

用等仓影子基金法评价基金业绩

◎西南证券研发中心 张建龙

一、现有基金评价技术缺陷

现有基金业绩评价技术,主要包括:1)基于日(周)净值及日(周)净值波动,构造出综合反映收益与风险的评价指标,如特雷诺指数、夏普指数、估价比率;2)通过基金业绩与市场指数,构造出评价基金经理择股能力、择时能力和超额收益能力的模型,如T-M模型、H-M模型、C-L模型等;3)通过基金业绩时间序列,评价基金业绩的持续性,比如计算相关系数。

总体来看,现有基金业绩评价技术,均利用基金日(周)净值、市场指数数据,基本能够解决基金收益-风险评价、择股能力评价、择时能力评价,以及业绩持续性评价。但现有技术的缺陷也很明显:1)没能利用另一重要客观指标——每季度公布的基金仓位,我们认为这是区分基金风格的重要指标;2)经常把不同类型基金放在一起比较,比如,会把股票仓位为60%的基金和仓位90%的基金放在一起比较业绩;3)不能整体反映基金的择股和择时能力,模型一般只能度量其择时能力;4)评价期不统一,即利用过去3个月、6个月、12个月等,不同评价期得到的评价结论可能会有很大不同,但到底使用多长时间作为评价期,又缺乏权威标准。

我们认为,单纯依赖历史业绩的方法缺乏科学性,没有考虑基金本身承担的风险度的不同。不合理的基金评价体系,是造成基金经理短线操作,投资风格大幅波动的重要原因。给基金经理增加了额外的压力,却不一定能转化成实实在在的业绩提高。

09年8月13日,中国证监会在《关于〈证券投资评价业务管理暂行办法〉(征求意见稿)》的简要起草说明》中说得的很清楚,当前基金评价业务存在以下主要问题:

(一)各机构基金评价业务名目繁多,其基金分类方法、评价方法各不相同,有些评价方法和结果不全面、不完整,甚至具有误导性。

(二)基金评价考虑的因素比较片面,通常只考虑基金业绩和波动风险等外在因素,基金评价的期间和更新间隔过短。

根据2010年1月1日生效的《证券投资基金评价业务管理暂行办法》,监管机构还规定了从事基金评价业务应当遵循的原则:

(一)长期性原则,即注重对基金的长期评价,培育和引导投资人的长期投资理念,不得以短期、频繁的基金评价结果误导投资人;

(二)公正性原则,即保持中立地位,公平对待所有评价对象,不得歪曲、诋毁评价对象,防范可能发生的利益冲突;

(三)全面性原则,即全面综合评价基金的投资收益和风险或基金管理人的管理能力,不得将单一指标作为基金评级的唯一标准;

(四)客观性原则,即基金评价过程和结果客观准确,不得使用虚假信息作为基金评价的依据,不得发布虚假的基金评价结果;

(五)一致性原则,即基金评价标准、方法和程序保持一致,不得使用未经公开披露的评价标准、方法和程序;

(六)公开性原则,即使用市场公开披露的信息,不得使用公开披露信息以外的数据。

针对现有基金评价技术存在的问题,以及《证券投资基金评价业务管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)的精神,本文提出等仓影子基金法评价基金业绩。本方法在每个季度之初,为待评价基金构造一个与其上季末仓位相等的影子基金,影子基金的股票组合按照沪深300指数构造(也可选其他市场指数)。这样做的目的是,基金经理不必跟其他基金比较,只需跟自己的影子基金比较业绩。换句话说,基金经理需要的是今天的自己战胜昨天的自己!

影子基金没有交易费用,所以,过于频繁的操作可能会增加战胜自己影子基金的难度。对于投资者而言,基金每季度公布的仓位就成为宣示其投资风格的最好量化指标。因为,刚公布的股票仓位就是该基金的业绩基准——影子基金的仓位,基金经理的操作会围绕战胜它来进行。投资者可首先根据自己的风险偏好确定心仪的仓位,然后利用本评价体系给出的业绩持续性指标,选择合适的投资基金。



漫画 高晓建

二、基金业绩评价新方法

(一)等仓影子基金特征

等仓影子基金法,是根据待评价基金的上季末股票仓位构造等仓影子基金。

影子基金具有以下特征:

- 1) 股票仓位等于待评价基金的上季末仓位,其仓位每季度更新一次;
- 2) 股票组合与沪深300指数相同(也可选其他指数);
- 3) 该季度内不进行任何主动式管理,即不加仓、不减仓,也不调仓;
- 4) 该季度不存在任何交易费用。

显然,如果主动管理式基金的业绩超越了对应影子基金,则一定来源于两个因素:

- 1) 择时能力:表现为上升市中提前加仓,下跌市中提前减仓;
- 2) 择股能力:表现为选择的股票组合超越了基准组合。

主动式管理基金与影子基金的业绩差,是择股能力和择时能力的综合体现,且是最可观的评价标准。

(二)业绩持续性的度量

如果某基金在每个季度经常大幅超越影子基金,显然,该基金业绩具有持续性。以每个季度基金与影子基金业绩差为时间序列,可构造出衡量业绩持续性的度量指标。

(三)等仓影子基金评价法的合规性

根据《暂行办法》,监管层对基金评价机构列出了九条禁止性规定。其中,涉及评价方法本身的有三条:1)不得对不同分类的基金进行合并评价;2)对基金、基金管理人评级的更新间隔不得少于36个月;3)对基金、基金管理人评级的更新间隔不得少于3个月。

等仓影子基金评价法基于以下公开数据:季度基金仓位、基金净值增长率、股指增长率。本方法只对上季末仓位接近的基金进行排序,可有效解决同类基金的合并评价问题;本方法通过评估基金过去12个季度的业绩表现,可有效解决评价期少于36个月的问题;本方法每个季度更新一次评级,可解决更新间隔少于3个月的问题。

(四)等仓影子基金评价法的优点

- 1) 是对基金主动管理能力的最准确度量;
- 2) 让基金经理与上季末仓位、基准组合比赛,避免了仓位差距较大基金的比较;
- 3) 避免基金仓位的大起大落,投资者可选择适合仓位的基金,避免了周周排名、月月考核给基金经理的短期行为压力;
- 4) 更有效利用季末公布的股票仓位数据;
- 5) 可对每个季度业绩表现进行追踪,进而评价业绩持续性;
- 6) 完全符合证监会确定的长期性、公正性、全面性、客观性、一致性和公开性原则。

三、等仓影子基金评价法的深入应用

等仓影子基金评价法得到每个季度的超额收益数据(基金净值增长率-等仓影子基金净值增长率),是构造更为复杂、全面的评价方法的数据基础。

等仓影子基金评价法在应用于以下领域:

(一)业绩持续性评价

根据基金过去12个季度与相应影子基金的关系,如:每季度的超额收益率、实现正超额收益率的季度数量、正超额收益率的连续程度、最近若干季度的超额收益率情况,构造出业绩持续性评价指标。

$$R_m = \frac{\sum_{i=1}^m x_i x_{i+m}}{\sum_{i=1}^m x_i^2}$$

其中, x_i 为第*i*季度的超额收益率; R_m 为超额收益率的*m*阶自相关指数,即某季度与未来第*m*个季度的相关指数。

通过对基金自相关指数的计算,可有效评价出该基金业绩改善(或恶化)的持续性。

(二)业绩排名

把期初仓位接近的基金划分为一类,为了划分的客观性,可采用聚类的方法。聚类的具体方法很多,这里不再叙述。

对于同种类型的基金,根据上个季度对相应影子基金的超越情况,对基金经理的业绩进行评估。等仓影子基金法评价基金经理的业绩客观而公正!

主动管理型基金的基金经理在某季度股票操作中,超越影子基金的原因只有两个:

第一,具备突出的择时能力。业绩突出的基金经理很可能进行了以下操作:若该季度股指大幅上涨,则表现为季度中进行了加仓操作;若该季度股指大幅下跌,则表现为季度中的减仓操作。反之,业绩糟糕的基金经理,很可能是进行了相反的操作。

第二,具备突出的择股能力。即便基金经理在该季度没有进行任何操作,则配置股票能力突出的基金经理依然能够战胜影子基金。反之,配置股票能力糟糕的基金经理,其配置的股票很可能战胜不了市场的组合。

等仓影子基金评价法的客观性体现在:让基金经理现在的自己与过去的自己进行比较,不必借助外部指标,同时有效督促基金经理不断进步;该方法的综合性体现在:同时评价了基金经理的择时能力和择股能力;该方法的公平性体现在:最大限度避免了不同类型基金间的比较,即便是同类基金,也考虑了期初仓位因素,有利于投资者选择适合自己风险偏好的基金。最后,该方法考虑了交易成本,那些过度交易的基金很可能难以战胜自己的影子基金,这有利于基金业绩的长期、持续的改善。

(三)明星基金的挑选

在实证研究中,我们发现:每个季度只有不到一半的基金能够战胜自己的影子基金;能够连续两个季度战胜自己影子基金的基金不到15%;连续三个季度战胜自己影子基金的不到8%。所以,能够连续4个以上季度,超越自己影子基金的基金可以称之为明星基金,管理这些基金的基金经理是当之无愧的年度明星基金经理!