



投资中如何抄作业

联系人 吴晨曦
电子邮箱 wu.chenxi@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

抄作业无法避开的三个要素是

1. 找到有技能的人选
2. 了解其真实的持仓
3. 保持较小的追踪误差

一、缩小抄作业的范围

先看第二个条件，真实的持仓。

网络上有大量主动公布的组合和策略，其中不乏亮眼的表现。但背后可能会是这样的情
况——创建数百个不同的持仓，最终展现其中表现最优秀的一个。比如一些基金会发行多个
小规模产品，然后以回报最高的一个作为自己历史业绩的呈现。

应对的方法就是拔高对方的造假成本。

1. 不考虑别人说了什么，只观察别人做了什么。
2. 只看资产规模较高的基金或个人。

再看第三个条件，较小的追踪误差。

基金的持股披露有一定的滞后性。即使复制了组合里同样的股票，但不同的价格和持仓
比例和产生重大影响。以远高于对方的价格满仓买入其小仓位的股票，就像在林间捷径里开
着超载卡车。

这种误差无法消除，只能稀释。

1. 以季度、半年、年的频率追踪
2. 只观察其重仓股（假设重仓股被调整的频率更低）

二、寻找技能的误区

第一个条件是最难的，即找到有技能的人选。

以下参考张潇雨的思路。

图表 1 战胜市场的基金经理比例

Report 1: Percentage of U.S. Equity Funds Outperformed by Benchmarks						
FUND CATEGORY	COMPARISON INDEX	1-YEAR (%)	3-YEAR (%)	5-YEAR (%)	10-YEAR (%)	15-YEAR (%)
All Domestic Funds	S&P Composite 1500	67.40	70.59	80.09	84.49	87.40
All Large-Cap Funds	S&P 500	63.17	71.24	77.97	82.06	86.40
All Mid-Cap Funds	S&P MidCap 400	43.69	49.66	59.34	74.51	81.40
All Small-Cap Funds	S&P SmallCap 600	46.79	56.70	66.67	75.27	81.40

资料来源：标普指数官方，铜冠金源期货

标普指数官方每年都会做这样的统计：美国股市里到底有多少主动型基金经理能够战胜市场。2020 年的数据是：从 10~15 年的长期来看，近九成的专业人士无法赢过指数；如果把统计年限放宽到 3~5 年，超过七成的基金经理落后于市场。这个结论几乎放之四海而皆准。

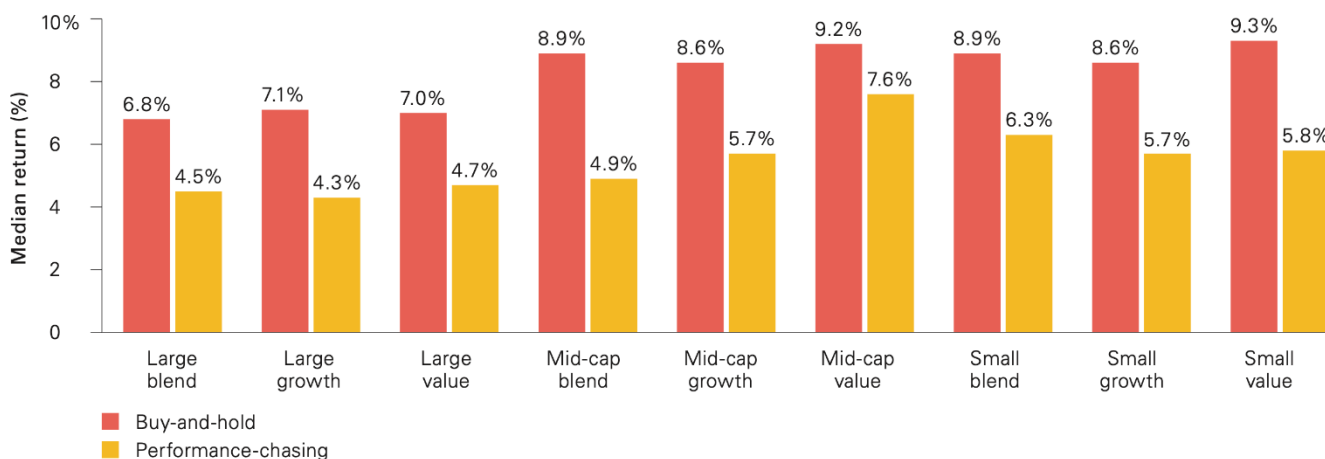
那么，如果将业绩较差的基金经理筛出，是否剩余的就是有技能的人选呢？

先锋集团测试了这个策略，他们找出了从 2004—2006 年三年里回报超过平均值的基金并且买入。然后，在接下来的每一年里，只要某只基金的过去三年的回报跌到了平均值以下，就把它卖出，然后买入表现最好的 20 只基金。最后，来统计从 2004 年到 2013 年十年里这种投资方法的回报。

对照组的投资策略是：随便投资一些基金，除非这只基金被关掉了，否则坚决不卖出。

图表 1 红色为持有不动策略，黄色为追逐业绩策略

Figure 1. Buy-and-hold was superior to a performance-chasing strategy across the board: 2004–2013



资料来源：先锋集团，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

研究发现，无论买成长股、价值股、大盘股、小盘股，甚至混合股，只要根据历史业绩好坏来判断一只基金并投资，那回报一定是不如随机买入并持有的策略。而且平均差距有2~3个百分点。

三、误区的成因

◆ 投资中的技能与运气 论述过投资是混合了技能和运气的游戏。根据历史业绩抄作业画虎不成反类犬，很重要的原因是人们无法鉴别历史业绩源于技能还是运气。技能只有通过决策过程来衡量，但是卓越的投资又是反共识而难以被理解的，这产生了抄作业的难点。

四、系统性的寻找技能

鲸鱼指数提供了很好的思路——单纯以历史业绩难以过滤运气的作用，但如果用多个条件呢？

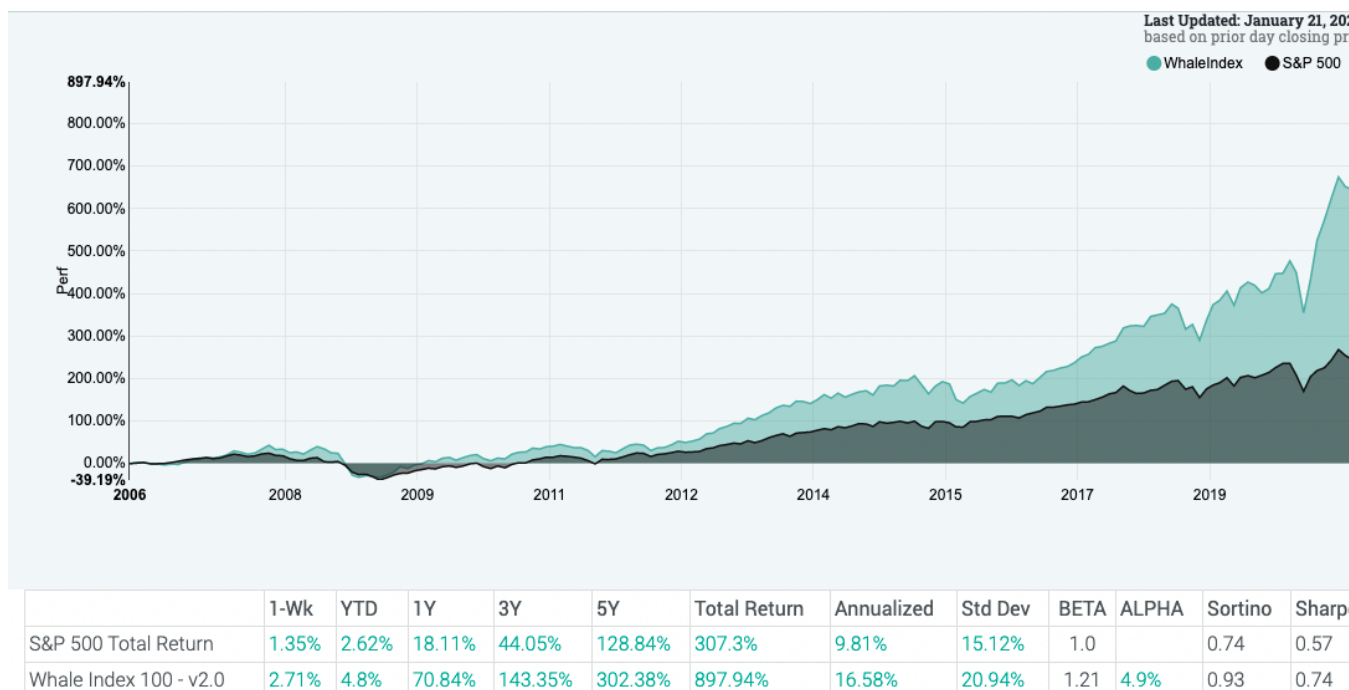
鲸鱼指数选择方法是这样的：

首先，基金要有连续三年的每个季度的持仓披露，持有 5~750 只公司股票，管理规模一亿美元以上，持有的前 20 只股票仓位占比要在 20%以上，才能入选；

然后，在这个基础上，选出一年内成绩超过标普 500 指数的基金经理；

最后，在这些人中再选出收益最高的 60 名基金经理，他们所持有最多的 100 只股票，就构成了这个 Whale Index 100 指数。

图表 3 鲸鱼指数



资料来源：Whalesisdom，铜冠金源期货

从 2006 年开始到 2021 年 1 月 21 日, 鲸鱼指数年化收益是 16.58%, 而 S&P500 是 9.81%, 并且夏普比率也优于标普 500 指数。

五、在中国寻找技能

模仿鲸鱼指数设置三个条件:

1. 回测日之前, 基金成立三年以上
2. 基金前一年的回报超过万得全 A 指数
3. 基金规模 10 亿人民币以上

以 2019 年底为节点, 最终在 582 家开放式股票型基金 (含已摘牌数据) 选出 73 家基金。

2019 基金重仓股筛选结果

如果于 2020 年 1 月 1 日, 等权重买入最大重仓股并持有一年, 回报率为 92.37%。同期万得全 A 指数回报为 25.6%, 所有样本回报为 64.14%。

以 2018 年底为节点, 有 38 家基金符合条件。

2018 基金重仓股筛选结果

如果于 2019 年 1 月 1 日, 等权重买入最大重仓股并持有一年, 回报率为 59.12%。同期万得全 A 指数回报为 33%, 所有样本回报为 48.63%。

以 2017 年底为节点, 有 13 家基金符合条件。鉴于样本过少, 将成立年限放宽到 2 年, 有 47 家基金符合条件。

2017 基金重仓股筛选结果 (13 家)

2017 基金重仓股筛选结果 (47 家)

如果于 2018 年 1 月 1 日, 等权重买入最大重仓股并持有一年, 回报率为 -26.34% (小样本数据为 -30.66%)。同期万得全 A 指数回报为 -28.3%, 所有样本回报为 -24.62%。

六、方法的反思

过去的频率不代表未来的概率, 回测效果良好并不代表策略行之有效。

我们也无法证明筛选后的基金的技能水平高于其他基金——毕竟高回报同样可能是运气带来的。筛选条件同样可能筛选掉有技能的基金。我们只能审视决策的过程——是不是以尽可能小的代价, 避开了靠运气的基金?

1. 通过三年以上的成立时间, 过滤了表现不好就新发行产品的基金
 2. 通过十亿元以上基金规模, 过滤了以小规模产品作为宣传卖点的基金
 3. 通过此前一年的收益率, 过滤了运气不够好的基金 (以及部分技能可能不错的基金)
- 并且, 我们只追踪最大重仓股, 维持一年的持仓周期, 减少了追踪的误差。

我们最终只能选择相信这种方法能够找到更高比例具有技能的基金, 而非证明。更合适的抄作业应该具备理解他人的决策过程的能力。

附

2020 基金重仓股筛选结果

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307

室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广

场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655



大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号

期货大厦 2506B

电话：0411-84803386

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来

公寓 1201 室

电话：0371-65613449

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号

伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财

富广场 A2506 室

电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

敬请参阅最后一页免责声明

6/ 6