

# 声音

VOICE OF AMAC

(2019 年第 30 期，总第 134 期)

中国证券投资基金业协会

2019 年 12 月 19 日

---

## 基金评价业务：理论走向应用的实践

**【编者按】**基金评价指标体系的建立，旨在综合评价基金在过去指定阶段的表现，以帮助机构和个人投资者进行科学决策，也为基金产品销售、基金公司考核提供重要参考。基金评价是理论金融向实践金融迈进的标志性产物，现代投资组合理论的提出与完善促进了基金绩效评价的产生、形成与发展，理解基金评价如何从理论走向应用，可给予行业有益借鉴。本文从理论发展角度出发，纵观美国及我国基金评价行业的规范与应用，以对我国基金评价行业未来发展做出思考。

1998 年 3 月，基金金泰和基金开元的成立拉开了中国公募基金行业的新篇章。二十多年以来，公募基金行业快速发

展，从组织形式、运作模式、投资标的、投资策略等方面加快创新。随着基金数量的增多和基金类型的丰富，如何准确评价基金收益状况、风险水平和投资管理能力也变得愈发重要。

基金评价指标体系的建立，旨在综合评价基金在过去指定阶段的表现，以帮助机构和个人投资者进行科学决策，也为基金产品销售、基金公司考核提供重要参考：对基金投资者而言，基金评价能够提供有用决策信息，普及投资知识，引导长期投资、价值投资、理性投资理念；对基金管理人而言，基金评价能够监督和鞭策投资管理活动，扶优抑劣，为内部绩效考核提供参考；对基金行业而言，基金评价能够传播基金信息，树立基金品牌，促进行业健康发展。

## **一、现代投资组合理论与基金评价理念发展**

基金评价是理论金融向实践金融迈进的标志性产物，现代投资组合理论的提出与完善促进了基金绩效评价的产生、形成与发展。从理论角度，西方对基金绩效评估的研究已有大量成果，其逻辑思路是渐进的，从五十年代初仅考察收益率，到分散投资理念建立带来基于风险考察的收益比较，再至詹森指数下对基金经理承担主动风险的收益评估，从而发展到整体业绩拆分与细分能力度量，为基金绩效评价的实践性应用提供了扎实的理论基础与支撑。

### **（一）现代投资组合理论的产生**

上世纪 50 年代，美国共同基金已经历几十年的发展历程，尽管人们在 30 年代的大萧条中深刻感受到了风险的可怕，意识到在投资中评估风险的重要性，却未找到有效度量

风险的方式，基金的绩效评估更多围绕收益率展开。同时，因投资理论的发展不足，公募基金产品与基金管理人存在的价值和意义仍未有扎实的理论基础，更没有评价基金综合绩效的适当手段。

早在 1938 年，约翰·布尔·威廉姆斯(John Burr Williams)提出了折现现金流量的概念，指出投资者应当将资本投资于产生收益净现值最大的证券上，将“鸡蛋放在同一个篮子里”。根据该理论，集中投资更为有益。

但市场已模糊认识到了分散投资的重要性：《1940 年投资公司法》中规范了共同基金的运作，要求开放式共同基金单只个股的持有比例不得高于 5%<sup>1</sup>，以达到分散投资、降低风险的目的，但其时分散投资的概念仍较为原始。

1952 年，马科维茨(H. M. Markowitz)在《资产选择：投资的有效分散化》中最早阐述了均值-方差模型，将风险引入绩效评估。基于期望效用理论(Expected Utility Theory)和运筹学，马科维茨同时采用证券的期望收益率和方差(或标准差)代表的风险来研究证券的选择和组合问题，解释了为什么投资者会选择分散投资，确立了投资者在权衡收益与风险的基础上最大化自身效用的方法。均值方差模型帮助投资者找到最为优化的组合，建立了资产配置框架，亦为多资产间的分散化投资提供了理论基础，奠定了现代投资组合理论的基石；从另一角度而言，均值方差模型对风险和收益的刻画赋予了有益参考，也为现代基金绩效评价提供了有益工具。

---

<sup>1</sup> 见 U.S. Security and Exchange Commission, Investment Company Act of 1940.

值得注意的是，此时人们对风险的定义开始发生变化，风险从早期“可能面临的亏损”演化至“不确定性”，风险成为经济学中最普遍使用的一个中性词。

基于均值方差模型，另一现代投资组合理论中的奠基性理论即资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model, CAPM）在上世纪 60 年代成形，该模型将证券的期望收益率分为无风险利率及对所承担的系统性风险的补偿两部分，为单资产提供了风险收益可转换的机制，亦揭示了风险与收益间的经济关系，即基金的收益是由其承担的风险所决定的，从而为现代基金绩效评估奠定了坚实的理论基础，自此，现代基金绩效评价开始得以发展。此外，现代投资组合理论指出特殊风险是可以通过分散投资消除的，这也为基金分散投资的本质价值提供了理论基础。

基于分散投资理念，学术界亦进行了进一步的探讨。1953 年，统计学家莫里斯·肯德尔（Maurice Kendall）提出股票价格呈现出随机游走的特征，提出基金收益来源于随机风险，基金组合应当最大程度地进行分散化投资，这一理论不仅进一步给分散投资以理论支撑，同时让人们认识到基金总收益分别来自于市场和主动管理，为基金的业绩比较基准的出现提供了理论基础。但其后有效市场假说提出，信息不是免费的，存在信息成本和交易成本，因此积极管理所产生的超额收益同信息收集的成本是同时发生的，给予“基金可以通过积极管理创造价值”以肯定。

现代投资组合理论和绩效评估指标的发展带给基金行业更多的是对风险的认知，将风险引入绩效评估，是基金评

价的重要方面；此外，学术界给予分散投资以理论支撑，赋予基金存在的价值。

## （二）风险收益转换机制的探讨

随着现代投资组合理论发展和分散投资深入人心，基金评估向风险调整进发，使综合性业绩评价成为可能。六十年代，为了验证投资组合理论的有效性，探索专业组合相对市场随机组合是否创造了价值，以及其创造价值的水平，特雷诺、夏普和詹森等人对基金绩效表现做出深入探讨，并分别提出了以各自名字命名的三大基金绩效评价指标。

1965年，杰克·特雷诺（Jack Treynor）认为基金的收益来自于对系统性风险的承担，因此以基金系统性风险作为基金绩效调整的因子，考察基金承担单位系统性风险所获得的超额收益。

其后一年，威廉·夏普（William F. Sharpe）认为基金的收益不仅来自于系统性风险所带来的收益，由于投资组合分散程度不可能和市场完全一致，还应当包含基金经理主动管理风险带来的收益，因此基金承担风险的部分应该是组合的总风险，夏普用平均超额收益除以基金总风险，考察基金承担每单位总风险所获得的超额收益。

而为充分体现基金表现优于市场基准的实际水平，1968年迈克尔·詹森（Michael C. Jensen）根据资本资产定价模型，考察比较了基金投资组合收益率相比同等系统性风险水平下的市场投资组合的超额收益，以衡量基金在剔除市场系统性风险之后，通过主动管理所创造的回报。

无论是特雷诺指数和詹森指数中的系统性风险 $\beta$ ，还是

夏普指数中的总风险，均不能完全反映普通投资者更在意的风险即亏损这一概念。七十年代之后，美国共同基金行业迎来快速发展，业绩评价获得理论界及实务界的高度重视，风险收益交换效率衡量指标不断丰富，以适应不同的应用场景和投资者类型：

根据预期理论，个人投资者对风险本身的中性特征并不敏感，其更为偏好会带来回报的上行风险，而更为厌恶下行风险。为解决上行波动并非会受到投资者厌恶的问题，1959年马科维茨提出使用半方差（即只考虑下行偏差）来度量风险。其后，以下行标准差代替标准差衡量风险的索迪诺比率（Sortino Ratio）被提出，仅考虑每单位基金亏损不确定性下的超额收益。

随着资产配置理论的广泛传播，越来越多的投资者希望从资产配置的角度来衡量组合绩效。1973年信息比率提出，认为基金投资收益是围绕着市场组合（一般体现为跟踪目标或投资业绩比较基准）得以实现的，除了市场组合收益外，更应当考核基金超越市场组合的收益水平和稳定性。信息比率的提出更适用于以基金产品进行工具化配置的机构投资人，以利用该指标衡量基金管理人在目标组合基础上创造超额收益的能力。

其他如 M2 测度、M3 测度及衰减度指标等，分别针对假设分布、计算逻辑及风险测度等多个方面做出变换，在传统综合性指标的基础上做出改善，丰富了不同应用场景下的风险收益交换效率衡量。但可以看到的是，三大传统综合性指标：特雷诺、夏普和詹森指数至今仍被广泛应用，这是因

为部分数据原理难以被普通投资者较好理解，且数据依赖性  
强。

此外，为有效探究基金业绩的延展，学术界对基金业绩  
持续性广泛关注，并做出了多重的探索，如或然表、击中率  
等等。但越来越多的学者相信，唯有真正的能力才能够获得  
持续。因此，从基金评价角度而言，如何进行恰当的收益分  
解和业绩归因，以寻找真正的投资管理能力，成为市场中非  
常关注的一个方向。

### **(三) 基金组合超额收益的归因**

受益于资产配置理念的广泛运用，人们越来越关注对基  
金收益来源的分解，学术界对此做出多重探索。

#### **1. 基于净值的投资能力挖掘**

1966 年，特雷诺(Jack Treynor)和玛泽(Mazuy)在 CAPM  
模型的基础上增加了风险溢价的二次项，根据基金净值拆分  
出基金经理能力，并将能力分为择时与选股两类，将二次项  
的回归系数代表择时能力，以整个模型的截距项代表选股能  
力，提出 T-M 模型。从统计角度而言如果二次项回归系数为  
正且显著，则代表其有择时能力，但并未有效评估其水平。

1981 年，亨利克森(Henriksson)和莫顿(Merton)在 T-  
M 模型的基础上将二次项改为市场风险溢价与代表市场环  
境的虚拟变量的乘积，由此提出 H-M 模型，以计算不同市场  
环境即市场上涨和下跌情况下的基金绩效表现，考察不同市  
场环境中基金捕捉机会的能力，使得基金择时能力判断的可  
理解性更高。

1984 年，Chang 和 Lewellen 在 H-M 模型基础上进行线

性变换，将市场环境划分为上升期与下降期，测算不同市场环境中的风险水平 $\beta$ ，以考察在各环境下捕捉机会的能力水平，在应用过程中准确度量基金经理在不同市场中的风险暴露。

上述参数方法将基金收益率分解为无风险收益、承担市场风险带来的收益、在不同市场环境中调整风险暴露带来的收益及通过选股获得的超额回报，并评估了基金的择时与选股能力。

## 2. 根据实际持仓的业绩归因

上世纪 80 年代中期 Brinson 从基金实际持仓情况出发，将组合收益分解为基准收益和超额收益两个部分，并进一步将超越业绩比较基准的收益分解为资产配置贡献、证券选择贡献和交互贡献（未能涵盖进前两类贡献的无法解释的贡献），从投资组合角度做业绩归因。这里的资产配置收益是指组合配置相对基准的主动配置部分，按现代资产配置理念的理解实际是指择时收益。

在此基础上，海外学者和基金研究机构不断丰富 Brinson 模型，包括在投资组合层面对资产进行细分，对组合的主动行业配置、主动风格配置乃至个股选择进行业绩归因；此外还包括在单期业绩归因基础上进行多期归因，以探寻组合的长期业绩来源。

实际持仓的业绩归因具备较高的精度，且基于相对基准的考核特征符合资产配置的需求，因此被机构投资者广泛认可，海外诸多基金评价研究工具供应商基于 Brinson 模型提供有不同的归因框架，以帮助其客户选择使用。其中各大资



产管理机构广泛采用以作为内部基金评价和考核的重要工具；FOF 管理机构普遍使用以作为测度投资分散性和优化配置的重要工具。但基于实际持仓的业绩具有显著的节点性特征，高频及完整的数据难以为外部机构获得，在普通投资者群体中的应用广泛性受到限制，目前使用较多的是晨星风格箱。

### 3. 根据风险认知的业绩归因

1993 年，Fama 和 French 两人在对风险的认识和衡量上更深入探讨，对原有的风险因素进行更细致的区分，分解为市值、账面市值比和市盈率三个因子，从而更精确测算这些风险因子对回报的实际贡献。

2013 年，这个模型被再度改进，将风险因子扩展为五个：市场因子、规模因子、估值因子、盈利因子以及投资因子。多因子归因方法对风险的认识进入微观视觉，该方法将风险进一步细分，根据因子不同的风险收益特征，以了解基金承担不同风险带来的回报。

基金组合超额收益的归因研究给予了基金评价更为丰富和多样的方法选择，为基金评价打开了新的思路。

## 二、美国基金评价行业概述

上世纪六十、七十年代的绩效评估理论极大发展，及其后超额收益归因方法成熟之后，八十年代基金评价机构开始涌现。至今，美国市场中已有诸多基金评价机构，如：以绩效评价为核心的 Morningstar（以下称晨星）、Lipper（以下称理柏）和 Global Fund Analysis；以实质性分析和标准型判断为核心的 S&P Micropal（以下称标普 Micropal）、Moody's 和

Fitch Ratings。自基金评价机构问世以来，逐步形成了以头部机构为主的市场结构，以晨星、理柏和标普 **Micropal** 为三大主要机构<sup>2</sup>。

在美国共同基金行业的发展历程中，基金评价机构已成为市场中介服务的一个重要组成部分，推动着基金信息的传播与基金市场的发展。据华尔街日报统计，上世纪末资金已显著流入到高星评级基金（四星级、五星级），而低于三星级评级的产品普遍遭遇资金净流出<sup>3</sup>。美国亦有多份学术文章探讨基金评级与资金流量间的关系，结果均有效表明基金评级和资金流动间存在正相关<sup>4</sup>。基金评价的结果亦得到监管局的认可，美国金融业监管局（The Financial Industry Regulatory Authority，以下简称 FINRA）的共同基金分析工具也纳入了晨星的评级结果。可见，基金评价机构成为美国基金市场的重要推动力。

2017 年，华尔街日报在《晨星的幻象》一文中指出共同基金行业存在过度依赖评级的跟风行为，警示回溯式评级的局限，突出评级机构背后的代理人问题及“垄断式”行业结构带来的市场效率低下<sup>5</sup>。这也反映出美国共同基金行业对基金评价的信任度和使用度极高，甚至于媒体认为行业已经出现过度依赖评级结果的情况。

美国拥有全球最大的共同基金市场，基金评价在行业发展中发挥着甚至令媒体担忧的重要作用，其成功之处值得业

---

<sup>2</sup> 见丁鹏, FOF 组合基金.

<sup>3</sup> 在 1995 年 1 月至 8 月间, 97% 的资金流入获得四星级或五星级的免佣权益类共同基金。

见 Damato, “Morningstar Edges Toward One-Year Ratings.” The Wall Street Journal, April 5, 1996.

<sup>4</sup> 见 Del’ Guercio, Dianne, and Paula A. Tkac, 2008, “Star Power: The Effect of Morningstar Ratings on Mutual Fund Flows.” Journal of Financial and Quantitative Analysis 43: 907~936.

<sup>5</sup> 见 The Wall Street Journal, The Morningstar Mirage.

内广泛探讨，下文将从基金评价的监管政策、使用场景和方法应用进行阐述。

### （一）美国基金评价行业监管框架

理论走向应用的最为成功的实践应当匹配有效的监管框架。上世纪 90 年代，随着基金评价机构数量增多，监管机构对其结果的使用加以规范，由市场自身逆向促进评级的规范化：1994 年，美国证券商协会(The National Association of Securities Dealers)<sup>6</sup>在其公平实践规则中首次对基金评价结果的使用提出要求<sup>7</sup>；该规则分别于 1997 年、2003 年及 2013 年做出更新与修改，并衍变成 FINRA 规则 2212 部分<sup>8</sup>。整体上，美国对基金评价的监管是从使用端出发进行逆向规范。

#### 1. 展业主体监管

在美国市场中，定义“评级机构”为独立于投资公司及其附属公司的，向公众提供共同基金一般信息的任何实体。基金评级机构作为法律实体并不会直接受到相关法律约束，即如果机构拟开展基金评价业务无需受到监管许可。

另一方面，现行监管框架对使用评级、评价结果的投资公司和共同基金做出一定约束。根据 FINRA 规则 2212 部分，投资公司或共同基金不得使用非定义为“评级机构(Ranking Entities)”发布的排名；且基金管理人、基金销售机构在应用基金评价结果时需做有效信息披露，因此评级实体能够得到来自行业的逆向监管。

---

<sup>6</sup> 美国证券商协会为美国金融业监管局的前身。2007 年 7 月 30 日美国金融业监管局由美国证券商协会与纽约证券交易所中有关会员监管、执行和仲裁的部门合并而成。

<sup>7</sup> 见 United States. Securities and Exchange Commission. SEC Docket, Vol.57, No. 4.

<sup>8</sup> 见 FINRA. FINRA rules 2212. Use of Investment Companies Rankings in Retail Communications.

## 2. 业务合规监管

因美国基金评价的监管从使用端出发，业务合规更多从评价结果的使用和披露中进行规范。

### (1) 基金分类

FINRA 规定，基金产品排名所依据的类别（包括更为广泛的子类别）的选择应当是为评估产品的业绩提供良好依据的选择，产品的排名必须仅基于 1) 评价机构创建的已发布的类别或子类别；或 2) 产品或产品管理人创建的类别或子类别。且不得基于规模进行分类与排名。

### (2) 评价区间

FINRA 规定，投资公司使用的排名至少应为使用前或对外公开前的最新自然季度结束日，如评级机构未能有效满足该要求，则仅能使用最新排名。

对于排名计算区间，除货币市场共同基金外：

1) 排名计算区间需至少满一年；

2) 对于存续满一年的产品，产品评级排名应当以至少一年的总收益为基础进行计算；如产品存续满五年，则应以一年及五年的总收益为基础进行计算，并分别展示一年及五年的排名；如产品存续满十年，则应以一年、五年及十年的总收益为基础进行计算，并分别展示一年、五年及十年的排名，来代表短期、中期和长期绩效的排名，而非特定所需时间段的排名。

### (3) 信息披露

FINRA 将信息披露分为三个部分，分别是重要声明、必要信息披露和其他信息披露。其中：

重要声明包含：除非基金产品或产品系列在其所属类别中排名第一，否则不得在其标题或重要声明中明示或暗示其是同类型中表现最优的；

必要信息披露包含：基金所属类别及该类别中的个体数量、排名实体的名称、进行排名的区间及进行排名依据的标准；

其他信息披露包含：

- 1) 指明过去表现不能预测未来结果；
- 2) 披露在计算过程中是否考虑收取前端佣金产品的佣金事宜；
- 3) 指明排名是基于总收益水平还是考虑了费用；
- 4) 发布排名数据的机构名称；
- 5) 如排名非用数据表示而为星级等特殊符号，则表明该符号的意义。

## **(二) 美国基金评价行业方法应用**

除规范化外，理论向应用的实践需要展业主体充分匹配市场实际运行情况和需求。以三大头部基金评价机构（晨星、理柏和标普 Micropal）为例，我们对美国主流基金评价机构的评价方法进行探讨。

### **1. 同类比较**

不同资产体现出完全迥异的风险收益特征，这决定了不同类型基金的风险收益表现。基金分类将显著影响评级的有效性，是基金评级的基础。

1984 年，晨星成立之初的评级是为了将风险调整收益或费用调整收益的指标度量带给投资者，因此基金评级依托的

分类种类并不多，最初仅分为美国股票基金、国际股票基金、应税债券基金和免税债券基金四类。1996年，晨星引入分类星级评价方法，对基金进行进一步细分。在2002年的评价框架调整之中，晨星将美国共同基金细分为48个组别<sup>9</sup>。至2019年分类数量已达到123个<sup>10</sup>。细化基金分类后进行比较可更大程度上剔除基金经理无法控制的市场环境或事件的影响。

标普 Micropal 公司在进行基金评级时，将基金细分为16种类型，且在权益类基金部分细化程度高<sup>11</sup>。

## 2. 风险引入

风险因素的带入是理论界向实践传递最为深刻的一点。以晨星为例，晨星评级（Morningstar Rating™ for funds）建立在其风险调整后收益的基础之上，基于过往历史绩效进行评价。方法以期望效用理论为基础，假定投资人喜欢高的收益而厌恶风险，根据每只基金在计算期间月度回报率的波动程度，尤其是下行波动的情况，以“惩罚风险”的方式对该基金的回报率进行调整，并命名为晨星风险调整后收益（Morningstar Risk-Adjusted Return, MRAR），按照数值高低对所有的投资组合进行排名，从而评定星级<sup>12</sup>。

除了上述评级方法外，晨星也对其他一些指标进行评价排名，包含考虑风险因素的指标如晨星风险调整后收益、夏普比率、信息比率、索迪诺比率等，将多样化的指标尤其是风险收益指标融合在一起，充分反映出了现代投资组合理论发展出的硕果在实际操作领域中的运用。

---

<sup>9</sup> 见晨星资讯基金研究中心. 晨星中国基金评级概要说明. 2006. 11.

<sup>10</sup> 见 Morningstar Category for Funds Definitions. 2019. 04

<sup>11</sup> 见闰冬, 中国私募基金业绩评价实证研究.

<sup>12</sup> 见 Morningstar, The Morningstar Rating for Funds.

此外，美国三大主流评级机构的另外两家理柏和标普 Micropal 公司的评级均考虑风险调整后收益。

图 1 美国主要基金评价机构概览

核心理念	基金评价机构名称	基金评价特点说明
绩效评价	晨星	<p>四大类评级体系：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 晨星评级 (Morningstar Rating™ for funds)：回溯性定量分析，晨星风险调整收益为主；</li> <li>2) 晨星分析师评级 (Morningstar Analyst Rating™ for funds)：前瞻性定性分析，对基金投资管理能力进行评价，以预期基金在下一个市场周期中相对基准指数或同类产品的表现；</li> <li>3) 晨星定量评级 (Morningstar Quantitative Rating™ for funds)：引入机器学习模型，利用现代化技术手段实现前瞻性预测；</li> <li>4) 晨星可持续评级 (Morningstar Sustainability Rating)：ESG 基金评价。</li> </ol>
	理柏	<p>以总回报、稳定回报、保本能力和费用四项指标为评价标准：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 总回报：扣除费用并纳入分红再投资后的净回报；</li> <li>2) 稳定回报：风险调整收益指标，同时考虑调整短期及长期风险；</li> <li>3) 保本能力：单一度量下行风险的指标；</li> <li>4) 费用：相对于统一类别的基金费用水平。</li> </ol>
实质性分析和标准型判断	标普 Micropal	<p>定量及定性评估结合：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 定量标准：36 个月以内的收益水平和经风险调整后的业绩排名；</li> <li>2) 定性标准：公司治理、投研团队、投资风格持续性、投资组合建立、业绩表现等。</li> </ol>

上海证券基金评价研究中心整理。

### 3. 定性考量

在数量化手段的基础上，基金评价机构从基金管理人和基金经理出发，开发了多样化的评价方法。

晨星于 2011 年推出定性分析的前瞻性评级——晨星分析师评级 (Morningstar Analyst Rating™ for funds) 对基金投资管理能力进行评价，以预期基金在下一个市场周期中相对基准指数或同类产品的表现<sup>13</sup>；2017 年，晨星引入机器学习模型，利用现代化技术手段实现前瞻性预测<sup>14</sup>；2019 年，晨星引入费用考量，跟随行业发展趋势调整逻辑<sup>15</sup>。

而标普 Micropal 在对基金的评价中纳入对基金管理公司本身的评价。其首先会设置一定的标准，精选各个组别中不

<sup>13</sup> 见 Morningstar. Morningstar Analyst Rating™ for Funds Methodology Document.

<sup>14</sup> 见 Morningstar. Morningstar Quantitative Rating for Funds Methodology.

<sup>15</sup> 见 Morningstar. Morningstar Updates Fund Ratings.

<https://www.morningstar.co.uk/uk/news/193938/morningstar-updates-fund-ratings.aspx>

超过 10% 的基金进行深入的跟踪分析，结合公司治理、投研团队、投资风格持续性、投资组合建立、业绩表现等给出基金评级<sup>16</sup>。

### 三、我国基金评价行业现状

早在 2001 年，国内即有机构推出了基金排序，其中如银河证券、中信证券、中国社会科学院金融研究所、中国科技大学及海通证券均相继推出自己的基金评价体系<sup>17</sup>；2004 年和 2006 年晨星和理柏分别进入中国市场开展基金评级服务。伴随着公募基金行业发展，越来越多的媒体和机构提出了自己的评级体系。至 2009 年 11 月，证监会发布《证券投资基金评价业务管理暂行办法》规范基金评价业务；次年基金评价迎来“正规军”，共有四家证券公司（银河证券、海通证券、招商证券、上海证券）、三家证券投资咨询机构及独立基金评价机构（晨星资讯（深圳）、天相投资顾问、北京济安金信科技）和三家媒体（深圳证券时报社、中国证券报社、上海证券报社）成为具备评级、评奖资格的机构<sup>18</sup>。

#### （一）我国基金评价行业的规范化

2006 年至 2007 年，伴随着 A 股市场的大牛市，基金行业进入高速发展期。2006 年基金发行数量远超过往，股混型基金发行数量高达 70 只，募集规模超过 3100 亿元；至 2007 年基金客户开户数增长了十倍，银行客户成为基金投资者的主力军。与此同时，市场中充斥着大量的机构从事基金评价工作并向公众发布，评价方法良莠不齐，评价结果引用混乱，

---

<sup>16</sup> 见走近美国基金评级机构，中国证券报。

<sup>17</sup> 见基金评级业缺乏“定盘星”，证券日报，2004 年 3 月 31 日。

<sup>18</sup> 中证协公布首批 10 家基金评价机构名单，证券时报，2010 年 5 月 18 日。



短期排名和短期净值数据被部分机构用以营销基金产品，给市场带来极大的误导，基金评价规范与监管亟待完善。

2009年11月，证监会发布《证券投资基金评价业务管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》），从基金评价机构、人员、业务、结果引用及监督管理与法律责任等几个方面规范了对基金的投资收益、风险或管理能力开展评级、评奖、单一指标等的评价业务，并于2010年1月1日开始执行；2010年1月11日，证券业协会颁布《证券投资基金评价业务自律管理规则（试行）》（以下简称《自律管理规则》），在基金评价机构注册登记和业务备案、评价业务规范、信息披露标准和结果引用方面做详细规范，并发布《基金评价业务申请材料的内容与格式》，受理机构申请；同年5月17日，第一批具备证券业协会会员资格的十家证券投资基金评价机构出炉。具体来看，基金评价业务规范化分别涵盖<sup>19</sup>：

### 1. 评价资质管理

根据相关规定，我国基金评价机构申请采取备案制，类牌照管理对行业准入设置了门槛，以提升评价业务的专业性。《暂行办法》要求基金评价机构应当加入中国证券业协会，基金评价机构应当在加入中国证券业协会后15个工作日内向中国证监会报送书面材料进行备案以成为基金评价机构。2012年6月6日，中国证券投资基金业协会（以下简称基金业协会）设立。根据《中国证券投资基金业协会章程》第三章第八条规定，基金服务机构加入本团体，成为联席会员，基金评价机构作为基金服务机构中的一类，纳入基金业协会

---

<sup>19</sup> 以下参考中国证券监督管理委员会，证券投资基金评价业务管理暂行办法；中国证券业协会，证券投资基金评价业务自律管理规则（试行）。

联席会员-服务机构类，进行自律管理。

综上，在规章制度层面，从事基金评价业务的机构除符合《中国证券业协会章程》和《中国证券业协会会员管理办法》规定的入会条件，也应当符合《暂行办法》规定的从事基金评价业务的基本条件，还应符合《自律管理规则》中对于注册资本、从业人员、业务框架等的条件。

## 2. 业务开展监管

基金评价业务应当具备完善、系统的理论基础、标准和方法，并做出有效的信息披露。我国在基金评价区间的规定上较之美国更为细致，意在引导市场长期投资理念的形

### (1) 基金评价方法与逻辑

《暂行办法》第十一条具体规定了进行基金评价时应当考虑的内容，包括但不限于基金招募说明书和基金合同约定的投资方向、投资范围、投资方法和业绩比较基准等；基金的风险收益特征；基金投资决策系统及交易系统的有效性和一贯性。此外，《自律管理规则》中规定基金评价机构不得频繁调整其基金评价标准、方法等。

### (2) 基金评价区间选择

《暂行办法》规定任何机构从事基金评价业务并以公开形式发布评价结果的，不得：

1) 对基金合同生效不足 6 个月的基金（货币市场基金除外）进行评奖或单一指标排名；

2) 对基金（货币市场基金除外）、基金管理人评级的评级期间少于 36 个月；

3) 对基金、基金管理人评级的更新间隔少于 3 个月；

- 4) 对基金、基金管理人评奖的评奖期间少于 12 个月；
- 5) 对基金、基金管理人单一指标排名（包括具有点击排序功能的网站或咨询系统数据列示）的排名期间少于 3 个月；
- 6) 对基金、基金管理人单一指标排名的更新间隔少于 1 个月。

### （3）基金评价信息披露

根据《暂行办法》，具备协会会员资格的基金评价机构应通过本机构网站及至少一家中国证监会指定信息披露媒体向社会披露本机构下列信息内容：

1) 基本信息：包括机构名称、法定代表人、基金评价业务部门名称、通信地址和联系办法；

2) 人员信息：包括取得基金从业资格的基金评价业务人员及业务主要负责人的姓名、职业资格证书编号、主要从业经历；

3) 业务信息：包括基金评价标准、方法和程序，基金评级和评奖开展情况及发布方式，为避免与评价对象产生利益冲突而采取的措施；

4) 中国证监会、协会要求披露的其他信息或基金评价机构认为需要披露的相关信息。

### （4）其他基金评价业务规定

首先，从事基金评价业务的机构应当有效注重基金分类，不得对不同分类的基金进行合并评价；同时不得对同一分类中包含基金少于 10 只的基金进行评级或单一指标排名。

其次，在基金评价从业人员的行为上做出限制，如不得：使用未经公开披露的信息或虚假信息作为基金评价的数据

或依据；利用基金评价业务活动向评价对象索取任何形式的好处或利益；在基金评价报告等文件中使用广告性语言；在评价结果中明显不公平对待部分评价对象等。

### **3. 结果引用规范**

我国基金评价相关监管文件规定，基金管理人、基金销售机构以及中国证监会指定信息披露媒体不得引用不具备资质的机构提供的基金评价结果，且需对拟合作的基金评价机构进行审慎调查。如决定使用具备资质的基金评价机构的评价结果，则应当遵循中国证监会关于基金宣传推介材料制作的相关规定进行引用。

## **（二）我国基金评价行业的本土化**

海外基金评价业务是金融理论向实际应用迈出的扎实一步，但相较成熟市场，我国的证券市场无论从发展阶段、制度规划都有所差别，我国基金评价行业在现代投资组合理论、绩效评估指标和超额收益归因的基础上做出了一定的创新。

### **1. 基金分类**

我国公募基金与美国共同基金投资方向的框架有所不同，评级机构相较美国基金分类标准进行了“本土化”。

晨星根据我国公募基金特点，以分析基金的投资组合为基础进行规划分类。2004年3月，晨星首度公布中国公募基金分类方法，并于其后多次对分类进行细化与完善，以更加客观地反映我国公募产品的资产分布状况以及相应的风险收益特征，并符合我国市场的法规要求。相较美国基金分级标准，晨星中国公募基金的分类标准一定程度关注行业投资

方向进行分类，如行业股票-医药基金、行业股票-科技、传媒及通讯基金；并单列部分具有中国特色的产品分类，如沪港深基金<sup>20</sup>。

此外，银河证券从 2006 年开始将基金分类体系分为三级架构，一级分类按照基金投资方向与基金类别进行划分，二级分类按照开放式、定期开放式、封闭式的运作方式进行划分，三级分类在此基础上采取平行铺开的方式进一步明细分类，以满足基金评价业务的需求<sup>21</sup>。以股票基金为例，按照主动、被动操作方式，特定行业、特点主题与份额分级等维度分为标准股票型基金、行业主题股票型基金、标准指数股票型基金等 8 个二级分类，其中如行业主题股票型基金具有医药医疗健康行业主题偏股型基金、消费行业主题偏股型基金两个细分的三级分类。

## 2. 评价方法

与绩效评估理论的演变进程较为相似，我国基金的历史业绩评价方法涉及单纯关注收益水平、考虑风险收益转换效率及探讨和测算基金收益能力几类。

### (1) 应用综合性风险收益指标

我国基金评价机构多应用海外综合性风险收益指标作为基金评级体系的一部分，以考量基金承担市场风险情况下所获得的收益。如海通证券的风险调整收益指标分别采用夏普指数、特雷诺指数和信息比率<sup>22</sup>；招商证券的风险调整收益指标分别采用夏普指数和承担主动风险下的超额收益<sup>23</sup>；天

<sup>20</sup> 以晨星 2018 年 10 月最新基金分类调整版本为参考。

见晨星（中国）研究中心，晨星中国基金评级概要说明。

<sup>21</sup> 见银河证券，中国银河证券公募基金分类体系规则（2019 版）。

<sup>22</sup> 见基金业协会基金评价业务信息披露，海通证券基金评价业务信息披露（2014-4-8）

<sup>23</sup> 见基金业协会基金评价业务信息披露，招商证券基金评价业务年度工作报告（2013 年度）

相投顾的风险收益指标采用对夏普指数进行改进的 **stutzer** 比率，考虑收益率处非正态分布下的每单位总风险的超额收益<sup>24</sup>。

### (2) 引入定性考察进行基金评价

针对行业运作特质，**部分评价机构附加定性考察以对基金进行评价**。如济安金信在合规与守约方面对基金进行定性判断：首先对基金合同中投资范围、选股风格、操作风格进行梳理，以监控基金的实际投资与合同约定是否存在偏离；其次对基金产品的年度分红与合同约定分红进行比较；最后对严重偏离基金合同约定的投资范围、投资风格，或未按分红条款进行分红，或开放式基金连续超过一年关闭申购的基金产品不予评价<sup>25</sup>。

### (3) 提出自有知识产权考察超额收益

此外，不同机构以理论界学术研究成果为基础，**结合本土市场通过指标体系设计刻画了基金产品超额收益**。

海通证券在哈佛商学院 **Randolph Cohen**（2002）所提出的重仓股与传统基金评价方法的互动融合的基础上，提出持股调整收益指标，首先从股票端判别股票质地，该值由持有该股票的基金能力的加权平均值表示；与此同时由基金对股票的持有情况反向决定基金能力的高下。该方法为基金和股票的交互评价提供了可能，从基金的股票持有情况反映了基金的能力。

基于国内各类型基金的跨市场投资特性，上海证券基金

---

<sup>24</sup> 见基金业协会基金评价业务信息披露，天相投资顾问有限公司基金评价业务 2013 年度工作报告—2014 年 3 月 14 日

<sup>25</sup> 见基金业协会基金评价业务信息披露，北京济安金信科技有限公司基金评价业务信息披露（2019）

评价研究中心从资本资产定价模型出发建立自有知识产权的、以二市场风险因素回归分析模型为基础的综合评价体系。该模型将基金的总收益率分解成如下四个基本成分：无风险收益率、承担股票市场风险所产生的收益率、承担债券市场风险所产生的收益率及基金经理主动管理带来的超额收益率。并认为基金的超额收益由择时能力、选证能力和风险管理能力等三大能力决定。具体而言，该体系首先计算基金在不同市场环境中对股票资产、债券资产的风险暴露（即股票 $\beta$ 和债券 $\beta$ ）；其次强调基金对基准的遵循，测算每个期限 $\beta$ 偏差（即主动配置部分，或者说为择时部分）带来的超额收益；综合考察连续多期择时超额收益的水平和稳定性，以有效区分运气和能力，评估基金的实际择时能力。在同样的二因素模型基础上，该体系计算基金剔除无风险收益、承担股市风险收益、承担债市风险收益的超额部分作为当期选证超额回报，以此为基础综合考察连续多期选证超额收益的水平和稳定性，以有效区分运气和能力，评估基金的实际选股能力。此外，上海证券的基金综合评价体系还综合考虑到预期理论所指出的“人们在风险和收益面前的心理不对称”这一特征，引入夏普指数计算基金总风险和基金收益之间的交换效率，以评估基金的风险管理水平。

我国基金评价机构将风险度量的思想运用到实际业务开展之中，并结合我国实际情况或采取评价体系分类，或采取评价指标改进的方法落实理论“本土化”。

### （三）我国基金评价行业的市场影响

发展至今，我国公募基金评价机构在业内树立了良好口

碑，评价结果免费向大众公开，并被基金管理人、基金销售机构、财经媒体运用，媒体类机构的评奖如金牛奖等获基金业界关注，有效发挥了扶优抑劣的作用，助力基金行业的健康发展。

本文以上海证券投资基金评级为例，基于权益类基金样本（包含上海证券主动管理股票基金及主动管理偏股混合基金<sup>26</sup>），考察基金过往评级和未来收益及投资者选择间的关系。

### 1. 基金评级与未来收益

上海证券将同类基金的综合评级按最高百分之十五的比例定义为五星评级基金；将五星级以下百分之二十的基金定义为四星级基金。这里我们定义获得五星/四星评级的基金为高评级基金，上述基金的综合指标合计排名前 35%。此外，我们定义同期基金收益率排名同类前 35%的基金为高收益基金。为了提高样本数量和方便比较，首先针对三年期评级进行分析，相应收益同样统计同期三年的相对收益水平。从最终样本来看，高评级基金和高收益基金的重合度大约在六成左右。

首先考察基金事前评价与事后绩效的相关情况，本文引入前 35%击中率与前 50%击中率指标：定义前 35%击中率为高评级/高收益基金持有固定期限收益仍保持在同类前 35%的概率；前 50%击中率为保持在同类前 50%的概率。基于此，拟对 2010 年 12 月 31 日至 2019 年 6 月 30 日共 35 期的权益类基金季度评级进行回溯，考察高评级基金在获取相应的星

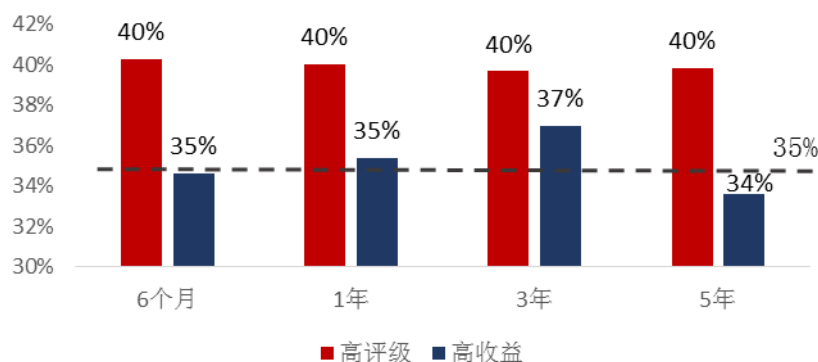
---

<sup>26</sup> 为保障样本数量，同时纳入主动管理偏股混合基金。2014 年以前，基金类别认定适用于《证券投资基金运作管理办法》，定义百分之六十以上的基金资产投资于股票的为股票型基金，2014 年发布的《公开募集证券投资基金运作管理办法》第三十条第一项规定“百分之八十以上的基金资产投资于股票的，为股票基金”，使得股票型基金星级样本减少。因此，为保证前期样本数量充足，本文同时考量主动管理股票基金于主动管理偏股基金两类。



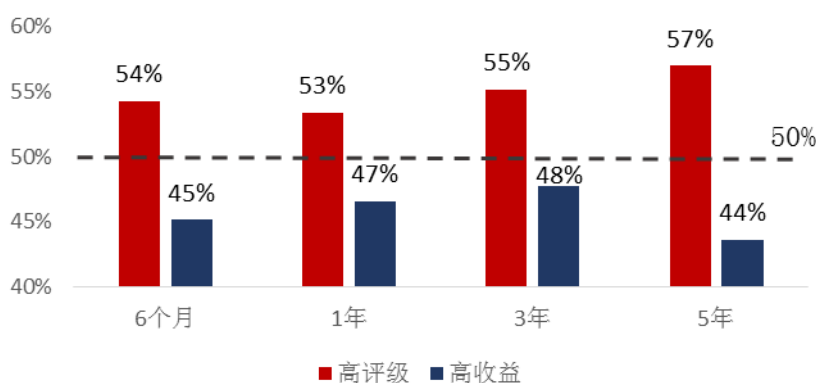
级评定后 6 个月、1 年、3 年和 5 年共四个持有期的收益相对排名情况<sup>27</sup>，并与高收益基金进行对比分析。

图 2 不同持有期高评级基金/高收益基金收益排名前 35% 击中率  
(三年期评级)



数据来源: wind, 上海证券基金评价研究中心

图 3 不同持有期高评级基金/高收益基金收益排名前 50% 击中率  
(三年期评级)



数据来源: wind, 上海证券基金评价研究中心

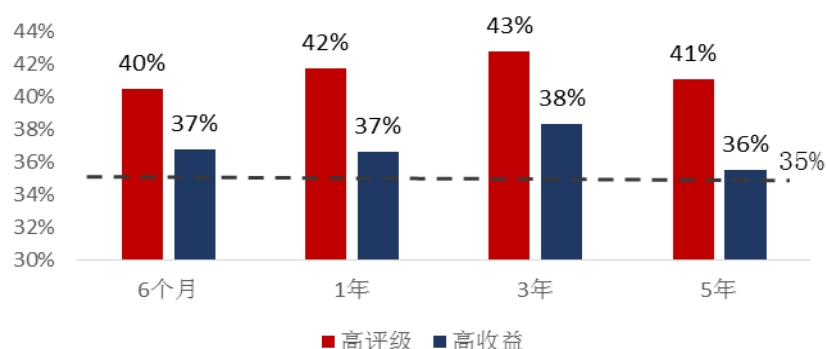
基于数据检验结果，可得出如下结论：高评级基金业绩延续性水平显著高于高收益及全样本基金，在不同持有期下前 35% 击中率均维持在四成左右；且随着时间延长，高评级基金从业绩表现上有着更为显著的生命力，5 年持有期下高收益基金前 35% 的击中率低于临界值，但同时高评级基金该

<sup>27</sup> 统计方法参考上海证券基金评价研究中心，上海证券基金评级到底多有用之股票基金篇。

指标仍能保持约四成，高评级基金的业绩延续性体现出愈发明显的优势。

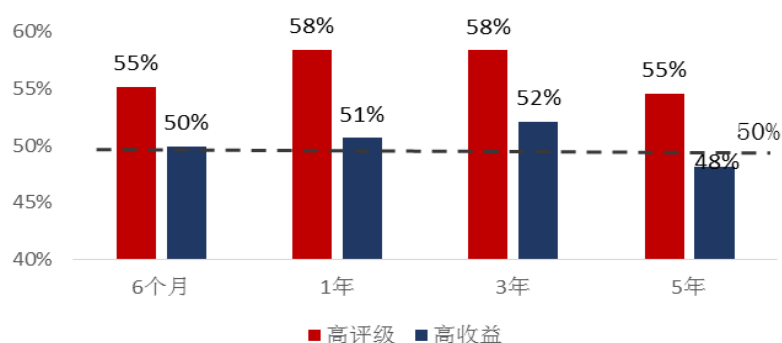
在此基础上，进一步针对更为长期的五年期评级进行分析，高收益基金同样以同期五年的相对收益水平为依据。可看出，五年期高评级基金亦展现出优异的业绩延续性，且在部分持有期（一年、三年）较之三年期高评级产品具有更高的击中率水平。

图 4 不同持有期高评级基金/高收益基金收益排名前 35% 击中率  
(五年期评级)



数据来源：wind，上海证券基金评价研究中心

图 5 不同持有期高评级基金/高收益基金收益排名前 50% 击中率  
(五年期评级)



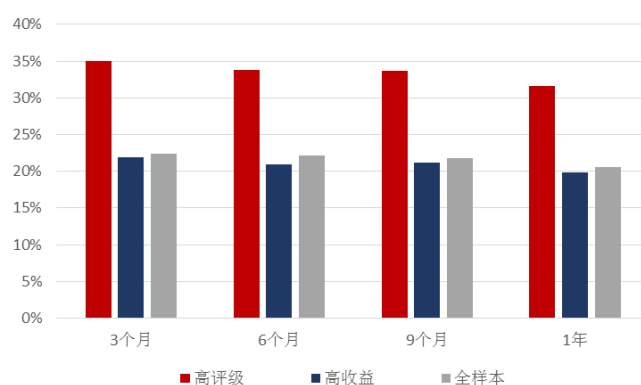
数据来源：wind，上海证券基金评价研究中心

## 2. 基金评级与基金产品资金流入

对 2010 年 12 月 31 日至 2019 年 6 月 30 日共 35 期的权

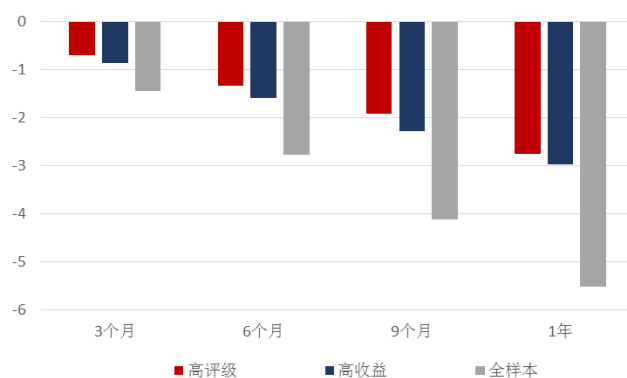
益类基金进行回溯，考察高评级基金在获取相应的星级评定后 3 个月、6 个月、9 个月和 1 年共四个持有期的份额增长情况，并对其持有期资金流入的概率<sup>28</sup>进行估算。同时，对比权益类基金的持有期份额增减及过去三年基金收益率排名同类前 35% 的基金的持有期份额增减，以观察基金评级对投资者选择的影响。

图 6 不同持有期高评级基金/高收益基金资金净流入概率



数据来源：wind，上海证券基金评价研究中心

图 7 不同持有期高评级基金/高收益基金平均资金净流入（亿份）



数据来源：wind，上海证券基金评价研究中心

在该统计区间，权益类基金全样本的规模整体下行。原因在于：一，受基础市场波动影响，2011 年至 2014 年权益

<sup>28</sup> 以每期对应样本基金产品净流入个数除以总个数，并将对应持有期的概率值做简单平均。

类基金份额基本维持波动，2014 年以后经历“过山车”，在 2015 年触及总体份额高位之后经历回落，剧烈波动带来的不好体验使得权益类基金总体出现份额回落；二，新产品大规模推出带来的资金分流，加剧了样本基金的资金流出，尽管相应统计样本在考察期间平均为持有人创造了超 50 个百分点的复权单位累积收益率，全样本总份额仍呈现净流出态势。

在此背景下，高评级及高收益基金亦遭遇资金的净流出，但幅度较之市场更低。而高评级基金的份额变化较为稳定，持有期资金净流入概率较之全样本更高，说明了高评级基金能够辅助资金的稳定与流入，给予市场一定指导意义。

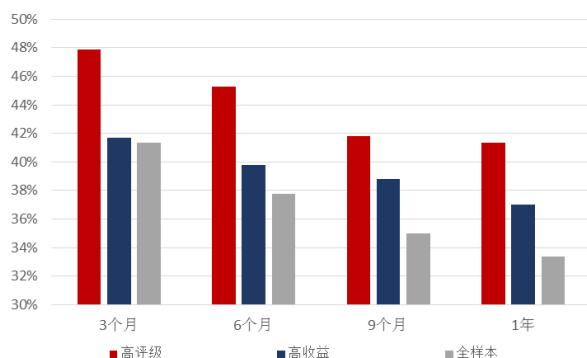
### 3. 基金评级与基金管理人资金流入

根据上海证券主动管理权益类基金评级，筛选季度末参评样本大于等于 3 只的基金管理人，并将获得高评级基金占参评样本超过 66% 的基金管理人定义为获更多高评级基金的管理人（以下简称高评级管理人），以考察 2010 年 12 月 31 日至 2019 年 6 月 30 日共 35 期后 3 个月、6 个月、9 个月和 1 年共四个持有期的管理人总体权益类基金份额增长情况。同时，对比具备更多高收益排名基金的管理人<sup>29</sup>（以下简称高收益管理人）及全部满足样本数的基金管理人整体的份额增减，以观察基金评级对基金管理人品牌树立的影响。

---

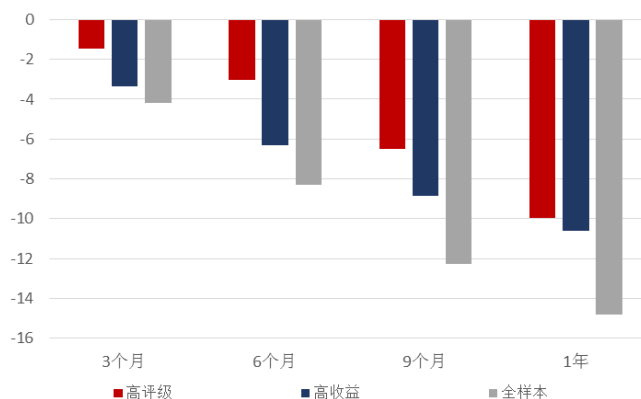
<sup>29</sup> 高收益占比采用相对水平进行排序，各期对应高评级管理人数量进行筛选与统计。

图 8 不同持有期高评级管理人/高收益管理人资金净流入概率



数据来源：wind，上海证券基金评价研究中心

图 9 不同持有期高评级管理人/高收益管理人平均资金净流入  
(亿份)



数据来源：wind，上海证券基金评价研究中心

从净流入的概率来看，高评级管理人相较于市场全样本和高收益管理人在各持有期均更易获得资金的净流入，各期限高评级管理人总体净流入的概率均超 40%，相较而言高收益管理人在六个月及更长持有期的净流入概率均不超过四成。

从净流入的规模来看，高评级管理人的资金稳定性优势更为明显，考察期间市场全样本遭遇了规模的持续流出，但高评级管理人发挥出了更为强劲的生命力，在各持有期的份额稳定性水平均优于高收益基金及全样本基金。

#### **（四）对我国基金评价行业的思考**

基金评价在公募基金行业发展过程中扮演重要角色，能够引领行业专业化发展，为投资者提供更好的服务。源于学术理论，走向实践的最终，我们所期望的是对投资者实际产生的意义。

从现有数据检验结果来看，国内基金评级在业绩延续性上具备较优的指导意义，目前大部分基金管理人、基金销售机构等均关注、采购和使用基金评价结果，但在实践过程中并未足够和充分地传递给普通投资者，基金评级对产品销售、投资理财的指导作用还没有达到应有的水平。根据基金业协会 2017 年度基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告，普通投资者购买基金时最为关注基金业绩，其次是基金公司名气，仅有 0.6% 的投资者最关注基金评级。我们认为，这种现状需从以下两个角度进行思考：

其一，评价机构的评级结果向大众免费公开，但其理念为普通投资者有效理解需充分的投资者教育，实质上现有国内评价机构并不具备相应能力，更多机构难以获得持续有效的收入来源。目前国内基金评价机构的盈利方式有数据销售、衍生服务等，其中数据销售业务需要高度标准化才能有序开展，我国在这一业务领域较为成熟的有银河、天相，但亦更多集中于基础数据处理与销售本身；而基金研究衍生服务其实不能获得持续、稳定的资金流入。在这种情况下，有收入支持的机构能够更好存活，但未能形成稳定可靠收入来源的机构面临人才流失困境。

海外如晨星早期受监管资金引导得以有效运作，近年来，

凭借其强大的品牌影响力夯实了个人投资者与机构投资者两类客户群，为客户提供基金交易数据、投资分析工具及投资研究报告等业务以获取稳定收入；此外如标普 **Micropal** 公司在对基金业绩进行筛选后会精选出少部分基金产品进行深入的跟踪与评级，此类评级需要获得基金管理人的认可，并收取一定的费用，以维持盈利来源和商业模式稳定<sup>30</sup>。

其二，我国基金评价机构仍缺乏自发性的理论贡献，虽然部分机构已开发出具有自有知识产权的评价研究成果，但仍是“拿来主义”居多，基金评价机构会在已有学术研究成果的基础上做出指标和权重的调整，但单纯引用或不易于投资者理解和投资指导。另一方面，理论成果在传导过程中未能得到充分和有效的彰显，在监管机构、基金管理人及普通投资者层面未能得到广泛共识。

**（本文由上海证券有限责任公司刘亦千、谢忆撰写，中国证券投资基金业协会理财及服务机构部校对）**

---

<sup>30</sup> 见唐欲静，第三方基金评级及其盈利模式初探，2007.