

# 持基集中 投资以偏债类基金为主

## ——国内FOF基金的评价与分析

□招商证券基金评价与研究 宗乐 包羽洁

2016年9月,《公开募集证券投资基金管理指引第2号——基金中基金指引》出台,对FOF基金进行了明确定义,为公募FOF在我国市场的发行与发展奠定了基石。

2017年9月,国内首批公募FOF获批。首批公募FOF共6只,即嘉实领航资产配置、南方全天候策略、建信福泽安泰、华夏聚惠稳健目标、海富通聚优精选、泰达宏利全能优选,这些基金在同年10月和11月相继成立,首募规模合计约166.4亿元(将首批获批的6只FOF基金各自的首募规模进行加总)。

截至2019年1月31日,市场上共有27只已成立的公募FOF基金。

### 数量增加 规模萎缩

按年度发行数量来看,2017年共发行6只公募FOF,2018年共发行18只公募FOF,2019年开年以来共发行3只公募FOF。其中,有14只为专门的养老FOF。虽然整体数量仍然较小,但是FOF市场日益丰富,FOF体系逐渐成熟。

但从公募FOF的规模变动来看,FOF基金整体呈现出两大趋势:个基规模大幅萎缩,平均规模下降。

从每只FOF基金自身的规模变动情况来看,成立时间较长的FOF规模均较其发行规模有明显下降。

可能是受2018年市场低迷等情况影响,成立时间较长的FOF大多出现了较大幅度的规模下跌。尤其是首批成立的6只公募FOF,规模下跌幅度均超过50%,规模平均下跌幅度为61.8%,规模萎缩严重。

自2017年首批FOF发行以来,FOF基金的总规模呈现先下降后上升的态势,但是平均规模不断下降。这也许是由于FOF数量增加,新发行的FOF首募规模较小,已发行的FOF规模下跌幅度较大等因素所造成。

数据显示,2017年四季度~2018年四季度,FOF基金的数量不断增加,但是整体规模却不断变小,已成立的FOF规模萎缩量超过了新发FOF的募集规模。因此,FOF的平均规模越来越小。

从管理公司的维度来看,目前市场上已有20家基金公司发行了公募FOF。其中,发行数量最多的基金公司为南方基金和华夏基金,二者旗下均拥有3只FOF。此外,南方基金同样也是目前公募FOF管理规模最大的基金公司。(截至2019年2月15日)

### 持基较为集中 以偏债类基金为主

从公募FOF在2018年底的持仓情况来看,大部分FOF的基金投资占基金净资产的比例(基金投资仓位)较高,少数FOF由于成立时间较短,基金投资仓位较低。

从FOF的前十大基金占基金投资的比例来看,大多数FOF的持基较为集中,甚至有6只基金的前十大重仓基金占基金投资的比例为100%(可能受暂未建仓完成等因素影响)。

从重仓基金中的偏股类/偏债类基金占比情况来看,在已披露2018年四季度末持仓情况的15只FOF中,有13只FOF所投资的偏债类基金占比均超过60%。只有两只基金所投资的偏股类基金占比更高,分别为海富通聚优精选(所投资的偏股类基金占比100%)和前海开源裕源(所投资的偏股类基金占比84.0%)。

“前十大重仓基金中偏股类/偏债类基金占比”的计算方法:

1) 判定FOF所持有的每一只重仓基金的投资属性:根据每只重仓基金在2018年四季度末的股票仓位进行判断,若股票仓位超过50%,则判定为偏股类基金;若股票仓位低于50%,则判定为偏债类基金;

2) 计算每一只重仓基金在对应FOF的前十大重仓基金中所占的比例;

3) 将判定为偏股类/偏债类的基金在对应FOF的前十大基金中的占比进行加总,得到对应FOF的前十大重仓基金中偏股类/偏债类基金占比。

公募FOF规模变动情况( 最新规模截至2019年2月15日 )

代码	基金简称	基金成立日	最新规模(亿元)	发行规模(亿元)
005215	南方全天候策略	2017-10-19	12.17	33.03
005156	嘉实领航资产配置	2017-10-26	13.11	28.64
005217	建信福泽安泰	2017-11-02	9.66	27.92
005221	泰达宏利全能优选	2017-11-02	3.32	8.27
005218	华夏聚惠稳健目标	2017-11-03	14.27	46.91
005220	海富通聚优精选	2017-11-06	8.95	21.59
005758	中融量化精选	2018-05-04	0.95	4.29
005809	前海开源裕源	2018-05-16	1.76	2.99
006042	上投摩根尚睿	2018-08-15	0.47	2.11
005976	长信稳健资产配置	2018-09-05	0.19	4.40
006289	华夏养老2040三年	2018-09-13	3.27	2.12
006321	中欧预见养老2035三年	2018-10-10	3.43	3.22
005957	华夏聚丰稳健目标	2018-10-23	0.15	3.70
006306	泰达宏利泰和养老(FOF)	2018-10-25	2.30	2.30
006295	工银养老2035三年	2018-10-31	2.32	2.20
006290	南方养老2035三年	2018-11-06	4.01	3.80
006507	前海开源裕泽定开	2018-11-22	2.01	2.00
006296	鹏华养老2035三年	2018-12-05	2.61	2.60
006294	万家稳健养老(FOF)	2018-12-13	2.20	2.19
006297	富国鑫旺稳健养老一年	2018-12-13	8.83	8.83
006305	银华养老2035三年	2018-12-13	2.11	2.10
006298	广发稳健养老目标一年	2018-12-25	5.20	5.20
006292	易方达汇诚养老三年(FOF)	2018-12-26	2.30	2.28
006763	汇添富养老三年(FOF)	2018-12-27	2.52	2.52
005979	南方合顺多资产	2019-01-17	6.48	6.47
006580	兴全安泰平衡养老(FOF)	2019-01-25	6.43	6.29
006581	建信优享稳健养老一年	2019-01-31	8.11	8.11

数据来源:Wind, 招商证券

### FOF的业绩归因

为了估算FOF基金的大类资产配置能力和基金选择能力,我们假设每一只FOF在整个季度中一直持有其季度末所持有的基金。考虑到数据频率等问题,在此我们用FOF的前十大重仓基金数据来替代其整体持基情况。

#### 1. 大类资产配置能力

为了估算FOF基金的大类资产配置能力,我们根据每只FOF在其招募说明书中所规定的投资范围进行了风格分类:将基金投资中,偏股类基金投资比例上限高于或等于50%的FOF定义为积极型FOF;将基金投资中,偏股类基金投资比例上限低于50%的FOF定义为稳健型FOF。

按照以上的分类原则,现有的27只FOF中,共有15只积极型FOF,12只稳健型FOF。

通过计算各只FOF在不同季度末的偏股类基金/偏债类基金在前十大重仓基金中的占比,我们可以得到积极型FOF和稳健型FOF在该季度末的平均偏股类/偏债类基金投资占比,并将其作为两个类别的大类资产配置基准。

FOF在某季度末的大类资产配置能力=( $P_i - \gamma_i$ ) ×  $s_i + (Q_i - \sigma_i) \times b_i$

$P_i$ : 某只FOF在季度*i*末的前十大重仓基金中的偏股类基金占比;

$\gamma_i$ : 该FOF所对应的风格类型(积极型/稳健型)在季度*i*末的平均偏股类基金投资比例(即同属于该风格的所有FOF的偏股类基金投资比例的算术平均值);

$s_i$ : 中证混合型基金指数在季度*i*期间的涨幅;

$Q_i$ : 该FOF在季度*i*末的前十大重仓基金中的偏债类基金占比;

$\sigma_i$ : 该FOF所对应的风格类型在季度*i*末的平均偏债类基金投资比例;

$b_i$ : 中证债券型基金指数在季度*i*期间的涨幅。

根据以上计算法则,我们可以得到各只FOF在过去4个季度的大类资产配置能力。对比来看,在2018年四季度,华夏养老2040三年的大类资产配置能力最佳;在2018年三季度,前海开源裕源的大类资产配置能力最佳;在2018年年中,南方全天候策略的大类资产配置能力最佳。

二季度,建信福泽安泰和泰达宏利全能优选的大类资产配置能力最佳;在2018年一季度,嘉实领航资产配置的大类资产配置能力最佳。

#### 2. 基金选择能力

为了计算各只FOF的基金选择能力,我们提出了三大指标:偏股类基金选择能力指标、偏债类基金选择能力指标、重仓基金排名指标(相对基金选择能力)。

#### 1) 偏股类基金选择能力指标

偏股类基金选择能力指标:将FOF的前十大重仓基金中的偏股类基金按照其占比折算成一个完整的偏股类组合,计算该组合在区间内的业绩。

$$\text{偏股类基金选择能力指标} = \sum_{j=1}^S \frac{p_j}{S} \times r_j$$

$J$ : 某只FOF的前十大重仓基金中所有的偏股类基金的集合;

$j$ : 代表某一只重仓基金;

$p_j$ : 基金*j*在对应FOF的前十大重仓基金中的占比;

$S$ : 该FOF的前十大重仓基金中,偏股类基金的总比例;

$r_j$ : 基金*j*在对应季度的收益。

根据以上计算法则,我们可以得到各只FOF在过去4个季度的偏股类基金选择能力指标。对比来看,在2018年四季度,前海开源裕源的偏股类基金选择能力指标表现最佳;在2018年三季度,泰达宏利全能优选和华夏聚惠稳健目标的偏股类基金选择能力指标表现最佳;在2018年一季度,华夏聚惠稳健目标的偏股类基金选择能力指标表现最佳。

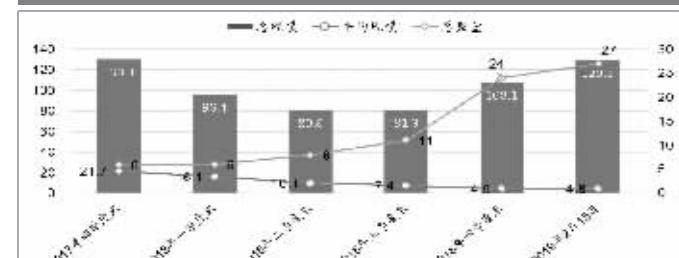
#### 2) 偏债类基金选择能力指标

偏股类基金选择能力指标:将FOF的前十大重仓基金中的偏债类基金按照其占比折算成一个完整的偏债类组合,计算该组合在区间内的业绩。

$$\text{偏债类基金选择能力指标} = \sum_{j=1}^B \frac{q_j}{B} \times r_j$$

$J$ : 某只FOF的前十大重仓基金中所有的偏

全市场FOF的总数量、总规模、平均规模的变动情况



数据来源:Wind, 招商证券

左轴:总规模/平均规模(单位:亿元);右轴:总数量(只)

已发行公募FOF的基金公司情况一览( 截至2019年2月15日 )

基金管理公司	旗下公募FOF数量(只)	旗下公募FOF总规模(亿元)
南方基金	3	22.66
华夏基金	3	17.69
建信基金	2	17.77
泰达宏利基金	2	5.62
前海开源基金	2	3.77
嘉实基金	1	13.11
海富通基金	1	8.95
富国基金	1	8.83
兴全基金	1	6.43
广发基金	1	5.20
中欧基金	1	3.43
鹏华基金	1	2.61
汇添富基金	1	2.52
工银瑞信基金	1	2.32
易方达基金	1	2.30
万家基金	1	2.20
银华基金	1	2.11
中融基金	1	0.95
上投摩根基金	1	0.47
长信基金	1	0.19

数据来源:Wind, 招商证券

债券基金的集合;

 $j$ : 代表某一只重仓基金; $q_j$ : 基金*j*在对应FOF的前十大重仓基金中的占比; $B$ : 该FOF的前十大重仓基金中,偏债类基金的总比例; $r_j$ : 基金*j*在对应季度的收益。

根据以上计算法则,我们可以得到各只FOF在过去4个季度的偏债类基金选择能力指标。对比来看,在2018年四季度,前海开源裕源的偏债类基金选择能力指标表现最佳;在2018年三季度,泰达宏利全能优选和华夏聚惠稳健目标的偏债类基金选择能力指标表现最佳;在2018年一季度,华夏聚惠稳健目标的偏债类基金选择能力指标表现最佳。

#### 3) 重仓基金排名指标( 相对基金选择能力 )

重仓基金排名指标( 相对基金选择能力 ):计算FOF的前十大重仓基金在该季度业绩排名同类可比基金前50%的基金所占的比例。

$$\text{重仓基金排名指标} = \sum_{j=1}^{10} q_j$$

$J$ : 某只FOF的前十大重仓基金中,在对应季度的业绩在同类可比基金中排名前50%的基金的集合;

 $j$ : 代表某一只重仓基金; $q_j$ : 基金*j*在对应FOF的前十大重仓基金中的占比。

根据以上计算法则,我们可以得到各只FOF在过去4个季度的重仓基金排名指标。对比来看,在2018年四季度,华夏养老2040三年的重仓基金排名指标表现最优;在2018年三季度,南方全天候策略的重仓基金排名指标表现最优;在2018年二季度,建信福泽安泰的重仓基金排名指标表现最优;在2018年一季度,南方全天候策略的重仓基金排名指标表现最优。

总体来看,南方全天候策略在过往的4个季度中,有2个季度的重仓基金排名指标均表现最优。在过往的4个季度中,嘉实领航资产配置和建信福泽安泰每一个季度的前十大重仓基金中,排名同类基金前50%的基金占比均高于50%,表现稳定较优。