

撰写日期：2023 年 02 月 10 日

证券研究报告--公募基金专题报告

中国商业养老市场：FOF 产品的量化遴选与单品分析

公募基金专题报告

分析师：张青

执业证书编号：S0890516100001

电话：021-20321154

邮箱：zhangqing@cnhbstock.com

分析师：贾依廷

执业证书编号：S0890520010004

电话：021-20321082

邮箱：jiayiting@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

- 1.《公募基金：中国商业养老市场：政策与产品概述，兼论公募 FOF 的分类——公募基金专题报告》
2022-12-26

□ 投资要点：

◆在前期的研究《公募基金：中国商业养老市场：政策与产品概述，兼论公募 FOF 的分类》一文中，我们从中国的养老市场入手，对养老发展进程以及当下政策进行了梳理，并分析了不同机构发行的各类养老金融产品特色。其中，公募基金的养老目标产品目前政策支持力度比较大，优势明显，备受投资者青睐，因此我们又重点对公募 FOF 进行了详细分析，以期对公募养老 FOF 有更深入的理解。在前文中，我们将公募 FOF 根据权益中枢进行了划分，类似权益基金和债券基金分类，使得各类 FOF 基金能在同类型基金中进行对比、分析。

◆那么具体到养老 FOF 的标的上，如果来做分析、选择呢？本文我们将重点解决这个问题。从量化遴选到单品分析，最终选择适合投资的养老产品。首先基于前文的分类方法，从大样本普通 FOF 产品入手，引入量化评价模型对不同类型的 FOF 产品进行遴选，验证方法的可行性，同时考虑养老 FOF 的特点与持有目的，对模型稍作优化，并在养老 FOF 产品上进行验证，最终得到适配养老 FOF 的量化筛选方法。结合个人养老金可投 Y 份额养老目标基金，本文对低风险类型、中风险类型和高风险类型养老基金分别进行了量化遴选与最新一期结果展示。由于实际投资还离不开对产品的细致分析，因此基于精选标的的结果，我们还通过一个具体案例展示了 FOF 产品的详细分析流程。

◆风险提示：本报告基于历史公开数据的分析和测算，存在失效风险，不代表对基金未来情况的预测，不构成投资建议。本报告所提及的基金产品仅供分析使用，不代表推介。

内容目录

1. 公募 FOF 的筛选	3
2. 养老 FOF 的筛选	6
3. 个人养老金可投的养老目标基金概况分析	8
4. 典型 FOF 产品分析	10
4.1. 产品与策略概况	11
4.2. 业绩分析	12
4.3. 持仓分析	13
4.4. 基金经理特点	16

图表目录

图 1: FOF 分类方法汇总	3
图 2: 公募 FOF 筛选的打分指标及其权重	3
图 3: 养老 FOF 筛选的打分指标及其权重	6
图 4: 高风险养老 FOF 组合持有一年的净值走势对比图	7
图 5: 中风险养老 FOF 组合持有一年的净值走势对比图	7
图 6: 低风险养老 FOF 组合持有一年的净值走势对比图	7
图 7: 按基金管理人分类的个人养老金可投的养老目标基金概况（总规模超十亿）	9
图 8: 按成立年份分类的个人养老金可投的养老目标基金	9
图 9: FOF 产品分析思路	11
图 10: 持有人结构走势图	12
图 11: 全部持仓基金（按基金管理人分类）	14
图 12: 全部持仓基金（按基金类型分类）	14
图 13: 大类资产配置情况	14
图 14: 持股风格	15
图 15: 持股特征（PE）	15
图 16: 行业配置情况	15
图 17: 券种配置情况	16
图 18: 杠杆水平	16
图 19: 久期情况	16
图 20: 十年期国债收益率走势	16
图 21: 综合基金经理指数净值	17
表 1: 不同类别 FOF 的业绩比较基准	4
表 2: 分类别筛选的 FOF 组合的胜率	4
表 3: 最新一期构建的高风险 FOF 组合中打分排名靠前的 FOF 产品	5
表 4: 最新一期构建的中风险 FOF 组合中打分排名靠前的 FOF 产品	5
表 5: 最新一期构建的低风险 FOF 组合中打分排名靠前的 FOF 产品	5
表 6: 高风险 FOF 组合持有一年的绩效表现	7
表 7: 中风险 FOF 组合持有一年的绩效表现	7
表 8: 低风险 FOF 组合持有一年的绩效表现	8
表 9: 按权益中枢分类的个人养老金可投的养老目标基金的收益表现	9
表 10: 根据个人养老金可投资范畴进行的基于量化遴选结果的标的精选	10
表 11: 产品信息	11
表 12: 业绩表现——同类对比	13
表 13: 业绩表现——滚动持有一年	13
表 14: 前十大重仓基金	13
表 15: 章鸽武管理的基金产品	17
表 16: 综合基金经理指数的业绩表现	17

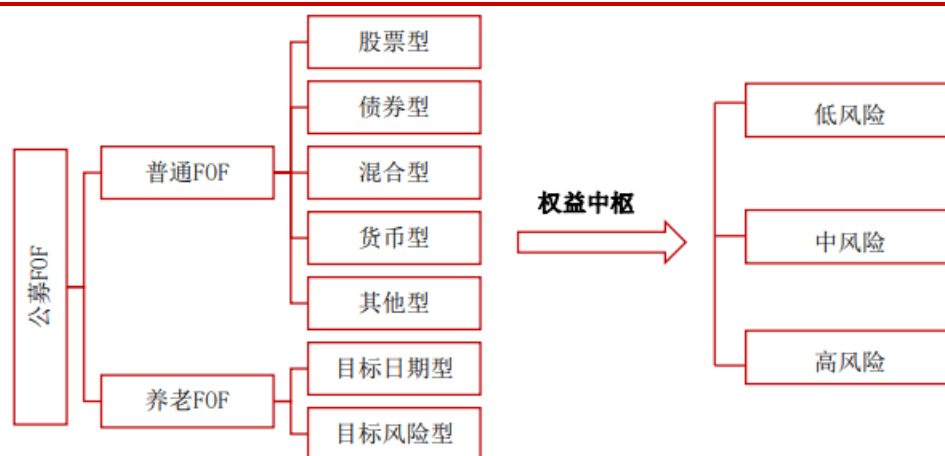
在前期的研究《公募基金：中国商业养老市场：政策与产品概述，兼论公募 FOF 的分类》一文中，我们从中国的养老市场入手，对养老发展进程以及当下政策进行了梳理，并分析了不同机构发行的各类养老金融产品特色。其中，公募基金的养老目标产品目前政策支持力度比较大，优势明显，备受投资者青睐，因此我们又重点对公募 FOF 进行了详细分析，以期对公募养老 FOF 有更深入的理解。在前文中，我们将公募 FOF 根据权益中枢进行了划分，类似权益基金和债券基金分类，使得各类 FOF 基金能在同类型基金中进行对比、分析。

那么具体到养老 FOF 的标的上，如果来做分析、选择呢？本文我们将重点解决这个问题。从量化遴选到单品分析，最终选择适合投资的养老产品。首先基于前文的分类方法，从大样本普通 FOF 产品入手，引入量化评价模型对不同类型的 FOF 产品进行遴选，验证方法的可行性，同时考虑养老 FOF 的特点与持有目的，对模型稍作优化，并在养老 FOF 产品上进行验证，最终得到适配养老 FOF 的量化筛选方法。结合个人养老金可投 Y 份额养老目标基金，本文对低风险类型、中风险类型和高风险类型养老基金分别进行了量化遴选与最新一期结果展示。由于实际投资还离不开对产品的细致分析，因此基于精选标的的结果，我们还通过一个具体案例展示了 FOF 产品的详细分析流程。

1. 公募 FOF 的筛选

在利用权益中枢对 FOF 分类的基础上，我们对低风险、中风险和高风险的 FOF 分别进行筛选。筛选第一步就是对不同类别的 FOF 产品进行打分，综合考虑不同的时间维度以及区间收益、收益风险比、风险指标，最终选取了 7 个指标对 FOF 进行打分，每次选择打分排名前十的 FOF 产品构成一个 FOF 组合。

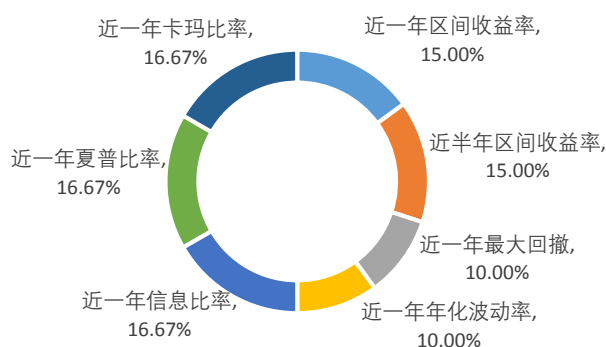
图 1：FOF 分类方法汇总



资料来源：华宝证券研究创新部

考虑到 FOF 产品的最短持有期问题，在构建组合时不能频繁换仓，因此本文将每个月进行一次打分，每次打分挑选出排名前十的基金等权构成组合，将该组合持有一年，并将其业绩表现与基准进行对比。由于第一批养老 FOF 于 2018 年底才成立，为了使得筛选出来的 FOF 组合中包含一定量的养老 FOF，且打分指标也需要用到过去一年的数据，因此本文将开始筛选的时点定为 2020 年 1 月，筛选结束的时间定为 2021 年 12 月，每个类别分别筛选出 24 组 FOF 组合。

图 2：公募 FOF 筛选的打分指标及其权重



资料来源：华宝证券研究创新部

关于具体操作，将于 2022 年 3 月 31 日之前成立的 A 份额 FOF 产品纳入筛选样本池，并根据权益中枢将其划分为低风险、中风险和高风险，其中低风险 FOF 有 104 只、中风险 FOF 有 92 只、高风险 FOF 有 78 只。接下来通过上述思路进行筛选和回测，其中选择了目前市场上使用较多的万得偏股混合型 FOF 指数(885073.WI)、万得平衡混合型 FOF 指数(885074.WI)和万得偏债混合型 FOF 指数 (885075.WI) 分别作为高风险、中风险和低风险 FOF 组合的业绩比较基准。

结果表明，低风险、中风险和高风险 FOF 分别筛选出的 24 组 FOF 组合持有一年后，跑赢业绩比较基准的概率，即胜率，分别为 54.17%、54.17%和 62.50%，在一定程度上说明该筛选方法确实能将表现较为出色的 FOF 筛选出来，且筛选出的 FOF 具有一定的业绩可持续性。

此外，为了进一步论证筛选方法的有效性，将分类别筛选所得的 FOF 组合持有一年的业绩与同期存续的同类别全样本 FOF 组合的业绩进行对比，例如将 2021 年 12 月筛选所得的低风险 FOF 组合持有一年的业绩，与筛选样本池中在 2021 年 12 月仍存续的全部低风险 FOF 等权组成的 FOF 组合持有一年的业绩进行对比，结果显示：低风险、中风险和高风险 FOF 组合持有一年的业绩跑赢同期同类别全样本 FOF 的概率分别达 79.17%、75.00%和 58.33%，较好地论证了该筛选方法确实能挑选出业绩具有一定可持续性的优秀 FOF 产品。

本节通过计算跑赢目前市场认可度较高的业绩比较基准的胜率和跑赢同期同类别全样本 FOF 等权构建的组的胜率，证实了上述筛选方法是切实有效的。

表 1：不同类别 FOF 的业绩比较基准

类别	业绩比较基准
高风险	万得偏股混合型 FOF 指数 (885073.WI)
中风险	万得平衡混合型 FOF 指数 (885074.WI)
低风险	万得偏债混合型 FOF 指数 (885075.WI)

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 2：分类别筛选的 FOF 组合的胜率

类别	参与筛选的基金 (只)	对比基准指数的胜率	对比同期同类别全样本的胜率
高风险	78	62.50%	58.33%
中风险	92	54.17%	75.00%
低风险	104	54.17%	79.17%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：基准指数分别为万得偏股混合型 FOF 指数 (885073.WI)、万得平衡混合型 FOF 指数 (885074.WI) 和万得偏债混合型 FOF 指数 (885075.WI)

最后，以最近一期筛选所得的组合（即 2022 年 12 月打分筛选的组合）为例来分析 FOF 基金在行业上的偏好情况，表 3-5 分别列举了分类打分排名靠前的 FOF 产品。根据 2022 年半年报的披露数据，就高风险组合而言，这 3 只产品均重仓持有了电力设备及新能源和食品饮料板块，风格整体均衡略偏成长，这与市场的宏观环境是密不可分的；就中风险组合而言，这 3 只产品大多重仓持有银行板块，整体情况和高风险组合较为类似；就低风险组合而言，和中高风险组合较为类似，保持均衡配置为主。此外，低风险 FOF 产品债券上配置比例较高，企债和金融债是主要配置的券种，部分产品还会在可转债保持一定比例的配置。

总体来看，FOF 产品在行业配置上还是较为分散的，大多以均衡配置为主，会根据宏观环境来适时调整风格，与此同时，结合不同基金经理的能力圈，存在一定的行业偏好；在券种配置上，以企债和金融债为主，部分基金经理会根据自己的投资策略，增配一定的可转债。

表 3：最新一期构建的高风险 FOF 组合中打分排名靠前的 FOF 产品

基金代码	008168.OF	008079.OF	006042.OF
基金简称	汇添富聚焦价值成长三个月混合 FOF	诺德大类精选(FOF)	上投摩根尚睿混合(FOF)A
基金成立日	2020-07-13	2019-12-09	2018-08-15
基金经理（现任）	袁建军	郑源	吴春杰,杜习杰,刘凌云
最新规模（亿元）	7.90	3.35	0.44
行业偏好 (前三大)	医药（17.62%） 食品饮料（14.70%） 电力设备及新能源（12.94%）	电力设备及新能源（10.30%） 食品饮料（10.24%） 电子（9.08%）	电力设备及新能源（11.20%） 食品饮料（9.58%） 医药（8.02%）

资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

注：时间截至 2022-12-31；行业偏好是根据 2022 年半年报中全部持仓数据穿透得出

表 4：最新一期构建的中风险 FOF 组合中打分排名靠前的 FOF 产品

基金代码	009787.OF	006507.OF	011587.OF
基金简称	鹏华聚合多资产混合(FOF)	前海开源裕泽	东方红欣和平衡两年混合(FOF)
基金成立日	2020-07-21	2018-11-22	2021-03-09
基金经理（现任）	孙博斐	覃璇,李赫	邓炯鹏,陈文扬
最新规模（亿元）	0.55	0.69	36.94
行业偏好 (前三大)	银行（17.39%） 有色金属（14.65%） 煤炭（10.50%）	电子（11.24%） 计算机（8.78%） 银行（8.13%）	医药（10.54%） 电力设备及新能源（7.97%） 食品饮料（6.92%）

资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

注：时间截至 2022-12-31；行业偏好是根据 2022 年半年报中全部持仓数据穿透得出

表 5：最新一期构建的低风险 FOF 组合中打分排名靠前的 FOF 产品

基金代码	009213.OF	005221.OF	012909.OF
基金简称	易方达如意安泰一年持有(FOF)A	泰达宏利全能混合(FOF)A	平安盈盛稳健配置三个月持有债券(FOF)A
基金成立日	2020-08-14	2017-11-02	2021-08-25
基金经理（现任）	张振琪,张浩然	张轩,张晓龙	易文斐 郑春明
最新规模（亿元）	3.40	0.13	2.05
行业偏好 (前三大)	汽车（7.48%） 电力设备及新能源（7.39%） 银行（7.26%）	交通运输（8.05%） 电子（6.70%） 基础化工（6.68%）	国防军工（17.50%） 电子（12.53%） 医药（9.03%）
券种偏好	企债（59.15%） 金融债（26.20%）	企债（39.18%） 金融债（36.96%）	企债（64.76%） 金融债（23.76%）

国债 (6.17%)

国债 (18.78%)

国债 (13.58%)

可转债 (4.61%)

可转债 (0.86%)

可转债 (0.91%)

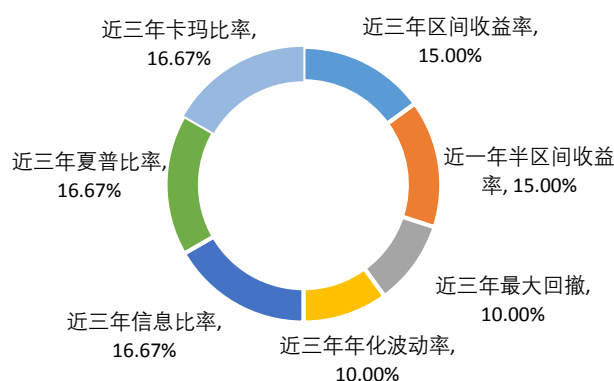
资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

注：时间截至 2022-12-31；行业偏好及券种偏好是根据 2022 年半年报中全部持仓数据穿透得出

2. 养老 FOF 的筛选

在上节的量化遴选过程中，针对全部的公募 FOF 产品，本文选择了近一年维度的相关指标。在此基础上，若是要细分到养老 FOF 产品，一年的时间维度相对来说还是较短，因为养老 FOF 旨在鼓励投资者进行长期持有（2022 年 11 月 4 日证监会发布的《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》要求，基金评价机构应当坚持长期评价原则，业绩评价期限不得短于五年）。不过，由于国内首批养老 FOF 于 2018 年成立，成立时间多数不足五年，考虑到本文主要目的是研究基金的量化遴选策略方法，为兼顾回测样本数量的需求，我们将回测指标改为三年期为主。

图 3：养老 FOF 筛选的打分指标及其权重

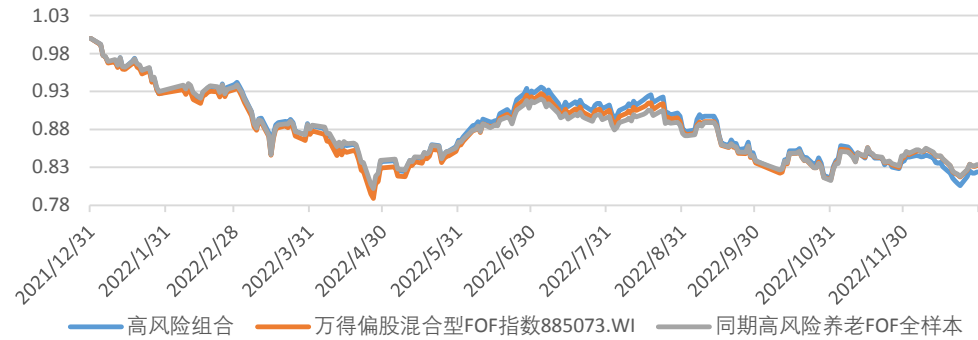


资料来源：华宝证券研究创新部

具体操作上，选择上节筛选样本池中的养老 FOF 产品作为新的养老 FOF 筛选样本池（共计 66 只低风险养老 FOF、75 只中风险养老 FOF 和 25 只高风险养老 FOF），筛选思路与上节提出的基本一致，只是将时间维度由一年改为三年，考虑到养老 FOF 成立较晚和需要三年的收益数据进行打分，因此将筛选时点定位于 2021 年 12 月，分类别选择打分排名前五的养老 FOF 等权构成低风险、中风险和高风险组合，与业绩比较基准和同期同类别养老 FOF 全样本（2021 年 12 月存续的同类别）等权构建的组合比较持有一年的收益表现。

回测结果显示，筛选所得组合的收益表现优于业绩比较基准和同期同类别养老 FOF 全样本。具体来看，高风险组合持有一年的累计收益率为-13.03%，略高于万得偏股混合型 FOF 指数的-13.09%，显著高于同期高风险养老 FOF 全样本的-16.61%，2022 年权益市场震荡调整，高风险养老 FOF 因为较高的权益中枢毫无疑问受到了较大的波及，因此整体业绩较不理想，在此背景下，筛选组合能跑赢基准更好地印证了筛选方法的有效性；中风险组合持有一年的累计收益率为-7.31%，较有 1.37% 的超额收益，与此同时年化波动率和最大回撤也略高于基准，中风险养老 FOF 配置了相当一定比例的债基，能较好地对冲权益市场动荡带来的风险，但由于 2022 年四季度债市大幅调整，中风险养老 FOF 不可避免受到了一定的冲击，但整体表现较为稳定；低风险组合持有一年的累计收益率为-2.68%，较万得偏债混合型 FOF 指数表现较为出色，不仅如此，低风险组合的风险控制能力也更优，其年化波动率和最大回撤仅为 3.62% 和-5.21%，权益震荡下行的背景下，低风险养老 FOF 确实能提供较为理想的收益。

图 4：高风险养老 FOF 组合持有一年的净值走势对比图



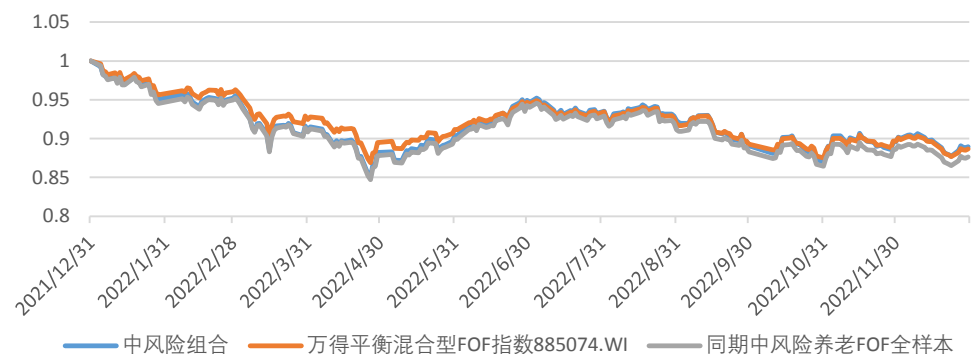
资料来源：Wind，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

表 6：高风险 FOF 组合持有一年的绩效表现

	筛选组合	万得偏股混合型 FOF 指数 (885073.WI)	同期高风险养老 FOF 全样本
累计收益率	-13.03%	-13.09%	-16.61%
年化收益率	-11.96%	-11.98%	-16.55%
年化波动率	14.48%	13.71%	13.36%
最大回撤	-20.38%	-21.11%	-19.81%

资料来源：Wind，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

图 5：中风险养老 FOF 组合持有一年的净值走势对比图



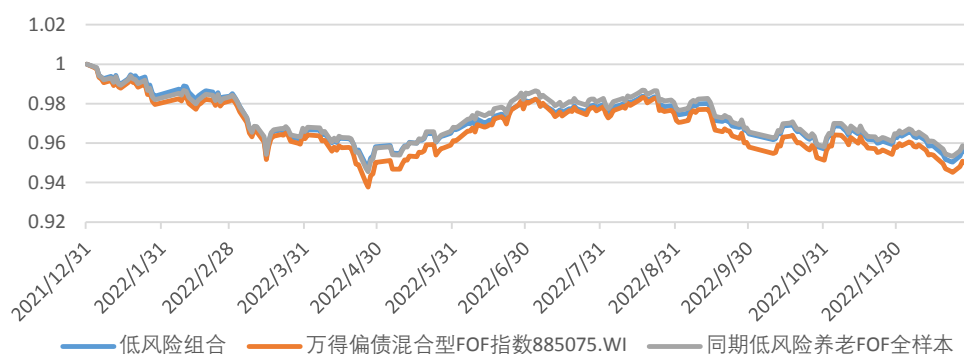
资料来源：Wind，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

表 7：中风险 FOF 组合持有一年的绩效表现

	筛选组合	万得平衡混合型 FOF 指数 (885074.WI)	同期中风险养老 FOF 全样本
累计收益率	-7.31%	-8.68%	-12.37%
年化收益率	-6.82%	-7.93%	-12.33%
年化波动率	10.25%	8.58%	10.19%
最大回撤	-14.91%	-13.12%	-15.28%

资料来源：Wind，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

图 6：低风险养老 FOF 组合持有一年的净值走势对比图



资料来源：Wind，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

表 8：低风险 FOF 组合持有一年的绩效表现

	筛选组合	万得偏债混合型 FOF 指数 (885075.WI)	同期低风险养老 FOF 全样本
累计收益率	-2.68%	-3.34%	-4.13%
年化收益率	-2.50%	-3.04%	-4.12%
年化波动率	3.62%	4.02%	3.82%
最大回撤	-5.21%	-6.23%	-5.45%

资料来源：Wind，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

总的来说，在上节验证了筛选方法有效性的基础上，本节筛选方法聚焦到挑选表现较为优异的养老 FOF 上，回测结果表明，该方法确实能筛选出业绩具有一定可持续性的优秀的养老 FOF。回到实际，2022 年个人养老金制度出台，首批被纳入投资范畴的养老 FOF 备受瞩目，接下来，将就个人养老金可投养老 FOF 的特征进行研究分析，并结合本节量化遴选的结果优选个人养老金可投的养老 FOF 标的，以期给投资者以参考。

3. 个人养老金可投的养老目标基金概况分析

2022 年 4 月，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》，表明符合银保监会规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品均在个人养老金投资范围内，个人养老金新时代由此开启，而于 11 月发布的《个人养老金实施办法》，就标志着个人养老金制度正式出台，个人养老金制度发展正式迈入元年。

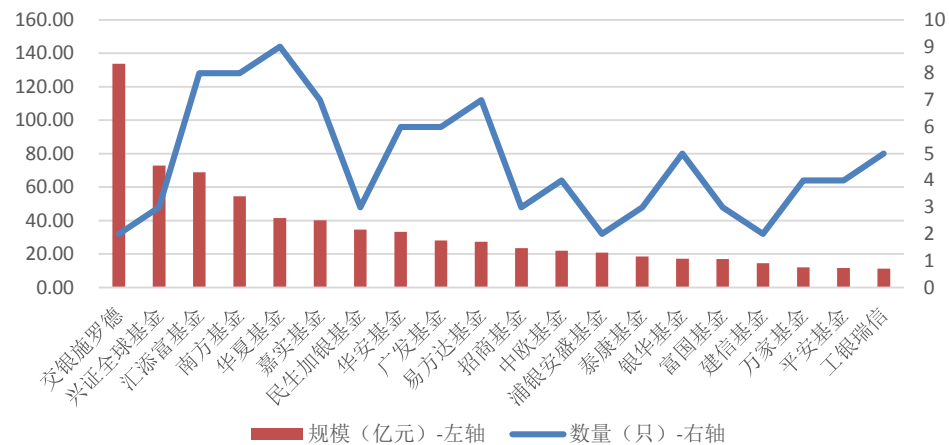
对于公募基金市场而言，个人养老金制度的确立无疑将带来巨大的机遇。2022 年 6 月，证监会发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定(征求意见稿)》，明确首先将养老目标基金纳入个人养老金的投资范围，公募 FOF 市场将迎来长期稳定的增量资金；2022 年 11 月，证监会发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》，其中纳入个人养老金投资范畴的养老目标基金需满足：最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元或上一季度末规模不低于 2 亿元，投资风格稳定、投资策略清晰、运作合规稳健且适合个人养老金长期投资，这在一定程度上拓宽了个人养老金可投的养老目标基金的范围。

为了进一步明确个人养老金可投的养老目标基金，证监会公布了首批个人养老金可投的养老目标基金（129 只）及销售机构（37 家）名单，专属于个人养老金投资的 Y 份额养老目标基金也应运而生。由于目前 Y 份额养老目标基金成立时间较短，因此本节选择对个人养老金可投的养老目标基金的 A 份额研究分析。

从基金管理人角度来看，仅 2 只养老 FOF 入选的交银施罗德基金管理的总规模最大，达

133.68 亿元，其次就是兴证全球基金，入选的 3 只养老 FOF 的总规模达 72.84 亿元。此外，华夏基金入选的养老 FOF 数量最多，共计 9 只，总规模达 41.58 亿元；汇添富基金和南方基金紧随其后，分别有 8 只养老 FOF 入选，总规模分别达 68.85 亿元和 54.42 亿元。

图 7：按基金管理人分类的个人养老金可投的养老目标基金概况（总规模超十亿）

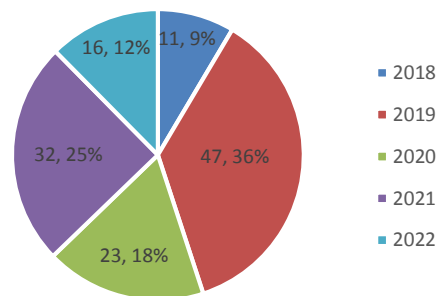


资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

注：时间截至 2022-12-31

从基金的成立年份来看，个人养老金可投的养老 FOF 中成立于 2019 年的产品最多，共计 47 只，占比高达 36.43%，成立于 2021 年的产品数量紧随其后，共计 32 只，占比达 24.81%。成立于 2022 年的产品数量相对较少，可能是因为部分养老 FOF 成立时间相对较短，难以满足规模的限制条件。尽管成立于 2018 年的产品数量也较少，仅有 11 只被纳入个人养老金可投范畴，但 2018 年是养老 FOF 发展的元年，首批成立的 A 份额的养老 FOF 仅有 12 只，因此入选的产品数量还是相当可观的。

图 8：按成立年份分类的个人养老金可投的养老目标基金



资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

从业绩表现来看，被纳入个人养老金投资范畴的 129 只养老 FOF 成立以来年化收益率的中位数为 2.11%，均值为 1.42%，有 78 只录得正的成立以来年化收益率，占比达 60.47%。其中，成立满 3 年的 58 只养老 FOF 的近三年年化收益率中位数和均值分别为 4.71% 和 4.82%。细分权益中枢来看，高风险养老 FOF 的收益表现最佳，近三年年化收益率均值和中位数分别达 6.27% 和 6.64%，这与高风险养老 FOF 具有较高的权益仓位密不可分。

表 9：按权益中枢分类的个人养老金可投的养老目标基金的收益表现

	产品数量	近三年收益率（年化）		成立以来收益率（年化）	
		均值	中位数	均值	中位数
高风险	11	6.27%	6.64%	5.27%	7.83%

敬请参阅报告结尾处免责声明

中风险	53	5.02%	4.80%	2.48%	4.26%
低风险	56	3.76%	3.72%	0.54%	0.62%

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

注：129 只养老 FOF 中有 9 只成立时间较短，尚未披露半年报或年报数据，暂时没有纳入统计。其中成立满三年的共有 58 只，所以近三年年化收益率中位数为有相关收益率数据的养老 FOF 的中位数

具体到标的层面，基于上两节的量化遴选结果，叠加考虑是否被纳入到个人养老金投资范畴，精选标的下表所示。就高风险类别，张静和唐棠管理的嘉实养老 2050 混合(FOF)A (007188.OF) 和嘉实养老 2040 混合(FOF)A (006307.OF) 在同类产品中表现亮眼；就中风险类别而言，国内首批养老 FOF 的基金经理——许利明管理的两只产品均位于前列，据统计，许利明共有 4 只养老 FOF 产品被纳入个人养老金可投范畴；就低风险类别而言，有着丰富养老金产品管理经验的基金经理章鸽武管理的招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A (006861.OF) 表现较为突出。

表 10：根据个人养老金可投资范畴进行的基于量化遴选结果的标的精选

	基金代码	基金简称	基金成立日	基金经理（现任）	基金规模（亿元）
高风险	007188.OF	嘉实养老 2050 混合(FOF)A	2019-04-25	张静,唐棠	2.77
	006307.OF	嘉实养老 2040 混合(FOF)A	2019-03-06	张静,唐棠	2.51
	007059.OF	汇添富养老 2040 五年持有混合(FOF)A	2019-04-29	李彪	8.01
	007241.OF	中欧预见养老 2050 五年持有(FOF)A	2019-05-10	桑磊	3.42
中风险	006620.OF	华夏养老 2045 三年持有混合(FOF)A	2019-04-09	许利明	11.56
	006290.OF	南方养老目标日期 2035(FOF)A	2018-11-06	鲁炳良,黄俊	9.32
	006321.OF	中欧预见养老 2035 三年持有(FOF)A	2018-10-10	桑磊	12.59
	007271.OF	鹏华养老 2045 混合发起式(FOF)A	2019-04-22	孙博斐	2.73
	006289.OF	华夏养老 2040 三年持有混合(FOF)A	2018-09-13	许利明	12.61
	006295.OF	工银养老 2035A	2018-10-31	蒋华安	4.43
	006245.OF	嘉实养老 2030 混合(FOF)A	2019-08-05	张静,唐棠	2.00
	007238.OF	平安养老 2035A	2019-06-19	高莺	7.33
	006872.OF	长信颐天养老三年持有混合(FOF)A	2019-09-26	杨帆	1.46
	007660.OF	招商和悦均衡养老三年持有期混合(FOF)A	2019-12-03	章鸽武	2.66
低风险	006861.OF	招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A	2019-04-26	章鸽武	29.74
	007255.OF	华宝稳健养老(FOF)A	2019-04-25	孙梦祎	2.24
	006876.OF	国投瑞银稳健养老目标一年持有混合(FOF)A	2019-03-25	周宏成	0.92
	007070.OF	博时颐泽稳健养老(FOF)A	2019-03-20	麦静	1.66
	006303.OF	中银安康稳健养老目标一年持有混合(FOF)A	2019-05-08	邢秋羽	1.18
	006880.OF	交银安享稳健养老一年 A	2019-05-30	蔡铮	124.54
	006297.OF	富国鑫旺稳健养老目标一年持有期混合(FOF)A	2018-12-13	张子炎	12.39

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

注：时间截至 2022-12-31

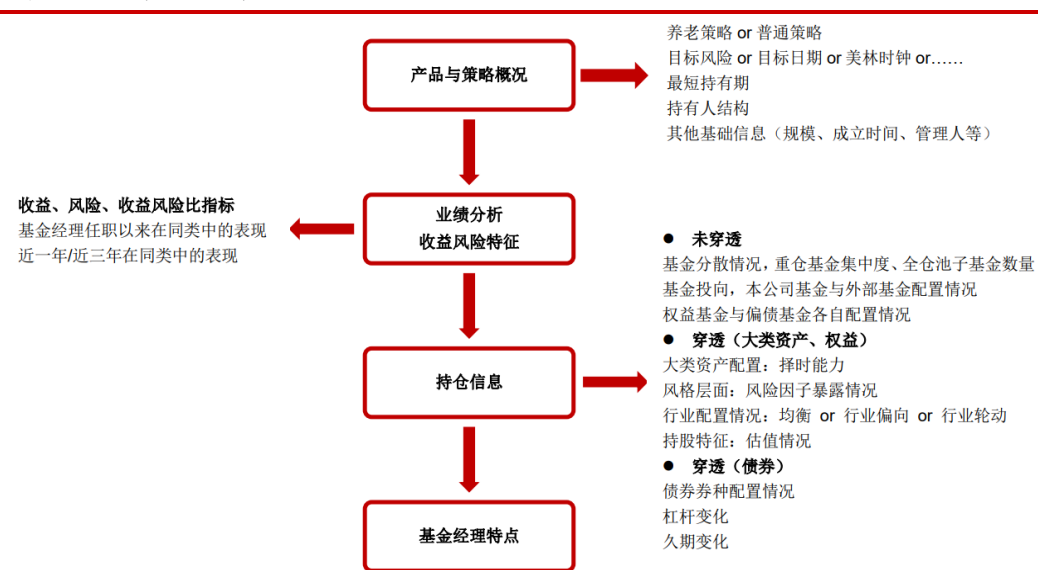
4. 典型 FOF 产品分析

利用上述公募 FOF 的筛选思路，综合表现优异的产品就能脱颖而出，在符合要求的可投养老产品中，我们虽然选出了一些未来业绩可能表现优异的基金，但是量化筛选与真实投资之间，仍然少不了对产品的更细致分析。为此，我们对 FOF 产品的研究思路进行了梳理，将其概括为下图所示的流程图。具体来看，分析主要分为四部分，分别是产品与策略概况、业绩分析（收

益风险特征)、持仓信息和基金经理特点：第一，产品与策略概况，首先需要判断该 FOF 产品是否为养老产品，若是养老 FOF，投资策略就为目标风险或者目标日期，若为普通 FOF，投资策略就包括了美林时钟、风险平价等，在不同市场环境下，不同策略的表现可能会略有差异。其次就是产品的基础信息，对于养老 FOF 而言，最短持有期是非常值得关注的信息，此外，持有人结构、规模变化情况也是值得关注的，规模的剧烈变化可能会影响基金经理的操作；第二，业绩分析，主要是对 FOF 产品的风险收益特征进行研究，通过不同的时间维度来分析该产品在同类产品中的业绩表现，以此来对该产品的表现有清晰的认知；第三，持仓信息，以此来了解该产品的资产配置情况，主要分为未穿透和穿透两部分，以此来评估该产品的择时情况、行业偏好情况等；第四，基金经理特点，了解基金经理的投资理念和市场观点，选择好的 FOF 产品不光要看中产品的表现，还要观察基金经理的投资策略与执行情况。

综合参考前面两节量化遴选的结果和个人养老金可投范畴，本节选择以低风险类别的招商和悦稳健养老一年 A (006861.OF) 为例，来详细介绍一下养老 FOF 具体的分析思路。

图 9：FOF 产品分析思路



资料来源：华宝证券研究创新部

4.1. 产品与策略概况

章鸽武管理的招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A (006861.OF) 成立于 2019 年 4 月 26 日，属于养老 FOF，主要采用了目标风险策略，长期目标波动率设定为 5%，目前最新规模 18.38 亿元。就最短持有期来看，该基金最短持有期为 12 个月，即一旦买入，12 个月不得赎回；就持有人结构来看，持有人包括机构持有者、个人持有者和内部持有者，其中机构持有者占比和内部持有者占比是值得关注的，回顾历史，该基金的机构投资者占比和内部持有者占比均呈现先升后降的态势，于 2020 年达到峰值，目前处于历史低位。该基金以个人投资者为主，说明持有者较多，非机构定制性产品，出现意外情况规模大幅变动的可能性较低，比较稳定；就权益中枢来看，该基金的招募说明书中并未明确提及权益中枢的范围，根据穿透数据，除去建仓调整期，平均权益中枢在 20% 左右，在低风险类别产品中，其权益中枢相对较高。

表 11：产品信息

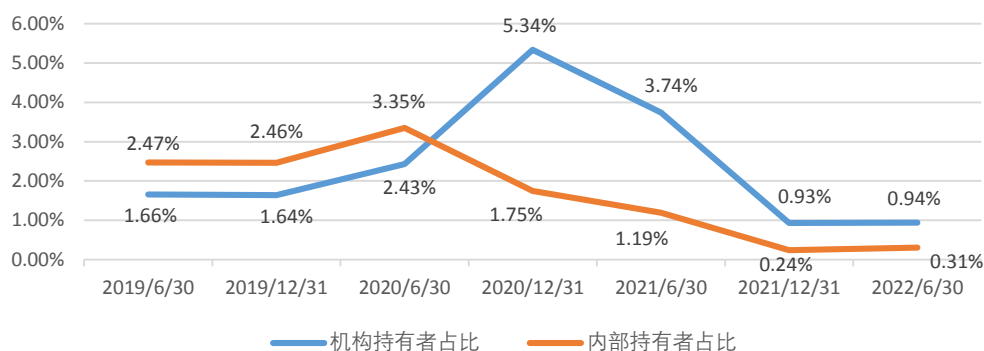
类别	产品信息
基金代码	006861.OF
基金简称	招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A
基金成立日	2019-04-26

基金管理人	招商基金
基金经理（现任）	章鸽武
任职日期	2019-04-26
最新规模（亿元）	18.38
合并规模（亿元）	29.74
最短持有期（月）	12.00
比较基准	沪深 300 指数收益率*15%+中证综合债指数收益率*85%
投资策略	目标风险，长期目标波动率为 5%
机构投资者占比	0.94%
个人投资者占比	99.06%
内部持有者占比	0.31%
投资者户数	27561
平均每户持有份额（份）	69683.82

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

注：除机构投资者占比、个人投资者占比、内部持有占比、投资者户数、平均每户持有份额数据来源于 2022 年中报，其余数据截止时间均为 2022-12-31；投资策略来源于产品的招募说明书

图 10：持有人结构走势图



资料来源：天天基金网，华宝证券研究创新部

4.2. 业绩分析

招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 成立时间比较长，业绩可以提供的信息也比较丰富。在业绩分析部分将主要从两个角度来进行：首先从同类对比来看该基金在同类产品中的表现；其次，考虑到该产品属于低风险类别，保本毫无疑问是持有人的一大诉求，结合 12 个月的最短持有期，将在任意时间持有该基金 12 个月来观察持有人的收益情况，以此来分析该基金的滚动业绩表现。

首先是同类产品的表现对比，因为该基金属于养老 FOF，因此考察时间维度选择较为适中的三年。无论是区间收益率、夏普比率，还是卡玛比率，该基金在同类产品中均位列前茅。尽管最大回撤和年化波动率的表现稍逊一筹，但仍在同类产品中处于中上游水平，而年化波动率也符合投资策略中的要求，控制在 5% 左右。

其次是滚动业绩表现，截至 2022 年 12 月 31 日，任意时点持有该基金一年，所得的收益平均值为 7.86%，其中收益为正的的概率为 94.19%，即该基金任意时间点持有一年，大概率能获得正收益。此外，年化波动率也基本保持在 5% 左右，严格控制风险。

综合来看，作为低风险类别的养老 FOF 产品，该基金确实具备较好的风险控制能力，在此

基础上，收益表现也较为突出。

表 12：业绩表现——同类对比

	近三年区间收益率	近三年年化波动率	近三年最大回撤	近三年夏普比率	近三年卡玛比率
招商和悦稳健养老一年 A	18.95%	4.65%	-5.69%	0.96	1.05
同类分位数	100.00%	36.84%	57.89%	100.00%	84.21%
同类最大值	18.95%	8.35%	-3.00%	0.96	1.08
同类 25 分位	9.87%	4.44%	-8.26%	0.40	0.46
同类 50 分位	11.66%	4.81%	-6.25%	0.47	0.56
同类 75 分位	13.58%	5.56%	-4.99%	0.60	0.90
同类最小值	7.70%	2.65%	-10.71%	0.15	0.26
均值	11.98%	4.94%	-6.69%	0.49	0.64

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

注：同类产品为低风险的养老 FOF

表 13：业绩表现——滚动持有一年

	区间收益率	年化波动率	最大回撤
均值	7.86%	4.59%	-4.22%
最小值	-2.85%	3.53%	-5.69%
25 分位数	3.57%	3.95%	-5.69%
50 分位数	8.80%	4.70%	-4.36%
75 分位数	11.91%	5.08%	-3.02%
最大值	17.21%	5.63%	-2.38%
大于 0 占比	94.19%		

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

注：时间截至 2022-12-31

4.3. 持仓分析

(1) 未穿透数据分析

根据 2022 年四季报，招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 前十大重仓基金占比 68.52%，自成立以来，前十大重仓基金平均占比超过 60.00%。就基金管理人来看，重仓基金均来自于自家公司（招商基金）；就基金分类来看，作为低风险类别的养老 FOF 产品，招商和悦稳健养老一年 A 前十大重仓基金大多是中长期纯债型基金，以此来满足其风险偏好。

表 14：前十大重仓基金

基金代码	基金简称	华宝二级分类	基金管理人	占基金资产净值比例
161716.OF	招商双债增强债券 C	中长期纯债型基金	招商基金	11.29%
217011.OF	招商安心收益债券 C	中长期纯债型基金	招商基金	9.71%
217203.OF	招商安泰债券 B	中长期纯债型基金	招商基金	9.45%
006630.OF	招商鑫悦中短债 C	短期纯债型基金	招商基金	8.52%
003266.OF	招商招坤纯债 C	中长期纯债型基金	招商基金	7.67%
003860.OF	招商招旭纯债 C	中长期纯债型基金	招商基金	6.01%
001868.OF	招商产业债券 C	中长期纯债型基金	招商基金	5.64%
161713.OF	招商信用添利债券(LOF)A	可投股票型债券基金	招商基金	5.56%
006333.OF	招商金鸿债券 C	中长期纯债型基金	招商基金	2.57%

006384.OF

招商添盈纯债 C

中长期纯债型基金

招商基金

2.10%

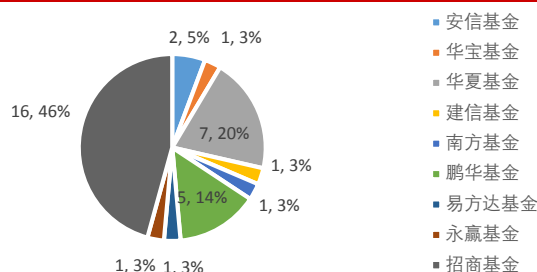
资料来源：同花顺，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

注：重仓基金数据来源于 2022 年四季报

根据 2022 年中报数据，招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 全部持仓基金 35 只基金，自成立以来，全部持基平均数量超 20 只，但相对来说还是较为集中的。就基金管理人来看，除了招商基金，全部持仓基金还有相当一部分来自于华夏基金和鹏华基金；就基金分类来看，该基金以中长期纯债型基金和低权益仓位混合型基金为主，少量配置了短期纯债型基金，和风险目标要求还是较为吻合。

通过基金的选基范围可以判断出该基金是属于在公司内部选基还是在全市场选基，这是需要重点关注的。在公司内部选基可以通过内部交流，来密切、及时跟踪持有标的，但存在着可选范围受限、错失优秀基金的情况；在全市场选基可以避免错失优秀基金，但存在跟踪不及时、难以及时捕获基金投资变化的问题。综合来看，招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 保持着一定比例的公司内部选基，整体属于在全市场范围内进行选基。

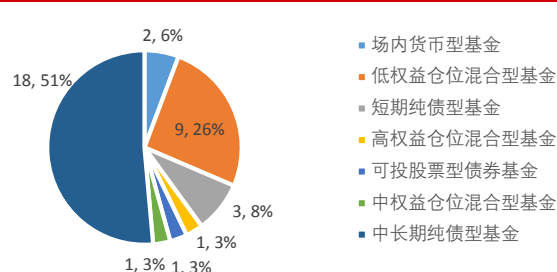
图 11：全部持仓基金（按基金管理人分类）



资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

注：全部持仓基金数据来源于 2022 年中报

图 12：全部持仓基金（按基金类型分类）



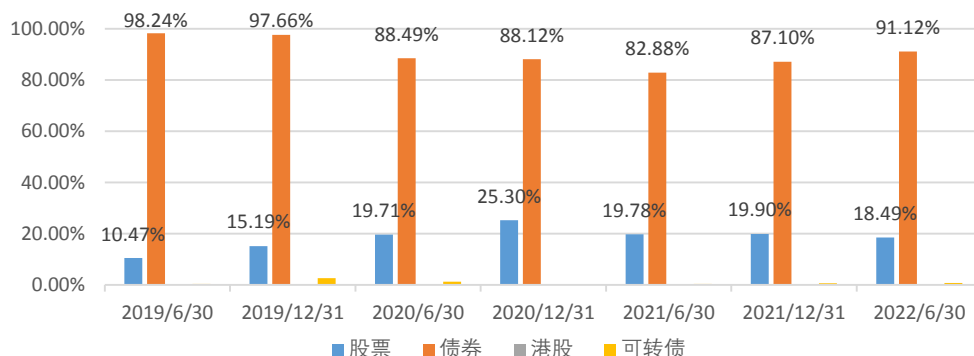
资料来源：同花顺，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

注：全部持仓基金数据来源于 2022 年中报

（2）穿透数据分析——大类资产配置

根据华宝证券投研平台的穿透数据，招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 自成立以来，权益仓位呈现先上升后下降的态势，于 2020 年年底达到顶峰 25.30%。2021 年开始，该基金不断降低权益仓位，考虑到当时权益市场处于震荡下行状态，这可能是出于控制风险目的的操作。综合来看，该基金经理通过权益仓位对风险的控制是比较成功的。

图 13：大类资产配置情况



资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

（3）穿透数据分析——权益配置

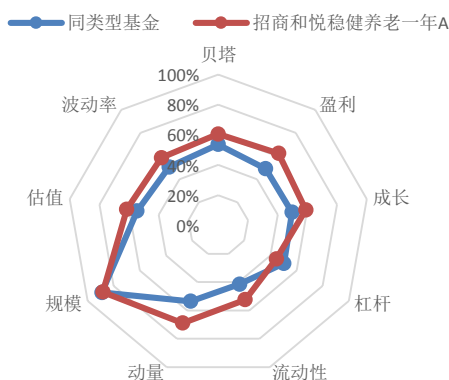
就持股风格来看，招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 除了在规模因子和杠杆因子上的暴露略小于同类基金（低风险 FOF），在贝塔、盈利、成长、动量等因子上的暴露明显大于同类。

就持股特征来看，除了减仓调整期的 PE 相对较低，其余时期 PE 均高于 20，2020 上半年 PE 高达 44.34，说明此时组合明显偏向于成长。2020 上半年后，PE 整体呈现下降趋势，根据 2022 年中报，目前 PE 为 24.84。整体来看，该基金前期偏向于成长，但有逐渐向价值风格偏移的趋势。

就行业配置情况来看，整体配置行业较为分散，根据 2022 年中报数据，该基金前五大重仓行业分别为电子（13.21%）、国防军工（12.13%）、食品饮料（11.04%）、电力设备及新能源（7.04%）和医药（6.57%）。自成立以来，该基金重仓行业有所变化，会在一定程度上进行行业轮动，例如 2020 上半年在医药和轻工制造配置较多，如今已经大幅减少该板块的配置。

总体来说，招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 有向价值偏移的趋势，行业配置较为分散，且会根据市场的变化，进行行业轮动。

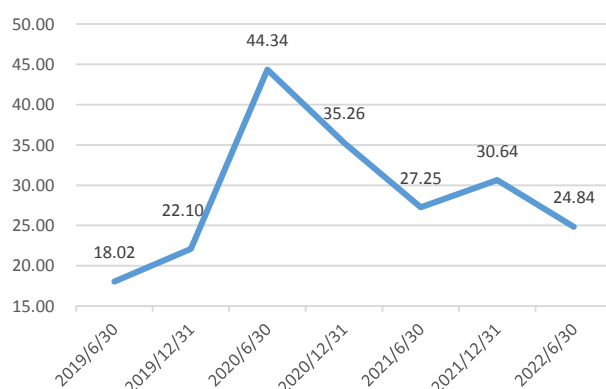
图 14：持股风格



资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

注：上述数据来自于 2022 年半年度持仓穿透；注：同类型基金为低风险 FOF

图 15：持股特征（PE）



资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

注：上述数据来自于半年度持仓穿透，即基于半年度披露的全部持股和全部基金持有的半年度全部持仓数据进行穿透

图 16：行业配置情况

	20220630	20211231	20210630	20201231	20200630	20191231	20190630
石油石化	0.70%	0.24%	0.36%	0.19%	0.14%	0.02%	0.00%
煤炭	0.30%	0.62%	0.26%	0.12%	0.43%	0.03%	0.00%
有色金属	2.35%	2.33%	2.34%	0.52%	0.03%	8.47%	0.00%
电力及公用事业	0.79%	0.77%	1.36%	0.92%	0.49%	0.10%	0.00%
钢铁	0.83%	0.88%	1.17%	0.08%	0.00%	0.02%	0.00%
基础化工	5.76%	2.99%	4.94%	6.98%	4.72%	9.78%	0.00%
建筑	2.80%	0.41%	0.62%	0.20%	0.10%	0.06%	0.00%
建材	1.09%	2.80%	0.70%	1.63%	1.77%	0.02%	0.00%
轻工制造	2.77%	1.87%	4.60%	6.38%	17.26%	14.09%	0.00%
机械	4.17%	8.28%	7.08%	6.73%	7.71%	10.76%	0.00%
电力设备及新能源	7.04%	7.00%	4.55%	7.50%	2.12%	0.05%	0.00%
国防军工	12.13%	13.35%	10.08%	9.79%	2.87%	9.82%	0.00%
汽车	6.29%	4.15%	3.50%	3.03%	3.04%	0.12%	0.00%
商贸零售	0.38%	0.41%	0.30%	0.23%	1.03%	0.03%	0.00%
消费者服务	1.45%	1.25%	0.96%	0.72%	1.28%	0.04%	0.00%
家电	0.38%	1.81%	0.95%	1.92%	1.07%	0.08%	0.00%
纺织服装	1.93%	1.91%	0.70%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%
医药	6.57%	6.48%	15.95%	15.05%	22.14%	21.00%	0.00%
食品饮料	11.04%	9.78%	8.15%	14.07%	10.09%	2.23%	0.00%
农林牧渔	0.69%	0.23%	0.62%	2.08%	3.03%	0.05%	0.00%
银行	2.70%	2.21%	9.23%	5.00%	0.21%	5.82%	0.00%
非银行金融	3.64%	4.12%	1.98%	4.39%	0.76%	5.68%	0.00%
房地产	0.79%	1.21%	1.45%	1.23%	0.96%	2.28%	0.00%
交通运输	4.73%	4.92%	2.38%	1.30%	0.45%	0.06%	0.00%
电子	13.21%	11.06%	11.01%	7.27%	4.10%	5.57%	0.00%
通信	3.06%	3.36%	0.14%	0.38%	1.70%	1.45%	0.00%
计算机	2.43%	5.27%	4.06%	2.09%	9.95%	0.26%	0.00%
传媒	0.42%	0.10%	0.11%	0.21%	2.75%	0.03%	0.00%
综合	0.05%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
综合金融	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

注：上述数据来自于半年度持仓穿透

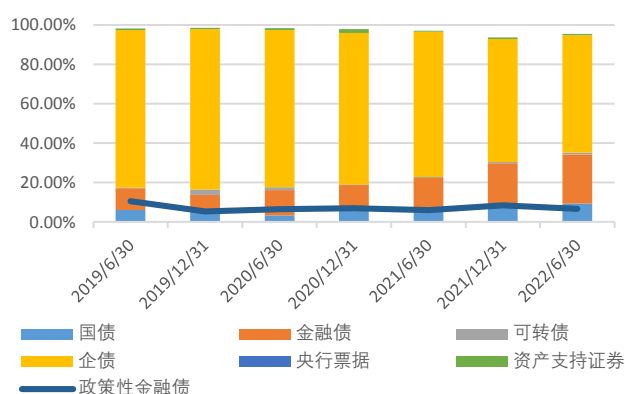
(4) 穿透数据分析——债券配置

就券种配置情况来看，自成立以来，招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 一直配置了较多的企业债，截至 2022 年中报，企业债和金融债配置比例分别达 59.64%和 24.94%。但总体来看，该基金逐年对企业债进行减配，增配了金融债，在一定程度上降低了对信用风险的暴露程度。

就久期情况来看，整体调整的幅度较大，在成立初期，该基金保持了较高的久期水平，自 2020 年中开始就逐渐调低久期水平，根据 2022 年中报数据，目前久期为 1.85。具体而言，结合十年期国债到期收益率的走势，十年期国债到期收益率在 2020 年整体呈现上行的态势，在此背景下，该基金同步进行了久期的缩短；2022 年以来，十年期国债到期收益率整体震荡下行，该基金进而选择在一定程度上拉长久期。在一定程度上，该基金具有较好的久期调整能力，对市场变化较敏感。

就杠杆水平来看，经过建仓调整期后，该基金的杠杆水平较为稳定，目前维持在 1.13。

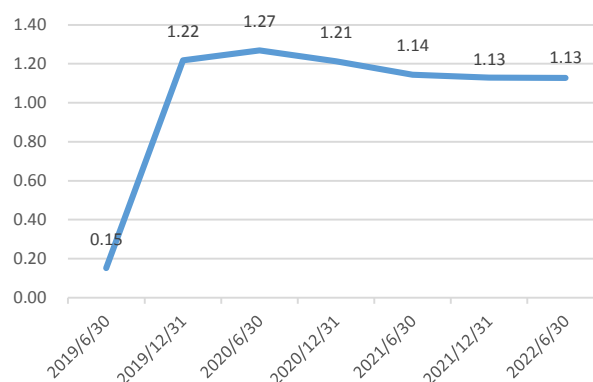
图 17：券种配置情况



资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

注：上述数据来自于债券持仓穿透（全仓），即基于半年度披露的债券持仓和全部持仓基金的特债数据进行穿透

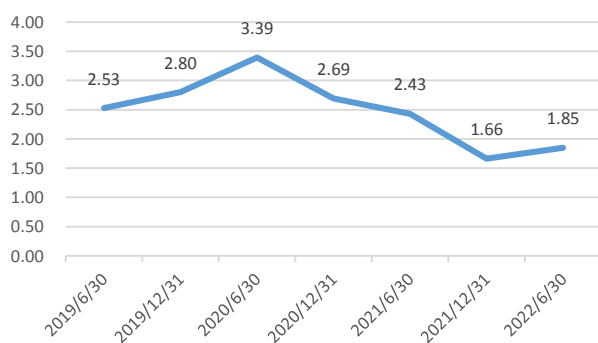
图 18：杠杆水平



资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

注：上述数据来自于债券持仓穿透（全仓）

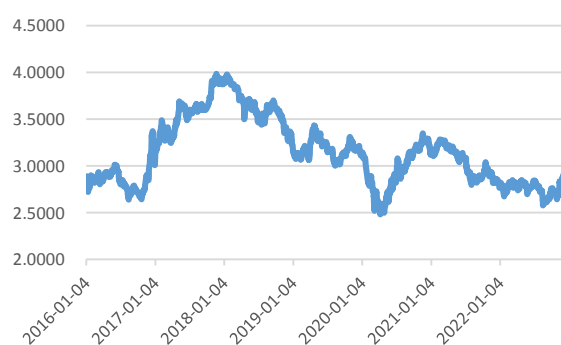
图 19：久期情况



资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

注：上述数据来自于债券持仓穿透（全仓）

图 20：十年期国债收益率走势



资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

4.4. 基金经理特点

章鸽武，武汉大学管理学硕士，有近四年的公募投资经验，2006 年加入招商基金，先后担任社保基金专员、助理投资经理、投资经理，现任职于养老目标基金投资部。2019 年 4 月起任招商和悦稳健养老一年 A 的基金经理。目前在管产品共计 9 只，规模合计 35.53 亿元，其中有 7 只养老 FOF。

表 15：章鸽武管理的基金产品

基金代码	基金简称	任职 起始日期	最新规模 (亿元)	任职期间 年化收益率
012037.OF	招商和惠养老目标日期 2040 三年持有期混合(FOF)A	2022-01-05	2.53	-1.70%
006861.OF	招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A	2019-04-26	18.38	6.85%
011214.OF	招商惠润一年定开混合发起式(MOM)A	2021-08-06	0.48	-4.41%
011215.OF	招商惠润一年定开混合发起式(MOM)C	2021-08-06	0.06	-4.97%
006862.OF	招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)C	2019-04-26	10.34	6.32%
017272.OF	招商和惠养老目标日期 2040 三年持有期混合(FOF)Y	2022-11-11	0.04	2.70%
017270.OF	招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)Y	2022-11-11	1.02	-0.40%
017395.OF	招商和悦均衡养老三年持有期混合(FOF)Y	2022-11-18	0.15	6.93%
007660.OF	招商和悦均衡养老三年持有期混合(FOF)A	2019-12-03	2.52	6.96%

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

注：时间截至 2023-02-09

就业绩表现来看，出于综合分析基金经理业绩的考虑，将对该基金经理从业以来管理的全部类型基金按规模加权拟合生成的基金指数形成的综合基金经理指数进行分析，该指数呈现震荡上升的趋势。具体而言，其获取收益的能力在基金经理中位于中上游；夏普比率、卡玛比率等收益风险指标和波动率、最大回撤等风险指标表现优异，均位于前列，说明该基金经理具有较好的风险控制能力。综合来看，章鸽武具有良好的风险控制能力，能严格控制在管产品的波动，稳中求进。

图 21：综合基金经理指数净值



资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

表 16：综合基金经理指数的业绩表现

	指标值	排名
区间收益率	17.34%	802 / 1723
夏普比率	0.83	466 / 1723
年化波动率	4.75%	495 / 1723
最大回撤	-6.10%	481 / 1723
卡玛比率	0.89	448 / 1723
年化收益率	5.46%	802 / 1723

资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新

注：时间区间为近三年，截至 2023-02-09

就投资理念来看，章鸽武是管理社保、企业年金及养老金产品出身的，因此具有较强的绝对收益能力，转到 FOF 组合的管理上，也一直致力于在降低产品波动的同时，保持收益的弹性。对于养老目标的基金产品，她一直坚持稳健和均衡的投资风格，在严格控制波动的前提下，追求绝对收益，在市场行情不理想时，也愿意牺牲部分收益来换取回撤，这在一定程度上也是其业绩表现较为优秀的原因。她主要通过自上而下构建组合，通过定量和定性相结合的方式在全市场筛选符合养老目标的基金进行配置。具体来看，在固收基金方面，出于对自家公司的基金产品了解更深入和避免信用风险的考虑，她更愿意选择自己公司发行管理的基金产品；在权益基金方面，主要配置行业主题基金，以此来控制组合的风格。此外，她筛选基金还具有两个原则：首先是不追求牛基，更关注具有持续超额能力的基金经理；其次，相比老将，她更关注较为年轻的基金经理，年轻基金经理的活力和对市场变化的敏锐性是吸引她的主要原因。

以上即为我们对于养老 FOF 从量化遴选到标的具体分析的一系列步骤，在前文构建的简单易行的公募 FOF 产品分类方法的基础上，首先通过不同的时间维度，利用多指标打分的方式，对全部公募 FOF 产品和养老 FOF 产品分别进行量化遴选，根据遴选胜率验证方法的可行性，并结合是否被纳入个人养老金投资范畴来精选标的，以期给投资者提供一定的参考。最后，由于实际投资还离不开对产品的细致分析，基于精选标的的结果，我们通过一个具体案例来对 FOF 产品进行了详细的分析。

感谢宋逸菲对本报告的辅助支持

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 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独立判断。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，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。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。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 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。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。