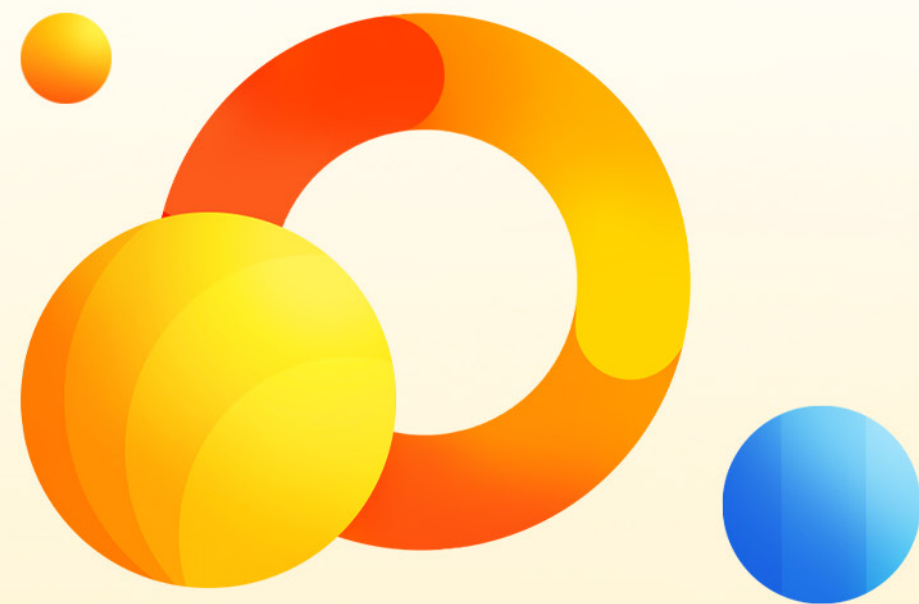




拥抱指数化浪潮 ——指数增强基金全景报告

2024年12月

联合发布:  兴证全球基金
AEGON-INDUSTRIAL FUND  海通证券
HAITONG

I 前言

指数化投资的发展已驶入快车道。从4月的新“国九条”、到9月的国新办发布会、再到上个月刚刚落幕的第三届国际金融领袖投资峰会，推动指数化投资发展这一议题都被不断提及；监管也在指数编制方面做了很多优化，比如以中证A500指数为代表的第三代核心宽基，在编制时考虑了行业均衡，规避了一部分纯市值指数的弊端，这些优化举措也让指数化投资更具有生命力。

数据更直观地印证了这个变化。据海通证券基金研究中心数据，到今年的9月底，境内指数型基金总规模已经达到了约4.66万亿元。如果聚焦权益部分，权益指数基金规模已经超过3.72万亿元，相较二季度末，增加约1.11万亿元。截至三季度末，占权益基金的整体比例已经非常接近50%。放眼海外，情形也是类似，2019年8月，美国资本市场的被动股票基金规模超过主动股基，2023年底，更进一步地，美国被动基金整体规模也超越主动基金。这或许在一定意义上说明，指数基金的大发展，是资本市场逐渐成熟的一种趋势，而我们的公募基金行业也正随之发生重要转变。

在这场指数化浪潮里，有一类特别的产品也在快速发展——指数增强基金。

指数增强基金，是指数投资的另一种形式，顾名思义，就是将指数化投资和主动投资的方法相结合，既能跟踪市场，又具备收益增强的预期。事实上，追溯起来，我国的第一只指数基金，其实正是一只指数增强基金，成立于2002年。

但是到目前，这一类型产品的认知度并不高，海通数据显示，三季度末我国指数增强基金总规模为2341.03亿元，仅占指数型基金总规模的5%。其中，增强股票指数型基金占据绝对主流，占指增基金的94.09%，其次为增强股票ETF，规模占比4.17%，可见从绝对规模上看，指增基金领域仍是蓝海，尚有较大发展空间。

但如果讨论收益的表现，指数增强基金整体上可以说是名实相副的。我们和海通的这份研究报告，着重分析了这一点，可以看到，相较于业绩基准，绝大部分权益指增基金，都能在中长周期获得正向超额收益。在近十年、近七年、近五年的中长周期中，权益指数增强基金超额收益的平均值、中位数，甚至后25%分位数都是正值。即使是与对应的全收益指数进行对比，在绝大部分年份中，指数增强基金的整体表现仍较优。

客观来说，指增基金存在的价值，正在于通过主动投研能力创造相较于指数之外的超额收益，从数据来看，同类中相对出色的指增基金能够很好地完成这一点。

这也正是兴证全球基金想要做的。我们希望在指数化浪潮中顺势而为，结合公司一直以来的优势，在有效跟踪指数的基础上创造阿尔法。力争在指数之上，稳进一步，不求速胜，每年为投资者获取相对比较稳定的超额收益。这是我们发展指数增强型产品线的基础逻辑。

兴证全球基金的第一只指数增强产品，兴全沪深300指数增强型基金，发行于2010年，是全市场第6只沪深300指增基金。到今年九月底，这只基金合计规模已超过89亿元，是跟踪沪深300指数的第二大指数增强基金。2021年，兴证全球第二只指增产品——兴全中证800指数增强基金发行，这两只产品的增强超额收益，整体来看还是很明显的。大约两周前，公司第三只指增产品——兴证全球中证A500指增基金也开始发行。我们的产品策略一直是打造具有核心竞争力，并且能够穿越周期的产品，指增产品线同样如此。

投资非坦途，指数基金的发展也不会一马平川。浪潮来临时，漩涡和湍流也随即而来。指数基金从很久以前开始，就是海外很受欢迎的投资品种之一，但过去十年中，光是美国，就有超过一千只ETF被清算或合并。我想这是一些镜鉴。对于基金管理人而言，一个基金品类是否能有生命力，归根到底还是取决于基民是否有切实的获得感。我们也会持续探索，在指数化浪潮中，如何结合自身的核心竞争力和独特的能力禀赋，以创新的、适合投资者的产品形式，为投资者带来持续的超额回报。

在此，特别感谢海通证券同我们一起，推出了一份有价值的研究报告，在全市场拥抱指数化浪潮的当下，提供了一份指增基金的样本分析，也希望这份报告对广大的指数增强基金投资者有所裨益。

谢治宇

兴证全球基金副总经理

目录

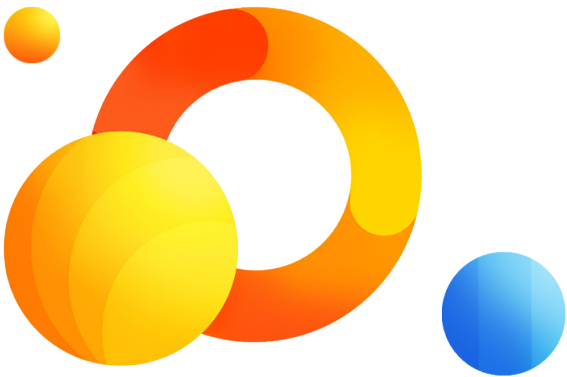
01	全球掀起指数化投资浪潮	01
	1.1 中国:指数基金进入爆发期	02
	1.2 美国:指数基金顶起半边天	03

02	我国指数增强基金的过去和现在	05
	2.1 萌芽期 (2002年-2008年):零的突破 声量未起	05
	2.2 成熟期 (2009年-2018年):品类丰富 再上台阶	05
	2.3 爆发期 (2019年至今):规模快速增长 逐步吸引市场目光	06
	2.4 现状:投资范围国内股票为主 规模集中主流权益宽基指数	07

03	指数增强基金:是复制,更是增强	09
	3.1 起源于复制:遵循契约 风格清晰不漂移	09
	3.2 不止于复制:超额收益更为稳定	10

04	指数增强投资者扫描	15
	4.1 个人投资者更青睐指数增强基金	15
	4.2 以兴全沪深300增强数据为例的投资者行为扫描	16

05	总结及趋势展望	25
----	---------	----



1 全球掀起指数化投资浪潮

指数基金,指的是以特定指数成分股为投资对象,以期获取跟踪标的指数表现收益的基金产品。根据投资目标不同,指数基金可分为两类,一类为完全复制型指数基金,包括指数ETF和复制指数型基金等,这类产品紧密跟踪标的指数,在控制跟踪误差的情况下,追求与指数相仿的收益;另一类为指数增强基金,在跟踪指数的基础上,适当调整投资组合的持仓,在严格控制与目标指数偏离风险的前提下,力争获得超越指数的投资收益。根据交易场所的不同,指数基金还可被分为场外指数基金和场内指数基金(如ETF\LOF等)。

表1 不同类型指数基金的特点对比

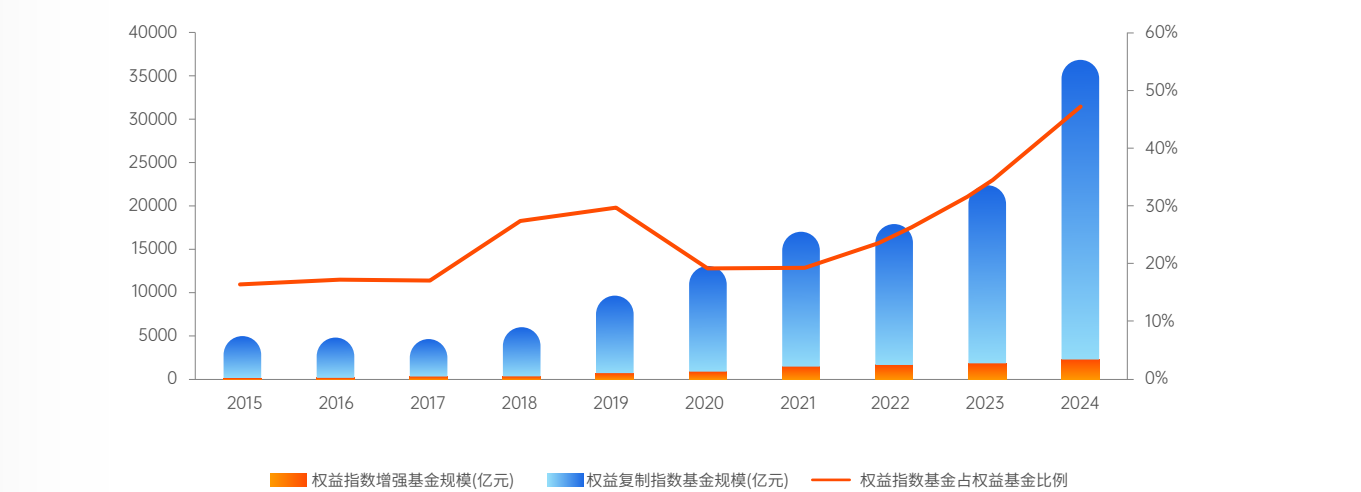
	完全复制指数类产品			指数增强类产品	
	指数ETF	复制指数型基金	ETF联接	增强指数ETF	增强指数型基金
是否上市交易	是	否	否	是	否
投资者参与方式	一级市场申购/ 二级市场买卖	场外现金申购	场外现金申购	一级市场申购/ 二级市场买卖	场外现金申购
投资目标	紧密跟踪标的指数,追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化			在严格控制与目标指数偏离风险的前提下,力争获得超越指数的投资收益	
年化跟踪误差目标	一般为2%-4%	一般为2%-6%	一般为2%-4%	一般为6.5%左右	一般为6%-8%
管理费率	集中于0.15%-0.6%	集中于0.15%-1%	集中于0.15%-0.75%	0.5%-1%	0.5%-1.2%
持仓披露频率	每日通过PCF披露持仓	每季度披露前十大股票持仓,每半年披露全部股票持仓	投向ETF的部分可通过对应PCF查看每日持仓,其余季度披露	每日通过PCF披露持仓	每季度披露前十大股票持仓,每半年披露全部股票持仓
优点	1、盘中实时买卖; 2、一、二级市场套利; 3、接近满仓运作,跟踪误差小; 4、总费率低	1、提供场外投资者参与指数基金的渠道; 2、总费率较低	1、提供场外投资者参与ETF投资的渠道; 2、总费率较低	1、盘中实时买卖; 2、一、二级市场套利; 3、力争获取超越指数的收益	1、提供场外投资者参与指数增强基金的渠道; 2、力争获取超越指数的收益

1.1 中国:指数基金进入爆发期

仿佛在一夜之间,指数基金站在了聚光灯下,成为了国内投资者口中关注度最高的品种之一。

过去几年,A股市场环境有所变化,主动基金的超额收益整体有所下行,此外,叠加政策助力,如2022年4月的《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》,明确提出“支持成熟指数型产品做大做强,加快推动ETF产品创新发展,不断提高权益类基金占比”,2024年4月的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》(又称新“国九条”),提出要“建立交易型开放式指数基金(ETF)快速审批通道,推动指数化投资发展”。国内指数基金进入快速发展阶段。

图1 我国权益指数基金规模及规模占权益基金比例 (2015-2024.9.30)



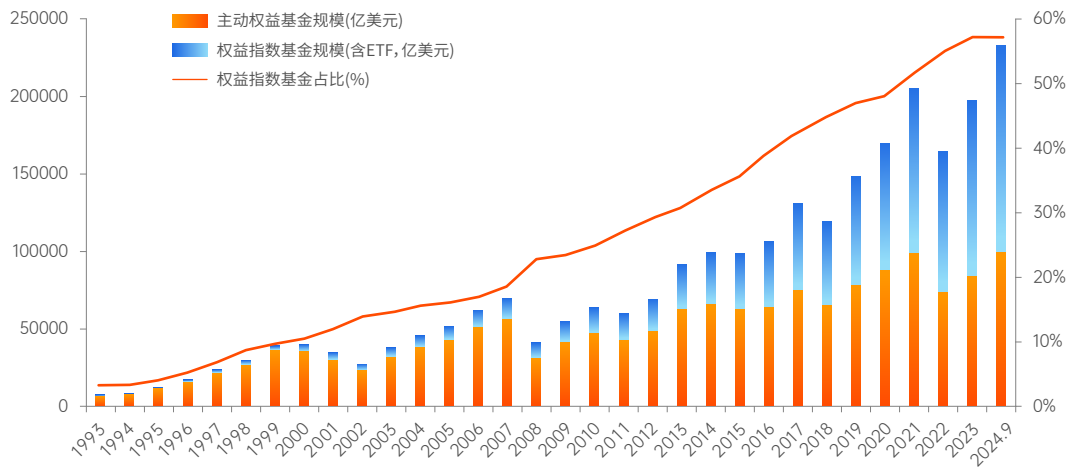
资料来源:Wind,海通证券研究所
注:1、权益指数增强基金包括海通基金评级分类的增强港股指数型、增强股票ETF、增强股票指数型;权益复制指数基金类型包括海通基金评级分类的复制股票指数型、复制港股指数型、港股ETF、股票ETF、港股ETF联接、股票ETF联接、科创ETF、科创ETF联接;权益基金包括海通基金一级分类的股票型和混合型。2、2024年数据截至2024.9.30。

近几年指数基金规模占比连年攀升,无论是完全复制型还是指数增强型基金,其规模和数量一直屡创新高。截至2024年三季度末,权益指数基金(包括权益复制指数基金和权益指数增强基金)规模达到37218.65亿元,占权益基金整体比例达到47.76%。其中,权益复制指数基金规模为34914.09亿元,权益指数增强基金规模为2304.56亿元。指数增强基金的整体规模虽然不大,但近些年增速与完全复制型指数基金大致相当。指数基金加速走入广大投资者的视野,为指数增强基金未来的发展和创新奠定了基础。

1.2 美国:指数基金顶起半边天

事实上,指数基金(含指数增强基金)在海外是最受欢迎的投资品种之一,在过去20余年经历了爆发式的增长。我们以基金市场最为成熟的美国来看,世界上最早的指数基金起源于美国。1976年,先锋集团推出了以跟踪标普500指数为目标的指数型共同基金——先锋500指数基金。80年代后,随着美国股市进入长牛,指数基金跟踪市场的优异表现得到广泛关注,由此指数基金才开始发展。1993年,美国权益指数基金(含ETF)的规模仅为248.7亿美元,占权益基金总规模的比重仅为3.36%。之后占比不断攀升,2008年金融危机之后规模占比迎来了爆发式的增长。截至2024年9月30日,权益指数基金(含ETF)的规模已经达到13.28万亿美元,相比1993年,规模扩张达534倍,在所有权益基金中的占比也达到了57.07%。事实上,在美国,投资顾问、包括FOF形式在内的部分主动基金,也会将投资组合的一部分配置于指数产品,通过行业分配和风格选择的形式,力争实现指数增强的效果。而这部分资金规模也不可小觑,根据ICI披露,截至2023年底,美国FOF规模为3.11万亿美元;据IAA披露,同样截至2023年年底,在美国由投资顾问管理的资产规模达到了128.45万亿美元。

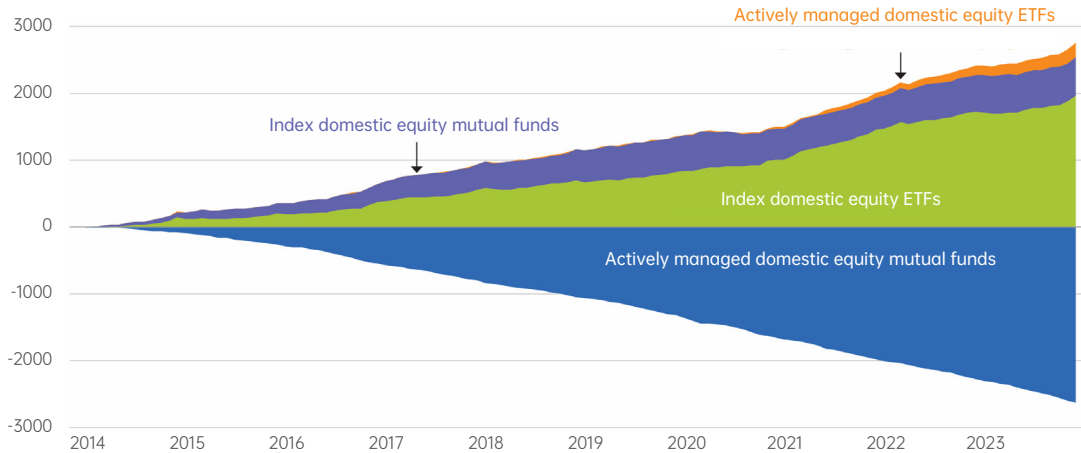
图2 美国权益指数基金规模及占比变动(1993-2024.9.30)



资料来源:ICI, 海通证券研究所

资金流向也充分反映了投资者对指数化投资产品的认可。从2014年到2023年的完整10年间,美国国内权益指数基金(含ETF)净流入约2.5万亿美元资金。

图3 美国国内权益基金申赎变动(十亿美元,2014年-2023年)



资料来源:2024 INVESTMENT COMPANY FACTBOOK

综上所述,无论是我国市场,还是海外成熟市场,指数化投资的浪潮均异常猛烈。相较主动基金,指数基金具备透明度高、费率较低、工具属性强等优势。而指数增强基金,将指数化投资和主动投资管理的方法相结合,既能跟踪市场,又具备获取超额收益的预期,是指数基金大家族不可或缺的一员。

本文,我们将聚焦于指数增强基金的研究,梳理其发展历史和现状,并浅析其快速发展的原因。

2 我国指数增强基金的过去和现在

2002年,我国推出的首只指数基金即为指数增强基金,截至2024年,指数增强基金已走过22个年头。这22年间,指数增强基金不断发展,在规模数量、增强策略使用、产品类型创新等方面都有所突破。2009年和2019年,指数增强基金分别迎来了两次爆发,在规模上有数量级的突破,在产品数量增速上也进一步加快。以这两个时间为断点,我国指数增强基金发展历程可大致被划分为3个阶段。

2.1 萌芽期(2002年-2008年):零的突破 声量未起

我国第一只指数增强基金是2002年11月8日发行的华安上证180指数增强(040002.OF,后在2006年转型为华安MSCI中国A股指数增强),成立之初募资30.94亿元。根据契约显示,基金采用主动投资的增强方法,在研究员和基金经理对行业及上市公司的深入研究和调查的基础上,调整个股权重向基本面较优的股票倾斜。随后,第一只债券指数增强基金长盛全债指数增强A(510080.OF)在2003年也正式成立。

相比我国的公募基金历史,指数增强基金的推出时间可谓很早,但在当时市场标的相对较少、投资研究方法论仍在摸索的背景下,指数增强基金并没有掀起太大水花。截至2008年,指数增强基金仅有8只,根据海通评级分类,其中7只为增强股票指数型基金,1只为增强债券指数型基金。虽然受益于2007年牛市,指数增强基金规模冲上百亿,但其在整体公募基金中的占比仅约为2.14%。

2.2 成熟期(2009年-2018年):品类丰富 再上台阶

2009年开始,指数增强基金规模迈上新台阶,产品规模和数量稳步提升,指数增强基金迎来第一个快速发展期。并且,伴随着海外量化人才的回流以及市场投资标的的丰富,指数增强基金在投资策略上逐步蜕变,跟踪指数上更显多元化,品类也更加丰富。

2009年,我国第一只在契约中明确采用多因子量化选股策略进行增强的指数增强基金——富国沪深300增强A(100038.OF)成立,自此正式拉开了仅以量化策略进行增强的指数增强基金序幕。紧随其后的2010年,同样以沪深300为跟踪标的,兴证全球基金采用了以基本面分析为主,辅以其他增强策略的投资方法,发行了兴全沪深300指数增强(163407.OF)。这两只基金也是目前规模最大的两只沪深300指数增强基金。

之后,伴随着大量海外量化人才回国进入各家基金公司,以多因子量化选股为代表的指数增强量化策略逐步走入了投资者的视野。截至2018年年末,共有48只产品在契约中明确提及运用量化模型,6只产品将量化模型和基本面分析等策略相结合。

随着指数增强基金数量的增多,跟踪指数的品类也逐步多元化。之后,投资区域从国内扩展到海外QDII产品,板块从主板扩展到创业板,风格从大盘拓展到小盘,跟踪的泛行业指数也更加丰富,覆盖消费、农业、医药、高端制造、ESG等行业主题。截至2018年年末,77只指数增强基金共跟踪31只指数,包含了规模、风格、行业、海外等各类标的指数。

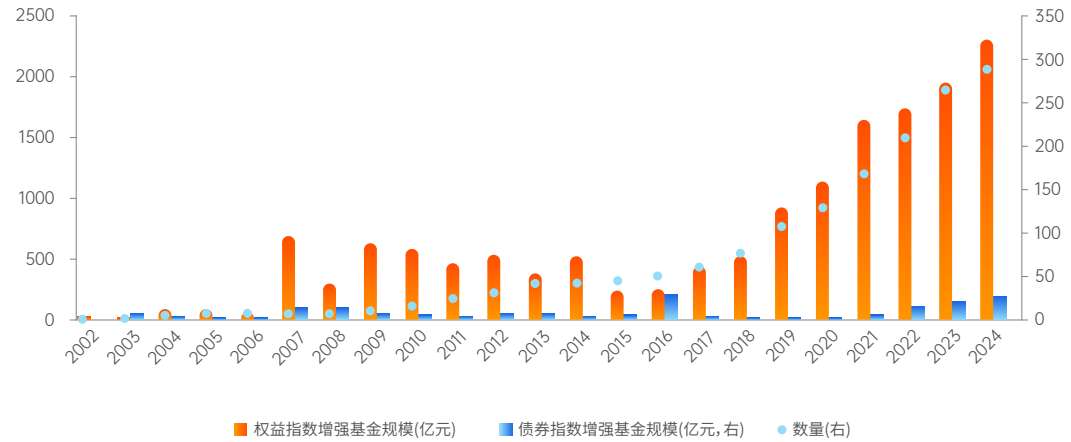
2.3 爆发期(2019年至今):规模快速增长 逐步吸引市场目光

2019年至今,伴随着公募基金规模的快速扩张,指数增强基金规模也再上新台阶。指数增强基金的形式也进一步丰富。比如:2019年,我国第一只跟踪港股指数的增强港股指数型基金成立;2021年,我国首批4只指数增强ETF成立;2023年,首只跟踪北交所指数的指数增强基金成立;2024年,指数增强ETF场外联接基金成立。

值得注意的是,除了品类的丰富以及公募基金市场整体扩容带来的规模增量,指数增强基金这几年的规模增速显著高于主动基金,我们认为这主要源于指数增强基金比较出色且稳定的超额收益表现,在下一章节我们将会做详细分析。

得益于稳定的超额收益和清晰的产品定位,在过去3年市场下行周期中,指数增强基金规模和数量逆势上扬。截至2024年9月30日,我国所有运用指数增强策略的基金规模为2341.03亿元,产品数量为288只,较2018年年底增长了348%和274%。

图4 指数增强基金历年规模(剔除ETF联接)与数量



资料来源:Wind, 海通证券研究所

注:2024年数据截至2024.9.30。本图中指数增强基金指我国所有运用指数增强策略的基金,包括海通评级分类的增强股票指数型、增强港股指数型、增强股票ETF、QDII增强股票指数型、使用指数增强策略的北交所型、股票ETF联接和科创ETF联接中增强股票ETF的联接基金、增强债券指数型。其中,前7类都是权益指数增强基金,最后1类为债券指数增强基金。

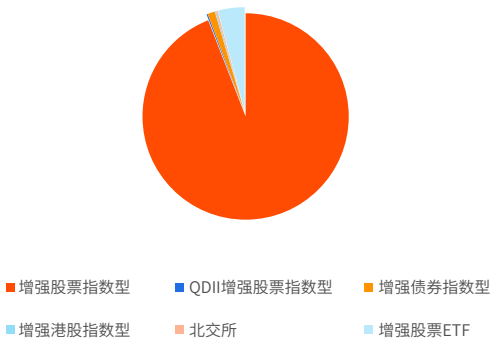
2.4 现状:投资范围国内股票为主 规模集中主流权益宽基指数

经过20年发展,目前我国指数增强基金呈现以下几个格局:

第一,投资范围以国内股票为主。从指数增强基金的产品构成来看,无论是数量还是规模占比,主投国内权益市场的增强股票指数型均优势明显。根据2024年三季报,增强股票指数型基金规模为2202.66亿元,占全部指数增强基金的94.09%,数量为246只,占比85.42%。其次为增强股票ETF,规模占比为4.17%。而其它类型的股票指数增强基金,因为所投市场容量有限或者跨境投资额度等问题,规模较小。

此外,投向债券市场的增强债券指数型基金始终未见规模壮大。尽管二十多年来陆续有新产品发行,但也陆续清盘,目前仅有2003年内成立的一只产品仍在运营。

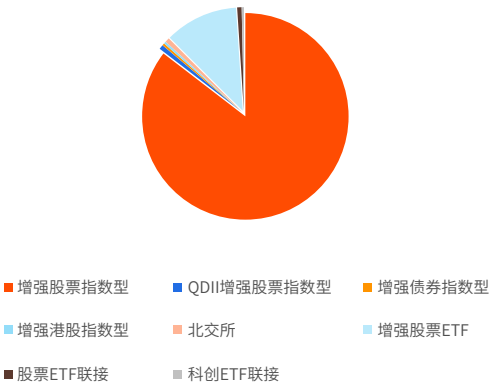
图5 各类型指数增强基金规模 (2024.9.30)



资料来源:Wind, 海通证券研究所

注:ETF联接基金规模已在ETF中体现,此处不展示ETF联接基金规模

图6 各类型指数增强基金数量 (2024.9.30)



资料来源:Wind, 海通证券研究所

第二,标的指数多元化,主流宽基指数最为投资者青睐。从跟踪指数来看,现有指数增强基金共跟踪58只指数。其中,A股宽基指数27只、A股行业、风格主题指数28只、海外股票指数2只、债券指数1只。主流宽基指数对应的指数增强基金最为投资者青睐。根据2024年三季报,沪深300对应的指数增强基金规模占比接近40%,沪深300、中证500、上证50、中证1000四只宽基指数对应指数增强基金规模占比超过80%。行业、风格主题指数中,中证红利、中证半导体和消费龙头指数对应的指数增强基金规模最大。

表2 主流宽基指数对应的指数增强基金最为投资者青睐 (截至2024.9.30)

跟踪指数	自由流通市值(亿元)	近十年年化收益	指数类型	指数增强基金规模(亿元)	规模占比	指数增强基金数量	数量占比
中证800	248855	4.09%	宽基	22.98	0.98%	5	1.74%
沪深300	186182	5.07%	宽基	907.16	38.75%	61	21.18%
国证2000	71211	2.42%	宽基	21.21	0.91%	11	3.82%
上证50	70652	5.46%	宽基	243.06	10.38%	6	2.08%
中证500	62673	1.57%	宽基	555.98	23.75%	66	22.92%
中证1000	54999	-0.70%	宽基	196.97	8.41%	46	15.97%
中证红利	38207	8.04%	泛赛道	91.16	3.89%	1	0.35%
创业板指	31797	3.51%	宽基	43.81	1.87%	10	3.47%
中证半导体	7240	10.40%	泛赛道	20.35	0.87%	1	0.35%
标普中国全债指数	--	3.51%	债券	26.60	1.14%	1	0.35%

资料来源:Wind, 海通证券研究所

3 指数增强基金:是复制，更是增强

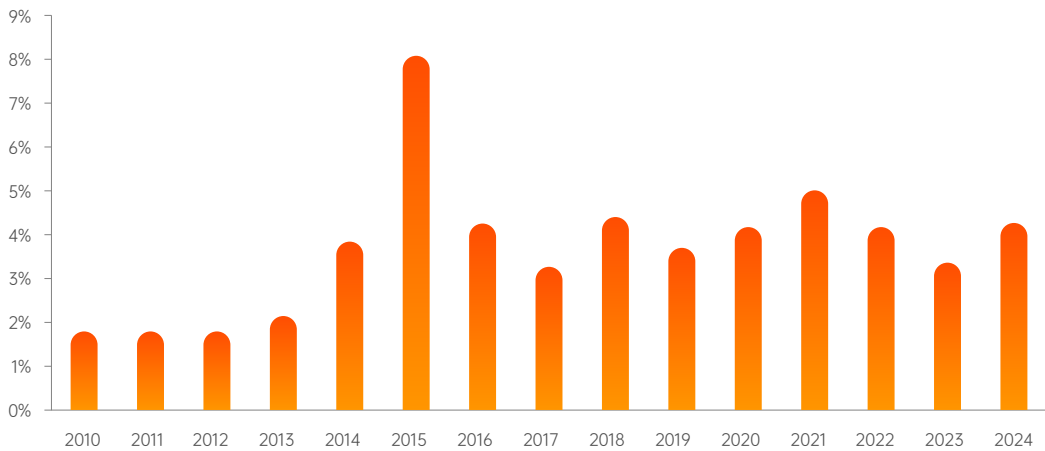
我们上文提及，指数增强基金近年来的快速发展和其不漂移的风格以及稳定的超额收益分不开。指数增强基金收益由两部分构成，分别是跟踪指数的beta收益与超越指数的alpha收益。相较于完全复制型指数基金，指数增强基金在跟踪指数收益的同时，力争获取超越指数的收益。相较于主动基金，指数增强基金具备明确的工具属性，相比业绩比较基准有着严格的跟踪误差限制，超额收益的稳定性更强。由于目前国内指数增强基金主要为权益指数增强基金，本章节我们聚焦分析权益指数增强基金。

3.1 起源于复制:遵循契约 风格清晰不漂移

指数增强基金在基金合同中约束日跟踪偏离度上限一般为0.35%-0.5%，年化跟踪误差上限一般为6%-8%。因为其紧密跟踪指数的特性，指数增强基金的运作风格更加清晰，不易发生风格漂移。

从年化跟踪误差来看，指数增强基金基本每年的平均跟踪误差都保持在4%左右，只有在2015年的极端市场环境中，指数增强基金的平均年化跟踪误差有所扩大，达到8.10%。整体来看，在常态化市场环境中，相比业绩比较基准，指数增强基金收益风格特征清晰。

图7 权益指数增强基金的年化跟踪误差



资料来源:Wind, 海通证券研究所
注:1、2024年计算截至2024.10.31。2、此处权益指数增强基金不包括QDII基金，下同。

3.2 不止于复制:超额收益更为稳定

近年来超额收益良好 >>>

过去几年，A股市场环境有所变化，主动基金的超额收益获取难度加大。在此背景下，指数增强基金的业绩优势逐步显现。为了更好地展现指数增强基金的超额收益情况，下文我们均测算了权益指数增强基金相对于其业绩比较基准和相对于其跟踪指数的全收益指数两种超额收益。

统计权益指数增强基金的超额收益分布，绝大部分权益指数增强基金都能在中长周期获得正向超额收益。在近十、七、五年的中长周期中，权益指数增强基金相对于业绩比较基准和全收益指数的超额收益的平均值、中位数，甚至后25%分位数都大于0。缩短周期观察近三、二、一年，权益指数增强基金相对于业绩比较基准的超额收益的平均值和中位数也都大于0。

表3 权益指数增强基金相对于业绩比较基准的超额收益 (%)

	最近10年	最近7年	最近5年	最近3年	最近2年	最近1年
最小值	-33.73	-14.90	-14.00	-15.32	-21.39	-12.52
25%分位数	41.39	13.10	12.31	-2.06	-3.56	-1.33
50%分位数	60.73	28.21	21.75	1.79	0.62	1.14
75%分位数	79.36	39.77	34.04	5.85	4.54	3.11
最大值	137.23	73.88	86.59	25.50	18.94	11.02
平均值	56.89	28.32	22.98	1.89	0.14	0.70

资料来源:Wind, 海通证券研究所
注:计算截至2024.10.31

表4 权益指数增强基金相对于全收益指数的超额收益 (%)

	最近10年	最近7年	最近5年	最近3年	最近2年	最近1年
最小值	-43.19	-19.76	-25.23	-22.16	-27.51	-16.14
25%分位数	0.19	3.04	1.75	-5.99	-7.75	-3.54
50%分位数	29.64	14.25	10.68	-2.61	-2.99	-1.26
75%分位数	46.72	28.29	20.69	2.63	0.07	0.48
最大值	86.35	69.55	74.94	22.49	14.63	9.44
平均值	23.51	17.51	12.85	-1.81	-4.02	-1.71

资料来源:Wind, 海通证券研究所
注:计算截至2024.10.31

分指数类型看，泛赛道指数对应的指数增强基金长期来看相对于业绩比较基准的超额收益更高。泛赛道指数对应的指数增强基金相对于基准的超额收益在最近十年达到了87.20%，在最近七年达到了35.91%，均高于宽基指数对应的指数增强基金。但在最近1年到3年的中短期区间内，两者的超额收益平均值接近，且宽基指数在长中短期均能相比业绩比较基准实现正向超额收益，稳定性更高。

表5 相比业绩比较基准不同类型指数的权益指数增强基金超额收益平均值 (%)

	最近10年	最近7年	最近5年	最近3年	最近2年	最近1年
宽基	54.37	27.36	22.89	1.71	0.39	0.65
泛赛道	87.20	35.91	24.24	3.01	-0.97	1.00

资料来源:Wind, 海通证券研究所
注:计算截至2024.10.31

我们同样比较了相对于全收益指数的超额收益，在不同的观测期，超额收益占优的指数增强基金所跟踪的指数类型不同。但无论是宽基指数还是泛赛道指数，对应的指数增强基金在中长期维度上都具有正向超额收益。

表6 相对于全收益指数不同类型指数的权益指数增强基金超额收益平均值 (%)

	最近10年	最近7年	最近5年	最近3年	最近2年	最近1年
宽基	24.87	17.29	13.33	-2.04	-3.95	-1.88
泛赛道	7.13	24.33	11.54	-0.31	-4.02	-0.56

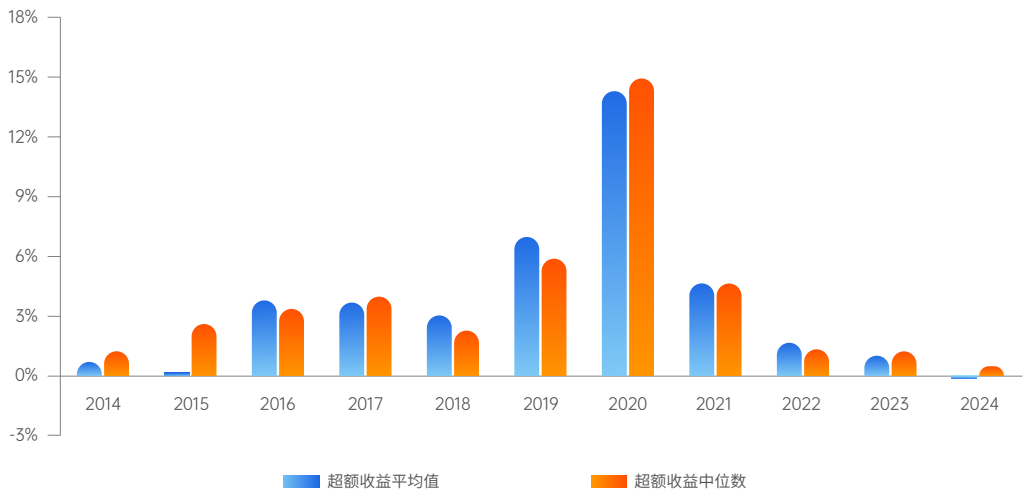
资料来源:Wind, 海通证券研究所
注:计算截至2024.10.31

超额收益稳定性较高 >>>

指数增强基金在有效跟踪指数的前提下，叠加多种增强策略，获得的超额收益较为稳定。不同市场背景下，指数增强基金获取超额收益的难易度不同。在个股离散度较大或是风格鲜明的年份，指数增强基金的超额收益显著更高。值得注意的是，2014年以来，除了2024年，指数增强基金相对于其业绩基准的超额收益平均值和中位数均为正值，展现了获取正向超额收益较高的稳定性。

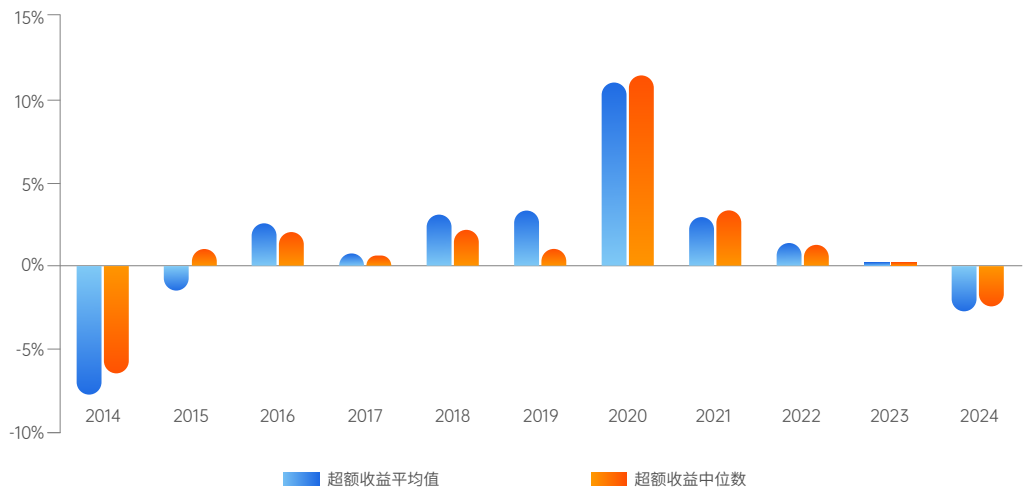
我们同样测算了权益指数增强基金相对于其跟踪指数的全收益指数的超额收益，在绝大部分年份中，权益指数增强基金相对于全收益指数仍有获取正向超额收益的空间，仅在2014、2024年这样急涨的市场中，权益指数增强基金的表现略逊于全收益指数。

图8 权益指数增强基金相比业绩比较基准超额收益



资料来源:Wind, 海通证券研究所
注:2024年计算截至2024.10.31, 下同。

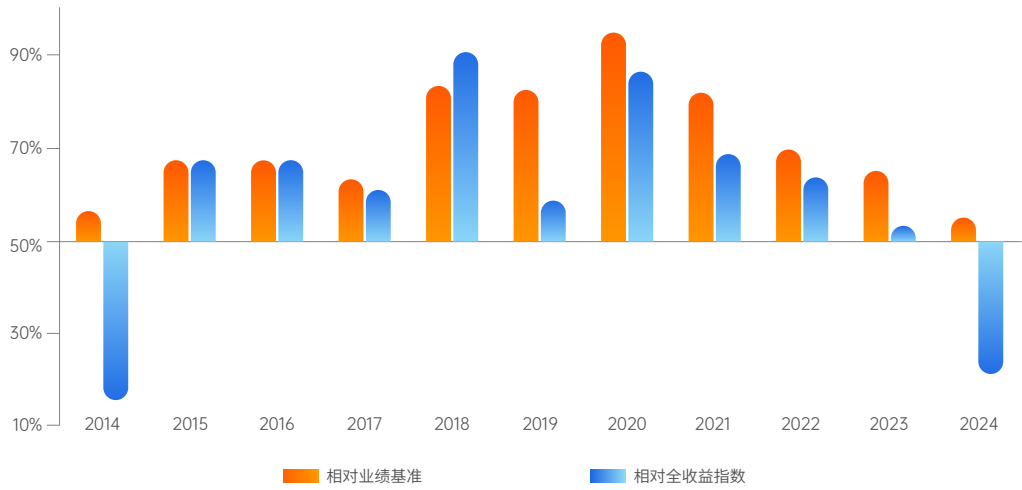
图9 权益指数增强基金相对于全收益指数超额收益



资料来源:Wind, 海通证券研究所

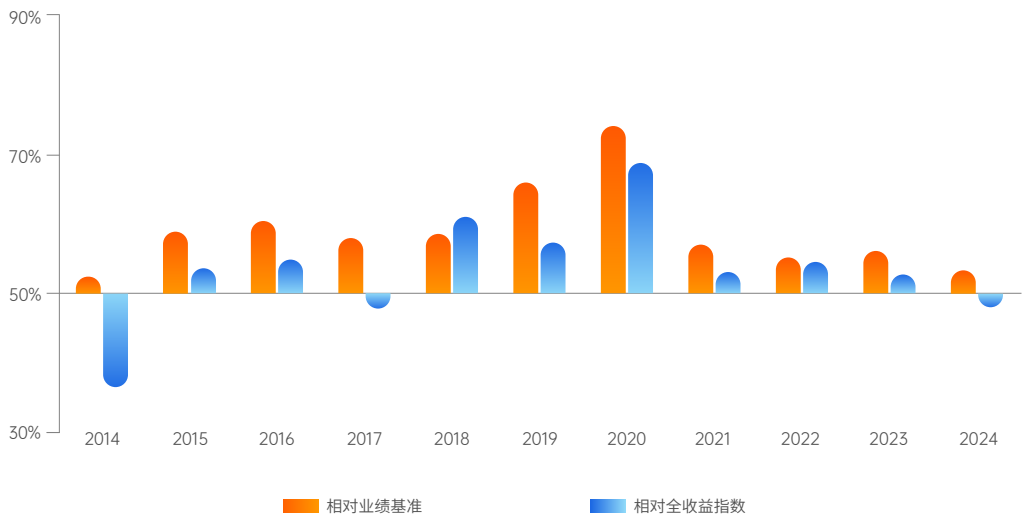
其次，我们还统计了权益指数增强基金中获取正向超额收益的数量比例以及其区间月度胜率，进一步观测权益指数增强基金超额收益的稳定性。分年度看，近十年基本每年都有半数以上指数增强基金能够获取正向超额收益，月度胜率上也表现出同样的特征，指数增强基金获取超额收益的能力比较稳定。即使相对收益更高的全收益指数，指数增强基金获取正向超额收益的比例和月度胜率仍然较高。

图10 权益指数增强基金分年度获取正向超额收益的数量占比



资料来源:Wind, 海通证券研究所

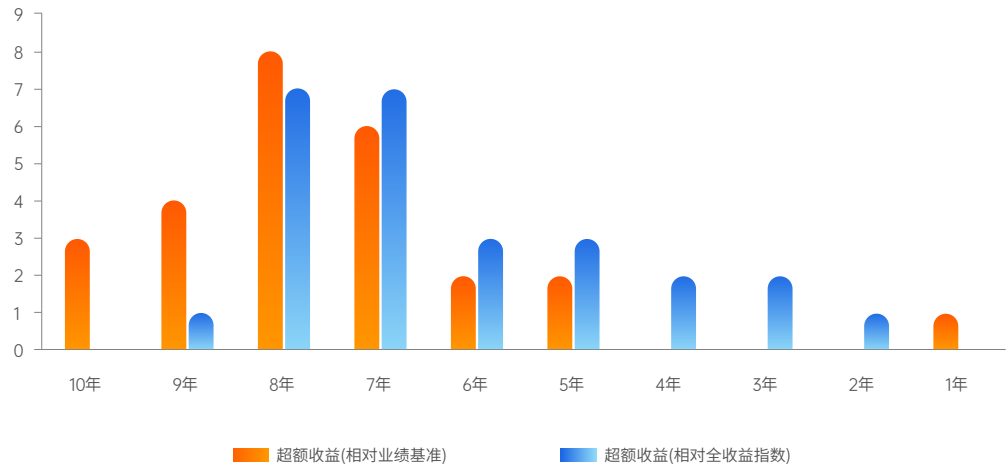
图11 权益指数增强基金每年月度胜率均值



资料来源:Wind, 海通证券研究所

再次,统计近十年权益指数增强基金获得正向超额收益的年份分布,共计26只产品成立周期超过10年。其中相比业绩比较基准,26只基金中有3只基金在过去十年中年度胜率100%,4只基金在过去十年中年度胜率90%。过去十年中至少7个年份跑赢了业绩基准的基金比例亦超过八成,即使相对收益更高的全收益指数而言,这一胜率也达到了近六成。

图12 近十年权益指数增强基金获得正向超额收益的年份分布



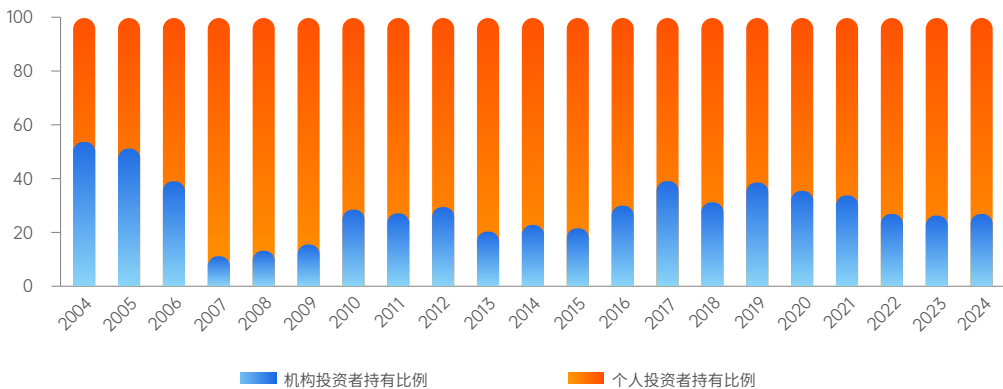
资料来源:Wind, 海通证券研究所
注:基金样本为2014.10.31前成立并存续至今的权益指数增强基金(除QDII),共26只。统计年份为2015年-2024年十个年份(2024年统计截至2024.10.31)。

4 指数增强投资者扫描

4.1 个人投资者更青睐指数增强基金

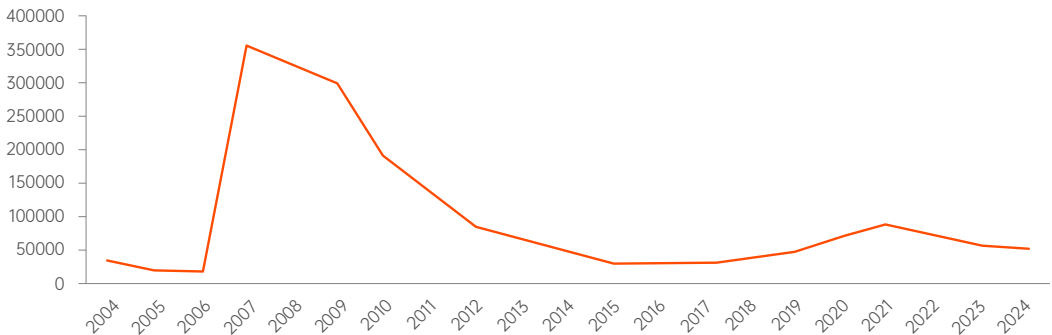
从投资者结构来看，指数增强基金发展20年来，投资者结构相对稳定，机构投资者占比约为三成，个人投资者占比约为七成。近三年，机构投资者平均占比为26.78%，个人投资者平均占比为73.22%。不过，在07-08、14-15年的牛市中，个人投资者加速入市，持有权益指数增强基金的比例抬高。从持有人户数来看，指数增强基金在发展之初就迎来牛市，持有人户数暴增，随后市场趋于理性，散户逐渐离场，但近几年持有人户数又逐渐增长，反映出中小投资者对指数增强基金的关注和认可。

图13 权益指数增强基金历年投资者结构 (%)



资料来源:Wind, 海通证券研究所

图14 权益指数增强基金历年平均持有人户数 (户)



资料来源:Wind, 海通证券研究所

4.2 以兴全沪深300增强数据为例的投资者行为扫描

虽然从整体来看，个人投资者对于指数增强基金的持有比例更高，但我们希望挖掘持有人更多的投资特征。本章节我们通过兴证全球基金旗下产品的数据，来一探投资者的行为。

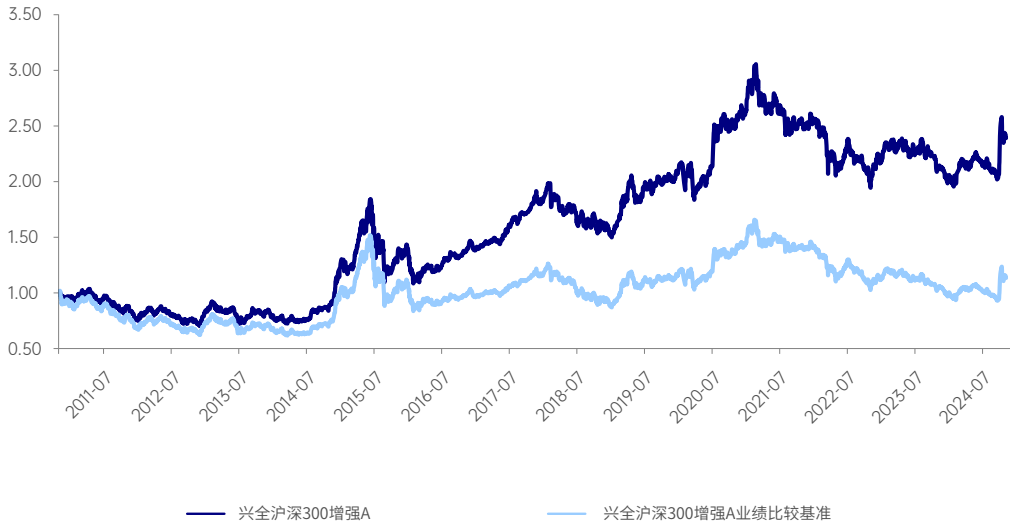
兴证全球基金旗下目前已有两只指数增强产品，分别为兴全沪深300指数增强基金和兴全中证800六个月持有指数增强基金。

兴全沪深300指数增强A(163407.OF)于2010年11月2日成立，现任基金经理为申庆。截至2024年9月30日，兴全沪深300指数增强A合计规模为89.28亿元。基金采用了多策略增强的增强方法。

兴全中证800六个月持有指数增强A(010673.OF)于2021年2月9日成立，现任基金经理为申庆、张晓峰。截至2024年9月30日，兴全中证800六个月持有指数增强A合计规模为15.01亿元，基金同样采用了多策略方法对投资组合进行优化。

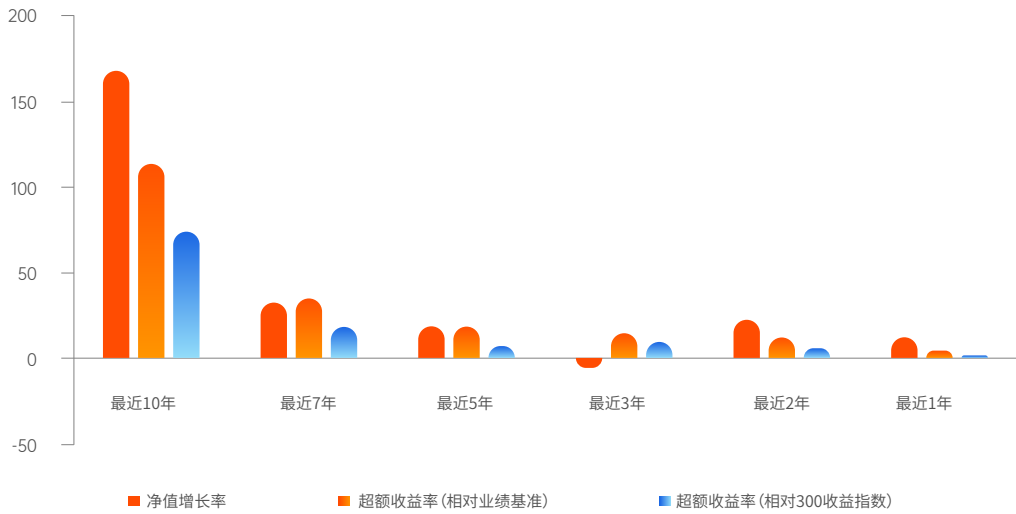
兴全沪深300指数增强A业绩表现出色。根据海通证券基金超额收益排行榜，截至2024年10月31日，兴全沪深300增强A最近10年净值增长率为167.59%，相对于业绩比较基准超额收益率为113.62%，在同类中排名2/26。相比收益更高的沪深300全收益指数，兴全沪深300指数增强A近十年的超额收益同样高达74.77个百分点。分年度来看，基金自2010年成立十五年以来仅1个年份略微跑输业绩比较基准，且整体呈现单年份超额收益大赢小输的特征。

图15 兴全沪深300增强A的净值曲线



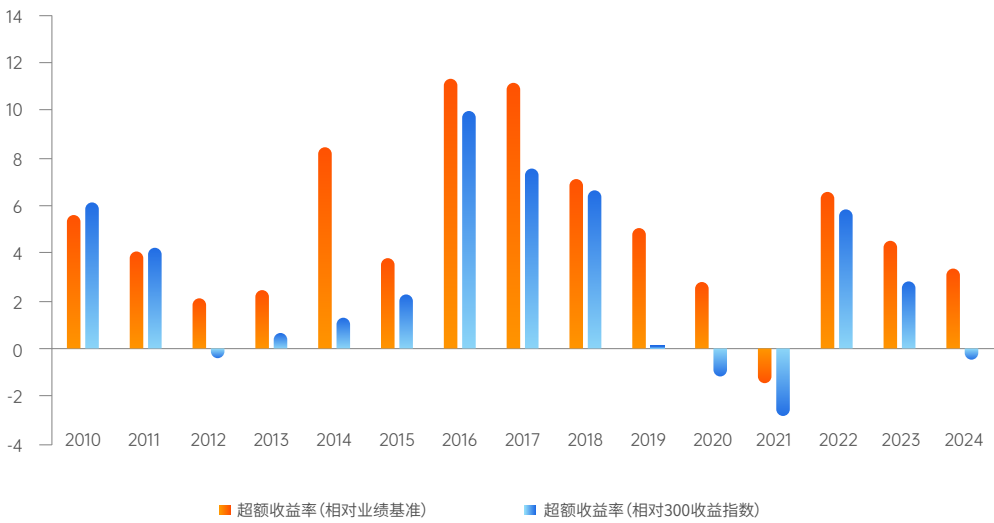
资料来源:Wind, 海通证券研究所
注:统计时间截至2024.10.31

图16 兴全沪深300增强A的净值增长率和超额收益率(%)



资料来源:Wind,《海通证券:基金超额收益排行榜(2024-11-05)》
注:统计时间截至2024.10.31

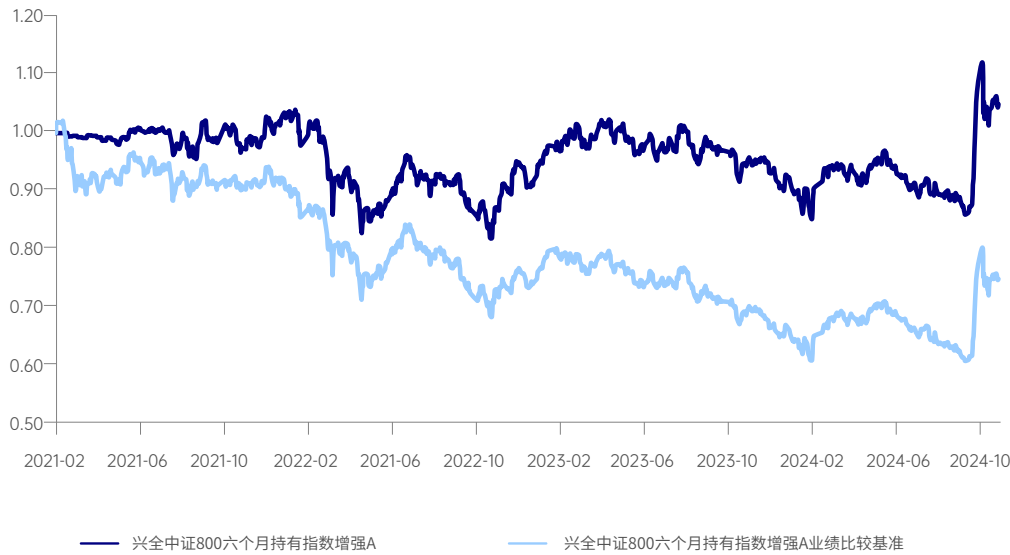
图17 兴全沪深300增强A分年度超额收益率情况(%)



资料来源:Wind,《海通证券:基金超额收益排行榜(2024-11-05)》
注:统计时间截至2024.10.31

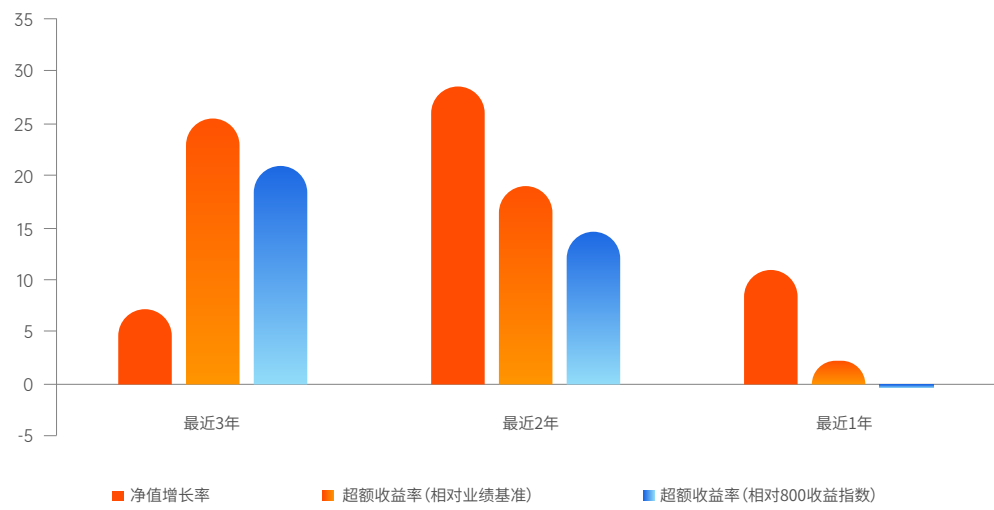
兴全中证800六个月持有指数增强A同样业绩表现良好。根据海通证券基金超额收益排行榜,截至2024年10月31日,兴全中证800六个月持有指数增强A最近三年净值增长率为7.19%,相对于业绩比较基准超额收益率为25.50%,在同类中排名1/221。相比收益更高的中证800全收益指数,兴全中证800六个月持有指数增强A近三年的超额收益同样高达20.95个百分点。分年度来看,基金自2021年成立以来全部跑赢业绩比较基准。

图18 兴全中证800六个月持有指数增强A的净值曲线



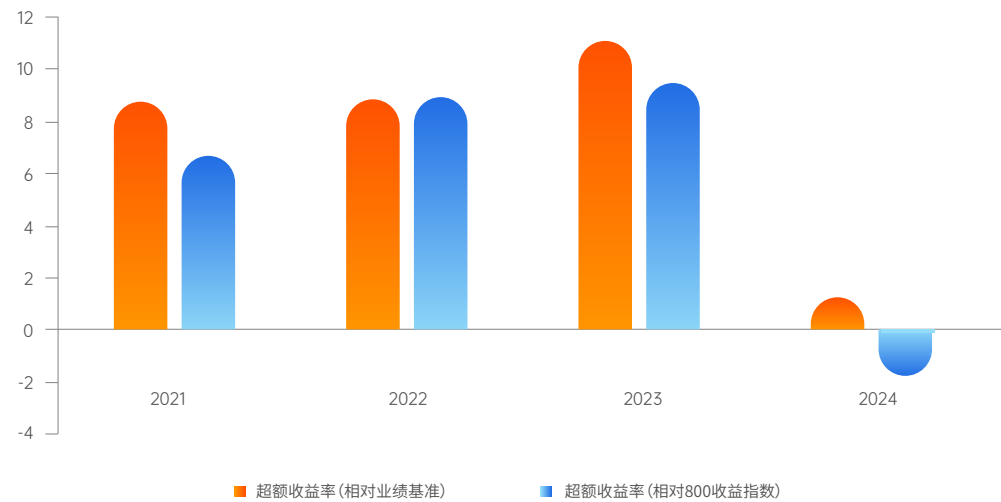
资料来源:Wind,海通证券研究所
注:统计时间截至2024.10.31

图19 兴全中证800六个月持有指数增强A的净值增长率和超额收益率(%)



资料来源:Wind,《海通证券:基金超额收益排行榜(2024-11-05)》
注:统计时间截至2024.10.31

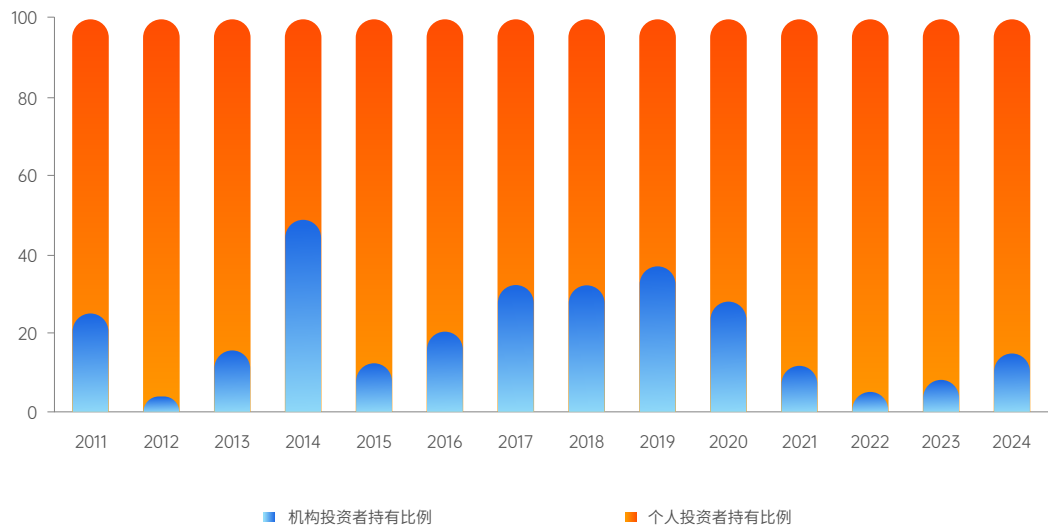
图20 兴全中证800六个月持有指数增强A分年度超额收益率情况(%)



资料来源:Wind,《海通证券·基金超额收益排行榜(2024-11-05)》
注:统计时间截至2024.10.31

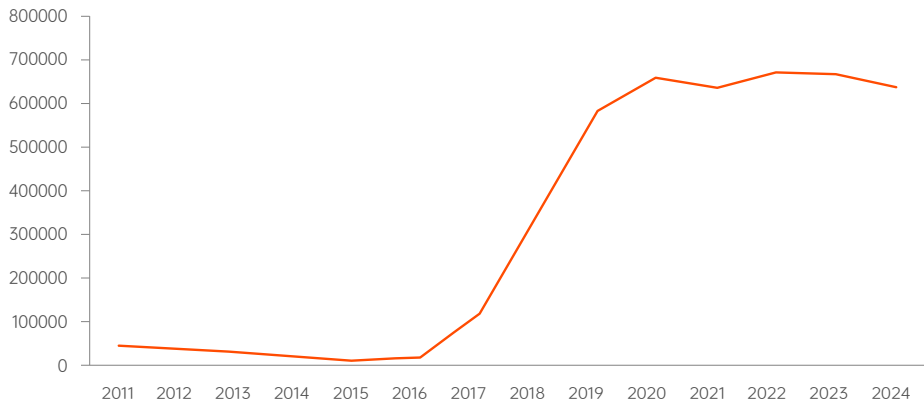
接下来,我们将对兴全沪深300指数增强A的投资者行为特征进行分析。从投资者结构角度看,与权益指数增强基金平均水平相比,近些年兴全沪深300增强A个人投资者持有比例更高,持有人户数也更多。

图21 兴全沪深300增强A历年投资者结构(%)



资料来源:兴全沪深300增强A基金历年年报

图22 兴全沪深300增强A历年持有人户数(户)



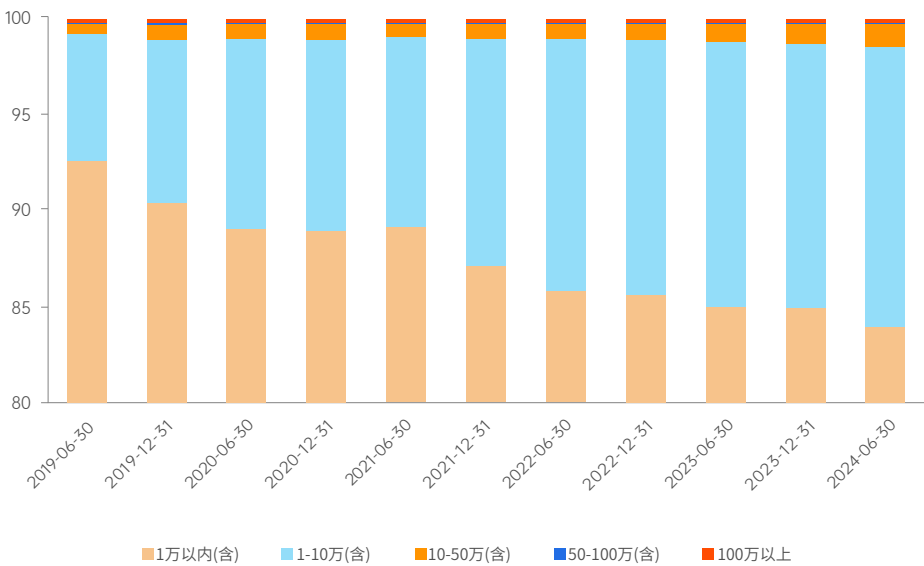
资料来源:兴全沪深300增强A基金历年年报

从持有人详细的数据来看,我们有以下结论:

首先,近五年投资规模在1-10万的投资者占比提升。在最近五年中,持有人户数大致稳定,投资规模1万以内的投资者占比略有减少,但一直维持在80%以上,而1-10万投资量的投资者占比增大。我们认为,近五年的变化一方面反映了投资者对这只指数增强基金业绩的认可,通过定投加仓等方式加大投入,另一方面可能来源于这只基金为投资者带来的盈利。

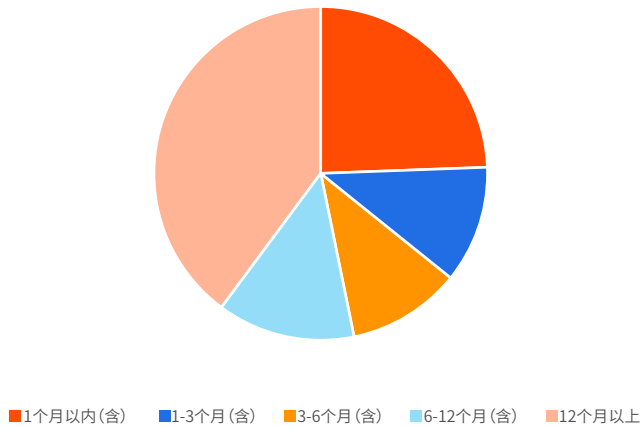
其次,超一半投资者持有时间超过半年。从近五年的持有时间看,我们定义投资者样本为近五年内所有投资者(含已赎回投资者),39.84%的投资者持有时间在一年以上,53.37%的投资者持有时间在半年以上。

图23 兴全沪深300增强A不同金额的投资者结构(%)



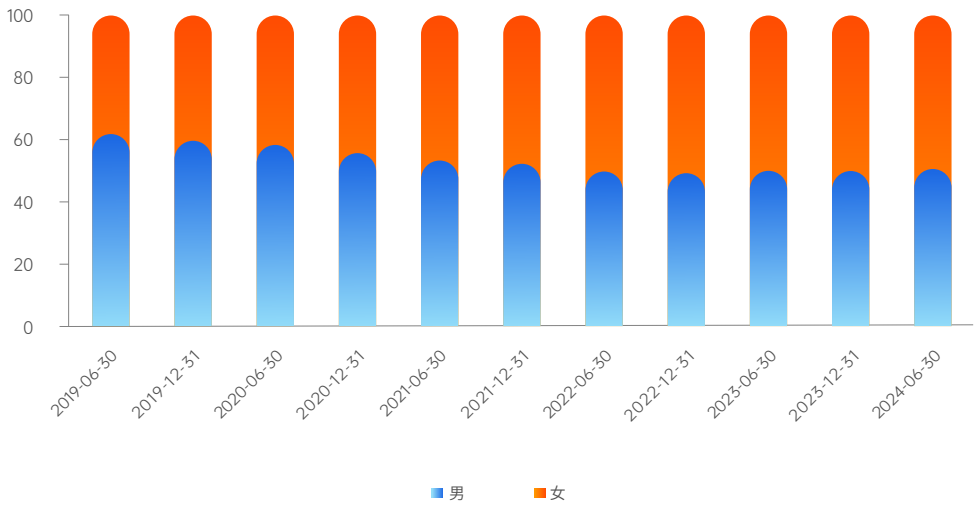
资料来源:兴证全球基金

图24 兴全沪深300增强A不同持有时间的投资者结构 (%)



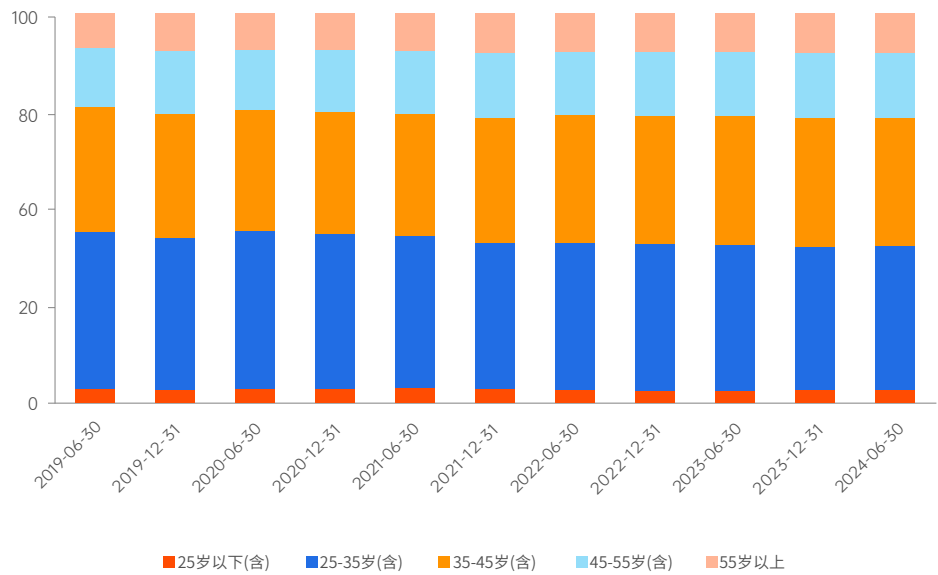
资料来源:兴证全球基金

图25 兴全沪深300增强A不同性别的投资者结构 (%)



资料来源:兴证全球基金

图26 兴全沪深300增强A不同年龄的投资者结构 (%)

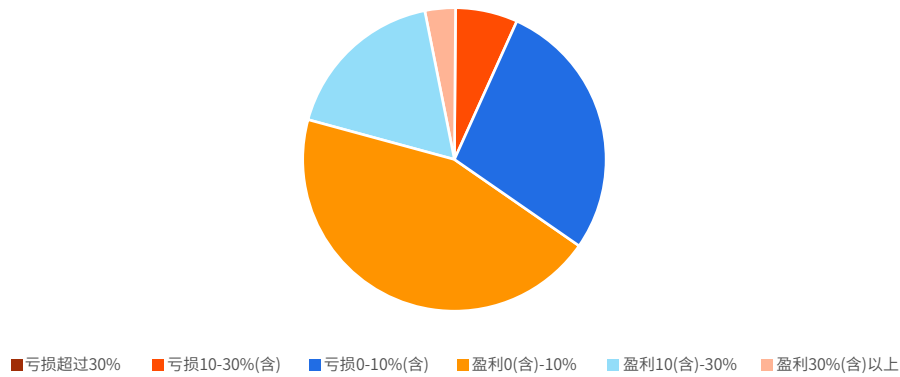


资料来源:兴证全球基金

再次,伴随着持有周期拉长,正回报比例提升。多数投资者在兴全沪深300增强A获得了良好的回报,并且持有时间越长,获得正向回报的比例越高。从过去五年投资者整体的收益情况看,65.28%的投资者获得了正向的绝对收益,其中,44.53%的投资者收益率在0-10%的区间,17.92%的投资者收益率在10-30%,2.83%的投资者获得了30%以上的收益率。

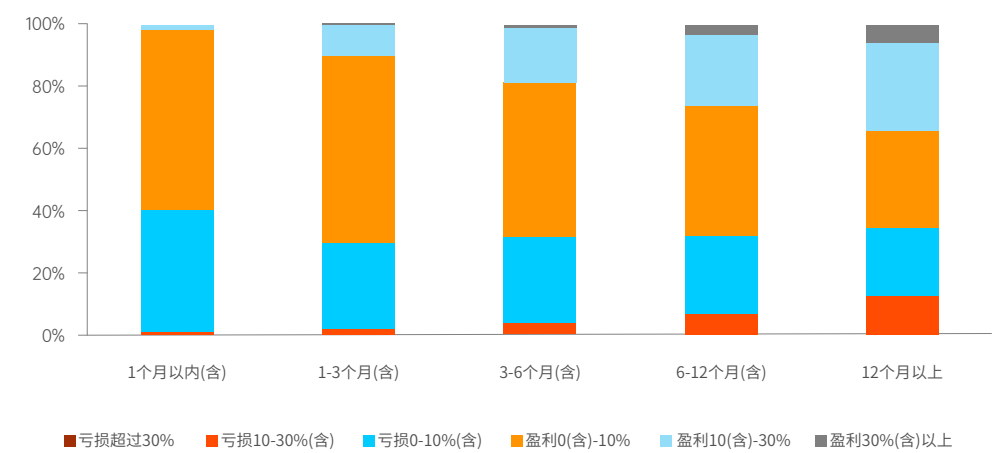
从持有时间和收益情况的关系看,投资者的持有时间和其收益率大致呈正相关关系,即持有时间越长,收益率情况越佳。在不同持有时间(除1个月以内)的人群中,都有接近70%的投资者能够从这只基金盈利。并且,随着持有时间越长,获得更高盈利水平的投资者占比也越大,持有1-3个月的人群中,60.21%的投资者盈利在10%以内,仅有9.83%的投资者盈利在10-30%的区间,而把持有期拉到一年以上,盈利在10-30%的区间的投资者比例上升至28.54%,此外还有5.68%的投资者能够获得30%以上的收益。

图27 过去五年兴全沪深300增强A投资者的绝对收益率情况



资料来源:兴证全球基金

图28 兴全沪深300增强A持有时间和绝对收益率的关系

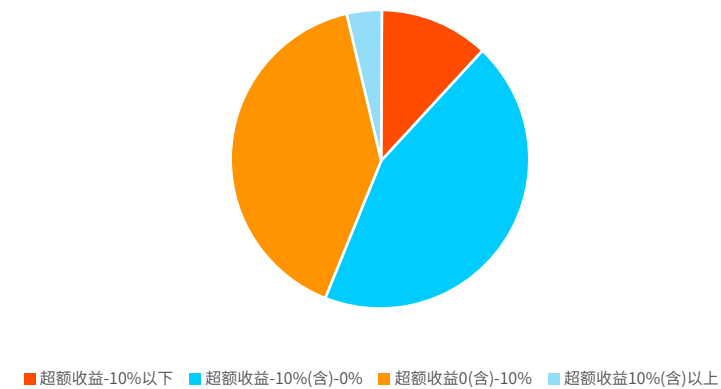


资料来源:兴证全球基金

最后，整体投资者的择时行为并没有带来更好的盈利体验，按兵不动可能是更好的选择。我们定义投资者的超额收益为单个投资者持有基金的区间收益率与基金区间收益率的差值，对于期初申购后不再追加申购或者赎回的投资者而言，其区间收益率等同于基金区间收益率，即投资者收益相比基金收益的超额部分源于申赎行为。从超额收益看，仅有43.90%的投资者获得了正向的超额收益，即投资者在持有期内的申赎行为从整体上来看为负贡献。

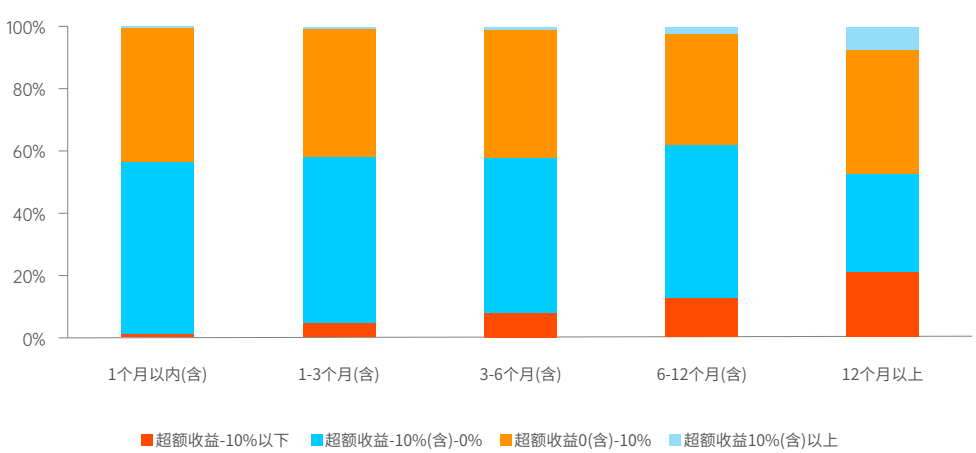
从持有时间和收益情况的关系看，各个持有时间的投资者中超额收益分布大致都是正向和负向各占一半左右，并且随着持有期拉长（除了12个月以上），投资者申购赎回发生的次数更多，导致追涨杀跌的影响也更大，实际收益率低于基金收益率的情况更为常见。值得注意的是，也存在部分“聪明”投资者，他们通过低买高卖的操作能够增厚自己的收益，随着持有期拉长，获得10%以上的超额收益的人群比例也越高。

图29 过去五年兴全沪深300增强A投资者收益相对于基金收益的超额收益率情况



资料来源:兴证全球基金

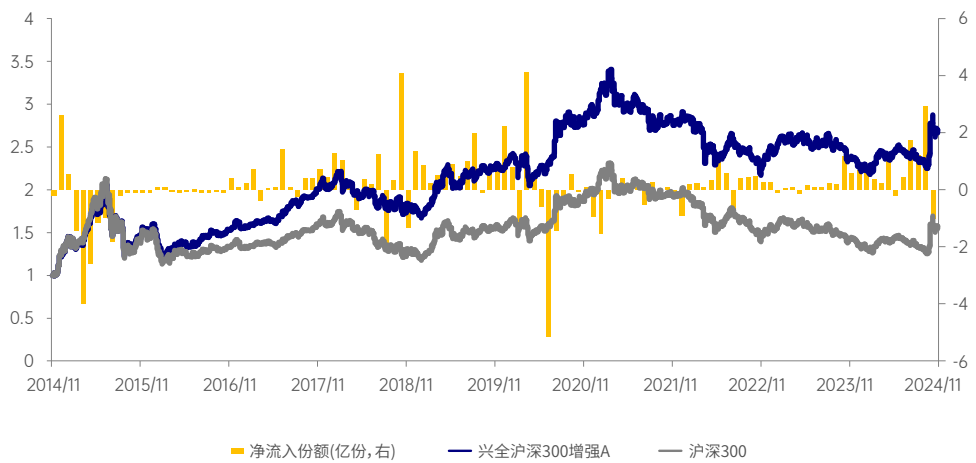
图30 兴全沪深300增强A持有时间和相对基金收益超额收益率的关系



资料来源:兴证全球基金

从申赎行为来看，大量净申购发生在2018-2019年和2024年，部分资金能够在市场高点止盈。投资者密集申购兴全沪深300增强A主要集中在2018-2019年和2024年两个时间段。我们认为，两个时间段均是股市先调整到极具性价比的位置然后开始触底反弹的行情演绎，在前期A股处于估值低位吸引大量资金申购宽基指数，低价买入核心资产，后期随着市场上行，投资者热情高涨，通过宽基指数基金入市再次放大净申购量。而兴全沪深300增强基金在沪深300的beta收益的基础上还能收获主动管理的alpha收益，受到了大量投资者的青睐。此外，我们也注意到，在2020年2月、2021年1月、2024年10月等阶段性市场高点，基金份额净流出，说明部分资金通过择时在市场高点止盈。

图31 兴全沪深300增强A的申赎行为



资料来源:Wind, 兴证全球基金

5 总结及趋势展望

随着市场有效性增强，指数增强基金正逐步成为基金投资者的重要配置工具。一方面，指数增强基金具备指数化投资透明度高、风格不漂移的特点，另一方面，又具备帮助投资者获得相比指数超额收益的能力，满足了投资者配置指数基金需求的同时还拥有赚取超额收益的可能。

从我国指数增强基金的历史表现来看，相比业绩比较基准，分年度均能大概率实现正向超额收益，尤其是跟踪宽基类指数的指数增强基金，在长中短期各个维度均能相比业绩比较基准实现正向的超额收益，稳定性较高。整体来看，指数增强基金给国内投资者提供了一个良好的投资工具选择。

近两年伴随着创新产品的不断推出，指数增强基金拥有更丰富的运作载体，从形式上拓展到了指数增强ETF、指数增强ETF联接基金。标的也逐步丰富，目前我国指数增强基金的大部分规模集中在主投国内权益市场的几大宽基指数上，如沪深300、中证500等，从指数的成分股数量来看，沪深300指数由沪深市场中规模大、流动性好的300只证券组成。中证500在样本空间中剔除沪深300指数样本以及过去一年日均总市值排名前300的证券，将剩余证券按照过去一年日均总市值由高到低进行排名，选取排名前500的证券作为指数样本；中证800指数由沪深300和中证500指数共同组成，综合反映中国A股市场大中小市值公司的股票价格表现。从指数的样本市值角度看，沪深300、中证800这两只代表性宽基指数，由规模最大、流动性最好、最具代表性的证券样本组成，其样本总市值占A股市场总市值分别在55%、65%以上（2024年11月30日测算），能够有效地代表国民经济整体水平，同时以长期较为稳健的 β 收益，受到市场较高的认可度。不难发现，市场认可度较高的指数增强产品集中在代表性较高的规模指数上。

近期我们注意到2024年倍受关注的指数之一——中证A500也正拟发行指数增强基金。中证A500指数从各行业选取市值较大、流动性较好的500只证券作为指数样本，以反映各行业最具代表性上市公司证券的整体表现。整体上，沪深300指数更偏重大市值公司；中证800指数和中证A500指数在市值分布上更为均衡，行业分布相对分散，“新质生产力含量”相对更高；同时兼具大盘价值和中盘成长风格。根据2024年11月30日的数据，中证800和中证A500重合样本股在中证A500中的权重为95.67%。市场新兴的代表性标的指数无疑为指数增强基金的发展注入了更多活水。目前，我国的指数增强基金规模占比仅不到1%，无论是相较海外发展情况还是相较完全复制型指数基金，指数增强基金的占比发展空间均较大。我们相信，随着品类的多元化以及市场投资者认可度的提升，指数增强基金未来发展空间可期。

风险提示

本报告是基于公开数据和基金历史表现进行的客观分析点评，所涉及的观点以及文中出现的基金均不构成任何投资建议。

说明

本报告内容来自海通证券研究所基金评价与研究中心（章节4除外）。兴全沪深300指数增强A，基金管理人对本基金的风险等级评级为R3。本基金成立于2010.11.2，兴全沪深300指数增强（LOF）业绩比较基准：沪深300指数 $\times 95\%$ + 同业存款利率 $\times 5\%$ 。兴全沪深300指数增强（LOF）A自2010年11月2日成立以来截至2024年9月30日总回报及同期业绩基准表现为149.51%/17.10%，近五年完整业绩/业绩基准：2019年39.23%/34.16%、2020年28.70%/25.87%、2021年-6.37%/-4.85%、2022年-14.00%/-20.58%、2023年-6.30%/-10.79%。兴全沪深300指数增强（LOF）C自2019年6月5日增设以来截至2024年9月30日总回报及同期业绩基准表现为33.62%/11.64%，每年度业绩表现/业绩基准：2019年（6/5-12/31）16.05%/13.16%、2020年28.19%/25.87%、2021年-6.74%/-4.85%、2022年-14.34%/-20.58%、2023年-6.68%/-10.79%。基金经理申庆从业经历：1997年7月至2003年9月曾任兴业证券研究发展中心研究员，2003年9月加入兴证全球基金任行业研究员，2010年11月2日起至任兴全沪深300指数增强（LOF）基金经理；2015年12月31日至2017年2月6日任兴全全球视野股票基金经理；2017年9月20日起至2021年12月19日任兴全恒益债券基金经理；2021年2月9日起至任兴全中证800六个月持有指数增强基金经理（共管）。兴全中证800指数增强A，2021年2月9日至2021年5月24日由申庆管理，2021年5月24日至今由申庆、张晓峰共同管理。2021/2/9-2024/9/30累计增长及业绩基准：（7.25%/-22.43%）；2021/2/9-2021/12/31（2.64%/-6.08%），2022（-8.35%/-24.44%），2023（1.17%/-9.89%）。兴全中证800指数增强C，2021年2月9日至2021年5月24日由申庆管理，2021年5月24日至今由申庆、张晓峰共同管理。2021/2/9-2024/9/30累计增长及业绩基准：（5.69%/-22.43%）；2021/2/9-2021/12/31（2.28%/-6.08%），2022（-9.04%/-24.44%），2023（0.77%/-9.89%）。兴证全球基金承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金财产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，投资人应当认真阅读基金合同、招募说明书等基金法律文件，了解基金的风险收益特征，并根据自身的投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等判断基金是否和投资人的风险承受能力相适应，自主判断基金的投资价值，自主做出投资决策，自行承担投资风险。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。基金管理人管理的其他基金的业绩或基金经理曾管理的其他基金的业绩不构成基金业绩表现的保证。基金投资须谨慎，请审慎选择。观点仅代表个人，不代表公司立场，仅供参考，不作为投资建议，观点具有时效性。

信息披露

分析师声明

倪韵婷 基金评价与研究中心

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

海通证券研究所基金评价与研究中心声明

海通证券研究所基金评价与研究中心(以下简称本中心)具有证监会和证券业协会授予的基金评价业务资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所有信息均来源于公开资料,本中心力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。评价结果不受任何第三方的授意或影响。基金评价结果不是对基金未来表现的预测,也不应视作投资基金的建议。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。本中心所属的海通证券股份有限公司控股海富通基金管理公司,参股富国基金管理公司,本中心秉承客观、公正的原则对待所有被评价对象,并对可能存在的利益冲突制定了相关的措施。本声明及其他未尽事宜的详细解释,敬请浏览海通证券股份有限公司网站(<http://www.htsec.com>),特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,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。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。