**一．国外证券投资基金投资绩效研究动态**

**国外由于基金市场成立比较早,所以对于基金绩效评估的研究也较多,理论**

**已较为成熟,发展大致经历了三个阶段,总结如下:**

**第一个阶段是在1965年以前,此时对证券投资基金绩效的评价主要是计算简**

**单净值收益率、加权时间收益率、算术平均收益率与几何平均收益率、年化收益**

**率。**

**第二个阶段从1965年到1980年,此时现代投资理论的研究证明,风险的大小**

**在决定组合的表现上同样起非常重要的作用,因此以前直接衡量收益率的高低来**

**进行绩效的评估就存在较大的问题。所以就发展了经过风险调整衡量的指标来衡**

**量基金绩效的方法。第一个风险调整衡量方法是由Treynor(1965)提出来的,他**

**把系统风险因素加入基金业绩评价指标,提出了后人称之为Treynor指数。1966年,**

**诺贝尔经济学得主威廉夏普提出用标准差作为基金风险的度量,给出了基金份额**

**标准差的超额收益,即sharpe比,并成为人们进行基金业绩评价时最经常使用的**

**方法。他认为,如果有效资产组合完全消除了单一资产的非系统风险,那么系统**

**风险就能够有效地刻画基金的风险,从而单位系统风险的超额收益可以作为评价**

**基金业绩的指标。他还用sharpe指数考察了1954年至1963年美国34个共同基金的**

**业绩表现,发现大部分基金的业绩表现都不如道琼斯工业指数所衡量出的业绩表**

**现。1968年,MichaelC.Jensen在CAPM模型基础上发展出的一个风险调整差异衡**

**量指标,即Jensen测度。**

**第三个阶段从1980年至今,此时在三大经典风险调整绩效衡量方法基础之**

**上,基于对风险的不同计量或调整方式的不同,其他一些风险调整衡量方法也相**

**继被提出来了,并广泛应用于实践中。信息比率以马柯威茨的均异方差为基础,**

**可以用以衡量基金的均异特性。1997年诺贝尔经济学得主France Modigliani与**

**其孙女Leah Modigliani提出来一个赋予sharpe比率以数值化解释的指标,即**

**M2测度指标。2001年,Klass Baks Andrew Metrick和Jessica Wachter在**

**Working Pater《贝叶斯业绩评估》中提出了詹森测度的贝叶斯方法。**

**对于基金经理择时择券方面的研究,特雷诺与梅热(Masuy)在1966年提出**

**了二次项法,也称为“T-M”模型。并对1953-1962年美国共同基金的市场时机选**

**择能力进行实证研究,结果发现基金不具有市场时机选择能力。**

**Roy D.Henriksson和Robert C.Merton(1981)采用单指数模型加上虚拟项的二项式模**

**型简称(H-M)模型,检验了基金的市场时机选择能力,补充了Treynor和Masuy**

**的非线性CAPM模型的检验方法。Chang和Lewellen(1984)对Heriksson和Merton**

**的二项式模型进行了改进,提出了C-L二项式模型。**

**对于基金持续性方面的研究。国外学者对基金绩效持续性的研究方法包括参**

**数方法和非参数方法。参数方法主要是横截面回归法,即将基金分为持有期和评**

**估期,并对基金在持有期与评估期的风险调整收益(即Jenson Q)即进行横截面回归,**

**通过检验回归斜率系数的显著性来判断业绩持续性。非参数方法主要是交叉积比**

**率检验法,可以采用列联表的Z统计量检验、Yates连续性修正卡方检验、**

**Fisher精确检验和Spearman秩相关系数检验等,利用不同阶段的数据样本来检验样本的持续性。**

**最早进行基金持续性方面研究的是Grinblatt与Titman在1992年在名为《共同**

**基金业绩的持续性》的文章中,以3年为研究周期对美国共同基金1976-1987年的**

**9年收益序列进行了分析,发现基金在个年期中,有2个表现出了持续性**

**Hendricks, Patel和Zeckhauser(1993)以1974-1988期间的165只免付佣金**

**基金的季度数据为样本,分别以超额收益率、夏普指数和Jensen a进行研究,发**

**现一些收益相对较好或较差的共同基金均表现出了业绩的持续性。2005年**

**Droms和Walkerm发现国际股票型基金1年内的业绩持续性在水平上显著,而对于更**

**长持有期如2-4年,则持续性不显著。**

**Elton,** Bruber**和Blake(1996)认为债券类基金占据了近三分之一的市场份**

**额,而大多数却是以股票型基金或混合型基金为研究对象。所以用年净**

**资产不低于1500万美元的188只基金包括所有的基金类型构造了四因素模型**

**S＆P市场因子、规模因子、成长因子和债券因子来计算α,然后分别按过去1年和**

**3年的α将基金进行排序,在用以后的业绩来分析持续性。在以1年或以3年的情况**

**下都能用过去的业绩预测未来的业绩。并且用收益比用风险调整的业绩会有更好的预测效果。而且捧名期和评估期有很好的匹配效果,同时费用对业绩的持续性**

**没有影响**

二．国内证券投资基金投资绩效研究动态

**1.业绩评估指数的研究**

**国内研究者主要运用Sharpe比率、Trenyor比率和Jensen测度等指标对我国基**

**金的业绩进行了实证分析,得出一定的结论,并提出相应的建议。例如王庆石、**

**肖俊喜(2001,10)在风险调整的投资组合绩效测度指标综合评估中综合比较**

**了西方国家流行的基金风险调度指标,从理论和实际应用两方面分析了各个收益**

**率指标之间的内在联系和区别。**

**2.基金经理择时选股衡量的研究**

**国内研究者主要是对国外基金择券择时能力评价方法进行综述的基础上然**

**后利用H-M模型对我国证券投资基金择券择时能力进行了实证分析实证研究表**

**明没有足够的证据证明所选的基金有择券择时能力且有部分基金显现出负向选**

**择能力。例如郑慧清和王尤(2002)对36只证券投资基金的择时选股能力进行实证**

**分析,发现没有足够的证据表明我国投资基金具有择时选股能力,相反,却有更**

**多的迹象表明投资基金在弱势市场环境下呈现一种负的市场时机选择能力。卢**

**学法和严谷军(2004)应用风险调整指数法、T-M模型、H-M模型、C-L模型对我国**

**的证券投资基金的绩效进行实证研究。结果表明,没有足够的证据表明证券投资**

**基金能够战胜市场,也没有足够的证据表明证券投资基金具有择时能力和择股能**

**力。周容(2005)在对国外基金择券择时能力评价方法进行综述然后利用H-M**

**模型对我国证券投资基金2002年择券择时能力进行了实证分析实证研究表明没**

**有足够的证据证明所选的基金有择券择时能力且有部分基金显现出负向选择能**

**力。**

**3.基金持续性方面的研究**

**关于基金持续性方面的研究,相对与国外的研究而言,国内的研究就尚处于**

**起步阶段。最早的是2001年,上海证券联合研究课题组利用双向表和回归分析法**

**对证券投资基金的季度原始收益和风险调整收益进行了分析,结果发现从总体上**

**看,证券投资基金的业绩在短期不具有持续性。吴启芳等(2003)以个体基金相对**

**基金行业均值的超额收益,以综合市场指数为基准回归得到的超额收益,以深、**

**沪两个市场中的市场指数为基准时回归得到的截距这三种方法计算基金的过去收**

**益率,以1999年9月为过去收益的起点。基于3、6、9、12、18个月的三种历史收**

**益,同时得出不同时间段的未来收益率。然后进行分别回归,回归显示:基于较短期的过去收益以及对未来短期业绩的预测是不可靠的。但利用过去6个月的数据**

**对未来中长期收益(6和9个月)进行拟合时能发现较强的持续特征。实证说明,从**

**短期或中长期过去收益与未来短期或中长期收益之间的相关性来看,中国基金业**

**绩的持续性并不显著,只有用过去半年的数据预测未来6至9个月均收益可能比较**

**有把握。**

**4.基金未来业绩预测方面的研究**

**关于基金未来业绩预测方面的研究,国内学者大都在研究基金业绩具有持续**

**性的基础上,利用计量经济学的横截面回归分析法来预测基金未来业绩。例如倪**

**苏云、肖辉、吴冲锋(2002)在中国证券投资基金业绩持续性研究中利用基**

**金在以前每个评价期的超额业绩或超额收益组成的横截面收益序列对相应排名期**

**的超额业绩序列进行横截面回归预测。龚亚萍(2007)在开放式基金的业绩**

**持续性检验一文中,在证明开放式基金具有业绩持续性的基础上利用了横截面**

**回归分析法来预测基金未来业绩。**