

晨星评级预测性功能研究

刘志新, 许 宁

(北京航空航天大学 经济管理学院, 北京 100191)

摘要: 采用系统广义矩(System GMM)估计方法对晨星评级的预测性功能进行考察。发现无论是静态模型还是动态模型, 估计结果都表明晨星评级对基金的未来业绩不具有预测功能。因此认为晨星评级不能预测基金未来, 只能反映基金的过去业绩。

关键词: 晨星评级; 动态面板数据(DPD); 系统广义矩

中图分类号: F830.91 文献标识码: A 文章编号: 1008-2204(2010)01-0054-03

The Forecast Ability of Morning Star Ratings

LIU Zhi-xin, XU Ning

(School of Economics and Management, Beijing University of Aeronautics and Astronautics, Beijing 100191, China)

Abstract: We established dynamic panel data with System GMM to test the forecast ability of Morning Star Ratings. We found that Morning Star Ratings can't foretell the fund future whatever the two models. Moreover, we observed that very few funds are able to maintain their rating even for three months. Comparing the two stages after the ratings, we found that the low rating funds improved the rating at the cost of higher turnover and risk.

Key words: Morning Star Ratings; dynamic panel data (DPD); System GMM

一、引言

2001年9月, 中国第一支开放式基金华安创新出现, 截至2007年底, 中国的开放式基金数量猛增到334支。面对如此众多的基金, 大量不具备专业投资知识的投资者会根据基金评级机构的评级作出投资选择。晨星评级作为最早的、独立的第三方权威机构, 已经成为众多投资者的决策依据之一, 它的评级结果对基金投资具有举足轻重的作用。尽管晨星公司一直强调其评级不能作为投资者选择基金的唯一依据, 根据华尔街日报做的调查, 美国投资者对基金的申购主要集中在四星和五星基金, 而三星以下的基金则表现为资金净流出。^[1]

在中国, 晨星公司在2005年初开始对中国证券投资基金评级进行晨星1年期评级(晨星只对存续期超过3年的基金进行评级), 从2006年6月30日开始进行晨星2年期评级。笔者以2006年6月30日

为分界点的33支股票型基金作为样本, 对不同星级基金平均收益率进行比较。发现在2006年6月30日之前, 晨星2年期评级确实能够反映基金过去的业绩, 但在2006年6月30日之后, 基金业绩出现分化, 一星、二星基金的平均收益率均超过四星、五星基金, 如图1所示。这说明投资者选择高星级的基金并不能一定带来较高的回报, 因此研究晨星评级能否预测基金未来具有重要的现实意义。

图1 不同星级基金收益表现

二、文献回顾

国外学者对晨星评级方法的科学性颇有争议。

Sharp,^[2] Blume,^[3] Warshawsky 和 Mullan^[4] 指出, 晨星评级在评价老基金与新基金时有一定的偏差。Morey^[5] 也证实了这一点。Khorana 和 Nelling^[6] 检验了晨星评级持续性的问题, 发现评级高的基金在未来仍然评级较高, 而评级低的基金在未来仍然评级较低。Blake 和 Morey^[7] 指出, 虽然没有充分证据表明评级最高的基金比中等水平以上的基金更容易取得更高的未来收益, 但作为投资者应尽量避开业绩差的基金。晨星公司针对出现的问题, 在 2002 年 6 月对评级方法进行修正, 修正之后的晨星评级体系是否真正有效, 国外学者对其进行了进一步的研究。Morey^[8], Russel^[9] 对澳大利亚的开放式基金进行检验, 研究结果不支持晨星评级具有预测功能, Kevin 等也得出了类似的结论^[10]。但也有文献得到不同结论, Morey 和 Gottesman^[11] 的结果表明评级高基金未来的业绩显著超过评级低基金的业绩。国内目前对晨星评级的研究还处于空白。

三、样本选取和实证研究过程

(一) 样本选取

样本选取 2006 年 6 月 30 日(晨星 2 年期评级开始时间)至 2007 年底期间所有被评级的开放式偏股型基金, 删除评级时间不足半年的基金, 共 57 支基金。

(二) 静态面板数据模型分析

为能反映基金在各个时期评星等级的变化, 笔者建立如下静态面板数据模型:

$$R_{it} = \beta_1 D_{it}^1 + \beta_2 D_{it}^2 + \beta_3 D_{it}^3 + \beta_4 D_{it}^4 + \mu_0 + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中: R_{it} 代表基金风险调整后周收益率, 表示为

表 1 静态面板数据模型回归结果

时期	3 个月	6 个月	9 个月	12 个月	15 个月	18 个月
μ_i (五星)	0.005 4 (1.74)*	0.017 2 (10.91)* **	0.015 5 (9.57)* **	0.016 9 (12.83)* **	0.018 1 (16.61)* **	0.013 3 (13.58)* **
β_1 (一星)	-0.002 4 (-0.68)	0.000 4 (0.18)	0.001 9 (1.07)	0.001 5 (1.103)	0.001 8 (1.53)	0.001 6 (1.53)
β_2 (二星)	-0.000 7 (-0.17)	-0.002 0 (-1.07)	0.000 4 (0.19)	0.001 6 (1.08)	0.002 3 (1.86)*	0.002 5 (2.31)* *
β_3 (三星)	-0.000 8 (-0.18)	-0.001 3 (-0.60)	0.000 6 (0.28)	0.002 4 (1.42)	0.003 5 (2.55)* *	0.004 6 (3.80)* **
β_4 (四星)	-0.000 6 (-0.09)	-0.002 3 (-0.88)	0.001 3 (0.39)	0.004 0 (2.06)* *	0.004 0 (2.48)* *	0.005 2 (3.68)* **
Durbin-Watson	2.22	2.08	2.17	2.02	2.13	2.16
Hausman test	0.087 *	0.043 **	0.065 *	0.038 **	0.023 **	0.026 **

注: * 表示 10% 水平下显著, ** 表示 5% 水平下显著, *** 表示 1% 水平下显著。

根据事前假定, 如果晨星评级能够预测基金的未来业绩, 则 $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ 均应小于零; 进一步, 如

$$R_{it} = \frac{R_{it} + \text{dividend}_{it} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} - r_f$$

其中: $P_{it}, P_{i,t-1}$ 分别是第 i 支基金第 t 周、 $t-1$ 周收益率, dividend_{it} 是第 i 支基金第 t 周分红。

数据来源于 WIND 数据库, r_f 是无风险利率, 用各期一年定期存款利率折算成 52 周计算而得。

如果第 i 支基金 t 周被评为一星, 则 $D_{it}^1 = 1$, 反之 $D_{it}^1 = 0$;

如果第 i 支基金 t 周被评为二星, 则 $D_{it}^2 = 1$, 反之 $D_{it}^2 = 0$;

如果第 i 支基金 t 周被评为三星, 则 $D_{it}^3 = 1$, 反之 $D_{it}^3 = 0$;

如果第 i 支基金 t 周被评为四星, 则 $D_{it}^4 = 1$, 反之 $D_{it}^4 = 0$ 。

在模型(1)中, 把被评为五星的基金作为面板数据回归的参照基准, 也就是说当 $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$ 时, μ_i 代表五星基金的收益率; $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ 代表低于五星的各级别基金与五星基金(基准组)之间的差别。如果晨星评级真的能预测基金未来, 则 $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ 均应小于零(因为四星及以下基金的业绩不应超过五星基金)。进一步, 假定晨星评级体系没有瑕疵, 则 $\beta_1 < \beta_2 < \beta_3 < \beta_4$ (在这种假定下, 一星基金的业绩不应超过二星基金, 依此类推)。

笔者对模型(1)进行 Hausman 检验, 检验结果表明, 与随机效应(Random Effects)模型相比, 固定效应(Fixed Effects)更合适。故笔者用带有截面加权广义最小二乘法 GLS 和 AR(1)校正的固定效应(Fixed Effects)模型对模型(1)估计, 估计结果如表 1 所示。

果晨星评级体系没有瑕疵, 则 $\beta_1 < \beta_2 < \beta_3 < \beta_4$ 。但在结果中出现与事前假定不相一致的现象, 在 3 个

月时,所有系数全部为负(但不显著),说明此时晨星评级还是能较好地对基金业绩进行预测;在 6 个月时,各系数有正有负,其中一星基金的系数 β_1 大于零,说明此时一星基金的业绩超过了五星基金;在 9 个月之后,所有系数全部为正,并且随着时期的推移,在 12~18 个月, $\beta_2, \beta_3, \beta_4$ 系数显著为正。计算所得到的结果与假定完全相反,这意味着晨星评级体系没有预测基金未来的能力。为验证所得结果的准确性,笔者进一步作了如下的动态模型分析。

(三) 动态面板数据模型分析

由于基金风险调整后收益 R_{it} 受到多种因素影响,而这些因素会直接影响基金的排名。滞后一期的 R_{it} 能够反映出这些潜在因素的影响,因此,将滞后一期 R_{it} 作为动态面板方程的控制变量。建立如下动态面板数据(DPD)模型:

$$R_{it} = \beta_1 D_{it}^1 + \beta_2 D_{it}^2 + \beta_3 D_{it}^3 + \beta_4 D_{it}^4 + \beta_5 R_{i,t-1} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

估计结果如表 2 所示。

表 2 动态面板数据模型回归结果

时期	3 个月	6 个月	9 个月	12 个月	15 个月	18 个月
μ_i (五星)	0.0073 (1.13)	0.0210 (5.62) ***	0.0248 (8.16) ***	0.0219 (8.41) ***	0.0263 (14.14) ***	0.0189 (11.64) ***
β_1 (一星)	-0.0061 (-0.79)	-0.0027 (-0.66)	0.0076 (0.9)	0.0088 (1.78) *	0.0119 (1.24)	0.0225 (1.50)
β_2 (二星)	-0.0015 (-0.21)	-0.0026 (-0.55)	0.0029 (0.18)	0.0034 (0.38)	0.0086 (1.13)	0.0121 (1.41)
β_3 (三星)	-0.0027 (-0.42)	-0.0049 (-1.13)	0.0014 (0.06)	0.0048 (0.42)	0.0119 (1.22)	0.0165 (1.32)
β_4 (四星)	-0.0092 (-0.95)	-0.0009 (-0.14)	0.0211 (1.64)	0.0235 (1.67) *	0.0266 (2.24) **	0.0353 (2.58) **
β_5	-0.0285 (-1.07)	-0.0246 (-4.16) ***	-0.2037 (-21.00) ***	-0.1425 (-15.37) ***	-0.1139 (-12.45) ***	-0.0206 (-2.15)
Sargan(p 值)	0.396	0.19	0.452	0.512	0.246	0.317
AR(1)(p 值)	0.048 **	0.00 ***	0.06 *	0.002 ***	0.676	0.070 *
AR(2)(p 值)	0.305	0.569	0.460	0.997	0.588	0.446

注: * 表示 10% 水平下显著, ** 表示 5% 水平下显著, *** 表示 1% 水平下显著。

Arellano-Bond 的 AR(1) 和 AR(2) 检验表明,各模型残差序列均存在显著的一阶自相关但不存在二阶自相关,意味着各模型设定总体上是可取的;由整个工具变量 sargan 检验结果可知,各模型工具变量的构造总体上是有效的。Wald 显示的是系数联合显著性检验的 p 值,检验结果表明方程整体上有效。这说明笔者采用系统广义矩(SYS-GMM)方法估计动态效应面板模型是合适的。

四、结论

通过建立静态和动态面板数据模型,对晨星评级的预测功能进行了实证检验。在样本观察期内得出的主要结论如下:研究发现,在 3 个月以内,模型中各变量系数都为负,说明五星基金的业绩超过其他星级的基金,晨星评级能够对基金未来业绩起到一定的预测功能。但在 9 个月时,模型中变量系数都由负变正,且在第 15 个月后,各变量系数显著为

正,此时晨星评级失效。说明高星级基金很难在长期保持其地位,其持续性很差。

所以笔者认为晨星评级不能预测基金未来,只能反映基金的过去业绩。当然该研究并不是否定晨星评级,晨星评级作为权威的第三方评级机构,为中国基金业绩评判提供了一个参考标准,而且晨星公司也一再强调其评级是对基金过去业绩的总结,但现实是很多投资者把晨星评级看成是对基金未来的预测。文章的意图在于说明晨星评级并不是未来获利的保证,投资者不能把晨星评级作为选择基金的惟一标准。

参考文献:

- [1] Guercio D. The determinants of the flow of funds of managed portfolios: mutual funds versus pension funds [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2002(37):523~558.
- [2] Sharpe F. Morning stars risk-adjusted ratings [J]. Financial Analyst Journal, 1998(7):21~33.

(下转第 60 页)