

公募 FOF 产品的运作解析与借鉴

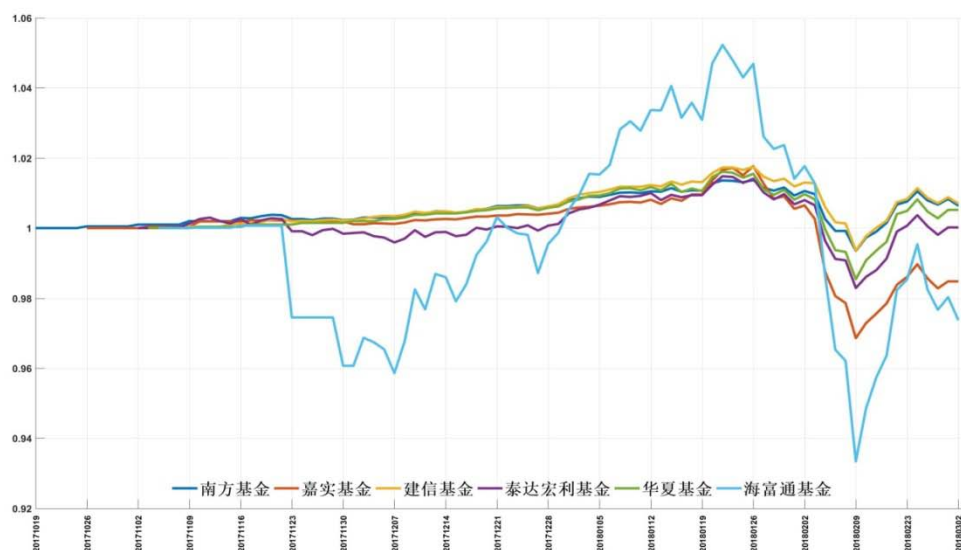
为了更有针对性地制定《公募管理管理人评估及尽调指引》，我们对已经发行的首批 6 只公募 FOF 运作流程及合同资料等信息进行了收集整理，以期对 FOF 管理的投资决策提供参考。

首批公募 FOF 已运行 4 个月左右，处于积累安全垫及建仓的中后期，因此净值曲线均较为平缓。

图：FOF 产品成立情况

| 基金管理人 | 基金名称 | 基金代码 | 基金发行日 | 基金成立日 | 发行总份额(亿份) |
|--------|-------------|-----------|------------|------------|-----------|
| 南方基金 | 全天候策略混合型 | 005215.OF | 2017-09-26 | 2017-10-19 | 33.03 |
| 嘉实基金 | 领航资产配置混合型 | 005156.OF | 2017-09-26 | 2017-10-26 | 28.64 |
| 建信基金 | 福泽安泰混合型 | 005217.OF | 2017-09-26 | 2017-11-02 | 27.92 |
| 泰达宏利基金 | 全能优选混合型 | 005221.OF | 2017-10-09 | 2017-11-02 | 8.27 |
| 华夏基金 | 聚惠稳健目标风险混合型 | 005218.OF | 2017-09-26 | 2017-11-03 | 46.91 |
| 海富通基金 | 聚优精选混合型 | 005220.OF | 2017-09-26 | 2017-11-06 | 21.59 |

图：FOF 产品净值表现



我们首先从基金合同出发，就几只产品的主要差异从资产配置和基金筛选两个方面进行介绍。

资产配置方面，几只产品更为本质的区别在于资产配置的限上，在基金合同的投资范围条款，明确给出了各只基金在各类资产上的权重调整范围。产品类型上虽然都是登记为混合型基金，海富通聚优精选在投资权益类基金（包括股票型和混合型基金）的权重设置上达 70%以上，其他五只 FOF 产品的权益类投资范围则均在 40%以下。与海富通在权益类上的高暴露截然不同的是华夏聚惠和建信福泽安泰，作为两家公司布局目标风险型系列产品线的第一只，两只产品都选择了中低风险目标，以 20%的权益 + 80%

固收的配置为基准，在此基础上正负 10%的范围内浮动。相较而言，南方全天候、嘉实领航、泰达宏利全能优选在权益类资产上配置权重略微灵活，留有调整空间，并且三只产品都在基金合同中声明采用风险平价模型来进行基础权重的确定。

在资产类型的选择上，除了股、债之外，FOF 产品相对于其他混合型基金的优势在于可选资产范围更为灵活，嘉实领航和泰达宏利全能优选在业绩的比较基准中都加入了商品指数，试图通过配置商品类型的基金来分散风险平滑收益率曲线。不过局限在于目前可选的商品类型基金非常有限。

基金筛选方面，这一环节是体现 FOF 产品差异化的重要环节。一般而言，FOF 产品可以根据配置的基金池分为以下类型：从投资标的的选取范围来看，可以分为内部 FOF 和外部 FOF；从投资标的的类别上来看，可以分为主动型 FOF 和被动型 FOF。基金筛选上有以优选内部基金为主的，也有进行全市场优选的，主要跟基金公司本身产品线布局及产品业绩等相关。

表：基金合同条款摘要

| 管理人 | 华夏基金 | 南方基金 | 海富通基金 | 嘉实基金 | 建信基金 | 泰达宏利基金 |
|--------|---|---|---------------------------------|---|---|---|
| 基金代码 | 005218.OF005219.OF | 005215.OF005216.OF | 005220.OF | 005156.OF 005157.OF | 005217.OF | 005221.OF 005222.OF |
| 基金经理 | 郑铮 | 柯晓、夏莹莹 | 孙陶然 | 王欣、张静 | 梁珉、王锐 | 张晓龙 |
| 业绩比较基准 | 上证国债指数收益率*80%+沪深 300 指数收益率*20% | 上证国债指数收益率*85%+沪深 300 指数收益率*15% | 沪深 300 指数收益率*70%+上证国债指数收益率*30% | 中债综合财富指数收益率*70%+中证 800 指数收益率*20%+Wind 商品综合指数收益率*10% | 中债综合财富指数收益率*80%+中证 800 指数收益率*20% | 中证综合债指数收益率*70%+沪深 300 指数收益率*20%+中证商品期货成份指数收益率*10% |
| 资产配置限制 | 投资于股票、股票型基金、混合型基金的比例占基金资产的 0%-30%； | 股票基金投资占基金资产的比例为 0-30% | 投资于股票型、混合型基金份额的比例占基金资产的 70%-95% | 投资于股票型基金的比例不高于基金资产净值的 30% | 权益类资产的战略配置比例为 20%，固收类资产配置比例为 80% | 投资于股票型、混合型、商品型基金和股票的比例占基金资产 0-40% |
| 资产配置方法 | 20%投资于权益类资产，80%投资于固收资产，在上下 10%空间调整；基于组合风险目标确定资产风险预算 | 基于各个资产的风险因子的风险平价模型，结合过去一年各类资产的历史波动率每季度定期调整，并且根据市场变化进行动态微调 | | 按照各类资产历史一年或半年风险收益特征，采取风险平价模型，主观判断进行权重微调 | 调整幅度不超过战略配置比例的正负 10%，极端情况下权重可以为 0 | 基于过去三年资产历史表现，采取风险平价策略 |
| 基金筛选方法 | 基金分类、同类下比较筛选，结合基金在行业风格和暴露配置 | 本基金将主要投资于本基金管理人旗下的基金；股票基金以指数为主；混合型基金优选保本、绝对收益对冲及避险策略 | 历届获得金牛奖单只基金奖项的基金中筛选 | 量化指标初筛，定量（表现分析、归因分析、风险分析等）结合定性（公司、产品、团队等）精选 | 从基金分类、长期业绩、归因分析、基金经理和基金管理人五大维度对全市场基金进行综合评判和打分 | 基于量化度量指标，结合基金经理主观判断 |

下面具体介绍 6 家公募 FOF 产品的运作流程：

海富通基金

1. 核心团队

海富通 FOF 部门在 2016 年成立，为了响应监管要求，着力发展公募 FOF 业务，公司专门从内部其他团队及外部专业机构引入核心成员，部门目前共 5 位正式成员，包括

两位基金经理及三位研究员。部门领导胡光涛有十几年管理社保基金经验，在资产配置和风控管理方面具备优势；首只 FOF 产品海富通聚优精选的基金经理孙陶然，有海外从业背景，2012 年加入海富通后曾任 QFII 投资顾问负责人。基金经理姜萍，曾担任多家银行基金宝业务投顾，具有丰富的本土基金组合管理及基金研究经验。其他同事则是具备量化及风控背景，主要为 FOF 产品设计和策略制定提供研究支持。

2. 核心系统

海富通 FOF 团队依据自身的投资框架和理念自主开发了基金评价系统，基金评价系统重点在于找出投资风格稳健且长期业绩表现优异的基金经理，看重投资过程，并且会结合基金业绩的跟踪来进行事后的验证，以不断完善和稳健基金评价体系。

3. 资产配置逻辑

相比于其他几只产品，海富通聚优精选作为一只典型的优选基金类产品重点并不在于大类资产配置上。不过整个团队在做第一只产品的定位时，选择偏向于权益类资产配置的定位就是基于其对于几类主要资产走势的判断，据团队成员介绍在去年年底设计产品时，公司对于国内外权益市场预判谨慎乐观，认为随着美国、欧盟经济的复苏，国内基本面受到内部供给侧改革及外部需求改善的影响将逐步回暖，此时配置较高比重权益类资产更能让投资者享受到基本面改善带来的福利。在之后产品的管理过程中，团队也将主要从基本面的角度出发对市场的风格和大类资产走势做出预判，以此来调整基金配比及资产的仓位。特别是借鉴在精选主动管理能力强的基金经理之上的组合配置，将兼顾收益与风险的平衡，在平衡市中，靠挖掘个股的阿尔法收益获取组合的超额收益。

4. 基金筛选标准

基金筛选上，海富通 FOF 团队选基逻辑非常清晰，主要从主动权益类基金中进行筛选，聚焦于金牛奖获得单只基金奖的基金产品，构建了一个 50~60 左右的初选池，从中筛选出 20~30 只符合当前配置需求的基金组成核心池，最后 FOF 产品将会从核心池中选择 10~20 只进行配置以达到分散风险的目的。权益类基金中金牛基金占比 80%以上，也会留有小部分仓位搭配行业指数等被动型权益类基金以增加仓位管理的灵活性。选择金牛奖获奖基金主要是因为金牛奖评选标准契合团队对于配置基金的要求，比较看重基金的中长期回报及基金本身选股和行业配置的能力。

南方基金

1. 核心团队

南方基金在 2016 年下半年成立了宏观研究与资产配置部，开始独立从事 FOF 投资和研究工作，目前团队包括部门负责人在内共有 7 人，其中基金经理 3 人。部门负责人鱼晋华女士和其中两位基金经理均在南方基金工作多年，其他团队成员由外部引入，来自于

晨星中国、招商银行、知名券商宏观研究团队等，均有 8 年以上从事基金研究和资产配置策略开发的经验。第一只产品的基金经理是柯晓先生和夏莹莹女士。柯晓先生在 2006 年加入南方基金担任首席产品设计师，先后管理多只 ETF 产品；夏莹莹女士于 2017 年 3 月加入南方基金，曾先后就职于晨星资讯投资管理部、招商银行私人银行部、腾讯支付平台金融合作和政策部，历任投资顾问、高级分析师和金融产品高级经理。南方 FOF 团队不仅在成员配置上力求成熟、专业，还与晨星（中国）签订战略合作协议，从外部获取强大的第三方投研支持。

2. 核心系统

在进行基金管理、组合业绩追踪、风险监控时南方 FOF 团队上架了自己开发的系统。核心系统搭建时主要实现三个层面的功能：宏观维度的资产研究、资产属性分析、相关大事件的追踪；基金投资组合的构建和管理；子基金产品的评价和分析。目前系统也在不断完善的过程中，力图高效、准确的辅佐 FOF 基金经理的投资。

3. 资产配置逻辑

从前面基金合同中也可以明确看到，资产配置方面南方全天候使用的是风险平价模型。据团队成员介绍，在模型选择时，他们选取了代表性的标的资产主要包括债券、国内权益类资产、港股、黄金等进行了缜密的回测，经过了讨论和考量最终在合同中设定了权益类资产 0~30% 的投资范围。模型使用时将不仅仅局限于资产大类别范围之内，基金经理会穿透到所投基金的底层资产，将个基拆开来看，力求更为精确的控制组合的收益风险。除了定期分析资产收益和波动特性、更新模型结果，团队也会不定期根据市场情况进行微调。当然在产品成立初期，将会以稳定净值为主，策略更为保守。

4. 基金筛选标准

与晨星的合作，可以帮助南方 FOF 团队快速建立成熟的基金评价体系，在筛选基金上具备一定优势。同时，得益于公司平台本身产品线较为丰富，第一只公募 FOF 产品将以配置内部产品为主，某些标的上覆盖不全时会考虑配置外部基金。

基金筛选方法上采取定量和定性相结合。定量和定性分析都包括三个维度：基金公司、基金经理和基金产品。结合这两类指标将基金池分为三层，一级池和二级池的确定主要是利用定量指标，例如筛选出符合合同及监管中对于基金的基本要求及业绩较为突出的产品。从一级池和二级池中筛选出部分基金进行调研，然后通过基金经理审核、团队内部讨论、公司内部综合评审之后才能选入核心池。

组合配置上关于组合中基金数量需要根据模型测算以及产品规模、子基金规模等多重因素来确定，但组合中的基金都来自于核心基金池，本只产品（南方全天候）预计期初配置 30 只左右子基金之后会根据情况灵活调整，配置的权益类型会根据市场情况和投资性价比、流动性、子基金投资组合风格等多重因素考虑指数型和主动管理型产品。

嘉实基金

1. 核心团队

嘉实基金的团队与上面两家不同在于目前团队成员均是从公司内部抽调。在公司正式成立独立 FOF 管理部门之前，多个部门及团队的成员就在一起合作管理过 FOF/MOM 的专户产品，管理规模过百亿元并取得了较好的业绩，为公募 FOF 产品积累了经验。目前嘉实 FOF 投资管理部共四位成员。嘉实领航的基金经理为王欣先生和张静女士，王欣先生于 2010 年加入嘉实基金具备量化和权益类资产研究背景；张静女士曾任 Pine River Capital Management 策略师，2014 年加入嘉实基金，从事资产配置策略和量化交易策略研究工作。

2. 核心系统

在 FOF 运作管理上，资产配置和基金分析都有单独搭建系统，并特别着力在风险控制上面，公司 FOF 的团队在近近年来管理过程中遭遇到大的风险事件时都能够提前预警规避。

3. 资产配置逻辑

大类资产配置策略是嘉实领航的重点之一，配置逻辑采取的是定量模型加上基于基本面的调整。模型选择上使用风险平价模型，使用过去一年或半年的历史数据来刻画波动率、相关性、风险收益特征等指标，得到初始权重；实践中团队会定期和不定期的进行讨论，结合对未来各类资产波动率的预期，微调各类资产在投资组合中的配置比例。

4. 基金筛选标准

强调产品的考核目标是业绩，因此选择基金时会着重考察基金业绩情况，在全市场进行优选。标的资产将以配置主动型产品为主，大多是混合型和灵活配置型。基金考察的维度为基金公司、基金产品、产品投资流程、投资团队、风险控制等。

华夏基金

1. 核心团队

华夏基金对于公募 FOF 业务非常重视，专门抽调公司各部门的业务骨干组成资产配置部，并且由历任研究总监、现任投委会委员孙彬先生担任部门负责人，孙彬先生于 2007 年加入华夏基金具备 10 年以上的投研经验。华夏聚惠稳健目标 A/C 的基金经理郑铮先生于 2014 年加入华夏基金，先后在证券公司、通联万达科技、长盛基金等任职，具有丰富资产配置和宏观研究经验。除了两位投资经理之外，其余六位成员主要负责研究支持工作，组内分工明确，定性和定量方面都分别由三位成员负责。定性方面研究主要包括基金调研、宏观基本面分析，量化方面负责定量选基及模型研究。

除了在团队构建上颇费苦心，华夏基金亦在去年宣布与罗素投资进行战略合作，罗素投资是全球最大的 FOF/MOM 投资管理公司，有 45 年 FOF/MOM 投资经验，此次合作罗

素投资将其完善的 FOF 投资管理理念尤其是在基金研究和风险因子分析方面的方法论与华夏基金共享，帮助华夏资产配置部门快速构建投资框架、实现落地模型和算法。

2. 核心系统

系统配置上公司也进行了大量的投入，购入了 FactSet 研究系统、Barra 风险模型，并且在罗素投资的帮助下，搭建了基金分析研究系统，对基金进行因子层面的收益和风险分解，以便得到基金的预期收益风险的稳健估计。

3. 资产配置逻辑

华夏基金在 FOF 投资上实行自上而下的配置逻辑，在产品设计之初，对于资金需求做充分研究，根据需求来进行产品风险收益特征的定位。开始构建组合时，首先是资产配置方法的选择，华夏 FOF 团队借助公司长期投资经验的积累和传承，资产配置框架采用公司内部 MVP 资产配置模型，三个字母分别代表了宏观、估值及政策，MVP 模型可以看做是基于美林投资时钟的一个个性化和本土化的改良，通过宏观基本面把握大类资产的波动收益特征，做出预期，但是针对国内市场，需要充分考虑到政策的干扰，因此纳入政策因素作为补充。在实践层面上，还要增加对于当下优势资产子类及风格的判断，华夏 FOF 团队认为在某些情况下，对于风格的掌控比选择配股还是配债更为重要。面对市场上众多标的资产，华夏 FOF 团队从减法的角度来操作，率先排除掉一些不看好的资产，然后在剩余备选资产内进行均衡配置。基准的配置权重也会考虑到使用定量模型例如风险平价模型和均值方差模型，但是更多的是在风格层面的应用。

华夏聚惠稳健目标 A/C 在产品定位上属于中低风险属性，资产配置的时候设定了权益类资产和固定收益类资产的权重，在大类资产上的浮动空间有限，重心在于标的资产内部风险因子层面上权重的倾斜。

4. 基金筛选标准

组合构建的第二步是底层基金的筛选。华夏 FOF 团队在全市场进行基金选择，以投资者利益为优先。鉴于首只产品特征，对于公募基金中的权益类和固定收益率产品做重点分析和研究。

首先是在基金分类上，分类方法并不是沿用目前市场上传统方式，而是根据基金的投资理念、投资方法、交易特征等划分，并且会采取内部基金经理推荐的方式，内部基金经理对于自身投资逻辑非常清晰也有明确的业内竞争对手，这种方式使得 FOF 部门在整个公司起到了打通投研的贡献，可以通过独立分析比较同类基金中内部产品和外部产品的差距，以对内部基金经理形成积极反馈。

其次，基金评价体系搭建上，借助罗素投资的方法论，从定量和定性两个维度进行基金池的构建。目前基础池纳入 300 多只基金，其中超过 90 只基金都经过 2 小时以上的面对面调研，并撰写专业的调研报告。核心池的基金数目在 50 只左右，都是从基金池中筛选有调研报告并由团队及公司层面审核通过才能准入。

建信基金

1. 核心团队

建信基金在 FOF 业务上具备前瞻性，公司早在 2015 年就组建了 FOF 投资团队，并积累了一年多专户 FOF 管理经验。目前团队成员有七位，包括三名投资经理和四名研究员，团队以量化投资管理团队为核心班底，覆盖量化对冲团队、商品期货团队、期权团队、基金研究团队。建信福泽安泰一早申报时就表明将采取双基金经理制，由建信基金资产配置及量化投资部总经理梁珉先生及具备海外 FOF 投资运作管理经验的王锐先生共同执掌运作。梁铭先生 2007 年加入建信基金，在产品设计、量化投资方面拥有丰富经验；王锐先生 2015 年加入建信基金，之前曾在美国 CLS Investment 担任了 5 年的高级分析师和投资经理，并管理总市值数亿美元的公募 FOF 基金，取得较为优秀的投资管理业绩。

2. 核心系统

建信 FOF 团队借助在量化研究上的背景，采用独自开发的量化基金分析体系，对基金与基金经理进行风格分析与业绩归因，试图全面刻画基金与基金经理的能力圈及投资行为，更准确地把握投资经理在不同市场下的收益预期。外部投研系统上，采购了 FactSet 研究系统和 Barra 风险模型。

3. 资产配置逻辑

建信福泽安泰是建信基金布局养老概念系列的第一只产品，资产大类上此只产品对于权益类资产和固定收益类资产的权重都有较为严格的限制。为了实现风险目标，建信基金利用自主研发的优化配置模型，从基本面、资产估值、市场情绪及技术指标四个维度进行考量，对资产预期波动做出判断。模型设计时，将会综合四个维度发出调仓信号，基金经理根据信号强弱确定调仓幅度，进行定期和不定期的调整。微观层面上，建信 FOF 团队通过穿透底层资产，实现资产内部的风格调整。

4. 基金筛选标准

基金筛选是 FOF 产品获取超额收益的重要来源之一，在权益类资产上，建信福泽安泰进行全市场精选，看重基金获取 alpha 的能力。固定收益类产品考虑到双重收费问题，会进行费后外部基金与内部基金的比较，因此目前由于公司在债券型基金上的优势，主要考虑配置内部产品。

基金筛选的方法上，王锐先生带来了海外基金优选经验，在过去一年多时间内，积极筹备基金经理数据库，给投资基金贴标签。目前经过层层筛选后核心池入池基金有 50 只左右，内部基金只占小部分。第一只产品预计配置 20~30 只基金，未来也会根据市场情况、子基金规模等进行灵活调整。

泰达宏利基金

1. 核心团队

在团队构建上，泰达宏利成立了独立的组合基金部并由投资总监直管，目前团队配备两人。泰达宏利全能优选基金经理张晓龙于 2013 年加入泰达宏利，具有多年量化研究经验。在发行首只公募 FOF 产品前，团队就有 2 亿元规模的专户管理经验。

2. 核心系统

目前泰达宏利从资产配置和基金筛选两个方面搭建系统。经过多年的筹备，形成了较为完善、成熟的投研体系，主要是使用内外部数据库结合，搭建定量资产配置模型系统及基金刻画系统。

3. 资产配置逻辑

在资产配置方面，针对第一只产品基金经理充分利用自身在量化方面优势，采取风险平价模型。资产类型不仅仅局限于股债，将商品例如黄金作为基础配置资产之一。结合模型测算结果在基金合同中给予权益类及商品 40% 的权重上限（首批同类 FOF 中，比例最高的产品）。基金经理在保持风险均衡的基础上，将宏观经济、金融等因素与量化资产配置模型相结合，对风险平价策略进行量化增强，实现组合配置的稳健性及相对高收益性。

4. 基金筛选标准

泰达宏利全能优选在全市场进行基金筛选，权益类基金配置方面，将依据市场风格非常明确的基金进行重点配置。商品基金也在其投资范围之内。

在基金筛选方法上，采用量化投资中的多因子技术对各类基金的风险收益特征进行评估研究，对风格稳健、超额收益能力强的基金进行动态识别。