

2014 年 08 月 04 日

证券研究报告--评级定价报告

FOF 业务对于各类金融机构带来的机遇和挑战

FOF 基金专题研究系列报告（二）

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。

◆**基金公司：**FOF 的出现能够帮助基金公司打破产品单一、同质化严重的僵局；一方面，基金公司需要进行更多的策略挖掘，以更全球化的方式进行投资和产品开发，FOF 基金可以通过对 QDII、普通股票基金、债券基金等各类基金产品整合的，在不同的市场背景下采用更加丰富市场策略，获取超额收益。另一方面，基金公司也需要继续完善其产品线，为 FOF 基金提供更丰富和更有特色的投资标的。随着 FOF 基金产品发展的更加成熟，未来基金行业“大鱼吃小鱼”会逐步凸显。在资源优化配置的背景下，小基金公司会选择将运营销售等业务外包给第三方，从而在市场上，一些专门从事类如产品设计、基金清算、基金销售等业务的机构会应运而生。

◆**证券公司：**首先，券商拥有较强的投研团队与创新能力，长期以来，券商的投研团队与基金公司投研部门以及基金经理保持着非常紧密的联系，可以作为 FOF 管理人的投资顾问，为 FOF 基金的产品开发以及投资管理提供有力支持，当然这对券商的投研的广度提出了更高的要求，也会令产品研究基础扎实，对金融产品有独特见解的券商优势凸显。其次，随着泛资产管理时代的来临，证券公司可以开展的业务更加丰富，参与基金托管和发展公募业务的放开都能够为 FOF 基金“双重收费”等问题的解决提供帮助。第三，券商在渠道建设和服务创新方面势头迅猛，通过与互联网结合，在服务提供上更加专业，也更加符合主流人群的习惯，客户资源的扩展速度惊人，从而为 FOF 基金产品的网上网下销售提供良好平台。

◆**保险机构：**长期以来，保险公司在基金产品的投资管理积累了相当丰富的经验，特别是不少寿险公司开发了投连险业务，更是对保险类理财产品的运作模式相当熟悉，因而，保险资产管理公司可凭借自身或者借助母公司在基金管理方面的经验开发出较有吸引力的 FOF 基金产品，此外，目前保险资产管理公司缺乏低门槛的产品，FOF 产品的出现也将弥补保险公司这一缺点，为保险资产管理机构参与资产管理机构间的竞争增翼。

◆**第三方理财机构：**尤其是拥有互联网金融平台的公司，在客户的积累上有一定的优势，对于客户的喜好较为清楚，尤其是互联网金融平台积累了大量的数据，依靠大数据与基金公司合作推出客户喜爱的 FOF 基金产品是这类机构最大的优势之一，也成为定制类 FOF 基金产品产生的根源。

正文目录

1. 基金公司——丰富产品线.....	3
1.1. FOF 对基金公司产品线的影响	3
1.2. FOF 对行业格局的影响	3
1.3. FOF 对基金运营的影响	3
2. 证券公司——用“灵活”的优势参与 FOF.....	4
2.1. 券商 FOF 产品的现状	4
2.2. 券商 FOF 业务的发展方向	4
3. 保险机构——扩展低门槛产品线.....	4
4. 第三方理财机构——定制类产品的发源地.....	5

日前中国证监会发布《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。

我们曾在《FOF 运作模式探讨（FOF 基金专题研究系列报告（一））》中对比分析了 AFOAF、AFOIF、IFOAF、IFOIF 四种运作模式的优劣以及各种模式下产品的发展方向，本文将着重介绍在 FOF 业务对于各类金融机构带来的机遇和挑战。

1. 基金公司——丰富产品线

从 1998 年第一只封闭式公募基金成立至今，基金行业已经经历了 16 年的发展。截止 2014 年二季度，整个公募基金共有 35543.29 亿资产，其中，股票型基金资产为 9459.66 亿元，混合型基金的资产为 5872.38 亿元，债券型基金资产为 2769.65 亿元，货币型基金的资产为 16840 亿元，QDII 型基金的资产为 516.45 亿元。可以说货币基金的规模在逐渐增大，而传统股票型、混合型基金的规模则在逐渐的缩小。

1.1. FOF 对基金公司产品线的影响

目前基金公司的产品较为单一，同质化严重，但 FOF 的出现会打破这一僵局。一方面，随着市场上可以投资的标的越来越多，股、债的相关性也越来越低，因此，基金公司需要进行更多的策略挖掘，不仅仅把目光放在股、债的转换上，而是以更全球化的方式进行投资和产品开发，FOF 基金可以通过对 QDII、普通股票基金、债券基金等各类基金产品整合的，在不同的市场背景下采用更加丰富市场策略，获取超额收益。

另一方面，如果需要发行 FOF 产品，基金公司也需要继续完善其产品线，一般来说，FOF 管理人会将大部分资产投资自己公司的其他基金，如果公司基金产品线不丰富，将无法有效的进行 FOF 运作，先锋基金（Vanguard）就是一个很好的案例，作为美国 FOF 基金发行规模最大的基金，纵观其发展历程，一个很重要的经验是大力发展指数基金，先锋基金在行业内率先建立起有广度的指数基金和 ETF 产品线，这些指数产品既可以独立销售，更可以成为 FOF 型基金的投资标的。不同的指数产品结合起来，就可以形成灵活多样的策略型产品。

当然，这对基金公司也带来了挑战，基金公司来说需要挖掘适合 FOF 基金的投资策略。

1.2. FOF 对行业格局的影响

随着 FOF 基金产品发展的更加成熟，未来基金行业“大鱼吃小鱼”会逐步凸显。目前，基金市场产品同质化的现象非常明显，对于小基金、新设立的基金公司来说，渠道并不具有明显优势，发行的产品很难在市场上募集到大量资金，此时，选择一家大型基金公司的 FOF 产品进行包销，是他们扩大产品规模最经济的方式。而随着其发行的基金在大型基金公司 FOF 产品中的比重越来越高，大型基金公司能够与小型基金进行谈判，从而达到对小基金公司一定程度的控制，比如，客户资源控制，投资策略建议等。未来，我们认为基金公司将迎来一波“合并潮”，那些业绩不好，并且无法获得盈利的基金公司或将被大型基金公司合并，以达到资源优化配置的效果。

1.3. FOF 对基金运营的影响

在资源优化配置的背景下，小基金公司会选择将运营销售等业务外包给第三方。对于小基金公司而言，其旗下产品的发行量较小，能够收取的管理费有限，而相关配备的人员、

清算系统使得小基金公司成本依旧很高，产品设计、清算、销售的外包将有助于这类基金公司节省成本。从而在市场上，一些专门从事类如产品设计、基金清算、基金销售等业务的机构会应运而生。尤其是目前较为流行的互联网金融，利用互联网平台扩大基金销量。

此外，对于小基金公司，也可以通过独特的战略发展创新业务，2014年7月18日，国内第一家PE系公募基金——九泰基金管理有限公司成立，该基金公司将自己打造成创业平台，提供专业的产品设计人员，力求吸引业内优秀的投资精英在九泰平台上组建自己的业务团队。

2. 证券公司——用“灵活”的优势参与 FOF

2.1. 券商 FOF 产品的现状

券商资管在较早以前就已经开发了 FOF 产品，但这些 FOF 产品并不是真正意义上的 FOF 基金。根据 2013 年年报，在数据完整的 35 只券商资管 FOF 中，基金市值占净资产比例仅为 52.49%，最低的仅为 9%，大幅低于《公开募集证券投资基金运行管理办法》中规定的 80%。因此券商资管发行的 FOF 产品需要提高基金产品的投资比例。

基金公司选择银行进行托管主要是因为目前银行依旧是基金销售的主体，而作为托管行，该银行将大力推进其所托管的基金的销售。当券商发行 FOF 基金之后，券商作为买方，与基金公司的合作模式将发生改变，券商不再处于被动局面，将与基金公司进行深度合作，探讨两者共赢的发展策略。

2.2. 券商 FOF 业务的发展方向

第一，券商拥有较强的投研团队与创新能力，长期以来，券商的投研团队与基金公司投研部门以及基金经理保持着非常紧密的联系，甚至为基金的业绩提供了主要贡献。因而，券商对于基金投资策略和理念的理解更为深入，可以作为 FOF 管理人的投资顾问，提供广泛的研究咨询服务，为 FOF 基金的产品开发以及投资管理提供有力支持，当然这对券商的投研的广度提出了更高的要求，也会令产品研究基础扎实，对金融产品有独特见解的券商优势凸显。

第二，随着泛资产管理时代的来临，证券公司可以开展的业务更加丰富，参与基金托管和发展公募业务的放开都能够为 FOF 基金“双重收费”等问题的解决提供帮助。目前，银行作为托管机构收取的托管费用较高，相比之下，为了抢占市场份额的券商（目前已经有五家券商获得了托管资格）托管费用较为低廉。更为直接的是，当该券商托管的 FOF 基金投资的子基金是券商自己发行的产品时，费用会更低，未来，FOF 基金会更多选择券商作为托管机构。

第三，券商在渠道建设和服务创新方面势头迅猛，券商目前正在大力发展“轻型营业部”，通过与互联网结合，在服务提供上更加专业，也更加符合主流人群的习惯，客户资源的扩展速度惊人，从而为 FOF 基金产品的网上网下销售提供良好平台。

3. 保险机构——扩展低门槛产品线

根据《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》，符合条件的保险资产管理公司可以申请开展基金管理业务活动。

长期以来，保险公司在基金产品的投资管理积累了相当丰富的经验，特别是不少寿险公司开发了投连险业务，更是对保险类理财产品的运作模式相当熟悉，因而，保险资产管理公司可凭借自身或者借助母公司在基金管理方面的经验开发出较有吸引力的 FOF 基金产品，此外，目前保险资产管理公司缺乏低门槛的产品，FOF 产品的出现也将弥补保险公司这一缺点，为保险资产管理机构参与资产管理机构间的竞争增翼。

4. 第三方理财机构——定制类产品的发源地

第三方理财公司，尤其是拥有互联网金融平台的公司，在客户的积累上有一定的优势，对于客户的喜好较为清楚，尤其是互联网金融平台积累了大量的数据，依靠大数据与基金公司合作推出客户喜爱的 FOF 基金产品是这类机构最大的优势之一，也成为定制类 FOF 基金产品产生的根源。

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。