

# 论加强中国共同基金投资策略研究的必要性

齐岳<sup>1</sup>, 杨超<sup>2</sup>, 王媛媛<sup>3</sup>

(1. 天津南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071)

**摘要:** 中国共同基金经过十年多的发展已经成长为证券市场不可忽视的重要力量, 这要求更为有效的投资管理, 而有效的投资管理则依赖于良好的投资策略。共同基金的投资策略决定了基金投资组合的构建及其收入与价值的增长, 对基金业绩具有举足轻重的作用, 但国内学者却未对此给予足够重视。本文通过系统梳理、分析我国共同基金研究, 指出共同基金投资策略的研究不足, 呼吁重视并加强其研究, 并通过介绍国际先进的各种投资策略, 吸收投资组合理论的最新研究进展, 提出结合中国股市注重市盈率等特点构造新的、适合中国资本市场的投资策略, 并丰富基金投资策略的构想, 以此促进共同基金行业持续协调规范发展, 落实科学发展观, 推动中国资本市场运行效率的提高。

**关键词:** 共同基金; 投资策略; 投资组合选择; 多目标投资组合管理

**中图分类号:** F830   **文献标识码:** A

## 1 引言

共同基金<sup>①</sup>作为大规模投资组合的代表, 为投资者提供了一种全新的投资方式。目前, 共同基金已经成为国际基金市场的主流品种。2001年9月, 随着我国第一支共同基金的面世, 中国证券投资基金业的发展进入了以共同基金为发展重点的市场成长阶段, 7年多来, 共同基金对我国金融业乃至整个国民经济的发展产生越来越深刻的影响。根据 CCER 数据库、上海证券交易所和深圳证券交易所统计数据, 截至 2008 年 12 月底, 我国已成立共同基金总数达到了 390 只, 基金份额合计约 2.0 万亿份, 资产净值为 1.4 万亿元, 共同基金的股票资产约占整个 A 股市场流通市值 (2008 年 12 月 31 日, 上证 A 股流通市值为 3.2 万亿元, 深证 A 股流通市值为 1.2 万亿元) 的 31.8%。共同基金已经成为证券市场不可忽视的重要力量。

共同基金的迅速发展要求更为有效的投资管理, 而有效的投资管理依赖于良好的投资策略。所谓投资策略是指基金管理人以现代投资组合理论等为理论基础, 根据证券市场变化而制定的投资方针、投资原则及投资策略。Gremillion (2005, pp58-59,109)<sup>[1]</sup>指出: “…… investors have differing objectives and fund managers have differing strategies and philosophies, ……these determine fund investment policies, which then drive investment operations—what asset types the fund holds and the way the managers goes about managing the portfolio.” “……determine the income and growth in value in the fund’s

<sup>[1]</sup> 我国称之为开放式基金, 源于英文 open-end fund, 为统一下文均采用共同基金一词。

portfolio. They contribute visibly to the fund's performance.” 投资策略是基金投资管理的核心部分，它贯穿于基金投资管理的各个环节，并且将投资管理各环节有机结合，是投资管理制胜的关键。共同基金的投资策略决定了基金投资组合的构建及其收入与价值的增长，对基金业绩具有举足轻重的作用。

但目前我国共同基金投资策略的研究仍显得相对薄弱。通过系统的文献研读发现，我国相关研究主要集中在绩效评价、赎回问题、流动性风险和基金营销与治理等方面，而对于共同基金投资策略的理论研究可谓凤毛麟角。研究共同基金投资策略具有加强此方向的理论基础和指导我国基金行业实践的双重意义。首先，研究共同基金投资策略，丰富投资策略，能够填补我国学者在共同基金研究方面的空白，推动国内相关研究与国际接轨，为共同基金研究做出理论贡献。其次，国家宏观政策要求重视共同基金投资策略。随着我国资本市场改革深化，优化资本市场结构越来越受到普遍的关注和重视。在投资者结构方面，党和国家明确指出：“要坚持把大力发展机构投资者作为资本市场改革和发展的战略内容，加大工作力度，着力解决影响机构投资者发展的突出问题，使机构投资者成为促进资本市场健康稳定发展的重要力量。”<sup>①</sup> 最后，共同基金业自身发展也迫切需要加强投资策略的研究。我国共同基金业面临外资及外国机构投资者的挑战。根据我国入市承诺，目前基金公司外资持股比例最高可达 49%<sup>②</sup>，他们凭借其较先进的投资理念和投资策略，会给国内共同基金业带来一定冲击。我国共同基金业面对外资挑战，只有通过学习、研究国外先进投资策略，并依据中国资本市场的实际情况加以灵活运用，才可能在同业竞争中取胜。

因而，基于理论和实际两方面的需求，我们呼唤学界和共同基金业界提高对于投资策略的重视，加强共同基金投资策略的研究。本文系统搜集、分类、研究了我国共同基金相关方面 1100 多篇论文（1994 年至今）、50 余本较为重要的书籍，以及国外最新的相关研究论文，在系统回顾中国共同基金研究现状的基础上，介绍国际先进的各种投资策略，以及投资组合理论的最新研究进展，同时提出进一步的研究方向——在投资策略中引入投资组合理论的最新研究成果，考虑我国资本市场中现实投资组合约束条件，深化并扩展已有投资策略，进而构造新的、适合中国资本市场的投资策略，并结合中国股市注重市盈率等特点，探讨我国共同基金应该如何运用这些策略从而取得良好的业绩，深化对我国共同基金投资策略的研究。本文的结构如下：第二节回顾我国共同基金主要研究成果；第三节介绍国外常用的共同基金投资策略，并论述我国此方面研究现状与不足；第四节探讨共同基金投资策略的未来研究方向，并得出本文的结论。

## 2 回顾我国共同基金研究

世界上第一只共同基金是 1924 年 3 月在美国波士顿成立的“马萨诸塞投资信托基金”（Massachusetts Investors Trust）。此后，美国共同基金从成立时总资产不足 40 万美元，发展到 2007 年令人瞩目的 20 万亿美元，基金数目也达 8,000 余支。我国第一只共同基金“华安创新”于 2001 年 9 月由华安基金管理公司发行，标志着共同基金在我国的正式确立。7 年多以来，我国共同基金业以较快的速度发展，成为证券市场一支不可忽视的重要力量。

<sup>①</sup> 资料来源：中国证监会主席尚福林在第七届中国证券投资基金国际论坛年度峰会上的讲话。

<sup>②</sup> 数据来源：《外资参股基金公司设立规则》。

图 1 和图 2 分别从净资产和基金数目两个方面描绘了中美共同基金的发展历程，通过对比可见，中国共同基金基本处于起步阶段。

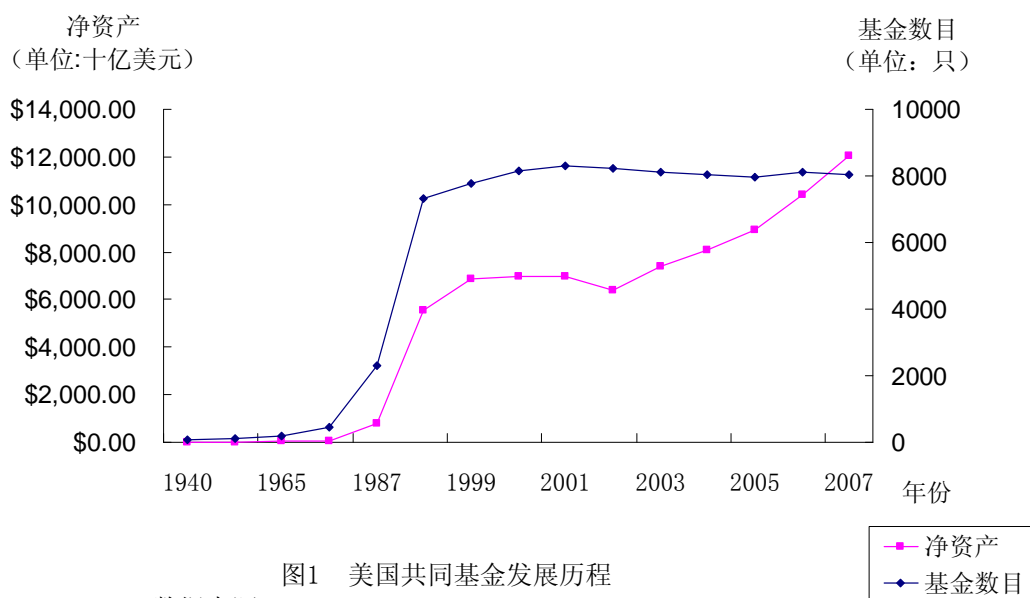


图1 美国共同基金发展历程  
(数据来源: Investment Company Institute, ICI)

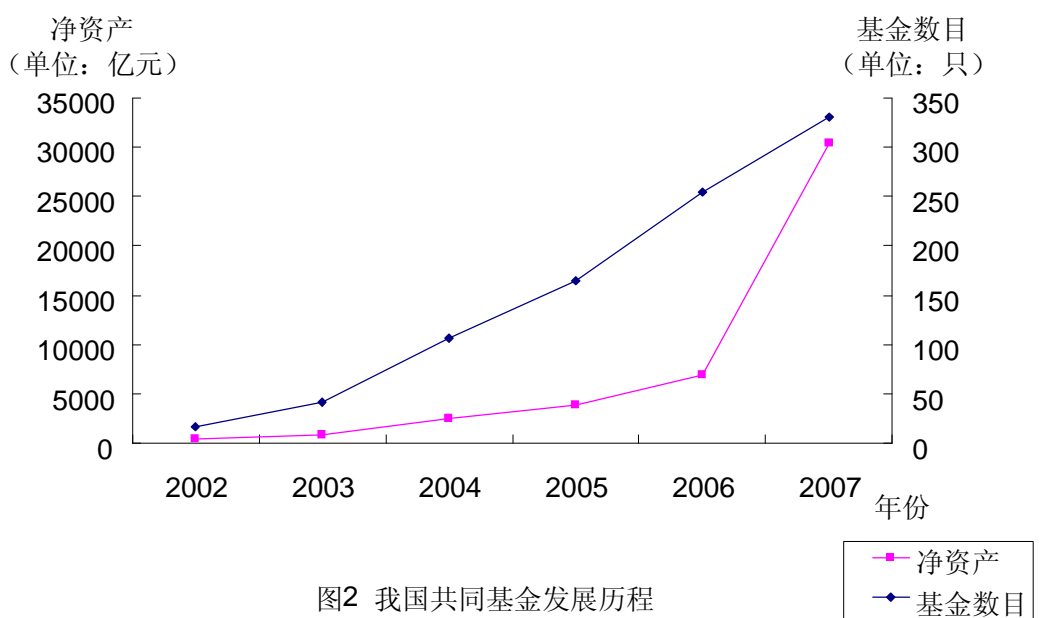


图2 我国共同基金发展历程  
(数据来源: CCER 数据库、Wind 数据库、上海证券交易所、深证证券交易所)

与共同基金业的迅速发展相比，国内学者对我国共同基金的研究却呈现另一番景象。在共同基金推出之际，我国已有相当一部分学者将研究指向共同基金，介绍共同基金的概念、申购、赎回和交易途径等等。表 1 统计了我国共同基金研究的重要书籍及期刊文献数目，

例如，在 2001 年，笔者所见重要书籍有 14 本，全部期刊论文 373 篇，其中，核心期刊 96 篇。这些书籍、期刊文献在 2001 至 2003 年间占了较大的比重。但在 2004 至 2006 年间，对于共同基金的研究在数量上却有所减少，并且研究主题也转向定量分析基金运行数据。近两年我国共同基金有了较快的发展，而相关研究也呈现出上升的迹象。

表 1 我国共同基金研究重要书籍及期刊文献数目

年份	重要书籍	论文（全部期刊/核心期刊）
2001	14	373/96

（续表 1）

年份	重要书籍	论文（全部期刊/核心期刊）
2002	5	285/99
2003	12	235/87
2004	4	196/53
2005	3	186/55
2006	5	193/53
2007	3	308/66
2008	4	290/62

数据来源：中国学术文献网络出版总库（[www.edu.cnki.net](http://www.edu.cnki.net)）

进一步的文献研读表明，我国学者在共同基金领域的研究主要集中在绩效评价、赎回问题、流动性风险、基金营销与治理等方面，通过对中国学术文献网络出版总库的检索结果，我们将相关文献系统梳理，进行如下统计，并与美国共同基金的研究情况作以对比（如图 3 和图 4）。从图 3 可以看出，共同基金绩效评价和赎回问题研究是国内学者关注的焦点（占比分别为 50%和 20%），而对投资策略的研究只有少数（仅占约 2%），而图 4 则显示，美国学者对于投资策略的研究已占相当比重（约 21%）。

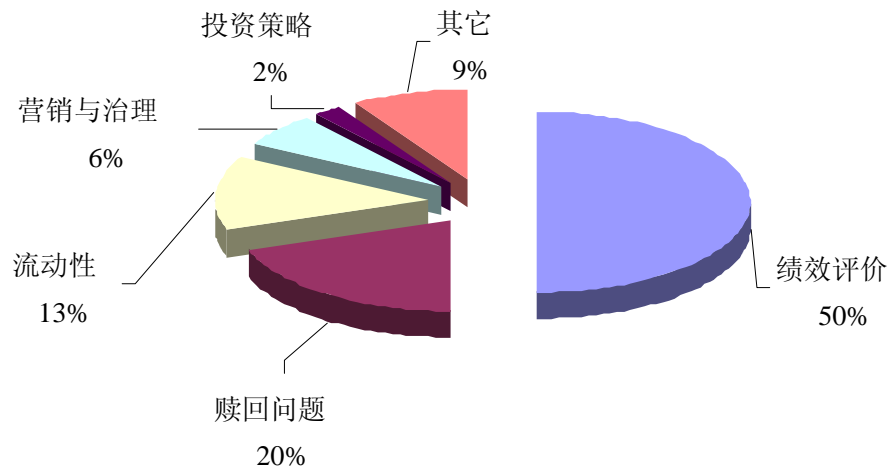


图3 我国共同基金研究情况统计

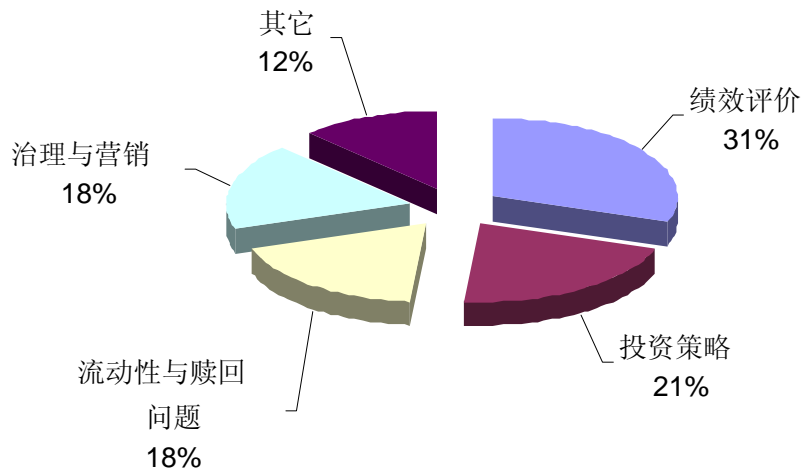


图4 美国 2007 年至今共同基金研究情况统计

共同基金绩效评价和赎回问题是我国相关研究较为集中的两大领域，下面将对这两个领域的研究情况作以简要介绍。

## 2.1 共同基金绩效评价

共同基金绩效评价体系主要是用量化的方法，通过单因素、多因素指标，对业绩的某些特征（如选股能力、择时能力等）进行分析，对基金的实际运作成果进行评估。这一领域的研究主要集中在共同基金收益度量、风险度量、业绩持续性评价、基金相对性绩效评价等方面。

（1）收益度量方面，学者们关注的是共同基金实际收益率序列“尖峰”“厚尾”“聚集”等非正态特征，以及基金整体收益与股市的关联程度。杨湘豫、周屏（2006）<sup>[2]</sup>用 GARCH 模型分析我国首只共同基金——华安创新的收益率，认为该基金的收益有“尖峰厚尾”和聚集现象，不服从正态分布。朱晋（2007）<sup>[3]</sup>进一步指出共同基金基本具备 GARCH（1，1）特征，不同目标类型的基金虽在收益率和标准差上无明显差异，但在对股价指数的敏感性上有较大不同。

（2）风险度量方面，VaR（Value at Risk）模型是金融风险管理领域最常用的风险度量工具。赵秀娟、汪寿阳（2007）<sup>[4]</sup>用非对称 Laplace 分布来拟合收益分布，提出了 Laplace 分布下 VaR 的计算方法。杨湘豫、彭丽娜（2006）<sup>[5]</sup>认为，VaR 作为风险管理工具可以有效地应用于开放式股票型基金市场风险的测量与评价，但同时他们也指出，VaR 虽然可以解释市场风险、流动性风险，但无法解释操作风险和政策风险等。

（3）绩效评价体系构建与相对绩效评价方面，赵秀娟、汪寿阳（2007）<sup>[6]</sup>使用无基准的业绩度量模型 DEA 从一个新的角度设置基金评价的输入输出指标，将基金的长期、中期和短期业绩结合对基金做出综合评价。张昱（2007）<sup>[7]</sup>等分别采用不同的传统业绩评价指标分析不同时间段的基金表现，发现我国共同基金业绩超过证券市场收益。

（4）业绩持续性研究方面，可以将国内学者的研究归结为采用不同量化方法探讨我国共同基金业绩是否呈现持续性特点。赵秀娟、汪寿阳（2007）<sup>[8]</sup>则指出是否存在持续性与持续性的定义有很大关系。他们通过考察基金的绝对超额收益率及其相邻时期的增量值发现，从绝对收益率或绝对超额收益率来看，我国证券投资基金的业绩没有表现出持续性，但每月绝对超额收益率增量有季度性的持续表现。此外，他们还提出了两种新的基金业绩持续性检验方法：转移矩阵和整体持续性指标。仁杰和陈权宝（2007）<sup>[9]</sup>等指出我国共同基金业绩在长期和短期都没有表现出显著的持续性。

（5）基金经理业绩评价方面，学者主要关注我国共同基金经理是否具有时机选择和证券选择能力，其中，大多数文献（如肖奎喜等（2004）<sup>[10]</sup>、谭利、高泳波（2006）<sup>[11]</sup>、刘建桥等（2007）<sup>[12]</sup>等）都指出我国共同基金经理具有正向的选股能力和负向的择时能力。申团营、邱长溶（2005）<sup>[13]</sup>等却指出中国共同基金具有一定的选股能力和良好的择时能力。

## 2.2 共同基金赎回问题研究

国内学者首先研究共同基金赎回率与基金业绩之间的关系，其次，进一步探讨我国共同基金“赎回异象”的原因和影响因素。

### （1）基金业绩与投资者赎回关系研究

基金业绩与投资者赎回关系属于业绩-流动性关系研究，姚颐和刘志远（2004）<sup>[14]</sup>、陆蓉等（2007）<sup>[15]</sup>则揭示了我国共同基金业绩越好赎回越多的“赎回异象”。但学界也存在对于共同基金“赎回异象”不一致的观点。任淮秀、汪涛（2007）<sup>[16]</sup>就指出单位基金收益越高，投资者由此获得的收益就越多，从而赎回就越少。

## （2）共同基金大量赎回的原因解释和影响因素分析

学者从不同角度思考我国共同基金遭遇大量赎回的原因。束景虹（2005）<sup>[17]</sup>等从共同基金自身特征及其运行环境的角度探讨共同基金遭遇大量赎回的原因，指出我国共同基金的投资者结构以及基金发行和管理中存在的一些制度缺陷分析造成基金大规模净赎回的主要原因；李曜和于进杰（2004）<sup>[18]</sup>等则以现代金融学和行为金融学相关理论（如期望理论、处置效应、噪声交易等）解释共同基金的大量赎回。

另外一些学者则致力于揭示共同基金赎回的影响因素，他们将共同基金业绩增长率、分红、规模等特征作为因子，分析它们对于赎回的影响。姚颐和刘志远（2004）<sup>[19]</sup>等认为基金的业绩增长、分红、品牌、赎回费率、基金集中程度等都是影响影响赎回的重要因素，但是他们对于这些因素与赎回的正负相关性尚且存在争议。而雷良桃、黎实（2007）<sup>[20]</sup>却指出基金净值增长率和基金累计净值增长率不是基金赎回率的 Granger 原因。

## 3 共同基金投资策略研究

### 3.1 共同基金投资策略

所谓投资策略是指基金管理人以现代投资组合理论等为理论基础，根据证券市场变化而制定的投资方针、投资原则及策略。它是基金投资管理的核心部分，贯穿于基金投资管理的各个环节，并且将投资管理各环节有机结合，是投资管理制胜的关键。从某种程度上可以说，投资策略是基金获得收益的保证，基金收益或业绩增长依赖于合适的投资策略。

根据晨星公司<sup>[21]</sup>和 Gremillion（2005）所列共同基金投资策略，笔者将国外共同基金常用的投资策略加以整理，以列表的形式展现：

表 2 国外常用投资策略

投资策略	内 容
积极投资策略 与 消极投资策略	前者通过主动的信息搜集发现价值被低估的证券，最终获得超过市场平均的收益率。后者通过被动地跟踪市场指数来构造投资组合获得平均收益。前者比后者面临更多的搜寻成本和交易成本。
资产配置策略	基金在构建投资组合时对于风险资产和无风险资产按不同比例的配置，主要包括策略性资产配置、动态资产配置和战术性资产配置

	三个层次。
成长型股票选择投资策略与价值型股票选择投资策略	前者的目标是实现资本长期增值，主要投资于市场中有较大升值潜力的小公司和一些新兴行业的成长性股票；后者比较关注股息的分配和股票的“内在价值”，主要投资于价值被低估的价值型股票。
基础分析与技术分析	基础分析涉及对上市公司本身的研究——上市公司的财务报告、其它量化的数据及对公司质量方面因素的评估；技术分析主要是通过分析证券的历史价格和交易量来预测未来的价格走势。
板块轮动策略	试图发现特定时期表现超常的股票板块，通过分析宏观经济走势，分析一个特别的经济循环如何推进并影响不同的行业，然后向那些有获益倾向的部门进行集中投资。
动量策略	当金融资产价格变动是“反应不足”的，购买过去表现良好的个股并卖出表现不佳的个股，“追涨杀跌”。
反转策略	当金融资产价格变动是“反应过度”的，购买过去表现不佳的个股同时卖出表现良好的个股，“追跌杀涨”。
时间分散化策略	认为股票的风险将随着投资期限的延长而降低，随着投资年限的延长将持股比例逐步减少的策略。

### 3.2 我国共同基金投资策略研究现状与不足

我国专门研究共同基金投资策略的文献尚不多见，且经历了一个从阐述投资经验到从理论上论述投资策略的过程。这些文献所做的有益探索，为后来的研究奠定了一定的基础。

赵广辉（2001）<sup>[22]</sup>从共同基金的实际投资技巧和投资经验角度，提出做好长线投资的心理准备，选择好的基金公司；进行投资组合分析，认清风险程度；投资收益分析，确定基金买卖时机；购买基金后要注意基金动向等。何孝星（2003）<sup>[23]</sup>列举了三分法投资策略、耶鲁投资策略、“王子饭店法”投资策略、“从上至下”和“从下至上”投资策略、基金“熊市”中的“防守型”投资策略，以及沃伦·巴菲特的投资策略。陈卫东（2004）<sup>[24]</sup>分别介绍了三种不同划分方法下的基金投资策略，即：①.从基金资产配置的角度划分的购买并持有策略、固定比例策略、组合保险策略和应变的资产配置策略；②.从基金管理者投资风格的角度划分的积极的投资策略、消极的投资策略和混合的投资策略；③.从投资对象角度划分的股票投资策略和债券投资策略，这与 Gremillion（2005）对于投资策略的划分方法相类似。

随着对于基金研究的深入，也出现了基金投资策略的实证性研究，但研究对象仍以封闭式基金为主。方军雄（2002）<sup>[25]</sup>采用 Grinblatt、Titman 和 Wermers（1995）提出的基金投资策略模型，指出我国基金倾向于采取“追涨杀跌”策略，投资策略与基金业绩之间不存在显著的相关关系。陈雪梅（2005）<sup>[26]</sup>研究基金在股票和债券之间的动态资产配置问题，假设基金采取指数化策略，比较不同投资策略的收益状况，指出买入并持有策略仅适合于牛市行情，恒定混合策略适合于无趋势的盘整行情，固定投资组合保险策略适合于具有强烈趋



势的市场。

目前的研究已经开始出现利用共同基金实际数据考察各种投资策略的趋势。王海侠、田增瑞（2007）<sup>[27]</sup>选取我国 2004 年底之前上市的全部偏股型共同基金，考察动量策略和反转策略哪一种更能盈利，指出我国基金投资者的投资策略仍然是一种短期投机策略，市场中存在羊群效应。

我国学者对于共同基金投资策略的研究已经起步，这些有益探索积累了一定的成果，也为进一步的深入研究奠定了基础，但是，国内学者对于共同基金投资策略的研究仍然显得相对不足，主要有以下几个方面：

（1）尚缺乏对于共同基金投资策略概念的明确界定，将共同基金投资策略与投资理念、投资风格、投资于共同基金的策略相混淆。一般说来，共同基金的投资理念指导着投资策略的选择，并通过实际运作过程中投资策略的实施，进而形成基金的投资风格。这三者具有一致性，但又相互区别，投资策略更侧重于对共同基金投资的指导，并强调可操作性。另一方面，共同基金的投资策略不同于投资于共同基金的策略，共同基金投资策略是以基金管理公司或基金经理的角度，研究如何通过构建投资组合进行有效投资，而投资于共同基金的策略则是以基金投资者为出发点，考虑如何投资共同基金。

（2）研究方法相对简单，较多通过定性研究方式，缺乏对于投资策略的实际案例分析，以及依据中国共同基金运行的真实数据进行的实证检验，且实证分析的样本偏重于以封闭式基金，样本容量较小，数据选取的时间跨度也较短。笔者所见文献实证分析样本最多包含 22 支共同基金，数据选取的时间跨度为 2 年，而我国目前已有共同基金 390 支，股票 1700 余支，我们有必要对这些基金及其持有的股票投资组合进行分析，深化并拓展共同基金投资策略研究，提高基金运作效率。

（3）一些文献通过计算某些绩效指标（如择时、选股能力等），从基金绩效角度研究投资策略，仍停留在探讨基金经理是否具有择时选股能力的层面上，只是从结果的角度研究投资策略。对于我国共同基金业，更重要的是从原因的角度，分析基金如何选择、实施投资策略，以此指导共同基金行业的投资行为。

（4）在样本的选择上，大多只选择单一时段的数据进行分析。我国共同基金运作时间较短，证券市场不成熟、政策的影响和市场结构的变化比较大，单一时段的数据分析往往不能避免特殊时间段收益率异常的影响，实证所得结论的可靠性还有待于更大样本容量和更长样本区间的检验，投资策略的适用性也有待进一步探讨。

（5）缺乏对投资策略全面、系统的研究。所见研究投资策略的文献仅探讨某种投资策略在某个时段的运作情况，尚没有回答中国共同基金行业发展的基础问题，如：以 Markowitz 资产组合理论为基础的投资策略的效果如何？哪种投资策略在中国证券市场更为占优，占优是否具有持续性？等等。这些问题的解决需要根据各种常用投资策略选取不同行业股票构建投资组合，全面、系统地对比不同投资策略，详细揭示各种共同基金投资策略在中国证券市场盈利性和占优性。

### 3.3 国外相关研究借鉴

国外对于共同基金投资策略的研究已经有了较充分的积累,我们在此将国外最新的共同基金投资策略研究作以简要介绍,以期对我国的相关研究有所帮助。

积极投资策略与消极投资策略方面, Holmes (2007)<sup>[28]</sup>指出消极投资策略和积极投资策略的占优性随基金风格的差别而各异。对投资于大公司股票的混合型、成长型和价值型基金,消极投资策略的业绩优于积极投资策略,但对投资于中等公司混合型基金和小公司混合型基金,积极投资策略则优于消极投资策略。Miller 和 Ross (2007)<sup>[29]</sup>研究积极投资策略真实成本的测量方法,提出了计算积极投资策略下基金资产份额和积极型支出比率、 $\alpha$  值的公式。

资产配置策略方面, Kadiyala(2004)<sup>[30]</sup>指出股票型基金的收益与公司和政府债券的收益密切相关,而债券型基金的收益也不仅仅来源于债券的收益,因而,基金的资产配置策略能够有效降低投资风险,并能获取超额收益。Lai 和 Li (2007)<sup>[31]</sup>提出资产配置策略下投资组合构建的不同方法,通过比较均值方差和遗传算法两种不同方法下所构建的投资组合,指出这两种方法的资产配置均能战胜市场指数,且遗传算法下的资产配置策略更占优。

动量策略方面, Benson 等 (2007)<sup>[32]</sup>通过研究澳大利亚基金经理的投资策略,指出动量投资策略一般与积极型资产配置策略同时使用,并且,不具备择时能力的基金经理通常是动量型投资者。

## 4 未来研究方向与结论

我国学者对于共同基金的研究已经积累了一定数量的成果,这些有益成果为进一步的研究奠定了基础,但我们也应清楚地认识到,对共同基金投资策略的研究仍然存在着一些不足之处,有待于加强和深化,本文的写作目的之一就在于唤起国内学者加强对共同基金投资策略的研究。同时,基于学者们的铺垫和理论研究成果,我们认为可以从以下方面深化共同基金投资策略的研究:

1. 全面、系统地比较各种投资策略。把中国股市分为多个时间段,利用不同行业多种数目的股票实证分析各种投资策略的盈利性和占优性。在融资融券业务即将推出的背景下,可以定量衡量融券业务提供的卖空机会给基金业带来的效益,并利用融券丰富投资策略。
2. 引入投资组合理论的最新研究成果,基于 Markowitz 和 Todd (2000)<sup>[33]</sup>、Hirschberger、Yue Qi 和 Steuer (2008)<sup>[34]</sup>,求解大规模投资组合(基于 500 种股票以上的投资组合)在短时间内变得可行,那么,基金业运用这种强大的投资组合优化能力,就能够根据市场的变化及各种投资策略的盈利水平变化随时调整其投资组合。Jichang Dong 和 Shouyang Wang 等 (2004)<sup>[35]</sup>提倡将求解投资组合的方法、软件等利用互联网实现共享,我们在互联网上运用大规模求解投资组合技术,方便共同基金进行投资组合的运作管理。
3. 运用最新的多目标投资组合管理理论<sup>[36]</sup>,结合中国股票市场特点构造新的共同基金投资

策略。中国股市具有注重市盈率、企业社会责任感缺乏等特点，市盈率被认为是研究上市公司投资价值的核心指标，三鹿奶粉事件等暴露出中国企业社会责任感的缺乏。结合中国股市的特点，运用最新的多目标投资管理理论，把市盈率和企业社会责任感作为新的投资目标，建立包含风险、回报、市盈率、企业社会责任感的多目标投资管理框架，在此框架下，传统的二维风险-回报平面被扩展为高维空间，传统的有效边界也扩展为多维的有效曲面，这种新的理论框架能够为共同基金经理们带来更多管理上的自由度和全新的投资策略。这包含一系列问题，例如：如何让计算有效曲面，如何将有效曲面展现给共同基金经理，如何引导共同基金经理如何在有效曲面上选择合适的投资组合，如何建立扩展的效用函数等。这些全新的研究思路都是非常值得研究的问题。

4. 将模糊理论引入共同基金投资策略研究中，依据汪寿阳等提出的摩擦市场中带模糊流动性约束的投资组合选择模型、半梯形满意程度和 S 型满意程度的模糊决策投资组合选择模型、收益和风险为区间数的投资组合选择模型、跟踪指数模糊投资组合选择模型等研究共同基金投资组合的构建与优化，探寻基于我国资本市场实际的共同基金投资组合构建方法，进而提出新的共同基金投资策略。

共同基金的迅速发展要求更为有效的投资管理，而有效的投资管理则依赖于良好的投资策略。共同基金投资策略是基金投资管理的核心，是投资管理制胜的关键。我们呼吁重视并加强共同基金投资策略研究，并通过介绍各种国际先进的投资策略，吸收投资组合理论的最新研究进展，结合我国证券市场的特点，继续提出更深入的研究方向。

另外，为推动我国共同基金的迅速发展，不仅要进行更为高效的投资管理，建立良好的投资策略，也要关注我国基金公司共同基金的公司治理结构问题。我国的共同基金主要以契约型基金为主，即以基金投资人、管理人、托管人三方作为基金契约的签订者并发行收益凭证的一种基金形式，在该种基金形式下，基金投资人购买基金份额，享受基金收益。与公司型共同基金不同的是，契约型基金不具备企业法人地位，因此，在公司治理结构中，契约型基金投资人不具备股东地位，投资者在共同基金投资组合策略、资金运作方法等关键环节无法对基金管理人进行有效的监督与控制。诸多的基金管理黑幕也孕育而生，包括近年来在基金经理岗位频发的“老鼠仓”问题。充分说明了我国目前的契约型共同基金治理结构存在许多较为严重的问题。主要归结有以下三点：

1、基金治理结构高度失衡。由于我国目前在共同基金方面的还没有完善、正式的法律体系，致使基金投资人、管理人、托管人三方之间的权利与义务没有明确界定。在过往的管理惯例中，我国有关法规将基金托管人和基金管理人的选择权交付给了基金发起人，这项本应属于基金投资人的权利被移交给了基金发起人，也就是基金管理公司。基金管理公司再选择基金管理人并聘用基金托管人。这样基金发起人与基金管理人实质为同一人，导致权力在基金管理公司的高度集中。基金投资人在整个治理结构中的话语权将不再重要。

2、基金托管人的监管力度不足。在我国现行的《证券投资基金管理暂行办法》中，基金托管人的主要作用是保护基金资产的安全并对基金的运作进行监督。但在实际的操作过程中，基金托管人并没有很好地履行其监督职责。这主要由于基金托管人和基金发起人的委托

代理关系。即基金托管人由基金管理者聘用，基金托管人缺乏选择权。另外，目前基金托管行业竞争激烈，各银行争相包揽客户，必然会导致对基金管理人限制不严格的托管人容易占得先机。双重制约下，基金托管人对基金的监督职能基本无从发挥，力度严重不足。

3、基金管理人的激励制度存在缺陷。目前我国的契约型基金中，封闭式基金占据主导地位。封闭式基金的特点导致其只能在二级市场进行出让，业绩好的基金无法进行规模扩张。好的基金经理无法得到良好的激励回报。同时，封闭式基金存在信息不对称、监督缺失的问题。这就容易诱发基金经理损害基金投资者利益，为自己谋求高额的不当收益。2010年长城基金公司“韩刚案”就是“老鼠仓问题”的一个典型案例。权力过于集中、激励制度单一、声誉传导机制受阻，也是同样是诱发基金管理人违背诚信，损害投资者利益的主要原因。

为解决上述我国契约型共同基金目前存在的公司治理问题，必须完善和改进现有的基金治理结构，并从制度上加强对基金管理公司的监管。主要方法有：

1、完善基金治理结构，加强基金投资者的地位。设立基金投资者委员会，针对基金管理公司下属的每只基金，分别由不同的委员进行监督。委员会应作为基金投资人大会的日常机构，常设于基金管理公司内部。另外，应在短期内实行基金投资人代表诉讼，以减少目前我国共同基金治理结构存在较多的“内部人控制”问题。

2、加强基金托管人对基金管理人的监督。由于目前现有制度中，基金管理人和基金托管人存在聘用关系，在经济上两者之间有着较为密切的联系，所以托管人无法对管理人进行严格的监控。相应的措施应建立一套脱离于基金管理人的风险收益机制，托管人隶属于中立的托管机构，由基金投资人选择并支付托管费用。托管人如果在监督方面没有对基金管理进行相应的监督和制约，从而导致基金投资人利益受损，其也应承担相应的责任。这需要在未来出台的《证券投资基金管理办法》中进一步明确。

3、改善基金管理人的激励制度。在此方面，最为有效的方法是应由契约型基金逐渐向公司型基金进行转变。目前美国实行较多的公司型基金，可以从极大程度上完善与解决我国契约型基金所存在的治理结构问题。并且可以有效地激励基金管理人从正当渠道为自己与投资者谋取利益。在公司型基金中，基金公司具有董事会，可以代表全体基金持有人通过竞争性遴选机制来分别选择基金管理人和基金托管人，对基金管理人和基金托管人的约束较大，也能使声誉等基金经理较为看重的要素成为关键激励因素。

综上所述，目前我国共同基金的发展需要进行两方面的完善。首先是有效的投资管理策略，这是基金管理的核心。第二就是完善基金的治理结构，这是管理策略实施的有效保障，也是规范化我国共同基金运作的基石。此举共同将推动共同基金行业持续协调规范发展，进而提高中国资本市场运行效率，落实科学发展观，促进中国资本市场结构优化。

---

#### 参考文献

[1] Lee Gremillion. Mutual fund industry handbook: a comprehensive guide for investment professionals,

---

Boston Institute of Finance. 2005.

- [2] 杨湘豫, 周屏.GARCH 模型在共同基金中的实证研究.系统工程.第 24 卷第 4 期(总第 148 期), 2006 年 4 月
- [3] 朱晋.不同目标类型的共同基金收益率特征分析.商业经济与管理.第 1 期(总第 159 期), 2005 年 1 月
- [4] 赵秀娟, 汪寿阳.一个基于非对称分布 Laplace 分布和 DEA 的证券投资基金评价方法.2007; 中国证券投资基金评价研究.科学出版社.2007 年 8 月第 1 版
- [5] 杨湘豫, 彭丽娜.基于 VaR 的开放式股票型基金市场风险的测量与评价.2006 年 7 月, 第 27 卷, 第 142 期
- [6] 赵秀娟, 汪寿阳.一个基于非对称 Laplace 分布和 DEA 的证券投资基金评价方法.系统工程理论与实践.2007 年 10 月第 10 期
- [7] 张昱.基于詹森阿尔法的共同基金业绩评价.财贸经济.2007 年第 7 期
- [8] 赵秀娟, 汪寿阳.中国证券投资基金评价研究.科学出版社.2007 年 8 月第 1 版
- [9] 仁杰, 陈权宝.中国共同基金业绩持续性实证研究.浙江金融.2007.11
- [10] 肖奎喜, 刘建和, 杨义群.我国共同基金投资绩效的实证分析.商业经济与管理.2004 年 11 月.第 11 期, 总第 157 期
- [11] 谭利, 高泳波.开放式股票型基金业绩的实证研究与评价.西南师范大学学报(自然科学版), 2006 年 8 月, 第 31 卷第 4 期
- [12] 刘建桥, 陈方正, 孙文全.基于时变的我国共同基金选股和择时能力定量分析.华中师范大学学报(自然科学版), 第 41 卷第 2 期, 2007 年 6 月
- [13] 申团营, 邱长溶.中国共同基金表现的动态能力研究.商业经济与管理.第 3 期总第 161 期, 2005 年 3 月
- [14] 姚颐, 刘志远.我国共同基金赎回行为的实证研究.经济科学.2004 年第 5 期
- [15] 陆蓉, 陈百助, 徐龙炳, 谢新厚.基金业绩与投资者的选择——中国共同基金赎回异常现象的研究.经济研究.2007 年第 6 期
- [16] 任淮秀, 汪涛.我国共同基金赎回行为的实证分析.经济理论与经济管理.2007, (6)
- [17] 束景虹.共同基金赎回现象的实证研究.数量经济技术经济研究.2005 年第 4 期
- [18] 李曜, 于进杰.共同基金赎回机制的外部效应.财经研究.第 30 卷第 12 期.2004 年 12 月
- [19] 姚颐, 刘志远.我国共同基金赎回行为的实证研究.经济科学.2004, (5)
- [20] 雷良桃, 黎实.共同基金赎回问题研究——基于 Panel-Data 的 Granger 因果检验.南方经济.2007, (9)

- 
- [21] Morningstar Guide to Mutual Funds: Five-Star Strategies for Success, Christine Benz, 2007.
- [22] 赵广辉.共同基金: 理论、实务与投资.机械工业出版社.2001年8月第1版
- [23] 何孝星.证券投资基金运行论.清华大学出版社.2003年9月第1版, pp92-95.
- [24] 陈卫东.投资基金管理.科学出版社.2004年8月第1版
- [25] 方军雄.我国证券投资基金投资策略及绩效的实证研究.经济科学.2002, (4)
- [26] 陈雪梅.证券投资基金投资策略研究.浙江大学优秀硕士论文.2005
- [27] 王海侠, 田增瑞.共同基金动量及反转策略之绩效研究.求索.2007, (2)
- [28] Millicent Holmes. Improved Study Finds Index Management Usually Outperforms Active Management. Journal of Financial Planning. January 2007.
- [29] Miller, Ross M. Measuring the true cost of active management by mutual funds. Journal of Investment Management. Vol. 5 Issue 1, pp29-49. 2007 1st Quarter.
- [30] Padma Kadiyala. Asset allocation decision of mutual fund investors. Financial services review. Vol. 13, Issue 4. Winter2004, pp285-302.
- [31] Syouching Lai, Hungchih Li. The performance evaluation for funds by comparing asset allocation of mean-variance model or genetic algorithms to that of fund managers. Applied Financial Economics. Vol. 18, Issue 6, pp485-501. Apr2008.
- [32] Karen L. Benson, David R. Gallagher, Patrick Teodorowski. Momentum investing and the asset allocation decision. Accounting and Finance. 2007, (47) . pp571-598.
- [33] Harry M. Markowitz, G. Peter Todd. Mean-Variance Analysis in Portfolio and Capital Markets. Frank J. Fabozzi Associates, New Hope, Pennsylvania. 2000.
- [34] Markus Hirschberger, Yue Qi, Ralph E. Steuer. Quadratic parametric programming for portfolio selection with random problem generation and computational experience. working paper, Department of Banking and Finance, University of Georgia, 2008
- [35] Jichang Dong, Helen S. Du, K. K. Lai and Shouyang Wang. XML-based decision support systems: Case study for portfolio selection. International Journal of Information Technology & Decision Making. 2004, 3(4). Pp651-662.
- [36] Ralph E. Steuer, Yue Qi, and Markus Hirschberger. Suitable-portfolio investors, nondominated frontier sensitivity, and the effect of multiple objectives on standard portfolio selection. Annals of Operations Research. Vol.152, Issue 1, 2007, pp297-317.
- [37] M. Ehrgott, C. Waters, R. Kasimbeyli, and O. Ustem. Multi-objective programming and multi-attribute utility functions in portfolio optimization. INFOR, 2008. forthcoming.

## The Necessity of Strengthening China Mutual Fund Investment Strategy

QI Yue<sup>1</sup>, YANG Chao<sup>2</sup>, WANG Yuan-yuan<sup>3</sup>

(1. Research Centre of Corporate Governance in Nankai University, Tianjin 300071, China)

**Abstract:** After more than 7 years of development in China mutual fund, it has become an important force in the securities market. It requires a more effective investment management. Effective investment management depends on the good investment strategy. Mutual fund investment strategy decides the fund portfolio construction, incomes and increase in value. It plays an important role on the performance of the funds. On the contrary, domestic scholars have not given enough attention on it. This paper systematically analyzes the researches in China mutual fund and pointed out that the mutual fund investment strategy research is insufficient. This paper calls attention to and strengthens its research. Through the introduction of international advanced various investment strategies, we will absorb the investment portfolio theory and the newest research progress of Chinese stock market. Combining with the characteristics of Chinese stock market, we will build a new and suitable structure for the investment strategy of Chinese capital market. Then it will be enriching the fund investment strategy conception, so as to promote the mutual fund industry sustainable development, implement the scientific outlook on development, and promote China's capital market efficiency improving.

**Key words:** Mutual fund; investment strategy; portfolio selection; multiple objective portfolio management

**收稿日期:** 2011-09-30;

**基金项目:** 南开大学亚洲研究中心 2009 年项目。

**作者简介:** 1. 齐岳 (1970-), 男, 汉, 河北省蠡县人, 南开大学公司治理研究中心、南开大学商学院财务管理系, 教授, 工商管理博士, 博士生导师, 主要研究方向: 基金公司治理、投资组合管理。

2. 杨超 (1988-), 男, 汉, 北京人, 南开大学商学院财务管理系在读硕士研究生, 主要研究方向: 基金公司治理、投资组合管理。

3. 王媛媛 (1987-), 女, 汉, 安徽人, 南开大学商学院财务管理系硕士, 主要研究方向: 基金公司治理、投资组合管理。