

固定收益类资产的基准选择

规划研究部 绩效评估处

固定收益类资产是投资者按事先约定好的利息率在一定的时期内获得稳定收益的资产类别，与股票等其他类资产相比波动性较小，风险较低。对于机构投资者（如保险公司养老金公司）而言，固定收益类资产在整体资产内占比最大，收益稳定，通常作为收益的保护垫。

从绩效评估的通用原则上来看，固定收益类资产的绩效评估与权益类资产相同，都是要在明确资产收益率的基础上，通过与适用基准的比较，评价自身投资业绩的优劣。但由于固定收益类资产本身的特性与权益类资产不同，无论是基准的选取还是归因模型都有差异，本文将主要就不同类别固定收益资产的基准选取进行分析。

一、固定收益类资产的分类

固定收益类资产可以从多维度进行分类，主要有以下三种：

1. 从二级资产种类上可分为债券、定期存款、协议存款和信托投资等。

2. 从会计分类维度分为交易性、可供出售类和持有到期类固定收益资产。

3. 从资产管理方式上可分为委托与自营，机构投资者通常将交易类固定收益资产（主要为债券）委托给管理人投资；持有到期型固定收益资产基本为自营资产。

所有子类的固定收益资产都具有按契约获得约定收益的特性，但每种类别又因投资市场、交易对手和持有目的等不同在选取基准时具有差异。机构投资者（如保险公司、养老金投资公司等）的固定收益类资产通常同时包括以上多种类别，因此在选取基准时也有所不同。

二、不同类别固定收益类资产的基准选择

（一）二级子类固定收益资产基准的选取

从持有目的上来看，定期存款、协议存款和信托都属于持有到期类固定收益资产，通常选取对应期限的代表市场利率的产品加点作为基准，如国债发行利率或者定期存款利率加点。

债券类资产由于具有交易市场和流动性，在购入时依据会计准则可分为三类。如果将机构投资者持有的可供出售类固定收益资产（AFS）和持有到期类固定收益资产（HTM）都视为配置型固定收益资产，与交易性固定收益资产区别如下：

	交易性	配置类
会计处理不同	按公允价值计量;价值变动计入当期损益	可供出售类按公允价值计量, 价值变动计入权益; 持有到期类按摊余成本计量, 价值变动计入权益。
收益来源不同	持有期的利息收入; 资本利得; 持有可转债时收益随权益市场波动	以获取资产的固定利息收入为主
分析逻辑不同	关注市场情绪, 通过把握市场波动交易牟利	更关注经济的基本面, 关注长期趋势和价值中枢
绩效评估方法	选取合适的市场指数作为基准, 进行归因分析	无通用的市场基准, 需根据个性化需求进行评估

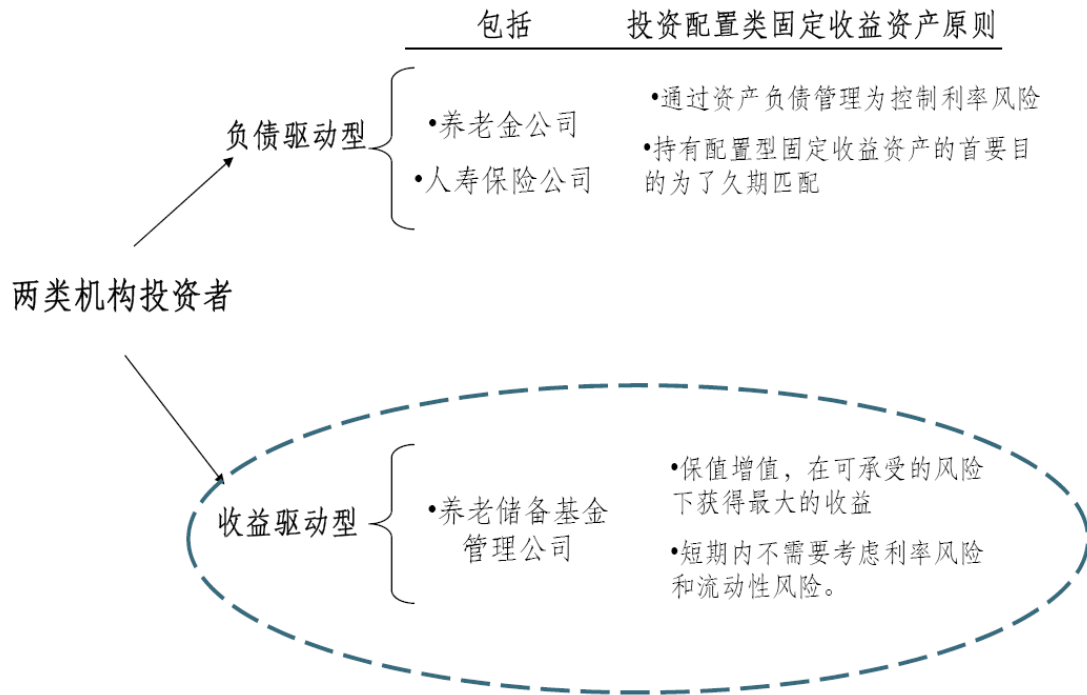
如图表所示, 由于存在以上多方面差异, 交易类和持有到期型固定收益资产的基准选取不同。

(二) 交易类固定收益资产的基准

交易类固定收益资产通常为债券, 采用市场化的委托管理, 以市值进行估值, 因此以市场指数和同业收益作为基准进行评价, 当前中国债券市场能较全面反映市场变动的指数为中债指数。中债指数是中国债券指数的简称。中央登记公司自2002年12月31日起发布中国债券指数系列, 包括国债指数、企业债指数、政策性银行金融债指数、交易所债券指数、银行间债券指数、中短期债券指数和长期国债指数等, 覆盖了交易所市场和银行间市场所有发行额在50亿元人民币以上、待偿期限在一年以上的债券, 指数样本债券每月调整一次。该指数系列以2001年12月31日为基日, 基期指数为100。

（三）持有到期型固定收益资产

机构投资者配置持有到期型固定收益资产的目的并不完全相同，如图所示具体可分为负债驱动型和收益驱动型两大类。



持有到期型固定收益资产大类如下：

1. 协议存款

协议存款是商业银行根据中国人民银行或中国银行业监督管理委员会的规定，针对部分特殊性质的中资资金如邮政储蓄资金、保险资金、社保资金、养老保险基金等开办的存款期限较长、起存金额较大、利率、期限、结息付息方式、违约处罚标准等由双方商定的人民币存款品种。

协议存款的特点是利率比较灵活，由协议双方事前约定，可选择固定利率也可选择浮动利率，一般比同期银行定期存

款利率高10%-15%。不足之处是起存数额较大、期限较长（至少5年）。风险就是所存款的商业银行破产，无法归还存款。

2. 信托投资

信托投资是金融机构用自有资金及组织的资金对筛选评估的项目进行投资。为控制风险，信托投资有多种增信方式。信托投资基准的设定有两种思路：

（1）寻找市场指数：信托资产目前欠缺直接的市场指数，但近年来伴随监管部门资产管理混业化、市场化、披露化的监管政策取向，也可基于信息资讯商整理加工的基础上，编制相应的指数。

（2）调整市场利率：以对应投资期限的公开市场利率（如5年期存款或贷款利率）根据历史经验数据，进行利差的调整。

3. 持有到期类债券

配置类固定收益资产与其他资产相比，难点在于资产本身缺乏市场估值，很难寻找到合适的反映市场收益的基准，且由于持有期通常长于评估期，如何对存量配置类固定收益资产进行考核也是需解决的问题。新增的持有到期类债券基准通常与一级市场期限接近的国债发行利率挂钩。如以国债发行利率为无风险利率，则根据市场经验和历史数据量化信用风险溢价和流动性溢价，将其与国债发行利率进行累加，得到持有到期类债券的基准。

上文对固定收益中子类资产的基准选择进行了分析，但在固定收益类资产作为组合中的大类资产进行战略资产配置时，还需考虑设定固定收益整体的投资基准，满足组合整体的风险收益要求。