



我国基金产品风险等级评定制度与完善

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

研究助理：江牧原

执业证书编号：S0870119010013

邮箱：jiangmuyuan@shzq.com

电话：021-53686093

研究助理：李柯柯

执业证书编号：S0870118080010

邮箱：likeke@shzq.com

电话：021-53686122

报告日期：2020年7月13日

报告编号：

相关报告：

摘要：

改革开放以来中国经济获得快速的发展，社会财富急剧增长，资本市场持续繁荣，大众投资理财意识热情高涨。随着各类资管产品快速发展，创新产品层出不穷，体现出专业化、多样化与复杂化的特征，与投资者专业化不足的矛盾日趋突出，金融机构和大众投资者之间的信息不对称加剧，为投资者的投资行为带来巨大的风险隐患。投资者适当性制度本质上是通过制度化设计尽可能降低信息不对称对投资者带来的负面影响，保护投资者的合法权益，最终的目的是确保证券市场的公平有序，健康发展。因此，投资者适当性制度作为投资者进入资本市场的第一道防线，其重要性加剧凸显。

资管产品的风险分类是投资者销售适当性制度的重要组成部分，也是投资者销售适当性制度能否得以有效实施的重要保障，亦显得尤为重要。2007年起证监会先后在各类文件中对投资者适当性做出规定，适当性管理规则经历了从无到有，对基金产品的风险等级划分也经历了快速的发展，但我们发现，各参与机构在基金产品风险评价方面存在一定的问题，我们对此进行了深入的探讨发现：

1、各家机构针对金融产品风险等级评价方法各有优劣；基金募集机构信息披露结果总体良好，但仍存不足；

2、基金合同更具法律效应，但不符合销售适当性要求。多数公募基金招募说明书（或基金合同）未给出明确的风险等级划分；招募说明书（或基金合同）的风险等级无法形成统一的共识，未有效传递基金的风险收益特征；招募说明书（或基金合同）中部分风险评价结果存在高估或低估的情况；基金公司在直销渠道和招募说明书中的风险等级评价存在不一致；招募说明书（或基金合同）难以及时更新风险评价结果；

3、部分基金销售机构以基金合同的风险评价作为风险评价基准或直接用作产品风险等级；部分基金销售机构风险评价方法不透明，不符合销售适当性管理规定；部分基金销售机构评价暂未树立长效机制，更新效率较低。

为此我们提出如下建议：

1、基金公司应当明确适当性管理的主体责任，建立行业共识，为其他机构提供基金风险等级的参考；

2、监管机构应当统一市场共识、加强监督意识，保障风险评级结果的可执行性和有效性；

3、鼓励基金销售机构采用第三方评价机构的风险等级评价方法与结果，提升评价结果可信度，降低监管成本；

4、适当性管理规则的实施，离不开投资者的配合，各家机构应当加强投资者教育，充分传递执行销售适当性的重要意义。

目录

引子	3
一、美国投资者适当性保护的发展	3
1、美国投资者适当性制度的萌芽	3
2、美国投资者适当性制度的初步形成	3
3、美国投资者适当性制度的进一步发展	4
4、小结	4
二、成熟市场金融产品风险评定方法比较	5
1、美国金融产品适当性	6
2、香港金融产品适当性	7
3、小结	8
三、我国投资者适当性制度的发展历程	8
四、我国基金业投资者适当性管理与基金产品风险等级评价体系	9
五、我国基金产品风险评价的现状	11
1、基金产品风险评价方法与披露情况	11
2、公募基金招募说明书中风险等级评价的指导性严重不足	13
3、基金销售机构风险评价现状	17
六、观点与建议	20
1、基金公司应当明确适当性管理的主体责任，建立行业共识，为其他机构提供基金风险等级的参考	20
2、监管机构应当统一市场共识、加强监督意识，保障风险评级结果的可执行性和有效性	20
3、鼓励基金销售机构采用第三方评价机构的风险等级评价方法与结果，提升评价结果可信度，降低监管成本	21
4、加强投资者教育	22

引子

改革开放以来中国经济获得快速的发展，社会财富急剧增长，资本市场持续繁荣，大众投资理财意识热情高涨。截至 2020 年 3 月底，中国资产管理市场合计管理资产 53.75 万亿，其中公募基金规模高达 16.64 万亿，私募基金、证券期货公司资管计划、基金专户规模分别达 14.31、10.63、8.14 万亿。各类资管产品快速发展，创新产品层出不穷，体现出专业化、多样化与复杂化的特征，与投资者专业化不足的矛盾日趋突出，金融机构和大众投资者之间的信息不对称加剧，为投资者的投资行为带来巨大的风险隐患。投资者适当性制度本质上是通过制度化设计尽可能降低信息不对称对投资者带来的负面影响，保护投资者的合法权益，最终目的是确保证券市场的公平有序，健康发展。因此，投资者适当性制度作为投资者进入资本市场的第一道防线，其重要性加剧凸显。资管产品的风险分类是投资者销售适当性制度的重要组成部分，也是投资者销售适当性制度能否得以有效实施的重要保障，亦显得格外重要，本文就此进行深入探讨。

一、美国投资者适当性保护的发展

投资者适当性制度最初起源于美国，早期只是证券经纪行业一个通行的道德规范，上个世纪 20-30 年代的经济大萧条后成为投资者适当性原则被纳入行业自律规范，并最终成为美国证券法规中重要的组成部分，更成为世界各主要资本市场的基础性规范。

1、美国投资者适当性制度的萌芽

各州行业自律组织: 上个世纪 20-30 年代经济大萧条之后，促进公平竞争成为美国各界的共识，行业自律组织纷纷成立，并颁布一系列行业自律规则。

2、美国投资者适当性制度的初步形成

美国证券交易监督委员会 (SEC): 《1934 年证券交易法》第六条规定¹: 大部分的证券交易所会员应当接受证券交易所自律管理。同年，美国证券交易监督委员会 (SEC) 成立，主要职责包括“维护证券发行者、投资者和交易者的正当权益”。1967 年 SEC 针对非交易所成员制定 15b10-3 规则，以规范非自律组织成员的适当性要求。²

全美证券交易商协会 (NASD): 1938 年美国国会通过《1938 年马罗尼法》³ (The Maloney Act of 1938) 要求成立一个场外交易的交易商协会以弥补交易商自律管理的不足。次年，美国根据《1938 年马罗尼法》成立全美证券交易商协会 (NASD)，NASD 正式将投资者适当性原则纳入自律规范，即 Rule2310 (a)⁴; 1991 年 NASD 根据 SEC 的要求增加 Rule2310 (b)，更明

¹ 武俊桥，证券市场投资者适当性原则初探[J]，证券法苑，2010，(3):131-159.

² 赵一佳. 美国证券法下“适当性”原则探究[J]. 北京仲裁, 2012(01):96-125.

注:15b10-3 规则自 1983 年后，由于规定所有经纪商必须在 NASD 注册成为会员后方可开展业务，因此废止。

³ 《1938 年马罗尼法》法案为《1934 年证券交易法》第 15 章 A 部分的修正案

⁴ 袁熙. 美国的客户适当性自律管理制度[C]. 中国证券业协会等. 创新与发展: 中国证券业 2012 年论文集. 中国证券业协会等: 中国证券业协会, 2012:988-994.

确要求要充分了解客户信息；1996年NASD为区分个人投资者与机构投资者的区别，发布了IM-2310-3的适当性制度解释文件。此外，NASD在运营期间还公布了针对非机构投资人的Rule2310(c)、针对低价股票的IM2301-1，针对投资者公平交易的IM2301-2，从而初步形成了以Rule2310为主导的投资者适当性保护自律体系。

1940年投资顾问法：为保护集合投资工具中投资者的相关利益，美国制定了《1940年投资顾问法》对投资顾问施行管制。该法案要求禁止对登记的投资咨询者实施欺诈性的行为，禁止共享利益的协议，防止未经当事人同意而转让咨询契约的行为，并要求实施信息披露。

美国纽约证券交易所（NYSE）：1994年版本的NYSE Rule405通过“了解你的客户”规则实现了对适当性制度的覆盖。

美国证券投资者保护公司（SIPC）：1970年美国通过《1970年证券投资保护法》，在该法律框架下，美国进一步成立了证券投资者保护公司，SIPC在SEC的监管下运作，重要职责便是建立投资者保护基金，该基金用于向在清算程序中对破产证券公司有正当请求权的受损害的客户提供预付的赔偿金。

3、美国投资者适当性制度的进一步发展

美国金融业监管局（FINRA）：2007年，NASD与NYSE（会员监管、执行与仲裁部门）合并成立美国金融业监管局FINRA。2012年FINRA发布《Consolidated Rule（统一监管规则）》的Rule2111与Rule2090，取代了NASD Rule2310与NYSE Rule405。在《统一监管规则》下，Rule 1250(b)(2)提出将适当性列出金融机构培训内容、Rule2114针对经纪商推荐场外产品时的适当性做了说明、Rule2330针对向客户推荐递延变动年金时的适当性义务作出规范、Rule2360与Rule2353针对选择权产品进行了适当性方面的规范、Rule2370最推荐证券期货产品进行了适当性方面的规定。除此之外，FINRA现存的会员通告与监管通知中的适当性规定包含：针对老龄投资者保护提出Regulatory Notice 07-43、针对会员开发和内部审批新产品提出Notice to Members 05-26、针对销售非传统投资产品提出Notice to Members 03-71、针对私募产品提出Notice to Members 03-07、针对结构化产品提出Notice to Members 05-59等⁵。

消费者金融保护局（CFPB）：2010年美国通过《多德-弗兰克法案》，新法案在美联储体系下设立消费者金融保护局（CFPB），该机构以“让金融产品和服务市场服务于美国人民——不论他们是在申请住房按揭贷款、选择信用卡，或使用其他任何消费金融产品”为使命⁶。

4、小结

当前，美国的销售适当性以《1934年证券交易法》、《1940年投资顾问法》、《1938年马罗尼法》、《1970年证券投资保护法》、《多德-弗兰克法案》等相关法律为基础，以FINRA《统一监管规则》的Rule2111与Rule2090为行业自律规则的投资者保护体系。

⁵ 袁熙. 美国的客户适当性自律管理制度[C]. 中国证券业协会等. 创新与发展: 中国证券业2012年论文集. 中国证券业协会等: 中国证券业协会, 2012: 988-994.

⁶ 韩松. 美国消费者金融保护局: 蹒跚中起步[J]. 当代金融家, 2013(3): 52-55.

在此体系下，美国金融业监管局（FINRA）主要参与销售适当性的行业自律与会员机构处罚，美国证券交易监督委员会（SEC）则依据《1934年证券交易法》10b-5规则对反欺诈行为进行监管，间接行使适当性监管职责。此外，美国证券投资者保护公司、消费者金融保护局等机构以及民间投资者保护组织也为投资者提供投资者教育、咨询等相关援助。

二、成熟市场金融产品风险评定方法比较

从美国《统一监管规则》、香港《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》与欧盟《MIFID II》中销售适当性要求来看，国际主流适当性制度主要分为两个部分：

- 1)、客户适当性；
- 2)、产品适当性。

“产品适当性”作为销售适当性中最为基础的环节，一旦出现披露便可能出现难以挽回的后果（如：2008年出现的“雷曼迷你债券事件”）。因此，各地监管机构与自律组织要求金融机构做到对金融产品的完全认识与对产品风险的充分传递。

雷曼迷你债券事件

由于错误评定金融产品风险而造成投资人遭受损失的案例层出不穷，“雷曼迷你债券事件”便是其中规模较大的案例之一。

雷曼迷你债券是一系列信贷挂钩票据的总和，法律上属于债券凭证的一种。此类产品通常利用来自投资者的资金买入抵押品，并通过掉期交易等安排，取得较传统银行存款更高的回报。“雷曼迷你债券”产品的几大风险要素值得关注：

- 产品流动性方面：迷你债为非上市品种，流动性较低；
- 产品信用状况：迷你债的担保方为“雷曼控股公司”，而在2008年时，“雷曼控股公司”面临倒闭，信用状况堪忧；
- 产品投资方面：产品投资的抵押品主要为抵押债务证券（CDO）、信贷违约掉期（CDS）等复杂金融衍生品，在2008年金融危机时，以CDOs为主的抵押品大幅贬值，风险急剧提高；

综上所述，“雷曼迷你债”实际为产品设计复杂，流动性较差的金融产品，不应销售给普通投资者。而在当时，由于投资者保护制度的欠缺，以及各家产品销售机构对所推销产品的认识欠缺，产品风险定级错误从而导致将复杂金融产品销售于追求稳定收益的非合格投资者，造成投资者的巨大损失。

在实际操作中，投资顾问在对金融产品进行尽调以及向客户推介时至少需要详细了解金融产品的以下4个方面：

- 1)、金融产品流动性状况；
- 2)、金融产品相关信用状况；

3)、金融产品投资状况;

4)、相关费用。

表 1 各国投资者适当性要求中对金融产品风险评价的基本要求

评价内容	美国	欧盟	香港
产品流动性状况	1) 产品流动性 2) 该产品是否存在二级市场, 及二级市场中产品定价的透明度	1) 需向客户提供客户分类与投资公司的服务、金融工具、成本和收费有关的详细信息	流通性、禁售期、终止条款
产品信用状况	1) 发行人信用状况 2) 担保品信用状况及价值 3) 交易对手方信用状况	2) 评估市场上所有可获得的金融产品 3) 评估时, 需考虑不同金融产品的性质与投资范围	提供其下投资项目的性质、承受风险的程度、产品发行人、担保人(如有)及服务提供者的经验、财务状况及声誉
产品投资状况	本金、回报及/或利率方面的风险以及影响这些风险的因素	关于金融工具和拟议投资策略的信息必须包括投资者适当性指导和警告, 说明与投资这些工具或特定投资战略有关的风险, 以及金融工具是否针对零售或专业客户	投资产品的相关表现、估值及单位定价
相关费用	1) 产品税务问题 2) 买卖该产品相关的成本和费用	需提供所有费用和相关费用的信息, 其中包括所有投资以及投资辅助相关的费用信息, 如咨询费用, 金融工具的购买成本, 以及客户的具体支付方式等。	投资该投资产品需要的费用
相关条例	《Consolidated Rule》Rule 2111	《MIFID II》Section 2 Article 24	香港证券及期货事务监察委员会“有关持牌人或注册人遵守为客户提供合理适当建议的责任的《常见问题》”

数据来源: 上海证券基金评价研究中心整理

1、美国金融产品适当性

FINRA 首先针对“常规投资产品”与“非常规投资产品 (NCIs)”进行区分。在“Notice to Members 03-71”中“非常规投资产品”包括资产支持证券、指数挂钩债券、非交易 REITS、股票挂钩票据、多可赎回增持票据、可赎回担保票据、拍卖利率优先证券、受保护的指数挂钩的本金 CDS、不良债务、衍生产品和新兴市场债务证券。

FINRA 认为只有当销售机构了解其销售的投资产品时, 才能进行合理的投资者适当性分析。因此, 销售机构对金融产品进行销售时, 应当做到:

- (1) 对这些产品进行尽职调查;
- (2) 进行合理的适当性分析;
- (3) 对推荐的交易进行针对客户的适合性分析;
- (4) 确保成员使用的宣传材料是公平、准确的;
- (5) 实施适当的内部控制;
- (6) 向销售这些产品的注册代表提供适当的培训。

在对“非常规投资产品”进行尽职调查时应当更为细致, 以确保其了解产品的性质以及与产品相关的潜在风险和回报。

当投资顾问向普通投资者推荐“非常规投资产品”时，销售机构必须确保投顾人员对产品特点进行深入了解，以便能够正确分析该产品是否适合该普通投资者。同时，销售机构必须确保其使用的所有营销材料都能准确地描述金融产品的风险和回报。

2、香港金融产品适当性

香港证券及期货事务监察委员会在其官网上直接给予了非复杂金融产品、复杂金融产品（含在交易所交易的衍生产品与其他复杂金融产品）的具体定义与产品列表。

表 2 香港非复杂与复杂金融产品

产品定义与列表	
非复杂产品	<ol style="list-style-type: none"> 1、于联交所买卖的股份； 2、非复杂债券，包括不具有其他特点的可赎回债券； 3、证监会根据《单位信托守则》认可的非衍生产品基金； 4、于联交所买卖的证监会认可非衍生产品交易所买卖基金（ETF）； 5、于联交所买卖的证监会认可房地产投资信托基金； 6、证监会可能不时指明的任何其他投资产品。
复杂产品—在交易所买卖的衍生产品	<ol style="list-style-type: none"> 1、于期交所买卖的期货合约； 2、于联交所买卖的股票衍生工具（例如衍生权证、牛熊证及上市认股权）； 3、证监会认可及于联交所买卖的合成 ETF 及期货 ETF； 4、证监会认可及于联交所买卖的杠杆及反向产品； 5、证监会可能不时指明的任何其他投资产品。
其他复杂产品	<ol style="list-style-type: none"> 1、复杂债券。复杂债券是指具有某些特点的债券（包括（但不限于）属永续性质或后偿性质的债券，或那些具有浮息或延迟派付利息条款、可延迟到期日，或那些属可换股或可交换性质或具有或然撇减或弥补亏损特点的债券，或那些具备非单一信贷支持提供者及结构的债券）及 / 或由一项或以上特点组成的债券； 2、证监会根据《单位信托守则》认可并属于衍生产品基金的基金； 3、证监会根据《单位信托守则》第 8.7 条认可的基金（即证监会认可的对冲基金）； 4、证监会认可的非上市结构性投资产品（包括证监会认可的股票挂钩存款、股票挂钩投资工具 / 投资等）； 5、其他并非在交易所买卖的结构性投资产品； 6、证券型代币； 7、证监会可能不时指明的任何其他投资产品。

数据来源：上海证券基金评价研究中心整理、香港证券及期货事务监察委员会网站

结合《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第 5.1-5.5 条有关“认识你的客户”中的规定，投资顾问向客户提供复杂金融产品时更应：

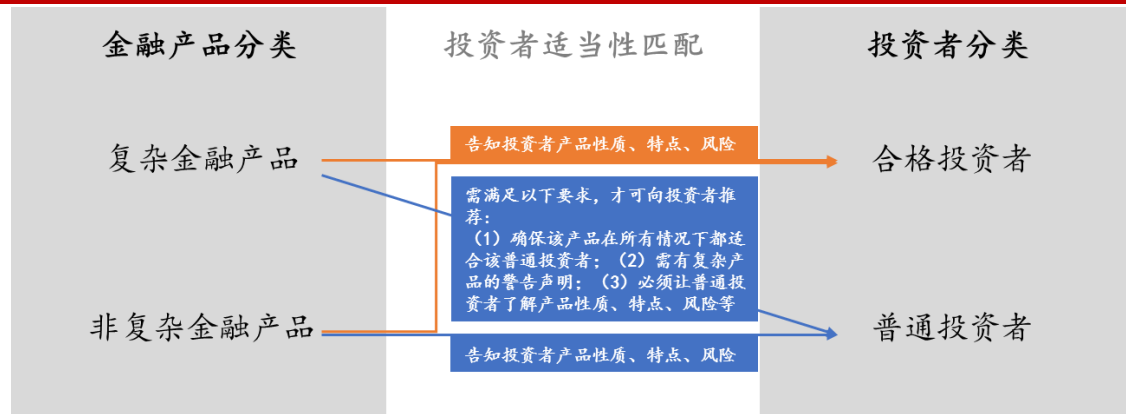
1)、充分适应：应确保该产品在所有情况下都适合该客户；

2)、充分了解：需向客户提供复杂金融产品的性质、特点与风险的充分资料，让客户能够充分了解该复杂金融产品；

3)、突出风险提示：通过更为显眼的方式向客户突出有关分销复杂产品的警告声明。

基本形成了从了解客户到了解产品，再到客户与产品匹配的投资者适当性匹配的过程。

图1 金融产品与投资者的匹配过程



数据来源：上海证券基金评价研究中心整理

3、小结

美国等成熟市场的投资者适当性以产品适当性与客户适当性为核心，并要求基金销售机构与投资顾问对金融产品与客户均进行深入的了解，以确保该产品完全适合客户。

在营销过程中，销售机构通常需要符合以下三个原则：

- 1)、充分了解金融产品与客户；
- 2)、充分传递产品信息与风险；
- 3)、合理判断产品是否适用于客户。

这类基于投资顾问实现销售适当性匹配的制度能够顺利实施，与金融市场的成熟度关系较为密切。美国等成熟市场具有多年的发展历史，其投顾市场的规范性与专业性经历长期检验，且在适当性规则与诸多判例指导下，投资顾问能够较为有效的匹配客户与产品之间的适当性。

三、我国投资者适当性制度的发展历程

2007年10月在证监会发布的《证券投资基金销售适用性指导意见》中首次将投资者适当性要求引入我国证券市场监管要求之中。随后的十年时间里，证监会、证券交易所等有关部门和证券行业自律组织先后发布了创业板、股转系统、金融期货、融资融券等领域投资者适当性的制度要求，在投资者保护中起到积极作用。但相关要求散见于各市场或业务法规和自律规定，缺乏统一清晰的监管底线要求。

为能够有效解决以上问题，证监会于2017年7月正式施行《证券期货投资者适当性管理办法》，中证协、中基协分别推出《证券经营机构投资者适当性管理实施指引》、《基金募集机构投资者适当性管理实施指引》，对不同参与机构做出规范性要求。2019年12月28日，《中华人民共和国证券法》正式增加了投资者适当性要求，在法律层面体现了适当性管理精神。

至此，我国基金业投资者适当性制度框架基本完善，形成了以《中华人民共和国证券法》为基石，《证券期货投资者适当性管理办法》为行政规章，《证券经营机构投资者适当性管理实施指引》和《基金募集机构投资者适当性管理实施指引》为自律规则的适当性管理体系。

表 3 我国证券投资基金业适当性管理框架

	发布时间	发布部门	文件名称
法律	2008. 6. 1	国务院	《证券公司监督管理条例》
	2020. 3. 1	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国证券法》
行政法规	2007. 10. 12	证监会	《证券投资基金销售适用性指导意见》
	2010. 5. 1	证监会	《关于加强证券经纪业务管理的规定》
	2013. 6. 1	证监会	《证券投资基金销售管理办法》
	2017. 7. 1	证监会	《证券期货投资者适当性管理办法》
自律规则	2012. 12. 30	中国证券业协会	《证券公司投资者适当性制度指引》（已废止）
	2017. 7. 1	中国证券业协会	《证券经营机构投资者适当性管理实施指引》
	2017. 7. 1	中国基金业协会	《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》

数据来源：上海证券基金评价研究中心整理

四、我国基金业投资者适当性管理与基金产品风险等级评价体系

我国目前仍处于金融产品快速发展阶段，投顾群体暂未形成明确的服务规范，且投资者投资经验薄弱，信息不对称现象较为普遍。为更好地保护投资者合法权益，我国的投资者适当性分类制度更为细致——同时对投资者与金融产品进行风险等级的划分。

我国在投资者的划分上，与成熟市场一样划分了普通投资者与专业投资者，在此基础上我国将普通投资者中符合一定要求⁷的部分投资者划分为风险承受能力最低类别投资者。这种划分方式在借鉴国际成熟经验的基础上，结合中国国情，通过对特殊投资者的特殊对待，以此达到对投资者的最大保护，规避销售人员在销售过程中，执行尺度不一致的现象。

在基金产品风险等级划分上，我国实现了从“3”到“5”的跨越。2007年，证监会制定了《证券投资基金销售适用性指导意见》，其中要求基金产品风险应至少划分为三个等级：低风险、中风险和高风险。但随着金融产品的创新，高杠杆、高风险的产品层出不穷，产品设计逐步复杂化、专业化，简易的风险等级划分不再符合当下产品类别日渐丰富的市场。在 2017 年中证协、中基协发布《指引》中，均要求证券经营机构和基金募集机构对金融产品或服务的风等级划分应至少划分为 R1-R5 五个等级。通过对风险等级的进一步细分，提升基金产品销售适当性匹配的精度。

当前监管机构及自律组织对产品风险等级划分的具体要求如下：

《证券期货投资者适当性管理办法》第十五、十六条约定：经营机构应当了解所销售产品或者所提供服务的信息，根据风险特征和程度，对销售的产品或者提供的服务划分风险等级。划分产品或服务风险等级时应当综合考虑：流动性、杠杆情况、结构复杂性、投资方向和投资范围等因素。涉及投资组合的产品或服务，应当按照产品或服务整体风险等级进行评估。

⁷ 中证协、中基协将 C1 中符合下列情形之一的自然人，作为风险承受能力最低类别投资者：（1）不具有完全民事行为能力；（2）没有风险容忍度或者不愿承受任何投资损失；（3）法律、行政法规规定的其他情形。

中证协、中基协在此基础上进一步细化了证券经营机构和基金募集机构适当性管理的具体要求。在风险等级的划分上，中证协和中基协在评价对象、划分层次、划分标准上存在异同。

(1) 在风险层级的划分对象上，中证协针对基础大类资产进行风险划分，中基协主要对基金产品或投资组合的风险水平进行划分。

(2) 在风险划分层次上，两者均明确表示“产品或服务风险等级应当按照风险由低到高顺序，至少划分为R1、R2、R3、R4、R5五个等级”。尽管市场中金融产品丰富多样，但监管机构对于不同种类金融产品的风险层次指导趋于一致，显示出监管机构引导市场风险划分层次有序展开，促进资本市场良性发展的理念。

(3) 在风险等级的划分标准上，中证协与中基协均根据产品属性和风险因素划分风险等级，但在具体指标中两者有不同的侧重。中证协主要以产品设计的复杂程度、流动性和本金损失的可能性及程度为标准。在R5的划分上，增加了对资产估值和信息披露透明度的考量。中基协在产品属性方面，综合考虑产品设计的复杂性，是否投资衍生品以及投资衍生品的目的；在风险因素的考量上，以具体指标为划分依据，包括产品净值的历史波动率、投资标的的流动性、杠杆水平，以及估值政策是否清晰。

表4 中证协、中基协对金融产品风险等级的划分标准

风险等级	《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》	《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》
R1	结构简单，容易理解，流动性高，本金遭受损失的可能性极低	结构简单，过往业绩及净值的历史波动率低，投资标的流动性很好、不含衍生品，估值政策清晰，杠杆不超监管部门规定的标准
R2	结构简单，容易理解，流动性较高，本金遭受损失的可能性较低	结构简单，过往业绩及净值的历史波动率较低，投资标的流动性好、投资衍生品以套期保值为目的，估值政策清晰，杠杆不超监管部门规定的标准
R3	结构较复杂，流动性较高，本金安全具有一定的不确定性，在特殊情况下可能损失全部本金	结构较简单，过往业绩及净值的历史波动率较高，投资标的流动性较好、投资衍生品以对冲为目的，估值政策清晰，杠杆不超监管部门规定的标准
R4	结构复杂，流动性较低，本金安全面临较大的不确定性，可能损失全部本金	结构较复杂，过往业绩及净值的历史波动率高，投资标的流动性较差，估值政策较清晰，一倍（不含）以上至三倍（不含）以下杠杆
R5	结构复杂，不易理解，不易估值、流动性低、透明度较低，本金安全面临极大的不确定性，甚至损失可能超过本金	结构复杂，过往业绩及净值的历史波动率很高，投资标的流动性差，估值政策不清晰，三倍（含）以上杠杆

数据来源：中证协、中基协、上海证券基金评价研究中心整理

正式发布的指引文件对各类型金融产品的风险划分结果并未进行明确展示，但在征求意见稿中，我们看到，中证协、中基协在风险等级名录中均提供了不同等级下的金融产品类型参考。尽管协会后期删除了金融产品具体风险等级参照表，但我们认为监管机构事先给定初步划分的风险等级，具有积极的现实意义，主要体现在以下两个方面：

(1) 通过在风险层面对众多金融产品进行大致的、有序的分，能够形成清晰的风险梯队，使得市场参与者对不同风险层次的金融产品有初步的认知，从而建立明确的风险等级框架，有效且清晰地传递不同金融产品的风险水平。各参与机构运用产品风险等级与投资者的风险分类进行适当匹配，进而实现销售适当性的管理目标。

(2) 事前给定不同类型金融产品的风险等级，对市场参与机构具备指导性意义，是建立市场共识的充分条件。在监管机构的引领下，各机构在进行具体的风险水平划分工作过程中能够执行相同的标准，达成相近的风险划分结果，有助于规避投资者风险认知的紊乱，促进投资者建立清晰的对风险层次的理解，从而有效保护投资者利益，实现适当性管理的初衷。

表 5 中证协、中基协发布的产品或服务风险等级名录（征求意见稿）

风险等级	《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》	《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》
	征求意见稿	征求意见稿
R1	包括但不限于国债、债券质押式逆回购业务、债券质押式报价回购业务、货币型产品、银行保本型理财产品及相关服务	货币市场基金、短期理财债券型基金
R2	包括但不限于地方政府债、政策性银行金融债、AA+及以上级别的信用债及相关服务	普通债券基金
R3	包括但不限于 A 股股票、B 股股票、AA 级信用债、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务及相关服务	股票基金、混合基金、可转债基金、分级基金 A 份额
R4	包括但不限于退市整理期股票、港股通股票、股票质押式回购（融入方）、约定购回式证券交易（融入方）风险警示股票、AA-级信用债、基础层挂牌公司股票、个股期权买入开仓业务、股票期权保证金卖出开仓业务、权证、融资融券业务及相关服务	债券基金分级 B 份额
R5	包括但不限于复杂的结构化产品、AA-以下级别信用债、场外衍生品及相关服务	可转债基金分级 B 份额、股票分级基金 B 份额、大宗商品基金、私募股权基金、私募创投基金

数据来源：中证协、中基协、上海证券投资基金评价研究中心整理

五、我国基金产品风险评价的现状

在中证协、中基协推出投资者适当性管理实施指引后，各参与机构积极响应，纷纷参照相应规定制定并执行了适当性管理规则。但我们发现，各参与机构在基金产品风险评价方面存在一定的问题，具体情况如下：

1、基金产品风险评价方法与披露情况

我们观察到，当前市场上各家机构在各项行政法规与自律规则的框架下均针对金融产品进行风险等级评价，并对各自的方法进行信息披露。总体来看，大部分参与机构在风险评价方法上全面参考指导意见中提出的风险划分标准，充分考虑基金产品的潜在风险，不同评价方法在复杂精准、简单便捷方面各有侧重；基金募集机构信息披露情况整体良好，但对于基金产品风险等级划分说明的披露效率有待提高。

1) 各家机构针对金融产品风险等级评价方法主要分为两类，评价方法各有优劣

- 多阶段评价法:确定基金基准风险等级，在此之上根据具体评价标准并从时间序列、截面数据等多角度跟踪判定该基金当前状态,并对基准风险等级进行调整；
- 线性打分法:确定各风险等级的分数范围，通过各类标准对基金进行风险打分，依照打分确定基金的风险等级。

表 6 不同机构基金产品风险等级评价方法比较

	方法一：多阶段评价法 (以“上海证券基金风险等级评价体系”为例)	方法二：线性打分法	
		加分模式	指标加权模式
基金基准风险等级评定	基于基金分类确定基金的基准风险等级	基于基金分类确定基金基准打分	--
定量评价	1、成立 1.5 年以上的基金，考虑基金流动性风险，从而对基金进行风险等级调整； 2、成立 3.5 年以上的基金，同时考虑基金流动性风险和基金净值波动风险，从而对基金进行风险等级调整； 3、根据基金转型后的投资方向、投资范围和投资比例的变化，重新划分其基金风险等级	基于收益波动率、下行风险、仓位、规模等指标进行不同权重的打分	基于流动性风险、到期期限风险、杠杆情况风险、投资方向、投资范围和投资比例风险、投资单位产品或者相关服务的最低金额风险、募集方式风险等维度进行 1-5 分的打分
定性评价	1、评价投资标的特殊的基金，针对特殊标的基金给与定性的风险等级水平； 2、评价管理人风险，针对有违法行为的管理人，其所有管理的基金提高风险等级水平； 3、评价其他风险因素，对基金风险等级进行适当调整	基于基金分类确定基金基准打分与违规记录进行不同权重的打分	包含于定量评价中
综合结果	通过定量与定性结合的方式，在基金基础等级上，确定基金的最终风险等级	加总定量评价与定性评价结果计算风险总分数，通过风险总分数范围匹配基金产品风险等级	取各项打分的均值为风险等级系数，通过风险等级系数范围匹配基金产品风险等级

数据来源：上海证券基金评价研究中心整理

我们认为公募基金风险评价方案的选择各有优劣：

- “多阶段评价法”以分类为基础，逐步识别潜在风险并进行风险等级的调整。同时的时间序列的角度下密切关注基金的具体变化，包括历史变化和当期状态。通常基于上期评价结果，有较为明确的风险等级变化轨迹。总体而言，该方法相对较为复杂，对评价机构的专业性要求较高，需要对标的金融产品有持续、深入的研究以及细致的观察，才能得出更为精准的结果，但该方法往往需要投入大

量的人力资本实现对风险评价的有效跟踪。

- 采用“线性打分法”的评价方法，偏向于对截面数据进行评价打分，因此相对较为简单，操作更为便捷，但可能存在评价结果粗糙，对特殊基金进行具体调整不及时等问题。

2) 基金募集机构信息披露结果总体良好，但仍存不足

在信息披露方面，《指引》规定证券经营机构、基金募集机构应当将风险等级具体划分方法、标准，通过适当途径告知投资者。而根据中国证券投资者保护基金有限责任公司发布的《2019 年度公募基金管理人投资者保护状况评价报告》显示，2019 年公募基金管理人网站适当性信息披露情况较好，111 家公募基金管理人网站披露了全部 4 项信息，占比 84.73%；但相比其他三项信息披露情况来看，基金产品风险等级划分说明的披露情况相对较弱。

表 7 投资者适当性信息披露情况

	管理人网站数量	占比	平均得分（分）
风险提示函	130 家	99.23%	99.24
投资者权益须知	128 家	97.71%	97.71
基金产品风险等级划分说明	116 家	88.55%	88.55
风险测评问卷	125 家	95.42%	95.42
四项适当性信息披露情况			95.23

数据来源：中国证券投资者保护基金有限责任公司《2019 年度公募基金管理人投资者保护状况评价报告》

2、公募基金招募说明书中风险等级评价的指导性严重不足

我们通过提取全市场基金“招募说明书”中，关于产品风险水平的阐述，在部分基金分类下，对其风险等级的划分进行统计，如下：

表 8 各基金“招募说明书”风险等级分类统计

上海证券基金 风险等级一级分类	上海证券基金 风险等级三级分类	提取自基金“招募说明书”风险等级分类统计					
		低	较低	中等	较高	高	未提供
股票型	主动投资股票基金			1.2%/5	56.1%/242	7.2%/31	35.5%/153
	标准指数股票基金			2.1%/19	31.5%/284	3.2%/29	63.2%/571
	股票分级子基金（优先份额）	44.8%/47	45.7%/48	2.9%/3			6.7%/7
	股票分级子基金（进取份额）				38.1%/40	45.7%/48	16.2%/17
债券型	纯债基金	0.3%/4	41.2%/480	7.9%/92			50.6%/590
	可转债基金	5.1%/3	40.7%/24	3.4%/2			50.8%/30
商品型 QDII	商品型 QDII				100.0%/11		
商品型基金	商品型基金				37.5%/3	12.5%/1	50.0%/4

数据来源：上海证券基金评价研究中心整理

注：1、数据截止日期为 2020 年 3 月 31 日；2、统计结果根据基金招募说明书“风险收益特征”部分进行关键词提取，因此统计结果存在误差，仅供参考。

在对上表的分析中我们发现：

1) 多数公募基金招募说明书（或基金合同）未给出明确的风险等级划分

在对基金招募说明书（或基金合同）“风险收益特征”进行关键词搜索中，我们发现，约 35%的主动投资股票基金未在招募说明书（或基金合同）给出明确的基金风险等级划分结果，这一现象在标准指数股票基金、纯债基金、可转债基金和商品型基金中表现更为明显，占比超过 50%。这些未提供风险划分结果的基金，仅在招募说明书中表述了该基金相较于其他类型基金产品所处的风险水平，如“该基金为债券型基金，其长期平均风险和预期收益率低于股票基金、混合基金，高于货币市场基金”。这类风险表达方式，能够较为清晰的告诉投资者不同分类下基金风险的差异，体现出基金类型的风险分层，为进一步对基金风险等级划分提供重要依据。但该表述由于表达过于简单，未能给出明确的风险等级划分，难以直接作为投资者风险等级匹配的依据，实际使用效果较弱。

2) 招募说明书（或基金合同）的风险等级无法形成统一的共识，未有效传递基金的风险收益特征

招募说明书（或基金合同）除了存在未明确给出风险等级的问题外，在基金风险等级的划分上也难以形成共识。

- 在同一分类下，基金风险等级横跨了三个档次

在已披露风险划分结果的 70%主动投资股票基金中，其中 56.1%划分为较高风险产品，1.2%为中等风险，7.2%为高风险。同样横跨三个风险等级的基金类型还包括，标准指数股票基金、股票分级子基金（优先份额）、纯债基金和可转债基金。中基协对风险等级的划分标准作出明确要求，各基金公司在执行过程中由于对风险等级高低的理解不同，可能存在同一分类下的基金风险等级评价结果不一致的现象，但我们认为这种差异不应过大。同一类产品横跨三个风险档次一定程度反映了当前各机构暂未形成市场共识，影响金融产品或服务的风​​险水平向投资者有效传递，造成投资者对于产品风险认知的混乱，从而使得销售适当性制度无法有效执行。

- 不同分类的基金未体现风险等级的分层

统计结果显示，56.1%的主动投资股票基金和 38.1%的股票分级子基金（优先份额）风险等级均划分为较高风险。实际上，这两类基金产品在初始的产品设计层面具备较大差异，但在风险等级划分结果上，并未显著体现两者的差异性。具体来看，股票分级子基金（进取份额）相对于主动投资股票基金，具备产品设计复杂、高杠杆、投资者不易理解等特点，将两者划分在同一风险等级下，容易造成投资者低估股票分级子基金（进取份额）的潜在风险，甚至忽略股票进取份额与普通股票基金之间的风险差异，从而盲目参与股票分级基金投资，造成巨大的亏损。

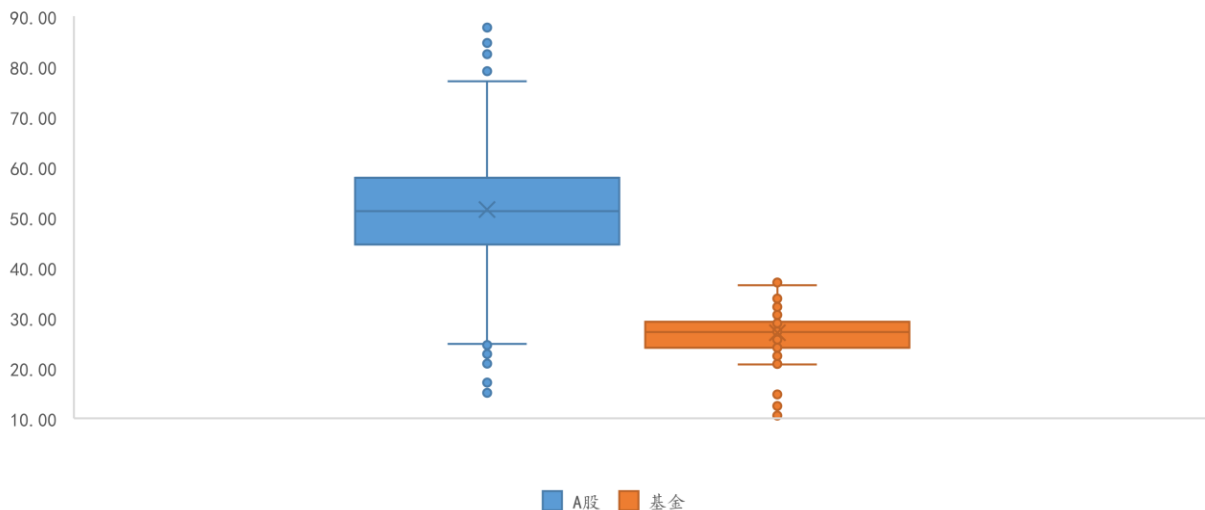
3) 招募说明书（或基金合同）中部分风险评价结果存在高估或低估的情况

从表 7 呈现的结果看，基金公司存在针对部分基金的风险评价过高或过低的情况：

- 风险评价结果过高的情况：

在基金招募说明书风险等级分类统计表中我们发现，基金公司对股票基金的风险定位偏高，半数以上主动投资股票基金风险等级划定为较高（占比 56.1%），部分划定为高风险产品（占比 7.2%），我们认为这种划分结果虽然降低了基金公司的合规风险，但仍存在不合理的地方，具体体现在（1）将股票基金列为较高风险金融产品，有悖于金融常识。目前金融机构普遍将股票资产划分为中等风险，基金作为分散化投资工具，其总体风险理应低于基础资产风险，以股票资产为例，最近 5 年主动投资股票基金年化波动率水平整体显著低于 A 股，将股票基金风险水平划定为高于股票资产的风险等级，一方面有悖于金融常识，同时削弱了公募基金专业性的体现。（2）较高风险的评级将大量普通投资者拒之门外，影响投资者通过公募基金分享中国经济发展成果的路径，不利于资产管理行业的健康发展，进而影响进一步深化多层次资本市场的建设。（3）降低适当性匹配的真实性。部分投资者为取得较高的风险水平，参与权益市场投资，故意在进行投资者风险承受能力评估问卷时错误填写相关信息，这将极大的影响投资者适当性制度对投资者的保护效果。

图 2 最近 5 年股票资产与主动投资股票基金平均年化波动对比



数据来源：上海证券基金评价研究中心

数据时间：2015 年 4 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日

- 风险评价结果过低的情况：

统计发现，40.7%的可转债基金风险等级为较低，5.1%为低风险等级，中等风险的占比为 3.4%，我们认为将可转债基金划定为较低等级，低估了其整体风险水平，难以区分与普通债券基金的风险收益特征。原因如下：从实际运行情况来看，（1）可转债作为股债属性兼具的金融产品，其风险水平介于股票与债券之间，比较而言更接近股票资产的风险水平，从实际运作情况来看，最近五年中证转债指数与沪深 300 指数相关性大幅高于中债-总财富(总值)指数。

（2）可转债基金最近五年平均年化波动水平（20.61%）大幅超越债券基金平均水平（3.77%），接近于股票基金年化波动水平（27.06%）。

图3 近五年各类型基金平均年化波动率

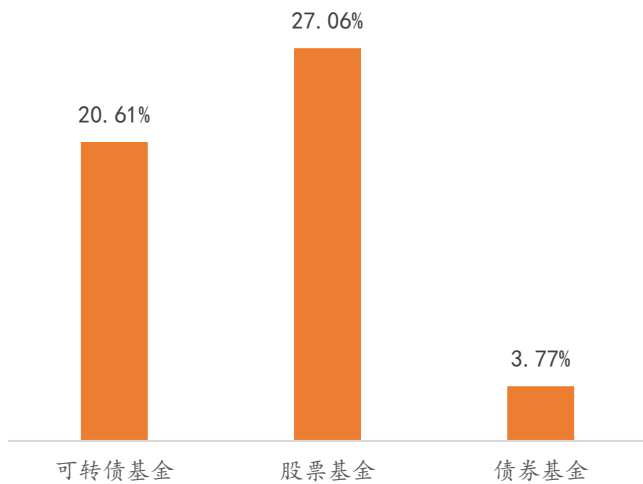
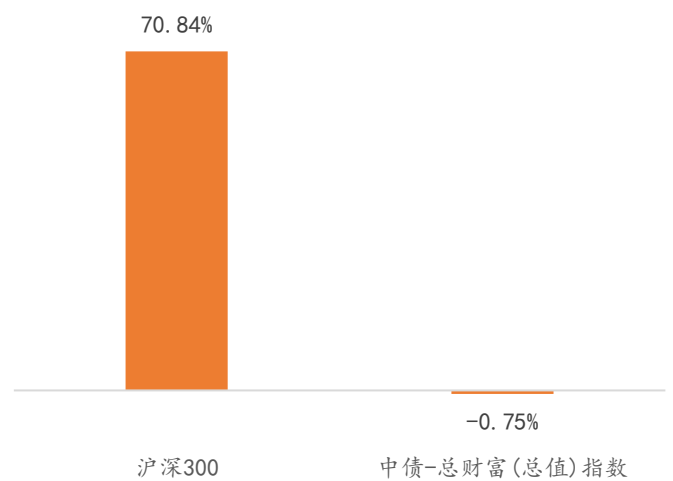


图4 近五年中证转债与沪深300、中债总财富相关性



数据来源：Wind, 上海证券基金评价研究中心整理

时间区间：2015年4月1日至2020年3月31日

4) 基金公司在直销渠道和招募说明书中的风险等级评价存在不一致

在研究中还发现，部分基金公司存在基金招募说明书（或基金合同）给予基金的风险等级与该基金公司直销渠道销售时的风险等级结果不一致的现象。如某基金公司在2020年4月发布的旗下基金产品风险等级划分明细表，该基金公司共代销自身平台发行的基金有300只，可在基金招募说明书（或基金合同）中提取到风险等级评价结果的有132只，其中92只基金在代销渠道的风险等级评价结果与其在招募说明书（或基金合同）中的风险等级可能存在差异。

这一现象说明基金公司内部对于基金风险等级管理，存在产品设计和销售渠道风险评价分离的情况。从投资者角度来看，这一现象一方面给投资者带来了巨大的困扰，另一方面影响投资者对于基金公司专业性与基金销售适当性制度的信任；对基金公司本身来说，也面临着一定的风险隐患和信任危机。

5) 招募说明书（或基金合同）难以及时更新风险评价结果

根据《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》第五十条规定：“基金募集机构要建立长效机制，对基金产品或者服务的风险定期进行评价更新”，而实践中多数基金公司在对其招募说明书（或基金合同）更新时，并不会对其自身风险等级进行重新评估与划分。因此使用基金管理人对于基金产品的风险等级划分难以达成预期效果。

6) 小结：基金合同更具法律效应，但不符合销售适当性要求

我们认为基金招募说明书（或基金合同）理应成为基金风险等级评价的基准，主要原因如下：

- **基金合同更具法律效应。**《中华人民共和国证券投资基金法》是证券市场基本法律法规之一，是基金行业的最高法，其中规定基金产品应当按照基金合同约定的方式运行，因此，基金合同具备一定的法律效力。

- **法院的相关判例中，主要依据基金合同中的风险表述。**在适当性相关案例中，法院在判定最终结果时以基金合同中所示的风险等级为标准，以2019年发生的某案件为例，基金基金合同中载明基金风险水平为“较高风险”，而基金销售机构以“中等风险”产品进行销售，法院最终判定时以基金公司划分的“较高风险”为准，因此判定基金销售机构违反了投资者适当性要求。
- **基于以上考虑，中基协于2020年6月召开基金宣传推介行为评估专家组成会议，其中提到，建议基金销售机构对基金产品的风险等级划分不得低于基金管理人对该基金产品的风险等级划分。**

但根据前文分析，我们发现基金招募说明书（或基金合同）披露的风险水平，存在如下问题：

- 多数基金公司在招募说明书（或基金合同）中并未给出具体的风险等级评价结果，仅表述了其风险收益特征；
- 各家公司招募说明书（或基金合同）的风险等级无法形成统一的共识，未有效传递基金的风险收益特征；
- 基金公司的风险评价结果可能存在误判，难以实现对投资者的正确匹配；
- 同一基金在同管理人的直销渠道和招募说明书风险等级披露结果存在不一致；
- 招募说明书（或基金合同）难以及时更新风险评价结果。

这些问题的出现，造成一定程度导致销售适当性的失效，但难以符合销售适当性要求。值得欣喜的是，我们也发现一些基金公司开始进行新的尝试，如某基金公司在其“风险收益特征”部分表述道：

“本基金为债券型基金，其长期平均风险和预期收益率低于股票型及混合型基金，高于货币市场基金。根据2017年7月1日实施的《证券期货投资者适当性管理办法》，基金管理人和销售机构按照新的风险等级分类标准对基金重新进行风险评级，本基金的具体风险评级结果应以基金管理人和销售机构提供的评级结果为准。”

这既满足了基金公司在产品发行时，对基金产品风险收益特征表述的需求，同时也为三方销售机构的风险评价结果提供了法律上的支持，对于投资者来说风险等级更加明确、能够更好的选择适合自己的基金产品。因此我们认为这是值得尝试的模式。

3、基金销售机构风险评价现状

1) 部分机构以基金合同的风险评价作为风险评价基准或直接用作产品风险等级

基金销售机构当前所采用的基金风险等级评价方式主要有：

- a. 以基金合同的风险评价作为风险评价基准或直接用作产品风险等级；
- b. 采用第三方评价机构出具的风险等级；
- c. 采用自主设计的基金风险评价方法。

以基金合同的风险评价作为风险评价基准或直接用作产品风险等级的方法规避了基金销售机构与基金合同中风险等级不一致的情况，规避了基金销售机构的法律风险，但从上文的分析中，我们也发现基金招募说明书（或基金合同）中的风险等级具有较大的漏洞。基金销售机构直接采用基金招募说明书（或基金合同）中的风险等级难以实质上执行投资者适当性制度。

2) 基金销售机构评价结果较为类似

采用第三方评价机构出具的风险等级以及采用自主设计的基金风险评价方法，评价方法相对独立，一定程度避免招募说明书（或基金合同）评级混乱的现象。但难免出现风险评价结果与基金合同所示的风险等级不一致的现象，导致基金销售机构可能承担一定程度的法律风险。我们抽样统计了 10 家大型基金销售机构对于 36 只不同分类的基金风险等级结果，如下：

表 9 10 家基金销售机构对于 36 只不同分类的基金风险评价结果

名称	上海证券基金分类		基金销售机构基金风险评价结果（单位：家）					未代销机构数量 （单位：家）
	一级分类	二级分类	低风险	中低风险	中风险	中高风险	高风险	
银华季季红 A	债券型	主动投资债券基金		4				6
易方达丰和	债券型	主动投资债券基金		5				5
博时宏观 A/B	债券型	主动投资债券基金		3	2			5
博时纯债 A	债券型	主动投资债券基金		5				5
嘉实短债	债券型	主动投资债券基金		5				5
嘉实纯债 A	债券型	主动投资债券基金		4				6
汇添富可转债 A	债券型	主动投资债券基金			3	1		6
长信可转债 A	债券型	主动投资债券基金			2	3		5
华夏大盘	混合型	主动投资混合基金			3	2		5
富国策略	混合型	主动投资混合基金			4	1		5
汇添富消费	混合型	主动投资混合基金			4	1		5
华夏永福 A	混合型	主动投资混合基金			4			6
南方新蓝筹	混合型	主动投资混合基金			3	1		6
易方达新兴	混合型	主动投资混合基金			4	1		5
南方新优享 A	混合型	主动投资混合基金			3	1		6
南方安泰	混合型	主动投资混合基金			4			6
南方安康	混合型	主动投资混合基金			4			6
华安优选	混合型	主动投资混合基金			4	1		5
华安灵活	混合型	主动投资混合基金			3	1		6
嘉实精选 A	混合型	主动投资混合基金			4	1		5
鹏华优选	混合型	主动投资混合基金			2	3		5
南方中小盘	股票型	主动投资股票基金			2	1		7
安信价值	股票型	主动投资股票基金			4	1		5
汇添富环保	股票型	主动投资股票基金			3	1		6
嘉实环保	股票型	主动投资股票基金			2	1		7
南方国策	股票型	主动投资股票基金			3	1		6
南方 10 年国债 A	债券型	指数型债券基金		3	1			6
嘉实中期企债 A	债券型	指数型债券基金		3				7
南方大数据 A	股票型	指数型股票基金			4	1		5

华安中国 A 股	股票型	指数型股票基金		4	1		5
博时超大 ETF 联接	股票型	指数型股票基金		2	3		5
大成红利 A	股票型	指数型股票基金		4	1		5
富国红利 A	股票型	指数型股票基金		4	1		5
华安黄金易 ETF 联接 A	商品型基金	商品型基金		2	2		6
易方达黄金 ETF 联接 A	商品型基金	商品型基金		3	2		5
南方原油 A	QDII	商品型 QDII		1	3		6

数据来源：上海证券基金评价研究中心整理

注：数据截止日期为 2020 年 6 月 18 日

从统计结果来看，剔除以基金合同的风险评价作为风险评价基准或直接用作产品风险等级的机构后，其余各家机构对于基金产品的评价结果一致性较高。如股票型、混合型基金，多数机构基于中等风险的评价，符合监管对于此类基金产品的风险定义也符合大众对于股票基金与混合基金的认知。

从统计结果看，基金销售机构对基金风险等级已形成大致的分类共识，总体评价结果较为一致，暂未出现横跨三个及以上风险等级的现象，但整体来看，基金销售机构对基金产品的风险划分仍存在一定的差异，统计样本中被不同基金销售机构划分为两个风险等级的基金产品占比七成，部分基金销售机构倾向于用相对较高的风险等级进行评价。基金销售机构采用谨慎的态度评价风险，一定程度保护自身利益，但对，市场风险秩序的构建产生不利影响。

从收集到的基金销售机构评价方法来看，多数基金销售机构采用线性打分法对风险等级评价，使用方法较为简单，同时针对基金的分类方式较为粗犷，并未能对全市场基金产品进行统一的分类。这使得基金销售机构难以对全市场基金的风险等级有全面的认识，可能造成部分分类基金产品的风险等级评定结果存在争议。

3) 部分基金销售机构风险评价方法不透明，不符合销售适当性管理规定

根据《证券投资基金销售适用性指导意见》第十六条规定“基金销售机构所使用的基金产品风险评价方法及其说明应当通过适当途径向基金投资人公开”。但实际上，部分基金销售机构在其官网并未对其使用的风险评价方法进行披露，违背了销售适当性管理的规定。

4) 部分基金销售机构评价暂未树立长效机制，更新效率较低

随着更多创新型基金产品的发行以及众多老产品退出历史舞台，基金风险评价方法也应当跟上时代潮流，并契合不同时期的投资者适当性。从基金销售机构对风险评价方法的更新频率来看，多数机构的评价方法更新于 2018 年至 2019 年，少数评价机构的评价方法最近一次更新时间早于 2017 年，某机构甚至在 2013 年发布风险评价方法后便再无更新。由此可见，部分基金销售机构并未重视对于风险评价方法的更新，其评价方法可能无法充分体现基金的潜在风险。

六、观点与建议

销售适当性是资产管理行业和资本市场有序发展的基础保障，国内外市场在投资者适当性制度的建立以及维护上都耗费了巨大的代价与成本。公募基金作为普通投资者参与市场投资的最低门槛，在国民经济和资本市场的发展中扮演了极为重要的角色，但我们发现，适当性管理在基金行业的实施效果并不显著，其中一个重要原因是市场对金融产品的风险等级划分紊乱。因此，为保障适当性管理制度的有效实施，切实维护投资者的合法权益，严肃金融产品风险等级划分标准的规范刻不容缓。基于此，我们提出如下建议：

1、基金公司应当明确适当性管理的主体责任，建立行业共识，为其他机构提供基金风险等级的参考

基金募集机构作为直接面向投资者的机构，开展基金产品宣传推介，办理基金份额申购、赎回，是销售基金产品和提供服务的主体，且基金管理人作为产品的设计者，对产品风险等级应当有清晰准确的了解。在近期中基协召开的基金宣传推介行为评估专家会议中，专家提出建议基金销售机构对基金产品的风险等级划分不得低于基金管理人对该基金产品的风险等级划分。因此，基金公司对基金产品的风险等级定位显得尤为重要。各基金公司应当明确适当性管理的主体责任，严格按照适当性管理要求进行风险等级划分，从而形成能够被市场广泛认可的共识。

同时，我们认为基金公司的招募说明书（或基金合同）存在难以更改且无法对基金风险等级进行定期的调整，较难做到具体基金产品的风险等级划分。作为基金公司较为适合为市场提供最为基础的基金风险等级或具体表述出基金产品在全市场基金中所处在的风险层次，因此在给出风险收益特征表述时，可以采用以下方式：

- （1）针对同类基金给出符合市场共识的最低风险等级，为市场提供最为基础的风险等级要求，各家基金销售机构在基金公司提供的风险等级基础上进行风险等级评价，给出不低于基金公司风险等级的风险评价结果；
- 或（2）可不对基金风险等级进行评定，仅给出客观中立的基金风险层次的表述，为基金销售机构进一步评定基金风险等级提供依据，同时表达具体的基金风险等级以基金销售机构评价结果为主。

2、监管机构应当统一市场共识、加强监督意识，保障风险评级结果的可执行性和有效性

（1）监管机构应当统一基金产品风险等级的共识

从梳理海外成熟资本市场的适当性实践来看，以美国市场为例，FINRA通过对“常规投资产品”与“非常规投资产品”涵盖的具体金融产品进行展示，有利于投资顾问在销售产品或服务时进行合理的投资者适当性分析。在

我国，中证协与中基协曾在适当性管理办法的征求意见稿中，明确对 R1-R5 风险水平的产品做出具体的划分，但在正式发布的文件中并未做出展示。我们认为对产品或服务风险水平的具体划分存在一定的必要性，一方面，监管机构通过对各类风险等级下的产品或服务进行归类，形成市场普适性标准，有助于引导市场建立风险分层意识；另一方面，对不同风险等级下所属产品进行列示，能够对基金募集机构、证券经营机构起到启示作用，为其在进行风险评价时提供统一的初始参考，形成市场共识，进而推动形成有序的市场环境。

在具体执行时，基金销售机构可适当参考监管机构给出的产品或服务风险等级分类标准，并严格执行适当性管理要求定期披露风险划分方法及说明。各基金销售机构之间因评价方法或理解方式的不一致，导致评价结果或存在一定的差异，但我们认为这种差异不应过大，同一类型产品的风险评价结果应在一定范围内浮动，以避免投资者对同一类型产品不同风险水平产生困扰。此外，基金销售机构应建立长效机制，对基金产品或者服务的风险定期进行评价更新。只有在各方机构不断努力下达成市场共识，构建合理、有序的产品风险层次，从而保障风险评价有效展开，呵护资本市场有序的发展。

(2) 监管机构应加强监督

我们建议设立产品或服务风险评价方法的报备机制，并进行严苛的审核，保障各机构风险评价结果的可执行性和有效性。此外，监管机构应当加强信息披露管理，督促各机构对产品或服务风险评价的方法及结果进行定期充分的披露，并对信息披露的格式、内容做规范化管理。

3、鼓励基金销售机构采用第三方评价机构的风险等级评价方法与结果，提升评价结果可信度，降低监管成本

基金销售机构在进行基金风险评价方法的制定与维护上也存在一定的问题，如评价方法简单粗犷，难以形成更为细致的评价结果，同时，部分机构存在评价方法更新不及时的情况，从而造成评价结果难以跟上新产品的发行。

采用第三方评价机构的风险等级评价方法与结果：

- 对于基金销售机构来说，能够极大的提升其评价方法与结果的可靠性，降低基金销售机构的运营成本，提高投资者对基金风险评价结果的信任程度；
- 对于监管机构而言，可以仅通过监管对第三方评价机构的风险评价方法来实现对全市场基金风险等级的监控，极大的降低了监管机构的监管成本，同时也更易于在各评价机构间达成基金风险等级的评价共识。

4、加强投资者教育

适当性管理规则的实施，离不开投资者的配合。组织开展投资者风险认知的专项教育，对没有意识到适当性管理必要性与重要性的部分投资者，加强投资风险认识的教育，提高投资者的风险识别能力，促使投资者主动配合适当性管理，提供真实的信息，提升适当性管理测评结果与投资者风险承受能力的吻合度，实现产品或服务与投资者间的“适配”，推动理性投资。

分析师承诺

分析师 刘亦千 江牧原 李柯柯

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。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”。