我国证券投资基金择时选股能力实证研究

吴金旺　贾丹丹

（南京审计学院　南京　211815　三江学院　南京　210012）

【摘要】本文对我国封闭式基金的择时能力和选股能力进行了实证研究，结果表明：我国证券投资基金具有较强的选股能力，少量证券投资基金具有较强的择时能力，大部分证券投资基金的择时能力不强。

【关键词】择时能力　选股能力　T-M 模型　H-M 模型

近年来，随着金融技术、金融制度与金融市场的创新和发展，生产费用及机会成本的降低，高节奏、高效率的基金业得以快速壮大，并从金融业中脱颖而出，成为名副其实的金融业的“高新技术产业”。基金业所创造的生产力大大超乎人们的想象，从造就繁荣和稳定市场的角度来看，其意义已远远大于银行业和证券业。据雅虎财经报道，截至 2007 年 7 月 31 日，我国基金总规模突破 2 万亿元，已占沪深两市流通总市值的三分之一左右，基金已成为市场的绝对主力。虽然我国基金的规模不断扩大，但是对基金绩效的研究仍相当滞后，基金是否具有较好的择时能力和选股能力已成为市场各方关注的重点，也成为一般投资者选择基金的重要依据，监管层也可以据此调整我国基金的发展策略，促进基金市场健康、有序、快速地发展。

一只基金要获得超越基准市场组合的绩效，主要依靠以下两种手段：①良好的证券选择能力，这主要表现为选择价值被低估的证券资产以获取较高的资本利得；②良好的时机选择能力，即有能力预测资本市场的发展趋势特别是高点与低点的位置，并且能够成功、主动地调整投资组合的构成，进行合适的资产配置，以在牛市中取得较高的收益或者在熊市中降低损失，从而获得较高的经风险调整的收益水平。本文借鉴国外比较成熟和实用的 T-M 模型和 H-M 模型，以运作时间较长的封闭式基金为基础，来研究分析基金的择时能力和选股能力。

一、文献回顾

1. T-M 模型。Treynor 和 Mazuy（1966）首次对基金的择时能力进行了计量分析。他们分析了时机选择产生的情况。

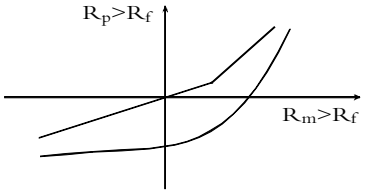

图 1

如图 1 所示，在折线的情形下，基金经理准确预测市场的转折点并进行相应的调整，这是最理想的情形，但现实中很难实现。在弧线的情形下，基金经理在行情上升或下滑过程中逐渐调整其证券组合，根据弧线情形引入一个二项式进行回归分析，通过一个二次项将基金的超额收益来源分解为选股能力 α 和择时能力 β_2。回归模型如下：

$$R_p-R_f=\alpha+\beta_1(R_m-R_f)+\beta_2(R_m-R_f)^2+\varepsilon$$

若 $\beta_2>0$，表明基金具有较强的择时能力。如果市场为多头走势，即 $R_m-R_f>0$，由于 $(R_m-R_f)^2$ 恒为非负数，所以基金的风险报酬 (R_p-R_f) 会大于市场投资组合的风险报酬 (R_m-R_f)；反之，市场呈现空头走势，$R_m-R_f<0$ 时，基金风险报酬的下降幅度会小于市场风险报酬的下降幅度。因此，β_2 可用于判断基金的择时能力，α 可以用来衡量基金的选股能力，$\alpha>0$ 表明基金有正的选股能力，$\alpha<0$ 表明基金有负的选股能力。目前，国外在实证研究中几乎找不到任何基金具有择时能力的证据，而且许多研究发现，二项式的参数值为负数的居多，呈现出一种负的择时能力。

2. H-M 模型。Henriksson 和 Merton（1981）提出了另一种相似的但更简单的方法，即在 H-M 模型中引了一个含有虚拟变量的单项式替代 T-M 模型中的二次项。

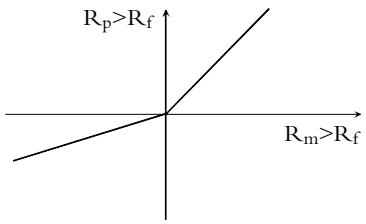

图 2

如图 2 所示，该模型可根据市场状况做出不同的变形，特征线的变化反映出基金经理成功预测到市场的变化，并使资金在市场组合资产与无风险收益资产之间得到了合理配置。回归模型如下：

$$R_p-R_f=\alpha+\beta_1(R_m-R_f)+\beta_2(R_m-R_f)D+\varepsilon$$

其中：D 为虚拟变量，当 $R_m>R_f$ 时，D=1；当 $R_m<R_f$ 时，D=0。根据 H-M 模型，基金投资组合的 β 值在熊市时为 β_1，

在牛市时就变成 $\beta_1+\beta_2$。如果回归得到显著的正的 β_2 值，就说明基金具有较强的择时能力。α 的含义同前，用于衡量基金的选股能力。

Henriksson 和 Merton 对 1968～1980 年的 116 家共同基金进行了回归检验。结果表明，尽管其显著性水平没有达到 95%的一般要求，但 β_2（虚拟变量的参数）的平均值却是负的（−0.07）。11 家共同基金具有显著性的值，而同时有 8 家具有显著的 β_2 负值。从总体上来看，62%的基金的择时能力是负的。

二、数据处理

1. 研究对象。本文选取 1998～1999 年上市的，发行额在 20 亿元以上的，到 2006 年 12 月 31 日依然存在于市场上的封闭式基金作为研究对象。它们分别属于十家基金管理公司，这些基金都是在《证券投资基金管理暂行办法》出台后设立的，都是股票型基金，投资风格类似，份额较大，有利于分散投资风险，进一步显现基金管理人员的才能。基本情况如表 1 所示：

表 1

基金简称	管理人	托管人	设立时间	规模(亿份)
基金开元	南方	工商银行	1998.3.27	20
基金金泰	国泰	工商银行	1998.3.27	20
基金兴华	华夏	建设银行	1998.4.28	20
基金安信	华安	工商银行	1998.6.22	20
基金裕阳	博时	农业银行	1998.7.25	20
基金普惠	鹏华	交通银行	1999.1.6	20
基金泰和	嘉实	建设银行	1999.4.8	20
基金同益	长盛	工商银行	1999.4.8	20
基金景宏	大成	中国银行	1999.5.4	20
基金汉盛	富国	农业银行	1999.5.10	20
基金安顺	华安	交通银行	1999.6.15	20
基金裕隆	博时	农业银行	1999.6.15	20
基金普丰	鹏华	工商银行	1999.7.14	30
基金兴和	华夏	建设银行	1999.7.14	30
基金天元	南方	工商银行	1999.8.25	30
基金金鑫	国泰	建设银行	1999.10.21	30
基金同盛	长盛	中国银行	1999.11.5	30
基金景福	大成	农业银行	1999.12.30	30
基金汉兴	富国	交通银行	1999.12.30	30

2. 数据资料及其来源。本文选取基金每周净值数据，数据来自于 CSMAR SYSTEM 和博时基金管理公司公布的基金历史数据，基金分红相关数据来自于中国银河证券海王星操作系统，对于基金的分红在不考虑现金再投资收益率的假设下进行向后复权处理，并根据基金净值数据计算出净值对数收益率。本文数据选取的起始时间为 2001 年，评价期为 2001 年 1 月 5 日～2006 年 12 月 31 日，数据涵盖了股市上升期和下跌期，以全面观测基金的表现。

3. 市场基准投资组合的选取。对基金进行收益风险分析时，必须确定市场基准，本文拟合一个涵盖沪深两市股票市场和国债市场的市场基准组合，这一基准组合的 80%将反映 A 股市场的变动，另外的 20%反映国债指数的投资收益率。目前，中信指数体系已逐渐得到市场的认可，特别是一些基金公司已将其作为基金经理业绩评价的基准，本文也借用中信指数组成市场基准组合。市场基准收益率的计算公式为：

市场基准收益率=80%×中信指数收益率+20%×中信国债指数收益率

三、实证分析

根据表 2 和表 3 可以看出，从选股能力来看，基金汉盛、基金汉兴、基金金泰、基金金鑫、基金景福、基金泰和、基金同盛、基金同益、基金兴和、基金兴华、基金裕阳、基金天元这十二只基金的 α 系数大于零，有 63%的基金具备一定的选股能力。其中，基金兴和及基金兴华的 α 系数可以通过显著性检验，其余基金的 α 系数值为负数，表明 37%的基金具有负的选股能力。从择时能力指标来看，所有基金均不具备明显的择时能力。

表 2

名称	α 系数	T 检验（α，双侧显著性水平）	β_1 系数	T 检验（β_1，双侧显著性水平）	β_2 系数	T 检验（β_2，双侧显著性水平）	R^2
基金安顺	−0.00056	0.06571	0.43497	1.20E−08	−2.25838	0.15584	0.56112
基金安信	−0.00198	0.12948	0.38434	0.00179	−1.61692	0.54077	0.45121
基金汉盛	3.30E−05	0.28941	0.39700	5.90E−05	−2.55855	0.22489	0.48414
基金汉兴	0.000578	0.13262	0.52311	1.10E−13	−3.44142	0.01609	0.65998
基金金泰	1.89E−05	0.29511	0.47403	9.20E−05	−2.45318	0.34269	0.47932
基金金鑫	0.000372	0.13225	0.46037	1.30E−10	−2.25871	0.12620	0.59979
基金景福	0.0003	0.16033	0.56251	3.60E−15	−2.41565	0.09182	0.68372
基金景宏	−0.00042	0.16167	0.51511	9.60E−08	−1.93871	0.33791	0.54223
基金开元	−0.00143	0.11097	0.27201	0.06774	−2.02953	0.52928	0.41825
基金普丰	−0.00022	0.22185	0.48659	6.40E−08	−2.2151	0.23966	0.54593
基金普惠	−0.00042	0.29234	0.46832	0.00013	−2.52618	0.33335	0.49623
基金泰和	0.000877	0.09011	0.49305	2.50E−08	−2.37725	0.19834	0.55435
基金同盛	0.000486	0.07823	0.46182	1.30E−10	−2.57354	0.08246	0.60054
基金同益	0.000350	0.20607	0.35495	0.00222	−2.03279	0.41508	0.44945
基金兴和	0.000759	0.04587	0.42091	6.60E−20	−1.1665	0.19201	0.76312
基金兴华	0.001940	0.01699	0.29108	2.40E−07	−2.47688	0.03728	0.53873
基金裕隆	−0.000650	0.10718	0.37842	0.00029	−1.58595	0.47755	0.46834
基金裕阳	0.000130	0.27108	0.32444	0.02195	−2.82925	0.35546	0.42915
基金天元	0.000116	0.26528	0.32264	0.00191	−1.61600	0.46920	0.45071

基金汉盛、基金汉兴、基金金泰、基金金鑫、基金景福、基金普丰、基金泰和、基金同盛、基金同益、基金兴和、基金兴华、基金裕阳、基金天元这十三只基金的 α 系数大于零，有 68%的基金具备一定的选股能力，基金兴华的显著性较高，可以通过显著性检验。只有基金金泰、基金同盛、基金同益、基金兴和、基金兴华这五只基金的 β_2 系数大于零，其中基金兴华可通过显著性检验，具有明显的择时能力。T−M 模型和 H−M 模型这两个模型中，R^2 处于 0.4～0.7 之间，总体而言，方程的回归效果较好。T−M 模型和 H−M 模型在对基金是否具有选股能力方面的评价结果趋于一致，但

表 3

名 称	α 系数	T 检验（α，双侧显著性水平）	β_1 系数	T 检验（β_1，双侧显著性水平）	β_2 系数	T 检验（β_2，双侧显著性水平）	R^2
基金安顺	−0.00271	0.05741	0.4770	1.70E−06	−0.1583	0.1395	0.5561
基金安信	−0.00279	0.08401	0.3631	0.03125	−0.0167	0.2516	0.4493
基金汉盛	0.00079	0.16596	0.3260	0.02083	−0.1072	0.1359	0.4780
基金汉兴	0.00123	0.07917	0.4840	2.10E−07	−0.0218	0.2843	0.6366
基金金泰	0.00132	0.70680	0.2894	0.10702	0.3609	0.1305	0.4820
基金金鑫	0.00060	0.13874	0.4197	1.30E−05	−0.0495	0.2505	0.5901
基金景福	0.00109	0.44641	0.5451	6.60E−09	−0.0085	0.3519	0.6727
基金景宏	−0.00173	0.08644	0.5148	0.00014	−0.0368	0.3625	0.5381
基金开元	−0.00202	0.14064	0.2209	0.31592	−0.0749	0.2398	0.4164
基金普丰	0.00106	0.16671	0.4399	0.00073	−0.0596	0.1758	0.5399
基金普惠	−0.00169	0.11921	0.4362	0.01445	−0.0222	0.3390	0.4716
基金泰和	0.00081	0.22150	0.4974	3.90E−05	−0.0588	0.2633	0.5472
基金同盛	0.00022	0.30347	0.3560	0.00036	0.1856	0.1451	0.5933
基金同益	0.00067	0.23782	0.1959	0.25126	0.3083	0.1212	0.4523
基金兴和	0.00124	0.07864	0.3268	5.80E−07	0.1686	0.1171	0.7673
基金兴华	0.00277	0.02902	0.1004	0.24169	0.3286	0.0125	0.5475
基金裕隆	−0.00129	0.14239	0.3471	0.01783	−0.0397	0.2677	0.4659
基金裕阳	0.00107	0.19217	0.2584	0.21734	−0.0916	0.1920	0.4250
基金天元	0.00038	0.29382	0.2801	0.06227	−0.0626	0.1968	0.4484

对于择时能力方面的结果有差异，H−M 模型的评价结果更符合我国基金业的现实情况。

四、结论及相关建议

实证研究结果表明，大部分基金具有较强的选股能力，少量基金具有较强的择时能力，大部分基金的择时能力不强。笔者认为，实证研究的结果与现实是吻合的，可以发现基金市场存在的问题。随着证券市场的不断完善和发展，我国基金经理为了适应市场需求，不断提高其自身的基金管理能力，努力提高研发部门的业务水平，切实做好上市公司的调研工作，把握时机，寻找出真正意义上价值被低估的股票，及时调整自己手中持有的投资组合。基金经理在证券选择上与一般投资者相比确有过人之处，但是由于我国基金市场缺乏做空机制，制约了基金择时能力的发挥。基金可以使用的避险工具和确定的再投资工具十分有限，即使基金经理对大势判断正确，也很难及时做出相应的调整。

基于以上对封闭式基金择时选股能力的分析，笔者认为加强基金的择时选股能力应该在以下几个方面有所创新：

（1）增加证券市场的投资品种，提高证券市场效率。基金尽管具有择时选股能力，但是证券市场投资品种不多、规模有限，特别是缺乏对冲手段，基金经理处于“巧妇难为无米之炊”的被动局面，很难构造有效的投资组合，基金的选股能力受到很大制约。从而应大力开展证券投资品种创新，在深化发展股票市场的同时积极发展企业债券市场，完善债券市场结构，增加投资品种。同时，应尽快推出股指期货，为市场提供做空机会，为基金经理规避市场风险提供机会，提高基金的择时能力。

（2）加强基金公司内部管理。基金的绩效在很大程度上取决于基金公司的内部管理和基金经理的经营能力，严格的组织结构和高素质的人员是基金取得优秀业绩的保障。要建立完善的组织体制和规范的内部控制机制，严格按照基金组织、基金管理人、基金托管人三者职能分离的原则设计，在基金内部形成权利和义务、经营和监管分立而又相互结合的内部控制体系；在基金公司内部建立完善的绩效评估和考核体系，强化激励和约束机制，对基金管理者实行优胜劣汰，形成严格的末位淘汰机制。

（3）完善信息披露制度。我国证券市场的市场化程度还需不断提高，目前依然是“政策市”，政策导向对于市场整体走势有着重大影响。在整个市场缺乏高效率的情况下，信息传递到不同投资主体的时间是大为不同的。因此，完善的市场信息披露制度，公开、公正的信息环境是提高基金择时能力和选股能力的重要途径，基金公司应该及时、准确地公布相关信息。

（4）建立统一、权威、科学的基金绩效评价系统，选择固定的、有能力的基金评价机构，定期对国内的基金进行评估。对于择时选股能力达不到标准的基金进行重点监督管理，并鼓励、引导投资者关注基金管理水平，通过市场选择来促进基金提高自身的择时选股能力，使之真正成为值得信赖、占据证券市场主导地位的新兴投资力量。

主要参考文献

1. 何军耀，蒲勇健.中国证券投资基金绩效评价方法的现实选择.工业技术经济，2004；5

2. 廖海.2002−2003 年封闭式基金运行绩效的实证分析.当代财经，2004；10