

从科学评价体系中寻找全能型基金经理

我国基金经理概况

随着资本市场的发展以及居民投资理财需求的增长,我国的基金和基金经理队伍迅速发展壮大。据统计,截至2009年2月底,我国的基金经理共有448名。其中,股票型和混合型的基金经理有356名,占比接近80%。从从业年限来看,目前大部分基金经理的从业年限都在3年以内,2年以内的经理占据了45%以上。表明随着新基金的加速入市,年轻的基金经理不断涌现。

基金经理的频繁变更是我国资本市场上的又一重要特征。据统计,我国基金经理在同一只基金上的平均任职期限仅为1.5年(剔除2008年以来新基金的影响,平均任职期限也仅为1.66年),绝大部分基金经理的任期不超过3年。从基金经理的变更次数来看,有相当一部分基金经理变更了1~2次,有的甚至变更了4~5次,但没有变更过的基金经理占据了64%。主要原因是我国有相当一部分的基金经理从业年限较短。如果只考虑1年以上从业经验的基金经理,则没有变更过的只有51%。而在2年以上从业经验的基金经理中,则没有变更过的只有34%。可见,从业经验越丰富,基金经理变更得越频繁。

择时能力评价

研究基金选股能力最早的学者是Tryenor和Mazoy。他们认为,如果基金能够预测市场收益,那么,当他认为市场收益高时,将持有更高比例的市场组合,反之,则会减少市场组合的持有比例。因此,组合收益和市场收益之间会呈现出非线性的函数关系。在CAPM模型的基础上,他们建立了一个包含二次项的模型,用来检验基金的市场时机把握能力,即所谓的TM模型。Henriksson & Merton(1981)、Chang & Lewellne(1984)提出的HM模型和CL模型,与TM模型类似,只是以虚拟变量代替了二次项。

上述模型都是建立在CAPM理论基础之上的。Fama和French(1993)的研究表明CAPM模型在股票收益时并没有涵盖各类风险因素,提出了资产定价的三因素模型(FF3)。学者们开始采用FF3模型对上述模型进行改进,得到TM-FF3模型、HM-FF3模型以及CL-FF3。改进后的模型增加了以下两个因素,分别是小盘股组合超过大盘股组合的收益率(即规模因子SMB)和低价净率股票组合超过高价净率股票组合的收益率(即账面市值比因子HML)。

我们用上述模型,分别对52名基金经理在近三年内所任职的基金的周增长率和月增长率进行拟合,以辨别他们是否具有择时能力。拟合的结果表明,若以周数据来拟合,绝大多数基金经理择时能力并不显著。直观上来讲,投资者准确判断每一周的行情,并据此采用相应的投资策略的难度较大,而判断每一月的市场行情似乎要相对容易一些。以月增长率拟合的结果见表1,当用单因素的模型时,模型拟合的效果较差,所选择的具有正向择时能力的基金经理只有2~3名,而反向择时的基金经理却有5名。当用三因素模型时,拟合优度进一步提高,平均RSQ都在0.94以上,模型显示有16~17名基金经理有正向的择时能力,而反向择时能力的基金经理只有0~1名。这表明,我国还是有部分基金经理具有明显的中期择时能力。在检验择时能力时,规模因子账面市值比因子不可忽略(即我们常说的“二八”、“八二”等现象)。



张大伟 漫画

有人常说,选基金就是选基金经理。你可以举出很多例子,像巴菲特、彼得·林奇、索罗斯等等,这些好手(hot hand)掌握了投资利器,能够持续地战胜市场。我国目前有没有这样的基金经理?基金经理的变更是否会对基金业绩产生重要影响?如何评价基金经理的选股能力、择时能力?基金经理所取得的业绩是否具有持续性?本文从这些问题出发,试图构建科学的基金经理评价体系。

◎浙商证券 邱小平

选股能力及收益类指标

衡量基金经理的绩效或选股能力的最常用的三大风险调整指标为Treynor指数、Sharp指数和Jensen指数。这三大经典指标虽然经常被引用,但是它们也有自身的缺陷。例如,对于Treynor指数和Jensen指数,如果基金所投资的市场不适用CAPM模型,则这两个指标的有效性将大打折扣。另外,市场组合的选择也会对评价结果产生一定的影响。对于Treynor指数和Sharp指数,当基金的平均收益为负时,基金的风险越大(即 β 值或标准差越大),评级反而越高,这显然与基金评级的初衷背道而驰。

为了全面反映基金经理的选股能力,除上述三个经典的指标外,我们还增加了以下几个指标。一是基金最近2~3年内的净值增长率的几何平均数,由于这些基金都是股票型基金,不经过风险调整的收益率仍然具有一定的可比性;二是信息比率(IR),它表示基金对市场组合的每单位跟踪误差所获得的超额收益。信息比率越高,表明基金经理积极管理所取得的效果越好;三是估价比率(AR),用来测算每单位的非系统风险所带来的超额收益。

业绩持续性评估

基金经理业绩的持续性对投资者来说至关重要。如果业绩没有持续性,那么,基于历史数据对基金的绩效评估将大打折扣。国内外许多实证分析表明,在大多数情况下,基金业绩的持续性并不强,或者说只有短期的持续性(如2~3年以内)。

业内从整体上对某一类基金的业绩持续性讨论的方法较多,被广泛采用的主要有绩效二分法、Spearman秩相关检验和横截面回归法。采用这三种方法,我们从整体上检验上述股票型基金基金经理的业绩是否具有持续性。检验结果表明,当用Jensen指数作为业绩指标时,基金经理的业绩在整体上有一定的持续性,而采用信息比率作为业绩指标时,持续性都不显著。我们认为,主要原因是信息比率与市场组合密切相关,2008年和2007年相比,股市发生了剧烈的牛熊转换,股票型基金的仓位也出现大幅下降,而我们采用的市场组合没变,由此影响到基金的持续性检验。

不过,在基金经理的评级中,我们更关注的是单个基金经理的业绩持续性问题。在金融领域,检验金融序列是否存在持续性或长记忆性应用得最广泛的是基于R/S分析的Hurst指数,这也是本文要采用的方法。

为了获得较多的样本,我们对52名基金经理所任职的基金,每两周计算一次Jensen指数和信息比率,再分别估算这两个指标的Hurst指数,以判断每个基金经理的业绩持续性。Hurst指数取值在0~1之间,当时 $H=0.5$ 时,时间序列就是标准的随机游走过程,表明不同时间的业绩指标是随机的且不相关,并服从正态分布。当 $0.5 < H < 1$ 时,存在状态持续性,基金的业绩遵循一个有偏的随机过程。即前期表现好的基金后期表现也会好,反之亦然。当 $H < 0.5$ 时,表明基金业绩存在逆状态持续性,即前期表现好的基金后期表现会较差,反之亦然。

利用各基金经理所任职的基金的Jensen指数和信息比率,我们估算Hurst指数的情况见表2。可见,业绩指标的Hurst指数的均值都在0.5附近,表明从整体上来看,业绩的持续性并不强。回归方程的RSQ的均值都在0.98以上,表明回归结果的可信度较高。利用Jensen指数作为业绩指标时,有25个基金经理的业绩具有一定的持续性,持续性较强的基金经理为孙延群、易阳方、涂强、康晓云等;利用信息比率作为业绩指标时,有38个基金经理的业绩具有一定的持续性,持续性较强的基金经理为易阳方、许翔、陈晖、杨建华等。

优中选精

为满足不同投资者的需求,我们按照各类指标进行排序,分别找出选股能力较强、风险控制能力较强、业绩持续性较好、择时能力较强的基金经理(详见表3),投资者可根据自身的风险偏好等因素来挑选基金经理。

对于用前面两种方法评级结果,我们在其中找出无论按照哪一种方法都排在前15位的基金经理,作为本文最终评级最高的基金经理(共10名),分别是王亚伟、陈戈、刘新勇、张晓东、梁辉、孙延群、刘新勇、陈志明、李泽刚、张益驰等。其中,陈戈、梁辉、张晓明、刘新勇、刘新勇等基金经理的风险控制能力相对较强,所任职的基金比较适合稳健的投资者。另外,我们把

	@(或@)系数均值	t检验P值的均值	平均RSQ	正向择时的基金经理数量	反向择时的基金经理数量	正向择时的基金经理
TM	-0.0013	0.4321	0.9048	2	5	吴欣荣/王炯
HM	-0.0457	0.4525	0.9040	2	5	吴欣荣/王炯
CL	-0.0457	0.4452	0.9040	3	5	吴欣荣/王炯/王亚伟
TM-FF3	0.0031	0.3653	0.9427	16	1	吴欣荣/陈志明/刘新勇
HM-FF3	0.1507	0.3535	0.9427	17	0	吴欣荣/刘新勇/陈志明
CL-FF3	0.1507	0.3457	0.9427	17	0	吴欣荣/刘新勇/陈志明

指标	H均值	H区间	RSQ均值	H>0.51的个数	0.51>H>0.49的个数	H<0.49的个数	持续性较强的基金经理
Jensen	0.51	[0.45,0.55]	0.98	25	15	12	孙延群/易阳方/涂强/康晓云
IR	0.52	[0.42,0.57]	0.99	38	9	5	易阳方/许翔/陈晖/杨建华

排名	选股能力(收益类)	风控能力	持续性	择时能力	综合评级最高的基金经理所任职的基金(增长率)	备选基金经理	所任职的基金(增长率)
1	王亚伟	梁辉	易阳方	王炯	王亚伟 华夏策略精选灵活配置(18.31) 华夏大盘精选(31.73)	詹凌蔚	泰达荷银行业精选(21.58)
2	孙延群	刘新勇	史伟	张晓明	陈戈 富国天益价值(6.71)	刘青山	易方达价值精选(18.45)
3	张晓明	李泽刚	涂强	况群峰	刘新勇 华安创新(12.5)	吴欣荣	广发聚丰(22.78)
4	陈戈	张翎	王亚伟	吴剑飞	张晓明 富兰克林国海深化价值(29.82) 富兰克林国海弹性市值(18.58)	易阳方	工银瑞信核心价值(13.05)
5	王新艳	陈戈	康晓云	刘青山	梁辉 泰达荷银首选企业(19.89) 泰达荷银效率优选(14.94) 泰达荷银周期优选(19.53)	张翎	友邦华泰盛世中国(12.04)
6	刘新勇	张晓明	陈晖	吴欣荣	孙延群 上投摩根内需动力(18.97) 上投摩根阿尔法(11.11)	梁丰	富国天合稳健优选(15.32)
7	张益驰	周震宇	李志嘉	陈志明	刘新勇 华夏成长(18.35)	周蔚文	泰达荷银行业精选(21.58)
8	吴欣荣	刘新勇	谈建强	王亚伟	陈志明 易方达积极成长(15.55)		
9	陈志明	吴剑飞	陈戈	易阳方	李泽刚 泰达荷银市值优选(22.05) 泰达荷银稳定(10.35)		
10	刘青山	史伟	孙延群	康晓云	张益驰 华夏优势增长(17.35)		

注:增长率是该基金今年以来(截至3月20日)的净值增长率。数据来源:浙商证券研究所, Wind