

# 中国式 FOF 解析

作者：李奇霖 钟林楠 时间：2018-05-15 来源：中国财经报

从发展条件而言，未来中国养老金采取目标期限策略的投资形式，将给 FOF带来长期限稳定的资金，使其成为真正的风险对冲。

FOF即基金中的基金，是指投资标的是基金的产品，是基金公司旗下众多产品中比较特殊的一类。它与股基、债基等仅投资于一两种资产的金融产品不同，FOF 通过广泛化的投资可以实现多种资产的覆盖，最大化降低头寸集中于某一类资产的系统性风险。

## 一、中国式 FOF 的几种类型

目前，我国 FOF发展尚处于探索阶段，规模在整个基金行业中占比较小，按性质主要分为私募类FOF和公募类FOF两种。根据发起机构，私募FOF又可以分为基金(子基金)专户 FOF、券商集合FOF、私募基金FOF等。

我国私募基金FOF在2014年后才开始获得较好的发展。2014年以前，私募机构由于不能发行监管认可的私募产品，处于灰色地带，只能借助信托发行阳光私募基金。

券商类FOF是我国FOF品种中出现最早的一种。早在2005年，招商证券就发起了第一只私募性质的FOF招商基金宝，募资规模13.58亿元。

从归属上讲,券商类FOF属于集合资产管理计划的一个分支,近些年总体发展呈现出规模占比始终较小,发展由盛转衰的特点。

2014年,证监会发布了《公开募集证券投资基金运行管理办法》,首次提出公募基金FOF的概念,正式确立了公募FOF的法律地位。两年后,中国证监会发布《基金中基金指引》,各大基金公司都争相设计FOF产品,希望提前布局抢占先机。

截至2017年7月,已经共有44家基金公司申请了78只公募FOF产品,最终 6只突围正式发售。

随后同年9月,养老金正式入市给FOF发展再次带来利好,市场上开始出现与其长期投资定位相匹配的优质长线资金。

## 二、中国式 FOF的现实困境

从目前来看,中国FOF发展仍然存在较多问题,如,业绩分化不佳、产品不受重视等。笔者认为,原因主要在于:国内政策环境仍存在较大限制,有经验的投资管理人偏少,缺乏长期限资金,无法真正做到风险分散等。

其一,政策环境有待改善。

一方面,国内关于FOF的相关法律法规不足,投资限制多。在FOF产品中,只有公募出台了《基金中基金指引》,私募FOF及券商系FOF方面

始终只是浅尝辄止，没有对概念界定、估值披露、流程管理、准入条件等各方面进行明确规定。

同时，目前我国金融市场处于全面开放阶段，但仍存在较多限制，很多另类投资和海外资产投资经验少，FOF底层资产标的种类较少。观察几个FOF发展较好的市场，比如，美国市场、欧洲市场，可以发现，其FOF的底层资产呈现出基金占比大、底层资产配置种类多、均为全球股权市场配置的特点。

另一方面，信披机制不够完善。目前，虽有部分机构对中国公募产品进行评级，但在私募机构、券商、银行理财方面的评级不足。对于业绩的披露也存在缺乏规范统一的业绩评价标准、业绩披露不够及时不够透明、周期过长的问題。

其二，配置端产品条线不足，管理经验不足。

目前，我国FOF类产品正处于一个发展起步阶段，在资产配置端表现出的问题可以概括为软硬件均有欠缺。

硬件方面，我国FOF在投资流程上大多不够完善，缺乏最初根据偏好对于产品收益结构和风险结构的预期设计环节，缺少量化模型的支撑，管理机构缺乏系统完善的风控系统和绩效归因系统，导致FOF的投后管理不足，风险监测不够，不能及时根据市场变化做出相应的仓位动态调整。

软件方面，虽然FOF可以通过配置基金实现大类资产配置的功能，但在市场上挑选优质且各指标都匹配的基金并不是一件简单的事情。我国的基金公司成立时间较短，这种发展时间较短的劣势导致我国基金公司在FOF投研体系上相对不足，具备专业FOF投资能力的投资经理较少，容易陷入历史规模陷阱和历史收益率陷阱。

另外，当前我国的FOF产品大多属于利润导向型基金，主要目的为获取较高超额收益率。而美国公募基金FOF的一个突出特点是，以养老基金为主要资金端，家庭部门个人投资者是主要客户，种类风格多样化，结合客户具体风险偏好，收入结构给出投资建议。FOF产品也往往以一系列的形式出现，涵盖各个年龄阶段投资不同的客户群体。

其三，资金端缺乏优质长线资金。

FOF在策略构建的逻辑和投资标的筛选上都有着严格而且复杂的工序，而目前FOF除了受制于管理机构本身专业投资人才缺乏外，投资者的“非理性”行为、资金的短期性也让管理机构备受困扰。

我国FOF的主要投资力量可以分为个人投资者和机构投资者两类。在个人投资者方面，我国投资者专业化教育尚处于初级阶段，投资人不够理性成熟，风险承受能力较差，更看重收益指标而非波动率或者长期有效的配置。对于FOF的收益特征和自身风险偏好不够了解，往往导致

资金 具有短期化、稳定性差且易受情绪因素影响等特点，对FOF做大类资产配置带来了极高的挑战。

机构投资者也是如此。很多机构投资者对FOF投资的认知和理解较为薄弱，更多将FOF投资单纯当作一个选基金与基金管理人的过程，而非有效做大类资管配置，分散系统性风险的过程，且容易在投资过程中和投后管理上干涉FOF管理机构的操作和策略调整，甚至还有投资者在基金公司挑选出拟投资基金后，自己私自联系基金管理人进行投资的越级跳单行为。

### 三、中国式 FOF 值得期待

尽管当前中国FOF出现了各种各样的问题，发展尚不规范，但一方面,从需求上讲,由于后资管新规时代，在缺失刚兑的优势后，为满足投资者的低风险偏好,抢夺客户,利用FOF产品形式做大类资产配置,做宏观对冲,稳定净值成为需求；另一方面,从发展条件而言,未来中国养老金采取目标期限策略的投资形式将给FOF带来长期限稳定的资金，使其成为真正的风险对冲。

一是资产管理业务面临转型，FOF国内需求大。

2018年4月出台的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）明确提出，金融机构应该打破刚性兑付，对

资管产品实行净值化管理，让投资者在明确风险、尽 收益的同时自担风险。

在这个产品更替、刚兑打破的过程中，广大投资者势必会出现一时无法接受要自行承担投资风险的心理落差, 因此, 对于刚性兑付的替代产品有巨大需求(既平衡用户对于低风险资产收益过低的排斥, 又平衡用户对于高收益资产高风险的排斥)的情况。

而FOF投资于多个市场，若做好风险对冲，则能够避免由于单个市场大幅波动带来的净值过多回撤，从而在中长期使净值稳步上涨。因此，在后刚兑时代，如果做得好，FOF将是除现金管理类产品外，另一个具有广泛需求的产品。

二是 FOF 是养老金入市的最佳配置方案。

我国日益步入人口老龄化阶段, 以社保养老金为主要支撑的养老金体系面临严重的资金缺口, 对保值增值有着极强的诉求。

2018年3月，证监会发布的《养老目标证券投资基金指引(试行)》明确指出，我国养老目标基金应该采用FOF的形式管理，同时应采用目标风险、目标日期的策略，从而为养老金与FOF的全面对接指引了方向。

从两者的可洽性而言，养老金属于中长期资金的配置，投资管理方面与FOF较为搭配, 尤其是FOF名下的目标基金。通常而言, 养老目标基金分为两种, 目标风险型和目标日期型, 统称为生命周期基金。

所谓目标风险基金就是客户依据自身的投资风险偏好，设立一个固定的预期风险水平，然后，基金管理人设计权益类基金和非权益类基金的配置比例，筛选基础资产，并通过有效措施控制组合的风险水平，使其与客户所设预期风险水平相同。

而目标日期基金则是指依据客户在不同生命阶段的不同风险偏好，做不同的资产配置，源于生命周期理论。人在一生中的风险偏好会根据生活需求的变化而逐渐降低，从而在不同时期会有不同的资产配置比例。比如，在青年时期，主要目的在于实现财富的快速累积，对于绝对收益率较为看重，风险偏好较高，因此，可能会配置更多的权益类资产。而在退休后的老年时期，对安全边际较为看重，可能会配置更多的货币类或固定收益类资产来保障安全与流动性。