

# 研究简报

(2015 年 第 7 期 总第 7 期)

清华大学国家金融研究院

2015 年 6 月 30 日

## 公募基金研究报告（1991-2014）

民生财富研究中心

公募基金是指通过发售基金份额，将众多投资者分散的资金集中起来，形成独立财产，由基金托管人托管，基金管理人管理，以投资组合方式进行证券投资的一种利益共享、风险共担的集合投资方式。公募基金受政府主管部门监管，向不特定投资者公开发行受益凭证，这些基金在法律的严格监管下，有着信息披露、利润分配、运行限制等行业规范。因此，公募基金具有集合理财、专业管理、利益共享、风险共担、严格管理、信息透明等特点。

本报告首先对我国公募基金市场的整体情况进行分析，然后进一步以股票型基金为样本，对基金的收益情况、收益来源、业绩持续性等方面进行了研究。

### 一、公募基金市场概况

近年来，公募基金市场不断扩大，每年新成立的基金数目一直呈现

强劲上涨的趋势。截至 2014 年年底，我国公募基金现存活及停止更新数据的基金共有 2751 只。公募基金市场管理的净资产规模已经达到约 4.5 万亿元。（本报告所有数据均来自 Wind 资讯。）其中，公募基金市场主要的运营形式是开放式基金，投资标的以股票型基金、债券型基金、混合型基金和货币市场基金为主。而股票型基金又分为主动管理型基金和被动管理型基金，被动管理型基金主要是追踪特定指数的收益，而主动型管理基金对基金经理主动管理基金的能力要求更高，因此较被动型基金收取更高的管理费。

## 二、股票型公募基金的回报

本报告的研究重点为主动管理型股票型基金，这里的股票型基金包括混合型基金中的偏股型基金。研究股票型基金的回报可以从不考虑风险和考虑风险两个角度出发。前者使用考虑红利再投资的净值增长率（利用复权净值算出的收益率），后者使用常见的夏普比率和索丁诺比率。

通过研究基金的收益率发现，股票型基金自成立以来整体表现比大盘指数好。在市场处于上升趋势时，股票型基金获得较高的正收益，但是没能够战胜市场大盘指数。然而，其真正的投资价值体现在市场处于低迷时，股票型基金不仅能够适当止损甚至可以获得正向的收益。

报告采用夏普比率和索丁诺比率来评估股票型基金调整风险后的收益。研究表明虽然大概 84%股票型基金具有正的夏普比率或索丁诺比率，但有约 16%的股票型基金的夏普比率和索丁诺比率为负，说明这些

基金实现的收益没有超过无风险投资的业绩。

### 三、基金经理的选股能力和择时能力

报告具体研究了主动管理型股票型基金的业绩是否来自于基金经理的能力，主要通过基金的超额收益回归分析评估基金经理的选股能力和择时能力。

通过对基金经理的选股和择时能力的研究我们发现有 20%的基金经理在 5%显著水平下具有显著的选股能力，而大部分基金经理没有选股能力。具有正确的择时能力的基金经理在 5%的显著水平下不足总数的 10%。可见，虽然有一小部分基金经理具有选股能力，但是基本上没有基金经理具备择时能力，同时具有两种能力的基金经理更是凤毛麟角。

同时本报告对基金经理的选股能力和择时能力进行了自举法 (Bootstrap) 分析，研究发现，在基于三因子模型的 90 只具有显著选股能力的基金中，有 88 只基金通过了自举法的检验；在 42 只具有显著择时能力的基金中，有 28 只基金的通过了自举法检验，即这些基金的选股或择时能力并不是由于运气所产生的。

### 四、基金业绩的持续性

最后，报告通过对基金业绩的研究，发现中国的股票型基金的业绩表现基本上没有持续性。投资者以基金前一年或前三年的业绩排名选择基金，并不能确保下一年仍得到满意的回报率。前一年/三年综合表现好的基金下一年表现参差不齐，业绩并没有持续性。同时，报告还利用



t 检验、绩效二分法和阶数检验来考察基金业绩的持续性，其结果均表明基金的业绩没有持续性。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。

## 参考文献

Charles Cao, Timothy T.Simin, YingWang. Do mutual fund managers time market liquidity?[J],Journal of Financial Markets,2013,16:279-307.

Bollen, N.P.B., Busse, J.A. On the timing ability of mutual fund managers[J], Journal of Finance,2001,56:1075-1094.

Brown, Stephen, and William Goetzmann. Performance Persistence[J], Journal of Finance,1995,50:2679-698.

Henriksson, R.D. Market timing and mutual fund performance: an empirical investigation[J], Journal of Business,1984,57:73-96.

Michael C. Jensen. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964[J], The Journal of Finance,1967,23:389-416

Treynor and Mazuy. Can mutual fund outgoes the market?[J], Harvard Business Review,1966,44:131-136

林树, 李翔, 杨雄胜, Onkit Tam. 他们真的是明星吗?——来自中国证券基金市场的经验证据[J]. 金融研究, 2009,05:107-120.

罗荣华, 兰伟, 杨云红. 基金的主动性管理提升了业绩吗?[J]. 金融研究, 2011,10:127-139.

李鑫, 姚爽. 中国开放式基金选时和选股能力的实证分析[J]. 技术经济与管理研究, 2011,10:88-91.

杨育生. 开放式基金择时选股能力的实证分析[J]. 统计与决策, 2010,10:132-133.

(2015年6月3日)

---

报 送：民生财富研究中心

---

联系人： 杨婷婷                      电 话： 62792346

---