

克隆明星基金投资策略构建及其有效性研究

吴 栩, 陈敏鹏

(华南理工大学 工商管理学院 广东 广州 510640)

摘要: 投资者对简单易行的投资策略梦寐以求。本文在股票价格具有惯性和明星基金具有股票选择能力的现实情况下,设计了一种简单易行的克隆明星基金投资策略,并以实际的金融数据对该种投资策略的有效性进行了实证分析。结果表明:该策略能够产生较好的投资收益,投资者利用该策略进行投资是有效的。

关键词: 克隆明星基金; 价格惯性; 股票选择能力

中图分类号: G11, G14, C53 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095 - 0098(2014) 03 - 0030 - 05

一、引言

一直以来,理论界和实务界便对切实可行的投资策略梦寐以求。惯性投资策略,作为股价惯性效应下最为直接的产物,已被实务界在投资实践中广泛使用(Franck et al., 2013; 陈立中和赵萌, 2013)。所谓惯性效应(Momentum Effect),也称动量效应,是指证券价格在未来会延续过去的趋势;而惯性投资策略,简称惯性策略,又称动量策略,是指买入前期表现优异的股票并卖出前期表现较差的股票的投资策略,即实务界所言的“追涨杀跌”。Franck et al. (2013) 等学者统计发现,惯性策略在实际投资中的确获得了较好的收益,但其业绩并未超越每期业绩排名中名列首位的基金。同时,现行的惯性策略在股票的选择上并没有提出切实可行的方案。基于此,本文在基金具备股票选择能力的现实背景下,通过筛选明星基金的重仓股,构建了一种新的股票投资策略——克隆明星基金投资策略。实证分析显示,该策略能产生较好的投资收益。本文将明星基金重仓股与股价惯性相结合所提出的克隆明星基金投资策略有助于拓展现有动量策略研究的视角,所构建的投资策略对投资实践也具有指导作用。

二、文献综述

风险最小化的同时收益最大化始终是股票投资者的向往,在此动机的驱动下,投资者总希望找到切实可行的投资策略。经典金融理论以 Fama(1970) 提出的有效市场假说(Efficient Market Hypothesis, EMH) 为基础,认为股票价格服从随机游走,投资者依靠任何投资策略都难以获得超额收益。Jegadeesh 和 Titman (1993) 将惯性效应作为反对 EMH 的现象而公之于众,如今,得到了 Asness et al. (2013)、Franck et al. (2013) 等众多学者的普遍认可。价格惯性意味着股票价格具有可预测性,在价格可预测的情况下,许多投资策略应运而生。基于股票价格惯性效应最直接的策略便是惯性策略,即实务界所言的追涨杀跌,如今已被实务界广泛使用。Grinblatt 和 Keloharju(2001) 分析指出,在芬兰股票市场投资的国外投资者却普遍采用惯

收稿日期: 2013 - 04 - 22

基金项目: 教育部人文社会科学研究青年基金项目(13YJC790150); 教育部高等学校博士学科点专项科研基金新教师类资助课题(20120172120050); 广东省哲学社会科学“十二五”规划 2013 年度青年项目(GD13YGL05); 中央高校基本科研业务费专项资金(2013ZB0016)

作者简介: 吴 栩(1986 -), 男, 四川通江人, 博士研究生, 研究方向: 证券投资与分形市场;
陈敏鹏(1988 -), 男, 广东潮州人, 硕士研究生, 研究方向: 公司财务与投资管理。

性策略。Kaminsky et al. (2004) 进一步指出, 惯性策略被新兴市场上的基金经理和普通投资者普遍采用。近期, Franck et al. (2013) 发现, 规模靠前的德国基金均同样青睐惯性策略。陈立中和赵萌(2013) 分析发现, 中国的开放式基金在建仓时也表现出显著的惯性交易特征。由此可见, 实务界对惯性策略喜爱有加。

面对惯性策略被实务界广泛采用, 理论界也对其进行了探讨。Fama 和 French(1996) 试图利用 Fama - French 三因子模型(FF3) 对惯性策略的超额收益进行解释, 但此解释并未获得实证支撑。无独有偶, Wu et al. (2012) 以英国股市为例, 得到了类似的结果。面对经典金融理论对惯性策略超额收益的无力解释, Kubińska(2012)、Asem 和 Tian(2011) 等大量学者从行为金融的视角将其归于投资者过度自信、处置效应等行为偏差, 但迄今仍是众说纷纭、莫衷一是。Balvers 和 Wu(2006)、Akarim 和 Sevim(2013) 学者并不追求惯性策略超额收益的完美解释, 而试图构建一些优异的惯性策略。然而, 他们在股票选择上比较繁琐, 以致在真正的投资实践中难以实施。

价格惯性意味着证券的价格将保持原来的趋势, 因此, 在卖空限制下, 利用惯性策略即买入前期价格上涨的证券。基金作为专业的机构投资者, 在信息和专业知识上具有优势, 其股票选择能力已被 Bauer et al. (2006)、Fama et al. (2010) 等学者普遍认可。基金重仓股作为基金业绩的直接驱动因素, 其选择的优劣直接关系到基金业绩的好坏。明星基金, 作为业绩排名中名列前茅的基金, 其重仓股更是具有重要的参考价值。Myers et al. (2004)、Baker et al. (2010) 等学者指出, 明星基金的重仓股对投资者投资具有指导作用。Hayes (2012)、Tupitsyn et al. (2013) 等众多学者基于风险因子分析、非线性分析等方法在明星基金的重仓股上融入市场时机选择策略, 分析显示在明星基金重仓股上融入市场时机选择策略可获得优异的业绩。然而, 市场时机选择在投资实践中普适性较差, 以致在不同市场环境下难以奏效。

综上所述, 惯性策略广泛被投资者所采用, 但该策略在实际投资时面临股票选择方面的困惑。明星基金的重仓股为投资者提供了一定的股票选择参考, 但现有基于明星基金重仓股上投资策略依赖于普适性较差而难以广泛使用。基于此, 本文结合明星基金在股票选择上的优势和股票价格具有惯性的特征, 设计了一种投资策略, 并以实际数据对其有效性进行了分析。由于该种策略是对明星基金重仓股进行遴选和组合, 相当于在明星基金选股策略的基础上, 加上动量策略, 是对明星基金投资策略的一种有修正的克隆, 本文将之称为克隆明星基金投资策略。

三、克隆明星基金策略的构建

克隆明星基金策略买入前期明星基金的重仓股构建资产组合, 并持有至下一期卖出。本质上, 该策略就是在明星基金的部分重仓股上实施惯性策略, 是一种特殊的惯性策略。下文对克隆明星基金策略的具体构建进行了论述:

记参加排名的 N 只基金分别为 $Fund_i, i = 1, \dots, N$ 。设基金 $Fund_i$ 在第 t 期的前十大重仓股为 $Stock_{i,t}^j, j = 1, \dots, 10$; 且股票 $Stock_{i,t}^j$ 对应的权重为 $w_{i,t}^j$, 在某种排名准则下, 第 t 期的名次为 $Rank_{i,t}^j, j = 1, \dots, N$ 。设 $N^* = \text{int}(5\%N) + 1$, 其中 $\text{int}(\cdot)$ 为取整函数。若将第 t 期排名在前 5% 的基金视为明星基金, 为了记号的方便, 不妨设 $Fund_i, i = 1, \dots, N^*$ 就是第 t 期的明星基金。为了表达的简洁, 不妨将明星基金的前十大重仓股称之为明星股票。实际中, 可能存在某支明星股票被明星基金 $Fund_{i_1}, \dots, Fund_{i_n} (\{i_1, \dots, i_n\} \subset \{1, \dots, N^*\}, i_1 < \dots < i_n)$ 共同持有, 因此明星股票的总数 $M \leq 10N^*$ 。此时, $Stock_{i_1,t}^{j_1}, \dots, Stock_{i_n,t}^{j_n}$ 是同一支股票, 不妨将其记为 $Stock_{i_1,t}^{j_1}$ 。由于明星股票所在的明星基金以及权重的不同, 因此, 在 t 期中明星股票被明星基金的认可度以及对明星基金的业绩贡献度是不同。从而, 为投资者在 $t+1$ 期遴选明星股票提供的信息也有所差异。根据资产组合理论可知, 在第 t 期中明星股票对所有明星基金业绩的总体贡献度可通过明星股票所在的明星基金的名次及权重反应。因此, t 期中某只明星股票 $Stock_{i,t}^j$ 对所有明星基金业绩的贡献可定义为:

$$SRank_{i,t}^j = \sum_{\substack{Stock_{i,t}^j \in Fund_i \\ i \leq N^*}} w_{i,t}^j \times W_i^t \quad (1)$$

式中, 求和符号表示明星股票 $Stock_{i,t}^j$ 被多只明星基金持有时, 进行相加; $Rank_{i,t}^j$ 表示第 t 期明星基金的名次, W_i^t 为名次加权系数, 其表达式为:

$$W_i^t = f(Rank_i^t) = \frac{2(N^* - i + 1)}{N^*(N^* + 1)} \quad i = 1, \dots, N^* \quad (2)$$

根据 $SRank_i^t$ 的值,由大到小将明星股票 $Stock_{ij}^t (j = 1, \dots, 10; i = 1, \dots, N^*)$ 记为: $Stock_k^t (k = 1, \dots, M)$ 。实际中,考虑到个体投资者常常受约束;因此,在 $t + 1$ 期投资时利用 $SRank_i^t$ 值仅遴选出 t 期的前十只明星股票构建资产组合。同时,为了避免利用均值-方差准则构建资产组合时的繁琐计算,让投资者能轻松的完成投资,以确保该克隆明星基金投资策略的可行性,对上述十只明星股票进行最简单的等权重买入形成傻瓜组合。从而,投资者在 $t + 1$ 期便等权重拥有 t 期前十大 $SRank_i^t$ 值的明星股票,直至 $t + 1$ 期期末将其卖出。至此,形成了一套操之可行的克隆明星基金投资策略。下文对以实际的股票数据对该种投资策略的有效性进行实证分析。

四、实证分析

本文选取的样本为:2007 年第一季度前发行的所有股票型开放式基金,共 70 只;以沪深 300 作为市场指数。样本的时间区间选为 2007 年 4 月 1 日至 2013 年 1 月 16 日。所有数据来源于聚源数据库。

由于信息披露制度的限制,投资基金要公开资产组合季度报告,且季度报告必须在季度结束的 15 天内公布。因此,投资者可免费获得明星基金在上一季度的持股明细。基于数据的可获得性,实施克隆明星基金投资策略时,以自然季度为时间区间对基金业绩排名以便遴选明星基金和筛选明星股票,在每个自然季度结束的 15 日后的首个交易日进行克隆明星基金投资买入,在每个自然季度结束后的 15 日内的最后一个交易日卖出。同时,由于基金净值收益率排名是我国基金市场上广泛关注的排名准则,因此,本文以基金净值收益率为排名准则,按其大小对基金排名。基金净值收益率的计算公式为: $Ret_m = \frac{Nav_m}{Nav_{m-1}} - 1$, 式中 Nav_m 和 Nav_{m-1} 分

别表示基金在第 m 期和 $m - 1$ 期的复权单位净值,即考虑了红利再投资及拆分的单位净值。为了分析该种投资策略的有效性,下表 1 列出了依克隆明星基金投资策略(简称:克隆策略)、依惯性策略选用前一季度第一名基金投资(简称:惯性策略)以及市场指数在同一投资区间的收益率。

表 1 克隆策略、惯性策略以及市场指数的收益率

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 克隆策略 | 0.474 | -0.176 | -0.201 | -0.147 | -0.344 | 0.037 | 0.176 | 0.454 |
| 惯性策略 | 0.386 | -0.066 | -0.249 | -0.136 | -0.286 | 0.065 | 0.268 | 0.380 |
| 市场收益率 | -0.176 | -0.201 | -0.147 | -0.344 | 0.037 | 0.176 | 0.454 | -0.032 |
| | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 |
| 克隆策略 | -0.032 | 0.101 | -0.056 | -0.126 | 0.208 | 0.032 | 0.148 | -0.069 |
| 动量策略 | -0.113 | 0.095 | 0.010 | -0.150 | 0.141 | 0.081 | 0.061 | -0.031 |
| 市场收益率 | 0.101 | -0.056 | -0.126 | 0.208 | 0.032 | 0.148 | -0.069 | -0.098 |
| | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 累计收益率 | |
| 克隆策略 | -0.098 | -0.126 | 0.164 | 0.119 | -0.045 | -0.058 | 0.433 | |
| 惯性策略 | -0.158 | -0.124 | 0.080 | 0.012 | -0.020 | 0.147 | 0.393 | |
| 市场收益率 | -0.126 | 0.164 | 0.119 | -0.045 | -0.058 | -0.099 | -0.140 | |

由表 1 可知,在 22 期投资区间中,克隆明星基金投资策略所获得收益率仅有 8 期未能超过市场收益率。在这个 8 期投资区间内,惯性策略的收益率亦低于市场收益率;且在 22 期投资区间中,惯性策略的收益率有 10 期未曾超越市场收益率。从累计收益率指标可见,克隆明星基金投资策略所获得收益率最高且为正。这表明,从收益率的角度看,克隆明星基金投资策略具有有效性。然而,不可否认的是仅是从收益率的角度来看投资策略的有效性是不妥当了,评价投资策略离不开收益与风险。风险体现在收益率的波动上,可用标准差对其测量。从而,利用累计收益率除以收益率的标准差作为风险价格,可更加精确的反应不同策略的业绩。为了更加精准评价上述策略,如下表 2 罗列了依克隆明星基金投资策略、选用前一季度第一名基金的惯性策略以及市场指数的累计收益率、收益率波动的标准差以及风险价格。

表2 累计收益率、收益率的标准差以及风险价格

| | 累计收益率 | 收益率的标准差 | 风险价格 |
|-------|--------|---------|--------|
| 克隆策略 | 0.433 | 0.200 | 2.166 |
| 惯性策略 | 0.393 | 0.192 | 2.051 |
| 市场收益率 | -0.140 | 0.172 | -0.813 |

由表2可知,尽管克隆明星基金投资策略投资所承受的收益率的波动最大,但其单位风险价格依然最高。可见,克隆明星基金投资策略进行投资,其累计收益需满足非负;其累计业绩超越了选择各期位居榜首的基金进行惯性投资所获得的累计业绩,这与 Franck et al. (2013) 的统计结果不同;从2007年7月16日到2013年1月16日这段时间区间来看,使用克隆明星基金的投资策略也战胜了市场。从而,使用该种克隆明星基金投资策略有效。

五、结论与展望

本文在股票价格具有惯性效应和基金具有股票选择能力的前提下,融合明星基金重仓股与惯性策略,通过设计 $SRank_i^t$ 指标遴选出明星股票构造傻瓜资产组合构建了一种简单易行的克隆明星基金投资策略。随后,有别于已有文献常常采用计算机模拟的或理论论证的方法来证明克隆基金投资策略有效性,本文利用实际的金融数据对所构建的克隆明星基金投资策略的有效性进行了分析。实证分析表明,该策略在收益率和风险价格上较之选用前期第一名基金的动量策略较优,克隆明星基金策略具有有效性。由于本文所提出的克隆明星基金投资策略简单易行,因此,该策略有望为投资者提供指导作用。

尽管该种策略具备有效性,但本文所提的策略仅根据股价的惯性特征持有一期,并没有根据股价惯性存在时间区间长度细致的考虑时机选择策略。在收益最大化且风险最小化动机的驱使下,如何在该种克隆明星基金投资策略中融入更加详尽市场时机选择策略是未来研究的重点方向。

参考文献:

- [1] 陈立中, 赵萌. 证券投资基金的反馈交易行为: 存在性检验及对股价波动的影响[J]. 金融经济研究, 28(1): 94-107.
- [2] Akarim, Y. D. and Sevim, S. The impact of mean reversion model on portfolio investment strategies: Empirical evidence from emerging markets[J]. Economic Modelling, 2013(33): 453-459.
- [3] Asem, E. and Tian, G. Y. Market Dynamics and Momentum Profits[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2011, 45(6): 1549-1562.
- [4] Asness, C. S. et al. Value and Momentum Everywhere[J]. The Journal of Finance, 2013, 68(3): 929-985.
- [5] Baker, M. et al. Can Mutual Fund Managers Pick Stocks? Evidence From Their Trades Prior To Earnings Announcements[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2010, 45(5): 1111-1131.
- [6] Balvers, R. J. and Wu, Y. Momentum and mean reversion across national equity markets[J]. Journal of Empirical Finance, 13(1): 24-48.
- [7] Bauer, R. et al. New Zealand Mutual Funds: Measuring Performance And Persistence In Performance[J]. Accounting & Finance, 2006, 46(3): 347-363.
- [8] Fama, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work[J]. The Journal of Finance, 1970, 25(2): 383-417.
- [9] Fama, E. F. and French, K. R. 1996. Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies Returns[J]. Journal of Finance, 51(1): 55-84.
- [10] Fama, E. F. and French, K. R. "Luck Versus Skill In The Cross - Section Of Mutual Fund Returns" Journal of Finance, 2010, 65(5): 1915-1947.

- [11] Franck A. et al. Momentum strategies of German mutual funds [J]. Financial Markets and Portfolio Management 2013 27(3):307–332.
- [12] Grinblatt M. and Keloharju M. What Makes Investors Trade? [J]. The Journal of Finance 2001 56(2):589–616.
- [13] Hayes B. T. On The Market – Timing Ability Of Factor – Based Hedge Fund Clones [J]. The Journal of Alternative Investments 2012 15(1):8–42.
- [14] Jegadeesh N. and Titman S. Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency [J]. The Journal of Finance 1993 48(1):65–91.
- [15] Kaminsky G. et al. Managers Investors and Crises: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets [J]. Journal of International Economics 2004 64(1):113–134.
- [16] Kubińska E. et al. Disposition Effect Among Contrarian and Momentum Investors [J]. Journal of Behavioral Finance 2012 13(3):214–225.
- [17] Myers M. M. et al. Copycat Funds: Information Disclosure Regulation And The Returns To Active Management In The Mutual Fund Industry [J]. Journal of law and economics 2004 47(2):515–541.
- [18] Tupitsyn M. et al. “Hedge Funds: Replication and Nonlinearities” in Alternative Investments: Instruments Performance Benchmarks and Strategies [M] ,Eds. by Kent Baker H. and G. Filbeck 2013:541–566 ,New York: John Wiley & Sons Inc.
- [19] Wu Y. et al. Do Low – priced Stocks Drive Long – term Contrarian Performance on The London Stock Exchange? [J]. Financial Review 2012 47(3):501–530.

Study on the Building and Effectiveness of Clone Star Fund Investment Strategy

WU Xu , CHEN Minpeng

(School of Business Administration ,South China University of Technology ,Guangzhou ,Guangdong 510640 ,China)

Abstract: Investors yearned for simple investment strategy. This paper proposes a clone star fund investment strategy based on the momentum of stock price and the stock selection ability of star funds and makes an empirical analysis on the effectiveness of this strategy based on actual financial data. The results show that the strategy can produce better returns it is an effective investment strategy for investors.

Key words: Clone Star Fund; Price Momentum; Stock Selection Ability

(责任编辑: 黎 芳)