



公募基金专题研究

国外 FOF 管理模式解析及经验借鉴

联系信息

证券分析师： 金赞
SAC 证书编号： S0160511030004
电话： 0571-87620727
Email: jiny@ctsec.com

研究助理： 温晓丽
电话： 0571-87620749
Email: wenxl@ctsec.com

报告摘要：

- **基金中的基金 (FOF) 含义：**FOF 既是一种专门投资于其他证券投资基金的金融工具，也是一种利用有效投资组合二次分散风险的投资策略。FOF 起源于上世纪 70 年代，最初以私募股权基金作为投资目标，然而真正让 FOF 做到家喻户晓的，是在 1990s 之后快速壮大的公募 FOF 和对冲 FOF。目前，投资私募股权基金的 FOPE、投资共同基金、对冲基金的 FOMF 和 FOHF 构成 FOF 的主要模式。
- **美国 FOMF 管理模式解析：**美国公募 FOF 大致有四种常见模式：
 - (1) 内部管理人+内部基金，这种模式的优势在于可以避免双重收费带来的规模制约；(2) 内部管理人+全市场基金，这种形式的优势是可以有效避免因只用内部基金而引发的道德风险；另一方面，其缺陷亦同样明显，即难以避免双重收费难题；(3) 外部管理人+内部基金，该模式将基金公司对于基础市场和证券的研究实力，以及投资顾问对于大类资产配置专长有机的结合在了一起，实现了双方的优势互补；(4) 外部管理人+全市场基金，本模式常见于销售能力强于研究能力的机构之中，如大型银行和保险公司等。这些机构充分整合了投资顾问和公募基金产品，并利用自己扎实的客户基础，实现产品规模的扩张。
- **FOHF 发展的问题及经验：**(1) FOHF 为投资者提供了信息便利、专业化尽职调查和组合管理，因此投资者除了需要承担投资对冲基金的全部费用之外，还需向 FOHF 管理人支付因为获取这些便利和服务的额外费用；(2) 与直接投资对冲基金相比，双重收费降低了 FOHF 费用调整后的收益以及夏普比率，然而也有学者指出评判 FOHF 的绩效时不应该简单的与直接投资对冲基金进行比较，而是与 FOHF 不存在的情况下中小投资者能够获得的投资组合相比较；(3) 由于对冲基金的策略差异化程度较低而对冲基金管理人差异化程度很高，因此对冲基金管理人选择对于投资绩效的影响相较策略选择更为重要；(4) 对冲基金虽然可以获得较高的绝对收益，但是其风险暴露较为复杂，潜在风险较难识别，这就要求 FOHF 基金经理在投资前进行严格的风险评估、及在投资周期内重视风险管理。因此，FOHF 基金管理人的附加值一方面体现在资产配置合管理人选择，另一方面体现在风险识别和管理。

相关报告

《基金风格研究》系列：

- 04 月 28 日 Vol.01
别水之址，基金分类体系综述
- 05 月 24 日 Vol.02
主动管理股票型基金风格识别研究
- 05 月 31 日 Vol.03
基金风格漂移现象透视

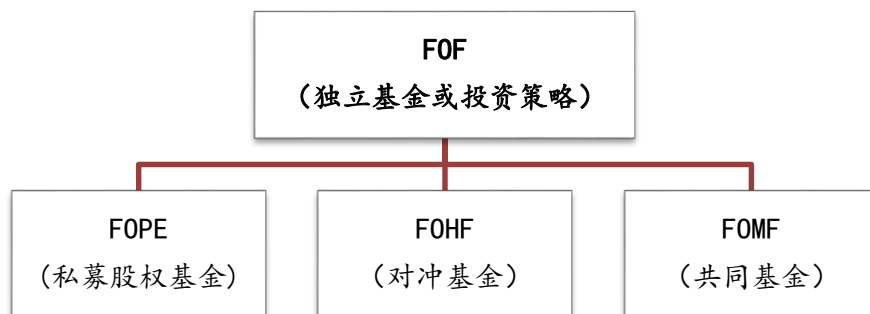
一、 FOF 的起源与发展

基金中的基金(FOF),既是一种专门投资于其他证券投资基金的金融工具,也是一种利用有效投资组合二次分散风险的投资策略。FOF起源于上世纪70年代,最初以私募股权基金(PE Funds)作为投资目标,主要因为私募股权基金设有比较高的投资门槛,并且要求参与者为合格投资者,而FOF解决了这一难题,使得个人投资者可以间接投资一篮子PE基金,并分享风险投资可能带来的较高收益。

后来,随着美国共同基金和对冲基金的迅速膨胀,公募和对冲类FOF也相继出现。1985年3月,先锋集团率先推出美国市场第一只真正意义上的公募FOF产品,该基金产品70%的资产投资于股票类标的,30%的资产投资于债券类标的,且底层标的均投资于公司旗下基金。公募FOF推出后大受欢迎,也带动了先锋公司其他基金的销售。FOF产品在20世纪90年代之后开始家喻户晓。

目前,投资私募股权基金的FOF、投资共同基金和对冲基金的FOMF和FOHF构成FOF的三种主要模式。

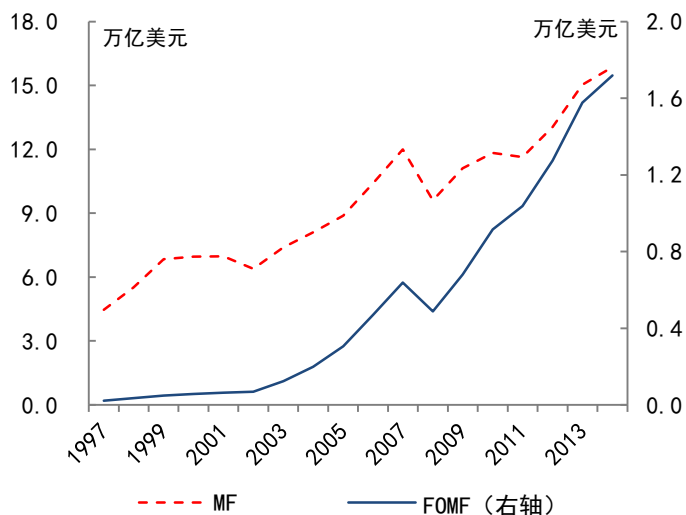
图表 01: FOF 投资类型



资料来源:公开资料、财通证券研究所

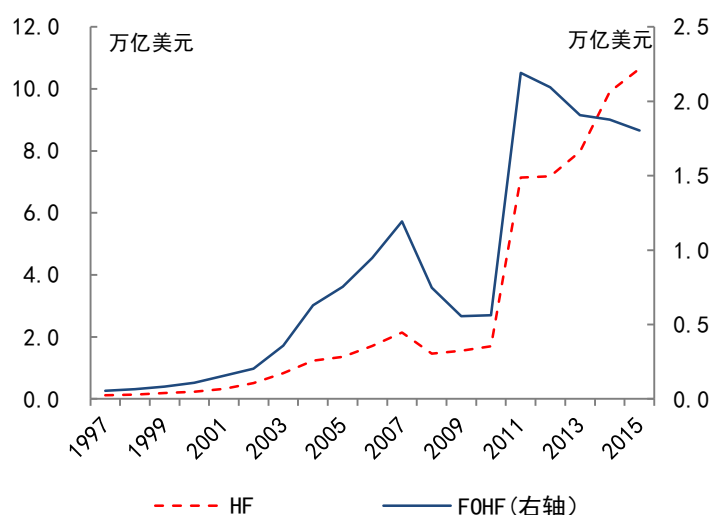
截至2014年底，美国FOMF产品数量高达1337只，净资产总计1.72万亿美元，占同期共同基金净资产总和的11%；对冲类型FOHF净资产1.8万亿美元，占同期对冲基金净资产总和的17%。

图表 02：公募类 FOF (FOMF) 资产规模



数据来源：ICI、财通证券研究所

图表 03：对冲型 FOF (FOHF) 资产规模



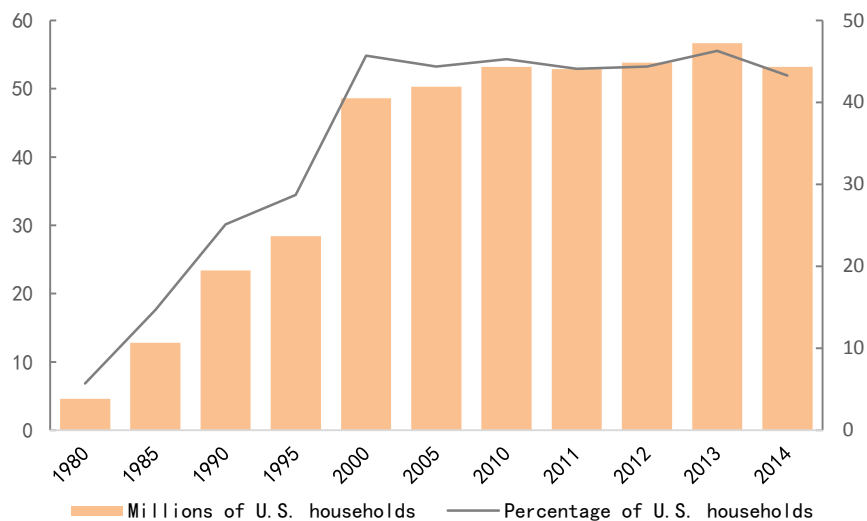
数据来源：Barclay、财通证券研究所

二、美国公募 FOF 管理模式解析

■ 美国公募FOF快速发展的原因

(1) 从个人投资需求来看，上世纪90年代，美国经济进入繁荣发展期，股市进入牛市新阶段，个人投资者对金融产品投资需求大幅增加，美国共同基金类型和数量迅速膨胀，精力和专业水平有限的普通投资者很难筛选、跟踪和管理自己的基金，公募FOF因此而受到广泛欢迎。

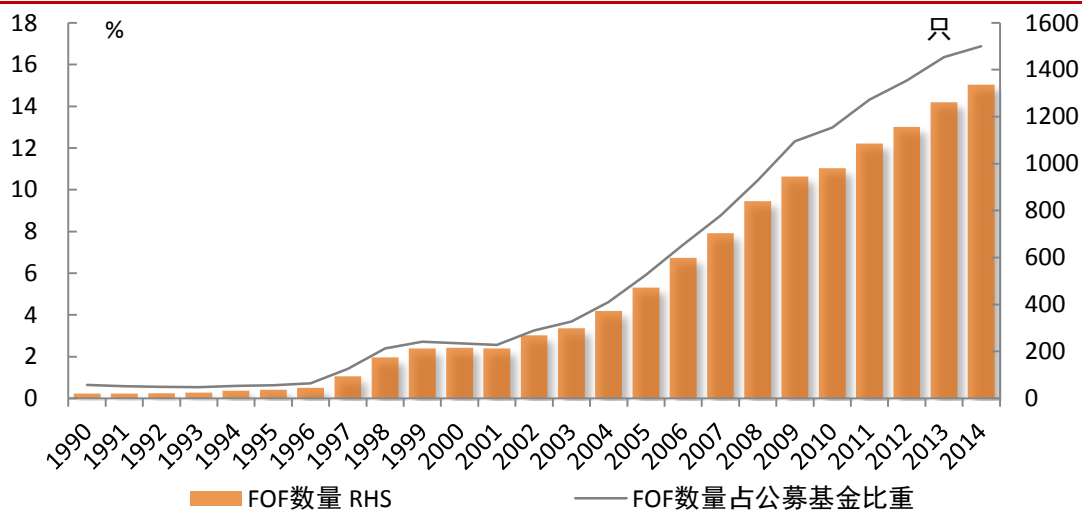
图表 04：美国持有共同基金的家庭数量变化



数据来源：ICI、财通证券研究所

(2) 对基金公司而言，随着90年代产品线的日益完善，基金公司旗下风格多样的产品存在内部整合的需求，同时由公司旗下基金构建FOF，还可以提升公司的销售业绩。美国1996年颁布的全国证券市场改善法案(National Securities Markets Improvement Act of 1996)取消了对基金公司发行FOF的限制，促使基金公司FOF发展进入新的阶段。

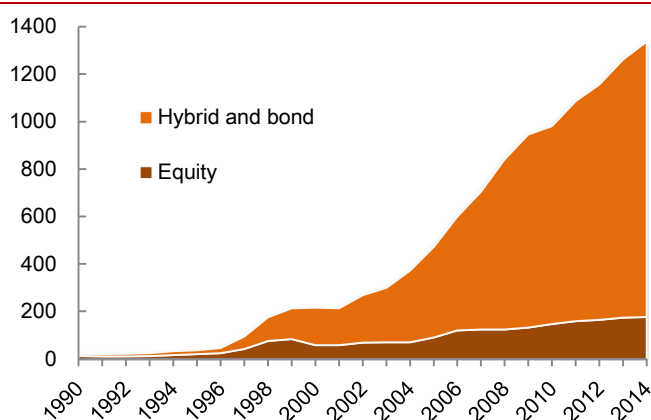
图表 05：美国基金公司 FOF 数量在 1996 年之后迅速膨胀



数据来源：ICI、财通证券研究所

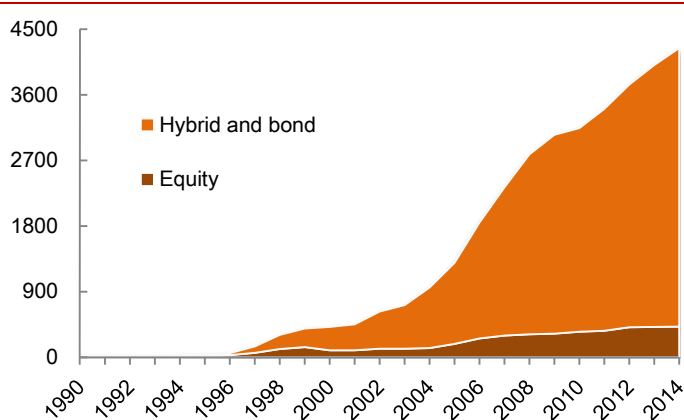
(3) 从FOMF的类型分布来看, 其主要以投资混合型和债券型基金为主。美国养老金制度深入改革后, 可投资共同基金的401(k)计划(DC plans)和个人退休账户(IRA)规模的扩大催生了目标日期基金(lifecycle funds或target date funds)和目标风险基金(lifestyle funds或Target Risk Funds), 并推动了公募FOF的发展。目前, 目标日期基金和目标风险基金成为美国公募FOF最主要的投资模式。

图表 06: 不同类型公募 FOF (FOMF) 数量分布



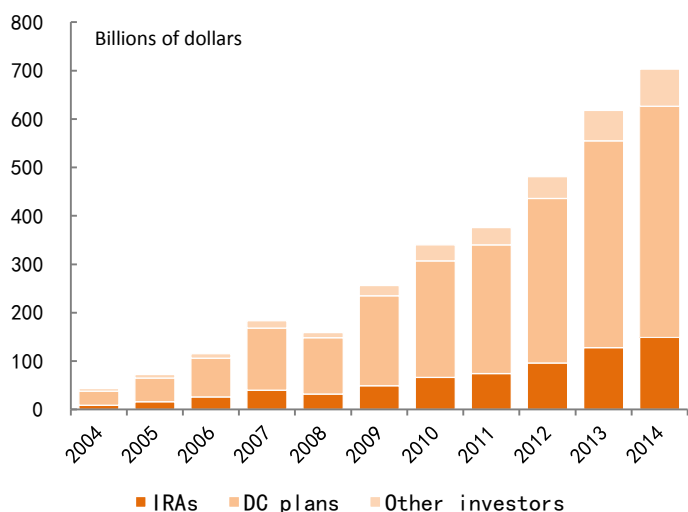
数据来源: ICI、财通证券研究所

图表 07: 不同类型公募 FOF (FOMF) 净资产规模分布



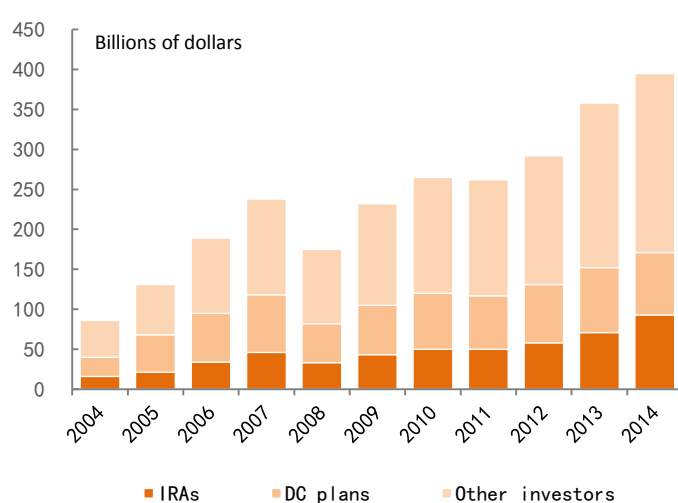
数据来源: ICI、财通证券研究所

图表 08: 目标日期基金的资金来源



数据来源: ICI、财通证券研究所

图表 09: 目标风险基金的资金来源



数据来源: ICI、财通证券研究所

■ 美国公募FOF（FOMF）管理模式及特点

从美国整个公募FOF行业的数据来看，前三大FOF管理人占据近半壁江山，前十大管理人占据了近四分之三的市场份额，行业集中度较高。

图表 10：2013 年 FOF 管理公司市场份额占比

基金公司	FOF 市场份额
Vanguard 先锋基金	20.20%
Fidelity Investment 富达基金	16.40%
T. Rowe Price 普信基金	11.30%
PIMCO 太平洋资产管理公司	5.50%
John Hancock	5.10%
Principal Funds	3.50%
GMO	3.50%
JPMorgan 摩根大通基金	3.50%
American Funds 美洲基金	3.10%
MFS	1.90%

数据来源：Morningstar、财通证券研究所

从管理模式的角度来看，美国公募FOF大致有四种常见模式：（1）内部管理人+内部基金；（2）内部管理人+全市场基金；（3）外部管理人+内部基金；（4）外部管理人+全市场基金。

（一）内部管理人+内部基金

采用这种管理模式的FOF由基金公司自有团队负责基金投资策略的设定和投资组合的构建，且子基金的筛选对象亦是基金公司已发行的产品。发行这种形式FOF的通常是大型基金公司，旗下的基金类型丰富、覆盖面广泛，能够有效地构建大类资产配置，例如Vanguard、Fidelity、T. Rowe Price等。

这种模式的优势在于可以避免双重收费带来的规模制约，上述三家基金公司在FOF母基金层面均采取零管理费，仅收取子基金的管理费。如，Vanguard发行的FOF由于以指数型基金配置为主，因此总费用率可低至0.2%左右；而Fidelity和T. Rowe Price的FOF产品费用率亦在0.5%-0.9%不等，普遍低于其他同类产品。

（二）内部管理人+全市场基金

该模式下，基金公司仍使用自有团队来负责FOF投资策略的设定和投资组合的构建，但子基金的筛选对象不仅仅局限于公司发售的产品，而是涵盖了整个市场中的公募基金。这种形式的优势是可以有效避免因只用内部基金而引发的道德风险；另一方面，其缺陷亦同样明显，即难以避免双重收费难题。

如，John Hancock的LifeStyle系列共有5只FOF，每只FOF均投资于来自近10家基金公司的约50只基金。John Hancock担任FOF的投资顾问，收取0.5%左右的管理费及服务费，子基金的管理费根据FOF的目标不同略有变化，从保守组合0.70%至激进组合0.90%。

（三）外部管理人+内部基金

该模式将基金公司对于基础市场和证券的研究实力，以及投资顾问对于大类资产配置专长有机的结合在了一起，实现了双方的优势互补。第三方投资顾问有更专业的FOF投资管理、产品筛选、组合构建、监控以及尽职调查流程，同时能更加全面掌握市场上各类型基金的积极特征。对基金公司而言，在FOF产品线上借助外力可在降低成本的同时，提高资产管理规模。因此，越来越多的FOF管理模式开始从内部管理人转向为聘请第三方投资顾问。晨星的数据显示，截至2012年末，约50%的FOF使用了外部投资顾问或二级投资顾问。

（四）外部管理人+全市场基金

本模式常见于销售能力强于研究能力的机构之中，如大型银行和保险公司等。这些机构充分整合了投资顾问和公募基金产品，并利用自己扎实的客户基础，实现产品规模的扩张。例如，Transamerica全美保险的ClearTrack基金系列，聘请QS Investors担任投资顾问，全权负责子基金的配置。费用方面，FOF收取0.35%的管理费、0.50%的销售服务费，投资顾问收取0.35%的顾问费，考虑到费用的减免，总费用率约在1.20%左右。

图表 11：美国公募 FOF 主要运作模式及案例

管理模式	母基金公司	子基金类型	产品
内部管理人 内部基金	Vanguard	被动管理型	Vanguard STAR Fund Vanguard Target Retirement 系列 Vanguard LifeStrategy 系列
			Fidelity Freedom® 系列 Fidelity Income Replacement 系列
			Retirement 系列 Target Retirement 系列 Spectrum 系列
	Principal	主动管理型	SAM 系列 Principal LifeTime 系列
			PIMCO RealPath™ 系列 PIMCO RealPath™ Blend 系列
	PIMCO	主动管理型	
内部管理人 全市场基金	John Hancock	主动管理型	Lifestyle 系列 Retirement Living through 系列
外部管理人 内部基金	PIMCO	主动管理型	PIMCO All Asset Fund
	Transamerica	主动管理型	Transamerica Asset Allocation 系列 Multi-Manager Alternative Strategies Portfolio
外部管理人 全市场基金	Transamerica	被动管理型	Transamerica Dynamic 系列 ClearTrack 系列
	Wells Fargo	主动管理型	Wells Fargo Absolute Return Fund Wells Fargo Asset Allocation Fund

数据来源：财通证券研究所

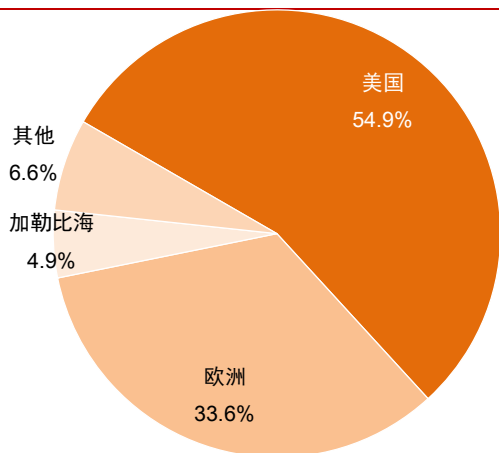
三、全球对冲型 FOF (FOHF) 发展现状与问题

■ FOHF 兴起原因与发展现状

FOHF 兴起的原因主要和对冲基金的一些特征有关。对冲基金通常是由有限责任公司或有限合伙企业法针对机构投资者和部分高净值客户发行的基金。①对冲基金追求绝对收益，并且通过卖空、杠杆、衍生品交易等获得独立于市场表现的较高回报率，这使得投资者对对冲基金趋之若鹜。②然而，对冲基金有封闭期且其最低认购门槛通常在10万美元甚至更高，往往会将一些中小投资者拒之门外。③对冲基金无需像共同基金一样进行注册，其信息披露程度较低，投资者很难获得相关投资要素。为了解决这些难题，将对冲基金打包成新的基金产品，FOHF 便应运而生。FOHF 为投资者提供了一个投资对冲基金的多样化资产组合。

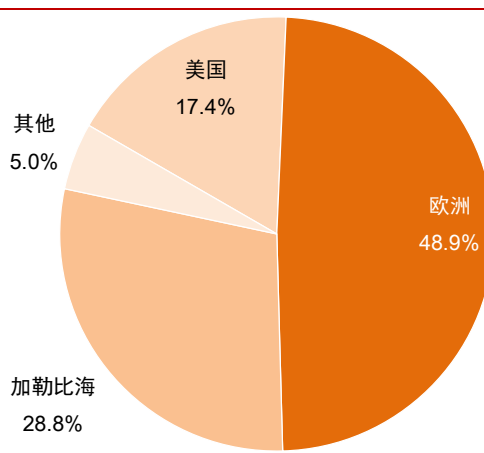
根据巴克莱2016年5月份公布的数据，报告期内共有226家FOHF基金管理人管理了1040只FOHF。其中，半数的FOHF基金管理人分布在美国，而半数投资对冲基金的基金分布在欧洲。

图表 12: FOHF 基金管理人地区分布



数据来源: Barclay、财通证券研究所

图表 13: FOHF 投资基金地区分布



数据来源: Barclay、财通证券研究所

■ FOF发展中的争议与经验

➤ 双重费用侵蚀有效收益？

FOHF为投资者提供了信息便利、专业化尽职调查和组合管理，因此投资者除了需要承担投资对冲基金的全部费用之外，还需向FOHF管理人支付因为获取这些便利和服务的额外费用。根据TASS数据库，FOF收取的管理费用平均为1.5%，业绩报酬费用平均为9.2%，这些费用甚至与对冲基金1.4%的管理费和18.4%的业绩报酬都不相上下。

我们根据布莱克提供的5只FOHF样本简单分析发现：样本FOHF采用了丰富的投资工具，如统计套利、事件驱动、宏观对冲、股票多空、市场中性、固定收益套利等多种策略获取5%-8%的复合年化收益率；收取的管理费大约在1%-2%之间，业界报酬费用在5%-10%，投资门槛5万美元-500万美元。

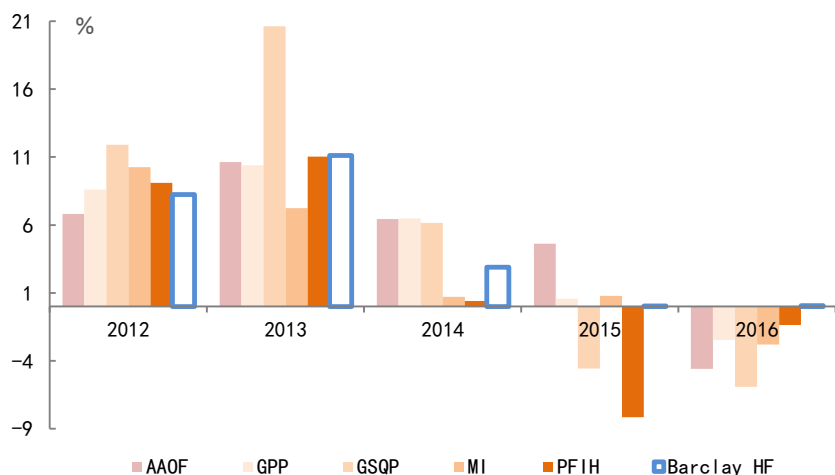
图表 14: Barclay 样本 FOF 基本信息

基金全称	投资工具	成立日期	管理费	业绩报酬	额外费用	最低门槛	复合年化
ALBATROSS ARBITRAGE OPPORTUNITY FUND USD	统计套利、多策略等	1995.01	1%	5%	0.0%	5万美元	7.48%
CORBIN PINEHURST PARTNERS, L. P.	股票多空、固收套利、 事件驱动、宏观策略	2002.01	1%	5%	0.0%	500万美元	6.26%
CROSS SHORE QP PARTNERS L. P.	股票多空、无类别	2004.01	1%	10%	0.0%	50万美元	5.98%
MAJESTY I, L. P.	股票多空、固收长短期 信用、事件驱动、可转 换套利、资产/信贷抵押	1996.01	1%	0%	0.4%	50万美元	8.45%
PERMAL FIXED INCOME HOLDINGS N. V. - A USD	事件驱动、固收分散、 宏观策略等	1997.01	2%	5%	0.0%	10万美元	5.06%

数据来源：Barclay、财通证券研究所

从近5年实际年化收益率来看，样本中5只FOHF的业绩表现并不总是超越Barclay 对冲基金指数基准（Barclay HF）。尤其是2014年以来，FOHF的平均收益率下滑甚至出现负数，考虑到双重费用调整后的收益相比直接投资对冲基金更无优势。

图表 15: Barclay 样本 FOHF 近 5 年业绩表现与 Barclay HF 指数比较



数据来源：Barclay、财通证券研究所

➤ FOHF的评价基准应该是对冲基金吗？

FOHF收取的双重费用太高，甚至超过其有效投资收益，是FOHF行业普遍存在的现象。因此，FOHF能否真正给投资者创造价值引起了市场与学术界的广泛关注与争议。Brown, Goetzmann and Liang (2003) 研究认为，与直接投资对冲基金相比，双重收费降低了FOHF费用调整后的收益以及夏普比率，同时双重收费并没有给FOHF基金管理人提供合适的激励。市场也一致认为日益壮大的FOF行业给投资者带来的价值有限。

然而，也有学者指出，在FOHF与对冲基金之间比较阿尔法收益和平均投资回报率的传统分析方法并不能准确的衡量FOHF潜在的收益和价值。实际上，对冲基金的投资者结构以机构投资者和有经验的高净值客

户为主。拥有大量资金且在资产配置、评估、管理方面丰富经验的投资者更倾向于直接投资对冲基金，而不是直接投资FOHF。但是，对于没有投资经验的中小投资者而言，他们面临诸多对冲基金管理人和绩效差异化很大的对冲基金时，由于信息不对称或缺乏专业知识，多数情况下可能因为选取了缺少竞争优势的对冲基金管理人、或者选取了采用较差（或失效）策略的对冲基金而承担很大的风险和亏损。FOHF的出现正是解决了这部分中小投资者的困境，从这个角度来看，评判FOHF的绩效时不应该简单的与直接投资对冲基金进行比较，而是与FOHF不存在的情况下中小投资者能够获得的投资组合相比较。

➤ 选择多策略基金还是选择多管理人的FOHF模式？

根据资产类别多因素模型，资产配置对于投资绩效的贡献程度比基金经理选择更为突出。然而，对于对冲基金而言，策略选择和管理人选择哪个更为重要？由于对冲基金的策略差异化程度较低而对冲基金管理人差异化程度很高，因此对冲基金管理人选择对于投资绩效的影响相较策略选择更为重要。

另外，多策略基金相对对冲基金而言，流动性限制较低，因而可以更加灵活的进行资产配置。然而，多策略基金的实现必须拥有一只能够执行每种策略的团队或者能够聘任一个熟悉每种策略的基金经理。FOHF可以从市场上现存的基金管理人中直接选取不同策略的管理人或基金产品，而无需雇佣一直完备的多策略团队。FOHF能否充分发挥这种优势取决于FOHF基金经理筛选优秀个人对冲基金经理的能力。

➤ 对冲基金复杂的风险收益特征增加了FOHF风险管理的难度

FOHF发展之初，主要是机构投资者通过配置不同策略的基金来增加阿尔法收益，而不是作为特别的投资组合风格。后来，FOHF逐渐发展为今天相对成熟的多管理人模式。这个发展过程引起了市场对于对冲基金风险收益、以及FOF基金管理人能否提高组合增加值的关注。

实际上，对冲基金高回报的来源以及可持续性较难解释清楚。因为每只对冲基金的行为方式不尽相同，而市场参与者往往参考合同约定的投资风格或策略，如宏观对冲、市场中性、统计套利等，这些策略在合同中表述的差异不大，但是实际上，由于杠杆、复杂算法或其他工具的使用，即便是同一种策略也呈现出不同的风险收益特征。

对冲基金高回报来源还可以用策略及工具之外的其他因素来解释，一是挖掘市场非有效定价的机会，尤其是国外市场；二是对冲基金管理人具有较高的交易技术和投资经验；三是，对冲基金具有高风险特征，如果考虑了风险调整后的收益，其投资回报未必依然很高。

综上，对冲基金虽然可以获得较高的绝对收益，但是其风险暴露较为复杂，潜在风险较难识别，这就要求FOHF基金经理在投资前进行严格的风险评估、及在投资周期内重视风险管理。因此，FOHF基金管理人的附加值一方面体现在资产配置合管理人选择，另一方面还体现在风险识别和管理。

图表 16: Barclay1040 只 FOHF 的统计描述

	最小值	最大值	平均值	中位数	标准差
最大回撤	0.0%	69.4%	17.3%	16.6%	0.11
年初至今收益率	-23.6%	19.2%	-3.0%	-2.6%	0.04
近一年收益率	-45.7%	10.0%	-5.9%	-5.3%	0.05

数据来源：Barclay、财通证券研究所

注：数据截止日为 2016 年 5 月。

■ 总结

结合国外FOMF发展经验，国内公募基金的不断壮大和养老金入市在即亦为国内公募FOF的推出提供了先决条件，而目前由于缺少FOF实施细则，国内尚未正式推出公募类FOF产品。另一方面，随着资产管理、私募基金行业的快速发展，国内证券公司、银行、保险、信托、私募基金等机构已相继发行了私募类FOF产品，其中私募基金FOF与国外FOHF的兴起极为相似。公募FOF如何布局，私募FOF如何设计？本篇涉及到的国外FOF模式及经验为国内FOF的发展提供了良好的借鉴。我们将在接下来的FOF专题研究中详细分析国内FOF发展现状及未来模式。

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

主要研究领域

金融产品、固定收益、A股策略、宏观经济

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。