

# 基金研究

证券研究报告  
2025年03月21日

## 海外文献推荐：第 302 期

### 基金经理对公开信息的利用与基金经理管理技能

推荐理由：文章试图证明，基金经理投资组合配置对公开信息变化的反应程度会随着其技能水平的提高而降低。文章利用美国股票型基金的截面数据，将基金经理投资组合持仓的变化对公开信息变化进行回归来生成基金经理敏感度（RPI）指标。文章发现，RPI 与现有的各种业绩衡量指标以及基金现金流之间存在显著的负相关关系。文章还发现基金和基金经理的特定属性都会影响 RPI。

### 机器学习共同基金经理的技能

推荐理由：报告利用机器学习方法表明，基金特征能够持续区分表现优异与表现不佳的共同基金，并能识别出扣除费用后的超额收益基金。基金动量和基金流量是未来风险调整后基金业绩的最重要预测指标，而基金所持股票的特征则不具备预测性。在市场情绪高涨或宏观经济状况良好之后，具有预测性的多空组合的收益更高。报告通过神经网络的估计，发现了市场情绪与基金流量和基金动量之间存在新颖且重要的交互效应。

### 时变基金经理能力

推荐理由：报告研究结果表明，衡量基金经理能力的新方法应更重视经济衰退时期把握市场择时的能力，而在繁荣时期则更看重选股能力。这种衡量方法比单独衡量市场时机把握能力或选股能力更具持续性，并且能够预测基金的表现。与其他行业的工作者一样，基金经理也可能在不同时期选择专注于不同的任务。报告以一种能够根据经济状况变化来评估基金经理技能的方式进行评估。成功的经理在经济繁荣时期选股出色，在经济衰退时期择时精准。这表明选股和择时是任务，而非截然不同且永久不变的才能。

**风险提示：**本报告内容基于相关文献，不构成投资建议。

### 作者

吴先兴 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516120001  
wuxianxing@tfzq.com

王喆 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520060005  
wangzhe@tfzq.com

### 相关报告

- 《金融工程：金融工程-大模型总结和解读行业研报（2025W11）》  
2025-03-17
- 《金融工程：金融工程-量化择时周报：上行趋势仍在延续，科技有望再回主线》  
2025-03-16
- 《金融工程：金融工程-基金风格配置监控周报：权益基金连续三周上调大盘股票仓位》  
2025-03-16

## 内容目录

1. 基金经理对公开信息的利用与基金经理管理技能.....	3
2. 机器学习共同基金经理的技能.....	3
3. 时变基金经理能力 .....	3

本期精选了三篇与 FOF 管理相关的海外文献。

## 1. 基金经理对公开信息的利用与基金经理管理技能

文献来源: Kacperczyk, M.T., & Seru, A. (2007). Fund Manager Use of Public Information: New Evidence on Managerial Skills. *Ross: Finance (Topic)*.

推荐理由: 文章试图证明, 基金经理投资组合配置对公开信息变化的反应程度会随着其技能水平的提高而降低。文章利用美国股票型基金的截面数据, 将基金经理投资组合持仓的变化对公开信息变化进行回归来生成基金经理敏感度 (RPI) 指标。该模型的主要含义是, 技能娴熟的经理人的投资组合对公开领域信息变化的敏感度较低。因此, 基金的 RPI 为我们提供了一个独特的视角, 有助于我们更好地理解传统的业绩衡量指标: 技能娴熟的经理人, 即那些业绩衡量指标较高的经理人, 其 RPI 应该较低。通过研究大量美国股票型共同基金, 我们发现, 无论以何种业绩衡量指标或信息集为条件, RPI 较低的经理人业绩表现更佳。RPI 与现有的各种业绩衡量指标以及基金资金流之间存在显著的负相关关系。另外, 报告发现, 尽管控制了基金过往业绩的因素, 但外部投资者的资金仍会流向 RPI 值较低的基金, 这表明 RPI 包含了传统业绩衡量指标可能无法精确反映的管理技能方面的信息。

## 2. 机器学习共同基金经理的技能

文献来源: Ron Kaniel, Zihan Lin, Markus Pelger, Stijn Van Nieuwerburgh, Machine-learning the skill of mutual fund managers, *Journal of Financial Economics*, Volume 150, Issue 1, 2023, Pages 94-138, ISSN 0304-405X,

推荐理由: 报告利用机器学习方法表明, 基金特征能够持续区分表现优异与表现不佳的共同基金, 并能识别出扣除费用后的超额收益基金。基金动量和基金流量是未来风险调整后基金业绩的最重要预测指标, 而基金所持股票的特征则不具备预测性。在市场情绪高涨或宏观经济状况良好之后, 具有预测性的多空组合的收益更高。报告通过神经网络的估计, 发现了市场情绪与基金流量和基金动量之间存在新颖且重要的交互效应。

## 3. 时变基金经理能力

文献来源: Marcin K., Stijn V.N., Laura V. Time-Varying Fund Manager Skill, *The Journal of Finance*, Vol. LXIX, No. 4, August 2014.

推荐理由: 报告研究结果表明, 衡量基金经理能力的新方法应更重视经济衰退时期把握市场择时的能力, 而在繁荣时期则更看重选股能力。这种衡量方法比单独衡量市场时机把握能力或选股能力更具持续性, 并且能够预测基金的表现。与其他行业的工作者一样, 基金经理也可能在不同时期选择专注于不同的任务。报告以一种能够根据经济状况变化来评估基金经理技能的方式进行评估。成功的经理在经济繁荣时期选股出色, 在经济衰退时期择时精准。这表明选股和择时是任务, 而非截然不同且永久不变的才能。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com