

分析师:

陈云帆

chenyunfan@xyzq.com.cn

S0190514060001

任瞳

rentong@xyzq.com.cn

S0190511080001

研究助理:

苏竞为

sujiangwei@xyzq.com.cn

报告关键点

相关报告

《2015 年“高送转”预测》

2015-11-19

《聪明的 Alpha, 技术革命!》

2015-11-05

《“淡定投分级”系列之五: “一带一路”战略性推进, 独具慧眼挑分级》2015-10-21

海外市场万亿规模, 国内蓝海尚待开拓 ——FOF 专题研究之一

2015 年 11 月 24 日

投资要点

- 据美国投资公司协会(ICI) 统计, 截至 2014 年底, 美国市场上共有 FOF 基金 1,377 只, **资产管理规模为 1.72 万亿美元**。美国市场上 FOF 基金的发展与美国基金业的发展、养老金制度的日益完善和基金公司自身发展需求密不可分。
- 根据彭博统计(基金类型为综合基金 FOF 和综合对冲基金 FOHF), 截至 2015 年 10 月 30 日, 欧洲地区共有 3746 只 FOF, **规模达到 5620 亿美元**。台湾地区的 FOF 基金起步相对较晚, 但发展速度很快。
- 截至 2015 年 10 月 30 日, 台湾共有 73 只 FOFs, 资产规模共计 40.87 亿美元。香港的 FOF 市场也有快速的扩张, 截止 2015 年 10 月 30 日, FOF 基金的资产总规模共计 45.79 亿美元。
- 相比之下, 中国大陆 FOF 产品的发起较晚, 相对稚嫩。在国内, 有很多“类 FOF”的产品被冠之以“理财计划”、“理财产品”等各种名称, 而不将其直接称之为 FOF 基金, 导致对此类产品的监管存在定义不清的模糊地带。此前, 国内《基金法》修订了第 59 条, 取消了对基金投资于其他基金份额的限制, 但目前看来还是缺乏对 FOF 基金投资规范的相关监管文件, 因此公募 FOF 基金至今尚未诞生。
- 目前, 国内市场上的“证券系 FOF”有 829 只, 规模有 733.24 亿。此外, 私募机构也发行了一系列 FOF 产品。截至 2015 年 11 月 20 日, 国内私募或信托机构发行的 FOF 产品共有 609 只。
- 海外市场上有两类比较常见的 FOF 基金——**生命周期基金和生活方式基金**, 它们在资产配置上各有相对成熟的模式, 对此我们展开了案例分析。
- 我们认为, FOF 基金具有分散风险、实现资产配置和投资策略灵活等优点, 国外市场的蓬勃发展也预示着国内市场的巨大潜力。随着国内基金市场的逐步发展和壮大, 投资者面临的选择越来越多, 对 FOF 产品的需求也将越来越大。因此, FOF 基金作为资产配置型产品, 必将拥有更加广阔的发展空间。



目 录

1、	境内外 FOF 发展情况与现状简介.....	- 3 -
1.1、	美国 FOF 发展与现状.....	- 3 -
1.2、	欧洲 FOF 发展与现状.....	- 6 -
1.3、	台湾 FOF 发展与现状.....	- 8 -
1.4、	香港 FOF 发展与现状.....	- 9 -
1.5、	大陆 FOF 发展与现状.....	- 11 -
2、	FOF 产品的特点及优势分析.....	- 12 -
2.1、	FOF 产品的特点.....	- 12 -
2.2、	FOF 产品的优势.....	- 13 -
3、	FOF 产品的资产配置策略.....	- 14 -
3.1、	生命周期基金的资产配置策略.....	- 15 -
3.2、	生活方式基金的资产配置策略.....	- 16 -
图 1、	FOF 投资方式.....	- 3 -
图 2、	1990 年以来美国 FOF 的新发行数量统计（截至 2014 年底）.....	- 4 -
图 3、	1990 年以来欧洲地区 FOF 的新发行数量统计（截至 2015 年 10 月 30 日）.....	- 7 -
图 4、	2001 年以来台湾 FOF 的新发行数量统计（截至 2015 年 10 月 30 日）.....	- 8 -
图 5、	各类基金的风险收益特征.....	- 14 -
图 6、	富达生命周期基金的资产下滑航道（Glide Path）.....	- 15 -
表 1、	管理资产规模排名前 10 的 FOF 基金（2015 年 10 月 30 日）.....	- 7 -
表 2、	香港规模前 10 名的 FOF 产品（统计时间：2015 年 10 月 30 日）.....	- 9 -
表 3、	香港 MPF 产品中成分基金的分类和特点.....	- 10 -
表 4、	香港资产管理机构 MPF 产品的比较.....	- 11 -
表 5、	业绩排名靠前的私募 FOF 产品（数据日期：2015-11-20）.....	- 12 -
表 6、	瑞典银行 FOF 产品的投资目标.....	- 16 -
表 7、	瑞典银行 FOF 产品的投资策略.....	- 17 -
表 8、	瑞典银行 FOF 产品的历史业绩（统计时间：2013 年末）.....	- 17 -

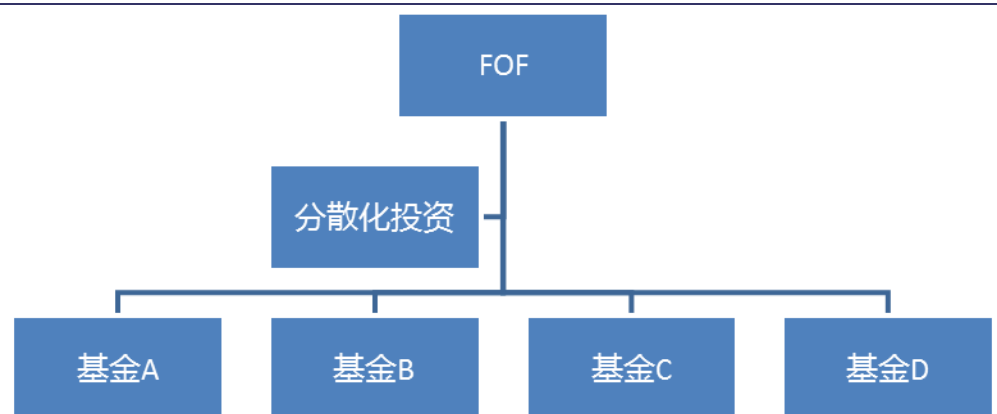
报告正文

FOF 也被称为组合基金，是基金市场发展一定阶段的产物。它以绝大部分的资产投资于“一篮子”基金，而不是直接投资于股票、债券等投资工具，属于比较新型的基金投资方式。

在许多情况下，FOF 与组合基金这两个名词可以通用，应该说 FOF 就是起源于组合基金的销售模式。但发展到后期，FOF 逐渐变成一种投资方式，与组合基金之间出现分化。具体来看，前者更关注基金的投资过程，而后者只是强调基金的销售过程。

本文将讲述 FOF 产品在国内外的发展现状及发展历程，分析此类产品的特点及优势分析，介绍相关投资策略等。

图 1、FOF 投资方式



资料来源：兴业证券研究所

1、 境内外 FOF 发展情况与现状简介

1.1、美国 FOF 发展与现状

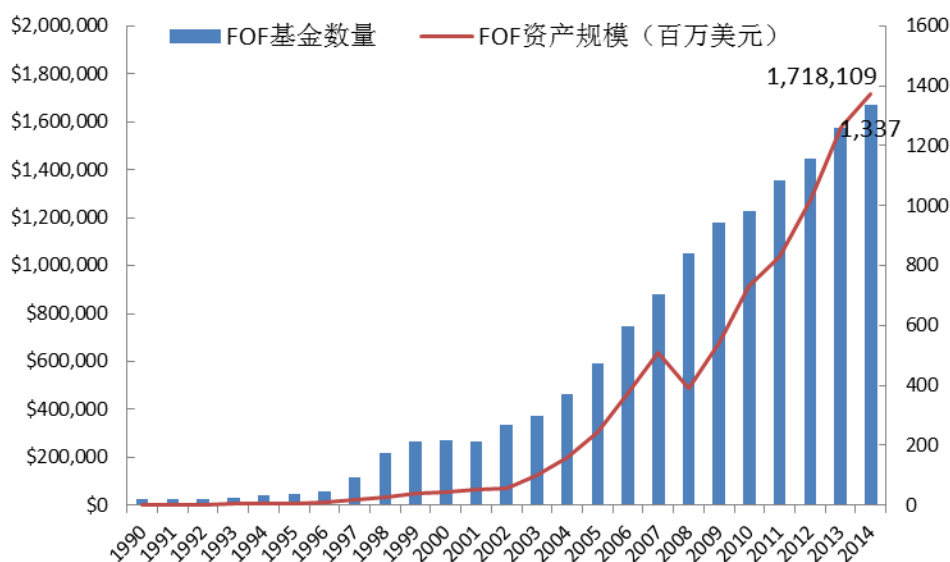
● 行业发展概况

美国是 FOF 的发源地，无论从其规模、种类、市场的成熟度来看都有着很大的代表性。广义上而言，FOF 起源于上世纪 70 年代，最初的形式是投资于一系列私募股权基金的基金组合。共同基金的 FOF 产生于上世纪八十年代，并在过去 20 多年中获得较快发展。当时美国市场上已有 8000 余只共同基金，从种类上出现了投资不同地域、行业、主题，具有不同风格和风险收益特征的品种。如何选择

合适的基金在合适的时机介入，需要大量的专业知识和时间投入。而且，很多基金难以始终保持良好业绩，因此，把基金的管理交给专业机构便成了一件很有现实意义的事情，组合基金自然应运而生。

据美国投资公司协会(ICI)统计，1990年美国市场仅有20只FOF基金，管理总资产为14亿美元；至1999年底，FOF基金数量已达212只，管理资产达480亿美元；至2006年底，FOF基金的数量将近600只，管理总资产高达4700亿美元，比1990年增长了300多倍。至2014年底，美国市场上共有FOF基金1,377只，资产管理规模为1.72万亿美元。可见在金融危机之后，FOF的市场规模又增长了一倍多。美国FOF市场如此快速的发展，与美国基金业的发展、养老金制度的日益完善和基金公司自身发展需求密不可分。

图2、1990年以来美国FOF的新发行数量统计（截至2014年底）



资料来源：ICI，兴业证券研究所

● 发行机构集中度趋降

从FOF发行机构的角度来看，1985年3月，美国市场第一只真正意义上的FOF由先锋基金率先推出。该基金70%的资产投资于股票，30%投资于债券，且均投资于公司旗下基金。基金推出后大受欢迎，资产由1.12亿美元增长四倍至4.54亿美元，也带动了先锋公司其他基金的销售。1986年末，先锋公司旗下基金规模增长44.23%。

此后的15年间，发行FOF的资产管理机构增加至37家，FOF基金数量在1999年底增至124只，资产管理规模为433亿美元。从规模上看，各基金公司所

管理的 FOF 总规模存在巨大差异，且集中度较高，晨星数据显示，1999 年末近 90% 的资产集中在前十大 FOF 公司。其中，前三大公司分别为先锋、普信、富达。1999 年末，先锋基金管理公司旗下 6 只 FOF 基金总规模为 170 亿美元，占比为 39.28%；普信和富达的占比分别为 13.08% 和 12.80%。

在最近十几年的发展，FOF 的发行机构已增加至 150 家，FOF 数量增加至 1022 只，资产规模达到 9062.6 亿美元，分别是 1999 年的 8 倍和 21 倍。在此过程中，FOF 市场不再由少数大公司占有，随着新公司的加入，行业集中度明显下降。新公司的加入一方面丰富了 FOF 的产品和数量，使投资者有更多选择；另一方面也使各资产管理公司面临更多压力，需要开发更多适合投资者需求的 FOF 产品从而赢得更多的市场占有率。晨星数据显示，前十大公司的规模占比为 75.3%，比 1999 年下降了 14.17 个百分点。

● FOF 产品线不断丰富

从产品类型角度来看，FOF 也经历了从相对单一到多元化的发展。20 世纪 90 年代初，美国 FOF 主要集中在配置类、股票类和固定收益类；细分类别仅包括大盘平衡型股票、大盘成长型股票、配置型、债券型和全球配置型等 5 类。2014 年末，FOF 所属大类扩充至 5 个，包括配置型、股票型、另类投资、固定收益以及税收优先。细分类别由原来的 5 类增加至 43 类，涉及不同地域、投资策略和资产类别。

● FOF 产品发展的外部推动因素

美国 FOF 产品的迅速发展一方面有产品自身的优势带动（这方面会在本文第二部分中阐述），另一方面有外部因素推导。从外部推导因素来看，主要因素包括美国基金业的蓬勃发展、美国养老金制度的深入改革以及基金产品的不断丰富。

首先，美国基金业的发展为公募 FOF 的产生提供了先决条件。上世纪 90 年代，美国经济进入繁荣发展期，股市进入牛市新阶段，个人投资者对金融产品投资需求大幅增加。在此背景下，基金业迅猛发展，其中 1990 年至 2000 年是美国基金业发展最快的阶段，期间美国持有基金的家庭数量从 2340 万户激增至 5060 万户，约一半的美国家庭持有基金。同期，美国共同基金的数量达到 3300 余只，资产管理规模大约为 3.48 万亿美元。

其次，美国养老金制度的深入改革，可投资共同基金的 401(k) 计划和个人退

退休账户(IRA)规模的扩大成为 FOF 推出和发展的关键因素。自 20 世纪 70 年代末 401(k)推出后逐步取代了传统的雇主养老金计划。同期，作为美国养老体系的第三大支柱，个人退休账户(IRA)也不断完善，由此也激发了投资者对养老产品的需求，新产品也随之应运而生，生命周期和生活方式基金便是其中的典型代表。两者的共同特点是资产配置随着投资者退休年龄的增长主动调整固定收益、权益及另类资产之间的配置，迎合了投资者由财富积累期过渡至消耗期的需求。由此，两款产品大受投资者欢迎。数量庞大的养老金计划作为这两款养老产品的重要资金来源无疑推动了 FOF 的发展。目前，生命周期和生活方式基金成为 FOF 最主要的投资方式。

再次，从基金公司角度来看，随着 90 年代产品线的日益完善，基金公司旗下产品风格多样，存在产品内部整合的需求，出现由公司旗下基金构建的 FOF，以促进公司的销售业绩。此外，美国市场也逐步推出可投资其他公司旗下基金的 FOF。1996 年颁布的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，成为推动基金公司大量发行 FOF 的催化剂。当年 FOF 基金数量由上一年的 29 只激增至 74 只，总资产管理规模增长 54.65%至 181.63 亿美元。

1.2、欧洲 FOF 发展与现状

● 行业发展概况

根据彭博统计，截至 2015 年 10 月 30 日，欧洲地区共有 3746 只 FOF，规模达到 5620 亿美元。(彭博中分类为综合基金 FOF 和综合对冲基金 FOHF)。

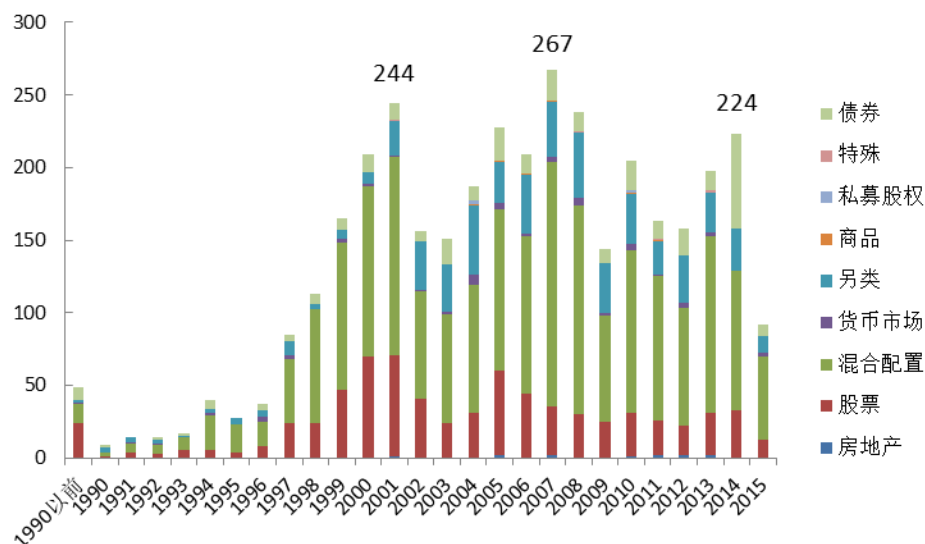
从基金成立的时间上看，欧洲地区的 FOF 大约是从 90 年代开始呈现较快的发展势头。其中 2000-2001 年是一波 FOF 发行的高峰期，2005-2008 年也是发行量较高的时期。

2000 年之后，FOF 发展较快的一个原因是随着基金数量越来越多，投资者如何选择绩优基金成了一个难题。并且，绩优基金也不可能永远保持优秀的业绩，而对于一般投资者而言，频繁转换基金的成本太高。因此，一些大型基金公司、投资顾问公司推出了投资于“一篮子基金”的 FOF，帮助投资者们解决挑选基金的问题，同时由于分散化投资，FOF 基金的业绩波动性较低。

从产品数量来看，法国是拥有 FOF 最多的国家，目前拥有 967 只 FOF，法国 FOF 数量最多与其产品划分更为细致有关，例如同样为目标日期产品，美国 FOF 能以 5 年为一个段划分产品，而法国的产品则细分到每一年，这样同样规模

的产品法国的数量可能就是美国同类产品的几倍，这也就解释了为什么法国 FOF 数量众多，但资产规模远远落后于美国。

图 3、1990 年以来欧洲地区 FOF 的新发行数量统计（截至 2015 年 10 月 30 日）



资料来源: Bloomberg, 兴业证券研究所

我们统计了欧洲地区资产规模排名前 10 的 FOF 基金（见表 1）。从资产类别来看，混合型居多；从所在地区来看，在英国注册成立的有 4 只，在法国注册的有 2 只。其中，规模最大的 FOF 基金隶属于 BlockRock 这家知名基金公司。

表 1、管理资产规模排名前 10 的 FOF 基金（2015 年 10 月 30 日）

代码	名称	资产类别	管理资产规模 (百万美元)	过去 1 年总回报 (%)	注册所在国
BKCONSA LN Equity	BLACKROCK CONSENSUS 85-IA	混合配置	11,578.74	0.21	英国
MSEUREF SM Equity	FONCAIXA EQUILIBRIO PLUS	混合配置	11,002.35	-10.11	西班牙
SCHDGWI LN Equity	SCHRODER DIVERS GROW-I ACC	混合配置	8,765.00	-0.75	英国
BRUMHEL SS Equity	BRUMMER & PARTNERS MULT-STRA	另类	6,179.59	-12.55	瑞典
AMUPATE FP Equity	AMUNDI PATRIMOINE-C	混合配置	5,270.90	-9.56	法国
TRYG80S LX Equity	TRYGGHET 80 S	混合配置	4,996.92	-4.77	卢森堡
ABSALDI GU Equity	ABSOLUTE ALPHA DIVERSIFIED	另类	4,698.90	3.80	格恩西岛
BFDUCAT FP Equity	DUCAT	货币市场	4,513.10	-13.31	法国
MGFPAAG LN Equity	M&G FEEDER PROPERTY PORT-AAG	房地产	4,490.39	4.77	英国
HLMLTMI LN Equity	HL MULTIMNGR INC & GRTH-INC	混合配置	4,050.83	3.50	英国

资料来源: Bloomberg, 兴业证券研究所

● 投资管理模式

在金融机构高度发达的海外市场，专业化分工十分明显，FOF 的投资管理模式也从内部管理延伸到了聘请第三方投资顾问的方式，如今美国和欧洲 FOF 外包投资顾问功能的做法十分普遍。在采用该模式的基金公司中，不乏投资管理能力强、旗下基金类型丰富的公司，例如富达、美洲基金等。

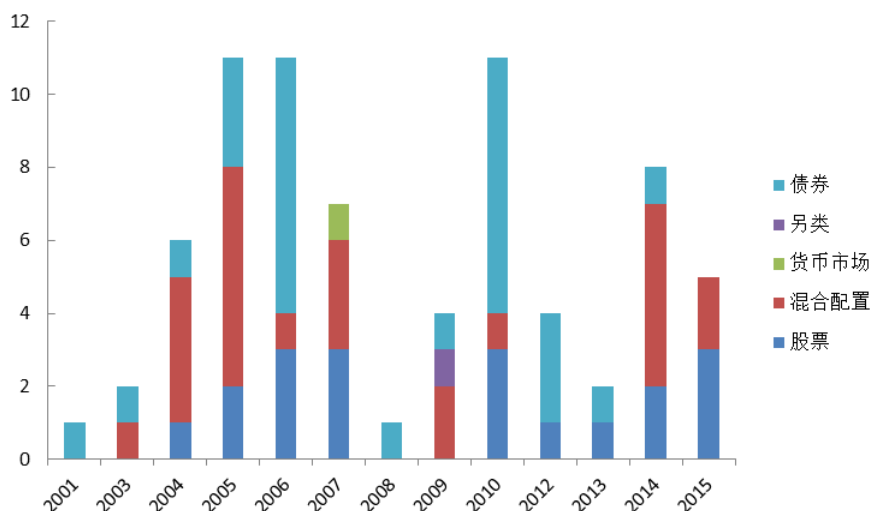
据统计，截至 2012 年底，全球约 50% 的 FOF 外聘了**第三方投资顾问或二级投资顾问**。其中聘用第三方投资顾问的占比约为 30%，同时也有 237 只 FOF 基金聘用了第三方作为二级投资顾问。在全球 FOF 规模前十大的公司中，有 4 家基金公司（富达、ING、美洲基金和 GMO）聘用独立第三方或者公司旗下子公司提供 FOF 投资咨询服务。其中，管理的 FOF 基金数量较多、规模较大的外部投资顾问有晨星（Morningstar Inc）、战略顾问公司（Strategic Advisers, Inc.）、定向服务有限责任公司（Directed Services LLC）等。

在欧洲，第三方 FOF 管理的资产规模比重已从 2001 年的 54% 提高到 2013 年的 63%。其中，英国、法国、德国、意大利等国第三方 FOF 所占的比重较高。

1.3、台湾 FOF 发展与现状

FOF 在台湾地区起步相对较晚，但发展速度很快。截至 2015 年 10 月 30 日，台湾共有 73 只 FOFs，资产规模共计 40.87 亿美元。

图 4、2001 年来台湾 FOF 的新发行数量统计（截至 2015 年 10 月 30 日）



资料来源：Bloomberg，兴业证券研究所

从投资区域来看，台湾地区的 FOF 偏好投资国外基金和全球配置；从资产类型来看，台湾地区以债券型和混合型 FOF 为主。从投资范围来看，台湾地区 FOF 不局限于基金，还包括台湾证券投资信托公司募集发行的证券投资信托基金；经证期会核准证券投资顾问事业提供投资推介顾问服务的外国基金管理机构所发行或经理的受益凭证、基金份额或投资单位；外国证券集中交易市场及美国 NASDAQ 交易的基金。

台湾地区 FOF 有几个特点：1) 以债券型基金为主；2) 基金投资的集中度较高，一般以 6-10 个为主；3) 投资于本公司发行的子基金较多，一般都在 20% 以上，有的甚至高达 70%；4) 继承了基金的低风险性。

与美国、欧洲市场的 FOF 基金不同，台湾 FOF 基金并没有在产品设计上根据风险程度不同而细分出积极、保守、稳健等不同类型。这主要是因为台湾和美国的共同基金市场发展处于完全不同的阶段，美国基金市场十分成熟，而台湾则起步较晚。

1.4、香港 FOF 发展与现状

在美国、欧洲以及新兴市场 FOF 产品蓬勃发展的同时，香港的 FOF 规模也有快速的扩张，规模较大的产品包括富达基金、施罗德资产、JP 摩根以及中银保诚旗下的 FOF 产品。截止 2015 年 10 月 30 日，FOF 基金的资产总规模共计 45.79 亿美元。

表 2、香港规模前 10 名的 FOF 产品（统计时间：2015 年 10 月 30 日）

代码	名称	成立日期	总资产(百万美元)
FIDGTHA HK Equity	FIDELITY GBL INV-GTH FD	11/20/2000	1,534.47
FIDSGTA HK Equity	FIDELITY GBL INV-STABLE GTH	11/20/2000	759.01
FIDGFA HK Equity	FIDELITY GBL INV-GLOBAL EQTY	6/30/2003	677.22
FIDBALA HK Equity	FIDELITY GBL INV-BALANCE FD	11/20/2000	646.42
BOCCHVI HK Equity	BOCIP CHINA VALUE FUND-A	1/24/2011	301.08
FIDCSTA HK Equity	FIDELITY GBL INV-CAP STABLE	11/20/2000	222.69
SCTRUIA HK Equity	SCHRODER TARGET RTN- USD IA	6/17/2013	121.08
FIDWBFA HK Equity	FIDELITY GBL INV-WORLD BOND	6/30/2003	111.56
BOCAGGR HK Equity	BOCHK INVEST FUNDS-AGG GROWT	11/3/2003	58.87
BOCBALG HK Equity	BOCHK INVEST FUNDS-BAL GROWT	11/3/2003	48.31

资料来源：Bloomberg，兴业证券研究所整理

提到香港的 FOF 产品，就不得不提香港的强基金计划（MPF）。香港特别行政区政府从 2000 年开始施行强积金计划。强积金（MPF）计划的实施推动了香港 FOF 产品的迅速发展。

香港的强积金（MPF）是根据《强制性公积金计划条例》而设立的为就业人士提供正式退休保障的制度。除条例豁免的少数人士外，全港 18 岁至 65 岁的雇员都必须加入已注册的强积金计划并向该计划供款。强制性供款额基本上按雇员每月收入的 10% 计算，即雇主及雇员各须供款 5%，自雇人士也须按收入的 5% 供款。强积金计划的受托人会委任投资经理，为计划资产及成员的累算权益作长线投资，为计划成员提供退休保障。计划成员达到 65 岁退休年龄便可一次性提取强积金计划内由强制性供款所累积的累算权益。符合香港强积金管理局的金融机构和资产管理机构都可以参与管理强基金，推出各种类型的 MPF 产品。一般一个 MPF 产品中有 4-5 个成分基金，但有些公司提供多达 12 种成分基金。

成分基金的种类和特点如下表所示:

表 3、香港 MPF 产品中成分基金的分类和特点

风险/收益	基本种类	基本特点	典型产品示例
大/高	•进取型基金	<ul style="list-style-type: none"> •投资目标: 取得资本长期增长 •投资组合: 股票投资70%, 定息投资30% 	<ul style="list-style-type: none"> •信安国际股票基金 •信安美国股票基金 •信安亚洲股票基金
	•平衡型基金	<ul style="list-style-type: none"> •投资目标: 资本长期增值及稳定收入 •投资组合: 股票投资50%, 定息投资50% 	<ul style="list-style-type: none"> •信安长线增值基金 •信安环球增长基金
	•平稳型基金	<ul style="list-style-type: none"> •投资目标: 资本长期增值降低资本亏损风险 •投资组合: 股票投资30%, 定息投资70% 	<ul style="list-style-type: none"> •信安平稳回报基金 •信安国际债券基金
	•保守型基金 (包括三种类型)		
	•保本基金	<ul style="list-style-type: none"> •投资目标: 获得最少等于强积金管理局厘定的“订明储蓄利率” •投资组合: 100%的港元定息投资 	•信安保本基金
小/低	•资本保证基金	<ul style="list-style-type: none"> •投资目标: 为存款提供资本保证 •投资组合: 100%的港元定息投资 •投资保证: 由第三方提供保证 	•信安资本保证基金
	•保证基金	<ul style="list-style-type: none"> •投资目标: 获得有竞争力的资本长线回报; 同时提供最低程度的平均年回报率保证 •投资组合: 股票投资20%-80%, 定息投资20%-80% •投资保证: 由第三方保证 	•信安长线保证基金

资料来源：香港强基金管理局，兴业证券研究所整理

各个资产管理机构推出的许多 MPF 产品实际上就是 FOF 产品，香港居民可以用强基金专户里面的资金投资不同的 MPF 产品。我们找了三级资产管理机构的强基金产品，大致比较如下表所示。

表 4、香港资产管理机构 MPF 产品的比较

	友邦怡富	信安	银联信托
产品名称	友邦怡富强积金计划	信安情急金计划 —100系列、200系列 —600系列、800系列	银联信托强积金计划
成分基金	5个 保本基金 保证基金 平衡基金 均衡基金 增长基金	12个 保本基金 长线保证基金、资本保证基金 港元储蓄基金、美元储蓄基金 长险增值基金、环球增长基金 平稳回报基金、国际债券基金 国际股票基金、美国股票基金 亚洲股票基金	4个 保本基金 平稳基金 平衡基金 进取基金
费用收取	2.5%—3%左右的资产净值 收取费用较高	2.5%左右的资产净值	1.5%—1.625%左右的资产净值 收取费用较低
条款的详尽	比较严谨、详细	比较简单	比较清晰、详细

资料来源：信安、AIA和BCT产品

32

资料来源：香港强基金管理局，兴业证券研究所整理

1.5、大陆 FOF 的发展与现状

近年来，随着国内资本市场的快速发展，国内证券投资基金的规模也迅速壮大，普通基金投资者所面临的是数量多、优劣难分的现状，市场的内在发展和投资者的需求都不断呼唤综合基金出世，而回应市场的需求，券商、信托公司、银行和私募纷纷推出自己的 FOF 产品。伴随招商证券基金宝 1 号于 2005 年 5 月发起成立，国内首只 FOF 基金出世。

在中国大陆，很多“类 FOF”产品冠之以“理财计划”、“理财产品”等各种名称，而不将其直接称之为 FOF 基金，导致对此类产品的监管存在定义不清的模糊地带。此前，国内《基金法》修订了第 59 条，取消了对基金投资于其他基金份额的限制，但目前看来还是缺乏对 FOF 基金投资规范的相关监管文件，因此公募 FOF 基金至今尚未诞生。

具体来说，券商系 FOF 由我国证监会根据《证券公司客户资产管理业务试行办法》调整，该办法规定集合资产管理计划是指证券公司设立“集合资产管理计划”，集中多个客户的资产，以组合投资方式进行证券投资的业务活动。而“银行系 FOF”和“信托系 FOF”则由银监会根据不同规章进行监管。目前，市场上“证券系 FOF”有 829 只，规模有 733.24 亿。

此外，私募和信托等机构也发行了一系列 FOF 产品。截至 2015 年 11 月 20 日，国内正在运作的私募型 FOF 产品共有 609 只。其中，前海方舟 FOF 财富管理一号和名禹灵越等产品今年以来的业绩表现较为突出。

表 5、业绩排名靠前的私募 FOF 产品（数据日期：2015-11-20）

排名	产品简称	投资经理	成立日期	今年以来的收益率（%）	产品类型
1	前海方舟 FOF 财富管理一号	赵晨	2014-11-10	157.68	自主发行
2	名禹灵越	王益聪	2014-9-22	58.66	自主发行
3	陕国投-极元私募优选 1 期	--	2010-12-10	48.98	信托
4	建信信托-建信私募精选 2 期	--	2011-3-23	48.90	信托
5	粤财信托-融智潮商组合宝 1 期	--	2011-7-27	43.75	信托
6	平安信托-双核动力 5 期 1 号	--	2011-3-10	41.82	信托
7	外贸信托-星动力	乐嘉庆	2014-5-28	41.23	信托
8	平安信托-双核动力 5 期 2 号	--	2011-3-28	41.21	信托
9	平安信托-双核动力 2 期 2 号	--	2011-3-10	38.59	信托
10	外贸信托-格上创富 2 期	蒋勇	2013-8-13	37.47	信托

资料来源：私募排排网，兴业证券研究所整理

2、FOF 产品的特点及优势分析

2.1、FOF 产品的特点

FOF 产品普遍具有适当进行波段操作、合理组合配置、坚持投资原则等特点。

● 适当进行波段操作

FOF 基金根据市场形势的变化，在长期持有基金的同时，适当运用波段操作，使得收益达到最大化。然而，波段操作也有风险，一旦踏不准节奏就会全盘皆输，因此 FOF 对波段操作的态度还是很谨慎的。

● 合理组合配置

分散投资并不是简单地多买几只基金而已，FOF 的分散投资有其独特的配置基金组合流程。FOF 组合基金根据对基金投资能力、业绩能力的动态跟踪和研究来灵活地调整基金投资组合：对由于基金投资风格原因导致的阶段性收益下降，会进行阶段性的品种配置调整；而如果判断基金投资能力下滑，则可能从 FOF 组合中剔除这只基金。

● 坚持投资原则

FOF 具有坚定的投资原则，调仓的选择持着不跟风的严谨态度。比如，2007 年初当垃圾股、题材股等鸡犬升天时，在操作开放式基金上，某“准 FOF”基金

仍能坚持以蓝筹价值风格基金为主，同时根据基金评价系统对股票基金品种进行一定范围的微调，虽然在一定程度上影响了收益率，但 FOF 基金管理者认为高换手率和资金推动下的题材股行情是短暂现象，市场必将重回业绩和价值驱动轨道上来，这一预测在随后到来的熊市中得到验证。即使 FOF 在根据热点进行调仓情况下，FOF 基金的投资也不会盲目跟风，这些基金专家始终把自己的投资原则放在首位，这种谨慎的投资风格也保证了 FOF 基金的低风险和平稳的收益。

2.2、FOF 产品的优势

FOF 产品的优势在于，如高收益低风险、投资灵活、全球资源配置、促进基金行业良性循环等。

● 高收益，低风险

由于最低投资额的要求，一般初始投资者一开始很难做到分散投资，而通过 FOF 基金可以做到这一点。另外，FOF 投资的基金都是由投资专家根据基金的历史业绩、基金当前持仓股票的潜力、基金经理的运作水平、基金公司的背景等进行综合考量，从“基金池”中选择的业绩优良、增长潜力大的品种。经过了投资的二次优化和风险的二次分散，不但投资回报高于基金平均收益率，而且风险也比单只基金要低。

● 投资策略灵活

FOF 产品的投资思路非常灵活，不但可以投资开放式基金、封闭式基金、LOF 基金、ETF 基金以及债券基金和货币型基金，而且将基金与股票、新股认购、银行存款等资产共同按比例投资。相比直接购买基金，FOF 买的是“一篮子基金”组合，避免了购买单只或少量基金可能产生的投资风险或失误。而且，由于 FOF 的投资范围广，投资策略和结构多样，所以可以形成各种风险收益水平的产品来满足不同类型投资者的需求。

● 实现全球资源配置

相对于其他产品，FOF 更容易达到全球资源配置的目的，因为它的投资标的为基金，只需要市场上有 QDII 基金的存在，即可方便地把全球的资源纳入配置的范围。目前在国内市场，已有黄金 QDII、房地产信托基金、大宗商品基金，除了可以实现全球区域的配置，还能达到大类资产的全品种配置。

● 推动基金行业发展

首先，由于 FOF 管理人比普通投资者更清楚基金的业绩表现，所以投资效率更高，更多的资金会流向业绩优良的基金，从而推动基金行业的良性的优胜劣汰循环。其次，FOF 基金在对所投资基金进行调整时会综合考虑多种因素，而不像普通投资者容易受外界因素影响，产生跟风买卖的行为，造成资金的大幅不正常流动，影响普通基金的稳定发展。因此，FOF 基金对整个基金业的稳定和扩张提

供了进一步的保障。最后，FOF 是一个业绩相对稳定的投资组合，它本身也可以设计成为一个投资者的理财方案而不仅仅是基金产品，对投资者的吸引力相对持久，既有利于基金业总体的发展，也容易实现超越基金平均水平的收益。

3、 FOF 产品的资产配置策略

资产配置是指根据投资者的需求（包括投资目标、预期收益、投资期限等）和投资者的自身风险厌恶程度，将资金投在具有不同风险和收益的资产类别之间进行动态分配的过程。对于基金管理公司而言，资产类别主要包括权益类资产（如普通股票型基金、指数基金等）、固定收益类资产（如保守债券型基金、激进债券型基金等）、股债混合型基金、商品型基金和现金资产等。

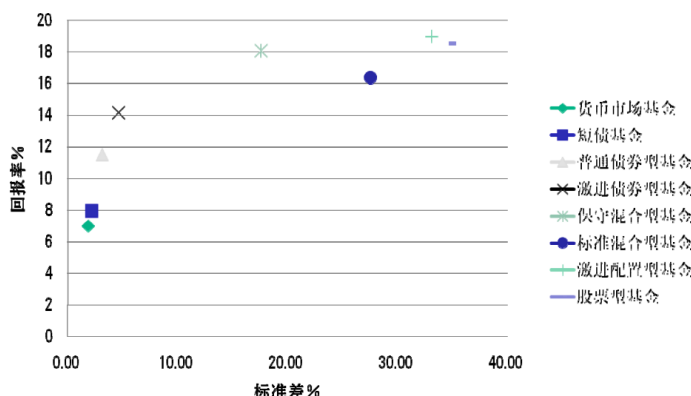
通常，我们将基金资产配置分为两个层次：

1、**战略性资产配置(SAA)**：关注投资者的中长期投资目标和政策，主要确定各类资产如权益类资产、固定收益类资产、混合型基金和现金资产等的投资比例，以建立最佳资产组合结构；

2、**战术性资产配置(TAA)**：关注市场的短期波动，强调根据市场的变化，运用金融工具，通过择时和选股，调节各类资产之间的分配比例、基金轮动等来管理短期的投资收益和风险。

基金的投资收益主要来源于两个方面：一方面是战略性资产配置带来的收益，这是由于各类资产风险收益特征存在差异，同时又存在一定的相关性，从而按照不同比例进行资产配置可得到具有不同收益和风险特征的资产组合，如下图所示计算不同类型基金的年化收益率和标准差，可以发现区别明显；另一方面是投资择时和选股能力的收益，即战术性资产配置带来的收益。

图 5、各类基金的风险收益特征



资料来源：Morningstar Direct，计算指标为年化收益率和标准差

在海外市场上，有两类比较常见的 FOF 基金——**生命周期基金**和**生活方式基金**，它们在资产配置上各有相对成熟的模式，可供国内的基金公司参考和借鉴。

3.1、生命周期基金的资产配置策略

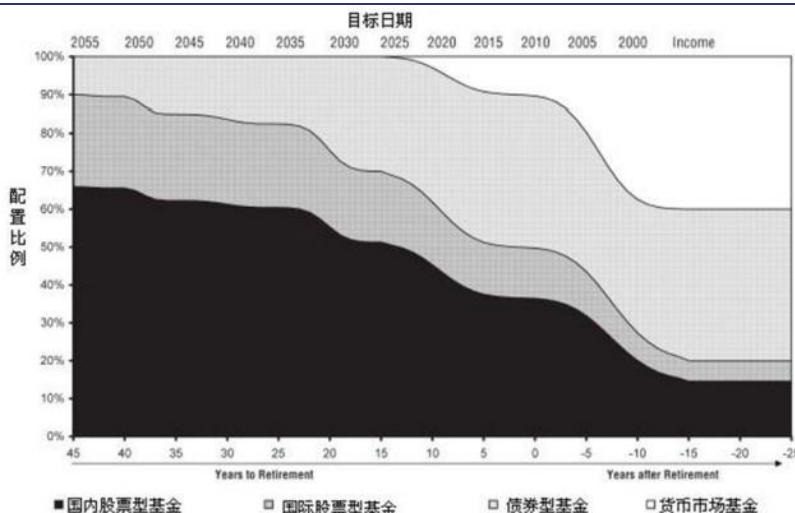
随着养老金制度不断深化，投资者对养老金的投资需求不断上升，FOF 基金中的生命周期基金（Lifecycle Fund 或 Target Date Fund）发展非常迅速。生命周期基金是随着目标期限的逼近而逐步降低股票资产配置比例的投资基金，由巴克莱（Barclays Global Investor）在 1993 年 11 月首次推出。2012 年末，共有 35 家基金公司发行了生命周期基金，规模达到 4469.61 亿美元，占 FOF 总资产规模的 49.32%。

通常来说，生命周期基金在成立之初就设定了目标日期（Target Date），随着目标日期的逼近，配置在股票资产上的比例会逐渐减少，而配置在债券资产上的比例会相应增加。这适用于某个特定日期退休的人群，为他们提供合理的养老金投资计划。

● 生命周期基金的特有设计：资产下滑航道

资产下滑航道（Glide Path）指的是基金管理人将高风险资产向低风险资产转换的时间点和比例的把握，反映的是基金管理人对于风险特性、特定年龄风险承受度以及累计收益要求等的基本观点。由于整个投资周期较长，下滑航道的调整频率一般不大频繁，通常以年为单位。

图 6、富达生命周期基金的资产下滑航道（Glide Path）



资料来源：Fidelity，兴业证券研究所

需要注意的是，生命周期基金有一个不足之处，即并不是在每个年份退休的人群都能寻找到为他们量身定制的产品。生命周期系列基金一般以 5 年或 10 年的区间设计产品，投资者只能选择购买离他们的退休时间最接近的产品，不能够完全匹配投资者的目标日期要求。

3.2、生活方式基金的资产配置策略

还有另一类 FOF 基金叫做生活方式基金（lifestyle Fund），比生命周期基金存在的历史更长。不同于生命周期基金（设定目标日期），生活方式基金在成立之初会设定一个风险水平，并根据该风险水平设定相应的资产配置比例。在命名时，此类基金通常会包含“保守型”、“稳健型”和“积极型”等字样，来表明它设定的风险水平。例如：先锋基金成立了收益、保守成长、稳健成长、成长四个 FOFs；瑞典银行发行的 3 只 FOFs 分别命名为平衡型、成长型和权益型等。它们之间的主要差异就体现在资产配置的类别和比例上。

● 具体案例分析：瑞典银行的 FOF 产品

瑞典银行（Swedbank）于 2005 年 8 月发行了 3 只 FOF 产品，分别是 Swedbank FOF 30，Swedbank FOF 60 和 Swedbank FOF 100。这三只基金在成立之初就设定了不同的投资目标，分别是平衡型、成长型和权益型。

表 6、瑞典银行 FOF 产品的投资目标

产品名称	投资目标
Swedbank FOF 30 (平衡型)	该基金的投资目标是抗通胀，主要投资于权益类和固定收益类证券。该基金的全部资产均投资于基金的股份或单位（units or shares）。
Swedbank FOF 60 (成长型)	该基金的投资目标是获取超过通胀率的超额收益，主要投资于权益类和固定收益类证券。该基金的全部资产均投资于基金的股份或单位。
Swedbank FOF 100 (权益型)	该基金的投资目标是最大化收益，主要投资于权益类证券。该基金的全部资产均投资于基金的股份或单位。

资料来源：基金招募说明书，兴业证券研究所整理

由于投资目标不同，这三只 FOF 也分别采取了不同的投资策略，主要区别在于权益类资产的投资比例不同。

表 7、瑞典银行 FOF 产品的投资策略

产品名称	投资策略
Swedbank FOF 30 (平衡型)	该基金将 30% 的资产投资于权益类证券,在一定条件下该比例可在 50% 的范围内上下浮动,即允许投资权益类证券的比例是 15%~45%。
Swedbank FOF 60 (成长型)	该基金将 60% 的资产投资于权益类证券,在一定条件下该比例可在 50% 的范围内上下浮动,即允许投资权益类证券的比例是 30%~90%。
Swedbank FOF 100 (权益型)	该基金将 100% 的资产投资于权益类证券。由于受到法律规定的投资比例限制,该基金需将 30% 的资产投资于除 UCITS 以外的基金。

资料来源:基金招募说明书,兴业证券研究所整理

由于设定的投资目标和采取的投资策略完全不同,这 3 只基金适合的投资者群体也截然不同。而瑞典银行同时推出这三款产品形成一个系列,可供不同的投资者选择适合自己的类型。其中,平衡型产品适合于风险承受能力较低的投资者,也不要求投资者有相关的投资经验,投资期限一般为 3-5 年。成长型产品适合于风险承受能力中等的投资者,也不要求投资者有相关的投资经验,投资期限一般为中长期,即 5-7 年。而权益型产品适合于风险承受能力较高、追求收益最大化的投资者,比较适合于有投资经验的投资者,投资期限一般为长期,即 7-10 年。从 2011-2013 年的数据来看,3 只 FOF 产品中权益型的业绩表现最佳,但从成立以来的数据来看,平衡型基金的年化收益率反而是最高的。

表 8、瑞典银行 FOF 产品的历史业绩 (统计时间: 2013 年末)

产品名称	过去 2 年	过去 3 年	过去 5 年	自成立以来
Swedbank FOF 30 (平衡型)	7.90%	3.40%	7.40%	1.70%
Swedbank FOF 60 (成长型)	8.50%	2.10%	9.90%	1.00%
Swedbank FOF 100 (权益型)	9.60%	0.40%	12.60%	0.10%

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场;
中性: 相对表现与市场持平
回避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhud@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyuan@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaoqi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565409	gongxuemin@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳烜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。