

总主编：黄汉江



新世纪经济管理博士丛书

证券投资基金业绩评价研究

ZHENGQUAN TOUZI JIJIN YEJI PINGJIA YANJIU

李宪立 著



上海财经大学出版社

新世纪经济管理博士丛书

证券投资基金业绩评价研究



NLIC2970427517

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券投资基金业绩评价研究/李宪立著. —上海:上海
财经大学出版社, 2009.4

(新世纪经济管理博士丛书/黄汉江总主编)

ISBN 978-7-5642-0449-5/F·0449

I. 证... II. 李... III. 证券投资—基金—经济评价—研
究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 007870 号

ZHENGQUAN TOUZI JIYAN YEJI PINGJIA YANJIU
证 券 投 资 基 金 业 绩 评 价 研 究

李宪立 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

常熟市兴达印刷有限公司印刷装订

2009 年 4 月第 1 版 2009 年 4 月第 1 次印刷

850×1168 1/32 8.875 印张(插页:1) 222 千字

印数:0 001-1 900 定价:18.00 元

新世纪经济管理博士丛书

编辑委员会

(均以姓氏笔画为序)

顾问

- 千志坚 国家建设部原副部长、教授级高工
于光远 原中共中央顾问委员会委员、著名经济学家、研究员
乌家培 国家信息中心总经济师、研究员、教授
曲格平 全国人大常委会环资委主任、教授
许毅 国家财政部财政科学研究所原所长、教授
许溶烈 国家建设部原总工程师、教授
苏星 中共中央党校原副校长、《求是》杂志原总编辑
杨慎 国家建设部原副部长
杨正彦 国家新闻出版总署原副署长
周道炯 国务院证券监督委员会原主席、中国投资学会会长
项怀诚 国家财政部原部长
钱伟长 上海大学校长、教授、院士
储传亨 国家建设部总规划师、教授级高工
廉仲 原国家城乡建设部常务副部长

- 主任委员 王洪卫 石礼文 刘红薇 陈康民 陆鸣
陆海平 林应清 唐海燕 黄汉江 盛松成
傅建华 臧新民 樊行健 戴复东(院士)

总主编 黄汉江

副总主编 俞 冲 李 懿 陈远腾 黄国平 史立辉

委 员

- 马 一 国家发展改革委员会投资研究所研究员
马志福 国家发展改革委员会投资研究所研究员、经济学博士后
王宏经 西安建筑科技大学教授、《基建优化》总编辑
王洪卫 上海财经大学副校长、教授、博导
王剑琴 华南理工大学管理系教授
王新友 同济大学教授、博导,上海东江集团公司总裁
方荷生 苏州大学财经学院教授
甘培根 中国人民银行总行金融研究所原所长、研究员
石礼文 上海建工集团原董事长、教授级高工
史立辉 上海京兆置业有限公司董事长、博士、客座教授
卢 谦 清华大学教授、深圳大学教授
卢祖安 国家统计局投资统计司副司长、高级统计师
白 瑛 国家建设部著名建筑管理学家
冯 彬 对外经济贸易大学国际经济研究所副所长、教授
吕长江 吉林大学商学院副院长、教授、博导
伍 平 湖南财经学院教授
庄俊鸿 江西财经大学教授
关振民 东北财经大学教授
刘红薇 国家财政部部长助理、高级会计师
刘启瑞 国家财政部预算司原副司长
刘学敏 天津商学院教授
刘隽亭 天津商学院教授
刘惠生 山西财经大学教授
孙兆康 陕西财经学院教授
杨 劲 原重庆建筑大学管理学院教授

杨兰茹	国家建设部审计局局长、高级经济师
杨季美	西南交通大学管理学教授
李启明	东南大学土木工程学院副院长、教授
李慧中	复旦大学经济学教授
邱元拔	集美大学副校长、教授
何 征	原重庆建筑大学管理学教授
何万钟	原重庆建筑大学管理学教授
邱华炳	厦门大学经济学院教授、博导
沈荣芳	同济大学管理学院原院长、教授
应望江	上海财经大学教授、博士
邵以智	中国人民大学教授
陈康民	上海理工大学原校长、教授、博导
陆 鸣	上海市南汇区副区长、高级经济师、客座教授
陆海平	上海市建设委员会原副主任、教授级高工
张 达	中央广播电视大学第一副校长、教授
张屹山	吉林大学商学院院长、教授、博导
张华镛	安徽大学经济学院副院长、教授
陈伟峰	上海瀛通(集团)有限公司董事长、客座教授
陈霜华	上海金融学院国际贸易系常务副主任、教授、博士
武克敏	上海对外贸易学院党委书记、教授
林 勇	中国人民大学教授、博士
林少培	上海交通大学建筑学院教授
林应清	上海市房地局副局长、高级工程师、客座教授
罗永泰	天津财经学院首席教授、博士
金润圭	华东师范大学商学院原院长、教授、博导
郎荣桀	中国人民大学教授
赵国杰	天津大学管理学院教授、博导
赵海宽	中国人民银行总行金融研究所原所长、研究员

- 赵铁生 天津大学管理学院副院长、教授
- 郝文贤 内蒙古财经学院教授
- 胡 昊 上海交通大学建工学院教授、博士后
- 侯 昶 南京工业大学教授
- 俞 冲 上海冲佳电力工程安装有限公司董事长、客座教授
- 姚梅炎 中央财经大学教授
- 聂名华 中南财经政法大学教授、博导
- 顾士俊 浙江大学教授
- 顾孟迪 上海交通大学管理学院教授、博导
- 钱从龙 东北财经大学教授
- 钱昆润 东南大学教授
- 徐 衡 天津财经学院教授
- 徐文通 中国金融学院原院长、教授
- 徐君如 贵州财经学院教授
- 唐海燕 上海立信会计学院院长、教授、博导
- 黄汉江 《基建管理优化》总编辑、上海立信会计学院工商管理学院院长、原上海理工大学投资与建设学院院长、教授、荣誉博士、博导、政协委员
- 黄良文 厦门大学教授
- 黄国平 上海万峰企业集团董事长、客座教授
- 盛松成 中国人民银行上海分行副行长、博导、教授
- 屠梅曾 上海交通大学管理学院系主任、教授、博导
- 葛玉辉 上海理工大学管理学院教授、博士
- 董肇君 天津城市建设学院管理系主任、教授
- 景宗贺 原中国建设银行投资研究所所长、研究员
- 傅建华 上海浦东发展银行行长、高级经济师
- 雷良海 上海理工大学审计处处长、教授、博导
- 雷仲麓 中南财经政法大学教授

廖 承 湖南财经学院教授
臧新民 上海浦东新区人民政府副区长、高级工程师
樊行健 西南财经大学副校长、教授、博导
潘正汇 山东经济学院教授
戴复东 同济大学高新建筑技术研究所所长、教授、院士

总 序

人类进入 21 世纪,就进入了科学技术突飞猛进的新时代、进入了知识经济迅速兴起的新时代。如何应对新世纪知识经济的挑战,人类必须坚持科学创新、技术创新、管理创新、理论创新和知识创新。因而,我们诚邀经济学博士和管理学博士们撰写“新世纪经济管理博士丛书”,以传播创新的经济管理前沿知识。“新世纪经济管理博士丛书”由上海市基本建设优化研究会、上海基本建设优化研究所和《基建管理优化》编辑部等单位联合组织编纂。

上海市基本建设优化研究会成立于 1985 年,原名中国基本建设优化研究会上海分会,由上海市市委宣传部批准,属上海市社会科学界联合会成员,系学术性社会团体。本会的宗旨是遵守宪法、法律、法规和国家政策,遵守社会道德风尚,应用国内外先进的优化理论、方法,积极开展基建优化研究,为我国尤其是上海的现代化建设贡献力量。该研究会会员遍布上海投资与建设领域,其理事会由浦东新区人民政府、上海市建设委员会、上海市计划委员会、上海市教育委员会、上海市财政局、上海市民政局、上海市市政工程管理局、上海市房地局、宝钢集团、上海市建工集团、上海市房地集团、上海市城建集团、上海市建材集团、中国建设银行上海市分行、上海各大建筑设计院、国家有关部委建筑设计单位和建筑局(公司)、复旦大学、交通大学、同济大学、上海理工大学、上海财经大学、华东理工大学、上海大学、华东师范大学、上海社会科学院、上海立信会计学院等领导、专家、学者、教授组成。

上海基本建设优化研究所于 1992 年由上海市市政工程管理
局批准成立,主要从事基建领域四技服务和基建设计优化、基建施

工优化、基建投资优化、基建管理优化等方面的科学研究,同时也参与策划、编纂本专业方面的著作、教材、工具书等。

《基建管理优化》创刊于1989年,立足上海、联合华东、面向全国,拥有全国一流的基建管理研究阵营:国家有关部委领导任顾问;220多名副教授、高级工程师等以上职称的专家、学者组成的编辑委员会;110多名教授、研究员等全国著名专家、学者和厅局级以上干部组成的常务编委会。真是精英荟萃!《基建管理优化》得到了国家建设部、国家财政部、国家发改委、国家新闻出版总署、国家铁道部、国家统计局、中国建设银行、中国建筑总公司等有关部门领导或专家、学者的大力支持;得到了中央党校、清华大学、中国人民大学、复旦大学、交通大学、同济大学、上海理工大学、上海财经大学、上海大学、华东理工大学、华东师范大学、上海立信会计学院、浙江大学、南京大学、东南大学、南京工业大学、厦门大学、天津大学、重庆建筑大学、哈尔滨建筑大学、深圳大学、东北财经大学、中南财经政法大学、中央财经大学、中国金融学院、西南财经大学、江西财经大学、湖南财经大学、山西财经大学、陕西财经大学、天津财经学院、贵州财经学院、新疆财经学院、浙江财经学院、山东经济学院、天津商学院等40多所大专院校领导或学者、教授的大力支持;得到了中国社会科学院、国家发改委投资研究所、中国建设银行投资研究所、冶金部建筑研究总院以及《求是》杂志等30多个研究机构领导或学者、专家的大力支持。该刊主要研究投资经济管理、基建经济管理、建筑经济管理、房地产经济管理、市政工程经济管理等学科。

“新世纪经济管理博士丛书”编辑委员会委员主要来自相关财经大学和有关综合性大学的经济管理学界的知名学者和教授以及国家有关部委的知名专家、学者。其作者均是经济学或管理学博士和博士后。

我们真诚地预祝“新世纪经济管理博士丛书”的编纂工作圆满

成功！同时衷心感谢丛书顾问、领导、编委和作者们的大力支持和热情关心！

新世纪经济管理博士丛书

总 主 编：

黄汉江

2009年4月

前 言

随着中国证券投资基金的迅猛发展,对基金业绩的相关研究越来越受到理论界和实务界的关注。但目前,对基金业绩的相关研究在深度和系统性上都还存在一定的不足,因此,远远没有起到指导中国基金业健康发展的作用。笔者将我国证券市场特征与国内外基金业绩评价理论相结合,建立了适合中国证券市场的证券投资基金业绩评价新模型,试图为我国的基金评价工作提供科学的理论指导。本书通过对我国封闭式证券投资基金长期业绩和开放式证券投资基金中期业绩进行详尽的实证研究,可以全面了解我国基金市场实际状况,深入观测我国证券市场的运行,深化对机构投资者行为与作用的认知,并对促进我国基金业的规范发展将有着重要的实践意义。

本书的主要创造性工作和贡献包括:

(1) 对基金业绩评价方面的理论与实证研究文献进行了归纳和总结,这有利于对基金业绩评价问题的整体把握。

(2) 构建了基于主动投资风险度的业绩评价新指数,用来评价基金的业绩。运用基于主动投资风险度的业绩评价新指数对我国基金业绩进行了实证研究,实证研究表明,应用效果良好,特别适用于证券市场处于熊市的状况。

(3) 构建了基于回归分析的多期基金业绩持续性评价新模型,用来评价单只基金业绩的持续性。运用基于回归分析的多期基金业绩持续性评价新模型对我国基金的业绩持续性进行了大量的实证研究,实证研究表明,多期基金业绩持续性评价新模型应用效果良好。

(4) 对我国封闭式基金长期的业绩、选股择时能力、业绩持续性和开放式基金中期的业绩、选股择时能力、业绩持续性进行了详细的实证研究,得出了丰富和宝贵的研究结论,为投资者、管理者和监管者的决策提供了重要的依据。

本书实证研究的主要结论如下:

(1) 在运用平均收益率、特雷诺指数、夏普指数、绍坦诺比率、 M^2 测度对我国封闭式基金长期业绩进行评价时,得出了基金总体表现超过深沪合并指数、中信综合指数和市场比较基准的结论。在运用信息比率、基于主动投资风险度的业绩评价新指数对我国封闭式基金长期业绩进行评价时,得出了基金总体表现超过市场比较基准的结论。在运用单因素詹森指数对我国封闭式基金长期业绩进行评价时,得出了基金总体不能战胜市场的结论。所有基金的贝塔值均小于 1,基金的系统性风险小于市场组合,说明基金有降低风险的作用。

(2) 在运用平均收益率、特雷诺指数、夏普指数、绍坦诺比率、 M^2 测度对我国开放式基金中期业绩进行评价时,得出了股票型基金、偏股型基金和股债平衡型基金总体表现超过深沪合并指数、中信综合指数和市场比较基准的结论;偏债型基金总体表现超过深沪合并指数和中信综合指数,但不能战胜市场比较基准的结论;债券型基金总体表现超过深沪合并指数和中信综合指数,但劣于市场比较基准的结论。在运用信息比率、基于主动投资风险度的业绩评价新指数对我国开放式基金中期业绩进行评价时,得出了股票型基金、偏股型基金和股债平衡型基金总体表现超过市场比较基准的结论;偏债型基金总体表现超过不能战胜市场比较基准的结论;债券型基金总体表现劣于市场比较基准的结论。在运用单因素詹森指数对我国开放式基金中期业绩进行评价时,得出了各类基金总体不能战胜市场的结论。所有基金的贝塔值均小于 1,基金的系统性风险小于市场组合,说明基金有降低风险的作用。

(3) 在运用多因素詹森指数模型对我国开放式基金中期业绩进行评价时,双因素詹森指数模型和四因素詹森指数模型的实证结果均表明债券指数对股票型基金、偏股型基金和股债平衡型基金业绩没有重要影响,但对偏债型基金有显著影响。在多因素詹森指数模型中,三因素詹森指数模型的回归结果较为理想。与双因素詹森指数模型相比,在三因素詹森指数模型下,基金样本的 R^2_{adj} 值显著提高,正值 α 值的数量也明显增多, α 值的显著性分布也有较大的变化,特别是三因素詹森指数模型的考察结论明显不同于双因素詹森指数模型,说明基金业绩对解释变量的选择有较强的敏感性。从三、四因素詹森指数模型的实证结果可以看出,基金将资金主要投向了大型公司,基金的收益更多地受到了大型公司表现的影响;基金将资金更多地投向了成长型股票,表现为一种成长型基金。

(4) 无论以深沪合并指数为市场组合的 T-M 模型、H-M 模型和 C-L 模型对我国封闭式基金的长期选股能力和择时能力衡量结果,还是以中信综合指数为市场组合的 T-M 模型、H-M 模型和 C-L 模型对我国封闭式基金的长期选股能力和择时能力衡量结果,得出的结论是基本一致的:基金总体上看不具有择时能力,并且表现出一定的负的择时能力,基金总体上看具有正的选股能力。结论表明,在择时能力的评判上,我国封闭式基金在长期整体上并没有显示出良好的预测市场走势的能力,更多的基金呈现出了负向的择时能力;在选股能力的评判上,我国封闭式基金在长期整体上显示出一定的正的选股能力。

(5) 无论以深沪合并指数为市场组合的 T-M 模型、H-M 模型和 C-L 模型对我国开放式基金的中期选股能力和择时能力衡量结果,还是以中信综合指数为市场组合的 T-M 模型、H-M 模型和 C-L 模型对我国开放式基金的中期选股能力和择时能力衡量结果,得出的结论是基本一致的:基金总体上看不具有择时能

力,也不具有选股能力。结论表明,在择时能力的评判上,我国开放式基金在中期整体上没有显示出良好的预测市场走势的能力;在选股能力的评判上,我国开放式基金在中期整体上没有显示出一定的选股能力。上述情况表明,即使是在中国这样的新兴证券市场,市场也表现出了较高的效率性。

(6) 本书采用笔者自己构建的基于回归分析的多期基金业绩持续性评价新模型对我国的 33 只封闭式证券投资基金和 54 只开放式证券投资基金的业绩持续性进行了实证研究。结果表明:基金的业绩不存在持续性;在短期内,基金业绩往往具有反转性,这说明基金投资组合收益的不稳定性,也反映出中国股市较大的短期波动性;不同的基金超额业绩计算方法对评价结果的影响很大,不同的计算方法可能得到截然相反的显著统计量,因为是否考虑风险因素计算出的基金超额业绩可能差别很大。

目 录

总序	(1)
前言	(1)
第 1 章 绪论	(1)
1.1 研究背景	(1)
1.2 研究目标与研究意义	(4)
1.3 研究对象和我国证券市场 2001~2005 年 的走势	(5)
1.4 研究方法和研究内容	(9)
第 2 章 基金业绩评价理论及实证研究综述	(11)
2.1 引言	(11)
2.2 证券投资基金总业绩评价理论及实证研究综述	(12)
2.3 基金业绩分解理论及实证研究综述	(35)
2.4 基金业绩持续性评价理论及实证研究综述	(55)
2.5 本章小结	(62)
第 3 章 国内外基金评级体系	(64)
3.1 引言	(64)
3.2 国外基金评级体系	(64)
3.3 国内主要基金评级体系	(72)
3.4 国内外基金评级体系的差异	(78)
3.5 本章小结	(79)

第4章 基金业绩评价新指数及我国基金中长期业绩评价实证研究	(80)
4.1 引言	(80)
4.2 基于主动投资风险度的基金业绩评价新指数	(80)
4.3 我国证券投资基金中长期业绩评价实证研究	(83)
4.4 本章小结	(158)
第5章 我国基金中长期业绩分解实证研究	(160)
5.1 引言	(160)
5.2 实证研究模型	(161)
5.3 实证研究结果及分析	(162)
5.4 本章小结	(189)
第6章 多期基金业绩持续性评价新模型及我国基金业绩持续性评价实证研究	(191)
6.1 引言	(191)
6.2 基于回归分析的多期基金业绩持续性评价新模型	(192)
6.3 我国基金业绩持续性评价实证研究	(193)
6.4 本章小结	(239)
第7章 总结与展望	(241)
7.1 主要创造性工作和结论	(241)
7.2 进一步研究工作的展望	(244)
注释	(246)
作者简介	(264)