

# 我国开放式股票型基金总体 择股择时能力分析

范新安(博士)

(河北大学管理学院 河北保定 071002)

**【摘要】** 本文利用 2007~2008 年我国开放式股票型基金的股票集中度及行业集中度这两个指标对我国基金整体的择股能力进行了实证分析,同时利用基金持股比例与沪深 300 指数之间的关系对我国基金整体的择时能力进行了实证分析。结果表明,我国开放式股票型基金具有一定的择股择时能力,能对资本市场的稳定发挥较大的作用。

**【关键词】** 开放式股票型基金 择股能力 择时能力

目前对于基金择股择时能力的分析基本上都是对单个基金的择股择时能力进行检验,并对各基金的择股择时能力进行比较,而对基金的总体择股择时能力没有进行相关研究,这在一定程度上限制了对基金总体择股择时能力的分析。因而,对基金总体择股择时能力进行分析有助于了解基金对整个资本市场的影响。

## 一、我国开放式股票型基金总体择股能力分析

基金的择股能力更多地体现基金经理的微观管理能力。根据我国基金行业整体的投资理念和投资理论可以得知,我国基本上都是采取经典的马克维兹的均值一方差理论来构建投资组合。据此,我们推测在资本市场的上涨阶段,绝大多数的股票都在上涨,因而对基金公司的择股能力要求较低,其会

集中投资几只股票来获得较高的收益,这时的股票集中度以及行业集中度都较高;相反,当资本市场处于下跌阶段,大部分的股票都在下跌,因而如何选择上涨的股票对基金公司来说就是十分关键的问题了。所以,当基金公司不具有较强的择股能力的时候,会选择分散投资,以分散风险从而获得平均的市场报酬;相反,当基金公司有较强的择股能力(也就是有明确的投资目标)的时候,其会倾向于集中投资。据此,我们就可以根据股票集中度以及行业集中度对我国投资基金的择股能力进行一个总体评价。

1. 整体数据分析。通过表 1 可以看出,我国基金重仓股集中度较高、代表性强。2007 年第 1 季度至 2008 年第 4 季度,基金前 3 名持股集中度大体上都在 20%左右,前 5 名持股

从农村现代化建设的角度来看,加大金融支农的投入以推动农村的发展是十分必要的。但是,金融支农绝对不仅仅依靠金融支农的投入,更重要的是农村金融资源配置效率的提高。在忽视农村金融资源配置效率的情况下实现农业的又好又快发展,只会造成整个社会金融资源的短缺或浪费。因此,为了推动农村经济的发展,仅仅加大金融支农的投入而不提高农村金融资源配置效率,将会严重制约农村经济的进一步发展。

**【注】** 本文系国家社科基金项目“民族地区农村金融资源配置研究”(项目编号:06CJL008)和中国博士后基金“经济发展差异背景下的中国农村金融资源配置模式研究”(项目编号:20090450625)的阶段性研究成果。

### 主要参考文献

1. Banker R.D., Charnes A., Cooper W. W.. Some Models for Estimating Technical and Scale Inefficiencies in Data Envelopment Analysis. *Management Science*, 1984; 9
2. Caves D.W., Christensen L. R., Diewert W.E.. The Economic Theory of Index Numbers and the Measurement of Input, Output and Productivity. *Econometrics*, 1982; 6

3. Charnes A., Cooper W.W., Rhodes E.. Measuring the Efficiency of Decision Making Unit. *European Journal of Operational Research*, 1978; 2

4. Pagano. *Financial Market and Growth: An overview*. *European Economic Review*, 1993; 7

5. Mc Kinnon, Ronald I.. *The order of economic liberalization: financial control in the transition to a market economy*. John Hopkins University Press, 1991

6. Shaw E.. *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University Press, 1973

7. 陆家骝. *现代金融经济学*. 大连:东北财经大学出版社, 2007

8. 科埃利等著,王忠玉译. *效率与生产率分析引论*. 北京:中国人民大学出版社, 2008

9. 龚锋. 地方公共安全服务供给效率评估. *管理世界*, 2008; 4

10. 曾康霖. *试论我国金融资源的配置*. *金融研究*, 2005; 4

11. 王秀山. *金融资源优化配置的理论与实践*. 北京:经济管理出版社, 2000

表1 2007~2008年各季度末持股集中度情况

时 期	前 三 大 股 票			前 五 大 股 票			前 十 大 股 票		
	市值(万元)	集中度(%)	占净值比例(%)	市值(万元)	集中度(%)	占净值比例(%)	市值(万元)	集中度(%)	占净值比例(%)
2008-12-31	72 810.46	21.13	14.27	105 580.66	30.46	20.78	163 244.85	47.17	32.35
2008-9-30	86 302.61	21.14	14.99	126 748.14	30.96	21.97	196 680.22	48.44	34.33
2008-6-30	106 178.89	20.80	15.45	154 842.30	30.24	22.48	244 565.97	47.83	35.58
2008-3-31	140 906.41	20.23	15.65	204 034.61	29.42	22.78	314 714.35	46.05	35.61
2007-12-31	182 731.47	18.99	15.52	268 332.40	28.01	22.90	422 483.05	44.69	36.52
2007-9-30	174 257.49	19.28	15.56	255 821.63	28.25	22.84	398 592.05	44.66	36.13
2007-6-30	99 356.46	20.46	16.28	145 680.61	30.02	23.95	232 372.76	47.97	38.39
2007-3-31	67 743.52	20.49	17.69	98 896.18	30.08	25.96	154 555.30	47.68	41.05

表2 2007~2008年各季度末行业集中度情况

时 期	前 三 大 行 业			前 五 大 行 业			前 十 大 行 业		
	市值(万元)	集中度(%)	占净值比例(%)	市值(万元)	集中度(%)	占净值比例(%)	市值(万元)	集中度(%)	占净值比例(%)
2008-12-31	173 708.91	49.00	34.59	235 774.13	66.28	46.77	324 002.94	90.75	64.16
2008-9-30	205 174.29	49.09	35.53	278 426.76	66.53	48.06	380 480.71	91.12	65.71
2008-6-30	251 975.97	49.03	36.75	346 921.63	67.01	50.21	473 710.89	91.45	68.59
2008-3-31	339 598.91	47.82	37.81	467 195.65	65.81	52.00	642 971.07	90.85	71.86
2007-12-31	489 187.33	50.25	41.41	658 469.05	67.83	55.90	878 658.25	91.44	75.34
2007-9-30	481 268.66	51.26	41.75	645 965.00	68.72	56.01	850 818.01	91.49	74.68
2007-6-30	250 855.70	48.27	39.29	341 855.84	65.70	53.53	470 604.00	90.37	73.76
2007-3-31	160 263.96	48.73	40.91	217 434.94	66.30	55.62	294 964.74	90.22	75.69

集中度大体上都在 30%左右,而前 10 名持股集中度基本上都接近 50%,这说明基金重仓股具有较强的代表性。而且,在此期间基金的平均持股集中度无论是前 3 名、前 5 名还是前 10 名,基本上都保持不变。

在此期间,市场正处于疯狂上涨和下跌阶段,说明无论在牛市还是熊市,我国基金都保持着一定的选股能力,不会因为股市的剧烈波动而寻求分散化的投资,也就是根据马克维茨的投资组合理论,在牛市的时候提高基金的持股集中度以增大风险来获得更高的风险报酬,在熊市的时候通过更为分散的投资来减小风险以获得稳定的收益。而对于具有较强选股能力的投资者而言,无论在牛市还是熊市,都不会分散其投资来获得市场的平均收益。因而,我们从上面的分析可以看出,我国基金具有一定的选股能力。

通过表 2 可以看出,基金持股的行业集中度普遍较高。2007 年第 1 季度以来,平均来说基金持股前三大行业的集中度处于 50%左右,前五大行业的集中度更是达到了 67%,而前十大行业的集中度处于 90%左右。也就是说,在每个季度里,能够被基金看好的行业也就是那么几个,基金把有限的个股集中到了自己比较看好的少数几个行业已是不争的事实。值得一提的是,2008 年第 2 季度以来基金持股的行业集中度有提高的趋势,这与基金在此期间持股集中度维持较低的水平并相对稳定形成鲜明对比,这说明尽管基金投资的个股相对分散,但这些分散的个股在行业分布上却越来越集中。

通过以上的持股集中度和行业集中度的分析可以看出,我国投资基金无论在牛市还是熊市,持股集中度和行业集中

度大体上都保持不变,体现了基金在股票选择上基本上都有自己的投资理念,具有一定的择股能力。

2. 二元线性回归分析。上面仅仅根据我国开放式股票型基金股票的集中度以及行业集中度的变动来说明我国基金行业总体的择股能力,下面我们将根据我国基金行业的平均持股集中度和行业集中度以及我国股市的行情(沪深 300 指数)建立二元线性回归模型进行实证分析。

我们用 Y 来表示沪深 300 指数,用  $G_i$  来表示基金 i 的持股集中度,用  $\bar{G}$  表示所选样本基金的平均持股集中度,用  $H_i$  来表示基金 i 的行业集中度,用  $\bar{H}$  表示所选样本基金的平均行业集中度,从而构建二元线性回归模型为:

$$Y = \alpha + \beta_1 \times \bar{G} + \beta_2 \times \bar{H} + \sigma$$

根据上面的数据,我们运用 Eview5.0 软件进行分析,具体结果见表 3:

表3 我国开放式股票型基金总体择股能力分析结果

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\alpha$	38 819.50	13 114.96	2.959 941	0.031 5
$\beta_1$	-1 687.315	255.394 9	-6.606 690	0.001 2
$\beta_2$	-20.904 41	186.057 9	-0.112 354	0.914 9
R-squared	0.936 117	Mean dependent var	3 513.584	
Adjusted R-squared	0.910 563	S.D. dependent var	1 377.757	
S.E. of regression	412.031 2	Akaike info criterion	15.160 07	
Sum squared resid	848 848.5	Schwarz criterion	15.189 86	
Log likelihood	-57.640 29	Durbin-Watson stat	2.205 401	

通过表 3 可以看出, 样本的决定系数  $R\text{-squared}$  和调整后的样本决定系数  $\text{Adjusted } R\text{-squared}$  均大于 0.9, 接近于 1, 说明模型的拟合效果比较好。但是, 只有股票集中度通过  $t$  检验, 相伴概率为 0.001 2, 而行业集中度没有通过  $t$  检验, 初步判断是由于行业集中度和持股集中度存在着自相关造成的。而市场指数和持股集中度之间的系数  $\beta_1$  为 -1 687.315, 显然为高度的负相关, 这更进一步说明我国基金具有较强的择股能力。

## 二、我国开放式股票型基金总体择时能力分析

1. 整体数据分析。基金的择时能力主要是看基金对股票在时机选择上的能力, 其实也就是通过整个市场的变动来看待基金对选股时机的把握, 本文就是通过基金的持股比例和大盘指数之间的相关性来判断我国基金是否具有一定的择时能力。

本文认为当市场上涨时, 基金应适当提高持股比例(也就是提高风险资产的比例, 以获得更多的收益); 相反, 当市场处于下跌阶段, 基金就应该适当降低持股比例(也就是降低风险资产的比例, 以回避市场风险)。如果基金的持股比例变动先于资本市场的变动, 则认为基金具有较强的时机选择能力; 相反, 如果基金的持股比例变动滞后于市场变动, 则认为基金不具有时机选择能力。

表4 2007~2008年各季度末持股比例及沪深300指数对比

时 期	市值(亿元)	占净值比例(%)	沪深300指数
2007年1季度	138.11	69.35	2 781.78
2007年2季度	230.33	73.27	3 764.08
2007年3季度	405.80	77.53	5 580.81
2007年4季度	431.29	77.12	5 338.27
2008年1季度	312.28	71.66	3 790.53
2008年2季度	225.35	66.77	2 791.82
2008年3季度	178.91	61.15	2 243.66
2008年4季度	155.32	55.15	1 817.72

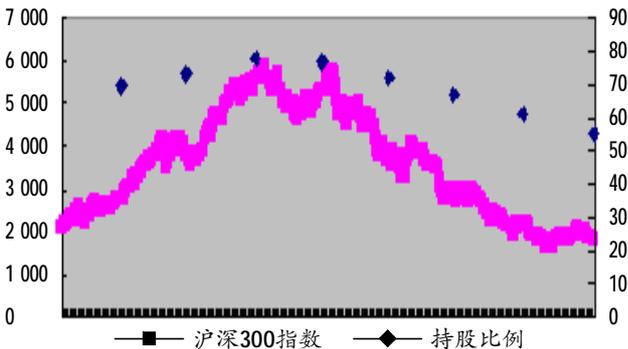


图1 2007~2008年基金的持股比例和沪深300指数对比关系

2007~2008年基金的持股比例和沪深300指数之间的对比关系可以反映我国证券投资基金把握大势的能力。从图1可以直观看出以下几点:

(1) 基金整体持股比例相对稳定, 与市场走势的相关性较强。从2007年第1季度开始算起, 基金平均持股比例均高于

55%, 最高达到 77.53%, 波动幅度为 22.38%; 而在这期间, 大盘从 5 000 多点一直跌落到 1 800 点, 波动幅度在 60% 左右。基金持股比例的波动幅度仅为大盘波动幅度的 1/3, 基金平均持股比例相对稳定。牛市期间, 证券投资基金平均持股比例随着大盘上涨有提高的趋势, 表现出与大盘变动基本同步的趋势, 但这一比例到 2007 年第 3 季度达到最高(77.53%)后, 随着 2007 年第 4 季度大盘的下跌, 基金平均持股比例开始下降, 到 2008 年第 4 季度下降到 55.15%。

通过以上分析可以看出, 我国基金的持股比例相对稳定, 与市场走势具有明显的相关性, 两者之间的相关系数为 0.921 731, 为高度相关, 这说明我国证券投资基金能够把握市场走向, 具有一定的择时能力。

(2) 转折时期基金基本把握了大盘走势, 但同时也加剧了市场的波动。在此期间, 大盘经历了一次历史性的转折(由牛市转变为熊市), 2007 年第 4 季度正好是这个转折的临界点, 这期间在大盘仍处于上涨过程并创新高的同时, 基金已经进行了 0.91% 的减仓, 此后在基金大幅度减仓的同时, 股指也大幅度下跌。

我们通过季度末数据的统计结果可以看出, 2007 年第 4 季度至 2008 年第 1 季度, 基金持股比例下降 11.37%, 而同期上证指数季度收盘价下降 25.33%, 基金减仓比例低于指数下降的比例。这一现象说明基金的减仓领先于大盘的下跌, 同时 2008 年第 2 季度后基金的减仓也加剧了大盘的下跌。这就给了我们一个启示, 在大盘发生转折的历史时刻, 基金基本正确地把握了方向, 同时基金管理人的投资行为也加剧了这种下跌趋势, 起到了推波助澜的作用。

(3) 基金在绝大多数时间里为稳定市场发挥了作用。在大盘转折时期, 基金平均持股比例有较大波动, 而在绝大部分的时间里, 基金持股比例与市场的相关程度较高。在 2007 年第 4 季度至 2008 年第 1 季度之间, 大盘下跌而基金却没有明显降低持股比例的迹象, 而 2008 年第 2 季度以后大量新基金设立并建仓在一定程度上降低了基金整体的持股比例, 总体来看, 在这期间基金并没有再随着大盘的下跌而做减持股票的动作。

这似乎说明我国证券投资基金没有能够有效地把握市场脉搏, 但更大的可能是在经历市场大幅度下跌之后, 一方面基金对市场持续下跌(反应过度)准备不足; 另一方面是经过大幅度下跌后基金持股已经具备一定的投资价值, 基金没有进一步减持的冲动。另外一个未经证实的原因是: 在我国这样一个“监管者把监管对象当成自己孩子”的特殊市场, 在经历了大幅度下跌以后, 监管机构不愿意看到市场急需非理性的下跌从而对基金施加影响, 使得基金的减持股票行为受到限制。

2. 一元线性回归分析。上面根据基金各季度末的持股比例与大盘之间的关系来判断基金整体的时机选择能力, 下面本文通过比较基金的日平均收益率与沪深 300 指数日平均收益率之间的关系来分析基金对整个股票市场的影响。

我们用  $Y$  来表示沪深 300 指数, 用  $H$  表示所选样本基金

的平均日收益率。我们构建的一元线性回归模型为：

$$Y = \alpha + \beta_1 \times \bar{H} + \sigma$$

根据上面的数据，我们运用 Eview5.0 软件进行分析，具体结果见表 5。

表5 我国开放式股票型基金总体择时能力分析结果

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\alpha$	0.002 306 887	0.001 427 554	1.615 971 661	0.107 419 658
$\beta_1$	0.660 791 006	0.109 645 586	6.026 608 383	6.29E-09
R-squared	0.131 919 248	Mean dependent var		0.004 119 704
Adjusted R-squared	0.128 287 111	S.D. dependent var		0.023 203 45
S.E. of regression	0.021 664 033	Akaike info criterion		-4.818 062 553
Sum squared resid	0.112 169 944	Schwarz criterion		-4.789 143 076
Log likelihood	582.576 537 6	Durbin-Watson stat		2.400 583 315

通过表 5 可以看出，基金的日平均收益率和沪深 300 指数日平均收益率之间不存在线性关系，调整后的系数仅仅约为 0.128 29，可见基金的收益率受整个市场的影响较小，二者之间的关系并不明确。结合上面基金持股比例的变动先于沪深 300 指数的变动，我们可以更明确地说明我国基金在时机选择上并不依赖于整个市场，对于股票的时机选择应该具有一定的超前意识。

表6 2007~2008年基金日平均收益率及沪深300指数日平均收益率统计数据

	基金日平均收益率	沪深300指数日平均收益率
Mean	0.002 743 405	0.004 119 704
Median	0.003 934 953	0.008 209 521
Maximum	0.032 933 564	0.055 948 454
Minimum	-0.055 674 04	-0.092 400 136
Std. Dev.	0.012 753 886	0.023 203 45
Skewness	-0.915 691 076	-0.917 727 589
Kurtosis	5.194 276 326	4.587 005 66
Jarque-Bera	82.028 458 89	59.120 138 5
Probability	0	1.45E-13

通过表 6 及图 2 可以看出，基金的日平均收益率仅仅为沪深 300 指数日平均收益率的一半左右，同时基金日平均收益率的标准差也仅仅是沪深 300 指数日平均收益率的标准差的一半左右，基金日平均收益率的最小值也远远低于沪深

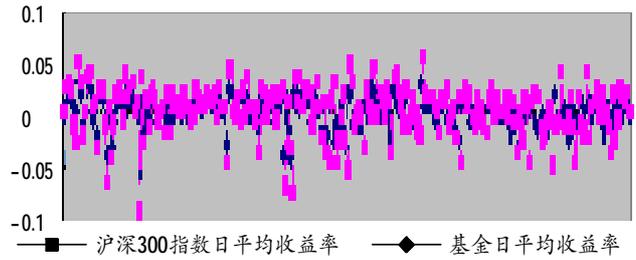


图2 基金日平均收益率和沪深300指数日平均收益率对比

300 指数日平均收益率的最小值，使得基金的安全性及波动性远远弱于市场的安全性及波动性。这说明了基金的“专家理财、分散投资”的投资理念，也说明了基金整体上是战胜了市场的。

### 三、结论

通过对 2007~2008 年基金在资本市场中的总体择股择时能力的分析可以看出：无论是在牛市还是熊市，我国多数基金管理人都保持着一定的选股能力，不会因为股市的剧烈波动而寻求分散化的投资。

同时，我国基金的持股比例相对稳定，与市场走势具有明显的相关性，两者之间的相关系数为 0.921 731，为高度相关。这说明证券投资基金在时机选择上能够把握市场走向，基金管理人具有一定的择时能力，在大盘发生转折的历史时刻，我国证券投资基金管理人能够基本正确地把握方向。另外，基金管理人的投资行为也加剧了这种下跌趋势，起到了推波助澜的作用。

### 主要参考文献

1. 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. 财贸研究, 2004; 6
2. 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. 中央财经大学学报, 2005; 1
3. 曾五一, 郭盈盈. 关于我国证券投资基金业绩的实证研究. 现代财经, 2007; 1
4. 杨宁. 我国投资基金选股与择时能力的实证研究. 企业技术开发, 2008; 7
5. Treynor, Jack K., Mazuy. Can mutual funds outguess the market? Harvard Business Review, 1966; 44
6. Henriksson R. D., Merton R. C.. On market timing and investment performance. Journal of Business, 1981; 4