

《基金中基金指引（征求意见稿）》点评

开启公募 FOF 时代大门

摘要

- 2016年6月17日，证监会颁布《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）》（下称《指引》）。公募 FOF 有望走上历史舞台，此举不仅有利于完善我国金融产品体系，同时有望吸引增量资金入场，对市场产生直接的利好。指引从 FOF 的定义、风险控制、投资范围、信息披露、持有费用以及净值估算等各方面进行了较详细的规定。公募 FOF 的出现首先会对已经存在的券商 FOF 和私募 FOF 产生冲击，有望以其完善的研究团队和成熟的投资体系改善 FOF 的局面，扩大 FOF 的规模。
- 国内公募 FOF 未来运作模式猜想。FOF 的运作模式按照基金管理人及管理模式发展路径来分类则可分为“内部 FOF 管理人+内部基金”，“内部 FOF 管理人+全市场基金”，“第三方 FOF 投资顾问+内部基金”，“全外包模式”。由分析看来，我国公募 FOF 发展之初的模式应该主要以“内部 FOF 管理人+内部基金”为主，发展中期很长一段时间内则会以“第三方 FOF 投资顾问+内部基金”为主。
- 可行性公募 FOF 策略分析：
 - 1、公募 FOF 核心：大类资产配置，其收益差别的重要来源之一是大类资产配置的投资逻辑合理程度，在不同市场环境下合理调整大类资产配置，将在很大程度上决定 FOF 产品的获利能力。专业化分工与策略优先的特征将会使得公募 FOF 成为最有利于把握大类资产配置的投资模式之一。
 - 2、择基模式：（1）指标罗列型，通过列示所有样本基金的各项常用的评定指标，让投资者能够详尽地了解到基金的各项特性，从而选择最符合自身要求的基金；（2）等级划分型，为了克服指标罗列方法在选基方面造成的数据泛滥、数据低区分度、不同特性优劣并存等问题，许多专业的评级机构给出了等级划分型择基方法，使用者可以简单依据评级高低来选取基金进行投资。
 - 3、可行性策略：（1）美林时钟策略，对于中长期的资产配置还是具有相对较好的指导意义，配置公募 FOF 时可复苏期及过热期均选择超配股票基金，在滞涨周期我们选择超配货币基金，在衰退周期我们选择超配债券基金。（2）Alpha/Beta 策略：利用 Alpha 和 Beta 指标的强弱来确定调仓的基金投资策略。通常高 Alpha 的基金投资组合业绩较好，而高 Beta 的基金投资组合在上涨市场环境下业绩领先而在下跌市场环境下业绩却下跌最快。（3）大类资产的动量配置策略：针对中国投资市场中短期反应不足，长期反应过热的特点，短期内机构投资者可以采取动量交易策略。

西南证券研究发展中心

分析师：黄仕川
执业证号：S1250512040001
电话：023-67507084
邮箱：dyh@swsc.com.cn

联系人：邓缨函
电话：023-67507084
邮箱：dyh@swsc.com.cn

前期研究

1. 股指周报（0627-0701）：市场量价齐升，期指主力合约基差缩小（2016-07-03）
2. 分级基金周报（0627-0701）：脱欧影响减弱，分级 AB 同步上涨（2016-07-03）
3. 上证 50ETF 期权周报（0627-0701）：脱欧冲击渐消散，隐含波动率临低位（2016-07-03）
4. 股指周报（0620-0624）：市场弱势震荡，期指成交萎缩（2016-06-28）
5. 分级基金周报（0620-0624）：市场弱势盘整，分级 A 一枝独秀（2016-06-27）
6. 上证 50ETF 期权周报（0620-0624）：英国脱欧靴子落地，短期内震荡或将持续（2016-06-26）

目 录

1. 《指引》概述.....	1
1.1 FOF 定义	1
1.2 《指引》关注点.....	1
1.3 公募 FOF 推出的影响	2
1.3.1 对券商、私募产生冲击	2
1.3.2 对基金业的影响	3
2. 境内外公募 FOF 市场现状.....	3
2.1 美国公募 FOF 发展与现状	3
2.2 大陆公募基金 FOF	5
3. 国内公募 FOF 未来运作模式猜想.....	6
4. 可行性公募 FOF 策略分析.....	7
4.1 公募 FOF 核心：大类资产配置	7
4.2 择基模式	7
4.2.1 指标罗列型	7
4.2.2 等级划分型	8
4.3 可行性策略.....	9
4.3.1 美林投资时钟策略	9
4.3.2 Alpha/Beta 策略	10
4.3.3 动量配置策略	11
4.3.4 策略对照比较	12

1. 《指引》概述

1.1 FOF 定义

FOF 亦即基金中基金，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，但不得持有具有复杂、衍生品性质的基金份额，也不得持有其他基金中基金。

2016 年 6 月 17 日，证监会颁布《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）》（下称《指引》），规范了公募 FOF 一些情况。

截止到今年 5 月，我国公募基金已经达到 3036 只，超过股票数量并进入多元投资管理时代，因此开启公募 FOF 可谓“正逢其时”。《指引》的颁布意味着公募 FOF 开始进入实质性发展阶段，是中国基金行业一个里程碑式事件。

1.2 《指引》关注点

指引从 FOF 的定义、风险控制、投资范围、信息披露、持有费用以及净值估算等各方面进行了较详细的规定。其中，有几点值得注意：

➤ 设定投资限制，强化风险管理

《指引》第三条第一点提到：单一基金的购买比例不高于 20% 且不得持有其他基金中基金。即至少投资 5 只以上的基金，以强化分散投资，降低组合波动并避免利用 FOF 去帮某只基金做资金帮忙。

《指引》第三条第二点规定：FOF 基金不得持有具有复杂、衍生品性质的基金份额。这里“具有复杂、衍生品性质的基金份额”包括了分级基金。FOF 主要是为广大投资者提供多样化投资基金的工具，不是为投资者提供绕过衍生品市场适当性制度进入衍生品市场的工具，要保持 FOF 风格清晰、稳定。

➤ 防成帮忙资金，注重价值投资

《指引》第三条第三点规定：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。根据法规，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。那么“1 年”则再次避免了管理人用 FOF 作为帮忙资金认购发售困难的基金；“1 亿”也限制了 FOF 被用来拯救申购面临清盘的小微基金的寻租行为。

➤ 聚焦双重收费，防范利益输送

FOF 双重收费一直是争论的焦点，也是其备受诟病的地方。《指引》中的第四条则就此问题对内部 FOF（即“内部管理人+内部基金”模式）的收费做了相关规定，明确了对“自身管理或托管的其他基金部分”的限制，有利于降低 FOF 的整体费率，利好普通投资者，符合情理。但对于以后公募系外部 FOF 的收费问题，则有待细则明确。

1.3 公募 FOF 推出的影响

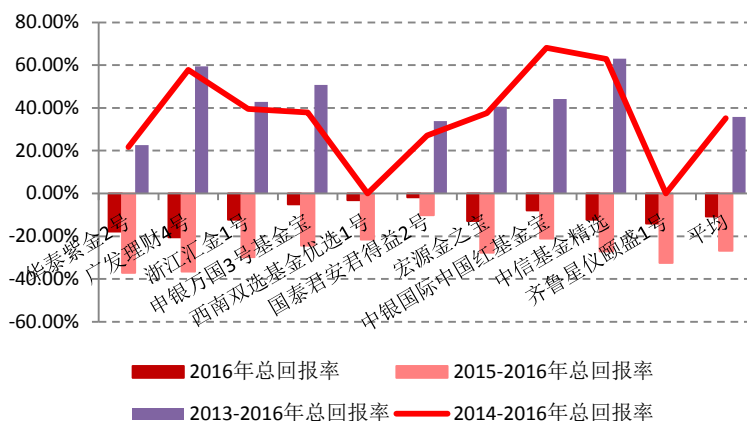
目前已有多家银行系、保险系、大中型基金公司、拥有资管 FOF 的公司开始积极着手布局公募 FOF 业务，筹备组建投研团队，且不少公司的专户业务也已先行试水为公募 FOF 探路。不可否定的是，《指引》的推出为公募 FOF 指明了方向，对于资本市场尤其是基金业的发展有着极为深远的影响。

1.3.1 对券商、私募产生冲击

考虑到业绩、策略、双重收费的等多重因素，公募 FOF 的出现可能会对已经存在的券商 FOF 和私募 FOF 产生冲击。

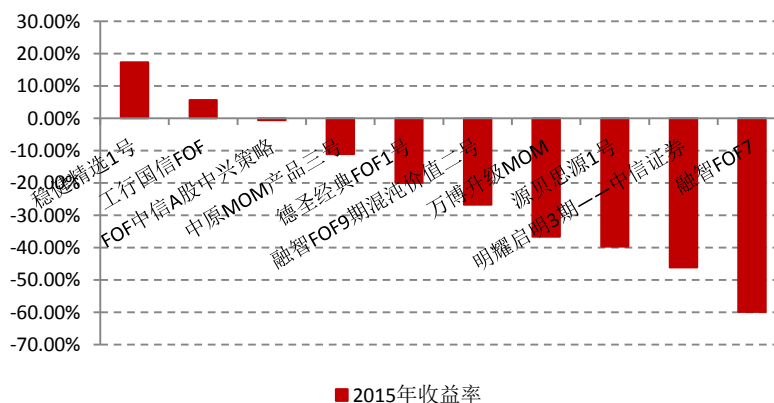
从 wind 资讯上公布的今年以来收益率数据来看，截至 6 月 27 日，公布数据的 297 家券商 FOF 平均收益为 0.33%，144 只私募 FOF 平均收益为-4.79%，券商 FOF 平均收益好于私募 FOF，但这些 FOF 的业绩并不算突出，竞争力较弱，同时规模较小，当前券商 FOF 的规模仅为 530 亿元，另外私募 FOF 投资门槛较高，限制了私募 FOF 的发展。公募 FOF 的出现，有望以其完善的研究团队和成熟的投资体系改善 FOF 的局面，扩大 FOF 的规模。

图 1：10 只券商 FOF 收益率



数据来源：Wind，西南证券

图 2：10 只私募 FOF 收益率



数据来源：Wind，西南证券

1.3.2 对基金业的影响

➤ 公募规模：大资管时代来临，产品线不断丰富

公募 FOF 的推出，表明监管层旨在培育专业成熟的机构投资者，标志着资产管理进入配置时代，这对公募业资产管理规模的增长会起到一定程度的提振作用。

从宏观上看，截止今年 5 月底，我国公募基金管理规模为 8.09 万亿元，据海外成熟市场一般 FOF 品类占基金品类的 10% 左右的比例来推算，充分发展后至少有 0.8 万亿元市场空间。从微观上讲，资产管理业追求的是规模效应，公募 FOF 则是突破公募基金业绩制约于规模这一天花板的理想工具。

目前，国内公募基金的产品较为单一，同质化情况严重，但 FOF 的出现会打破这一僵局，进而使得基金公司的产品线不断丰富。一方面，公募 FOF 可以通过对其他各类基金产品进行整合，在不同市场背景下采用更加丰富的市场策略。另一方面，纵观美国市场 FOF 的发展历程可知，发行 FOF 产品需要基金公司不断完善其产品线。

➤ 公募基金运营：促进外包降成本，互联网+扩销量

目前国内的基金公司，总体上来说“小而全”的局势，运作成本相当高昂。基金公司的核心竞争力在于投资管理能力，其他的非核心业务则可通过外包来降低成本。公募 FOF 的推行会使得一些小微基金公司倾向于选择大型公募基金公司的 FOF 产品进行包销，这会进一步促进外包模式的发展。此外互联网金融的盛行，可使得公募 FOF 产品通过互联网平台来扩大销量。

2. 境内外公募 FOF 市场现状

近两年全球公募 FOF 市场规模总体保持稳定，我们通过对其境内外的横向对比来分析产品的特点，探究其产品发展路径和环境差距，为后续国内公募 FOF 运作模式的猜想及可行性策略分析奠定基础。

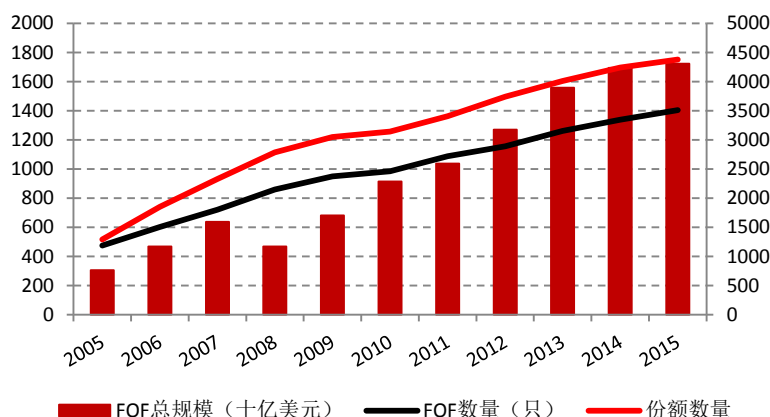
2.1 美国公募 FOF 发展与现状

美国公募 FOF 起源于上世纪八十年代，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。而美国公募 FOF 的迅速发展主要得益于其公募行业自身的大发展、公募基金投资的高普及度以及退休资产的增长。

➤ 数量与规模

1985 年美国第一只公募 FOF 由 Vanguard 率先推出，自此先后经历了 1990 年以前的萌芽时期、1990 年-2000 年的发展成熟阶段以及 2000 年-2014 年的爆发式增长阶段。根据美国投资公司协会（ICI）数据统计，截止 2015 年底，美国市场上公募 FOF 共达 1722 只，资产管理规模为 1.72 万亿美元。近十年，美国公募 FOF 取得了迅猛发展并已形成了较为完整且高度细分和集中的行业模式。

图 3：美国公募 FOF 的过往业绩表现



数据来源：ICI，西南证券

➤ 过往业绩表现

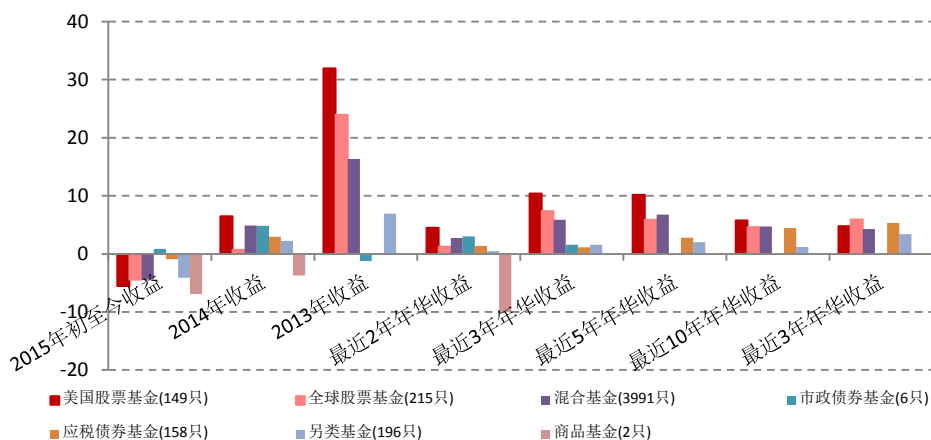
对美国公募中所有 FOF 的过往业绩按资产规模进行加权平均可以看出，长期来看说股票基金特别是国内股票基金的表现最好，为投资者带来了最可观的长期收益。行业股票基金和商品基金的表现最差，但这两类基金的样本量只有 2 只且发展时间较短，数据或不具有参考价值。除此之外，另类基金的长期业绩表现劣于其它类型的基金，但均取得了正收益。

表 1：美国公募 FOF 的过往业绩表现

	基金份额数量	2015 年初至今收益	2014 年收益	2013 年收益	最近 2 年 年化收益	最近 3 年 年化收益	最近 5 年 年化收益	最近 10 年 年化收益	最近 3 年 年化收益
美国股票基金	149	6.49	31.94	4.51	10.39	10.18	5.79	4.8	6.49
全球股票基金	215	0.69	23.97	1.27	7.36	5.87	4.63	5.95	0.69
行业股票基金	2	-15.08	/	/	/	/	/	/	-15.08
混合基金	3991	4.9	16.38	2.71	5.88	6.78	4.74	4.29	4.9
市政债券基金	6	4.83	-1.24	3.04	1.59	/	/	/	4.83
应税债券基金	158	2.94	0.12	1.38	1.12	2.82	4.47	5.35	2.94
另类基金	196	2.23	6.94	0.46	1.58	2.04	1.18	3.41	2.23
商品基金	2	-3.72	/	-9.98	/	/	/	/	-3.72

数据来源：ICI，西南证券

图 4：美国公募 FOF 的过往业绩表现



数据来源：ICI，西南证券

管理模式及收费问题

FOF 产品的收费问题一直是业内讨论的焦点，对于美国这个相对成熟的市场，从基金管理人的角度，可以将公募 FOF 分位内部管理 FOF 以及第三方管理 FOF；从投资标的基金的角度出发，可将其分为内部基金 FOF 及全市场基金 FOF，由此分析总结出美国公募 FOF 的四种运作模式。对美国公募 FOF 运作模式的分析将进一步引发后续对国内模式的思考。

表 2：美国公募 FOF 运作模式

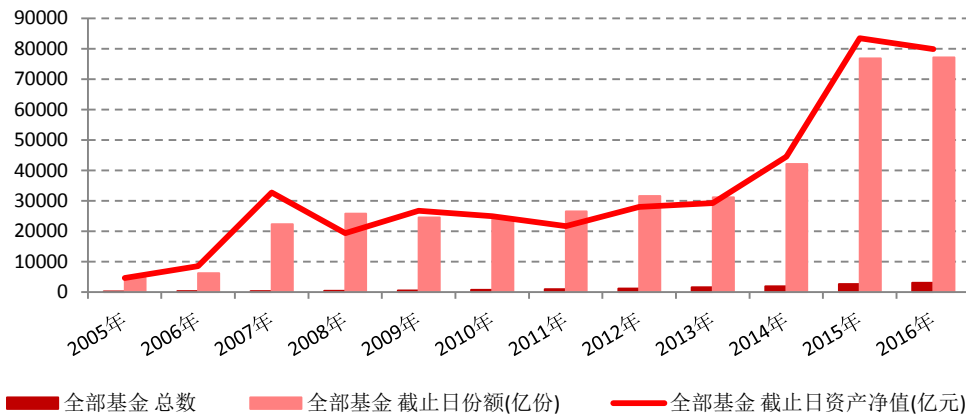
管理模式	适用情况	优劣势	典型公司举例	收费模式
内部 FOF 管理人 + 内部基金	大型基金公司	费用较低； 对发行机构要求较高	Vanguard、Fidelity、T.Rowe Price	零 FOF 费，仅收子基金管理费用
第三方 FOF 投资顾问 + 内部基金	大中型基金公司	内外互补； 当前主流运作模式	PIMCO All Asset, PIMCO All Asset All Authority	机构份额管理费+零售份额管理 、销售服务费+子基金管理费
内部 FOF + 全市场基金	具有成熟优质客户基础机构	投资范围较大； 存在双重收费	John Hancock 的 LifeStyle 系列	担任投资顾问的管理费及服务费 + 子基金的管理费
全外包模式	内部投研能力弱，渠道强势	费用可能较高	富国优势绝对回报基金(Wells Fargo Advantage Absolute Return Fund)	管理费+服务费+子基金管理费

数据来源：西南证券

2.2 大陆公募基金 FOF

作为 FOF 的供给方，公募行业自身的发展是 FOF 兴盛的基础和前提。从 1998 年第一只封闭式公募基金成立至今，我国基金行业已经经历了 18 年的发展，在规模和数量上都有了不小的增长。国内公募基金相对国外公募虽说发展缓慢，但已具备一定基础，投资者需求得以培育，公募基金数量也已经超过了股票，就是说有利于中国公募 FOF 发展的大环境已初步形成。

图 5：2005-2016 年中国公募基金资产规模



数据来源：Wind，西南证券

其次，考虑到中国老龄化程度的加重且鉴于我国的经济规模和未来的经济增速，我国的退休金资产规模势必将进一步增长，未来规模或许可以和美国退休资产相比，进而会为包括 FOF 在内的投资产品提供庞大的潜在需求。此外，有利于养老金增长以及入市投资的法律法规也将进一步推出或放松。

再次，FOF 在国内并非新产品，只是当下尚未以公募的形式出现，但政策上已经逐渐给予公募 FOF 各种利好。2014 年 8 月 8 日起实施的《公开募集证券投资基金运作管理办法》，使得公募 FOF 的法律地位得到确认；2016 年《指引》的颁布对公募 FOF 相关内容进行了规范，这使得公募 FOF 开始进入实质性操作阶段。

由于 FOF 是由海外引进的产品，在摸索和适应时期，存在着业绩标准、费率、内控、渠道及人才等难点。

3. 国内公募 FOF 未来运作模式猜想

总的来看，公募 FOF 对产业各个参与群体都有独特的价值，虽然目前我国基金细分产品体系尚不完善，但开展公募 FOF 的环境已逐渐成熟，相信公募 FOF 在国内会有比较广阔的发展空间。《指引》出台后，多家基金公司已在积极探索公募 FOF 产品的运作方式和产品线的布局路径。结合美国公募 FOF 发展经验及近期出台的《指引》来看，未来公募 FOF 的大发展是个必然趋势，其不仅能给诸如天弘、华夏这类产品线齐全且实力较强的大型基金公司带来新机遇，也会为整个资管行业链条上诸如提供投顾服务的机构、特定资产类别具有主动管理优势的中小型基金公司带来发展良机。

FOF 的运作模式按照基金管理人及管理模式发展路径来分类则可分为“内部 FOF 管理人+内部基金”，“内部 FOF 管理人+全市场基金”，“第三方 FOF 投资顾问+内部基金”，“全外包模式”。由分析看来，我国公募 FOF 发展之初的模式应该主要以“内部 FOF 管理人+内部基金”为主，发展中期很长一段时间内则会以“第三方 FOF 投资顾问+内部基金”为主。

根据《指引》，未来基金公司可以发行内部 FOF，也可以针对全市场基金构建 FOF 组合。但考虑到资源配置、扩大自身产品规模以及国内发展方向，国内大型基金公司也会更倾向于发行内部 FOF。其主要原因在于，内部 FOF 选基成本较小，可以减免甚至免除管理费，一

一定程度上解决了 FOF 双重收费的问题，费率上具备较大优势，并且有助于扩大公司资产管理规模。

长期来看，公募 FOF 的推出需要大类资产配置和基金评价筛选的支持且内部 FOF 也具有同质性高、分散系统性风险能力弱等局限性，因此公募基金管理人也可与外部投顾建立合作，形成“第三方 FOF 投资顾问+内部基金”的运作模式，这在一定程度上规避了利益输送等问题且同时也能在一定程度上降低双重费用的产生。

4. 可行性公募 FOF 策略分析

4.1 公募 FOF 核心：大类资产配置

公募 FOF 主要的投资标的是基金，但还包括了股票、权证、各种固定收益类资产等其他投资品种，并且在基金投资中也按大类资产配置目的细分为投资债券型基金、普通股票型基金、混合型基金、股票指数型基金等等。诚然，不论运行结果的优劣，公募 FOF 产品的收益来源都大同小异。在二级市场上，FOF 收益最主要的来源是大类资产配置，类别资产配置居次，最后才是投资标的品种。

虽说公募 FOF 产品整体投资决策要考虑到入市时机、资产配置、基金选取、产品流动性以及风险承受能力等众多因素，但要真正取得绝对收益，就必须依靠良好的资产配置。正如同许多机构投资大致遵循“择时(大类资产配置)——行业配置(战略资产配置)——择股”的自上而下的投资决策顺序，基金投资也应将“择基”置于“资产配置”之后。

资产配置是指根据投资需求将投资资金在不同资产类别之间进行分配，通常是将资产在不同风险收益特征的几类资产间进行配置。资产配置策略对基金投资具有重要意义，根据 Brinson、Singer 和 Beebower 对美国退休基金的统计数据，在影响投资绩效的原因中，资产配置决定了投资组合收益的 91.5%，而大多数人认为最重要的投资标的选择和预测进出场时机仅占了 4.6%和 1.8%。科学的基金组合配置旨在降低市场风险的同时提高投资收益，相比投资单个产品和单一品种，基金组合的回报更为稳定。公募 FOF 产品的核心就是大类资产配置，其收益差别的重要来源之一是大类资产配置的投资逻辑合理程度，在不同市场环境下合理调整大类资产配置，将在很大程度上决定 FOF 产品的获利能力。专业化分工与策略优先的特征将会使得公募 FOF 成为最有利于把握大类资产配置的投资模式之一。

4.2 择基模式

4.2.1 指标罗列型

通过列示所有样本基金的各项常用的评定指标，让投资者能够详尽地了解到基金的各项特性，从而选择最符合自身要求的基金。主要是一些数据提供商如万得、恒生聚源等以第三方的角度向客户提供，这类数据计算方法是公开的，且大多是投资界公认的有效指标，因而也是相对客观的。

表 3：择基常用指标

常用指标					
绝对收益能力	区间收益率	资产组合风险	Beta 值	风险收益能力	Alpha 值
	平均收益率		区间最大亏损		夏普指标、詹森指标
	平均风险收益率		收益率标准差		特雷诺指标
	区间最大收益		年华波动率		保本收益能力

数据来源：西南证券

指标罗列型的好处在于让评级使用者详尽地了解到基金的各项特性，方便作基金间的比较，根据各自需求选取适合的基金。但当市场上的基金繁多，这些数据也成为使用者的负担，即使应用数据筛选功能，也仍有许多在指标上同质的基金难以区分。最重要的是，收益特性、风险特性是鱼与熊掌，难以做到两者兼优；另一方面，风险收益能力指标往往无法直观表现出基金的特质，按指标公式根据基金所承受的市场风险对收益进行调整也许并不能反映真正的风险调整，比如特雷诺指标与詹森系数都要求基金的非系统风险得到完全的分散，而对于小规模基金来说，投资的股票品种也许只有十几种，难以完全达到指标有效的前提条件，自然就不能做到对收益作真实地风险调整了。选取标准之间出现此消彼长，使得模型使用者很难真正仅根据数据供应商提供的指标对基金做出客观的选择。

4.2.2 等级划分型

为了克服指标罗列方法在选基方面造成的数据泛滥、数据低区分度、不同特性优劣并存等问题，许多专业的评级机构给出了等级划分型择基方法，使用者可以简单依据评级高低来选取基金进行投资。择基的结果一般是以“星级”的方式给出，根据各自的择基方程，将基金的历史表现做处理，将其划分为一星至五星共五个等级。比较著名的评级机构有诸如晨星（Morningstar）、理柏（Lipper）等等。

晨星基金评级是在基金分类的基础上进行的。晨星根据自身的基金分类标准将基金划分为股票型基金、配置型基金（包括积极配置、保守配置）、债券型基金、货币市场基金、保本基金。不同类型的基金相互之间是没有可比性的，因为要追求的目标本身就不相同。在进行合理的分类之后，晨星首先衡量了基金的收益特性，所使用的指标是“月度回报率（Monthly Total Return）”，并假设投资人将所得分红进行基金再投资、不考虑税收及交易费用。

理柏（Lipper）择基思路也是计算回报，经由风险调整，得到一种“风险调整后收益”。不同之处在于基金划分的标准、评级的公式、稳定回报及保本能力的定义、是否考虑申赎费用、星级评定比例的区别等等。

我们曾经也做过一套私募基金的评级体系。评级指标体系及权重如表 6 所示。主要分为两大类，即业绩评级和风险评级。业绩综合评级指标体系包括风险调整收益率，阿尔法系数，以及 Omega 比率。风险评级的指标体系包括最大回撤，波动性以及下行风险。这些指标的选择和权重的分配参考了国内外主流的基金评级机构的评级体系。最后根据指标值和权重计算出的业绩评级分数和风险评级分数划分星级。

表 4：评级指标体系及权重

评级类型	指标		权重
业绩评级	风险调整收益率	广为投资者接收，具有坚实的理论基础，适合不同的风险偏好程度	55%
	Omega 比率	考虑收益率的整个分布，具有灵活性，适应性好	5%
	阿尔法系数	考虑基金的超额收益率，衡量私募基金的投資能力	40%
风险评级	最大回撤	对冲基金行业广泛使用的风险衡量指标，考虑了投资期间的极端损失	60%
	波动性	传统的，应用最广泛的风险衡量指标	15%
	下行风险	考虑私募基金业绩分部的不对称性，以及从损失的角度来衡量风险	25%

数据来源：西南证券

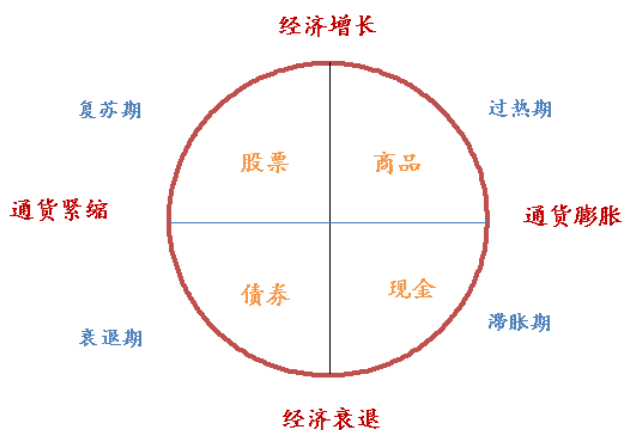
等级划分型择基方法克服了很多指标罗列型方法带来的问题，但同时也让投资者遇到许多问题，有时候这些问题不是“等级划分”这种方法带来的，而是现有评级的模型或模式带来的。

4.3 可行性策略

据 ICI 统计，美国超过四分之三的公募 FOF 混合投资于股票、债券和货币市场工具等，很好地体现了其侧重资产配置战略的特点。而投资策略具有高度个性化的特征，针对每个产品、每种市场环境都应该对应有不同的资产配置策略、调整策略、品种选择策略。在公募 FOF 投资中，资产配置的重要性要远大于具体投资品种选择的重要性。所谓资产配置，就是投什么领域以及用什么方式投。

4.3.1 美林投资时钟策略

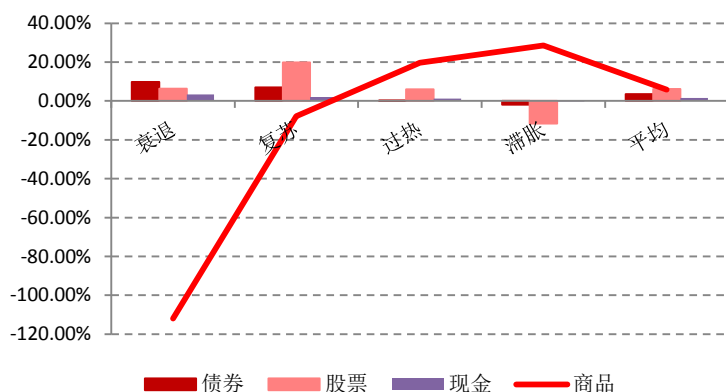
图 6：美林投资时钟



数据来源：西南证券

美林投资时钟是目前以经济周期为框架指导资产配置最为著名的分析模型，它可以帮助投资者识别经济周期的重要转折点，从而及时转换资产以实现利润最大化。衰退、复苏、过热和滞胀四个阶段的每一个阶段都对应着表现超过大市的某一特定资产类别：债券、股票、大宗商品和现金。在经济周期的每个阶段，对应的部分资产类和行业表现会超越市场，而处于对立位置的资产类及行业的收益则会低于市场。

图 7：美国各类资产在不同阶段的实际回报率



数据来源：西南证券

虽然美林投资时钟的理论模型对于中国经济市场大类资产的行业配置方面的解释度稍微有所欠缺，但其对种类配置的解释度相对很高，从整体来看，美林投资时钟对于中长期的资产配置还是具有相对较好的指导意义。由于国内目前没有投资于商品的公募基金，配置公募 FOF 时可复苏期及过热期均选择超配股票基金；在滞胀周期我们选择超配货币基金；在衰退周期我们选择超配债券基金。具体的配置比例根据投资者的风险偏好而有所变化，下表可作为一个参考。

表 5：基于美林时钟配置公募 FOF 示例

常用指标	复苏期	过热期	滞胀期	衰退期
股票基金	75%	75%	15%	15%
债券基金	15%	15%	15%	75%
货币基金	15%	15%	75%	15%

数据来源：西南证券

基于美林投资时钟理论的基金大类资产配置策略是有效的，它比较适合机构投资者且要求市场环境不会发生突变。因此机构在准备公募 FOF 产品时可运用此策略，以达到有效提高资产收益率，降低资产的风险的目的。

美林投资时钟并不是万能的，运用时需要注意两点：一是关于周期拐点的准确判断，注意季节性以及诸如前段时间英国脱欧等国内外大事件等因素对经济数据的影响；二是关于市场风格及投资者情绪对市场的影响，注意在经济转型调整结构背景下，我国 A 股市场尤其明显的风格轮换特征。因此在对公募 FOF 进行大类资产配置时，建议综合考虑市场估值、市场情绪以及市场风格等多个指标，以对配置比例进行微调。

4.3.2 Alpha/Beta 策略

基金的投资组合收益可以分为两大类：一类是无风险收益；另一类是风险收益，风险收益又可细分为两个部分，1) 市场给投资组合承担的系统性风险的“补偿”(Beta 收益)，是偏离价值的波动收益，也是高风险高回报型收益。2) 投资组合中价值被市场低估的品种获取的“额外”收益 (Alpha 收益)，一般是来自基金的基本面因素。Alpha 收益和 Beta 收益两部分都随着市场变动呈现周期性波动，而其中 Alpha 收益的波动幅度较大。Alpha 和 Beta 是实时解释性数据，本身不具有预测性。但它们可作为公募 FOF 投资策略的“药引”，使得

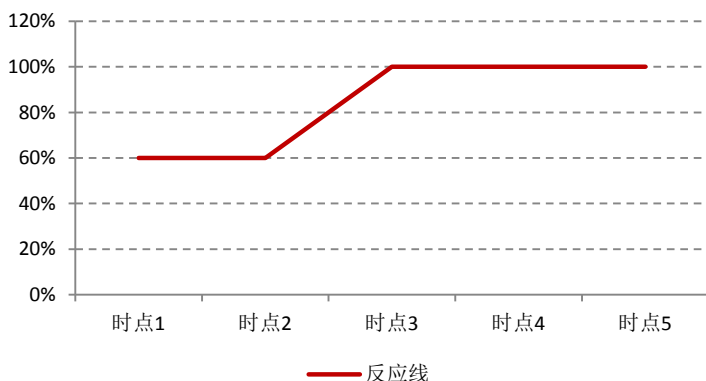
策略更为充分的发挥功效。我们可以通过 Alpha 和 Beta 来捕捉市场的阶段性热点，例如对于成长策略进行 Alpha 和 Beta 的分析，可以评估历史不同阶段下的成长性；对于择时能力强的投资者，能够通过 Beta 杠杆来放大择时的收益。

Alpha/Beta 策略则是利用 Alpha 和 Beta 指标的强弱来确定调仓的基金投资策略。通常高 Alpha 的基金投资组合业绩较好，而高 Beta 的基金投资组合在上涨市场环境下业绩领先而在下跌市场环境下业绩却下跌最快。在运用此策略对公募 FOF 进行大类资产配置时，应实时监控基金的 Alpha 收益和 Beta 收益，再根据它们的强弱程度综合对市场的宏观判断对大类资产进行调整。

4.3.3 动量配置策略

美国学者 Jegadeesh 与 Titman 首先提出了动量交易策略概念，动量反应主要来源于反应不足，指证券价格对于公司盈利公告之类的信息反映迟钝。如果是利好消息，在最初做出同向后还会逐渐向上移动至其应有的水平；如果是利空消息，在最初做出逆向反映后会逐渐向下移动至其应有的水平。动量投资理念假设证券价格具有趋势性，价格涨幅大的证券将会在未来一段时间内保持较好的表现，而价格跌落后的证券在未来的时间里也不会有很好的表现。那么如果要应用动量交易策略，就需要有反应不足的现象存在。

图 8：市场反应不足表现曲线



数据来源：西南证券

动量配置策略是一种动态资产配置模型。如果市场是有效的，则当利好消息发生时，证券价格程度就应该由假设的 60% 立刻充分反应完全至 100%；如果反应不足现象存在，则证券价格程度就会缓慢反应至完全，即图中出现的斜线部分，在斜线对应的时间区域内应用动量交易策略则会获利。

大类资产的动量配置策略在海外已经得到广泛认可，随着公募 FOF 的逐步发展，相信未来大类资产配置需求将逐步上升。由于我国基金的投资风格的趋同造成的基金间的竞争必然会引起尤其像价值型投资基金采用动量交易策略来获得动量收益。而中国市场存在强者恒强，弱者恒弱的现象，时间周期大约在 1—6 个月，这个期间主要呈现反应不足。因此针对中国投资市场中短期反应不足，长期反应过热的特点，短期内机构投资者可以采取动量交易策略。比如在市场环境不发生根本性变化的前提下，可通过每隔一个月或者一个季度就去超配过去一个既定时间窗口内表现相对较优的资产同时降低表现较差的资产配置比例，来构建成一个简单的动量配置策略。动量配置策略可以用做大类资产配置的调整策略。

4.3.4 策略对照比较

表 6：配置策略对比

配置策略	大类资产配置原则	具体操作
美林时钟投资策略	大类资产的中性配置原则	债券、股票、商品、货币市场资金各 25%
	大类资产的调整原则	根据周期拐点、市场风格等对四类资产比例调整
Alpha/Beta 策略	大类资产的调整原则	根据 Alpha 收益和 Beta 收益强弱程度调整
	对各细类资产的选择要求	高 Alpha 基金，高 Beta 或低 Beta 基金
动量配置策略	大类资产的调整原则	调增业绩前期表现较好的资产占比，调减业绩表现较差的资产占比

数据来源：西南证券

总结来看，筹备公募 FOF 策略应该既关注大类资产配置，同时也关注基础市场环境变动中大类资产配置的调整，同时大部分策略有比较明确的细类资产配置。

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	021-68416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	赵晨阳 (上海办公)	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn