



FOF与MOM，傻傻分不清 . 第20讲



渔阳 2018-05-14 20:49

字数 5,396

阅读需 14分钟

“
欢迎来到量化小学”

▲ 加入[“量化小学”校友圈儿](#)提问交流

详细内容请在wifi环境下观看视频



上一篇:

风靡华尔街: 智能投
顾市场分. 第19讲

0

下一篇: ★

股票风险模型: 从单
因子到多因子. 第21
讲



内容阅读

大家好, 欢迎来到量化小学。今天是投资组合理论这一章的最后一讲, 我们来谈一谈FOF与MOM这个话题。

首先是FOF模式, 也就是组合基金的模式。第二是MOM模式, 英文是Manager of Managers, 就是基金经理的组的模式。最后也对本章做一个简单的总结, 预告一下接下来的一些内容。

这章讲的是现代投资组合理论, 它有很多的应用, 不但可以用来组合股票等资产, CTA选股策略, 其实现在投资组合理论也可以用在基金和基金经理上面的。回忆一下瑞·达利欧说过那句话, 15个低相关性的回报流, 这些回报流可以是资产, 可以是策略, 也可以是直接投资于一个基金, 甚至于是有赚钱能力的基金经理。

那么我们就来看一看组合基金和组合基金经理这两种模式。

FOF (组合基金模式)

先来谈一下组合基金, 也就是大家常说的FOF模式。这个模式最近几年在国内还是被谈论的挺多的, 因为从监管的角度来说, 对FOF采取一种鼓励的模式。

主要的想法, 第一还是要吸引大家来金融市场进行投资, 第二, 散户如果自己去炒股票的话, 来回交易其实效果往往不是这么好, 那么机构投资人应该怎么样更好地为普通投资来服务呢? 其实发FOF是一个挺好的模式。

我们来看一看它的主要的逻辑有哪些。第一个当然是发挥机构的专业能力去精选优秀的基金, 为投资者创造价值。这看上去是一件最显然的事情, 但也是一个最复杂的事情。我特

来自特辑



量化小学

解放你的投资动手能力

最近更新

【学业总结】量化学习的脉络梳理, 以及
继续学习提高的路径

2019-04-12更新

进阶研究: 集成学习和深度学习. 第31讲

2019-03-28更新



地给它打了三个问号，因为挑选优秀的基金不比挑选好的股票更容易。前面反复的讲过有效市场假说，就是股票的方向很难判断，其实优秀的基金同样是很难预测的。

在中国的公募基金当中往往有一个现象，就是头一年的冠军基金在第二年往往表现不是那么好，这从一个侧面说明了基金本身也像股票一样，有很多的不确定性。当然了好的基金经理经过一定的时间之后还是能够被发现的，也还是有他们的特色的，但总而言之，选基金并不是那么容易的事情。

第二点组合基金的逻辑就是它通过投资多只基金来实现资产和策略的配置，来适应投资者的需要。自然就是要对资产和策略做一些主观或者量化的判断然后再应用现代投资组合理论，大家可以复习一下前面我们讲过的等权重、风险评价或者是Black-Litterman框架，其实都可以用到组合基金的投资上面。

从资产和策略风格的角度来说，在国内公募基金主要就分为货币类、债券类和股票类，当然现在也有一些投资于海外债券或者海外股票的基金，那么从策略风格来讲就比较多了。这里列了一些主要的包括价值型的股票基金，成长型的股票基金，相对来说收益比较高的公司债、企业债、商品CTA基金，还有一些量化基金等等。

组合基金就是企图把这些不同的资产，不同的策略风格，按照一定的逻辑搭配起来。来适应投资者投资者的需要。组合基金的想法挺好的，但是在实践当中也有一些要点和难点。

FOF的要点

先来看一看FOF模式的要点在什么地方，这是我自己的总结，那么第一点当然是怎么样评价基金，然后怎样进行业绩归因。这方面可以应用到我们前面讲过的不少理论，比如对于



一个基金，我们可以算它的夏普比率，也可以算它的信息比例等等，来评价一个基金经理的能力。

第二点，在管理组合基金的时候，必然涉及到一个加减仓的问题，有的时候股票表现好，有的时候债券表现好，有的是成长型，有的时候是价值型。那么作为FOF的管理者究竟是应该坚持一个被动投资理念，不去做市场的判断,还是应该跟风，还是应该逆势投资,应该是一个比较困难的问题。

其实这跟投资股票一样想的太多，我觉得未必能有什么效果，可能被动投资还是一种比较好的方法。管理好FOF最重要的其实是风控系统，所以世界上做的比较大的基金、组合基金都有非常完备的监控体系，能够把旗下基金的风险组合到一起。

从技术的角度来说，有一些大的公司专门就是做这个的，比如说Riskmetrics，还有BlackRock solutions等等。这些公司存在它有几重的目的，首先它可以帮助组合基金算清楚风险，另外有的时候在它会充当组合基金和旗下基金之间的桥梁的作用，特别是涉及到对冲基金的时候。

因为在国外大家还是比较重视自己的信息安全和策略安全的，所以对冲基金经理往往不愿意把头寸直接拿给组合基金来看，那么就由Riskmetrics和BlackRock solutions这样的中介负责把组合基金投的对冲基金或者一些公募基金的头寸组合起来，算出风险报告给投资人。

FOF的难点

FOF模式它其实是有一些难点的，这也是为什么在美国最近十年其实FOF模式是遭到了挺大的挑战，它的资产规模已经停止上升了，特别是涉及到对冲基金的组合基金，其实资产



规模是在下降的。

难点主要有以下几点，第一个就是主动管理人能不能打败被动投资，已经讲过很多遍了，这个事情是不一定的。即便答案是能，也只是最棒的那些管理人才可以，尤其是在国外市场是比较接近有效的。

第二就是FOF模式存在一个双重收费的问题，因为组合基金要收一层，旗下无论是公募基金还是私募基金，还要再收一层，这能不能为投资人创造出额外的价值来证明(justify)双重收费其实是不一定的。

第三组合基金还有一个问题，就是如果投资是对冲基金的话，它还有一个业绩提成没有办法抵消的问题。这是因为对冲基金是有业绩报酬的，如果说A基金赚钱了，B基金亏钱了，那么组合基金的投资人实际上还要支付A的业绩报酬，那么尽管A和B加起来可能是没有赚钱的。这个如果在这个市场发生比较大的矛盾（discrepancy）情况下，有些基金赚了大钱，有些基金亏了大钱，其实组合基金的投资者是要吃一些亏的。

第四点就是有一个资金使用效率的问题，因为金融市场的机会不是固定的，有的时候债券有机会，有的时候股票有机会因为组合基金直接把钱分给旗下的基金了，他通常情况下不能灵活的把钱收回来，再给其他的基金经理，因此也就导致有时候可能资金处于一个使用效率不是很高的状态。

最后一点比较有意思，这可能是要在业内做过的人才会理解，通常情况下基金的波动率是较低，低波动性意味着低风险。但是从另外一个角度来讲，波动性其实也是你的利润来源。在后面讲到信号处理的时候，大家会更清楚的看到这一点。



组合基金 – FoF模式

逻辑：

1. 发挥专业能力，精选优秀的基金，为投资者创造价值

???

2. 通过投资多只基金来实现资产和策略配置，适应投资者需要

方法：对资产和策略的主观或量化判断，应用现代投资组合理论

| 资产 | 策略风格 |
|------|---------|
| 货币类 | 价值型股票基金 |
| 债券 | 成长型股票基金 |
| 股票 | 高收益债券基金 |
| 海外债券 | 商品CTA基金 |
| 海外股票 | 量化基金 |
| ... | ... |

W | PREMIUM

01

因为赚钱的能力往往是跟波动率成正比的，也就意味着波动率太低是不好的。当然太高风险大，但是太低了其实就没有赚钱的机会。举个简单的例子，夏普比率2很了不起了，但如果基金的实际的波动率只有3%的话， 3×2 年化收益率也就只有6，因此低波动性不是一个好事。

但是组合基金就往往容易遇到这样的问题，特别是在最近六七年，其实整个金融市场处于一个低波动性的状态，因此组合基金的波动率经过一轮分散之后，往往变得更低，影响投资人最终获得收益。最近美联储在退出量化宽松，所以整个金融市场的波动性稍微起来了一点。

实际上这是困扰很多组合基金投资人的一个问题，就是波动性太低了。在这点上我有一个建议，就是对于单个管理人应该更重视预期收益，而不是风险和回撤的要求。特别是在国内做组合基金的投资经理，他们非常负责任，往往要求旗下的基金经理有特别高的夏普比率，很低的波动率，还有很小的回撤。



但是这样我认为有可能遇到刚才我说的那个问题，把这些基金组合在一起，它整体波动率就变得太小了。其实当你投资了很多的基金之后，无论是波动率还是回撤，其实会有一个很大的相互对冲、相互分散的效应，只要是控制好尾部风险的前提下。

因此我认为在投资单个基金的时候，其实更应该重视的是预期收益，而未必是风险和回撤。其实后面我们也会看到，在做股票组合的时候，有时候也是一样的，夏普比率最高的策略未必是最好的，有的时候赚钱能力强才是更重要的。俗话说，富贵险中求。

MOM（组合基金经理）

刚才我们讲了FOF模式，接下来就讲一讲和它有一点类似，但又有所不同的**MOM模式**，也就是**manager of managers**，我把它翻译成“**组合基金经理**”。它的逻辑就是把会赚钱的投资经理作为一种资产，或者作为一种回报流进行组合。

那么这样做的好处是首先它会带来一个效率的提升，因为不管是谁来做基金，不管是公募基金还是私募基金，都涉及到怎么样去融资，怎样做风控、市场、中后台等等的问题。如果每个基金经理都自己去搞这么一摊，那整个效率必然就是比较低下的。组合基金经理或MOM模式，它就企图把这些事情都打理好，基金经理只要负责赚钱就可以了。

MOM的优点

MOM模式其实是有不少优点的，首先它帮助基金经理提供了中后台融资技术等等统一管理的服务，这样做效率是比较高的。因为做投资人往往愿意去想策略方面和怎么赚钱的事情，对于运营公司第一是未必感兴趣，第二也未必擅长，在MOM模式下,投资经理就不用去想这些事情了。



MOM模式的第二个优点是它可以进行动态的资金管理，不同的投资经理之间共享资本，在一些比较大的贸易基金当中，投资经理一般来说管的不是一个基金，而是一个组合，英文叫一个book或者一个portfolio。

它从分工的角度会规定这个book最多能够交易多少、交易什么、单票的限制等等，投资经理在这个限制的范围下进行投资就好了，不用想底下有多少资金来支撑book。因为实际上不同的投资经理是共享一个基金里面的资金的。这样做的好处是资本的使用效率会比较高。比如说股市有很大的机会，债券市场没有什么机会，那这个资金就调拨到股市这边来了，反之亦然。

前面讲过想提高收益，一个最简单的办法就是加杠杆。通常情况下加杠杆是不太容易的，而且有成本，在MOM模式下其实有一个类似于免费杠杆的因素。比如像商品期货的CTA策略，它对现金的要求是非常少的，因为期货它是带杠杆的。也有一些策略对资金的要求是很高的，比如股票策略、债券策略等等。把这样的策略组合在一起共享资金，效率就会提升很多。

第三点就是刚才讲过盈亏抵消的问题，因为在MOM模式下投资经理的盈亏是先相互抵消，然后再计提业绩报酬，这对投资人是比较有利的。由于MOM模式的这些优点，在国外它其实被用到还是比较多的，过去六七年FOF模式其实处于一个比较困难的状态，而MOM模式应该是有所发展的。

一些典型的例子，比如说投行的自营交易，早年间我曾经是一个投行的自营交易员，我对这个还是有近距离的观察的。我认为这是一个蛮好的模式，它就实现了刚才我们说的那些点，因为中后台、技术都是统一管理的。也有一个动态的资金能够共享资本，也能够比较灵活的调整策略。



后来美国有了监管的法规，就是投行自营交易不让做了，同样的生意就离开了投行，到了很多大型的多策略对冲基金里面，这包括大家耳熟能详的前几年，还有一些其他的基金。基本上就是刚才讲的FOF模式。就是一只基金它是分成很多个子策略，由不同的投资经理进行管理的。

MOM的问题

MOM模式其实也有些问题，首先是运营比较复杂，因为它中后台、融资，包括管人都是很麻烦的事情。第二点就是部分基金经理其实是不愿意接受MOM模式的，尤其是一些量化投资经理。

那为什么呢，首先在贸易模式下，是没有什么自主性的。因为你的团队是多大，能够有多大的book，甚至在发生回撤的时候，你是能继续干还是不得不交还你的资本，这都是由公司决定的。

第二还要涉及策略保密性的问题，因为在MOM模式下就没有什么保密可言了，对于一些量化投资经理来说，这是很难接受的。这也就意味着在MOM模式下,投资经理有一个逆向选择的问题。特别牛的那些往往就自己去单干了，或者宁愿去拿FOF的钱，因为独立性相对来说还高一点。留下来的可能一定程度上能力未必是最强的那些。



组合 基金经理 – MoM模式

逻辑：

1. 通过投资经理的组合来实现策略和资产的配置
2. 资金、风控、市场、中后台等方面的效率提升

MoM模式的优点

- 提供中后台、融资、技术服务等，效率高
- 动态资金管理，共享资本
- 投资经理的盈亏相互抵消后，再计提业绩报酬
- 国外模板：投行自营交易，大型多策略对冲基金（千禧年等）

MoM模式的问题

- 运营比较复杂
- 部份基金经理不愿接受（自主性，策略保密等问题）



FOF和MOM的比较

下面就简单比较一下FOF和MOM。

第一，从**适用范围**的角度来说，FOF是比较灵活的，公募、私募都可以，甚至可以加上一些另类资产。MOM模式通常就是对冲基金，国内叫私募基金。

从**资金使用效率**的角度来说，MOM模式它的资金使用效率是比较高的，因为不同的投资经理他们可以共用一份资本，有一个免费的杠杆效应。

从**策略调整的速度**而言，很显然MOM是很快的，FOF就比较慢，因为涉及到资金赎回再投出的一个过程，盈亏不能抵消的问题，FOF有这个问题，MOM是没有的。从运营的复杂程度来讲，MOM复杂程度比较高，因为要帮投资经理做好所有的其他事情，而FOF基本上是一个简单的财务投资，只需要把内部的风控系统做好就可以了。



从**政策监管态度**的角度来说，国内对FOF是比较鼓励的。大概从2016年、2017年开始就连续出台了一些政策，很多的公募基金也都争相的去申报FOF。但是最近我倒没有听说FOF有什么很大的起色，比较怀疑遇到了前面我们说过那些难点。

最简单的一点就是你究竟**怎样为投资人创造价值**。尤其是在现在这样一个互联网的时代，也有一些其他的方法，比如前面我们讲的智能投顾就可以认为是面向一般投资者定制化的FOF，它是定制化的，适合每一个人的需要，一个大FOF很难讲适应某一个投资人的需要。


另外智能投顾它的收费比FOF便宜。所以这是个值得观察的现象，就是传统FOF在和智能投顾的PK当中，很可能是没有什么优势的。

从MOM的角度来说，监管倒没有一个明确的态度，大概也就是谈不上鼓励，但也谈不上不鼓励，我觉得它是比较适用于需要动态的策略管理的情况以及大量的涉及衍生品的策略。因为首先公募基金是做不了衍生品的，另外衍生品就涉及到一个资金共享的问题，有的时候需要很多的保证金，有的时候什么都不需要，所以要是一只一只的衍生品基金效率就会比较低。如果不同的投资经理在一起做一个MOM，各方面的效率都会提高，当然MOM对内部管理的要求是比较高的。

最后我们对本章做一个简单的总结，也为下面做一个预告，其实这章就是把前面讲过的**“先为其易，后为其难”**这个理念做了一个具体的诠释，也就是说要多在投资组合理论上面下功夫。



| FoF 与 MoM 的对比 | | |
|---------------|--|-----------------------------------|
| | FoF | MoM |
| 适用范围 | 公募、私募均可 | 通常是私募（对冲）基金 |
| 资金使用效率 | 普通 | 高 |
| 策略调整速度 | 慢 | 快 |
| 盈亏不能抵消的问题 | 有 | 无 |
| 运营复杂度 | 普通 | 高 |
| 政策监管态度 | 鼓励 | 不明确 |
| 组合配置的思考 | 比较适用于大类资产和大类策略的配置。智能投顾可认为是面向一般投资者的定制化FoF | 比较适用于动态的策略管理、涉及大量衍生品的策略。对内部管理的要求高 |

 | PREMIUM

03

那你怎样能够做好投资组合呢，有一个必要条件，就是对于风险必须要有一个清晰的理解。在下一章当中我们会更详细的讲述这一方面的知识。

如果大家回到前面复习一下，在投资组合理论中，你不预测收益，还是有办法的。可以用风险评价或者指数化投资等等，但是对于投资的风险你是必须理解的，我们也在下面来谈这个问题。

接下来量化小学还有几章的内容，第五章先讲一讲股票的风险模型，第六章是信号研究，我们会给大家简单的过一下基本的理念和方法。第七章涉及到量化一个实在的问题就是怎样搭建系统。课程的最后，我们会做一个简单的总结，所以大概还有将近20讲的内容。



总结与预告

本章总结：

- “先为其易，后为其难”
- 多在投资组合上下功夫
- 必要条件：对风险更清晰的理解，下一章的内容
 - 不预测收益还有办法（RP，指数化），风险必需理解

内容预告：

- 第5章：股票风险模型
- 第6章：信号研究
- 第7章：系统搭建
- 第8章：总结

W | PREMIUM



04

最后会给大家推荐一些学习资料，首先是Quant<OS>金融终端上的样例程序，我们的Quant<OS>也是有基金的数据的，样例程序会教你怎么把公募基金的一些净值数据取出来，然后再做一些分析，也可以自己模拟造一些FOF基金。

第二给大家推荐一篇天风证券的研究报告，它是从风格因子的视角来做FOF投资策略，希望深入掌握现代金融理论的同学们，看一些样例，实际动手要多读一些研究报告。



学习资料

1. quant<OS>金融终端教学频道
<https://www.quantos.org/courses/index.html>
2. 《基于风格因子视角的FOF投资策略研究》- 天风证券研究报告，2017年9月18日

希望深入系统掌握现代金融理论的同学，请延伸阅读

W | PREMIUM



华尔街见闻
wallstreetcn.com



今天的课程就到这里，下一次我们将开始新的一章关于股票的风险模型。

-END-

加入“量化小学”的见识圈，关注动态

感谢您订阅本特辑，扫描下方二维码或[点击圈子链接](#)，即可加入专属见识圈子提问交流





量化小学



渔生

小学而大不遗，量化师生联谊会

感谢大家订阅《量化小学》，这里是学校见识社群，你可以随时提问、随时互动，我们一起投资，一起分享！



风险提示及免责条款

市场有风险，投资需谨慎。本文不构成个人投资建议，也未考虑到个别用户特殊的投资目标、财务状况或需要。用户应考虑本文中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

写评论

请发表您的评论



表情

图片

发表评论

华尔街见闻

- 关于我们
- 广告投放
- 版权与商务合作
- 联系方式
- 意见反馈

法律信息

- 版权声明
- 用户协议
- 付费内容订阅协议
- 隐私政策



华尔街见闻APP



华尔街见闻公众号



微博@华尔街见闻



声明

未经许可，任何人不得复制、转载、或以其他方式使用本网站的内容。

评论前请阅读网站 [“跟帖评论自律管理承诺书”](#)

违法和不良信息举报

举报电话: 021-60675200 (周一到周五9:30-11:30, 13:00-18:30)

举报邮箱: contact@wallstreetcn.com

网站举报: [点击这里](#)

[违法和不良信息举报受理和处置管理办法](#)

[清朗·财经违规内容专项整治公告](#)



中央网信办
违法和不良信息举报中心



上海市互联网
违法和不良信息举报中心

友情链接

[腾讯财经](#) | [财经网](#) | [澎湃新闻](#) | [界面新闻](#) | [全景财经](#) | [陆家嘴金融网](#) | [富途牛牛](#) | [网易财经](#) | [凤凰网财经](#) | [虎嗅](#)

