

投资风格漂移与基金业绩

——来自开放式基金的经验证据

肖继辉, 张力戈

(暨南大学 管理学院, 广东 广州 510632)

[摘要]基金投资风格是双刃剑,带来短期超额收益同时也具有巨大漂移风险。目前我国基金信息披露制度不完善,相关监管缺失,加上投资者大多只注重收益而忽视风险,导致基金投资风格漂移现象普遍存在。选取2004年7月前成立的65只偏股型基金为样本,对样本基金在2005—2012年的实际投资风格进行识别,并检验基金业绩与风格漂移的关系,结果显示:基金存在严重的投资风格漂移现象,而且漂移随股市走势变化明显,基金整体上投资风格趋同;在价值/成长风格的漂移方面,大多数基金投资风格倾向于成长型或平衡型,价值型风格缺乏;在大/小盘风格的漂移方面,基金投资风格均匀分布于大盘和小盘,某些年份随股市走势变化,风格漂移明显且趋同;过去业绩越好的基金越容易发生投资风格漂移,且投资风格漂移并不能带来基金业绩的改善。

[关键词]投资风格漂移;基金业绩;基金管理;股票市场;基金风险;信息披露;开放式基金;基金风格漂移;投资风险漂移

[中图分类号]F832.3 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2016)01-0086-15

一、引言

我国自2001年9月成立了第一只开放式基金“华安创新股票”以来,开放式基金发展迅速,已经成为个人和家庭重要的投资选择,在资本市场中占有举足轻重的地位。根据中国基金网公布的数据,截至2014年初,我国共有基金公司85家,管理基金1543只,其中开放式基金1464只,封闭式基金79只。自2003年QFII加入国内机构投资者队伍以来,资本市场竞争日益加剧。在这种激烈竞争的市场环境下,基金公司开始关注投资理念和投资风格的差异化竞争,推出了风格各异的基金产品,以细化投资者群体,吸引相关投资者。一方面,投资者可以依据自己的风格偏好选择合适的产品,也方便长期跟踪和评估基金业绩,另一方面,基金公司通过保持自身的投资风格,以吸引有相应投资风格需求的投资者,占据和保持相应的市场地位。

开放式基金在其招股说明书中披露其投资风格,以吸引相应风险与收益接受程度的投资者。但是在基金的后续运营中,投资者并不能看到基金是否按照其招股说明书中约定的风格来进行资产配置,也就不可避免地存在“黑箱”现象。2009年震惊全球的“麦道夫诈骗门”的发生,就是因为投资者无法核实麦道夫所声称的证券交易是否发生,也无法对其投资风格进行识别和监督,而实

[收稿日期]2015-11-01

[基金项目]教育部人文社会科学一般项目(15YJA630073);广东省自然科学基金项目(2014A030313372);广东省学科建设项目(2013WYXM0013)

[作者简介]肖继辉(1976—),女,湖南邵阳人,暨南大学管理学院教授,博士生导师,主要研究方向为基金治理与投资行为;张力戈(1989—),女,河南郑州人,暨南大学管理学院硕士生,主要研究方向为公司财务。

际上该私募基金并没有进行过任何证券交易,多年来其对外所公示的投资风格只是徒有虚名,又因为严格监督的缺乏,最终导致了这场长达数十年的诈骗。我国的市场监管情况更不容乐观,近十年来我国基金业快速发展,基金品种不断创新与增加,但基金投资风格漂移和风格趋同现象明显。基金风格流于形式,基金很少坚持自己的名义风格,大多是随大市漂移,且不稳定,这大大削弱了基金抵御风险的能力。在这种背景下,本文将从实证的角度研究我国开放式基金投资风格漂移情况和特征以及投资风格漂移与业绩的关系,试图为投资者申赎决策提供重要参考,也为监管者加强基金风险管控提供依据。

二、文献综述

(一) 对基金投资风格及风格漂移的界定

Sharp 发现,特定的投资风格决定了 90% 的基金收益,投资风格成为投资者选择基金的主要考虑因素,基金在发行销售时,也会通过标榜其独特的投资风格来吸引投资者申购^[1]。基金投资风格和组合风险、收益紧密相关,因此基金披露其投资风格对于投资者进行申赎决策具有重要意义。国内外学者对投资风格的定义较多,但没有一致的答案。Sharpe 最先给出了投资风格的解释,他认为基金的投资风格是基金经理在进行投资管理时所选择的具有同一特点或固定配置比例的投资组合^[1]。Christopherson 认为投资风格是指投资于某一类具有共同特征或共同价值的股票,它是体现在资产组合管理中的一种投资策略^[2]。基金经理的投资风格体现在资产组合管理过程中,即证券分析、风格择时、资产配置和市场择时中,该定义更为强调基金经理的投资行为特征,扩展了投资风格的研究范围。国内对基金投资风格的研究历史较短,对投资风格的定义大多沿袭国外学者的看法,即将具有类似特征和收益表现的股票称为风格,基金投资风格的划分根据基金组合特征来展开,根据投资目标将基金投资风格划分为成长型、收益型和平衡型三类。叶莉、刘巍将投资风格定义为基金在投资组合管理中体现的特征,并从两个角度进行分类:从风险控制角度划分为积极型和消极型风格基金,从投资价值取向角度划分为价值型、成长型和混合型风格基金^[3]。郭文伟等认为基金投资风格是基金投资理念的外在表现,具体体现为基金的择时和选股特征^[4]。

在资产配置与投资组合管理中,基金会体现出一定的风格,而风格漂移是指在某一特定研究期间,基金实际体现的投资风格偏离了其基金招募说明书中约定的原始投资风格(即名义风格)。比如,投资者购买的是小盘成长型的基金,但基金经理在资产配置时偏向于大盘价值型的股票。这就是资产配置中的“黑箱”现象,投资者不能及时了解到基金的实际投资风格,究其原因是由于信息的不对称性和委托代理问题等造成的。已有研究大多关注基金的风格持续性,从动态性判断基金是否在特定时间区间发生了投资风格漂移,但是很少有研究关注基金实际风格是否偏离基金公开发行时招募书所宣称的名义投资风格,这也是本文研究风险漂移所立足的新视角。

(二) 基金过去业绩对基金投资风格漂移的影响

Chan、Chen 和 Lakonishok 通过对美国共同基金的基金风格的漂移与否和过去业绩的相关性分析,发现基金整体上并未表现出显著的投资风格漂移,但风格漂移确实存在,而且过去表现较差的基金更可能发生投资风格漂移现象^[5]。Lynch 和 Musto 发现基金过去的业绩与资金流的变动之间存在着凸曲线相关关系,意味着过去业绩较差的基金改变其投资风格的可能性较大,因而导致了较大的资金流动,而过去业绩表现较好的基金在投资风格上具有一定的持续性^[6]。李学峰、徐华以 2000 年至 2003 年末上市的 17 只封闭式非指数型基金为样本进行实证检验,也发现研究样本的实际投资风格与其事前投资风格确实存在差异,他们对发生明显风格漂移和未发生明显风格漂移的基金进行比较,发现前者的业绩优于后者^[7]。王敬和刘阳采用三分法和回归分析法对基金投资风格持续性与基金业绩之间的关系进行研究,发现基金的过去业绩会影响基金投资风格的持续性,但是对于不同风格的

基金,业绩的影响作用不一致^[8]。王鹏发现过去业绩会影响基金投资风格的持续性,而且相比于过去业绩表现较差的基金,过去业绩表现良好的基金更有可能发生投资风格漂移^[9]。总体来说,基金的过去业绩会对基金投资风格的持续性有一定影响,由于国内外证券市场不同,具体影响存在差异。彭耿采用修正 EGARCH-M 模型构建基金投资风格漂移识别模型,发现在较长时期内中国基金投资风格不存在严重的漂移现象,在较短时期内基金投资风格没有表现出较大的漂移度,相对于股市上涨阶段,股市下跌阶段基金投资风格发生漂移的概率更高^[10]。总体看,已有研究大多发现基金存在明显的风格漂移,且这种投资风格漂移与股市表现有关。

(三) 投资风格漂移对基金未来业绩的影响

1992年 Sharpe 以基于收益的 Sharpe 模型识别基金风格,并对风格与基金绩效的关系进行开创性研究,通过对基金的历史收益率与某些指数进行回归分析,发现基金业绩的 90% 左右都可以被基金投资风格解释^[1]。此外, Fama, French 以 1963—1990 年在美上市的样本公司股票为对象,对小规模、大规模公司的股票收益率和价值型、成长型股票的收益率进行比较研究,发现风格的不同对投资者的收益有决定性影响,由此得知基金对投资风格的选择确实影响着基金的绩效^[11]。基金风格漂移对未来业绩的影响依赖于外部股市表现,宋威的研究发现在牛市行情中风格漂移的基金业绩胜过坚守名义风格的基金,在熊市行情中风格漂移的基金业绩劣于坚守名义风格的基金^[12]。王鹏以 2006 年至 2010 年期间所有开放式主动型股票基金为样本,发现适当地改变大/小盘风格、适当地保持价值/成长风格有助于基金未来绩效的提高^[9]。总体来说,基金对投资风格的选择和基金绩效是相互影响关系,结果受到股市表现和基金本身风格的影响^[13-14]。

(四) 投资风格漂移的识别方法

基金投资风格识别的方法主要可以分为事前分析法和事后分析法两大类。事后分析法有两种主要方法:基于资产组合的风格分析(PBSA)和基于组合收益的风格分析(RBSA)。国内外众多学者运用基于资产组合的风格分析方法(PBSA)进行了投资风格识别。Chan、Chen、Lakonishok 基于资产组合的风格识别法对市值、账面市值比和收益率三个指标进行测量分析来划分风格,对每只基金进行投资风格评分识别^[5]。赵建明以市盈率与市净率指标来确定基金持股组合的成长或价值特征,以此将我国开放式基金的投资风格分为成长型、平衡型、价值型三种^[15]。Kmi、Shukla 和 Tomas 发现超过 50% 的共同基金宣称的投资目标与其实际投资目标不一致,其中超过 33% 的共同基金严重不一致^[16]。杨朝军等运用晨星风格箱方法发现我国基金存在明显的投资风格漂移且投资风格趋同,大多数基金都呈现出大盘价值型风格^[17]。赵宏宇发现基金投资风格集中于大盘,且同一基金公司所管理的基金在相同时点的投资风格具有趋同性^[18]。欧阳敬东发现基金的实际投资风格与其宣称的风格不一致,且缺乏持续性,还呈现出风格趋同性,从而产生了投资风格漂移现象^[19]。国内学者曾晓洁等人和赵坚毅等人运用基于组合收益风格分析的 Sharpe 风格识别法,发现我国基金业不仅存在明显的风格漂移,而且呈现风格趋同性^[20-21]。顾华平运用基于收益的风格分析法和平移窗口的方法对基金风格漂移进行检验,也发现我国大多数开放式股票基金由宣称的价值型风格转变为成长型风格^[22]。

总体来看,大多数研究发现基金的风格漂移将影响基金未来业绩,且这种影响依赖于股市表现,但是研究者并没有进一步考察风险漂移的频率与未来业绩关系以及不同股市表现下何种漂移对基金未来业绩更有利。国外对于基金投资风格的研究开始较早,研究成果丰富,而我国资本市场起步晚、发展快,具有一定的特殊性和复杂性,所以国外相关结论并不完全符合我国基金业投资风格漂移现状。而目前有关我国基金投资风格的理论和实证研究较少,对我国基金投资风格漂移的研究有助于揭示基金风险和风格漂移背后的代理问题,让监管者和投资者更好认识基金风险漂移现状和经济后果,因此本文试图从实证的角度研究我国开放式基金投资风格漂移情况和特征以及投资风格漂移与业绩的关系。

三、理论分析

(一) 基金投资风格漂移的动因和结果分析

在委托代理的框架下,基金投资者和基金管理者之间存在双重委托代理关系。开放式基金是基金公司发行的一种委托理财产品,投资者委托基金管理公司管理运作基金,基金公司则聘请基金经理来管理和运作基金资产。基金管理公司通过对基金资产按照一定的标准收取管理费来实现收入,基金投资者的目标是在适度的风险范围内谋求基金净值增长收益。基金管理者和投资者的利益目标并不一致。从基金的发行和运作机制来看,在投资者和基金管理人之间,基金托管人和基金管理人之间存在着双重代理关系,这无疑加重了信息不对称现象,更容易引发委托代理问题。基金管理者往往为了自己的利益而可能加大基金风险,发生风险漂移,进而可能对基金投资者利益造成损害。基金投资者处于信息量劣势的地位,基金管理者处于信息优势地位,基金招募说明书可视为基金管理者向投资者发出的信号,招募书对投资目标、风格和业绩基准的说明一定程度上可减弱信息不对称程度。但是投资者无法看到基金的全部交易行为和资产配置情况,无从判断基金的投资风格是否发生漂移。基金经理改变投资风格可能会获得短期超额收益,为投资者带来更多的收益,也可能要承担更多风险。投资者无法直接对基金经理的投资行为进行有效监督,基金经理在缺乏监管的情况下为了自己利益最大化,为提升基金业绩而可能违背投资者意愿和事先约定的投资风格,采取更为激进的投资方式,从而加大了基金风险和基金投资风格漂移程度。一方面由于基金风格漂移具有隐蔽性,很难被人们发现,另一方面由于“搜寻成本”的存在,使得基金投资者极少会主动搜寻关于基金风格漂移的信息。这使得基金发生风格漂移的成本很小,在基金业绩不佳的情况下,发生漂移的可能性较大。基金经理面临竞赛排名的压力,当业绩表现不佳的情况下,基金管理者很有可能放弃既定的投资风格,通过改变基金投资风格来实现业绩的反转。因为从理论上讲,基金的风格漂移与其历史业绩表现之间具有紧密的关系,基金管理者改变基金既定投资风格可能对基金未来业绩产生有利或不利的影 响。而风格漂移对未来业绩到底有何具体的影响,依赖于具体风格漂移方式以及基金经理对股市表现的判断。

经典经济学假设个人行为是理性的,而大量心理学研究表明人们普遍存在过度自信。过度自信是指个体认为自己知识的准确性比事实中的程度更高的一种信念,即对自己的信息赋予的权重大于事实上的权重。随着心理学关于人们过度自信行为研究成果的不断出现,很多学者开始关注公司管理者的过度自信行为可能对公司决策产生的影响。在基金管理中,基金经理也有可能存在过度自信的心理,这些过度自信的经理更容易发生基金风格的漂移。金融市场中的“羊群效应”是一种从众行为,它主要指投资者的投资策略受到其他投资者的影响而忽略了自己的有价值的私有信息,模仿其他投资者决策的行为。“羊群行为”表现为在某个时期大量投资者采取相同投资策略或者对于特定的资产产生相同的偏好,从而产生的相同或类似的行为。“羊群行为”是一系列因素共同作用的结果。基金行业竞争激烈,基金经理的投资策略从众可能导致基金风格的集体漂移或风格的同质化。

借助行为金融学有关的过度自信、“羊群效应”理论可以进一步解释基金经理的投资行为特征、基金投资风格趋同和投资风格漂移成因:(1)投资组合管理者过度自信,过度依赖自己收集到的信息和判断,轻视预定的投资风格和目标,这种认识偏差很可能会提高基金投资风格漂移的程度;(2)投资者容易跟随别的投资者的投资行为来进行投资,产生“羊群效应”,从而造成市场上部分基金在某段时期内采取相同的投资策略。我国基金市场上存在着明显的“羊群效应”,“羊群效应”使得市场上的基金投资风格漂移趋同。

(二) 基金投资风格识别与风险漂移

国内外学者关于基金投资风格识别的方法研究主要可以分为两大类:事前分析法和事后分析法。事前分析是指依据基金招募说明书中指定的投资风格来确认风格,这种方法主要依靠主观判断,具有

很大的片面性,容易误导投资者。事后分析法是指按照基金实际投资组合中的资产配置情况来确认风格,这种方法要对基金所投资股票的市值大小、市盈率、市净率和收益变动性等指标进行确认,然后分析投资组合的总特征以进行基金投资风格的识别。事后分析法有两种主要方法:基于资产组合的风格分析(PBSA)和基于组合收益的风格分析(RBSA)。PBSA 分析法是将基金投资组合中的股票的各个指标作为衡量标准,指标包含了股票所属的种类、市值大小、市盈率、市净率等,然后将所有指标加权平均,得到基金的总体特征,以此来判断基金投资风格。美国基金评级公司晨星公司采用这种方法提出了著名的晨星风格箱分析法。RBSA 分析法是基于收益率的多因素模型分析法,即根据基金的收益率对各种风格指数收益率的敏感程度来判断对收益率影响最大的风格指数,代表性的模型有 Sharpe 多因素回归模型^[1]、Fama 和 French 三因素模型^[23]、Carhart 四因素模型^[24]等。Carhart 四因素模型是在三因素模型的基础上引进动量异常因子构建的四因素模型,而且 Carhart 四因素模型和四风险因素的市场均衡模型是一致的,即该模型可解释为业绩归因模型,其中关于因素模拟的资产组合情况和收益率波动情况归因于四个基本的策略:高或低 beta 系数的股票、大或小的市场资本化股票、价值或成长型股票以及一年期的高低回报动量股票。

在实际运用中 PBSA 和 RBSA 两者各有优劣,具体体现在准确性、预测性和及时性方面。准确性方面,PBSA 更准确,且当可获得历史持股数据时,资产组合的风格识别方法更具有优势。预测性方面,RBSA 方法对未来基金收益率情况的预测性要好于 PBSA 方法。及时性方面,PBSA 方法是对定期披露的资产组合情况进行统计分析,可及时地动态检测到基金投资风格的变化,而 RBSA 方法是通过回归系数进行估计,有静态和滞后的特点,因而及时性方面 PBSA 优于 RBSA。总体来看,PBSA 方法优于 RBSA 方法,但是 PBSA 方法应用的前提是要得到基金持股的明细情况和相关会计数据,而目前国内基金完整的持股明细数据每半年才公布一次,会计数据也是每季度公布一次,而 RBSA 方法要用到的历史数据是每天可见的,且真实性很强。基于上述原因,本文选择 RBSA 方法对基金投资风格进行分析,然后将其与名义风格对照,判断是否发生投资风格漂移现象。

四、研究设计

(一) 样本的选择

本文以 2004 年 7 月前成立的 65 只偏股型基金为样本,考虑基金设立初始所需的建仓期,本文选择 2005—2012 年为研究期间^①。在 8 年的研究期间中,我国股市经历了巨大波动,既有牛市也有熊市,包含了下跌、上升和震荡的不同阶段,具有相对完整的周期性,有利于我们分析在不同的证券市场中基金发生投资风格漂移的情况。

本文以上证综合指数的收益率是否大于 0 对样本年度进行牛熊市划分,见表 1。其中,将收益率最大的 2007 年和最小的 2008 年分别定义为大牛市和大熊市。

对样本基金名义风格的分类,本文首先根据基金名称中出现的含义归类,如华夏成长、嘉实成长可归为成长型基金,大成价

表 1 牛/熊市划分

年份	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
股市类型	熊市	牛市	大牛市	大熊市	牛市	熊市	熊市	牛市

值等归为价值型基金,招商平衡、富国动态平衡等基金归为平衡型基金;其他基金则通过阅读基金招募说明书,分析基金投资理念、资产配置策略和风险收益特点,同时参考国泰安数据库对基金的事前分类,确定其名义投资风格。按照名义风格分类,得出样本基金中有成长型基金 37 只,平衡型基金

^①基金研究不像有关企业的研究那样时效性较高,基金投资行为和决策逻辑在不同年度基本一致,只要样本覆盖了足够多年份就可以说明问题。本文选择的样本 2005—2012 年度已经覆盖了牛市熊市期间,具有代表性。

17 只,价值型基金 11 只。

(二) 模型说明和变量定义

1. 风格识别模型

本文采用 Carhart 提出的四因素模型^[24]来判断基金的实际投资风格,该方法属于基于组合收益的风格分析方法,其模型可以表示为:

$$R_{i,t} = R_{f,t} = \alpha + \beta_{MKT}MKT_t + \beta_{SMB}SMB_t + \beta_{HML}HML_t + \beta_{UMD}UMD_t + \xi \quad (1)$$

其中, $R_{i,t}$ 表示基金*i*在第*t*周的收益率,用周复权单位净值增长率表示。 $R_{f,t}$ 表示第*t*周的市场无风险收益率,选择每年的一年期定期存款周化后的利率表示^①。 MKT_t 表示市场因素,即*t*周市场回报率减去无风险收益率, β_{MKT} 是其相对应的回归系数。本文采用上证综指的周收益率表示市场收益。 SMB_t 表示规模因素,即*t*周小盘股组合的收益率减去大盘股组合的收益率, β_{SMB} 是其相对应的回归系数。对于规模因素(*SMB*),本文根据上年末沪深股票流通市值高低(前后 50%)将股票划分为大盘组和小盘组,分别计算两组股票的平均周收益率,将两组的平均周收益率相减得到*SMB*。 HML_t 表示价值因素,即*t*周低市净率组合的收益率减去高收益率组合的收益率, β_{HML} 是其相对应的回归系数。本文根据上年末沪深股票市净率的高低将股票划分为高账面市值比组和低账面市值组,将两组的平均周收益率相减得到*HML*。 UMD_t 表示动量因素,即*t*周高动量组合的收益率减去低动量组合的收益率, β_{UMD} 是其相对应的回归系数。计算动量因素(*UMD*)时,本文对沪深股票依据每年上半年和下半年最后一个交易日之前 365 天的年收益率进行排序,分别划分为高低两个组别,然后统计高收益率组股票和低收益率组股票的周度收益率,将其相减得到*UMD*。四因素指标计算中所需的有关沪深股票的周收益率、无风险利率、上证综指周收益率等指标数据均来自于同花顺 ifind 数据库。

本文基金投资风格识别的具体过程是采用四因素模型进行回归,得到基金*i*对各因素的回归系数。 β_{SMB} 的正负代表了基金的大/小盘风格, β_{HML} 的正负代表了基金的价值/成长风格。参考国内学者张宗益采用的三因素模型的分析方法^[14],本文根据规模因子和价值因子系数的正负及其 P 值的显著性来判断基金的实际投资风格。当 β_{SMB} 的 P 值在 10% 水平上显著时, $\beta_{SMB} > 0$ 代表基金风格为小盘型, $\beta_{SMB} < 0$ 代表基金风格为大盘型;当 β_{SMB} 的 P 值在 10% 水平下不显著时, $\beta_{SMB} > 0$ 代表基金风格为中小盘型, $\beta_{SMB} < 0$ 代表基金风格为大中盘型。当 β_{HML} 的 P 值在 10% 水平上显著时, $\beta_{HML} > 0$ 代表基金风格为价值型, $\beta_{HML} < 0$ 代表基金风格为成长型;当 β_{HML} 的 P 值在 10% 水平下不显著时,表示该基金风格为平衡型。

2. 基金投资风格的影响因素模型

本文采用 Logit 回归模型来分析基金投资风格的影响因素。

$$\text{Logit}(P) = \alpha + \beta_1 \text{Perf}_{i,t-1} + \beta_2 \text{GS}_{i,t} + \beta_3 \text{BS}_{i,t} + \beta_4 \text{SMB}_{i,t} + \beta_5 \text{Tna}_{i,t} + \beta_6 \text{Tunover}_{i,t} + \beta_7 \text{ER}_{i,t} + \beta_8 \text{Stockperc}_{i,t} + \beta_9 \text{Market} \times \text{GS}_{i,t} + \beta_{10} \text{Market} \times \text{BS}_{i,t} + \beta_{11} \text{Market} \times \text{SMB}_{i,t} \quad (2)$$

被解释变量 P 为基金投资风格是否发生漂移,基金投资风格发生漂移定义为 1,否则为 0。

解释变量为过去业绩(*Perf*)、成长型风格(*GS*)、平衡型风格(*BS*)、大/小盘风格(*SMB*)以及市场表现(*Market*)。过去业绩(*Perf*)以基金上年度的复权单位净值增长率 $R_{i,t-1}$ 和 Carhart 四因素截距 α 表示;成长型风格(*GS*)为虚拟变量,如果基金上年度投资风格为成长型,定义为 1,否则为 0;平衡型风格(*BS*)为虚拟变量,如果基金上年度投资风格为平衡型,定义为 1,否则为 0;大/小盘风格(*SMB*)为虚拟变量,如果基金上年度投资风格为大盘型定义为 1,小盘型定义为 0;市场表现(*Market*)为虚拟变量,牛市定义为 1,熊市定义为 0。

^①在国外研究中通常采用的是三月期国库券收益率,因为我国的国债市场较小,品种较少,而且发行国债时的收益率通常是以同期的银行存款利率作为标准,所以我国国债收益率的可比性相对较小,因此本文选择每年的一年期定期存款周化后的利率作为市场无风险收益率。

控制变量为基金规模(Tna)、周转率($Tunover$)、费率(ER)、持仓比率($Stockperc$)。基金规模(Tna)为基金净资产金额(元),本文采用基金净资产的对数 $LnTna$ 表示;周转率($Tunover$)为股票交易总量/净资产平均值;费率(ER)为费用总额(申购赎回费+运营费用)/净资产;持仓比率($Stockperc$)为股票市值占基金净资产的比率。

五、实证研究

本文首先对基金投资风格是否发生漂移进行判断,然后对基金风格与基金业绩的关系进行实证检验,以分析我国基金投资风格漂移的特征以及基金风格漂移与基金业绩的相互影响。

(一) 对基金投资风格漂移的实证检验

1. 基金风格漂移总体情况

本文分别对全样本期间(2005年1月7日—2012年12月28日)的每只基金进行回归,然后将得到的基金实际风格与其名义风格对比,获得这65只样本基金的风格漂移情况。由于篇幅限制,具体结果见文后的附表1。

根据附表1的结果,我们对65只样本基金的实际投资风格漂移情况进行统计,结果见表2。

根据表2,我们发现,在整个研究期间,65只样本基金发生风格漂移的有35只,漂移比例达53.85%。在成长/价值维度方面,有18只基金由成长风格漂移到平衡,6只基金由平衡风格漂移到成长。此外,11只价值型基金全部发生风格漂移,3只漂移到平衡型,8只漂移到成长型。从全样本期间看,基金投资风格倾向于成长型和平衡型,两种风格的占比分别是49.2%和

表2 各维度风格统计表

	成长	平衡	价值
大盘(大中盘)	11	21	0
小盘(中小盘)	21	10	2
累计	32	31	2
占比	49.2%	47.7%	3.1%

47.7%,价值型匮乏,这说明我国开放式基金的价值投资理念不足。在大/小盘维度方面,基金实际投资风格在大/小盘的分布基本均衡,这不同于赵宏宇的结论,他们认为我国基金的投资风格特征基本集中在大盘^[18],这可能是由于以前学者的研究期间较早,而在2010年以后经济结构转型的政策导向发生调整,中小盘股票上市扩容加速,中小市值股票投资开始盛行。

本文采用调整后的R方来检验Carhart四因素模型的解释力。对65只样本基金回归的调整后R方进行统计发现,调整后R方的均值为0.752,标准差为0.059。Carhart四因素模型对样本收益率的解释率基本达到预期。

2. 基金风格漂移动态情况

接下来我们对每只基金分年度进行Carhart四因素模型的回归分析,得到各只基金各年度的实际风格,从大/小盘维度和成长/价值维度上进行基金动态风格漂移的统计,得到这65只样本基金的动态风格漂移情况。由于篇幅限制,具体结果见文后的附表2。

根据附表2,我们统计了各基金在8年间的风格转变次数,发现与样本基金的名义风格相比,所有基金均发生了2次以上的风格漂移,平均漂移次数达3.77次,同时漂移次数大于5次的有15只,占全部样本量的27.69%。这说明基金投资风格很不稳定,且风格随市场波动而变化。

表3是对整个研究期间内基金成长/价值风格分布进行统计的结果,我们发现样本基金的风格主要表现为平衡型,累计出现次数占比55.19%,其次为成长型风格,累计出现次数占比40.00%,价值型风格的累计出现次数最少,不到5%。这说明我国基金价值投资理念仍然缺乏,基金经理忽视市净率指标较低的价值股,而以高成长股票为标的。而平衡型风格比例高达55.19%,表明大部分基金在成长/价值维度的风格折中,不具有明确的风格。通过卡方

表3 成长/价值维度整体风格统计

	成长型	平衡型	价值型
期间次数(合计)	208	287	25
比例(合计)	40.00%	55.19%	4.81%
卡方检验	卡方值208.412;渐进显著性0.000		

检验检查各风格分布在统计上是否存在显著差异,我们发现渐进显著性为 0.000,拒绝原假设,说明分布存在显著的差异。

表 4 是对各年度样本基金在成长/价值维度的动态分布进行统计的结果,我们发现,在 2007 年,受牛市影响,许多基金由原先的平衡型和价值型的风格漂移为

表 4 成长/价值维度动态风格统计

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
成长型	5	11	34	10	7	53	50	37
平衡型	53	51	30	55	45	11	15	28
价值型	7	3	1	0	13	1	0	0

成长型,如易方达平稳、金鹰优选、大成价值等均出现了风格漂移。到 2008 年,受大熊市影响,许多基金又调整风格来规避风险,风格偏向平衡型和价值型,如华夏成长、国泰金马和嘉实增长等均出现了风格漂移。而从 2010 年起,风格投资开始盛行,板块轮动明显,基金显著倾向于成长型投资,如华安宝利和嘉实成长。到 2012 年股市仍持续下滑,没有上涨趋势,所以又有一部分基金从成长型转变为了平衡型风格,如招商先锋和华夏大盘等,而价值型投资风格表现甚微。

表 5 是对整个研究期间内基金大/小盘风格分布进行统计的结果,我们发现基金在大/小盘的风格表现上差异不大,大盘和大中盘风格基金合计表现次数 257 次,占比 49.42%。小盘和中小盘风格基金合计表现次数为 263 次,占比 50.58%。通过卡方检验检查基金在大/小盘风格的分布是否存在差异,发现渐进显著性为 0.000,说明基金大/小盘分布存在显著差异,基金风格稍微偏向中小盘。

表 5 大/小盘维度整体风格统计

	大盘	大中盘	中小盘	小盘
期间次数(合计)	131	126	173	90
比率(合计)	25.19%	24.23%	33.27%	17.31%
卡方检验	卡方值 26.662;渐进显著性 0.000			

表 6 是对各年度样本基金在大/小盘维度的动态分布进行统计的结果,我们发现,2007 年以来很多大盘或大中盘基金转变风格漂移为小盘和中小盘风格。2007 年基金收益有一个显著的

表 6 大/小盘维度动态风格统计

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
大盘	44	7	7	5	17	7	37	8
大中盘	0	36	9	7	6	17	5	46
中小盘	21	0	11	38	31	17	18	9
小盘	0	22	38	15	11	24	5	2

特点是中小盘基金占据了基金排行榜前列的绝大多数位置,其平均收益明显超过了大中盘风格的基金。2011 年初,在金融、地产等板块的带动下,出现了一小波“蓝筹行情”,大中盘风格基金的收益有所上升,但此后市场一直处于寒冬状态,尤其中小盘股在大幅下跌中损失惨重,加上跟风投资,所以多数基金经理又将投资转向大中盘股票以降低风险。这说明基金风格漂移随市场行情变化。

在 2007 年多数基金的投资风格倾向于由 2006 年的大中盘平衡型向小盘成长型漂移,分析当年股市牛市的特点,我们可以发现,市场形势变化快速,市场炒作严重,投机盛行,中小盘股票更易出现爆发性上涨,市场表现远远超过了许多大中盘股票,所以基金市场的整体风格都倾向了小盘成长型。到 2008 年大熊市时期,基金市场又开始倾向于中小盘平衡型,因为随着经济形势和股市从过热到趋冷的剧烈转变,基金市场也经历了大幅波动,于是出现了基金“抱团取暖”的现象,使得基金市场的整体风格倾向于中小盘平衡型。基金所表现出的整体上投资风格趋同特征同时也证明了我国证券市场还不成熟,存在“羊群效应”。

此外,通过对 65 只样本基金分年度回归得到 520 个调整后 R 方,其中最大值为 0.962,最小值为 0.320,均值 0.805。分年度回归的调整后 R 方明显高于全样本回归的调整后 R 方 0.752,表明 Carhart 四因素模型具有有效性,同时说明年度之间发生的风格漂移会降低全样本回归的调整后 R 方,表明股市表现对基金投资风格产生影响,基金经理会随着股市变化改变其风格。

(二) 对基金业绩与投资风格关系的实证检验

1. 过去业绩对基金投资风格持续性的影响

由前述分析可知我国基金市场的确存在投资风格漂移的情况,那么是什么导致了基金风格的漂移呢?我们认为,原因可能是基金会根据股市表现调整风格,也可能是过去业绩表现不好的基金为了提高业绩而改变原有的投资风格,或者过去业绩表现较好的基金为了保持业绩的领先地位而主动调整风格。

为分析过去业绩对风格漂移影响,本文运用回归模型对两者关系进行检验。被解释变量为上一年业绩,包括以净值增长率和四因素模型 α 衡量的上一年业绩。主要解释变量为基金风格是否发生漂移,界定标准为当年的基金实际风格与上年实际风格的比较,基金风格漂移定义为 1, 否则为 0。其他解释变量为基金当年的实际成长/价值风格、大/小盘风格以及牛熊市 \times 成长型风格、牛熊市 \times 平衡型风格、牛熊市 \times 大/小盘风格。控制变量包括规模、周转率、费率、持仓比率。以净值增长率衡量基金过去业绩的检验结果见表 7 的方程 1 和方程 2, 以四因素模型 α 衡量过去业绩的检验结果见表 7 的方程 3 和方程 4。

表 7 过去业绩对风格漂移的影响

变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
过去业绩	0.419(0.030)	0.483(0.015)	18.372(0.598)	26.088(0.458)
成长型		-1.039(0.032)		-0.955(0.046)
平衡型		-1.019(0.042)		-0.849(0.084)
大/小盘		-0.059(0.857)		-0.082(0.799)
牛熊市 \times 成长型	-0.029(0.931)	0.251(0.518)	-0.263(0.402)	-0.004(0.992)
牛熊市 \times 平衡型	-0.003(0.991)	0.227(0.546)	-0.177(0.505)	-0.052(0.883)
牛熊市 \times 大/小盘	-0.461(0.070)	-0.526(0.199)	-0.397(0.115)	-0.421(0.299)
基金规模	0.249(0.007)	0.262(0.005)	0.239(0.010)	0.248(0.008)
周转率	0.161(0.040)	0.152(0.052)	0.198(0.013)	0.197(0.014)
费率	-21.440(0.066)	-18.008(0.131)	-25.880(0.036)	-24.346(0.050)
持仓比率	-0.020(0.014)	-0.020(0.019)	-0.016(0.045)	-0.015(0.061)

注:括号内为 p 值。

由方程 1 和方程 2 看,基金过去业绩对风格漂移有显著正的影响,过去业绩越好,越容易发生投资风格漂移。这一结论与国内学者王鹏的实证研究结果相同^[9]。在基金投资风格方面,成长型风格的系数在回归方程 2 显著为负,说明过去是成长型风格的基金,其未来风格漂移的可能性下降。平衡型风格的系数在回归方程 2 显著为负,但其影响程度要小于成长型风格。大/小盘风格对基金风格漂移无显著影响。基金净资产对风格漂移有显著正的影响,说明规模越大的基金发生风格漂移的可能性越大。周转率也对风格漂移有显著正的影响,说明换仓越频繁的基金,发生风格漂移的可能性越大。持仓比率对风格漂移有显著负的影响,说明基金持仓比率越低越容易发生风格漂移。而基金费率对风格漂移有负的影响,费率越高的基金发生漂移的可能性越低。为了检验在牛熊市中过去的成长型、平衡型和大/小盘风格对基金投资风格持续性是否有显著影响,本文在模型中加入牛熊市与成长型风格、平衡型风格和大/小盘风格的交乘项,表 7 结果显示这些交乘项均不显著。

由方程 3 和方程 4 结果可知,四因素截距 α 的系数很大,但是其 P 值即使在 10% 的显著性水平上也不显著,可能是因为四因素截距 α 是考虑了风格之后的超额业绩,所以与该业绩有关风格的信息含量较少。其他控制变量回归的结果与用净值增长率作为业绩的回归结果一致。

总体来说,基金的过去业绩会对其投资风格持续性产生一定的影响,具体表现为基金的过去业绩

越好,越容易发生投资风格漂移。究其原因,可能是基金经理为了保持业绩较为领先的地位,或过去业绩较好增强了基金经理的自信心,所以使其更愿意冒险采取更为激进的投资策略,以获得更大收益来保持自己的领先地位。

2. 基金投资风格漂移对基金业绩影响的 T 检验

我们根据每只基金当年相对于上年的投资风格是否漂移将其分组为漂移组或没有漂移组。采用 T 检验检查风格发生漂移与没有漂移的组别的未来业绩表现是否存在差异,其中以复权净值增长率为业绩的检验结果见表 8。

由表 8 可以发现,在 2007 年牛市期间,风格发生漂移的基金业绩好于风格没有发生漂移的基金,且在 5% 水平显著。在 2008 年熊市期间,风格发生漂移的基金业绩劣于没有发生漂移的基金,且在 5% 水平显著。2011 年熊市期间风格发生漂移的基金业绩好于风格没有发生漂移的基金,在 5% 水平显著。2008 年和 2011 年都是熊市的情况下,均值差的结果是不同的。其他年份漂移组与没有漂移组的业绩无显著差异。

在全样本组,风格发生漂移的基金业绩均值小于风格没有发生漂移的基金业绩均值,但两组的均值无显著差异。这说明整体上基金投资风格是否漂移对其未来业绩影响较小。同时,考虑到不同的市场表现,我们认为基金投资风格的漂移对其未来业绩有一定的影响,如大牛市期间基金投资风格漂移可能带来更好的业绩,大熊市期间基金投资风格漂移则可能带来更差的业绩。但大多数情况下,基金投资风格的漂移并不能带来基金业绩的改善。

以四因素模型 α 为业绩衡量指标的检验结果见表 9。2010 年熊市期间风格发生漂移的基金业绩均不如风格没有发生漂移的基金,结果在 5% 水平显著。这一结果与净值增长率衡量业绩时不同。2011 年熊市期间风格发生漂移的基金业绩好于风格没有发生漂移的基金,结果在 5% 水平显著。这一结果与用净值增长率衡量业绩时一致。其余年份发生漂移的基金与没有发生漂移的基金未来业绩无显著差异。

比较两种业绩衡量指标的实证结果,我们发现在 2006 年、2007 年、2009 年和 2010 年实证结果都是相反的,且有些年份均值差表现出显著性,但大多数年份没有表现出显著性,这可能是由于业绩度量本身的差异或者没有控制影响业绩的其他因素导致。基金的风格不同,如成长型和平衡型风格对基金业绩是否有不同影响,或者其他因素如基金过去业绩等对其未来业绩是否也有影响,下文采用多元回归模型控制可能影响未来业绩的因素,进一步分析风格漂移对未来业绩的影响。

3. 基金风格漂移对未来业绩影响的回归分析

被解释变量为当期业绩,包括以净值增长率和四因素模型 α 衡量的当期业绩,主要解释变量为是否发生漂移,界定标准为当年的基金实际风格与上年实际风格的比较,基金风格漂移定义为 1,否则为 0。其他解释变量为基金当年的实际成长/价值风格、大/小盘风格以及牛熊市 \times 成长型风格、牛

表 8 风格漂移对以净值增长率衡量的基金业绩的影响(T 检验)

期间	漂移		没有漂移		均值差
	样本量	均值	样本量	均值	
2006	31	1.066	34	1.113	-0.047(-0.073)
2007	40	1.177	25	1.161	0.016(-2.295)**
2008	40	-0.473	25	-0.424	-0.049(-2.105)**
2009	40	0.524	25	0.565	-0.042(-0.918)
2010	53	0.048	12	0.035	0.013(-0.482)
2011	32	-0.206	33	-0.240	0.034(-2.460)**
2012	24	0.069	41	0.063	0.006(-0.480)
全样本	260	0.288	195	0.339	-0.051(-0.912)

注:括号内为均值差的 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著。下同。

表 9 风格漂移对以 α 衡量的基金业绩的影响(T 检验)

期间	漂移		没有漂移		均值差
	样本量	均值	样本量	均值	
2006	31	0.00242	34	0.00241	0.00001(0.017)
2007	40	0.00775	25	0.00856	-0.00081(-1.181)
2008	40	0.00043	25	0.00068	-0.00026(-0.465)
2009	40	0.00115	25	0.00112	0.00003(0.075)
2010	53	-0.00077	12	0.00058	-0.00135(-2.313)**
2011	32	0.00128	33	0.00024	0.00104(2.218)**
2012	24	-0.00083	41	-0.00085	0.00002(0.127)
全样本	260	0.00165	195	0.00165	0.000(0.026)

熊市×平衡型风格、牛熊市×大/小盘风格。控制变量包括上年业绩、规模、周转率、费率等。以净值增长率衡量基金未来业绩的检验结果见表10的方程1和方程2,以四因素模型 α 衡量业绩的检验结果见表10的方程3和方程4。

在方程1中风格漂移对基金业绩有显著正的影响,但在其余回归方程中都没有显著影响,总体看投资风格漂移对当年业绩无显著影响。

方程2和方程4中基金成长/价值风格对基金业绩都有显著负影响,说明成长型基金和平衡型的基金业绩表现并不理想。牛熊市×成长/价值的系数显著为正,说明在牛市中基金保持成长型或平衡型风格对基金业绩有显著正影响。牛熊市×平衡型的系数显著为正,且规模大于平衡型的系数,表明牛市中选择平衡风格有利于业绩的改善。大/小盘风格对基金业绩无显著影响,但牛熊市和大/小盘的交乘项显著为正,表明在牛市中选择大盘风格有利于基金业绩改善。

基金过去业绩对基金未来业绩有显著正的影响,表明基金业绩具有一定的持续性。基金规模对业绩有显著负的影响,表明规模较大基金的业绩较差。周转率对业绩有显著正的影响,表明基金的交易活跃程度越高,未来业绩较好。基金费率对业绩有显著负的影响,表明基金费率越低其业绩越好。持仓比率对业绩有显著正的影响,表明基金的持仓越高业绩越好。

根据回归结果来看,基金风格漂移并不能带来基金业绩的提升,这也验证了前文T检验的结果。从成长/价值维度来看,在牛市中平衡型基金业绩表现较好。从大/小盘维度来看,在牛市中大盘型基金业绩表现较好。

表10 风格漂移对基金业绩的影响

变量	方程1	方程2	方程3	方程4
是否漂移	0.056(0.069)	0.030(0.298)	0.000(0.324)	0.000(0.438)
成长型		-0.546(0.000)		-0.001(0.047)
平衡型		-0.405(0.000)		-0.001(0.043)
大/小盘		-0.057(0.205)		-9.66E-5(0.822)
牛熊市×成长型	0.285(0.000)	0.471(0.000)	0.000(0.350)	0.000(0.812)
牛熊市×平衡型	0.761(0.000)	0.795(0.000)	0.002(0.000)	0.002(0.000)
牛熊市×大/小盘	0.143(0.000)	0.139(0.015)	0.001(0.053)	0.001(0.252)
过去业绩	0.120(0.000)	0.141(0.000)	0.224(0.000)	0.238(0.000)
基金规模	-0.074(0.000)	-0.066(0.000)	0.000(0.006)	0.000(0.008)
周转率	0.027(0.007)	0.025(0.007)	0.000(0.000)	0.000(0.000)
费率	-16.006(0.000)	-14.935(0.000)	-0.107(0.000)	-0.104(0.000)
持仓比率	0.006(0.000)	0.006(0.000)	4.806E-5(0.000)	4.962E-5(0.000)
F	21.752	23.563	19.748	20.582
调整R方	0.315	0.389	0.276	0.294

注:括号内为系数的p值,***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

六、结论

本文采用Carhart四因素模型来量化基金投资风格,对我国基金投资风格漂移现象进行了验证,并对基金风格漂移和基金业绩之间的关系进行检验,得到如下结论:

第一,2005—2012年期间,65只样本基金中风格漂移比例达53.85%。其中,在大/小盘风格方面,基金实际风格在大盘和小盘的分布情况基本均衡。在价值/成长方面,大多数基金风格倾向于成长型和平衡型,价值型基金缺乏。这说明我国基金业存在严重的投资风格漂移现象,而且基金经理较

为重视短期绩效,价值投资理念缺乏。当然还存在其他原因会导致基金投资风格漂移,比如国内基金经理的更换频繁、基金经理受到业绩排名的压力等等。

第二,对样本各年度的动态风格转变进行检验发现,与名义风格相比,所有基金均发生了2次以上的风格漂移,平均漂移次数达3.77次。其中,在大/小盘维度上,在2007—2010年间,基金倾向于小盘风格,其余年份倾向于大盘风格,说明基金投资风格的漂移呈现趋同性。在价值/成长维度上,基金风格主要表现为平衡型和成长型。在2007年牛市期间,以成长型风格为主,基金经理采取较为激进的投资策略以获取更大收益。在2008年熊市期间,基金风格转向平衡型,说明基金经理在市场下滑时倾向于采取保守策略,以降低风险,稳定收益。通过对风格漂移的动态分析,我们发现我国基金风格漂移存在“羊群效应”。

第三,基金过去的业绩越好,越容易发生投资风格漂移。原因可能是基金经理为了保持业绩较为领先的地位,或过去业绩较好增强了基金经理的自信心,所以基金经理愿意冒险采取更为激进的投资策略,以获得更大收益来维持自己的领先地位。

第四,只有某些年份投资风格漂移对基金业绩产生了显著影响,比如2007年牛市期间,发生风格漂移的基金业绩优于没有发生风格漂移的基金。2008年熊市期间,发生风格漂移的基金业绩劣于没有发生风格漂移的基金。而在大多数情况下,基金投资风格漂移并不能带来基金业绩的增长。本文认为,风格漂移使资产组合转换频率加快,从而提高了交易成本。此外,相比于容易发生风格漂移的基金经理,风格稳定的基金经理比较不容易犯资产配置上的错误。总体看,基金风格的漂移并不能带来基金业绩的提升,而在成长/价值维度,在牛市中平衡型基金业绩表现较好。在大/小盘维度,在牛市中大盘型基金业绩表现较好。

从长期结果来看,基金投资风格漂移并不能带来业绩提高,相反,坚持明确的投资风格可避免基金“羊群效应”带来的不利影响,提高基金公司的信誉和投资者的认可度,因此基金公司应避免频繁地转变基金投资风格。同时,基金公司可以根据不同的市场行情设计不同风格的基金,丰富公司的基金品种,提供个性化的投资策略,以满足不同投资者的风险收益偏好。基金公司可在公司内部设立基金风格监控组织,该组织应独立于托管人和基金经理,对本公司基金经理转变投资风格的行为及时监测,并对发生漂移的风险收益特征进行合理评价,看其是否符合本公司和投资者的投资目标,还需要向投资者及时披露基金投资风格,让投资者充分了解基金风格漂移对基金业绩的影响。基金公司还应建立和完善合理的基金经理投资业绩评价机制,因为股市涨跌有一定的周期性,所以对基金经理的业绩考核应考虑到市场的行情和投资风格对基金收益的影响。合理的评价机制可以防止基金经理为了追求短期的经济效益、提高其短期业绩排名而寻求主动风格漂移,所以基金公司应更注重对基金经理的长期投资业绩考核,同时也应防止频繁更换基金经理所导致的投资者认可度下降。

另外,监管当局应该要求基金公司完善基金信息披露制度。基金投资风格漂移现象普遍存在说明目前的信息披露制度并不能发挥充分的作用,每个季度披露一次信息,时间间隔过长,不能让投资者及时了解基金当下的实际情况,认识自身的风险,所以本文建议应提高基金信息披露制度的透明度,每月披露一次,同时对基金所持有的股票和风格加以说明,以防止基金经理发生严重的风格漂移,损害投资者的利益。

参考文献:

- [1] SHARPE W F. Asset allocation: management style and performance measurement[J]. Journal of Portfolio Management, 1992, 18: 7-19.
- [2] CHRISTOPHERSON J A. Equity style classification[J]. Journal of Portfolio Management, 1995, 21: 32-43.
- [3] 叶莉,刘巍.我国开放式基金的风格趋同性研究[J].现代财经,2006(8):24-28.

- [4] 郭文伟,宋光辉,许林. 基金经理的个人特征对基金投资风格漂移的影响研究[J]. 软科学,2010(2):123-128.
- [5] CHAN K, CHEN H, LAKONISHOK J. On mutual fund investment styles[J]. Review of Financial Studies, 2002, 15: 1407-1437.
- [6] LYNCH A W, MUSTO D K. How investors interpret past fund returns[J]. Journal of Finance, 2003, 58: 2033-2058.
- [7] 李学峰,徐华. 基金投资风格漂移及其对基金绩效的影响研究[J]. 证券市场导报, 2007(8): 70-77.
- [8] 王敬,刘阳. 证券投资基金投资风格:保持还是改变? [J]. 金融研究, 2007(8): 120-130.
- [9] 王鹏. 基金投资风格的持续性研究:原因与结果[J]. 投资研究, 2011(8): 89-100.
- [10] 彭耿. 基金投资风格漂移识别——基于收益和风险双维度[J]. 财经理论与实践, 2014(5): 37-43.
- [11] FAMA E F, FRENCH K R. Multifactor explanations of asset pricing anomalies[J]. Journal of Finance, 1996, 51: 55-84.
- [12] 宋威. 风格漂移与基金绩效[J]. 商业研究, 2009(6): 153-156.
- [13] 祁斌,袁克,胡倩,等. 我国证券投资基金羊群行为的实证研究[J]. 证券市场导报, 2006(12): 49-57.
- [14] 张宗益,项慧玲. 基于风格调整的开放式基金业绩评价实证研究[J]. 技术经济, 2010(29): 73-88.
- [15] 赵建明. 基金投资风格与实证对照[N]. 金融时报, 2001-09-19(B05).
- [16] KIM N, SHUKLS R, TOMAS M. Mutual fund objective misclassification[J]. Journal of Economics and Business, 2000, 52: 209-230.
- [17] 杨朝军,蔡明超,徐慧泉. 中国证券投资基金分类研究[J]. 上海交通大学学报, 2004(3): 153-158.
- [18] 赵宏宇. 证券投资基金的投资风格分析与比较[J]. 证券市场导报, 2005(10): 53-58.
- [19] 欧阳敬东. 浅谈我国开放式基金的投资风格[J]. 税制改革, 2007(7): 49-51.
- [20] 曾晓洁,黄嵩,储国强. 基金投资风格与基金分类的实证研究[J]. 金融研究, 2004(3): 66-78.
- [21] 赵坚毅,于泽,李颖俊. 投资者参与和证券投资基金风格业绩的评估[J]. 经济研究, 2005(7): 53-68.
- [22] 顾华平. 我国股票型开放式基金的投资风格分析[J]. 市场周刊, 2008(4): 115-117.
- [23] FAMA E F, FRENCH K R. The cross section of expected stock returns[J]. Journal of Finance, 1992, 47: 426-465.
- [24] CARHART M M. On persistence of mutual fund managers[J]. Journal of Finance, 1997, 52: 57-82.

[责任编辑:杨凤春]

Investment Style Drift and Fund Performance: Evidence from Open-ended Funds

XIAO Jihui, ZHANG Lige

(Management School, Jinan University, Guangzhou 510632, China)

Abstract: The investment style drift is a double-edged sword, which can not only produce short-term excess returns but also reflect huge risk behind it. Due to the fact that China's fund information disclosure system is not perfect currently and is lack of adequate regulatory work as well as the fact that many investors focus on earnings and ignore the risk, the phenomenon of fund's investment style drift is widespread. Selecting 65 partial stock funds which started before July 2004 as samples, this paper makes identification on the actual investment style of sample fund during the period of 2005—2012 and has an examination on the relationship between past performance and future style drift. We have the following findings: (1) There are serious investment style drift and the drift changes significantly with the market trend. Besides, the investment style of funds is in convergence obviously. (2) In terms of value/growth style drift, most of the fund investment styles tend to grow and balance, which illustrates the lack of value investment. (3) In terms of large/small cap style drift, investment styles in larger/small cap are even. The investment style changes with the market trend in some years, style drift is in convergence obviously. (4) The better the fund performance in the past, the more prone to investment style drift in the future. However, investment style drift can not bring the improvement of fund performance.

Key Words: investment style drift; fund performance; fund management; stock market; fund risk; information disclosure; open-ended funds; fund style drift; investment risk drift

附录:

附表1 基金全样本期间的漂移情况

基金代码	基金名称	名义风格	实际风格	调整 R 方	是否漂移
000001	华夏成长	成长型	大中盘平衡型	0.510	是
000011	华夏大盘	成长型	小盘平衡型	0.725	是
002001	华夏回报	价值型	大中盘平衡型	0.664	是
020001	国泰金鹰	成长型	小盘成长型	0.793	否
020003	国泰金龙行业	稳健成长型	小盘成长型	0.783	否
020005	国泰金马	稳健成长型	大中盘平衡型	0.819	是
040001	华安创新	稳健成长型	小盘成长型	0.765	否
040004	华安宝利	价值型	小盘成长型	0.793	是
050001	博时增长	平衡型	大中盘平衡型	0.771	否
050004	博时精选	稳健成长型	大中盘平衡型	0.791	是
070001	嘉实成长	平衡型	大中盘平衡型	0.704	否
070002	嘉实增长	成长型	小盘成长型	0.697	否
070003	嘉实稳健	稳健成长型	大中盘成长型	0.793	否
070006	嘉实服务	价值型	大中盘成长型	0.765	是
080001	长盛成长	平衡型	小盘成长型	0.798	是
090001	大成价值	价值投资型	大中盘成长型	0.805	是
090003	大成蓝筹	稳健成长型	大盘平衡型	0.790	是
100016	富国动态平衡	平衡型	小盘成长型	0.790	是
100020	富国天益	价值型	大中盘成长型	0.745	是
110001	易方达平穩	平衡型	小盘平衡型	0.761	否
110002	易方达策略	积极成长型	大中盘平衡型	0.755	是
110005	易方达积极	积极成长型	小盘成长型	0.747	否
121002	国投景气	积极成长型	大中盘成长型	0.762	否
150103	银河银泰	价值型	小盘成长型	0.795	是
151001	银河稳健	稳健成长型	小盘成长型	0.743	否
160105	南方积极	积极成长型	大中盘成长型	0.806	否
160603	普天收益	平衡型	小盘成长型	0.803	是
160605	鹏华中国 50	平衡型	小盘平衡型	0.717	否
161601	融通新蓝筹	平衡型	小盘平衡型	0.713	否
161605	融通蓝筹	稳健成长型	大中盘平衡型	0.725	是
161606	融通行业	稳健成长型	大盘平衡型	0.782	是
162102	金鹰中小盘精选	稳健成长型	小盘成长型	0.716	否
162201	合丰成长	价值优化型	小盘成长型	0.683	是
162202	合丰周期	价值优化型	大中盘平衡型	0.788	是
162203	合丰稳定	价值优化型	小盘成长型	0.723	是
162204	泰达荷银精选	成长型	大中盘成长型	0.764	否
180001	银华优势企业	平衡型	大中盘平衡型	0.746	否
200001	长城久恒	平衡型	大中盘平衡型	0.632	否
202001	南方稳健增长	稳健成长型	大中盘平衡型	0.753	是
206001	鹏华行业成长	平衡型	小盘成长型	0.781	是
210001	金鹰优选	价值型	小盘成长型	0.790	是
213001	宝盈鸿利收益	价值型	中小盘平衡型	0.668	是
217001	招商股票	成长型	小盘成长型	0.768	否
217002	招商平衡	平衡型	小盘平衡型	0.715	否
217005	招商先锋	平衡型	小盘平衡型	0.788	否
233001	大摩基础行业	成长型	小盘成长型	0.678	否
240001	宝康消费品	成长型	大中盘成长型	0.796	否
240002	宝康灵活配置	稳健成长型	大中盘平衡型	0.776	是
240005	华宝策略	积极成长型	小盘成长型	0.763	否
255010	德盛稳健	平衡型	大中盘平衡型	0.784	否
257010	德盛小盘精选	积极成长型	大中盘平衡型	0.774	是
260101	景顺优选股票	成长型	大中盘成长型	0.785	否
270001	广发聚富	平衡型	大中盘成长型	0.761	是
270002	广发稳健增长	稳健成长型	大盘成长型	0.788	否
288001	华夏经典配置	平衡型	大中盘平衡型	0.820	否
290002	泰信先行策略	稳健成长型	小盘成长型	0.753	否
310308	申万巴黎利精选	平衡型	小盘成长型	0.774	是
310318	申万巴黎盛利配置	成长型	中小盘平衡型	0.788	是
320001	诺安平衡	平衡型	大中盘平衡型	0.796	否
340001	兴业可转债混合型	成长型	中小盘价值型	0.698	是
350001	天治财富增长	稳健成长型	小盘平衡型	0.546	是
360001	光大保德信量化核心	稳健成长型	大盘平衡型	0.870	是
375010	上投摩根中国优势	成长型	大盘平衡型	0.763	是
398001	中海成长	成长型	小盘平衡型	0.762	是
400001	东方龙混合	成长型	中小盘价值型	0.691	是

附表2 基金动态风格漂移

代码	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	漂移次数
000001	大盘/平衡	大中/平衡	中小/成长	中小/成长	中小/平衡	小盘/成长	中小/成长	大中/平衡	4
000011	大盘/平衡	大盘/平衡	大盘/平衡	大盘/平衡	小盘/平衡	小盘/成长	小盘/成长	中小/平衡	3
002001	大盘/平衡	大中/平衡	大盘/平衡	大中/平衡	大盘/价值	小盘/成长	大盘/成长	大中/平衡	4
020001	大盘/平衡	大中/平衡	大中/平衡	小盘/平衡	小盘/成长	小盘/成长	小盘/成长	中小/成长	2
020003	大盘/平衡	大中/平衡	大盘/成长	小盘/平衡	大盘/成长	大盘/成长	大中/成长	大盘/成长	3
020005	中小/平衡	小盘/平衡	中小/平衡	小盘/成长	中小/平衡	中小/平衡	中小/成长	大中/成长	4
040001	中小/平衡	小盘/平衡	中小/成长	大中/平衡	中小/平衡	大中/成长	中小/成长	大中/平衡	6
040004	大盘/平衡	大中/平衡	大盘/平衡	大中/平衡	小盘/平衡	小盘/成长	中小/成长	大中/成长	3
050001	大盘/价值	大中/价值	中小/平衡	中小/成长	中小/平衡	中小/成长	大盘/平衡	大盘/平衡	5
050004	大盘/平衡	小盘/平衡	中小/平衡	大盘/价值	小盘/成长	大盘/成长	大盘/成长	大中/平衡	6
070001	大盘/平衡	大盘/平衡	大中/平衡	中小/平衡	大中/平衡	大盘/价值	大盘/成长	大盘/成长	4
070002	大盘/成长	大盘/平衡	大中/成长	中小/平衡	大盘/平衡	小盘/成长	大盘/成长	大中/成长	6
070003	大盘/成长	小盘/平衡	中小/平衡	中小/平衡	中小/成长	中小/成长	大盘/成长	大盘/成长	3
070006	大盘/平衡	小盘/成长	小盘/成长	中小/平衡	中小/平衡	小盘/成长	大盘/成长	大中/成长	3
080001	大盘/平衡	大中/成长	大盘/成长	大中/平衡	小盘/成长	中小/成长	中小/成长	大中/成长	3
090001	中小/价值	大中/平衡	中小/成长	大盘/平衡	大盘/平衡	小盘/成长	大盘/成长	大中/成长	5
090003	大盘/平衡	小盘/平衡	中小/成长	中小/平衡	大盘/平衡	大盘/成长	大中/成长	大中/成长	5
100016	中小/平衡	小盘/平衡	小盘/平衡	中小/平衡	中小/平衡	大中/成长	中小/成长	中小/成长	3
100020	大盘/价值	小盘/价值	大中/成长	中小/平衡	中小/成长	中小/成长	大盘/成长	大盘/平衡	3
110001	中小/价值	大中/平衡	中小/成长	大盘/平衡	大中/价值	大中/成长	大盘/成长	大盘/成长	5
110002	大盘/平衡	大中/成长	大盘/成长	中小/平衡	中小/价值	小盘/成长	大盘/平衡	大中/平衡	5
110005	大盘/平衡	大中/平衡	小盘/成长	小盘/平衡	中小/平衡	大中/成长	大盘/成长	大盘/成长	3
121002	大盘/平衡	大中/平衡	小盘/成长	小盘/平衡	小盘/平衡	中小/成长	中小/成长	中小/平衡	4
150103	大盘/价值	小盘/价值	中小/平衡	中小/平衡	小盘/平衡	大中/成长	大盘/成长	大中/成长	4
151001	大盘/平衡	大盘/平衡	大盘/平衡	大盘/平衡	大盘/平衡	小盘/成长	大盘/成长	大中/成长	2
160105	大盘/平衡	大中/平衡	中小/成长	中小/平衡	中小/平衡	大中/成长	大盘/成长	大中/成长	3
160603	大盘/平衡	大盘/平衡	大中/平衡	中小/平衡	中小/平衡	中小/成长	小盘/成长	中小/成长	3
160605	大盘/平衡	小盘/成长	中小/成长	中小/平衡	中小/平衡	中小/平衡	中小/平衡	中小/平衡	3
161601	大盘/平衡	大中/平衡	中小/成长	中小/成长	大盘/平衡	大中/成长	大盘/成长	大中/成长	3
161605	大盘/平衡	大盘/平衡	大中/成长	中小/成长	大盘/平衡	小盘/成长	大盘/成长	大中/平衡	4
161606	中小/平衡	小盘/平衡	中小/成长	中小/成长	大中/平衡	大中/平衡	大盘/平衡	大中/平衡	2
162102	中小/平衡	小盘/平衡	小盘/平衡	小盘/平衡	小盘/平衡	小盘/成长	小盘/成长	中小/成长	2
162201	中小/平衡	小盘/平衡	中小/平衡	中小/平衡	小盘/成长	中小/成长	大盘/成长	大中/成长	3
162202	中小/平衡	大中/平衡	中小/平衡	中小/平衡	中小/价值	大中/成长	大盘/平衡	大中/平衡	5
162203	大盘/平衡	大中/平衡	小盘/平衡	中小/平衡	大中/平衡	小盘/成长	大盘/成长	大中/成长	3
162204	中小/平衡	大中/成长	中小/成长	中小/平衡	大盘/平衡	大中/成长	大中/成长	小盘/成长	5
180001	中小/平衡	大中/平衡	中小/成长	中小/平衡	小盘/平衡	小盘/成长	大盘/成长	大中/平衡	6
200001	中小/平衡	大中/平衡	小盘/成长	中小/平衡	大盘/平衡	大盘/成长	大盘/成长	大中/成长	4
202001	大盘/平衡	大中/成长	大中/成长	小盘/成长	中小/平衡	小盘/平衡	大盘/成长	大中/成长	3
206001	大盘/平衡	小盘/平衡	中小/价值	小盘/平衡	小盘/平衡	小盘/成长	小盘/成长	中小/成长	4
210001	大盘/平衡	大中/平衡	中小/成长	小盘/平衡	小盘/平衡	小盘/成长	大盘/成长	大盘/成长	4
213001	大盘/平衡	小盘/平衡	小盘/平衡	小盘/平衡	大盘/价值	小盘/平衡	中小/平衡	小盘/平衡	3
217001	大盘/平衡	小盘/平衡	中小/成长型	中小/平衡	中小/平衡	大中/成长	大盘/成长	大中/成长	3
217002	中小/平衡	小盘/成长	中小/成长	小盘/平衡	中小/价值	小盘/成长	中小/平衡	大中/平衡	6
217005	大盘/平衡	大中/平衡	中小/成长	小盘/平衡	大盘/价值	大中/成长	中小/成长	中小/平衡	5
233001	中小/成长	大中/成长	中小/平衡	小盘/成长	小盘/平衡	中小/成长	中小/成长	中小/成长	5
240001	中小/平衡	小盘/平衡	中小/成长	大中/平衡	小盘/平衡	中小/成长	大盘/成长	大中/成长	5
240002	大盘/平衡	大中/平衡	中小/成长	中小/成长	中小/价值	大盘/平衡	大中/平衡	大中/平衡	3
240005	大盘/平衡	小盘/平衡	中小/成长	小盘/平衡	中小/平衡	小盘/成长	中小/成长	中小/成长	3
255010	大盘/平衡	大中/平衡	中小/平衡	中小/平衡	中小/平衡	大盘/平衡	大盘/成长	大中/成长	2
257010	中小/平衡	小盘/平衡	中小/平衡	中小/平衡	中小/平衡	中小/成长	大盘/平衡	大中/平衡	2
260101	大盘/平衡	大中/平衡	中小/平衡	中小/平衡	中小/平衡	小盘/成长	大盘/平衡	大中/平衡	3
270001	中小/平衡	大中/平衡	中小/平衡	中小/平衡	中小/平衡	大中/平衡	大盘/平衡	大中/成长	4
270002	中小/平衡	大中/平衡	中小/成长	中小/平衡	大盘/价值	大中/成长	大盘/成长	大中/成长	5
288001	中小/平衡	大中/平衡	大中/平衡	中小/平衡	中小/平衡	中小/成长	中小/成长	大中/平衡	4
290002	大盘/成长	大中/成长	小盘/平衡	中小/平衡	大中/平衡	小盘/成长	中小/成长	大中/成长	3
310308	大盘/平衡	小盘/平衡	中小/成长	大中/成长	中小/平衡	中小/成长	大盘/成长	大中/平衡	5
310318	大盘/平衡	大中/平衡	中小/平衡	中小/平衡	中小/价值	中小/成长	大盘/平衡	大中/平衡	4
320001	大盘/平衡	大中/平衡	中小/平衡	中小/平衡	中小/平衡	小盘/成长	中小/成长	大中/成长	3
340001	大盘/价值	小盘/平衡	小盘/平衡	中小/平衡	中小/价值	大中/成长	中小/成长	大中/平衡	4
350001	中小/成长	大中/成长	中小/成长	中小/平衡	大中/平衡	中小/成长	大盘/成长	大中/平衡	6
360001	大盘/价值	小盘/成长	中小/成长	大中/平衡	大盘/平衡	大盘/平衡	大中/平衡	大中/平衡	2
375010	大盘/平衡	大中/平衡	大中/平衡	中小/平衡	中小/成长	大中/平衡	中小/平衡	中小/平衡	4
398001	中小/平衡	大中/平衡	中小/成长	小盘/平衡	中小/价值	大中/成长	大盘/成长	大中/成长	4
400001	大盘/平衡	大中/平衡	小盘/平衡	中小/平衡	中小/平衡	中小/平衡	大盘/平衡	大中/平衡	2