抱团 50：构建基金经理抱团指数

基本结论

- **基金经理抱团指数（抱团 50）是反映基金经理抱团情况及其 50 只抱团股表现的指数。**该指数包含了当前基金经理重仓股中“最重要”的 50 只沪深两市的股票，以持股市值和等权重两种方式进行加权，并于每个季度结束后的第十五个工作日（盘后）基金季度报告披露后进行成分调整。
- **基金经理抱团指数的编制方法分为四步：**（1）建立每个基金经理的重仓股名单（如果单纯按照基金产品重仓股汇总抱团的个股会导致基金产品规模越大其重仓股权重越大）；（2）选取 50 只最常进入基金经理重仓股名单的股票作为基金经理抱团指数成分；（3）计算成分权重，以该股票的重仓持股市值占比作为权重；（4）计算指数价格。以 2010 年一季度基金季度报告披露后（下一个季度初的前十五个工作日）为基期，基期指数为 1000。
- **我们构建的抱团指数能够较好体现当前基金经理的抱团情况。**样本中各基金经理前十大重仓股持股市值占其管理总资产规模的平均数为 46.69%，中位数为 47.21%，去除港股后的平均值为 44.59%，中位数为 45.52%。725 个基金经理的重仓股名单共覆盖了 842 只股票，去除港股后为 769 只，最终选出的 50 只构成基金经理抱团指数的股票的持股市值占这 842 家候选重仓股持股市值的 62.46%。
- **自 2017 年起，基金经理抱团指数加速跑赢市场。**基金经理抱团指数与上证综指比值在 2017 年后经历了两轮加速增长。在此阶段，基金产品同时实现了规模的加速扩张。基金经理抱团指数成分的持股市值规模在 2016-2017 年一直维持在 1000 亿的水平，而该值在 2020 年高达 8500 亿。另外，我们还发现 2017 至 2019 年机构抱团现象尤为明显，前三大成分权重和由 12%上升至 26%，前十成分权重和由 34%上升至 54%。
- **成分股中大市值和具备成长性的个股居多，行业分布集中在食饮、医药和新能源，且多为龙头白马股。**4Q20 入选基金经理抱团指数的 50 只成分股中，按市值分，大盘股居多（57%）；按风格分，成长股居多（47%）。历史上来看，入选成分特征分布与市场风格切换同步性很高。分行业来看，总体来看，基金经理抱团指数成分的行业分布集中，且多为龙头、白马股。就权重的行业分布来看，当前入选基金经理抱团指数的成分有 29.16%属于食品饮料业，15.00%属于医药生物业，12.91%属于电气设备业。排名前五的股票依次为贵州茅台（10.38%）、五粮液（8.86%）、泸州老窖（4.48%）、中国中免（4.17%）和宁德时代（4.13%）。
- **基金经理抱团指数季度调整过程中，平均每次进入和退出的成分占 30%，新进入成分股在下一季度表现中有一定的超额收益。**基金经理抱团指数平均每季度更换 15 只成分股，其中 2014-2016 年经历了换仓高峰，2017 年以来成分股换仓频率有明显下降。对于新进入基金经理抱团指数成分在下一季度的超额收益情况，以 3Q20 的数据为例，我们发现新进入基金经理抱团指数的 9 只个股在下一季度中全部跑赢了对应的申万行业指数，部分个股相对行业 PB 也相对较低。随着基金四季报的披露完毕，4Q20 基金经理抱团指数新进入个股有：洋河股份、韦尔股份、华友钴业、兴业银行、平安银行、中航光电、阳光电源、中国太保和恩捷股份。（最新指数成分股名单请参见正文附录）
- **风险提示：**海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、如何构建基金经理抱团指数？ 4
1.1 指数构造方法 4
1.2 基金经理抱团指数能较好的刻画抱团情况 5
二、2017 年以来基金经理抱团指数加速跑赢大盘 5
三、指数成分股风格和行业分布变迁 6
3.1 成分股的风格分布：大市值和具备成长性的个股居多 6
3.2、指数成分股行业分布变迁 7
四、指数成分调整情况：平均每次进入和退出的成分占 30% 10
五、新“进”指数成分股是否有超额收益？ 11
附录：最新成分股名单 12

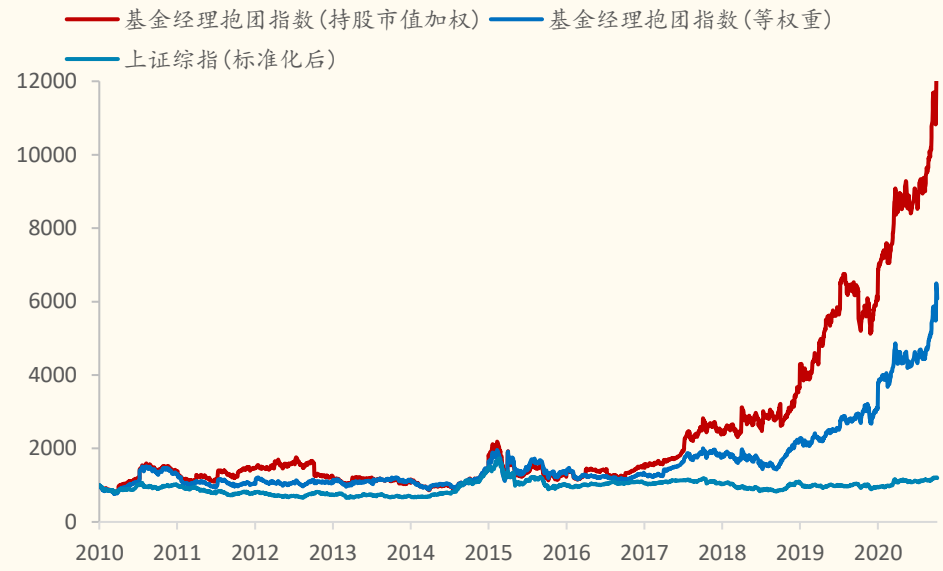
图表目录

图表 1：基金经理抱团指数表现 4
图表 2：主动型股票类基金经理管理产品数据及规模 5
图表 3：基金经理抱团指数自 2017 年起加速跑赢上证综指 5
图表 4： 2017 年起基金规模加速扩张，且抱团现象更为明显 6
图表 5：入选基金经理抱团指数成分的市值分布与市场风格切换 6
图表 6：入选基金经理抱团指数成分的风格分布与市场风格切换 6
图表 7：当季入选基金经理抱团指数成分的行业分布情况 7
图表 8： 4Q20 基金经理抱团指数行业持股市值权重变动 8
图表 9： 基金经理抱团指数金融地产行业持股市值权重 8
图表 10：基金经理抱团指数消费行业持股市值权重 8
图表 11：基金经理抱团指数成长行业持股市值权重 9
图表 12： 基金经理抱团指数周期行业持股市值权重 9
图表 13：基金经理抱团成分调整历史 10
图表 14： 3Q20 新进入指数的股票相对 PB 和在下一季度的超额收益率 11
图表 15：最新成分股名单 12

一、如何构建基金经理抱团指数？

■ **基金经理抱团指数（抱团 50）是反映基金经理抱团情况及其 50 只抱团股表现的指数。**该指数包含了当前基金经理重仓股中“最重要”的 50 只沪深两市的股票，以持股市值和等权重两种方式进行加权，并于每个季度结束的第十五个工作日（盘后）基金季度报告披露后进行成分调整。

图表 1：基金经理抱团指数表现



来源：Wind，基金季度报告，国金证券研究所，基期为 2010 年，基期指数为 1000，最新数据截至 2021.1.26

1.1 指数构造方法

■ **基金经理抱团指数的具体构建方法如下：**

（1）**建立每个基金经理的重仓股名单（如果单纯按照基金产品重仓股汇总抱团的个股会导致基金产品规模越大其重仓股权重越大）。**每只主动权益类公募基金（包括普通股票型基金和偏股混合型基金）都有对应的基金经理和十大重仓股，我们在基金经理的层面上整理出其管理的多只基金产品，从而汇总这些基金产品的十大重仓股及持股市值。如果一只基金产品有多个基金管理人，我们取首位基金经理进入样本；如果基金经理管理的多只基金产品有重复的重仓股，我们在股票层面对持股市值进行加总。剔除资管规模不超过 1 亿元人民币的基金经理后，取每个基金经理持股市值最高的十只股票作为其重仓股名单。

（2）**选取 50 只最常进入基金经理重仓股名单的股票作为基金经理抱团指数成分。**我们对所有进入基金经理重仓股名单的股票进行计数与排序，剔除港股后，选取 50 只被最多基金经理重仓持有的股票组成基金经理抱团指数。当遇到并列情况，即两只股票在基金经理重仓股名单中出现次数相同，则优先选择基金经理重仓持股总市值更大的股票。

（3）**计算成分权重。**对于上述 50 只入选基金经理抱团指数的股票，计算有效样本内的基金经理对其重仓持股的总市值，并以该股票的重仓持股市值占比作为权重。

（4）**计算指数价格。**基金经理抱团指数以“点”为单位，精确到小数点后三位；以 2010 年一季度基金季度报告披露后（下一个季度初的前十五个工作日，即 2010 年 4 月 23 日）为基期，基点为 1000 点。具体计算公式为：

$$\frac{\text{基金经理抱团实时指数}}{\text{上一交易日基金经理抱团指数}} = \frac{\Sigma \text{成分股实时成交价} * \text{权重}}{\Sigma \text{上一交易日定点复权收盘价} * \text{权重}}$$

1.2 基金经理抱团指数能较好的刻画抱团情况

■ **根据资产管理规模，有效样本包含了 725 个基金经理。**4Q20 的基金季度报告中，全部 824 个基金经理管理基金产品的平均数为 1.95 个，中位数为 2 个；管理基金规模的平均数为 38.71 亿元，中位数为 11.55 亿元。824 个基金经理中管理规模不足 1 亿元的有 99 个，剔除这些资管规模较小的基金经理后，有效样本中 725 个基金经理管理基金产品的平均数为 2.07 个，中位数为 2 个；管理资金规模的平均数为 43.93 亿元，中位数为 14.89 亿元。

图表 2：主动型股票类基金经理管理产品数据及规模

	全部主动型股票类基金经理（824 个）	剔除管理规模小于 1 亿的基金经理（725 个基金经理）
管理产品数（均值）	1.95	2.07
管理产品数（中位数）	2.00	2.00
产品规模（均值）	38.71	43.93
产品规模（中位数）	11.55	14.89

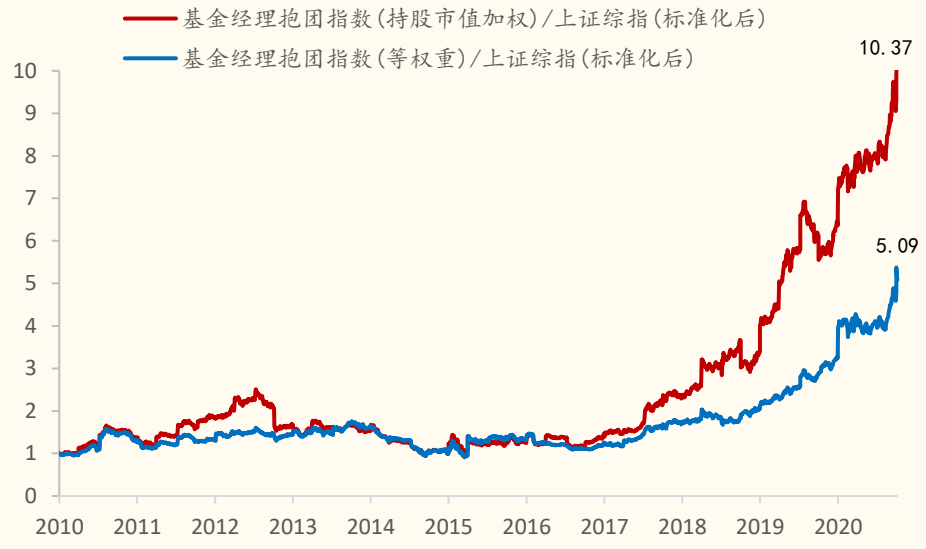
来源：Wind、基金季度报告，国金证券研究所，截至 4Q20 基金季报披露

■ **我们构建的基金经理抱团指数能够较好体现当前基金经理的抱团情况。**样本中各基金经理前十大重仓股持股市值占其管理总资产规模的平均数为 46.69%，中位数为 47.21%，去除港股后的平均值为 44.59%，中位数为 45.52%。725 个基金经理的重仓股名单共覆盖了 842 只股票，去除港股后为 769 只，最终选出的 50 只构成基金经理抱团指数的股票的持股市值占这 842 家候选重仓股持股市值的 62.46%。

二、2017 年以来基金经理抱团指数加速跑赢大盘

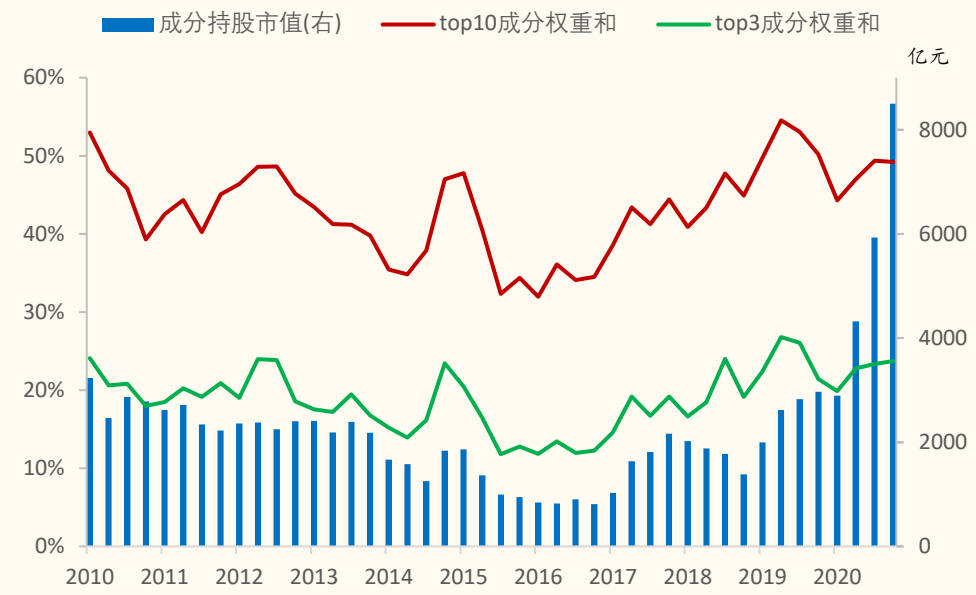
■ **自 2017 年起，基金经理抱团指数加速跑赢上证综指。**将上证综指标准化后，基金经理抱团指数与其比值在 2017 年后经历了两轮加速增长。在此阶段，基金产品实现了规模的加速扩张。基金经理抱团指数成分的持股市值规模在 2016-2017 年一直维持在 1000 亿的水平，甚至有所下降，而该值在 2018 年加速上升至 2000 亿，2019 年再度上升至 3000 亿，2020 年高达 8500 亿。另外，我们还发现 2017 至 2019 年机构抱团现象更为明显，前三成分权重和由 12%上升至 26%，前十成分权重和由 34%上升至 54%。

图表 3：基金经理抱团指数自 2017 年起加速跑赢上证综指



来源：Wind，基金季度报告，国金证券研究所，截至 2021.1.26

图表 4： 2017 年起基金规模加速扩张，且抱团现象更为明显



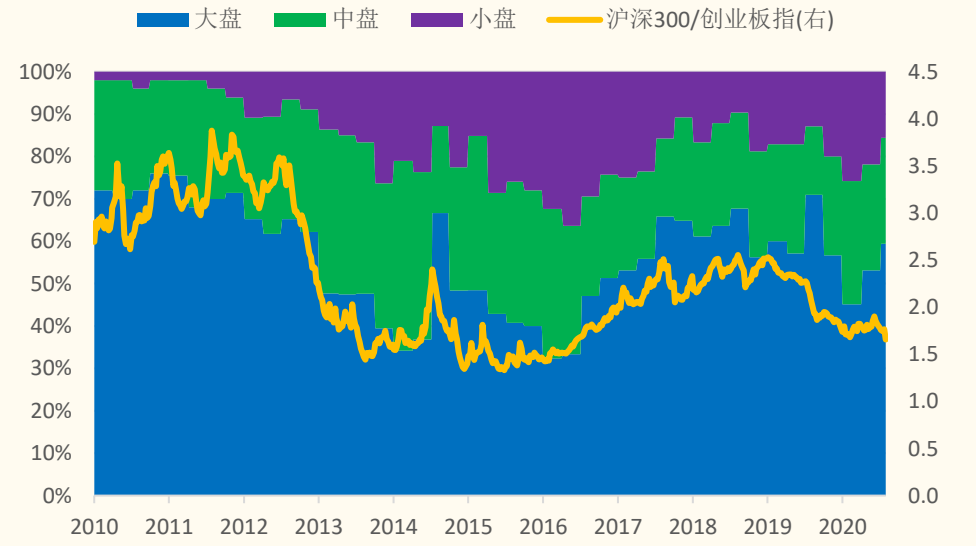
来源：基金季度报告，国金证券研究所，截至 4Q20 基金季报披露

三、指数成分股风格和行业分布变迁

3.1 成分股的风格分布：大市值和具备成长性的个股居多

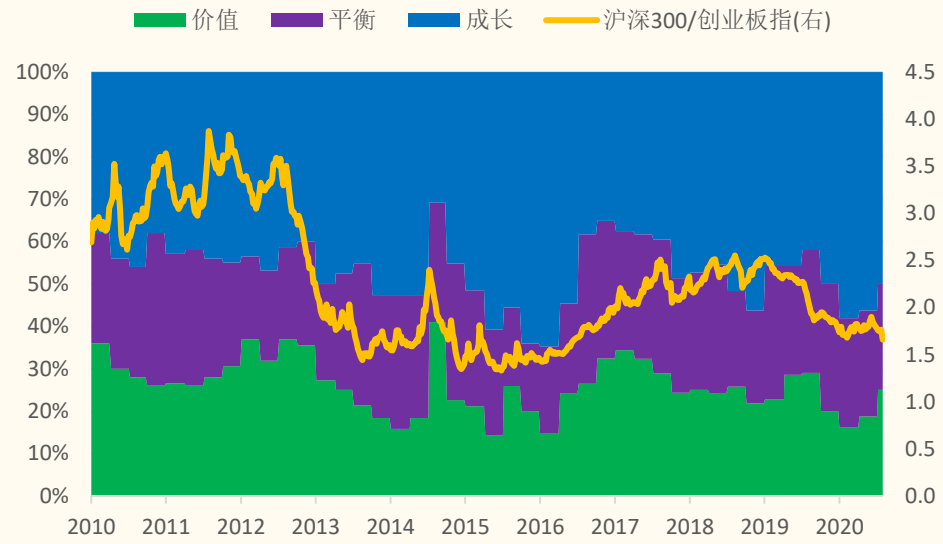
- **4Q20 入选基金经理抱团指数的 50 只成分股中，按市值分，大盘股居多（57%）；按风格分，成长股居多（47%）。**入选成分特征分布与市场风格切换同步性很高：2010-2012 年价值风格占优期间，基金经理“最重要”的 50 只重仓股中超过 70%都是大市值股票，60%以上都是价值或平衡型股票；2013 年转为成长占优后，大市值股票占比下降至 30%，成长型股票上升超过 50%；2016 年和 2019 年的两次市场风格切换也伴随了同方向的仓位切换。

图表 5：入选基金经理抱团指数成分的市值分布与市场风格切换



来源：Wind，基金季度报告，国金证券研究所

图表 6：入选基金经理抱团指数成分的风格分布与市场风格切换

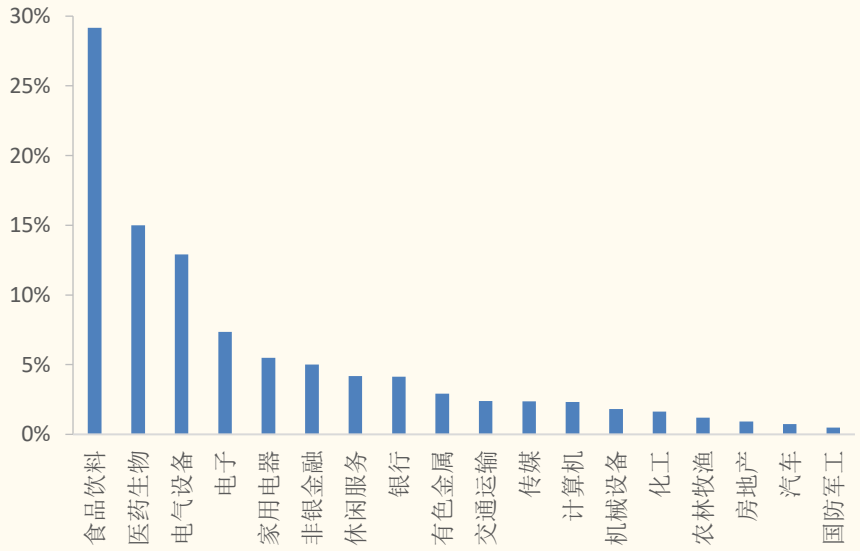


来源：Wind，基金季度报告，国金证券研究所

3.2、指数成分股行业分布变迁

- **总体来看，基金经理抱团指数成分的行业分布集中，且多为龙头白马股。**就权重的行业分布来看，当前入选基金经理抱团指数的成分有 29.16%属于食品饮料业，15.00%属于医药生物业，12.91%属于电气设备业。排名前五的股票依次为贵州茅台（10.38%）、五粮液（8.86%）、泸州老窖（4.48%）、中国中免（4.17%）和宁德时代（4.13%）。

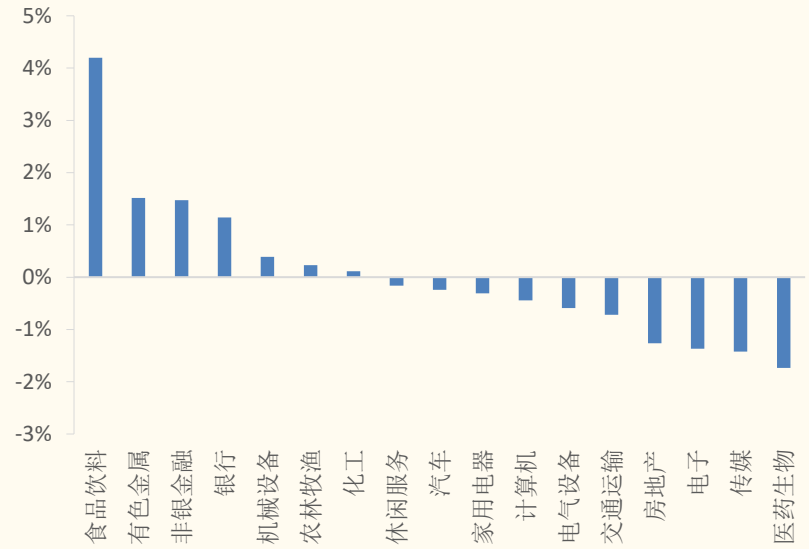
图表 7：当季入选基金经理抱团指数成分的行业分布情况



来源：基金季度报告，国金证券研究所，截至 4Q20 基金季报披露

- 对比所有主动权益类公募基金重仓股的行业持股占比变化（参照《核心持仓更集中，行业配置在扩散》），我们发现，占比 62%重仓股持股金额的基金经理抱团指数可以较好代表主动权益类基金的行业持股占比变化。4Q20 基金经理抱团指数主要增加了食品饮料、有色金属、非银金融银行、机械设备、农林牧渔、化工行业的权重，减少了医药生物、传媒、电子、房地产、交通运输、电气设备、计算机、家用电器、汽车、休闲服务行业的权重。

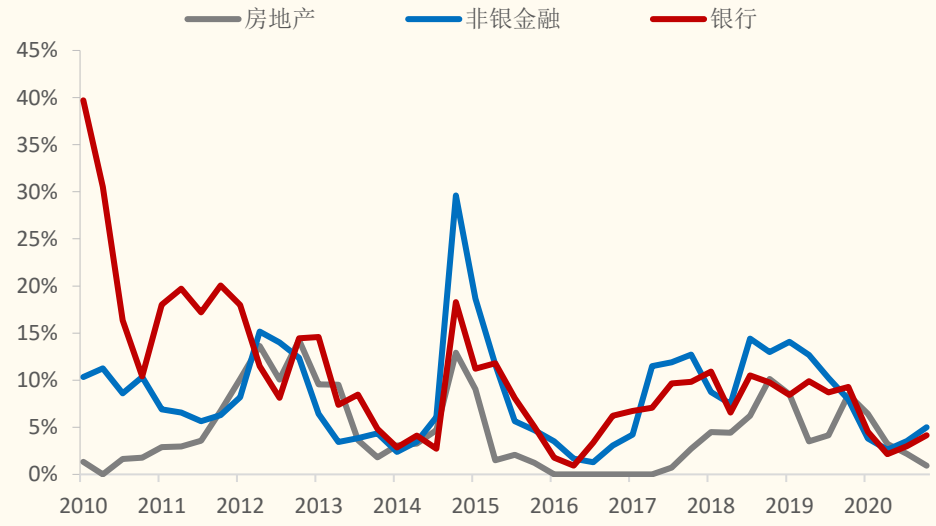
图表 8： 4Q20 基金经理抱团指数行业持股市值权重变动



来源：Wind，基金季度报告，国金证券研究所

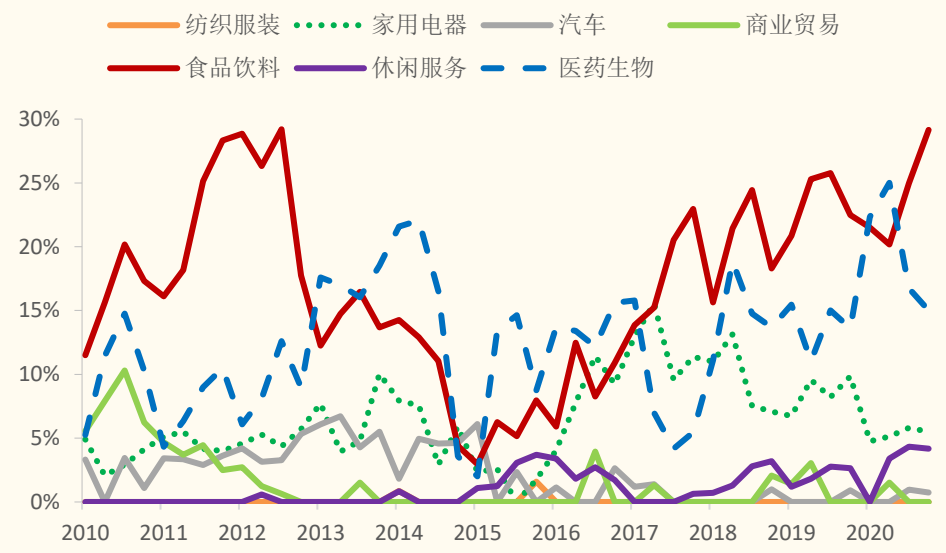
■ 细分行业来看，当前指数的**金融、房地产行业**权重（按持股市值）分别为 9.14%和 0.93%，处于历史低位；**消费行业中**，食品饮料权重 29.16%创 2013 年以来新高，休闲服务权重 4.17%处于历史高位，医药生物权重 15.00%处于历史中位，但有波动向上的趋势；**成长行业中**，电气设备权重 12.91%处于历史极高位，主要是由于 1Q20 起对宁德时代、隆基股份、亿纬锂能、通威股份和汇川技术的持续增持，电子行业权重 7.35%、传媒行业权重 2.36%、计算机 2.33%均较上季度有所下降；**周期行业中**，有色行业权重 2.92%，机械行业权重 1.81%，化工行业权重 1.62%均有明显提升，建材行业权重明显下降，采掘、钢铁行业权重保持在历史低位，整体结构有所分化。

图表 9： 基金经理抱团指数金融地产行业持股市值权重



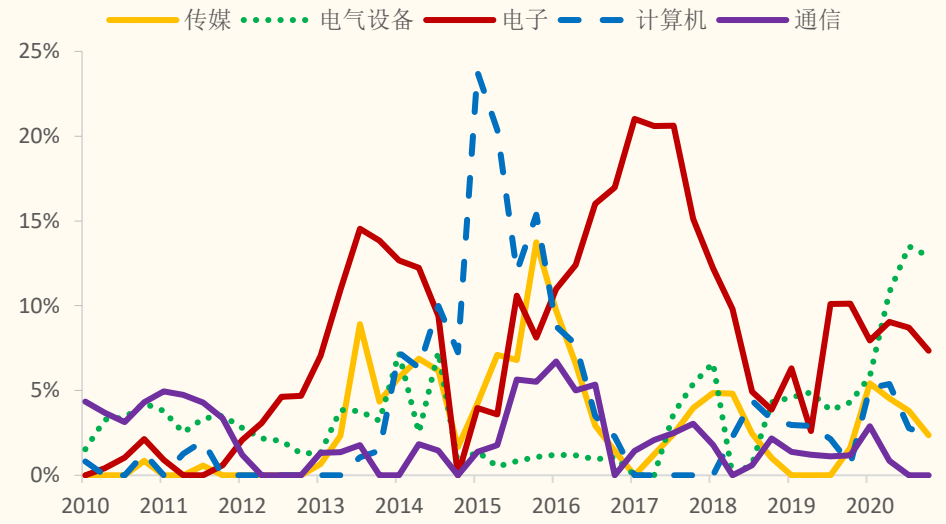
来源：Wind，基金季度报告，国金证券研究所

图表 10：基金经理抱团指数消费行业持股市值权重



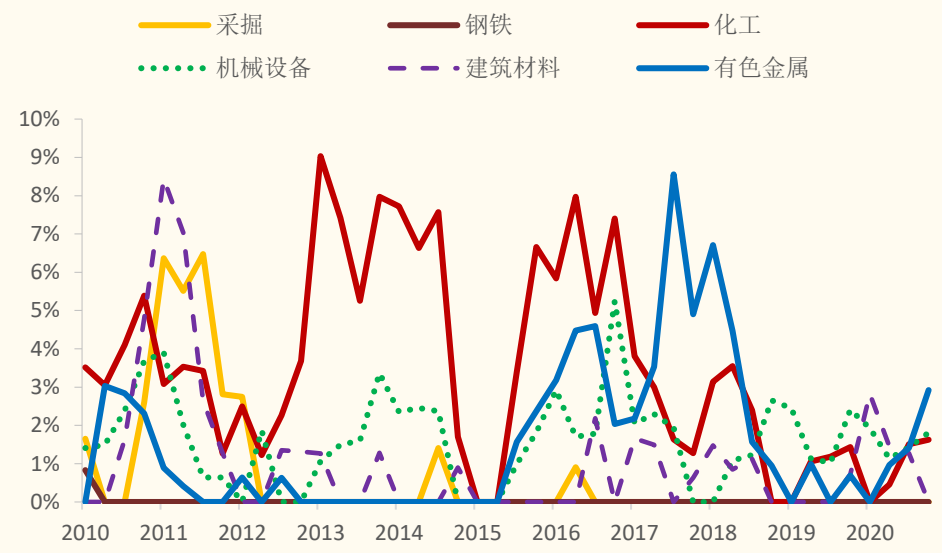
来源：Wind，基金季度报告，国金证券研究所

图表 11：基金经理抱团指数成长行业持股市值权重



来源：Wind，基金季度报告，国金证券研究所

图表 12： 基金经理抱团指数周期行业持股市值权重

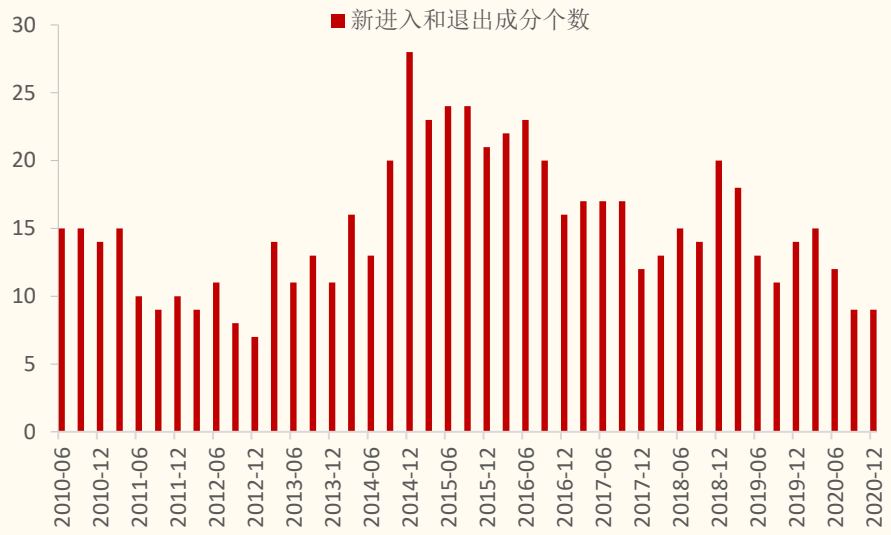


来源：Wind，基金季度报告，国金证券研究所

四、指数成分调整情况：平均每次进入和退出的成分占 30%

- **基金经理抱团指数自 2010 年以来共经历了 42 次成分调整，平均每次进入和退出的成分占 30%。**基金经理抱团指数成分平均每季度更换 15 只成分股。2014-2016 年经历了换仓高峰，如 4Q14 的更换率达到 56%，基金经理大量减持电子和化工行业，增持非银、银行、地产等周期股。这主要是因为 2014 年开启了 A 股五年熊市后的第一个牛市周期，11 月 21 日央行超预期降息，宽松货币政策和房贷新政、限购松绑等利好非银、房地等板块。2017 年以来成分股换仓频率有明显下降。
- **季度性的成分再调整可能会引起基金经理抱团指数的跳跃。**基金经理抱团指数（持股市值加权）的日均绝对涨跌幅为 1.39%，基金经理抱团指数（等权重）的日均绝对涨跌幅为 1.30%；而在成分调整日的日均绝对涨跌幅分别为 10.08%和 6.80%。分解来看，新成分的进出和原成分权重的调整都会导致指数的大幅波动，等权重加权只衡量了前者的影响，而持股市值加权衡量了两者的混合效应。若持股市值加权的基金经理抱团指数在指数调整日经历了大幅波动，而等权重基金经理抱团指数变化相对小很多，则可能是因为个别大基金大额加仓某只已在重仓股名单上的股票；若持股市值加权和等权重指数在指数调整日都经历了大幅波动，则可能是板块调整和风格切换引起的。

图表 13：基金经理抱团成分调整历史



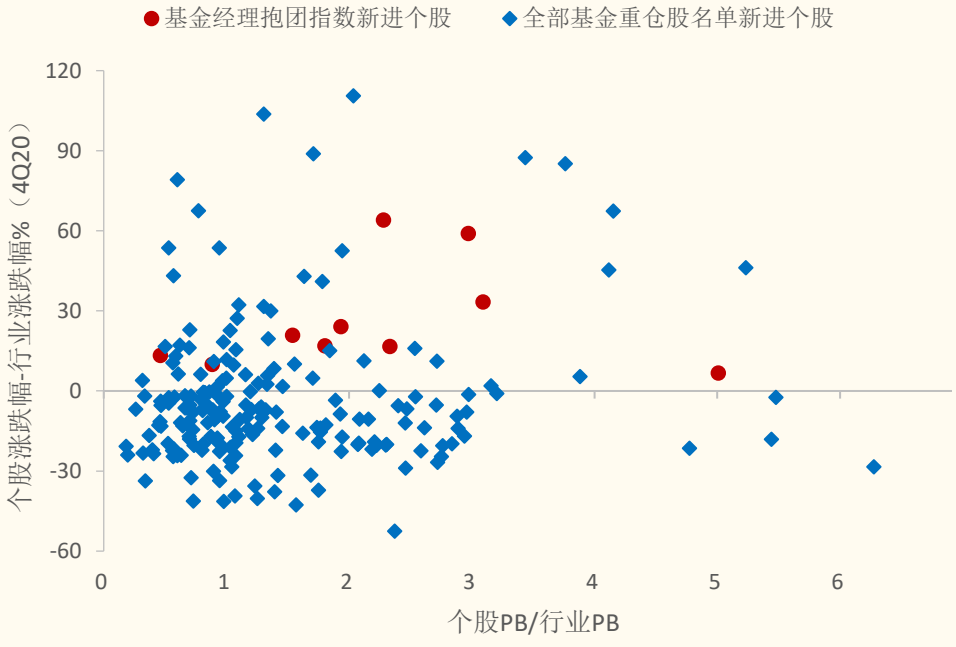
来源：Wind，基金季度报告，国金证券研究所

五、新“进”指数成分股是否有超额收益？

- **新进入成分股在下一季度表现中有一定的超额收益。**对于新进入基金经理抱团指数成分在下一季度的超额收益情况，以 3Q20 的数据为例，我们发现新进入基金经理抱团指数的 9 只个股在下一季度中全部跑赢了对应的申万行业指数，部分个股相对行业 PB 也相对较低。

- 随着基金四季报的披露完毕，**4Q20 基金经理抱团指数新进入个股有：**洋河股份、韦尔股份、华友钴业、兴业银行、平安银行、中航光电、阳光电源、中国太保和恩捷股份；**新退出的个股有**康泰生物、东方雨虹、歌尔股份、凯莱英、三花智控、保利地产、完美世界、中信证券和三七互娱。

图表 14： 3Q20 新进入指数的股票相对 PB 和在下一季度的超额收益率



来源：Wind，基金季度报告，国金证券研究所

附录：最新成分股名单

图表 15：“抱团 50”最新成分股名单

股票代码	股票名称	行业	重仓该股票的基金经理个数	持仓市值(百万元)	权重
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	291	88205	10.38%
000858.SZ	五粮液	食品饮料	235	75277	8.86%
000568.SZ	泸州老窖	食品饮料	97	38055	4.48%
601888.SH	中国中免	休闲服务	131	35456	4.17%
300750.SZ	宁德时代	电气设备	185	35079	4.13%
300760.SZ	迈瑞医疗	医药生物	120	31290	3.68%
000333.SZ	美的集团	家用电器	147	30892	3.64%
601318.SH	中国平安	非银金融	155	29492	3.47%
601012.SH	隆基股份	电气设备	126	28931	3.40%
002475.SZ	立讯精密	电子	155	25306	2.98%
603259.SH	药明康德	医药生物	98	23060	2.71%
002352.SZ	顺丰控股	交通运输	55	20276	2.39%
300014.SZ	亿纬锂能	电气设备	101	19951	2.35%
600809.SH	山西汾酒	食品饮料	49	19308	2.27%
002415.SZ	海康威视	电子	56	17849	2.10%
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	99	17386	2.05%
300015.SZ	爱尔眼科	医药生物	53	17245	2.03%
000661.SZ	长春高新	医药生物	90	16603	1.95%
002304.SZ	洋河股份	食品饮料	47	15937	1.88%
600031.SH	三一重工	机械设备	79	15398	1.81%
600763.SH	通策医疗	医药生物	33	13215	1.56%
600036.SH	招商银行	银行	94	12870	1.51%
002027.SZ	分众传媒	传媒	38	12076	1.42%
000725.SZ	京东方 A	电子	34	11353	1.34%
600309.SH	万华化学	化工	44	11300	1.33%
600438.SH	通威股份	电气设备	51	11288	1.33%
002142.SZ	宁波银行	银行	52	11202	1.32%
600887.SH	伊利股份	食品饮料	62	10980	1.29%
002460.SZ	赣锋锂业	有色金属	49	10801	1.27%
600690.SH	海尔智家	家用电器	56	10729	1.26%
300124.SZ	汇川技术	电气设备	55	10590	1.25%
002311.SZ	海大集团	农林牧渔	33	10254	1.21%
300059.SZ	东方财富	非银金融	74	9669	1.14%
300122.SZ	智飞生物	医药生物	48	8641	1.02%
300413.SZ	芒果超媒	传媒	30	8005	0.94%
603501.SH	韦尔股份	电子	29	7926	0.93%
000002.SZ	万科 A	房地产	44	7906	0.93%
603799.SH	华友钴业	有色金属	45	7362	0.87%
688111.SH	金山办公	计算机	34	6748	0.79%

601899.SH	紫金矿业	有色金属	39	6663	0.78%
600570.SH	恒生电子	计算机	46	6642	0.78%
002410.SZ	广联达	计算机	29	6397	0.75%
002594.SZ	比亚迪	汽车	32	6188	0.73%
601166.SH	兴业银行	银行	59	5859	0.69%
000001.SZ	平安银行	银行	49	5268	0.62%
000651.SZ	格力电器	家用电器	50	5066	0.60%
002179.SZ	中航光电	国防军工	31	4059	0.48%
300274.SZ	阳光电源	电气设备	42	3862	0.45%
601601.SH	中国太保	非银金融	35	3310	0.39%
002812.SZ	恩捷股份	化工	30	2486	0.29%

来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：**流动性风险，海外黑天鹅事件（主权评级下调、政治风险等），政策监管（金融去杠杆等）

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH