

主动基金的风格漂移——“学海拾珠”系列之十

报告日期：2020-09-14

主要观点：

分析师：严佳炜

执业证书号：S0010520070001

邮箱：yanjw@hazq.com

分析师：朱定豪

执业证书号：S0010520060003

邮箱：zhudh@hazq.com

联系人：钱静闲

执业证书号：S0010120080059

邮箱：qianjx@hazq.com

本篇是“学海拾珠”系列第十篇，摘自自论文《The shrouded business of style drift in active mutual funds》的核心结论。

● 主动基金普遍存在风格漂移的行为

公募主动基金中存在风格漂移的迹象十分明显。风格漂移是指基金有时不会遵循其既定的投资目标，使基金投资者暴露在其风险收益偏好之外的投资组合中，面临预期外的风险变化。本文从规模、价值/成长和动量三个维度上定义基金的投资风格，计算时间序列上的波动率作为衡量风格漂移程度的指标。通过对权益基金实际投资风格与公告投资风格的比较发现，权益基金“故意”的风格漂移随着时间的推移而显著变化。

● 大型基金有更强的风格漂移倾向

与小型基金相比，大型基金有更强的漂移倾向，主要是由于大部分基金经理的报酬与其管理的资产规模（AUM）直接挂钩，而大型基金更容易遭遇管理规模缩水的情况。为追求管理规模的最大化，基金经理有意通过风格漂移以实现短期内基金在同类型中业绩排名的上升，从而吸引更多的资金流入。

● 风格漂移无法带来正的长期超额收益

短期来看，漂移基金确实能获得超额收益，并且源源不断地吸引资金的流入，但长期来看，风格漂移并不能为基金投资者带来显著为正的收益，而基金经理如果保持一致的投资风格却能获得长期正收益。漂移行为中蕴含的短视主义可能是漂移基金选股收益较弱的根本原因。

● 风险提示

本文结论基于历史数据、海外情况进行测试，不构成任何投资建议。

相关报告

- 1.《波动率如何区分好坏？——“学海拾珠”系列之一》2020-07-12
- 2.《偏度之外：股票收益的不对称性——“学海拾珠”系列之二》2020-07-20
- 3.《价格张力：股票流动性度量的新标尺——“学海拾珠”系列之三》2020-07-28
- 4.《资产定价：昼与夜的故事——“学海拾珠”系列之四》2020-08-02
- 5.《分析师共同覆盖视角下的动量溢出效应——“学海拾珠”系列之五》2020-08-09
- 6.《优胜劣汰：通过淘汰法选择基金——“学海拾珠”系列之六》2020-08-17
- 7.《价格动量之外：基本面动量的重要性——“学海拾珠”系列之七》2020-08-24
- 8.《市场日内动量——“学海拾珠”系列之八》2020-08-31
- 9.《基于VIX的行业轮动和时变敏感度——“学海拾珠”系列之九》2020-09-07

正文目录

1.	简介	4
2.	方法	5
2.1.	投资风格判断	5
2.2.	特征分类的风格指数构建	5
2.3.	自愿风格波动率("VFSV")和动机	6
2.4.	选股技巧归因	6
3.	数据	7
4.	实证结果	7
4.1.	实际投资风格	8
4.2.	风格漂移的存在和模式	8
4.3.	预期补偿和风格漂移	12
4.4.	风格漂移与基金业绩	15
5.	稳健性测试	16
5.1.	其他风险度量	16
5.2.	其他业绩指标	16
5.3.	估计稳定性	17
6.	结论与展望	18
7.	风险提示	19

图表目录

图表 1 公募基金特征的摘要统计	8
图表 2 股票型基金的主动风格漂移	9
图表 3 基金管理公司内部和之间的风格漂移的 (60 个基金管理公司中的 274 个基金)	10
图表 4 每个基金管理公司内部的公募基金在各漂移状态下的分布情况	11
图表 5 漂移基金平均股票配置和风格的年度变化	12
图表 6 “专一”的基金与风格漂移基金的净资金流入 (半年度-百分比)	13
图表 7 时间序列风格漂移随基金规模和样式类别而变化	13
图表 8 分段比较中的 SDS 和领先/落后者排名位置的相互影响的频率分布	14
图表 9 “专一”的基金经理与漂移基金经理的选股能力 (CS): 按 VSV 值排名	15
图表 10 大型基金与小型基金的选股能力 (CS): 按 SDS 值排名	15
图表 11 风格漂移对基金经理的选股能力的影响	18

1. 简介

主动管理的风格基金具有一系列特定的投资策略，然而这类基金并不总是遵循其既定的投资目标。在风格漂移的情况下，基金投资者往往暴露在其风险收益偏好之外的投资组合中，面临非预期的风险变化和次优的投资结果。研究表明，投资风格较为一致的基金，其选择的股票往往比漂移的基金表现更好。因此，检测风格漂移的存在是研究基金经理风格漂移动力的第一步。

风格漂移的判断可以从两个角度出发。第一个角度是比较基金申报的投资风格和检测到的实际风格。第二种是建立在本研究的基础上，参考以往文献，把风格漂移定义为基金投资风格随时间的波动性。本研究将在完全由企业内部管理的公募基金管理行业中研究有意的风格漂移的动机和绩效后果。

在美国等成熟市场，风格漂移在公募基金中十分普遍，与管理资产规模（AUM）挂钩的薪酬计划往往被认为是基金经理的激励，通过操纵相对业绩排名来提升 AUM 规模，从而使薪酬规模最大化。本文通过对整个公募基金市场的观察，提供有意风格漂移的证据，探讨风格漂移是否会导致资金净流入，以提高与 AUM 挂钩的基金经理报酬。

随着基金市场的发展，基金经理战胜同行就会变得更加困难。更重要的是，对于 AUM 较大的基金来说，这些基金经理面临更严重的规模缩水的概率更大，因此，为了吸引基金流入而偏离投资策略以提高业绩是符合他们的利益的。虽然所有的基金经理都以实现 AUM 最大化为目标，但通过进行风格漂移来吸引新资金的流入，可能会对基金资产规模较大的管理人产生更大的激励影响。中国基金市场规模的快速增长为研究基金规模对基金经理的风格漂移倾向是否重要提供了一个很好的机会。

中国的公募基金完全由基金公司的基金经理管理，发行基金产品并销售给基金投资者。鉴于中国基金市场相对年轻且发展迅速，基金经理的薪酬计划也同样以 AUM 挂钩为主，本文探讨以下四个问题。股票基金是否存在风格漂移、风格漂移是否会吸引更多的净流入、风格漂移在大型基金中是否更为明显、以及这种动机对风格漂移的影响是否会影响基金经理的选股能力。对这些问题的研究结果将首次揭示有意的风格漂移行为的动机和绩效后果。

本研究采用基于持股的分析方法（HBA），由于它能捕捉到实际的基金组合变化和波动情况，为量化基金经理的有意风险承担提供了更直接的方法，而以往采用基于收益的分析方法（RBA）的研究主要是从基金收益波动中推断基金经理的风险行为。

构建基于持股的风格漂移的衡量标准，分析考虑了主动漂移，它控制了股票特征在规模、账面价值和动量维度上的变化。

本研究的主要发现如下：

（1）证明了样本股票基金中有意的风格漂移的存在。大多数基金经理倾向于选择偏离招股说明书所述投资目标中的规模和价值/成长特征的股票，从而验证了风格漂移的简单表现形式的存在，也得到了风格随时间波动的证据。

（2）在样本期内，最大程度风格漂移的基金往往有更高的资金净流入。且资产管理规模较大的基金的基金经理更倾向于追求风格漂移。

（3）风格漂移会影响基金经理挑选绩优股的能力，从而降低基金收益 1.32%~2.58%。相比之下，“专一”的基金往往能达到其基准收益，且组合风险较低。

本文研究了中国基金市场中，有意风格漂移的动机和业绩表现，并加强了对 AUM 挂钩报酬对基金经理的动机和绩效方面的作用的分析。为中国市场开发新的基金分类标准和风格漂移指标提供参考，旨在为市场参与者和监管机构提供一些新的计量方法和标准，使产品属性更加清晰和透明，以减少基金投资者、基金经理和其他主要利益

相关者之间的代理冲突。

2. 方法

2.1. 投资风格判断

关于风格漂移的研究主要关注基金在规模、价值/成长和动量上形成的投资组合风格的波动性。与风格漂移的相关研究类似，本节关注的是不同风格基金的有意的投资风格漂移。**首先通过基于文本的分析对每只基金的申报投资风格进行分类。**挖掘能够捕捉基金投资目标和风格的关键词，例如申报基金名称中的大盘股、中盘股、小盘股、成长股、价值股、高回报股、价格升值、投资策略、基金目标以及基金招募说明书中的其他相关信息。剔除在选股上具有广泛灵活性的灵活配置基金，将样本限制在含有上述风格关键词的基金中。

根据招股说明书中的（风格）关键词对基金申报的投资风格进行分类后，制定一系列基准，以便识别这些基金的实际投资风格。在研究中创建的特征分类风格基准旨在更准确地体现基金经理在规模、价值/成长和动量三个维度上的投资风格。根据在本研究中形成的特征分类风格基准中基金的持仓股票信息，不使用广泛的市场指数，来对基金的实际投资风格进行分类。每只漂移基金和“专一”的基金的实际投资风格可以很容易地与其申报的所有报告期的投资风格进行比较。

2.2. 特征分类的风格指数构建

为了确定风格漂移的存在，首先使用基于持股的数据来诊断基金的实际投资风格。研究建立了两个数据集。第一组数据（“基金数据”）提供了每个基金持有的投资组合成分的细节，如每个报告期的股票数量、债券、权证和现金持有量和货币价值。第二组数据（“股票数据”）包含所有可交易证券的特征信息，这些信息在股票层面进行单独评估。

使用 3000 种可投资的中国股票构建按年制定的按特征分类的投资组合集。使用给定年份的规模，账面市价比（BE/ME）和过去一年的收益率（PYR 代表收益动量）因子来刻画每种股票的特点，从而进行分类，然后用排序方法进行分析。**风格漂移分析主要集中在风格因子：规模、BE/ME 和 PYR 上，而非行业因素，主要原因如下。**

中国的行业分类一直存在很多问题，因为大多数中国公司都是跨行业经营的企业集团，而且当商业活动发生变化时，行业分类不能及时更新公司的信息（行业分类系统最后一次修订是在 2012 年）。即使中国的行业分类在任何给定的时间点都是最新的和准确的，行业因素的超额收益只是中国市场上动量因素的一部分。因此本文排除了对基金如何配置股票的行业（行业倾向）的漂移分析，而重点关注那些按规模、价值和成长性，和涉及以强烈波动价格买入股票来明确分类的（按基金名称或策略）基金。

数据包括年度和月度股票信息，其中，股票的规模和 BE/ME 特征在公司会计年度末进行量化。对于 PYR 采用月度股票收益率，并根据指数形成日之前 9 个月的收益率进行计算。本文定制的特征排序风格指数，使基金能够真正从实际投资风格上进行比较，并与风险相近的同行进行业绩比较。

按特征排序的风格指数使用三重排序过程产生 125 个独特的基准投资组合，即首先根据规模特征对股票进行排序，然后在第一次排序的投资组合中按 BE/ME 特征进行第二次排序，最后按 PYR 特征进行最后排序。通过这种排序过程，形成的每个投资组合在每个成立日代表了规模、BE/ME 和 PYR 投资策略的独特组合。在每个报告期，通

过将基金实际持有的每只股票与构建的风格指数进行映射，来诊断基金的实际投资风格。这 125 个独特的投资组合也是评估漂移基金和“专一”的基金业绩的基准组合。

2.3. 自愿风格波动率("vFSV")和动机

为区分基金的风格漂移是“自愿的”(有意的)还是“非自愿的”(无意的)，采用基于权重的度量方法，在这种方法下观察每只股票的单位权重。此方法的优势在于，它可以隔离一些关键的外在影响因素，例如，股票价格升值和不同时间点的变化。因此，基金风格波动率指标(vFSV)是对基金经理风险承担意图的直接估计。

为了研究风格漂移的动机和业绩表现，根据最新的半年报分析基金的全部投资组合持股情况(而不是更传统的季度末前 10 持股情况)，并推导出 vFSV 指标来反映基金投资风格的波动性。用 3 个特征“C”来衡量基金的风险暴露程度，即在调查的 m 个时期内，每个报告日 y 的规模、BE/ME 和 PYR。vFSV 根据计算出的 C 值，判断基金最近的投资风格与过去的投资风格(调查期内的平均值)之间的差异。这种风格漂移的定义与之前的研究一致。在式(1)中，自愿基金风格波动率(vFSV)代表基金 j 的风格取向的等权波动率。

$$vFSV_{j,y} = \sum_{C=1}^3 C_{j,y} / 3 \quad (1)$$

$$\text{其中 } C_{j,y} = \sum_{n=0}^{m-1} [(\text{rank} C_{j,y-n} - \text{mean rank } C_j)^2 / (m-1)]^{1/2}$$

使用基于分位数的定义来区分漂移基金和“专一”的基金。风格波动率由自愿基金 vFSV 排名来体现，表现出最高投资风格波动性的基金被定义为漂移基金(“专一”的基金是指投资风格波动性最低的基金)，它们分别代表最高和最低 5% 的 vFSV 排名分位数。分析还包括最高和最低的 10% 和 20% 的 vFSV 分位数范围，以确保结果不会被极端的上下 5% vFSV 分位数范围所偏离。

vFSV 指标也被用来研究追求 AUM 挂钩的报酬最大化是否是风格漂移的动机。据此分析基金经理是否将增加风格漂移作为提升业绩排名的手段，以吸引更大的净流入。估算基金净流入量的方法有很多。由于中国市场上没有基金流量的分类数据，本文将基金的月度净流入量界定为：

$$\text{FlowVOL}_t = TNA_t - TNA_{t-1}(1 + R_t) / TNA_{t-1} \quad (2)$$

其中 TNA_t 是基金在 t 月份的净资产总额， R_t 是基金在 t 期间的净收益，股票升值时会使得净流入调整。因此，净流入(FlowVOL)的结果不是由于管理的基金资产所获得的回报率。然后进行以下概率回归分析，以检验基金的资产规模是否影响经理在下半年的漂移决策，因为其预期薪酬与基金规模有关：

$$\Pr(D_{j,y}^{\text{Drift}} = 1) = \Phi(b_0 + b_1 \text{ExpComp}_{j,y} + \gamma \text{Fund Controls}_{j,y} + \varepsilon_{j,y}) \quad (3)$$

其中 $\Pr(D_{j,y}^{\text{Drift}} = 1)$ 表示基金经理 j 在某一年 y 的下半年增加风格漂移的概率，即以基金下半年的 vFSV 值与上半年的 vFSV 值之差来衡量。 Φ 为累积正态分布。 $\text{ExpComp}_{j,y}$ 衡量基金经理 j 在整个调查期内的预期报酬，与他在 y 年管理的基金资产规模挂钩，包括由年限和费用比率的对数组成的基金特征，作为第 y 年的控制变量。

2.4. 选股技巧归因

为了评估基金经理是否具有通过挑选优质股票产生超额收益的技能，使用选股收益(“CS”)业绩归因，然后衡量漂移和“专一”的基金的业绩差距(式(4))。

CS 衡量的是基金经理从可投资的股票中挑选优质股票的成功程度，这些股票的表现将优于其他以规模、BE/ME 和 PYR 为特征的类似股票。与大多数基于持股的方法一

样，风格调整后的结果并不等同于基金投资者实际获得的资本收益或价值损失，而是通过基金经理的技巧所赚取或被损失的回报。正的 CS 表示基金经理有能力通过超越基准收益来提升基金投资者的财富。

$$CS_t = \sum_{k=1}^n W_{k,t-1} (\bar{R}_{k,t} - \bar{R}^{bkt-1}) \quad (4)$$

其中， $W_{k,t-1}$ 表示 $t-1$ 月末 k 只股票的投资组合权重，也就是说，用上期最新的基金持有的报告期股票组合权重代替当期基金的股票持有权重。 $\bar{R}_{k,t}$ 表示股票在第 t 个月的买入收益。 \bar{R}^{bkt-1} 根据报告期开始时的特征，将等加权的基准投资组合的买入收益与股票 k 相匹配的买入-持有收益。

3. 数据

从 wind 资讯有限公司获得原始数据。初始数据集的时间跨度为 2004 年至 2015 年，数据包括所有经中国证券批准的中国开放式股票基金。仅包含股票持有量不少于 80% 的主动管理的股票型基金。数据不包括非主动管理的基金，例如指数基金、增强型指数基金及归入其他大类资产的基金，如债券基金、货币市场基金、具有灵活配置策略的基金及投资于海外股票的合格境内机构投资者 (QDII) 基金。也不包括封闭式股票基金和交易所股票基金。从而有效地控制相关的收益和风险度量，最终共有 274 只符合条件的基金，包含超过 18 万份持有数据，用于自愿性风格漂移的研究。

利用 wind 的原始数据和信息，创建两套独特的数据进行调查。在基金数据方面，获得了基金名称、基金目标、投资策略和成立日期等信息，并与所有基金管理公司网站进行交叉核对。此外还收集了每只基金的半年期股票持有量和每只股票的投资资金清单。按照中国证监会的规定，所有的基金必须每半年报告并公布其基金持仓。每季度还要公布交易成本、经纪业务及佣金、管理费和基金费用（单位：人民币）。为了建立一个无生存偏差的数据集，本文跟踪了被合并或清算的基金的数据。在样本中，只有 2 只合并基金——在同一基金管理公司内合并到另一只基金，没有公募基金被清算。

研究覆盖了所有挂牌的中国基金管理公司，在 2015 年第二季度末管理的总资产价值为 13.82 万亿元人民币。从 2013 年开始股票基金板块的蓬勃发展，到 2014 年最后一个季度，基金产品发行量翻了一番，2015 年第二季度又增加了两倍。股票型基金板块包括主要投资于国内股票 (A 股) 的基金。

除股票外，这些股票基金的投资组合构成还包括债券和现金持有。样本的基金特征见图 1。包括 274 只股票基金在调查期间 (2011-2015 年) 的简要统计。报告基金资产配置、年限、管理费、基金费用、交易费用、经纪和佣金、基金投资者所有权结构和总资产净值的各年平均值。样本平均有 81% 的净资产投资于国内上市企业 (即以人民币报价的 A 股)。

股票数据收录了上交所和深交所所有 A 股的财务信息。这些股票是基金经理可以将基金资金投资于的可投资股票。收集股票名称、上市交易所、行业分类、股票收盘价 (经股票拆分和分红调整后) 和浮动市值等详细信息，用于计算规模特征、账面权益比/市净率-价值/成长性特征和过去一年回报特征的月度股票回报率。

4. 实证结果

第 4.1 节讨论对中国公募基金存在风格漂移的发现，首先比较了每只基金申报的投资风格和其在评估期结束时，即下一年实际执行的投资风格。在 4.2 节描述不同子期的漂移行为程度。第 4.3 节介绍历年漂移行为的模式和相应的净流入量。还强调了

检测到的与风格漂移相关的基金特征。第 4.4 节研究风格漂移基金在选股方面的表现，以及稳健性检验。

4.1. 实际投资风格

根据中国股票基金的交易活动来研究其实际投资风格。基金的实际投资风格由其持股数据决定，在此前提下，平均风格由横向价值加权组合平均五分位数在三个因子——规模、BE/ME 和 PYR 上的得分来衡量。

图表 2 概述了两组漂移基金和“专一”的基金在成立之初的宣布投资风格以及截至 2015 年 12 月末的实际实施投资风格。除成立日申报的投资风格外，也会在每个报告期查看招股说明书中基金名称、投资风格和策略是否有变化。

图表 1 总结了所有公募基金的年平均特征，以百分比和百万元为单位。符合自愿性风格漂移研究条件的样本观察结果范围为 2011 年至 2015 年。公募基金数据来源于 wind，该基金由 274 个至少有 5 年历史的开放式股票基金组成。每只基金至少有 80% 的净资产投资于国内上市公司。最终得到了大约 18 万个投资组合单位用于分析。

(1) 股票型基金包括“普通股票型”基金和“股票型混合型”基金。

(2) 费用比率是指基金向其基金投资者收取的年度费用，以每一日历年在基金总资产中扣除的百分比表示，包括托管费、分销费和服务费、利息费用、回购费用和其他费用。

(3) 交易费是指基金的交易费。

图表 1 公募基金特征的摘要统计

	Mean	Median	Minimum	M
Number of open-end equity ^a funds	<i>n</i> = 274			
Portfolio asset held in stocks (%)	80.98	82.70	80.02	92.94
Portfolio asset held in bonds (%)	5.23	3.01	0	40.08
Age	8.85	8.83	5.50	16.59
Management fees: Prospectus (%)	1.50	1.50	1.50	1.50
Management fees (RMB in million)	45.89	31.84	0.90	269.53
Management fees (% total assets)	1.66	1.65	1.24	2.78
Total Expenses (RMB in million) ^b	28.21	21.87	0.92	146.10
Expense ratio (% total assets) ^b	1.46	1.27	0.60	5.03
Transaction fees (RMB in million) ^c	19.83	14.94	0.47	109.88
Transaction fees (% total assets) ^c	1.10	0.91	0.32	4.42
Total brokerage and commissions (RMB in million)	11.31	8.54	0.27	62.49
Total brokerage and commissions (% total assets)	0.63	0.52	0.18	2.60
Total net assets (TNA) (RMB in million)	2810.61	1916.01	53.08	16,054.11
Total assets (RMB in million)	2861.85	1950.91	53.82	16,470.39
Fund units held by institutions (%)	16.67	11.35	0.31	89.46
Fund units held by management (%)	0.10	0.02	0	5.15
Fund units held by retail investors (%)	83.30	88.66	10.54	99.69

资料来源：华安证券研究所整理

图表 2 中的组 A 显示了每只基金在上下 5% 漂移范围内的真实风格结果。平均而言，28 只基金中有 23 只倾向于在其规定的规模和价值/增长边界之外投资。

研究表明，基金经理倾向于选择与申报的投资目标有不同规模和 BE/ME 特征的股票。本研究的风格漂移评价框架为了解基金经理的实际投资方式以及他们对基金投资策略的遵循程度提供了一个直接而清晰的途径。

4.2. 风格漂移的存在和模式

上节结果证实了中国股票基金中普遍存在风格漂移的现象。表明基金经理有改变组合资产配置倾向，以适应不同的风格因素。因此，基金投资者在决定是否投资于某只基金时，不能仅仅依靠招股说明书，还要继续通过自愿性基金风格波动率 (vFSV)

指标来评估基金在不同风格因素下的资产配置变化，风格一致性排名是基于每个报告期估计的风格特征的加权平均标准差。

图表 2 股票型基金的主动风格漂移

Panel A. Fund Style				Panel B. vFSV
Fund name	Years since inception	Stated	Actual (based on holdings-based analysis as of end Dec 2015)	Voluntary Fund Style Volatility Values
Top 5%				
E&P Mid & Small Cap	5.80	Mid-small	Mega-Deep value	4.940
China Southern Long Yuan Equity	8.26	Growth	Mid-Blend	4.659
Bosera Services Sector Growth	8.85	Growth	Small-value	4.590
Wanjia Harmonious Growth	9.22	Growth	Mega-value	4.570
Tianhong Cyclical Strategy	6.13	Growth	Large-value	4.189
Manulife Teda Growth	12.87	Growth	Mid-growth	4.479
Dacheng Selected Value Growth	11.20	Blend	Mid-Blend	4.393
Tianhong Cyclical Strategy	6.13	Growth	Large-value	4.189
GTJA Allianz Desheng Dividend	7.29	Dividend-income	Large-Blend	4.133
E Fund Kexiang	7.23	Dividend-income	Mid-Blend	4.103
Harvest Thematic	9.58	Growth	Mid-value	4.069
Baoying Pan-Coastal Regional Growth	10.97	Growth	Small-Blend	4.052
China Universal Value	7.04	Value	Large-value	4.047
Golden Eagle Selected Industries	6.59	Growth	Large-Deep value	4.042
Bottom 5%				
ChinaAMC Income	10.27	Income	Mega-value	1.830
E&P Dividend	9.91	Dividend-income	Mega-value	1.796
FTS Potential Portfolio	8.91	Blend	Large-blend	1.789
China Southern Tianyuan New Industry	16.59	Small	Large-value	1.974
New China Dividend	10.44	Dividend-Income	Mega-Deep value	1.735
Harvest Value Advantage	5.65	Growth	Large-blend	1.720
Huaan Core Advantage	7.29	Core	Mega-Deep value	1.704
GTJA Allianz Desheng Small Cap	11.89	Small	Large-value	1.684
Dacheng Blue-Chip Stable Growth	11.74	Growth	Mega-blend	1.643
ChinaAMC Dividend	10.66	Dividend-income	Large-value	1.608
Fullgoal Tianyi Value	11.71	Value	Mega-blend	1.607
Goldstate Capital Core Power	5.97	Core	Mega-Deep value	1.540
E&P Quantitative Core Stock	11.51	Large-core	Large-value	1.431
E&P Advantage Allocation	8.48	Growth	Mega-Deep value	1.123
Drift vs. dedicated managers (Top - Bottom 5% Fractile)				2.662***
Average vFSV top 5% fractile (drift funds)				4.318
Average vFSV bottom 5% fractile (dedicated funds)				1.656
All funds				2.987

资料来源：华安证券研究所整理

将所有基金按其 vFSV 值划分为若干分位数，第一分位数（前 5%）是 vFSV 值最高的基金，表示投资方法最不一致，称为漂移基金。相反，分位数最低 5% 的基金的 vFSV 值最低，因此被归为“专一”的基金。平均而言，样本中漂移基金的总资产净值为 24 亿元人民币，而“专一”的基金的总资产净值约为 7 亿元人民币。

图表 2 中的 B 组展示了 2011 年至 2015 年期间漂移基金组和“专一”的基金组中各基金的风格偏离度汇总。以分位数后 5% 的基金表示的“专一”的基金的平均 vFSV 值为 1.66。以分位数前 5% 为代表的漂移最大的基金，其平均 vFSV 值远高于前者，为 4.32。前 5% 和后 5% 的基金经理之间的风格漂移值差异为 2.66，在 $\alpha=0.01$ 时具有统计学意义。证实了中国基金中存在风格漂移现象，且风格漂移行为不受基金年限的影响。使用不同的子周期进一步检验风格漂移的存在。经过反复检验证实，中国股票型基金容易出现风格漂移。

图表 3 基金管理公司内部和之间的风格漂移的（60 个基金管理公司中的 274 个基金）

Panel A. All funds/FMCs			Panel B. Selected funds/FMCs		
Drift funds (%)	No. of funds	No. of FMCs	Drift funds (%)	No. of funds	No. of FMCs
0-20%	42	9	0%	19	6
21-40%	65	14	50%	32	9
41-60%	77	16	100%	20	5
61-80%	70	16			
81-100%	20	5			
Total	274	60	Total	71	20

Panel C. Drift-Dedicated					
Drift-Dedicated	No. of FMCs	No. of funds	Avg no. of funds	Min. no. of funds	Max. no. of funds
-6	1	10			
-5	3	17	5.6	7	5
-4	2	14	2	6	8
-3	3	15	5	3	9
-2	5	22	4.4	6	2
-1	10	36	3.6	1	7
0	9	32	3.6	2	8
1	11	53	4.8	3	9
2	7	28	4	2	6
3	7	35	5	3	7
5	1	5			
7	1	7			
Total	60	274			

资料来源：华安证券研究所整理

考虑基金管理公司内部或基金管理公司之间是否存在风格漂移的差异，图表 3 显示，各家基金公司之间的风格漂移存在显著差异。如图表 3 的 A 组所示，60 家基金管理公司中，有 9 家基金管理公司的风格漂移基金相对较少，占比不到管理的基金总数的 20%。相比之下，16 家基金管理公司的漂移基金比例较高，占其所管理的 77 只基金总数的 41-60%。图表 3 的 B 组更详细地显示了观察到的各家基金管理公司之间风格漂移的差异。表中显示，60 家固定资产管理公司中，有 6 家没有漂移基金。以图表 4 右上角的浅色组（上层 1-5）为代表，这 6 家基金管理公司（38 号、27 号、8 号、15 号、58 号和 44 号）的基金表现出一致的投资风格。相比之下，60 只基金管理公司中的 5 家基金管理公司出现风格漂移的可能性较大。从图表 4 来看，这 5 家基金管理公司管理的 20 只基金（57、48、30、18 和 46）的漂移值最高。另一方面，15% 的基金管理公司（60 个基金管理公司中的 9 个）在基金管理公司内部没有表现出风格漂移的变化，以至于漂移和“专一”的资金的数量差异为零。所有其他组别的基金管理公司都表现出不同程度的风格漂移。统计结果见图表 3 的 C 组（漂移-“专一”）。

图表 4 每个基金管理公司内部的公募基金在各漂移状态下的分布情况

FMC #	Worst Drift	Decile 10	Decile 9	Decile 8	Decile 7	Decile 6	Decile 5	Decile 4	Decile 3	Decile 2	Decile 1	Most Dedicated
38									1	2	1	1
27								1	2		1	1
8									1	1		
15							1	1		1		
58								1		1		
44											1	
13						1	3		2	1		
21	1						1				1	3
36	1		1				1	3	2	1		1
16	1					1		1	3	1	1	
26						1	1			1		1
49		1					1			1		1
11			1		1	1			1	2		3
41		1	1					1	1		2	
29		1	1				1	1	2			
4				1						1	1	
39					1				1	1		
56			1						1	1		
32						1	1			1		
2						1		2				
23				1				2				
7	1				1			1		2		
54				1		1	1	1		1		
17	1			1	1			2		1	1	
34				3		1	1	1			2	
52					1	1			1		1	
43			1	1	1		1	1			1	
59					1	1			1	1		
3				1						1		
55	1							1				
47			1				1					
14				1			1					
35				1			1					
20	1		1		2	1		1	1	2		
19	1	1				2	1		1			1
42			1	2		1	2			1		
53		2			1			1		1		
10			1	1	1			2				
40	1		1			1	2					
45					2						1	
51				1		1			1			
22				2					1	1		
6	1	1							1			
50			2				1					
24			2			2		1	1			
12					3	2			1	1		
25			2	2	1			2				
31		2	1									1
9		1		1		1		1				
60						3	1					
28			1	1		1	1					
5				1	2		1					
33	1		2		1							1
1			1	2		1	1					
37			2		2		1					
57	1				1							
48		1			1	1						
30	1	1			1							
18			2	1		2						
46	1	1	2	2		1						

资料来源：华安证券研究所整理

4.3. 预期补偿和风格漂移

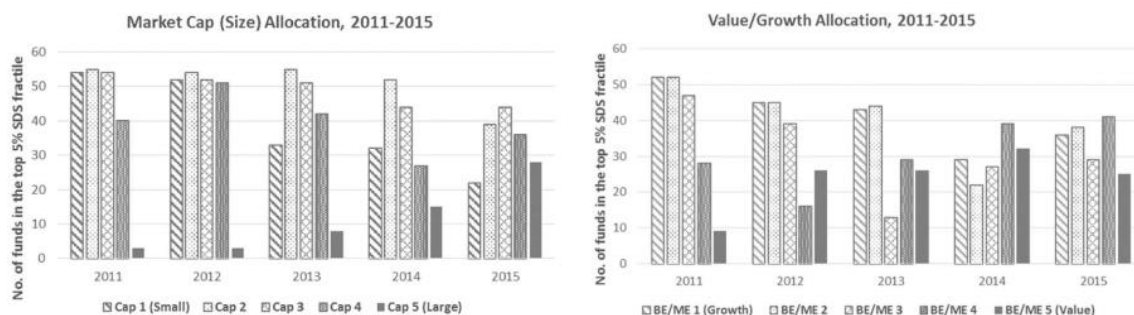
有研究发现，当一只股票表现良好时，公募基金可能会进行年内的羊群行为。因为基金经理希望利用热门股票或投资风格获得短期回报，以吸引投资者的资金流入。基金经理会培养和利用投资者（特别是个人非成熟基金投资者）的非理性和偏好来吸引资金流入，由于基金投资者在选择基金投资时对相对业绩排名给予很大的权重，因此漂移基金会试图获得在最初公告的风格类别中达到最高排名，以吸引新的资金流入，增加 AUM。

图表 3 显示了在基金管理公司内部和之间，在按基金的 VFSV 值排名的十分位上观察到的风格漂移变化。A 和 B 组报告了每个基金管理公司中流动资金的比例（百分比）。统计信息的显示方式有所不同。面板 A 提供了使用五分位数的 60 个基金管理公司中的 274 个基金的全部样本的统计数据。B 组显示了具有 3 种不同风格波动情况的基金管理公司的统计信息：1) 无漂移基金，2) 所有漂移基金 3) 相等数量的漂移资金和“专一”的基金。C 组报告了基金管理公司之间的流动资金和专用资金数量之间的差异。漂移资金代表第六至第十分位（较低十分位）的资金，包括最差的漂移资金。

首先考察下半年增加漂移程度的基金是否是在向某种特定的投资风格偏移。针对吸引资金流入的意愿，研究风格漂移的冒险动机，同时在概率回归框架下进行检验，评价大型基金是否在下半年表现出相对更强的风格漂移动机。

利用 2.3 节提出的自愿风格漂移 (vFSV) 度量方法，计算基金下半年的 vFSV 与上半年 vFSV 值的差值，将其称为“SDS”，即年度风格漂移差值。基金规模表示基金在年中的总资产净值 (“TNA”)，将基金分类为 TNA 高于/低于所有基金的 TNA 均值值这两类。

图表 5 漂移基金平均股票配置和风格的年度变化



资料来源：华安证券研究所整理

图表 5 显示了 2011 年至 2015 年中报后风格漂移基金与不同规模和价值/成长类股票的分布。漂移基金主要被小盘股和成长股所吸引。漂移基金将 20% 的资产投资于小盘股的倾向从 2011 年的 1.8% 上升到 2015 年的 40%，可能是由于小盘股和成长股在中国市场上的表现优于其他股票风格，这促使漂移基金转换投资组合风格，试图在既定的投资目标群体中超越同行。2015 年，更多的漂移基金投资于大盘股和价值股，表示投资风格趋势的变化。如图所示，从 2011 年到 2015 年，投资于大盘股 (Cap5) 的漂移基金数量增加了 9 倍。相反，2015 年投资于小盘股 (Cap1) 的漂移基金数量减少了 60%。虽然这些漂移基金中的大部分 (61% 至 77%) 平均每年倾向于持有 20% 的投资于不同风格的股票，但他们倾向于在市场上偏爱某一种风格。图表 5 表明，漂移基金很可能利用流行的投资风格来获得更高的资金流入。计算各基金的净流入量，并将基金分为漂移指标的五分位数 (vFSV)。图表 6 列出了基金在 3 个不同的滚动期漂移下的

净流入：1 年 vFSV、2 年 vFSV 和 3 年 vFSV。处于上（下）五分位数的基金在投资风格上的漂移最大（最小）。结果显示，漂移基金确实受益于下期净流入的增加。

图表 6 “专一”的基金与风格漂移基金的净资金流入（半年度-百分比）

vFSV Quintile “Q”	Panel A: 1-year vFSV Rolling		Panel B: 2-year vFSV Rolling		Panel C: 3-year vFSV Rolling	
	Avg Net inflows (%)		Avg Net inflows (%)		Avg Net inflows (%)	
No. of observations	2192		1642		1096	
Q1 (Drift)	0.05		0.15		0.17	
Q2	0.04		0.04		-0.01	
Q3	0.01		0.05		0.04	
Q4	-0.01		0.01		-0.07	
Q5 (Dedicated)	0.00		-0.01		-0.04	
Drift (Q1)-Dedicated (Q5) funds	0.05		0.16**		0.21*	
	(0.82)		(1.97)		(1.72)	
Drift (Q1,Q2)-Dedicated (Q5,Q4) funds	0.05		0.10**		0.14**	
	(1.25)		(1.99)		(1.97)	

资料来源：华安证券研究所整理

以 3 年滚动漂移分析为例，与“专一”的基金相比，漂移基金每半年吸引的净流入量是“专一”的基金的 4 倍以上。在中间五分位数也发现了类似的结果。

鉴于风格漂移可以成功地操纵业绩排名以吸引更多的资金流入，接下来要解决的问题是，是否有证据表明，漂移的倾向是由基金经理追求其预期 AUM 挂钩报酬最大化所驱动的。

图表 7 时间序列风格漂移随基金规模和样式类别而变化

Panel A. All Funds				Panel B. Growth Funds		
Fund size	No. of Obs.	Avg TNA (RMB) Million	Style Drift Adjustment after Midyear	No. of Obs.	Avg TNA (RMB) Million	Style Drift Adjustment after Midyear
Large funds	286	6719	-6.08	139	6877	-3.04
Small funds	322	1066	-8.71	147	1180	-3.95
Small vs. Large funds			-2.63***			-0.91*
All funds	608	3892	-14.79	286	3998	-6.99
Panel C. Value Funds				Panel D. Dividend Income Funds		
Large funds	33	5909	-0.66	22	5367	-0.40
Small funds	34	988	-1.15	24	700	-0.70
Small vs. Large funds			-0.49**			-0.30**
All funds	67	3448	-1.81	46	3034	-1.10
Panel E. Impact of expected compensation on style drift						
			Style Drift			
ExpComp			0.103**			
Age			-0.046			
Expenses			-0.038			
Constant			-1.995*			
All funds	438					

资料来源：华安证券研究所整理

图表 7 的 A 组报告了 2011 年至 2015 年小型基金和大型基金的综合 SDS 结果。结果显示，小型基金倾向于在年末后半段将其投资组合调整回风格中心，大型基金在年中之后表现出较强的风格漂移倾向。与大型基金相比，小型基金的漂移价差规模更窄。SDS 的差异在 $\alpha=0.01$ 时具有统计学意义。重新检验结果来判断这种 SDS 现象是否会受到不同投资策略的影响。如果风格漂移确实是由追求最大化报酬驱动的，应该观察到在所有基金类别中大型基金的风格漂移水平一直很高。相反，如果风格漂移是由与

投资风格相关的风险性质引起的，则会发现 SDS 的结果不一致。

根据每年年初申报的投资目标，将基金划分为不同的基金风格。

(1) 成长型基金是指名称中带有“成长”或“激进成长”等术语和/或在投资策略中注明“资本增值”的基金；

(2) 价值型基金是指名称中带有“价值”或“深度价值”等术语和/或投资于投资策略中所述的“价值被低估”的股票；

(3) 红利收入型基金是指名称中带有“收入”或“红利”等术语和/或寻求持有通常高于平均红利收益率的股票。

图表 7 的 B、C 和 D 组总结了结果：在每个日历年的下半年，随着基金规模的增加，风格漂移在标有成长、价值和红利收入的基金中继续存在，而小规模基金的经理在年中之后更有可能监控投资组合的复合和风格漂移。对成长型基金和价值型基金类别之间大小相近的分位数进行比较，发现价值型基金在下半年往往有较高的漂移。同样，经过规模调整后，分红收益型基金的漂移最严重。之前在图表 5 中的研究表明，2011-2015 年期间，漂移基金主要被成长股所吸引。

进一步探讨基金经理在年中后通过改变投资风格来调整组合风险是否与基金上半年的表现有关。考察年中排名位置与基金经理风险承担行为之间的漂移倾向关系。

图表 8 分段比较中的 SDS 和领先/落后者排名位置的相互影响的频率分布

		Assessment Period (6,6) ^a					
		Observed Frequency (unit)					
		Low Returns (Laggards) ^b		High Returns (Leaders) ^b			
SDS Ranked by Fractile	No. of funds	Low SDS ^c	High SDS	Low SDS	High SDS	X ²	p-value
Bottom & Top 20%	440	123 (27.95)	103 (23.41)	97 (22.05)	117 (26.59)	3.64	0.06
Bottom & Top 40%	880	235 (26.70)	206 (23.41)	205 (23.30)	234 (26.59)	3.82	0.05
Median	1088	286 (26.29)	257 (23.62)	258 (23.71)	287 (26.38)	3.09	0.08

资料来源：华安证券研究所整理

图表 8 中的结果显示，基金的投资风格会随着年中业绩的变化而变化。相对于宣称投资目标相似的同行，年中回报率较高的基金在下半年表现出较高的风格波动水平。相应地，年中领先者预期落后者在第二阶段追求更大的风险，因此，领先者的最优对策是通过提高投资赌注来增加风险，以保证自己的中期赢利地位。

为比较具有广泛投资目标的基金和专注于较窄投资目标的基金之间的漂移行为。每只基金统计调查期内 SDS 的正数并以百分比表示。10 年内如有 6 次正向 SDS，则表示为 60%。在 60%-100% 的基金中，发现 35.6% 的基金以市值为申报目标（广义投资目标），20.5% 的基金以市值和风格为申报目标（狭义投资目标）。总体而言，投资目标宽泛的基金（市值）与投资目标较窄的基金相比，偏重于市值和风格的基金漂移较大。广义投资目标的基金占 60.2%，而狭义投资目标的基金仅占 39.7%。

基金年限和费率等基金特征对风格漂移只有边际影响。为了控制这些影响，再次使用概率模型（公式（3））检验报酬最大化假说。图表 7 的 E 组中的结果显示，在 5% 的水平上，ExpComp 为正且显著，表明基金经理在下半年增加风格漂移的倾向正向取决于与资产规模挂钩的预期报酬。此外，结果显示基金规模的 1% 变化会使基金在年中后参与风格漂移的倾向增加约 4 个百分点。但没有发现任何表明基金年限和费用与风格漂移的可能性有关的证据。

这些结果证实，相对于小型基金，资产规模大的基金经理有动机在下半年进行风

格漂移，因为大型基金面临更大的报酬缩水威胁，因为业绩较差与规模缩水有较大关联。基金经理对 AUM 挂钩报酬最大化的追求促使其进行风格漂移，因此试图超越基金同行，成为排名靠前的基金从而吸引资金流入。

4.4. 风格漂移与基金业绩

主动型基金经理可以通过长期选择优秀股票的能力，为基金增加收益。以 3 年的评估窗口作为经验法则来了解漂移基金相对于“专一”的基金在选股方面的表现。基金经理选股能力方面的基金收益以年度为单位考量。

图表 9 描述了“专一”的与漂移基金经理的时间序列选股技巧。如面板 B 所示，漂移基金经理没有选择优秀的股票，因此遭受了 2.2% 的投资损失。然而，“专一”的基金经理通过买入特征相似的优质股票，为投资者的收益增加了 0.47% 的额外收益。它们之间的业绩差距为负 2.67%。差异在 $\alpha=0.05$ 时有统计学意义。绩效随着投资风格的一致性而提高。风格漂移的基金经理在报酬对相对排名敏感时，会选择劣质股票的原因是，风格漂移的基金经理将过于关注短期结果，来试图超越同行，以获得最大的年终报酬。在这种短期主义的前提下，基金经理可能会投入极少的时间、资源和精力来正确评估股票的质量，因为股票不会被长期持有，因此导致较差的选股结果。

图表 9 “专一”的基金经理与漂移基金经理的选股能力 (CS): 按 vSV 值排名

vFSV Quintile	No. of funds	Avg TNA (RMB) Million	Panel A. 1-year	Panel B. 3-year	Panel C. 4-year
			Avg Annual CS Returns (%)	Avg Annual CS Returns (%)	Avg Annual CS Returns (%)
Top 5% (Worst Drift)	14	2449	5.12	-2.20	-2.37
Top 10%	27	2545	3.01	-3.32	-3.43
Top 20%	55	2320	4.16	-2.24	-2.90
2nd 20%	55	2188	3.12	-2.41	-2.71
3rd 20%	54	1747	4.24	-2.23	-2.65
4th 20%	55	2058	3.49	-1.23	-1.32
Bottom 20%	55	1643	2.59	-0.95	-0.99
Bottom 10%	27	1175	1.97	-0.57	-0.58
Bottom 5% (Most Consistent)	14	727	1.94	0.47	0.64
Top - Bottom 5% funds	-	-	3.18	-2.67**	-3.02**
Top - Bottom 10% funds	-	-	1.04	-2.74***	-2.85***
Top - Bottom 20% funds	-	-	1.57	-1.29*	-1.90**
All funds	274	545,881	3.52	-1.81	-2.11

资料来源：华安证券研究所整理

图表 10 大型基金与小型基金的选股能力 (CS): 按 SDS 值排名

Panel A. Style drift defined by median SDS				Panel B. Style drift defined by top 20% SDS		
Fund size	No. of Obs.	Avg TNA (RMB) Million	Avg Annual CS Returns (%)	No. of Obs.	Avg TNA (RMB) Million	Avg Annual CS Returns (%)
Large funds	274	5087	-2.71	108	5048	-3.67
Small funds	274	874	-1.39	108	794	-1.09
Small vs. Large funds			-1.32* (1.96)			-2.58** (1.97)
All funds	548	5961	-4.11	216	5842	-4.76
Panel C. Style drift defined by top 10% SDS				Panel D. Style drift defined by top 5% SDS		
Large funds	56	4746	-3.49	28	4584	-1.90
Small funds	56	817	-1.67	28	709	-1.41
Small vs. Large funds			-1.81 (1.98)			-0.49 (2.00)
All funds	112	5563	-5.16	56	5293	-3.31

资料来源：华安证券研究所整理

大型基金表现出较高的漂移倾向(图表 7), 漂移基金的业绩普遍较弱(图表 9)。检验当大型基金的管理人选择进行风格漂移时, 其选股收益是否低于小型基金。在这一分析中使用 4.3 节中的 SDS 构造来定义风格漂移, 以确保在检验大型漂移基金是否擅长挑选优质股票时方法的一致性。对于以 SDS 值中位数定义的漂移基金, 以及 SDS 值前 20% 的五分位数, 大基金和小基金的业绩差距从负 1.32% (图表 10 的 A 组) 到负 2.58% (图表 10 的 B 组)。业绩差距分别在 $\alpha=0.10$ 和 $\alpha=0.05$ 时有统计学意义。而没有发现在前 5% (图表 10 的 C 小组) 和 10% (图表 10 的 D 小组) 的 SDS 分位数内的风格漂移情况有任何显著的结果, 可能由于年度基金观测值的数量较少导致。

研究表明, 风格专一的基金往往能满足其基准收益, 并且具有较低的投资组合风险, 凸显了基金经理保持一致投资风格的能力为基金投资者增加了价值。风格漂移与业绩之间的反向关系的另一种解释是: 漂移基金主动追求短期业绩排名会影响基金经理的选股结果, 而不是将业绩归因于规模、价值、成长和动量风格维度内漂移策略的成功。

5. 稳健性测试

5.1. 其他风险度量

为了检查结果是否因为选择了在式 (1) 中定义的风格漂移度量而产生偏差, 使用了另一种度量跟踪误差 ("TE"), 一种基于收益的分析方法。TE 追踪的是基金经理的实际投资风格与其中报的投资目标所代表的风格基准在测算期内的偏差。不使用基金资产净值的原始回报, 而使用基于投资组合持股的加权平均基金回报 (更能代表基金经理的实际股票投资配置决策), 即基金投资组合中每只股票的权重乘以相应的股票回报。如果基金与相似特征的基准投资组合 (参考风格指数) 之间的收益差异较大, 则表示基金的风格漂移程度高, 反之亦然。结果显示, 以 36 个月为评估周期, 漂移基金的年化 TE 较高, 为 4.17。相比之下, "专一" 的基金的年化 TE 则低得多, 为 3.44。在 48 个月和 60 个月评估的测试中, 结果基本没有变化。

结果进一步支持了对中国股票型公募基金风格漂移行为的猜测。漂移基金的 TE 估计并没有受到风格漂移定义的影响。从另一个角度看, TE 结果表明, 在满足基金投资者预期的投资结果方面, 风格漂移基金组合的风险要比 "专一" 的基金更大。当基金经理进行风格漂移时, 投资组合的风险就会增加。

5.2. 其他业绩指标

作为对绩效估计的额外稳健性检验, 使用 1 年和 4 年的时间跨度重新评估选股绩效, 以确保研究结果不受特定时间段的影响。在 4 年区间 (图表 9 中的 C 组), 对选股收益的研究结果依然稳健, 显示风格漂移 (风格专一) 基金的收益为负 2.37% (正 0.64%), 收益差为 3.02%。在 1 年区间 (图表 9 中的 A 组), 风格漂移和风格专一基金经理获得 CS 正收益的可能性都很弱。结果在预期之中, 因为人们普遍承认一年的业绩未必是衡量基金经理能力的可靠指标。对于如何定义基于分位数概念的 "风格漂移" 来说, 本文的研究结果在统计学上也是稳健的, 即研究结果在 10 和 20 的 vFSV 百分位数范围内存在类似的关系。

使用另一种业绩指标来进一步进行稳健性检验。在第 5.2 节中, 没有在不同的子期进行分析, 而是根据基金的超额收益 (分子) 除以基金超额收益的标准差 (分母)

来构建信息比率 ("IR")。基金的超额回报率是指基金的回报率与其基准回报率之间的差额。IR 衡量方法在检验主要结果的稳定性方面十分有效，分母可以看作 TE。在 5.1 节中，漂移基金往往具有较高的年化 TE，因此漂移基金经理需要表现出较好的技巧来抵消基金成本，并击败基准收益，以赚取更高的超额收益，从而实现更高的 IR。这种 IR 测算的另一个优势是，绩效结果受到基金经理的风险规避的控制。

结果显示，“专一”的基金与漂移基金的超额回报率并不一致。平均而言，“专一”的基金 (vFSV 五分位数最低的 5%) 在 3 年内的年化 IR 为 0.77。漂移基金 (vFSV 五分位数最高的 5%) 的年化 IR 为 0.02。在 10% 和 20% vFSV 分位数的基金中，“专一”的基金始终能产生更稳定的超额收益。例如，在 20% vFSV 分位数中，漂移基金的年化 IR 低于“专一”的基金 0.33。总体而言，除 1 年期外，在 3 年期和 4 年期的“专一”的基金的出色业绩在 $\alpha=0.01$ 时具有统计学意义。

5.3. 估计稳定性

本节使用不同的方法论重新运行整个分析，以检查漂移表现的发现是否保持不变。使用匹配样本分析进行估算，检验漂移和“专一的”基金经理的选股能力 (CS) 如何转化为由 IR 衡量的超额收益 ("alpha")。第 4.4 节的主要结果只显示了“专一的”基金经理在选股技巧上相对优于漂移基金经理的区别，而没有显示基金实际产生的阿尔法法与经理技巧的关系。这种估计使得在主要结果中除了控制基金规模外，还可以控制更多的基金特征。

将漂移基金组和“专一”的基金组组成配对样本。以年度平均 SDS 为断点将样本分为漂移基金和“专一”的基金，并分别对漂移基金组和“专一”的基金组进行四向分类步骤。即以基金特征平均值将基金分为规模、年限、费用率和 Trade-to-TNA 率 (作为周转率的代表) 相近的子组。控制变量 Trade-to-TNA 率是衡量基金交易活跃度的直接指标，其计算方法是将基金的交易费用除以总资产净值。首先用平均 TNA 值对基金进行规模排序，在大型 (高于平均水平) 和小型 (低于平均水平) 基金组中，进一步按基金年限进行排序。在第一和第二排序的子组中，使用费用率特征进行第三次排序，最后在规模、年限和费用率子组中，按 Trade-to-TNA 率特征进行排序。通过排序，可以为每一年创建两组 16 个相同的子组合，以测试和比较漂移基金和“专一”的基金的业绩差异。对于每个子组合，将基金与其选股能力进行匹配，并将选股能力优越 (劣质) 的基金经理定义为 CS 值高于 (低于) 平均水平的基金经理。然后，根据基金的 IR 计算出优劣选股能力 (配对) 的 α 差异，并检验业绩差异是否有统计学意义。结果显示，“专一”的基金的 CS 的 IR 高于漂移基金，在 5 年内超过 226 个基点，且在 1% 的水平上显著。结果表明，“专一”的基金在长期内超越基准的能力更强。

除了配对样本检验外，进行面板回归来检验风格漂移对基金经理选股能力的影响。使用固定效应模型，控制基金特征，如基金费用率、年限和规模。为了捕捉隐含在聚类中的漂移业绩的差异，使用通过基金以及基金管理公司得出的聚类标准误差来计算 t 统计量。图表 11 展示了面板回归的结果。

图表 11 风格漂移对基金经理的选股能力的影响

Panel A: The effects of vFSV on CS								
Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Intercept	0.025*** (7.80)	0.048*** (12.51)	0.074*** (13.37)	-0.088 (-1.33)	0.025*** (7.15)	0.048*** (11.13)	0.074*** (10.18)	-0.088 (-1.28)
vFSV	-0.183*** (-5.57)	-0.113*** (-3.58)	-0.053* (-1.83)	-0.052* (-1.82)	-0.183*** (-5.11)	-0.113*** (-3.31)	-0.053* (-1.71)	-0.052* (-1.67)
Expense		-0.009*** (-9.21)	-0.007*** (-6.93)	-0.007*** (-6.92)		-0.009*** (-7.80)	-0.007*** (-6.17)	-0.007*** (-6.17)
Age			-0.007*** (-7.36)	-0.006*** (-6.07)			-0.007*** (-5.24)	-0.006*** (-4.54)
Log TNA				-0.017** (-2.45)				-0.017** (2.34)
Fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Clustering (Fund)	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	No	No
Clustering (FMC)	No	No	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.03	0.11	0.18	0.19	0.03	0.11	0.18	0.19
n	1370	1370	1370	1370	1370	1370	1370	1370

Panel B: The effects of SDS on CS								
Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Intercept	0.007*** (65.42)	0.039*** (12.24)	0.072*** (13.48)	-0.091 (-1.35)	0.007*** (53.43)	0.039*** (10.47)	0.072*** (9.83)	-0.091 (-1.30)
SDS	-0.111*** (-3.34)	-0.09*** (-2.92)	0.009 (0.27)	0.006 (0.20)	-0.111*** (-2.73)	-0.09** (-2.57)	0.009 (0.24)	0.006 (0.17)
Expense		-0.01*** (-9.94)	-0.007*** (-7.21)	-0.007*** (-7.22)		-0.01*** (-8.53)	-0.007*** (-6.53)	-0.007*** (-6.56)
Age			-0.007*** (-7.21)	-0.007*** (-5.92)			-0.007*** (-5.30)	-0.007*** (-4.53)
Log TNA				-0.017** (-2.43)				-0.017** (-2.31)
Fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Clustering (Fund)	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	No	No
Clustering (FMC)	No	No	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.01	0.10	0.18	0.18	0.01	0.10	0.18	0.18
n	1370	1370	1370	1370	1370	1370	1370	1370

资料来源：华安证券研究所整理

图表 11 的 A 组用 vFSV 报告了风格漂移对选股能力的影响。模型(1)-(4)显示，在控制了固定效应和基金的聚类标准误差后，风格漂移对基金经理的选股技巧有显著的负向影响。在模型(5)-(8)中，风格漂移与选股能力之间也存在显著的负向关系，其中，标准误差按基金管理公司进行聚类。图表 11 的 B 组重复了 A 组的估计模型，风格漂移用 SDS 表示。SDS 表示基金的年度风格漂移差，如 4.3 节所述。在按基金和基金管理公司进行固定效应的聚类调整后，B 组中的结果与图表 11 中 A 组的结果一致。即表现出风格漂移的基金的表现不佳。

6. 结论与展望

当基金经理投资的股票偏离了基金申报的投资策略时，实际上误导了基金投资者对基金投资的风险和收益预期，带来了严重的信息不对称问题，阻碍了市场功能的发挥。大多数传统的公募基金研究都采用基于收益的分析方法，本文采用基于持股的细致方法，设计了一个原创的基金风格指数，以准确、直接地检测风格漂移的存在。通过该指数克服了国内缺乏准确的特定风格指数来衡量公募基金业绩的问题。可以捕捉到基金经理长期以来有意的风险承担行为。

本文首次研究了中国公募基金场中存在的有意风格漂移，并揭示了这个新兴但快速发展的基金行业中风格漂移的动机和影响。探讨了基金经理的预期 AUM 挂钩报酬如

何激励其通过风格漂移承担更高的投资风险，以及这种行为如何影响基金收益。

2011-2015 年期间 18,600 个基金年度漂移的观察样本中，中国股票基金有意风格漂移存在随时间推移而变化的显著迹象。与小基金相比，大基金有更强的漂移倾向，原因是大基金更容易遭遇规模缩水的情况。风格漂移是由基金经理追求与管理资产规模挂钩的预期报酬最大化所驱动的。

总体而言，漂移基金总体上并不能为基金投资者带来赢利的结果，而基金经理保持一致的投资风格的能力却能为基金投资者的财富增加收益。漂移行为中蕴含的短期主义可能是漂移基金选股收益较弱的根本原因，因为基金经理可能会牺牲优质信息来赌取短期收益。此外，大型基金的漂移行为比小型基金更多，表现更差。

文献来源：

Chua A K P, Tam O K. The shrouded business of style drift in active mutual funds[J]. Journal of Corporate Finance, 2020(Forthcoming)

7. 风险提示

本文结论基于历史数据、海外情况进行测试，不构成任何投资建议。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。