

2016年08月17日

证券研究报告—FOF系列报告

## FOF 发展思考以及与 ETF 基金关系

## FOF 系列报告

## 分析师宋祖强

执业证书编号 S0890515120001

电话 021-20321302

邮箱 [songzuqiang@cnhbstock.com](mailto:songzuqiang@cnhbstock.com)

## 研究助理张吉虎

电话 021-20321002

邮箱 [zhangjihu@cnhbstock.com](mailto:zhangjihu@cnhbstock.com)

## 销售服务电话:

021-20321304

## 相关研究报告

- ◆ 摘要:
- ◆ 中国经济增速中枢下滑,成为资产荒的宏观背景,风险管理在资产管理中重要性大幅提升,绝对收益者更加需要重视资产配置。FOF成为新的资产管理时代的突破口,其最大的价值就是资产配置,而被动投资的各类指数基金为FOF提供了广泛的、低成本的工具。
- ◆ 对于基金公司而言,FOF发展需要重视资产配置和工具选择
- ◆ 资产配置本质上是根据经济规律,寻找到经济过程中的收益驱动因子,并将具有逻辑上而非纯粹统计上的低相关或者负相关的因子进行组合,以获取收益并降低组合收益的波动性。主流的资产配置策略有:(1)目标周期型策略(2)全天候风险平价策略。
- ◆ 工具选择:完成资产配置后,首先需要根据因子或者大类资产配置结果选择对应的标的,其次需要选择合适的产品形态,除了产品形态带来的跟踪效果外,产品费率和杠杆等也需要在配置中考虑。
- ◆ ETF基金在FOF发展中具有以下优势:(1)费用低廉;(2)跟踪效果好;(3)透明度高;(4)交易便利和收益增强。ETF基金池有以下几种:(1)股票型基金池,如宽基ETF,行业ETF,价值ETF和成长ETF,超大ETF和中盘ETF,建议关注Smartbeta因子ETF;(2)债券型基金池,债券ETF可以分为投资利率债的国债ETF,和投资信用债的企债ETF、城投ETF;国债ETF重点关注5年期国债到期收益率,而企债ETF的久期分布分散化特征明显,需要关注收益率曲线形态上个点变化(3)商品型基金池,包括黄金ETF(华安、国泰黄金ETF),未来会出现其他贵金属(白银ETF),农产品相关ETF产品(4)现金管理基金池,包括华宝添益、银华日利等。
- ◆ FOF实例:iShares 上市了九只不同目标日期的配置型FOF产品,志在为不同年份的退休者进行资产配置。其持有的成分基本由ETF构成,不同的是成份ETF在这九只FOF产品的净值占比不同。目标年份越远,股票ETF和REIT ETF占比约大,债券ETF占比越小,所承受的风险越大收益也大;反之,股票ETF和REIT ETF占比约小,债券ETF占比越大,所承受的风险越小收益也小。

## 正文目录

<b>1. 当前国内 FOF 发展的时代背景 .....</b>	<b>3</b>
1.1. 资产管理收益来源与市场有效性 .....	3
1.2. 资产荒、市场有效性与资产配置 .....	3
1.2.1. 当前的资产荒问题 .....	3
1.2.2. 资产荒与资产配置 .....	3
1.3. 市场有效性与被动投资的兴起 .....	3
1.4. FOF 的核心价值 .....	3
<b>2. FOF 发展中基金公司的考量 .....</b>	<b>4</b>
2.1. FOF 基金核心能力—资产配置 .....	4
2.1.1. 资产配置的目标与战略 .....	4
2.1.2. 资产配置本质 .....	4
2.1.3. 常见资产配置策略 .....	4
2.2. FOF 基金运作关键—工具选择 .....	4
<b>3. ETF 基金在 FOF 中优势以及 ETF 基金池介绍 .....</b>	<b>5</b>
3.1. ETF 基金在 FOF 发展中优势 .....	5
3.2. ETF 基金池介绍 .....	5
3.2.1. 股票型基金池 .....	5
3.2.2. 债券型基金池 .....	6
3.2.3. 商品型基金池 .....	6
3.2.4. 现金管理基金池 .....	6
<b>4. ETF 基金构建 FOF 实例 .....</b>	<b>6</b>

# 1.当前国内 FOF 发展的时代背景

## 1.1.资产管理收益来源与市场有效性

谈及 FOF，第一个需要解答的问题是资产管理收益主要来自哪里？作为最成功的高校捐赠管理基金，耶鲁大学基金会的经验或许值得借鉴。依据耶鲁大学实践，基金会的收益来源主要分为三大部分：

- (1) 资产配置
- (2) 择时（包括再平衡）
- (3) 证券选择

随着金融市场有效性的提高，基金难以持续性的通过证券选择获取收益，而从择时角度来看，金融市场具有很大程度的不可预测性，因此作为行业视角而言，资产管理长期的收益更多的取决于资产配置能力，所以在实践上，耶鲁大学管理基金也会将资产配置重要性放在第一位。

## 1.2.资产荒、市场有效性与资产配置

### 1.2.1.当前的资产荒问题

中国经济增速中枢下滑，成为资产荒的宏观背景，具体表现是货币基金收益率从 4 的时代滑向 2，十年期国债破 3，分级 A、低风险高收益率的城投债等迅速被填平，P2P 和银行理财收益全面下行……，资产荒意味着资产价值加速发现，市场有效性迅速提高，不同参与主体在不同市场之间的套利空间日益缩小，资产之间的夏普比率割裂失衡现象得到一定程度的修复平衡。

### 1.2.2.资产荒与资产配置

收益的反面是风险，资产荒下预期收益降低同时意味着风险提升，单个资产收益为负的概率增加，因此风险管理在资产管理中重要性大幅提升，绝对收益者更加需要重视资产配置。

## 1.3.市场有效性与被动投资的兴起

资产荒带来的结果是市场有效性开始在各个层面提高，其过程为从最底层的单个证券开始，最终表现在各属类资产，再表现在更上一层面的各大类资产被迅速填平，比如分级 A 在去年股市大幅下行后整体迅速填平，但高折价的低约定收益率品种上涨更多，类似的股票市场业绩好的行业如白酒大幅上涨，而其中龙头贵州茅台又相对白酒上涨得更多。

未来证券选择收益在组合中贡献将更加收缩，在子基金层面，被动投资比例将得到提升。2014 年以来，指数基金和被动投资得到迅速发展，包括分级、ETF、LOF 迅速被投资者广泛了解，今年以来国企、军工、证券 ETF 陆续发行，未来特别是细分行业、主题、因子等 ETF 有望迅速发展。

## 1.4.FOF 的核心价值

一方面是被动化投资的兴起，另一方面是资产配置的重要性提升，FOF 成为新的资产管理时代的突破口，FOF 的最大的价值就是资产配置，而被动投资的各类指数基金为 FOF 提供了广泛的、低成本的工具。未来的公募 FOF 中，主动管理被动类（AFOIF）基金有望成为市场主流模式，首先，该模式在母基金层面通过客户需求选择不同的策略进行资产配置，比如风险平价策略、目标周期型策略等，其次，子基金层面选择最合适的被动工具，比如需要配置石油相关资产，产品形态是选择 ETF 还是分级 LOF，而跟踪指数是跟踪石油股票指数基金还是石油原油商品，资产荒下未来 FOF 前景巨大。

## 2.FOF 发展中基金公司的考量

### 2.1.FOF 基金核心能力—资产配置

#### 2.1.1.资产配置的目标与战略

首先，资产配置需要根据客户需求设置配置目标，可以配置的目标有收益、风险、生命周期、夏普比率等。其次只有符合经济和金融市场规模的配置目标才需要作为战略层面响应。从美国的经验来看，FOF 中占比超过 80% 的策略是目标周期策略，由于客户风险偏好与生命周期匹配为目标且符合金融原理，策略取得了巨大成功。

#### 2.1.2.资产配置本质

资产配置本质上是根据经济规律，寻找到经济过程中的收益驱动因子（比如经济增长因子），并将具有逻辑上而非纯粹统计上的低相关或者负相关的因子进行组合，以获取收益并降低组合收益的波动性。需要注意的是，在经济金融环境发生大的变化后，收益驱动因子也会相应发生大的变化，同时因子之间逻辑变化带来因子相关性变化，这些变化在资产配置中需要重点考虑。

#### 2.1.3.常见资产配置策略

##### （1）目标周期型策略

目标周期型基金又分为两种：一种是目标风险基金，比如 John Hancock 生活方式保守基金，生活方式稳健基金，生活方式成长基金，以风险作为目标导向；另外一种是以到期日为目标导向的目标到期日基金，比如 Pimco 发行的 RealRetirement 2020 基金，以退休日期为目标，股票高风险资产比例随着到期日的接近而不断降低，债券类低风险资产不断提高。

##### （2）全天候风险平价策略

风险平价策略通过权重设置，使得每类资产或者每个因子的风险贡献接近，避免单个资产或因子出现较大亏损时过度影响到组合表现，比如黄金和权益资产的组合，若黄金波动性只有权益资产的一半，投资者可将组合中黄金的配置比例大致设置为权益资产的两倍，风险平价策略提升了夏普比率，其代价是降低了组合预期收益，但通过杠杆操作可以提升组合收益同时保持高的夏普比率。

其他的资产配置策略，比如风格、行业轮动等，短期而言在战术上具有一定价值，但是从 FOF 行业发展的历史经验看，难以具备长期战略价值。

### 2.2.FOF 基金运作关键—工具选择

完成资产配置后，首先需要根据因子或者大类资产配置结果选择对应的标的，若需要配置利率因子，高收益债绝不是好的标的，因为高收益债从风险角度看与股权溢价更接近，而要配置避险因子，可以选择黄金、国债以及现金，但是通胀时期，现金和国债可不是避险的好资产。

其次需要选择合适的产品形态，同样配置通胀因子，TIP 挂钩的 ETN、商品 ETF 都可以选择，但 ETN 跟踪误差为 0，而商品 ETF 除了滚动操作带来的跟踪误差外可能还会受到其他因素影响。再比如配置黄金资产，黄金股票 ETF 就比黄金 ETF 弹性可能更大，但是股票 ETF 受股市整体大盘影响。以及配置地产行业，不同产品挂钩指数也有差异，比如 300 等权地产指数偏重地产大盘股且等权重设置，中证 800 地产指数侧重全市场地产股并且采取市值加权。

此外，除了产品形态带来的跟踪效果外，产品费率和杠杆等也需要在配置中考虑。

### 3.ETF 基金在 FOF 中优势以及 ETF 基金池介绍

#### 3.1.ETF 基金在 FOF 发展中优势

##### (1)费用低廉

ETF 管理费率更低，平均而言，国内基金中主动管理费约为 1.5%，开放式指数基金（含 LOF）管理费多数为 1%，而 ETF 则低至 0.5%，同时 ETF 避免了申购赎回费率，考虑到 FOF 的双重费率问题，ETF 在费率上具有优势。

##### (2)跟踪效果好

ETF 跟踪效果更好，一般 ETF 法律文件规定年化跟踪误差不超过 2%，而其他指数基金和 LOF 这一规定值是 4%，ETF 实物申购赎回避免了补券抛券带来的冲击，从而指数跟踪效果更好。

##### (3)透明度高

ETF 更加透明，ETF 每日公布基金申购赎回清单，透明度更高，其他指数基金在特定时期，比如分级指数基金下折时，会较大幅度减仓储备流动性以应对下折后赎回，导致这段时间透明度低。

##### (4)交易便利和收益增强

ETF 交易更加便利，投资者可以在交易时间连续交易，而场外指数基金一天只有一个交易时点，同时 ETF 的套利机制，使得投资者可以进行收益增强。

#### 3.2.ETF 基金池介绍

##### 3.2.1.股票型基金池

股票权益 ETF 工具丰富多样，既包含了 50ETF、300ETF 宽基产品，也有军工 ETF、证券 ETF、医药 ETF 等行业产品，既有体现风格的价值 ETF 和成长 ETF，也有体现规模的超大 ETF 和中盘 ETF，既有体现公司治理的治理 ETF，还有体现 Smartbeta 因子的等权 ETF，另外也有欧洲和美国等境外的德国 30ETF、标普 500ETF。

Smartbeta 类 ETF 产品，区别于市值加权 ETF 的追涨特性，其权重根据股票波动率、基本面或者其他方式计算，因此具有不同的收益风险特征，以南方小康 ETF 为例，其权重



根据营业收入、现金流和净资产等财务指标计算，行业分布均衡，是一只价值投资特征非常明显的基本面类 ETF 产品。

### 3.2.2. 债券型基金池

债券 ETF 可以分为投资利率债的国债 ETF，和投资信用债的企债 ETF、城投 ETF。未来按照久期和信用评级进一步细分的债券 ETF 有望进一步丰富。

国债 ETF，其成分债久期基本在 5 年左右，因此国债 ETF 投资主要关注 5 年期即期利率。

企债 ETF，跟踪沪市 30 只规模流动性最好的企业债券，成分在不同久期上较为均匀分散是当前企债指数的重要特征，因此利率曲线上的每一个点变化都会对企债 ETF 影响重大。未来指数成分调整可能改变指数在久期上的分布情况，因此需要关注指数成分调整带来的企债 ETF 在不同久期上的风险暴露变化情况。

### 3.2.3. 商品型基金池

商品 ETF 具有抗通胀的作用，目前国内的商品 ETF 主要是指黄金 ETF（华安、国泰黄金 ETF），未来会出现其他贵金属（白银 ETF），农产品相关 ETF 产品。对于黄金来讲，其收益来自人民币对美元的贬值、通胀、避险情绪以及低利率的驱动，其中避险和通胀因素的重要性高于其他因子，但是不排除未来汇率贬值因素将扮演更重要角色。

### 3.2.4. 现金管理基金池

现金管理工具货币 ETF（华宝添益、银华日利等），是 FOF 基金仓位管理、避险和流动性管理的重要工具，但货币 ETF 避险功能与国债和黄金 ETF 避险上有一定区别。

## 4. ETF 基金构建 FOF 实例

ETF 是被动式产品，管理费率较低；指数化投资，其投资标的明确，且跟踪误差小。因此，ETF 可以作为资产配置和构建 FOF 的良好工具。

iShares 在 2008 年上市了七只不同目标日期的配置型 ETF 产品：Target Date 2010 ETF, Target Date 2015 ETF, Target Date 2020 ETF, Target Date 2025 ETF, Target Date 2030 ETF, Target Date 2035 ETF, Target Date 2040 ETF。后来，在 2011 年又上市了两只：Target Date 2045 ETF, Target Date 2050 ETF。这九只 ETF 产品均为 FOF 持有的主要标的成份相同，均为 iShare 发行的 ETF 产品，不同的是成份 ETF 在这九只 FOF 产品的净值占比不同，志在为不同年份的退休者进行资产配置，其配置的资产包括：股票、债券、REIT 等，其中，股票可细分为美国大盘、美国中盘、美国小盘、非美发达股票市场、新兴市场股票等，债券又细分为投资级的美国国债、政府债券、企业债，以及高收益企业债和通胀保值债券等。通过调整不同类别资产的比例实现不同的风险收益特征，来匹配不同年份退休者的风险承受能力。目标年份越远，股票 ETF 和 REIT ETF 占比约大，债券 ETF 占比越小，所承受的风险越大收益也大；反之，股票 ETF 和 REIT ETF 占比约小，债券 ETF 占比越大，所承受的风险越小收益也小。

下面以 Target Date 2030 ETF 为例详细介绍成份 ETF 产品。

股票类成份 ETF：iShares Core S&P 500 ETF 占比 32.92%，跟踪指数为标准普尔 500 指数，管理费率 0.07%；iShares Core S&P Mid-Cap ETF 占比 10.89%，跟踪指数为标准普尔 400 中型股指数，管理费率 0.15%；iShares Core S&P Mid-Cap ETF 占比 3.63%，跟踪指数为标准普尔 600 小盘股指数，管理费率 0.47%；iShares MSCI EAFE 占比 20.44%，跟踪指数为 MSCI EAFE 指数，管理费率 0.47%；iShares MSCI EAFE 占比 20.44%，跟踪指数为 MSCI EAFE 指数，管理费率 0.47%。

跟踪指数 MSCI EAFE Index (Europe, Australia, Far East), 主要投向欧洲、澳洲、远东地区等的发达国家权益资本市场, 管理费率 0.34%; iShares MSCI Emerging Markets ETF 占比 2.67%, MSCI 新兴市场指数, 管理费率 0.67%。

债券类成份 ETF: iShares Core US Aggregate Bond ETF 占比 19.04%, 跟踪指数为巴克莱美国综合债券指数, 主要投向投资级的国库券、政府相关债券、企业债、MBS 等, 管理费率 0.08%; iShares Short Treasury Bond ETF 占比 6.26%, 跟踪指数为巴克莱美国短期国债指数, 主要投向久期为一个月到一年的国债, 管理费率为 0.15%; iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF 占比 2.21%, 主要投向在美国流通的以美元计价的高收益公司债, 管理费率 0.50%; iShares TIPS Bond ETF 占比 1.13%, 主要投向美国通胀保值债券, 管理费率 0.20%。

REIT ETF: iShares Cohen & Steers REIT ETF 占比 0.91%, 主要投向美国房地产投资信托, 管理费率 0.35%。

这十大成份 ETF 中, 有五只股票 ETF、四只债券 ETF 和一只 REIT ETF, 加权平均的管理费率为 0.17%。Target Date 2030 ETF 的管理费率为 0.30%。两重收费加总的管理费率仅有 0.47%, 甚至低于美国无杠杆 ETF 的平均费率 0.49%。这很好的解决了 FOF 双重收费高费率的难题。

另外, iShare Target Date 2030 ETF 持仓主要成份均为 iShare 公司发行的 ETF 产品。这样, FOF 产品的推广发行, 有利于提高公司旗下 ETF 产品的市场占有率。总之, 海外 FOF 的领先供应商也是 ETF 的最大供应商, 这并非偶然。

## 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。

★本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★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。