

晨星中国基金评级概要说明

晨星（中国）研究中心

2013年11月

目 录

- 概述 (Introduction)
- 晨星关于中国基金的分类方法 (Morningstar Category)
- 衡量基金的收益 (Measuring Performance)
- 晨星风险调整后收益 (Morningstar Risk-Adjusted Return)
- 晨星星级评价 (Morningstar Rating)
- 如何使用晨星星级评价 (How to Use Morningstar Rating)

概述

（一）背景

晨星公司（Morningstar, Inc）于 1985 年首次推出基金评级（Morningstar Rating），借助星级评价的方式，协助投资人更加简便地分析每只基金在同类基金中的过往业绩表现。随着市场的发展，投资人由最初仅投资一两只基金到构建由多只基金形成的投资组合，意味着基金评级需要在更加细化的分类中进行，这样投资人在构建基金组合时，同一类型的基金彼此可相互替代。为此，1996 年，晨星公司引入分类星级评价方法（Category Rating），对基金进一步细分。

2002 年，晨星公司在原有基础上进行改良，启用新的星级评价方法（New Morningstar Rating）。与最初基金按照资产分布分为四类（美国股票基金、国际股票基金、应税债券基金、免税债券基金）相比，新的评价体系在原先分类的基础上进一步细分，基金的类型有 70 多种。新的评价体系以期望效用理论为基础衡量基金的风险调整后收益，体现基金各月度业绩表现的波动变化，并更加注重反映基金资产的下行波动风险。

晨星在前期推出对中国基金业绩排名的基础上，首次公布对中国基金业绩评级结果，并将定期更新。旨在将晨星在全球二十年基金评价的成熟理念、方法和经验引入新兴的中国市场，为市场提供独立第三方的评价，参与推动中国基金业的成长。

晨星的基金评价体系涵盖定量分析和定性分析，其中晨星星级评价是以基金以往业绩为基础的定量评价。本报告将阐明晨星对中国基金分类和进行星级评价的过程。

（二）评级对象

截至计算时点具备三年或三年以上业绩数据的开放式基金，其中货币市场基金和保本基金除外。

（三）评级思路

- 1、首先对基金进行分类。
- 2、衡量基金的收益。
- 3、计算基金的风险调整后收益 MRAR（Morningstar Risk-Adjusted Return）。
- 4、采用星级评价的方式，根据风险调整后收益指标，对不同类别的基金分别进行评级，划分为 5 个星级。

（四）更新频率

晨星基金评级每个月进行一次。每月初提供上月的评级结果，包括三年评级、五年评级和十年评级。评级在国内市场公开发布的频率为每 3 个月，目前定为对季度末的评级进行发布。

当然，由于国内开放式基金的历史相对较短，满足起评标准的基金数量有限，所以晨星此前曾提供一年评级和两年评级。随着国内基金业的发展，自 2009 年 12 月 31 日起，晨星过渡到仅提供三年及三年以上的评级，与全球标准接轨。

晨星关于中国基金的分类

（一）分类是评级的基础

晨星的基金评级，是将基金历史的风险调整后收益进行比较，以此反映基金经理的投资管理能力。而把哪些基金放在一起比较将直接影响评级的有效性。因此，对基金进行分类是晨星评级的基础，从而协助投资人对基金进行“苹果与苹果”式的同类比较。

一般地从长期看，不同类型资产的风险和收益是成比例的。但是，对于普通投资人的投资周期而言，资产的收益并不一定能反映相应的风险。例如，当市场处于降息的环境，国债的收益将超过股票的收益，尽管后者的长期风险比较高。在此背景下，许多债券基金的业绩将超过股票基金的业绩，但其中主要原因与基金经理的管理能力是无关的。

因此需要强调的是，晨星评级的结果更多是反映基金经理的投资管理能力，而要避免受到市场环境或其他基金经理控制能力以外因素的影响。在晨星分类中，由于同一类型的基金资产分布的风险特征是相似的，所以基金之间收益的差异主要与基金经理投资管理能力直接相关，包括选股能力（Security Selection）、选时操作（Variation in Timing）和具体的资产配置权重（Asset Weighting）等。

（二）分类方法

晨星基金分类方法(Morningstar Category)以分析基金的投资组合为基础，而不是仅仅按照基金名称或招募说明书关于投资范围和投资比例的描述进行分类。该方法多年来不断发展完善，为投资人挑选基金、认识基金的风险并构造自己的基金组合提供了支持，并成为行业的标准

晨星于 2004 年 3 月首度公布了对中国基金的分类方法。多年来，随着市场的发展、基金数量和品种的增加，为了使分类更加客观地反映基金的资产分布状况以及相应的风险收益特征，并符合中国市场相关法规的要求，晨星数次对中国国内公募基金分类进行细化与完善。目前最新调整后的分类标准如下，自 2013 年 11 月 30 日起采用。

晨星中国公募基金（非 QDII）新分类标准

大类	晨星分类	说明
股票型基金	股票型基金	主要投资于股票类资产的基金。一般地，其股票类投资占资产净值的比例 $\geq 70\%$ ；且其股票投资占资产比例的下限不低于 60%。
混合型基金	激进配置型基金	投资于股票、债券以及货币市场工具的基金，且不符合股票型基金和债券型基金的分类标准；其股票类资产占资产净值的比例 $\geq 70\%$ 。
	标准混合型基金	投资于股票、债券以及货币市场工具的基金，且不符合股票型基金和债券型基金的分类标准；其股票类投资占资产净值的比例 $< 70\%$ ，其固定收益类资产占资产净值的比例 $< 50\%$ 。
	保守混合型基金	投资于股票、债券以及货币市场工具的基金，且不符合股票型基金和债券型基金的分类标准；其固定收益类资产占资产净值的比例 $\geq 50\%$ 。
可转债基金	可转债基金	主要投资于可转换公司债券（包括可分离交易可转债）的基金，其债券投资占资产净值的比例 $\geq 70\%$ ，投资于股票和权证等权益类资产的比例不高于基金资产的 20%。
债券型基金	激进债券型基金	主要投资于债券的基金，其债券投资占资产净值的比例 $\geq 70\%$ ，纯股票投资占资产净值的比例不超过 20%；其股票类资产占资产净值的比例 $\geq 10\%$ 。
	普通债券型基金	主要投资于债券的基金，其债券投资占资产净值的比例 $\geq 70\%$ ，纯股票投资占资产净值的比例不超过 20%；其股票类资产占资产净值的比例 $< 10\%$ ，且不符合短债基金的分类标准。
	纯债基金	主要投资于债券的基金，其债券投资占资产净值的比例 $\geq 70\%$ ，不投资于权益类资产或可转换公司债券（可分离交易可转债的纯债部分除外），且不符合短债基金的分类标准。
	短债基金	主要投资于债券的基金，仅投资于固定收益类金融工具，且组合久期不超过 3 年
货币市场基金	货币市场基金	主要投资于货币市场工具的基金，货币市场工具包括短期债券、央行票据、回购、同业存款、大额存单、商业票据等。
保本基金	保本基金	基金招募说明书中明确规定相关的担保条款，即在满足一定的持有

		期限后，为投资人提供本金或收益的保障。
其它	其它	不属于以上任何分类；或由于使用特殊策略而不适合与以上分类的基金进行收益与风险评价。

注：固定收益类资产=现金+债券；可转债=50%股票+50%债券

以上新基金分类适用于开放式基金与封闭式基金

对于 QDII 基金，尽管其均投资于境外证券市场，但具体投资对象、范围、区域、风格有所不同，由此在风险收益特征上也有所差异。因此，根据其投资对象、范围、区域、风格的不同，晨星主要以基金的投资组合数据为基础，并考虑招募说明书中关于投资范围和投资比例等规定，遵循晨星全球基金分类标准进行分类。

晨星中国公募 QDII 基金新分类标准

大类	晨星分类	说明
股票型基金	亚太区不包括日本股票	主要投资于亚太区除日本以外的国家或地区的股票、股票类基金、REITs，例如香港、新加坡、台湾、韩国、澳大利亚、新西兰等。其至少有 75% 的资产投资于股票，其中 75% 的股票资产投资于太平洋国家或地区，同时也可允许有少量的股票资产比例投资于日本。
	大中华区股票	主要投资于中国、香港、台湾等三地的企业，或者营业收入的相当比例来自这些市场的上市企业股票，或投资标的为三地企业的股票类基金和 REITs 等证券。其至少有 75% 的资产需投资于股票。其中 75% 的股票资产投资于上述范围企业。
	新兴市场股票	主要投资于亚洲、拉丁美洲、欧洲、中东和非洲等新兴市场。至少 75% 资产投资股票，其中 75% 的股票资产需要投资新兴市场股票。
	环球股票	投资于全球范围内上市公司的股票。至少有 75% 的资产投资于股票。
	行业股票	该类基金投资标的向一类板块倾斜。投资标的可以是股票、股票类基金、REITs 等证券。基金至少有 75% 的资产投资于权益类证券，其中至少 50% 的资产投资于所倾向板块。
	美国股票	主要投资于美国的公司股票或股票类基金。至少有 75% 的资产投资于股票，其中 75% 的股票资产应该投资在美国股票上。
混合型基金	环球股债混合	该类基金同时投资全球范围内的股票和债券。

债券型基金	环球债券	该类基金主要投资于全球范围内以不同货币计价的债券、债券类基金等。
商品基金	商品	该类基金主要投资于商品类资产，包括与商品相关 ETF、共同基金，以及法律允许的其他相关衍生品。

（三）晨星对基金分类建立在定量分析和定性分析的基础上。

定量分析的数据来源是基金的投资组合数据，如果新基金至检测时点尚在建仓期，则暂时根据其招募说明书中关于投资范围和投资比例等规定进行分类。

对于至检测时点已结束建仓期的基金，我们根据投资组合的数据，对该基金的资产构成（包括现金、股票、债券和其他资产）进行分析，并统计最近三年各项资产的平均分布比例。其中，基金建仓期的投资组合数据不纳入考虑。

上述投资组合的统计结果并不决定最终分类，还需结合相应的定性分析。例如，当投资组合的统计结果与招募说明书中的规定及晨星的分类标准出现偏离，需要分析偏离的原因，再决定最终的分类。又如，晨星在分类过程中将充分考虑基金使用融资杠杆而带来的风险。

目前晨星对基金的分类检测在基金披露季度报告后定期进行，当基金的投资政策发生重大改变时，随时需要重新检测。

衡量基金的收益

晨星用月度回报率（Monthly Total Return）来衡量基金的收益。月度回报率反映在既定的月度内，投资人持有基金所获得的收益。并假设投资人将所得分红均用于再投资，不考虑税收、交易费用。

计算公式：

$$TR = \left\{ \frac{N_e}{N_b} \times \prod_{j=1}^m Ratio_j \times \prod_{i=1}^n \left(1 + \frac{D_i}{N_i} \right) \right\} - 1$$

其中： TR 表示月度回报率

N_e 表示当月末基金单位净值，

N_b 表示上月末基金单位净值，

D_i 表示在计算期间时点 i 单位基金分红金额，

N_i 表示时点 i 分红再投资所依照的基金单位净值，

n 表示计算期内的分红次数，

m 表示计算期内的份额调整次数，

$Ratio_j$ 表示在计算期间时点 j 份额调整的比率

此外，对于基金的份额拆细等情况，收益率计算将进行及时调整。

上述公式也适用计算以往期间的回报率，例如最近一月、最近三月、最近六月、今年以来、最近一年、最近两年、最近三年、最近五年、最近十年。

晨星风险调整后收益(MRAR)

晨星评级是建立在风险调整后收益的基础上。基金的投资是有风险的，风险是收益的不确定性。两只收益情况相同的基金，可能具有迥然不同的风险程度。因此，评价基金业绩时不能仅仅看回报率，还必须考察风险因素。晨星将每只基金的收益进行风险调整，然后再与同类基金进行比较，给予评级。

但是，不同的理论体系对“风险调整后收益”的理解是不同的。一种通常的方法是，先通过杠杆的调整作用使得两只基金的风险水平相等，再对其进行比较。这样，基金的评级就不会过多地受到风险资产数量或者杠杆作用的影响。经典的夏普比率就是这样的调整方式。

另一种风险调整的方法是建立在投资人风险偏好的基础上，认为投资人喜欢高的收益而厌恶风险，而不考虑风险和收益是如何结合的。因此，在评级时候，奖励收益而惩罚风险。晨星基金星级评价方法就是建立在投资人风险偏好的基础上。晨星考察的风险，主要体现在基金月度回报率的波动，尤其是下行波动（Downward Variation）。

那么，晨星如何衡量基金的风险调整后收益呢？

“晨星风险调整后收益”（Morningstar Risk-Adjusted Return）是晨星星级评价的核心指标，又称 MRAR。MRAR 的衡量具有以下特点。

- 1、未规定超额收益是服从特定分布的；
- 2、在所有情况下，风险要受到惩罚；
- 3、其理论基础——期望效用理论被专业投资人和分析师所接受。

MRAR 的衡量以期望效用理论（Expected Utility Theory）为基础，该理论认为投资人：比起无法预期的高收益，更倾向于可预见的低收益；愿意放弃一部分预期收益来换取确定性较强的收益。在此前提下，根据每个投资组合的期末价值构造效用函数，然后计算期望效用并按照其数值高低对所有的投资组合进行排名。

晨星根据每只基金在计算期间月度回报率的波动程度尤其是下行波动的情况，以“惩罚风险”的方式对该基金的回报率进行调整；波动越大，惩罚越多。如果有两只基金回报率相近，晨星对其中回报波动较大者给予更多的风险惩罚。通

过上述方法，体现基金各月度业绩表现的波动变化，并更加注重反映基金资产的下行波动风险；从而奖励业绩持续稳定者，并减少由于基金短期业绩突出而掩盖内在风险的可能性。

如果纯粹按表现来评级而不考虑风险调整，则可依据 $MRAR(0)$ 。如果评级方法对风险给予较多的惩罚，则要求 $\gamma > 0$ 。依据晨星评级的全球标准，我们取 $\gamma = 2$ 。

$MRAR$ 是以年度化收益来表示，其可以分解成两部分：一部分为收益部分，即 $MRAR(0)$ ；另一部分为风险部分，即 $MRAR(0) - MRAR(2)$ 。

晨星星级评价

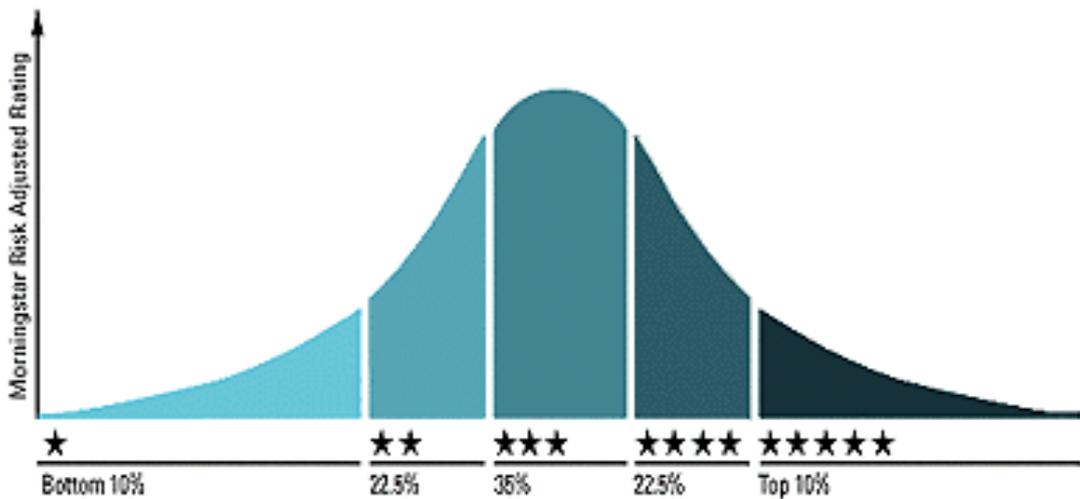
以下是晨星进行星级评价所需要的资料：

1、基金分类方法和分类名单。

2、基金数据库，包括每只基金的类别、单位资产净值、分红、月度回报率

晨星现阶段为具备三年或三年以上业绩数据的国内开放式基金提供评级，而且同类基金必须不少于 5 只才具有评级。需要说明的是，货币市场基金和保本基金不参与评级。对于同类基金少于 10 只的类别，其评级结果在国内市场并不公开发布。

给予某类基金三年评级时，晨星会根据各基金截至当月末的过去 36 个月回报率，计算出风险调整后收益 MRAR(2)。各基金按照 MRAR(2)由大到小进行排序：前 10%被评为 5 星；接下来 22.5%被评为 4 星；中间 35%被评为 3 星；随后 22.5%被评为 2 星；最后 10%被评为 1 星。在具体确定每个星级的基金数量时，采用四舍五入的方法。



晨星现阶段提供三年评级和五年评级结果，随着国内基金业的发展，晨星还将按月提供十年评级的结果。其中，一年按 12 个月计。

如何使用晨星星级评价

晨星星级评价是以基金以往业绩为基础的定量评价，旨在为投资人提供一个简化筛选基金过程的工具，是对基金进一步研究的起点，而不应视作买卖基金的建议。

基金具有高的星级，并不等于该基金未来就能继续取得良好的业绩，基金未来表现仍然受到多项因素如基金经理更换、投资组合变动等影响。基金具有高的星级，也不等于其就适用于每个投资人的基金组合，因为由于每个投资人的投资目标、投资周期和风险承受能力有所不同。

投资人在挑选基金的时候，应注意以下事项：

1. 如果基金经理有变动，晨星星级评价不会随之改变。因此，评级结果可能只反映了前任基金经理管理该基金的业绩。
2. 晨星星级评价是把同类基金进行比较。每类基金中，有 10% 具有三年及三年以上业绩表现的基金会获得 5 星级。但投资人需要注意的是，如果某类基金在计算期内的风险调整后收益均为负数，则该类基金中的 5 星级基金风险调整后收益也可能是负数。
3. 晨星星级评价结果每月定期更新。投资人不应以星级下降作为抛售基金的指引。晨星星级评价结果的变化，并不一定表示基金业绩表现的回落，也可能只是其他同类基金表现转好所致。