



# 基金投资者“追涨杀跌”与基金动量

陆震

**摘要：**研究使用引入止损机制后策略的年化收益率提升测度每只股票基金的基金动量：只有当基金收益率数据生成过程中的自相关系数大于基金自身的夏普率时，止损才能改善收益。回测显示，股票基金普遍存在动量。进一步，使用横截面回归模型分析个人投资者持有份额比例、个人投资者持有份额变化幅度对基金动量的影响。研究发现：个人投资者持有份额占比更高的基金往往有着更高的基金动量，但二者存在反向因果关系；控制基金特征后，发现基金投资者的“追涨杀跌”是基金动量的重要来源。

**关键词：**公募基金 基金动量 行为金融 止损

## 一、引言

在中国股票市场中，被视作长期投资者、价值稳定器的公募基金往往成为市场波动的放大器，受到各界关注。同时，调查研究指出虽然绝大多数投资者认可自己无法通过选股或择时获得超额收益，但却有相当大比例认为他们善于挑选基金。然而，基金投资者整体上分不清收益来源于市场回报或是基金经理的主动管理能力（李志冰和刘晓宇，2019），基金投资者更倾向使用短期历史业绩衡量基金经理选股能力，进而在不同股票基金之间“追涨杀跌”。散户投资者追逐短期业绩的行为与基金经理的投资模式相结合，形成股票市场的噪音放大器，降低了市场稳定性与

定价效率。因此，分析基金动量不论对于理解市场整体的定价有效性或辅助投资者进行择时都具有重要意义，但基金动量的现有研究多局限在检验动量是否存在，而对基金动量背后的影响因素关注不足，这种不足主要源自研究方法的限制。由于基金收益率的数据样本较短，研究者很难使用时间序列直接测度基金收益率的自回归系数。受制于此，对基金动量的主要研究方法有以下两种。①借鉴股票动量的研究构建投资组合。例如，以基金历史某一时段的净回报率作为排序标准，将其中排序最高的20%定义为赢家，将排序最低的20%定义为输家，每期赢家组合与输家组合的收益率差异定义为基金动量（何毛毛和陈浩，2019；王浩等，2020；唐文勇，

陆震，中融国际信托与中国人民大学财政金融学院联合培养博士后、中融信托博士后科研工作站。



2022)。②构建动量交易强度指标。投资者可能更倾向于观察与自身风格接近且过往业绩突出的基金持仓情况，并追逐这些基金所持有的股票，以此为线索构建动量交易强度指标（李实萍和吴栩，2014）。上述方法只能得到整个市场或某一类基金的动量，而无法具体到个体层面来计算基金动量，因此无法横向比较每只基金的动量，进一步在横截面上分析哪些因素影响基金动量。

基金动量存在强烈的个体差异。决定基金长期业绩持续性的核心是基金经理的投资能力（一种极度稀缺资源）与投资风格，成长型的基金经理通常更热衷趋势交易，而价值型基金经理倾向于逆趋势而动，导致一些投资风格具有更强的动量，某些基金的动量很长、另一些极短。相比于公募基金整体是否表现出动量特征，显然投资者更关心具体的某只基金的收益率是否存在动量。针对现有研究方法存在的局限，以实现在个体层面计算基金动量为目的，本文借鉴 Kaminski & Lo (2014) 的思想：在原有基金累计收益率的基础上引入止损机制，如果资产价格符合“随机游走”，止损策略会降低预期收益率；如果资产价格存在一定“动量”，则止损带来正收益。本文首先展示了使用“引入止损机制后策略的年化收益率提升”测度下的每只股票基金的基金动量同基于 AR(1) 过程中自回归系数测度下的基金动量的数学关系，即与传统意义上基金动量的数学关联，其后，基于止损方法单独测算了 160 余只股票基

金的动量，研究发现，中国股票型基金的收益存在很强的动量特征，择时能够改善基金表现。上述方法为后续针对基金动量横截面差异的研究构建了数据支撑。进一步，本文通过横截面回归模型发现，个人投资者持有份额占比、个人投资者持有份额的变化幅度、基金夏普率对基金动量存在显著影响，研究表明基金投资者“追涨杀跌”的非理性行为是基金动量的重要来源。

## 二、相关文献评述

投资者倾向使用历史业绩衡量基金经理选股能力，而非更科学的 Alpha，这与投资者的过度自信形成强烈反差（Choi & Robertson, 2020；Ben-David et al., 2022）。基金的历史业绩主导了基金之间的资金流动（王擎等，2010），相关研究显示，更高历史回报（未经风险调整）基金的资金流入显著高于同期更高 Alpha 的基金（Reuter & Zitzewitz, 2021），特别地，基金投资者对最近几个月获得极高回报的基金格外喜爱（冯旭南和李心愉，2013；Akbas & Genc, 2020）。而新流入的资金绝大部分流向了业绩排名头部的基金，尽管极高历史回报对未来收益并没有正面的预测作用（Sialm et al., 2015）。一些典型的市场现象也有助于分析基金投资者追逐历史业绩的行为。①日历更迭效应：基金历史上遭受的较大单月损失会持续留在“过去  $x$  年持有收益”的统计中，随着时间流逝，新的收益会滚动替换掉旧的收益，最终当基金在特定的窗口期“摆脱”亏损记



录时，会吸引资金大举流入 (Phillips et al., 2016)；②高异质性波动效应：异质性波动更大的基金更容易实现惊人的历史收益，从而吸引投资者注意力并导致大量资金流入，尽管高波动违背了风险偏好 (邹富，2011；Clifford et al., 2021)。

基金投资者的非理性行为会扭曲基金经理的投资决策。基金经理出于最大化职业生涯管理费的考虑，会内在地重复过去的交易模式与交易风格：基金经理在管理增产规模上升时，倾向于增加现有投资组合的购买规模而不是挖掘新的投资机会 (Dasgupta et al., 2011)。面临大量资金流出的基金往往会减少现有头寸，对困境基金持有证券的价格造成下行压力；面临大量资金流入的基金往往会增大现有头寸，对所持有证券的价格形成上升推力 (Brown et al., 2014)。当大量基金面临类似的申购赎回时，会迫使相关的股票价格严重偏离基本面，也放大了市场的波动性 (Jin & Sui, 2022)。更细致的研究发现，资金流入与股票高收益之间的相关性并非源自市场信息，而是源自资金流动形成的价格压力，这种影响非对称：在遭遇赎回时，基金经理倾向于卖出被高估的股票；而在资金大量流入时，基金经理倾向于买入已经持仓并且严重高估的股票；大量资金通过基金不成比例地涌入已经被高估的股票，短期内加剧股票的高估问题，并在未来1~3个月产生收益反转；而另一个方向上，表现不佳基金的抛售压力形成的股票低估则相对温和。基金的行为主要通过动量、

成长、业绩等市场“异象”引起市场定价错误。熊市中、大盘股行情下、价值股占优时，定价错误更容易被修正，反之，牛市、小盘股行情、成长股占优时，特别是投资者极度乐观时，定价错误会不断被放大 (Akbas et al., 2015)。

市场机制自身很难消除基金投资者非理性导致的定价错误。首先，在资本市场高度竞争和基金规模收益递减的影响下 (孟庆斌等，2015)，基金的业绩不具有持续性，损害了投资者“学习”并识别出不同投资水准的基金经理的能力，大部分资金在市场大幅下跌前涌入，而在市场上涨之前退出。其次，由于正反馈交易的存在，针对基金投资者非理性行为的套利具有巨大风险。20世纪90年代后期，一些对冲基金在巨大的科技股泡沫中采取了反向交易，随着市场定价错误加剧，这些对冲基金遭受到业绩损失和投资者赎回双重压力，做空者平仓引发了市场价格进一步偏离，最终在泡沫破裂之前很多基金被迫关闭 (Hanson & Sunderam, 2014)。更有甚者，动量策略在主动基金经理中流行说明，机构投资者在面对市场“追涨杀跌”时可能更喜欢利用泡沫而非消除泡沫 (Asness et al., 2014)。整体上，机构投资者并没有通过套利交易消除资产价格动量，反而是资产价格动量的重要来源 (Broman, 2022)。

### 三、基金动量测算

#### (一) 构建止损机制

为计算止损机制对基金累计收益率的



改善情况，本文选取 2021 年四季度时市场上交易的全部的契约型开放式股票型基金（投资者可以按基金的报价自由申购或者赎回基金）共计 162 只，使用基金上市起至 2023 年 6 月 6 日的日度复权单位净值计算收益率。

本文引入基于 20 日累计收益率的止损机制：当过去 20 个交易日累计收益率低于年化波动率的 5%，且前一个交易日未出现超过 5% 的反弹时，卖出全部基金份额并持有现金，其他时间全仓持有基金。将止损与年化波动率关联是为了最大程度上减轻投资风格对止损效果的干扰，例如成长型基金的业绩起伏较大，但由于这类基金收益率的波动较大，因此也具有较为宽松的止损区间，触发止损的概率与其他风格类型的基金接近。

本文分别计算了 162 只基金在整个样本期内的原始收益和引入止损机制后的收益情况。其中，止损机制对基金夏普率的改善遵从定义：使用止损后的年化收益率减去无风险收益率（按 3% 计）后除以止损后的标准差，再减去原策略的年化收益率减去无风险收益率、除以原策略标准差：

$$\Delta \text{Sharp} = \frac{R_s - r_f}{\sigma_s} - \frac{R - r_f}{\sigma}$$

## （二）使用止损测度的基金动量与传统基金动量数学关系

出于简化目的，假设基金回报率的生产过程为 AR (1)：

$$r_t = \mu + \rho(r_{t-1} - \mu) + \varepsilon_t, \varepsilon_t \sim \text{IID White Noise} \\ (0, \sigma_\varepsilon^2), \rho \in (-1, 1) \quad (1)$$

传统意义上，如果  $\rho=0$ ，基金回报率服从随机游走，如果  $\rho \in (-1, 1)$ ，基金的收益率存在动量。Kaminski & Lo (2014) 推导证明，触发止损后单位时间内产生的策略收益率差异等于：

$$\frac{\Delta \mu}{p_0} = r_f - E[r_t | s_t = 0] \geq r_f - \mu + \rho \sigma \quad (2)$$

其中， $p_0$  为触发止损的概率： $p_0 \equiv \text{Prob}(s_t = 0)$ ， $s_t$  为持仓，满仓持有基金时  $s_t = 1$ ，预期收益率与基金收益率  $r_t$  相同；触发止损时  $s_t = 0$ ，预期收益率等于无风险收益率  $r_f$ 。 $\Delta \mu$  表示止损机制对基金收益的改善。止损能否提升收益取决于：① 止损后持有现金资产获得的无风险收益  $r_f$ ；② 原策略的收益率（无条件）期望值  $\mu$ ；③ 自相关系数与收益率波动的标准差乘积  $\rho \sigma$ 。进一步，止损能否提升收益存在临界  $\rho$  值： $\rho \geq \frac{\mu - r_f}{\sigma}$ 。不等式的右边恰好等于该基金组合的夏普率。换言之，当基金回报率的产生过程存在足够的动量，止损才能够带来额外的预期收益；反之，当基金回报率服从随机游走 ( $\rho=0$ )，引入止损反而会降低预期收益率。与此同时，对于那些自身夏普率较低的基金，止损更容易带来收益的提升。<sup>①</sup>

## （三）止损机制显著改善了基金收益

表 1 展示了平均意义上引入止损机制

① 详细的数学推导为增强出版，中国知网—《金融市场研究》。



表 1 止损机制对基金收益的改善

	均值	标准差	最小值	最大值
基金年化收益率	1.044 0	0.118 8	0.756 3	1.253 0
引入止损后基金年化收益率	1.078 5	0.083 6	0.857 3	1.294 5
净值年化波动率	0.254 7	0.037 2	0.162 5	0.346 8
引入止损后净值年化波动率	0.182 5	0.035 0	0.087 9	0.258 5
引入止损后年化收益提高比例	1.039 6	0.075 3	0.919 6	1.304 0
引入止损后夏普率改善	0.080 7	0.132 0	-0.208 8	0.521 8

对基金年化收益率和净值波动的影响。162 只股票型基金从成立至 2023 年 6 月 6 日所获得的几何平均年化收益率约为 4.40%，最卓越的基金年化收益高达 25.30%，最差的为 -24.37%。引入止损机制后，平均意义上，基金获得的几何平均年化收益率提升到了 7.85%，单独计算每只基金收益率的改善情况后求均值得到年化收益的提高比例约为 3.96%，略高于全部基金均值的提高幅度，止损机制对那些表现不佳基金的收益改善程度远高于对基金整体的改善程度。

止损机制对基金的年化波动率减少尤为突出。引入止损机制前，162 只基金平均的年化波动达到 25.47%，引入止损机制后快速下降到 18.25%。降低波动率具有显而易见的好处，在给定年化期望回报率的基础上，更低的波动率实现了更高的累计回报。波动率减少同样大幅提升了经风险调整后的收益，通过引入止损，基金的夏普比率平均提升约 0.08。

如果资产价格符合随机游走，止损策略带来的收益率影响为负；如果资产价格

存在一定程度的“动量”，则止损带来正收益，因此，在引入止损机制后年化收益率改善幅度更大的股票型基金，被认为具有更高的基金动量。

## 四、实证分析

### （一）样本构成和变量定义

本文采用横截面回归模型，基金动量指标使用基于 Python 编写的止损命令测算，其余数据来自 Wind 数据库。表 2 为所有变量的定义和计算方法详细说明。需要特别说明的是，基金的 Alpha、夏普率受计算时采用的频率影响，对于市场风险暴露（Beta）较大的基金，高频率计算得到的 Alpha、夏普率往往高于使用低频率计算得到的 Alpha 和夏普率，本文为了前后统一，均使用日频计算。由于 2021—2023 年中国股市经历了大幅度下跌，而很大部分基金是在这一时期成立的，所以在全部回归中都控制了基金年龄。最后，对基金规模、个人投资者持有份额的变化进行了对数化处理。<sup>①</sup>

① 变量描述性统计见附录。



表 2 变量定义

变量符号	变量含义	计算方法
$\Delta Sharp_i$	夏普率改善	基金存续期内日度收益率求几何均值后进行年化处理，除以日度收益率的年化标准差得到夏普率，引入止损机制后的夏普率减去原策略的夏普率得到夏普率改善
$\Delta Return_i$	收益率提升	基金存续期内的日度收益率求几何平均后进行年化处理，引入止损机制后的年化收益减去原策略的年化收益得到收益改善
$VolPct_i$	个人投资者持有份额变化幅度 (log)	选取 2015 年半年报至 2022 年年报披露的个人投资者持有份额 (亿份)，每半年更新一次，计算样本期内个人投资者持有份额变动的方差。若基金在 2015 年后成立，则从基金首次披露至 2022 年末进行计算
$AvgPct_i$	个人投资者持有份额占比均值	选取 2015 年半年报至 2022 年年报披露的个人投资者持有份额占比，每半年更新一次，计算样本期内个人投资者持有份额占比的均值。若基金在 2015 年后成立，则从基金首次披露至 2022 年末进行计算
$Style_i$	基金风格系数	基金的风格系数 = 基金全部持股的均衡成长风格的分值 - 均衡价值风格的分值 (Wind)
$Age_i$	基金年龄	截至 2023 年 6 月 6 日基金成立的年份
$Size_i$	基金规模 (log)	由于基金规模频繁变化，选取 2021 年半年报公布的基金规模
$Alpha_i$	阿尔法收益	计算从基金成立至 2023 年 6 月 6 日的 Alpha，计算周期为日，普通收益率，比较基准为沪深 300 指数
$VolR_i$	收益率波动	使用日度收益率计算波动率并进行年化处理
$Sharp_i$	夏普率	计算从基金成立至 2023 年 6 月 6 日的夏普比率，计算周期为日，普通收益率，无风险收益率为 1 年期国债收益率
$Stab_i$	基金经理团队的稳定性	基金成立至 2023 年 6 月 6 日经理人数的变化情况，一般在 0~1 之间，越小代表越稳定
$Nom_i$	基金经理人均管理产品数	基金成立至 2023 年 6 月 6 日基金管理人旗下基金经理人均管理产品数

## (二) 经验结果

表 3 为具体实证结果。模型 (1) 考察了个人投资者持有份额占比对基金动量的影响，结果显示，平均意义上，个人投资者占比越高的基金具有更高的基金动量，假设个人投资者持有份额占比上升 50 个百分点，会伴随基金的年化收益率提高约 3.55%，经济意义突出。

模型 (1) 存在内生性问题，个人投资者可能更偏好成长型基金，这类基金因为持仓大量成长股，而成长股具有较强的股价动量，使得整体上，较高个人投资者持

有份额占比与较强的基金动量显著相关。为缓解上述问题，模型 (2) 进一步引入基金风格系数作为控制变量。回归结果表明，在控制了基金投资风格因素后，基金动量与个人投资者持有份额占比之间不存在显著的相关性。与此同时，回归结果显示个人投资者持有份额的波动每上升 1 倍，引入止损后年化收益率提升约 0.807%，个人投资者的“追涨杀跌”与基金动量间存在极强的关联。

模型 (3) 引入了更多可能影响投资者选择或影响基金动量的因素，包括：基金



表 3 用年化收益率提高测度基金动量的实证结果

因变量 $\Delta Return_i$	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)	模型 (4)
$VolPct_i$		0.008 07*** [3.28]	0.004 98** [2.34]	0.008 62*** [2.93]
$AvgPct_i$	0.000 71*** [2.65]	0.000 41 [1.25]	-0.000 52* [-1.85]	0.000 50 [1.43]
$Age_i$	-0.012 32*** [-7.05]	-0.004 43** [-2.33]	0.001 41 [0.63]	0.001 21 [0.43]
$Style_i$		0.027 76** [2.19]	0.042 77*** [4.32]	0.043 15*** [3.06]
$VolR_i$			-0.253 13** [-2.43]	-0.351 18** [-2.42]
$Size_i$			0.001 40 [0.28]	-0.003 82 [-0.55]
$Sharp_i$			-0.133 42*** [-4.98]	
$Stab_i$			0.006 08 [0.56]	-0.026 18** [-2.02]
$Nom_i$			0.003 94 [0.83]	
$Alpha_i$			0.001 99 [1.29]	
截距项	1.053 33*** [37.78]	0.966 56*** [31.37]	1.073 42*** [27.32]	1.049 64*** [22.24]
样本量	162	92	92	92
调整 R <sup>2</sup>	0.311 1	0.257	0.662 9	0.315 1

注：[] 内为 t 值，\*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

业绩的波动率、基金规模、基金的夏普率、基金经理团队的稳定性、基金经理人均管理产品数、基金的 Alpha 收益等。特别地，回归结果表明夏普率越高，引入止损机制后策略的年化收益率改善越明显，与数学推导得到的结论相一致（公式 2）。另一方面，个人投资者持有份额占比的符号变为负值，并有较低的显著性，反映出在控制了基金的大部分特征，以及个人投资者“追涨杀跌”的主要特征后，个人投资者持有

份额占比较高的基金反而有更低的基金动量。

模型 (4) 用于说明模型 (3) 出现的个人投资者持有份额占比系数为负可能的原因：基金的业绩可能内生于基金动量，基金动量越大、伴随基金更强的“追涨杀跌”“买入赎回”，基金很难长期贯彻自身的投资逻辑。此时，如果控制业绩因素会固定最重要的基金动量与基金投资者的非理性行为之间的反馈作用机制，偏离本文



的研究主题。在放松业绩相关的控制变量后，个人投资者持有份额占比的系数变为正值并且不显著，同时，模型（4）中各自变量的回归系数也与模型（2）更为接近。个人投资者的“追涨杀跌”是基金动量的重要来源。

使用夏普率改善替代年化收益提高进行稳健性检验取得了相近的结果，具体参见附录。

## 五、结论

在中国股票市场中，被视作长期投资者、价值稳定器的公募基金往往成为市场波动的放大器，研究基金动量背后的影响因素具有重要意义。本文借鉴 Kaminski & Lo (2014) 的思想，当资产价格存在一定动量时，引入额外的止损机制带来正收益；反之，当资产价格随机游走时，引入止损机制反而带来负收益。本文使用累计收益率设计并利用 Python 编辑止损命令，将其引入到股票型基金之中。结果表明，平均意义上止损机制改善了股票型基金的业绩

表现，特别是通过降低策略的波动率提升了股票型基金的夏普率，基金动量普遍存在。与此同时，不同基金之间存在较大的基金动量差异。本文使用横截面回归模型分别考察了个人投资者持有份额占比、个人投资者持有份额变动幅度以及其他潜在因素对基金动量的影响，实证研究发现，基金投资者的“追涨杀跌”是基金动量的一项重要来源，个人投资者持有份额变化幅度越大，基金的动量越强；同时，个人投资者的行为与基金收益率变动之间存在很强的相互影响，存在内生性问题，一般而言，个人投资者持有份额占比更高的基金表现出更强的动量，这可能是基金风格、市场波动与投资者行为互动形成的结果。根据本文的研究结论，单纯提升基金的市场规模并不一定能提升股票市场的稳定性，改善定价效率。为减低市场波动，应强化对基金投资者的教育，同时对基金片面宣传短期历史业绩诱导基民“追涨”进行监管约束。[N]

学术编辑：曾一巳

### 参考文献

- [1] 冯旭南,李心愉.参与成本、基金业绩与投资者选择[J].管理世界,2013(4):48-58.
- [2] 何毛毛,陈浩.基金动量、风险载荷与市场状态——来自中国股票型基金的经验证据[J].南大商学评论,2019(01):37-57.
- [3] 李实萍,吴栩.动量交易行为量化及其对基金业绩的影响[J].商业研究,2014(12):8-13.
- [4] 李志冰,刘晓宇.基金业绩归因与投资者行为[J].金融研究,2019(2):188-206.
- [5] 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.
- [6] 唐文勇.主动管理权益类公募基金经理动量效应实证研究[J].中国物价,2022(2):77-80.
- [7] 王浩,李晓帆,陈伟忠.“强者”一定“恒强”吗?——来自中国股票型公募基金动量效应研究的新发现[J].财经理论与实践,2020(4):31-38.
- [8] 王擎,吴玮,蔡栋梁.基金评级与资金流动:基于中国开放式基金的经验研究[J].金融研究,2010(9):113-128.
- [9] 邹富.基金业绩、投资者有限注意力与基金申购[J].上海金融,2011(12):63-69.



- [10] Akbas F, Armstrong W J, Sorescu S, Subrahmanyam A. Smart Money, Dumb Money, and Capital Market Anomalies[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 118: 355-382.
- [11] Akbas F, Genc E. Do Mutual Fund Investors Overweight the Probability of Extreme Payoffs in the Return Distribution?[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2020, 55: 223-261.
- [12] Asness C, Frazzini A, Israel R, Moskowitz, T. Fact, Fiction, and Momentum Investing[J]. *Journal of Portfolio Management*, 2014, 40: 75-92.
- [13] Ben-David I, Li J, Rossi A, Song Y. What do Mutual Fund Investors Really Care About?[J]. *The Review of Financial Studies*, 2022, 35(4): 1723-1774.
- [14] Broman M S. Naïve Style-Level Feedback Trading in Passive Funds[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2022, 57(3): 1083-1114.
- [15] Brown N, Wei K, Wermers R. Analyst Recommendations, Mutual Fund Herding, and Overreaction in Stock Prices[J]. *Management Science*, 2014,60(1): 1-20.
- [16] Choi J J, Robertson A Z. What Matters to Individual Investors? Evidence from the Horse's Mouth[J]. *Journal of Finance*, 2020,75: 1965-2020.
- [17] Clifford C P, Fulkerson J A, Jame R, Jordan B D. Salience and Mutual Fund Investor Demand for Idiosyncratic Volatility[J]. *Management Science*, 2021, 64(8): 5234-5254.
- [18] Dasgupta A, Prat A, Verardo M. The Price Impact of Institutional Herding[J]. *The Review of Financial Studies*, 2011,24(3): 892-925.
- [19] Hanson S G, Sunderam A. The Growth and Limits of Arbitrage: Evidence from Short Interest[J]. *Review of Financial Studies*, 2014, 27: 1238-1286.
- [20] Jin L J, Sui P. Asset Pricing with Return Extrapolation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2022,145(2): 273-295.
- [21] Kaminski K M, Lo A W. When Do Stop-loss Rules Stop Losses?[J]. *Journal of Financial Markets*, 2014,18: 234-254.
- [22] Phillips B, Pukthuanthong K, Rau P R. Past Performance May Be an Illusion: Performance, Flows, and Fees in Mutual Funds[J]. *Critical Finance Review*, 2016, 5(2): 351-398.
- [23] Reuter J, Zitzewitz E. How Much Does Size Erode Mutual Fund Performance? A Regression Discontinuity Approach[J]. *Review of Finance*, 2021, 25(5): 1395-1432.
- [24] Sialm C, Starks L T, Zhang H. Defined Contribution Pension Plans: Sticky or Discerning Money?[J]. *Journal of Finance*, 2015,70: 805-838.

### Fund Investors' Chasing Behavior and Fund Momentum

LU Zhen

(Zhongrong International Trust)

**Abstract** This paper measures the fund momentum of each mutual fund using the increase in annualized yield once a stop-loss strategy is introduced. Only when the autocorrelation coefficient in the process of generating fund returns exceeds the Sharpe ratio of the fund itself can stop losses improve returns. Back-testing shows that stock funds generally have momentum. By analyzing the impact of the proportion of shares held by individual investors and the changes in shares held by individual investors on fund momentum, it is found that funds with higher proportions of shares held by individual investors tend to have greater momentum, though there is an inverse causal relationship between the two. After further controlling the characteristics of the fund, it is found that the irrational behavior of fund investors in "chasing up and killing down" is an important source of fund momentum.

**Keywords** Mutual Funds, Fund Momentum, Behavioral Finance, Stop Losses

**JEL Classification** G12 G14 G23