基金投资风格漂移及对股市波动的影响研究

喻国平[1] 许林[2]

(1.江西财经大学经济学院，江西 南昌 330013；2.华南理工大学经济与贸易学院，广东 广州 510006)

摘要：本文首先采用Fama&French三因素模型实证研究我国2005年7月之前成立的56只股票型基金投资风格的分布及其在不同股市行情下的风格漂移情况；然后采用EGARCH模型来探讨投资风格漂移与股市波动性两者之间的关系。实证结果表明：基金投资风格存在着随股市行情变换的风格轮换现象以及明显的“羊群效应”，表现出严重的投资风格漂移现象。同时，基金因投资风格漂移会对其所持仓的股票产生波动性效应，从而进一步影响股市的波动性。

关键词：投资风格漂移；股市波动性；股票型基金

Abstract: In this paper, we first use the Fama-French 3-factor model to empirically study the distribution of the investment styles of 56 equity funds and their drift under different stock market condition. Then we use EGARCH and GARCH models to discuss the relationship between the style drift and the volatility of stock market. The empirical results show that the style of equity funds has a significant drift phenomenon due to market volatility and significant herd effect. At the same time, the drift causes volatility effect to the position of equity fund, which further influences the volatility of the stock market. Lastly, we offer suggestions on how to promotehealthy and stable development of the stock market from the supervision department, fund companies and individual investors' perspectives.

Key words: investment style drift, stock market volatility, equity fund

作者简介：喻国平，金融学博士，江西财经大学经济学院副教授，研究方向：现代金融理论与实务，国际经济理论与政策。许林，管理学博士，华南理工大学经济与贸易学院金融系副教授，研究方向：金融计量与基金投资。

中图分类号：F830.39　**文献标识码：**A

引言

基金作为主要的机构投资者之一，对维护股票市场稳定起着非常重要的作用，其中，开放式基金是主流产品，特别是股票型基金受到金融界的追捧。据美国投资公司协会(ICI)统计，截止2015年3月底，全球开放式基金资产规模约为37.28万亿美元，其中44%为股票型基金，在数量方面也将超过三万只。截止2016年1月底，我国101家基金公司共发行基金产品2764只，其中开放式基金就有2599只(股票混合型占1804只)，占94.03%，基金总资产达7.25万亿元。随着基金产品的不断创新发行，基金公司之间的竞争博弈也日益激烈。机构投资者的投资模式需要改变，产品的投资风格和投资理念的竞争已成为新的竞争方式。基金公司为了吸引特定的投资者，细分投资者群体，同时明确公司旗下基金产品的投资风格，以实现差异化竞争策略。一方面，鲜明的基金产品风格有利于宣传其具有专业性的良好形象。另一方面，大多数投资者群体可以根据自己的偏好选择适合自己投资风格的基金产品。在这样的前提下，多样化的投资风格基金在总体上对维护股票市场稳定起到了积极作用。

但是，在实际投资过程中，基金管理人或基金经理由于业绩压力等原因发生投资风格漂移，而这又会加剧股市的波动性。股市波动与基金投资风格漂移具有非常紧密的联系，开放式基金对于股票市场的稳定作用日益重要，投资者的不当投资行为加剧了股票市场波动，而

作为最主要的机构投资者，基金起着维护股票市场稳定的责任，频繁发生风格漂移会加剧股市的波动，过度波动将会不利于股市的健康稳定发展，进一步影响股市反映经济晴雨表的功能。基于此，本文研究股票型基金投资风格漂移及其对股市波动性的影响无疑具有重要的理论价值与现实意义。

相关文献综述

在基金投资风格漂移方面：Gurun, Umit G&Coskun, Ali(2012)[1]研究了对冲基金和共同基金的特征，发现这两种基金在面临套利风险时，往往容易发生投资风格漂移。曾晓洁,黄嵩,储国强(2004)[15]运用Sharpe模型来研究我国基金风格漂移，得出股票型基金普遍存在很多不规范的投资行为。熊胜君和杨朝军(2005)[16]研究认为基金风格漂移的三大原因：第一是市场预期；第二是前期的业绩压力；第三便是基金经理的频繁更换。周铨等学者(2006)[18]研究发现：我国基金在投资时存在大量的跟风投资行为，表现为风格漂移。李学峰等(2007)[8]对牛市和熊市两个不同行情下的基金投资风格进行分析，研究结果表明：发生风格漂移的基金业绩一般都要比没有发生风格漂移的基金要好很多，这也说明了基金频繁发生风格漂移的原因。郭文伟,宋光辉,许林(2010)[5]从基金经理的个人特征着手来研究风格漂移现象，结果发现：具有海外学习背景、职业资格证书、从业经验的基金经理会比较忠于自己的投资风格，同时基金经理变更的频率和基金运营时间长短也会影响风格漂移。刘敏,曹衷阳(2012)[7]利用三因素模型对开放式股票型基金投资风格漂移进行测量得出，小市值和大市值成长型基金均表现出相对较好的风格一致性，风格差异比分别为33.33%和35.00%，但中市值成长型基金风格漂移严重，风格差异比率为77.78%；价值型基金风格差异平均比率为65.21%；平衡型基金风格差异平均比率为85.70%。唐元蕙(2013)[12]研究发现仅在市场下跌时，风格漂移才能提高基金的选股能力，而在市场上升期，风格漂移对于选股能力而言则不存在显著关系。陈健和曾世强(2014)[4]通过使用面板数据从风险定价角度研究基金投资风格的趋同性和差异性，发现积极成长、价值投资和价值优化基金投资组合中的非系统风险被定价，对这些风格基金的投资者而言，承担非系统风险获得了收益补偿。彭耿(2014)[11]通过构建修正EGARCH-M模型来识别基金投资风格漂移，结果发现：在较长时期内，基金投资风格不存在严重的漂移现象，但在较短时期内，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。孟庆斌等(2015)[10]研究发现：基金经理的职业忧虑水平会影响基金投资风格的冒险程度，职业忧虑越高，基金的投资风格越保守，且能力较差的基金经理倾向于采取冒险的投资风格。

在股市波动性效应方面：Leivo, Timo H(2012)[3]研究表明：在股市波动性条件下，股市对投资者的收益回报与股市的动量指标是具有很强的相关关系。Hunter etal(2013)[2]实证研究了不同的波动性指数对股市波动性的影响，得出不同的指标具有不同的作用。张伟(2013)[14]在滚动时态的Sharpe因子模型上考察了完整时期发生风格漂移基金的风格漂移得分(SDS)，发现样本基金SDS大多分布在(0.5,0.9)区间内，基金的风格漂移程度较大。短期来看，基金风格漂移会引起基金重仓股的波动，这种冲击影响持续时间较短，即没有持续性。

在开放式基金和股市波动性二者之间的关系方面，现有文献大概有三种观点：(1)促退论：开放式基金加剧股市波动性，李胜利(2007)[9]在对我国112只股票基金研究发现：开放式基金对股市的波动有影响，但是这种影响是非对称的。谢赤,张太原,禹湘(2008)[17]采用了EGARCH模型对股市收益率进行Granger检验和VAR模型检验后得出：基金行为和股市收益之间存在相关，尤其是基金比较倾向于采取与股市波动方向相应的投资行为，这种投资行为会增强股市的波动。魏立波(2010)[13]以沪深股票市场中78只基金重仓股为样本，以股票流通市值、股票波动率、基金持股比重为指标实证研究了开放式基金对股票市场波动性的影响，结果表明：开放式基金的投资行为在一定程度上加剧了股票市场的波动性。(2)促进论：开放式基金降低股市波动性：步国旬等(2005)[6]采用季度数据检验考察基金持股比例和所持股票的流动性、收益性、波动性之间是否显著相关，研究结果显示：基金持股比例越高越有利于降低股票在随后季度中的波动性，说明基金作为机构投资着确实起到了稳

定股市的作用。(3)中性论：开放式基金与股市波动性无一致影响：徐妍等(2003)[19]等研究得出开放式基金虽然会使得股市变得动荡，但同时可以吸引大量资金，在对股市产生波动的同时也会产生非负面的影响。何基报,王霞(2005)[20]研究认为在市场其他条件确定的情况下，基金和股市的波动性没有必然的关系，股市的波动性和市场投资者之间是非线性关系。

综合上述文献可以看出，基金投资风格漂移现象普遍存在，至今没有得出一致的结论；在牛熊市行情中，基金会增加或减小股市波动的原因，即基金的投资行为是否会影响到我国股市的波动。鉴于此，结合我国股票市场目前还是非完全有效的，普遍存在ARCH效应，且基金收益存在长记忆性和厚尾分布等特征，本文首先采用Fama&French三因素模型来识别股票型基金投资风格漂移现象，然后采用EGARCH模型来研究投资风格漂移与股市波动性之间的关系。

基金投资风格漂移分析

一、样本选择与数据来源

在研究期间选择上，本文选取2005年7月1日~2014年10月31日作为研究期间，包含大幅上涨、快速下跌、小幅回调和震荡下调等完整的股市行情，具有较好的代表性。并且这几个不同阶段的划分也有助于把实证结果进行纵向比较分析。其中，2005年7月1日(1055.59点)~2007年9月28日(5552.30点)为大幅上涨行情(即大牛市)，标记为区间一；2007年9月28日(5552.30点)~2008年9月26日(2293.78点)为快速下跌行情(即大熊市)，标记为区间二；2008年9月26日(2293.78点)~2010 年3月26日(3059.72 点)为小幅回调行情(即小牛市)，标记为区间三；2010年3月26日(3059.72 点)~ 2014年10月31日(2420.18点)为震荡下调行情(即震荡市) 标记为区间四；在研究期间内每只基金共有2156个日净值，相应可算出 2155个日收益率。

在基金样本选择上，遵循三个原则：(1)必须在样本研究区间之前就已经成立：受研究区间的影响，本文选取的样本基金是在2005年7月1日这个时点前成立，并且一直持续运行到研究期末；(2)分散选择原则，将基金的选样扩散到不同的基金公司；(3)所选基金在各名义投资风格的分布上必须兼顾，包含：成长型、价值型及平衡性。目前，我国证券市场只有股票型基金比较容易发生投资风格漂移现象。因此，综合以上考虑，本文选取的样本基金是在2005年7月1日之前成立且已过封闭期的56只开放式股票型基金，以保证研究结果具有较好的代表性。本文所采用的风格指数均来自中信标普公司。

二、实证结果与分析

虽然有部分学者研究表明四因素模型是在三因素模型基础上增加了动量因素，要优于三因素模型，但大量实证表明股改以后的中国股市不存在显著的动量效应。因此，本文还是选择采用Fama-French三因素模型，对我国股票型基金的投资风格漂移情况进行识别分析。

Fama和French(1993)提出了三因素模型，表达式如下：

$$r_{it}-r_{ft}=\alpha_i+\beta_i(r_{mt}-r_{ft})+h_iHML_t+s_iSMB_t+\varepsilon_{it}$$

在这个模型中，HML_t代表的是高账面市场价值和低账面市场价值比的差数，SMB_t代表的是小盘股组合收益减去大盘股组合收益的差值。截距α_i代表的是基金i超额业绩，r_{it}、r_{mt}和r_{ft}是指基金i、市场基准与无风险利率。若HML_t系数h_i显著大于零，则这个基金更倾向于是价值股；若SMB_t的系数s_i显著大于零，则这个基金更偏好小盘股。

在无风险收益率选择方面，本文以张宗益和项慧玲(2010)[22]采用国内通行的做法，选用同期一年期银行定期存款利率并扣除20%利息税后的利率作为无风险利率，并把同期调整后的利率按360天折算成日收益率。

在市场基准选择方面，本文构建一个涵盖沪深两市股票和国债市场的复合市场基准。这一基准组合的80%将反映A股市场的变动，另外20%反映国债指数的变动，计算公式如下：

市场基准组合收益率=(2/3×中信标普300指数收益率+1/3×中信小盘指数收益率)×80%+中标国债指数收益率 20%

本文以Fama三因素模型为基础，利用Eviews7.0软件分别对四个区间和总区间的相关数据进行多元线性回归，得到的实证结果分别从规模属性和成长-价值属性两个维度去统计四个区间加上总区间的不同投资风格的基金数量，结果如下图1、2所示。

1. 各研究区间的投资风格特征分析

对于第一区间：区间一是我国股市市场历史上前所未有的大牛市，在这个阶段，因为人民币升值导致的资

图1 投资风格规模属性对比

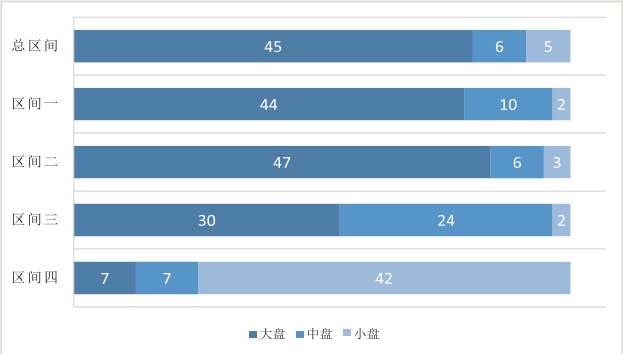
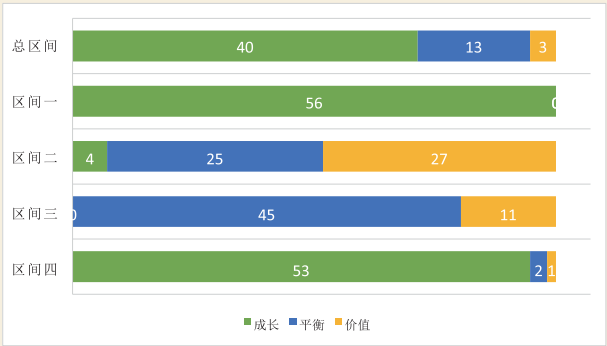


图2 投资风格成长-价值属性对比



本流入带来资产重估和牛市的赚钱效应吸引了许多投资者入市，基金规模同时也得以快速增大。因此，基金公司和基金经理不能优先配置大市值的上市公司股票。2007年10月16日，上证指数的收盘价创下历史新高，达到了6092点。结合基金实际投资风格，发现绝大多数基金在这个时间区间内偏向于成长型。这说明，在股市大繁荣时期，包括基金在内的机构投资者，在面对巨大盈利诱惑的情况下，会违背原先对外声明的投资策略，只为了追求投资收益的高速增长。在研究样本中，不管先前所声称的投资风格如何，这56只基金全部都呈现出了成长型的投资风格。同时有44只基金规模属性呈现出大盘，也就是说，在这个大牛市区间里，大盘成长型投资风格的基金占比达到了79%，同时名义投资风格为平衡型和价值型的基金都呈现出成长型风格，这两点特征都说明了大市值的股票在这个区间得到了疯狂的追捧。

对于第二区间：区间二的国际背景是美国次贷危机爆发后带来的金融危机。因次级抵押贷款机构破产，许多投资基金被迫关闭，导致股票市场剧烈震荡，对国际金融秩序造成了极大冲击和破坏。因此，我国股票市场也难以避免地一泻千里，上证指数从历史最高的6092点急挫到1700点左右，跌幅和速度让投资者措手不及，几乎所有投资者都损失惨重。因此在这阶段，基金经理为了把损失降到最低，及时调整投资策略，把资产配置于风险较小的价值类资产。同时，在大熊市下开放式基金的赎回比例会变得较大，基金公司为了应付这种不确定性较大的赎回行为，不得不准备一部分现金或随时可以变现的高流动性资产。基于此，区间二的基金投资风格集中于价值型和平衡型。在研究样本中，非成长型风格基金有52只，平衡型和价值型基金数量占比分别为45%和48%。

对于第三区间：区间三的初期，我国股市开始回暖，慢慢攀升到3300点附近。由于国际金融危机的影响尚未完全消散，不确定因素仍然存在，对于众多投资者来说，投资方向仍不清晰。从研究样本可以分析出，这个区间的投资风格集中于平衡型，占比80%。值得注意的是，区间三中所有样本基金都是非成长型投资风格，与区间一中所有样本基金投资风格全部呈现出成长型形成两级化的反差，反映了我国基金投资风格漂移现象的确十分严重。在这个过程中，基金业虽损失惨重，但也收获了冷静，开始变得保守。由于平衡型基金处于成长和价值的中间，处于进可攻，退可守的主动有利地位，无论是价值型基金占优还是成长型基金占优，平衡型基金都处于一种相对中庸位置，风格比较保守，而价值型和成长型相对比较激进。因此这阶段平衡型基金占比很多。同时，相对于区间二，有17只大盘型基金在区间三漂移为中小盘型，反映出基金机构和基金经理跟随政策倾向而把资产更多偏移到中小规模的资产。

对于第四区间：在区间四，中国经济增长速度逐年下滑并慢慢稳定在7%左右，这阶段通胀压力带来的价格管制及政策紧缩对市场形成压制，导致股票市场处于不对称的“W”调整过程。在研究样本中，超过90%基金(53只)重新呈现出成长型投资风格，同时，规模属性的风格漂移延续着区间三的趋势，中小盘型基金的数量占比从区间三的47%增加到88%。对于这一震荡市，有75%样本基金都表现出小盘成长型投资风格。这说明了在结构性机会主导环境下，基金经理普遍采取了积极灵活的资产配置策略，从而使管理业绩得到明显提升，博取投资者关注。

2. 模型拟合效果分析

Fama-French三因素回归模型的拟合程度好坏可以通过调整后的R^2系数来衡量。对四个区间的拟合程度系数进行汇总，如表1所示。总的来讲，除了区间三，其他三个阶段的拟合效果都是不错的，最高的有0.95，平均值在0.8附近。但是区间三的可决系数的几个统计量相对其他区间都有比较大的区别，拟合程度明显下降。在区间三，经历完大熊市后，政府为了维护市场稳定出台一系列救市政策，但由于外部环境的干扰，投资者仍然表现出对未来证券市场走势充满迷茫的情绪，内外部因素对市场形成互相制约的影响，先决系数较低，SMB、HML敏感系数大部分不显著反映出这阶段基金投资方向不明确、从而决定了投资风格的不稳定。另外，对比各个区间先决系数的标准差，可以看出，拟合程度的差异性排序为：熊市>震荡市>牛市。从这点可以得出：基金经理在牛市阶段多数采取单一的投资风格和策略，而在震荡以及熊市，虽然每个基金都有一个实际投资风格，但这个风格本质上是基于整个区间的一个平均意义上的风格，为了保证业绩和追逐高增长的利益，基金经理的短期投资行为更频繁更大程度地偏离了该“平均风格”。

根据基金的名义投资风格与基金各区间的实际投资风格汇总起来，可以得到基金风格漂移情况，见表1。在研究样本中，这56只样本基金的名义投资风格结构为：成长型35只，平衡型15只，价值型6只，三种投资风格分布相对比较均衡。

投资风格趋同性分析，基金在三种不同名义风格下的具体漂移情况(如图3~5所示)。图3~5分别显示了前后四个区间样本基金的实际投资风格分布结构。本文样本中的56只样本基金在不同的阶段，其投资风格的变化还是比较明显的。而且三种不同名义投资风格的基金风格漂移方向都是非常一致的。

在大牛市的行情中，三种名义风格的样本基金绝大多数都呈现出大中盘成长型，风格分布非常集中，趋同性非常强，基金投资行为存在很强的“羊群效应”。在大熊市行情中，相对于大牛市风格有了较大的漂移，有15只名义风格为成长型的样本基金漂移成平衡型，16只漂移成价值型。除此之外，投资风格出现了一定的分化，资产配置的“羊群效应”得到一定程度的减弱。在小牛市行情中，风格类型再次减少，“羊群效应”再次增强，样本基金的实际投资风格集中于当时的主流投资风格-大中盘平衡型。在震荡下调行情中，风格类型数目介于牛市和熊市之间，小盘成长型的投资风格成为主流。

表1 各区间回归模型调整后的R^2比较分析

调整后R^2	区间一	区间二	区间三	区间四
最大值	0.915	0.957	0.623	0.938
最小值	0.602	0.563	0.341	0.582
标准偏差	0.066	0.083	0.044	0.071
平均值	0.790	0.868	0.550	0.805

图3 名义成长型基金投资风格漂移情况

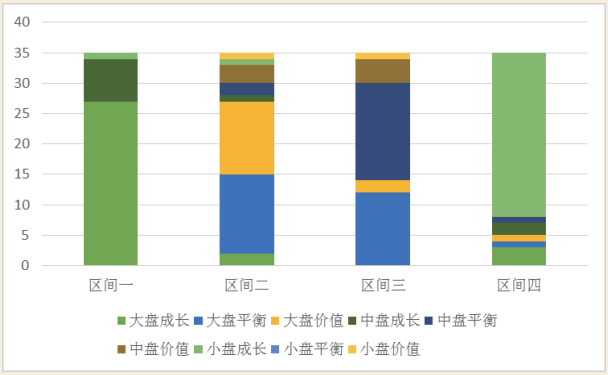


图4 名义平衡型基金投资风格漂移情况

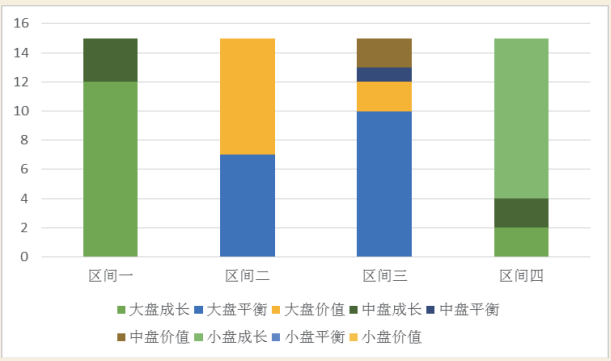
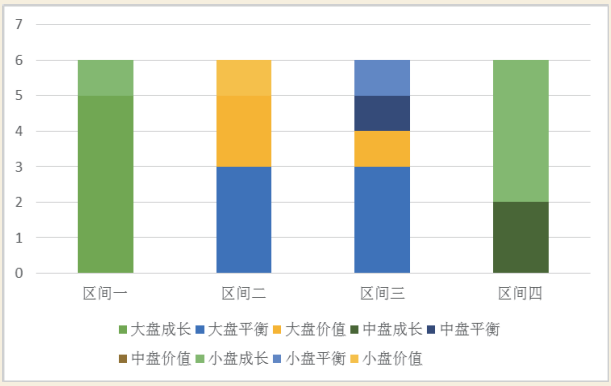


图5 名义价值型基金投资风格漂移情况



由于中国基金之间交叉持股现象比较严重，牛市行情下股票普遍上涨，基金经理只需要通过“搭便车”采取主流的投资风格，也能获得相对差不多的业绩。再者，牛市行情下，整个基金市场处于扩张状态，对人才的需求较多，他们不必过于担心排名的不利会对他们的职业生涯造成很大的不利影响，因此他们没必要冒险去实施风险偏好的个性化的投资策略。在熊市和震荡阶段，市场很难达成一个被大家认可的主流投资风格，基金经理会更积极地去寻找机会，再加上市场的波动容易使人产生投机心理，短线操作明显，投资风格也就开始出现分化，“羊群效应”减弱。

总的来说，基金投资风格确实存在随股市变换而变化的投资风格轮换现象，并且很严重，“羊群效应”普遍存在，且牛市比熊市更严重。

3. 实证结果原因分析

从上述实证分析中可知：我国基金投资风格存在严重的趋同化、风格漂移等现象。现有文献通常会将基金风格漂移或趋同现象归因为是基金经理追求自身经济利益而造成的，但实际上它们是在多种因素作用下而形成的，具体漂移成因至今未形成统一的结论。国内外很多学者借助行为金融学等理论从多方面解释基金投资风格漂移成因。本文在结合我国股票市场的特点认为造成基金投资风格趋同、漂移的原因主要有以下几点：

(1)基金投资风格漂移的原因分析

对开放式股票型基金而言，主动型投资组合策略的实施要求基金经理进行证券品种选择和投资时机选择，在两次季报披露期间，基金经理本身就有投资行为，每季度基金经理要披露基金投资组合的相关信息，但是披露的信息却无法将基金经理的真实投资行为体现出来。

由于信息披露机制的影响，从而导致信息不对称，然而不对称的信息会增加基金经理改变投资风格的可能性。正是因为有了这种可能，在业绩压力、基金经理频繁变动等因素的影响下，名义、前期风格都已经不重要了，具体表现如下。

①宏观经济波动

证券收益率会受到股票市场波动、经济环境变化的影响。同时基金经理在投资时会将股票市场波动、经济环境变化作为重要的参考依据。在宏观经济波动影响下，基金经理们要对其投资组合进行调整，以便于其更好的适应市场变化，投资风格漂移也成为经济波动的产物。

②市场预期

中国市场具有很明显的政策市特征，同时也在很大程度上受到市场资金的推动，因此基金管理者通过预测财政经济政策的变动、货币政策的走向以及外汇占款等中长期因素并采取一定措施能够在一定程度上优化基金的业绩。在上一期CPI增长率以及季度GDP增长率等宏观经济变量及其变动轨迹的基础上，基金经理通常会对未来一定期间内二级市场的风格转换和热点板块做出一定程度的预测，从而捕捉市场机会。

③基金经理的年轻化和频繁更换

从整体来讲，美国基金经理的平均年龄是44岁，与同时期相比较我国基金经理的平均年龄却偏低，仅为35岁。再加上中国的基金经理普遍学历比较高，就业时间比较晚，约有1/3基金经理管理基金的经验不到一年，一半以上的是两年以下。如此年轻的基金经理队伍、如此短的从业经历、如此频繁的变动频率，谈何基金投资风格的稳定和一致。如果经常频繁更换基金经理，这就会容易导致投资风格经常漂移。同时随着时间的不断变化，如果基金经理调整过于频繁，那么这就会影响到基金风格漂移。此外如果基金经理一直从事资产管理，那么这就会降低基金投资风格漂移的程度。

④前期的业绩压力

基金投资风格会受到业绩压力的影响，主要有以下两个方面原因：一方面，基金经理在以前工作中表现优秀，业绩突出，他们不会随便更改投资风格；过去业绩不好的基金经理会更加主动去寻求市场机会从而更容易改变投资风格。另一方面，基金经理由于自身的业绩突出，因此他们非常有可能继续连任，从而导致他们一直沿用以前鲜明的投资风格；然而当新的基金经理替代了业绩不好的基金经理，那么其往往会否定前任基金经理的投资风格。

(2)基金投资风格趋同化的原因分析

我国不同于西方国家，其基金市场中存在着明显的同质化现象，这主要是由于单一的基金投资者结构、不完善的市场经济体系、单一的基金业绩评价标准等。

①差异化的基金品种缺乏，基金管理者缺少创新空间

对于基金管理公司而言，由于证券品种较为有限、证券市场起步较晚等因素的影响，其难以设计出不同的基金产品，同质化现象严重。比如：不管是从数量上来讲还是从市值上来讲，公司债务都是非常少；我国债券市场起步晚，发展较为落后；没有高收益债券，地方债也才刚刚推出，指数期货刚推出不久，还不能正常发挥它应有的作用，融资融券标的证券较少；这些都不利于有效、合理的配置基金。

②业绩考核的短期化

由于在基金公司内部，基金经理的收入与基金短期业绩挂钩，但基金是追求中长期稳定收益和资本增值的投资产品，在判定基金经理投资能力的时候，不能简单根据短期业绩来衡量，不能因为其短期业绩不好，就决定其实际收入。因此在排名压力和避免犯错的心理驱使下，很多基金经理选择了从众，会买入当时市场上的热点股票组合或追明星基金经理的投资组合来达到快速提高基金业绩的目的，再加上中国基金之间交叉持股现象十分严重，选择“搭便车”的经理们容易跟着明星基金经理跑，这就自然而然形成了“羊群效应”。

③基金投资主体单一

在中国基金投资市场中，中小个人投资者所占的比例较高，机构投资者发展不平衡，规模较小，这就导致我国基金市场的投资者结构特别不合理。从历年数据可以看出，个人投资者不论从基金份额占比，还是从基金净值占比来看都是绝对的基金投资主力，而诸如社保资金、企业年金、保险资金等机构投资者的力量则显得十分弱小。个人投资者在市场表现好的时候认购和申购金额非常大，一旦市场稍有变化，认购和申购金额下降幅度非常之大，同时赎回金额上升幅度非常大，然而机构投资者在投资过程中较为理性，每一年基金幅度以及基金金额的变化是非常小的。

由于我国基金市场起步较晚、制度不伦理、投资者教育不足等原因，个人投资者还很不成熟。作为个体投资者，他们的投资理念基本无异，就是短线、投机；作为一个群体，一起行动，一起用脚投票，它们的一举一动决定了整个基金业的繁荣与否。在无差异的投资者面前，为了满足投资者的短线、投机目的，不管愿不愿意基金经理只有采取无差异的投资策略，而所谓的无差异投资策略就是投机，就是不断变换投资风格捕捉市场热点，这样不仅会影响投资风格的变化，还会导致基金产品趋同。正如基金业界所说：除了名字不同，所有股票型基金产品都一样。

基金投资风格漂移对股市波动性的影响分析

一、样本确定

结合上面的实证研究结果，为了保持研究的连续性，这里锁定了上文中投资风格漂移严重的15只股票型基金作为研究样本，采用GARCH族模型对其波动性进行刻画，从而反映出股票型基金投资风格漂移对股市波动性的影响。研究区间同上，对15组2155个收益率数据进行加权平均处理后得到2155个加权平均累计收益率数据。

二、实证分析

时间序列数据是否为平稳性数据是建模分析的关键前提，这里采用ADF来对数据序列进行平稳性检验，结果发现基金累计收益率序列在1%显著性水平下认为是平稳性的。然后对基金累计收益率数据进行相关性检验，采用自相关函数(AC)和偏自相关函数(PAC)的命令，自相关检验结果发现，基金累计收益率序列的1阶AC和PAC特别突出地不为零，说明其存在ARMA效应，根据最优化模型配置原则，选择使用ARMA(1,1)能够比较准确地来刻画它们之间的自相关性，结果表示存在自相关性。接着对基金日累计收益率序列进行统计特征分析，发现序列存在聚集效应，即存在ARCH效应，且在区间一和区间二的波动性会比区间三和区间四大。结合自相关检验结果，建立收益序列的GARCH(1,1)模型来刻画波动性是比较合适。实证结果见表2所示。

GARCH(1,1)模型的条件方差方程：$\sigma_t^2=\alpha_0+\alpha_1\mu_{t-1}^2+\theta_1\sigma_{t-1}^2$

从表2可知，各系数均通过5%显著性检验，然后检查ARCH效应是否存在其残差序列中，结果得到统计量Obs*R-squared的P为0.8166，大于显著性水平0.05，因此认为残差序列已不再体现出ARCH效应，说明在这种情

表2 全区间GARCH（1,1）模型估计结果

参数 / 序列区间	α_0	α_1	θ_1	$\alpha_1+\theta_1$
全区间	1.37E-07 (0.0087)	0.0545 (0.0000)	0.9429 (0.0000)	0.9974

况下采用GARCH(1,1)模型已经可以完全消除了ARCH效应。故可用GARCH(1,1)模型对基金的累计收益率进行波动性分析。

为了进一步分析杠杆效率，建立收益序列的EGARCH(1,1)模型，结果如表3所示。

从上表3可得各系数均通过5%显著性检验，其中θ_1=0.0194，显著大于零，说明序列具有杠杆性结论，也说明了研究对象基金具有很大波动性。同时，由于非对称参数θ_1符号为正，说明正向的信息冲击会加大收益率波动，而负向冲击会降低收益率的波动。这和传统股票的信息冲击形式完全不同。另外，γ_1=0.9966非常接近1，说明波动性削减速度较慢且将波动持续性强。检查ARCH效应是否存在其残差序列中，结果得到统计量R^2值伴随概率为0.8386，大于显著性水平0.05，因此认为残差序列已不存在ARCH 效应，说明在这种情况下采用EGARCH(1,1)模型已经可以完全消除了它的ARCH效应。故可用EGARCH(1,1)模型对基金的累计收益率进行波动性分析。

接下来对区间一、二、三、四分别建立EGARCH模型进行分析，结果见表4：

从表4中可以看出，区间二的非对称参数不显著，区间一的非对称参数显著大于零，而区间三和区间四的非对称参数显著小于零。这意味着，在大牛市行情，研究对象基金的助涨作用比助跌作用要大。而在2008年9月后所经历的小幅回调和震荡下调行情中，负面消息对市场的冲击要大于正面信息对市场的冲击，也说明助跌作用更加明显，与大牛市的情况相反。另外，可以从滞后阶数和持续性参数看出这三个区间的序列都具有很明显的ARCH效应。

表3 全区间EGARCH（1,1）模型估计结果

参数 / 序列区间	α_0	α_1	θ_1	γ_1
全区间	-0.1112 (0.0000)	0.0967 (0.0000)	0.0194 (0.0002)	0.9966 (0.0000)

表4 各区间EGARCH（1,1）模型估计结果

参数 / 序列区间	α_0	α_1	θ_1	γ_1
区间一	-0.0695 (0.0000)	-0.0705 (0.0000)	0.0884 (0.0000)	0.9886 (0.0000)
区间二	-0.2330 (0.0335)	-0.7021 (0.0809)	0.5234 (0.1750)	0.8143 (0.105)
区间三	-3.1334 (0.0003)	0.2291 (0.0372)	-0.1237 (0.0381)	0.8189 (0.0000)
区间四	-0.2125 (0.0156)	0.0788 (0.0000)	-0.0188 (0.0407)	0.9864 (0.0000)

三、实证结果讨论

通过上面的实证分析结果，从整体区间来讲，即使股票型基金对“利空消息”的反应低于对“利好消息”的反应，但是通过对细分区间的EGARCH模型进行分析，可以看到这种情况仅仅出现在大牛市行情中。

然而本文所选取的15只样本基金中有8只样本基金的投资风格属于成长型。而在大牛市行情中，所有样本基金投资风格都属于成长型，故相对于其他的区间，大牛市行情的风格漂移情况最轻微。同时鉴于大牛市行情的特殊性，认为该区间样本基金的正向杠杆作用只能当特殊案例来处理，不能代表普遍的情况。

而经历大牛市和大熊市后，在小幅上涨和震荡回调的行情中，样本基金存在“杠杆效应”，如果杠杆效应系数是负数时，那么这就表明波动性程度受到负面信息的影响远远大于波动性程度受到正面信息的影响。而这一点与股市波动性起伏变化保持一致的方向，也即股市在经历了2007年、2008年的过山车升跌后，此时投资风格较为明显。在风格漂移现象的影响下，基金的波动性呈现出较明显的ARCH效应。

结论及建议

一、研究结论

本文主要探讨了股票型基金投资风格漂移及其与股市波动性之间的关系。首先以Fama-French三因素模型为基础，以56只开放式股票型基金作为研究对象，选取2005年7月1日~2014年10月31日作为研究区间，其中把整个阶段分为大牛市、大熊市、小牛市和震荡市四个区间，然后把相关数据进行多元线性回归，分别得出56个样本基金四个阶段的实际投资风格；然后进一步分析出每个区间基金投资风格的趋同性情况；最后实证分析投资风格漂移与股市波动性之间的关系。主要得到以下三点结论：

(1)从静态上来说，实际投资风格偏离名义投资风格的现象很严重，所有的样本基金在四个不同行情的阶段中都发生过风格漂移。动态上来看，基金投资风格确实存在随股市变换而变化的投资风格轮换现象，并且很严

重，随股市由大盘风格转换为中小盘风格，基金的投资风格也迅速跟着轮换，由大盘转为中小盘，成长型转为平衡与价值型再转为成长型。

(2)开放式股票型基金投资风格的趋同性很高，具有明显的“羊群效应”。并且牛市行情中基金投资风格的趋同性更强，但在熊市和震荡行情中要弱一些。

(3)采取GARCH和EGARCH模型，选取15只投资风格漂移程度高的样本基金进行波动性刻画。结果发现：在研究区间之内，容易发生投资风格漂移的股票型基金累计收益率具有显著的ARCH效应，可以用GARCH和EGARCH模型来对其波动性进行刻画，并且在2009年后有具有明显的“杠杆效应”。

二、政策建议

1. 对监管部门的建议

相对于西方发达国家的证券市场而言，我国证券市场发展年限较短，尚不成熟，相关法律法规也不够完善，对于相关政策颁布与变化的反应较为剧烈，依然有着“政策市”的特征。所以，监管部门需要注意减少由于政策的出台而引起股市异常波动(比如2016年1月出台熔断机制，导致股价异常暴跌)，并通过相关法律体系的完善，使我国股市能够形成真正保护投资者的机制。证监会应增强对我国证券市场的监管力度，尤其是针对影响股票市场波动性的基金风格漂移投资行为进行监督，切实制定和规范各项有效的规章制度，从政策法规上规

(上接第25页)

反应，作为外部人，我们无法准确获知机构投资者的投资心理，但可以从实证结果来推导动机，一个可能的解释是相对于非国有试点企业，机构投资者基于他们的判断，认为国有企业与政府有着更为密切的关联，更容易最先受惠于国家的税改政策，因而更看好国有试点企业，从而显著增加了对国有试点企业的持股比例。

本文的研究结果对于“营改增”在全行业的推行提供了经验证据的支持，带来的启示有：由于未能在全部行业实施增值税，使得抵扣链条断裂，由此导致行业之间税负不均，甚至出现“营改增”后有的企业税负不降反增，违背了税制改革的初衷，影响了企业的发展活力，因此，尽快全行业推行“营改增”是税制改革与完善的当务之急。此外，政府在全面推行“营改增”时应充分考虑各行业的特点，对试点实施中出现的情况，特别是各行业税负的均衡问题应充分调研，包括上游行业企业的税负对下游行业企业抵扣的影响等，以实现公平税负、放水养鱼，充分调动企业发展积极性，为国家经济保持中高速增长、迈向中高端水平打下坚实基础的目的。随着“营改增”的全面推行，以及对试点工作中存在问题的调研和解决，税负不降反升现象只是暂时的，根据中央的承诺，长期来看，全行业企业税负下降是必然的。 ■

[基金项目：教育部人文社会科学基金项目资助(项目编号：13YJCZH158)]

注释

1. 李克强2016年政府工作报告(全文)http://www.china.org.cn/chinese/2016-03/21/content_38073429.htm

2. 据《深圳商报》记者报道，深圳税务专员通过对税负上升较大企业的走访调查，发现税负不降反升的主要原因包括增值税抵扣链条不完整；已购固定资产折旧无法进行抵扣；部分企业的主要成本是无法进行增值税抵扣的人力成本，而可以抵扣的外购商品和服务占比很小；以及部分情况下无法取得增值税发票等。

参考文献：

[1] Ran Yin. Study on the problem of China’s business Tax changes to VAT-Based on the panel Data of listed companies in the Transport Industry[J]. Open Journal Social Sciences, 2015, (03): 157-164.

[2] Joseph E. Stiglitz. Reforming Taxation to promote Growth and Equity[J]. White paper (May 28,2014)

[3] 潘文轩.增值税扩围改革有助于减轻服务业税负吗?——基于投入产出表的分析[J]. 经济与管理，2012, (02): 51-54.

[4] 王玉兰，李雅昆. 营改增对交通运输业税负及盈利水平的影响[J]. 财政研究，2014, (05): 41-45.

[5] 刘子亚. 由资本市场反应看电信业“营改增”对三大运营商税负的影响[J]. 税务与经济，2015, (04): 97-102.

[6] 田志伟，胡怡建.“营改增”对各行业税负影响的动态分析——基于 CGE 模型的分析[J]. 财经论丛，2013, (04): 29-34.

[7] 姜竹，马文强.“营改增”对地方财政稳定性的影响研究[J]. 中央财经大学学报，2013, (09): 1-7.

[8] 李绍萍. 营改增对物流上市公司影响的实证分析[J]. 中国流通经济，2014, (05): 56-63.

范各种基金投资行为，比如可以尝试建立基金投资风格监管部门，定期对基金投资风格进行严格监管。

2. 对基金公司的建议

(1)树立长期稳定的投资理念。由于基金管理人受到的业绩压力较大，驱使他们追逐短期收益，随市场状况改变自身投资风格。但随着我国证券市场的不断成熟，稳定成熟的投资理念才能取得较好的投资业绩，这就需要基金经理逐渐培养稳定的投资理念、独到的投资风格和投资策略，只有这样才能使他们在市场竞争中立于不败之地。

(2)及时披露基金投资风格信息。一旦基金实际投资风格与契约风格不同，就要及时更新招募说明书，并及时通知到基金投资者，让投资者充分了解到基金产品的投资风格及其对于投资风险与收益的影响。

(3)改善基金经理的激励约束机制。目前我国基金公司常以短期业绩作为对基金经理进行绩效考核的标准。这就使得基金经理为了自身利益，注重短期行为，因此基金公司应该改善激励约束机制，鼓励基金经理关注长期业绩，减少短期行为。

(4)针对不同的市场行情，开发创新出不同的基金产品，以满足多样化的需求。我国证券市场起步较晚，证券品种比较有限，现有品种的风险收益特征比较接近，这些都极大地限制了基金的灵活配置。

3. 对个人投资者的建议

(1)树立长期价值投资的理念。个人投资者的理性投资意识十分重要，个人投资者注重长期价值投资理念，愿意长期持有基金，就会减小基金管理人短期业绩压力，促使他们长期集中持有优质证券，实现长期价值增值。这样有利于基金固守契约风格，基金投资风格将变得更加鲜明。

(2)学习基金投资知识，提高基金投资水平。由于个人投资者对基金产品了解比较有限，购买时会容易受到基金短期业绩的影响，因此这就需要个人投资者学习基金投资知识，提升专业技能，掌握投资技巧，选择符合自己的风险收益偏好的基金产品。同时，个人投资者知识的提升，也能更为客观地评价基金业绩，监督基金管理人的行为，减少基金投资风格漂移现象的发生。 ■

[基金项目：本文是教育部高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”规划项目(GD13YGL05)；中央高校基本科研业务费专项资金(2015ZM086)的阶段性研究成果]

参考文献：

[1] Gurun.U.G,Coskun.A.Do funds follow post-earnings announcement drift[J]. Journal of Derivatives&Hedge Funds, 2012, 18(3): 236-253.

[2] Hunter, M. H., Xing. L, Robert. M. W., Jamshid. M. Bad news bears[J]. Managerial Finance, 2013, 39(12): 1169-1187.

[3] Leivo. T. H. Combining value and momentum indicators in varying stock market conditions[J]. Review of Accounting&Finance, 2012, 11(4): 400-447.

[4] 陈健, 曾世强. 基于风险定价角度的基金投资风格趋同性和差异性研究[J]. 上海金融, 2014, (08): 77-81.

[5] 郭文伟, 宋光辉, 许林. 基金经理个人特征对基金风格漂移的影响研究[J]. 软科学, 2010, 24(2): 123-128.

[6] 步国旬, 周旭, 徐晓云. 基金投资行为与证券市场波动性实证分析[N]. 上海证券报, 2005-11-21.

[7] 刘敏, 曹衷阳. 开放式股票型基金的投资风格漂移情况分析[J]. 云南财经大学学报, 2012, (02): 136-146.

[8] 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, (08): 70-77.

[09] 李胜利. 证券投资基金风格、投资行为与股票市场波动[J]. 证券市场导报, 2007, (03): 38-46.

[10] 孟庆斌, 卫星, 于上尧. 基金经理职业忧虑与其投资风格[J]. 经济研究, 2015, (03): 117-132.

[11] 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, (03): 38-43.

[12] 唐元蕙. 风格漂移与基金业绩——基于选股能力与择时能力的视角[J]. 云南财经大学学报, 2013, (35): 41-45.

[13] 魏立波. 我国开放式基金对股票市场波动性影响的实证研究[J]. 中央财经大学学报, 2010, (11): 37-40.

[14] 张伟. 基金风格漂移对重仓股波动率的影响研究[D]. 浙江工商大学, 2013.

[15] 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, (03): 66-78.

[16] 熊胜君, 杨朝军. 中国证券投资基金投资风格变化原因分析[J]. 哈尔滨商业大学学报(自然科学版), 2005, 21(6): 801-805.

[17] 谢赤, 张太原, 禹湘. 证券投资基金投资行为对中国股市波动性影响研究[J]. 中国社会科学, 2008, (03): 68-79.

[18] 周铨, 朱洪亮, 李心丹. 基于因子聚类方法的基金风格分类研究[J]. 南方经济, 2006, (12): 61-69.

[19] 徐妍, 林捷, 裘孝锋. 证券投资基金投资行为对市场影响研究[R]. 深圳证券交易所第六届会员单位、基金公司研究成果, 2003.

[20] 何基报, 王霞. 机构投资者一定能稳定股市吗？——理论和实证研究[R]. 深圳证券交易所研究报告(深证综研字第0121号), 深圳证券交易所, 2005.

[21] 喻国平, 许林. 我国股市风格资产收益的双长记忆性研究[J]. 统计与决策. 2012, (05): 165-168.

[22] 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, 2005, (10).