

从基金风格变化解读基金业绩“变脸”

■ 主要内容

随着近几年基金产品设计日益“工具化”、“细分”，并在近几年市场分化加大、轮动越来越快速的行情催化下，基金业绩“变脸”更加频繁发生。事实上，基金业绩“变脸”的原因不尽相同，基金投资者也应区别对待。面对基金业绩“变脸”的时候，投资者可以从基金的投资风格入手，做一个初步的诊断，为基金配置决策做一个参考。

第一种较常出现的基金业绩“变脸”，是某些风格鲜明的基金。此类基金往往是专注于某种市场风格或某种行业领域，在市场轮动之下，业绩波动较市场指数更大，反映在竞争激烈的短期排名上显得起伏更大，也就常常呈现“业绩变脸”。对于此类基金，投资者可以重点考量基金的选证能力、夏普比率指标，考量长期投资平滑风险。如果基金的选证能力、夏普比率指标较好，那么该基金在该风格类型中仍具有较好的配置价值，短期风格切换下业绩排名“落后”更主要是市场风格波动的体现。

另一种业绩“变脸”往往是伴随着基金风格变化而至的，则需要投资者保持关注和警惕。一般而言，投资者可以通过考量基金大类资产配置策略、行业配置变化、集中度等方面，观察基金风格变化的程度和方向。这种情况下，基金投资者需要根据自身对这种投资风格、基金管理人的认可度进行评估，进行一定时间的业绩跟踪，以权衡该基金是否符合自己的投资需求。有时，基金风格切换幅度较大，致使短期业绩落后于市场和同类，但是中长期来看，基金管理人对于新的投资风格把握较好，仍不失其长期投资的价值。



李颖

执业证书编号：S0870512110001

021-53519888-1989

liying@sigchina.com

日期：2013 年 5 月 27 日

报告编号：

相关报告：

股市行情阴晴不定，基金持有者不一定希望手中持有的基金每次均能拔得头筹，但是突然业绩大幅落后于市场和同类基金则是一定不希望看到的。尤其是对于以往历史业绩大部分时期保持在中上游的质优基金，业绩突然的落后是暂时的波动，还是从此以后的没落，更是让持有人揪心。

随着近几年基金产品设计日益“工具化”、“细分”，并在近几年市场分化加大、轮动越来越快速的行情催化下，基金业绩“变脸”更加频繁发生。事实上，基金业绩“变脸”的原因不尽相同，基金投资者也应区别对待。面对基金业绩“变脸”的时候，投资者可以从基金的投资风格入手，做一个初步的诊断，为基金配置决策做一个参考。此处的基金投资风格主要指基金的投资逻辑和运作思路，一般体现在资产配置、行业配置、个股配置、中长短期趋势的把握等诸多方面，对基金业绩表现有较大的影响。

一、风格型基金在行情切换下的“变脸”，需考量投资能力

第一种较常出现的基金业绩“变脸”，是某些特定市场风格或行业市场类型的基金。此类基金往往是专注于某种市场风格或某种行业领域，如成长型基金、大盘蓝筹基金，或医药行业基金、地产金融基金、新兴产业基金、TMT 行业基金等。在市场行情从低估值价值风格向成长风格切换时，在行业板块的轮动之下，此类基金业绩波动往往较市场指数更大，反映在竞争激烈的短期排名上显得更加“跌宕起伏”，也就常常让投资者有“业绩变脸”的感受。例如对华商盛世成长基金的投资者而言，从 2010 年到 2011 年的表现可谓是典型的业绩“变脸”的体验。2010 年，华商盛世成长基金凭借对成长风格的突出把握，在沪深 300 指数当年下跌 12.71% 的情况下，取得了年度 37.77% 的高回报，排名同类股票型基金第一名，受到众多资金的热捧。而在随后成长股深度回调的 2011 年和 2012 年，基金净值遭受损失，年度业绩排名落入同类下游。

表 1：华商盛世成长的年度业绩表现

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
华商盛世成长	108.18%	37.77%	-29.10%	-4.51%	8.63%
超越基准	36.22%	41.81%	-8.78%	-7.58%	8.94%
超越同类	37.30%	34.11%	-4.23%	-10.16%	3.13%
排名	3/136	1/183	183/234	272/289	95/337
沪深 300	96.71%	-12.51%	-25.01%	7.55%	-1.10%

上海证券评级 综合评级 选证能力 择时能力 风控能力

3年

★★★★

★★★★★

★★

★★★★★

数据来源：wind, 上海证券, 2013 年数据截至 3-31.

对于此类基金，投资者可以重点考量基金的选证能力、夏普比率指标，考量长期投资平滑风险。如果基金的选证能力、夏普比率指标较好，那么该基金在该风格类型中仍具有较好的配置价值，短期风格切换下业绩排名“落后”更主要是市场风格波动的体现。如华商盛世成长基金的三年期选证能力和夏普比率均获得上海证券四星评级（最高五星），虽然 2011 年和 2012 年连续两年短期业绩落后、净值亏损，但是长期回报依然突出，成立以来的累计收益率排名同类股票基金第一名（截至 2013 年 3 月 31 日）。这主要得益于该基金在上涨时的幅度较大，在下跌时的幅度相对较小，综合预期收益率仍然较市场和同类高。

表 2：部分风格鲜明、选证能力相对较好的基金

基金信息		上海证券能力评级（3 年）		业绩排名（%）			近三年收 益率	区间同类 排名
证券代码	证券简称	夏普评级	选证能力	2012 年	2011 年	2010 年	%	三级分类
161005.OF	富国天惠精选成长	★★★★	★★★★	51/137	92/128	7/120	0.81	24/121
166002.OF	中欧新蓝筹	★★★★★	★★★★★	36/137	6/128	68/120	5.79	13/121
398031.OF	中海蓝筹配置	★★★★	★★★★	8/137	64/128	44/120	2.92	18/121
519087.OF	新华优选分红	★★★★	★★★★★	70/137	14/128	91/120	-4.88	48/121
162211.OF	泰达宏利品质生活	★★★★★	★★★★	60/137	15/128	31/120	7.95	10/121

数据来源：wind, 上海证券, 能力评级截至 2013-3-31

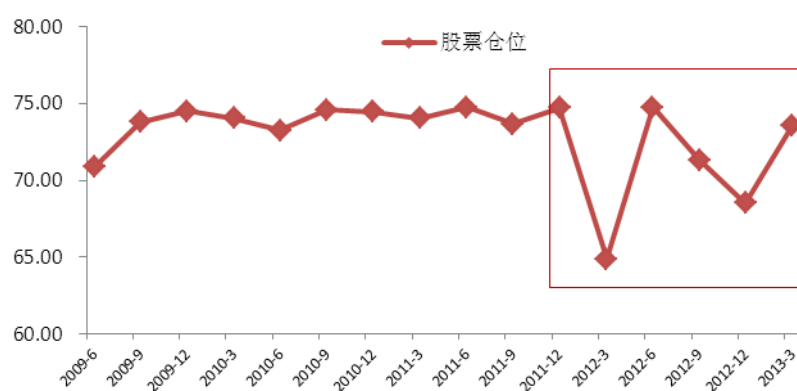
在考量后续对该基金的投资策略时，投资者自身的风险承受能力和对风格的偏好性不容忽视。如果投资者对基金所专注的投资风格或行业领域有长期信心，只要基金在适应的风格下长期投资能力较好，能取得较好的表现，可以通过持有该基金保持对该风格类资产的长期配置；如果投资者只是因为该基金在之前的行情下取得超过市场的突出收益而买入持有的投资者，本身对于此类风格的风险并不熟悉，或许需要停止增持或适当止盈，以避免难以承受的波动风险。

二、警惕基金风格飘移而致的业绩“变脸”

如果说上一类基金业绩“变脸”更主要是市场行情波动带来的，那么另一种业绩“变脸”往往是伴随着基金风格变化而至的，则需要投资者保持关注和警惕。此类基金通常有基金经理更换的征兆。固然基金公司的投资决策和风险控制系统让基金经理的发挥限定在一定范围内，但是一则长期业绩较好的基金经理本来就是较少概率，二则基金经理之间思维逻辑的差异仍对基金投资风格不无影响。往往许多基金的业绩“变脸”，就发生在一个长期管理的基金经理更换之后。

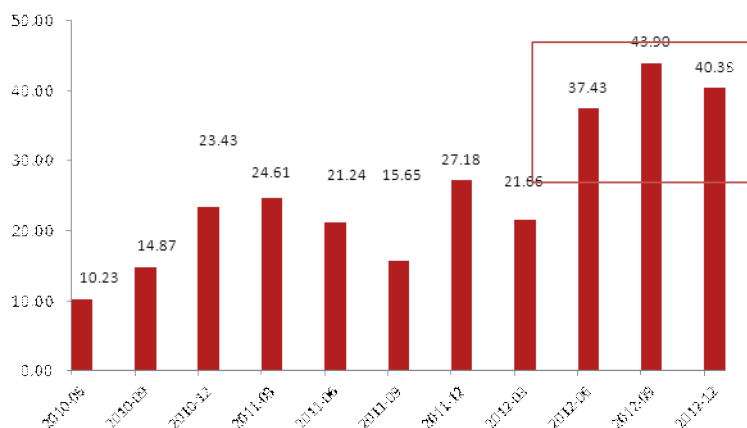
一般而言，投资者可以通过考量基金大类资产配置策略、行业配置变化、集中度等方面，观察基金风格变化的程度和方向。以某只基金为例，该基金成立以来历经牛熊，自 2006 年以来大部分时期的年度回报均排名同类中上游，业绩表现持续超越基准，尤其在 2009 年至 2011 年三年的年度回报持续保持在同类前 1/3 强。2012 年该基金业绩大“变脸”，在沪深 300 指数收红 7.55% 的情况下，净值亏损 12.17%，排名同类末位。投资者观察基金 2012 年的持仓组合，不难发现风格转换的端倪：如基金 2012 年的股票持仓不再保持在历史上的平均水平 75% 左右，而是在 60% 至 75% 之间灵活调整；季度间行业变化系数（每季度增仓行业累计总百分比）往往达 40% 以上，高于之前 25% 左右的水平；出现集中持有，对单一行业重配 30% 以上的资产，大幅高于历史上重仓行业 10% 左右的持有比例，等等。这些迹象均显示基金在投资策略上较以往更为灵活和激进，投资风格从原有的均衡配置、分散投资转为灵活择时、集中投资，而从 2012 年的实际业绩表现来看，基金对于这种投资风格的驾驭并不如人意。

图 1：基金风格变化征兆之一：大类资产配置由平稳至灵活



数据来源：wind，上海证券

图 2：基金风格变化征兆之一：行业变化系数加大



注：行业变化系数指每季度增仓行业的累积总百分比（%）

数据来源：wind，上海证券

图 3：基金风格变化征兆之一：突然出现短期集中配置

行业名称	2012-12-31	2012-9-30	2012-6-30	2012-3-31	2011-12-31	2011-9-30	2011-6-30
机械、设备、仪表	10.86	10.67	9.70	18.68	17.28	15.62	10.92
医药、生物制品	6.44	10.09	8.12	3.08	5.07	5.78	5.76
其他制造业	0.59						
电力、煤气及水的生产和供应业	25.71	41.04	34.88	11.01	10.25	8.63	7.73
建筑业	2.96		0.11	0.64			1.55
交通运输、仓储业	2.61	2.38	3.43	3.87	2.43	2.26	2.50
信息技术业	0.03	0.47	0.81	0.38	1.02	4.13	6.34
批发和零售贸易	4.63	12.90	11.71	12.37	12.73	10.19	8.40
金融、保险业	7.40				2.95	7.02	4.74
房地产业	3.91	2.85		2.17	18.33	11.56	8.82

数据来源：wind，上海证券，红色为历史上三大重仓行业的配置比例（%）

这种情况下，基金投资者需要根据自身对这种投资风格、基金管理人的认可度进行评估，进行一定时间的业绩跟踪，以权衡该基金是否符合自己的投资需求。例如，部分投资者或许会更偏好前期的稳健风格，并不认可灵活和激进的投资策略，那么或许可以考虑进行基金的转换；部分投资者或许会更乐于看到基金管理加强进攻和灵活的适应市场的风格，对基金未来的表现认为值得一搏，亦可以继续保持关注；部分投资者如在保持一段时间的跟踪后，并不认为现有基金管理人可以掌控好新的投资风格，亦可考虑进行基金的转换。

有时，基金风格切换幅度较大，致使短期业绩落后于市场和同类，但是中长期来看，基金管理人新的投资风格把握较好，仍不失其长期投资的价值。如 2012 年 5 月，明星基金经理王亚伟不再执管华夏大盘精选基金，基金在二季度末行业变动系数高达 41%，远超历史上 15%

左右的水平。从随后公布的投资组合可以看出，该基金在精选个股的基础上，增强了行业的配置策略，重仓个股的风格亦不同以往。基金风格转换之后，虽然业绩不再常常名列前茅，但一年以来的表现显示该基金对新风格把握较好，业绩保持在同类中上游。因此，对于部分基金投资风格有较大变化而业绩短期“变脸”，需要投资者投入耐心，进一步观察基金风格切换后的表现，再做出转换或是继续持有的决定。

分析师承诺

分析师 李颖

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。

上海证券基金评级定义

类别	分级及定义	
综合评级	★最低	★★★★★最高
选证评级	★最低	★★★★★最高
择时评级	★最低	★★★★★最高
夏普比率	★最低	★★★★★最高