

银河金工 FOF 白皮书

FOF 发展、监管、设计、投资全解析

核心要点:

- **美国 FOF 迅猛发展**

回顾美国 FOF 发展历程, 由 1990 年 20 支 FOF, 共计 14.26 亿美元的规模。发展至今, 截止 2015 年底, 美国共有 1404 支 FOF, 资产规模达 17216 亿美元。

- **国内目前 FOF 主要是非公募 FOF**

国内 FOF 主要是券商资管、私募信托、第三方机构 FOF 等形式。

- **低费率+配置型+养老型是突破口**

公募基金未来 FOF 发展空间广阔, FOF 市场发展的条件已经具备——公募基金数量和养老市场需要, 主要突破口是养老基金、定期支付、低成本。

公募基金可以与低费率配置型 FOF 和低费率+配置+养老型作为突破口。

分析师

王红兵

☎: 0755-83479312

✉: wanghongbing_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514060001

朱人木

☎: 010-83574063

✉: zhurenmu@chinastock.com.cn

职业证书编号: S0130516020002

陈家智

☎: 0755-23904923

✉: chenjiazhi@chinastock.com.cn

职业证书编号: S0130115090122

黎鹏

☎: 0755-83471683

✉: lipeng_yj@chinastock.com.cn

职业证书编号: S0100513070010

郑源

☎: 0755-21515619

✉: zhengyuan@chinastock.com.cn

职业证书编号: S0100513070011

特此鸣谢:

吴俊鹏

☎: 010-83574080

✉: wujunpeng@chinastock.com.cn

钱劲宇

☎: 021-68597689

✉: qianjinyu@chinastock.com.cn

正文目录

一、海外 FOF 发展经验.....	2
(一) 需求增加, 推动美国 FOF 发展	2
(二) 美国 FOF 的现状与特色	4
二、国内 FOF 发展现状.....	9
(一) 国内 FOF 监管历程	9
(二) 不同机构的 FOF 产品发展	11
三、美国 FOF 监管的参考.....	19
四、《基金中基金指引》解析.....	20
(一)、指引部分条款的解析及出台初衷.....	20
(二)、指引出台对基金中基金产品的影响.....	22
五、FOF 常见投资策略和产品模式.....	23
(一) 常见 FOF 投资策略	23
(二) 常见 FOF 产品模式	27
六、公募基金发展 FOF 的突破口.....	31
七、FOF 在运行中可能遇到的问题.....	33
八、基金池的设计.....	35
(一) 配置型 FOF 基金池	35
(二) 主动型 FOF 基金池	36
(三) 主题类 FOF 基金池	37
(四) 另类 FOF 基金池	38
九、风险提示.....	39
图表目录.....	40

一、海外 FOF 发展经验

海外 FOF 主要发源于美国市场。从美国 FOF 的规模增速和市占率，我们可以看到 FOF 在投资产品中的存在价值。时至今日，FOF 在美国已经以多种形式存在，其中最受欢迎的是混合债券型及退休基金模式的产品。随着基金的数量和类别越来越多，FOF 的发展也引证基金中基金拥有其市场价值。

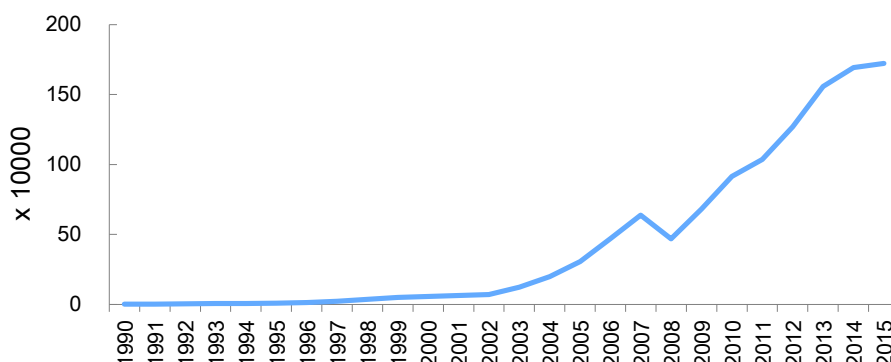
（一）需求增加，推动美国 FOF 发展

从美国 FOF 的增长速度及资金长期的净流入，我们可以注意到 FOF 在金融市场中是有存在的价值以及大量的投资需求。混合债券型 FOF 是目前比较受美国投资者欢迎的产品。

FOF 规模近十年快速增加

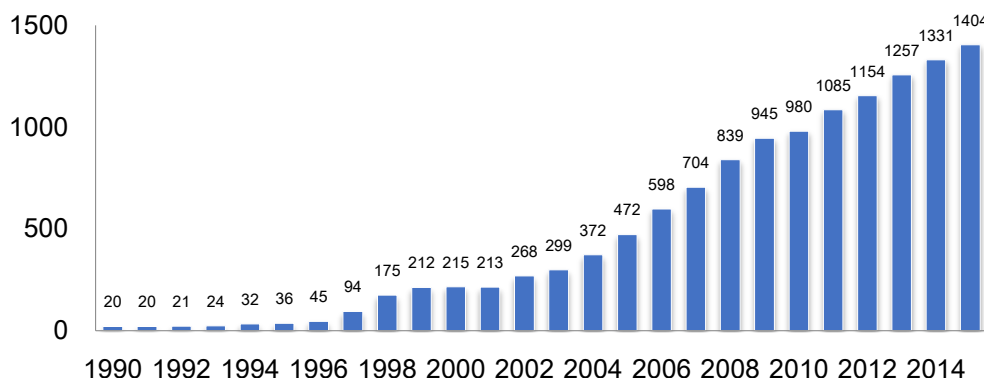
以美国为例，回顾其 FOF 发展历程，由 1990 年 20 支 FOF，共计 14.26 亿美元的规模。发展至今，截止 2015 年底，美国共有 1404 支 FOF，资产规模达 17216.22 亿美元。

图 1：美国 FOF 资产管理规模(百万美元)



资料来源：中国银河证券研究部、2016 investment company factbook

图 2：美国 FOF 的数量

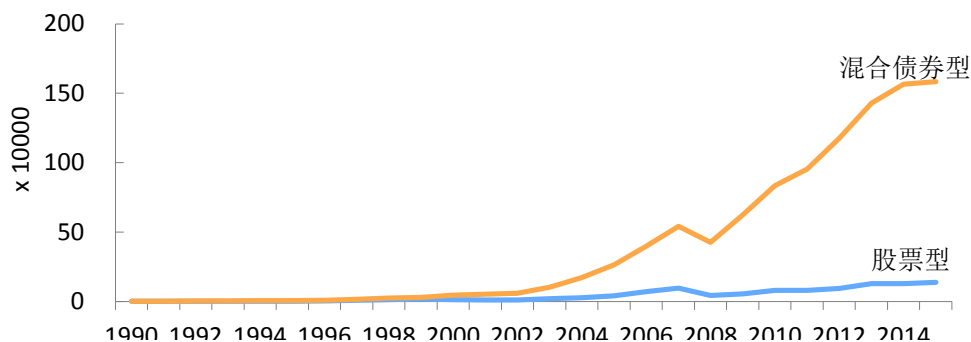


资料来源：中国银河证券研究部、2016 investment company factbook

混合债券型是 FOF 的主要类型

根据 ICI 的分类,美国 FOF 根据投资标的的不同主要分为股票型(Equity)及混合债券型(Hybrid and Bonds) FOF。其中混合债券型占据主导地位,其内容包括但不限于对象为固定收益市场,货币市场,大宗商品等和其中的一些组合的基金。2015 年股票型 FOF 占比 8%左右,而混合债券型 FOF 占比达 92%。纵观历史,由 1990 年起,股票型 FOF 相对于混合债券型增速较缓,混合债券型相对于股票型规模具有增速相对稳定性质。

图 3: 两种类型 FOF 在美国市场的资产管理规模(百万美元)

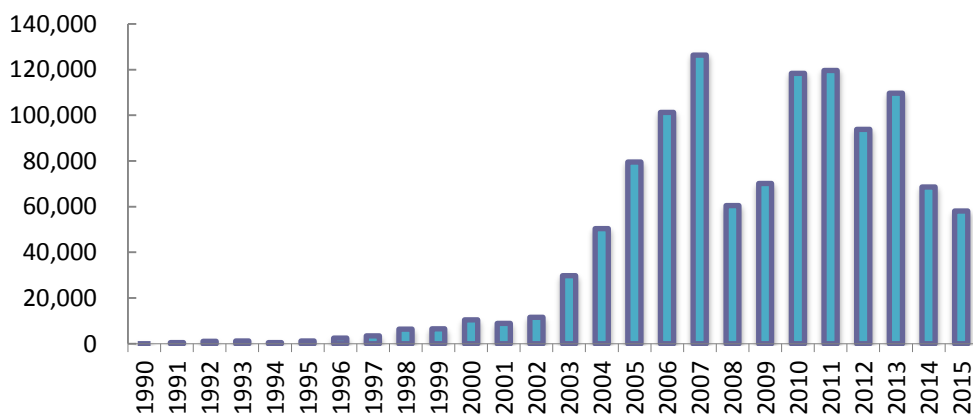


资料来源: 中国银河证券研究部、2016 investment company factbook

资金持续流入 FOF 市场

由 2002 年开始,美国 FOF 进入了飞速发展的阶段,每年流入 FOF 市场的资金都在大幅度增加,至 2008 年后资金流入增速放缓,2015 年仍有 580 亿美元流入 FOF 市场。根据 ICI 官方统计,截止 2015 年,美国投资公司净资产总额为 18.1 万亿美元,其中 FOF 为 1.72 亿美元,其占比将近 10%。

图 4: 资金净流入美国 FOF 的金额(百万美元)



资料来源: 中国银河证券研究部、2016 investment company factbook

(二) 美国 FOF 的现状与特色

FOF 在美国市场的发展已经演变成多种模式，其产品的差异化和特色也有别于单一的基金。本节重点介绍一款典型的 FOF 产品——先锋基金 VTTVX2025。

FOF 的定义

根据广义的 FOF 定义，一个资产池有两个或两个以二级管理人 (Sub-Advisor)，无论该资产池的投资对象是债券、股票、大宗商品、货币还是衍生品都可被认为是一种 FOF。根据投资计划的不同，FOF 还可以分为混合型基金，对冲基金，私募基金和信托。根据投资对象分类，FOF 可分为受限制的和不受限制的。前者为仅投资于一个资产管理公司旗下的多个基金产品，而后者则为投资于多个资产管理公司的多个基金产品。

投资 FOF 与投资基金的差异

与一般的基金相比较，FOF 解决了一般基金的一些问题，但也我们也不避讳去解释其所带来的一些弊端。表概括的总结了 FOF 的主要优势和弊端：

表 1 FOF 的优势与弊端

优势	弊端
零售：使资金量小的投资者可以分散投资于多个基金	费用高：FOF 的管理费用构成包括其所投资基金的管理费用和该 FOF 基金经理所收取的管理费用
便于进入：当部分基金已经对投资者关闭时，投资者可通过投资那些投资于这部分基金的 FOF 来获得这部分基金的份额，当然，需要该 FOF 基金经理有足够的份额提供购买	管理者风险：一些基金会提取受益分红，而这些受益分红会促使基金经理选择冒更大的风险以获取较高的收益
多样化：可以一次性投资多个不同策略的基金以便于最大程度的分散风险	多样化弊端：虽然 FOF 的分散投资降低的风险，但同时也降低了其收益。结合它收取的较一般基金更高的管理费用，可能会导致 FOF 基金的收益不足以支付管理费用
专业性：FOF 基金经理的具备较常人更多的选取成功基金的专业知识	
尽职调查：大部分 FOF 都要求提供基金经理的正式的尽职调查报告，包括其在证券市场的背景和信用	

资料来源：中国银河证券研究部、investopedia

美国典型 FOF 例子：先锋基金

最典型的 FOF 产品主要是养老基金，该类基金主要投资于所在基金公司旗下的其他基金产品。我们选取最早发行 FOF 的机构——先锋基金公司 (The Vanguard Group, Inc.)，以其目标退休基金 2025 (VTTVX2025) 为例：

基金概况：

VTTVX2025 是一款多样化的投资组合，资产池分布于先锋基金公司的各个基金中。随着到期日的接近将股票资产转移到债券资产的速度。我们可以看一看该系列退休计划基金的说明书关于不同到期日的资产配置情况：

图 5：系列退休计划基金在不同到期日的资产配置比例

Underlying Vanguard Fund	Target Retirement Fund					
	Income	2010	2015	2020	2025	2030
Total Stock Market Index	18.0%	20.6%	29.2%	35.4%	40.0%	44.6%
Total International Stock Index	12.0	13.7	19.4	23.6	26.7	29.7
Total Bond Market II Index	37.2	35.6	30.0	28.1	23.3	18.0
Total International Bond Index	16.0	15.2	12.8	12.1	10.0	7.7
Short-Term Inflation-Protected Securities Index	16.8	14.9	8.6	0.8	0	0
Investor's Target Age	72	70	65	60	55	50

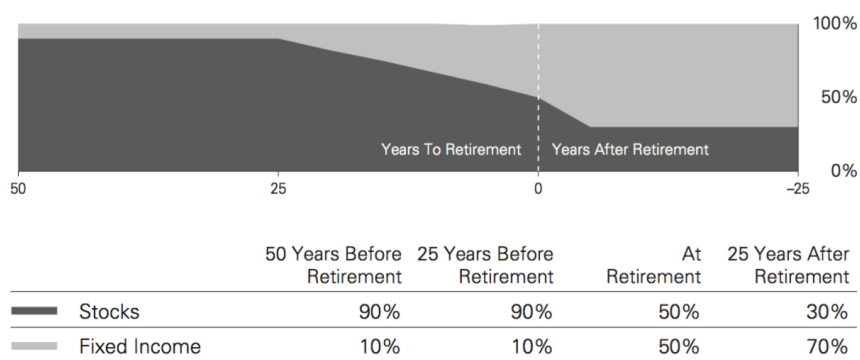
Underlying Vanguard Fund	Target Retirement Fund					
	2035	2040	2045	2050	2055	2060
Total Stock Market Index	49.0%	53.6%	54.0%	54.0%	54.0%	54.0%
Total International Stock Index	32.7	35.7	36.0	36.0	36.0	36.0
Total Bond Market II Index	12.8	7.5	7.0	7.0	7.0	7.0
Total International Bond Index	5.5	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0
Investor's Target Age	45	40	35	30	25	20

资料来源：中国银河证券研究部、先锋基金

我们会发现离到期日越近的产品其股票资产比重越低，而债券资产越高。而图中更清晰的揭示了其策略随时间的变化。在离该基金所设计的退休日到来的 25 年之前主要以股票资产为主（90%），从退休 25 年前开始到退休日期间，由 90% 均匀减少至 50%，并且会在退休日到来的几年内，以更快的速度将股票资产的比例降至 30%，以债券为主要资产配置（70%）。

图 6：资产配置比例在不同时间的变化

An example of how fund asset allocations change over time



资料来源：中国银河证券研究部、先锋基金

VTVX2025 的规模目前为止大约在 303 亿美元左右，投资于先锋基金公司的 4 款指数基金，其中股票资产占比大约 65%，债券资产占比 35%。

资产配置：

资产池中各基金的比重

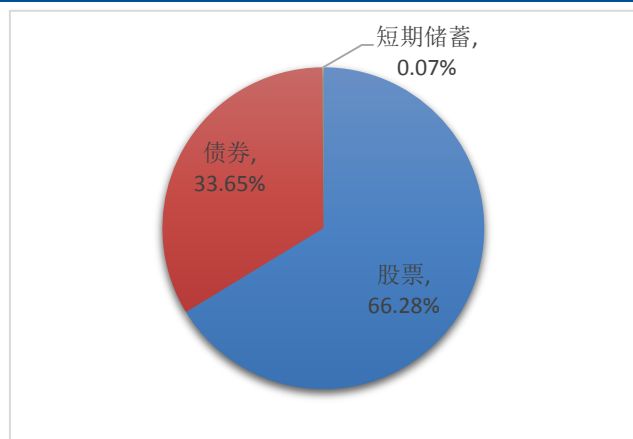
VTTVX2025 间接的投资于美国及海外的各类股票资产和债券市场。其中股票资产主要集中在纽交所和纳斯达克上市的市值在 50 亿美元以上的大型企业的股票，同时也会配置小部分于中小型企业股票和分布于海外 45 个不同国家的 5178 支股票；海外部分的股票资产主要分布于日本、英国、加拿大、法国和瑞士；而债券主要由美国国内和海外债券组成，国内的部分主要有 5-10 年期的国债，地方政府债，企业债和房产抵押或资产抵押债。海外部分则会分布于 1 年以上的信用较好的各国国债、政府债、企业债，并且对汇率的变化采取对冲的策略以降低汇率变化而带来的风险；

表 2 VTTVX2025 投入在不同基金的比例

	基金名称	比例
1	先锋股指基金	39.8%
2	先锋国际股指基金	26.5%
3	先锋债券指数基金 2 号	23.4%
4	先锋国际债券指数基金	10.3%
合计	—	100.0%

资料来源：中国银河证券研究部、先锋基金

图 7：VTTVX2025 在各类资产的比重



资料来源：中国银河证券研究部、先锋基金

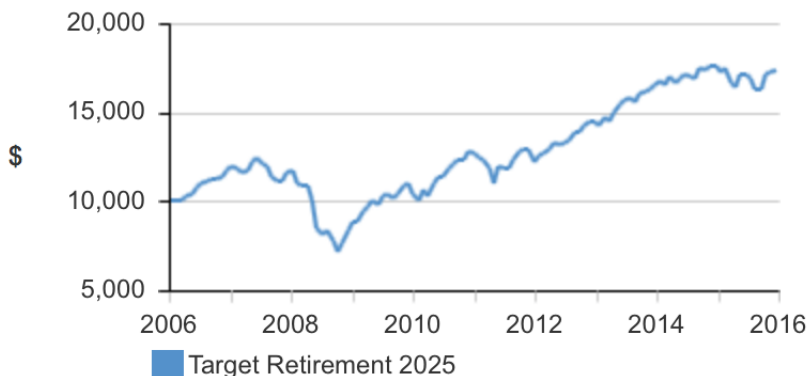
历史表现

由于资产分布主要为股票指数基金，因此历史表现与美国各大股指较为接近。近 10 年年化收益大约为 5.7% 左右，投资者税前年化回报率大约为 5.4% 左右。

图 8：VTTVX2025 的净值走势

Hypothetical growth of \$10,000

As of 5/31/2016



资料来源：中国银河证券研究部、先锋基金

分红、资本增值与税收

VTTVX2025 会将其所有的长期或短期的实际净收入（资本增值和分红）在每年的 12 月分发给基金持有者；投资者可选择收取现金和追加投资于该基金中；资本增值 (Capital Gains) 部分收入无论是否重复投资于基金中都将纳税，而分红 (Dividends) 部分不进行纳税；对基金的份额的转让所获取的收益也将被纳税。

风险揭示：

根据先锋基金公司风险等级划分，共有 5 个等级，等级越低说明风险越低。VTTVX2025 属于第 3 等级，为修正等级，适合中长期（5 年以上）投资者。根据基金说明书风险揭示，由于主要资产分别为 65% 的股票及 35% 的债券，主要风险为股票市场和债券市场的波动：

表 3 VTTVX2025 的风险揭示

风险揭示	
股票市场风险因素	债券市场风险因素
<p>系统风险——股票大盘涨跌导致股价的波动；</p> <p>地区风险——部分股票资产为海外资产，因此该部分资产会受海外政策，金融事件以及自然灾害的影响；例如，美国以外的股票资产使用的会计和报告准则与美国有一定的差异，当地的投资机构及经纪人所受的监管可能会比美国宽松。这一系列因素都会对海外的股票资产带来负面的影响；</p>	<p>利率风险——利率的波动会导致债券的实际价值发生变化，同时也会导致部分债券偿付的利息发生变化；</p>
	<p>信用风险——部分债券发行者存在无力如期偿还借款的可能性；随着其信用评级的变化，对应债券的价格也会受到影响；</p>
	<p>通货膨胀及紧缩——那些使用浮动利率的债券从理论上讲随着通货膨胀率的不断变化而变化，然而通货膨胀相关指数并不是实时更新的，而是延后两个月宣布。另外通货紧缩，美国政府会保证偿还与面值相等的金额，但溢价债券的溢价部分不受保证，因此溢价债券的持有人在通货紧缩的情况下可能会面临损失；</p>
	<p>可召回风险——部分债券属于可召回债券，当分红利率和市场利率在债券到期日前到达某个水平时，可能会致使债券发行者提前偿还债券剩余借款，从而该部</p>

	分资产不得不重新投入到较低利率的债券中，使得该部分资产价值出现下降的情况；
--	---------------------------------------

货币风险——海外部分资产会因汇率的波动，导致该部分资产在以美元计价时产生波动；汇率因素对海外资产价值影响显著；

所选基金风险——子基金中可能存在重新支配其投资对象的可能，这种策略会导致其收益不如预期。例如，为了最大化的使用现金流，VTTVX2025 可能会将资金配置在先锋基金旗下一些较低成本和风险的基金产品中。

资料来源：中国银河证券研究部、先锋基金

最低认购额及费用：

根据先锋公司数据，VTTVX2025 较先锋基金其他产品的管理费用相对低廉，平均管理费为 0.39% / 年，该 VTTVX2025 管理费低于总体 61% 的水平，为 0.15%。最低认购额为 1000 美元（以 1 美元为浮动单位），无赎回和认购费用。对于低于 10,000 美元的账户收取 20 美元账户管理费，但如果全部材料通过电子途径则可免除这部分费用。投资者可通过网络、电话和邮件的形式进行认购，美国以外的投资者则需办理相关的税务手续才可以认购。

二、国内 FOF 发展现状

对于基金中基金（FOF）在国内的发展，首先简单回顾一下国内私募股权 FOF 的发展。实际上国外一些投资机构最早就是通过 FOF 形式进入中国的私募股权基金。例如 IDG 资本成立于 2005 年 8 月 19 日的 IDG-Accel 中国成长基金一期，用于投资与信息技术发展相关的中国本土公司，参与的国外机构有 Accel、Montagu Newhall、密歇根大学基金会、安柏深私募股权投资集团、FLAG，其中 Montagu Newhall 和 FLAG 是 FOF 基金。

表 4 国私募采用 FOF 形式进入国内（金额美元计）

基金名称	国外投资机构	投资金额	被投机构	基金总额
IDG-Accel 成长基金	Accel	0.25 亿	IDG	3 亿
中国增长资本基金 II	3iGroup PLC	0.45 亿	鼎晖创投	3.1 亿
联想投资第二期基金	DCM	数百万	联想投资（君联资本）	0.7 亿

资料来源：中国银河证券研究部

国内在股权投资 FOF，更多的是国家层面，如 06 年国开行和中新创投共同设立的苏州工业园区创投引导基金，是国内最早的 FOF 基金之一。璞玉投资管理公司作为国内最早一批从事私募股权的投资机构，2006 年发起国内首只独立的私募股权投资基金中基金-璞玉价值基金（Jade China Value Partners, L.P.），总规模为 1.5 至 2 亿美元。该基金的出资方包括科威特投资局下属的科威特中国投资公司（Kuwait China Investment Company），还包括一些养老金、银行资金和保险资金等。关于股权投资 FOF 方面本文就不做更细致讨论，下面主要就国内证券投资 FOF 方面的发展展开论述。

（一）国内 FOF 监管历程

对于基金中基金法律及监管部门的规定，首先从证券法开始。《中华人民共和国证券法》自 98 年全国人大通过后，历经多次修正加强了对证券市场的指导监督，但其中鲜有涉及基金中基金的条款。之后《中华人民共和国证券投资基金法》2004 年 6 月施行，其中第五十九条规定：基金财产不得用于下列投资或者活动：（四）买卖其他基金份额，但是国务院另有规定的除外；所以国内 FOF 产品主要是由券商、银行和信托发起的一种理财产品。2005 年发布的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》和 2007 年《信托公司集合资金信托计划管理办法》对于投资基金份额没有明确说明。而 2012 年出台的《证券公司客户资产管理业务管理办法》中对限定性集合理财规定“主要用于投资国债、债券型证券投资基金、在证券交易所上市的企业债券、其他信用度高且流动性强的固定收益类金融产品”，明确其可以投资债券型证券投资基金，对于股票等权益类证券以及股票型证券投资基金的资产也可以投资，但是“不得超过该计划资产净值的 20%”。

表 5 国内 FOF 规定条款

施行日期/机构	法规名称	涉及 FOF 的条款
1999 年 7 月 1 日 全国人民代表大会常务 委员会	中华人民共和国 证券法	暂无
2004 年 6 月 1 日	中华人民共和国	第五十九条：基金财产不得用于下列投资或者活动：（四）买卖其他基

全国人民代表大会常务 委员会	证券投资基金法	金份额，但是国务院另有规定的除外。
2005 年 11 月 1 日 中国银行业监督管理委 员会	商业银行个人理 财业务管理暂行 办法	暂无
2007 年 3 月 1 日 中国银行业监督管理委 员会	信托公司集合资 金信托计划管理 办法	暂无
2012 年 10 月 18 日 中国证券监督管理委员 会	证券公司客户资 产管理业务管理 办法	第十四条 证券公司办理集合资产管理业务，可以设立限定性集合资产管理计划和非限定性集合资产管理计划。 限定性集合资产管理计划资产应当主要用于投资国债、债券型证券投资基金、在证券交易所上市的企业债券、其他信用度高且流动性强的固定收益类金融产品；投资于股票等权益类证券以及股票型证券投资基金的资产，不得超过该计划资产净值的 20%，并应当遵循分散投资风险的原则。 非限定性集合资产管理计划的投资范围由集合资产管理合同约定，不受前款规定限制。
		第十八条 证券公司发起设立集合资产管理计划后 5 个工作日内，应当将集合资产管理计划的发起设立情况报中国证券业协会备案，同时抄送证券公司住所地、资产管理分公司所在地中国证监会派出机构。
		第二十四条 证券公司办理集合资产管理业务，只能接受货币资金形式的资产。
2014 年 8 月 8 日 中国证券监督管理委员会	公开募集证券投 资基金运作管理 办法	第三十条 基金合同和基金招募说明书应当按照下列规定载明基金的类别： (四) 百分之八十以上的基金资产投资于其他基金份额的，为基金中基金；
		第三十二条 基金管理人运用基金财产进行证券投资，不得有下列情形：(四) 一只基金持有其他基金（不含货币市场基金），其市值超过基金资产净值的百分之十，但基金中基金除外；(五) 基金中基金持有其他单只基金，其市值超过基金资产净值的百分之二十，或者投资于其他基金中基金；
2016 年 6 月 17 日 中国证券监督管理委员会	公开募集证券投 资基金运作指引 第 2 号——基金 中基金指引(征求 意见稿)	第二条基金中基金是指将 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。
		第三条基金中基金应当遵循下列规定： (一) 基金中基金持有单只基金的市值，不高于基金中基金资产净值的 20%，且不得持有其他基金中基金。(二) 基金中基金不得持有具有复杂、衍生品性质的基金份额，中国证监会另行规定的除外。(三) 除交易型开放式证券投资基金联接基金外，基金中基金投资其他基金，被投资基金的运作期限应当不少于 1 年、最近定期报告披露的规模应当高于 1 亿元。
		第四条基金中基金的管理人不得对基金中基金财产中持有的自身管理

		的其他基金部分收取管理费。
--	--	---------------

资料来源：中国银河证券研究部

而 2014 年 8 月 8 日起施行的《公开募集证券投资基金运作管理办法》中，在第四章第三十条“基金合同和基金招募说明书应当按照下列规定载明基金的类别”，其中第四类规定“百分之八十以上的基金资产投资于其他基金份额的，为基金中基金”，首次明确定义基金中基金，确认 FOF 的合法性。实际上，FOF 产品的发展更多的集中于券商、私募、银行等非公募机构，下面就各类机构的 FOF 产品做详细的梳理。

（二）不同机构的 FOF 产品发展

1、私募 FOF

格上理财网站中所收录的“组合基金”类型的阳光私募基金有 111 只，其中也包括一些 MOM 产品。而从私募排排网初步统计，FOF 类产品共有 266 只，主要集中在近 3 年，其中 2014 年成立的有 18 只，2015 年成立的有 154 只，2016 年成立的有 91 只。而且产品的收益差异也比较大，如华溢资产的华溢北极星 FOF 投资基金自 2015 年 7 月 16 日成立以来累计收益达 42.01%，而瑞达 FOF 基金 1 号自 2015 年 9 月 22 日亏损 45.90%。

表 6 私募 FOF 备案产品（部分）

基金名称	私募基金管理人名称	成立时间	备案时间	是否托管
中欧盛世国金多策略 FOF 稳健精选集合专项资产管理计划（2 期）	国金创新投资有限公司	2016/4/29	2016/5/13	是
磐耀 FOF 一期基金	上海磐耀资产管理有限公司	2016/4/19	2016/5/16	是
善林鑫泰 FOF 基金	高通盛融财富投资集团有限公司	2016/5/5	2016/5/17	是
金福-大盛绝对收益量化对冲 FOF 基金 1 号	芜湖金福基金管理有限公司	2016/4/25	2016/5/17	不适用
慧创 FOF 基石 1 号私募基金	杭州慧创投资管理有限公司	2016/5/11	2016/5/17	是
兴业观云金星 FOF 定增 3 号投资基金	江苏兴佳利业股权投资基金管理有限公司	2016/5/10	2016/5/18	是
固利资产 FOF 母基金一期	固利资产管理（上海）有限公司	2016/4/15	2016/5/20	是
方德稳进三号定增 FOF 基金	深圳市方德智联投资管理有限公司	2016/5/27	2016/6/1	不适用
弘润资产 FOF 二号尊享一期私募证券投资基金	上海弘润资产管理有限责任公司	2011/5/31	2016/6/3	不适用
亿信玄武睿金 1 号 FOF 基金	上海亿信伟业股权投资基金管理有限公司	2016/5/27	2016/6/8	是
海银量子多策略 FOF 一号投资基金	海银资产管理有限公司	2016/6/7	2016/6/12	是
弘润资产 FOF 二号私募证券投资基金	上海弘润资产管理有限责任公司	2016/6/7	2016/6/16	是
前海中金量化 FOF 护航系列 8 号基金	深圳前海东亚基金管理有限公司	2016/6/17	2016/6/22	是
CTA 基金网行业精选 FOF 基金	上海源朗投资有限公司	2016/6/21	2016/6/27	是

方正东亚-方选精品 (FOF) 1 号证券投资基金	方正东亚信托有限责任公司	2016/6/21	2016/6/27	是
尊嘉 FOF 进取 2 号基金	北京尊嘉资产管理有限公司	2016/5/10	2016/6/28	是
隆慧汇晟 FOF 投资基金	北京隆慧投资有限公司	2016/6/22	2016/6/28	是

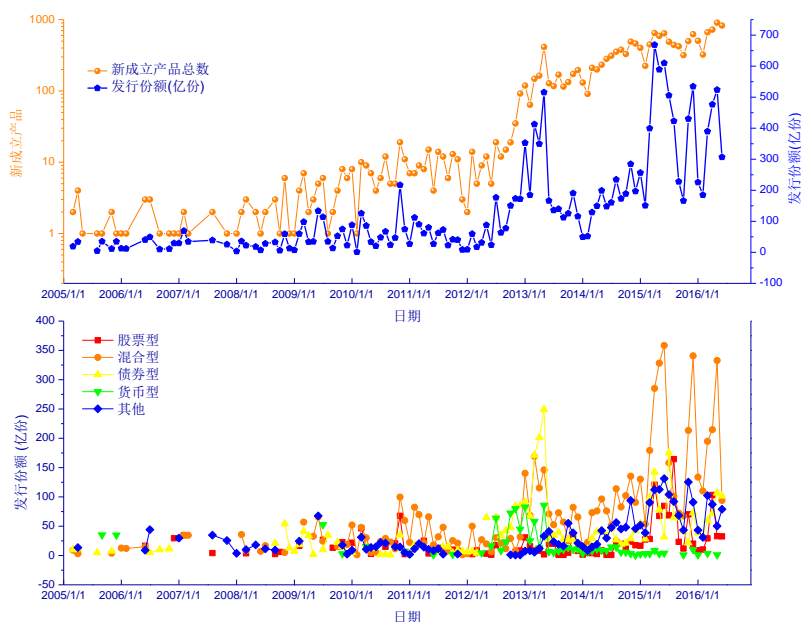
资料来源：中国银河证券研究部

而在中国证券投资基金业协会备案的私募基金管理人基金产品中，初步统计 FOF 类的有 182 只，占整个备案 36743 个产品的 0.495%。成立时间均在 2013 年之后，如 2013 年 1 月 7 日上海星鸿资产经营有限公司发行的星鸿财富-固定收益 FOF 光控专项基金（中昂项目）等。

2、券商 FOF

对于证券公司的 FOF 产品介绍之前，首先需要提及的是券商的集合理财计划。集合资产管理业务是证券公司为多个客户办理的，与基金类似，即集合投资者的资金集中进行投资，投资者按照投入的份额分享投资收益或者承担损失。在 2004 年 10 月 20 日证监会发布《关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知》，这意味着证券公司集合资产管理产品试点工作正式启动。从 05 年至现在，券商集合理财产品新发行数如图所示，在 12 年之后产品发行取得较快增长，发行产品的类型大致分为股票型、混合型、债券型和其它。

图 9：券商集合理财发行情况统计

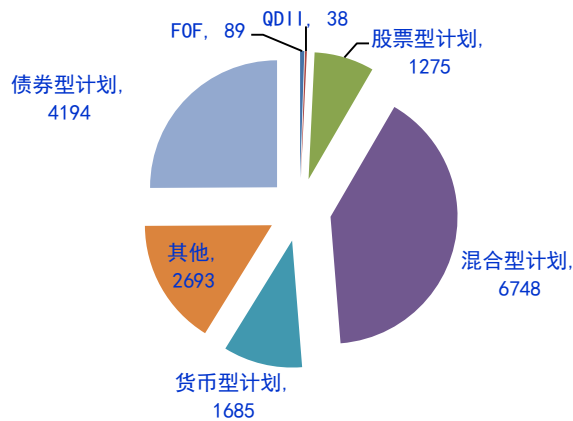


资料来源：中国银河证券研究部

而在整个系列中，FOF 概念的产品据初步统计有 89 只，相比其它所占比重非常小。最早推出的 FOF 产品是招商证券的“基金宝”，它是招商证券推出的一个创新理财产品，全称是招商证券基金宝集合资产管理计划。招商证券“基金宝”是一种以开放式基金和封闭式基金为主要投资标的的集合理财产品。随后，在 2007 年招商银行推出基金宝二期集合资产管理计划，

其资产主要配置股票型基金和现金类资产，此外还有一小部分配置在固定收益类、新股和 ETF 套利。

图 10：券商集合理财发行分布情况统计



资料来源：中国银河证券研究部

3、基金专户

受制于《基金法》的限定，公募基金无法发行 FOF 产品，一些基金公司采用基金专户的形式发行 FOF 产品。在 2014 年 1 月 16 日华宝兴业成立第一只对冲基金中基金专户，定位满足国内高净值投资者配置海外优秀基金产品的需求。在中国证券投资基金业协会备案的基金专户产品中，初步统计 FOF 类型的共有 42 只。在《公开募集证券投资基金运作管理办法》出台之前，一些大的基金公司已经开始试水 FOF 产品，如天弘基金在 2014 年 1 月 16 日备案的“天弘天方-兴业银行-银河期货景信 FOF 专项资产管理计划”等。

表 7 基金专户 FOF 备案产品

专户名称	备案日期	合同期限（月）	起始规模（亿元）	成立时投资者数量
天弘天方-兴业银行-银河期货景信 FOF 专项资产管理计划	2014/1/16	12	0.42	28
天弘天方-农业银行-银河期货布瑞克 FOF 专项资产管理计划	2014/3/3	12	0.3	12
广发睿量化对冲天弘天方 FOF 分级专项资产管理计划	2014/3/19	12	0.56	35
广发睿量化对冲天弘天方 FOF 分级专项资产管理计划（1 期）	2014/5/23	12	3.02	172
广发睿量化对冲安信乾盛 FOF 分级专项资产管理计划	2014/6/25	12	1.2	9
中华精选股票 FOF 资产管理计划	2014/7/9	0	0.9	3
美好投资-广发天弘天方 FOF 专项资产管理计划（1 期）	2014/8/11	12	0.391	32
华夏资本-冠石 FOF 一号资产管理计划	2014/11/26	240	2.524	197
华夏资本-冠石 FOF 二号资产管理计划	2014/11/26	240	1.335	103
安信乾盛浙期远见 FOF 专项资产管理计划	2014/12/9	12	0.36	18
安信乾盛海通摩元 1 号 FOF 专项资产管理计划	2014/12/30	12	0.332	21
德邦-国金-理石 FOF 一号资产管理计划	2015/1/6	0	0.6657	45
银河资本-鼎实 FOF 一期资产管理计划	2015/4/24	0	0.3	13

千石资本-聚钻精选 FOF 资产管理计划	2015/4/29	60	0.3	7
千石资本-聚钻 FOF 精选和聚资产管理计划	2015/5/6	60	0.3	2
千石资本-聚钻精选 FOF 涌峰中国龙资产管理计划	2015/5/6	60	0.3	2
嘉实资本-FOF 长赢 1 号资产管理计划	2015/5/20	0	1.6994	94
嘉实资本-长量-海通 FOF 长胜 1 号资产管理计划	2015/5/26	0	1.98	3
天弘-晋商-金之谷 1 号 FOF 资产管理计划	2015/5/26	12	1.62	5
广发策略精选 FOF 资产管理计划 1 号	2015/7/10	60	0.3	2
嘉合龙腾一号量化配置 FOF 资产管理计划	2015/7/29	12	9.373	12
平安汇通-平安证券中证金牛旗舰 1 期 FOF 专项资产管理计划	2015/11/24	240	0.7614	67
平安汇通-凯石 FOF 1 号特定客户资产管理计划	2015/12/8	120	0.6495	46
平安汇通溢璞量化对冲一号 FOF 专项资产管理计划	2015/12/28	12	0.6	2
信诚-惠理 FOF 资产管理计划	2016/1/4			
东兴创盈 FOF 一号专项资产管理计划	2016/1/6	0	1.6555	117
中欧盛世-一扇门 FOF 稳健 2 期	2016/2/29	13	0.3144	2
招商财富-混沌天成 FOF 母基金 1 号专项资产管理计划	2016/3/7	12	5	2
粤享财富 4 号-泰达宏利分级基金 A 份额 FOF 资产管理计划	2016/3/17	0	1.8917	136
民生加银资管慧选 18 号之弘酬多策略 FOF 专项资产管理计划	2016/3/25	120	0.5601	36
德邦基金-德观 FOF 量化对冲一号资产管理计划	2016/3/30	12	0.9	2
德邦基金-德观 FOF 量化对冲二号资产管理计划	2016/3/30	12	0.411	2
瑞元资本精选 1 号 FOF 资产管理计划	2016/3/31			
中欧盛世-一扇门 FOF 稳健 3 期特定客户资产管理计划	2016/4/14	13	0.632	3
粤享财富 7 号-泰达宏利分级基金 A 份额 FOF 资产管理计划	2016/4/25	0	0.9684	67
华夏资本-国联 FOF 资产管理计划	2016/4/29	0	0.35	2
中欧盛世国金多策略 FOF 稳健精选集合专项资产管理计划 (2 期)	2016/4/29	60	1.376	104
中欧盛世国金多策略 FOF 稳健精选集合专项资产管理计划 (1 期)	2016/4/29	60	2.4164	155
中欧盛世金盛 FOF 基金 1 号专项资产管理计划	2016/5/10	60	1.116	81
摩根士丹利华鑫基金-民生银行-外贸信托 FOF 鑫道中性 9 号资产管理计划	2016/5/31			
粤享财富 10 号-泰达宏利分级基金 A 份额 FOF 资产管理计划	2016/6/15	0	0.5574	44

资料来源：中国银河证券研究部

相比中欧基金旗下子公司中欧盛世资管旗下有 5 个产品；天弘基金的天地方中资管有 4 个产品，还有天弘创新 1 个产品，加上自己的天弘-晋商-金之谷 1 号 FOF 资产管理计划，天弘基金总共也有 6 只产品；华夏资管有 4 个产品报备，此外平安大华和泰达宏利也各有 3 只产品报备，国金基金、南方基金、嘉实等也都有产品。产品周期大部分在 1 年，整个起始规模有 48.34 亿，产品成立时的投资者数量最多如“华夏资本-冠石 FOF 一号资产管理计划”有 197 家。据报道，目前专户的 FOF 产品大部分是投资自己基金公司的产品，投资外部基金较少，

主要除了费用之外，外部基金调研难度大、市场 FOF 人才少等是主要原因。

4、信托 FOF

由于传统阳光私募以信托产品形式运作，所以此处统计的产品与私募 FOF 有重合。

表 8 信托 FOF 产品

产品名称	状态	信托公司	信托类型	信托类别	期限	成立日期
招商智远 FOF(一期)	已到期	北方国际信托股份有限公司	非结构化	证券投资类信托	2 年	2008-08-12
招商智远 FOF(2011)	执行期	北方国际信托股份有限公司	结构化	证券投资类信托	-	2011-05-05
源贝展源 FOF	执行期	华宝信托有限责任公司	非结构化	证券投资类信托	-	2015-03-05
FOF 一期	执行期	中国对外经济贸易信托	结构化	证券投资类信托	-	2015-04-17
FOF 中信 A 股中性策略	执行期	中国对外经济贸易信托	结构化	证券投资类信托	-	2015-04-23
全意通宝(进取)-兴福 1 期 FOF	执行期	兴业国际信托有限公司	非结构化	证券投资类信托	-	2015-05-14
工行国信 FOF	执行期	华融国际信托有限责任公司	非结构化	证券投资类信托	-	2015-05-26
工行国信安全垫 FOF	执行期	华融国际信托有限责任公司	非结构化	权益投资信托	-	2015-05-26
工商银行-东方证券 FOF 优选 1 号	执行期	中海信托股份有限公司	非结构化	证券投资类信托	-	2015-06-02
工商银行-东方证券 FOF 优选 1 号第八期	执行期	中海信托股份有限公司	非结构化	证券投资类信托	-	2015-06-12
国信 FOF2 号	执行期	华融国际信托有限责任公司	非结构化	证券投资类信托	-	2015-08-07
明河投资 FOF	执行期	万向信托有限公司	非结构化	证券投资类信托	-	2015-09-30
FOF 套利宝 1 号证券投资次级	执行期	四川信托有限公司	结构化	证券投资类信托	1 年	2015-12-07
FOF 套利宝 1 号证券投资	执行期	四川信托有限公司	结构化	证券投资类信托	1 年	2015-12-07
FOF 套利宝 1 号证券投资优先级	执行期	四川信托有限公司	结构化	证券投资类信托	1 年	2015-12-07
华富川 FOF3 号	执行期	华融国际信托有限责任公司	非结构化	证券投资类信托	-	2015-12-23

东方证券 FOF 优选 1 号第十三期	执行期	中海信托股份有限公司	非结构化	证券投资类信托	-	2016-05-20
平安 FOF	其他	平安信托有限责任公司	非结构化	证券投资类信托	1 年	-

资料来源：中国银河证券研究

5、期货资管 FOF

FOF 作为分散投资的形式，在 2015 年开始引起期货公司的关注。《期货日报》2015 年 9 月 30 日在报道中，华泰期货资管部负责人介绍期货公司的 FOF 产品一般采用三种形式“一是与银行合作的结构化产品模式；二是与三方财富管理机构合作的管理型产品模式；三是为私人银行或高净值客户成立的 FOF 形式”。虽然在 2015 年 6 月之后，整个金融环境变差，FOF 产品避险功能也减弱，但期货公司参与的 FOF 取得一定的发展。

表 9 期货 FOF 产品

产品名称	管理机构	设立日期	投资类型	募集规模（万元）	是否结构化	初始委托人数
国联期货-明觉 FOF 增强型 1 期资产管理计划	国联期货有限责任公司	2015/4/21	混合类产品	200	否	2
华泰长城期货外贸信托 FOF-CTA1 期资产管理计划	华泰期货有限公司	2015/4/27	混合类产品	18700	否	2
华泰期货 FOF 母基金 1 号资产管理计划	华泰期货有限公司	2015/7/30	混合类产品	9450	是	2
华泰期货璞玉 1 号 FOF 母基金资产管理计划	华泰期货有限公司	2015/8/26	混合类产品	5000	是	2
瑞达资管-言起投资 FOF 基金 1 号	瑞达期货股份有限公司	2015/9/22	混合类产品	7700	否	27
华泰期货夏玉 1 号 FOF 母基金资产管理计划	华泰期货有限公司	2015/10/8	混合类产品	300	是	2
中粮富沃一号 FOF 分级资产管理计划	中粮期货有限公司	2015/10/29	其他产品	1334	是	2
华闻翼牛 FOF 中国好对冲 2 号特定多客户资管计划	华闻期货有限公司	2015/11/4	混合类产品	1000	是	3
兴鑫珠池 FOF 之筑金 1 号资产管理计划	兴证期货有限公司	2015/11/16	权益类产品	8100	否	2
招金期货-FOF1 号资产管理计划	招金期货有限公司	2016/2/17	混合类产品	15000	是	2
冠通期货-永赢量化 FOF 一期集合资产管理计划	冠通期货有限公司	2016/2/24	混合类产品	810	否	6
广发期货期汇 FOF1 期资产管理计划	广发期货有限公司	2016/4/6	混合类产品	3600	否	3

兴鑫-中兴永恒基金 FOF 一号资产管理计划	兴证期货有限公司	2016/4/8	权益类产品	600	否	5
恒泰盈沃 Smart Beta 量化 FOF 一号资产管理计划	恒泰期货股份有限公司	2016/5/9	混合类产品	10950	是	65
申万宏源研究长风进取一号 FOF 集合资产管理计划	申银万国期货有限公司	2016/5/11	混合类产品	3470	否	24
建信期货-奕泰 FOF 一号资产管理计划	建信期货有限责任公司	2016/5/25	混合类产品	7500	是	38
鲁证浦发 FOF 资产管理计划	鲁证期货股份有限公司	2016/5/26	混合类产品	6000	是	2
鲁证汇泉万泰 FOF1 期资产管理计划	鲁证期货股份有限公司	2016/5/26	混合类产品	16049	否	2
华期梧桐资管钱媒互利 FOF 一号资产管理计划	华期梧桐成都资管	2016/6/1	混合类产品	800	否	5
华泰期货对冲金选 FOF2 期资产管理计划	华泰期货有限公司	2016/6/1	混合类产品	16000	是	2
广州期货嘉师 FOF 一号资产管理计划	广州期货股份有限公司	2016/6/15	混合类产品	500	否	5
国富期货-津泛平安稳健 1 号 FOF 资产管理计划	国富期货有限公司	2016/6/16	混合类产品	200	是	2
中信盈时-全天候 FOF1 号资产管理计划	中信盈时资管	2016/6/23	混合类产品	3000	否	2
银河彩池多策略 FOF 资产管理计划	银河期货有限公司	2016/6/23	混合类产品	2600	是	6
首创浦银 FOF 基金 1 号资产管理计划	北京首创期货	2016/6/24	权益类产品	4500	是	2

资料来源：中国银河证券研究部

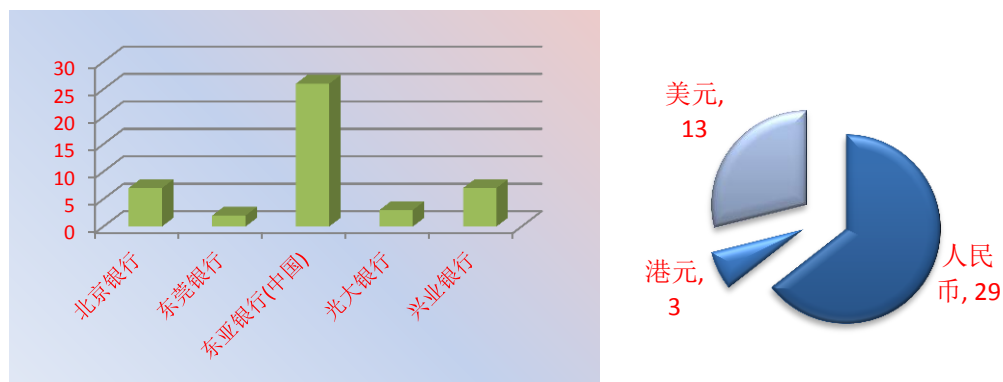
中国证券投资基金业协会备案的期货资产管理计划的 4024 基金产品中，初步统计 FOF 类的有 25 个。最早的如国联期货有限责任公司发行的国联期货-明觉 FOF 增强型 1 期资产管理计划，募集规模 200 万元，初始委托人数量 2 人。整个期货资管 FOF 募集规模的有 14.34 亿元。在最近两个月，2016 年 5 月和 6 月共发行 FOF 产品 12 只，呈加速发展之势。

6、银行理财 FOF

银行也在较早时候推出了 FOF 类产品，有些银行将其命名为“基金宝”类。兴业银行 2008 年发行的万利宝“兴业基金宝”，起始金额 5 万元，预计最高年收益率 25%，属于固定收益类型，主要投资于证券投资基金组合，由光大证券担任投资顾问。其投资比例为：基金投资的资金比例为 0%-90%，股票投资为 0%-20%，新股申购和购买银行保本型理财产品为 0%-100%。相比其它类的 FOF，银行系的 FOF 产品流动性较强而且期间多为 1 年左右，因而更受大众欢迎。

由于数据收集原因，统计了银行理财产品中名称中有“基金宝”的产品，共有 45 只产品，图 11 对各家银行发行数量的统计，在右图中可以看到，人民币种理财产品占多数，美元类有 13 只，港币有 3 只。而且投资起始金额多为 5 万元，还有部分是 5000 元起。

图 11：银行 FOF（基金宝类）产品统计



资料来源：中国银河证券研究部

三、美国 FOF 监管的参考

《33-8713-Final Rule Fund of Funds Investments》是美国 FOF 投资的监管文件。下面列举其中部分监管条款。

12(d)(1)政策介绍

12(d)(1) of the Act 是关于针对 FOF 投资比例的限制和规定,最新出的 FOF 政策是在 12(d)(1) 的基础上修改新增的,分为 A 和 B 两部分;

Section 12(d)(1)(A) 规定注册基金至多收购不超过任意基金 3% 的表决权股股票;至多在任意基金上投资不超过其总资产的 5%;投资的所有基金价值至多不超过其总资产的 10%;

Section 12(d)(1)(B) 规定如果注册开放式基金销售证券后,收购方 1) 独自持有销售方超过 3% 的表决权股股票;2) 与其他基金共同持有销售方超过 10% 的表决权股股票,交易禁止;

12(d)(1) 另有两个特殊条例,Section 12(d)(1)(F) 规定注册基金可以至多收购其他基金 3% 的已发行股票;不可以收取超过 1.5% 倍的基金销售服务费用;其回收股份的权利会有限制。此外,基金顾问无权影响股东投票的结果;

Section 12(d)(1)(G) 规定注册开放式基金或单位投资信托 (UIT) 可以无限收购其他同一投资公司类型的注册开放式基金和单位投资信托的股份,但是与此同时其持有其他类型的证券的权利会有限制。

新政策

12d1-1 规定基金可以无限地用其未投资使用的资金投资注册货币市场基金和未注册货币市场基金。未注册封闭式投资公司及其公司名下资产交易有限制。未注册基金可以投资注册货币市场基金 (允许对冲基金);

12d1-2 规定关联基金中基金可持有与其不同类型的投资公司基金的证券;可以直接投资股票,债券和其他类型的有价证券;可投资关联或非关联货币市场基金;

12d1-3 规定非关联基金中基金在符合 12(d)(1)(F) 规定的条件下可在合计销售费用不超过 NASD 规定的基金中基金销售费用额度的情况下收取超过 1.5% 的销售费用。

基金中基金费用透明度

注册开放式基金需在公开招股说明书里的费用明细表里公开收购基金的管理费、申购费、销售服务费用;公开全年合计基金运作管理费用和手续费所占总资产净值的百分比,公开收购和卖出的手续费。

利弊分析

新政策的出台会给投资者提供一个更大的投资市场,比如规定中新添了未注册的货币市场基金这一块投资市场,关联基金中基金可以投资关联或非关联货币市场基金。新政策还使基金投资比例上有更大弹性,可投资更多资金。

在此之前,如想投资部分基金或参与部分基金市场的投资,需要申请,得到法律认可,间

接成本较高。新政策增大了投资范围，降低了原本申请投资项目的成本和风险。此外，在已执行的政策基础上，执行新政策以后不会有新增的弊端。

四、《基金中基金指引》解析

(一)、指引部分条款的解析及出台初衷

1 明确 FOF 定义

指引中第二条：基金中基金是指将 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。

指引中第二条对基金中基金的概念做了明确的规范，即公募基金。根据《公开募集证券投资基金运作管理办法》第三十条第（四）项规定，百分之八十以上的基金资产投资于其他基金份额的，为基金中基金。本次《征求意见稿》中就其他基金增加定语，即经中国证监会依法核准或注册的基金份额的基金。根据前述定义，似乎非公开募集的证券投资基金并不在投资范围内，证券、基金以及期货公司及其子公司成立的资产管理计划，私募基金管理人成立的契约型基金均在中国证券投资基金业协会登记备案，不再另行在中国证监会核准、注册，所以根据前述约定似乎排除非公开募集的基金。这一点定义其实是合理的，因为 FOF 投资的子基金如果包括非公开募集基金，那么 FOF 即可通过各种手段规避指引有关公募基金的要求。

2 关于投资衍生品性质基金

指引中第三条：基金中基金不得持有具有复杂、衍生品性质的基金份额，中国证监会另行规定的除外。具有复杂、衍生品性质的基金份额是指分级基金以及中国证监会认定的其他基金份额。

指引中的第三条明确将分级基金排除在外。分级基金是指在一个投资组合下，通过对基金收益或净资产的分解，形成两级或多级风险收益表现有一定差异化基金份额的基金品种。早在股市呈下跌行情时，分级基金 B 的杠杆放大了投资者的亏损，由于其杠杆份额的使用进一步放大了投资风险致使投资者的损失。

指引中排除分级基金首先是为了防止变向或间接扩大杠杆，将分级基金排除在外。这意味着分级基金无缘 FOF 这块大蛋糕。

其实分级基金的母基金跟普通指数基金无本质差异，如果把分级基金母基金也排除在外，其实并不合适。

另外分级 A 的风险低于普通股票型基金，如果把分级 A 排除，也是的 FOF 失去了一个非常好的地方性投资品种。分级 A 轮动策略将不能在公募 FOF 中出现。

当然目前的指引只是征求意见稿，最后发布正式版本也许会有调整。

3 费率问题新规范

第四条:基金中基金的管理人不得对基金中基金财产中持有的自身管理的其他基金部分收取管理费。基金中基金的托管人不得对基金中基金财产中持有的自身托管的其他基金部分收取托管费。基金中基金的管理人运用基金中基金财产申购费、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。

指引对 FOF 管理人、托管人收取费用的管制,内部 FOF 不收取任何费用。FOF 管理人可以使用基金财产投资其自身管理的其他基金,但 FOF 管理人不得重复收取管理费、申购费、赎回费、销售费用等,基金托管人受同样限制。

FOF 存在双重费率问题。首先在海外,投资者需向 FOF 管理人支付费用;其次,FOF 产品在运作期间还包含了组合持有基金的费用。因此,一般情况下 FOF 的总费用往往会高于一般的基金。FOF 作为中长期产品,其费率的大小会对 FOF 收益水平产生较重要的影响。而减少双重收费就可以起到防范利益输送的作用。

4 基金估值的问题

“八)保证估值的公允性。《指引》第七条规定,基金中基金应当采用公允的估值方法,及时、准确地反映基金资产的价值变动。”

FOF 的估值依赖于投资的估值,如果估值出现问题,则容易引发套利或者纠纷。

如果基金是可以交易的场内基金,其估值变有两个选择,二级市场价格和净值。如果价格与净值偏离很大,则两种估值方法会有不同的结果。

估值不公允,如果涉及申购赎回、业绩报酬的计算,则容易引发风险。

5 防止喂养其他基金

“四)防止 FOF 作为新基金或迷你基金的帮忙资金。根据相关法规,公募基金需要募集 2 亿元才能满足成立,基金连续 60 个工作日小于 5000 万元,基金管理人需要召开持有人大会讨论基金是否清盘。为防止部分基金管理人利用 FOF 作为帮忙资金认购发售困难的基金或者小基金,基金《指引》第三条要求,FOF 投资其他基金的,被投资基金的运作期限应当不少于 1 年、最近定期报告披露的规模应当高于 1 亿元。”

给运作期限和资产规模设置一个限制,这样就可以防止 FOF 去当帮忙资金,或者去救一些小的基金,从规则上杜绝道德风险。

6、投资比例限制

“(二)强化分散投资,防范集中持有风险。《指引》第三条第一款要求,FOF 持有单只基金的市值,不高于该 FOF 资产净值的 20%,且不得持有其他 FOF。完全按照有关指数的构成比例持有基金的,可以不受前述比例限制。”

指引对单只基金的上限做出了限制。一些做大小盘轮动的产品,比如 50/500 轮动,在此规则下就比较困难,市场上单一指数的 ETF 数量并不是很多,有的就一两支,流动性大的

更是少，这样管理人就需要寻在一个风格上找到多只备投基金。

另外，货币基金在这里并没有豁免，其实投单一的货币基金并没有太大的风险。

7、不得持有其他 FOF

FOF 交叉投资，会带来估值混乱、循环估值、估值延后。

假定 FOF-A 投资 FOF-B，同时 FOF-B 又投资了 FOF-A。

那么 FOF-A 的估值依赖于 FOF-B 的估值，FOF-B 的估值依赖于 FOF-A 估值，那样会导致估值混乱。

FOF 依赖于投资的基金，本来估值就会延后，如果 FOF 投资于其他 FOF，估值会更加延后。

另外，FOF 投资其他 FOF 会加大链锁巨额赎回的风险。

(二)、指引出台对基金中基金产品的影响

基金中基金指引的出台为公募 FOF 的发展打下了进一步的基础，标志着公募 FOF 进入实质性发展阶段。指引的出台将会对私募基金与券商资管同类产品产生一定的影响。

首先，对于投资标的为公募基金的券商集合理财 FOF 产品由于受制业绩、双重收费、策略等多重因素的影响会受到很大影响。其次，对于私募 FOF 来讲，由于其满足高净值客户多元化需求，以及比较基准和客户群体等的不同，因此受到的影响并没有很大。

而对于公募 FOF 来说，由于其合规监管更为严格，对投资范围、双重收费、信息披露等问题有严格的监管界定，因此在机制、能力和策略准备上公募 FOF 可能更具优势，完全有可能形成有别于传统股票、债券与货币基金一类的投资产品。指引出台后，基金公司将会大力开发公募 FOF 产品，公募 FOF 产品前景好。

另外公募 FOF 的推出，对 ETF、指数基金是利好，因为 ETF、指数基金是 FOF 重要的配置工具，这对提升 ETF、指数基金的流动性和规模有非常好的作用。

《指引》目前只是征求意见稿，以上分析基于征求意见稿的内容，等正式稿发布，我们会及时跟踪点评。

五、FOF 常见投资策略和产品模式

从大的方面，FOF 投资策略分为主动投资和被动投资。主动投资主要做基金优选、风格轮动、套利等；被动投资主要做指数投资，采用固定配置比例，买入并持有、定期再平衡、阈值再平衡、CPPI 等策略。

（一）常见 FOF 投资策略

基金优选策略

依赖主动型基金评价体系、基金经理评价体系，优选优势基金，进行主动型投资。本策略需要有基金评价体系，基金经理评价体系。

本策目标是选出优秀基金，主要方法有两种，一种是基于基金的量化分析，一种是基于对基金公司投研系统和基金经理的评价。前者更多的依赖于数据，更加客观，后者更加依赖于对基金公司的走访调研，对基金经理的沟通交流，更加主观。

Upgrading Approach

Upgrading 的投资方法主要是评价过去最近一段时间的基金表现，选取不同风险类别中前期表现最好的几只基金构成投资组合，偏量化。

当既有组合里的某只基金的当期表现不再满足选择标准时，则在下一期更新组合将其剔除，并补充进新的投资基金。

这种方法其实就是选过去一期优秀的基金，然后以此预测下一期这些基金大概率会优于其他基金。

常见的基金业绩评价指标有收益率、波动率、夏普比率、最大回撤、在险价值 VaR、下半方差、持仓分散度等

另外比较主观的基金评价方法是：调研基金公司的投研团队，分析其投研团队的架构分工、实力、股票池的规则，投资的流程，基金经理的从业年限、历史业绩等。

风格轮动策略

本策略主要有股债轮动、大小盘轮动、行业轮动、风格轮动。管理人需要具备风格轮动的分析能力。一种投资方式是用从宏观到策略到资产的分析方法，一种是量化分析方法。

股票债券轮动可以在股票基金和债券基金之间做配置。股票基金可以直接配置指数基金，也可以再对股票基金做优选。

大小盘轮动主要在大盘股票基金和小盘基金之间做轮动，常见的比如 50/500 轮动，在上证 50 和中证 500 之间做出判断。

行业轮动主要依赖于行业 ETF、行业主题基金、LOF 基金等，在其中做出选择。轮动的方法可以是基于量化策略，也可以是基于宏观策略的基本面分析。

套利策略

这种策略主要利用基金间的套利机会，进行套利投资。常见的有 ETF 套利、分级基金套利、LOF 基金套利等。

ETF 套利：

主要通过 ETF 二级市场价格与净值的差异，套取价差。ETF 二级市场折价交易时，可以买入 ETF，赎回后，卖出的到的股票。ETF 二级市场溢价交易时，可以用一篮子股票申购 ETF，得到的 ETF 在二级市场卖出。

货币 ETF 套利：

货币 ETF 是一种特殊的货币基金，可以二级市场交易，也可以申购赎回，由于大部分货币 ETF 都有部分券商是免佣金，而且可以申购赎回。这样投资者就可以利用货币 ETF 的折价溢价来进行套利。

由于货币基金的风险极其低，接近零风险，而且有的货币基金在对应券商免佣金，这样套利的成本和风险都几乎没有。

封基转开基套利机会：

一些传统封基大部分折价，在到期转开的时候，可以进行折价套利。市场上的创新型封闭式基金也可能有套利机会。

分级基金套利策略：

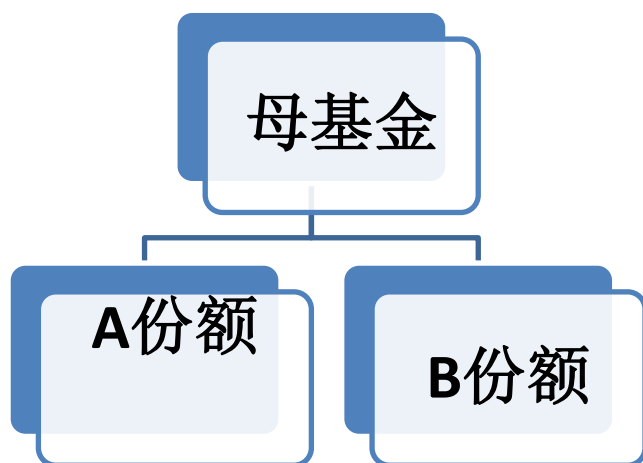
分级基金具有三类份额：母基金份额、A 份额和 B 份额，各自具有不同的风险收益特征。母基金一般分为股票型、债券型。目前市场上最主要的分级基金是指数型分级基金，包括宽基指数、行业指数、主题指数等。

分级基金可以套利的根源在于分级基金的分拆合并机制、申购赎回和子份额可以上市交易的机制。

分级基金子份额在二级市场可以交易，母份额可以申购赎回，而子母份额可以通过合并与分拆来得到。所以分级基金母基金和对应的子份额本质是相同的资产，根据“一价定律”，相同的资产应该具有相同的价格，否则就可以套利。

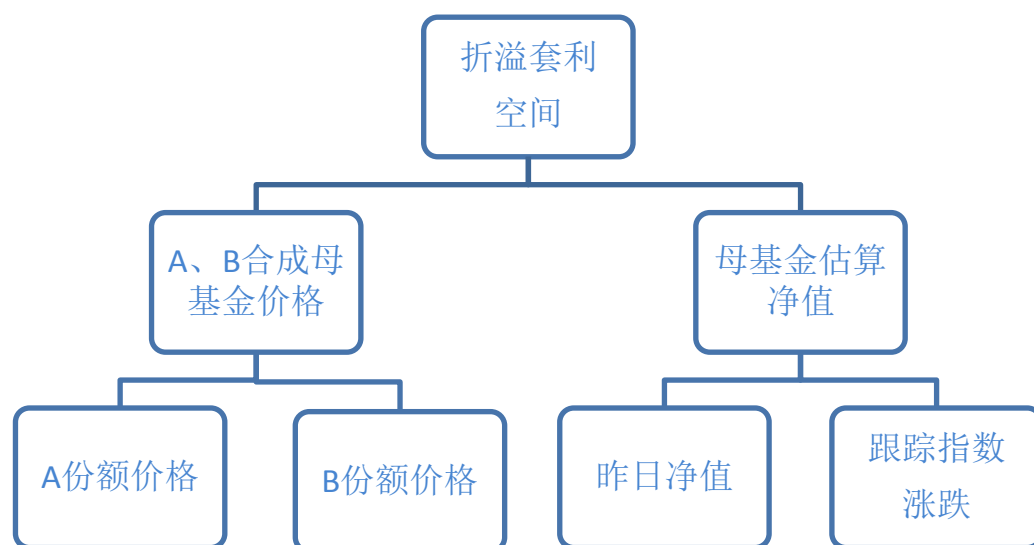
分级基金子份额在二级市场交易（以交易价格计），而母基金可以申购赎回（以基金净值计），如果两者不匹配，则会有套利的机会。

图 12：分级基金份额分拆示意图



资料来源：中国银河证券研究部

图 13：分级基金套利示意图



资料来源：中国银河证券研究部

需要注意的是，目前公募 FOF 指引征求意见稿不允许投资分级基金。

期权套利

利用期权不同产品之间的关系、期权与现货之间、期权与期货之间，进行套利。套利机会产生的根源在于定价错误。目前期权套利主要的问题是流动性不足。

多资产指数投资策略

多资产 FOF 投资与股票、债券、商品等不同资产类别的基金。也分为主动和被动，主动多资产 FOF 需要管理人根据不同市场，主动调整不同资产类别基金的权重，来获取更好的收益。而被动多资产 FOF 只需要事先定好规则，可以考虑构建多资产指数，例如 70%股票+30 债券，构建股债混合指数，定义再平衡周期、阈值等。按照指数的构成从基金池中选择基金进行配置，根据情况动态调整。

多资产配置可以降低风险，非常适合于养老金产品。

CPPI 策略

固定比例投资组合保险策略，将基金资产分配在无风险资产和风险资产上，其中风险资产投资额度不超过放大乘数乘以组合资产总值与价值底线差额的金额。它通过动态调整资产组合，保证投资者在继续拥有资产增值潜力的同时，回避或者锁定资产价格下跌的风险，即利用低风险资产的收益来弥补高风险资产的损失。

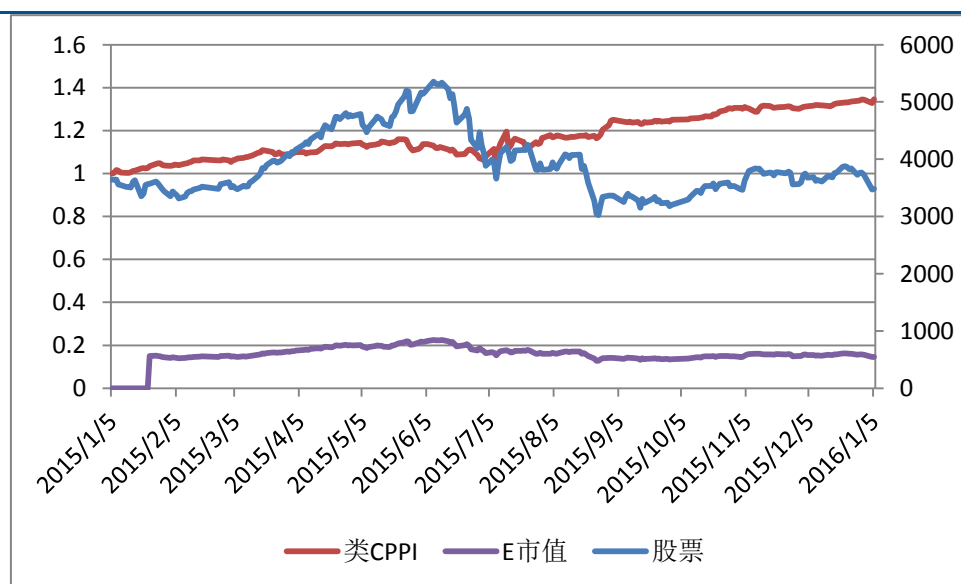
固定比例投资组合保险策略的理论构架所根据的公式可表示如下：

$$A_t = D_t + E_t \quad E_t = \min[M(A_t - F_t), A_t]$$

其中， E_t 表示 t 期投资于主动性资产的仓位（Exposure）也成为风险暴露， M 为风险乘数（Multiplier），且一般 $M > 1$ ， A_t 代表 t 期资产总值（Asset）， F_t 为 t 期最低保险金额（Floor），而 $(A_t - F_t)$ 为 C_t ， t 期的缓冲头寸（Cushion）。

采用类 CPPI 策略在基金投资上的回测效果如下图。其中 E 市值代表权益的市值。

图 14：2015 年类 CPPI 策略结果



资料来源：中国银河证券研究部

（二）常见 FOF 产品模式

行业优化配置 FOF

主要投资范围：行业型基金（ETF、指数、开放式）；

核心能力：选择未来优势行业的能力；

产品简介：结合发行的行业基金、行业 ETF 进行投资，核心需要具备行业择时能力，对公司宏观策略的投研能力要求较高。

交易型基金 FOF

主要投资范围：可交易基金；

核心能力：套利技术、风格轮动把握能力；

产品简介：结合发行的行业基金、行业 ETF 进行投资，核心需要具备行业择时能力，对公司宏观策略的投研能力要求较高。

可以做套利型，也可以做风格轮动型 FOF，比如大小盘轮动，行业轮动，或者套利与风格轮动兼顾。

股债配置 FOF

主要投资范围：股票指数型基金、固定收益型基金；

核心能力：主动型：本 FOF 需要宏观策略对股市、债市的研究判断能力强，能否知道完成资产配置；指数型：则只需要具备指数编制、管理能力；

产品简介：核心在于股票、债券大类资产的择时。比较经典的是美林投资时钟，然而目前在国内市场并不是特别有效，或者切换频率太快。

绝对收益 FOF

主要投资范围：债券基金、分级基金、股票型基金、股指期货；

核心能力：分级基金的研究能力、主动型基金的选择能力；

产品简介：选择优秀的股票型基金，用股指期货对冲，同时持有股票分级 A、债券分级等，追求绝对收益。

套利型 FOF

主要投资范围：LOF、ETF、分级基金、股指期货；

核心能力：套利机会分析、套利交易系统；

产品简介：本 FOF 投资与 LOF、ETF、分级基金、股指期货。主要做 LOF、ETF、分级基金套利。对系统要求较高。

资源&主题 FOF

投资范围：黄金 ETF、主题基金；

核心能力：热点主题的把握能力；

产品简介：产品主要投资资源类基金、主题基金（如大健康概念基金、国企改革、新能源汽车、黄金基金等）。

TOT 产品

投资范围：信托（阳光私募、房地产信托等）；

核心能力：阳光私募评级、信托产品的评价分析能力；

产品简介：产品主要投资阳光私募、房地产信托或者其他信托计划。由于信托一般参与门槛较高，个人也难很具有实地调研条件，也不具备专业的分析能力，所以该产品适合小投资者。

CPPI 产品

投资范围：固定收益基金、同业存款、股票型基金；

核心能力：CPPI 产品设计；

产品简介：即固定比例投资组合保险策略，将基金资产分配在无风险资产和风险资产上，其中风险资产投资额度不超过放大乘数乘以组合资产总值与价值底线差额的金额。它通过动态调整资产组合，保证投资者在继续拥有资产增值潜力的同时，回避或者锁定资产价格下跌的风险，即利用低风险资产的收益来弥补高风险资产的损失。

生命周期/目标日期基金 Lifecycle Fund or Target Risk Date Fund

投资范围：低管理费用基金，主要是指数型基金；

核心能力：指数设计，养老客户需求分析，低成本基金池；

产品简介：主要针对已经退休或即将退休人群设计，设置股票资产比重下滑轨道，使得总

体风险逐年降低。

目标人群：以 FOF 的形式运作，主要针对已经退休或即将退休人群设计，管理退休后资产的保值升值，并为投资者提供稳定的月度收入，是一款典型的支出型基金。

主要配置于股票和债券两大类资产。在产品期限内，股票类资产逐年下降，债券类资产逐年上升，直到目标 20XX 年目标人群已经退休)，其股票债券约定的资产配置比例事先确定，例如 45:55。这些约定的资产配置比例进一步的消除了 FOF 产品额外隐含的主动管理风险。

本 FOF 降低主动操作，主要投资指数基金，管理成本非常低。

目前国内市场上生命周期的基金有三只，不是采用 FOF 形式，二是直接采用混合型基金的形式。这三只基金在产品设计、投资策略与运作特征上，同美国生命周期基金较为类似，它们分别是：大成财富管理 2020、汇丰晋信 2016 与汇丰晋信 2026 三只基金中，汇丰晋信 2016 成立较早(成立于 2006 年 5 月)，其到期日期为 2016 年 5 月；大成财富管理 2020 成立于 2006 年 9 月，到期日期为 2020 年 12 月；汇丰晋信 2026 成立于 2008 年 7 月。到期日期为 2026 年 8 月 31 日。从 Glide Path 设计角度考察，这三只基金的权益类资产配置比例都将随着目标日期的临近而递减；在目标日期后，仅保留小部分的高风险资产，低风险资产占据绝大部分比例，形成类固定收益产品管理模式。

值得注意的是，这三只基金的权益类资产配置比例范围较广，留有较大程度的操作空间。例如大成财富管理与汇丰晋信 2016，其权益类资产配比仅有上限规定，下限则为零，这样就给基金管理人的操作带来更大的自主性。

总体看来，目前市场上的这三只类生命周期产品，均有较为清晰的 Glide Path 设计，风险资产的配置比例将会随着目标日期的来临而递减，整个投资组合的风险也随之降低。在产品到期后，风险资产的配置比例将保持在一个极低的范围内，成为类固定收益产品。

我国的年金计划的决策者主要是雇主而非员工，生命周期产品的市场需求土壤不同于美国。但考虑到目前我国的企业年金市场上基本都是配置型产品，这对于受托人的投资策略制定水平要求较高。而生命周期基金的理念清晰明了，便于选择，对于广大有年金需求的中小企业来说，集合加入一站式生命周期计划或许会是一个不错的主意。对于大型年金计划的受托人而言，考虑为企业员工量身定制一套生命周期计划，也不失多一种产品选择。

生活方式基金（Lifestyle Fund or Target Risk Fund）

生活方式基金采用的则是基于风险（risk-based）的投资方式，在成立时便确定了预期风险收益水平，而不是随着生命周期推移改变风险收益特征。

晨星公司将美国市场的生活方式基金分成三大类：积极型（Aggressive Allocation）、稳健型（Moderate Allocation）和保守型（Conservative Allocation）。

表 10 Morningstar 生活方式基金分类

	进取	稳健	保守
股票	70-90%	50-70%	20-50%
固定收益/现金	10-30%	30-50%	50-80%

资料来源：中国银河证券研究部、Morningstar

先锋基金公司推出了一系列生活方式基金——Vanguard LifeStrategy Funds。该系列包含四只风险收益特征各不相同的产品，分别是 Vanguard LifeStrategy Income Fund、Vanguard LifeStrategy Conservative Growth Fund、Vanguard LifeStrategy Moderate Growth Fund 和 Vanguard LifeStrategy Growth Fund。

这些基金采用 FOF 形式，其主要通过在 Vanguard Total Stock Market Index Fund、Vanguard Total International Stock Index Fund 和 Vanguard Total Bond Market Index Fund 这几种基金上分配合适的权重，来实现投资目标和产品对应的风险收益特征。

伞形 FOF

投资范围：低管理费用基金，主要是指指数型基金；

核心能力：基金公司后台结算系统；

产品简介：本产品主要方便投资者在基金之间转换。可以由 FOF 转化为本基金公司发行的其他基金，如 FOF 转化为指数基金、主动股票基金，FOF 转化为货币型基金等。

六、公募基金发展 FOF 的突破口

我们认为由于公募基金管理公司既有规模不同，公募基金在发展 FOF 时将拥有不同的优势，当然也将面临不同的挑战。因此，我们将从公募基金既有管理规模出发，来对公募基金发展 FOF 的突破口进行分析。

首先，就大型的公募基金而言，其本身已经在管理的公募基金基本上能够涵盖了股票、债券，和货币，甚至个别的基金公司还有为数不多的商品基金。同时，在这几个大类中，这些大型基金公司也基本上有每个品种中的明星产品。因此，这些基金公司所发行和管理的 FOF 产品基本上可以本公司的已有基金作为子基金的标的进行配置。那么，在这些表现优异的产品中，要如何搭配这些产品将成为大型基金公司所需考虑的重点问题。

从本质上来说，资产如何搭配的问题就是资产权重分配的问题。由于拥有高质量，表现优异的各类单一资产配置工具，大型基金公司的资产搭配将会比较游刃有余。总的来说，通过不同资产品种之类的相关性研究，来将相关系数较低的产品搭配在一起从而既充分享受优质基金所带来的超额收益，又有效避免不同资产类别的相关性所带来的风险冲击。在此基础上，将不同类别资产的搭配进行优化，从而形成具有自己特色的 FOF 产品，将会为大型基金公司在 FOF 市场中奠定自己的地位。

更进一步说，大型公募基金公司由于其产品线更为丰富，可以推出更多基于自己所管理的子基金的 FOF。实际上，不论在股票、债券，还是货币中，每种不同资产投资上，基金管理人有可能出现不同的风格。简单来说，仅就单一大类资产而言，采用不同策略的基金管理人，都有可能获得优异的回报。而将不同资产类别的不同策略组合在一起将极有可能获得不同风险收益特征的 FOF 产品，这可能更好的满足不同投资人群的投资需求。从风险管控的角度来说，这种不同资产和不同策略的搭配，也会给风险评估与控制带全新的挑战。

其次，就小型的公募基金而言，其本身的既有产品线并不完整，而且这些产品的表现也不够优异。因此，这类小型的公募基金公司在对子基金进行选择 and 配置时，可能还需要大量借助其他基金管理公司的产品。所以，小型的基金公司除了需要面对大型基金公司所要面对的问题之外，还要面对配置工具不足的问题。而当这些小型基金公司对其他公司所管理的产品进行挑选时，将不可避免的出现主动型产品透明度不够的问题。因此，小型的基金公司必须要充分利用被动型公募产品作为其 FOF 管理的主要工具。被动型的开放式基金、ETF、或者 LOF 都极有可能将小型公募基金管理公司重点配置工具。而如何利用这些被动型公募基金工具，则是小型的公募基金管理在 FOF 时代需要重点考虑的问题。

面对指数型的公募基金工具，其配置方法将与管理子基金的方法截然不同。这就需要重点解决单一资产类型的不同时点的配置机会问题。单一品种的被动型产品相比之大型基金公司的主动型子基金而言，其表现极有可能相对较低。那么，对于单一品种的配置时机选择，将是小型基金公司与大型基金公司竞争的重中之重。也就是说，对于单一公募基金的内部成分表现无法进行追踪和把握时，只能将每类产品的配置时机作为重点突破的方向。

在小型公募基金管理公司对 FOF 进行管理时，在配置时机上的选择将成为一个优秀的 FOF 产品管理人的核心竞争力。更进一步说，对于每类资产趋势的形成和结束，应有相对比较完备的判断体系。在此基础上，对于每类资产价格趋势的成因，幅度，以及重要的转折点都应该有较为清醒的判断。并且对于判断的有效性，应该有相应的操作逻辑与之配套，从而形成真正有效

的灵活的投资体系。

最后，当 FOF 产品大量涌现时，如果整个公募基金市场上所能提供的子基金品种，主要是股、债和货币 3 大类。那么，母基金的业绩表现将很有可能大致相同，不同产品的风险特征将会显著的趋同。因此，在 FOF 发展的大背景下，无论大型，还是小型的基金公司还可以将突破口放在推出不同资产种类的公募基金上。当某类资产的表现转好时，基于该类资产的公募基金需求将会显著上升。因此，在子基金的层面上，谁先推出市场所急需的配置工具，谁将具有显著的先发优势。

从以往的经验来看，绝大多数产品的先发优势是相当明显的。就目前来看，在国内的整个公募基金市场中，商品或者类商品的公募只占了极少数。而基于商品的宽基指数、某于某一大类商品的指数，或者甚至单一商品品种的公募基金还十分的匮乏。而其他的种类，比如汇率类的公募型产品，或者基于资产证券化的公募基金，在市场还几乎没有。而与此同时，就股票市场而言，大规模，高流动性，和低交易成本的被动型指数产品在行业、主题和风格上的配置型品种也还几乎是空白。

因此，已有的基金公司不论所管资产的规模，只要能在 FOF 的配置需求下及时推出可供配置的子基金品种，将极有机会迅速扩大管理规模，将自己的市场迅速提升。因此，面对 FOF 所带来的巨大机遇时，所有的公募基金管理公司都应该高度并且密切关注 FOF 在子基金端的配置工具需求。从某种意义上来说，FOF 的资产配置需求将成为推动公募基金开发新品种和新产品的一个全新驱动因素。

公募基金未来 FOF 发展空间广阔，FOF 市场发展的条件已经具备——公募基金数量和养老市场需要，主要突破口是养老基金、定期支付、低成本。

设计投资自己公司基金的 FOF 产品，设计成 0 管理费（或者极低管理费）模式。公募基金可以与低费率配置型 FOF 和低费率+配置+养老型作为突破口。

七、FOF 在运行中可能遇到的问题

作为一个新兴的品种，FOF 受到了资本市场极大的关注。但同时，我们仍然要冷静客观的看待 FOF 在运行过程中可能遇到的各种问题。以下问题都可能成为 FOF 在运行过程中的瓶颈：

配置工具种类的欠缺

目前，市场上可供选择的公募基金大致上可以分为股票型基金、债券型基金和货币型基金 3 大类。尽管这 3 大类基金已经覆盖了证券市场大多数的品种，但是，要让 FOF 的风险收益特征显著的区别于传统的混合型基金，即股债基金，仅仅利用以上 3 大类主流基金工具作为子基金来进行配置，其收益风险特征的表现空间将会极为有限。而其它的大类资产配置工具比如说商品类，汇率类，或者证券化资产类在公募基金中非常少，甚至没有。目前市场上，可供配置的商品类，或者类商品，以及海外市场的公募基金仍然比较少，对于单一母基金持仓不得超过子基金份额的 10% 而言，目前这些非主流的公募基金工具远远无法满足母基金进行大类资产配置的需求。这就在客观条件上限制了 FOF 的业绩表现，让 FOF 的风险并不能完全的分散，也给 FOF 的管理人提出了更高的挑战。

配置工具的规模和流动性问题

对于小型的公募基金管理公司而言，由于其内部公募产品线的相对匮乏，这类公司所发行 FOF 将只能以配置其它公司的产品为主。而其他基金公司所管理的主动型产品相对不透明，在做这类产品的筛选时，将面临比较大的不确定性。因此，在无法对主动型产品进行有效尽调，对其风险进行有效评估的情况下，配置其他公司的主动管理型产品显然是不够理想的。因此，小型的公募基金公司会将主动的配置方向放在被动型产品上。因此，被动型产品，比如说宽基指数基金、行业指数基金、主题类指数基金、ETF、或 LOF 将极有可能成为首选对象。而在这类产品中，除开少数的宽基指数 ETF 具有较大的规模，以及较高的流动性之外。大量的该类型产品将极有可能出现，作为子基金具有配置价值，但在技术上，由于规模和流动性的限制，而无法配置的情况。

双重收费机制和道德风险

根据指引，对于同一管理人的母、子基金和同一托管行的母、子基金不得进行双重收费。这样的规定，可以在一定的程度上消除一部分道德风险，在一定层面上消除同一管理人或者同一托管人对同一产品变相多重收费的问题。从本质上讲，FOF 大幅降低了不同公募基金公司之间的利益隔离，或者说 FOF 本身就是为了推动不同公募基金管理公司在资产配置层面上的合作。因此，在实际的 FOF 运作过程中，这样的方式能否真正有效避免不同基金管理公司主体之间的不同程度上的制度套利，或者不同基金经理人之间的利益输送，仍需要观察。

主动股票型、指数型、债券型、货币型基金的管理费用各不相同，如果在投资规则中不做限制，投资人更倾向于投资高费率的产品。

利益交换的风险：

如果市场上又不同的基金公司发行 FOF 产品，可能会有些基金公司私下串通，交叉相互持有对方基金，而在选择基金时，缺乏独立性，损害基金持有人的利益。

母基金管理人收费的失调

根据指引，对于同一管理人的母、子基金和同一托管行的母、子基金不得进行双重收费。这样的规定，将导致 FOF 配置同一家基金管理公司的子基金时，该产品的总体获利相比子基金而言，并没有提升。这从母、子基金的管理人员均付出了劳动的角度而言，显然有失公平。另外，从相反的角度来看，作为母基金或者子基金的管理人，其本身的市场价值本应该通过管理费来体现。由于无法实现在母、子基金层面同时收取管理费，这势必导致母、子基金的管理人实际少收管理费。这一后果很有可能导致 FOF 的管理人员的激励不够充分，导致其对其产品的管理质量的下降。

业绩基准不明确

由于 FOF 本质是大类资产配置问题。因此，相比之单一资产而言，FOF 的业绩表现并无有效而清晰的业绩基准。最简单的来说，即便是传统的混合基金，其表现基准仍然可能用一定权重的债基指数与股基指数来合成。然而，考虑到 FOF 有比股债更为丰富资产配置选择，因此，传统的债基与股基合成式的标准对于 FOF 而言将不足以体现出 FOF 在灵活的资产配置方面的优越性。再进一步而言，即便将货币、商品、QDII，甚至以后可能出现的汇率产品的基准进行简单的加权组合来形成 FOF 的业绩基准，这样的方式也将会导致 FOF 在资产配置方向的优越性完全失去。不够明确的业绩基准将导致 FOF 产品无法让投资人产生明确的收益预期。

风险收益特征不明确

该问题其实是我们之前谈的第 4 点的本质问题，就是 FOF 到底应该具备怎样的风险收益特征。目前，整个市场对于 FOF 应该具备怎样的风险收益特征仍不明确。股牛时，FOF 就具备股基的风险收益特征；而债牛时，FOF 就具备债基的风险收益特征；两者都不牛时，FOF 就具备货基的风险收益特征。这样的观点，不但太过理想，而且对于 FOF 的发展也极有可能极为不利。以这样的目标为运行 FOF，最终的结果无非是利用 FOF 的名义，对传统基金的持有人实现多重收费已。本质上，与 FOF 通过大类资产配置，来寻求优异的风险收益特征极为不符。因此，什么才是 FOF 真正应该具备的风险收益，这是 FOF 产品必须要面对的核心问题。

链锁巨额赎回的风险

如果 FOF 产品本身遭遇了大额赎回，此时 FOF 需要赎回其重仓的基金，如果此时导致其重仓的基金也发生了巨额赎回，这样就有可能出现风险。投资的基金如果延后赎回，将会使得 FOF 也延后赎回的时间更长，风险更大。

流动性风险更大

前面提到的链锁巨额赎回，只是流动性的一种，不同基金的赎回效率不一致，这样在 FOF 面对赎回时，流动性比普通基金更加难把握。如果遇到极端的市场，流动性风险会更大。例如在 2015 年多次市场流动性枯竭的时候，FOF 基金的流动性风险比普通基金更大。

八、基金池的设计

FOF 基金的基金池为设定的投资范围，一个优质合适的基金池很大程度上能降低基金选择的风险和提高 FOF 基金的收益，由此看来基金池的选择十分重要。

基金的选择标准有很多，不同种类的基金的基金池是不同的，衡量是否纳入该基金的指标也会不同。但出发点一般为 FOF 基金的投资目标。比如，一个追求高收益的 FOF 基金，基金池的主要选择标准可能为基金的收益情况。以下部分分为配置型、主动型、主题型以及另类 FOF 讨论基金池的构建参考指标。

（一）配置型 FOF 基金池

我们知道配置型 FOF 的目的为大类资产配置，而大类资产里面主要包括权益类和固定收益类，权益类中我们可选择流动性较好的为指数基金 ETF 和行业指数基金，而固定收益类可包括货币型和债券型。

为了达到配置的目的，配置型基金需要较广的投资范围以及较长的持有时间。因此，纳入基金池的衡量指标可为资产类型、费率和基金规模。其中资产类型主要包括指数基金、ETF、行业指数基金、货币型基金、债券型基金。基金费率可选择较低的。选取基金规模较大的基金以保证较佳的流动性。

表 11 考虑因素（配置型 FOF 基金池）

名称	定义	计算公式
资产类型	风险分散、多种资产配置	-
管理费	支付给基金管理人的管理报酬	每个估值日基金净资产的一定比例（年率）、逐日计算，定期支付
基金规模	基金资产价值	基金份额*基金单位净值

数据来源：中国银河证券研究部

下表为配置型 FOF 基金的基金池范例。从表中可看出，我们的基金类型包括被动指数型基金、行业指数型基金、货币型基金和债券型基金。而从基金规模角度看，我们选择的是每类基金规模排在前十位基金。

表 12 基金池范例（配置型 FOF）

基金代码	基金简称	基金类型	基金规模（亿元）	基金规模排序	管理费(%)
510050.OF	华夏上证 50ETF	被动指数型基金	280	1	0.5
510300.OF	华泰柏瑞沪深 300ETF	被动指数型基金	239	2	0.5
159919.OF	嘉实沪深 300ETF	被动指数型基金	185	3	0.5
510500.OF	南方中证 500ETF	被动指数型基金	180	4	0.5
510180.OF	华安上证 180ETF	被动指数型基金	167	5	0.5
160706.OF	嘉实沪深 300ETF 联接	被动指数型基金	165	6	0.5
510330.OF	华夏沪深 300ETF	被动指数型基金	157	7	0.5
159915.OF	易方达创业板 ETF	被动指数型基金	52	8	0.5
160119.OF	南方中证 500ETF 联接	被动指数型基金	51	9	0.5

159901.OF	易方达深证 100ETF	被动指数型基金	49	10	0.5
161024.OF	富国中证军工	行业指数型基金	203	1	1
161026.OF	富国国企改革	行业指数型基金	144	2	1
160630.OF	鹏华中证国防	行业指数型基金	124	3	1
164402.OF	前海开源中航军工	行业指数型基金	84	4	1
163113.OF	申万菱信中证申万证券	行业指数型基金	84	5	1
161022.OF	富国创业板指数分级	行业指数型基金	79	6	1
160219.OF	国泰中证医药卫生	行业指数型基金	67	7	1
161720.OF	招商中证证券公司	行业指数型基金	61	8	1
160631.OF	鹏华中证银行	行业指数型基金	58	9	1
161028.OF	富国中证新能源汽车	行业指数型基金	52	10	1
000198.OF	天弘余额宝	货币型基金	7626	1	0.3
001374.OF	华夏现金增利 B	货币型基金	2162	2	0.3
482002.OF	工银瑞信货币	货币型基金	1785	3	0.3
511990.OF	华宝兴业现金添益 A	货币型基金	1439	4	0.3
270014.OF	广发货币 B	货币型基金	1230	5	0.3
000693.OF	建信现金添利	货币型基金	1086	6	0.3
163820.OF	中银货币 B	货币型基金	1061	7	0.3
202302.OF	南方现金增利 B	货币型基金	809	8	0.3
003003.OF	华夏现金增利 A	货币型基金	805	9	0.3
000575.OF	兴全添利宝	货币型基金	724	10	0.3
511220.OF	海富通上证可质押城投债 ETF	债券指数型基金	62	1	0.3
001021.OF	华夏亚债中国 A	债券指数型基金	29	2	0.3
161119.OF	易方达中债新综合 A	债券指数型基金	27	3	0.3
161120.OF	易方达中债新综合 C	债券指数型基金	27	3	0.3
160720.OF	嘉实中证中期企业债 A	债券指数型基金	7	5	0.5
511010.OF	国泰上证 5 年期国债 ETF	债券指数型基金	6	6	0.3
161821.OF	银华中证中票 50A	债券指数型基金	6	7	0.3
161826.OF	银华中证转债	债券指数型基金	3	8	0.7
510080.OF	长盛全债	债券指数型基金	2	9	0.8
159926.OF	嘉实中证中期国债 ETF	债券指数型基金	2	10	0.3

数据来源：中国银河证券研究部

(二) 主动型 FOF 基金池

主动型 FOF 的主要目的为获得稳定的高收益, 因此, 纳入基金池的衡量指标可为收益率、收益率标准差和基金规模。而选取基金规模较大的基金以保证最佳的流动性。

表 13 考虑因素 (主动型 FOF 基金池)

名称	定义	计算公式
----	----	------

收益率	即基金证券投资实际收益与投资成本的比率	$\frac{【当日基金净值 \times 基金份额 \times (1 - 赎回费) - 申购金额 + 现金分红】}{申购金额} \times 100\%$
收益标准差	收益的波动幅度	收益的标准差
基金规模	基金资产价值	基金份额 * 基金单位净值

数据来源：中国银河证券研究部

下表为主动型 FOF 基金的基金池范例。从表中可看出，我们选择的是收益较高、波动性小和规模较大的主动股票型基金作为股票池。

表 14 基金池范例（主动型 FOF）

基金代码	基金简称	基金规模（亿）	基金规模排序	平均收益	收益率排序	平均收益率标准差	标准差排序	总分
000471.OF	富国城镇发展	40.02	46	20.9	84	0.58	484	354
080012.OF	长盛电子信息产业	43.57	34	39.7	2	1.09	389	353
163412.OF	兴全轻资产	52.38	20	35.5	6	1.22	355	329
040035.OF	华安逆向策略	33.00	73	36.3	5	1.00	402	324
100056.OF	富国低碳环保	67.04	11	39.1	3	1.27	334	320
590008.OF	中邮战略新兴产业	102.46	3	48.8	1	1.32	301	297
000124.OF	华宝兴业服务优选	27.72	99	26.9	25	0.96	406	282
070001.OF	嘉实成长收益 A	54.01	19	21.6	78	1.19	366	269
630010.OF	华商价值精选	39.44	49	33.9	8	1.29	322	265
233009.OF	大摩多因子策略	38.94	50	31.6	9	1.30	315	256
519158.OF	新华趋势领航	22.10	132	22.4	68	0.69	443	243
000697.OF	汇添富移动互联	84.13	4	15.1	204	0.77	435	227
180031.OF	银华中小盘精选	20.28	154	30.1	12	1.07	393	227
000173.OF	汇添富美丽 30	29.09	87	18.9	113	0.92	413	213
000083.OF	汇添富消费行业	23.49	121	20.8	90	0.88	421	210
163406.OF	兴全合润分级	42.21	42	28.0	20	1.40	254	192
000172.OF	华泰柏瑞量化 A	21.19	144	19.0	111	0.72	440	185
630011.OF	华商主题精选	19.49	164	29.4	16	1.25	343	163
233015.OF	大摩量化配置	21.88	137	18.6	123	0.88	422	162
660012.OF	农银汇理消费主题	17.26	194	29.1	17	1.17	371	160

数据来源：中国银河证券研究部

（三）主题类 FOF 基金池

我们知道主题型 FOF 的目的是获取主题性的收益，也就是当市场热点为某个主题时，FOF 基金会选择相对应的主题基金以获取收益。所以为了达到投资目的，主题型基金需要包括较多的主题型基金以及好的流动性。因此，纳入基金池的衡量指标可为主题类型和基金规模。其中资产类型包括大部分主题，和选取规模较大的基金以保证较佳的流动性。

表 15 考虑因素（主题型 FOF 基金池）

名称	定义	计算公式
主题类型		

基金规模

基金资产价值

基金份额*基金单位净值

数据来源：中国银河证券研究部

下表为主题型 FOF 基金的基金池范例。从表中可看出，我们纳入大部分规模较大的主题型基金作为股票池。

表 16 基金池范例（主题型 FOF）

基金代码	基金简称	基金类型	基金规模 (亿元)	基金规模 排序	管理费(%)	主题类型
000697.OF	汇添富移动互联	其他行业股票型基金	84.1	1	1.5	移动互联
000696.OF	汇添富环保行业	其他行业股票型基金	36.7	2	1.5	环保
001158.OF	工银瑞信新材料新能源行业	其他行业股票型基金	34.3	3	1.5	材料新能源
001476.OF	中银智能制造	其他行业股票型基金	29.9	4	1.5	智能制造
001319.OF	农银汇理信息传媒	其他行业股票型基金	28.2	5	1.5	信息传媒
001726.OF	汇添富新兴消费	其他行业股票型基金	25.6	6	1.5	新兴消费
001039.OF	嘉实先进制造	其他行业股票型基金	24.3	7	1.5	先进制造
001245.OF	工银瑞信生态环境	其他行业股票型基金	20.3	8	1.5	生态环境
001208.OF	诺安低碳经济	其他行业股票型基金	19.1	9	1.5	低碳经济
001126.OF	上投摩根卓越制造	其他行业股票型基金	18.8	10	1.5	卓越制造
001044.OF	嘉实新消费	其他行业股票型基金	16.6	11	1.5	新消费
001524.OF	华泰柏瑞中国军工	其他行业股票型基金	10.1	12	1.5	军工
001171.OF	工银瑞信养老产业	其他行业股票型基金	7.7	13	1.5	养老
160127.OF	南方新兴消费增长	其他行业股票型基金	2.1	14	1.5	消费增长
001714.OF	工银瑞信文体产业	其他行业股票型基金	2.1	15	1.5	文体
001718.OF	工银瑞信物流产业	其他行业股票型基金	1.4	16	1.5	物流产业
001781.OF	建信现代服务业	其他行业股票型基金	1.4	17	1.5	现代服务业
002595.OF	博时工业 4.0	其他行业股票型基金	1.4	18	1.5	工业 4.0
002168.OF	嘉实智能汽车	其他行业股票型基金	1.1	19	1.5	智能汽车
001645.OF	国泰大健康	其他行业股票型基金	1.0	20	1.5	大健康
001223.OF	鹏华文化传媒娱乐	其他行业股票型基金	0.8	21	1.5	文化传媒娱乐

数据来源：中国银河证券研究部

（四）另类 FOF 基金池

为了满足投资者的各方面投资需求，另类 FOF 基金池可包括各种类型的基金。如下表所

示，我们可选择规模较大的 QDII 分级基金和黄金 ETF 作为基金池，以满足全球配置及对冲经济风险的需求。

表 17 基金池范例（另类 FOF）

基金代码	基金简称	基金类型	基金规模（亿元）	基金规模排序	管理费(%)
150175.OF	银华恒生 H 股 A	QDII 分级子基金	84.10	1	1.00
150176.OF	银华恒生 H 股 B	QDII 分级子基金	84.10	1	1.00
518880.OF	华安黄金 ETF	黄金基金	45.66	3	0.50
150169.OF	汇添富恒生指数 A	QDII 分级子基金	17.89	4	1.20
150170.OF	汇添富恒生指数 B	QDII 分级子基金	17.89	4	1.20
000930.OF	博时黄金 ETF I	黄金基金	13.19	6	0.50
159934.OF	易方达黄金 ETF	黄金基金	9.62	7	0.50
159937.OF	博时黄金 ETF	黄金基金	9.04	8	0.50
000307.OF	易方达黄金 ETF 联接 A	黄金基金	7.56	9	0.50
518800.OF	国泰黄金 ETF	黄金基金	4.32	10	0.50
000217.OF	华安易富黄金 ETF 联接 C	黄金基金	2.67	11	0.50
000216.OF	华安易富黄金 ETF 联接 A	黄金基金	1.13	12	0.50
000218.OF	国泰黄金 ETF 联接	黄金基金	0.61	13	0.50
002610.OF	博时黄金 ETF 联接 A	黄金基金	0.44	14	0.50
002611.OF	博时黄金 ETF 联接 C	黄金基金	0.14	15	0.50
000929.OF	博时黄金 ETF D	黄金基金	0.09	16	0.50

数据来源：中国银河证券研究部

九、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。

图表目录

图 1: 美国 FOF 资产管理规模(百万美元).....	2
图 2: 美国 FOF 的数量.....	2
图 3: 两种类型 FOF 在美国市场的资产管理规模(百万美元).....	3
图 4: 资金净流入美国 FOF 的金额(百万美元).....	3
图 5: 系列退休计划基金在不同到期日的资产配置比例.....	5
图 6: 资产配置比例在不同时间的变化.....	5
图 7: VTTVX2025 在各类资产的比重.....	6
图 8: VTTVX2025 的净值走势.....	6
图 9: 券商集合理财发行情况统计.....	12
图 10: 券商集合理财发行分布情况统计.....	13
图 11: 银行 FOF (基金宝类) 产品统计.....	18
图 12: 分级基金份额分拆示意图.....	25
图 13: 分级基金套利示意图.....	25
图 14: 2015 年类 CPPI 策略结果.....	26
表 1 FOF 的优势与弊端.....	4
表 2 VTTVX2025 投入在不同基金的比例.....	6
表 3 VTTVX2025 的风险揭示.....	7
表 4 国私募采用 FOF 形式进入国内 (金额美元计).....	9
表 5 国内 FOF 规定条款.....	9
表 6 私募 FOF 备案产品 (部分).....	11
表 7 基金专户 FOF 备案产品.....	13
表 8 信托 FOF 产品.....	15
表 9 期货 FOF 产品.....	16
表 10 Morningstar 生活方式基金分类.....	30
表 11 考虑因素 (配置型 FOF 基金池).....	35
表 12 基金池范例 (配置型 FOF).....	35
表 13 考虑因素 (主动型 FOF 基金池).....	36
表 14 基金池范例 (主动型 FOF).....	37
表 15 考虑因素 (主题型 FOF 基金池).....	37
表 16 基金池范例 (主题型 FOF).....	38
表 17 基金池范例 (另类 FOF).....	39

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

王红兵，证券分析师；朱人木，证券分析师；陈家智，证券分析师；黎鹏，证券分析师；郑源，证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn