

债券基金投资专题二：历史业绩的持续性

核心要点：

- 在债券基金投资选择中，我们考虑的第一个因素往往是基金的历史业绩。然而基金过往业绩是否具有持续性则是一个具有争议的话题。本文我们将从不同角度来验证债基历史投资水平与未来业绩的关系，即过去表现好的基金未来是否大概率上仍会持续优异的投资水平。
- **基金相对收益水平不具有可持续性。**数据显示，过去三年内样本基金业绩无论是优秀（平均水平之上）还是落后（平均水平之下），在未来一年中，平均约半数基金业绩会持续优秀，另半数基金业绩则会跌落。显示长期（过去三年）业绩好坏对未来业绩完全不具有预测性，未来业绩的好与坏从概率上来近乎五五开，完全是随机性的。
- **基金风险特征具有一定延续性。**债基长期以来的风险特征具有一定延续性，即在过去较长时间内波动性较高的债基在未来大概率仍将保持较高波动性，反之过去几年持续低波动性的债基未来可能仍将维持低波动性特征。
- **风险调整收益方面**，特雷诺指标所反映的债基单位系统性风险所带来的超额收益水平具有一定延续性。我们将债基系统性风险管理能力理解为债基大类券种配置的收益贡献。

基金研究中心分析师



宋楠

☎：(8610) 6656 8327

✉：songnan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511060001

执业说明：

- 1、请区分基金研究与基金评价两大业务。
- 2、我司基金研究业务内设机构是中国银河证券基金研究中心。基金研究业务遵守中国证监会的证券公司研究业务、研究报告发布管理办法和投资顾问业务管理办法等有关规定。
- 3、我司基金评价业务内设机构是中国银河证券基金研究中心。基金评价业务遵守中国证监会的《证券投资基金评价业务管理暂行办法》和中国证券业协会的《证券投资基金评价业务自律管理规则(试行)》的有关规定。
- 4、宋楠，基金研究证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

在债券基金投资选择中，我们考虑的第一个因素往往是基金的过往业绩。然而基金过往业绩是否具有持续性、在投资时是否需要考虑基金历史投资能力，则是一个具有争议的话题。本文我们将从不同角度来验证债基历史投资水平与未来业绩的关系，即过去表现好的基金未来是否大概率上仍会持续优异的投资水平。

本文样本基金为截止至 2012 年 12 月 31 日运作中的普通债券型基金（一级 A 类）。采用普通一级债基作为样本，是因为该类债基为目前运作中数量最多、运作时间最长的债券基金品种。而普通二级债基虽然同样数量较多，然而该类基金收益率受到股市扰动较大，不能恰当反映债券本身投资水平；而纯债基金，由于样本数量太少，不具有统计意义，因此在此也不予采用。另，本文统计仅针对债券型基金，股票型基金未必适用本文所作结论。

一、相对收益水平不具有可持续性

以每只基金在不同时间段的净值增长率的标准分来衡量该基金在同类基金中的相对收益水平。标准分越大的，表示该基金在同类基金中表现越好；标准分越小的，则该基金在同类中表现越差。

采用 2009-2012 年的满足运作时间的全部普通一级债基（A 类）年度净值增长率作为统计样本，并计算其标准分作为业绩指标。将 2012 年业绩指标作为需要预测的基金未来业绩，而 09 至 11 年业绩指标作为历史业绩。

（一）长期历史业绩的优劣与未来业绩无明显相关性

分析如下四种类型：

1、过去三年业绩持续较差

过去三年每年收益均在平均水平之下（共 2 只）的基金，未来一年 50%（1 只）业绩超过平均水平，50%（1 只）基金业绩依旧低于市场平均水平；

2、过去三年业绩持续优秀

过去三年每年收益均在平均水平之上（共 2 只）的基金，未来一年 50%（1 只）业绩超过平均水平，50%（1 只）基金业绩依旧低于市场平均水平；

3、过去三年业绩较差

过去三年中的两年业绩在平均水平之下（共 13 只）的基金，未来一年 46%（6 只）基金业绩依旧不佳落入平均水平之下，剩下的 54%（7 只）基金业绩提高至平均水平之上；

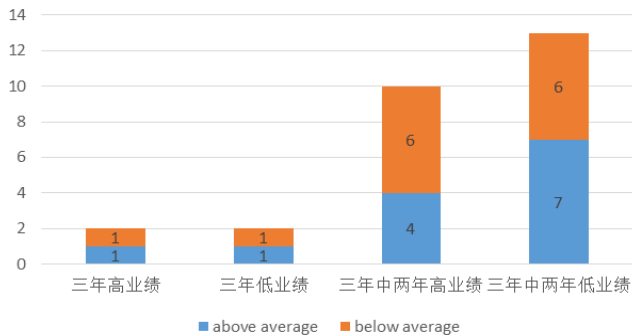
4、过去三年业绩较好

过去三年中的两年业绩在平均水平之上（共 10 只）的基金，未来一年依旧保持较好业绩的基金占 40%（4 只），剩下的 60%（6 只）基金业绩则落至平均水平之下。

整体来看，无论过去三年内基金业绩是优秀（平均水平之上）还是落后（平均水平之下），未来一年中，平均约半数基金业绩会持续优秀，另半数基金业绩则会跌落。显示过去三年内样

本基金业绩好坏对未来业绩完全不具有预测性，未来业绩的好与坏从概率上来近乎五五开，完全是随机性的。

图 1 过去三年业绩优劣与未来一年业绩无明显趋势性联系



数据来源：中国银河证券基金研究中心

(二) 短期业绩（季度）具有统计上的微弱预测效果

考察普通一级债基 2011 年至 2012 年八个季度净值增长率之间的相关性，我们将季度收益进行回归分析。基本结论如下：

- 1、在债市趋势性行情下，过去一个季度与未来季度的业绩正相关，但解释度并不高；
- 2、出现极端行情时，反转策略有效。即在有极端行情的季度中表现较差的基金，下个季度该基金大概率表现较好。

具体来看，我们将 2011 年 1-3 季度定义为为债市趋势性熊市；2011 年 4 季度至 2012 年二季度为债市趋势性牛市行情；2012 年三季度债市再度转为调整，当季为阶段性拐点。

趋势性行情中：

- 1) 2011q2vs2011q1: 统计显著，2011 一季度对二季度业绩正相关；
- 2) 2011q3vs2011q2: 统计显著，2011 二季度对三季度业绩正相关，但解释度很低；
- 3) 2011q4vs2012q1: 统计不显著；
- 4) 2012q1vs2011q2: 统计显著，2012 一季度对二季度业绩正相关，但解释度较低；

极端或拐点行情：

- 1) 2012q4VS2012q3: 统计显著，2012 年三季度业绩与 2012 年四季度业绩负相关，但解释度不高，R2 只有 18%；
- 2) 2012q3VS2012q2: 统计显著，2012 年二季度业绩与 2012 年三季度业绩负相关，R2 为 25%。
- 3) 2011q4VS2011q3: 统计显著，2011 年三季度业绩与 2011 年四季度业绩负相关，R2 为 12%。

我们认为，债基短期业绩在趋势性行情中具有持续性、在拐点行情中则出现较显著的反转特征，或凸显大部分债券型基金投资风格和资产配置持续性较强。若债基短期内，倾向于保持既定的配置策略，则在趋势性行情中，前期表现较好的债基在未来依旧表现较好；即使当市场初现拐点时，债基通常至少会在未来一个季度内仍旧维持前期配置策略，因此在拐点之后的短期内，前期表现较好的债基反而业绩会出现反转，收益排名较为靠后。

二、风险特征具有一定延续性

债基历史相对收益水平与未来收益并无明确关系，然而债基的风险属性是否具有延续性呢？我们以普通一级债基 2009-2012 年的周收益率标准差（年化）作为衡量债基业绩波动性的指标。

1、过去三年 VS 未来一年

普通一级债基过去三年（2009-2011 年）用周收益率计算的年化标准差与 2012 年标准差相关性较高，达到 61.96%。显示债基长期以来风险特征具有一定延续性，即在过去较长时间内波动性较高的债基在未来大概率仍将保持较高波动性，反之过去几年持续低波动性的债基未来可能仍将维持低波动性特征。

2、过去一年 VS 未来一年。

分别计算 2009-2012 年每个年度收益率标准差之间的相关系数。数据显示，相邻两个年份的基金波动性指标相关性较高，而隔年（如 2012vs2010）的两个年份基金波动性相关性则较低。

表 1 过去三年与未来一年债基波动性指标相关系数较高

	2012	过去三年
2012	1	
过去三年	0.619564	1

数据来源：中国银河证券基金研究中心

表 2 相邻年份债基波动性指标相关系数较高

	2012	2011	2010	2009
2012	1			
2011	0.631652	1		
2010	0.39102	0.614365	1	
2009	0.334804	0.462266	0.674192	1

数据来源：中国银河证券基金研究中心

三、对风险调整收益的分析

1、夏普比率

同样以普通一级债基为样本，考察其年化夏普率之间的相关性。我们以过去三年（2009-2011 年）周收益率计算的年化夏普率作为自变量，观察其与 2012 年周收益率计算的

年化夏普之间的关系。统计数据显示，两者相关系数为-0.167，即过去三年具有高夏普率的基金，其未来一年夏普率未必同样保持较高水平，反之亦然。

2、特雷诺比率

夏普比率衡量的是基金单位总风险下的收益，特雷诺比率则是衡量基金单位系统性风险下所获超额收益的能力。考察过去三年（2009-2011）一级债基年化特雷诺与未来一年（2012）债基年化特雷诺比率之间的关系，数据显示两者相关系数达 60%以上；除此之外，在过去三年具有较高（平均水平之上）特雷诺比率的债基中有 77.78%在未来一年中仍旧保持了其平均水平之上的特雷诺值。

对上述两个风险调整收益指标的分析显示，债基对系统性风险管理能力具有延续性。我们将债基系统性风险管理能力理解为债基对大类券种配置的水平。债券投资中大类券种配置的决策更多来源于基金对宏观基本面、资金面、政策等因素的分析判断，此为影响债券投资的系统性风险。分析显示过往大类券种配置较为成功的债基，其在未来较大概率亦能保持较好的券种配置水平。而非系统性风险所带来的收益，我们将其归为债基的个券选择收益。基金历史个券选择水平并无显著稳定性。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 基金研究中心
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn
中国银河证券基金研究评价网址：<http://fund.chinastock.com.cn>