

不主动调仓的混合型基金收益更高

——混合型基金择时有效性分析

□上海证券基金评价研究中心 蔡云瀚

● 目前国内主动管理的开放式基金中,混合型基金在数量、规模上均已超过股票型基金。且今年以来新发行的混合型基金数量骤增,同时,若考虑原有近400只股票投资范围在60%-95%之间的股票型基金在新《公开募集证券投资基金运作管理办法》于8月8日正式实施后将全部转为混合型基金,涉及资产超过7000亿元,则国内基金行业将由混合型基金一统天下。

● 混合型基金赋予基金管理人更大的时机选择空间,但统计国内混合型基金整体仓位情况,我们发现国内混合型基金仓位分布相对均衡,仓位在80%以上的基金占比相对较多,仓位在60%以下的基金中多数股票仓位约占30%。

● 混合型基金近5年进行仓位调整的过程中,是否大幅调仓对基金的波动风险影响不大,但对基金的收益影响较大,不主动调仓的基金收益更高。调仓幅度对收益的影响因市场环境而异,不主动调仓的基金在牛市及震荡行情中表现更好,调仓幅度适中的基金因交易成本增加反而导致各阶段收益不如不主动调仓的基金。

● 从择时收益来看,主动择时为基金带来正、负收益的概率相同,大部分基金根据其投资策略做出的主动择时并不是有效的。若在择时过程中大幅调仓,往往会对基金的择时能力造成负面影响。

目前市场上混合型基金体量最大

截至2015年6月底,国内市场上主动管理混合型基金的数量为573只(不含量化对冲、保本及生命周期类基金;将同一只基金下不同收费模式的份额合并计算),股票型基金和债券型基金的数量分别为497只和315只。基金二季报公布的数据显示,市场上主动管理的股票型、混合型及债券型基金的规模分别约为10302亿元、20839亿元及2298亿元。可见,混合型基金无论在数量上还是在规模上均超越其他类型的基金。

第一只开放式混合型基金——华夏成长成立于2001年12月18日。从发行节奏来看,伴随着股票市场的回暖,混合型基金的数量自2013年起亦出现爆发式增长,2015年更是迎来了混合型基金发行数量的骤增,仅1至6月,新发行混合型基金数量已达到257只,各种主题投资、行业投资、策略投资基金层出不穷。根据《公开募集证券投资基金运作管理办法》,股票资产占比低于80%的基金将无法列入股票型基金。相对于股票型基金,混合型基金在投资范围限制上具有明显的优势,更多的基金管理人倾向于发行混合型基金而不是股票型基金,这也是今年以来混合型基金发行节奏加快的原因之一。

混合型基金股票仓位与市场走势基本一致

在全部主动管理混合型基金中,持续运作满3个月(即成立于2015年4月1日之前)的基金数量为392只(同一只基金不同收费模式的份额分别计算,下同),资产规模约为11403亿元,占全市场混合型基金规模的一半以上。截至2015年第二季度,混合型基金的平均股票仓位在60.65%,有102只基金选择将其股票平均仓位保持在60%至80%之间的中等仓位,这样的选择既能分享到牛市带来的收益,又能在市场出现下行风险时及时作出调整。同时,样本中也有近四成的基金选择正面迎合股市,以80%之上的仓位水平博取股市收益,其中更有96只基金的股票仓位在90%以上的高仓位状态运作。值得注意的是,在最近一年的大幅震荡行情中,另有125只混合型基金的平均仓位在60%以下,其中100只基金的平均仓位不足20%,这类基金以打新基金、养老基金或红利回报型基金为主,同时亦有部分基金在6月底的下行行情中,快速调低了股票仓位(详细分布见图3)。

为了分析国内混合型基金长期以来股票仓位的变动情况,我们选取建仓后持续运作满5年的152只基金(即成立于2010年4月1日之前的基金)作为样本进行分析。近5年来,混合型基金的平均股票仓位在70%左右,平均最高仓位为76.64%(2015Q1),最低仓位为68.06%(2013Q2)。通过混合型基金股票仓位与中证全指走势的对比,可以发现,大部分时期混合型基金股票仓位与市场指数(中证全指)的走势保持一致,仅有少数阶段,基金的调仓先于

市场调整。

若以近5年来混合型基金股票仓位最大值与最小值之间的差表示混合型基金最近5年的最大调仓幅度,我们发现,混合型基金最大调仓幅度的均值约为26.94个百分点。152只混合型基金中,半数以上基金的股票仓位最大调仓幅度在15-30个百分点之间。同时,有18%的混合型基金仓位调整幅度较小,最大调仓幅度在15个百分点以内。但是,不同于股票型基金,由于混合型基金股票投资不受仓位限制,因此部分混合型基金股票仓位调整幅度较大,有一成的混合型基金的最大调仓幅度在45个百分点以上,个别基金历史最大仓位与最小仓位之间的差值高达70个百分点以上。

不主动调仓类混合型基金收益最高

为比较基金仓位调整对基金收益的影响,我们将这些混合型基金按最大调仓幅度划分为不主动调仓类(最大调仓幅度在15个百分点以内)、适度调仓类(最大调仓幅度在15-45个百分点之间)及大幅调仓类(最大调仓幅度在45个百分点以上)。从这三类混合型基金的风险收益特征来看,是否大幅调仓对混合型基金波动性风险影响不大,不主动调仓类、适度调仓类及大幅调仓类混合型基金最近5年的年化波动率均在20%左右。但调仓情况对基金收益的影响较大,其中,不主动调仓类混合型基金收益最高,最近5年平均净值增长率为123.79%,适度调仓类混合型基金的收益次之(平均净值增长率为98.97%),而大幅调仓类混合型基金投资回报在这三类中最低,近5年净值增长率的均值仅为80.52%。

在不同的市场环境下,不同的仓位调整情况对基金收益的影响程度亦有所不同。在牛市行情中,以2014年至2015年上半年为例,不主动调仓类基金的收益相对更高,阶段收益率分别为25.53%和49.48%,大幅调仓类混合型基金反而处于劣势地位,净值增长率分别为18.58%和36.59%。也就是说,不主动调仓的基金在牛市中能较好的分享牛市的收益,而大幅调仓的基金由于付出了较多的交易费用,或调仓不够及时,该类基金在牛市中的收益偏低。

在熊市行情中,中证全指在2011年下跌28.01%,不主动调仓和适度调仓类分别在该年的净值亏损了21.98%和21.64%,大幅调仓类基金的损失相对较小,净值增长率为-17.78%。可见,基金通过大幅调整仓位确实能规避一定的系统性风险,但与不主动调仓或调仓幅度不大的基金在回撤程度上的差距并不显著。

在震荡行情中,三类基金在2010年及2012年的震荡行情中表现一致,收益情况均为不主动调仓类>大幅调仓类>适度调仓类。其主要原因是震荡行情中市场波动较大,若未能及时跟上市场步伐去调整,调仓幅度大的基金既损失了交易费用又未能达到理想的调仓效果。

综合来看,大幅调仓类的混合型基金历史上风险收益交换效率并没有明显超

过不主动调仓类和适度调仓类混合型基金,且仅在单边下跌市场(熊市)中由于相对低仓位而体现出较低的下行风险。

近七成混合型基金择时收益为负值

根据上海证券基金评价体系,基金根据判断市场走势,调整其资产配置以增加或降低对市场的敏感度,进而获取一定的收益,即择时收益(T值),T值可通过计算基金超过自身业绩比较基准的收益率来衡量。考虑到个别基金没有设立业绩比较基准或在运作期间更换过业绩比较基准,样本范围进一步缩小为141只混合型基金。

经计算,2010年7月至2015年6月,这138只混合型基金的月度择时收益率均值为-0.08%,其中,仅有20个月的月度择时收益率为正,均值为0.34%,另有30个月的月度择时收益率为负,均值为-0.49%。47只混合型基金的月度择时收益率的均值为正,另外的94只混合型基金的月度择时收益率的均值为负。也就是说,最近5年基金的主动择时并未给基金带来正收益,反而拖累了基金的超额收益。此外,主动择时带来正收益与负收益的概率是相同的,同时由于主动择时需要一定的交易成本,相比之下负收益的损失更大。由此可见,大部分基金根据其投资策略作出的主动择时并不是有效的。

为了公正、有效评价基金管理人对于后市的预判能力,上海证券基金评价研究中心设立择时能力指标,通过计算择时收益率与该收益率的标准差来衡量择时收益及其稳定性,再将择时能力指标划分为五个等级(择时能力指标分值高低排序,0-15%为五星,15%-35%为四星,35%-65%为三星,65%-85%为两星,85%-100%为一星)。

不同择时调仓幅度对于基金择时能力的影响亦显著,不主动调仓的基金获得择时五星评级的概率更高,而调仓幅度过大的基金在择时能力上表现相对较差。通过将不同调仓情况下混合型基金获得择时能力五星(五星或四星)与择时能力低星(两星或一星)的概率进行对比,可以发现,不主动调仓类基金荣获高星评级的概率更高,为48.15%,而大幅调仓类基金得到高星评级的概率仅为12.50%。同时,不主动调仓类基金被评为低星评级的概率为18.52%,而大幅调仓类基金被评为低星的概率相对更高,为56.25%。由此可见,基金在择时过程中调仓幅度过大会对基金的择时能力造成负面影响。

结论:

鉴于混合型基金在投资比例限制上更具灵活性,投资者也预期混合型基金因其灵活性将带来更高的风险收益交换效率,从现有混合型基金较长时期的投资运作效果来看,混合型基金的大幅仓位调整并没有从整体上体现出明显高的风险收益交换效率,且近七成混合型基金因择时带来的收益为负值,也就是说没有体现出明显的择时能力。归根到底,市场的不可预测性和人性的弱点使得混合型基金并没有投资者想象的那么容易持续长期获得超额收益。

图1 股、混、债三大类基金规模(亿元)

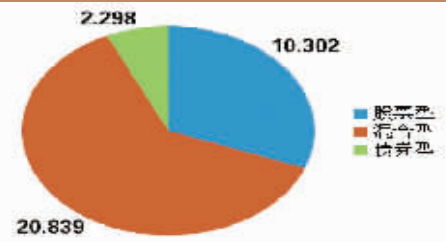


图2 各年度混合型基金发行数量

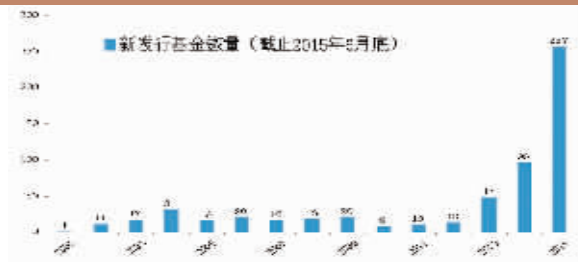


图3 2015年二季度末混合型基金仓位分布(基金持有的股票资产占基金净值的比例)

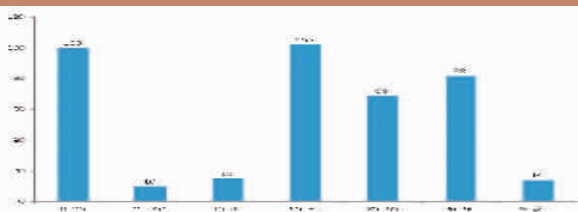


图4 最近五年混合型基金平均股票仓位及中证全指走势

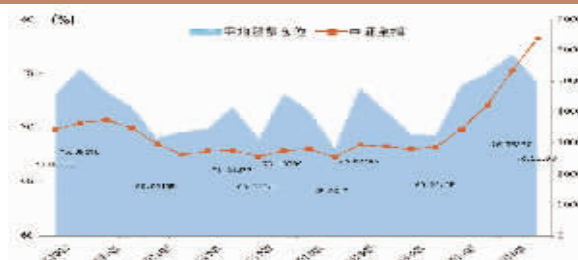


图5 最近五年基金择时收益情况

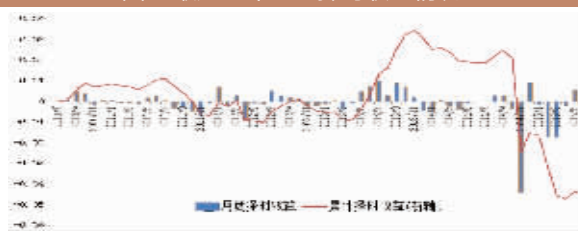
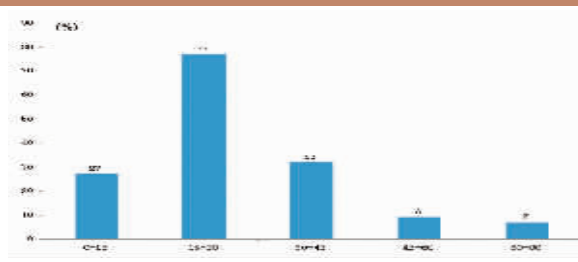


图6 混合型基金最大调仓幅度分布情况



不同调仓幅度的基金及中证全指各年度收益情况

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
不主动调仓类	8.87%	21.38%	6.97%	18.38%	20.53%	18.48%
适度调仓类	-4.32%	-21.54%	3.81%	13.38%	21.33%	-1.11%
大幅调仓类	8.53%	-17.76%	4.19%	8.99%	18.55%	18.59%
中证全指	3.77%	-28.71%	4.88%	5.21%	16.82%	11.10%

不同调仓情况下基金的择时能力评级结果

	五星概率 (择时能力五星或四星)	低星概率 (择时能力两星或一星)
不主动调仓类	48.15%	18.52%
适度调仓类	29.38%	34.86%
大幅调仓类	12.50%	56.25%

数据来源:wind、上海证券基金评价研究中心