



## 公募基金专题研究

# 中国公募 FOF 管理模式展望

## ——《指引》征求意见，FOF 破冰在即

### 联系信息

证券分析师： 金赞  
SAC 证书编号： S0160511030004  
电话： 0571-87620727  
Email: jiny@ctsec.com

研究助理： 温晓丽  
电话： 0571-87620749  
Email: wenxli@ctsec.com

### 报告摘要：

- 2014 年 8 月 8 日，《公开募集证券投资基金运作管理办法》（证监会令第 104 号）正式施行。《办法》首次提出百分之八十以上的基金资产投资于其他基金份额的称为基金中基金（FOF）。这为公募 FOF 的推出开启了大门。2016 年 6 月 17 日，中国证监会就《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）》（以下简称《指引》）公开征求意见，标志着公募 FOF 进入新的发展阶段。
- 中国公募 FOF 发展恰逢其时：（1）公募基金市场已有足够深度，日益丰富的基金基础产品市场客观的增加了投资者配置和筛选的难度，这为公募 FOF 发展提供了有利市场环境；（2）大类资产配置型资金即将入市，考虑到养老金特殊的保值性，入市资金对于大类资产配置的需求将会强于对股票单一资产的需求，因此发展多样化分散投资的公募类 FOF 以满足养老金的资产配置需求适逢其时；（3）《指引》征求意见稿针对基金中基金的定义、分散投资、基金费用、基金份额持有人大会、信息披露等方面进行了规定，为公募 FOF 的推出提供了配套细则。
- 中国 FOF 发展现状及未来展望：（1）国内目前尚未正式推出公募类 FOF 产品，但是证券公司、银行、保险、信托、私募基金等机构已相继发行私募类准 FOF 产品，但是这些准 FOF 存在风格单一、风险未有效分散和双重费用较高的问题。（2）根据《指引》，参照美国经验，我国公募 FOF 发展之初的模式应该是内部管理人投资于内部基金的模式或内部管理人与二级投资顾问相结合投资于全市场基金的模式，外部基金标的或以指数型基金为最初配置：①对投资者而言，内部型 FOF 可通过在母基金层面收取零管理费、申购赎回费以及销售费用等来避免双重收费；②对基金公司而言，内部型 FOF 仍以公司自有基金为投资标的，虽然在母基金层面无法获取管理费，但是可以为公司其他基金带来规模的增长；③对于非内部基金标的选择，为了尽可能降低双重收费带来的影响，推出的公募 FOF 产品可以将总费率较低的指数型基金（如 ETF 等）作为投资对象；同时，指数型基金具有风格多样、明确、透明度高的特征，便于实现大类资产配置。

### 相关报告

#### 《基金风格研究系列》：

- 04 月 28 日 Vol.01  
别水之址，基金分类体系综述
- 05 月 24 日 Vol.02  
主动管理股票型基金风格识别研究
- 05 月 31 日 Vol.03  
基金风格漂移现象透视

#### 《FOF 研究系列》：

- 06 月 13 日 Vol.01  
国外 FOF 管理模式解析及经验借鉴

## 正文目录

一、国内准 FOF 发展现状及问题.....	4
1、国内准 FOF 发展现状 .....	4
2、国内准 FOF 存在的问题 .....	5
二、中国公募 FOF 发展恰逢其时 .....	6
1、公募基金市场已有足够深度 .....	6
2、中国大类资产配置型资金即将入市 .....	7
3、《指引》为公募 FOF 的推出提供了依据 .....	10
三、美国经验与中国公募 FOF 模式展望 .....	12
1、美国公募 FOF 管理模式回顾 .....	12
2、中国公募 FOF 模式展望 .....	13

## 图表目录

图表 01：中国公募基金发行规模日益扩大 .....	6
图表 02：中国公募基金大类日渐丰富（数量结构图） .....	6
图表 03：90 年代之后美国退休资产快速扩张 .....	7
图表 04：共同基金退休金账户和行业账户现金净流量 .....	7
图表 05：美国家庭投资的首要金融目的 .....	8
图表 06：美国家庭首次购买共同基金的渠道 .....	8
图表 07：目标日期基金资金来源 .....	9
图表 08：生活方式基金资金来源 .....	9
图表 09：中国人口拐点出现，基本养老金日益膨胀 .....	9
图表 10：中国养老保险基金入市投资比例 .....	10
图表 11：中国公募基金平均费用率 .....	14

2014年8月8日,《公开募集证券投资基金运作管理办法》(证监会令第104号)正式施行。《办法》首次提出百分之八十以上的基金资产投资于其他基金份额的称为基金中基金(FOF)。这为公募FOF的推出开启了大门。2016年6月17日,中国证监会就《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)》(以下简称《指引》)公开征求意见,标志着公募FOF进入新的发展阶段。

## 一、国内准 FOF 发展现状及问题

### 1、国内准 FOF 发展现状

一般而言,根据能否公开发发行募集,可将FOF产品分为公募类和私募类两大类。国内目前尚未正式推出公募类FOF产品,但是证券公司、银行、保险、信托、私募基金等机构已相继发行了私募类准FOF产品。

①证券公司是我国私募类FOF最早的发起者,其中,华泰证券、广发证券、长江证券等在推行FOF运作方面起步较早。券商系FOF主要以集合资管计划的形式存在,证券公司作为内部管理人发行集合资管计划,投资全市场的公募基金,如华泰紫金2号、中银国际中国红基金宝、国泰君安君享精品一号、银河星汇1号等,目前该类产品仅存30余只。

②银行系FOF发端于2007年,数量最多时达到42只,目前很多已经到期转型或者清盘,截止到2015年年底存量仅剩10只左右。其产品主要通过聘请基金公司或证券公司作为投资顾问的方式运作。

③2014年《私募投资基金监督管理暂行办法》颁布以及私募牌照放开之后,私募系FOF迅速扩容。私募基金管理人或第三方投资顾问负责私募子基金的筛选和配置成立FOF产品,如朝阳永续FOF 1号基金、海通证券-长量FOF长赢2号、融智FOF等,该类产品在两年之内扩张至180只左右,2016年以来私募基金机构发行的FOF产品已有60余只。

## 2、国内准 FOF 存在的问题

### (1) 基金配置不足，FOF 名不副实

根据合同披露的信息，国内现存 FOF 产品的投资范围大多呈现出“大而全”的描述，而真正将基金作为主要投资标的的产品少之又少。大部分产品仍以股票投资为主，仅仅将基金作为一种辅助的投资工具，无疑有悖于 FOF 自身的定位和投资逻辑。即便是那些持基比例较高的券商系 FOF 产品，其运作期间的投资结构变动幅度也较大，经常出现股票仓位高于基金仓位的现象，偏离了契约的约定。

### (2) 资产配置缺失，未能实现风险再分散

海外成熟市场将大类资产配置作为 FOF 投资组合的首要目的，例如 T. Rowe Price 的 Retirement 基金系列，将资金按一定比例分别配置到国内股票型基金、国内债券型基金、国际股票型基金、国际债券型基金、货币基金等资产上，真正的实现了风险再分散的初衷。而国内现存的券商系 FOF 中，多以权益类资产配置为主，风格单一，极易受到股市波动的影响，其风险程度未必低于单一基金。

### (3) 双重收费严重，降低 FOF 吸引力

由于 FOF 本身作为产品需要收取管理费、托管费，而 FOF 投资的标的——基金，也要收取管理费和托管费，因此，综合来看投资 FOF 会面临管理费、托管费的双重收取问题，这实际上对于投资业绩会构成一定的拖累。根据不完全统计，券商系 FOF 的固定运营费率平均达到 2.38% 左右的水平，而公募基金平均在 1.09%，前者基本是后者的两倍。从长期复利考虑，双重费率问题对投资者的收益有明显的侵蚀，进而降低了 FOF 产品的吸引力。

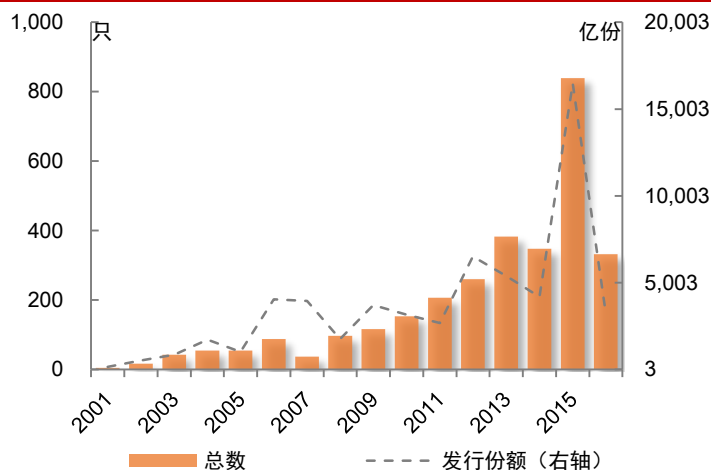
## 二、中国公募 FOF 发展恰逢其时

90年代美国股市的繁荣、基金市场的快速膨胀、人口老龄化的到来伴随着养老金制度的深入改革催生了美国投资者对共同基金投资的巨大需求，并推动了共同基金产品创新。1996年美国《全国证券市场改善法案》放开了基金公司发行FOF的限制，公募FOF随即迎来爆发式发展。参照美国FOF发展史，目前中国发展公募FOF的背景也日渐成熟，细则的推出将带动行业进入快速发展轨道。

### 1、公募基金市场已有足够深度

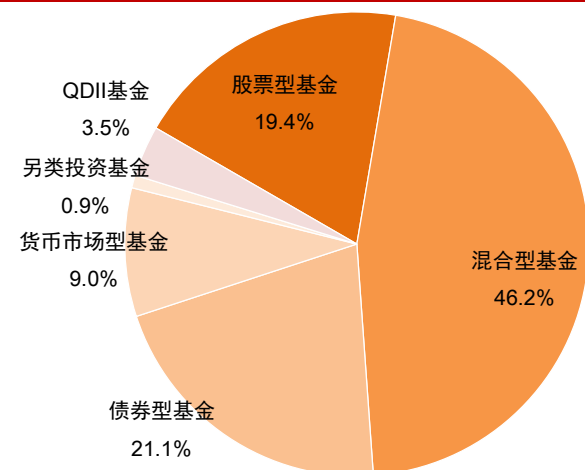
近年来公募基金市场急剧扩大，投资者需求得以培育。截至2016年6月20日，公募基金数量达3049只，已经超过A股数量，基金种类也日渐丰富，除了股票、债券、货币基金之外，另类投资和QDII基金也快速发展，为以资产配置为核心战略的公募FOF提供了较为完备的底层基金产品池。同时，公募基金净资产规模高达7.91万亿元，比照美国公募FOF规模占共同基金11%的比例，中国公募FOF未来市场容量有望突破万亿。

图表 01：中国公募基金发行规模日益扩大



数据来源：ICI、财通证券研究所

图表 02：中国公募基金大类日渐丰富（数量结构图）



数据来源：ICI、财通证券研究所

从投资者参与度来看，根据深交所《2014年个人投资者状况调查报告》，公募基金在受访者的投资组合中占比37%，反映出投资者对于基金产品有着较高的配置需求。然而，日益丰富的基金基础产品市场客观的增加了投资者配置和筛选的难度，这为公募FOF发展提供了有利的市场环境。

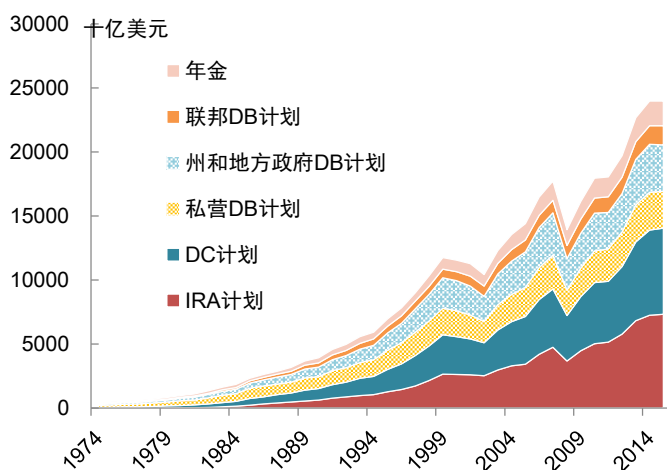
根据最新《指引》，FOF推出的背景即希望通过公募基金产品创新，为投资者提供专业化选基服务，降低多样化基金投资门槛，优化资产配置并实现风险二次分散。

## 2、中国大类资产配置型资金即将入市

### ■ 美国养老金投资共同基金的经验

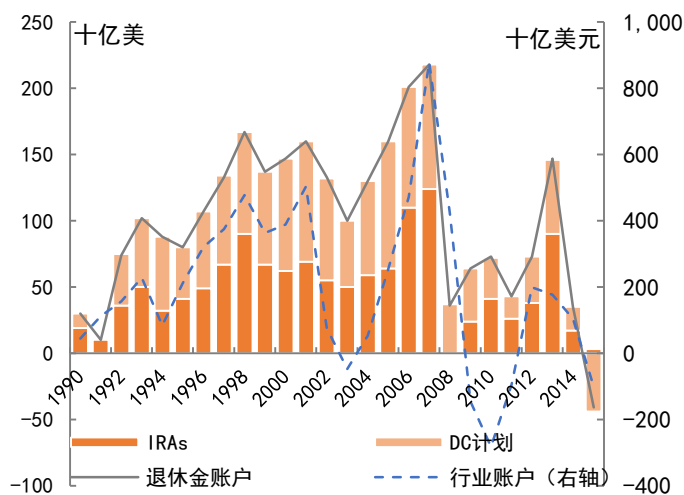
推动美国公募FOF发展的重要因素之一是美国人口老龄化的到来以及养老金制度改革后退休资产规模的扩大，这为美国共同基金市场带来巨大的资金流入，同时，由于这些资金对于投资回报率的要求不高，更多的关注资产长期、稳定的增值，因此退休金账户投资共同基金的现金净流入在弱市中的下降幅度远低于基金行业现金净流入的下降幅度。

图表 03：90 年代之后美国退休资产快速扩张



数据来源：ICI、财通证券研究所

图表 04：共同基金退休金账户和行业账户现金净流量

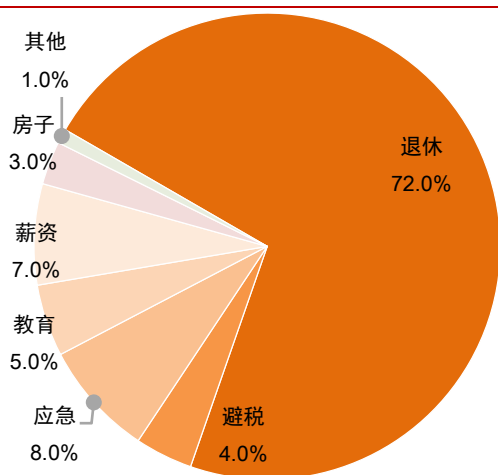


数据来源：ICI、财通证券研究所



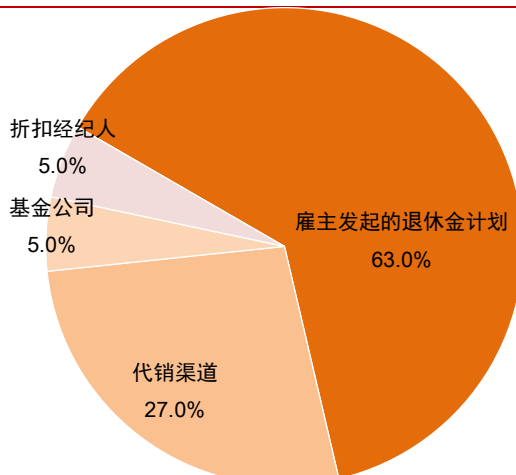
美国家庭投资共同基金的主要渠道是通过退休金账户。截至2015年年底，美国1.24亿家庭中有43%住户持有共同基金，72%共同基金持有者的首要金融目的是退休养老。美国家庭购买基金的渠道包括退休金计划（包含固定缴款计划，DC plans和个人退休账户计划，IRA plans）以及退休金计划之外的其他渠道。其中，单纯通过退休金计划购买基金的家庭占比40%，单纯通过退休金计划之外的其他渠道（包含代销机构、直销机构、以及折扣经纪人）购买基金的家庭占比20%，二者皆有的占比40%。另外，63%的美国家庭购买首只基金的渠道是通过退休金计划。

图表 05：美国家庭投资的首要金融目的



数据来源：ICI、财通证券研究所

图表 06：美国家庭首次购买共同基金的渠道



数据来源：ICI、财通证券研究所

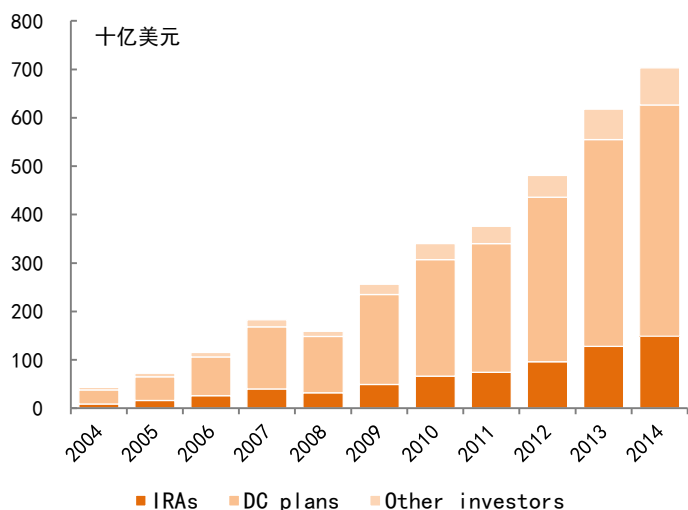
另一方面，美国退休资产需要进行大类资产配置以使投资风险最低化，推动了共同基金产品的创新。共同基金创新推出广受DC计划（尤其是401k计划）和IRAs参与者欢迎的目标日期基金和生活方式基金等新型基金，这两种基金后来也成为美国公募FOF行业构成中最重要的两类细分品种。

其中，广受欢迎的目标日期基金特点是投资者投资于与其目标退休日相对应的基金，该类基金会随投资者年龄增长而主动调整权益类和固定收益类资产配置比例，以满足投资者所处生命周期不同阶段的风险收益要求。



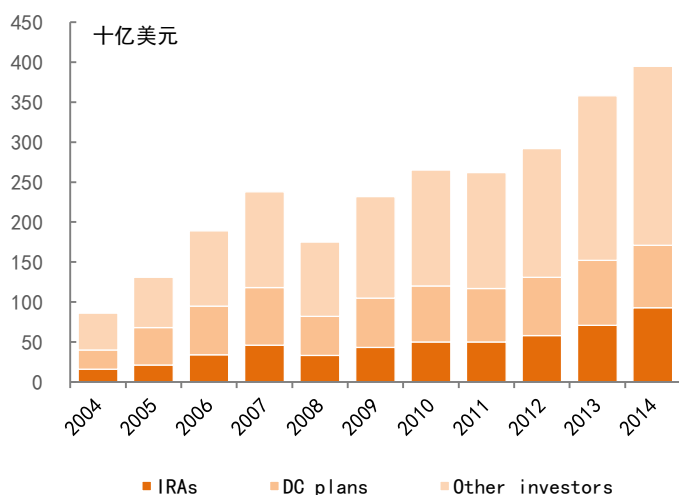
截至2014年底，两类基金净资产合计占共同基金行业总值的63.9%，而来自DC计划和IRA计划的资金规模占两类基金净资产的比例未72.7%，亦即，美国整个FOF行业中，46%以上的资金来源于养老金。

图表 07：目标日期基金资金来源



数据来源：ICI、财通证券研究所

图表 08：生活方式基金资金来源

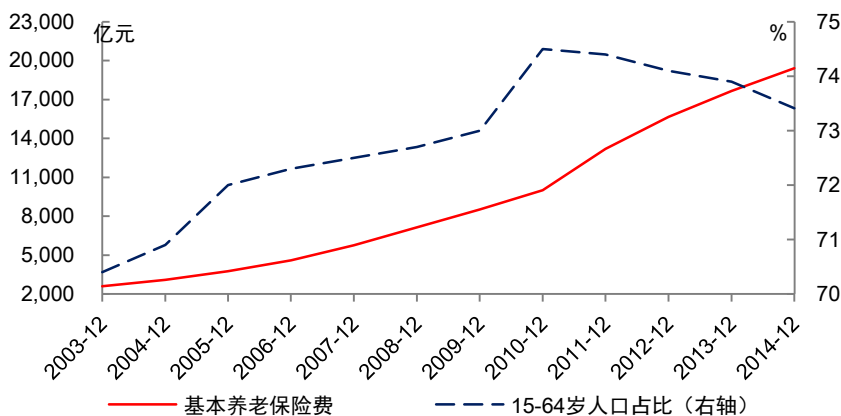


数据来源：ICI、财通证券研究所

## ■ 中国养老金入市指日可待

2010年中国人口结构出现拐点，基本养老保险费收入快速增加，2014年底该规模已接近2万亿元，养老金投资运营管理日益重要。

图表 09：中国人口拐点出现，基本养老金日益膨胀



数据来源：财政部、Wind 资讯、财通证券研究所

2015年8月23日，被誉为中国版401k计划的《基本养老保险基金投资管理办法》发布并生效，《办法》首次明确规定了地方社会养老保险基金的入市比例及投资比例。

图表 10：中国养老保险基金入市投资比例

投资范围	投资比例
银行活期存款、一年期以内（含一年）的定期存款、中央银行票据、剩余期限在一年期以内（含一年）的国债、债券回购、 <b>货币型养老金产品</b> 、货币市场基金	$\geq 5\%$
一年期以上的银行定期存款、协议存款、同业存单，剩余期限在一年期以上的国债，政策性、开发性银行债券，金融债，企业（公司）债，地方政府债券，可转换债（含分离交易可转换债），短期融资券，中期票据，资产支持证券， <b>固定收益型养老金产品</b> ， <b>混合型养老金产品</b> ，债券基金。	$\leq 135\%$ ； 债券正回购 $\leq 40\%$
<b>股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品</b>	$\leq 30\%$
国家重大项目和重点企业股权	$\leq 20\%$
股指期货、国债期货交易	套保

数据来源：中国证监会、财通证券研究所

考虑到养老金特殊的保值性，入市资金对于大类资产配置的需求将会强于对股票单一资产的需求。同时，根据《办法》，股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品投资比例不能超过养老基金净资产的30%，对养老金直接投资股票类资产有严格的限制。而混合型养老产品叠加债券类资产比例可以高达135%，因此发展多样化分散投资的公募类FOF以满足养老金的资产配置需求适逢其时。

### 3、《指引》为公募 FOF 的推出提供了依据

最新公布的《指引》征求意见稿针对基金中基金的定义、分散投资、基金费用、基金份额持有人大会、信息披露等方面进行了规定，也为公募FOF的推出提供了配套细则。我们针对主要规定分析如下：

(1) **要求明确类别，但缺少分类标准：**“基金中基金的投资风格应当清楚、鲜明。基金名称应当表明基金类别和特征，在基金合同中明确被投资基金的选择标准。”由于当前《公开募集证券投资基金运作管理办法》仅仅给出了公募基金的一级分类，对更为细分的标准没有规定。虽然行业内一些基金评价机构对于公募基金风格进行了不同的分类，但同样缺少对于公募FOF的风格划分标准。

(2) **强调分散投资，禁投分级基金和衍生工具：**①FOF持有单只基金的市值，不高于FOF资产净值的20%，且不得持有其他FOF；②FOF不得持有具有复杂、衍生品性质的基金份额，如分级基金等。体现了强化风险分散、简化风险来源、降低组合波动的初衷。

(3) **考虑了双重收费和道德风险两个主要问题：**①“FOF的管理人对 FOF持有的自身管理的其他基金部分，在FOF层面不得收取管理费、申购费、赎回费、销售服务费等销售费用；FOF 的托管人对FOF持有的自身托管的其他基金部分，不得收取托管费。”②要求“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”以规避FOF为新成立基金或迷你基金“抬轿”。《指引》只是针对“内部管理人+内部基金”类型的FOF双重收费进行了约束，其他类型的FOF仍不可避免双重收费的问题；《指引》虽然规定了被投资基金的期限和规模以防范道德风险的发生，但对于持有单个其他基金管理人管理的基金市值比例未明确规定，仍然难以避免基金管理人互相抬轿的现象出现。

(4) **明确基金公司开展FOF业务的组织架构，公募基金FOF团队建设和操作规程的拟定迫在眉睫。**

### 三、美国经验与中国公募FOF模式展望

中国公募FOF细则的破冰有望为投资者提供新的产品选择以及为资产管理行业打开新的增长空间。

#### 1、美国公募FOF管理模式回顾

我们在上一篇专题中具体分析了美国公募FOF的四种常见管理模式：①内部管理人+内部基金；②内部管理人+全市场基金；③外部管理人（第三方投资顾问）+内部基金；④外部管理人（第三方投资顾问）+全市场基金。总体看来，经过二十多年的发展，美国公募FOF市场已经形成了较为完整并且高度细分和集中的行业模式：

（1）从参与公募FOF的机构分布来看，行业链条中既有具有覆盖全产业链的大型基金公司，如先锋、富达、普信，三者占据了FOF近一半的市场份额；也产生了晨星和GMO等专业投资顾问类机构；还有一些由于内部投研实力欠佳但渠道优势较强而采用全外包模式的机构，如银行、保险公司等这类行业整合者。

（2）从美国公募FOF模式来看，纯内部型FOF和聘请外部投资顾问是主流。①对于产品线完整的大型基金公司，一般采用投资公司内部基金的纯内部管理人模式，这种模式的优势在于可以避免双重收费带来的规模制约，如先锋、富达、普信三家基金公司在FOF母基金层面均采取零管理费，仅收取子基金的管理费。此外，虽然全市场基金提供了更为广泛的基金选择同时有效避免了只用内部基金的道德风险，但行业内投资全市场基金的FOF产品为数不多，主要原因在于难以避免双重收费问题，客户粘性较大的机构通常会采用这种模式。②近年来，越来越多的FOF管理模式开始从内部管理人模式转向为聘请第三方投资顾问与内部基金或全市场基金结合的方式。晨星的数据显示，截至2012年末，约50%的FOF使用了外部投资顾问或二级投资顾问。

## 2、中国公募FOF模式展望

结合美国公募FOF发展经验以及我国《指引》相关细则，短期看来，产品齐全、实力较强的大型公募基金管理公司更可能成为公募FOF的主力军；中长期来看，FOF不仅给产品线齐全的大型基金公司带来新机，也为整个资产管理行业链条上具备差异化特征的机构带来了发展良机，如提供投资顾问服务的研究部门、ETF较为成熟的基金管理人、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等。同时，行业高度集中和细分也是中国公募FOF发展的必然趋势。

从管理模式发展路径来看，我国公募FOF发展之初的模式应该是内部管理人投资于内部基金的模式或内部管理人与二级投资顾问相结合投资于全市场基金的模式，外部基金标的或以指数型基金为最初配置。

首先，对投资者而言，内部型FOF可通过在母基金层面收取零管理费、申购赎回费以及销售费用等来避免双重收费，因此，投资者可在不增加额外成本的同时，享受由专业化团队带来的大类资产配置服务。

其次，对基金公司而言，内部型FOF仍以公司自有基金为投资标的，发行该类产品，虽然在母基金层面无法获取管理费，但是可以为公司其他基金带来规模的增长。

最后，由于公募FOF的推出同时需要大类资产配置和基金评价筛选研究团队的支持，因此产品种类及研究力量有限的公募基金管理人也  
可以与外部投资顾问建立合作，形成内部管理人与二级投资顾问相结合的模式。这种模式可以在一定程度上规避获取内幕信息嫌疑或涉及利益输送等敏感问题，同时为了尽可能降低由于投资外部基金而产生的双重费用，对于该模式中非内部基金的配置，建议选择总费用率较低的指数型基金（如ETF等），进而压低FOF整体的费用率。另一方面，由于指数基金种类丰富、风格明确、透明度高，《指引》对于指数基金的投资限制较少，选取指数型基金有利于公募FOF实现大类资产配置。

图表 11： 中国公募基金平均费用率

基金类型	平均管理费率	平均托管费率
股票型基金		
普通股票型	1.50%	0.25%
被动指数型		
分级基金母基金	1.00%	0.22%
ETF	0.50%	0.10%
债券型基金		
混合债券型	0.66%	0.20%
中长期纯债型	0.62%	0.19%
被动指数型	0.39%	0.11%
混合型基金		
偏股混合型	1.50%	0.25%
灵活配置型	1.21%	0.22%
偏债混合型	1.08%	0.20%

资料来源：公开资料、财通证券研究所

**信息披露****分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

**资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**主要研究领域**

金融产品、固定收益、A股策略、宏观经济

**免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。