

ZHONGGUO KAIFANGSHI JIJIN JIXIAO PINGJIA  
LILUN YU SHIZHENG FENXI

# 中国开放式基金绩效评价

## ——理论与实证分析

段文军 著



中国地质大学出版社  
ZHONGGUO DIZHI DAXUE CHUBANSHE

责任编辑：赵颖弘

封面设计：魏少雄

ZHONGGUO KAIFANGSHI JIJIN JIXIAO PINGJIA  
LILUN YU SHIZHENG FENXI

# 中国开放式基金绩效评价

## ——理论与实证分析

ISBN 978-7-5625-2445-8



9 787562 524458 >

定价:35.00元

# 中国开放式基金绩效评价 ——理论与实证分析

段文军 著



中国地质大学出版社  
ZHONGGUO DIZHI DAXUE CHUBANSHE

## 图书在版编目(CIP)数据

中国开放式基金绩效评价——理论与实证分析/段文军著. —  
武汉:中国地质大学出版社,2010.3

ISBN 978-7-5625-2445-8

I. ①中…

II. ①段…

III. ①基金-经济评价-中国

IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 000749 号

本书由新华人寿保险股份有限公司资助出版

中国开放式基金绩效评价——理论与实证分析 段文军 著

责任编辑:赵颖弘

技术编辑:阮一飞

责任校对:张咏梅

出版发行:中国地质大学出版社(武汉市洪山区鲁磨路 388 号) 邮编:430074

电 话:(027)67883511 传真:(027)67883580 E-mail:cbbs@cug.edu.cn

经 销:全国新华书店

<http://www.cugp.cn>

开本:850 毫米×1 168 毫米 1/32

字数:182 千字 印张:7

版次:2010 年 3 月第 1 版

印次:2010 年 3 月第 1 次印刷

印刷:武汉中科兴业印务有限公司

ISBN 978-7-5625-2445-8

定价:35.00 元

如有印装质量问题请与印刷厂联系调换

## 前言

证券投资基金是一种间接的证券投资方式，投资者是通过购买基金而间接投资于证券市场的。与直接购买股票相比，投资者与上市公司没有任何直接关系，不参与公司决策和管理，只享有公司利润的分配权。所以，对投资者来说，证券投资基金具有投资小、费用低的优点。

1997年11月，我国颁布了第一个全国性的基金管理法规《证券投资基金管理暂行办法》，迎来了我国基金市场发展的历史新阶段。从1998年3月23日我国证券市场第一批基金发行、拉开基金业发展序幕以来，我国的基金业仅有11年多历史。基金业发展历史虽然较短，但规模扩张很快。在推出成长型、平衡型、价值型三大类基金品种后，债券基金和指数基金陆续问世，中外合资基金公司也登上了历史舞台。截至2009年9月24日，我国共批准设立了60家基金管理公司，成立基金数目达到586只，其中开放式基金553只，封闭式基金33只。另外，截至2009年6月30日，基金资产总值为2.29万亿元，其中股票资产

1.66 万亿元, 占当时 A 股流通市值的 18.49%, 而 2007 年末基金所持的股票总资产曾一度占 A 股流通市值的 27.32%。另外, 基金投资者队伍也在迅速扩大。据中登公司最新公布的数据, 截至 2009 年 9 月 18 日, 沪深两市基金开户数为 3 032.28 万户, 而 2007 年 10 月底时, 基民数一度达到惊人的 9 000 万。顺应资本市场发展和对外开放的趋势, 我国基金业迅速发展。基金业迅速发展的重要支撑就是基金绩效评价理论与基金评估业的发展。资料显示基金业每年新增资金的 90% 都流向被评为四星级或五星级的基金。基金绩效评价促进了基金公司之间的竞争, 从而提高了基金公司的管理水平。

基金绩效评价, 主要是指对证券投资基金的投资绩效的评价。评价的主要目的是为了帮助投资者综合评价基金在过去一段时间内取得的投资成果, 分析基金管理人的投资管理能力和投资风格, 从而为判断基金的未来表现提供依据。一个公正、实用的基金绩效评价体系的建立, 对我国基金投资的发展是非常必要的。证券投资绩效相关研究对评估基金投资绩效及投资者选择投资对象有十分重要的作用, 有关评价方法及应用的研究已引起广泛的关注。

同迅速发展的证券投资基金市场相比, 有关基金绩效评价的研究在我国却发展得相对滞后。随着证券投资基金业的迅速发展, 特别是基金品种的不断丰富, 我国现阶段相对滞后的基金绩效评价研究越来越难以适应基金市场的进一步发展。建立一套科学、完备的评价体系, 使市场各方能够对基金的绩效和投资效果进行客观评价, 不仅具有很高的理论价值, 对于我国证券投资基金业的健康发展来说, 也有着非常重要而紧迫的现实意义。

本书主要有如下内容:

开篇对选题的研究背景及目的、国内外有关此题的研究状况以及研究方法和创新之处作了简要介绍。

第二章对与证券投资基金相关的一些理论文献进行了回顾,

包括金融市场理论、现代投资理论以及投资管理理论。

第三章从基金绩效评价的理论依据角度,对马科维茨均值-方差模型、资本资产定价模型(CAPM)进行了详细阐述,并对基金资产组合风险收益进行了数学描述。

第四章首先介绍三大经典绩效评价理论和方法,即 Sharpe 比评价指标、Ternynor 比评价指标、Jensen  $\alpha$  指标;其次介绍了 1973 年提出的估价比率业绩评价指标;最后运用最早上市的 15 只开放式基金 6 年期的数据进行实证分析。同时探讨了这些绩效评价指标的适用性和局限性。在样本数据的选取上,尽量增大样本的时间跨度和数据采集的频率以增大回归结果的可行性。同时也讨论了无风险收益率和市场基准组合的确定。

第五章对传统基金绩效评价方法进行适当创新,并运用它们进行实证分析。

第六章基金的证券选择和市场时机选择能力评价是基金绩效评价体系的核心内容。本章对基金业绩来源进行细分,认为基金绩效来源于 3 个部分:一是基金投资分散了风险,因承担相应的市场风险而获得的风险补偿收益;二是因具有市场时机选择能力而获得的收益;三是因基金经理具有证券选择能力而获得的投资收益。本章基于三大模型,即 T-M 二次项模型、H-M 二项式模型、C-L 二项式模型对我国开放式基金的证券选择和市场时机选择能力进行了评价。

第七章对中国开放式基金绩效的持续性进行了研究。进行基金绩效评价的目的无非是两个:对基金经理的投资水平、专业能力进行评价和对未来的投资提供参考信息。如果基金业绩没有持续性,或者基金经理的投资水平受偶然因素的影响很大,没有稳定性,或者基金经理的投资水平具有稳定性,但基金绩效与基金经理的投资水平没有太大的关系,则对那些希望通过绩效评价信息来指导未来投资的投资者来说,基金历史业绩的评价信息对其未来的投资决策没有任何价值。因此,基金绩效持续性研究是一

个具有非常重要的理论和实践意义的问题。评价基金业绩持续性的意义体现在两个方面：首先，检验基金经理人是否具备优秀的投资技巧，换句话说，判断基金业绩的获取是否更多源于运气；其次，评价基金业绩持续性可用于判断过去收益是否包含了收益的未来信息。如果过去收益好的基金未来收益也好，则基金可能更多地被投资者购买，基金的规模就进一步扩大。由于管理费是按基金净值提取，因此基金管理公司的管理费也将大幅增加。此外，基金业绩的稳定和持续对基金购买者的投资决策也同样具有重要意义。

基金绩效持续性的研究方法很多。本书从参数方法和非参数方法两个角度对基金绩效持续性的研究方法进行了相关介绍，接着主要应用非参数方法的马尔科夫检验、Z 检验和交叉积比率（CPR）检验对我国开放式基金的绩效持续性进行了实证分析。

第八章是本书研究的主要结论和若干思考。其中对本书研究的不足提出了几点意见：基金样本数量的局限和计算周期的或有影响、证券市场发展层次的局限、不同市场基准组合的选取可能对评价结果的影响、基金绩效评价方法应用的局限性以及研究方法的非全面性。同时，提出了关于优化我国证券投资基金绩效评价的一些思考，包括优化我国证券投资基金绩效评价的原则和具体措施。原则上要坚持：①借鉴与创新相结合；②全面性和重要性相结合；③评价期间选取的适宜性；④稳定性和变动性相结合。采取的措施有：①加快基金评价中介机构的发展；②尽快建立全国统一的市场指数体系，推出指数期货，促进基金的发展；③采取各种措施促进和确保基金类型的多元化；④加强基金的监管和信息披露；⑤完善股票市场环境，下大力气解决市场深层次的结构性问题。

## 中文摘要

1997年11月以来,我国证券投资基金业获得了长足的发展。随着基金业规模的不断扩大,各基金的投资理念和运作方式日趋稳定和个性化,陆续出现了平衡型、成长型、优化指数型、成长价值复合型等多个基金品种,基金管理公司投资理念初步成型,个性初步体现。同时,监管思路的调整使得各家基金公司更加注重公司治理结构的改善和投资风险的防范。开放式基金作为机构投资者之一,在我国获得了超常规的发展。开放式基金的推出,使得基金的运作模式有了根本的改变,以致注重基本面分析和风险控制的投资理念得到了广泛的认同。基金的个性化也更加突出,债券型、蓝筹型、收益型、平稳增长型、基础型等基金品种相继出现,为投资者提供了更多的选择,也因此对科学、客观的基金业绩评价方法提出了更为迫切的需求。

基金业绩评价研究是促进基金业健康发展的重要环节。建立一套完备的基金业绩评价体

系无论对投资者和基金管理公司，还是市场监管部门都具有非常重要的意义。对于投资者而言，通过分析基金的业绩，可以获得基金投资操作的准确信息，从而能及时调整投资策略，作出正确的投资选择，避免盲目跟从一些不实资讯而遭受损失；对于基金管理公司而言，建立科学的基金业绩评价体系，不仅可以对基金经理的努力程度和业绩水平给出具体的量化评价，还可以依此来分析所实施的投资计划是否达到或超过了投资目标，发现投资计划的不足，判断基金投资策略在市场中的适应能力，总结管理成功的经验，提高公司的经营管理水平；对于监管部门而言，则可以通过建立科学完备的基金业绩评价体系，对基金的业绩和运行状况进行客观评价，并以此作为制定或完善监管规则的依据。

随着我国证券投资基金规模的不断扩大，其对证券市场的影响也越来越大。但是，基金是否如所宣传的那样发挥了专家理财、降低风险的作用，一直受到市场的质疑，有关基金业绩表现和市场作用的讨论也引起了各界越来越多的关注。因此，如何建立一套科学的评价标准，对各基金的投资业绩进行客观评价，变得非常重要和迫切。

但是，同迅速发展的证券投资基金市场相比，有关基金业绩评价的研究在我国却发展得相对滞后。现在，有关基金业绩评价的文章和研究虽然已经不少，专门从事基金评价的机构也已经出现，但是，大多数研究都是简单套用传统的风险调整收益指标来进行的，少有新方法的提出或引入，且很多研究没有根据中国市场的实际情况对数据和分析方法进行相应的处理（如基准组合的选取等），致使所进行的评价不仅实证结果上有显然的偏差，在理论上也存在明显的缺陷。同时，这些研究都是针对某一种或几种具体的评价方法来进行的，没有形成体系。

随着证券投资基金业的迅速发展，特别是基金品种的不断丰

富,我国现阶段相对滞后的基金业绩评价研究越来越难以适应基金市场的进一步发展。建立一套科学、完备的评价体系,使市场各参与方能够对基金的业绩和投资效果进行客观评价,不仅具有很高的理论价值,对于我国证券投资基金业的健康发展来说,也有着非常重要而紧迫的现实意义。

本书主要有如下内容:

开篇对选题的研究背景及目的、国内外有关此题的研究状况以及研究方法和创新之处作了简要介绍。

第二章是与证券投资基金相关的一些理论文献的回顾,包括金融市场理论、现代投资理论以及投资管理理论。

第三章从基金业绩评价的理论依据角度,对马科维茨均值-方差模型、资本资产定价模型(CAPM)进行了详细阐述,并对基金资产组合风险收益进行了数学描述。马科维茨均值-方差模型是马科维茨在1952年首先提出的。该模型确立了关于投资者在权衡收益与风险的基础上最大化自身效用的方法,并完整定义了证券组合预期收益、风险的计算方法和有效边界理论。通过该模型,投资者可以根据期望收益率和投资项目集,确定出在每一个投资项目(如某只基金或股票)的投资比例,并使其总投资风险最小(由于不同的期望收益就有不同的最小方差组合,这就构成了最小方差集合);或者是在一定的风险水平下,得到选择最优的资产组合(同样可以构成投资机会的有效边界)。马科维茨均值-方差模型自产生之日起就一直处于当代金融与投资理论的前沿,为现代证券投资组合理论奠定了坚实的基础。但是该模型涉及计算所有证券(基金或股票)资产的协方差矩阵,当可供选择的资产很多时,计算会十分繁复,限制了其广泛的应用。另外值得注意的是,它还必须满足以下前提假设:①投资不确定收益的概率分布需服从正态分布,或者投资者效用函数相对于收益是

二次的；②投资者在每一次投资选择时，其依据是某一持仓时间内的证券收益率的概率分布；③投资者根据证券预期收益率估测证券组合风险；④投资者的投资决定仅仅是依据证券的预期收益和预期风险；⑤投资者都是风险厌恶者，当收益一定时，则希望风险最小化。

资本资产定价模型（CAPM）是基金业绩评价方法的主要理论依据。该模型是基于风险资产的期望收益均衡基础上的预测模型。它描述了在市场均衡状态下，证券或投资组合期望收益率与风险之间的相互关系，即证券或投资组合如何按其风险大小均衡定价。同其他投资理论一样，CAPM是在一系列假设条件下推导出来的，这些假设条件对资本市场的环境、投资者的行为等进行约束，主要包括：①完全竞争的资本市场。指资本市场上有大量的投资者（包括个人投资者和机构投资者等），与所有投资者的总财富相比，每个投资者的财富是微不足道的，这样，每个投资者的买与卖都不会在市场上占有显著份额，从而证券价格不会因个别投资者的买卖而受到影响。②资本市场上没有摩擦。指不存在对市场上资本与信息自由流动的障碍。即不存在与买卖证券有关的交易费用；不存在对红利收入、利息收入以及资本收益征税；信息向市场里每个人自由、及时地传递，投资者不需任何费用就能获得所有信息。③存在无风险资产，投资者可按无风险收益率无限量地自由借贷。④所有投资者都以 Markowitz 资产组合理论作为指导来作出投资决策。也就是说，投资者都是通过考察证券的期望收益率与标准差去评估证券（或投资组合）。每一位投资者都是风险厌恶者，在标准差相同时，他将选择期望收益率大的投资组合；而在期望收益率相同时，他将选择标准差小的投资组合。投资者选择的最优投资组合是使其期望效用达到最大的投资组合。⑤单一的投资期限，即所有的投资者都在相同的单

一时期中计划他们的投资。所谓单一时期，是指资本市场上投资机会成本未发生变化的一段时间。在单一时期期初，投资者计划并实施投资；在期末，获得红利与资本收益。<sup>⑥</sup>所有投资者有相同的预期。具体说就是在拥有相同信息的情况下，每一投资者使用相同的方法去分析证券，从而他们能够一致地预测市场上各证券的期望收益率、标准差以及协方差。这样，投资者在使用 Markowitz 方法作投资决策时，就利用了相同的外部输入数据。在上述假设条件下，包括基金经理在内的所有投资者选择的投资组合都位于线性有效边界上。因此，每一投资者的最优投资组合都由无风险资产和最优风险资产组合构成，不同的是分配于无风险资产和市场组合的资金比例。即最优风险投资组合的确定与投资者的风险偏好是相分离的，对投资者而言，他只需调整分配于无风险资产与最优风险资产组合的资金比例，就可形成符合各自偏好的具有各种收益与风险水平的最优投资组合。CAPM 逻辑严密且顺应情理，在理论界和实务界颇受欢迎。但如果注意到其理论前提假设，则会对其有效性产生怀疑。CAPM 对风险与收益有关的重大问题提供了相当简洁的回答，但是该回答本质上是相当含糊不清的。原因很简单，因为人们不知怎样才能精确度量 CAPM 分析过程中所需要的各种数据。究竟何为无风险收益率、市场组合应该用什么来替代、历史数据能作为将来的预测吗等问题都无法解决。因此，用 CAPM 作为基金业绩评价方法的理论依据，据此计算基金的预期收益率的理论值，也存在上述种种问题。尽管人们提出了 CAPM 的各种扩展模型来代替 CAPM 以及替代性均衡模型套利定价理论（APT），但由于这些扩展模型并没有从根本上解决上述问题，甚至带来各种新的问题，因此，学术界和投资界仍然大量使用着 CAPM 和以 CAPM 为理论依据的基金业绩评价方法。

基金资产组合的风险收益匹配及其分解理论说明的是基金资产组合的风险来源及其相应的定价问题。基金资产组合的风险来源有三部分：组合投资风险（包括系统风险和非系统风险）、基金管理风险、流动性风险。

第四章首先介绍三大经典业绩评价理论和方法，即 Sharpe 比评价指标、Treynor 比评价指标、Jensen  $\alpha$  指标，其次介绍了 1973 年提出的估价比率业绩评价指标，最后运用最早上市的 15 只开放式基金 6 年期的数据进行实证分析。同时探讨了这些业绩评价指标的适用性和局限性。在样本数据的选取上，尽量增大样本的时间跨度和数据采集的频率以增大回归结果的可行性，同时也讨论了无风险收益率和市场基准组合的确定。实证结果是：①基金易基平稳、南方稳健、国泰金鹰的 Sharpe 比业绩评价指标排名处于前三甲，表明这 3 只基金具有较高的总体风险调整收益。而基金宝盈鸿利、鹏华成长、华安 A 股 3 只基金同其他基金相比，具有明显较低的总体风险调整收益。从总体风险标准差来看，基金博时增长具有最大的风险，同时也取得较高的超额收益，所以它的 Sharpe 比业绩评价指标排名在第六位，而基金富国天源的总体风险最低，相应的超额收益也较低，它的 Sharpe 比业绩评价指标排名在第五位。基金易基平稳、南方稳健取得了最好的超额收益，并且将总风险控制在此较低的水平上，因此取得了最好的 Sharpe 比业绩评价指标。②基金易基平稳、南方稳健、博时增长的 Treynor 比业绩评价指标排名居前，表明这些基金的系统风险调整收益较高。而基金宝盈鸿利、鹏华成长、华安 A 股的系统风险调整收益较低，它们的 Treynor 比业绩评价指标处于最后三位。③基金易基平稳、南方稳健、博时增长、嘉实成长收益和国泰金鹰的 Jensen  $\alpha$  业绩评价指标排名靠前，而基金华安 A 股的 Jensen  $\alpha$  业绩评价指标为负，其收益水平低于单因素预期

收益。基金富国天源、大成价值增长等其余基金的 Jensen  $\alpha$  业绩评价指标大于 0, 但相对较小, 表明这些基金能获得正的超额收益, 但不明显。④基金南方稳健、易基平稳、国泰金鹰的估价比率排名处于前三位, 而估价比率排名最后的还是基金宝盈鸿利、鹏华成长、华安 A 股 3 只基金。

通过应用传统的 3 个经典基金业绩评价指标和估价比率, 对 15 只最早发行的开放式基金的 6 年期历史业绩进行实证分析。从实证结果看, 各种指标的出发点和思路虽不一样, 运用风险的不同方面来调整各自基金的业绩, 但实质精神上却有内在的同一性。从 Sharpe 比业绩评价指标、Treyner 比业绩评价指标、Jensen  $\alpha$  业绩评价指标、估价比率四指标看, 处于最后三位的都是基金宝盈鸿利、鹏华成长、华安 A 股 3 只基金, 从这一点看, 可认为较差业绩的基金业绩评价结果具有内在的一致性。总体上看, 各指标的业绩排序的相关性比较高, 少数业绩排序替换的原因可能是基金风险收益的各方面特性本身具有不均衡性或者指标方法本身的完备性和有效程度问题。

第五章是传统基金业绩评价方法的创新及其实证分析。针对传统基金业绩评价方法的局限性, 在 20 世纪 90 年代后期, 相继有一些新的考核基金经理管理资产组合能力的指标出现, 如  $M^2$  方法、盈亏比、衰减度等, 本章对这些指标进行了介绍, 其次对美国晨星公司的下滑风险调整收益 Sharpe 比指标和基金星级评级方法进行了说明, 最后应用这些方法对 15 只开放式基金进行实证分析。得出的实证结论是: ①  $M^2$  业绩评价方法认为, 基金易基平稳、南方稳健、国泰金鹰、嘉实成长收益等基金可以获得显著高于大盘的超额收益, 而基金鹏华成长、华安 A 股的收益低于大盘。② 盈亏比方法认为, 基金易基平稳、南方稳健、大成价值增长、博时增长等基金跑赢大盘的概率显著高于输给大盘的

概率，而基金宝盈鸿利、鹏华成长两只基金跑赢大盘的概率低于输给大盘的概率，其他基金虽跑赢大盘的概率高于输给大盘的概率，但不显著。③衰减度方法认为，基金易基平稳、基金南方稳健、基金国泰金鹰、基金嘉实成长收益、基金富国天源、基金博时增长的衰减度指标排行靠前，表明这些基金平均超额收益小于零的概率向零衰退的速度较快；基金新蓝筹、基金华安创新、基金银华优势、基金宝盈鸿利、基金鹏华成长、基金华安 A 股的衰减度业绩指标排名靠后，表明这些基金的平均超额收益率小于零的概率向零衰退的速度较慢。④从收益下滑风险调整的 Sharpe 比指标计算结果得出，收益下滑风险和收益率的标准差高度相关，因此经收益下滑风险调整的 Sharpe 比值和经收益标准差调整的 Sharpe 比值的相关性较高，相关系数达 0.982，由此说明下滑风险调整 Sharpe 比值的合理性和有效性。⑤按晨星星级评级方法，基金易基平稳、南方稳健为五星级业绩；基金博时增长、嘉实成长收益、国泰金鹰被赋予四星级业绩；基金新蓝筹、大成价值增长、华安创新、长盛价值、富国天源被赋予三星级业绩；基金华夏成长、银华优势、宝盈鸿利被赋予二星级业绩；基金鹏华成长和华安 A 股被赋予一星级业绩。

第六章是中国基金的证券选择和市场时机选择能力评价。本章对基金业绩来源进行细分，认为基金业绩来源于 3 个部分：一是基金投资分散了风险，因承担相应的市场风险而获得的风险补偿收益；二是因具有市场时机选择能力而获得的收益；三是因基金经理具有证券选择能力而获得的投资收益。本章基于三大模型，即 T-M 二次项模型、H-M 二项式模型、C-L 二项式模型对我国开放式基金的证券选择和市场时机选择能力进行了评价。实证结论是：①T-M 二次项模型认为，从证券选择能力指标  $\alpha_i$  看，所有 15 只样本基金的  $\alpha_i$  都大于 0，显示出有证券选择能力，其

中基金南方稳健、易基平稳、博时增长、银华优势、嘉实成长收益的  $\alpha_i$  都大于 0.2, 表现出很强的证券选择能力, 而华安 A 股、宝盈鸿利、鹏华成长的证券选择能力都较弱; 从市场时机选择能力指标  $\beta_i$  来看, 只有基金华夏成长、长盛价值、鹏华成长、宝盈鸿利回归有大于 0 的  $\beta_i$ , 但都非常小, 表现出微弱的市场时机选择能力, 而其他基金的回归  $\beta_i$  都小于 0, 缺乏市场时机选择能力。②H-M 二项式模型认为, 从证券选择能力  $\alpha_i$  看, 除基金鹏华成长的  $\alpha_i$  为负数外, 其他所有基金的  $\alpha_i$  大于 0, 表现出具有一定的证券选择能力, 其中博时增长、南方稳健、易基平稳、银华优势、嘉实成长收益的  $\alpha_i$  都大于 0.2, 显示出很强的证券选择能力; 从各基金的市场时机选择能力指标  $\beta_2$  看, 只有基金华夏成长、鹏华成长、长盛价值、国泰金鹰的  $\beta_2$  回归值大于 0, 显示出一定的市场时机选择能力。③C-L 二项式模型认为, 从各基金的证券选择能力指标  $\alpha_i$  来看, 除基金鹏华成长外, 其他基金都有正的  $\alpha_i$  业绩, 显示出一定的证券选择能力, 其中博时增长、南方稳健、易基平稳、银华优势、嘉实成长收益的  $\alpha_i$  都大于 0.2, 表明具有较强的证券选择能力; 从市场时机选择能力来看, 只有基金华夏成长、鹏华成长、国泰金鹰、长盛价值的  $(\beta_2 - \beta_1)$  值大于 0, 显示这些基金具有一定的市场时机选择能力, 而其他基金的  $(\beta_2 - \beta_1)$  值小于 0, 表明其他基金不具有市场时机选择能力。

第七章是中国开放式基金业绩的持续性研究。进行基金业绩评价的目的无非是两个: 对基金经理的投资水平、专业能力进行评价和对未来的投资提供参考信息。如果基金业绩没有持续性, 或者基金经理的投资水平受偶然因素的影响很大, 没有稳定性, 或者基金经理的投资水平具有稳定性, 但基金业绩与基金经理的投资水平没有太大的关系, 则对那些希望通过业绩评价信息来指