

证券投资基金惯性反转投资行为实证研究

谢 赤,禹 湘,周 晖

(湖南大学 工商管理学院,湖南 长沙 410082)

摘要:文章依据行为金融的理论和研究方法,通过改进的GTM模型,以基金重仓持有的股票相对于上证综合指数的超常收益率来构造赢家组合和输家组合。对24支偏股型开放式基金和49支偏股型封闭式基金,从1999年1月到2006年3月的投资行为进行研究。结果表明:在交易策略上,中国的证券投资基金整体采用惯性交易策略,但倾向于买过去表现好的股票,尤其是收益率高于同期上证综合指数收益率的股票;不倾向于卖出过去表现差的股票,即采用高买高卖的策略。惯性交易估计值在考虑有新股票进入时显著大于其他各种情况,这表明基金经理在选择新股进入投资组合时追涨的行为十分明显。

关键词:证券投资基金;惯性;反转;正反馈交易

中图分类号:F832 文献标识码:A 文章编号:1001-9952(2006)10-0026-09

一、引言

近年来,证券市场中的惯性与反转现象逐渐成为研究热点。所谓惯性现象,是指过去的赢(输)家组合持续成为赢(输)家组合,而反转现象是指过去的赢(输)家组合成为未来的输(赢)家组合。惯性交易策略是以股票过去的表现作为买卖判断的基础,即买入近来的强势股,卖出近来的弱势股;而反转策略则卖出近来的强势股,买入近来的弱势股。一般认为,这两种现象产生的原因在于股票价格对过去或公开的信息发生具有规律性反应。惯性与反转现象的发现,被视为“市场异象”。从理论研究的角度看,这些能给投资者带来超常收益的规律性现象是对传统资本市场理论,特别是“有效市场假说”(EMH)的极大挑战,冲击着当代金融理论的基石。从投资实践的角度看,把握资产价格的这些规律性变动,可以给投资者带来超常收益,增加获利空间。关于惯性

收稿日期:2006-05-09

基金项目:国家社会科学基金资助项目(03BJY099);教育部博士点专项科研基金资助项目(20020532005);全国高校青年教师奖励基金资助项目(教人司2002)

作者简介:谢赤(1963—),男,湖南株洲人,湖南大学工商管理学院教授,博士生导师;

禹湘(1979—),女,湖南长沙人,湖南大学工商管理学院讲师,博士研究生;

周晖(1967—),男,湖南长沙人,湖南大学工商管理学院副教授,博士研究生。

与反转现象以及相应投资策略的研究，无疑具有理论与实践的双重意义。

目前，比较成熟的研究主要建立在国外市场发达的交易机制和成熟的投資环境基础之上。本文以中国偏股型封闭式基金和偏股型开放式基金的投资行为为研究对象，这主要基于两点考虑：一是因为基金的投资决策是市场发展趋势的方向标；二是从1998年3月中国发行第一支基金至今，证券投资基金资产总规模达5008.2亿元，沪深两市上市的封闭式基金共有54家，开放式基金102家，发行基金单位6551.13亿份，基金资产净值1050亿元，可见中国基金业取得了超常规的快速发展。在当前的市场环境下加强对证券投资基金投资行为的研究，不仅有利于倡导正确的价值观和投资理念，发展壮大投资基金，而且有利于推动证券市场的健康稳定发展和金融体制的健全完善。

二、文献综述

反转策略的主要论据是基于投资者心理的笃定和过度自信。行为金融理论对此的解释是：由于投资者在实际投资决策中，往往过分注重上市公司近期表现的结果，通过一种质朴、简单外推的方法，根据公司近期的表现对未来进行预测，从而导致对公司近期业绩情况做出持续过度反应，形成对绩差公司股价过分低估而对绩优公司股价过分高估的现象，因此投资者可利用反转策略套利获得超额收益。在Debondt和Thaler(1985)之后，Jegadeesh(1990)检验了基于一周至一个月的收益的交易策略表现，发现短期反转策略在下一周至一个月能获利。Chopra, Lakonishok 和 Ritter(1992)通过对美国共同基金的研究发现，短期反转策略具有获利性，并把这种获利性归因于投资者的过度反应。

惯性策略与反转策略正好相反，该投资策略起源于投资者对股票中期的反应不足和投资者的保守性心理。通常认为正式提出惯性交易策略可以获得显著利润的是Jegadeesh 和 Titman(1993)，其他学者也采用不同的研究方法，深化和扩展了Jegadeesh 和 Titman(1993)的研究结果。如Lakonishok, Shleifer, Thaler 和 Vishny(1994)以1985~1989年美国的季度数据探讨了美国769家基金的投资行为，实证研究发现基金对小规模公司股的投资有显著的追涨杀跌现象，惯性交易策略明显；但对大规模公司股的交易却无此现象。Choe, Kho 和 Stulz(1999)研究了韩国1997年经济危机前后外资对韩国股市的影响，发现在韩国经济危机前，外资多采用惯性交易策略。Grinblatt 和 Keloharju(2000)研究芬兰地区投资者行为，发现外资有采取惯性投资策略的现象，而国内投资者，尤其是一般散户，则采取反转投资策略，至于投资绩效，则是采取惯性投资策略的外资优于采取反转策略的国内投资者。Pinnuck(2004)对1990~1997年澳大利亚35支股票型投资基金的分析数据表明，基金偏好持有规模大、流动性好、波动性低的股票和过去业绩表现好的股票，即采用惯性交易策略，并且投资基金的投资风格趋同。

从 2000 年,国内有学者开始对证券投资基金的投资行为进行实证研究,如游智贤和姚瑜忠(2000)采用 Grinblatt, Titman 和 Wermers 的研究方法对 1993 年 5 月至 1997 年 3 月期间台湾本土基金操作策略进行分析,发现台湾基金倾向采取追涨不杀跌的投资策略,而且基金管理人通常敏于根据当月股票价格的波动采取不同程度的追涨策略。方军雄(2001)证实中国基金管理人倾向根据当季股票回报率采取追涨杀跌策略,同时基金管理人对前期表现上佳的个股采取有买入有抛售的混和策略。徐妍、林捷和裘孝锋(2003)对中国 2000 年 1 季度到 2003 年 3 季度的基金投资组合进行了研究,结果表明基金的行为特征具有较为显著的惯性现象。

三、研究设计

(一) 样本选择

根据中国证监会 1999 年 3 月 10 日发布的《证券投资基金管理暂行办法实施准则第五号〈证券投资基金信息披露指引〉》的规定,基金管理人应该在每个季度的公告截止日后 15 个工作日内编制完整的投资组合公告,并经基金托管人复核后予以公告。基金公告的内容包括按市值占基金资产净值比例大小排序的前 10 名股票明细,即股票名称、数量、市值、占基金资产净值比例(%)。本文将上述的前 10 名股票定义为“基金重仓持有的股票”,并以其作为研究样本,样本以一个季度为间隔,时间跨度从 1999 年 3 月 31 日至 2006 年 3 月 31 日。为使样本数目尽可能达到统计检验中大样本数目的经验要求,本文选择了投资组合公告发布在 5 年以上的偏股型封闭式基金,共 49 支;投资组合公告发布在两年半以上的偏股型开放式基金,共 24 支,作为研究对象。数据来源于天软数据库、深圳国泰君安数据库(CSMAR)和金融界网站(<http://www.jrj.com>),采用 MATLAB 和 MICROFIT 统计软件。

(二) 模型定义

Grinblatt, Titman 和 Wermers(1995)在研究中构造出一种研究基金投资策略的模型,该模型以美国发达的交易机制为基础,共研究了 155 只共同基金 10 年内的投资策略。由于中国基金的信息披露要求与美国相同,都以季度为基础公布基金的投资组合,因此本文沿用国外以季度为基础的研究方法,将上季末基金的持股比例作为基金的已知持股比例,考察在下一个季度或下几个季度中基金所持股票的市场反应。本文根据 GTM 模型,做出如下改进:

首先,GTM 模型对惯性反转现象的研究方法主要是先对整个市场的股票按照某一标志,如超常收益率进行排序,选择高低两端的股票构造赢家组合和输家组合,并分析这两种组合在未来一段时间的超常收益率情况。本文认为,由于资产价格对不同的信息将发生不同的反应,并且不同的资产其价格对同类信息也将产生不同的反应,因此本文基于行为金融的理论和研究方法,选

择了 24 支开放式基金和 49 支封闭式基金为研究对象，以基金重仓持有的股票为样本，基于这些股票过去一段时期相对于上证综合指数收益率进行分组，分别构造赢家组合和输家组合。之所以选择上证综合指数，一是因为其作为国内外普遍采用的衡量中国证券市场表现的权威统计指标，是一个包括上证 180 指数、上证 50 指数、上证综合指数、A 股指数、B 股指数、分类指数、债券指数、基金指数等的指数系列；二是因为基金持股的偏好受到行为、心理因素的影响，个体差异较大，以上证综合指数来构筑赢家、输家组合，可以提供一个相对科学、统一的分析参照系。

其次，GTM 模型并没有区分基金在买卖股票时所采用的交易策略的差异性，比如：投资组合中的某只股票的权重变化为负值，有可能是因为相对于通过持仓调整而将权重维持在当前水平的投资策略而言，投入到该支股票的新资金所占比例较小。然而，本文希望测量的是增加的交易量本身，而不是由价格变动或由新股票进入、退出所引发的权重变化带来的惯性估计值的改变。

如图 1(以股票进退投资组合和市值为研究对象)和图 2(以股票进退基金投资组合的支数为研究对象)所示，中国基金进出股票相当频繁，持股仍以中短期为主。因此，本文将基金买卖股票的行为分为三类：完全退出、新进去和持仓调整。分别考虑有股票进入或退出时对基金投资组合的影响，并检验未来一段时期超额收益的变化趋势和惯性反转的程度。这样一来，权重变化在有新资金进入(退出)的情况下总是正值(负值)，并且，在没有惯性(或反转)交易的零假设下，每一个组成部分的惯性值应趋近于零。

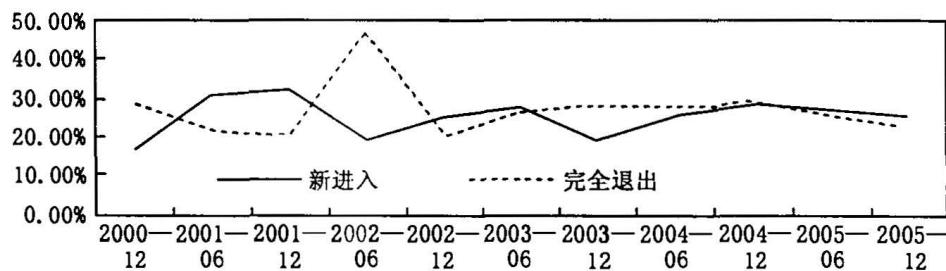


图 1 基金进入、退出频率统计(一)

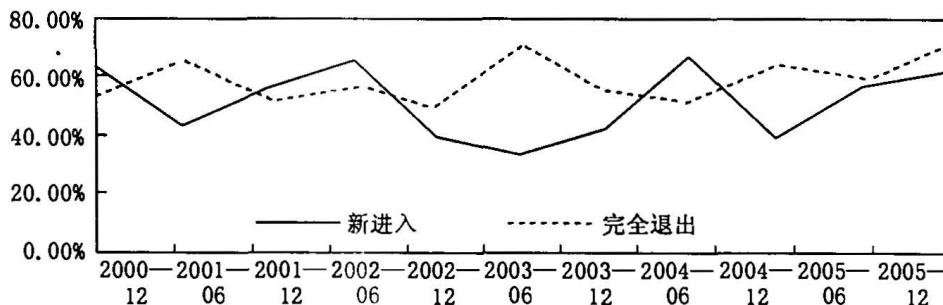


图 2 基金进入、退出频率统计(二)

综合以上内容,本文提出用以检测基金投资策略的衡量指标的模型为:

$M_{(k,l)} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \sum_{j=1}^N (w_{j,t} - w_{j,t-1})(R_{j,t-k} - R_{m,t-k}) + i(w_{j,t} - w_{j,t-1})$ 。其中,T表示股票j在基金投资组合中出现的次数;N表示基金投资组合中所考察的股票支数,因本文以基金投资组合中前10位的重仓股为研究样本,所以N的最大取值为10; $R_{j,t-k}$ 为股票j在t-k期间的收益率,按照复利方式根据股票的日收益率计算出股票的季度收益率: $R_j = \prod_{t=1}^T (1+R_{j,t}) - 1$; $R_{m,t-k}$ 为同期上证综合指数的收益率; $w_{j,t} = P_{jt} H_{jt} / \sum_{j=1}^N P_{jt} H_{jt}$,表示基金投资组合中股票j的权重, P_{jt} 表示t季度股票j的季末价格, H_{jt} 表明t季度投资组合中股票j的股数。

本文采用复数表示惯性估计值M,其中实部为 $M = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \sum_{j=1}^N M_{j,t}$,虚部为*i*($w_{j,t} - w_{j,t-1}$)。实部M = $\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \sum_{j=1}^N M_{j,t}$,用来衡量基金在考察期内所采取的投资策略的综合效果。当 $R_{j,t-k} > R_{m,t-k}$ 时,即股票j在t-k期的收益率大于同期的上证综合指数收益率,若 $w_{j,t} > w_{j,t-1}$,即基金增加股票j的持有市值比例,则M>0,表明基金采取追涨的惯性策略;当 $R_{j,t-k} < R_{m,t-k}$ 时,若 $w_{j,t} < w_{j,t-1}$,则M>0,表明基金采取了杀跌的惯性策略。当 $R_{j,t-k} > R_{m,t-k}$ 时,若 $w_{j,t} < w_{j,t-1}$,则M<0,表明基金采取了卖高的反转策略;当 $R_{j,t-k} < R_{m,t-k}$ 时,若 $w_{j,t} > w_{j,t-1}$,则M<0,表明基金采取了买低的反转策略。总之,M衡量的是基金在考察期内所采取的投资策略的综合效果,如果M>0,表明基金采取的是追涨杀跌的惯性策略;如果M<0,表明基金采取的是买低卖高的反转策略。虚部数值的变化可将基金交易行为区分为新进入、完全退出和持仓调整三类。 $ImM_{(j)}$ >0,表明本期增持了股票j; $ImM_{(j)} < 0$,表明本期减持了股票j; $ImM_{(j)} = 0$,表明本期股票j退出基金的投资组合; $ImM_{(j)} = \infty$,表明新股票j进入该基金的投资组合。l表示对基金投资组合权重变化进行检验的时间跨度,当l等于1时,是对连续季度的投资权重变化进行检验;当l等于2或4时,检验的时间间隔分别为6个月或1年。本文对l分别取1、2、4时的惯性值M进行检验。k表示基金经理的投资策略是根据本季度或前k季度的股票价格波动所做的反映。当k=0时,M值反映基金经理基于本季度股票收益率所采取的交易策略;当k=1时,M值衡量的是基金经理根据上一季度股票收益率所采取的交易策略。

四、实证结果分析

Grinblatt, Titman 和 Wermers(1995)用GTM模型进行实证检验时,采用的是t-统计检验,本文考虑到每个季度的估计值不一定独立,采用Fama-

MacBeth 方法,对各个季度的横截面数据进行基金持股比例、收益率和 M 值的统计检验。实证检验结果见表 1、表 2 和表 3。

表 1 封闭式基金在 1999 年 1 月~2006 年 3 月的 M 值

M 值	全体股票		新进入股票		完全退出	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
M(0,1)	0.4465 (0.000112)	0.3283 (7.08E-05)	1.6697 (0.0007)	0.7198 (0.004)	-0.9490 (1.37E-05)	-0.5810 (7.38E-05)
M(1,1)	0.4016 (0.4171)	0.2640 (0.4158)	1.3207 (0.038)	0.2857 (0.2857)	-0.2311 (0.7997)	-0.2621 (0.8163)
M(0,2)	0.4553 (0.0038)	0.1537 (0.0011)	1.5716 (0.012)	0.5662 (0.0135)	-0.9735 (4.85E-06)	-0.8269 (1.24E-05)
M(2,1)	0.4181 (0.000181)	0.2171 (0.000597)	1.4774 (4.62E-04)	0.8906 (8.53E-04)	-1.0599 (0.000146)	-1.0074 (0.000288)
M(0,4)	0.3991 (0.0662)	0.0711 (0.0037)	1.5787 (0.0236)	0.6280 (0.0188)	-0.9726 (8.37E-05)	-0.8949 (5.4E-05)
M(1,4)	0.4535 (0.0011)	0.0995 (0.0004)	1.4182 (0.0031)	0.5649 (0.0026)	-1.3111 (6.63E-07)	-0.7684 (7.92E-06)

表 2 开放式基金在 2003 年 1 月~2006 年 3 月的 M 值

M 值	全体股票		新进入股票		完全退出	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
M(0,1)	0.3824 (8.41E-06)	0.2538 (2.52E-06)	1.0739 (2.52E-05)	0.7128 (5.92E-05)	-0.8093 (0.000768)	-0.5741 (0.0013)
M(1,1)	0.2913 (0.2109)	0.1774 (0.1397)	0.5371 (0.0019)	0.4028 (0.003)	-0.2083 (0.9004)	-0.0489 (0.7959)
M(0,2)	0.3420 (4.89E-04)	0.2603 (2.05E-04)	1.1336 (1.37E-04)	0.9897 (1.84E-04)	-0.7899 (0.000695)	-0.6156 (0.000604)
M(2,1)	0.3074 (4.24E-04)	0.2189 (3.89E-04)	1.2065 (1.40E-04)	1.0059 (2.65E-04)	-0.7372 (0.0089)	-0.3504 (0.0172)
M(0,4)	0.3104 (0.0236)	0.1173 (0.0477)	1.3081 (0.0011)	0.9737 (0.0011)	-0.7731 (0.002)	-0.6396 (0.0027)
M(1,4)	0.3020 (0.0057)	0.1919 (0.0046)	1.4605 (3.77E-04)	0.8366 (5.54E-04)	-0.7345 (0.002)	-0.6207 (0.0027)

表 3 封闭式基金和开放式基金的 M 值比较

M 值	封闭式基金持仓调整		开放式基金持仓调整	
	均值	中位数	均值	中位数
M(0,1)	0.2355 (0.000109)	0.2038 (0.003465)	0.2043 (0.03192)	0.0774 (0.0398)
M(1,1)	0.2116 (5.03E-02)	0.2066 (3.83E-03)	0.1974 (0.04288)	0.1574 (3.25E-05)
M(0,2)	0.2723 (0.002917)	0.2237 (0.00414)	0.2101 (3.54E-04)	0.1600 (3.05E-06)
M(1,2)	0.2523 (0.000171)	0.2322 (0.000113)	0.20940 (3.116E-03)	0.19664 (2.89E-05)
M(0,4)	0.3029 (0.00662)	0.2501 (0.00043)	0.2300 (0.02318)	0.2117 (0.0314)
M(1,4)	0.2079 (0.0011)	0.26355 (0.0004)	0.2122 (2.98E-04)	0.2192 (0.02917)

注:括号内为 t 检验值。

实证结果表明,全体股票、新进入股票这两列 M 值,其均值和中位数,不论是 t 检验还是符号检验,都大于零,表明基金投资行为的惯性交易倾向显

著。基金在有新进入股票时的 M 值,无论是均值还是中位数,都远远大于全体股票、退出股票的相应度量值,这表明基金在买入股票时,追涨现象十分显著;在只考虑完全退出股票时,M 的均值和中位数都为负,即存在反转交易行为,这表明基金在卖出股票时,高卖的现象十分显著。

表 3 为基金持仓调整时的 M 值,本文将它作为衡量基金投资综合效果的参照。从表 3 中可见,对于持仓调整策略而言,虽然其惯性估计值的均值和中位数都非常小,但均为正值。例如,对于一个季度($k=1, l=1$)的滞后回报,封闭式基金和开放式基金均值分别为 0.2116 和 0.1974,中位数分别为 0.2066 和 0.1574。以封闭式基金为例,0.2116 表明机构投资者在季度末持有的股票在该季度的回报率仅比上个季度开始时持有股票的相应回报率高 0.2 个百分点。这和 Grinblatt, Titman 和 Wermers(1995)0.3 个百分点的惯性估计值非常接近。随着滞后期的拉长,均值的估计值上升,而中数却仍然很小。此外,所有 M 估计值的分布都是偏斜的,中位数比均值小。在持仓调整的情况下,所有 M 值的滞后平均惯性估计值都为正数,并且在统计上显著,虽然显著值非常小。可见,不论以本季度股票回报率的变动($k=0$)还是以上一季度股票回报率($k=1$)作为决策依据,基金明显倾向于采取追涨的惯性投资策略。

从投资的综合效果来看,当 $k=0$ 时,M 值的均值大多大于 $k=1$ 时的均值。可见,绝大部分基金管理人倾向根据本季度股票收益率的变动同向调整持股结构,即采取追涨的惯性投资策略。其中的原因,一是因为中国证券市场属于资金推动型的幼稚市场,当大盘开始启动后,个股存在着较大的上涨惯性;当大盘开始下跌,无论是绩优股、成长股还是垃圾股都同步下跌,基金只有采取趋势投资策略顺势、借势、甚至造势,才能赚取超额利润。二是中国基金业绩评价标准粗糙。目前,对于多种风格、不同风险收益目标的基金,各基金管理公司都采用基金净值对基金绩效进行评价。由于基金经理采用同一股票研究分析平台,又为了获取市场认同,在业绩上不输给同业,不得不采取谋求短期盈利的行为,导致选股和投资决策雷同和基金投资风格趋同。

五、结论及建议

本文以偏股型证券投资基金为研究对象,分析这些基金是否存在收益的惯性反转现象。实证结果表明:在交易策略上,证券投资基金整体采用惯性交易策略,但倾向于买过去表现好的股票,尤其是收益率高于同期上证综合指数收益率的股票;不倾向于卖出过去表现差的股票,即采用高买高卖的策略。M 值在考虑有新股票进退时,显著大于其他各种情况,这表明基金经理在选择新股进入投资组合时倾向追涨。并且选择股票时偏好收益率高于上证综合指数的股票。M 值在考虑股票完全退出的情况下,所有的 M 值均为负值,说明基金在进行投资组合调整时,都倾向采用完全退出并投资新股的策略。可见在

偏股型证券投资基金中，基金投资跟风、同质现象依旧存在。要改变这一现状，一方面要提高上市公司的质量，增加具有投资价值的股票数量；另一方面也应使基金的投资风格向多元化方向发展。

通过对开放式基金和封闭式基金 M 值的比较，可以发现开放式基金 M 值的均值和中位数均大于封闭式基金，说明开放式基金从投资策略上而言，更倾向于采用惯性投资策略。开放式基金与封闭式基金相比，其最大的特点在于投资者可以根据自己的投资决策随时申购或赎回。由于这种申购或赎回具有较大的不确定性，基金公司为了应付这种赎回，相比封闭式基金，短期业绩考核的压力更大，因此有更强烈的动机采用追涨的惯性投资策略。

本文以上证综合指数收益率为标准来构筑赢者和输者的组合，研究结果和 Hong 和 Stein (1999) 提出的信息扩散假说一致，对于影响所有股票收益率的宏观经济变化以及行业相关政策变动等市场信息，基金经理也存在明显的反应过度现象。

参考文献：

- [1] 方军雄. 我国证券投资基金投资策略及绩效的实证研究[J]. 经济研究, 2002, (4): 64~71.
- [2] 吴世农, 吴育辉. 我国证券投资基金重仓持有股票的市场行为研究[J]. 经济研究, 2003, (10): 50~58.
- [3] 徐妍, 林捷, 裴孝锋. 证券投资基金投资行为对市场影响研究[J]. 申银万国综合月报, 2004, (1): 1~15.
- [4] 游智贤, 姚瑜忠. 台湾共同基金操作策略之研究[J]. Journal of Financial Studies, 2000, (8): 49~71.
- [5] Badrinath G, Wahal S. Momentum. Trading by institutions[J]. Journal of Finance, 2002, 57(12): 2449~2477.
- [6] Choe H, B C Kho, R Stulz. Do foreign investors destabilize stock markets? The Korean experience in 1997[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 5(2): 227~264.
- [7] Debondt, Thaler. Does the stock market overreact? [J]. Journal of Finance, 1985, 40 (6): 793~805.
- [8] Hong H, Stein J. A unified theory of underreaction, momentum trading and overreaction in asset markets[J]. Journal of Finance, 1999, 54(6): 2143~2184.
- [9] Jegadeesh N, Titman S. Returns to buying winners and selling losers: Implication for stock market efficiency[J]. Journal of Finance, 1993, 48(1): 65~91.
- [10] Grinblatt M, Titman S, R Warmers. Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior[J]. American Economic Review, 1995, 85(5): 1088~1105.
- [11] Grinblatt M, M Keloharju. The investment behavior and performance of various investor types: A study of Finland's unique data set[J]. Journal of Financial Economics,

- 2000, 55(1): 43~67.
- [12]Lakonishok, J A Shleifer, R Vishny. Contrarian investment, extrapolation, and risk [J]. Journal of Finance, 1994, 49(5): 1541~1578.
- [13]Pinnuck M. Stock preferences and derivative activities of Australian fund managers [J]. Accounting and Finance, 2004, 144(1): 97~120.
- [14]Sirri E P, Tufano. Costly search and mutual fund flows[J]. Journal of Finance, 1998, 53(5): 1589~1622.
- [15]Wermers, Russ. Mutual fund herding and the impact on stock prices[J]. Journal of Finance, 1999, 54(2): 581~622.

An Empirical Study on the Momentum and Contrarian Strategies of Mutual Funds

XIE Chi, YU Xiang, ZHOU Hui

(College of Business Management, Hunan University, Changsha 410082, China)

Abstract: Applying the behavioral finance theories and a modified GTM model, this paper forms winner and loser portfolios based on the excess returns of heavily held shares over the Shanghai Stock Exchange Composite Index. The empirical test (from January 1999 to March 2006) of 24 open-end mutual funds and 49 close-end mutual funds shows that: in terms of trading strategy, mutual funds managers in our country generally act as momentum traders, and tend to buy past winners, especially those stocks which have positive excess returns over the Shanghai Stock Exchange Composite Index; and tend to sell past winners, in other words, they adopt a “buy high sell high” strategy. The momentum estimate is significantly larger in case of new stock entry, showing that fund managers tend to adopt positive feedback strategy when forming a portfolio.

Key words: mutual funds; momentum; contrarian strategy; positive feedback trading

(责任编辑:喜 变)

(上接第 25 页)

term, and monetary supply is fit to the medium target of China's monetary policy; the inflation targeting is a worthy lesson in the long term.

Key words: monetary demand function's stability; long-run monetary demand; shout-run monetary demand; international capital flow

(责任编辑:喜 变)