

投资者择时效益分析



主要观点:

理论上来说,好的择时能力可以在基金业绩的基础上进一步提升投资收益。那么投资者的择时行为提升投资业绩了吗?

首先,绝大部分产品的投资者回报都落后于产品收益。

其次,市场环境越复杂,择时成功率越低。

第三,投资者择时创造的正回报水平远小于择时造成的业绩拖累。

第四,具有更好流动性的产品并未改善投资者择时效益,它们受市场环境的影响更为剧烈。

在诸多的影响因素中,造成投资者负面择时的原因有:

过于重视短期业绩排名。

高估时机选择的成功率。

销售导向的基金服务模式。

为了帮助投资者更好的了解权益基金的投资者回报水平,上海证券基金评价中心发布了主动投资股票基金、偏股混合基金、灵活配置基金和被动投资股票基金这四类权益基金的投资者回报榜。我们期望通过这个榜单去发现并呼吁全行业更关注那些不仅具备扎实的资产管理能力,又以负责任的态度为尽可能多的投资者实现回报最大化的产品。也希望通过这个榜单帮助投资者更理性、更全面的看待权益基金的真实投资价值。

分析师: 赵威 CFA
执业证书编号: S0870517050002
Tel: 021-53686115
邮箱: zhaowei1@shzq.com

日期: 2020年6月5日

报告编号:

相关报告:

一、基金投资回报的构成

基金投资回报率就等于基金的收益率吗？很多时候并不是！只有投资者在整个投资期内的投资金额不变时，该投资者的投资回报率才会等于基金收益率。即投资者在投资期间不能做任何择时，不论是主动的还是被动的。

举个具体的例子，2019 年基金收益率排名中备受市场瞩目的刘格菘，他所管理的广发双擎升级在某些榜单中排名第一，数据显示该基金在 2019 年录得全年 121.69% 的收益。但据该产品年报显示，事实上 2019 年投资了该基金的投资者们，实际回报率仅为 70.19%。这其中约 50% 的收益落差就是投资者的择时损益。也就是说在实际的投资过程中，投资者的投资回报是由基金收益与投资者择时收益两部分组成的。即：

$$\text{投资者回报} = \text{基金收益} + \text{投资者择时损益}$$

而本例中产品之所以择时回报是负的，且与收益率相差较大。主要由于在年初基金业绩最好的时候其平均规模不到 7 千万元。而到了四季度规模出现了爆发式增长，平均近 40 亿元的规模是一季度的 57 倍以上，但同期业绩并没有一季度好。

表 1：部分刘格菘管理产品的阶段表现与规模对比

区间收益 (%)					
代码	简称	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
005911.OF	广发双擎升级	36.85	1.08	27.96	25.25
002939.OF	广发创新升级	34.76	0.56	25.13	24.07
003745.OF	广发多元新兴	31.35	-2.17	28.62	24.99
平均规模 (亿元)					
代码	简称	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
005911.OF	广发双擎升级	0.68	0.50	4.56	38.68
002939.OF	广发创新升级	15.20	16.33	20.02	41.26
003745.OF	广发多元新兴	1.18	1.22	2.47	14.10

数据来源：wind 资讯，上海证券基金评价研究中心

注：季度平均规模采用季度初与季度末规模平均值进行估算

对于更多的产品而言，业绩未释放时往往投资者关注有限，业绩阶段性高企后，投资者则蜂拥而至。当高业绩增长无以为继时，对于后进入的大量投资者，他们实际投资体验并不会太好，除了心理落差比较大以外，有时甚至出现了真实的亏损。按照基金投资回报的构成来看，当投资者择时损失大于基金收益率时，就会出现基金赚了钱，投资者却赔钱的情况。

理论上来说，好的择时能力可以在基金业绩的基础上进一步提升投资收益。那么投资者的择时行为提升投资业绩了吗？

二、投资者择时效益分析

要准确评估投资者择时行为所带来的损益，需要用到大量的交易数据。一方面，这些数据涉及到投资者隐私信息不便采集；另一方面，个体的择时效益千差万别，并不是本文的研究重点。我们更关心基金投资者作为一个整体，在投资择时上创造的收益贡献。所以我们引用了基金年报中披露的加权平均净值利润率这一指标，通过它来观察投资者的投资行为带来的损益。

$$\text{加权平均净值利润率} = \frac{P}{NAV_0 + \sum_{i=1}^n \Delta NAV_i \times (n-i) / n}$$

其中：

P 为本期基金净收益；

NAV_0 为期初基金资产净值；

n 为报告期内所含交易天数；

i 为报告期内的第 i 个交易日；

$\Delta NAV_i = i$ 交易日基金资产净值 - (i-1) 交易日基金资产净值。

该指标与基金收益率的核心区别在于其算法的假设前

提。如上文所述，基金收益率假设投资者不择时，它比较有利于刻画基金管理人的投资能力，因为该数值是不受投资者投资行为影响的。而加权平均净值利润率（下文简称**投资者回报率**）则是在投资者真实的资本投入基础上计算的，它不仅反应了基金的投资管理能力，也体现了投资者的择时损益。这个指标与广大投资者的真实投资体验更为接近。

为了避免短期数据与迷你基金对分析结果的扰动，我们选取了设立时间满3年且当年平均规模高于2亿元的基金产品作为分析样本。然后，将其分为主动投资股票基金、偏股混合基金、灵活配置基金、股票指数与ETF共五个组别。分析结果如表2所示。

表2：最近三年投资者回报与基金收益率对比

	2017		2018		2019	
	回报领先	回报落后	回报领先	回报落后	回报领先	回报落后
主动投资股票基金						
数量(个)	29	109	13	126	3	134
占比(%)	21.01	78.99	9.35	90.65	2.19	97.81
相对收益(%)	0.67	-4.42	1.24	-4.54	0.76	-11.18
偏股混合基金						
数量(个)	46	237	14	261	7	283
占比(%)	16.25	83.75	5.09	94.91	2.41	97.59
相对收益(%)	0.91	-3.57	1.85	-4.07	1.44	-12.90
灵活配置基金						
数量(个)	130	606	124	436	31	517
占比(%)	17.66	82.34	22.14	77.86	5.66	94.34
相对收益(%)	0.92	-2.34	1.19	-2.82	1.53	-7.39
股票指数基金						
数量(个)	27	111	6	120	10	122
占比(%)	19.57	80.43	4.76	95.24	7.58	92.42
相对收益(%)	1.34	-3.70	3.05	-4.29	4.64	-8.18
ETF						
数量(个)	17	28	4	43	0	53
占比(%)	37.78	62.22	8.51	91.49	0.00	100.00
相对收益(%)	0.85	-3.25	5.93	-4.88	n/a	-11.13

数据来源：wind 资讯，上海证券基金评价研究中心

注：

- 1、回报领先是指加权平均净值利润率（投资者回报率）高于基金收益率，落后则反之。
- 2、相对收益是指加权平均净值收益率超越基金收益率的平均水平。

首先，绝大部分产品的投资者回报率都落后于产品收益率。在过去的三年时间里，最好的情况下投资者回报率占优的产品数量也仅占到同类的 38%。而在最糟的情况下所有产品的投资者回报率都是低于基金收益率的。

其次，市场环境越复杂，择时成功率越低。2017 年是最近三年中权益市场运行最稳定的一年，投资者回报率领先基金收益率的情况在三年中是最高的，各分组中回报领先产品数量占总体比例间于 16.25%-37.78%。2018 年是单边下跌市，2019 年则走出了较为强势的反弹行情。然而在这两年中，95%左右的产品投资者回报率都是小于基金收益率的。

第三，投资者择时创造的正回报水平远小于择时造成的业绩拖累。在五个分组中，我们统计发现投资者回报领先的产品，其平均择时获益在 0.67%-5.93%之间。相对的，回报落后的产品平均择时损失最小为 2.34%（2017 年&灵活配置基金组别），最大则高达 12.9%（2019 年&偏股基金组别）。

第四，具有更好流动性的产品并未改善投资者择时效益，它们受市场环境的影响更为剧烈。在市场环境相对平稳的 2017 年，ETF 组别回报占优的产品比例比股票指数基金高出 18%左右。但到 2019 年，ETF 所有的产品回报率均落后于产品收益率，且平均择时损失达到 11.13%。而同期的股票指数基金依然有近 8%的产品回报率是领先收益率的，且平均择时损失比 ETF 小了近 3 个百分点。

所以，据我们的观察，投资者在最近三年内的择时效益普遍不佳。绝大部分的投资者在择时过程中并没有创造更好的收益，反而是拉低了投资者回报水平。这可能是对“基金赚钱投资者亏钱”现象最好的解释了。

三、投资者负面择时成因分析

1、过于重视短期业绩排名。

短期业绩排名是最简单、最直接也是问题最多的投资分析方法之一。尤其在中国个人投资者占主导的市场环境中，市场短期波动较大，也导致了短期排名延续性特别差。

我们在 2019 年末发表的《业绩排名 海妖之歌》一文中，对最近五年约 6 万个次基金的业绩表现进行了追踪记录。结果显示，短期业绩排名靠前的产品在后续的业绩表现上总是最差的。相对的，基于长期能力评价的优选产品组的表现要好的多。以股票基金为例，2015 年至 2019 年三季度末，短期业绩前列产品组累计收益仅为 30% 左右。而以同样口径统计的五星评级基金组合，其收益率则超过了 100%。与短期业绩排名只是截取了某一段时间的业绩“切片”不同，长期评价过滤掉了短期业绩的运气成分，将真正能够体现管理水平的部分提炼了出来。此外，延长对产品业绩的考察周期也客观上减少了负面择时的次数以及对应的交易成本。

2、高估时机选择的成功率。

我们从未否认时机选择能带来的可观收益，但我们应该对时机选择的成功率有个更客观的认识。数学上有个期望值的概念，即我们所做的很多决策都会带来收益或者损失，每种情况也有其各自的概率。期望值就是把收益或损失与他们的概率加权，从而形成一个最终的数值。该数值大于 0，则说明这件事是值得做的，否则就说明这件事得不偿失，应该尽可能少做或者不做。

从本报告梳理的结果来看，即便在最好的情况下，基金投资者只有在不到 4 成的产品上通过择时提高了投资回报，且提高的收益率水平为 0.85%。同时在剩下 62.22% 的产品上，投资者回报则降低了 3.25%。那么我们这项择时行

为的数学期望为：

正回报水平（0.85%）*正回报概率（37.78%）+负回报水平（-3.25%）*负回报概率（62.22%）=-1.7%

不难发现，在我们测算范围内，所有年度、所有组别的择时期望收益都是负的。那唯一能够支持投资者继续择时的动因，只能是对自己择时成功率给出了过于乐观的估计。

表 3、投资者择时期望收益率（%）

	2017	2018	2019
主动投资股票基金	-3.35	-4.00	-10.92
偏股混合基金	-2.84	-3.77	-12.55
灵活配置基金	-1.77	-1.93	-6.88
股票指数基金	-2.71	-3.94	-7.21
ETF	-1.70	-3.96	-11.13

数据来源：wind 资讯，上海证券基金评价研究中心

对于择时能力评估，除了本文给出的方法外，我们此前在《上证基金评级有效性分析报告——混合基金篇》一文中，曾对 2015 年至 2018 年间 8,474 个次混合基金进行过跟踪。结果显示，每 4 个混合基金中仅有 1 个能够在三年的考察期间创造出正的择时收益，择时增利的难度可见一斑。

3、销售导向的基金投顾模式

既有的销售导向型投顾模式，使得从渠道到管理人都更关注新产品的发售，对投资者真实投资体验重视不足。该模式容易导致投资者被一个又一个新发产品所围绕，持有产品稍有一些业绩波动则很容易出现不必要的产品切换。但事实上，与老产品相比，新产品并没有经历过市场的考验，其业绩前景存在较多未知因素，未必是比较理想的投资对象。

有鉴于现有模式的弊端，监管部门也积极探索投资者

导向的买方投顾模式。通过制度设计，将投资者利益与服务机构的利益统一起来，以最大程度地缓解基金投资中的代理人问题。

综上，我们认为很多时候投资者的负面择时现象，是由于现有的投顾模式难以提供以投资者回报为核心的顾问服务。从机制上改进现有投顾模式，积极引入买方投顾思维，有利于改善投资者择时效益，从而提升基金投资者投资体验。基金投资者投资体验的改善，是权益基金长足发展的基石，也是培育资本市场长期投资力量的必由之路。

四、如何直面负面择时

首先，建议投资者对自身择时成功率建立一个更客观的评估。可尝试本报告提供的思路，记录下自己择时的次数，统计成功概率及其带来的收益水平，无偏地计算自己的择时期望。考核期不宜太短，以3年为宜。

其次，投资者可积极尝试买方投顾导向的，由基金业协会备案的正规基金投顾机构。虽然会产生一定的费用，但其优越的业务模式在成熟市场被广泛验证，并且为投资者创造了真实的价值。

最后，远离短期业绩排名，逐渐培养更长期更全面的评价理念。这里我们提供了一个不同的视角。

为了帮助投资者更好的了解权益基金的投资者回报水平，上海证券基金评价中心发布了主动投资股票基金、偏股混合基金、灵活配置基金和被动投资股票基金这四类权益基金的投资者回报榜。对投资者来说，只关注基金业绩是不够的，看得见却摸不着的业绩，再美丽也与你我无关。投资者回报率体现了真实投资场景下的收益情况，与投资者体验更息息相关。对权益基金的管理人而言，若服务的对象太少或者受众面太窄，那回报率再高对投资者群体的

贡献也十分有限。我们期望通过这个榜单去发现并呼吁全行业更关注那些不仅具备扎实的资产管理能力，又以负责任的态度为尽可能多的投资者实现回报最大化的产品。也希望通过这个榜单帮助投资者更理性、更全面的看待权益基金的真实投资价值。

表 4、2019 上证主动投资股票基金的投资者回报榜 Top20

基金代码	基金简称	设立日期	综合排名	三年投资者 回报率 (%)	三年基金回 报 (亿元)
110022	易方达消费	2010/8/20	1	52.54	71.38
001938	中欧时代 A	2015/11/3	2	82.61	30.71
001410	信达新能源	2015/7/31	3	108.55	8.62
001714	工银文体	2015/12/30	4	90.24	6.53
540006	汇丰大盘 A	2009/6/24	5	38.40	18.01
450009	国富中小盘	2010/11/23	6	52.32	11.75
000979	景顺沪港深	2015/4/15	7	37.36	14.13
000831	工银医疗	2014/11/18	8	38.28	13.57
001104	华安新丝路	2015/4/9	9	50.38	9.72
001208	诺安低碳	2015/5/12	10	57.38	7.58
002168	嘉实智能汽车	2016/2/4	11	72.13	2.58
000751	嘉实产业	2014/9/17	12	62.56	4.49
002229	华夏经济转型	2016/3/15	13	60.65	4.37
001178	前海再融资	2015/5/18	14	50.34	6.84
001186	富国健康	2015/5/6	15	44.90	7.28
000854	鹏华产业	2014/12/2	16	58.68	2.47
001766	上投医疗	2015/10/21	17	60.33	1.98
399011	中海医疗	2012/3/7	18	51.18	4.38
001163	银华中国梦	2015/4/29	19	49.05	4.79
001008	工银改革	2015/1/27	20	38.50	7.29

数据来源：wind 资讯，上海证券基金评价研究中心

注：三年基金回报为截止 2019 年最近三年基金利润总和

表 5、2019 上证偏股混合基金的投资者回报榜 Top20

基金代码	基金简称	设立日期	综合排名	三年投资者 回报率 (%)	三年基金回 报 (亿元)
110011	易方达中小盘	2008/6/19	1	70.36	60.78
260108	景顺成长	2006/6/28	2	73.17	41.66
180012	银华富裕	2006/11/16	3	56.89	36.33
000083	汇添富消费	2013/5/3	4	70.45	31.72
162605	景顺鼎益	2005/3/16	5	70.90	28.63
040008	华安优选	2007/8/2	6	45.45	35.01
519068	汇添富焦点	2007/3/12	7	45.32	29.91

519069	汇添富价值 A	2009/1/23	8	40.45	30.91
160505	博时主题	2005/1/6	9	30.89	31.68
162703	广发小盘 A	2005/2/2	10	72.47	17.06
001811	中欧新常态 A	2016/3/3	11	67.78	17.55
519688	交银精选	2005/9/29	12	53.55	19.24
163412	兴全轻资产	2012/4/5	13	42.01	22.51
519727	交银 30	2013/6/5	14	99.45	3.54
180031	银华中小盘	2012/6/20	15	56.23	17.53
202003	南方绩优 A	2006/11/16	16	43.41	20.43
002692	富国科技	2016/6/16	17	90.10	4.81
450002	国富弹性	2006/6/14	18	47.94	18.42
519736	交银新成长	2014/5/9	19	58.97	14.41
163406	兴全合润	2010/4/22	20	42.61	19.67

数据来源: wind 资讯, 上海证券基金评价研究中心

注: 三年基金回报为截止 2019 年最近三年基金利润总和

表 6、2019 上证灵活配置基金的投资者回报榜 Top20

基金代码	基金简称	设立日期	综合排名	三年投资者 回报率 (%)	三年基金回 报 (亿元)
001071	华安媒体	2015/5/15	1	132.96	44.23
163402	兴全趋势	2005/11/3	2	39.72	54.64
001417	汇添富医疗	2015/6/18	3	44.13	46.09
001373	易方达新丝路	2015/5/27	4	41.68	46.03
002803	东方红沪港深	2016/7/11	5	64.28	35.60
001112	东方红优势	2015/4/7	6	53.85	34.01
002001	华夏回报 A	2003/9/5	7	33.56	36.79
519778	交银经济	2016/10/20	8	103.45	9.76
161606	融通行业	2004/4/29	9	80.96	11.77
166002	中欧蓝筹 A	2008/7/25	10	47.79	20.95
002939	广发创新	2016/8/24	11	77.51	11.66
161005	富国天惠 A	2005/11/16	12	39.42	22.90
001852	融通中国风 1 号 A	2016/2/3	13	100.59	3.86
100020	富国天益	2004/6/15	14	52.41	17.52
000619	东方红产业升级	2014/6/6	15	35.40	21.72
270002	广发稳健	2004/7/26	16	39.25	18.25
002021	华夏回报二号	2006/8/14	17	35.48	18.35
000011	华夏大盘	2004/8/11	18	43.82	15.33
001500	泓德远见	2015/8/24	19	53.99	12.22
519772	交银新生活力	2016/11/11	20	44.88	13.68

数据来源: wind 资讯, 上海证券基金评价研究中心

注: 三年基金回报为截止 2019 年最近三年基金利润总和

表 7、2019 上证被动股票基金的投资者回报榜 Top20

基金代码	基金简称	设立日期	综合排名	三年投资者 回报率 (%)	三年基金回 报 (亿元)
510050	华夏 50ETF	2004/12/30	1	32.85	126.13
110003	易方达 50A	2004/3/22	2	59.18	69.67
510300	华泰 300ETF	2012/5/4	3	32.77	85.48
510330	华夏 300ETF	2012/12/25	4	32.69	68.90
159919	嘉实沪深 300ETF	2012/5/7	5	30.79	60.71
161725	招商白酒	2015/5/27	6	61.12	33.93
510180	华安 180ETF	2006/4/13	7	26.10	48.93
159928	汇添富消费 ETF	2013/8/23	8	64.13	11.83
161812	银华 100	2010/5/7	9	45.50	21.38
100038	富国 300	2009/12/16	10	41.50	22.41
512880	国泰证券 ETF	2016/7/26	11	48.79	15.99
160222	国泰食品	2014/10/23	12	58.40	9.11
160632	鹏华中证酒	2015/4/29	13	66.10	3.10
159901	易方达深 100ETF	2006/3/24	14	40.14	18.22
510310	易方达 300ETF	2013/3/6	15	37.34	18.39
510630	华夏消费 ETF	2013/3/28	16	63.55	1.33
163407	兴全 300 增强 A	2010/11/2	17	45.60	8.96
510230	国泰金融 ETF	2011/3/31	18	34.28	15.49
159910	嘉实深证 120ETF	2011/8/1	19	52.88	2.92
050002	博时 300A	2003/8/26	20	29.54	17.25

数据来源: wind 资讯, 上海证券投资基金评价研究中心

注: 三年基金回报为截止 2019 年最近三年基金利润总和

限于篇幅, 本报告仅列示了各榜单前 20 产品。若需要完整榜单, 可联系上海证券投资基金评价中心。

附录: 上证投资者回报榜简介

上证投资者回报榜由上海证券投资基金评价中心制作并发布。榜单面向所有成立满 3 年且同期平均规模大于 2 亿元的主动投资股票基金、偏股混合基金、灵活配置基金和被动投资股票基金 (不含联接基金)。榜单综合排名以最近 3 年的基金加权平均利润率与基金利润为核心指标, 以各 50% 的权重加权核定期间的投资者回报综合水平。

分析师承诺

分析师 赵威 CFA

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料与第三方数据，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。报告中对样本数据的抽样方法和结论，本公司保有最终解释权。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。