

基于 HBSA 模式的基金经理风格划分与能力刻画

华龙证券研究所

研究员：杨晓天

执业证书编号：
S0230521030002

邮箱：hlzqyxt@163.com

研究员：陈霖

执业证书编号：
S0230521030003

邮箱：hlzqytcj@hlzq.com

请认真阅读文后免责声明

核心观点：

- **从定量角度基于 HBSA 识别基金经理风格：**本篇报告从买方投资视角出发，主要介绍基金经理风格和能力研究框架，从定量角度研究以 HBSA（持仓组合风格模式）作为研究思路，寻找基金经理风格特征并对基金经理进行风格划分，同时以持仓为研究对象构建基金经理能力指标对基金经理能力进行刻画，以期对投资者带来一定的投资启示。
- **财富管理发展对公募基金研究提出更高要求：**伴随居民多元化金融投资要求，财富管理市场有望承接广阔的增量资金，公募基金仍然是我国资产配置中的首要选择。这对 FOF 基金和基金投顾等财富管理业务的研究能力提出较高要求。
- **基金经理研究视角更适用于风格划分研究：**1、选基金就是选择基金经理。2、研究基金经理可起到降维研究的作用。3、避免更换基金经理导致业绩、风格等方面的偏差。
- **基金经理投资风格划分：**基金经理类别和风格的划分有助于直观了解基金经理的投资范围及风险收益特征。本报告从主动偏股型、主动偏债型、固收+与 FOF 四种基金类型进行研究，筛选出市值属性、价值成长属性、集中度、信用风格、券种风格和久期等风格类型，并据此对基金经理风格进行相应划分，形成基金经理风格类型标准。
- **基金经理能力刻画：**基金的业绩表现本质是由基金经理的投资能力所决定的，基金经理投资能力和管理能力反应了基金在业绩、风险管理、稳定性等各方面的评价水平。本文依然基于 HBSA 的理念从持仓角度对基金经理进行能力指标的判定和优选，选取了行业轮动、择券能力、债券投资能力等指标，期望能够对特定风格范围内基金经理能力值进行刻画。

风险提示：模型根据历史规律，有规律失效风险；由于基础数据不完整导致量化分析结论不准确的风险；本文所提及到的任何基金产品或基金经理，均不构成对其的推荐。

目录

1. 财富管理大发展对基金研究能力提出更高要求	3
2. 基金经理投资风格刻画	6
2.1 基金赛道分类	6
2.2 基金经理风格划分	7
2.2.1 主动偏股型	7
2.2.2 主动偏债型	13
2.2.3 固收+	15
2.2.4 FOF	16
3. 基金经理能力刻画——基于风格稳定与能力特征值	17
3.1 选取风格稳定的基金经理	17
3.2 基金经理能力指标	20
3.2.1 行业轮动能力	20
3.2.2 择券能力	21
4. 总结	22
5. 风险提示	23

正文：

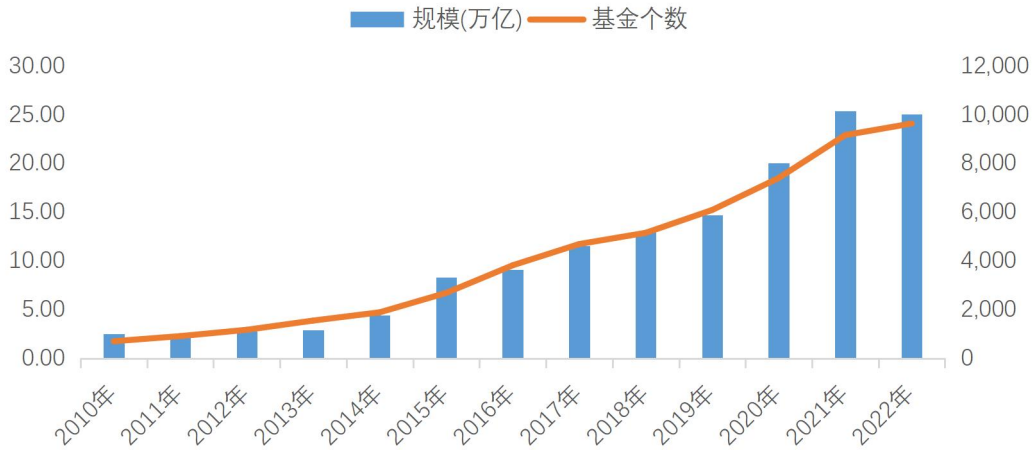
1. 财富管理大发展对基金研究能力提出更高要求

随着我国资本市场的不断发展，财富管理大发展步入黄金期。根据中国社会科学院发布的《国家资产负债表》中数据显示，中国居民非金融资产比重逐年下降，金融净资产占居民总资产的比重从 2000 年的 43.07% 上升至 2019 年的 56.53%。企业融资渠道不断拓宽，叠加当前“房住不炒”的政策基调下，房地产投资高收益、低风险的属性将被逐渐弱化，我国居民的家庭资产配置将持续从房地产等实物资产向金融资产发生迁徙。随着居民多元化的金融投资，中国财富管理市场有望承接广阔的增量资金。

目前公募基金仍然是我国资产配置中的首要选择，在服务实体经济与居民财富管理中起着举足轻重的作用。我国的第一批公募基金设立于上世纪末，截至 2022 年 4 月 30 日，我国共有公募基金 9628 支，管理规模总额 25.07 万亿元；其中股票型基金 1837 只，管理规模 2.06 万亿元；混合型基金 4108 只，管理规模 5.32 万亿元；债券型基金 2790 只，管理规模 7.12 万亿元；货币基金 338 只，管理规模 10.01 万亿元；另类投资、QDII、REITs 和其他共 273 只，管理规模 3875 亿元；FOF 基金 282 只，管理规模 2187 亿元。

时至今日，基金投顾业务已呈现良好的发展态势。2019 年 10 月，公募基金投资顾问业务拉开序幕，彼时证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》。截至 2021 年年末，获得基金投顾试点资格的机构达到 58 家，包括 3 家银行、3 家第三方独立销售机构、29 家券商、23 家基金公司及其子公司。早在 2017 年 9 月 8 日，首批公募 FOF 正式获证监会批复，标志着公募 FOF 的帷幕正式拉开。FOF 基金专门投资于其他证券投资基金，近年来随着财富管理和资产配置需求的提升，FOF 基金发展迅猛，其通过分析各种基金的风格，结合资产配置的研究构建基金组合等方面进行研究分析。随着 2022 年证监会公募基金 16 条《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》的提出，我国公募基金行业无论在规模还是覆盖面将迎来进一步的大发展，将进一步承接财富管理万亿级别的巨大需求。这将对 FOF 基金和基金投顾等主要财富管理方式的研究能力提出较高要求。

图表 1：公募基金个数与规模



数据来源：Wind 华龙证券研究所

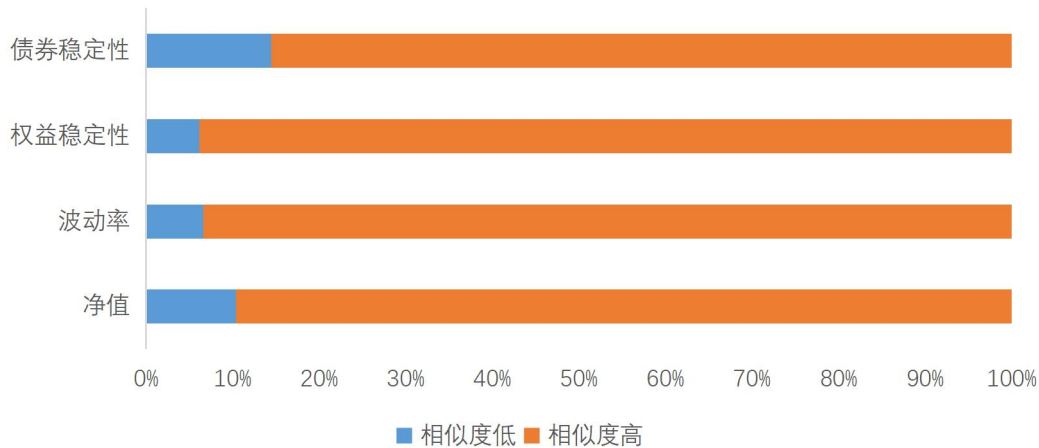
本系列报告从投资视角出发，尝试构建适合 FOF 基金和基金投顾的投资研究框架。本篇报告作为公募基金研究系列的第一篇，以 HBSA 的持仓分析模式作为研究思路，试图基于晨星风格箱的变形寻找基金经理风格特征，对基金经理进行风格划分；同时仍以基金持仓为主构建基金经理能力指标对基金经理进行刻画。本文并未从各只基金产品入手，而是从基金经理的研究角度出发，无论风格划分亦或是优选均以基金经理为研究对象。

本文认为从基金经理角度进行风格和能力等特征研究要优于从基金产品角度出发，数据的准确性和完整性更高。原因主要有以下三点：

一、选基金就是选择基金经理。对于基金产品来说，基金经理发挥着投资决策、买卖时点、投向范围等决定性的作用，同时基金经理大多具有投资风格和能力范围等特征，每只基金的净值表现、风险管理和持仓都直接由基金经理决定，研究基金经理风格和能力水平的有效性高于研究单只基金。

二、研究基金经理可起到降维研究的作用。截至 2022 年 4 月 30 日，我国基金产品数量为 9628 只，而基金经理数量为 2966 位，基金产品数量超过基金经理数量的三倍，现存基金存在一位基金经理同时管理多只基金的情况，全市场来看，仅有 583 只基金的基金经理未管理多只基金，占比仅 6%。分析同一基金经理在管的多只基金发现其业绩表现、风格和风险管理具有较大的相似性，从基金经理角度出发进行研究能够减少很多信息的重复。

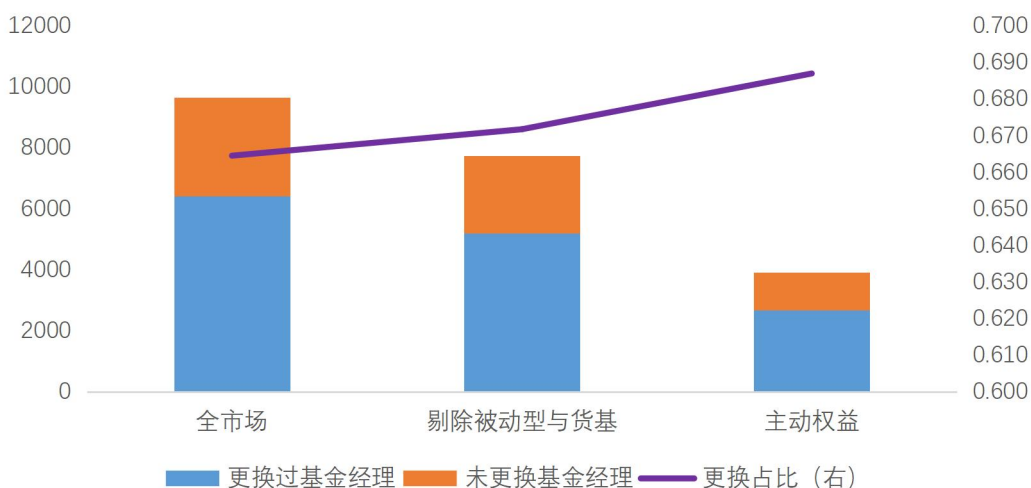
图表 2：同一基金经理管理多只产品收益持仓具有高相似性



数据来源：Wind 华龙证券研究所

三、避免更换基金经理导致业绩、风格等方面的偏差。纵向来看，现存基金产品的运行期间更换或多次更换基金经理情况的占比较大，总体有 6417 只基金曾出现过更换基金经理的情况，占比达到 66.5%，主动权益类型基金出现过更换基金经理情况的占比更大，达到 68.7%。基金运行期更换过基金经理容易出现基金投资风格、持仓和业绩的非连续性，这对于风格类型归类和投资能力完整性影响较大容易出现较大偏差，而从基金经理角度出发，观察基金经理投资风格和统计投资能力指标值时则能够最大程度避免这样的偏差，获取稳定的风格和能力指标。

图表 3：运行期更换过基金经理的产品数量与占比



数据来源：Wind 华龙证券研究所

基于以上判断，我们认为从基金经理角度进行数据整理和研究分析具有更高的稳定性和可信度，可以避免基金经理流动性较快导致同一只基金出现多位不同基金管理人的情况，进而使基金风格、业绩、风险管理等方面出现较大变动，从而影响风格划分和能力判断的稳定性，从基金经理角度进行研究可有效减少由于更换基金经理导致的风格漂移问题。

2. 基金经理投资风格刻画

2.1 基金赛道分类

为更加细致准确的分析基金经理，本文首先对基金经理所管理的基金产品进行分类，将不同类型的基金进行分类研究，以便能够更好的确定基金经理风格和持仓类型。对于基金的分类本文进行如下初选和限定：

- 1、选取合并规模高于 2 亿元以及成立时间超过 18 个月并仍存续的基金产品（FOF 基金除外）。
- 2、由于季报仅公布部分持仓，为获取全面而准确的持仓信息，本文基金分析依据皆选取自 2017 年至 2021 年期间中报和年报数据。
- 3、对于共同管理同一只基金产品的基金经理，本文选择第一顺位基金经理作为研究对象。
- 4、对于某一时间段研究区间存在一人管理多只基金产品的情况，本文采取规模加权的方式以便于综合分析基金经理风格与能力特性。

本文剔除被动管理型基金、货币基金、QDII 基金等类型，保留主动管理型基金类型并进行相应的分类，本文将基金划分为四种主要类型：主动偏股型、主动偏债型、固收+、FOF。具体来说，参照证监会和 wind 基金分类，将混合型基金与普通股票型基金每期股票市值占比进行规模加权平均，并选取近 10 期平均占比超过 60%的基金经理，将每位基金经理管理的基金归类为主动偏股型基金；筛选每期债券市值占比超过 80%且可转债市值占比不超过 20%的混合型基金和债券型基金（剔除指数债券型基金），并归类为主动偏债型基金；筛选每期债券市值占比超过 60%，股票市值和可转债市值占比不超过 40%的混合型基金和债券型基金（剔除指数债券型基金），并归类为固收+基金；筛选 wind 一级分类下的 FOF 基金类型，并归类为 FOF 基金，由于 FOF 基金发展时间较短，在规模和基金成立时间筛选上分别设定为 0.5 亿元与 6 个月。

图表 4：基金分类标准

基金类型	主动偏股型	主动偏债型	固收+	FOF
规模标准	>2 亿	>2 亿	>2 亿	>0.5 亿
成立年限	>18 个月	>18 个月	>18 个月	>6 个月
分类基准	混合型基金、普通股票型基金	混合型基金、债券型基金（剔除指数债券型基金）	混合型基金、债券型基金（剔除指数债券型基金）	FOF 型基金
筛选标准	基金经理规模加权期均股票市值占比>60%	每期债券市值占比>80%&每期可转债市值占比≤20%	每期债券市值占比>60%&每期可转债市值占比≤40%&每期股票市值占比≤40%	-
基金状态	存续且开放申赎	存续且开放申赎	存续且开放申赎	存续且开放申赎

数据来源：Wind 华龙证券研究所

2.2 基金经理风格划分

目前基金风格分类方式主要有两种，基于收益率的时间序列回归法(Return-Based Style Analysis, RBSA)，以及基于持仓数据的截面分析法(Holding-Based Style Analysis, HBSA)。前者分类频率相对较高，不存在时间滞后性；但不同指数之间存在多重共线性、股票仓位差异较大，分类准确率相对较低。后者分类准确率高、结果也更为客观；但由于需要全持仓股票数据，分析频率较低，且可能存在“窗饰效应”的影响。由于基金经理投资风格具有一定延续性，投资风格和能力相较基金产品具有更好稳定性和辨识度，本文选择从基于持仓（HBSA）的视角进行研究来提高数据和风格划分的准确性。本文借鉴晨星风格箱的思路，并进行一定的调整和扩展来对基金经理进行风格划分。

晨星投资风格箱创立于 1992 年，旨在帮助投资人分析基金的投资风格，迅速得到机构投资者和个人投资者的广泛认同。不同的投资风格往往形成不同的风险和收益水平，因此对投资人而言，了解和考察其资产的投资风格非常重要。在此前提下，晨星投资风格箱应运而生，提供了一个直观简便的分析工具，协助投资人优化投资组合并对组合进行监控。

2.2.1 主动偏股型

晨星九宫格是一个正方形，纵轴描绘的是基金所持股票的规模，分为大盘、中盘、小盘，横轴描绘的是基金所持股票的成长性，分为价值型、平衡型和成长型。这九个网格的正方形就是著名的晨星投资风格箱，它的每个格子对应着一种基金的投资风格（下图所示即为大盘成长型风格），所以又被称为晨星九宫格。投资风格箱简单直观地展现了基金的资产配置风格，投资人首次得以依据

基金的投资组合而不是根据基金名称或推销者的描述来评价基金。该方法是晨星对基金进行风格分类的基础，为基金分类和追踪基金投资组合提供了行业标准。

图表 5：晨星九宫格

			大盘
			中盘
			小盘
	价值	平衡	成长

数据来源：晨星网 华龙证券研究所

对于主动偏股型基金经理，本文选择从市值属性、成长价值属性、个股集中度、行业集中度、行业偏好和换手率这六个方面进行风格特征划分。根据 2017 年至 2021 年基金半年报与年报共十期的全量数据进行分析，对于某一时间区间同时管理多只基金的基金经理，本文采取规模加权的方式确定基金经理的投资风格。

1. 市值属性：大盘/中盘/小盘

参照晨星风格计算方式，将股票按照其总市值进行降序排列，计算各股票对应的累计市值占全部股票累计总市值的百分比 CR，将前 70% 的股票划分为大盘股，将 70% 至 90% 区间的股票划分为中盘股，将 90% 至 100% 区间的股票划分为小盘股，70% 和 90% 分别作为大中盘和中小盘股票门限值。股票规模得分 y 的计算公式如下：

$$y = 100 \times \left[1 + \frac{\ln(\text{CAP}) - \ln(\text{MST})}{\ln(\text{LMT}) - \ln(\text{MST})} \right]$$

CAP 表示股票的总市值，MST 和 LMT 分别表示中小盘、大中盘的门限值。

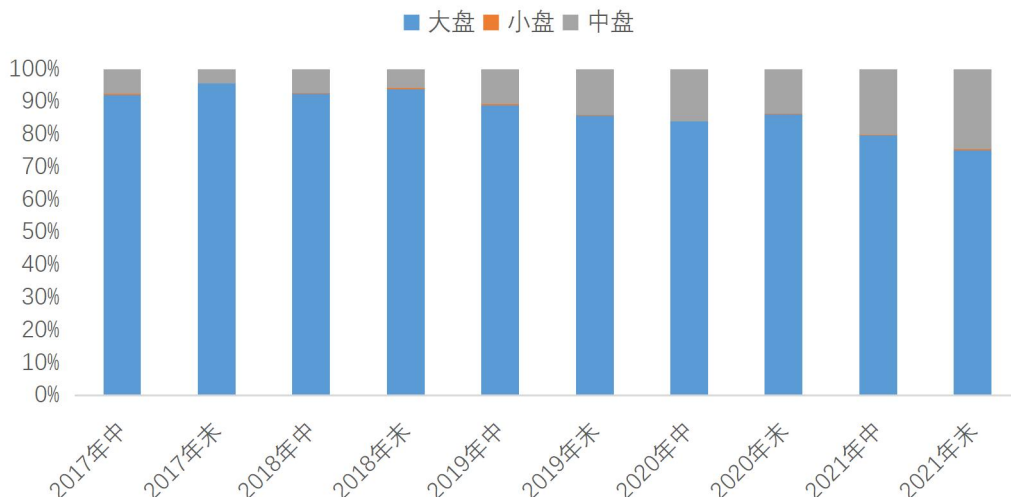
根据市值占基金中股票投资总市值的比率，对全部持仓股票或重仓股票的规模得分进行加权平均，可以计算出该基金的规模得分 Y 。计算公式如下：

$$Y = \frac{\sum_{i=1}^n w_i y_i}{\sum_{i=1}^n w_i}$$

Y 表示基金的规模得分， w_i 表示基金持仓股票 i 的市值占基金股票投资总市值的比率，n 为基金持有股票的数目。

通过给定门限值，可以确定基金市值风格属性，在对每位基金经理按照规模加权进行统计后，能够得出主动偏股型基金每位基金经理的市值属性。根据测算，近 5 年大盘风格的主动偏股型基金基金经理数量占据绝对优势，平均人数占比达到 87.4%，大盘风格基金经理人数由 2017 年的 235 人增加至 2021 年的 434 人，目前大盘风格基金经理人数远大于中盘风格的 141 人和小盘风格的 2 人；中盘风格基金经理人数近年来逐步增加，已由 2017 年的 19 人增加至 2021 年的 141 人。在确定了每期基金经理市值风格后，进一步计算综合风格偏好，综合来看主动偏股型范围内的基金经理人数为 782 人，其中大盘型风格人数共 525 人，中盘与小盘风格人数共 122 人，无明确风格人数 135 人。

图表 6：市值风格基金经理数量逐期占比



数据来源：Wind 华龙证券研究所

2. 价值成长属性：成长/价值/均衡

晨星公司采用了“因子分析”方法衡量股票的价值-成长定位。在股票规模分类的基础上，先对大盘、中盘、小盘股票，分别衡量其价值和成长得分，二者相减得到 VCG（价值-均衡-成长得分）并降序排列，之后按照门限值确定股票风格类型，在每一规模分类中，按照价值型、均衡型、成长型股票的流通市值合计占总流通市值的三分之一分位确定门限值。进而按照基金的完整持仓对个股 VCG 得分进行加权，通过持仓来确定基金价值成长的风格类型。股票成长价值得分 x 的计算公式如下：

$$x = 100 \times \left[1 + \frac{VCG - VT_i}{GT_i - VT_i} \right]$$

VCG 表示股票的价值成长综合得分，由成长得分减去价值得分得到。VT、GT 分别表示某一规模分类中股票的价值-均衡门限值与均衡-成长门限值，i 表示大盘、中盘和小盘股类别。

根据市值占基金中股票投资总市值的比率，对全部持仓股票或重仓股票的价值-成长得分进行加权平均，可以计算出基金的价值-成长得分，计算公式如下：

$$X = \frac{\sum_{i=1}^n w_i X_i}{\sum_{i=1}^n w_i}$$

X 表示基金的价值成长得分， w_i 表示基金持仓股票 i 的市值占基金股票投资总市值的比率，n 为基金持有股票的数目。

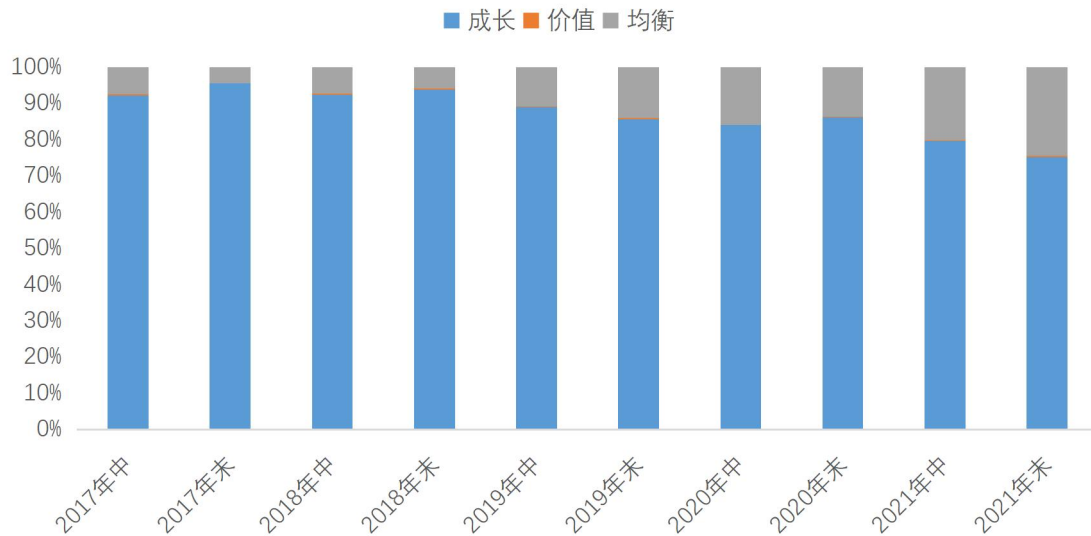
图表 7：价值、成长得分对应指标与权重

类别	因子名称	权重
价值	市净率 LF 倒数	20%
	市盈率 TTM 倒数	20%
	市销率 TTM 倒数	20%
	股息率 TTM	20%
	市现率 TTM 倒数	20%
成长	净利润三年复合增长率	25%
	主营业务收入三年复合增长率	25%
	经营性现金流三年复合增长率	25%
	每股净资产三年复合增长率	25%

数据来源：Wind 华龙证券研究所

在计算出每只基金的价值成长属性后，本文按照每个时间区间每位基金经理管理规模进行加权计算出每位基金经理在不同时期的价值成长属性，并以每期风格作为参考值计算均值，得出每位基金经理当前时点的价值成长风格。基于当前时点来看，本文选取的 782 位主动偏股型基金经理中，偏向于成长风格的有 520 位，偏向于价值风格的 2 位，偏向均衡风格的 130 位以及风格不确定的 130 位，偏向成长风格的基金经理占比最大，达到了 87.4% 的比重。而从时间维度看，成长风格基金经理从 2017 年的 235 人增加至 2021 年的 434 人，均衡风格基金经理从 19 人增加至 141 人，价值风格基金经理始终较少。

图表 8：价值成长风格基金经理数量分期占比



数据来源：Wind 华龙证券研究所

3. 个股集中度

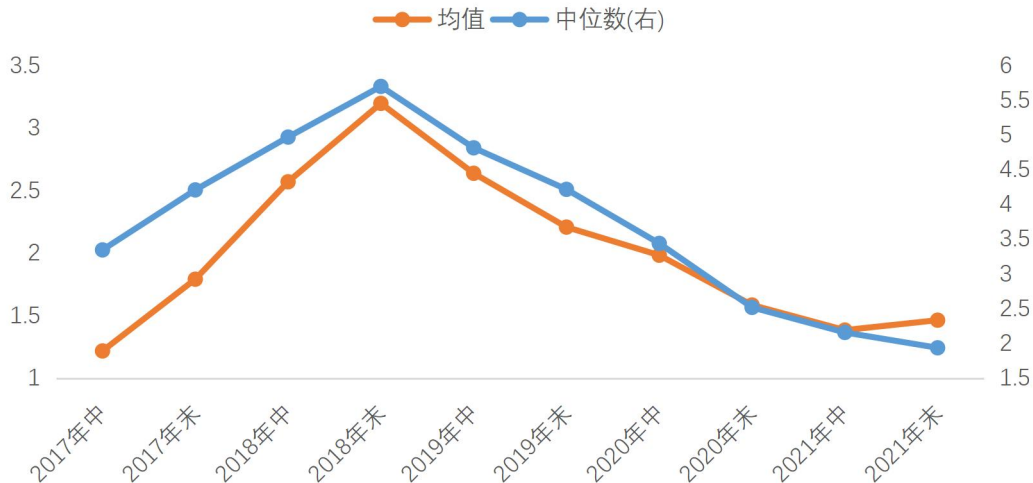
对于基金经理持仓个股集中度，本文采取前十大重仓股市值占基金持股市值（COS）和基金持股数量（SHQ）两个指标叠加进行计算（剔除市场因素）。如果基金经理历史持仓前十大重仓股占比全部持股市值较大，同时基金持有的个股数量较少的情况，既可判定基金经理具有高个股集中度的持仓风格。此处仍对每期基金产品进行规模加权计算基金经理风格值。计算公式为：

$$CR_n = M_i \times \frac{COS}{SHQ}$$

M_i 为市场影响因素，剔除由于市场股票数量扩容带来的影响。

综合计算 5 年 10 期主动偏股型基金经理个股集中度，782 人中有 369 位基金经理属于高个股集中度风格，413 位基金经理偏向于低个股集中度风格。本文测算了个股集中度指标，在统计范围内基金经理的均值和中位数历史表现一致，均在 2018 年出现个股集中度提高的情况，在近两年个股集中度维持稳定。

图表 9：个股集中度指标每期均值和中位数变化

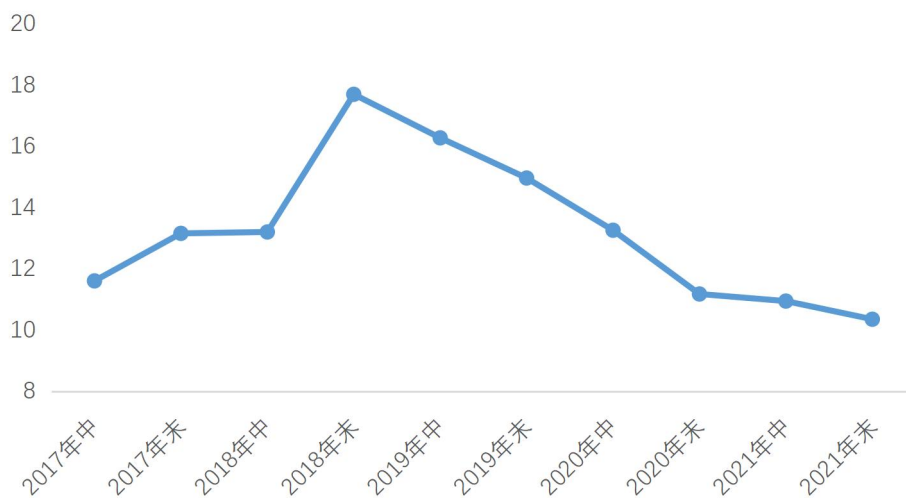


数据来源：Wind 华龙证券研究所

4. 行业集中度

本文采用第一大重仓行业占比全部持仓行业数值作为行业集中度指标，行业选取参考申万一级行业标准。行业集中度代表基金经理行业偏好和投资特征，行业集中度越高表明基金经理集中进行权益配置的偏好越高。本文对统计范围内的 782 名基金经理按照行业集中度综合中位数来测算集中度偏高或是偏低，显示有 440 位基金经理行业集中度风格偏高，342 位基金经理行业集中度风格偏低。从时间序列看，统计范围内的基金经理行业集中度中位数自 2018 年开始呈现逐步降低的趋势，2021 年整体稳定在 10%数值左右附近。

图表 10：行业集中度中位数每期变化



数据来源：Wind 华龙证券研究所

5. 行业偏好

在基金经理行业偏好风格层面，本文参考 31 个申万一级行业标准，根据基金经理管理产品的重仓行业，按照规模加权得出基金经理重仓的行业，并构建偏向于长期时间区间持仓情况的行业偏好指标 1 和偏向于近期持仓情况的行业偏好指标 2。从指标 1 看，有持仓数据的 540 位基金经理中，有明确行业偏好的基金经理 186 位，无偏好的基金经理 354 位；从指标 2 看，有持仓数据的 779 位基金经理中，有明确行业偏好的基金经理 286 位，无偏好的基金经理 493 位。从指标 1 和指标 2 连续性上看，有 99 位基金经理保持持仓行业的稳定和连续，另外有 310 位基金经理保持无偏好的行业风格。

6. 换手率

基金经理换手率是根据每只基金的佣金规模比计算得出，将研究范围内的基金规模加权计算得出基金经理的换手率，在综合 10 期数据计算出基金经理的综合换手率，从数据看有 337 位基金经理属于高换手率风格，445 位属于低换手率风格。从时间序列看，研究范围的主动偏股型基金经理的换手率中位数保持稳定长期维持在 160 值附近。

2.2.2 主动偏债型

对于主动偏债型基金经理，本文从券种风格、信用风格、久期属性、杠杆属性、集中度这五个方面进行风格特征划分。首先对基金产品进行筛选，选择债券持仓市值占比大于 80% 的主动管理基金，同时剔除掉以持仓转债为主的基金（转债基金归类为固收+类别），同时对初选出来的基金按照每位基金经理进行规模汇总，对投资风格进行规模加权，并选取 2018 年至 2021 年区间的中报和年报全量数据进行分析，最后从时间维度进行计算得出基金经理综合风格偏好。

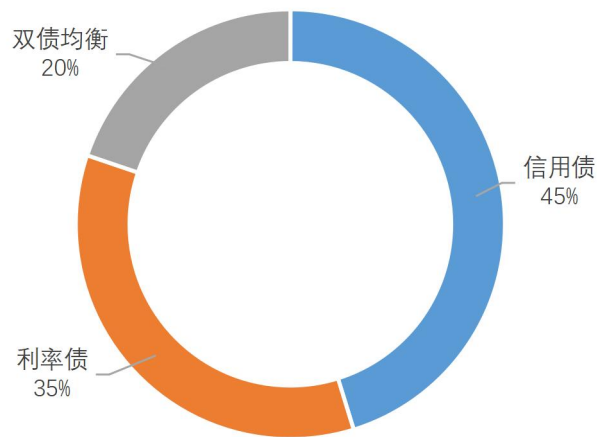
1. 券种风格：信用债/利率债/双债均衡

对于主动偏债型基金经理持仓的券种类型，本文将其分为信用债、利率债和双债均衡三种类型。具体来说，按照基金经理规模为权重对基金经理持仓占比求和，信用债市值比利率债市值大于等于 1.5 倍和信用债市值占比大于 50% 且利率债占比为 0 的基金经理划分为信用债风格，利率债市值比信用债市值大于等于 1.5 倍和利率债市值占比大于 50% 且信用债占比为 0 的基金经理划分为利率债风格，除以上两类以外的其他占比类型划分为双债均衡风格。本文同样按基金经理所管理基金规模加权并综合 2018 年至 2021 年风格表现，计算得出 409 位主动偏债型基金经理的持仓券种风格，其中

利率债风格 143 位，信用债风格 185 位，双债均衡风格 81 位。

近年偏好利率债风格的基金数量和规模占比有所提升，随着我国债券市场信用风险的暴露，在信用风险释放背景下信用债持仓市值持续下滑。

图表 11：券种风格基金经理数量对比



数据来源：Wind 华龙证券研究所

2. 信用风格：高信用/信用下沉/信用择时

信用风险是主动偏债型基金的主要风险之一，本文通过基金产品的中报和年报持仓数据对基金的信用风格类型进行测算，并结合时间序列得出基金经理的信用风格特征。本文将基金经理信用风格分为高信用、信用下沉和信用择时三种类型，具体来说选取基金经理每期持仓长期评级债和短期评级债之和占基金资产比重大小来判断，选择短期信用评级属于 A-1 和长期信用评级属于 AAA 的债券持仓占比大于 46% 作为高信用风格标准，选择短期信用评级低于 A-1 和长期信用评级低于 AAA 的债券持仓占比大于 50% 作为信用下沉风格标准，其他类型作为信用择时风格。由于基金年报自 2017 年起才开始披露信用评级列示模块，历史可回溯区间相对较短，本文选择 2019 年至 2021 年区间进行计算。综合来看，408 位主动偏债型基金经理中偏向高信用风格的有 194 人，偏向信用下沉风格的 18 人，偏向于信用择时风格的 135 人，无评级 61 人。

3. 久期

久期是判断利率风险的核心指标，体现了债券对于利率变动的敏感程度，是基金经理投资操作的核心指标，考验基金经理对于利率趋势的总体判断。本文将基金经理持仓债券的久期低于 1 年的

划分为短久期，位于 1-3 年的定义为中短久期，超过 3 年的定义为长久期。通过测算 409 位主动偏债基金经理持仓，属于短久期和长久期风格的基金经理人数偏少，分别为 32 位和 53 位，而中短久期风格基金经理人数占比较大为 324 位。从基金经理久期风格持续性看，久期风格的持续性较低，反映基金经理在实际投资中根据市场变化进行调整持仓和久期择时操作较为频繁。

4. 杠杆

基金经理可以通过加杠杆操作提高资金使用效率。本文对基金经理杠杆风格进行划分，分为低杠杆和中高杠杆两档：

1 低杠杆：小于 120%；

2 中高杠杆：大于 120%。

从基金经理风格分类看，低杠杆风格基金经理 191 位，中高杠杆基金经理 218 位，从近年来基金持仓杠杆水平中位数来看，杠杆中位数出现持续下行状况，从 123%附近下降至 120%附近，这也与政策驱动影响较为一致。

2.2.3 固收+

“固收+”基金是指风险收益特征符合“固收+”这一类产品的整体特征，“固收+”基金核心部分是在“固收”上，以债券作为核心资产，“+”的部分主要是投资收益更高的权益资产等，目标是增厚收益。本文从风险特征、驱动因素、久期和集中度这四个方面对固收+类型基金经理进行了风格特征划分。参照 wind 基金一级分类中混合型基金和债券型基金（剔除指数债券型基金）作为初选基金范围，同时将每期基金持仓按照债券市值占比大于 60%&每期可转债市值占比小于等于 40%&每期股票市值占比小于等于 40%的标准进行初选，得出初步的主动偏股型基金范围，在此基础上按照前述每只基金的基金经理作为参照标准，选取 2019 年至 2021 年时间区间，将每位基金经理按照规模加权方式计算得出其风格类型的综合值。

具体来说，风险特征风格又分为激进型和稳健型两类，风险特征划分按照权益中枢进行划分，权益中枢大于等于 20 即视为激进型特征，权益中枢小于 20 即为稳健型特征。本文统计了 196 位固收+类型基金经理，其中 77 位基金经理属于激进型风险特征，119 位基金经理属于稳健型风险特征。权益中枢计算公式为：

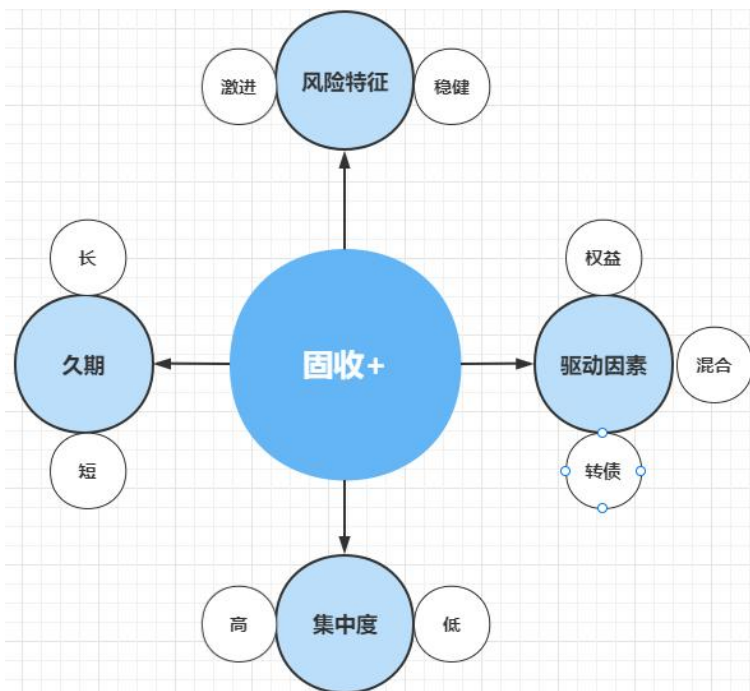
$$EA = stk + 0.5 \times cb$$

其中 stk 代表每位基金经理持仓中股票市值占比， cb 代表可转债市值占比。

驱动因素分为权益驱动、转债驱动与混合驱动三种类别，同样通过每位基金经理持仓汇总计算 2019 年至 2021 年区间中报和年报数据，按照基金规模加权得出股票持仓占比和可转债持仓占比，对时间区间股票持仓占比大于 10 且可转债持仓占比小于 10 的基金经理划分为权益驱动风格，对股票持仓占比小于 10 且可转债持仓占比大于 10 的基金经理划分为转债驱动风格，对股票持仓和可转债持仓均大于 10 的基金经理划分为混合驱动风格。其中转债驱动型基金经理有 8 位，混合驱动型为 43 位，权益驱动风格人数较多为 140 位。

久期风格划分为长久期和短久期风格，判断标准为基金经理规模加权后综合久期值大于或小于 1 年，本文观察范围内长久期风格基金经理为 180 人，短久期风格 16 人。集中度风格按照历史中位数 0.02 作为基准，目前集中度较低风格 105 人，集中度较高风格 91 人。

图表 12：基金经理风格划分——固收+



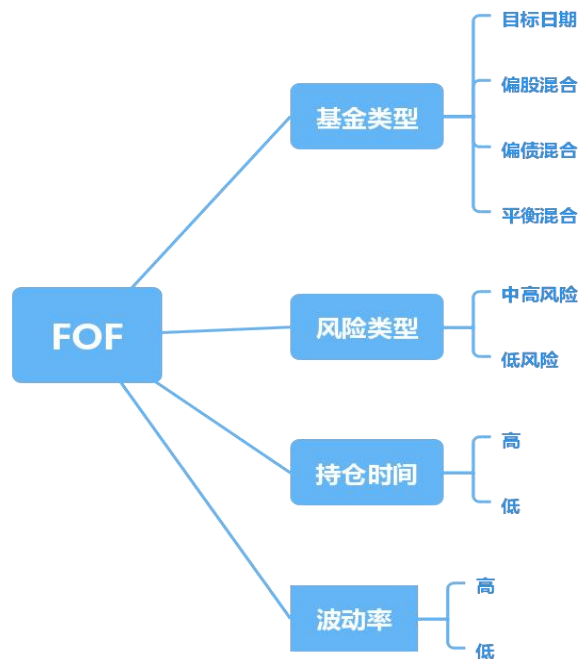
数据来源：华龙证券研究所

2.2.4 FOF

FOF 基金作为主要投资于基金的基金类型，定位于集大类资产配置策略、权益固收商品等各类资产细分赛道投资于一体的综合性投资产品，能够给投资者提供一整套完整基金投资方案。本文选

取了 wind 一级分类下基金规模大于 5 千万，基金成立时间超过半年且目前处于开放申购期的 FOF 基金产品 77 只作为研究对象，这 77 只基金产品受 52 位基金经理管理。本文将 FOF 基金经理投资风格划分为基金类型、风险类型、持仓时间和波动率四个方面，由于 FOF 发展时间相对较短，本文选取 2019 年至 2021 期间年报持仓数据作为研究对象。FOF 基金风格类型具体见图表 13。

图表 13：基金经理风格划分——FOF



数据来源：华龙证券研究所

3. 基金经理能力刻画——基于风格稳定与能力特征值

3.1 选取风格稳定的基金经理

随着市场风格的波动，市场上不同类别的资产和标的往往会出现较大的分化。从历史上来看，市值风格在 2009-2016 年的时间区间内，整体看中小风格优于大盘风格，而在 2017-2018 年，大盘风格则明显占优；对于价值成长风格，2009 年以来整体来看价值风格更占优，但 2019 年以来成长风格相对于价值风格获得了较高超额收益。随着市场风格的变化，不同风格基金的收益往往也会出现分化，市场风格的变化将影响到擅长某一类风格的基金经理业绩表现。保持风格稳定的基金经理在遇到适合自己风格和能力范围的市场状况将能够发挥风格稳定的优势，在业绩层面表现出超出平均水平的收益。

本文在“2. 基金经理投资风格刻画”对基金经理进行类型和风格划分的基础上，寻找和选取观

察范围内风格能够保持稳定的基金经理，期望能够在特定市场风格的情况下对相应风格基金经理进行匹配，以期能够在众多基金经理中准确获取和寻找到合适的基金经理。

本文将主动偏股型基金经理风格划分为市值属性、价值成长属性、个股集中度、行业集中度、行业偏好和换手率六类，对于风格稳定基金经理的选取本文首先将对应风格中“无风格偏好”、“无行业偏好”的基金经理进行剔除；构建偏向于长期时间区间持仓情况的行业偏好指标 1 和偏向于近期持仓情况的行业偏好指标 2，保留指标 1 和指标 2 保持稳定的基金经理，对其中指标 1 和指标 2 存在行业偏好偏差的基金经理进行剔除，得出无论长期和近期区间基金经理行业偏好均保持一致的基金经理，认定为行业风格稳定类型。主动偏债型、固收+和 FOF 类别基金经理的相应风格均对无风格偏好基金经理进行筛选，得出风格稳定类型基金经理，风格稳定基金经理示例如图表 14-图表 17 所示：

图表 14：主动偏股型基金经理风格画像展示（节选管理规模排名前 15 的基金经理）

基金公司	基金经理	市值属性	价值成长属性	个股集中度%	行业集中度%	行业偏好	换手率
中欧基金	葛兰	大盘风格	成长风格	高	高	医药生物	低
景顺长城基金	刘彦春	大盘风格	平衡风格	高	低	-	低
易方达基金	张坤	-	-	高	高	食品饮料	低
兴证全球基金	谢治宇	大盘风格	平衡风格	低	高	-	低
中欧基金	周蔚文	大盘风格	成长风格	高	高	交通运输	低
广发基金	刘格菘	大盘风格	成长风格	高	低	-	低
汇添富基金	胡昕炜	中盘风格	平衡风格	高	高	-	低
易方达基金	萧楠	大盘风格	成长风格	高	低	-	低
嘉实基金	归凯	大盘风格	成长风格	高	高	医药生物	低
富国基金	朱少醒	大盘风格	成长风格	低	低	-	低
易方达基金	陈皓	大盘风格	成长风格	低	低	-	低
汇添富基金	劳杰男	大盘风格	平衡风格	高	高	银行	低
睿远基金	傅鹏博	-	-	低	低	电子	低
前海开源基金	曲扬	-	-	高	高	医药生物	低
兴证全球基金	乔迁	大盘风格	成长风格	低	低	-	低

数据来源：华龙证券研究所

图表 15：主动偏债型基金经理风格画像展示（节选管理规模排名前 15 的基金经理）

基金公司	基金经理	券种风格	信用风格	久期	杠杆	集中度
易方达基金	胡剑	信用债	中高信用	长久期	中高杠杆	高
易方达基金	林森	信用债	中高信用	中短久期	中高杠杆	高
富国基金	黄纪亮	信用债	中高信用	中短久期	中高杠杆	低
工银瑞信基金	陈桂都	双债均衡	中高信用	中短久期	中高杠杆	低
博时基金	黄海峰	双债均衡	信用择时	中短久期	低杠杆	低

交银施罗德基金	黄莹洁	信用债	信用择时	中短久期	低杠杆	低
中银基金	郑涛	利率债	中高信用	中短久期	低杠杆	低
天弘基金	姜晓丽	信用债	中高信用	中短久期	中高杠杆	高
中银基金	白洁	利率债	信用择时	中短久期	低杠杆	低
易方达基金	王晓晨	信用债	中高信用	中短久期	中高杠杆	高
平安基金	张文平	信用债	-	中短久期	中高杠杆	低
中银证券	吕文晔	利率债	中高信用	长久期	低杠杆	低
万家基金	周潜玮	利率债	信用择时	长久期	低杠杆	低
富国基金	俞晓斌	双债均衡	信用择时	中短久期	低杠杆	低

资料来源：华龙证券研究所

图表 16: 固收+基金经理风格画像展示 (节选管理规模排名前 10 的基金经理)

基金公司	基金经理	风险特征	驱动因素	久期	集中度%
易方达基金	张清华	稳健型	混合驱动	长久期	高
易方达基金	林森	稳健型	权益驱动	长久期	高
易方达基金	胡剑	稳健型	混合驱动	长久期	高
天弘基金	姜晓丽	稳健型	混合驱动	长久期	高
景顺长城基金	董晗	稳健型	权益驱动	长久期	高
汇添富基金	吴江宏	稳健型	权益驱动	长久期	高
招商基金	侯杰	稳健型	权益驱动	长久期	高
广发基金	张芊	激进型	混合驱动	长久期	高
易方达基金	王晓晨	稳健型	混合驱动	长久期	高

资料来源：华龙证券研究所

图表 17: FOF 基金经理风格画像展示 (节选管理规模排名前 10 的基金经理)

基金公司	基金经理	基金类型	风险类型	持仓时间	波动率
交银施罗德基金	蔡铮	偏债混合型 FOF 基金	低风险	-	低
兴证全球基金	林国怀	平衡混合型 FOF 基金	中高风险	高	高
民生加银基金	于善辉	偏债混合型 FOF 基金	低风险	高	高
浦银安盛基金	陈曙亮	偏债混合型 FOF 基金	低风险	低	低
汇添富基金	蔡健林	目标日期型 FOF 基金	低风险	高	高
嘉实基金	张静	偏债混合型 FOF 基金	低风险	-	高
南方基金	夏莹莹	偏债混合型 FOF 基金	低风险	高	高
广发基金	杨喆	偏股混合型 FOF 基金	低风险	高	高
易方达基金	张浩然	偏债混合型 FOF 基金	低风险	-	低

资料来源：华龙证券研究所

3.2 基金经理能力指标

基金的业绩表现本质是由基金经理的投资能力所决定的，基金经理投资能力和管理能力反应了基金在业绩、风险管理、稳定性等各方面的评价水平。本文依然基于 HBSA 的理念从持仓角度对基金经理进行能力指标的判定和优选，选取了行业轮动、择券能力、债券投资能力、基金优选能力等指标，期望能够在能力值框架下对特定风格范围内基金经理进行刻画。

3.2.1 行业轮动能力

本文构建行业轮动能力指标，以观察基金经理在重仓配置某些行业之后，其所管理的基金产品是否有业绩正向变动，代表了基金经理在行业配置方面的方向选择和配置时点的选取。此处将观察基金经理能力值的时间序列选择为 2017 年至 2021 年区间，选取时间区间内基金经理所管理产品的中报和年报数据，以半年时间为一个单位，计算每个单位时间内基金重仓行业占比的变化值，将时间区间内重仓行业占比的变化看做基金经理主动管理或被动调整的行业权重，这个权重视为基金经理在配置和择时层面进行了抉择和确认。同时选择基金产品的业绩比较基准，并计算基金经理进行当期行业占比调整后，三个月内的基准业绩表现。如果单位区间重仓行业市值占比增加，同时三月期观察范围基准业绩表现为正，则视为基金经理主动配置和时点选择具有正向表现，视作基金经理行业轮动能力指标为正。

在计算基金经理行业轮动能力时，本文按照基金经理管理基金产品数进行算术平均，而并未选择规模加权平均，主要考虑管理规模本身就与基金经理管理能力相关，基金经理能力越强业绩越好，基金规模越大，规模增速越快。在计算出每单位区间能力值后，得出轮动能力时间区间的均值和标准差，并按照基金经理管理基金产品数进行算术平均作为基金经理能力综合值。

图表 18：行业轮动能力示例（节选轮动能力排名前 10 基金经理）

基金公司	基金经理	轮动 Ave	轮动 STD	轮动能力综合得分
富国基金	朱少醒	(1.59)	3.74	5.82
汇添富基金	刘昇	0.43	4.91	5.54
西部利得基金	张翔	0.26	5.66	5.40
易方达基金	武阳	10.92	6.14	5.33
中信证券	张燕珍	(7.34)	6.25	5.30
富国基金	方旻	3.93	6.35	5.29
兴证全球基金	童兰	(4.60)	6.46	5.27
广发基金	段涛	(0.62)	6.50	5.26

银华基金	王海峰	(0.47)	6.73	5.23
易方达基金	孙松	(1.72)	8.49	5.00

资料来源：华龙证券研究所

3.2.2 择券能力

本文构建择券能力指标，用以判断基金经理在一定配置层面对于个股和标的的选择能力，此处仍然将观察基金经理能力值的时间序列选择为2017年至2021年区间，选取时间区间内基金经理所管理产品的中报和年报数据，对每期数据进行计算，观察基金重仓行业业绩变动和行业基准指数业绩表现是否有超额表现，当期数据时间期间，如果基金重仓行业业绩的变化相比较基准指数具有超额收益，即相对基准指数涨跌为正，则视为基金经理择券能力指标为正。对于基金经理择券能力综合计算的方法类似于行业轮动能力的方式，仍以持有基金数量进行算术平均计算出择券Ave和择券STD。

图表 19：择券能力示例（节选择券能力排名前 10 基金经理）

基金公司	基金经理	择券 Ave	择券 STD	择券能力综合得分
招商基金	韩冰	(0.65)	0.30	3.69
国投瑞银基金	刘扬	(0.31)	0.91	2.63
国金基金	张航	(0.23)	1.44	2.18
中欧基金	李帅	(0.86)	1.74	1.94
永赢基金	晏青	(0.65)	1.90	1.86
华夏基金	陈伟彦	1.03	2.32	1.79
中金公司	张翔	(0.96)	2.42	1.60
中泰资管	田瑀	(0.92)	2.48	1.58
广发基金	樊力谨	0.30	3.12	1.44
易方达基金	孙松	(0.70)	2.97	1.42

资料来源：华龙证券研究所

4. 总结

本篇报告主要从 HBSA 模式以基金经理历史持仓为基础数据进行分析，构建了基金经理风格划分和能力特征的研究框架，以期为 FOF 和买方投顾产品的管理和研究提供一定参考。

本文首先介绍了从基金经理角度进行数据整理和研究分析的意义和原因，从基金经理角度进行风格和能力特征研究具有更高的稳定性和可信度，可以避免基金经理更换或同时管理多只基金导致基金风格、业绩、风险管理等方面出现的变动，从基金经理角度进行研究可有效减少由于更换基金经理导致的风格漂移问题。

在确定了研究方向和标准之后，本文对基金类型进行划分，将本文的研究范围限定在主动偏股型、主动偏债型、固收+与 FOF 四种基金类型，并给出基金类型划分的标准。在此基础上本文对基金经理风格进行了研究，从上述四种类型中选择相应的基金经理持仓，分别从四种类型中寻找适合进行分析的基金经理风格，将主动偏股型基金经理风格类型划分为市值属性、成长价值属性、个股集中度、行业集中度、行业偏好和换手率六个方面，将主动偏债型基金经理风格类型划分为券种风格、信用风格、久期属性、杠杆属性、集中度五个方面，将固收+基金经理风格划分为风险特征、驱动因素、久期和集中度四个方面以及 FOF 基金经理风格类型的基金类型、风险类型、持仓时间和波动率四个方面。在风格划分的基础上本文详细介绍了风格指标的构建和分类方法，并示例了基金经理风格类型划分后的分类情况。

基金的业绩表现本质是由基金经理的投资能力所决定的，本文最后依旧从持仓角度对基金经理进行能力指标的判定和优选，选取了行业轮动、择券能力、债券投资能力、基金优选能力等指标，构建了基金经理能力研究框架，以期在风格划分的基础上对基金经理能力进行刻画，达到基金经理优选的目标。

5. 风险提示

本篇报告模型根据基金和基金经理历史持仓和历史规律进行研究，期望历史规律和基金经理投资风格和能力范围有一定持续性，如果前提假设出现偏差则有规律失效的风险；由于基础数据存在偏差和不完整的情况，这将会导致定量分析的测算和结论存在不准确的风险；本篇报告选择从基金持仓角度进行分析，并未涉及 RBSA 模式下基于净值角度的分析，这可能会影响模型和框架的准确性，同样仅基于本文一篇报告的框架进行投资和分析仍存在不完整的情况，我们也将基金系列研究的后续报告中从其他研究角度对整体研究框架进行完善和延伸。本文仅针对公募基金从方法论和框架层面进行研究，所提及到的任何基金产品或基金经理，均不构成对其的推荐。

如需完整数据库请联系我们进行索取。

图表目录

图表 1: 公募基金个数与规模	4
图表 2: 同一基金经理管理多只产品收益持仓具有高相似性	5
图表 3: 运行期更换过基金经理的产品数量与占比	5
图表 4: 基金分类标准	7
图表 5: 晨星九宫格	8
图表 6: 市值风格基金经理数量逐期占比	9
图表 7: 价值、成长得分对应指标与权重	10
图表 8: 价值成长风格基金经理数量分期占比	11
图表 9: 个股集中度指标每期均值和中位数变化	12
图表 10: 行业集中度中位数每期变化	12
图表 11: 券种风格基金经理数量对比	14
图表 12: 基金经理风格划分——固收+	16
图表 13: 基金经理风格划分——FOF	17
图表 14: 主动偏股型基金经理风格画像展示	18
图表 15: 主动偏债型基金经理风格画像展示	18
图表 16: 固收+基金经理风格画像展示	19
图表 17: FOF 基金经理风格画像展示	19
图表 18: 行业轮动能力示例	20
图表 19: 择券能力示例	21

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

公司声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

兰州

北京

上海

地址：兰州市城关区东岗西路638

地址：北京市西城区金融大街

地址：上海市普陀区大渡河

号甘肃文化大厦21楼

33号通泰大厦B座6层

路168弄31号703室

邮编：730030

邮编：100033

邮编：200000

电话：0931-4635761

邮箱：hlzqys2021@163.com