

2014 年 07 月 28 日

证券研究报告--评级定价报告

FOF 运作模式探讨

FOF 基金专题研究系列报告（一）

金融产品分析师：李真

执业证书编号：S0890513110002

电话：021-68778315

邮箱：lizhen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-68778075

相关研究报告

◎投资要点：

◆日前中国证监会发布了《公开募集证券投资基金运作管理办法》，将 FOF 正式纳入管理办法中，FOF 基金的放开成为基金发行人产品线完善，产品创新的新蓝海，对此，各家基金公司也在探索 FOF 产品的运作方式和产品线的布局路径，按照 FOF 基金的母基金运作方式以及其投资的子基金类型将 FOF 产品分为四种类型：AFOAF、AFOIF、IFOAF、IFOIF，本文通过对比分析，探讨 FOF 未来的发展之道，以及 FOF 对各类金融机构带来的机遇与挑战。

◆**AFOAF 模式**（双重主动管理模式）下，FOF 母基金经理需要主动择时择基，而投资的子基金也均为主动管理型基金。使用该模式运作的 FOF 产品适合于对基金投资了解不深同时希望取得超越基金产品平均收益的投资者。MOM 模式最适合这类 FOF 产品的发展，另一种适合双重主动管理模式 FOF 基金的条件为子基金为主题类基金。

◆**AFOIF 模式**具有投资灵活的优势，投资对象以及仓位可以灵活调整，管理人可以通过判断大类资产走势，风格行业相对强弱，主动调整配置，捕捉大类资产轮动、风格轮动、行业轮动等超额收益。未来，AFOIF 模式的 FOF 基金将成为 FOF 基金的主流产品类型。这类模式下，FOF 基金经理在选择具体的投资标的时，应该选择流动性好，跟踪误差低，总体费率低的被动管理型基金进行 FOF 组合的构建。

◆**IFOIF 模式**具有一定的缺陷，主要是因为如果投资标的之间差异不是很大，FOF 架构意义就不大，而投资标的之间差异较大的时候，又无法将投资标的指数化。这类 FOF 产品的发展路径在于开发类如中证稳健股票上市分级基金指数（H30264），中证进取股票上市分级基金指数（H30265），中证进取债券上市分级基金指数（H30266）在内的风格指数，实现对分级基金 A 份额、B 份额，债券分级基金 B 份额的被动化投资，特别是结合现在兴起的互联网平台优势有助于满足投资者的特定需求。

◆**IFOAF**（被动管理主动模式）是指 FOF 基金母基金采用模拟基金指数的方式配置，即根据基金指数的编制规则配置其成分基金进行投资，而这些成分基金（子基金）均为主动管理类的基金产品。目前市场上主要的基金指数为沪深基金指数、中证基金指数等，当然，未来可能还将出现较多基金风格指数。但是，我们认为这种管理模式发展空间有限。

正文目录

1. AFOAF——双重主动管理模式	3
1.1. AFOAF 管理模式的优点	3
1.2. AFOAF 管理模式的缺点	3
1.3. AFOAF 模式的发展方向	4
2. AFOIF——主动管理被动类基金	4
2.1. AFOIF 管理模式的优劣势	4
2.2. AFOIF 模式的发展方向	4
3. IFOIF——双重被动管理模式	5
4. IFOAF——被动管理主动型基金	5

日前中国证监会发布了《公开募集证券投资基金运作管理办法》，将 FOF 正式纳入管理办法中，《办法》规定：80%以上的基金资产投资于其他基金份额的为基金中基金；基金中基金持有其他单只基金，市值不得超过基金资产净值的 20%，不得投资于其他基金中基金。

FOF 基金的放开成为基金发行人产品线完善，产品创新的新蓝海，对此，各家基金公司也在探索 FOF 产品的运作方式和产品线的布局路径，按照 FOF 基金的母基金运作方式以及其投资的子基金类型将 FOF 产品分为四种类型，如下表所示，本文通过对比分析，探讨 FOF 未来的发展之道。

母基金运作方式 子基金类型	主动管理 (Active Fund)	被动管理 (Index Fund)
主动管理型基金 (Active Fund)	AFOAF	IFOAF
被动管理型基金 (Index Fund)	IFOAF	IFOIF

1.AFOAF——双重主动管理模式

AFOAF 模式（双重主动管理模式）下，FOF 母基金经理需要主动择时择基，而投资的子基金也均为主动管理型基金。使用该模式运作的 FOF 产品适合于对基金投资了解不深同时希望取得超越基金产品平均收益的投资者。

此类基金对于基金管理人的择时择基能力要求较高。例如，某只积极配置型 FOF 基金旗下配置了 5 只主动管理型基金，在进行管理的时候，基金经理不仅要对市场大势做出判断，同时，要对该基金配置的子基金深入跟踪，注意子基金的风格变换，确保子基金的投资风格符合母基金的投资理念。

1.1.AFOAF 管理模式的优点

第一，FOF 的投资对象是基金，而非股票。FOF 可以帮投资者一次购买“一篮子基金”，并通过专家二次筛选，有效降低系统风险。

第二，与基金超市和基金捆绑销售等电商平台推出的纯销售计划不同的是，FOF 完全采用基金的法律形式，按照基金的运作模式进行操作；FOF 中包含对基金市场的长期投资策略，与其他基金一样，是一种可长期投资的金融工具。

第三，FOF 基金可以将大类资产配置（母基金）和行业内精选股票（子基金）的工作分开，从而发挥基金经理的专长，最大化组合收益。

1.2.AFOAF 管理模式的缺点

第一，严重的双重收费问题。我们知道，主动管理型公募基金中申购回费较高，以股票型基金为例，100 万金额以下的申购费为 1.5%，100 万至 500 万金额的申购费为 1.2%。明显加重 FOF 基金的运作成本。

第二，重复投资问题会影响风险的二次分散。假设一位 FOF 基金经理投资的几只子基金均为一个投资风格，他们的重仓股极为相似，则对这只 FOF 来说，将出现重复投资。一旦这些重仓股出现大幅下跌的情况，FOF 基金的产品业绩将不容乐观。再加上中国公募基金

金的投资风格较为单一，相比之下，海外 FOF 基金的投资标的通常是对冲基金，投资风格较为多元化、个性化，因此能够真正做到分散风险中国 FOF 类基金产品数量有限。

第三，目前我国 QDII 基金的支付时间是在 T+10 日内，如果遇到海外市场休市，将会影响到基金净值的结算时间。对于投资 QDII 的 FOF 基金来说，资金冻结时间较长，面对瞬息万变的市场，可能会错失投资机会。

1.3.AFOAF 模式的发展方向

承前所述，控制波动率的方式在于紧密跟踪子基金的风格特征，而 MOM 模式最适合这类 FOF 产品的发展，MOM 模式，即为管理人—管理人模式，通过对投资管理人的研究评价，筛选多元投资风格类别的优秀投资管理人，构建管理人投资组合，并持续对其业绩进行动态跟踪、风险控制，获取长期、稳定高于市场平均水平的投资收益。在这种模式下，基金经理的择基模式将变成选择基金管理人模式，即一只 FOF 基金的基金经理将选择与其投资模式相符合的基金管理人管理的基金作为其子基金进行投资。

另一种适合双重主动管理模式 FOF 基金的条件为子基金为主题类基金。FOF 母基金的基金经理根据当前的市场环境，精选出主题类基金作为子基金进行配置，例如，医药行业基金、军工行业基金等。一来可以为投资者构建符合当前市场环境的最优组合，通过资产配置和把握行业机会提升收益，二来也避免了重复投资，达到了分散风险的目的。

2.AFOIF——主动管理被动类基金

AFOIF 模式是指 FOF 产品经理通过主动管理的方式投资于被动型的基金产品。类如，分级 B 类基金因为杠杆因素往往在行情良好时可以带来极大的超额收益，因此这类基金将受到追求超额业绩的 FOF 基金的青睐。

2.1.AFOIF 管理模式的优劣势

首先，AFOIF 模式具有投资灵活的优势，投资对象以及仓位可以灵活调整，管理人可以通过判断大类资产走势，风格行业相对强弱，主动调整配置，捕捉大类资产轮动、风格轮动、行业轮动等超额收益，未来市场上配置型的 FOF 将成为主流，该模式 FOF 在美国市场成为主流 FOF 模式。

第二，AFOIF 模式下投资的子基金为被动管理型产品，具有费率较低的优势，能够缓解 FOF 类产品双重收费带来的成本负担。

但 AFOIF 模式也有劣势，其母基金主动管理架构导致主动管理费率较高、以及更高的换手率导致的交易成本和税收较高的问题，这对双重收费的 FOF 来说，费率相对较高，如果不能通过主动管理获取超额收益，将影响 AFOIF 的竞争力；另外母基金的运作不够透明，因此不太适合上市交易，产品的流动性有限。

2.2.AFOIF 模式的发展方向

AFOIF 投资策略主流方式是配置型策略，比如决定了大类资产配置，权益、债券、商品各自的权重后，FOF 管理人可以买入相应的大盘股指 ETF，债券 ETF，商品 ETF 实现 FOF 配置，另外除了大类资产，FOF 可以根据地域、行业主题采取主题性投资策略，FOF

管理人确定投资主题，比如金砖四国这种新兴市场主题、抗通胀主题，然后根据主题选择对应的指数基金进行投资。

在选择具体的投资标的时候（Funds），被动管理型基金主要根据流动性、跟踪误差、总体费率，折溢价情况进行筛选。选择流动性好，跟踪误差低，总体费率低的基金进行 FOF 构建。

3.IFOIF——双重被动管理模式

IFOIF 模式具有一定的缺陷，主要是因为如果投资标的（Funds）之间差异不是很大，FOF 架构意义就不大，此时管理人做一层 Fund 架构就可以直接投资基础资产，实现 FOF 的配置，而投资标的之间（Funds）差异较大的时候，又无法将投资标的（Funds）指数化，比如大类资产配置型的 FOF，投资标的（Funds）包含股票指数，债券指数，商品指数，显然做一个总指数包含股票债券商品其意义不明显，因此 IFOIF 运作下的 FOF 无法成为主流。

但是 IFOIF 运作下的 FOF 也不是完全没有价值，如果投资标的（Funds）是结构化基金的子份额，份额之间差异不大，但是同时基金管理人无法直接投资基础资产来实现 FOF 公共，比如华宝证券开发的稳健股基、进取股基、进取债基，可以被被动投资，从而实现只投资股票分级 A 份额、B 份额、债券分级 B 份额的功能。

诚如前述，我们认为目前市场上的基金之间差异有限，各种创新基金品种相对国外较少，FOF 基金起步阶段投资标的（Funds）为被动型指数基金的优势无法充分体现出来，但是随着公募基金的创新，投资标的（Funds）为被动型指数基金的 FOF 将更具优势。

IFOIF 架构的 FOF 需要编制丰富的基金指数，目前市场股票指数众多，但是基金指数有限，近期，市场上也出现了一些具有特色的，以被动指数型分级产品为成份基金编制的指数型产品，例如中证稳健股票上市分级基金指数（H30264,简称“稳健股基”），中证进取股票上市分级基金指数（H30265,简称“进取股基”），中证进取债券上市分级基金指数（H30266,简称“进取债基”），能够实现对 IFOIF 架构下的 FOF 投资，FOF 管理人通过跟踪以上指数实现对分级基金 A 份额、B 份额，债券分级基金 B 份额的被动化投资。特别是在结合了互联网平台的优势下，我们认为，这种投资策略和方式将成为 IFOIF 发展的主要方向。

4.IFOAF——被动管理主动型基金

被动管理主动模式的 IFOAF 是指 FOF 基金母基金采用模拟基金指数的方式配置，即根据基金指数的编制规则配置其成分基金进行投资，而这些成分基金（子基金）均为主动管理类的基金产品。目前市场上主要的基金指数为沪深基金指数、中证基金指数等，当然，未来可能还将出现较多基金风格指数。但是，我们认为这种管理模式发展空间有限：

第一，以中证基金指数为例，该指数的成分基金较多，对 FOF 基金来说复制较为困难。

第二，根据指数的编制方案，指数每过一定的时间将进行调整，因此 FOF 基金需要进行调整，增加了管理的难度。

第三，投资标的为主动管理的基金需要 FOF 投资管理人花比较多的时间去研究基金标的，对子基金的投向和风格的把握难度较大，造成基金标的选择上耗费的成本过高，FOF

基金经理无法将精力集中在基金的组合投资策略上。因而，开发以主动管理类基金为成分基金的基金指数意义和需求有限，难以成为市场主流。

第四，FOF 运作模式中，底层的投资标的（Funds）的工具性之于 FOF 基金的透明度越强越好，主动管理不透明以及仓位的随意性都使得其工具性比被动型指数基金弱。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。