

晨星公司对证券投资基金的业绩评价

成立于 1984 年的晨星公司 (Morning star Inc.) 是美国著名的基金评级公司, 它的评级结果对基金投资具有举足轻重的作用。与其他基金评级公司不同, 晨星是一家非上市的私人公司, 不隶属于任何其他公司。晨星主要定位于为基金投资者提供服务方面, 它主要侧重于对基金本身, 而非对基金管理公司的评价上。在美国, 晨星并不是最早从事基金评级的公司, 但目前已成为在投资者中最具影响力的基金评级机构。在评估方式上, 美国两家最具影响力的基金评估机构——晨星公司和标普 Micropal 公司各有侧重。晨星侧重于对基金业绩量化指标的评价, 采用“向后看”的评价方法, 即对基金的历史业绩进行风险调整, 最终确定其评级结果; 而标普 Micropal 公司力图将对基金管理公司本身的评价, 融入到对基金表现的综合评价中, 它除对基金进行分析评价外, 还会对被评价的基金管理公司进行评级。目前, 基金评估公司对美国共同基金业发展的影响越来越大, 每年进入证券市场 90% 的增量资金都流向了被权威评估机构评为四星或五星的基金。

美国晨星公司的基金评估体系是国际上也是较成功的, 下面我们主要介绍晨星评价体系及其在国内的实践。

晨星评级体系主要包括以下六大方面: 业绩表现 (Performance)、风险分析 (Risk Analysis)、风险校正评级 (Morningstar Risk-adjusted Rating)、现代投资理论指标 (MPT Statistics)、投资风格分析 (Investment Style) 和其它项目。

晨星公司基金评级系统采用星级评级制 (1~5 星)。根据基金过去的月收益数据, 晨星公司给出该基金过去 1 年、3 年、5 年和 10 年的评级 (至少拥有过去 36 个月收益数据的基金才能进入晨星的评级系统)。并根据过去不同时期的评级, 综合计算出该基金的总评级 (overall star rating)。简单来讲, 晨星公司需要对基金的收益和风险分别评级, 而后计算收益评级和风险评级的差额, 并根据差额的大小把基金评定在 5 个不同的星级中。

晨星基金评级的计算方法

1、晨星评级体系主要内容

晨星公司对共同基金所作的典型评级, 主要包括以下几项内容:

(1) 业绩表现 (Performance)

需要对基金各年分季度的收益率情况以及全年的收益率情况比较, 此外还针对基金的买卖可能发生的费用、税收进行校正, 与各种市场指数进行比较, 与同类型基金进行比较并排名等。

(2) 风险分析 (Risk Analysis)

晨星公司对风险的衡量采用自己特有的相对风险分析方法, 具体做法是:

第一步: 将基金每月净值增长率减去 90 天国库券收益率, 得到基金每月相对于国库券的超额收益率, 然后对考察期间数值为负的超额收益率求取平均值, 即 R1。该指标称为基金的下行风险指标 (Downside risk) 或称平均亏损指标 (Mean shortfall)。

第二步: 对所有同类基金进行同样的处理, 求取所有同类基金的下行风险指标 (Downside risk) 的平均值, 即 R2。

第三步: 将单个基金的下行风险指标除以同类基金下行风险指标的平均值, 即 $R1/R2$, 得到单个基金的相对风险指标, 即 R3。如果该指标高于 1.00, 这表明该基金的风险比同类基金风险高, 低于 1.00 则相反。

第四步: 对单个基金的相对风险指标与同类其它基金进行比较, 并得出百分位排名 R4。

第五步：对市场上所有的基金进行同样的处理，可以得到单个基金相对于所有的基金的相对风险指标排名 R5。

(3) 风险校正评级 (Morningstar Risk-adj Rating)

晨星公司采用风险校正评级方法，同时将基金业绩与风险统一成一个指标，根据指标高低将基金评为五个级别，称为星级评定。具体做法如下：

第一步：针对考察期（一般为 1 年，3 年，5 年，10 年），计算基金每月的超额收益率，然后求取考察期间平均超额收益率 (X1)；

第二步：针对考察期，计算同类基金平均超额收益率的均值 (X2)；

第三步：选定除数。将考察期同类基金平均超额收益率的均值与 90 天国库券的收益率 X3 进行比较，选其数值大者为除数，即 MAX (X2, X3)。

第四步：对单个基金，将其考察期间平均超额收益率与除数相除，即 X1/MAX (X2, X3)，得到单个基金相对收益评分 X4。

第五步：将单个基金相对收益评分 X4 与上面所得到的单个基金风险相对指标 R3 相减，得到单个基金评级指标，即 X5。

第六步：对所有同类基金进行上述处理，然后将所有同类基金根据评级指标进行百分比排名，确定单个基金的星级 X6。星级划分标准如下：

表 1 晨星评级系统的 5 种级别评定标准

星级	X5 所处百分比区间	收益在同类比较	风险在同类比较
*****	1-10	最高或高	最低或低
****	10-32.5	中高	中低
***	32.5-67.5	中	中
**	67.5-90	中低	中高
*	90-100	最低或低	最高或高

晨星公司对各基金 1 年、3 年、5 年、10 年的历史表现，分别进行上述评级并列。一般来说，晨星公司以最近三年的星级为标准，评定公司级别，并在“同类评级”(Category Rating)用圆形图标出。时间低于 3 年的基金不予评级。最后，还会根据过去所有历史时期星级情况，计算历史星级平均数。根据华尔街日报近期做的调查，投资者的投资主要集中在拥有 4 星、5 星评级的基金（而 3 星以下基金则完全是资金净流出的）。另外，基金在行销的过程中也要借助评级来促进市场知名度和影响力，晨星评级是国外基金的广告行销中肯定要刊载的内容。

2、晨星基金评级方法的两个缺陷

根据现有的实证研究，发现一种矛盾的现象，一方面，晨星评级对资金投向影响巨大（获得 5 星评级或者升级为 5 星评级的基金，将在其后的 7 个月中获得超常资金流入）；另一方面，晨星评级与日后的基金业绩表现没有明确的关系。造成这种现象无非两个原因：一是历史表现并不能完全有效地预测未来表现（晨星评级完全依赖历史数据）；二是晨星评级本身

存在着某种偏差（评级并不能完全反映业绩）。

晨星评级是一个完整的评级体系，在晨星评级体系中，总星级评级（overall rating）是最为投资者所关注的，但恰恰是这个评级指标存在着相当的缺陷。我把这个指标上的缺陷分为两种：一种是评级赋权方法上的缺陷；另一种是对比基准的缺陷。

（1）、评级赋权方法的缺陷晨星总评级是对过去不同时段评级的加权平均，并对加权平均结果进行四舍五入。这种赋权方法会导致两种误差。一种是平均作用带来的误差，一种是四舍五入的进位制导致的误差。

平均作用带来的误差：由于晨星总评级是对基金过去不同时段（3年、5年和10年）评级的加权平均。那么，在平均作用的影响下，基金的存续期越长，基金就越不可能得到5星评级（或者是1星）。例如，一个存续期超过10年的基金，除非在过去的3年、5年和10年中都得到5星（或者是1星），否则它是无法得到5星总评级（或者是1星总评级）。而一个存续期不足5年的基金，只要过去3年的评级为5星（或者是1星），它的总评级就是5星（或者是1星）。而我们知道，这两个不同存续期的基金所获得的5星评级（或者1星评级）的信息量是不同的。换句话说，存续期越长的基金，越可能得到中庸的评级，而存续期越短的基金，越可能得到极端的评级（5星或1星）。在这种情况下，如果仅考虑总评级星级，而不考虑这个星级的覆盖时段，会导致偏差。

晨星评级中的进位制所导致的。而非对称会导致长期基金的评级偏离实际业绩。长期基金对业绩变化的不对称反应不是一个小问题，它会导致长期基金的平均总评级偏高，而这种偏高的评级并不是由于业绩好带来的，而仅是由于评级方法导致的（尽管长期基金比短期基金更容易得到中庸的总评级，但它的评级平均值却高于短期基金）。表五统计了不同存续时间的基金的平均评级分，显然，长期基金的平均评级确实高于中、短期基金。

（2）、评级基准的缺陷晨星在对美国基金评级时，没有把不同的基金分开。而美国基金可以细分为三类：全市场股票基金、行业基金和混合基金（混合基金可以投资可转债）。这三类基金有着不同的投资对象和风险收益特征，如果将它们混在一起进行评级，势必混淆对不同类型基金的正确判断。

如果投资者同时投资于美国国内的各个类型基金，晨星的评级方法并没有什么问题。但大量的投资者只投资于全市场股票基金（出于风险收益特征或税收地位的考虑），这时采用晨星的评级标准会给人们造成一种全市场投资股票基金业绩偏好的错觉。

如果剔除行业基金和混合基金的样本，对全市场股票基金进行单独评级，则全市场股票基金获得5星、4星评级的比例下降（5星、4星的基金个数下降了34和53个），获得2星、3星评级的比例提高。对于仅投资全市场股票基金的投资者来说，剔除行业和混合基金样本后的评级更真实。

评级基准是基金评级中特别需要考虑的问题，由于不同类型的基金存在着系统性差异，以全部样本基金作为评级基础并不合适，特别是当投资者的投资对象仅仅局限于某一类型基金的时候，以全部基金作为对比基准会产生系统性偏差。

3、国内基金评价框架的实践与构建

国际著名基金评估机构晨星公司（Morningstar）进入我国开展业务的计划已付诸实施，国内外其他评级机构也跃跃欲试，瞄准着中国基金评估市场巨大的商机。我国许多有识之士也意识到了基金评级制度的重要，有一些券商和机构也尝试建立基金评级体系，其中银河证券基金研究评价中心、北京天相投资顾问公司等逐渐在业内形成一定影响，并主要套用美国晨星公司的评级方法。应该说，晨星的评级方法有其科学性，但该方法本身也有一定的缺陷，为未来建立我国的基金评级体系提供借鉴。

晨星评级缺陷对我国基金评价的启示

晨星基金评价是一个较为完整的体系。在这个体系中，以全部样本计算的总评星级是最

知名、也是投资者最关注的评级指标。很多的投资者几乎是数着星星来进行基金投资的。但是，从现有的分析看，恰恰是这个指标产生的偏差最大，这主要体现在：晨星总评级的加权计算方法可能导致误差；不适当的评级基准也会产生系统性误差。

(1) 即使短期基金和长期基金具有相同的总评星级，也不能把它们的业绩和经营能力等同起来，因为这两个评级所代表的信息量是不同的。因此，当基金存续期间差异较大时，期间评级(time-special rating)是比总评级(overall rating)更有用的指标。

(2) 晨星的权数计算方法导致了长期基金对业绩变化的非对称反应(评级对业绩改善的反应较为敏感，但对业绩转坏的反应较迟钝)，因此，对于长期基金(存续期超过10年)不仅应看总评级，还应关注历史上的期间评级及其变化轨迹。

(3) 对于仅投资某一类基金的投资者来说，基于全体基金样本的总体评级参考意义不大，应该更多关注基于各类基金的单独评级，以避免不当基准引起的系统性误差。

银河证券基金研究中心表示，衡量基金业绩有相对和绝对两个角度。相对指标即基金的净值增长率指标，它与基金在招募说明书中确定的比较基准和公认的市场比较基准进行对比，以此来衡量基金的相对投资业绩。绝对指标是指从财务经营的角度衡量基金的绝对业绩。按照《证券投资基金会计核算办法》的规定，反映基金经营成果的指标是基金经营业绩而非净收益，也不是分红金额。但是目前基金业普遍使用净收益或者是分红金额来反映基金的经营成果，这是不符合基金会计核算原则的。也就是说，衡量基金业绩的标准不仅包括净收益、分红金额，还要求基金公司必须具有有效的公司治理结构，强大的投资研究团队以及严密的风险控制流程。基金的投资收益状况越好，基金资产的运营效率就越高，基金的表现就越好，而投资者实际获得的收益也就越高。但是，如果投资者只凭借一个条件就对一只基金业绩的好坏做出判断，那投资者犯错误的可能性就会很大。基金的表现好，可能是因为基金经理管理得好，也可能是因为市场走势非常好，或者是因为投资者承担的风险特别高，所以投资者需要把单只基金的表现跟多个标准来比较，才能比较公正地评判基金的表现。

目前，在我国基金评级中采用晨星评级的方法的隐患还不是很明显，但随着基金业的发展，各个基金之间的存续期的差异逐步拉大，且会有更多类型基金(如行业基金)的出现，晨星评级的缺陷会越来越明显。因此，有必要预见性地了解这些缺陷，并在建立我国基金评价体系中寻求解决这些问题的办法。

表 2：晨星（中国）对基金业绩进行评价

基金名称	单位净值(元)	6月晨星评级(一年)	最近一年风险评价				夏普比率	
			波动幅度(%)	评价	晨星风险系数	评价	最近一年	评价
股票型基金(45)								
华夏成长	0.9150	★★	17.10	偏低	0.98	中	-0.64	低
华夏回报	0.9780	★★★★	16.26	低	0.86	低	-0.05	中
国泰金鹰增长	0.9980	★★★	16.62	偏低	0.93	偏低	-0.14	中
国泰金龙行业精选	0.9850	★★★★	16.81	偏低	0.93	偏低	-0.02	中
华安创新	0.9390	★★★	18.80	高	0.99	中	-0.09	中
华安180	0.8350	★★	17.53	中	1.06	中	-0.71	低
博时价值增长	0.9940	★★	21.33	高	1.29	高	-0.57	偏低
博时裕富	0.8120	★	19.45	高	1.24	高	-0.93	低
嘉实成长收益	1.0709	★★★★	18.56	中	0.93	偏低	0.15	高
嘉实增长	1.1170	★★★★	16.87	偏低	0.87	低	0.04	高

嘉实稳健	1.0100	★★★	15.53	低	0.84	低	-0.17	偏低
长盛成长价值	0.9910	★★★★	17.83	中	0.94	偏低	0.05	高
大成价值增长	0.9777	★★★	15.69	低	0.89	偏低	-0.22	偏低
易方达策略成长	1.0690	★★★★★	18.98	高	0.95	偏低	0.46	高
易方达 50	0.8386	★★	19.20	高	1.07	中	-0.48	偏低
银河银联稳健	0.8330	★★	17.27	偏低	1.12	高	-1.00	低
博时主题行业	0.9686	--	--	--	--	--	--	--
融通新蓝筹	0.8919	★★	18.90	高	1.12	高	-0.52	偏低
融通深证 100	0.7130	★	18.78	高	1.30	高	-1.18	低
融通巨潮 100	0.9940	--	--	--	--	--	--	--
湘财合丰成长	1.0104	★★★	16.47	低	0.88	低	-0.02	中
湘财合丰周期	0.9348	★★★	20.27	高	1.08	高	-0.06	中
湘财合丰稳定	1.0311	★★★★	17.47	中	0.89	低	0.18	高
湘财荷银行业精选	0.9879	--	17.22	偏低	0.89	偏低	-0.10	中
景顺长城鼎益	0.9420	--	--	--	--	--	--	--
广发小盘成长	0.8898	--	--	--	--	--	--	--
银华优势企业	0.9847	★★★	15.85	低	0.93	偏低	-0.20	偏低
长城久恒	0.9380	★★★	17.84	中	1.00	中	-0.08	中
长城久泰 300	0.7984	--	19.18	高	1.25	高	-1.00	低
南方稳健成长	1.0034	★★★	17.85	中	1.01	中	-0.22	偏低
普天收益	0.9960	★★★	17.28	偏低	0.96	偏低	-0.31	偏低
金鹰成份股优选	0.7706	★	17.57	中	1.24	高	-1.22	低
宝盈鸿利收益	0.8129	★★	17.73	中	1.15	高	-0.83	低
宝盈泛沿海区域	1.0114	--	--	--	--	--	--	--
招商安泰股票	0.9687	★★★	16.81	偏低	0.96	中	-0.40	偏低
宝康消费品	1.0519	★★★★	15.88	低	0.79	低	0.13	高
景顺长城优选股票	1.0491	★★★★★	16.92	偏低	0.89	低	0.19	高
景顺长城内需增长	0.9990	--	16.30	低	0.84	低	0.16	高
广发聚富	0.9742	★★★★★	18.74	中	0.99	中	0.30	高
光大保德信量化核心	0.8259	--	--	--	--	--	--	--
友邦华泰盛世中国	1.0102	--	--	--	--	--	--	--
海富通精选	1.0093	★★★★	16.57	低	0.89	低	-0.07	中
上证 50ETF	0.7850	--	--	--	--	--	--	--
天同 180	0.7849	★★	16.40	低	1.06	中	-1.07	低
长信银利精选	0.9506	--	--	--	--	--	--	--
配置型基金 (52)								
华夏大盘精选	0.9440	--	--	--	--	--	--	--
国泰金马稳健	0.9340	--	--	--	--	--	--	--
华安宝利配置	1.0180	--	--	--	--	--	--	--
博时精选股票	0.9552	--	15.37	中	1.13	中	-0.41	中
嘉实服务增值行业	0.9230	★★★	15.46	中	1.05	中	-0.25	中
大成蓝筹稳健	0.9151	★★	16.29	高	1.20	高	-0.52	偏低
大成精选增值	0.9741	--	--	--	--	--	--	--

富国动态平衡	0.9338	★★★	14.89	偏低	1.08	中	-0.63	偏低
富国天益价值	1.0756	--	17.60	高	1.01	偏低	0.72	高
富国天瑞强势	0.9617	--	--	--	--	--	--	--
易方达平稳增长	1.0720	★★★★★	15.25	中	1.02	偏低	0.03	高
易方达积极成长	1.0256	--	--	--	--	--	--	--
融华债券	0.9992	★★★★	6.75	低	0.47	低	0.02	高
中融景气行业	0.9357	★★★	13.68	偏低	0.97	偏低	-0.26	中
银河银泰理财	0.8626	★★	14.27	偏低	1.03	偏低	-0.71	低
银河银联收益	1.0163	★★★★	5.73	低	0.35	低	0.57	高
南方积极配置	0.9029	--	--	--	--	--	--	--
鹏华中国 50	0.9350	★★	15.45	中	1.12	中	-0.47	中
融通蓝筹成长	0.8670	★	15.46	中	1.17	高	-0.76	低
融通行业景气	0.8600	★	16.29	高	1.35	高	-0.93	低
金鹰中小盘	0.8046	★	17.17	高	1.47	高	-1.24	低
湘财荷银风险预算	1.0206	--	--	--	--	--	--	--
中银国际中国精选	0.9544	--	--	--	--	--	--	--
银华-道琼斯 88	0.9537	--	--	--	--	--	--	--
南方宝元债券	1.0626	★★★★★	6.07	低	0.38	低	0.21	高
鹏华行业成长	0.8606	★★★	16.34	高	1.13	中	-0.27	中
招商安泰平衡	0.9699	★★★★	11.86	低	0.84	偏低	-0.28	中
招商先锋基金	0.9511	★★★	16.03	中	1.17	中	-0.37	中
巨田基础行业	0.8661	★★	17.23	高	1.34	高	-0.67	低
宝康灵活配置	0.9634	★★★★	15.61	中	1.05	中	-0.36	中
华宝兴业多策略	0.8902	★★	17.68	高	1.31	高	-0.62	偏低
德盛稳健	0.9230	★★★	13.65	偏低	1.03	偏低	-0.63	偏低
德盛小盘精选	0.8700	★★	12.00	偏低	0.98	偏低	-0.99	低
景顺长城动力平衡	1.0332	★★★★	11.26	低	0.79	低	-0.02	高
广发稳健增长	1.0104	--	--	--	--	--	--	--
中信经典配置	0.9021	★★★	14.61	偏低	1.09	中	-0.52	偏低
泰信先行策略	0.8694	--	18.19	高	1.32	高	-0.77	低
申万巴黎盛利精选	0.9203	★★★	13.66	偏低	1.00	偏低	-0.50	偏低
申万巴黎盛利配置	0.9647	--	--	--	--	--	--	--
诺安平衡	1.0156	★★★★★	13.19	偏低	0.83	低	0.36	高
兴业可转债	0.9900	★★★★	7.52	低	0.52	低	-0.24	高
天治财富增长	0.9369	--	9.32	低	0.75	低	-0.82	低
天治品质优选	0.8394	--	--	--	--	--	--	--
上投摩根中国优势	1.0105	--	--	--	--	--	--	--
国联优质成长	0.9344	--	--	--	--	--	--	--
国联分红增利	1.0032	--	--	--	--	--	--	--
东方龙	0.9307	--	--	--	--	--	--	--
华富竞争力优选	0.8522	--	--	--	--	--	--	--
富兰克林国海收益	1.0192	--	--	--	--	--	--	--
海富通收益增长	0.9220	★★★	11.86	低	0.84	低	-0.47	偏低

长盛动态精选	0.9256	--	16.24	中	1.18	高	-0.51	偏低
东吴嘉禾优势精选	0.8993	--	--	--	--	--	--	--
债券型基金 (10)								
华夏债券	1.0190	★★★	2.94	低	0.61	低	0.63	高
国泰金龙债券	1.0090	★★★	3.40	偏低	0.74	偏低	0.45	中
嘉实债券	1.0000	★★	3.62	偏低	0.75	偏低	0.58	高
大成债券	1.0048	★★★★★	5.58	高	1.25	高	0.36	偏低
富国天利增长债券	1.0062	★★★	5.00	中	1.16	高	0.09	偏低
融通债券	1.0220	★★	3.61	偏低	0.82	偏低	-0.15	低
普天债券	0.9570	★	8.53	高	1.93	高	-0.14	偏低
招商安泰债券	1.0343	★★★★★	3.34	低	0.67	低	0.71	高
宝康债券	1.0343	★★	4.35	中	1.04	中	-0.30	低
长盛中信全债	1.0359	★★★★★	5.21	高	1.03	中	0.50	中

资料来源：晨星中国网站 www.cn.morningstar.com .