



金融工程

报告日期：2015-03-27

FOF（Fund of Funds）： 基金中基金

主要观点：

基金中基金

首先，FOF 是一种投资策略。其次，FOF 也是一种金融工具，译为基金中基金。根据 2014 年 8 月 8 日正式施行的《公开募集证券投资基金运作管理办法》第三十条：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。

FOF 的优势

主要体现为以下几点：FOF 产品可以通过投资于具有不同风险收益特征的基金，构建具备特定投资理念或投资策略的产品。FOF 产品可以再次分散风险。FOF 产品可以降低普通投资者多样化投资的门槛。FOF 产品可以降低投资者的管理、研究等各项成本。

FOF 发展机遇

FOF 不仅将给产品线齐全的大型基金公司带来了机会，也为整个链条上特定领域内具备竞争优势的市场主体带来了机会，例如资产配置服务提供商、被动化投资产品如 ETF 提供商、特定资产类别具有主动管理优势的中小型基金公司、以及财富管理机构。

在新一届政府提出的使市场在资源配置中起决定性作用的大背景下，随着“新国九条”等顶层设计的逐步落实，市场化进程有望加速，FOF 行业将迎来真正的黄金发展期。

华安证券研究所金融工程组
汪志健
0551-65161836

目 录

1 FOF 概述	4
1.1 FOF 定义	4
1.2 FOF 类型	4
1.3 FOF 特点	4
1.4 FOF 与 MOM、TOT 的区别	6
1.5 FOF 产生的原因	6
2 FOF 现状	7
2.1 美国	7
2.2 中国	10
3 FOF 案例	11
3.1 目标日期基金	11
3.2 目标风险基金	15
3.3 支出型基金	16
4 FOF 细节问题	16
4.1 估值	16
4.2 申购赎回	17
4.3 费用	17
5 FOF 投资管理	18
5.1 存在的问题	18
5.2 FOF 收益来源	19
6 FOF 对基金与券商的影响	19
6.1 基金	19
6.2 券商	21
7 结语	21

图表目录

图表 1 FOF 与基金投资组合的差异	5
图表 2 美国共同基金数量和规模快速扩张	7
图表 3 美国 FOF 规模快速增长	8
图表 4 美国 FOF 行业集中度	8
图表 5 美国市场 FOF 运作模式案例	9
图表 6 国内现存投资公募基金的 FOF 数量逐年增长	10
图表 7 国内公募生命周期基金	11
图表 8 先锋目标退休基金系列	12
图表 9 先锋目标退休基金系列资产配置随时间变化	13
图表 10 先锋目标退休 2025 基金资产配置	14
图表 11 富达自由基金系列	14
图表 12 富达自由基金投资的子基金	15
图表 13 国内基金市场规模变化	20

1 FOF 概述

1.1 FOF 定义

首先，FOF 是一种投资策略。FOF 策略所持有的投资组合由其他投资基金组成，而非直接持有股票、债券或其他证券。FOF 策略是一种多管理人策略，利用有效投资组合分散管理人风险，在更高层面上通过投资于不同投资策略的基金再次降低风险。

其次，FOF 也是一种金融工具，译为基金中基金。根据 2014 年 8 月 8 日正式施行的《公开募集证券投资基金运作管理办法》第三十条：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。

1.2 FOF 类型

按照不同原则进行分类，FOF 可以存在不同分类方式。各种分类方式在实际操作当中将产生交叉。本文中按以下几种分类方式对 FOF 进行分类：

FOF 作为一种投资方式并非是某一种或某几种基金产品，而是普遍渗透到共同基金（即我国的普通证券投资基金）、信托基金、对冲基金、私募股权基金等各种类型基金当中。于是便相应产生“共同基金的基金”、“信托基金的基金”、“对冲基金的基金”和“私募股权基金的基金”。国内以证券投资 FOF 和私募股权 FOF 为典型载体，本文中所述 FOF 如无特殊说明则均指示为证券投资 FOF。

若按照所投资基金的归属进行分类，FOF 又可以被分为内部 FOF、全市场 FOF。内部 FOF 只投资于自己公司管理的基金；全市场 FOF 则允许投资于其它基金公司管理的基金产品。

按照投资标的的交易场所进行分类，FOF 可以被分为场内 FOF、场外 FOF。场内 FOF 指的是通过场内交易方式买、卖基金（如 ETF、分级基金等）的 FOF 产品；场外 FOF 指的是通过场外交易方式认购、申购、赎回基金的 FOF 产品。

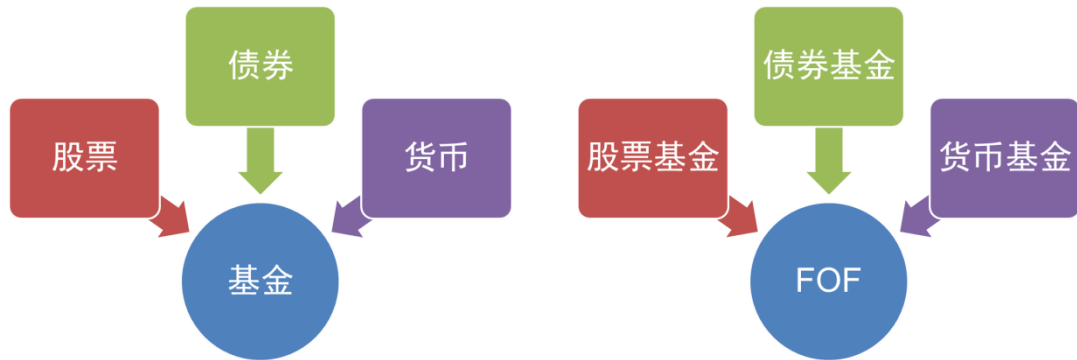
按照投资策略的不同进行分类，FOF 可以被分为主动 FOF、被动 FOF。主动 FOF 是指将采用主动型策略进行投资的 FOF 产品；被动 FOF 是指将采取被动型策略进行投资的 FOF 产品。

按照所投资基金的资产类别进行分类，FOF 可以被细分为股票 FOF、债券 FOF、货币 FOF、混合 FOF 等等。股票 FOF 将大部分基金资产投资于股票基金；债券 FOF 将大部分基金资产投资于债券基金；货币 FOF 将大部分基金资产投资于货币基金；混合 FOF 则是不同资产类别的基金都可以投资。

1.3 FOF 特点

FOF 完全采用基金的法律形式，按照基金的运作模式进行操作，所以其本质上仍是基金。FOF 中包含对基金市场的长期投资策略，与普通证券投资基金一样，是一种可长期投资的金融工具。FOF 虽然本质上也是一种基金，但其与普通证券投资基金差异性较大。最大的区别在于基金中基金是以基金为投资标的，而普通证券投资基金是以股票、债券等有色证券为投资标的。

图表 1 FOF 与基金投资组合的差异



资料来源：华安证券研究所

1.3.1 FOF 的优势

FOF 的优势主要体现为以下几点：

FOF 产品可以通过投资于具有不同风险收益特征的基金，构建具备特定投资理念或投资策略的产品。比如生命周期基金（Lifecycle），该类 FOF 产品首先设立一个特定目标日期，资产配置随着目标日期的临近自动调整；越接近目标时间，股票基金投资比例越低，债券基金投资比例越高，以满足投资者的养老需求。

FOF 产品可以再次分散风险。所投资标的基金本身就通过组合投资于股票、固定收益证券等资产分散风险，而 FOF 在更高层面上通过投资于不同投资策略的基金再次分散或降低风险。

FOF 产品可以降低普通投资者多样化投资的门槛。FOF 将多只基金捆绑在一起，投资 FOF 等于同时投资多只基金。所以，FOF 可以让普通投资者像买一只基金一样投资于一个基金组合，这样就拓宽了投资基金的种类并且降低了多样化投资的门槛。

FOF 产品可以降低投资者的管理、研究等各项成本。管理同种投资目标的资金要比管理投资目标各异的资金更高效。由于有统一的投资目标，FOF 投资经理可以把资金更加集中地投资于若干只基金，最小化尽职调研的成本。同时一定量的资金规模增加了 FOF 投资经理的议价能力，可以获得更优惠的交易基金的手续费，相比分别投资的成本有大幅下降，从而提高了 FOF 产品的整体盈利能力。

1.3.2 FOF 的劣势

FOF 劣势主要包括以下三方面：

管理费率较高，可能存在双重收费问题。尽管 FOF 投资于基金，本身不需要大量的管理和研究成本，因此管理费率较低，但其总费率中隐含了子基金管理费，因此总费率相对较高。FOF 在费率上被诟病的另外一点就是内部 FOF 可能存在双重收费，即一个公司发行 FOF 产品，此 FOF 产品投资于公司内部基金，如果 FOF 产品和基金同时都收取管理费，对投资者而言则有失公平。

喂养基金问题。所谓喂养基金是指一个规模较大的 FOF 投资于一些规模很小的基金，这些小基金几乎是被 FOF 喂养而存在的，这种情况在内部 FOF 中发生的概率较高。由于被喂养基金极易被母基金操纵，或者母基金赎回时可能无法继续存续，这样就可能损害子基金其他投资人的利益，这也是监管层一直诟病 FOF 的

一个重要方面。

同一公司旗下基金风格趋同的问题。以同一公司基金为组合的内部 FOF 在分散风险、适应多样化市场等方面表现可能会相对较差，比全市场 FOF 优势会小很多。

1.4 FOF 与 MOM、TOT 的区别

FOF、MOM 和 TOT，都是由专业投资机构利用专业化管理构建投资组合，三类运作模式都实现了多个基金经理为一只产品服务的最终目的。区别在于 TOT 基金是将资金投向正在运作的阳光私募基金，MOM 是将资金投向私募基金管理人专为 MOM 成立的专用账户，而 FOF 则是投向公募基金。

FOF (Fund of Funds, 基金中基金) FOF 是一种专门投资于其他证券投资基金的基金。FOF 并不直接投资股票或债券，其投资范围仅限于其他基金，通过持有其他证券投资基金而间接持有股票、债券等证券资产，它是结合基金产品创新和销售渠道创新的基金新品种。

MOM (Manager of Managers, 管理人的管理人) MOM 投资模式是由 MOM 基金管理人通过长期跟踪、研究基金经理投资过程，挑选长期贯彻自身投资理念、投资风格稳定并取得超额回报的基金经理，以投资于账户委托形式让他们负责投资管理的一种投资模式。简言之，MOM 组合的对象是“人”而非“产品”。

TOT (Trust of Trusts, 信托的信托) TOT 是指投资于阳光私募证券投资信托计划的信托产品，该产品可以帮助投资人选择合适的阳光私募基金，构建投资组合，并适时调整，以求获得中长期超额收益。所谓阳光私募就是私募的募集通过信托公司进行，资金由信托公司监管，从而消除君子协议式的信用风险。虽然私募变得阳光化了，但眼下国内如雨后春笋般的私募机构早已变得良莠不齐，普通投资者分辨私募优劣就变得非常困难。于是就有了其他机构（例如：信托公司、银行、券商、其他第三方机构）通过信托方式募集资金然后再投资于私募信托，即 Trust of Trusts。

1.5 FOF 产生的原因

FOF 产生最主要动因是随着基金业规模快速扩张导致投资者选择基金难度增加；其次，普通基金顺应市场转换风格能力较差需要对其进行主动管理；再次，FOF 降低小额投资人分散投资门槛等都推动了 FOF 发展。

随着公募、私募基金以及其他集合理财产品类型和数量迅猛扩张，基金市场的特色化、细分化产品越来越多，包括各类被动的主题、行业类普通指数基金或 ETF，也包含各种类型细分主题的主动管理型产品，这实际上为 FOF 的运作提供了较好的“产品端”环境，能够在一定程度上满足 FOF 的配置需求。这种环境是以基金为主要投资目标的 FOF 极好发展契机。与此同时，基金与类基金产品数量猛增也使投资难度日渐增大。以美国基金业为例来分析，根据美国投资公司协会 (ICI, Investment Company Institute) 的数据，从 2000 年至今，美国共同基金总数量一直维持在 8000 只以上。对于普通投资者而言，从这样数量众多的基金中挑选出适合自己的基金难度很大。FOF 的出现替投资者解决了挑选基金的难题，因此受到市场认可。

其次，基金投资也需要主动管理。由于仅有少数基金能顺应市场快速做出风



格调整，因此即使是适合长期投资的基金产品也需要主动管理，FOF 能够为投资者提供这样的服务，除了筛选业绩良好的基金，FOF 还根据市场主动管理基金，使得整个基金组合能顺应市场风格。

再次，FOF 降低了小额投资人分散投资的门槛。一般而言，投资者想要充分分散投资需要的资金量较大，尤其一些优秀的基金往往设定最小投资额门槛，小额投资者在分散投资上往往力不从心，而 FOF 集合众多投资者的资金使得小额投资者可以更好地分散投资。

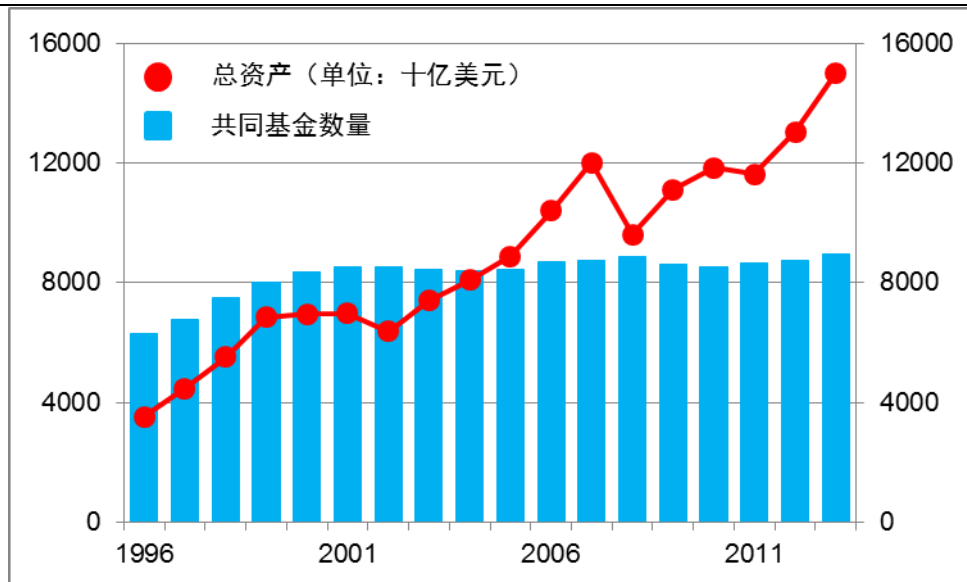
2 FOF 现状

2.1 美国

2.1.1 FOF 规模迅速增长

从美国共同基金与 FOF 的发展历程可以获得很多有益的启示。随着美国共同基金市场的壮大，共同基金数量从 1990 年的 3079 只增长到了 2013 年的 8974 只。这些共同基金投资风格和风险收益特征迥异，投资类别包括股票、债券、货币市场工具、商品及衍生产品，投资范围包括不同行业、主题和地区，创新型产品层出不穷。在此背景下，“让专业机构代理选择共同基金”的理念得到实现，FOF 应运而生并在二十一世纪初蓬勃发展。

图表 2 美国共同基金数量和规模快速扩张

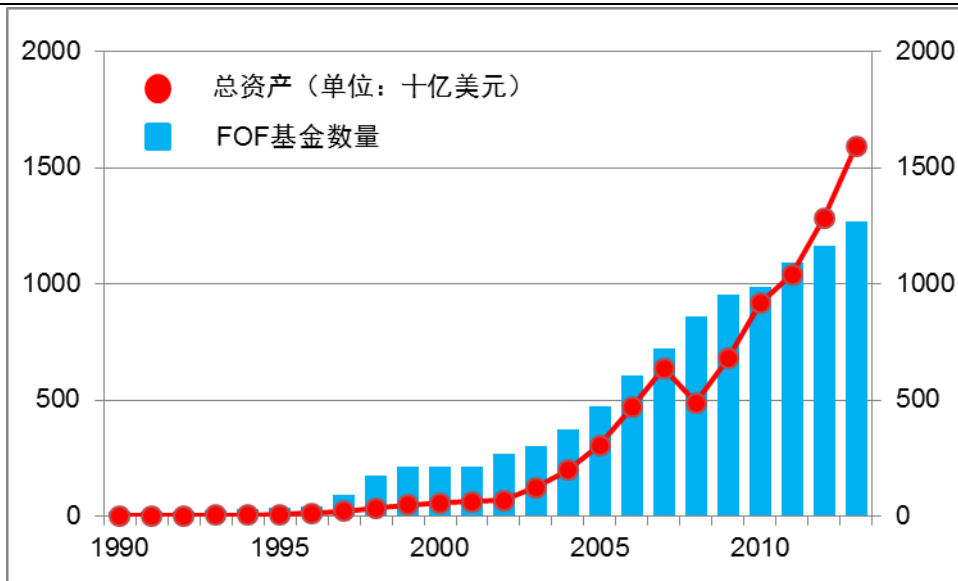


资料来源：华安证券研究所，ICI

FOF 萌芽于二十世纪七八十年代，发展在九十年代，进入二十一世纪后更是迅猛成长。1990 年全美只有 20 只 FOF 产品，截止至 2013 年底美国市场上已经有了 1267 只 FOF，占全美公募总数的比例达 14.12%，期间 FOF 总数年复合增长率达到 19.77%。随着 FOF 数量的快速增长，FOF 管理的资产规模则以更高速度迅猛成长。过去十五年美国市场 FOF 基金总资产从不足 500 亿美元增长至 2013 年底

的近 1.6 兆美元，年复合增长率高达 26%，远高于同期非货币市场公募基金管理
 的总资产年增长率 6%。截至 2013 年底，FOF 资产净值占共同基金资产净值（含
 FOF）的 10.61%。其背后的投资者包括养老金、捐赠基金、基金会、私人银行、
 家庭办公室以及高净值投资者。FOF 资产规模的高速增长与美国不断改革的养老
 金体系密不可分。美国上世纪八十年代受二战后婴儿潮影响推出 401（K）计划，
 到了上世纪九十年代企业养老金计划由固定待遇型计划（DB Plan）逐渐向固定供
 款型计划（DC Plan）转变，这促进越来越多的养老金计划开始投资于共同基金。

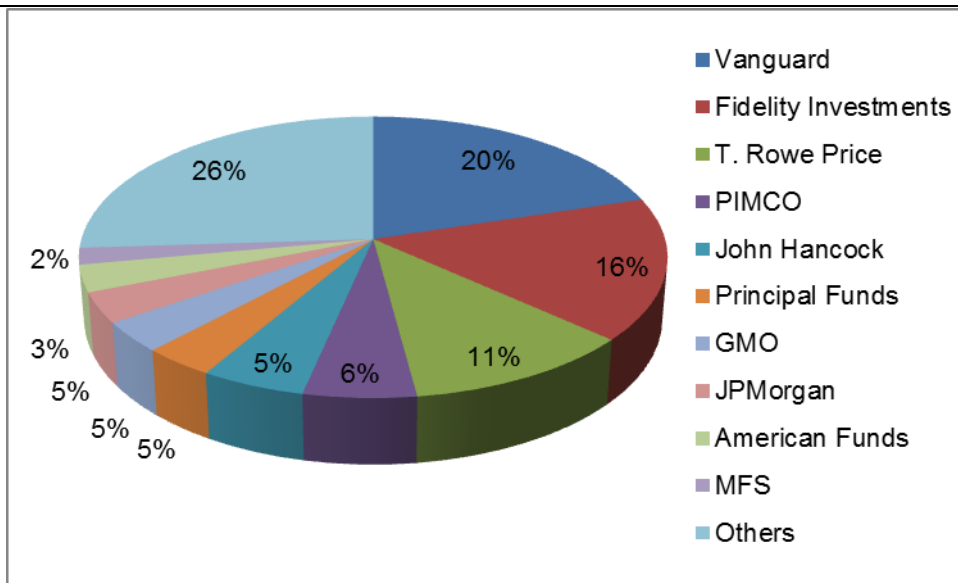
图表 3 美国 FOF 规模快速增长



资料来源：华安证券研究所，ICI

从整个 FOF 行业集中度进行分析，前三大 FOF 管理人占据近半壁江山，前十
 大管理人占据了市场份额近四分之三，行业集中度较高。

图表 4 美国 FOF 行业集中度

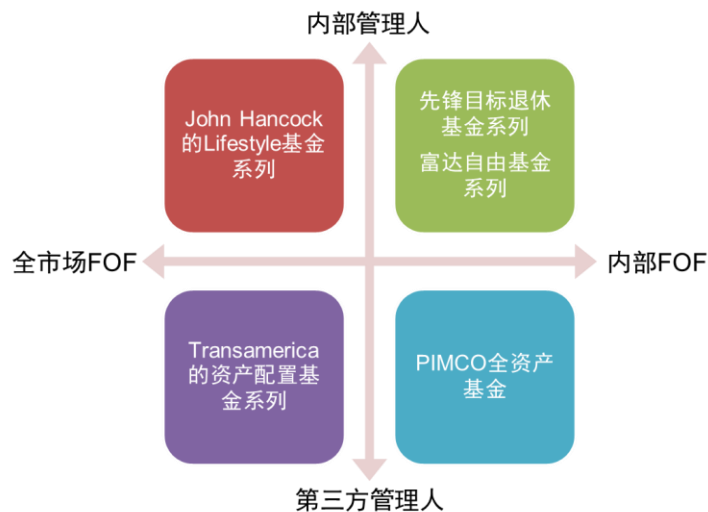


资料来源：华安证券研究所

2.1.2 运作模式与收费

美国市场具备较为完整并且互补的 FOF 产业链，产业已高度细分。既有全能型巨头如 Vanguard、Fidelity 能够打通全产业链；又有类似于 Wells Fargo、Transamerica 这样的具有银行保险背景的整合者；还诞生了像 Morningstar Ibbotson、Research Affiliates 和 GMO 这样的专业投资顾问机构。通过分析美国市场上的主要 FOF 产品，根据 FOF 管理人（采用内部管理人还是第三方管理人）与投资基金归属（投资于内部基金还是全市场基金）两个维度，可以总结出以下几种运作模式：

图表 5 美国市场 FOF 运作模式案例



资料来源：华安证券研究所

第一种运作模式是“内部管理人+内部基金”。产品线完整的大型基金公司一般采用该模式，美国市场前三大 FOF 管理人都是如此。此模式的优势在于费用可以降低到最低。就收费模式而言，Vanguard、Fidelity、T. Rowe Price 三大管理人都采用了 FOF 零收费，仅收取子基金管理费。

第二种运作模式是“第三方管理人+内部基金”。太平洋资产管理公司 PIMCO 的旗舰 FOF 产品——PIMCO 全资产基金（PIMCO All Asset）及 PIMCO 全资产权威基金（PIMCO All Asset All Authority）就采用该模式。为了覆盖外聘投资顾问费用，PIMCO 全资产基金收取 0.225%（机构份额）至 0.475%（零售份额）不等的年管理费，零售份额还收取 0.25% 到 1% 不等的销售服务费，基金所持子基金统一收取 0.77% 年度管理费。

第三种运作模式是“内部管理人+全市场基金”。投资全市场基金的 FOF 产品为数不多，主要原因在于难以避免双重收费问题，但其优势是在更大范围内优选基金，并且有效避免只用内部基金的道德风险，这一点对于具有成熟优质客户基础的机构来说，具有很强的吸引力。大都会人寿保险公司旗下的 John Hancock 的 Life Style 系列共有 5 只 FOF，每只 FOF 均投资于来自近十家公司的约五十只子基金。John Hancock 担任 FOF 的投资顾问，收取 0.5% 左右管理费及服务费，子基金管理费根据 FOF 目标不同略有变化，从保守组合 0.75% 至激进组合 0.92%。

第四种运作模式是“第三方管理人+全市场基金”。对于内部投资研究能力相对



欠缺，但渠道强势的机构如银行、保险公司而言，也可采用全外包，自己充当行业整合者的平台模式。Transamerica 全美保险的资产配置基金系列由四只目标风险 FOF (Target Risk Fund) 组成，子基金统一采用 Transamerica 品牌，具体投资管理由 Transamerica 挑选各个资产类别中的优秀第三方投顾担任。Transamerica 与各二级投资顾问签订基于资产规模的阶梯管理费协议，基金资产越大管理费越低。费用方面，FOF 收取 0.1% 管理费，0.2% 左右服务费以及 0.8% 左右子基金管理费。

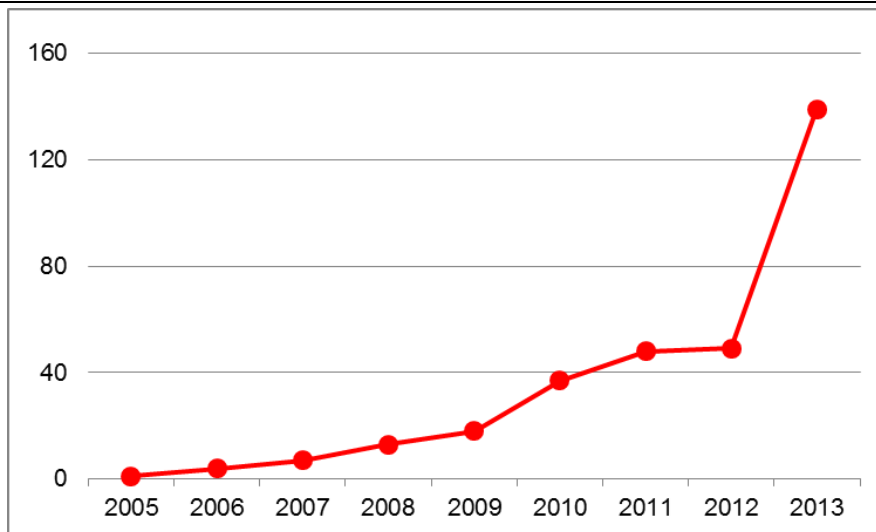
除了上述模式之外，美国市场上还诞生了一批新型的基于互联网的投资顾问公司。这些机构或面向 401(k) 发起企业，或面向个人投资者，提供私人定制的资产配置及 FOF 基金配置，所投基金大多为费率低廉的指数基金或 ETF。这一模式可以为国内第三方财富管理机构提供参照，但值得注意的是美国这些投资顾问机构大多直接向投资者收取基于资产的管理费，而不是国内第三方机构采用的销售佣金模式，收费方式差异直接影响财富管理机构行为。FOF 的出现为财富管理机构从“卖产品”到“管资产”的转型提供了可行路径。

2.2 中国

私募股权 FOF 和证券投资 FOF 是当前国内 FOF 产品典型代表。私募股权 FOF 随着私募股权投资行业兴起而悄然生长。但由于私募股权投资公开披露信息较少，本文中不予以讨论，本节将以讨论证券投资 FOF 为主。

证券投资 FOF 产品的主要发行主体为券商，形式是券商理财产品。从券商所发 FOF 产品的历史来看，国内第一只投资于公募基金的 FOF 产品发行于 2005 年，此后一直平稳发展，但迈入 2013 年后数量出现大幅增长。据统计，截止 2013 年 9 月，国内券商共发 FOF 产品 139 只（包含已到期和存续期内），平均管理费率为 0.78%。券商发行的 FOF 产品中主要为混合型基金，共 98 只，占比接近 70%。从发行规模来看，2013 年之前所发行的 FOF 产品，除渤海蓝海系列巴南改造的发行规模为 0.74 亿元以外，其余均在 2 亿元以上，发行规模最高的光大阳光基中宝为 67.57 亿元。总体而言，中国 FOF 当前的情况是发行数量快速增长，但发行规模则呈现“小型化”趋势。

图表 6 国内现存投资公募基金的 FOF 数量逐年增长



资料来源：华安证券研究所

3 FOF 案例

美国 FOF 基金资产的壮大与其养老保险体系,尤其是 401(K)投资计划和 IRA 个人退休投资计划的普及紧密相关。根据美国投资公司行业协会 (ICI) 的一项统计,截至 2012 年底,约 70% 的上述退休投资计划参与者持有目标日期基金。

从 FOF 资产净值大规模增长的构成来分析,早在 2011 年底,美国主要投资于其他共同基金的目标日期基金 (Target Date Funds) 和目标风险基金 (Target Risk Funds) 资产净值合计 6377.42 亿美元,占 FOF 资产净值的 60.86%,是近年来 FOF 数量与资产规模双增长的主要贡献力量。因此,本节将就目标日期基金和目标风险基金等类型进行讨论。

3.1 目标日期基金

目标日期基金 (Target Date Fund) 也称生命周期基金 (Lifecycle Fund), 是根据投资者在不同生命阶段的风险承受能力,按照预先制定好的方案自动调整资产配置比例的基金品种。基金投资者只需进行一次操作,而在此之后的大类资产配置、基金选择、以及组合监控等工作则全权委托给基金经理负责,因此目标日期基金也被称作“懒人基金”。目标日期基金一般都有一个时间上的目标期限 (通常包含在基金名称当中),随着所设定目标日期临近,基金则会不断调整其投资组合,降低基金资产的风险,追求在基金持有人不同生命阶段风险承受能力相适应的前提下实现资本的最大增值。其早期主要投资于权益类证券,类似于股票型基金,风险水平较高;随着时间的流逝,其投资于权益类证券的比例不断减少,投资于固定收益类证券的比例不断增加,风险水平逐步降低;目标日期以后,最终演变为低风险的债券型基金,甚至货币市场基金,为投资者带来稳定的收入。

在 FOF 基金类型中,目标日期基金作为最重要的类别,对 FOF 过去十几年资产的增长贡献巨大。据统计,从 1999 年至 2013 年,目标日期基金的总资产从不足 100 亿美元增长至 6000 亿美元左右,增长近百倍。

目标日期基金的成功很大程度上要归功于明确的产品定位与清晰的风险收益匹配。由于目标日期基金迎合了强劲的养老投资需求,不仅已经成为美国养老投资市场的主流配置,预计未来也必将成为中国养老投资市场的主流配置。

目前,国内公募基金推出的生命周期基金数量很少,只有区区三只产品 (见图表 7),覆盖的客户范围也相对狭窄,未来恐难以满足国内养老金投资的巨大需求,产品空白地带急需弥补。

图表 7 国内公募生命周期基金

基金代码	基金名称	成立日	基金管理人	基金规模 (亿)
090006	大成 2020 生命周期混合	2006-09-13	大成基金	53.3527
540001	汇丰晋信 2016 周期混合	2006-05-23	汇丰晋信基金	3.1265
540004	汇丰晋信 2026 周期混合	2008-07-23	汇丰晋信基金	1.5885

资料来源: 华安证券研究所, iFind

3.1.1 案例：先锋目标退休基金

先锋集团（The Vanguard Group）位于美国宾夕法尼亚州，成立于1975年，其前身威灵顿基金则诞生于1929年。该集团为美国国内及海外个人投资者与机构投资者提供共同基金等各种金融产品与服务。该集团是世界第一大共同基金发行人，同时也是世界第二大ETF发行人，在全球范围发行了约240只共同基金与ETF产品。截至2014年底管理着约3兆美元资产，其中约4510亿美元的ETF。

1976年先锋集团发行了世界上第一只指数化基金——先锋500指数基金（Vanguard 500 Index Fund）。1982年在美国推出401（K）的背景下先锋集团开始进行有关退休计划的投资与服务。1986年先锋集团发行了第一只面对个人投资者的债券指数化基金——先锋全债券市场指数基金（Vanguard Total Bond Market Index Fund）。1990年先锋集团发行了第一只海外股票指数基金。1994年先锋集团推出一系列税务管理基金。1998年先锋集团针对“以子女教育为目的的投资享有税收优惠”政策设计了529入学储蓄计划（以FOF形式运作）。2001年先锋集团推出ETF。2003年为了满足广大养老需求先锋集团设计了一系列目标退休基金（Target Retirement Funds），并以FOF形式运作。

先锋集团在建立起共同基金产品线之后，可以为投资者提供足以匹配各种风险收益特征的基金池，也可以从中选择最具代表性的核心基金方便投资者挑选，还可以将基金池中的产品进行组装再生产，进一步细化，为投资者提供一站式的整体解决方案（All-in-one funds）。针对各类型投资目标，通过把基金池中的各种个性鲜明的共同基金组合起来，包装成灵活多样的产品，以FOF的形式运作。这类产品很好地迎合了投资者的需求。

先锋目标退休基金本质上与目标日期基金是一样的，以FOF的形式运作，随着目标退休日的临近，投资组合的风险特征趋于保守，属于典型的生命周期基金。先锋目标退休基金系列一共包含11只独立运作的子基金，针对目标人群从18岁到69岁，产品设计细化到几乎可以满足任何年龄段的养老储蓄需求。

图表8 先锋目标退休基金系列

序号	基金	目标客户
1	Vanguard Target Retirement 2060 Fund (先锋目标退休 2060 基金)	18-19 岁
2	Vanguard Target Retirement 2055 Fund (先锋目标退休 2055 基金)	20-24 岁
3	Vanguard Target Retirement 2050 Fund (先锋目标退休 2050 基金)	25-29 岁
4	Vanguard Target Retirement 2045 Fund (先锋目标退休 2045 基金)	30-34 岁
5	Vanguard Target Retirement 2040 Fund (先锋目标退休 2040 基金)	35-39 岁
6	Vanguard Target Retirement 2035 Fund (先锋目标退休 2035 基金)	40-44 岁
7	Vanguard Target Retirement 2030 Fund (先锋目标退休 2030 基金)	45-49 岁
8	Vanguard Target Retirement 2025 Fund (先锋目标退休 2025 基金)	50-54 岁
9	Vanguard Target Retirement 2020 Fund (先锋目标退休 2020 基金)	55-59 岁
10	Vanguard Target Retirement 2015 Fund (先锋目标退休 2015 基金)	60-64 岁
11	Vanguard Target Retirement 2010 Fund (先锋目标退休 2010 基金)	65-69 岁

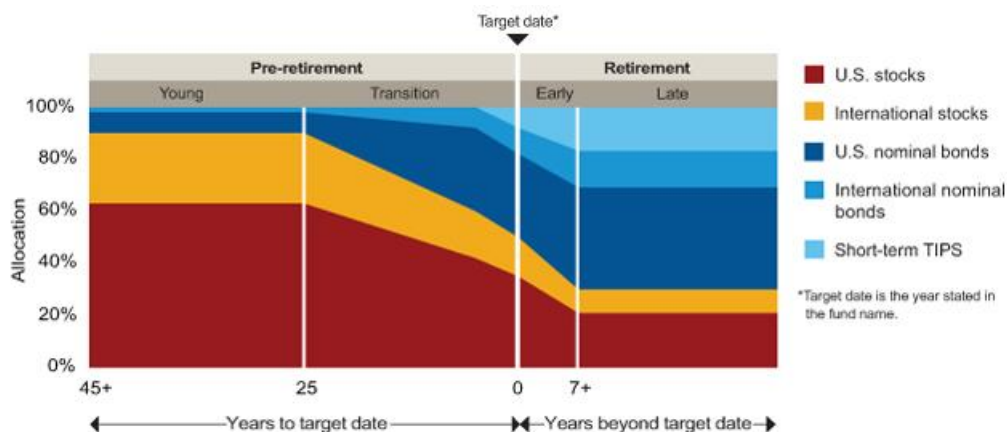
资料来源：华安证券研究所



从先锋目标退休基金约定的投资组合资产配置比例来看，主要配置于股票和债券两大类资产。其中目标 2060 到目标 2035（目标人群 18 岁到 44 岁）的股票债券约定的资产配置比例保持不变，为 90:10。从目标 2030（目标人群 45 岁）开始，股票类资产逐年下降，债券类资产逐年上升，直到目标 2010（目标人群已经退休），其股票债券约定的资产配置比例为 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。

针对 69 岁以上已经退休的人群，先锋集团专门设计了两款产品，均以 FOF 的形式运作，分别是先锋目标退休收入基金（Vanguard Target Retirement Income Fund）和先锋支出管理基金（Vanguard Managed Payout Funds）。其中先锋目标退休收入基金的投资目标主要是追求稳定的收入和一定的资产增值，投资标的与目标 2010（目标人群已退休）一样，包括先锋旗下三个指数基金（先锋全股指基、先锋全海外指基和先锋债指基），以及先锋通胀保护基金和先锋货币市场基金。其股票、债券和短期准备的资产配置约定的比例为 30:65:5。

图表 9 先锋目标退休基金系列资产配置随时间变化



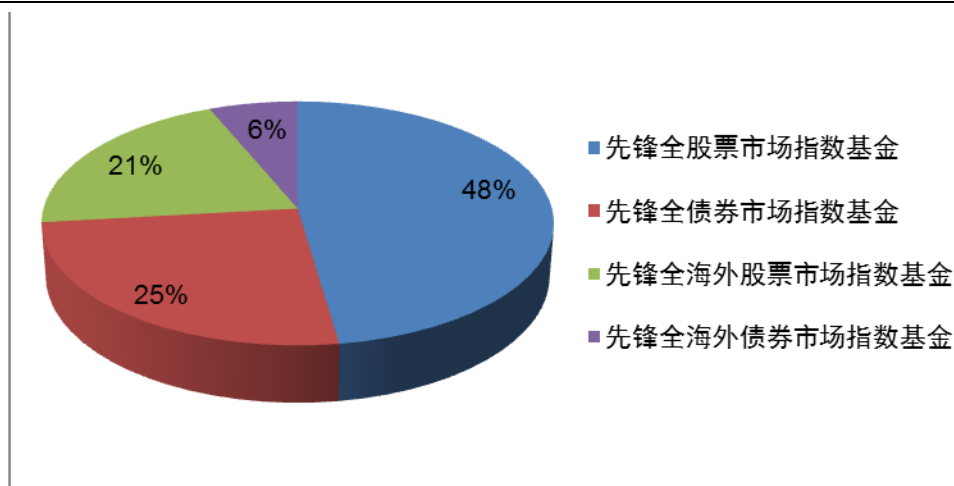
资料来源：华安证券研究所，Vanguard

先锋目标退休基金主要配置于先锋集团旗下指数型基金，包括先锋全股票市场指数基金、先锋全海外股票市场指数基金、先锋全债券市场指数基金、先锋通胀保护基金和先锋货币市场基金等。例如 Vanguard Target Retirement 2025 基金的投资组合只持有 4 只子基金。作为典型样本，先锋目标退休 2025 基金（Vanguard Target Retirement 2025）自成立以来，在长达 10 年的时间里，仅有个别月份该基金出现资金流出，在绝大多数月份基金的资产都是在稳步增长。

先锋目标退休基金与其他目标日期基金最大的不同在于费用低廉，其原因包括六个方面。（1）先锋集团的股东是基金持有人。（2）投资标的都是先锋集团旗下的共同基金。（3）持仓均为指数型基金。（4）不收取认购费、申购费、赎回费和营销费。（5）针对长期投资者，交易成本、服务成本更加低廉。（6）每只子基金约定资产配置比例，进一步降低 FOF 主动管理成分。

通过对先锋目标退休基金系列的分析，有很多可以借鉴的地方。（1）丰富基金产品线。（2）客户需求引导产品设计。（3）细化产品。（4）降低费用。

图表 10 先锋目标退休 2025 基金资产配置



资料来源：华安证券研究所

3.1.2 案例：富达自由基金

富达集团于 1996 年发行了该公司首批富达自由基金 (Fidelity Freedom Funds)，并投入了大量成本对该产品进行推广普及。随后，该公司不断完善和修改这一系列目标日期基金。目前，富达自由基金系列包括富达自由收入、富达自由 2000、富达自由 2005、富达自由 2010、...、富达自由 2055 等十三只目标日期基金产品。产品与养老计划相关联，生命周期覆盖从最短十年至最长五十年，为不同年龄段投资者提供多种选择。经过十多年平稳运行，富达自由系列基金已成为富达集团在目标日期基金市场的招牌产品。而作为较早踏入目标日期基金领域的先行者，富达集团也发展成了该行业的巨头公司。

图表 11 富达自由基金系列

基金	对应退休年份	目标客户
富达自由收入	1998 年之前	1933 年之前出生
富达自由 2000	1998-2002	1933-1937
富达自由 2005	2003-2007	1938-1942
富达自由 2010	2008-2012	1943-1947
富达自由 2015	2013-2017	1948-1952
富达自由 2020	2018-2022	1953-1957
富达自由 2025	2023-2027	1958-1962
富达自由 2030	2028-2032	1963-1967
富达自由 2035	2033-2037	1968-1972
富达自由 2040	2038-2042	1973-1977
富达自由 2045	2043-2047	1978-1982
富达自由 2050	2048-2052	1983-1987
富达自由 2055	2053-2057	1988-1992

资料来源：华安证券研究所

与其他目标日期基金一样，富达自由基金设计初衷就是为了给投资者提供一个一站式退休理财计划。投资策略方面，管理人会随着投资者退休日期的临近，逐渐把基金资产由高风险品种（如股票资产）转移至低风险品种（如债券资产、现金等）。在投资标的上，富达自由基金可以做到全球化配置，管理人会将资产投资于该公司旗下的“一揽子”基金中，因此是典型的 FOF。

图表 12 富达自由基金投资的子基金

境内股票基金	富达蓝筹成长	境外股票基金	富达境外成长股票
	富达精选股票		富达境外小盘股票
	富达成长企业		富达境外价值股票
	富达 100 指数		富达新兴市场股票
	富达全市场股票	债券基金	富达投资级债券
	富达收益股票		富达通胀挂钩债券
	富达内生机会		富达新兴市场债券
	富达大盘价值		富达浮息高收益债券
	富达超大盘		富达高收益债券
	富达机会洞察		富达房地产高收益债券
	富达房地产股票	短期基金	富达短期债券
	富达小盘机会		富达货币市场基金
	富达股票精选-大盘价值	商品基金	富达商品策略
	富达小盘成长		
	富达小盘价值		

资料来源：华安证券研究所

3.2 目标风险基金

目标风险型基金在成立时，便预先设定了不同预期风险收益水平，基金名称也多以“成长”、“稳健”、“保守”等词汇加以命名。“成长型”基金，顾名思义投资在高风险性资产的比重较高；相对地，“保守型”基金则以投资低风险资产为主。投资人可依自身风险承受度，选择成长型、稳健型或保守型基金投资。

目标风险基金和目标日期基金都是资产配置类基金产品。与目标日期基金不同之处在于，目标风险基金始终保持相对固定的资产配置以维持一定的风险水平，而不是随着时间的推移逐渐降低产品的风险暴露。这就将根据自身风险偏好变化选择不同风险水平基金的权利交给了投资者，投资者能够根据自身风险偏好在不同的年龄段选择不同的适合自己的产品。例如，对于风险承受能力较高的年轻投资者可以选择进取型或者成长型的目标风险基金，而对风险高度厌恶的投资者应当优先选择保守型的目标风险基金将投资风险控制在较低水平。一般来说，越接近退休，投资者的风险承受能力越低，他们越倾向于低风险的目标风险基金。目标风险基金的基金经理要做的就是根据基金的风险水平不同（保守，稳健，成长，进取），将目标风险基金的资产配置维持在预先约定的比例以实现目标风险，一般情况下，基金的资产配置比例不会随时间改变。

大部分目标风险基金并不直接投资股票和债券，而是以 FOF 方式进行投资。也就是说，该类基金根据预先确定的风险程度将已有的股票基金、债券基金、货



币市场基金等(常常是指数基金)按一个固定的比例混合在一起组成一个新基金。根据投资者不同风险偏好和风险承受能力,目标风险基金按照不同的配置比例分为不同的风险水平。越保守的基金,投资于高风险股票基金的比例越低,投资于低风险固定收益基金的比例越高;越激进的基金,则股票基金占比越高,而固定收益基金占比越低。

目标风险基金通过静态资产配置来控制风险,因此各类不同风险资产之间的比例就成为基金产品设计的核心。一般来说,基金公司会将风险等级从低到高设为三或四级,每一风险等级对应不同的目标资产配置。

3.3 支出型基金

为了更好地实现投资者退休后的财富管理,构建支出型基金是方法之一。在我国支出型基金最大的优势在于基金分红免征个人所得税。随着我国老龄化时代的来临,421的家庭结构逐渐普遍,两个子赡养四位老人压力很大,支出型基金为退休老人的退休储蓄做财富管理,可以随时申赎以应对医疗等突发性资金需求,在产品现金流分配上类似年金产品,通过分红的方式每月提供退休金以外稳定的补充收入,免征个人所得税,避免基金赎回补贴家用的兑现成本,投资者不必为退休后不得不卖出部分基金筹措日常生活费用发愁,其市场需求广阔。然而我国至今没有一只真正意义上的支出型基金,这主要因为分红制度的约束。

根据证监会2009年颁布的《证券投资基金收益分配条款的审核指引》规定,基金收益分配基准日的基金份额净值减去每单位基金份额收益分配金额后不能低于面值。简而言之,基金分红必须满足分红后份额净值不低于1元面值的条件,“吃本金”是不被允许的。对于高频分红提供固定月度收入的支出型基金,很难在任何经济周期及市场环境下满足上述分红条件。如果退休老人有消费需求,只得赎回所需金额的基金份额,但这又要交纳赎回费用,降低了基金作为财富管理工具的作用。对于支出型基金这种针对退休人群的产品,分红条件上应该适当放宽,给支出型基金留下生长的土壤。

先锋支出管理基金(Vanguard Managed Payout Funds)以FOF的形式运作,针对69岁以上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。先锋支出管理基金的创新之处在于产品设计中嵌入“定期自动支取计划”和在收益分配政策中增加“3年移动平均支取策略”。

4 FOF 细节问题

虽然FOF从本质上来讲就是基金,但由于其投资标的里增加了基金,因此在涉及未来具体管理和运作细节时,将会有一些全新问题显现出来。总体而言,目前尚未发现某个细节问题会妨碍到FOF的发展。

4.1 估值

FOF是基金的一个种类,披露净值就是其很自然的一个问题。由于FOF的净值要根据其组合中基金的净值计算出来,因此,FOF的净值披露就极可能会滞后一些。笔者认为,对于内部FOF产品,净值披露并不会存在滞后问题,内部FOF



可以在子基金净值计算出来之后迅速获得净值数据并完成净值计算工作，做到 T+1 日及时披露。不过对于全市场 FOF，净值披露滞后问题是可能存在的，但存在与否取决于实际当中如何操作。

滞后的时间长度必须控制在一定范围之内。目前，对于 FOF 的净值披露存有两种看法：

第一，像现在的基金一样，在 T+1 日披露。这种做法虽然及时性很好，但实际操作中将有非常大的难度，因为基金的净值理论上都是在 T+1 日披露的。如果要让 FOF 的净值也做到 T+1 日披露，那就基本上需要相关工作人员在 T 日的 22 点之后开始工作，期间，如果有基金公司无法在 T 日完成披露，FOF 的 T+1 日净值披露工作将无法完成。并且，即使在这种情况下 FOF 的净值可以在 T+1 开市之前计算出来，但也已无法在纸媒上与其他基金一起同步披露，只能够在网络上披露。

第二，让 FOF 在 T+2 日披露净值。由于有了一天的时间宽限，工作将能够被很充裕、很顺利地地完成。但是同为基金，有的在 T+1 日披露净值，有的在 T+2 日披露净值，这样一来，极有可能会给市场带来一定程度的麻烦和混乱，在 FOF 的公募产品大规模公开运作之际这样混合式披露净值，可能不妥。在这个方面，又可以有 QDII 的负面案例。

综合分析，FOF 净值至少可以做到在 T+1 日上午计算结束、在 T+1 日下午开市之前披露完成，披露方式必须要以网络为主。因为在 T+1 日的上午，涉 FOF 公司一方面有完全充裕的时间和条件得到所有被投资基金的净值，另一方面，这些公司可以有充裕时间来计算 FOF 的净值。在当前计算机技术、网络技术极其发达的今天，只要能够保证适时得到数据，计算与披露都不再是问题。最后，与此相配套，FOF 的净值可以由一些网站做全披露，这一点，无论是理论上，还是实际操作方面，都更加不是问题。

4.2 申购赎回

FOF 本身就是基金，未来将直接认购、申购、赎回、买、卖基金，参与拆分、合并基金，参与套利交易，等等。这些业务的发生，将会有有一个业务处理速度的问题。也就是“二次申购、二次赎回”之类的业务处理细节方面的问题，未来 FOF 业务处理时间长度，将是现有基金业务速度的一倍；如果是投资 QDII 的 FOF，业务处理时间将会更长。

在计算机、互联网技术等已经高度发达的今天，FOF 的业务处理速度相对于现有基金的情况，应该有可以提高的空间，或者说必须提高。QDII 发展缓慢，十分重要的一个原因，就是业务处理速度太慢。在货币基金纷纷可以实现 T+0 赎回资金到账的情况下，FOF 如果走回头路，不思进取，业务处理速度太慢，其发展前景必将受到限制。

4.3 费用

对于 FOF 的收费问题，所谓的“双重收费”事实上是一个伪命题。FOF 作为一种理财产品，包含了管理人方方面面的辛勤劳动，这种劳动的成果如果对于投资者有益，就应该理直气壮、理所当然地收取相关费用，就应该有收入。否则，一个没有基本收入的服务，一个没有基本收入的行业，永远都不可能发展起来。



第一，理财服务市场没有雷锋。在公募型资产管理制度的大框架下，通过预先的、法定的、规范的信息披露，告知服务收费标准，让广大投资者来做自愿选择，是很“公开、公平、公正”的事情。投资者既然自主做了投资，就应该有相应的承受能力。

第二，就 FOF 这个新品种来说，基于全市场创新的理念，也可以在收费模式上尝试创新，借助创新来发现投资者的最大需求。

当然，对于内部 FOF，以及涉及混合 FOF 里投资自己公司旗下基金的情况，建议学习先锋集团等行业龙头仅收取子基金管理费的做法，将 FOF 的收费降到最低。对于外部 FOF，该如何收，就如何收。若有基金公司自愿放弃，那将是其自己的事情，不存在行业性的推广价值。

5 FOF 投资管理

5.1 存在的问题

产品定位不清晰以及流程不合理、FOF 基金经理角色定位模糊不清，这是国内 FOF 管理上所面对的几个主要问题。国内 FOF 管理模式的粗疏与缺陷，导致 FOF 产品本身不具备鲜明的风险收益特征，不能与被投资对象之间拉开差距，成为 FOF 发展缓慢的重要障碍。

基金以及 FOF 产生的基础，是分工与能力边界。虽然 FOF 最终是通过基金投资于股票、债券、货币市场产品等领域，但 FOF 基金经理并不需要将主要精力集中于判断如何配置和调整这些资产的具体标的，其主要任务是寻找能有效地配置和调整这些资产的基金。

大多数 FOF 在产品设计中并没有明确流程和角色定位，即便有也没有得到很好的执行和贯彻。FOF 基金经理经常越俎代庖去做一般基金经理的工作。很多 FOF 基金经理不是花时间在对基金绩效、基金产品设计特性、运作风格的跟踪与研究上，而是花更多的时间在终端市场上，花在对股票、债券和其他投资品种的研究上，做着和基金经理一样的事情，并且根据自己对市场的判断来挑选基金。比如自己看好某行业股票，则大量配置持有该行业股票较多的基金。保险资金、企业年金这类以 FOF 模式管理资产的机构，这种情况尤其普遍。根源大概在于这些机构受法律政策所限，部分二级市场投资必须以投资基金的方式来实现，而投资经理们内心却更愿意直接去投资。

世界上社保保险之类的长期资金主要的投资标的都是基金，而在国内，这类资金的管理人却宁愿避开基金而去做直接投资。其原因可能在于：在较为专业的投资者以及 FOF 基金经理一类专业基金投资人中，应该都接触过基金投资要观察过往业绩，要考察基金公司，要考察基金经理等一系列观念。然而，投资实践证明，过往业绩、公司甚至基金经理这些要素，都无法和基金的未来业绩挂上一个可以预测的勾。简而言之，如果凭着这些因素去观察基金，基金的未来业绩其实是不可预测的。所以很多 FOF 基金经理转而以基金为媒介去做直接投资，并不是这样有助于管理效率的提升，只是因为其基金投资确实无处着力。作为一个为资金负责的投资管理人，其唯一可做的，就是用这种方式来实现自己的“价值”。



5.2 FOF 收益来源

投资收益的最主要来源是大类资产配置，其次是类别资产配置，最后才是具体投资标的，FOF 投资收益来源亦如此。资产配置是投资过程中最重要的环节。在投资中，资产配置的重要性要远大于具体投资标的的选择的重要性。FOF 收益的最主要来源就是大类资产配置。与投资单只基金相比，FOF 基金的一个潜在优势在于通过优化资产配置可以实现更优的风险收益比，因此大类资产配置是构建 FOF 的核心。国内很多 FOF 产品设计定位不明确，其相应的资产配置管理就经常错位，策略设置自然也就不可靠。其 FOF 投资流程则本末倒置：FOF 最主要的收益来源被直接忽略，而在最次的收益来源上却花费了大量精力。当然，这种本末倒置的情况不单在 FOF 投资中存在，在其他投资管理与研究中也同样存在。

FOF 的业务核心是专业化分工。FOF 基金经理主要任务是做大类资产配置，并不负责具体的股票、债券投资，这些是 FOF 所投资基金的基金经理分内工作。分工保证了各自最大精力投入于其擅长的领域，也确保了不会因过度关注宏观或过度关注细节而妨碍了投资判断。

FOF 收益的第二大来源是类别资产配置，就是类别选择重于具体标的选择。所谓类别资产，是介于大类资产（不动产、股票、债券、银行存款）与具体标的之间的一个资产分类。比如在不动产里的住宅、商铺；股票里的蓝筹股、成长股；债券里的企业债、政府债等等。在 FOF 中类别资产主要指的是某大类基金下的细类基金。比如股票基金下按照风格划分细类基金的大盘蓝筹基金、小盘成长基金等。

在类别资产里，存在业绩收敛与分层现象。如果按照某些分类方式，同类的基金长期业绩会趋同，而不同类的基金业绩会分化。这一现象也是 FOF 第二大收益来源是类别资产配置而不是具体标的选择的根源。简单地讲就是，如果选择对了细类基金，那么这个细类基金下的大部分品种，业绩都差不多，而细类基金之间的业绩差距则会拉大。比如，选择了大盘蓝筹股票基金，在一段时间之后，这个类别里的大部分基金收益差距会逐渐收窄。但是，大盘蓝筹基金和小盘成长基金之间的收益差距则会拉大。

FOF 收益的第三来源才是具体投资标的。FOF 最终的收益确实来自于所投资的基金，所以说 FOF 赚的最小一块钱是投资基金的钱，似乎与常识不符。但事实上，如果大类资产配置和细类资产配置做好了，具体选择投资标的，无非就是确保资产配置策略能完美兑现罢了。

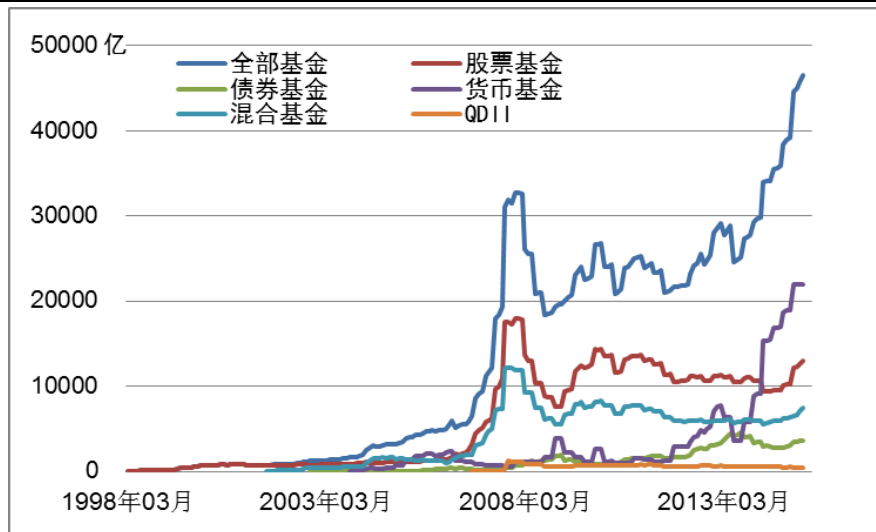
理清主要的收益来源，再对照当下的投资流程，就会发现在当前的投资过程中，最主要的收益来源被直接忽略，而在最次的收益来源上却花费了大量精力。

6 FOF 对基金与券商的影响

6.1 基金

自 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 年发展。截止 2015 年 3 月，整个公募基金共有 46544.35 亿资产。其中，股票型基金资产为 12986.59 亿元，混合型基金资产为 7448.91 亿元，债券型基金资产为 3575.21 亿元，货币型基金的资产为 22005.22 亿元，QDII 基金资产为 480.52 亿元。

图表 13 国内基金市场规模变化



资料来源：华安证券研究所，Wind

目前基金公司的产品较为单一，同质化严重，但 FOF 的出现为打破这一僵局提供了契机。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，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的市场策略，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，内部 FOF 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，将无法有效进行 FOF 运作。先锋集团是一个很好的案例，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。

随着 FOF 基金产品发展得更加成熟，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公司进行谈判，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，基金公司可能将迎来一波“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。

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。

6.2 券商

虽然券商资管以前就已经开发了 FOF 产品，但这些 FOF 产品并不是严格意义上的 FOF 基金。大多数券商资管 FOF 中，其基金市值占净资产比例大幅低于《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。

首先，券商拥有相对较强的投研团队与创新能力。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，当然这对券商投研的广度提出了更高要求，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降低 FOF 收费等问题提供帮助。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托管费用较为低廉。更直接的是，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 可能会更多选择券商作为托管机构。

再次，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。

7 结语

美国的 401(k) 和 IRA 计划推动了 FOF 的发展。发起企业 (Sponsor) 及投资者个人成为投资主体，数百万企业及数千万个人催生出对资产管理行业乃至整个金融服务业的巨大需求，FOF 的繁荣只是一个结果。但是，我国现行养老金管理制度则与之不同，乃是以政府部门作为公众养老金唯一运营主体。既缺乏动力，也缺乏足够资源进行有效投资，导致养老金余额大多沉淀于银行存款。2012 年广东社保养老基金获批进入股票市场迈出了改革第一步，但仍旧是政府主导模式。

我国养老金投资市场的大力发展还有很长的路要走，这是一项牵扯面广的系统工程，需要从顶层设计层面来逐渐改革完善。在新一届政府提出的使市场在资源配置中起决定性作用的大背景下，随着“新国九条”等顶层设计的逐步落实，市场化进程有望加速，FOF 行业将迎来真正的黄金发展期。

未来 FOF 的发展不仅将会给产品线齐全的大型基金公司带来机会，也会为整个链条上特定领域内具备竞争优势的市场主体带来机会，例如资产配置服务提供商、被动化投资产品如 ETF 提供商、特定资产类别具有主动管理优势的中小型基金公司、以及财富管理机构。各路市场主体都应该在发展的潮流当中努力抓住自身发展的机遇，机不可失，时不再来。

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。