



基准内价格指数与收益指数应用浅析

——上海证券业绩比较基准系列报告之四

主要观点：

基金业绩比较基准是产品运作的“锚”，能够从事前将风险收益特征传递给投资者，并从事后作为标尺辅助基金业绩评价，应用于内外部考核。选用不同收益处理方式的股票基准指数将对基金相对收益产生影响，值得做出针对性的讨论，本篇进一步细化，从基准适用性角度出发，结合我国偏股类基金对于股票基准指数的实际选择做出探讨，并提出相应政策建议。

■ 不同收益处理方式指数存在收益差异性

基于收益处理方式的差异可将股票指数分为价格指数、全收益指数与净收益指数三类。随着近年来我国上市公司股利分配水平有所增强，叠加复利带来的影响，全收益指数与净收益指数长期业绩表现显著优于价格指数。

■ 指数收益差异性对相对业绩表现造成影响

从海外市场操作来看，国际标准更为推崇应用全收益指数。由字面对我国股混基金业绩比较基准中选用的股票指数进行统计，仅有少量基金选用全收益指数进行业绩对比，大多采用价格指数进行业绩衡量。基于数理统计结果，应用收益指数作为业绩比较基准的组成更为合理。

■ 价格指数与收益指数的应用建议

本报告认为，收益指数的应用有利于我国公募产品的国际化推广，有助于捕获产品真实的 alpha 水平。基于此，提出以下几点建议：1) 统一股票基准指数选用的收益处理方式标准，倡议收益指数的应用；2) 提高业绩比较基准信息披露的细致化程度，明确指数采用的收益处理方式；3) 加强市场引导与投资者教育，推动不同股票指数的市场理解程度。

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》

《中美公募基金业绩比较基准设计的差异》

《业绩比较基准的适用性考察——以股票型基金为例》

引言

基金业绩比较基准是产品运作的“锚”，能够从事前将风险收益特征传递给投资者，并从事后作为标尺辅助基金业绩评价，应用于内外部考核。业绩比较基准中的指数代表基金产品的投资方向和资产，在系列报告《中美公募基金业绩比较基准设计的差异》中我们讨论了基金产品对不同指数的选择，提出偏股基金对于股票基准指数的选取一致性较高，以沪深300指数为主。

但由指数公司官网及数据提供商的指数数据信息，可观察到一个股票指数可能对应着不同代码，如沪深300指数匹配着000300.SH、H00300.CSI及N00300.CSI三个代码，不同代码代表的股票指数反映了其收益模式处理方式的不同，而对同一只指数不同收益模式的选取进一步使得基金业绩比较基准多样化程度提高。

近来市场中有不同声音针对基金选用不同收益处理方式的指数进行讨论，本篇进一步细化，从基准适用性角度出发，结合我国偏股类基金对于股票基准指数的实际选择做出探讨，并提出相应政策建议。

一、不同收益处理方式指数的收益差异性

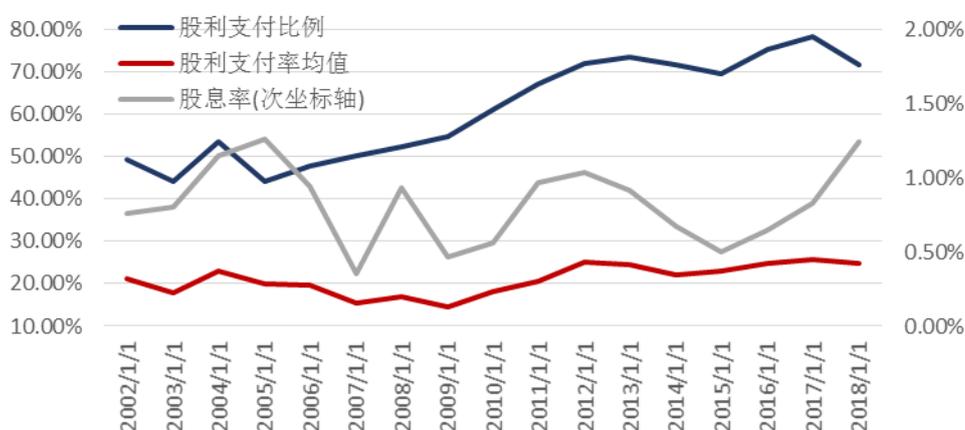
公募基金股票基准指数多采用市场内通用且受到广泛认知的指数产品，指数产品基于收益处理方式的差异可将股票指数分为价格指数、全收益指数与净收益指数三类。股票价格指数反映的是一篮子股票价格水平的变动，计算过程中仅考量股票价格的波动，而不考虑上市公司分红所带来的影响；与之相比，全收益指数除纳入股票价格波动的计算，还包含股票分红再投资所产生的收益，此处的指数计算主要考虑现金分红；进一步，净收益指数在全收益指数的基础上考虑税收问题，剔除现金分红中缴税带来的影响¹。收益指数（指代全收益指数和净收益指数，下同）更多遵循公募基金相似的运作模式，股利将自动重新投资到基金本身，考虑到我国上市公司股利支付水平和复利影响，长期而言价格指

¹ 参考中证指数有限公司《浅析价格指数和全收益指数》

数和收益指数的收益率将有所差异。

首先，在2007年股权分置改革基本完成后，随着我国上市公司盈利能力的提高，总体股利分配水平有所增强。近年来，A股上市公司股利支付比例基本稳定在70%以上²，相较而言，这一数值在早期仅在40%-50%；此外，股息率在过去的17年中呈波动态势，自2015年以来持续攀升，至2018年A股上市公司年度平均股息率为1.25%。

图1、A股上市公司股利分配情况



数据来源：wind，上海证券基金评价研究中心

其次，从复利的角度来看，随着时间的增长，“分红再投资”所带来的复利作用越大。自2005年1月1日³至2019年12月31日，沪深300价格、净收益及全收益指数年化收益率分别为9.86%、12.81%和11.54%。其中，2017年、2018年和2019年沪深300净收益指数超越价格指数分别为2.21、1.50和2.70个百分点。

表1：不同收益处理方式指数区间收益率

基准中股票指数	基日以来	近十年	近五年	2017年	2018年	2019年
沪深300价格指数	295.09%	10.49%	11.81%	21.78%	-25.31%	31.23%
沪深300净收益指数	393.06%	32.12%	22.59%	23.99%	-23.81%	33.93%
沪深300全收益指数	404.18%	34.81%	23.91%	24.25%	-23.64%	34.24%

数据来源：wind，上海证券基金评价研究中心

² 以上市公司个体为单位进行统计。

³ 沪深300价格指数、沪深300全收益指数与沪深300净收益指数现可追踪到的基日为2014年12月31日，以此起点进行数据处理。

二、 指数收益差异性带来的相对业绩表现影响

从海外市场操作来看，GIPS标准（Global Investment Performance Standards，全球投资业绩标准）于2017年发布《业绩比较基准征求意见稿》，该《征求意见稿》要求业绩比较基准采用全收益指数（Total Return Indexes）而非价格指数，以避免未纳入红利而带来的误导性影响。我们未能查询到SEC对美国共同基金基准中采用收益指数或价格指数的要求，但从美国共同基金市场实践来看，确有部分机构以收益指数作为业绩参考标准。此外，印度在2018年初要求其共同基金采用全收益指数作为业绩比较基准。

实际考察我国偏股类公募基金的股票基准指数选择，由于基金公司在招募说明书、基金合同等契约中披露的业绩比较基准仅为指数名称而非代码，由字面对我国股混基金业绩比较基准中选用的股票指数进行统计，仅有少量基金选用全收益指数进行业绩对比，大多采用价格指数进行业绩衡量，通用数据提供商的数据抓取也以价格指数为主。

以业绩比较基准中纳入沪深300价格指数的产品为例，统计截至2017年1月1日已成立满半年且研究区间内未发生基准变更的股票型基金和混合型基金（以下统称样本基金，共253只），基金定期报告中所提取的相对收益水平与数据提供商所提供的相对收益水平存在一定的差异。这或是由于在现有基金业绩比较基准的披露模式下，数据提供商无法准确定位其匹配的准确股票指数代码，造成相对超额收益率的差异。

表2：偏股类基金2017/1/1-2019/12/31相对收益水平

	定期报告披露基准	价格指数	净收益指数	全收益指数
超越基准概率	68.77%	70.36%	62.45%	61.26%
超越基准平均收益率	6.72%	7.99%	4.57%	4.17%

数据来源：wind，上海证券基金评价研究中心

另一方面，我国公募基金股利收入占基金规模水平自2015年以来显著抬升，股利收入在基金利润表中的角色扮演重要度有所提高。考虑到公募基金实际运作成本及收益指数和价格指数之间复利结果的差异性，如将基金业绩比较基准中的股票价格指数更换为收益指数，则相对收益

将受到一定程度的影响。前述样本在2017年1月1日至2019年12月31日跑赢业绩比较基准的概率为70.36%，而将沪深300价格指数更替为净收益指数或全收益指数后，概率分别下降至62.45%和61.26%，即分别有20只和23只产品受到业绩比较基准中指数选择方式不同带来的影响。且从价格指数更替为净收益指数或全收益指数后，平均超额收益由7.99%分别下降至4.57%和4.17%，平均年化超额收益由3.92%降至2.26%和2.06%。这一两个百分点的收益率在复利滚动二十年后差值将分别是56.30个百分点和50.50个百分点，不禁让我们重新审视那些所谓“长期跑赢业绩比较基准高达50个百分点”的产品。

与此同时，基金从上市公司取得的股息红利所得需代缴个人所得税⁴，如最大程度考量基金股票投资的实际操作，在考虑红利问题的基础之上，也应对税收进行考量，全收益指数与净收益指数孰优需进行进一步探讨。

三、不同收益处理方式指数的基准适用性

参照前文中我们对采用不同股票基准指数下基金超额收益情况的探讨，采用价格指数可一定程度提高基金的超额收益水平，或给投资者带来误导。基金业绩比较基准是产品运行的指南针，可辅助投资者理解其投资风格与逻辑，因此进一步对其适用性展开探讨。

在《业绩比较基准的适用性考察——以股票型基金为例》报告中，我们采用正交属性判断方式探讨我国主动股基业绩比较基准适用性，本

⁴ 据可追溯的税务公报文件，结合财政部、国家税务总局于2002年发布的《关于开放式证券投资基金有关税收问题的通知》，及2008年发布的《关于企业所得税若干优惠政策的通知》，对证券投资基金从证券市场中取得的收入，包括买卖股票、债券的差价收入，股权的股息、红利收入，债券的利息收入及其他收入，暂不征收企业所得税；对基金取得的股票的股息、红利收入，债券的利息收入、储蓄存款利息收入，由上市公司、发行债券的企业和银行在向基金支付上述收入时代扣代缴20%的个人所得税。

2012年，财政部、国家税务总局、证监会联合发布《关于实施上市公司股息红利差别化个人所得税政策有关问题的通知》，中国证券登记结算有限责任公司发布《关于落实上市公司股息红利差别化个人所得税政策的通知》，证券投资基金从上市公司取得的股息红利所得实施差别化个人所得税政策。

基于此，基金业协会发布《股息红利差别化纳税会计核算细则》，要求上市公司派发股息红利时，统一暂按25%计入应纳税所得额，计算税款；转让股票时，证券登记结算公司根据其持股期限计算实际应纳税额，超过已扣缴税款的部分，由托管银行从基金的资金账户中扣收并划付证券登记结算公司。

篇试图以此为工具进行探讨。该方法核心逻辑在于可反映基金组合对基准组合的敏感系数 β 是否更为靠近1，如基准组合能够正确反映基金经理的投资风格，且能对基金组合业绩做出客观、正确的评价，则该系数应等于1：

$$\beta_{P,B} = \frac{COV(P,B)}{VAR(B)} = \frac{VAR(B) + COV(A,B)}{VAR(B)} = 1$$

在前序报告中，我们认为由于真实市场中存在摩擦，可适当对 β 系数放宽阈值限制。在本报告中，我们将 β 系数在0.97至1.03间（包含临界值）定义为高适用性，将 β 系数在0.95至1.15间（包含临界值）且不满足在0.97至1.03间（不包含临界值）定义为较高适用性，以防止异常情况带来的影响。

为保障样本数量及数据质量，以捕捉价格指数与收益指数间的差异；并同时摒弃偶然性的干扰因素带来的数据结果不可靠性，本报告采用周度数据，并将研究区间设定为2017年1月1日至2019年12月31日。同时，为排除基金建仓期带来的异常，基金样本选用2016年7月1日前成立的基金产品，且产品在研究区间内未发生业绩比较基准变更，符合该条件的偏股类产品共253只。

本部分仅以基金原应用沪深300价格指数的基准数据及调整为沪深300净收益指数及全收益指数的基准数据进行对比计算，基于实证检验结果我们得出：**将基准组合内沪深300价格指数改为沪深300全收益指数后，可大幅提高基准适用性程度，如改为净收益指数亦有相似效果。**高适用性产品数量在基准调整后有所提升；较高适用性产品占比从19.76%分别提升至了23.32%和22.92%。这其中，仅一只产品在变更为收益指数后适用性由达标降为不达标，据观察该基金的股票仓位长期保持在较低水平，或一定程度对检验结果造成干扰。

表3：不同业绩比较基准适用性检验结果

基准中股票指数	高适用性	占比	较高适用性	占比
沪深 300 价格指数	28	11.07%	50	19.76%
沪深 300 净收益指数	36	14.23%	59	23.32%
沪深 300 全收益指数	36	14.23%	58	22.92%

数据来源：wind, 上海证券基金评价研究中心

进一步，为最大程度剔除偶然因素带来的干扰，定义：

- 1) **高仓位产品**：研究区间内季度平均股票仓位“ $\geq 70\%$ ”的产品；
- 2) **高股利产品**：研究区间内年度平均股利占基金规模“ $\geq 1.5\%$ ”的产品；
- 3) **高仓位+高股利产品**：同时满足上述两条件的产品。

基于数据结果，叠加限制条件后的产品样本适用性提升更为明显。对于股票仓位高且股利收入水平占比高的产品，采用净收益指数或全收益指数能够较大幅度提高其基准的适用性。总体来看有一定效果，证明排除资产配置、行业配置及个股配置带来的影响，股利收入带来的蝴蝶效应确会令基金产品的业绩比较基准适用性减弱。

表4：不同业绩比较基准适用性检验结果（2）

基准中股票指数	全样本		高仓位产品		高股利产品		高仓位+高股利产品	
	高适用性	较高适用性	高适用性	较高适用性	高适用性	较高适用性	高适用性	较高适用性
沪深 300 价格指数	11.07%	19.76%	10.89%	19.35%	9.30%	20.93%	9.52%	20.24%
沪深 300 净收益指数	14.23%	23.32%	14.52%	23.79%	13.95%	26.74%	14.29%	27.38%
沪深 300 全收益指数	14.23%	22.92%	14.52%	23.39%	13.95%	26.74%	14.29%	27.38%

数据来源：wind, 上海证券基金评价研究中心

从数据结果来看，随着股利收入对我国公募基金利润的影响程度加大，应用收益指数作为业绩比较基准的组成更为合理。

四、 价格指数与收益指数的应用建议

本报告提出，收益指数的采用对我国公募基金产品的发展更为合适：一方面，收益指数的应用有利于我国公募产品的国际化推广，近年来我国资本市场国际化持续推进，作为资产管理机构的代表，我国公募产品也应当与海外主流产品保持一致性，以形成国际共识；另一方面，收益指数在基准中的应用有助于比较和评价产品真实的主动管理能力水平，基金投资于股票将得益于股价变动及上市公司派发的股利，以收益指数尤其是高股息率股票的收益指数作为业绩比较的标准是一种公平、透明的机制，采用可靠的业绩比较基准进行计算可增强业绩持续性评价

的可靠性，更为适合长期业绩评价使用。

基于我国公募基金业绩比较基准中股票基准指数的实际选择和应用，我们认为基金实际使用标准仍不够清晰，且标准的不统一会造成基金评价和销售宣传的不公，对于超额收益的宣传存在一定程度的失真，对产品选择造成影响。基于此，我们认为可从以下几个方面入手严肃基准设计：

1) **统一股票基准指数选用的收益处理方式标准，倡议收益指数的应用。**收益指数更为充分反映基金投资收益构成，在基准适用性上更高。此外，偏股基金的股票基准指数选择应提高其一致性，设立更为统一的标准，以保障基金产品市场的公平程度。

2) **提高业绩比较基准信息披露的细致化程度，明确指数代码及其采用的收益处理方式。**我们在系列报告《中美公募基金业绩比较基准设计的差异》中提出基金业绩比较基准的规范需要加强信息披露。目前来看，我国公募基金业绩比较基准仅以“X指数*x%+Y指数*y%”及相似的形式进行披露，数据提供商及基金研究人员难以精确获取其切实对应的指数，未免其间产生数据处理的错误，业绩比较基准的信息披露有待于提高。

3) **加强市场引导与投资者教育，推动不同股票指数的市场理解程度。**全收益指数与净收益指数常作为价格指数的辅指数出现，在部分数据服务软件中未付费客户往往难以获取，且其间复杂的计算公式更难以作为投资者所理解，一定程度限制了其市场应用的广泛程度。基金采用的业绩比较基准及其指数应当作为投资者教育的一部分，通过提高投资者理解以提高其应用程度。

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