

中证指数研究报告

基准在投资管理中的应用



The background features a red and white color scheme with abstract, flowing lines. Overlaid on this are various financial data points and technical indicators, including numerical values like 6124.04, 5269.74, 4415.44, 3561.14, 2706.83, 1852.53, 998.23, 31509587, and 15751793. There are also references to technical analysis terms such as VOL, SMA, and 10MA. The overall aesthetic is modern and data-driven, typical of a financial research report cover.

目录

一、什么是基准	2
(一) 什么是基准	2
(二) 指数成为基准的必然性	3
二、基准的功能	4
(一) 反映市场表现和投资者情绪的标尺	4
(二) 主动管理业绩衡量和费用提取依据	4
(三) 资产类别的代表	4
(四) 风险分析和控制的工具	5
(五) 指数基金的标的	6
(六) 主动组合管理的起点	6
三、判断基准优劣的标准	6
四、当前内地市场基准应用中存在的问题	8
(一) 部分基准指数名称不规范，表述不明确	8
(二) 部分基准指数的数据可获取性不强	8
(三) 部分基金类型与基准不匹配	9
(四) 部分基金投资风格与基准不匹配	9
(五) 一些基金倾向于选取易于战胜的基准	9
(六) 基准对“指数”与“指数收益率”的表述不明确.....	10
五、建议	10
(一) 倡导全面客观的基金评价标准	11
(二) 加强基金审查对业绩基准的要求	11
(三) 实行更加科学的基金管理人薪酬体系	11
(四) 拓展基准在投资管理过程中的应用范围	12
附录 1：指数加权与指数收益率加权的区别	13

图表目录

表 1 常用的风险度量指标.....	5
--------------------	---

基准是影响投资管理者业绩表现的重要因素，基准组合在投资管理中发挥着关键作用。在主动型投资管理中，通过选取科学合理的基准指数，投资管理者得到一个理论的投资组合，然后以这一组合为起点，利用其特有的选股和择时能力，进行投资组合的构建，并以基准组合对管理者组合的风险进行持续衡量和控制。在被动型投资管理中，基准指数更是成为投资组合的核心，投资管理者密切跟踪标的指数的表现，投资者则以跟踪误差来衡量基金管理人的管理水平。普通投资者则通过对基金业绩和比较基准的对比，筛选出适合其投资风格的基金产品。

我国证券投资基金自上世纪90年代末起步伊始，对业绩基准就提出了规范的要求，基准成为证券投资基金合同中的一个重要组成部分。1999年，证监会要求基金管理人在保证不损害投资者收益的前提下，可以对基金业绩超越比较基准的收益适当提取业绩报酬，作为薪酬激励计划。截止2000年底，所有的新基金都开始提取业绩报酬。该政策的实施为规范基金管理人的投资目标和投资行为起到了一定的规范和指导作用。然而，由于当时我国证券市场处于起步阶段，市场各方参与者对基准功能的认识不足，业绩报酬的作用曾被一些基金管理人误用，造成了基金整体管理费率较高，以及部分基金管理人行为短期化等问题。因此，这一政策在2001年年底被取消。

从近年来的情况看，基准在投资管理中并未充分发挥其固有的价值和作用，基金管理人和投资者对基准的认识程度尚需进一步提高。这一现象也间接造成了目前我国基金产品趋于同质化，基金投资风格不明显、不稳定，以及基金评价体系不科学等问题。正确理解和应用基准，对推动我国基金市场进一步发展完善和创新，提升投资者长期、科学的投资理念有着重要的作用。本文从国外成熟市场对基准的研究和应用出发，对基准组合在投资管理中的应用进行探讨，以期能为我国资产管理行业全面认识和应用基准提供一些参考。

一、什么是基准

（一）什么是基准

基准来源于英文Benchmark一词，Benchmark在牛津辞典的解释为：一种能被测量且能作为衡量标准的事物。基准研究学者Jeffery V. Bailey¹认为，基准是投资管理者投资过程的消极代表，在缺乏积极管理时，基准可以体现投资管理者

¹ Bailey J V, Tierney D E. Benchmark Portfolios and the Manager / Plan Sponsor Relationship[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1988(4): 25~32

所构建资产组合之显著、持久的特征。Edward P. Rennie²认为基准是由客户定制的来反应客户投资风格的业绩标准。随着基准功能的扩展，其定义也在不断更新。总体而言，基准可以理解为一个能度量投资组合业绩并反映投资组合风格的标的物。

基准有两种类型，第一种基准是绝对指标。这类基准为事先指定的一个常数数值，代表组合的预期收益。如目前我国正在发行的基金专户理财产品的基准基本都为绝对指标（大多为5%到10%之间）。第二种基准是指数。指数反映了选定若干证券的综合表现水平，也是最常见的一种业绩基准。在国内，反映股票市场的代表性指数有沪深300指数、上证综指、上证180等；衡量债券市场的指数如上证国债指数、中证全债指数等。

（二）指数成为基准的必然性

从基金业的发展历程来看，市场指数作为基准组合是市场发展的必然结果。20世纪70年代，风格各异的投资概念已被市场广泛接受，但是单纯以基金历史业绩指标进行绝对排名的评价方式已严重影响了基金业的长远发展，市场指数作为一种全新的业绩评价标准就应运而生。总结来看，市场指数成为基准组合有以下几方面的因素：

首先，经典投资理论的发展促进了市场指数在投资管理中的应用，为指数作为基准提供了理论依据。在CAPM框架下，以市值加权的市场指数组合具有均值方差有效性，没有选股能力时持有市场组合是最佳选择，市场组合即指数成为主动管理的一个比较基准。

其次，基金的主要投资对象为各类有价证券，基金的业绩与整个证券市场的行情变化有着密切的联系，将证券市场指数作为投资行为的评价标准，就成为了基金业绩评价的一种很自然的想法。

再次，指数广泛采用的市值加权计算方法使得这一“纸面”组合的构成与真实投资组合构成有极高的相似性，极大地方便了资产管理人利用指数作为比较基准这一行为。

最后，随着时间的推移以及指数编制的科学化，应用广泛的基准指数由于抗操纵性强、资产配置合理，其应用领域逐渐拓展，成为资产管理者和投资者进行资产配置和风险控制的重要参考工具。

² Edward P. Rennie, Thomas J. Cowhey. The Successful Use of Benchmark Portfolios: A Case Study[J]. Financial Analysts Journal, 1990, 46(5): 18~26

二、基准的功能

（一） 反映市场表现和投资者情绪的标尺

基准指数最基本的功能是综合刻画市场表现，动态反映市场趋势。通过创建指数，将多维的价格变动信息综合为一维的统计指标，为投资者观测市场趋势提供了便捷的工具，为把握市场方向提供了有力的参考。一个动态的、科学的股票市场指数，不但能够在一定程度上反映出市场在特定时点的整体状况，还能够反映在多种外界因素的共同作用下投资者情绪的表现，这些因素不仅包括希望和恐惧等投资者信心因素，还有更广泛的诸如经济扩张、萧条以及经济结构调整和宏观经济调控等一些能够对股票价值产生影响的宏观经济因素。

（二） 主动管理业绩衡量和费用提取依据

资产管理人的业绩如何？需要一个比较的标准，此乃是基准的本意。基准除用于公司内部的业绩衡量外，还在外部如第三方的业绩评价中广泛使用。为激励管理人更加有效地运用基金资产，基准被用来作为计提业绩报酬的依据。国际经验显示，业绩报酬是基金管理费的一部分，通常是对所管理的基金资产业绩超越基准的部分提取一定的费率比率。国内外大量关于基金管理费用的实证研究表明基金管理费用与业绩报酬挂钩，可以促使管理人以客户为导向，实现资产收益最大化的目标，而不是固定费率机制下的基金规模最大化目标。当然，要科学合理的衡量基金业绩并提取业绩报酬，选择能够有效、合理度量基金业绩的基准是关键问题所在。

目前美国和香港市场中部分基金采取固定费率与浮动费率相结合的收费模式，基金管理费由基础管理费加浮动管理费组成，后者以基金业绩为基础提取。当前我国仍然实行单一的固定费率结构。近些年来，我国基金费率改革的呼声再次升高。通过引入业绩报酬并设计出更加科学的费率结构，不仅可以解决基金基础运营费用提取的问题，还能实现业绩激励目标。

（三） 资产类别的代表

基准组合代表了选样空间中一类资产的表现，综合刻画不同资产类别的业绩特征，是投资研究和市场分析的便捷工具。资产配置的前提是对资产类别进行划分，并研究各类资产的相关特征，通过分析代表一类资产的基准组合，可将这个

过程进行合理的简化。比如通过基准组合可以计量某一类资产的长期收益，并可以对不同时期的市场表现水平进行比较。另外，使用基准还可以比较不同资产类别的风险，或者分析一类资产在不同时期的不同风险水平，并且还可以利用基准组合计算出各资产类别之间的相关系数以及投资在多个资产类别中的复合收益等多个指标。

随着投资实践的发展，资产类别的划分也不断细化，除典型的规模因素外，还有行业、主题、风格和策略等多种方式，每一类划分标准还有更多的细化类别，如当前投资主题有新能源、基建、消费、农业等。这些资产经过规范的编制规则约束便可形成一个基准指数组合。这些不断精准和细化的基准组合为投资决策的制定提供了高效、便捷的工具。

(四) 风险分析和控制的工具

基准组合在风险管理中有不可替代的作用，尤其是在机构投资者的管理中其作用更加突出。基准组合作为投资组合的标尺，可以动态监控组合的风险。首先由于基准组合能反映出某一类资产的系统风险，投资者通过为每一类资产指定不同的基准组合，则可以较好地控制整个资产组合的系统性风险。另外通过基准组合的资产配置比例和业绩表现，机构投资者可以控制资产管理人的投资策略和投资风格等内部风险，还可对组合业绩超越其基准的Alpha及主动风险进行量化衡量和控制。通过风险管理和控制，可以实现组合投资风格的稳定性以及在一定风险水平下的资产最优配置。

风险分析和控制的基础是风险度量，目前常用的风险度量指标如下：

表 1 常用的风险度量指标

风险度量工具	计算定义
标准差/方差 (Standard Deviation)	收益率偏离平均收益的程度
跟踪误差/积极风险 (Tracking Error)	超额收益的标准差
Beta 系数 (System Risk)	对市场变化的灵敏度
下行风险 (Downside Risk)	小于均值的收益的标准差
信息比率 (Information Ratio)	超额收益/超额风险
VaR (Value at Risk)	持有期内给定置信区间的最坏预期损失

其中跟踪误差、Beta系数、信息比率的计算都与所选择的基准组合有关，选取不同的基准，往往会得出不同的风险度量值，这会直接影响到风险管理的绩效。因此，在风险控制过程中，选择恰当、合理的基准组合是进行风险管理的关键步

骤。

（五） 指数基金的标的

研究表明，资产管理人想要持续获得比基准指数更高的收益是比较困难的。因此，基准指数产生了一个具有革命性的用途——指数基金。通过选择投资结构优良的基准指数，资产管理人能够根据指数的构成和表现，用获取的收益减去较低的投资费用回报给投资者。长期来看，这种投资的收益战胜了大多数主动型的投资组合。当前指数化投资已成为市场主流投资方式之一。

一般而言，指数化投资有两种方式：一种是间接方式，即通过购买指数基金、指数期货、指数期权、交易所交易基金(ETF)、指数连接票据和证书(Index-linked Notes and GICs)等金融衍生产品来获得基准指数的目标收益率；另外一种是直接方式，即通过直接购买基准指数所涵盖的证券组合来跟踪复制指数，获得某一特定市场的基准回报。

（六） 主动组合管理的起点

许多主动型投资组合，特别是数量型基金和增强型指数基金都使用基准组合作为投资的起点。一个科学构建的基准组合，能够在保证可投资性的前提下，实现指数成份动态调整并维持一定的市值占比规模。指数的构建和调整完全按照透明公开的编制规则，从而避免了投资者的个人经验和主观判断因素，使得基准组合更加客观和理性。作为主动组合管理的起点，基准指数构建了一个理论的投资组合，基金管理人通过其特有的投资管理策略，对基准组合的成份股样本和权重进行调整，构建出一个积极、主动的资产管理组合，并可以通过基准组合对实际投资组合的仓位和风险进行动态分析和控制。这一过程不仅缩短了构建股票池的时间，保证了组合调整运行的长效机制，还为组合的风险度量提供了科学的参考。

三、判断基准优劣的标准

恰当合理的基准组合不仅能增加业绩评价的水平，突出管理者积极管理的贡献，增加投资者控制风险的能力，同时还是指数化投资的标的。而如何选取和评价基准组合是合理应用基准的前提。接下来，本文就基准组合优劣的判断标准进行研究，以便能为市场参与各方在基准组合的构建、监督和比较方面提供借鉴。

美国金融学者Jeffery V. Bailey³认为判断基准指数优劣有以下八个标准：(1) 基准组合中的证券应与管理者资产组合中的证券相匹配；(2) 在每个调整周期，基准组合的交易量要低；(3) 用基准组合定义的积极管理的头寸为正；(4) 基准组合的资产配置比例应具有可投资性；(5) 用基准组合测度的积极管理的收益率方差应小于市场指数测度的积极管理的收益率方差；(6) 管理者投资组合的超额市场回报率与基准组合对市场的超额回报率显著正相关；(7) 管理者投资组合对基准组合的超额市场回报率与基准组合对市场的超额回报率的相关系数应趋于零；(8) 管理者投资组合的风格应与多因素风险模型定义的基准组合的风格相近。

Laurence B. Siegel⁴则认为作为基准指数，最重要的就是在指数计算时必须采用市值加权，因为只有市值加权的指数具备方差有效性，并且规则简单透明。除此之外，Laurence还提出了以下七条标准，据此来判断指数是否为一个好的基准：(1) 代表性好；(2) 可投资性强；(3) 指数规则公开透明；(4) 准确完整的数据服务；(5) 易被公众接受；(6) 能被开发为衍生品和其它可交易的产品；(7) 低廉的手续费。

综合现有学者对基准的研究以及市场各方对投资基准的真实需求，我们认为，一个好的基准指数最为主要的特点有：编制规则透明、投资风格明显、市值代表性好、样本可投资性强、样本周转率低、指数抗操纵性强以及数据信息服务完善等。

第一，基准指数作为衡量市场的标尺，必须要有规范透明的编制规则，便于基准使用者理解和接受；同时，基准指数的规则必须保持较高的稳定性和一致性，便于形成稳定的市场预期。

第二，基准指数要有明确的投资风格，并且管理者投资组合要与基准的风格和偏好一致。只有保持一致的投资风格并进行资产配置，才能对管理者的业绩和风险进行合理衡量。

第三，基准组合要有较好的市值代表性。基准组合首先应具有适当的市场覆盖率，确保基准指数具有一定的市场容量，其次要具有均衡的行业代表性。

第四，基准组合要具备较好的可投资性。为保障指数的投资功能，目前国际普遍流行采用自由流通量加权方法。自由流通量是总股本中剔除了限售股及被长期持有的流动性不强的股份，该指标能够较为真实地衡量市场上可自由交易的股份的价格表现。

³ Jeffery V. Bailey. Evaluating Benchmark Quality[J]. Financial Analysts Journal, 1992, 48(3): 33~39.

⁴ Laurence B. Siegel. Benchmarks and Investment Management. Research Foundation of CFA Institute, 2003, 5-6.

第五，基准组合要有较低的交易成本，在定期调整时，基准指数组合的周转率应尽可能低。优良的基准指数都会在定期调整时设定缓冲区和调整比例限制，以保证指数样本相对稳定，以此降低基准组合的交易成本。

第六，基准组合要有较强的抗操纵性。设计优良的基准指数其成份股及行业的权重都会控制在一个较为合理的范围内，这样可以防止指数被市场操纵。

第七，作为基准组合的提供商，必须持续提供完善的数据信息服务。投资者需要定时、定期的了解基准组合的详细信息作为投资参考，指数提供商只有稳定、长期的提供数据后台支持，才能保障基准指数的正常使用。

四、当前内地市场基准应用中存在的问题

1998年3月，基金金泰和基金开元设立，标志着规范的证券投资基金开始成为中国基金业的主导方向。在国家大力发展机构投资者的政策引导下，证券投资基金迅速壮大，尤其是2003年以来进入高速扩容时期，规模不断扩大，品种日益丰富。截至2014年二季度末，中国内地基金市场已成立证券投资基金总数达到1714只，基金净资产总值为3.55万亿元。从2002年开始，证监会就要求开放式基金在发行时公布其业绩基准，但政策上并未对基准的选择作详细和明确规定。总体来看，我国基金业绩基准的选择和使用存在着以下几个问题：

（一）部分基准指数名称不规范，表述不明确

部分基金的基准指数名称有歧义，同时对外公告的基准名称与指数提供商提供的标准名称有出入。如金鹰成份股优选基金，其基准为“成份股加权指数收益率*75%+中信标普国债指数收益率*25%”，在此，成份股加权指数的表述模糊，投资者无法直观理解；再比如景顺长城优选基金，其基准为“上证综合指数和深证综合指数的加权复合指数*80%+中国债券总指数*20%”，两个综合指数的加权方式有多种，可以为市值加权，也可为流通市值加权，也可自定义比例加权，该基金在表述中并未明确，需要进一步查看相关资料。另外有些基金的基准指数名称与指数提供商的所提供的标准名称有出入，比如同样以新华富时全指作为基准的上投摩根阿尔法和信诚四季红基金，其公告中却对该指数分别称作“新华富时A全指”和“新华富时全A指数”，与指数提供商的名称均有出入。

（二）部分基准指数的数据可获取性不强

一些基金产品选取的基准指数较为生僻，相关数据和信息的可获取性不强，给投资者分析和比较基金业绩带来不便。比如融通新蓝筹等三只基金，均选取“国泰君安指数”作为业绩比较基准，但是经查找发现，该指数不仅在常用的终端行情系统中没有列示，甚至在国泰君安的网站上也很难找到相关信息。与此类似的还有申万巴黎盛利精选以“申银万国300”为基准，该指数行情展示渠道相对较少，给投资者获取相关数据信息带来一些不便。

（三）部分基金类型与基准不匹配

部分基金类型与其业绩基准不匹配。比如，长城安心回报等8只混合型基金以定期存款利率作为比较基准。以长城安心回报基金为例，该基金的业绩基准为“银行一年期定期存款（税前）利率的2倍”，在该基金2009年的半年报中，可以看出基金大幅战胜了业绩基准，09年上半年份额净值增长率为37.99%，而同期的业绩基准收益率只有2.23%。进一步研究发现，该基金在09年以来一直维持在较高仓位，截止09年6月30号，股票投资占基金总资产的78.4%，而同期沪深300的收益率为74.2%，中证800的收益率为74.97%，与指数比较的超额收益来看该基金的表现并不能算非常优异。除此之外，国联安安心成长基金的基准为“在基金合同生效时为0.9元，随着时间的推移每天上涨，在任意一天的斜率为同时期一年期银行存款利率（税后）除以365”，该产品的基准设置较为复杂，难以让投资者直观理解其含义。

（四）部分基金投资风格与基准不匹配

一些基金的投资风格与业绩基准不相匹配。如景顺长城能源基建股票基金，其业绩基准为“沪深300*80%+中证全债指数*20%”，主题型投资基金却选择规模指数为基准，两者投资风格并不一致，可比性相对较弱；再如追求稳定股息收入的国联安红利基金，其基准却为“80%的沪深300指数+20%的上证国债指数”，同样的有富国天成红利基金和益民红利成长基金，均未选择以红利指数作为其基准。另外部分基金的实际投资风格与基准也不一致，如国联安德盛小盘精选，其业绩基准为“(天相小盘股指数*60%+天相中盘股指数*40%)*60%+上证国债指数*40%”，但从该基金2009年半年报中发现，该基金股票配置中约35%的资产为大盘蓝筹股，基金的实际投资风格与基准指数并不匹配。

（五）一些基金倾向于选取易于战胜的基准

一些基金偏向于选取易于战胜的基准，同时为了使业绩跑赢基准，有些基金在运营过程中会变更基准。比如，2008年1月，华夏现金增值基金将业绩基准“同期一年定期存款利率（税后）”变更为“同期7天通知存款利率”，基准收益率大幅降低。基准变更之前，2007年该基金的净值增长率为3.54%，同期基准收益率为2.82%，基金业绩较基准高出0.72%。但在基准变更之后，该基金大幅超越业绩基准，2008年该基金的净值增长率为4.07%，同期的业绩基准收益率为1.81%，基金收益超越基准2.26%，超额收益较变动之前增加了两倍。此后，光大保德信货币基金和中银货币基金也将原基准“一年期银行定期存款利率×（1-利息税率）”调整为“活期存款利率×（1-利息税率）”，基准的年化收益率从3.93%降到0.684%。如此一来，这些基金日后大幅“跑赢业绩基准”将会易如反掌。

（六）基准对“指数”与“指数收益率”的表述不明确

统计发现，当前我国基金的业绩基准中，有近一半的基准描述为“某某指数”，而另外一半的基准描述为“某某指数收益率”，当基准为两个或两个以上指数的复合收益时，这两者有实质性的差异，实际表现因此也就不同（推导证明见附1）。分析来看，使用指数收益率为基准更加符合基准的本意。以易方达价值精选为例，该基金业绩基准为“沪深300指数*80%+上证国债指数*20%”。我们分别采用指数加权和指数收益率加权的方式，对该基金的历史累计净值进行对比分析，发现以指数加权的基准指数表现整体要好于以收益率加权的基准指数（两者具体差异分析请参考附件）。利用分析数据对照基金定期报告发现，该基金实际操作中是以指数收益率加权为业绩基准，与公告描述的以指数加权并不一致。

以上对目前我国基金业绩基准使用中的一些问题进行梳理。分析来看，造成这些问题的主要原因有以下两个方面：（1）基金评价指标欠客观全面。频繁的业绩排名，给了管理人很大压力，追求高收益和排名成为部分管理人的直接目标，基准投资管理中的作用不被重视，很大程度上是缘于基金评价中重排名的导向。（2）投资者对此不关心。投资者购买基金时参考业绩基准的很少，目前大部分投资者只关注净值表现和综合排名。

五、建议

目前我国的资产管理业如基金对基准的应用还处于初期，在投资管理中，基准组合也未完全发挥投资组合起点、风险控制及业绩报酬衡量的作用，投资者对基准的功能和应用不够重视，基准渐成摆设。这些问题间接造成目前国内基金产

品趋于同质化，风格不明显、不稳定，评价体系不科学等问题。解决这些问题的根源，可从唤醒基金管理者和投资者对基准功能的认识入手。通过选择合适的基准指数，发挥基准在投资管理中从组合构建、风险控制到业绩衡量等一系列的重要功能，不断规范和完善投资管理流程，必将为我国资产管理行业的长期稳定发展提供新的动力。具体来看，可从以下四个方面来拓展并提升基准在我国资产管理行业中的应用范围和深度：

（一） 倡导全面客观的基金评价标准

国内现有基金评价体系众多，对同一只基金的评价结果往往大相径庭。其来源既有银河证券等本土券商建立的基金研究部门，也有晨星、理柏等海外基金评价机构，还有报纸、网站等媒体自行设计的基金评级。评价主体及评价流程良莠不齐，无法给投资者提供科学的投资建议。通过加大力度研究并落实基金业绩评价管理办法，规范证券投资基金评价业务行为，以此来引导基金长期投资理念，保障基金投资人和相关当事人的合法权益。特别是在基金的评价体系中，不能单纯以基金历史业绩来衡量，需要结合基金的业绩基准来进行综合比较分析。

（二） 加强基金审查对业绩基准的要求

基金审批在对基金的投资策略进行答辩时，应对业绩基准的设置设定明确的要求，督促基金公司选择合适的业绩基准，避免基金风格与业绩基准不匹配以及选择容易超越的指数的情形。具体来看，管理层可从基准指数规则是否透明、指数是否具备可复制性，基金产品与所选基准的投资风格是否匹配，绝大多数基金产品成分是否来源于基准组合，基准指数提供商是否受市场认可，以及基准指数的成分和权重等数据的可获取性是否完善等角度去全方位审查基准的合理应用程度。另外为了确保基金产品与基准投资风格的一致性和稳定性，还可以委托托管银行定期对基金产品的基准使用情况，特别是资产配置比例等数据进行复查。

（三） 实行更加科学的基金管理人薪酬体系

当前我国基金业的管理费主要以固定费率为主，基金管理者的薪酬并未与基金业绩挂钩。通过设计更加科学合理的薪酬体系，在管理费率中引入固定费率和浮动费率相结合的方式，后者与基金业绩超越基准的比例挂钩。这样不仅能确保基金日常运营费用的提取，还能鼓励基金管理者以投资者利益最大化为导向，为投资者带来更多的超额收益。

（四）拓展基准在投资管理过程中的应用范围

我国基金投资管理中对基准的应用尚处于初期阶段，基准并未充分发挥组合构建、业绩评价、风险控制等作用。基金管理人在投资管理中应积极学习和借鉴当前海外的成熟经验，扩展基准组合的应用范围和应用深度，进一步完善投资流程，为科学、规范的组合管理提供保障。

（完）

附录 1：指数加权与指数收益率加权的区别

前提假设：

基准指数只包括股票指数和债券指数，且这两者分配比例为一个恒定常量。

符号说明：

α ：基准指数中股票指数配置比例， β ：基准指数中债券指数配置比例；

I_t ：当期股票指数， I_o ：基期股票指数；

I'_t ：当期债券指数， I'_o ：基期债券指数；

以股票和债券指数值加权计算的基准指数收益率：

$$\frac{\alpha I_t + \beta I'_t}{\alpha I_o + \beta I'_o} - 1 \dots \dots \dots (1)$$

$$= \frac{\alpha I_t}{\alpha I_o + \beta I'_o} + \frac{\beta I'_t}{\alpha I_o + \beta I'_o} - 1 \dots \dots \dots (2)$$

$$= \alpha \frac{I_t}{I_o} \times \frac{I_o}{\alpha I_o + \beta I'_o} + \beta \frac{I'_t}{I'_o} \times \frac{I'_o}{\alpha I_o + \beta I'_o} - 1 \dots \dots (3)$$

以股票和债券指数收益率加权计算的基准指数收益率：

$$\alpha \left(\frac{I_t - I_o}{I_o} \right) + \beta \left(\frac{I'_t - I'_o}{I'_o} \right) \dots \dots \dots (4)$$

$$= \alpha \frac{I_t}{I_o} + \beta \frac{I'_t}{I'_o} - (\alpha + \beta) \dots \dots \dots (5)$$

$$= \alpha \frac{I_t}{I_o} + \beta \frac{I'_t}{I'_o} - 1 \dots \dots \dots (6)$$

可以看出，两者差异为 $\frac{I_o}{\alpha I_o + \beta I'_o}$ 和 $\frac{I'_o}{\alpha I_o + \beta I'_o}$ 部分，当这两个系数差异越大，即基期的股票指数 I_o 和债券指数 I'_o 差异越大，两条基准指数的差异也就越大。