

公募基金的工具属性评级系列专题(三)

# 工具属性评级方法介绍

上海证券研究所金融产品研究中心

在《公募基金的工具属性评级系列专题》的前两篇报告中,我们详细分析了近年来美国投资基金的工具化发展趋势以及目前我国开展公募基金的工具属性评价的意义。从选择端,工具属性评价能够更加准确的分析公募基金的风险和获取超额收益的能力,为机构投资者和个人投资者提供更加高效的研究支持,同时也为其提供了风险收益特征较为明确的基金池;从基金经理端,工具属性评价可以引导合理的基金经理考核机制。工具属性评价可以将基金经理追求相对+绝对收益的矛盾行为简化为紧跟基准指数、专注超额收益的投资策略,使得基金经理无需进行低效的择时操作,坚持自己的投资计划,从本源处减小基金经理的业绩压力,进而提升其投资效率;从产品设计端,工具属性评价可以进一步明确基准对于投资组合的风险暴露情况和获取稳定超额收益能力的作用,强化公募基金市场的基准理念,引导基金行业遵循基准的发展。

因此,海通证券研究所金融产品研究中心从2018年二季度开始推出《海通证券——公募基金的工具属性评级一览》系列评级报告,每季度更新评级结果,为广大投资者提供更加深入的研究支持。在我们制定评级规则时,主要依据证监会发布的《养老目标证券投资基金指引(试行)》中相关规定,同时结合我们的基金分类,制定出相应的评级对象、评级指标、评级方法等。本文中,我们将对工具属性评级规则进行详细介绍,同时也对2018年二季度的评级结果做出分析。

## 评级对象

我们认为工具属性产品不仅包含以跟踪业绩比较基准表现为目标的指数型基金,也包含了风格特征明确并且以超越业绩比较基准表现为目标的主动管理型基金。不过由于两类基金的投资目标不同,各类风险收益指标也存在明显的分化,难以在同一个评级框架下进行评级,因此我们基于产品投资目标将其分为上述两类评级对象分别予以评级。

特别是对于增强指数型基金,我们将其放在以超越业绩比较基准表现为目标的评级对象中进行评级。

1、以跟踪业绩比较基准表现为目标的产品

将同时满足以下条件的基金纳入以跟踪业绩比较基准表现为目标的评级样本中:基金的评级类型需属于复制股票指数型基金、股票ETF、股票ETF联接、商品ETF、商品ETF联接、复制债券指数型基金、债券ETF、债券ETF联接;截至评级日,基金需成立满15个月(考虑3个月建仓期,评价期1年);截至评级日,基金最近一个季末规模不低于1亿元;基金需要有可被市场公开获得的业绩比较基准,业绩比较基准结构简单且可计算。

2、以超越业绩比较基准表现为目标的产品

由于目前债券指数的代表性不够,主动债券基金相比基准普遍显著偏离,因而在该类评价时我们仅考虑了权益型产品。更进一步,契约赋予不同股混产品的仓位变动幅度差异较大,而我们作为工具属性产品,应该维持在相对较高的股票仓位,因此我们以股票仓位下限在60%以上的样本作为评价对象。

综上所述,将同时满足以下条件

年化跟踪误差分布	评级
$< \mu$	五星
$[\mu, \mu + \sigma)$	四星
$[\mu, \mu + 2 \times \sigma)$	三星
$[\mu, \mu + 3 \times \sigma)$	二星
$\geq \mu + 3 \times \sigma$	一星

评级	个数	占比
五星	178	65.43%
四星	73	27.14%
三星	12	4.42%
二星	4	1.48%
一星	4	1.48%
总计	269	100%

评级	个数	占比
五星	31	8.27%
四星	39	10.40%
三星	61	16.27%
二星	131	35.69%
一星	145	38.95%
总计	375	100%

基金类型	跟踪业绩比较基准个数	样本基金数量	跑赢业绩比较基准比例
总计	142	307	46.25%
沪深300	101	198	48.99%
中证500	7	8	87.50%
中证100	7	11	63.64%
中证1000	9	21	42.86%
中证红利	16	43	37.00%
行业主题	42	68	61.76%
其他	184	375	45.07%

的基金纳入以超越业绩比较基准表现为目标的评级样本中:基金的评级类型需属于主动股票开放式基金、增强股票指数型基金、强股混合型基金;截至评级日,基金需成立满27个月(考虑3个月建仓期,评价期2年);基金最近两年平均季末规模需不低于2亿元,且截至评级日,基金最近一个披露的季末规模不低于2亿元;基金需要有可被市场公开获得的业绩比较基准,业绩比较基准结构简单且可计算。

## 评级指标

为了更好地刻画工具属性特征,我们选取了跟踪误差、信息比率、相对基准的最大亏损比例、基金经理稳定性等指标对基金的风格稳定性、获取超额收益的能力以及超额收益稳定性做出评价,从不同的角度来进行评价。

### 1、跟踪误差

基金的跟踪误差是指基金收益率与基准收益率之间的偏差的标准差,能够衡量基金表现与基准表现之间的偏离情况,跟踪误差越大,说明基金的净值率与基准组合收益率之间的差异越大,基金经理主动投资的风险越大。这里基准收益率使用在基金合同中给出的业绩比较基准的收益率。

### 2、信息比率

信息比率是传统的风险调整后收益指标,代表了非系统性风险调整后的超额收益,衡量基金单位跟踪误差带来的超额收益。信息比率越高,

表明该基金表现持续优于业绩比较基准的程度越高。

### 3、相对基准的最大亏损比例

最大回撤率指的是在样本考察周期内基金净值收益率回撤幅度的最大值,一般用来描述投资者在一段时间内购买基金时可能出现的最糟糕的情况,也是最极端可能的亏损情况。这里我们借用最大回撤率的概念,通过基金相对基准的最大亏损比例,来衡量一段时间内基金相对于基准的表现可能出现的最糟糕的情况。

### 4、指标的融合

对于信息比率以及相对基准的最大亏损比例两项指标,我们将其融合成为综合表现指标,从而全面衡量超额收益在收益和风险端的表现。指标融合时,我们采取了标准分加权的方式,主要是解决不同量纲无法相加的问题。

### 5、基金经理稳定性

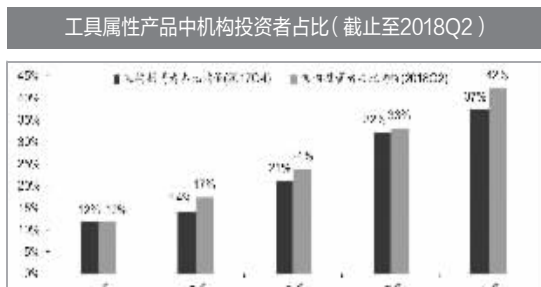
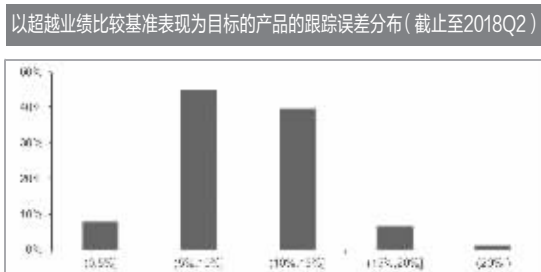
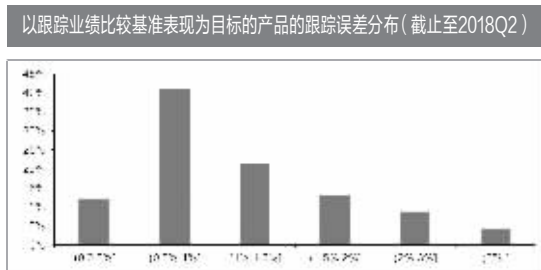
除了从风险和收益的角度来刻画基金的工具属性以外,还需要对基金投资管理的稳定性进行衡量,这里我们提出用基金经理的稳定性指标来衡量基金经理发生变更的情况,变更越频繁或者距离评级日越近,则扣分越多。这里变更包括新基金经理入职,老基金经理离职,以及新老基金经理替换等。

## 评级方法

1、以跟踪业绩比较基准表现为目标的产品

以跟踪业绩比较基准表现为目标的产品主要是指指数型产品,具备天

评级	占比
五星	10%
四星	10%
三星	20%
二星	30%
一星	30%



资料来源:Wind,海通证券研究所

首先,在评级样本中,扣除五星基金、四星基金和三星基金后,根据过去两年的年化跟踪误差指标由小到大进行排序,选择排序靠前的总评级对象数量的45%的基金;其次,在上述选择出的基金中,根据过去两年的综合表现指标由大到小进行排序,选择排序靠前的2/3,作为二星基金。最后,将剩余的评级样本作为一星基金。

根据评级样本的相对基准的最大亏损比例指标以及基金经理稳定性指标对上述评级结果进行调整。第一,若评级样本的相对基准的最大亏损比例指标低于全样本该指标前40%分位点的,评级不高于三星;若评级样本的相对基准的最大亏损比例处于全样本该指标前40%分位点到前20%分位点的,评级不高于四星。第二,若评级样本的基金经理稳定性指标得分小于-12分,则对应评级下调一级;若基金经理稳定性指标得分小于-24分,则对应评级下调两级,下调后基金的评级最低为一星。

## 2018年二季度公募基金的工具属性评级结果分析

### 1、以跟踪业绩比较基准表现为目标的产品

截至2018年二季度末,以跟踪业绩比较基准表现为目标的基金样本中共有269只基金。其中,评级为五星的产品共176只,在全部样本中的占比为65.43%;评级为四星的产品共73只,占比为27.14%。

从样本基金的年化跟踪误差分布情况来看,超过半数的基金的年化跟踪误差小于1%,中位数为0.97%,算术平均值为1.27%。个别跟踪误差较大的产品主要是受到权重股长期停牌的影响。

### 2、以超越业绩比较基准表现为目标的产品

截至2018年二季度末,以超越业绩比较基准表现为目标的基金样本中共有375只产品。其中,评级为五星的产品共31只,在全部样本中的占比为8.27%;评级为四星的产品共39只,占比为10.40%;评级为三星的产品共61只,占比16.27%。

从样本基金的年化跟踪误差来看,超过半数的基金的年化跟踪误差小于10%,但同时也有29只产品的年化跟踪误差超过15%,说明仍存在管理人并不重视业绩比较基准的情况,又或者是业绩基准与基金经理的实际操作风格并不匹配。

从样本基金表现相对于业绩比较基准的表现来看,截至2018年6月30日,过去2年,战胜基准的基金不足一半。其中,以宽基指数作为业绩比较基准的基金中,有46.25%的基金跑赢了基准;而在以行业主题指数作为基准的基金中,跑赢的比例较高,达到61.76%。

我们统计了各星级基金在2017年底和2018年二季度末的机构投资者占比,可以看到,在工具属性越强的基金中,机构投资者的占比越高。比如说,获得五星评级的基金在2017年底的机构投资者占比的平均值为37.33%,而一星基金的平均机构投资者占比仅为11.57%,两者相差25个百分点。此外,到2018年二季度末,五星评级基金的机构投资者占比已经上升到42.21%,这也说明很多机构资金已经开始关注风格稳定、超额收益稳定的基金。未来随着养老金等机构投资者的占比抬升,具备工具属性的产品中机构占比有望进一步上升。

二星基金和一星基金的评选: