



基金业绩的持续性及投资策略模拟

■ 主要观点:

在国内的市场中,基金投资者普遍关注基金的短期业绩,并且众多的投资者会根据基金的短期业绩进行投资决策,但是结果往往不尽人意。某一时段内排名靠前的基金,经常在投资者购入后就辉煌不再。在海外成熟市场,学术研究和投资实践都表明,优秀基金的业绩很难持续。作为新兴的市场,国内基金的业绩更是频频变脸。对国内基金业绩持续性的考察表明,整体上,国内基金业绩也不具有持续性。依据基金短期业绩投资的策略效果不佳,依据长期表现一致性强或综合能力评级高的策略进行投资,短期内(一年)的业绩也不显著,但在中期内(3年)业绩比较显著。

代宏坤

执业证书编号: S0870511060001

021-53519888-1903

Daihongkun@sigchina.com

周玉婵

执业证书编号: S 0870108060854

日期: 2011年06月13日

报告编号:

相关报告:

在国内的市场中，基金投资者普遍关注基金的短期业绩，并且众多的投资者会根据基金的短期业绩进行投资决策，但是结果往往不尽人意。某一时段内排名靠前的基金，经常在投资者购入后就辉煌不再。在海外成熟市场，学术研究和投资实践都表明，优秀基金的业绩很难持续。作为新兴的市场，国内基金的业绩更是频频变脸。对国内基金业绩持续性的考察表明，整体上，国内基金业绩也不具有持续性。依据基金短期业绩投资的策略效果不佳，依据长期表现一致性强或综合能力评级高的策略进行投资，短期内（一年）的业绩也不显著，但在中期内（3年）业绩比较显著。

基金业绩持续性考察

国外的多项研究表明，在某些阶段，基金投资中存在一种“热手”(hot hand)现象，即某一时段业绩好的基金会连续地取得良好的业绩。国外研究通过生存者偏差来解释这一现象，费率也是一个重要的因素，低费率的基金比高费率的基金业绩持续性更好。分析国内混合基金03年至2010年的数据表明，国内基金的业绩持续性不显著。

如果投资者根据当年的业绩来选择基金，在下一年同样能取得超过平均业绩的可能性不大。遵循 Goetzmann 和 Ibbotson(1994)、Malkiel(1995)的方法，构建双向表来评估基金业绩的预测能力（见表1）。在表中，定义成功者（失败者）为在过去的一年中业绩超过（落后）平均值的基金。数据表明，在2003年至2010年，国内基金业绩不具有持续性，当年业绩好并且在下一年继续表现好的基金所占比例不均衡，在有的年份超过50%，如2003年和2006年的赢家，在下一年度能够继续成为赢家的可能性较大，比例分别达到57.1%和60%，在其他的年份，这一比例较小。说明如果投资者根据当年的业绩来选择基金，在下一年同样能取得超过平均业绩的可能性不大，这一“热手”投资策略在国内效果不显著。相反，那些在当年表现较差，业绩落后于平均回报的基金，在下一年度能够翻身，成为业绩超越平均回报的赢家的可能性也不显著，除了2007年和2008年这一比例超过60%外，其他的年份，输家在下一年能翻身的可能性都较低（表1）。对投资者来说，不能只根据基金一年业绩的好坏来选择基金进行投资，那些业绩较好的基金下一年不能保证有同样的好业绩，同样的，那些业绩落后的基金，在下一年也未必能翻身。投资者不宜以基金的短期业绩（一年）作为投资决策的重点，基金的管理能力、投资风格、费率等因素更为重要。

表 1: 基金业绩持续性不明显

年度	下一年		赢家重复 的比例	输家成为 赢家的比例	备注（统计 基金数量）	
	赢家	输家				
2003	赢家	4	3	57.1%	42.9%	14
	输家	3	4			
2004	赢家	7	9	43.7%	56.3%	32
	输家	9	7			
2005	赢家	18	15	54.5%	42.4%	66
	输家	14	19			
2006	赢家	24	16	60%	40%	80
	输家	16	24			

2007	赢家	16	37	30.2%	66%	106
	输家	35	18			
2008	赢家	21	41	33.9%	66.1%	124
	输家	41	21			
2009	赢家	37	33	52.9%	47.1%	140
	输家	33	37			

数据来源：上海证券基金评价研究中心 wind

总体而言，基金的业绩是不具有持续性的。我们下面针对投资者采取的具体的投资策略，模拟在不同策略下基金的业绩，检验这些投资策略的有效性。

策略一：投资短期排名的顶级基金

我们首先模拟投资前一年热门基金的策略，统计这些组合在下一年的总体回报，检验这一策略的有效性。这种策略是指投资者在每年年初，从前一年基金的排名中挑选热门的基金，分别投资排名前 10、前 20 和前 30 的热门基金。例如，在 2011 年初，投资者购买在 2010 年排名前 10、前 20 和前 30 的基金，各年份采取同样的办法。

结果表明，购买上一年绩优的基金在下一年是熊市和震荡市的年份表现较好，而在牛市中表现不好。在 2004 年、2005 年、2008 年和 2010 年的熊市和震荡市场中，投资前一年领先基金的策略是有效的。在这些年份，前一年领先的基金收益都好于沪深 300 指数的回报，超越幅度都在 10-20 个百分点（见表 2）。但是这一策略在牛市时就无效了，在 2006 年、2007 和 2009 年，前一年领先的基金回报落后于沪深 300 指数的回报，落后的幅度较大，达到了 20-40 个百分点左右。国内基金的业绩虽然部分反映了基金的管理能力，但很大部分是由基金的风格与市场决定的。在不同的市场条件下，基金的仓位、行业配置和股票配置等因素决定了基金的不同表现。对于未来的市场走向，投资者很难作出判断，因此，购买上年绩效基金的策略无效。

表 2：前一年领先基金当年表现与指数的对比（%）

		TOP10	TOP20	TOP30
2004	模拟回报	-1.26	-	-
	沪深 300	-16.30	-	-
2005	模拟回报	3.59	6.20%	4.95%
	沪深 300	-7.65	-7.65	-7.65
2006	模拟回报	106.29	107.60	104.84
	沪深 300	121.02	121.02	121.02
2007	模拟回报	102.52	103.21	102.00
	沪深 300	161.5	161.55	161.55
2008	模拟回报	-45.03	-44.41	-43.30
	沪深 300	-65.95	-65.95	-65.95
2009	模拟回报	45.92	53.54	50.42
	沪深 300	96.71	96.71%	96.71
2010	模拟回报	3.63	2.81	2.61
	沪深 300	-12.51	-12.51	-12.51

数据来源：上海证券基金评价研究中心 wind

策略二：投资长期表现一致性强的基金

第二种策略是投资者既考虑基金相对长期的绩效，同样也考虑在不同市场状态下表现的持续性，用夏普比率（风险调整后收益）作为筛选的指标，夏普比率同时考虑了基金的超额回报及回报的波动性。考察在一个三年期中夏普比率为正值的基金，在短期（一年）和中期（三年）的表现，检验投资者购买这些“表现一致”的基金是否能取得良好的回报。

结果表明，那些历史上“表现一致”的基金，虽然短期内的表现受市场的影响较大，但在中长期业绩好于市场，甚至不受市场走势的影响。在短期内（一年）内，这些“表现一致”的基金在熊市和震荡市的表现好于市场，而在牛市中落后于市场（见表3），而在中长期（三年），这些基金表现远远好于市场，无论市场是怎样的走势（见表4）。这说明，投资者采用这种策略，短期内的有效性不确定，而在中长期内是有效的。

表3: 3年夏普比率为正值的基金在下一年度的表现 (%)

3 年夏普比率为正值的基金 沪深 300 指数 在下一年度的平均收益		
2005	103.17	121.02
2006	108.32	161.55
2007	-43.73	-65.95
2008	56.93	96.71
2009	4.29	-12.51

数据来源：上海证券基金评价研究中心 wind

表4: 3年夏普比率为正的基金在未来3年期的表现 (%)

3 年夏普比率为正值的基金 沪深 300 指数 在随后3年度的平均收益		
2003-2005 基金	138.43	96.84
2004-2006 基金	82.01	75.19
2005-2007 基金	-9.12	-41.40

数据来源：上海证券基金评价研究中心 wind

策略三：投资综合能力评级高的基金

第三种策略考虑那些综合能力评级高的基金，在短期和长期内的表现。上海证券基金评价体系对基金的进行综合评级，考虑基金过去三年的选股能力、择时能力和风险控制能力。我们认为基金在投资决策过程中的这三种能力，具有一定的预测性。以各年三年期综合评级为五星的混合基金构建一个组合，权重相同，考察这一五星组合在短期或中期内能否超越市场。

结果表明，三年综合评级为五星的基金在短期（一年）内的业绩优势并不显著，但是在中长期（三年）内的业绩优势较为显著。在短期（一年），与市场相比，五星基金业绩并不显著（表5），在5个年份中，只是在2008年的熊市和2010年的震荡市中超越了市场，但是中期（3年），五星组合的业绩在未来的三年都超过了市场，并且不需要考虑市场的状态（表6）。

表 5: 3 年综合评级为 5 星的基金在下一年度的表现 (%)

	3 年综合评级为五星的基金 在下一年度的平均收益	沪深 300 指数
2005	106.48	121.02
2006	125.84	161.55
2007	-40.54	-65.95
2008	51.67	96.71
2009	3.95	-12.51

数据来源: 上海证券基金评价研究中心 wind

表 6: 3 年综合评级为 5 星的基金在未来 3 年期的表现 (%)

	3 年综合评级为五星的基金 在随后 3 年度的平均收益	沪深 300 指数
2003-2005 基金	140.79	96.84
2004-2006 基金	107.51	75.19
2005-2007 基金	-8.42	-41.40

数据来源: 上海证券基金评价研究中心 wind

结论

在业绩的可持续性方面, 国内基金表现出了与海外成熟市场相似的特征, 即基金的业绩不具有可持续性。依据基金短期业绩投资的策略效果不佳, 依据长期表现一致性强或综合能力评级高的策略进行投资, 短期内 (一年) 的业绩也不显著, 但在中期内 (3 年) 业绩比较显著。投资者应该放弃根据短期业绩进行投资决策的做法, 考察那些在长期内表现出了较好选证、风险控制等能力的基金, 并且忽略组合短期的业绩波动, 进行长期的投资, 同时, 要关注基金总体的管理能力、投资风格、费率等因素。

分析师承诺

分析师 代宏坤 周玉婵

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。

上海证券基金评级定义

类别	分级及定义	
综合评级	★最低	★★★★★最高
选证评级	★最低	★★★★★最高
择时评级	★最低	★★★★★最高
夏普比率	★最低	★★★★★最高