海通证券基金研究中心开创国内风格研究先河

海通证券基金研究中心

一、基金风格研究不可或缺

很多投资者在挑选基金时喜欢简单地看历史业绩，却往往发现过去表现好的基金未来不一定表现好。在对基金业绩稳定性进行研究的过程中，我们也发现了这一现象，基金历史业绩不能代替未来，基金业绩不稳定普遍存在，这一现象犹如顽疾困扰着众多投资者。

基金业绩不稳定的病因，主要有以下几点：基金经理变更比较频繁；基金规模变化；基金经理管理风格不适应当前市场等。其中，基金风格不能适应当前市场风格是基金业绩不理想最重要原因之一，基金经理通常是某一领域的专才而非全才，面对不断转换的市场风格，业绩出现不稳定性是很正常的。例如同样是五星级基金，一个可能牛市中涨幅明显，一个可能熊市中抗跌显著，如果市场未来上涨显然前者的业绩会更好，反之亦然。

针对基金业绩不稳定的顽疾，分析基金风格是一剂良药。传统基金评价的缺陷是过多地分析了基金从期初到期末的整体收益与风险，但较少关注基金获得该收益的过程，而基金风格分析弥补了这样的缺陷，关注基金收益获得过程，揭示业绩背后的故事。如果能够较好地分析基金的风格特点，对于有投资经验的投资者，就可以根据自己对未来市场的预测选择合适的基金，做到对症下药。对于那些对市场缺乏判断能力的投资者，一方面可以通过风格分析，选择那些在各个市场都能表现中等以上的灵活基金，使自己投资的基金在不同市场下表现相对平稳。另一方面可以通过风格分析，选择那些适合自己风险偏好的基金。

二、海通基金风格箱体系介绍

究竟该如何分析主动权益类基金风格，我们在这方面做了大量的研究，对基金风格进行了四个维度的分析，构建了涨跌风格箱、成长价值风格箱、收益稳定风格箱和风险收益风格箱四个部分。

图1 涨跌风格箱举例

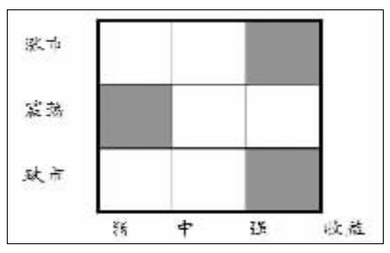


图2 成长价值风格箱举例

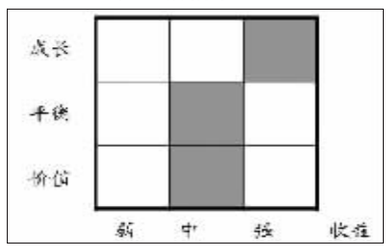


图3 收益稳定风格箱举例

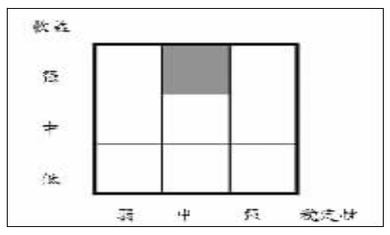
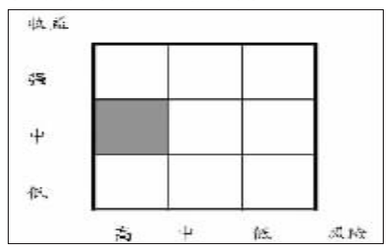


图4 风险收益风格箱举例



资料来源：海通证券研究所基金研究中心

1.涨跌风格箱：挖掘基金在不同市场中的风格

涨跌风格箱衡量在上涨、下跌以及震荡市场下基金业绩表现，我们先将市场划分为上涨、下跌和震荡三种风格，然后将基金在各种市场里的业绩进行排名，取1/3为分位点，分别标示为强、中、弱，如图1风格箱所示，该基金在涨市和跌市表现强，而在震荡市场表现较弱。

对于单个基金来说，在九宫格里有三个位置，分别代表在三类市场中的表现，理论上一共有27种涨跌风格类型。其中三个市场表现都强，或者两强一中的基金能够较好的应对市场的涨跌变化。本月在各个市场表现都强的最优涨跌风格的基金只有3只，而满足在三类市场两强一中的基金有28只，优秀涨跌风格基金共计31只，占比约为9%，具体基金名单见（表1）。

2.成长价值风格箱：深度挖掘基金选股特征

成长价值风格箱衡量在成长股表现好、价值股表现好以及风格不明显的市场下基金业绩表现，我们将市场所有股票划分为成长股和价值股，然后将基金在成长股表现强、价值股表现强、成长价值股差异不大三类市场中的业绩表现以1/3为分位点，分别标示为强、中、弱，这样对于单个基金来说，在九宫格里有3个位置，如图2风格箱所示，该基金在成长股表现较好的市场里业绩较强，在价值股表现好以及风格不明显的市场里表现中等。

基金成长价值风格箱没有从基金重仓股特征出发，而是先依据成长股、价值股相对强弱划分市场风格，再用基金在不同风格市场中的表现来分析基金风格。其优势主要体现在：⑴避免重仓股披露不全带来的问题；⑵采用基金全过程表现分析基金的风格，而非时点分析；⑶全面分析每只基金成长、价值、平衡三维风格，而非单一风格；⑷避免基金风格与业绩之间相关性较弱的问题，例如持股分析显示为成长风格的基金在市场成长股上涨的时候未必表现好。

理论上一共有27种成长价值风格类型，其中在三个市场都表现强的基金能够灵活应对市场风格的转换，但现实中这类基金很少，本月各类市场表现均强的基金一共有6只，约占样本总量的2%。在三类市场中表现两强一中的基金有36只，占总量的11%，具体基金名单见（表2）。

3.收益稳定风格箱：挖掘长期收益与短期排名稳定性

收益稳定性风格箱衡量基金收益以及中短期收益排名稳定性状况。长期收益率相同的基金获得收益的过程可能不同，收益稳定性能够帮助我们了解收益率背后的故事。现实中几乎没有一直遥遥领先的基金，长期业绩优秀的基金，有的是短期业绩不冒尖但持续在中等偏上水平的基金，有的短期业绩波动较大，某一阶段可能遥遥领先，另一个阶段则可能靠后。这两种风格的基金都可能获得较好的累计收益，但获得收益的过程完全不同。收益稳定性是基金表现在外的风格特征，对应内在管理风格差异可能表现在仓位、持股集中度等方面，比如业绩稳定性较差的基金，可能是其股票仓位或持股集中度等偏离平均水平较多而导致业绩短期波动较大。收益稳定性风格箱将基金的业绩表现以1/3为分位点，分别标示为强、中、弱，将基金业绩稳定性指标也以1/3为分位点，分别标示为强、中、弱，这样对于单个基金来说，在九宫格里仅有1个位置，如图3风格箱所示，该基金收益较强，收益稳定性中等。

理论上，九宫格里的每个格子分别代表了一种收益稳定性特征，本月高收益高稳定性基金一共有42只，占样本量的12.5%，下表给出了高收益高稳定性基金名单。详见表3

4.风险收益风格箱：准确刻画基金风险状况

风险收益风格箱衡量基金收益与风险状况，风险收益风格箱纵轴将基金的业绩表现以1/3为分位点，分别标示为强、中、弱，横轴将基金业绩的波动率也就是风险也以1/3为分位点，分别标示为高、中、低，这样对于单个基金来说，在九宫格里仅有1个位置，如图4风格箱所示，该基金收益中等且风险较高。

理论上，所有基金一共有9种风险收益特征，即九宫格里的每个格子分别代表了一种。本月高收益低风险的最优风格基金共有54只，下表给出了高收益低风险基金名单。详见表4

三、海通基金风格箱准确刻画了基金风格

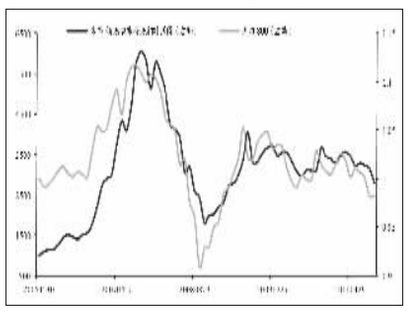
基金风格是由基金经理和基金产品的特点决定的，通常是相对稳定的，只有基金经理变更、基金规模变动等因素可能会干扰。一个优秀的风格箱必须能够准确刻画出基金这种内在的、长期稳定的风格特征，我们将从实证检验结果来说明海通风格箱对基金风格的刻画是准确的，并且基金风格在长期是相对稳定的。

在刻画基金风格的时候我们运用的是过去两年的历史数据，为了验证风格箱对基金风格的刻画是准确的，我们用样本外数据进行了一系列实证检验，结果表明基金的风格相对稳定，风格箱较好地刻画了基金风格，对各个风格箱的实证结果如下：

1.涨跌风格箱

我们基于涨跌风格箱构造了涨市领先基金组合（选择涨市表现前1/3的基金，下同）、跌市领先基金组合、震荡市领先基金组合。这些组合的风格是稳定的：涨市领先组合通常仓位较高、风格激进，在上涨市中涨幅较大，在下跌市中跌幅也较大；跌市领先组合通常仓位较低，风格保守，下行风险控制好，但在市场上涨时收益不及其他基金；震荡市场领先组合通常风格灵活，擅长波段操作，但在大牛市或者大熊市中业绩可能不及其他组合。结合涨市领先和跌市领先两类组合，我们对比了这两类组合的相对强弱，相对强弱指数曲线与代表市场走势的沪深300指数走势几乎完全趋同，这说明市场上涨时，涨市领先基金组合强于跌市领先基金组合，而市场下跌时反之。在市场震荡中，相对强弱线没有显著趋势，涨市领先和跌市领先基金组合在震荡市中交互领先。相对强弱线与市场走势在长期内的完美匹配说明海通风格箱刻画的基金涨跌风格在长期是稳定的。

图5 涨市领先基金组合/ 跌市领先组合相对强弱与沪深300走势的关系

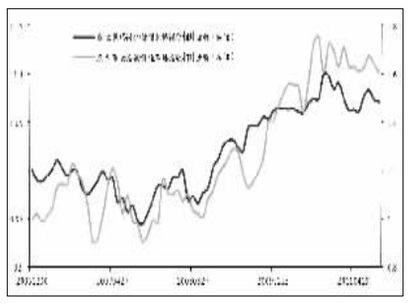


资料来源：海通证券基金研究中心

2.成长价值风格箱

我们基于成长价值风格箱将在成长、价值和平衡市场表现为强的基金分别构造成长领先、价值领先和平衡领先三类基金组合。为了更清晰地表现出基金的成长价值风格特征，我们计算了"成长领先组合/价值领先组合"相对强弱和"成长市场指数/价值市场指数"（成长市场指数是以成长股为成分股构建的指数，价值市场指数是以价值股为成分股构建的指数）相对强弱。可以看到，自2006年至今，这两个相对强弱指数走势完美匹配，即当市场成长股占上风的时候，成长领先基金组合的表现更强，反之当市场处于价值股强势的时，价值领先基金组合表现更优，这说明我们对基金价值成长风格的刻画是准确的。

图6 成长领先/ 价值领先组合相对强弱

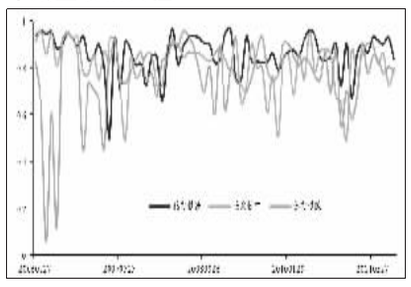


资料来源：海通证券基金研究中心

3.收益稳定风格箱

我们测算了同样是高收益但是收益稳定性不同的三个组合下期业绩与本期业绩的相关系数。实证结果表明，稳定性越高的组合下期业绩与本期业绩的相关性越高，如下图所示，强稳定性组合下期业绩与本期业绩的相关系数较高且波动较小，基本维持在0.6以上，而低稳定性组合的相关系数较低且波动较大，最小值达到过0.1之下，此时下期业绩与本期业绩基本无任何稳定性可言，实证的结果证明我们对基金收益稳定性的描述是准确的。

图7 不同稳定性组合下期业绩与本期业绩相关性



资料来源：海通证券基金研究中心

4.风险收益风格箱

我们按照风险收益风格箱结果将不同风险特征基金分别构建高风险、中风险和低风险三个风险特征组合，从下表的数据可以看到，2006至今，虽然市场经历大涨大跌，震荡等多种风格，但高、中、低风险基金组合业绩波动率分别为8.20%，7.66%和6.49%，显示出越高风险组合业绩波动率越高的特征，这就证明海通风格箱描述的风险特征能排除市场扰动的影响，在长期是有效准确的。因此投资者在选择基金时可以根据风险收益风格箱选择适合自己风险偏好的基金。

此外，我们按照风格箱结果将不同收益水平的基金分别构建了高收益、中收益和低收益三个收益特征组合。从下表的数据可以看到，2006至今，高收益组合未来收益的累积收益仅为236.17%，还不及中收益组合业绩，这也就说明收益特征在未来长期不如风险特征那样稳定。

四、如何应用风格箱

正如我们上文指出的，风格箱是刻画基金风格的工具，善用它不仅可以帮助投资者快速了解基金风格，还可以帮助投资者找到适合自己的基金并制定出相应的投资策略。

快速了解基金风格

海通风格箱是投资者了解基金风格最简易的工具，投资者不需要掌握度量收益、风险等统计方法，也不需要弄懂诸如标准差、方差等专业词汇，只要看图就能快速了解基金的风格。为了帮助投资者更好地解读风格箱，我们以华安宝利配置和华夏优势增长两只基金为例来说明如何解读基金风格箱。

首先，通过这两只基金的风险收益或者收益稳定性风格箱，我们可以看到这两个基金都是长期业绩优秀的基金。

其次，通过收益稳定和风险收益风格箱，我们可以看到虽然二者都是高收益基金，但华安宝利配置短期业绩排名稳定性相对强且风险在同类基金中偏低，而华夏优势增长基金短期业绩排名稳定性偏低且风险偏高。因此，对于偏好低波动且对短期收益排名只求平稳不追求冒尖的投资者来说，前者更为适合，反之亦然。

最后，我们观察他们的涨跌和成长价值风格箱，可以看到他们的风格差异很明显。从成长价值风格箱看，华安宝利配置基金在价值市场中表现较强、而在成长和平衡市场中表现中等，华夏优势增长在成长市中表现很强、在价值和平衡市场中表现中等，因此，如果未来市场价值股表现较好，则华安宝利配置表现更好的概率较大，反之亦然。从涨跌风格箱看，华安宝利配置在震荡和下跌市表现较强，在上涨市表现中等，而华夏优势增长在上涨市和震荡市表现较强，而在下跌市表现一般，因此，如果预计未来市场上涨的话，华夏优势增长表现好的概率较大，反之亦然。（详见图8、图9）

制定相应的投资策略

从上面的风格分析我们可以清楚地看到每个基金的差异，投资者可以结合自己的偏好以及对未来市场的预测制定以下投资策略：

策略一，对未来市场把握能力较强的投资者可以先判断未来市场趋势和风格，然后选择在该类市场中表现较强的基金，这种策略仅适合对市场把握能力很强的投资者，但若能成功则会产生非常明显的超额收益。

策略二，选择风格灵活即在各种市场表现均较好的基金长期投资。我们的实证研究发现，优秀成长价值风格组合和优秀涨跌风格组合在长期都能获得一定超额收益，如表6所示，因此长期持有灵活风格的基金能一定程度上规避市场风格大幅轮换对基金业绩的影响。（详见表2）

找到适合自己的基金

风险收益风格与收益稳定性风格对选择适合未来市场的基金不一定有明显的作用，但它们能较好地刻画基金在获得收益过程中承担的风险和短期排名的稳定性，这些可以帮助投资者选到适合自己的基金。我们认为不同风险收益偏好的投资者适合不同类型的基金，找到适合自己的基金是投资者挑选基金是最重要的一步。例如，风险承受能力较差的投资者可以从风险收益箱里比较备选基金的风险，找到风险较小的基金。再比如，高收益高稳定性的基金在获得收益的过程中短期排名相对稳定，但不一定拔尖；高收益低稳定性的基金，投资者在持有的过程中需要更多的耐心，有时短期可能给投资者带来很大惊喜，但也可能承受某些时间段内业绩排名靠后的压力。

另外，投资者在应用风格箱时还必须注意以下两点：

1.风格箱是动态变化的。海通风格箱是用近两年的数据测算的，并且每个月会更新一次，投资者需要注意以下几个可能影响基金风格的因素：一是基金经理的变更将可能直接改变基金的风格；二是基金经理本身管理风格不稳定。三是规模的变化也会对基金的风格产生一定影响。

2.每个风格箱都只是从一个侧面分析基金的风格，需要综合多个风格箱才能全面了解基金的特点。

图8华安宝利配置风格箱

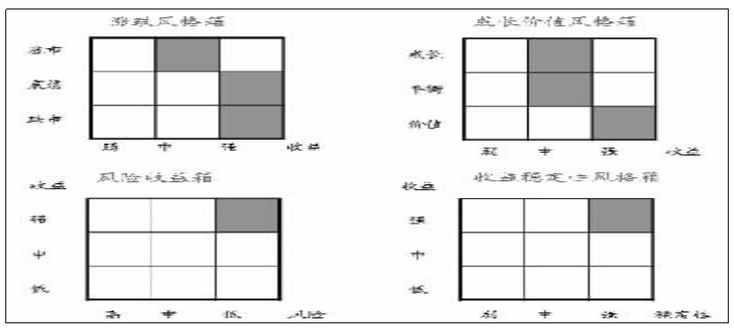
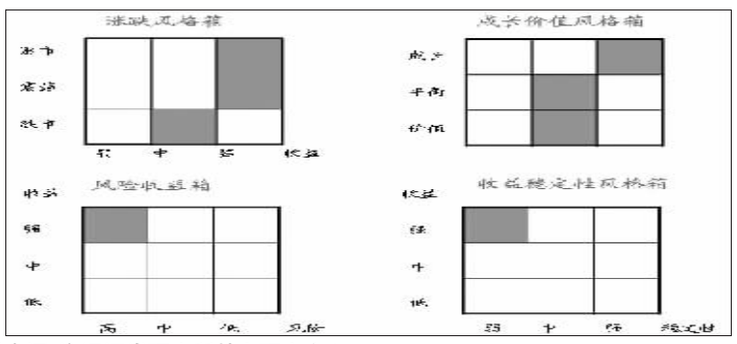


图9华夏优势增长风格箱



资料来源：海通证券研究所基金研究中心

(表1)部分涨跌风格基金（计算日期：2011年11月）

上涨强 下跌强 震荡强	上涨强 下跌中 震荡强		上涨中 下跌强 震荡强	
华夏大盘精选	大成2020	嘉合回报	大摩资源优选	建信核心精选
华夏策略精选	大成优选	长城久富	国投瑞银稳健增长	新华泰富回报
景顺成长	东方策略成长	景顺长城内需	富国天惠	华安大中华配置
	东方精选	华夏蓝筹精选	广发核心精选	易基稳健
上涨强 下跌强 震荡中	长城稳健成长	新华泰富成长	华泰价值增长	银河行业轮动
国泰金龙行业	华夏优势增长	华安安顺灵活	嘉实策略增长	
华夏经济优选	景顺长城内需	易基下小盘	嘉实优质企业	

资料来源：海通证券基金研究中心

(表2) 部分成长价值风格基金（计算日期：2011年11月）

成长强 价值强 平衡强			成长强 价值中 平衡强	
富国天惠	华夏大盘精选	大成2020	汇丰晋信龙腾	华安宝利配置
国投瑞银稳健增长	景顺成长	东吴嘉禾优势	嘉实服务增值	银河行业轮动
华夏策略精选	华安灵活配置	国泰金鹰价值	嘉实主题精选	中欧价值发现
成长强 价值强 平衡中		国泰区位优势	长城行业成长	中欧新蓝筹
富国天惠	新华行业成长	汇丰大盘	泰达品质生活	中银成长混合
成长中 价值强 平衡强				
华安成长价值	国泰金鹰增长	华夏策略精选	新华优选成长	
交银主题精选	海富精选	基金回报	华安安顺灵活	
富国天成	海富强化回报	建信核心精选	银华优势企业	
富国天合	华夏回报	建信优势动力	中银行业优选	
富国天益	华夏回报二号	南方优选价值		

资料来源：海通证券基金研究中心

(表3) 高收益高稳定性风格基金（计算日期：2011年11月）

宝盈鸿利收益	富国天源	海富收益增长	基金金泰	华安成长	银华优选成长
长城景气行业	工银瑞信成长	华安宝利配置	嘉实服务增值	诺安灵活配置	银华优势企业
长盛成长价值	国富中国收益	华夏策略精选	建信核心精选	鹏华行业成长	中海蓝筹灵活
长盛创新先锋	国泰金龙行业	华夏大盘精选	建信恒久价值	普天收益	中海量化策略
大成策略回报	海富精选	华夏经典混合	建信优势动力	泰信优势增长	中银收益混合
大成积极成长	海富精选成	汇丰大盘	南方优选价值	海富价值精选	中银行业优选
富国天成	海富强化回报	汇丰动态策略	农银平衡双利	海富蓝筹稳健	中银中国精选

(表4) 高收益低风险风格基金（计算日期：2011年11月）

长城安心回报	富国天润	合丰稳定	基金泰和	诺安灵活配置	中海蓝筹灵活
长城景气行业	国富中国收益	华安宝利配置	基金兴华	博时主题	中银收益混合
长盛成长价值	国泰金鹰价值	华夏回报	嘉实回报灵活	鹏华行业成长	中银行业优选
长盛创新先锋	国泰区位优势	华夏回报二号	嘉实普天	泰达荷银优选	中银中国精选
大成策略回报	国投瑞银行业	华夏经典混合	嘉实主题精选	海富成长优选	
大成积极成长	国投瑞银增长	汇丰20*6	建信核心精选	添富蓝筹稳健	
大摩资源优选	海富精选	汇丰大盘	建信恒久价值	银河竞争优势	
东方龙	海富精选成	汇丰动态策略	建信优势动力	银河稳健	
富国天成	海富强化回报	基金汉盛	南方优选价值	银河银泰理财	
富国天益	海富收益增长	基金安泰	农银平衡双利	银华优势企业	

资料来源：海通证券基金研究中心

(表5) 高、中、低风险特征组合以及高、中、低收益特征组合风险收益特征

不同风险特征组合未来收益波动率			
	高风险组合	中风险组合	低风险组合
波动率	8.20%	7.66%	6.49%
不同收益特征组合未来累计收益			
	高收益组合	中收益组合	低收益组合
累计收益	236.17.%	241.83%	213.2'%

资料来源：海通证券基金研究中心

(表6) 灵活成长价值风格和灵活涨跌风格组合收益特征

年份	股票基金平均	灵活成长价值风格组合	灵活涨跌风格组合
2006	120.68%	115.88%	110.72%
2007	111.15%	115.66%	120.54%
2008	-46.04%	-47.64%	-45.47%
2009	56.54%	80.23%	65.96%
2010	5.29%	11.87%	11.40%
2011	-14.72%	-7.95%	18.22%
累计收益	230.37%	271.75%	201.40%
年化收益	26.70%	25.85%	23.79%

资料来源：海通证券基金研究中心

注：灵活涨跌风格组合为在涨市、跌市、平衡市中表现都在中等以上且至少有两个市场里表现为强的基金组合；灵活成长价值风格组合为在成长、价值、平衡市中表现都在中等以上，至少有两个市场表现为强，且成长风格一定为强的基金组合。

—企业形象—