

证券投资基金不同资产配置方式及其对基金收益的影响

李学峰 魏娜 张舰

(南开大学经济学院, 天津 300071)

摘要: 本文以我国 35 只股票型开放式基金为研究样本, 从战略性资产配置、战术性资产配置, 以及战术性资产配置中的资产调整和证券调整等四个角度, 分别考察资产配置对基金收益的影响。研究发现, 我国证券投资基金的战略性资产配置对基金收益的影响占主要地位, 战术性资产配置中的证券调整的影响也相对较大。进一步的研究表明, 基金的规模、成立时间以及投资风格对资产配置作用于基金收益具有重要且不同的影响。据此, 本文提出了相关的启示与政策建议。

关键词: 证券投资基金; 资产配置方式; 组合投资; 基金收益

作者简介: 李学峰, 经济学博士, 南开大学经济学院金融学系副教授, 研究方向: 投资理论理论与投资管理。魏娜, 女, 南开大学经济学院金融学系硕士生。张舰, 南开大学经济学院金融学系博士生。

中图分类号: F830.39 **文献标识码:** A

Abstract: This paper presents an empirical research on asset allocation's influence on fund returns based on a sample of 35 stock funds in China from four different perspectives, i. e., strategic asset allocation, tactical asset allocation and two sub-categories under tactical asset allocation called assets adjustment and securities adjustment. The research reveals that strategic asset allocation represents the dominant influence on Chinese Security Investment Fund returns, followed by tactical asset allocation with a robust input from the subsidiary securities adjustment. Our further study shows that such factors as scale, launch time and investment style of a fund produce non-trivial and different effects on its returns. According to this, the paper put forward correlative revelations and policy proposals.

Key words:

资产配置¹作为证券投资基金(以下简称基金)投资决策的重要环节, 是微观金融学的重要研究内容之一。基金的总体资产配置情况如何? 它对基金收益的影响如何? 资产配置方式可以细分为哪些方面? 其对基金收益的影响分别又是怎样的? 对于这些问题的回答, 不仅可以在理论上深化对资产配置的研究, 并且能为基金管理人提高决策效率和管理水平提供参考, 同时也为我们科学地评价基金的投资管理能力提供更为科学的依据。

文献综述

目前对资产配置的研究主要集中于两条主线: 其一是对资产配置中战略性资产配置²或者战术性资产配置³本身(主要是对战术性资产配置中的选时和选股能力)的研究。国外的代表性成果如: Treynor 和 Mazuy (1966)^[1]建立 T-M 模型, 首次分解了基金时机把握和证券调整能力; Merton(1981)^[2]发展了评价市场时机把握能力的非参数理论模型; Henriksson 和 Merton(1981)^[3]在 T-M 模型的基础上建立了双 β 模型(即 H-M 模型), 并用该模型揭示了基金不具有市场时机把握能力; Chang 和 Lewellen(1984)^[4]对 H-M 模型改进得到 C-L 模型, 研究表明美国开放式基金在整体上不具有显著市场时机把握能力和证券选择能力; Fama 和 French (1993)^[5]构建 FF3 模型, 以回归系数 β_2 和 β_3 的正负值来检验选时能力; Daniel, Grinblatt, Titman 和 Wermers (1997)^[6]提出特征绩效法(DGTW), 以确定基金的市场时机能力。最新的研究大多运用以上模型对各国样本进行实证检验, 如 Romachoa 和 Cortezb(2006)^[7]运用 H-M 模型对葡萄牙共同基金的研究, 发现共同基金选时能力不显著, 且投资于本国股

票的共同基金比投资于外国股票的共同基金具有更好的选股能力。

第二条主线是将资产配置和基金收益结合起来，研究资产配置对基金收益的影响。国外有代表性的研究成果如：Brinson, Hood 和 Beebower (1986)^[8]建立经典的 BHB 模型，实证研究美国养老基金，发现战略性资产配置对基金收益在时间序列上的波动起着最重要的解释作用；Ibbotson 和 Kaplan (2000)^[9]（即 IK 模型）认为对于 BHB 模型的理解不能简单一概而论，他们分别研究了战略性资产配置对同一基金收益率在时间序列上波动、对不同基金收益率在横截面上的差异以及同一基金总收益水平的解释程度，并作出了不同的判断⁴。

随着我国证券市场的逐步发展以及基金日益受到关注，在上述国外研究的基础上，国内学术界对基金的资产配置也开始给予越来越多的关注。其中对资产配置本身的研究有代表性的文献主要有：汪光成（2002）^[10]基于对 FF3 模型的改进对我国的 33 只基金进行了实证分析，结果表明我国的基金不具备显著的选股、择时能力；肖奎喜，杨义群（2005）^[11]用参数检验方法研究发现，开放式基金在 2003 年主要是从事证券调整，而 2004 年上半年则倾向资产调整；李学峰，茅勇峰（2007）^[12]基于风险和收益视角实证研究我国封闭式基金的战术性资产配置能力，结果表明我国封闭式基金总体战术性资产配置能力较好，并主要通过证券调整来实现。在上述成果的基础上，国内亦开始研究资产配置对基金收益的影响，具有代表性的研究如：张雪莹（2005）^[13]采用 BHB 模型研究发现对于各基金间的收益差异，开放式基金 58%可由战略性资产配置解释，而封闭式基金大部分归于选时因素；蒋晓全，丁秀英（2007）^[14]采用 IK 模型对我国基金的资产配置效率进行研究，发现战略性资产配置对同一基金的收益起着重要作用。

上述研究为本文的研究思路和方法提供了重要的理论基础，同时也给我们带来如下启发：其一，现有研究只是分别涉及战略性资产配置或战术性资产配置对基金收益的影响，而较少同时将两者对基金收益的影响进行比较；其二是在研究战略性资产配置对基金收益的影响时，所采用的方法以沿用 BHB 模型为主，对战术性资产配置的研究也集中在基于资产调整上，忽略了战术性资产配置可以进一步分解为资产调整和证券调整⁵，也就没有研究其各自对基金收益的影响程度。

基于上述分析，本文将在 BHB 模型的基础上，从风险与收益匹配关系角度分解战术性资产配置能力，研究战略性资产配置、战术性资产配置以及其中的资产调整和证券调整对我国开放式基金收益率在时间序列上波动的解释程度，并分析哪种资产配置对基金收益在时间序列上的波动更具影响力。本研究在理论上可以深化对资产配置的研究，在实践上对各市场参与主体的行为和决策具有重要的实践意义：对于市场监管者，可以有效判断基金资产配置方式的合理性并因势利导，有利于提高我国证券投资基金整体的资产配置水平；对于基金持有人，可以全面且细致地了解基金资产配置的各个方面及其对收益的影响，有助于其对基金的科学选择；对于基金管理人，有利于其客观、科学地评价自身的资产配置能力，并结合自身特点有针对性地构建更为科学的投资管理体系，提高投资管理水平。

研究方法与设计

本文主要是研究战略性资产配置、战术性资产配置以及后者中的资产调整与证券调整对基金收益率在时间序列上波动的解释程度。

一、战略性资产配置

对于战略性资产配置，利用 BHB 模型，可以对基金实际组合收益率进行分解，如表 1 所示。

表 1：基金实际资产组合收益率的分解

证券选择

资产 配 置	(IV)实际组合收益率 (既选时也选股)	(II)战略和选时收益率 (选时不选股)
	$\sum_i W_{ai} R_{ai}$	$\sum_i W_{ai} R_{pi}$
	(III)战略和证券选择收益率 (选股不选时)	(I) 战略性资产收益率 (既不选时也不选股)
	$\sum_i W_{pi} R_{ai}$	$\sum_i W_{pi} R_{pi}$

表 1 中, W_{ai} 是资产类别 i 上的实际权重, W_{pi} 是资产类别 i 上的战略性资产配置比例; R_{ai} 为资产类别 i 上的实际收益率, R_{pi} 为资产类别 i 上的战略性资产配置收益率。

任一基金战略性资产配置基准收益率序列 $PR_{i,t}$ 可以通过战略性资产配置的基准权重 W_{pi} 和战略性资产配置收益率 R_{pi} 的乘积的和所形成的时间序列来表示, 即

$$PR_{i,t} = \left(\sum_i W_{pi} R_{pi} \right)_t \text{ 其中: } t=1, 2, 3, \dots, T, T \text{ 为样本期长度。各基金战略性资产配置}$$

比例 W_{pi} 用该基金在整个研究期内各季度的实际配置比例 W_{ai} 的算数平均值来计算, 即

$$W_{pi} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T W_{ai}^7; \text{ 而对于战略性资产配置收益率 } R_{pi}, \text{ 需要选择股票和债券的基准指数。}$$

任一基金的实际收益率序列 $TR_{i,t}$ 可以通过各资产类别的实际权重 W_{ai} 和实际收益率 R_{ai} 乘积的和所形成的时间序列来表示, 即

$$TR_{i,t} = \left(\sum_i W_{ai} R_{ai} \right)_t \text{ 其中: } t=1, 2, 3, \dots, T, T \text{ 为样本期长度。由于很难在开放式基金信}$$

息披露文件中获得资产类别实际收益率 R_{ai} 的数据, 我们直接采用基金累计净值的数据, 计算得到累计净值的变化率来近似作为基金实际资产组合收益率 $TR_{i,t}$, 同时, 以基金净值收益率作为基金实际收益率与现实相符, 具有合理性。

为了分析基金实际收益率在时间序列上的波动有多少可由战略性资产配置来解释, 我们利用该基金实际收益率的时间序列 $\{TR_{k,t}\}$ 对战略性资产配置收益率的时间序列 $\{PR_{k,t}\}$ 进行回归, 回归方程式为:

$$TR_{k,t} = b_0 + b_1 PR_{k,t} + m_t \quad (k \text{ 为基金只数, } k=1, 2, 3, \dots, N) \quad (1)$$

模型的拟合优度 R^2 即可用来表示战略性资产配置对同一基金收益率在时间序列上波动的解释程度。对于样本中的 N 只基金, 进行 N 次回归, 得到 N 个拟合优度, 我们用其拟合优度 R^2 的平均值来表示平均战略性资产配置贡献度。

二、战术性资产配置

根据我们已有的研究 (李学峰, 茅勇峰, 2007), 我们将战术性资产配置能力指标表述如下:

$$I_{t+1} = (b_{t+1} - b_t) \times (R_{m,t+1} - R_{f,t+1}) \quad (2)$$

$$= \left(b_{t+1} - \frac{b_{t+1} \times h_t}{h_{t+1}} + \frac{b_{t+1} \times h_t}{h_{t+1}} - b_t \right) \times (R_{m,t+1} - R_{f,t+1})$$

$$= \left[\left(b_{t+1} - \frac{b_{t+1} \times h_t}{h_{t+1}} \right) + \left(\frac{b_{t+1} \times h_t}{h_{t+1}} - b_t \right) \right] \times (R_{m,t+1} - R_{f,t+1})$$

$$= (h_{t+1} - h_t) \times \frac{b_{t+1}}{h_{t+1}} \times (R_{m,t+1} - R_{f,t+1}) + \left(\frac{b_{t+1}}{h_{t+1}} - \frac{b_t}{h_t} \right) \times h_t \times (R_{m,t+1} - R_{f,t+1}) \quad (3)$$

其中, h_{t+1} 和 h_t 分别表示基金投资组合在 $t+1$ 期和 t 期的股票持仓比例; β_{t+1} 和 β_t 分别表示基金投资组合在 $t+1$ 和 t 期的系统风险。

我们将公式 (3) 式的前半部分定义为 $I_{1,t+1}$, 即

$$I_{1,t+1} = (h_{t+1} - h_t) \times \frac{b_{t+1}}{h_{t+1}} \times (R_{m,t+1} - R_{f,t+1}) \quad (4)$$

公式 (4) 中, 假定投资组合中单位风险资产的系统风险不变, 基金管理人通过对市场组合收益和无风险收益两者大小关系的预测, 变更投资组合风险资产的持有比例来调整投资组合的系统风险, 即公式 (4) 是从资产调整角度度量基金管理人的资产配置能力;

公式 (3) 的后半部分定义为 $I_{2,t+1}$, 即

$$I_{2,t+1} = \left(\frac{b_{t+1}}{h_{t+1}} - \frac{b_t}{h_t} \right) \times h_t \times (R_{m,t+1} - R_{f,t+1}) \quad (5)$$

公式 (5) 中, 假定风险资产的持有比例不变, 基金管理人通过对市场组合收益和无风险收益大小关系的预期, 更换投资组合中的股票来调整投资组合单位风险资产的系统风险, 进而调整投资组合的系统风险, 即公式 (5) 是从证券调整角度度量基金管理人的资产配置能力。

我们利用基金实际收益率的时间序列 $\{TR_{k,t}\}$ 对战术性资产配置能力、资产调整时间序列及证券调整时间序列 $\{I_{k,t}\}$ 、 $\{I_{1k,t}\}$ 和 $\{I_{2k,t}\}$ 分别进行单因素回归, 回归方程式为:

$$TR_t = a_0 + a_1 I_{1,t} + h_t \quad (6)$$

$$TR_t = a_2 + a_3 I_{1,t} + e_t \quad (7)$$

$$TR_t = a_4 + a_5 I_{2,t} + v_t \quad (8)$$

由上述三个回归方程得到拟合优度 R_2^2 、 R_3^2 、 R_4^2

其中, R_2^2 : 战术性资产配置能力对同一基金收益率在时间序列上波动的解释程度; R_3^2 : 资产调整能力对同一基金收益率在时间序列上波动的解释程度; R_4^2 : 证券调整能力同一基金收益率在时间序列上波动的解释程度。

根据以上 (1)、(6)、(7)、(8) 四个回归模型, 我们可以分别研究战略性资产配置、战术性资产配置能力、资产调整能力以及证券调整能力对基金收益率时间序列波动的解释程度。

实证结果与分析

一、研究时期和样本的选取

为了有足够的样本基金进入研究, 以保证研究结果的有效性, 本文选择 2005 年前成立的开放式基金, 并剔除了保本型、消极配置型、指数型等执行被动投资策略的基金, 得到 35 只股票型开放式基金。考虑到我国开放式基金的建仓期通常为 3~6 个月, 本文选择的考察期为各基金成立满 3 个月的第一个季度至 2007 年第三季度。

二、实证检验

根据上文的理论分析和研究方法, 我们的实证检验通过以下步骤进行。

第一步, 关于战略性资产配置的計算。首先, 我们得到 W_{ai} , ($i=1$ 表示股票资产, $i=2$ 表示债券和货币资产)⁸; 然后, 利用公式 $W_{pi} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T W_{ai}$ 得到各只基金每个季度的战略性资产配置比例 W_{p1} 和 W_{p2} 值⁹; 再次, 我们利用公式 $PR_{i,t} = \left(\sum_i W_{pi} R_{pi} \right)_t$ 计算出基金的实际收益率 PR ; 基金的实际收益率 TR 则直接采用季度末和季度初的基金净值增长率(复权后); 最后, 利用回归式 (1) 得到拟合优度 R_i^2 表示战略性资产配置对基金收益在时间序列上波动的解释程度。

第二步, 关于战术性资产配置的計算。首先, 根据下面的公式 (10) 计算各证券投资基金 i 的系统风险 β_i :

$$\beta_i = \text{cov}(r_i, r_m) / \sigma_M^2 \quad (10)$$

然后，利用公式(2)计算基金的总体战术性资产配置能力指标 I_1 ，并根据公式(4)和公式(5)计算资产调整资产配置能力指标 I_1 和证券调整资产配置能力指标 I_2 ¹¹；最后，利用回归方程式(6)~(8)得到拟合优度 R_2^2 、 R_3^2 和 R_4^2 分别表示战术性资产配置能力及其中的资产调整能力和证券调整能力对基金收益在时间序列上波动的解释程度。

通过上述步骤，我们得到了表2所示的实证研究结果。

表2：各基金资产配置对收益率在时间序列上波动的解释程度

基金代码	基金名称	R_1^2	R_2^2	R_3^2	R_4^2
110002	易基策略	0.811360	0.196853	0.000151	0.214405
270001	广发聚富	0.744140	0.238088	0.147751	0.247079
260101	景顺股票	0.401313	0.243609	0.186687	0.227457
002001	华夏回报	0.602061	0.088186	0.066491	0.221291
160603	鹏华收益	0.009152	0.138041	0.135097	0.171875
162203	合丰稳定	0.067392	0.297586	0.020295	0.354911
162202	合丰周期	0.561832	0.171992	0.020775	0.202613
162201	合丰成长	0.117016	0.169922	0.018398	0.216078
090001	大成价值	0.844307	0.161892	0.081606	0.160236
050001	博时价值	0.762566	0.023475	0.094040	0.095810
080001	长盛价值	0.720404	0.077209	0.042413	0.093794
206001	鹏华成长	0.861185	0.072858	0.000305	0.070764
020001	国泰金鹰	0.459967	0.233951	0.042615	0.199604
000001	华夏成长	0.802865	0.100862	0.050010	0.099120
202001	南方稳健	0.770019	0.203545	0.000331	0.205980
090004	大成精选	0.614574	0.072160	0.360487	0.185484
400001	东方龙	0.696225	0.138909	0.230154	0.233675
398001	中海成长	0.909062	0.455761	0.014127	0.369149
375010	上投优势	0.067496	0.059234	0.028146	0.045012
110005	易基积极	0.026782	0.781227	0.774401	0.712004
036001	量化核心	0.235709	0.767068	0.505717	0.789432
000011	华夏大盘	0.300701	0.074376	0.072243	0.112412
162204	荷银精选	0.667769	0.380679	0.023645	0.395004
290002	泰信策略	0.120009	0.509981	0.045583	0.509981
260104	景顺增长	0.717004	0.401984	0.240129	0.358855
100020	富国天益	0.504650	0.341754	0.239939	0.336957
090003	大成稳健	0.730875	0.247159	0.160891	0.326438
510081	长盛精选	0.863206	0.295110	0.313585	0.145683
240005	华宝策略	0.815971	0.080245	0.103452	0.055214
161606	融通景气	0.787519	0.120155	0.010336	0.124846
070006	嘉实服务	0.698956	0.106731	0.001816	0.138932
020003	国泰精选	0.756907	0.533340	0.485473	0.565142
020005	国泰金马	0.016830	0.074156	0.727890	0.300103
050004	博时精选	0.318160	0.341755	0.544714	0.210341
310308	盛利精选	0.654023	0.153242	0.019026	0.225035

平均值	0.543940	0.238660	0.165963	0.254878
-----	----------	----------	----------	----------

从表 2 我们可以看到, 基金的战略性资产配置对于基金收益在时间序列上波动具有较高的解释程度, 平均为 0.543940; 战术性资产配置对于基金收益在时间序列上波动的解释程度平均为 0.23660; 进一步, 在战术性资产配置内部, 基金的证券调整能力对同一基金收益率在时间序列上波动具有更为重要的解释作用, 平均达 0.254878, 而资产调整能力对同一基金收益率在时间序列上波动的解释程度较低 (平均只有 0.165963)。

以上结果说明, 我国股票型开放式基金在资产配置中, 战略性资产配置对基金收益的影响程度最强, 战术性资产配置能力相对次之; 而在战术性资产配置中证券调整对基金收益在时间序列上波动的影响也相对较大。

三、进一步探讨

由上述研究结果可知, 我国开放式基金的收益随时间波动主要由战略性资产配置解释, 战术性资产配置能力中的证券调整能力也有相对重要的影响。为了更加细致地了解我国开放式基金的资产配置特征及其影响因素, 我们对上述结果做进一步的研究。

首先, 我们从基金规模角度入手, 分析不同规模基金的资产配置对收益的解释程度, 分别见表 3 和图 1。

表 3: 不同规模基金的资产配置比较

基金规模	R_1^2	R_2^2	R_3^2	R_4^2
≤ 10 亿	0.467312	0.233342	0.111878	0.261189
≥ 10 亿且 ≤ 20 亿	0.554516	0.233805	0.148834	0.235867
≥ 20 亿且 ≤ 30 亿	0.585602	0.315234	0.220900	0.329124
≥ 30 亿且 ≤ 40 亿	0.668381	0.103613	0.124004	0.182733
≥ 40 亿	0.515297	0.291347	0.283060	0.272613



图 1: 不同基金规模资产配置

我们可以看到, 在 [10 亿, 30 亿] 的大区间内, 各种资产配置对于投资收益波动的影响随着规模的上升而增加, 这说明一定限度内基金规模的增长会增加资产配置对基金收益的影响。当基金规模超过 30 亿以后, 战略性资产配置和战术性资产配置能力对基金收益波动的影响出现了背离, 表现为此消彼长的关系, 这说明, 投资组合规模过大会使得基金管理人根据市场运行状态对组合进行灵活调整的难度加大, 战略性资产配置和战术性资产配置对基金收益的作用会产生替代效应。另外, 对于战略性资产配置, 我们可以找到适合其发挥作用的最优规模, 即 [30 亿, 40 亿] 区间。据此我们可以得出: 规模因素是基金管理人进行资产配

置决策时必须考虑的因素，特定资产配置方式适宜的基金规模不同，不同规模基金的资产配置侧重点和力度也有所不同。

其次，我们比较分析成立时间不同的基金所具有的资产配置特征，见表 4。

表 4：不同成立时间基金的资产配置比较

成立时间	R_1^2	R_2^2	R_3^2	R_4^2
2003 年前	0.745902	0.124827	0.044474	0.132187
2003 年	0.477013	0.218435	0.108293	0.255978
2003 年后	0.502587	0.294164	0.245248	0.301979

由表 4 我们发现，总体而言，基金成立的时间越长，其战略型资产配置对基金收益波动的影响越大，而 2003 年和 2003 年以后成立的基金，战略性资产配置对基金收益在时间序列上波动的影响逐步减小，战术性资产配置尤其是证券调整资产配置的影响力逐步增大。我们可以推断，战略性资产配置的经验需要更长的操作期来获得积累，而年轻的基金则更擅长于对于个别证券的灵活调整。

最后，我们将 35 只样本基金按照 Morningstar 和 Lipper 的方法，将其投资风格分成三类，即成长型、价值型和平衡型。三类风格的基金均以保值、增值为目标，只是达到资本增值的途径不同¹²。这三种风格基金的资产配置情况见表 5。

表 5：不同投资风格基金的资产配置比较

投资风格	R_1^2	R_2^2	R_3^2	R_4^2
成长型	0.522425	0.233211	0.234140	0.266027
价值型	0.602061	0.088186	0.066491	0.221291
平衡性	0.844307	0.161892	0.081606	0.160236

表 5 显示，一方面，基金战略性资产配置对各类投资风格基金的收益在时间序列上波动的解释程度均占主导，进一步说明了战略性资产配置对于基金投资决策与管理的重要性；另一方面，成长型、价值型、平衡型投资风格基金战略性资产配置对基金收益在时间序列上波动的解释程度依次递增，表明对于不同风格的基金其战略性资产配置的重要性程度存在差别。此外，在重要性较低的战术性资产配置中，证券的选择和调整又相对重要，并对不同风格基金的收益在时间序列上波动的解释程度也有所差异。

结论与启示

本文实证研究了我国 35 只股票型开放式基金的资产配置对基金收益的影响，得到了如下几个方面的结论和启示：

对于基金收益的时间序列波动，一方面，与战术性资产配置相比，基金战略性资产配置起着主要的解释作用，这说明在我国股票型开放式基金资产配置中，战略性资产配置更为重要；另一方面，在战术性资产配置中，基金的证券调整要比资产调整更加受到重视，这是与我国目前市场中可选择的资产类型较少相适应的。

在对不同规模基金的资产配置对基金收益影响的比较分析中，一方面，基金规模对资产配置作用于基金收益存在影响：一定规模范围内，各种资产配置对于投资收益的贡献随规模的上升而增加，而超出一定范围，某两类资产配置对基金收益波动的影响则此消彼长，这要求基金管理人在基金资产配置过程中应充分重视规模因素；另一方面，不同基金规模匹配不同的资产配置，基金管理人既要结合自身资产配置能力所长，选择最优规模，而非越大越好，也应在相应基金规模下侧重运用某类资产配置方式，达到基金规模与资产配置的有效匹配，获得更好的基金收益。

在不同成立时间基金的资产配置影响基金收益程度的比较中，从横向看，不同成立时间基金的收益波动仍主要由战略性资产配置来解释，战术性资产配置以证券调整的影响为主；

而纵向来看,随着时间的演进,新成立基金的战术性资产配置对基金收益的影响程度相比老基金要大。这一方面进一步说明战略性资产配置对基金收益的重要作用;另一方面也表明,年轻的基金要获得更高的战略性资产配置能力,需要更长的操作期来逐渐积累。

从投资风格来看,不同风格基金的不同资产配置对基金收益波动的影响程度也不一样,平衡型基金收益波动的主要解释因素为战略性资产配置,而成长型基金收益对基金组合短期动态调整(特别是证券调整)相对更为敏感。这就意味着,对于不同风格的基金,为了取得更好的投资收益,就要根据自己的风格特点,重视选择相应的资产配置方式。

总之,本文从战略性资产配置、战术性资产配置,以及战术性资产配置中的资产调整和证券调整等四个角度,从时间序列角度分别考察了资产配置对基金收益的影响。本研究对证券市场不同主体的参考和启示意义在于:对市场的监管者而言,应加大鼓励产品创新的力度,丰富并不断完善市场中的资产类别,从而为逐步提升我国基金的战术性资产配置(特别是其中的资产调整)能力创造条件。对基金管理公司而言,一则就基金规模确定方面,不仅仅要考虑市场中投资者的需求、基金份额能否顺利出售以及管理成本问题,从提高基金收益及其可持续性角度,更需要考虑自身的资产配置能力和所擅长的资产配置方式与基金规模的最优匹配;二则基金管理人还应结合自身的投资风格设计不同资产配置方式的最优组合,做到有主有次、适时而为。对基金持有人来看,在了解基金不同资产配置及其与收益的关系基础上,可以考虑选择资产配置策略正确、资产配置能力较强,特别是要更多地关注历史较长从而其战略性资产配置能力更高的基金或者基金管理公司。

[基金项目:] 本文是国家社科基金重大研究课题(课题批准号:06&ZD030)、南开大学哲学社会科学创新基金研究项目(项目编码 NKC0504)、天津市哲学社会科学研究规划(2007)项目(项目编码 TJYY07-2084)和韩国高等教育财团与南开大学亚洲研究中心 2007 资助研究项目(项目编号 AS0714)的阶段性研究成果]

注释

- ¹ 资产配置(Asset Allocation)即基于投资者不同的投资目标和风险偏好,平衡可投资品种(现金、股票、债券、衍生品)的风险——收益特征来减少市场波动对投资组合的影响,其实质是一种风险管理策略。
- ² 所谓战略性资产配置(Strategic Asset Allocation),也称为政策性资产配置(Policy Asset Allocation),它是指投资者根据其长期投资目标和政策,确定各大类资产,如现金、股票、债券、等的投资比例,以建立最佳长期资产组合结构。战略性资产配置结构一旦确定,一般在较长时期内(如一年以上)不再变动和调整。
- ³ 所谓战术性资产配置(Tactical Asset Allocation)主要关注市场的短期波动,强调根据市场的变化,通过运用金融工具,调节各大类资产之间的分配比例、以及各大类资产内部的具体构成,以达到管理短期的投资收益和风险的目的。
- ⁴ 他们的研究表明,战略性资产配置对同一基金收益率时间序列上波动的解释程度约为 90%,对不同基金收益率在横截面上差异的解释程度约为 40%,同一基金总收益水平高于 100%可由资产配置政策来解释。
- ⁵ 李学峰,茅勇峰(2007)以我国 54 只封闭式基金的战术性资产配置能力进行了分解研究,本文则是侧重资产配置对基金收益的影响研究,且以股票型开放式基金研究对象。
- ⁶ 表 1 中选时即指资产调整,选股即进行证券调整,我们这里的研究主要集中在象限(I)和(IV),象限(I)不选时也不选股表明既不进行资产调整也不进行证券调整,即指战略性资产配置,象限(IV)既选时也选股表明既进行资产调整也进行证券调整,与实际组合情况相符。
- ⁷ 由于中国资产市场的具体情况,采用如 BHB 原文的时间序列预测方法得到 W_{bi} ,可用年限太少,不可行;另外,基金在实际操作中,投资范围超出了绩效比较基准,所以用基金的绩效比较基准作为 W_{bi} ,也不可取。由战略性资产配置所确定的各大类资产比例在长期内一般不予变动的特征,我们认为对 W_{bi} 取年度平均值作为 W_{bi} ,充分体现了战略性资产配置长期性和稳定性的特征,最具有合理性,同时可操作性强。
- ⁸ 以季度为单位, $W_{a1}=(\text{股票资产}/\text{基金资产总市值})\times 100\%$; $W_{a2}=(\text{债券和货币资金}/\text{基金资产总市值})\times 100\%$ 。
- ⁹ 股票资产的基准收益率 R_{p1} 取中信收益率=中信综合指数收益率 $\times 80\%$ +中信国债指数收益率 $\times 20\%$;而债券和货币资产的基准收益率 R_{p2} 直接取中信国债指数收益率。
- ¹⁰ 股票资产 r_k 代表基金 k 的净值增长率,市场组合收益率 r_m 取中信收益率,公式中协方差和方差的计算通过季度日数据求得。

¹¹ 无风险收益率 r_t 取中信国债收益率, h_t 取基金在 t 期的股票持仓比例 $(W_{st})_t$ 。

¹² 如成长型基金由于所持资产未来业绩高速增长从而带来收益的上升, 即其重视长期增值; 价值型基金是通过市场重新认识所持资产的价值而带动收益提升, 即其更为看重市场的短期估值; 平衡型基金则在长期增值与经常性收入之间寻求平衡。

参考文献:

- [1] Brinson.G.P, Hood.L .R, Beebower.G.L.. Determinants of Portfolio Performance [J]. Financial Analysts Journal, 1986, Vol.42, No.4, pp:39-48.
- [2] Roger G. Ibbotson and Paul D.Kaplan. Does asset allocation policy explain 40,90, or 100 percent of performance?[J]. Financial Analysts Journal, 2000, Jan/Feb, pp:26-33.
- [3] Treynor, J. and K. Mazuy. Can Mutual Funds Outguess the Market? [J]. Harvard Business Review, 1966, Vol.44, pp:131-136.
- [4] Robert C. Merton. On Market Timing and Investment Performance.I. An Equilibrium Theory of Value for Market Forecasts[J]. The Journal of Business, Jul.1981, Vol.54, No.3, pp:363-406.
- [5] Roy D.Henriksson and Robert C.Merton. On Market Timing and Investment Performance.II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills[J]. The Journal of Business, Oct.1981, Vol.54, No.4, pp:513-533.
- [6] Kent Daniel, Mark Grinblatt, Sheridan Titman and Russ Wermers. Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-based Benchmark[J]. Journal of Finance, 1997, Vol.52, pp:1035-1058.
- [7] Joao Carlos Romachoa, Maria Ceu Cortezb. Timing and selectivity in Portuguese mutual fund performance[J]. Research in International Business and Finance, 2006, Vol.20, pp:348-368.
- [8] Chang.Eric.and Lewellen.W.. Marketing Timing and Mutual Fund Investment Performance[J]. Journal of Business, 1984, Vol.57, pp:57-72.
- [9] Fama,E.and French.K,. Common risk factors in the returns on stocks and bonds[J]. Journal of Financial Economics, 1993, Vol.33, pp:3-56.
- [10] 汪光成. 基金的市场时机把握能力研究[J]. 经济研究, 2002, (1): 48-55.
- [11] 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[J]. 中央财经大学学报, 2005, (1): 32-43.
- [12] 张雪莹. 资产配置对基金收益影响程度的定量分析[J]. 证券市场导报, 2005, (10): 67-72.
- [13] 李学峰, 茅勇峰. 我国证券投资基金的资产配置能力研究[J]. 证券市场导报, 2007, (3): 56-62.
- [14] 蒋晓全, 丁秀英. 我国证券投资基金资产配置效率研究[J]. 金融研究, 2007, (2): 89-97.