

金工研究/深度研究

2021年01月18日

林晓明 SAC No. S0570516010001
研究员 SFC No. BPY421
0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

黄晓彬 SAC No. S0570516070001
研究员 0755-23950493
huangxiaobin@htsc.com

刘依苇 SAC No. S0570119090123
联系人 0755-23950493
liuyiwei@htsc.com

相关研究

1《金工：2020Q4 中国 ETF 市场全景回顾》2021.01

2《金工：景气上行，三维度看食品饮料投资机会》
2021.01

3《金工：微软 AI 量化投资平台 Qlib 体验》2020.12

2020 年公募 FOF 市场发展分析

规模数量、业绩、配置策略及新发策略指数评价

公募 FOF 规模数量持续快速增长，回撤控制能力优于普通基金产品

本文从产品分类、规模变动趋势、历史业绩分析、产品投资策略等角度，对国内公募 FOF 进行了全面分析。从分类来看，国内公募 FOF 可划分为低风险 FOF 和中高风险 FOF，低风险 FOF 规模相对更大。从历史业绩来看，FOF 产品回撤控制能力超过普通基金产品，管理费率相对较低，宜长期投资；从投资策略来看，多以宏观基本面+量化模型决定资产配置，更加偏好获奖基金经理旗下基金。近期与 FOF 产品在理念或形式上相似的产品也不断涌现，例如中证中邮理财基金系列指数。该指数编制思路科学合理、历史业绩出色、回撤控制能力强，适宜中低风险偏好的长线资金跟踪。

市场概览：公募 FOF 产品规模持续增加，低风险 FOF 产品增速更快

公募 FOF 产品可在已有的分类基础上划分为低风险 FOF 和中高风险 FOF。从市场规模来看，过去三年间 FOF 产品总规模持续增加，其中低风险 FOF 规模增加更快，募集份额和平均规模也明显高于同类别的中高风险 FOF。2020 年新成立 59 只公募 FOF 基金，数量与 2019 年持平，但募集总份额相比 2019 年多 20% 左右。在 59 只基金中，目标风险 FOF 数量居多，总份额也较多。从基金公司来看，截止 2020 年底，工银瑞信、华夏和南方基金在 FOF 产品数量上领先，民生加银、兴证全球和交银施罗德基金在 FOF 产品总规模上领先。

业绩分析：FOF 产品回撤控制能力强，管理费率较低，宜长期投资

2020 年全部 FOF 产品均获得正收益，平均收益为 23.04%。分类型来看，目标风险 FOF 的风险调整后收益较高，但股市上行期间追涨能力较弱，中高风险目标日期 FOF 平均收益率最高，为 34.06%。与股指债指相比，2020 年绝大多数 FOF 产品的 Sharpe 和 Calmar 均显著高于股指债指数。与普通基金产品相比，多重风控下的 FOF 产品回撤控制能力明显更强，且平均管理费率明显低于普通股债混合型基金以及主动股票型基金，与长期资金追求低回撤低费率的需求相匹配。

管理思路：宏观基本面+量化模型为主流，偏好获奖基金经理旗下基金

FOF 产品的核心为大类资产配置策略和基金优选策略。资产配置策略方面，2020 年新发普通混合 FOF 配置策略多以宏观基本面分析为核心，部分叠加量化模型；新发目标日期 FOF 的下滑曲线设计模型中多采用效用最大化模型；新发目标风险 FOF 多采用更为简洁的固定股债比策略。基金配置策略方面，从基金类型来看，FOF 管理人的配置权益类基金多为主动管理型基金，固收类基金多为中长期纯债型基金。从重仓基金产品来看，FOF 管理人偏好有获奖记录且长期表现优异的基金经理旗下产品。

FOF 策略指数新发，中邮理财基金指数基于基金经理评价选基

在 FOF 市场规模稳步增加的同时，许多与 FOF 产品在理念或形式上相似的产品也不断涌现。例如 2020 年中邮理财与中证指数公司联合推出的基金组合策略指数。中证中邮理财基金指数系列包含稳健策略基金指数和平衡策略基金指数，该指数以基金经理历史表现为选基依据，综合多个定量指标全面衡量基金经理表现并优选对应基金。决定权重时则在不同风格、不同规模之间充分分散配置，编制方式科学合理。且其历史夏普、Calmar 皆超 2，回撤控制能力较强，适宜中低风险偏好的长线资金跟踪投资。

风险提示：基金的表现与宏观环境和大盘走势密切相关，历史结果不能预测未来，同时还受到包括环境、政策、基金管理人变化等因素的影响，过去业绩好的基金不代表未来依然业绩好，投资需谨慎；本文对各类产品及基金经理的评价均采用客观数据和统一口径计算，或与其他口径下的计算结果不同，仅供参考；本文对基金经理和各类产品的正面评价仅供参考，不构成推荐意见，需综合考量、谨慎投资。

正文目录

市场概览：目标风险 FOF 规模增速较快，低风险产品规模更大	5
公募 FOF 产品可在已有分类基础上划分为低风险 FOF 和中高风险 FOF	5
规模变动趋势：公募 FOF 产品总规模增加，低风险 FOF 规模相对更大	6
过去三年：FOF 产品总规模持续增加，低风险 FOF 规模增加较快	6
2020 年底：低风险 FOF 平均规模相对较高，或因其特性类似“固收+”产品	7
新成立基金：2020 年新成立 59 只 FOF，目标风险 FOF 数量多份额多	8
基金公司：工银瑞信、华夏和南方在产品数量上领先，民生加银规模最大	9
FOF 业绩分析：回撤控制能力强，管理费率较低，宜长线持有	11
目标风险 FOF 风险调整后收益较高，但股市上行期间追涨能力较弱	11
FOF 产品夏普比率和 Calmar 比率显著高于股债指数	12
FOF 产品回撤控制能力明显超过其他种类基金产品，与长期资金需求匹配	13
FOF 产品费率：平均管理费率低于普通股债混合基金及主动股票型基金	15
FOF 资产配置策略：宏观基本面+量化资产配置模型为主流	16
普通混合 FOF：多以宏观基本面分析为核心，部分叠加量化模型	16
目标日期 FOF：2020 年成立的产品多数采用效用最大化模型	16
目标风险 FOF：2020 年成立的产品多采用固定股债比策略	17
FOF 基金配置策略：偏好有获奖记录的明星基金经理旗下基金	18
基金类型偏好：权益投资偏好主动型基金，债券投资偏好中长期纯债基金	18
基金产品偏好：偏好有获奖记录且长期表现优异的基金经理旗下产品	19
债券型基金中，民生加银鑫享、富国天利增长和易方达信用债配置规模最大	19
权益类及另类投资基金中，海富通阿尔法对冲、汇添富医药保健和蓝筹稳健配置规模最大	19
华安黄金 ETF 获配频率最高，工银瑞信文体产业在主动型基金中获配频率最高	20
子基金权益类基金经理抽样检验，各项指标业内排名顶尖且无明显短板	21
FOF 仓位穿透：目标风险 FOF 平均股票投资比例较低	21
FOF 策略指数新发，中邮理财基金指数基于基金经理评价选基	24
中邮理财基金指数系列于 2020 年 12 月发布，包含稳健策略和平衡策略	24
策略基金指数通过多个步骤的定量规则评价基金经理并据此优选基金	24
策略基金指数历史夏普、Calmar 皆超 2，回撤控制能力强，适合长线投资	27
风险提示	28

图表目录

图表 1: 国内市场公募 FOF 产品分类	6
图表 2: FOF 产品总规模变动趋势 (单位: 亿元)	7
图表 3: 不同类型 FOF 产品总规模变动趋势 (单位: 亿元)	7
图表 4: 市场上各类 FOF 产品规模占比	7
图表 5: 市场上各类 FOF 产品数量 (单位: 只)	7
图表 6: 不同类别 FOF 总规模 (单位: 亿元)	7
图表 7: 不同类别 FOF 单只基金规模 (单位: 亿元)	7
图表 8: 规模排名前 10 的公募 FOF 基金	8
图表 9: 历年 FOF 基金成立数量	8
图表 10: 历年各类 FOF 募集总份额 (按年份) (单位: 亿份)	9
图表 11: 历年各类 FOF 平均募集份额 (按年份) (单位: 亿份)	9
图表 12: 不同类别 FOF 募集总份额 (按类别) (单位: 亿份)	9
图表 13: 不同类别 FOF 单只募集份额 (按类别) (单位: 亿份)	9
图表 14: 发行 FOF 产品总数领先的基金公司	9
图表 15: 发行 FOF 产品总规模领先的基金公司 (单位: 亿元)	10
图表 16: 发行各类 FOF 产品总规模领先的基金公司	10
图表 17: 低风险 FOF 年化收益分布 (单位: %)	11
图表 18: 中高风险 FOF 年化收益分布 (单位: %)	11
图表 19: 低风险 FOF 波动率分布 (单位: %)	11
图表 20: 中高风险 FOF 波动率分布 (单位: %)	11
图表 21: 低风险 FOF 最大回撤分布 (单位: %)	11
图表 22: 中高风险 FOF 最大回撤分布 (单位: %)	11
图表 23: 低风险 FOF 夏普比率分布	12
图表 24: 中高风险 FOF 夏普比率分布	12
图表 25: 低风险 FOF Calmar 比率分布	12
图表 26: 中高风险 FOF Calmar 比率分布	12
图表 27: 各类 FOF 产品风险收益指标均值 (单位: %)	12
图表 28: 低风险 FOF 风险收益特征 (收益率-波动率)	13
图表 29: 中高风险 FOF 风险收益特征 (收益率-波动率)	13
图表 30: 低风险 FOF 风险收益特征 (收益率-最大回撤)	13
图表 31: 中高风险 FOF 风险收益特征 (收益率-最大回撤)	13
图表 32: FOF 产品及普通基金产品夏普比率对比	14
图表 33: FOF 产品及普通基金产品 Calmar 比率对比	14
图表 34: FOF 产品与普通基金产品管理费率对比 (2020.12.31)	15
图表 35: 各只普通混合 FOF 产品所用大类资产配置策略	16
图表 36: 各只目标日期 FOF 产品所用下滑曲线设计模型	17
图表 37: 各只目标风险 FOF 产品所用大类资产配置策略	17
图表 38: FOF 产品子基金投资类型 (一级分类)	18
图表 39: 股票型子基金投资类型 (二级分类) 所占规模百分比	18

图表 40: 混合型子基金投资类型（二级分类）所占规模百分比	18
图表 41: 债券型子基金投资类型（二级分类）所占规模百分比	19
图表 42: 另类投资子基金投资类型（二级分类）所占规模百分比	19
图表 43: FOF 子基金获配总规模前 15 的债券基金	19
图表 44: FOF 子基金获配总规模前 15 的非债券基金	20
图表 45: 债券/货币市场型基金出现频率	20
图表 46: 非债券/货币市场型基金出现频率	20
图表 47: FOF 子基金管理人业绩指标在同类基金经理中的排名百分比	21
图表 48: 全部 FOF 基金底层股票投资比例分布	21
图表 49: 目标风险 FOF 底层股票投资比例分布	21
图表 50: 目标日期 FOF 基金底层股票投资比例分布	22
图表 51: 普通混合型 FOF 底层股票投资比例分布	22
图表 52: 股票投资市值占比排名前 10 的 FOF 产品	22
图表 53: 全部 FOF 基金底层债券投资比例分布	22
图表 54: 目标风险 FOF 底层债券投资比例分布	22
图表 55: 目标日期 FOF 基金底层债券投资比例分布	23
图表 56: 普通混合型 FOF 底层债券投资比例分布	23
图表 57: 全部 FOF 基金底层现金投资比例分布	23
图表 58: 全部 FOF 底层其他资产投资比例分布	23
图表 59: 各类 FOF 产品资产配置比例均值	23
图表 60: 第一批获批 MOM 产品列表	24
图表 61: 中证中邮理财策略基金指数相关信息	24
图表 62: 中证中邮理财基金指数编制方法	25
图表 63: 中证中邮理财稳健策略基金指数权益类子基金列表	26
图表 64: 基金经理各项指标在同类基金中排名百分比	26
图表 65: 中证中邮理财稳健策略基金指数债券类子基金列表	27
图表 66: 策略指数风险收益指标	27
图表 67: 中邮理财基金指数历史业绩表现	28

市场概览：目标风险 FOF 规模增速较快，低风险产品规模更大

自 2017 年 10 月 19 日南方全天候策略混合型基金中基金成立以来，我国公募 FOF 已经走过了三个年头，当前市场上已有 142 只公募 FOF 产品，本文将对市场上的 FOF 产品进行梳理，研究其历史业绩、仓位水平、持仓情况以及配置策略，以期能为投资者提供较为全面的 FOF 市场全景画像。

在本报告中，我们采用自行设计的量化标准，在当前 Wind 分类标准的基础之上，将各类 FOF 产品进一步细分为低风险类 FOF 和中高风险类 FOF。两大类 FOF 产品的平均规模、业绩表现、产品设计思路和平均管理费率均有较大差别，因此我们依据新的分类来开展下文中的各项研究统计。

本报告共分为五个章节：

1. 在第一个章节中，我们介绍了创新分类标准，对新分类下各类 FOF 产品的数量和规模变动进行了统计描述，并展示了各家基金管理公司在管 FOF 产品数量及规模。
2. 在第二章中，我们依然按照新的分类标准，统计了各类 FOF 产品的年化收益、年化波动、最大回撤、夏普比率和 Calmar 比率等业绩指标以及管理费率，将其与普通公募基金进行全面对比，并将结果进行了归纳总结。
3. 在第三章中，我们逐一查看市场上各类 FOF 产品的招募说明书，人工提取出每只基金所采用的资产配置策略，并观察配置策略的演化趋势。
4. 在第四章中，我们提取出市场上全部 FOF 产品的重仓子基金，研究了重仓子基金的共性特征，并对子基金权益类基金经理进行了抽样检验，计算其各项业绩指标在同类基金经理中的排名百分比。此外，我们还对市场上所有 FOF 产品进行了仓位穿透，观测各类产品的底层资产配置比例。
5. 在第五章中，我们则主要对 FOF 的类似产品进行介绍和分析，整理了国内首批公募 MOM 产品列表，并以中邮理财基金指数为例，对策略基金指数进行了多方面分析。

公募 FOF 产品可在已有分类基础上划分为低风险 FOF 和中高风险 FOF

为了更好地刻画 FOF 产品的特征，我们将在已有的分类基础上进一步按照风险特征来对 FOF 产品进行分类研究。首先，按照 Wind 分类，公募 FOF 分为目标日期 FOF、目标风险 FOF 和混合型 FOF，而 Wind 分类中的混合型 FOF 实际上包含了全部目标日期 FOF 和目标风险 FOF，为了更加明确地区分不同类别的 FOF 基金，我们将不属于目标日期 FOF 和目标风险 FOF 的混合型 FOF 产品，定义为“普通混合 FOF”。

此外，FOF 产品的风险水平在短期内较为固定，因此我们又将 FOF 产品在原有分类的基础上分为了“低风险 FOF”和“中高风险 FOF”。具体划分规则如下：

1. 对于目标日期型 FOF，我们将到期日在 2040 年及以前的产品定义为低风险 FOF，其余归为中高风险 FOF。
2. 对于普通混合型 FOF，我们采用基金波动率来估算其风险水平。从 2018 年初到 2020 年底，沪深 300 指数年化波动率为 21.42%，中债新综合财富指数年化波动率为 1.17%，我们据此估算，将年化波动率小于 7.24% 的基金 ($30\% \times 21.42\% + 70\% \times 1.17\% = 7.24\%$)，划分为低风险 FOF，其余归为中高风险 FOF。
3. 对于目标风险型 FOF，我们首先筛选出所有名称中带有“稳健”二字的目标风险 FOF，随后采用其历史波动率剔除出波动率较大的、实际运作中并不稳健的目标风险 FOF，未被归入低风险 FOF 的产品则划分为中高风险 FOF。

图表1： 国内市场公募 FOF 产品分类

FOF 产品类型	划分规则	产品数量
目标日期 FOF	Wind 分类	48
目标风险 FOF	Wind 分类	60
普通混合型 FOF	Wind 分类中，不属于目标日期和目标风险 FOF 的混合型 FOF 产品	34
低风险目标日期 FOF	到期日在 2040 年及以前的目标日期 FOF	34
中高风险目标日期 FOF	其他目标日期 FOF	14
低风险目标风险 FOF	名称中包含“稳健”二字，且年化波动率不太高	37
中高风险目标风险 FOF	其他目标风险 FOF	23
低风险普通混合 FOF	基金年化波动率低于 7.24%（估算股票仓位低于 30%的）	12
中高风险普通混合 FOF	其他普通混合 FOF	22

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截止 2020.12.31

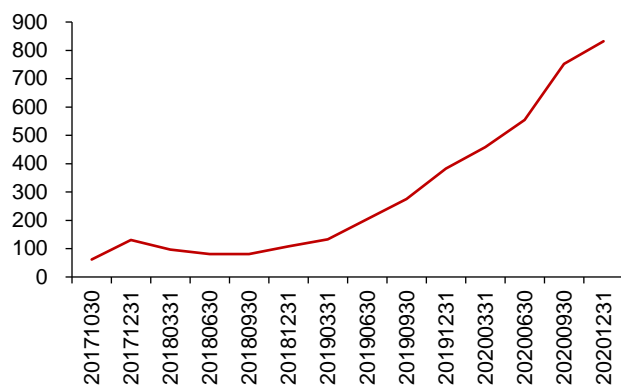
在本章节中，我们将主要按照上面的分类方法，对公募 FOF 产品历史规增长趋势进行展示，再对 2020 年新成立 FOF 基金进行统计及分析。

规模变动趋势：公募 FOF 产品总规模增加，低风险 FOF 规模相对更大

过去三年：FOF 产品总规模持续增加，低风险 FOF 规模增加较快

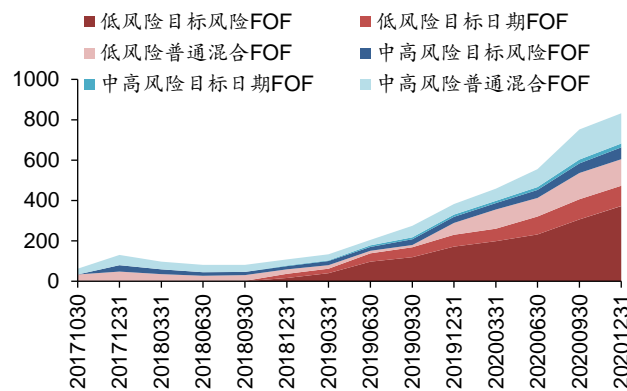
如左下图表所示，从 2017 年三季度到 2020 年底，市场上 FOF 产品总规模整体呈现快速增长的趋势，仅在 2018 年市场回撤期间有所下降。如果分为不同风险水平来看，如右下图所示，红色系色块代表低风险 FOF 产品规模变动，蓝色系色块代表中高风险 FOF 产品规模变动。直观来看，低风险 FOF 规模增速显著高于中高风险 FOF。

图表2: FOF 产品总规模变动趋势 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2017.10.30-2020.12.31

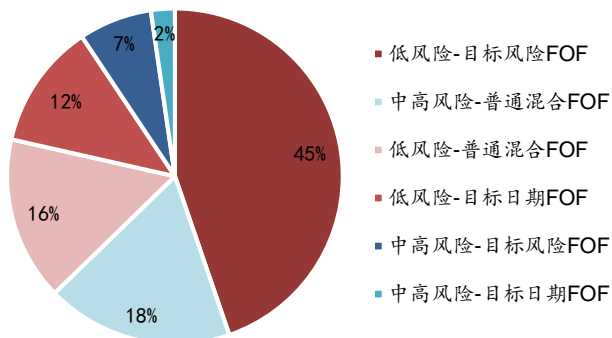
图表3: 不同类型 FOF 产品总规模变动趋势 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2017.10.30-2020.12.31

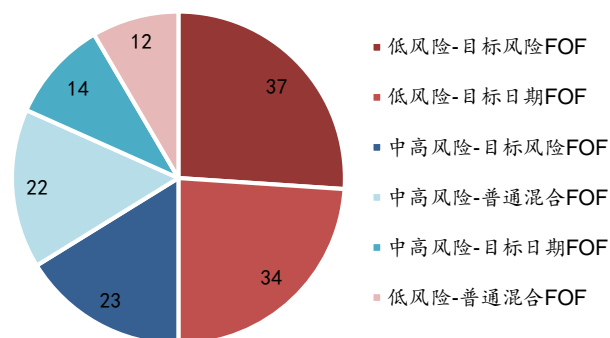
截止 2020 年 12 月 31 日, 市场上低风险 FOF 总规模占比超 73%, 显著高于中高风险 FOF; 低风险 FOF 总数量为 83 只, 略多于中高风险 FOF 的数量。

图表4: 市场上各类 FOF 产品规模占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截止 2020.12.31

图表5: 市场上各类 FOF 产品数量 (单位: 只)

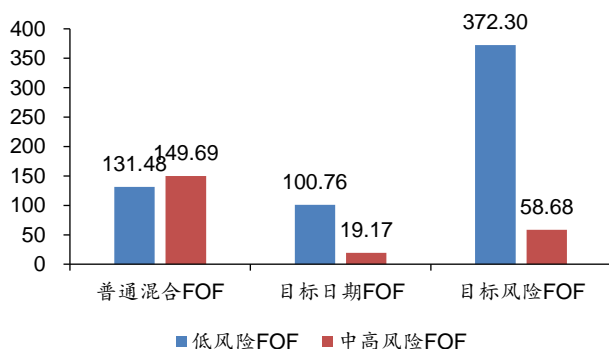


资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截止 2020.12.31

2020 年底: 低风险 FOF 平均规模相对较高, 或因其特性类似“固收+”产品

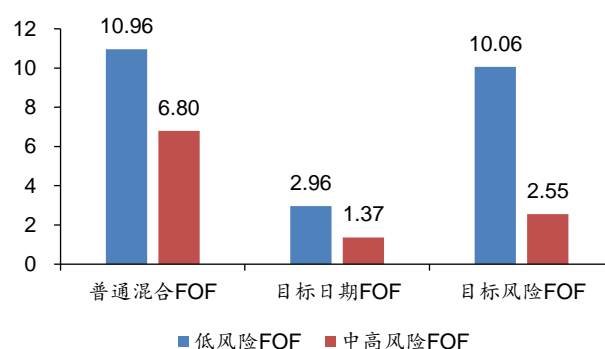
各类别低风险 FOF 的平均规模均明显高于同类别的中高风险 FOF。在目标日期 FOF 和目标风险 FOF 中, 低风险产品的总募集份额和基金总规模均高于中高风险产品; 普通混合 FOF 中, 由于低风险产品数量较少, 其总规模低于中高风险产品。

图表6: 不同类别 FOF 总规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020.12.31

图表7: 不同类别 FOF 单只基金规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020.12.31

截止 2020 年 12 月 31 日数据，规模排名前 10 的 FOF 产品中，共有 7 只为低风险产品，其中又有 6 只为低风险目标风险 FOF，此外，规模排名前 4 的产品均为低风险 FOF。5-7 名则为中高风险普通混合 FOF。

图表8：规模排名前 10 的公募 FOF 基金

证券代码	证券简称	基金成立日	基金类型	基金规模 (亿元)
006880.OF	交银安享稳健养老一年	2019-05-30	低风险目标风险 FOF	94.76
008886.OF	民生加银卓越配置 6 个月	2020-02-20	低风险普通混合 FOF	67.29
006991.OF	民生加银康宁稳健养老一年	2019-04-26	低风险目标风险 FOF	64.42
010266.OF	兴全安泰稳健养老一年持有	2020-11-26	低风险目标风险 FOF	56.58
008168.OF	汇添富聚焦价值成长三个月持有	2020-07-13	中高风险普通混合 FOF	45.84
008145.OF	兴全优选进取三个月	2020-03-06	中高风险普通混合 FOF	34.95
008169.OF	汇添富积极投资核心优势三个月持有期	2020-04-26	中高风险普通混合 FOF	28.45
007401.OF	浦银安盛颐养和稳健养老一年 A	2019-11-26	低风险目标风险 FOF	22.87
007643.OF	华安稳健养老一年	2019-11-26	低风险目标风险 FOF	18.71
007247.OF	易方达汇智稳健养老一年	2019-11-05	低风险目标风险 FOF	17.05
008144.OF	工银智远配置三个月持有期	2019-11-19	低风险普通混合 FOF	16.51
006580.OF	兴全安泰平衡养老 (FOF)	2019-01-25	中高风险目标风险 FOF	15.42
005215.OF	南方全天候策略 A	2017-10-19	低风险普通混合 FOF	13.75
007898.OF	富国智诚精选 3 个月	2019-09-06	中高风险普通混合 FOF	12.11
006321.OF	中欧预见养老 2035 三年 A	2018-10-10	低风险目标日期 FOF	9.77
010267.OF	兴全安泰积极养老目标五年	2020-12-16	中高风险目标风险 FOF	9.69
009355.OF	泰达宏利泰和稳健养老	2020-06-02	低风险目标风险 FOF	9.43
008639.OF	中欧预见养老 2025 一年持有 (FOF)	2020-04-15	低风险目标日期 FOF	9.01
006290.OF	南方养老 2035 三年 A	2018-11-06	低风险目标日期 FOF	8.95
006620.OF	华夏养老 2045 三年 A	2019-04-09	中高风险目标日期 FOF	8.61

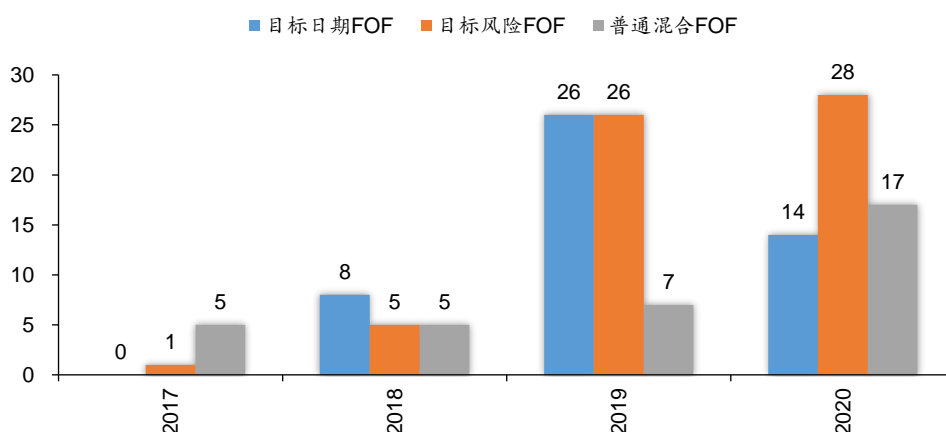
资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020.12.31

低风险 FOF 单只规模更大，或源于其特性类似“固收+”产品，风险等级与之匹配的投资者人数更多，且资管新规落地后可承接一部分低风险投资者的投资需求，因此其规模相对更大。其中，低风险目标风险 FOF 与另外两类低风险产品相比，其资产配置灵活度最低、投资风格最稳定，投资思路最简单。因此投资者对此类产品的接受程度更高，总规模和单只规模都要大于另外两类低风险产品。

新成立基金：2020 年新成立 59 只 FOF，目标风险 FOF 数量多份额多

2020 年新成立 59 只 FOF 产品，总数与 2019 年持平。其中目标风险 FOF 数量居多，在 59 只 FOF 中，28 只为目标风险 FOF，其中 16 只为低风险，12 只为中高风险；17 只为普通混合 FOF，其中 8 只为低风险，9 只为中高风险；14 只为目标日期 FOF，10 只为到期日在 2040 年及以前的低风险产品，4 只为 2040 年后到期的中高风险产品。

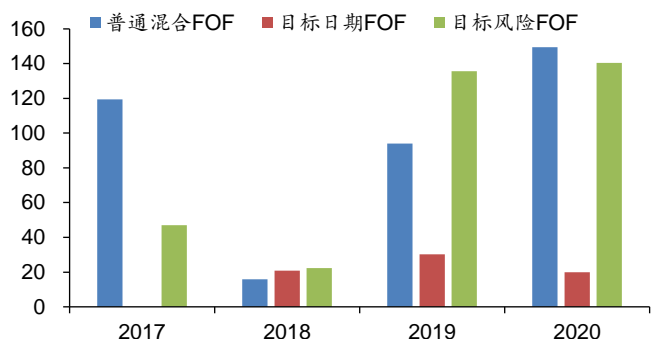
图表9：历年 FOF 基金成立数量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

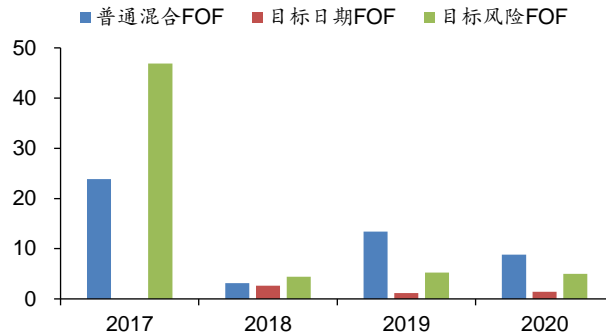
而从募集总份额来看，2020 年新成立的 FOF 产品募集总份额接近 310 亿份，超过 2019 年的 260 亿份。但 2020 年普通混合 FOF 以及目标风险 FOF 的平均募集规模相比 2019 年明显下降，目标日期 FOF 的平均募集规模则略有上升。

图表10： 历年各类 FOF 募集总份额（按年份）（单位：亿份）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，2017-2020

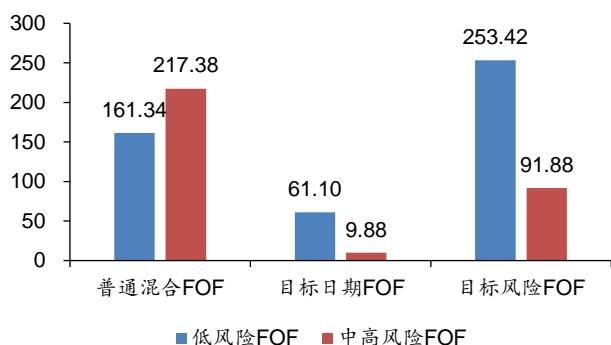
图表11： 历年各类 FOF 平均募集份额（按年份）（单位：亿份）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，2017-2020

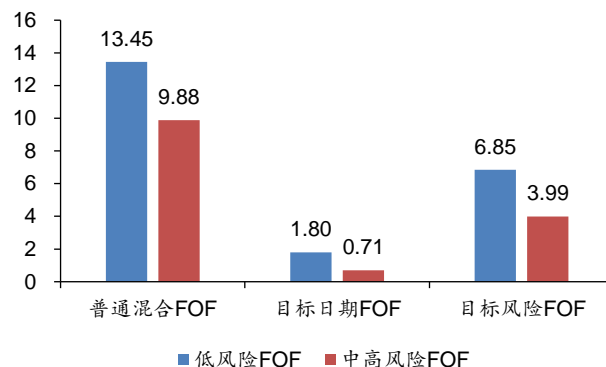
如果按类别来看，低风险 FOF 的平均募集份额明显多于同类别中高风险 FOF。低风险目标日期 FOF 的总募集规模超过中高风险目标日期 FOF 的 6 倍；低风险目标风险 FOF 的总募集规模是中高风险目标风险 FOF 的 2.75 倍。

图表12： 不同类别 FOF 募集总份额（按类别）（单位：亿份）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，2017-2020

图表13： 不同类别 FOF 单只募集份额（按类别）（单位：亿份）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，2017-2020

基金公司：工银瑞信、华夏和南方在产品数量上领先，民生加银规模最大
 截止 2020 年 12 月 31 日，已有 51 家公募基金公司发行了 FOF 产品。从管理数量来看，管理 5 只以上 FOF 的基金公司有 6 家，其中工银瑞信、华夏和南方基金均管理 7 只 FOF，广发基金和易方达基金均管理 6 只 FOF，汇添富基金管理 5 只 FOF。在上述基金公司中，数量最多的均为目标日期 FOF。

图表14： 发行 FOF 产品总数领先的基金公司

	FOF 总数	目标日期 FOF	目标风险 FOF	普通混合 FOF
南方基金	7	4	1	2
工银瑞信基金	7	5	1	1
华夏基金	7	4	3	0
易方达基金	6	3	2	1
广发基金	6	3	2	1
汇添富基金	5	3	0	2

资料来源：Wind，华泰证券研究所

从管理规模来看，截止 2020 年 12 月 31 日，公募基金中在管 FOF 产品总规模在 22 亿元以上的基金公司共 10 家，规模在 100 亿元以上的基金公司共 3 家，分别为民生加银、兴证全球和交银施罗德基金。其中民生加银基金旗下仅 2 只目标风险 FOF 和 1 只普通混合 FOF，产品数量不多，但单只规模较大，其中民生加银康宁稳健养老规模接近 65 亿元、民生加银卓越配置规模超过 67 亿元；兴证全球基金旗下共 3 只目标风险 FOF 和 1 只普通混合 FOF，其中兴全安泰稳健养老规模超过 56 亿元；交银施罗德基金旗下 1 只目标风险 FOF 和 1 只目标日期 FOF，其中目标风险 FOF 交银安享稳健养老是全市场规模最大的 FOF 产品，基金总规模接近 95 亿元。

图表15： 发行 FOF 产品总规模领先的基金公司（单位：亿元）

	FOF 总规模	目标日期 FOF	目标风险 FOF	普通混合 FOF
民生加银基金	136.47		69.18	67.29
兴证全球基金	116.64		81.69	34.95
交银施罗德基金	102.56	7.80	94.76	
汇添富基金	85.99	11.70		74.29
南方基金	30.04	11.57	3.97	14.51
工银瑞信基金	28.08	7.37	4.20	16.51
易方达基金	26.47	4.49	20.93	1.05
浦银安盛基金	26.39	0.15	22.87	3.36
华夏基金	25.86	21.26	4.60	
华安基金	22.67	3.07	19.60	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

分基金类别来看，华夏、中欧、汇添富、南方和交银施罗德基金在管目标日期 FOF 总规模排名前五；交银施罗德、兴证全球和民生加银在管目标风险 FOF 总规模领先；汇添富、民生加银和兴证全球在管普通混合 FOF 总规模领先。

图表16： 发行各类 FOF 产品总规模领先的基金公司

目标日期基金		目标风险基金		普通混合 FOF	
总规模前十	基金规模（亿元）	总规模前十	基金规模（亿元）	总规模前十	基金规模（亿元）
华夏基金	21.26	交银施罗德基金	94.76	汇添富基金	74.29
中欧基金	19.11	兴证全球基金	81.69	民生加银基金	67.29
汇添富基金	11.70	民生加银基金	69.18	兴证全球基金	34.95
南方基金	11.57	浦银安盛基金	22.87	工银瑞信基金	16.51
交银施罗德基金	7.80	易方达基金	20.93	南方基金	14.51
工银瑞信基金	7.37	华安基金	19.60	富国基金	12.11
鹏华基金	5.35	泰达宏利基金	12.95	长信基金	8.57
平安基金	5.03	长信基金	9.57	鹏华基金	7.16
易方达基金	4.49	广发基金	7.34	诺德基金	5.44
嘉实基金	4.39	天弘基金	7.29	国寿安保基金	4.99

资料来源：Wind，华泰证券研究所

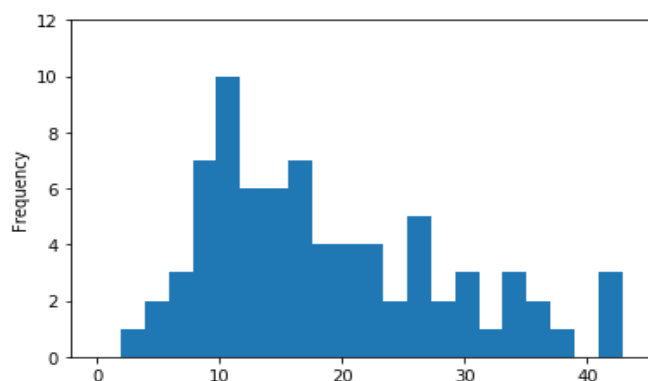
FOF 业绩分析：回撤控制能力强，管理费率较低，宜长线持有

在本章中，为了统一计算口径，我们 2020 年 9 月 30 日之前成立的全部 FOF 产品纳入统计范围，采用年化收益、年化波动、最大回撤、夏普比率和 Calmar 比率等多项风险收益指标，对其在 2020 年的业绩表现进行计算和统计描述。

目标风险 FOF 风险调整后收益较高，但股市上行期间追涨能力较弱

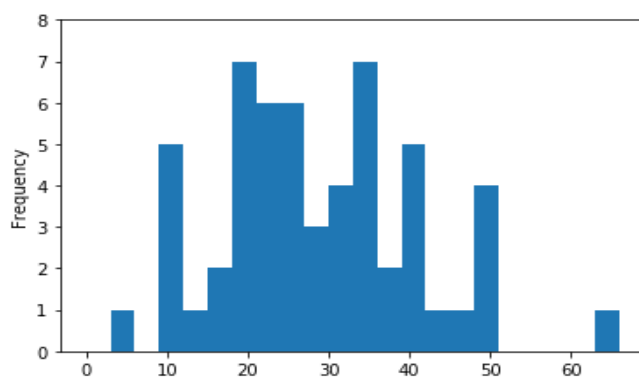
2020 年全部 FOF 产品均获得正收益，平均收益为 23.04%。分项来看，低风险 FOF 的年化收益率集中在 10%-20% 区间，而中高风险 FOF 的年化收益率在 20%-40% 区间。低风险 FOF 的波动率和最大回撤呈现左偏分布，中高风险 FOF 的风险指标则呈现右偏分布。

图表17： 低风险 FOF 年化收益分布（单位：%）



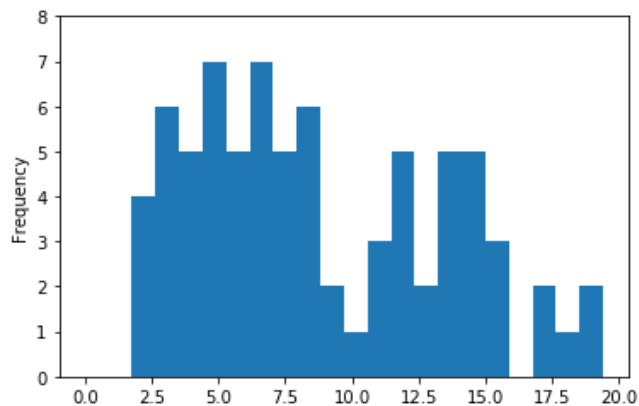
资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020.1.1-2020.12.31

图表18： 中高风险 FOF 年化收益分布（单位：%）



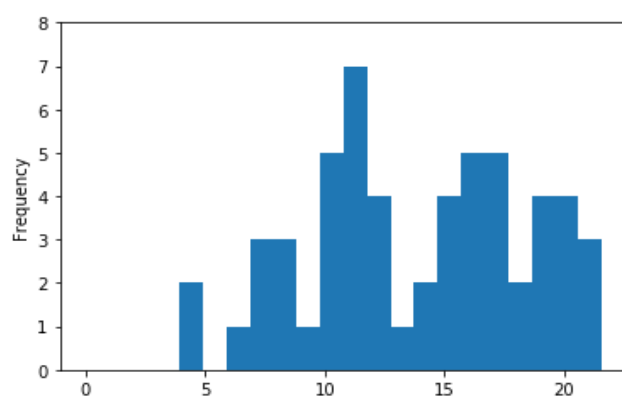
资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020.1.1-2020.12.31

图表19： 低风险 FOF 波动率分布（单位：%）



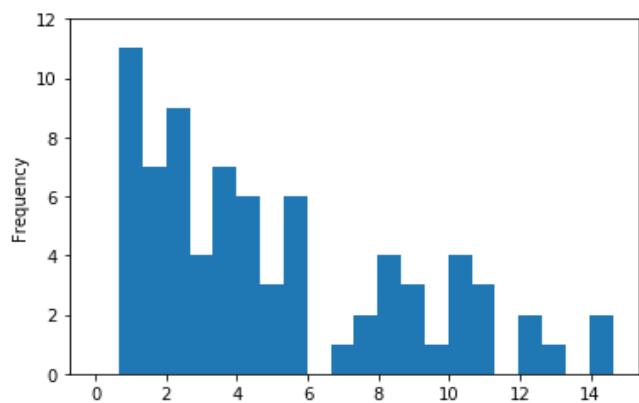
资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020.1.1-2020.12.31

图表20： 中高风险 FOF 波动率分布（单位：%）



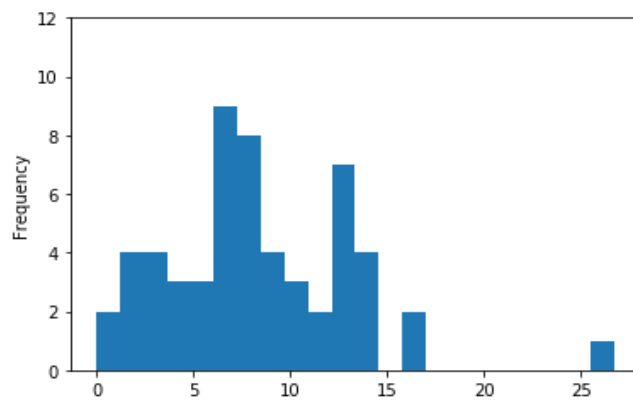
资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020.1.1-2020.12.31

图表21： 低风险 FOF 最大回撤分布（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020.1.1-2020.12.31

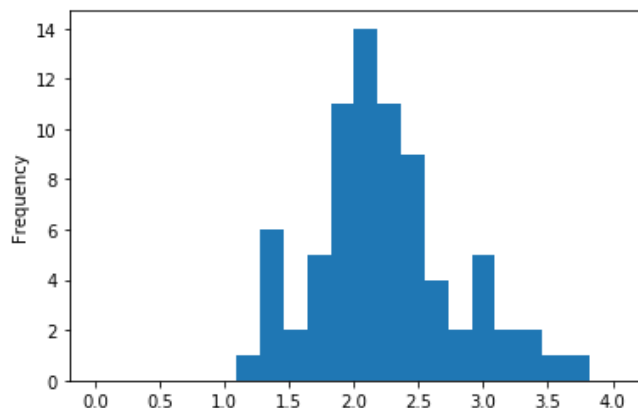
图表22： 中高风险 FOF 最大回撤分布（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020.1.1-2020.12.31

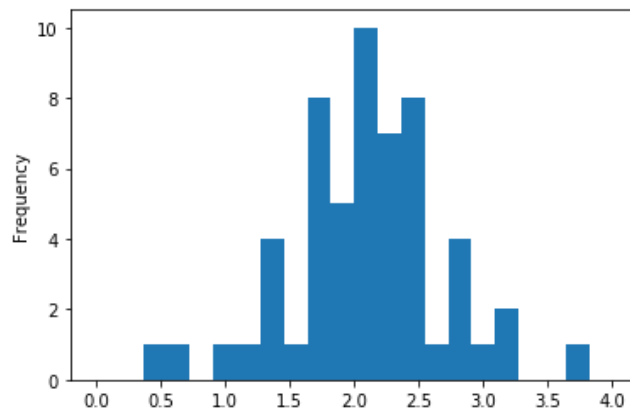
而从风险调整收益指标来看，低风险 FOF 和中高风险 FOF 的夏普比率和 Calmar 比率分布相差无几，低风险 FOF 的 Calmar 比率分布尾部更长。

图表23： 低风险 FOF 夏普比率分布



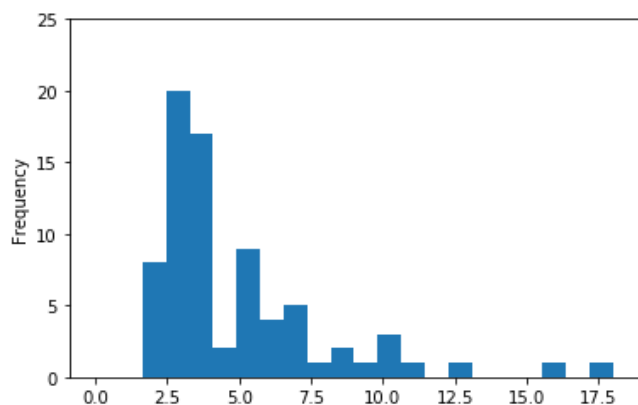
资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020.1.1-2020.12.31

图表24： 中高风险 FOF 夏普比率分布



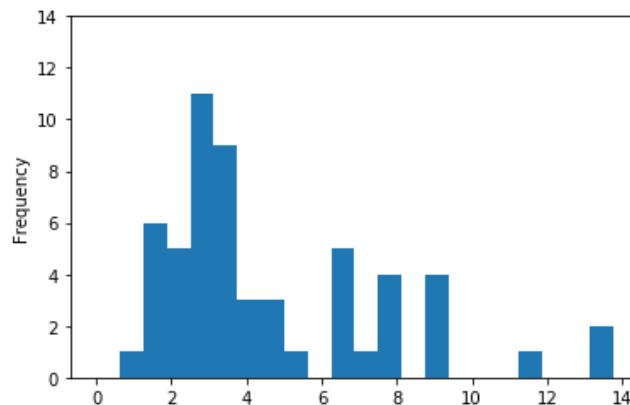
资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020.1.1-2020.12.31

图表25： 低风险 FOF Calmar 比率分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020.1.1-2020.12.31

图表26： 中高风险 FOF Calmar 比率分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020.1.1-2020.12.31

总结来看，在 2020 年股市整体大幅上涨的行情下，目标风险 FOF 的平均年化收益率低于同等风险水平下的其他类别 FOF 产品，但其波动率和最大回撤也低于其他 FOF 产品。从夏普比和 Calmar 比来看，目标风险 FOF 都是优于目标日期 FOF 的，但其在股市上行行情下的追涨能力是明显弱于目标日期 FOF 的。

图表27： 各类 FOF 产品风险收益指标均值（单位：%）

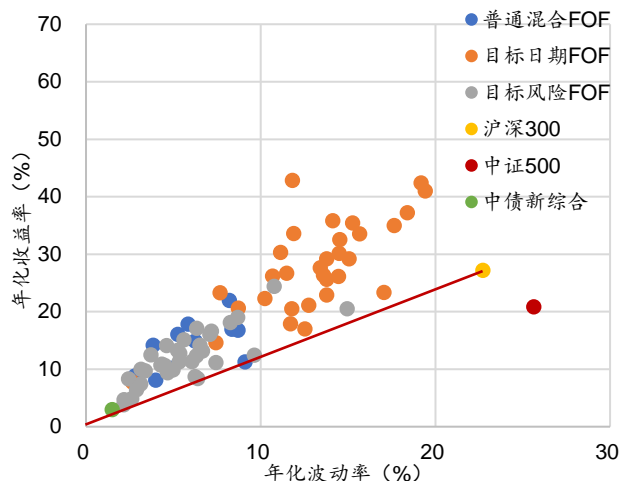
	年化收益	波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率
低风险普通混合 FOF	14.28	6.11	2.78	2.48	6.35
低风险目标风险 FOF	12.04	5.68	2.96	2.24	5.00
低风险目标日期 FOF	27.70	13.10	8.40	2.16	4.42
中高风险普通混合 FOF	31.86	15.81	9.93	2.02	4.40
中高风险目标风险 FOF	22.49	10.56	5.54	2.13	5.08
中高风险目标日期 FOF	34.06	16.16	10.33	2.12	4.31

资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020.1.1-2020.12.31

FOF 产品夏普比率和 Calmar 比率显著高于股债指数

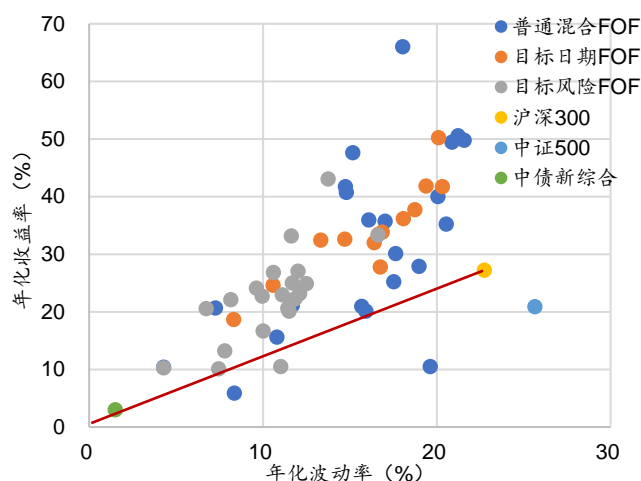
我们采用 2020 年数据，对低风险 FOF 和中高风险 FOF 的风险收益特征进行了统计，并与股债指数进行对比。我们发现全部低风险 FOF 以及大部分中高风险 FOF 的收益率-波动率散点和收益率-最大回撤散点均在沪深 300 和中债新综合与原点连线之上，可见其管理人通过大类资产配置获取了高于单一资产的夏普比率和 Calmar 比率。

图表28: 低风险 FOF 风险收益特征 (收益率-波动率)



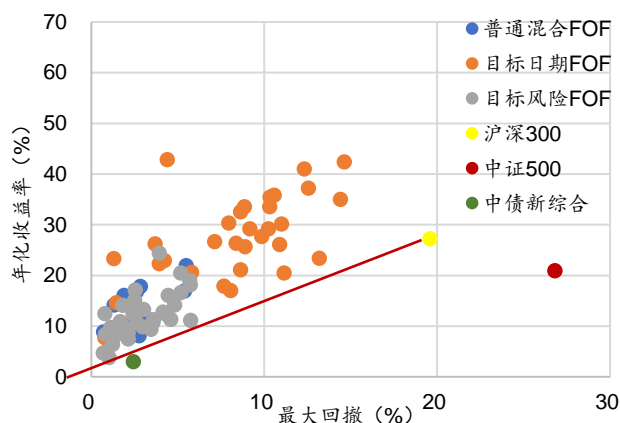
资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020.1.1-2020.12.31

图表29: 中高风险 FOF 风险收益特征 (收益率-波动率)



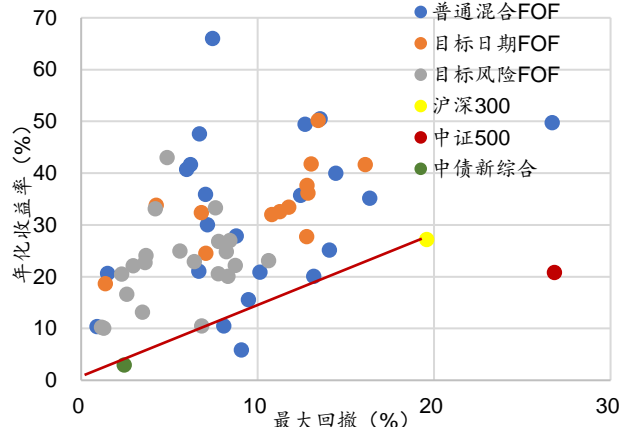
资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020.1.1-2020.12.31

图表30: 低风险 FOF 风险收益特征 (收益率-最大回撤)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020.1.1-2020.12.31

图表31: 中高风险 FOF 风险收益特征 (收益率-最大回撤)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020.1.1-2020.12.31

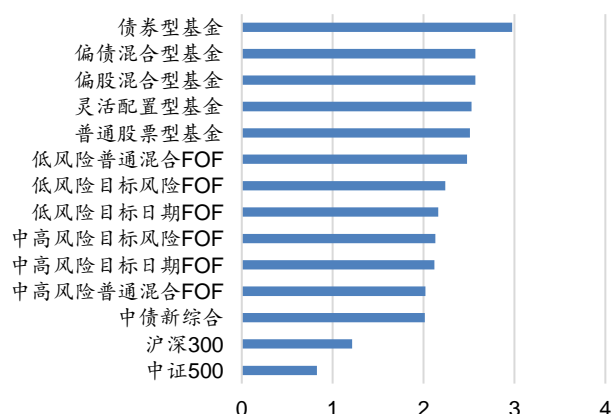
在低风险 FOF 中, 有一只基金交银养老 2035 三年 (008697.OF) 表现较为突出, 其收益率最高, 但波动率低于同等收益水平的 FOF 产品, 在图表中显示为偏左上方的橙色独立点。除基金经理较强的选基和配置能力为其带来了较高收益外, 此基金成立时间为 2020 年 4 月 29 日, 避开了 3 月的大跌, 因此其波动率水平也较低。

而在中高风险 FOF 中, 汇添富积极投资核心优势三个月持有期 (008169.OF) 表现较为突出, 在图表中显示为顶端的蓝色独立点。该基金成立于 2020 年 4 月 26 日, 规模超过 28 亿元, 在 FOF 中属于规模较大的产品。若不统计 2020 年新成立的基金, 则年化收益率前三名分别为富国智诚精选 3 个月 (007898.OF)、华夏养老 2045 三年 (006620.OF) 和海富通聚优精选 (005220.OF), 三只基金年化收益率均在 50% 左右, 其中华夏养老 2045 的波动率最低, 富国和华夏产品的最大回撤较低。

FOF 产品回撤控制能力明显超过其他种类基金产品, 与长期资金需求匹配

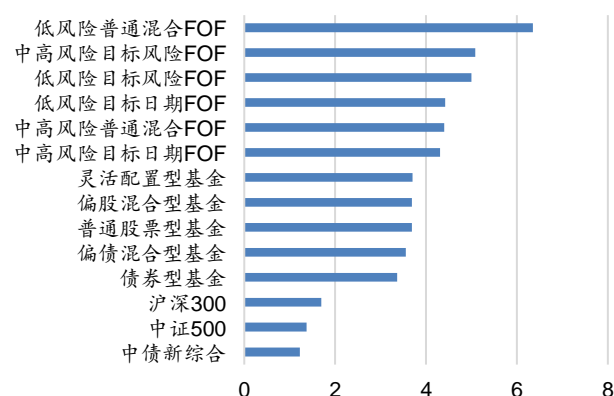
我们从 Wind 调取了普通股票型、偏股混合型、灵活配置型、偏债混合型以及债券型基金共五类指数, 计算其各项风险收益指标, 并将其与各类 FOF 产品进行对比, 结果展示在了下图表中。我们发现, FOF 产品的夏普比率虽不及五类基金指数, 但其 Calmar 比率却明显高于五类基金指数, 最大回撤也显著低于权益类基金指数, 可见 FOF 产品的回撤控制能力较为突出。我们认为原因一方面在于, FOF 产品管理人具有更强的大类资产择时能力和仓位调整的倾向; 另一方面在于, FOF 产品投资于风控能力较强的子基金, 自身也有止损等风控机制, 在双重风险控制下, 基金的回撤控制能力也得到了增强。

图表32: FOF 产品及普通基金产品夏普比率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020.1.1-2020.12.31

图表33: FOF 产品及普通基金产品 Calmar 比率对比



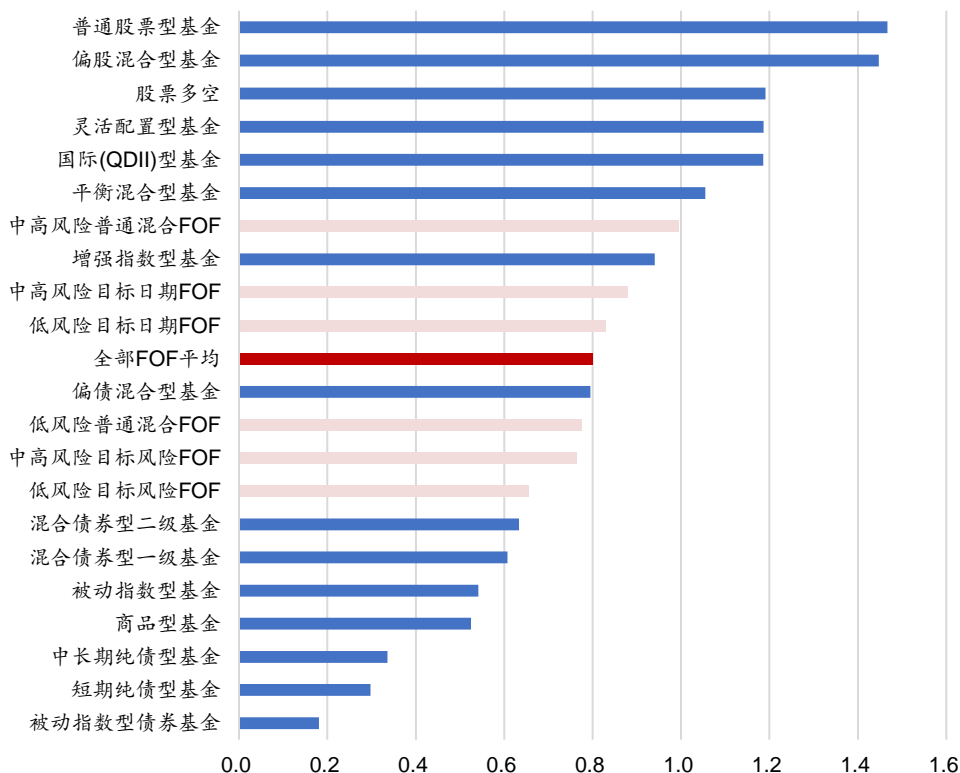
资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020.1.1-2020.12.31

假设某一产品净值发生 $X\%$ 的回撤, 如果该产品想恢复到回撤前的净值水平, 需要获取 $Y\%$ 的涨幅。那么这个 Y 一定是大于 X 的, 并且回撤幅度 X 越大, 所需要的日后的涨幅 Y 就越大, 因此严格控制风险水平的长线投资资金通常会对回撤幅度有着较高的要求。FOF 产品回撤控制能力较强, 与长线资金的需求较为匹配, 可作为投资标的。

FOF 产品费率：平均管理费率低于普通股债混合基金及主动股票型基金

除了业绩表现外，管理费率也是影响投资者实际收益的一大因素，对于长线投资者来说，费率水平尤其重要。我们计算出各类 FOF 产品的平均管理费率，并将其与各类普通基金产品平均管理费率绘制在同一图表中进行对比。

图表34： FOF 产品与普通基金产品管理费率对比（2020.12.31）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从上图表中我们可以看到：

1. FOF 产品的平均管理费率明显低于普通股票、偏股混合、灵活配置以及平衡混合这四类主动权益类基金，也低于股票多空基金和 QDII 基金。
2. 除中高风险普通混合 FOF 外，各类 FOF 产品的平均管理费率也低于增强指数型基金。
3. 中高风险目标风险 FOF、低风险目标风险 FOF 以及低风险普通混合 FOF 的平均管理费率均低于偏债混合型基金。
4. 仅各类债基、被动股票指数基金以及商品型基金的管理费率低于 FOF 产品费率。

整体来看，FOF 产品管理费率低于普通股债混合基金及主动股票型基金，而 FOF 产品通常投资于业绩优异的优选基金，优中选优，还加入了大类资产配置和择时服务，因此其管理费率属于相对比较合理且优惠的水平，对长期投资者来说或具有一定吸引力。

FOF 资产配置策略：宏观基本面+量化资产配置模型为主流

FOF 产品的核心为大类资产配置策略和基金优选策略，本章节中我们将对不同 FOF 产品的资产配置策略进行梳理和展示，在下一章节中我们则会对其基金持仓进行深入分析。

普通混合 FOF：多以宏观基本面分析为核心，部分叠加量化模型

普通混合 FOF 基金在进行大类资产配置时，部分完全采用定性的宏观基本面分析，如农银汇理永乐、嘉合永泰优选和工银智远配置等；更多的则是采用定性宏观基本面分析辅以定量大类资产配置策略，如南方合顺多资产、富国智诚精选和诺德大类精选等。另外，2017 年 11 月发行的建信福泽安泰，采用了类似目标风险基金的固定股债比作为资产配置策略，但被归类为普通混合 FOF 产品。

按基金成立时间的顺序来看，2018 年及之前成立的 FOF 多采用纯粹的量化模型作为大类资产配置的核心策略，采用宏观基本面分析作为辅助对资产配置比例进行微调。而 2019 年以后成立的基金则多在招募说明书中标明，以宏观基本面分析和量化模型结果共同指导资产配置，或仅使用宏观基本面分析作为资产配置依据。对于普通混合 FOF 产品，在宏观基本面上叠加的定量大类资产配置模型通常有风险预算模型、风险平价模型、B-L 模型和美林时钟模型等，不同的配置策略并无明确的优劣之分，最终还是需要通过长期业绩进行评判。

图表 35：各只普通混合 FOF 产品所用大类资产配置策略

证券代码	证券简称	基金成立日	所用核心大类资产配置策略
005215.OF	南方全天候策略	2017-10-19	风险平价
005156.OF	嘉实领航资产配置 A	2017-10-26	风险平价
005217.OF	建信福泽安泰	2017-11-02	固定股债比例
005220.OF	海富通聚优精选	2017-11-06	不进行大类资产择时，配置优秀基金经理
005758.OF	中融量化精选 A	2018-05-04	周期量化+市场情绪量化+趋势量化模型
005976.OF	长信稳进资产配置	2018-09-05	风险平价模型+美林投资时钟
005979.OF	南方合顺多资产 A	2019-01-17	宏观基本面分析+风险预算&风险平价
007898.OF	富国智诚精选 3 个月	2019-09-06	宏观基本面分析+美林时钟
008144.OF	工银智远配置三个月持有期	2019-11-19	宏观基本面分析
008079.OF	诺德大类精选	2019-12-09	宏观基本面分析+B-L 模型
008886.OF	民生加银卓越配置 6 个月	2020-02-20	宏观基本面分析+风险预算
007896.OF	易方达优选多资产三个月 A	2020-04-09	宏观基本面研究+风险预算
007933.OF	嘉合永泰优选三个月	2020-05-09	宏观基本面分析
008158.OF	招商盛鑫优选 3 个月持有期	2020-05-14	宏观基本面分析+总风险水平保持稳定
009185.OF	农银汇理永乐 3 个月	2020-06-24	宏观基本面分析
008168.OF	汇添富聚焦价值成长三个月持有	2020-07-13	宏观基本面分析
009787.OF	鹏华聚多资产	2020-07-21	宏观基本面分析+现代投资组合理论
009151.OF	国寿安保策略优选 3 个月持有	2020-08-06	宏观基本面分析+美林时钟
009383.OF	人保稳进配置三个月持有	2020-09-17	宏观基本面分析+“MVP”框架
009159.OF	前海联合智选 3 个月持有	2020-10-14	宏观基本面分析+风险预算

资料来源：Wind，基金招募说明书，华泰证券研究所

目标日期 FOF：2020 年成立的产品多数采用效用最大化模型

目标日期基金设计的核心是下滑曲线的设计，基金依照下滑曲线的预配置比例，在权益资产和固定收益资产之间进行配置。由于海外市场中的养老目标基金起步较早，海外基金公司在过去二十余年间发布了多个成熟的下滑曲线定量构建模型，这些模型科学性较高，考虑因素也较为全面，在答辩时更有说服力。我国目标日期 FOF 在构建下滑曲线时，大多参考了这些海外成熟模型，因此其设计策略也大多类似。

从招募说明书来看，目标日期 FOF 的资产配置策略包含以下几步：①遵循既定的各阶段投资比例（下滑曲线）；②根据市场动态在允许范围内灵活调整大类资产配置比例，获取 β 收益；③优选基金，获取 α 收益；④控制下行风险；⑤寻求基金资产的长期稳健增值。

由于同一家基金公司发行的目标日期基金通常采用的是完全相同的投资策略，因此我们筛选了不同基金公司的 15 只基金，并将其按顺序排列，以观测此类基金下滑曲线设计策略的变化趋势。从基金成立顺序来看，2019 年以前的目标日期 FOF，其下滑曲线设计策略中，人力资本模型的出现频率较高，2020 年以后，效用最大化模型出现频率逐渐变高。此外，2019 年以前，较小比例的养老目标 FOF 未在招募说明书中明确划定下滑通道，而 2020 年这个比例再次降低。

图表36： 各只目标日期 FOF 产品所用下滑曲线设计模型

证券代码	证券简称	基金成立日	下滑曲线设计策略	其余设计
006289.OF	华夏养老 2040 三年	2018-09-13	人力资本模型	下滑通道
006321.OF	中欧预见养老 2035 三年	2018-10-10	考虑风险承受能力	下滑通道
006290.OF	南方养老 2035 三年	2018-11-06	人力资本模型	下滑通道
006296.OF	鹏华养老 2035 三年	2018-12-05	考虑风险承受能力	无下滑通道
006305.OF	银华养老 2035 三年	2018-12-13	人力资本模型	下滑通道
006292.OF	易方达汇诚养老三年	2018-12-26	效用最大化	下滑通道
007059.OF	汇添富养老 2040 五年	2019-04-29	人力资本模型	下滑通道
007238.OF	平安养老 2035	2019-06-19	根据中证平安 2035 退休宝指数调整	无下滑通道
006245.OF	嘉实养老 2030 三年	2019-08-05	人力资本模型	无下滑通道
008697.OF	交银养老 2035 三年	2020-04-29	动态最优化+人力资本	下滑通道
008609.OF	广发养老目标日期 2040 三年	2020-05-22	考虑风险承受能力	下滑通道
009340.OF	工银养老 2055 五年	2020-09-02	效用最大化	下滑通道
009436.OF	长城恒泰养老 2040 三年	2020-10-27	动态最优化，考虑风险承受水平	下滑通道
009442.OF	中银养老目标日期 2040	2020-11-10	效用最大化	下滑通道

资料来源：Wind，基金招募说明书，华泰证券研究所

目标风险 FOF：2020 年成立的产品多采用固定股债比策略

目标风险 FOF 的投资策略是将基金组合的风险水平固定在预设值，相比另外两种基金来说较为简单，但灵活度也较低。借鉴海外同类产品的设计经验，目标风险基金常用的战略资产配置策略仅有两种：固定股债比策略和控制组合风险的风险预算策略。固定股债比是通过固定股债资产的投资比例来保持组合风险的相对稳定，而控制组合风险指标的策略则要求组合的风险指标数值维持在预设风险目标附近。其中固定股债比策略由于设计简单、管理简洁、权重透明等特点而被成熟市场目标风险基金广泛采用。

目标风险 FOF 的资产配置策略比较简单，在经由战略资产配置策略确定各类资产配置比例并获取 β 收益后，此类产品还会通过大类资产择时和权重调整来进行战术资产配置以获取 α 收益，我们筛选了不同基金公司的 12 只基金，并将其按发行日期排列，以观测此类基金战略资产配置策略的演化趋势。我们发现 2019 年以前的产品有较多采用定量控制组合风险的策略，2020 年以后成立的产品则多采用更为简洁的固定股债比策略。

图表37： 各只目标风险 FOF 产品所用大类资产配置策略

证券代码	证券简称	基金成立日	战略资产配置策略
005957.OF	华夏聚丰稳健目标 A	2018-10-23	定量控制组合风险（最大回撤及波动率）+ 风险预算+宏观基本面分析
006297.OF	富国鑫旺稳健养老一年	2018-12-13	定量控制组合风险（最大回撤及波动率）
006294.OF	万家稳健养老(FOF)	2018-12-13	定量控制组合风险（最大回撤及下跌波动率）
006298.OF	广发稳健养老目标一年	2018-12-25	固定股债比 25%:75%
006580.OF	兴全安泰平衡养老(FOF)	2019-01-25	固定股债比 50%:50%
007273.OF	鹏华长乐稳健养老一年	2019-04-22	固定股债比 25%:75%
007159.OF	南方富元稳健养老一年 A	2019-05-10	定量控制组合风险（最大回撤及波动率）
007310.OF	银华尊尚稳健养老一年	2019-08-14	固定股债比 25%:75%
007249.OF	广发均衡养老目标三年	2019-09-24	固定股债比 50%:50%
007247.OF	易方达汇智稳健养老一年	2019-11-05	固定股债比 25%:75%
007652.OF	华夏稳健养老一年	2019-11-26	定量控制组合风险（波动率及 CVaR）
009143.OF	上投摩根锦程稳健养老目标一年	2020-04-23	固定股债比 20%:80%
007705.OF	长城恒康稳健养老一年	2020-06-03	固定股债比 25%:75%
009184.OF	东方红颐和积极养老目标五年	2020-06-23	固定股债比 75%: 25%
009174.OF	东方红颐和稳健养老目标两年	2020-06-24	固定股债比 20%:80%

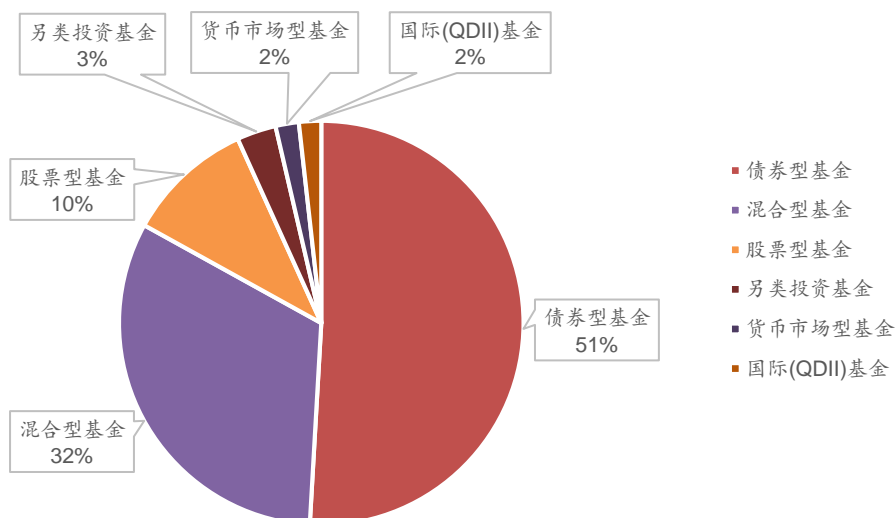
资料来源：Wind，基金招募说明书，华泰证券研究所

FOF 基金配置策略：偏好有获奖记录的明星基金经理旗下基金

基金类型偏好：权益投资偏好主动型基金，债券投资偏好中长期纯债基金

我们采用 2020 年中报数据对 FOF 产品持仓基金类型进行了统计，并展示在了下方图表中。从一级投资分类来看，FOF 产品配置债券型基金的比例最高，达 51%，混合型基金配置比例次之，为 32%，股票型基金配置比例第三，为 10%。

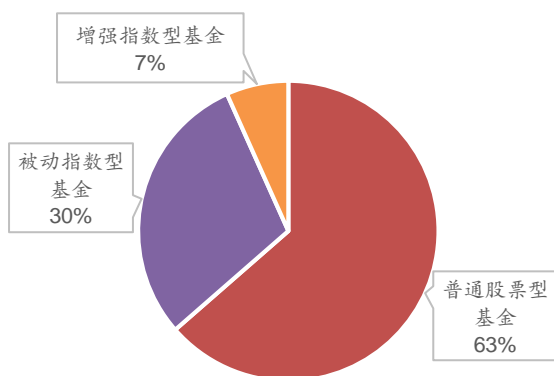
图表38： FOF 产品子基金投资类型（一级分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020 年中报

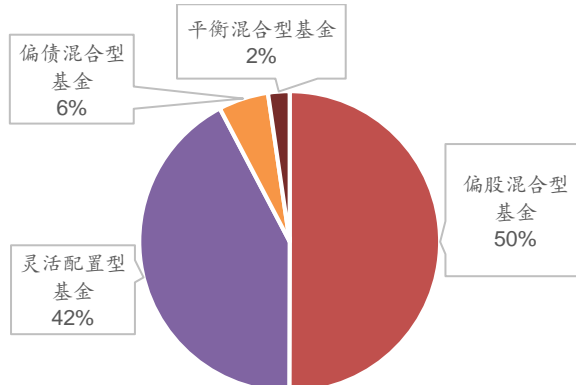
从权益类二级投资分类来看，FOF 产品所配置的股票型子基金中有 63%为普通股票型基金，指数型和指数增强型基金规模总和占股票型子基金的 37%。混合型基金中则有 50%的偏股混合型基金和 42%的灵活配置型基金，平衡混合型基金仅占混合型基金总规模的 2%。可见在配置权益类基金时，FOF 管理人更加偏好主动性更强的基金。

图表39： 股票型子基金投资类型（二级分类）所占规模百分比



资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020 年中报

图表40： 混合型基金子基金投资类型（二级分类）所占规模百分比

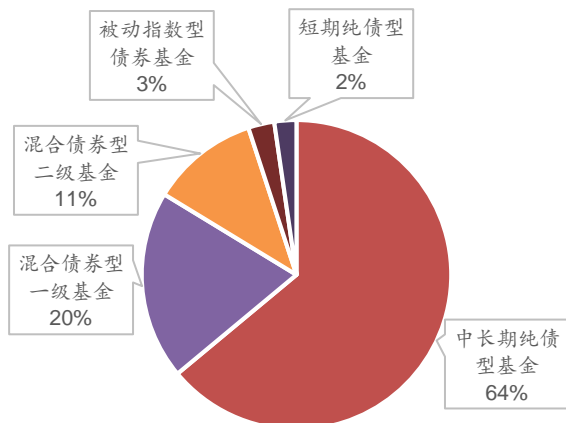


资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020 年中报

从固收类二级投资分类来看，FOF 产品所配置的债券型子基金中有 64%为中长期纯债型基金，一级债基和二级债基配置规模分别占债券型子基金的 20%和 11%，可见在配置债券类基金时，FOF 管理人更加偏好中长期纯债基金，且较少将偏债混合型基金、一级债基和二级债基这三类固收+产品作为固定收益类配置标的。

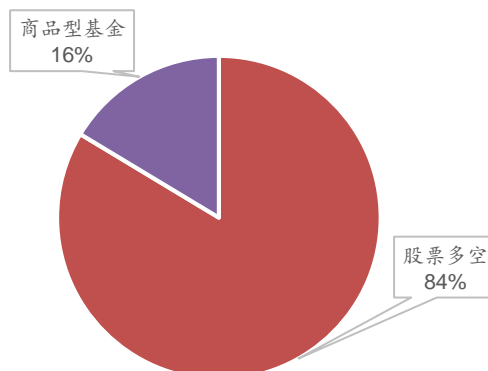
FOF 产品所配置的另类投资基金则多为股票多空型基金，主要是各类量化对冲基金。此外还有部分商品型基金成为 FOF 产品配置标的，其中主要是各类黄金 ETF。

图表41： 债券型基金投资类型（二级分类）所占规模百分比



资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020 年中报

图表42： 另类投资基金投资类型（二级分类）所占规模百分比



资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020 年中报

基金产品偏好：偏好有获奖记录且长期表现优异的基金经理旗下产品 债券型基金中，民生加银鑫享、富国天利增长和易方达信用债配置规模最大

市场上 99 只公布了 2020 半年报的 FOF 产品所配置的全部子基金中，所配规模前三的债券型基金（包括 QDII 债券型基金）包括民生加银鑫享 A、富国天利增长债券、易方达信用债、富国产业债和中欧增强回报等。我们也导出了基金的相关信息进行深入研究，发现这 15 只债券型基金中，绝大多数基金的基金经理曾获得过晨星基金奖、金牛基金奖、金基金奖或明星基金奖等权威第三方机构颁发的奖项。

图表43： FOF 子基金获配总规模前 15 的债券基金

基金代码	基金简称	被持有总规模 (亿元)	投资类型	基金规模合计 (亿元)	基金经理	基金经理总获奖 次数 (Wind)
003382.OF	民生加银鑫享 A	18.49	中长期纯债型基金	109.05	陆欣	5
100018.OF	富国天利增长债券	8.16	混合债券型一级基金	118.20	黄纪亮	1
000032.OF	易方达信用债 A	7.20	中长期纯债型基金	53.15	胡剑,纪玲云	13
100058.OF	富国产业债 A	5.98	中长期纯债型基金	57.90	黄纪亮,武磊	2
166008.SZ	中欧增强回报 A	5.55	混合债券型一级基金	42.34	洪慧梅,张明	
000563.OF	南方通利 A	5.18	中长期纯债型基金	55.66	何康	3
164902.SZ	交银信用添利	4.77	混合债券型一级基金	35.72	唐赞	
000147.OF	易方达高等级信用债 A	4.77	中长期纯债型基金	100.80	林森	1
340009.OF	兴全磐稳增利债券 A	4.71	混合债券型一级基金	26.38	张睿	10
110037.OF	易方达纯债 A	4.68	中长期纯债型基金	42.36	张雅君	9
000205.OF	易方达投资级信用债 A	4.47	中长期纯债型基金	36.04	王晓晨	15
519718.OF	交银纯债 AB	4.43	中长期纯债型基金	47.41	于海颖,魏玉敏	1
000286.OF	银华信用季季红 A	4.24	中长期纯债型基金	40.86	邹维娜	12
519723.OF	交银双轮动 AB	4.10	中长期纯债型基金	32.21	唐赞	
270044.OF	广发双债添利 A	4.10	中长期纯债型基金	108.72	代宇	7

资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020 年中报

权益类及另类投资基金中，海富通阿尔法对冲、汇添富医药保健和蓝筹稳健配置规模最大。在股票型基金、混合型基金、QDII 股票、混合基金和另类投资基金中，持有规模最大的为海富通阿尔法对冲、汇添富医药保健和汇添富蓝筹稳健，其中海富通阿尔法对冲 A 配置总规模为 7.976 亿元。QDII 基金中，华夏恒生 ETF 和易方达恒生 H 股 ETF 等港股 ETF 配置比例较高。商品型基金中，华安黄金 ETF 则也较受 FOF 产品欢迎。基金总规模方面，前 15 名基金中有 7 只超过 100 亿元，但也有规模在几十亿元的小而美的基金。这 15 只基金最鲜明的特征是，绝大多数的基金经理曾获得第三方权威机构颁发的奖项，由此我们或可推断，FOF 管理人更加偏好有获奖记录的基金经理所管理的产品。

图表44： FOF子基金获配总规模前15的非债券基金

基金代码	基金简称	被持有总规模 (亿元)	投资类型(二级分类)	基金规模合计 (亿元)	基金经理	基金经理总获奖 次数(Wind)
519062.OF	海富通阿尔法对冲 A	7.98	股票多空	149.91	杜晓海,朱斌全	2
470006.OF	汇添富医药保健 A	3.37	偏股混合型基金	54.58	郑磊	1
519066.OF	汇添富蓝筹稳健	3.16	灵活配置型基金	94.65	雷鸣	11
163415.SZ	兴全商业模式优选	3.08	偏股混合型基金	129.69	乔迁	2
001714.OF	工银瑞信文体产业 A	2.70	普通股票型基金	105.00	袁芳	4
166006.SZ	中欧行业成长 A	2.59	偏股混合型基金	134.43	王培	6
519069.OF	汇添富价值精选 A	2.57	偏股混合型基金	164.97	劳杰男	9
690007.OF	民生加银景气行业 A	2.33	偏股混合型基金	19.50	王亮	
470009.OF	汇添富民营活力 A	2.26	偏股混合型基金	54.38	马翔	1
000697.OF	汇添富移动互联	2.16	普通股票型基金	73.51	张朋	
159920.SZ	华夏恒生 ETF	1.97	QDII 股票型基金	87.35	徐猛	3
001178.OF	前海开源再融资主题精选	1.96	普通股票型基金	20.41	邱杰	4
510900.SH	易方达恒生 H 股 ETF	1.91	QDII 股票型基金	98.42	余海燕,成曦	3
518880.SH	华安黄金 ETF	1.90	商品型基金	115.47	许之彦	6
001938.OF	中欧时代先锋 A	1.86	普通股票型基金	162.42	周应波	12

资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020 年中报

华安黄金 ETF 获配频率最高，工银瑞信文体产业在主动型基金中获配频率最高

从出现次数来看，华安黄金 ETF 获配频率最高，在 99 只 FOF 产品的子基金列表表中出现了 28 次；被动指数型基金中出现频率最高的为国泰中证全指证券公司 ETF；主动股票型基金中出现频率最高的为工银瑞信文体产业 A；主动混合型基金中出现频率最高的为兴全商业模式优选；债券型基金中出现频率最高的为易方达信用债 A。

图表45： 债券/货币市场型基金出现频率

基金代码	基金简称	出现次数	投资类型(一级分类)	投资类型(二级分类)	基金经理
511990.SH	华宝现金添益 A	24	货币市场型基金	货币市场型基金	陈昕,高文庆
000032.OF	易方达信用债 A	17	债券型基金	中长期纯债型基金	胡剑,纪玲云
511880.SH	银华交易货币 A	17	货币市场型基金	货币市场型基金	王树丽
485111.OF	工银瑞信双利 A	15	债券型基金	混合债券型二级基金	欧阳凯,魏欣
000147.OF	易方达高等级信用债 A	14	债券型基金	中长期纯债型基金	林森
000171.OF	易方达裕丰回报	14	债券型基金	混合债券型二级基金	张清华,张雅君
000191.OF	富国信用债 A	12	债券型基金	中长期纯债型基金	黄纪亮
511010.SH	国泰上证 5 年期国债 ETF	12	债券型基金	被动指数型债券基金	王玉
002351.OF	易方达裕祥回报	11	债券型基金	混合债券型二级基金	张清华,林森
110008.OF	易方达稳健收益 B	11	债券型基金	混合债券型二级基金	胡剑

资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020 年中报

图表46： 非债券/货币市场型基金出现频率

基金代码	基金简称	出现次数	投资类型(一级分类)	投资类型(二级分类)	基金经理
518880.SH	华安黄金 ETF	28	另类投资基金	商品型基金	许之彦
512880.SH	国泰中证全指证券公司 ETF	24	股票型基金	被动指数型基金	艾小军
001714.OF	工银瑞信文体产业 A	23	股票型基金	普通股票型基金	袁芳
159949.SZ	华安创业板 50ETF	23	股票型基金	被动指数型基金	许之彦
159915.SZ	易方达创业板 ETF	20	股票型基金	被动指数型基金	成曦,刘树荣
001410.OF	信达澳银新能源产业	19	股票型基金	普通股票型基金	冯明远
510900.SH	易方达恒生 H 股 ETF	17	国际(QDII)基金	国际(QDII)股票型基金	余海燕,成曦
163415.SZ	兴全商业模式优选	16	混合型基金	偏股混合型基金	乔迁
166006.SZ	中欧行业成长 A	15	混合型基金	偏股混合型基金	王培
510050.SH	华夏上证 50ETF	15	股票型基金	被动指数型基金	张弘弢,徐猛

资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020 年中报

子基金权益类基金经理抽样检验，各项指标业内排名顶尖且无明显短板

我们将全市场权益类基金经理的全部历史管理记录截出，计算出每段管理记录的对应指标后，将各段管理记录的各项指标以管理时长加权合成，最终得到每位基金经理的总评。随后我们从上述出现频率较高、获配规模较大的子基金中，随机挑选了 10 位基金经理，并计算其各项总评指标在所有权益类基金经理中的排名百分比。

图表47： FOF 子基金管理人业绩指标在同类基金经理中的排名百分比

基金经理名称	基金公司	年化超额收益	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率	规模调整超额		
							收益	选股能力	择时能力
劳杰男	汇添富基金	28.64%	57.05%	50.57%	27.80%	26.48%	3.80%	8.51%	9.00%
雷鸣	汇添富基金	16.45%	26.59%	16.15%	20.58%	27.28%	2.05%	15.57%	9.53%
马翔	汇添富基金	17.09%	30.42%	28.08%	22.83%	20.25%	8.55%	13.29%	10.29%
乔迁	兴证全球基金	17.96%	46.98%	40.88%	19.60%	28.12%	0.80%	0.30%	0.38%
王亮	民生加银基金	9.91%	55.83%	56.04%	10.71%	13.87%	14.55%	14.47%	14.43%
王培	中欧基金	21.00%	9.91%	12.61%	26.81%	35.87%	2.54%	20.39%	17.13%
袁芳	工银瑞信基金	8.39%	39.84%	59.61%	10.10%	11.02%	1.60%	17.70%	27.65%
郑磊	汇添富基金	12.65%	13.48%	19.00%	16.82%	14.82%	1.25%	31.60%	25.64%
周应波	中欧基金	13.52%	27.99%	52.43%	16.64%	21.85%	1.29%	13.75%	20.85%
朱斌全	海富通基金	23.28%	82.42%	83.70%	19.94%	20.14%	36.69%	32.43%	41.59%

资料来源：Wind，华泰证券研究所，各基金经理全部历史管理记录（仅供参考，统计口径不同结果也会有所差异）

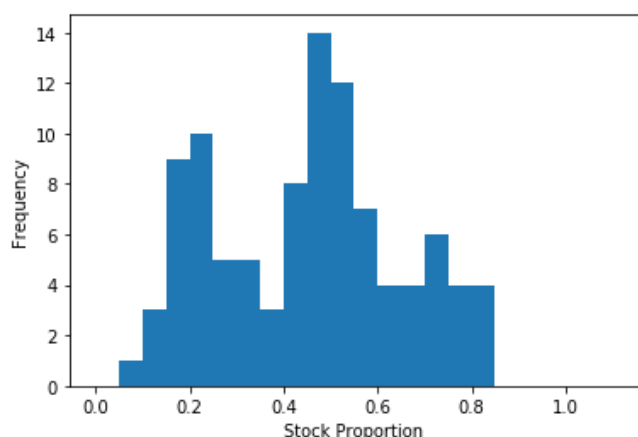
通过计算我们发现，这些基金经理的年化超额收益、年化波动、最大回撤、夏普比率、Calmar 比率、规模调整超额收益率（规模乘以超额收益率）、以及选股择时能力均在业内排名顶尖，基本没有明显短板。这一方面说明 FOF 投资人对子基金的基金经理能力水平要求较高，另一方面则说明 FOF 投资人更偏好长期表现优异的基金经理，且比较看重基金经理的综合能力。

FOF 仓位穿透：目标风险 FOF 平均股票投资比例较低

我们对公布了 2020 半年报的 99 只 FOF 产品进行了持仓穿透，即通过其子基金半年报持仓情况，估算 FOF 母基金股票、债券、现金及其他类别资产的持仓比例。

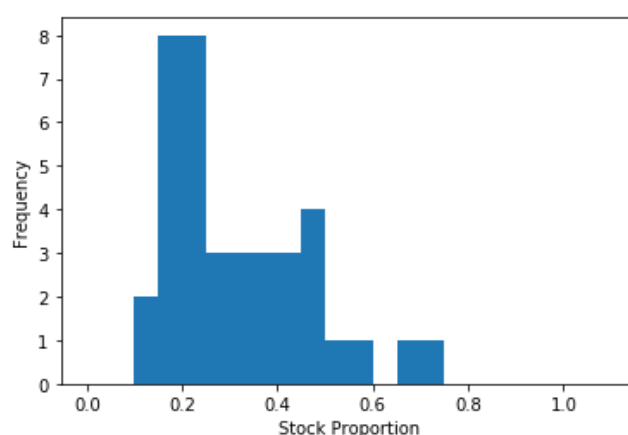
首先我们对各只 FOF 产品股票投资占比进行了统计，并将其分布图绘制在了下图表中。我们发现目标风险 FOF 的股票投资比例整体偏低，多集中在 20% 附近；而目标日期 FOF 的股票投资比例相对较高，多集中在 50% 附近，其中有一只中欧预见养老 2025 的股票配置比例不到 5.5%，远小于其他目标日期 FOF；而普通混合型 FOF 数量较少，且股票投资比例分布没有明显特征。因此全部 FOF 产品股票投资比例分布，由于目标风险 FOF 和目标日期 FOF 分布的峰值位置不同，而呈现出双峰的形状。

图表48： 全部 FOF 基金底层股票投资比例分布



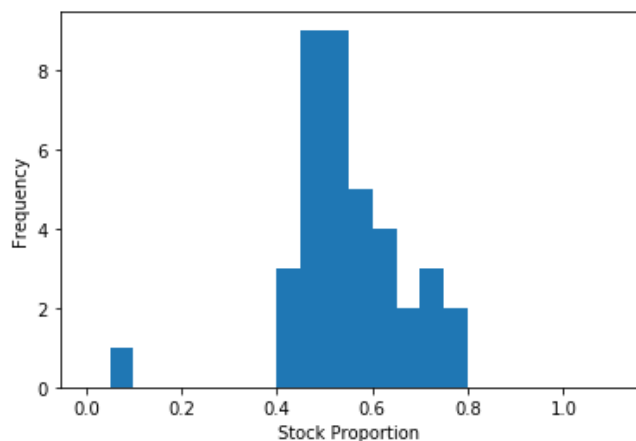
资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020 年中报

图表49： 目标风险 FOF 底层股票投资比例分布



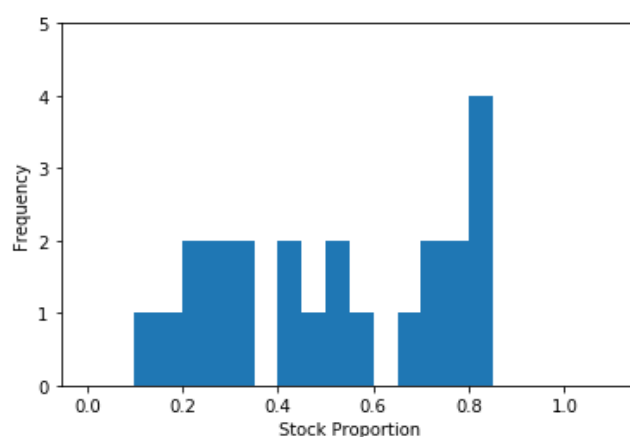
资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020 年中报

图表50: 目标日期 FOF 基金底层股票投资比例分布



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020 年中报

图表51: 普通混合型 FOF 底层股票投资比例分布



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020 年中报

股票投资市值占比排名前 10 的 FOF 产品中, 前 5 名均为普通混合 FOF, 其中 2020 年收益率排名前两位的富国智诚精选 3 个月和海富通聚优精选, 其股票投资市值占比也较高。6-10 名中则有 3 只目标日期 FOF, 1 只普通混合 FOF 和 1 只目标风险 FOF。

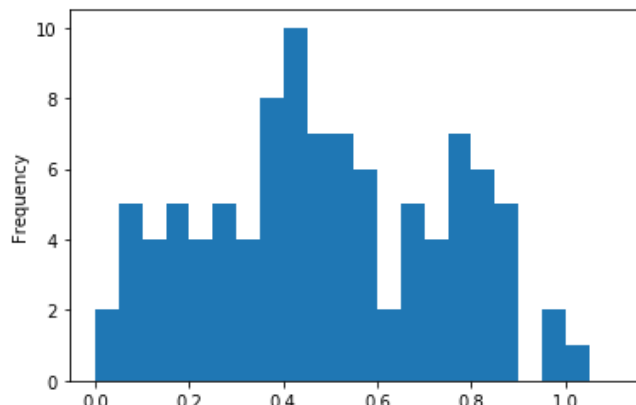
图表52: 股票投资市值占比排名前 10 的 FOF 产品

证券代码	证券简称	基金类型	基金规模 (亿元) 股票投资市值	
			20201231	占比
005220.OF	海富通聚优精选	普通混合 FOF	2.69	83.17%
007904.OF	广发锐意进取 3 个月 A	普通混合 FOF	0.34	82.87%
008169.OF	汇添富积极投资核心优势三个月持有期	普通混合 FOF	28.45	81.43%
007898.OF	富国智诚精选 3 个月	普通混合 FOF	12.11	81.37%
008079.OF	诺德大类精选	普通混合 FOF	5.44	79.36%
007059.OF	汇添富养老 2040 五年	目标日期 FOF	7.16	77.59%
008145.OF	兴全优选进取三个月	普通混合 FOF	34.95	76.83%
006620.OF	华夏养老 2045 三年 A	目标日期 FOF	8.61	76.65%
007060.OF	汇添富养老 2050 五年	目标日期 FOF	0.29	74.69%
005957.OF	华夏聚丰稳健目标 A	目标风险 FOF	0.26	74.01%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020 年中报

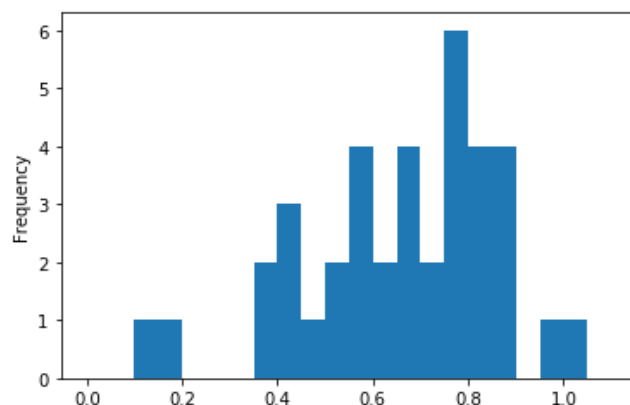
从穿透后的债券投资比例分布来看, 目标风险 FOF 的债券投资比例偏高, 集中在 70%-90%, 由于部分债基存在杠杆, 因此持仓穿透后某些目标风险 FOF 的债券投资比例占基金净值比超过 100%。目标日期 FOF 的债券仓位则主要集中在 40%-50%。此外, 各类 FOF 的现金投资比例和其他资产投资比例均主要集中在 10% 左右。

图表53: 全部 FOF 基金底层债券投资比例分布



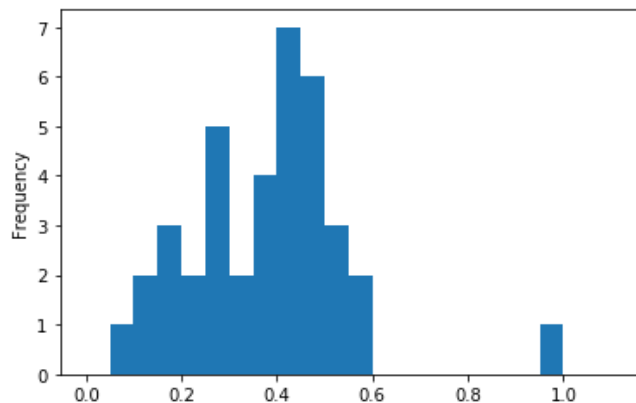
资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020 年中报

图表54: 目标风险 FOF 底层债券投资比例分布



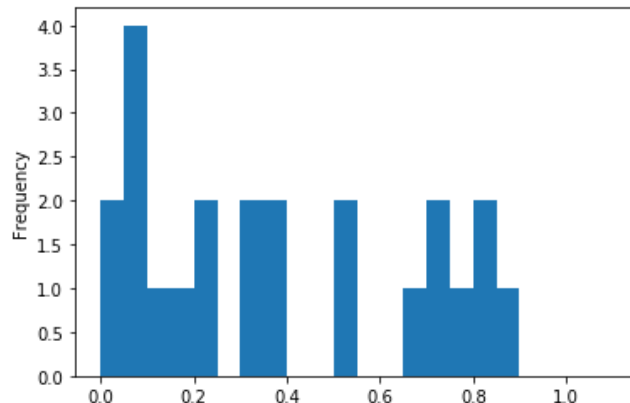
资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020 年中报

图表55: 目标日期 FOF 基金底层债券投资比例分布



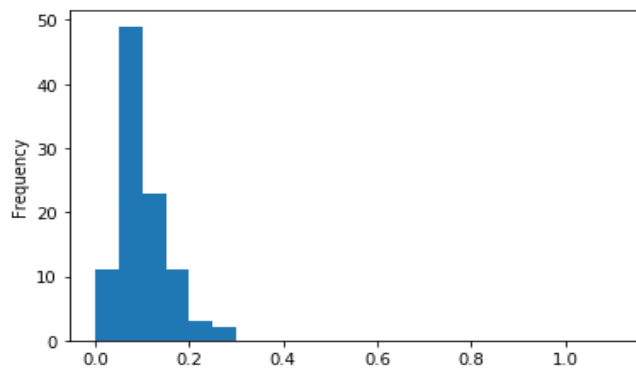
资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020 年中报

图表56: 普通混合型 FOF 底层债券投资比例分布



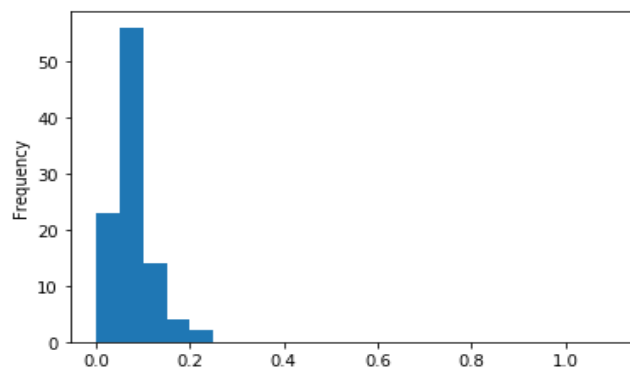
资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020 年中报

图表57: 全部 FOF 基金底层现金投资比例分布



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020 年中报

图表58: 全部 FOF 底层其他资产投资比例分布



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020 年中报

图表59: 各类 FOF 产品资产配置比例均值

FOF 类型	分位数	股票投资比例	债券投资比例	现金投资比例	其他资产投资比例
全部 FOF	25 分位	25.93%	30.54%	6.31%	5.09%
	平均值	45.09%	48.71%	9.89%	7.69%
	中位数	47.58%	45.96%	8.72%	6.86%
	75 分位	57.21%	70.21%	12.10%	9.65%
目标风险 FOF	25 分位	19.86%	54.30%	5.89%	5.64%
	平均值	31.65%	65.83%	8.50%	7.70%
	中位数	25.97%	69.17%	7.61%	6.89%
	75 分位	41.49%	79.82%	10.78%	9.41%
目标日期 FOF	25 分位	48.84%	27.05%	6.17%	4.15%
	平均值	54.77%	37.60%	9.99%	6.59%
	中位数	52.94%	40.18%	8.32%	6.05%
	75 分位	61.77%	45.73%	12.17%	7.96%
普通混合 FOF	25 分位	28.51%	10.72%	7.93%	5.71%
	平均值	51.31%	38.77%	12.01%	9.49%
	中位数	51.08%	34.46%	9.89%	7.97%
	75 分位	74.82%	69.67%	15.56%	12.21%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 2020 年中报

FOF 策略指数新发，中邮理财基金指数基于基金经理评价选基

FOF 产品风险调整后收益较为优异，控制回撤能力较强，且能够集多位优秀基金经理之力，是长期投资的较优标的，其投资理念和管理方式也在逐步获得更多投资者的认可。在 FOF 市场规模稳步增加的同时，许多与 FOF 产品在理念或形式上相似的产品也不断涌现。2020 年 12 月 31 日，招商、创金合信、华夏、建信、鹏华五家基金公司上报的公募 MOM 产品获批。MOM 产品是由 MOM 组合经理在全市场挑选出优秀的投资管理人，并将子账户委托给多个管理人进行投资管理的一类产品，其运作方式和管理细节已在我们华泰金工组 2020 年 11 月 17 日发布的深度报告《MOM 投资组合的构建全流程框架》中详细阐释，本文中就不再赘述。

图表60：第一批获批 MOM 产品列表

申请事项	申请材料接受日	第一次反馈意见日	接收第一次反馈材料日	决定日	当前状态
招商惠润一年定期开放混合型发起式管理人中管理人（MOM）证券投资基金	2019/12/25	2020/2/18	2020/12/17	2020/12/23	获批
创金合信群力一年定期开放混合型管理人中管理人（MOM）证券投资基金	2019/12/25	2020/2/18	2020/12/17	2020/12/23	获批
华夏博锐一年持有期混合型管理人中管理人（MOM）发起式证券投资基金	2019/12/26	2020/2/18	2020/12/17	2020/12/23	获批
建信智汇优选一年持有期混合型管理人中管理人（MOM）证券投资基金	2019/12/26	2020/2/18	2020/12/17	2020/12/23	1 月 20 日至 2 月 3 日公开发行
鹏华精选群英一年持有期灵活配置混合型管理人中管理人（MOM）证券投资基金	2020/1/6	2020/2/18	2020/12/17	2020/12/23	获批

资料来源：Wind，华泰证券研究所

除了 FOF 产品和 MOM 产品外，2020 年市场上也有机构发行了具有较高投资价值的基金组合策略指数可供投资者跟踪。本章我们将以中证中邮理财基金指数为例，对基金组合策略指数进行介绍和分析。

中邮理财基金指数系列于 2020 年 12 月发布，包含稳健策略和平衡策略

中证中邮理财基金指数系列为中邮理财与中证指数公司合作编制的定制指数，于 2020 年 12 月 11 日发布，该系列中目前包含两只基金指数：中证中邮理财稳健策略基金指数（Wind 代码：931658.CSI）以及中证中邮理财平衡策略基金指数（Wind 代码：931659.CSI）。

图表61：中证中邮理财策略基金指数相关信息

指数名称	指数简称	指数代码	权益基金：债券基金
中证中邮理财稳健策略基金指数	中邮理财稳健策略	931658	20%：80%
中证中邮理财平衡策略基金指数	中邮理财平衡策略	931659	40%：60%

资料来源：中证指数公司官网，华泰证券研究所

两只指数的风险水平不同。中邮理财平衡策略指数将权益基金组合和债券基金组合按照 40%：60% 的权重进行组合，中邮理财稳健策略指数将权益基金组合和债基基金组合按照 20%：80% 的权重进行组合。从资产配置方式来看，两只策略指数本质上是目标风险型基金指数，与平衡型（50%：50%）、稳健型（25%：75%）目标风险 FOF 相比，此指数的股基债基配置比例与之相近，但股基配置比例略低，风险也更低。

策略基金指数通过多个步骤的定量规则评价基金经理并据此优选基金

在基金筛选方面，中邮理财在编制基金指数、优选基金样本的时候，是从基金经理出发的。在华泰金工 2020 年 10 月 15 日发布的《基金业绩持续性的规律与策略构建》一文中，我们归纳了国内外权威期刊的文献，其结论多为基金业绩整体持续性较弱，而基金经理的选股能力和超额收益是具有持续性的，国内实证结果也说明基金业绩整体持续性较弱。因此，从基金经理出发的选基策略是相对更为科学有效的。

中邮理财策略基金指数的编制手册显示，其在选择基金样本的时候分为以下几步：

- 1、选取样本空间：**选取中国内地市场所有成立满一个季度，且最新季报披露的基金净资产不低于一亿元的主动型开放式证券投资基金，作为样本空间。将样本空间内的基金划分为权益基金和债券基金两个类别。
- 2、通过定量评价指标对基金经理综合打分：**基于历史管理的基金产品的单位净值，合成成为基金经理的日度收益序列，并计算如下指标，加权求和得到基金经理的综合得分：
 - 1) 对于权益型基金经理：综合得分=0.25*累积收益率+0.1*波动率+0.1*最大回撤率+0.35*夏普比率+0.1*择时能力得分+0.1*选股能力得分；
 - 2) 对于债券型基金经理：综合得分=0.35*累积收益率+0.15*波动率+0.15*最大回撤率+0.35*夏普比率；
 - 3) 其中，累积收益率、波动率、最大回撤率和夏普比率根据每个基金经理在过去三年历史净值表现计算得出，选股能力和择时能力得分基于 Brinson 模型得出。
- 3、筛选综合打分靠前的基金经理：**根据上述基金经理综合得分，分别在权益基金经理和债券基金经理中，筛选出综合得分排名前 30%的基金经理，以其管理的基金组成待选样本；
- 4、选取最终基金样本：**将待选样本划分为权益基金和债券基金，并将权益基金按照其与沪深 300 和中证 500 相关系数，进一步划分为价值型权益基金和成长型权益基金。最终分别在价值型权益基金、成长型权益基金和债券基金中选取其基金经理得分排名前 10 名、前 10 名和前 20 名的基金组成最终样本；若同一基金经理管理的多只基金入选，则选取规模最大的一只。
- 5、分配权重：**在平衡策略指数和稳健策略指数预设的权益基金债券基金权重比例下，分别在权益基金组合和债基基金组合内部，根据基金净值规模，将组合内基金分为四层，各个单层内的基金权重相等，不同层级间的基金权重比例，则按照下表规则分配，其本质上是为更大规模的基金分配较高的权重，但是也会在不同规模的基金之间进行分散配置。单一基金配置比例不超过 10%。

图表62： 中证中邮理财基金指数编制方法

样本类别	权益基金	债券基金
涵盖类别	普通股票型、偏股混合型基金、灵活配置型基金和平衡混合型基金（偏中长期纯债型基金除外）	
筛选标准	剔除过去十二个季度股票仓位占比低于 60%的基金	剔除定期开放基金
基金经理打分方法	综合得分=0.25*累积收益率+0.1*波动率+0.1*最大回撤率+0.35*夏普比率+0.1*择时能力得分+0.1*选股能力得分	综合得分=0.35*累积收益率+0.15*波动率+0.15*最大回撤率+0.35*夏普比率
基金筛选方法	价值型权益基金中选取基金经理得分排名前 10，成长型权益基金中选取得分排名前 10	债券型基金中选取得分排名前 10
权重分配方法	第一层：基金规模≥15 亿（权重比例为 1） 第二层：15 亿>基金规模≥5 亿（权重比例为 0.5） 第三层：5 亿>基金规模≥2 亿（权重比例为 0.25） 第四层：基金规模<2 亿（权重比例为 0.1）	第一层：基金规模≥50 亿（权重比例为 1） 第二层：50 亿>基金规模≥30 亿（权重比例为 0.8） 第三层：30 亿>基金规模≥10 亿（权重比例为 0.6） 第四层：基金规模<10 亿（权重比例为 0.2）

资料来源：中证指数公司官网，华泰证券研究所

我们从中证指数公司官网上获取了稳健策略基金指数的持仓列表，权益类基金中包括易方达蓝筹精选、景顺长城新兴成长、嘉实新兴产业、工银瑞信文体产业、交银阿尔法等规模较大的明星基金，也包括万家新机遇价值驱动、工银瑞信新蓝筹和汇安丰泽等小而美的优秀基金。

图表63： 中证中邮理财稳健策略基金指数权益类子基金列表

基金代码	基金名称	基金管理人	基金规模 (亿元)	基金类型	基金经理
005827.OF	易方达蓝筹精选	易方达基金	339.38	偏股混合型基金	张坤
260108.OF	景顺长城新兴成长	景顺长城基金	265.87	偏股混合型基金	刘彦春
000751.OF	嘉实新兴产业	嘉实基金	139.61	普通股票型基金	归凯
001714.OF	工银瑞信文体产业 A	工银瑞信基金	105.00	普通股票型基金	袁芳
519712.OF	交银阿尔法	交银施罗德基金	88.20	偏股混合型基金	何帅
001875.OF	前海开源沪港深优势精选	前海开源基金	70.61	灵活配置型基金	曲扬, 范洁
000527.OF	南方新优享 A	南方基金	41.08	灵活配置型基金	章晖
000136.OF	民生加银策略精选 A	民生加银基金	31.54	灵活配置型基金	孙伟
000566.OF	华泰柏瑞创新升级 A	华泰柏瑞基金	30.07	灵活配置型基金	张慧
450003.OF	国富潜力组合 A 人民币	国海富兰克林基金	23.27	偏股混合型基金	徐荔蓉
110015.OF	易方达行业领先	易方达基金	19.84	偏股混合型基金	冯波
519056.OF	海富通内需热点	海富通基金	17.07	偏股混合型基金	黄峰
001927.OF	华夏消费升级 A	华夏基金	14.93	灵活配置型基金	黄文倩
160918.OF	大成中小盘	大成基金	13.83	偏股混合型基金	魏庆国
151001.OF	银河稳健	银河基金	12.26	偏股混合型基金	钱睿南
501070.OF	广发睿阳三年定开	广发基金	11.91	偏股混合型基金	傅友兴
003961.OF	易方达瑞程 A	易方达基金	6.83	灵活配置型基金	林森
161910.OF	万家新机遇价值驱动 A	万家基金	5.00	灵活配置型基金	高源
001651.OF	工银瑞信新蓝筹	工银瑞信基金	3.10	普通股票型基金	王筱苓
003889.OF	汇安丰泽 A	汇安基金	1.76	灵活配置型基金	戴杰

资料来源：Wind，中证指数公司官网，华泰证券研究所

我们将全市场权益类基金经理的全部历史管理记录截出，计算出每段管理记录的对应指标后，将各段管理记录的各项指标以管理时长加权合成，最终得到每位基金经理的总评。随后我们计算上述基金经理的各项总评指标在所有权益类基金经理中的排名百分比并展现在下表中。我们发现上述基金经理的各项能力均在业内排名顶尖，没有明显短板。可见该指数所选基金样本的管理人均为长期表现优异的基金经理，能够为指数长期走势提供保障。

图表64： 基金经理各项指标在同类基金中排名百分比

	基金	年化超额	年化波动率	最大回撤			调整规模	选股能力	择时能力	
	经理	收益	排名	排名	Sharpe	Calmar	超额收益	排名	排名	风格持续性
005827.OF	张坤	18.6%	28.1%	31.2%	23.1%	28.6%	0.3%	11.3%	7.0%	12.5%
260108.OF	刘彦春	18.1%	18.6%	26.9%	25.8%	32.9%	1.2%	1.3%	1.2%	14.2%
000751.OF	归凯	9.7%	39.2%	53.0%	12.3%	13.0%	1.1%	4.7%	3.2%	39.5%
001714.OF	袁芳	8.4%	39.8%	59.6%	10.1%	11.0%	1.6%	17.7%	27.6%	39.8%
519712.OF	何帅	18.2%	42.5%	44.8%	20.1%	28.1%	2.3%	3.5%	3.6%	45.3%
001875.OF	范洁	9.3%	28.4%	58.4%	12.4%	14.7%	3.6%	6.6%	7.8%	4.0%
000527.OF	章晖	18.5%	22.0%	22.4%	24.1%	30.2%	8.1%	6.2%	6.9%	26.5%
000136.OF	孙伟	17.0%	53.1%	50.5%	16.4%	17.3%	4.3%	32.3%	28.6%	43.5%
000566.OF	张慧	22.8%	17.0%	8.9%	29.8%	37.8%	13.5%	10.8%	10.2%	24.5%
450003.OF	徐荔蓉	43.9%	9.1%	1.1%	53.9%	62.8%	24.3%	18.0%	14.3%	19.4%
110015.OF	冯波	27.1%	31.7%	9.4%	31.9%	31.7%	7.4%	40.9%	35.3%	23.8%
519056.OF	黄峰	50.4%	4.3%	2.3%	51.0%	37.9%	25.2%	3.2%	3.6%	3.9%
001927.OF	黄文倩	16.9%	51.2%	42.9%	17.5%	26.3%	15.6%	11.5%	11.4%	38.2%
160918.OF	魏庆国	30.0%	15.2%	21.2%	43.3%	33.2%	24.5%	5.6%	7.0%	23.8%
151001.OF	钱睿南	43.3%	41.9%	11.1%	46.1%	57.8%	28.0%	5.7%	3.3%	32.1%
501070.OF	傅友兴	32.8%	76.5%	46.4%	47.9%	40.7%	2.3%	18.3%	11.4%	58.2%
003961.OF	林森	32.1%	87.4%	81.0%	13.8%	19.5%	27.9%	8.4%	11.7%	83.5%
161910.OF	高源	24.6%	21.1%	46.1%	33.0%	35.0%	25.3%	5.1%	6.3%	42.3%
001651.OF	王筱苓	34.8%	41.9%	15.1%	35.7%	47.9%	40.6%	22.1%	26.0%	59.2%
003889.OF	戴杰	27.5%	69.0%	48.6%	28.6%	30.4%	28.1%	35.6%	32.6%	68.2%

资料来源：Wind，华泰证券研究所，各基金经理全部历史管理记录（仅供参考，统计口径不同结果也会有所差异）

债券型子基金中，基金规模超过 100 亿元的则只有富国信用债，50 亿规模以上的则包括兴业添利、富国产业债和工银瑞信泰享三年这三只基金。

图表65： 中证中邮理财稳健策略基金指数债券类子基金列表

	基金名称	基金管理人	基金规模 (亿元)	基金类型	基金经理
000191.OF	富国信用债 A	富国基金	127.27	中长期纯债型基金	黄纪亮
001299.OF	兴业添利	兴业基金	84.81	中长期纯债型基金	杨逸君
100058.OF	富国产业债 A	富国基金	57.90	中长期纯债型基金	黄纪亮,武磊
002750.OF	工银瑞信泰享三年	工银瑞信基金	50.23	中长期纯债型基金	陈桂都
040040.OF	华安纯债 A	华安基金	41.08	中长期纯债型基金	苏玉平,郑如熙
003847.OF	华安鼎丰	华安基金	37.43	中长期纯债型基金	李邦长
002650.OF	东方红稳添利	东证资管	36.08	中长期纯债型基金	纪文静
519152.OF	新华纯债添利 A	新华基金	34.39	中长期纯债型基金	于泽雨
002736.OF	泓德裕和纯债 A	泓德基金	33.27	中长期纯债型基金	李倩,赵琳婧
005159.OF	华泰保兴尊合 A	华泰保兴基金	31.36	中长期纯债型基金	张挺
002898.OF	富国两年期理财 A	富国基金	29.89	中长期纯债型基金	俞晓斌
000024.OF	大摩双利增强 A	摩根士丹利华鑫基金	24.49	中长期纯债型基金	张雪
675111.OF	西部利得汇享 A	西部利得基金	24.24	中长期纯债型基金	严志勇
519782.OF	交银裕隆纯债 A	交银施罗德基金	21.69	中长期纯债型基金	黄莹洁
003547.OF	鹏华丰禄	鹏华基金	20.95	中长期纯债型基金	刘涛
002073.OF	圆信永丰兴融 A	圆信永丰基金	16.92	中长期纯债型基金	林铮
003672.OF	兴业裕华	兴业基金	10.43	中长期纯债型基金	徐青
519188.OF	万家信用恒利 A	万家基金	8.87	中长期纯债型基金	苏谋东
003978.OF	中信建投稳祥 A	中信建投基金	5.78	中长期纯债型基金	许健
003999.OF	富荣富祥纯债	富荣基金	5.12	中长期纯债型基金	吕晓蓉

资料来源：Wind，中证指数公司官网，华泰证券研究所

整体来看，该指数以基金经理历史表现为选基依据，综合多个定量指标，从多个方向全面衡量基金经理表现，挑选出顶尖基金经理并优选对应基金。决定权重时则在不同风格、不同规模之间充分分散配置，编制方式科学合理，具有一定跟踪投资的价值。

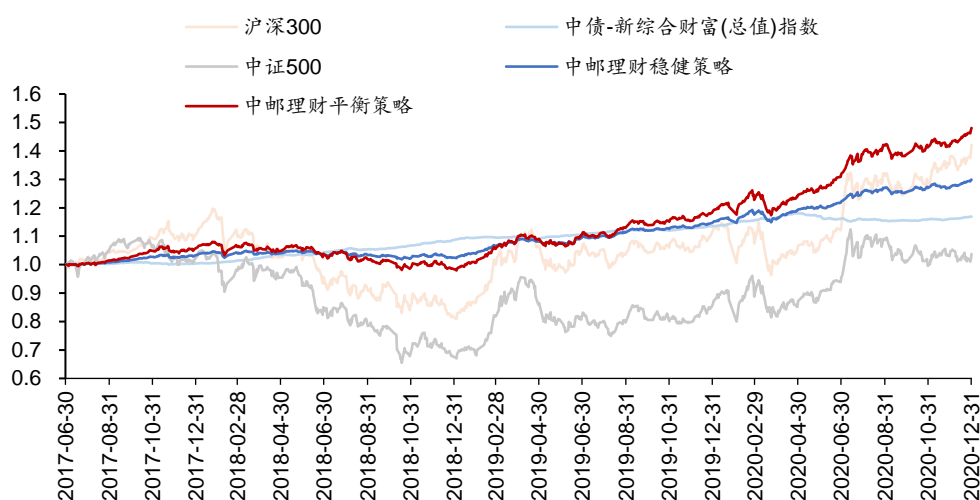
策略基金指数历史夏普、Calmar 皆超 2，回撤控制能力强，适合长线投资

从 2017 年 6 月 30 日到 2020 年 12 月 31 日，中邮理财基金稳健指数年化收益达 7.75%，其年化波动率仅为 3.84%，最大回撤仅为 3.61%，夏普比率高达 2.02，Calmar 比率甚至高于中债新综合财富指数，高达 2.15。而中邮理财平衡策略指数年化收益达 11.87%，略高于沪深 300，但其年化波动率和最大回撤分别为 7.57% 和 9.32%，均远小于沪深 300。整体来看该指数业绩表现十分优异。尤其是其较强的回撤控制能力，与长线资金的投资理念相匹配，适宜作为长期投资标的。

图表66： 策略指数风险收益指标

	沪深 300	中债-新综合	中证 500	中邮理财稳健策略	中邮理财平衡策略
年化收益率	10.56%	4.58%	1.05%	7.75%	11.87%
年化波动率	20.17%	1.12%	23.26%	3.84%	7.57%
最大回撤	32.46%	2.43%	40.11%	3.61%	9.32%
Sharpe	0.524	4.103	0.045	2.018	1.569
Calmar	0.325	1.88	0.026	2.147	1.273

资料来源：Wind，华泰证券研究所，20170630-20201231

图表67： 中邮理财基金指数历史业绩表现

资料来源：Wind，华泰证券研究所，20170630-20201231

风险提示

- 1、基金的表现与宏观环境和大盘走势密切相关，历史结果不能预测未来，同时还受到包括环境、政策、基金管理人变化等因素的影响，过去业绩好的基金不代表未来依然业绩好，投资需谨慎。
- 2、本文对各类产品及基金经理的评价均采用客观数据和统一口径计算，或与其他口径下的计算结果不同，仅作参考。
- 3、本文对基金经理和各类产品的正面评价仅作参考，不构成推荐意见，需综合考量、谨慎投资。

免责声明

分析师声明

本人，林晓明、黄晓彬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林晓明、黄晓彬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
卖出：预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司