

近年来，公募基金竞争激励，行业淘汰机制比较充分，因此基金经理阵营也随之加剧变动，今年以来已经有接近 100 多位基金经理离职。相比于国外成熟的市场，我国基金经理的更换显得过于频繁。据下表统计，我国基金经理近 10 年的平均更换率接近 25%，2015 年离职率高达 33.35%。基金经理的平均任职期限分别只有 1.28 年。任职基金经理任期最长为 5.01 年，而最短的仅为 7 天。我们可以看出，基金经理的流动速度持续保持在高位。

相比于学界关心的基金经理离职原因的归因及媒体关注的基金经理未来职业规划，投资者更需要的是答案则是：当基金经理发生替换，该基金的投资业绩是否会发生震荡以及相应的调整。我们来看这样一个案例：明星基金经理王亚伟先生，曾经在 2005 年 12 月 31 日至 2012 年 5 月 4 日管理华夏大盘精选基金，期间获得多个知名奖项，然而当王亚伟离职后，该基金的收益表现明显持续低迷。而另一个案例中：诺安基金蔡嵩松先生在 2022 年 7 月接手了规模仅为 1482 万元的诺安优化配置后，在不足两个月的时间内，基金经理蔡嵩松便“力挽狂澜”收获了约 13% 的任职回报。

王亚伟先生及蔡嵩松先生的案例，引起我们的思考：仅仅考虑基金经理离职对于基金未来收益的影响可能存在偏颇。关注两任基金经理特质的差别，才能更清晰的剥离不同性质的基金经理更替对未来业绩的影响。因此，本文通过描绘基金经理的特质，形成基金经理的数字肖像。在发生基金经理更替的情况下，通过对比两任基金经理的特质，来预测发生基金经理更替后基金未来的投资业绩。

一，数字肖像的描绘：

打开基金经理档案，每个基金经理都有一张个人风格明显的肖像照给投资者留下感性的第一印象。类似的，如果用数据从多个维度对基金经理的特质进行总结，那我们就可以给基金经理构建一个理性的数字肖像。从基础的维度：基金经理管理该基金的时间，同时管理的基金之间的风格差异；到国信金工团队挖掘的基金经理波段交易能力，前瞻能力，调研能力等多个维度，我们可以绘制出该基金经理的数字肖像。关于国信金工团队挖掘的因子，FOF 系列专题中已经有较多的介绍。本文中，我们重点补充管理基金时间及同时管理的基金之间的风格差异两个维度。

1.1 管理基金时间

我们经常说，稳定压倒一切。基金经理也是如此。经济发展总是有一定的规律，如果不考虑周期性因素和阶段性变化对资产配置的影响，那么基金经理的运作业绩是很难保持稳定的。对于基金经理来讲，往往管理某个基金时间越长，基金规模越大，其投资收益越可观。尤其是经历过牛熊考验的基金经理，对不同市场风格的变化会有一定的经验和适应程度。

因此我们对管理基金的时间及对应基金未来三个月基金收益率的相关性，统计 RankIC 均值和 RankICIR。

Method and empirical result:

1.2 基金产品异质性

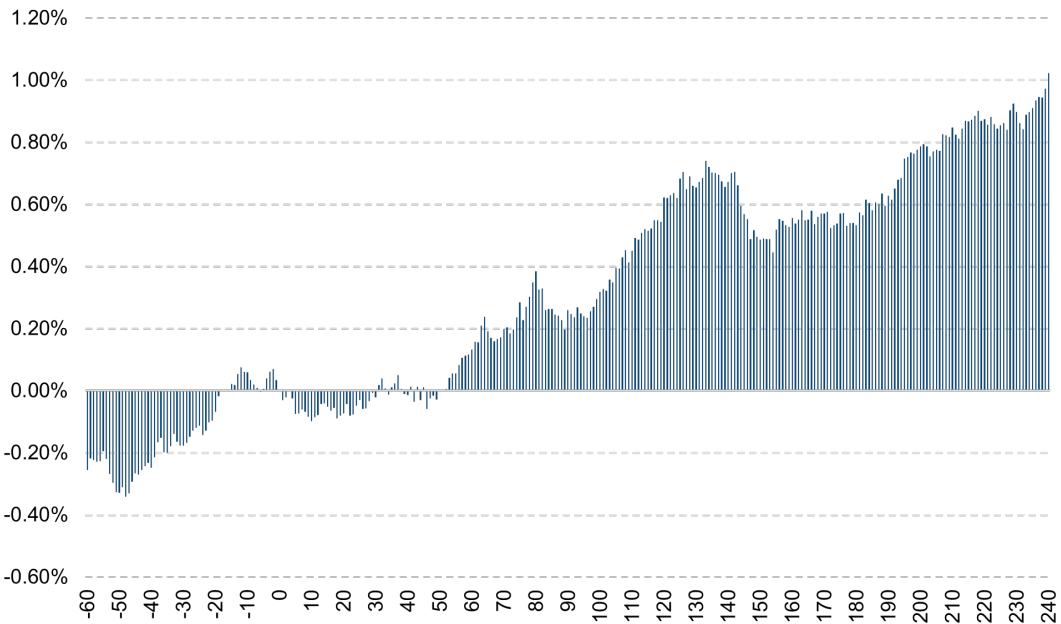
如果基金经理同时管理多个产品，那产品间的风格配置差异越大，相应的基金投资大概率持续走低。六边形战士毕竟是少数，基金经理需要大量时间进行调研了解当前基金重仓股票及行业。如果一个基金经理同时管理产品存在较大异质性时，有大概率该

基金经理会忽视某些基金的管理，从而导致收益率下降。

Method and empirical result

二，基金经理更替时，基金投资业绩表现

我们研究的样本为主动股基（我们称成立或者转型超过 15 个月的普通股票型、偏股混合型以及灵活配置型基金，同时满足过去连续四个报告期权益仓位均大于 70% 的基金为主动股票型基金，简称主动股基）。由图 1 所示，平均来看基金业绩在预期基金经理更替事件后 240 个交易日相对于 Wind 偏股混合型基金指数的超额收益较 60 日之前有所上升。此外，将发生更替的主动股基按照过去 60 日收益分为 5 组。其中过去 60 日收益率最高的 Q5 组，在发生基金经理更替后，收益率最高，但组别之间差距不大（图 2）。所以，单纯观察离职事件，对于基金未来收益预测效果不清晰。



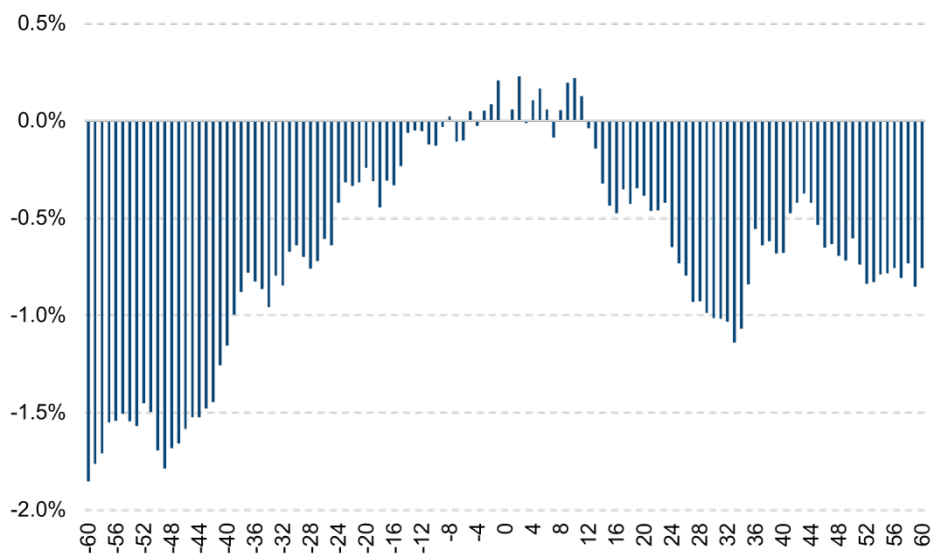
我们进一步将全部样本按照不同维度分为继任者优于，逊于离职基金经理组别，分别讨论发生更替事件前后的基金投资表现。对于没有历史数据肖像的新基金经理，我们可以对该基金经理是否“独立”管理基金（存在“老带新”），分别进行讨论。

2.1 收益类维度

通过对比上任基金经理离职前一年管理该基金的 IC 及同时段继任基金经理当时管理的规模最大的基金 IC，我们将样本分为三组：

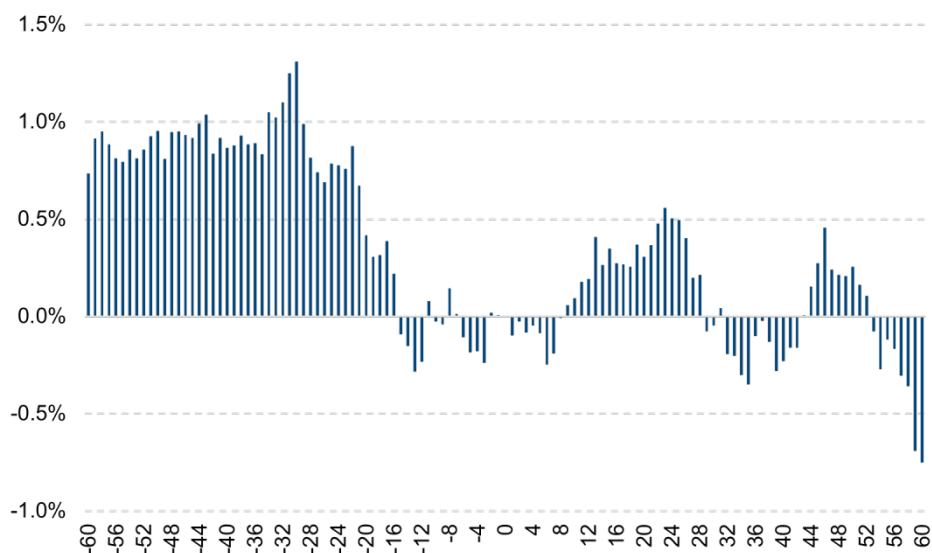
2.1.1 当新任基金经理过去一年的业绩表现优于上任基金经理 ‘

如图所示，基金业绩在预期基金经理更替事件后 60 个交易日，较之前明显上升，在震荡约 24 个交易日后，持续上升。



2.1.2 当新任基金经理过去一年的业绩表现逊于上任基金经理

新任基金经理上任后，基金业绩持续走低。



2.2 其他维度

Factor and performance

2.3 无经验基金经理

因为基金经理没有过往管理基金数据，我们无法为她刻画数字肖像。但是我们观察到，市场存在“老带新”现象。我们可以通过判断上任基金经理离职时间与信任开始管理基金时间对比，将无经验基金分为独立接管以及“老带新”组，分别讨论基金更替事件前后收益情况。

三，构建基金组合

