

股模仿和业绩联动。一方面，应根据个股的流动性特征实施差异化的持仓上限管理，对流动性较差的股票实行更严格的分散化要求，防止资金过度聚集；另一方面，要严格执行风格与契约一致的原则，通过定期审查基金的实际持仓是否偏离契约规定，确保基金经理言行一致，降低因风格漂移而对投资者产生的误导。

其次，应建立针对基金关联风险的动态监测体系，强化对业绩联动现象的监管。一是利用大数据手段构建基金关联图谱，实时监测基金之间的持仓重合度，及时识别出高关联度的基金群体；二是引入压力测试机制，模拟极端市场环境，重点评估这些持仓高度趋同的基金集群可能引发的流动性风险，并及时预警。

最后，应改革行业评价与激励导向，引导基金回归长期价值创造。当前基金行业存在的策略趋同与业绩联动，很大程度上源于“重规模、轻质量”的评价体系与重短期排名的激励机制。建议在产品评价层面，降低短期业绩排名的权重，纠正单纯追求规模的倾向；在管理人层面，则应根据机构的战略定位实施差异化考核，推动行业真正向以投资能力为核心的模式转型。

数字时代的投顾服务与基金价值创造 ——基于网络外部性的视角

胡聪慧 赵佳文 彭 锐 王 琳

近年来，随着数字技术与基金线上销售模式的快速发展，数字化投资顾问服务日渐普及。部分基金销售机构通过发布基金榜单、内部评级或优选标签等方式，向投资者传递产品评价信息，以引导其投资决策。直观来看，此类服务通过降低投资者的认知与选择门槛，借助机构声誉背书，一定程度上缓解了投资者对销售环节潜在利益冲突的顾虑，有助于提升投资决策效率。然而，与一般商品和服务不同，金融投资建议服务可能具有显著的网络负外部性特征，即随着采纳相同投资建议的用户数量增加，个体投资者从该服务中

获得的实际效用反而可能下降。

在数字环境下，标准化投顾服务依托大型平台的流量优势，能够在短时间内吸引大量投资者集中配置同一类资产。然而，优质投资机会本身具有稀缺性，若过多投资者同时遵循同一投资建议，相关投资策略的获利空间可能被迅速压缩，进而导致预期收益下降。现有关于投资顾问的研究，主要聚焦于顾问代理冲突、行为偏误以及新技术在改善投资者福祉方面的潜力与局限，尚未深入分析投顾服务在数字化条件下与一般商品在网络外部性上的本质差异，也较少从基金价值创造的角度审视数字化投顾服务的长期影响。

基于此，本文以国内某大型基金销售平台推出优选理财服务为研究背景，系统考察统一的数字化投顾服务在数字时代对基金资金流入、基金绩效以及基金价值创造的影响，旨在从网络负外部性的视角揭示投顾类金融服务数字化的内在规律。优选理财服务通过多维度筛选、实地调研等方式，遴选出适合长期投资的基金，并以添加“优选”标签、发布推荐榜单和披露筛选逻辑等形式向投资者提供统一的投资引导。为进行有效比较，本文首先采用熵平衡匹配方法，为进入优选名单的基金（处理组）匹配特征相近的非优选基金（对照组）。随后，以 2020 年 7 月该服务上线作为准自然实验的政策时点，构建双重差分模型，比较服务推出前后两年内两组基金在资金流入、基金绩效及价值创造方面的差异。

主要发现如下：第一，优选服务推出后，优选基金的资金净流入显著高于配对基金。在控制相关变量及基金、时间固定效应后，优选基金每季度的规模增长率平均比配对基金高 11.3%，表明统一的推荐服务能够持续引导投资者资金流向优选基金。

第二，优选服务推出后两年内，优选基金的投资绩效显著下降。相较于配对基金，优选基金的 Jensen Alpha 平均每季度低 1.2%，考虑规模后的价值增量平均低约 4339 万元，说明基金规模扩张可能超出其最优管理能力，进而影响投资者收益。进一步地，本文依据服务推出半年内资金净流入的相对规模将样本分组，比较

其业绩变化。结果显示，资金流入较多组的业绩下降幅度显著大于资金流入较少组，表明投资者集中涌入是导致基金超额收益衰减的重要原因。

第三，本文从基金管理角度探讨了绩效下降的机制。研究发现，与配对基金相比，优选服务推出后，优选基金的调仓能力（以隐形交易能力衡量）与管理积极性（以跟踪误差和主动份额衡量）均出现显著下降，且在资金流入较多的基金中更为明显；交易冲击成本的变化则不显著。综上，基金经理调仓能力减弱与主动管理程度下降，是数字化投顾服务通过网络负外部性影响基金绩效和价值创造的关键传导机制。

总体而言，本文的研究表明，在数字时代的大流量平台上投放同质化、标准化的投资建议服务，容易因网络负外部性与规模效应的共同作用，导致基金绩效和价值创造能力的非预期下降。这一发现为理解投顾服务数字化的内在约束提供了新的经验证据，也为规范数字时代基金销售与投顾服务实践提供了理论和现实参考。

本文的政策启示和建议如下：第一，应充分考虑不同基金最优管理规模的差异，动态调整策略以缓解规模冲击。不同基金对规模扩张的承受能力存在显著差异，销售机构在开展投顾服务时，应避免将过多资金集中引导至少数产品，而应根据基金的管理能力和策略容量，合理分配销售引导流量，以延长基金的规模红利期。此外，基金管理人在接入数字化销售平台时，需要更加审慎地考量规模扩张对自身投资风格、调仓能力和长期绩效的影响，以更好地实现基金价值创造和投资者利益保护。

第二，应推动投顾服务从集中化、统一推荐向分散化、差异化模式转型。统一推荐模式在大流量平台环境下容易加剧网络负外部性，影响服务质量投资者收益。可探索构建“平台+分散投顾”的服务架构，由平台提供基础设施支持，由多个经备案的独立投顾向投资者提供差异化建议，从而在发挥平台规模经济优势的同时，避免投顾服务陷入“规模诅咒”。

《数字时代的投顾服务与基金价值创造》附录

附录 1 稳健性检验

(一) 变换绩效度量方法

基金绩效指标的选择对本文的结论十分关键。为此，本文还超越基准的收益率以及基于 Fama-French 三因子和五因子模型度量基金超额收益，重新评估了引入优选服务对基金绩效的影响。附表 1 和附表 2 分别报告了优选服务推出后，基于 Fama-French 三因子和五因子超额收益的基金绩效变化。其中，对于资金流入较多的基金，以 Fama-French 三因子和五因子模型衡量的超额收益分别下降 1.035% 和 0.785%。总之，更换绩效指标后的结果再次印证了优选服务会导致基金绩效受损的基本逻辑。

附表 1 优选服务对基金 FF3 Alpha 的影响

	FF3 Alpha		
	(1)	(2)	(3)
	全样本	资金流小	资金流大
<i>Treat*Post</i>	-0.6108*** (0.1868)	-0.3717 (0.2517)	-1.0345*** (0.2525)
<i>Post</i>	-0.9291*** (0.1295)	-0.9906*** (0.1514)	-0.9220*** (0.1956)
控制变量	Yes	Yes	Yes
基金固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	No	No	No
样本量	39917	38665	38611
<i>Adj. R</i> ²	0.0821	0.0502	0.1197
交互项系数组间差异(<i>p</i> 值)	/		0.069

注：括号中是按基金聚类的标准误，*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平下显著，下表同。

附表 2 优选服务对基金 FF5 Alpha 的影响

	FF5 Alpha		
	(1)	(2)	(3)
	全样本	资金流小	资金流大
<i>Treat*Post</i>	-0.4425** (0.1976)	-0.1541 (0.2702)	-0.7847*** (0.2693)
<i>Post</i>	-0.0571 (0.1318)	-0.0902 (0.1538)	-0.1979 (0.2090)
控制变量	Yes	Yes	Yes
基金固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	No	No	No
样本量	39917	38665	38611
<i>Adj. R</i> ²	0.0623	0.0457	0.0820
交互项系数组间差异(<i>p</i> 值)	/		0.061

(二) 排除替代性假说

由于优选基金的名单是由某家销售平台确定的，因此，同时期宏观层面的其他冲击很难解释本文的发现。为了缓解这一担忧，本文采用销售费用增长率度量优选基金在其他渠道的推广力度，选取 2020 年下半年销售费用没有大幅上涨的样本（同期增长率低于样本 75 分位数的优选基金及其配对样本），重新估计了优选服务对资金净流入和业绩的影响。附表 3 至附表 5 报告的结果显示，在销售费用增长相对稳定的样本中，优选服务对资金净流入和业绩的影响幅度与正文的基准结果基本一致，缓解了基准结果高估优选服务影响的担忧。

附表 3 优选服务对资金净流入的影响（排除替代性假说）

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Flow</i>				
<i>Treat*Post</i>	-0.0583*	-0.0170	0.0673*	0.0682*
	(0.0337)	(0.0341)	(0.0352)	(0.0348)
<i>Post</i>	-0.0101**	-0.0107**	-0.0278**	
	(0.0042)	(0.0048)	(0.0110)	
<i>Treat</i>	0.1827***	0.1643***		
	(0.0274)	(0.0283)		
控制变量	No	Yes	Yes	Yes
基金固定效应	No	No	Yes	Yes
时间固定效应	No	No	No	Yes
样本量	25513	23978	23978	23978
<i>Adj. R</i> ²	0.0063	0.0580	0.0856	0.0958

附表 4 优选服务对基金 Jensen Alpha 的影响（排除替代性假说）

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Jensen Alpha</i>				
<i>Treat*Post</i>	-1.7926***	-1.4716***	-1.9043***	-1.6132***
	(0.3203)	(0.2892)	(0.2699)	(0.2817)
<i>Post</i>	-2.4465***	-2.2418***	-2.8011***	
	(0.0624)	(0.0615)	(0.0863)	
<i>Treat</i>	1.7814***	1.2879***		
	(0.2098)	(0.2021)		
控制变量	No	Yes	Yes	Yes
基金固定效应	No	No	Yes	Yes
时间固定效应	No	No	No	Yes
样本量	25513	23978	23978	23978
<i>Adj. R</i> ²	0.0629	0.2231	0.2232	0.3528

附表 5 优选服务对基金价值创造的影响（排除替代性假说）

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Value_added</i>				
<i>Treat*Post</i>	-8.0935***	-8.3732***	-8.8016**	-8.6798**
	(2.3819)	(2.2441)	(3.8726)	(3.9087)
<i>Post</i>	-2.5200***	-2.1673***	-2.1421***	

	(0.1715)	(0.1832)	(0.3420)
<i>Treat</i>	2.7274*** (0.7651)	2.8985*** (0.8240)	
控制变量	No	Yes	Yes
基金固定效应	No	No	Yes
时间固定效应	No	No	No
样本量	25513	23978	23978
<i>Adj. R</i> ²	0.0116	0.0510	0.0450
			0.0696

(三) 变换匹配变量

由于基金的资金流入和业绩会在很大程度受到基金风格和行业的影响,同时担心匹配变量中包含被解释变量会得到有偏估计。为了缓解担忧,本文在匹配变量中加入了基金风格(成长型、稳定型和价值型)虚拟变量和基金在不同行业投资占总投资的比例,同时删除了匹配变量中的被解释变量。最终选择基金规模、家族规模、费率、年龄、净申购率、持股比例、过去十二月最大单月收益率,过去十二个月波动率、持股集中度、业绩持续性、基金风格和在不同行业投资占比作为熵平衡匹配的协变量,重新估计了优选服务对资金流入和业绩的影响。附表 6 至附表 8 报告的结果显示,在更改匹配变量之后,优选服务对于基金资金净流入和业绩的影响幅度与正文的基准结果基本一致,缓解了匹配变量选择对优选服务影响估计的担忧。

附表 6 优选服务对资金净流入的影响 (变换匹配变量)

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Flow</i>				
<i>Treat*Post</i>	0.0265 (0.0220)	0.0487** (0.0192)	0.1143*** (0.0220)	0.1103*** (0.0222)
<i>Post</i>	-0.0580*** (0.0089)	-0.0515*** (0.0091)	-0.0980*** (0.0205)	
<i>Treat</i>	0.0705*** (0.0176)	0.0547*** (0.0147)		
控制变量	No	Yes	Yes	Yes
基金固定效应	No	No	Yes	Yes
时间固定效应	No	No	No	Yes
样本量	35526	33336	33336	33336
<i>Adj. R</i> ²	0.0170	0.1174	0.1610	0.1979

附表 7 优选服务对基金 Jensen Alpha 的影响 (变换匹配变量)

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Jensen Alpha</i>				
<i>Treat*Post</i>	-1.3024*** (0.2049)	-1.1117*** (0.2555)	-1.2317*** (0.2712)	-1.0280*** (0.2537)
<i>Post</i>	-3.1894*** (0.1466)	-2.8166*** (0.1962)	-3.3510*** (0.2003)	
<i>Treat</i>	1.2901***	0.8384***		

	(0.1404)	(0.1777)		
控制变量	No	Yes	Yes	Yes
基金固定效应	No	No	Yes	Yes
时间固定效应	No	No	No	Yes
样本量	35526	33336	33336	33336
Adj. R^2	0.1368	0.3959	0.3918	0.4883

附表 8 优选服务对基金价值创造的影响 (变换匹配变量)

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Value_added</i>				
<i>Treat*Post</i>	-3.2275*** (0.9470)	-3.4830*** (0.9767)	-4.1384*** (1.0741)	-3.8489*** (1.0777)
<i>Post</i>	-3.9345*** (0.5765)	-4.0964*** (0.5947)	-1.7368** (0.7306)	
<i>Treat</i>	1.6658** (0.7215)	1.2572* (0.6568)		
控制变量	No	Yes	Yes	Yes
基金固定效应	No	No	Yes	Yes
时间固定效应	No	No	No	Yes
样本量	35526	33336	33336	33336
Adj. R^2	0.0360	0.1822	0.1708	0.2282