

债券市场专题报告

FOF的一小步，资产管理的一大步

2016 年 6 月 21 日

大类资产配置专题研究

内容摘要:

- 2016 年 6 月 17 日中国证监会发布了《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）》，公募 FOF 扬帆起航。
- 基金中基金（FOF，Fund of Funds）是指将 80%以上的基金资产投资于经中国证监会依法核准或注册的基金份额的基金，但不得持有具有复杂、衍生品性质的基金份额，也不得持有其他基金中基金。
- 作为结合基金产品创新和销售渠道创新的基金新品种，FOF 与基金捆绑销售和基金超市等纯销售计划不同，FOF 采用基金的法律形式，完全按照一般的基金模式运作。FOF 包含着对基金市场的长期策略，与其他基金一样是一种可长期投资的金融工具。
- 由于投资范围和运作方式等不同，FOF 基金和普通基金相比有许多特点：（1）专业度高，风控能力强；（2）规模效应明显，运作成本较低；（3）收益低，费用高，可操作性较弱。
- 美国第一支公募基金 FOF 成立于 1985 年。在 1985 年至 2014 年的 30 年间，美国的共同基金 FOF 经历了爆发性的增长，规模增长了 1.2 万倍。1990 年，美国只有 20 只 FOF，总规模 14 亿美元；截止到 2014 年底，FOF 数量达到 1337 只，管理资产规模超过 1.7 万亿美元。
- 在美国所有 FOF 基金类型中，目标日期基金（也称生命周期基金）的占比最大。
- 我国证券类私募 FOF 基金出现于 2005 年；2010 年以后，私募 FOF 增长开始加速。券商集合理财计划是国内 FOF 基金重要的实现形式。此外，阳光私募也是一种重要的 FOF 基金组织形式，独立的财富管理机构以及信托公司是国内私募基金 FOF 的重要参与者。
- 投资者在进行 FOF 投资决策时，除了需要考虑基金管理人的资产配置、历史业绩等因素外，还需要考虑以下因素：第一、是否有收益补偿机制。第二、具体的补偿形式，收益补偿形式不尽相同，例如以管理者自有份额资产进行补偿，以自有份额收益进行补偿，以管理费进行补偿。一般来说，以自有份额资产进行补偿的，机构承担的责任最大，因此投资也更为稳妥更为抗跌。第三、费率与业绩提成。

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn
S1090512070002

周 岳

86-21-68407423
zhouyue5@cmschina.com.cn
S1090515040002

研究助理

高志刚

86-21-68407902
gaozhigang@cmschina.com.cn

正文目录

一、FOF 概述	3
1、FOF 的定义	3
2、全球 FOF 市场的发展情况	3
二、Fund of Fund 产品分类及特点梳理	6
1、FOF 的分类	6
2、FOF 基金的特点	7
3、FOF 基金与 MOM 基金对比	8
三、国内 FOF 市场的现状及未来	8
1、中国 FOF 市场的发展现状	8
2、中国 FOF 面临的困境	9
3、中国 FOF 市场的发展契机	10
4、中国 FOF 市场的未来展望	11
四、FOF 的资产配置和甄选	11
1、FOF 的资产配置	11
2、FOF 的甄选	12

2016 年 6 月 17 日，中国证监会发布了《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）》，对基金中基金的运作进行了规范，公募基金 FOF 即将起航。本文对海内外 FOF 的发展和现状进行介绍，供投资者参考。

一、FOF 概述

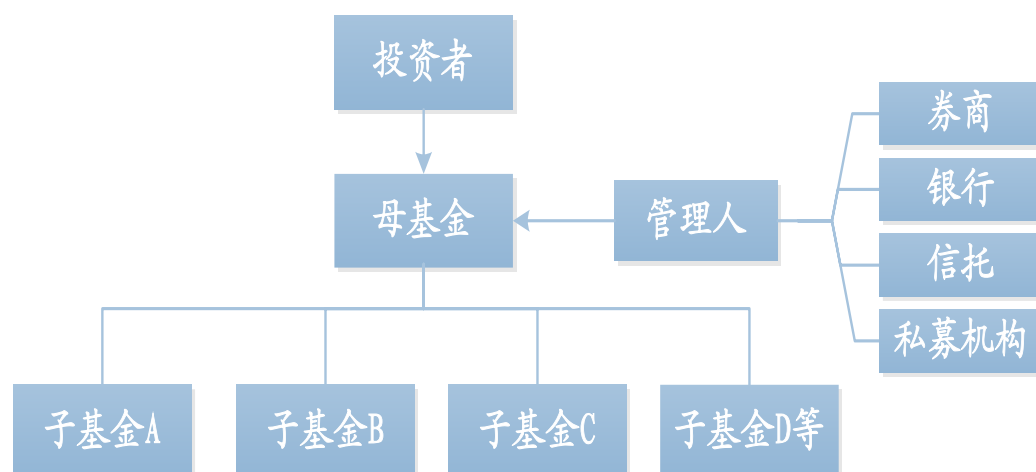
1、FOF 的定义

基金中基金（FOF，Fund of Funds）是指将 80%以上的基金资产投资于经中国证监会依法核准或注册的基金份额的基金，但不得持有具有复杂、衍生品性质的基金份额，也不得持有其他基金中基金。

作为结合基金产品创新和销售渠道创新的基金新品种，FOF 与基金捆绑销售和基金超市等纯销售计划不同，FOF 采用基金的法律形式，完全按照一般的基金模式运作。FOF 包含着对基金市场的长期策略，与其他基金一样是一种可长期投资的金融工具。

FOF 最初产生于美国，当时的目的是为了解决对于私募基金“合格投资者”的种种限制，形成了公募基金组合投资私募基金的产品，使得普通投资者也能够通过这一组织形式间接地投资私募基金。目前，这类基金产品在美国市场依然规模庞大。

图 1：FOF 基本结构



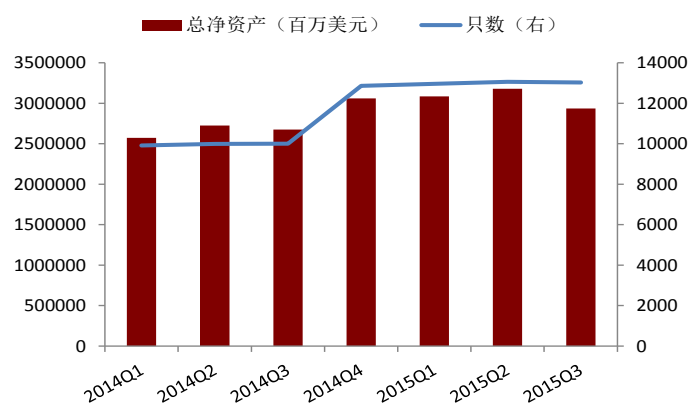
资料来源：招商证券

2、全球 FOF 市场的发展情况

全球共同基金 FOF 市场规模在近两年总体保持稳定，总净资产维持在 30 万亿美元左右。全球范围内共有近 12000 支 FOF 类共同基金产品。从地区分布来看，美洲以将近 80% 的市场份额占据绝对优势，而这其中美国占据其中的 9 成。

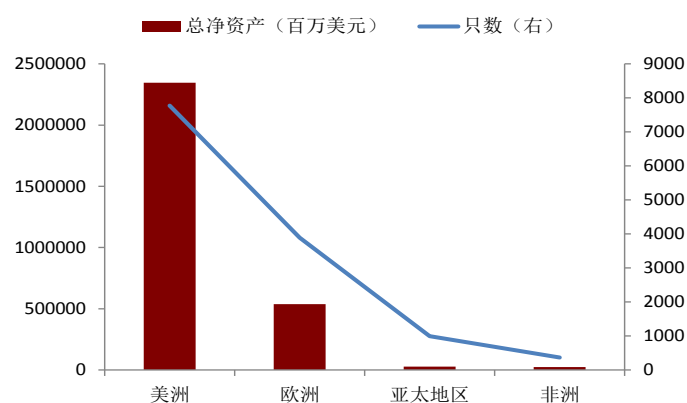
由于美国是全球 FOF 发展最成熟、规模最大的市场，因此本文对美国共同基金 FOF 市场与对冲基金 FOHF 的发展情况进行了梳理。

图 2: 共同基金 FOF 总净资产及基金数量



资料来源: International Investment Funds Association, 招商证券

图 3: 2015 年 3 季度各地区共同基金 FOF 市场份额



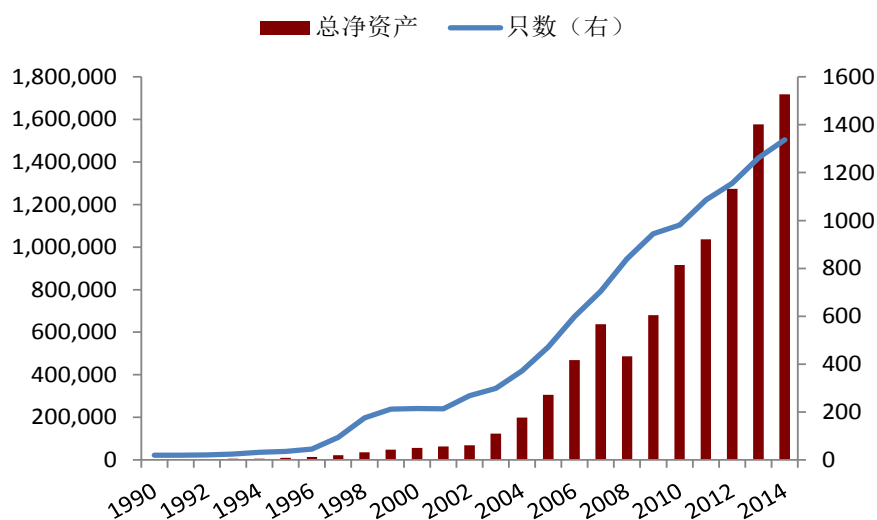
资料来源: International Investment Funds Association, 招商证券

(1) 美国共同基金 FOF 的发展情况

美国第一支公募基金 FOF 成立于 1985 年。在 1985 年至 2014 年的 30 年间，美国的共同基金 FOF 经历了爆发性的增长，规模增长了 1.2 万倍。1990 年，美国只有 20 只 FOF，总规模 14 亿美元；截止到 2014 年底，FOF 数量达到 1337 只，管理资产规模超过 1.7 万亿美元。

美国共同基金 FOF 发展迅速的主要原因有三个方面：①20 世纪 90 年代，美国政府启动的 401(K) 计划和 IRA (个人退休账户) 开启了雇员与雇主共同缴纳养老金模式。养老金具有强调多资产配置的属性，这催生了多种类型的 FOF 基金。员工个人有投资的自主权，大部分员工也愿意把养老金通过 FOF 形式配置在公募领域。根据美国投资公司行业协会 (ICI) 的一项统计，约 60% 的上述退休投资计划参与者持有目标日期基金；②20 世纪 90 年代美国开始了连续 10 年繁荣牛市，证券市场财富效应比较显著，居民对金融产品的投资需求日益旺盛，基金公司在这黄金十年不断扩张完善其产品线条，也促进了公募基金 FOF 的发展；③监管层对 FOF 基金发展的支持，1996 年美国颁布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，制度的放松为公募基金公司大力推动 FOF 发展提供了肥沃的土壤。

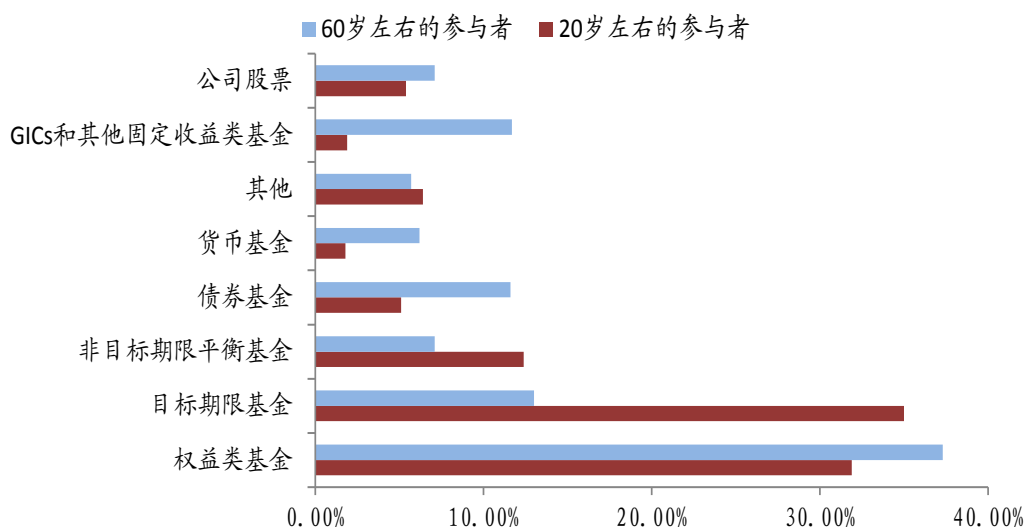
图 4: 美国共同基金 FOF 增长情况



资料来源: 2015 Investment Company Fact Book, 招商证券

在美国所有 FOF 基金类型中，目标日期基金（Target Date Fund 也称生命周期基金）的占比最大。该类基金对 FOF 过去十几年资产的增长贡献巨大。根据 2015 Investment Company Fact Book 的报告，在过去的 10 年，目标日期基金总共获得现金流入 4330 亿美元；仅在 2014 年，基金净现金流入 450 亿美元，年末总资产达到了 7030 亿美元。如今，前十家公募 FOF 基金管理机构已经占到整个市场 74% 的规模，排名前三的为领航基金（Vanguard）、富达基金（Fidelity Investment）和普信基金（T.Rowe Price）。这三家基金占到市场 50% 的规模。美国公募基金 FOF 规模最大的前三家都是该类基金且都采用了内部管理人的方式，投资标的是旗下的基金并且是零收费的。生命周期基金的主要特征是平滑风险和收益，给投资者一个确定性收益，而不是博取高收益。

图 5：美国不同年龄段对于养老基金的资产配置情况



资料来源：2015 Investment Company Fact Book，招商证券

表 1：各投资标的费用率比较（2014 年）

投资标的 (单位 BP)	前 10%	中位数	前 90%	资产加权平均	算术平均
权益类基金	72	125	208	70	133
混合基金	70	124	205	78	133
固定收益基金	48	86	165	57	98
货币基金	6	10	21	13	12
目标日期基金	46	94	161	57	99
指数型基金	8	44	156	11	70

资料来源：Investment Company Institute and Lipper，招商证券

（2）美国对冲基金 FOF——Fund of Hedge fund(FOHF)的发展状况

世界上第一家对冲基金 FOF（FOHF）是 1969 年 11 月由罗斯柴尔德家族成立的，此后，从 1990 年至 2007 年间，FOHF 经历了一段快速发展的时期。到 2007 年，FOHF 发展至最高峰，当时的规模接近 8600 亿美元。2008 年金融危机后，FOHF 的规模不断下降，到 2014 年底的规模回落至 5000 亿美元左右。FOHF 发展陷入困境的原因可以大致概括为三点：

第一，一些 FOHF 母基金卷入到麦道夫骗局，让投资者对这些母基金投资前的尽职调查、信息披露以及相关的监管工作大失所望，纷纷赎回。在今后我国 FOF 行业发展中也需要考虑如何有效地避免法律风险和道德风险，避免出现影响行业信誉的重大事件。

第二，过去投资于 FOHF 母基金的资产规模较大的投资者（如养老金和主权基金）逐渐具备了直接投资于基金的资格和能力，不再通过 FOHF 进行投资。

第三，FOHF 的收费较高，而公募基金 FOF 收费比较低。FOHF 行业惯例收取 1% 的管理费和 10% 的浮动业绩报酬，如果投资业绩没有显著高于公募基金，投资者选择 FOHF 就没有充分的理由。

由于以上原因，投资者需要得到更专业的管理以及信誉较好的金融机构做背书，FOHF 市场亟需整合，才能重新赢得市场的认可。因此，金融危机之后，许多表现不佳的管理机构被收购或选择破产，而大型管理机构得以生存，发展壮大，市场更为集中化。

表 2: FOHF 管理人资产管理规模（单位：十亿美元）

FOHF 管理人	2014 年	2011 年
黑石	55.0	37.2
瑞银	26.6	30.8
汇丰	25.6	N/A
高盛	24.9	20.4
Grosvenor	24.4	24.1
Permal	22.2	21.9
摩根史丹利	18.6	9.2
贝莱德	18.1	18.6

资料来源：机构投资者阿尔法网，招商证券

二、Fund of Fund 产品分类及特点梳理

1、FOF 的分类

（1）按投资的基金种类区分：FOF 可以分为股票型、固定收益型、配置型、另类投资型四类。

股票型 FOF 主要投资于不同风格的股票型基金。根据目标市场的不同，又分为单一市场 FOF 和跨市场 FOF。跨市场 FOF 是 FOF 产品中重要的一类，由于不同市场的周期性、受宏观环境的影响程度及流动性都具有一定差异，这为 FOF 的多样化投资，降低系统性风险提供了基础。FOF 只选产品不需要具体研究直接投资市场，这种方式消除了多市场投资中对目标市场了解不足的弊端，是一种比较适合多市场投资的金融工具。

固定收益型 FOF 可以根据所投资对象和投资目的的差异，分为免税型和收益型。前者的投资对象主要是一些免税债券基金，如一些政府债券。而后者则投资于不同类别债券以提高收益，如在中长期债券、高息债等之间动态配置资产。

配置型 FOF 将资金在股票类、固定收益类基金之间动态调整。此类基金通过配置不同收益率、不同风险的证券产品来弥补单一产品在市场适应度上的不足。

另类投资型 FOF 涵盖范围较广，它也是以投资策略或投资目标来划分的，如专投 PE 的 FOF、对冲基金 FOF、商品基金 FOF 等。这类 FOF 的一般目标是让小额非专业资金进入高门槛高专业要求的投资品市场，属于“桥梁型”产品。

（2）按投资标的区分：FOF 可以分为纯 FOF 和非纯 FOF 两类。

纯 FOF 只投资基金或者投资基金的比例不低于基金资产的 80%，剩余部分可投资于其它类型的证券，如股票、债券。非纯 FOF 是基金、股票、债券都可以买，大类资产配置比例空间完全由基金契约约定，即未来的混合基金，其投资标的里可以包含基金。

(3) 按所投资基金的归属区分：FOF 可以分为内部 FOF、外部 FOF、混合 FOF 三类。

内部 FOF (in-house FOF)，即只买自己公司的基金。同一家基金公司（即便是非常大的公司）一般不会出现重复的产品，同一个产品类型不会有很多选择余地。所以，内部 FOF 的主要任务不是选择产品，而是资产配置。比如根据不同的市场环境来调整同一客户的资产配置，或者针对客户的投资目标变化来调整其资产配置。前者以配置类 FOF 为代表，而后者以目标日期 FOF(Target Date Fund, 也称生命周期基金 Lifecycle Fund) 为代表；外部 FOF，顾名思义，是只买其它基金公司的基金；混合 FOF，则是投资范围不局限于自己公司的基金产品，市场上所有的优秀的基金产品都是潜在的投资标的。

(4) 按投资策略区分：FOF 可以分为主动 FOF、被动 FOF、混合 FOF 三类。

主动 FOF 是指将采用主动型策略进行投资的 FOF 产品；被动 FOF 是指将采取被动型策略进行投资的 FOF 产品；混合 FOF，则是上述两种策略都可以有的产品，如基金指数增强型 FOF、“核心—卫星”策略 FOF 等。

(5) 按投资标的的交易场所区分：FOF 可以分为场内 FOF、场外 FOF、混合 FOF 三类。

场内 FOF 指的是只通过场外交易的方式认购、申购、赎回基金的 FOF 产品；场外 FOF 指的是只通过场内交易的方法买卖基金的 FOF 产品，如 ETF、分级基金等；混合 FOF 指的是可以通过上述两大类渠道认购、申购、赎回、买卖基金的 FOF 产品，如在专业投资 ETF 和分级基金时常常会使用的套利交易。

2、FOF 基金的特点

由于投资范围和运作方式等不同，FOF 基金和普通基金相比有许多特点：

(1) 专业度高，风控能力强

FOF 基金掌舵人多为基金业从业经验丰富的老牌管理者、并辅助以资深研究员及投资决策委员会，使其投资决策更加科学化并拥有精准市场判断。此外，FOF 基金经过专业投资人的二次筛选，可以同时投资于不同种类的多只基金，充分分散投资风险，从而获得长期稳定的收益，虽然 FOF 短期内在收益上可能比不上单只基金，但其波动较小、控制下行风险的特点使其成为许多风险偏好较低、风控意识较强的投资者的投资标的。

(2) 规模效应明显，运作成本较低

普通投资者借助于 FOF 基金的规模和影响力可实现对高门槛基金的投资。此外，由于资金规模效应，FOF 基金在管理费、投资顾问费和分销费上相对于普通开放式基金有一定优势。基金投资策略中最重要的环节是资产配置，而 FOF 将行业内精选股票的任务交给了其投资的子基金，从而降低了自身的运作成本。

(3) 收益低，费用高，可操作性较弱

FOF 基金较强的风险分散化带来的是单一行业或单一股票对整体业绩的贡献微弱，因而相较一般基金，FOF 基金在获取绝对收益上表现出天然的弱势。FOF 平均业绩与共同基金平均业绩十分接近，但普遍低于股票型基金。业绩的弱势也与费用高有关，由于存在二次收费的问题，FOF 基金费用高于单个基金。然而费用问题可以通过若干方式解决，包括通过投资本公司旗下的基金，从而实现单一收费或持有费用较为低廉。此外，由于普通基金信息披露周期为三个月，FOF 基金相较普通基金的操作难度较高，存在信息滞后和操作空间小的问题，这对 FOF 基金管理人形成挑战。

3、FOF 基金与 MOM 基金对比

MOM 是基于 FOF 产生的一种新的投资形态，不同于 FOF 通过购买子基金的份额形成产品组合，MOM 绕过子基金环节直接将资金交给优秀的管理人打理，MOM 管理者再管理这些管理人，可视为“人的组合”。MOM 基金诞生于上世纪 90 年代，经过二十多年的发展，目前规模及业绩水平相当可观。

虽然从字面上看，FOF 选基金，MOM 选基金管理人，但两者的本质差别并非来自于产品或人，FOF 投资子基金时必然离不开对基金管理人的考察，而 MOM 母基金选择好投资经理时也必然要发行产品才能将资金交给其打理。所以 FOF 和 MOM 都是通过挑选行业内的好的投资人才的方式来实现风险有效管控下的收益最大化。区别在于，FOF 直接购买子基金份额，而 MOM 以设立专户或子账户的方式直接将资金交由各个投资经理管理。这个本质上的差别衍生出了 FOF、MOM 在各个层面的比较。

表 3：FOF 与 MOM 特点比较

	费率	流动性	母基金操控程度	业绩考核模式	母基金主动管理模式
FOF	易出现双重收费问题，费率较高	较差	独立性强，不受过多干扰	相对业绩比较	调整子基金投资份额或更换子基金
MOM	费率较低	高	可监控子管理人的操作情况	绝对业绩比较	调整各子账户投资金额或更换子基金管理人

资料来源：招商证券

三、国内 FOF 市场的现状及未来

1、中国 FOF 市场的发展现状

(1) 公募 FOF

我国公募基金 FOF 的法律地位已经得到确认。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》，确立了公募基金 FOF 的法律地位；2016 年 6 月 17 日中国证监会发布了《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）》，对基金中基金的定义、分散投资、基金费用、基金份额持有人大会、信息披露等内容进行了规范，公募基金 FOF 即将进入实质性操作阶段。其中，关于基金费用，规定了 FOF 的管理人不得对 FOF 财产中持有的自身管理的其他基金部分收取管理费；FOF 的托管人不得对 FOF 财产中持有的自身托管的其他基金部分收取托管费；FOF 的管理人运用 FOF 财产中申购自身管理的其他基金，基金管理人不得收取申购费、赎回费（不包括按照基金合同应归入基金资产的部分）、销售服务费等销售费用。这类似于美国公募 FOF 常见的“内部管理人+内部基金”的管理模式，缓解了 FOF 双重收费导致的劣势。

参考美国公募基金的发展，1999 年美国公募基金数量超过股票数量，公募基金开始了爆发增长的阶段；目前，我国的公募基金已经达到 3000 多只，超过了股票的数量，因此推出公募基金 FOF 具有合理性和必要性。随着运作指引的出台，公募基金 FOF 未来的发展将更为成熟，发展潜力可期。

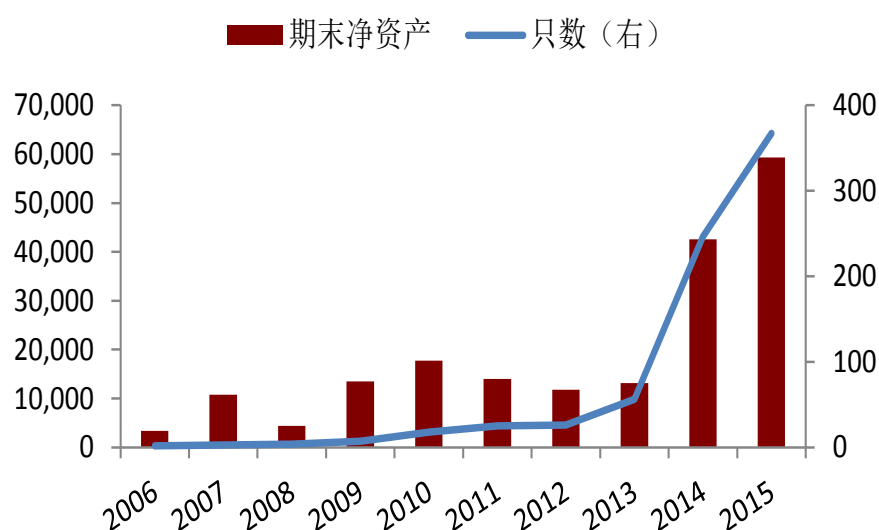
(2) 私募 FOF

我国证券类私募 FOF 基金起始于 2005 年，私募 FOF 于 2010 年开始加速增长；尤其在 2012 年以后，更是以每年 50% 的速度在发展，势头强劲。虽然私募 FOF 发展势头迅猛，但其市场占有率依然较小。目前，私募基金 FOF 的规模只占证券类私募基金的

2.6%，而同期国外对冲基金 FOF 规模已经占到整个对冲基金规模的 24%，与国外同行相比，我国私募基金 FOF 依然存在较大的发展空间。

券商集合理财计划是国内 FOF 基金重要的实现形式。券商是我国私募基金 FOF 最早的发起者，如招商证券、光大证券、华泰证券等都是起步较早的 FOF 管理人。券商资产管理部门以集合理财的形式发起的 FOF 基金已经拥有相当的规模。近两年，无论是从资产规模还是发行数量来看，都有巨大的增幅，2014 年末净资产涨幅达到 224%，2015 年涨幅也接近 40%。然而这也只占到全部券商集合理财产品净资产规模的 1%左右，未来发展前景巨大。

图 6：FOF 概念券商集合理财产品



资料来源：wind 数据库，招商证券

此外，阳光私募也是一种重要的 FOF 基金组织形式，独立的财富管理机构以及信托公司是国内私募基金 FOF 的重要参与者。根据 wind 数据库统计，最早成立的 FOF 类私募基金是由深圳市柏恩投资有限责任公司发起、受托于中融国际信托公司、在 2010 年 11 月 26 日成立的龙动力 1 期，其主要投资标的是权益类投资。FOF 类私募基金产品在 2015 年有了长足的发展，在 2014 年 12 月共有 13 只 FOF 私募基金在市场上运作，而 1 年后 FOF 类阳光私募基金增长至 113 只。

2、中国 FOF 面临的困境

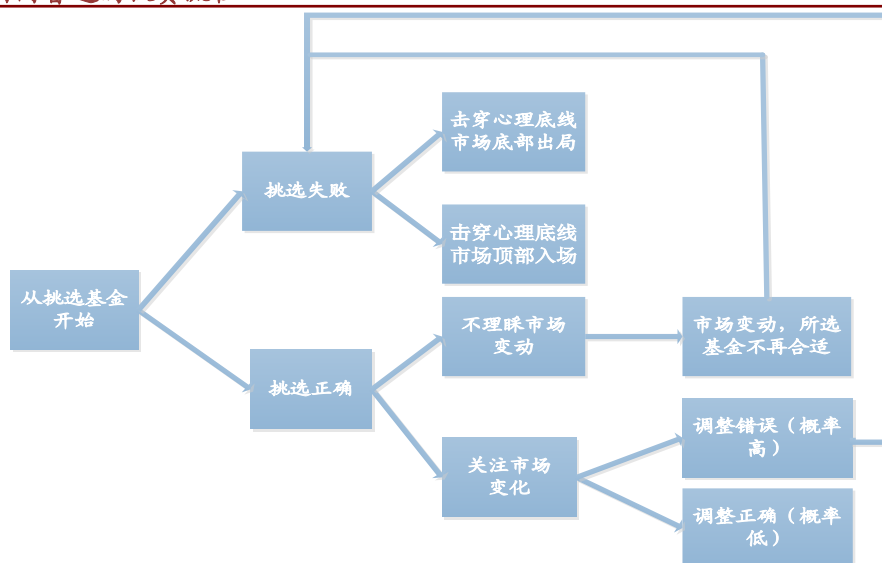
由于 FOF 是海外新引入的产品，受投资机构对 FOF 运作方式的不明晰与投资策略失当的影响，整体来说，此类产品的收益率并不突出，资产净值与公募基金产品相比优势也不明显。因此 FOF 产品的发展，面临以下四个问题。

产品定位不清晰：FOF 基金是投资于基金的基金，其与普通基金最大的差别是通过资产配置实现对风险的管控。而目前国内 FOF 基金在资产配置环节缺失严重，挂着 FOF 的名头，走的仍是普通基金的定位。

投资流程不合理：典型的 FOF 投资流程包括 4 个阶段：第一，确定合理的 FOF 投资偏好，制定收益目标，完成产品设计；第二，根据制定的产品配置特性，设置合理的投资策略；第三，对于不同的投资标的筛选合适的基金产品；最后，进行事后风险控制与绩效评估。然而，国内 FOF 基金普遍忽视了前两个阶段，直接从第三阶段基金筛选入手，失去了 FOF 基金在设立时的最初目的。同时，从基金筛选开始的投资流程还可能

会放大整体风险，选出不合适的基金标的的概率很高，这也是造成国内 FOF 净值表现普遍不佳的重要原因。

图 7：国内普遍的投资流程



资料来源：招商证券

基金选择无量化模型支撑：由于研究力量的缺乏，基金选择还处于约谈基金经理的感性阶段；对未来发展评判模型的缺失使得基金选择仅靠历史业绩表现，无法支撑整个投资决策的稳定；国内大类资产的缺乏导致 FOF 基金无法发挥出其优势，造成 FOF 基金与子基金趋同。此外，由于一些政策限制，像保险资金以及企业年金这种以 FOF 模式管理资产的机构被允许投资的标的也相对单一。

管理者权限边界不明确：发挥母基金管理者和子基金管理者各自能力的优势是 FOF 基金产生的目的，FOF 的分层模式确保了任何层级上的决策失误都会得到有效收缩。任何一支子基金的管理者如果出现宏观上的决策失误都不会影响到整体 FOF 的宏观判断，判断错误止于资产配置这一层面。然而，目前很多 FOF 基金经理却越过子基金管理人直接选择相关个股标的，判断行业走势，风格切换迅速，仓位调整频繁，越俎代庖的同时也影响了自身应承担的资产配置任务。因此，市场上许多的 FOF 产品有非常明显的行业选择偏好，几乎丧失了 FOF 产品在风险分散上的独有优势，造成了 FOF 与普通基金趋同的现象。

3、中国 FOF 市场的发展契机

我国金融市场上的机构占比相较发达国家成熟市场要小很多，未来注册制的推行将进一步减少散户的比例。在这样的背景下，市场需要专业的 FOF 基金帮助投资者寻找优秀标的，解决投资者盲目投资的问题。

同时，国内市场利率进一步降低释放出大量流动性，资产方对于风险相对较低、收益稳定的产品有着极大需求。而且随着国内基金业、私募行业近几年发展迅速，优秀管理团队不断涌现，为 FOF 基金积累了一定的管理人才。

从 2010 以来，国内 FOF 基金的发展逐渐加速。继信托系、券商系 FOF 之后，第三方理财机构 FOF，以及银行、保险等都参与进来，越来越多的私募也参与到 FOF 这一领域。对机构来说，FOF 基金还可以发挥中介的作用，将投资者的财富配置给不同类别的基金，为子基金扩大规模提供帮助。

银行拥有大量的高净值客户，对冲类产品将成为银行最重要的 FOF 品类。截至 2010 年数据显示，全球 FOHF 规模大约占到共同基金的 2.25%，每一万富裕人口就拥有 5 亿美元 FOHF 资产。而国内 TOT/FOHF 产品规模仅占公募基金规模的 0.38% 左右，每万个富裕人士拥有的 TOT/FOHF 类资产仅为 0.23 亿美元，FOHF 正是在股市暴涨暴跌、市场避险情绪上涨的背景下的投资蓝海。然而目前由于国内私募基金政策尚不完善，政策风险较大，且对冲基金基数较小，发展良莠不齐，对 FOHF 的发展造成一定的阻碍。

4、中国 FOF 市场的未来展望

国内 FOF 基金起步不过十年时间，但发展速度很快。目前市场上已有接近 500 支非公募 FOF 基金，尤其是在近两年发展速度惊人。有理由可期，未来 FOF 将在基金市场上占有重要的一席之地。

从类型上看，随着基金市场产品越来越多样化，可配置的资产类型进一步补充，FOF 可投资的标的也越来越多，目前 FOF 产品类型也将进一步丰富。尤其值得注意的是，目标期限基金在中国还未发展起来，参考美国目标期限基金巨大的资产管理规模，中国可以借鉴相似发展路径。如果政策能够放开，中国巨量的养老保险资金规模将会带来巨大的资金注入。目前中国年金基金存量已达 7000 亿，机关事业单位正在建立年金制度，改革以后每年增量大约上千亿，再加上企业年金的增量一千多亿，合计年度增量接近 3000 亿元，因此未来对生命周期基金的需求是有巨大潜力的。

从管理人上看，券商、信托在 FOF 产品上发展已经逐渐成熟，第三方理财机构、银行、保险也将跟进，未来 FOF 有望形成基金市场上的新的热点。

从政策上看，2016 年 6 月证监会发布了《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）》，公募基金 FOF 即将进入实质性操作阶段。FOF 公募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。

随着 FOF 基金规模不断发展，这一新兴市场将吸引更多的投资者与管理机构。对于 FOF 运作方式与投资策略的研究也会更为深入和成熟。未来国内 FOF 收益率与规模值得期待。

四、FOF 的资产配置和甄选

1、FOF 的资产配置

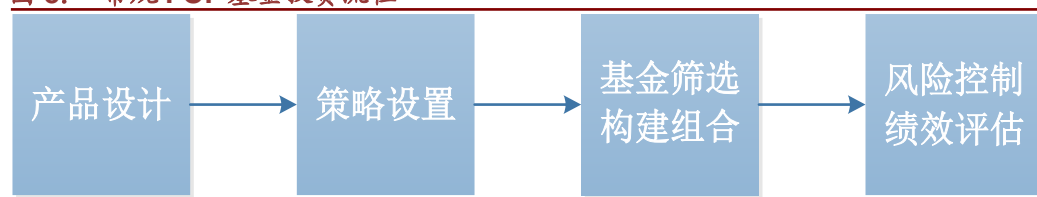
自上而下的资产配置是国内投资者在进行投资决策时极易忽略的环节，也是目前国内资管机构在面对终端投资者需求缺失的一环。而在中国股市暴涨暴跌、周期鲜明的大背景下，基本正确的资产配置显得尤为重要。

FOF 基金相较其他基金最大的优势在于对资产配置的把握。一般的基金在标的市场品种选择上投入大量精力，深挖个股等战术性策略上做的很成功，然而，有限的精力导致普通基金在战略性策略上存在软肋，FOF 基金首先解决的就是在各个标的市场之上的资产配置，即大类资产配置，然后是各标的市场上的类别资产配置，如股票是投资价值股还是成长股，债券是企业债或政府债，再之后选出各细分下优秀的基金。明确的分工让 FOF 基金管理人和各子基金管理人能够在各自专业的领域发挥专长，做出尽可能准确的判断。

常规的 FOF 投资流程为：产品设计、策略设置、基金筛选与组合构建、动态风险控制

与绩效评估以完成基金产品的检讨重构。FOF 的收益来源也与投资流程一致，最主要的来源是大类资产配置，其次是类别资产配置，最后才是具体品种。

图 8： 常规 FOF 基金投资流程



资料来源：招商证券

大类资产配置定方向：FOF 基金在产品设计阶段就需要通过宏观分析预判确定资产配置策略，不仅包括当前市场环境下资产配置方案，还有市场环境变化时，资产配置调整的方式。大类资产配置通过将资金分配于股票、债券、银行存款、房地产等领域，锁定一部分风险，定下 FOF 基金的整体基调。

类别资产定题材：类别资产是介于大类资产与具体标的之间，按照风格、性质划分的各类资产。一般而言，长期来看，同类资产的投资收益会趋同，不同类资产投资收益则分化。照此规律，一旦类别资产配置确定，FOF 基金就基本能锁定部分期望收益，因此，类别资产配置成为 FOF 收益的又一重要来源。类别资产配置确定的是大类资产下的方向，一般而言，类别资产配置的重要性还体现在其与大类资产配置之间的牵制，大类资产配置激进时需要类别资产配置有一定的防御性，而大类资产配置保守时，可在下层配置激进的类别资产。

具体品种看逻辑：虽然同一细类下的基金业绩会趋同，但基金的风格本身并不是固定不变的，基金投资的标的可能会随着市场环境的变化脱离类别资产配置的目标。例如，在股市持续上涨的行情下，基金经理可能会增加小盘成长股的比重，从而使整个基金的风格发生偏移。同时，基金业绩也有相当大的偶然因素，只关注历史收益率容易产生误判，因此还需分析其背后的投资逻辑是否稳定一致，其业绩是否有可靠的投资行为支撑。

2、FOF 的甄选

投资者在进行 FOF 投资决策时，除了需要考虑基金管理人的资产配置、历史业绩等因素外，还需要考虑以下因素：

是否具有收益补偿机制：目前市场上的 FOF 产品中，有些产品设置层级，管理者以一定的自有资金投资于劣后收益级，并承诺当委托投资者的本金出现亏损或未达保障收益时，管理者以自有份额资产或者收益进行补偿。在运作水平相当的情况下，管理者参与的自有资金越多，投资者的资金安全性就更有保障。

投资者补偿方式：对于有收益补偿措施的 FOF 产品来说，补偿方式并不相同。有的承诺以管理者自有份额资产进行补偿，如招商基金宝；有的承诺以自有份额收益进行补偿，如光大阳光 2 号；还有的则承诺以管理费进行补偿，如广发增强型基金优选 4 号。一般来说，以自有份额资产进行补偿的，机构承担的责任最大，因此投资也更稳妥、更抗跌，但与此同时，风险与收益并存，该类产品的投资收益也不及其他产品。

从投资风格来说，承诺保障收益的产品投资风格相对激进，一般来说，此类产品的实际收益率相对较高。而承诺保本的产品投资风格相对保守，因为基金管理人更为关注的是本金的安全性。

费率与业绩提成：和基金产品类似，FOF 产品需要收取一定的参与费、退出费、管理费及托管费。管理费、托管费和销售服务费每日计提，已在净值中扣除。此外，投资者需要支付参与费和退出费。部分理财产品不收取参与费，而退出费的高低一般与持有时间成反比，退出费用随着持有时间增加而减少。

与普通基金不同的是，大部分 FOF 产品设置了业绩提成条款，当投资业绩超过一定标准时，券商将提取部分超额收益作为报酬。业绩提成比例的高低直接影响投资者获得的收益。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙彬彬：复旦大学经济学博士，2010 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券研究主管。

高志刚：上海财经大学金融硕士，2014 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券分析师。

周 岳：中国人民大学经济学硕士，CFA，2015 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券分析师。

招商证券债券信用评分符号和定义

等级符号	定义
投资 档案	A3 偿债主体还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低
	A2 偿债主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低
	A1 偿债主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低
投机 档案	B3 偿债主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般
	B2 偿债主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险
	B1 偿债主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高
	C3 偿债主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高
	C2 偿债主体在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C1 偿债主体不能偿还债务

注：债项符号含义与主体符号含义一致

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。