

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：15620101152003

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国开放式股票型基金业绩研究

A Study on the Performance of Open-end Stock Fund in
China

张兴丰

指导教师姓名：郑鸣 教授

专 业 名 称：投资学

论文提交日期：2013 年 4 月

论文答辩时间：2013 年 月

学位授予日期：2013 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2013 年 4 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

自从 2001 年成立了第一支开放式基金以来，我国基金行业就一直处于高速发展中。但由于股票型基金在 2008 年熊市后饱受市场争议，投资者无不谈基色变。同时虽然基金行业发展迅速，实际里用于评价基金的指标相对单一，普通投资者选择基金主要参考基金的历史业绩、网站业绩排名、券商评级、基金公司知名度以及银行理财经理的推介，评价方式相对简单和主观。那么纵观这么多年基金发展历程，中国的基金行业表现到底如何，不同市场行情下基金的表现又如何，在现在这个时点上，对基金做科学全面的业绩评价就显得尤为重要。

本文从三个方面对股票型基金进行了全面研究：采用以资本资产定价模型为基础的三大基金业绩评价指标 Jenson α 指数，sharp 指数和 treynor 指数对基金业绩进行了评价；采用经修改的条件 T-M 模型和条件 H-M 模型对样本基金进行了选时选股能力的研究；使用 Jenson α 自回归模型和交叉积检验对基金业绩的可持续性进行了研究。研究结论表明：

(1) 我国股票型基金可以战胜市场，具备一定的运用市场优势、信息优势和专业优势获得超额风险收益的能力，从侧面验证了我国股票市场非完全有效的假定。基金管理能力在牛市的行情中表现更好，而在熊市和平衡市行情下战胜市场的能力相对较弱。

(2) 我国股票型基金不具备证券选择能力，个别基金具备选时能力。在牛市行情里，个别基金具备选时能力，而在熊市和平衡市的行情下，全部股票型基金均不具备时间选择能力。

(3) 我国股票型基金业绩不具备持续性。

关键词：股票型基金；业绩评价；选时选股；业绩持续性

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

Since the first open-end fund was established in 2001, China's fund industry has been in a high-speed development. However, the stock fund suffered in the bear market of 2008 market dispute, investors are not willing to believe in fund again. While fund industry has developed rapidly, the ways used to evaluate Fund in practice are too simple and subjective. Ordinary investors always choose Fund's historical performance, site performance rankings, brokerage rating, the fund company's reputation and bank finance manager recommendation as reference while in investing. Throughout years of fund development process, how China's fund performance indeed is. How the Fund's performance under different market is. Now at this moment, doing scientific and comprehensive performance evaluation is particularly important.

This paper makes a comprehensive research on fund from three aspects: Using Jensen α , sharp index and Treynor index which based on the capital asset pricing model to evaluate fund performance; Using modified conditional T-M model and modified conditional H-M model to study the selection ability and timing ability; Using autoregressive model and cross product test to study the sustainability of the fund. Research findings show that:

(1) China's fund can beat the market. They have the ability of using information advantage and professional advantage ability to obtain excess risk income, verify our stock market is not completely valid assumption. The fund management capabilities are better in the bull market, but the ability to overcome the market in a bear market and soft leather market is relatively weak.

(2) China's fund do not have security selection ability, a few funds have timing ability. In the bull market, a few individual funds have timing ability, but in the bear market and the soft leather market, no funds have timing ability.

(3) Fund performance in China does not have the continuity.

Keywords: fund; performance evaluation; timing ability and stock selection ability; performance persistence

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 研究思路及方法	3
1.3 文章的框架结构	4
1.4 研究特色及不足	4
1.4.1 研究特色	4
1.4.2 本文不足	5
1.4.3 后续研究方向	5
第 2 章 文献综述	6
2.1 基金业绩评价的文献综述	6
2.2 选时选股能力研究综述	8
2.3 基金业绩持续性研究文献综述	10
第 3 章 基金业绩评价理论及指标	13
3.1 经风险调整的基金业绩评价指标	13
3.2 基金选时选股能力研究模型	15
3.3 基金业绩可持续性研究	17
第 4 章 实证研究	20
4.1 样本及数据	20
4.1.1 样本	20
4.1.2 基金月净值收益率	22
4.1.3 无风险收益率	23
4.1.4 市场组合收益率	24
4.2 业绩评估实证分析	24
4.2.1 不含风险调整的业绩	24
4.2.2 含风险调整的业绩	29
4.3 选时选股能力实证分析	36
4.4 基金业绩可持续性分析	54
第 5 章 结论	59
参考文献	60
致 谢	63

CONTENTS

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Research background and significance.....	1
1.1.1 Research background.....	1
1.1.2 Research significance.....	2
1.2 Research ideas and methods	3
1.3 The frame of this article	4
1.4 Inovation and Insufficient	4
1.4.1 Inovation	4
1.4.2 Insufficient	4
1.4.3 Future research directions	5
Chapter 2 Literature Overview	6
2.1 Literature Overview of fund performance evaluation	6
2.2 Literature Overview of timing and stock selection ability	8
2.3 Literature Overview of fund performance sustainability	10
Chapter 3 Theory and index of fund performance evaluation.....	13
3.1 Index of risk adjusted performance	13
3.2 Model of timing and stock selection ability	15
3.3 Methods of research on performance sustainability.....	17
Chapter 4 Empirical Study	20
4.1 Sample and data.....	20
4.1.1 Sample.....	20
4.1.2 Rate of the net value of the fund monthly data.....	22
4.1.3 Risk free rate of return	23
4.1.4 The market portfolio returns	24
4.2 Performance evaluation of the empirical analysis	24
4.2.1 Performance without risk adjusted.....	24
4.2.2 Risk adjusted performance.....	29
4.3 Empirical Study of timing and stock selection ability	36
4.4 Empirical Study of fund performance sustainability	54
Chapter 5 Conclusions.....	59
References	60
Acknowledgements	63

第 1 章 导论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

证券投资基金起源于英国，伴随着美国经济崛起和金融市场的发展，而后在美国盛行。自从 1926 年成为了现代意义上的第一支共同基金以来，基金在国外得到了空前的发展。如今，在美国，基金已经成为了投资者们参与证券市场、分享经济成长收益的主要途径之一。

我国金融市场相对于国外起步较晚，2001 年才成立了第一支开放式基金“华安创新证券投资基金”成立，标志着开放式基金发展历程的开始。但在随后的日子里，伴随着相关政策的制定以及我国金融市场的发展，基金行业得到了快速发展。

据中国证券业协会统计，截至 2013 年 2 月底，我国境内共有基金管理公司已达 78 家，管理资产合计 37115.23 亿元，其中管理的公募基金规模高达 28904.38 亿元。整个基金市场中，开放式基金所占份额更是高达 95% 左右。详情如表 1-1 所示：

表 1-1 截至 2013 年 2 月我国基金行业规模数据

	基金数量（只）	份额（亿份）	净值（亿元）
	（2013/02/28）	（2013/02/28）	（2013/02/28）
公募基金	1215	30599.69	28904.38
封闭式基金	70	1461.72	1503.23
占比		4.78%	5.20%

开放式基金	1145	29137.97	27401.15
占比		95.22%	94.80%

资料来源：中国证券投资基金业协会（<http://www.amac.org.cn/>），2013年2月

虽然整个基金行业得到了高速发展，但股票型基金的发展并不顺利。自从2008年股票型基金经历了熊市的洗礼以后，至今市场对股票型基金观望态度都很浓厚，以至现在人人谈“基”色变。大部分投资者都不愿意再购买股票型基金，这种现象甚至蔓延到其他类型的基金上。同时，我国的其他投资品也变得越来越丰富。据公开数据显示，单单2012年一年，银行所发行的理财产品数量就达到了24.71万亿元；单单2013年第一季度，信托公司全行业信托资产规模就高达8.73万亿元；截止到2013年一季度，券商资管规模也首次突破2万亿元。各种替代的理财工具飞速发展，都给股票型基金的发展带来了很大的压力。另外，伴随着基金产品数量越来越丰富，同质化程度越来越高，但实际里用于评价基金的指标相对单一，目前以收益率和净值为主。对于普通投资者而言选择基金的难度很大。根据中国证券业协会在2010年发布的《基金投资者情况调查分析报告》，投资者选择基金的重要参考因素是基金的历史业绩和一些财经网站上的业绩排名和星星评级，以及基金管理公司的名气和品牌，以及银行理财经理和客户经理的推介，评价方式相对简单、零散，不够科学和成体系。

因此，在这个时点上，建立一套科学完备的基金业绩评价体系，对股票型基金进行科学完备的评价就显得特别重要。对投资者投资基金、基金公司自我改进和监管部门的监管以及基金行业的发展都有很大的意义。

1.1.2 研究意义

股票基金是我国证券市场上一支不可忽视的力量，如何准确评价基金的收益状况、风险水平、收益持续性、基金投资有效性，选择适合自己投资需求的基金，是投资者面临的重要课题。投资基金业绩评估是促进基金业健康发展的重要环节，对投资者、基金管理公司和市场监管部门都具有非常重要的意义。

从投资者角度来看，首先，我国的中小投资者缺乏有效的投资渠道，基金业

的产生与发展正好弥补了这方面的不足。其次，基金的投资属于直接投资，它会慢慢改变我国以间接投资为主的金融结构，实现直接投资和间接投资的平衡。再次，基金属于最为成熟的机构投资者之一，它的大发展有利于我国资本市场长期健康发展。最后，基金为社保资金提供了有效的投资途径，利于完善社保体系。

从基金管理公司的角度看，基金的业绩评价具有非常重要的意义。基金绩效评价实际上是对基金经理投资能力的量化，其根本目的是将具有高超投资能力的基金经理鉴别出来，从而指导投资者投资于基金。基金投资组合本身的投资回报这一简单指标并不能准确反映各类基金所面临的不同情况，严格的业绩评价研究需要考虑投资目标、投资标的、投资风险和投资风格等许多不同因素。另外，对数据不同的处理方法也会对基金的绩效评价产生重大影响。

从政府监管部门的角度来看，对基金合理而准确的绩效评价有利于他们进一步的了解基金的运作情况，了解基金业运作中的许多不足和问题。这对监管部门选择适当的策略引导基金业发展和加强对基金业的监管是十分重要的。

1.2 研究思路及方法

本文从基金的经风险调整的收益、基金的选时选股能力和基金的业绩可持续性三个方面对基金进行了全面研究。针对不同研究内容，采用了不同的研究方法。

在评价基金业绩时，本文采用了自资本资产定价模型出现以来最为著名的三大经风险调整的基金业绩评价指标： $Jenson \alpha$ 指数，Sharp 指数和 Treynor 指数。

在研究基金选时选股能力时，本文首先对条件 T-M 模型和条件 H-M 模型进行了修改，通过删除指数红利收益率变量以及增加外汇收益率变量，使得模型更符合中国市场。随后使用修改过的条件 T-M 模型和条件 H-M 模型对样本基金进行了选时选股能力的研究

在对基金进行业绩可持续性研究时，本文分别采用了参数法和非参数法。参数法使用 $Jenson \alpha$ 自回归模型，试图对单支基金可持续性进行研究；非参数法采用交叉积检验，试图对全体样本基金进行可持续性研究。

另外，在经风险调整的基金业绩评价和基金选时选股能力的研究中，根据沪深 300 历史走势，将时间区间划分为三个区间分别进行了研究。具体划分如下：2005 年 12 月 31 日至 2007 年 11 月 31 日为牛市，共计 23 个月；2007 年 11 月

31日至2008年10月31日为熊市，共计11个月；2008年10月31日至2012年12月31日为平衡市，共计50个月。在对基金业绩可持续性进行研究时，分别对以一年为评价期和半年为评价期的基金业绩可持续性进行了研究。

1.3 文章的框架结构

本文的结构安排如下：

第一章为导论。首先，交代了本文的选题背景及意义；然后，概述了本文的研究内容及框架；最后，就本文的特色、不足以及后续研究方向进行了分析。

第二章为文献综述。本章对国内外关于基金评估的研究文献进行了回顾、整理和归纳。

第三章为研究方法、研究思路以及指标和模型。本章首先介绍了研究方法和研究思路，随后对指标和模型进行了介绍。

第四章为数据及回归分析。本章对本文所使用的数据及数据处理方法做了介绍，做了回归分析得出了相应结果。

第五章为结论。本章对本文的研究成果进行了一个总结。

1.4 研究特色及不足

1.4.1 研究特色

1.本文梳理了现阶段市场上存续期较长的股票型基金，研究所选取的时间跨度较以往研究更长，同时具有很强的时效性。

2.本文对条件 T-M 模型和条件 H-M 模型进行了一定的修改，删除了指数红利支付率指标，加入了外汇收益率指标，使得模型更加符合中国市场国情，使评价结果更加准确。

3.本文在研究基金业绩及选时选股能力的时候，将股票市场行情按沪深 300 走势分为牛市、熊市和平衡市三种情况，分别对三种状况下的股票型基金业绩和选时选股能力进行了研究。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库