

我国证券投资基金的资产配置能力研究

——基于风险与收益相匹配的视角

李学峰 茅勇峰

(南开大学金融学系, 天津 300071)

摘要: 本文从风险与收益相匹配的视角, 给出了基金经理进行资产配置的原则和理论模型, 并据此设计出判断基金资产配置能力高低的标准。对我国 54 只封闭式基金的资产配置能力进行实证检验发现, 中国的封闭式基金大部分具有较高的资产配置能力; 研究同时发现, 我国证券投资基金主要通过投资组合中证券的调整进行资产配置, 而较少依靠对组合中资产的调整来满足资产配置的原则要求。

关键词: 证券投资基金; 资产配置能力; 基金管理能力; 基金绩效

作者简介: 李学峰, 经济学博士, 南开大学金融学系副教授、南开 - 渤海金融研究所副所长, 研究方向: 金融发展与投资理论。茅勇峰, 南开大学金融学系硕士生。

中图分类号: F830.39 **文献标识码:** A

文献综述和问题的提出

证券投资基金(以下简称“基金”)作为证券市场上最具影响力的机构投资者之一, 对其资产配置能力的研究历来是微观金融理论关注的重点, 最初的研究主要集中于对基金资产配置能力的结果——投资绩效——的研究, 如著名的夏普绩效指数(Sharpe's Performance Index)、特纳指数(Treynor's Performance Index)和詹森指数(Jensen's Performance Index)等。自Treynor和Mazuy(1966)^[1]的开创性文献(即T-M模型)以来, 对基金资产配置过程与绩效关系的研究日益成为了研究重点。目前的研究进展主要包括两大主线, 其一是对基金的市场时机能力(market timing)的研究, 按照Bodie等人给出的经典定义(Zvi Bodie, Alex Kane and Alan J. Marcus, 2002)^[2], 所谓市场时机能力, 是指投资者(如基金经理)能否根据市场走势的变化, 将资金在风险资产和无风险资产之间进行转移, 以便抓住市场机会获得更大绩效的能力。目前这方面的代表性文献主要包括Henriksson和Merton(1981)^[3]在T-M模型的基础上建立的双 β 模型(即H-M模型), 该模型认为当市场走势好时贝塔值取值较大, 当市场为弱势时贝塔取值较小, 并以回归系数 β_2 的正负来表明基金经理是否具有市场时机能力; Chang和Lewellen(1984)^[4]基于套利定价理论(APT)建立了二项式模型, 其主要思路是计量评估期的平均收益率与基于APT的预期收益率的偏离度, 以此揭示基金经理是否具有市场时机能力; Fama和French(1993)^[5]针对上述模型没有涵盖各类风险因素的不足, 纳入了小盘股组合与大盘股组合、高B/P(账面价值与市值之比)股票组合与低B/P股票组合等因素, 构建了三因素模型(即FF3模型), 并以回归系数 β_2 和 β_3 的正负值来表明基金经理是否具有抓住市场时机将资金在不同股票中进行配置的能力; Daniel, Grinblatt, Titman和Wermers(1997)^[6]则提出了著名的特征业绩法(DGTW), 该方法以特征因子(包括公司规模, 账面价值对市值比以及前一年的报酬等)构建基准组合, 再将基金所持股票与特征指数收益率加以比较, 以确定基金的市场时机能力。

第二条主线是在上述市场时机能力研究的基础上直接对基金资产配置(asset allocation)进行的研究。所谓资产配置, 即是根据风险与收益相匹配的原则, 将全部资产投资于风险资产和无风险资产中, 并决定或调整这两类资产在一个完全资产组合(complete portfolio)中的比例(权重), 这一过程即称为资产配置。这一主线的代表性文献始于Brinson, Hood和Beebower(1986)^[7]从资产配置角度对基金绩效所进行的研究, 该研究将基金总回报沿时间的波动分解为由政策性(战略性)资产配置决定和战术性(市场时机选择)资产配置决定两部分, 并发现在研究样本中基金总回报的时间变化中有93.6%可以由战略性资产配置解释; 之后Ibbotson和Kaplan(2000)^[8]的进一步研究认为, 对于基金绩效中有多少能

够被资产配置解释的问题，不能进行简单的衡量，他们的研究表明，在不同基金之间的绩效差异中，战略性资产配置可以解释 40%；而在同一基金回报随时间的波动中，战略性资产配置则平均可以解释 90%。

在上述研究的基础上，随着基金的发展及其在资本市场中的影响日益显现，国内对基金投资绩效和资产配置的研究文献也开始大量出现，其中有代表性的研究包括汪光成（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具有不显著的择股能力，但总体上没有择时能力；吴世农，李培标（2002）^[11]通过T-M和H-M模型对 10 家基金进行了实证分析，结果表明我国的基金没有显著的选股能力，但具有一定的择时能力；张雪莹（2005）^[12]利用中国的市场数据，度量了资产配置对基金收益的影响程度，并发现战略性资产配置在封闭式基金的资产管理中所起的作用是十分微弱的。

上述国内外的有关研究为我们进一步研究基金的投资管理能力提供了很好的理论模型和实证方法，特别是有关基金资产配置角度的研究，不仅为我们研究基金绩效提供了新的理论和方法，而且也为本文的研究提供了重要的思路和启示。然而，现有文献也存在着如下的重要不足：其一，现有研究对基金资产配置能力的揭示，其落脚点还在于基金的市场时机能力对基金绩效的影响，而对其资产配置过程本身的研究则明显不足。也就是说，现有研究更多关注的还是基金投资组合选择的结果对基金绩效的影响，而较少研究该投资组合的形成和调整过程。

其二，从理论上讲，资产配置可分为战略性资产配置（SAA）和战术性资产配置（TAA），已有的研究大多关注于基金的战略性资产配置，而即便是对战术性资产配置的研究，也还是集中于该配置结果对基金绩效的影响，而没有揭示战术性资产配置的原则以及基金经理进行战术性资产配置的能力。

其三，现有的实证分析大部分是以收益率时间序列为基础来衡量基金的市场时机选择能力或其资产配置能力，而由上述关于资产配置的定義和我们已有的研究（李学峰，张茜，2006）^[13]，风险与收益的匹配关系是研究基金投资行为和资产配置的更为基础性的视角。换言之，从风险与收益的匹配关系角度研究基金的资产配置能力，是一个不可或缺的切入点。

本文即从风险与收益相匹配的视角对基金的战术性资产配置（以下简称资产配置）过程本身进行研究。

研究设计

一、研究思路

从理论上讲，根据Markowitz（1952）^[9]所给出的风险与收益的最优匹配原则，一个规避风险的理性投资者，其行为选择应是在给定的风险水平下追求更高的收益，或者是在给定的收益水平下承担更低的风险。而且，至今为止还是我们进行资本市场均衡和投资决策研究的有力工具——资本资产定价模型（CAPM），其所研究的核心问题也是风险与收益的关系，即所谓“贝塔-期望收益”关系：

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_M) - r_f] \quad (1)$$

由公式（1）这一经典的CAPM可见，证券*i*的预期收益率与其所承担的系统性风险 β_i 之间是正相关的，即投资的高收益将伴随较高风险，而较低的收益其所承担的风险也将较低。将这一风险和收益的匹配关系运用在基金的资产配置上，我们则可以得到结论：资产配置能力较高的基金应该在其投资组合中表现出较高的风险—收益匹配性。这也就启示我们，对一只特定的基金而言，其资产配置能力的高低，一个重要的研究视角，即是考察其投资组合的风险与收益是否相匹配、相适应。

具体来看，对积极的组合管理而言，当基金经理预测市场价格将上升时，由于预期的资本利得收益将增加，根据风险与收益相匹配的原则，基金经理可以通过提高投资组合的 β 值，

从市场上升中得到更大的收益；反之则降低投资组合的 β 值，来达到规避市场下跌风险的目的。也就是说，基金经理通过对市场走势的预测，主动调整投资组合 β 值的大小来规避市场下跌的风险或获取高额收益，这即是风险与收益的匹配性在基金资产配置中的体现。

当基金经理在实践中贯彻上述风险与收益相匹配的原则时，其核心就是根据对市场走势的预测对组合的 β 值进行调整，而这一调整，则是通过组合中资产（证券）的重新配置完成的。由此我们即得到了基于风险与收益相匹配视角的基金资产配置的原则：如果基金经理预期下一期市场将上涨，从而预期收益上升，即增加组合中高 β 值证券（或风险资产）的持有量；而如果基金经理预测下一期市场将下跌，从而预期收益下降，就可增加组合中低 β 值资产（或无风险资产）的持有量。根据这一资产配置原则，我们即可得到基于风险与收益相匹配的基金资产配置能力模型：

$$I_{A,t+1} = \sum_{t=1}^n (\beta_{t+1} - \beta_t) \times (R_{m,t+1} - R_{f,t+1}) \quad (2)$$

公式（2）中， $I_{A,t+1}$ 代表基金 $t+1$ 期的资产配置能力， β_{t+1} 和 β_t 表示基金投资组合在 $t+1$ 期和 t 期的系统性风险， $R_{m,t+1}$ 表示市场在 $t+1$ 期的收益， $R_{f,t+1}$ 表示 $t+1$ 期的无风险收益率。

公式（2）的具体含义是，如果基金经理预期下一期市场上涨，即 $R_{m,t+1} > R_{f,t+1}$ ，则基金经理应通过资产的重新配置调整投资组合，以使得 $\beta_{t+1} > \beta_t$ ，从而满足风险与收益相匹配的要求；而如果基金经理预期下一期市场将下跌，即出现 $R_{m,t+1} < R_{f,t+1}$ ，基金经理则可通过资产的重新配置调整组合，以达到 $\beta_{t+1} < \beta_t$ ，同样达到风险与收益相匹配的要求。也就是说，公式（2）充分体现了上述基金进行资产配置所要遵循的原则。由此我们就得到了判定基金是否具有资产配置能力的重要标准之一：如果 $I_{A,t+1}$ 值为正，表明基金具有资产配置能力， $I_{A,t+1}$ 值越大，基金的资产配置能力越强；如果 $I_{A,t+1}$ 值为负，则表明基金没有资产配置能力。

这里需要说明的是，公式（2）中的 $(R_{m,t+1} - R_{f,t+1})$ 一项代表了基金经理对下一期市场走势的预测。我们将这一预测定义为：预测市场下跌就是预测市场组合收益率将小于同期无风险收益率；反之则预测市场组合收益率大于同期无风险收益率。当然我们也可以将这一预测定义为 $(R_{m,t+1} - R_{m,t})$ ，即以两期市场收益率的差代表基金经理对市场走势的预测。但该定义一方面无法表明基金在资产配置中是否为其所承担的风险带来了风险补偿；另一方面，由于市场走势本身的波动性，此定义将导致基金经理频繁地进行组合调整以达到资产配置的目的，而这显然与实际中基金投资组合的相对稳定性是不符的。而且从理论上讲，问题的关键不在于市场走势的下跌，而在于市场收益率能否补偿基金所承担的风险，换言之，从资产配置的角度看，即便预测下一期市场将下跌，但只要从中还能获得风险溢价，基金就不应停止投资或对组合进行大幅度的调整。

二、指标设计

对上述的资产配置原则做进一步分析，我们看到，基金经理通过资产的重新配置来调整投资组合的 β 值以达到风险与收益的最优匹配，这一过程可以有两个具体措施：即资产调整和证券调整。前者是指调整组合中风险资产的比例（股票持仓比例）以达到调整整个组合 β 值的目的；后者是指通过不同 β 值的组合外的证券与组合内证券之间的替换，从而以调整组合中单只股票 β 值大小的方式达到调整整个组合 β 值的目的。具体而言，当预测市场将下跌时，基金经理既可以减少组合中风险资产的持有比例，也可以从组合中调出系统性风险大的股票同时调入系统性风险小的股票；当预测下期市场将上涨时，基金经理则既可以加大风险资产的持有比例，又可以从组合中调出系统性风险小的股票而换入系统性风险大的股票。据此如果我们以 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，则公式（2）可以进一步表述为：

$$I_{A,t+1} = \sum_{t=1}^n (\beta_{t+1} - \beta_t) \times (R_{m,t+1} - R_{f,t+1})$$

$$\begin{aligned}
&= \sum_{t=1}^n (\beta_{t+1} - \frac{\beta_t \times h_{t+1}}{h_t} + \frac{\beta_t \times h_{t+1}}{h_t} - \beta_t) \times (R_{m,t+1} - R_{f,t+1}) \\
&= \sum_{t=1}^n [(\frac{\beta_t \times h_{t+1}}{h_t} - \beta_t) + (\beta_{t+1} - \frac{\beta_t \times h_{t+1}}{h_t})] \times (R_{m,t+1} - R_{f,t+1}) \\
&= \sum_{t=1}^n (h_{t+1} - h_t) \times \frac{\beta_t}{h_t} \times (R_{m,t+1} - R_{f,t+1}) + \sum_{t=1}^n (\frac{\beta_{t+1}}{h_{t+1}} - \frac{\beta_t}{h_t}) \times h_{t+1} \times (R_{m,t+1} - R_{f,t+1}) \quad (3)
\end{aligned}$$

公式(3)中的第一项我们将其定义为 I_1 ，即：

$$I_1 = \sum_{t=1}^n (h_{t+1} - h_t) \times \frac{\beta_t}{h_t} \times (R_{m,t+1} - R_{f,t+1}) \quad (4)$$

公式(4)中，假定投资组合中单位风险资产的系统性风险不变，基金经理通过对市场组合收益和无风险收益两者大小关系的预测，通过调整投资组合风险资产的持有比例来调整投资组合的系统性风险，即公式(4)是从资产调整的角度研究基金经理的资产配置能力。

公式(3)中的第二项我们将其定义为 I_2 ，即：

$$I_2 = \sum_{t=1}^n (\frac{\beta_{t+1}}{h_{t+1}} - \frac{\beta_t}{h_t}) \times h_{t+1} \times (R_{m,t+1} - R_{f,t+1}) \quad (5)$$

公式(5)中，假定风险资产的持有比例不变，基金经理通过对市场组合收益和无风险收益大小关系的预期，通过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性风险，进而调整投资组合的系统性风险，即公式(5)是从证券调整的角度研究基金经理的资产配置能力。

就公式(4)和公式(5)来说，正的 I_1 和 I_2 值表明基金经理正确预测了市场走势并据此进行了相应的符合风险与收益最优匹配的资产配置，即基金经理具有明显的资产配置能力；反之，负的 I_1 和 I_2 值表明基金经理的资产配置能力较低。

这样，根据资产配置原则，将公式(2)与公式(4)和公式(5)结合起来，我们就得到了如表1所示的衡量基金资产配置能力的指标及其分类。

表1：证券投资基金资产配置能力指标、含义与分类

指标	$I_{A,t+1} > 0, I_1 > 0, I_2 > 0$	$I_{A,t+1} > 0$ ，但 I_1 和 I_2 异号	$I_{A,t+1} < 0$
含义	综合运用证券调整和资产调整措施达到资产配置原则的要求	虽然 $I_{A,t+1} > 0$ ，最终使其投资组合的调整满足了资产配置的原则，但基金的证券调整能力低下（前者，即 $I_2 < 0$ ）或资产调整能力低下（后者，即 $I_1 < 0$ ）的同时发生，说明其资产配置的思路混乱或操作失误	虽然可能出现 I_1 或 I_2 有一个大于0，但 $I_{A,t+1} < 0$ ，表明最终组合的调整没有满足资产配置的原则
能力	较高	一般	较低

对我国证券投资基金资产配置能力的实证检验

我们的实证研究以2003年以前在深、沪两市上市的共54家封闭式证券投资基金为样本，样本的评价期间为2002年1月1日或基金上市日到2006年6月30日。由于本文在计算单个证券的系统性风险时要计算方差和协方差问题，为避免其样本数据过少，造成风险值的偏差，我们选择了半年为研究单位。样本所需的数据由国信证券公布的基金净值数据整理得到。

根据上文的理论分析和研究方法，我们的实证检验工作通过如下几个步骤进行。

首先，根据公式(6)计算各基金投资组合的系统性风险 β_p ：

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n x_i \beta_i \quad (6)$$

该式中单个证券 i 的 β 值公式为：

$$\beta_i = \sigma_{iM} / \sigma_M^2 \quad (7)$$

通过观察投资组合 β 值的变化趋势，可以判断基金经理对未来市场走势的预期：如果预期未来市场组合收益小于无风险收益，根据风险与收益相匹配的原则即降低投资组合的 β 值，以减少市场下跌对投资组合收益的影响；如果预期未来市场收益大于无风险收益，则根据风险与收益相匹配的原则增大投资组合的 β 值，以增加由于市场上升带来的收益。

其次，计算市场组合的收益率。在市场组合收益率的计算中，根据证券投资基金的投资限制，一般而言各基金都规定对有价值证券的投资不得低于其资金总量的 80%，由此，相应而言，其有可能“闲置”（或者说投资于有价值证券以外的资产）的资金总量的上限约为 20%；再根据基金管理公司与托管银行之间的实际运作关系，一般而言基金所“闲置”的资金多数时间都存在于托管银行的专门账户并获得相应的利息收益。因而，在确定市场投资组合时，我们采用 0.8 和 0.2 的权数，计算深、沪股市和同期一年定期储蓄收益率的加权和，其计算方法可表述为：

$$\text{市场组合收益率} = [(\text{深证 A 股指数涨跌幅} \times 50\% + \text{上证 A 股指数涨跌幅} \times 50\%)] \times 80\% + \text{同期一年期定期储蓄收益率} \times 20\% \quad (8)$$

最后，根据公式 (2) 计算基金总体的资产配置能力指标 $I_{A, t+1}$ ，并根据公式 (4) 和 (5) 计算其资产调整能力 I_1 和证券调整能力 I_2 的值。计算中，由于封闭式基金每隔半年公布各基金的资产结构及持有证券结构明细，从中我们可以得到各基金的证券调整情况和资产调整（风险资产持有比例）的变化。其中的无风险收益率根据中国人民银行公布的相应一年期定期存款利率计算。

通过以上三大步骤，我们即得到了表 2 所示的实证研究结果。

表 2：我国证券投资基金的资产配置能力指标表

基金代码	基金简称	上市日期	I_1 值	I_2 值	$I_{A, t+1}$ 值
184688	基金开元	1998-4-7	0.00314	0.00874	0.011881
184689	基金普惠	1999-1-27	0.002394	0.000197	0.002591
184690	基金同益	1999-4-21	0.001877	-0.00112	0.000758
184691	基金景宏	1999-5-18	0.000652	0.004077	0.00473
184692	基金裕隆	1999-6-24	0.000447	-0.00127	-0.00082
184693	基金普丰	1999-7-30	0.003916	-0.00456	-0.00064
184695	基金景博	1999-10-22	0.00173	-0.00178	-5.4E-05
184696	基金裕华	2000-4-24	0.002185	0.00097	0.003155
184698	基金天元	1999-9-20	0.001513	0.003539	0.005052
184699	基金同盛	1999-11-26	0.001003	-0.00018	0.000822
184700	基金鸿飞	2001-11-28	0.000651	0.000136	0.000787
184701	基金景福	2000-1-10	-0.001	0.001643	0.000641
184702	基金同智	2000-5-15	0.000708	0.002922	0.00363
184703	基金金盛	2000-6-30	0.001217	0.000817	0.002034
184705	基金裕泽	2000-5-17	0.000672	0.000884	0.001557
184706	基金天华	2001-8-8	0.00161	-0.00125	0.000362
184708	基金兴科	2000-7-18	0.000255	0.007222	0.007476
184709	基金安久	2001-8-31	0.000223	0.005234	0.005456
184710	基金隆元	2000-10-18	0.003888	-0.00649	-0.0026
184711	基金普华	2001-8-28	-0.00018	-0.00083	-0.00102

184712	基金科汇	2001-6-20	0.000337	-5.2E-05	0.000285
184713	基金科翔	2001-6-20	0.002065	0.004607	0.006672
184718	基金兴安	2000-9-20	-0.00161	0.004097	0.002488
184719	基金融鑫	2002-9-2	-0.00144	0.004625	0.00318
184720	基金久富	2002-4-18	0.000583	0.006087	0.00667
184721	基金丰和	2002-4-4	0.000227	0.001156	0.001383
184722	基金久嘉	2002-8-27	0.001624	0.00389	0.005514
184728	基金鸿阳	2001-12-18	-0.0002	0.000297	9.66E-05
184738	基金通宝	2001-9-6	-0.00036	0.002005	0.001642
500001	基金金泰	1998-4-7	0.000461	0.002838	0.0033
500002	基金泰和	1999-4-20	-0.00021	0.002261	0.002055
500003	基金安信	1998-6-26	-8.8E-05	-0.00103	-0.00112
500005	基金汉盛	1999-5-18	0.000465	-0.00012	0.000349
500006	基金裕阳	1998-7-30	-0.00083	-0.00166	-0.00248
500007	基金景阳	1999-10-22	-0.0002	0.002966	0.002765
500008	基金兴华	1998-5-8	0.002198	0.005985	0.008183
500009	基金安顺	1999-6-22	-0.00036	-0.00061	-0.00097
500010	基金金元	2000-7-11	0.003402	-0.00096	0.002437
500011	基金金鑫	1999-11-26	0.000747	0.002683	0.00343
500013	基金安瑞	2001-8-30	0.000176	-0.00329	-0.00312
500015	基金汉兴	2000-1-10	0.000367	0.002409	0.002776
500016	基金裕元	1999-10-28	-0.00044	-0.00063	-0.00106
500017	基金景业	2001-12-19	0.003775	0.001047	0.004822
500018	基金兴和	1999-7-30	0.001266	-0.00164	-0.00038
500019	基金普润	2001-9-4	0.000369	0.00104	0.001409
500021	基金金鼎	2000-8-4	-0.00042	0.002064	0.001646
500025	基金汉鼎	2000-8-17	-0.00104	0.00219	0.001149
500028	基金兴业	2001-7-27	0.003749	-0.00633	-0.00258
500029	基金科讯	2001-6-20	0.001421	0.002958	0.004379
500035	基金汉博	2000-10-17	9.01E-05	0.00363	0.00372
500038	基金通乾	2001-9-21	0.003216	-0.00056	0.002654
500039	基金同德	2001-8-1	0.000251	0.000646	0.000897
500056	基金科瑞	2002-3-20	0.001157	0.003603	0.004761
500058	基金银丰	2002-9-10	-0.00124	0.006239	0.004994

根据表 1 所示的基金资产配置能力的判定标准，结合表 2 的内容，我们即得到表 3 的初步研究结果。

表 3：我国基金资产配置能力统计结果表

资产配置能力	较低	一般	较高
所属基金家数	12	17	25
占有基金比例	22.22%	31.48%	46.3%

表 3 的结果说明，在我国封闭式证券投资基金中，其资产配置能力由低到高所属的基金只数是逐渐上升的。这表明总体而言我国基金的资产配置能力是可以令人满意的。

对实证结果的进一步探讨

由表 3 的研究结果可见,在我们的研究样本中,属于资产配置能力较高的基金有 25 只,属于资产配置能力一般的基金有 17 只,资产配置能力较低的基金为 12 只。为了更具体地揭示我国基金的资产配置特征,这里我们对上述结果做进一步的研究。

首先我们对 25 只具有较高资产配置能力的基金作进一步研究。本文的研究表明,对基金资产配置能力可以从基金的资产调整和证券选择两方面研究,据此我们分别计算这 25 只基金 I_1 、 I_2 和 $I_{A,t+1}$ 三指标的平均值,得到如下统计结果(见表 4):

表 4: 具有较高资产配置能力的基金数据统计

指标	I_1 均值	I_2 均值	$I_{A,t+1}$ 均值
指标值	0.001105	0.003061	0.004166
占 $I_{A,t+1}$ 比重	26.53%	73.47%	1

通过表 4 的计算得到,在组成指标 $I_{A,t+1}$ 的两部分中,指标 I_1 的比重仅有 26.53%,指标 I_2 的比重高达 73.47%,表明基金主要依靠投资组合中股票的变动来调整投资组合的系统性风险,以使资产配置原则得以满足,而小部分通过资产调整来体现。这说明在我国基金的资产配置能力中,其证券调整能力要强于资产调整能力。

其次我们对 17 只具有一般资产配置能力的基金作进一步研究。将这 17 只基金分为两类,第一类是 I_1 值小于零 I_2 值大于零,第二类是 I_1 值大于零 I_2 值小于零,通过分类统计得到如下结果(见表 5):

表 5: 具有一般资产配置能力的基金数据统计

指标	所属基金家数	I_1 均值	I_2 均值	$I_{A,t+1}$ 均值
全部	17	0.000246	0.00142	0.001666
类型一	10	-0.00077	0.002839	0.002066
类型二	7	0.001701	-0.00061	0.001095

这些具有一般资产配置能力的基金中,由于不适当的调整组合中的股票导致基金投资管理能力一般的 7 只基金,其 $I_{A,t+1}$ 的均值(0.001095)显著小于由于资产调整不合理导致投资管理能力一般的 10 只基金的 $I_{A,t+1}$ 均值(0.002066)。也就是说,由于不适当的调整投资组合中的股票在较大程度上影响了基金资产配置能力的提高,此结果也说明中国的基金主要还是通过投资组合中股票的调整来进行资产配置的。

再次,对 12 只资产配置能力较低的基金作进一步分析。我们将这些基金分为三类:第一类是 I_1 值小于零而 I_2 值大于零,第二类是 I_1 值大于零 I_2 值小于零,第三类是 I_1 值和 I_2 值同时小于零,然后分别计算指标 $I_{A,t+1}$, I_1 和 I_2 的均值,得到结果见表 6。

表 6: 资产配置能力较低的基金数据统计

指标	所属基金只数	I_1 均值	I_2 均值	$I_{A,t+1}$ 均值
12 只基金 总体指标	12	0.001106	-0.00251	-0.0014
类型一	0	0	0	0
类型二	7	0.002167	-0.00362	-0.00146
类型三	5	-0.00038	-0.00095	-0.00133

这 12 只资产配置能力较低的基金的 I_2 的均值(-0.00251)小于零,其原因在于对市场收益和无风险收益大小关系的错误预期,或者虽然准确预期了市场收益和无风险收益大小关系,但是由于不合理的变动投资组合内股票的配置,导致基金资产配置能力较低。这进一步强化了表 5 的结果,即说明在对市场准确预期的基础上,合理调整投资组合的股票配置对基

金的资产配置能力起关键性的作用。

结论与启示

本文从风险与收益相匹配的角度建立了衡量基金资产配置能力的模型并给出了具体的判断指标,在此基础上对我国 54 只封闭式基金的资产配置能力进行了实证检验。本文的研究发现,在我们全部 54 只封闭式基金中,资产配置能力达到较高程度的基金有 25 只,占样本总数的 46.3%,而资产配置能力较弱或不具有资产配置能力的基金为 12 只,只占了研究样本的 22.2%。这说明经过几年的发展,我国基金的资产配置能力有了较大的提高和发展。

本文的研究还发现,我国基金的资产配置特点是:很大程度上是通过投资组合中证券的调整来改变组合的系统性风险,而较少通过对投资组合中资产的调整去满足资产配置的原则。这一特征的形成既与中国证券投资基金的现状相关,又是对目前中国证券市场还不成熟的反映。从现状来看,由于受到相关法律法规和基金契约对基金投资组合资产配置的限制,基金通过资产的调整实现资产配置能力的弹性相对较小,因此基金为了实现更好的收益,不得不依靠对组合中的股票的调整来满足资产配置的原则。从中国证券市场的不成熟来看,在一个不成熟的证券市场中,由于全部资产(证券)都处于一个有效性较低的市场环境中,特别是其上市公司的质量千差万别,因此对证券的选择和调整一般而言其效果会好于资产调整。

本研究还同时发现,一部分基金的资产配置思路或原则不甚明确,即在其对组合中的股票和资产两方面的调整中出现了相互背离的情况,这反映了我国部分证券投资基金的投资行为还不是很成熟。

本文的研究启示我们,提高我国证券投资基金的资产配置能力,一方面应减轻或者取消相关规则和基金契约对基金资产配置的的限制,以赋予基金进行资产配置的操作空间和弹性;另一方面,从实际操作角度看,我国证券投资基金要提高自己的资产配置能力(特别是对目前资产配置能力较低的基金而言),重要的着力点即是磨练和提高自己的证券调整能力,这将是决定基金未来生存能力、竞争能力和发展能力的基础性因素之一。

[基金项目:]南开大学哲学社会科学创新基金 2005 年度项目(编号:NKC0504);天津市“十五”社科规划 2005 年度项目(编号:TJ05-JJ002)

注释:

Henriksson和Merton以此模型对 116 只开放式基金进行了实证分析,发现没有一只基金具有市场时机能力。

他们所做的实证研究也表明基金没有市场时机能力。

他们所做的实证研究得到基金平均看起来具有证券选择和时机选择能力。

所谓战略性资产配置(SAA),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。

所谓战术性资产配置(TAA)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。

基金所面临风险可分为非系统性风险和系统性风险,根据经典的投资组合理论,一个充分分散化的投资组合将规避掉所有的非系统性风险。因此本文所研究的风险只集中于系统性风险—— β 值的大小。

这也从另一个角度证实了国内的有关研究所发现的我国基金可能具有较强的择股能力的结论。

目前大多数的实证研究表明中国证券市场的有效性只处于弱有效阶段。

参考文献:

[1] Treynor, J. and K. Mazuy. Can Mutual funds Outguess the Market?[J]. Harvard Business Review, 1966, (44).

[2] Zvi Bodie, Alex Kane and Alan J. Marcus, Investments, 5th edition. The McGraw-Hill Companies, 2002.

-
- [3] Henriksson, R.D.and Merton R. C. On Market Timing and Investment Performance [J]. Journal of Business, 1981,(54).
- [4]Chang E C, Lewellen W.C. Market timing and mutual fund performance[J].Journal of Business, 1984,(57).
- [5]Eugene F.Fama and Kenneth R.French. Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bond[J].Journal of Financial Economics, 1993,(33).
- [6]Kent Daniel , Mark Grinblatt, Sheridan Titman, and Russ Wemers. Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-based Benchmark[J].Journal of Finance , 1997,(52).
- [7]Brinson .G. P, Hood. L R , Beebower. G. L., Determinants of Portfolio Performance [J]. Financial Analysts Journal , Vol.42, No.4. 1986.
- [8] Roger G. Ibbotson and Paul D.Kaplan , Does asset allocation policy explain 40, 90, or 100 percent of performance?[J]. Financial Analysts Journal ; Jan/Feb, 2000.
- [9]Harry M. Markowitz, Portfolio Selection, Journal of Finance, 7(1):77-91, 1952.
- [10]汪光成.基金的市场时机把握能力研究[J].经济研究,2002,(1).
- [11]吴世农,李培标.中国投资基金证券选择和时机选择能力的实证研究[J].经济管理,2002,(4).
- [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).
- [13]李学峰,张茜.我国证券投资基金投资管理行为成熟性研究[J].证券市场导报,2006,(10).