

收益率全口径解析专题

主动股基能否跑赢股票市场？

核心观点

本报告研究了包含普通股票型基金和偏股混合型基金在内的主动型股票基金的绩效表现。与研究基金跑赢其基准不同，本报告研究的是基金能否跑赢市场，即A股大部分股票自由流通市值加权的股票组合。根据基金规模的大小构建了多个基金组合，并采用因子模型分析主动型股票基金的绩效表现，研究结果发现：

1、多数主动型基金组合都能跑赢市场，但他们的超额收益并不显著。单因子模型下，全部基金组合、大型、中大型、中小型、小型基金组合的年化超额收益分别为0.216%至3.05%，即使是年化超额收益超过3%的小型基金组合，其超额收益也没有达到10%的显著性水平。

2、主动型基金偏好大盘股和高估值股票，其中多数基金组合对大盘股的偏好并不明显，但对高估值股票的偏好则均非常显著。主动型基金在规模因子和价值因子的负向暴露对其绩效表现产生明显负面影响。若考虑股票规模效应和价值效应，多数主动型股票基金能显著跑赢市场。三因子模型下，各基金组合都具有正的超额收益，年化超额收益分别为1.54%至6.37%，其中中大型、中小型、小型基金组合的超额收益显著。各基金组合在规模因子的暴露为-0.200至-0.0764，负向暴露对年化超额收益的影响为-1.17%至-0.45%；各基金组合在价值因子的暴露为-0.350至-0.245，对年化超额收益的影响为-2.59%至-1.82%。

3、成长因子的年化收益较高，且在考虑企业规模、价值和情绪因素后仍然非常显著。本报告采用TTM扣非净利润的环比增长指标来反映企业盈利的短期增长，该成长因子的年化收益为9.91%，其因子模型下的超额收益更是高达10.5%至12.5%，均非常显著。

4、主动型基金偏好高成长股，且多数基金组合的成长股偏好较为显著。主动型基金在成长因子的正向暴露对其业绩产生正面影响。若进一步考虑股票的成长因素，多数基金组合的超额收益不再显著。在五因子模型中，各基金组合在成长因子的暴露为0.200至0.252，且都显著，对年化超额收益的影响为1.98%至2.37%。在四因子模型中，各基金组合的年化超额收益为1.00%至6.37%，多数基金组合的超额收益显著，而加入成长因子后，年化超额收益降至-1.50%至3.23%，均不再显著。

5、从因子贡献的绝对大小来看，除市场因子外，价值因子有较大的负面贡献，成长因子有较大的正面贡献，而情绪因子和市场因子的贡献程度较小。在五因子模型中，市场因子贡献为6.03%至6.48%，价值因子贡献为-3.16%至-2.83%，成长因子贡献为1.98%至2.49%，情绪因子贡献为0.604%至1.51%，规模因子贡献为-0.811%至-0.0855%。另外，中小型和小型基金的超额收益也有较高的正面贡献。

风险提示：本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议；文中涉及的个股、基金产品仅作为梳理列举，不作为任何投资推荐依据。

策略研究 · 策略深度

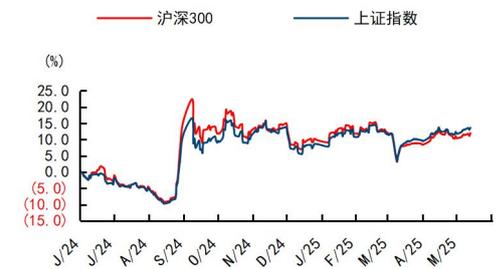
证券分析师：陈锐
0755-81981573
chenrui1@guosen.com.cn
S0980516110001

证券分析师：王开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6414.10/1.90
创业板/月涨跌幅(%)	2061.87/2.49
AH股价差指数	127.85
A股总/流通市值(万亿元)	81.01/74.69

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《“新质生产力”系列专题（十）-耐心资本赋能新质生产力发展》——2025-05-28
- 《2024 年报&2025 一季报深度解析-磨底向上自此始》——2025-05-03
- 《4 月策略观点-财报寻迹，主题突围》——2025-04-02
- 《收益率全口径解析专题-主动股基赚的是什么钱？》——2025-04-01
- 《AI 赋能资产配置（八）-DeepSeek 在资产配置中的实战解答》——2025-03-19

内容目录

1 引言	4
2 数据来源、样本选择及描述性统计	4
3 基金组合绩效的实证分析	9
4 基金组合绩效的进一步分析	15
5 稳健性分析	18
6 主要结论与讨论	21
附录	23
风险提示	24

图表目录

图 1: 主动股票型基金资产净值与占比	5
图 2: 主动股票型基金资产净值与占比	7
图 3: 主动型基金数量与基金代码数量	8
图 4: 合并的主动型基金中最大份额类别的规模占比分布	8
图 5: 合并的主动型基金中不同份额类别的收益率差异分布	8
图 6: 不同基金组合的基金数量占比	9
图 7: 不同基金组合的基金最小规模	9
图 8: 主动型股票基金的对数净值走势	10
图 9: 主动股票型基金份额与占比	23
表 1: 基金组合的绩效表现	10
表 2: 基金组合收益的单因子模型分析	11
表 3: 基金组合收益的三因子模型分析	12
表 4: 基金组合收益的四因子模型分析	13
表 5: 普通股票型基金组合的绩效表现	13
表 6: 普通股票型基金组合收益的单因子模型分析	14
表 7: 普通股票型基金组合收益的三因子模型分析	14
表 8: 基金组合收益的四因子模型分析	15
表 9: 成长指标分组及其对冲组合的绩效表现	15
表 10: 成长指标分组及其对冲组合收益的单因子模型分析	16
表 11: 成长指标分组及其对冲组合收益的三因子模型分析	16
表 12: 成长指标分组及其对冲组合收益的四因子模型分析	17
表 13: 因子收益率的相关系数	17
表 14: 基金组合收益的因子模型分析 (中国三因子+成长因子)	18
表 15: 基金组合收益的因子模型分析 (中国四因子+成长因子)	18
表 16: 基金组合收益的因子模型分析 (中国四因子+成长因子)	19
表 17: 基金组合收益的单因子模型分析	19
表 18: 普通股票型基金组合收益的三因子模型分析	20
表 19: 基金组合收益的因子模型分析 (中国四因子+成长因子)	20
表 20: 基金组合收益拆分	21

1 引言

在上一篇报告《主动股基赚的是多少钱？》中，我们研究了普通股票型基金相对于其基准的超额收益在历史上的表现，并从因子模型的视角分析普通股票型基金的配置风格问题。研究结果发现，普通股票型基金组合在 2009–2024 年的时间区间里能获得显著的超越基准的收益，其中全部基金加权组合超越其基准的年化收益为 3.77%，这一收益在经过三因子模型风险调整后更是高达 6.20%。

这里我们将进一步讨论主动型股票基金能否跑赢股票市场的问题，与上一篇报告研究的区别在于，在上一篇报告中，每一只基金的比较基准各不相同，比如一些规模较大的普通股票型基金或偏股混合型基金的比较基准为特定行业或行业主题指数；而在本篇报告中，我们将每一只基金的比较基准都统一为 Liu 等（2019）的中国三因子模型¹的市场因子，其在数值上等同于中证全指²，可以看成是 A 股绝大部分股票的自由流通市值加权的股票组合。

除基金比较基准存在差别外，本篇报告相对于上一篇报告还有如下几点扩展与创新：**一是将偏股混合型基金纳入主动型股票基金进行研究**，实际上自 2015 年以来，偏股混合型基金是一类更为重要的主动型股票基金，其资产净值在 2009–2014 年虽然只有普通股票型基金资产净值的 40–50%，但 2015 年至今，其资产净值是普通股票型基金的 3–4 倍，投资股票的规模已远超普通股票型基金。

二是研究不同规模大小的基金组合的绩效表现。在上一篇报告中，我们仅研究规模最大的 100 只基金和全部基金构造的基金组合，以反映普通股票型基金的整体绩效。本报告将进一步地根据基金规模大小构建多个基金组合以反映不同类型基金组合的绩效表现。为此，我们同一基金全称下的所有份额类别基金进行合并，以准确反映每只基金的规模大小。

三是论证了企业盈利短期增长与股票未来收益率存在着明显的正相关关系，并构建成长因子来进一步解释主动型股票基金的业绩表现。我们采用 TTM 扣非净利润的环比增长指标来反映企业盈利的短期增长，发现 A 股市场上当期盈利增长越高的股票的未来收益率越高，反之亦然。这一现象在考虑了企业规模、价值和情绪因素后仍然明显。

四是进一步考虑了对因子模型的稳健性检验。本报告用于解释主动型股票基金绩效的因子模型源于 Liu 等（2019）的中国三因子模型，该模型与 Fama–French 三因子模型³的一个重要区别在于，构建因子时剔除了总市值最小的 30% 的股票，以避免股票壳价值干扰。与 Liu 等（2019）研究的 2000–2016 年的时间区间不同，本报告研究的是 2009–2024 年的最新样本，考虑到股票壳价值的影响正在逐步弱化，我们在不剔除 30% 股票样本的情况下重新构建因子收益率进行稳健性检验。

2 数据来源、样本选择及描述性统计

¹ Liu J, Stambaugh R F, Yuan Y. Size and value in China[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 134(1): 48–69.

² 市场因子与中证全指全收益的走势非常相近。在 2009 年至 2024 年这 16 年的样本区间里，中证全指全收益指数和市场因子的年化月均收益率分别为 10.4% 和 10.3%，两者非常接近，同时他们的相关系数也是高达 0.998。

³ Fama E F, French K R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds[J]. Journal of Financial Economics, 1993, 33(1): 3–56.

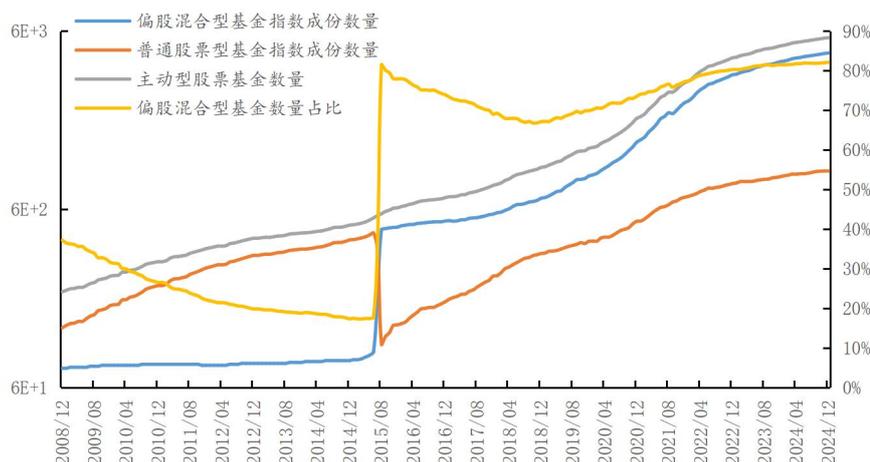
2.1 基金样本的选择

本报告研究的主动型股票基金为普通股票型基金和偏股混合型基金。根据万得基金分类规则，普通股票型基金的股票等权益类资产（不包括权益类基金）占基金资产比例下限 $\geq 80\%$ ，偏股混合型基金的权益类资产投资上限 $\geq 75\%$ 或下限 $\geq 50\%$ ，且不属于灵活配置型（权益类资产的投资范围上下限之差 $\geq 50\%$ ，且上限 $> 50\%$ 、下限 $< 50\%$ ）。这两类基金都是以股票为主要投资标的，主动管理为主，而非被动跟踪指数。两者的主要区别在于股票投资的比例，普通股票型基金要求更高的股票持仓，而偏股混合型基金由于股票投资比例的下限更低，灵活性相对较高。

我们采用万得普通股票型基金指数（885000.WI）和万得偏股混合型基金指数（885000.WI）每月末的成份记录来筛选主动型基金。上述万得基金指数的样本选择除了要求基金属于指数对应的板块外，还要求新基金在3个月后才能加入样本。

主动型股票基金的数量呈持续上涨态势。从上述2个基金指数成份股数量来看，主动型股票基金数量从2008年末的207只上涨至2024年末的5508只，年化复合增长率为22.8%，单月最高增速超过6%。

图1：主动股票型基金资产净值与占比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：主动型股票型基金占比=(偏股混合型基金+普通股票型基金)/(偏股混合型基金+普通股票型基金+被动指数型股票基金+增强指数型股票基金)

普通股票型和偏股混合型基金数量在2015年发生了结构性变化。普通股票型基金数量在2015年7月和8月这2个月分别减少了88只和249只，而偏股混合型基金数量则分别增加了104只和263只。这主要是因为证监会调整了普通股票型基金的仓位下限规定，要求其股票持仓比例不得低于80%。这一政策迫使许多原本仓位灵活的普通股票型基金转型为混合型基金，以规避严格的仓位限制，从而获得更大的投资灵活性。

普通股票型基金绝大部分都是转型为偏股混合型基金。2015年6月，普通股票型基金指数有442只成份股，其中有100只基金在2015年7月纳入偏股混合型基金指数，341只基金留在普通股票型基金指数中，只有1只基金转为其他类型。到2015年8月，又有200只（累计359只）纳入偏股混合型基金指数，仅剩82只留在普通股票型基金指数中。

混合型基金可以同时投资于股票、债券、货币等各类资产之中且没有强制的分配限制，具有更高的资产配置灵活性。在市场暴跌的时刻，股票型基金由于持仓比

例限制，常常无法规避系统性风险。因此在后期，即使基金是以股票为主要投资标的，也在建立时申请为混合型基金¹。这一点可以从偏股混合型基金指数成份数量在 2015 年 7 月之前和 2015 年 8 月之后的增速可以看出。在 2015 年 7 月前，偏股混合型基金指数成份股数量增长非常少，仅从 2008 年末的 77 只增长至 2015 年 6 月的 95 只，年化增速仅为 3.28%；而同期普通股票型基金指数成份股数量的年化增速为 20.7%。2015 年 8 月之后，偏股混合型基金指数成份股数量的年化增速为 27.7%，则与普通股票型基金指数 27.1% 的年化增速相近。

上述变化对主动型股票基金的整体数量没有影响，主要是影响偏股混合型基金数量占全部主动型股票基金的比例，该占比从 2015 年 6 月末的 17.7% 大幅提升至 2015 年 8 月的 81.5%，提升高达 63.8 个百分点。

2.2 时间区间的选择

本报告的数据样本周期为 2009 年至 2024 年。之所以选择 2009 年开始的数据是因为，主动型股票基金主要是在 2007 年及其之前经历了一波快速增长。在截至 2024 年的 20 年时间区间里，主动型股票基金的资产净值主要是在 2 个区间里出现大幅增长，其中第一个大幅增长区间就是 2005 年至 2007 年，2007 年主动型股票基金的资产净值较 3 年前的 2004 年提升了 13.5 倍，年化复合增长率高达 144%，普通股票型和偏股混合型基金的年化增速分别为 170% 和 113%；而第 2 个大幅增长区间则是 2019 年至 2021 年，主动型股票基金的资产净值在 2021 年的资产净值较 3 年前的 2018 年提升了 4.41 倍，年化增速为 75.6%，普通股票型和偏股混合型基金的年化增速分别为 63.7% 和 79.0%，均远低于前一个大幅增长区间的提升。2008 年至 2018 年和 2022 年至 2024 年则是主动型股票基金资产净值缩水的 2 个区间，年化增速分别为 -9.39% 和 -16.6%。主动型基金的份额也是类似的规律（见附录）。

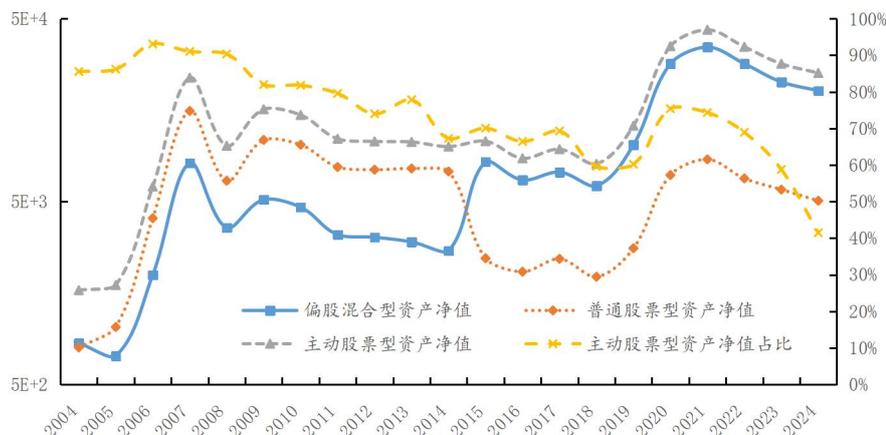
中国 A 股市场经历了 2006 年至 2008 年的暴涨暴跌，在其过程中吸引了大量资金进入到股票市场。主动型基金的资产净值在 2007 年达到的局部高点，直至 2020 年才被突破。其中普通股票型基金的资产净值在 2007 年达到历史高点，偏股混合型基金在 2007 年的资产净值也达到局部高点，到 2015 年被突破。

在 2015 年之前，普通股票型基金的资产净值长期高于偏股混合型基金。由于证监会调整了普通股票型基金的仓位下限规定，2015 年普通股票型基金的资产净值迅速被偏股混合型基金超越。2015 年末，普通股票型基金的资产净值较 2014 年大幅下降 66.5%，而偏股混合型基金的资产净值则较 2014 年末大幅增加 206%，这也是为什么偏股混合型基金的资产净值在 2015 年就能超过 2007 年所创造的局部高点的主要原因。

考虑到 2007 年之前主动型股票基金的总体规模较小，2006 年至 2008 年 A 股市场经历暴涨暴跌，因此本报告选择 2009 年及其之后的时间区间作为研究样本。

¹ 林焓，何为，余剑峰. 公募基金管理是否有效？——多因素的基金能力评价[J]. 系统工程理论与实践，2022，42(4):906-922.

图2：主动股票型基金资产净值与占比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：主动型股票型基金占比=(偏股混合型基金+普通股票型基金)/(偏股混合型基金+普通股票型基金+被动指数型股票基金+增强指数型股票基金)

2.3 数据来源及处理

本报告所使用数据均来自于万得，频率为月。

首先是基金的月收益率数据，基金的当月收益率为当月的复权净值除以上月的复权净值。我们先收集曾纳入万得普通股票型或偏股混合型基金指数的所有基金代码，剔除基金全称含“分级”的基金¹，然后读取这些基金在2008年12月至2024年12月的月复权净值；最后剔除复权净值缺失的记录，并剔除那些复权净值长期不变的记录²。

基金规模数据采用基金单位净值乘以基金份额来计算，我们获取上述基金的每季度末的基金份额数据，并剔除上季度末基金份额缺失或者为0的基金。

考虑到不同的基金代码可能对应的是同一只基金（比如同一只基金有多个份额类别，从而分配多个基金代码），这里根据基金全称对同一基金的不同份额类别基金进行合并。具体而言，在每个季度末，将基金全称相同的不同份额类别的基金构建一个加权组合，并持有一个季度。那么合并后基金的规模为合并前的不同份额类别基金的规模加总，收益率为这一组合按照规模加权的收益率。

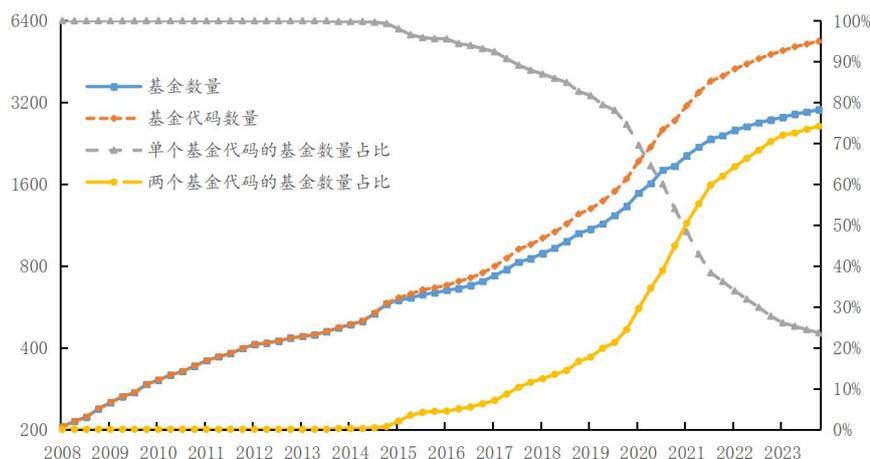
主动型基金出现一只基金有多个份额类别是在2014年。截至2014年2季度末，一只基金只有一个份额类别，在此之后开始出现有2个不同份额类别的基金，只有1个份额类别的基金数量占比逐渐下降，截至2024年3季度末，这一占比降至23.6%，而同期有2个不同份额类别的基金数量占比提升至74.2%。有3个不同份额类别的基金从2017年1季度末开始出现，截至2024年3季度末，它的占比为2.19%。2021年3季度末还出现有4个不同份额类别的基金，不过这种基金的数量只有1只³。

¹ 基金简称（全称）分别为国投瑞银瑞福优先、国投瑞银瑞福分级（国投瑞银瑞福分级股票型证券投资基金）、建信双利策略主题（建信双利策略主题分级股票型证券投资基金）、中欧盛世成长分级（中欧盛世成长分级股票型证券投资基金）。

² 比如基金代码为002872.0F的华夏智胜价值成长C在2019年12月前的复权净值数据。

³ 基金全称为中欧新趋势混合型证券投资基金（LOF），基金代码（基金简称）分别为：166001.0F

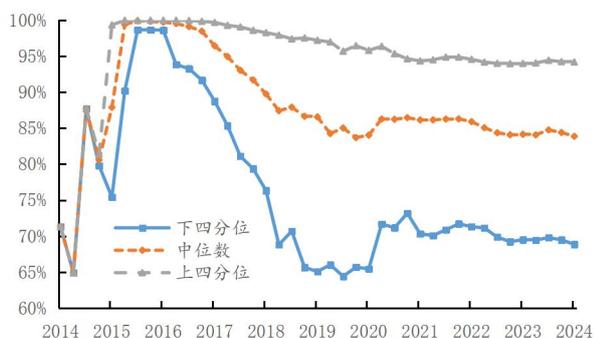
图3: 主动型基金数量与基金代码数量



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

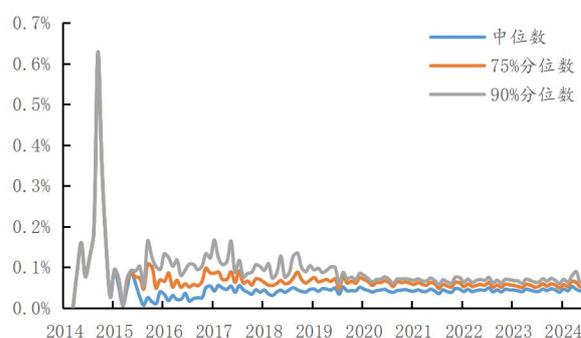
在合并的主动型基金中, 份额类别最大的基金规模占合并后基金总规模的比例都非常大。前期需要合并的基金的数量较少, 截至 2015 年 3 季度末, 需要合并的基金只有 4 只。不考虑前期样本, 2015 年末, 合并基金中份额类别最大的基金的平均规模占比高达 99%, 其中 75% 的基金的这一占比超过 90%。随着时间的推移, 这一占比有所下降, 2020 年后, 这一占比的分布维持在一个较为稳定的水平, 份额类别最大的基金的平均规模占比在 84%–86% 之间, 有 25% 的基金的这一占比超过 94%, 75% 的基金的这一占比至少超过 69%。

图4: 合并的主动型基金中最大份额类别的规模占比分布



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图5: 合并的主动型基金中不同份额类别的收益率差异分布



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

在合并的主动型基金中, 不同份额类别基金的收益率之间差异都非常小。不考虑合并基金较少的前期样本, 2016 年以来, 同一基金的不同份额类别的月收益率的平均差异只有 0.01%–0.06%, 75% (90%) 的基金的不同份额类别的月收益率的差异不超过 0.11% (0.17%)。

经过上述合并后, 样本区间后期的截面样本数量出现大幅下降。2022 年末开始,

(中欧新趋势 A)、005787.0F (中欧新趋势 C)、001881.0F (中欧新趋势 E)、011264.0F (中欧新趋势 X)。

截面个体数量减少超过 40%。以最后 1 个季度为例，5376 个基金代码的相关数据合并成 3009 个基金的相关数据，基金全称数量为基金代码数量的 56%。全部时间样本下共涉及 5815 个基金代码，基金全称数量为 3303 个，是基金代码数量的 57%。

3 基金组合绩效的实证分析

3.1 基金组合的构建

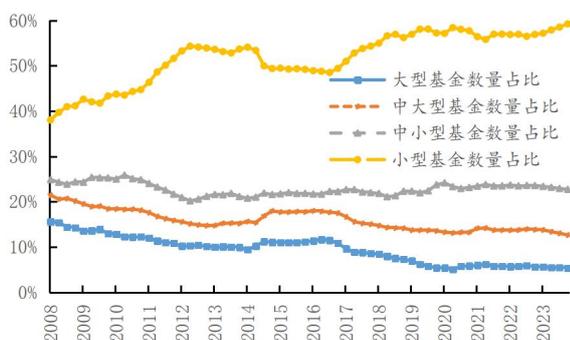
根据基金规模的大小构建多个组合，**规模越小的基金组合的整体规模通常要小很多，但我们要求其基金数量更多，同时整体规模占全部基金规模的比例不能太低**，这样才能保证基金组合的平均规模的差距有一定差距。而通常采用数量平均分组的方法，会导致规模较小的多个基金组合的平均规模差距较小，同时规模最小的那个组合的总规模占比会非常低，不具有代表性。

根据上述原则，这里构建 4 个基金组合，分别为大型、中大型、中小型和小型基金组合，每个基金组合的规模占比分别为 40%、30%、20%、10%。

按照大型基金组合到小型基金组合的顺序，**各基金组合的总规模是由大到小的，组合的基金数量是由少到多的**。各基金组合的基金数量的平均占比分别为 9.43%、15.9%、22.8%、51.8%，小型基金组合的这一占比超过总基金数量的一半。

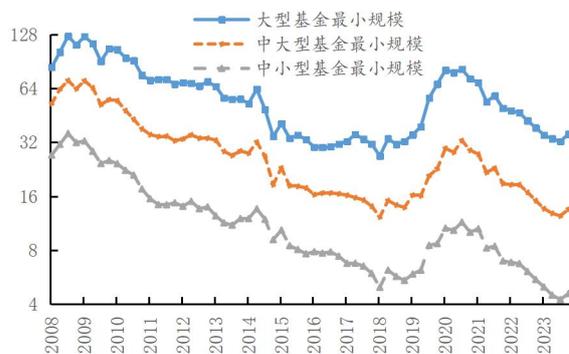
从时序变化来看，随着整个主动型股票基金数量的增加，**大型和中大型基金组合的基金数量占比是下降趋势**，分别从 2008 年末的 15.6%、21.5% 下降至 2024 年 3 季度末的 5.35%、12.7%。**中小型基金组合的数量占比大致稳定**，在 20.2%-25.9% 的范围内波动。**只有小型基金组合的基金数量是上升的**，从 2008 年末的 38.0% 上升至 59.3%。

图6: 不同基金组合的基金数量占比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图7: 不同基金组合的基金最小规模



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

从基金规模的大小来看，大型与中大型基金、中大型与中小型基金、中小型与小型基金的分界线平均分别为 55.8 亿、24.9 亿和 10.2 亿。前期由于基金数量较少，各分界线的数值更高，比如 2009 年 2 季度末，125 亿以上的为大型基金，中大型与中小型基金的分界线为 70.8 亿，35.9 亿以下为小型基金。同时各分界线也与市场走势密切相关，比如 2018 年末，各分界线的数值分别只有 26.9 亿、12.3 亿和 4.97 亿，处于历史最低位，而到了 2021 年 2 季度末，各分界线的数值分别提升到 81.8 亿、32.7 亿和 11.5 亿，处于 2011 年 3 季度末以来的最高水平。

3.2 基金组合的绩效表现

整体走势与绩效表现

各基金组合的整体走势是非常相近的。从各基金组合对数净值走势来看，自2009年大幅上涨以来，各组合均是在2019年7月、12月和2010年11月这3个时点创出位置相差不大的局部高点。随后的局部低点和高点依次为2012年11月（低点）、2015年5月（高点）、2016年2月（低点）、2018年1月（高点）、2018年12月（低点）、2012年6月和12月（高点）、2024年1月和8月（低点）。

图8: 主动型股票基金的对数净值走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

全部基金、大型、中大型、中小型、小型4个基金组合的年化收益分别为9.41%、7.65%、9.75%、11.0%、12.2%，t统计量分别为1.70、1.37、1.77、1.99、2.20。波动率上，各基金组合月收益率的年化标准差为22.0%-22.4%，差别不大。

从统计显著性¹来看，多数基金组合的收益率都达到了至少10%的显著性水平，其中中小型和小型基金组合的收益率甚至达到了5%的显著性水平。

表1: 基金组合的绩效表现

	大型基金	中大型基金	中小型基金	小型基金	全部基金
年化平均月收益率	7.65%	9.75%	11.0%	12.2%	9.41%
年化标准差	22.4%	22.0%	22.1%	22.2%	22.2%
t统计量	1.37	1.77	1.99	2.20	1.70

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

单因子模型分析

单因子模型下，多数基金组合都有正的超额收益，但都不显著。全部基金组合的年化超额收益为0.216%，其中大型、中大型、中小型、小型基金组合的年化超额收益分别为-1.66%、0.646%、1.87%、3.05%。上述结论意味着，多数基金组合随能跑赢市场，但没有明显跑赢。

各基金组合的市场因子暴露的β值为0.84-0.87，均显著小于1，检验其等于1的

¹ 当t统计量的绝对值大于1.64、1.96和2.58时，收益率达到10%、5%和1%的显著性水平。

t 统计量的值在-4.24 至-3.73 之间，达到 1%的显著性水平。市场因子暴露可以理解为平均仓位，各基金组合的平均仓位在 84%-87%之间。

单因子模型对基金组合绩效的解释能力非常高。从模型的拟合优度来看，单因子模型达到 0.87-0.89，已处于非常高的水平。

表2: 基金组合收益的单因子模型分析

	大型基金	中大型基金	中小型基金	小型基金	全部基金
超额收益	-1.66 (-0.879)	0.646 (0.322)	1.87 (0.927)	3.05 (1.52)	0.216 (0.112)
市场因子	0.872*** (25.4)	0.843*** (20.7)	0.843*** (22.8)	0.849*** (23.3)	0.855*** (23.4)
调整拟合优度	0.892	0.870	0.872	0.881	0.885

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：括号内为 t 统计量的检验值，***, **, * 分别代表在 1%、5% 和 10%的显著性水平上显著。

三因子模型分析

三因子模型下，各基金组合都具有正的超额收益，而且大都显著。全部基金组合的年化超额收益为 3.57%，其中大型、中大型、中小型、小型基金组合的年化超额收益分别为 1.54%、4.07%、5.46%、6.37%，较单因子模型都有明显提升。各基金组合的统计显著性亦是如此，多数基金组合的超额收益达到了至少 10%的显著性水平，其中小型基金组合的超额收益甚至达到了 1%的显著性水平。上述结论意味着，**在考虑股票规模效应和价值效应下，多数主动型股票基金能显著跑赢市场。**

结合单因子模型的结论来看，这表明**各基金组合在股票规模因子和价值因子的暴露给组合绩效带来了明显的负向影响。**具体而言，各基金组合在规模和价值因子存在负向暴露，而规模和价值因子的收益率为正。以全部基金组合为例，在单因子模型中，全部基金组合的市场因子暴露的 β 值为 0.855，市场因子的年化月均收益率分别为 10.27%，无风险收益为 2.82%，因此全部基金组合的年化超额收益为 $(9.41\% - 2.82\%) - 0.855 \times (10.27\% - 2.82\%) = 6.59\% - 6.37\% = -0.22\%$ 。

而在三因子模型中，全部基金组合的市场、规模和价值因子暴露分别为 0.841、-0.145 和 -0.298，规模和价值因子收益率分别为 5.83%和 7.41%。超额收益则为 $(9.41\% - 2.82\%) - 0.841 \times (10.27\% - 2.82\%) - (-0.145) \times 5.83\% - (-0.298 \times 7.41\%) \approx 6.59\% - 6.064\% + 0.845\% + 2.21\% \approx 3.57\%$ 。即**基金组合因偏好大盘股和高估值股票，在规模和价值因子上分别获取了负收益，剔除这部分负收益后，超额收益明显提升。**

在三因子模型中，各基金组合的市场因子暴露的 β 值为 0.79-0.84，略低于单因子模型的 0.84-0.87。规模因子暴露为-0.2 至-0.08，暴露值的绝对大小随基金规模递增，仅大型基金组合有显著的负向暴露，这表明各基金组合都一定程度地偏好大盘股，其中大型基金偏好大盘股的程度较为明显。价值因子暴露为-0.350 至 -0.245，均显著为负，表明各基金组合都非常明显的偏好高估值股票。各基金组合三因子模型的拟合优度为 0.897-0.912，相较于单因子模型的 0.870-0.892 的拟合优度有所提升。

表3: 基金组合收益的三因子模型分析

	大型基金	中大型基金	中小型基金	小型基金	全部基金
超额收益	1.54 (0.734)	4.07* (1.80)	5.46** (2.36)	6.37*** (2.84)	3.57 (1.64)
市场因子	0.842*** (28.3)	0.797*** (25.3)	0.791*** (28.0)	0.798*** (31.7)	0.814*** (28.0)
规模因子	-0.200** (-2.41)	-0.123 (-1.39)	-0.104 (-1.35)	-0.0764 (-1.04)	-0.145* (-1.78)
价值因子	-0.245*** (-3.25)	-0.319*** (-3.83)	-0.350*** (-4.36)	-0.336*** (-4.71)	-0.298*** (-3.83)
调整拟合优度	0.910	0.897	0.905	0.912	0.909

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理; 注: 括号内为 t 统计量的检验值, ***, **, * 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

四因子模型分析

四因子模型的分析结果与三因子模型一致。一是各基金组合的年化超额收益在不同模型下的大小相近, 统计显著性程度相同。各基金组合的年化超额收益范围为 1.00%-6.37%, 与三因子模型的 1.54%-6.37% 的分布范围相近, 中小型、小型基金组合的年化超额收益的差距甚至都不超过 0.1%。统计显著性方面, 也是多数基金组合的超额收益显著, 且显著性水平与三因子模型完全相同。

二是各基金组合的因子暴露在不同模型下的大小相近, 统计显著性程度相同。各基金组合的市场因子暴露的 β 值在 0.792-0.853, 与三因子模型的 β 值 0.791-0.842 的分布范围相近; 规模因子暴露的范围为 -0.188 至 -0.0765, 与三因子模型的 -0.200 至 -0.0764 的分布范围相近; 价值因子暴露的范围为 -0.362 至 -0.328, 与三因子模型的 -0.350 至 -0.245 的分布范围差距不大。统计显著性方面亦是如此, 全部基金和大型基金组合在规模因子的负向暴露显著, 各基金组合在价值因子上的负向暴露非常显著, 且显著性水平均在 1% 以下。

三是各基金组合在不同因子模型下的拟合优度非常相近。四因子模型下, 各基金组合的拟合优度在 0.897-0.912, 与三因子模型拟合优度的分布范围几乎相同。

由此可见, **四因子模型对各基金组合收益的解释能力较三因子模型几乎没有多少提升。**除各基金组合的四因子模型的拟合优度较三因子模型没有变化外, 各基金组合在情绪因子上的暴露的绝对值太小, 而且统计显著性不足。特别是对于中小型和小型基金来说, 他们在情绪因子上的暴露的接近于 0, 因此相较于其他基金组合来说, 中小型和小型基金组合在不同模型下的年化超额收益和因子暴露更为相近。虽然其他基金组合在情绪因子上有一定暴露, 但远远低于在市场因子等其他因子上的暴露程度。可见, 情绪因子的纳入没有提高因子模型对各基金组合收益的解释能力, 从而导致各基金组合的四因子模型结果与三因子模型相同。

表4: 基金组合收益的四因子模型分析

	大型基金	中大型基金	中小型基金	小型基金	全部基金
超额收益	1.00 (0.475)	3.79* (1.70)	5.42** (2.35)	6.37*** (2.89)	3.27 (1.51)
市场因子	0.853*** (27.0)	0.803*** (22.9)	0.792*** (25.4)	0.798*** (27.9)	0.820*** (25.9)
规模因子	-0.188** (-2.31)	-0.117 (-1.29)	-0.103 (-1.29)	-0.0765 (-0.990)	-0.138* (-1.67)
价值因子	-0.328*** (-3.40)	-0.362*** (-3.19)	-0.355*** (-3.50)	-0.335*** (-3.27)	-0.344*** (-3.38)
情绪因子	0.0988 (1.52)	0.0509 (0.694)	0.00694 (0.107)	-0.00084 (-0.0123)	0.0558 (0.848)
调整拟合优度	0.911	0.897	0.905	0.912	0.909

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理; 注: 括号内为 t 统计量的检验值, ***, **, * 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

3.3 普通股票型基金组合的绩效表现

上一篇报告《主动股基赚的是多少钱?》的研究结果显示, 普通股票型基金组合在 2009-2024 年的时间区间里能获得显著的超越其基准的收益, 其中普通股票型基金的加权组合超越其基准的年化收益为 3.77%, 这一收益在经过经三因子模型风险调整后更是高达 6.20%。而本报告的结论明显不同, 一是单因子模型下, 主动股票型基金加权组合超越市场因子的年化收益仅为 0.216%, 远低于上述 3.77% 的超越基准的年化收益。二是三因子模型下, 主动股票型基金加权组合年化超额收益为 3.27%, 但不显著, 远低于上述非常显著的 6.20% 的年化超额收益。

那么上述结论的差异是不是因为样本中新增了偏股混合型基金所致。为了探索这一问题, 这里将探讨普通股票型基金是否能跑赢市场。

与全样本的结论基本一致, 普通股票型基金组合的绩效表现也表现出相同的规律。多数基金组合都达到了至少 10% 的显著性水平。全部基金、大型、中大型、中小型、小型 4 个基金组合的年化收益分别为 10.0%、7.69%、10.2%、11.8%、12.9%, t 统计量分别为 1.76、1.34、1.79、2.11、2.29。各基金组合年化标准差的范围为 22.4%-23.0%, 也是相差不大。与全样本的结果相比, 普通股票型基金组合的上述数值大都更高, 但差别非常小。

表5: 普通股票型基金组合的绩效表现

	大型基金	大中型基金	中小型基金	小型基金	全部基金
年化平均月收益率	7.69%	10.2%	11.8%	12.9%	10.0%
年化标准差	23.0%	22.9%	22.4%	22.5%	22.8%
t 统计量	1.34	1.79	2.11	2.29	1.76

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

二是单因子模型下, 多数基金组合的超额收益为正, 但大都不显著; 同时单因子模型对普通股票型基金组合绩效的解释能力非常高。各普通股票型基金组合在单因子模型下的年化超额收益为-1.86%至 3.59%, 而全部主动型基金组合的年化超额收益为-1.66%至 3.05%, 两者相差不大, 多数普通股票型基金组合的超额收益更高。唯一的区别就在于普通股票型小型基金组合也能达到 10% 的显著性水平。另外, 各普通股票型基金组合单因子模型的拟合优度为 0.857-0.893, 与全部主动型基金 0.870-0.892 的拟合优度相差不大。

表6: 普通股票型基金组合收益的单因子模型分析

	大型基金	中大型基金	中小型基金	小型基金	全部基金
超额收益	-1.86 (-0.962)	0.958 (0.460)	2.63 (1.20)	3.59 [*] (1.84)	0.628 (0.314)
市场因子	0.904 ^{***} (24.7)	0.868 ^{***} (19.4)	0.859 ^{***} (21.8)	0.868 ^{***} (24.6)	0.881 ^{***} (22.7)
调整拟合优度	0.893	0.857	0.863	0.886	0.883

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理; 注: 括号内为 t 统计量的检验值, ***, **, * 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

三是三因子模型下, 各基金组合都具有正的超额收益, 而且大都显著; 各基金组合在规模因子和价值因子都是负向暴露, 其中价值因子上的负向暴露都是非常显著的; 同时各基金组合三因子模型的拟合优度相较单因子模型有明显提升。各基金组合在三因子模型下的超额收益为 1.39%-6.81%, 与全样本下 1.54%-6.37% 相差不多。超额收益的显著性方面, 多数基金组合都至少达到了 10% 的显著性水平。

各基金组合的市场因子暴露的 β 值为 0.80-0.87, 与全样本下 0.79-0.84 的 β 值相近; 规模因子暴露为 -0.19 至 -0.07, 与全样本下 -0.2 至 -0.08 的数值相近, 同时也呈现出暴露程度随基金规模递增地特征。价值因子暴露为 -0.382 至 -0.259, 与全样本下 -0.350 至 -0.245 的数值也相近。另外, 拟合优度为 0.892-0.910, 与全样本下 0.897-0.912 的拟合优度相近的, 相较于单因子模型也是有所提升。

表7: 普通股票型基金组合收益的三因子模型分析

	大型基金	中大型基金	中小型基金	小型基金	全部基金
超额收益	1.39 (0.636)	4.85 ^{**} (2.03)	6.55 ^{***} (2.62)	6.81 ^{***} (3.08)	4.24 [*] (1.86)
市场因子	0.871 ^{***} (28.5)	0.812 ^{***} (24.0)	0.802 ^{***} (26.3)	0.817 ^{***} (33.0)	0.834 ^{***} (27.8)
规模因子	-0.186 ^{**} (-2.25)	-0.123 (-1.31)	-0.114 (-1.34)	-0.0733 (-1.03)	-0.142 [*] (-1.7)
价值因子	-0.259 ^{***} (-3.26)	-0.373 ^{***} (-4.08)	-0.382 ^{***} (-4.32)	-0.326 ^{***} (-4.36)	-0.328 ^{***} (-3.94)
调整拟合优度	0.910	0.892	0.901	0.915	0.909

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理; 注: 括号内为 t 统计量的检验值, ***, **, * 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

四是四因子模型的分析结果与三因子模型一致, 对各基金组合收益的解释能力几乎没有提升。主要表现为: 各基金组合在四因子模型下的超额收益及其统计显著性与三因子模型相似, 市场、规模和价值因子暴露程度及其统计显著性与三因子模型相似, 拟合优度与三因子模型非常相近, 在情绪因子上的暴露程度非常低。

综上所述, 主动股票型基金并不能显著跑赢市场, 这主要是因为主动股票型基金在规模因子和价值因子的负向暴露给绩效带来明显负面影响所致。在考虑了股票市场的规模效应和价值效应, 主动型股票基金才能显著跑赢市场。这一结论与普通股票型基金显著跑赢其基准并不矛盾, 因为普通股票型基金也同样不能显著跑赢市场, 也只有在考虑股票市场的规模效应和价值效应后, 其超额收益才显著。

表8: 基金组合收益的四因子模型分析

	大型基金	中大型基金	中小型基金	小型基金	全部基金
超额收益	1.23 (0.572)	4.69** (1.99)	6.44*** (2.59)	6.74*** (3.06)	4.10* (1.82)
市场因子	0.874*** (26.7)	0.816*** (21.6)	0.804*** (24.1)	0.819*** (29.3)	0.837*** (25.4)
规模因子	-0.183** (-2.18)	-0.120 (-1.23)	-0.111 (-1.28)	-0.0718 (-0.958)	-0.139 (-1.62)
价值因子	-0.283*** (-2.73)	-0.396*** (-3.25)	-0.400*** (-3.70)	-0.337*** (-3.34)	-0.349*** (-3.25)
情绪因子	0.0289 (0.438)	0.0285 (0.365)	0.0205 (0.307)	0.0126 (0.190)	0.0254 (0.377)
调整拟合优度	0.909	0.892	0.901	0.914	0.909

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理; 注: 括号内为 t 统计量的检验值, ***, **, * 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

4 基金组合绩效的进一步分析

在上一篇报告《主动股基赚的是多少钱?》中, 我们发现基于 TTM 扣非净利润的环比指标构建的成长因子能够较好地解释普通股票型基金组合在 2019 年 1 月至 2021 年 11 月和 2021 年 12 月至 2024 年 12 月这 2 个子区间的超越基准收益。因此这里我们也利用这一因子来解释主动型股票基金的绩效表现, 并对这一因子的市场表现进行全面分析。

4.1 成长因子的构建与检验

这里在 Liu 等 (2019) 的中国股票市场三因子模型的基础上构建成长因子。在每个月底, 我们先剔除上市不足 12 个月的股票; 然后剔除最近 12 个月交易天数不足 120 天或者最近 20 个交易日交易天数不足 15 天的股票, 这样可以避免因长期停牌导致的股票异常收益率; 最后剔除截至月底总市值最小的 30% 的股票。经过上述筛选后, 我们根据 TTM 扣非净利润的环比指标的大小将余下样本分成 3 组, 其中指标最低组和最高组的股票数量各占 30%, 指标居中的组合占 40% 的股票数量, 并计算这 3 个组合自由流通市值加权的下一个月的收益率。那么, 成长因子收益率为做多成长指标值最高组、做空成长指标值最低组的对冲组合的收益率。

各分组的收益率随成长指标递增。成长指标最低组、中间组和最高组的年化收益分别为 4.55%、10.7%、14.5%, t 统计量分别为 0.665、1.85、2.23, 均随成长指标递增。波动率方面, 成长指标最低组最高, 其次是成长指标最高组。

成长因子具有较高的年化收益, 且非常显著。成长因子的年化收益高达 9.91%, t 统计量高达 3.54; 而同期市场、规模、价值、情绪因子的年化收益分别为 10.3%、5.83%、7.41%、10.1%, t 统计量分别为 1.67、1.78、2.18、2.47。成长因子的收益率略低于市场因子和情绪因子, 但 t 统计量明显更高。

表9: 成长指标分组及其对冲组合的绩效表现

	成长指标最低组	成长指标中间组	成长指标最高组	对冲组合
年化平均月收益率	4.55%	10.7%	14.5%	9.91%
年化标准差	27.4%	23.1%	25.9%	11.2%
t 统计量	0.665	1.85	2.23	3.54

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

单因子模型下，各分组的超额收益也呈现出随成长指标递增的特征。成长指标最低组、最高组和对冲组合的年化超额收益分别为-6.54%、3.96%和10.5%，都非常显著。成长指标最低组显著跑输市场，而成长指标最高组显著跑赢市场。对冲组合的超额收益更多地来自于做空成长指标最低组。

表10: 成长指标分组及其对冲组合收益的单因子模型分析

	成长指标最低组	成长指标中间组	成长指标最高组	对冲组合
超额收益	-6.54*** (-4.20)	0.939 (1.30)	3.96*** (2.60)	10.5*** (3.85)
市场因子	1.11*** (47.7)	0.933*** (68.0)	1.03*** (38.1)	-0.0808* (-1.93)
调整拟合优度	0.941	0.977	0.953	0.0321

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：括号内为 t 统计量的检验值，***, **, * 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

三因子模型下，各分组超额收益与成长指标正相关的现象依然存在，同时各分组在规模和/或价值因子上存在显著的暴露。成长指标最低组、最高组和对冲组合的年化超额收益分别为-6.05%、5.08%和11.1%，都非常显著。对冲组合的超额收益中来自做多成长指标最高组的比例明显提升。成长指标最低组有显著的正向规模因子暴露和负向价值因子暴露，即该分组配置有更多小盘股和高估值股票；而成长指标中间组在规模和价值因子的暴露情况正好与最低组相反；成长指标最高组只在价值因子上有显著的负向暴露；对冲组合则只在规模因子上存在显著的负向暴露，源自于做空成长指标最低组。

表11: 成长指标分组及其对冲组合收益的三因子模型分析

	成长指标最低组	成长指标中间组	成长指标最高组	对冲组合
超额收益	-6.05*** (-3.56)	0.104 (0.180)	5.08*** (3.19)	11.1*** (3.60)
市场因子	1.07*** (47.8)	0.961*** (88.3)	1.01*** (34.0)	-0.0577 (-1.18)
规模因子	0.201*** (3.65)	-0.0711*** (-3.66)	-0.0162 (-0.289)	-0.217** (-2.08)
价值因子	-0.182*** (-2.85)	0.141*** (6.88)	-0.119** (-2.43)	0.0637 (0.614)
调整拟合优度	0.964	0.988	0.956	0.125

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：括号内为 t 统计量的检验值，***, **, * 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

四因子模型下，三因子模型中大部分结论不变，同时大部分组合在情绪因子上也存在显著的暴露。对冲组合的超额收益提升至年化 12.5%，做多和做空的贡献各占一半。成长指标中间组在情绪因子上有显著的正向暴露，即配置了更多低换手率的股票。成长指标最高组在价值因子上的负向暴露不在显著，而转为在情绪因子上有显著的负向暴露，即配置了更多高换手率的股票。对冲组合在规模、价值和情绪因子上都存在显著的暴露，其中在规模因子上的负向暴露和价值因子上的正向暴露来源于做空成长指标最低组，而在情绪因子上的负向暴露来源于做多成长指标最高组。

表12: 成长指标分组及其对冲组合收益的四因子模型分析

	成长指标最低组	成长指标中间组	成长指标最高组	对冲组合
超额收益	-6.41*** (-3.59)	-0.349 (-0.611)	6.08*** (3.83)	12.5*** (3.94)
市场因子	1.08*** (42.4)	0.970*** (86.7)	0.991*** (30.2)	-0.0847 (-1.54)
规模因子	0.208*** (3.63)	-0.0614*** (-3.39)	-0.0376 (-0.652)	-0.246** (-2.25)
价值因子	-0.237*** (-3.22)	0.0715*** (2.89)	0.0352 (0.57)	0.272** (2.17)
情绪因子	0.0652 (1.06)	0.0833*** (3.85)	-0.185*** (-2.90)	-0.250** (-2.09)
调整拟合优度	0.964	0.989	0.961	0.179

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理; 注: 括号内为 t 统计量的检验值, ***, **, * 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

综上所述, 成长因子具有明显的溢价现象, 这一溢价现象无法用中国三因子或四因子模型来解释, 是除市场、规模、价值、情绪以外的又一重要因子。

从相关系数来看, 成长因子与市场因子、规模因子负相关, 与价值因子、情绪因子正相关。这表明, 市场表现好或者小盘股跑赢大盘股时, 高成长股更有可能跑输低成长股; 而当低估值股跑赢高估值股或者低换手率股跑赢高换手率股时, 高成长股则更有可能跑赢低成长股。由于这里的成长因子是反映近期已实现的短期盈利成长, 因此高成长股更多表现出一些大盘股与价值股的特征, 这与成长因子对冲组合具有显著的负向规模因子暴露和正向价值因子暴露一致。

表13: 因子收益率的相关系数

	市场因子	规模因子	价值因子	情绪因子
规模因子	0.108			
价值因子	-0.302	-0.455		
情绪因子	-0.380	-0.424	0.782	
成长因子	-0.193	-0.330	0.251	0.0924

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

4.2 基金组合绩效的进一步解释

考虑到四因子模型对各基金组合收益的解释能力相较于三因子模型没有提升, 这里先在中国三因子模型基础上纳入成长因子, 来解释各基金组合收益。

成长因子能解释较大一部分各基金组合在三因子模型下的超额收益。在三因子模型下, 大型、中大型、中小型、小型、全部基金组合的超额收益分别为 1.00%、3.79%、5.42%、6.37%、3.27%, 而纳入成长因子后, 超额收益分别降至-0.251%、1.73%、3.29%、3.75%、1.45%; 同时超额收益的统计显著性大幅下降, 中大型、中小型基金组合不再具有显著的超额收益, 仅小型基金组合的超额收益达到 10% 的显著性水平。

各基金组合在市场、规模、价值因子暴露上变化不大。各基金组合的市场因子 β 值在 0.802-0.852, 与三因子模型下 β 值 0.791-0.842 的分布范围相近; 规模因子暴露的范围为-0.165 至-0.0254, 与三因子模型的-0.200 至-0.0764 的分布范围相近; 价值因子暴露的范围为-0.362 至-0.256, 与三因子模型的-0.350 至-0.245 的分布范围差距相近。统计显著性方面亦是如此, 大型基金组合在规模因子的负向暴露显著, 各基金组合在价值因子上的负向暴露非常显著。

大部分基金组合在成长因子上的正向暴露显著。各基金组合在成长因子上的暴露为 0.161-0.235，暴露值的绝对大小要高于在规模因子上的暴露。统计显著性方面，除大型基金组合外，其他基金都有显著或非常显著的成长因子暴露。

表14: 基金组合收益的因子模型分析（中国三因子+成长因子）

	大型基金	中大型基金	中小型基金	小型基金	全部基金
超额收益	-0.251 (-0.127)	1.73 (0.816)	3.29 (1.48)	3.75* (1.81)	1.45 (0.711)
市场因子	0.852*** (27.3)	0.809*** (24.2)	0.802*** (25.5)	0.811*** (32.5)	0.825*** (26.8)
规模因子	-0.165** (-2.06)	-0.0773 (-0.921)	-0.0615 (-0.826)	-0.0254 (-0.369)	-0.104 (-1.33)
价值因子	-0.256*** (-3.48)	-0.332*** (-4.09)	-0.362*** (-4.59)	-0.351*** (-5.10)	-0.310*** (-4.09)
成长因子	0.161 (1.59)	0.210** (2.40)	0.195** (2.43)	0.235*** (3.53)	0.190** (2.16)
调整拟合优度	0.914	0.905	0.912	0.922	0.915

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：括号内为 t 统计量的检验值，***，**，* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

进一步纳入情绪因子能提高因子模型对基金组合收益的解释。与四因子模型分析的结果相比，各基金组合在情绪因子上的暴露值有明显提升，从之前的 0-0.988 提升至目前的 0.062-0.149，暴露程度也超过在规模因子暴露值的绝对大小，而且大型基金组合的正向情绪因子暴露还达到了 5% 的显著性水平。另外，各基金组合在价值因子、成长因子的暴露程度及其显著性也有所提升。

五因子模型能进一步解释各基金组合的超额收益。超额收益由之前 -0.251% 至 3.75% 进一步下降至 -1.50% 至 3.23%，统计显著性也进一步下降，各基金组合的超额收益都达不到 10% 的显著性水平。

表15: 基金组合收益的因子模型分析（中国四因子+成长因子）

	大型基金	中大型基金	中小型基金	小型基金	全部基金
超额收益	-1.50 (-0.725)	0.807 (0.363)	2.79 (1.21)	3.23 (1.52)	0.527 (0.247)
市场因子	0.870*** (24.4)	0.823*** (20.8)	0.810*** (22.4)	0.819*** (27.8)	0.839*** (23.4)
规模因子	-0.139* (-1.84)	-0.0581 (-0.685)	-0.0512 (-0.668)	-0.0147 (-0.201)	-0.0845 (-1.09)
价值因子	-0.382*** (-4.56)	-0.427*** (-4.19)	-0.413*** (-4.62)	-0.404*** (-4.53)	-0.404*** (-4.50)
情绪因子	0.149** (2.08)	0.111 (1.38)	0.0596 (0.848)	0.0620 (0.890)	0.111 (1.53)
成长因子	0.200** (2.14)	0.239*** (2.75)	0.211*** (2.59)	0.252*** (3.88)	0.220*** (2.58)
调整拟合优度	0.917	0.906	0.912	0.923	0.917

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：括号内为 t 统计量的检验值，***，**，* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

5 稳健性分析

本报告的各因子的构建方法基于 Liu 等（2019）的因子模型，为了避免股票壳价值干扰，Liu 等（2019）剔除了总市值最小的 30% 的股票。不过 Liu 等（2019）研究的时间区间是 2000-2016 年，而本报告研究的时间区间是 2009-2024 年，考虑

到在本报告的时间样本中股票壳价值的影响或许有限，这里不再剔除总市值最小的 30%的股票来构造因子收益率，并检验其对主动型股票基金组合的解释能力。

不剔除总市值最小的 30%的股票，各因子中规模因子收益率变化最大。规模因子年化收益率提升了 6.3 个百分点至 12.1%；市场因子收益率也提升了 0.86 个百分点至 11.1%，情绪、成长和价值因子的收益率则均出现下降，分别下降 1.84、1.20 和 1.13 个百分点至 8.29%、8.71%、6.28%。虽然各年化收益有明显变化，但新因子收益率与原因子收益率仍高度相关，相关系数均在 0.96 以上。

表16: 基金组合收益的因子模型分析（中国四因子+成长因子）

	剔除 30%样本			不剔除样本			相关系数
	年化收益	年化波动	t 统计量	年化收益	年化波动	t 统计量	
市场因子	10.3%	24.4%	1.68	11.1%	24.5%	1.82	0.999
规模因子	5.83%	13.3%	1.75	12.1%	13.8%	3.52	0.973
价值因子	7.41%	11.5%	2.57	6.28%	10.5%	2.38	0.962
情绪因子	10.1%	13.9%	2.91	8.29%	12.8%	2.59	0.985
成长因子	9.91%	11.2%	3.54	8.71%	11.1%	3.13	0.986

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：括号内为 t 统计量的检验值，***, **, * 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

不剔除股票样本的单因子模型的主要结论与原单因子模型一致，各基金组合的超额收益随组合基金规模递增，但都不显著。各基金组合的年化超额收益率为-2.35% 至 2.35%，较原单因子模型均下降了 0.7 个百分点，这主要是市场因子收益率提升了 0.86 个百分点，由于各基金组合的市场因子暴露变化不大， β 值为 0.84-0.87，因此超额收益要下降 0.7 个百分点左右。拟合优度也与原单因子模型相近，处于 0.87-0.89 的较高水平。

表17: 基金组合收益的单因子模型分析

	大型基金	中大型基金	中小型基金	小型基金	全部基金
超额收益	-2.35	-0.0442	1.18	2.35	-0.477
	(-1.19)	(-0.0214)	(0.572)	(1.15)	(-0.239)
市场因子	0.865***	0.840***	0.840***	0.846***	0.851***
	(26.1)	(21.5)	(24)	(24.3)	(24.3)
调整拟合优度	0.890	0.874	0.877	0.886	0.887

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：括号内为 t 统计量的检验值，***, **, * 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

在不剔除股票样本的三因子模型下，各基金组合都具有正的超额收益，这与原三因子模型的结果相同。不过这些超额收益的大小有所下降，下降了 0.13-0.49 个百分点，基金规模越小的组合下降越多。同时各基金组合超额收益的显著性也有所下降，仅中小型和小型基金组合的超额收益显著，而原三因子模型下中大型基金组合也有显著的超额收益。

在不剔除股票样本的三因子模型下，各基金组合在规模、价值因子上暴露为负，且大部分显著，这与原三因子模型的结果类似。相较于原三因子模型中，这里各基金组合的规模因子暴露有所提升，显著性增强；而价值因子的暴露有所下降，显著性降低。各基金组合的拟合优度为 0.886-0.903，明显低于原三因子模型下的 0.897-0.912，平均下降了 0.01。

表18: 普通股票型基金组合收益的三因子模型分析

	大型基金	中大型基金	中小型基金	小型基金	全部基金
超额收益	1.41 (0.597)	3.69 (1.43)	5.06 [*] (1.90)	5.88 ^{**} (2.27)	3.28 (1.32)
市场因子	0.852 ^{***} (25.9)	0.809 ^{***} (22.9)	0.803 ^{***} (25.2)	0.809 ^{***} (27.7)	0.825 ^{***} (25.3)
规模因子	-0.221 ^{***} (-2.7)	-0.159 [*] (-1.79)	-0.148 [*] (-1.85)	-0.124 (-1.64)	-0.178 ^{**} (-2.17)
价值因子	-0.156 [*] (-1.82)	-0.247 ^{**} (-2.55)	-0.283 ^{***} (-2.97)	-0.273 ^{***} (-3.22)	-0.22 ^{**} (-2.45)
调整拟合优度	0.903	0.886	0.892	0.899	0.899

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理; 注: 括号内为 t 统计量的检验值, ***, **, * 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

不剔除股票样本的五因子模型能进一步解释各基金组合在三因子模型下的超额收益。在三因子模型下, 大型、中大型、中小型、小型、全部基金组合的超额收益分别为 1.41%、3.69%、5.06%、5.88%、3.27%, 而五因子模型下, 超额收益分别降至-0.556%、1.54%、3.54%、3.85%、1.34%。与原五因子模型相比, 这些超额收益率分别提升了 0.62-0.94 个百分点。

在不剔除股票样本的五因子模型下, 各基金组合在规模、价值、情绪因子的暴露为负, 在成长因子上的暴露为正。与三因子模型相比, 各基金组合在规模和价值因子上的暴露方向相同, 但暴露程度有所变化, 其中各基金组合在规模因子上的暴露程度均有所提升, 而在价值因子上的暴露程度则大都出现下降。与原五因子模型相比, 各基金组合在成长因子上的暴露方向相同, 但在情绪因子上的暴露方向相反。另外, 拟合优度也比原五因子模型平均下降 0.01。

表19: 基金组合收益的因子模型分析 (中国四因子+成长因子)

	大型基金	中大型基金	中小型基金	小型基金	全部基金
超额收益	-0.556 (-0.249)	1.54 (0.640)	3.54 (1.41)	3.85 [*] (1.65)	1.34 (0.577)
市场因子	0.863 ^{***} (23.2)	0.816 ^{***} (19.9)	0.803 ^{***} (21.4)	0.813 ^{***} (25.9)	0.832 ^{***} (22.2)
规模因子	-0.179 ^{**} (-2.47)	-0.111 (-1.40)	-0.111 (-1.52)	-0.0772 (-1.12)	-0.135 [*] (-1.84)
价值因子	-0.171 [*] (-1.86)	-0.216 ^{**} (-2.03)	-0.197 ^{**} (-1.96)	-0.196 ^{**} (-2.06)	-0.192 ^{**} (-1.98)
情绪因子	-0.0127 (-0.177)	-0.0727 (-1.01)	-0.130 [*] (-1.90)	-0.127 ^{**} (-2.18)	-0.0657 (-0.959)
成长因子	0.181 (1.63)	0.220 ^{**} (2.11)	0.185 [*] (1.91)	0.229 ^{***} (2.87)	0.198 [*] (1.95)
调整拟合优度	0.907	0.895	0.902	0.913	0.906

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理; 注: 括号内为 t 统计量的检验值, ***, **, * 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

不同因子收益率下, 基金组合收益率拆分的结果整体一致。一是市场因子贡献是最大的正向贡献部分, 大部分基金组合的收益都能超过市场因子贡献。二是规模、价值因子是负向贡献; 在剔除样本的五因子模型中, 价值因子对各基金组合的负向贡献程度要明显大于规模因子; 而在不剔除样本的模型中, 规模因子对大型基金和全部基金组合的负向贡献程度要明显大于价值因子。三是成长因子是正向贡献。在剔除样本的模型中, 成长因子的正向贡献程度要低于价值因子的负向贡献程度, 但高于规模、情绪因子; 而在不剔除样本的模型中, 成长因子的贡献程度则要高于价值因子。

基金组合收益在不同因子收益率下进行拆分的主要区别在于情绪因子的贡献方向不同。另外，在不剔除样本的因子收益率中，规模因子收益率大幅提升，市场因子收益率略有提升，其他因子收益率是略有下降，因此比较两模型中各因子的贡献程度，在不剔除样本的模型中，规模和市场因子对各基金组合收益的贡献程度要更高，而其他因子的贡献程度则要相对更低。

表20: 基金组合收益拆分

	组合超无风险资产的收益	超额收益	市场因子	规模因子	价值因子	情绪因子	成长因子
剔除 30%股票样本的五因子模型							
大型基金	4.83	-1.50	6.48	-0.811	-2.83	1.51	1.98
中大型基金	6.93	0.807	6.13	-0.339	-3.16	1.12	2.37
中小型基金	8.16	2.79	6.03	-0.299	-3.06	0.604	2.09
小型基金	9.37	3.23	6.1	-0.0855	-2.99	0.628	2.49
全部基金	6.59	0.527	6.25	-0.493	-2.99	1.12	2.18
不剔除股票样本的五因子模型							
大型基金	4.83	-0.556	7.17	-2.17	-1.07	-0.105	1.57
中大型基金	6.93	1.54	6.78	-1.34	-1.36	-0.603	1.91
中小型基金	8.16	3.54	6.67	-1.35	-1.24	-1.08	1.61
小型基金	9.37	3.85	6.75	-0.937	-1.23	-1.05	1.99
全部基金	6.59	1.34	6.91	-1.63	-1.21	-0.545	1.73

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：括号内为 t 统计量的检验值，***, **, * 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

6 主要结论与讨论

本报告研究了包含普通股票型基金和偏股混合型基金在内的主动型股票基金的性能表现。与研究基金跑赢其基准不同，本报告研究的是基金能否跑赢市场，即 A 股大部分股票自由流通市值加权的股票组合。根据基金规模的大小构建了多个基金组合，并采用因子模型分析主动型股票基金的性能表现，研究结果发现：

1、多数主动型基金组合都能跑赢市场，但他们的超额收益并不显著。单因子模型下，全部基金组合、大型、中大型、中小型、小型基金组合的年化超额收益分别为 0.216%、-1.66%、0.646%、1.87%、3.05%，即使是年化超额收益超过 3% 的小型基金组合，其超额收益也没有达到 10% 的显著性水平。

上述结论似乎与普通股票型基金能获取显著的超越其基准的收益矛盾，在上一篇报告《主动股基赚的是多少钱？》中，我们发现全部普通股票型基金组合超越其基准的年化收益高达 3.77%。这一看似矛盾的现象，主要是由于比较基准不同所致，比如一些规模较大的普通股票型基金或偏股混合型基金的比较基准为特定行业或行业主题指数，而这些基准指数长期来看表现要弱于市场整体。

具体来看，单因子模型下，全部普通股票型基金组合的年化超额收益仅为 0.628%，远低于其超越基准的 3.77% 的年化收益。其各个规模分组的年化超额收益分别为 -1.86%、0.958%、2.63%、3.59%，也是多数基金组合能跑赢市场，小型普通股票型基金组合的超额收益达到了 10% 的显著性水平，与主动型基金组合的结论一致。

2、主动型基金偏好大盘股和高估值股票，其中多数基金组合对大盘股的偏好并不明显，但对高估值股票的偏好则均非常显著。主动型基金在规模因子和价值因子的负向暴露对其绩效表现产生明显负面影响。若考虑股票规模效应和价值效应，多数主动型股票基金组合能显著跑赢市场。具体而言，在考虑了规模和价值

的三因子模型下，各基金组合都具有正的超额收益，而且大都显著。全部基金组合、大型、中大型、中小型、小型基金组合的年化超额收益分别为 3.57%、1.54%、4.07%、5.46%、6.37%，其中中大型、中小型、小型基金组合的超额收益分别达到了 10%、5%和 1%的显著性水平。各基金组合在规模因子的暴露为-0.145、-0.200、-0.123、-0.104、-0.0764，负向暴露对年化超额收益的影响为-0.85%、-1.17%、-0.72%、-0.61%、-0.45%；各基金组合在价值因子的暴露为-0.298、-0.245、-0.319、-0.350、-0.336，负向暴露对年化超额收益的影响为-2.21%、-1.82%、-2.36%、-2.59%、-2.49%。

3、成长因子的年化收益较高，且在考虑企业规模、价值和情绪因素后仍然非常显著。本报告采用 TTM 扣非净利润的环比增长指标来反映企业盈利的短期增长，该成长因子的年化收益为 9.91%，其单因子、三因子、四因子模型下的超额收益更是高达 10.5%、11.1%、12.5%，均非常显著。

4、主动型基金偏好高成长股，且多数基金组合的成长股偏好较为显著。主动型基金在成长因子的正向暴露对其业绩产生正面影响。若进一步考虑股票的成长因素，多数基金组合虽然能跑赢市场，但超额收益不再显著。具体而言，在五因子模型中，全部基金组合、大型、中大型、中小型、小型基金组合在成长因子的暴露分别为 0.220、0.200、0.239、0.211、0.252，且都显著；正向暴露对年化超额收益的影响分别为 2.18%、1.98%、2.37%、2.09%、2.49%。在四因子模型中，各基金组合的年化超额收益为 3.27%、1.00%、3.79%、5.42%、6.37%，多数基金组合的超额收益显著，而加入成长因子后，年化超额收益降至 0.527%、-1.50%、0.807%、2.79%、3.23%，均不再显著。

5、从因子贡献的绝对大小来看，除市场因子外，价值因子有较大的负面贡献，成长因子有较大的正面贡献，而情绪因子和市场因子的贡献程度较小。具体来看，在五因子模型中，市场因子贡献为 6.03%至 6.48%，价值因子贡献为-3.16%至 -2.83%，成长因子贡献为 1.98%至 2.49%，情绪因子贡献为 0.604%至 1.51%，规模因子贡献为-0.811%至-0.0855%。另外，中小型和小型基金的超额收益也有较高的正面贡献。

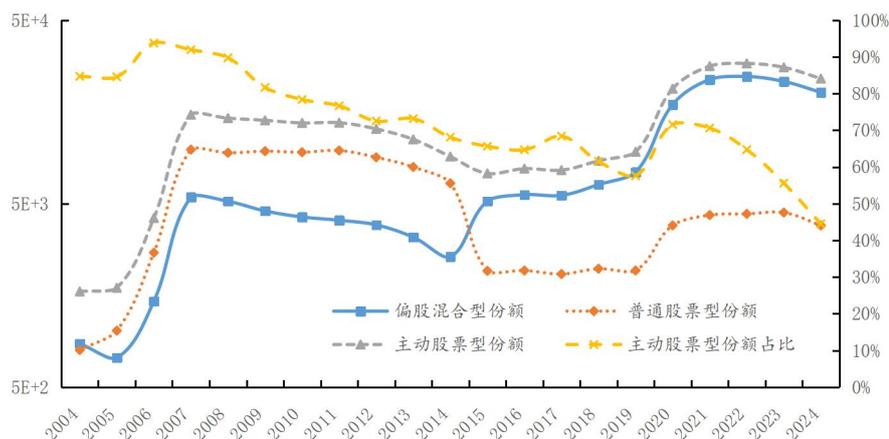
附录

考虑到资产净值受到A股市场波动的影响,这里分析主动型基金份额。在截至2024年的20年时间区间里,主动型股票基金的份额也主要是在2个区间里出现大幅增长,其中第一个大幅增长区间就是2005年至2007年,2007年主动型股票基金的份额较3年前的2004年提升了8.19倍,年化增速高达109%,普通股票型和偏股混合型基金的年化增速分别为131%和84.4%;而第2个大幅增长区间则是2020年至2021年,主动型股票普通股票型和偏股混合型基金的年化增速分别为71.1%、41.6%和78.8%,大都远低于前一个大幅增长区间的提升。

除了上述2个份额出现大幅增长的时间区间外,2016年至2019年主动型股票基金份额出现缓慢增长,年化增速为7.00%。而在2008年至2015年的前一个区间里,主动型股票基金份额则是缓慢下降,年化增速为-8.80%。

在截至2024年的20年时间区间里,主动型基金占比整体呈下降趋势,资产净值和份额占比分别从2006年的历史高点93.1%和93.7%下降至2024年的历史低点41.5%和44.5%;其中2024年的资产净值和份额占比下降最快,分别为17.3%和11.1%。不过在2020年,主动型基金资产净值和份额占比也曾出现过较大提升,幅度分别为15.2%和13.9%。

图9: 主动股票型基金份额与占比



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理; 注: 主动型股票型基金占比=(偏股混合型基金+普通股票型基金)/(偏股混合型基金+普通股票型基金+被动指数型股票基金+增强指数型股票基金)

风险提示

本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议；文中涉及的个股、基金产品仅作为梳理列举，不作为任何投资推荐依据。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032