

研究简报

(2015 年 第 10 期 总第 10 期)

清华大学国家金融研究院

2015 年 8 月 26 日

公募基金业绩的可持续性研究

民生财富研究中心

普通投资者由于资源有限，他们在投资决策中一个重要的参考因素即是基金过往的业绩表现。但是我国股票型基金是否具有持续的业绩？本研究通过分析股票型基金在一年和三年期间的业绩排名，对照他们在接下来年份的业绩排名来分析我国的基金是否具有业绩持续性，即表现好的基金是否会延续其好的业绩。同时，本研究还利用 T 检验、绩效二分法检验和阶数检验对业绩的持续性进行了补充检验。

一、业绩持续性检验

本研究首先通过比较前一年基金业绩和下一年业绩的排名来评估基金业绩的持续性。考察的基金为拥有三年以上历史业绩的 448 只股票型基金，考察的时间范围为 2003 年到 2014 年。本节要回答的问题是，相邻两年同一只基金是否有持续的表现，我们仅考

考虑相邻两年共有的交集基金的表现，即同一只基金必须在相邻两年内都有业绩。我们发现：前一年排名靠前的基金在下一年的排名随机性很强，在下一年排名的四组中随机比例很高，并没有能够继续维持前一年的好业绩；前一年表现不尽人意的基金在下一年并不一定会一直延续其不好的业绩。

本研究接着对持续性的百分比进行了 T 检验。分析结果显示所有正的 T 值都不显著，即优秀基金的表现具有随机性，前一年表现好的基金下一年的表现无法预测。由此可见，投资者无法根据前一年优秀基金的表现去预测其下一年的表现，即业绩好的基金表现无持续性。报告用同样的计算方法来研究通过基金前三年的综合业绩表现来判断基金下一年的表现是否具有持续性。结果显示：股票型基金的业绩仍然没有明显的持续性。

二、基金业绩的绩效二分法检验

本节依据 Brown 和 Goetzmann (1995) 对基金业绩的持续性做绩效二分法检验。首先，定义需要考察的业绩持续性的前后时期，确定当期和下一期的时间范围，并以此为依据，选择基金的样本。首先，被选择的基金样本要求在考察的当期和下一期都有完整的基金净值。其次，在当期和下一期，分别计算样本中所有基金收益的中位数、将基金分为两组：

收益大于等于中位数的所有基金定义为赢组基金 (Winner)；收益小于中位数的所有基金定义为当期的输组基金 (Loser)。

每一只基金根据计算结果，都会有当期所属的组以及在下一期所属的组。最后，根据前后两期基金所处的组别，将样本中基金分为以下四组：赢赢组 (Winner-Winner 或 WW)、赢输组 (Winner-Loser 或 WL)、输赢组 (Loser-Winner 或 LW)、输输组 (Loser-Loser 或 LL)。如果某只基金在当期属于赢组 (Winner)，并且在下一期也属于赢组 (Winner)，则这只基金属于赢赢组 (Winner-Winner)，同理，某只基金被归入输赢组 (Loser-Winner) 表示某只基金在当年属于输组 (Loser)，但在第二年属于赢组 (Winner)。

根据每期的分组结果，本报告从 2003 年到 2014 年，每年计算 CPR (Cross Product Ratio) 指标。根据 CPR，可以建立一个 Z 统计量，通过 Z 统计量的统计检验，可以判断在给定当期和下一期时间范围时，基金的业绩是否具有持续性。如果 Z 显著地大于 0，对应 CPR 显著大于 1，表明基金的业绩具有持续性；如果 Z 显著小于 0，对应 CPR 显著小于 1，表明基金业绩出现反转。若 Z 与 0 的差别不显著，对应 CPR 等于 1，此时每组基金数量均相等，表明基金业绩不具有持续性。根据研究结果，只有 2011-2012 年的 CPR 显著大于 1，为 1.65，在 2011 年和 2012 年都属于赢组 (Winner) 的基金所占的比例为 28.1%，都属于输组 (Loser) 的基金所占的比例为 28.1%，都高于 25%。而其他年份的 CPR 都不显著，或者显著小于 1。从结果中可见，股票型基金在 2003 年到 2014 年之间的一年业绩并没有持续性。

本节同时又考察了三年基金业绩的持续性，通过较长时间的历

史数据，来考察基金的业绩是否具有持续性。通过之前三年的基金业绩和下一年的业绩来对基金进行分组。从结果中可见，只有通过2007到2009年的业绩来看2010年的业绩具有持续性之外，其他年份都不具有持续性。

总体而言，无论考察期为一年还是三年，股票型基金的业绩总体上均没有持续性。

三、基金业绩的阶数检验

绩效二分法检验最大的优势在于概念简单易行，但是，由于在分组过程中，这种检验将业绩简单分为两组，因此丢失了组内基金业绩排名的信息。为了解决此问题，本节中对基金进行 Spearman 阶数检验。首先，将每期的基金进行排序，然后计算当期和下一期基金排名的 Spearman 相关系数，进行 Spearman Ranking 检验，

如果 Spearman 相关系数显著大于 0，表明基金的排名具有持续性（或反转性），如果 Spearman 相关系数和 0 的区别不显著，则表明基金上期业绩排名和下一期没有直接关系。从研究结果来看，只有 2011-2012 年的 Spearman Ranking 相关系数为正显著，其相关系数为 0.220，表明 2006-2007 年排序以及 2011-2012 年基金业绩排序是正相关的，具有持续性；而 2007-2008 年，2008-2009 年和 2013-2014 年的相关系数都是负显著的。说明结果是负相关的，该结果与绩效二分法的检验基本一致。

本节接着完成了三年业绩的持续性阶数检验，即通过之前三年

的基金业绩对基金进行排序，并分析和下一年的业绩排序的相关性。从结果中可见，通过 2009 到 2011 年三年的业绩排名来看 2012 年的业绩排名具有正显著的相关系数之外，其他年份都没有正显著的相关系数。总体而言，无论是考察一年还是三年业绩排序与下一年业绩的排序的相关系数，股票型基金的业绩均没有持续性。

四、夏普比率持续性研究

在考察完股票型基金历史业绩的持续性后，我们发现股票型基金的历史表现是没有持续性的，投资者无法根据基金的历史收益表现预判基金未来的业绩。最后我们补充了对基金夏普比率持续性的讨论，发现夏普比率相对于收益率更有持续性，即前一年/前三年的夏普比率排名在前 25% 的基金在下一年夏普比率排名仍在前 25% 的可能性显著大于 25%。夏普比率可以作为投资者的一个参考指标。

(2015 年 8 月 26 日)

报 送：民生财富研究中心

联系人：杨婷婷 电 话：62792346
