

从市场波动检验中国基金业的投资能力与投资策略

——基金系列研究之二

2009年1月22日 平安证券首席经济学家：巴曙松博士¹/王超²/

此为内部报告，仅供平安客户参考。未经巴曙松教授授权，不得转载或摘录。

本报告运用跨越两个熊市和一个牛市的历史数据对基金投资业绩进行归因分析。

结果显示：偏股型基金在大类资产配置、行业资产配置和个股选择方面都获得了显著的累积超额收益，表现出了专业投资能力；基金投资能力在不同的市场阶段表现差异很大，牛市初期和熊市阶段更能够体现基金的投资能力，市场处于泡沫阶段，基金投资能力出现波动而且不显著；基金的行业配置能力在逐步改善，而传统的优势——个股选择能力随着市场博弈结构的变化和基金规模的扩大而受到削弱；基金类型和激励制度的差异对投资能力也会形成显著的影响；偏股型基金的投资能力与基金公司科学的投资流程密不可分；基金公司在大类资产配置和行业配置方面的能力有待进一步提升，投资决策方法和流程的改进也有助于投资能力的整体提升；基金公司在产品设计时，应该突出投资能力，开发更多细分类型的产品，以满足投资者资产配置的需求；在基金营销时，应该使投资者了解基金的投资能力体现在提供相对超额收益，而不是绝对收益，逐步培养投资者资产配置的投资理念。

¹巴曙松博士还担任国务院发展研究中心金融研究所副所长 博士生导师

²中国科学技术大学管理学院博士生

目 录

一、引言	3
二、基金业绩归因方法的实际应用	3
三、中国内地基金业绩归因分析	3
1、分析方法和数据处理说明	3
2、业绩归因分析结果说明	5
3、关于基金投资能力的整体评价	12
四、投资策略面临改进	13
1、基金在大类资产配置和行业配置方面的能力有待进一步提升	13
2、基金投资能力的差异分析为基金产品设计提供方向	14
3、投资决策方法和流程的持续改进有助于基金行业长期发展	15
4、基金营销时需要培养投资者资产配置的观念	16

一、引言

2007 和 2008 年股票市场的走势，对比强烈而且充满戏剧性。如此大幅的起伏波动，无论是在中国还是全球资本市场上都是不多见的。从大众投资者的角度看，偏股型基金牛市中还一度被视为财富效应的缔造者到了 2008 年就投资者批评为财富的毁灭者。根据基金三季报的统计，前三季股票型基金亏损 8803.1 亿元、混合型基金亏损 3696.77 亿元、封闭式基金亏损 803.31 亿元，偏股型基金合计亏损达到 1.330 万亿元，占全部基金亏损总额的 98.32%。从投资收益率的角度来看，基金的整体下跌幅度接近 50%，即使是 2008 年业绩排名第一的基金，下跌的幅度也在 -32.28%。但是如果从相对业绩的角度来看，2008 年绝大多数基金都战胜了业绩基准，而在 2007 年，虽然基金整体获得了 126% 的收益率，但是与沪深 300 指数的涨幅相比，仅有 4% 的基金获得超额收益。

无论是运用绝对收益率的比较，还是社会公众和新闻媒体的报道，要么是简单的利用收益率单一指标进行衡量，要么是仅仅根据短期的表现，或者具体的事例对基金进行评价，这些关于基金的简单的判断和评价都可以说是不公平和不全面的。

基金作为专业化投资的工具，投资能力对于基金行业而言，是安身立命之本。本章运用业内普遍运用的业绩归因方法对基金历史业绩进行分析，超越短期的表现，从更长的投资周期关注基金业绩变动背后的形成原因、分析基金回报的来源，以便有助于投资者对中国内地基金的投资能力进行客观评价。

二、基金业绩归因方法的实际应用

业绩归因分析的目标是把有技能和没有技能的基金管理者加以区分。简单的把业绩进行横截面比较，即对基金业绩进行排序可以区分胜利者和失败者，这也是广大个人投资者最常用的基金判断方法，但是一段时间内基金的表现，除了基金管理者的技能因素以外，还要受到市场环境的影响，也就是“运气”因素；而通过度量风险和收益，对收益的时间序列分析可以将技能和运气加以区分；对收益和投资组合的变动分析可以进一步分析基金管理者的技能，哪些决策正确而哪些决策错误。这些分析能够更加客观的评价基金管理者的技能，可以满足投资者对于基金经理进行全面考核的要求，可以合理反映基金经理的主观努力程度和客观业绩水平，对于其工作结果给予具体的可量化的评价与比较，通过比较基金经理的个股、行业和市场时机选择能力和基金的历史业绩，投资者可以选择适合自己风险和收益要求的基金进行投资。这一方法在养老金、保险公司等大型机构投资者选择基金的过程中得到了广泛的应用。

在基金公司内部，业绩归因分析是整个投资决策流程中的重要环节。基金管理者使用业绩归因分析来监控并改进投资过程，以此来确保投资组合中与基准组合之间的主动性偏差都能够获得相应的收益补偿，而且投资组合中不存在不必要的风险。业绩归因分析可以为基金管理者提供有价值的反馈信息，基金管理者根据结果来进行决策，并确认决策中成功和失败之处以及可能的改进之处。

三、中国内地基金业绩归因分析

1、分析方法和数据处理说明

(1) 业绩归因分析算法说明

本文中采用的业绩归因分析方法是在 Brinson、Hood、Beebower（简称为 BHB）的业绩归因模型基础上进行了改进，增加了行业配置超额收益分析。该方法是目前内地基金行业普遍运用的业绩归因模型。

该方法假设基金在期初买入并持有，期间并不发生交易，期末进行交易，并且不考虑交易成本。

具体的算法为：

股票组合的收益率 $R_s = \sum r_i \times W_i$ ，其中 r_i 为个股的收益率， W_i 为个股在股票组合中的权重；

行业配置组合的收益率 $R_I = \sum r_j \times W_j$ ，其中 r_j 为行业指数的收益率， W_j 为行业在行业配置组合中的权重；

资产配置组合的收益率 $R_A = \sum r_l \times W_l$ ，其中 r_l 为资产指数的收益率， W_l 为资产在资产配置组合中的权重；

业绩基准组合的收益率 $R_B = \sum r_l \times W_B$ ，其中 r_l 为资产指数的收益率， W_B 为资产在业绩基准组合中的权重；

大类资产配置超额收益 $= R_A - R_B$ ，基金组合在大类资产比例上与业绩比较基准之间的偏差构成了大类资产配置超额收益的来源，又叫做大类资产择时收益。由于不同类别资产之间的收益率存在巨大差异，因而择时收益对于基金收益影响很大，国外的学者研究养老金的业绩归因时发现，长期中基金收益率的 90% 以上都可以用大类资产择时收益来解释，由此可见择时收益的重要性；

行业配置超额收益 $= R_I - R_m$ ，其中 R_m 为股票市场指数收益率，基金的股票组合在行业上与股票市场指数之间的偏差构成了行业配置超额收益的来源；

个股选择超额收益 $= R_s - R_I$ ，基金股票组合的个股配置比例与行业配置组合之间的差异在行业配置基础之上形成了个股选择收益；

整体超额收益 $= R_F - R_B$ ，其中 R_F 为基金收益率。

(2) 数据处理说明

1) 基金的分类

鉴于本章旨在分析和评价基金行业的投资能力，因此分析的对象是同类基金的集合，将其视为一只基金，这样的做法消除了不同基金之间的个体差异，得出的数据更加有说服力，而且个体基金业绩波动十分剧烈，稳定性比较差，同类基金的业绩则相对比较稳定，得出的数据也更加可靠。根据《基金法》中的基金分类标准，将基金分为开放式股票型基金、开放式混合型基金、封闭式基金、开放式偏股型基金和偏股型基金，其中开放式偏股型基金包括开放式股票型基金和开放式混合型基金，偏股型基金包括开放式股票型基金、开放式混合型基金和封闭式基金。在基金分类时，剔除了指数型基金，避免被动投资对主动型投资的业绩分析产生影响。

2) 业绩比较基准的设定

对于中国内地的广大投资者而言，在进行基金选择和投资时，很少会关注基金的业绩比较基准，更多关心基金的总收益和风险。但是在资产管理行业内，更加强调的是基金与业绩比较基准之间的超额收益和超额风险。因此，在评价基金时，必须和业绩比较基准进行比

较，其结果才有意义。基金的业绩比较基准是基金投资范围和基金投资策略的浓缩，说明了基金投资收益的来源和基本的风险收益特征，是基金投资者对基金管理者设定的投资基本准则。

在本方法中，对分类的基金设定了三类不同的业绩比较基准：

股票型基金的业绩比较基准：沪深 300 指数×70%+上证国债指数×25%+一年存款税后利率×5%，开放式股票型基金和封闭式基金采用这一业绩比较基准。其股票仓位最高，投资收益的主要来源为股票资产价格的上涨，在基金的业绩构成中，大类资产配置不是主要部分，更多的来自于行业资产配置和个股选择。这类基金的投资者属于能够承担高风险的类型；

偏股型基金的业绩比较基准：沪深 300 指数×60%+上证国债指数×35%+一年存款税后利率×5%，开放式偏股型基金和偏股型基金采用这一业绩比较基准。偏股型基金本身并不是一个基金类别，而是股票型和混合型基金的集合，投资者通过持有相同价值股票型基金和混合型基金可以构建，偏股型基金的股票仓位介于两者之间，投资收益依赖于基金管理人在大类资产配置、行业配置和个股选择能力。偏股型基金整体都要求投资者具有承担较高风险的能力；

混合型基金的业绩比较基准：沪深 300 指数×50%+上证国债指数×45%+一年存款税后利率×5%，开放式混合型基金采用这一业绩比较基准。其股票仓位最低，在投资策略上注重大类资产配置，基金管理者代替投资者进行市场择时，行业配置和个股选择相对次要。这类基金的投资者属于能够承担中等风险的类型。

3) 数据的来源和处理

A、本报告分析的数据需要用到基金在每个季度披露的股票、债券和现金的市值数据，十大重仓股和全部持股市值数据，由于在 2004 年 6 月 1 日《证券投资基金法》及其配套的《证券投资基金信息披露管理办法》正式实施之前，基金信息披露存在口径不统一、分类不明确等不规范现象，因此，选取数据的时间为 2004 年 6 月 30 日—2008 年 9 月 30 日，共 17 个季度的数据；

B、在基金股票资产的行业分类上，本文选择了基金行业投资中通常采用的申万行业分类标准，该标准与证监会发布的《上市公司行业分类指引》相比，在对上市公司的分类上更加合理。《上市公司行业分类指引》中对上市公司的分类标准主要依据营业收入占比单一指标，而申万的标准则综合考虑了主营业务收入和主营业务利润构成、公司发展规划、控股公司背景以及市场看法，得到的分类结果更加符合投资管理者行业的视角，实用性较强；

C、在对数据的处理上，由于取得的数据都是每个季度末披露的时点数据，为了更加符合实际投资过程，将两个季度末的数据进行平均，得到的数据为该季度内的平均大类资产配置比例、行业资产配置比例和股票比例。在计算每类基金季度内的加权平均收益率时，把基金在两个季度末的净值进行平均作为季度内的平均净值，以此为权重计算加权平均收益率。由于基金被怀疑在披露时点存在突击调整投资组合的“粉饰”效应，通过这样的处理，可以尽量避免时点数据对分析结果造成的影响。

2、业绩归因分析结果说明

(1) 基础市场走势分析

我们将 2004 年 7 月 1 日-2008 年 9 月 30 日这一时期上证综指走势划分为三个主要趋势段。

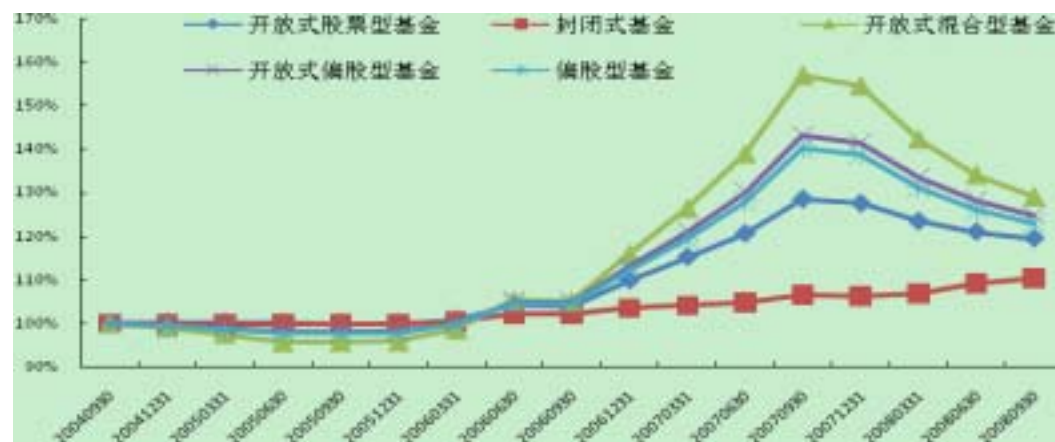
表： 上证综指三个主要趋势段

时间段	期初指数	期末指数	变化幅度	市场特征
20040701-20050630	1398.20	1080.94	-22.74%	下跌
20050701-20070930	1077.31	5692.76	426.65%	上涨
20071001-20080930	5683.31	2173.74	-60.85%	下跌

资料来源：Wind 资讯、本课题组

(2) 大类资产配置超额收益分析

图：各类基金大类资产配置超额收益



资料来源：Wind 资讯、本课题组

1) 不同类型基金截面比较

比较不同类型基金的超额收益,可以看出开放式混合型基金的择时能力显著高于开放式股票型基金和封闭式基金。但是封闭式基金的超额收益一直比较平稳,没有开放式基金波动那么剧烈。

导致差异的原因一方面是产品类型决定的,混合型基金有着最为灵活的资产配置范围,封闭式基金的股票投资上限为 80%,限制了获得更高择时收益的能力。另一方面则是基金性质决定的,封闭式基金的择时能力表现平稳与基金规模不变动有很大关系,开放式基金由于存在外部资金变动,而且外部资金变动与市场变化也存在密切的关系,从而外部资金变动会对基金经理的大类资产配置策略产生不利影响,例如在上涨时,过多的申购资金会降低基金的股票仓位,而下跌时,过多的赎回资金又会提升基金的股票仓位,这些都不利于择时能力的发挥。

如果从各类基金的平均股票仓位来看,混合型基金由于比股票型基金有更低的股票投资下限,股票仓位始终与开放式股票型基金有着 5%的差距,开放式股票型基金的最高股票仓位达到 83%,而混合型基金的股票仓位最高只有 77%。股票型和混合型基金的仓位变动比较剧烈,最高与最低仓位之间相差 20%以上,而封闭式基金的股票仓位一直维持在 70%左右,变动不大。从仓位变动分析来看,虽然有着更加灵活的投资范围,但是混合型基金的仓位变动与股票型基金保持高度一致,并没有出现很大程度的偏离,因而混合型基金的择时超额收益更多的是由于比较基准的差异,而与基金的实际操作关系不大。

表：各类基金大类资产配置比例

时间	开放式股票型			开放式混合型			封闭式基金		
	股票比例	债券比例	现金比例	股票比例	债券比例	现金比例	股票比例	债券比例	现金比例
20040930	64.08%	25.43%	10.50%	54.75%	32.34%	12.91%	69.55%	23.93%	6.52%
20041231	67.22%	24.69%	8.09%	59.71%	32.21%	8.07%	70.01%	24.13%	5.87%
20050331	69.53%	23.73%	6.74%	63.72%	30.62%	5.66%	70.99%	24.61%	4.40%
20050630	69.02%	22.45%	8.53%	66.00%	28.14%	5.86%	70.73%	24.73%	4.54%
20050930	70.18%	20.68%	9.15%	66.21%	26.88%	6.92%	71.55%	24.39%	4.07%
20051231	71.62%	20.12%	8.26%	67.73%	26.10%	6.18%	72.42%	23.35%	4.24%
20060331	75.90%	16.45%	7.65%	70.22%	23.63%	6.15%	74.42%	21.73%	3.85%

20060630	79.89%	10.47%	9.64%	70.78%	20.23%	8.99%	74.60%	20.43%	4.97%
20060930	76.76%	8.00%	15.24%	68.15%	18.36%	13.49%	72.93%	20.33%	6.74%
20061231	81.33%	6.12%	12.55%	72.01%	15.83%	12.16%	72.96%	20.43%	6.62%
20070331	82.85%	6.07%	11.09%	74.62%	14.37%	11.01%	71.47%	20.76%	7.76%
20070630	81.24%	4.80%	13.96%	75.20%	11.41%	13.39%	71.31%	20.76%	7.92%
20070930	82.52%	3.47%	14.01%	75.85%	10.06%	14.09%	73.33%	19.29%	7.38%
20071231	83.19%	3.34%	13.47%	77.04%	10.69%	12.27%	74.28%	19.37%	6.35%
20080331	80.73%	4.31%	14.96%	76.11%	12.54%	11.35%	68.02%	22.86%	9.13%
20080630	77.79%	6.47%	15.74%	71.85%	16.19%	11.97%	61.98%	25.74%	12.28%
20080930	74.90%	10.53%	14.57%	66.49%	22.16%	11.34%	65.03%	26.57%	8.39%

资料来源：Wind 资讯、本课题组

对混合型基金的分析结果也与国外的研究结果相一致。在美国基金市场，混合型基金的市场占比很低，主要原因在于很少有基金经理能够同时精通股票市场和债券市场投资，导致混合型基金的投资业绩偏低。中国内地的混合型基金难以充分发挥资产配置灵活优势的原因在于，大类资产择时看似简单，实际却是非常困难，很难能够持续的预测到不同市场的涨跌情况，而且中国内地注重短期排名的氛围使得混合型基金经理不敢过于激进的操作，而是尽量与同类基金的仓位保持一致。

2) 大类资产配置超额收益的变化分析

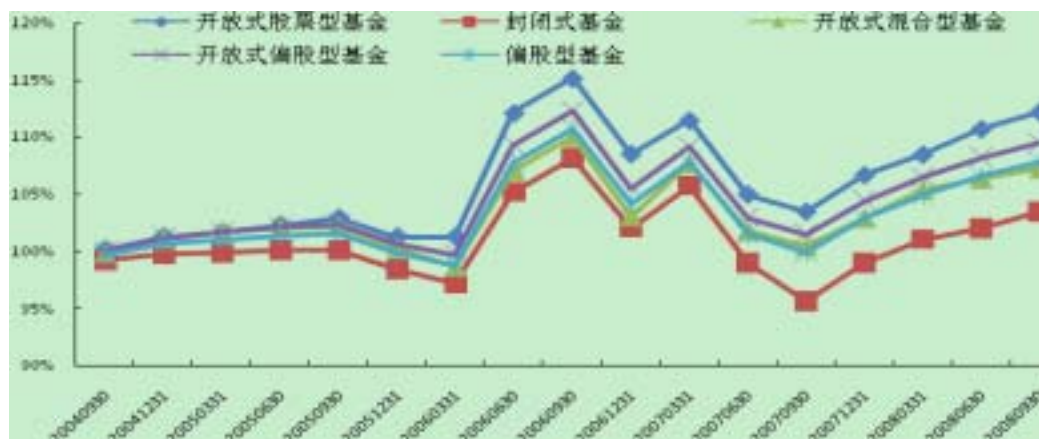
从时间序列的变化来看，除了封闭式基金以外，其他基金择时收益的表现在三个不同的趋势阶段都与当时的市场情况密切相关，如果市场趋势十分明确，基金可以通过集中配置资产的方式获得超额收益，超额收益的增长迅速。如果市场处于剧烈波动的震荡市或者缓慢变化的盘整市，则基金的超额收益不会很显著。

在大类资产仓位变化分析中，债券仓位的变化也很有意义，在上一轮股市熊市期间，债券市场迎来一波牛市，当时各类基金都配置了 20% 以上的债券资产，此后，一轮股市牛市过后，当债券市场再次迎来牛市之时。股票型基金的债券仓位依然保持在较低水平，同时持有较高比例的现金，这一现象，从积极角度来看，股票基金持有大量现金准备“抄底”，准备参与迟迟不来的反弹。如果从消极角度来看，股票型基金的投资策略集中于股票资产类别，而忽略了债券资产。混合型基金从仓位的变动上较好的兼顾股票和债券两个市场的投资机会，将股票减仓得到的现金更加有效的配置到了债券资产，现金资产比例保持在合理范围之内。封闭式基金也和混合型基金类似。

在第三阶段的下跌过程中，偏股型基金的股票仓位都出现了大幅度的下降，开放式股票型基金的仓位从 2007 年第四季度的 83%，下降到 2008 年第三季度的 74%，这里还是同类基金的平均变化，单个基金的变化应该更为剧烈。这一变化情况正好对应了 2008 年上半年一直被广为流传的“基金降低仓位竞赛”，从业绩归因的角度来看，基金降低仓位的行为是为了相对业绩基准获得超额收益，这本身是一个理性行为，但是如果众多基金同时降低仓位，就会对市场产生严重影响，也容易被外界误解为基金之间为了争夺排名而互相抛售重仓股，进而引发市场下跌。

(3) 行业配置超额收益分析

图：各类基金行业配置超额收益



资料来源：Wind 资讯、本课题组

1) 不同类型基金截面比较

在行业配置超额收益方面，开放式基金，特别是股票型基金获得了较好的表现，显著超过了封闭式基金。与混合型基金相比，股票型基金由于股票投资下限较高，至少要持有 60% 的股票资产，限制了大类资产配置超额收益的提升，在投资策略中，股票型基金更加注重对投资组合进行结构方面的调整，因而在这一方面的超额收益，股票型基金显著高于混合型基金。与封闭式基金相比，开放式基金由于能够获得不断增长的份额，提升投资业绩的激励更加充分，这也使得开放式基金更加注重行业配置。

2) 行业配置超额收益的变化分析

从三个阶段基金行业配置能力的变化来看，行业配置能力与股市-宏观经济的联动性密切相关。在股权分置改革之前，上市公司的经营业绩与实际经营状况之间的相关关系被不正常的公司治理机制所扭曲，无法反映真实的情况，基金虽然在行业配置方面也获得了正向的超额收益，但是幅度较小。随着股权分置改革的推进，在一定程度上改进了原来上市公司普遍存在的因为股权分置导致的公司治理问题，在新一轮的牛市中，股市的表现与行业和宏观经济的相关程度得到了极大的提升，因而注重基本面分析的基金的投资能力得到了充分展现，行业配置收益大幅提升。即使在市场下跌阶段，基金对行业的把握能力还是得到了体现，行业配置方面的超额收益在快速增长。

基金行业配置超额收益是波动最为剧烈的，除了受到股市——宏观经济联动性影响之外，与股市行情的发展也密切相关。通常在市场上涨行情的发展过程中，期初只是少数有基本面支持的行业领涨，此后发展为全部行业普涨，最后进入到泡沫化阶段，行业的上涨将脱离基本面，而是与资金变动密切相关。在这一过程中，基金的行业配置收益也将发生十分剧烈的变化，在上涨初期，基金选择的行业将会领涨市场，行业配置方面获得明显的超额收益，随着行情的深化，市场的上涨将会逐步脱离基本面，基金依赖基本面分析进行的行业选择也将逐步无效，基金的行业选择超额收益逐步下降。图中基金行业配置收益出现下跌的阶段，正是股市非理性上涨、出现泡沫的时期，这也从侧面佐证了基金基本面分析的有效性。当市场存在激励扭曲机制问题或者非理性的泡沫时期，股市的表现脱离了基本面，基金对此难以把握，此时的基金投资策略也倾向于跟随趋势，复制指数，因而在 2007 年下半年末，市场非理性上涨时期，基金的大类资产配置收益继续上升，而行业配置收益则出现下跌。

在评价基金能力之时也需要考虑到客观环境的重大影响，即“运气”因素。股票市场本身作为宏观经济的先行指标，充分反映了各方面对宏观经济和行业的未来预期，2008 年宏

观经济的波动的程度都是历史罕见的，经过放大之后的股市波动的剧烈程度更是前所未有，中国内地行业指数的跌幅和振幅在 A 股历史上也是相当少见。在这样的市场环境之中，中国内地的基金也如同国外的众多同行一样，在不断的根据市场的演变调整未来的预期进而做出投资决策，投资观点的快速修正以及频繁调整不同行业的配置比例也是合情合理。而且从事后统计来看，在市场下跌阶段，基金通过行业配置获得了正向的超额收益，这充分说明了基金到底是在投资还是在投机。

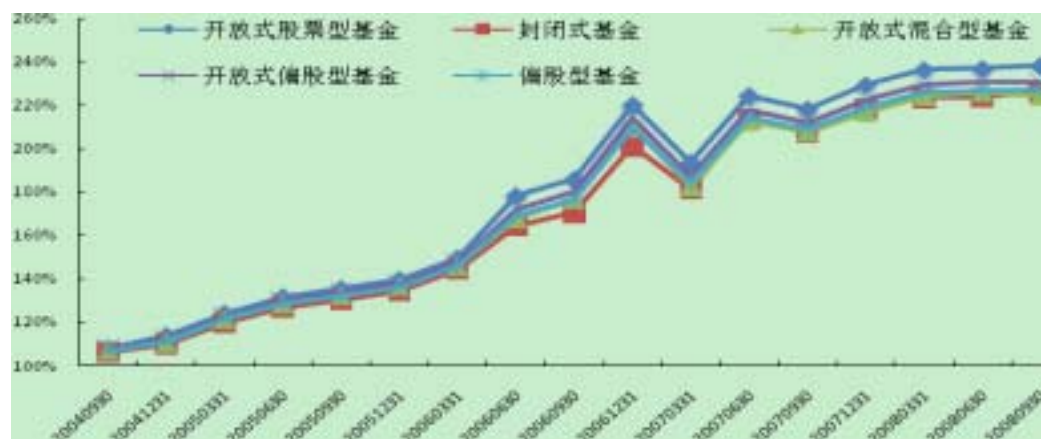
表：申万行业指数表现

指数名称	区间开盘价	区间收盘价	区间最高价	区间最低价	区间涨幅	区间振幅
农林牧渔(申万)	1,995.41	1,067.39	2,648.97	825.67	-46.51%	91.37%
采掘(申万)	7,704.79	2,458.88	8,432.88	2,156.77	-68.09%	81.46%
化工(申万)	4,261.98	1,499.48	4,680.71	1,371.03	-64.82%	77.66%
黑色金属(申万)	6,708.07	1,949.93	7,584.96	1,779.75	-70.93%	86.54%
有色金属(申万)	6,634.06	1,507.42	7,484.71	1,205.01	-77.28%	94.66%
建筑建材(申万)	3,603.09	1,723.18	3,952.08	1,286.09	-52.17%	73.99%
机械设备(申万)	4,548.82	2,004.24	4,916.15	1,428.10	-55.94%	76.68%
电子元器件(申万)	1,767.40	606.06	1,933.40	471.67	-65.71%	82.71%
交运设备(申万)	4,202.83	1,282.89	4,591.87	1,024.85	-69.48%	84.87%
信息设备(申万)	1,473.86	634.69	1,666.01	433.46	-56.94%	83.63%
家用电器(申万)	2,171.28	964.78	2,491.32	763.97	-55.57%	79.55%
食品饮料(申万)	5,496.07	2,273.16	5,755.88	1,871.07	-58.64%	70.68%
纺织服装(申万)	2,597.93	964.68	2,808.22	780.99	-62.87%	78.03%
轻工制造(申万)	2,601.84	890.96	2,824.41	690.31	-65.76%	82.02%
医药生物(申万)	3,256.63	1,841.15	3,488.25	1,373.91	-43.46%	64.92%
公用事业(申万)	3,365.74	1,514.84	3,605.48	1,288.35	-54.99%	68.84%
交通运输(申万)	4,806.02	1,505.29	5,111.82	1,412.37	-68.68%	76.98%
房地产(申万)	4,662.12	1,664.90	5,239.54	1,354.62	-64.29%	83.33%
金融服务(申万)	4,306.07	1,484.11	4,684.52	1,319.35	-65.53%	78.15%
商业贸易(申万)	5,036.72	2,099.68	5,429.94	1,617.23	-58.31%	75.70%
餐饮旅游(申万)	3,897.65	1,208.96	4,194.31	912.89	-68.98%	84.19%
信息服务(申万)	2,539.46	1,146.39	2,737.70	916.19	-54.86%	71.73%
综合(申万)	2,287.01	777.70	2,550.91	604.39	-65.99%	85.11%

资料来源：Wind 资讯、本课题组

(4) 个股选择超额收益分析

图：各类基金个股选择超额收益



资料来源：Wind 资讯、本课题组

1) 不同类型基金截面比较

与前面的两类超额收益相比,个股选择超额收益的分化程度最小,这说明对于偏股型基金,个股选择都是关注的重点,与基金的细分类型无关。个股选择是基金最为稳定的超额收益来源,基金对上市公司的基本面分析创造的价值由此得到体现。

个股选择之所以有效,一方面是由于基金作为机构投资者,能够发挥特定的专业优势,在与上市公司的管理层沟通中充分了解企业的经营状况和发展前景,对于上市公司的投资价值在经过深入分析之后可能有着更为深刻的把握;另一方面,基金重仓持有上市公司的股票,导致外部的流通股数量减少,也会在一定程度上从供求关系上使得个股能够相对于市场获得超额表现。

2) 个股选择超额收益的变化分析

比较前后两个市场下跌阶段,基金都持续获得个股选择超额收益,而且第一个下跌阶段的收益率更高。这反映了个股选择对于基金投资的重要性在逐步下降,其背后的原因,一方面是基金资产规模的扩大使得个股选择获得的超额收益对基金收益率的贡献逐步降低;另一方面,也是更为重要的原因,在于大量限售股解禁改变了证券市场原来机构投资者与个人投资者二元博弈的格局,转变为大股东、机构投资者与个人投资者之间的博弈,以基金为代表的机构投资者在与大股东的博弈中,原有的资金优势、信息优势都不再明显,大股东持有的限售股在绝对数和相对数上都会对股票供求关系产生重大影响,这一变化深刻的影响了基金的个股选择收益。

一般在熊市中,基金通常集中持仓在为数不多的被看好的优质上市公司,试图抵御市场下跌。在第一阶段随着市场的下跌,基金的持股集中度不断上升。基金重仓股的重合度不断提升,而且基金公司前五大重仓股往往较为雷同,重仓股重叠现象极为普遍。在众多基金公司的重仓股列表中,长江电力、中国石化、宝钢股份等大盘蓝筹股比比皆是。统计显示,长江电力、上海机场、中国石化分别被 16 家、12 家、13 家基金公司重仓持有,其中上海机场流通股的 70.72%都已经握在基金手中,几乎成为一只由基金全控盘的股票。

在此后的牛市之中,市场交易活跃,热点变换频繁,投资机会众多,基金倾向于分散投资,个股选择方面的超额收益容易发生波动,投资组合中重仓股占净值比例和持股集中度一般都会下降,显示出基金投资组合趋向分散。在牛市行情的初期,个股的上涨与基本面情况比较密切,基金此时引导行情,选股超额收益快速提升,到了牛市行情的末期,市场已经出现了较为明显的泡沫,此时各股的上涨已经脱离了基本面,基金的选股超额收益也就随

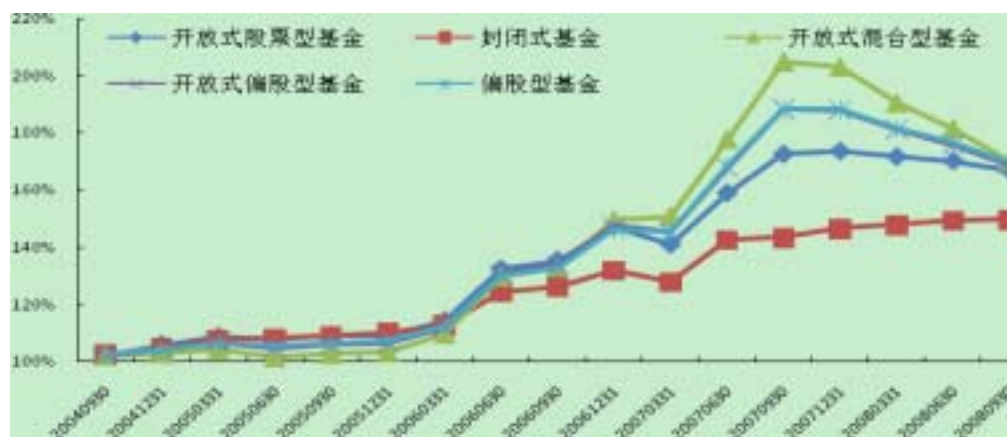
之波动。

在 2007 年末开始的第三阶段的下跌趋势中，基金持股集中度再次回升。没有做空机制的基金只能采取降低仓位的策略加以应对。但由于最低仓位不能低于 60% 的限制以及排名的压力，基金经理不可能过度降低股票仓位，只能在减仓过程中先减持非重仓股，将投资组合进一步向更有把握的重仓股集中。而各家基金的重仓股高度重合，这就造成基金再次出现熊市中的“抱团取暖”现象。

在上一轮熊市中，基金对前十大重仓股的投资集中度，曾经一度上升到 56% 以上。体现了明显的“结构化行情”的特征。而伴随着牛市的演进，基金持有的集中度逐步分散，一路下行。至 2007 年最高点的三季度末，这个水平已经下降到了 44.37%。与一季度相比，2008 年二季度开放式偏股型基金和封闭式基金整体持股集中度均有所上升，上升幅度分别为 1.61% 和 3.84%，可比的开放式偏股型基金和封闭式基金的持股集中度分别达到 46.11% 和 56.86%。再现当年熊市期间的高持股集中度。

(5) 总体超额收益分析

图：各类基金总体超额收益



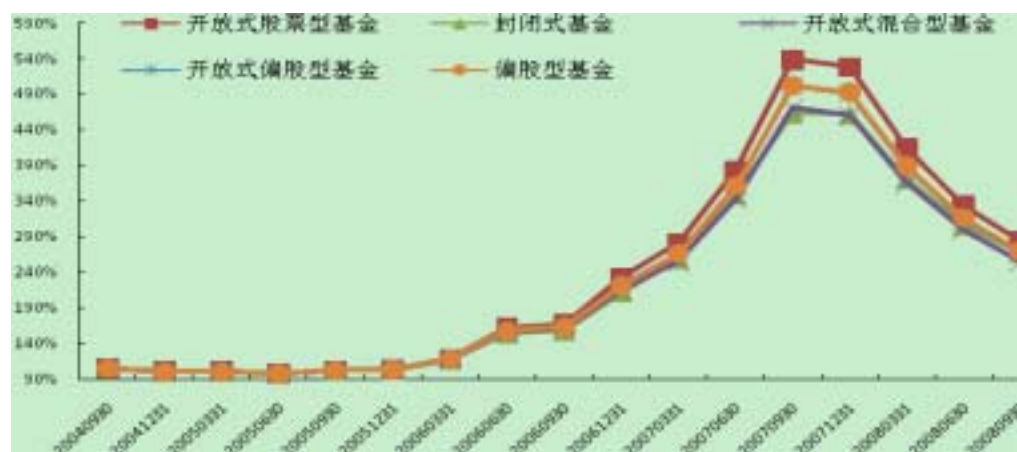
资料来源：Wind 资讯、本课题组

1) 不同类型基金截面比较

与大类资产配置超额收益类似，基金总体超额收益的高低取决于业绩比较基准的选择。对于偏好高风险的股票型基金的投资者而言，开放式股票型基金的超额收益显著高于封闭式基金；而对于偏好相对低风险的混合型基金的投资者，第二阶段的大牛市极大提升了超额收益，因而获得了最多的超额收益，偏股型基金的风险介于两者之间。如果剔除业绩比较基准的影响，从绝对收益率来看，开放式股票型基金的收益率最高，封闭式基金次之，开放式混合型基金的收益率最低。这一对比充分说明了相对业绩与绝对业绩的差异，在绝对收益中排名最后的开放式混合型基金的相对收益最高。

封闭式基金与开放式股票型基金由于采用相同的业绩基准，因而两者的超额收益可以进行比较。两者超额收益的差异在一定程度上也解释了封闭式基金存在折价交易的原因，封闭式基金为高风险投资者提供超额收益的能力显著低于开放式股票型基金。

图：各类基金绝对收益比较



资料来源：Wind 资讯、本课题组

2) 总体超额收益的变化分析

对比总体超额收益与大类资产配置、行业配置和个股选择方面的超额收益的变化可以发现，在市场趋势明显的阶段，例如第一阶段和第三阶段的下跌趋势和第二阶段后期的上升趋势，总体超额收益与大类资产配置的超额收益更加相关，而在第二阶段的前期的上升趋势，总体超额收益更多由行业配置超额收益和个股选择收益贡献。

从收益率的数据来看，从 2004 年 6 月 30 日到 2008 年 9 月 30 日期间，开放式股票型基金获得的累积超额收益为 66.92%，封闭式基金的超额收益为 49.71%，年化之后的收益率分别为 12.67% 和 9.84%。这一收益是剔除了市场收益之后，完全由基金投资能力提供的，由此可见，中国内地基金公司在积极偏股型基金投资领域不仅具备投资能力，而且获利的能力相当可观，中国内地市场的高波动性为基金投资能力的提供了发挥空间。

3、关于基金投资能力的整体评价

从数据分析的结果来看，各类基金都相对业绩比较基准获得了超额收益，这一点充分证明了基金的投资能力。

累积为正的超额收益率说明主动型基金在过去的投资期限内战胜了业绩基准，获得了超额收益；将超额收益分解到大类资产配置、行业资产配置和个股选择层面，三者的累积超额收益也都大于 0，虽然幅度不同，但是说明了基金在这三个层面都表现出了投资能力。

基金的绝对投资收益与市场密切相关，而市场的走势不受到人为控制，更多的属于“运气”，基金的相对业绩剔除了“运气”对投资业绩的影响，能够更加准确的判断基金管理者的技能。

在数据上的分析肯定了基金的投资能力，而在实际的投资决策过程中，基金的投资能力来源有待进一步分析。积极主动管理型基金的投资收益可以看作是由预测和投资策略两部分完成的。预测是外部输入的变量，由基金管理者做出，体现了基金管理者与业绩基准组合的观点差异，投资策略将输入的预测转化为投资组合的调整，最终实现投资收益。根据

$$IE = IC \times \sqrt{BR} = \frac{\text{超额收益}}{\text{组合偏离度}}$$

Grinold 和 Kahn 提出的积极型管理基本定律，其中 BR 为投资策略的宽度，指每年可以进行的对超额收益进行独立预测的次数，IC 为信息系数，是每次预测收益与真实收益的相关系数，是对机构投资者投资技能的衡量。从这一基本定

律可以看出，决定基金业绩的关键在于 IC，而 IC 与基金的投资策略和投资流程密切相关，只有较高的 IC 才能将研究的成果转化为现实的投资组合，虽然不能够化腐朽为神奇，但是作用依然极为重要，如果研究成果本身无效，执行的再好也无济于事，但糟糕的执行却能破坏出色的研究成果，一个拥有完美信息的管理者的错误执行仍会使投资结果一塌糊涂。

上述理论模型阐述了主动型基金投资的本质，回到中国内地基金的现实，我们可以发现，虽然基金的预测能力不够完美，对于市场的预测经常出现偏差，但是由于投资策略和投资决策流程的存在，使得基金的预测能够较好地转化为投资收益，最终实现基金投资的有效性。

经过十多年的发展，中国内地的基金公司已经形成了一套较为完整的股票投资决策流程，一般的决策程序是：

- 1) 投资决策委员会、研究部和投资部共同根据基金合同和有关规定，根据定量、定性相结合的综合指标从所有上市股票中筛选出一批股票作为基金投资的股票池组合。
- 2) 研究部针对这批股票，在宏观经济、行业和公司研究基础上提出总体投资策略建议、行业选择建议和上市公司个股分析报告以及投资时机建议报告，为基金的投资决策提供依据，供投资决策委员会讨论。
- 3) 投资决策委员会负责确定基金投资策略，向投资部下达投资计划。投资决策委员会审议和决定基金的总体投资计划。投资决策委员会将认真分析研究发展部提供的研究分析报告及其投资建议，并根据现行法律、法规和基金契约的有关规定，根据投资的期望回报率和风险性确定投资原则、投资目标、投资策略以及投资组合的总体目标和总体设计。另外，投资决策委员会还将根据风险控制委员会的建议和监督，适时调整投资组合，提高投资组合的抗风险能力；
- 4) 投资部组织各基金制定具体实施方案，并由基金经理寻求最佳的投资时机和选择投资对象，将投资指令下达至集中交易室，由独立的交易员在交易室独立执行投资指令。在投资决策委员会制定总体投资计划的基础上，投资部将参考研究发展部的研究分析报告，建立备选股票库，构建投资组合方案，并对方案进行深入细致的风险／收益分析，并在投资执行过程中将有关投资实施情况和风险评估报告反馈给投资决策委员会。基金投资部在制定具体方案时要接受风险控制委员会的风险控制建议和监察稽核部门的监察、稽核；
- 5) 风险控制委员会提出风险控制建议。证券市场由于受到政治、经济因素、投资心理及交易制度等各种因素的影响，导致基金投资面临较大的风险。为降低投资风险。风险控制委员会通过监控投资决策、实施和执行的整个过程，并根据市场价格水平制定公司的风险控制政策，提出风险控制建议。

四、投资策略面临改进

对较长时期的基金历史业绩进行归因分析得到的结论，不仅使我们对基金投资能力有了客观的认识，而且对于基金的投资理念和基金公司的投资决策流程的价值可以有更加深刻的理解，其中的一些结论对于基金行业未来的发展具有一定的借鉴意义。

1、基金在大类资产配置和行业配置方面的能力有待进一步提升

从归因分析的结果来看，中国内地基金行业在投资的三个层面，大类资产配置、行业资产

配置和个股选择都不同程度的具备持续获得超额收益的能力,而且随着基金在投资研究方面的进步和股票市场与宏观经济基本面的联系更加紧密,基金的投资能力还在不断的改善。目前的超额收益构成中,个股选择的收益占比较大的比重,但是随着基金业规模的扩大,市场有效程度的提升,基金重仓持股获得超额收益的难度将会加大,边际贡献也在逐步减少。在这种情况下,基金应该更多的关注大类资产配置和行业配置能力的提升,这方面还有很大的空间而且对于基金收益率的提高有着现实意义。

2、基金投资能力的差异分析为基金产品设计提供方向

从大类资产配置超额收益的分析中,可以看出,封闭式基金由于没有外部资金变动的影响,择时能力的发挥十分稳定,但是受到投资范围的限制,影响了超额收益的提升。因此,对于择时能力强的基金公司,可以设计创新型封闭式基金,将股票投资范围扩大,提高股票投资的上限和降低股票投资的下限,同时设立封闭期,这类产品可以最大限度地发挥基金管理者的择时能力。业内此前推出的创新型封闭式基金已经在产品设计中对此思路有所体现。

在行业配置和个股选择方面,封闭式基金由于缺少外部资金流入的激励,与开放式基金存在一定的差距,这一点在一定程度上也解释了封闭式基金折价交易的原因。基于这一结论,可以对基金公司未来的产品和业务设计提供指导,即适当的业绩激励对于基金管理人是有积极作用的,能够充分发挥基金的投资能力,尽可能的提升超额收益。

在基金产品设计时,应该与基金投资能力相联系,突出基金的投资策略,从归因分析的结果来看,不同类型基金在投资能力的三个方面是各有所长,没有哪类基金能够成为“全能型基金”。即使是从产品设计的出发点希望基金能够成为全能型基金,但是实际投资中的结果往往不尽如人意。例如混合型基金,其产品设计初衷是希望基金管理者能够代替投资者进行大类资产择时,但是实际的投资运作中混合型基金并没有充分利用这一特点。从国外基金行业的发展经验来看,对基金分类进行细致的划分,提供细分类型基金,由投资者根据自身的风险偏好自行选择基金构建投资组合是比较成熟的做法,能够更好的满足投资者的需求。

表：美国 ICI 对共同基金的分类

基金类别	基金细分类别	基金具体类别
股票基金	资本增值基金	进取成长型基金
		成长型基金
		行业基金
	完全回报基金	成长和收益基金
		收益股票基金
	世界股票基金	新兴市场基金
		全球股票基金
		国际股票基金
混合基金	资产配置基金	
	平衡基金	
	收益混合基金	
收税债券基金	公司债券基金	普通公司债券基金
		中期公司债券基金
		短期公司债券基金
	高收益基金	
	世界债券基金	全球债券基金（普通）
		全球债券基金（短期）

		国际债券基金	
		新兴市场债券基金	
	政府债券基金	政府债券基金（普通）	
		政府债券基金（中期）	
		政府债券基金（短期）	
	战略收益基金	按揭基金	
	免税债券基金	州政府债券基金（普通）	
		州政府债券基金（短期）	
	州政府债券基金	全国州政府债券基金（普通）	
		全国州政府债券基金（短期）	
	全国州政府债券基金		
	货币市场基金	政府征税货币市场基金	
		非政府征税货币市场基金	
	征税货币市场基金	全国免税货币市场基金	
		州免税货币市场基金	
	免税货币市场基金		

资料来源：ICI，本课题组

基金公司投资能力的存在也为产品设计提供了新的思路，例如可以借助股指期货等金融衍生工具与基金相结合构建投资组合，持有基金的多头，同时根据基金的业绩比较基准做空相应数量的指数期货，这样的对冲组合可以将基金的行业配置能力和个股选择能力剥离出来，而不需要承担市场波动的系统性风险。这类产品突出了基金公司的投资能力，在专户理财业务中将会得到广泛应用。

3、投资决策方法和流程的持续改进有助于基金行业长期发展

目前各家基金公司的官方网站和各只基金的招募说明书中都明确的介绍公司和基金的投资决策流程，但是这些书面的文字可能和实际的投资运作存在较大的出入。当前中国内地的投资决策流程中普遍存在的问题之一，在于一些运作层面的权利和责任不匹配，决策主体的风险和收益不匹配以及信息沟通不顺畅。基金经理作为公开披露的基金管理人，需要对基金的投资业绩承担更多的公众压力，但是实际的投资决策可能是由投资决策委员会、基金经理和行业研究员共同制定的。基金经理与投资决策委员会和行业研究员之间的决策范围存在重合，在投资决策时容易产生冲突，基金经理的意见可能和投资决策委员的决议相左，研究员的投资观点可能在投资组合中得不到体现，这些矛盾都会影响基金的投资决策。如果三者的投资决策能够明确区分，利用业绩归因分析可以准确的判断各个决策主体的得失，但是如果投资决策是混合了两个以上主体意见的结果，在进行业绩归因时就难以区分孰优孰劣了。如果基金公司能够在投资决策流程中明确各个决策主体的决策范围，并且将绩效与实际投资业绩挂钩，同时强化各层级之间的信息沟通和交流，可以改善目前投资决策环节存在矛盾和阻碍，有助于提升基金公司的投资能力。

在中国内地的基金公司中，业绩归因分析已经逐步成为投资决策流程中的重要环节之一。根据本课题组对中国内地基金公司投资研究总监的访谈结果，相当数量的基金公司都在加强业绩归因分析的应用，以此作为数量化投资应用的突破口。有的公司不再将归因分析单纯作为事后的分析工具，甚至每天对基金进行业绩归因分析，以便对投资决策进行及时修正，逐步将其视为投资工具。中国内地基金公司目前主要借鉴国际资产管理行业通行做法形成了“自下而上”、“自上而下”和“自下而上与自上而下两者相结合的混合策略”的投资决策流程。不同的投资决策流程适用不同的业绩归因方法，本文采用 BHB 业绩归因分析方法是一种自上而下的归因方法，将基金历史业绩逐层加以分解，目的在于分析每个决策层面的得失，对于“自上而下”和混合策略的基金比较有效，对于“自下而上”的基金策略分析就不会很有意义。

4、基金营销时需要培养投资者资产配置的观念

从媒体的报道以及投资者对基金投资业绩的质疑来看，虽然前期监管机构和基金公司已经投入了大量的人力物力进行投资者教育，但是一些投资者对于基金的理解仍然存在误区。不过在中国证监会新出台的《证券投资基金销售适用性指导意见》中，已经强制要求基金公司在营销时需要对投资者进行风险偏好测试，而且众多基金公司在网站上开办投资者教育专栏，对投资者的投资需求和风险偏好进行测定，并提供基金组合配置建议。整个行业的投资者教育已经从基本常识普及转向培养投资者树立资产配置这一基本理财观念的方向。

对于投资者来说，需要改变长期以来存在的认识误区，基金并不是全能的，涨时获益、跌时避险，这是投资者对基金的期望，残酷的现实使投资者意识到，基金不会为投资者做所有的事，作为专家集合理财的工具，只是能够提供比分散的个人投资者更加有效率的投资服务，即基金能够提供比其业绩比较基准更好的投资收益，但是想要做到获取绝对的投资收益，简单的通过投资单一基金并不现实，投资者必须根据自己的情况和判断，主动地管理基金组合才能够更好的获得基金投资提供的超额收益。

作者简介

巴曙松教授，国务院发展研究中心金融研究所副所长，平安证券首席经济学家

研究员，博士生导师，享受国务院特殊津贴，中央国家机关青联常委

还担任：

人力资源和社会保障部企业年金资格评审专家

中国证监会基金评议专家委员会委员

中国银监会考试委员会专家

招商银行博士后流动站指导专家

宁波银行首席经济学家

中国科技大学、华中科技大学、南开大学、中山大学等高校兼职教授并指导硕士和博士研究生

曾经担任中共中央政治局集体学习主讲专家，先后担任中国银行杭州市分行副行长、中银香港助理总经理、中国证券业协会发展战略性委员会主任、中央人民政府驻香港联络办公室经济部副部长等职务

先后被评为“中国基金业 10 年特别贡献奖”、“地方金融贡献奖”、“20 位中国商业观察家”

联系电邮：bashusong@163.com

联系电话：00852-66293269

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田南路大中华国际交易广场裙楼 8 楼

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257