



基金高换手率能带来好的业绩吗？

—基金深度观察系列之一—

■ 主要观点：

基金股票换手率与基金的业绩关系不是太大。但是在不同的市场状况下，基金换手率与业绩也具有一定的关联性。

在2007年的牛市中，基金的换手率与业绩呈较显著的负相关关系，即换手率越高，业绩可能会越不好。这与在牛市中买入并持有策略相符。

在2008年的熊市中，基金的换手率与业绩呈弱相关的关系。也就是说，在总体上，基金的换手率越高，在2008年可能跌幅越小，但是这种关系很弱。

在2009年下半年的震荡市中，基金的换手率与业绩没有关系。在这样的市场状况下，基金频繁做短线趋势交易，导致换手率远高于2007年和2008年。

面对复杂的市场，基金表现出了鲜明的操作风格，但业绩不是太理想、操作理念和策略还有待成熟。

在任何市场条件下保持高换手率的激进型的基金有金鹰、泰达；保持低换手的稳健型基金包括上投摩根、广发、兴业。

换手率高的基金，因为择时能力不好而导致业绩不佳。从上海证券有限责任公司基金评价研究中心对基金择时能力的评级可以看出，这些高换手率的基金择时能力不强，基金公司忙忙碌碌，却不能获得较好的业绩。

在任何市场下都采取激进型操作风格的基金包括金鹰中小盘、金鹰成分股票、泰达宏利周期、泰达宏利稳定、泰达宏利成长、大摩基础行业混合等。

在不同的市场状况采用不同操作风格的基金包括诺安平衡、长城消费增值、广发稳健增长等。

在不同的市场下都采取稳健操作风格的基金包括国富弹性市值、上投摩根阿尔法、博时第三产业成长、招商优质成长、兴业全球视野等。

■ 投资建议：

对于投资者来说，要关注基金的操作风格，考察其历史换手率水平，是进出频繁，还是相对稳健；然后判断市场的特征，是处在牛市、熊市还是震荡市。结合以上两个方面来构建基金投资组合，可能会取得相对较好的收益。



021-53519888-1903



daihongkun@sigchina.com

日期：2010年6月21日

报告编号：

相关报告：

换手率的高低反映了基金买卖股票的频繁程度。与国外开放式基金平均 65%-85% 的换手率相比，我国开放式基金的换手率非常高，甚至有的达到了惊人的 2000%，这意味着基金平均每 18 天就转换一次。造成基金高换手率的原因可能包括排名和考核的短期性、投资策略不成熟、投机性强和基金赎回的压力等。如果管理人有特别的知识和能力，那么高换手率的基金应该能够持续性地取得良好收益，但如果基金的择时能力不高，并因高换手率引起了过高的交易成本，那么高换手率会导致持续性的低收益。我们关心的是，我国开放式基金的高换手率是否能够给投资者带来较高的收益？

关注不同市场状况下基金换手率与业绩的关系，我们发现：换手率与业绩的关系不明显，从中长期来看，基金操作风格明显，但业绩仅略好于基准业绩。在 2007 年的牛市中，基金的换手率与业绩呈现出了一定的负相关性，即操作的多的基金，业绩表现可能不好；在 2008 年的熊市中，基金的换手率与业绩呈现出了较弱的正相关性，即操作的多的基金，在 2008 年的跌幅会相对较小；在 2009 年下半年的震荡市中，基金的换手率与业绩没有关系。这些结论与投资者在不同市场状况中的操作策略和常识是一致的。

一、牛市中换手率与净值增长率呈一定的负相关性

2007 年，上证指数在见到 6224 的高点后，尽管在年末最后两个月有近千点的跌幅，但不改 2007 年大牛市的特征。上证指数在 2007 年初以 2728.19 开盘，年底收于 5261.56 点，涨幅为 92.58%。在此期间，我们选取的 116 只股票型和偏股型开放式基金的平均换手率为 486.8%，最高换手率与最低换手率之间相差 1540.02%。其中，金鹰中小盘精选以 1688.71% 的换手率居第一位，上投摩根成长先锋的换手率为最低的 148.69%。所选基金的平均净值增长率为 124.36%，华夏大盘精选以 226.24% 的净值增长率列第一位，金鹰中小盘精选的净值增长率为最低的 54.47%。有意思的是，金鹰中小盘精选以 1688.71% 的最高换手率取得了 54.47% 的最低净值增长率。这并不是个案，我们的研究发现，在 2007 年的牛市中，基金换手率与业绩呈现出一定的负相关关系，即操作的多的基金，业绩表现有可能不太好。

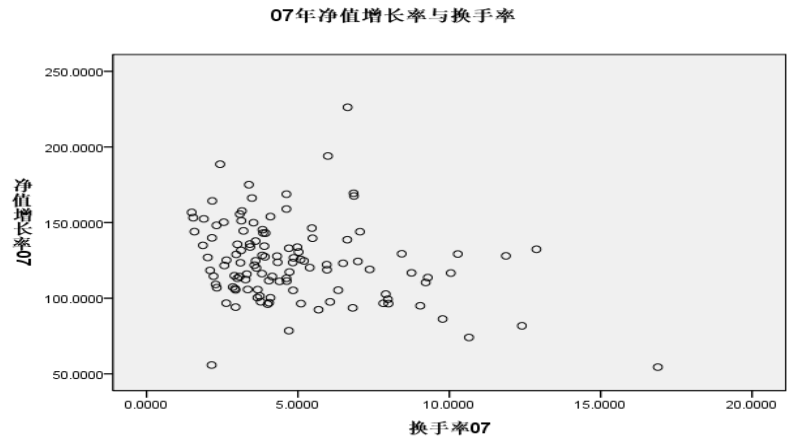
2007 年基金换手率与净值增长率间存在一定的负相关关系。从散点图中（图 1），我们可以觉察到这种负相关性。2007 年净值增长率和换手率的相关系数为 -0.278，显著性水平为 0.002（Sig. (2-tailed)），在相关系数旁有两个**号标识，表明 2007 年基金的净值增长率和换手率之间的负相关性较显著（见表 1）。

2007 年典型基金的换手率和净值增长率也表现出了这种负相关性。比较换手率前 10 名与后 10 名换手率与净值增长率，发现较高的换手率得到了较低的业绩。基金换手率前 10 名的平均换手率为 1133%，取得的平均业绩为 102.8%；基金换手率后 10 名的平均换手率为 189.7%，取得的平均业绩为 132.9%（见表 2）。

换手率与净值增长率负相关，较高的换手率取得相对较低的业绩，这主要是在 2007 年的牛市中，股市在大部分的时间呈现出了单边上涨的特征。在这样的市场状况下，最佳的操作策略是买入持有。积极操作会踏空部分行情，并且增加了更多的交易成本。由于很难完全预测到市场的走势，因此，2007 年的高换手率是因为基金在卖出获利后又根据行情迅速地加入

市场。

图 1 2007 年基金换手率与净值增长率的关系



数据来源: wind 上海证券投资基金评价研究中心

表 1 2007 年基金换手率与净值增长率的相关性分析

Correlations			
		2007净值增长率	2007换手率
2007净值增长率	Pearson Correlation	1	-.278**
	Sig. (2-tailed)		.002
	N	116	116
2007换手率	Pearson Correlation	-.278**	1
	Sig. (2-tailed)	.002	
	N	116	116

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

表 2 2007 年典型基金换手率与净值增长率

2007年基金换手率前10名			2007年基金换手率后10名		
基金	换手率	净值增长率	基金	换手率	净值增长率
金鹰中小盘精选	1688.71%	54.47%	国富弹性市值	217.47%	164.34%
金鹰成份股优选	1287.95%	132.9%	上投摩根阿尔法	215.62%	139.91%
泰达宏利周期	1240.35%	81.77%	博时第三产业成长	214.58%	55.82%
大摩基础行业混合	1186.56%	128.02%	富国天益价值	210.43%	118.41%
泰达宏利稳定	1064.59%	74.10%	广发稳健增长	202.46%	126.97%
中海优质成长	1028.15%	129.27%	兴业全球视野	189.40%	134.97%
信诚四季红	1005.18%	116.65%	招商优质成长	185.99%	134.97%
诺安平衡	977.97%	86.30%	广发策略优选	158.34%	144.03%
长城消费增值	928.79%	113.68%	兴业趋势投资	154.13%	153.24%
泰大宏利成长	922.04%	110.40%	上投摩根成长先锋	148.69%	156.73%

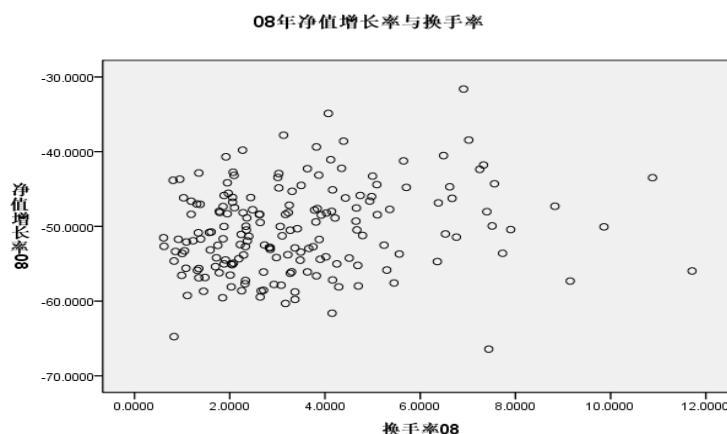
二、熊市中换手率与净值增长率呈较弱的正相关性

受全球金融危机的影响，2008年中国股市走出了单边下跌行情，与

2007的牛市形成了极大反差。上证指数从年初的5256点跌到了年末的1820.81点，跌幅为65.4%。在此期间，我们选择的180只股票型和偏股型基金的平均换手率为342.7%，最高换手率和最低换手率相差1109.89%。其中，新华优选分红以1170.90%的股票换手率居第一位，换手率最低的富国天博创新主题为61.01%。基金的平均净值增长率下跌了50.55%，泰达宏利成长以下跌31.61%的相对最小跌幅列第一位，大摩基础行业混合的净值增长率下跌了66.4%，相对跌幅最大。我们发现在2008年的熊市中，基金换手率与业绩呈现出较弱的正相关性，即操作的少的基金，业绩表现有可能不太好。

2008 年基金换手率与净值增长率间存在较弱的正相关关系。从散点图中（图 2），我们可以觉察到这种正相关性的存在。净值增长率和换手率的相关系数为 0.189，显著性水平为 0.011（Sig. (2-tailed)），在相关系数旁有一个*号标识，表明 2008 年净值增长率和 2008 年换手率的有一定的正相关性，但这种关系较弱（见表 3），即较高的换手率可能导致跌幅较少。

图 2 2008 年基金换手率与净值增长率的关系



数据来源: wind 上海证券基金评价研究中心

表 3 2008 年基金换手率与净值增长率的相关性分析

		净值增长率08	换手率08
净值增长率08	Pearson Correlation	1	.189*
	Sig. (2-tailed)		.011
	N	180	180
换手率08	Pearson Correlation	.189*	1
	Sig. (2-tailed)	.011	
	N	180	180

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

典型数据的统计分析也发现 2008 年基金的换手率和净值增长率表现出了较弱的正相关性。随着换手率期间的上移，其平均净值增长率的跌幅在减少，虽然这种降幅很小，表现出了较弱的正相关性（见表 4），如换手率小于 100% 的基金，其净值增长率均值为-52.6%，而换手率大于 600% 的基金，其净值增长率为-48%。同时，观察换手率的前 10 位和后 10 位的数据，发现换手率与净值增长没有关系，即换手率高，业绩也不好。基金换

手率前 10 名的平均换手率为 885.7%，平均业绩为-51.9%；后 10 平均换手率为 84.2 %，平均业绩为-52.6%（见表 5）。

表 4 2008 年基金换手率与净值增长率分段统计

换手率	小于 100%	大于 100%	大于 300%	大于 600%
			小于 300%	小于 600%
样本数	10	79	70	22
平均净值增长率	-52.6%	-51%	-50%	-48%

表 5 2008 年基金换手率排名

2008年基金换手率前10名			2008年基金换手率后10名		
基金	换手率	净值增长率	基金	换手率	净值增长率
新华优选分红	1170.90%	-55.96%	易方达价值成长	99.81%	-53.62%
东吴价值成长	1088.34%	-43.48%	诺安价值成长	99.46%	-56.55%
国泰金龙行业精选	986.46%	-50.06%	国富弹性价值	94.85%	-43.68%
天治核心成长	914.68%	-57.31%	国投瑞银创新动力	91.90%	-51.72%
嘉实服务增值行业	882.75%	-47.30%	诺安股票	85.68%	-53.35%
万家公用事业	790.10%	-50.42%	光大保德信核心	83.48%	-64.75%
中海分红增利	772.93%	-53.60%	广发大盘成长	83.16%	-54.63%
招商安泰股票	756.03%	-44.29%	富国天益价值	80.86%	-43.83%
建信恒久价值	750.53%	-49.94%	景顺长城精选蓝筹	61.95%	-52.66%
大摩基础行业混合	744.33%	-66.42%	富国天博创新主题	61.01%	-51.52%

2008年基金换手率与净值增长率较弱的正相关关系，较高的换手率取得相对较小的跌幅，主要是在2008年的熊市中，股市在大部分的时间呈现出了单边下跌的特征。在这样的市场状况下，最佳的操作策略是卖出持币。持股不动导致深深套牢，频繁操作可能避免一定的损失，但是很高的换手率又表明在一路下跌中的抄底失败。

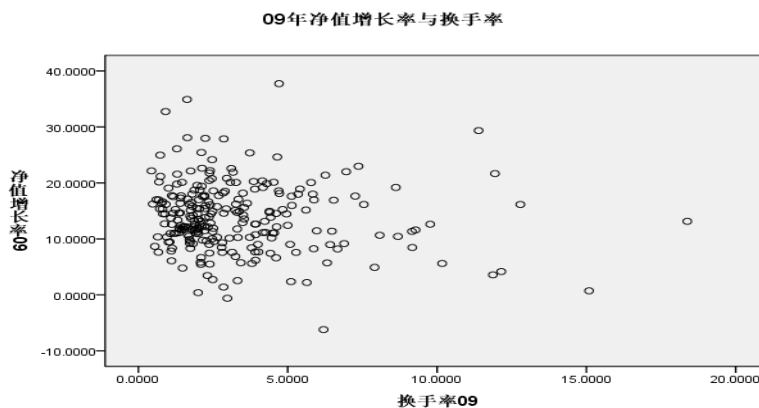
三、震荡市中换手率与净值增长率没有关系

2009年，上证指数在持续了上半年的单边上涨到达相对高点3478点后，在下半年持续震荡。在此期间，上证指数在2009年7月1日是2950.17点，在09年底收报3277.14点，涨幅为11.08%。我们选择的253只股票型和偏股型基金平均换手率为330.4%，换手率最高和最低之间相差1794.08%。其中，长盛创新先锋以1837.68%的股票换手率居第一位，易方达价值成长的换手率为43.6%，换手率最低。在此期间，基金的平均净值增长率达到13.92%，银华领先策略以37.73%的净值增长率列第1位，宝盈泛沿海增长的净值增长率为-6.2%，增长率最低。我们发现，在2009年下半年的震荡市中，基金换手率与业绩不具相关性，即基金的换手率与所取得的业绩间没有明显的关系。

2009年下半年基金换手率与净值增长率间没有关系。从散点图中(图3)，我们可以觉察到换手率与净值增长率间没有一定规律。2009年净值

增长率和换手率的相关系数为 0.114, 显著性水平为 0.07(Sig. (2-tailed)), 表明不相关 (见表 6)。

图 3 2009 年下半年基金换手率与净值增长率的关系



数据来源: wind 上海证券基金评价研究中心

表 6 2009 年下半年基金换手率与净值增长率的相关性分析

		净值增长率09	换手率09
净值增长率09	Pearson Correlation	1	-.114
	Sig. (2-tailed)		.070
	N	253	253
换手率09	Pearson Correlation	-.114	1
	Sig. (2-tailed)	.070	
	N	253	253

典型数据的统计分析也发现2009年下半年基金的换手率和净值增长率不相关。随着换手率期间的上移, 其平均净值增长率表现稳定, 说明换手率与净值增长率没有关系, 无论换手率多大, 净值增长率都保持在14%左右 (见表7)。同时, 观察换手率的前10名和后10名的数据, 发现换手率与净值增长的没有关系。基金换手率前10名的平均换手率为1228.3%, 平均业绩为11.9%; 后10名平均换手率为62%, 平均业绩为15.9%, 可以看出, 虽然换手率的差别很大, 但业绩保持相对稳定 (表8)。

表 7 2009 年下半年基金换手率与净值增长率的分段统计

换手率	小于 100%	大于 100% 小于 200%	大于 200% 小于 400%	大于 400% 小于 700	大于 700%
样本数	20	69	97	48	19
平均净值增长率	16%	14%	14%	14%	13%

表 8 2009 年下半年基金换手率与排名

2009年下半年基金换手率前10名			2009年下半年基金换手率后10名		
基金	换手率	净值增长率	基金	换手率	净值增长率
长盛创新先锋	1837.68%	13.14%	东方精选	72.52%	24.96%

金鹰红利价值	1509.27%	0.73%	富国天益价值	72.30%	15.36%
天弘永定成长	1279.08%	16.15%	光大保德信新增长	69.47%	20.17%
泰信优势成长 0	1215.32%	4.17%	国富潜力组合	67.54%	16.97%
华商盛世成长	1193.82%	21.66%	长城品牌优选	67.33%	7.62%
诺德主题灵活配置	1187.45%	3.58%	诺安股票	64.69%	10.36%
诺安灵活配置	1138.85%	29.35%	国泰金鼎价值精选	60.26%	16.99%
泰达宏利稳定 下	1016.51%	5.61%	博时第三产业成长	54.90%	8.67%
宝盈核心优势	977.05%	12.62%	光大保德信优势	47.82%	16.23%
中欧新蓝筹 年	928.23%	11.60%	易方达价值成长	43.60%	22.15%

基金换手率与净值增长率没有关系，较高和较低的换手率都有可能带来不错的收益，也可能业绩都很不好，主要是在2009年下半年的震荡市中，股市在一个较窄的区间内震荡。在这样的市场状况下，基金频繁做短线交易，导致换手率远高于2007年和2008年。在这样的市况中，具有良好择时能力，能把握市场趋势的基金，高换手率能得到较好的业绩，反之则业绩很糟糕。

四、基金风格明显、操作有待成熟

中国股市从2007到2010年，走出了完整的市场周期，完成了牛市、熊市、震荡市的转换。基金公司也经历了复杂市场的考验，面对这样复杂的状况，基金表现出了明显的操作风格，但业绩不是太理想、操作理念和策略还有待成熟。

从中长期来说，基金换手率很高，但取得的业绩仅比基准业绩略好。我们所选择的股票型和偏股型基金，在2007到2009年的一个小周期中，无论在牛市、熊市还是震荡市，都保持了非常高的换手率。三个时间段的平均换手率达到386.6%，取得的平均业绩为29.24%，在同期，上证指数涨幅为18.65%。可以看出，基金公司在慢慢碌碌后，两年半的时间仅超过了基准业绩11个百分点。

换手率高的基金，择时能力不好导致业绩不佳。基金的高换手率，表明他们对市场趋势的把握很有自信，现实的情况是，高换手率基金公司的择时能力不佳。从上海证券有限责任公司基金评价研究中心对基金择时能力的评级可以看出，这些高换手率的基金择时能力不强。在我们研究的2007年换手最高的10只公司中，有2只获得一星级、4只获得二星级、2只获得三星级、1只获得四星级、只有1只获得五星级；2008年换手率最高的10只基金，有2只获得一星级、5只获得二星级、1只获得三星级、1只获得四星级、1只获得五星级；2009年下半年到现在未满一年，没有择时能力的评级，但是预期在2009年下半年换手率高的10只基金，择时能力的排名也不会太好。我们获悉可以知道为什么基金公司忙忙碌碌，却不能获得较好的业绩。

基金的操作风格比较明显。在不同的市场状况下，换手率排名前10的基金保持很高的换手率，而换手率排名后10的基金保持了较低的换手率，如泰达宏利稳定在2007年的换手率为1064.59%，2008年换手率为498.46%、2009年下半年为1016.51%（见表9、表10）。

基金公司的风格也比较明显。有的公司表现出激进型的操作风格，表现为旗下的几只基金都是这种风格，如金鹰基金公司，在2007年

换手率排名前 10 的基金中，占据了前两位；泰达基金公司，旗下的泰达宏利周期、泰达宏利稳定、泰达宏利成长占据了 2007 年换手率排名前 10 中的三席。相反，有的公司表现出非常稳健的操作风格，如上投摩根、广发和兴业，这三家公司在 2007 年换手率后 10 位中各占两席（见表 10）。

在任何市场下都采取激进型操作风格的基金。这些基金在不同市场下的换手率比较高、而且比较稳定，采用的短线操作的投资策略。在我们研究的基金中，这样的基金有金鹰中小盘、金鹰成分股票、泰达宏利周期、泰达宏利稳定、泰达宏利成长、大摩基础行业混合等（见表 9）。

根据不同的市场状况采用不同操作风格的基金。这些基金在不同市场下的换手率差别比较大。在我们的研究中，这样的基金有诺安平衡、长城消费增值、广发稳健增长等（见表 9、表 10）。

在不同的市场下都采取稳健操作风格的基金。这些基金在不同市场下的换手率较低、而且比较稳定，采用的是长期持有的策略。在我们研究的基金中，这样的基金国富弹性市值、上投摩根阿尔法、博时第三产业成长、招商优质成长、兴业全球视野等（见表 10）。

表 9 2007 年基金换手率前 10 名的持续表现

基金	2007年		2008年		2009下半年	
	换手率	净值增长率	换手率	净值增长率	换手率	净值增长率
金鹰中小盘精选	1688.71%	54.47%	690.47%	-50.41%	560.88%	15.16%
金鹰成份股优选	1287.95%	132.9%	675.63%	-51.43%	439.46%	14.71%
泰达宏利周期	1240.35%	81.77%	648.87%	-40.52%	540.78%	18.91%
大摩基础行业混合	1186.56%	128.02%	744.33%	-66.42%	807.90%	10.65%
泰达宏利稳定	1064.59%	74.10%	498.46%	-46.00%	1016.51%	5.61%
中海优质成长	1028.15%	129.27%	662.46%	-44.70%	391.52%	10.75%
信诚四季红	1005.18%	116.65%	508.90%	-44.41%	350.93%	14.21%
诺安平衡	977.97%	86.30%	207.36%	-42.75%	107.34%	10.96%
长城消费增值	928.79%	113.68%	224.04%	-51.07%	154.68%	12.13%
泰达宏利成长	922.04%	110.40%	691.48%	-31.61%	695.76%	22%

表 10 2007 年基金换手率后 10 名的持续表现

基金	2007年		2008年		2009下半年	
	换手率	净值增长率	换手率	净值增长率	换手率	净值增长率
国富弹性市值	217.47%	164.34%	94.85%	-43.68%	74.06%	21.17%
上投摩根阿尔法	215.62%	139.91%	118.60%	-46.62%	225.10%	15.94%
博时第三产业成长	214.58%	55.82%	194.78%	-48.30%	54.90%	8.67%
富国天益价值	210.43%	118.41%	80.86%	-43.83%	72.30%	15.36%
广发稳健增长	202.46%	126.97%	139.35%	-51.68%	174.20%	8.31%
兴业全球视野	189.40%	134.97%	195.11%	-44.16%	251.13%	18.59%
招商优质成长	185.99%	134.97%	177.76%	-56.20%	153.75%	11.68%
广发策略优选	158.34%	144.03%	105.31%	-53.27%	125.53%	11.02%
兴业趋势投资	154.13%	153.24%	191.58%	-40.68%	149.11%	12.12%
上投摩根成长先锋	148.69%	156.73%	157.26%	-50.81%	209.38%	13.17%

四、投资建议

相比于国外市场，我国开放式基金的换手率非常高，总的来说，换手

率与基金的业绩关系不是太大。但是在不同的市场状况下，基金的换手率与业绩也具有一定的关联性，通过对中国市场的分析，我们发现：

在2007年的牛市中，基金的换手率与业绩呈较显著的负相关关系，即换手率越高，业绩可能会不好。这与投资者的操作策略和常识是一致的，即在牛市中，不要频繁操作，应采取持股不动的策略。

在2008年的熊市中，基金的换手率与业绩呈弱相关的关系。也就是说，在总体上，基金的换手率越高，业绩可能会越好，但是这种关系很弱。对于个体来说，换手率与业绩的关联不大。

在2009年下半年的震荡市中，基金的换手率与业绩没有关系。在这样的市场状况下，基金频繁做短线趋势交易，导致换手率远高于2007年和2008年。在这样的市况中，具有良好择时能力，能把握趋势的基金，高换手率能取到较好的业绩，反之则业绩很糟糕。

对于投资者来说，要关注基金的操作风格，考察其历史换手率水平，是进出频繁，还是相对稳健；然后判断市场的特征，是处在牛市、熊市还是震荡市中。结合以上两个方面来构建基金投资组合，可能会取得相对较好的收益。

分析师承诺

分析师姓名

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格及相当的专业能力，该报告是在独立、客观的情况下出具的，并清晰地表达了本人的观点。本人在执业过程中，遵守国家法律、法规及证券监管机构、行业自律组织的各项规章制度，恪守独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平的原则，为投资者提供专业服务。

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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。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”。

上海证券基金评级定义

类别	分级及定义	
上海证券评级	★最低	★★★★★最高
选证评级	★最低	★★★★★最高
择时评级	★最低	★★★★★最高