



由海外业绩比较基准规范化做出的中国思考

——上海证券业绩比较基准系列报告之一

主要观点：

规范业绩比较基准的设置与评估，保障市场的平等与参与者的权益，对市场各方而言都十分重要。作为系列报告的开篇，本报告主要介绍了海外市场的业绩比较基准监管演变，并结合我国实际情况提出建议。

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：

■ 基准指数规范化，我们缘何应在路上？

基准指数诞生以来，编制透明度及原始数据质量均存在提升的空间，而一些基准指数编制机构和原始数据提供机构可能也是使用机构，利益冲突带来指数操纵风险，海外基准操纵事件频出。此类行为造成了资产管理公司、保险公司等机构的损失，也损害了市场本身信誉与运作规范，基准指数监管亟待完善。

■ 海外业绩比较基准监管实践

从国际证券委员会组织等国际性组织至英国、新加坡等单一国家，基准指数编制管理不断深化。其中《欧盟基准指数监管条例》是海内外有关基准指数监管较为完善的文本规定，监管核心要点囊括全产业链监管范围；多层次监管思路；及高透明度监管要求。

自1993年以来，美共同基金需按照Form N-1A披露业绩比较基准。2013年起，欧盟在基准指数使用机构的监管上做出多重探索，并在2018年进一步强化了基准使用机构的管理规范，要求：1) 使用机构在最初选择和持续使用中都应有效评估基准适用性；2) 具备基准指数发生重大变化或停止编制时可能适用的应急处置方案。此外，GIPS于2017年发布《业绩比较基准征求意见稿》，在业绩比较基准的设立与应用上做出多重约束。

■ 我国业绩比较基准监管回顾与启示

在证券市场基准指数编制的监管上，上交所和深交所分别于2004年和2009年发布指数管理细则。此外，我国《刑法》第一百八十二条兜底条款能够一定程度约束与处罚金融基准操纵。在公募基金范畴，我国对基准应用监管已有较为明确的指示，去年以来，监管当局多次提及业绩比较基准管理，细化规则出台箭在弦上。

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。我们对基准指数及其组合规范化提出以下建议：1) 扩展基准指数监管范围，实现跨地域监管；2) 规范基准组合设置与选择，建立定期评估机制；3) 强化基准信息披露要求，提高透明度；4) 推动评价机构等第三方角色扮演，多方发力发挥基准应有作用。

引言

2019年，浮动管理费型基金再度兴起，成为了基金公司备战的方向及市场关注的焦点。观察已有浮动管理费型产品费用收取的模式，多数产品挂钩基准计算管理费用。虽然业绩比较基准与业绩报酬基准不一定为同一基准，但其规范应是一样的。可以预见的是，这一基金产品“自带”的评判标准将在产品创新与完善中逐渐扮演更为重要的角色。

基金业绩比较基准是基金管理人设置的，以市场指数、基准利率及固定收益率等组成，反映整体市场中部分资产收益水平的指数。其设立初衷在于投资相对主义，基准的存在包含两类作用：其一，能够从事前将风险收益特征传递给投资者；其二，能够从事后作为标尺辅助基金业绩评价，应用于内外部考核。根据证监会发布的证券投资基金信息披露内容与格式准则，可从招募说明书、基金合同及定期报告（季度报告、半年度报告及年度报告）中查询、了解基金基准的选择。但实际操作中，部分投资者往往更多关注绝对收益或排名，忽视基准的可贵作用。

当然，这与纷繁复杂的基准设计不无关系，市场中亦有声音质疑产品的基准选择。规范业绩比较基准的设置与评估，保障市场的平等与参与者的权益，对市场各方而言都十分重要。系列报告将多视角研究公募基金业绩比较基准，以期为基金业监管机构、管理人、评价机构及投资者等市场参与各方打开新思路。本篇将主要介绍海外市场的业绩比较基准监管演变，并结合我国实际情况提出建议。

一、 基准指数规范化，我们缘何应在路上？

基准指数诞生以来，编制透明度及原始数据质量均存在提升的空间，同时，一些基准指数编制机构和原始数据提供机构可能也是使用机构，利益冲突带来指数操纵风险，海外基准操纵事件频出。

（一） 巴克莱 Libor 操纵案敲响基准指数行业警钟

在所有基准操纵案中，巴克莱Libor操纵一案是最为广泛讨论与研究

究的。作为全球金融业的重要指标，伦敦同业拆借利率（Libor）是全球短期利率市场最主要的基准利率之一，是大量场内交易的利率期货合约、期权合约的定价基础，以其作为基准利率订约报价的贷款、证券与金融衍生品价值高达千万亿美元，部分国家央行亦将Libor作为其货币政策操作的参考标准之一。

Libor的编制方法是由英国银行家协会选定一批银行，各自估算并报出在伦敦货币市场中各家银行能够获得同业拆出利率，计算时去掉价格最高25%及最低25%的银行报价，将剩余50%的报价银行的报价平均后得出。根据其形成机制，通常情况下如仅有少数银行故意抬高或降低报价价格，会作为极端情况被剔除而不对最终结果产生影响；但如多家银行同时高报或低报，则在极端值处理后仍有可能影响最终报价，从而按意愿所向操纵Libor。

巴克莱Libor操纵案件因其影响范围广、涉案机构多、存在时间长而令市场广泛关注并产生深刻影响。据英国金融服务管理局（FSA）调查，2005至2009年间，巴克莱主导和参与虚报及操纵Libor报价，并在金融危机期间为避免市场声誉影响，故意低报Libor。具体包括：1) 为自己持有的衍生品头寸获利或减少损失，操纵了美元、日元及英镑的Libor水平；2) 应其他银行交易员要求虚报Libor，并要求其他银行帮助其操纵需求；3) 个别情况下同其他银行串谋操纵报价水平。操纵案一定程度降低了Libor的信任度，涉案机构因罚金和赔偿金损失严重。

巴克莱内控系统的缺乏、合规部门的失职牵涉出基准指数市场形成机制不透明、立法建设不完善的一系列问题，给全球基准指数行业敲响了警钟。

（二）全球基准操纵频现加剧监管完善急迫性

自2009年以来，基准操纵案的爆发与揭露愈演愈烈，加快了基准指数监管的推出与收紧的程度。

2013年，市场爆料部分大型银行的交易员曾操纵基准汇率指数

WM/Reuters。该指数主要为基金管理人提供标准化的汇率指数以计算每日的资产净值，部分全球主要的股票和债券指数供应商均将该汇率指数纳入其计算因子。据调查信息，WM/Reuters基准指数的操纵行为已有近十年之久，影响的基金投资价值超三万亿美元，最终罚单金额高达34亿美元。

2014年，利率掉期基准指数国际掉期和衍生品协会定盘价（ISDAFIX）操纵案曝光于世。ISDAFIX是全球利率掉期市场中最为重要的基准利率之一，全球最大的衍生品交易所芝加哥商品交易所集团也采用其作为掉期合约的结算价。此案中，包括高盛、德意志银行、法国巴黎银行、汇丰等均有参与，美国商品期货交易委员会（CFTC）对涉事机构的罚款总额超50亿美元。

基准操纵案层出不穷，据不完全统计，英国金融行为监管局（FCA）在2012至2015年共处罚了超10家涉及基准操纵的机构和个人，罚款总额约21.84亿英镑。此类行为多发于利率、汇率及商品市场，造成了资产管理公司、保险公司等机构的损失，也损害了市场本身的信誉与运作规范，基准指数监管亟待完善。

二、 海外业绩比较基准监管实践

基准指数规范化的重要性不言而喻，全球监管机构均在这一层面做出多重的规范与限制。

(一) 全球性至单一国家，基准指数编制管理的不断深化

基于基准指数的重要性及其可操纵特征，海外对基准指数编制监管早有建树。2013年，国际证券委员会组织（IOSCO）发布了《金融基准指数报告原则》（Principles for Financial Benchmark），提出了涉及内控措施、指数质量、编制方法及会计责任的四个方面共计19项监管原则的行业规范。

2014年，为进一步警示与监管基准操纵事件，英国金融服务管理局（FSA）将操纵基准价格定义为刑事犯罪；并于2015年发布《金融基准工具》（the Benchmarks Instrument 2015），在该监管文件中引入了七个关键基准，并希望通过强制指数编制机构成为受监管实体以实施治理和监督措施，改善记录存档流程，来提高这七个基准的稳健性并恢复市场信心。

在IOSCO的监管框架下，欧盟进一步细化并提高了对于基准指数的监管要求，于2015年12月批准了《欧盟基准指数监管条例》（The European Benchmarks Regulation），《条例》旨在为欧盟内的业绩比较基准监管提供通用框架与一致方法，以确保基准设立是稳定且可靠的，并能够最大程度地减少基准制定过程中的利益冲突，提高原始数据和编制方法的质量，以保护市场内的投资者。

《条例》是海内外有关基准指数监管较为完善的文本规定，核心内容包括：

1) 全产业链监管范围：囊括与基准指数相关的各个机构，适用于基准指数编制机构、原始数据提供商以及指数使用机构，细化各机构权利与义务，并针对指数业务的全球化对域外指数实施同等监管；

2) 多层次监管思路：设立宽泛的监管指数范围，同时为保障市场健康与行业发展并行，其一，对于具有高系统重要性的指数采取更为严格的监管措施，在存续变更、信息披露等方面具有更严格的监管要求，而对于其他指数产品的监管则相对宽松，以保护行业创新与发展；其二，针对特定标的资产指数进行强化监管，适用特殊监管规则，在编制规则、原始数据方面均有细化要求；其三，对于基础数据来源质量较高的基准指数实施一定的监管豁免；

3) 高透明度监管要求：针对利益冲突单设一章进行规范，此外强化信息披露机制，且欧洲证券和市场管理局在近两年发布了诸多指引细化运作要求。

该法规于2016年6月30日生效。其中有关对关键基准的强制管理为立即实施；其余部分从2018年1月1日开始适用，而对于在2016年6月30日前已提供基准的欧盟机构，过渡期至2020年1月1日，但在其后的实施过程中，监管当局将部分管理要求的过渡期延长至了2021年。

此外，全球重要的离岸金融中心之一新加坡于2018年发布了《**证券和期货金融基准实施细则**》（Securities and Futures Financial Benchmarks Regulations），对基准指数编制机构的设立、豁免、义务及基准提交等多个方面做出规范，其中对信息呈报与披露做出了具体与细致的规定。

(二) 投资者保护角度出发，基准指数设置监管的初步尝试

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**。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，且除非该指数被广泛使用，其不能由基金管理方提供。同时为鼓励基金将其表现不仅仅与所需的宽基指数做对比，还要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，Form N-1A规定基金产品可设置附加指数，具体应用方式我们将在后续报告中详细说明。

2013年，欧盟委员会向欧盟议会及欧盟理事会提交了《关于在金融工具及金融合同中指数作为基准的监管立法建议》，其中一项非常重要的内容就是对金融工具及金融合同中基准的适用性提出动议，建议从投资者保护角度出发规范基准指数的选择与应用。在其后委员会工作人员影响评估文件中指出，如机构使用不可靠或不适用的基准，其根源在于基准披露缺乏透明度及对其基准设立的适用性缺乏考察所导致。而在2014年欧洲经济和社会委员会关于上述《立法建议》的最终意见中指出，必须以投资者保护出发考虑金融基准选取的适用性。

2018年初，IOSCO发布了《关于使用金融基准时应考虑的事项的声明》¹，进一步强化了基准使用机构的管理规范。首先，使用机构在最初选择和持续使用中都应有效评估基准适用性。具体包括：

- 1) 确定基准的方法（包括由基准所反映出的市场规模、流动性和潜在变化）和其他涉及方法的方面，以及该方法的透明度；
- 2) 判断基准是否有效提供意图追踪市场的准确和可靠的信息，并具有一定持续性，以及如何消除可能导致基准价格扭曲的因素；
- 3) 就利率基准而言，判断是否包含了期限风险或信贷风险要素；
- 4) 加强基准的信息披露；
- 5) 建立完整的基准确定过程和问责机制；
- 6) 设立更改基准设置方法的流程机制。

其次，《声明》要求具备基准指数发生重大变化或停止编制时可能适用的应急处置方案，考察：

- 1) 替代基准指数与原始基准指数的匹配程度，替代基准指数满足各方需求的程度及其适用性；
- 2) 是否可以以及如何同时应用原始基准指数和替代基准指数一段

¹ Proposal for a Regulation of The European Parliament and of The Council on Indices Used as Benchmarks in Financial Instruments and Financial Contracts.

时间，以适应向新基准的有序过渡；

3) 基准指数更换是否能与合同期限相匹配，及其更换的信息披露是否充分；

4) 基准指数更换对金融合同和金融工具的经济价值的影响。

《声明》鼓励用户不仅根据基准的最初选择来评估相关考虑因素，还应根据情况定期进行评估。

此外，全球投资业绩标准（GIPS标准）于2017年发布《业绩比较基准征求意见稿》，在业绩比较基准的设立与应用上根据实际情况约束：

1) 设立基准组合创设指导性建议；

2) 加强存续过程配置偏离监控；

3) 指引基准变更事宜，强化信息披露。

三、 我国业绩比较基准监管回顾与启示

在证券市场基准指数编制的监管上，上交所和深交所分别于2004年和2009年发布指数管理细则。均做出如下规定：

- 1) 交易所设立指数专家委员会，指数专家委员会负责对指数编制方法和运作规则等相关事项进行咨询、评议；
- 2) 规范交易所设立指数的信息披露，在其网站上披露指数的编制方法、指数样本股等相关信息，包括指数计算方法、样本股选取标准与调整周期，以及样本股权重计算方法与调整周期等内容；
- 3) 要求合作指数和授权指数的开发机构也应当向市场公布指数编制方法、样本股等信息；
- 4) 规定指数开发许可证可获得机构的范围、申请和义务；
- 5) 规定指数编制和使用的范围。

此外，根据我国现有法律法规，基准操纵或被定义为刑事犯罪。我国《刑法》第一百八十二条操纵证券、期货市场罪第四款规定以其他方法操纵证券、期货市场的，情节严重的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金；情节特别严重的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处罚金。该兜底条款能够一定程度约束与处罚金融基准操纵，但仅适用于证券、期货市场，并没有涵盖货币、外汇等市场。

通过梳理证监会的各项法律法规文件，可以看到我国对于公募基金基准的应用监管已经有较为明确的指示。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》首次提及基准设置要求；并在2004年的多项信息披露文件编报规则中规定业绩比较基准的列示；在其后的2008年和2010年，证监会分别从基金销售和评价两个方面突出了业绩比较基准的作用。

表1：我国基准指数监管相关法律法规梳理

实施日期	效力状态	名称	说明
2002/1/22	已被废止	关于证券投资基金发行设立申报材料有关问题的通知	首次提及基准设置要求，规定申报材料中需提交衡量

实施日期	效力状态	名称	说明
			基金操作水平的比较基准与拟发行基金的模拟效果分析或实证分析
2004/1/1	现行有效	证券投资基金信息披露编报规则第2号——基金净值表现的编制与披露	首次要求基金披露过往一定阶段的净值增长率与同期业绩比较基准收益率的比较
2004/7/15	已被废止	关于实施《证券投资基金运作管理办法》有关问题的通知	要求证券投资基金募集申请材料中需列示选择业绩比较基准的理由
2004/6/14	现行有效	证券投资基金信息披露内容与格式准则第4号——季度报告的内容与格式	要求证券投资基金在披露业绩比较基准（若有），列表显示基金份额净值增长率及其与同期业绩比较基准收益率的比较；图示自基金合同生效以来基金份额净值的变动情况，并与同期业绩比较基准的变动进行比较
		证券投资基金信息披露内容与格式准则第3号——半年度报告的内容与格式	
		证券投资基金信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式	
2004/8/5	现行有效	证券投资基金信息披露内容与格式准则第5号——招募说明书的内容与格式	要求列明基金的业绩比较基准并简要说明使用该业绩比较基准的理由
2004/9/15	现行有效	证券投资基金信息披露内容与格式准则第6号《基金合同的内容与格式》	
2008/1/21	现行有效	关于证券投资基金宣传推介材料监管事项的补充规定	要求基金宣传推介材料登载基金过往业绩的，应当同时登载基金业绩比较基准的表现
2010/1/1	现行有效	证券投资基金评价业务管理暂行办法	要求基金评价机构对基金进行评价时应当考虑业绩比较基准

上海证券基金评价研究中心整理

2018年11月，基金业协会钟蓉萨副会长在全球指数基金论坛上指出，“基金业协会托管与运营专业委员会已就基金业绩比较基准展开研究，拟规范业绩比较基准的设置、选择和定期评估的基本要求，及基金业绩与比较基准的偏离度监控体系及校准措施等方面，自下而上探索各投资标的的公允价值、比较基准规则和基金评价体系，持续完善《中国基金估值标准》，尽快出台业绩比较基准相关自律规则。”

据市场消息，2019年1月底，部分公募基金公司收到了监管部门下发的《关于进一步优化业绩比较基准监管的通知》，在产品初设时的基准设计、被动型产品的基准修改及普通产品基准修改三个方面做出了进一步的规定。今年8月，在“群星汇”颁奖典礼上钟蓉萨副会长再次指出，“权益投资衡量的一个重要的指标就是大家有没有按既定的投资策略和投资目标在管理，业绩比较基准管不管用。希望基金评价机构更加看重基金产品是不是按照基准来投资，把没有按这些原则做的产品评出来，培育行业言行一致的风气。”可见，业绩比较基准细化规则出台箭

在弦上。

因此，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。我们对基准指数及其组合规范化提出以下建议：

1. 扩展基准指数监管范围，实现跨地域监管

考虑到市场发展阶段存在的多样性，基准指数监管应当将范围从现有证券、期货市场扩至涵盖货币、外汇等市场，并呼吁监管框架纳入编制机构及其数据提供商，从根源上把握基准指数健康性。此外，针对现有金融活动的跨境特征，应考虑到域外指数的监管协调，从顶层设计角度考虑全球化下的金融监管思路。

2. 规范基准组合设置与选择，建立定期评估机制

监管机构应当给出基准设置的指导性规范，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，借鉴GIPS监管框架完善指导性规定；此外，在基金审批过程中，也应当有效考察基准适当性，督促基金管理人选择合适的比较基准。在产品存续过程中，管理人也应当建立有效的定期评估机制，考察基金基准与投资运作的匹配度，设立偏离度调整的流程机制。

3. 强化基准信息披露要求，提高透明度

信息披露是化解利益冲突、保护投资者合法权益的有效手段，公募基金产品应用指数创设基准组合时，应当进行有效的信息披露，如基金初始设立过程中的基准选择、基准适用性测试结果等；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。并对信息披露的格式、内容做统一化、规范化管理。

4. 推动评价机构等第三方角色扮演，多方发力发挥基准应有作用

作为客观、公正、专业的第三方，基金评价机构在公募基金市场扮演着重要角色。基金评价机构应合力推动公募基金业有效遵守契约精

神，合理应用基金业绩比较基准。在开展基金评价业务之初，上海证券基金评价研究中心即将基金业绩比较基准纳入考量，鼓励基金管理人切实遵守基金契约与投资业绩基准，在遵守契约精神的基础上为投资者创造长期稳定的超额收益。

除此之外，基金托管人的职责包括监督基金管理人的投资运作。作为客观中立方，托管人应当对基金产品的基准使用情况做定期复核，以确保基金产品在后续运作中风险收益特征的一致性与稳定性。

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，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