



中美公募基金业绩比较基准设计的差异

——上海证券业绩比较基准系列报告之二

主要观点：

在前篇《由海外业绩比较基准规范化做出的中国思考》中我们提出，应当进一步规范基准组合设置与选择，从基准指数选择、组合配比设置、投资风格匹配等多方面做出基本要求。本篇对中美两国公募基金基准设计做出梳理与对比，以此为参考，进一步细化基准设计和应用规范思路。

上海证券基金评价研究中心

分析师：刘亦千

执业证书编号：S0870511040001

邮箱：liuyiqian@shzq.com

电话：021-53686101

分析师：谢忆

执业证书编号：S0870519080001

邮箱：xieyi@shzq.com

电话：021-53686103

报告日期：2020年3月12日

报告编号：

相关报告：

《由海外业绩比较基准规范化做出的中国思考》

■ 美国共同基金业绩比较基准设计

美共同基金的业绩比较基准通常由单一指数构成，且在基准指数的选取和设置上表现出较高的趋同性，横向比较便利化程度高。但此外，为鼓励基金突出其特定投资方向，美基金可附加反映基金所投资市场领域的其他定义更为狭窄的指数作为基准，在实践中亦有部分共同基金产品有两个及两个以上的业绩比较基准。

■ 我国公募基金业绩比较基准特征概览

我国主动管理基金呈现出基准组合样式复杂、多元化程度高的特点，这与我国主动管理基金更多采用组合指数基准而非单一指数基准有关，相似度低的基准组合设计使得基金在进行同类比较时难以有效以业绩比较基准作为判断标准，弱化了相对收益指标的对比作用，也给基金产品的评价增加了难度。但具体到各类资产代表指数的选取上主动管理基金表现出了较强的趋同性，指数选择集中度高。此外，基准中股票指数占比能够较为显著的从事前反映出其风险收益特征；事后总体上能够较好预示，个体上偏离度较大。

■ 我国公募基金业绩比较基准市场趋势

自2004年有基金产品首次对业绩比较基准进行修改，历年均有部分产品对其运作的“生命线”进行调整，2018年以来调整产品数量大幅提升，市场正自发调节基准的规范化程度。此外，我国主动管理基金中有部分产品应用可调整式基准，即根据基础市场表现、目标时间临近等不同标准进行调整的基准组合样式以进行业绩比较。

■ 基准设计应注意什么？来自基金评价机构的思考

为使基金基准发挥更大作用，进一步细化基准设计规范，我们提出：1) 基准组合设计应当科学：首先风险收益特征应当通过基准做有效传递，其次单指数还是组合指数基准的适用性待考虑；2) 基准指数选择应当慎重：设立过程中应重点考虑跨市场指数、优先保障基准指数的代表性和可持续性；3) 持续使用方式应当高效：如建立偏离监管、避免调整频繁、加强信息披露。

我们在《由海外业绩比较基准规范化做出的中国思考》中提出规范基准指数构建和基准组合设置，唤醒基金投资者对基金基准的功能认识和对长期投资的理念认知，在现有时点十分必要，并提出应当从基准指数选择、组合配比设置、投资风格匹配等多方面做出基本要求的政策建议。本篇对中美两国公募基金基准设计做出梳理与对比，以此为参考，进一步细化基准设计和应用规范的思路。

一、 美国共同基金业绩比较基准设计

1993年，美证券交易监督委员会（SEC）首次在正式文件中提及业绩比较基准事宜。在1993年7月1日生效的《共同基金业绩和投资组合经理的披露的最终规则》中，首次要求共同基金向投资者提供特定的业绩比较基准，并规定基金应当将收益与合适的证券市场指数以走势图形式做比较。

发展至今，基准在美共同基金市场扮演重要角色。据2018年ICI个人投资者投资情况调查，选择基金产品时87%的美国投资者会关注基金相对收益，其中35%认为基准对于他们做出投资决策非常重要。因此，总结及参考美国共同基金业绩比较基准设计是富有意义的。

（一） 美基准通常选用单一指数，横向比较便利化程度高

根据SEC招募说明书文本格式Form N-1A（有效期至2022年7月31日），美共同基金需披露并使用合适的宽基指数。实际操作中，美共同基金的业绩比较基准通常由单一指数构成。统计彭博所收录的在美销售的开放式基金产品，得出¹：在3131只、1291只和218只股票基金、债券基金和混合基金样本中，分别有2598只、1217只和150只样本的业绩比较基准仅对标一只宽基指数，占比分别为82.98%、94.27%和68.81%。

美共同基金在基准指数选取和设置上表现出较高的趋同性。首先，美国指数提供商是一个集中度较高的行业，至2018年末，标准普尔道琼斯（S&P Dow Jones Indices）、富时罗素（FTSE Russell）及明晟

¹ 数据截至 2019/10/21。

(MSCI) 占据市场近八成的利润水平。在此背景下，美共同基金选取的宽基指数有着较为集中的特征，权益类基金选择最多的均为标准普尔旗下标普500指数，其中股票基金和混合基金中以标普500指数为业绩比较基准的产品占比分别为19.04%和37.16%；而债券基金中分别有19.67%和19.05%的产品以彭博巴克莱美国综合债券指数（Bloomberg Barclays U.S. Agg Yield）和彭博巴克莱市政债券指数（Bloomberg Barclays Municipal Bond）为比较基准。高趋同性使得基金横向比较更为便利。

表1. 美各类型基金债券指数选择

股票基金			债券基金			混合基金		
指数	只数	占比	指数	只数	占比	指数	只数	占比
S&P 500 INDEX	596	19.04%	Bloomberg Barclays U.S. Agg Yield	254	19.67%	S&P 500 INDEX	81	37.16%
RUSSELL 2000 INDEX	203	6.48%	Bloomberg Barclays Municipal Bond	246	19.05%	Bloomberg Barclays U.S. Agg Yield	17	7.80%
MSCI EAFE	197	6.29%	Bloomberg Barclays 1-3 Yr	30	2.32%	MSCI ACWI	11	5.05%
RUSSELL 1000 VALUE INDEX	137	4.38%	Bloomberg Barclays Intermediate US Govt/Credit	29	2.25%	RUSSELL 3000 INDEX	10	4.59%
RUSSELL 1000 GROWTH INDX	128	4.09%	Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield	25	1.94%	Morningstar Moderate	10	4.59%

数据来源：Bloomberg，上海证券基金评价研究中心

但与此同时，也有诸多共同基金产品选择小众指数。基于样本数据结果，在3131只、1291只和218只股票基金、债券基金和混合基金中，分别有288只、167只和44只样本所选用的宽基指数“独一无二”，全部样本中共476只仅有单一产品选用的小众指数。基金如此选取或是出于投资方向、运营成本等多重考虑，但同时增加了基金横向比较的难度。

(二) 少数共同基金产品对标多只指数，突出产品投资方向

为鼓励基金突出其特定投资方向，Form N-1A规定基金产品可设置附加指数，以将其业绩表现与反映基金所投资市场领域的其他定义更为狭窄的指数进行比较。在实践中，部分共同基金产品有两个及两个以上的业绩比较基准。统计彭博所收录的在美销售的开放式基金产品，分别约有17.02%、5.73%和31.19%的股票基金、债券基金和混合基金除宽基指数外，选用一只或一只以上指数作为附加比较基准。举例来看，富达

小盘价值基金（FCPVX）以罗素2000指数作为业绩比较基准，同时也选择了标普小盘600指数作为附加基准。

除基础市场指数外，部分基金产品选用同类可比基金指数作为附加指数。举例来看，美洲基金旗下美国成长股基金（AGTHX），在标普500指数的基础之上增加了理柏大盘成长基金指数、理柏成长基金指数、理柏大盘核心基金指数和理柏资本增值基金指数作为附加比较基准。

附加基准的设计在保障共同基金产品横向比较便利性的基础上，能够更为突出产品特定投资方向，增强相对收益的真实性与客观性。

二、我国公募基金业绩比较基准特征

自2002年证监会在《关于证券投资基金发行设立申报材料有关问题的通知》中首次提及基准设置要求以来，我国公募基金产品在产品初设时普遍披露其业绩比较基准选取。通过归纳统计现有主动管理股票、债券及混合基金（以下进一步统称为主动管理基金）的业绩比较基准，我们总结出如下特征：

（一）基准组合样式复杂，单一指数基准较少采用

我国主动管理基金呈现出基准组合样式复杂、多元化程度高的特点，横向比较难度大，而这与我国主动管理基金更多采用组合指数基准而非单一指数基准有关。

组合指数基准（以下简称组合基准）即由两只或两只以上市场指数、基准利率等组合而成。统计截至2019年年底存续的4671只主动管理基金，仅有约四分之一的产品采用单一指数作为基准，其中权益类基金更倾向于采用组合基准。具体来看，主动管理股票基金均使用组合基准，且多为股票指数与债券指数相结合；混合型基金中仅有43只产品选用单指数型基准，占比仅为1.70%，其余均采用组合基准；债券型基金中共有1158只产品选用单指数基准，占比超六成。

组合基准的采用充分体现了基金多元化资产配置和证券选择的特

点。实际投资中，权益类基金为保证流动性需求并不能满仓操作，在基准组合中设定一定比例的债券类指数或基准利率无可厚非。但同时，由于各资产代表指数间比例的不同，我国主动管理基金的基准设计有着较强的个体差异性。在4671只主动管理基金样本中，有超800只产品的基准²“独一无二”，仅六个基准组合其所使用的产品超过百只。具体来看，336只主动管理股票基金中，共产生了212个组合样式，多元化程度较高，增加了横向比较的难度。

表2. 各类型基金基准组合设计多样性

基金类型	产品数量	选用最多的基准	应用该基准的产品数量占比
股票型基金	336	沪深300指数收益率*80%+中证综合债指数收益率*20%	4.17%
债券型基金	1801	中债-综合全价(总值)指数收益率*100%	23.49%
混合型基金	2534	沪深300指数收益率*50%+中证全债指数收益率*50%	3.31%

数据来源：wind，上海证券基金评价研究中心

相似度低的基准组合设计使得基金在进行同类比较时难以有效以业绩比较基准作为判断标准，弱化了相对收益指标的对比作用，不利于投资者进行产品筛选和事前判断，也给基金产品的评价增加了难度。

(二) 指数选取同质化程度较高，小众指数少数存在

虽然我国业绩比较基准设计呈现出多元化程度高的特征，但具体到各类资产代表指数的选取上，主动管理基金表现出了较强的趋同性，小众指数少数存在。

首先，在股票指数的选择上，无论是权益类基金³还是固收类基金⁴，都更青睐沪深300指数。4671只主动管理基金样本中，超四成产品的基准组合构建中应用沪深300指数，中证800指数与恒生指数次之，对某一只指数的集中程度较美开放式基金更高。具体来看，基准组合中涵盖股票指数的权益类基金和固收类基金中，选用沪深300指数的产品占比分别为52.55%和85.71%；两类基金前五大股票指数合计占比分别为77.48%和96.74%，集中程度高。

² 指业绩比较基准整体。

³ 指主动管理股票基金及主动管理偏股混合基金。

⁴ 指主动管理债券基金及主动管理偏债混合基金。

表3. 各类型基金基准股票指数选择

权益类基金(主动股基、偏股混合)		固收类基金(主动债基、偏债混合)	
指数	占比	指数	占比
沪深 300 指数	52.55%	沪深 300 指数	85.71%
中证 800 指数	10.18%	中证 800 指数	5.01%
恒生指数指数	8.37%	恒生指数指数	3.26%
中证 500 指数	3.71%	中证 500 指数	2.26%
中证医药指数	2.67%	港股综合指数	0.50%

数据来源: wind, 上海证券基金评价研究中心

其次,在债券指数的选择上,权益类基金和固收类基金略有差异,但指数应用亦较为集中。其中,权益类基金最为偏爱上证国债指数,基准组合中涵盖债券指数的产品对该指数的应用占比达24.86%,前五大指数合计占比近九成;固收类基金对中债公司旗下债券指数的应用程度更高,中债-综合全价(总值)指数及中债-综合财富(总值)指数的占比分别为29.63%和24.60%,前五大指数合计占比为81.76%。

表4. 各类型基金基准债券指数选择

权益类基金(主动股基、偏股混合)		固收类基金(主动债基、偏债混合)	
指数	占比	指数	占比
上证国债指数	24.86%	中债-综合全价(总值)指数	29.63%
中证全债指数	16.73%	中债-综合财富(总值)指数	24.60%
中证综合债指数	16.25%	中证全债指数	11.11%
中债-综合财富(总值)指数	16.06%	中债-总全价(总值)指数	8.57%
中债-总全价(总值)指数	11.47%	中证综合债指数	7.85%

数据来源: wind, 上海证券基金评价研究中心

我国基金业绩比较基准多样化主要来源于各类资产代表指数配比的不同,但进一步来看,也一定程度受指数编制方法影响。基准组合选取的股票指数多为价格指数,仅少部分产品应用收益指数;而选取的债券指数大多为考虑应计利息的指数,但又进一步细分为全价、财富指数。对不同编制方法指数的选择一定程度带来基准多元化,而目前我国暂未在这一方面进行统一。此外,GIPS要求业绩比较基准采用全收益指数而非价格指数,如应用价格指数恐无法形成国际共识,不利于产品国际化推广,而对于两者的更深一步探讨,我们将在后续报告中做出展开。

(三) 基准中股票指数配比总体可较好预示股票仓位,个体存在偏离

从事前来看,各类型基金基准中的股票指数占比能够较为显著的反

映出其风险收益特征。以主动管理股票基金为例，基准内股票指数占比中位数为85%，区间为70%至95%，能够较为清晰地与其资产配置特征相符；而主动管理普通债券基金⁵的股票指数占比在0%至20%。

表5. 各类型基金基准内股票指数占比

	中位数	均值	最大值	最小值
主动管理股票基金	85.00%	84.55%	95.00%	70.00%
主动管理普通债券基金	0.00%	5.17%	20.00%	0.00%
主动管理混合基金	60.00%	55.61%	100.00%	0.00%

数据来源：wind，上海证券基金评价研究中心

从事后来看，总体上而言，各类型基金基准中股票指数占比可较好预示实际的股票仓位，即风险收益特征可从基金基准中一定程度反映，但结果并不足够直观与显著。以主动管理股票基金为例，统计基准中不同股票指数占比产品在2019年四季度末的股票仓位情况，股票基金总体围绕其基准中股票指数的占比进行权益资产配置，且随指数占比提高呈实际股票仓位提高的趋势，下表中中位数及均值均较为明显地反映出这一点。主动管理普通债券基金与主动管理混合基金亦表现出相似特征。

表6. 主动管理股票基金2019年四季度末股票仓位情况

股票指数占比	产品个数	中位数	均值	最大值	上分位	下分位	最小值
70.00%	1	--	--	--	--	--	--
75.00%	1	--	--	--	--	--	--
80.00%	156	90.85%	90.24%	94.82%	92.90%	88.42%	78.38%
85.00%	50	91.09%	90.05%	94.45%	93.25%	86.84%	82.15%
90.00%	84	91.75%	91.57%	96.79%	93.49%	90.40%	81.71%
95.00%	23	92.98%	92.88%	95.28%	94.10%	92.00%	89.76%

数据来源：wind，上海证券基金评价研究中心

注：上表中剔除至2019年12月31日时成立未满六个月的产品，以排除建仓期带来的干扰

但从个体上来看股票资产配置的偏离度仍存。首先，基于上表中股票仓位的各分位值数据，可较为明显的看出相较股票指数占比存在偏离。其次，通过计算2019年四季度末基金股票仓位与股票指数占比的偏离度绝对值得出，主动管理股票基金、普通债券基金及混合基金的偏离度绝对值均值分别为6.92%、7.28%和2.54%，混合基金中部分产品偏离度绝对值超九成，且各类型基金都更倾向于实际配置高于股票指数占比

⁵ 主动管理普通债券基金指可投资于股票市场的主动管理债券基金。

的权益资产。

表7. 主动管理混合基金2019年四季度末偏离度情况

偏离度绝对值区间	产品个数	产品个数占比
无偏离	9	0.38%
0%-20%	1250	52.17%
20%-40%	853	35.60%
40%-60%	204	8.51%
60%-80%	36	1.50%
80%-90%	22	0.92%
90%-100%	22	0.92%

数据来源: wind, 上海证券基金评价研究中心

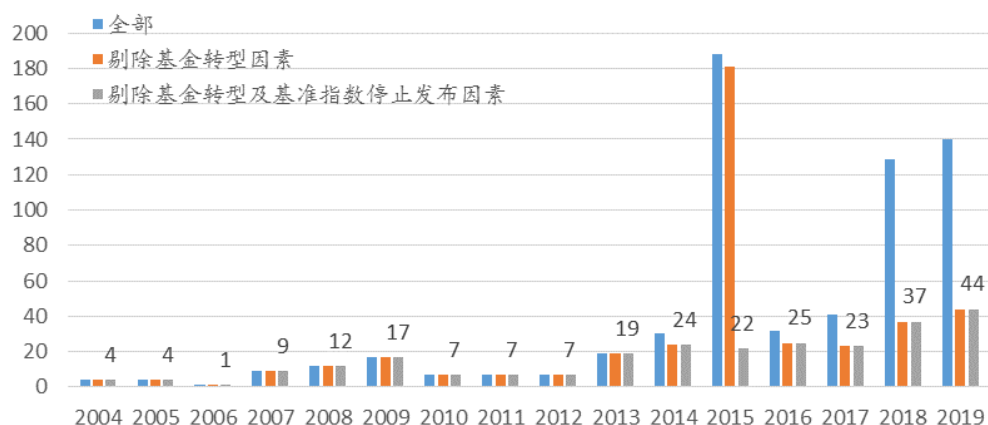
权益类资产配置比例相对基准大幅漂移实质上或给投资者带来误导, 不利于基金产品的选择。

三、我国公募基金业绩比较基准趋势

(一) 近两年基准变更频繁, 市场自发调节趋向基准规范化

自2004年基金首次对业绩比较基准进行修改, 历年均有部分产品对其产品运作的“生命线”进行调整。

图1、2004年以来年度基准变更产品数量 (以主代码记)



数据来源: wind 上海证券基金评价研究中心

2015年, 基金业绩比较基准变更迎来高峰, 但实则因为标准普尔指数与中信证券停止指数方面合作, 中信标普全债、中信标普国债等债券系列指数均停止发布, 大面积影响应用此系列指数作为业绩比较基准的产品; 同时虽中信标普股票系列指数数据继续由标准普尔指数进行提

供，部分基金管理人担心未来可能发生的变化而进行了权益类指数的变更。剔除受此影响的产品，基准变更数量大幅下降。

2018年及2019年，保本产品等转型使得业绩比较基准变更产品的数量再次激增。扣除该因素后，2018年及2019年年度，基准变更的产品数量以主代码记分别为37只和44只，较此前有较大幅度的上升。2019年非因基金转型、基准指数停止发布因素而产生基准变更的产品中，约有25%更改了权益资产与非权益资产代表指数间的配置比例；其余均改动了应用的基准指数，其中不乏将权益类宽基指数调整为行业/主题股票指数的行业/主题类基金，市场正自发调节基准的规范化程度。

(二) 可调整式基准出现，参考标的的多样化探索

我国主动管理基金中有部分产品应用可调整式基准，即根据基础市场表现、目标时间临近等不同标准进行调整的基准组合样式以进行业绩比较。

从配置角度出发，农银汇理区间收益和农银汇理区间策略均采用可调整式基准，以上证综指收盘点位为计算根据调整权益资产及非权益资产间的配比。从事后看，两只产品自成立以来资产配置均较为灵活，能够根据市场变化做出调整。

而在至今已成立的目标日期FOF产品中，景顺长城养老2045以中证目标日期2045指数为业绩比较基准，该指数是由四类资产（A股、债券、现金、QDII股票）构成的多资产指数，每类资产由若干相应的细分类别指数（或ETF）代表，共六类细分资产券种，其权重基于VaR模型，从资产预期年化收益率、预期协方差矩阵求得相应权重，并每半年进行一次调整。

从目标日期角度出发，成立于2008年的汇丰晋信2026生命周期基金设计初衷即随着目标时间的临近相应调整资产配置和投资策略，以进行股票、债券资产的投资。该基金在实际管理过程中阶段性资产配置如下，其基准为MSCI中国A股指数收益率 $\times X$ +中信标普全债指数收益率 $\times (1-$

X)，其中X跟随调整如下：

表8. 公募基金股票指数选择

时间段	股票类资产比例 (%)	非股票类资产比例 (%)	X (%)
合同生效日至 2012/8/31	60-95	5-40	75
2012/9/1-2016/8/31	50-80	20-50	65
2016/9/1-2021/8/31	30-65	35-70	45
2021/9/1-2026/8/31	10-40	60-90	20
2026/9/1 起	0-20	80-100	0

数据来源：wind，上海证券基金评价研究中心

四、 基准设计应注意什么？来自基金评价机构的思考

基于我国公募基金业绩比较基准的现状，存在着多元化程度高、设计复杂、资产配置个体偏离及变更频繁等特征，造成基准参考性下降，为使基准在基金选择、评价中发挥更大作用，在前篇报告的基础之上，我们提出以下思考：

1. 基准组合设计应当科学

基准组合的结构设计是可充分反映产品投资逻辑，因此：

1) 风险收益特征应当通过基准做有效传递，基准是事前最为直观的投资参考指标，投资者可利用其识别产品的风险收益特征与投资方向，因此在权重配比及代表指数选择上应当更为慎重，以更有效传递产品的风险收益特征。

2) 单指数还是组合指数基准的适用性待考虑，目前我国基金产品，尤其是权益类基金产品多选用组合指数基准的设计方法，而美共同基金多使用单一指数作为基准，首先两者对产品业绩比较的适用性有待考察和考虑，其次如选用单指数可能会较大程度削弱组合样式的高差异性，或利于基金产品的横向比较。

2. 基准指数选择应当慎重

基准指数是构成业绩比较基准的基础部分，我们提出应：

1) 重点考虑跨市场指数，目前中美两国多数权益类基金产品均采

用此类指数，但我国固定收益类产品中部分指数涵盖方向较为狭窄，跨市场指数的选择可使得基金产品在实际投资中拥有更广泛的空间，值得管理人重点考虑。

2) **更多关注指数本身的代表性**，成分股市值过大、新股自然回落带来的影响或造成指数失真，可能使得业绩比较基准失去意义，基准指数无论是针对全市场还是特定投资领域，其对实际投资做出的引导意义应当更多关注。

3) **优先保障基准指数的可持续性**，中信标普债券类指数的停止发布给多只基金产品带来影响，基准指数的变更与调整理论上会给基金产品的投资方向和风格带来一定影响，指数发布机构和其发布指数的可持续性应当优先保障，而如指数本身无法有效跟踪，基金管理人应当设立备用方案以保障投资者利益。

3. 持续使用方式应当高效

业绩比较基准应用的主体在基金成立后的“漫长岁月”之中，有效规制使用方式最为重要，因此应当：

1) **建立偏离监管**，投资风格漂移是我们关注基准的重要角度，基金存续过程中的投资偏离监控、偏离调整、基准指数变化导致的基准组合调整等应当被有效注意，不妨参照GIPS标准设立基准外资产监控，从更为直观和便于界定的资产配置角度上优先试行偏离监管。

2) **加强信息披露**，高透明度是消除代理问题和信息不对称最为有效的手段之一，除基金投资偏离的信息披露外，基金与基准投资风格匹配的长期稳定、基金基准变更和调整带来的潜在影响等都应有效传递给基金投资者。

3) **避免调整频繁**，部分基金产品在其业绩存续期内曾多次调整业绩比较基准，此外亦有采用可调整式基准的基金产品，基准调整不应过于频繁，以保障投资者不会在投资过程中产生误解，便于投资业绩的比较。

分析师承诺

分析师 刘亦千 谢忆

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。报告中通过样本推导或计算获得的结论，不保证代表统计全量，样本数据的抽样方法本公司保有最终解释权。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。

上海证券基金评级定义

类别	分级及定义
综合评级	★最低 ★★★★★最高
选证评级	★最低 ★★★★★最高
择时评级	★最低 ★★★★★最高
夏普比率	★最低 ★★★★★最高