

我国开放式 股票型基金 业绩持续性研究

On Persistence of Open-Ended Equity Mutual Funds in China

刘翔 著



首都师范大学出版社
CAPITAL NORMAL UNIVERSITY PRESS

我国开放式股票型基金业绩持续性研究

On Persistence of Open-Ended Equity
Mutual Funds in China

刘翔 著



首都师范大学出版社
CAPITAL NORMAL UNIVERSITY PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

我国开放式股票型基金业绩持续性研究 / 刘翔著. —北京:
首都师范大学出版社, 2014. 6

ISBN 978-7-5656-1944-1

I. ①我… II. ①刘… III. ①股票投资—研究—中国
②基金—投资—研究—中国 IV. ①F832. 51 ②F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 131114 号

WOGUO KAIFANGSHI GUPIAOXING JIJIN YEJI CHIXUXING YANJIU

我国开放式股票型基金业绩持续性研究

刘翔 著

首都师范大学出版社出版发行

地 址 北京西三环北路 105 号

邮 编 100048

电 话 68418523 (总编室) 68982468 (发行部)

网 址 www.cnupn.com.cn

北京集惠印刷有限责任公司印刷

全国新华书店发行

版 次 2014 年 7 月第 1 版

印 次 2014 年 7 月第 1 次印刷

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 11

字 数 197 千

定 价 23.00 元

版权所有 违者必究

如有质量问题 请与出版社联系退换

目 录

第一章 引 言	(1)
一、我国基金业发展概述	(1)
二、研究思路	(3)
三、研究意义	(4)
四、本书结构与研究内容	(4)
五、研究创新点	(6)
第二章 文献综述	(8)
一、业绩持续性和业绩评价	(9)
(一) 业绩持续性	(9)
(二) 业绩评价	(12)
二、有效市场假说	(14)
三、业绩评价的基础——资产定价模型	(16)
(一) CAPM 模型	(17)
(二) 套利定价模型 (APT)	(19)
(三) 随机折现因子定价模型	(21)
四、基金分红和“封闭式基金折价之谜”	(22)
(一) 基金分红	(22)
(二) “封闭式基金折价之谜”	(24)
五、基于行为金融学的业绩持续性成因探究	(26)
(一) 行为资产定价模型的理论基础	(26)
(二) 反应不足和反应过度	(27)
(三) 媒体关注	(29)
(四) 羊群行为	(30)
(五) 投资者行为决策模型	(32)
(六) 基金经理行为	(34)
第三章 基金业绩持续性实证分析	(36)
一、相对强势策略组合	(36)
二、相对强势策略各组合收益分析	(40)
三、相对强势策略超额收益来源分析	(44)

(一) 单因素模型	(44)
(二) 相对强势策略超额收益时滞分析	(45)
四、相对强势策略超额收益子样本分析	(47)
五、结论与投资政策建议	(50)
第四章 四因素模型实证分析及其运用	(52)
一、四因素模型概述	(52)
二、相对强势策略和四因素模型	(54)
(一) 四因素面板数据回归模型	(54)
(二) 3月/3月策略下各组合四因素模型	(55)
三、相对强势策略和四因素拓展模型	(58)
(一) 四因素拓展模型	(58)
(二) 基于6月/6月策略的四因素拓展模型回归结果	(60)
(三) 基于6月/6月策略的基金业绩持续性的进一步分析	(61)
四、四因素模型的应用——管理绩效理论与“封闭式基金折价之谜”	(63)
(一) 数据分析	(64)
(二) 影响封闭式基金折价因素的实证分析	(66)
(三) 理论分析	(67)
五、结论与建议	(68)
第五章 分红与基金业绩持续性	(71)
一、长期的异常分红和基金业绩	(71)
(一) 描述性统计	(72)
(二) 研究方案设计	(73)
(三) 开放式股票型基金异常分红实证分析	(75)
(四) 牛市和熊市期间开放式股票型基金异常分红实证分析	(77)
二、短期的异常分红和基金业绩	(78)
(一) 事件研究法概述	(79)
(二) 描述性统计	(80)
(三) 分红事件研究方法	(86)
(四) 分红事件的实证分析	(88)
(五) 异常分红事件研究的实证分析	(90)
(六) 异常分红后流动性压力和分红长期收益分析	(91)
三、结论与建议	(93)

第六章 反应不足、媒体关注与基金业绩持续性	(96)
一、反应不足、反应过度与基金业绩持续性	(97)
(一) 反应不足和反应过度理论、GARCH 模型以及 Bootstrap 法 概述	(97)
(二) 基金业绩持续性和股票业绩持续性的关系	(99)
(三) 基金业绩持续性的 AR-GARCH 模型、AR-EGARCH 模型和 AR-EGARCH-M 模型	(102)
(四) 牛市和熊市下基金业绩持续性的信息反应分析	(107)
二、媒体作用与基金业绩持续性	(108)
(一) 基金投资组合披露对基金的影响	(109)
(二) “明星基金”组合披露引发关注的事件研究	(111)
(三) 媒体关注对基金业绩持续性的影响	(112)
三、结论与建议	(114)
第七章 羊群行为、基金经理投资行为与基金业绩持续性	(116)
一、羊群行为与基金业绩持续性	(117)
(一) 研究方法——LSV 法、CH 法和 CSAD 法	(117)
(二) 数据说明	(118)
(三) 基金业绩持续性和羊群行为的实证分析	(119)
二、基金经理投资行为与基金业绩持续性	(126)
(一) 基金业绩与基金经理更换的关系	(126)
(二) 基金业绩与基金风险偏好以及承担风险的关系	(129)
(三) 基金业绩与基金经理择股能力和择时能力的关系	(130)
(四) 基金业绩与投资决策行为的关系	(133)
三、结论与建议	(133)
第八章 结论与建议	(136)
一、结论	(136)
二、建议	(139)
(一) 投资建议	(139)
(二) 投资建议与政策建议	(139)
三、局限性	(140)
附录 相关 SAS 程序	(141)
参考文献	(157)
后 记	(169)

第一章 引言

一、我国基金业发展概述

2005年5月,我国股市进入牛市,吸引大批投资者入市,股民数由2006年年初的7300万上升至现在的上亿人,我国也成为全球股民最多的国家。相对于股票市场的高风险,基金投资股票市场、债券市场和国际市场等,充分分散化风险,更加适合需要预防未来不确定性的中国投资者。

我国基金业始于20世纪90年代,经历了二十余年的发展,基金的数量和规模均增长较快。基金数由1993年的75只发展到2013年年末的1500余只,基金资产规模也在迅速膨胀,增至2.9万亿元。2002年11月5日颁布的《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》,标志着中国合格的境外机构投资者制度的正式确立。2003年10月出台的《证券投资基金法》及其修订稿为基金业的健康发展提供了法律基础。现在我国基金的种类也发展为股票型基金、QDII型基金、混合型基金、债券型基金、货币型基金和封闭式基金等。总的来说,中国基金业逐步壮大并趋于规范有序。

2005年4月29日,证监会宣布启动股权分置改革试点工作,中国告别熊市迎来了大牛市,在这期间金融理财的观念也逐渐为我国民众所了解,新基金的发售越来越受到追捧。

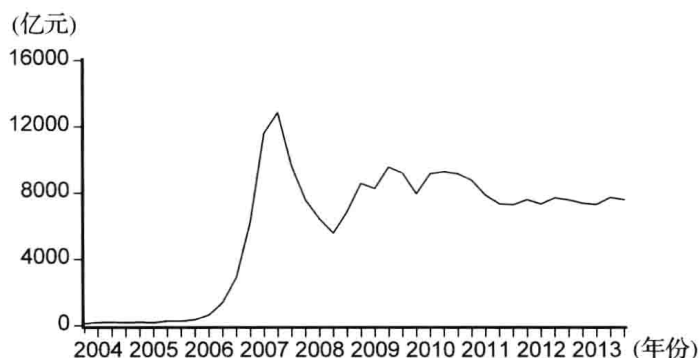


图 1-1 2004 年第二季度至 2013 年年末开放式股票型基金总资产

开放式基金按照其资产配置的情况可以分为货币型基金、债券型基金和

股票型基金等。定义 60% 以上的基金资产配置是股票的为股票型基金。在过去的十余年里，开放式股票型基金得到了长足的发展。我国开放式股票型基金的总资产规模由 2004 年第二季度的 135 亿元增长至 2013 年年末的 7625 亿元，增产规模增长了 55.5 倍(见图 1-1)。经历了 2005 年下半年至 2007 年的大牛市，基金资产规模急剧上升。在之后的熊市阶段，基金资产发生了缩水。开放式股票型基金的个数由 2004 年的 6 只增长到 2013 年年末的 420 只，增长了 209 倍，开放式股票型基金的个数一直在稳步增长(见图 1-2)。

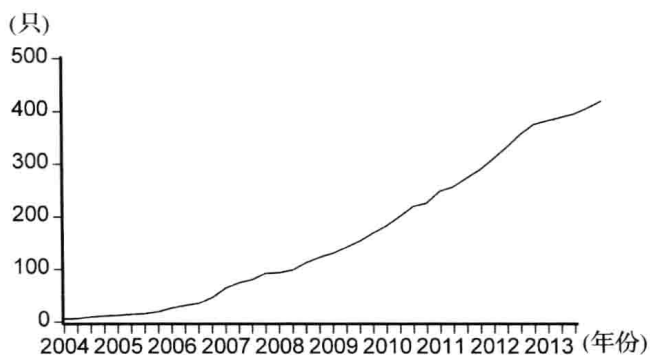


图 1-2 2004 年至 2013 年开放式股票型基金数量

在开放式股票型基金的发展过程中，基金持股占资产总值的比重一直维持在 65% 以上，平均持股比率为 80.4%，体现了股票型基金的投资目的(见图 1-3)。只是在 2007 年至 2008 年股市由 6000 多点跌至 2000 多点时，持股比例急剧下滑至 70% 以下，这既有基金急剧减持股票的原因，也有基金持有股票的价值下跌的原因。

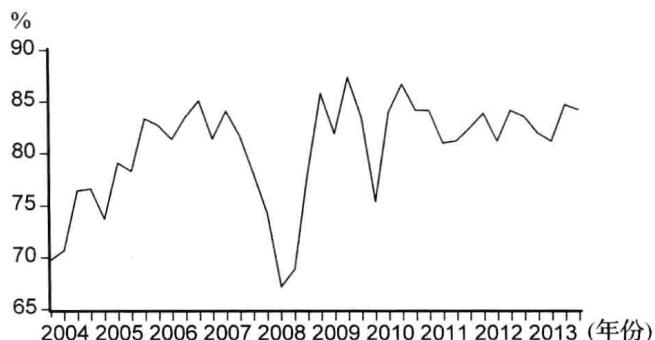


图 1-3 2004 年第二季度至 2013 年年末开放式股票型基金持股占比

在 2003 年至 2013 年期间，等权重持有的股票型基金收益率优于上证指

数和上证国债指数。开放式股票型基金收益率波动性小于上证指数，大于上证国债指数。当上证指数为正收益时，股票型基金收益率略低于上证指数，但是当上证指数为负收益时，股票型基金收益率优于上证指数，体现了基金的波动性小于股市的特征。

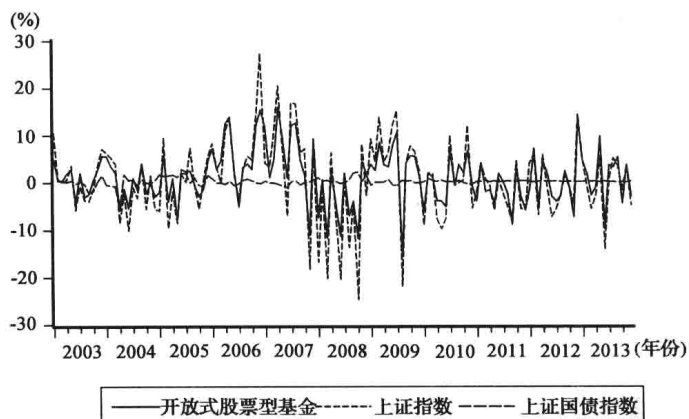


图 1-4 2003 年至 2013 年开放式股票型基金、上证指数和上证国债指数收益率

二、研究思路

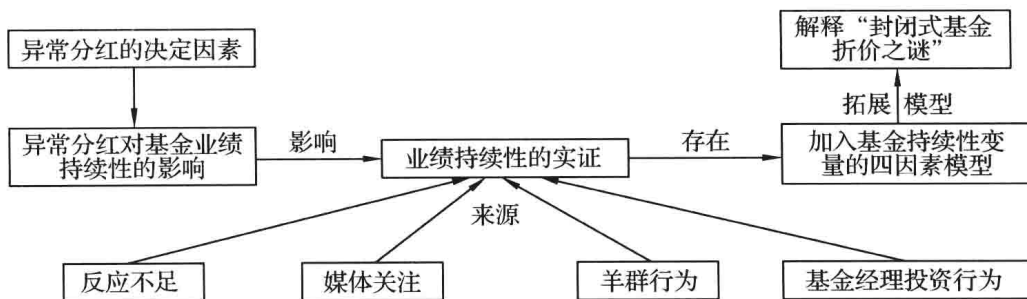


图 1-5 研究思路图

首先，对基金业绩持续性采用 Jegadeesh 和 Titman(1993)的方法进行实证分析，证明存在基金业绩持续性的时间跨度，并对基金业绩持续的来源、稳健性和季节效应进行研究。其次，由于存在基金业绩持续性，考虑使用基金动量势能变量(持续性变量)替换原有文献中的股票市场动量势能变量，分析新的四因素模型的适用性，进一步对四因素模型进行拓展和完善，并将新的四因素运用于解释“封闭式基金折价之谜”。再次，采用二元逻辑回归模型研究在长期决定基金异常分红因素和营销动机；在短期采用事件研究法，研究分红与前期业绩的关系、证券市场的大环境、在事件窗的异常收益、分红

后的流动性压力以及长期业绩表现等，来评价基金分红的意义。最后，从反应不足、媒体关注、羊群行为和基金经理投资行为四个角度，对基金业绩持续性的来源加以分析，研究基金业绩持续性和股票市场持续性的时滞、明星基金经理组合披露、基金经理选股的羊群行为、基金经理投资行为的关系。

三、研究意义

投资者投资价值相对稳定增长的基金，把它作为分享股市收益的重要投资工具。基金投资有两种重要策略——相对强势策略(Relative Strength Strategy)和反转策略(Contrarian Strategy)。相对强势策略是指买入过去表现好的基金，同时卖出过去表现差的基金。而反转策略则恰好相反，是指买入过去表现差的基金，卖出过去表现好的基金。学术界和业界对业绩持续性进行深入研究，由于考虑的决策期和持有组合的时间长短不一而造成对业绩持续性的认识存在分歧，所以对于相对强势策略和反转策略的适用性也存在分歧。

基金业绩持续性是相对强势策略有效的一个基本前提，即上一期表现较好的基金在下一期也表现较好，上一期表现较差的基金在下一期也表现较差。在这一前提成立时，采取相对强势策略会带来超额利润。否则，将会产生重大损失，这时就应当采用反转策略。通过对业绩持续性的检验，可以对我国投资基金策略提出投资建议。如果存在业绩持续性，将基金业绩持续性变量加入三因素模型，可能会增强模型的解释力能力，并可提升四因素模型在我国的适用性。此外，分红作为一种回馈股东的行为，研究分红行为本身是否就是业绩表现好的指标，能否体现业绩持续性？分红后，是否会对业绩持续性产生影响？

传统理论对业绩持续性的解释是基于系统风险、序列相关等，有必要从反应不足、媒体关注、羊群效应和基金经理行为等行为金融角度对基金业绩持续性进行研究。本书拟从上述四个角度着手进行解释，拓展原有的研究深度、广度以及研究方法。

四、本书结构与研究内容

本书着重研究我国开放式股票型基金业绩持续性的存在性、加入基金业绩持续性变量的四因素模型的适用性及其拓展模型、分红对基金业绩持续性的影响，并在系统风险和时间序列的相关性解释业绩持续性的基础上，从反应不足、媒体关注、羊群效应和基金经理行为等行为金融角度，对业绩持续性进行进一步研究。

本书使用的我国开放式股票型基金、股票市场和债券市场等数据来自国

泰安(CSMAR)数据库和 Resset(锐思)数据库,数据处理和回归使用的是 SAS 9.1 软件,作图使用的是 Eviews 5.0 软件和 Matlab 6.5 软件。本书共分为八章。

第一章是引言,主要涉及我国基金业发展概述、研究意义、论文结构、研究内容以及研究创新点。

第二章是文献综述。从有效市场假说、业绩持续性和业绩评价,资产定价模型,基金分红和“封闭式基金折价之谜”,以及行为金融学等方面进行文献梳理,为本书后续研究奠定理论基础。

第三章是基金业绩持续性实证检验。采用 Jegadeesh 和 Titman(1993)的方法构造 J 月形成期和 K 月持有期策略(J 月/K 月策略),对基金业绩持续性进行实证分析。论证相对强势策略适用的情况,并对业绩持续性的来源从单因素模型、 β 和净资产规模、序列相关性以及对信息的反应程度等方面进行分析。按照 β 和净资产规模等分为三组,对子样本进行稳健性检验及季节效应研究。

第四章是四因素模型的实证分析及其运用。研究四因素模型对我国开放式股票型基金的适用性进行研究,并进行稳健性检验,进一步完善模型。利用四因素模型回归得到的超额收益 α , 建立固定效应面板数据模型来解释“封闭式基金折价之谜”。

第五章是分红与业绩持续性。从长期和短期两个角度入手。在长期(一年的时间里),从影响基金分红的因素出发,确定影响基金异常分红的因素并进行分析。与前人所不同的是,对非平衡面板数据建立二元逻辑回归模型分析基金异常分红。在解释变量方面,尝试加入了基金治理变量(基金公司规模、基金经理更换次数和国有变量)。从基金公司、基金经理和投资者的“双重代理矛盾”以及行为金融学的“有限关注”出发,分析基金异常分红的动因,提出异常分红是一种营销策略。在短期(十天的时间里),建立四因素模型来对分红进行事件研究。从分红与前期业绩的关系、证券市场的大环境、在事件窗的异常收益、分红后的流动性压力以及长期业绩表现等方面,来评价基金分红的意义。

第六章是反应不足和媒体关注与基金业绩持续性。从反应不足和反应过度角度出发,建立基金业绩持续性和股票业绩持续性以及基金业绩持续性的 AR-EGARCH 等模型。实证分析基金业绩与股票业绩持续性以及基金业绩持续性间的关系,着重考察是否存在对滞后信息的反应不足和反应过度的情况,并考虑牛市和熊市条件下信息反应扰动的差异性。同时,对不同业绩表现的基金披露组合后,其持有股票(特别是前五大重仓持有的股票)的价格、持有

量、换手率、现金流以及实现投资收益等变量进行分析,再对组合披露引发媒体关注进行事件研究,最后对3月/1月基金业绩持续性变量建立三因素扩展模型(增加是否公布投资组合的虚拟变量)的面板回归模型。

第七章是羊群行为和基金经理投资行为。首先,具体介绍研究羊群行为的三种重要方法(LSV法、CH法和CSAD法),对按照基金业绩和基金规模分组、基金业绩和本期持股的涨跌情况分别分组,采用LSV法从交易信息角度进行研究并采用CH法和CSAD法从股价分散度角度进一步研究。然后,从更换基金经理的事件入手,考察基金业绩与基金经理更换的关系,并分析基金经理更换后对基金业绩排名的影响。从基金业绩排名与基金后期持有风险的变化,分析基金业绩的持续性、更换基金经理与基金经理的风险偏好的关系,考察基金业绩与基金经理的择时能力和折股能力的关系。最后,从基金的投资者行为决策角度出发,分析基金业绩持续性和股市的关系。

第八章是结论与建议。对本书的研究结论进行系统梳理,提出相关政策建议,介绍本书的不足之处,并对未来基金市场的发展进行展望。

五、研究创新点

本书使用的研究方法和模型主要包括:一阶固定效应模型、CAPM模型、三因素模型、四因素模型、事件研究、Bootstrap法、AR-EGARCH模型、AR-EGARCH-M模型、LSV法、CH法、CSAD法、T-M二次项模型、H-M二项式模型和C-L二项式模型等。

本书以基金业绩持续性为主线(见图1-5),对四因素模型加以拓展,研究分红(含异常分红)与基金业绩持续性的关系,从反应不足、媒体关注、羊群效应和基金经理行为等行为金融角度对原有研究进行深化,并全面地使用LSV法、CH法和CSAD法三个指标度量羊群行为,丰富了业绩持续性研究的内容。采用事件研究、Bootstrap法、GARCH模型和四因素拓展模型等,丰富了业绩持续性研究的方法。

采用Jegadeesh和Titman(1993)的方法构造了20种的J月/K月策略进行研究,来证实基金业绩持续性,并对开放式股票基金的季节效应进行研究。在原四因素模型的基础上,采用基金业绩持续性变量替换原有的股票持续性变量,拓展了四因素模型的广度,进一步将对数化的净资产总额、存续时间、管理费用比率和交易费用比率,加入四因素模型后,发现拓展模型在解释力上略大于原四因素模型,拓展了四因素模型研究的深度。

从短期和长期两个角度,在长期中分析影响开放式股票型基金异常分红的决定因素,在短期中研究异常分红与业绩持续性的关系,发现分红后对基

金的业绩在 10 个工作日内将产生负效应。异常分红不失为回馈股东的好方式，而表现好的基金进行异常分红时，是以放弃投资机会或者改变资产组合来提供流动性为代价的。从基金分红前后的流动性资产持有情况和现金流两个角度出发，均发现异常分红能够缓解基金业绩表现差而带来的赎回压力，反而在较长时间内增加了流动性资产。

将反应不足和基金业绩持续性相结合，拓展了研究的深度。采用价值加权的开放式股票型基金收益率来研究基金业绩持续性，采用 EGARCH 模型研究基金业绩持续性和股票业绩持续性。对 AR-GARCH、AR-EGARCH 和 AR-EGARCH-M 模型进行拓展，加入 Bootstrap 法后，提高了模型 VaR 的准确度。

采用面板回归和事件研究法，从明星基金的组合披露对业绩的影响角度出发，发现组合披露后，确实在一定程度上可以给基金带来正收益。通过对基于 LSV 法、CH 法和 CSAD 法的羊群行为指标等三个角度的全面分析，发现基金卖出股票的羊群行为强于买入的羊群行为，没有证据表明我国基金有联手坐庄的行为。赢者组合在买入上涨和下跌股票时的羊群行为差异不大，基金在不同市场行情下的羊群行为具有非对称性。

从更换基金经理和择时模型等角度出发，采用分组统计和风险调整比率等方法，发现更换基金经理并不是源于基金业绩表现，更换业绩好的基金经理后基金业绩会进一步上升，更换业绩差的基金经理需要半年左右的时间才能使基金业绩有起色。更换基金经理后确实会改变基金的风险偏好，输者组合的基金经理会更大程度地承担风险暴露，而赢者组合则更加谨慎、加大风险比率的程度较小。通过 T-M 二次项模型、H-M 二项式模型和 C-L 二项式模型的分析，提出我国基金业绩持续性主要是源于基金经理的选股能力，而来自基金经理择时能力的证据较弱。

第二章 文献综述

基金业绩持续性一直是金融学争议的重大问题。具体来说,基金业绩持续性是指上一期表现较好的基金在下一期也表现较好,上一期表现较差的基金在下一期也表现较差。

相对强势策略(Relative Strength Strategy)和反转策略(Contrarian Strategy),是投资领域的两个重要的交易策略,这两种策略也被称为惯性策略和逆转策略。两种策略在本质上没有孰优孰劣之分,关键在于投资者对行情的判断。

相对强势策略是指买入过去表现好的基金,同时卖出过去表现差的基金。而反转策略则恰好相反,是指买入过去表现差的基金,卖出过去表现好的基金。相对强势策略是以基金业绩持续性为前提。上一期表现较好的基金在下一期也表现较好,上一期表现较差的基金在下一期也表现较差。在这一前提成立时,采取相对强势策略会带来超额利润。否则,将会产生重大损失。学术界一直关注基金业绩是否具有持续性、持续性的时间长度、持续性的来源等问题。

金融资产是在金融市场上进行交易、具有现实价格和未来估价的金融工具总称。金融资产的最大特征是能够在市场交易中为其所有者提供即期或远期的货币收入流量。

金融资产的合理定价一直是金融研究的核心问题。从基于组合理论、期望效用、均衡思想的资本资产定价模型(CAPM)到基于无套利思想的套利定价理论(APT)和期权定价模型(BSM),从基于不完全理性和受投资心理影响的行为资产定价理论到基于不存在无风险套利机会的随机折现因子定价模型,体现的是对金融资产认识的不断深入和对金融现象的不断反思。定价理论和行为金融为业绩持续性研究提供了理论基础。

“封闭式基金折价之谜”是指在基金的交易过程中,交易价格低于净资产价值(NAV)。从我国封闭式基金发展的历程来看,基金经历了早期溢价、折价和折价趋于0的过程。而四因素模型回归得到的超额收益 α 可以作为管理绩效的重要指标。通过管理绩效理论来解释“封闭式基金折价之谜”,可以作为四因素模型的一个重要运用。

本章将从业绩持续性和业绩评价、有效市场假说、资产定价模型、基金

分红和“封闭式基金折价之谜”，以及行为金融学的四个角度进行文献综述，为本书后续研究提供理论基础。

一、业绩持续性和业绩评价

学术界和业界对业绩持续性进行深入研究，由于考虑的决策期和持有组合的时间长短不一而造成对业绩持续性的认识存在分歧，对相对强势策略和反转策略的适用性也存在分歧。

(一)业绩持续性

业绩持续性，是指上一期表现较好的基金在下一期也表现较好，上一期表现较差的基金在下一期也表现较差，即业绩具有惯性。与之对应的投资策略是相对强势策略(Relative Strength Strategy)，即买入上期表现好的基金、卖出上期表现差的基金。当存在业绩持续性时，相对强势策略是有利可图。

但是，如果业绩不是可持续的，而是反转的话，即上一期表现较好的基金在下一期也表现较差，上一期表现较差的基金在下一期也表现较好。此时，应当使用反转策略(Contrarian Strategy)，通过买入上期表现差的基金、卖出上期表现好的基金，实现盈利。无论是业绩持续性或者是业绩反转存在，都是对有效市场中价格变动不可预期的反驳，否定了弱式有效市场的存在。

De bondt 和 Thaler(1985, 1987)研究发现，股票价格的变动幅度越大，则其方向变动的幅度也就越大。股票价格在起始阶段反应越大，则随后调整的幅度也就越大。通过基于过去 3 年的收益率构造的赢者和输者组合，发现 3 年后输者组合收益率远大于赢者组合，即在 3 年的时间里存在业绩反转。De bondt 和 Thaler 得出的结论是股票市场存在对新信息的过度反应。Jegadeesh 和 Titman(1993)采用重叠形成期来构造赢者组合和输者组合的方法，实证出股票市场在一年或两年内存在业绩持续性，但在长期中存在业绩反转。使用的是重叠持续期，缓解了非重叠持续期样本数较少的问题；使用的是等份额产生形成期和持有期组合的方法，并且没有考虑交易成本等因素，构造的是零成本的持有组合。他们认为系统风险和股票价格对因素的滞后反应，并不是相对强势策略超额收益的来源。同时，认为业绩持续存在性问题的关键在于持有期的长度。以前文献中的争议，也是由于持有期不同造成的。在超短期是业绩反转，在 1~2 年的时间里是业绩持续，在更长的时间里是业绩反转。此外，Jegadeesh 和 Titman 还认为在短期内的持续性是因为短期内对信息反应不足，而长期对信息的过度反应造成业绩反转。这需要进一步建立行为金融模型进行实证研究。Jegadeesh 和 Titman(2001)再次使用了 Jegadeesh 和 Titman(1993)的方法，而样本选择的是 5 美元以上的上市公司股票，得到

了类似 Jegadeesh 和 Titman(1993)的结论。周琳杰(2002)以 1995 年至 2000 年间的深沪两市股票为研究样本,认为我国股市存在价格惯性。

在早期的基金业绩持续性研究中,Sharpe(1966)和 Jensen(1968)采用斯皮尔曼等级相关系数法,发现在短期中基金业绩不存在持续性。而到了 20 世纪 90 年代,持续性研究又再度引起金融学界的注意。Hendricks、Patel 和 Zeckhauser(1993)研究发现成长型基金和无承销费基金的相对业绩在一年期内持续性最强。Goetzmann 和 Ibbotson(1994)的联表法,表明在短期中基金业绩存在持续性。业绩持续性现象存在于,介于 1 个月至 3 年的基金原始收益和风险调整收益的观察期。Brown 和 Goetzmann(1995)运用联表法、CAPM 和三因素等方法,发现大部分风险调整后的基金存在业绩持续性,但有一些年份基金业绩会反转,并提出观测期的长短对结论有重要影响。Elton 等(1996)发现在 5~10 年的时间里基金业绩存在持续性,调整风险后的业绩差由基金经理的选股能力和费用支出差异决定。Carhart(1997)利用 1962 年 1 月至 1993 年 12 月的不存在存续偏差的股票型基金月数据,综合了 Fama 和 French(1993)的三因素模型以及 Jegadeesh 和 Titman(1993)的一年期的动量势能变量得到四因素模型。实证发现股票市场的一般因素和投资费用几乎可以完全解释股票型基金业绩持续性,并否定了基金经理的选股能力。Ahn、Conrad 和 Dittmar(2003)发现随机折现模型可以解释一半左右的收益,但是条件检验会让超额收益减少,所以用 CAPM 来检验超额收益不免有失偏颇。

在我国是否也存在基金业绩持续性?国内学者对此进行了实证研究。

吴启芳等(2003)对 1999 年 9 月 28 日至 2001 年 10 月 19 日的 15 只基金,按照 Christopherson 等(1998)评估业绩持续性的方法,分别以个体基金相对基金行业均值、综合市场指数、深沪两个市场中的市场指数为基准来计算基金的过去业绩,回归得出在 6 月和 9 月内存在基金业绩持续性,但在短期和长期并不存在。吴启芳等(2003)提到的短期应该指的是极短期,如 1 个月等。庄云志等(2004)对 1999 年 12 月 31 日至 2003 年 6 月 27 日的 22 家封闭式基金,运用回归系数法、绩效二分法和动量检验方法,发现在中期和长期我国基金业绩存在持续性(3 个月、6 个月、12 个月具有持续性)。王晓国等(2005)通过对 2000 年 7 月 1 日至 2003 年 7 月 4 日的周收益率建立 300 种不同的形成期和持有期的惯性、反转策略,研究发现我国基金业绩存在一年到一年半的业绩持续性,在一年半内不存在反转现象。李学峰等(2007)利用多期横截面回归模型检验 2005 年至 2006 年的基金业绩,发现在半年期内开放式基金存在业绩持续性。通过回归模型,得出价值型投资风格和单个基金资产规模是影响我国基金业绩持续性的主要因素,对业绩持续性都具有正向的影响。袁

皓(2007)通过构建包含动量势能的四因素模型来分析 2001 年至 2006 年的所有封闭基金,发现封闭基金具有业绩持续性,但随时间迅速递减,同时高收益基金具有高系统风险。韩守富(2011)以我国成立时间较早的 40 只开放式基金为样本,采用参数法检验发现在牛市中后期存在基金业绩持续期,但持续时间不长。俞雪飞等(2012)认为,不同的业绩评价基准及业绩持续性检验方法对检验结果有较大影响。总的来说,基金持有期限对于持续性的研究是至关重要的,在短期内基金业绩存在持续性,而极短期和长期并不存在。

但国内也有一些学者认为我国基金业绩并不存在持续性。周泽炯等(2004)用基于横截面回归参数检验方法和 Z 检验、Yates 连续修正卡方检验及 Fisher 精确检验三种非参数检验方法对我国 2002 年 12 月 1 日至 2004 年 2 月 27 日的 16 只开放式基金业绩持续性进行检验,研究发现我国开放式基金业绩不具有持续性。张兆国等(2004)采用 Goetzmann 和 Ibbotson(1994)的非参数检验方法和四因素模型,对 2000 年 1 月 1 日至 2002 年 6 月 30 日的封闭式基金的季度收益率进行研究,发现不存在业绩持续性。结论与基金选择的时间跨度、四因素的因素计量方法有关。李昆(2005)采用基于横截面回归的方法,对 1999 年 12 月至 2003 年 6 月间的 20 只封闭式基金进行业绩持续性研究。从单位净值收益率和市价收益率两个方面出发,发现只有以基金市价收益率来衡量时,封闭式基金的收益率在中短期表现出反转性。姚正春等(2006)采用业绩二分法,研究发现各封闭式基金的每期业绩大于同行平均水平的概率均为 0.5,与前期业绩无关,所以不存在业绩持续性。徐琼等(2006)运用业绩相对排名法对 2001 年至 2002 年的我国封闭式投资基金业绩持续性进行研究,发现从整体来看所考察的封闭式基金业绩不具有持续性,并进一步提出费率对持续性的影响不大。王向阳等(2006)通过列联表和动量检验法对我国 2003 年至 2005 年开放式基金持续性进行实证研究,发现无论是原始收益还是风险调整后收益,基金整体业绩没有表现出连续性。相比而言,风险调整后的收益更具有持续性。李宪立等(2007)对 2001 年 1 月 1 日至 2004 年 12 月 31 日的封闭式证券投资基金建立了基于回归分析的多期基金业绩持续性评价新模型,发现基金业绩不存在持续性。在短期内,基金业绩往往具有反转性。此外,在李昆(2005)的横截面回归分析和李宪立等(2007)的基金超额收益自回归模型分析中,他们也都认为基金业绩的计算方式会对结论产生一定的影响。牛淑珍(2012)以 2008 年 9 月前发行的 122 只基金为样本,使用交叉积率、卡方检验方法,发现我国开放式股票型基金业绩一般不具有较为显著的持续性。

关于季节效应等, Fabozzi 等(1994)认为,投资者的积极情绪可能对节前效应有一定的影响,且不同情绪可以影响股票收益。Jegadeesh(1990)通过对