

# 经济波动与基金投资策略粘性

夏纪军,张昊

(上海财经大学经济学院,上海 200433)

**摘要:**大量国内外文献研究了基金投资能力,但很少从经济周期视角研究基金投资策略。文章首先从选股和择时两个维度检验了我国开放式基金投资策略是否存在周期性转换,然后分析了不同投资策略的相对绩效与投资者偏好。研究表明:第一,基金经理确实存在显著的选股与择时能力。从整个行业看,基金的择时与选股能力存在周期性转换,其中择时能力在经济紧缩期更突出,而选股能力在经济扩张期更突出。第二,个体基金存在显著的投资策略粘性,而不存在明显的周期性转换,中国市场上择时与选股两种能力的周期性转换并不能带来更好的基金收益。第三,行业层面的周期性源自个体基金两类不同的投资策略:第一类投资策略在经济扩张期的选股能力和择时能力都强于其他基金,而在经济紧缩期则都弱于其他基金,采用这种投资策略的基金更关注其经济扩张期的投资表现;第二类投资策略则相反,采用这种投资策略的基金更关注其经济紧缩期的投资表现。前者具有高收益、高风险的特征,而后者则表现为低收益、低风险。文章的研究不仅发现了中国基金投资行为的新特征,还为投资者选择基金提供了投资决策建议。

**关键词:**策略粘性;经济波动;择时能力;选股能力

**中图分类号:**F832.39;F832.48 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2017)08-0082-14  
**DOI:**10.16538/j.cnki.jfe.2017.08.007

## 一、引言

证券投资基金能否跑赢市场?怎样的投资策略(能力)能使基金获得更高收益?这些一直是基金投资能力的焦点研究问题。然而,目前很少有文献分析基金如何在经济波动中调整投资策略以提升基金投资水平。本文从选股和择时两个维度分析了我国开放式基金的投资策略与周期特征,并分析了不同投资策略的相对绩效与投资者偏好。

Jensen(1968)研究发现,主动管理型证券投资基金并没有超越股票市场的投资管理能力。Fama(1972)将基金管理能力划分为择时能力和选股能力,前者是在相同的风险下预测整体市场价格走势的能力,后者指基金选择最好股票的能力。基于这一框架,许多研究发现基金有一定的选股能力,而择时能力不显著(Chang和Lewellen,1984;Ferson和Schadt,1996;Jiang,2003;沈维涛和黄兴李,2001;汪光成,2002;林兢和陈树华,2011;张珺和陈卫斌,2012;陈道轮等,2013)。这一分析框架隐含假设基金投资能力是基金经理的天赋,不会

收稿日期:2017-02-23

基金项目:上海市哲学社会科学规划课题(2015110470)

作者简介:夏纪军(1975—),男,浙江宁波人,上海财经大学经济学院教授,博士生导师;

张昊(1986—),男,河南济源人,上海财经大学经济学院博士研究生。

随宏观经济波动而发生投资策略转换。而 Sims(2003)等研究表明,无论是个人还是与基金类似的投资实体,接收和处理信息的能力都是有限的。在信息处理能力受限的情况下,基金经理只能有所取舍,选择接收和处理他认为最有用的信息。因此,在不同的经济环境中,基金经理很可能有侧重地使用择时与选股能力,投资策略会随经济波动而变动。Ferson 和 Schadt(1996)最先将外生的公共信息(如宏观经济因素)引入基金表现评价模型中,结果表明控制外生公共信息变量可以改善基金表现的评价。Jiang 等(2007)考察了宏观经济信息下基金的投资行为,发现基金会根据宏观经济信息来调整资产的行业配置。Chauvet 和 Piger(2008)、Kosowski(2011)以及 Souza 和 Lynch(2012)进一步研究了基金投资随经济周期变动的特征。Kacperczyk 等(2016)更细致地刻画了基金在经济周期中的投资行为模式,提出了一个新的信息选择模型。结果表明,基金可以在经济周期中选择正确信息并用于投资管理,为投资者赚取跑赢市场的收益。Kacperczyk 等(2014)将基金的投资能力细分为选股和择时能力,对美国市场上股票型基金的投资行为进行了实证分析,发现了基金的两种投资能力随经济周期转换的独特行为:经济扩张期选股能力强的基金在经济紧缩期择时能力也很突出,根据宏观经济环境转换投资策略的基金业绩更突出。那么,中国市场上基金是否存在投资策略转换?策略转换是否能够给基金带来更高的收益?投资者对基金投资策略类型具有怎样的偏好?

国内关于基金投资行为与经济周期或牛熊市关系的研究不多,如刘莎莎等(2013)考察了开放式基金在牛熊市的风险调整行为,发现开放式基金在熊市中的风险调整行为对业绩有显著的提升作用,而在牛市中的风险调整行为没有显著增加未来业绩。陈浪南等(2014)引入信息变量和基金经理的市场预期,构造了一个随时间变化的贝塔值,反映基金经理对基金系统性风险的调整,进而研究了基金在股票和债券等多个市场上的择时与选股能力。他们研究发现,对资产投资比例的限制使开放式基金投资调整的灵活性降低,影响了其择时能力。

本文基于 Kacperczyk 等(2014)的研究,对中国基金投资策略的周期特征进行了深入分析。我们首先从整体和个体两个方面检验了中国市场上基金投资策略是否存在转换现象,然后分析了基金策略转换在中国市场上是否能够给投资者带来更高的收益,最后从收益和风险维度比较了投资策略不同的基金的相对绩效及投资者的偏好。研究发现,从基金行业整体来看,基金在经济紧缩期表现出显著的择时能力,选股能力不显著;而在经济扩张期则表现出显著的选股能力,择时能力不显著。通过对单个基金的分析,我们发现总体的周期性特征并非源自基金投资策略的转换。经济扩张期选股能力强的基金的选股能力和择时能力在经济扩张期都强于其他基金,在经济紧缩期都弱于其他基金;经济紧缩期择时能力强的基金的两种能力在经济紧缩期都强于其他基金,在经济扩张期则都弱于其他基金。这两类基金几乎没有交集,很少有基金具有贯穿整个经济周期的优异业绩。

本文揭示了中国基金的投资策略特征与基金投资者的偏好,同时发现了中国基金市场上不同于美国的投资策略特征。Kacperczyk 等(2014,2016)发现在美国市场上,基金存在投资策略转换,而且这种转换能够提高基金业绩。但本文的结果显示,在中国市场上,基金没有根据经济周期进行投资策略转换,而是存在一定的粘性,不同类型的基金在经济周期的不同阶段坚持自己的投资策略。同时,在中国市场上采用策略转换并不一定能够产生更高的收益,策略粘性具有一定的合理性。两个市场的这种显著差异背后的机理是未来需要进一步研究的课题,这有助于我们更加深入地了解中国基金市场的微观基础,为设计更加有效的市场提供依据。

通过比较投资策略不同的两类基金与其他基金的收益率,本文发现投资于经济扩张期选股能力好的基金可以获得高出行业平均水平的收益,而投资于经济紧缩期择时能力好的基金所获得的收益则低于行业平均水平,但前者的风险系数显著高于后者。资金流入分析显示,经济紧缩期择时能力强的基金虽然超额收益率低于市场平均水平,但是流入这类基金的资金并不比其他基金少。这类收益较低的基金因风险系数低而吸引了投资者。这说明投资者在追求超额收益的同时,还关注基金的风险特征。资产在经济紧缩期的收益对投资者的效用要大于经济扩张期。如果一只基金的风险系数很小甚至为负,那么这只基金具备平滑收益、对冲风险的功能。投资者为对冲风险,实现资产优化配置,可以接受基金收益略低于行业水平。

## 二、数据与变量

### (一)数据

本文选取我国主动管理型开放式股票投资基金作为研究对象,其中不包括 QDII 基金和投资特定行业基金。不考虑这两类基金的原因是:QDII 基金主要持有国外市场股票,而国外宏观经济环境与国内不同;投资特定行业基金的业绩基准与投资策略与普通的主动型股票投资基金不同。另外,为防止样本偏误,本文也不考虑规模在 2 000 万元人民币以下或者持有小于 10 只股票的基金。我们共得到 519 只主动管理型开放式基金样本。

本文研究的样本区间为 2004 年 1 月到 2014 年 6 月,选取这个时间段基于以下两方面考虑:(1)从 1998 年成立的 5 只基金到 2003 年增加到 56 只,我国基金行业初期虽然发展迅速,但其间基金成立的年限偏短,绝对规模与数量依然偏小。股票投资基金在成立之初有半年到一年的建仓期,我们在构建基金能力指标时会剔除每只基金第一年的数据,这样可以使用的基金数量相当有限。(2)证券投资基金法从 2003 年 6 月开始正式实施,证券投资基金行业此后逐渐规范。根据我国证券投资基金法关于信息披露的规定,基金需要在半年报与年报中披露全部所持有的股票组合。本文的样本数据来自国泰安 CSMAR 数据库中的中国开放式基金数据库和股票市场交易数据库等。

### (二)变量

1. 基金能力的衡量指标。本文参考 Daniel 等(1997)以及 Kacperczyk 等(2014)的方法构建择时能力与选股能力指标。

(1)择时能力。基金  $j$  在  $t$  期的择时能力( $timing_t^j$ )定义如下:

$$timing_t^j = \sum_{i=1}^{N^i} (\omega_{i,t}^j - \omega_{i,t}^m) (\beta_{i,t} R_{t+1}^m) \quad (1)$$

式(1)描述了基金  $j$  的超额收益与市场超额收益的关系。其中,  $\omega_{i,t}^j$  表示在  $t$  期开始时基金  $j$  持有股票  $i$  的金额占基金总持股金额的比例,  $\omega_{i,t}^m$  表示  $t$  期开始时股票  $i$  的流通市值占整个股票市场流通总市值的比例。  $R_{t+1}^m$  表示从  $t$  期初到  $t+1$  期初股票市场的收益,通过沪深 A 股和创业板股票的收益率按总市值加权平均得到。  $R_{t+1}^i$  表示股票  $i$  从  $t$  期初到  $t+1$  期初的收益。  $\beta_{i,t}$  表示  $t$  期股票收益  $R_t^i$  与当期市场收益  $R_t^m$  的协方差与市场收益的方差之比。我们使用滚动窗口回归模型来计算股票  $i$  在  $t$  月的  $\beta_{i,t}$ ,具体方法是:使用  $t-11$  月到  $t$  月的数据,用股票  $i$  的超额收益对整个股票市场超额收益进行滚动窗口回归得到,即  $R_t^i = \beta_{i,t} R_t^m + \epsilon_t^i$ 。

如果一只基金要取得股票市场的平均收益,它可以采用类似指数基金的投资策略,在自

己的投资组合中配置 $\omega_{i,t}^m$ 比例的股票 $i$ 。如果基金试图获得超越市场的收益,那么它就要偏离指数基金跟踪市场的策略。如果基金 $j$ 预测到 $t$ 期宏观经济处在扩张周期,那么它应该在 $t$ 期开始前侧重配置与整个市场相关程度更高(即 $\beta_{i,t}$ 更高)的股票,即基金 $j$ 增大这类股票的持仓仓位( $\omega_{i,t}^j$ ),此时基金 $j$ 的择时能力( $timing_t^j$ )增强。反之,如果基金 $j$ 预测到 $t$ 期宏观经济处在紧缩周期,那么它应该在 $t$ 期开始前将更多资金配置在与整个市场收益相关程度更低甚至负相关的股票上,这种操作策略会使基金 $j$ 的择时能力指标值变大。通过以上分析,我们发现如果一只基金能够准确地预测未来的宏观经济周期并调整股票配置,则该基金的择时能力指标值变大,反映出该基金的择时能力更优秀。

(2)选股能力。基金 $j$ 在 $t$ 期的选股能力( $picking_t^j$ )定义如下:

$$picking_t^j = \sum_{i=1}^N (\omega_{i,t}^j - \omega_{i,t}^m) (R_{t+1}^i - \beta_{i,t} R_{t+1}^m) \quad (2)$$

式(2)描述了基金 $j$ 的超额收益与其所持有股票的超额收益的关系。 $(R_{t+1}^i - \beta_{i,t} R_{t+1}^m)$ 是股票 $i$ 在 $t$ 期(从 $t$ 期期初到 $t+1$ 期期初)的收益( $R_{t+1}^i$ )减去与同期市场收益相关的收益( $\beta_{i,t} R_{t+1}^m$ ),它表示股票 $i$ 在某一期收益中与市场无关,仅仅与个股自身特征相关的那部分收益,我们定义这种收益为股票 $i$ 有别于其他股票的个体异质性收益。如果股票 $i$ 的个体异质性收益( $R_{t+1}^i - \beta_{i,t} R_{t+1}^m$ )相对较高,那么基金 $j$ 在这一期开始前更多地持有这类股票,即 $(\omega_{i,t}^j - \omega_{i,t}^m)$ 变大,将会使其选股能力指标值( $picking_t^j$ )变大。由此可知,一只基金的选股能力指标值越大,可认为该基金能从市场中挑选出基本面更好的股票,该基金的选股能力越强。

2. 经济周期变量。我们在测定经济周期时主要基于国家统计局发布的月度宏观经济景气一致指数,参考采购经理人指数(PMI)和当季的GDP等指标,判断经济处于扩张期或者经济紧缩期。我们的判断标准为:若宏观经济景气一致指数连续三个月下降,而且下降幅度超过一个单位,则认为该时期是经济紧缩期;反之,我们认为该时期是经济扩张期。在这样的判断标准上,我们再参考当季的GDP和当月的PMI指数,具体划分如图1所示。图中黑线表示样本期间的宏观经济景气一致指数,阴影部分显示宏观经济景气一致指数具有下行趋势,因此我们判断阴影区间为经济紧缩期。当某月处于阴影区间时, $recession$ 取值为1,否则取值为0。

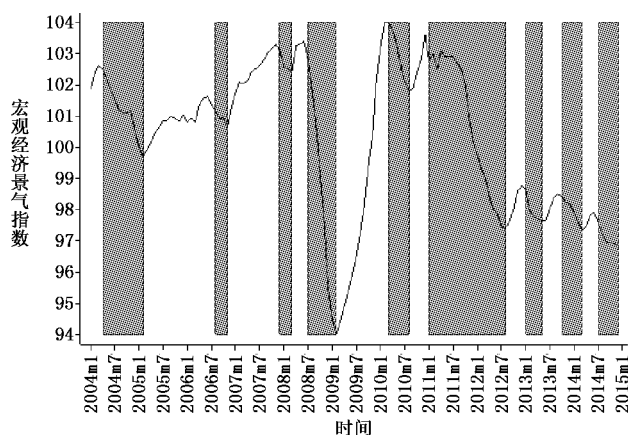


图1 经济扩张期和经济紧缩期的划分

宏观经济分析中,划分经济周期时会使用连续两个季度实际 GDP 下降作为经济紧缩标准。与之相比,本文在一个更短的维度判断经济周期。使用三个月作为判断标准的理由有两点:第一,相对于实体经济,证券市场对信息的反应很迅速,市场可以在很短时间内大幅波动,开放式基金很可能在短时间内就转换投资策略,因此使用三个月经济的波动来测定经济周期,对于考察基金的选股与择时行为受宏观经济周期影响是可行的。第二,我国很多核心宏观数据,如 GDP 等,以及上市公司的财务数据都是按季度公布的,股市的波动受季度数据影响的特征也很明显。如果连续三个月的经济景气指数下行,当季宏观数据会恶化,证券市场会对季度的信息做出反应,对宏观经济形势和公司基本面的预期会做出相应的调整。

3.基金特征变量。本文采用的基金特征变量包括基金成立年限、净值总额、支出费率和资金净流入比率。除资金净流入比率外,其他变量均直接取自开放式基金数据库。<sup>①</sup> 变量定义与计算方法如下:

(1)基金成立年限(*age*):基金成立日与当期间隔的月数。

(2)基金资产净值总额(*tna*):基金持有的上市股票、认股权证、债券、票据以及现金等资产总值减去负债总额及费用。

(3)支出费率(*expense*):基金交易费、托管费、销售服务费、财务费用及其他费用等的加总除以期初基金资产净值总额。

(4)资金净流入比率(*flow*):我们采用基金研究(如 Sirri 和 Tufano(1998))中的常用方法进行计算,方法如下:

$$flow_i = \frac{TNA_{it}}{TNA_{it-1}} - (1 + R_{it})$$

其中, $TNA_{it}$ 是基金  $i$  在  $t$  期末管理的资产净值总额, $R_{it}$ 是基金  $i$  在  $t$  期内的收益率。

4. 基金持股特征变量。除了基金的特征变量外,我们还加入了基金所持有股票的特征变量,这类变量描述了基金的选股偏好、风险偏好等投资风格。

(1)基金持股市值指标变量(*size*):我们采用 Daniel 等(1997)的方法将整个市场的股票按照市值从小到大排列,市值最小的 20% 股票赋值为 1,次小的 20% 赋值为 2,以此类推,市值最大的 20% 股票赋值为 5。然后,我们将每只基金所持有股票的赋值乘以持股比例,加总得到基金持股市值指标变量。

(2)持股账面市值比变量(*value*):我们使用与建立市值指标变量相同的方法,对股票的账面市值比排序并赋值,加总得到基金持股的账面市值比指标。

(3)持股动量指标(*momentum*):采用同样的方法对整个市场的股票按动量指标(即前一年的收益率)从小到大排序,将收益最低的 20% 股票赋值为 1,次低的 20% 赋值为 2,以此类推,最高的 20% 股票赋值为 5。将基金所持有股票的赋值按所持股市值比例加权,加总得到持股动量指标。

### 三、实证分析结果

#### (一)基金投资策略的周期性

1. 模型设定。为了验证基金的选股与择时两种能力是否随经济波动而发生变化,我们

<sup>①</sup>计算方法可参见 CSMAR 中国开放式基金数据库使用指南。

设定了以下两个检验模型:

$$timing_t^j = a_0 + a_1 recession_t + a_2 X_t^j + c_t^j \quad (3)$$

$$picking_t^j = b_0 + b_1 recession_t + b_2 X_t^j + \epsilon_t^j \quad (4)$$

其中,  $recession_t$  为代表经济周期的变量, 当经济处于紧缩时期,  $recession$  取值为 1; 当经济处于扩张时期,  $recession$  取值为 0。  $X_t^j$  为控制变量, 控制基金  $j$  的个体特征, 包括基金成立年限 ( $age$ )、总净值 ( $tna$ )、每年的支出费率 ( $expense$ ) 和净流入比率 ( $flow$ ), 以及基金持股特征变量, 包括持股市值指标 ( $size$ )、账面市值比指标 ( $value$ ) 和动量指标 ( $momentum$ )。在回归中, 基金成立年限和总净值数据都取了对数。另外, 所有控制变量在回归中都做了去均值处理, 这么做的好处在于常数项  $a_0$  可以被解释为基金能力在经济扩张时期的水平值, 斜率  $a_1$  则表示相对于经济扩张时期, 基金能力在经济紧缩时期的增幅。我们采用面板混合回归方法估计式 (3) 和式 (4), 且为了使回归结果具有稳健性, 采用聚类稳健标准差, 在基金层面聚类。

2. 回归结果。在控制了基金个体特征变量与基金持股特征变量后, 表 1 中列 (2) 和列 (4) 显示, 经济周期变量对基金择时能力和选股能力有不同方向的显著影响。从定义来看, 择时能力和选股能力以月度收益为单位, 那么基金的择时能力在经济紧缩期比经济扩张期高 0.17%, 对应的年度而言, 择时能力高了 2.04%; 而基金的选股能力在经济紧缩期却比经济扩张期低 0.39%, 对应的年度而言, 选股能力低了 4.68%。因此, 就行业总体而言, 基金的择时与选股两种能力在不同的经济周期中存在显著差异。基金的选股能力在经济扩张期更强, 而择时能力在经济紧缩期更强。

表 1 基金择时能力和选股能力的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>timing</i>	<i>timing</i>	<i>picking</i>	<i>picking</i>
<i>recession</i>	0.04 (0.55)	0.17** (2.19)	-0.98*** (-5.92)	-0.39** (-2.38)
<i>lnage</i>		-0.06 (-1.06)		-0.18 (-1.42)
<i>ln tna</i>		-0.25*** (-7.89)		-0.64*** (-9.40)
<i>expense</i>		-1.217*** (-14.74)		-1.959*** (-12.07)
<i>flow</i>		-0.09*** (-3.22)		-0.11** (-2.24)
<i>size</i>		0.33*** (3.08)		3.32*** (11.47)
<i>value</i>		-0.74*** (-11.42)		-1.27*** (-9.12)
<i>momentum</i>		-0.86*** (-11.89)		-1.02*** (-7.05)
<i>_cons</i>	-0.22*** (-3.95)	-0.31*** (-5.51)	0.77*** (6.02)	0.34*** (2.84)
<i>N</i>	5 711	5 711	5 711	5 711

注: 括号内为  $t$  统计值, \*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。下表同。

## (二) 策略转换或策略粘性

1. 研究假设。表 1 结果显示, 从整个行业看, 基金的择时能力与选股能力存在周期性

转换。产生这一结果有两种可能的原因：其一，这源自个体基金的策略转换，即某些基金同时具备择时和选股两种能力，在经济扩张期更多地使用选股能力，而在经济紧缩期更多地使用择时能力，避开  $\beta$  值高的股票；其二，基金投资策略并没有发生转换，只是部分基金的投资策略在经济扩张期表现出很强的选股能力，而部分基金在经济紧缩期表现出很强的择时能力。两部分基金的表现叠加，使基金行业的择时能力在经济紧缩时期表现突出，选股能力在经济扩张时期表现突出。

为了检验以上两种假设，我们选取了经济扩张时期选股能力最好的 25% 基金，观测它们在经济紧缩时期的择时能力；同时，选取了在经济紧缩时期择时能力最好的 25% 基金，观测它们在经济扩张时期的选股能力。如果经济扩张时选股能力突出的基金在经济紧缩时择时能力也突出，经济紧缩时择时能力突出的基金在经济扩张时选股能力也突出，那么说明基金试图通过投资策略的周期性转换获得更高的收益率，从而产生行业表现的周期性；相反，则无法支持个体基金的策略转换行为，从而行业表现的周期性主要由不同类型的基金投资策略叠加所产生。

2. 变量定义与计量策略。我们挑选经济扩张期选股能力最好的 25% 基金的方法是：将经济扩张期每只基金在每一期的选股能力排序，用每只基金落在选股能力前 25% 的次数除以该基金存在的样本期数，得到基金从成立开始落入选股能力前 25% 的比例；然后，我们选取比例最高的 25% 基金，将它们标记为经济扩张期选股能力好的基金。同理，我们将经济紧缩期每只基金在每一期的择时能力排序，用每只基金落在择时能力前 25% 的次数除以该基金存在的样本期数，得到基金从成立开始落入选股能力前 25% 的比例；然后，我们选取比例最高的 25% 基金，标记为经济紧缩期择时能力好的基金。

我们生成一个哑变量  $top-p25$ ，如果基金在经济扩张期选股能力处在最好的 25%，则  $top-p25=1$ ，否则  $top-p25=0$ 。然后，我们建立计量模型，分别以基金的选股能力与择时能力作为因变量，对哑变量  $top-p25$ 、基金特征变量以及持股特征变量做回归，回归结果见表 2。

### 3. 回归结果

(1) 个体基金不存在显著的策略转换。从表 2 中可以看出，在经济扩张期选股能力好的基金的选股能力和择时能力随着经济周期波动，且两种能力的变化方向一致，不存在个体基金投资策略的转换。在经济扩张期选股能力好的基金在同一时期的择时能力同样优于其他基金，但这类基金在经济紧缩期的选股与择时能力均显著弱于其他基金。

从列(1)和列(3)中可以看出，经济扩张期选股能力好的基金在经济扩张时选股能力高于其他基金 2.77%，择时能力高于其他基金 1.23%。由列(2)和列(4)可知，在经济紧缩时，扩张期选股能力好的基金的择时能力比其他基金低 0.33%，其选股能力比其他基金低 0.78%。回归系数均在 1% 的水平上显著。这表明这类基金的投资风格比较激进，在经济扩张时选股和择时能力都强于行业平均水平，在经济紧缩时两种能力都弱于行业平均水平。

表 2 扩张期选股能力好的基金在不同经济时期的表现

	(1) <i>timing expansion</i>	(2) <i>timing recession</i>	(3) <i>picking expansion</i>	(4) <i>picking recession</i>
<i>top-p25</i>	1.23*** (13.12)	-0.333*** (-3.09)	2.77*** (13.84)	-0.781*** (-3.35)
<i>lnage</i>	-1.12*** (-16.95)	0.439*** (5.76)	-1.93*** (-13.10)	0.799*** (4.60)

续表2 扩张期选股能力好的基金在不同经济时期的表现

	(1) <i>timing</i> <i>expansion</i>	(2) <i>timing</i> <i>recession</i>	(3) <i>picking</i> <i>expansion</i>	(4) <i>picking</i> <i>recession</i>
<i>lnna</i>	0.108** (2.52)	-0.306*** (-8.75)	0.117 (1.29)	-0.715*** (-9.20)
<i>expense</i>	-0.787*** (-7.67)	-0.920*** (-9.99)	-1.523*** (-6.24)	-1.233*** (-6.94)
<i>flow</i>	0.0124 (0.44)	-0.188*** (-5.43)	0.0270 (0.52)	-0.273*** (-4.90)
<i>size</i>	-0.251 (-1.40)	0.396*** (3.17)	-0.471 (-1.10)	3.61*** (10.96)
<i>value</i>	0.604*** (7.41)	-1.02*** (-12.82)	0.910*** (5.08)	-1.34*** (-7.60)
<i>momentum</i>	0.853*** (8.77)	-1.39*** (-16.93)	3.70*** (18.03)	-2.67*** (-15.92)
<i>_cons</i>	-1.20*** (-25.96)	-0.113** (-2.07)	-1.48*** (-14.25)	0.0374 (0.30)
<i>N</i>	1 574	4 137	1 574	4 137

经济紧缩期择时能力强的基金的选股与择时能力在不同经济周期如何变化? 要回答这一问题,我们生成一个哑变量  $top-t25$ ,如果基金在经济紧缩期的择时能力处在最好的25%,则  $top-t25=1$ ,否则  $top-t25=0$ 。然后,我们建立计量模型,分别以基金的选股能力与择时能力作为因变量,对哑变量  $top-t25$ 、基金特征变量以及持股特征变量做回归,回归结果见表3。

从表3中可以看出,经济紧缩期择时能力最好的25%基金的选股能力与择时能力随着经济周期变动,并且两种能力的变动方向一致。在经济紧缩时择时能力好的基金在经济紧缩时选股能力也高于其他基金,但是这些基金在经济扩张时的选股能力和择时能力均低于其他基金。

表3 经济紧缩期择时能力好的基金在不同经济时期的表现

	(1) <i>timing</i> <i>expansion</i>	(2) <i>timing</i> <i>recession</i>	(3) <i>picking</i> <i>expansion</i>	(4) <i>picking</i> <i>recession</i>
<i>top-t25</i>	-1.16*** (-9.78)	0.436*** (3.20)	-1.80*** (-5.88)	1.47*** (4.34)
<i>lnage</i>	-0.950*** (-13.76)	0.417*** (5.68)	-1.50*** (-9.97)	0.830*** (5.04)
<i>lnna</i>	-0.0108 (-0.24)	-0.288*** (-8.04)	-0.132 (-1.38)	-0.645*** (-7.96)
<i>expense</i>	-1.040*** (-9.51)	-0.912*** (-9.84)	-2.168*** (-7.77)	-1.184*** (-6.62)
<i>flow</i>	0.00969 (0.36)	-0.193*** (-5.48)	0.0213 (0.41)	-0.285*** (-5.01)
<i>size</i>	-0.155 (-0.86)	0.442*** (3.53)	-0.0981 (-0.21)	3.81*** (11.71)



续表3 经济紧缩期择时能力好的基金在不同经济时期的表现

	(1) <i>timing</i> <i>expansion</i>	(2) <i>timing</i> <i>recession</i>	(3) <i>picking</i> <i>expansion</i>	(4) <i>picking</i> <i>recession</i>
<i>value</i>	0.591*** (7.06)	-1.04*** (-13.15)	0.877*** (4.55)	-1.40*** (-8.03)
<i>momentum</i>	1.01*** (9.98)	-1.41*** (-17.15)	4.02*** (18.50)	-2.72*** (-16.19)
<i>-cons</i>	-0.516*** (-10.44)	-0.284*** (-5.49)	-0.0231 (-0.20)	-0.438*** (-3.77)
<i>N</i>	1 574	4 137	1 574	4 137

(2) 个体基金的投资策略存在显著差异。为研究基金之间不同经济时期选股与择时能力的差异,我们分别挑选出经济扩张期选股能力最强的 25% 基金以及经济紧缩期择时能力最强的 25% 基金,将这两类基金在不同时期的选股能力和择时能力与其他基金做比较。由表 2 和表 3 可知,整个基金行业择时与选股能力的周期性特征主要源于两类不同投资风格的基金:一类基金的选股能力和择时能力在经济扩张时都高于行业平均水平,而在紧缩时两种能力均低于行业平均水平;另一类基金的两种能力在经济紧缩时均高于行业平均水平,但在扩张时均低于行业平均水平。总之,将宏观经济周期划分为扩张和紧缩两个阶段,我们发现基金在经济周期中的表现截然不同,在一个时期表现抢眼往往在另一个时期表现低于平均水平。很少有基金具有贯穿整个经济周期的优异表现,在我们的样本中同时在经济扩张期和经济紧缩期表现优异的基金只有一只。

为检验结果的稳健性,我们挑选了经济扩张期选股能力最好的 20% 基金和经济紧缩期择时能力最好的 20% 基金,检验其在经济扩张期和紧缩期的表现。回归结果和显著性与上述结果一样,只在系数上有差别。这说明以上结果是稳健的。

(3) 策略转换能否给中国基金带来更高收益? Kacperczyk 等(2014)在研究美国共同基金的投资行为时,发现优秀基金在经济周期的不同阶段进行投资策略的转换,而且这种策略转换给基金带来了更高的收益率。那么,在中国市场上,如果证券投资基金也采取策略转换,是否能够提高其业绩? 我们通过式(5)的回归分析来检验中国市场策略转换对收益的影响。

$$performance_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 timing_{it} + \alpha_2 picking_{it} + \beta_1 timing \times recession_{it} + \beta_2 picking \times recession_{it} + \gamma_1 x_{it} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

其中,因变量是基金业绩,在回归中用 CAPM Alpha (*Alpha2*) 和 Fama-French 三因子 Alpha (*Alpha3*) 衡量。自变量包括基金当期的择时能力、选股能力及与经济周期变量的交叉项以及基金特征变量与持股特征变量。回归结果见表 4,我们发现用 *Alpha2* 和 *Alpha3* 衡量基金业绩的结果并不一致。

当因变量为 *Alpha2* 时,择时能力和经济周期哑变量的交叉项系数为正,这表明相对于扩张期,择时能力在经济紧缩期对基金业绩的贡献更大;而选股能力和经济周期哑变量的交叉项系数为负,这表明相对于紧缩期,选股能力在经济扩张期对基金业绩的贡献更大。而当因变量为 *Alpha3* 时,两个交叉项的系数都为负,表明相对于紧缩期,选股能力和择时能力在扩张期对基金业绩的贡献更大。这个结果反映出在中国市场上投资策略转换对基金业绩的影响并不稳健,部分源于两种 Alpha 度量指标本身的差异。*Alpha2* 中包含了规模因子

和账面市值比因子的影响,本文择时能力被定义为选择个股超额收益中与市场收益相关的那部分收益的能力,这部分收益与资产定价模型中规模因子与账面市值比因子对应的市场收益率紧密相关。 $Alpha3$  排除规模因子和账面市值比因子的影响后,紧缩时期的择时能力对收益的正向影响就消失了。这一结果也解释了我国开放式基金的投资策略没有随着经济周期转换这一与美国市场不同的投资行为。

表 4 基金投资策略转换与基金投资收益

	$Alpha2$	$Alpha2$	$Alpha3$	$Alpha3$
<i>timing</i>	-0.0723*** (-2.60)	-0.129*** (-4.67)	0.153*** (4.50)	0.153*** (4.62)
<i>picking</i>	0.0225* (1.87)	0.0671*** (5.21)	0.118*** (7.84)	0.0834*** (5.53)
<i>timing</i> × <i>recession</i>	0.117*** (4.05)	0.218*** (7.61)	-0.222*** (-6.25)	-0.225*** (-6.43)
<i>picking</i> × <i>recession</i>	-0.0820*** (-6.54)	-0.140*** (-10.52)	-0.0717*** (-4.55)	-0.0319** (-2.01)
<i>lnage</i>		0.0589** (2.12)		-0.166*** (-4.72)
<i>ln<sub>na</sub></i>		0.0434*** (3.35)		0.0364** (2.50)
<i>expense</i>		24.1*** (6.96)		-32.7*** (-8.02)
<i>flow</i>		0.0166* (1.70)		0.0202 (1.56)
<i>size</i>		0.169*** (3.89)		-0.138** (-2.24)
<i>value</i>		0.456*** (18.11)		0.0231 (0.72)
<i>momentum</i>		-0.00624 (-0.23)		0.206*** (6.05)
<i>_cons</i>	-0.124*** (-7.82)	-0.133*** (-8.63)	0.214*** (11.03)	0.223*** (11.60)
<i>N</i>	5 683	5 683	5 683	5 683

### (三)基金投资策略类型与投资者选择

表 2 和表 3 显示,基金的能力会随着经济周期发生变化,一些基金的择时和选股能力在经济扩张期比较出色,而在经济紧缩期低于行业平均水平;另一些基金在经济扩张时两种能力低于行业平均水平,但在经济紧缩时两种能力最出色。我们将经济周期中基金能力存在显著差异的两类基金看成两种不同的投资策略,检验这两种投资策略给投资者带来的收益和风险存在怎样的差异,以及投资者更偏好哪种投资策略。

1. 哪种基金的投资策略可以带来更高的收益? 我们首先将采用以上两种投资策略的基金与其他基金的收益做比较。我们使用 CAPM 模型和 Fama-French 三因子模型将基金的月度超额收益率做 12 个月的滚动窗口回归,分别得到 CAPM 模型的风险调整收益( $Alpha2$ )和 Fama-French 三因子模型的风险调整收益( $Alpha3$ )。在回归中,将这两类  $Alpha$  分别作为因变量来比较不同能力基金的超额收益率差别。我们分别用两种风险调整收益对哑变量  $top-p25$  或者  $top-t25$ 、基金特征变量以及持股特征变量做回归。回归结果见表 5。

表 5 结果显示,无论以  $Alpha2$  还是  $Alpha3$  作为代表基金收益的因变量,在经济扩张时选股能力最好的 25% 基金均获得比其他基金更高的收益,而经济紧缩时择时能力最好的 25% 基金均获得比其他基金更低的收益。长期而言,投资于经济扩张时选股能力好的基金可以获得比行业平均水平更高的投资收益,而投资于经济紧缩时择时能力好的基金所取得的投资收益低于行业平均水平。

表 5 经济扩张期选股能力最强的 25% 基金与紧缩期择时能力最强的 25% 基金的投资收益

	$Alpha2$	$Alpha3$		$Alpha2$	$Alpha3$
$top-p25$	0.109*** (3.13)	0.445*** (11.00)	$top-t25$	-0.286*** (-5.97)	-0.195*** (-3.24)
$lnage$	0.0138 (0.46)	-0.366*** (-9.71)	$lnage$	0.00129 (0.04)	-0.286*** (-7.23)
$lnrna$	0.0580*** (4.46)	0.0255* (1.73)	$lnrna$	0.0440*** (3.25)	0.0136 (0.90)
$expense$	0.234*** (6.87)	-0.424*** (-9.95)	$expense$	0.225*** (6.66)	-0.450*** (-10.14)
$flow$	1.73* (1.77)	2.36 (1.59)	$flow$	1.75* (1.76)	2.75* (1.87)
$size$	-0.0152 (-0.34)	-0.0624 (-1.02)	$size$	-0.0545 (-1.21)	-0.860 (-0.14)
$value$	0.449*** (17.29)	0.0254 (0.77)	$value$	0.455*** (17.48)	2.93 (0.88)
$momentum$	0.0880*** (2.99)	0.291*** (8.02)	$momentum$	0.101*** (3.43)	0.319*** (8.65)
$_cons$	-0.150*** (-8.73)	0.0757*** (3.41)	$_cons$	-0.0711*** (-3.87)	0.261*** (11.67)
N	5 683	5 683	N	5 683	5 683

2. 基金风险与投资者选择。为研究不同基金的风险和投资者对基金的偏好,我们比较了经济扩张时选股能力强的基金和经济紧缩时择时能力强的基金与其他基金的风险系数和资金净流入情况。

通过描述性统计,我们发现与其他基金相比,经济扩张时选股能力强的基金的资金净流入更多,且统计上显著。由上文分析可知,这类基金的业绩比其他基金更好,因此投资者更多地买入这类基金。同时,这类基金比其他基金的风险系数更高。而对于经济紧缩时择时能力强的基金,流入这类基金的资金虽然多于其他基金,但差异并不显著,即流入这类基金的资金并没有显著异于其他基金。这表明投资者并没有抛弃这类看似业绩较差的基金。同时值得注意的是,这类基金的风险系数比其他基金显著要小。

为进一步验证投资者是否选择经济紧缩时择时能力强的基金以及这类基金的风险,我们做了以下回归:

$$beta_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 (top-t25)_{it} + \alpha_2 x_{it} + \epsilon_{it} \quad (6)$$

$$flow_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 (top-t25)_{it} + \alpha_2 x_{it} + \epsilon_{it} \quad (7)$$

其中,  $beta_{it}$  是基金当期的风险系数,  $flow_{it}$  是基金当期资金净流入量,  $top-t25$  是表示紧缩时择时能力强的基金哑变量,  $x_{it}$  包括基金特征变量与持股特征变量。变量均经过去均值处理。回归结果见表 6。

由表 6 中列(1)和列(2)可知,紧缩期择时能力强的基金  $beta$  系数低于其他基金,且在

1%的水平上显著。我们发现经济紧缩期择时能力强的基金的收益风险显著低于其他基金。同时,如列(3)和列(4)所示, $top-t25$ 的系数为负,但不显著。这进一步表明相对于其他基金,紧缩期择时能力强的基金的资金净流入并没有显著减少,投资者并没有只关注超额收益而抛弃这些基金。

投资者选择紧缩期择时能力强的基金,可能因为投资者在追求超额收益的同时,还关注基金的风险特征。如果将经济周期分为扩张期和紧缩期,两个时期的收益对投资者而言并不是等价的。经济紧缩时资产收益率会大幅下降,此时收益对投资者而言更显珍贵。在紧缩期基金的收益对投资者的效用要大于在扩张期的同等收益。另外,如果一只基金的风险系数很小甚至为负,这只基金可以为投资人平滑收益、对冲风险。因此,投资者为最优化资产配置,可以接受低于行业平均收益的基金。这与 Kosowski(2011)的实证结果及 Glode(2011)的理论证明相吻合。

表6 经济紧缩期择时能力强的基金资金净流入和风险与其他基金比较

	(1) <i>beta</i>	(2) <i>beta</i>	(3) <i>flow</i>	(4) <i>flow</i>
<i>top-t25</i>	-0.216*** (-14.49)	-0.133*** (-9.89)	-0.0820 (-1.07)	-0.133 (-1.62)
<i>lnage</i>	-0.0844*** (-9.51)	-0.0372*** (-4.17)	-0.392*** (-7.81)	-0.415*** (-7.82)
<i>lnrna</i>	0.0229*** (3.88)	-0.0182*** (-2.81)	-0.0128 (-0.61)	0.00838 (0.37)
<i>expense</i>	1.281 (1.29)	-0.562 (-0.56)	-57.13*** (-7.46)	-54.46*** (-7.25)
<i>flow</i>	-0.00510** (-2.04)	-0.00211 (-1.05)		
<i>size</i>		0.324*** (19.55)		-0.216*** (-3.65)
<i>value</i>		0.0808*** (7.61)		0.159*** (3.47)
<i>momentum</i>		-0.135*** (-13.79)		0.247*** (4.70)
<i>_cons</i>	1.070*** (176.33)	1.058*** (197.73)	0.0152 (0.51)	0.0228 (0.74)
<i>N</i>	5 683	5 683	5 683	5 683

#### 四、结 论

在经济周期中,证券投资基金投资策略是否进行转换?何种类型策略能够给投资者带来更高的收益?为回答这些问题,我们首先从整体和个体两方面研究了中国市场上基金投资策略是否随经济波动转换,然后检验了基金策略转换在中国市场上是否能够给投资者带来更高的收益,最后比较了不同投资策略类型基金的收益和风险差异,并分析了投资者的偏好。

尽管学者发现美国市场上投资策略的周期性转换能够给投资者带来更高的收益,但是我们现在中国市场上,这种转换并不能带来显著更高的收益,而且也不存在显著的策略转换。事实上,中国市场上的开放式公募基金中存在两类周期表现显著不同的基金:一类基金(扩张期选股能力最强的25%基金)在经济扩张期表现出更强的选股能力和择时能力,而在

经济紧缩期则弱于其他基金；另一类基金（经济紧缩期择时能力最强的 25% 基金）则在经济紧缩期具有更强的选股和择时能力，而在经济扩张期的表现较弱。从整个经济周期来看，第一类基金的投资策略能够带来更高的收益率，但风险也更高；而第二类基金虽然收益率偏低，但风险也较低。从投资者的选择来看，虽然第一类基金受到欢迎，但是第二类基金也没有被市场所抛弃，而是受到部分投资者的欢迎，其资金净流入并不显著少于其他基金。这反映了第二类基金的风险对冲功能，以及投资者对收益率和风险的综合考虑。

中美市场基金投资策略差异背后的机理是我们今后重点研究的一个课题。为什么策略转换在中国市场上并没有成为一种优势策略？市场环境如何影响基金的策略选择？当前基金投资策略的选择与分布会对市场产生怎样的影响？对这些问题的回答有助于完善基金投资策略，并更深入地理解中美市场的微观基础差异，进而完善中国基金市场乃至整个金融市场。

主要参考文献：

- [1]陈道轮,陈欣,陈工孟,等.阳光私募基金经理具有卓越的投资能力吗? [J].财经研究,2013,(12):85-99.
- [2]陈浪南,朱杰,熊伟.时变贝塔条件下的基金多市场择时能力研究[J].管理科学学报,2014,(2):58-68.
- [3]林兢,陈树华.我国开放式基金业绩持续性、经理选股和择时能力——基于 2005~2009 数据[J].经济管理,2011,(2):141-147.
- [4]刘莎莎,刘玉珍,唐涯.信息优势、风险调整与基金业绩[J].管理世界,2013,(8):67-76.
- [5]沈维涛,黄兴李.我国证券投资基金业绩的实证研究与评价[J].经济研究,2001,(9):22-30.
- [6]汪光成.基金的市场时机把握能力研究[J].经济研究,2002,(1):48-55.
- [7]张璐,陈卫斌.我国 QDII 基金经理的选股择时能力研究[J].投资研究,2012,(1):153-160.
- [8]Chang E C, Lewellen W G. Market timing and mutual fund investment performance[J]. Journal of Business, 1984,57(1): 57-72.
- [9]Chauvet M, Piger J. A comparison of the real-time performance of business cycle dating methods[J]. Journal of Business and Economic Statistics, 2008, 26(1): 42-49.
- [10]Daniel K, Grinblatt M, Titman S, et al. Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks[J]. The Journal of Finance, 1997,52(3): 1035-1058.
- [11]Fama E. Components of investment performance[J]. The Journal of Finance, 1972,27(3): 551-567.
- [12]Ferson W E, Schadt R W. Measuring fund strategy and performance in changing economic conditions[J]. The Journal of Finance, 1996,51(2): 425-461.
- [13]Glode V. Why mutual funds ‘underperform’ [J]. Journal of Financial Economics, 2011, 99 (3): 546-559.
- [14]Jensen M C. The performance of mutual funds in the period 1945-1964[J]. The Journal of Finance, 1968,23(2): 389-416.
- [15]Jiang W. A nonparametric test of market timing[J]. Journal of Empirical Finance, 2003, 10 (4): 399-425.
- [16]Jiang G J, Yao T, Yu T. Do mutual funds time the market? Evidence from portfolio holdings[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86(3): 724-758.
- [17]Kacperczyk M, Van Nieuwerburgh S, Veldkamp L. A rational theory of mutual funds’ attention allocation[J]. Econometrica, 2016,84(2): 571-626.
- [18]Kacperczyk M, Van Nieuwerburgh S, Veldkamp L. Time-varying fund manager skill[J]. The Journal of Finance, 2014,69(4): 1455-1484.
- [19]Kosowski R. Do mutual funds perform when it matters most to investors? US mutual fund performance

- and risk in recessions and expansions[J]. *The Quarterly Journal of Finance*, 2011, 1(3): 607—664.
- [20] Sims C A. Implications of rational inattention[J]. *Journal of monetary Economics*, 2003, 50(3): 665—690.
- [21] Sirri E R, Tufano P. Costly search and mutual fund flows[J]. *The Journal of Finance*, 1998, 53(5): 1589—1622.

## Economic Fluctuations and Stickiness of Fund Investment Strategy

Xia Jijun, Zhang Hao

(*School of Economics, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*)

**Abstract:** A large amount of literature analyzes the investment ability of fund managers, but very little of them explore funds' investment strategy from a perspective of economic cycles. This paper analyzes the investment strategy of China's open-end funds and its cycle characteristic from the perspective of stock picking and market timing skills. Then it analyzes relative performance of different types of investment strategy and investor preferences. Firstly, fund managers actually have significantly stock picking and market timing skills. As for the whole fund industry, market timing and stock picking skills of funds have periodic transformation, namely the market timing skill is more prominent in economic contraction and the stock picking skill in economic expansion. Secondly, fund individuals have significant stickiness of investment strategy, but there is no obvious periodic transformation. And the periodic transformation of market timing and stock picking skills in Chinese market cannot result in better fund benefits. Thirdly, the cycle characteristic at industry level stems from two types of investment strategy of individual funds: stock picking and market timing skills of the first one are stronger than other funds in economic expansion and are weaker than other funds in economic contraction; the second type of investment strategy is opposite to the first one, and funds taking this type of investment strategy focus more on their investment performance in economic contraction. The former is featured by high benefits and risks, and the latter low benefits and risks. It not only finds out new characteristics of fund investment in China, but also provides investment decision-making suggestions when investors select funds.

**Key words:** stickiness of investment strategy; economic fluctuation; market timing skill; stock picking skill

(责任编辑 康健)