

开放式指数基金业绩评价研究

——基于2006~2011年度数据

朱臻 刘白兰(博士)

(广东省科技干部学院经济管理学院 珠海 519090 广东金融学院保险系 广州 510521)

【摘要】 本文选取经历了完整牛熊轮回周期(2006~2011年)的指数基金为研究对象,在综合考虑收益率、风险、成本费率、仓位等因素的基础上,对指数基金的业绩表现进行了全面评价。研究发现,指数基金短期波动过大的主要原因与其始终保持高仓位策略有关;指数基金短期收益率不高、不理想与其目标指数表现不佳有着直接的关系;长期来看,在考虑交易成本和管理成本的前提下,指数基金的业绩与主动管理型基金相比无明显的差别;产品创新和管理创新是指数基金取得优良业绩的必然选择,也是其发展方向。

【关键词】 指数基金 业绩评价 成本费率 目标指数

一、指数基金的发展及相关理论研究

指数化投资也称组合投资,它最初源于“持有市场投资组合”理念,其理论基石来自有效市场假说和被动投资策略。根据 Max Isaacman(2000)对组合投资的最新定义:指数化投资通过持有基准指数所含的全部证券来复制指数,而对于成分股票数目很大的指数来说,则通过持有其中具有代表性的证券来复制指数。由此可见,指数化投资的本质是解决择股的问题,即如何挑选一篮子股票。

世界上的第一只指数基金于1971年诞生于美国,是富国银行(Wells Fargo Bank)向机构投资者推出的指数基金产品。第一只面向公众投资者的指数型基金是1975年“指数基金之父”John Bogle在美国设立的先锋标准普尔500指数基金。该指数基金刚推出时引起的反对远远大于支持。20世纪70年代后期,一些年金基金开始改变对指数化投资的看法。经过近十年的发展,20世纪80年代,指数基金开始吸引住普通投资者的注意。直到20世纪90年代后期,ETF产品的出现才催生了指数化投资在全球市场蓬勃发展。

巴克莱国际投资管理公司(BGI)ETF部门负责人德博拉·菲尔(Deborah Fuhr)的最新研究显示,截至2009年4月末,全球共有1768只ETF产品,资产规模达到7069亿美元,其中,股票型ETF资产规模达到5712亿美元。近两年,ETF产品发展尤其迅速,目前全球ETF数量已经相当于2000年92只时的19倍,而全球ETF资产规模则接近于2000年743亿美元的10倍。而到了2010年全球ETF共有2460只,资产规模1.3万亿美元,分别比2009年增长了27%和26%。截至2011年7月全球ETF已达2847只,资产规模1.44万亿美元,分别比2010年末增长了16%和10%。

虽然指数基金产品近几年在国内也得到了迅速发展,但与国际发达市场相比,无论在数量、资产规模、品种还是成交量方面,都还有很大的差距,这与目前我国经济和证券市场在

国际上的地位很不匹配。那么是不是指数基金产品在我国“水土不服”呢?答案是否定的。存在差距的主要原因是指数基金在我国的发展水平与其业绩表现不佳有着直接关系。范文亮等(2009)通过对我国上海证券交易所综合指数从1689.69点到6124点再到1706.7点整个周期的研究发现,主动型股票基金平均收益率达45.13%,而被动的指数基金平均收益率仅为18.54%,由此得出指数基金并不是理想的长期投资工具的结论。余伟(2010)根据2008~2010年我国证券市场数据分析认为,我国指数基金的绩效水平总体有待进一步提高,开放式指数基金在熊市中表现出一定的抗跌性,而在牛市中的表现则不尽如人意。孙在东(2011)通过研究我国指数基金业绩表现与规模的关系发现:基金业绩与规模大小无关,跟踪指数的能力也与基金规模大小无关。齐岳、王文超(2011)通过对发行满5年以上的指数基金的表现进行研究,发现指数基金平均收益率较低且收益率波动性较大,总体表现欠佳。

由于指数基金在我国发展的时间不长,使得以上文献采样数据的时段过短,且这些学者仅从收益率、风险程度两个方面来评价指数基金的业绩表现,忽视了管理费率、交易成本、盯住的目标指数、管理策略、仓位等因素对指数基金业绩的影响,没有揭示出指数基金表现不佳背后的真正原因。本文以经历了一个完整牛熊轮回周期(2006~2011年)的指数基金为研究对象,在综合考虑收益率、风险、交易成本、管理费率等因素的基础上,将指数基金和股票型基金的表现进行对比,进而对指数基金的业绩做一个全面客观的评价,这不论对投资者、基金管理者还是市场监管者都有一定的参考价值。

二、样本选取与变量设计

1. 样本选取。 本文选取2006年9月31日之前成立的13只指数基金从2006年9月31日到2011年9月31日共5年的周期数据作为研究样本,在此期间A股大盘指数经历了一次完整的牛熊轮回,这样的数据更具参考价值。本文数据均来自

自晨星中国(morningstar)与和讯基金网(hexun)。数据处理和统计回归分析都运用 Excel 和 SPSS17.0 软件完成。

2. 变量设计。从财务角度评价基金业绩的指标主要有基金单位净资产(NAV)、净资产增长率等,但是这些指标未考虑风险因素,仅仅反映了基金的增值程度,并不能完全反映基金的业绩,高收益的基金可能是靠高风险得来的,所以评价基金业绩时必须考虑与收益相对应的风险,这样才能准确地反映基金实际的投资业绩。在此,我们采用晨星基金业绩评价计算方法,分别计算出相关基金品种的总收益率、波动幅度(标准差)、夏普比率(Sharpe Ratio)。所用公式模型如下:

$$(1) \text{总收益率 } TR = \left[\frac{N_c}{N_b} \prod_{i=1}^n \left(1 + \frac{D_i}{N_i} \right) \right] - 1$$

式中: N_c 表示计算期末基金单位净值; N_b 表示计算期初基金单位净值; D_i 表示计算期间的第*i*次单位现金分红; N_i 表示第*i*次分红所对应的再投资所依照的基金单位净值; n 表示计算期内的分红次数。该计算公式(1)可以用于计算五年期(2006~2011年)的回报率。

$$(2) \text{标准差 } \sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (TR_t - \overline{TR})^2}{n-1}}, \sigma_Y = \sigma \sqrt{52}$$

式中: σ_Y 表示年均标准差; n 表示计算期内所含年度的个数; TR_t 表示第*t*周的基金总回报率; \overline{TR} 表示*n*个年度基金总回报率的平均值。

$$(3) \text{年均夏普比率 } SR = \frac{\overline{TREX} \times 52}{\sigma_{EX} \sqrt{52}}$$

其中: \overline{TREX} 表示计算期内超额回报率的均值; σ_{EX} 表示计算期内基金超额回报率的标准差。

三、实证研究结果与分析

1. 交易费率和成本费率对基金业绩的影响。本文对样本指数基金与主动管理型基金在研究期内的业绩进行了比较,结果具体见表1:

表1 指数基金和主动管理型基金业绩比较
(2006.9.30~2011.9.30)

基金类型	五年年均收益率(%)	波动幅度(%)	夏普比率
指数基金	13.77	33.144	0.255 4
主动管理型基金	16.90	27.350	0.354 3

由表1可得出以下结论:①从收益率表现看,如果不考虑期间费用和交易成本,同期主动管理型基金的表现要优于指数基金,但两者的差距并不大,主动管理型基金在过去5年当中的年均收益率为16.89%,而指数基金的同期表现为13.77%,两者相差3.22%;②从风险角度看,指数基金产品的波动幅度比主动管理型基金大,在将周期数据年均之后,得出指数基金平均波动幅度为33.14%,而同期主动管理型基金平均波动幅度只有27.34%,两者相差5.8%;③比较两者经过风险调整收益评价指标夏普比率,主动管理型基金的夏普比率为0.3543,比指数基金的0.2554高出38.7%。

如果仅仅根据表1的数据很容易得出与国内很多学者相似的结论,即我国资本市场上的指数基金没有表现出指数化

投资的应有优势,不但收益不高,而且波动较大,对投资人来说它不是比主动管理型基金更好的投资对象。但是,如果深入分析这些数据背后的原因,会有助于我们加深对指数基金运行特征的了解,从而作出正确的选择。

本文还将指数基金和主动管理型基金在研究期内的费率与交易成本进行了对比,结果见表2:

表2 基金费率与交易成本的均值对比
(2006.9.30~2011.9.30)

基金类型	管理费 费率	托管 费率	最大认 购费率	最大申 购费率	最大 赎回率
主动管理型基金	1.52%	0.26%	1.14%	1.50%	0.50%
指数基金	0.65%	0.14%	1.01%	1.02%	0.50%

由表2可以看出,指数基金的管理费率要远小于主动管理型基金,如果将管理费与申购赎回费率相加,则指数基金平均比主动管理型基金少1.37%的费用。实际上很多指数基金属于ETF或LOF基金,可以通过场内买卖交易,而场内买卖一次的交易成本(0.2%)较低,与场外申购赎回一次的费率(2.0%)相比明显低很多。但整体计算下来,指数基金的实际年均收益率与主动管理型基金并无明显差异。

2. 目标指数对基金业绩的影响。由于每只指数基金所盯住的标的股票的指数有所不同,因而导致指数基金间的业绩也有较大差距。具体如表3所示:

表3 指数基金业绩及目标指数类型
(2006.9.30~2011.9.30)

序号	基金 代码	基金名称	基金区间 收益率(%)	目标指数类型
1	159901	易方达深证100ETF	143.71	中小盘指数
2	159902	华夏中小板ETF	136.28	中小盘指数
3	161604	融通深证100	114.93	中小盘指数
4	200002	长城久泰沪深300	86.49	大盘指数
5	510180	华安上证180ETF	73.70	大盘指数
6	180003	银华一道琼斯88	72.03	大盘指数
7	160706	嘉实沪深300	71.39	大盘指数
8	519180	万家180	68.01	大盘指数
9	519300	大成沪深300	64.09	大盘指数
10	050002	博时沪深300	63.54	大盘指数
11	161607	融通巨潮100	61.59	大盘指数
12	510050	华夏上证50ETF	60.31	大盘指数
13	110003	易方达上证50	56.67	大盘指数

由表3可以看出,样本期间(2006年9月到2011年9月)反映大盘指数的沪深300指数上涨了83.9%,而同期盯住沪深股票300指数的长城久泰沪深300、嘉实沪深300、大成沪深300和博时沪深300四只指数基金则分别上涨了86.49%、71.39%、64.09%、63.54%。样本期间上证50指数上涨了51%,而盯住上证50指数的易方达上证50指数基金则上涨了56.67%。样本期间中小板指数上涨了127%,而盯住中小板指数的华夏中小板ETF则上涨了136.28%。由此可见,指数基金业绩与其盯住的目标指数表现出涨跌幅相近的特点。由于五

年前指数产品还十分有限,发行运作的指数基金大多以大盘蓝筹类股票的指数作为盯住标的,这也是造成这一时期指数基金产品整体业绩表现不佳的重要原因。

3. 基金管理策略和管理能力对业绩的影响。即使是盯住同一个标的股票指数的指数基金,其业绩表现也不尽相同,这取决于不同基金公司的管理水平、采取的指数跟踪策略而导致的跟踪误差大小。到底是死死盯住指数尽量减少跟踪误差,还是根据市场表现相机抉择采取更加灵活的跟踪策略,这对指数基金经理的管理智慧是一个很大的考验。

4. 持仓仓位对基金波动幅度的影响。指数基金的波动幅度明显比主动管理型基金大,在一轮牛熊转换当中,它已表现出非常明显的极端化业绩。指数基金排名见表4、表5:

表4 2006年9月~2007年10月基金收益率前10名

排名	基金代码	基金名称	区间收益率(%)	是否指数基金
1	510880	华泰柏瑞红利ETF	391.50	是
2	159901	易方达深证100ETF	332.58	是
3	590001	中邮核心优选	327.01	否
4	510180	华安上证180ETF	297.82	是
5	510050	华夏上证50ETF	297.74	是
6	360005	光大红利	288.96	否
7	040002	华安中国A股	283.33	是
8	161607	融通巨潮100	281.21	是
9	000011	华夏大盘	280.45	否
10	240008	华宝兴业收益	277.19	否

表5 2007年10月~2008年10月基金收益率后10名

排名	基金代码	基金名称	区间收益率(%)	是否指数基金
1	510880	华泰柏瑞红利ETF	-71.84	是
2	159901	易方达深证100ETF	-70.11	是
3	519300	大成沪深300	-70.02	是
4	050002	博时裕富沪深300	-69.76	是
5	160706	嘉实沪深300	-69.57	是
6	510180	华安上证180ETF	-69.44	是
7	161607	融通巨潮100	-69.36	是
8	233001	大摩基础	-69.15	否
9	360001	光大量化核心	-68.93	否
10	510050	华夏上证50ETF	-68.84	是

由表4可知,在2006年9月到2007年10月的牛市行情中,业绩最好的前10只基金当中有6只是指数基金。而从表5可知,在随后2007年10月到2008年10月的熊市行情中,业绩最差的后10只基金当中就有8只是指数基金。这种要么涨过头要么跌过头的表现其实跟指数基金的仓位有很大关系。根据和讯基金网提供的数据,指数基金的平均仓位稳定在94%左右,而同期主动管理型股票基金的平均仓位在70%~80%之间波动,可见正是指数基金始终满仓操作的特征造成了它波动幅度更大的结果。而这种涨跌分明的特点使得指数基金非常适合在趋势交易系统当中应用。

四、政策建议

通过上述分析,本文得出的主要结论为:指数基金短期波动过大的主要原因与其始终保持高仓位策略有关;其短期收益率表现不佳与其目标指数表现不佳有直接的关系;长期来看,在考虑交易成本和管理成本的前提下,指数基金的业绩和主动管理型基金相比无明显的差别。基金投资者和监管者应该对指数基金自身特点有一个清楚的认识,既不可将它“神化”当作能够超越市场所有基金产品的投资对象,也不可因为当前表现不佳而对它将来的发展失去信心。事实表明,指数基金在成熟市场有着更大的市场份额和发展空间,这也是我国基金业将来重点发展的方向之一。为此,笔者对指数基金的管理者、监管者和市场投资者提出以下建议:

第一,对于基金管理者而言,应大力开展指数基金产品创新和管理创新。在产品创新方面,应开发出盯住更多新的指数产品的指数基金和不同级别类别指数基金,给不同风险偏好的投资者提供更多选择。在管理创新方面,不仅要降低跟踪误差,而且要利用其他风险对冲工具来降低整体风险,比如可以借鉴国际上的基金管理量化投资体系,以“电脑+人脑”的模式更加有效地控制跟踪误差,获取超额收益。

第二,对市场监管者而言,应加强市场监管和法律体系建设,进一步提高我国证券市场的有效性,从而为指数基金在我国资本市场更好地发展打下坚实的基础。要进一步发展融资融券业务,扩大标的证券品种,把现有的指数基金产品纳入标的证券当中去,提高指数基金的交易机会和吸引力。要加快促进指数基金产品创新和产品体系建设,丰富指数基金产品线,在原有的传统指数基金基础上推出分级型指数产品和增强型指数产品,并鼓励开发更多以中小盘指数为目标指数的基金产品面世,以吸引更多投资者加入。

第三,对基金投资者而言,应充分认识指数基金的内在特点,利用指数基金管理成本低廉、始终保持高仓位运行的特点,将其作为主要基金产品配置工具。实际上,指数化投资本质上只是择股策略的一种,它可以帮助我们选出一篮子股票,解决“买什么和如何组合”的问题,但对于交易系统中其他方面的问题却难以知晓。对大多数普通投资者而言,基金定投是一个不错的选择。而对于更为专业的投资者来说,开发出一套与指数基金相结合的“择时”系统,长期来看会取得比股票投资更加稳健的回报。另外,将指数基金与股指期货或融资融券业务相结合,也是广大基金投资者的投资方向之一。

【注】本文系2011年国家自然科学基金青年科学基金项目“金融创新收益独占性问题研究”(项目编号:71103045)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 齐岳. 指数基金投资绩效分析. 经济问题, 2011; 2
2. 袁军. 指数化投资的最新进展与综述. 浙江金融, 2010; 10
3. 孙在东. 指数型基金业绩与规模研究. 中小企业管理与科技, 2011; 1
4. 余伟. 我国开放式指数基金绩效的实证研究——基于2008至2010年度数据的分析. 企业导报, 2011; 7