

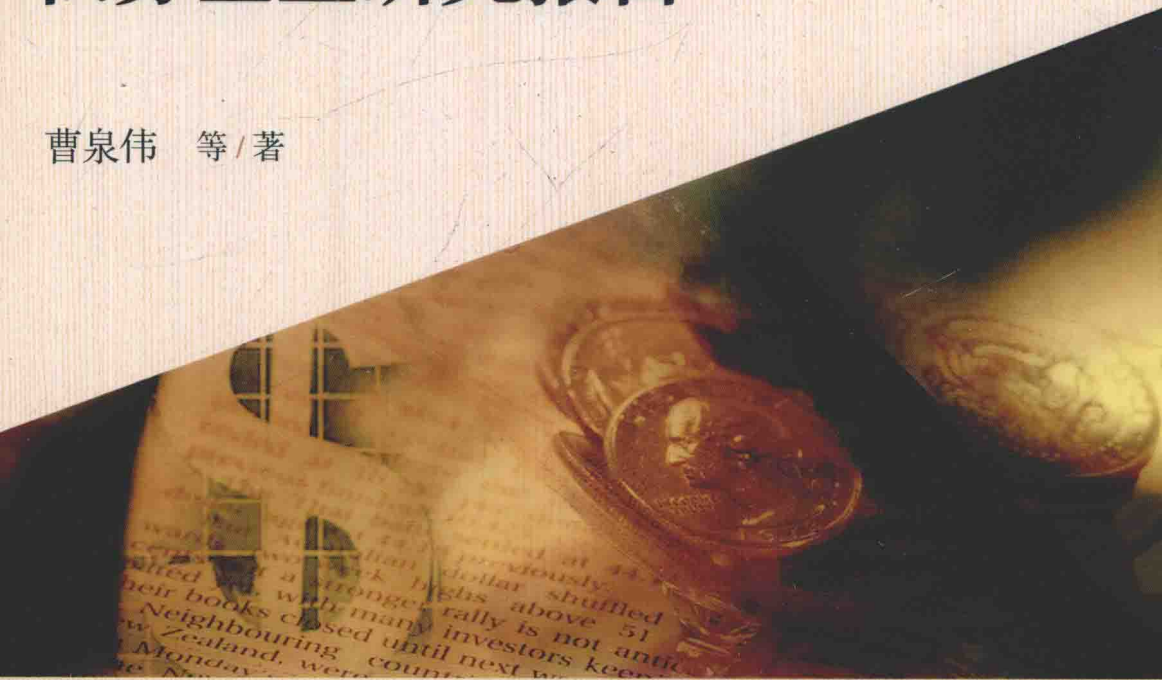


清华大学五道口金融学院
TSINGHUA UNIVERSITY PBC SCHOOL OF FINANCE

Report of Mutual Funds and >>>
Hedge Funds in China 2016

2016年中国公募基金和 私募基金研究报告

曹泉伟 等 / 著



中国财经出版传媒集团

经济科学出版社
Economic Science Press



清华大学五道口金融学院
TSINGHUA UNIVERSITY PBC SCHOOL OF FINANCE

2016年中国公募基金和 私募基金研究报告

曹泉伟 等 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

2016 年中国公募基金和私募基金研究报告 / 曹泉伟等著.

—北京: 经济科学出版社, 2016. 7

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7093 - 1

I. ①2… II. ①曹… III. ①投资基金 - 研究报告 - 中国 - 2016 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 162267 号

责任编辑: 齐伟娜

责任校对: 郑淑艳

责任印制: 李 鹏

2016 年中国公募基金和私募基金研究报告

曹泉伟等/著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 19.5 印张 380000 字

2016 年 8 月第 1 版 2016 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7093 - 1 定价: 56.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn)

Report of Mutual Funds and Hedge Funds in China 2016



前言

中国股票市场在 2015 年经历了历史罕见的剧烈波动。上证指数从年初的 3049 点上冲到 6 月初的 5178 点，而到下半年最低跌至 2850 点。伴随着股票市场的波动，投资于中国股票市场的基金也会与股票市场产生“共振”。并且，随着我国资产管理行业在近年间的快速发展，基金行业的表现也与人们的日常生活越发紧密地联系起来。那么，中国公募基金和私募基金行业的发展历史是怎样的？公募基金和私募基金在过去的收益和风险如何？公募基金经理和私募基金经理是否有选股能力和择时能力？在信息披露有限的情况下，我们应该怎样衡量私募基金的业绩，投资人应该怎样选择私募基金？本书通过详尽的数据分析与严谨的模型，尝试从多个维度回答以上问题。

在第一篇，我们对我国公募基金行业进行了细致的研究。中国公募基金行业是在 20 世纪 90 年代初与证券市场同步产生和发展起来的。1997 年 11 月《证券投资基金管理暂行办法》的出台标志着基金业步入规范化和跨越式发展的轨道。2003 年 10 月《证券投资基金法》颁布后，基金业进入了在法律约束下以市场竞争为主导的发展模式。2012 年 12 月，《证券投资基金法》的修订及一系列配套法规与准则的制定，在各方面放宽了原有的诸多限制，给公募基金搭建了更为广阔的舞台，同时也带来了银行、信托、保险以及私募等机构竞争者，公募基金行业从此步入全面市场化发展的新阶段。截至 2015 年底，我国累计发行的公募基金达到 4118 只，这些基金管理的资产规模超过 8.3 万亿元。公募基金已成长为资本市场中最重要的机构投资者之一。

相比于成熟的资本市场，中国公募基金行业还处于发展的初期阶段。怎样帮助投资者深入全面地理解公募基金的发展与收益特征是决定公募基金行业在竞争日益激烈的财富管理领域进一步发展的最重要因素之一。因此，本篇详细回答了以下问题：（1）公募基金行业的总体发展状况如何？（2）主动管理的公募基金能否在长期相较被动管理的指数基金获得更高的风险调整后的收益？（3）公募基金经理们是否具有选股能力和择时能力？（4）公募基金的业绩有没有持续性？我们希望通过定性的归纳总结和定量的数据分析，帮助公募基金的投资者以及其他的相关方获得这些问题的答案。

在本书的第二篇，我们对我国的私募基金行业进行了深入的讨论。与公募基金相比，我国的私募基金经历了更加曲折的发展历程。从20世纪90年代私募基金在缺少法律规范的环境下潜滋暗长到2004年借道信托发行从而实现阳光化，从2013年的《证券投资基金法》对私募基金法律地位的认识到2014年的私募基金管理人登记及私募基金备案制度的出台，我国的私募基金行业已经从过去的野蛮生长时代，走向了适度监管、规范化发展的新时代。

我国私募基金行业随着A股市场的上涨和相关政策的出台，在2015年迎来了爆发式的增长。截至2015年底，累计发行的私募基金已达两万余只，在基金业协会登记的私募证券投资基金管理人超过一万家。由于私募基金在投资者、监管、策略和风险等方面存在其独有的特点，无论是从我国资本市场长期健康发展的角度，还是从满足我国居民理财需求的角度，私募基金都具有其他产品不可替代的地位。

在第二篇，我们主要回答了以下几个问题：（1）中国的私募基金行业是如何发展起来的？（2）追求绝对收益的股票型私募基金的收益和风险如何？（3）股票型私募基金经理是否可以通过选股或择时能力给投资者带来超额收益？（4）投资者是否可以根据股票型私募基金过往的业绩表现，来判断其未来的业绩？也就是说，私募基金的业绩是否具有可持续性？

由于私募基金信息披露不足的特点，一般的投资者甚至监管机构很难判断私募基金表现的优劣。在本书的第三篇，我们提出了一套适用于我国的私募基金评级体系。我们注意到，与私募基金行业的快速发展形成对比的是我国私募基金评级发展的相对滞后。在发达的资本市场，私募基金评级对行业的发展起着重要的推动作用，专业的评级结果为投资者的投资决策和监管部门的监管政策制定提供了重要的科学依据。而我国目前现有的私募基金评级尚处于起步阶段，无法适应该行业爆发式发展的需要。

纵观成熟资本市场的发展历史，我们可以看到公正科学的评级体系在保护投资者利益，提高监管效率和促进行业发展中发挥着不可替代的作用。基于这样的目标，我们在对现有评级方法进行深入研究的基础上，开创性地提出了基于效用函数理论的加权平均私募基金评级体系。我们的评级体系采用严谨的定量分析方法，科学选择能够最好衡量私募基金风险收益特征的指标，并基于效用函数理论为各个指标分配权重。因此，我们的评级结果既具有严谨的经济学理论基础，又兼顾了业界对评级方法实用性的需要，实现了国内私募证券投资基金业绩评价方法上的巨大突破。

本书力求通过客观、独立、深入、科学的方法来研究中国公募基金和私募基金的相关问题，从而帮助业界和投资者对中国的公募和私募基金行业的发展历史形成一个清晰的脉络，对公募和私募基金行业的现状有一个深入的理解，对公募和私募基金行业的未来发展方向有一个更全面的认识。

本书的完成离不开清华大学五道口金融学院的支持及民生财富管理研究中心工作人员陈卓、门珪、张存彦、姜白杨等对本书写作做出的贡献。此外，本书还要感谢来自学界、业界、监管机构各方人士在书稿写作过程中提供的帮助。最后，本书作者特别鸣谢民生银行对清华大学五道口金融学院民生财富管理研究中心的慷慨捐赠，使得本书能够顺利完成，在这里一并致谢。

目 录 CONTENTS

第一篇 2016 年中国公募基金研究报告

第一章 中国公募基金行业发展概览 / 3

一、简要历程	3
二、发展现状	6
(一) 基金数量	6
(二) 基金的资产管理规模	8
(三) 基金分类	10
(四) 基金费率	14
三、小结	16

第二章 主动管理与被动管理

——股票型公募基金能否战胜大盘指数 / 17

一、绝对收益分析	18
(一) 年度收益率的比较	19
(二) 基金超越指数的比例	21
(三) 累计收益率的比较	22
二、风险调整后收益分析	23
(一) 夏普比率	24
(二) 索丁诺比率	28
三、股票型基金的收益率、夏普比率和索丁诺比率的相关性	33
四、小结	35

第三章 优秀业绩缘何而来

——公募基金经理的选股与择时能力 / 36

一、选股能力分析	38
----------	----

二、择时能力分析	41
三、区分基金经理的能力与运气	44
四、小结	52

第四章 公募基金的业绩是否具有持续性 / 53

一、收益率持续性的 Spearman 相关性检验	54
二、收益率持续性的绩效二分法检验	56
三、收益率持续性的描述统计检验	60
四、夏普比率持续性的描述统计检验	70
五、小结	78

第二篇 2016 年中国私募基金研究报告

第五章 中国私募基金行业发展历史与现状 / 81

一、私募基金和公募基金的主要区别	81
二、私募基金的发展历史	84
三、私募基金的行业现状	90
(一) 基金数量	91
(二) 基金的实际发行规模	93
(三) 基金发行地点	94
(四) 基金的投资策略	95
(五) 结构化与非结构化基金	96
(六) 基金费率	97
(七) 基金管理人数目	98
(八) 基金管理人的员工人数和企业性质分布	99
(九) 基金管理人的注册地和办公地分布	100
(十) 六个主要注册地区的基金管理人数目和员工人数	102
(十一) 六个主要办公地区的基金管理人数目和员工人数	103
(十二) 六个主要注册和办公地区基金管理人数量的交叉分布	105
(十三) 基金管理人的成立与登记时间	106
(十四) 基金管理人的注册资本与实缴资本	108
四、小结	109

第六章 私募基金能否战胜大盘指数及公募基金 / 111

一、收益率的比较	112
----------------	-----

(一) 四类股票型私募基金与大盘指数的比较	113
(二) 年度收益率的比较	119
(三) 私募基金超越大盘指数的比例	121
(四) 累计收益率的比较	122
二、风险调整后收益指标的比较	124
(一) 夏普比率	124
(二) 索丁诺比率	134
(三) 收益—最大回撤比率	145
三、四个收益指标的相关性分析	155
四、小结	157
第七章 私募基金经理是否具有选股和择时能力 / 159	
一、选股能力分析	161
二、择时能力分析	169
三、选股能力和择时能力的稳健性检验	175
四、能力还是运气	193
五、小结	201
第八章 私募基金的业绩可持续吗 / 203	
一、收益率持续性的绩效二分法检验	204
二、收益率持续性的 Spearman 相关性检验	209
三、收益率持续性的描述统计检验	211
四、夏普比率持续性的描述统计检验	239
五、小结	263
 第三篇 道口私募基金评级体系	
 第九章 评级体系的意义与目标 / 267	
第十章 现有的私募基金评级体系 / 269	
一、基于加权平均方法的评级体系	269
二、基于效用函数理论的评级体系	269
第十一章 道口私募基金评级体系 / 273	
一、评级思路	273

二、评级样本选取.....	274
三、常用私募基金收益与风险指标.....	275
四、评级步骤.....	278
五、如何使用本评级体系.....	280

第十二章 私募基金评级结果 / 281

一、三年期评级结果：2013 ~ 2015 年	281
二、五年期评级结果：2011 ~ 2015 年	285
三、小结.....	299

参考文献 / 300

第一篇

2016年中国公募基金研究报告

中国公募基金行业发展概览

一、简要历程

公募基金是指通过发售基金份额，将众多不特定投资者的资金汇集起来，形成独立财产，委托基金管理人进行投资管理，基金托管人进行财产托管，由基金投资人共享投资收益，共担投资风险的集合投资方式。基金管理机构和托管机构分别作为基金管理人和基金托管人，一般按照基金的资产规模获得一定比例的管理费收入和托管费收入。因此公募基金具有集合理财、专业管理、组合投资、分散风险、严格管理、信息透明、独立托管、保障安全等特点。我国公募基金行业是在改革中产生和成长起来的，它的整体发展历程也是一个在探索中不断走向法制化、市场化的过程，其发展主要分为以下几个阶段：

第一阶段：1991～1997年，公募基金的萌芽阶段。早在1991年我国证券市场建立之初，就有地方性金融机构发行以国内投资者为募集对象的投资基金，其中“珠信基金”是在1991年7月经中国人民银行珠海分行批准设立，由珠海国际信托投资公司独家发起和管理的最早的老基金。^①1992年各地老基金的发行速度开始加快，仅这一年，被批准成立的基金就达57只。由于在当时公募基金属于新生事物，相关的法律规范相对滞后，还没有一部证券投资基金监管方面的法规，仅有的一部地方性法规是1992年6月，由中国人民银行深圳经济特区分行颁布的《深圳市投资信托基金管理暂行规定》，但其适用范围仅限于在深圳注册或者在深圳证券交易所上市的基金。

由于缺乏法律监管体系，公募基金的设立和管理体系相对混乱。20世纪90年代初，央行、央行的省级分行、各地政府都可以批准设立基金和基金管理公司。经

^① 此阶段发行的公募基金被称为“老基金”，与根据1998年颁布的《证券投资基金管理暂行办法》成立的“新基金”相区别。

地方政府或者央行省级单位批准的基金在运作过程中为各地政府、部门，甚至为个别企业利益考虑的现象并不鲜见。公募基金在运作过程中同样存在普遍的不规范行为，由于老基金的组织结构不够健全，存在基金管理公司与基金托管人相互关联的现象。同时基金的治理结构和内部控制机制严重匮乏，有的基金随意变更投资范围，有的基金还高比例地持有高风险证券或对房地产和实业进行重点投资。例如，在 1992 年和 1993 年，海南省的房地产市场开始形成泡沫，结果不少基金被套了进去，这些违规行为给投资者带来了巨大的损失。

为了整顿基金市场秩序，1993 年 5 月中国人民银行总行发出《关于立即制止不规范发行证券投资基金和信托受益债券做法的紧急通知》，要求省级分行制止不规范发行证券投资基金和信托受益债券的做法，未经总行批准，任何部门一律不得越权审批。同时对 1993 年 4 月以前未经总行批准成立的基金进行全面清理整顿。通知下达之后，各级分行未再批准任何基金的设立。截至 1997 年，我国共成立 75 只证券投资公募基金，经整顿重组后为 22 只。这一时期的公募基金虽然处在“野蛮”生长阶段，但能够在我国建立不久的市场体系中自然产生，表明公募基金是顺应了人们的投资需求而产生的。

第二阶段：1997 ~ 2012 年，公募基金的规范化发展阶段。1997 年 10 月，经国务院批准由国务院证券委发布《证券投资基金管理暂行办法》，对基金设立、募集和交易，基金托管人、基金管理人、基金持有人的权利和义务等方面做了详细规定。1998 年 3 月 23 日，“基金金泰”、“基金开元”获准发行，成为我国第一批规范的封闭式公募基金。

1998 年中央提出国有企业三年脱困的目标，脱困的前提是解决好企业融资难问题，当时银行系统已经无法解决企业发展的资金需求，所以加快资本市场建设成为关系到国有企业改革成败的大事。而大力发展公募基金，可以培育一批机构投资者，让个体投资者通过购买基金间接投资于股市，从而将储蓄资金转化为直接投资。新基金就是在这样的背景下发展起来的，因此得到了国家政策的大力扶持。1998 ~ 2000 年期间，新基金拥有新股配售的特权；1999 年 10 月国务院批准保险公司通过购买公募基金间接进入证券市场以实现保险资金的保值增值；2001 年 12 月财政部和劳动保障部发布了《全国社会保障基金投资管理暂行办法》，也允许社保基金投资于上市流通的公募基金以应对通货膨胀对养老金的销蚀，这样新基金的规模得到迅速壮大。

然而初期监管部门对公募基金的监管重点放在基金的发起设立方面，对基金的交易监管不足。当时公募基金的封闭性使得投资者不能对基金管理公司的投资和运作产生任何硬性约束，这也为基金管理公司利用基金资产向本公司或关联方进行利益输送提供了方便，封闭式基金已不能满足市场的要求。2000 年 10 月，《财经》杂志揭露基金管理公司利用基金的封闭性进行投机的“基金黑幕”事件，直接催

化了我国开放式公募基金试点的进程。2000年10月，证监会发布《开放式证券投资基金试点办法》，2001年9月，首只开放式公募基金“华安创新”设立，此后开放式公募基金得到快速发展。

2003年10月《证券投资基金法》（以下简称《基金法》）通过，它以法律的形式确认了基金业在证券市场中的地位和作用，明确了市场主体的准入和约束机制，强化了基金管理人和托管人的法律责任和义务，进一步规范了基金运作，维护了市场秩序，有利于保护投资者的权益，增强基金投资者的信心。

随着我国加入世贸总协定，国外机构投资者加入了公募基金市场的竞争。2002年11月，证监会和中国人民银行联合发布《合格境外投资者境内证券投资管理暂行办法》，开展合格境外机构投资者（Qualified Foreign Institutional Investors, QFII）试点。2003年，我国QFII制度进入实施阶段。同年，开放式基金发行速度也明显加快，可供投资者选择的基金品种和数量迅速增加。为了应对日益激烈的竞争，基金管理公司在传统价值型基金、成长型基金、平衡型基金的基础上，开发了债券型基金和指数型基金等新的基金品种。此后公募基金的创新层出不穷，规模不断扩大，各种类型的投资基金不断涌现。2004年12月，国内首只上市型开放式基金（Listed Open-Ended Fund, LOF）——“南方积极配置基金”在深交所上市交易。2004年12月，国内首只交易型开放式指数基金（Exchange Traded Fund, ETF）——“上证50ETF”正式设立，首发规模达54.35亿份。

但是在2004年私募基金加入激烈的市场角逐后，法律、法规对于基金管理人主要股东的经营范围、基金的投资范围、募集申请等方面存在的诸多约束性规定使公募基金呈现出明显的劣势。面对私募基金在投资决策和分配制度等方面的优势，公募基金行业人才流失严重。因此，这一阶段公募基金行业是在政策的积极扶持、法律的严格监管和市场的激烈竞争这三重力量的共同作用下探索前行的。

第三阶段：2012年至今，公募基金的市场化发展阶段。随着全面资产管理时代的到来，2012年，基金行业迎来了中国金融创新的元年。这一年，不仅《证券投资基金法》（以下简称《新基金法》）做出了重大修订，证监会还密集出台了《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定（征求意见稿）》、《关于深化基金审核制度改革有关问题的通知》、《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》等相关政策、法规。2013年又相继发布了一系列与《新基金法》配套的法律法规，这些法律、法规将作为金融行业重要组成部分的公募基金行业推入巨大的市场化变革之中。

这一系列新规中针对公募基金行业的内容主要有以下几方面：放宽基金公司主要股东的经营范围，为非金融行业的企业设立基金公司留下余地；放宽公募基金的可投资范围，使公募基金能更贴合市场需求，拥有更多的商业机会；允许多种形式

设立基金公司，允许基金经理持股；简化基金募集申请手续，拓宽了基金的销售渠道。这些新规的出台既为公募基金行业的发展奠定了更为健全的制度基础，给公募基金搭建了更为广阔的舞台，也为原有的公募基金带来了银行、信托、保险以及私募等机构竞争者，使基金市场上的竞争更加激烈。因此，在这一阶段公募基金业面对的是前所未有的机遇，同时也必须接受日益严峻的挑战。

随着近几年余额宝与天弘基金合作获得巨大成功，众多互联网公司和公募基金合作推出各类“宝”产品，互联网+货币市场型基金成为各基金公司之间竞争的重要砝码。在互联网金融平台上公募基金与大数据的结合，为基金在满足投资者需求前提下的创新带来无限可能，公募基金行业开始进入全面市场化的加速发展阶段。

二、发展现状

接下来我们将从公募基金的数量、资产管理规模、基金分类及基金费率四个方面描述公募基金行业的总体发展情况。本报告的研究范围为 1991~2015 年间发行的所有公募基金，为防止研究结果受到生存偏见（Survivorship Bias）的影响，报告中使用的数据包括目前在运营和停止运营的全部公募基金数据。本报告中所用数据全部来自 Wind 资讯。

（一）基金数量

1991~2015 年，我国累计成立的公募基金总量已达到 4 118 只，其中截至 2015 年底还继续运营的公募基金为 3 867 只，已经停止运营的基金为 251 只。

图 1-1 展示了 1998~2015 年每年新成立及继续运营的公募基金的数量，它清晰地反映了我国公募基金行业的历史发展轨迹。从图中可以看出，我国公募基金行业在 1998 年以发行 5 只新基金的“业绩”艰难起步，而且“创业”的道路并非一帆风顺，其间经历了一些曲折和重挫，如 2000 年和 2001 年每年发行的基金数量仅为 2 只和 8 只，可能是这两年中爆出的“基金黑幕”和“基金超额申购”事件的负面影响所导致的。2002 年开放式公募基金的连续发行为公募基金行业带来了转机，2003 年 10 月《基金法》的出台更是为接下来行业的快速发展做了准备。2004 年公募基金行业开始进入加速发展的轨道，当年基金发行量为 51 只，此后随着基金品种的不断推陈出新，每年成立的基金数量呈递增态势，尤其是在 2008~2013 年期间，基金发行数量年年攀上新高。虽然在 2014 年基金的发行量稍有回落，发行了 598 只，但 2015 年又猛增至 1 367 只，较 2014 年的发行量增长了一倍还多，