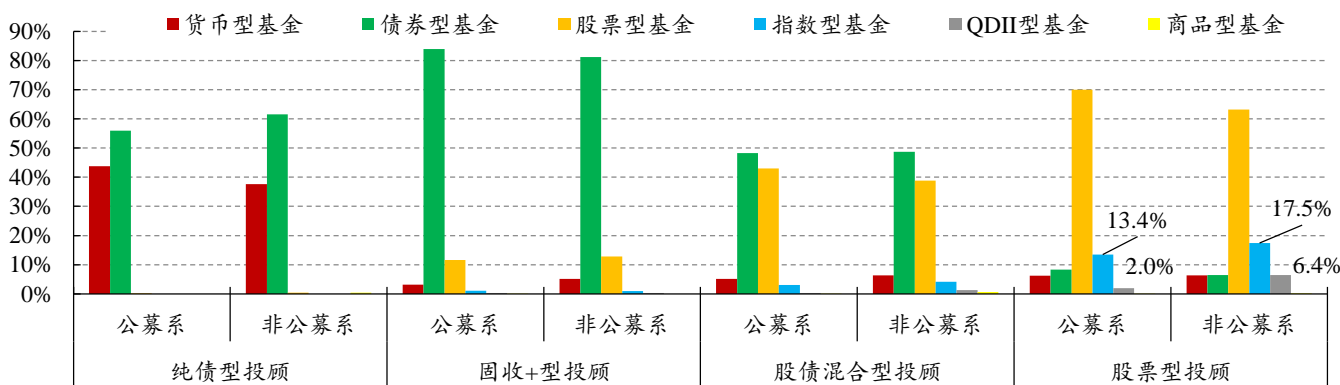
2.2、持仓分析：券商系、三方系投顾产品策略更多元

虽然投顾产品具有“三分投、七分顾”的特征，然而“投”也是投顾产品不可或缺的部分。本节从投资的角度出发，考察投顾产品持仓具备怎样的特征，进而分析其投资策略。

我们将投顾产品按投顾主理人类别，分为公募系投顾产品和非公募系投顾产品，原因是两类投顾主理人具有不同的投资特点，非公募系投顾机构包括盈米基金、券商系等，这些机构很多带有大V的IP特征，产品特点更加鲜明。

从持仓偏好来看，公募系和非公募系在持仓基金种类较为相似，主要区别在于股票型投顾产品。**非公募系股票型投顾产品**（剔除QDII型、行业主题型投顾产品）**持有指数型和QDII型基金的比例较高**，公募系和非公募系投顾产品持有指数型基金比例分别为13.4%和17.5%，公募系和非公募系投顾产品持有QDII型基金比例分别为2.0%和6.4%。

图4：公募系和非公募系投顾产品持仓基金类型较为相似



数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日；股票型投顾产品剔除QDII型和行业主题型投顾产品）

对于股票型投顾产品，与公募系投顾产品相比，非公募系投顾产品在指数型基金和QDII型基金配置比例较高。其背后原因是公募系投顾主理人更倾向于优选基金

经理，目标是战胜Wind偏股型基金指数（885001）。而非公募系投顾主理人打法更为灵活，如使用宽基指数型基金产品作为底仓，或使用行业主题型指数基金实现行业轮动策略，或使用QDII型基金实现全球资产配置。

近年来，公募系投顾产品策略丰富度有所提升。公募系投顾产品持有指数型基金和QDII型基金的比例有所上升，尤其是指数型基金，其平均持有比例从2023年年初的10.5%上升至2023年7月31日的13.4%。原因是2023年宽基指数基金和QDII型基金走势相对强势，也体现了公募基金策略丰富度逐渐提升。

图5：公募系投顾产品持有指数型基金的比例更低

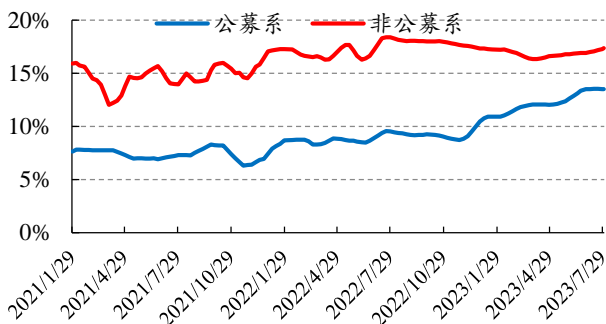
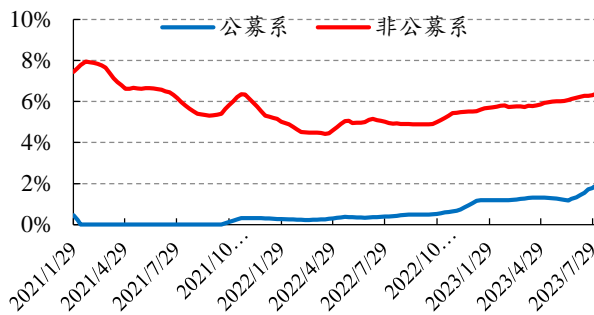


图6：公募系投顾产品持有QDII型基金比例更低



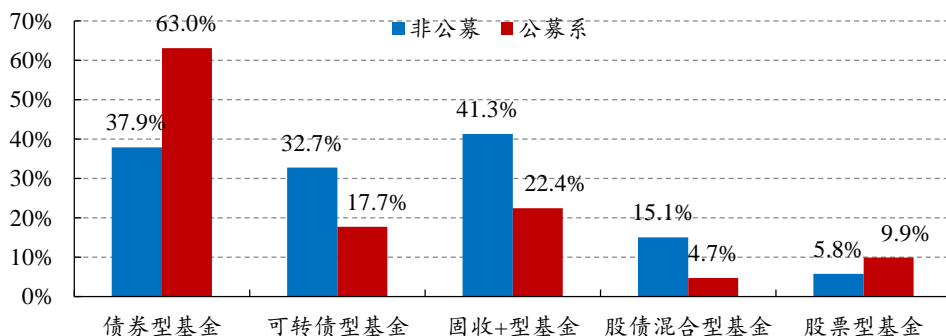
数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2023.7.31；股票型投顾产品剔除QDII型投顾产品和行业主题型投顾产品）

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2023.7.31；股票型投顾产品剔除QDII型投顾产品和行业主题型投顾产品）

对于固收+型投顾产品，在比较公募系和非公募系持仓特点前，我们发现两者权益中枢分布存在差异，公募系固收+型投顾产品基准更倾向于选择10%作为基准权益中枢，因此其整体权益中枢较低，均值仅为11.9%；而非公募系固收+型投顾产品更倾向于选择20%作为基准权益中枢，其整体权益中枢较高，均值达到15.4%。

公募系和非公募系投顾产品权益中枢的区别影响持仓结构，公募系固收+投顾产品更多采用“债券型基金+股票型基金”的策略，持仓中固收+型基金占比（22.4%）远小于非公募系投顾产品（41.3%）。非公募系固收+投顾产品的持仓品种更为丰富，可转债型基金、固收+型基金和股债混合型基金占比分别为32.7%、41.3%和15.1%¹。

图7：非公募系固收+型投顾产品的持仓基金种类更为丰富



数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

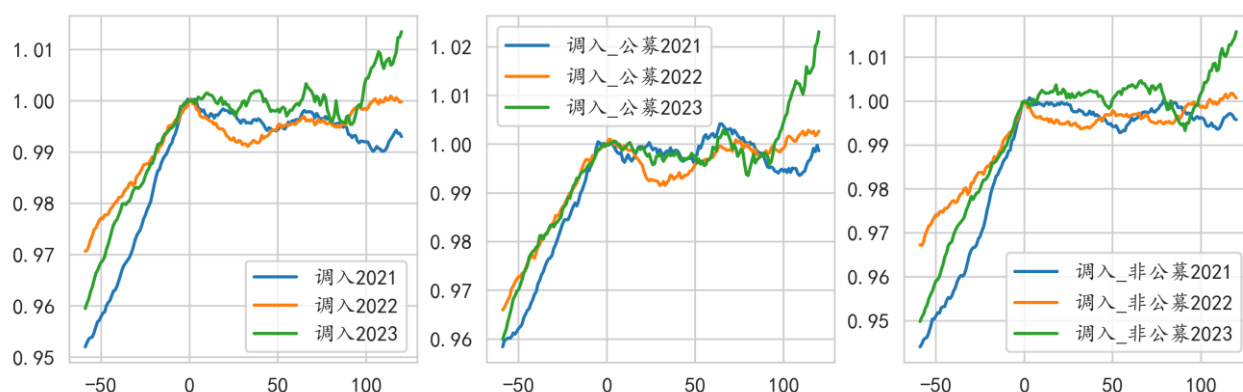
2.3、调仓行为：投顾产品调仓行为并非完全理性

¹ 债券型基金指当期股票占比在5%以下，固收+型基金指当期股票占比在5%到20%之间，股债混合型基金指当期股票占比在20%到70%之间，股票型基金指当期股票占比高于70%，可转债型基金指当期可转债占比高于5%。

本节介绍投顾产品的调仓动作是否有效，仅对股票型和股债混合型投顾产品调仓行为进行探究，且筛选权益仓位超过70%的持仓基金²。本节将调仓动作分为调入、调出和不变三种类型，调入动作是指投顾产品新调入基金或基金权重增加值超过2%，调出动作是指投顾产品清仓基金或基金权重减少值超过2%，其余动作定为不变。

关于调入行为，投顾产品倾向于调入前期超额收益较高的基金，然而调入后基金短期超额收益³不明显。图8说明，2021至2023年，投顾产品调入基金前3月和前1月平均超额收益均为正，截至2023年7月31日，2023年调入基金前3月超额收益达到4.3%，这一现象在公募系和非公募系投顾产品中均存在。调入后基金短期超额收益基本在0%左右，长期超额收益在2023年显著为正（2.3%），在其他年份并不明显，公募系投顾产品长期平均超额收益略领先非公募投顾产品。

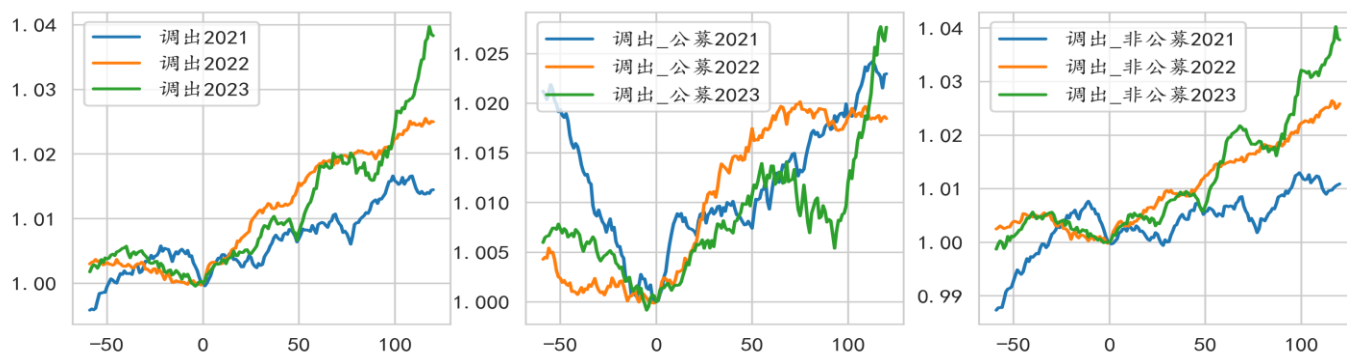
图8：投顾产品倾向于调入前期超额收益较高的基金



数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

关于调出行为，投顾产品倾向于调出前期超额收益较低的基金，然而这些基金调出后短中长期均存在超额收益。从图9可以发现，公募投顾产品2021-2023年投顾产品调出基金前3月和前1月超额收益显著为负，说明公募投顾产品倾向于调出绩效一般的基金。对于所有投顾产品，被调出基金在各年份均呈现较强的短、中、长期超额收益，截至2023年7月31日，2023年基金调出后短期、中期、长期平均超额收益分别为0.1%、1.3%、2.8%。

图9：投顾产品倾向于调出前期超额收益较低的基金



数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

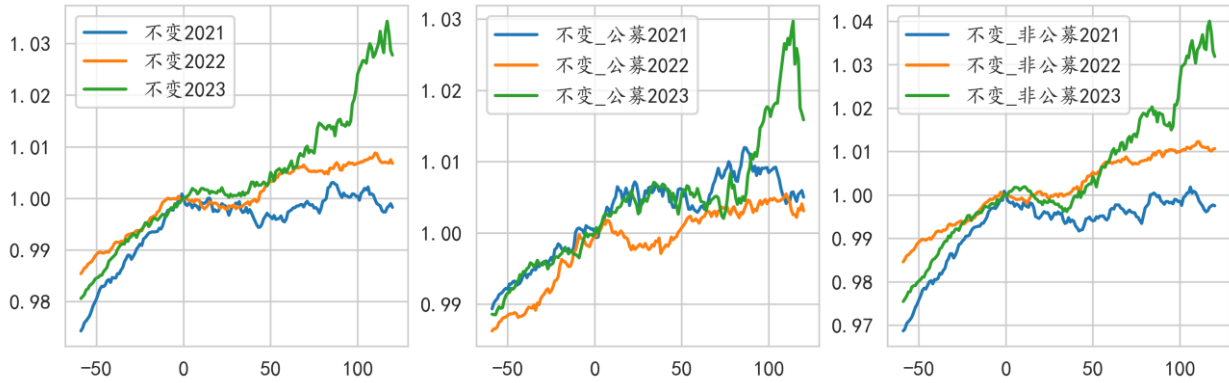
投顾产品往往坚定持有前期超额收益较高的基金。从图10可以发现，截至2023

² ①对投顾产品，筛选股债混合型投顾产品和股票型投顾产品；②对投顾产品持仓，筛选股票仓位高于70%的持仓。

³ 短期定义为1月（20个交易日），中期定义为3个月（60个交易日），长期定义为半年（120个交易日）。

年7月31日，公募系投顾产品2021-2023年权重变化较小的基金，前3月和前1月平均超额收益显著为正。这些基金未来超额收益在不同年份存在一定差异。其中公募系投顾产品持仓权重不变的基金在各年份未来平均超额收益多数为正；而非公募投顾产品2021年未来超额收益为负，2022年和2023年未来3月和未来6月的平均超额收益均显著为正。

图10：投顾产品往往坚定持有前期超额收益较高的基金



数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

总结以上三种调仓行为，投顾产品的调入和调出行为并不一定理性，往往买高卖低，但是投顾产品选择继续持仓的基金未来呈现一定超额收益。即投顾产品倾向于调入历史绩优基金，然而这些基金未来超额收益并不明显；投顾产品倾向于调出历史绩效一般的基金，然而这些基金未来呈现出一定的超额收益；投顾产品选择继续持仓的基金未来往往也存在一定超额收益。

2023年调入基金平均超额收益较高的投顾产品包括若水主动等，前二十名投顾产品历史和未来超额收益均较高，即这些投顾产品善于发掘具有业绩持续性的基金。

表5：2023年调入基金超额收益较高的前二十大投顾产品：历史和未来超额收益均较高

基金投顾产品名称	基金投顾管理人	前3月平均超额收益	前1月平均超额收益	后1月平均超额收益	后3月平均超额收益	后6月平均超额收益
若水主动	国联证券	5.1%	3.9%	2.8%	8.9%	
华夏常青藤教育金组合	华夏财富	14.3%	9.2%	6.4%	8.1%	
研选基汇	盈米基金	5.8%	2.2%	1.1%	7.2%	
财星选成长策略	财通证券	13.7%	3.9%	4.0%	6.3%	3.6%
启明睿-稳健	盈米基金	9.4%	5.3%	2.7%	6.2%	
华泰柏瑞十权十美	华泰柏瑞基金	3.2%	0.9%	2.6%	6.1%	9.0%
盈添平衡	华宝证券	3.3%	-1.5%	1.8%	5.8%	5.9%
新锐工业组合	盈米基金	-0.6%	-0.4%	3.0%	5.8%	
盈添进取	华宝证券	5.8%	0.6%	0.7%	5.7%	8.3%
雄霸赛道偏股	国联证券	8.8%	3.6%	1.1%	5.2%	
华夏80后智领未来组合	华夏财富	9.2%	4.8%	4.2%	4.9%	
安鑫积极70	国联证券	11.1%	3.2%	-0.8%	4.8%	3.1%
万家随心人生	万家基金	9.9%	1.7%	5.6%	4.5%	
一库十牛	盈米基金	2.9%	2.7%	4.0%	3.9%	
AI指数增强	华宝证券	4.4%	2.7%	2.0%	3.9%	
全明星精选	盈米基金	5.6%	1.6%	1.3%	3.7%	

基金投顾产品名称	基金投顾管理人	前3月平均超额收益	前1月平均超额收益	后1月平均超额收益	后3月平均超额收益	后6月平均超额收益
一起幸福增长	广发基金	2.9%	-1.4%	0.8%	3.6%	3.0%
权益向钱冲	万家基金	4.5%	3.5%	0.3%	3.5%	
进取投资策略	易方达基金	9.8%	3.3%	1.3%	3.5%	
财通优选增强	财通证券	7.7%	3.2%	2.6%	3.5%	
平均收益		6.8%	2.7%	2.4%	5.3%	5.5%

数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

从换手率角度来看，换手率与业绩存在微弱负相关关系。四大类的基金投顾的换手率与业绩基本呈负相关关系，含债的比例越高，负相关性越强。

表6：换手率与业绩存在微弱负相关关系

年份\类型	股票型	股债混合	固收+	纯债
2023年	-0.05	-0.17	-0.16	-0.29
2022年	-0.07	-0.08	-0.18	-0.31

数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

2.4、业绩比较：2022年三季度以来，股票型投顾产品相对885001指数超额较为明显

四种类型投顾产品整体业绩一般。截至2023年7月31日，纯债型、固收+型、股债混合型和股票型投顾产品2023年收益中位数分别为1.9%、2.5%、0.9%和0.4%，同期万得偏股混合型基金指数收益为-2.66%，纯债债基收益为2.31%。

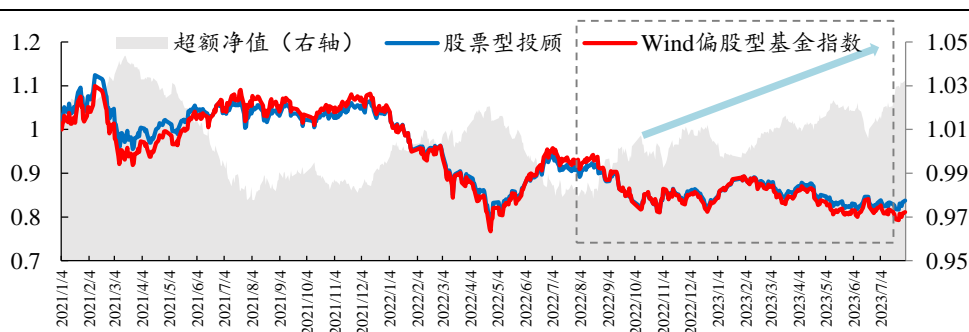
表7：2021年来，四种类型投顾产品整体业绩一般

年份\风险等级	纯债型	固收+型	股债混合型	股票型
2021年	2.7%	6.0%	5.8%	4.2%
2022年	2.0%	-2.1%	-8.6%	-18.4%
2023年	1.9%	2.5%	0.9%	0.4%

数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

将股票型投顾产品业绩（剔除行业主题型和QDII型投顾产品）与Wind偏股型基金指数进行比较，2022年7月以来，股票型投顾产品相对Wind偏股型基金指数超额较为明显。

图11：2022年7月以来，股票型投顾产品相对Wind偏股型基金指数超额较为明显

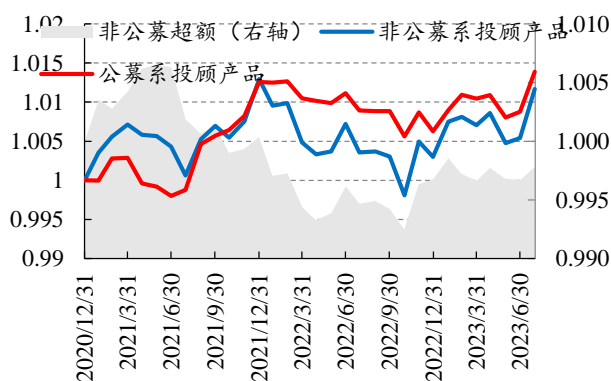


数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

接下来，探究公募系和非公募系投顾产品的业绩差异。考虑到不同产品权益仓位不同，为了保证各产品收益可比性，计算各个产品超额收益，按月对各产品超额收益取中位数，合成该类投顾产品超额净值。超额收益基准为根据投顾产品底层股债比例，对基金指数（885001.WI）和债券指数（930609.CSI）进行加权。

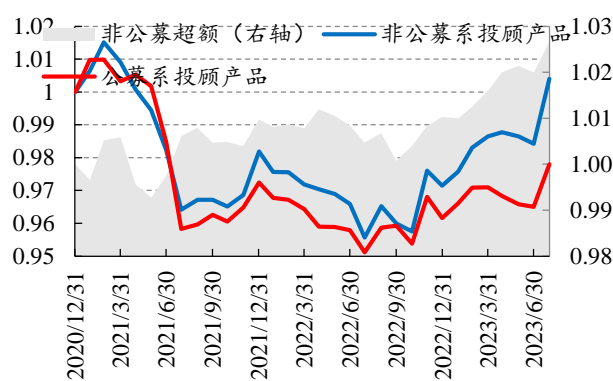
对于固收+投顾产品，公募系和非公募系投顾产品业绩差距较小，2021年至今公募系投顾产品相对非公募系投顾产品年化超额收益仅为0.08%；对于股票型投顾产品，2021年和2022年公募系和非公募系投顾产品业绩差距较小，2023年非公募系相对非公募系投顾产品存在稳定超额，原因是2023年指数型基金和QDII型基金持续存在超额收益，2021年至今公募系投顾产品相对非公募系投顾产品年化超额收益为-1.02%。

图12：2021年来固收+型投顾产品业绩：公募系和非公募系差距较小



数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

图13：2023年来股票型投顾产品业绩：非公募系投顾产品>公募系投顾产品



数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

接下来，比较公募系投顾产品和公募FOF产品业绩。同样的，为了保证各产品收益可比性，计算各个产品超额收益，合成该类投顾产品超额净值。由于投顾产品报送收益多数属于费前净值，我们在投顾产品披露收益基础上扣除一定费率⁴。我们按照FOF产品半年报和年报穿透后股票仓位划分公募FOF类别（划分标准同投顾产品），共分为固收+型、股债混合型、股票型三种类型，由于没有纯债型公募FOF，因此仅对这三类公募FOF产品和公募系投顾产品进行比较。

对于固收+型公募投顾产品和公募FOF，两者收益在各年份基本相等，2022年固收+型公募FOF超额收益略领先公募投顾产品。截至2023年7月31日，2021年以来公募FOF相对公募投顾产品年化超额收益为0.07%。

表8：固收+型公募投顾产品和公募FOF超额收益比较：超额收益基本相同

	公募FOF 年化收益率	公募投顾产品 年化收益率	公募投顾产品年 化收益率(扣费)	FOF相对投顾产品超额收益	FOF相对投顾产品超额 (投顾产品扣除费率)
2021	-0.11%	1.16%	-0.09%	-1.26%	-0.02%
2022	-1.43%	-0.57%	-1.82%	-0.86%	0.40%
2023	-0.15%	1.14%	-0.11%	-1.27%	-0.03%
全区间	-0.66%	0.52%	-0.73%	-1.18%	0.07%

数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日，2023年收益为年化收益）

⁴ 固收+型、股债混合型、股票型投顾产品的管理费分别为0.60%、0.90%、1.20%，按年化双边200%换手率计算申购费（0.15%）和赎回费（0.50%），固收+型、股债混合型、股票型投顾产品总费率分别为1.25%、1.55%和1.85%。

对于股债混合型公募投顾产品和公募FOF，整体上两者收益差距较小，2023年固收+型公募FOF略领先公募投顾产品。截至2023年7月31日，2021年以来公募FOF相对公募投顾产品年化超额收益为0.05%。

表9：股债混合型公募投顾产品和公募FOF超额收益比较：超额收益基本相同

	公募FOF 年化收益率	公募投顾产品 年化收益率	公募投顾产品年 化收益率(扣费)	FOF相对投顾产品超额收益	FOF相对投顾产品超额 (投顾产品扣除费率)
2021	-0.46%	1.13%	-0.42%	-1.58%	-0.05%
2022	-2.32%	-0.54%	-2.09%	-1.78%	-0.23%
2023	0.48%	0.99%	-0.56%	-0.51%	1.04%
全区间	-1.02%	0.48%	-1.07%	-1.49%	0.05%

数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日，2023年收益为年化收益）

对于股票型公募投顾产品和公募FOF，2022年以来公募投顾产品领先公募FOF。截至2023年7月31日，2022年和2023年公募FOF相对公募投顾产品年化超额收益分别为-0.90%和-0.57%。

表10：股票型公募投顾产品和公募FOF超额收益比较：2022年以来公募投顾产品占优

	公募FOF 年化收益率	公募投顾产品 年化收益率	公募投顾产品年 化收益率(扣费)	FOF相对投顾产品超额收益	FOF相对投顾产品超额 (投顾产品扣除费率)
2021	-0.47%	-2.55%	-4.40%	2.14%	4.11%
2022	-3.75%	-1.03%	-2.88%	-2.75%	-0.90%
2023	0.14%	2.57%	0.72%	-2.36%	-0.57%
全区间	-1.69%	-0.83%	-2.68%	-0.87%	1.02%

数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日，2023年收益为年化收益）

3、见贤思齐：绩优固收+型投顾产品的筛选和组合构建

本节旨在借鉴绩优固收+型投顾产品，构造优秀固收+基金组合。

3.1、筛选方法：参考固收+型投顾产品的固收+基金的配置偏好

筛选固收+型投顾产品需要考虑两个问题，一是投顾主理人优选债券基金、固收+基金和权益基金的能力是否一致，是否需要分别分析；二是如果固收+型投顾产品的权益部分，是选择固收+型基金还是股票型基金。

关于第一个问题，我们计算基金投顾产品对三类基金选基能力的相关性⁵，结果如表11，三种能力的相关性在2022年和2023年均较弱，即擅长挑选纯债型基金的投顾产品不一定擅长挑选固收+型基金。如2023年固收+型基金选基能力与纯债型基金选基能力、股票型基金选基能力的相关性分别为0.7%和8.3%。因此构造固收+组合时，我们仅参考投顾产品的固收+型基金选基能力。

表11：2022年来，固收+型投顾产品对于不同类别基金的选基能力相关性不高

2022年	纯债型基金选基能力		固收+型基金选基能力	
	力	力	力	力
固收+型基金选基能力	-0.8%		0.7%	

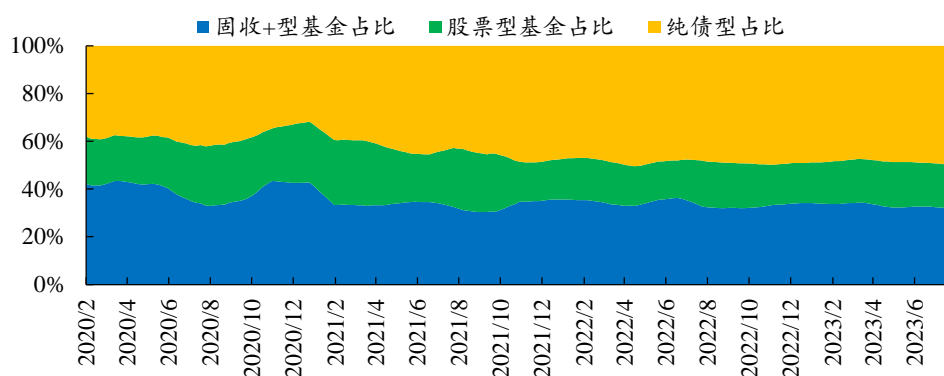
⁵ 投顾产品对三类基金选基能力：计算对应种类持仓基金的平均年化收益率和平均 Calmar 比率，对两个指标的取分位数后等权加和。请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2022年	纯债型基金选基能力		固收+型基金选基能力		2023年	纯债型基金选基能力		固收+型基金选基能力	
	力	力	力	力		力	力	力	力
股票型基金选基能力	6.5%	-3.4%	股票型基金选基能力	7.6%	8.3%				

数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

关于第二个问题，固收+型投顾增强收益的方式是股票型基金和固收+型基金并行。从图14可以发现，截至2023年7月31日，固收+型投顾产品持仓中固收+型基金（股票仓位介于5%和20%之间）权重占比31.6%，股票仓位高于20%的基金占18.3%。少量固收+型仅使用股票型基金增强收益，如兴证全球低波动小幸福，持仓仅包含纯债基金和股票型基金。由于股票型基金组合的构造在第二章已有讨论，本章我们就固收+型基金进行讨论。

图14：固收+型投顾产品持仓以固收+型基金和纯债型基金为主



数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

为了筛选出固收+基金选基能力强的投顾产品，我们提取各固收+型投顾持仓中的固收+型基金，计算这部分基金的超额收益率和超额Calmar比率，并等权加总，得到投顾产品的平均超额收益率和平均Calmar比率，对两个指标的取分位数后等权加和，得到投顾产品的择基能力。2023年固收+基金择基能力靠前的投顾产品如表12，包括桃李春风、华泰柏瑞低波动小幸福等投顾产品。

表12：2023年绩优固收+型投顾产品：桃李春风、华泰柏瑞低波动小幸福、鑫安利得等居前

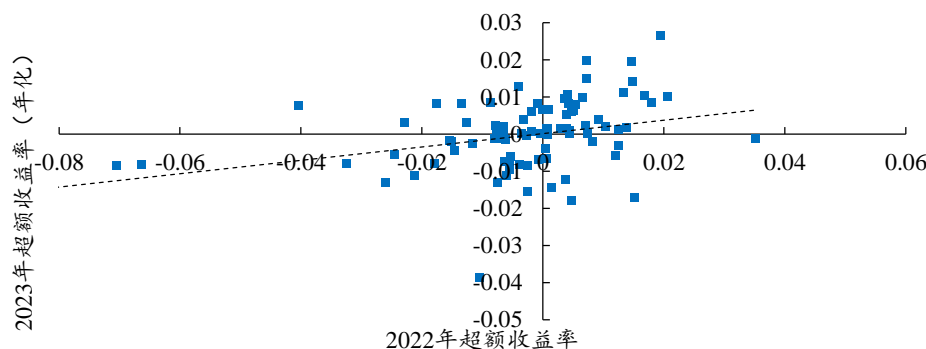
基金投顾产品名称	基金投顾管理人	平均年化收益率（超额）	平均年化波动率（超额）	平均最大回撤（超额）	平均夏普比率（超额）	平均Calmar比率（超额）
桃李春风	盈米基金	2.65%	1.56%	0.50%	1.70	5.28
华泰柏瑞低波动小幸福	华泰柏瑞基金	2.12%	1.42%	0.46%	1.49	4.66
鑫安利得	盈米基金	1.49%	0.78%	0.32%	1.90	4.69
中信证券稳健理财加	中信证券	1.68%	1.28%	0.48%	1.32	3.48
连天芳草	国联证券	1.98%	1.65%	0.62%	1.20	3.18
景顺长城低波小美好	景顺长城基金	1.11%	1.09%	0.37%	1.02	2.97
安盈宝	华夏财富	1.28%	1.32%	0.44%	0.97	2.91
博时乐享稳健	博时基金	1.06%	0.77%	0.36%	1.38	2.95
稳健理财策略	易方达基金	1.04%	1.25%	0.41%	0.83	2.54
马拉松固收增强	华夏财富	1.94%	2.39%	1.23%	0.81	1.57
景顺长城稳稳小确幸-盈米尊享	景顺长城基金	1.40%	1.60%	0.72%	0.87	1.94
嘉实稳稳小福气组合	嘉实财富	0.81%	0.79%	0.24%	1.03	3.41

基金投顾产品名称	基金投顾管理人	平均年化收益率(超额)	平均年化波动率(超额)	平均最大回撤(超额)	平均夏普比率(超额)	平均Calmar比率(超额)
嘉实财富固收Plus	嘉实财富	0.81%	0.79%	0.24%	1.03	3.41
青石	国联证券	0.83%	0.99%	0.30%	0.84	2.74
新新向荣	盈米基金	0.85%	0.77%	0.37%	1.10	2.29

数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

对于固收+型投顾产品的固收+基金的择基能力是否具备一定持续性，我们统计了固收+型投顾产品2022年和2023年的固收+基金平均超额收益，发现两者相关性为40.2%，说明“固收+型投顾”选择“固收+基金”的能力具备一定持续性。

图15：固收+型投顾产品对固收+型基金的择基能力具备一定持续性



数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

既然固收+型投顾选基能力具备持续性，那么历史能力较强的固收+型投顾持仓未来业绩便有可能更好，即绩优固收+型投顾持仓具有一定借鉴意义。

3.2、绩优产品解析：不同绩优固收+型投顾产品持仓侧重不同

绩优固收+型投顾有什么特点呢？由于公募系固收+型投顾与非公募系固收+型投顾在选基偏好上存在差异，筛选2023年收益率居前的固收+型投顾产品，分别为兴证全球低波动小幸福、华泰柏瑞低波动小幸福、安盈宝（现名全球固收+）。

表13：2023年收益率排名前三的固收+型投顾产品

基金投顾产品名称	基金投顾管理人	上线日期	业绩比较基准	股票仓位	QDII型基金比例	指数型基金比例	2023年收益
兴证全球低波动小幸福	兴证全球基金	2022/1/16	中证偏股基金指数(930950)*15%+ 中证全债指数(H11001)*85%	15.2%	0.0%	8.1%	3.66%
华泰柏瑞低波动小幸福	华泰柏瑞基金	2022/3/29	中证综合债券指数收益率*85%+沪 深300指数收益率*15%	19.1%	0.0%	0.0%	3.55%
安盈宝	华夏财富	2022/2/2	80%*H11009(中证综合债指 数)+20%*000906(中证800)	21.1%	7.5%	2.0%	3.48%

数据来源：天天基金、且慢、开源证券研究所（数据截至2023年7月31日）

从持仓看兴证全球低波动小幸福采取“中长债基金+股票基金”的策略。除了万家鑫璟纯债和易方达信用债等债基。受益于投顾产品在个人账户购买基金的规则，

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/776111010151010233>