

逆境中基金经理的投资能力与风险管控研究

——以开放式偏股型公募基金为例

王晓晖¹, 许林²

1. 广东财经大学 经济学院, 广东 广州 510320

2. 华南理工大学 经济与金融学院, 广东 广州 510006

DOI:10.61369/ASDS.2026050001

摘要： 基金经理能否在逆境中创造价值、控制风险，是衡量其投资能力的关键。本文基于438只开放式偏股型公募基金的季度数据为样本，采用逆境收益率衡量基金经理逆境投资能力，并通过构建基金经理独立投资能力这一中介变量，实证考察了逆境投资能力对基金净值暴跌风险的影响机制。研究发现：首先，基金经理逆境投资能力与基金业绩呈显著正相关，与净值暴跌风险呈显著负相关；其次，中介效应检验表明，独立投资能力在逆境投资能力影响暴跌风险的过程中发挥显著的中介作用。本研究结论为投资者甄选基金产品、评估基金经理真实能力提供了重要的决策参考。

关键词： 逆境投资能力；净值暴跌风险；独立投资能力

A Study on Fund Managers' Investment Capability and Risk Management in Adversity — A Case Study of Open-end Equity-oriented Mutual Funds

Wang Xiaohui¹, Xu Lin²

1. School of Economics, Guangdong University of Finance and Economics, Guangzhou, Guangdong 510320

2. School of Economics and Finance, South China University of Technology, Guangzhou, Guangdong 510006

Abstract： Whether fund managers can create value and control risks in adverse circumstances is a key measure of their investment capability. Using quarterly data from 438 open-end equity-oriented mutual funds as the sample, this paper measures fund managers' adversity investment capability through adversity returns, and empirically examines the mechanism through which this capability affects the risk of net value collapse by constructing the mediating variable of fund managers' independent investment capability. The study finds that, first, fund managers' adversity investment capability is significantly positively correlated with fund performance and significantly negatively correlated with the risk of net value collapse. Second, the mediating effect test shows that independent investment capability plays a significant mediating role in the process through which adversity investment capability affects collapse risk. The conclusions of this study provide important decision-making references for investors in selecting fund products and evaluating fund managers' true capabilities.

Keywords： adversity investment capability; risk of net value collapse; independent investment capability

引言

2024年，国内新发基金市场持续火热，规模已突破1.23亿元。在明星基金经理耀眼历史业绩的驱动下，“百亿一日售罄”的现象屡见不鲜。然而，这种“追星效应”下的投资决策，往往忽视了基金业绩的周期属性，且普遍依赖无条件历史收益率这一指标。为弥补此认知与评估缺口，本文旨在探究基金经理在熊市中的“逆境投资能力”是否构成衡量其真实管理能力的更有效标尺？该能力又是否能显著降低其管理基金的净值暴跌风险？为投资者提供超越短期光环的、更具韧性的决策依据，以规避潜在的重大投资损失。

国内外学界已基本建立相对完善的基金业绩评价体系。从Treyner(1965)提出单因素模型的基金业绩评价指数开始，Fama和French(1993)提炼出了三因子模型，对传统CAPM模型的定价进行了修正，Carhart(1997)以动量效应作为第四个因子对动量现象做出了解释^[1]；Busse, Jiang和Tang(2017)通过控制多因子模型中的Beta和股票特征因子，发现基金业绩和股票特征高度相

基金项目：本文系广东省哲学社会科学规划一般项目“基金家族逆境造星行为逻辑演进及有效性研究”（GD22CYJ10）阶段性研究成果。

作者简介：

王晓晖，管理学博士，广东财经大学经济学院副教授，邮箱：69059138989@qq.com；

许林，管理学博士，华南理工大学经济与金融学院教授、博士生导师，邮箱：linxu@scut.edu.cn。

关^[2]。除不断挖掘新影响因子外,学者们还发现众多基金的投资策略具有普遍性。Grinblatt, Titman 和 Wermers (1995) 研究发现基金获得超额收益仅仅源于买入拥有高历史收益的股票,抛出拥有低历史收益的股票,而非归功于基金经理独特的交易策略^[3]; Cremers (2016) 指出基金经理投资观念消极时所采用的投资策略会无的放矢,造成其所管理的基金未来表现极为糟糕^[4]。

大部分学者认为基金业绩具有持续性,但其是否长期有效仍未有定论。Berk 等 (2015) 否定了传统的 Alpha 评价业绩方法并基于价值增量对基金业绩进行了全新诠释,发现价值增量对基金业绩的影响具有高度持续性和深远性^[5]。而有些学者则认为长期内基金业绩持续性会失效, Hendricks 等 (1993) 发现前一季度的业绩能够较为准确地预测本季度业绩,若将检验区间修改为一年,预测效力便会消失; Huij 和 Verbeek (2007) 发现基金业绩仅能持续 1 个月。Hoberg 等 (2017) 认为基金业绩持续性可存在一年,但如果基金经理进行大众化投资,这种业绩的持续性便不复存在^[6]。

在基金业绩影响因素的研究方面,众多学者做了积极探索。Detzel 和 Weigand (1998) 发现基金经理管理效益并不会与其工作时长呈现显著的正相关关系; Chevalier 等 (1999) 研究后得出基金经理的年龄、学历水平都会对基金业绩产生显著影响的结论。赵秀娟、成钢、汪寿阳 (2011) 发现基金经理的主动管理投资能力在熊市具备更大作用,且基金经理的主动管理投资能力随着其管理时间增长能够更为明显地影响其业绩^[7]; 焉昕雯 (2020) 发现若基金经理于牛市“出道”,其所管理的基金未来表现越糟糕^[8]。

目前,研究基金净值暴跌风险的文献较少,且多数借鉴了股价暴跌风险的研究思路。侯伟相 (2018) 提出可以借助基金的负收益偏态系数 (NCSKEW) 和基金收益率涨跌幅波动比率 (DUVOL) 来衡量基金净值暴跌风险^[9]; 丁春霞、王唯先 (2018) 发现面临较大非流动性风险的基金也会面临较大的崩盘风险,并构造了预测基金净值暴跌风险的非流动性风险因子^[10]; 许林和张晓华 (2020) 认为追求更高的基金业绩排名和更高的超额收益,基金经理会采取激进的投资行为,从而带来较大的净值波动风险^[11]。

面对国内外学界对于基金经理逆境投资能力如何影响基金业绩和净值暴跌风险这一领域的研究极少的现实。本文将尝试利用逆境收益率对熊市恶劣行情中基金经理的主动投资能力进行全新刻画,并努力探究这一新业绩评价指标对净值暴跌风险的影响机理,从而为业界提升基金未来表现的同时,竭力降低基金净值暴跌风险。

一、理论分析与假设提出

(一) 逆境投资能力与基金未来业绩

Jiang 和 Kelly (2012) 认为,无需采取高明的投资策略便可在牛市中获得高额回报。以往对于基金经理投资能力的评价多以基金的无条件历史收益率衡量,简单计算后得到的无条件收益率将许多“噪声”计算入内。Marcus (1990) 认为,具有优异表现的基金并不得益于其基金经理卓越的择时能力与择股能力,而是仅仅因为他们相较于其他基金经理更为幸运。Glode 等 (2011) 认为,熊市中平庸的投资策略不能帮助投资者获取超额收益,低迷的市场行情会对基金经理的投资能力提出更高的要求^[12]。

基于此,本文将聚焦于探究是否基金经理在熊市“逆境”中的表现能够更好地衡量其真正投资能力。本文通过对下行市场中的有条件历史收益率计算所得的逆境收益率作为评价基金经理逆境投资能力的代理指标,并对基金业绩表现进行回归分析。结合前文的分析,本文提出假设 1:

假设 1: 基金逆境收益率越高,其未来收益越好。

(二) 逆境收益率与基金净值暴跌风险

基金净值暴跌风险目前还是较新的研究领域,国内外仅有较少文献着眼于研究基金净值暴跌风险的影响因素。在熊市全线崩盘的情况下,具备何种能力的基金经理能够更好地应对? 本文将基金经理逆境投资能力与基金净值暴跌风险联系起来。基金经理在熊市中的主动管理投资能力越强,其投资风格与投资策略越稳健、成熟,其所管理的基金资产配置越合理,整体抗风险水平越

高,面临的基金净值暴跌风险也越低。基于此,本文提出假设 2。

假设 2: 基金逆境收益率越高,其净值暴跌风险越低。

(三) 独立投资能力与基金逆境收益率、净值暴跌风险

当前,国内外鲜有相关文献聚焦于基金逆境收益率对基金净值暴跌风险的产生作用的影响机理。假若基金经理在熊市的收益表现能够更好地衡量其业绩和净值暴跌风险,那影响的中介变量是什么?

胡赫男和吴世农 (2006) 通过对 1998~2004 年我国 94 家基金公司研究后发现,我国基金市场羊群效应显著,盛行跟风且在熊市时表现更明显^[13]。许多基金经理仅仅只是简单地复制其他表现优秀的基金经理的持仓情况,便可以在行情好时收获良好的业绩表现,其本身并不一定具有良好的投资能力,但出众的基金经理真正独到的投资策略和敏锐的投资目光却是难以借鉴持仓情况复刻。

本文提出了一个新的、未被现有指标解释的基金经理真正投资能力衡量指标——独立投资能力,即基金经理在不借鉴和模仿他人投资组合时所表现出来的真实独立投资水平。基金经理对他人的借鉴模仿程度通过羊群效应测度指数 (CSAD) 来衡量,数值越高,代表其基金持仓组合与他人持仓组合越相似,羊群效应越明显。本文认为基金经理较高的逆境收益率反应了其拥有出类拔萃的独立投资能力,从而能够更好地应对熊市行情,尽可能降低基金崩盘风险。针对以上分析,本文如下假设:

假设 3: 基金逆境投资能力通过独立投资能力这一中介变量对基金净值暴跌风险产生影响,且基金经理的独立投资能力与基金逆境投资能力呈正相关,与基金净值暴跌风险呈负相关。

二、变量选择与模型构建

(一) 变量选择与数据来源

本文主要选取我国开放式混合偏股型基金、开放式混合灵活型基金和开放式股票型基金作为主要研究对象。因指数基金策略体现为被动追随市场指数投资,不能较好地体现基金经理逆境投资能力,故本文将其剔除。为尽可能保证实验数据的适用性与代表性,最终选取了 WIND 金融数据库中于 2015 年~2020 年正常运行,且数据较为完整的 438 只基金的季度数据作为本文研究样本。

1. 上行市场与下行市场

本文主要参照 Zheng Sun 等(2018)的衡量方法,若某时间段内综合 A 股市场收益率低于其历史中值,则该时间段的市场将被定义为上行市场;反之,则被定义为下行市场^[14]。

2. 基金逆境收益率

借鉴 Zheng 等(2018)的计算方法,对每只基金构建一个新的、有条件的历史收益率衡量指标。其中,第 i 只基金的逆境收益率等于该基金最近 12 个下行月的月收益率平均值。

$$retdown_i = \frac{\sum_{downmonth-i}^{12} r_{i, downmonth}}{12} \quad (1)$$

3. 基金净值暴跌风险

参考侯伟相等(2018)的指标,将基金净值暴跌风险具体刻画为基金负收益偏态系数 NCSKEW 和基金收益涨跌波动比率 DUVOL,详尽模型如公式(2)所示:

$$r_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 r_{m,t-2} + \beta_2 r_{m,t-1} + \beta_3 r_{m,t} + \beta_4 r_{m,t+1} + \beta_5 r_{m,t+2} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $r_{i,t}$ 是第 i 只基金在考虑现金红利再投资后的复权周回报率, $r_{m,t}$ 是在考虑现金红利再投资后的流通加权市值综合市场周回报率。同时,为尽可能减少市场非同步性交易对本模型最终计算结果的影响,本文还在模型中加入了综合市场收益率前后两期的滞后项进行回归分析。

将模型(2)回归后得到的残差项 $\hat{a}_{i,t}$ 取自然对数后,计算出特质收益率:

$$W_{i,t} = \text{LN}(1 + \epsilon_{i,t}) \quad (3)$$

基于此,基金暴跌风险两个具体量化指标可由以下公式计算得出:

$$\text{NCSKEW} = -\frac{[n(n-1)^2 \sum W_{i,t}^3]}{[(n-1)(n-2)(\sum W_{i,t}^2)^2]} \quad (4)$$

$$\text{DUVOL} = \log \left\{ \frac{[(n_u-1) \sum_{down} W_{i,t}^2]}{[(n_d-1) \sum_{up} W_{i,t}^2]} \right\} \quad (5)$$

其中, n 代表了某只基金在每季度的合计交易月数, n_u 表示每只基金经计算后得出的特质收益率 $W_{i,t}$ 。 n_u 代表某只基金大于其每季度平均特质收益 $W_{i,t}$ 的月份个数,反之,则为 n_d 。基金负收益偏态系数 NCSKEW 数值越大,表示该只基金的净值暴跌风险越大;基金收益涨跌波动比率 DUVOL 数值越大,其代表的基金净值的暴跌风险也越大。

4. 独立投资能力

本文利用横截面收益绝对偏差(CSAD)来度量基金羊群效应

水平,具体计算公式如下:

$$\text{CSAD}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N |r_{i,t} - r_{m,t}| \quad (6)$$

其中, N 为市场基金投资组合中存在的基金数量, $r_{i,t}$ 是每只基金在特定时间段内的季度收益率, $r_{m,t}$ 是综合市场基金投资组合的季度平均收益率。

将模型(6)计算后所得的 CSAD_t , 带入模型(7)进行回归分析,并控制个体效应与时间效应。

$$\text{Performance}_{i,t} = \alpha \times \text{CSAD}_t + \beta \times \text{Controls} + \delta \times \text{Time}_t + \gamma \times \text{Fund}_i + \epsilon_{i,t} \quad (7)$$

将回归后的残差 $\hat{a}_{i,t}$ 提取出来,残差 $\hat{a}_{i,t}$ 即为未能被现有的羊群效应所解释的、非简单模仿学习他人投资组合的基金经理独立投资能力,本文将独立投资能力命名为 INDEret。

5. 控制变量

本文选用的相关控制变量及其概念如表 1 所示。

表 1: 主要控制变量

变量名称	变量符号	定义及表述
基金收益率	ret	复权单位净值增长率=(本期复权净值-上期复权净值)/上期复权净值×100%
基金资金流动	flow	[本期基金的资产净值-上期资产净值×(1+考虑分红拆分再投资的基金复权单位净值增长率)]/上期资产净值
基金超额收益	retex	基金收益率-无风险利率,无风险利率为银行定期整存整取的一年利率
基金规模	size	基金净资产的自然对数
基金家族规模	famsize	基金所属管理公司旗下总管理基金净值的自然对数
基金收益波动率	retstd	本期收益率的标准差
基金持股集中度	concern	前十大前 10 名重仓证券市值合计占基金资产净值比

(二) 模型构建

1. 逆境收益率与基金未来业绩

多数投资者在购买基金时,基金业绩是首要判断基金优劣的指标。为检验假设 1,建立模型如下:

$$\text{Performance}_{i,t} = \alpha \times retdown_{i,t} + \beta \times \text{Controls} + \delta \times \text{Time}_t + \gamma \times \text{Fund}_i + \epsilon_{i,t} \quad (8)$$

其中,本文利用基金超额收益(retex)来衡量被解释变量基金业绩(Performance _{i,t})。

基金逆境收益率(retdown _{i,t})为本模型的解释变量。Controls 为本模型的控制变量,其中包含基金规模(size)、基金家族规模(famsize)、基金资金流动(flow)、基金持股集中度(concern)以及基金收益率波动率(retstd)。本文主要使用面板固定效应回归模型对相关数据进行分析,并控制了模型中的基金个体效应(Fund _{i})与时间效应(Time _{t})。

2. 逆境收益率与基金净值暴跌风险

为检验基金逆境收益率是否能够较为准确的衡量基金净值暴跌风险,从而对基金经理的风险规避水平和主动管理能力提出新的、更为可靠的量化评价指标,本文构建如下模型对假设 2 进行检验:

$$\text{NCSKEW}_{i,t} = \alpha \times retdown_{i,t} + \beta \times \text{Controls} + \delta \times \text{Time}_t + \gamma \times \text{Fund}_i + \epsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$\text{DUVOL}_{i,t} = \alpha \times retdown_{i,t} + \beta \times \text{Controls} + \delta \times \text{Time}_t + \gamma \times \text{Fund}_i + \epsilon_{i,t} \quad (10)$$

其中，基金负收益偏态系数 $NCSKEW$ 和基金收益涨跌波动比率 $DUVOL$ 为衡量基金净值暴跌风险的代理指标。本文利用面板固定效应回归模型进行回归分析，并在回归过程中控制基金个体效应（ $Fund_i$ ）与时间效应（ $Time_t$ ）。

3. 影响机制探索

为更为深入地研究基金净值暴跌风险受基金逆境收益率影响的机制，本文利用中介效应模型，将独立投资能力（ $INDEret$ ）作为中介变量，研究基金逆境收益率对基金净值暴跌风险的影响机理。本文构建了以下模型检验假设3：

$$COLLAPSE = \alpha_0 \times retdown_{it} + \alpha_1 \times Controls + \alpha_2 \times Time_t + \alpha_3 \times Fund_i + \epsilon_{it} \quad (11)$$

$$INDEret_{it} = \beta_0 \times retdown_{it} + \beta_1 \times Controls + \beta_2 \times Time_t + \beta_3 \times Fund_i + \epsilon_{it} \quad (12)$$

$$COLLAPSE = \delta_0 \times INDEret_{it} + \delta_1 \times retdown_{it} + \delta_2 \times Controls + \delta_3 \times Time_t + \delta_4 \times Fund_i + \epsilon_{it} \quad (13)$$

其中， $COLLAPSE$ 代表 $NCSKEW$ 和 $DUVOL$ ， $INDEret$ 为本模型的中介变量。 $\hat{\alpha}_0$ 为 $retdown$ 对 $COLLAPSE$ 的总效应， $\hat{\alpha}_0$ 为 $retdown$ 对 $INDEret$ 的总效应， $\hat{\alpha}_0$ 为 $INDEret$ 对 $COLLAPSE$ 的间接效应。 $\alpha_0 = \delta_1 + \beta_0 \times \delta_0$ ，即总效应为直接效应与间接效应之和。

三、实证结果与分析

（一）变量分析

1. 描述性统计

本文描述性统计结果如表2所示，由统计结果可以得出基金逆境收益率（ $retdown$ ）均值为 -5.42% 的结论，表明在综合市场呈现出下行的状态下，基金市场季度平均收益为负。其中，极大值为 8.2% ，极小值为 -18.2% ，说明在行情低迷状态下，基金经理的业绩表现良莠不齐且差距较大。

相较于基金逆境收益率（ $retdown$ ），目前市场常用的衡量基金经理业绩的无条件历史收益率（ ret ）标准差更高，为 14.83 ，且极大值与极小值差距更为显著。从基金净流入（ $flow$ ）的极大极小值可以推断出，受个人投资者追捧的热门基金更多地表现为基金流入，且基金间差异巨大，极大值达到 168.9 ，而极小值仅为 -8 。基金收益率波动率（ $retstd$ ）也呈现出显著的组内差异，表明有相当数量的基金经理旗下基金收益波动较大，而另一部分基金经理投资风格更为稳健。

独立投资能力（ $INDEret$ ）极大值为 29.90 ，极小值为 -23.46 ，说明有一部分基金经理拥有较高的独立投资能力，而

也有部分基金经理独立投资能力糟糕，投资策略的独特度较低。基金负收益偏态系数 $NCSKEW$ 和基金收益涨跌波动比率 $DUVOL$ 也表现出较为显著的组间差异，表明基金经理管理的基金能够承受的净值暴跌风险参差不齐，众多并不具备优秀抗风险能力的基金经理鱼目混珠，给投资者的基金投资选择增添了困难。

表2：主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	极小值	极大值
<i>retdown</i>	10,512	-5.419%	3.556	-18.171	8.199
<i>ret</i>	10,512	4.735%	14.837	-42.144	87.801
<i>retstd</i>	10,512	4.825	4.077	0.018	29.856
<i>retex</i>	10,512	4.580%	14.846	-42.296	87.581
<i>flow</i>	10,440	-0.716	2.879	-8.006	168.937
<i>size</i>	10,442	20.399	1.449	14.940	24.415
<i>famsize</i>	10,464	6.890	1.358	1.429	9.899
<i>concem</i>	10,512	2.971	0.930	0.000	8.567
<i>NCSKEW</i>	912	0.158	1.046	-3.507	3.507
<i>DUVOL</i>	912	0.477	1.294	-4.113	23.387
<i>INDEret</i>	912	6.11E-09	5.813	-23.467	29.895

2. 变量相关性分析

本文针对关键变量做了相关性分析，得到以下结论。基金的逆境收益率（ $retdown$ ）与基金负收益偏态系数 $NCSKEW$ 和基金收益涨跌波动比率 $DUVOL$ 也所衡量的基金净值暴跌风险呈现负相关，说明基金逆境收益率（ $retdown$ ）越高，其面临的净值暴跌风险越低。基金逆境收益率（ $retdown$ ）与基金无条件历史收益率（ ret ）和基金超额收益（ $retex$ ）呈现正相关，表明拥有良好逆境收益表现的基金经理在综合市场环境下一般也拥有较为优异的业绩表现。独立投资能力（ $INDEret$ ）与基金逆境收益率（ $retdown$ ）呈现正相关关系，表明在熊市逆境中，基金经理获得的收益率越高，越能反映其拥有“反羊群”的独特投资策略、犀利敏锐的投资目光和卓尔不群的投资能力。

基金的逆境收益率（ $retdown$ ）与基金持股集中度（ $concern$ ）、基金规模（ $size$ ）呈现正相关，说明熊市中收获更高收益的基金经理往往对某一股票标的或某一行业有着独到、深入的研究，且较大的基金规模可以发挥资金的规模效应，从而在熊市中取得卓越业绩表现，并拥有更高的抗风险能力来应对基金净值暴跌风险。但侯伟相（2018）研究表明，基金具备最佳的持股集中度，若基金持股集中度超过最佳数值水平，基金过度重仓某部分股票，一旦股价下跌，基金净值暴跌风险便会变大。

表3：主要变量相关性分析

	<i>retdown</i>	<i>ret</i>	<i>retstd</i>	<i>retex</i>	<i>flow</i>	<i>size</i>	<i>famsize</i>	<i>concem</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>	<i>INDEret</i>
<i>retdown</i>	1										
<i>ret</i>	0.434*	1									
<i>retstd</i>	0.181*	0.009	1								
<i>retex</i>	0.433*	0.999*	0.006	1							
<i>flow</i>	-0.130*	-0.053	-0.226*	-0.053	1						
<i>size</i>	0.223*	0.103*	0.017	0.103*	-0.009	1					
<i>famsize</i>	0.128*	0.067*	-0.065*	0.069*	-0.022	0.2648*	1				
<i>concem</i>	0.222*	0.137*	0.074*	0.139*	-0.160*	0.104*	0.121*	1			
<i>NCSKEW</i>	-0.199*	-0.206*	-0.186*	-0.205*	0.037	-0.045	-0.002	-0.134*	1		
<i>DUVOL</i>	-0.012	-0.145*	-0.116*	-0.144*	0.029	-0.133*	-0.007	-0.148*	0.491*	1	
<i>INDEret</i>	0.178*	0.405*	0.006	0.404*	-0.011	0.152*	0.017	0.051	-0.154*	-0.018	1.000

（二）实证结果

1. 逆境收益率与基金未来业绩

本文搭建了模型（6）考察基金逆境收益率与基金未来业绩关系之间的相关关系，回归结果如表4所示。

表4：基金逆境收益率对基金未来业绩的影响

变量	<i>retex</i>		
<i>retdown</i>	0.670***	<i>famsize</i>	-0.540**
	(0.035)		(0.177)
<i>retstd</i>	0.205***	<i>concern</i>	0.239***
	(0.031)		(0.093)
<i>flow</i>	0.068**	时间、个体固定效应	是
	(0.024)	<i>N</i>	10,440
<i>size</i>	-0.073	<i>Adj.R²</i>	0.840
	(0.123)	<i>Prob>F</i>	0.000

注：***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著水平，回归系数下方括号内数字为稳健标准误，下同。

由上表的回归结果可以看出，逆境收益率（*retdown*）的系数在1%的水平上显著为正，说明基金逆境收益率（*retdown*）越高，基金拥有的超额收益越出众，其将来越能收获不凡的业绩表现，假设1得证。基金逆境收益率（*retdown*）可替代传统的无条件历史收益率成为新的、更为准确的衡量基金经理主动投资管理能力的指标。

在控制变量方面，基金收益率标准差（*retstd*）的系数在1%的水平上显著为正，基金收益率波动率（*retstd*）、基金资金净流动（*flow*）以及基金持股集中度（*concern*）系数显著为正，说明资金流入可以帮助基金经理发挥资源的规模效应与集中优势，对某一股票标的或者某一行业进行更为持久和深入的研究，从而改善基金业绩和基金逆境收益率的表现。基金家族规模（*famsize*）与基金业绩呈现显著负相关，表明基金管理公司旗下基金总规模越大，基金净值暴跌风险越大。同时，同一家基金公司就职的基金经理往往表现出相似的投资策略，从而呈现出羊群效应。一旦基金组合中的标的价格崩盘，基金公司旗下基金很有可能都会受到影响，基金最终面临的规模性净值暴跌风险也越大。

2. 逆境收益率与基金净值暴跌风险

为考察基金逆境收益率（*retdown*）是否能够较好的反映基金的净值暴跌风险，本文构建了模型（7）和模型（8）进行回归分析。其中，基金净值暴跌风险通过代理变量基金的负收益偏态系数 *NCSKEW* 和基金收益涨跌波动比率 *DUVOL* 两个代理变量进行衡量。回归结果如下表所示：

表5：基金逆境收益率对基金净值暴跌风险的影响

变量	(1) <i>NCSKEW</i>	(2) <i>DUVOL</i>
<i>retdown</i>	-0.031**	-0.040**
	(0.017)	(0.021)
<i>flow</i>	-0.015	-0.018
	(0.024)	(0.030)
<i>size</i>	-0.028	-0.052

变量	(1) <i>NCSKEW</i>	(2) <i>DUVOL</i>
<i>famsize</i>	(0.055)	(0.068)
	0.016	0.047
<i>concem</i>	(0.106)	0.131
	-0.074	-0.118**
<i>concem</i>	(0.052)	(0.064)
	是	是
个体固定效应	是	是
时间固定效应	是	是
<i>N</i>	912	912
<i>Adj.R²</i>	0.268	0.266
<i>Prob>F</i>	0.0000	0.0000

从表5的回归结果可以看出，不论是基金的负收益偏态系数 *NCSKEW* 还是基金收益涨跌波动比率 *DUVOL*，基金逆境收益率（*retdown*）的系数都在5%的水平上显著为负，说明基金逆境收益率（*retdown*）越高，基金经理在市场行情低迷时主动管理能力越强，基金风险承受水平越高，其所面临的净值暴跌风险也就越低，假设2得证。上述结果说明个人投资者和基金公司可以通过基金逆境收益率（*retdown*）对基金净值暴跌风险进行量化评价与预测，“基民”可以通过选择逆境收益率较高的基金来尽可能规避基金净值暴跌风险引发的投资亏损。

在控制变量方面，基金持股集中度（*concern*）与基金净值暴跌风险呈现负相关，说明具备低净值暴跌风险水平的基金经理在某一特定投资领域有着别出机杼的研究。基金资金流动（*flow*）与基金净值暴跌风险呈现负相关，说明单只基金规模越大、基金资金净流入有助于基金经理更好地发挥其主动管理能力。

3. 影响机理的探索

为更为深入探究基金逆境收益率影响对净值暴跌风险的作用机理，本文将独立投资能力作为中介变量，构建了中介模型（11）、（12）、（13）分部进行固定效应回归分析，且控制了时间效应与个体效应。回归结果如表6所示：

表6：独立投资能力对基金业绩与净值暴跌风险的影响

变量	(1) <i>INDEret</i>	(2) <i>NCSKEW</i>	(3) <i>DUVOL</i>
<i>INDEret</i>		-0.028***	-0.035***
		(0.005)	(0.007)
<i>retdown</i>	0.668***	-0.012	-0.016
	(0.101)	(0.0172)	(0.021)
<i>flow</i>	0.066	-0.013	-0.016
	(0.136)	(0.024)	(0.030)
<i>size</i>	-0.645*	-0.046	-0.075
	(0.344)	(0.054)	(0.067)
<i>famsize</i>	0.182	0.021	0.053
	(0.633)	(0.104)	(0.129)
<i>concem</i>	-0.038	-0.075	-0.119*
	(0.302)	(0.050)	(0.062)
个体固定效应	是	是	是
时间固定效应	是	是	是
<i>N</i>	912	912	912

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>INDEret</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>
<i>Adj.R²</i>	0.046	0.2899	0.2893
<i>Prob>F</i>	0.000	0.000	0.000

表6可以说明，独立投资能力（INDEret）系数在1%的水平上显著为正，说明逆境投资能力对独立投资能力存在显著正向影响。第（2）列和第（3）列结果显示，独立投资能力的中介效应显著，假设3得证。

上述实证结果表明，在熊市逆境中，具有真才实学的基金经理差异性收益来自于其拥有出类拔萃的独立投资能力，对市场行情有着自己独到的见解，对自己旗下基金所投资的标的有着深刻的、独特的认识，拥有更为成熟的投资理念，不会盲目追逐市场热门投资领域。这种卓越的独立投资能力帮助了基金经理在熊市全线飘绿的惨淡市况中成功突围，从而尽可能降低基金净值暴跌风险，甚至战胜市场。

（三）内生性检验

如上文所述，基金逆境收益率越高则基金业绩表现越好，基金逆境收益率越低时基金净值暴跌风险越高，基金逆境收益率可以较好地衡量基金未来业绩和净值暴跌风险。本文采用两阶段工具变量法对实验数据重新进行回归分析，可有效检验内生性对实验结果的干扰，将工具变量设定为基金无条件历史收益率（ret）。

$$NCSKEW_{it} = \beta_1 \times ret_{it} + \beta_2 \times flow_{it} + \beta_3 \times size_{it} + \beta_4 \times famsize_{it} + \beta_5 \times concern_{it} + \gamma \times Fund_i + \epsilon_{it} \quad (14)$$

$$DUVOL_{it} = \beta_1 \times ret_{it} + \beta_2 \times flow_{it} + \beta_3 \times size_{it} + \beta_4 \times famsize_{it} + \beta_5 \times concern_{it} + \gamma \times Fund_i + \epsilon_{it} \quad (15)$$

回归结果见下表。由表7可以看出，基金逆境收益率（retdown）的系数依旧显著为负，与前文结果一致。

表7：基金逆境收益率对基金净值暴跌风险的影响

变量	(1)	(2)
	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>
<i>retdown</i>	-0.406*** (0.094)	-0.369** (0.148)
<i>flow</i>	-0.052* (0.032)	-0.019 (0.050)
<i>size</i>	0.335*** (0.112)	0.124 (0.178)
<i>famsize</i>	-0.086 (0.135)	-0.181 (0.214)
<i>concern</i>	-0.052 (0.065)	-0.154 (0.102)
个体固定效应	是	是
时间固定效应	是	是
<i>N</i>	912	912

变量	(1)	(2)
	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>
<i>Adj.R²</i>	0.061	0.014
<i>Prob>F</i>	0.000	0.000

（四）稳健性检验

为进一步检验上文结果的稳健性，采用替换变量法对原数据重新进行回归分析。选取目前基金市场上常用的衡量基金价格崩盘的指标——回撤（retracement）替换前文中的被解释变量基金负收益偏态系数 NCSKEW 和基金收益涨跌波动比率 DUVOL，重新回归结果如表8所示。

表8：基金逆境收益率、独立投资能力对基金净值暴跌风险的影响

变量	<i>retracement</i>	
	(1)	(2)
<i>retdown</i>	-1.560*** (0.121)	
<i>INDEret</i>		-0.337*** (0.041)
<i>flow</i>	-0.265** (0.175)	0.387** (0.184)
<i>size</i>	-1.750 (0.394)	-3.304*** (0.398)
<i>famsize</i>	0.073*** (0.759)	0.400 (0.802)
<i>concern</i>	-0.501 (0.371)	-0.711* (0.389)
个体固定效应	是	是
时间固定效应	是	是
<i>N</i>	912	912
<i>Adj.R²</i>	0.738	0.707
<i>Prob>F</i>	0.000	0.000

表8的回归结果显示，基金逆境收益率（retdown）的系数在1%的水平上显著为负，说明基金逆境收益率（retdown）与基金回撤（retracement）呈现显著负相关，即基金逆境收益率（retdown）越高，基金回撤越低，基金所面临的崩盘风险越小。回归结果与前文相符，说明相较于传统的无条件历史收益率，基金的逆境收益率（retdown）可以较好地反应基金净值暴跌风险，投资者可以通过选择逆境收益率更高的基金的方式获取更高的投资收益，同时更好地规避因基金净值暴跌引发的亏损。

四、结论

通过构建基金经理逆境投资能力的评价指标及基金净值暴跌风险的衡量指标,本文考察了基金逆境收益率对基金净值暴跌风险的影响。同时,利用中介效应模型探究了基金逆境收益率对基金净值暴跌风险的影响机理。研究发现:(1)以基金经理逆境收益率所衡量的逆境投资能力越高,基金未来表现越优秀。在熊市业绩优异的基金经理,在其他市场条件下也能收获亮眼的超

额收益,获得更好的业绩;基金经理的逆境投资能力能有效预测基金未来业绩。(2)基金逆境收益率越高,基金未来净值暴跌风险越低。在行情低迷,基金表现普遍糟糕的情况下,基金经理若能使基金保持较低亏损甚至盈利,则反映了其具有卓越的风控水平,其管理的基金面临的净值暴跌风险也越低。(3)基金经理逆境收益率越高,越能反映其对资本市场有着独具只眼的理解与认知,绝不盲目追逐热门投资领域,优异的独立投资能力可帮助基金尽可能规避净值暴跌风险。

参考文献

- [1]Carhart M M.On persistence in mutual fund performance[J].Journal of Finance,1997,52(1):57-82.
- [2]Busse J A,Goyal A,Wahal S.Performance and persistence in institutional investment management[J].The Journal of Finance,2010,65(2):765-790.
- [3]Grinblatt M, Titman S, Wermers R. Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior[J].The American economic review,1995:1088-1105.
- [4]Mattijn Cremers, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos, Laura Starks. Indexing and active fund management: International evidence[J].Journal of Financial Economics, 2016:539-560.
- [5]Berk J B,Green R C.Mutual fund flows and performance in rational markets[J].Journal of political economy,2004,112(6):1269-1295.
- [6]Hoberg G,Kumar N,Prabhala N.Mutual fund competition,managerial skill,and alphas persistence[J].The Review of Financial Studies,2017,31(5):1896-1929.
- [7]赵秀娟,程刚,汪寿阳.基金经理的运气是否比能力更重要?[J].系统工程理论与实践,2011,31(05):834-840.
- [8]焉昕雯.基金经理初次任职时点、过度自信与基金业绩[J].投资研究,2020,39(05):106-124.
- [9]侯伟相.基金投资行为与业绩、能力以及净值暴跌风险研究[D].对外经济贸易大学,2018.
- [10]丁春霞,王唯先.风险溢价、非流动性风险预警与基金净值暴跌风险——基于开放式股票型基金的研究[J].金融论坛,2018(08):55-67.
- [11]许林,张晓华,钱崇秀.基金经理社会网络、业绩排名与净值暴跌风险[J].中央财经大学学报,2020(11):26-42.
- [12]Glode V,Green R C.Information spillovers and performance persistence for hedge funds[J].Journal of Financial Economics,2011,101(1):1-17.
- [13]胡赫男,吴世农.我国基金羊群行为:测度与影响因素[J].经济学家,2006(06):116-125.
- [14]Zheng Sun,Ashley W.Wang,Lu Zheng.Only Winners in Tough Times Repeat:Hedge Fund Performance Persistence over Different Market Conditions[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2018,53(5):2199-2225.