

声音

VOICE OF AMAC

(2020 年第 18 期，总第 153 期)

中国证券投资基金业协会

2020 年 7 月 3 日

基金投资风格管理

【编者按】中国公募基金行业经历 20 余年的发展，管理资产从不足百亿元发展到超过 10 万亿元，逐步成为资本市场的中流砥柱。截至 2019 年 12 月 31 日，中国共有 143 家公募基金管理人，合计管理基金数量 6544 只，管理基金资产净值 14.77 万亿人民币。在资产管理规模逐步壮大的同时，行业也不断经历着结构转型。2017 年起 MSCI、富时和道琼斯指数纷纷纳入 A 股，2019 年 MSCI 两次进行扩容将纳入比例从 5%提升到 15%再到 20%，2018 年证监会发布养老目标证券投资基金指引，后五部委又签发个税递延养老保险试点方案，各类长期资金和机构投资者有序入市，为股市提供长期稳定资金，引导市场价值取向从短期题材炒作转向长期价值投资。

行业的发展与变革同样体现在投资者对资产配置需求的日益个性化和多元化，基金产品随之不断推陈出新，产品

类型和主题风格也呈现出越来越多样化的趋势。基金产品和种类的快速增长使投资者拥有了更多的投资选择机会，但识别和甄选优质基金的难度也在加大，特别是长期以来很多国内公募基金产品不同程度地存在投资风格或策略显著漂移的问题，以及基金风格特征等与产品契约和投资基准出现名不符实的情况，导致投资者难以准确分析判断和选择适合自己的基金产品。

本文尝试从多个方面解读基金风格的成因和重要性，以及如何做好长期投资风格管理，期望有助于投资者更好鉴别基金风格特征和选择适合自己的基金产品，也希望通过更多此类的交流探讨，共同推动公募基金行业形成更加专业规范的投资风格管理。

一、基金投资风格的成因、分类和差异

（一）基金投资风格的成因

基金投资风格的成因，可以大致分为来自先天和后天两方面的因素。

先天因素，主要指基金公司在设计基金产品时，首先要确定投资目标、投资范围、投资基准等产品要素。这几大要素的确定和设置，基本决定了该基金的资产配置范围和比例，以及该基金产品的先天投资风格。基金产品发行和运作后，基金经理需要根据信托责任和产品契约要求，按照投资基准和产品要素进行资产配置和投资，从而构建预期的投资风格并追求相应的预期基准收益。由此可见，一只基金的投资基准和资产配置，对于基金的先天或者预期投资风格起着

至关重要的作用。尤其是被动型基金，剔除为了应对申购赎回而预留的现金仓位的影响之后，其展现出来的投资风格与收益率、基准收益率应该是高度吻合的。

后天因素，主要指主动管理型的基金经理在实际投资运作中，有可能会根据市场和资金动态变化等因素，相对于基准做出适当的主动偏离和调整（在契约允许范围内）。基金经理期望通过这样的操作，获得优于基准的超额收益。主动管理型基金经理的操作，不可避免地会导致该基金的投资风格等与基准出现一定的差异，也就是我们通常所说的投资风格漂移。

基金最后体现出来的投资风格，其实是先天和后天因素二者的叠加。即前者来自于投资基准和资产配置的贡献，后者来自于基金经理的主动操作贡献。如同将基金的投资收益率分解成基准收益率和主动管理带来的超额收益率一样，同样可以将基金风格也拆解成来自所选取的投资基准的贡献和基金经理主动管理而带来的贡献。

（二）基金投资风格的分类

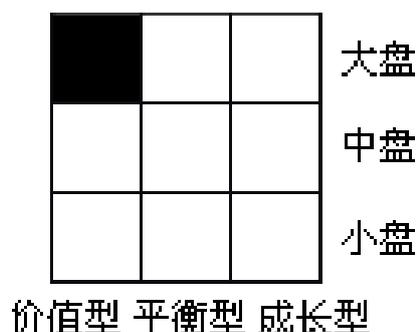
就投资风格分类而言，夏普（Sharpe）在 90 年代初的研究中提出¹，基金 90% 以上的投资收益由其在 大类资产上的配置决定，基金的投资风格按照 大类资产特性可以划分为股票型、债券型、货币型等。后来三因子模型²（Fama-French）进一步将股票的收益归结到规模因子和账面市值因子，奠定了经典的基于股票市值和成长性的九宫格风格图，即股票投资

1 Sharpe, W.F, Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement, 1992 ; 1990 Sharpe, Determining a Fund's Effective Asset Mix.

2 Fama, Eugene F & French, Kenneth R: The Cross-Section of Expected Stock Returns, 1992.

风格箱（如图 1），这也是市场上最常见的投资风格定义和分类。除了上述经典的风格九宫格之外，后续又增加了行业、主题、策略等多种风格细分维度。

图 1 股票投资风格箱



（三）基金投资风格的差异

一个准确和恰当的投资基准，不但能够精准传达出基金的投资范围、投资风格等信息，也有利于投资者准确度量基金业绩及评估基金投资管理能力，做出理性投资决策。亨特（Hunter, 2014）的实证研究发现³，合理的投资基准组合既可以有效控制基金投资风格的非系统性趋同部分，也可以帮助投资者鉴别基金业绩的优劣。

海外成熟市场基金尤其是公募基金产品，基金经理在实际投资运作中会严格按照基金契约和投资基准要求，辅以偶尔适当的小幅偏离，长期投资风格会比较接近于投资基准的风格特征，从而便于投资者进行基金产品的甄选和投资。相比之下，国内基金经理在投资过程中有较强的主动性和灵活性，从而导致投资组合与投资基准的风格特征偏离很大。这导致投资者试图了解和确定一只国内基金的投资风格时，仅

³ Hunter D, Kandel E et al: Mutual Fund Performance Evaluation with Active Peer Benchmarks, 2014.

通过产品合同和投资基准往往收效甚微，需要基于组合持仓和收益的事后风格分析，才能准确判断投资组合的实际风格特征。这种名实不符的做法，会严重误导投资者和影响投资者个人的资产配置和投资决策，也会影响到投资者对基金公司和基金行业的信心。

二、保持基金风格稳定的重要性

（一）有利于打造长期业绩稳定的基金

保持基金风格的稳定性，既有利于打造长期业绩稳定的基金，也有利于投资者判断甄别风格特色稳定的基金进行投资。根据夏普（Sharpe）理论，从长期资产配置角度来说，投资者希望持有一个足够分散的投资组合，可以在不同的市场风格周期下提供最优化的风险收益比，而这个策略只有当基金的风格保持稳定的时候才是有效的。有研究表明保持风格稳定的投资管理人的业绩好于风格经常漂移的管理人⁴，并且随着考察时间越长，风格稳定的基金战胜风格漂移基金的概率和幅度越高⁵。风格稳定性在资本市场大幅震荡时尤其重要。如富兰克林（Franklin）基金旗下几只基金在 1999 年仍坚持价值投资，从而保持了稳定的长期回报。与此同时其众多竞争者已经偏离合约规定的投资目标⁶，在 90 年代末的互联网浪潮中大幅投资于成长股票，继而在 2000 年 3 月互联网泡沫破灭时，给投资者带来重大损失。

4 Brown K.C, Harlow W.V. and Zhang H: Investment Style Volatility and Mutual Fund Performance, 2012; Huang J, Sialm C and Zhang H: Risk Shifting and Mutual Fund Performance, 2011.

5 Kim Pei Chua: Mutual Fund Intentional Style Drift: Presence, Motivation and Performance Impact, 2018.

6 CNN: Franklin Mutual stays strictly within its value mandate as some peers stray, 1999.

(二) 有利于投资者判断基金的风格特色并进行投资

无论是专业投资者，还是个人投资者，一般都是根据基金合同等文件资料或者公开宣传的投资风格、投资目标以及投资基准等公开信息，并结合自身的投资偏好以及风险容忍度，来选择合适的产品进行投资。如果基金风格出现大幅漂移，投资者可能面临所投资的产品实际表现与自身风险承受能力不相匹配的风险，从而导致收益率无法达到预期或承担了不恰当的风险敞口。

(三) 有利于促进长期投资

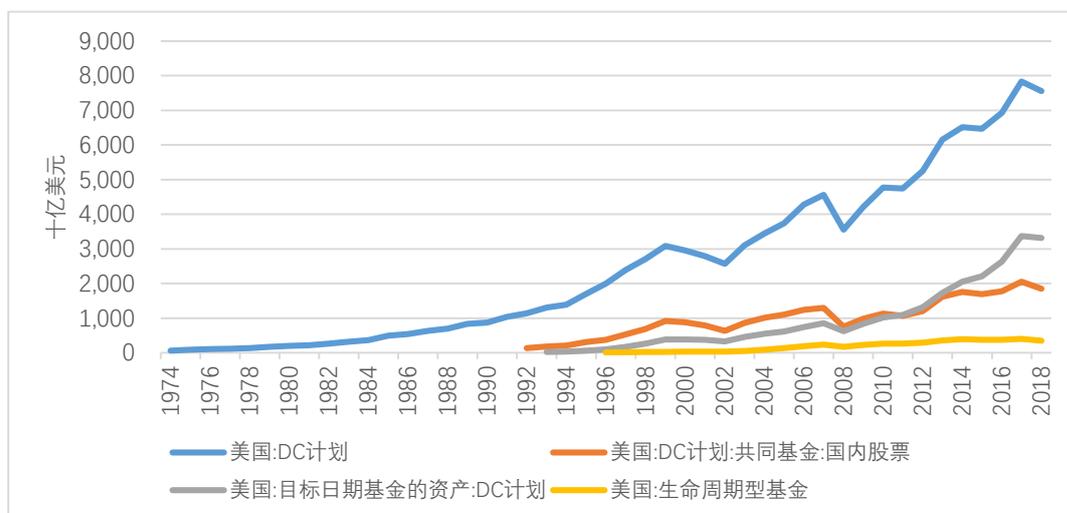
目前国内公募基金和养老金等长期资金之间的合作正处于起始阶段，类似美国的上世纪 80 年代和 90 年代初，公募基金有望随着养老金的快速发展而同步高速增长。在众多的金融机构中，基金公司的优势在于具备较强的投研能力、投资组合管理能力和行业较高的信息披露透明度，而养老金、保险资金等长期机构投资者则有较强的资产配置能力，公募基金和这些长期投资者之间存在着天然的能力和资源互补关系。但需要注意的是，为了保证大类资产配置的有效性，长期机构投资者往往需要底层基金资产保持风格的稳定。《养老目标证券投资基金指引（试行）》第六条即要求养老基金对子基金的选择应“重点考察风格特征稳定性”。在实践中，包括养老金在内的机构投资者在选拔基金产品时，除了自身的评价体系以外，也会借鉴第三方专业评价机构的分析数据。从实践中来看，很多国内公募基金要么缺乏明确的风格特色而随波逐流，要么与该产品契约所宣称的基准或风格特征产生较大偏离。不管是哪一种情况，投资风格大幅漂

移都会对基金的长期业绩稳定性和投资者的判断和选择造成较大的负面影响。因此基金公司在与国内外长期资金合作过程中，坚持投资风格的稳定性非常重要。

对于国内市场而言，长期以来散户化的投资者结构导致股票市场和基金产品处于频繁交易和风格轮动的格局中。根据 Wind 数据统计，2018 年底机构投资者占 A 股总市值的比例仅为 13%（美联储 2018 年 Q4 统计数据显示美国股市中机构投资者占比为 57.4%⁷），机构投资者持有公募权益类基金的比例（30%）也显著小于个人投资者，但这一现象正在逐渐改善。2018 年 3 月证监会发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》，提出“养老目标基金应当采用基金中基金形式”，同年 4 月，财政部等五部门发布《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，开启“个人商业养老金资金账户”，并在未来将公募基金纳入投资范围；境外，主要指数纷纷纳入 A 股，2019 年 MSCI 两次提升 A 股纳入比例，在 2019 年底完成把 A 股纳入比例从 5% 提高到 20%。这些都将逐步加强长期机构投资者在股票和公募基金的市场参与程度。从美国的历史经验看，随着机构投资者比重增加，长期价值投资得到积极推动，从而带动了共同基金规模的大幅增长以及养老型基金产品的创新和发展（图 2）。

7 Federal Reserve: Financial Accounts of the United States, 2018 Q4.

图 2 美国 DC 计划养老金及养老型共同基金发展



数据来源：Wind 资讯。DC 计划含私营雇主发起式计划（含 401k、403b、457 和联邦雇员退休系统储蓄计划）。

三、国内基金投资风格漂移的特点和原因

尽管从长期看保持基金投资风格的稳定非常重要，但是在国内基金行业发展的历程中，投资风格稳定性的管理却常常被忽视。如前所言，主动管理型基金在实践操作中，都会不同程度地存在“风格漂移”的现象。所谓风格漂移，一般是指基金投资组合特征或所体现的风格，与基金公开宣称的投资目标或投资风格不完全一致。有研究⁸分析了国内基金的投资风格，认为 73% 以上的基金发生了投资风格漂移现象，并且趋同现象严重。对于主动管理的基金，投资经理通过专业系统的研究分析和投资决策，可以在符合监管和产品特征的范围内适当调整投资组合的风格敞口。各国监管和业界针对如何在保护投资者利益的原则下界定合理合法的“风格漂移”做了许多探索和尝试，包括加强信息披露、设置最低投资比例要求、研究恰当的风格漂移因子等⁹，目前来看，尚

8 苏木亚，郭崇慧：基于谱映射的非线性 Sharpe 模型及其在基金投资风格识别中的应用，2017。

9 Conceptualising Style Drift, 2017.

未形成统一监管标准或强制性的法规来推动投资风格的稳定性管理，而更常见的是通过资产管理行业指引或公司自律的形式，来引导鼓励更多基金公司重视投资者长期利益和加强投资风格稳定性管理。

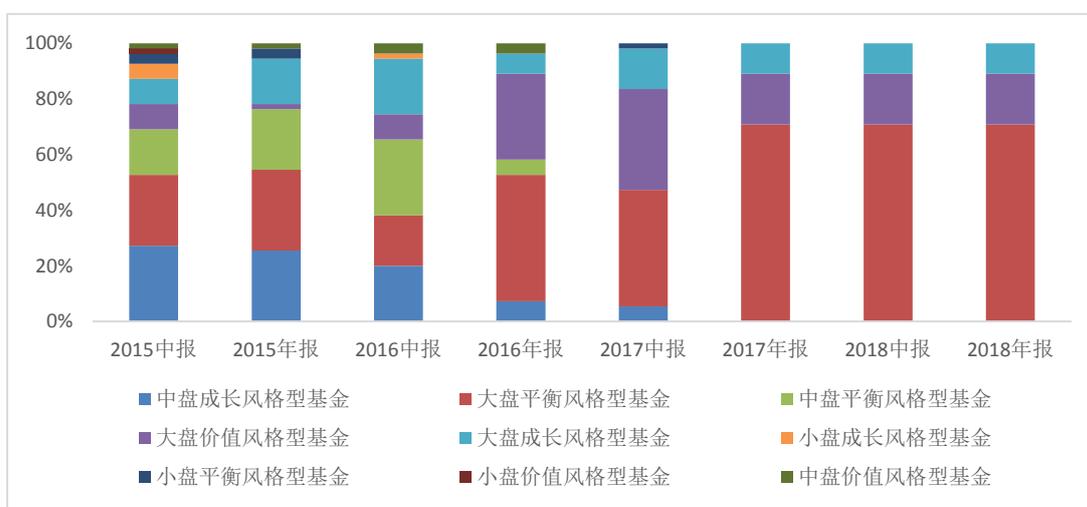
（一）风格漂移的形式

从表现形式上看，国内基金投资风格漂移主要包括两类：

1、基本面投资风格漂移

体现为基金投资股票的基本面风格的变化，较为极端的例子是基金名称明确指向大盘价值投资，但实际投资风格却是小盘成长（或者反之）。此类风格漂移会导致投资行为趋同的跟风效应，加剧市场波动。根据成立满 5 年的主动型股票基金过去四年的风格分类数据（图 3），在 2017 年之前风格切换较为明显，在 2017 年之后则基本都是大盘风格（包括基金名称中带有“小盘”的基金），呈现了抱团取暖的“羊群效应”。

图 3 近四年主动管理股票型基金风格变化



数据来源：Wind 资讯，基于 Wind 的基金风格箱分类

2、主题类投资风格漂移

体现为基金投资风格显著偏离其名字所明确指向的主题类风格，近几年这个现象也频繁见诸报道，比如环保类主题基金大幅持仓煤炭公司、健康主题基金大幅持有白酒公司、中国制造 2025 重仓房地产等。令人印象深刻的是，随着沪港通的开通，2017 年很多基金公司跟风发行了“沪港深”基金，但伴随着信息披露，投资者发现大多数基金完全没有或者很少投资港股通股票，于是监管部门后续出台了要求带有“港股”类似字样的基金必须至少将 80%非现金资产投资于港股的相关业务指引¹⁰，强制要求相关基金产品的实际投资策略风格与公开宣称的保持一致。

（二）风格漂移原因分析

风格漂移，表面上是基金投资组合特征或所体现的风格，与基金公开宣称的投资目标或投资风格出现偏离，实质上是基金管理人将自身利益优先于投资者利益之上而导致的利益冲突，即我们常说的“代理冲突”或“代理风险”，导致这个风险产生的因素是多方面的，主要包括：

1、短期业绩排名导向

有研究表明历史业绩往往是国内投资者选择基金最重要的因素。在国内因为股票市场和公募基金相对缺乏长期投资资金，更多体现为短期存量博弈的特点，从而导致基金投资者异常关注基金的短期业绩，基金公司也注重对基金经理的短期业绩排名考核，在“唯业绩论”的环境下，基金经理很难坚守自己擅长的投资风格，而是通过追踪市场热点风

¹⁰ 中国证监会：《通过港股通机制参与香港股票市场交易的公募基金注册审核指引》，2017。

格，以博取相对排名的提升。

2、基金管理规模导向

在当前收费模式下，基金公司以及基金经理的收益很大程度上取决于公司管理资产规模。在业绩和规模短期考核的双重压力下，基金公司管理层和基金经理更关注基金产品的短期表现，从而更容易受到市场热点的影响，特别是当基金产品的预期风格与当下热点出现偏离时，坚持基金产品的长期风格特色会面临更大的挑战和压力。

3、投资业绩基准管理不够严谨

合理的基金基准往往与基金的投资范围和投资风格匹配，反应了投资人对基金风格的期望，同时也是评价其投资管理能力的基准。贝利（Bailey）曾提出基金业绩基准组合的七大标准¹¹，其中之一即为恰当性（Appropriate）。有研究统计了国内基金业绩基准的匹配情况¹²，发现一半以上的股票型和混合型基金的业绩基准中包含沪深 300 指数，而这其中有超过三分之一以上的基金却将资金配置于中小盘股票。

4、公司治理因素

相对而言，资产规模大、管理相对成熟的公司更愿意在风格管理上进行内部管控，也更重视投资者长期利益和公司品牌声誉。相反，规模小的基金公司更重视短期业绩和规模增长，也更容易在投资风格上采取激进策略。

5、基金经理个人而非投研体系主导投资风格

基金经理的个人能力圈是有差异的，因此基金经理的轮换就必然导致风格的转换，根据 Wind 数据统计，目前市场

11 Jeffery V. Bailey: Evaluating Benchmark Quality, 1992.

12 邹鹏飞，李涛，肖俊，谢凤鸣：公募基金严格遵守合同约定的投资风格吗？，2018.

上三千多只偏股主动型基金中，基金经理人均任职年限超过3年的只有8.3%，超过5年的更少，只有1.2%。高离职率也客观促使基金管理人更重视短期业绩，因此更加剧了一只基金难以长期维持统一的投资风格这一现象。

6、信息不对称

尽管监管要求基金进行季度信息披露，但一是频率较低，二是披露持仓信息有限，投资者依然很难及时掌握基金投资情况。基金管理人在短期业绩压力下，有主客观空间使得基金的实际风格偏离名义风格。

四、投资风格管理的行业实践

相对来说，成熟市场的基金管理更规范，更精细化，较少出现风格漂移的现象，但其实也是经过长期发展和进化的结果。美国市场历史上曾出现过多次的风格漂移案例，包括1980年代的富达麦哲伦基金（Fidelity's Magellan Fund）¹³和1990年代的先锋探险家基金（Vanguard's Explorer Fund）¹⁴，投资者不得不向SEC呼吁提高基金信息披露的频率和内容，于是SEC于2004年要求基金公司必须进行季度信息披露¹⁵。尽管如此，S&P的风格评分（SPIVA: S&P Indices Versus Active）¹⁶，该评分用于评估基金与其风格指数的偏离程度）结果显示，在2005年至2009年之间，美国还是有一半股票基金的投资风格发生了漂移¹⁷。不过，根据S&P统计的投资风

13 Sharpe, W.F, Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement, 1992; 1990 Sharpe, Determining a Fund's Effective Asset Mix.

14 Tower, Edward. "Performance of actively managed versus index funds: The Vanguard case." Mutual Funds: Portfolio Structures, Analysis, Management, and Stewardship, 2009.

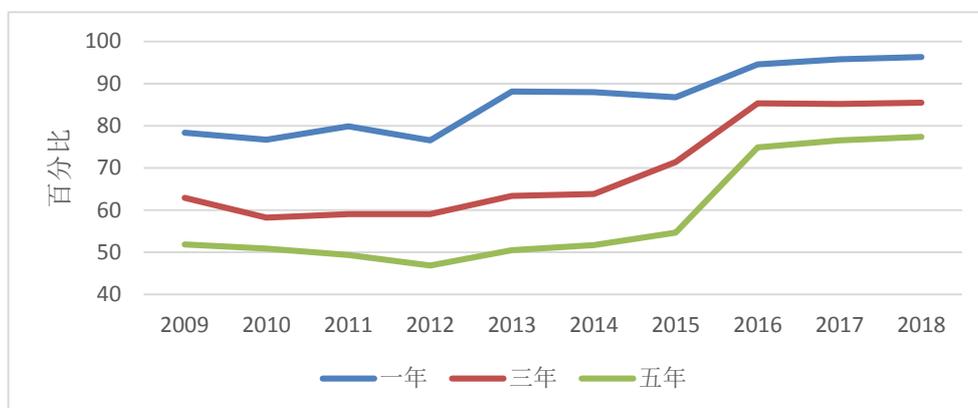
15 Securities and Exchange Commission of the United States: Shareholder Reports and Quarterly Portfolio Disclosure of Registered Management Investment Companies, 2004.

16 S&P Indices VS Active Funds (SPIVA) Scorecard, 2010 - 2018.

17 S&P Indices VS Active Funds (SPIVA) Scorecard, 2010 - 2018.

格稳定率，自 2009 年以后，美国保持投资风格稳定的股票基金的比率明显上升（图 4）。

图 4 SPIVA 美国股票共同基金风格稳定数量占比



数据来源：S&P SPIVA Scorecard¹⁸中的 Style Consistency Ratio

在风格稳定的管理中，海外成熟市场的监管和共同基金行业已经发展出了一套相对成熟的模式：

（一）监管方面

虽然美国法律上没有特别对“风格漂移”做出定义，但是 SEC 在条款 10b-5 中授予投资者对“重大遗漏”和“虚假陈述”的诉讼权，强调若基金管理人对其基金的告知存在虚假陈述、重大遗漏或引人误解的表述，基金投资者同意或授权产生效力的基础即不复存在，基金管理人将就违法交易和欺诈行为承担责任。在 2012 年对涌峰基金管理（Top Fund Management）的处罚一案中¹⁹体现了美国监管层是如何界定风格偏移所导致的“重大遗漏”和“虚假陈述”的，SEC 认为如果披露的信息会引发（in connection with）投资者的买入或卖出行为则被认为是“重大”。因此，信息披露是“风格漂移”监管的原则和重点，对于基金管理人和基金持有人之间

18 S&P Indices VS Active Funds (SPIVA) Scorecard, 2010 - 2018.

19 Securities and Exchange Commission of the United States: In the Matter of Top Fund Management, Inc. and Barry C. Ziskin, 2012.

的利益冲突，通过“真实、充分的信息披露”为基金管理人的行为提供授权，同时也要求其承担相应的责任。

从投资组合管理的角度，美国《投资公司法》(ICA) 13(a) 禁止基金偏离其披露的投资目标，SEC 在 2001 年发布的《投资公司名录》(Investment Company Names) 中更明确地要求基金必须将至少 80% 的资产投资于其名称所指明的投资标的，比如，ABC 小盘股成长型基金 (ABC Small Cap Growth Fund) 将其资产的 80% 投资于小盘股即为合法。中国证监会也一直在完善相关的监管，自 2004 年颁布的《证券投资基金运作管理办法》起，法规规定“基金名称显示投资方向的，应当有百分之八十以上的非现金资产属于投资方向确定的内容”，在 2014 年将股票基金投资于股票资产的最低比例从 60% 提高到 80%，但是行业对这一监管的解读和执行度有待提升。

(二) 行业方面

1、投资基准管理与业绩评估体系

在海外发达市场的基金评估体系中，投资基准 (Benchmark) 扮演着非常重要的角色，基金公司不仅高度重视基金对其自身基准的相对业绩，也高度重视基金业绩基准的设定是否合理。因此，海外基金产品 (包括美国共同基金、欧洲 UCITS) 在设计上都非常细化，有独特和确定的投资范围，从而也就有明确的业绩基准来突出和维持产品的风格。

比如欧洲证券和市场管理局 ESMA (European Securities and Markets Authority) 对 UCITS (Undertakings Collective Investment in Transferable Securities) 基金业绩基准的管理方

面就给出了详细的指引²⁰，包括：

(1) 建议基金在投资策略的描述中明确说明该基金是属于主动管理（actively managed）还是被动管理（passively managed）；

(2) 对于主动管理策略，需要明确说明基金的管理是否参考某个投资基准。这里 ESMA 将确定基金是否跟踪基准的责任交给基金公司，同时提到如果基金的策略描述或对外宣传中即使隐含地提到业绩基准（比如描述为战胜市场大盘），也应将投资基准明确写到基金文件中；

(3) 对于披露业绩基准的主动管理基金，ESMA 要求在明确投资基准的同时，还应使用通俗易懂的文字向投资者说明基金相对于投资基准的期望偏离程度。这个偏离程度的披露可以是描述性的或者使用量化指标，描述性文字的一般会说明基金的实际投资标的占投资基准投资范围的比例，量化指标则一般使用跟踪误差（Tracking Error）和信息比率（Information Ratio）等。

行业自律方面，GIPS（Global Investment Performance Standard）对于展示基金业绩时基准的合理使用提出了一系列要求。包括：基准必须能够反映基金的投资目标和投资策略；基金管理人必须说明基金和基准之间的差异；如果基金管理人认为没有合适的基准进行业绩对比展示，必须说明原因；以及，如果使用了自定义基准，必须披露自定义基准的成分、权重和调整流程。目前全球采用 GIPS 标准进行业绩披露的资产管理公司已经有 1624 家，包括大多数的头部资

20 ESMA Q&As Clarify Benchmark Disclosure Obligations for UCITS, 2019.

产管理公司，比如黑石（Blackrock），道富银行（State Street），以及富达（Fidelity）等。通过执行 GIPS 标准，基金公司的品牌和业绩能够快速得到投资者的信任，为其带来长期的利益。

因此，我们可以看到大部分海外基金的业绩基准都非常匹配它的投资策略，基金公司和基金经理对自己所管理的基金的风格有非常清晰的认识，基金管理公司也注重考核基金经理相对于市场创造风险调整后收益的能力，即考核基金的跟踪误差和信息比率，从而保持了基金投资风格的稳定性。

相比而言，目前国内基金公司在设立基金业绩基准时更多从收益和营销等角度考虑，基准设置不够严谨（大多数使用沪深 300），为了投资灵活性牺牲了产品风格特色。事实上，2002 年中国证监会即明文规定，“公募基金应制定出能够反映其风险收益特征的基准投资组合作为业绩比较基准”。证监会 2003 年发布的《证券投资基金信息披露编报规则第 2 号-基金净值表现的编制与披露》也对基金业绩比较基准做出了原则性规定。按照该规则，将基金净值表现与同期业绩比较基准进行比较的，业绩比较基准的选择应符合基金契约、基金招募说明书规定；采用自定义业绩比较基准的须说明基准的构建及调整过程；未能按要求列示业绩比较基准的须说明原因等。

应该说，国内在基准的信息披露和管理方面，监管的原则是一直存在的，但行业在执行上没有形成共识和达到预期效果。相对于当前普遍宽泛的基金基准设置和管理，可以适度鼓励基金公司根据自身产品的投资风格和投资目标，选择

更为细化和严格的业绩比较基准。市场和投资者在考核基金公司和基金经理的时候，也应当加大考核投资风格的长期稳定性，以及在基金契约允许偏离范围之内，基金经理相对于投资基准创造超额收益的能力，从而激励基金公司和基金经理更加重视投资基准的重要性和投资风格的稳定性。

2、风格稳定性管理与反馈校正机制

海外基金公司在风格稳定性管理上也相对成熟。除了在产品的设计方面非常细化外，在投研方面一般通过自上而下的投研体系管理，而非投资经理自主主导基金产品的投资风格，一方面保证系统稳定的风格特色和投研产出能力，另一方面也避免因为投资经理离职带来的风格和业绩波动。此外，成熟海外基金公司大多采用长期考核机制，基金经理的年终奖可能取决于其在过去一年，三年，五年甚至八年以上的相对基准的综合业绩表现，这样的机制不仅促使基金经理重视基金的长期业绩，也一定程度上降低了基金经理的离职率。

在风格跟踪和管理上，成熟的业绩归因和反馈校正机制也对投资风格的稳定起到很大的作用。业绩归因可以根据产品的投资风格定期跟踪风格风险暴露和风格业绩归因，海外基金公司每年都投入大量的资源用于给基金经理做业绩归因，针对持仓风格、交易风格和业绩风格等进行分析，考察投资组合风格一致性，评估风格因子贡献等，帮助基金经理从量化角度更清晰地认识自己的投资风格，并在风格漂移时给予预警。

经过多年发展和经验学习，国内基金公司也越来越认识

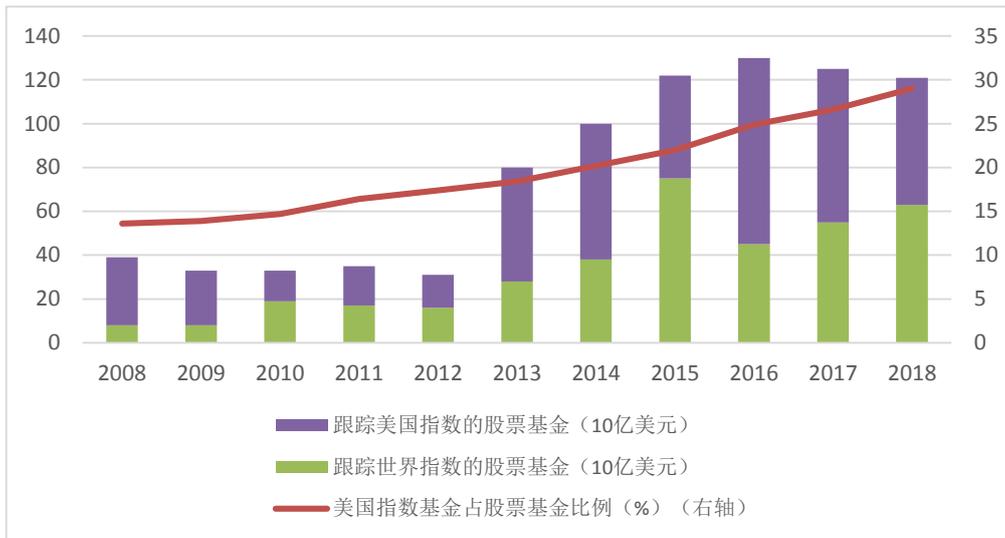
到突出风格以及保持风格的重要性，一般具有外资背景的基金公司相对来说在投研管理上更为体系化，考核机制也更多基于中长期业绩，避免了短期化考核体系下，基金经理容易走偏的问题。另一方面在产品设计上，很多基金公司都设立了新产品评审委员会，对产品的设计有严谨的论证过程，从战略、市场、风格、时机等多方面评估新产品的风险，避免“盲目跟风”和“仓促上马”。

在投资风格的内部管理和执行上，国内部分基金公司在确定产品主题风格后，要求投资经理与研究、合规和风控团队一起细化和制定股票池标准，由相关研究员专门支持股票的入池和剔除，由合规风控根据既定的股票池规则进行审核，同时内部建立制度进行投资主题风格的跟踪和汇报，从制度上落实监管部门关于“应当有百分之八十以上的非现金资产属于投资方向确定的内容”的要求。

3、被动管理型产品的发展

此外，近年来海外资管行业的一个大趋势是被动型产品的大幅发展（图 5）。被动型基金作为功能性产品，有非常高的风格特征确定性和稳定性，将风格配置的主动权回归到基金投资者，从而克服了风格漂移这一主动管理产品的重要缺陷，最近兴起的 **Smart Beta** 类基金（一种新兴的指数投资策略，通过确定的规则对成份股进行筛选或对成份股权重进行优化配置，以承担一定风险的投资组合来获得超越传统市场的回报）还对特定风格进行了强化。有较强资产配置能力的投资者越来越愿意配置这些工具型产品，通过整合不同风格的资产配置来实现最终的超额收益。

图 5 美国股票指数基金发展



数据来源：2019 年美国基金业年鉴，Investment Company Institute 出版

五、结语

基金投资风格的管理对于基金行业的长期和健康发展至关重要。随着资产管理行业的不断开放，机遇与竞争并存，国内基金行业必然也会走向更为成熟和精细化的管理模式。我们坚信，投资风格必然会像投资业绩和排名一样，成为衡量基金公司和基金产品的重要标准之一。

回顾以上关于投资风格的讨论，可以总结以下几点：

第一，在投资风格稳定性的管理中，基金投资业绩基准扮演了最为关键的角色。一个恰当匹配的基金基准不仅能准确地向投资者传达基金的风险收益、投资风格等信息，而且可以帮助投资者和基金管理人科学地评估基金经理的投资管理能力、以及跟踪和管理投资风格的漂移。因此，行业内有必要加强对基金业绩基准的管理，包括提高基金基准合理性的标准，加强公司内部对基金相对业绩偏离的管理，增加对基金经理风格稳定性和创造相对收益的考核，以及开发更多具有代表性的指数产品等。

第二，投资风格多元化和差异化必然是国内基金行业未来发展方向之一。经过行业内多年的竞争与发展，国内近年来发行的基金，也越来越多体现较明晰的风格或主题定位以进行差异化竞争。维持投资风格的长期稳定，不仅有利于在日益激烈的市场竞争中打造基金公司的品牌和特色，同时也有助于基金公司的长远战略规划和产品设计。基金公司需要在每只新产品成立之前做好充分的战略、市场和客户研究，着眼长远打造特色鲜明的各类基金产品。

第三，基金公司应该不断强化投研团队和投研体系建设，打造全天候多元化的投资能力体系。根据发达资本市场的经验，管理资产达到一定规模后，有必要在投研体系上进行投资策略的细化和投资风格的分化，一方面可以根据不同策略发行差异化的产品以适应不同的投资者需求，便于内部的资源配置；另一方面也有利于投资团队在各自擅长的领域深耕细作，加强投研团队之间的风格互补和良性竞争作用。另外作为投研体系建设的重要组成因素，基金经理的考核机制对基金风格的稳定性关系重大。引入长期业绩考核不仅有助于基金经理更重视长期业绩，避免迫于短期业绩压力变换投资风格，也有助于基金公司在未来更好地接受长期资金的委托。

第四，鼓励头部基金公司积极推动投资风格自律建设，带动行业和其它基金公司效仿跟进。从美国等其他国家的实际情况看，基金风格稳定性较难从监管角度给予明确规定或者是量化指标的要求，更多是基于行业自律以及基金公司从自身长远目标出发而做出的战略选择。从国内外基金行业的

实践发展来看，产品布局全面、风格特色稳定的基金公司，更容易获得市场认可和长期投资者的青睐，比如国外的富达（Fidelity），凯投（Capital），先锋（Vanguard）等，国内的华夏、嘉实、易方达、南方、博时等，都是较早开展和坚持投资策略和风格分组管理，长期下来，公司管理的投资规模和产品业绩都可圈可点。

2019年8月，基金业协会发布文章《协会2019年下半年工作计划：正视行业问题，再塑资管行业辉煌》，其中提到最重要的一点就是把投资者引导到长期持有的轨道上来，确认未来基金管理人和投资者之间将建立更为长期和稳定的关系。从大趋势上来说，未来养老金委托入市稳步推进，保险资金权益配置有所放宽，A股“入摩”和“入富”，取消QFII限制等，都将有序带来重要的长期配置资金。期待国内公募基金公司能够把握历史机遇，积极打造风格鲜明和业绩优异的优质基金产品，努力奋斗，砥砺前行，积极推动中国资本市场的长期健康发展。

【本文由高腾国际资产管理有限公司毕万英、曾煜撰稿，中国证券投资基金业协会托管及服务机构部陈硕夫、谢红正整理、熊歆校稿】