基金业绩归因分析方法演变综述

近年来许多文献都对基金业绩归因的方法进行了讨论。对业绩进行拆解可以帮助我们解释基金回报为何与基准回报不同，即超额回报的来源。

1972 年Eugene Fama 提出将基金超额回报分解为选股回报和择时回报，即管理者在给定风险水平和市场下选出超预期回报的股票的能力和预测市场价格走势的能力。此后许多文献都对基金业绩增量的归因分析进行了讨论。大部分的归因分析模型致力于解释选股能力和市场择时中的哪一个是基金整体绩效的来源。 具体来说，归因分析会将基金经理实际持有的投资的总回报与预先确定的基准回报进行比较，并将这个业绩的增量分解为选股效应和择时效应。

对基金业绩归因文献有两大派别：一部分文献的归因分析是基于基金回报或风险因子。通过基金收益的时间序列数据进行业绩增量归因；另一部分是基于基金持有情况，通过计算不同时刻基金持有情况的变化进行业绩增量归因。

基于基金回报或风险因子的归因方法会使用基金的收益与基准收益进行对比。因为基金的收益数据相对容易获取，有大量的公募基金业绩文献都会采取基于收益的归因模型，如 Jensen (1968) ，Sharpe (1992) 和 Carhart (1997) 的多因子模型。1993年，Eugene Fama和Kenneth French在CAPM 模型基础上提出了Fama-French三因子模型，包括市场风险因子，规模因子和价值因子。此后，Mark Carhart提出在Fama-French三因子模型中加入动量因子，得到新的Carhart模型，并使用模型回归得到超额收益alpha来衡量基金经理带来的业绩增量。2015年，Fama-French在三因子模型的基础上，涵盖了盈利能力因子和投资水平因子。它综合考虑了系统风险、账面市值比、市值规模因子、盈利因子和投资因子对基金业绩的影响，能够更为全面的评价基金业绩，并且更为有效地衡量基金通过主动投资管理取得超额收益的能力。

关于市场择时能力，由于所用归因分析方法不同，实证分析的文章结论也不统一。 Treynor 和 Mazuy (1966) 以及 Henriksson 和 Merton (1981) 两篇文章采用的归因分析都是基于基金收益，在回归模型中捕捉系统风险与市场风险因子之间关系的变化。通过这些归因分析，文章没有发现公募基金存在显着的择时能力。事实上，基于基金的收益衡量择时能力会出现许多问题，例如： Grinblatt 和 Titman (1989b) 指出 beta 的随时间的结构变化会导基金业绩拆分出现偏差。Bollen 和 Busse (2001) 也指出基于回报拆解基金业绩增量时，选股能力和择时能力会出现伪负相关关系.

另一部分是基于基金持有情况的归因模型。Grinblatt 和 Titman (1993) 提出了一种最常用的方法，即通过分析基金持股权重的变化来衡量基金业绩。这种方法的一个主要优点是直接计算业绩增量，不依赖于基准或风险因子的选择。随着时间的推移，基于基金持有情况的归因模型已经发展出了不同的基金业绩分解模型。

Kacperczyk 等人 (2008) 通过衡量给定时间基金与期初买入并持有策略之间的收益差距来衡量基金业绩增量。Berk & van Binsbergen (2015) 通过产生的绝对收益量来衡量基金经理的选股技能。

还有另一种常用的基于基金持有情况衡量业绩增值的方法：Brinson 模型。该模型使用相对回报拆解基金业绩，假设基金的风格与暴露的风险敞口与对应的基准指数保持一致，并将基准指数定义为被动投资。那么基金经理进行的主动投资操作，就是进行与指数不同的投资行为，其具体行为可以分解为两个维度：第一，在不同时间进行与基准指数不同的行业配置，重仓看好的行业，轻仓看空的行业，即行业轮动；第二则是在具体行业内部，配置与基准不同的股票。以上的两种不同维度的主动投资操作可以将基金业绩增量拆解为配置效应和选股效应。通过Brinson 模型，总的超额收益可以分解配置效应+选股效应+交互效应。为了解决Brinson 模型使用算数平均的相对回报而无法处理多期收益的问题，Bacon 在2002年提出了使用几何平均超额收益对基金业绩进行拆解。

此外，Andreu(2018)使用不同时刻基金持有情况，分别从选股能力和择时能力两个方面，将基金业绩拆分为四个部分。从选股能力方面拆解基金业绩得到两个部分。第一是基金经理的调仓策略：包括增持/减持过去具有高（低）超额回报的证券；第二是基金经理是否可以预测股票的超预期回报（选股）。类似的，Andreu从择时能力拆解基金业绩，分别得到基金经理是否能预测市场回报(择时)和是否能甄别被动择时两部分。其中甄别被动择时是指基金经理是否能发现股票的beta与市场回报存在错位。

Magni(2022)则提出了一种创新方法，可以在给定评估区间内，将基金业绩分解为基金经理在不同时期做出的投资决策的贡献，以确定影响最大（和最小）的决策。作者应用 Clean Finite Change Sensitivity Index 方法来得到投资业绩的增量以及各时期持有收益，以便将其完全分解为各个时期做出的投资决策的贡献。

以上，我们总结了关于现有文献中基金业绩归因模型。一部分文献的归因分析是基于基金回报或风险因子。通过基金收益的时间序列数据进行业绩增量归因；另一部分是基于基金持有情况，通过计算不同时刻基金持有情况的变化进行业绩增量归因。

随着时间的发展，关于基金业绩归因的文献已经相对完善。讨论固收类基金与多币种基金这些细分领域的业绩归因的文献也在增加。而不同的归因分析模型有其不同的优势，得到的结论也不一致。对于复杂或动态的投资组合（对冲基金等），基于风险因子分解投资组合的业绩增量，可能比仅依赖基金回报的方法更有优势。相比于基于基金回报的业绩归因，基于基金持有情况的模型在衡量择时能力误差更小。

进行归因分析时，只有了解每个时间点的基金的特征，选择合适的归因模型以及合适的基准指数，并且意识到基准指数可能随时间改变（“风格漂移”）才可以将基金业绩增量进行更好的归因分析。并且更为有效地衡量基金通过主动投资管理取得超额收益的能力。