

公募 FOF 启航：鸟瞰篇

(创新型基金产品研究之一)

分析师

马刚

S0740510120013

0531-68889527

magang@r.qlzq.com.cn

2016 年 07 月 06 日

联系人

吕思江

021-20315185

lvsj01@r.qlzq.com.cn

投资要点

- 随着 6 月 17 日证监会例行新闻发布会上 证监会发言人对于基金中基金（FOF）做出的重要表态，公募 FOF 这个在国外市场上占据重要地位的产品终于在国内市场获得了法律认可。我们依托 ICI Factbook 2016、晨星公司研究报告等权威数据，对美国公募 FOF 产品进行全方位扫描和分析，力求提供新鲜准确的一手数据，为国内公募 FOF 产品的开发运营提供借鉴。
- 美国公募 FOF 在经过上世纪 80 年代的初创、90 年代的蓬勃发展，目前已经是共同基金公司产品线的重要一员，也是美国养老金的主要投资标的和方式。我们详细分析了公募养老金投资品种中最重要的两种：目标日期基金和生活方式基金的特点、规模、基金公司份额占比和资金来源。美国公募 FOF 产品主要以解决养老金投资需求的目标日期基金(Target Date Fund)和生活方式基金(Life Style Fund)为主。
- 我们认为美国公募 FOF 产品之所以在上世纪 90 年代后大行其道，主要在于它完美的解决了投资者、社会需求和基金公司本身需要三大痛点。
- 通过对美国公募 FOF 运营模式的分析，我们认为目前看来，主动管理 + 被动配置产品或将是国内公募 FOF 启航阶段的最优选项。管理人方面，内部管理在初期可能较为合适，第三方专业化管理则是未来的发展方向。
- 我们从公募基金产品规模和养老金投资规模两个角度对国内公募 FOF 产品潜在市场容量进行了估算，结论都在千亿以上。我们认为我国养老金产业的深化改革和发展将为我国 FOF 产业的发展提供肥沃的土壤。

内容目录

美国公募 FOF 发展现状.....	- 3 -
起源和发展	- 3 -
美国公募 FOF 发展趋势	- 3 -
美国公募 FOF 迅速发展的原因	- 9 -
解决投资者痛点	- 9 -
解决社会养老需求痛点	- 11 -
解决基金公司痛点	- 13 -
国内 FOF 发展状况和展望	- 13 -
国内 FOF 市场发展现状	- 13 -
公募 FOF 产品运作模式解析	- 13 -
两个维度估算国内公募 FOF 发展潜力	- 16 -

图表目录

图表 1: 美国市场 FOF 管理规模、净现金流(亿美元)及数量情况	- 3 -
图表 2: 1999 年 FOF 管理公司市场份额	- 4 -
图表 3: 2013 年 FOF 管理公司市场份额	- 4 -
图表 4: 先锋基金 Vanguard Target Retirement 2025 fund 下滑航道	- 5 -
图表 5: TDF 规模、净现金流和基金数量 1995-2015	- 5 -
图表 6: 2013TDF 基金份额占比	- 6 -
图表 7: 2013TDF 市场份额 2%以上的基金公司	- 6 -
图表 8: TDF 中各类型投资占比	- 7 -
图表 9: TDF 中各类型投资占比(亿美元)	- 7 -
图表 10: LSF 规模、净现金流及基金数量	- 8 -
图表 11: LSF 中各类型投资占比	- 8 -
图表 12: LSF 中各类型投资占比(亿美元)	- 8 -
图表 13: TDF 和 LSF 占美国公募 FOF 规模总比重	- 9 -
图表 14: 2015 年全球开放式基金中各地区占比	- 10 -
图表 15: 美国公募基金规模(亿美元)及数量变化	- 10 -
图表 16: 美国公募 FOF 在全部公募产品中规模占比	- 11 -
图表 17: 60 年代以来美国修订的有利于 FOF 发展的法案	- 12 -
图表 18: 美国退休资产中 DCplan 和 IRAs 占比	- 12 -
图表 19: DCplan/IRAs 中投资在公募产品中的比例	- 13 -
图表 20: 公募 FOF 运作模式解析	- 14 -
图表 21: 股票型、混合型和债券型 FOF 占比	- 15 -
图表 22: 我国公募基金资产净值和基金数量	- 16 -
图表 23: 从养老金规模估算国内公募 FOF 产品潜在市场规模	- 17 -

美国公募 FOF 发展现状

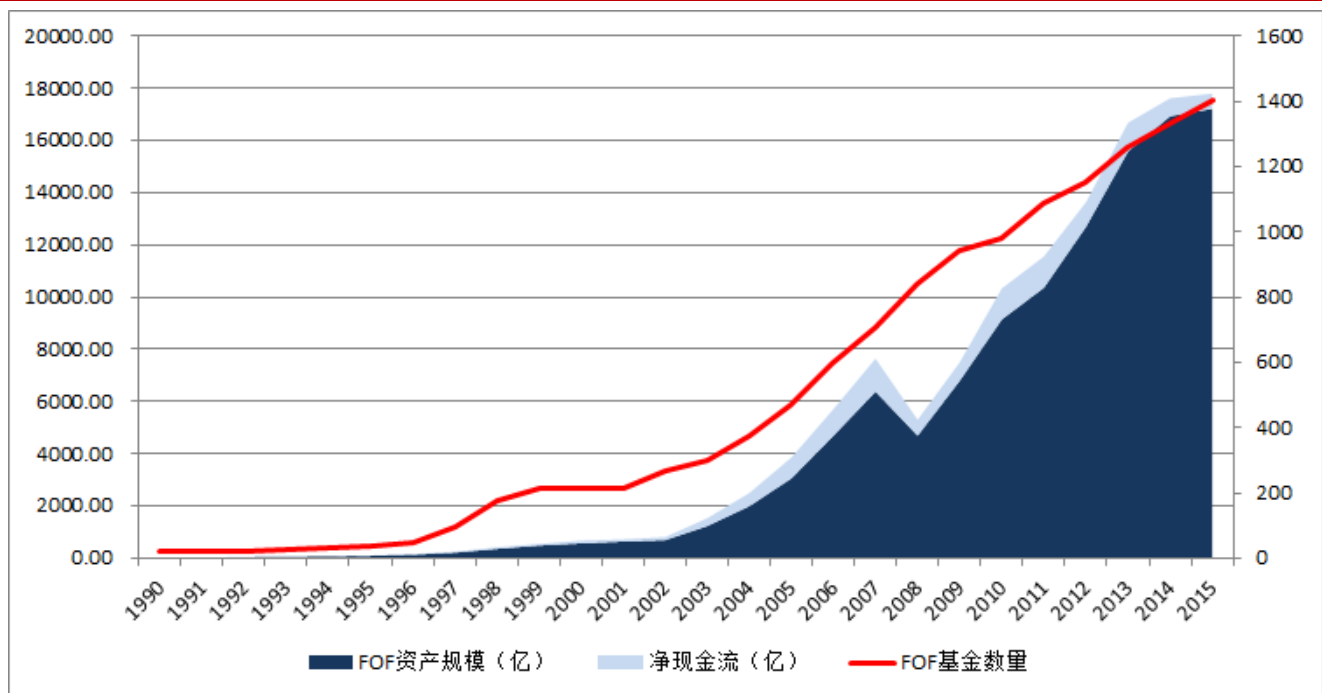
起源和发展

FOF 被称为基金中的基金，是指专门投资于“一篮子”基金的基金，而非直接投资于股票、债券等工具，从而达到资产配置、降低投资门槛和分散风险等目的。

FOF 概念起源可追溯至上世纪 70 年代，最初是指投资于一系列私募股权基金的基金组合。公募基金 FOF 产生于 20 世纪 80 年代。1985 年 3 月，美国市场第一只真正意义上的 FOF 由先锋基金率先推出。该基金 70% 的资产投资于股票，30% 投资于债券，且均投资于公司旗下基金，年化增长达到近 80%。

美国市场 FOF 基金产业的发展领先全球。1985 年先锋公司发行的第一只 FOF 产品资产规模只有 1.12 亿。根据 ICI 统计，到 1990 年，美国市场仅有 20 只 FOF 基金产品，管理规模也不过 14 亿美元；而截至 2015 年年底，美国已有 1404 只 FOF 基金，资产规模已达到 1.72 万亿美元，规模增长过万倍。

图表 1：美国市场 FOF 管理规模、净现金流(亿美元)及数量情况

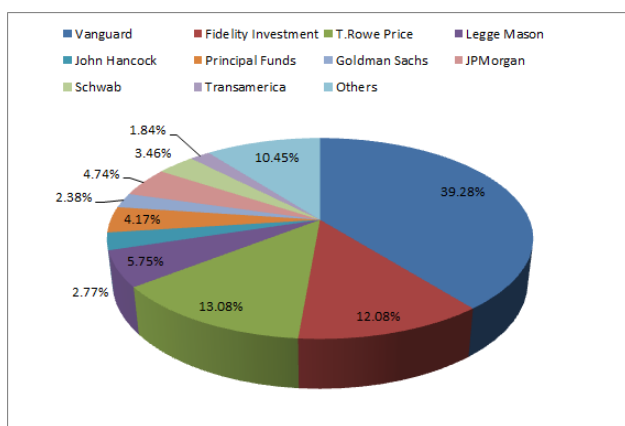


来源：ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

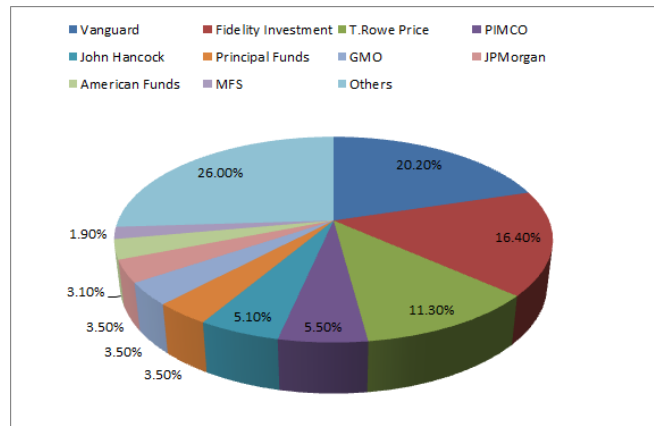
美国公募 FOF 发展趋势

美国 FOF 产品市场目前显现出行业集中度趋于分散，产品类型趋于多元

化的特点。晨星数据显示，截至 1999 年底，美国市场 FOF 基金共有 124 只，发行机构有 37 家，资产管理规模为 433 亿美元。行业集中度较高，前三大公司分别为先锋（Vanguard）、普信（T.Rowe Price）和富达（Fidelity），各自市场份额为 39.28%、13.08%、12.8%，三家共占 65.16%，前十大基金管理公司占了近 90% 的市场份额。而截至 2013 年年底，经过十多年的发展，FOF 基金规模已达到 1.5 万亿美元，产品数量达到 1257 只，此时占据市场份额最大的依然是这三家公司，分别为 20.2%、16.4% 和 11.3%，前三大公司占了近一半市场份额，行业地位难以动摇；前十大基金管理公司占了 FOF 市场 74% 的份额。下图中我们梳理了 1999 年和 2013 年美国 FOF 市场管理公司的市场份额情况。

图表 2：1999 年 FOF 管理公司市场份额


来源：ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

图表 3：2013 年 FOF 管理公司市场份额


来源：ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

美国 FOF 产品类型经历了从相对单一到多元化的发展。20 世纪 90 年代初，美国 FOF 产品投向配置型、股票型和固定收益型三个大类，具体到 5 个细分类别；经过二十多年的发展，产品类型呈现多元化，目前有配置型、股票型、另类投资型、固定收益型和税费优先型 5 个大类，共 43 个细分类别。

美国公募 FOF 以针对保障计划基金为主

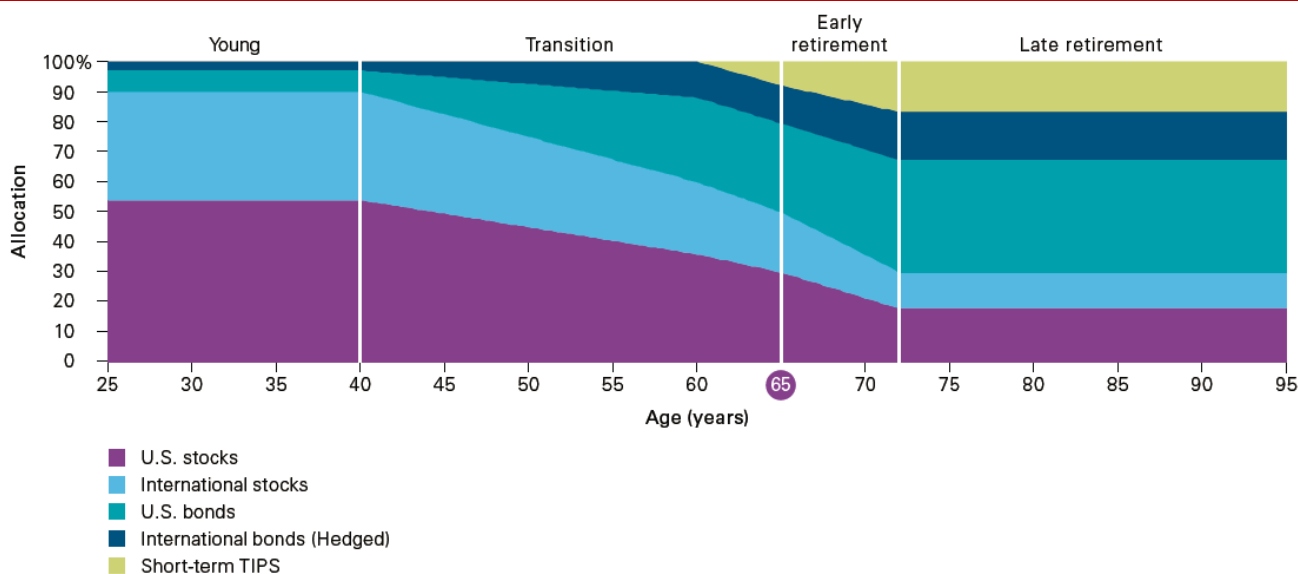
随着美国养老金制度的不断改革和深化，对养老金的投资需求不断上升。在美国有两种跟养老金投资有关并且较为成熟的 FOF 基金运作模式，即目标日期基金（Target Date Fund）和生命周期基金（Lifecycle Fund）。

目标日期基金(TDFs)

目标日期基金（TDFs）最早由巴克莱推出，是指随着目标日期的到来，基金管理者逐渐降低股票等高风险资产的配置比例，转而提高债券、现金类低风险资产的配置比例。目标日期基金也被称为生命周期基金，代表产品有先锋基金公司发行的 Vanguard Target Retirement 2025 Fund。

下滑航道（glide path）是为目标日期基金设计的一种资产配置模式。该模式在早期（距离目标日期较远）更多地配置诸如股票等相对激进的资产；在距离目标日期较近时配置债券类保守型资产。如图所示，Vanguard TDFs 在基金委托人 40 岁之前配置约 90% 的股票型资产，因为年轻时候个人的财务风险承受能力较强。40 岁之后，股票型资产逐渐下降。一直到 72 岁，股票型资产逐渐被债券类保守型资产所替代。为了帮助委托人达到分散风险、保持增长的目的，Vanguard TDFs 在委托人退休时依然保持 50% 的股票类资产，直到七年之后才降为 30%。

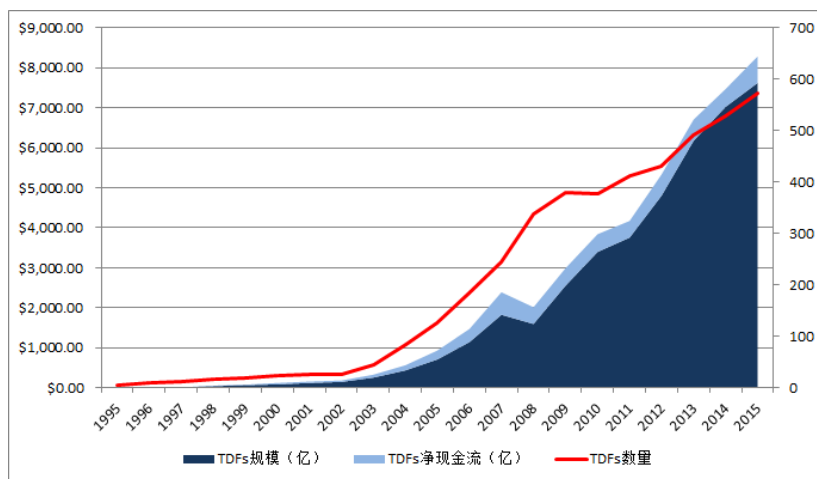
图表 4：先锋基金 Vanguard Target Retirement 2025 fund 下滑航道



来源：Vanguard, 中泰证券金融工程

从下表可以看出，据 ICI 统计，目标日期基金规模由 1995 年的 4.87 亿美元增长到 2015 年的 7625.4 亿美元，基金数量从 1995 年的 6 只增加到 2015 年的 573 只。

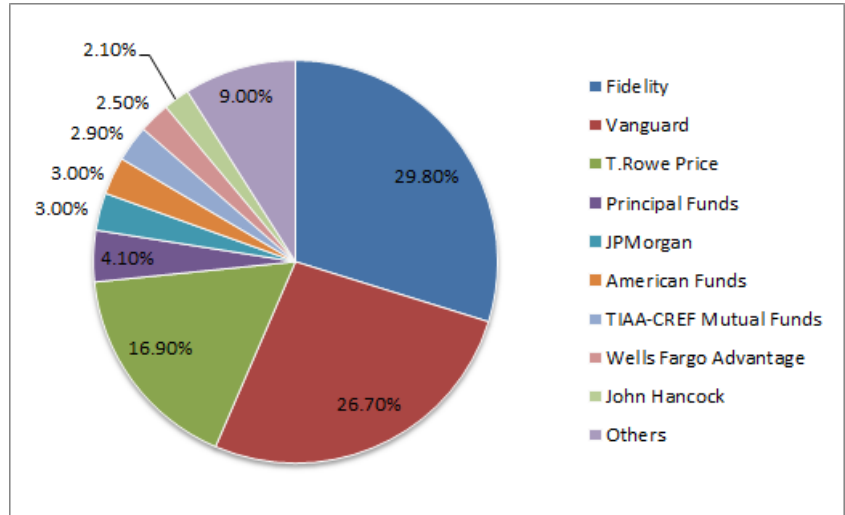
图表 5：TDF 规模、净现金流和基金数量 1995-2015



来源：ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

截至 2013 年 12 月 31 日，目标日期基金市场份额最大的三家基金公司分别为富达（29.8%）、先锋（26.7%）和普信（16.9%）。

图表 6：2013TDF 基金份额占比



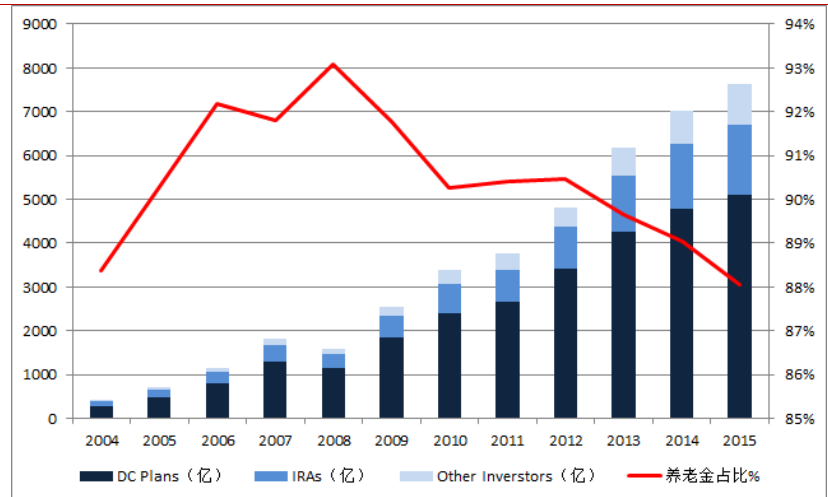
来源：ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

图表 7：2013TDF 市场份额 2% 以上的基金公司

Fund Family	Total Net Assets		Organic Growth Rate 2013 %	Market Share 2013 %	Firm's Net Flow from Target-Date Funds % ¹
	2012	2013			
Fidelity Investments	157,189,644,919	185,582,123,989	1.9	29.8	54.8
Vanguard	124,359,813,721	166,148,133,463	14.7	26.7	14.0
T. Rowe Price	80,234,687,672	105,099,029,776	10.1	16.9	95.2
Principal Funds	21,025,958,178	25,331,272,577	4.2	4.1	14.1
JPMorgan	9,372,706,814	18,807,408,724	78.6	3.0	37.3
American Funds	13,268,889,133	18,680,700,212	17.6	3.0	(G)
TIAA-CREF Mutual Funds	12,692,934,184	18,203,254,268	21.4	2.9	42.3
Wells Fargo Advantage	13,819,325,436	15,573,428,003	0.1	2.5	(G)
John Hancock	9,794,158,343	13,221,369,013	17.1	2.1	16.1
American Century	6,569,258,606	10,191,807,847	37.5	1.6	(G)

来源：ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

目标日期基金的资金来源主要是养老金的 DC Plan 和 IRAs。根据 ICI 统计，美国目标日期基金约 90% 来源于养老金。下图中可以看到，2004 年以来，TDF 中的养老金占比始终保持在 80 以上，占据绝对优势。即便在占比逐渐下降的 2015 年，养老金投资在目标日期基金中的占比仍然高达 88%。在这其中，雇主雇员养老固定收费模式(DC plans : defined contribution)占据大头，个人养老计划(IRAs)占比也在稳步上升。显示出美国养老金投资对于 TDF 型产品的稳定需求。

图表 8: TDF 中各类型投资占比


来源: ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

图表 9: TDF 中各类型投资占比(亿美元)

目标日期基金的资金来源 (亿美元)					
年份	DC Plans (亿)	IRAs (亿)	Other Investors (亿)	总和 (亿)	养老金占比%
2004	290	90	50	430	88.37%
2005	490	160	70	720	90.28%
2006	800	260	90	1150	92.17%
2007	1280	400	150	1830	91.80%
2008	1160	320	110	1590	93.08%
2009	1850	490	210	2550	91.76%
2010	2400	660	330	3390	90.27%
2011	2650	740	360	3750	90.40%
2012	3400	960	460	4820	90.46%
2013	4270	1270	640	6180	89.64%
2014	4770	1490	770	7030	89.05%
2015	5110	1600	910	7620	88.06%

来源: ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

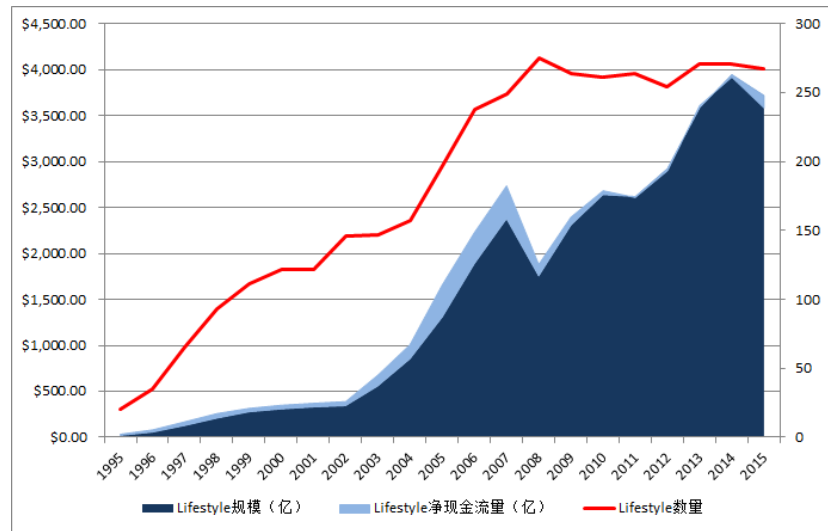
生活方式基金(LSFs)

不同于目标日期基金的设计, 生活方式基金(Life Style Fund)设定的是一个风险水平, 因此又称目标风险基金。生活方式基金根据最初设定的风险水平进行相应的资产配置。

根据 ICI 数据, 生活方式基金规模从 1995 年的 22.59 亿美元增长到 2015 年的 3720 亿美元, 基金数量从 1995 年的 20 只增加到 2015 年的 267 只。

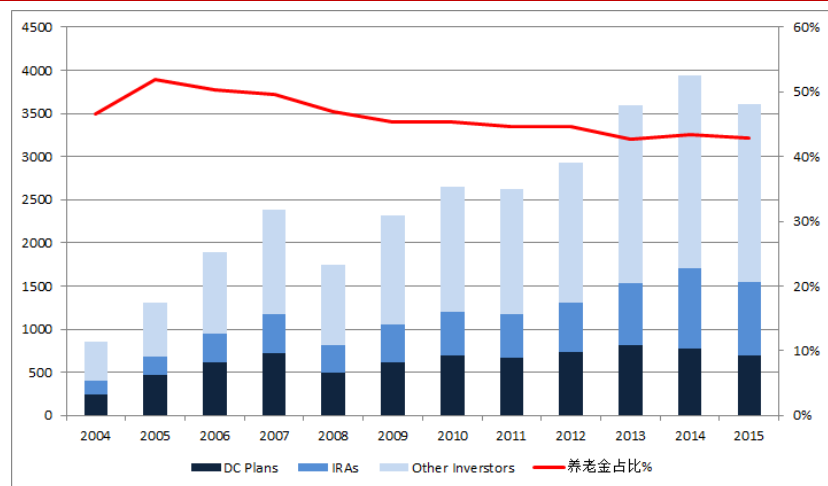
根据 ICI 统计, 生活方式基金的自己来源有养老金的 DC Plan 和 IRAs, 以及其他投资者。养老金的占比约为 43%, 不及目标日期基金中的养老金占比, 但仍然占据半壁江山。

图表 10: LSF 规模、净现金流及基金数量



来源: ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

图表 11: LSF 中各类型投资占比



来源: ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

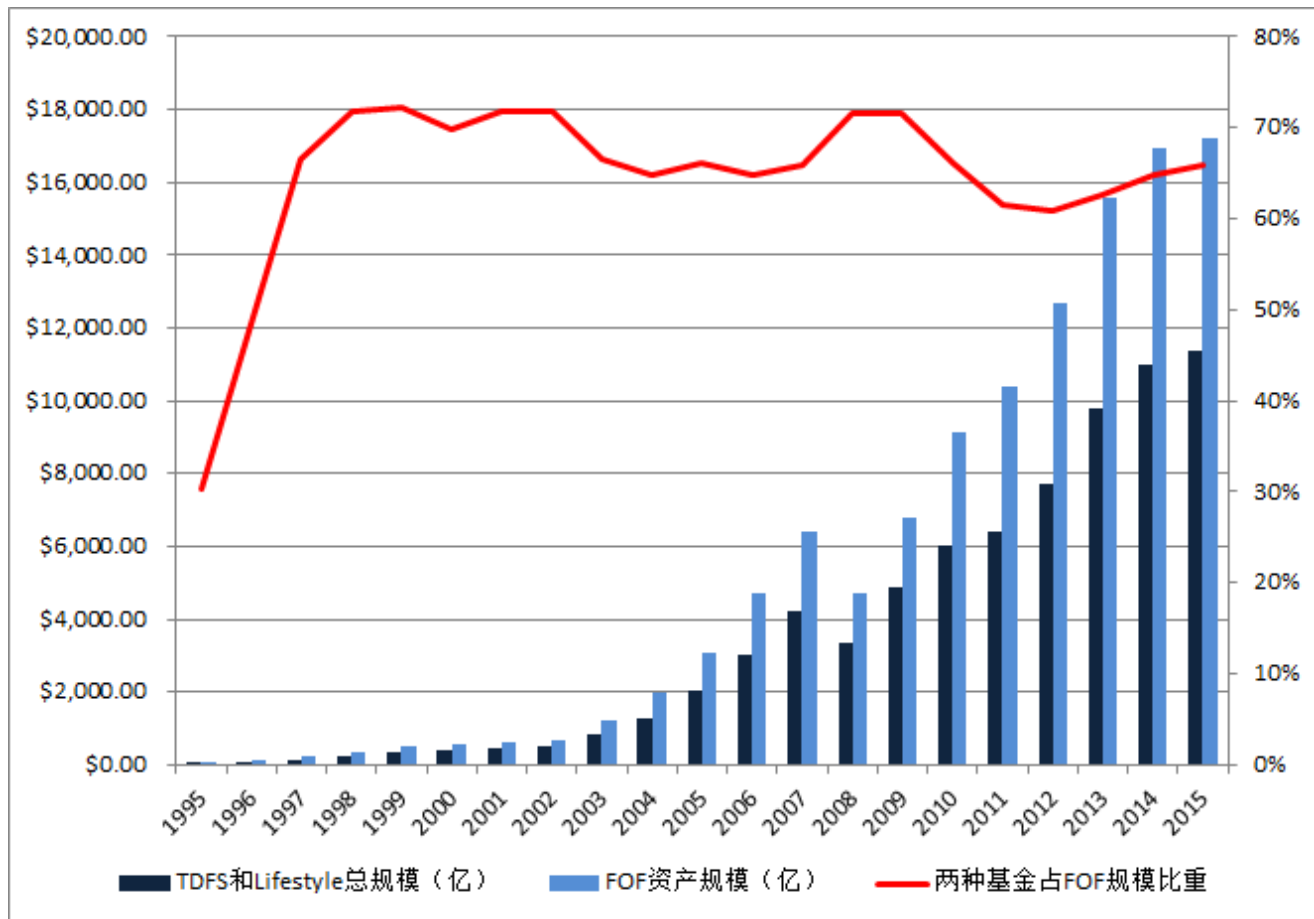
图表 12: LSF 中各类型投资占比(亿美元)

生活方式基金的资金来源 (亿美元)						
年份	DC Plans (亿)	IRAs (亿)	Other Investors (亿)	总和 (亿)	养老金占比	
2004	240	160	860	1260	46.51%	
2005	470	210	630	1310	51.91%	
2006	610	340	940	1890	50.26%	
2007	720	460	1200	2380	49.58%	
2008	490	330	930	1750	46.86%	
2009	620	430	1270	2320	45.26%	
2010	700	500	1450	2650	45.28%	
2011	670	500	1450	2620	44.66%	
2012	730	580	1620	2930	44.71%	
2013	820	710	2060	3590	42.62%	
2014	780	930	2230	3940	43.40%	
2015	690	860	2060	3610	42.94%	

来源: ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

近二十年来，目标日期基金和生活方式基金的规模和数量都有了迅猛的发展。近十年，两种基金的规模占整个美国公募 FOF 产品规模的比重平均在 65% 以上。因此，美国公募 FOF 产品主要运作模式就是以目标日期基金和生活方式基金为主。如图 9 所示，目标日期基金和生活方式基金总规模近年来不断上升，而两类基金规模占 FOF 规模比重近年来有所下降，稳定在 64% 左右。

图表 13：TDF 和 LSF 占美国公募 FOF 规模总比重



来源：ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

美国公募 FOF 迅速发展的原因

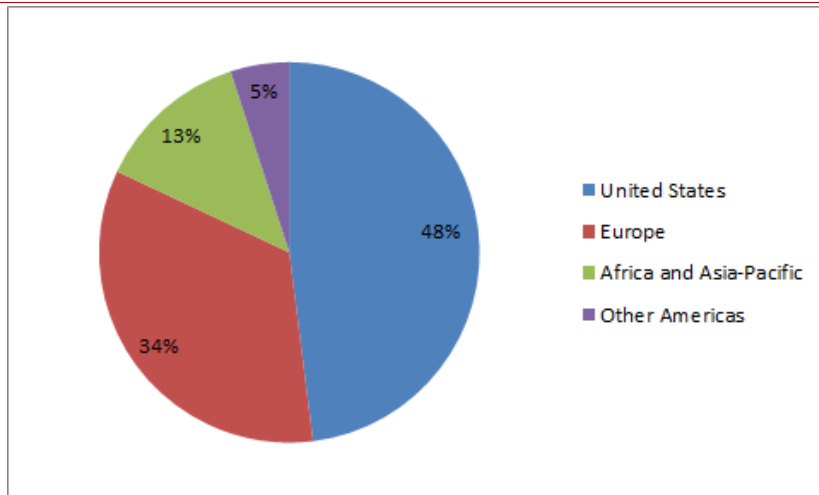
我们认为美国公募 FOF 之所以在上世纪 90 年代后得到迅猛发展，其主要原因就是 FOF 产品解决了美国投资者、社会需求和基金公司自身发展需要的三大痛点。

解决投资者痛点

20 世纪 90 年代，美国经济在以信息技术为主导的新经济拉动下迅猛发展，股市一路高歌猛进，各类基金的规模和数量也得到迅速发展，这为美国市场 FOF 产品的繁荣发展奠定坚实的基础。美国拥有全球最大的基

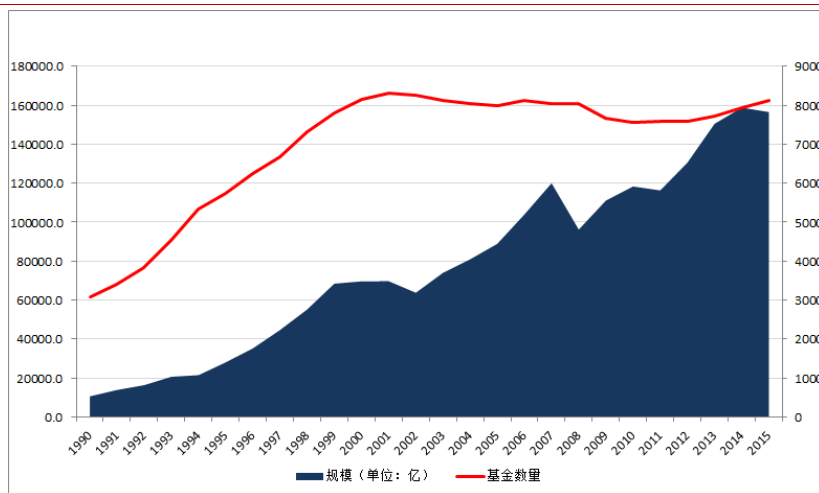
金市场规模。截至 2015 年，全球开放式基金规模达到 37.2 万亿美元，仅美国就有 18 万亿，占 48%。

图表 14：2015 年全球开放式基金中各地区占比



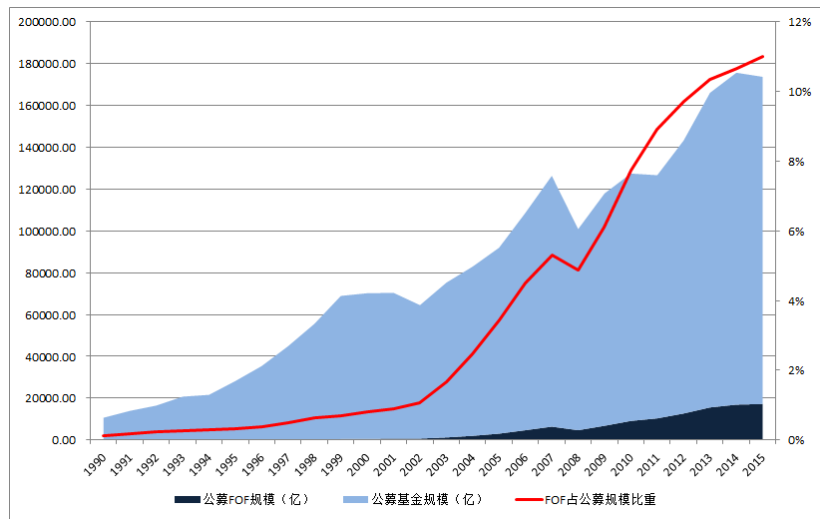
来源：Morningstar，中泰证券研究所

图表 15：美国公募基金规模(亿美元)及数量变化



来源：Morningstar，中泰证券研究所

海量公募基金产品分别投资于不同的“因子”：国家、地方、行业、主题、风格等。如何选“基”已经是一个超越选股的迫切需求。而 FOF 的出现可以较好地解决这些问题。普通投资者可以将选择基金的人物交给专业的 FOF 产品管理人，而公募产品线的蓬勃发展也为 FOF 管理人提供了充足的“弹药”。公募基金规模的不断扩大是公募 FOF 的发展的前提。ICI 数据显示，FOF 市场规模随着公募基金规模的增加不断扩大，并且占整个公募基金规模的比例近年来维持在 10% 以上。

图表 16：美国公募 FOF 在全部公募产品中规模占比


来源：ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

解决社会养老需求痛点

自上世纪 90 年代后，美国政府大力发展公司层面的雇主/雇员养老（DB/DC plan）和个人层面的养老体系（IRAs）。由于选股需要大量的专业知识和精力投入，仅仅希望达到保值增值、安全养老目的的个人投资者不可能也不愿意直接投资股票（即便是现在美国雇主提供的 DB/DC Plan (401K) 和个人养老的 IRAs 中，对于投资个股的比例也有严格限制）。公募基金所开发的产品显示出“抓住重点，简单明了”的特点，深受个人养老投资者的青睐。其中生命周期型和生活方式型基金由于满足稳妥可靠、风险可控的养老需求而大受欢迎。此外美国政府不断通过法律法规和税收优惠政策对养老金投资公募 FOF 产品提供支持。养老金制度的完善直接为美国公募 FOF 产品的大爆发奠定基础。1996 年美国通过《全国证券市场改善法案》（National Securities Markets Improvement Act of 1996），取消了限制公募基金发行 FOF 产品的限制，极大地提升了 FOF 发展空间。ICI 数据显示，1996 年有 36 只 FOF 产品，规模为 134 亿美元；而 1997 年就有 45 只 FOF 产品，规模达到 214.8 亿美元。除此之外，1997 年通过的《纳税人救助法》、2001 年通过的《经济增长与减少税收法案》、2006 年通过的《退休金保护法案》等都是美国政府通过立法来支持 FOF 发展的重要举措。

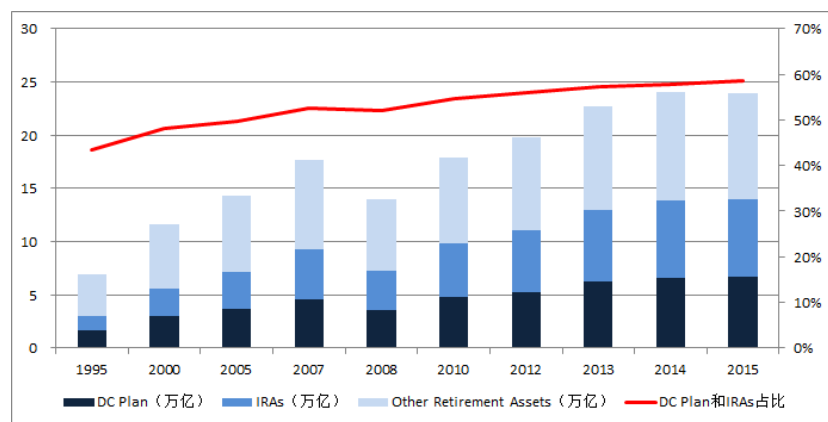
ICI 数据显示，截至 2015 年年底，美国退休资产市值为 23.9 万亿美元，与 2014 年持平；其中，DC Plan 和 IRAs 占到总资产的 58.58%。

图表 17: 60 年代以来美国修订的有利于 FOF 发展的法案

1962	The Self-Employed Individuals Tax Retirement Act creates savings opportunities (Keogh plans) for self-employed individuals.	2003	The Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act (JGTRRA) provides mutual fund shareholders with the full benefits of lower tax rates on dividends and capital gains.
1971	Money market funds are introduced.	2006	Enactment of the Pension Protection Act (PPA) and the Tax Increase Prevention and Reconciliation Act provides incentives for investors of all ages to save more in tax-deferred and taxable investment accounts.
1974	The Employee Retirement Income Security Act (ERISA) creates the individual retirement account (IRA) for workers not covered by employer-sponsored retirement plans.	2008	The SEC votes to adopt the Summary Prospectus rule. Reserve Primary Fund fails to maintain \$1.00 NAV, becoming the second money market fund in 25 years to "break a dollar."
1976	The Tax Reform Act of 1976 permits the creation of municipal bond funds. The first retail index fund is offered.	2009	Money market fund assets hit \$3.9 trillion, their highest level to date. The Money Market Working Group, a task force of senior industry executives, submits its report to the ICI Board. The board endorses the working group's call for immediate implementation of new regulatory and oversight standards for money market funds.
1978	The Revenue Act of 1978 creates new Section 401(k) retirement plans and simplified employee pensions (SEPs).	2010	The SEC adopts new rules and amendments to regulations governing money market funds. In <i>Jones v. Harris</i> , the U.S. Supreme Court unanimously upholds the Gartenberg standard under which courts have long considered claims of excessive fund advisory fees. Enactment of the RIC Modernization Act streamlines and updates technical tax rules, benefiting shareholders by making funds more efficient.
1981	The Economic Recovery Tax Act establishes "universal" IRAs for all workers. IRS proposes regulations for Section 401(k).	2011	In <i>Business Roundtable et al. v. SEC</i> , the United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit vacated the SEC's proxy access rule for failing to adequately evaluate the rule's costs and benefits. ICI Global—the first industry body exclusively advancing the perspective of global investment funds—is formed.
1986	The Tax Reform Act of 1986 reduces IRA deductibility.	2014	The SEC adopted sweeping changes to the rules that govern money market funds, building upon the changes to money market fund regulation adopted by the SEC in 2010.
1987	ICI welcomes closed-end funds as members.	2015	The Federal Reserve raises its short-term policy interest rate target for the first time in more than nine years.
1990	Mutual fund assets top \$1 trillion.		
1993	The first exchange-traded fund (ETF) shares are issued.		
1996	Enactment of the National Securities Markets Improvement Act of 1996 (NSMIA) provides a more rational system of state and federal regulation, giving the SEC exclusive jurisdiction for registering and regulating mutual funds, exchange-listed securities, and larger advisers. States retain their antifraud authority and responsibility for regulating non-exchange-listed offerings and smaller advisers. The Small Business Job Protection Act creates SIMPLE plans for employees of small businesses.		
1997	The Taxpayer Relief Act of 1997 creates the Roth IRA and eliminates restrictions on portfolio management that disadvantage fund shareholders.		
1998	The SEC approves the most significant disclosure reforms in the history of U.S. mutual funds, encompassing "plain English," fund profiles, and improved risk disclosure.		
1999	The Gramm-Leach-Bliley Act modernizes financial services regulation and enhances financial privacy.		
2001	Enactment of the Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act (EGTRRA) of 2001 significantly expands retirement savings opportunities for millions of working Americans.		

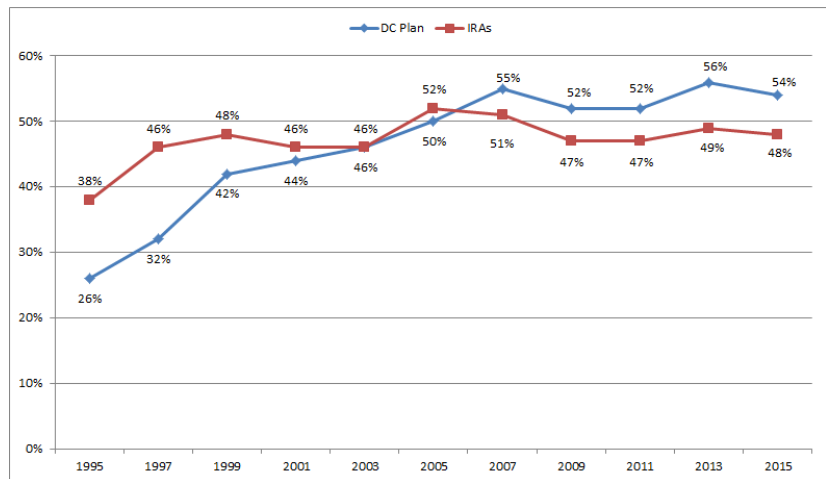
来源: ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

图表 18: 美国退休资产中 DCplan 和 IRAs 占比



来源: ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

截至 2015 年, 在 DC plan 和 IRAs 资产中, 又分别有 54%和 48%是投资在由公募管理的产品中。

图表 19: DC Plan/IRAs 中投资在公募产品中的比例


来源: ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

解决基金公司痛点

许多大型基金公司内部产品线完善, 投资种类丰富, 公募基金产品工具化是大势所趋。但投资者本人可能受限于知识结构, 根本无法很好的使用这些工具, 导致产品发展受限, 规模无法做大。假如基金公司不能主动进行内部整合完善, 则这些产品恐怕将会被市场所淘汰。FOF 产品此时应运而生, 通过 FOF 资产端投资这类工具化产品, 为之输入新鲜血液, 整合完善并盘活这类产品的资金保有量, 能够很好地解决基金公司需求。

国内 FOF 发展状况和展望

国内 FOF 市场发展现状

相比美国, 我国公募 FOF 发展处于草创阶段, 2014 年 8 月 8 日起实施的《公开募集证券投资基金运作管理办法》, 确立了公募 FOF 的法律地位。2016 年 6 月 17 日, 证监会发布《公开募集证券投资基金运作指南第 2 号—基金中基金指引(征求意见稿)》对公募 FOF 投资对象、基金费用、信息披露等内容作了规范。待细则落地, 公募 FOF 即真正进入实质性操作阶段。目前国内严格意义上的 FOF 产品不多, 主要是券商集合理财 FOF 和私募基金 FOF, 但这些产品受限于发行方的资产配置能力、配置标的有限、议价能力缺乏的制约, 无法和公募 FOF 产品相比。

公募 FOF 产品运作模式解析

借鉴美国 FOF 的发展模式, 我们认为 FOF 共有八种运营模式, 我们分别从管理方式、管理端和资产端三个维度考虑。

图表 20：公募 FOF 运作模式解析

FOF管理方式	FOF管理人	资产端
<ul style="list-style-type: none"> • 主动 • 被动 	<ul style="list-style-type: none"> • 内部管理人 • 第三方投资顾问 	<ul style="list-style-type: none"> • 主动 • 被动

来源：中泰证券金融工程

从管理方式角度可以分为主动管理和被动管理；从基金管理人角度可以分为内部管理人和第三方投资顾问；从投资标的基金角度可以分为主动型标的基金和被动型标的基金。因此共有八种运营模式。我们认为最合国内 FOF 发展的模式是以下两种：主动+内部管理人+被动 或者 主动+第三方投资顾问+被动，原因如下：

1. 竞争因素

资产端的标的基金若是主动型产品，FOF 管理人若为内部管理人，本身作为基金管理人与所投标的基金管理人之间存在竞争关系，不利于 FOF 产品投资的开展。为避免竞争，一条途径是资产端选择被动型标的基金，另一条途径则是管理人选择无利益冲突的第三方投资顾问。后者很可能产生双重收费问题从而加重 FOF 运营成本。

2. 流动性和透明度需求

公募 FOF 产品要求能及时披露当日收益、净值等信息，如果按照国内第三方、银行、券商资管等流行的配置私募基金方式来运作公募 FOF 产品，由于底层资产为私募基金产品无法每日公布净值，可能在流动性和透明程度方面无法和公募产品匹配。

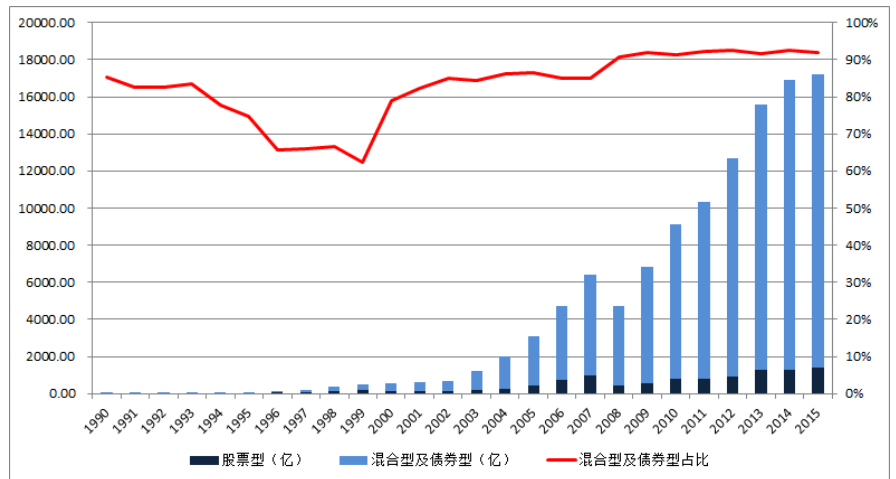
3. 集中化问题

主动型基金产品往往存在集中化、同质化（重复投资）问题。若 FOF 产品资产端投资于这类产品，将会削弱 FOF 本身二次分散风险的功能。

4. 盘活工具型产品

对于大多数规模不大的被动型工具产品而言，FOF 产品资产端选择被动型标的基金有利于整合与激活这类工具产品的资金保有量。

我们发现诸如美国养老金（DC Plan 和 IRAs）、香港的强积金（MPF）等社会保障类基金会大比例配置公募 FOF，且公募 FOF 资产配置方面多以债券和混合型基金（稳定在 90%以上）的稳健收益类资产为主（如图 8 所示）。FOF 产品收益稳定，且具有一定的流动性，受到养老金、社保基金及银行委外资金等的青睐。下图中我们计算了自 1990 到 2015 年美国公募 FOF 产品中股票型、混合型和债券型资产占比。

图表 21：股票型、混合型和债券型 FOF 占比


来源：ICI Factbook 2016, 中泰证券金融工程

综合上述分析，我们认为我国 FOF 产品资产端首选被动型标的基金。

对管理人的考虑

考虑 FOF 管理人端，我们认为内部管理人和第三方投资顾问均可，但未来趋势将是内部管理人向第三方公司延伸。内部管理人模式适合于产品线完整的大型基金公司，如国外的富达基金、先锋基金等。这类公司旗下产品特点为种类丰富，投资风格多元化，风险控制能力突出，是 FOF 产品首选标的基金。短期内，内部管理人模式将更有优势，它既不会产生业务上的摩擦，也不会双重收费的问题。第三方投资顾问的优势有以下两点：1. 第三方投资顾问有丰富的管理经验、专业的产品筛选和组合构建，与擅长证券市场基础研究的基金公司形成优势互补；2. 基金公司可以借助第三方投资机构降低基金研究的成本，从而提高资产管理规模。3. 可以避免内部管理人投资内部产品的道德风险。该模式适合中小型基金公司，以及拥有渠道优势但证券市场研究实力相对较弱的银行、保险等机构。目前我国资本市场上已经出现一批发展较为成熟的第三方投资顾问公司，如诺亚财富、好买财富、朝阳永续财富管理公司等。随着 FOF 市场的发展，我们预测将来会出现各细分领域专业化程度高的第三方投资顾问公司，如专门从事资产配置、产品销售等中小型精品第三方公司。

对管理方式的考虑

FOF 管理方式的选择，我们推荐主动的资产配置模式。上述分析可知，资产端我们选择被动型基金作为 FOF 的标的基金，若管理方式选择被动，则 FOF 产品母层设计的意义不大，直接申赎标的基金即可。因此我们认为只有主动+内部管理人+被动 或者主动+第三方投资顾问+被动两类模式适合国内 FOF 发展。该两类模式有以下优势：

1. 通过 FOF 基金管理人二次择优、二次分散风险，使得 FOF 可以根据市场灵活调整，获得超额收益。

2. 资产端是被动型管理的基金，收费低廉，有效降低 FOF 运营成本。

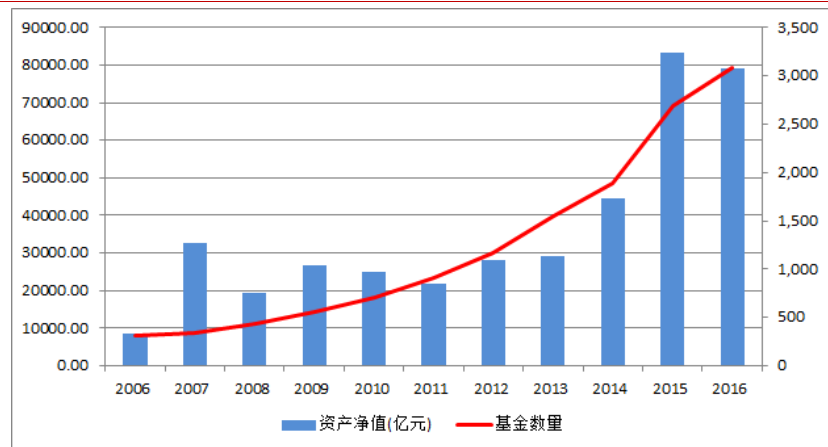
两个维度估算国内公募 FOF 发展潜力

从公募基金规模看 FOF 规模

从公募基金规模估算 FOF 规模比较直观，假设中国的 FOF 产业规模与公募基金规模的比重同美国相似，可以通过目前中国公募基金规模估算当下 FOF 市场规模。

近年来我国公募基金规模和数量都呈现爆发式增长，截至 2016 年 7 月 1 日，共有 3082 只公募基金，资产净值达到 79186 亿元。

图表 22：我国公募基金资产净值和基金数量



来源：Wind，中泰证券金融工程

假设目前中国公募基金规模在 8 万亿元，按照美国公募 FOF 占公募基金规模比重的 10%来估算，国内公募 FOF 规模将达到 8000 亿元左右，而国内公募 FOF 市场处于空白期，有很大的提升空间。

从养老金规模看公募 FOF 规模

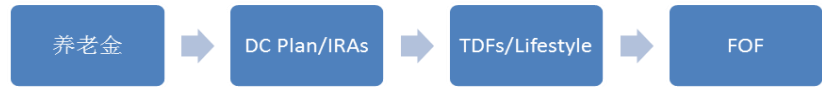
鉴于美国 FOF 产业的快速发展离不开养老金制度的完善，以及养老金（主要是 DC Plan 和 IRAs）规模构成了 FOF 很大比重的事实，结合当下中国养老金体制改革的不断深化和养老金规模的不断扩大的现状，我们提出利用养老金规模来估算 FOF 规模的方法。

基本假设：

1. 美国的养老金除了 DC Plan 和 IRAs，其余部分没有投向 FOF
2. 中国的养老金结构和美国养老金结构类似。

从美国的情况看，连接养老金的规模和 FOF 规模的“两座桥梁”是 DC Plan/IRAs 和 Target-Date Fund/Lifestyle Fund。

图表 23：从养老金规模估算国内公募 FOF 产品潜在市场规模



来源：中泰证券金融工程

所有数据按照美国近三年的算术平均计算：

1. DCPlan/IRAs 占养老金比例 57.92%；DCPlan/IRAs 规模共 13.6 万亿；
2. DCPlan/IRAs 占 TDFs 比重：88.92%，TDFs 规模 6943.33 亿美元；
3. DCPlan/IRAs 占 Lifestyle 比重 42.99%，Lifestyle 规模 3713.33 亿美元；
4. TDFs+Lifestyle 占 FOF 规模比重 64.46%；

因此，DCPlan/IRAs 基金投入到 TDFs+Lifestyle 中的占比为：

$$(6943.33 \times 88.92\% + 3713.33 \times 42.99\%) / 13.6 / 10000 = 5.71\%$$

因此，养老金投入到 FOF 的比例为 $57.92\% \times 5.71\% = 3.31\%$ ；

FOF 规模 = 养老金规模 $\times 3.31\% / 64.46\%$ = 养老金规模 $\times 5.13\%$ 。

按照目前国内养老金规模 2 万亿人民币估算，FOF 规模为 1027 亿。

2016 年 6 月 21 日，毕马威中国在北京举办的养老产业系列论坛中指出，随着中国养老金改革的深化，未来十年中国养老金规模平均增长速度将超过 15%，预计到 2025 年总规模有望达到人民币 45 万亿。按照我们上述养老金规模估算 FOF 的方法，预计 2025 年中国 FOF 产业规模将突破 2 万亿！不得不说，我国养老金产业的深化改革和发展为我国 FOF 产业的发展提供了滋润的土壤。

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。