

# 研究简报

(2016年 第7期 总第26期)

清华大学国家金融研究院

---

## 私募基金的业绩可持续么？

民生财富管理研究中心

对于普通投资者而言，当他们购买基金的时候，并没有太多的信息可以供他们参考。而基金的历史业绩，特别是基金的收益率，是一个非常直观并且容易获得的信息。投资者往往通过这些信息来判断基金的好坏，从而进行相应的投资。他们会寄希望于那些过往业绩优秀的基金，然后购买并希望在未来获得较高的收益。但基金业绩排名除了对基金过往的表现给出一个评价之外，对投资者是否具有投资参考价值？投资者如果投资于这些过去收益较高的基金，是否可以在未来也获得较高的回报呢？

报告通过研究股票型私募基金业绩排名的稳定性，来分析基金业绩能否持续。在研究中，我们将基金业绩分为两个时间段：排序期（Formation Period）和检验期（Holding Period），通过对比这两个时间段内基金业绩的排名，分析基金的业绩是否具有持续性。

## 一、收益率持续性的绩效二分法检验

我们首先根据绩效二分法，在排序期和检验期将样本基金按照收益率从高到低排序，把基金分成赢赢组（WW）、赢输组（WL）、输赢组（LW）和输输组（LL）。接下来，我们利用交叉积比率指标（Cross-Product Ratio, 简称 CPR），来检验股票型私募基金收益率的持续性。若基金收益率不存在持续性，则在检验期中处于赢组与输组的基金是随机的；反之，若基金业绩存在持续性，则基金的排序应当是稳定的。

我们首先对排序期为一年，检验期也为一年的股票型私募基金进行绩效二分法的检验。结果表明，在排序期为 2009 年，检验期为 2010 年（即（2009）- 2010 年）这一周期内，WW 组基金的比例为 31%，LL 组基金的比例为 28%，两组比例均高于 25%。同时，其 CPR 为 2.02，P 值为 0.026（2.6%），小于 5%，即在 5% 的显著性水平下是显著的，这表明此段时间内基金业绩是有持续性的。同样，（2011）- 2012 年周期内的股票型私募基金业绩也具有持续性。

而在排序期为 2008 年，检验期为 2009 年（即（2008）-2009 年）的区间内，WW 组和 LL 组基金的比例均为 17%，比 25% 低 8 个百分点。其 CPR 指标为 0.27，P 值为 0.003（0.3%），在 5% 水平下是负显著的，说明基金业绩出现了明显的反转现象。（2013）-2014 年周期内的基金业绩同样呈现出反转的现象。整体来看，股票型私募基金在 2008-2015 年期间的收益率没有明显的持续性，基金过去一年的收益率排名不能作为投资者投资决策的主要参考依据。

为了避免基金在一年时间内出现业绩不稳定的问题，我们又以三年作为排序期，重新对股票型私募基金的业绩持续性进行检验。可以发现，在排序期为 2008-2010 年，检验期为 2011 年（即（2008-2010）- 2011 年）这个周期内，WW 组和 LL 组基金占比均为 31%，并且在 5% 的显著性水平下是显著的，其 CPR 值为 2.64，P 值为 0.031。该结果表明，在 2008-2010 年收益率排名较高的基金在 2011 年的收益率排名同样较高，在 2008-2010 年收益率排名较低的基金在 2011 年的收益率排名较低。而在（2011-2013）- 2014 年的分析周期内，基金业绩出现了显著的反转现象。而在其它几个周期内，四个组的基金占比较为均匀，与 25% 的差异不大，说明在这几个周期内基金的业绩排名随机性较强，因此，在 2008-2015 年期间，在排序期为三年，检验期为一年的情况下，股票型私募基金的业绩总体上仍不具有持续性。

## 二、收益率持续性的 Spearman 相关性检验

Spearman 相关系数是衡量两个变量的依赖性的非参数指标，它利用单调方程评价两个统计变量的相关性。当样本的分布不服从正态分布、总体分布类型未知或为有序数据时，使用 Spearman 相关系数较为有效。Spearman 相关系数的绝对值越大，说明两个变量的相关性越强。当两个变量完全相关时，Spearman 相关系数的数值则为 +1 或 -1。如果 Spearman 相关系数显著大于 0（或小于 0），表明基金的排名具有持续性（或反转性），如果 Spearman 相关系数

和 0 的区别不显著，则表明基金在排序期收益率的排名和检验期的收益率排名没有相关性。

我们以 5% 的显著性水平来对 Spearman 相关系数进行考察。在 2008-2015 年期间，只有在排序期为 2009 年，检验期为 2010 年（即（2009）-2010 年间）和排序期为 2011 年，检验期为 2012 年（即（2011）-2012 年间）的基金排名的 Spearman 相关系数为正显著，其相关系数分别为 0.172（17.2%）和 0.260（26.0%）。同时，我们也发现了一些区间内的基金业绩出现了反转现象，即 Spearman 相关系数为负显著，例如，（2008）-2009 年和（2013）-2014 年的两个分析区间。从总体上看，在 2008-2015 年，我们没有发现股票型私募基金的一年收益率排名有很强的持续性。这些结论和通过绩效二分法所得出的结论基本一致。

同样，为避免短期内基金业绩不稳定的问题，我们将排序期扩展到三年。在 2008-2015 年期间，排序期为 2008-2010 年，检验期为 2011 年（即（2008-2010）-2011 年间）的基金收益率排名为正相关，其 Spearman 相关系数为 0.326（32.6%），其 T 检验的 P 值为 0.002，小于 0.5，即在 5% 的显著性水平下是显著的。同时，我们发现其他区间的 Spearman 相关系数都不显著。因此，股票型私募基金只在个别的年份表现出了收益率排名持续性的特征。

通过上述的分析我们发现，无论是根据一年还是三年为排序期，都无法表明股票型私募基金的收益率在下一年具有确定的持续性。虽然在个别的年份中出现了业绩的持续性，但持续性的相关系数都

较低。也就是说，基金过去的收益率排名不能帮助我们预测其在下一年的收益率排名。投资者如果投资于在过去一年（或过去三年）内收益率排名较高的基金，并不一定会在下一年里获得较高的收益。

### 三、收益率持续性的描述统计检验

我们还利用更加直观的描述统计的方法来分析股票型私募基金的收益率是否具有持续性。这一方法中，在排序期，我们按照基金过去一年的收益率从高到低，把基金等分为四组。其中，第一组为收益率最高的基金，第四组为收益率最低的基金。然后分别观察每组基金在下一年的检验期的分组情况。如果基金收益率不具有持续性，那么，在检验期中，各组基金的比例应该都在 25%。即无论在排序期中基金的收益是高还是低，在检验期中，其排名都是随机分布在各组之中的。反之，如果基金的收益率具有持续性，那么在排序期中属于收益率最高的第一组的基金，在检验期应该有很高的比例也属于第一组；在排序期中属于收益率最低的第四组的基金，在检验期应该有很高的比例也属于第四组。

在 2008-2015 年期间，在排序期属于第一组的基金有 28.7% 在检验期中仍然属于第一组，而在排序期属于第四组的基金有 24.0% 在检验期中仍然属于第四组，这两个比例都和 25% 比较接近。可见，在过去一年收益率较高的基金在下一年中的收益率不一定会仍然较高，而在过去一年收益率较低的基金在下一年的收益率也不一定仍然较低。

我们同时也对 2008-2015 年间的 7 个排序期和检验期的结果进行了 T 检验，以考察排序期到检验期各组的基金的均值在统计意义上是否等于 25%。结果显示，在 5% 的显著性水平下，几乎没有哪个组的基金通过了 T 检验，特别是排序期和检验期都处于第一组或第四组的基金，其 T 检验的 P 值基本都大于 0.05。这表明无论股票型私募基金在排序期间属于什么分组，其在检验期基本都随机地分布于四个组别之间，即在 2008-2015 年期间，股票型私募基金的一年期的收益率不具有持续性。

此外，我们还对排名最高的前 10% 的基金或排名最低的后 10% 的基金的业绩持续性进行了检验。根据检验结果可以发现，2008-2015 年期间，在排序期处于前 10% 的基金中，每年只有 10% 左右的基金在检验期仍处于前 10%，而在 (2008) -2009 年和 (2010) -2011 年两个周期内，分别只有 0% 和 3.1% 的基金在检验期仍处于前 10%。由此可见，在 2008-2015 年间，过去一年内最优秀的股票型私募基金的业绩同样没有持续性。而收益率处于排名后 10% 基金的检验结果则表明，和收益率排名前 10% 的基金相比，收益率排名后 10% 的基金的业绩持续性相对更强一些，在排序期为 2009 年、检验期为 2010 年，和排序期为 2011 年、检验期为 2012 年的分析区间内，检验期中仍处于后 10% 的基金的比例都大于 30%，分别为 31.3% 和 39.7%，而其他分析区间的基金比例也基本都在 10% 以上。由此可见，过去一年收益率较差的后 10% 的基金的业绩更容易持续下去。

#### 四、夏普比率持续性的描述统计检验

除上述三种检验方法外，我们还采用了衡量基金相对收益的夏普比率（Sharpe Ratio）作为风险调整后的业绩指标，对基金的业绩持续性进行检验。

首先，对股票型私募基金的夏普比率进行排序期为一年，检验期为一年的业绩持续性进行检验。结果显示，在 2008-2015 年间，在排序期属于夏普比率属于第一组的基金中有 29.7% 的比例在检验期仍然属于第一组，但是该比例在 5% 的显著性水平下并不显著，其 T 检验的 P 值为 0.250，即在统计上该数值和 25% 没有差异。这表明在过去一年中，夏普比率排名较高的基金在下一年中其夏普比率的排名并不一定仍然较高。而在排序期属于第四组的基金中有 30.5% 在检验期中仍然属于第四组，这个比例比 25% 高出 5.8 个百分点，但是在 5% 的显著性水平下是不显著的，其 T 检验的 P 值为 0.059，同样高于 5%。这表明在过去一年中，夏普比率排名较低的基金在下一年中的排名也不一定较低。同时我们发现，表中其他组别的基金也都不显著，这表明用夏普比率来衡量基金的业绩时，股票型私募基金的一年期业绩同样不具有持续性。

接下来，我们对 2008-2015 年间各排序期中按照夏普比率进行排名的前 10% 基金与其在检验期的排名做出对照考察。在 2008-2015 年期间，在排序期夏普比率处于前 10% 的基金，在检验期仍处于前 10% 的比例在每个分析的周期内并不相同。例如，2008 年处于夏普比率最高的前 10% 的基金共有 8 只，而这 8 只基金中没有基金在 2009

年仍处于夏普比率前 10%之中。而 2011 年处于前 10%的基金 58 只中，有 29.3%在 2012 年仍处于前 10%。总体而言，夏普比率的持续性仍然不高，投资者无法完全预测那些过去一年中夏普比率的排名较高的基金，其夏普比率在未来的高低。

同样，我们对夏普比率排在最后的 10%的基金的业绩持续性进行了检验后发现，在 2008-2015 年期间，当排序前为一年的时候，在每个分析区间内，大约有 15%左右的基金仍然处于夏普比率排名后 10%中。虽然总体而言，夏普比率排后 10%的基金业绩并不具有明显的持续性，但和夏普比率排名前 10%的基金业绩持续性相比，夏普比率排名后 10%的基金业绩的持续性有所增强。

(2016 年 9 月 14 日)

---

报 送：民生财富管理研究中心

联系人

电 话：

---