

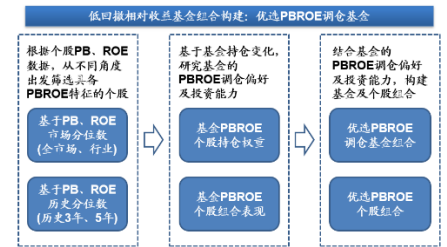
低回撤相对收益基金组合构建之一：优选 PBROE 调仓基金

基金产品专题研究系列之五十七

报告摘要：

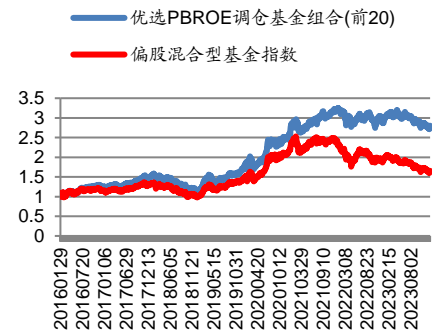
- **优选 PBROE 调仓基金实现低回撤相对收益特征。**近年来，主动型权益基金整体上出现了较大幅度的回撤。本文中，我们尝试针对主动型权益基金构建低回撤相对收益基金组合，即要求基金组合在熊市中的绝对收益回撤较低，同时要求基金组合在牛市中的收益不会显著落后于市场整体水平。具体来看，我们对基于 PBROE 的选基方法进行改进，通过调仓行为刻画基金的 PBROE 投资特征，并以此出发优选基金构建组合实现低回撤相对收益特征。
- **PBROE 个股筛选及组合表现。**基于 Wind 数据，根据个股的 PB、ROE 数据，我们从不同角度出发筛选具备 PBROE 特征的个股，即 PBROE 个股。从 PBROE 个股组合的表现上来看，在 2015.12.31-2023.12.31 区间内，收益方面，该组合的累计收益与同期偏股混合型基金指数较为接近，优于同期万得全 A 指数；回撤方面，该组合的回撤水平小于同期偏股混合型基金指数以及万得全 A 指数。
- **基金 PBROE 调仓偏好及投资能力。**PBROE 调仓偏好方面，我们从基金的调仓行为出发，关注基金在调入或加仓的个股是否为具备 PBROE 特征的个股，并以此刻画基金的 PBROE 调仓偏好；PBROE 投资能力方面，基于 T 报告期的基金 PBROE 持仓个股，我们分别计算未来 1 个季度基金 PBROE 持仓个股组合收益，以及未来 1 个季度 PBROE 持仓个股组合相对万得全 A 指数的超额收益，并以此刻画基金的 PBROE 投资能力。
- **基于 PBROE 调仓偏好及投资能力的基金组合构建。**基于 PBROE 调仓偏好，我们筛选 PBROE 持仓个股占比较高的主动型权益基金，以此构建 PBROE 调仓基金组合；进一步地，基于 PBROE 投资能力，我们根据基金的 PBROE 持仓个股组合表现，在 PBROE 调仓基金中筛选基金构建优选 PBROE 调仓基金组合。历史上来看，优选 PBROE 调仓基金组合相比于同期偏股混合型基金指数获得了较为显著的超额收益，同时在回撤的控制也具备一定的优势，整体上较好地实现了低回撤相对收益特征。
- **核心假设风险：**（1）本文仅在合理的假设范围讨论，文中数据均为历史数据；（2）基于模型得到的相关结论并不能完全准确地刻画现实环境以及预测未来；（3）本文中基于模型得到的组合不代表任何投资建议。

图：优选 PBROE 调仓基金实现低回撤相对收益特征



数据：广发证券发展研究中心

图：优选 PBROE 调仓基金组合表现



数据：Wind, 广发证券发展研究中心

目录索引

一、低回撤相对收益基金组合构建：优选 PBROE 调仓基金	4
（一）低回撤相对收益基金组合构建	4
（二）优选 PBROE 调仓基金实现低回撤相对收益特征	5
二、PBROE 个股筛选及组合表现	7
（一）PBROE 个股筛选方法	7
（二）PBROE 个股组合表现	8
三、基金 PBROE 调仓偏好及投资能力	10
（一）基金 PBROE 调仓偏好及投资能力刻画	10
（二）基金 PBROE 调仓偏好及投资能力举例分析	12
四、结合 PBROE 调仓偏好及投资能力的基金组合构建	14
（一）PBROE 调仓基金及优选指标	14
（二）优选 PBROE 调仓基金组合构建	17
（三）基于优选 PBROE 调仓基金构建优选 PBROE 个股组合	20
五、总结	22
六、风险提示	23

图表索引

图 1: 主动型权益基金数量及规模.....	4
图 2: 低回撤相对收益基金组合构建.....	5
图 3: PBROE 基金组合表现.....	5
图 4: 本文研究思路: 优选 PBROE 调仓基金实现低回撤相对收益特征.....	6
图 5: 不同类型 PBROE 个股组合数量.....	7
图 6: PBROE 个股数量.....	8
图 7: 不同类型 PBROE 个股组合表现.....	8
图 8: PBROE 个股组合表现.....	9
图 9: 基金 PBROE 调仓偏好.....	10
图 10: 个股 PBROE 特征持续时间分布.....	11
图 11: 基金 PBROE 投资能力.....	12
图 12: 基金 A 的 PBROE 持仓个股占净值比.....	13
图 13: 基金 A 的 PBROE 持仓个股组合表现.....	13
图 14: 基金 A 的 PBROE 持仓个股组合累计超额收益贡献.....	14
图 15: 基金平均 PBROE 持仓个股占净值比.....	15
图 16: PBROE 调仓基金组合表现.....	16
图 17: 基于 PBROE 个股组合收益的优选 PBROE 调仓基金组合表现.....	17
图 18: 基于 PBROE 个股组合超额收益贡献的优选 PBROE 调仓基金组合表现.....	17
图 19: 优选 PBROE 调仓基金组合表现(前 20).....	18
图 20: 优选 PBROE 调仓基金组合表现(前 10).....	19
图 21: 基于优选 PBROE 调仓基金构建优选 PBROE 个股组合.....	21
图 22: 优选 PBROE 个股组合表现.....	21
表 1: PBROE 基金组合分年度表现.....	6
表 2: PBROE 个股筛选方法.....	7
表 3: 不同类型 PBROE 个股组合分年度表现.....	9
表 4: 基金 A 的 PBROE 持仓个股明细(2023Q4).....	11
表 5: 基金 PBROE 投资能力指标有效性(2016.1-2023.12).....	16
表 6: 优选 PBROE 调仓基金组合分年度表现(前 20).....	18
表 7: 优选 PBROE 调仓基金组合业绩指标(前 20).....	19
表 8: 优选 PBROE 调仓基金组合分年度表现(前 10).....	20
表 9: 优选 PBROE 调仓基金组合业绩指标(前 10).....	20
表 10: 优选 PBROE 个股组合分年度表现.....	22

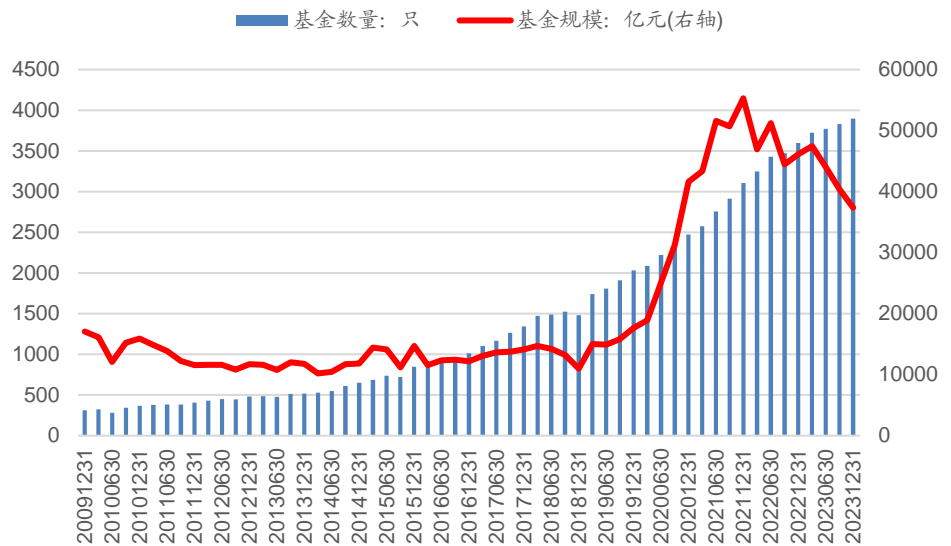
一、低回撤相对收益基金组合构建：优选 PBROE 调仓基金

（一）低回撤相对收益基金组合构建

(本文数据 均为wind数据)

近年来，主动型权益基金市场迎来了快速发展，总规模从2016Q4的1.22万亿元上升至2023Q4的3.74万亿元。(此处定义主动型权益基金为：普通股票型、偏股混合型、平衡混合型以及灵活配置型基金，其中平衡混合型以及灵活配置型基金要求当期权益资产占比超过60%。)

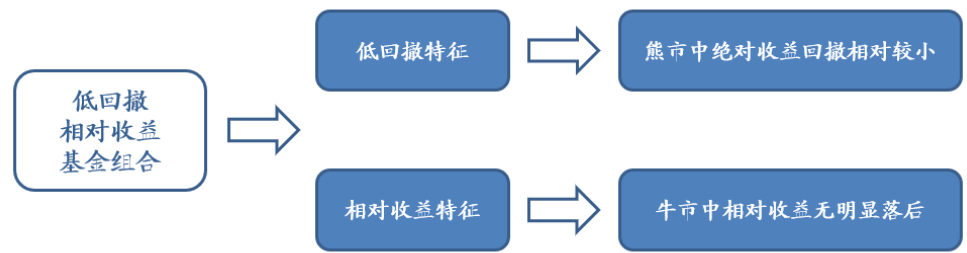
图1：主动型权益基金数量及规模



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

近年来，主动型权益基金整体上出现了较大幅度的回撤，代表主动型权益基金整体表现的偏股混合型基金指数在2020.12.31-2023.12.31的区间的最大回撤超过36%。本文中，我们尝试针对主动型权益基金构建低回撤相对收益基金组合，即要求基金组合在熊市中的绝对收益回撤较低，同时要求基金组合在牛市中的收益不会显著落后于市场整体水平。

图2: 低回撤相对收益基金组合构建

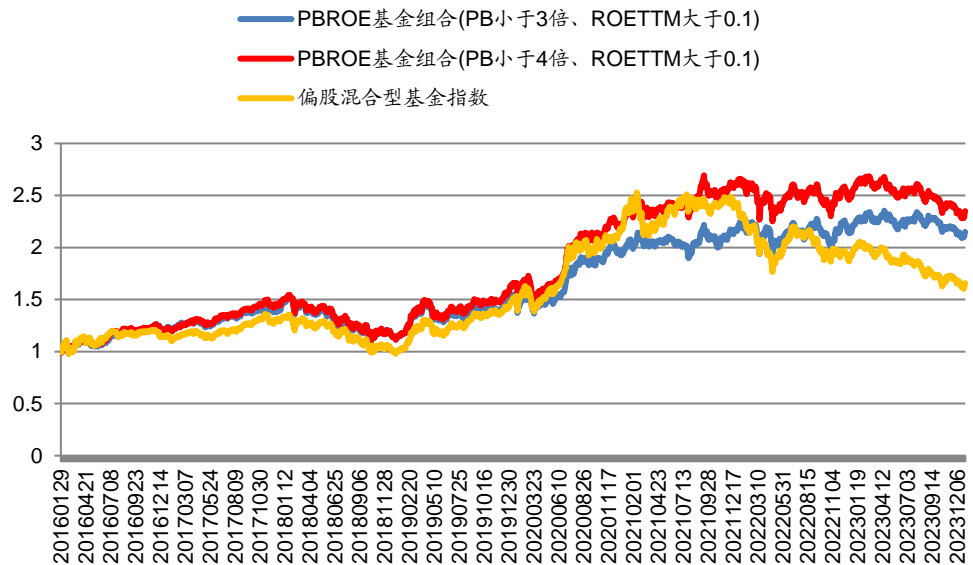


数据 : 广发证券发展研究中心

(二) 优选 PBROE 调仓基金实现低回撤相对收益特征

长期来看, 根据PBROE数据筛选估值水平较为合理, 且盈利质量较高的个股构建组合往往能够实现较为稳健的收益表现。此处, 我们以季度为频率, 筛选整体持仓PB相对较低, 且整体持仓ROE相对较高的主动型权益基金构建PBROE基金组合。从回测结果来看, PBROE基金组合的回撤水平显著低于同期偏股混合型基金指数, 然而在2019、2020年的牛市中, PBROE基金组合的收益水平同样显著低于同期偏股混合型基金指数。

图3: PBROE基金组合表现



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

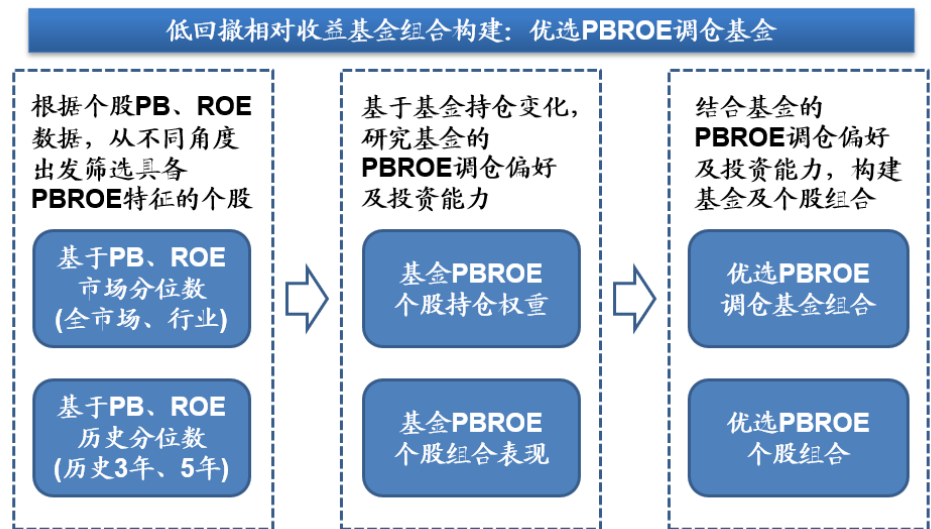
表1: PBROE基金组合分年度表现

年份	PBROE 基金组合 (PB 小于 3 倍、 ROETTM 大于 0.1)	PBROE 基金组合 (PB 小于 4 倍、 ROETTM 大于 0.1)	偏股混合型基金指数
2016	21.17%	20.58%	14.31%
2017	16.34%	20.99%	14.12%
2018	-19.43%	-22.32%	-23.58%
2019	33.47%	41.08%	45.02%
2020	30.31%	41.09%	55.91%
2021	10.83%	16.94%	7.68%
2022	-1.64%	-5.70%	-21.03%
2023	-0.24%	-5.55%	-13.52%

数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

本文中, 我们尝试对基于PBROE的选基方法进行改进, 通过调仓行为刻画基金的PBROE投资特征, 以此出发优选基金实现低回撤相对收益特征。具体来看, 首先我们根据个股最新PB、ROE数据, 从不同角度出发筛选具备PBROE特征的个股; 而后, 我们基于基金持仓变化, 研究基金的PBROE调仓偏好及投资能力; 最后, 我们结合PBROE调仓偏好及投资能力, 筛选基金构建组合。

图4: 本文研究思路: 优选PBROE调仓基金实现低回撤相对收益特征



数据 : 广发证券发展研究中心

二、PBROE 个股筛选及组合表现

(一) PBROE 个股筛选方法

本节中，我们根据个股的PB、ROE数据，从不同角度出发筛选具备PBROE特征的个股，即PBROE个股。具体来看，我们以月度为频率，一方面基于截面数据，分别筛选在全市场、相同申万一级行业中PBROE特征较为显著的个股，作为类型I、类型II个股；另一方面基于时序数据，分别筛选在历史3年、历史5年中PBROE特征较为显著的个股，作为类型III、类型IV个股。

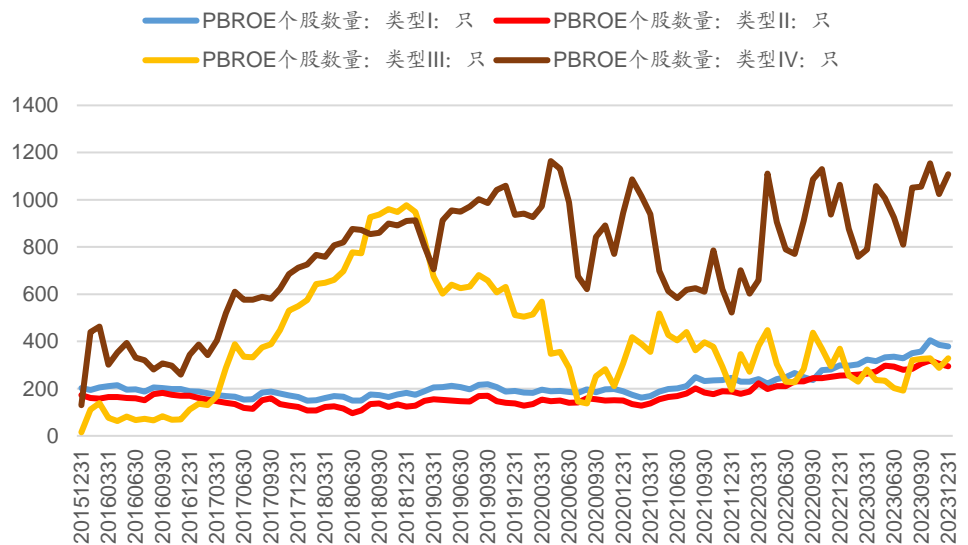
表2: PBROE个股筛选方法

PBROE 个股类型	筛选方法
类型 I	最新 PB 在全市场 A 股中排名后 1/3，且最新 ROETTM 在全市场 A 股中排名前 1/3
类型 II	最新 PB 在同申万一级行业 A 股中排名后 1/3，且最新 ROETTM 在同申万一级行业 A 股中排名前 1/3
类型 III	最新 PB 在自身历史 3 年(5 年)中排名后 1/3，且最新 ROETTM 在自身历史 3 年(5 年)中排名前 1/3
类型 IV	最新 PB 在自身历史 3 年(5 年)中排名后 1/3，且最新 ROETTM 在自身历史 3 年(5 年)中排名后 1/3

数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

从不同类型PBROE个股的数量上来看，类型I、类型II个股整体数量相对较少，同时在不同时点的数量相对比较稳定；而类型III、类型IV个股整体数量相对较多，同时在不同时点的数量波动相对较大。

图5: 不同类型PBROE个股组合数量

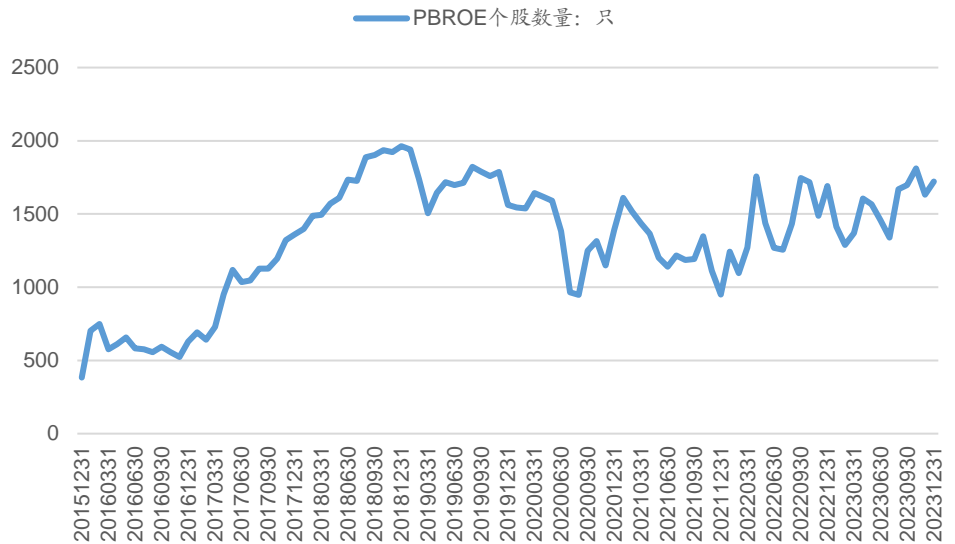


数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

我们对于不同类型的PBROE个股取并集，构建PBROE个股组合。从PBROE个

股的数量上来看，近5年数量在1000-2000只的范围内波动。截至2023.12.31，PBROE个股的数量为1721只。

图6: PBROE个股数量

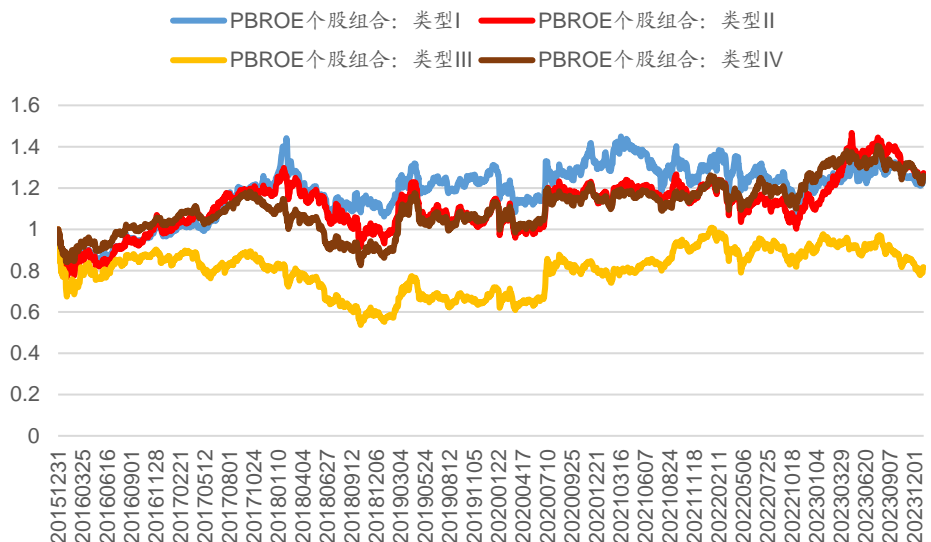


数据：Wind，广发证券发展研究中心

(二) PBROE 个股组合表现

本节中，我们对于不同类型的PBROE个股以月度为频率构建组合，并计算各个组合的历史表现。经计算，不同类型的PBROE个股组合长期均呈现低风险低收益的特征，类型I、类型II、类型IV个股组合的收益分化相对较小。

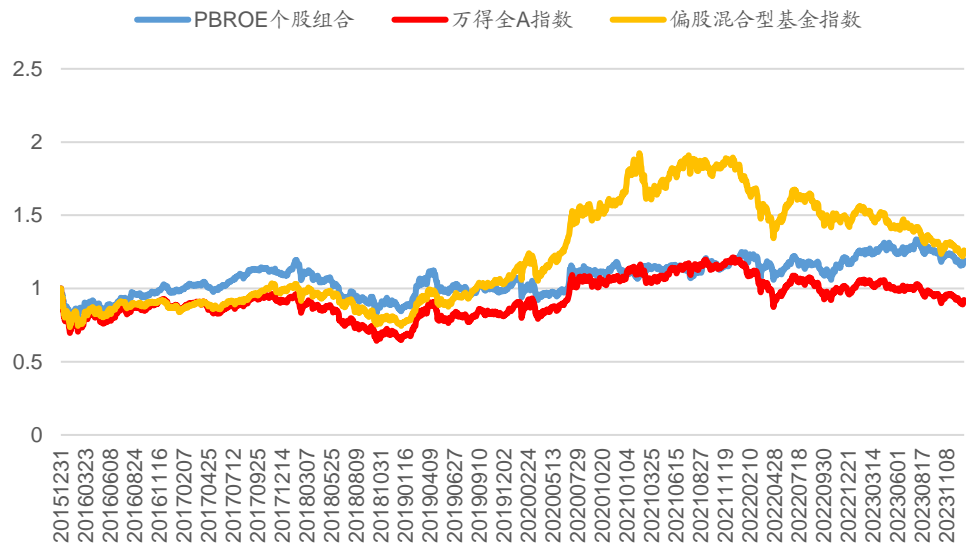
图7: 不同类型PBROE个股组合表现



数据：Wind，广发证券发展研究中心

从PBROE个股组合的表现上来看，相比偏股混合型基金指数，该组合在2015.12.31-2023.12.31区间内的累计收益与同期偏股混合型基金指数较为接近，回撤水平则明显小于同期偏股混合型基金指数；相比万得全A指数，该组合在2015.12.31-2023.12.31区间内的累计收益优于同期万得全A指数，回撤水平则略小于同期万得全A指数。

图8: PBROE个股组合表现



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

表3: 不同类型PBROE个股组合分年度表现

年份	PBROE 个股组合: 类型 I	PBROE 个股组合: 类型 II	PBROE 个股组合: 类型 III	PBROE 个股组合: 类型 IV	PBROE 个股组合	万得全 A 指数	偏股混合型基金指数
2016	-3.09%	-1.38%	-14.95%	2.46%	-2.58%	-12.91%	-13.03%
2017	27.10%	20.16%	-4.92%	5.37%	12.81%	4.93%	14.12%
2018	-12.36%	-20.29%	-30.98%	-19.32%	-22.25%	-28.25%	-23.58%
2019	19.58%	17.36%	24.64%	26.35%	22.22%	33.02%	45.02%
2020	2.08%	3.51%	14.27%	4.25%	6.50%	25.62%	55.91%
2021	-1.90%	6.01%	22.61%	6.80%	9.12%	9.17%	7.68%
2022	-7.65%	-9.30%	-8.35%	1.01%	-3.24%	-18.66%	-21.03%
2023	3.51%	15.39%	-8.53%	1.82%	1.48%	-5.19%	-13.52%

数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

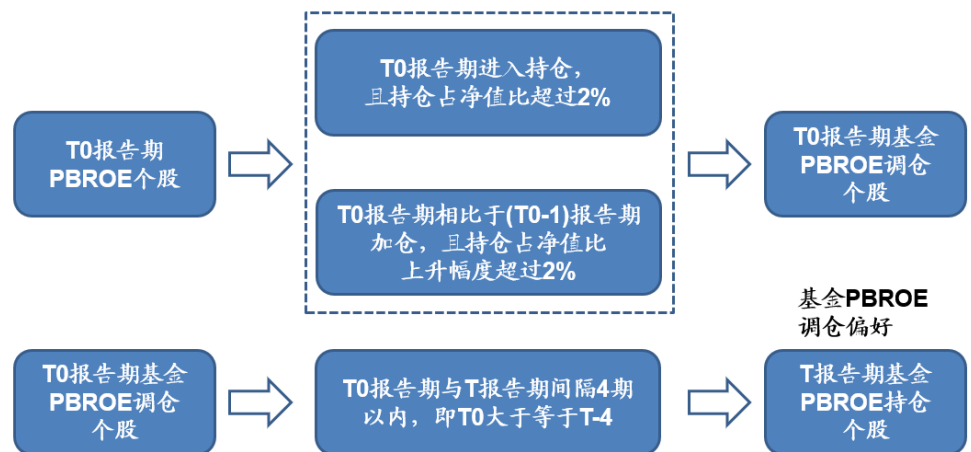
三、基金 PBROE 调仓偏好及投资能力

(一) 基金 PBROE 调仓偏好及投资能力刻画

本节中，我们从持仓变化出发，定量刻画基金的PBROE调仓偏好及投资能力。基于1.2中的统计结果，长期坚守PBROE特征的持仓历史上来看能够有效降低基金的回撤水平，但在牛市中的收益也往往会显著落后于市场整体水平。因此，我们从基金的调仓行为出发，关注基金在调入或加仓的个股是否为具备PBROE特征的个股，并此处刻画基金的PBROE调仓偏好。

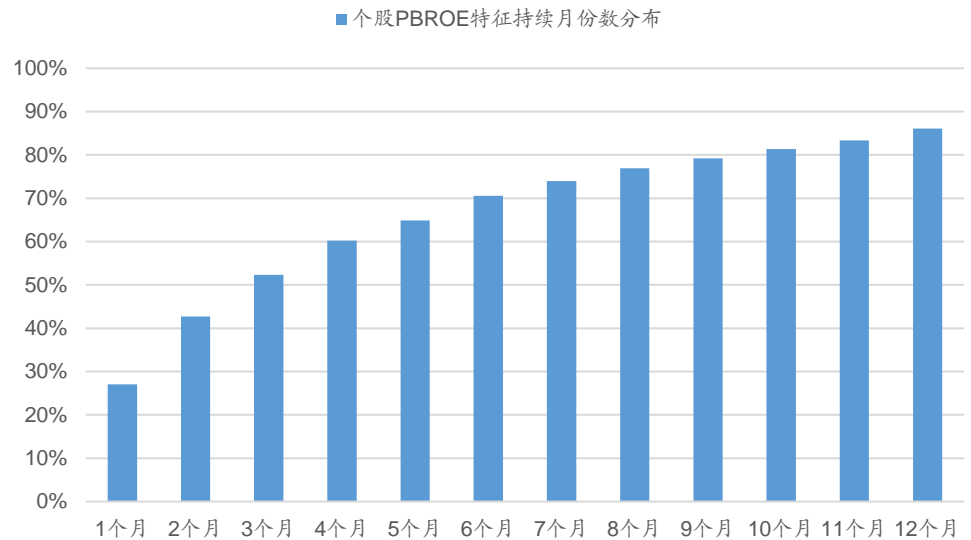
具体来看，如果基金在T0报告期对于某只个股加仓幅度超过2%，且该个股为当期的PBROE个股，则我们将该个股作为T0报告期该基金的PBROE调仓个股；考虑到个股PBROE特征的持续时间在多数情况下小于12个月，即4个季度，因此对于T报告期，我们仅将T0(T0大于等于T-4)报告期的基金PBROE调仓个股作为T报告期的PBROE持仓个股，并以此反应基金的PBROE调仓偏好。

图9: 基金PBROE调仓偏好



数据 : 广发证券发展研究中心

图10: 个股PBROE特征持续时间分布



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

此处我们以1只偏股混合型基金A为例,截至2023Q4,该基金总计有5只PBROE持仓个股,其中 通讯、华域汽车、沙钢股份、骆驼股份、普洛药业分别为2022Q4、2023Q1、2023Q2、2023Q3、2023Q4的PBROE调仓个股。

表4: 基金A的PBROE持仓个股明细(2023Q4)

个股代码	个股名称	T0 报告期
000063.SZ	通讯	2022Q4
600741.SH	华域汽车	2023Q1
002075.SZ	沙钢股份	2023Q2
601311.SH	骆驼股份	2023Q3
000739.SZ	普洛药业	2023Q4

数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

基金的PBROE投资能力方面,基于T报告期的基金PBROE持仓个股,在未来1个季度内持仓不变的假设下,我们分别计算未来1个季度基金PBROE持仓个股组合收益,以及未来1个季度PBROE持仓个股组合相对万得全A指数的超额收益。进一步地,我们将不同季度的数据加总,并以此刻画基金的PBROE投资能力。

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/788131060056006035>