**主动基金业绩比较基准选择研究**

业绩比较基准的前身是“预期收益率”，由于监管要求不得使用“预期收益率”且将采取“实质重于形式”的判断方式，管理人可以约定“业绩比较基准”或“业绩报酬计提标准”，但相关概念的使用应当与其合理内涵一致。市场上的业绩比较基准主要有单一数值型、区间数值型、基准利率或市场化利率上做加减和指数或指数组合。业绩比较基准的含义是“及格线”，不同基金的业绩比较基准差异相对较大，一般来说债券基金和货币基金的业绩比较基准会与某些债券指数或存款利率挂钩；而股票型基金和混合型基金等权益类基金的业绩比较基准通常是由某个股票指数和债券指数复合而成。对于非指数类的基金，我们可以通过实战业绩和业绩比较基准之间的差额来判断一个基金经理的主动管理能力。

业绩比较基准可以传递关于基金的一些额外的信息，包括基金的风险等级、基金经理管理能力、还有基金的投资风格等。比如A基金的业绩比较基准为：75%×沪深300指数收益率+25%×中证全债指数收益率，B基金的业绩比较基准为：沪深300指数收益率×20%+中债总全价指数收益率×80%，前者为偏股混合型基金，后者为偏债混合型基金，虽然所选用的股指基准相同，但是总得来说B基金的基准股票仓位为20%为A基金为75%。基准同时提供了基金与相应的系统性风险的关系，不同的基金因投资范围、风格特征、资产配置比例等因素会有相对应的不同的系统性风险。不能简单地用是否跑赢大盘来评判基金管理团队的能力。而业绩比较基准却能帮助投资者弄清该基金与相应系统风险的关系，客观评价基金的管理团队能力的高低。选用的基准的指数代表了基金的操作风格，是基金风格的量化体现，因此业绩比较基准可以帮助投资者判断基金的投资风格，比如投资中小盘股的基金，一般会采用中小盘指数作为业绩比较基准的组成部分之一。

主动型投资组合设置恰当的业绩比较基准呢，一般来说，当主动型投资组合经理在没有任何信息或者对于投资范围内证券的未来表现没有任何判断的情况下，他愿意持有的组合就是这个主动型投资组合的业绩比较基准了。换句话说，这个时候的业绩比较基准其实就是主动型投资组合经理的中性持仓（neutral positioning）了，在没有合理理由的情况下，投资组合是不应该偏离业绩比较基准所代表的组合的。

国外的共同基金业绩比较基准，除了一致被动型指数、单资产投资组合、还可以是复制的模拟组合或者用估值技术计算出来的模拟的指数，比如房地产指数。

对于复合型业绩比较基准，我们需要再平衡机制（rebalance）因为其中的各类资产的权重会随着时间的推移改变。有三种方式进行再平衡，首先是根据目标权重连续对业绩比较基准进行再平衡，这个主要是由于不通过资产涨跌不一致、投资组合的资产配置比例偏离业绩遍及欧基准或者被动型指数和资产对应的指数表现不一致所导致的；其次是根据不同资产指数的收益情况调整业绩比较基准的资产配置比例，长期来看，这种方法可能更加准确。周期性业绩比较基准再平衡或者重置（重置回目标比例）应该与投资组合的调整保持同步；再次是加入负债的价值比如考虑负债久期的影响，或者基于投资目标的最优资产配置（optimized asset allocation）和ALM（Asset Liability Model）模型。

有效的业绩比较基准应该具备以下特征：

* 清晰。构成业绩比较基准的指数的成份证券是市场公认的，并且指数的在基准中的权重构成是清晰的。
* 可投资。可以越过主动管理直接使用指数化工具复制某类资产业绩，即直接使用指数化工具就能获得整个业绩比较基准的表现。
* 可衡量。给定时间窗口，业绩比较基准的业绩表现可以量化成数量指标。
* 恰当。业绩比较基准能较好的反映投资策略的表现以及组合经理的投资风格。
* 反映当前投资观点。组合经理对于构成业绩比较基准的基础证券以及因子暴露（factor exposures）有及时全面的了解。
* 提前制定。业绩比较基准的制定和公布要先于业绩评估。

国外的对冲基金指数主要分为不可投资型（non-investable）、可投资型（investable）、复制指数型（replication indices）这三种。（具体内容参见报告《<多资产投资>-业绩比较基准》合晶睿智https://mp.weixin.qq.com/s/nBvlTHMWDUi4INVGLv\_WSg ）而国内的对冲基金基准均为浮动基准加上对应的固定基准，比如中国人民银行公布的一年期银行定期存款基准利率(税后)+1%。

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，长期而言价格指数和收益指数的收益率将有所差异。

1995年，Tierney和Bailey在原有研究的基础上，在“Benchmark Orthogonally Properties”一文中提出可应用正交属性来检测基准组合的适用性，进一步量化了适用性的判断方式。《业绩比较基准的适用性考察——以股票型基金为例》这篇报告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，即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：



相关研究实证结果表明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。

美国基准通常选用单一指数，横向比较便利化程序较高，只有少数共同基金产品对标多只指数作为附加指数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。我国公募基金业绩比较基准样式复杂，采用单一指数基准的情况较为少见。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。

*表1-1.美各类型基金债券指数选择（股票基金）*

| **指数** | **只数** | **占比** |
| --- | --- | --- |
| S&P 500 INDEX | 652 | 0.2064 |
| RUSSELL 2000 INDEX | 213 | 0.0674 |
| MSCI EAFE | 156 | 0.0494 |
| RUSSELL 1000 VALUE INDEX | 146 | 0.0462 |
| RUSSELL 1000 GROWTH INDX | 134 | 0.0424 |

*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** | 369 | 沪深300指数收益率*80%+中证综合债指数收益率*20% | 0.0407 |
| **债券型基金** | 2014 | 中债-综合全价(总值)指数收益率\*100% | 0.2388 |
| **混合型基金** | 2814 | 沪深300指数收益率*50%+中证全债指数收益率*50% | 0.0295 |

*数据来源：wind，上海证券基金评价研究中心*

基准中股指基准比例能够较为显著的反映出其风险收益特征或者基金产品的仓位水平。但是研究表明在仓位水平的表示上可能存在大幅漂移。

*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** | 0.85 | 0.8457 | 0.95 | 0.7 |
| **主动管理普通债券基金** | 0 | 0.0539 | 0.2 | 0 |
| **主动管理混合基金** | 0.6 | 0.5577 | 1 | 0 |

*数据来源：wind，上海证券基金评价研究中心*

国内主动管理基金中也出现了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X+中信标普全债指数收益率(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*

基于实证检验结果，《上海证券业绩比较基准系列报告（三）：业绩比较基准的适用性考察——以股票型基金为例》得出如下结论，可在基准规范研究过程中作为参考：

1. 我国不到三成产品的业绩比较基准具有适用性，无特定主题/行业投资特征的非“另类投资”产品业绩比较基准适用性更高。非“另类投资”基金更多采用沪深300指数作为主要的业绩比较基准指数，且采用该指数的产品基准适用性更高，或由于近两年市场风格偏向大盘，主动管理股票基金风格更易与沪深300指数相拟合。“另类投资”基金由于投资范围更为狭窄，一方面如应用宽基指数作为业绩比较基准适用性不高；另一方面在行业轮动中更易产生风格漂移以保障收益水平，从而偏离业绩比较基准投资方向。
2. 成立年份较早的产品更倾向于遵守业绩比较基准所体现的投资风格。所谓“老”基金在基金风格符合预设上相较“新”基金做的更为出色，这或是因为基金经历了多样化的市场考验，一方面其积累了一定的收益，对业绩短期波动的容忍度更高；另一方面市场早期产品设计多元化程度较之现有时点更为简单，更加遵守预设路径，且其在长期的操作过程中稳定了自身风格。
3. 基金经理在主动管理过程中倾向于主动调整风险偏好，向更为适中的风险水平靠拢。市场风格切换过程中，基金经理保持较为中性的投资风格，可以更多保障基金“进可攻退可守”；此外，基金经理本身对个股的偏重会导致产品较之显著的风格发生偏离。

选择wind数据库中全部基金按照二级分类统计其基准选择情况。包括偏股混合型基金、灵活配置型基金、增强指数型基金、普通股票型基金和偏债混合型基金。统计不同类型的基金中所对应的股指基准或债指基准被基金所选择的数目以及选择的指标比例大小的平均值。比如在偏股混合型基金中，有47支基金选择了以沪深300指数收益率\*80%+上证国债指数收益率\*20%作为业绩比较基准，那么他们对应的所选股指基准为沪深300指数收益率，所选股指比例为80%，所选债指基准为上证国债指数收益率，所选债指比例为20%。又比如，按照所选股指基准和所选债指基准分别统计，有826支偏股混合型基金选择沪深300指数收益率为股指基准，所选股指基准比例的平均数为64.94%；有239支偏股混合型基金选择上证国债指数收益率为债指基准，所选股指基准比例的平均数为69.17%。

参考文献：

《何为“业绩比较基准”？》金融监管研究院

<https://mp.weixin.qq.com/s/Ozam_KZNhnZFNhEE674BOg>

《选基必看指标—业绩比较基准》钜慧微服务

<https://mp.weixin.qq.com/s/pcr_FZ59ezIrdl349yaI3g>

《基金业绩比较基准背后的海量信息》二鸟说

<https://mp.weixin.qq.com/s/EfYjcX6fFb9xtogjPt7Mtw>

《由海外业绩比较基准规范化做出的中国思考》上海证券基金评价

<https://mp.weixin.qq.com/s/HX13VzzzaRQzDHZEk9pxQw>

《上海证券业绩比较基准系列报告（二）：中美公募基金业绩比较基准设计的差异》上海证券基金评价<https://mp.weixin.qq.com/s/HX13VzzzaRQzDHZEk9pxQw>

《上海证券业绩比较基准系列报告（三）：业绩比较基准的适用性考察——以股票型基金为例》上海证券基金评价<https://mp.weixin.qq.com/s/HX13VzzzaRQzDHZEk9pxQw>

《上海证券业绩比较基准系列报告（四）：基准内价格指数与收益指数应用浅析》上海证券基金评价

<https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA3NzU1MTg2Mg==&mid=2247484523&idx=1&sn=9c424845994c71a48555a5fad0719f2a&chksm=9f5105f2a8268ce46a6ce603cdca6b1fa073b6454e469b8a6350cc94fca7eb3fe396d6e99f2d&scene=178&cur_album_id=1436514385425514498#rd>

《如何构建有效的基金业绩比较基准？》量化先行者

<https://mp.weixin.qq.com/s/_Bagd8B70IpzQPjHvHmMcA>

《<多资产投资>-业绩比较基准》合晶睿智

<https://mp.weixin.qq.com/s/nBvlTHMWDUi4INVGLv_WSg>