

研究简报

(2015 年 第 13 期 总第 13 期)

清华大学国家金融研究院

公募基金的业绩分析

民生财富研究中心

本报告重点分析了主动管理的股票型公募基金的业绩。从不考虑风险和考虑风险两个角度出发，研究了股票型公募基金的回报。前者使用考虑红利再投资的净值增长率（利用复权净值算出的收益率），后者使用常见的夏普比率和索丁诺比率。我们的研究表明，股票型基金自成立以来总体表现优于市场大盘指数。其中，在市场处于强烈上升阶段时，虽然股票型基金的表现没能够超过大盘指数的表现，但是仍获得较高的正收益；然而，这类基金的真正价值体现在市场表现低迷时，股票型基金不仅能够损失较小甚至有可能获得正收益。同时，本报告研究了具有三年以上历史业绩的股票型基金调整风险后的收益。

一、数据处理

本报告的研究重点为主动管理型股票型基金，这里的股票型基

金包括混合型基金中的偏股型基金。其样本选取方法为：在截止到 2014 年底的 2751 只基金中，剔除货币型基金（433 只）、债券型基金（872 只）、ETF 基金（323 只）、QDII 型基金（79 只）、偏债混合型基金（31 只）、保本混合型基金（57 只）、指数型基金（其中包括增强型指数型基金）（120 只）以及封闭式基金（72 只）。这里由于封闭式基金在公募基金市场上所占份额及基金数量都很少，所以在本报告中这类基金不予考虑。最终我们得到符合要求的样本共有 764 只主动管理的股票型基金。在报告中将筛选后的基金统一简称为“股票型基金”。

二、不考虑风险的回报

本研究分析的股票型基金样本区间为 2001 年到 2014 年，所用的基金净值为月度数据。为了将股票型基金与总体股票市场的表现做对比，本研究选取中信标普 A 股综合指数（以下均统一简称为“中信 A 指”）以及沪深 300 指数作为市场股指的参考基准。研究结果表明，股票型基金的特殊价值体现在股票市场处于熊市或者没有明显涨跌幅的时候，股票型基金能够减少亏损甚至给投资者带来正收益；但是当股票市场处于较强劲的上漲时，股票型基金很难战胜大盘指数。

三、调整风险后的回报

在比较完简单收益后，我们再从风险角度考虑基金的回报。这

里，以夏普比率（Sharpe Ratio）和索丁诺比率（Sortino Ratio）来衡量基金风险调整后的回报。本节计算的样本在上一节得到符合条件的 764 只主动管理的股票型基金的基础上，剔除少于 3 年完整历史数据记录的基金，最终保留 448 只有效的基金。

1、夏普比率（Sharpe Ratio）

首先，我们以夏普比率衡量基金风险调整回报，夏普比率的经济含义为：每承担一个单位的风险所获得的超额收益的大小。夏普比率越高，表明在风险相同的情况下获得超额回报越高。研究表明，虽然大部分股票型基金拥有正的夏普比率；但仍有约 16% 的股票型基金的夏普比率为负，说明这部分基金投资者在承担风险的同时，并没有获得高于无风险收益的回报。股票型基金的年化夏普比率最大值为 1.24，最小值为 -0.38，平均值为 0.38。另外，有 25% 的基金其对应的夏普比率超过 0.58。

2、索丁诺比率（Sortino Ratio）

与夏普比率有所区别，索丁诺比率是用基金的超额收益除以下行波动率得来的。索丁诺比率和夏普比率类似，这一比率越高，表明基金承担相同单位下行风险能获得越高的超额回报率。

研究表明，大约有 84% 的基金索丁诺比率为正，但是仍有约 16% 的基金索丁诺比率为负，说明这部分基金的投资者在承担下行风险的同时，没有获得相应的超过无风险投资收益的回报。索丁诺比率的最大值为 3.01，最小值为 -0.59，平均值为 0.72。值得注意的是，有 25% 的基金其对应的索丁诺比率超过 1.07。



3、 收益率、夏普比率和索丁诺比率的关系

本节结合基金的年收益率、夏普比率和索丁诺比率三个比率来看基金的排名情况。首先，我们分析了每年按收益率、夏普比率和索丁诺比率排名前十的基金，按照不同指标排名后跻身前十的基金不尽相同。但是仍有部分基金不管以什么指标衡量其表现，均表现优异，每年平均有四只基金按照三个指标排名均在前十。

其次，我们研究了三个指标排名的相关性。研究发现，基金的夏普比率和索丁诺比率的排名相关性很高，主要分布在 99%左右。但收益率和夏普比率（索丁诺比率）的排名相关性在不同的年份差异较大。例如，在 2008 年，当中国股市处于熊市的时候，基金收益率的排名和夏普比率（索丁诺比率）的排名相关性较低，仅为 33%左右。而在 2010 年、2012 年和 2013 年，当股市收益波动较小时，基金收益率的排名和夏普比率（索丁诺比率）的排名相关性高达 99%左右，但在 2007 年、2009 年和 2014 年，当股市获得较高的收益时，基金收益率的排名和夏普比率（索丁诺比率）的排名相关性仅在 70%左右。

四、结论

本报告将研究范围缩小到主动管理的股票型基金，这里的股票型基金包括混合型基金中的偏股型基金。通过研究基金的收益率发现，股票型基金自成立以来整体表现比大盘指数好。在市场处于上升趋势时，股票型基金获得较高的正收益，但是没能够战胜市场

大盘指数。然而，其真正的投资价值体现在市场处于低迷时，股票型基金不仅损失较小甚至可以获得正收益。报告采用夏普比率和索丁诺比率来评估股票型基金调整风险后的收益。研究表明虽然大概84%股票型基金具有正的夏普比率或索丁诺比率，但有约16%的股票型基金的夏普比率和索丁诺比率为负，说明这些基金实现的收益没有超过无风险资产的收益。

(2015年8月20日)

报 送：民生财富研究中心

联系人：

电 话：
