

doi: 10.19920/j.cnki.jmsc.2024.11.007

中国公募基金经理自信度与基金表现^①

张 翔^{1,2}, 胡 轼^{1*}, 路杭霖³, 胡 晏⁴

(1. 西南财经大学金融学院, 成都 611130; 2. 西南财经大学大数据研究院, 成都 611130;
3. 天津大学管理与经济学部, 天津 300072; 4. 北京源星图创业投资有限公司, 北京 100000)

摘要: 本研究在前人研究基础上, 发现基金经理自信度是传统乐(悲)观语调外又一影响我国公募基金运转表现的全新因素。本研究基于 2010 年—2020 年间中国主动管理类股票型、偏股混合型与灵活配置型公募基金年报与半年报内容, 使用文本分析方法构建基金经理自信度指标并检测其预测能力。实证结果表明, 基金经理自信度指标对基金未来表现有正向预测能力: 在中国三因子模型调整收益后, 套利组合显著获得 2.4% 以上的年化超额收益率。本研究还证明基金经理自信度包含传统乐(悲)观语调外的增量信息, 在控制基金经理乐(悲)观语调指标的情况下, 套利组合平均获得 2% 以上的年化超额收益率。文章最后还区分了基金经理自信度与“过度自信”的差异, 发现自信度高的基金经理更加坚定自身投资理念, 减少未来交易频次, 基金换手率随自信度上升而下降, 基金经理从中获益。

关键词: 基金经理自信度; 基金表现; 预测能力

中图分类号: F830.91 文献标识码: A 文章编号: 1007-9807(2024)11-0102-17

0 引言

作为门槛最低的大众理财工具之一, 公募基金自诞生之日起便备受广大投资者关注, 已发展成为中国金融市场的重要参与主体。截至 2022 年 12 月, 我国公募基金共计 10 576 只, 基金管理人 156 家, 基金总规模达到 26.03 万亿元^②。持续扩大的市场规模使公募基金在我国金融市场中的影响力逐步提升, 公募基金能否发挥其应有作用也被再三讨论。吸引社会资本转变为金融资本, 让公募基金把社会资源引导到有潜力的实体经济中去, 一直是我国金融市场改革的重要目标。如何拓宽现有公募基金评价体系, 更好的挖掘基金经理管理能力, 引导资金流向未来表现良好的基金产品是

值得讨论的。

以往文献中, 学者对公募基金表现的归因分析集中于基金表征、基金经理信息特征与基金经理投资行为的影响^[1-4]。而随着文本分析技术的发展, 越来越多的学者试图理解公募基金定期报告中的非结构化信息。一方面, 作为基金管理者系统性总结归纳与未来预期的文本表述, 基金定期报告包含了一定量的可靠信息^{[5,6]③}。另一方面, 分析基金业绩和未来市场走向的内容很难被有效识别(监督), 基金经理会通过有目的的情绪表达来防止投资者赎回, 基金定期报告中的文本信息质量存疑^{[7]④}。因此, 本研究的主要研究目的, 即是进一步实证考察我国公募基金定期报告的文本信息是否对基金的未来表现具有预测能力。

① 收稿日期: 2023-04-04; 修订日期: 2024-09-18。

基金项目: 中央高校基本科研业务费专项资金资助年度培育项目(JBK2304014); 西南财经大学“光华英才工程”资助项目。

通讯作者: 胡 轼(1996—), 男, 四川遂宁人, 博士生。Email: 1210202z2007@sina.com

② 数据来源: 中国证券投资基金业协会数据统计(<https://wwwamac.org.cn/index/>)。

③ Sheng J, Xu N, Zheng L. Do mutual funds walk the talk? A textual analysis of risk disclosure by mutual funds[J]. SSRN Working Paper, 2022: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3757077>.

④ Chu Y, Kim H. Pessimistic fund managers[J]. SSRN Working Paper, 2018: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2909208.

与过往乐(悲)观语调分析不同,本研究关注基金经理的自信文本表达是否对基金未来表现具有预测效用.Du 等^[8]首次将英文文本细化至自信维度,他们认为基金经理的文本自信反映了他们对未来判断准确性的自我评估:即不仅关注基金经理对未来做出何种主观判断(乐观或悲观),也要注意基金经理对此主观判断有多大程度的确定性(自信或非自信).基金经理在定期报告中向投资者传递对未来发展乐(悲)观判断,而差异化的语气与用词又表明基金经理对此判断有不同程度的信心.因此,基金经理会在定期报告的文本信息中传递一种比乐(悲)观更进一步的表达——自信表达:一段用词肯定、语气强烈的报告文本与一段语义模糊、情绪委婉的报告文本应当传递出不同信息.

区别于直接使用现存词典或人工整理词典进行词汇属性划分的做法^[6,9],本研究利用机器学习方法重新构造情绪词典,尽可能避免(非)自信表征词选择过程引发的随机偏见与词汇遗漏问题.具体而言,本研究基于现存的“大连理工大学中文情绪词汇本体库”^[10]所标记的情感强度作为参考,选择那些情感强度评分最高(低)的词汇作为基金经理写作(非)自信的体现.继而将原词典情感强度评分最高(低)词汇稠密向量化,并分别计算出自信表征向量中心与非自信表征向量中心.同时将本次研究观测对象用词构建为词集合,计算集合中各词汇与两种表征词中心的余弦相似度.最终根据余弦相似度提取(非)自信表征词集,并使用自信与非自信词汇数量之差在总文本长度的占比作为基金经理的自信度衡量.

在基准实证结果中,基金经理自信度指标对基金未来表现具有显著正向预测效用.本研究根据基金经理自信度指标将样本基金分为五个投资组合进行分析,发现高自信度分组的投资组合具有更高的超额收益;在经过中国三因子模型调整收益率后,高减低套利组合显著获得 2.4%以上的年化超额收益率.为区分基金经理自信度和基金经理乐(悲)观语调的信息差异,本研究参考 Liu 等^[6]做法获得对应文本基金经理的乐(悲)观语调指标,通过双因素分组方式构建投资组合.实证

结果表明,在控制基金经理乐(悲)观情绪指标的情况下,自信度高减低套利组合平均获得 2%以上的年化超额收益率.在基金经理更为悲观的组内,自信度高减低套利组合年化超额收益率约 3.1%.由此可见基金经理自信度与基金经理乐(悲)观情绪并非同维度的情绪衡量,自信度指标能够分辨额外的未来收益.

本研究进一步结合文本信息丰富性与边际规模报酬递减理论讨论了不同文本长度与基金规模下基金经理自信度指标对基金业绩表现的预测效用变动.

首先,在基金经理更为详细写作的前提下,自信度指标对基金未来业绩的预测效果得到增强.本次研究样本中,部分基金经理仅用二三十词做出简要展望,部分基金经理则用上千词进行细致分析.事实上,文本长度常常与信息的丰富性联系在一起,早期研究便提出自愿披露的增加往往代表更好的信息透明度与信息传递效率^[11,12].监管机构并未对定期报告展望章节做出字数要求,文本长度取决于基金经理自愿披露内容,较大的文本长度意味着基金经理传递了更多的信息.双因素分组构建投资组合后,本研究发现在控制文本长度的情况下自信度高减低套利组合平均获得约 2.58% 的年化超额收益率.而在文本长度最高组内,套利组合在 1% 显著性水平下获得 4.3% 以上的年化超额收益率,显著优于长度最低与适中组.

其次,基金经理自信度指标在基金管理规模适当的情况下能发挥更好的预测效用.由于边际规模报酬递减的存在,梁珊等^[13]发现我国基金经理攫取超额收益的能力与基金规模存在倒 U 形关系,过大或过小的基金规模均会限制基金经理主动攫取超额收益的能力.Liu 等^[6]认为传统乐(悲)观语调反应了基金经理的部分能力信息,若基金经理自信度指标也传递了基金经理部分能力信息,基金规模也应限制自信度指标对基金未来表现的预测效用.双因素分组构建投资组合后,本研究发现在控制基金规模的情况下套利组合平均获得约 2.3% 的年化超额收益率.就各基金规模组内而言,规模适中组的高减低套利组合获得 3.3% 以上的年化超额收益率,明显高于规模较小

与规模较大组。

本研究还结合过度自信理论与换手率对基金表现的异质影响解释了基金经理自信度影响基金未来表现的经济学逻辑:

首先,本研究讨论了基金经理自信度与“过度自信”的差异。过往文献认为部分投资者倾向于将高回报归因于自身能力,将失利归因于运气因素^[14]。在变得“过度自信”后频繁的交易,又因过度交易面临收益损失^[15,16]。本研究认为,基金经理自信度指标是基金经理对未来判断准确性的自我评估。坚持自我判断的基金经理更加倾向于从一而终的投资理念,并不会过于频繁的改变投资标的。本研究的实证结果证实,随着基金经理自信度上升,基金未来换手率显著下降;适度的自信帮助基金经理减少非必要交易,更好的执行了自己的策略。

本研究还进一步发现了基金经理自信度对基金未来表现的异质影响。伴随着基金经理自信度上升,基金未来换手率显著下降,但公募基金换手率对基金业绩的影响在现有研究中有着矛盾的实证结论。Shen 等^[17]对此提出解释,即基金换手率对不同基金存在异质影响。具体而言,能力强(过往历史表现好)的基金经理在扣除交易成本后依然能通过频繁交易获得理想收益,没有能力(过往历史表现差)的基金经理频繁交易只能带来交易成本的上升。基于此假设,本研究通过基金经理自信度与基金过往 24 个月收益表现进行双因素分组。结果显示,历史表现较好组的高减低套利组合始终未能表现出显著区别于 0 的超额收益,而排名居中与排名靠后组内的高减低套利组合显著获得正向超额收益。与预期相符,对于本就具有捕获短期投资机会的基金经理而言,在节省交易成本的同时也失去了潜在的短期投资收益。但对于能力一般或能力较弱的基金经理,在节省一定交易成本的同时并不会承担过多的潜在收益损失,自信度更高的基金经理能够从中获利。

本研究最后通过系列稳健性检验增强本研究结论的可信度。一方面,为降低研究结果来自数据挖掘的可能性,本研究对最终自信度词典构建方

式进行调整。在改变扩充方法、改变扩充阈值或不对原始词典做任何处理的情况下,基金经理自信度依然对基金未来收益表现有显著预测效用。另一方面,本研究还对其他多因子模型调整后的超额收益进行投资组合分析。结果表明,本次研究结论并不受限于具体机器学习参数或词典扩充方法,也不依赖于独特因子模型的收益调整,结论整体稳健。

整体而言,本研究对相关科学领域的现有工作做出如下贡献:第一,本研究从公募基金定期报告文本信息角度拓宽了现有公募基金评价体系,根据传统基金经理语调分析进一步探究,将基金经理在定期报告中的自信写作纳入分析体系中。第二,本研究区分了基金经理自信度指标与“过度自信”的差异。过往文献往往只能通过心理学文献的实验证据或来自理论模型的投资者行为构建“过度自信”的代理变量,本研究则通过文本分析方式直观衡量基金经理的自信程度,并在后续实证中证明基金经理自信度指标与经典“过度自信”指标(换手率)蕴含了不同信息。第三,本研究并不受制于某单个情绪词典潜在的随机偏见与词汇遗漏。本研究自信度的提取方法既能摆脱原始词典的部分主观因素影响,又能通过调整机器学习方式重新定义核心指标以充分检验实证结果的稳健性,为后续研究提供一定的借鉴意义。

1 数据与变量

1.1 样本选择

本研究以 WIND 数据库中划分的股票型、偏股混合型与灵活配置型公募基金为研究对象,样本期间为 2010 年至 2021 年 6 月。本研究对样本基金做如下处理:1)剔除被动管理类基金;2)剔除成立时间不足 24 个月的基金样本;3)剔除基金规模不足 100 万的基金样本;4)剔除信息缺失的基金样本。最终样本共涵盖基金 2 293 只。除基金定期报告文本信息来自 WIND 数据库以外,本研究其他基金特征数据,例如基金月度收益率、基金持仓明细、基金规模、成立时间等,均来自 CSMAR 数据库。

1.2 变量构建

1.2.1 文本获取

证监会于 2008 年发布的《基金管理公司年度报告内容与格式准则》中明确要求,基金管理者需在基金年报与半年报中披露“管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望”的相关内容。相对于其他标准化、模板化说明的文本内容,未来展望部分更能体现基金经理对金融市场与基金未来运行的主观预测情况。

本研究首先从 WIND 数据库爬取了 2010 年至 2020 年所有主动管理类股票型基金、偏股混合型基金与灵活配置型基金的年报与半年报共计 32 446 篇,并提取对应展望内容。由于证监会的严格规定,公募基金的定期报告在格式上是高度标准化的,对样本报告进行准确的文本提取是方便可行的。本研究使用 Python 的 JIEBA 第三方库作为切词的预训练语料库并对 32 446 篇文本进行切词处理,同时通过使用哈工大停用词库对切词产生的大量停用词和符号进行进一步过滤,最终获得此次研究关注的文本内容。

1.2.2 词典构建

本次研究参考 Du 等^[8]对基金经理自信情绪的衡量方式,选择那些语气强烈、情绪夸大的词汇作为基金经理写作自信的体现。虽然现有中文词典普遍为传统乐(悲)观情绪词典,但仍有少部分词典进行了更加细致的情绪类别划分,如“大连理工大学中文情绪词汇本体库”^[10]在情感类别、情绪极性以外还对词汇的情感强度做出评价。具体而言,该词典将情感强度分为 1 档至 9 档,9 表示强度最大,1 为强度最小。情感强度评价与词汇本身乐(悲)观倾向无关,在同一强度指标下同时存在乐观与悲观情绪词汇。

考虑到原始词典为人工整理标注,为尽可能避免(非)自信表征词选择过程引发的随机偏见,本研究针对词典的构建做如下设定:1) 本研究基于已有的“大连理工大学中文情绪词汇本体库”所标记的情感强度作为参考,认定其中 3 级至 7 级情感强度词为中性强度词,1、2 为弱情感强度词,8、9 为高情感强度词。2) 针对弱情感强度词与高情感强度词进行稠密向量化编码。为保证稠密向量编码空间尽可能与词汇语义一致,本研究选

择基于千万级(2 200w+)的中文语句数据集进行训练的 M3E-large 模型作为编码模型,该模型相较于传统的 Text2Vec 模型有更好的编码效果。3) 分别计算弱情感强度词与高情感强度词的向量中心。4) 将展望文本分词后形成的词组构建为词集合,并计算集合中各词汇与两种自信表征词中心的余弦相似度。5) 设定阈值,提取(非)自信表征词集。

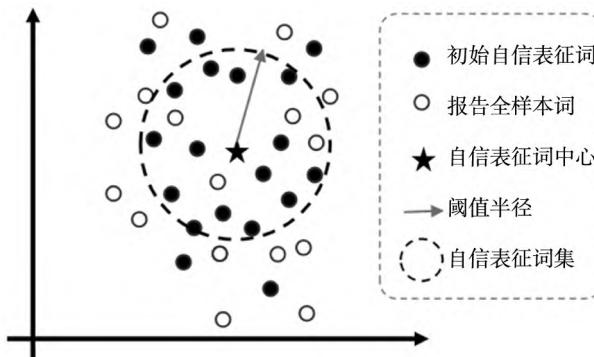


图 1 自信表征词集构建

Fig.1 Construction of confidence words

以自信表征词集构建为例,如图 1 所示,并非所有临近自信表征词中心词汇均被原词典所包含。本研究将阈值半径内所有词汇均纳入自信表征词集,以减缓原始词典的词汇遗漏问题;同时将阈值半径外归属于原始词典的初始自信表征词排除在外,以缓解原词典的人为偏见问题。与此同时,为避免最终词典样本过大或过小而影响核心指标构建质量,本研究发现当设定阈值为 0.3 时,(非)自信表征词汇总量与原始词典强(弱)情感强度词汇总量相近,便将 0.3 设定为最终阈值。为避免巧合因素,本研究也将在稳健性检验部分针对阈值选取与是否排除原始词典样本进行讨论。部分(非)自信表征词例如表 1 所示。

表 1 (非)自信表征词例

Table 1 Examples of (un) confidence words

自信表征 TOP 20	计数	非自信表征 TOP 20	计数
奉献	1 561	继续	42 420
伟大	203	认为	29 370
一枝独秀	169	保持	26 420
双杀	142	带来	24 344
一波三折	141	灵活	24 116
一帆风顺	127	逐步	22 747

续表 1

Table 1 Continues

自信表征 TOP 20	计数	非自信表征 TOP 20	计数
殊荣	120	有望	22 645
活活	120	相关	21 516
跌宕起伏	113	仍然	20 525
僵尸	112	处于	20 472
危险	102	稳健	14 468
惨烈	97	看好	12 428
震旦	85	公允	11 765
天逆	74	包括	10 967
命运	73	更加	10 664
制胜	69	受益	10 265
雪上加霜	68	作为	10 005
无限	68	选择	9 404
大有可为	52	不断	9 067
鸡犬升天	47	乐观	9 066

1.2.3 基金经理自信度指标构建

基于以上处理,已得到各文本(非)自信表征词分布结果,记每篇文本自信表征词数量为 $Con_{i,t}$,非自信表征词数量为 $Uncon_{i,t}$,再记非停用词汇数量为 $Length_{i,t}$,最终使用存在比例来衡量基金经理在未来展望部分的(非)自信水平。对于基金 i 在 t 期的披露报告,基金经理最终自信度指标 $Netconfidence_{i,t}$ 定义如下

$$NetConfidence_{i,t} = \frac{Con_{i,t} - Uncon_{i,t}}{Length_{i,t}} \quad (1)$$

表 2 描述性统计

Table 2 Descriptive statistics

面板 A: 文本数据	Mean	Std. Dev.	P1	P99	P25	P75
$NetConfidence_{i,t}$	-0.314	0.049	-0.437	-0.193	-0.346	-0.282
$Length_{i,t}$	221.11	376.75	38	2 619	97	206
面板 B: 基金数据	Mean	Std. Dev.	P1	P99	P25	P75
$Return_{i,t}/\%$	1.53	6.08	-15.94	19.46	-1.82	4.56
$Concen_{i,t}$	0.552	0.172	0.133	1	0.439	0.651
$Age_{i,t}/Month$	76.06	41.38	28	195	43	101
$Expense_{i,t}$	0.018	0.021	0.003	0.186	0.011	0.018
$Turnover_{i,t}$	0.284	0.301	0.003	1.857	0.101	0.353
$Tna_{i,t}/Million$	1 449.96	2 173.03	6.95	11 799.39	167.3	1 735

1.2.4 其他基金特征变量

在自信度指标之外,本次研究收集样本基金其余特征数据并定义如下:基金月度收益率 $Return_{i,t}$ 为该公募基金的复权单位净值月增长率;基金成立时间 $Age_{i,t}$ 为基金成立月数;基金规模 $Tna_{i,t}$ 为期末基金净资产总额;基金持股集中度 $Concen_{i,t}$ 为前十大重仓股票在整体股票投资总额的占比;基金平均月度换手率 $Turnover_{i,t}$ 为每半年内股票买入成本与卖出收益的较小值与平均净资产总额的比率除以 6,基金半年平均费用率 $Expense_{i,t}$ 为基金半年费用总额与期末净资产总额的比率。

1.3 描述性统计

本研究主要变量的描述性统计结果见表 2。就面板 A 的文本内容而言,基金经理不愿在未来展望部分做出确定性或夸张性表述,更偏向于模糊表达或轻度表达。一方面与基金经理的风险规避意识相关,一方面也与监管部门禁止基金经理在信息披露中进行诱导性发言有关。从文本长度指标 $Length_{i,t}$ 可以发现,基金经理对文本披露重视程度差异巨大。有的基金经理仅用 38 个非停用词对未来进行简单预测,有的基金经理则通过 2 619 个非停用词进行详尽分析。就基金特征数据的统计结果而言,样本基金平均月度收益为 1.5%,前十大重仓股占比 55.2%,成立 76 个月,净资产 14 个亿。平均月度换手率与半年度费用占比均值分别为 28.4% 与 0.018。

2 实证分析

2.1 基金经理自信度的预测能力

2.1.1 投资组合分析

本节研究主要通过基金经理自信度指标构建投资组合以检验基金经理自信度对基金未来表现的预测效用。本研究根据基金经理最近一次定期披露报告的自信表达得分将同时期样本基金划分为 5 组, 每个投资组合包含相同数量的资金和相同的权重。与季度报告不同, 我国公募基金半年报与年报披露存在滞后现象。考虑到监管部门对基金半年报与年报的滞后时间限制(2 个月与 3 个月)以及不同公募基金披露速度差异, 本次研究将定期报告披露滞后时间统一为设定为 3 个月, 并在披露后更新投资组合。

本研究在表 3 展示了投资组合简单收益结果与经过因子模型调整后的投资组合超额收益结果。考虑到与中国金融市场的适配程度, 本研究使用的因子模型是 Liu 等^[18] 在 “Size and Value in China”一文中构建的中国三因子模型, 并将截距项记为 $CH3Alpha_{i,t+1}$ 。从表 3 中可以发现, 高自信度投资组合的月度收益率为 0.925%, 超额收益率为 0.990%。低自信度投资组合的月度收益率为 0.795%, 超额收益率为 0.788%。高减低套利组合年化简单收益率为 1.56%, 年化超额收益率约为 2.4%, 并均在 5% 的显著性水平下显著。以上结果表明, 基金经理自信度对基金未来业绩有显著的预测作用。基金经理文本表达的确定性越高, 语气越强, 基金未来业绩也就越好。

表 3 基金经理自信度与基金未来表现

Table 3 Manager's confidence and fund's future performance

$NetConfidence_{i,t}$ 排序	L	2	3	4	H	H-L
$Return_{i,t+1}$	0.795	0.867	0.900	0.947	0.925	0.130 **
	(1.627)	(1.727)	(1.752)	(1.843)	(1.802)	(2.070)
$CH3Alpha_{i,t+1}$	0.788	0.871	0.952	1.018	0.990	0.202 ***
	(3.581)	(3.750)	(4.028)	(4.064)	(4.018)	(2.811)

注: ***、**、* 分别代表统计量在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。括号内为 Newey-West 调整后 T 检验值。

2.1.2 Fama-Macbeth 回归分析

本节研究通过 Fama-Macbeth 截面回归方法再次检验基金经理自信度指标是否对基金未来表现有显著预测作用。简单而言, 本研究将未来一个月的基金月度收益率回归于当前能观测到的基金经理自信度指标, 并将时序均值报告在表 4 中。为控制基金常规特征对收益率的影响, 此次回归加入基金成立时间、基金

规模、投资集中度、换手率、费用率作为控制变量。与此同时, 为了控制截面的系统性风险承载, 此次回归还加入了样本基金过去 36 个月的中国三因子承载(滚动时序回归下的三因子系数)为额外控制变量。从表 4 的回归结果可以看到, 无论是否加入基金常规特征变量或系统性风险承载, 自信度指标至少在 5% 水平下保持显著。

表 4 Fama-Macbeth 截面回归

Table 4 Fama-Macbeth cross-sectional regression

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$Return_{i,t+1}$	$Return_{i,t+1}$	$Return_{i,t+1}$	$Return_{i,t+1}$
$NetConfidence_{i,t}$	0.010 3 **	0.008 8 **	0.011 3 ***	0.009 7 ***
	(2.22)	(2.26)	(2.78)	(2.86)
CH3	NO	YES	NO	YES
Controls	NO	NO	YES	YES
Observations	130 215	121 095	130 215	121 095
R^2	0.006	0.011	0.073	0.074

注: ***、**、* 分别代表统计量在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。括号内为 Newey-West 调整(Lag=4) 后 T 检验值。

2.2 业绩表现的持续性检验

前文结果表明 基金经理文本表达越自信 基金未来业绩也就越好.然而基金短期表现可能与基金经理自身能力无关,与“运气”等偶然因素相关.本节研究使用相同的方法构建基金投资组合,并跟踪投资组合随后两年的表现.本次研究同样使用简单收益与中国三因子 Alpha 来衡量投资组合表现,并检验高与低自信度投资组合业绩差异的持久性.如果业绩差是偶然的,它随着持有周期的延长而减弱并恢复至零.如果业绩差与基金经理特征有关,差值有一定程度的持久性.

表 5 展示了不同持有周期下投资组合的业绩表现 面板 A、面板 B、面板 C、面板 D 分别代表构建投资组合并持续持有 3 个月、6 个月、12 个月、24 个月的投资结果,收益率与超额收益率已转换为月度平均水平.从表 5 中可以发现 随着持有周期上升 低套利组合绩效差异开始下降,但并未趋近于零.当持有期仅为 3 个月时,套利组合的月度平均收益为 0.148%,月度平均超额收益为 0.172%,并分别在 5% 与 1% 水平下显著.当持有 24 个月时,套利组合的月

度平均收益仍有 0.103%,月度平均超额收益为 0.118% 并在 5% 水平下显著.基金经理文本表达越自信 基金未来表现仍会更为出色.这种高度的持久性也支持了本次研究的假设 基金经理自信度与未来基金业绩之间的关系并非由偶然因素造成.

2.3 基金经理自信度的增量贡献

在指标构建部分,本研究强调了基金经理自信度指标与传统乐(悲)观指标的不同,即自信度指标与词汇乐(悲)观倾向无关,仅与语气强度有关.新指标能否在乐(悲)观情绪指标之外对基金表现预测做出增量贡献,则有待商榷.

在传统乐(悲)观情绪指标构建方面,本研究参考 Liu 等^[6]的指标构建方法,使用姚加权等^[19]开发的中国金融情绪词典(正式用语部分)作为基准词典.由于本研究已完成切分词与停用词筛除的工作,可以直接使用词典的乐(悲)观词表作为词袋并统计披露文本的词汇分布.与自信度指标构建相似,本研究分别统计每篇文本中出现的乐(悲)观词汇数量,并将两者之差与非停用词汇数量之比作为该篇文本的传统乐(悲)观情绪指标,并记为 $Tone_{i,t}$.

表 5 基金经理自信度对基金未来表现影响的持续性检验

Table 5 Persistence test for the effect of manager's confidence on fund's future performance

$NetConfidence_{i,t}$ 排序	L	2	3	4	H	H-L
面板 A: 持有 3 个月的业绩表现						
$Return_{i,t+1,t+3}$	0.899	0.971	1.004	1.062	1.047	0.148 **
	(1.967)	(2.068)	(2.103)	(2.219)	(2.184)	(2.367)
$CH3Alpha_{i,t+1,t+3}$	0.956	1.031	1.088	1.137	1.128	0.172 ***
	(2.884)	(3.061)	(3.180)	(3.258)	(3.230)	(2.601)
面板 B: 持有 6 个月的业绩表现						
$Return_{i,t+1,t+6}$	0.916	0.955	0.993	1.070	1.053	0.137 **
	(2.178)	(2.246)	(2.284)	(2.441)	(2.398)	(2.438)
$CH3Alpha_{i,t+1,t+6}$	0.875	0.918	0.974	1.039	1.028	0.153 **
	(2.673)	(2.811)	(2.857)	(3.001)	(2.943)	(2.571)
面板 C: 持有 12 个月的业绩表现						
$Return_{i,t+1,t+12}$	1.024	1.028	1.072	1.154	1.130	0.106 **
	(2.877)	(2.885)	(2.899)	(3.105)	(3.014)	(2.073)
$CH3Alpha_{i,t+1,t+12}$	1.106	1.116	1.169	1.246	1.227	0.121 **
	(3.028)	(3.079)	(3.087)	(3.274)	(3.167)	(2.123)
面板 D: 持有 24 个月的业绩表现						
$Return_{i,t+1,t+24}$	1.114	1.121	1.160	1.242	1.217	0.103 **
	(4.427)	(4.185)	(4.189)	(4.373)	(4.348)	(2.096)
$CH3Alpha_{i,t+1,t+24}$	1.208	1.223	1.269	1.345	1.326	0.118 **
	(4.517)	(4.301)	(4.281)	(4.421)	(4.386)	(2.092)

注: ***、**、* 分别代表统计量在 1%、5% 和 10% 的水平上显著,括号内为 Newey-West 调整后 T 检验值.

为表明传统乐(悲)观情绪指标构建成功,本研究通过 $Tone_{i,t}$ 指标将基金划分为 5 组并使用中国三因子模型对投资组合收益进行调整。表 6 展示了通过传统乐(悲)观情绪指标进行投资组合构建后的超额收益表现,高减低套利组合月度超额收益率为 0.227%,年化超额收益率约为 2.7%,并在 1% 的显著性水平下显著。本研究构建的传统乐(悲)观情绪指标同样对基金未来业绩表现有显著的预测作用,整体情绪越乐观,基金未来业绩也就越好。

为检验本次研究核心指标能否在传统乐(悲)观情绪指标预测能力之外做出增量贡献,最为直接的方法是在传统乐(悲)观情绪指标相近的情况下,检验是否可以利用基金经理自信度指标进一步预测未来收益率。为此,本研究根据传统乐(悲)观情绪指标将基金分为 3 组(30%、40%,30%,下同),同时根据基金经理自信度继续划分 5 组,形成 3×5 的投资组合。表 7 报告了双因素分组后的投资组合超额收益表现,从左往右分别是从悲观到乐观的 3 个组合($Tone^{Neg}$ 、 $Tone^{Neu}$ 、

$Tone^{Pos}$)与 3 个组合的平均收益率(AVG)。从上至下则分别是自信度由低到高的 5 个组合($NetConfidence^L$ 、 $NetConfidence^2$ 、 $NetConfidence^3$ 、 $NetConfidence^4$ 、 $NetConfidence^H$),以及最高组减最低组的套利组合(H-L)。

从表 7 的结果可以发现,在基金经理乐(悲)观情绪接近的情况下,套利组合在 5% 显著性水平下平均获得 0.167% 的月度超额收益,年化超额收益率约 2%,基金经理自信度指标包含正向增量信息。具体而言,随着组间基金经理乐观情绪下降,基金经理自信度带来的套利组合收益率在明显提升。在 $Tone^{Neg}$ 组内,高减低套利组合带来的月度超额收益达到 0.258%,年化超额收益率约 3.1%,并且在 5% 显著性水平下显著。由此可见基金经理自信度与基金经理乐(悲)观情绪并非同维度的情绪衡量,自信度指标能够分辨额外的未来收益。换言之,如果对未来保持乐观是基金经理能力的部分体现,对判断足够笃定是基金经理能力的又一种体现。

表 6 乐(悲)观情绪与基金未来表现

Table 6 Optimism (pessimism) and fund's future performance

$Tone_{i,t}$ 排序	L	2	3	4	H	H-L
$CH3Alpha_{i,t+1}$	0.834	0.851	0.884	0.988	1.060	0.227***
	(3.821)	(3.621)	(3.927)	(3.964)	(4.083)	(3.005)

注: ***、**、* 分别代表统计量在 1%、5% 和 10% 的水平上显著,括号内为 Newey-West 调整后 T 检验值。

表 7 双因素分组——乐(悲)观情绪与基金经理自信度

Table 7 Double sorted portfolio: Optimistic (pessimistic) sentiment and fund manager's confidence

双因素排序	$Tone^{Neg}$	$Tone^{Neu}$	$Tone^{Pos}$	AVG
$NetConfidence^L$	0.649	0.758	1.038	0.815
	(2.855)	(3.572)	(4.144)	(3.629)
$NetConfidence^2$	0.771	0.945	0.867	0.861
	(3.502)	(4.000)	(3.397)	(3.681)
$NetConfidence^3$	0.957	0.866	1.066	0.963
	(4.401)	(3.560)	(4.023)	(4.038)
$NetConfidence^4$	1.000	0.980	1.084	1.021
	(3.883)	(3.898)	(4.224)	(4.069)
$NetConfidence^H$	0.908	0.914	1.124	0.982
	(3.695)	(4.014)	(4.168)	(4.011)
H-L	0.258 **	0.156 **	0.086	0.167 **
	(2.235)	(2.025)	(1.548)	(2.542)

注: ***、**、* 分别代表统计量在 1%、5% 和 10% 的水平上显著,括号内为 Newey-West 调整后 T 检验值。

3 进一步分析

3.1 基金经理自信度预测能力的潜在影响因素

3.1.1 文本长度

正如在描述性统计部分提到的,基金经理撰写定期报告的认真程度是不同的。某些基金经理仅用寥寥数语对未来做出大致判断,某些基金经理则对市场前景做出细致分析,传递了更多的信息。事实上,监管机构并未对定期报告展望章节做出字数要求,文本长度取决于基金经理自愿披露内容,而更多自愿披露信息往往与更好的信息透明度与信息传递效率相关^[11, 12]。一个新的猜想油然而生,文本长度在反应了基金经理不自觉下的隐性表达之外^[9],也通过信息的丰富性影响基金经理自信度指标质量。

与前文类似,本节研究首先根据未来展望部分的文本长度(筛除停用词后的词汇总数)将

基金分为3组,同时根据基金经理自信度继续划分5组,形成 3×5 的投资组合。表8报告了双因素分组后的投资组合超额收益表现,从左往右分别是文本长度从短到长3个组合($Length^S$ 、 $Length^N$ 、 $Length^L$)与三个组合的平均收益率(AVG),从上至下依然为自信度分组与高减低套利组合。从表8的结果可以发现,在控制文本长度的情况下,套利组合平均获得0.215%的月度超额收益,此结果在1%显著性水平下显著。具体而言,在基金经理“敷衍了事”的分组($Length^S$)内,套利组合获得的超额收益率并不显著区别于0。在基金经理“认真细致”的分组($Length^L$)内,套利组合在1%显著性水平下获得0.360%的月度超额收益率,年化超额收益率在4.3%以上。由此可见,文本长度对基金经理自信度指标的预测效用有明显影响,在基金经理更为细致写作的前提下,自信度指标对基金未来业绩的预测效果也将大大提升。

表8 双因素分组——文本长度与基金经理自信度

Table 8 Double sorted portfolio: Text length and fund manager's confidence

双因素排序	$Length^S$	$Length^N$	$Length^L$	Avg
$NetConfidence^L$	0.886	0.785	0.680	0.784
	(3.612)	(3.562)	(3.171)	(3.548)
$NetConfidence^2$	0.868	0.841	0.915	0.875
	(3.534)	(3.437)	(4.189)	(3.758)
$NetConfidence^3$	0.969	0.940	0.970	0.959
	(3.842)	(4.203)	(3.971)	(4.051)
$NetConfidence^4$	1.046	0.990	1.039	1.025
	(3.960)	(4.095)	(3.989)	(4.071)
$NetConfidence^H$	0.940	1.017	1.040	0.999
	(3.815)	(4.193)	(3.916)	(4.018)
H-L	0.054	0.232***	0.360***	0.215***
	(0.643)	(2.769)	(2.679)	(2.926)

注: ***、**、* 分别代表统计量在 1%、5% 和 10% 的水平上显著,括号内为 Newey-West 调整后 T 检验值。

3.1.2 基金规模

梁珊等^[13]与 Zhu^[20]分别在中国市场与美国市场发现基金经理攫取超额收益的能力与基金规模存在倒 U 形关系,张琳琳等^[21]也认为中国市场存在最优基金管理规模。Liu 等^[6]认为传统乐(悲)观语调反应了基金经理的部分能力信息,若基金经理自信度指标也传递了基金经理部分能力信息,基金规模也应限制自信度指标对基金未来

表现的预测效用。

同样使用双因素分组做进一步分析,首先根据基金规模将基金分为3组,同时根据基金经理自信度继续划分5组,形成 3×5 的投资组合。表9展示了双因素分组后的投资组合超额收益表现,从左往右分别是基金规模从小到大的3个组合(TNA^S 、 TNA^M 、 TNA^B)与三个组合的平均收益率(AVG),从上至下依然为自信度分组与高减低套利组合。可以

发现 在基金规模接近的情况下 套利组合平均获得 0.194% 的月度超额收益 ,年化超额收益率约为 2.3% 此结果在 1% 显著性水平下显著。就各基金规模组内而言 规模适中组 (TNA^M) 的高减低套利组合在 1% 显著性水平下获得 3.3% 以上的年化超额收益 而规模较大组 (TNA^B) 与规模较小组 (TNA^S) 套

利组合表现在统计与经济意义上均表现更差。此结果与预期相符 基金经理自信度指标对基金未来表现的预测效用受基金规模影响。基金管理规模过大或过小均会限制基金经理能力的发挥 基金经理自信度指标在基金管理规模适当的情况下能发挥更好的预测效用。

表 9 双因素分组——基金规模与基金经理自信度

Table 9 Double sorted portfolio: Fund size and fund manager's confidence

双因素排序	TNA^S	TNA^M	TNA^B	AVG
$NetConfidence^L$	0.826	0.760	0.796	0.794
	(3.613)	(3.613)	(3.235)	(3.561)
$NetConfidence^2$	0.966	0.878	0.756	0.867
	(4.249)	(3.746)	(2.934)	(3.707)
$NetConfidence^3$	0.909	0.977	0.985	0.957
	(4.166)	(4.013)	(3.758)	(4.060)
$NetConfidence^4$	0.899	1.112	0.998	1.003
	(3.827)	(4.268)	(3.755)	(4.032)
$NetConfidence^H$	0.967	1.037	0.960	0.988
	(4.304)	(4.214)	(3.434)	(4.008)
H-L	0.141*	0.277***	0.164**	0.194***
	(1.747)	(2.892)	(2.203)	(2.959)

注: ***、**、* 分别代表统计量在 1%、5% 和 10% 的水平上显著 括号内为 Newey-West 调整后 T 检验值。

3.2 基金经理自信度与投资行为

正如前文所言 ,本研究认为基金经理自信度是在传统乐(悲)观情绪指标外又一反应基金经理个人信息的指标 ,对基金未来表现有正向预测作用。然而新的疑惑有待解释 ,基金经理自信度与“过度自信”有何差异 ,为何能帮助基金经理获取更多超额收益?

3.2.1 基金经理自信度与过度自信

在行为金融理论的经典模型中 ,经历过高回报的投资者倾向于将这一结果归因于他们自己的技能 ,并变得“过度自信”^[14]。过往文献也陆续表明 投资者在过度自信后倾向于更密集地交易 ,又因过度交易面临收益损失^[15,16]。然而在本次研究中 基金经理自信度指标被定义为基金经理对未来判断准确性的自我评估。直觉而言 ,自信度高的基金经理更加倾向于从一而终的实现自身投资理念 而非过于频繁的改变投资标的与风格 本节研究则在此背景下讨论基金经理自信度与“过度自信”的关系。

任何关于投资者“过度自信”的研究都面临

一个问题 ,即“过度自信”是无法直接观察到的 ,本研究使用换手率这一被广泛接受的代理指标作为基金经理“过度自信”程度的衡量。若假设无误 ,自信度上升时基金经理对未来判断更为确信 ,基金未来换手率应随自信度上升而下降。本节研究通过以下回归模型进行检验

$$\begin{aligned} Turnover_{i+1} = & a + b_1 \times NetConfidence_{i+1} + \\ & b_2 \times Return_{i-24} + c \times Control_{i+1} + \\ & FundFE + TimeFE + \varepsilon_{i+1} \quad (2) \end{aligned}$$

模型因变量 $Turnover_{i+1}$ 为基金未来换手率 ,在常规控制变量 $Control_{i+1}$ (基金成立时间、基金规模、投资集中度、换手率、费率) 之外 ,回归模型还控制了基金过往 24 个月收益表现 $Return_{i-24}$,并考虑了时间与个体层面的固定效应。

如表 10 所示 第(1)列、第(2)列、第(3)列分别为不加入任何控制变量 加入常规控制变量 以及进一步加入基金过往收益表现的回归结果。无论在何种条件下 基金经理自信度 $NetConfidence_{i+1}$ 均在 1% 显著性水平上对基金未来换手率产生负向影响。基

金经理文本表达的确定性越高 ,语气越强 基金未来换手率越低 与预期一致.基金经理自信度与“过度

自信”并不相同 适度的自信帮助基金经理减少非必要交易 更好的执行了自己的策略.

表 10 基金经理自信度与基金未来换手率

Table 10 Manager's confidence and fund's future turnover rate

变量	(1)	(2)	(3)
	$Turnover_{i,t+1}$	$Turnover_{i,t+1}$	$Turnover_{i,t+1}$
$NetConfidence_{i,t}$	-0.045 8 *** (-3.23)	-0.034 6 *** (-2.83)	-0.034 8 *** (-2.85)
			-0.027 5 *** (-11.00)
$Return_{i,t-23,t}$			
		0.396 *** (141.33)	0.395 4 *** (141.15)
$Turnover_{i,t}$		-0.008 9 * (-1.95)	-0.013 5 *** (-2.95)
		1.624 8 *** (37.01)	1.640 6 *** (37.37)
$Lntna_{i,t}$		-0.027 8 *** (-32.31)	-0.025 9 *** (-29.56)
		-0.099 8 *** (-22.83)	-0.095 6 *** (-21.78)
$Concen_{i,t}$	0.265 5 *** (59.12)	0.777 1 *** (30.27)	0.764 8 *** (29.78)
	YES	YES	YES
$FundFE$	YES	YES	YES
$TimeFE$			
$Observations$	107 481	107 481	107 481
R^2	0.576	0.685	0.685

注: 括号内为 T 检验值 ,***、**、* 分别代表统计量在 1%、5% 和 10% 的水平上显著.

3.2.2 基金经理自信度的异质影响

虽然已经证明基金经理自信度与基金经理“过度自信”并不相同 ,随着自信度指标的上升 ,基金投资组合的换手率反而下降 ,交易成本随之下降 ,但这还不足以解释基金经理自信度对基金未来表现的全部影响.事实上 ,现有研究对公募基金换手率与基金业绩之间的无条件关系有着矛盾的实证结论.

在早期的研究中 ,Carhart^[22] 认为高换手率的基金表现较差 ,Chen 等^[23] 发现高换手率的基金有更好的表现 ,而 Wermers^[24] 与 Kacperczyk 等^[25] 则没有发现基金换手率与基金表现之间的显著关系.近年来 ,相关研究的矛盾结论继续出现. Cremers 和 Pareek^[26] 发现 ,在活跃度较高的基金中 ,换手率与业绩呈负截面关系.Pastor 等^[1] 发现

基金换手率与基金绩效在时间序列上有强正相关关系 ,但在横截面上相关性较弱.Lan 等^[27] 发现 ,持有期限较长(换手率较低) 的基金具有更好的长期绩效.

Shen 等^[17] 对此提出了了解释 ,即基金换手率对不同基金存在异质影响 ,这导致众多学者无法在平均水平上得到一个统一结论.具体而言 ,当基金经理有能力捕获短期投资机会时 ,频繁交易能够在扣除交易成本后获得理想收益;如果基金经理并没有足够能力通过主动交易捕获正确投资机会 ,频繁交易只能带来交易成本的上升. Shen 等^[17] 通过基金换手率与基金过往历史表现进行双因素分组 ,发现在过往历史表现排名靠前的组内 ,基金换手率与基金业绩正相关 ,而在过往历史表现靠后的组内负相关.

表 11 双因素分组——基金历史收益与基金经理自信度

Table 11 Double sorted portfolio: Historical returns and manager's confidence

双因素排序	BTM	MID	TOP	AVG
面板 A: 月度超额收益				
<i>NetConfidence</i> ^L	0.472	0.820	1.212	0.832
	(2.336)	(3.779)	(3.709)	(3.688)
<i>NetConfidence</i> ^H	0.649	0.983	1.253	0.962
	(3.126)	(4.046)	(4.224)	(4.010)
H-L	0.177 **	0.163 *	0.041	0.130 **
	(1.983)	(1.853)	(0.416)	(2.362)
面板 B: 持有 3 个月的超额收益				
<i>NetConfidence</i> ^L	0.769	0.948	1.233	0.979
	(2.230)	(2.964)	(3.384)	(2.917)
<i>NetConfidence</i> ^H	0.930	1.150	1.254	1.107
	(2.697)	(3.275)	(3.533)	(3.180)
H-L	0.161 **	0.202 **	0.021	0.127 **
	(2.336)	(2.334)	(0.239)	(2.286)
面板 C: 持有 6 个月的超额收益				
<i>NetConfidence</i> ^L	0.742	0.832	1.146	0.905
	(2.165)	(2.657)	(3.168)	(2.698)
<i>NetConfidence</i> ^H	0.889	1.040	1.119	1.012
	(2.550)	(3.023)	(3.123)	(2.889)
H-L	0.148 ***	0.208 ***	(0.027)	0.107 **
	(2.727)	(2.624)	(-0.301)	(2.035)
面板 D: 持有 12 个月的超额收益				
<i>NetConfidence</i> ^L	1.067	1.048	1.285	1.135
	(2.735)	(3.001)	(3.318)	(3.046)
<i>NetConfidence</i> ^H	1.163	1.228	1.274	1.223
	(2.95)	(3.195)	(3.300)	(3.149)
H-L	0.096 **	0.180 **	-0.011	0.088 *
	(2.43)	(2.268)	(-0.13)	(1.784)
面板 E: 持有 24 个月的超额收益				
<i>NetConfidence</i> ^L	1.266	1.152	1.265	1.230
	(4.098)	(4.352)	(4.869)	(4.468)
<i>NetConfidence</i> ^H	1.340	1.295	1.363	1.335
	(4.375)	(4.312)	(4.497)	(4.395)
H-L	0.075 **	0.143 **	0.097	0.106 **
	(2.054)	(2.104)	(1.212)	(2.171)

注: ***、**、* 分别代表统计量在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。括号内为 Newey-West 调整后 T 检验值。

如果自信的基金经理坚持自身投资理念,减少交易频率,那么基金业绩会受到交易成本与短期投资获利的双重影响。基于此假设,本节研究根据基金经理自信度与基金过往 24 个月收益表现进行双因素分组。首先根据基金过往 24 个月收益表现将基金分为 3 组,同时根据基金经理自信度

继续划分 5 组,形成 3×5 的投资组合。表 11 展示了双因素分组后的投资组合超额收益表现,从左往右分别是基金过往收益从低到高的 3 个组合(BTM、MID、TOP)与三个组合的平均收益率(AVG),从上至下则是自信度最低分组、最高分组与高减低套利组合。为排除偶然因素影响,在面板 B、面板 C、面板 D、

面板 E 中分别报告了持有 3 个月、6 个月、12 个月、24 个月的投资组合超额收益, 超额收益率已转换为月度平均水平。

从分析结果中可以发现, 在控制过往收益表现的情况下, 套利组合平均获得 0.130% 的月度超额收益。即使将持有期延长至 24 个月, 套利组合依然在 5% 显著性水平下获得 0.088% 的月度超额收益。就各历史收益组内表现而言, 历史表现较好组 (TOP) 的高减低组合始终未能表现出显著区别于 0 的超额收益, 而排名居中 (MID) 与排名靠后 (BTM) 组内的高减低套利组合即使在持有 24 个月后依然显著获得正向超额收益。此结果与预期相符, 对于本就具有捕获短期投资机会的基金经理 (TOP 组) 而言, 减少交易频率会在节省交易成本时也失去了潜在的短期投资收益, 并未从换手率变动中获益。但对于能力一般或能力较弱的基金经理 (MID 组、BTM 组) 而言, 在节省一定交易成本的同时并未有过多的潜在收益损失, 自信度更高的基金经理能够从中获利。

综上所述, 基金经理自信度确实帮助基金经理完成更为有效的投资管理。与“过度自信”不同, 自信度更高的基金经理更为坚持自身投资理念, 减少交易频率, 更好的执行了自身投资策略。在具体层面, 能力一般与能力较差的基金经理(过往收益排名居中或靠后) 在自信度上升后减少非必要交易, 降低交易成本, 获得显著正向收益; 但能力较强的基金经理(过往排名靠前) 在减少交易成本的同时也损失了潜在的捕获短期获利机会的收益, 自信度上升并不能为他们带来显著正向收益。

3.3 稳健性检验

自词典法被开发以来, 该方法被广泛的运用在各类的非结构化数据中, 也不乏被大量使用于基金定期报告文本里, 词典的合理使用是实证结果可靠的重要前提。本次研究并非是直接使用某一确定词典, 而是通过机器学习方法对原始词典进行扩充调整以摆脱原始词典潜在的随机偏见与词汇遗漏。若研究结果受限于机器学习的具体参数设置或扩充方法, 则不能排除研究结果来自数据挖掘的可能性。本节研究调整词典构建方法以增强实证结果的可靠程度, 具体如下:

- 1) 保持阈

值为 0.3, 但不再舍弃阈值半径以外的原始(非)自信表征词, 进一步扩充词典, 构建自信度指标 $NetConfidence^{0.3Merge}$; 2) 依旧舍弃阈值半径以外的原始(非)自信表征词, 但调整阈值至 0.4, 改变词汇抓取范围, 构建自信度指标 $NetConfidence^{0.4Only}$; 3) 不对原始词典做任何扩充或调整改动, 直接将位于原始词典的强度两极的词汇定义为(非)自信表征词, 构建自信度指标 $NetConfidence^{Original}$ 。另一方面, 本研究主要使用中国三因子模型进行超额收益衡量, 本节研究使用其他因子模型对核心指标进行再检验以增强结论的稳健性。

表 12 面板 A、面板 B、面板 C、面板 D 依次报告了原核心指标与调整机器学习方法并重新构造核心变量后的投资组合表现。基金经理自信度依然对基金未来收益表现有显著预测效用。而在各面板内, 从上至下分别是: 中国三因子模型(原模型)、中国四因子模型与 Fama-French 五因子模型进行调整后的超额收益表现。可以发现, 在更为贴合中国市场的中国三因子模型与中国四因子模型下, 各替代指标大多在 1% 显著性水平下为套利组合带来正向收益。在 Fama-French 五因子模型调整后, 经济体量虽有下降, 各替代指标依然为套利组合带来显著正向收益。综上所述, 本次研究所呈结果并不依赖于特定机器学习参数或特定因子模型调整, 本研究结论并非基于某一巧合下的数据挖掘工作, 整体结论稳健。

4 结束语

本研究基于 2010 年—2020 年间中国主动管理类股票型、偏股混合型与灵活配置型公募基金年报与半年报内容, 使用文本分析方法构建基金经理自信度指标, 实证研究了中国公募基金经理自信度对基金未来表现的预测效用。本研究发现基金经理自信度指标对基金未来表现具有显著正向预测效用, 利用这一指标构建的基金套利组合可获得 2.4% 以上的年化超额收益。本研究还证明了自信度指标并非传统乐(悲)观情绪指标的其他表现方式, 在控制乐(悲)观情绪的情况下, 基金经理自信度高减低套利组合平均获得 2% 以上的年化超额收益率, 基金经理自信度指标包含明确的正向增量信息。

表 12 稳健性检验

Table 12 Robustness tests

<i>NetConfidence</i> 排序	L	2	3	4	H	H-L
面板 A: $NetConfidence_{i,t}$						
<i>CH3Alpha_{i,t+1}</i>	0.788 (3.581)	0.871 (3.750)	0.952 (4.028)	1.018 (4.064)	0.990 (4.018)	0.202 *** (2.811)
<i>CH4Alpha_{i,t+1}</i>	0.75 (3.38)	0.84 (3.58)	0.92 (3.92)	0.98 (3.92)	0.95 (3.90)	0.20 *** (2.79)
<i>FF5Alpha_{i,t+1}</i>	0.326 (1.925)	0.438 (2.561)	0.456 (2.652)	0.511 (2.940)	0.476 (2.800)	0.150 ** (2.043)
面板 B: $NetConfidence^{0.3Merge}$						
<i>CH3Alpha_{i,t+1}</i>	0.825 (3.722)	0.818 (3.659)	0.969 (3.998)	1.010 (4.020)	0.996 (4.071)	0.171 *** (2.632)
<i>CH4Alpha_{i,t+1}</i>	0.794 (3.583)	0.780 (3.445)	0.927 (3.853)	0.977 (3.917)	0.958 (3.917)	0.164 *** (2.463)
<i>FF5Alpha_{i,t+1}</i>	0.360 (2.146)	0.370 (2.253)	0.511 (2.916)	0.484 (2.801)	0.483 (2.778)	0.123 * (1.741)
面板 C: $NetConfidence^{0.4Only}$						
<i>CH3Alpha_{i,t+1}</i>	0.878 (3.736)	0.913 (4.019)	0.932 (3.995)	0.933 (3.831)	0.961 (3.963)	0.083 ** (2.276)
<i>CH4Alpha_{i,t+1}</i>	0.839 (3.553)	0.868 (3.850)	0.890 (3.836)	0.903 (3.690)	0.935 (3.870)	0.096 *** (2.650)
<i>FF5Alpha_{i,t+1}</i>	0.403 (2.384)	0.479 (2.745)	0.435 (2.716)	0.418 (2.351)	0.471 (2.806)	0.069 * (1.759)
面板 D: $NetConfidence^{Original}$						
<i>CH3Alpha_{i,t+1}</i>	0.884 (3.724)	0.847 (3.661)	0.908 (3.901)	0.956 (3.976)	1.022 (4.268)	0.138 *** (2.927)
<i>CH4Alpha_{i,t+1}</i>	0.848 (3.629)	0.807 (3.495)	0.880 (3.755)	0.914 (3.804)	0.987 (4.097)	0.139 *** (2.847)
<i>FF5Alpha_{i,t+1}</i>	0.383 (2.318)	0.384 (2.315)	0.471 (2.731)	0.471 (2.711)	0.499 (2.857)	0.116 ** (2.135)

注: ***、**、* 分别代表统计量在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。括号内为 Newey-West 调整后 T 检验值。

本研究还进一步检验了影响基金经理自信度指标预测效用的潜在因素。实证结果表明, 基金经理文本写作越长, 自信度指标质量越高。在基金经理“认真细致”的分组(文本长度最高组)内, 基金套利组合在 1% 显著性水平下获得 4.3% 以上的年化收益率。其次, 基金规模对基金经理自信度指标预测效用也有明显影响。规模适中组的高减低套利组合在 1% 显著性水平下获得 3.3% 以上的年化超额收益率。基金经理自信度指标在基金管理规模适当的情况下能发挥更好的预测效用。

与此同时, 本研究讨论了基金经理自信度与“过度自信”的差异, 发现随着基金经理自信度上

升, 基金未来换手率显著下降。适度的自信帮助基金经理减少非必要交易, 更好的执行了自己的策略。更进一步的, 本研究发现并非所有基金经理都能从中受益。能力一般与能力较差的基金经理(过往收益排名居中或靠后)在自信度上升的同时减少非必要交易, 降低交易成本, 获得显著正向收益; 但能力较强的基金经理(过往排名靠前)在减少交易成本的同时也减少了短期获利机会, 自信度上升并不能为他们带来显著正向收益。

基于以上研究结论, 本研究提出以下建议。

首先, 公募基金的文本信息特征应成为投资者决策参考之一。本次研究的结果表明, 中国公募

基金经理乐(悲)观情绪指标对基金业绩具有预测效用,自信度指标更包含了乐(悲)观情绪指标外的增量信息,可用于改善基金投组的未来表现。因此建议个体投资者或 FOF 基金使用公募基金文本信息作为参考,提高优质基金的寻找效率,提升资源配置的有效性。

其次,本研究为监管部门对公募基金信息披露评价提供可行方法。事实上,根据《证券投资基金管理法》全国人大官网释义,公募基金经理被禁止进行误导性陈述。具体而言,“禁止语意模糊型表述”鼓励基金经理提高文本表达的确定程度,“禁止夸大性信息传播”又对基金经理自信写作产生一定限制。本次研究为监管部门提供了一种可行的评价方式,通过构建基金经理披露信息的自信度指标(情绪强度指标),监管部门能够明确量化基金经理定期报告的情绪表述。对得分过高(低)的基金经理进行一定引导,有效增强基金定期报

告披露质量,提升市场运行效率。

本次研究依然存在一定局限性。首先,披露规则并不强制要求基金经理在季度报告中披露对未来市场的展望,本次研究仅依赖于基金年报与半年报的文本信息。样本时间跨度过长会忽略基金经理在样本时间内的观念变化,影响核心指标质量。在后续研究中,可以考虑将自愿进行展望披露的报告文本纳入指标构建中,提升文本信息含量。其次,部分基金经理在报告中使用相同模版进行数据或关键词填充,亦或者抄袭排名靠前基金经理的过往报告,影响核心指标质量。在后续研究中,可以通过机器学习方法计算文本相似度以减弱此问题的影响。具体而言,排除千篇一律(与自身过往报告高度相似)以及明显模仿(与排名靠前基金经理过往报告高度相似)的文本内容后,基金经理自信度指标质量能得到有效提升。

参 考 文 献:

- [1] Pastor L , Stambaugh R F , Taylor L A. Do funds make more when they trade more? [J]. Journal of Finance , 2017 , 72(4) : 1483–1528.
- [2] 孟庆斌 , 吴卫星 , 于上尧. 基金经理职业忧虑与其投资风格 [J]. 经济研究 , 2015 , 50(3) : 115–130.
Meng Qingbin , Wu Weixing , Yu Shangyao. Fund manager's career concern and their investment style [J]. Economic Research Journal , 2015 , 50(3) : 115–130. (in Chinese)
- [3] 田正磊 , 刘洋溢 , 罗荣华. 行业集中与风格均衡: 双向助力基金价值创造 [J]. 管理世界 , 2023 , 39(11) : 94–125.
Tian Zhenglei , Liu Yangyi , Luo Ronghua. Industry concentration and style balance: Bidirectional boost for fund value creation [J]. Management World , 2023 , 39(11) : 94–125. (in Chinese)
- [4] 高 媚 , 杨晓兰. 基金经理激励机制与股票错误定价——一项实验研究 [J]. 管理科学学报 , 2024 , 27(6) : 21–42.
Gao Mei , Yang Xiaolan. Fund manager performance incentives and stock mispricing: An experimental study [J]. Journal of Management Sciences in China , 2024 , 27(6) : 21–42. (in Chinese)
- [5] Ammer J , John R , Gang W , et al. Visible hands: Professional asset managers' expectations and the stock market in China [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis , 2024 , forthcoming: <https://jfqa.org/2024/06/29/visible-hands-professional-asset-managers-expectations-and-the-stock-market-in-china>.
- [6] Liu X M , Shen X Y , Wang C Y , et al. Do fund managers' tones predict future performance? Evidence from China [J]. Pacific-Basin Finance Journal , 2023 , 82: 102144.
- [7] Hillert A , Niessenruenzi A , Ruenzi S. Mutual fund shareholder letters: Flows , performance , and managerial behavior [J]. Management Science , 2024 , articles in advance: 1–21.
- [8] Du Q , Jiao Y , Ye P , et al. When mutual fund managers write confidently [J]. SSRN Working Paper , 2019: https://pers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3513288.
- [9] 林 树 , 葛逸云 , 朱 超. 基金经理语调与投资行为——基于基金年报的文本分析方法 [J]. 证券市场导报 , 2021 ,

- (8) : 58–70.
- Lin Shu , Ge Yiyun , Zhu Chao. Fund manager's tone and investment behavior: A textual analysis approach based on annual reports [J]. Securities Market Herald , 2021 , (8) : 58–70. (in Chinese)
- [10]徐琳宏 , 林鸿飞 , 潘 宇 , 等. 情感词汇本体的构造 [J]. 情报学报 , 2008 , 27(2) : 180–185.
- Xu Linhong , Lin Hongfei , Pan Yu , et al. Constructing the affective lexicon ontology [J]. Journal of the China Society for Scientific and Technical Information , 2008 , 27(2) : 180–185. (in Chinese)
- [11]Eng L L , Mak Y T. Corporate governance and voluntary disclosure [J]. Journal of Accounting and Public Policy , 2003 , 22 (4) : 325–345.
- [12]Francis J , Nanda D , Olsson P. Voluntary disclosure , earnings quality , and cost of capital [J]. Journal of Accounting Research , 2008 , 46(1) : 53–99.
- [13]梁 珊 , 王正刚 , 郭葆春. 基金规模与业绩关系的再检验——基于 DGTW 方法的业绩评价 [J]. 投资研究 , 2016 , 35 (3) : 151–158.
- Liang Shan , Wang Zhenggang , Guo Baochun. Re-testing the relationship between fund size and performance: Performance evaluation based on DGTW method [J]. Review of Investment Studies , 2016 , 35(3) : 151–158. (in Chinese)
- [14]Gervais S , Odean T. Learning to be overconfident [J]. The Review of Financial Studies , 2001 , 1: 1–27.
- [15]Barber B , Odean T. Online investors: Do the slow die first? [J]. Review of Financial Studies , 2002 , 15(2) : 455–487.
- [16]Chakrabarty B , Moulton P C , Trzcinka C. The performance of short-term institutional trades [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis , 2017 , 52(4) : 1403–1428.
- [17]Shen K , Lin T , Tong Y. Heterogeneous turnover-performance relations [J]. Journal of Banking and Finance , 2021 , 124: 106054.
- [18]Liu J , Stambaugh R F , Yuan Y. Size and value in China [J]. Journal of Financial Economics , 2019 , 134: 48–69.
- [19]姚加权 , 冯 絮 , 王贊钧 , 等. 语调、情绪及市场影响: 基于金融情绪词典 [J]. 管理科学学报 , 2021 , 24(5) : 26 –46.
- Yao Jiaquan , Feng Xu , Wang Zanjun , et al. Tone , sentiment and market impacts: The construction of Chinese sentiment dictionary in finance [J]. Journal of Management Sciences in China , 2021 , 24(5) : 26–46. (in Chinese)
- [20]Zhu M. Informative fund size , managerial skill , and investor rationality [J]. Journal of Financial Economics , 2018 , 130 (1) : 114–134.
- [21]张琳琳 , 江嘉骏 , 沈红波. 基于利益冲突化解的基金最优管理规模的确定 [J]. 管理科学学报 , 2022 , 25(12) : 77 –101.
- Zhang Linlin , Jiang Jiajun , Shen hongbo. Optimal fund management size based on alleviation of interest conflicts [J]. Journal of Management Sciences in China , 2022 , 25(12) : 77–101. (in Chinese)
- [22]Carhart M M. On persistence in mutual fund performance [J]. Journal of Finance , 1997 , 52 (1) : 57–82.
- [23]Chen H L , Jegadeesh N , Wermers R. The value of active mutual fund management: An examination of the stockholdings and trades of fund managers [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis , 2000 , 35(3) : 343–368.
- [24]Wermers R. Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock-picking talent , style , transactions costs , and expenses [J]. Journal of Finance , 2000 , 55(4) : 1655–1695.
- [25]Kacperczyk M , Sialm C , Zheng L. On the industry concentration of actively managed equity mutual funds [J]. Journal of Finance , 2005 , 60(4) : 1983–2011.
- [26]Cremers M , Pareek A. Patient capital outperformance: The investment skill of high active share managers who trade infrequently [J]. Journal of Financial Economics , 2016 , 122(2) : 288–306.
- [27]Lan C , Moneta F , Wermers R. Holding horizon: A new measure of active investment management [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis , 2024 , 59(4) : 1471–1515.

Confidence of Chinese mutual fund managers and fund performance

ZHANG Xiang^{1,2}, HU Ke^{1*}, LU Hang-lin³, HU Yan⁴

1. School of Finance, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China;
2. Research Institute of Big Data, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China;
3. College of Management and Economics, Tianjin University, Tianjin 300072, China;
4. Beijing Yuanxingtu Venture Capital Co., Beijing 100000, China

Abstract: This paper finds that fund managers' confidence is a new factor, in addition to the traditional optimistic (pessimistic) tone, that affects the performance of Chinese mutual funds. This paper uses the annual and semi-annual reports of mutual funds in China from 2010 to 2020 to construct fund managers' confidence indicators. The empirical results show that the managers' confidence indicator has a positive predictive ability for mutual fund's future performance. After being adjusted by the Chinese three-factor model, the arbitrage portfolio significantly earns an annualized excess return of more than 2.4%. Further, fund managers' confidence contains incremental information beyond the traditional optimistic (pessimistic) tone. On average, arbitrage portfolios earn an annualized excess return of more than 2% when controlling for indicators of the manager's optimistic (pessimistic) tone. Finally, managers' confidence and "overconfidence" also distinguished. Confident fund managers are more committed to their investment philosophy and reduce the frequency of future trades. Fund managers benefit from the fact that fund turnover decreases as confidence increases.

Key words: fund managers' confidence; fund performance; predictive ability