国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 09 月 10 日

且看“常胜将军”来时路——新时代下公募主动基金跑赢基准总论及十五大启示

策略专题报告

证券研究报告

林荣雄 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010001

linrx1@sdicsc.com.cn

黄玮宗 分析师

SAC 执业证书编号：S1450525070002

huangwz1@sdicsc.com.cn

相关报告

守着"大光"看"光圈"	2026-04-26
万亿之后	2026-04-24
新的""宁组合""与中国的“纳指”	2026-04-19
主线在哪儿？—— 投资方法论之 A 股如何“抓主线”	2026-04-14
谁是 2021 年"宁组合"？	2026-04-12

过去二十年，中国主动权益基金经历过无数次造神与祛魅。每一轮牛市都会诞生新的明星基金产品，每一次产业浪潮都会塑造一种被奉为圭臬的投资方法，但当时间被拉长，真正能够持续留在牌桌上的人始终是少数。资本市场从来不缺少某一年大幅跑赢指数的人，困难的是经历数轮牛熊、风格切换与产业更迭之后，仍然能够把偶然的胜利沉淀为稳定的超额收益。所谓“常胜将军”，从来不是百战百胜，而是在漫长的投资生涯中少犯大错，在属于自己的机会到来之前，始终保有继续下注的资本。

而今天，讨论这一问题比过去任何时候都更加迫切。公募基金高质量发展改革正在重新定义主动管理：业绩比较基准的约束明显强化，三年以上中长期业绩成为考核核心，被动指数基金快速发展，短期排名、风格漂移与明星基金产品驱动的旧有增长模式正在退潮。主动基金未来需要回答的已经不只是“能不能赚钱”，还包括一个更严格的问题——相对于一个可以低成本获得的指数，基金产品究竟凭什么长期创造超额收益？

本篇研究的雏形萌生于 2024 年被动基金崛起的环境和 2025 年公募基金高质量改革的浪潮，耗时近两年时间，我们围绕“主动基金产品如何持续稳定跑赢基准——成为资本市场的‘常胜将军’”这一命题，从业绩持续性、投资风格与实战方法三个层面展开研究。我们先从历史数据出发，讨论为什么 A 股从来不缺少一年爆火的产品，却很少有人能够把一次胜利延续成三年、五年乃至更长周期的稳定超额；进一步通过连续跑赢与连续跑输样本的比较，寻找真正决定长期收益差异的因素。研究最终指向一个朴素却并不容易做到的规律：长期领先很少依靠每一次都跑在最前面，更重要的是控制犯错成本、减少无效交易，并在真正属于自己的机会出现时取得足够大的收益。

在此基础上，我们进一步将基金产品的投资行为拆解为持股期限、买卖时点、行业配置和个股仓位四个维度，构建 FACT 四维十六型基金风格体系，并由此讨论三年与五年维度下不同投资方式的胜负差异。成长、价值、均衡并不存在唯一正确的道路，其真正的差异在于各自依靠什么获得超额，又会在什么地方犯下代价最大的错误：产业趋势投资考验产业认知和兑现能力，价值投资考验低估买入之后等待价值回归的能力，均衡投资则越来越依赖选股体系与组合工程。由此，我们希望把过去依赖经验描述的“基金产品风格”，进一步转化为可以观察、验证并用于组合配置的投资方法。

其中，我们用了相当篇幅重新讨论科技成长投资。科技投资最难的地方，从来都不是知道一个产业长期会变大，而是在漫长的产业演进中判断什么时候可以买、什么时候应该继续拿、什么时候已经进入最后的过热，以及什么时候必须离开。为此，我们尝试用“科技 N 字型”描述一轮大产业从第一次上涨、剧烈调整到真正主升浪的完整定价过程，以“C 点”寻找产业投资真正的胜负手，以“M 顶”讨论大级别产业行情结束时的退出问题；进一步总结科技产业从巨头爆款、基础设施资本开支、产业链 0 到 1，到供需缺口与业绩兑现的四阶段演进，以及资金在“大—小—大—小”之间迁移的规律。与此同时，我们从赛道宽度、内部收益离散度、行业竞争格局以及股价透支未来业绩的年限出发，试图回答一个更加实战的问题：当所有人都知道科技是未来以后，主动管理还能如何创造超额收益。

最后，我们把这些结论重新放回 FOF 和资产配置的视角。十六类主动基金虽然共享很强的权益市场 β，但长期收益质量并不相同。基金组合真正需要解决的，也就不只是“多配几个不同风格”，而是把有限的主动风险预算留给那些经过长期检验、更有可能产生高质量 Alpha 的投资方式。

至此，本篇研究试图讨论的已经不只是怎样寻找一位优秀基金产品，而是在尝试回答一个更长久的问题：在不断变化的市场中，什么样的投资方法能够经受时间的反复检验，又有哪些胜利，最终有机会从一时之胜变成长久之胜。

投资世界最诱人的地方，是每一个时代都会出现新的答案；最残酷的地方，则是没有一个答案可以永远正确。因此，我们研究“常胜将军之路”，最终想寻找的也许并不是一种战无不胜的方法，而是一套能够穿越方法本身兴衰的投资原则。市场可以决定一个人何时迎来顺风，却很难决定他能走多远。时间足够长以后，决定胜负的往往只剩下一件事：顺境时知道自己因何而胜，逆境时还有能力等待下一次胜利。

风险提示：历史数据不预示未来，模型测算误差。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 启示一：如何应对“爆火不过一年，大火不过三年”的规律？ 5
2. 启示二：市场永远在变，不能连续踏错两个大结构性机会 9
3. 启示三：主动多头产品要实现“年年跑赢基准”基本上是不可能的，10 年能跑赢 5 年就已经处于中位水平以上 11
4. 启示四：主动多头产品长期跑赢基准类型主要是大盘均衡+控回撤型，重点不在跑得快，而是跑得稳 12
5. 启示五：主动多头产品长期跑赢基准最重要的能力是通过左侧布局和精选个股穿越牛熊是最重要的能力 14
6. 启示六：从投资逻辑的实操角度，对于多数基金风格 3 年/5 年长区间上主动多头产品跑赢基准并不是太难的事情，难的是连续多年持续跑赢 17
7. 启示七：从买点和卖点的实操角度，有的人战胜指数靠“敢买”，有的人战胜指数靠“会卖”。 18
8. 启示八：主动多头基金产品长期跑赢基准的关键抓手是“市值下沉” 24
9. 启示九：从持有过程管理的实操角度，理解并认可“凡是趋势皆为抱团”是有助于长期跑赢基准的 25
10. 启示十：科技风格基金产品跑赢基准的关键核心是 C 点、N 字型与 M 顶 27
11. 启示十一：赛道型基金产品找到"中等宽度+高离散度"的赛道会大大降低跑赢基准指数的难度 30
12. 启示十二：成长型基金产品若想稳定跑赢基准最重要的是识别“真成长”和“伪成长” 32
13. 启示十三：价值型基金产品想要稳定跑赢基准要做到分散、买入低估值、过程不急躁 35
14. 启示十四：均衡型基金产品想要稳定跑赢基准依靠纯主观难度不断加大，建议辅助量化手段的介入 36
15. 启示十五：FOF 可以通过对基金风格的聚类，把有限的主动风险预算更多留给长期胜率和超额收益质量更好的风格 36

图表目录

图 1. 上年爆火（前 1%）基金在下一年仅能排在前 30% 5
图 2. 三年维度下，动量/反转效应更加明显 6
图 3. 行业集中度在不同业绩基金产品间呈现 U 字型 6
图 4. 持股集中度在不同业绩基金产品中亦成 U 字型 6
图 5. 一年维度下，适度高换手占优 7
图 6. 三年持续领先更加依赖中期判断、组合稳定性、持仓定力 7
图 7. 短期排名对大规模净申购影响降低 8
图 8. 滚动时间窗口来看，主动权益基金相对基准的表现情况 8
图 9. 主动权益基金当年跑赢基准的比例 8
图 10. 下行捕获率低是跑赢基准的胜负手 9
图 11. 连续错过重要结构性行情后，未来 3 年/5 年跑赢基准的概率 10
图 12. 花无百日红，市场永远在变，没有哪种策略可以永远有效 10
图 13. 近五年连续跑赢基准的主动基金重仓行业占比情况 11
图 14. 在各年份连续稳定跑赢基准的难度会明显提升 12
图 15. 主动型基金产品相对基准的超额集中在少数年份 12
图 16. 五年期内仅有 4.5%的大盘股票基金仍保持在前二分之一 12
图 17. 大盘均衡风格是长跑者的主要选择 13

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

图 18. 低换手、低回撤是跑赢的关键 13
图 19. 四大维度十六型基金产品风格研究体系示意图 14
图 20. 四大维度十六型基金产品风格研究体系示意图 15
图 21. 十六种风格类型在历史上各年份的占比分别情况 16
图 22. 2012 年至今综合表现最好的是产业趋势、个股精选、宏观趋势、主题趋势 16
图 23. 主题趋势和产业趋势是最容易出现净值收益率短期爆发的风格 16
图 24. 主题趋势和产业趋势是最容易出现净值收益率短期爆发的风格 17
图 25. 十六种风格类型在历史上单年度跑赢基准占比情况 18
图 26. 十六种风格类型在历史上连续三年跑赢基准占比情况 18
图 27. 连续长周期跑赢依赖对板块底部的深刻理解与个股的精准选择 18
图 28. 从长期表现来看，偏右侧进行趋势交易的主动型基金更容易跑赢 19
图 29. 从长期表现来看，个股配置更集中的主动型基金更容易跑赢 19
图 30. 第一个顶部难预判，第二个顶部才是卖点的把握重点 20
图 31. 第一顶是交易卖点信号，第二顶是基本面卖点信号 21
图 32. 2019-2021 年消费升级产业浪潮 M 顶复盘 21
图 33. 2020-2022 新能源产业浪潮 M 顶复盘 22
图 34. 2013-2015 科技牛市 M 顶复盘 22
图 35. 第二个顶的形成原因：在一顶之后存在产业催化+宏观约束缓解+仓位回补 23
图 36. M 顶二顶：距一顶回撤 30%，时间间隔 1-2 季度，Alpha 品种好于 Beta 23
图 37. 如何区分阶段性“高切低”与第一个顶 24
图 38. 美国经验启示跑赢基准需要下沉持仓 24
图 39. 各年度跑输标普 500 指数的大盘股主动股票基金占比（%） 25
图 40. 小盘基金业绩更易持续，大盘主动基金连续五年排前 50%概率仅 4.5% 25
图 41. 趋势-抱团-过热三阶段 26
图 42. A 卖、B 卖、C 卖——景气投资者宿命是永远卖在左侧，抱团者的宿命是永远卖在右侧，前者胜负手在于前期重仓，后者胜负手在于把握第二个顶部 26
图 43. 趋势-抱团-过热三个阶段的定价锚与操作重心 27
图 44. 新能源车产业浪潮当中行情的演绎规律复盘 28
图 45. “大-小-大-小”的具体表现与特征 28
图 46. 趋势-抱团-过热三阶段的特征与对应要点 29
图 47. 2013-2015 年移动互联网产业链的“大-小-大-小” 29
图 48. 2013-2015 年的“M 顶”，二三线品种表现出强 Alpha 29
图 49. 2020-2022 年新能源产业链的“大-小-大-小” 30
图 50. 2020-2022 年的“M 顶”，二三线产业链公司出现 Alpha 30
图 51. 最适合主动基金发挥的是处于主升浪，内部离散度高且宽度适中的赛道 31
图 52. 容量较大、龙头集中的主流赛道，整体赚钱效应弱于同赛道指数基金 31
图 53. 细分赛道多，内部分化大的赛道（如半导体、通信），敢偏离就能出超额 32
图 54. 过于细分的赛道，主动基金的偏离空间较小，也很难跑出超额 32
图 55. 2021 年春节后一顶茅指数成分股股价最高位置透支利润增速大多在三年以上 33
图 56. 2022 年底一顶“宁组合”成分股股价最高位置透支利润增速大多在三年以上 33
图 57. PE（股价）透支年份数分析——贵州茅台 2021 年高点透支 4-5 年 33
图 58. PE（股价）股价透支年份数分析——比亚迪 2021 年高点透支 3-4 年 34
图 59. PE（股价）透支年份数分析——汇川技术 2021 年高点透支 4 年以上 34
图 60. 预测 PE 中枢为 20x，最高不应超过 30x 34
图 61. 成长股估值透支年限对应的仓位纪律 35

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

图 62. 主观多头做价值风格的壁垒在于自身规模优势和负债端管理能力 35
图 63. 均衡型基金产品赔率核心是找到好公司和好价格，兼具精准宏观判断和强选股能力的广泛能力圈 36
图 64. 各风格类型全样本风险收益统计（2012-01~2026-05） 37
图 65. 十六类风格基金风险收益分布 37
图 66. 十六种类型基金风格的特征分类 37
图 67. 十六类风格基金风险收益分布 37
图 68. 长期视角下，FACT 框架牺牲部分夏普和收益率，换取低换手、高 IR 和高胜率 ... 38
图 69. 通过简单择时可以提升策略表现 39
图 70. 考虑宏观因子后，仅有信用脉冲能提供额外 IC，纳入模型可以小幅提升胜率 39

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

善战者很少把命运交给一场战争。投资也是如此，一个人可以战胜市场一次，却无法要求市场永远以自己熟悉的方式运行。产业会兴衰，风格会轮回，估值会从极度悲观走向极度乐观，曾经带来巨大收益的方法，也可能成为下一次损失的来源。
真正优秀的净值曲线，由无数次判断共同写成，其中既有看对趋势后的坚持，也有发现错误后的离开，还有大量什么都不做的等待。时间最终奖励的，往往不是一次最激进的豪赌，而是那些能够反复作出正确选择的人。

——引言

1. 启示一：如何应对“爆火不过一年，大火不过三年”的规律？

主动多头产品长期跑赢基准本质目的是逃脱“爆火不过一年，大火不过三年”诅咒。事实上，上一年爆火的基金产品（排名前 1%）在下一年大多数只处于中位数水平以上，三年期则前后表现方差更大。当年度排名越靠前基金产品普遍持股集中度和行业集中度都更高，尤其是前1%产品前十大重仓股占仓位的 60%以上，而第一大重仓行业占比在 40%左右，前两大重仓行业占比在 60%左右，这一规律在各年度就较为稳定。
可以得到的结论是：单年度获得明显突出的排名核心是高行业集中度，这一特征与每年排名后 10%的基金产品类似。近三年维度则高度依赖于风格切换和产业趋势，2019 至 2021 年产业趋势明确，在此期间滚动三年跑赢基准的产品比例分别为 85%左右；而 2022 至 2024 年产业景气向下叠加抱团瓦解，滚动三年跑赢比例骤降至 25%左右。

具体而言，由于 A 股市场整体震荡但结构分化的特征，风格切换剧烈，历史上也诞生过无数爆火的基金产品和产品，可谓红极一时。那么这些产品的业绩持续性如何？我们从一年和三年两个维度进行了观察，分别按照上年和近三年收益率同类排名对主动基金产品进行分组，并观察不同组别在下一年的排名情况。结论如下：
第一，在部分风格延续性比较强的年份，上一年表现好的基金产品有较高概率在下一年继续获得较好的排名，典型的年份如 2023-2024 年、2020-2021 年。但不同年份之间的方差较大，如 2022 年和 2019 年，这两年上一年表现好的基金产品排名明显靠后（尤其是前 1%的基金产品还展现出一定的非线性特征，如 2025 年和 2016 年）。**取近十年的均值来看，上一年爆火的基金（排名前 1%）在下一年大概率能超越中位数，但基本都只能排在前 30%，所谓“爆火火不过一年”。**
第二，拉长到近三年来看，有一个有趣的现象是，三年维度下整体的动量或反转效应更加明显，尤其是呈现出 2 年一个周期的轮动规律。例如 2018-2019 年是前三年表现较差的基金排名更高（反转效应），2020-2021 年又是前三年表现较高的基金排名更高（动量效应），2022-2023 年则又变为反转效应，2024-2025 年再次转换为动量效应。**取均值来看，三年维度要想稳定跑在行业前列是困难的，所谓“大火活不过三年”。**

图1. 上年爆火（前 1%）基金在下一年仅能排在前 30%

按照上年末同类排名分位数升序分组后统计下一年的排名分位数（%）												
组别	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	均值
第十组	70.83	53.27	57.45	53.25	54.10	54.88	71.92	32.38	65.50	49.61	51.69	55.90
第九组	65.65	50.16	54.14	56.16	55.43	50.99	69.79	39.27	50.32	50.60	49.70	53.84
第八组	60.99	49.16	54.40	54.38	48.61	50.95	65.74	39.11	39.98	46.01	53.77	51.19
第七组	55.86	50.78	53.10	56.61	44.33	48.88	56.91	39.57	42.18	49.70	58.49	50.58
第六组	51.25	49.43	50.21	54.42	42.22	46.40	48.24	41.72	42.84	44.77	58.66	48.20
第五组	47.26	49.80	49.48	50.92	48.12	49.36	42.09	40.78	47.51	48.85	57.55	48.34
第四组	44.88	51.49	48.16	49.67	54.32	46.94	39.94	49.99	52.49	50.22	58.52	49.69
第三组	36.43	49.60	47.16	45.74	55.79	46.91	37.60	60.71	55.91	45.97	53.66	48.68
第二组	32.56	46.21	43.63	39.77	52.46	43.67	28.47	63.55	63.74	52.95	57.80	47.71
第一组	25.71	47.19	42.16	33.91	61.04	40.16	26.27	68.74	63.66	44.11	56.27	46.29
前1%	9.12	30.55	35.41	37.11	55.09	33.89	35.24	70.37	56.89	55.70	80.44	45.44

资料来源：Wind、国投证券证券研究所 注：排名分位数越小则说明排名越高，组别越靠前则排名越高

图2. 三年维度下，动量/反转效应更加明显

按照近三年区间收益率同类排名分位数升序分组后统计下一年的排名分位数（%）												
组别	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	均值
第十组	65.89	52.14	42.89	47.35	66.05	47.28	50.47	64.01	34.77	58.13	47.70	51.08
第九组	61.10	54.22	46.82	52.36	68.19	46.83	50.53	58.31	47.56	55.37	45.28	52.55
第八组	56.41	50.77	47.82	53.78	64.87	51.38	45.85	62.84	47.24	57.58	44.00	52.61
第七组	52.03	51.89	45.61	58.79	53.93	52.54	44.89	64.71	42.37	50.37	40.24	50.53
第六组	49.74	51.29	51.09	56.41	47.97	55.02	44.07	60.58	42.71	51.54	44.85	50.55
第五组	50.76	51.70	49.76	53.69	43.59	53.23	47.33	56.97	43.04	61.42	45.47	50.62
第四组	43.10	49.89	50.91	48.71	43.30	53.91	49.99	53.11	41.06	49.71	46.12	48.67
第三组	43.17	47.23	53.05	51.17	40.47	59.42	59.10	47.72	38.71	47.29	49.01	49.32
第二组	38.89	45.33	52.89	45.85	35.74	56.34	63.00	41.08	39.27	55.07	37.60	47.22
第一组	26.62	39.41	56.27	38.76	32.74	54.79	64.56	35.84	47.01	52.82	44.42	46.66
前1%	20.58	54.38	56.50	37.62	31.57	46.97	64.25	53.25	29.44	30.64	38.74	44.34

资料来源：Wind、国投证券证券研究所 注：排名分位数越小则说明排名越高，组别越靠前则排名越高

从基金产品的业绩持续性自然衍生出的问题之一是：为什么基金产品的爆火火不过一年？我们挖掘了各年份排名处于不同分位的基金产品，在前十大重仓股持股集中度和前两大重仓行业集中度的表现，可以看出，集中度在不同业绩的基金产品间呈现 U 字型分布：

第一，当年度排名越靠前基金产品普遍持股集中度和行业集中度都更高，尤其是前 1%的基金产品，前十大重仓股占仓位的 60%以上，而第一大重仓行业占比在 40%左右，前两大重仓行业占比在 60%左右，这一规律在各年度就较为稳定。可以得到的结论是，在单年度获得明显突出的排名，需要较高的集中度，也就是对于某个风格较强的暴露，本质是对某个风格或赛道的高集中度。

第二，U 型分布的另一端，也就每年排名后 10%的基金产品，同样有较高的集中度，后 10%也同样集中度较高，但选错风格且高集中度的结果就是大幅度跑输。而集中度最低的一批产品，集中在每年排名位于中位数附近的区域，他们由于没有突出的风格和较高的集中度，单年度业绩的爆发性较弱。

图3. 行业集中度在不同业绩基金产品间呈现 U 字型



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图4. 持股集中度在不同业绩基金产品中亦成 U 字型



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

当我们把视角从短期拉长，从一年看向三年，观察三年维度中排名靠前的基金产品的业绩特征，有一个有趣的观察是：短期排名靠前的基金产品在换手率层面没有鲜明特征，但是三年维度上排名靠前的基金产品都有换手偏低的特征。需要说明的是，在集中度层面三年维度和一年维度的结论是一致的，即排名和集中度呈现 U 型规律。

但是在换手率领域的结论实际上暗示了一种缩圈规律，从一年维度看，基金排名与换手率并不存在稳定线性关系，适度高换手可能帮助基金产品捕捉阶段性风格切换和行业轮动；但在近三年维度下，排名越靠前的基金组换手率整体越低，说明中期持续领先并不依赖频繁交易，而更多来自对中长期趋势的判断、组合稳定性以及持仓定力。换言之，高换手可以带来短期弹性，但低换手、更稳定的组合结构才更可能支撑中期持续超额。

图5. 一年维度下，适度高换手占优

按照当前同类排名分位数升序分组后统计当年的年度换手率（%）										
组别	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	均值
第十组	500.70	384.06	490.65	342.77	404.48	413.26	566.84	416.43	652.29	463.50
第九组	431.44	374.47	400.46	348.50	388.54	388.47	522.49	497.98	605.51	439.76
第八组	410.21	359.05	363.45	362.34	395.22	389.34	478.32	463.44	517.04	415.38
第七组	385.96	356.62	326.70	344.98	408.78	388.32	455.41	407.11	530.59	400.50
第六组	405.17	355.22	321.98	316.98	377.86	405.10	458.72	442.52	508.36	399.10
第五组	391.49	362.34	306.20	390.10	389.85	426.71	515.71	389.46	510.35	409.14
第四组	359.59	365.01	329.32	385.72	380.34	376.55	567.58	431.18	511.43	411.86
第三组	348.71	400.28	347.22	418.97	381.62	375.24	468.33	411.86	432.86	398.35
第二组	359.34	389.28	340.84	415.36	381.90	376.73	507.57	410.44	435.21	401.85
第一组	357.05	357.92	300.80	441.57	392.24	402.25	539.54	406.62	461.85	406.65
前1%	437.39	392.44	349.27	422.55	332.51	422.86	605.56	210.94	617.76	421.25

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图6. 三年持续领先更加依赖中期判断、组合稳定性、持仓定力

按照近三年同类排名分位数升序分组后统计当年的年度换手率（%）										
组别	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	均值
第十组	558.07	455.15	527.18	471.54	540.12	486.62	597.78	549.89	837.52	558.21
第九组	470.12	442.69	493.21	435.23	396.47	544.99	584.24	678.56	650.22	521.75
第八组	404.63	402.11	464.40	434.63	470.18	451.09	612.17	521.68	532.62	477.06
第七组	460.81	416.25	422.57	438.34	422.31	447.10	486.86	462.14	595.23	461.29
第六组	412.24	407.35	408.77	432.28	450.73	413.34	549.68	447.68	578.12	455.58
第五组	436.47	415.73	374.99	408.45	477.74	399.67	563.02	457.39	569.40	455.87
第四组	422.85	426.91	390.53	392.81	405.63	416.30	556.79	445.92	550.23	445.33
第三组	405.87	400.58	413.27	401.70	397.47	386.39	524.91	377.56	460.77	418.72
第二组	422.21	451.63	401.86	446.85	401.87	369.54	461.54	421.24	439.42	424.02
第一组	328.05	377.63	370.60	444.18	406.76	353.95	444.92	385.08	602.21	412.60
前1%	268.03	234.11	221.66	424.63	328.89	252.12	209.03	354.83	655.32	327.63

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

从数据看，排名靠前组确实长期更容易获得净申购。2015—2025 年，“前 1%”基金当年平均净申购规模为 13.63 亿元，显著高于第一组的 2.95 亿元，而第二组开始已经转为平均净赎回，第二组为 -0.68 亿元，第三组为 -1.61 亿元，第十组为 -2.33 亿元。这说明，资金对短期排名仍然有明显偏好，但偏好主要集中在最靠前的基金，普通前列基金与中后部基金之间的差距并没有想象中那么大。但更关键的是，这种“短期排名带来的申购奖励”在近几年明显变弱。比如前 1%基金在 2015 年、2017 年、2020 年、2021 年分别获得 21.88 亿元、22.54 亿元、20.30 亿元、36.70 亿元的平均净申购，吸金效应非常强；但到 2022—2025 年，前 1%基金分别为 10.11 亿元、9.34 亿元、1.23 亿元、12.44 亿元，中枢明显下降。简单看，2015—2021 年前 1%基金平均净申购约 16.69 亿元，而 2022—2025 年下降至约 8.28 亿元，几乎腰斩。

短期业绩排名仍然能够带来资金流入，但“吸金效应”已经明显弱化，并且越来越集中在极少数头部产品上。换句话说，靠当年排名冲上去获得大规模净申购的难度正在提高。

图7. 短期排名对大规模净申购影响降低

按照当年末同类排名分位数升序分组后统计当年净申购规模（亿元）												
组别	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	均值
第十组	-2.20	-1.69	-1.91	-0.85	-5.17	-1.47	-1.99	-1.63	-3.80	-1.91	-6.32	-2.63
第九组	-1.86	-1.73	-2.42	-2.12	-0.97	-0.22	-1.75	-1.17	-4.12	-1.40	-7.85	-2.33
第八组	-1.89	-2.09	-2.57	-0.80	-6.46	-0.35	-1.01	-0.48	-5.65	-0.49	-9.80	-2.87
第七组	-2.36	-2.09	-1.90	-1.65	-4.13	-1.07	-1.15	-0.14	-3.25	-0.99	-13.41	-2.92
第六组	-2.19	-2.22	-1.44	-0.54	-1.65	-0.53	-1.47	0.18	-2.35	1.09	-10.80	-1.99
第五组	-2.42	-2.06	-0.93	-0.23	-0.35	-0.26	-1.60	-0.27	-2.72	-2.69	-10.44	-2.18
第四组	-1.40	-1.77	-1.13	0.03	-2.11	0.58	-1.46	-1.00	-1.46	-5.53	-10.80	-2.37
第三组	-1.38	-1.49	-0.51	0.11	-1.32	1.07	-1.71	-0.79	-0.80	-5.75	-5.19	-1.61
第二组	-0.75	-1.09	-1.18	-0.62	1.32	-0.32	-0.30	-0.61	1.54	-4.13	-1.31	-0.68
第一组	0.70	0.69	3.78	3.10	7.46	7.05	1.97	-0.35	3.84	2.44	1.81	2.95
前1%	12.44	1.23	9.34	10.11	36.70	20.30	14.92	-2.32	22.54	2.79	21.88	13.63

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

回顾历史上主动型权益基金产品相对基准的表现可以看到，如果按照近三年相对基准的表现来看，当前跑赢基准的基金产品占比有 60%，相较于 2025 年有明显下降，而长期跑赢的比例却在逐步提升（近三年、近五年和近十年维度）；

但事实上主动基金跑输基准并非是一个长期结构性现象，而更像一个周期现象，从单年度跑赢基准的比例可以更清晰地看到：2019-2021 年是主动基金大幅跑赢基准的三年，90%的产品能够跑赢基准，而机构抱团瓦解后超额收益经历了均值回归，2022-2024 年连续三年只有 20%的主动基金可以跑赢基准，也对应主动基金相对被动基金发展缓慢，主动资金缺乏定价权的三年。

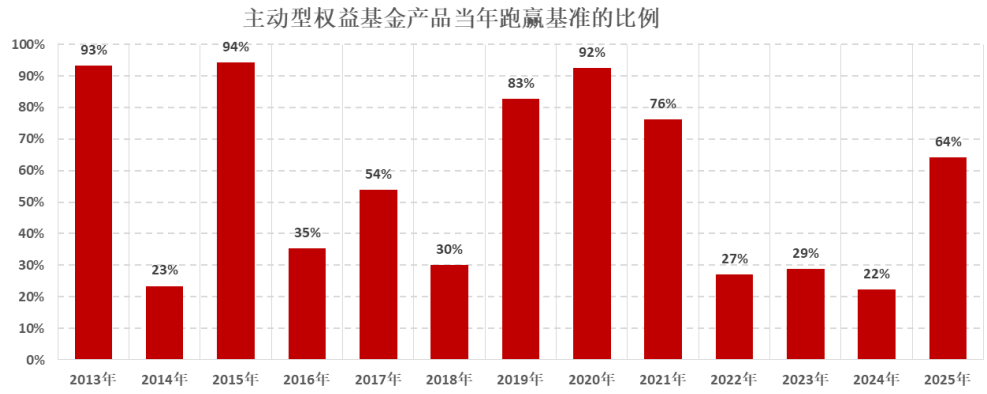
类似 2019-2021 年以及 2022-2024 年都是典型的业绩基准缺乏约束的情况，我们倾向于认为，随着公募基金改革方案的推进，全市场主动基金产品相对业绩基准的胜率应该向 50%附近收敛，且对于跑输基准的产品，会倾向于跟踪其基准和降低跟踪误差，以避免进一步跑输。

图8. 滚动时间窗口来看，主动权益基金相对基准的表现情况

截至日期	2026年	2025年	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	均值
当年跑赢基准的比例	60.73%	78.16%	22.33%	28.86%	26.97%	76.17%	92.44%	82.69%	30.05%	53.95%	35.20%	53.42%
近三年跑赢基准的比例	57.05%	46.76%	17.52%	43.66%	90.10%	94.76%	90.74%	65.95%	31.97%	79.37%	68.34%	62.38%
近五年跑赢基准的比例	53.25%	51.57%	71.84%	88.44%	89.60%	92.18%	82.54%	81.59%	56.25%	82.35%	81.21%	75.53%
近十年跑赢基准的比例	82.12%	76.90%	83.33%	83.87%	91.90%	94.66%	90.74%	83.44%	70.45%	72.08%	81.08%	82.78%
当前相对基准的平均超额	8.54%	15.66%	-7.52%	-4.80%	-5.46%	11.18%	35.06%	17.40%	-4.78%	1.73%	-4.33%	5.70%
近三年相对基准的平均超额	15.56%	1.46%	-15.03%	-1.43%	34.88%	96.81%	48.61%	10.39%	-8.42%	28.70%	18.11%	20.88%
近五年相对基准的平均超额	13.21%	5.67%	19.49%	53.28%	47.98%	78.85%	45.63%	41.55%	7.96%	54.68%	44.55%	37.53%
近十年相对基准的平均超额	96.74%	52.88%	72.70%	87.45%	156.75%	211.13%	120.38%	56.33%	37.99%	31.02%	80.05%	91.22%
近三年超额在10%以上的比例	43.55%	30.09%	7.96%	24.99%	79.05%	90.26%	82.27%	45.82%	16.25%	68.85%	57.78%	49.72%
近三年超额在-10%以下的比例	28.45%	35.77%	64.57%	34.92%	3.93%	2.77%	3.86%	18.53%	47.96%	11.95%	21.65%	24.94%

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图9. 主动权益基金当年跑赢基准的比例



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

2. 启示二：市场永远在变，不能连续踏错两个大结构性机会

基于大量的交流反馈，主动多头基金产品长期跑赢基准的核心经验是“不能大输”，尤其是“不能连续踏错两个大结构性机会”。结合我们的统计观察，错一年以上夏普比率基本上离全样本均值不远；连错三年夏普和赔率转负；持续错五年夏普和信息比率转负，这意味着**错一次尚可翻身，连续错两次则会严重影响5年年化投资收益水平，基本很难再跑赢基准。**在这个过程，到底是“逆势再创辉煌”还是“执拗一错到底”，此类争议意义不大，更重要的是意识到：花无百日红，市场永远在变：没有哪种策略可以永远有效，也没有哪个观点永远正确，要认可并接受一个事实：**只有在自己的投资理念和市场风格恰好匹配的时候，才能取得特别好的收益，超额收益才会大幅上升。**

首先，为了考察持续跑赢基准的能力，我们分组研究了在近十年和近五年连续跑赢或跑输的基金，观察不同组别之间在核心业绩指标和特征的差异，可以得到如下结论：
可以阶段性看错，但不能让一次错误延续成跨年度的系统性失误。近五年连续跑赢组的上行捕获率只有82.8%，并未超过全样本的86.3%，下行捕获率却大幅降至39.3%，说明其优势主要来自调整期少跌、错误方向上的暴露更小。
反过来看，随着跑输时间由当年延长至三年、五年，下行捕获率由76.9%升至85.5%和95.2%，夏普比率由-1.1%降至-12.4%和-15.8%，赔率从0.07转为-0.03和-0.11，五年连续跑输后信息比率也降至-1.7%。如果把连续三年跑输理解为接连踏错两轮结构切换，那么数据所反映的复利损伤已经相当明显。

图10. 下行捕获率低是跑赢基准的胜负手

基金类型	上行捕获率	下行捕获率	信息比率	选股能力	择时能力	夏普比率	胜率	赔率	频率	样本量
全部基金	86.3%	68.9%	4.6%	0.13%	-0.56	19.7%	54.1%	0.22	460.6%	2765
近五年连续跑赢	82.8%	39.3%	11.9%	0.21%	-0.22	60.6%	61.6%	0.75	414.9%	60
近三年连续跑赢	88.8%	52.4%	9.5%	0.21%	-0.39	38.2%	58.5%	0.48	451.3%	233
今年跑赢	87.4%	70.1%	3.9%	0.13%	-0.74	14.9%	54.5%	0.20	437.5%	2852
今年跑输	78.5%	76.9%	1.2%	0.06%	-0.54	-1.1%	51.5%	0.07	462.3%	1598
近三年连续跑输	81.5%	85.5%	0.1%	0.03%	-0.55	-12.4%	49.8%	-0.03	445.6%	854
近五年连续跑输	83.9%	95.2%	-1.7%	0.01%	-0.75	-15.8%	48.8%	-0.11	478.1%	140
近十年跑赢8年以上	94.1%	52.3%	14.1%	0.21%	-0.21	51.2%	61.8%	0.65	214.3%	13
近十年跑赢5年以上	84.3%	53.8%	7.7%	0.17%	-0.31	40.4%	57.3%	0.44	386.6%	395
近十年跑赢5年以下	87.2%	76.6%	3.1%	0.11%	-0.70	10.6%	52.4%	0.13	474.2%	397
近十年跑赢3年以下	65.3%	74.2%	-1.0%	0.00%	-0.47	-8.6%	48.5%	-0.02	728.0%	14

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

其次，为了更精确探究错过结构性行情对业绩表现的影响，我们把2013年以来A股划分为若干具有代表性的结构性行情，例如2013—2014年的创业板成长行情、2015年的杠杆牛和中小盘行情、2017年的消费白马行情、2019—2020年的核心资产与新能源行情、2021年的周期资源和高景气制造行情，以及2023—2024年的AI算力与高股息行情，分别假设主动基金产品错过其中一轮、连续错过两轮、连续错过三轮，估算其在之后3年和5年重新跑赢基准的概率。
历史经验能够解释这种差异。2015年是一个比较典型的例子：如果基金经理没有参与当年的中小盘和杠杆牛行情，当时会明显落后，但随后泡沫破裂，2016—2017年市场迅速转向大盘、价值和消费白马，原先没有参与泡沫行情的基金反而获得了较好的修复窗口，因此单次错过2015年行情后，理论上的翻身概率反而较高。2017年至2019—2020年的情况则明显不同。2017年消费白马占优之后，2019—2020年的核心资产行情在很大程度上延续了对高ROE、龙头公司和高景气资产的定价，如果基金经理连续两轮都没有适应这一变化，相对收益缺口会持续扩大，未来3年重新跑赢基准的难度明显增加。到了连续错过三轮结构性机会时，问题往往已经超出一次风格判断失误，开始反映投资框架与市场定价体系长期错位，即使之后市场发生风格反转，也需要先弥补此前多年累积的相对收益损失。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

因此，一次结构性行情判断失误通常仍有修复空间，尤其当下一阶段市场风格发生明显反转时；连续两轮错过之后，长期复利开始受到明显破坏；如果连续三轮都与主要市场风格错位，重新回到长期跑赢状态的难度会显著上升。真正需要控制的并不是每一轮行情都必须抓住，而是避免同一套失效的判断在多个市场周期中持续重复。

图11. 连续错过重要结构性行情后，未来 3 年/5 年跑赢基准的概率

结构性行情阶段	行情主线	错过本轮行情		连续错过两轮（本轮+上一轮）		连续错过三轮（本轮+上一轮+上上轮）	
		未来3年	未来5年	未来3年	未来5年	未来3年	未来5年
2013-2014	成长股 / 创业板扩张	45%	56%	–	–	–	–
2015	杠杆牛市 / 中小盘狂热	70%	76%	46%	55%	–	–
2017	消费白马 / 价值龙头	38%	50%	29%	39%	15%	24%
2019-2020	核心资产 / 新能源上行	33%	46%	17%	27%	9%	16%
2021	周期资源 / 高景气制造	55%	63%	22%	32%	11%	19%
2023-2024	AI算力 / 高股息分化	42%	54%	28%	39%	13%	22%
样本均值	汇总观察	47.2%	57.5%	28.4%	38.4%	12.0%	20.3%

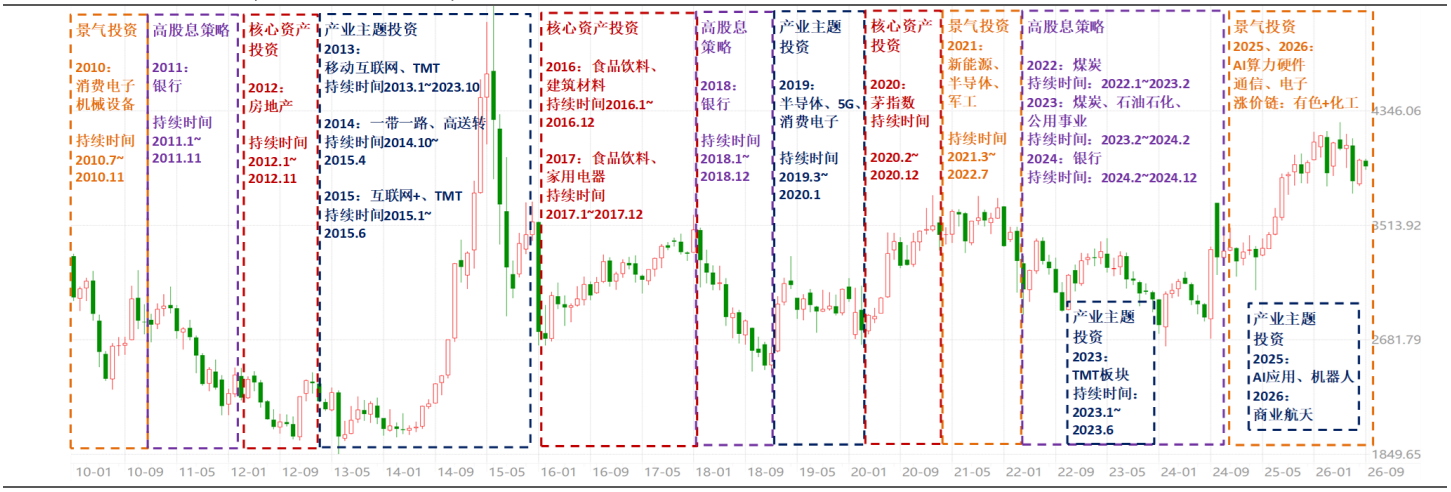
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

最后，我们想强调花无百日红，市场永远在变，没有哪种策略可以永远有效，也没有哪个观点永远正确，只有在与市场风格恰好匹配时，超额收益才会大幅上升。

从过去十余年的风格演变看，A 股几乎没有一种方法能够长期占据优势：2010 年前后的景气投资、2012 年的核心资产、2013—2015 年的产业主题，随后又切换到 2016—2017 年的消费白马与核心资产；2019 年产业主题回归，2020 年核心资产达到阶段性极致，2021 年又转向新能源、半导体和周期景气，2022 年以来高股息重新获得定价优势。

市场长期呈现的规律不是某种投资方法持续胜出，而是优势风格不断迁移。某一阶段特别高的超额收益，往往同时包含了投资能力与市场环境匹配的贡献；当市场恰好奖励自己的能力圈时，组合弹性和超额收益会被明显放大，但这种顺风环境本身不会永久存在。长期跑赢基准更现实的要求，是承认投资体系存在适用环境，在市场定价逻辑发生变化时及时识别这种变化，避免把一次阶段性的逆风拖成连续数轮结构性错误。

图12. 花无百日红，市场永远在变，没有哪种策略可以永远有效



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

同时，我们统计了全部主动基金和连续五年跑赢基准的基金在近五年，每年前三大重仓行业的分布情况，可以看到：

连续跑赢组在电子、电力设备等进攻方向之外，五年间始终保留银行或非银金融作为压舱石，并更早降低医药、食品饮料等旧核心资产的权重，提前向资源、红利方向移动。

这也进一步作证了，市场中没有长期不变的胜率来源，理念与风格匹配时可以充分获取超额，环境发生变化后也要及时降低旧观点对组合的控制力。

图13. 近五年连续跑赢基准的主动基金重仓行业占比情况

近五年全部主动基金重仓行业TOP3的占比情况

排名	2025年		2024年		2023年		2022年		2021年	
	一级行业	重仓比例	一级行业	重仓比例	一级行业	重仓比例	一级行业	重仓比例	一级行业	重仓比例
1	电子	19.7%	电子	18.1%	电子	16.3%	电力设备	15.4%	电力设备	17.6%
2	电力设备	11.2%	电力设备	11.6%	医药生物	14.1%	医药生物	12.3%	电子	16.1%
3	有色金属	9.3%	医药生物	7.6%	食品饮料	8.0%	食品饮料	11.1%	食品饮料	11.4%
4	机械设备	7.1%	汽车	7.4%	机械设备	7.9%	电子	10.1%	医药生物	10.1%
5	通信	6.9%	食品饮料	5.8%	计算机	7.3%	计算机	6.2%	汽车	4.3%

近五年连续跑赢基准的主动基金重仓行业TOP3的占比情况

排名	2025年		2024年		2023年		2022年		2021年	
	一级行业	重仓比例	一级行业	重仓比例	一级行业	重仓比例	一级行业	重仓比例	一级行业	重仓比例
1	电子	20.4%	电子	15.6%	电子	14.9%	电子	12.3%	电力设备	14.3%
2	有色金属	10.5%	银行	8.7%	医药生物	8.6%	电力设备	11.8%	电子	11.8%
3	电力设备	9.9%	非银金融	8.1%	非银金融	8.0%	银行	8.1%	食品饮料	8.1%
4	非银金融	7.4%	电力设备	6.8%	机械设备	8.0%	医药生物	7.5%	非银金融	7.5%
5	银行	6.8%	有色金属	6.8%	银行	7.4%	机械设备	7.5%	银行	7.5%

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

3. 启示三：主动多头产品要实现“年年跑赢基准”基本上是不可能的，10 年能跑赢 5 年就已经处于中位水平以上

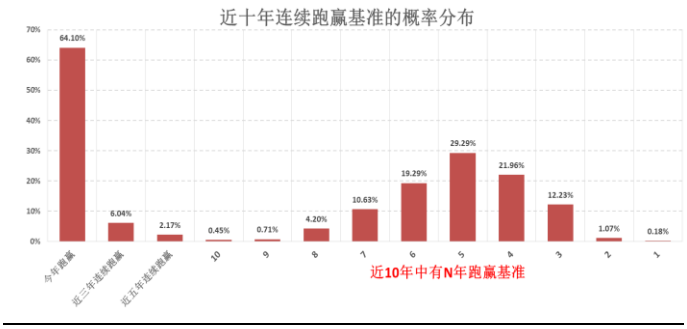
主动多头产品要实现“年年跑赢基准”基本上是不可能的，10 年能跑赢 5 年就已经处于中位水平以上。目前看，跑赢基准并非是一个长期结构性现象，而更像一个周期现象，从单年度跑赢基准的比例可以更清晰的看到：2019-2021 年是主动基金大幅跑赢基准的三年，90%的产品能够跑赢基准，而机构抱团瓦解后超额收益经历均值回归，2022-2024 年连续三年只有 20%的主动基金可以跑赢基准。如果考察近三年每一年都跑赢基准，这一比例就锐减至 6.4%，近五年每年都跑赢的比例只剩 2.17%，可见想要稳定的在每年跑赢非常不容易。拉长来看近十年中能够跑赢任意 N 年的概率分布基本呈现正态分布，概率最高的是近十年中任意跑赢 5 年，与数学期望一致。

虽然从长周期来看，在 10 年或者 5 年的维度中，主动型产品有 80%以上的概率跑赢基准，看似跑赢基准并不困难，但这是全区间的表现，而在各年份会出现明显分化。我们从两个视角解释这个问题：

第一，从各年份跑赢情况来看，2025 年到目前为止跑赢基准的比例超 64%，但如果考察近三年(2022-2025)每一年都跑赢基准，这一比例就锐减至 6.4%，近五年都跑赢的比例只剩 2.17%，可见想要稳定的在各年跑赢并不容易。拉长来看近十年中能够跑赢任意 N 年的概率分布基本呈现正态分布，概率最高的是近十年中任意跑赢 5 年，与数学期望一致。近 10 年中跑赢 5 年以上的占比只有 35%，这其实说明在单年度的胜率上，主动型产品并没有明显优势。

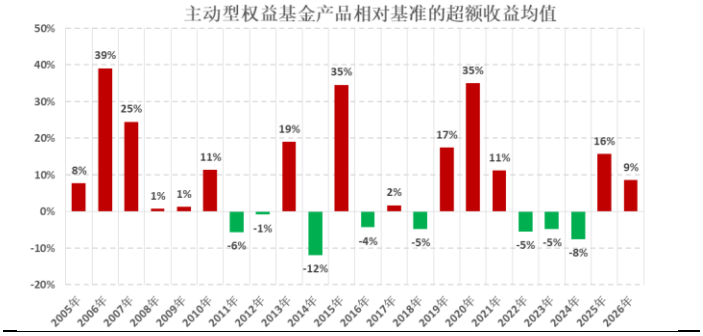
第二，从各年份跑赢基准的超额收益均值来看，主要超额收益集中在 2015 年和 2019-2021 年两个时间段，因此尽管从 5-10 年的维度上跑赢基准的比例很高，但整体超额收益的分布是明显不均衡的，在一轮大 Beta 行情中跑赢并不难，连续稳定的获取超额是相对更困难的。

图14. 在各年份连续稳定跑赢基准的难度会明显提升



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

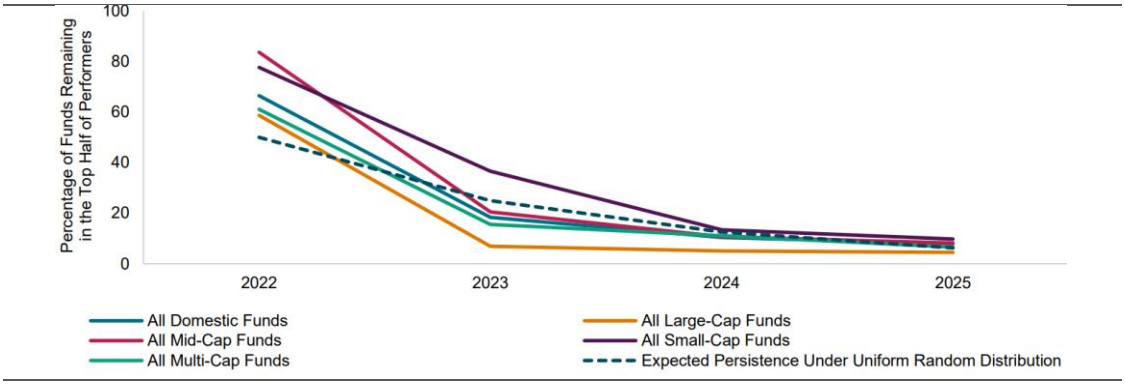
图15. 主动型基金产品相对基准的超额集中在少数年份



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

即使看美股市场，主动管理股票基金的长期表现持续性也极低。以 2021 年表现位于前半部的基金为例，到 2025 年仍保持在前半部的比例如下：大盘基金仅 4.5%，多市值基金 6.6%，中盘基金 8.2%，小盘基金 9.8%。短期来看，2023 年表现前四分位的大盘基金，有 29%在随后两年仍保持在前四分位，前半部大盘基金保持率为 49%，略高于随机预期的 25%，但五年期的持续超额收益几乎消失。中盘、多市值、小盘基金呈现类似趋势，长期仍保持在前半部的基金比例均不足 10%。这些数据表明，尽管短期表现可能优异，基金的持续超额收益极少，大部分长期优势可能是运气而非技能。

图16. 五年期内仅有 4.5%的大盘股票基金仍保持在前二分之一



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

4. 启示四：主动多头产品长期跑赢基准类型主要是大盘均衡+控回撤型，重点不在跑得快，而是跑得稳

主动多头产品长期跑赢基准的类型主要是大盘均衡+控回撤型，重点不在跑得快，而是跑得稳。在此，我们统计近十年跑赢基准的基金，平均换手率仅有 214%（全部基金平均是 460%），且这类长跑产品中 55.6%是大盘均衡型基金（全部基金中此类占比 24.3%），在连续五年跑赢的基金中占比 26.7%。同时，通过对连续跑赢与连续跑输基金的分组检验给出高度一致的结论：难点不在牛市的弹性，而在熊市的抗跌。近五年连续跑赢的基金，市场上涨时跟上其基准 82.8%涨幅，并不显著高于全部基金的 86.3%，但下跌时只会承受其基准四成的跌幅，远低于全样本的 68.9%。**这批长跑者信息比率、选股能力、夏普比率、胜率与赔率全面占优，且换手率明显更低（仅 2-3 倍，全部基金平均约 4.6 倍），行业配置更均衡（单一行业敞口不会超过 15%），可总结为："稳定跑赢＝控回撤＋低换手＋均衡配置＋精选个股"，背后对应通过均衡配置+精选个股优化控制回撤并对换手形成约束。**

从投资风格上看，主动多头产品持续跑赢的时间越长，组合越明显地向大盘均衡和大盘价值集中。近五年连续跑赢组中，大盘均衡占 31.5%、大盘价值占 16.7%，两者合计 48.2%，明显

高于全体基金的 29.4%；大盘成长占比则只有 18.5%，远低于全体基金的 33.5%。这种特征在更长周期中进一步强化：近十年跑赢 8 年以上的基金，大盘均衡占比达到 55.6%，加上大盘价值后达到 72.3%，大盘成长只有 11.1%。相较之下，近五年连续跑输组的大盘成长占比升至 32.6%，大盘价值仅为 3.3%。这说明长期跑赢其基准的主动基金，通常没有依靠高弹性成长风格持续冲刺，而是更多配置盈利质量较稳定、估值约束更强的大盘均衡及价值资产，在市场上涨时跟得住，在风格逆转和熊市阶段又能控制回撤。短期排名可能来自某一轮赛道行情，长期超额更接近一场复利竞赛：重点不在跑得最快，而在多数年份都不掉队，并尽量避免一次大幅回撤吞掉此前积累的收益。

图17. 大盘均衡风格是长跑者的主要选择

基金类型	基金经理从业年限（年）	基金经理管理总规模（亿元）	大盘平衡	大盘成长	大盘价值	中盘成长	中盘平衡	中盘价值	样本量
全部基金	7.58	47.39	24.3%	33.53%	5.1%	3.1%	4.7%	0.5%	2765
近五年连续跑赢	8.32	120.02	31.5%	18.5%	16.7%	1.9%	1.9%	3.7%	54
近三年连续跑赢	7.27	84.43	20.0%	21.7%	10.0%	1.3%	3.5%	1.3%	230
今年跑赢	7.42	49.27	15.7%	23.3%	2.4%	2.3%	3.1%	0.5%	3478
今年跑输	7.42	41.10	17.5%	18.6%	6.9%	1.3%	3.7%	0.2%	972
近三年连续跑输	7.77	35.32	15.5%	27.5%	2.8%	1.9%	5.3%	0.2%	472
近五年连续跑输	7.95	26.98	25.0%	32.6%	3.3%	2.2%	5.4%	0.0%	92
近十年跑赢8年以上	9.19	87.67	55.6%	11.1%	16.7%	0.0%	0.0%	5.6%	18
近十年跑赢5年以上	8.48	64.01	36.2%	40.2%	10.2%	2.9%	3.1%	1.3%	453
近十年跑赢5年以下	7.49	31.82	31.9%	45.4%	5.4%	5.7%	8.5%	0.3%	317
近十年跑赢3年以下	7.48	20.80	40.0%	40.0%	0.0%	6.7%	13.3%	0.0%	15

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

为了考察持续跑赢基准的能力，我们分组研究了在近十年和近五年连续跑赢或跑输的基金，观察不同组别之间在核心业绩指标和特征的差异，可以得到如下结论：

1. 在几个最核心的业绩指标中，连续跑赢的基金相对连续跑输的基金都是显著跑赢的，主要包括信息比率、选股择时能力、夏普比率、胜率和赔率等，无疑都是连续跑赢的基金更强，而且是连续跑赢的时间越长的基金越强。

2. 连续五年跑赢的基金换手率明显低于其他组别，而拉长来看，近十年跑赢的年份越少，换手率越高。对于近十年跑赢 8 年以上的基金而言，换手率在 2-3 倍左右。

3. 对于近五年连续跑赢的基金而言，上行捕获率并未显著超越其他组别，但下行捕获率明显更低，这意味着在牛熊周期中想要稳定战胜基准，熊市策略是更重要的。

图18. 低换手、低回撤是跑赢的关键

基金类型	上行捕获率	下行捕获率	信息比率	选股能力	择时能力	夏普比率	胜率	赔率	频率	样本量
全部基金	86.3%	68.9%	4.6%	0.13%	-0.56	19.7%	54.1%	0.22	460.6%	2765
近五年连续跑赢	82.8%	39.3%	11.9%	0.21%	-0.22	60.6%	61.6%	0.75	414.9%	60
近三年连续跑赢	88.8%	52.4%	9.5%	0.21%	-0.39	38.2%	58.5%	0.48	451.3%	233
今年跑赢	87.4%	70.1%	3.9%	0.13%	-0.74	14.9%	54.5%	0.20	437.5%	2852
今年跑输	78.5%	76.9%	1.2%	0.06%	-0.54	-1.1%	51.5%	0.07	462.3%	1598
近三年连续跑输	81.5%	85.5%	0.1%	0.03%	-0.55	-12.4%	49.8%	-0.03	445.6%	854
近五年连续跑输	83.9%	95.2%	-1.7%	0.01%	-0.75	-15.8%	48.8%	-0.11	478.1%	140
近十年跑赢8年以上	94.1%	52.3%	14.1%	0.21%	-0.21	51.2%	61.8%	0.65	214.3%	13
近十年跑赢5年以上	84.3%	53.8%	7.7%	0.17%	-0.31	40.4%	57.3%	0.44	386.6%	395
近十年跑赢5年以下	87.2%	76.6%	3.1%	0.11%	-0.70	10.6%	52.4%	0.13	474.2%	397
近十年跑赢3年以下	65.3%	74.2%	-1.0%	0.00%	-0.47	-8.6%	48.5%	-0.02	728.0%	14

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

5. 启示五：主动多头产品长期跑赢基准最重要的能力是通过左侧布局和精选个股穿越牛熊是最重要的能力

在构建超额基金产品画像后，我们意识到主动多头产品长期跑赢基准最重要的能力是通过左侧布局和精选个股穿越牛熊是最重要的能力，非常考验投资水平。所以我们根据持有周期（长/短）、集中度（高/低）、仓位（高/低）、节奏（左侧/右侧）将基金产品分为 16 种。从 16 种不同风格基金的跑赢能力来看，近十年滚动连续三年跑赢基准能力最强的四个风格是个股精选（LRBH，跑赢占比 11.90%）、底部配置（LRBD，11.83%）、困境反转（LRCD，11.66%）、长线价值（LRBH，10.94%）。其中，个股精选本质是通过“稳态 Alpha”穿越牛熊，相关产品 2012 年以来年化收益率为 11.97%，虽低于产业趋势和主题趋势类型，但月度波动率仅 4.24%，明显低于样本均值，风险收益比大幅占优。在不同环境中，牛市里的王者是宏观趋势(LTCD)和风格动量(STCD)；熊市则必须依赖个股趋势(LTBH)和长线价值(LRBH)这类剥离宏观贝塔、专注于个股 Alpha 的策略来通过“抗跌”获取相对收益（排名靠前）；震荡市产业趋势(LTCH)凭借结构性行情再次称霸，反而是试图做个股反转(SRBH)或底部配置(LRBD)的“抄底型”策略，因缺乏市场合力且容易陷入“阴跌”陷阱而效率极低（排名垫底）。

具体而言，我们发现在传统的基金行为研究中，往往较为看中“收益率”和“赛道”两个变量，并以这两者在定义基金产品的风格。但事实上，收益率往往是外生变量，也是市场运行的结果而非原因，而所处的赛道很多时候也并不固定。**我们认为真正能够体现基金经理内生投资风格和投研能力的，甚至能够反映基金产品“性格”的，并非是收益率或是赛道，而是下面四大维度：持股期限、买卖时点、行业配置和个股仓位。**

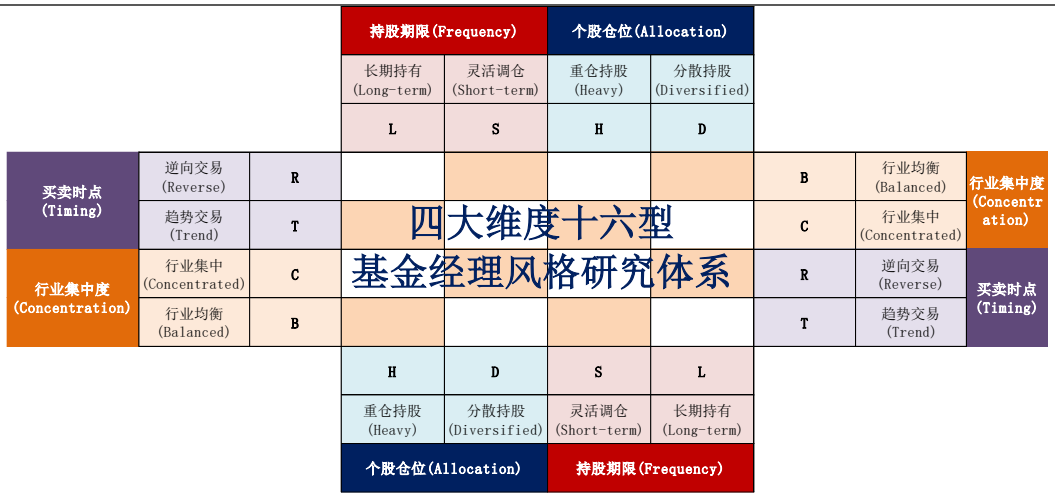
根据持股期限可以分为长期持有（Long-term）和短期持有（Short-term），前者关注企业、产业或宏观周期，后者关注情绪、流动性和交易节奏。

根据买卖时点可以分为趋势交易（Trend）和逆势交易（Reverse），前者强调顺势而为，等待趋势确立再出手，后者更善于提前埋伏和把握预期差。

根据行业配置可以分为均衡（Balanced）和集中（Concentrated），前者更注重组合的稳定性，“不把鸡蛋放在一个篮子里”，后者强调抓住产业主线，聚焦核心方向。

根据个股仓位可以分为重仓配置（Heavy）和分散配置（Diversified），前者重仓押注个股，自下而上的特质显著，后者强调广撒网、多标的，降低过于拥挤的风险。

图19. 四大维度十六型基金产品风格研究体系示意图



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

通过四个维度的两两组合可以得到 16 种投资风格，每一种风格在投资实践中也有清晰的映射。这里举几个比较典型的例子：

1、LTCH 产业趋势型，就是典型的“赛道投资者”，抓住大周期行业趋势，会在产业趋势出现后果断介入，行业集中度和个股集中度都比较高，持股时间长；

2、LRBH 长线价值型，是典型的“时间的朋友”，持股期限长，且在低估时买入（左侧布局），没有特别的行业偏好因此行业配置较为均衡，但对于自下而上精选的龙头个股则是重仓持有。

3、SRCD 行业轮动型，则是擅长在不同板块间游走，高抛低吸，自下而上的配置逻辑权重较低，故个股配置较为分散，但是行业配置比较集中，善于在主线板块走向过热时切换至低位板块或冷门风格。

4、STCH 主题趋势型，是对应典型的“事件驱动策略”，持股期限不长，买点在右侧，行业和个股都拿的很集中，往往是在政策预期升温、政策落地或超预期事件出现后，第一时间介入。

图20. 四大维度十六型基金产品风格研究体系示意图

风格编码	风格归类	持股期限	买卖时点	行业配置	个股仓位
LRBH	长线价值	长期	左侧	均衡	重仓
LTCH	产业趋势	长期	右侧	集中	重仓
LRCH	逆向成长	长期	左侧	集中	重仓
LTBH	个股精选	长期	右侧	均衡	重仓
LRBD	底部配置	长期	左侧	均衡	分散
LTCD	宏观趋势	长期	右侧	集中	分散
LRCD	困境反转	长期	左侧	集中	分散
LTBD	稳健跟随	长期	右侧	均衡	分散
SRBH	个股反转	短期	左侧	均衡	重仓
STCH	主题趋势	短期	右侧	集中	重仓
SRCH	赛道博弈	短期	左侧	集中	重仓
STBH	个股动量	短期	右侧	均衡	重仓
SRBD	指数择时	短期	左侧	均衡	分散
STCD	风格动量	短期	右侧	集中	分散
SRCD	行业轮动	短期	左侧	集中	分散
STBD	均衡趋势	短期	右侧	均衡	分散

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

从各个风格类型分布的历史变迁来看，公募基金正在经历残酷的生态洗牌，“指数择时”与“主题趋势”合计占比飙升至约 18.4%，说明在缺乏主线的行情下，大量经理被迫放弃“长期持有”，转而通过频繁择时和追逐热点来维持净值。与此同时，曾经的王牌风格“产业趋势”显著缩量至 8.23%，标志着“赛道投资”逻辑的阶段性失效。这已不再是一个比拼研究深度的市场，而是一个“要么极致轮动、要么极致分散”的存量环境。

更值得注意的是，指数择时和主题趋势型基金数量的增长，反映了近几年结构化行情下资金行为的短视化和抱团特征。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

图21. 十六种风格类型在历史上各年份的占比分别情况

风格编码	风格归类	历史平均	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
LRBH	长线价值	5.86%	4.40%	2.34%	6.72%	4.73%	5.52%	6.57%	3.69%	7.58%	6.04%	7.34%	6.42%	6.83%	7.73%	6.21%
LTCH	产业趋势	8.35%	7.91%	7.21%	5.12%	4.02%	9.25%	8.02%	11.68%	7.93%	8.69%	9.70%	10.09%	10.59%	8.34%	8.29%
LRCH	逆向成长	8.41%	9.23%	9.94%	8.32%	10.64%	5.43%	6.98%	6.06%	8.54%	9.06%	8.33%	8.95%	7.63%	9.98%	8.71%
LTBH	个股精选	3.46%	1.98%	3.51%	4.00%	3.19%	5.01%	3.60%	3.37%	3.03%	3.29%	3.06%	4.08%	4.22%	2.82%	3.34%
LRBD	底部配置	8.22%	6.59%	8.77%	10.08%	8.63%	5.26%	7.95%	6.93%	8.69%	9.61%	8.19%	7.34%	7.66%	9.57%	9.78%
LTCD	宏观趋势	4.84%	5.49%	3.90%	4.00%	6.38%	8.49%	6.15%	6.81%	4.24%	3.66%	4.13%	3.26%	3.64%	3.70%	3.94%
LRCD	困境反转	4.11%	2.86%	5.46%	5.44%	7.92%	5.43%	4.70%	5.81%	3.59%	2.61%	1.70%	3.23%	3.21%	2.97%	2.64%
LTBD	稳健跟随	6.33%	10.55%	8.38%	5.28%	4.73%	6.20%	5.46%	7.25%	5.61%	5.90%	6.12%	5.66%	5.59%	4.66%	7.21%
SRBH	个股反转	4.33%	5.05%	5.26%	3.36%	3.43%	5.01%	5.12%	6.56%	5.00%	4.53%	3.80%	3.67%	3.61%	3.78%	2.47%
STCH	主题趋势	8.45%	9.01%	9.75%	10.88%	5.91%	6.71%	7.26%	5.31%	9.29%	8.55%	8.59%	7.34%	8.15%	9.30%	12.25%
SRCH	赛道博弈	5.13%	6.59%	5.26%	5.60%	4.37%	4.84%	4.50%	5.12%	5.00%	5.58%	5.38%	4.65%	4.99%	4.34%	5.60%
STBH	个股动量	3.78%	3.08%	3.31%	4.48%	9.46%	3.57%	3.94%	3.81%	3.33%	3.20%	3.10%	3.32%	2.98%	3.29%	2.05%
SRBD	指数择时	8.50%	8.13%	7.99%	7.68%	3.90%	8.49%	8.16%	8.68%	7.47%	9.88%	8.92%	9.99%	11.13%	7.60%	10.92%
STCD	风格动量	7.57%	3.96%	6.43%	7.84%	10.87%	7.98%	8.16%	6.31%	7.53%	8.28%	9.48%	8.19%	7.37%	8.22%	5.35%
SRCD	行业轮动	4.36%	5.05%	3.70%	3.52%	4.49%	6.79%	5.74%	5.31%	4.04%	3.48%	3.61%	4.14%	4.19%	3.63%	3.31%
STBD	均衡趋势	8.29%	10.11%	8.77%	7.68%	7.33%	6.03%	7.68%	7.31%	9.14%	7.64%	8.55%	9.68%	8.20%	10.08%	7.91%

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

综合来看，从 2012 年至今，年化表现最好风格类型是产业趋势、个股精选、宏观趋势、主题趋势。综合收益率分别达到 16.5%、12%、15.4%、16.5%。可以发现四个风格买入时点均选择右侧买入、趋势跟随；同时除个股精选外，月度波动率均超过 5%，通过承担更高风险搏得更高收益。

通过不同时间窗口的稳健型检测，可以发现主题趋势和产业趋势是最容易出现净值收益率短期爆发的风格。两者投资风格均以右侧交易，跟随市场热点趋势行业进行集中且重仓的押注获得极高短期爆发式收益。

趋势跟随、重仓押注就必然带来高风险、高难度，若方向错误就意味着缺少均衡和持仓风格带来的对冲。该特点导致各基金产品内部收益方差极大。使得主题趋势和产业趋势成为十六种投资风格中难度较高的策略。

图22. 2012 年至今综合表现最好的是产业趋势、个股精选、宏观趋势、主题趋势

风格编码	风格归类	历史平均占比	在16种风格中的平均排名	排名前三的占比	排名后三的占比	年化收益率(2012年至今)	相对沪深300月度胜率	相对偏股混合型基金指数月度胜率	相对沪深300年度胜率	相对偏股混合型基金指数月度胜率	月度收益率波动率(%)	风险收益比
LRBH	长线价值	5.92%	9.54	25.0%	32.1%	8.4%	58.14%	41.9%	64.3%	57.1%	4.47	71.0%
LTCH	产业趋势	8.34%	5.96	50.0%	10.7%	16.5%	60.47%	64.0%	50.0%	78.6%	7.02	127.1%
LRCH	逆向成长	8.46%	7.96	17.9%	10.7%	10.1%	60.47%	52.9%	64.3%	64.3%	5.82	67.9%
LTBH	个股精选	3.50%	6.57	42.9%	7.1%	12.0%	61.63%	51.7%	71.4%	64.3%	4.24	119.2%
LRBD	底部配置	8.13%	8.64	3.6%	21.4%	8.9%	61.05%	47.1%	64.3%	64.3%	5.09	66.8%
LTCD	宏观趋势	4.83%	5.89	32.1%	7.1%	15.4%	57.56%	62.8%	50.0%	71.4%	7.03	111.3%
LRCD	困境反转	4.16%	9.46	3.6%	10.7%	9.9%	55.81%	50.6%	57.1%	50.0%	5.95	64.9%
LTBD	稳健跟随	6.24%	7.54	7.1%	3.6%	11.6%	62.21%	57.6%	64.3%	78.6%	5.57	86.5%
SRBH	个股反转	4.40%	10.50	14.3%	39.3%	8.0%	54.07%	44.8%	64.3%	50.0%	4.11	73.2%
STCH	主题趋势	8.22%	6.07	46.4%	17.9%	16.5%	61.05%	62.2%	50.0%	78.6%	6.96	128.6%
SRCH	赛道博弈	5.04%	9.68	7.1%	14.3%	9.6%	55.23%	48.8%	64.3%	57.1%	5.90	62.8%
STBH	个股动量	3.90%	8.86	14.3%	21.4%	10.6%	58.72%	47.1%	57.1%	42.9%	4.29	99.2%
SRBD	指数择时	8.38%	10.39	3.6%	28.6%	8.0%	54.07%	48.3%	64.3%	42.9%	5.11	58.6%
STCD	风格动量	7.68%	8.57	28.6%	32.1%	12.8%	58.14%	55.2%	50.0%	50.0%	6.87	81.7%
SRCD	行业轮动	4.49%	11.11	0.0%	32.1%	8.4%	55.81%	40.1%	50.0%	28.6%	6.04	52.3%
STBD	均衡趋势	8.33%	9.25	3.6%	10.7%	10.6%	59.88%	48.8%	64.3%	42.9%	5.69	74.8%

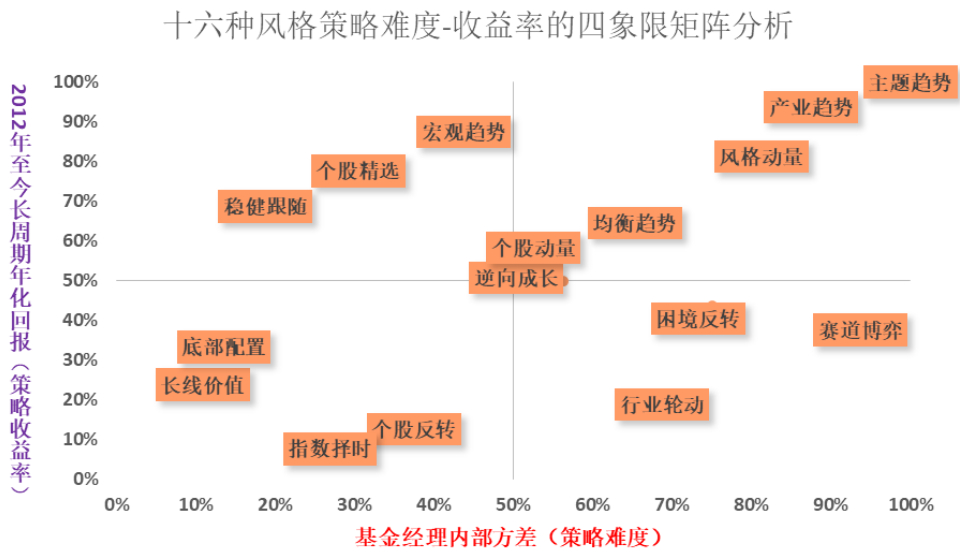
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图23. 主题趋势和产业趋势是最容易出现净值收益率短期爆发的风格

风格编码	风格归类	年化收益率(2012年至今)	年化收益率(2015年至今)	年化收益率(2020年至今)	年化收益率(近三年)	2012年~2014年	2015年~2017年	2018年~2020年	2021年~2023年	2024年至今
LRBH	长线价值	8.39%	7.38%	5.18%	6.25%	12.76%	12.02%	13.40%	-8.27%	15.90%
LTCH	产业趋势	16.50%	13.88%	15.95%	20.05%	17.75%	16.41%	29.02%	-10.24%	42.61%
LRCH	逆向成长	10.05%	8.41%	6.48%	5.44%	14.72%	13.33%	20.17%	-10.55%	19.25%
LTBH	个股精选	11.97%	10.43%	9.57%	13.48%	15.96%	14.10%	18.36%	-8.67%	25.83%
LRBD	底部配置	8.92%	7.25%	6.50%	7.38%	13.36%	11.04%	13.73%	-7.66%	17.72%
LTCD	宏观趋势	15.44%	12.72%	17.29%	16.33%	18.04%	12.00%	26.90%	-5.87%	38.27%
LRCD	困境反转	9.88%	8.12%	8.07%	7.45%	13.58%	11.21%	20.49%	-10.19%	22.54%
LTBD	稳健跟随	11.60%	9.80%	10.13%	11.78%	14.33%	13.59%	18.45%	-8.16%	25.77%
SRBH	个股反转	7.99%	6.82%	4.59%	5.66%	11.35%	14.00%	11.44%	-8.32%	15.61%
STCH	主题趋势	16.53%	12.62%	17.95%	21.89%	22.41%	11.76%	24.74%	-7.49%	48.83%
SRCH	赛道博弈	9.58%	6.96%	8.04%	9.17%	15.52%	9.77%	17.32%	-10.42%	26.69%
STBH	个股动量	10.63%	8.54%	9.65%	13.29%	14.23%	11.08%	15.97%	-8.00%	28.25%
SRBD	指数择时	7.95%	6.28%	7.43%	7.49%	11.80%	8.92%	12.18%	-7.07%	19.97%
STCD	风格动量	12.80%	9.45%	13.82%	14.26%	16.54%	9.87%	23.34%	-9.62%	38.17%
SRCD	行业轮动	8.36%	5.66%	6.47%	5.37%	15.55%	8.98%	15.71%	-11.01%	21.99%
STBD	均衡趋势	10.63%	8.22%	10.06%	11.41%	15.18%	10.85%	16.20%	-8.22%	26.63%

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图24. 主题趋势和产业趋势是最容易出现净值收益率短期爆发的风格



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

6. 启示六：从投资逻辑的实操角度，对于多数基金风格 3 年/5 年长区间上主动多头产品跑赢基准并不是太难的事情，难的是连续多年持续跑赢

从投资逻辑的实操角度，3 年/5 年主动多头产品跑赢基准并不是太难的事情，这或与 A 股散户比例较高，有效性有提高空间相关，但两者投资逻辑和存在巨大区别，这或与 A 股主线“一年一小变，三年一大变”有关。**就三年维度看，从 2012 年至今主动基金产品 3 年跑赢基准（滚动）的角度来看，跑赢基准的概率在 62%（跑赢沪深 300 为 25%，连续 3 年单年均跑赢基准则为 15%），投资占优逻辑中个股精选占比最高为 11.90%，其次是宏观趋势的 10.82%、稳健跟随（增强版 ETF）10.45%，产业趋势型占比为 9.67%，而相对较低的是个股反转、行业轮动、主题趋势。而从 5 年跑赢基准（滚动）的角度看，跑赢基准的概率在 75%（跑赢沪深 300 指数为 65%，连续 5 年单年均跑赢基准则为 4%），投资逻辑上占优且靠前是底部配置、困境反转、个股精选和稳健跟随，靠后的则是主题趋势、个股反转、行业轮动和产业趋势。**

从单年度跑赢基准占比看，低换手风格的胜率整体更突出：低换手四类风格的历史平均跑赢比例普遍在 53%—57%左右，其中个股精选型（LTBH）历史平均跑赢比例达到 56.98%，是表中相对最靠前的类型；产业趋势、宏观趋势、稳健跟随也分别达到 54.19%、54.08%、53.11%。相比之下，偏高换手或短周期交易特征更强的主题趋势、个股动量、风格动量、均衡趋势，历史平均多在 49%—51%附近，稳定性略弱。**这说明，在单年度维度上，低换手并不意味着被动防守，反而体现出较强的基准战胜能力：通过较少交易、较高持股定力和更稳定的投资框架，基金产品更容易在风格波动中保留超额收益。尤其是个股精选型，虽然不像产业趋势或主题趋势那样容易形成市场共识和规模效应，但它依靠深度研究、选股胜率和长期持有获取阿尔法，呈现出“关注度相对小众、但性价比偏高”的赛道特征。**

从三年维度看，产业趋势型基金的“短跑能力”确实比较突出，但连续三年跑赢基准的持续性并不算最强。产业趋势型的历史平均跑赢占比只有 9.67%，低于个股精选的 11.90%、宏观趋势的 10.82%、稳健跟随的 10.45%，说明产业趋势的超额收益往往更依赖阶段性景气和赛道 β，一旦估值被快速透支、产业逻辑进入验证期，持续跑赢难度就会明显上升。因此，评价产业趋势型基金不能只看“有没有抓到风口”，更要看它抓到的产业趋势够不够长期、够不够真实、够不够有价值支撑。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

图25. 十六种风格类型在历史上单年度跑赢基准占比情况

风格编码	风格归类	历史平均	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
LRBH	长线价值	51.61%	40.00%	75.00%	9.52%	80.00%	67.69%	52.63%	32.20%	51.33%	74.24%	67.84%	45.81%	31.93%	34.92%	59.40%
LTCH	产业趋势	54.19%	55.56%	94.59%	25.00%	73.53%	20.18%	62.07%	22.46%	92.36%	87.89%	63.12%	21.32%	26.83%	26.76%	87.04%
LRCH	逆向成长	50.43%	35.71%	78.43%	19.23%	75.56%	48.44%	52.48%	22.68%	88.17%	89.90%	53.54%	32.86%	19.17%	23.34%	66.49%
LTBH	个股精选	56.98%	77.78%	77.78%	28.00%	66.67%	44.07%	59.62%	38.89%	86.67%	87.50%	65.06%	32.56%	25.17%	26.09%	81.82%
LRBD	底部配置	53.39%	43.33%	84.44%	20.63%	80.82%	41.94%	53.91%	25.23%	76.74%	87.62%	78.38%	25.86%	32.21%	22.31%	73.99%
LTCD	宏观趋势	54.08%	32.00%	95.00%	24.00%	85.19%	20.00%	57.30%	21.10%	91.67%	93.75%	81.25%	19.42%	31.50%	18.54%	86.39%
LRCD	困境反转	51.30%	46.15%	89.29%	17.65%	73.13%	31.25%	48.53%	19.35%	90.14%	98.25%	69.57%	13.73%	31.25%	18.18%	71.68%
LTBD	稳健跟随	53.11%	33.33%	88.37%	18.18%	82.50%	32.88%	56.96%	22.41%	87.39%	89.92%	74.10%	28.49%	24.62%	14.74%	89.64%
SRBH	个股反转	47.42%	21.74%	81.48%	23.81%	89.66%	32.20%	41.89%	31.43%	59.60%	68.69%	65.05%	32.76%	30.95%	21.43%	63.21%
STCH	主题趋势	50.63%	36.59%	86.00%	23.53%	74.00%	26.58%	54.29%	17.65%	81.52%	84.49%	65.24%	17.24%	27.11%	31.66%	82.86%
SRCH	赛道博弈	49.48%	50.00%	81.48%	28.57%	70.27%	28.07%	49.23%	25.61%	82.83%	84.43%	60.96%	22.45%	20.11%	15.82%	72.92%
STBH	个股动量	49.92%	35.71%	82.35%	21.43%	62.50%	30.95%	47.37%	32.79%	65.15%	77.14%	82.14%	30.48%	28.85%	17.91%	84.09%
SRBD	指数择时	49.37%	37.84%	87.80%	10.42%	75.76%	41.00%	30.51%	20.86%	71.62%	86.11%	69.42%	29.11%	36.86%	19.68%	74.15%
STCD	风格动量	49.16%	27.78%	90.91%	14.29%	78.26%	17.02%	52.54%	17.82%	86.58%	95.03%	72.37%	16.22%	19.84%	14.93%	84.72%
SRCD	行业轮动	47.07%	34.78%	94.74%	9.09%	76.32%	26.25%	45.78%	16.47%	76.25%	90.79%	63.27%	15.27%	19.86%	18.92%	71.13%
STBD	均衡趋势	49.34%	32.61%	91.11%	16.67%	79.03%	12.68%	49.55%	20.51%	82.87%	88.02%	78.45%	17.97%	25.17%	12.90%	83.19%

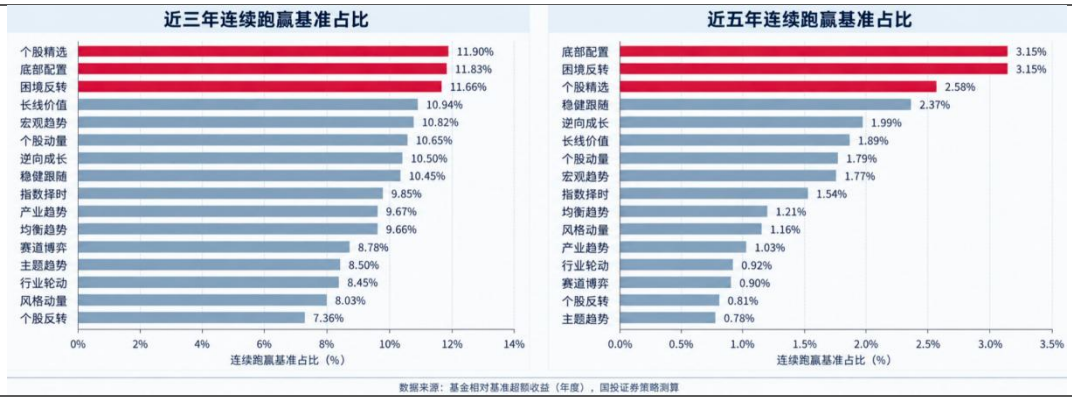
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图26. 十六种风格类型在历史上连续三年跑赢基准占比情况

风格编码	风格归类	历史平均	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
LRBH	长线价值	10.94%	0.00%	17.50%	1.54%	7.37%	11.86%	8.00%	12.88%	30.65%	13.79%	12.61%	9.84%	5.26%
LTCH	产业趋势	9.67%	9.38%	11.76%	1.83%	7.76%	3.21%	7.64%	15.79%	39.92%	8.15%	4.61%	2.06%	3.94%
LRCH	逆向成长	10.50%	5.77%	14.44%	4.69%	11.88%	5.15%	13.02%	14.65%	35.40%	9.19%	3.01%	3.19%	5.63%
LTBH	个股精选	11.90%	4.00%	11.11%	5.08%	5.77%	7.41%	11.67%	15.28%	40.96%	17.83%	12.93%	5.22%	5.59%
LRBD	底部配置	11.83%	7.94%	9.59%	3.23%	6.96%	8.11%	6.98%	17.62%	44.14%	13.79%	11.24%	5.90%	6.44%
LTCD	宏观趋势	10.82%	8.00%	7.41%	3.00%	6.74%	5.50%	9.52%	18.75%	48.21%	12.62%	3.94%	1.99%	4.14%
LRCD	困境反转	11.66%	8.82%	7.46%	3.13%	11.76%	6.45%	8.45%	19.30%	52.17%	6.86%	0.89%	6.61%	7.96%
LTBD	稳健跟随	10.45%	0.00%	10.00%	2.74%	8.86%	3.45%	10.81%	7.75%	45.18%	16.76%	11.79%	3.16%	4.85%
SRBH	个股反转	7.36%	0.00%	10.34%	1.69%	0.00%	1.90%	6.06%	9.09%	30.10%	11.21%	15.08%	1.95%	0.94%
STCH	主题趋势	8.50%	4.41%	12.00%	3.80%	7.62%	1.18%	7.61%	7.49%	39.91%	8.19%	4.23%	1.06%	4.57%
SRCH	赛道博弈	8.78%	11.43%	5.41%	3.51%	9.23%	0.00%	5.05%	12.30%	32.19%	14.29%	4.02%	1.69%	6.25%
STBH	个股动量	10.65%	3.57%	3.75%	0.00%	3.51%	4.92%	3.03%	20.00%	50.00%	20.00%	14.42%	0.00%	4.55%
SRBD	指数择时	9.85%	4.17%	21.21%	2.00%	4.24%	2.88%	3.38%	8.80%	36.78%	14.56%	12.37%	1.61%	6.20%
STCD	风格动量	8.03%	6.12%	3.26%	1.06%	2.54%	2.97%	6.04%	12.15%	46.69%	7.72%	2.72%	0.30%	4.80%
SRCD	行业轮动	8.45%	0.00%	13.16%	0.00%	7.23%	1.18%	6.25%	18.42%	38.78%	5.34%	3.42%	3.38%	4.23%
STBD	均衡趋势	9.66%	4.17%	6.45%	0.00%	5.41%	4.27%	7.73%	13.17%	49.57%	9.15%	8.39%	1.46%	6.19%

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图27. 连续长周期跑赢依赖对板块底部的深刻理解与个股的精准选择



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

7. 启示七：从买点和卖点的实操角度，有的人战胜指数靠“敢买”，有的人战胜指数靠“会卖”。

不难发现，基金产品若想在一较长周期下获得较高收益，跑赢基准，需要做到趋势机会不错失和控制回撤不大输。其中胜负手无外乎是“一买一卖”：趋势到来之前/时刻果断按下“买入”，顺主题趋势、产业趋势、宏观趋势重仓；看懂产业、行业、宏观稳健持有，在趋势结束时果断按下“卖出”对回撤进行控制。

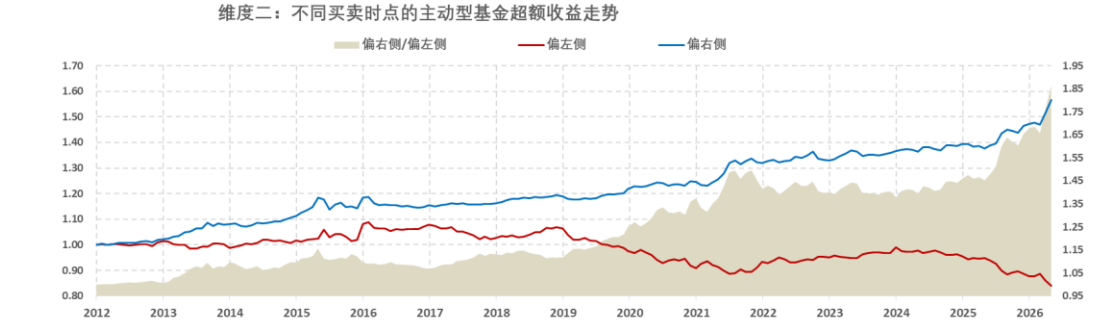
从买点和卖点的实操角度，有的人战胜基准靠“敢买”，有的人战胜基准靠“会卖”。面对大级别行情，回顾看大致有两类人获得巨大成功，一类宿命是左侧卖，无法吃到最后的过热，胜负手是在过去下了一个无比正确的重仓决定，也就是其成功在前期甚至更早之前的就已注

定，多数并非对于未来有多么远见卓识，尤其是对顶部有独到且深刻的见解，总结就是“赚够了”；而另外一类其宿命是卖在右侧，经历最后过热带来得喜悦也深知自己要回吐相当一部分收益，尤其是大级别结构行情往往是M型双顶结构，我们始终强调不要纠结第一个顶部（交易顶部），回过头来看胜负手在于把握住第二个顶部（基本面顶部），能在二顶卖出已是佼佼者。

对于买卖时点的选择，我们以最早重仓时间前120个交易日该股票的涨跌幅来衡量买点是在左侧还是右侧，在实践中，多数基金产品的选择是在左侧研究布局或建立“观察仓”，在逐步加仓的过程中确认趋势，因此当进入重仓股时，往往都会在偏右侧的位置。尤其是在行情惯性比较强的A股市场，左侧重仓可能需要等待较长时间，右侧趋势一旦形成反而会迎来资金的正反馈抱团。所以在多数环境下，偏右侧的交易模式会更容易获得超额。只有在熊市环境中，左侧重仓可以获得较为便宜的筹码，从而在市场触底后获得超额，例如2016年早期、2018年、2022~2024年。

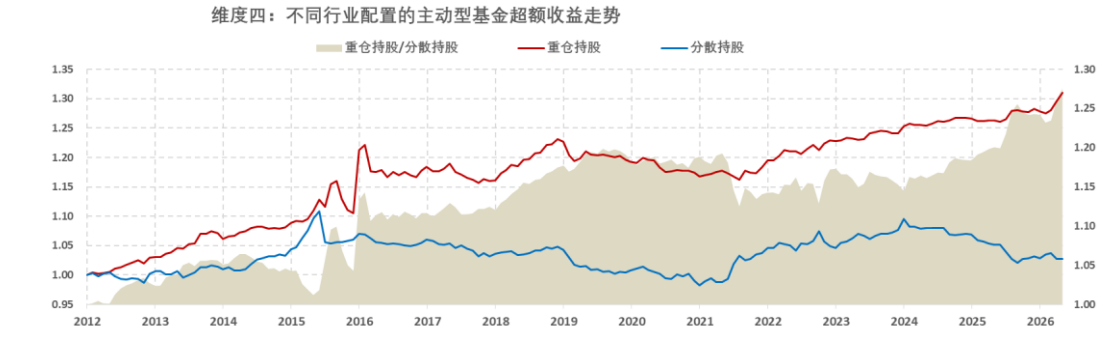
对于个股仓位的轻重，则展现出和行业配置完全不同的规律，对于公募基金而言个股仓位的上限在净值的10%左右，主动型基金前十大重仓股占比的均值是50%，换言之平均每只重仓股的仓位是5%。个股仓位管理和行业配置是独立的两条决策路径，行业集中的可以个股分散，均衡配置行业内上下游或者龙头和后排，行业均衡的也可以个股集中，选择这种模式的往往是自下而上能力比较突出的基金产品。整体而言，重仓持股在长期来看更容易获得超额，但是在一轮上涨行情中后期，龙头交易拥挤度较高，市场共识高度一致的阶段，分散持股可以捕捉到后排补涨和切换的机会，例如在2015年初、2021年中、2023年底等。

图28. 从长期表现来看，偏右侧进行趋势交易的主动型基金更容易跑赢



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图29. 从长期表现来看，个股配置更集中的主动型基金更容易跑赢



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

其中，产业趋势是较为符合基金产品任职周期且较应该去把握的。对产业趋势的结构而言，其需满足六个要素——跨越0到1的三个要素（巨头、爆款、产业链）以及实现1到100的三个要素（成本下行、订单爆发、产品兼容）。若这六个要素得以满足，则产业趋势明确。而产业趋势一旦形成，其过程势必经历趋势-抱团-过热三阶段定价。我们从中总结出的一句经典观察是：凡是趋势皆为抱团，最后的过热才最过热。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

在抱团认知下我们提出核心观察：产业趋势龙头股最终是 M 顶：第一个顶部是交易的顶部，第二个顶部是基本面的顶。M 顶的第一个顶部位置往往模糊对应于单季度盈利增速最高位置，通常在时点上伴随着宏观“灰犀牛”的出现（注意：在当时或许被认为是宏观约束，直到后期才意识到概率不断增强，负面影响不断增大）；实操来看，**第一个顶部难以预判，第二个顶部才是卖点把握的重点。**

图30. 第一个顶部难预判，第二个顶部才是卖点的把握重点

维度	2000美股互联网泡沫	2015年A股移动互联网	2021年茅指数	2021末-2022新能源顶部
代表资产/指数	纳斯达克综合指数、纳指100、思科/雅虎等	创业板指、TMT/互联网+	茅指数、白酒/医药/消费龙头	中证新能源/新能源车/光伏锂电龙头
顶部时间	2000/3/10，纳指收于5048.62点，2000.8再度出现高点	2015/6/5，创业板指高点4037.96点，2015.12有一轮反弹高点	2021/2/18附近，茅指数与上证阶段高点同步，2021.7有一轮反弹高点	2021/12见顶，2022.8有一轮反弹高点
是否有M顶/类M顶	有，较典型：3月高点后急跌，后续反弹未创新高	有，较典型：高位巨震后下破，随后反抽但未修复趋势	有，偏“类M顶”：2月高点后急跌，二季度反弹但整体未恢复抱团主升	有，较多龙头呈M顶/类M顶：2021年末见顶，2022年4-8月强反弹后再下行
顶部前股价特征	1995-2000五年纳指涨约5.9倍/573%，最后一年加速最陡	2012低点至2015高点，创业板涨幅约566%；2015年内大幅加速	020下半年至2021春节前抱团加速，核心资产极致溢价	2020-2021新能源主升，2021年成为最强主线，多个细分指数翻倍
盈利/财务状态	多数公司未盈利	创业板整体盈利仍增长：2014净利+22.71%，2015净利+28.38%	龙头盈利稳定但不再加速：茅台2020净利+13.33%，2021净利+12.34%	板块盈利极强：电新板块2021营收+41.78%，净利+74.49%。
盈利表现增速是否最高	否，甚至大量亏损	主升后段更多靠估值与流动性，非盈利极值	是；盈利尚稳，但增速并未匹配70倍PE，2021年年中盈利高位	处于高位；前期确有盈利高增支撑，2022年下半年为经理拐点
估值水平	纳指综指PE近200倍；纳指100远期PE 60.1倍；PB约8.9倍；思科PE超200倍	创业板PE约140倍；平均PE曾达110.95倍	茅指数核心资产平均PE处历史99%分位	中证新能源指数PE 80.29倍，十年分位96%
交易拥挤	IPO狂热、散户交易极端活跃、概念股首日暴涨；1999年科技IPO 370家	成交天量，2015/6/5两市成交2.25万亿；融资余额历史高位	茅指数成交占比、换手率显著抬升	赛道成交额占比中枢持续上移，资金抱团强化
杠杆/融资	以IPO、增发、股票并购货币化为主	最典型杠杆牛，融资余额22728亿元见顶	杠杆不如2015极端，但机构抱团和公募发行形成增量共识	主要是公募、北向、赛道资金抱团，杠杆特征弱于2015
流动性/宏观拐点	美联储1999-2000累计加息，联邦基金利率升至6.5%	去杠杆、清理场外配资、监管收紧	美债收益率上行、流动性收紧预期强化	2022全球流动性边际趋紧，估值受压
触发器	微软反垄断、现金流危机报道、加息、业绩和会计质量担忧	两融收紧、风格切换、去杠杆	利率上行+高估值失去分母支撑+白酒白电盈利放缓预期	值过热、政策预期转弱、补涨完成、供需错配缓解预期

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

对于那些“敢买”的基金产品，也就是基于景气和基本面框架来决策卖点的投资者，他永远无法捕获行情最后那段非理性的上升，也意味着其宿命的永远卖在左侧。对于抱团者，你的宿命是卖在右侧。其中核心是对第二个顶部的处理，也就是我们所说的“会卖”。你享受到了最后的过热、吃到了最后一波，但这一波并不能完全保留住。第一个顶部想去预测很难，可能大幅回撤后才有后觉。核心是：怎么处理好第二个顶。第二个顶部能够做好，在投资上就能收获非常巨大的成功。

对于第二个顶部判断的核心抓手是：TTM 口径下盈利增速的最高位置。对应于在二顶之后我们会进一步明确三个核心要素的恶化：1、产业趋势放缓（技术迭代放缓；现金流无法支撑资本开支；渗透率逐渐接近天花板——当下游需求无法消化上游资本开支扩张，经营现金流开始被侵蚀甚至转负时，产业内生的正向循环被打破）；2、行业竞争格局崩塌（价格屠夫出现；商品价格体系剧烈波动——对应新能源时期竞争格局崩坏（碳酸锂价格战）、消费时期消费景气边际走弱（批价倒挂））；3、宏观“灰犀牛”（例如政策与全球经济衰退或者流动性大幅收紧）的进一步明确。**历史复盘来看，对于第二个顶部的确认，以上三个要素三者出现其一即可确认。不同于第一个顶部往往需要依赖交易层面信号同时还得需要一定运气，第二个顶部对应的是清晰可验证的产业基本面拐点，把握度明显高于第一个顶部。**

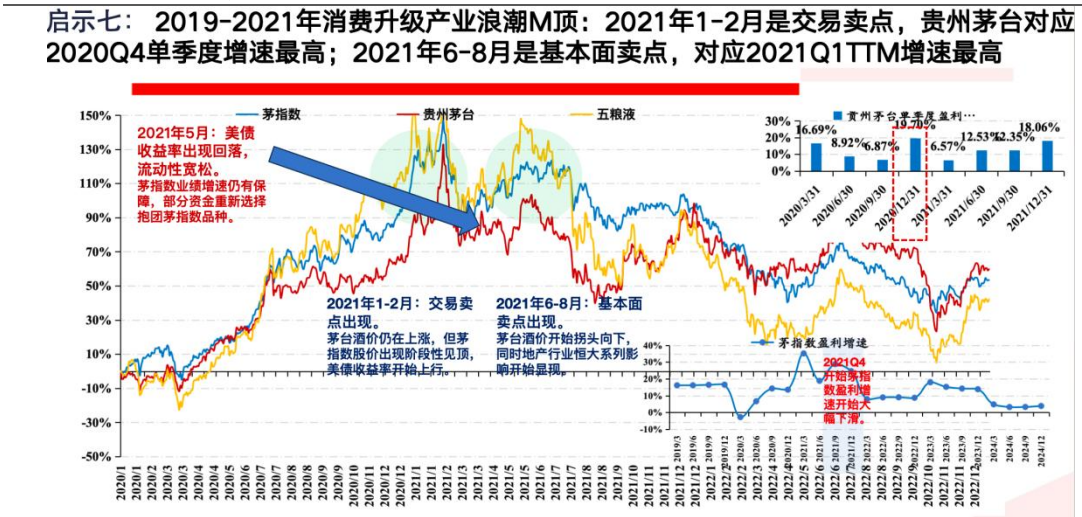
图31. 第一顶是交易卖点信号，第二顶是基本面卖点信号

维度	第一个点：交易顶	第二个点：基本面顶
形成机制	市场情绪过热、抱团极致化、龙头标签化定价、风格虹吸和“最后一棒”资金涌入共同推动。价格往往先达到顶部，而财报和高频景气尚未显著恶化。	景气高点、盈利高点、需求边际走弱、价格高频指标见顶、资本开支与库存周期转弱等因素逐步确认，市场开始从“交易未来”转向“兑现现实”。
盈利口径特征	往往对应单季度盈利增速高点或表观业绩最亮眼阶段，但未必是完整盈利周期高点。	往往对应TTM口径盈利增速高点，盈利高点和景气高点更完整、更稳定。
双顶时间关系	是M顶结构的第一个高点，历史上通常先出现。四个典型案例分别为：2000年3月、2015年6月、2021年1-2月、2021年12月。	通常滞后于第一个顶1-2个季度，历史样本中大多落在5-8个月：2000年科网约5-6个月，2015年移动互联网约6-7个月，2021年茅指数约5个月，2021-2022新能源约6-8个月。
预判难度	高。随机性强、情绪性强、左侧判断误差大，交易顶常出现在“基本面仍很好”的阶段，因此极难精确卖在最高点。	相对较低。可通过TTM盈利增速、景气二阶导、高频价格数据、资本开支和订单变化持续跟踪确认。
常见信号	龙头冲顶、成交集中、风格虹吸、量能极致化、龙头股涨幅斜率陡峭。盘面常呈“龙头还在创新高，非核心开始掉队”的状态。	盈利增速见顶、价格高频指标拐头、资本开支见顶或放缓、订单和景气下修。股价通常先跌，基本面随后确认转弱。
PE透支年限	透支3年需警惕，透支5年是极限。第一个顶附近常见“估值透支加速”，但未必立刻终结行情。	第二个顶往往意味着“透支逻辑开始失效”，即未来增长无法继续兑现原有估值假设，股价进入再定价阶段。
交易形态	典型特征是加速上涨+随后快速破位，价格通常先于基本面变化。顶部前涨幅斜率往往明显抬升，短期赚钱效应最强。	更像“反弹后的再下跌”或“二次冲高失败”，走势未必更陡峭，但确认度更高，属于趋势终结的重要节点。
宏观与流动性环境	往往仍处流动性宽松或风险偏好极高阶段，宏观变量尚未充分压制估值；即使出现扰动，市场也倾向解释为短期噪音。	宏观约束开始变成定价核心，如美债收益率上行、利率抬升、通胀压力、去杠杆、监管收紧、地缘风险等，折现率上行压制成长估值。
与资本开支/现金流关系	若处于产业投资扩张期，第一个顶时市场往往仍相信高Capex会转化为高成长，尚未充分担忧现金流被侵蚀。	第二个顶阶段更应关注Capex/OCF、FCF、现金覆盖率、债务融资占比。框架中：Capex/OCF<50%安全，50%-80%关注，>80%危险；FCF为负且现金覆盖率<100%并依赖债务融资为危险。

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

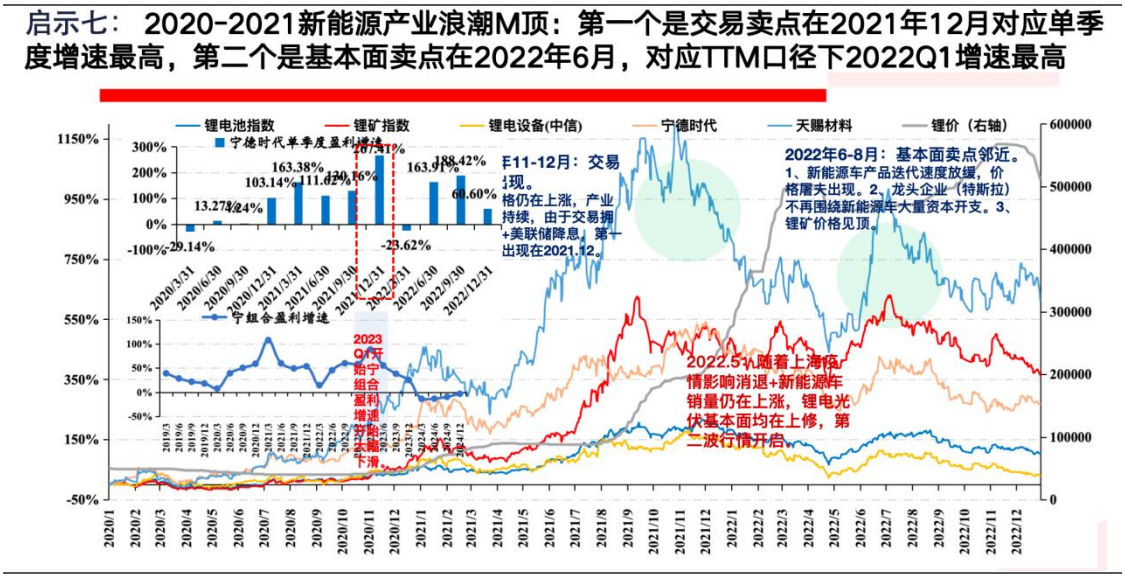
回顾历史三轮经典产业浪潮的 M 顶：2019-2021 年消费升级产业浪潮（茅指数一顶 2021 年 1-2 月➡二顶 2021 年 6-8 月，间隔一个季度以上，当时集体性下车是在 22 年四季度才开始，你能在 21 年 6-8 月位置下车已经很了不起了——贵州茅台峰值当期估值 72 倍、海天味业估值超过 90 倍，纠结第一个顶部客观而言很难预料）；2020-2022 年新能源产业浪潮（”宁组合”一顶 2021 年 12 月➡二顶 2022 年 6-8 月，宁德时代/”宁组合”大规模下车发生在 2023 年一季度，能够在 2022 年 6-8 月下车已经很牛）；2013-2015 年科技牛市（创业板指一顶 2015 年 6 月➡二顶 2015 年 12 月，一顶与二顶间隔非常大、回撤幅度巨大，实际接近于 A 字形的弱 M 顶——其原因是杠杆资金被清理叠加业绩增长来自外生并购重组、增长不牢靠）。**此外，二顶之后是否还有三顶、四顶的问题，我们的研究结论是：二顶=趋势确认终结，三顶及以后=下跌中继中的反弹，主要跟随大盘与政策及产业催化，但基本面大趋势向下，参与价值逐级递减。**复盘茅指数（五顶格局）和”宁组合”（四顶格局），三顶之后的每轮反弹高度持续递降，且驱动力从"基本面驱动"退化为"事件/政策脉冲驱动"——这意味着三顶以后的行情仅具备交易价值而不具备趋势价值，每轮反弹都是减仓机会而非加仓机会。

图32. 2019-2021 年消费升级产业浪潮 M 顶复盘



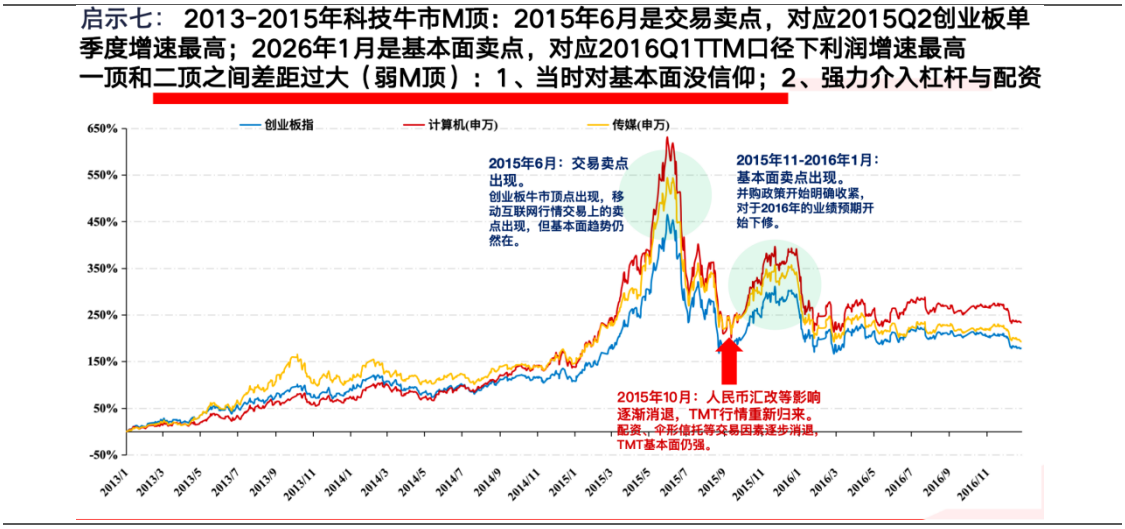
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图33. 2020-2022 新能源产业浪潮 M 顶复盘



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图34. 2013-2015 科技牛市 M 顶复盘



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

从复盘来看，第二个顶之所以能够形成，其形成条件往往在于这四点：1、产业趋势尚未被推翻；2、盈利增长仍在兑现；3、估值经历一顶回调后重新具备吸引力；4、宏观层面扰动阶段性消退叠加资金仓位回补，这是四重共振的结果。这四重催化使得第二个顶成为所有产业趋势行情中最后的确定性交易机会，但同时要意识到二顶往往对应 TTM 口径下利润增速的最高位置，一旦基本面信号确认转向，即便后续再有催化，二顶之后的下跌往往比一顶后更为持续且难以抵抗。

在确认第二顶能够形成后，需要确认介入时点与方法论。基于历史统计来看，一顶之后回撤 20-30%是较好的入场机会。具体操作层面：**第一，抄底时机看龙头透支年份——当龙头企业股价从一顶透支 3-5 年回落至透支 2 年以内时，即具备介入价值**，历史上宁德时代从一顶透支 4 年回落至透支 1.5 年左右即触发了二顶的反弹起点，贵州茅台亦然；**第二，一顶探底后反弹约 20%，双顶间隔 1-2 个季度。**

方法论来看，把握好二顶的关键是调仓而非加仓。2019-2021 年消费升级产业浪潮 M 顶中，在一顶和二顶之间，可看到当时五粮液、酒鬼酒、ST 舍得的股价表现要好于贵州茅台；同样在 2020-2021 新能源产业浪潮 M 顶中，在一顶和二顶之间，可以看到当时天赐材料、锂矿的

股价表现要好于核心龙头宁德时代。事实上，**核心 BETA 龙头二顶很难高于一顶；二三线存在一批阿尔法品种二顶高于一顶，从 beta 转向阿尔法，意识到这点是非常重要的，但是实操难度也比较大。**

图35. 第二个顶的形成原因：在一顶之后存在产业催化+宏观约束缓解+仓位回补

反弹催化维度	2021茅指数 一顶2月 → 二顶7-9月	2021-22宁组合 一顶12月 → 二顶6-8月	2015创业板指 一顶6月 → 二顶12月
① 盈利尚未证伪	Q1-Q2财报仍然亮眼 TTM口径盈利增速仍在上行 市场认为只是估值回调非盈利拐点	Q1-Q2新能源车销量仍在高增 锂电/光伏订单饱满 龙头单季盈利仍创新高	并购重组外延式增长仍推进 互联网DAU尚未明确拐头 部分个股Q3业绩仍超预期
② 产业逻辑未被证伪	消费升级长逻辑仍在 高端白酒提价预期未消 “永续成长”叙事仅受短期冲击	碳中和+新能源车渗透率 仍在快速提升(20%→40%) 产业趋势共识极强	移动互联网仍是主流叙事 “互联网+”政策未退
③ 流动性/政策托底	公募新发仍在高位 市场流动性整体充裕 核心资产仍是机构底仓	国内流动性宽松 新能源产业政策持续加码 ，购置税后延，“双碳”定调未变	国家队救市(证金/汇金) 连续降准降息 流动性从枯竭到修复
④ 估值回调后的吸引力	龙头PE从60x回落至40-45x 遴选年限从5年降至1-2年 “回调即买入”共识强	宁德PE从150x回落至80-90x 遴选从5年降至1-2年 机构仍视为核心赛道	创业板PE从120x回至60-70x 跌幅>50%后超跌反弹需求 场内资金仍充裕(两融恢复)
⑤ “抄底”资金入场	百亿基金经理加仓 外资/北向持续流入白酒 MSCI纳入A股权重提升	新能源ETF规模爆发 产业资本增持	国家队托底+杠杆资金修复 融资余额回升 游资重新活跃
二顶高度(vs一顶)	约90% 标准M顶	约85% 标准M顶	仅约75% 弱M顶 ↓↓
二顶为何到此为止?	TTM盈利增速确认见顶 批价倒挂+ROE拐点 风格切向新能源	碳酸锂价格拐点 Capex/折旧4.9x产能过剩 美联储加息压制	流量红利见顶确认 一级融资断崖 2016.1熔断终结反弹

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图36. M 顶二顶：距一顶回撤 30%，时间间隔 1-2 季度，Alpha 品种好于 Beta

行情	第一个顶时间	第一顶→谷底回撤幅度	谷底→第二顶反弹幅度	第二个顶与第一个顶价差	龙头与二三线在双顶间情况	双顶间隔	基本面逻辑	估值修复逻辑	第二个顶核心原因
2000年纳斯达克科网	2000/3	约-35%至-40%（阶段性）	反弹约20-25%	第二顶低于第一顶约10%-15%	二三线表现不明显	约5-6个月	TTM盈利增速仍在高位：思科1999财年净利润同比+43%、英特尔+26%、高通+1000%+；标普500 EPS增速1999Q4创高点；2000Q1盈利增速尚未拐头，基本面顶未到	纳指从5048点跌34%至3300点，PE从120x回落至70-80x，部分机构认为跌幅过度；1999年4月-10月的超跌历史曾被证伪，市场存在“这次也会反弹”的路径依赖	最后一次盈利验证窗口：TTM盈利增速仍处历史峰值区间，市场用“基本面尚好”的证据修复情绪性超跌
2015年A股TMT	2015/6	创业板3个月内跌幅超50%	反弹约15%-20%	第二顶（12月/1月）显著低于第一顶（杠杆加速，比案例为异常值）	二三线品种15年Q4反弹力度明显较大，如顺网科技、网宿科技等	约6-7个月	TMT龙头Q3业绩仍较强：乐视网、东方财富等2015年Q3净利润同比仍维持30-50%增速；互联网并购重组题材持续兑现；TMT板块TTM盈利增速峰值约在2015年Q3/Q4	创业板指从4037跌54%至1850点，PE从150x以上腰降至约60-70x；相当于“打折50%买成长股”，极度悲观情绪推动超跌修复；机构降低仓位后存在被动补仓压力	政策托底+估值超跌：国家队维稳+并购重组催化，叠加极度超跌后的技术性反弹，基本面顶被推迟至2015年Q4-2016年Q1
2021年茅指数消费升级	2021年1-2月	从高点回撤约-20%至-25%	反弹约10%-15%至第二顶（7-8月）	第二顶低于第一顶约10%-15%	二三线酒鬼酒、舍得酒业均创出新高，显著跑赢一线品种	约5个月	消费龙头Q1业绩集体超预期；Q1财报披露后市场重新确认“消费核心资产”逻辑；茅台2021年全年量价空间仍被机构普遍看好	茅台从2627跌约30%至1800元，P/E从约75x回落至约50x；历史上看茅台50xPE附近有较强支撑（2020年初约50x即启动）；机构持仓极端低配后存在补仓压力	业绩超预期+北向回流：Q1业绩创历史高点提供基本面支撑，外资回流提供流动性催化，市场短暂忘却监管趋严的中长期风险
2021-2022年新能源	2021/12	宁德时代从高点回撤约-30%（到2022年4月）	反弹约20%-25%至第二顶（2022年6-8月）	第二顶低于第一顶约10%-12%	二三线德方纳米、锂矿和锂电设备跑赢一二线	约6-8个月	新能源车5月销量环比+60%（疫情后复工复产），6月销量创新高；宁德22年全年TTM盈利增速在6-8月仍处历史峰值	宁德从692元跌36%至约430元，P/E从约100x回落至约50x，估值回到历史相对合理区间；超跌机构被迫补仓，融资盘抄底入场；Q1业绩超预期消除“产业见顶”的部分质疑	最强单季业绩+政策催化：22Q1业绩最后一次基本面验证期的高光时刻，叠加复工复产政策催化，推动第二个顶形成

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

同时，在把握二顶过程中也需要有足够战略定力，做到见微知著，区分资金“高切低”和一顶，避免过早下车。阶段性"高切低"与 M 顶第一个顶的重要区别在于：**阶段性高切低虽然时有伴随产业分歧，但回顾看往往与产业逻辑受损无关，多与科技阶段性过热获利了结、宏观约束（“黑天鹅”）与低位板块出现政策和基本面催化相关，且左侧阶段性高切低导致的回撤不会跌破 120 日均线。**这也意味着在产业趋势没有结束之前，在产业趋势没有遇到宏观“灰犀牛”和行业竞争格局崩坏这两个拦路虎之前，即便出现短期阶段高切低，但市场仍将在后续回到产业趋势的主线上，牢记这点是颠簸不破、屡试不爽的。

图37. 如何区分阶段性“高切低”与第一个顶

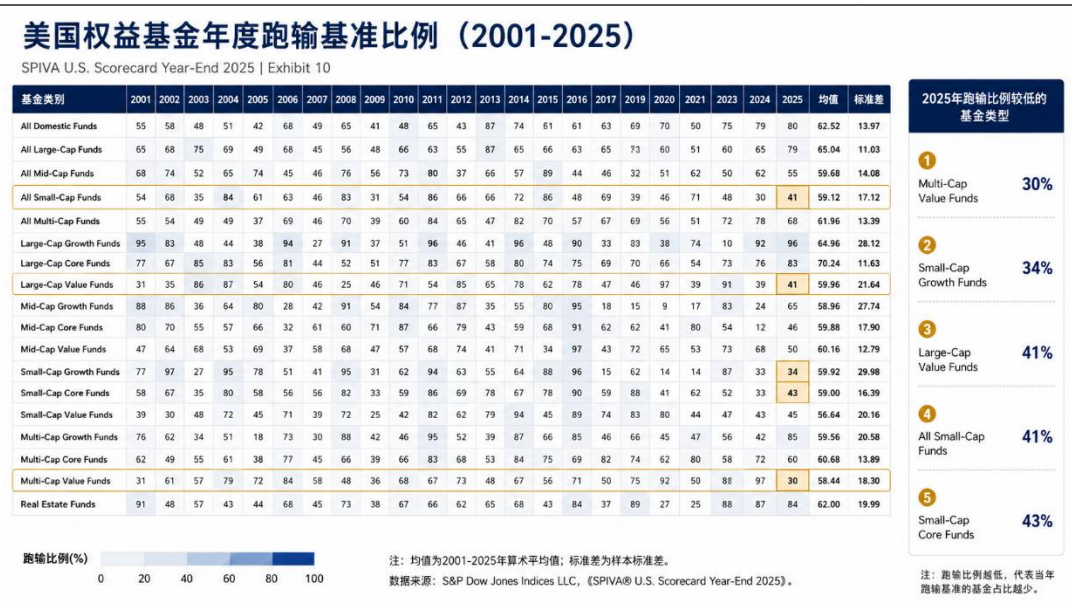
分类	判断标准	详细说明	关键数据/案例与当前评估
高切低与第一个M顶区别1	交易形态是否跌破均线	高切低更多是风格再平衡或主线内部轮动，通常表现为高位震荡、局部调整、低位板块补涨，一般不会有效跌破60日与120日均线；第一个顶部则是产业趋势主线的第一次交易性见顶，往往先表现为跌破20日均线，若继续演化，通常会进一步跌破60日均线，严重时连120日均线也会失守，代表中期趋势开始被破坏。	如2025年9月创业板指高切低，未跌破20日均线，则是明确的高切低
高切低与第一个M顶区别2	产业逻辑是否有宏观灰犀牛扰动	高切低发生时，通常是产业趋势未变、主线基本面未被证伪、宏观灰犀牛尚未形成实质冲击，资金切换更多源于估值分化过大、持仓过于集中、或者低位方向出现边际催化。第一个顶部则往往对应市场开始遭遇宏观灰犀牛扰动，如油价冲高、地缘冲突升级、利率和通胀预期上修等，导致高估值主线的折现逻辑和风险偏好同时受到挑战。	如2022年初疫情对新能源冲击则是第一个顶部确立，但2021年初的茅指数宁组合养跌高切低只是交易因素
高切低与第一个M顶区别3	股价轮动节奏龙头冲顶、其余板块被吸血	高切低之前往往没有特别鲜明、统一的龙头虹吸前兆，更多是高位板块涨幅大、低位板块性价比拾升后，资金开始向低位做补涨和再平衡，轮动线索较分散。第一个顶部之前则往往出现明显的龙头虹吸：主线内部上涨呈现“大—小—大”，最后冲顶由核心大龙头完成。	如2021年2月茅指数大量吸血小市值板块
第一个M顶特征1	交易热度极致化	第一个顶部附近，最典型的盘面特征是交易拥挤度、成交额占比、估值分位数、前5%个股成交集中度等指标同步拾升。但这些指标更适合判断“危险正在上升”，而不是精确逃顶。	2026/5/25，TMT成交额占比升至47%，刷新2026年新高。。前5%个股成交额占比MA20达到46.1%，高于2025年10月本轮行情前高，但尚未突破50%的历史极值区。
第一个M顶特征2	核心龙头估值透支超过3年	若核心龙头股价已透支未来3年以上盈利增长，意味着市场从“赚业绩的钱”转向“赚远期估值的钱”，进入高警惕区；透支5年通常接近极限。这是识别第一个顶部最关键的量化边界之一。	透支3年需警惕，5年是极限。当前AI阶段尚未确认整体透支超过3年，因此仍不能简单判定第一个顶部已经成立。但历史上如茅台、宁德、思科等都在交易顶附近进入透支3-5年的高估值区。
第一个M顶特征3	上涨形态呈“大—小—大”，大龙头冲顶	第一个顶部前的典型结构，不是“全板块普涨”，而是先由大龙头打开空间，再扩散到补涨，最后又回到核心大龙头冲顶。这会造成盘面上“指数还强、龙头还新高，但板块内部已经开始掉队”的现象。	当前未出现龙头冲顶
第一个M顶特征4	“最后一棒”资金涌入，虹吸效应显著	第一个顶部末期，常见现象是非主线资金被迫迁移到主线。即原本配置红利、消费、固收+的资金，也开始进入科技，形成跷跷板效应。这往往意味着主线从“认知优势交易”转入“被动抱团交易”，容错率下降。	当前开始出现部分虹吸效应

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

8. 启示八：主动多头基金产品长期跑赢基准的关键抓手是“市值下沉”

从投资范围选择的实操角度，主动多头基金产品长期跑赢基准的关键抓手是“市值下沉”。主动多头基金产品跑赢基准的最佳战场是“从小到大”的公司——在被动化浪潮下，大市值龙头已被宽基指数和 ETF 充分定价，主动经理难以相交基准获得明显超额。微盘股因缺乏机构覆盖，正越来越多地被量化策略以规则化方式定价，主观多头研究的边际贡献同样有限。真正属于主动多头的大本营是落在在两者之间——那些机构能覆盖、但定价不充分、正处于从中小市值向大市值成长的公司。2001—2025 年，美国小盘基金年度跑输基准的比例均值为 59.12%，低于大盘基金的 65.04%；2025 年这一差距进一步扩大，小盘基金跑赢基准的比例达到 59%，大盘基金仅为 21%。细分来看，小盘成长、小盘价值 2025 年的跑赢比例分别为 66%和 55%，大盘成长则只有 4%。业绩持续性也呈现类似特征：以 2021 年末排名为起点，四年后仍处于前二分之一的小盘基金占 9.76%，高于中盘的 8.20%、多盘的 6.56%和大盘的 4.49%；仍处于前四分之一的小盘基金占 2.42%，其他市值类型均已降至 0%。

图38. 美国经验启示跑赢基准需要下沉持仓



基金类别	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2019	2020	2021	2023	2024	2025	均值	标准差
All Domestic Funds	55	58	48	51	42	68	49	65	41	48	65	43	87	74	61	61	63	69	70	50	75	79	80	62.52	13.97
All Large-Cap Funds	65	68	75	69	49	68	45	56	48	66	63	55	87	65	66	63	65	73	60	51	60	65	79	65.04	11.03
All Mid-Cap Funds	68	74	52	65	74	45	46	76	56	73	80	37	66	57	89	44	46	32	51	62	50	62	55	59.68	14.08
All Small-Cap Funds	54	68	35	84	61	63	46	83	31	54	86	66	66	72	86	48	69	39	46	71	48	30	41	59.12	17.12
All Multi-Cap Funds	55	54	49	49	37	69	46	70	39	60	84	65	47	82	70	57	67	69	56	51	72	78	68	61.96	13.39
Large-Cap Growth Funds	95	83	48	44	38	94	27	91	37	51	96	46	41	96	48	90	33	83	38	74	10	92	96	64.96	28.12
Large-Cap Core Funds	77	67	85	83	56	81	44	52	51	77	83	67	58	80	74	75	69	70	66	54	73	76	83	70.24	11.63
Large-Cap Value Funds	31	35	86	87	54	80	46	25	46	71	54	85	65	78	62	78	47	46	97	39	91	39	41	59.96	21.64
Mid-Cap Growth Funds	88	86	36	64	80	28	42	91	54	84	77	87	35	55	80	95	18	15	9	17	83	24	65	58.96	27.74
Mid-Cap Core Funds	80	70	55	57	66	32	61	60	71	87	66	79	43	59	68	91	62	62	41	80	54	12	46	59.88	17.90
Mid-Cap Value Funds	47	64	68	53	69	37	58	68	47	57	68	74	41	71	34	97	43	72	65	53	73	68	50	60.16	12.79
Small-Cap Growth Funds	77	97	27	95	78	51	41	95	31	62	94	63	55	64	88	96	15	62	14	14	87	33	34	59.92	29.98
Small-Cap Core Funds	58	67	35	80	58	56	56	82	33	59	86	69	78	67	78	90	59	88	41	62	52	33	43	59.00	16.39
Small-Cap Value Funds	39	30	48	72	45	71	39	72	25	42	82	62	79	94	45	89	74	83	80	44	47	43	45	56.64	20.16
Multi-Cap Growth Funds	76	62	34	51	18	73	30	88	42	46	95	52	39	87	66	85	46	66	45	47	56	42	85	59.56	20.58
Multi-Cap Core Funds	62	49	55	61	38	77	45	66	39	66	83	68	53	84	75	69	82	74	62	80	58	72	60	60.68	13.89
Multi-Cap Value Funds	31	61	57	79	72	84	58	48	36	68	67	73	48	67	56	71	50	75	92	50	88	97	30	58.44	18.30
Real Estate Funds	91	48	57	43	44	68	45	73	38	67	66	62	65	68	43	84	37	89	27	25	88	87	84	62.00	19.99

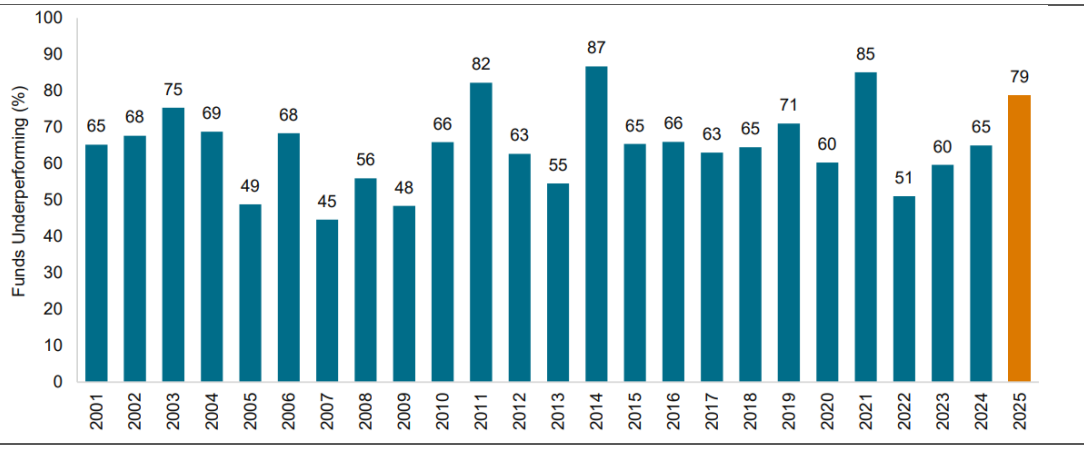
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

2025 年，79%的美国主动管理大型股基金跑输标普 500 指数。这一比例高于 2024 年的 65%，也是 SPIVA 报告 25 年历史中，主动管理大型股基金产品表现第四差的年份。尽管市场个股

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

分化程度上升，为主动选股创造了更多潜在机会，但大型市值股票持续且强劲的超额表现所形成的逆风，最终盖过了分化加大的顺风因素，使得主动管理基金产品能够通过选股获取超额收益的机会反而减少。值得注意的是，标普 500®指数相对于标普中盘 400®指数超额收益 10%，相对于标普小盘 600®指数超额收益 12%，这为中盘和小盘基金产品提供了机会，可以向更大市值范围倾斜，以获取更高的相对超额收益。

图39. 各年度跑输标普 500 指数的大盘股主动股票基金占比（%）



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图40. 小盘基金业绩更易持续，大盘主动基金连续五年排前 50%概率仅 4.5%

主动基金业绩持续性（2021年12月起始样本）

A 前四分之一持续性（Top Quartile）

基金类别	期初基金数量（2021年12月）	2022年12月	2023年12月	2024年12月	2025年12月
全部国内基金	505	35.05	0.40	0.00	0.00
全部大盘基金	164	20.12	0.00	0.00	0.00
全部中盘基金	61	45.90	4.92	0.00	0.00
全部小盘基金	124	44.35	9.68	3.23	2.42
全部多盘基金	120	38.33	0.00	0.00	0.00

持续性最高：全部小盘基金

B 前二分之一持续性（Top Half）

基金类别	期初基金数量（2021年12月）	2022年12月	2023年12月	2024年12月	2025年12月
全部国内基金	1010	66.44	18.32	10.40	7.92
全部大盘基金	334	58.68	6.89	5.09	4.49
全部中盘基金	122	83.61	20.49	10.66	8.20
全部小盘基金	246	77.64	36.59	13.41	9.76
全部多盘基金	244	61.07	15.57	11.07	6.56

持续性最高：全部小盘基金

注：从2021年12月起始样本观察，小盘基金在前四分之一与前二分之一维度均表现出更强的持续性。

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

9. 启示九：从持有过程管理的实操角度，理解并认可“凡是趋势皆为抱团”是有助于长期跑赢基准的

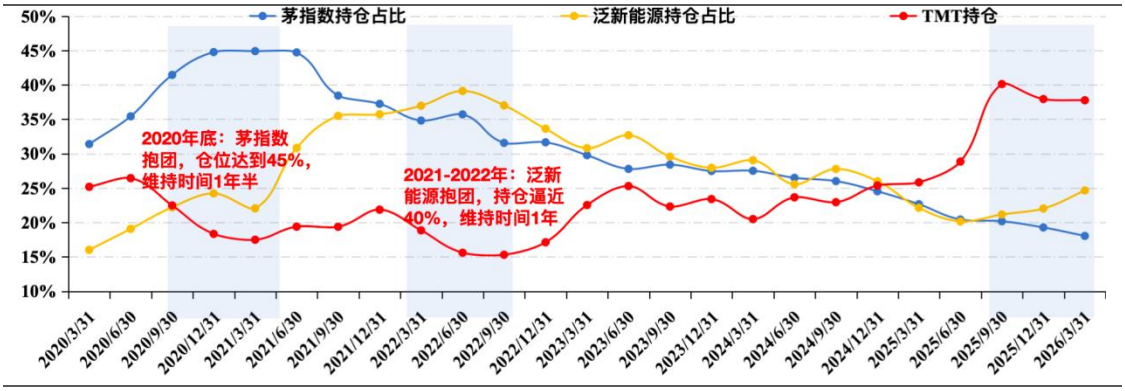
从持有过程管理的实操角度，理解并认可“凡是趋势皆为抱团”是有助于长期跑赢对标基准的，这意味着持有过程往往要分为趋势-抱团-过热三个阶段。富在术数，不在劳身。对于趋势-抱团-过热三个阶段，要注意的是每个定价阶段的胜负手和难点是不一样的：

1、趋势阶段：对应跟踪基本面进行景气/价值投资，在趋势阶段，**胜负手在探讨景气持续性和弹性**，并匹配对应估值中枢以期求得后续上涨的空间和持续的时间，**难点在于应付由于股价过热、宏观约束与低位板块存在催化等因素导致的阶段性高切低。**

2、抱团阶段：对应板块间出现明显分化，优势板块已经开始出现资金虹吸效应，市场逐渐形成“打不过就加入”和“不出现大幅回撤就不撤手”共识，抱团过程中股价开始大幅透支未来基本面，抱团阶段胜负手在于对 M 顶第二个顶部的把握，**难点在于在股价不断上涨的过程中要不要进行高位加仓。**

3、过热阶段：对应在抱团基础上，股价透支业绩超过 3 年以上，步入非理性过热阶段并逐渐靠近股价最高位，胜负手不在于精准逃顶，**难点在于预判板块内不同细分环节哪些会是 A 型回落，哪些能够形成 M 型（强 M 顶（二顶高于一顶），弱 M 顶（二顶远低于一顶））格局，对应做好内部仓位调整。**

图41. 趋势-抱团-过热三阶段



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图42. A 卖、B 卖、C 卖——景气投资者宿命是永远卖在左侧，抱团者的宿命是永远卖在右侧，前者胜负手在于前期重仓，后者胜负手在于把握第二个顶部



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图43. 趋势-抱团-过热三个阶段的定价锚与操作重心

阶段	定价锚	胜负手	主要难点
趋势	景气 / 价值	持续性、弹性与估值中枢	应对阶段性高切低
抱团	资金虹吸 / 一致预期	把握M型第二个顶部	高位是否继续加仓
疯狂	情绪 / 远期业绩透支	细分环节A型、M型分化	接受无法精准逃顶

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

10. 启示十：科技风格基金产品跑赢基准的关键核心是 C 点、N 字型与 M 顶

从更大的框架对 M 顶、“趋势-抱团-过热”进行统一理解，实际上科技成长型基金产品跑赢对标基准的关键核心是 C 点、N 字型与 M 顶。首先是“科技 N 字型”，解决科技完整轨迹“ABCD”对应“一涨-暴跌-大涨”定价规律的问题；其次是“科技 C 点”，解决科技定价投资中“胜负手”对应买的问题；第三段“科技 M 顶”，解决一轮大级别产业浪潮最终结束 D 点后“把握二顶”对应卖的问题。在此之外，基于从科技成长产业内生运动规律与交易节奏存在着这两条经验规律值得重点分析：

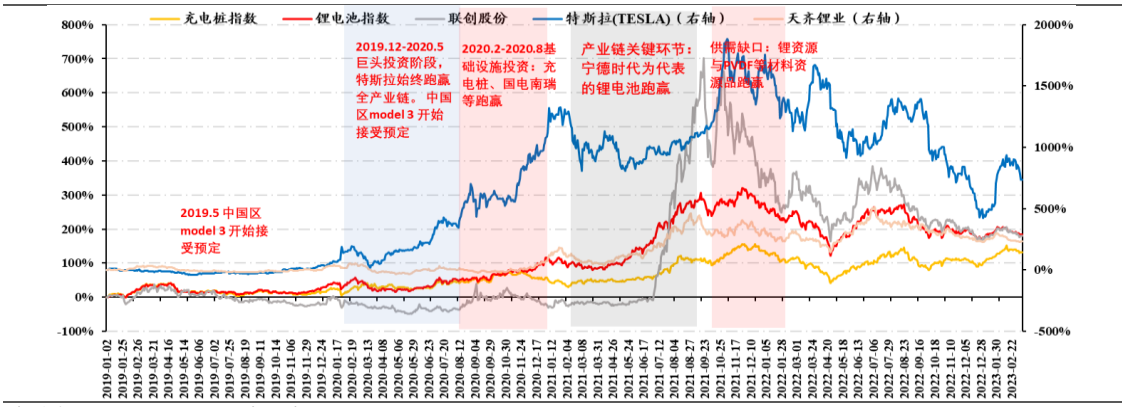
1、科技产业四阶段投资：科技成长产业投资节奏遵循巨头（第一阶段：爆款出现）→基础设施（第二阶段：巨头开启巨额资本开支）→产业链关键环节（第三阶段：产业链形成，完成 0-1 并开启 1-10）→供需缺口（第四阶段：10-100，上游是涨价，下游是放量），实现从产业主题投资向景气投资的过渡。

2、“大-小-大-小（强阿尔法）”规律：趋势买大票（市场首先认知产业趋势，资金涌入最具确定性的大龙头）-抱团集中二三线（随着产业逻辑被广泛接受，后续资金从龙头扩散至全产业链中小公司）-最后的过热对应大公司核心龙头冲顶（一顶最重要的属性是核心龙头冲出来的顶，此时龙头贯穿始终，并较二三线超额不遑多让）-M 顶一顶之后再度回到中小公司（二三线强阿尔法）。

观察科技产业四阶段中出现的投资机会，在产业从 0-1-100 的过程需要遵循这样的投资规律：第一阶段，在爆款出现的时候配置巨头，比如 model3 出现时的特斯拉，产业巨头开始出现盈利；第二阶段，当我们意识到有新巨头加入，巨头们进行猛烈资本开支的时候，这时候应该配置基础设施，例如新能源当中的充电桩电网，这部分基础设施建设开始出现明显的订单扩张；第三阶段，技术成功实现产业化落地，全球产业生态建立，产业链逐渐形成过程，也就是完成从 0-1 的过程，这时候应该配置产业链的关键环节（核心在于把握引领产业迭代和技术创新最关键的细分），此时以宁德时代为代表的锂电池跑赢；第四阶段，在产业链形成之实现从 1-100 的过程，这时候产业的核心矛盾开始逐步转向订单爆发和价格上涨，需求上升幅度高于供给上升速率（相对供给缺乏弹性），因此本阶段根据供需缺口来进行资产配置，在新能源车产业浪潮中体现为上游缺口-锂资源、下游缺口-汽车零部件大幅跑赢。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

图44. 新能源车产业浪潮当中行情的演绎规律复盘



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

在四阶段中寻找强 Alpha 品种，最重要的是遵循“大-小-大-小”规律：趋势阶段大票占优-抱团小票占优-最后的过热对应大公司核心龙头冲顶-M 顶一顶之后回到中小公司。

以 2013-2015 年移动互联网产业链大-小-大-小四阶段为例：2013 年 TMT 产业趋势由大龙头苹果率先启动，上涨 70%，对应趋势买大票→2015 年 2 月之前，资金抱团果链并扩散到创业板指，对应框架中抱团小票占优阶段→3 月之后过热东方财富恒生电子核心龙头带着二三线冲顶，也就是最后的过热由大龙头冲顶完成→6 月 M 顶一顶到二顶之间转为顺网科技网宿科技等二三线强阿尔法品种。

另以 2020-2022 年新能源产业链为例，2020 年新能源产业趋势需先由龙头品种带动开启，对应特斯拉、宁德时代上涨 900%、250%→2021 年 10 月之前资金抱团扩散到锂电产业链和汽车零部件→10 月之后过热阶段龙头宁德时代带着二三线品种冲顶→2022 年 M 顶一顶到二顶之间转入以德方纳米天齐锂业等量价齐升二三线强阿尔法品种。

图45. “大-小-大-小”的具体表现与特征

维度	第一阶段：大公司率先启动	第二阶段：小公司扩散	第三阶段：大公司冲顶（M顶一顶）	第四阶段：有alpha的小公司（一顶至二顶）
阶段定义	产业趋势确立初期，核心龙头率先被市场定价，资金集中于确定性最强的大市值龙头	产业趋势从龙头扩散至产业链上下游及二三线公司，中小市值标的开始补涨	核心大龙头带领全板块最后一轮"拔估值"，形成股价第一个顶部（交易顶部）	M顶一顶回调20-30%后企稳，核心龙头二顶难超一顶，但二三线中一批alpha品种二顶高于一顶
市场表现	龙头涨幅显著领先板块均值，板块内分化大，小公司滞涨或小幅上涨	板块内涨幅收敛，二三线公司涨幅加速龙头追赶龙头，呈现"鸡犬升天"特征	再次加速拉升带动全板块大幅上涨，板块整体市值迅速膨胀	龙头横盘或微涨，具备独立景气逻辑的二三线品种走出独立行情
资金行为	机构集中建仓龙头，增量资金谨慎有序进入，持仓集中度提升	资金从龙头溢出至二三线，新增资金加速流入，行业ETF规模扩张	资金虹吸效应极致化，其他板块持续失血小半年，"最后一棒"资金涌入	聪明钱从beta转向alpha，从核心龙头切换至有独立逻辑的细分品种
估值特征	龙头PE从底部修复至合理区间，透支1-2年业绩增长	二三线估值提升但多数仍在合理区间，透支1-2年	龙头透支3-5年业绩，步入非理性阶段，PE比10年中枢翻倍以上	龙头从透支3-5年回落至透支2年以内，alpha品种估值仍有提升空间
持续时间	通常6-12个月	通常3-6个月	通常3-6个月（冲顶期较短）	通常1-2个季度（一顶至二顶间隔）
识别信号	龙头涨幅远超行业均值；机构持仓快速提升；产业逻辑清晰但共识度不高	板块内涨幅收敛；二三线公司量能放大；产业链投资地图开始扩散	交易拥挤度爆表；龙头当期PE超10年中枢2倍+；资金虹吸持续半年；龙头透支3年+	龙头一顶回调20-30%后企稳；二三线中独立景气品种率先创新高；从beta逻辑转alpha逻辑
茅指数案例（2019-2021）	2019年贵州茅台率先启动，全年+103%	2020年五粮液、海天味业等加速追赶	2021年春节前贵州茅台带领全板块冲顶，PE达72x，透支4-5年	一顶至二顶间：五粮液、酒鬼酒、舍得酒业表现优于贵州茅台
宁组合案例（2020-2022）	2020年宁德时代率先突破万亿市值	2021H1锂电材料、逆变器等二三线标的补涨	2021年Q4宁德时代带领全板块最后拔估值，透支约4年	一顶至二顶间：天赐材料、锂矿股表现优于核心龙头宁德时代
当前AI科技（2024-2026）	2024年中际旭创（年涨+86.3%，PE 84.8x，市值1.27万亿）、沪电股份（+67.8%）等AI硬件龙头率先启动	2025年AI应用、半导体设备、PCB等二三线标的开始扩散放量	需要观察——当前AI持仓70%，AI CapEx高位难以验伪，竞争格局未崩坏	未来需关注：一顶形成后哪些细分环节具备独立alpha（对比：贵州茅台年跌-5%，宁德时代仅+4%，虹吸已现）

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图46. 趋势-抱团-过热三阶段的特征与对应要点

维度	趋势阶段	抱团阶段	疯狂（过热）阶段
核心驱动力	基本面景气验证（订单兑现、业绩增速、渗透率提升）	资金集中＋相对收益考核驱动＋"不出现大幅回撤就不撤手"共识	情绪极致化＋最后一批资金暴力涌入＋估值想象力突破合理边界
胜负手	探讨景气持续性和弹性，匹配对应估值中枢，以期求得后续上涨的空间和持续的时间	对M顶第二个顶部的把握——二顶才是胜负手！第一个顶部难以预判，第二个顶部对应TTM口径下利润增速最高位置	不在于精准逃顶（极少数人的偶然成功），在于预判板块内不同细分环节哪些是A型回落、哪些能形成M型双顶
估值特征	龙头透支1-2年业绩增长，PE处于合理偏低区间	龙头开始透支2-3年业绩增长，部分进入过度乐观区间	龙头透支3-5年业绩增长（5年是A股历史极限），PE比历史10年估值中枢翻倍以上
资金行为特征	机构逐步建仓，持仓占比稳步从20%向30%提升，增量资金有序进入	资金虹吸效应显现——其他板块持续失血小半年，"打不过就加入"，持仓快速向推进	"最后一棒"资金暴力涌入，行业持仓占比逼近或突破历史极值
板块分化度	中等——板块内部有轮动但非极端分化	高——优势板块与其他板块的鸿沟不断拉大，资金虹吸效应加剧	极高——板块内部也开始剧烈分化，核心龙头与二三线命运分叉，部分alpha品种二顶高于一顶
M顶对应阶段	M顶尚未形成，行情处于上升途中	M顶第一个顶部（交易顶）在此阶段末期形成，模糊对应单季度盈利增速最高位置	M顶第二个顶部（基本面顶）在此阶段形成，对应TTM口径下利润增速最高位置
茅指数案例（2019-2021）	2019年白酒景气验证，茅台PE从30x修复至40x	2020年消费抱团加速，中证1000持续下跌近25%（2020.8-2021.2），茅台PE推升至60x	2021年春节前茅台PE达72x（透支4-5年），冲顶后形成标准M顶（二顶约一顶90%），集体性减仓起点在22年Q4
宁组合案例（2020-2022）	2020H1新能车渗透率突破5%，宁德时代景气验证	2021H1新能源抱团加剧，上证50持续下跌（消费大金融失血），资金虹吸持续半年	2021年Q4宁德时代透支约4年，形成标准M顶（二顶约一顶85%），大规模减仓在23年Q1
当前AI科技定位（2024-2026）	2024年AI算力硬件景气验证，光模块龙头业绩兑现（中际旭创年涨+86.3%，PE 84.8x）	当前所处阶段：2025-2026H1：TMT持仓60%+；仅电子、通信超配	尚未到达——AI CapEx高位难验伪（美国巨头CapEx占GDP 1.3%），竞争格局未崩坏，宏观灰犀牛不明确

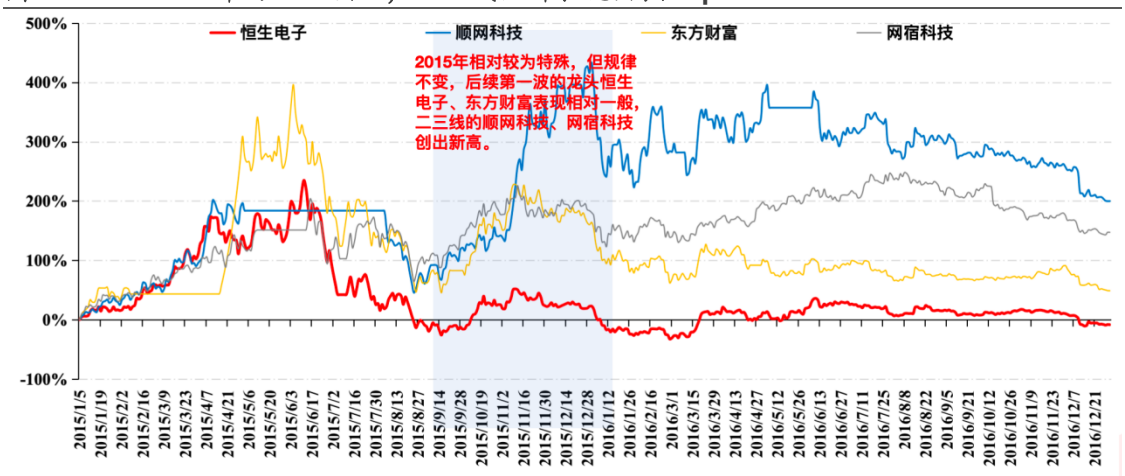
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图47. 2013-2015 年移动互联网产业链的“大-小-大-小”



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图48. 2013-2015 年的“M 顶”，二三线品种表现出强 Alpha



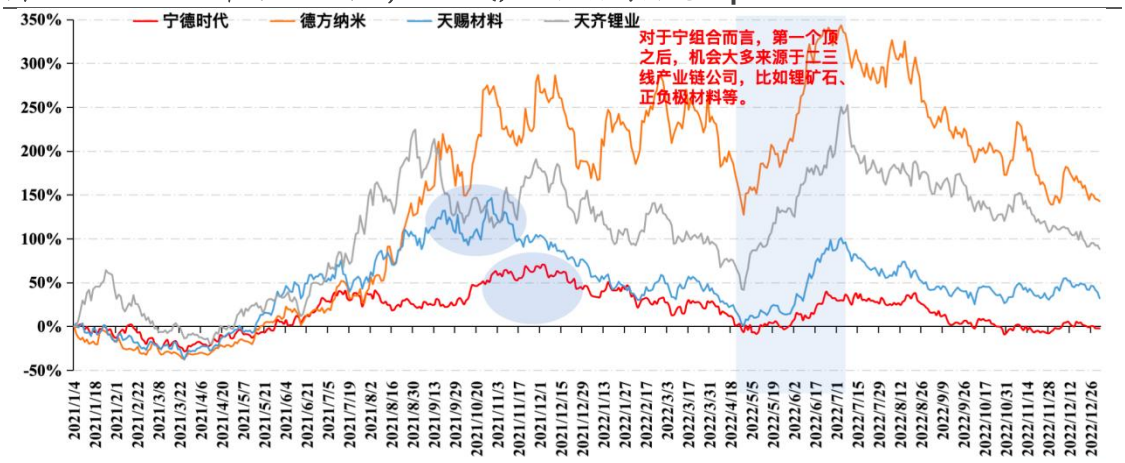
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图49. 2020-2022 年新能源产业链的“大-小-大-小”



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图50. 2020-2022 年的“M 顶”，二三线产业链公司出现 Alpha



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

11. 启示十一：赛道型基金产品找到"中等宽度+高离散度"的赛道会大大降低跑赢基准指数的难度

高行业集中度的赛道型基金产品找到"中等宽度+高离散度"的赛道会大大降低跑赢基准指数的难度。实战中，主流赛道里主动基金跑不赢基准，原因有三：

1. 制度约束：公募基金单只股票不得超过基金资产 10%，而很多赛道指数（新能源车、半导体等）头部公司权重常在 15-20%。指数可以“押重注”，基金产品却被监管红线迫使分散，从而稀释了对核心龙头的收益贡献。还要预留 5% 以上流动性应对申赎，而指数产品把现金压到极低。

2. 策略约束：赛道行情往往是“戴维斯双击”（业绩与估值同时扩张）驱动，上升和破裂都很迅猛。市值加权指数不主动择时，但会随着股价上涨自动提高龙头权重，相当于顺势做多；基金产品想通过估值纪律“逢高减持”反而容易提前卖飞，或者加仓不及时。

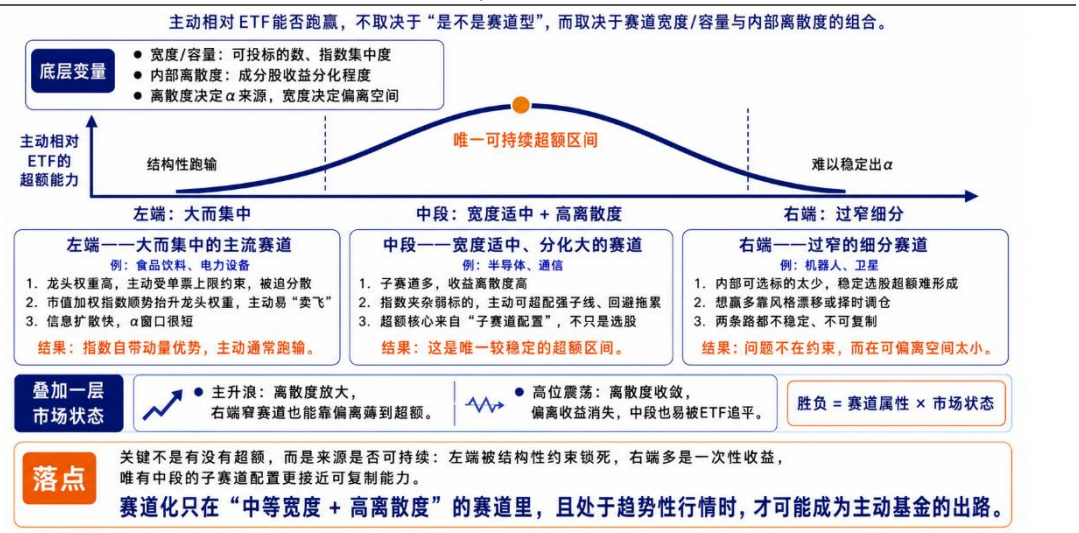
3. 信息优势消失：在赛道型投资中，信息扩散速度极快（例如新能源、AI、医药板块），很难再出现真正的信息不对称，最赚的不是研究最透的人，而是第一个买入并不卖的人。主动管理的核心竞争力是认知领先+定价错位，但在热点赛道中，基本面早已在社交媒体、券商研

人在草木间

报中被放大透支。信息越透明、传播越迅速，主动经理的“alpha”窗口就越短，难以构建可持续的优势。

赛道宽度是指赛道内有效的股票数量（所有成分股权重平方和的倒数），内部离散度是指赛道内成分股的收益率截面标准差，可以简单理解为收益率的分化程度，唯有在"中等宽度+高离散度"且处于主升浪的赛道，具体对宽度的要求是有效股票数在 40 只~150 只，且最大权重小于 10%（卫星和机器人等细分赛道属于有效股票数量过少），对离散度的要求是年化截面标准差大于 40%（要求板块内有较大细分差异度），主动可通过子赛道配置和回避拥挤拿到超额。

图51. 最适合主动基金发挥的是处于主升浪，内部离散度高且宽度适中的赛道



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图52. 容量较大、龙头集中的主流赛道，整体赚钱效应弱于同赛道指数基金



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图53. 细分赛道多，内部分化大的赛道（如半导体、通信），敢偏离就能出超额

基金代码	基金名称	基金经理	规模(亿)	今年以来收益率(%)	重仓股				
011369.OF	华商均衡成长A	张明昕	69.43	116.85	长飞光纤 9.42%	新易盛 7.66%	中际旭创 6.69%	源杰科技 5.15%	长光华芯 4.36%
884789.WI	国铜板指数			116.41					
501046.OF	财通多策略福鑫	金梓才	3.35	115.46	大族数控 9.83%	中际旭创 9.77%	生益电子 9.74%	新易盛 9.73%	鼎泰高科 9.73%
024459.OF	华商致远回报A	张明昕	62.59	113.70	新易盛 8.96%	长飞光纤光缆 8.95%	中际旭创 8.35%	源杰科技 4.64%	永鼎股份 4.21%
866131.WI	万得光通信指数			112.04					
014915.OF	财通匠心优选一年持有A	金梓才	3.08	110.71	生益电子 9.83%	大族数控 9.81%	新易盛 9.74%	中际旭创 9.63%	源杰科技 9.62%
017490.OF	财通景气甄选一年持有A	金梓才	2.40	109.36	鼎泰高科 9.84%	大族数控 9.81%	源杰科技 9.67%	中际旭创 9.66%	新易盛 9.6%
016873.OF	广发远见智选A	唐晓斌	119.86	105.90	长飞光纤 9.28%	中天科技 8.92%	亨通光电 8.68%	协创数据 6.5%	佰维存储 6.34%
008528.OF	华泰柏瑞质量成长A	陈文凯	91.43	105.73	新易盛 10.05%	中际旭创 10.01%	长飞光纤光缆 8.46%	源杰科技 7.53%	天孚通信 7.01%
006502.OF	财通集成电路产业A	金梓才	13.05	105.46	大族数控 9.84%	鼎泰高科 9.84%	生益电子 9.69%	中际旭创 9.64%	源杰科技 9.61%
8841258.WI	光模块(CPO)指数			104.81					
020722.OF	国寿安保数字经济A	严堃	2.75	104.64	中天科技 9.9%	烽火通信 9.88%	长江通信 9.49%	长飞光纤光缆 9.42%	亨通光电 9.31%
8841043.WI	玻璃纤维指数			104.61					
001480.OF	财通成长优选A	金梓才	33.06	103.14	新易盛 9.9%	鼎泰高科 9.83%	中际旭创 9.81%	源杰科技 9.8%	生益电子 9.8%
004320.OF	前海开源沪港深乐享生活	梁策,魏凇	10.57	102.45	新易盛 8.8%	中际旭创 8.63%	华懋科技 7.86%	可川科技 7.79%	剑桥科技 7.75%
010415.OF	华泰柏瑞质量精选A	陈文凯	21.67	102.41	新易盛 10.06%	中际旭创 10.02%	长飞光纤光缆 8.81%	源杰科技 7.87%	东山精密 7.19%
026210.OF	平安科技精选A	要文强,俞瑶	5.31	102.05	长芯博创 8.99%	新易盛 8.9%	中际旭创 8.85%	莱特光电 8.68%	斯迪克 8.56%
513310.OF	华泰柏瑞中证韩交所中韩半导体ETF	李沐阳,柳军	114.64	100.95	三星电子 18.84%	SK海力士 15.53%	寒武纪 5.06%	海光信息 4.77%	北方华创 4.73%
025421.OF	浦银安盛数字经济A	李凡,郑敏宏	25.01	100.38	天孚通信 8.63%	新易盛 7.75%	中际旭创 7.58%	罗博特科 7.22%	长飞光纤光缆 7.04%
024480.OF	财通品质甄选A	金梓才	2.73	100.07	鼎泰高科 9.75%	生益电子 9.74%	大族数控 9.74%	新易盛 9.61%	中际旭创 9.61%
014023.OF	宏利景气领航两年持有	孙硕	6.18	100.01	新易盛 9.91%	源杰科技 9.68%	中际旭创 9.52%	亨通光电 7.44%	生益科技 6.71%
8841557.WI	培育钻石指数			98.98					
001170.OF	宏利爱兴伟业A	孙硕	31.63	98.94	源杰科技 9.92%	新易盛 9.81%	中际旭创 9.2%	亨通光电 7.42%	鼎泰高科 6.26%
006265.OF	红土创新新科技A	盖俊龙	10.29	98.83	中际旭创 8.54%	新易盛 8.36%	东山精密 6.21%	芯碁微装 3.33%	欣旺达 3.29%
018815.OF	方正富邦核心优势A	吴昊	5.88	98.69	江波龙 10.15%	德明利 10.02%	香农芯创 9.61%	兆易创新 8.1%	佰维存储 7.21%
005903.OF	宏利绩优增长A	孙硕	2.99	98.29	源杰科技 9.97%	新易盛 9.87%	中际旭创 9.42%	鼎泰高科 8.13%	亨通光电 7.13%
501201.OF	红土创新科技创新A	盖俊龙	1.29	95.74	中际旭创 8.64%	新易盛 8.47%	东山精密 7.01%	源杰科技 4.83%	湖南裕能 3.54%
016664.OF	天弘全球高端制造A	刘冬	19.86	94.99	英伟达公司 3.65%	博通公司 3.07%	台积电 2.77%	TOWER 2.75%	LUMENTUM 2.69%
002272.OF	新华科技创新主题	王永明	1.29	93.94	新易盛 9.75%	东山精密 8.89%	中际旭创 8.86%	仕佳光子 7.4%	德科立 6.85%
539002.OF	建信新兴市场优选A	李博涵,程星烨,房乐	45.69	93.70	台积电 10.26%	英伟达 10.14%	SK海力士 8.65%	博通 8.52%	三星电子 6.76%
001753.OF	红土创新新兴产业A	廖星昊	17.70	93.56	中际旭创 7.88%	新易盛 7.76%	东山精密 6.93%	源杰科技 5.98%	永鼎股份 5.19%
008983.OF	财通科技创新A	张胤	2.61	93.08	新易盛 9.62%	源杰科技 8.93%	中际旭创 8.84%	烽火通信 7.94%	永鼎股份 7.92%
018210.OF	红土创新景气回报A	盖俊龙	1.77	92.73	中际旭创 8.17%	新易盛 7.4%	东山精密 5.75%	源杰科技 4.48%	湖南裕能 3.47%
002692.OF	富国创新科技A	罗擎	78.61	92.68	东山精密 9.53%	中际旭创 9.42%	新易盛 9.3%	亨通光电 8.04%	沪电股份 7.25%
018358.OF	华富数字经济A	王羿伟	1.40	92.43	中际旭创 7.35%	新易盛 7.3%	长飞光纤 4.44%	英维克 4.23%	腾景科技 3.88%
011891.OF	易方达先锋成长A	武阳	44.10	92.28	长芯博创 9.87%	长飞光纤光缆 9.81%	中际旭创 9.6%	新易盛 9.59%	源杰科技 9.08%
008555.OF	华商龙头优势	彭雾	9.82	92.16	兆易创新 8.81%	新易盛 8.65%	中际旭创 8.52%	长飞光纤光缆 7.72%	普冉股份 6.55%
162201.OF	宏利成长	孙硕	20.57	92.07	源杰科技 9.96%	中际旭创 9.82%	新易盛 9.78%	亨通光电 7.06%	生益科技 6.68%
002891.OF	华夏移动互联人民币	徐恒,刘平,郭琨研	6.69	91.88	相干公司 7.54%	SANDISK 7.13%	美光 6.58%	ONTO 5.85%	LUMENTUM 5.79%
931144.CSI	通信技术			91.80					

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图54. 过于细分的赛道，主动基金的偏离空间较小，也很难跑出超额



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

12. 启示十二：成长型基金产品若想稳定跑赢基准最重要的是识别“真成长”和“伪成长”

成长型基金产品想要稳定跑赢基准最重要的识别“真成长”和“伪成长”，其次是股价透支业绩三年以后要警惕，最后是意识到“行业竞争格局”是最终超额收益来源。所谓真成长核心是行业天花板不断提高（最重要），公司具备较深护城河（其次），其增长驱动力往往由产业生命周期、行业竞争格局与产业全球竞争力（二次增长曲线）接力实现，这些公司在定价上重要标志是往往在历史下跌中估值依然坚挺。同时，当我们对 21 年"茅指数"崩盘后进行复盘，发现一个很重要的特征：这些公司在 21 年股价最高位置大多透支都超过三年以上的利润增长，3-4 年占比居多（80%以上），但很少透支超过 5 年的。这一特征在我们对 2021 年底“宁组合”成分股进行复盘中也获得交叉验证。**由此，我们认为发现成长型公司股价透支未来业绩增长超过 1 年是正常的，超过 2 年则要慎重大幅加仓，超过三年就要做适应性减仓；透支 5 年则要特别警惕。最后，一旦明确行业竞争崩坏就要果断撤离不再留恋，即便后续再高的利润增长也很难带来估值的提升，反而由此带来的估值下杀往往是惊人的。**

图55. 2021 年春节后一顶茅指数成分股股价最高位置透支利润增速大多在三年以上

代码	简称	2021/2/10总市值(亿)	假定合理估值中枢	股价（元）	20EPS	21EPS（E）	22EPS（E）	23EPS（E）	20PE	21PE	22PE	23PE	透支年份数
600519.SH	贵州茅台	32673.70	30	2601.00	37.17	43.29	50.69	57.57	69.98	60.09	51.32	45.18	超过三年
000858.SZ	五粮液	13300.33	30	342.65	5.14	6.27	7.39	8.82	66.65	54.66	46.35	38.84	超过三年
300750.SZ	宁德时代	9612.81	20	412.66	2.49	3.27	4.26	8.61	165.45	126.36	96.96	47.92	三年左右
002594.SZ	比亚迪	7637.82	20	266.95	1.47	1.93	2.42	3.23	181.60	137.99	110.44	82.73	三年左右
601888.SH	中国中免	7572.87	20	387.86	3.14	5.64	7.56	10.25	123.34	68.75	51.29	37.85	超过三年
000333.SZ	美的集团	7539.96	20	107.11	3.93	4.16	4.69	5.39	27.25	25.72	22.83	19.88	1-2年
603288.SH	海天味业	6678.88	30	206.11	1.98	2.32	2.73	3.25	104.10	88.89	75.40	63.38	超过三年
300999.SZ	金龙鱼	6668.56	30	123.00	1.21	1.48	1.69	1.91	101.65	82.88	72.62	64.24	超过三年
002415.SZ	海康威视	6166.66	30	66.00	1.45	1.73	2.04	2.47	45.67	38.20	32.30	26.77	透支一年
300760.SZ	迈瑞医疗	6012.20	30	494.55	5.48	6.33	7.68	9.92	90.30	78.09	64.35	49.87	超过三年
600276.SH	恒瑞医药	5822.24	30	109.20	1.19	1.55	1.95	2.12	91.76	70.34	56.05	51.40	超过三年
002352.SZ	顺丰控股	5335.59	30	117.10	1.64	2.07	2.58	2.33	71.40	56.70	45.47	50.34	超过三年
000568.SZ	泸州老窖	4599.18	30	313.99	4.10	4.85	5.80	7.90	76.58	64.74	54.14	39.72	超过三年
603259.SH	药明康德	4524.64	30	185.00	1.27	1.52	1.96	2.91	145.67	121.58	94.55	63.54	超过三年
688981.SH	中芯国际	4266.37	30	54.03	0.67	0.40	0.47	0.64	80.64	133.67	115.37	83.82	超过三年
300015.SZ	爱尔眼科	3754.70	30	91.10	0.42	0.58	0.76	0.98	215.32	158.32	119.37	93.06	超过三年
002475.SZ	立讯精密	3706.52	20	52.78	1.03	1.44	1.87	2.21	51.24	36.56	28.30	23.91	三年左右
000651.SZ	格力电器	3638.92	30	60.49	3.71	4.03	4.69	5.45	16.30	15.01	12.91	11.10	未透支
300122.SZ	智飞生物	3401.60	20	212.60	2.06	2.91	3.78	4.94	103.04	73.10	56.29	43.00	超过三年
300059.SZ	东方财富	3315.20	20	38.49	0.58	0.67	0.84	1.19	66.50	57.06	45.90	32.22	2-3年
600690.SH	海尔智家	3150.72	20	34.90	1.34	1.12	1.32	1.79	26.10	31.11	26.34	19.52	2-3年
600887.SH	伊利股份	2827.81	20	46.49	1.17	1.40	1.61	1.91	39.74	33.16	28.94	24.30	2-3年
603501.SH	豪威集团	2628.57	30	302.97	3.21	4.39	5.73	8.34	94.38	69.04	52.84	36.33	两年左右
600436.SH	片仔癀	2376.83	30	393.96	2.77	3.42	4.23	5.05	142.22	115.15	93.19	78.04	超过三年
300014.SZ	亿纬锂能	2096.64	20	111.00	0.89	1.56	2.08	3.27	124.72	71.38	53.36	33.94	超过三年
000661.SZ	长春高新	2001.42	20	494.52	7.53	9.46	11.85	16.10	65.67	52.28	41.72	30.71	超过三年
688111.SH	金山办公	1946.43	30	422.22	1.90	2.68	3.73	4.75	222.22	157.49	113.15	88.97	超过三年
600763.SH	通策医疗	1244.08	30	388.00	1.54	2.31	3.02	3.97	251.95	167.76	128.49	97.81	超过三年

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图56. 2022 年底一顶“宁组合”成分股股价最高位置透支利润增速大多在三年以上

代码	简称	总市值(亿)	假定合理估值中枢	股价（元）	21EPS	22EPS（E）	23EPS（E）	24EPS（E）	21PE	22PE	23PE	24PE	透支年份数
300750.SZ	宁德时代	14916.28	20	639.95	6.88	8.62	12.34	23.59	93.07	74.20	51.88	27.13	超过三年
002594.SZ	比亚迪	8774.77	30	301.42	1.06	2.97	4.13	6.44	284.36	101.48	73.00	46.84	超过三年
601012.SH	隆基绿能	4698.98	20	86.81	1.69	2.74	3.41	4.19	51.37	31.69	25.44	20.73	三年左右
300760.SZ	迈瑞医疗	4505.23	20	370.59	6.59	8.26	10.05	11.80	56.26	44.84	36.89	31.40	超过三年
603259.SH	药明康德	4134.94	30	139.90	1.75	2.00	2.63	4.31	79.94	69.82	53.19	32.48	超过三年
603501.SH	豪威集团	2659.29	30	305.98	5.16	6.88	8.69	9.98	59.30	44.46	35.23	30.66	超过三年
300014.SZ	亿纬锂能	2604.78	30	137.22	1.54	2.53	3.52	4.17	89.10	54.33	38.97	32.91	超过三年
300015.SZ	爱尔眼科	2397.61	30	44.35	0.43	0.57	0.74	0.95	102.33	77.64	59.65	46.62	超过三年
002812.SZ	恩捷股份	2364.88	20	265.00	3.06	4.71	6.64	10.73	86.60	56.31	39.94	24.70	超过三年
300274.SZ	阳光电源	2227.68	30	149.99	1.08	2.70	3.48	3.74	138.88	55.57	43.10	40.13	超过三年
002371.SZ	北方华创	1933.99	20	367.92	2.15	2.39	3.13	5.81	171.30	154.18	117.37	63.34	超过三年
300124.SZ	汇川技术	1860.34	30	70.85	1.37	1.67	2.17	2.58	51.72	42.54	32.62	27.44	三年左右
600703.SH	三安光电	1597.33	20	35.66	0.29	0.69	0.91	1.00	122.97	51.83	39.08	35.77	三年左右
300896.SZ	爱美客	1314.39	30	607.50	4.43	6.39	9.09	13.43	137.13	95.14	66.84	45.22	超过三年
603806.SH	福斯特	1296.35	30	136.30	2.35	2.57	3.14	4.29	58.00	53.00	43.40	31.75	超过三年
603659.SH	璞泰来	1281.24	20	184.50	2.53	3.57	4.96	8.11	72.92	51.70	37.22	22.75	超过三年
300347.SZ	泰格医药	1243.27	30	142.50	3.31	3.07	3.74	5.69	43.05	46.46	38.13	25.06	2-3年
002821.SZ	凯莱英	1236.46	30	470.00	4.40	6.04	7.40	12.31	106.82	77.80	63.47	38.18	超过三年
603486.SH	科沃斯	1008.76	20	176.35	3.59	4.87	6.36	7.67	49.12	36.22	27.72	22.98	超过三年
688012.SH	中微公司	924.37	20	150.00	1.76	1.30	1.64	2.75	85.23	115.38	91.46	54.62	超过三年
688363.SH	华熙生物	835.34	20	174.03	1.63	2.40	3.23	3.65	106.77	72.63	53.83	47.74	超过三年
603290.SH	斯达半导	714.79	30	418.97	2.48	2.99	4.09	7.37	168.94	140.06	102.33	56.81	超过三年
600763.SH	通策医疗	680.40	20	212.20	2.19	3.05	4.00	4.31	96.89	69.54	53.10	49.27	超过三年
688169.SH	石头科技	545.66	20	816.98	21.03	30.99	39.41	41.69	38.85	26.36	20.73	19.60	两年左右
603127.SH	昭衍新药	481.40	30	126.27	1.51	1.58	2.07	3.26	83.62	80.04	61.01	38.76	超过三年

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图57. PE（股价）透支年份数分析——贵州茅台 2021 年高点透支 4-5 年



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图58. PE（股价）股价透支年份数分析——比亚迪 2021 年高点透支 3-4 年



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图59. PE（股价）透支年份数分析——汇川技术 2021 年高点透支 4 年以上



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

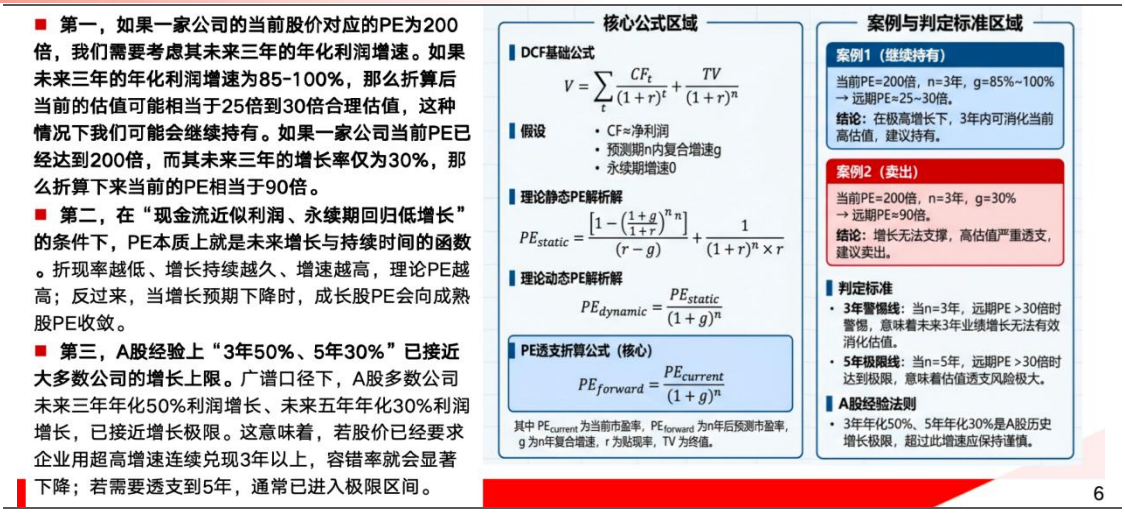
对应实操来看：

第一，如果一家公司的当前股价对应的 PE 为 200 倍，我们需要考虑其未来三年的年化利润增速。如果未来三年的年化利润增速为 85-100%，那么折算后当前的估值可能相当于 25 倍到 30 倍合理估值，这种情况下我们可能会继续关注。如果一家公司当前 PE 已经达到 200 倍，而其未来三年的增长率仅为 30%，那么折算下来当前的 PE 相当于 90 倍。

第二，在“现金流近似利润、永续期回归低增长”的条件下，PE 本质上就是未来增长与持续时间的函数。折现率越低、增长持续越久、增速越高，理论 PE 越高；反过来，当增长预期下降时，成长股 PE 会向成熟股 PE 收敛。

第三，A 股经验上“3 年 50%、5 年 30%”已接近大多数公司的增长上限。广谱口径下，A 股多数公司未来三年年化 50%利润增长、未来五年年化 30%利润增长，已接近增长极限。这意味着，若股价已经要求企业用超高增速连续兑现 3 年以上，容错率就会显著下降；若需要透支到 5 年，通常已进入极限区间。

图60. 预测 PE 中枢为 20x，最高不应超过 30x



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图61. 成长股估值透支年限对应的仓位纪律

透支年限	估值判断	仓位动作	核心验证
≤1年	正常定价	持有 / 可加仓	行业天花板仍在抬升
1—2年	风险上升	谨慎加仓	订单与盈利能够兑现
3—4年	高位透支	适应性减仓	2021年顶部样本占比>80%
≥5年	极端透支	原则上清仓	竞争格局恶化直接退出

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

13. 启示十三：价值型基金产品想要稳定跑赢基准要做到分散、买入低估值、过程不急躁

价值型基金产品想要稳定跑赢对标基准，在战略上要有“起点规模体量大+买点低估值+过程耐抗不急躁=时间会把价值送回来”的信仰。相比于成长型基金产品而言，要更注重持有人结构和负债端管理。我们研究长线价值型与底部配置型两类风格的代表案例，可以复制的经验是：分散、低估值和独立。具体来说，第一，价值型风格需要用低相关的多行业组合平滑波动，组合横跨 5 个以上低相关行业，前三大重仓行业占比低于 50%。第二，长线价值型需要用偏低仓位控制犯错成本，在没有把握时保持 60%甚至更低的权益仓位，宁可错过也不买错，而一旦建仓，持股集中度就要迅速提升，前十大重仓股仓位一般要在 50%以上，这依赖较强的选股能力；第三，底部配置型则要在个股上进一步分散，前十大重仓合计控制在 35%上下、重仓股仓位控制在 3%-6%，这类风格考验基金产品的组合构建技术和概率思维；第四，对于低估值的要求，两类风格则有分歧也有共识。共识是 PB 回落到历史 30%分位数以下，盈利收益率（PE 倒数）显著高于无风险利率，定义为低估。分歧在于底部配置型还要求低估值+股息率在 3%-5%或有稳定现金流，而长线价值型估值容忍度会更高。最后，价值型基金尤其是逆向风格的基金单只规模至少维持在 20 亿上下才能够保持风格稳定。换言之，如果没有一定量的规模，很难扛得住阶段性跑输的煎熬，也坚持不到逆势布局、价值回归的时刻。

图62. 主观多头做价值风格的壁垒在于自身规模优势和负债端管理能力



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

14. 启示十四：均衡型基金产品想要稳定跑赢基准依靠纯主观难度不断加大，建议辅助量化手段的介入

均衡型基金产品想要稳定跑赢对标基准要意识到依靠纯主观难度在不断加大，建议辅助量化手段的介入。作为均衡型的对立面，主题趋势型(STCH)虽然月度胜率达 61.05%，短期弹性也强，且拉长来看历史各年平均跑赢基准的比例仅为 50.63%，连续三年跑赢基准的占比平均仅 8.5%，连续跑赢能力在十六个风格中倒数第四。**因此，作为均衡型基金产品不押单一赛道、不赌风格，赔率的判断核心是找到好公司和好价格，还要兼具精准宏观判断和强选股能力的广泛能力圈，宏观、行业、个股任何环节的出错都会影响组合的效果。目前看，均衡型基金产品的成功经验逐渐增强对组合工程和选股体系的依赖，选股体系作为"去哪里找鱼"的方向盘，并用组合工程平滑净值、控制风格偏离，这说明量化手段已经成为不可替代的重要辅助工具。**

图63. 均衡型基金产品赔率核心是找到好公司和好价格，兼具精准宏观判断和强选股能力的广泛能力圈



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

15. 启示十五：FOF 可以通过对基金风格的聚类，把有限的主动风险预算更多留给长期胜率和超额收益质量更好的风格

本报告对于 FOF 研究最大的价值在于，通过基金风格的聚类，把有限的主动风险预算更多留给长期胜率和超额收益质量更好的风格。首先，十六类风格收益率两两相关系数均值高达 0.95，本质都是 long-only 权益基金的聚合、共享同一个市场β，靠组合它们降低风险的空间极小；直接套用均值—方差模型也容易出现一个问题：不同风格之间差异太小，模型对历史收益和协方差的细微变化会非常敏感，最终算出来的权重往往比较极端。

我们更倾向于采用一套带有明确主动判断的配置框架，底层原则是长期持股（L）权重高于短期高换手（S）、个股重仓（H）高于分散持股（D）。具体而言，把更多权重给历史信息比率较高的产业趋势、宏观趋势和主题趋势型基金，承担组合的主要进攻任务；个股精选型基金更多负责稳定组合；对于信息比率偏低的指数择时、行业轮动等短期交易型风格，则保持低配甚至不配，同时将单一风格权重控制在 15%左右，避免押注过重。样本外滚动回测显示，这一战略配置以更低的换手、更稳定的权重，取得了最高的信息比率（0.55）与月度胜率（59%）。

从 FACT 框架的风险收益统计结果来看，第一，集中(C)+趋势(T)类是超额的主要来源——LTCH/LTCD/STCH 对偏股混合型基金指数的 IR 高达 0.95~1.08，是仅有的几个能稳定跑赢“主动基金平均”的风格；第二，长期+个股重仓+均衡的 LTBH（个股精选型）的夏普全场最高，波动只有 14.7%，印证了"持股期越长、个股越集中，长期超额概率越高"的研究结论。第三，短期(S)+逆势(R)+均衡(B)一族系统性跑输——IR 全部为负，是最该在 FOF 中低配甚至剔除的风格。

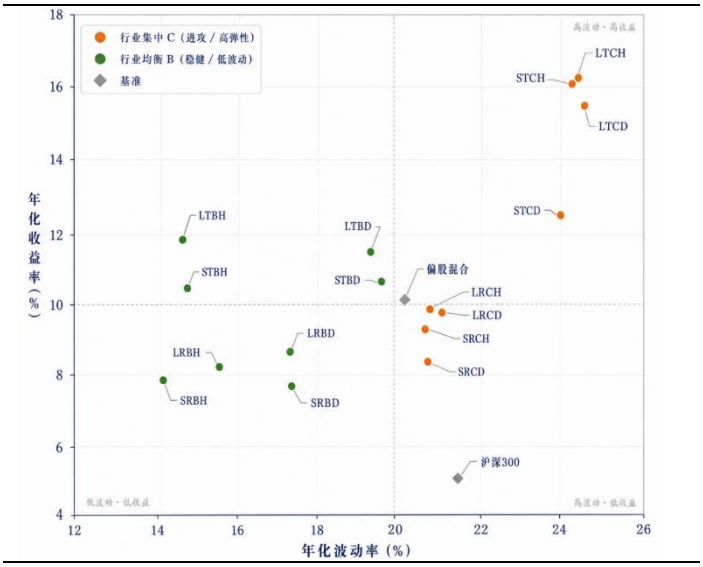
图64. 各风格类型全样本风险收益统计 (2012-01~2026-05)

代码	名称	年化收益(%)	年化波动(%)	夏普比率	最大回撤(%)	IR(对偏股混合)	IR(对沪深300)
LRBH	长线价值	8.14	15.53	0.40	-30.94	-0.32	0.15
LTCH	产业趋势	16.24	24.38	0.58	-44.37	1.08	0.68
LRCH	逆向成长	9.85	20.21	0.39	-40.42	-0.05	0.37
LTBH	个股精选	11.79	14.73	0.66	-32.08	0.07	0.38
LRBD	底部配置	8.74	17.69	0.38	-33.80	-0.32	0.24
LTCD	宏观趋势	15.25	24.43	0.54	-45.05	0.98	0.65
LRCD	困境反转	9.76	20.67	0.38	-42.97	-0.06	0.34
LTBD	稳健跟随	11.46	19.36	0.49	-35.32	0.38	0.47
SRBH	个股反转	7.81	14.27	0.41	-30.86	-0.39	0.09
STCH	主题趋势	16.16	24.18	0.59	-44.26	0.95	0.66
SRCH	赛道博弈	9.34	20.51	0.36	-42.35	-0.21	0.30
STBH	个股动量	10.28	14.89	0.56	-34.68	-0.09	0.26
SRBD	宏观择时	7.83	17.75	0.33	-37.13	-0.50	0.15
STCD	风格动量	12.48	23.88	0.44	-48.45	0.49	0.46
SRCD	行业轮动	8.14	20.99	0.29	-45.52	-0.51	0.20
000300.SH	量化增强	10.44	19.75	0.43	-39.37	0.07	0.33
885001.WI	沪深300	5.23	21.45	0.15	-40.56	—	—
	Wind偏股混合型	10.04	20.19	0.40	-42.33	—	—

夏普最高 IR最高

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图65. 十六类风格基金风险收益分布

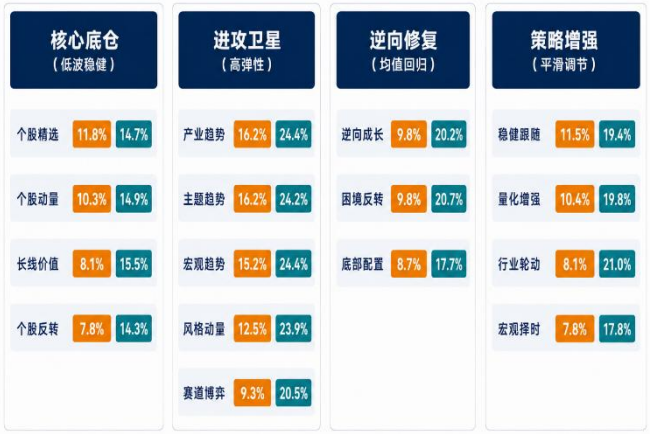


资料来源：Wind、国投证券证券研究所

站在 FOF 视角配置这 16 类风格，难点在于如何在高相关的情况下进行权重的倾斜和配置。原因是这 16 类风格的收益率两两相关系数均值高达 0.95——它们本质上都是 long-only 权益基金的聚合，共享同一个市场β，靠组合它们来降低风险的空间极小。而如果采用经典的“均值-方差最优化”，近似共线的协方差矩阵让优化器退化成角点解，不仅权重分配比较极端，而且稳定性极差。在对比了几种经典优化方案后，我们认为基于 FACT 框架构建一个主客观结合的战略配置框架，其核心思路是：以"长期 L 权重高于短期 S、个股重仓 H 高于分散 D"为底仓，对高 IR 的集中趋势类做战术超配，对负 IR 的短期逆势均衡类（SRBD/SRCD）低配或剔除，单类上限约 15%。

图66. 十六种类型基金风格的特征分类

图67. 十六类风格基金风险收益分布



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

代码	名称	EW等权	MinVar	MaxSharpe	RiskParity	FACT战略配置
LRBH	长线价值	6.25	0.00	0.00	7.84	8.26
LTCH	产业趋势	6.25	0.00	0.00	4.83	12.40
LRCH	逆向成长	6.25	0.00	0.00	5.82	6.20
LTBH	个股精选	6.25	21.20	80.78 极端高权重	8.32	12.40
LRBD	底部配置	6.25	0.00	0.00	6.67	4.13
LTCD	宏观趋势	6.25	0.00	0.00	4.81	10.33
LRCD	困境反转	6.25	0.00	0.00	5.65	6.20
LTBD	稳健跟随	6.25	0.00	0.00	6.00	6.20
SRBH	个股反转	6.25	77.50 极端高权重	0.00	8.30	4.13
STCH	主题趋势	6.25	0.00	0.00	4.92	8.26
SRCH	赛道博弈	6.25	0.00	0.00	5.68	2.89
STBH	个股动量	6.25	0.00	0.00	8.11	6.20
SRBD	宏观择时	6.25	0.00	0.00	6.60	2.07
STCD	风格动量	6.25	0.00	0.00	4.97	4.13
SRCD	行业轮动	6.25	0.00	0.00	5.56	2.07
STBD	量化增强	6.25	0.00	0.00	5.92	4.13

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

基于前述六个组合，我们构建了样本外的回测模型，采用滚动 36 个月窗口，月度再平衡的回测方法。滚动计算 16 类基金的收益、波动、相关性和协方差矩阵，并据此用不同优化方法生成组合权重。这个方法的优点是更接近 FOF 真实投资场景，每一期配置决策都只能基于过去三年的历史表现。

从结果来看，虽然最高夏普组合达到了更高的年化收益率，但代价是深度回撤（40%以上）和较高的换手率（权重角点解的不稳定性），而我们的战略配置组合，则以更低的换手和更稳定的权重分配拿到了最高的 IR(0.55)和最高的月胜率(59%)。

图68. 长期视角下，FACT 框架牺牲部分夏普和收益率，换取低换手、高 IR 和高胜率

图：六类组合样本外回测净值曲线



图：六类组合样本外回测结果的重要参数梳理

策略	年化收益(%)	年化波动(%)	夏普比率	最大回撤(%)	IR(对偏股)	月度胜率(%)
EW	10.09	19.99	0.40	-38.38	0.13	51.82
MinVar	7.62	12.82	0.44	-31.85	-0.30	48.18
MaxSharpe	15.21	21.07	0.63	-41.52	0.52	56.93
RiskParity	9.79	19.21	0.41	-37.37	-0.03	51.09
FACT	11.21	20.27	0.45	-38.19	0.55 IR最高	59.12
偏股混合型(基准)	9.37	21.41	0.34	-42.33	—	—

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

考虑市场环境后，我们认为该策略可以加入一定择时成分。主要方法是牛市时，集中+趋势类爆发属性较强，在牛市应超配；熊市下防守、个股选取能力更加重要，在熊市应切至逆向均衡类。

在策略构建上，我们根据 FACT 四维十六型基金风格分类框架，构建三套差异化的风格配置权重向量：

1. 进攻权重大幅超配集中趋势类风格——产业趋势、主题趋势、宏观趋势、风格动量合计权重约 55%；
2. 中性权重以主题趋势和产业趋势为主，适度保留均衡类风格；
3. 防御权重切换至长期逆向均衡类——底部配置、长线价值、逆向成长、稳健跟随合计权重约 55%，同时将主题趋势权重降至 0。

回测选取简单择时信号，以沪深 300 指数的近 12 个月滚动累计收益率（月末观测，滞后 1 个月使用）作为市场环境信号，±10%为阈值划分上行/震荡/下行三种状态，在 161 个月样本中三态占比分别为 37%/37%/26%。

回测区间选取 2013 年 1 月至 2026 年 5 月，共 161 个月，月度调仓再平衡。绩效基准为 Wind 偏股混合型基金指数（885001.WI）。最终回测结果：年化收益 14.95%、信息比率 1.23、月度胜率 67.1%、最大回撤-37.5%，期末净值 6.49 倍（基准同期 3.83 倍）。

图69. 通过简单择时可以提升策略表现



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

我们在宏观因子层面测试了 M1、PPI、工业企业利润、利率、社融等多个因子，只有社融代表的信用脉冲真正有效。且**信用脉冲与价格趋势近乎正交，相关系数只有 0.006。 这是最重要的发现——两个信号携带的是真正不同的信息，合成后理论上可以互补。信用脉冲领先经济周期 6-12 个月，在政策底、信用扩张初期（2016、2018、2022 年）会比价格趋势更早发出进攻信号。**

而相比将信用脉冲加入模型，将其走位调节权重的条件效果更好，由此我们设定了“九宫格”的权重分配，九宫格则只在两个信号方向分歧的 40 个月（占 24.8%）里让信用脉冲介入调节，其余时间完全跟随趋势，所以既不损失进攻弹性，又在拐点期多了一层保护。

主要的收益在于，九宫格的胜率从纯趋势的 67.1%提升到 70.8%，相较于年化收益率（14.95%提升到 15.16%）的微弱改善，月度胜率的提升更值得关注。

图70. 考虑宏观因子后，仅有信用脉冲能提供额外 IC，纳入模型可以小幅提升胜率



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

免责声明

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市

地　址：深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮　编：518046

上海市

地　址：上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮　编：200082

北京市

地　址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编：100034