



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

证券投资基金业绩评价研究

范新安 / 著

THE STUDIES ON PERFORMANCE EVALUATION OF
SECURITY INVESTMENT FUNDS



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

河南省高等学校青年骨干教师资助计划项目 (2012GGJS-230)

证券投资基金业绩 评价研究

范新安 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资基金业绩评价研究 / 范新安著. — 北京:
经济科学出版社, 2014. 3

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4211 - 2

I. ①证… II. ①范… III. ①证券投资 - 投资基金 -
经济评论 - 研究 IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 000521 号

责任编辑: 周国强

责任校对: 杨晓莹

责任印制: 邱 天

证券投资基金业绩评价研究

范新安 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 - 88191522

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: //jjkxcs. tmall. com](http://jjkxcs.tmall.com)

北京汉德鼎印刷厂印刷

三河华玉装订厂装订

710 × 1000 16 开 14.5 印张 240000 字

2014 年 3 月第 1 版 2014 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4211 - 2 定价: 46.00 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)

前言

世界上第一只证券投资基金于 1868 年在英国设立。自 20 世纪 20 年代传入美国以后,证券投资基金在世界范围得到了极大的发展和普及。目前,不管是基金的数量、规模,还是基金的类型、组织形式等方面都有了相当大的发展。伴随着中国证券市场发展起来的证券投资基金也在整个经济环境中扮演着越来越重要的角色。

随着中国经济的发展、资本市场的日益完善,证券投资基金作为机构投资者对证券市场的影响越来越大。但是,证券投资基金是否像宣传的那样能够专家理财、分散投资、获得超过市场的回报,这一直受到人们的质疑。而对于基金的业绩表现及其在资本市场中所起的作用引起了各界广泛的关注。虽然,随着基金的迅猛发展,有关基金业绩评价文章也经常见诸报端,而且专门从事基金评价的机构也已经出现,但是这些研究大都是简单引用国外方法和指标来进行的业绩评价的,并没有新的理论和方法的提出;同时在实证方面也没有考虑中国基金发展的实际情况以及中国相关政策对基金的影响,从而导致所进行的业绩评价不仅实证结果上有显然的偏差,在理论上也没有任何创新。如何结合中国基金的实际情况,采用新的理论对基金业绩进行评价,不仅具有很高的理论价值,对于中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。

本书共分六章:

第一章:绪论。本章作为开篇,首先介绍了本书的选题背景和意义,然后对本书的主要内容、研究方法以及创新点进行了介绍。

第二章:文献综述。本章分两部分介绍了国外和国内在基金总体业绩评

价、择股择时能力评价、业绩持续性评价三个方面的相关文献，并指出目前基金业绩评价中存在的问题，为下一步的理论研究和实证分析打下基础。

第三章：基金总体业绩评价研究及实证分析。本章首先介绍三大经典业绩评价指标以及在此基础上的一些新的指标，同时探讨了这些业绩评价指标的适用性和局限性，然后结合风险特性分析，提出了扣除保险成本后的无风险收益作为基金总体业绩的评价指标，最后应用这些方法对中国基金的总体业绩进行了实证分析。

第四章：基金择股择时能力研究及实证分析。本章首先对基金择股择时能力的参数模型和非参数模型进行了介绍，并指出其适用性，然后对中国开放式股票型基金总体和单个的择股择时能力进行了实证分析和评价。

第五章：基金业绩持续性研究及实证分析。本章从参数方法和非参数方法两个角度对基金业绩持续性的研究方法进行了相关介绍，并对基金业绩的持续性的理论解释也进行了进一步的说明，最后利用相关方法对中国基金的业绩持续性进行了实证分析。

第六章：结论与展望。本章对全书进行全面性的总结并对基金业绩评价的未来发展进行了展望。

作者

2014年1月

目 录

第一章 绪论	1
第一节 选题背景及意义	1
第二节 研究方法	4
第三节 研究框架及内容	5
第四节 创新点	7
第二章 文献综述	9
第一节 国外基金业绩评价文献综述	9
一、国外基金总体业绩评价研究	10
二、国外基金选股择时能力研究	18
三、国外基金业绩持续性研究	26
四、对国外基金业绩评价的评述	28
第二节 国内基金业绩评价文献综述	29
一、对国外基金业绩评价方法的引入及综述	29
二、国内基金总体业绩评价研究	32
三、国内基金选股择时能力研究	34
四、国内基金业绩持续性研究	36
五、对国内基金业绩评价的评述	37
第三节 本章小结	38
第三章 基金总体业绩评价研究及实证分析	40
第一节 基金总体业绩评价指标	40

一、经典的基金总体业绩评价指标	41
二、基金总体业绩评价指标的发展	45
第二节 基于保险成本的基金总体业绩评价指标	54
一、基金总体业绩评价中的风险计量	54
二、基于保险成本的基金总体业绩评价研究	58
第三节 基金总体业绩评价实证分析	62
一、实证样本及数据来源	62
二、实证结果及分析	65
第四节 本章小结	113
第四章 基金择股择时能力研究及实证分析	116
第一节 基金择股择时能力的检验方法	117
一、基金择股择时能力检验的参数方法	117
二、基金择股择时能力检验的非参数方法	123
三、基金择股择时能力检验最新的研究方法	128
第二节 基金择股择时能力整体特征分析	136
一、中国基金择股能力整体分析	136
二、中国基金择时能力整体分析	140
三、中国基金羊群效应分析	143
第三节 基金个体择股择时能力实证分析	146
一、数据来源及方法	146
二、实证结果及分析	146
第四节 本章小结	157
第五章 基金持续性研究及实证分析	159
第一节 基金持续性检验方法	160
一、横截面回归法	160
二、基于双向表的检验方法	161
三、史毕尔曼秩相关系数检验法	164

四、扫描统计量法	165
第二节 基金持续性的理论解释	167
一、数据质量假说	167
二、股票惯性假说	169
三、基金经理才能假说	171
第三节 基金持续性实证分析	173
一、横截面分析	173
二、秩相关分析	178
三、交叉积比率分析	184
四、扫面统计量分析	185
第四节 本章小结	189
 第六章 结论与展望	 192
第一节 本研究结论	192
第二节 未来展望	195
 附录 A 中国基金一览表	 198
附录 B 样本基金及代码对照表	204
参考文献	210

第一章

绪 论

第一节

选题背景及意义

证券投资基金是一种利益共享、风险共担的集合证券投资方式，即通过发行基金单位，集中投资者的资金，由基金托管人托管，由基金经理管理和运用资金，从事股票、债券、外汇、货币等金融工具投资，以获得投资收益和资本增值。证券投资基金既是一种集合投资的金融制度，也是一种金融组织，与商业银行、保险公司等一起构成金融市场上重要的机构投资者，还是一种重要的投资理财工具。证券投资基金在不同国家或地区称谓不尽相同，美国称为共同基金（mutual fund），英国和中国香港称为单位信托基金（unit trust），日本和中国台湾称为证券投资信托基金（investment company），在中国称为证券投资基金（security investment fund）。

基金业在中国属于“朝阳产业”，自1998年3月中国第一只证券投资基金——基金金泰成立以来，中国证券投资基金业开始发展起来。经过十多年的迅速发展，中国证券投资基金成功地实现了从封闭式到开放式、从资本市场到货币市场、从国内到海外、从对私到对公、从公募到专户的五大转变，走过了发达国家几十年走过的历程，取得了举世瞩目的成绩。截止到2009年7月10日，中国共有567只基金，其中开放式基金532家（股票型基金205家；混合型基金151家；货币型基金56家；债券型基金

120 家); 上市型开放式基金 34 家 (ETF 5 家, LOF 29 家); 封闭式基金 28 家 (沪市 13 家, 深市 15 家); 创新型基金 7 家, 具体的基金一览表见附录 A。

目前中国基金业管理资产总规模已超过 3 万亿元, 资产规模年复合增长率超过 90%, 基金持有的股票市值占股票市场流动性股票市值的比例已达 25%。基金的盈利能力也日渐体现。据天相统计数据显示: 2009 年披露半年报的 14 家基金公司旗下 98 只基金 2009 年上半年合计利润达到了 949 亿元。封闭式、股票型和混合型这三类基金上半年累计利润达 909 亿元, 其中, 5 只封闭式基金利润为 49.2 亿元, 42 只股票型基金利润达 672 亿元, 20 只混合型基金利润则为 188 亿元, 三项合计占全部基金盈利比例的 95.78%, 1 只 QDII 基金 2009 年上半年利润为 26.4 亿元, 10 只货币基金的利润为 23.2 亿元。而由于上半年债市涨幅较小, 18 只债券型基金的利润仅有 3.59 亿元^①。

中国基金虽然起步较晚, 但随着资本市场的迅速发展, 中国的证券投资基金现已成为证券市场最有实力和影响力的机构投资者, 中国证券市场可以说已开始步入以基金为代表的机构化投资时代。但是, 同迅速发展的证券投资基金市场相比, 有关基金业绩评价方面的研究在中国却相对滞后。一方面受中国基金市场发展的客观原因所制约; 另一方面就是国内在基金业绩评价方面缺乏创新, 更多的是对国外方法的介绍和综述, 或者利用已有的理论方法对中国基金业绩进行评价。而在实务界, 虽然也有一些专门化的评级机构出现, 但是由于缺乏客观公正的评价指标体系, 远远不能满足国家、市场监管者、投资者等各方面的需要。

在经过了 2007 年的牛市和 2008 年的熊市之后, 中国证券投资基金业正处于发展的关键阶段, 投资者对基金的热情越来越低, 基金发行的困难越来越大。造成这种局面一方面是受整个资本市场低迷的影响, 另一方面的原因就是投资者无法获得有关基金投资水平和盈利能力的客观评价信息, 基金的业绩评价很难满足基金投资者的需要, 而基金无论盈亏都会

^① 资料来源: 中国基金网 www.chinafund.cn。如无特殊说明, 下文中出现的“基金”均指证券投资基金。

获得一定的收益,从而使得投资者敬而远之。

通过国内基金业绩评价的理论研究和实务发展来看,如何结合中国基金的实际情况,采用更新的理论对基金业绩进行评价,不仅具有很高的理论价值,对于中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。

针对目前中国证券投资基金业绩评价的研究现状,笔者从硕士阶段开始接触资本市场就一直关注金融市场的风险计量问题。硕士阶段的论文从资本市场的有效性出发,以投资风险为突破口研究企业的融资结构风险。随着博士阶段进一步的深入研究,逐渐发现目前金融风险对于资本市场的影响越来越大,而对风险的计量却远远不能满足投资者需要。虽然关于风险计量有很多理论,但真正能够起到对投资有作用、使投资者能够准确计量、合理规避风险计量模式并不存在。在实际工作中人们普遍使用的还是传统的均值一方差模型,以方差(标准差)作为风险计量的工具,这种方法简单易懂,但是其缺陷也是很明显的。有鉴于此,作者一直在试图找到一种易于理解,便于使用的风险计量方法。在导师的提议下,开始选择以专家理财著称的基金作为研究对象。基金的风险计量问题也就成为本书研究的核心问题。

随着文献阅读的深入,笔者发现对于基金的风险计量只是基金风险管理的一小部分,而基金全面的风险管理既包括宏观风险管理,也包括微观风险管理;既包括基金公司的风险管理,也包括基金的市场风险管理,涉及面极广。鉴于此,作者就结合基金的投资风险计量,进一步将基金的业绩评价作为研究范围。通过基金的风险计量,以调整后的无风险收益率来对基金进行总体的业绩评价。而在实务界,基金业绩评价更多的是由专门的评级机构对基金进行的评级,为投资者提供参考。而基金评级机构基本上都是通过基金各个方面的指标构成的指标体系,并按照不同的权重进行加权平均后得到基金的最终得分来作为基金评级的标准。而不同的评级机构所选择的指标,权重的制定并不相同,因而最终的评级结果相差较大,本书详细介绍了不同指标的适用性及局限性,对实务界指标的选择有很大的参考价值,但是本书并没有对基金评级提出一个完整的评级指标体系,

这需要在进一步的研究中来完成。

在研究内容上,本书首先通过对风险特征的探讨,进而提出了以保险成本作为基金投资风险的计量,并以扣除保险成本后的无风险收益作为基金总体业绩评价的标准,判断基金是否获得有战胜市场的超额收益,这是基金业绩评价的核心内容。在基金总体业绩评价的基础上,我们进一步来探讨基金的超额收益来自于哪里,也就是基金是否具有择股择时能力,这一部分主要是将基金的超额收益归功于基金经理的能力,还是运气,从根源来分析基金的业绩。最后就是基金的持续性研究,也就是说,这些超额收益是否能够持续,投资者是否根据基金过去的业绩来对基金未来的业绩进行预测,也是基金业绩评价的最终目的,因为只有基金业绩具有了持续性,我们的业绩评价才有意义,才能够根据业绩评价的结果对投资者的基金选择有一定的参考意义。因而基金业绩评价的三个方面是逐步递进、从表面到实质、从过去到现在到未来的一个评价过程。

在数据来源方面,笔者通过在信托投资公司的实习,进一步获得了资本市场的相关数据以及行为金融方面有关理论,同时也发现了基金业绩评价中,中国目前的实证研究仅仅局限于周数据,而对于基金研究的高频数据基本上没有,这与基金的发展极不相称,本书正是基于这种考虑,选择了开放式基金的日收益率数据来进行实证分析。由于目前中国对于封闭式基金只要求其公布周净值,因而无法获取其日净值,只能采用周收益率来进行实证分析。

第二节

研究方法

本书主要使用了定量分析与定性分析相结合的研究方法,其中定量分析主要涉及统计分析方法和计量分析方法以及时间序列分析方法等,并且描述统计、相关分析、统计检验和回归分析等在本书中得到了较多的运用。本书所用到的软件分析工具主要为 Excel2003 和 EViewS5.0 计量分析软件。主要用到的方法如下:

第一, 理论与实证分析相结合。本书写作过程中查阅了大量文献, 特别注意分析有关基金评价的理论和资料, 针对国内外基金业绩评价中存在的问题, 提出了全新的理论模型——基于保险成本的业绩评价指标, 并结合中国证券市场的现实情况对这些理论进行总结和借鉴, 但是仅靠理论分析是不够的, 还必须要用实际数据来给予论证。在这一思路的指导下, 本书的一些结论都是通过对实际数据的合理分析研究得出的。

第二, 归纳与演绎方法。归纳与演绎是两种不同的推理方法。所谓归纳, 是指根据对某类事物中具有代表性的个体进行考察、分析, 以得出一般结论, 其具体做法是先摆事实, 后求结论。所谓演绎, 则是从一般知识和前提中推导出个别性结论的方法, 其具体做法是先假设, 后求证。本书通过实地调研和访问, 获得相关的信息和数据, 并通过对这些信息和数据进行统计、分析。本书的研究总体上以定量研究为主, 并结合定性分析的方法对中国基金的总体业绩、择股择时能力以及持续性进行了深入的分析。

在本书的写作过程中, 笔者还综合运用了行为金融学、财务管理学、宏观经济学、统计学、经济计量学、证券投资学、风险管理学、信息经济学、管理学等多学科的相关知识。

第三节

研究框架及内容

本书在借鉴国外证券投资基金的成熟理论和先进经验的基础上, 结合我国证券投资基金业的实际情况, 从基金总体业绩评价、择股择时能力和业绩持续性三个方面对基金业绩评价进行了理论研究和实证分析, 并对未来基金评级的发展提出了相关建议和展望, 以期给关心和帮助我国证券投资基金发展的管理者和投资者以参考和借鉴, 从而推动我国证券投资基金业的健康、快速、长远的发展。本书结构框架如图 1.1 所示。

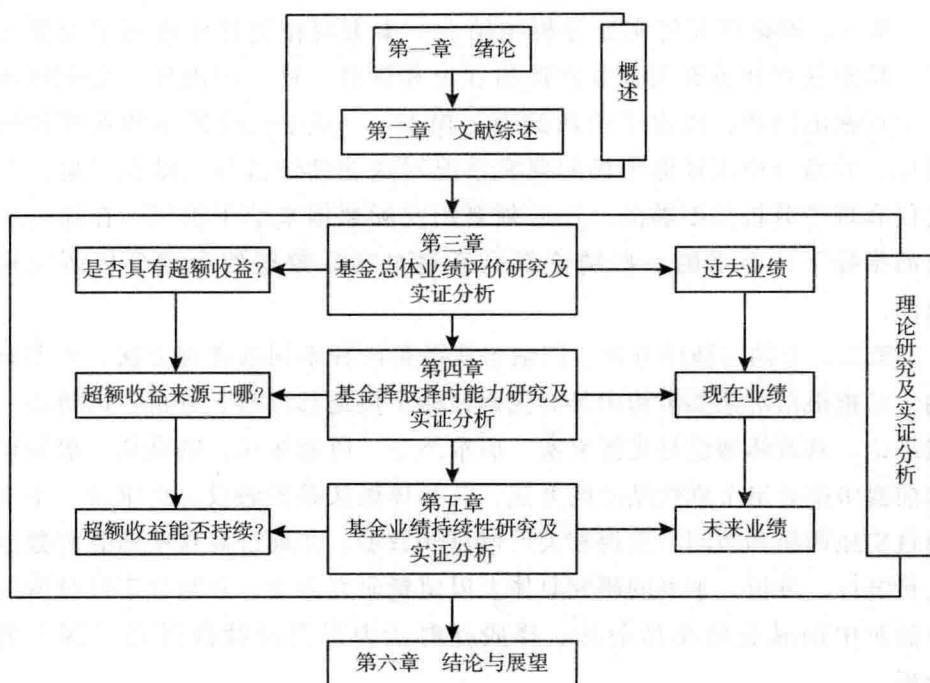


图 1.1 本书的技术路线框架

各章的具体内容如下：

第一章：绪论。本章首先从中国基金业迅猛发展的形势，以及学术上国内现有研究的不足，凸显了基金业绩评价的紧迫性，并结合自己的研究经历，促成了本书的选题。然后，提出了本书的研究框架、研究内容及创新点。

第二章：文献综述。本章按基金业绩评价发展的历程分两部分介绍了国外和国内在基金总体业绩、选股择时能力、业绩持续性三个方面的相关文献，指出目前基金业绩评价中存在的问题，为下一步的理论研究和实证分析打下基础。

第三章：基金总体业绩评价研究及实证分析。本章首先给出了基金总体业绩评价各种方法的含义和计算方法，并对各种评价方法的适用性进行深入研究。然后在此基础上，利用期权思想提出了风险计量的新工具——

保险成本，并以此提出了基金的无风险收益率指标作为基金总体业绩评价的新指标，最后对中国基金总体业绩进行了实证分析。

第四章：基金择股择时能力研究及实证分析。本章首先介绍了国外基金择股择时能力研究的常用方法，主要分析了参数方法、非参数方法、DGTW 业绩分解模型、费马业绩归属模型的含义、计算方法及适用性。然后对中国基金的总体择股择时能力、羊群效应以及单个基金的择股择时能力进行实证分析。

第五章：基金业绩持续性研究及实证分析。本章首先介绍和引入了国外常用的基金持续性研究方法，即横截面回归法、基于双向表的方法、史毕尔曼（spearman）秩相关系数检验和扫描统计量法等。然后对基金持续性的存在性进行了理论分析，最后基于以上方法对中国基金总体及单个基金业绩持续性进行实证分析。

第六章：结论与展望。本章对全书的研究结论进行了总结，并给出了基金业绩评价进一步发展的方向。

第四节

创新点

本书在以下几个方面可能有所创新：

第一，在理论研究方面：结合行为金融理论，针对基金总体业绩评价中的风险计量问题，根据期权的保险作用，利用期权定价模型来构造出保险成本，并以此作为证券投资基金的风险计量，改变了过去风险计量模式，并在此基础上利用扣除保险成本后的无风险收益率作为基金总体业绩评价的新指标对中国基金的总体业绩进行了实证分析。

第二，在实证方法的选择上：针对当前基金的择股择时能力的研究仅限于对单个基金的择股择时能力进行评价，而对于中国基金总体的择股择时能力没有进行分析，本书结合行为金融学中的羊群行为理论，选用股票集中度和行业集中度两个指标对中国基金总体的择股择时能力进行了实证分析。

第三,在实证数据选择方面:首先在样本基金的选择上,国内的文献开始几年集中在封闭式基金进行实证研究,而近几年随着开放式基金的迅速发展,更多的学者选择开放式基金作为研究对象,而很少有学者对封闭式与开放式基金的比较进行过深入研究,本书则利用最新数据,分别对封闭式基金以及不同类型的开放式基金进行比较研究,从整体上把握了中国市场上不同类型基金的业绩表现;其次,在数据选取方面,由于目前中国封闭式基金仅仅要求公布周净值,因而大部分的研究是以基金的周净值作为原始数据,根据基金的周净值来计算基金的投资报酬率,本书利用开放式基金的日数据和封闭式基金的周数据对中国所有基金进行了实证分析;最后,在时间段选择方面,选择2007年1月~2009年6月作为基金实证的时间段,并首次将整个实证期间划分为上升、下降和复苏三个阶段分别进行实证分析,可以更清楚地看出不同类型基金在不同时期的表现。

第二章

文献综述

基金的业绩评价主要是指对证券投资基金的实际运作效果进行全面的考核。评价的主要目的是为了考察基金在过去一段时间内是否取得了超额收益,分析这种超额收益是否来自于基金经理的选股能力和择时能力,最终判断这种获取超额收益的能力能否持续,从而为投资者未来判断基金的业绩表现提供依据。因而,基金的业绩评价主要包括以下三个方面:基金过去业绩的总体评价;基金经理的选股择时能力评价以及基金业绩的持续性评价。

本章按基金业绩评价发展的历程分两部分介绍了国外和国内在基金总体业绩、选股择时能力、业绩持续性三个方面的相关文献,指出目前基金业绩评价中存在的问题,为下一步的理论研究和实证分析打下基础。

第一节

国外基金业绩评价文献综述

国外基金业绩评价正式兴起于 20 世纪 60 年代。伴随着现代金融理论的建立和发展,证券投资基金业绩评价方法也逐步由单因素向多因素;由简单的线性到复杂的非线性;从有基准模型到无基准模型的发展,但是截止到目前,基金业绩评价并没有形成完全统一的认识。现有基金业绩评价方法大体可以分为两类:一类是基于基金收益率这一信息发展起来的方法,这也是最早产生的基金业绩评价方法。最著名就是特雷诺 (Treynor)