



# 北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

# 金融前沿对话

2020 年第 18 期 总第 65 期



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：鞠琳琳（执行） 曹明明 方垵豪 朱伟豪

## 北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写 HFRI）成立于 2008 年 12 月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动；立足粤港澳大湾区，以全球视野，构建开放的金融专业交流平台，使金融教学与金融研究相互带动，通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式，为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持，努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

## 基于养老金投资视角的公募基金筛选

### 【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

### 【特邀嘉宾】

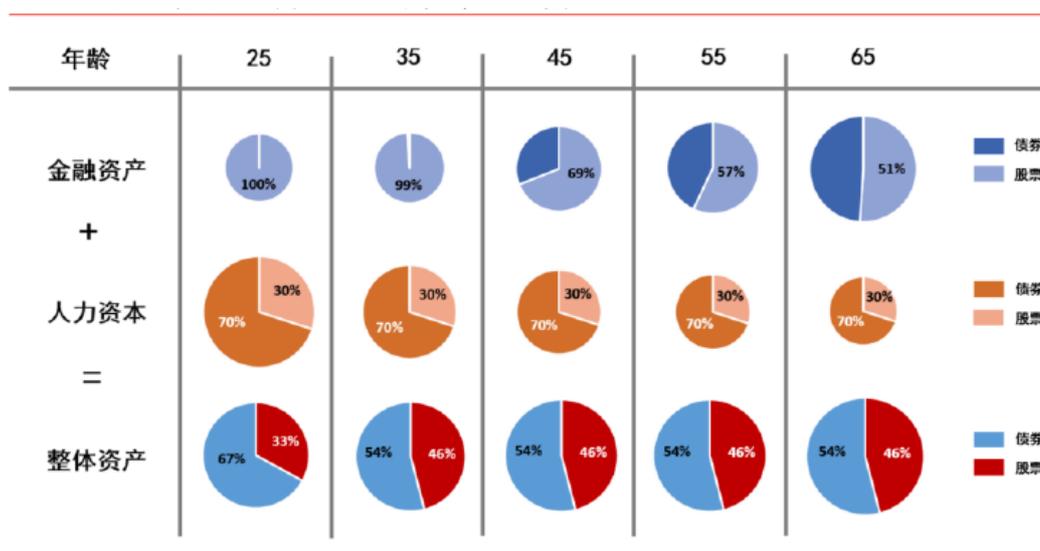
王超（招商基金国际业务部基金经理）

当前中国养老金体系面临巨大的风险。一是中国老龄化程度超过全球平均水平，二胎等补救措施短期内难以奏效，养老体系负担明显增加，基本养老保险预计于 2035 年耗尽累计结余。二是中国养老金体系得分低于全球大多数国家：养老保险覆盖率偏低、收入流形式补充养老保险的比例偏低、法定退休年龄偏低、在保人群投资组合的多样性不足、成长性资产的比例偏低、与参保人群的沟通程度偏低。三是现有养老金体系过于依赖第一支柱，第二、三支柱发展不足，第一支柱承担了中国养老 80% 左右的需求，第二支柱承担了剩余的 20% 左右，这样的体系是极其不平衡的。四是养老金体系的改革完善问题是多年前就提出的，但是进展缓慢，相关制度和政策推出慢于预期，落实情况也不尽如人意。与其等待，不如根据现有的金融市场资源设计切实可行的方案。

### 一、生命周期方案——考虑金融资产、人力资本、风险偏好的解

## 决方案

生命周期基金 (Life Cycle Fund)，是以某个特定的退休时段为基础，按照预先设定的、随时间变动的动态资产配置方案构建投资组合。通常情况下，在越接近目标日期时，权益资产的比例越低，固定收益资产的比例越高。投资者在财富积累阶段拥有更大比例的人力资本，其面临的主要风险与人力资本相关，而在财富消耗阶段，投资者拥有更大比例的金融资产，其面临的主要风险与金融资产关系更紧密。因此要构建一个风险收益属性得到优化的终生资产配置方案，需要对金融资产和人力资本随投资者年龄增长的变化规律有深刻理解。生命周期基金方案，在美国市场得到了快速发展，2017 年底规模为 11150 亿美元。



资料来源：Ibbotson Associates，华泰证券研究所

图 1 典型投资者在不同年龄段应当持有的最优金融资产比例

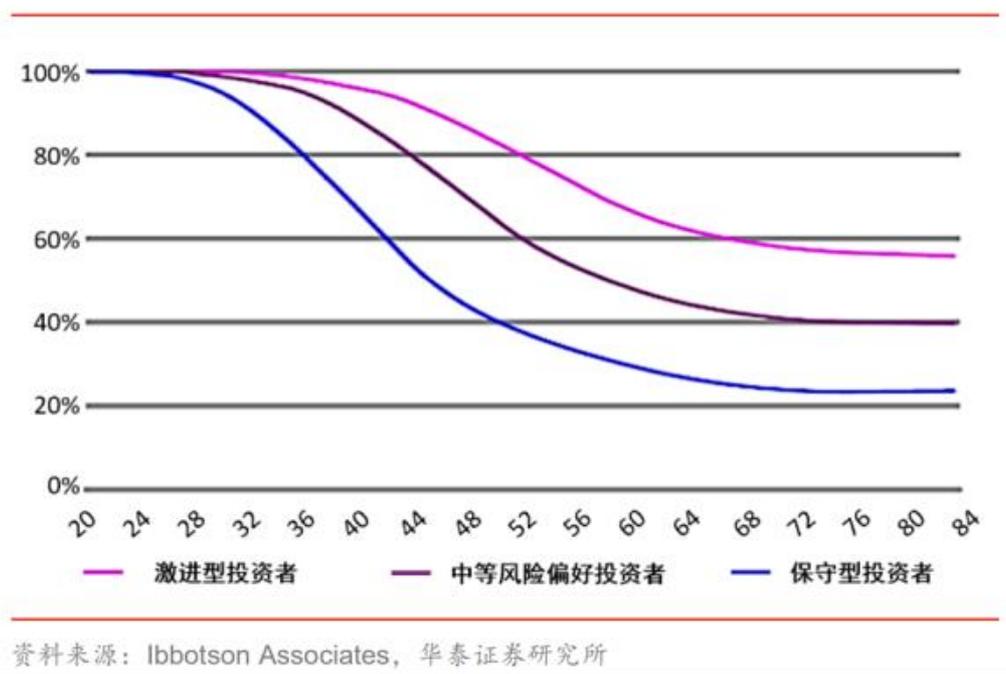


图 2 不同风险偏好投资者的 Glide Path

富达——典型的生命周期基金案。Fidelity 公司 Freedom Funds 系列生命周期基金在到达距离目标退休日期 18 年的时点以前，组合整体投资风格都偏向激进，产品中 90% 以上的投资都集中在权益类资产上并保持该投资比例不变；从目标日期之前 18 年左右，权益类资产权重开始下滑，并且在下滑过程中前十年权重保持较快的下降速率，到达目标日期 8、9 年前时权益类资产比重下降速度开始逐渐放缓，直到到达最保守点权重保持不变。该基金在到达目标日期后的第 18 年到达最为保守的投资点，在那个时间之后维持着 24% 的股票，46% 的债券与 30% 的短期债的固定比例不再改变。

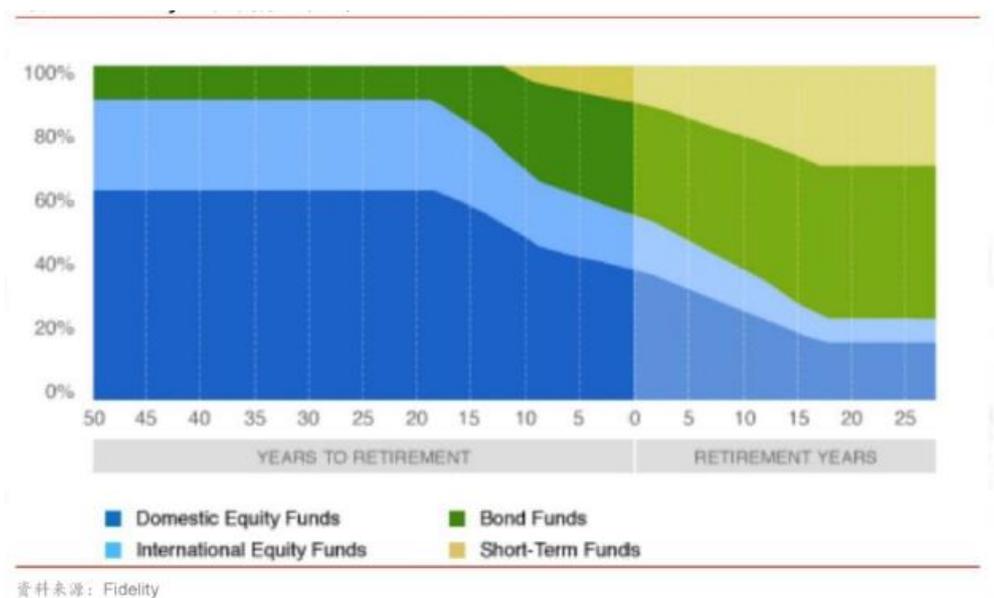


图 3 Fidelity 生命周期基金典型产品的 Glide Path

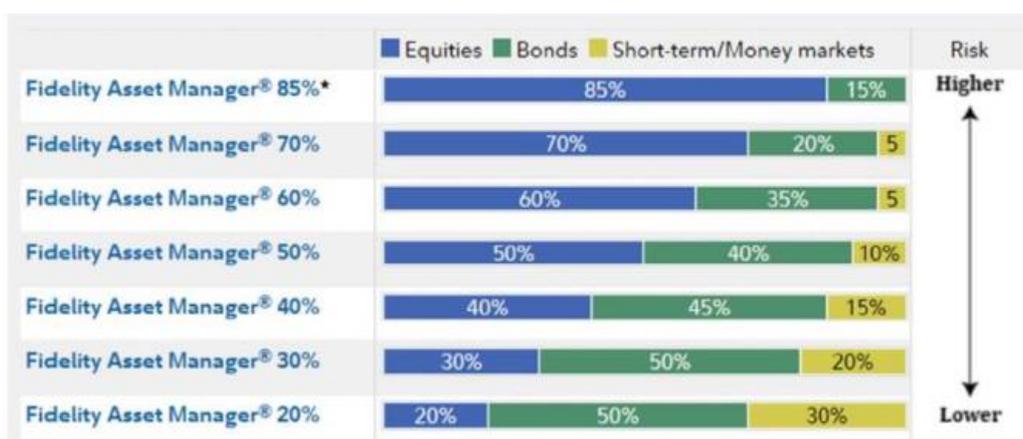


图 4 Fidelity Asset Manager Funds

## 二、现有的公募基金评选方法

公募基金已成为中国养老金投资领域的主力军之一。基金作为标准化产品，具有低门槛、多样化、小额账户管理经验丰富、运作规范、操作灵活方便等优势，能够很好地满足个人养老金投资者的需求，应充分发挥公募基金在投资管理方面的丰富经验，进一步推进中国养老金体系的市场化改革。截至 2019 年 11 月 7 日，养老 FOF 推出 1 年

左右，总规模达到 214 亿元人民币，已成立的养老目标 FOF 产品达到 69 只，其中目标日期型养老 FOF 有 42 只，目标风险型养老 FOF 为 27 只。具体来看，已成立的目标日期型养老 FOF 已经覆盖了 2030~2050 年前后退休的人群，也刚好对应了目前投资基金产品的主力人群。目标日期介于 2035 年到 2040 年的养老 FOF 规模总数达到 42.5 亿元，占比当前目标日期型养老 FOF 规模的 69%，这一一定程度上反映出这个区间的人群较为旺盛的养老投资需求。

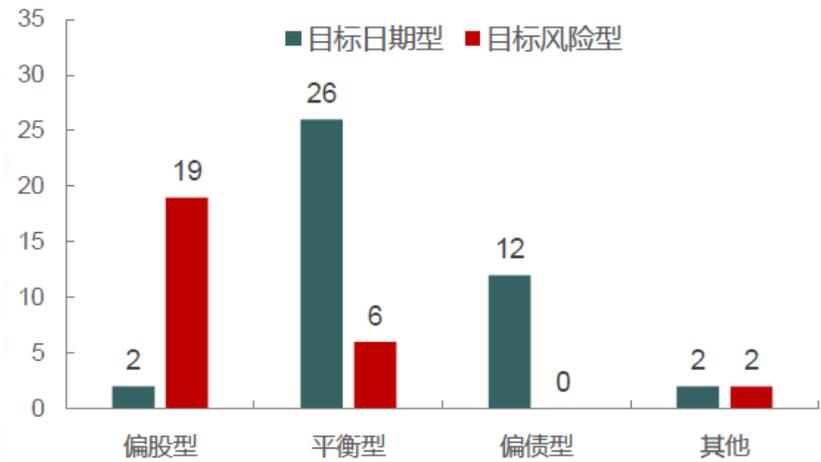


图 5 养老 FOF 投资方向分类情况

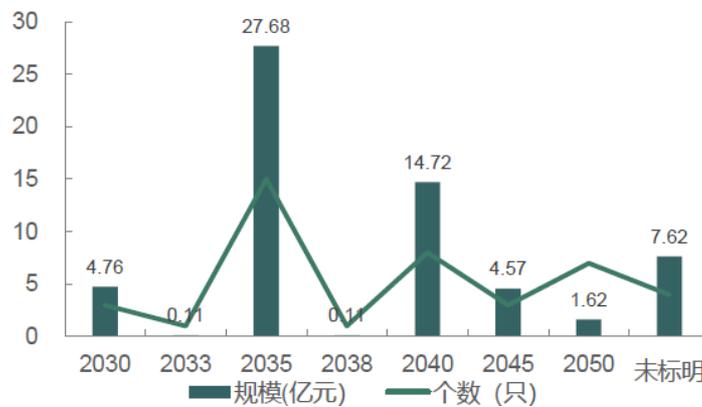


图 6 目标日期型养老 FOF 数量及规模

## 1. 晨星评选方法

晨星的基金评价体系中，最为著名的就是所谓的晨星五星评级体系。这个体系主要根据风险调整后收益指标，对不同类别基金划分为5个星级。晨星的风险调整后收益（MRAR）计算方法是用相对收益减去相对风险，计算相对收益和相对风险时参照的基准为基金归属的可比基金集合。依照每个基金的MRAR值从大到小排列，前10%被评为5星，接下来的22.5%评为4星，中间的35%为3星，随后的22.5%为2星，最后的10%评为1星。

晨星评级方法的亮点在于它将基金类别、投资风险和基金收益三者有效结合起来。但也存在三个方面的局限性：其一，晨星总评级是对过去若干年评级的加权平均，这就意味着，基金存续期越长，评级可能越不突出，而存续期越短，基金评价可能越为突出。其二，评级没有考虑投资者的偏好，没有考虑基金之间的联系。其三，评级体系忽略了很多与基金相关的重要信息，比如基金经理的替换、基金费率以及基金管理公司等因素。

## 2. 金牛奖评选方法

金牛奖作为中国基金行业最权威的基金奖项，主要基于专家评选机制，采用基金绩效评价、基金管理人能力评价、基金合规性契约性评价等相结合，对基金进行全面综合评价。在基金绩效评价方面，以基金投资收益衡量和业绩衡量为基础，对基金的投资收益进行风险调整，从而形成对不同风险水平基金投资表现的合理评价结果。在基金

管理人能力评价方面，结合规模、投研团队、投资管理流程、风险控制等因素进行综合考察，形成评价结果。在基金合规性、合约性评价方面，考察基金契约执行情况、基金管理人法律法规执行情况，对于合规性、合约性出现严重问题的评选对象，取消其参选资格。在基金分类上，按照开放式股票型、开放式混合型、开放式指数型、开放式债券型、开放式货币市场基金五大类型分类评选，满足资格认定条件的参评基金数应不少于 10 只，该类别奖项才能实际进行评选。在基金评选上，按照五年期、三年期、一年期等不同考察期限分别设置奖项。

### 3. 各类评选方法与养老金投资的匹配程度

目前公募基金有金牛奖和各类券商的基金评级等评选，在评选规则上大部分是基于相对收益排名体系建立的，以权益型基金为主要评选对象，评估时主要依赖定量指标，短期业绩所占权重较大，得到的结果对未来业绩的解释力不强。

**养老金投资对公募基金的特殊要求。**养老金投资，投资期限长，注重资产负债匹配，对下行风险较为敏感，固定收益对组合收益贡献较为显著。养老金投资对短期投资表现给与较低权重，更加看重未来长期投资表现，更加看重长期投资业绩的可持续性。

**养老金投资组合构建对公募基金的工具化需求。**养老金投资的实质是进行长周期的大类资产配置组合，在这一投资组合构建过程中，股票投资比例由养老金投资管理人决定，投资的基金的股票投资比例

应当保持稳定，否则就会出现双重择时和风格漂移问题，无法实现投资管理人预定的风险收益目标。

我们此次设计的养老金基金评选方法，出发点是服务养老金投资组合的构建，充分借鉴了现有基金评级的经验和不足，尽可能从长期投资业绩和未来投资业绩可持续角度，定量和定性相结合筛选基金。

### 三、养老金投资框架下的基金评选方法设计

分类是评级的基础。首先评级对象的筛选范围，我们为具备三年或三年以上业绩数据的国内开放式基金进行评级，而且同类基金必须不少于 10 只才具有评级。在评级频率上，我们养老金评级的结果每季度定期更新，根据最新披露基金季报筛选基金。

晨星分类	股票配置比例	对应的业绩基准	对应WIND分类标准
	0%		被动指数债券型基金，增强指数债券型基金
0%	0%	中债总指数（财富）	纯债型基金（中长期纯债型基金 短期纯债型基金）
15%以下	20%以下	10%*HS300+90%*中债总指数（财富）	偏债型基金（混合债券型一级基金 混合债券型二级基金）
15-30%	20-40%	30% HS300+70%*中债总指数（财富）	偏债混合型基金，灵活配置型基金
30-50%	40-60%	50% HS300+70%*中债总指数（财富）	股债平衡混合型基金，灵活配置型基金
50-70%	60-80%	70% HS300+30%*中债总指数（财富）	偏股混合型基金，灵活配置型基金
70-85%	80%以上	87.5% HS300+12.5%*中债总指数（财富）	普通股票型基金
85%以上	90%以上	95% HS300+5%*中债总指数（财富）	指数型基金、ETF基金、指数增强基金

图 7 基金分类评级

采用风险调整后收益指标评选。在养老金投资领域，期望效用理论更具有解释力，该理论认为投资者对于无法预期的高收益，更倾向于可预见的低收益，愿意放弃一部分预期收益来换取确定性较强的收益。在此前提下，根据每个投资组合的期末价值构造效用函数，然后计算期望效用并按照其数值高低对所有的投资组合排名。根据每只基

金在计算期间月度回报率的波动程度尤其是下行波动的情况，以“惩罚风险”的方式调整该基金的回报率，波动越大，惩罚越多。如果有两只基金回报率相近，对其中回报波动较大者给予更多的风险惩罚。通过上述方法，体现基金各月度业绩表现的波动变化，并更加注重反映基金资产的下行波动风险：从而奖励业绩持续稳定者，并减少由于基金短期业绩突出而掩盖内在风险的可能性。

**收益的计算方法：**收益采用计算基金与所处分类的业绩基准指数的超额收益，之所以选择超额收益，主要在于衡量基金经理相对市场获取超额收益的能力。由于我们在基金分类时已经限定了较为狭窄的股票投资比例范围，因而基金相对业绩基准取得的超额收益，主要来自行业配置和个股选择方面的投资能力。计算超额收益采用周度收益进行计算，基于过去 12 个季度的周度收益，计算基金与业绩基准指数的超额收益。

**风险的计算方法：**计算基金与所处分类指数的负超额收益的标准差，类似于下行波动率。基于过去 12 个季度的周度收益，计算当基金收益低于业绩基准指数收益时的标准差，由此得到下行波动率。

**风险调整后收益指标：**我们构建的风险调整后收益指标为超额收益/超额收益的下行波动率，这一指标类似于信息比率，单位下行波动率产生的超额收益。通过构建这样的风险调整后收益指标，充分考虑了获取超额收益背后所承担的风险，不鼓励那些过度承担风险博取高收益的行为。

定性筛选规则：

考察对象	考察维度	主要考察点
基金公司	公司素质	投资理念、股权结构、资产管理规模、财务状况、获奖情况等
	投研能力	投研团队成员构成、从业经验、研究深度、执行力、人员流动频率、激励机制等
	投研流程	投委会构成、投资决策流程、投资风控制度等
基金经理	从业背景	学历背景、工作年限、工作经验、获奖情况等
	投资能力	投资理念、擅长策略、管理规模、历史业绩等
	风控能力	历史回撤、仓位水平、极端市场情况下的操作等
	操作风格	左/右侧、激进/保守、持仓分散度、换手情况
基金产品	理念策略	投资理念、投资策略、策略损益点、策略展望等
	决策流程	投资决策如何产生、调仓决策是否合理等
	风险控制	是否有应急预案、补平仓机制、合规风控流程等

图 8 基金定性筛选规则

**基金评选结果效力检验** 为了评估基金评选结果对基金未来表现的预测效果，我们设计了两个评估标准。标准 1：筛选基金构建的等权重组合在未来 1 年的投资业绩是否能够超过同期参考业绩基准。标准 2：筛选基金在未来 1 年的投资业绩超过同期参考业绩基准基金数量与筛选基金总体数量的比例是否超过 50%。

在评选过程中，我们发现偏债混合型基金和股债平衡型基金两类别符合条件的基金数量很少，不符合最少 10 只基金数量规定，因此没有进行相关的评选。

基金分类	年度	同期参照基准	筛选基金等权重组合	筛选基金数量	基金超过参照基准的数量
纯债型基金	2018	1.82%	1.91%	15	9
偏债型基金	2018	1.51%	1.36%	10	8
偏股混合型基金	2018	-2.87%	-0.44%	9	7
股票型基金	2018	-4.06%	1.02%	13	11
沪深300指数基金	2018	-4.57%	-1.55%	8	8

图 9 基金分类统计情况

2015-2017 年的筛选结果的如图 10:

基金分类	年度	同期参照基准	筛选基金等权重组合	筛选基金数量	基金超过参照基准的数量
纯债型基金	2017	7.46%	6.86%	10	4
偏债型基金	2017	6.64%	4.82%	23	11
偏股混合型基金	2017	1.77%	1.71%	13	6
股票型基金	2017	0.35%	-4.45%	15	7
沪深300指数基金	2017	-0.26%	2.43%	8	4

基金分类	年度	同期参照基准	筛选基金等权重组合	筛选基金数量	基金超过参照基准的数量
纯债型基金	2016	2.48%	3.47%	23	19
偏债型基金	2016	3.51%	3.25%	18	9
偏股混合型基金	2016	9.70%	14.94%	4	3
股票型基金	2016	11.51%	18.01%	2	2
沪深300指数基金	2016	12.29%	19.96%	1	1

基金分类	年度	同期参照基准	筛选基金等权重组合	筛选基金数量	基金超过参照基准的数量
纯债型基金	2015	0.35%	0.99%	12	7
偏债型基金	2015	1.06%	2.73%	5	4
偏股混合型基金	2015	5.28%	6.59%	15	9
股票型基金	2015	6.51%	8.38%	4	2
沪深300指数基金	2015	7.04%	12.04%	1	1

图 10 2015-2017 年的筛选结果

**长期业绩预测能力检验。**为了体现我们的基金评选方法的有效性，我们对过去 4 年筛选的优秀基金和符合条件的总体基金分别构建等权重投资组合，对比他们在过去 4 年中的长期业绩表现。

**检验发现一：**对于纯债型和偏债型基金，因为基准指数本身低波动，等权重的主动基金组合很难战胜基准，但是筛选基金持续能够相对基金总体取得超额收益，说明我们的筛选方法对低波动类基金具有较好的预测作用。

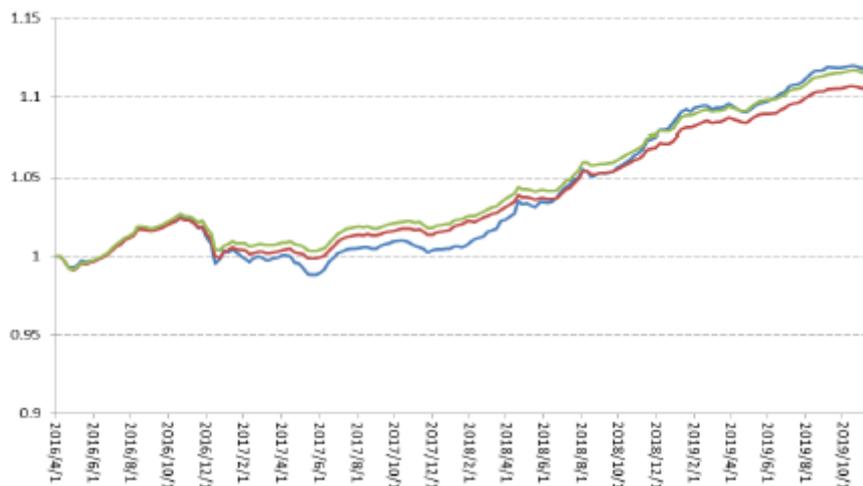


图 11 纯债型基金回测结果



图 12 偏债型基金回测结果

**检验发现二：**对于偏股混合型基金、股票型基金和沪深 300 指数基金，筛选出来的优秀基金能够明显战胜基准指数和基金总体。与此同时，在偏股混合型和股票型基金之中，基金总体的业绩并不能够战胜基准指数。这一对比说明，对于高波动的基金，我们的筛选方法同样具有较好的预测作用，不仅能够在基金总体中筛选出那些优秀的基金，而且这些优秀基金的表现能够明显战胜基准指数。

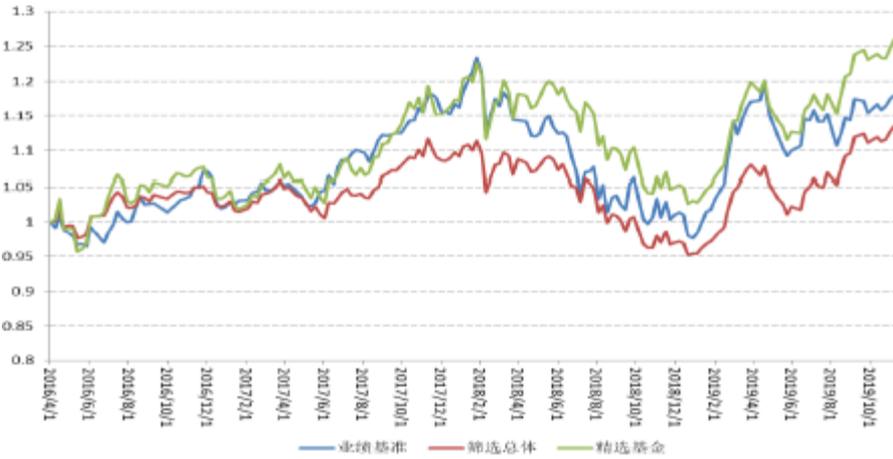


图 13 偏股混合型基金回测结果



图 14 沪深 300 指数类基金回测结果



图 15 股票型基金回测结果

## 四、养老金评选结果与金牛奖评选结果对比

### 1. 对比养老金筛选方法和金牛奖评选结果分析

将股票型基金的养老金评选结果与金牛奖评选结果对比可以发现，获奖基金数量明显更多。与之相应，基金落入后 20% 和 10% 的数量也有所增加，考虑到养老金评选结果只是基于定量方法筛选得到，没有定性筛选，取得这样的预测结果也符合预期，能够满足构建基金投资组合的要求。

基金分类	年度	养老金评选 (三年)			金牛奖评选 (三年)		
		获奖基金数量	基金落入后 20% 的数量	基金落入后 10% 的数量	获奖基金数量	基金落入后 20% 的数量	基金落入后 10% 的数量
股票型基金	2015	4	50%	25%	1	0%	0%
股票型基金	2016	2	0%	0%	1	0%	0%
股票型基金	2017	15	33%	20%	3	0%	0%
股票型基金	2018	13	0%	0%	5	0%	0%

图 16 股票型基金评选结果

将偏股型基金的养老金评选结果与金牛奖评选结果对比可以发现，获奖基金数量有所减少，说明我们在定量筛选标准中加入相对基准的超额收益更加严格。基金落入后 20% 和 10% 的数量少于金牛奖评选结果，具有更好的预测效果。

基金分类	年度	养老金评选 (三年)			金牛奖评选 (三年)		
		获奖基金数量	基金落入后 20% 的数量	基金落入后 10% 的数量	获奖基金数量	基金落入后 20% 的数量	基金落入后 10% 的数量
偏股混合型基金	2015	15	13%	13%	15	20%	13%
偏股混合型基金	2016	4	25%	0%	20	25%	10%
偏股混合型基金	2017	13	8%	0%	18	22%	17%
偏股混合型基金	2018	9	22%	11%	18	11%	11%

图 17 偏股混合型基金评选结果

对比偏债型基金的养老金评选结果与开放式债券型基金金牛奖评选结果，可以发现，获奖基金数量明显增加，基金落入后 20% 和

10%的数量多于金牛奖评选结果，但是比例仍然符合预期，能够满足构建基金投资组合的要求。如果再加入定性筛选条件，能够进一步提升预测效果。

基金分类	年度	养老金评选 (三年)			金牛奖评选 (三年)		
		获奖基金数量	基金落入后 20%的数量	基金落入后 10%的数量	获奖基金数量	基金落入后 20%的数量	基金落入后 10%的数量
偏债型基金	2015	35	17%	6%	7	14%	0%
偏债型基金	2016	41	17%	7%	9	11%	11%
偏债型基金	2017	23	9%	9%	13	0%	0%
偏债型基金	2018	10	10%	0%	7	0%	0%

图 18 偏债型基金评选结果

将纯债型基金的养老金评选结果与开放式债券型基金金牛奖评选结果对比可以发现，获奖基金数量明显增加，基金落入后 20%和 10%的数量多于金牛奖评选结果，但是比例仍然符合预期，能够满足构建基金投资组合的要求。如果再加入定性筛选条件，能够进一步提升预测效果。

基金分类	年度	养老金评选 (三年)			金牛奖评选 (三年)		
		获奖基金数量	基金落入后 20%的数量	基金落入后 10%的数量	获奖基金数量	基金落入后 20%的数量	基金落入后 10%的数量
纯债型基金	2015	12	17%	17%	7	14%	0%
纯债型基金	2016	23	9%	0%	9	11%	11%
纯债型基金	2017	53	13%	6%	13	0%	0%
纯债型基金	2018	23	13%	9%	7	0%	0%

图 19 纯债型基金评选结果

金牛奖采用业绩和定性评估相结合的专家评选方法，筛选得到的结果稳定性比较好，三年期金牛奖基金的失败率保持在比较低的水平。与之相比，我们的基金评选方法，完全采用风险调整后收益量化评估得到的结果，失败率略高于金牛奖评选结果，因为没有更加复杂的人工干预，取得这样的结果也符合我们的预期。金牛奖评选结果得到的

基金数量较少，例如股票型基金只有 1-2 只，这样的评选可以挑选明星基金经理，但是对于投资组合进行分散化配置而言数量较少，能够容纳的资金比较有限。我们采用的方法，能够筛选出 10 只左右的基金，能够为养老金管理人提供较大的空间进行分散化配置和基金选择。金牛奖在基金分类上，划分类别过于宽泛，混合型基金和债券型基金的股票投资范围过大，可能出现风险调整后收益接近的基金其收益来源存在显著差异，导致两者不具有可比性，对于未来表现的预测也将失去逻辑基础。相比之下，我们在构建养老金评级时，对基金大类资产配置范围做了严格约定，而且会对过去 3 年中每个季度的大类资产配置比例进行检验，避免基金短期窗口粉饰效应。

## 2. 基于养老金投资框架的公募基金评选的现实意义

随着中国的人口结构和社会变迁，全靠养儿防老已不现实，且储蓄养老如果难以跑赢通胀，养老公募基金正好为投资者提供了一个公开透明的投资工具，能够提供更多养老资金，提升生活水平，被认为是支持个人养老的重要力量：一是养老公募基金为市场带来增量资金，优化资本市场结构；二是提高养老金水平缓解结构化矛盾，满足养老投资需求；三是养老公募基金需挑选合适的资金管理人去匹配高缺口，并缓解人口老龄化带来的经济冲击。

如果养老金能够积极主动持续配置优秀的基金，基金行业为养老金提供优秀的基金产品，这两者的共同作用就可以对中国的资本市场建设和人民利益起到双赢作用：一是可以改变中国居民资产配置过度

依靠房产的局面；二是可能成为资本市场健康发展的源泉活水，为企业融资提供长期投资资金；三是改变股市过度短线炒作的投机性质，助力股市的机构化，以及减少个人投资者的行为金融错误。

## 五、问答环节

**Q1:** 如果到 2035 年中国养老金资源用尽，并且中国股市今后的回报没有明显提高的话，您认为政府应该考虑什么样的对策？

**A1:** 这个问题是当前整个中国养老金体系非常严峻的话题。我自己是这样理解的，如果按照现有状况不做改善，我们测算到养老金在 2035 年会枯竭。政府现在也在积极推动多方面制度去充实养老金，包括加强第二支柱和第三支柱的建设，这些也会明显改善现有养老金投入不足和回报率不足的问题。美国股市的长牛实际上是在 401(K) 出来之后才得到长期发展。因此，我认为如果把第三支柱个人养老金账户投资和公募基金比较好的结合，或者采用其他方式带动养老金持续地进入股市，并且执行较好的情况下，中国股市在养老金的持续推动下有望提升长期投资回报率。

另外，政府除加强养老金资产的回报率提升之外，还可以从提高退休年龄、税收优惠和划转国有资本等多种手段来充实社保养老金，避免出现上述问题。关于养老金的研究，诸多专家已做过非常深刻的研究。

**Q2:** 无论是债券基金总体，还是精选出来的债券基金，都无法跑赢基准指数，而且跑输的还比较多，那么你们是否可以考虑自己设

## 设计一个指数基金 ETF，来跟踪基准指数？

A2：这个建议非常好，这个其实也是公募基金现在正在尝试的方向，就是去设计一些债券方面的指数基金 ETF，给投资人提供更多更加便利的交易工具，而且是能够提供这种固定收益类的产品。另外，因为可能涉及指数编制方式，我选的是中证财富总指数，这个指数是一个纸面组合，它实际上是一个理论上的组合，里面所包含的那种成分债券数量非常多，可能很多是交易不活跃的。因此，投资人在实际投资过程中无法完全复制这个指数，在收益上会有落后。我们去筛选出来的这些基金，是实际操作的基金，要面临更加现实的市场环境。所以，债券指数和债券基金之间的差异明显，主要原因是因为债券指数的编制是一个纸面组合，不需要考虑交易成本、二级市场这种流动性和交易可得性等，而实际交易的基金会受到这些因素拖累，在收益上面有落差。

## Q3：你们可否考虑自己设计一个有实际可操作性的基准指数？

A3：这个编制债券指数就我看到的业内情况而言，基金公司自己编制指数的难度相对较大，因为基金公司需要考虑到是不是能够有活跃的报价。行业内都是像彭博，或者是像彭博巴克莱，包括以前的雷曼兄弟这种大的这种咨询商或者大的证券商能够在债券市场里面承担活跃报价，能够获取到这些主要的这种债券品种的报价信息，才能有资源和有实力去编制指数。基金公司可以去编制股票类指数或债券指数，我现在还没有看到特别好的自己定制的这类指数。这也是一

个方向，您提的建议肯定非常好，后面我们也可以去考虑基于这种投资品种，去找到一些可行的维度去设计具有可投资性、又有活跃报价的标准去编制的指数。

**Q4:** 为什么按三年期来评估筛选呢？像 2008 年的大金融危机，10 年才轮一次，如果筛选的期限比较短的话，是否会很难考查到这些基金在特别大的波动之下的管理和风控能力？

**A4:** 关于筛选标准，其实我们也做了这种平衡，主要是考虑到国内的基金历史相对较短，按照三年期时间维度去筛选的话，能够符合我们分类标准的初选样本基金也只有 570 只。如果我们要进一步把时间拉长，比如十年维度，能够入选的基金数量非常之少，然后在这里面能够进行优选的基金数量会更少，导致整个评选效果大打折扣。

其实要挑选那些投资范围，我们是看过去三年一共 12 个季度里，其股票投资比例是不是在我们每个分类范围内来做筛选。我们通过这样的筛选，其实是要筛掉大量的股票投资比例发生大幅度变动的基金。如果看整体基金样本的话，相对来说数量还是比较多，但是能够符合我们标准的这种基金数量较少，导致整个筛选相对严格。您提出的上一个问题确实也是客观存在的，而且在我们的检验结果里面也有出现。我们基于 2017 年以及在内的过去三年去挑出来的这批基金，到了 2018 年时，实际上就能发现一些优选出来的基金，也出现了业绩的大幅下滑，拖累了整个组合的表现。但是，从基金的数量来说，我们的筛选方法相对稳健，那就是我们从两个维度，一个是从平均收益率，

另一个是从基金超越业绩基准的个数去考虑，避免这种单个基金大幅跑输造成影响。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第三百二十三期(2020年4月25日)内容整理而成,特邀嘉宾为招商基金国际业务部基金经理王超博士。

王超,中国科学技术大学金融工程专业博士,CFA,FRM,现就职于招商基金国际业务部,担任基金经理。曾任职于长盛基金管理有限公司,担任多只量化基金的基金经理,采用量化投资策略进行高股息投资管理的长盛量化红利基金,中长期业绩在主动量化基金和偏股型基金中排名前列,风险控制水平优秀。王博士荣获中证报“2018年度五年期开放式混合型持续优胜金牛基金”和《中国基金报》“2018年度公募基金英华奖——最佳主动量化基金”。在巴曙松教授的指导下,2005年到2013年王博士连续多年组织和参与编写中国资产管理行业发展系列报告。

### 【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和熊婉芳博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

