

数量化选基：持续性 VS 风格轮换

2009 年 4 月 7 日 星期二

金融技术小组

研究员 何国凌

010-66216231-806

hgl@longone.com.cn

基金研究

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

报告要点

- q 本报告主要通过业绩持续性和风格轮换两个角度评价基金业绩，同时依据我们分析的结论，给出基于这两个角度的数量化选基策略，其中基于持续性的策略属于被动、相对的策略，超额收益较稳定，而基于风格轮换的策略则属于主动、绝对的策略，如判断准确，不仅能获取较高超额收益，还能保证绝对收益。
- q 报告第一部分从相对排名和绝对收益评价了过去 2007 年 2 季度至 2009 年 1 季度的股票型基金业绩持续性，并根据研究结论提出了基于持续性的“M-N”策略：
- Ø 等权重买入前 M 个月排名前五的基金组合，持有 N 个月。
- 实证研究表明，“12-6”策略具有较高且稳定的超额收益。
- q 报告第二部分则对过去两年内的股票和混合型基金的投资风格做出分析，包括个基和整体，静态和动态分析，估算了各阶段基金风格资产的配置比例（allocation）和选择收益（selection）。并据此给出了基于风格轮换的选基策略：
- Ø 首先通过风格分析得到的具备显著个股选择能力的基金作为初选池
 - Ø 通过静态风格分析判定初选池内基金的风格资产配置比例
 - Ø 通过动态风格分析观察基金投资风格的变化趋势
 - Ø 通过主观判定下一阶段股市/债市的强弱，大盘/小盘，价值/成长风格走势的强弱，从初选池内选出合适投资的基金品种。
- q 第三部分比较分析了两种选基策略的风险和收益，以及优点和缺陷。基于持续性的策略执行简单，能获得较稳定的超过基金平均水平的收益，但由于个基业绩的不稳定性，因此无法获得最高的收益。而基于风格轮换的策略则较为复杂，需要对股市/债市、大盘/小盘、价值/成长的风格轮换具有较强的预测能力，是一种主动的投资策略，因此风险较高。

目录

1. 基于业绩持续性的选基策略	3
1.1 基金业绩持续性概述	3
1.2 过去两年股票型基金业绩持续性分析	4
1.2.1 相对排名持续性分析	4
1.2.2 绝对业绩持续性分析	5
1.2.3 基于持续性的选基策略	6
2. 基于风格轮换的选基策略	8
2.1 风格分析概述	8
2.2 风格分析实证结果	9
2.2.1 方法和数据	9
2.2.2 风格分析结果	10
2.3 基于风格轮换的选基策略	13
3. 两种策略之比较	14

1. 基于业绩持续性的选基策略

1.1 基金业绩持续性概述

问：什么是“业绩持续性”？

答：基金业绩的持续性就是指业绩优秀的基金以后一段时间继续保持优秀的业绩，而业绩差的基金继续表现出差的业绩，也就是所谓的“强者恒强，弱者恒弱”，许多学者也把这种性质称为“热手”、“冷手”。

问：为什么要关注业绩持续性？

答：如果基金具有持续性，那么，无论对于个人投资者还是机构投资者（如券商系的 FoF）而言，都可以趋利避害。投资者可以通过买进前期业绩优秀的基金和卖出前期业绩差的基金，来获取超额收益，这样，他们就不必耗费大量的资金和时间去评价和选择基金经理，只要能够识别基金前期业绩的优劣，就可以从中获得超额收益。

问：关于业绩持续性的国内外研究成果如何？

答：国内外学者对基金业绩持续性有很多研究成果，但由于考察方法和数据样本的不一致，结论也不尽相同。下表简单给出国外学者在不同阶段有代表性的研究结果。

表 1 国外学者关于业绩持续性的代表研究成果

作者	年份	样本期	基金数	基金类型	持续性
Sharpe	1966	1954-63	34	所有	无
Jensen	1968	1945-64	115	所有	无
Grinblatt和Titman	1992	1974-84	279	所有	长期
Goetzmann 和 Ibbotson	1994	1976-88	728	所有	短期
Kahn 和 Rudd	1995	1983-90	300	权益类和固定收益类	前者无，后者有
Malkiel	1995	1971-91	724	所有	70 年代有，80 年代无
Wermers	1997	1974-94	2400	所有	短期

资料来源：东海证券研究所

问：国内基金业绩持续性如何？

答：国内学者就此问题也有不少研究，刘红忠等(2001)认为基金业绩在季度上不存在持续性，而严谷军、卢学法（2005）认为基金有短期相对绩效和长期相对绩效的持续性但不具有短期绝对绩效的持续性。但由于国内基金业起步时间尚短，研究的样本无论在时间上还是在个数上都远达不到要求，因此早期的一些研究仅可提供一些参考意义，而不具备指导意义。

1.2 过去两年股票型基金业绩持续性分析

我们对过去两年内的股票型基金（剔出指数型基金）的业绩持续性进行分析，分别从月度和季度两个时间段考察。

在每个时间段，对基金复权净值涨跌幅排名并进行分档，排名前 25% 为 1 档，25%-50% 为 2 档，50%-75% 为 3 档，75% 到 100% 为 4 档，计算状态转移矩阵，考察基金样本整体的相对排名持续性。

同时，通过基金样本整体与沪深 300 指数的相对走势，观察基金业的绝对业绩持续性。

1.2.1 相对排名持续性分析

数据来源：聚源数据库

起始时间：2007-4-1

结束时间：2009-3-31

包含样本：考虑到新基金的建仓时间，我们选取成立时间在 2007 年 1 月 1 日（即起始时间半年前）以前的所有非指数开放式股票型基金共 96 只复权净值涨跌幅序列。

表2 基金排名月度状态转移矩阵

上期 本期	1档	2档	3档	4档
1档	6.84%	5.93%	5.71%	6.52%
2档	5.98%	6.88%	6.43%	5.71%
3档	5.98%	6.30%	6.84%	5.89%
4档	6.20%	5.89%	6.02%	6.88%
	状态不变	变动一档	变动两档	变动三档
实际	27.45%	36.55%	23.28%	12.73%
无持续性	25.00%	38%	25.00%	13%

表3 基金排名季度状态转移矩阵

上期 本期	1档	2档	3档	4档
1档	7.14%	6.25%	5.51%	6.10%
2档	6.25%	6.55%	7.14%	5.06%
3档	6.70%	6.10%	6.40%	5.80%
4档	4.91%	6.10%	5.95%	8.04%
	状态不变	变动一档	变动两档	变动三档
实际	28.13%	37.50%	23.36%	11.01%
无持续性	25.00%	38%	25.00%	13%

资料来源：东海证券研究所

从状态转移矩阵来看，季度上的持续性要优于月度持续性。无论是月度还是季度，状态不变的概率均大于理论值。从季度上来看，上季度排名 4 档的基金本季度仍是 4 档的概率最大，而上季度排名 1 档的基金本季度掉到 4 档的概率最小。尽管整体而言，基金排名变化仍显得杂乱无章，但从以上数据来看，过去两年内相对排名还是具有微弱的持续性的。季度上的持续性要强于月度持续性。

进一步分析，之所以会出现上面的现象，主要是因为样本基金中部分基金具备较好的相对排名持续性，而另一部分基金的排名则较为随机。我们认为具有较好持续性的基金管理者具有好的投资技巧，而排名随机的管理者则主要是凭运气在进行管理。如果我们能找出持续排名靠前的基金，则可较为放心投资。

遗憾的是，一来考察时间太短，两年的业绩无法令人放心，

二来就单个基金而言,没有一支基金能在过去两年内每个季度持续排在前 1/2。相对来说持续性较好的华夏大盘 (41113111), 华夏优势 (11111313), 国富弹性 (12111323) 都曾掉至 3 档以下。

1.2.2 绝对业绩持续性分析

通过样本基金的平均收益和业绩基准的比较考察基金整体的业绩持续性。这里业绩基准取沪深 300 指数。由于股票平均仓位较低的原因,直接比较基金和指数的收益是不妥当的,因为从图 1, 2 来看,基金整体净值波动幅度小于指数波动幅度。因此我们通过历史滚动 alpha 和 beta 的稳定性来看基金业整体的业绩持续性。

图 1 月收益: 样本基金 VS 沪深 300

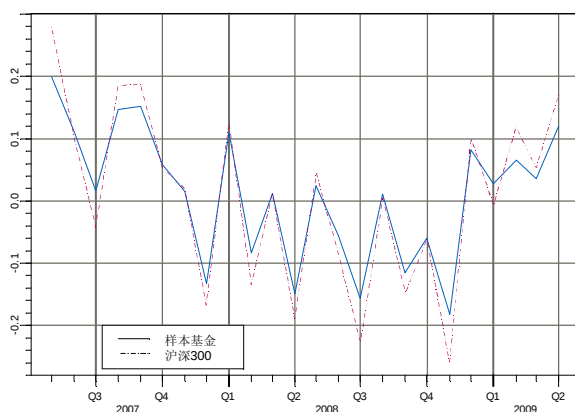
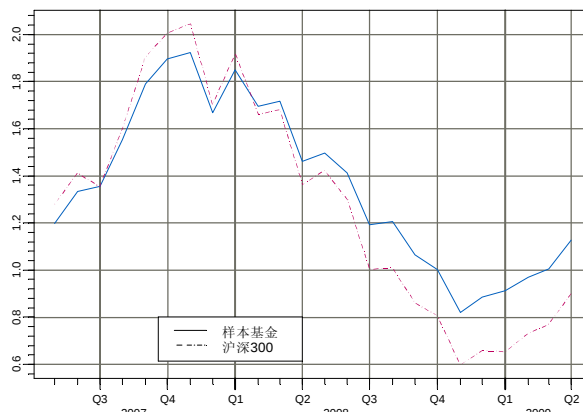


图 2 月累积收益: 样本基金 VS 沪深 300



资料来源: Wind, 东海证券整理

图 3 样本基金平均收益滚动 Alpha

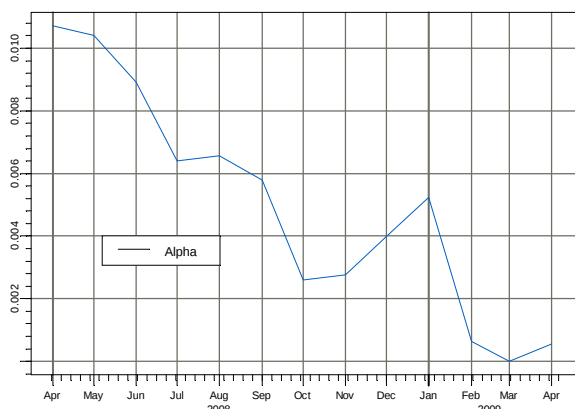
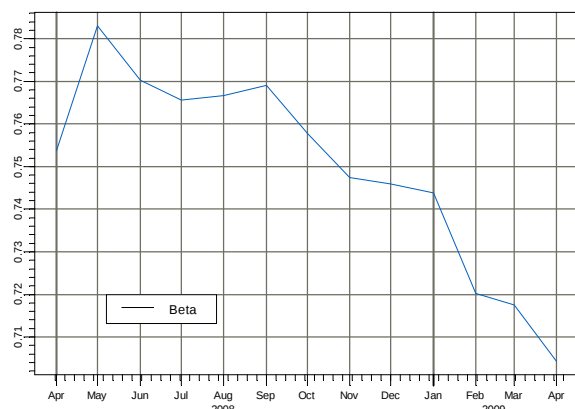


图 4 样本基金平均收益滚动 Beta



资料来源: Wind, 东海证券整理

表 4 样本基金平均业绩回归统计量

	Value	Std. Error	t value	Pr(> t)
alpha	0.0063	0.0034	1.8422	0.079
beta	0.7394	0.0245	30.1526	0

由表 4，整体而言基金业绩不具备显著的 alpha（95%置信度）。

从图 3，4 可见，牛市中无论是 alpha 还是 beta 都处于高位，而熊市则齐齐下跌，虽然从图上来看 alpha 始终大于 0，但这是由于基金的固定收益部分产生的收益所带来的，扣除这部分收益，实际的 alpha 在 2008 年均均为负。

再看 beta，根据我们的算法，每个时点的 beta 反映的是过去一年内的基金的平均仓位，从趋势上看，2008 年 3 月以来历史 beta 持续下降，直到 2009 年市场反弹以来，整体的 beta 仍没有反转，说明基金普遍对市场反应不足。

我们认为，无论从绝对收益还是风险调整后的收益，样本股票型基金平均来看均不具备持续战胜指数的能力。

1.2.3 基于持续性的选基策略

根据前面的研究，由于整体基金业绩存在微弱的持续性，但同时，没有一支基金能持续排名靠前，如果把赌注集中于一支基金，会冒很大风险，典型的案例是：2008 年 3 月份民生银行的港基直通车产品被迫清算，原因是其投资的霸菱香港中国（欧元）基金跌破买入时净值的 50%达到清算条件，而此前连续三年，该基金均是香港基金表现排名第一。

因此我们提出如下“M-N”策略：

等权重买入前 M 个月排名前五的基金组合，持有 N 个月，然后比较持有期净值涨跌幅和基金平均收益率。为不失一般性，将该策略起始时间设在每个月初，计算采用该策略的平均超额收益。例如“3-3”策略，从 2007 年 7 月 1 日起，申购上季度排名前五的基金，持有到 2007 年 9 月 31 日赎回，计算期间超额收益率，并在下个月重新执行此策略，直到 2009 年 1 月 1 日最后一次执行，2009 年 3 月 31 日最后一次赎回。期间策略执行次数共 19 次。我们取 M，N=3，6，9，12，M>N，共得到 10 种策略，历史回溯测试结果如下：

表5 各策略月收益均值与平均水平比较

策略	执行次数	best5	worst5	mean
3-3	19	-1.96%	-2.08%	-1.93%
6-3	16	-3.30%	-3.20%	-3.35%
6-6	13	-4.60%	-4.79%	-4.71%
9-3	13	-3.22%	-4.12%	-3.82%
9-6	10	-4.22%	-5.44%	-5.01%
9-9	7	-4.41%	-5.04%	-5.06%
12-3	10	-2.07%	-3.18%	-3.17%
12-6	7	-3.47%	-4.81%	-4.27%
12-9	4	-2.81%	-3.63%	-3.52%
12-12	1	-1.55%	-1.76%	-2.14%

资料来源: Wind, 东海证券整理

图5 各策略月收益均值及超额收益

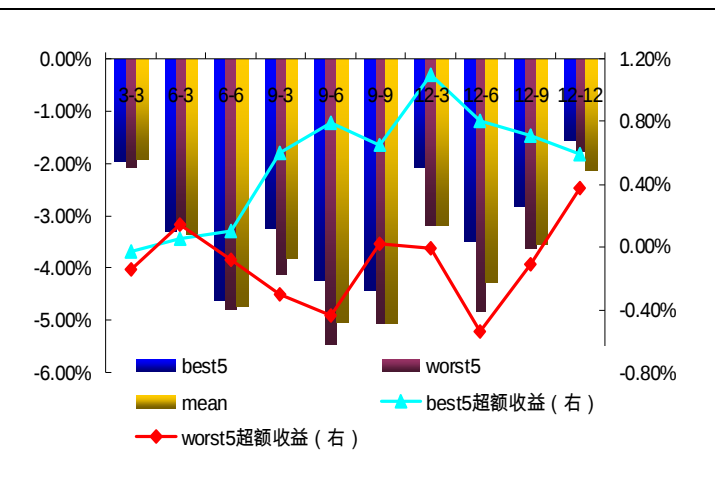
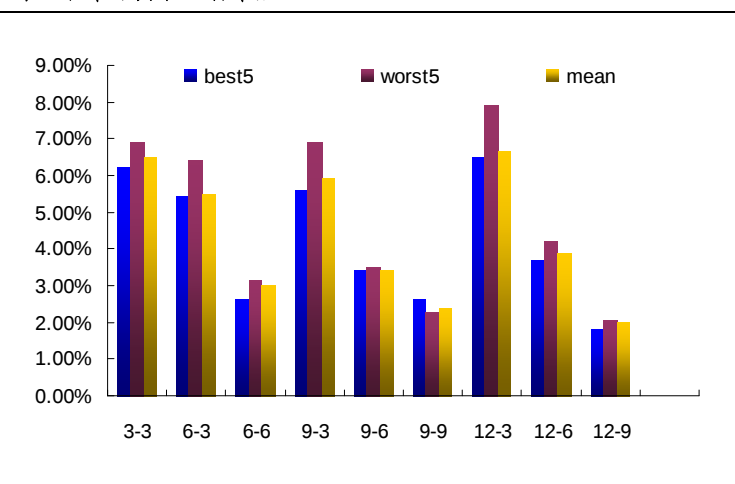


表6 各策略月收益标准差与平均水平比较

策略	执行次数	best5	worst5	mean
3-3	19	6.25%	6.93%	6.50%
6-3	16	5.44%	6.42%	5.49%
6-6	13	2.66%	3.19%	3.05%
9-3	13	5.60%	6.92%	5.94%
9-6	10	3.44%	3.51%	3.44%
9-9	7	2.66%	2.27%	2.42%
12-3	10	6.49%	7.94%	6.66%
12-6	7	3.72%	4.21%	3.90%
12-9	4	1.81%	2.07%	2.02%
12-12	1	-	-	-

资料来源: Wind, 东海证券整理

图6 各策略月收益标准差



根据以上结果，我们看出，绝大多数策略均能获取超过平均的收益，并且从标准差来看，大多数策略的标准差均小于平均水平，而最差的5只基金组合在下期平均来看均跑输平均水平，当然也可能发生反转，但业绩稳定性明显不足，这点从标准差上就可看出。

同时我们也对 Best10 的组合采用类似策略，结果基本一致，但收益大多低于排名 Best5 的组合，同时标准差并没有显著低于 Best5 组合。数据结果不再一一赘述。

需要说明的是，标准差仅对前几个策略有效，后几个策略由于考察期和模拟期过长，导致样本过少，标准差意义不大。同时，由于考察期不同，不同策略之间绝对收益不能直接比较，只能比较超额收益。

由上面的数据结果，我们主要推荐“12-6”策略，尽管12-3策略具有更高的超额收益，但由于持基时间较短会产生较高的交易费用（申购赎回费）。从操作的角度出发，“12-6”更加稳健，下表为考虑交易费用后的格策略超额收益。（假设赎回费为最高的1.5%）

表 7 扣除交易费用后的超额收益

考虑费用情况下 的组合月化收益	best5	mean	超额收益
3-3	-2.49%	-1.93%	-0.55%
6-3	-3.83%	-3.35%	-0.48%
6-6	-4.92%	-4.71%	-0.21%
9-3	-3.75%	-3.82%	0.07%
9-6	-4.53%	-5.01%	0.48%
9-9	-4.65%	-5.06%	0.41%
12-3	-2.60%	-3.17%	0.57%
12-6	-3.77%	-4.27%	0.50%
12-9	-3.02%	-3.52%	0.50%
12-12	-1.70%	-2.14%	0.44%

资料来源：东海证券研究所

2. 基于风格轮换的选基策略

2.1 风格分析概述

关于基金的投资风格，国内外学者同样有很多相关研究，尽管管理者均已宣称了自己的投资风格，但迫于短期排名压力，基金经理会择机改变投资风格，同时，“成长型”、“价值型”、“蓝筹风格”等定性的风格并没有量化基金的各风格资产比例，对于根据自己判断大盘风格轮换的投资者，即使其判断下个季度小盘成长股会有良好表现，其也无法找到适合投资的基金，因此基金的风格分析也成为学术界的热点之一。

风格分析一般有两种方法：

Ø 基于收益的风格分析 (Return-Based Style Analysis) :由 Sharpe 提出，即根据过去一段时间内基金净值走势对选定的风格指数做回归，回归系数作为判定基金风格的标准。

Ø 基于组合的风格分析 (Portfolio-Based Style Analysis) :根据基金持有资产的风格判定基金的风格。

据我们不完全统计，2007 年股票型基金换手率算术平均高达 6.56，而混合型基金换手率算术平均为 8.82，而这一数字在 2008 年为 5.12 和 7.16，部分基金换手率高达 27 倍。基金经理完全有可能在公布季报前将

仓位调整至“约定的风格”，基于组合的风格分析效果值得怀疑。因此我们选取 Sharpe 的基于收益的风格分析进行下面的研究。

表 8 两种风格分析方法比较

	方法	优点	缺点	使用者
基于收益的风格分析	根据过去一段时间内基金净值走势对选定的风格指数做回归，回归系数作为判定基金风格的标准	数据易获取，在任何时间都可使用，且可灵活调整选用的风格指数	由于风格指数间的多重共线性，导致回归系数置信区间较大	天相投顾
基于组合的风格分析	根据基金持有资产的风格判定基金的风格	更加准确可靠，误差率低	数据难以获取，对外部评价者而言，仅在公布季报、年报时有效，其它时点亦不可靠	晨星

2.2 风格分析实证结果

2.2.1 方法和数据

Ø **方法：**采用 Sharpe 的风格分析法，估计各风格资产的配置比例，用基金月净值涨跌幅对各风格指数进行约束回归：

$$R_t = a_t + \sum_{i=1}^7 b_i R_t^{(i)} + e_t$$

$$\text{s.t.} \quad \sum_{i=1}^7 b_i = 1$$

$$b_i \geq 0$$

计算时可转化为二次规划问题 (Quadratic Programming Problems)，表达式如下：

$$\text{Min}(\text{Var}(R_t - \sum_{i=1}^7 b_i R_t^{(i)}))$$

$$\text{s.t.} \quad \sum_{i=1}^7 b_i = 1$$

$$b_i \geq 0$$

得到 b_i 为第 i 种风格资产的配置比例 (Allocation)，而 a 则为选择收益 (Selection)，可理解为剔出风格资产配置的影响后由于个股选择带来的收益。

同时利用滚动回归 (Rolling Regression) 方法，可动态监测基金的风格变化趋势。

Ø **数据：**基金数据为成立时间在 2007 年 1 月 1 日（即起始时间半年前）以前的非指数开放式股票型基金 96 只和混合型基金 76 只的复权净值涨跌幅序列，而指数数据为中信标普 100 成长、100 价值、200 成长、200 价值、小盘成长、小盘价值、全债指数，这些指数成分股之间没有重合。

2.2.2 风格分析结果

Ø 静态分析:

基金整体:

样本基金整体过去两年静态分析的风格结果如下:

图 7 股票型基金风格资产配置比例

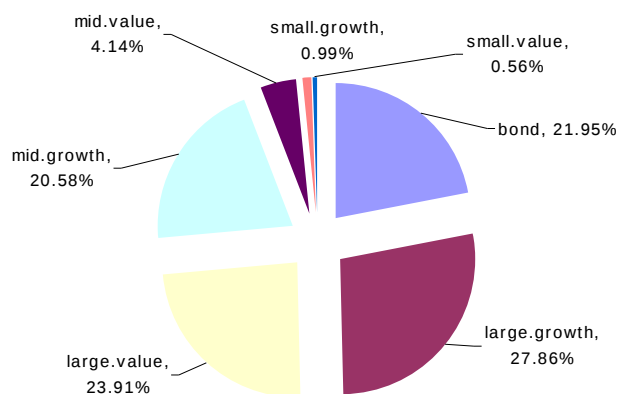
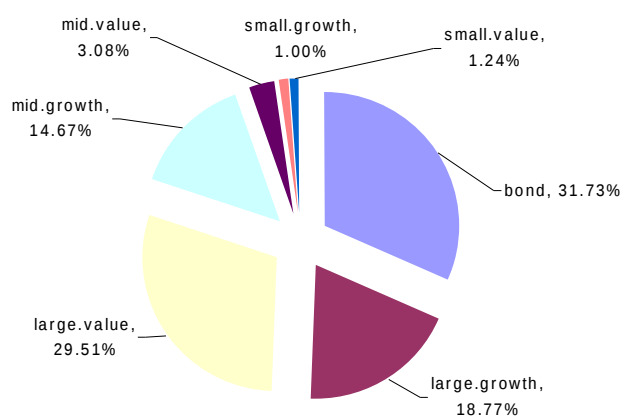


图 8 混合型基金风格资产配置比例



资料来源: Wind, 东海证券整理

图 9 股票型基金回归可决系数盒状图

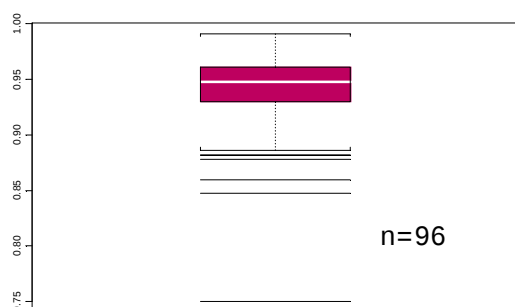
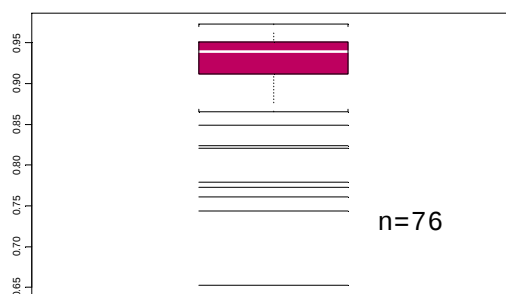


图 10 混合型基金回归可决系数盒状图



资料来源: Wind, 东海证券整理

从资产配置看, 股票型基金较偏好大中盘成长股, 而混合型基金的大盘价值股比重较大。但从总体来说, 二者对小盘股配置均较少, 且对中盘的价值股兴趣不大。

股票型基金平均回归的可决系数为 0.94, 说明基金收益中由于资产配置的贡献比例高达 94%, 仅有 6% 是由于精选个股带来的。混合型基金平均可决系数为 0.92, 略低于股票型基金。从盒状图可见, 绝大多数基金的可决系数均在 90% 以上, 股票型基金可决系数异常值要少于混合型基金。

单只基金: 对过去两年内基金的风格作分析, 风格调整后, 具有显著正选择收益 (Selection) 的基金有的风格分析结果如下:

表 9 过去两年选择收益显著为正的股票型基金风格分析结果

基金简称	选择收益	P 值	各风格资产配置比例							可决系数	宣称的风格
			债券	大盘成长	大盘价值	中盘成长	中盘价值	小盘成长	小盘价值		
华夏大盘	2.12%	0.00	27.82%	2.00%	0.01%	2.38%	50.44%	17.34%	0.01%	0.94	价值型
华夏优势	1.71%	0.00	22.29%	22.09%	31.39%	23.82%	0.40%	0.00%	0.00%	0.94	成长型—稳健成长型
博时主题	1.64%	0.01	21.49%	24.28%	52.46%	1.55%	0.20%	0.00%	0.02%	0.93	成长型—稳健成长型
信诚精萃	1.17%	0.02	19.27%	22.59%	25.18%	32.85%	0.09%	0.01%	0.02%	0.96	成长型—稳健成长型
交银成长	1.29%	0.02	23.70%	25.72%	34.89%	15.65%	0.03%	0.00%	0.00%	0.94	成长型—稳健成长型
华宝策略	1.49%	0.02	29.65%	17.54%	20.99%	31.00%	0.77%	0.03%	0.01%	0.92	价值型
国富弹性	1.50%	0.03	26.46%	30.89%	14.72%	23.95%	3.89%	0.01%	0.07%	0.91	成长型—积极成长型
华夏成长	1.05%	0.03	26.03%	18.92%	16.93%	36.63%	1.44%	0.02%	0.04%	0.95	成长型—积极成长型
中信红利	1.27%	0.03	22.62%	18.38%	20.89%	13.31%	24.79%	0.00%	0.01%	0.94	成长型—稳健成长型
银河稳健	0.82%	0.03	28.52%	16.06%	33.19%	8.56%	13.66%	0.00%	0.01%	0.97	成长型—稳健成长型
兴业全球	1.08%	0.03	23.29%	28.67%	25.45%	0.00%	22.58%	0.00%	0.00%	0.95	成长型—稳健成长型
易基价值	1.10%	0.04	22.75%	9.25%	37.36%	19.57%	10.98%	0.02%	0.06%	0.95	成长型—稳健成长型
诺安股票	0.98%	0.04	17.01%	46.77%	35.93%	0.25%	0.02%	0.02%	0.01%	0.96	成长型—稳健成长型
华宝动力	1.24%	0.04	18.53%	33.70%	26.81%	20.95%	0.00%	0.00%	0.00%	0.94	收益型
宝康消费	0.94%	0.04	32.07%	43.72%	0.00%	24.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.95	平衡型

资料来源：东海证券研究所

表 10 过去两年选择收益显著为正的股票型基金风格分析结果

基金简称	选择收益	P 值	各风格资产配置比例							可决系数	宣称的风格
			债券	大盘成长	大盘价值	中盘成长	中盘价值	小盘成长	小盘价值		
兴业趋势	1.41%	0.00	30.63%	19.87%	41.58%	0.01%	7.91%	0.00%	0.00%	0.95	综合型
荷银预算	1.39%	0.00	59.28%	10.16%	21.02%	0.58%	8.95%	0.00%	0.00%	0.87	综合型
华夏红利	1.70%	0.00	27.13%	34.66%	2.03%	10.27%	25.65%	0.08%	0.17%	0.94	成长型—稳健成长型
中银中国	1.30%	0.00	30.85%	19.59%	41.43%	8.07%	0.02%	0.03%	0.01%	0.95	综合型
华夏回报	1.87%	0.02	46.94%	4.95%	43.56%	4.55%	0.00%	0.00%	0.00%	0.76	价值型
博时平衡	1.28%	0.02	47.27%	12.69%	27.55%	0.14%	12.34%	0.00%	0.00%	0.88	平衡型
兴业转基	1.43%	0.03	53.58%	0.00%	23.50%	0.61%	22.31%	0.00%	0.00%	0.82	债券型
华宝收益	1.04%	0.03	11.05%	38.89%	13.34%	23.65%	9.13%	1.60%	2.34%	0.97	收益型

资料来源：东海证券研究所

表 8 和表 9 中列出的基金代表过去两年内具备显著选股能力的基金（选择置信度为 95%）。

同时，我们比对风格分析得出的风格资产配置和基金宣称的投资风格。

我们定义：

价值得分 = (大盘价值比例 + 中盘价值比例 + 小盘价值比例) / (1 - 债券比例)

自定义风格门限

价值型： 价值得分 >0.6

成长型： 价值得分 <0.4

平衡型： 其他

大小盘风格暂不定义，因为没有直接可比的基金宣称风格。

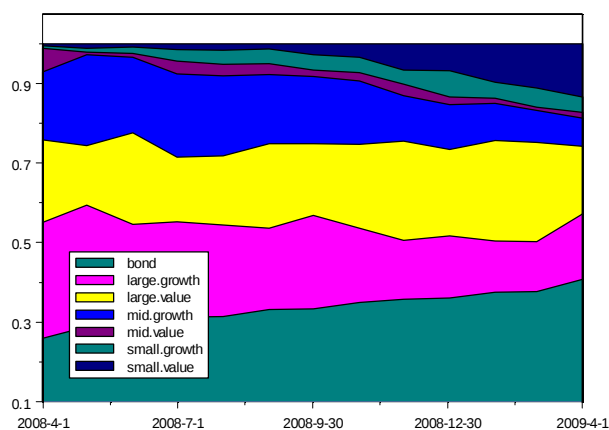
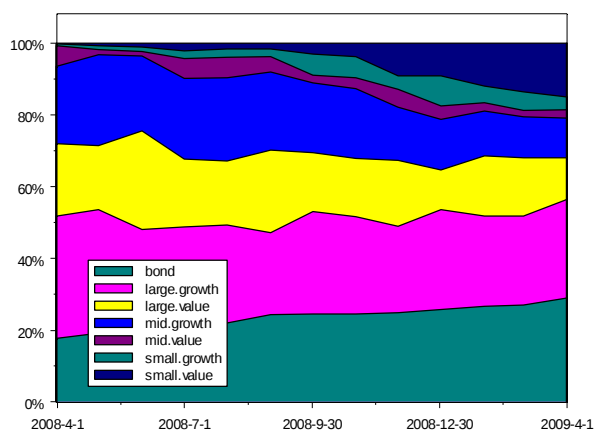
简单比对，发现大多数基金宣称风格和过去两年投资风格相差较多，在此不一一列出，可见大多数基金投资风格均是“见风驶舵型”，宣称风格和实际风格基本无关。

Ø 动态分析

基金整体：通过滚动回归方法，对过去两年内基金整体资产配置比例的变动情况作分析，滚动时间窗为1年，结果如下：

图 11 过去两年股票型基金风格资产配置变动图

图 12 过去两年混合型基金风格资产配置变动图



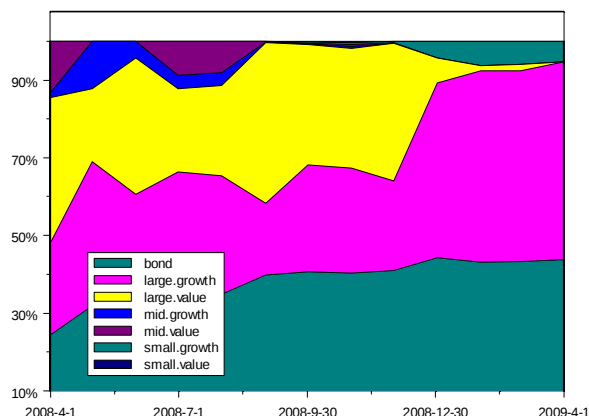
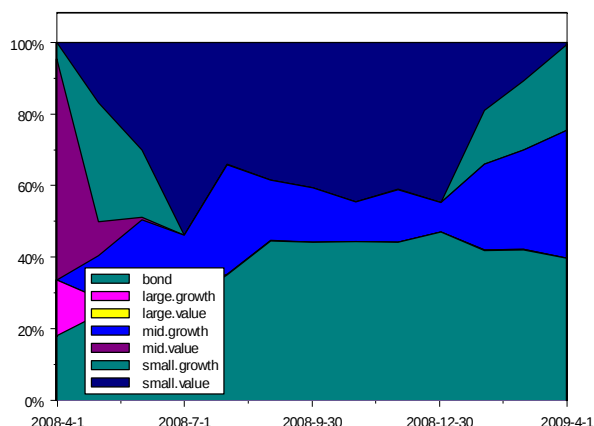
资料来源：Wind，东海证券整理

可以看到，无论是股票型还是混合型基金，过去两年债券资产配置比例逐年上升，而二者对小盘价值风格股票配置逐渐增多。二者对中盘成长股票均有所减持，混合型基金减持较多的风格类资产还有大盘成长型股票。

单只基金：我们选取股票型和混合型基金各一只为例，分别是华夏大盘和兴业趋势，过去两年风格资产配置比例变动如下

图 13 过去两年华夏大盘风格资产配置变动图

图 14 过去两年兴业趋势风格资产配置变动图



资料来源：Wind，东海证券整理

由图可见，过去两年内，二者均在逐步增加债券配置比例。

华夏大盘基本未配置大盘股而侧重于中小盘股票，其中中盘成长股配置比例较为稳定，而小盘股中，近期偏好于小盘成长股，而此前则一直配置比较多小盘价值股。

而兴业趋势则以大盘股为主，近期则开始少量配置小盘成长股。同时，其大盘股的风格轮换也非常明显，从此前的大盘价值股明显转向大盘成长股。

篇幅所限，其他基金风格动态分析结果这里不再一并给出。

2.3 基于风格轮换的选基策略

根据前面的研究，我们给出基于风格轮换的选基策略：

- Ø 首先通过风格分析得到的具备显著个股选择能力的基金作为初选池
- Ø 通过静态风格分析判定初选池内基金的风格资产配置比例
- Ø 通过动态风格分析观察基金投资风格的变化趋势
- Ø 通过主观判定下一阶段股市/债市的强弱，大盘/小盘，价值/成长风格走势的强弱，从初选池内选出合适投资的基金品种。

比如，如认为 2009 年第二季度债市将继续走弱，股市继续走强，中盘价值股涨幅将会领先大盘，那么基于此策略，选择的基金包括：华夏大盘、中信红利、兴业全球和华夏红利。

遗憾的是，由于绝大多数基金配置较少小盘股，因此如认为小盘股涨幅领先，那么可选择的品种将会很少，此时可放宽选择收益的置信度（如降至 80%）或放弃选择收益的条件限制，此时可选择的基金包括：广发小盘、

嘉实主题、富国天瑞。

此策略的关键在于对风格走势的判断，此时既可以建立数量化的风格指向模型，利用均值回复的原理，通过不同风格指数间的收益差变化趋势判定风格走势，也可以通过定性的分析财政政策、企业盈利状况等经济指标进行判定，见仁见智，在此不再赘述。

3. 两种策略之比较

下表给出了我们提出的两种数量化选基策略比较：

表 11 两种选基策略之比较

	基于持续性的选基策略	基于风格分析的选基策略
策略类型	主动选基，被动执行，相对策略	需对风格走势进行预测，属于主动策略，绝对收益策略
基本原理	根据统计，部分基金在一段时间内具有较高的持续性，但无法一直保持下去，因此我们采用分散投资的方式降低基金业绩发生反转的风险，获取较稳定的超越基金平均水平的收益	通过剔除投资风格影响得到个股选择收益，从中选取选股能力强的基金，再通过主观预测风格资产走势选取合适的基金
风险水平	相对风险较低，但无法规避系统风险	风险较高，策略表现取决于预测精度，但仍能保证 Alpha
复杂性	相当简单，仅需根据我们的实证分析得出的结论进行操作即可	相对较复杂，需要用到二次规划和滚动回归等方法，同时还需对风格资产走势作出准确判断才能保证收益
优点	简单，易操作，稳定	如判断准确，不仅能获得超过平均水平的收益，还能获取绝对收益
缺点	实证分析无论在时间跨度还是样本数量上均不足以支持结论，结果还有待继续考察，超额收益尽管稳定，也无法大幅超过平均水平，当市场单边下跌时，该策略同样会有损失	需对风格走势进行判断，包括股市/债市，大盘/小盘，价值/成长的强弱对比判断，难度较大

资料来源：东海证券研究所

上表可见，二者的本质区别在于，前者是被动的策略，通过统计分析获得战胜平均水平的超额收益，而后者是主动的 Alpha 策略，通过判断市场风格走势，选取 alpha 显著大于 0 的合适基金进行投资，目标是获取绝对收益。而风格分析则是作为量化此策略的基本工具。

后续的研究，我们将在每月的基金投资月报和其他专题中给出。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

何国凌: 东海证券数量分析师, FRM 候选人, 中国科学技术大学应用数学学士、金融工程硕士, 2008 年加入东海证券, 主要研究方向为基金绩效和数量化投资策略。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122