



基金研究价值考察

■ 主要观点:

随着基金数量的增多和基金规模面临的瓶颈,基金之间的竞争越来越激烈了。由于较高的支出成本,中小基金公司普遍面临着生存的压力。基金业是知识密集型的行业,每个基金公司都或多或少的配置了一定的研究人员,人力成本在总成本中占很大比重。但作为成本中心的研究部门是否是必须的呢?基金公司在研究上的高投入是否物有所值?我们的研究发现,基金公司的研究部门确实创造了价值,在国内市场效率有待提升的状况下,研究部门确实可以通过股票的挖掘为基金公司带来较好的收益,但在不同的市场状况下,基金的表现有所差异,随着国内市场的逐步成熟、市场有效性的增强,基金通过研究获取的超额收益会进一步趋于下降。

代宏坤

执业证书编号: S0870109070952

021-53519888-1903

Daihongkun@sigchina.com

高琛

执业证书编号: S0870110050001

021-53519888-1968

Gaochen@sigchina.com

日期: 2011 年 05 月 25 日

报告编号:

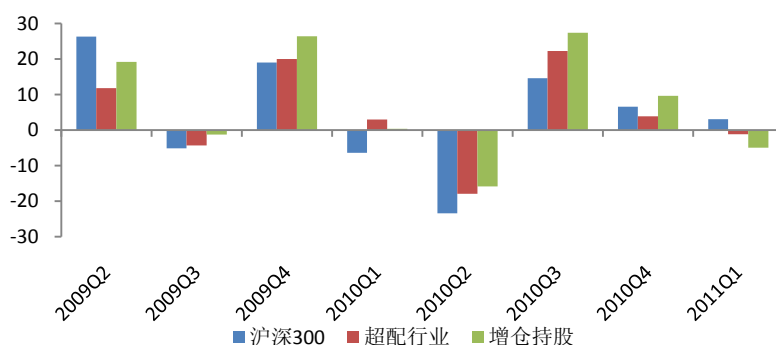
相关报告:

随着基金数量的增多和基金规模面临的瓶颈，基金之间的竞争越来越激烈了。由于较高的支出成本，中小基金公司普遍面临着生存的压力。基金业是知识密集型的行业，每个基金公司都或多或少的配置了一定的研究人员，人力成本在总成本中占很大比重。但作为成本中心的研究部门是否是必须的呢？基金公司在研究上的高投入是否物有所值？我们的研究发现，基金公司的研究部门确实创造了价值，在国内市场效率有待提升的状况下，研究部门确实可以通过股票的挖掘为基金公司带来较好的收益，但在不同的市场状况下，基金的表现有所差异，随着国内市场的逐步成熟、市场有效性的增强，基金通过研究获取的超额收益会进一步趋于下降。

一、基金表现出了较强的股票配置能力

与行业配置相比，基金股票配置的能力较强，每季基金加仓的重仓股在短期内（下一季）的表现显著好于市场及超配行业。在基金行业配置方面，每季基金超配的行业在短期内（下一季度）的表现并不显著好于市场。在过去两年的八个季度中，超配行业收益均值为 4.64%，而市场（沪深 300 指数）的季度收益均值为 4.31%。相对来说，基金在股票配置方面的表现比较显著。考察基金在每个季度加仓重仓股在短期内（下一季）的表现，发现加仓的重仓股在 8 个季度的平均收益率为 7.61%，显著的好于市场 4.31% 的收益率和季度超配行业 4.64% 的收益（图 1）。在 8 个季度中，基金加仓重仓股只在 2009 年二季度和 2011 年一季度弱于市场，这两个季度都是指数受蓝筹股带动大幅上涨的阶段，其他时间，基金加仓重仓股的表现更好。

图 1: 基金加仓的重仓股短期业绩（一个季度）显著好于市场和超配行业



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

基金较强的股票配置能力也得到了上证评级中基金选证能力指标的验证。采用上海证券基金评价方法估计基金由选证所产生的市场风险调整后的超额收益率，发现在 2008 年 3 月至 2011 年 3 月间，股票型基金和混合型基金整体上取得了不错的选证超额收益。基金三年的选证累计超额收益为 16.70%，82.3% 的基金取得了选证正收益，股票型基金三年选证累计超额收益率均值为 18.80%，混合型基金三年选证累计超额收益率均值为 14.3%。因此，基金表现出了较强的选股能力。

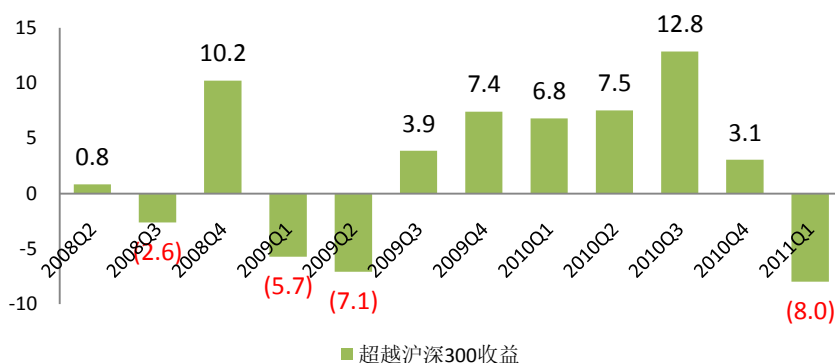
二、基金股票配置能力在不同市场条件下不同

整体上来说,国内基金的股票配置能力较强,但从2008年到2011年一季度,股票市场经历熊市、牛市和震荡市的小周期。在不同的市场条件下,基金配置股票的表现也有所不同。

总的来说,在以大盘蓝筹股带动指数大幅上涨的阶段,基金通过选择股票获取的收益大幅落后。2009年一季度、二季度和2011年一季度,在蓝筹股的带动指数阶段性的上涨,此时,基金收益落后于市场。在这两个阶段,基金的上证选证能力指标也趋于下滑。2008年11月至2009年7月的牛市中,基金的选证能力指标不断下降,这可能是在牛市中股票普遍上涨,因此选股获取的超额收益不明显(见图2)。

而在其他时间,特别是震荡市中,基金通过选股获得的超额收益非常明显。在2007年11月-2008年9月的熊市中,基金的选证能力先下降后回升,表现为震荡的走势。这可能是因为熊初期受到了系统性风险的冲击,在熊市的后半段基金在弱势里选证的能力得到了一定的体现;在2009年8月至2010年4月的震荡市中,基金选证能力指标走高,这是因为在震荡市中股票的表现差异很大,在这样的市场条件下,基金选证的能力得到了一定程度的体现。

图2: 基金加仓重仓股短期(下一季度)超越沪深300的幅度



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

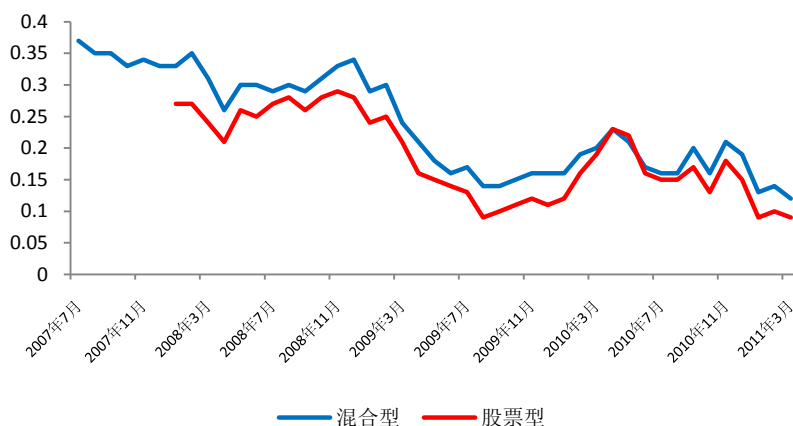
三、基金总体的选证能力指标趋于下滑

为了避免基金选证收益的波动性,更好的反应基金选证能力获取的收益,上海证券基金评价方法引入了基金选证能力指标。选证能力指标对基金由选证所产生的超额收益率的平均大小及其稳定性的综合度量。用基金选证所产生的超额收益率及其标准差的比值来定义基金选证能力,旨在避免将运气误当作选证能力。近年来,基金选证能力指标在逐步的下滑,但是在不同的市场条件下该指标的走势有所不同。

基金选证能力指标趋于下滑。考察2007年7月至2011年3月间每月三年期上海证券选证能力指标,我们发现:混合型基金选证能力指标从2007年7月的最高值0.37逐步开始下降到了2011年3月的0.12,股票型基金的选证能力指标更是下降到了0.09。虽然选证能力指标在不同的区间有回升的势头,但是不改整体上逐步回落的趋势

(见图3)。这是因为市场上机构的参与度越来越高,专业能力也有所提升,虽然散户的参与度仍然很高,但是机构从市场上通过选证能力获取的超额收益总体上在下降。可以预期,随着各类投资机构数量的不断增加、专业能力的逐步提升,基金通过选证产生的超额收益还会进一步下降。

图3: 基金3年选证能力指标走势图



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

在海外市场,基金总体上没有表现出明显的选股能力和择时能力。国内基金表现出了较强的选股能力,这主要是因为国内市场的基本特征是散户参与度高、信息不对称的程度大、机构的数量少。在这样的市场上证券被错判的可能性增大,通过选择被低估的证券有可能获得超额收益。因此,基金的研究功能有其价值。随着国内资本市场的逐步成熟、机构投资者的逐步增加,市场的有效性会进一步提升,基金股票配置的收益会逐步降低。

分析师承诺

分析师 代宏坤 高琛

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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

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。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

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“上海证券基金评价研究中心”。

上海证券基金评级定义

类别	分级及定义	
综合评级	★最低	★★★★★最高
选证评级	★最低	★★★★★最高
择时评级	★最低	★★★★★最高
夏普比率	★最低	★★★★★最高