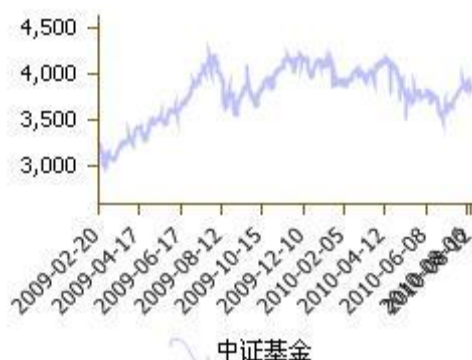




五星级基金能给投资者带来好的回报吗？

——上证星级基金研究系列之一

最近一年基金走势图



主要观点：

上海证券基金评价方法着重考核基金的风险管理能力、证券选择能力和时机选择能力三个方面，综合考虑风险与收益，并强调有效地区分运气与能力。

该方法的特点是强调能力驱动的业绩，因为只有能力驱动的业绩才是可持续的和稳定的。

本报告检验经上海证券基金评价方法遴选出的五星基金的表现。报告分析固定型五星基金组合和动态型五星基金组合在不同时间段内的表现。所谓的固定型五星基金组合是指经上海证券基金评价方法遴选出的 2004.7-2007.6 年间 3 年评级为 5 星的混合基金构建的组合，检验这一组合在 2007.7-2010.6 年间的表现；所谓的动态型五星基金组合，是指根据 2007.7-2010.6 年间每个季度的评级结果调整五星组合，调入新五星基金、调出降级的基金，检验动态基金构成的组合在 2007-2010 年间的表现。以中证混合基金指数作为业绩基准，赋予组合中基金相同的权重。

我们发现：

对于固定型五星基金组合，在短期内业绩与比较基准无差异，但是在一个相对较长的时间内，固定型五星基金组合的业绩能够一定程度的超越业绩比较基准。在 2007.7-2010.6 间，固定型五星组合的累积收益为 2.06%，中证混合基金指数的累积收益为 -5.09%，而同期沪深 300 的累积收益为 -31.9%。

对于动态型五星基金组合，在短期内业绩同样与比较基准无差异，但在长期内动态五星组合业绩显著地超越了比较基准，也超越了固定型五星组合。在 2007.7-2010.6 间，动态型五星组合的累积收益为 11.68%，中证混合基金指数的累积收益为 -5.09%，同期沪深 300 的累积收益为 -31.9%。



021-53519888-1903

✉ Daihongkun@sigchina.com

日期：2010 年 08 月 18 日

报告编号：

相关报告：

2010年5月，第一批基金评价机构名单出炉后，各家评级机构的星级报告已逐渐定期披露。投资者关心的是，那些被评为五星级的基金是否在未来会持续表现良好？能否参考星级来购买基金？本报告以上海证券基金评级系统为对象，从一个较长的时间来考察那些在历史上被评为五星级基金的业绩表现。报告从两个角度来进行分析，一个角度是固定型五星基金组合的表现，即一个确定的五星基金组合在2007.7月—2010.6月3年中的表现；另一个角度是动态型五星基金组合，即根据每个季度的评级结果调整组合，调入新五星基金、调出降级的基金，跟踪该动态组合在2007年7月—2010年6月3年中的表现。结果发现：虽然基金的星级反映的是基金的历史表现，但在长期内对投资者具有一定的参考作用。

- 固定型五星基金组合，在短期业绩与比较基准无差异，但是在一个相对较长的时间内，固定型五星级组合基金业绩能够在一定程度上超越比较基准。
- 动态型五星基金组合，在短期内业绩同样与比较基准无差异，但在长期内动态组合业绩显著地超越了比较基准。

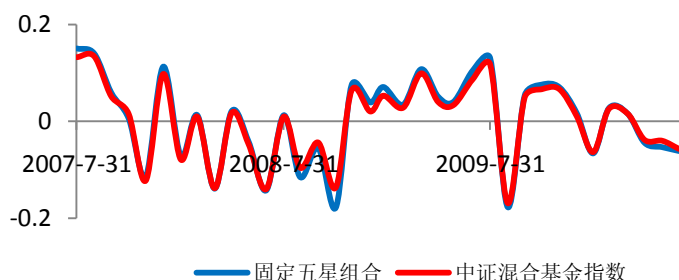
一、固定五星基金组合在长期内一定程度上超过比较基准

我们首先关注的问题是：那些在历史上被评为五星级的基金，在随后的时间内能否持续良好的表现？选择在2004年7月至2007年6月三年评级为五星级的混合型基金（以混合型基金为研究对象是因为这一类基金数量多且历史久）。在该区间被评为五星级的混合型基金共8只，分别是：华夏红利、兴业趋势、东方精选、海富通回报、华宝收益、交银稳健、工银平衡、华夏稳增。以这八只基金构建一个固定的基金组合，权重相同，并以中证混合基金指数作为业绩比较基准。

■ 短期内固定五星组合的表现与基准无差异

对上述五星基金组合在2007年7月1日至2010年6月30日的月收益统计表明，在一个较短的时间内（如一个月、一个季度），固定五星组合的业绩与基准相比无差异（图1）。这主要是五星基金组合内的个别基金的表现差异很大，相互平滑后组合业绩表现不明显，固定组合月度收益走势基本与基准相重合。因此，在短期内，如果投资者频繁的申赎，那么五星基金的指导意义有限。

图1：短期内固定组合业绩与比较基准无差异



数据来源：wind、上海证券基金评价研究中心

■ 长期内固定五星组合的业绩一定程度上超越了基准

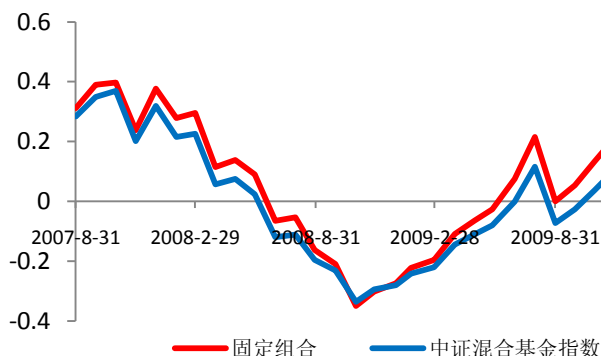
但是，固定五星组合三年（2007 年 7 月 1 日至 2010 年 6 月 30 日）的累积收益率在一定程度上超越了业绩基准。虽然这八只五星基金，在另一个三年期评级中（2007 年 7 月 1 日至 2010 年 6 月 30 日）出现了分化（见表 1），仅有 2 只继续评为 5 星，1 只评为 4 星，3 只评为 3 星，2 星和 1 星各一只。但该基金组合的三年累计收益为 2.06%，同期比较基准的收益为-5.09%，固定基金组合在一定程度上超越了基准（图 2）。可以看出，在一个较长的时间内，虽然基金的分化严重，但五星基金组合对于基金投资具有一定的指导意义。

表 1: 固定基金组合两个区间内评级分化严重

资产类别	2004.7-2007.6	2007.7-2010.6
华夏红利	★★★★★	★★★★★
兴业趋势	★★★★★	★★★★★
东方精选	★★★★★	★★★★
海富通回报	★★★★★	★
华宝收益	★★★★★	★★★★
交银稳健	★★★★★	★★★★
工银平衡	★★★★★	★★
华夏稳增	★★★★★	★★★

数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 2: 固定组合累积收益一定程度上超越了比较基准



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

二、动态五星组合在长期内的表现显著超越比较基准

我们关注的第二个问题是: 动态五星基金组合在一个较长的时间内会有怎样的表现? 动态是指根据季度基金评级来调整五星基金组合, 即加入新的五星基金, 剔除降级的基金, 赋予组合中基金相同的权重, 同样以中证混合基金指数为业绩比较基准。

■ 基金组合调整过程

以第一部分的五星基金组合作为起始组合, 随后在每个季度进行调整, 各期组合中五星基金数在 8—12 只不等。在 2007 年 7 月 1 日至 2010 年 6 月 30 日具体调整的记录如下:

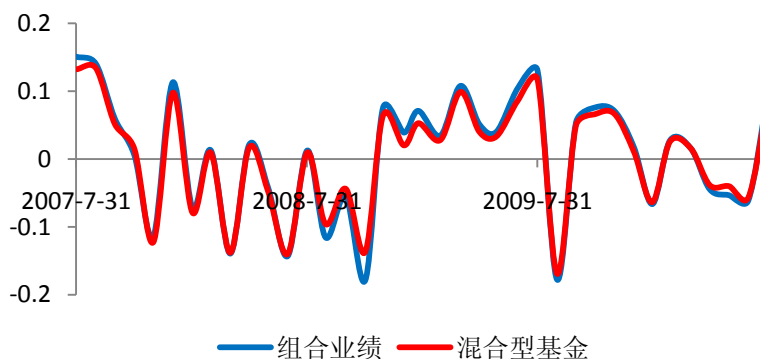
- 2007 年 4 季度末, 保持上期配置不动。

- 2008 年 1 季度末，增加华夏大盘、宝康配置、华安宝利、国投融华、银河收益、上投优势，剔除信诚四季红、东方精选、海富通回报、交银稳健、工银平衡。
- 2008 年 2 季度末，增加华夏回报、银华优势、华宝策略，剔除上投摩根双息平衡、华宝收益、华夏稳增、国投融华、上投优势。
- 2008 年 3 季度末，保持上期配置不动。
- 2008 年 4 季度末，增加中银中国、银河稳健，剔除宝康配置、华安宝利。
- 2009 年 1 季度末，增加国投融华、华夏经典，剔除中银中国。
- 2009 年 2 季度末，剔除华宝策略。
- 2009 年 3 季度末，增加大摩资源。
- 2009 年 4 季度末，增加华宝收益、中银中国，剔除华夏经典。
- 2010 年 1 季度末，增加华宝策略、国泰金鹏，剔除银河收益。
- 2010 年 2 季度末，增加宝康消费、嘉实增长、嘉实策略、鹏华 50，剔除华夏回报、国投融华、华宝收益、国泰金鹏。

■ 与固定组合相似，短期内动态五星组合的表现与基准无显著差异

对动态五星基金组合在 2007 年 7 月 1 日至 2010 年 6 月 30 日的月收益统计表明，在一个较短的时间内，动态五星基金组合的业绩与基金无差异，动态组合月度收益走势基本与基准相重合（图 3）。

图 3：短期内动态五星组合业绩与比较基准业绩无差异

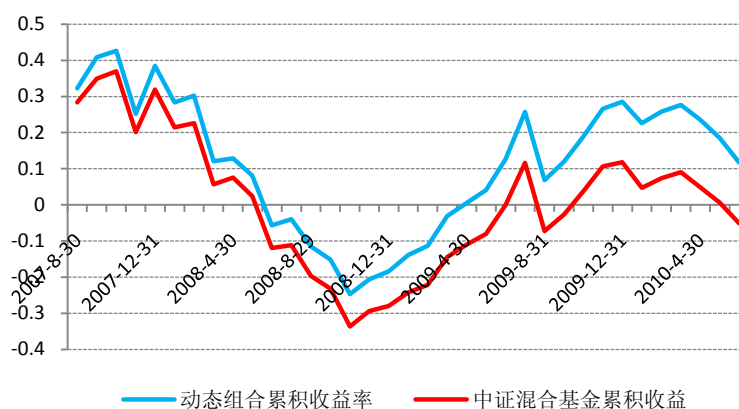


数据来源：wind、上海证券基金评价研究中心

■ 长期内五星级基金组合的业绩显著超越基准

动态五星基金组合三年(2007 年 7 月 1 日至 2010 年 6 月 30 日)的累积收益率显著超越业绩基准（见图 4）。动态基金组合三年的累计收益为 11.68%，同期比较基准的收益为-5.09%，沪深 300 收益为-31.9%，动态基金组合显著地超越了基准。因此，在一个较长的时间内，投资动态五星基金组合能获得一个较好的收益。

图 4: 组合业绩明显超越了比较基准



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

三、结论

上海证券基金评价方法能有效的甄别基金风险控制、证券选择和时间选择的能力。经该方法遴选出的五星基金,短期内业绩不明显,但是在一个相对较长的时间内(3年),五星基金组合的业绩能显著超越基准,表现出了可持续性和稳定性。

分析师承诺

分析师

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。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，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，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。