

信任与担忧：中国共同基金业执业能力评价

丁志国

(吉林大学数量经济研究中心、吉林大学商学院, 吉林 长春 130012)

摘要: 对共同基金的执业能力的评价不仅可以帮助我们对中国共同基金业的发展状况有一个全面的了解, 同时还可以为管理层的政策制定提供科学的依据。本文基于中国资本市场中共同基金的全部数据样本和时间周期, 从讨论三个经典评价模型的科学性出发, 比较不同模型实证结果的合理性, 并对我国共同基金业的执业能力给出更加全面的评估。实证结果表明, 我国共同基金业整体上不具备应有的执业能力; 开放式基金的执业能力并没有明显优于封闭式基金; 熊市中发行的共同基金整体上执业能力强于牛市中发行的基金。因此, 建议管理层在共同基金发行的速度控制上, 尽量避免在牛市中大量推出基金, 而是应该在熊市中加大共同基金的发行力度, 且不能简单地认为我国未来共同基金业的主流发展方向就是发展开放式共同基金。

关键词: 共同基金; 执业能力; 业绩评价; 政策建议

中图分类号: F2 **文献标识码:** A

1 引言

共同基金业的发展水平是衡量一个国家资本市场发展状况的最重要标准之一。共同基金具体包括开放式证券投资基金和封闭式证券投资基金两大类。从制度设计角度讲, 共同基金是一种典型的委托代理关系。基金投资者根据公开的招募书或基金章程基于信任认购基金份额, 把资金交给基金管理人代为投资, 按基金契约获得红利, 基金投资者处于委托人的角色; 基金管理人受投资者的委托进行投资, 并按基金契约收取管理费, 基金管理人处于代理人的位置, 担负着为投资人财富管理的责任。在这其中, 信任和责任构成了共同基金委托代理关系的基础。共同基金能否“战胜市场”, 真正体现“专家理财”的优势, 担负起投资人的信任, 主要取决于基金的执业能力。

共同基金的执业能力主要表现为基金的选股能力和择时能力。基金的选股能力是指基金对被高估或者被低估的股票进行甄别, 进行低买高卖获取收益的能力; 择时能力是指能够对市场未来的整体运行方式进行正确的判断, 调整组合中股票, 债券和现金的比重, 进而“战胜市场”的能力。1998年3月, 基金开元和基金金泰的发行成为我国共同基金业发展的新起点(吴世农, 李培标, 2002)。截止到2008年6月30日, 我国已有415只共同基金正式运作, 基金份额合计22853.27亿份, 资产净值达到20867亿元, 占沪深A股总流通市值的三分之一强。共同基金作为最重要的机构投资者已经在资本市场上发挥着举足轻重的作用, 成为中国资本市场发展最重要的标志, 并成为普通居民投资理财最重要的途径。同时, 关于共同基金业的执业能力的研究也成为学术界炙手可热的话题。

国外对于基金选股能力和择时能力的研究从上个世纪60年代已经开始了。Trey nor 和 Mazuy (1966) 首先对基金的择时能力进行研究, 提出了 TM 模型, 并利用该模型对 57 只基金进行实证研究, 得出基金的择时能力很弱的结论, 并开创了基金选股择时能力评价的先河。Henriksson 和 Merton (1981) 提出了另一种带有一个虚拟变量的基金评价模型, 即 HM 模型。他们据此对 116 只基金从 1968 年到 1980 年的业绩表现进行分析, 发现基金呈现负的择时能力和正的选股能力, 并且两种力量互相抵消。Chang 和 Lewellen(1984)年对 HM 模型进行改进, 提出了带有两个虚拟变量的模型。他们利用该模型进行实证研究发现: 基金有强的选股能力。随着研究的深入, 学者们在三个经典模型基础上进行改进, 提出一些新的模型。Goetzmann、Ingersoll 和 Ivkovic (2000) 认为利

用月度收益数据的HM模型可能难以发觉基金市场时机把握能力,于是他们在HM模型的基础上提出一种新的模型——GII模型。他们选择了1988-1998年间558只基金共123个月的月度收益率作为样本,采用HM模型、GII模型及经Fama和French三因素模型调整后的HM、GII模型,对基金的市场时机选择能力进行了分析。检验结果表明,几乎没有基金表现出统计上显著为正的市场时机选择能力。随后,Chang、Hung和Lee(2003)在Campbel(1993)提出的均衡动态(跨期)CAPM的基础上,发展了一种新的基金业绩度量方法。在他们的模型中,保值择时业绩用于考察为投资组合收益以及期货收益保值的择时能力,市场时机选择业绩用于考察市场收益的择时能力,而证券选择业绩用于考察共同基金的选股能力。

国内的此类研究开始较晚,但发展迅速。沈维涛和黄兴李(2001)利用TM模型和HM模型对10只封闭基金进行实证检验,得出了基金具有一定选股能力,不具备择时能力的结论。随后,姚兴涛,迟海燕(2001),张文璋和陈向民(2002),涂永红,张杨(2004)都通过不同样本的研究支持了这一结论。但相关的研究工作还存在着另外一种不同的声音。吴世农,李培标(2001),彭晗(2002)对样本进行检验时,发现基金有显著的择时能力,没有选股能力。在开放式基金研究方面,晏艳阳和席红辉(2003)对3只开放基金和9只封闭基金进行比较,发现开放式基金具有较强的选股和择时能力。周泽炯,史本山(2004)认为,开放式基金不具备选股能力,但具备一定的择时能力,这两者之间存在强烈的负相关。肖奎喜,杨义群(2005)通过对42只开放式基金进行分析发现,开放式基金在2003年具有较强的证券选择能力但不具备择时能力,在2004年上半年显示出一定的择时能力,总体上表现出负向的选股能力,并且存在明显的“羊群行为”。陈东平和卜宁(2006)通过对20只开放基金近三年的业绩考察认为除个别基金以外,我国的开放式基金整体不具备择时能力,虽表现出一定的选股能力,但并不显著。而杨湘豫,吴许文和Gautam Mitra(2007)在选取了10只开放式基金作为样本进行分析后发现,不同的基金在市场上升和下降过程中所表现出来的选股择时能力并不相同,因此,在进行分析的时候,要考虑到市场背景。

不难发现,现阶段国内关于共同基金执业能力的研究多集中在实证研究方面,所采用的模型就是上述三个经典模型,且样本选取数量较少以及数据样本的时间区间较短,这些不仅受制于中国共同基金业发展的时间相对较短,可供研究的样本数量有限,同时也导致研究结论的实际价值和普遍性存在明显缺欠,无法对我国共同基金业的整体能力水平给出科学合理的评价。随着中国共同基金业近年来长足的发展,数据样本少和时间周期短的问题正在逐渐得到解决,本文拟基于中国资本市场中共同基金的全部数据样本和全部时间周期,从讨论三个经典模型的科学性角度出发,对经典模型存在的缺欠给出具体分析和修正,比较不同模型实证结果的合理性,最后对我国共同基金业的整体执业能力给出更加科学的评估。

2 模型分析与数据来源

2.1 模型描述与分析

2.1.1 TM模型

Treynor和Mazuy(1966)首先在资本资产定价模型的基础上加入了一个二次项,通过比较投资组合收益和基本市场收益来评估基金的选股和择时能力。该模型的设定如下:

$$R_p - R_f = \alpha + \lambda_1(R_m - R_f) + \lambda_2(R_m - R_f)^2 + \varepsilon \quad (1)$$

其中: R_p 表示某只基金的收益率; R_m 表示基本市场投资组合的收益率; R_f 表示无风险利率; $R_p - R_f$ 表示基金所能获得的超额收益; $(R_m - R_f)$ 表示基本市场投资组合所能获得的风险补偿; α 表示与系统风险收益无关的投资收益,可用于判断基金的选股能力。如果 α 在统计意义上显著大于零,则说明基金具有正的选股能力, α 越大基金的选股能力越强。相反,若 α 显著小于零,则说明基金的选股能力为负, α 越小则选股能力越差。 λ_2 表示基金的时机选择能力,统计上显著大于零的 λ_2 ,说明基金具有正的择时能力, λ_2 越大则基金的择时能力越强。相反,若 λ_2 显著小于零,则

说明基金的择时能力为负， λ_2 越小，则基金的择时能力越差。因此，在 TM 模型中参数 α 表示的是基金的选股能力，而参数 λ_2 表示的是基金的择时能力。

2.1.2 HM 模型

Heriksson 和 Merton (1981) 将基金的时机选择能力定义为基金正确预测市场收益与无风险收益之间差异大小的能力，认为具有择时能力的基金能够根据这种差异，有效地调整资产配置，以减少市场收益低于无风险收益时的损失。具体模型是在单因素模型的基础上加入一个虚拟项，从而得到如下模型：

$$R_p - R_f = \alpha + \lambda_1(R_m - R_f) + \lambda_2(R_m - R_f)D + \varepsilon \quad (2)$$

其中： D 是虚拟变量，当 $R_m - R_f > 0$ 时 $D=1$ ，即在市场处于牛市条件下虚拟变量取 1；当 $R_m - R_f < 0$ 时 $D=0$ ，即在市场处于熊市条件下虚拟变量取 0。 α 代表基金的证券选择能力，如果 α 在统计意义上显著大于零，则说明基金具有正的选股能力，且 α 越大，选股能力就越强。 λ_2 代表基金的时机选择能力，如果 λ_2 在统计意义上显著大于零，则表明基金具有正的择时能力，且 λ_2 越大，基金的择时能力越强。

2.1.3 CL 模型

Chang 和 Lewellen (1984) 对 HM 模型进行了线性变换，得到了 HM 模型的等价形式：

$$R_p - R_f = \alpha + \lambda_1 \min(0, (R_m - R_f)) + \lambda_2 \max(0, (R_m - R_f)) + \varepsilon \quad (3)$$

其中： $\min(0, (R_m - R_f))$ 表示 0 与 $(R_m - R_f)$ 两者之间的最小值； $\max(0, (R_m - R_f))$ 表示 0 与 $(R_m - R_f)$ 两者之间的最大值； α 代表基金的证券选择能力，它等价于 HM 模型中的 α ；如果 α 在统计意义上显著大于零，则说明基金具有正的选股能力； λ_1 表示基金在熊市时的 β 系数； λ_2 为基金在多头市场的 β 系数。HM 模型中对 λ_2 所表示的择时能力的检验，等价于 CL 模型中对 λ_2 是否显著异于 λ_1 的检验；如果 λ_2 显著大于 λ_1 ，则表明基金具有择时能力。

因为，CL 模型在检验方法和参数含义上更优于 HM 模型，因此在实证研究过程中应用更为普遍。

2.1.4 模型分析

通过 TM 和 CL 两个模型的数学表达形式可以看出，TM 模型是在 CAPM 的基础上引入一个二次项，根据严密的数学逻辑推导出来的，其图像是一条抛物线（见图 1a）；而 CL 模型是分段函数，图像表现为一条折线（见图 1b）。

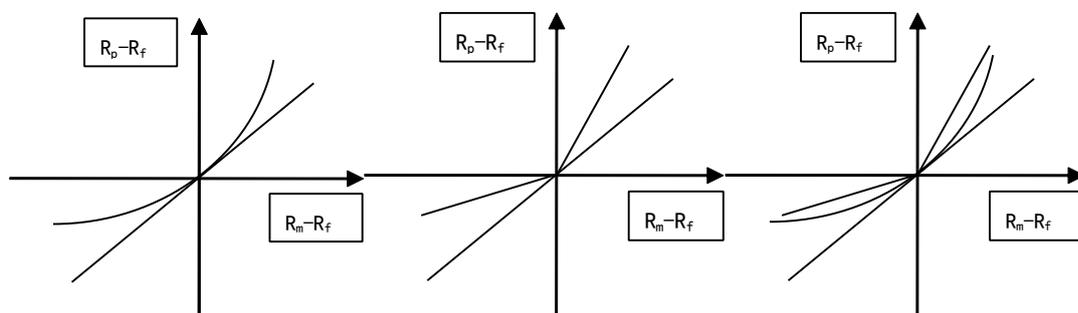


图 1a

图 1b

图 1c

TM 模型的含义是基金根据市场走势逐渐调整其投资组合，从而在市场上升阶段基金收益比市场上升的更快；在市场下降阶段基金收益比市场下降的更慢。由此表明基金准确地把握了市场走势，具有市场时机选择能力。CL 模型是通过划定熊市和牛市的分界点来完成模型构造的。当市场为牛市时基金收益的增长速度高于市场收益的增长速度；当市场处于熊市时，基金收益减少速度低于市场超额收益减少速度，从而表明基金具有市场时机把握能力。二者的差别在于，CL 模型先是认定基金

能够准确的判断出市场的转折，然后迅速调整资产组合，使其获得的收益优于市场收益；而 TM 模型则认为当市场出现转折时，基金对这一事件的认识需要一个过程，是逐渐完成认知的，因此，资产组合也是逐渐调整的。由此可见，CL 模型更加理想化，含义比较直观；而 TM 模型更加符合实际，模型表达比较复杂。

虽然，二者都可以判断共同基金把握市场时机的能力，但在对基金的执业能力的度量基准上存在差异。通常通常情况下，TM 模型的估计出的斜率会大于 CL 模型，因此 CL 模型所估计出来的基金择时能力要强于 TM 模型所估计出来的基金择时能力（见图 1c）。两个模型关于截距项的描述是相同的，因此对基金的选股能力并不构成影响。

2.2 数据选取

由于我国股票市场发展时间的限制，迄今为止国内关于基金业绩的研究大多样本数量较少，样本区间较短，因此所得出的研究结论说服力较弱。本文选取了 2003 年之前建立的全部 70 只基金，由于基金普润和基金普华后期转化合并成一只开放式基金，而南方宝元债券和华夏债券 A/B 是债券型基金，因此最后选定的样本数是 66 支，其中封闭式基金 52 只（包括 17 只“封转开”基金），开放式基金 14 只。样本区间从 2003 年 1 月 1 日到 2008 年 6 月 30 日，选取基金每周五的净值数据。市场基准则是选取上证综合指数和上证 A 股相应的每周五的收盘价，将一年期定期存款收益率作为无风险收益率，并根据央行公布的利息变动进行即时调整，根据复利计算出周无风险收益率。以上的数据来自于清华金融数据库，和讯网，酷基金网，金融界以及中国人民银行网站。

拆分后的累计净值的公式为：

$$P_T = (I_T + D) \times \alpha + D_0$$

其中： P_T 为 T 日基金份额累计净值， I_T 为 T 日基金份额净值， D 为拆分后份额分红金额， α 为拆分比例， D_0 拆分前分红金额

3 实证结果分析

3.1 基金业的整体执业能力评价

表 1 列示了 2003 年至 2007 年间 66 只共同基金基于 CAPM 范式的两种模型的检验结果。十分明显，采取上证综指和上证 A 股两个标准作为研究基准得到的结论十分接近。因此，以下若无特殊说明，均采用上证指数作为研究基准。

表 1：总体期间基于 CAPM 参数检验的结果统计

模 型	系 数		系数>0 个数	正显著个数	均 值	系数<0 个数	负显著个数
TM	α	上证指数	66	28	0.0028	0	0
		上证 A 股	66	27	0.00274	0	0
	β_2	上证指数	44	12	1.0345	22	4
		上证 A 股	43	12	1.0345	23	4
CL	α_1 (熊市)	上证指数	65	16	0.0027	1	0
		上证 A 股	65	17	0.0027	1	0
	α_2 (牛市)	上证指数	66	15	0.00434	0	0
		上证 A 股	66	16	0.00439	0	0
	γ_1	上证指数	66	64		0	0
		上证 A 股	66	65		0	0
	γ_2	上证指数	66	65		0	0
		上证 A 股	66	65		0	0
	$\gamma_2 - \gamma_1$	上证指数	48	46	0.1025	18	17

	上证 A 股	48	47	0.0989	18	17
--	--------	----	----	--------	----	----

注：检验标准为 5% 显著性统计检验

可以看出，在 TM 模型下全部的 66 只基金的选股能力都为正，但只有 28 只通过了异于零的统计检验，而且这些通过检验的基金的选股能力平均值仅为 0.0028，表明我国资本市场中的共同基金大部分不具有选股能力，即使拥有选股能力其能力也非常微弱。在择时能力方面，虽然有 44 只基金的择时能力为正，但只有 12 只通过了检验，并且平均值为 1.0345，说明在整个的 66 只基金中，只有很少量的基金具有比较微弱的择时能力，另外有 4 只基金的择时能力为负，并且通过了统计检验，说明这几只基金的投资行为与市场背道而驰。整体看来，共同基金在市场时机选择方面的能力不尽如人意。

基于 CL 模型的评价结果表明，共同基金的股票选择能力在熊市中 66 只基金中仅有 16 只基金具有正选股能力且通过检验，平均值为 0.0027，在牛市中，有 15 只基金具有正的选股且通过检验，平均值为 0.00434。这一结论说明共同基金在熊市和牛市都没有明显表现出较好的股票选择能力，并且共同基金在牛市中的选股能力显著优于熊市。关于共同基金的时机选择能力，共有 46 只基金具有择时能力，但均值仅为 0.1025，表明共同基金的市场时机的把握能力十分有限。

两个模型实证结果的比较可以看出，TM 模型的实证结论表明我国共同基金业普遍具有股票选择能力，但仅有非常少量的共同基金具有时机选择能力；而 CL 模型的研究结果则表明共同基金的股票选择能力无法通过统计检验，但大部分共同基金具有市场时机选择能力。实证研究的结论与模型选取存在较大关联，检验的结果也验证了前面模型分析得出的结论。

表 2：TM 模型选股择时能力统计矩阵（单位：只）

	正向择时能力	负向择时能力	无择时能力	总计
正向选股能力	2	3	23	28
负向选股能力	0	0	0	0
无选股能力	10	1	27	38
总计	12	4	50	66

注：检验标准为 5% 显著性统计检验

表 3：CL 模型牛熊市选股择时能力统计矩阵

	有择时能力	无择时能力	总计
熊市有选股能力	5	10	15
熊市无选股能力	12	39	51
总计	17	49	66
牛市有选股能力	6	9	15
牛市无选股能力	11	40	51
总计	17	49	66

注：检验标准为 5% 显著性统计检验

通过表2和表3列示的检验结果可以发现，上面两个模型关于共同基金的股票选择能力和市场时机选择能力的统计结果可以发现，共同基金的股票选择能力并不显著，即使具有股票选择能力的基金他们的选股能力也非常微弱，说明基金并没有能够很好地担负起专家理财任务。这样结果的出现可以利用共同基金的核心资产理论来解释。共同基金为了确保稳健经营，防止熊市中投资者过度赎回导致的基金清算风险，通常都会选择持有一些优质的股票。这些股票在市场上涨的时候可能未必有很大的涨幅，但在熊市中具有相当的抗跌性，能够保证共同基金在熊市的业绩不要太坏，也就是我们常说的核心资产。共同基金能够作为核心资产长期持有的股票通常都是大盘蓝筹股，由于在市场中能够成为核心资产的上市公司的数量并不多，因此基金的选择必然会大致相同，也就是说共同基金的核心资产具有一致性。共同基金持有核心资产的目的是为了防御，但由于共同基金的份额大且买入核心资产类股票的种类集中，又因为发行和申购数量的增加导致共同基金在牛市中的资金额度增长相对迅速，共同基金的集中购买行为必然导致在牛市中核心资产类股票的价格明显上涨，表现为共同基金在牛市中的业绩相对较好。这样的结果刚好说明了共同基金较好的选股能力并不是基金经理选择的结果，而是共同基金股票选择的“羊群效应”以及股市的内在规律决定的，是水涨船高。同样的道理也使共同基金的命运相互联系在一起，一旦市场转入熊市，由于赎回压力和新基金发行的减少必然导致卖出核心资产类股票行为的发生，进而发生连锁效应，使整个共同基金业出现全面亏损。从这个角度看，共同基金不仅没有起到投资者和管理层所期盼的稳定市场的作用，反而还会加剧市场的动荡。

更加令人失望是在市场的时机选择能力方面，共同基金总体上不具有择时能力，只有为数不多的共同基金具有择时能力，能够准确判断市场的趋势进行相机抉择，在市场中全部的66只共同基金中有将近50只基金对市场未来趋势的判断是错误的。

通过共同基金选股能力和择时能力的统计矩阵分析可以发现，无论选择哪种模型的研究结果均表明同时具有正向股票选择能力和正向市场时机选择能力的共同基金数量均很少，绝大多数基金的既没有市场时机的选择能力也没有股票选择能力。这一结论明晰地表明我国共同基金并不能准确地把握市场的时机，构建有效的投资组合规避风险，帮助投资者战胜市场获取投资收益，进而担负起投资者的信任。我国共同基金业整体上不具备应有的执业能力。

3.2 基金业的分类执业能力评价

3.2.1 基于管理公司的共同基金执业能力评价

通常研究认为，基金管理公司是决定基金业绩的重要因素之一。因此，基于管理公司的共同基金执业能力的研究，不仅能够对基金管理公司的整体执业能力给出判断，更能够为投资者在共同基金投资选择方面给出科学的依据，同时也为管理层的决策提供一个科学合理的判别标准。

表4：基金公司的基金数据统计

管理公司	基金总数	TM 模型				CL 模型					
		具有选股能力通过检验的数量		具有正择时能力通过检验的数量		熊市中正向选股能力数量		牛市中正向选股能力		择时能力且通过检验的数量	
		α		β_2		α_1		α_2		$\gamma_2 - \gamma_1$	
长城基金公司	2	0	0	1	50%	0	0	0	0	2	100%
宝盈基金公司	3	0	0	1	33%	0	0	0	0	3	100%
富国基金公司	3	1	20%	0	0	1	33%	0	0	3	100%
嘉实基金公司	3	2	67%	0	0	1	33%	2	67%	0	0
融通基金公司	3	1	33%	1	33%	0	0	0	0	2	67%

鹏华基金公司	4	1	25%	0	0	1	25%	1	25%	3	75%
博时基金公司	5	4	80%	0	0	1	20%	1	20%	3	60%
长盛基金公司	5	1	20%	1	20%	2	40%	2	40%	4	80%
国泰基金公司	5	2	40%	1	20%	2	40%	1	20%	3	60%
南方基金公司	5	2	40%	1	20%	1	20%	2	40%	4	100%
易方达基金公司	5	4	80%	0	0	5	100%	1	20%	3	60%
大成基金公司	6	3	50%	2	33%	1	16.70%	1	16.7%	4	83%
华安基金公司	6	3	50%	1	16.70%	0	0	2	33%	4	67%
华夏基金公司	6	3	50%	3	50%	1	16.70%	2	33%	5	83%

注：检验标准为 5% 显著性统计检验。

表 4 列出了 66 只样本基金所属的 14 家基金管理公司。由于基金融鑫，基金银丰和基金天华所属的基金管理公司仅管理一只共同基金，可比性较低，因此剔除了这三家基金管理公司，共计列出了 63 只基金所属的 14 家基金管理公司的数据。

根据 TM 模型的统计结果不难发现，博时基金公司和易方达基金公司旗下的共同基金的正向选股能力最强，比例高达到了 80%，而其它所有基金公司的选股择时能力表现都不是很理想。长城基金公司和华夏基金公司所管理基金的正向择时能力较为突出，比例占到了 50%。从 CL 模型看，易方达基金公司在熊市中基金的选股能力表现最好，旗下的 5 支基金都有正向的选股能力，而嘉实基金公司在牛市中的基金选股能力最强，正向选股能力的基金达到了 67%；在择时能力方面，南方基金公司、宝盈基金公司、长城基金公司和富国基金公司的表现最出色，具有正向择时能力的基金所占的比例均为 100%。嘉实基金公司的表现则最差，管理的基金都不具有正向择时能力。

不难发现，基于 TM 模型和 CL 模型所得出的实证研究的结论存在相悖的结果，进一步说明模型选择对研究结果的影响十分明显。还有一个有趣的事实，无论采用哪个模型均可以发现选股能力强的基金管理公司通常在时机选择方面的能力表现较弱，而择时能力强的管理公司恰恰有较差的股票选择能力，选股能力和择时能力表现为明显的负相关。

3.2.2 基于发行时间的共同基金执业能力评价

共同基金发行时间的差异，必然导致基金对市场状况的把握存在一定的差别。尤其是在市场牛市中发行的共同基金和熊市中发行的共同基金，在开始投资时所面对的市场环境不同，执业能力也必然存在差异。

表 5：基于上市时间的数据分析

	基金数量	TM 模型				CL 模型					
		具有选股能力通过检验的数量		具有择时能力通过检验的数量		熊市中具有选股能力且通过检验的数量		牛市中具有选股能力且通过检验的数量		择时能力牛市优于熊市且通过检验的数量	
		α	$\beta 2$	$\alpha 1$	$\alpha 2$	$\gamma 2 - \gamma 1$					
1998 年上市的基金	5	4	80%	2	40%	0	0%	1	20%	4	80%
1999 年上市的基金	18	8	44.40%	1	6%	2	11%	6	33%	10	61%
2000 年上市的基金	16	10	62.50%	3	18.75%	5	31.25%	4	25%	12	75%
2001 年上市的基金	11	4	36%	3	27.30%	3	27.27%	1	9%	9	82%
2002 年上市的基金	16	6	37.50%	5	31.25%	5	31.25%	2	12.50%	13	81.25%

注：检验标准为 5% 显著性统计检验。

表5的统计结果表明,1998年上市的共同基金虽然数量最少,但执业能力的表现却最好,不仅整体上具有较高的股票选择能力,而且大部分基金都能够清醒地判断出市场的走势,具有较强的市场时机的选择能力。无论是选择股票的能力还是市场时机的选择能力方面均明显高于其它时间段发行的基金。总的说来,在选股能力方面表现较差的是2001年和2002年上市的基金,但与其它的年份的差距不大。在市场时机的选择能力上,1999年发行的基金显著地逊色于其它年份发行的基金,仅有6%的基金在具有显著的市场时机选择能力。

从上面的分析可以看出,1999年和2001年推出的基金业绩都不好,这两年间所发行的共同基金都是在经历了快速牛市之后转入了熊市,这些基金在牛市中建仓,很快就经历了大熊市,长时间处于不盈利的状态。最初艰难的经营模式,一定会对基金后来的运作带来较大的影响。而在1998年刚好市场处于熊市时发行的共同基金,是中国的首批共同基金,肩负着振兴市场的任务,在熊市中建仓,并经历了近两年的熊市后迎来了牛市,这样的历史背景也在某种程度上决定了这五只基金能够具有较好的执业能力。从这个角度上看,在熊市适当地推出多一些共同基金不仅有益于稳定市场,同样也有利于共同基金执业能力的培养。但事实却刚好与之相反,在牛市期间新基金大量发行,在牛市中建仓缺少风险意识,逐利性很强追涨杀跌。又因为作为机构投资共同基金对市场的影响力要远远大于中小投资人,因此在牛市中大规模发行共同基金不但会加剧市场的动荡,而且不利共同基金执业能力的培养,不利于资本市场的长期稳定和发展。因此,在共同基金发行的速度控制上不建议管理层在牛市中大量推出基金,相反应该在熊市中加大共同基金的发行力度。

3.2.3 开放式基金与封闭式基金执业能力的比较

按照认购和赎回机制的不同,投资基金可以分为封闭式和开放式两类。封闭式基金具有固定的份额和固定的延续时间,有利于保证足够的流动性,实现投资的稳定性与持续性;而开放式基金面临着赎回的压力,这种压力为基金经理人提供非常有效的激励与约束机制,成为解决基金运作过程中委托—代理问题和信息不对称问题的最优方案,因此开放式基金是共同基金未来发展的方向(杨晓兰,满臻2006)。

在我国开放式基金也得到了长足的发展,尤其2006年以来,高度景气的资本市场带动了共同基金业的迅猛发展。截止到2008年6月,共有415只基金运作,其中开放式基金330只,占有绝对优势。那么,开放式基金的执业能力是否真的优于封闭式基金,开放式基金能否体现其制度设计的优势呢?

表6: 开放式基金和封闭式基金的数据分析

	基金数	TM 模型				CL 模型					
		具有选股能力通过检验的数量		具有择时能力通过检验的数量		熊市具有选股能力通过检验的数量		牛市具有选股能力通过检验的数量		具有择时能力且通过检验的数量	
		α	$\beta 2$	$a1$		$a2$		$\gamma 2 - \gamma 1$			
封闭式基金	52	23	44%	21	40%	12	23%	12	23%	36	69%
开放式基金	14	5	36%	7	50%	4	29%	3	21%	11	79%

注: 数据显著性检验水平为5%

表6的统计结果表明,开放式基金在执业能力方面整体上逊于封闭式基金。在TM模型的检验中,仅有5只开放式基金表现出了显著的选股能力,占总数的36%,而封闭式基金达到了44%;在市场时机选择方面,开放式基金略好于封闭式基金,但优势并不明显。在CL模型的检验结果中,在选股能力方面开放式基金在熊市时选股能力略高于封闭式基金,而在牛市时却逊于封闭式基金。但从市场的整体趋势把握上,开放式基金的择时能力要好于封闭式基金,有79%的开放式基金能够

把握住市场,具有择时能力,而封闭式基金仅为69%。这一结果的出现可能是因为牛市中开放式基金的赎回压力较小,且资金能够不断得到补充,有充分的时间和资金进行股票选择。尤其是2006年以后,开放式基金迅速发展,随着证券市场的繁荣水涨船高,开放式基金的业绩也出现了明显提升,但这并不表明开放式基金有着高超的选股能力,而是由于普遍的“羊群效应”导致的业绩出色。

综合来讲,2003年以前上市的全部66只共同基金中,开放式基金的执业能力并没有明显优于封闭式基金,没有体现其制度设计方面优势。因此,至少从现有的实证研究的结果还不能够明确得出,未来我国共同基金业的发展主流方向就是发展开放式基金。

4 基本结论与政策建议

本文基于中国资本市场中共同基金的全部数据样本和全部时间周期,对三个经典模型的科学性进行了分析,对我国共同基金业的整体和分类的执业能力现状给出了科学的评估。

整体执业能力的研究结果表明,同时具有股票选择能力和市场时机选择能力的共同基金数量非常少,绝大多数基金既没有市场时机选择能力也没有股票选择能力,说明我国共同基金并不能准确地把握市场的时机,构建有效的投资组合规避风险,帮助投资者战胜市场获取投资收益,进而担负起投资者的信任。共同基金在牛市中的选股能力优于熊市,本身并不是基金执业能力的具体表现,而是共同基金的核心资产效应的必然结果,大部分共同基金在判断市场的未来趋势方面存在很大的失误,我国共同基金业整体上不具备应有的执业能力。

分类研究的结果表明,股票选择能力强的基金管理公司通常在市场时机选择方面的能力表现较弱,而择时能力强的管理公司恰恰有较差的股票选择能力,即共同基金表现出了选股能力和择时能力明显负相关的现象。另外,熊市中发行的共同基金整体上执业能力强于牛市中发行的基金,因此,在共同基金发行的速度控制上,建议管理层尽量避免在牛市中大量推出基金,而是应该在熊市中加大共同基金的发行力度。这样不仅有益于市场的稳定,同样也有利于共同基金执业能力的培养。还有一个令人遗憾的结果则是,开放式基金的执业能力并没有明显优于封闭式基金,开放式基金并没有体现出制度设计方面的优势。因此还不能简单地认为我国未来共同基金业的主流发展方向就是发展开放式共同基金。

参考文献

- [1] 沈维涛,黄兴孛.我国证券投资基金业绩的实证研究与评价[J].经济研究,2001,(9).
- [2] 姚兴涛,迟海燕,张乃禄.证券投资基金时机选择能力的实证研究[J].证券市场导报,2001,(12).
- [3] 吴世农,李培标.中国投资基金证券选择和时机选择能力的实证研究[J].经济管理,2002,(4).
- [4] 彭晗.中国证券投资基金选股能力和择机能力的实证研究[J].经济评论,2002,(4).
- [5] 张文璋,陈向民.方法决定结果吗——基金业绩评价的实证起点[J].金融研究,2002,(12).
- [6] 晏艳阳,席红辉.我国封闭型基金与开放型基金业绩比较研究[J].财贸经济,2003,(12).
- [7] 周泽炯,史本山.我国开放式基金选股能力和择时能力的实证研究[J].财贸研究,2004,(6).
- [8] 涂永红,张杨.基金择时能力对绩效的影响[J].证券市场导报,2004,(10).
- [9] 肖奎喜,杨义群.我国开放式基金的证券选择和市场时机把握能力研究[J].中央财经大学学报,2005,(1).
- [10] 杨晓兰,满臻.我国开放式和封闭式基金绩效比较的实证研究[J].证券市场导报,2006,(1).
- [11] 胡畏,张明.基金持股数据的基金择股能力评价[J].系统工程理论与实践,2006,(9).
- [12] 陈东平,卜宁.我国开放式基金选股与择时能力的实证分析[J].郑州航空工业管理学院学报,2006,(5).
- [13] 杨湘豫,吴许文,Gautam Mitra.开放式基金在上升市场与下降市场中选时与选股能力的实证研究[J].财贸理论与实践,2007,(149).

- [14] 邢雷. 我国证券投资基金发展问题研究[J]. 北京市经济管理干部学院学报, 2007, (2).
- [15] Chang, E.C. & W.G. Lewellen. Market Timing and Mutual Fund Investment Performance [J]. Journal of Business, 1984, (57).
- [16] Jensen., The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964 [J]. Journal of Finance, 1968, (23).
- [17] Jensen. Risk, the Pricing of Capital Assets and the Evaluation of Investment Portfolio [J]. Journal of Business, 1969, (42).
- [18] Sharpe. Mutual Fund Performance [J]. Journal of Business, 1966, (39).
- [19] Treynor. How to Rate Management Investment Funds [J]. Harvard Business Review, 1965 (43).
- [20] Treynor and Mazuy. Can Mutual Funds Outguess the Market? [J]. Harvard Business Review, 1966, (44).
- [21] Farnsworth, Heber, W. Ferson, David Jackson and Steven Todd. Performance Evaluation with Stochastic Discount Factors[J]. Journal of Business, 2002, (75).
- [22] Jiang,Wei. A Nonparametric Test of Market Timing [J]. Journal of Empirical Finance, 2003, 10(4).

Trust and Concern: the Evaluation of Mutual Funds Performance in China

Ding Zhiguo

(Center for Quantitative Economics of Jilin University, Business School of Jilin University, Jilin, Changchun, 130012; China)

Abstract: It is the measure of mutual funds performance that not only helps us to have a full view of the development of the mutual fund sector in China, but also provide the management with a scientific basis to make effective policies. In order to more fully and accurately estimate the performance of mutual funds, this paper compares and contrasts the rationality of the empirical results of three classic models with selecting all sample data in the whole time period from the capital market in China. The empirical research comes to conclusions that (1) there is not the ability to practice in the whole mutual fund sector in China; (2) the close-end funds performance better than open-end funds; (3) the performance of mutual funds in bull market is better than that in bear market. As a result, with the issue speed under control, the management should strengthen the funds issue in bear market instead of in bull market. And they could not simply believe that it is the open-end funds that will become the leading force of the mutual fund sector in China.

Keywords: mutual fund; ability to practice; performance measure; policy proposal

收稿日期: 2007年8月15日

基金项目: 本文得到 2006 年国家社会科学基金项目(06CJL006)、2005 年国家自然科学基金项目(70573040)、2005 年教育部重大项目(05JJD790008)、中国博士后科学基金项目(20060390269)和吉林大学 985 经济分析与预测哲学社会科学创新基地项目(985CXJD015)资助。

作者简介: 丁志国, 吉林大学商学院副教授。