



基金的业绩大部分来自于市场

-基金行业观察之二

■ 主要观点:

基金在不同市场环境下的换手率都很高

投资者普遍感觉基金操作频繁,考察2007-2009年基金在不同时期的换手率,基金频繁操作的程度还是超过了我们的想象。在2007年、2008年和2009年下半年三个阶段中,我们选取的股票型和偏股型基金的平均换手率达到386.63%。其中,2007年牛市的整体换手率为486.8%,2008年熊市的换手率为342.7%,在2009年下半年的震荡市中的换手率为330.4%。

普遍高换手率下不同基金的操作风格鲜明

经历了一个完整的市场周期,在普遍很高的换手率中,基金之间的换手率也表现出了一定的分化,呈现出了不同的操作风格。有的基金无论在怎样的市场下都频繁操作,而有的基金却较少操作,还有的基金根据对市场的预判来调整操作的频率。

基金的换手率与业绩关系不明显

如果基金具备特别的知识和能力,能获得持续性的较好业绩,那么基金的高换手率也无可厚非,然而,我们发现,从较长的时间来看,基金的换手率与业绩关系不明显,但在不同的市场环境下,基金换手率与业绩表现出不同的关系。

基金的业绩大部分与市场走势有关

在实践中,可以观察到,在一个完整的市场周期中保持相同程度换手率的基金,在有的年份业绩很好,而有的年份业绩很差。影响基金业绩的因素很多,我们发现,基金业绩大部分与市场的环境有关。



021-53519888-1903



daihongkun@sigchina.com

日期: 2010年7月18日

报告编号:

相关报告:

中国股市在 2007 年到 2010 年的时间里，经历了牛市、熊市、震荡市的完整周期。基金在严酷的市场环境中形成了不同的操作风格，换手率是考察基金操作风格的一个特色指标，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。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，相反，则会因高换手率引起过高的交易成本，导致持续性的低收益。我们关心的是，我国开放式基金的换手率到底有多高？基金的高换手率是否能够给投资者带来较好的收益？

我们发现，从一个较长的时期来看，我国开放式基金的换手率非常高，尽显频繁操作的特征。在整体高换手率的状况下，不同基金的操作风格非常鲜明，然而，高换手率与业绩的关系不明显。特别要引起投资者注意的是，有证据表明基金的大部分业绩来自于市场的走势，而不是基金积极操作的结果。

一、基金在不同市场环境下的换手率都很高

投资者普遍感觉基金操作频繁，考察 2007-2009 年基金在不同时期的换手率，基金频繁操作的程度还是超过了我们的想象。在 2007 年、2008 年和 2009 年下半年三个阶段中，我们选取的股票型和偏股型基金的平均换手率达到 386.63%。其中，2007 年牛市的整体换手率为 486.8%，2008 年熊市的换手率为 342.7%，在 2009 年下半年的震荡市中的换手率为 330.4%。

2007 年牛市中的高换手率

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。上证指数年 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%。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 1）。

表 1 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%

(数据来源: WIND, 上海证券基金评价研究中心)

2008 年熊市中的换手率

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 年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 1 位, 换手率最低的富国天博创新主题为 61.01%。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 2)。

表 2 2008 年典型基金换手率与净值增长率

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%

(数据来源: WIND, 上海证券基金评价研究中心)

2009 年下半年震荡市中的换手率

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 2009 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 1 名, 易方达价值成长的换手率为 43.6%, 换手率最低。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% (见表 3)。

表 3 2009 年典型基金换手率与净值增长率

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	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	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	928.23%	11.60%	易方达价值成长	43.60%	22.15%

（数据来源：WIND，上海证券基金评价研究中心）

二、普遍高换手率下不同基金的操作风格鲜明

经历了一个完整的市场周期，在普遍很高的换手率中，基金之间的换手率也表现出了一定的分化，呈现出了不同的操作风格。有的基金无论在怎样的市场下都频繁操作，而有的基金却较少操作，还有的基金根据对市场的预判来调整操作的频率。

基金公司风格明显。有的公司表现出频繁操作的风格，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，在 2008 年、2009 年也保持了这样的风格。相反，有的公司表现出较少操作的风格，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 1），在 2008 年、2009 年也保持了这样的风格。

有的基金在不同市场条件下都进行频繁操作。这些基金在不同市场下的换手率都比较高、而且比较稳定，可以看出采用的是短线操作的投资策略。在我们研究的基金中，如大摩基础行业混合在 2007 年的换手率达到了 1186.56%，2008 年的换手率为 744.33%，2009 年下半年的换手率为 807.90%。其他类似的基金包括金鹰中小盘、泰达宏利周期、万家公用事业、建信恒久价值等（见表 4）。

表4 在不同市场下都频繁操作的典型基金

基金	2007年 换手率	2008年 换手率	2009下半年 换手率
金鹰中小盘精选	1688.71%	690.47%	560.88%
泰达宏利周期	1240.35%	648.87%	540.78%
大摩基础行业混合	1186.56%	744.33%	807.90%
万家公用事业	874.68%	790.10%	587.44%
建信恒久价值	789.90%	750.53%	460.93%

（数据来源：WIND，上海证券基金评价研究中心）

有的基金在不同的市场条件下都较少操作。这些基金在不同市场下的换手率较低、而且比较稳定，可以看出采用的是长期持有的策略。在我们研究的基金中，如国富弹性市值在 2007 年的换手率为 217.47%，2008 年的换手率为 94.85%，2009 年下半年的换手率为 74.06%。其他类似的基金包括上投摩根成长先锋、博时第三产业成长、兴业趋势投资、招商优质成长等（见表 5）。

表5 在不同市场下都较少操作的典型基金

基金	2007年 换手率	2008年 换手率	2009下半年 换手率
国富弹性市值	217.47%	94.85%	74.06%
博时第三产业成长	214.58%	194.78%	54.90%
上投摩根成长先锋	148.69%	157.26%	209.38%

兴业趋势投资	154.13%	191.58%	149.11%
广发策略优选	158.34%	105.31%	125.53%

(数据来源: WIND, 上海证券基金评价研究中心)

有的基金预期不同的市场条件采用不同的操作风格。这些基金在不同市场下的换手率差别比较大, 预期市场的变化而进行不同的操作。在我们的研究中, 如诺安平衡在 2007 年的换手率是 977.97%, 2008 年的换手率 207.36%, 2009 年下半年的换手率为 107.34%。其他类似的基金包括长城消费增值、景顺长城增长 2 号、华宝兴业动力组合等 (见表 6)。

表6: 预期市场的变化进行不同操作的基金

基金	2007年 换手率	2008年 换手率	2009下半年 换手率
诺安平衡	977.97%	207.36%	107.34%
长城消费增值	928.79%	224.04%	154.68%
景顺长城增长2号	221.05%	208.43%	625.55%
华宝兴业动力组合	842.95%	466.33%	180.66%

(数据来源: WIND, 上海证券基金评价研究中心)

三、基金的换手率与业绩关系不明显

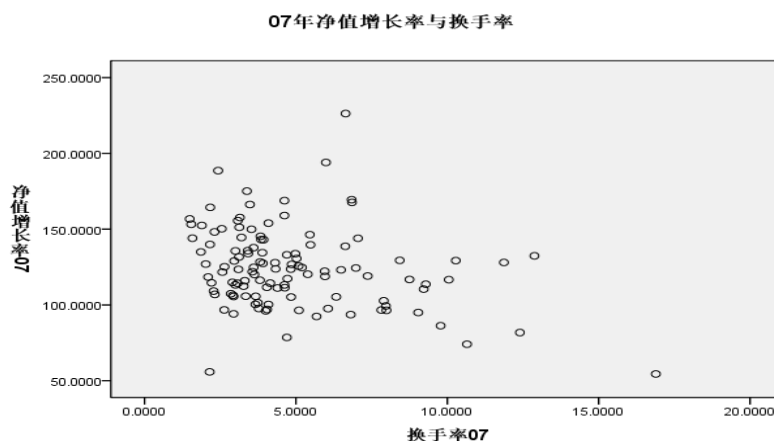
如果基金具备特别的知识和能力, 能获得持续性的较好业绩, 那么基金的高换手率也无可厚非, 然而, 我们发现, 从较长的时间来看, 基金的换手率与业绩关系不明显, 但在不同的市场环境下, 基金换手率与业绩表现出不同的关系。在2007年的牛市中, 基金的换手率与业绩呈现出了一定的负相关性, 即操作的多的基金, 业绩表现可能不好; 在2008年的熊市中, 基金的换手率与业绩呈现出了较弱的正相关性, 即操作的多的基金, 在2008年的跌幅会相对较小; 在2009年下半年的震荡市中, 基金的换手率与业绩没有关系。这些结论与投资者在不同市场状况中的操作策略和常识是一致的。

2007年的牛市中换手率与业绩呈现出一定的负相关性

在2007年, 上证指数全年的涨幅为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%。在此期间, 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。

首先, 对2007年换手率与净值增长率的数据相关性分析证实了这种负相关关系的存在。从散点图中 (图1), 我们可以觉察到这种负相关性, 进而, 数据相关性分析得到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, 这表明2007年基金的净值增长率和换手率之间的负相关性较显著。

图 1 2007 年基金换手率与净值增长率的关系



数据来源: wind 上海证券基金评价研究中心

如果基金具备特别的知识和能力,能获得持续性的较好业绩,那么基金的高换手率也无可厚非,然而,我们发现,从较长的时间来看,基金的换手率与业绩关系不明显,但在不同的市场环境下,基金换手率与业绩表现出不同的关系。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。

其次,对2007年典型基金的换手率和净值增长率的对比也能看出这种负相关性。比较换手率前10名与后10名,可以发现较高的换手率一般会对应较低的业绩。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%,后10名的平均换手率为189.7%,取得的平均业绩为132.9%(见表7)。

表7: 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%
泰达宏利成长	922.04%	110.40%	上投摩根成长先锋	148.69%	156.73%

(数据来源: WIND, 上海证券基金评价研究中心)

2007年基金换手率与净值增长率负相关说明较高的换手率只取得了相对较低的业绩。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。

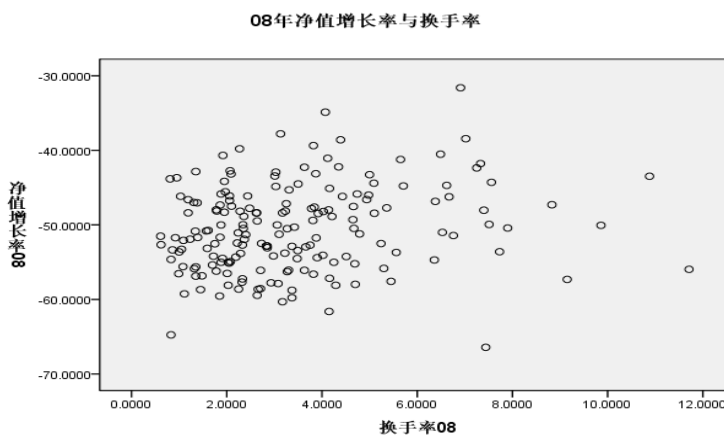
积极操作会踏空部分行情，并且增加了更多的交易成本。由于很难完全预测到市场的走势，因此，2007年高换手率是因为基金在卖出获利后又根据行情迅速地加入市场，采取边走边看的策略。

熊市中换手率与业绩呈较弱的正相关性

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年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。

首先，对2008年基金换手率与净值增长率的数据相关性分析证实了这种较弱的正相关关系。从散点图中（图2），我们可以觉察到这种正相关性的存在，同时，数据相关性分析得到2008年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，这表明2008年净值增长率和换手率有一定的正相关关系，即较高的换手率可能导致2008年跌幅较少，但这种关系较弱。

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

同时，2008年基金换手率和净值增长率的分组统计也表明了这种较弱的正相关性。对数据进行分组统计，结果表明随着换手率数量的增加，基金平均净值增长率的跌幅在减少，二者之间表现出了较弱的正相关性（见表8）。如换手率小于100%的基金，其净值增长率均值为-52.6%，换手率大于100%而小于300%的基金，其净值增长率均值为-51%，换手率大于600%的基金，其净值增长率为-48%。不过，换手率的前10位和后10位的数据没有表现出这种正相关性，说明相关性较弱。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9）。

表 8: 2008 年换手率与净值增长率的统计

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9: 2008年基金换手率与排名

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%

(数据来源: WIND, 上海证券基金评价研究中心)

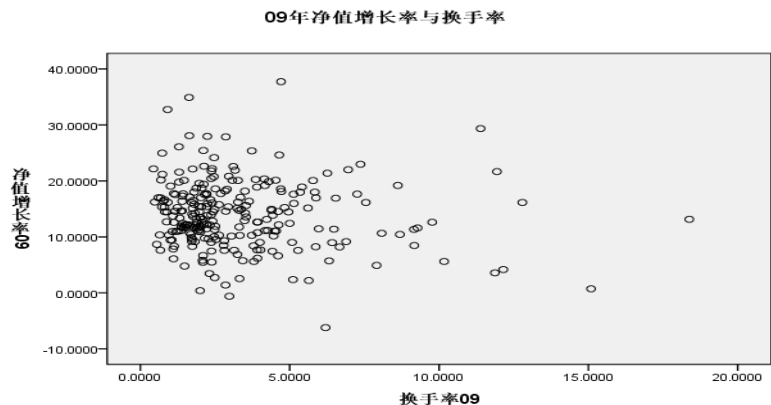
2008年基金换手率与净值增长率较弱的正相关关系表明较高的换手率取得相对较小的跌幅。这主要是在2008年的熊市中, 股市在大部分的时间呈现出了单边下跌的特征。在这样的市场状况下, 最佳的操作策略是卖出持币。持股不动导致深深套牢, 频繁操作可能避免一定的损失, 但是很高的换手率又表明在一路下跌中的抄底失败。

2009年下半年的震荡市中换手率与业绩没有关系

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。

首先, 对2009年下半年基金换手率与净值增长率的数据的相关性分析表明二者之间没有相关性。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, 进而, 数据相关性分析得到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, 表明换手率与净值增长率不相关。

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

同时,2009年下半年基金换手率和净值增长率的分组统计也表明了二者不相关。对数据进行分组统计,结果表明随着换手率数量的增加,基金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10)。同时,观察换手率前10名和后10名的数据,也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11)。

表9: 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10: 2009下半年基金换手率与排名

2009下半年基金换手率前10名			2009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	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	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	928.23%	11.60%	易方达价值成长	43.60%	22.15%

(数据来源: WIND, 上海证券基金评价研究中心)

2009年下半年基金换手率与净值增长率没有关系表明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。这主要是在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，高换手率能获得较好的业绩。

四、基金的业绩大部分与市场走势有关

在实践中，可以观察到，在一个完整的市场周期中保持相同程度换手率的基金，在有的年份业绩很好，而有的年份业绩很差。影响基金业绩的因素很多，我们发现，基金业绩大部分与市场的环境有关。

我们发现，保持相同程度换手率的基金业绩很大程度上与市场走势有关。在一个完整的市场周期中，对于保持频繁操作的基金，在2007年的牛市中，业绩普遍弱于平均124.36%的回报，而在2008年的熊市中，业绩普遍超过了平均-50.55%的回报，在2009年下半年的震荡市中，该类基金业绩基本上与平均回报13.92%相似，我们所选典型基金的平均回报为14%。相反的，对于一直保持较少操作的基金，在2007年的牛市中业绩普遍强于均值，而在2008年的牛市中业绩普遍弱于均值，在2009年的震荡市中，业绩分布较发散（见表11、12）。

根据对市场的判断来调整操作频率的基金业绩表现没有规律。如诺安平衡基金，在2007年以977.97%的高换手率取得低于均值的86.30%的回报，在2008年大幅降低换手率至207.36%后，取得了超过均值10个点的回报，该公司在2009年延续上一年的换手率，但业绩低于均值3个点（见表13）。在其他的类似基金中也可以看到相似的情况。根据对市场的预判来基金调整操作频率的基金业绩表现不稳定，这是由于市场走势的不好把握，如果判断准确，则能获得较好的收益，反之，则难以获得好的回报。

表11: 在不同市场条件下都操作频繁的典型基金

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%
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%
万家公用事业	874.68%	116.80%	790.10%	-50.42%	587.44%	8.24%
建信恒久价值	789.90%	102.72%	750.53%	-49.94%	460.93%	14.54%

（数据来源：WIND，上海证券基金评价研究中心）

表12: 在不同市场条件下都操作不多的典型基金

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%
博时第三产业成长	214.58%	55.82%	194.78%	-48.30%	54.90%	8.67%
上投摩根成长先锋	148.69%	156.73%	157.26%	-50.81%	209.38%	13.17%
兴业趋势投资	154.13%	153.24%	191.58%	-40.68%	149.11%	12.12%
广发策略优选	158.34%	144.03%	105.31%	-53.27%	125.53%	11.02%
招商优质成长	185.99%	134.97%	177.76%	-56.20%	153.75%	11.68%

（数据来源：WIND，上海证券基金评价研究中心）

表13 根据对市场走势的判断来调整操作风格的典型基金

基金	2007年		2008年		2009年下半年	
	换手率	净值增长率	换手率	净值增长率	换手率	净值增长率
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%
景顺长城增长2号	221.05%	114.59%	208.43%	-54.92%	625.55%	21.38%
华宝兴业动力组合	842.95%	129.41%	466.33%	-47.54%	180.66%	15.82%

(数据来源: WIND, 上海证券基金评价研究中心)

五、投资建议

相比于国外市场,我国开放式基金在不同市场环境下的换手率非常高,三年的平均换手率达到386.63%,同时,在一个完整的市场周期中,基金表现出了明显的特征,有的基金保持了频繁操作的风格,有的基金维持较少操作的风格,还有的基金根据对市场的预判来调整操作的频率。

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;在2008年的熊市中,基金的换手率与业绩呈弱相关的关系;在2009年下半年的震荡市中,基金的换手率与业绩没有关系。

基金业绩大部分与市场的走势有关。保持特定操作风格的基金,在有的市场条件下表现好,而在其他的市场条件下则表现不好,这表明其业绩大部分是与市场的走势有关,而不是基金主动操作的结果。

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