个人投资者能从公开数据中获得超额收益吗：116 轮预登记检验的研究报告

Oct 12, 2026 · 撸撸黄

一页结论：最终选择

116 轮研究的最终选择是最简单的配置：美元一直持有全世界股票 ETF，人民币买几只低费率的中证 1000 增强基金，新钱有了就买，不择时。 研究过的其他做法，扣掉成本和税以后都没有更好。

钱	最终选择	为什么（对应轮次）	该预期什么
美元	**一直持有爱尔兰注册的全世界股票累积型 ETF（VWRA 或 FWRA）**，不择时、不再平衡	只押一个国家持有 30 年，扣通胀亏钱的概率 12.4%，全球组合 0%（第 101 轮）；不卖就没有应税所得，也不交美国遗产税（第 100 轮）；均线择时规则税后和买入持有一样（第 54 轮）	收益等于全球股市；2008 年那种危机会跌一半，最长可能 11 年回不到原点
人民币（支付宝 / 天天基金）	**3–5 只低费率的中证 1000 增强基金，A 类、普通定投**；分散到不同公司；可选放约 1/4 国债 ETF 或余额宝少亏，每年年底调回比例	扣掉打新后 2023–2025 年每年仍比指数多 3–7 个百分点（第 21、53 轮）；费率低的更好（第 57 轮）；买 3–5 只够分散（第 47 轮），同一家公司的产品同涨同跌（第 112 轮）；每年调一次比例就够（第 109 轮）；放 1/4 国债回撤 −27% vs −36%（第 75 轮）	每年比中证 1000 多约 3–5 个百分点；私募拥挤可能把它挤掉，每年 10 月体检一次（第 102 轮）
币安（可选）	BTC 期现套利（现货多 + 永续空）	2020–2026 年化 9.8% vs 短债 3.1%（第 22 轮）	最近 12 个月约等于短债；交易所风险测不出来
新钱	**有了就按固定金额买**	等跌 20% 再买平均少约 3%（第 104 轮）；智能定投公平比较只多 0.4%（第 105 轮）	—

钱	最终选择	为什么（对应轮次）	该预期什么
不做	选股、打板、追新币、估值择时、二八轮动、网格交易、按去年业绩换基金、加杠杆长期持有、加小盘价值倾斜	扣成本后都不如买指数，或流行后已失效（第 4、6、7 节）	—

三个最重要的发现：

1. **能稳定拿到的超额只有一项**：中证 1000 增强基金（每年约 3–5 个百分点）。其余 100 多种做法要么扣成本后少赚，要么在公开、流行之后已经失效。
2. **税改变了答案**：均线择时规则在 10 个市场都能减少回撤，但对一直持有、按规定申报的中国居民，卖出要交的 20% 把它的收益优势吃光了，所以选买入持有。
3. **只押一个国家（包括美国）有真实风险**：16 个发达国家 150 年里，持有 30 年扣通胀亏钱的概率是八分之一，全球分散一次没有，而且不少赚。

摘要

本文用免费公开数据，对一个本金很小、身为中国税收居民的个人投资者能否稳定获得超额收益做了 116 轮检验（2026 年 9 月 28 日至 10 月 12 日；第 113 轮数据没有拿到）。每一轮都先在研究日志里登记假设、判定标准和事前概率，再看数据；所有结果扣除交易成本，涉及境外资产的再按中国个人所得税计算。主要发现有五点。

第一，美股择时：一条在 1927–1989 年数据上选定的“三条均线投票”规则，1990–2026 年样本外年化 11.77%，标普 500 为 11.01%，最大回撤 −37% 对 −55%；规则原样搬到美国以外 4 个发达市场地区和 4 个新兴市场都成立。但收益优势随调仓日不同在 0 到 +1.1 个百分点之间，2009 年以后每年落后约 0.8，扣除挑选运气后不显著（Deflated Sharpe 0.01）。它是“长熊市保险”，不是稳定的超额来源。

第二，选股与异象：已发表的 212 个美股异象大多在发表后衰减、且集中在小盘股；A 股的价量信号和自建机器学习模型（月度秩 IC 0.11）预测力集中在输家一侧，只做多拿不到显著超额。公司公告类信号中，业绩预告大增后 60 个交易日超额 +1.50%（t = 2.82），但 2022–2025 年已为负。

第三，中国公募指数增强基金：中证 1000 增强 2023–2025 年扣费后每年跑赢指数 ETF 4–8 个百分点。用约 10 万条网下获配记录扣除打新收益后，沪深 300、中证 500 增强的超额基本消失，中证 1000 增强在控制规模、换手和低 beta 后仍有约 3.2%（t = 2.7）。

第四，税和投资期限改变了最优选择：一直持有、按规定申报时，择时规则的税后收益与买入持有持平（每年 +0.03 个百分点）；16 个发达国家 1870–2020 年的数据显示，单押一个国家持有 30 年实际亏损的概率为 12.4%，全球组合为 0。

第五，研究本身的可信度：67 个事前概率预测平均 38%，实际发生 31%，Brier 分数 0.145（基准 0.215），对“自己的想法会通过”系统性偏乐观。

结论是：对小资金的中国个人投资者，公开数据里能稳定拿到的超额很少；最有价值的发现是什么不该做，以及税、期限和国家分散带来的配置选择。

Abstract (English). Using only free public data, I ran more than 110 pre-registered tests (28 Sep – 12 Oct 2026) of whether a small Chinese retail investor can earn reliable excess returns after costs and Chinese personal income tax. Each test recorded its hypothesis, pass/fail rule and a prior probability before the data were examined. A three-moving-average timing rule chosen on 1927–1989 US data cut drawdowns out of sample (−37% vs −55% for 1990–2026) and replicated in eight other markets, but its return edge is small, not significant after selection (Deflated Sharpe 0.01), and disappears after tax for a buy-and-never-sell investor. Published anomalies, A-share price signals and machine-learning forecasts were concentrated on the short side. The one robust long-only source was CSI 1000 enhanced index funds: after removing IPO-allocation income, size and turnover factors and low beta, their alpha is about 3.2% a year (t = 2.7), while CSI 300/500 enhanced funds' excess returns were largely IPO income. JST data for 16 countries (1870–2020) show a 12.4% chance of a negative real 30-year return for a single country versus none for a global portfolio. The result is a simpler plan than the one the project started with: a global accumulating ETF held forever, plus a few low-fee CSI 1000 enhanced funds.

1 引言

本研究要回答的问题是：一个只用公开数据、本金很小（几千美元以内）的中国个人投资者，能不能在扣除成本和税之后，稳定地比“本来会做的事”（买指数、放货币基金）多赚。资金小意味着最低佣金、整股、申购门槛都会吃掉薄弱的优势；税收居民身份意味着境外卖出盈利和股息要按 20% 申报；可用的渠道是美股券商、A 股与场外基金、加密货币交易所；可转债、港股通、场内期权等有资产门槛，小账户开不了。

这个问题在文献里有三条背景。第一，大量已发表的收益异象在发表后衰减（McLean 和 Pontiff 2016），并且集中在交易成本高的小盘股（Hou、Xue 和 Zhang 2020）。第二，回测里试的规则越多，最好结果的统计显著性越不可信（Harvey、Liu 和 Zhu 2016；Bailey 和 López de Prado 2014）。第三，个人投资者的实际收益常常被交易、注意力驱动的买入和税收吃掉（Barber 和 Odean 2000、2008）。本研究把这三条当作方法约束，而不是结论。

本文的贡献有三点。

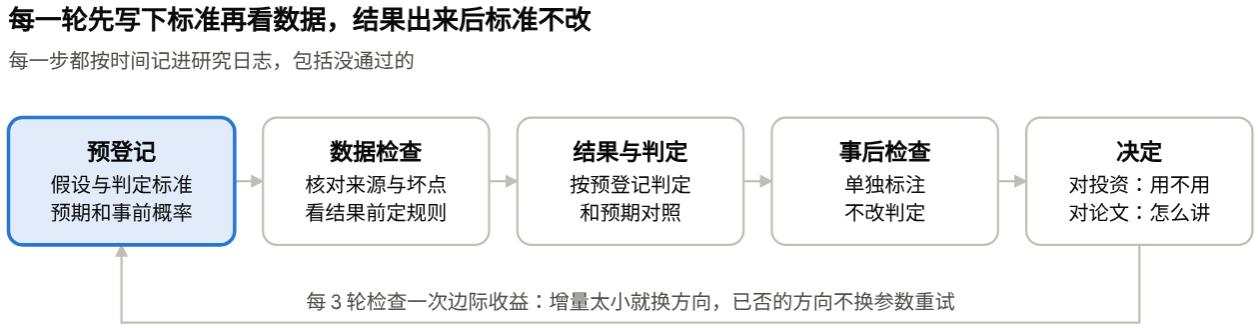
1. 在一个统一的预登记框架下，把美股、A 股、公募基金、加密货币、套利和配置问题放在同一个口径下比较，并如实报告全部 116 轮（多数没有通过）。
2. 用免费数据重建了几项通常需要商业数据库的分析：用网下配售明细还原公募指增基金的打新收益、找回清盘基金、度量量化私募的拥挤；用 SEC XBRL 还原时点财报。

3. 把中国个税、永续持有期限和美国遗产税放进策略比较，说明同一条规则对不同的投资者可能得出相反的结论。

第 2 节介绍研究设计和数据；第 3–7 节按主题报告结果（美股择时、选股与异象、指数增强基金、其他资产、投资者层面的问题）；第 8 节讨论可信度和局限；第 9 节给出结论。附录列出全部 116 轮。

2 研究设计与数据

116 轮研究都按同一个流程做，每一步按时间记入研究日志；判定标准在看到结果之前写定，结果出来后不改。



每一轮的研究流程 · 5 步，每 3 轮一次边际收益检查

2.1 预登记

每轮的登记包括：为什么做；已经看到了什么（污染声明）；样本、口径和成本；判定标准；只描述、不参与判定的项目；预期结果和事前概率。看结果之前先做数据检查，对口径的修改只能在这一步做。看到结果后才想到的检查单独标明“事后”，只作参考；例如第 98 轮发现业绩预告表不含已退市公司后，用“活到今天的股票”作基准重算，但不改原判定。

2.2 样本外与多重检验

- **分段：** 美股择时规则在 1927–1989 年选定、1990–2026 年检验；A 股机器学习模型在 2006–2016 年探索、定版后在 2016-10 以后的锁住期只测一次。
- **校正：** 同一轮多个检验用 Holm 校正；从很多候选中挑出的规则用 Deflated Sharpe Ratio；选股规则用置换检验（在同一候选池里随机挑股重复一百次）。
- **纪律：** 已经否掉的方向不换参数重试；每 3 轮写一次边际收益检查，增量太小就换大方向。

2.3 成本与税

所有结果扣除交易成本。A 股事件研究按往返 0.25% 计（佣金万五、卖出印花税、冲击），并提示小账户每笔最低 5 元的影响；基金用扣费后净值。境外资产按中国个税口径：股息和卖出盈利 20%（美国按中美协定预扣的 10% 可抵免），同一年度内盈亏互抵、不跨年结转；主口径假设

按规定申报。

2.4 数据

数据	用在哪里	偏差与处理
Ken French 数据库（美国 1926 年起日度、国际 1990 年起）	择时、因子、定投	模型化 ETF；2007 年起用真实 ETF 核对
Chen-Zimmermann 开源异象数据（212 个）	发表前后衰减	一年调仓一次的组合只用于会计信号
SEC XBRL 时点财报	标普 500 盈利因子	按申报日还原；拆股、股数单位错误已处理
JST 宏观历史数据库（16 国，1870–2020）	单一国家风险	只有今天富裕的国家；德国 1922–1924 剔除
天天基金、东方财富数据中心	指增基金、网下配售、业绩预告、股东户数	部分表不含退市公司→幸存者基准；清盘基金用配售对象编码找回
腾讯不复权日线 + baostock 复权因子	A 股价量与事件研究	腾讯复权价是加减法、收益率不对，改用按比例复权
中证指数官网、中金所	指数回测、期货贴水	发布前回溯有选择偏差，单独检验
Yahoo Finance、币安、FRED	真实 ETF、加密货币、汇率利率	币安含已下架币种；伦敦收盘时点不同导致的噪音单独注明

3 美股择时：均线投票规则

美股择时只留下一条规则，它的可靠价值是减少回撤，而不是多赚：1990–2026 年样本外年化 11.77%，标普 500 为 11.01%，最大回撤 −37% 对 −55%。

3.1 规则与样本外检验

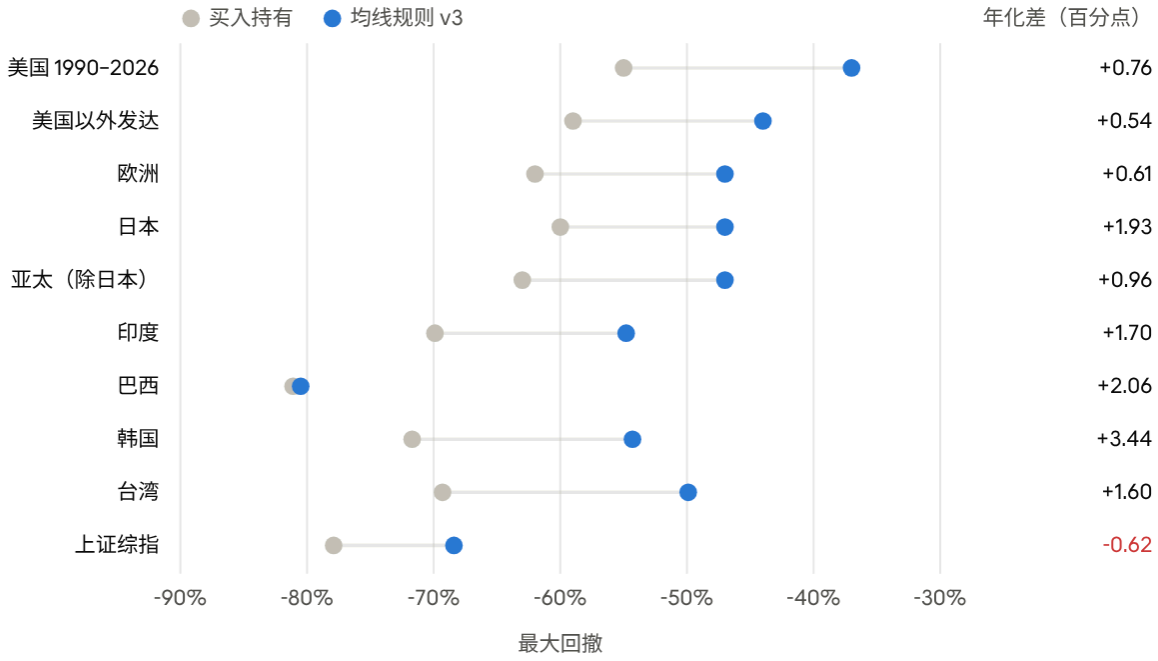
规则（记为 v3）只看标普 500 收盘价站上 150、200、250 日均线中的几条：0、1、2、3 条分别对应 0.5、0.75、1、1.25 倍股票敞口，用 1 倍和 2 倍 ETF 加国债实现，每月末检查一次，偏离目标超过容差才调仓。规则在 1927–1989 年的 Ken French 日度数据上从约 330 组候选中选出，1990 年以后的数据在选定之前没有看过。

候选里样本内最好的是"波动率目标"一类（按近期波动调整敞口），样本外全部失效；纯趋势（跌破 200 日线就清仓）样本外收益低于持有。这两类此后不再重试。

3.2 换市场复现

均线规则搬到 10 个市场：回撤都更浅，收益只有上证略低

9 / 10 个市场年化不低于买入持有、最大回撤更浅



第 3、12、14、83 轮报告 · 美国 1990–2026 样本外；其他发达地区 1991–2026；印度、巴西、韩国、台湾 1996/1998–2026（美元计价）；上证 1992–2026

规则一个字不改，搬到 French 国际数据的 4 个发达市场地区（第 14 轮）和印度、巴西、韩国、台湾（第 83 轮，美元计价）：9 个市场全部"年化不低、回撤更浅"。上证综指是例外，回撤浅 9.5 个百分点，但年化低 0.62（第 12 轮）。所有市场都是 2009 年以前多赚、之后略输，收益优势来自 2000–2002 和 2008 年那种又长又慢的熊市。

3.3 稳健性

- **调仓时点运气（第 15 轮）：** 把月末检查日挪到月内其他 20 个交易日，样本外收益优势在 0 到 +1.1 个百分点之间，中位数约 +0.5。
- **挑选运气（第 20 轮）：** 按 330 个候选算 Deflated Sharpe Ratio 为 0.01，样本外 Probabilistic Sharpe Ratio 0.75——超额收益不显著。
- **归因：** CAPM、三因子和 Treynor-Mazuy 回归中，全样本 α 显著，样本外不显著；择时能力只在年度尺度上出现。
- **防守仓位放中期国债（第 18、19 轮，记为 v3.1）：** 三个时段都好于短债，样本外年化 12.51% 对短债版 11.77%（标普 500 11.01%）；和同波动的固定股债组合比，12.5% / −32% 对 10.8% / −52%。代价是 1970 年代、2022 年那种股债同跌时会多亏。
- **人民币口径（第 17 轮）：** 回撤优势仍在，约 17 个百分点；汇率平时是缓冲（月度相关 −0.25），2008 年反而放大亏损。

3.4 中国个税与永续持有

中国税收居民的境外卖出盈利和股息按 20% 申报，同一年度内盈亏互抵、不跨年结转（第 54 轮）。v3 每次降档都会卖出，每年兑现约相当于净值 6–8% 的盈利；买入持有可以一直递延。

v3 – 标普 500（样本外，年化百分点）	v3（短债）	v3.1（中期国债）
税前	+0.83	+1.57
税后，期末全部卖出	−0.22	+0.40
税后，永不卖出	−0.59	+0.03
税后，2009-03 以后	−2.44	−2.48

表中税前差是第 54 轮口径（1990-01 起算，第一个月在短债里），和 3.1 节的 +0.76 略有不同。

税后最大回撤仍是 −35% 对 −55%。"少卖版"（差一档以上才调、一年最多降一次）税后只少 0.10，但 2008 年降不下去，回撤深 8.3 个百分点，不通过（第 64 轮）。结论：对一直持有、按规定申报的投资者，v3.1 的收益和买入持有相同，只剩回撤优势。

4 选股与异象

公开的选股信号里，没有一个能让只做多的小投资者扣成本后稳定赚钱：美股大盘股里的异象在发表后基本消失，A 股信号的预测力集中在“该躲开”的一侧，唯一在做多一侧有效的业绩预告漂移 2022 年以后也没了。

4.1 多因子选股器

选股器用动量、估值、成长给美股打分、每次满仓一只。回测年化约 17%，比标普 500 略高，但最大回撤 −55% 对 −34%；置换检验里只赢了 86% 的随机挑股（门槛 95%），CAPM α 不显著。它的基本面部分也无增量：“营收、净利润都增长”的过滤在标普 500 时点数据里 t = −0.42（第 30 轮），估值打分的秩 IC 0.003（第 31 轮）。

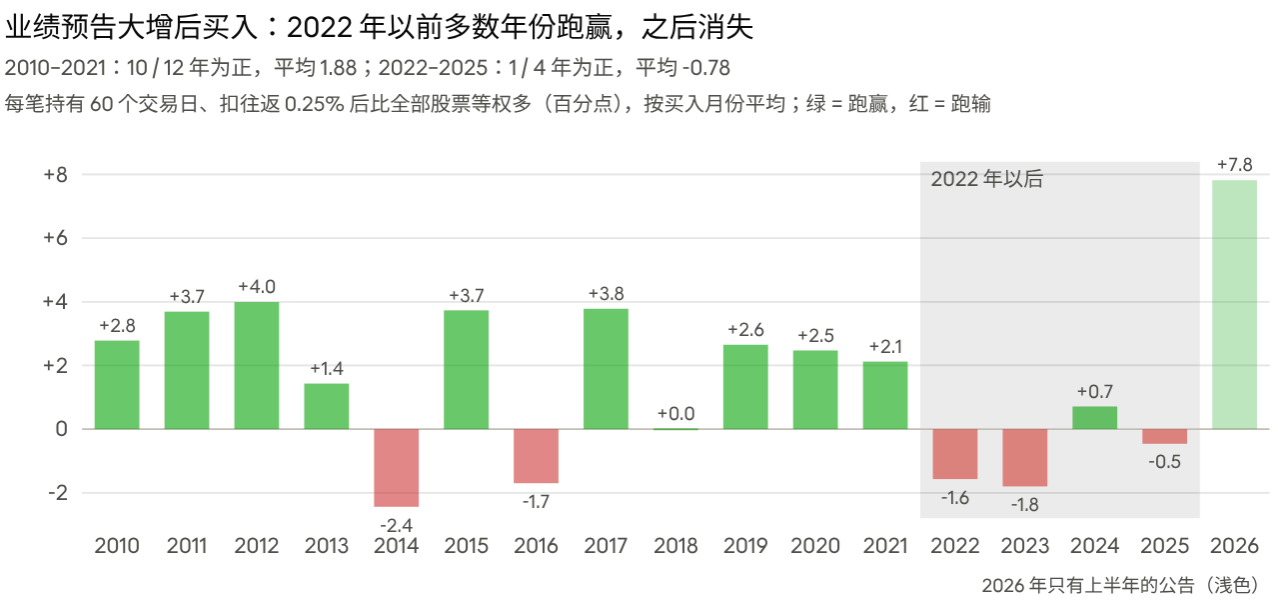
4.2 美股已发表异象

- 标普 500 里 18 个价格类因子，Holm 校正后全部不显著（第 1 轮）；French 全市场数据里，价格类异象在大盘股中 2000 年以后基本消失（第 2 轮）。
- Chen–Zimmermann 公开的 212 个异象：含微盘的原论文做法发表后仍有 28% 显著，大盘一半只剩 4%，多重检验后一个不剩（第 3 轮）——异象主要活在交易成本高的小盘股里。
- 唯一跨数据源站得住的是盈利能力：用 SEC XBRL 时点财报在标普 500 里通过了预登记（第 4 轮），但只做多的版本 t = 1.64（第 6 轮），美国以外 t = 0.42（第 10 轮）。
- 内部人买入 t = 0.41（第 8 轮）；标普 500 自挖价量因子探索期就没过（第 16 轮）；行业动量发表后 t = 1.76，按规定判不通过、不调参数去凑（第 40 轮）。

4.3 A 股价量信号与机器学习

- 异常换手、短期反转效应很强（t > 7），但溢价集中在做空一侧（第 11 轮）。
- 53 个日线特征 + 岭回归：在 2006–2016 年探索、定版后在 2016-10 以后的锁住期只测一次。月度秩 IC 0.108（t = 10.3），但只做多前 10% 扣成本每年 +4.3%，t = 1.72，低于门槛 2，判不通过（第 13 轮）。同一模型的“最可能跌”名单在锁住期 78% 的月份跑输全体、月均 −1.90%（t = −7.4），改为每月前瞻跟踪（第 94 轮）。
- 散户常见的短线做法都亏：次新股开板后持有 3 年，相对同市值每年 −9.6%（t = −3.3，第 93 轮）；涨停次日开盘追进每笔 −0.91%（t = −27，第 95 轮）；跌停次日开盘抄底每笔 −1.39%（t = −21，第 97 轮）。亏损集中在隔夜：T+1 让散户吃不到白天的反弹，和 Barber 与 Odean（2008）的注意力驱动买入一致。

4.4 A 股公司公告



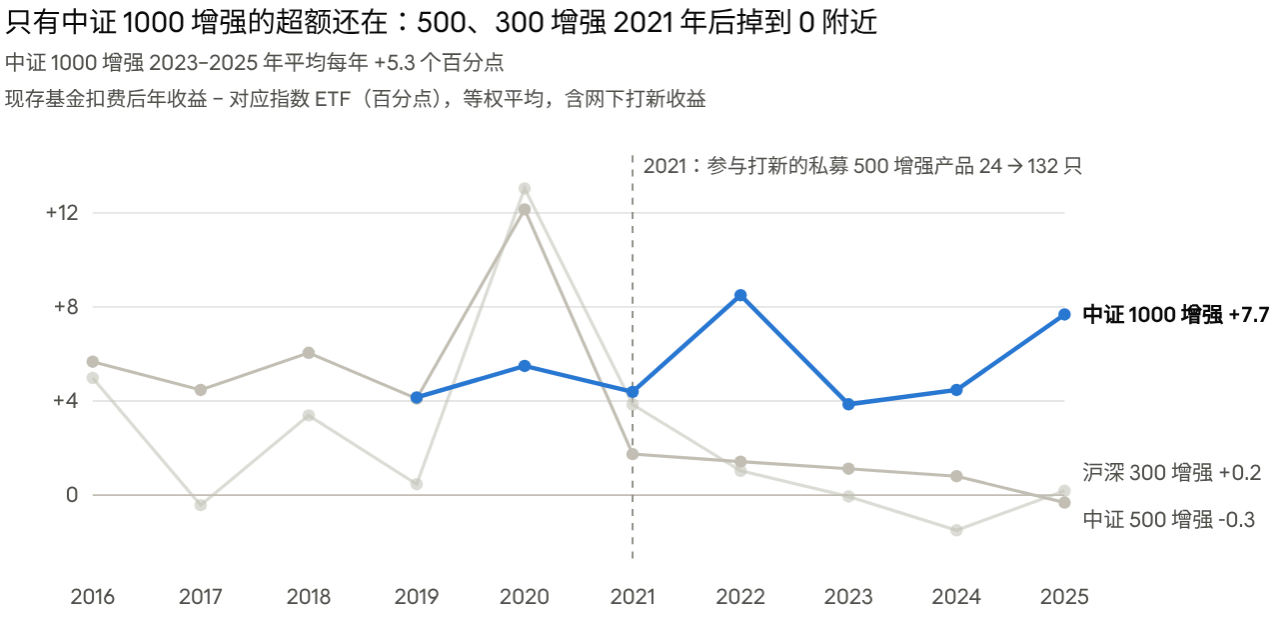
第 98 轮 · 东方财富业绩预告（预增 + 扭亏），公告日 2010-01 → 2026-06，3.1 万个能买入的事件

业绩预告“预增 / 扭亏”后第一个交易日开盘买入、持有 60 个交易日：扣成本后每笔比全市场多 1.50%（t = 2.82），按预登记判通过；但 2022–2025 年按月平均为 −1.05，单笔跑赢的只有 40–47%，因此不采用（第 98 轮）。时间点和量化私募 2021 年后的扩张吻合（见第 5 节）。东方财富的预告表不含已退市公司，换成“活到今天的股票”作基准后只差 0.1 个百分点。

股东户数大减（“筹码集中”）+0.17%（t = 0.37），大股东增持 −0.16%（t = −0.47），都不显著；反面却显著：户数一个季度涨两成以上的股票之后 60 天跑输 1.23%（t = −2.4，第 99 轮）——又是散户涌进的一侧。

5 中国公募指数增强基金

公募指数增强基金是本研究里少数能让小资金拿到 A 股超额的渠道，但只有中证 1000 增强的超额在扣掉打新和风格后仍然显著；沪深 300、中证 500 增强的“超额”主要是公募身份带来的打新红利，2021 年后也已衰减。



第 21 轮 · 天天基金复权净值，207 只现存指增基金（每类每年 ≥ 5 只才画），对比 510300 / 510500 / 512100

5.1 扣费后的超额

207 只沪深 300、中证 500、中证 1000 增强基金和对应指数 ETF 比（第 21 轮）：中证 1000 增强 2023–2025 年每年 +3.9、+4.5、+7.7 个百分点，80–89% 的基金跑赢。各类年度超额不延续（自相关 −0.24 到 +0.18），按去年业绩挑基金没有依据；随机买 5 只，最差 5% 的情况每年也比 ETF 多 1.4–3.3 个百分点（第 47 轮）。费率低的超额更高（横截面斜率 t = −3.1，第 57 轮）。

5.2 网下打新

公募基金在网下新股配售里有优先权。用东方财富约 10 万条逐只基金的获配记录估算打新收益并扣除后（第 53 轮）：

类别	年化 α（含打新）	扣打新后	再扣更小盘、规模、换手、低 beta
沪深 300 增强	2.8%	0.35%（t = 0.48）	—
中证 500 增强	—	1.7%（t = 1.6）	—
中证 1000 增强	6.2%（t = 5.4）	4.1%（t = 3.4）	3.2%（t = 2.7）

中证 1000 增强扣打新后 2023–2025 年仍每年 +3.1、+3.8、+6.8。风格控制用"更小盘"（国证 2000 − 中证 1000）和自建的 Liu–Stambaugh–Yuan 规模、异常换手因子（和公开版本相关 0.97 / 0.93）；更小盘系数 −0.13（t = −1.25），超额不是偷配微盘（第 45、58 轮）。

5.3 衰减与拥挤

公募规模（第 44 轮）、基金间超额相关性（46）、全市场成交额（48）、个股收益离散度（56）、资金流（60）都解释不了中证 500 增强的衰减。私募规模不公开，但私募产品也参与网下打新：用配售对象名单数，参与打新的私募 500 增强产品从 2019 年底 3 只增到 2021 年底 132 只、2022 年约 190 只，和超额崩溃时间吻合，但回归 t = −1.62，不显著（第 62 轮）。

这给出一个可以前瞻检验的预测：私募 1000 增强产品 2025Q3 → 2026Q3 从 83 只增到 173 只（占全部配售对象 0.90% → 1.36%，已高于 500 增强 2021 年底的 0.86%），而 1000 增强 2026 年 1–9 月的类别超额仍有 +3.1%。如果拥挤解释成立，接下来一两年 1000 增强的超额应明显下降。

5.4 其他检验

- **指数调样（第 49–52 轮）：** 6、12 月调样月的月超额高 0.45（500 增强，t = 2.24）和 0.68（1000 增强，t = 2.42）个百分点；调出股生效前跑输 2.5%（t = −3.3），但和调样期超额逐次连不起来，全持仓也看不到低配（第 65 轮）。
- **幸存者偏差（第 59 轮）：** 公募的配售对象编码就是基金代码，可以找回清盘基金；1000 增强 0 只清盘，加回 500 / 300 的清盘基金年均变化 < 0.6 个百分点。
- **退出规则（第 102 轮）：** "过去 12 个月类别超额为负就换回 ETF"在三类上都亏（每年 −1.58 / −0.60 / −0.44）——500 增强的超额从高变低、没有变负，规则退出太晚。改为每年监控私募产品数和类别超额，两个条件同时满足才考虑换。
- **场内 vs 场外（第 106 轮）：** 6 只场内增强 ETF 费率低约 0.45 个百分点，2024–2025 年平均超额高 1.0–1.5，中位数几乎相同；多数规模很小。
- **小盘踩踏和急涨（第 110 轮）：** 2023-12-29 → 2024-02-05 中证 1000 跌 27.1%，2023 年初已在运作的 13 只 1000 增强超额平均 +2.48%（12 只为正），横截面上和 2023 年日度回归的"更小盘"暴露无关（t −0.55）；一个原因是公募 beta 约 0.9。代价在急涨：9·24 两周指数 +38.7%，1000 增强超额 −2.93%、500 增强 −4.28%，所有基金为负。类别累计超额最深回撤 −6.2%，约 7 个月收回。
- **同一公司跨产品（第 112 轮）：** 同一年里公司的 500 / 300 增强和 1000 增强超额秩相关 0.41–0.61；按公司其他增强产品的历史超额分两半，前一半下一年的 1000 增强高 1.9 个百分点，但 t = 1.87，按预登记不通过。
- **换基金经理（第 111 轮）：** 207 只指增基金 397 次经理变动中，前后各满 12 个月的全换 27 次：之后一年相对同类 −1.50 个百分点（t = −1.52），换人前一年已经 −2.99；部分换 230 次之后一年 −0.12。量化指增的超额看起来不依附于个人经理，但全换样本小。

- **对照：** 公募量化对冲基金把市场对冲掉后 2015 年以来年化 2.4%，余额宝 2.3%（第 66 轮）；全额用中证 500 期货对冲的贴水成本 2016–2025 年平均约 9.8%/年（第 74 轮）——指增的超额要承担完整的市场风险才拿得到。

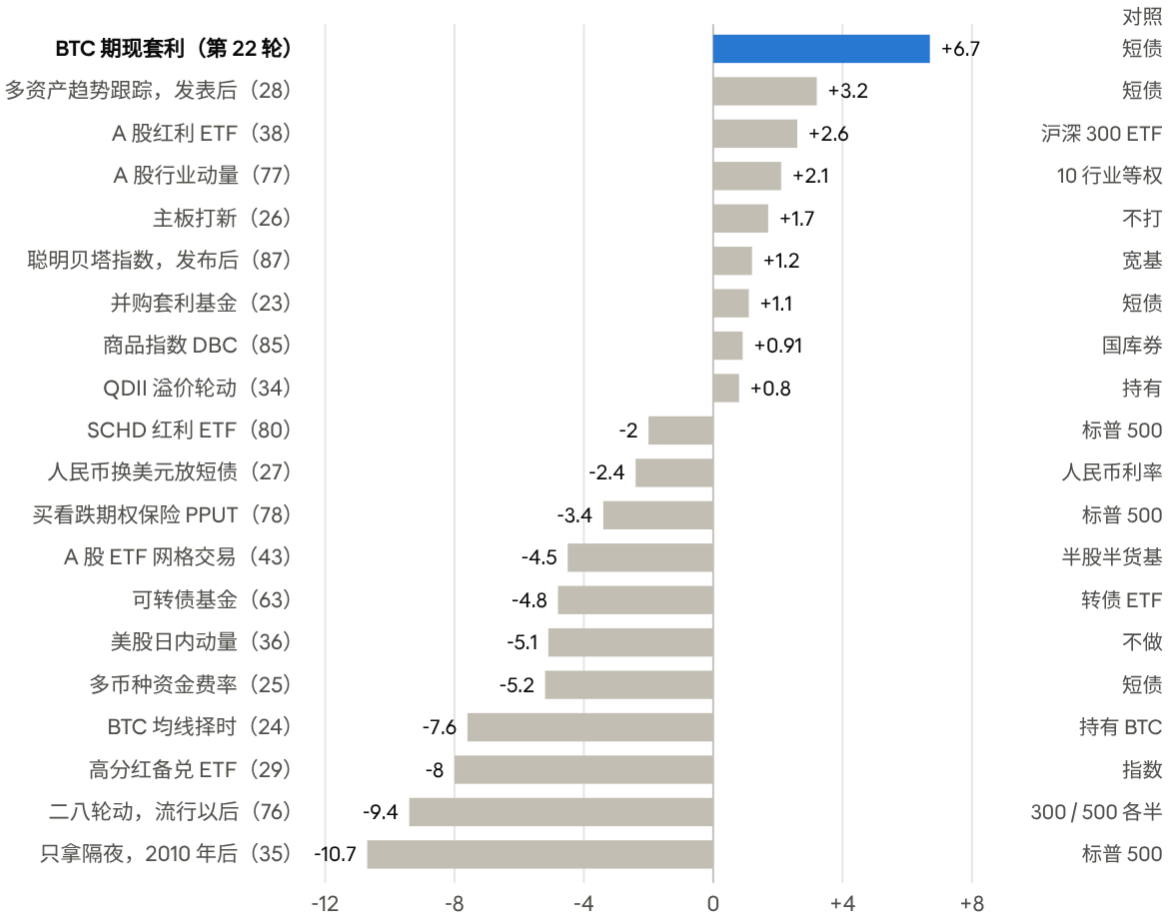
6 其他资产与策略

在套利、加密货币、期权、商品、高频和散户常用的择时方法里，只有 BTC 期现套利按预登记标准通过，而且最近 12 个月的收益已经和短期国债差不多。

20 种其他做法里，只有 BTC 期现套利按事先标准通过

通过 1 种；11 种扣成本后比对照少赚；其余多赚的都不显著或只在部分年份成立

每年比对照多（+）/ 少（−）的百分点，扣成本；蓝 = 通过预登记标准



各轮报告的年化差（数字抄自 `research/profit_overview.py` 的 ROUNDS）· 打板、抄跌停按每笔计、BTC 日内动量（每年约 −37）不在图中

- **加密货币（第 22–25、33、37、96 轮）：** 买入 BTC 同时卖空等额永续合约、只收资金费率，2020–2026 年年化 9.8%，最大回撤约 −1%，同期短债 3.1%；收益集中在牛市，交易所倒闭和法律风险回测里看不到。每周换费率最高的 5 个币，换仓成本把多出的费率吃光。新上线的币 90 天相对 BTC 的超额中位数 −43.5%；一年期均值为 +239%，几乎全靠 AXS 一个币，是彩票式的分布。

- **套利与趋势跟踪（第 23、28 轮）：** 并购套利像卖出看跌期权，平时小赚、危机里亏（Mitchell 和 Pulvino 2001）。AQR 时间序列动量扣费夏普从发表前的 1.2 降到发表后的 0.24，但美股单月跌超 5% 时平均赚 2.4%，更像危机保险。
- **期权与商品（第 29、78、85 轮）：** 保护性看跌期权 PPUT 每年保费约 3.4 个百分点，最大回撤 −42% 仍深于均线规则的 −37%；它保"快跌"（2020 年 3 月只跌 12%），均线保"慢跌"。商品指数最深跌 76%，放一部分不如放国债。
- **高频（第 35–37 轮）：** 标普 500 隔夜效应 1993–2009 年很强、2010 年后基本消失；开盘半小时预测收盘半小时的日内动量在 2014 年后 t = 0.58。可预测的部分只有几个基点，小账户往返成本 3–10 个基点。
- **指数回测的选择偏差（第 87、88、90 轮）：** 中证 420 个主题、策略、风格指数（2010–2021 年发布）发布前回溯每年比中证全指多 4.3 个百分点，发布后少 0.8；12 个发布年份全部如此，控制规模和价值风格后落差仍有 3.3。和异象发表后衰减是同一个机制：只有回测好看的才会被发布。
- **主动基金与投资者择时（第 81、86、91、92 轮）：** 主动偏股基金 2016–2025 年加回 250 只清盘基金后每年仍比宽基多约 4.5 个百分点，但几乎全来自 2019–2020 年，追去年冠军没用。A 股 ETF 投资者没有因为进出时点少赚；场外指增基金的投资者多数口径少赚 2–4 个百分点，但对终点敏感。

7 投资者层面的问题

对一个永续持有、按规定申报的中国个人投资者，影响最终财富最大的不是择时或选股，而是三个配置选择：是否卖出（税）、用哪种工具持有（税与遗产税）、押一个国家还是全球分散。

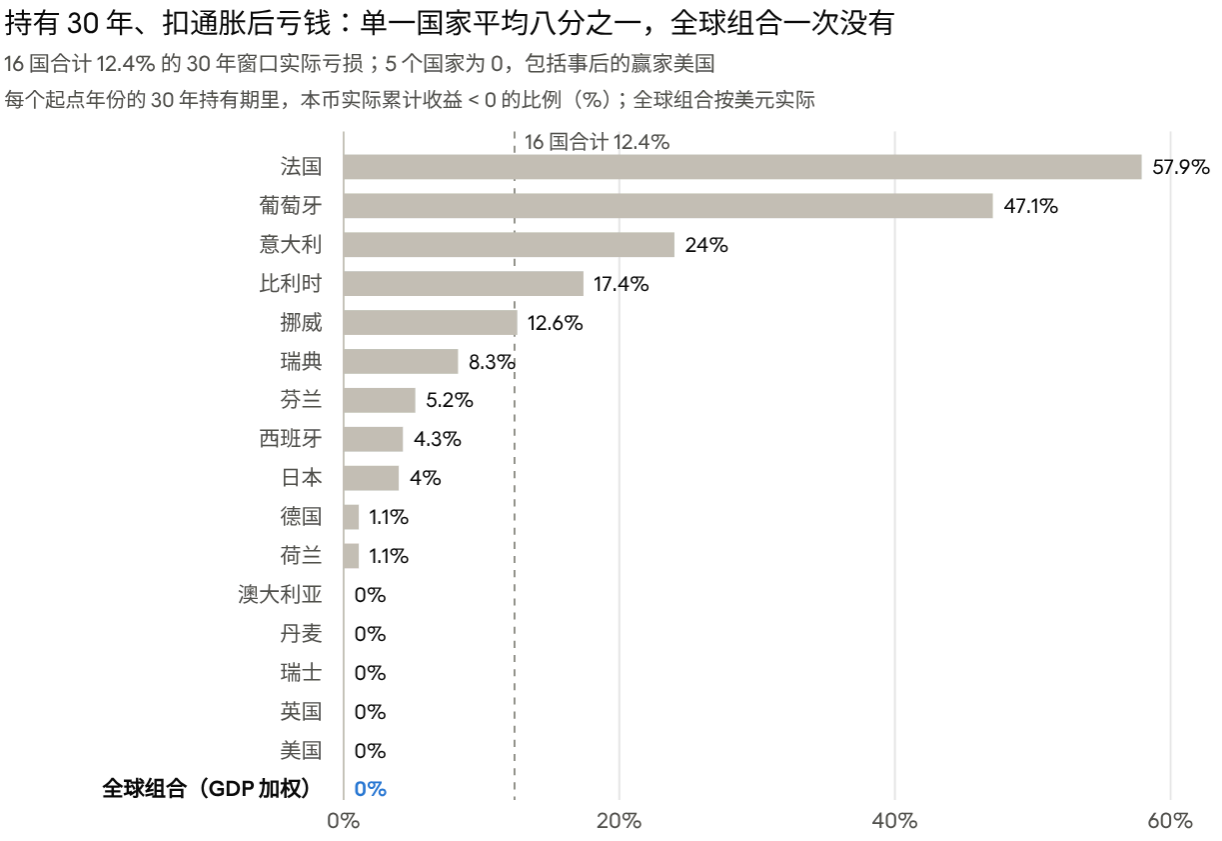
7.1 税与持有工具

对中国税收居民，网上常说的"爱尔兰累积型 ETF 更省税"只在永不卖出时才成立：中美税收协定把美国对股息的预扣降到 10%，爱尔兰基金在基金层面被扣 15% 且不能抵免。CSPX − VOO（2010-09 → 2026-10，年化百分点，第 68、100 轮）：

口径	CSPX − VOO
税前	−0.32
按规定申报，期末卖出	−0.05
不申报	−0.12
按规定申报，永不卖出	+0.09（85% 的十年窗口更高）

美国资产超过 6 万美元后，非美国人身故时要按 26–40% 的边际税率交美国遗产税：30 万美元约交 7.5 万，持有 40 年折合每年少 0.7 个百分点；爱尔兰注册的 ETF 不算美国资产。境内标普 500 QDII 虽然个人免税，但近年跟踪差每年多 1.6–5 个百分点（第 55 轮）。

7.2 单一国家风险



第 101 轮 · JST Macrohistory Database R6，16 国 1870–2020 年度数据，起点年份 1870–1991；德国 1922–1924 及缺数窗口剔除

单一国家每年跑输全球 2 个百分点以上的 30 年窗口占 38%；全球组合平均每年反而比单个国家多约 1.4 个百分点，分散没有代价。美国在当时有数的国家里排名中位数第 3，但也有 36% 的 30 年窗口跑输全球。按年末净值算，全球组合最长 11 年回不到原点（1974–1984），美国 13 年（2000–2012），日本 31 年（1990–2020）。JST 只含今天仍然富裕的国家，没有俄国 1917 年、中国 1949 年那种股市归零的例子，单一国家的风险是被低估的。

7.3 股债与跨币种配置

- **A 股里放国债（第 69、70、75、89 轮）：** 约 3/4 中证 1000 + 1/4 国债，2006 年以来最大回撤 −59% 对 −72%，年化只差 0.19；用真实 1000 增强基金和国债 ETF（2019 年起）回撤 −27% 对 −36%，年化少 2.8。按均线在股债间轮动只比固定比例多 0.45。
- **多久再平衡（第 109 轮）：** 3/4 + 1/4 每年年底调一次就够：2005–2026 年化 13.1% / 回撤 −53%，和“每月看、偏离超过 10 个百分点”差不多；每月都调反而每年少约 1 个百分点；从不调的话股票漂到九成以上，2015 年那种大跌多亏约 10 个百分点。
- **国债用哪种久期（第 115 轮）：** 3/4 中证 1000 + 1/4 国债，5 年期和 10 年期几乎一样：2009–2017 年化 14.22% 对 14.21%，2018 年以后 1.51% 对 1.78%，全期回撤都是 −53.9%。按规则维持 5 年期。中证 1000 单月跌 10% 以上时 30 年期平均 +1.6%，但一年就可能亏 5–10%。

- **防守放余额宝行不行（第 116 轮）：** 2013-06 → 2026-09，3/4 中证 1000 + 1/4 余额宝年化 4.48%，+ 1/4 国债（扣费）4.65%，最大回撤 −54.1% 对 −54.0%，按规则“放余额宝就行”。中证 1000 单月跌 10% 以上时国债平均只 +0.39%：少亏主要靠只拿 3/4 股票，不靠国债的对冲。
- **防守部分换成标普 QDII（第 103 轮）：** 2006–2026 全期年化少 1.57、回撤深 6.3，按规则维持国债；但 2015 年以后和真实基金 2019 年以后都是 QDII 更好——结论依赖 2006–2014 年人民币升值和 A 股大牛市。
- **人民币和美元两边的比例（第 107 轮）：** 2008 年那种全球危机里放多少都要跌一半左右；2015 年以后，全放 1000 增强最深 −65%、一半一半 −35%、全放全世界股票 −20%，年化反而依次更高（6.7%、9.6%、11.9%）。

7.4 新钱怎么投

- 一次性买入在美股约七成的时候好于分 12 个月买入，A 股大致是抛硬币（第 71 轮）。
- 放着现金“等跌 20% 再买”，美国 1926 年以来的 20 年窗口里只有 43%（1990 年后 12%）更好，期末财富平均少约 3%；日本 1990 年后的长熊市是例外（第 104 轮）。
- 支付宝式“智能定投”在投入一样多的公平比较下，中证 1000 上 10 年只多 0.4%；平台展示的高收益主要来自低位多投了本金（第 105 轮）。目标止盈定投（20%）也不比一直定投好（第 79 轮）。
- 小额新钱的例外是固定的每笔最低佣金：伦敦交易所 ETF 每笔约 1.9 美元、券商账户前 1 万美元现金没有利息时，每月新钱少于约 300 美元就先攒几个月再买（最优间隔 ≈ √(24 × 每笔费用 ÷ (期望收益 × 每月金额))）；美国 1926 年起 963 个 20 年窗口里，每月 100 美元时每 2 个月买一次 100% 胜过每月买，差别在期末财富的 0.5% 左右。

7.5 永续持有要不要加杠杆

借钱持有 1.5 倍股票（借款利率 = 短债 + 1.5%，每月再平衡），只有美国这个事后赢家稳定多赚：1926 年起的 30 年窗口中位数每年多 1.6 个百分点、只有 4% 跑输 1 倍（第 108 轮）。换成 JST 全球组合（1871–2020），每年只多 0.4、三分之一的 30 年跑输；单个国家合并看一半以上跑输。代价是大跌时多亏一截（美国 1929–1932 年 1.5 倍跌 95%，1 倍 84%），而且增量对借款加点很敏感：加点 2.5% 时全球组合不再多赚。「年轻人该加杠杆」的证据和 7.2 节是同一个问题：主要来自美国。

7.6 要不要加小盘价值倾斜

不加（第 114 轮）。French 发达市场数据（含美国，1990-07 → 2026-08）里，小盘价值扣掉约 0.25 个百分点的费率差后每年比市场多 1.96 个百分点（t 1.63），2008 年以后 −0.29；溢价几乎全在 2000 年代（+9.6）。拿 30% 倾斜、每年再平衡，全期每年多 0.72、回撤几乎一样，但相对纯市场的最高点在 2010 年 4 月，16 年后仍低 6.2%。发达市场除美国更好（+2.77，t 2.26），但不是主检验。

8 研究可信度

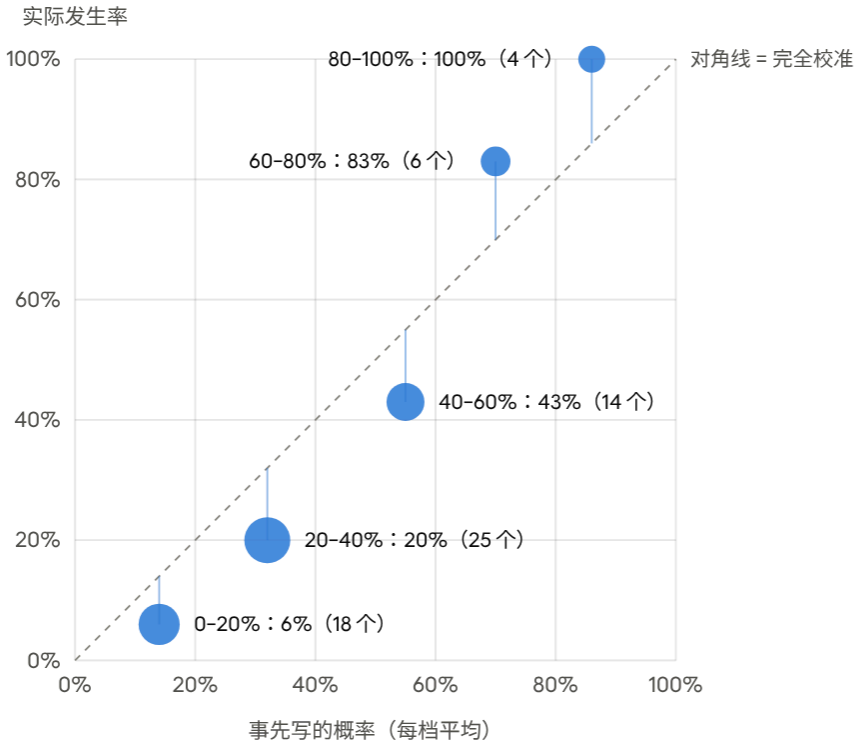
这项研究最大的风险是自欺：研究者希望自己的想法成立。预登记、分段检验和事前概率都是为了约束它；事后检查显示这些约束有用，但偏乐观仍然存在。

8.1 预登记预测的校准度

事先写的概率偏乐观：低于 60% 的几档，实际发生得更少

低于 60% 的三档共 57 个预测：事先平均 32%，实际只有 21%

按事先概率分档；点越大、这一档的预测越多；竖线 = 和对角线的差距



研究日志逐轮人工核对 · `research/calibration.py`，第 13–116 轮中写了概率的 63 轮、共 67 个预测

67 个预测的事先平均概率 38%，实际发生 31%；Brier 分数 0.145，永远报平均发生率的基准是 0.215，技能分 +0.32——事前判断有信息量。偏差集中在“我的想法会通过”一类：54 个通过类判定事先平均 34%，实际 26%；前半段（第 13–57 轮）事先 33% / 实际 33%，后半段（第 64 轮起）事先 42% / 实际 30%，越到后来越乐观。把握大的结论（≥ 60%）反而偏保守。结果的编码有主观成分，逐条列在报告里可以复核。

8.2 多重检验

写了事前概率的 54 个“是否通过”判定里通过 14 个。单个判定多数要求 $t \geq 2$ 加两段同号，假设全部为假时粗略估计约 1–2 个会碰巧通过。可信度更多来自换市场、换时段的复现：均线规则在 9 个市场里都“年化不低、回撤更浅”（上证综指回撤更浅但年化略低），而第 98 轮的通过在 2022 年以后就不成立了。

8.3 主要局限

1. **回测不等于未来。** 通过的几项优势都集中在少数年份（长熊市、A 股小盘行情）。
2. **样本短。** 指增基金主要看 2019–2025 年，资金费率套利 2020–2026 年。
3. **幸存者偏差只部分处理。** 只能找回参与过网下打新的清盘基金；JST 没有股市归零的国家。
4. **免费数据的边界。** 基金完整持仓、私募规模、分析师一致预期拿不到，相关问题只能间接回答。
5. **选题本身有自由度。** 预登记约束了每一轮的判定，但做哪些轮是研究者选的。
6. **税的口径。** 境外所得的申报和抵免各地执行可能不同，结论按“按规定申报”给出。

8.4 AI 辅助说明

研究方向和约束（只做个人能实际执行的、必须扣成本和税、先登记再检验、如实报告失败）由我提出；数据下载、代码、大部分检验设计和分析由 AI 编程助手 Claude 在我的要求下完成，我负责阅读、复核和最终判断。每一轮的预登记、数据检查、结果和决定都按时间记在研究日志里，每个数字都能用项目里的脚本从原始数据重算。

9 结论

对本金很小、按规定申报境外所得的中国个人投资者，公开数据里能稳定拿到的超额只有一项：中证 1000 指数增强基金，扣打新后每年约 3–5 个百分点，而且正面临量化私募拥挤的风险。BTC 期现套利历史上通过，但近一年的超额已接近 0；美股均线规则稳定地减少回撤，但对一直持有的申报者，税后收益和买入持有相同。其余约 100 轮的价值在于排除：打板、追新币、等回调、智能定投、估值择时、追热门指数和去年的冠军基金、长期加杠杆、加小盘价值倾斜，都不比最简单的做法好。

研究的结果是一个比开始时更简单的配置。美元部分一直持有爱尔兰注册的全世界股票累积型 ETF：全球是因为单一国家风险，累积型是因为不卖就没有应税所得，爱尔兰是因为不交美国遗产税。人民币部分分散买 3–5 只低费率的中证 1000 增强，可选放约四分之一国债或货币基金减少回撤（两者每年只差约 0.2，第 116 轮）。新钱有了就按固定金额投入，不择时。同一条择时规则对会卖出或不用交税的人仍然有用——改变答案的是税和期限，不是规则本身。

接下来的工作是前瞻验证和补数据。

- **前瞻验证：** 私募 1000 增强拥挤的预测每年 10 月检查一次；A 股“最可能跌”名单满 12 个月（约 2027-09）按预登记判一次；均线规则的月度信号继续记录。
- **补数据：** 用 Wind 或 CSMAR 的私募规模、基金全持仓和分析师一致预期，重做拥挤和公告类信号的检验。
- **方法上：** 预登记时把“会通过”的概率下调 5–10 个百分点，并把每一轮的结果继续补进校准表。

参考文献

按记忆整理，正式使用前需逐条核对卷期页码。

- Anarkulova, A., Cederburg, S., & O'Doherty, M. S. (2022). Stocks for the long run? Evidence from a broad sample of developed markets. *Journal of Financial Economics*.
- Bailey, D. H., & López de Prado, M. (2014). The deflated Sharpe ratio: Correcting for selection bias, backtest overfitting, and non-normality. *Journal of Portfolio Management*.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *Journal of Finance*.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *Review of Financial Studies*.
- Bernard, V. L., & Thomas, J. K. (1989). Post-earnings-announcement drift: Delayed price response or risk premium? *Journal of Accounting Research*.
- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance*.
- Chen, A. Y., & Zimmermann, T. (2022). Open source cross-sectional asset pricing. *Critical Finance Review*.
- Harvey, C. R., Liu, Y., & Zhu, H. (2016). … and the cross-section of expected returns. *Review of Financial Studies*.
- Hou, K., Xue, C., & Zhang, L. (2020). Replicating anomalies. *Review of Financial Studies*.
- Jordà, Ò., Knoll, K., Kuvshinov, D., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2019). The rate of return on everything, 1870–2015. *Quarterly Journal of Economics*.
- Liu, J., Stambaugh, R. F., & Yuan, Y. (2019). Size and value in China. *Journal of Financial Economics*.
- McLean, R. D., & Pontiff, J. (2016). Does academic research destroy stock return predictability? *Journal of Finance*.
- Mitchell, M., & Pulvino, T. (2001). Characteristics of risk and return in risk arbitrage. *Journal of Finance*.
- Moskowitz, T. J., Ooi, Y. H., & Pedersen, L. H. (2012). Time series momentum. *Journal of Financial Economics*.
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*.
- Treynor, J. L., & Mazuy, K. K. (1966). Can mutual funds outguess the market? *Harvard Business Review*.

数据：Ken French Data Library；JST Macrohistory Database（R6）；Chen-Zimmermann Open Source Asset Pricing；SEC EDGAR XBRL；天天基金、东方财富数据中心；中证指数有限公司官网；中国金融期货交易所；baostock；Yahoo Finance；币安（data.binance.vision）；FRED。

附录：全部 116 轮一览

每一轮的预登记、数据检查、结果和决定按时间记在研究日志里；下表是一句话版本。

轮	问题	结果
1	标普 500 里 18 个价格 / 成交量因子	Holm 校正后 0 个显著
2	French 全市场 9 个经典因子，发表前后	8 个发表后明显变弱，发表后没有 t > 2
3	Chen-Zimmermann 的 212 个已发表异象	按原论文做法发表后衰减 54%（McLean-Pontiff 58%）；只看大盘股，发表后平均为负，校正后 0 个
4	SEC 时点财报构造 4 个会计因子	盈利能力 OperProf 通过（IC t = 2.59）
5	14 只因子 ETF 扣费后 vs SPY	0 只稳定跑赢
6	只做多：大盘高盈利 vs 大盘	发表后 t = 1.64，门槛 1.65，不通过
7	月初效应	1926–1989 t = 7.7 → 2010 年后 t = 0.5
8	内部人买入	+0.3%/年（t 0.41）
9	RSI(2)“跌多了就买”	1926–1989 亏、1990 年后赚：市场结构变了
10	大盘高盈利，美国以外	t = 0.42，第 6 轮没有复现
11	A 股规模、异常换手、反转、动量	换手、反转 t > 7，但收益集中在做空一侧
12	趋势规则搬到 A 股	回撤更小，收益略低
13	A 股自己挖因子：53 个日线特征 + 岭回归，锁住最近十年只测一次	十年样本外 IC 0.108（t 10.3），但只做多的前 10% 扣成本后 +4.3%/年（t 1.72），门槛 2，不通过
14	趋势规则搬到美国以外发达市场	主检验通过、三个地区都通过；2009 年以后落后
15	调仓时点运气	21 个检查日都达标，收益优势 0 到 1.1 个百分点

轮	问题	结果
16	美股标普 500 自己挖因子（同一套流程）	探索期 IC 0.00–0.02；唯一“有效”的是幸存者偏差造成的非流动性，去掉后全部跑输；没定版，锁住期没动
17	人民币投资者视角	人民币口径下 v3 回撤 −42% vs SPY −59%；汇率平时缓冲，2008 年反而放大
18	闲置资金放 10 年国债 vs 短债	三段都更好，采用；但通胀型熊市（1970s、2022）更差
19	和同波动的固定股债组合比	样本外：固定组合 10.8% / −52%，策略 12.5% / −32%；60/40 回撤相同但少 3.6 个百分点
20	Deflated Sharpe Ratio	样本内 DSR 0.01，样本外 PSR 0.75：超额收益统计上不显著
21	A 股公募指增基金扣费后 vs 指数 ETF（2023–2025）	中证 1000 增强每年 +3.9 / +4.5 / +7.7 个百分点，通过；500 增强从 2020 年 +12% 降到 2025 年 −0.3%
22	币安资金费率套利（现货多 + 永续空）	2020–2026 年化 9.8% vs 短债 3.1%，回撤 −1%，通过；但近 12 个月和短债持平
23	并购套利基金扣费后 vs 短债	1989 年以来 +2.0，近 10 年 +0.6 到 +1.7，不通过
24	趋势规则搬到 BTC（不加杠杆）	回撤只少 16–19 个百分点，夏普几乎不变，不通过
25	多币种资金费率套利（每周换费率最高的 5 个）	年化 −1.9%，回撤 −39%：毛收益约 15%/年被换仓成本吃光，不通过
26	A 股主板打新（沪深各 1 万元市值）	2020 年约 1150 元，2024–2025 年约 330 元 / 年，不通过
27	人民币换美元放美国短债（利率平价）	2005–2026 年化 −2.4%（t −2.3），不通过
28	多资产时间序列动量（AQR，发表前后）	扣费夏普 1.19 → 0.24；股灾月份平均 +2.4%/月，不通过
29	高分红备兑 ETF（JEPI、QYLD 等）vs 指数	含分红总收益每年少 5.5–10.6 个百分点，不通过
30	选股器的营收、净利润增长过滤（SEC 时点年报）	通过 − 不通过 −0.04%/月（t −0.42），看不出影响
31	选股器的估值打分（PE 相对自身历史）	1 个月秩 IC +0.003（t 0.35），没用

轮	问题	结果
32	A 股 LOF 溢价套利（场内申购、T+2 卖出，假设都能申购）	单笔 +0.7%、赚钱比例 51%；QDII 改用当时可知的净值后只剩 +1.2%，不通过
33	BTC 期现套利：季度交割合约 vs 永续	7.8% vs 9.5%/年，差异不显著（t −0.91）
34	A 股纳指 / 标普 QDII ETF 溢价轮动（按小额本金算成本）	超额 +0.8%/年（t 0.7）：各只的相对溢价很持久，不收敛
35	美股隔夜效应（收盘买、开盘卖）	隔夜减盘中：1993–2009 t 2.9 → 2010 年后 t 0.9；扣成本后远不如持有
36	美股日内动量（Gao 等 2018）	2014 年后 t 0.58，扣成本每天 −2 个基点
37	BTC 日内动量	系数为负（t −1.16），不扣成本也亏
38	A 股红利 ETF vs 沪深 300 ETF	全区间年化 8.0% vs 5.4%，但月超额 t 0.61，逐年 −30% 到 +23%：风格押注
39	A 股节前效应	沪深 300 2005–2014 t 2.8 → 之后 t 0.9；中证 1000 扣成本约 0
40	美股行业动量（French 12 行业 + SPDR ETF）	发表前 t 3.4 → 发表后 t 1.8；真实 ETF 只多 0.9 个百分点
41	A 股公募 REITs 公众认购（小额本金）	热门的配不到，配得到的看运气：2024 年 −24 元、2025 年 +1009 元（几乎全来自一只）
42	股债都加杠杆（50% SSO + 50% 10 年国债）	期限溢价刚好被 2 倍 ETF 的成本抵掉：样本外 10.6% vs 大盘 11.0%，2022 年 −26.6%
43	A 股 ETF 网格交易（券商“网格条件单”）	涨几格就卖光、之后一直空仓（73–99% 的日子）；四只 ETF 都比“一半 ETF 一半货币基金”每年少 2.5–6.5 个百分点
44	指增基金的规模不经济（Berk-Green、Pástor-Stambaugh-Taylor）	基金层面看不出来（t −0.54）；全组公募规模也解释不了 500 增强的衰减
45	指增超额有多少来自“比基准更小盘”的暴露	1000 增强扣掉小盘暴露和低 beta 后 α 年化 6.2%（t 5.4），小盘系数不显著
46	基金之间超额的相关性当拥挤度量	500 增强相关性 2017–2021 上升，但没有预测力（t 0.40）；2024 年三组同时最高
47	买几只 1000 增强够分散	买 5 只，2023–2025 年最差 5% 每年仍多 1.4–3.3 个百分点
48	指增超额和全市场成交额	无关（t 0.02）：500 增强的衰减是结构性的

轮	问题	结果
49	指增超额是否集中在指数调样月	6、12 月每月多 0.45–0.68 个百分点（t 2.2–2.6），次月不反转
50	中证 500 调样事件研究	调入股票看不出超额（t 0.8），调出股票生效前跑输 2.5%（t −3.3）
51	沪深 300 调样（复现）	调入、调出都跑输指数，按预登记不成立
52	调出股跑输得越多，调样期超额越高吗	逐次看不出来（t 1.38，方向相反）
53	指增超额里有多少是网下打新（逐只获配记录 10 万条）	扣掉打新后 1000 增强 α 4.1%（t 3.4）；500 增强 1.7%（t 1.6）、300 增强 0.35%（t 0.5）——这两组的公募超额主要是打新
54	中国个税下的趋势策略	见第 3.4 节：税后优势 +0.40（v3.1）/ −0.22（短债版）
55	标普 500：境内 QDII vs 直接持有再交税	QDII 跟踪差中位数 −2.5%/年，直接持有的税后拖累 −1.4%/年
56	个股收益离散度能否预测指增超额	不能（t 0.31）
57	指增基金的费率和净超额	斜率 −2.4（t −3.1，三组合并）
58	自建 Liu–Stambaugh–Yuan 规模、换手因子	同时扣打新、规模、换手、低 beta 后 1000 增强 α 仍有 3.2%（t 2.7）
59	清盘基金（用网下配售对象编码找回）	1000 增强没有清盘的；500 / 300 找回 11 只，影响 ±0.6 个百分点以内
60	资金流入会稀释下一年超额吗	钱追业绩（t 2.9），但流入不降低下一年超额（t 1.2）
61	国证 / 中证 2000 增强 vs 1000 增强	2024 年 −2.2%、2025 年 +11.3%，两年说明不了问题
62	参与网下打新的私募指增产品数（拥挤代理）	私募 500 增强 2019 年 3 只 → 2022 年约 190 只，和超额崩掉吻合；合并检验 t −1.6
63	可转债基金 vs 可转债指数 ETF	2022–2024 连续跑输，是股票 beta 不是超额
64	少卖版 v3.1，中国个税下	税后 −0.10，但 2008 年回撤深 8.3 个百分点，不通过
65	1000 增强调样前是否低配调出股（全部持仓）	只低配 0.25 个百分点（t −0.76），持仓对不上

轮	问题	结果
66	公募量化对冲基金（21 只）vs 余额宝	2015 年以来年化 2.4% vs 2.3%，2023–2025 每年都输，不通过
67	美股策略的防守仓位一半换黄金	1973–74 少亏 20 个百分点，但 1990 年后回撤深 1.8，不通过
68	中国税收居民：VOO 还是爱尔兰 CSPX	申报 / 不申报两种口径下 VOO 都更好（每年多 0.05 / 0.12）
69	A 股按均线在股票和国债之间轮动（中证 500，2008 起）	年化 4.48% / 回撤 −55% vs 一直持有 2.74% / −71%，通过
70	同样平均仓位的固定股债组合	4.04% / −57%：择时只再多 0.45，固定比例更省事
71	一次性买入 vs 分 12 个月买入	美股一次性胜 69%；中证 500 52%，接近抛硬币
72	中短债基金（403 只）vs 余额宝	每年多 1.7 / 1.8 / 0.4，2025 年没到门槛，不通过
73	CAPE 高于历史中位数就半仓，发表前后	发表后 98% 的月份半仓，年化 6.26% vs 9.66%，不通过
74	对冲基金收益能否用“指增超额 − 期货贴水”解释	全额 IC 对冲成本平均 9.8%/年，但实际和理论相关 0.16，解释不完整
75	真实基金核对“3/4 1000 增强 + 1/4 国债 ETF”	回撤 −27% vs −36%，年化 13.1% vs 15.8%：少亏要付钱
76	二八轮动	流行以前每年多 3.7；流行以后年化 −6.0% vs 各半 +3.4%
77	A 股行业动量（最强 3 个一级行业）	每年多 2.1，t 1.24，不采用
78	看跌期权保险 PPUT vs 均线	PPUT 7.6% / −42%，均线 11.7% / −37%
79	目标止盈定投（20%）	54% 的 5 年窗口更好、平均少 1.8%，不采用
80	SCHD vs 标普 500（含中国个税）	每年少约 2 个百分点，回撤一样
81	主动偏股基金 vs 宽基；追去年冠军	整体每年多 5.1，但集中在 2019–2020；追冠军没用
82	主动基金幸存者偏差（按名字找回）	方法失败：搜索接口找不回清盘基金
83	均线规则搬到印度、巴西、韩国、台湾	4/4 年化不低、回撤更小；2009 年后都略输

轮	问题	结果
84	A 股防守的 1/4 放黄金还是国债	黄金回撤深 2.9、和 A 股正相关，维持国债
85	大宗商品指数 ETF（DBC）	20 年只比现金多 0.9、最深跌 76%
86	用配售对象编码重做主动基金幸存者偏差	找回 250 只清盘偏股基金，每年多 5.1→4.5，第 81 轮结论成立
87	A 股聪明贝塔指数发布以后 vs 宽基	0 / 6 显著；发布前回溯每年多 4.5，发布后 1.2
88	420 个中证指数发布前回溯 vs 发布后	发布前每年多 4.3，发布后少 0.8；12 个发布年份全部如此
89	中证 1000 全历史复核 3/4 + 1/4 国债	回撤 −59% vs −72%，年化几乎一样
90	A 股主题 ETF“一上市就见顶”吗	成立前 12 个月每年多 5.0，成立后 +1.0（t 0.6），看不出来
91	622 只 A 股 ETF 投资者的资金加权收益	投资者没有因为进出时点少赚，ETF 资金偏逆向
92	场外指增基金投资者的资金加权收益	多数口径少赚 2–4 个百分点，但对终点敏感，按规则看不出来
93	A 股次新股开板后 3 年 vs 同市值成熟股	每年少 9.6（t −3.3），13 年里 12 年为负
94	“A 股最可能跌”预警名单（前瞻）	每月存档、跟踪，约 2027-09 判一次
95	A 股打板：涨停次日开盘追进	每笔扣成本 −0.91%（t −27），17 年全负；亏损在隔夜
96	币安新上线的币 vs BTC	90 天超额中位数 −43.5%；一年期均值靠 AXS 一个币
97	A 股抄跌停：跌停次日开盘买	每笔扣成本 −1.39%（t −21），17 年全负
98	业绩预告大增 / 扭亏后买入、持有 60 个交易日	按规则通过（+1.50%，t 2.8），但 2022–2025 为负，不采用
99	股东户数大减、大股东增持	都不赚；户数大增之后跑输 1.2 个百分点
100	永续持有：美国 ETF 还是爱尔兰累积型 ETF	税费差不多（+0.09），美国资产超 6 万美元后遗产税压过其他差别
101	单一国家持有 30 年的实际亏损概率（JST 16 国）	单一国家 12.4%，全球组合 0%；全球平均每年多约 1.4
102	指增基金的退出规则	三类都亏（每年 −0.4 到 −1.6），类别超额年度自相关约 0

轮	问题	结果
103	人民币 1/4 防守腿：国债还是标普 QDII	全期国债更好；2015 年以后 QDII 更好，依赖时段
104	新钱等跌 20% 再买 vs 有钱就买	有钱就买更好，等跌平均少约 3%；日本例外
105	智能定投 vs 普通定投	公平比较下 10 年只多 0.4%（中证 1000）
106	场内 1000 增强 ETF vs 场外	平均超额高 1.0–1.5，中位数一样，证据弱
107	人民币和美元两边的比例	全期看不出分散好处；2015 年后人民币占比越高回撤越深
108	永续持有加杠杆	不加：全球组合 1.5 倍每年只多约 0.4，约三分之一的 30 年窗口跑输不加杠杆
109	人民币 3/4 + 1/4 多久再平衡	每年年底调一次就够；从不调会漂到九成股票，2015 年多亏约 10 个百分点
110	2024 年初小盘踩踏、9·24 急涨里的指增超额	踩踏中公募 1000 增强跑赢约 2.5（低 beta），9·24 落后约 2.9
111	指增换基金经理	看不出影响：全换后 12 个月相对同类 −1.5（t −1.52），换人前已落后约 3
112	公司别的增强产品能否预测它的 1000 增强	不通过（t 1.87）；同公司产品同涨同跌（相关 0.4–0.6）→ 分散到不同公司
113	币安 Launchpool（质押稳定币挖新币）	已预登记；接口被限流、数据没拿到，无结论
114	全世界 ETF 外加全球小盘价值倾斜	不通过：发达市场 1990–2026 每年 +1.96（t 1.63），2008 年后 −0.29；30% 倾斜从 2010 年起至今仍落后
115	人民币 1/4 国债用 5 年期还是 10 年期	几乎一样（全期组合年化差 0.13），维持 5 年期；30 年期一年可能亏 5–10%
116	人民币防守 1/4 放余额宝还是国债	放余额宝就行：年化只少 0.18、回撤一样；少亏靠仓位，不靠国债