



优质基金的基因

■ 主要观点：

在海外成熟市场，基金的投资成本是影响业绩的一项重要因素，因此，与基金成本相关的费率、换手率是挑选基金的重要考虑因素，投资者并不关注基金的选股能力和择时能力，因为成熟市场的基金并不具备选股与择时的能力。本文在界定优质基金和劣质基金的基础上，考察这两组基金在选股能力、择时能力、运作费率、换手率、规模和机构投资者持有比重六个方面的差别，试图寻找优质基金的基因。研究表明，在国内的投资实践中，投资者应重视基金的选股能力、机构投资者持有比重和基金的规模，而基金的择时能力、运作费率和换手率并不是重要的业绩影响因素。国内外的这些差异，可以由国内市场效率不高、散户参与度高和市场波动性大等特征来解释。

代宏坤

执业证书编号：S0870511060001

021-53519888-1903

Daihongkun@sigchina.com

高琛

执业证书编号：S0870110050001

021-53519888-1968

Gaochen@sigchina.com

日期：2011 年 06 月 20 日

报告编号：

相关报告：

面对市场上众多的基金，投资者的困惑是如何从中挑选出优质的基金。事实上，就算是同类型的基金，在运行一段时间后，业绩差距也会有天壤之别。因此，筛选基金是投资者面临的一个重要的问题。什么是好的基金，优质基金的根本特征是什么？这些问题是基金投资者普遍关心的。在海外成熟市场，基金的投资成本是影响业绩的一项重要因素，因此，与基金成本相关的费率、换手率是挑选基金的重要考虑因素，投资者并不关注基金的选股能力和择时能力，因为成熟市场的基金并不具备选股与择时的能力。本文在界定优质基金和劣质基金的基础上，考察这两组基金在选股能力、择时能力、运作费率、换手率、规模和机构投资者持有比重六个方面的差别，试图寻找优质基金的基因。研究表明，在国内的投资实践中，投资者应重视基金的选股能力、机构投资者持有比重和基金的规模，而基金的择时能力、运作费率和换手率并不是重要的业绩影响因素。国内外的这些差异，可以由国内市场效率不高、散户参与度高和市场波动性大等特征来解释。

选股能力

基金的评价关注的是相对业绩，即相对于自身基准的业绩，超越自身基金的部分称为超额收益。计算所有股票型基金在 2008 年、2009 年和 2010 年超额收益的平均值，把连续三年超额收益在平均值以上的基金称为优质基金，连续三年超额收益在平均值以下的称为劣质基金，确定出符合条件的优质基金 11 只和劣质基金 9 只（表 1）。

表 1: 优质基金与落后基金的研究样本

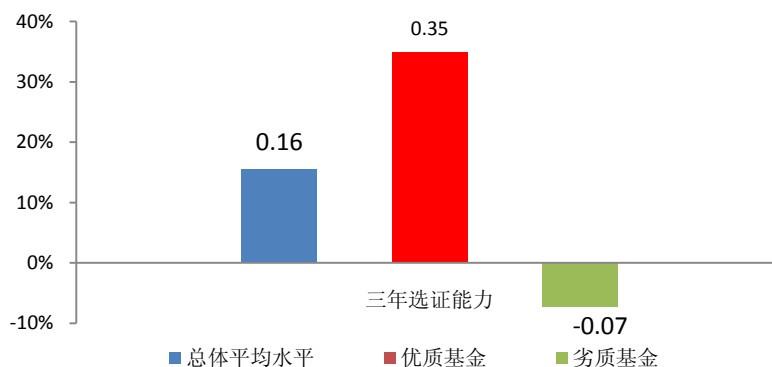
连续三年在超额收益均值之上的基金	连续三年在超额收益均值之下的基金
兴全全球	广发小盘
银华富裕	诺德价值
国泰金鹰	德盛优势
信诚精粹	诺安股票
泰达周期	融通动力
富国天合	天治核心
银华优质	长信增利
泰达成长	中欧趋势
国投创新	宝盈增长
建信价值	
国富弹性	

数据来源：上海证券基金评价研究中心 wind

优质基金显示出了显著的选股能力，而劣质基金在选股方面表现较差。选股能力表明了基金通过选择优质的证券来获取收益的能力。上海证券基金选股能力指标避免了基金选股收益波动性的干扰，更好的反应了基金选股能力获取的收益。选股能力指标是对基金由选股所产生的超额收益率的平均大小及其稳定性的综合度量，用基金选股所产生的超额收益率及其标准差的比值来定义基金选股能力，旨在避免将运气误当作选股能力。在海外成熟市场，基金不具备选股能力，在中国这一新兴市场，由于市场效率尚不高，散户参与的特征明显，证券价值被错估的可能性很大。基金公司通过研究，经选股获得超额收

益的可能性很大。实际上，我们的研究表明，超过 80% 的国内基金具备较好的选股能力。在这一方面，优质基金表现更加突出，大多数优质基金具备超强的选股能力，优质基金组的选股能力指标值达到了 0.35，而落后基金组的选股能力较差，甚至选股能力指标值为负，达到 -0.07（见图 1）。选股能力指标强表明这些基金具有较好的研究能力，能够通过深入的挖掘筛选出有价值的股票。

图 1: 优质基金的选股能力突出



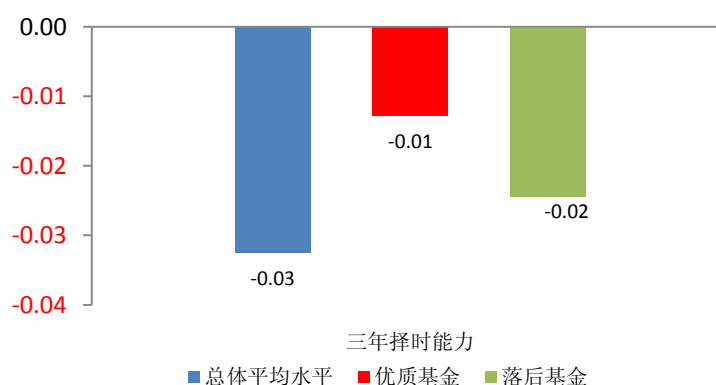
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

择时能力

把握趋势的择时能力，也是基金业绩的另外一个来源。为了避免基金择时收益波动性的干扰，更好的反应基金择时能力获取的收益，上海证券基金评价方法引入了基金择时能力指标。择时能力指标是对基金由择时所产生的超额收益率的平均大小及其稳定性的综合度量。用基金择时所产生的超额收益率及其标准差的比值来定义基金择时能力，旨在避免将运气误当作择时能力。

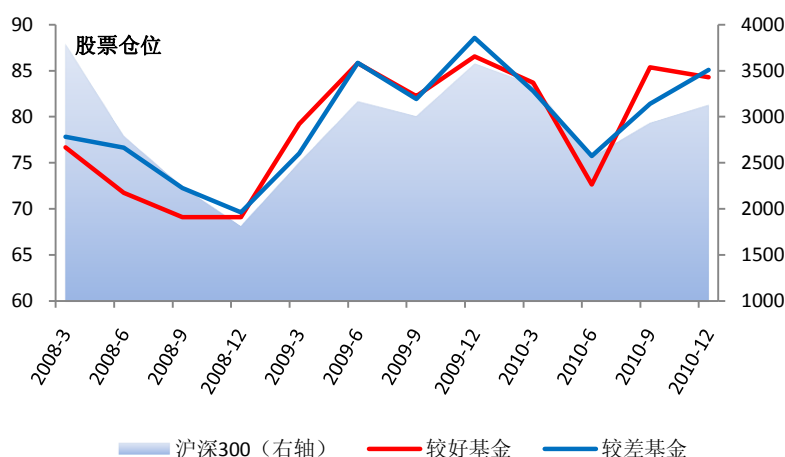
优质基金在择时方面做的并不好，总体上择时收益为负，在这方面并没有显示出与劣质基金的差别。海外成熟市场的研究和投资实践表明，基金总体上不具备择时能力，期望通过市场择时来获取超额收益的投资策略是危险的。与海外市场相一致的是，国内的投资实践也表明，国内基金总体上也不具备择时能力，接近 70% 的基金的择时收益为负值。优质基金组的择时能力指标值为 -0.01，落后基金组的择时能力指标值为 -0.02，基金总体的择时能力指标值为 -0.03（见图 2）。此外，优质基金与劣质基金在择时上的无差异也可以通过这两组基金的仓位来反映，优质基金与劣质基金在仓位上也没有明显的差异，在不同季度二者间的差异在 3 个百分点左右（见图 3）。这一结论表明，基金期望通过仓位、行业配置的频繁调整，试图把握住趋势来进行低买高卖的策略是失败的，在这方面，优质基金与劣质基金表现同样拙劣。

图 2: 优质基金与落后基金在择时能力方面的差别不显著



数据来源: wind、上海证券投资基金评价研究中心

图 3: 优质基金与劣质基金的仓位没有显著差异



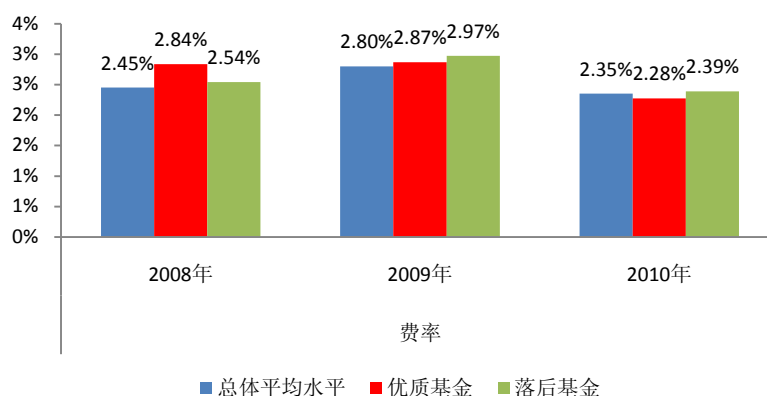
数据来源: wind、上海证券投资基金评价研究中心

运作费率

基金运作费用除了支付给管理人和托管人的费用外,还包括支付给渠道的销售服务费、给券商的交易佣金以及一些必要的信息披露费用等,这些均要从基金资产中列支,运作费用是投资收益的“隐性杀手”,高运作费率的基金从长期看降低了投资者的获利水平。

优质基金与落后基金在运作费率方面没有显著的差距。在海外成熟市场,费率与业绩负相关的关系非常明显,即费率高的基金,在长期内业绩会相对表现不好,因此,投资者把费率作为购买基金的一个重要的参考依据,回避那些费率相对较高的基金。而在国内的统计中,没有发现基金费率与业绩有显著的关系。基金总体、优质基金组与劣质基金组在运作费率上的差距不显著,总体运作费率在 2.5% 左右(图 4)。优质基金组在 2008 年运作费率高于劣质基金组 30 个基点,但是在 2009 年和 2010 年低于劣质基金组 10 个基点,总体上不显著。

图 4: 优质基金与落后基金在运作费率上差别不显著

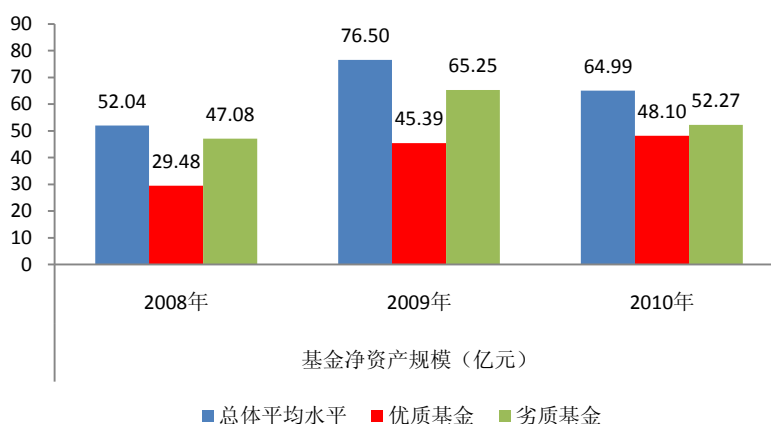


数据来源: wind, 上海证券基金评价研究中心

资产规模

优质基金的平均规模, 相对于劣质基金显得较小。海外成熟市场的投资实践表明, 当基金规模相对较小的时候, 它们更容易取得上佳的业绩, 但是当规模变大以后, 它们却失去了业绩上的优势。我们的研究也表明基金的规模的增大会制约其业绩, 中小规模的基金更容易取得了好的业绩。优质基金的平均规模小于基金总体规模均值, 在 2008 年和 2009 年的单边市里更为明显, 在 2010 年的震荡市中规模的差距不太明显 (图 5)。一般来说, 优质基金的规模普遍在 30 亿至 50 亿。基金的规模影响业绩, 主要是因为规模的增加会使投资的范围缩小; 其次是大规模基金具有更高的交易成本, 这一交易成本除了佣金外, 还包括交易带来的市场影响和机会成本等隐性成本; 第三个原因不太明显, 大规模的基金不像小规模基金那么灵活, 大规模基金在投资过程中的繁杂程序、组织的低效率, 使投资的重点放在了“过程”上而不是“判断”上, 最终影响了基金的总体业绩。

图 5: 优质基金的规模相对较小

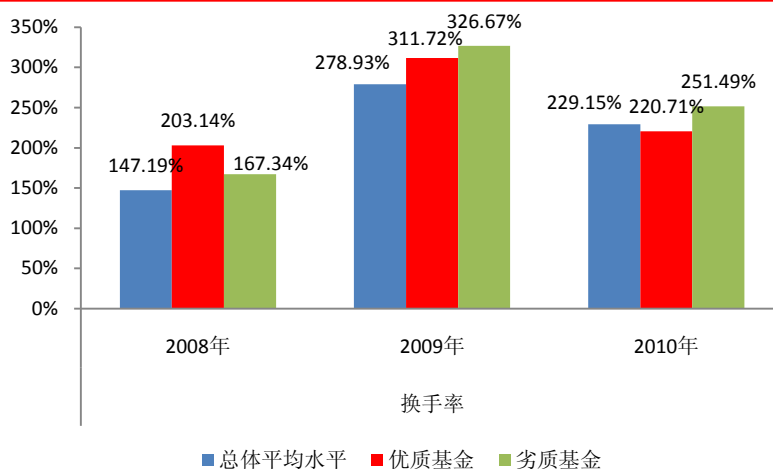


数据来源: wind, 上海证券基金评价研究中心

换手率

优质基金的换手率与落后基金的换手率也没有显著的差异。在海外成熟市场，基金的换手率近年来也有不断增加的趋势，但是总体上换手率在 65%-95%，与之相比，国内基金的换手率极度的高，近年来平均换手率在 250%左右，有的基金的换手率高达 2000%，这意味着基金每 18 天就调仓一次。总的来说，基金的换手率与业绩的关系不显著，优质基金的换手率与落后基金的换手率没有显著的差距（图 6）。在 2008 年的熊市中，优质基金的换手率稍高，可以理解为在熊市中通过基金的操作可以避免一定的系统性风险，而在 2009 年的牛市中，持有股票的策略业绩更优，积极的操作相反会影响基金业绩。

图 6: 优质基金与落后基金在换手率上差异不显著



数据来源: wind、上海证券投资基金评价研究中心

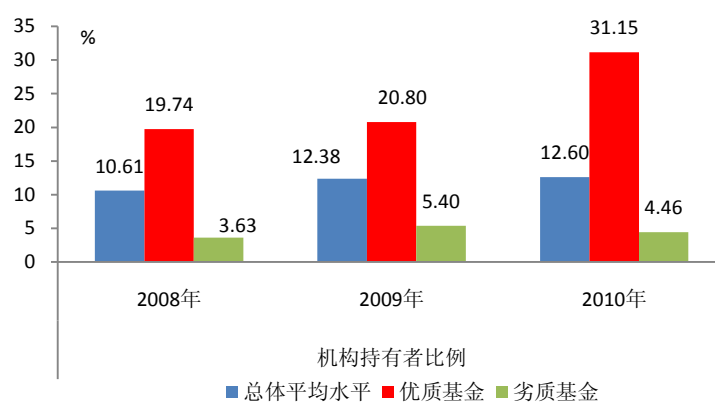
机构持有者比重

优质基金的机构持有者比重远远高于劣质基金。机构持有者比重反映了机构投资者对基金的认可度，这一指标在投资者挑选基金时可作为一个重要考虑因素。在 2008 年至 2010 年三年间，优质基金机构投资者持有比重均值为 23.9%，远远高于所有股票型基金均值的 11.86% 和劣质基金均值的 4.49%。分年度来看，优质基金的机构投资者持有比重分布在 19%-30% 之间，股票型基金总体的机构投资者持有比重在 10%-13% 之间，而劣质基金在 3%-6% 之间（见图 7）。可以看出，优质基金机构持有者的比重远远高于劣质基金。

结论

基金的业绩容易变脸，已为国内外的投资实践所证明。但是基金与基金之间的业绩差异仍然很大，因此，我们仍然要寻找优质的基金。这些优质基金表现出的特质是投资者要重点关注的方面，与海外的市场不同，国内优质基金在选股能力方面表现突出，机构投资者持有的比重较大，规模相对较小，这三个因素是影响基金业绩的相对重要方面，而择时能力、运作费率和换手率对基金业绩的影响不大。

图 7: 优质基金的机构持有者比重远远高于劣质基金



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

分析师承诺

分析师 代宏坤 高琛

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