基金投资风格漂移与证券市场稳定

孟泽煌　许　林(博士)

(浙江大学城市学院　杭州　310000　华南理工大学经济与贸易学院　广州　510006)

【摘要】基金投资风格发生漂移已成为常态,本文对我国开放式基金的投资风格漂移与证券市场稳定之间的关系进行探讨,实证研究表明:短期内基金投资风格漂移呈现出较大的差别,证券市场表现出较大的波动;而长期呈现出较小的差别,证券市场表现出较小的波动;基金发生羊群效应显著,与证券市场的稳定成反向关系。

【关键词】投资风格　风格漂移　证券市场稳定　开放式基金

一、引言

近几年随着经济的高速发展，我国证券市场也加快了发展的步伐。在证券市场中有两类重要的参与者:机构投资者和散户投资者,机构投资者是从众多投资者手中筹集资金,然后将资金专门投入到有价证券中；散户投资者是指能用账户管理自有资金进行投资的群体，一般是以自然人的身份进行投资的群体,他们的个人资金较少,基本上不具备单独影响股票价格的能力。自从 2001 年证监会提出超常规发展机构投资者的战略以来,包括投资公司、投资信托公司、养老基金、证券投资基金、合格境外机构投资者(QFII)等在内的机构投资者得到了蓬勃发展，机构投资者正在逐渐取代散户投资者成为证券市场的投资主体，其中证券投资基金是市场上最主要的机构投资者。截止到 2011 年 4 月，我国共有基金管理公司 63 家,共管理开放式基金达 714 只,封闭式基金 54 只,基金已经发展成为我国资本市场中规模最雄厚、影响力最大的机构投资者,肩负着维护资本市场稳定健康发展的使命。

由于我国基金都是契约性基金，而基金的契约订立并不是一种对等关系,存在明显的信息不对称。风格漂移就是在基金契约信息不对称下的直接结果，即基金所宣称的投资风格与实际的投资风格不相符合。投资风格漂移给基金投资者带来的最直接困惑是，不知道自己买的是什么基金及怎么样才能买到自己喜欢的基金。这不利于证券市场健康稳定发展,由此可见基金投资风格漂移对证券市场的影响之大。

在证券市场中,由于投资者所购买的基金属于虚拟产品,故信息的传达成为投资者所购买基金产品的唯一依据。信息的对称性对于投资者至关重要，投资风格漂移是证券市场中信息不对称的写照，这种现象的存在降低了投资者对基金产品的信任感,加剧了证券市场的波动性,使得证券市场稳定发展的环境得到威胁。因此,本文就基金投资风格漂移对证券市场稳定的影响展开研究,具有一定的现实意义和紧迫性。

二、文献综述

目前理论界与实践界对基金投资风格漂移现象都较为重视,也进行了大量研究。本文通过对国内外相关文献进行系统梳理，发现基金投资风格漂移现象已在国内外研究中被多次验证。现实中常用的投资风格识别方法主要为 Sharpe 多因素识别模型，并在此识别方法的基础上来判定基金投资风格漂移现象。

国外学者 Kim M.，Shukla R.和 Thomas M.在 2000 年发现超过 50%的共同基金发生了投资风格漂移,Chan 和 Lakonishok(2002)用 1976 年 11 月至 1997 年 12 月美国市场上的共同基金数据,采用 HBSA 与 RBSA 方法,在比较大的样本中发现基金投资风格存在漂移现象。Idzorek 和 Bertsch(2004) 提出了 SDS 指标来测量基金在某一时间段内投资组合结构变化的波动率，以此来解释具体维度上的风格漂移程度,并得知 SDS 数值越高,其相应的投资风格漂移程度越大。

国内学者杨朝军、蔡明超等(2004)同时采用晨星风格箱方法和聚类分析方法对我国基金风格进行了分析，发现大多数基金的实际投资风格偏离了招募说明书里宣称的投资风格。熊胜君、杨朝军(2005)选取 2004 年 9 月以前上市 2 年以上的 48 只基金,采用晨星风格箱方法和广义最小二乘法进行回归分析,发现市场预期是基金投资风格转变的主要原因,其次是前期的业绩压力,最后是基金经理的调整。曹雪平(2011)运用 Sharpe 模型和 K-S-W 方法对研究结果进行了参数检验,结果表明市场态势是影响基金风格的重要因素,投资风格或资产配置可有效解释基金的绩效表现，基金经理的选股能力在牛市和熊市中迥然不同的表现说明市场的有效性在增强。黄莺(2009)运用 Sharpe 模型分析我国开放式基金投资风格,发现基金的投资风格呈现不稳定状态。何可清(2010)运用晨星投资风格箱方法对基金投资风格进行了实证分析，并通过分形维数证明了三分法(价值、混合、成长)的合理性。丁志国等(2011)运用 Sharpe 模型对基金投资风格漂移行为进行了研究,实证结果表明:基金的实际资产配置与所宣称的风格之间存在显著差异,基金生命周期内的资产组合配置属于“黑箱”过程;尤其在市场波动剧烈条件下,基金更加倾向于发生更大程度的风格漂移。郭文伟、宋光辉和许林(2011)对 2003 年底之前成立的 52 只开放式基金在 2004~2008 年的数据对

这种相关性进行分析,实证结果发现:风格漂移在长期上显著削弱了基金绩效;风格漂移在短期内对基金绩效的影响随股市景气变化而变化;在熊市中,风格漂移有利于提升基金绩效,在牛市或由牛市转向熊市的过渡阶段,风格漂移对基金绩效有负面影响。赵学毅(2011)统计分析了2011年10月份363只主动管理型偏股基金的业绩,容易发现:由于基金投资风格的趋同性,令其业绩相互间差距缩小,其主要有三方面的原因:一方面是基金管理能力的问题,另一方面也有基金风格"漂移"的原因,还有一方面是基金仓位差距缩小导致的。

本文认为基金投资风格漂移在一定程度上会对投资者的基金投资产生负面影响。首先基金投资风格飘忽不定,在目前国内尚不成熟的证券市场中,一旦投资环境发生变化极易造成投资亏损,势必会给投资者带来投资损失。其次,基金产品的诚信度低,实际投资风格与契约规定相背离,并不利于投资者选择基金产品,最终选择的基金与初始的挑选目标将会出现偏差。这些负面的影响对于国内基金业的健康发展会产生一定的阻碍作用。

由此可见,国外和国内研究的实证结果,均表明基金投资风格漂移广泛存在于证券市场中,并且影响着证券市场的稳定,基金投资风格漂移所随之带来的投资风格"羊群效应"与证券市场的稳定性也存在着显著的相关关系。金融市场中所谓的羊群效应是指投资者在信息环境不确定的环境下,投资者的行为受到其他投资者的影响,模仿他人决策,或者过度依赖于社会舆论,而忽视了自己的信息行为。尤其在我国机构投资者中存在着严重的"羊群效应",施东晖(2001)以Hit表示投资基金的"羊群效应度"对我国投资基金的"羊群效应"进行了实证分析,并研究得出我国证券市场上的确存在着严重的"羊群效应"。

在刻画投资风格漂移度方面,Idzorek和Bertsch(2004)所提出来的SDS指标不但能很好地反映基金风格指数的变化程度,而且能很好地将它量化,反映出基金整体的风格指数变化情况,其原理简单,易于计算。本文将建立计量模型和运用SDS指标对2008年1月9日至2011年8月26日的开放式基金进行详细分类,研究基金投资风格漂移对我国证券市场稳定的影响,以及验证投资风格漂移所带来的羊群效应是导致市场稳定还是其学习模仿特征使得其他投资者产生趋同性,从而加剧了市场的不稳定性。

三、研究假设

现有国内外文献已经形成共识:基金在证券市场中经常发生风格漂移现象,且现有理论研究成果表明市场预期、前期业绩排名和治理结构(主要是指基金经理的变更)是基金投资风格漂移的主要原因。证券市场上的基金主要投资于股票市场,对股价波动产生不小的影响。例如基金风格漂移所产生的大量资金流动和运作交易都会对股票市场产生影响。此影响从短期来看,由于机构投资者本身的业绩压力和市场预期压力,基金经理势必会为了达成预期收益而不断地进行调整其管理的投资组合,以迎合市场的变化,因此这很有可能会产生基金投资风格漂移,紧接着基金内的资产组合成分就会发生变动,大量资金就会发生流动,证券市场的波动性也会随着增加;从长期来看,基金的走动路线是战略性的资产配置能力,将总体路线符合到事先声明的公告说明,这会表现出长期投资风格回归的趋势,因此这会让总体的资金分散到合理的位置,证券市场的波动性也随之平和,不再像短期那么剧烈波动。因此,提出研究假设1:

假设1:在其他投资环境相同的情况下,基金宣称的投资风格与实际投资风格相比较,在短期内基金投资风格漂移呈现较大的差别,同时证券市场也呈现出较大的波动;长期内基金投资风格漂移呈现较小的差别,同时证券市场也呈现较小的波动。

其实,基金产品的实际投资风格应该保持与宣称的一致,增加产品的信任感,有利于证券市场的健康持续稳定发展。在基金投资风格发生漂移的过程中,势必会有投资者改变投资风格,这种举动又会带动其他投资者模仿,尤其在机构投资者发生投资风格漂移的过程中,散户投资者会紧跟机构投资者的相关举措,此行为就是金融市场中的"羊群效应"。正是因为"羊群效应"的存在,使得大量资金在证券市场上和交易中流动,从而削弱了证券市场基本面因素对未来股票价格走势的影响,近而引起证券市场的波动。因此,提出研究假设2。

假设2:在其他投资环境相同的情况下,基金宣称的投资风格与实际投资风格相比出现不一致的时候,即基金发生了投资风格漂移,股票市场上产生的"羊群效应"与证券市场的波动性有着直接的正相关关系。

四、研究设计

针对以上两个研究假设,各自采取相应的研究方法,研究设计分为A与B。

(一)研究设计A

证券市场上的基金主要投资于股票市场,对股票的价格波动会产生不小的影响。股票市场价格波动受很多因素的影响,其中基金风格漂移就对股票市场以及相关个股价格变动产生影响,例如基金风格漂移所产生的大量资金流动和运作交易都会对股票市场产生影响。在本文中,将以Idzorek和Bertsch(2004)提出的SDS指标测量基金在某一时期内投资组合的波动频率,并且通过与证券市场的波动性间建立计量模型,检验投资风格漂移与证券市场稳定之间的关系。

1. 样本选择。按照以上的标准要求并结合我国资本市场上的实际情况,我国规定投资于国家债券的比例不得低于基金资产净值的20%,因此,在实证分析中本文选取股票类别指数和债券类别指数作为基准。其中,股票类别指数采用中信的七种风格指数,大盘价值指数(LV),中盘价值指数(MV),小盘价值指数(SV),大盘成长指数(LG),中盘成长指数(MG),小盘成长指数(SG),债券类别指数采用中信国债指数,它反映了整个国债市场的总体状况。其中的七种中信标普风格指数的基期是2004年2月27日,基值为1 000点。

同时,在所选的这七种风格资产指数达到了以上所规定的要求:互斥性、相关系数低和全面性。这些风格资产类别的收益率按周计算,计算公式为:

$It=(P_t-P_{t-1})/P_{t-1}$

其中：It 为指数周收益率；P_t 为指数第 t 周周五收盘价；P_{t-1} 为指数第 t-1 周周五收盘价。

对七种风格资产的收益时间序列分别计算其描述统计特性，研究区间为：2008 年 1 月 9 日至 2011 年 8 月 26 日；以周收益率为样本，共计 182 周，并且对风格资产指数之间的相关性进行分析，结果见表 1：

表 1　　各风格资产指数的相关性

风格指数	LV	LG	MV	MG	SV	SG	国债
LV	1						
LG	0.944 1	1					
MV	0.953 4	0.969 8	1				
MG	0.823 5	0.945 3	0.945 4	1			
SV	0.480 7	0.643 8	0.717 8	0.848 5	1		
SG	0.503 1	0.679 4	0.736 3	0.876 5	0.992 8	1	
国债	−0.220 1	−0.006 3	0.049 2	0.290 9	0.683 3	0.651 1	1

资料来源：中信标普风格指数服务网。

从表 1 中可以看出：除国债指数与某些风格指数相关系数比较低之外，其他各风格指数的相关系数相对而言还是比较高的。之所以会如此，是因为所选的这六种不同风格指数都是市场的一部分，其市场走势势必会影响该六种风格资产指数，另外，国内资本市场相对国外的资本市场而言，还不算是很完善，并没有形成有效的风格特征，这也从另一侧面说明，国内开放式基金也没有形成有效的投资风格，考虑到它们的收益率和标准差都不相同，且收益率呈现出有序，保证了这种分类方法的可用性。

2. 样本基金及研究区间。鉴于本文以开放式基金为研究对象，由于开放式基金 2001 年才开始发行，总共才经历了 11 年时间。使用 Sharpe 模型进行风格分析至少需要到 20～36 个月的数据。在 2001～2003 年之前成立的 51 只开放式基金中，根据契约约定风格划分，其中包括 9 只成长型、18 只平衡型、17 只收益型（价值型）、13 只债券型和 4 只被动指数型。本文从中随机选取 4 只成长型、8 只平衡型、3 只收益型（价值型）、5 只债券型和 2 只被动指数型，一共选取 22 只基金，发行份额均超过 20 亿，比较具有代表性。研究区间为：2008 年 1 月 9 日至 2011 年 8 月 26 日。本文基金收益率数据来源于金融界数据库、大智慧数据库，各种风格指数数据来源于中信标普风格指数网站。

3. 基金投资风格漂移量化指标 SDS。本文采用强式 Sharpe 模型来对我国在 2001 年至 2003 年之间成立的 22 只开放式基金在 2008 年 1 月 9 日至 2011 年 8 月 26 日风格变化进行动态分析。由于基金信息披露的时间按照季度来算，所以在计算此指标时将按照 3 个月的时间长度来计量。在获取 2008 年 1 月 9 日至 2011 年 8 月 26 日期间的风格权重系数获取后，采用 Idzorek 和 Bertsch（2004）提出的 SDS 指标测量基金在某一时期内基金投资组合的波动频率，以此来量化基金投资风格漂移的程度。SDS 指标的计算公式如下：

$SDS=[var(bi1)+var(bi2)+var(bi3)+\cdots+var(bin)]^{(1/2)}$

其中 bin 为 Sharpe 模型的回归系数，这里的 i=7，一共采用了 7 种投资风格指数（大盘价值、大盘成长、中盘价值、中盘成长、小盘价值、小盘成长和国债指数）。Idzorek 和 Bertsch（2004）认为 SDS 指标能有效地反映和比较基金风格的一致性。基金的 SDS 指数越大，就说明其发生的基金风格漂移程度越大，其一致性越低。

（二）研究设计 B

在检验基金投资风格漂移分别在长短期内对证券市场稳定的影响时，不难发现，基金投资风格发生漂移的过程中，也有不少基金根据某个基金发生风格漂移也随之发生投资风格漂移，即就是经常所谓的“羊群效应”。此羊群效应的检验与论证在现有的文献中已有不少相关数据和论证方法。在此文中，将以刘婷婷（2001）模型为主，以“羊群效应度”作为解释变量，将上证 A 股综合指数的增长率作为被解释变量，作为验证是否投资基金的“羊群效应”是否在基金发生风格漂移后对证券市场的稳定产生影响，此影响是否缓和投资风格漂移所带来的波动还是加剧投资风格漂移所带来的波动。

1. 数据样本。在此文中将选用的数据来源为金融界数据库、大智慧数据库提供的开放式基金季报中所公布的十大重仓股持股明细公告和上证综指。在此文中上证综指的收益率代表证券市场的波动性。所选取的数据时期为 2008 年第一季度到 2011 年第三季度，共 15 个季度。

2. 模型构建。在之前已经证实基金投资风格漂移对证券市场的稳定起到了影响，现在检验基金的“羊群效应”对证券市场的波动性影响，本文将以“羊群效应度”作为解释变量，用 b 表示。同时，选取 Yi（上证综指的收益率，表示股市的波动性，也就是证券市场的波动性）为被解释变量。模型如下：

$Yi=c+b*Xi+u$

其中：c 为常数，u 为此方程的随机干扰项。

而羊群效应度的计算公式为：$Bi=MAX(Bt,Bs)/(Bt+Bs)$

其中：Bt 表示在 t 季度买入股票 i 的基金数量，Bs 表示在 t 季度卖出股票 i 的基金数量，Bi 表示在 t 季度投资基金买卖股票 i 的“羊群效应度”，在所有相同买卖行为中，股票 i 在基金中的比例，Bi 的数值范围在 0.5 到 1 之间，Bi 的数值越大，则表明所在市场的基金羊群效应越显著。

五、结果分析与讨论

研究设计 A：自变量是 SDS（基金风格漂移），因变量是证券市场的波动性，选取上证综指的收益率。运用 Eviews6.0 软件，结果见表 2 与表 3：

表 2 基金风格漂移对证券市场波动性影响的回归分析结果

Variable	Coefficient	Std. Error	t−Statistic	Prob.
SDS	3.124 9	0.280 1	11.158 1	0.001 5
C	0.411 6	0.095 2	4.323 7	0.022 8

R−squared=0.976 5　　Adjusted R−squared=0.968 6

S.E. of regression=0.197 6　　F−statistic=124.503 4

通过对表 2 结果的观察，研究显示基金投资风格漂移程

度与证券市场的波动性成正相关的关系，这与本文的假设相一致。在短期内，基金投资风格漂移程度比较大，影响着证券市场的稳定性。长期范围内，方法如上，将时间范围扩大为以年做单位，可以得出与假设相同的结论。基金投资风格漂移从长期来看是与预期相差不多的，证券市场的波动性也是比较缓和的，没有短期那么明显。

研究设计 B：

表 3　"羊群效应"对证券市场波动性影响的回归分析结果

Variable	Coefficient	Std. Error	t−Statistic	Prob.
Xi	1.595 7	0.241 7	6.601 8	0.000 0
C	−1.168 6	0.173 9	−6.720 9	0.000 0

R−squared=0.770 3　　Adjusted R−squared=0.752 6

S.E.of Regression=0.090 1　F−statistic=43.584 1

从表 3 的回归结果中可知，此方程的拟合度 R−squared 为 0.770 3，Adjusted R−squared 为 0.752 6，F 的统计值均值也在 40 以上，这是一个比较理想的结果，说明在我国证券市场上，基金的"羊群效应"在很大程度上影响着证券市场的波动性。通过对方程中的 t 检验，模型中 C 和 X 的绝对值较大，P 很小接近于 0，通过检验的可能性很大，这说明方程中的 Yi 和 Xi 的线性关系是显著的。在此方程中，Xi 的系数为 1.595 7，这说明"羊群效应度"每变动一个单位，将会导致市场股指的波动为 1.595 7 个单位以上，市场的波动性还是较大的。通过以上的分析可得，在证券市场中基金的"羊群效应"影响着市场的波动性，并且有着显著的正相关关系。将以上方法中，时间长度转变为以 1 年为单位时，得出相反的结果，两者之间相关性不太强，呈现缓和的状态。可见，在长期内"羊群效应"对证券市场的稳定性影响不大。

从以上两个计量模型结果可知，本文所提出的研究假设是成立的。在短期内，基金发生投资风格漂移，其他基金紧接着发生投资风格转换，市场中的"羊群效应"产生加剧了证券市场的波动，所以短期来看，基金投资风格漂移对证券市场的稳定是波动的；在长期内，基金投资风格漂移的现象不太显著，与契约风格相差不多，基金机构投资者的投资风格转换程度不大，市场中的"羊群效应"对证券市场的波动不大，所以长期来看，基金投资风格漂移对证券市场的稳定是不大的。

六、结论与政策建议

本文通过建立计量模型与 SDS 指标探讨了基金投资风格漂移对证券市场稳定的影响问题。研究结果表明：基金投资风格漂移对证券市场的稳定性呈正相关关系，短期内，基金投资风格漂移显著，对市场的波动性也具有显著影响；长期内，基金投资风格漂移不显著，对市场的波动性影响也不够显著。而在基金经理对基金发生投资风格转变的时候，随之带来其他基金机构投资者的基金"羊群效应"，短期内这对市场的稳定带来波动，加剧了市场的不稳定性，长期内的影响很微弱。

因此，对于理论研究者而言，应该在关注基金契约风格的同时更加关注基金的实际风格特征，分别从长短期对基金风格的类型进行研究跟踪，同时选取合适的指标进行对比分析；应该对基金产品的市场定位明确，尤其在完善基金合同设计方面，因为从本文实证分析可知多数基金在短期内缺乏稳健的投资风格，由于"羊群效应"，趋势化明显，尤其在几只基金产品出自于同一基金公司旗下的情况时，基金投资风格趋同现象更加明显。

对于政策制定者而言，应该更加关注基金的实际投资风格，监测风格漂移现象，将基金业走向规范化，将有发展潜力和有效率的基金产品作为选择的方向；应该加强对基金投资风格的监管，改进基金评价机制，推动基金产品的新陈代谢，消除证券市场上关于基金"羊群效应"的现象；应该培育优秀的基金公司，因为一个规范有序的机构投资者相较于散户投资者而言，不仅在数量上占据优势地位，同时根据自身的特点，在面对证券信息时更能做出一个理性判断，另外培育机构投资者还能增强投资者对证券市场的信任，稳定证券市场的发展；应该了解由于基金的管理者和投资者为不同的主体，以及发行人发布信息会增加管理成本等原因加剧了信息不对称现象，所以需要完善证券市场信息的披露制度，加大信息披露范围，使得价格能够充分反映所购买基金的信息，让投资者能够购买到风格匹配、真正所需的基金，缓解证券市场信息不对称的现象，增加投资者对证券市场和基金管理者的信任感，从而使得将社会上稀缺的生产资源配置发挥到最大化，进而发挥稳定证券市场的波动和促进证券市场健康持续发展。加强和改进金融监管，切实防范系统性金融风险。证券业要完善市场制度、强化行为监管、建立全面审慎的风险监管体系，保护投资者合法权益。

当然，本文仍有不足之处，比如，只是构建了一元回归模型，没有综合考虑其他影响因素，对牛熊市及动荡市也没进行时间段划分，没有针对不同时期的情况分别采取相应的分析；将上证综指作为市场基准指标，其代表性是否完全，能否找到更好的代替证券市场的波动性指标。这些问题都有待以后进一步研究。

【注】 本文受中央高校基本科研业务费专项资金(编号：x2jmD2118850)的资助。

主要参考文献

1. Idzorek T., Bertsch F.. The Style Drift Score.Joumal of Portfolio Management,2004;31

2. 郭文伟，宋光辉，许林.风格漂移、现金流波动与基金绩效之关系研究.管理评论,2011;12

3. 黄莺.我国开放式基金投资风格识别的实证分析.金融观察,2009;22

4. 施东晖.证券投资基金的交易行为及其市场影响.世界经济,2001;10

5. 刘婷婷.投资基金对证券市场的影响分析.现代经济信息,2011;64

6. 张剑辉.辨识私募投资风格关注长期合理选择.资本市场,2010;5

7. 何可清.中国证券投资基金投资风格的研究.复旦大学硕士学位论文,2010