

上证联合研究计划第二期课题之六(a)

证券投资基金评估与绩效研究

国信证券有限公司课题组

课题主持人： 万朝领

课题研究与协调人： 上海证券交易所研究中心 施东晖

课题组成员： 李翔（执笔）

卢世春

周建新

管文浩

目 录

- 1、前言
 - 1.1 中国证券投资基金的发展概况
 - 1.2 本课题研究的目标定位
- 2、国外基金绩效评价的理论与实践
 - 2.1 国外基金绩效评价的主要理论及文献回顾
 - 2.2 美国晨星公司基金业绩评估实践的特点及评价
- 3、中国基金业绩评价体系的基本框架
 - 3.1 基金组合投资的绩效评价指标
 - 3.2 基金投资运作的绩效评价
 - 3.3 关于封闭式基金的投资价值评估
 - 3.4 关于基金公司内部绩效考核的若干问题
- 4、新基金业绩评价的实证分析
 - 4.1 评价新基金收益率的指标选择及其差异
 - 4.2 基金 1999 年的绩效的基本评价
 - 4.3 基金 2000 年业绩的的风险/收益评价
 - 4.4 基金业绩评价中存在的障碍
- 5、基金运作和投资行为评价的实证分析
 - 5.1 基金投资理念演变过程评价
 - 5.2 基金选股能力的比较分析与评价
 - 5.3 基金组合投资策略实际运用效果的评价
 - 5.4 基金投资方式和投资策略的演变
- 6、基金投资行为与资本市场理论的比较及评价
 - 6.1 经典组合投资理论与基金投资行为的现实选择
 - 6.2 中国股市定价的非有效性与基金投资策略的现实选择
 - 6.3 主要结论
- 7、我国证券投资基金监管与发展的政策建议
 - 7.1 证券投资基金监管的目标与途径
 - 7.2 大力发展证券投资基金的政策建议

内 容 摘 要

本报告在对国外基金绩效评价的主要理论及美国晨星公司基金业绩评估实践的经验总结基础上,建立了中国基金业绩评价体系的基本框架。并着重对我国新基金 1999—2000 年的业绩及其风险/收益状况进行了实证评价,同时指出中国基金业绩评估目前存在的现实障碍,进而强调我国基金的业绩评估必须充分结合对基金实际运作和投资行为的研究与评价。报告还从资本市场理论的角度,评价和分析了我国新基金投资行为演变的内在根源及其深刻的政策含义,最后提出一系列有关监管和发展我国证券投资基金的政策建议。

1 前 言

1.1 中国证券投资基金的发展概况

自 1997 年 11 月《证券投资基金管理暂行办法》颁布实施以来，我国证券投资基金试点稳步展开，在过去的 2—3 年时间内不断取得新的进展。自 1998 年 3 月 27 日，经中国证监会批准，南方和国泰基金管理公司分别发起设立了规模为 20 亿元的“基金开元”和“基金金泰”，由此拉开了新基金试点的帷幕。

三年来，新基金的发展大体经历了四个阶段：

1、首批 5 只基金的成立和运作。

自 1998 年 3 月 27 日南方和国泰基金管理公司分别发起设立了规模为 20 亿元的“基金开元”和“基金金泰”以后，同年还有华夏、华安、博时等 3 家基金管理公司先后成立，并相继设立了“基金兴华”、“基金安信”和“基金裕阳”等 3 只新基金，基金规模也都是 20 亿元并陆续投入运作。

2、后 5 只基金的成立和运作。

1999 年初以来，鹏华、长盛、嘉实、大成和富国等 5 家基金管理公司陆续成立，仅用半年时间就完成了布局工作，并分别发起设立了 5 只规模均为 20 亿元的新基金：“基金普惠”、“基金同益”、“基金泰和”、“基金景宏”、“基金汉盛”，新成员的加盟使得家数增至 10 个，基金发行总规达到 100 亿元。至此，我国规范化的证券投资基金产业已初具形态。

3、新基金管理公司增发新基金，掀开了新基金“一拖二”式试点的序幕。1999 年 6 月 15 日以后，管理层加快了新基金的扩容节奏，华安、博时、华夏、鹏华等基金管理公司相继增发了 4 只规模为 30 亿元的新基金：“基金安顺”、“基金裕隆”、“基金兴和”、“基金普丰”，掀开了新基金“一拖二”式（即由一家基金管理公司同时管理 2 只或 2 只以上的基金的方式）试点的序幕。在新基金队伍壮大的同时，基金管理公司也实现了自身规模的不断扩张。“基金安顺”和“基金裕隆”的发行成为新基金规模化发展的起点。同年 9 月 27 日，中国证监会批准国泰、长盛、大成和富国等 4 家基金管理公司各自增发一只 30 亿元规模的新基金，“基金金鑫”、“基金同盛”、“基金景福”和“基金汉兴”已相继发行，从而扩大了“一拖二”式新基金试点的范围，标志着第二轮新基金扩容正步入一个

高速成长期，新基金产业由此开始进入了规模扩张阶段。

表 1-1 33 只证券投资基金的概况（截止 2000 年底）

序号	基金名称	上市日期	基金单位（亿份）	单位净值（元）	基金资产规模（亿元）	基金管理人	1999年分红（10派/元）	2000年分红（10派/元）	1999、2000年累计分红（10派/元）
1	开元	1998.4.7	20	1.8814	37.63	南方	2.75	5.30	8.05
2	金泰	1998.4.7	20	1.6712	33.42	国泰	1.90	4.25	6.15
3	兴华	1998.5.8	20	1.5260	30.52	华夏	4.06	3.85	7.91
4	安信	1998.6.26	20	1.9682	39.36	华安	3.20	5.75	8.95
5	裕阳	1998.7.30	20	1.7825	35.65	博时	3.90	4.85	8.75
6	普惠	1999.1.27	20	1.6638	33.28	鹏华	2.31	4.20	6.51
7	景博	1999.10.22	10	1.4120	14.12	大成	0.54	1.85	2.39
8	景阳	1999.10.22	10	1.4389	14.39	大成	0.28	2.65	2.93
9	裕元	1999.10.28	15	1.5593	23.39	博时	0.16	3.48	3.64
10	同盛	1999.11.26	30	1.4197	42.59	长盛		2.16	2.16
11	金鑫	1999.11.26	30	1.4790	44.37	国泰		2.04	2.04
12	泰和	1999.4.20	20	1.4202	28.40	嘉实	0.22	2.77	2.99
13	同益	1999.4.21	20	1.8101	36.20	长盛	1.67	4.52	6.19
14	景宏	1999.5.18	20	1.4649	29.30	大成	1.75	2.95	4.70
15	汉盛	1999.5.18	20	1.5882	31.76	富国	1.50	3.30	4.80
16	安顺	1999.6.22	30	1.5940	47.82	华安	0.35	3.20	3.55
17	裕隆	1999.6.24	30	1.5492	46.48	博时	0.49	3.40	3.89
18	兴和	1999.7.30	30	1.4183	42.55	华夏		2.51	2.51
19	普丰	1999.7.30	30	1.4698	44.09	鹏华		2.81	2.81
20	天元	1999.9.20	30	1.5851	47.55	南方		3.00	3.00
21	景福	2000.1.10	30	1.3531	40.59	大成		1.64	1.64
22	汉兴	2000.1.10	30	1.3858	41.57	富国		1.70	1.70
23	汉博	2000.10.17	5	1.0571	5.29	富国		0.10	0.10
24	隆元	2000.10.18	5	1.0086	5.04	南方		/	/
25	裕华	2000.2.24	5	1.1997	6.00	博时		0.85	0.85
26	同智	2000.5.15	5	1.1692	5.85	长盛		0.46	0.46
27	裕泽	2000.5.17	5	1.1957	5.98	博时		1.10	1.10
28	金盛	2000.6.30	5	1.1588	5.79	国泰		0.74	0.74
29	金元	2000.7.11	5	1.0802	5.40	南方		0.31	0.31
30	兴科	2000.7.18	5	1.1112	5.56	华夏		0.48	0.48
31	汉鼎	2000.8.17	5	1.0412	5.21	富国		0.06	0.06
32	金鼎	2000.8.4	5	1.1003	5.50	国泰		0.34	0.34
33	兴安	2000.9.20	5	1.0660	5.33	华夏		0.06	0.06

4、原有基金的清理规范并扩募

在新基金进入快速发展的同时，原有基金也进入了清理规范的新阶段。1999年10月下旬，“湘”字基金修成“证”果，“巨博基金”、“长阳基金”和“湘证

基金”在经过更名、资产转换、调整存续期、更换基金管理人、更换基金托管人、修改信托契约等一系列手续后上市，11月又扩募续期更名成功。浙江省的金越证券投资基金也于11月份成立，成为首家由多个老基金跨省市合并重组的基金。2000年以来，新基金的发展主要就是以原有基金的清理规范并扩募为主流线索。目前，绝大多数老基金先后被清理规范重组，并分别得到扩募，为新基金家族增添了10多只新的成员。

截止到2000年底，共成立了10家基金管理公司，发行并管理着33只证券投资基金，基金发行总规模增至562亿元，33只基金资产净值总额超过847.35亿元，占沪深两市流通市值（约1.67万亿元）的5%，占沪深两市总市值（4.84万亿元）的2%。

1.2 本课题研究的目标定位

国外成熟证券市场上，客观地评价一个共同基金的业绩一般至少需要5—10年或更长的时间，目前我国的证券投资基金运作时间最长的如开元、金泰等也不过三年左右，大多数基金的运作时间都只有一、二年，甚至还不满一年。但中国证券投资基金是在证券市场处于机构化、市场化的巨大转型期间从起步到大规模发展，期间经历了许许多多的波折和市场风雨的洗礼。因此，本报告认为，对中国证券投资基金的评估与绩效研究是必要的，但不应仅仅局限在传统的绩效评估上，因为西方传统的基金评级理论与方法是建立在成熟市场和共同基金近百年的发展经验基础上的，我们不能简单套用这些理论和方法来评价中国的新基金。

本课题将在对西方基金绩效评价的理论与实践经验进行总结的基础上，考虑到中国证券市场与新基金发展过程中的特定的制度性差异，建立能够反映实际情况的中国基金业绩评价体系，对两年多来证券投资基金的经营业绩、运作模式、行为特征及其影响进行实证分析和总体评估，从而为探索在转轨经济条件下实现中国投资基金的超常规发展提供实证依据。

2 国外基金绩效评价的理论与实践

2.1 国外基金绩效评价的主要理论及文献回顾

国外已有许多学者对基金业绩进行了实证研究,这些研究主要集中在基金业绩的评价,基金业绩来源(例如股票选择、市场时机把握等)分析、基金业绩持续性评价等方面,从1960年代开始,有关基金业绩评价的文章开始出现,研究者们发现基金并非系统性地跑赢大市,其后,投资组合业绩评价在学术界内引起了极大的兴趣,许多业绩评价方法应运而生,其中比较经典的有特雷诺(Treynor, 1965)建立了 Treynor 计量模型(对基金业绩进行市场风险调整);夏普(Sharpe, 1966)在其经典的一篇有关投资基金业绩的文章中,建立了夏普计量模型,后被晨星公司纳入其基金业绩评价体系中,用以测度基金收益总风险调整后的业绩;詹森(Jensen, 1968)以资本资产定价模型(CAPM)为基础建立的 Jensen 计量模型。

Jensen 计量模型是基于市场风险,根据基金事后 α 对基金进行业绩评价,一般认为,当基金经理具有信息选择能力但却没有把握信息时机的能力时,詹森模型提供了准确的业绩测度。其后, Jensen (1972) 等人又发现,当基金经理具有优良的信息时机把握水平时,事后 α 值有可能成为负数。Grinblatt 和 Titman (1989) 对 Jensen 模型的理论基础进行了探讨,采用期间加权计量法(权重是基准组合收益率的函数)等对 Jensen 模型的计量方法进行改进,通过检验了一组数据,发现这些数据并不受 α 值为负数的困扰,因为通过检验该权重值,对 Jensen 模型计量引起的事后 α 值为负数的问题得到很好的解释,经理把握信息时机的能力可以据此而观测到。在 Grinblatt 和 Titman 1989 的另一篇论文中,根据 1975 年至 1984 年基金季度股票持仓情况,构造了基金的假设收益,即在没有任何交易成本的情况下,投资者根据基金季度投资组合公告买卖可获得的收益,据此,他们利用 Jensen 计量模型,分别选择价值权重指数、等权重指数和另外两种组合作为基准组合,检验了具有高超的股票选择能力并由此而获得超额收益的基金经理是否存在。他们发现,超额业绩也许是存在的,特别是增长性基金及具有最小资产净值的基金,但有意思的是这些基金同时具有较高的费用率(原因之一可能是这些经理相应地提高收费及与积极的投资组合交易成本较高),剔除掉这些费用后,就不见得有过额业绩了,基金投资者并不能从中获益。

针对 CAMP 的反常 (anomalies) 情况, Fama 和 French (1993) 在此基础上建立了三因素计量模型, 它是以市场组合的超额收益率、组合中小 SZ (规模) 股票与大 SZ 的收益率之差、高 BM (帐面值与市值之比) 股票与低 BM 股票收益率之差这三个因素作为变量的, 该模型认为投资组合的超额收益可以通过该组合收益对三种因素的敏感性得到解释, 而且可以改善 CAPM 模型的平均定价误差; Carhart (1997) 对 Fama 和 French 的三因素模型进行了改进, 增加了股票收益率的态势变量, 建立了四因素计量模型, 该模型显著地降低了 Fama 和 French 模型的平均定价误差, 很好地描述了横截面平均股票收益率的变动, 以此模型为基础, Carhart 对美国 1962 至 1993 年间基金业绩的持续性进行了检验; Daniel、Grinblat、Titman 和 Wermers (1997) 将基金的收益来源分解为持股风格、市场时机选择和证券选择, 并据此建立了相应的模型对美国 1974 至 1994 年间的基金业绩进行了测度。

Treynor和Mazuy (1966) 也建立了模型 (以下简称TM模型), 对基金经理的市场时机选择能力进行评价; Admati, Bhattacharya, Pfleiderer和Ross (1986) 已论证了TM模型在衡量市场时机选择能力是有效的。比较有意思的是, 许多学者研究发现, β_2 负值居多, 呈现一种反向市场时机选择能力。Cumby和Glem (1990) 对美国 15 个国际投资基金在 1982 年 1 月至 1988 年 6 月 (不包括 1987 年) 的业绩进行了分析, 其中也使用了TM模型, 研究发现样本的 β_2 绝大部分为负值, 且大部分样本的t检验并不显著, 总体上呈现一种负的市场时机选择能力, 对此作者没有提供令人满意的解释。但我们可以想象, 如果基金的市场时机选择能力有所提高的话, 基金的平均业绩可能会好起来。

Jensen (1972) 建立了一个类似的模型来测量基金经理的股票选择能力和时机把握能力, 他发现, 通过测算市场预测 (Market Timer) 的收益与市场实际收益的关联度, 可以判断基金是否具有“市场计时器”预测能力。但他认为, 除非知道经理的市场组合收益预测和市场舆论对市场组合收益的预期, 否则该模型难以分别计量股票选择能力和市场时机把握对收益的贡献。Bhattacharya 和 Pfleiderer (1986) 又进一步拓展了 Jensen 的工作, 通过校正詹森这个模型产生的误差, 他们发现人们可以通过简单的回归技术对股票选择和时机把握能力进行测度。Jensen 是假定经理在做出时机把握决策时采用了没有调整的市场收益

预测值，而后者则假定经理对预测值进行调整以使预测误差变动最小化，构建了一个类似于 TM 模型的模型，该模型包括经理对预测值与市场超额收益系数、预测误差和经理对信息的反应等变量。该模型被认为是对 TM 模型的提炼，与 TM 模型相同的是，该模型也将市场超额收益的平方系数作为市场时机把握的指示器，但同时，该模型首次使用通过分析误差项来鉴别基金经理的预测技能，总体上它要比前面两个模型有效的多。

有关基金业绩持续性的文献也很多。Hendricks, Patel, 和 Zeckhauser (1993) 对此进行了深入的研究，发现存在“好手 (hot hand)”现象，亦即“强者恒强”，他们选择了 1974 年至 1988 年间共 165 个基金为样本，利用平均超额收益率、sharpe 比率和 Jensen 模型为业绩评价依据，分别选择了 4 种指数作为基准组合，对其季度超额收益率进行检验，以验证在某个期间内有相对较高收益率的基金是否在下一个期间也呈现出高收益率，结果表明，无论是根据平均收益率还是风险调整后的收益率，依据过去 4 个季度的业绩排序，处于顶端的基金在平均水平上虽然只是略好于市场指数，但显著地跑赢了基金的平均业绩水平，但需要注意的是，这是从平均意义上讲的，单个基金可能与平均值相去甚远，没有证据表明一时表现极佳的基金业绩会持续下去。同时，他们也发现了“臭手 (Icy hand)”的存在：近年运营不良的基金近期表现仍然不好，尽管不能确定个别基金的优良业绩能否持续，但他们确认一些基金一直表现不佳。

Goetzmann 和 Ibbotson (1994) 选择 1976 至 1988 年为样本期间，将基金按照其收益率处于前半部分或处于后半部分而将它们划分为赢家和输家，然后看各个基金在相邻年度获得的结果。他们发现，55% 以上的赢家仍为赢家，输家仍为输家。如果连续考察 3 年的情况，结果更明显，有 60% 左右的赢家仍为赢家。2 年后则有 60% 的输家仍是输家，3 年后竟达到 70%。同时，他们又应用风险调整后业绩为基础进行相同的检验，也得出了相同的结果，这说明了基金有 1 到 3 年的短期业绩持续性。但是需要注意的是，在 3 年后，有 40% 的赢家变成了输家，意味着过去的赢家是否能常胜不败具有很大的不确定性。Carhart (1997) 选择 1964 年到 1993 年为样本期间，以其构建的四因素模型为基础，利用股票收益和投资成本的普通因素对基金短期业绩的持续性作了解释，他发现，买入去年最好的十只基金同时卖出去年最差的十只基金，每年可产生 8% 的收益率，其中，所

持股票的市场价值和态势能够解释其中的 4.6%，费用率差异解释 0.7%，交易成本差异解释 1%。最后他建议财富最大化的投资者：（1）避免购买业绩持续不好的基金；（2）上年收益率较高的基金在本年具有高于平均水平的期望收益率，但并非年年如此；（3）费用率、交易成本等投资费用对基金业绩具有直接的、负向的影响。

2.2 美国晨星公司基金业绩评估实践的特点及评价

近来国内有些报刊对美国 Morningstar 公司的基金评级工作进行了不少介绍。目前，全美国也是全世界最著名的两家证券投资基金评估公司是晨星（MORNINGSTAR）评估公司和里普（LIPPER）评估公司，都分别形成一套完善的基金业绩评估体系，并定期向外公布基金的业绩数据和评估等级。

2.2.1 晨星公司基金评估体系的特点：

- 1 既考察其总体排名，又考察其在相同类型基金中的排名；
- 2 它考察基金的收益和风险,并设立了独立的风险评级指标。方法是首先计算出基金各期实际收益率减去国债收益率后为负的收益率,然后将它们相加再平均,以此作为计算下跌风险指标,再与所有基金的该指标的平均值相比,然后再对该风险指标进行调整并评级；
- 3 评价各基金的投资风格。它是按成长型或价值型；或按所持股票的平均市盈率和市价与帐面值之比，或按基金规模进行评价；
- 4 测算现代组合理论中的事后 a ， b ， R^2 。标准差，均值和夏普比例。晨星公司基金评级的问题是它关于业绩的测算不能说明基金的超常收益来源于何处,即基金经理是如何运用资金的。

2.2.2 晨星公司基金评估体系的基本内容

(一)风险评估

风险评估是基金业绩评估的前提，晨星风险评估有两种方法，即晨星风险（morningstarrisk）和熊市评级（bearmarketratings）。

1、晨星风险

它是衡量基金收益率负向变动的指标，它认为基金收益率应该高于无风险收益率，如果低于无风险收益率，则发生风险，因此它只考虑基金收益率低于无风

险收益率的情况。计算公式是：

$$\text{每期损失率} = \Sigma (\text{收益率} - \text{无风险收益率}) / N$$

其中，N 表示计算时期，常用月份数来计算。同样的方法，我们可以算出某类基金的每期损失率，然后将单个基金的每期损失率除以其所在类别的该类基金的每期损失率，便得到晨星风险。

但是晨星风险也有其不容忽视的缺陷。一方面，它完全依赖基金过去业绩记录，并不能反映基金运行中的潜在风险，过去风险小的基金将来风险不一定小，反之亦然；另一方面，星星风险必须与其同类基金对比得到，它只适用于同类基金的比较，使用范围大打折扣。

2. 熊市评级

熊市评级是选择一特定熊市，根据该时期内共同基金业绩表现来评级，它也是从损失方面来衡量基金风险。具体步骤为：先选出熊市月（通常为 6 个月），然后将基金在 6 个月中的业绩综合起来，按业绩好坏排序，从高到低，分为 10 组，每组基金占基金总额的 10%，排在第一组的基金业绩最好。熊市评级也有两方面的缺陷：一是基金在熊市表现好，并不一定风险小；二是一个特定熊市的情况并不适用所有熊市，同一基金有可能在某个熊市表现好，而在其他熊市表现差。

(二) 收益评估

通常有两种方法来衡量某基金在一段时期内的收益水平：平均收益率（average returns）和年均收益率（annualized returns）。平均收益率计算间接，它实际上是统计学中的算术平均数，只需将基金每年的收益率加总，再除以年数即可。年均收益率是统计学中的平均比率（几何平均数），它综合考虑了每期收益的复合影响，其计算方法是将每年的收益率分别加上 1，再连乘，再将乘积开 N（N 为年数）次方，所得数减 1 就是年均收益率。

尽管年均收益率是一个较好的衡量基金收益状况的指标，但它主要用于单个基金，对于不同类型、不同风险的基金来说，它们的可比性很差。鉴于此，晨星公司使用晨星收益来表示基金相对于其同类基金的收益水平。

(三) 基金业绩的综合评估

首先，将基金分类列示，可分为国内股票基金、国际股票基金、纳税债券基

金和市政债券基金四大类，也可将其继续细分。

然后，分别按基金类别，计算单个基金的初始评级（raw rating），计算公式为：

初始评级 = 晨星收益 - 晨星风险

再根据初始评级，将基金按类别排序，各类基金分别从高到低排列。晨星评级分为五级，一颗星表示一级，两颗星表示两级，依此类推，星数越多，基金的级数越高。

2.2.3 晨星公司基金评估体系的局限性

首先、晨星评估只评估至少已经经营 3 年的基金，上述方法是对基金的 3 年业绩评估，对持续时间较长的基金，还要评估其 5 年、10 年业绩，其方法与上述相同。计算完基金的 3 年、5 年、10 年晨星评级后，还需要将三者综合，得到一个晨星综合评级。对于经营超过 3 年但不到 5 年的基金，其 3 年评估数就可视为晨星的综合评级；对于经营超过 5 年但不到 10 年的基金，在计算晨星综合评级时，要使用统计上加权的方法，即 5 年业绩评估的权数为 60%，3 年业绩评估的权数为 40%；对于经营超过 10 年的基金，也要使用加权方法计算晨星综合评级，即 10 年业绩评估的权数为 50%，5 年业绩评估的权数为 30%，3 年业绩评估的权数为 20%。

其次，晨星评估体系的重点是在对基金运作的过去业绩进行评价，只是对基金过去业绩的描述，但过去并不等于将来，基金的评级高只能表明基金过去业绩不错，但它并不是基金未来业绩良好的肯定保证，因此不具有预测性。

第三、晨星评级体系较少考虑到基金的运作及对证券市场的影响，同时也没能将很多与基金相关的重要信息包括进去，例如基金经理的替换、基金的费用和基金的投资组合等等。

最后，由于各种原因，不同基金可能会有相同的评级，五星级的基金不一定比四星级的基金收益高，因为晨星评级不仅仅衡量收益，故中等收益但风险很低的基金可能评为最高级；相反，收益和风险都很高的基金可能得到较低的评级。

3 中国基金业绩评价体系的基本框架

建立基金业绩评价体系是一项复杂的系统工程。尽管成熟市场在此方面已积累了丰富的经验，但考虑到国内市场的特殊性以及基金操作策略的不同，我们不能照搬别人的现成作法，必须建立一个符合国情的基金业绩评价体系。由于中国的新基金成立时间较短，并且成立时间又不一致，目前实际运作时间满 3 个会计年度的基金还没有，因此直接套用晨星评级方法来建立中国基金业绩评价体系是欠妥当的。

本报告试图在借鉴西方经验的基础上建立国内基金业绩评价体系的基本框架。该框架尽量做到从基金公司和投资者的不同角度来客观公正地评价基金业绩。比如考虑从 Sharpe 比率、Trenyor 比率、Jensen 系数、证券选择能力及市场时机选择能力等几大方面建立评价体系。实际评价时可考虑采用分类指标打分，然后对各类指标给以不同的权数，以此计算各基金五类指标的总分值，最后按总分值对各基金进行排序和评级。

与此同时，我们认为还要充分考虑到中国证券市场与证券投资基金的特点：即反映基金业绩的历史数据（主要是年度数据）很少，但不同基金的实际运作变化很大，节奏转换较快，并且基金的行为对证券市场的影响巨大，因此国内基金业绩评价体系的建立应能充分体现对基金运作和行为的评价。

3.1 基金组合投资的绩效评价指标

根据国际经验和国内实际情况，评价基金业绩的一般指标分为三大类：

3.1.1 基金收益率

收益率法是一种无风险调整的基金业绩评估方法，其计算公式为：

$$R_p = \frac{NAV_t + D_t}{NAV_{t-1}} - 1$$

式中 R_p 表示基金第 t 期的收益率， NAV_t 表示 t 期末每单位基金资产净值， NAV_{t-1} 表示 $t-1$ 期末每单位基金资产净值， D_t 表示 t 期内分配给投资者的红利。此式仅能用于计算基金在单个考察期内的收益率，如果对基金进行多期考察，尚须计算算术或几何平均收益率。

收益率法是以一定时间内收益大小作为基金业绩评估的指标，也是衡量基金

资产使用效率的重要指标。其判据是： R_p 愈大，基金业绩愈优，反之，则劣。

基金收益率是衡量基金运作状况的最直观也最重要的指标，实际评价中，基金收益率指标有如下选择：

① 净值增长率。如果牵涉到不同基金之间的对比，一般应该采用同一时间段的净值增长率¹。

② 基金资产净值年收益率，即以已实现净收益除以基金净值后的年率。

③ 基金分红收益率，即以基金期末分红除以基金期初净值后的年率。此指标主要是从投资者的角度来考虑。但其局限性在于，期末分红时才能够采用，不适用于动态考核。

④ 扣除配售新股贡献后的基金收益率。此项指标主要适用于基金新股配售特权未取消的时间段（2000年5月23日之前），5月23日之后新股配售属于基金经理自主决策的竞争性市场投资行为，其收益贡献不应从基金收益率中扣除。

3.1.2 基金风险的测定指标

①基金收益率的标准差，

衡量基金收益率的波动风险。

②基金的 β 系数。

β 反映的是基金投资组合的收益率相对于基准指数（一般为市场指数）收益率的变异程度。用来表示的风险是来自基金投资组合特征的一种系统风险。 β 可以体现出基金管理人的操作风格。如果 $\beta_p > 1$ ，则表明基金P的管理人是进取型的；如果 $\beta_p < 1$ ，则表明基金P的管理人是保守型的；如果 $\beta_p = 1$ ，则表明基金P的管理人是平衡型的。

3.1.3 基金的收益/风险综合评估指标

此类指标将基金的收益和风险综合起来进行评估，使不同的基金比较起来更便利。主要有三个指标：

¹ 证券投资基金的收益率即盈利能力是反映其运作绩效的最重要也是最直接的指标。根据国际上评价共同基金的通行方法，证券投资基金收益率的高低、运作绩效的优劣取决于与同期市场基准收益率进行对比的结果。问题的关键在于基金的收益率应该有什么样的指标来测定？目前各基金管理人较为普遍的做法是采用基金报告期资产净值相对于基期资产净值的增长率。由于目前各基金每周要公布一次资产净值，用净值增长率来测定基金收益率具有简便直观的优点，同时也容易得到广大投资者的认同和接受。

1、夏普（Sharp）比率

此比率是在对总风险进行调整基础上的基金业绩评估方式，也是目前应用最为广泛的基金业绩评估方式，计算公式如下：

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

式中 R_p 表示基金在考察期内的收益率， R_f 表示无风险利率， σ_p 是基金收益率 R_p 的标准差，表示基金投资组合所承担的总风险。

Sharp 比率表示的是基金承受每单位总风险所获取风险收益的大小， S_p 值愈大，基金业绩愈好；反之，则劣。

2、特雷诺（Treyner）比率

此比率是在对系统风险进行调整基础上的基金业绩评估方式，计算公式为：

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

式中 β_p 是基金的贝塔系数，表示基金投资组合所承担的系统风险。

Treyner 比率表示的是基金承受每单位系统风险所获取风险收益的大小，其判剧为： T_p 值愈大，基金业绩愈好；反之，则劣。

Treyner 比率法与 Sharp 比率法的区别在于前者采用 β 系数代替了后者的 σ ，即 Treyner 指数法将业绩的比较建立在系统风险（虽然 β 系数并不代表系统风险的绝对数值）的基础之上。

在上面两种方法中如何选择取决于所评价基金的类型。如果评价的基金是属于充分分散投资的基金，投资组合的贝塔值能更好地反映基金的风险，因而 Treyner 比率是比较好的选择；如果所评价的基金是属于专门投资于某一行业的基金时，相应的风险指标为投资组合收益的标准差，所以运用 Sharpe 比率比较适宜。针对目前国内基金大多集中投资电子通讯行业的实际情况，对大多数基金而言，Sharpe 指数可能更为适用；但对指数基金或泰和基金等投资比较分散的基金而言，Treyner 指数可能是更好的选择。

3、詹森（Jensen）指数

Jensen 指数是一种在风险调整基础之上的绝对实绩度量方法，表示的是在给定风险水平的情况下，基金管理人通过对证券价格准确判断所体现的超额收益能力。

此指数计算公式为：

$$J_p = R_p - [R_f + \beta_p(R_m - R_f)]$$

式中 R_m 表示同期市场收益率。

Jensen指数含义为： J_p 值愈大，基金业绩愈好；反之，则劣。

3.2 基金投资运作的绩效评价

(一) 大势判断准确程度

主要考察：股票投资占基金资产净值比重及其增减变化，与同期大盘指数涨跌对比；主要重仓股的增持或减持数量与幅度，与同期大盘指数涨跌对比。

(二) 基金选股能力

主要考察：重仓股的平均盈利能力：如平均 EPS、平均 ROE 和平均每股净资产等；重仓股的平均成长性或预期平均成长性：如平均净利润增长率等。

(三) 重仓股投资组合的综合考察

重仓股的选择集中反映了基金经理的选股能力，由于重仓股主要是长线品种，因此考察重仓股应注重其长期的成长性。目前一些基金的重仓股中重组股占有相当的比重，尽管重组股往往有明显的短期收益，但风险也较大，特别是那些庄家已经控盘的重组股，流动性风险相当大。对重仓股的综合评判，主要可考察：

- ①该股的介入成本或市盈率（与其他基金或主力机构相比）；
- ②该股主要产品的市场地位和竞争优势；
- ③该股所处行业的发展潜力；
- ④该股业绩增长的稳定性和可持续性。

后三项难免有一定的主观色彩，但还是有非常重要的参考意义。

(四) 重仓股的 α 值、 β 系数与增持或减持数量与幅度对比

重仓股投资组合的 β 系数、风险分散化程度、系统风险与非系统风险

(五) 基金重仓股的流动性评价。

① 重仓股流动性

重仓股流动性可以依如下公式计算：

某基金单只重仓股流动性=该基金持有该股数量/该股日平均成交量

该指标越小，表明对应的重仓股流动性越好；反之，越差。

②套现成本（或变现代价）

由于基金买卖已经成为一些重仓股价格的重要决定因素，因此短时间内重仓股套现必然会导致基金净值的损失。所谓套现成本即指基金在短时间内（如一周）卖出所有股票（主要是重仓股）后的净值损失（不考虑期间市场的总体波动）。该指标实际上与流动性指标密切相关，流动性越好的基金套现成本越低。

变现代价等于同期基金资产净值损失额与同期变现股票帐面利润与之比，反映基金经理实现每单位股票帐面利润所付出的净值损失。该指标越小，说明基金由于变现而付出的净值损失越小，变现策略的实施效果就较为理想。或者是基金的投资组合特别是重仓股组合流动性较好，市场认同性较高，抗跌性较强²。

（六）基金投资运作的效率评价

1、基金投资周转率

基金投资周转率是一项反映基金买进和卖出证券数量的指标，反映的是基金买卖其持有证券的频度，其定义是基金在考察期内资产购进量或售出量的较小值与基金资产净值之比，它是一项显示基金根本投资战略的重要指标。如果基金投资周转率为 b （除非基金不进行任何投资，一般情况下 b 均应大于零）则意味着基金持有每一种股票或债券的平均时限是 $1/b$ 个考察期。显然，基金投资组合投资周转率低，表明基金倾向于长期投资；如否，则反之。

基金投资周转率受基金类型和基金管理人的投资哲学制约和影响。激进型的基金管理人崇尚快速赢利，并且倾向于频繁的买进与卖出；而保守型的基金管理人则奉行长期的“买进并持有”的投资策略。基金投资周转率从基金交易成本方面会对基金业绩产生重要影响，周转率越高，基金交易成本也越高，而投资者的实际收益就越低。因此，除非某只投资周转率高的基金具有良好的投资业绩，否则在其他因素相同的情况下，投资者应该选择基金投资周转率较低的基金。

2、投资效率

对基金的投资效率进行分析，可以分别从基金的交易效率和所持有证券的估

² 套现成本如何计算实际上是一个技术上的难题，因为每只股票的流动性和量价规律是完全不一样的。为简便起见，可以重点考察前二十名重仓股（市值最好超过基金净值的 50%）的套现成本。在计算单个股的套现成本时，需要建立相应的量价互动模型，研究主动性抛盘数量与价格跌幅的线性关系。这是一项艰巨而有意义的工作。目前国内此方面研究成果寥寥无几，泰和基金的电脑选股系统可能有此功能，另外可以借鉴北大朱武祥等关于新增流通股上市对股价影响的研究数据（1999 年《经济研究》）。

值收益率来综合考虑。基金作为一个机构投资者，其收入的实现主要通过证券买卖来完成的，因此用基金收入来除以得到这些收入所进行的交易量，就可以看出基金交易的效率。如果该指标较高，则表明基金管理人所进行的每一次交易均获得了较高的收益，其交易效率也较高；如果该指标较低，则表明基金管理人所进行的每一次交易获得的收益并不高，其交易效率较低。如果某两只基金 A、B 所获得的证券买卖差价收入基本相同，但基金 A 的交易量远大于基金 B，则基金 A 的交易效率指标远小于基金 B，因为基金 A 中有相当一部分交易属于无效或低效交易，除了给租用交易席位的券商创造交易量和佣金收入以外，对基金持有人并无多大好处，相反还增加了基金基金管理人的工作量。这是所有基金管理人在运作基金时必须注意的问题，在买入某种证券前，必须对投资对象进行进行深入地分析。如果不如此，在匆忙投资之后发现判断失误又马上抛出，这种做法与散户无异，不符合基金作为机构投资者所应该具有的理性投资理念。

3.3 关于封闭式基金的投资价值评估

对于封闭型基金的投资者来说，投资价值评估或投资购买基金时的主要依据有：

1、市净率，

即基金价格与基金净值之比。不过对不同基金而言，其市净率并不相同，在某种程度上反映了市场对不同基金未来净值增长预期的不同，投资市净率小的基金并不比投资市净率大的基金风险小。

2、息价率，

即基金分红额与其当前价格之比，它也反映了投资风险，不过该指标是以上年分红额为结算依据的，与市盈率概念类似，不能反映基金的未来成长性，不能反映不同基金在成长性上的差异。

3、投资基金价格的平均周收益率

以价格周增长率与其价格的标准差之比表示，该指标将收益与风险统一进行了考虑，该指标越高越好。

3.4 关于基金公司内部绩效考核的若干问题

基金公司内部考核涉及几个外部业绩评价所不能解决的问题：其一，对基金经理日常操作能力的考核，尤其是重仓股紧急处置能力的考核。如果说外部业绩

评价主要侧重于最后的操作结果，那么内部考核则应注重对操作过程的监控。譬如说某重仓股基本面（因自然灾害或其它不可抗力事件）突然发生了难以预料的变化，股价急剧下挫，此时基金经理的紧急处置能力尤为重要，如何最大程度地减少损失应成为一个考核内容。其二，一个基金公司内部不同类型基金的考核。目前大部分基金公司麾下均管理数只基金，这些基金在契约上一般属于不同类型，但实际操作的结果是，大部分基金操作风格雷同。不过，几只指数基金的操作确实与其他基金不同。而对于鹏华基金管理公司，旗下两只基金普惠与普丰完全属于不同的基金类型，如何进行比较，确实是一个现实问题。我们的建议是：

1、将普惠基金的整体表现与普丰基金非指数操作部分作比较。由于指数操作部分属被动投资，不反映基金经理的主动操作能力，因此不宜作为对比考核的对象。

2、重点考核不同基金的独立选股能力。目前同一基金管理公司旗下的不同基金持股雷同现象比较普遍，由此所带来的问题也是比较明显的，整个基金公司面临流动性风险。基金公司不应该鼓励这种持股雷同的惰性操作行为，应该鼓励基金经理独立选股。因此，在考核时应突出对个性化操作的要求。

4 新基金业绩评价的实证分析

4.1 评价新基金收益率的指标选择及其差异

从严格意义上来讲，直接用净值增长率来评价现阶段我国证券投资基金的收益率是欠妥的，至少是不够全面的。理由如下：首先，基金的资产净值是一种时点指标，反映基金在某一时刻的资产和负债之间的相互关系。对于证券投资基金来说，基金在某一时刻的股票和国债的持仓市值（投资成本+未实现的增（减）值估值）往往要占基金资产净值的90%以上（见表4-1）。由于股市的波动几乎随时发生，因此，基金的持股市值，从而基金资产净值在每一时刻都在发生变化，并呈现出一定的波动性。其次，由于开放式基金随时都要接受投资者的赎回，而

投资者买卖基金单位的价格基本上就等于基金最近公布的资产净值，因此用净值增长率来反映基金的投资收益率比较适用于开放式基金。此外，由于封闭式基金在到期之前不存在因为要接受投资者的赎回而必须变现的压力，因此，此类基金往往会出现资产净值与已实现净收益（等于基金总收入扣除基金费用的剩余部分）不一致甚至出现背离的情形。比如1998年底，五只新基金中，金泰和安信的净值增长率与已实现净收益的明显背离就很突出。

因此，对于封闭式基金的收益率评估最好采用按已实现净收益计算的基金净资产收益率。如考虑到未变现的隐蔽价值部分，还应按照已实现净收益增值估值的合计作为计算基金收益率的依据。对于运作满一个会计年度的基金，由于可能存在上期未分配净收益而结转本年使用的情形，在实际评估时还会采用可分配净收益率指标。

根据 1998 年年报，五只新基金 98 年实现的的净收益排名是金泰最高，为 1.5 亿元；安信第二，为 0.84 亿元；开元第三，为 0.659 亿元；而兴华和裕阳分别为 0.48 亿元和 0.45 亿元，分列第四、五位。由此计算的收益率，金泰和安信均超过了 7%，开元为 3.17%，而兴华和裕阳则只有 2.2%和 2.11%。尽管金泰和安信的收益率比较接近，但它们在 98 年实际运作时间长度差别很大，因此折算成年度收益率之后，两者差距便被拉开，即安信达到 13.55%，位居榜首；金泰则为 8.9%，位居第二；裕阳、开元和兴华分别列后三位，但相互之间差距不太大。

我们注意到，金泰 1998 年末股票投资增值为亏损，因此首先必须用已实现净收益去弥补上述亏损，这样该基金的拟分配收益为 1.07 亿元，与已实现净收益 1.5 亿元就产生了很大的差异；而其余四家基金的拟分配收益却并没有加上上年末股票投资增值的价值。实际上在基金的资产负债表中股票投资按市价计算的增值或减值是一种隐蔽价值，根据《巴塞尔协议》的有关原则，隐蔽价值的高低同样反映了基金经理在报告期的盈利能力。因此我们认为应该将已实现净收益和增值估值的合计作为计算基金收益率的依据，才更能反映属于金融行业的证券投资基金的盈利与收益水平。

表 4-1 新基金的收益率分析（1998）

	金泰	开元	兴华	安信	裕阳
年末基金净资产（万元）	210720	208150	218841	221442	215034

实现净收益（万元）	15002	6599	4811	8405	4533
年末未实现股票投资增值（万元）	-4287	1511	14030	13038	9939
基金收益率（%）	7.12	3.17	2.2	7.59	2.11
折合年度收益率（%）	8.9	3.96	3.09	13.55	4.59
净收益与股票投资增值估值合计（万元）	10715	8110	18841	21443	14472
经调整的基金收益率（%）	5.08	3.89	8.61	9.68	6.73
折合年度收益率（%）	6.35	4.86	12.13	17.28	14.63

资料来源：根据各基金 1998 年年报数据计算。说明：年度收益率的折算是依据各基金实际运作日数占 98 全年股市总交易日数之比推算。

由表 4-1 可知，按已实现净收益和增值估值的合计值排名，安信（2.1 亿元）位居第一，兴华（1.8 亿元）第二，裕阳（1.4 亿元）列第三，金泰（1 亿元）列第四、开元（0.8 亿元）居第五位。依此计算的基金年度收益率，安信达到 17.28%，位居第一；裕阳达到 14.23%，位居第二；兴华为 12.13%，列第三位；金泰 6.35%、开元 4.86%，分列四、五位。这里，兴华和裕阳的收益率排名与上述按净收益和增值估值的合计值排名恰好出现了交错。但表 4-1 的结果表明：按照经过调整的收益率，各基金潜在盈利能力与收益率的排名基本上与它们年末净资产的排名取得了一致。

4.2 各基金 1999 年的绩效的基本评价

1999 年是中国证券投资基金快速发展的一年，到年末共有 22 只基金投入运作，其中 19 只基金公布了年报。为了较全面地评价它们全年的运作绩效，本文同时采用净值增长率和基金净资产收益率两个指标进行评价（表 4-2）。

从年末资产净值来看，19 只基金中，有 15 只高于面值，其中，成立于 1998 年的 5 只基金，年末净值和净值增长率均位居 19 只基金的前 5 名。19 只基金中有 17 只基金（占基金总数的 89.4%）的净值增长率超越了同期深沪大盘的基准收益率（两市大盘指数的综合平均）。

表 4-2 证券投资基金 1999 年收益率评价

基金名称	基金净资产收益率	净值增长率	新股配售贡献度	扣除配售后净值增长	上证涨跌幅	深证涨跌幅	大盘平均涨幅	净值增长率超越大盘的比例	扣配售后净值超越大盘比例	净资产收益率超过大盘比例
开元	18.94%	42.38%	43.13%	24.10%	19.18%	14.28%	16.73%	25.65%	7.37%	2.21%
金泰	13.97%	28.64%	65.96%	9.75%	19.18%	14.28%	16.73%	11.91%	-6.98%	-2.76%
兴华	28.49%	33.17%	54.54%	15.08%	19.18%	14.28%	16.73%	16.44%	-1.65%	11.76%

安信	20.54%	46.79%	42.12%	27.08%	19.18%	14.28%	16.73%	30.06%	10.35%	3.81%
裕阳	26.39%	41.83%	42.98%	23.85%	19.18%	14.28%	16.73%	25.10%	7.12%	9.66%
普惠	19.03%	34.96%	46.28%	18.78%	20.65%	16.53%	18.59%	16.37%	0.19%	0.44%
泰和	2.02%	9.02%	152.99%	-4.78%	13.73%	12.94%	13.33%	-4.31%	-18.11%	-11.31%
同益	14.12%	31.31%	52.44%	14.89%	13.73%	12.94%	13.33%	17.98%	1.56%	0.79%
景宏	15.94%	20.97%	59.99%	8.39%	22.05%	21.84%	21.95%	-0.98%	-13.56%	-6.01%
汉盛	12.95%	22.04%	32.35%	14.91%	22.05%	21.84%	21.95%	0.09%	-7.04%	-9.00%
裕隆	4.85%	8.20% ^a	100.15%	-0.01%	-1.44%	-6.18%	-3.81%	12.01%	3.80%	8.66%
安顺	3.53%	3.74% ^b	210.16%	-4.12%	-1.44%	-6.18%	-3.81%	7.55%	-0.31%	7.34%
兴和	-1.35%	-3.62%	-141.1%	-8.73%	-12.3%	-15.1%	-13.7%	10.12%	5.01%	12.39%
普丰	0.10%	-3.64%	-139.2%	-8.71%	-12.3%	-15.1%	-13.7%	10.10%	5.03%	13.84%
天元	-0.63	-1.40%	-297.1%	-5.56%	-17.0%	-19.5%	-18.3%	16.90%	12.74%	18.30%
金鑫	0.59%	-3.33%	-8.11%	-3.60%	-6.24%	-6.75%	-6.50%	3.17%	2.90%	7.09%
景阳	3.50%	-0.44%	0.00%	-0.44%	-5.72%	-8.97%	-7.35%	6.91%	6.91%	10.85%
景博	6.30%	-0.38%	0.00%	-0.38%	-5.27%	-9.19%	-7.23%	6.85%	6.85%	13.53%
裕元	0.12%	0.83%	0.00%	0.83%	-5.72%	-8.97%	-7.35%	8.18%	8.18%	7.47%
总平均		0.164	0.167	0.064	0.063	0.032	0.048	0.116	0.016	

资料来源：各证券投资基金1999年年报，《中国证券报》，2000年3月25日-30日，
说明：各基金在99年报中所公布的报告期基金净值增长率以及扣除配售新股贡献的净值增长率的计算口径不一致，为了进行多基金比较，本表已对有关数据进行了调整(右上标分别为a、b、c的三处数据)。

但前10只基金的同期大盘是上涨的，其中有8只基金净值增长率超越了同期大盘涨幅；而后9只基金的同期大盘是下跌的，但该9只基金净值跌幅均小于大盘跌幅。从1998年开始，证券投资基金均享受了政府赋予的定向配售新股的优惠政策，由于原有新股发行定价制度决定了新股的一、二级市场定价存在较大的获利空间，定向配售的新股上市流通过后一般都能带来丰厚的利润，这部分盈利对新基金的收益水平往往会产生重要的影响，但这部分收益并不能反映新基金经理真实运作水平，因此基金配售新股对其的贡献一直是颇有争议的。比如，在扣除了配售新股的贡献因素之后，五只最先成立的基金1998年在股票二级市场操作的真实业绩只有金泰和安信盈利，另3只都是亏损。与1998年同期大盘指数高达到2位数的大幅度下跌比较，应该说5只基金还是胜过了市场（见李翔1999a）。在1999年年报中，各基金均明确公布了在扣除配售新股的贡献之后真实的净值增长率，由表4-2可知，仍然有13只基金（占基金总数的68.4%）的真实净值

增长率超越了同期大盘指数的收益率。

19 只基金中除了 4 只基金以外，其余 15 只基金 1999 年均实现了盈利，平均实现净收益 0.1748 元，实际分红为每 100 份基金单位平均派 16.44 元，实际分红占已实现净收益的平均比例达到 91.7%以上。

再从基金净资产收益率的角度考察，19 只基金中仅有 2 只基金因已实现净收益为负值（亏损），导致其净资产收益率为负，其余 17 只 1999 年均实现了盈利。与同期大盘指数相比，有 15 只基金（占基金总数的 78.94%）的净资产收益率均超越了同期大盘指数的收益率。但这里要注意的是，前 10 只处于大盘上涨阶段的基金中有 4 只净资产收益率未能超越同期大盘；而后 9 只基金尽管处于大盘下跌阶段，并且大多数净值增长率为下跌，但净资产收益率均为正（这与净值增长率出现一种背离），并且都超过了同期大盘。原因就在于，1999 年下半年成立的基金虽然“生不逢时”，股市二级市场投资难以获利，但由于基金当年新发行。均有一笔可观的额定发行费用。从而保证了基金至少可以获得微利。

总之，在 1999 年的证券投资运作中，应该认为，新基金普遍取得了良好的业绩，尤其是最早成立的 5 只基金较 1998 年无论是年末资产净值、净值增长率还是实现净收益都有了巨大的提高。

此外，19 只基金的净值增长率呈现出鲜明的层次感，可分为前五只、前十只、增发及指数等四类基金。这四类基金净值增长率分别为 38.56%，31.11%，-3.63%，0.38%，最高与最低相差 42.19%。造成这一差距的原因有：

（一）前十只基金业绩明显高于其他基金。

其原因一是入市点位低，建仓成本小，二是成立时间较早，所获配售收益较多。

其一：前 10 只基金均在 99 年 4 月 30 日前设立完毕，故在 5.19 行情启动前已基本建仓，行情结束后，又适当地调整了投资组合，其业绩也就较为突出。而基金泰和从反面充分地证实了这一论点。基金泰和与基金同益均成立于 1999 年 4 月 8 日，但同益净值增长率达 31.31%，可分配收益率达 18.54%，而基金泰和两项指标仅为 9.02%、2.10%，分别相差 3.47 倍、8.83 倍。据分析，主要原因在于公司成立后，投资理念迟迟未能统一，导致 5.19 行情启动后才大量建仓，满仓的平均成本点高达上证指数 1580 点。

其二：前十只基金成立时间早于其他基金，其所能享受到的配售贡献绝对额也就高于其他基金，从而加大了基金净值的增量。1999年4月30日前基金配售新股总数为18只，一方面，由于设立时间的差异，其所形成的收益除前十只外，其他基金均无缘获取，另一方面，这些新股在两个月冻结期结束时，大多恰逢5.19行情顶部，解冻之时，股价几乎见顶，因此，其所形成的净值贡献远远高于后续增发基金所配新股产生的净值贡献，这些新股仍在冻结时，大盘正持续大幅回调，到年末完成探底。

（二）前5只基金业绩明显好于前10只基金中的后5只。

其主要原因是前五家基金管理公司发育成熟度较后五家公司高。后五只基金在设立时恰逢行情低点，其建仓阶段基本在3—5月间，而前五只基金由于《暂行办法》的限制，其仓位必须保持在一定水准之上，故此，理论上讲后5只基金的投资成本应低于前5只基金。但前5只基金净值增长率为38.56%，而后5家基金该项指标仅为23.66%，相差14.84%。我们认为主要原因在于前5家公司经过两年的实践，在投资和研究的协作、投资决策程序、基金经理权限等问题上都经历了艰难的磨合，在总结经验、教训的基础上，其投资理念日趋成熟，投资风格日渐形成。稳定且相对成熟的选股策略使其效果相对显著。

（三）指数型基金业绩明显低于其他基金。

造成指数型基金1999年的业绩明显低于其他基金其原因是多样的，其中缺乏必要的避险工具是其中重要的原因之一，比如指数型基金设立时间均在5.19行情结束后，正值大势深幅回调，尽管基金管理人对于行情看空也不得不在三个月内建仓完毕，达到《暂行办法》要求，同时，投资时又不得不复制指数以达到契约中有关时间及比例的要求。这就说明在现行模式下，基金业绩与入市时点及设立后大盘走向有极大关系，显示出基金缺乏避险工具，无法规避市场风险，甚至会为了达到《暂行办法》规定的三个月达到投资比例的要求而不得不承担经营亏损。

4.3 基金2000年业绩的风险/收益实证分析

4.3.1 实证分析的有关前提

1、实证分析评价方法选择

根据第3部分的基金业绩评价体系，基金业绩的风险/收益评价方法可以根

据其内涵和对风险的定义划分为三类：（1）不需要风险调整的业绩计量，如平均收益率；（2）基于收益率总体风险（以标准差来衡量）的业绩评价方法，例如夏普比率；（3）基于收益率的系统风险（以 β 值或协方差来衡量）基础上的业绩评价方法，例如 Jensen 模型、Treynor 模型等。考虑到我国基金存在时间比较短，公布的资料也显不足等原因，决定选用累计收益率、夏普比率、詹森（Jensen）模型、特雷纳（Treynor）模型。

2、样本选择和收益率时间距的确定

目前 10 家基金管理公司共管理着 33 只基金，但其中后 11 只基金属于由原来的老基金改制重组的小盘基金，实际运作时间均不满 1 个会计年度，所以我们只是以前 22 只基金作为实证研究的样本。考虑到新基金每周公布一次资产净值的特点，我们选择各基金周资产净值的涨跌幅度作为各基金周收益率样本值。时间期限上我们选择 2000 年全年同时兼顾 1999 年。

3、市场基准组合的选择

由于两市的指数是分开计算的，缺乏综合反映沪深两市股票走势的指数，也缺乏象美国标准·普尔那样的权威性基准指数，给基金业绩评价的基准组合选择带来了一定的难度。目前虽然有一些机构制定了一些指数，如中信指数体系、新汇通基金综合指数，以及 2000 年 4 月底推出的沪市基金指数等，但其权威性尚需市场进一步认可。由于沪深两市属于同类市场，影响两市走势的变量都是相同的。因此，假定两市的 A 股指数走势基本保持一致，两市指数可以大致反映整个 A 股的综合走势。本报告分别以沪市 A 指和深市成分 A 指作为基金评价的市场基准组合。

4、无风险利率的确定

对我国股市而言，无风险利率可以有如下几种选择：①居民储蓄存款利率；②短期国债利率；③国债回购利率。考虑到近年来我国的一些实际情况，如由于我国债券市场并不发达，品种不多等原因，本文难以以国库券收益率作为无风险报酬率，因此选择同期一年期银行定期储蓄存款利率作为无风险报酬率，按 52 周折算为周利率。标准差的计算采用给定样本的标准差。

4.3.2 实证结果与分析

实证评价的结果分别列在表 4-3 和表 4-4 两张表中。表 4-3 给出了各级金全

年总收益率、周平均收益率和收益率波动系数。

表 4—3 22 只证券投资基金 2000 年收益——风险评价（一）

名称	全年总收益率排序	名称	全年总收益率排序	名称	平均周收益率排序	名称	收益率波动系数排序
天元	63.97	天元	63.97	天元	1.067	汉兴	6.648
安顺	59.02	安顺	59.02	开元	1.023	开元	3.677
安信	58.27	安信	58.27	安顺	1.023	裕阳	3.410
开元	58.17	开元	58.17	裕元	1.019	安信	3.334
同益	57.94	深证综指	58.07	安信	1.014	基准	3.318
裕阳	57.89	同益	57.94	裕阳	1.011	兴华	3.315
裕元	54.74	裕阳	57.89	同益	0.992	安顺	3.298
金鑫	52.99	裕元	54.74	汉兴	0.949	普惠	3.088
普丰	52.53	金鑫	52.99	基准	0.925	兴和	2.982
上证综指	51.73	普丰	52.53	金鑫	0.922	景宏	2.905
普惠	48.74	普惠	48.74	普丰	0.913	裕元	2.864
金泰	48.51	金泰	48.51	普惠	0.876	金泰	2.859
汉盛	48.37	汉盛	48.37	金泰	0.866	景阳	2.830
兴和	47.14	兴和	47.14	汉盛	0.860	汉盛	2.705
泰和	45.12	泰和	45.12	兴和	0.851	同益	2.700
兴华	43.84	兴华	43.84	兴华	0.813	金鑫	2.593
同盛	41.79	同盛	41.79	泰和	0.809	天元	2.588
景宏	41.44	景宏	41.44	景宏	0.765	普丰	2.502
汉兴	40.55	汉兴	40.55	同盛	0.756	泰和	2.501
裕隆	40.42	裕隆	40.42	景福	0.754	裕隆	2.483
景福	39.84	景福	39.84	裕隆	0.739	同盛	2.324
景阳	39.51	景阳	39.51	景阳	0.734	景福	2.131
景博	33.17	景博	33.17	景博	0.614	景博	1.806

表 4—4 22 只证券投资基金 2000 年收益——风险评价（二）

名称	贝塔系数	名称	夏普比率	名称	特雷诺比率	名称	詹森指数
基准	1	天元	0.399	景博	1.538	天元	0.423
开元	0.868	同益	0.354	同盛	1.532	裕元	0.398
安顺	0.838	普丰	0.351	天元	1.508	同益	0.352
安信	0.793	裕元	0.344	裕元	1.496	汉兴	0.332
普惠	0.756	金鑫	0.342	普丰	1.415	普丰	0.326
裕阳	0.745	景福	0.337	同益	1.409	裕阳	0.313
泰和	0.715	景博	0.321	汉兴	1.398	同盛	0.302
金鑫	0.709	同盛	0.310	裕隆	1.396	安信	0.273
金泰	0.699	泰和	0.310	裕阳	1.311	金鑫	0.256
兴和	0.691	汉盛	0.305	汉盛	1.279	裕隆	0.255
天元	0.685	安顺	0.300	金鑫	1.252	汉盛	0.250
同益	0.679	安信	0.294	安信	1.235	景博	0.244
景宏	0.667	金泰	0.291	兴华	1.228	安顺	0.241
裕元	0.658	裕阳	0.286	金泰	1.190	开元	0.216
汉兴	0.654	裕隆	0.284	兴和	1.181	兴华	0.214

汉盛	0.646	兴和	0.274	安顺	1.179	金泰	0.209
景福	0.637	普惠	0.272	景阳	1.156	兴和	0.201
兴华	0.634	开元	0.269	开元	1.139	普惠	0.168
普丰	0.621	基准	0.269	景福	1.129	景阳	0.161
景阳	0.605	景宏	0.252	普惠	1.113	景福	0.152
裕隆	0.505	景阳	0.247	景宏	1.095	泰和	0.137
同盛	0.471	兴华	0.235	泰和	1.083	景宏	0.136
景博	0.377	汉兴	0.138	基准	0.891	基准	0.000

从总收益率来看，22 只基金中有 9 只超过上证综指，但其中仅有 4 只超过深证综指；从平均周收益率看，22 只基金中有 8 只高于市场基准，而另外 14 只低于市场基准。可见无论从总收益率还是周平均收益率，能够超过市场基准的基金不足半数。

从收益率的波动系数即风险度看，大多数基金（18 只）的风险均低于市场基准，只有 4 只基金的风险高于市场基准，表明基金的总体风险要小于市场。这一点还可以从各级金的贝塔系数得到验证：22 只基金的贝塔系数均小于 1，但其中绝大多数基金的贝塔系数均分布在 0.6——0.87 之间，仅有 3 只基金在 0.5 以下。这说明各基金管理人在 2000 年的运作从总体上看是逐步趋于更加稳健和保守，表现为各基金的系统风险均普遍低于大盘。

根据王志诚（2000）的研究结果¹，我们给出表 4-5，注意表中的两个样本期有重叠部分，但应认为前一个样本期更主要反映的是 1999 年 5.19 行情之后的市场情况。在这一时期，10 只基金的贝塔系数平均值达到 0.91，其中裕阳、开元的贝塔系数甚至超过了 1，这与 2000 相比，22 只基金的贝塔系数平均值仅为 0.66，并且无一只基金的贝塔系数超过 1。可见各基金在运作初期特别是 1999 年，无论是收益率还是风险水平都相对偏高，但周均收益率的平均值的平均水平 0.75 却明显低于 2000 年的 0.88 平均水平。

表 4-5 两个样本时期基金收益/风险平均水平的比较

基金个数	样本时期	周均收益率的平均值	标准差的平均值	贝塔系数的平均值
10	1999/5/21——2000/6/9	0.7524	3.584	0.9189
22	2000年全年	0.880509	2.979242	0.666045

¹ 王志诚（2000）：“证券投资基金评价的方法和实证研究”，北京大学

表 4-5 的结果则给出了经过风险调整之后的各基金的收益率，从夏普比率来看，22 只基金中只有 4 只低于市场基准，其余 18 只均高于市场基准，此外，所有基金的特雷诺比率及詹森指数均高于市场基准，这说明大多数基金经过风险调整之后的收益都优于市场表现。

对上述指标进行综合比较分析后发现，风险调整后的业绩排序基本上与累计收益率的排序是一样的。笔者计算了上述各项业绩指标与累计收益率的相关系数，结果介于在 0.70 至 0.96 之间，平均值和中位值均为 0.82。这在一定程度上说明了上述指标对我国基金业绩的评价结果基本一致。

根据上述的实证分析，我们可以得出如下结论：

① 上述指标体系可以较好地评价我国基金的业绩情况，对收益和风险均能作出比较确切的反映。与单纯的收益率或收益率加夏普比率评价基金业绩相比较，该指标体系既反映了基金的总体风险，也反映了系统风险，并对取得收益的因素进行了初步的度量，能够全面地反映了基金的业绩。

② 风险调整后业绩指标的总体情况的分析发现，样本期间大部分基金的表现要好于市场，且具有把握市场时机的能力，体现了专家理财的优势；

③ 从基金的标准差和 β 值来看，基金的系统风险要比市场的风险低，有利于稳定市场，也起到了降低投资者投资风险的作用。

4.4 基金业绩评价中存在的障碍

我国的证券市场虽然经过 10 年的发展，但目前还存在许多缺陷，还是一个不太规范的市场，基金的运作过程中还有许多不够完善之处，此外，虽然有《证券投资基金管理暂行办法》对基金的投资行为作出了诸多限制，但《投资基金法》至今还在酝酿之中；其次，由于我国目前的基金都是封闭式的，没有回购的压力，基金的流通性难以评价，基金净值也只是一种帐面价值，所持股票特别是重仓股均存在套现压力。这些因素在进行业绩评价时是难以克服的。

从对基金业绩进行风险——收益评价的角度看，还有一个关键性的技术问题就是评价基金业绩的市场基准究竟应选择什么？长期以来，人们总是习惯将大盘综合指数收益率作为衡量市场平均收益率的市场基准。但自 2000 年以来，随着新股大规模、高速度扩容，两市的综合指数特别是上证综合指数的上涨中新股的增量贡献程度越来越大，导致其作为衡量市场平均收益率的基准存在一定程度

的失真。实际上，随着市场指数不断创新高的同时，不少投资者并没有赚到钱，投资者帐户中的资金并没有连创新高。据多次调查结果表明，中小投资者年终结帐时普遍存在“七亏两平一盈”的状况。之所以会存在这种市场指数不断创新高而许多投资者并没有赚到钱状况呢？原因是多方面的。其中股价综合指数的准确性是非常重要的。

两个市场综合指数的不断创新高究竟意味着什么？首先是部分股价在创新高；其次是部分公司的股票在不断的送股、配股以及转配股的陆续上市；再次就是新股的源源不断的上市。后面二者在计入指数时，虽然都会经过一个校正，但是由于其数量较大，因此对市场指数的走势会产生比较明显的影响。但这个影响到底有多大？目前我们尚未发现国内有人在这方面做过较为系统的研究。

我们将从实证的角度测算 2000 年新股上市对沪、深两市指数的影响程度。首先，关于新股：本文的新股对象为今年 1 月 4 日至 12 月 29 日在沪、深两个市场上市的 A 股公司共 126 家，其中上海 83 家、深圳 43 家。由于今年上海 B 股仅上市一家，深圳 B 股上市仅四家，其上市对沪、深市场的综合指数影响较小，因此在本研究中不包括上述五家 B 股公司。

从理论上讲，我们可以根据综合指数的计算公式（修正后本日股价指数=本日股票市价总值/新基期股票市价总值×100）逐一计算出每个新股上市后对综合指数的影响。但由于样本数太多，同时受篇幅所限，我们并没有采用此研究方法，而是将把样本新股作为一个整体来考虑其对综合指数的影响。

我们将选择样本股的两个时点对其进行取样：一是新股上市的次日收盘价，因为上海、深圳两个交易所均规定新股上市次日才计入指数；二是新股上市至 12 月 29 日的加权平均价。再统计出新股的总股本即可算出所有新股上市后在两个时点的总市值。另一方面我们对综合指数的采样也选择了两个采样点：一是 1 月 4 日的综合指数收盘价、当日市价总值及当日市价流通总值；二是 12 月 29 日的综合指数收盘价、当日市价总值及当日市价流通总值（见表 5）。由于所采取的样本综合指数、市值均已经过修正，而综合指数的变化是因市场市价总值的变化引起，而市价总值变化中新股上市的那部分变化量可以计算出。因此我们可以从新股上市对市价总值的变化初步推算出其对综合指数变化的贡献度。

新股上市对指数贡献度=（新股上市的总市值增量/期间市场市价总值变化量）×（指数变化幅度/市价总值变化幅度）×100%。

表 4-6 2000 年新股上市对沪、深综合指数的贡献度

	时间	对应指数	指数变化	变化幅度 (%)	对应总市值 (亿元)	总市值变化 (亿元)	变化幅度 (%)	新股总值变化 (亿元)	新股贡献度 (%)
上海	01/04	1406.37	667.10	47.43	15005	11926	79.48	4240	21.22
	12/29	2073.47			26931				
深圳	01/04	414.69	221.04	53.30	12258	8902	72.62	1827	15.06
	12/29	635.73			21160				

说明：如果用新股上市次日市价总值替代新股全年总值计算，新股贡献度分别为上海 16.19%、深圳 14.07%。表明新股上市后股价涨跌造成的市价总值的变化远比新股上市本身（全部市值一次性计入指数）对指数的影响小得多。

根据表 4-6，我们发现：上海综合指数今年上涨 47.43%，其中新股上市的贡献度为 21.22%，即上海综合指数今年涨幅的 1/5 强是由新股上市带来的。而深圳综合指数今年上涨 53.3%，其中新股贡献度为 15.06%，即深圳综合指数今年涨幅的 15.06%是由新股上市带来的。可见今年以来，虽然两市场大盘综指迭创新高，但其有相当的成分是来自新股上市的推动，即衡量市场平均收益率的基准——大盘综合指数出现明显的失真。

随着宝钢股份的成功上市及民生银行的成功发行，可以预期从 2001 年开始将会有包括银行、券商、保险等金融机构在内的更多的大盘国企股上市，由于这些企业股本一般都很大，占市场指数的权重就大，今后新股上市对市场综合指数的影响将会越来越大，由于深圳股市的 A 股从第四季度开始几乎已经不再发行，今后的新股基本上都是在上海上市，今后上证综指的“失真”程度将更大。在此情形下，一味要求所有基金等机构投资者的组合投资能够持续跑赢大势或战胜市场实际上是不切实际的。

表 4-7 沪深 B 股与 A 股市值、指数变化情况比较表 (2001/02/19-2001/05/17)
(单位：亿元、点)

两市 A、B 股市值		2001/02/19	B 股占 A 股比例	2001/05/17	B 股占 A 股比例	增幅
市价总值	B 股	589.21	1.29%	1606.79	3.16%	145%
	A 股	45795.95		50881.58		
流通市值	B 股	519.54	3.49%	1389.71	8.18%	134%
	A 股	14853.12		16981.93		
B 股指数	上海	83.20		207.33		149%
	深圳	127.72		396.51		210%

综合指数	上海	1967.55		2194.64		11.5%
	深圳	591.30		653.53		10.5%

由于自 2001 年 2 月下旬，B 股对境内投资者开放。因此必须考察 B 股指数对综合指数的影响。我们将沪、深两个市场 B 股对境内居民开放前后进行比较，即分别选择 2001 年 02 月 19 日和 2001 年 05 月 17 日的 A、B 股有关收盘数据进行分析。其中重点考察深、沪两个市场市价总值的变化情况，因为深、沪两个 A、B 股指数主要是依据该指标计算的（这里我们将深、沪两个市场的市值合并后一同考虑）。可以发现，B 股对境内居民开放前即 2001 年 02 月 19 日深、沪两个市场 B 股的市价总值占当时 A 股的市价总值比例仅为 1.29%，而三个月后即 2001 年 05 月 17 日该比例大幅提升到 3.16%（增幅为 145%），也就是说 B 股对境内居民开放前 B 股指数对 A 股指数的影响大约为一个百分点左右，而对境内居民开放后的三个月该影响上升到三个百分点左右，其影响的速度增长非常快。

同时，如果我们考察沪、深两个市场的流通市值也可以得出近似的结论（比例由 3.49% 上升到 8.18%，增幅为 134%）。我们还可以发现两个市场 B 股占 A 股流通市值的比例明显比占市价总值的比例高，这是因为两个市场 B 股绝大部分都是可流通的。另一方面，2001 年 02 月 19 日和 2001 年 05 月 17 日深、沪两个市场 A、B 股指数的变化也有较大的区别。其中上海 B 股指数上涨 149%、深圳 B 股指数上涨 210%，而同期综合指数上海仅上涨 11.5%，深圳仅上涨 10.5%。这表明深、沪两个市场 B 股指数的上涨对同期综合指数的影响是有限的。

由以上分析我们可以得出下述结论：深、沪两个市场 B 指数的大幅上升对综合指数影响的绝对数并不大，但是其影响的速度增长很快，特别是 B 指数的不断攀升在心理上对综合指数的影响更为重要。而目前所有的证券投资基金的法定投资对象并不包括深沪 B 股，今后随着 B 股对综合指数的影响日益增大，继续用以综合指数的为基础的市场评价基准来评价基金业绩必然会出现“失真”。因此，当务之急就是应结合我国基金的实际情况，构造出新的业绩评价市场基准。当然，关于如何构造出新的更加合理的市场基准的探讨我们拟另文研究。

总之，我们认为，简单依据前面有关基金业绩的几项风险/收益评价指标，对各基金进行综合性的业绩排序并给出各基金相应的“星级”并没有太大的实际意义。相反，我们还将充分结合两年多来各基金的实际运作特点和投资行为进

行实证分析，从而为我们全面地评估证券投资基金提供充分的依据。

5 基金运作和投资行为评价的实证分析

5.1 基金投资理念演变过程评价

两年多来，证券投资基金经理们的投资理念与选股思路经历了从不成熟到逐步走向成熟的演变过程。大体上经过了以下三个阶段：

(一) 初始摸索阶段（1998年第二、三季度）

新基金在这一时期所持有的股票大多数为近年上市的一些绩优型、成长型个股，统计表明，从股本规模来看，基金持股的总股本和流通股的平均规模都比较大，平均总股本规模已近 36000 万股（目前 800 多家上市公司的平均股本规模不足 30000 万股），基金持股的平均流通股规模接近 13000 万股，而上市公司的平均流通股约 8000 万股。同时，部分老牌绩优股和部分超大型国企股如深发展、石炼化、虹桥机场、上海汽车、四川长虹等也成为各基金投资组合的入选品种。

但在 98 年下半年以来深沪股市总体弱市的背景之下，一些业绩已经滑坡、成长性已经显著下降的老牌绩优股和部分超大型国企股，其股价始终得不到市场认同，股价持续低迷或者大幅度下跌。加上当时新基金规模还相对较小，基金持股还难以得到市场的普遍认同。由于缺乏经验，在大势持续低迷的背景下，部分基金对一些大盘股过度控盘持仓反而由于股价的持续下跌给基金造成了较大的不利影响。

(二) 理性回归阶段（1998年第四季度前后）

在 98 年下半年的市场上，一部分流通股本规模适中的、行业前景被看好的绩优高成长的次新科技股逆市上扬，这一事实逐渐引起到部分基金经理的重视。基金经理开始重新调整自己的选股思路，对原投资组合进行了不同程度的调整。比如到 1998 年底，在进入各基金投资组合前十名的 40 只个股中，绩优股尤其是高科技股成为基金首选的对象，其中科技概念股备受基金青睐。

经过大半年的运作，新基金的投资理念呈现出逐步向理性回归的趋势，选股

思路方面，绩优成长是主流原则，但随着市场环境出现新的变化，基金选股从初期的新绩优成长型股、老牌绩优股和部分超大型国企股并重，逐步向以电子通讯、生物医药等成长性被充分看好的、且流通盘适中的绩优股尤其是次新高科技股为主转换和调整。进入 99 年第一季度之后，基金的上述选股趋势不断得到强化，而且同一股票被多家基金持有的情况更加普遍，诸如中兴通讯、东方电子之类的真正具有投资价值的绩优高成长个股将会为越来越多的基金经理所看好，并且此类个股将成为未来新基金选股并投资的最为密集的区域。

（三）独领风骚阶段（1999 年二、三季度）

1999 年的“5.19”井喷行情中，与大部分机构、散户“踏空”形成鲜明对比，新基金依托于一流的研发力量、强大的资金实力和敏锐的市场洞察力，普遍较好地把握了行情的脉搏，及时抓住了市场机遇，取得了可观的投资收益。自 5 月 19 日行情启动截止到 6 月 30 日，两市大盘指数上涨了 60%以上。而 10 只新基金资产净值平均上涨了 40%以上，其中安信、裕阳等的涨幅高达 50%以上，各基金资产净值平均周涨幅除泰和为 2.32%之外，其他新基金一般都在 4.53%—7.81%之间。

曾几何时，基金持股被市场视为“死亡板块”，而在 5.19 行情中，新基金的投资理念独领风骚，以基金重仓股为代表的高科技板块大放光芒，成为最受投资者追捧的主流板块。事实上，新基金尤其是成立较早的基金，经历了市场不同阶段的洗礼，投资理念在日臻成熟，投资风格也在日趋完善，投资策略更加务实，投资组合逐渐灵活。具体可归纳为：

1、基金追求理性投资，高度重视投资理念的培育。

根据市场特点及自身优势逐步确立鲜明的投资理念并坚持不懈，这一基本思路可以说是各基金经理的共识。尽管理念各不相同，但追求理念的偏好却是同一的。因此，基金投资组合中前十名股票变动率和股票换手率都较低。

2、基金投资行业趋同，高新技术股成为投资重点。

绝大多数基金经理在其报告中都明确提出科技、网络、通信、生物等高新技术股是其投资重点。部分基金更是提出市盈率作为工业经济时代的择股标准会被摒弃，“绩优股”的称谓会被“蓝筹股”取代，而成为市场价值中枢的基础。

这一理念在各基金行业投资市值占基金净值的比例构成上得到充分的印证。

该指标显示，19只基金投资的行业构成中电子通讯业市值占基金净值14.01%，比第二位的综合业高出6.26%，19只基金中多达15只的行业构成中电子通讯业位居第一，基金安顺高达27.07%，基金开元、基金天元扣除深圳机场后，也是电子通讯最重，基金汉盛的投资高度集中在能源电力、机械制造和电子通讯上。在这一行业相对轻仓的只有基金泰和，其在交通运输和石油化工上的投资远高过电子通讯。

当然，上述数据一定程度上因计算口径的局限而被夸大。各基金披露时按市值占基金净值的比例计算，而多数电子通讯类股票在报告期截至日的市值远高于成本，其市值涨幅在报告期类通常远大于其他行业股票，故按市值计算必会高估其在投资中的比例。

5.2 新基金选股能力的比较分析与评价

1999年新基金之所以取得了优良的业绩，并普遍战胜了同期市场指数，在很大程度上归功于5.19行情前后的选股上。而衡量选股能力高低有两个标准，对所选上市公司业绩和成长性的预期是否准确；二级市场上股价是否具有投资价值？并且是否能够得到市场的广泛认同。

表 5-1 各基金重仓股的 99 中期业绩及同比成长性平均水平比较

基金名称	每股收益 (元)	净资产收 益率 (%)	每股净资产 (元)	主业收入增 长率 (%)	利润总额增长 率 (%)	净利润增长率 (%)
金泰	0.266	8.55	3.306	93.18	37.65	25.94
开元	0.260	7.69	3.301	27.70	112.34	131.90
兴华	0.198	7.60	2.631	96.85	72.15	71.83
安信	0.303	11.31	2.771	190.26	198.48	192.00
裕阳	0.325	9.70	3.384	40.33	65.55	61.74
普惠	0.250	9.33	2.792	35.17	74.70	75.73
同益	0.342	9.71	3.442	102.17	64.61	74.19
泰和	0.204	6.23	3.158	99.08	147.92	84.96
景宏	0.276	7.98	3.477	41.50	46.68	45.04
汉盛	0.228	8.23	3.035	14.56	233.72	134.43

资料来源：根据各证券投资基金 1999 年 6 月 30 日投资组合与相关上市公司中报整理，1999 年 7-8 月份《中国证券报》等。

结合上市公司 99 年中报数据，对十家新基金的重仓股的业绩和成长性进行比较。从上表各指标的平均水平可看出，安信、裕阳和同益的重仓股每股收益都在 0.30 元以上，净资产收益率以安信的重仓股最高，达到 11.31%，而裕阳和同

益的重仓股也都在 9.7%以上，因此这 3 只基金所选重仓股的平均盈利能力在 10 只新基金中属于最高一类；景宏、金泰、开元和普惠重仓股的平均盈利能力在 10 只新基金中属于中等一类，平均每股收益在 0.25—0.30 元之间；而汉盛、泰和和兴华所选重仓股的平均盈利能力在 10 只新基金中属于最低一类，平均每股收益在 0.20 元上下徘徊。必须说明，上述各基金的平均水平容易受到某些极端值的影响，比如同益的重仓股中由于包含了五粮液，从而使得其平均盈利能力大大提高，甚至超过了安信和裕阳。如果剔除了五粮液，按其余 9 只股票计算，则平均每股收益为 0.27 元，净资产收益率为 9.1%。同样，对其他各基金的分析，也应同样考虑到这种影响。

表 5-2 各基金重仓股按成长性高低分布及介入重组转型股的基本情况

基金名称	99 中期净利润增长幅度 (%)					代表性重组转型股名称
	100 以上	其中：重组转型股	30—100	0-30	负增长	
金泰	1	0	3	2	4	
开元	2	1	3	1	4	青鸟天桥
兴华	3	1	2	3	2	湖南投资
安信	4	2	4	1	1	真空电子、爱使股份
裕阳	3	0	3	3	1	
普惠	2	2	4	3	1	ST 深华宝、渝开发
同益	2	0	6	1	1	
泰和	1	0	3	3	3	
景宏	1	0	4	5	0	
汉盛	1	1	3	2	4	南通机床

资料来源：根据各证券投资基金 1999 年 6 月 30 日投资组合与相关上市公司中报整理，1999 年 7-8 月份《中国证券报》等。

从反映各基金的三项增长率指标来看，我们认为安信重仓股的成长性的总体水平是最高的，三项增长率指标非常一致，并且均高达 190%以上。而其他基金重仓股成长性则相对较复杂。由于各基金重仓股的构成差异性较大，因此反映上市公司成长性的三项同比增长率指标平均水平很容易受到一些由于实施了资产重组而导致净利润、利润总额以及主营收入出现超常规增长的股票的影响。比较典型的如汉盛，由于选择了南通机床，该公司 98 年以来进行了实质性重组，99 年中期主营收入和盈利实现了超常规增长，利润总额增长高达 2335.37%，净利润增长高达 1320%，股票不仅进入了绩优股的行列，还推出了 10 送 10 的分配方

案。但汉盛其它重仓股的成长性三项指标非常一般。具体见表 8-6。

上表中，净利润增长幅度在 100%或者 30%—100%之间的股票个数越多，说明该基金重仓股的平均成长性就越高，而净利润增长幅度 30%以下或者负增长的股票个数越多，说明该基金重仓股的平均成长性就越低。由表中数据可以看出，安信、同益以及裕阳的平均成长性在 10 只新基金中位居前列，而金泰、开元和汉盛的重仓股分别有 4 只净利润出现负增长，因此它们的重仓股的平均成长性被大打折扣。值得注意的是当时基金同益股票组合中有一半属于价值型投资，如重仓持有的深鸿基就应属于一种典型的价值型投资，该股在 5.19 行情启动之前相当长的一段时间内，市净率水平是深沪两市上市股票中最低的，约在 1.5—1.6 左右，远远低于市场平均市净率水平 5.7，此外对五粮液、粤美的等的投资均属此列。

各基金介入重组转型股的态度差异较大：98 年成立的 5 只基金中有 3 只，即安信、兴华和开元较为积极，而金泰和裕阳似乎较为谨慎。99 年投入运作的后 5 只基金中以普惠和汉盛介入重组转型股的态度最为积极，其余 3 只基金介入较少。表中所列的代表性重组转型股有 7 只，均属于实施了实质性资产重组后 99 中期盈利能力大幅度增长（如 ST 深华宝、渝开发真空电子湖南投资）甚至超常规增长（如南通机床、爱使股份和青鸟天桥）。

结合上市公司 1999 年报，基金选股注重业绩与成长性的趋势则更为明显：在全部上市公司每股收益排名前 50 强，即每股收益超过 0.56 元的个股中³，据不完全统计，至少有 40%以上的属于基金重仓股，其中包括诸如环保股份、风华高科、东大阿派、长城电脑、清华同方、深圳机场、南京高科、乐凯胶片、粤美的、五粮液、深康佳等被大多数基金长期重仓持有的股票。由此可见，随着市场环境的不不断变化，各基金在不同的市场阶段虽然对持股结构与仓位有所调整，但“绩优高成长+长期持有”这一新基金选股与持股的主流趋势在当时实际上还没有产生根本性的动摇。

5.3 基金组合投资策略实际运用效果的评价

市场上的通行做法一般是采用股市大盘指数的收益率来作为市场收益率的依据。在我国，目前衡量股市的主要指标就是股价综合指数。从目前深沪市场的

³ 参见《中国证券报》2000 年 4 月 29 日第二版。

实际情况来看，上证综合指数和深证综合指数较具有代表性，其中上证综合指数在大多数情况下被用作衡量市场收益率的标准。但问题是，在中国股票市场投资者结构处于机构化转轨时期，组合投资策略的有效性究竟如何？，即传统意义上的组合投资究竟能否持续“跑赢大势”或战胜市场？

市场一般是将基金在一定阶段的资产净值涨跌幅度与同期股市的市场收益率进行对比来判断基金的组合投资是否战胜了市场，从而对各基金运作绩效作出评价。由于 11 只小盘基金实际运作时间不满 1 个完整的会计年度，故将它们剔除。以下我们对实际运作时间满 1 个会计年度的 22 只基金进行分析。

表 5-3 列示了 22 只基金 2000 全年净值涨幅和同期上证综指、深证综指涨幅的对比，可以发现，只有 9 只基金净值涨幅超过了上证综指，而其中仅有 4 只基金（占 22 只基金总数还不到五分之一），它们分别是由华安基金公司和南方基金公司管理的安信、安顺和开元、天元 4 只基金净值累计涨幅既超过了同期上证综指，又超过了同期深证综指，可以说是真正跑赢大势。可见，从 2000 年近一年的时间上看，只有少数基金组合投资能够战胜市场，大多数基金的组合投资实际上并没能跑赢大势。

从市场的各个阶段上看，上述规律同样存在。表 5-4 给出了 10 只基金 1999 年的 5.19 行情启动之后，在市场的不同阶段的净值涨跌与同期上证综合指数收益率的对比；我们发现，在 1999 年以基金为主导的 5.19 行情主升段 5 月 21 日至 6 月 30 日期间，10 只规模各为 20 亿元的基金的净值涨幅平均为 40.1%，落后于同期上证综指涨幅约 4.45 个百分点。而这 10 只基金中仅有安信和裕阳 2 只基金（占总数的 20%）的净值涨幅超过了大盘指数涨幅，即战胜了市场。而其余 8 只基金均落后于市场。但在 1999 年，基金均享受了定向配售新股的优惠政策，据测算，定向配售新股对基金净值的贡献平均约为 0.20 元左右，而成立越早的基金，新股贡献越大。因此，如果剔除定向配售新股贡献，则基金净值涨幅就更低。而能够战胜市场的基金就更少。在随后的股市大盘处于高位震荡的 6 月 30 日到 9 月 10 日时段以及大盘持续下跌的 9 月 10 日到 11 月 5 日时段，我们发现各基金的净值表现出明显的抗跌性，即基金净值跌幅要小于大盘指数的跌幅。在年底之前的大盘反弹行情（11 月 5 日到 12 月 31 日期间）中，各基金的净值涨幅均落后于大盘，无一能够超过市场。

基金组合投资的上述特征或规律在 2000 年的不同市场阶段继续得到体现。在 1 月 4 日至 2 月 18 日的以网络股行情为主流的“牛市”阶段，20 只基金的净值平均涨幅不到 14%，落后同期上证综指涨幅约 4.63 个百分点。其中只有开元、裕元和景阳 3 基金（仅占 20 只基金的 15%）净值涨幅超过了大盘，其余各基金均落后于大盘，当然其中安信、安顺、景宏、裕阳、裕隆、金泰、金鑫、天元的净值涨幅与大盘的差距在 5 个百分点以内。这表明绝大多数基金的组合投资实际上并没能成功地把握住年初第一波网络科技股行情。

在 2000 年股市的第二波主升阶段，即从 3 月 17 日到 8 月 25 日的近半年的时间内，22 只基金的净值平均涨幅为 18.12%，落后于同期大盘指数的差距由第一波时的 4.63 个百分点扩大到 7.68 个百分点。而 22 只基金的股票投资平均仓位在第二、第三季度的变化特征表现为持续减仓（表 5-6），尤其是第二季度由 73.39% 下降到 66.445%，下降了近 7 个百分点，但上证综指在第二季度连创历史新高。在第三季度的前一个多月，上证综指仍迭创新高，并在 8 月 22 日创下了 2114.52 点的历史高点。

表 5-3 22 只基金 2000 年全年净值总增长率

基金名称	单位初值	全年总收益率 (%)	基金名称	单位初值	全年总收益率 (%)
基金安信	1.2436	58.26632	基金兴华	1.0218	43.84014
基金开元	1.1645	58.1673	基金景宏	1.0347	41.44057
基金裕阳	1.1052	57.88778	基金普丰	0.9636	52.53217
基金同益	1.1461	57.93561	基金金鑫	0.9667	52.99472
基金金泰	1.1023	48.51151	基金景阳	1.0024	39.5094
基金普惠	1.1176	48.7395	基金景博	1.0056	33.16986
基金安顺	1.0024	59.01836	基金兴和	0.9638	47.14182
基金裕隆	1.0316	40.41512	基金泰和	1.0682	45.12264
基金汉盛	1.0704	48.37444	基金同盛	1.0013	41.78568
基金裕元	1.0002	54.73851	基金汉兴	1.0072	40.54767
基金天元	0.986	63.97021	基金景福	1.0075	39.84084
同期上证综指		51.73	同期深证综指		58.07

可见在第二波主升阶段，22 只基金从总体上讲，在大盘迭创新高、市场不断产生新的热点板块的背景之下，大多数基金由于对大势的判断与市场实际演变趋势完全背离，因此采取持续减仓的谨慎投资策略也就在情理之中，更谈不上能够有效跟上层出不穷的新的市场热点。

表 5-4 1999 年主要市场阶段 10 只基金净值涨幅与市场收益率比较

基金名称	净值涨幅(%)	净值涨幅与	净值涨幅(%)	净值涨幅与	净值涨幅(%)	净值涨幅与	净值涨幅(%)	净值涨幅与
	5.21-6.30	大盘指数涨	6.30-9.10	大盘指数涨	9.10-11.5	大盘指数涨	11.5-12.31	大盘指数涨
		幅差额		幅差额		幅差额		幅差额
金泰	33.79	-10.76	5.42	7.166	-9.54	3.76	-0.91	-4.73
开元	44.36	-0.19	4.85	6.596	-9.89	3.41	2.42	-1.4
兴华	43.53	-1.02	1.24	2.986	-8.24	5.06	-0.35	-4.17
安信	51	6.45	6.89	8.636	-10.67	2.63	-0.61	-4.43
裕阳	58.07	13.52	-3.32	-1.574	-13	0.3	3.52	-0.3
普惠	41.95	-2.6	-1.44	0.306	-8.41	4.89	0.9	-2.92
同益	34.89	-9.66	4.55	6.296	-8.37	4.93	-0.098	-3.918
泰和	17.13	-27.42	2.7	4.446	-9.38	3.92	-1.4	-5.22
景宏	37.49	-7.06	-3.66	-1.914	-10.53	2.77	-0.25	-4.07
汉盛	38.77	-5.78	-1.93	-0.184	-11.14	2.16	-1.48	-5.3
10只基金平均	40.1	-4.45	1.53	3.276	-9.9	3.4	0.17	-3.65
同期上证综指	44.55		-1.746		-13.3		3.82	
同期深证综指	49.63		-4.15		-12.91		-6.37	

注：在进行不同时段基金资产净值比较时已对基金分红因素进行了必要的调整。（下同）。

表 5-5 2000 年主要市场阶段 22 只基金净值涨跌幅度与市场收益率比较

基金名称	净值涨幅(%)	净值涨幅与	净值涨幅(%)	净值涨幅与	净值涨幅(%)	净值涨幅与	净值涨幅(%)	净值涨幅与	净值涨幅(%)	净值涨幅与
	1.7 — 2.18	大盘指数涨幅差额	2.18 — 3.17	大盘指数涨幅差额	3.17 — 8.25	大盘指数涨幅差额	8.25 — 9.29	大盘指数涨幅差额	9.29 — 11.17	大盘指数涨幅差额
金泰	14.09	-4.5	3.27	3.84	15.45	-10.35	-5.6	2.82	5.75	-3.84
开元	24.8	6.19	-2.34	-1.77	15.43	-10.37	-4.19	4.26	4.25	-5.34
兴华	10.05	-8.55	2.79	3.36	14.10	-11.71	-4.57	3.88	5.29	-4.29
安信	15.12	-3.48	4.46	5.03	12.37	-13.43	-5.84	2.61	8.074	-1.51
裕阳	16.54	-2.06	2.68	3.25	14.35	-11.45	-4.13	4.32	4.964	-4.63
普惠	7.60	-11.00	1.049	1.619	23.67	-2.13	-5.22	3.24	5.981	-3.61
同益	8.80	-9.804	3.69	4.26	21.85	-3.95	-4.36	4.08	5.26	-4.32
泰和	8.9	-9.7	0.257	0.827	21.13	-4.67	-6.79	1.66	5.926	-3.66
景宏	15.26	-3.34	-0.82	-0.254	9.528	-16.28	-4.21	4.24	7.30	-2.28
汉盛	13.16	-5.44	1.018	1.58	13.16	-12.64	-3.61	4.84	6.67	-2.91
裕隆	15.56	-3.04	2.57	3.14	17.54	-8.26	-5.62	2.83	5.69	-3.89
安顺	14.41	-4.19	2.49	3.06	19.53	-6.27	-5.21	3.251	8.7	-0.889
普丰	9.81	-8.79	1.76	2.33	26.61	0.801	-5.28	3.178	6.18	-3.40
兴和	12.72	-5.88	2.874	3.44	17.3	-8.505	-5.44	3.02	5.96	-3.62
天元	17.41	-1.20	2.818	3.38	21.02	-4.78	-2.75	5.702	3.30	-6.28
景阳	25.13	6.52	-1.41	-0.84	8.292	-17.51	-4.53	3.92	7.45	-2.13
裕元	19.39	0.78	1.11	1.67	20.92	-4.88	-5.71	2.74	5.559	-4.03
景博	10.13	-8.47	2.492	3.062	19.2	-6.61	-4.12	4.335	6.36	-3.22
金鑫	14.43	-4.17	-2.65	-2.082	27.47	1.67	-5.73	2.727	6.52	-3.06
同盛	6.19	-12.41	2.178	2.74	23.58	-2.221	-4.55	3.91	5.71	-3.88
汉兴			1.87	2.44	12.6	-13.20	-4.84	3.611	6.733	-2.85
景福			-5.46	-4.89	23.59	-2.217	-3.4	5.059	7.95	-1.64

22只基金平均	13.98	-4.63	1.21	1.78	18.12	-7.68	-5.16	3.3	6.16	-3.43
上证综指	18.61		-0.57		25.81		-8.46		9.59	
深证综指	25.15		-1.27		24.19		-7.22		9.08	

表 5-6 2000 年前三个季度末各基金股票投资仓位及变化特征 (%)

基金名称	2000-3-31	2000-6-30	2000-9-30	变化特征
金泰	85.72	66.93	71.54	先减后增
开元	73.62	75.38	69.66	先增后减
兴华	93.01	76.12	73	持续减仓
安信	68.36	74.7	65.08	先增后减
裕阳	78.18	71.48	75.4	先减后增
普惠	82.66	69.54	69.34	先减后平
同益	80.96	66.87	66.93	先减后平
泰和	76.38	70.22	77.11	先减后增
景宏	78.22	71.35	68.92	持续减仓
汉盛	78.15	63.89	67.92	先减后增
裕隆	75.28	75.17	72.24	先平后减
安顺	61.31	73.43	63.3	先增后减
普丰	30.83	44.3	39.34	先增后减
兴和	78.74	45.99	42.36	持续减仓
天元	77.39	77.81	66.79	先增后减
景阳	78.37	61.76	66.43	先减后增
裕元	74.41	62.8	67.95	先减后增
景博	71.2	68.99	69.33	先减后增
金鑫	71.82	66.77	71.87	先减后增
同盛	74.91	68.78	66.78	先减后平
汉兴	75.28	68.25	66.71	先减后增
景福	49.93	41.26	33.86	持续减仓
平均	73.39	66.445	65.08	持续减仓

这是导致在这一阶段几乎所有 22 只基金组合投资都没能战胜市场的主要原因。此外,管理层于 5 月下旬正式废除了基金定向配售新股的特权,从而下半年以来,基金已无法再直接享受到新股一、二级市场巨大价差利润,在很大程度上制约了基金净值水平的提高。

值得注意的是,在这一阶段,网络股及高科技股持股较为集中的金泰、裕阳、安信、开元、兴华、汉盛的净值涨幅落后与大盘的差距已扩大到 10 个百分点以上;网络股持股程度高度集中的景宏、景阳和甚至达到 16—17%。相反,持股相对分散的泰和、普惠、同益以及几个优化指数基金普丰、天元、景福等虽然未能战胜市场,但与大盘指数涨幅的差距明显要小得多。这与这一阶段大盘国企股及

中低价大盘重组股先后成为市场的主流热点板块有直接关系。在 2000 年市场的第三波上升阶段（9 月 29 日—11 月 17 日），各基金净值涨幅还是没有超过大盘。

在市场处于高位震荡阶段（2 月 18 日—3 月 17 日），深沪两市综指分别下跌了 1.27%和 0.57%，而各基金净值平均上涨 1.21%；当股市处于持续下跌阶段（8 月 25 日—9 月 29 日），深沪两市综指分别下跌了 7.22%和 8.46%，各基金净值平均下跌了 5.16%，比大势平均少跌约 3.3 个百分点。目前许多市场人士正是基于这一理由认为基金的组合投资在跌势中是战胜了市场，我们不同意这种观点。理由一是，所谓战胜市场的前提应该是投资必须获利，即收益率必须为正。如果收益率为负，无论其幅度大于还是小于大盘，都无从谈起是否战胜了市场。二是，在市场处于跌势中，基金的净值跌幅往往要小于大盘波动幅度，从而表现出明显的抗跌性，这一特性实际上是组合投资的本质特性所决定的。从组合投资的理论上讲，任何一种组合投资都具有这一特性，并非说明基金经理都具有“在跌势中能战胜市场”的特殊才能。

5.4 基金投资方式和投资策略的演变

正因为大多数基金的组合投资策略实际运作结果是难以持续战胜市场，所以两年多来，新基金的管理人在投资方式和投资策略的运用方面，并不是也不可能是一成不变的，而是要随着市场的发展变化而进行必要的演变和转换，即在坚持中长线持股的同时，如何根据大势变化对所持股票进行必要的增持、减持或者更换的调整。在在投资策略的转换、调整与投资战术的具体运用方面，各基金在不同的时期的表现和由此产生的效果是不同的。

实际上自 1998 年第四季度以来，当时最早的 5 只新基金都不断根据大势变化对所持股票进行必要的增持、减持或者更换的调整，兴华的调整幅度最大，有 5 只老股票被更换，新增持了同仁堂、国风塑业、新钢钒、天坛生物和中视股份 5 只个股。与此同时另外四家基金投资组合都有不同程度的调整：如开元有 4 只股票调整出局，新增持了东方电子和 ST 湘中意；安信将 3 只老股票剔除，而新增持了中青旅、航天机电和太极集团 3 个股；裕阳将四川美丰和许继电气 2 只股票调整出局，而新增持了南京高科与深科技；金泰则将华光科技和益鑫泰剔除而新增持了深科技等等。可见，这一时期，在投资策略的转换、调整与投资战术运用方面，安信、兴华及裕阳表现得较为主动和灵活，开元显得较为被动，金泰则

变化不大。比较而言，兴华在激进和保守之间的转换过于频繁、对部分重仓股票的投资事先并没有充分的研究作支持，反而控盘倾向和追涨杀跌的短线行为较明显。裕阳在某些方面与兴华有点接近，如投资的行业更加集中，在某些个股上控盘持仓的意向更加明显一些，但其积极管理型的投资风格始终如一；而安信在大举建仓的同时又不失稳健、理性和温和，同时其精心选股、中长期投资的积极管理型风格一直没有轻易改变。而开元和金泰在不同阶段都不同程度对其原来的投资风格进行了调整和改变。

1999年，在经过5.19行情的大幅上涨之后，截止到6月30日，大多数基金持股市值中积蓄了高额的帐面盈利，比如裕阳和安信均达到了9.5亿元以上，开元达到7.9亿元，兴华达到5.9亿元，金泰有6亿元，普惠和汉盛分别都在7亿元以上。与此同时，各基金的股票仓位都非常高，十只基金的平均仓位竟高达80.67%。在这种状况之下，在1999年的下半年究竟应采取什么样的投资策略已经成为各基金管理人面临的重大课题，简单而言，就是究竟应该减持，还是基本维持原持仓位不变？而基金经理选择不同的投资策略取决于其对下半年股市大势的判断，同时也会对市场造成不同程度的影响。

各基金披露的有关公开信息表明各基金在1999年下半年基本上是以不断减持和套现涨幅巨大的股票，同时积极调整持股结构为主的投资策略。在过去的第三季度，各基金实际上都顺应了大盘持续调整的总趋势，纷纷在进行减仓操作以有效控制风险。各基金对高科技龙头股和的成功减持的事实说明基金经理及时顺应股市演变规律减持重仓股已经是一种无法回避的选择。只不过由于配售新股数量的不断加盟，才得以使得基金最新投资组合的股票投资看似“满仓操作”。实际上，截止到1999年第四季度末，除了金泰和泰和的股票仓位比第2季度末略有增加之外，其余8只基金都有程度不同的下降，平均下降近10个百分点。与此同时，部分基金开始积极挖掘并增持具有网络题材或者潜在电子商务概念的股票则反映了基金经理对未来可能形成的市场热点一种预期。

表 5-7a 十基金股票投资占资产净值的比例及其变化 (%)

	金泰	开元	兴华	安信	裕阳	普惠	泰和	同益	景宏	汉盛	平均
1999-6-30	72.09	77.92	78.77	79.06	78.72	78.92	76.47	83.96	92.77	88.08	80.67
1999-12-32	74.59	73.51	67.03	75.31	70.73	72.52	77.24	65.72	74.84	61	71.2
增减	2.5	-4.41	-11.74	-3.75	-7.99	-6.4	0.77	-18.24	-17.93	-27.08	9.42

资料来源：根据各证券投资基金1999年6月30日和12月30日投资组合以及1999年报资

料整理，1999年7-8月份，2000年3月份《中国证券报》等。（下同）

表 5-7b 新基金 1999 年第二、四季度末证券持仓状况与基金资产净值比较

	开元		裕阳		兴华	
	6-30	12-31	6-30	12-31	6-30	12-31
股票投资成本	152647.05	178271.6	174494.9	190973.5	183522	187458
股票投资增值估计	79196.21	33367.4	95893.2	20517.8	59515.6	3971.2
债券投资成本	22782.14	57764.27	58938.6	61025.2		57672
债券投资增值估计	-117.7	-608.94	-2725.03	-744.4		241.8
证券投资市值（以上4项合计）	254559.582	268794.33	326656.6	271772.1	243037	249343
证券投资市值占基金资产净值（%）	85.55	93.36	95.09	90.88	78.77	87.31
基金资产净值	297537.48	287889.63	343502.1	299032.3	308504	285565
每份基金资产净值（元）	1.4877	1.43944815	1.717511	1.4951615	1.54252	1.4278

说明：表中除特别表明之外，单位均为万元，下同。

从各基金 1999 年的收益构成表也可看出，最早成立的 5 只基金的证券买卖价差收入占总收益的比重较 1998 年也是大幅度上升，各基金收入构成中，证券买卖价差收入特别是股票买卖价差收入占 90%以上。此外，各基金在下半年实现的股票买卖价差收益均明显高于上半年，比如金泰的股票买卖价差收入下半年为上半年的近 4 倍，而开元、汉盛和普惠均在 2 倍以上，表明这 4 只基金在下半年减持和套现股票的愿望和行为都非常强烈，持股结构的调整幅度也非常大；从各基金的变现率（即下半年已实现的股票买卖价差收益占 6 月 30 日未实现的股票投资帐面盈利的比例看），金泰与开元均超过了 50%，即该二基金在下半年实际上已将其在上半年所取得的帐面盈利的一半变现。汉盛和普惠在下半年则分别将它们在上半年所取得的帐面盈利的 31%和 44%予以变现。裕阳和兴华下半年实现的股票买卖价差收入均为上半年的 70%左右，安信则为上半年的 95%左右，但兴华下半年实现的股票买卖价差收益占其上半年所取得的帐面盈利的比例接近 60%，裕阳和安信均为 1/3 左右（表 5-8a）。

表 5-7c 新基金 1999 年第二、四季度末证券持仓状况与基金资产净值比较

	安信		汉盛		普惠		金泰	
	6-30	12-31	6-30	12-31	6-30	12-31	6-30	12-31
股票投资成本	165385.6	186694.7	177602.8	162320.2	156979	177221.8	136894.1	175466
股票投资增值估计	95127.6	48824.9	72825.9	12878.47	76893.5	18517	60532.6	17313
债券投资成本	29624.6	63124.4	1000	58120.5	61444	54525.6	65657.9	51625.8

债券投资增值估计	-2095.2	-342.5		-484.9	-645.09	21.8	72.63	-162.6
证券投资市值（以上4项合计）	288100.1	298301.5	251469.7	232834.3	294720.4	250286.2	263201.4	244242.2
证券投资市值占基金资产净值（%）	87.43	95.38	88.24	95.39	99.45	92.72	96.1	94.49
基金资产净值	329495.1	312724.6	284970.2	244081.8	296333.9	269910.2	273870.1	258467
每份基金资产净值（元）	1.6475	1.563623	1.424851	1.220409	1.48167	1.3496	1.3694	1.2923

表 5-8a 新基金 1999 年上下半年收益构成比较

	开元		裕阳		兴华	
	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年
基金收入	20774.3	40766.75	53049.3	33222.2	51585.2	36498.77
证券买卖差价收入	19083.4	38638.6	48849.34	32757.16	49309.58	35928.42
其中：股票	19083.4	39103	47120.3	34795.1	48258.7	35156.2
债券		-464.4	1729.04	-2037.94	1050.88	-470.28
实现净收益	17860.1	36672.28	50000	28925.6	48577.33	32363.16
每单位实现净收益（元）	0.089	0.18	0.25	0.14	0.24	0.16

	金泰		安信		汉盛		普惠	
	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年
基金收入	10970.9	31801.1	39564.56	32363.95	12382.4	23784.8	22887.6	35175.6
证券买卖差价收入	9735.71	30984.29	35860.97	31899.19	9687	22788.2	15947	32386.53
其中：股票	7743.74	30908.96	35185.5	33440.86	10139.3	22788.3	14134.6	34206.7
债券	1991.9	75.4	675.47	-1541.67	-452.3	0	1812.3	-1820.07
实现净收益	8062.8	28051.9	36458.1	27779.5	11507.5	20180.7	20085.5	31285.8
每单位实现净收益（元）	0.04	0.14	0.18	0.14	0.057	0.093	0.1	0.15

表 5-8b 1999 年各基金下半年与上半年实现收入之比与投资策略运作效果

项目	开元	裕阳	兴华	金泰	安信	汉盛	普惠
基金收入	1.96	0.62	0.70	2.89	0.82	1.92	1.53
证券买卖差价收入	2.02	0.67	0.73	3.18	0.88	2.35	2.03
股票	2.04	0.73	0.73	3.99	0.95	2.24	2.42
本期净收益	2.0552	0.57	0.66	3.47	0.76	1.75	1.56
每股净收益	2.05	0.57	0.66	3.5	0.77	1.63	1.5
变现率（%）	51.4	36.28	59.07	51.06	35.15	31.29	44.48
变现代价	-0.2467	-1.27	-0.65	-0.49	-0.50	-1.79	-0.77
基金资产净值损失(万元)	-9647.85	-44469.8	-22939	-15403.1	-16770.5	-40888.4	-26423.7

总之，上述 7 只基金在 1999 年下半年的投资操作策略就是以不断减持和套现股票为主，并及时根据市场变化情况积极调整原来的投资组合与持股结构。从

程度上看，开元、金泰和兴华的幅度较大，其次为成立时间相对较短的汉盛和普惠，而裕阳和安信在上半年和下半年的的变现和调整持股结构的行为相对均衡一些，这也反映了该二基金管理人对于其原有的持股结构特别是重仓股组合的市场表现较为满意，对于所选择的重仓股未来发展前景充满自信。

但是，对于封闭式基金来说，由于股票持仓市值往往要占基金资产净值的90%以上，因此，基金净值的高低和变现股票投资的帐面利润之间往往是存在矛盾的，作为管理着大资金的机构投资者，基金的持股仓位一般都较大，在股市成交相对清淡甚至持续低迷的阶段，基金经理对某一股票的大规模减持实际上是很难同时阻止股价的下跌，而股价的持续下跌势必导致基金净值的减少。也就是说，在大势趋弱的背景之下，基金经理通过卖出股票来套现帐面利润的行为必然是要以基金净值的损失为代价的。这里，本文构造一个指标，即变现代价指标，它等于同期基金资产净值损失额与同期变现股票帐面利润与之比，反映基金经理实现每单位股票帐面利润所付出的净值损失。该指标越小，说明基金由于变现而付出的净值损失越小，变现策略的实施效果就较为理想。或者是基金的投资组合特别是重仓股组合流动性较好，市场认同性较高，抗跌性较强。

从表 5-8b 可知，开元的变现代价最小，为 0.2467，即开元每变现 1 元的盈利，基金约净值损失 0.25 元左右；其次为金泰和安信，变现代价均为 0.5 左右；兴华为 0.65，普惠则为 0.77；值得注意的是裕阳和汉盛的变现代价分别高达 1.27 和 1.79，即这两只基金在 1999 年下半年中，由于变现股票而导致基金资产净值的损失代价要远大于变现所获得的收益。

上述实证分析的主要结果可以归纳如下：

1、新股配售对基金净值提升的贡献较高。扣除此因素后，1999 年大多数基金净值增长仍超越大盘，但 2000 年这一趋势已有所减弱。相同的配售政策和备选新股产生了完全不同的配售贡献，可见，新股配售政策的运用充分体现了各基金投资策略和选股技巧的差异。

2、基金成立时间早晚和入市点位对基金业绩的增长具有显著的影响。成立较早的基金投资和运作的经验较丰富，发育成熟度较高；其次，成立较早的基金所能享受到的配售贡献绝对额也就高于其他基金，从而加大了基金净值的增量；第三、前十只基金由于成立时间较早，入市点位低，建仓成本小，它们中的绝大

多数在 5.19 行情启动前或启动初期已基本建仓，行情结束后，又适当地调整了投资组合，其业绩也就较为突出。

3、基金投资行业趋同，高新技术股成为投资重点。绝大多数基金经理在其报告中都明确提出科技、网络、通信、生物等高新技术股是其投资重点。部分基金更是提出市盈率作为工业经济时代的择股标准会被摒弃，“绩优股”的称谓会被“蓝筹股”取代，而成为市场价值中枢的基础。在重仓股的选择过程中，安信、同益和裕阳等似乎更加注重对上市公司的业绩和成长性的预测研究，而普惠和汉盛等较大程度地介入重组转型股的投资。比较而言，安信在注重业绩、成长性和介入重组转型股两方面都较为协调和有机统一。

4、各基金追求理性投资，高度重视投资理念的培育。这一基本思路可以说是各基金经理的共识。尽管理念各不相同，但追求理念的偏好却是同一的。与此同时，基金经理在坚持“成长是金，理性为真”的基本投资理念前提之下，通过精心研究而提高自身的选股能力，及时根据市场的变化而采取积极主动的投资策略才是战胜市场的关键所在。但在全部上市公司 1999 年每股收益排名前 50 强，即每股收益超过 0.56 元的个股中，据不完全统计，至少有 40% 以上的属于基金重仓股，随着市场环境的不不断变化，各基金在不同的市场阶段虽然对持股结构与仓位有所调整，但“绩优高成长加长期持有”这一新基金选股与持股的主流趋势实际上并没有产生根本性的动摇。

5、1999 年，绝大多数新基金的收益率超过了大盘指数的收益率，各基金平均同期大盘涨跌幅为 4.788%，而 19 只基金可分配收益率为 10.144%，平均每基金单位分红 0.13 元，基金净值增长率为 16.494%，超越大盘 11.706%。但从 2000 年近一年的时间上看，只有一部分基金组合投资能够战胜市场，大多数基金的组合投资实际上并没能跑赢大势。

6、在现阶段的中国股市中，大资金（如基金）的组合投资的收益率，从总体上而言是难以持久或长期超过市场平均收益率，能够持续跑赢大盘的只能是极少数，而大多数组合投资将不可能持续跑赢大势⁴。组合投资的最突出特点是，当市场处于“熊市”或震荡市中，具有较明显的抵御风险的特征；而当市场处于

⁴在成熟市场中，这一规律同样存在。根据波涛（1999）对美国 1938 只开放式基金的统计，在 1992—1997 年底的 6 年期间，美国股市处于强劲牛市，但几乎绝大部分开放式基金（占 95% 以上）的表现都没能跑赢大盘指数。

“牛市”，通过组合投资难于获得高水平的收益率，更难以长期战胜市场。

7、各基金在 1999 年下半年顺应股市演变规律减持重仓股实际上是一种规避大盘系统风险的主动性选择。但对于封闭式基金来说，基金净值的高低和变现股票投资的帐面利润之间往往是存在矛盾的，在大势趋弱的背景之下，基金经理通过卖出股票来套现帐面利润的行为必然是要以基金净值的损失为代价的。因此，变现代价指标越小，说明基金由于变现而付出的净值损失越小，变现策略的实施效果就较为理想。或者意味着基金重仓股组合的流动性较好，市场认同性较高，抗跌性较强。

8、从各基金年报所披露的内部监察报告来看，10 家公司均充分意识到了规范经营、风险管理的重要性，均已建立了较为完善的内部控制制度，形成了不同部门，不同岗位之间的制衡机制。尤其是针对性地建立了对不当关联交易、内幕交易及违规交叉交易的防范机制。

6 基金投资行为与资本市场理论的比较及评价

与成熟市场相比，处于经济转轨进程中的中国资本市场不仅总体规模较小，而且整个市场的投资者结构中，机构投资者所占比例很低，而规范化的投资基金所占比例就更低，证券市场的定价效率和运行效率都有待进一步提高。西方成熟市场关于投资基金运作的有关理论是否同样也适合处于转轨经济中的中国投资基金？有效市场理论对于中国资本市场是否同样具有“有效性”？这些都是值得研究的问题。

6.1 经典组合投资理论与基金投资行为的现实选择

6.1.1 经典组合投资理论的局限性

现代投资组合理论的创立被誉为金融理论的一场科学革命。在现代投资组合理论出现之前，传统投资组合理论的基本概念是，投资于多种资产或证券就可以达到分散风险，获取投资收益的目的。现代投资组合理论改变了这一观念，并对传统投资组合理论进行了科学的修正与完善。但现代投资组合理论也存在诸多不完善乃至缺陷的地方。

首先，将方差作为测量风险的参数具有理论色彩。该理论隐含的一个假设是，收益的数学期望值附近结果的离中趋势是一个对称性的概率分布，但实证表明，结果的离中趋势并不都是呈现对称性概率分布，尤其是，单个证券的离中趋势更是如此。现实世界中收益率的离中趋势很难象理论中抽象的那样简单明快，往往是非对称的。所以实践中只有运用原理与精神，不可照搬数学。

其次，该理论所假设的投资者均有相同的时间概念，这与现实相距较远。从现实投资来看，该理论所表现的最优组合只是一种暂时的静态均衡组合，而实际上投资的风险、价格以及收益都是不断变化着的，只有根据实际变化着的形势及时进行调整，达到动态的相对较优的投资组合才是现实所要求的。

第三，所谓预期收益和方差等，是建立在过去状况的概率将在未来实现的主观评价上，鉴于未来的不可知性，历史会有相似之处，但决不会相同或重复。因此，该理论在现实中运用也有风险。

6.1.2 新基金投资组合的风险与收益实证分析

证券投资基金自运作以来，其历次公布的投资组合一直是市场关注的焦点，围绕基金投资组合的持股集中或分散问题，曾引起多方面的争论。

1998年，五只新基金的持股风格出现两种分化趋势：金泰的持股分散化程度比较高，而兴华、裕阳和开元的持股风格均表现得较为集中。在各基金前10名股票投资组合中，持股的集中或分散程度表现得非常明显：持股市值超过1亿元的，兴华有4只，安信有3只，而裕阳竟达到7只，开元有2只，而金泰仅有1只，此外，基金投资的分散或集中程度还可以从各基金未公布持股部分反映出来，未公布持股市值占基金持股总市值之比的高低反映了基金投资风格的差异性：一般来说该比例越高，反映该基金的持股较为分散；反之，就越集中。金泰的持股分散化程度最高⁵，金泰的历次未公布持股市值占基金持股总市值之比都在40%以上，到98年底已超过60%，未公布持股市值约有6.9亿元，由于其第十名持股市值为2354万元，因此未公布持股的单只持股市值大多数应在2000万元以下。

相反，另外3家基金兴华、裕阳和开元，它们的持股风格均表现得较股票为集中，未公布持股市值占基金持股总市值的比例，兴华为32.08%，裕阳为29.19%，

⁵ 具体数据的计算与分析详见李翔（1999b）

而开元仅 23.55%。未公布持股兴华有 22 只，裕阳有 15 只在内，其中持股市值在 1000 万元以上和 1000 万元以下的股票均各约占一半左右。此外，这 3 基金所持股票的行业、板块都非常集中，其中尤其以兴华、裕阳和开元较为典型。比如兴华、裕阳和安信在电子通信、医药等高科技板块持股高度集中。

如果从风险分散化原理来分析当时的兴华、裕阳和开元等基金的投资组合，都有可能认为它们至少存在以下三方面问题：①多数新基金所持股票的行业、板块都非常集中，甚至有不断强化的趋势；②多数新基金部分股票的控盘持仓倾向较强，持仓比例过大；③多数新基金投资组合中所包含的股票个数均有过多的倾向，因此上述三基金的投资组合均属于高风险的组合。在 1999 年 5.19 行情启动之前的持续下跌的大势中，一旦市场受到某种利空消息的冲击，此类板块股票大幅度下跌，从而导致这四家基金投资组合总风险急剧增加，表现为它们的 NAV 全面下跌。相反，由于金泰所持股票的行业、板块非常分散，1999 年第一季度以来，其投资组合中仍有相当多的个股涨幅可观，不仅组合的总风险得到了有效控制，同时 NAV 也有明显的增值。

然而，5.19 行情启动之后，情况发生了根本性的逆转，裕阳、安信等基金由于其集中持有的高科技板块股票成为市场最火爆的主流板块，基金资产净值出现持续大幅度的上升。表 6-1 与 6-2 给出了 10 只基金 5.19 行情启动之后，在市场的不同阶段的净值涨跌对比。注意，在 10 只基金中，金泰和泰和当时均属于较典型的行业、板块分散化程度较高的基金。

我们发现，在 5.19 行情的主升浪阶段，金泰的净值涨幅为 33.79%，而泰和的净值涨幅仅 17.13%，不仅远低于同期大盘 60% 的涨幅，也明显低于 10 只基金净值的 40% 的平均涨幅。相反，持股高度集中的安信、裕阳、开元等基金净值却得到大幅度的上升，投资收益极其丰厚。而在 9 月 10 日到 11 月 15 日之间的股市持续下跌过程中，高度分散化投资的基金泰和的跌幅也达到 9.38%，接近同期基金净值 9.9% 的平均跌幅，也就是说并没有体现出有效减低系统风险的特点。同样，在 2000 年初深沪股市这波以网络科技股为主流的强劲上升行情中，泰和的净值涨幅仅列 10 只基金最后一位。不过，当大盘于 6 月 30 日见顶之后，股市进入了箱体震荡的中期调整过程，投资较为分散的泰和却微升 0.0924%，显示了在弱市中该基金投资组合具有一定的抗跌性。但在整个 7 月初到 9 月 9 日的大盘

高位振荡期间，高度分散化投资的基金泰和并没有表现出明显的抗跌性。

表 6-1 新基金 1999 年不同阶段资产净值累计涨跌幅度比较 (%)

基金名称	期初净值	5.21-6.30	6.30-9.10	9.10-11.5	11.5-12.31	12.31-2000.2.18
金泰	1.0046	33.79	5.42	-9.54	-0.91	21.02
开元	1.011	44.36	4.85	-9.89	2.42	27.14
兴华	1.0722	43.53	1.24	-8.24	-0.35	17.85
安信	1.0652	51.00	6.89	-10.67	-0.61	26.8
裕阳	1.0542	58.07	-3.32	-13.00	3.52	26.26
普惠	1	41.95	-1.44	-8.41	0.90	15.76
同益	1	34.89	4.55	-8.37	-0.098	17.62
泰和	1	17.13	2.70	-9.38	-1.40	17.56
景宏	1	37.49	-3.66	-10.53	-0.25	24.37
汉盛	1	38.77	-1.93	-11.14	-1.48	21.47
平均		40.1	1.53	-9.9	0.17	21.5
同期上证综指		59.4	-5.45	-13.3	3.82	22.06
同期深证综指		63.3	-8.07	-12.91	-6.37	29.03

表 6-2 新基金 1999 年不同阶段资产净值平均周涨幅比较 (%) (II)

基金名称	5.19—6.30	6.30—7.30	7.30—9.3	基金名称	5.19—6.30	6.30—7.30	7.30—9.3
金泰	4.94	0.525	-0.6	同益	4.53	-0.052	-0.07
开元	6.14	0.525	-0.49	泰和	2.32	-0.463	0.0924
兴华	6.01	-0.521	-0.26	景宏	5.58	-0.588	-0.9855
安信	6.85	1.194	-0.83	汉盛	5.65	-0.927	-0.397
裕阳	7.81	-0.783	-1.078	安顺	-	1.396	-0.0613
普惠	5.64	-0.41	-0.663	裕隆	-	0.258	-0.6197

以上分析的结果表明，在现实的中国股市中，完全依据组合投资理论的风险分散化原理建立投资组合的结果往往并不理想，不仅在股市的“牛市”（主升浪）阶段无法取得较好的投资收益率，在“熊市”阶段，与其他集中型投资的基金相比在抗跌和分散风险方面体现不出什么明显的优势。相反，持股的板块或行业越是集中的基金如裕阳、安信等在“牛市”中越容易取得良好的收益率，同时在市场低迷阶段，相对集中的如基金开元的投资组合的抗风险能力反而较强。

在现阶段的我国股市中，我们认为运用组合投资策略取胜的关键应该是，在有效控制风险（主要是大盘系统性风险）的前提下，兼顾热点板块及个股的适当集中原则，尽可能提升组合的收益率水平。在构造组合时，可以紧密结合目前股市的实际特点，有意识地构造一些特殊组合，如小市值股票组合、小盘重组股组合、中低价重组股组合、次新股组合、科技股组合、指标股组合、活跃股（强势股）组合、甚至跟踪综合指数的准指数股组合等，以求在市场的不同阶段组合投资战略能够获得较好的收益率。

6.2 中国股市定价的非有效性与基金投资策略的现实选择

6.2.1 有效市场假说及其政策含义

从本质上讲，有效市场理论探讨的是股票价格对相关信息的反应程度和速度，如果相关信息能够立即并充分地反映在股票价格中，那么这个市场就是有效率的。市场效率越高，价格对信息的反应速度也就越快。有效市场假说的政策含义是，当给定当前的市场信息集合时，投资者不可能发展出任何交易系统或投资策略以获取对应于投资对象风险水平的投资收益以上的超额收益。

6.2.2 中国股市定价的非有效性

中国资本市场运作的时光不长，但关于中国资本市场效率的判断特别是是否存在定价有效性的问题，自 90 年代中期以来，已有不少学者进行了大量的探索性实证研究。其中大多数研究结论基本上不支持中国股市存在有效性假说，不过相反的研究结论也有不少。这里我们并不想卷入上述纯学术争论，我们的目的是揭示目前中国股市相当部分的所谓“重组”类股票股价形成机制的最核心特征。

在上市公司的所有公开信息中，有关公司收益的财务信息应是最核心的信息之一。因此股票的市盈率应该是衡量根据公司公开信息定价的一个最重要的判断标准。根据目前的利率水平可以推算出目前股市的合理市盈率约为 55 倍，即如果某一股票实际市盈率高于 55 倍，就说明该公司的公开信息已不能全部解释其股票的定价，市盈率越高，股票定价中的由公开信息所能解释的程度就越低；而如果某一股票实际市盈率不超过 55 倍，则说明该股票的定价基本上反映了公司的公开信息。市盈率越低，股票的投资价值相对就越高。目前深沪两市共有 1038 只 A 股挂牌交易。据统计，市盈率超过 55 倍的股票有 507 只，其中市盈率在 1000

倍以上的微利股有 34 只，市盈率在 100——1000 倍之间的有 293 只，55——100 倍之间有 280 只。

此外还有约 90 只亏损股（包括 ST 及 PT 股票）无法计算市盈率。目前的大多数亏损股属于早些年上市的国有企业或国有控股企业，由于我国股市目前不存在合理的退市机制，市场中的投机资金群体纷纷采取一种以低价亏损股为砝码而与上市公司的国有股大股东即政府进行赌博的策略，即政府为了保住相关上市公司的所谓“壳资源”而最终将不得不采取实质性退让或重组措施。这种博弈的结果导致股市中“越亏越光荣”的不正常现象盛行，大多数亏损股定价高高在上，据不完全统计，两市 90 只亏损股中，定价在 10 元以下的有 20 只，占 22%；定价在 10——20 元之间的有 65 只，占 72.2%；定价在 20 元以上的有 5 只，占 5.56%。最低着如 PT 网点也在 6 元以上。

根据国信证券研究策划中心最近完成的一份题为《沪深证券市场公司重组绩效实证研究》的研究报告，截止到 1999 年 12 月 31 日止，我国 A 股上市公司共发生控制权转移 160 多起，其中控股权转移二次或以上的有 20 多起。并且股市对控制权有偿转让的重组事件不仅存在较强烈的提前反应，而且在事件公告日之后还存在明显的过度反应特征。在五种类型的公司重组中，控制权有偿转让的市场反应最为明显，其累计超额收益率平均水平最高。统计表明，前述的高市盈率股中有相当部分如 34 只微利股以及绝大多数高定价的亏损股大多数都与公司的控股权转移的重组行为有关。前述 601 只市盈率超过 55 倍的股票加上 90 只亏损股共有 697 只，占上市公司总数 1038 的 67.15%，即超过三分之二。即在目前的深沪两市 A 股中，大约有三分之二股票目前的定价无法直接由相关上市公司的公开信息来解释。也就是说，目前我国股市中大多数股票的定价是一个非有效的市场。而对此类股票价格的强烈的超前反应的事实的唯一解释就是，非公开信息或内幕信息或者是与内幕信息相关的某种“合理”的预期在左右这些股票的实际市场定价。

总之，现阶段的中国资本市场还不是有效市场，也远未达到弱式有效；目前股市中大多数股票的定价机制是非有效的，即无法通过公开信息的研究来解释。少数投资者可以通过获取比别人更多的非公开信息或内幕信息或掌握更多的技术来获得更高的收益。上述结论实际上意味着如下的事实：在现阶段的中国股

市中，基金、券商等机构投资者通过依据上市公司公开信息而进行的基本面分析来寻求股票合理定价的传统研究方式正面临严峻挑战，因为它对于大多数股票而言将是低效的甚至是完全无效的。这也正是大多数机构投资者按照传统意义上进行组合投资难以持续跑赢大势的重要原因之一。

6.2.3 基金投资策略的现实选择的实证分析

波涛（1999）曾对中国 1992 年以来上市交易的 25 只原有基金的历年业绩与同期大盘指数收益进行过比较研究，认为在 1995—1997 年期间，中国的投资基金作为一个行业，其盈利能力普遍大幅度落后于同期大盘指数表现；如果将投资基金行业作为一种证券市场的投资工具，绝大部分的投资年收益率也都明显落后于股市的平均水平。因此得出中国的投资基金作为一个行业，与美国的基金行业一样，从总体上而言也是不能战胜市场的结论。作者认为由此便验证了有效市场假说对中国股市同样具有解释功效。

然而中国的原有投资基金是在当时特定条件下的产物，具有一系列的不规范的弊端。其中最突出的就是绝大多数原有基金的的资金投向中投资于证券市场的比例很小，如对上市交易的 27 只原有基金的 97 年度的统计，实业投资平均比例占 40% 以上，还有几家完全没有证券投资。在上海、深圳两家证券交易所挂牌上市的 19 家投资基金公布的 1997 年中期财务报告表明，平均起来，这些基金的投资组合中的证券仅占 20.81%，包括房地产在内的实业项目占 55.94%，委托投资、存款占 23.2%，有的投资基金的资产甚至有 80% 的资金投入实业项目（如广证基金）。由于证券投资只占投资基金资产组合结构的一小部分，因此原有投资基金就自然谈不上是专营证券市场投资业务的一类机构投资者，更何况 90 年代中期中国的股市还很不规范，由于当时股市规模较小，市场的投机色彩较重，有关的法规都还很不完善。因此，波涛（1999）仅依据这一阶段的原有基金的表现来推断中国股市同样存在有效性的证据实际上是不够充分的。

此外，新基金两年多来的实际运作中还存在许多现象能够说明基金入市后，中国股市依然存在定价的非有效性现象。其中，基金持股存在周末效应就是较为典型的现象之一。在 1999 年七月份股市进入调整之际，基金经理们意识到，每周公布一次的基金资产净值绝对水平的高低随着大市的涨跌而起伏是难以避免的，但基金经理们似乎更加关注各基金资产净值水平的相互排名。为了确保资产

净值处于一定位置，新基金的一些重仓股特别是被基金大比例控盘的股票，往往在周末出现一定程度的“护盘”或有意识的拉升股价的现象。本文将这种现象简称为新基金的“周末效应”

由表 6-3 可看出：东方电子与环保股份在第一周分别上涨了 13.09%和 28.41%；而在第三周，中青旅与综艺股份均有 30%以上的周升幅。这是确保安信资产净值连续四周位居第一名的重要原因；此外，裕阳的风华高科、东大阿派、乐凯胶片和桐君阁等；开元的深圳机场、西飞国际、上海三毛等；兴华的重仓股国风塑业、湖南投资、同仁堂、复星实业乃至近期的兴业房产和仪征化纤等均表现出较明显的“周末效应”。

表 6-3 部分被基金控盘持仓股票的各周收益率变化比较（1999 年）

股票	周收益率(%)				持股基金	6月30日 基金总 持仓量 (万股)	基金持 仓占流 通股比 例(%)	基金持 仓占总 股本比 例(%)
	7.2-7.9	7.9-7.1 6	7.16-.2 3	7.23-.3 0				
东方电子	13.09	-5.35	5.0	-5.32	安信	851.061	11.83	2.96
环保股份	28.41	-1.18	4.61	2.1	安信、金泰	1693.08	17.53	4.48
中青旅	1.48	-2.99	30.27	-2.17	安信、安顺	2312.55	25.69	9.63
综艺股份	-9.72	7.73	31.65	-4.15	安信、安顺、兴华	1741.58	26.38	6.98
风华高科	-4.84	-3.15	9.41	12.77	裕阳、裕隆	1759.09	31.47	8.41
东大阿派	-0.69	-6.81	7.16	2.22	裕阳、兴华	950	13.65	4.71
深科技	-11.23	-12.12	10.7	-0.9	裕阳、景宏等 4 基金	1840.98	10.04	2.51
太极集团	-4.14	-3.05	1.902	-0.266	裕阳	945	15.75	4.038
乐凯胶片	4.0	-10.15	6.05	5.7	裕阳、裕隆、普惠	1939.61	27.73	10.208
桐君阁	-4.77	-16.46	7.14	7.73	裕阳、裕隆等 5 基金	901.05	37.54	9.08
深圳机场	2.25	-15.82	9.01	6.11	开元、景宏、汉盛	1953.74	19.53	6.51
西飞国际	5.79	-14.86	11.21	0.52	开元	876.58	14.6	5.15
南京高科	3.56	-7.93	8.62	2.49	开元	1380.2	10.65	4.01
上海三毛	-8.11	-5.58	11.52	2.68	开元、景宏	2119.27	41.55	14.17
东方通信	-1.7	-12.13	13.28	0.58	开元、泰和	932.66	15.54	1.63
同仁堂	-0.65	-1.26	10.37	-5.41	兴华、普惠、安信	1887.73	31.46	7.86
湖南投资	-6.14	-7.68	6.34	6.89	兴华	1303	10.52	4.48
国风塑业	5.9	-4.26	17.29	-7.59	兴华	1358.47	22.64	7.55
复星实业	1.32	-2.39	4.05	-8.98	兴华	919.83	20.44	6.1
渝开发	-5.73	-12.46	-2.81	-2.74	普惠	902.77	20.87	7.68
永安林业	5.8	-0.47	-1.67	-9.51	普惠	1133.79	24.84	6.77

ST 深华宝	7.94	16.29	8.01	1.1	普惠	670.8	7.94	2.15
广州控股	1.41	-9.61	3	14.29	普惠	1076.51	5.98	0.89

资料来源：根据各基金 1999 年 6 月 30 日投资组合资料与深沪交易所行情数据整理。

这反映了上述四家基金的投资行为即使在大市调整之际也都倾向主动和激进。而普惠的几只重仓股“周末效应”似乎不太明显。尤其是被其大比例控盘持仓的渝开发和永安林业在大市进入震荡调整之后，跌幅较大，但一直没有出现明显的反弹、护盘等“周末效应”，这可能反映了该基金管理人当时的调整市场较为谨慎，有意识地保存资金实力的思路。

基金投资战略也就是股票管理的战略或策略可以划分为积极投资策略和消极投资策略。积极投资策略的目标是在调整了风险和交易成本之后仍能创造超常收益。积极投资策略可用的方法有“自上而下 (top-down) 投资”和“自下而上 (bottom-up) 投资”的方法，基本分析和技术分析是开发积极投资策略时所利用的工具。采用积极投资策略的基金经理对股票组合的管理自然就是积极管理，他们相信基于基本分析和技术分析所精心选择出来的股票组合能够长久地战胜市场的平均水平。

而如果投资者认为市场在股票定价方面是有效的，即在任何时刻，股价都已经充分反映了全部信息，那么在这样的市场中，那些试图追求在调整了风险和交易成本之后仍能创造超常收益只能是一种偶然和幸运。这并非是要投资者远离股市，而是认为投资者应采用消极管理策略，即是一种并不试图战胜市场的投资策略。具体方式就是购买代表市场整体的证券组合。根据现代投资组合理论，市场组合在定价有效的市场中对每单位风险提供了最高的收益率，因此市场组合或与市场组合相似的金融资产组合能够捕获市场的定价效率。在美国，几乎大多数学院派基金经理或投资家如夏普就认为，扣除成本后积极管理下的投资组合一定低于消极管理下的投资组合的平均回报。最典型的消极管理策略就是指数法 (Indexing) 或指数化投资方式。所谓指数化投资就是盯住某一种市场指数进行投资的方式，而指数基金就是消极管理的典型形式。

我国目前 20 多只新基金中有 4 只属于指数基金或部分进行指数化投资的基金。但兴和、普丰及天元在 1999 年下半年的运作中效果并不理想，自国庆之后这三只指数基金资产净值不仅跌破面值而且在面值之下徘徊已长达近一个季度，年末净值均低于面值。尽管这三只基金净值的跌幅低于同期大盘指数的跌幅，但

当时几只优化指数型基金的业绩并没能超过其他积极投资基金甚至是成立更晚的非指数型基金（见表 6-4）。

从国外证券市场的实践来看，指数基金的收益水平总体上能够超过非指数基金的原因在于：一是市场的高效性，创立指数基金的理论基础是建立在有效市场学说基础上，这一理论认为市场上大多数投资者（包括专家）都不能战胜市场，这也是大部分基金的收益不如指数基金的主要原因；二是成本较低，由于指数基金根据已有指数的构成建立投资组合，并不需要基金经理投入过多的精力进行市场研判和个股筛选，并且指数基金的操作策略是购买并持有，不用经常换股，因此指数基金的管理费用和交易成本都很低。目前指数基金主要是在美国及欧洲部分市场发展较成功，而在香港及亚洲市场则较少。

但对于中国证券市场而言，指数基金的上述优势并不明显。目前大多数学者的研究成果中支持中国股市存在有效性的证据并不非常充分，少数学者的研究也仅支持目前最多也就是一种弱式有效市场。但中国证券市场缺乏定价有效性的原因是多方面的，其中，中国经济转轨的特殊性决定了中国证券市场的低度市场化、发展极不规范，制度障碍造成的市场运行效率低下等都是重要的原因。

此外，制约优化指数基金绩效提高还有以下一些原因：一是由于种种原因，目前几只优化指数基金所盯住的标的市场指数本身还存在不规范的问题，比如中国证券市场总市值与流通市值的不协调性给指数基金带来了新的麻烦；大量新公司的上市增加了两地综合指数计算的不确定性，也给指数基金的操作带来了一定的不便。此外，近年来随着我国证券市场规模的不断发展扩大，但目前两个市场还没有一个统一的综合指数或是成分股指数，这在一定程度上对我国开展指数基金的试点带来不便。二是目前的指数基金仅有 50% 的资金用于指数化投资，其余部分仍为主动投资，主动投资部分的管理和交易成本与非指数基金基本相同，且不具备规模效益，因此不能有效降低管理和交易成本。目前“5：3：2”的固定投资比例，即 50% 的资金用于指数化投资，30% 的资金用于主动投资，剩下的 20% 用于国债投资，这种优化模式的管理费用和交易成本比全部指数化投资模式高，甚至与非指数化投资相当，因此难以从节约成本上实现优化，唯有从增加收益上入手，但“5：3：2”的投资比例实际上束缚了优化的空间，减少了优化的可能。因此，西方指数基金的管理费用低廉优势在中国目前条件下似乎也难

以充分体现出来。

表 6-4 指数基金与非指数基金的运作绩效不同阶段表现比较

基金名称	1999. 5. 21-6. 30	1999. 7. 2-9. 24	1999. 10. 8-12. 31	1999. 12. 31--2000. 2. 18
金泰	33.79	5.13	-4.45	21.02
开元	44.36	1.59	1.75	27.14
兴华	43.52	5.95	-4.78	17.85
安信	51.01	10.94	-7.68	26.80
裕阳	58.07	-0.99	-3.69	26.26
普惠	41.95	-2.27	-2.48	15.76
同益	34.89	8.38	-3.22	17.62
泰和	17.13	5.39	-5.56	17.56
景宏	37.49	-4.58	-4.98	24.36
汉盛	38.77	-1.84	-6.76	21.46
安顺		8.74	-5.04	26.54
裕隆		0.43	-3.71	24.95
普丰			-2.51	17.87
兴和			-2.99	21.27
天元			0.60	24.14
景阳				29.64
裕元				28.07
景博				12.40
金鑫				21.268
同盛				9.09
汉兴				15.5
景福				9.43
上证综指	59.4	-7.03	-13	22.06
深证综指	63.26	-8.36	-13.46	29.03

说明：表中用黑体标出的 4 只基金为指数型基金。

上述分析并不是否认指数化投资策略在中国证券市场上的运用价值。由于中国的经济转轨最终将完成其历史使命，并实现其建立一个完善的社会主义市场经济体制的目标，从长期来看，中国的经济发展将处于一个持续上升的时期，因此，证券市场的股价总水平总体趋势应该是上升的，而指数化投资将通过分享中国经济未来长期发展的成果而获得稳定收益。但问题的关键是，今后在指数基金或指数化投资方案的设计上如何发挥中国人特有的大智慧使之更加合理、更加科学和更加符合中国证券市场的实际情况。

必须指出的是，面对现实的中国股市，各基金投资策略的现实选择的主流趋势是更多地趋近于积极主动型，投资策略的转换周期也日趋缩短，具体风格上也越来越趋向灵活和多样化。比如 2000 年年初以来，在国际主要股市网络股神话的影响之下，深沪股市所爆发的强劲上升行情使得网络高科技股成为最受市场追捧的主流板块。我们逐渐发现，在网络经济大潮的巨大冲击和诱惑之下，越来越多的新基金经理们开始放弃原来所奉行的成长型或价值型投资方式，“成长是金、理性为真”的投资理念似乎已经产生动摇，绩优成长已不再是基金选股的唯一标准。相反，顺应市场变化，及时调整持股结构，甚至大规模减持长期看好的重仓股，不断地去追逐市热点或者主动发掘潜在的市场热点的投资方式——势头投资（Momentum Investing）策略日益受到基金经理的青睐。从而导致这一阶段各基金净值的大幅度上升。

6.3 主要结论

1、在现实的中国股市中，完全依据组合投资理论的风险分散化原理建立投资组合的实际运作结果很难令投资者满意，不仅在股市的“牛市”（主升浪）阶段无法取得较好的投资收益率，在“熊市”阶段，与其他集中型投资的基金相比在抗跌和分散风险方面体现不出什么明显的优势。相反，持股板块或行业越是集中，在“牛市”中越容易取得良好的收益率；而在市场低迷阶段，某些相对集中的投资组合抗风险能力并不比分散化的组合差。

2、资本资产定价模型及现代组合投资理论比较适用于一个供求相对均衡的市场，当市场资金供求状况发生巨大变化之后（比如在 5.19 行情中），则原有的有关经验性结论必定会发生变化，从而必须根据实际情况予以调整和修正。资本资产定价模型的运用有一系列假定条件，即便是西方成熟市场也难以完全满足这些假定条件，像我国这样发展还很不规范和完善的证券市场由于不能完全严格满足上述假定条件，据此所得到的有关研究结果与现实情况存在一定差异是自然的。

3、目前支持中国股市存在（定价）有效性的证据并不非常充分，少数学者的研究也仅支持目前最多也就是一种弱式有效市场；在现阶段的中国股市，纯粹意义上的消极投资策略从总体上讲并不比积极投资策略更有优势。现阶段的中国资本市场还不是有效市场，也远未达到弱式有效；投资者可以通过获取比别人更

多的信息或掌握更多的技术来获得更高的收益，这意味着主动式的专家理财方式从总体上将比被动式的指数化管理取得更好的成绩。

4、西方资本市场理论并不适用于现阶段中国证券市场的事实背后有着深刻的制度根源，即转轨经济的特殊性决定了中国资本市场在近年来规模、水平等数量指标相对快速增长的同时，由于市场化程度低下、机构投资者所占比例较低、发展不规范、存在较多的历史遗留问题等先天性制度障碍所造成的中国资本市场总体效率的低水平运行。

5、从长期来看，中国的经济发展将处于一个持续上升的时期，市场股价水平（市场指数）的总体趋势应该是上升的。通过分享中国经济未来长期发展的成果而获得稳定收益的指数化投资方式，在中国证券市场中仍应具有其应有的存在价值和空间。但问题的关键是，今后在指数基金或指数化投资方案的设计上如何发挥中国人特有的大智慧使之更加合理、更加科学和更加符合中国证券市场的实际情况。

7 我国证券投资基金监管与发展的政策建议

综合本报告关于过去几年来证券投资基金业绩和投资行为综合评价的全部研究结论，我们认为，监管与发展将是我国证券投资基金今后面临的两大重要任务，为此，我们在此提供以下框架性的政策建议作为全文的结尾。

7.1 证券投资基金监管的目标与途径

鉴于我国证券投资基金在过去几年的发展过程中，还存在并发生过一些弊端和违规行为，乃至所谓“基金黑幕”等现象，我们认为政府必须对基金的发展进行有效的监管。证券投资基金的监管，是指对投资基金的设立、存续、终止及其运作和管理全过程进行的监督、检查和控制。具体而言，就是政府监管部门、自律组织等有关机构依据法规构成一个监管体系，对投资基金的发起设立、投资运作、市场交易、收益分配、基金财务和清盘，以及发起人、管理人、托管人及其行为，进行的监督和管理。

证券投资基金监管的目标主要包括：

- 1、维护和促进市场的公正、有效、竞争、透明以及秩序性；
- 2、为基金投资者提供适当的保护；
- 3、提高社会公众对基金运作及其功能的了解；
- 4、防止基金业内的犯罪与欺诈行为；
- 5、减低基金业的系统风险。

保护基金投资者利益的关键是要建立起公正、有效、竞争、透明、秩序的基金市场。透明性指要实现市场信息的公开化，使市场具有充分的透明度。必须确保基金运作有关的信息能及时、完整、真实、准确地披露，只有市场信息能够公开地分布和传播，投资者才能公平、自主地进行投资决策，也只有这样，才能有效防止各种市场欺诈和舞弊行为。必须保证基金市场的所有参与者享有平等的法律地位、机会均等、平等竞争，通过营造公平的环境促使所有市场参与者按照优胜劣汰的市场机制竞争、运作。监管部门要依据法律授予的权限公正履行监管职责，在法律的基础上，给予市场参与者公正的待遇，对违法违规行为的处罚应当公正进行。只有这样，才能实现基金市场的有效性和秩序性，投资者的利益才能获得切实的保障。

为达到上述监管目标，可供监管部门借鉴的政策途径如下：

- 1、对基金管理公司、托管银行及其从业人员的相关活动进行监督和监控；
- 2、促进、发展基金业的适度自律；
- 3、促进、鼓励和督促从业人员树立职业道德，遵守职业行为规范；
- 4、采取向投资者披露所有与基金运作有关或可能对基金运作产生影响的信息等措施，促进和维护社会公众对基金市场的信心；
- 5、提高社会公众对基金市场的有益性和风险性等的了解；
- 6、提高社会公众对在掌握充分信息的前提下进行投资的重要性的认识；
- 7、建立适当的基金投资者保护机制；
- 8、促进、鼓励和督促基金管理公司与托管银行建立、执行适当、有效的内部控制与风险管理系统；
- 9、及时制止行业内的非法、不道德或不适当行为。

7.2 大力发展证券投资基金的政策建议

一、努力完善基金法律体系

要配合有关方面推动《投资基金法》等法规早日出台。应不断完善《证券投资基金管理暂行办法》及其实施准则体系，陆续拟定《基金管理公司监察稽核工作指引》、《基金管理公司管理规定》、《基金托管银行管理规定》、《基金从业人员操守准则》等规定。

二、稳步扩大基金市场规模

要不断扩大基金规模，使其成为证券市场的主要机构投资者之一。依照国际惯例，研究并试点发展开放式基金，逐渐使其成为基金的主流品种。在开放式基金大规模推出之前，研究并推出准开放式基金。也就是按照开放式基金的运作机制，对封闭式基金进行改造，通过引入定期大额申购赎回的制度和做市商制度，既增加资金运作的稳定性，又促使市场形成合理的基金交易价格，同时增强对基金管理公司的市场约束。通过准开放式基金的推出，起到更大程度上动员居民储蓄的作用。

三、积极推动基金品种创新，满足投资者多样化投资需求。

要适时推出价值型、收入型、蓝筹股型、抽样指数型等基金品种，丰富基金的投资策略与投资风格；推出货币市场基金、国有股基金、债券基金、国际市场基金等基金品种，丰富和扩大基金的投资范围；推出定期定额计划、教育、养老基金等基金品种，引导储蓄分流，优化居民金融资产结构；可探讨采取建立B股基金等方式吸引境外资金通过基金投资于我国证券市场；在基金品种创新中要尊重市场规律，强化市场机制，激发市场自发创新的动力。

四、扩大基金的投资者范围

根据保险、养老、社会保障等社会资金的期限、结构、预期收益等特点推出适合其投资的基金品种，引导社会资金通过基金投资于证券市场，增加证券市场长期稳定的资金来源；可探讨建立国有股投资基金，投资于上市公司国有股，逐步解决国有股上市流通问题。国有股变现的收入用于补充社会保障基金，同时引入社会保障基金作为基金的重要机构投资者。

五、加强基金市场监管，切实保护投资人的利益

要完善基金运作的动态监管体系，完善现场检查和非现场检查的规则，加强技术、设备投入，建立必要的基金监管信息系统。要加强对基金信息披露的监

管，提高基金运作的透明度，防范内幕交易和不正当关联交易。应探索建立符合国情的基金设立核准制度，为今后逐步转向注册制奠定基础。应研究成立基金行业公会，使行业自律成为基金监管的重要组成部分。

六、建立高素质、具有良好职业道德的基金从业人员队伍

要完善基金从业人员资格管理制度，组织好基金从业人员资格培训和考试，不断提高从业人员素质。鼓励基金管理公司和托管银行建立合理的内部分配制度，吸引海内外优秀人才。要完善基金从业人员操守准则和行为规范，建立包括社会监督在内的监督机制，督促基金从业人员恪守职业道德。

七、推进国际化战略，加强与国际基金业的交流与合作。

要根据证券市场对外开放的步伐，研究建立中外合资基金管理公司。要鼓励基金管理公司和托管银行加强与境外机构在人员培训、人才交流、技术援助、制度建设等方面加强合作。

九、培育和发展基金服务中介机构。

重点建立和完善适应开放式基金发展要求的基金销售、过户代理、清算登记服务机构体系。要规范会计师事务所、资产评估机构、律师事务所和资信评级机构等服务中介机构的行为，提高其基金业务水平，保障基金市场健康有序发展。

部分参考文献

- 王益主编, 1999, 证券投资基金研究文集, 中国金融出版社
- 彼得·泰纳斯 (1997), 1998, 投资大师谈投资, 朱仙丽等译, 北京大学出版社, 西蒙与舒斯特国际出版公司
- 波涛, 1999, 证券投资理论与证券投资战略适用性分析, 经济管理出版社
- 李翔, 1999a, 成长是金 理性为真——新基金持股结构与基金收益的比较分析, 中国证券报, 1月12日
- 李翔, 1999b, 新基金运作的评价及其投资行为创新, 99中国证券投资基金分析年会论文集(深圳)
- Treynor, Jack L. (1966), "How To Rate Management Investment Funds," *Harvard Business Review*, (43), January-February.
- Treynor, J., and K. Mazuy, 1966, Can mutual funds outguess the market? *Harvard Business Review* 44, 131-136.
- Sharpe, William F. (1966), "Mutual Fund Performance," *Journal of Business*, (39) January.
- Jensen, M., 1968, The performance of mutual funds in the period 1945-1964, *Journal of Finance* 23, 389-416.
- Grinblatt, M./Titman, S.: How Clients Can Win the Gaming Game. *Journal of Portfolio Management*, Vol. 13, 1987, S. 14-20.
- Grinblatt, M./Titman, S.: Adverse Risk Incentives and the Design of Performance Based Contracts. *Management Science*, Vol. 35, 1989, S. 807-822.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French. "Common Risk Factors In The Returns On Stocks And Bonds," *Journal of Financial Economics*, 1993, v33(1), 3-56.
- Daniel, Kent, Mark Grinblatt, Sheridan Titman, and Russ Wermers, 1997, Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks, *Journal of Finance* 52, 1035-1058.