

随着资管新规的落地，去通道、限嵌套、净值化管理等多项新要求正在倒逼券商资管转型。券商全面转型主动管理已是大势所趋，而FOF产品正是其重中之重。东方财富Choice数据显示，今年以来，在有数据统计的68只券商系FOF产品中，仅有12只跑赢了同期的上证综指，中信证券、招商证券、国泰君安、国信证券2018年发行的“全明星FOF”产品则表现更显眼一些。但大部分券商系FOF产品收益并不高，且并未表现出FOF产品应有的低波动性。分析人士表示，当前券商FOF也面临诸多尴尬：在资源方面不如银行理财和保险资管，投研实力略逊公募基金。

一位券商人士坦言，在推广FOF产品的资产配置理念时，也遭遇了客户认知较低等阻力。不过，券商系FOF行业的格局正在厘清。当前不少头部券商的FOF产品都有了专业化布局，体系化的建设也让头部券商们在竞争中有了更多优势，主动管理转型初见成效。

券商系FOF产品正在迎来发行大年。中国证券投资基金业协会官网的数据显示，截至8月8日，券商资管2019年已成立了92只带有“FOF”字样的资管产品，而这一数据在去年全年也不过是60只。

2018年,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称“资管新规”)及其细则陆续发布,对资管行业产生了深远的影响,打破刚兑、净值化管理、聚焦主动管理成为行业发展方向,而FOF正是券商资管转型主动管理的重点。

业内人士表示,FOF又称“基金中的基金”,和其他基金的区别在于FOF的购买对象是基金,不是股票或者债券,主要是通过专业投资者进行筛选,购买选中的其他基金,通过持有的基金间接持有股票或者债券。当前国内的FOF主要有私募基金FOF、券商集合FOF、公募基金FOF等三大体系。

不可否认，券商系FOF亦有其独特的优势。券商资管FOF在资源方面不如银行理财和保险资管，投研实力略逊公募基金。券商资管的最大优势在于其投研团队，一般都既有卖方团队，也有专门支持公司内部的买方团队，兼顾了买卖两端。

“券商资管行业以前主要是以通道业务为主，在通道业务把管理规模撑起来的，纯粹的主动管理则是稍微弱一点的。在资管新规之后，这一格局发生了很大变化，我们在积极拥抱主动管理。今年，公司特意找了业内资深人士来担任投资总监，把我们整个主动管理的量化、权益、固收以及组合这四个细分方向作为一个整体进行布局。这是我们从通道业务向主动管理转型的探索。”周佚说。

此前在通道业务的多层嵌套下，券商资管等资管产品成为了“银行的影子”，虽然短期内规模急速扩张，但通道费率很低，对于机构收入贡献不

业内人士表示，FOF母基金管理人的核心竞争力主要体现在资产配置和管理人的选择上，在配置中体现其主动管理能力。

深圳一私募人士坦言，以美国成熟市场组合基金规模占比超过10%的发展情况来看，国内FOF和MOM未来的发展前景还是比较广阔的。他说：“要做好FOF业务，我认为要具备三方面：一是优秀、专业的投融资团队；二是有强大的数据及私募的资源；三是投研团队必须真正热爱这个事业，专注并且持之以恒。如果具备这三个方面的条件，我认为你做FOF和MOM还是靠谱的。”

分析人士指出，当前的券商FOF市场依然面临许多挑战，诸多押注单一风格的FOF产品层出不穷，甚至失去了FOF产品本身应有的收益稳定、波动较小的特性，市场上还是存在大量低收益、高波动的FOF产品。同时，对于一些全明星FOF也有市场观点认为其是“大拼盘”。

钟恒表示，部分FOF产品低收益、高波动



视觉中国图片

券商系FOF生存状况调研

迎发行大年明星产品受捧 业绩需优化加码主动管理

□本报记者 吴瞬

券商FOF迎发行大年

2018年,以中信证券为代表的多家头部券商刮起券商全明星FOF产品发行潮,吸引大批投资者。招商证券旗下的资管公司在当时也发行了全明星FOF系列产品,招商证券资产管理有限公司(简称“招商资管”)组合投资部总经理周佚在接受中国证券报记者采访时指出:“之所以全明星产品看起来比较吸睛,主要是因为这是去年的风口,同时去年上半年对权益市场比较看好。FOF本身作为一类单独的资产管理产品,是有其应用场景的。FOF有些独特属性,就是风险会比较分散,收益往往以追求绝对收益为主,比较契合机构和高净值人群的理财需求。”

招商资管在其2018年年报中指出,2018年公司全力加速主动管理转型,其中爆款FOF产品销售20.69亿元。不过,周佚坦言,全明星FOF只是招商资管的一个产品,招商资管在FOF层

面有一个完整的产品体系。他说:“包括绝对收益产品、相对收益产品、低风险产品和高风险产品,风险从低到高的产品都非常全面,全明星FOF产品是我们一款相对收益和较高收益定位的产品,只是我们产品体系中的一环。”

多家券商资管越来越重视FOF在其产品线的地位,第一创业证券股份有限公司董事总经理、资产管理部负责人尹占华告诉中国证券报记者,第一创业的战略是打造“有固定收益特色的、以资产管理业务为核心”的上市证券公司。他说:“资产管理部充分借助第一创业一流的固定收益投研实力,重点打造‘固定收益+’产品线,而FOF是‘+’的重要组成部分。一方面,凭借着第一创业在固定收益领域的核心优势,FOF策略的加入使得产品线从债券型向债券增强型进行了扩展;另一方面,通过FOF模式整合市场上最优秀的管理人,建设第一创

业在多策略权益投资领域的优势。”

虽然券商资管正在FOF领域快马加鞭地布局,不过,根据万得、晨星以及朝阳永续数据的统计,今年以来券商FOF平均收益比公募FOF和私募FOF平均收益仅略高一点。截至8月2日,2019年券商FOF(含FOT)平均收益约7%,公募FOF平均收益约6%,私募FOF平均收益约6.5%。三类FOF内部表现差异比较大,如券商FOF中收益最高34%,最低-30%,相差60个百分点,但99%均获得正收益,超过一半的产品收益率集中在5%-10%之间。

钜阵资本投资副总监钟恒表示,无论收益率、差异化特征,券商系FOF与其他两类FOF产品无异,2019年以来得益于股市和一些量化策略的较好表现支撑,整个FOF行业今年以来的收益率较2018年均有所提升,但这是市场给予的机会。

兼顾各方特点

大;业务模式单一,不考察券商投研和创新能力,规模激增逐渐偏离资管“代客理财”的本质;层层嵌套拉长资金链条,模糊底层资产,加上分级产品杠杆倍数累积,造成风险的成倍聚集,导致金融脆弱性大大提高。因此,在通道业务不断收缩的情况下,未来费率较高、体现券商综合实力的主动管理业务必将不断扩张,同时,券商作为其他金融机构的底层服务商,在净值化时代,FOF产品可以成为券商资管回归投资本质、转型主动管理的有利工具。

在钟恒看来,三类资管各具优势。券商的优势在于,一是投资灵活,投资范围广泛,包括公募、私募基金,策略包含多头、对冲、商品、高频、股票T+0,这些投资范围并非公募、保险等资管机构都能投资的;二是券商对私募基金的托管量非常大,有天然的数据研究的基础;三是券商在对一些另类投资策略的运作情况可能比其他资管更清楚。

钟恒表示:“从投研能力看,每类资管中均

有好有坏,目前大家均在摸索阶段,毕竟FOF在国内还是处于初级阶段。即使你在国外或者外资机构做了多年相关的工作,也不一定在国内就能做得好。即使在公募做了多年的股票投资,但基金的研究相比股票研究在我看来难度更大,因为股票至少有更多客观数字可供研究。”

周佚对三者之间的优劣势也有着清晰的认识:他说:“每一种资产管理主体都各有优势,比如银行理财在渠道上很强,固收方面经营了很多年,但在权益市场偏弱;公募在自身渠道上偏弱,但又在权益市场上强一点。而我们券商资管则是二者兼有,一方面我们的渠道比银行弱但比公募强,我们有营业部,招商有自身的品牌和忠实客户群体;而在投资层面,券商本身的定位就是财富管理,我们的固收团队和权益团队是没有明显短板的,券商自身也有一些独特的优势,形成了我们的‘护城河’。虽然大家都是做财富管理,但各自的跑道会有不同。”

博弈主动管理能力

是一个结果,这可能有三方面原因:一是市场环境造成;二是行业参与者仍在摸索阶段,对产品的定位、收益风险的预期,甚至对如何开展FOF业务还没弄明白的情况下草率启动业务;三是投研能力仍需提高。

“全明星FOF如果运作期间不进行持续的跟踪管理,的确有‘大拼盘’的嫌疑;这种产品简单易懂,在FOF发展的初期可能更容易被投资者接受。但从长远发展来看,FOF母基金管理人的核心竞争力还是应该在于资产的配置能力和管理人的选择能力。”尹占华说。

“要把FOF产品做好,本质上还是投资能力的体现,因为FOF天然就有双重收费的问题,所以我们需要在配置上体现自己的价值。我们需要打造自身资产配置的能力,通过资产配置完成客户的特定需求。因为单一资产各有特点,但单一资产无法满足客户的定制化需求;同时在单一的子策略上,我们要有能挖掘出头部的策略和优秀的私募管理人。这两点中,尤其是

第一点在推广上还是需要时间的。”周佚说。

周佚进一步指出,在FOF产品配置上,要真正分散风险不是说拿一堆不同的资产就可以的,更重要的是选择的资产之间的相关性要低。“比如拿着贵州茅台和五粮液,其本质上是没有分散风险的,真正的FOF是要更多拿不同逻辑的产品,相关性要比较低。但现在市场上确实存在为了营销上的考虑,在底层资产的相关性上是比较高的,比如如果全是权益性产品,在市场整体下跌时,它们的风险也会更大,波动也更大。但这是我们认知FOF的一个必由之路,从国外来看,首先就是从风格性的FOF,比如权益性、量化中性型的FOF会慢慢过渡到资产配置型的FOF,一旦真正能做到资产配置,其抗风险能力就非常强了。我们目前所处的阶段,刚好就是从风格性FOF向资产配置型FOF转变过渡的阶段中。”

对于FOF未来发展,尹占华认为,应看到FOF产品作为新生产品,客户认知程度较低,在业务发展初期需要一定的投资者教育工作,以及

营销团队的配合。当前主要的困难是投资者对于FOF产品的认知程度较低,FOF产品募资困难。

周佚说:“最大的挑战是优质的资产和策略,它们要么是比较稀少的,要么是比较昂贵的,比如一些头部量化中性的管理人,要么就是它们规模变大了,不再接新的资金了,要么就提高费率,但我们需要考虑的就是费后收益,真正特别好的资产不能长期和持续提供,这是每一个做FOF产品的机构需要面对的问题。最终的解决方案,只能是通过多策略和多资产配置进行解决的,但这一方式在现有市场上还没有完全被零售客户接受,因为资产配置是一个体系,不像你只是介绍一个底层的私募或者策略,而是一个非常复杂的投资体系,要跟客户反复沟通。”

尹占华表示:由于券商为持牌金融机构、有营业部销售渠道的支持、对于多种投资策略具有长期的投资经验等,使得券商系FOF相对而言具有更好的综合优势,将是未来FOF市场中非常重要的组成部分。

19只公募FOF今年以来净值增逾10%

公募基金正在摆脱去年的业绩阴影。东方财富Choice数据显示,2018年有数据统计的35只公募FOF基金近乎全线亏损,仅有6只取得1%左右的净值增长率,净值下跌最大者甚至超过20%。但在2019年,公募FOF基金的业绩近乎全线飘红,更有19只公募FOF的净值增长率超过10%,增幅最大者更是超过26%。

□本报记者 吴瞬

增幅主要来自一季度

东方财富Choice数据显示,截至8月8日,在有数据统计的65只公募FOF基金中,仅有5只公募FOF基金净值出现下跌,且跌幅最大者也不过3%,同时另有19只产品的净值增长率超过10%,其中前海开源裕元(FOF)的净值增幅达26.25%。

分析人士指出,公募FOF基金在2019年以来能取得如此好的成绩,与上半年权益市场的再次回暖密切相关。2月初以来,股市的春季行情让公募FOF基金一扫业绩亏损的阴霾。同时,后续相继成立的FOF也取得不错的成绩。

公募FOF基金的增幅其实主要是来源于一季度,这从净值增幅最高的前海开源裕元(FOF)的表现就可见一斑。数据显示,在整个二季度,该基金的净值增长率仅有0.36%,而一季度的净值增长率则达到了26.87%。

前海开源裕元(FOF)在其2019年一季报中指出,一季度A股市场走出了“开门红”行情,这主要是受估值回归和资金面充裕的提振,叠加情绪面释放和海外利好因素,大中小盘指数均实现了上涨,走出了一波较好的行情,中小盘指数表现好于大盘指数,该基金在权益基金的配置上精选成长风格为主的基金,这也是该基金一季度收益的主要来源。另一方面,受美联储停止加息和全球避险情绪上升等原因影响,该基金在黄金资产上增加了配置。

前海开源裕元(FOF)一季度增配黄金的操作,也成为其二季度实现收益的主要来源,因为从二季度来看,涨幅最高的几只公募FOF基金中,绝大多数都是投资于黄金的FOF。该基金在二季报中坦言,二季度A股主要指数整体呈现下跌,但避险溢价的回归推动黄金二季度显著走强,在基金配置上继续以权益类基金、黄金类基金和债券类基金为主,其中,黄金类基金是二季度收益的主要来源。

上半年公募FOF规模下降

中国银河证券统计发现,通过公募FOF披露的二季报数据,公募FOF的规模(净资产口径)出现了下降。一方面是份额在减少,另一方面,净值下降导致规模(净资产口径)缩水。今年一季度末公募FOF规模96亿元,半年末规模80亿元,下降16.17%。

中国银河证券指出,公募FOF二季度的业绩表现不理想,FOF平均收益率为-1.34%。同时,二季度FOF的业绩与各大类资产比较,其中FOF收益率为负数,货币基金、债券基金的收益率均为正。可以看出,公募FOF在今年上半年度收益率不及货币基金与债券基金,比沪深300、中证500以及创业板指要高。与沪深300指数、中证500指数相比,FOF的股票基金的投资优于沪深300和中证500指数。从这一点上来说,公募FOF在选择股票基金上,还是比较成功的。

对于后续的投资,国金证券在其公募FOF资产配置策略8月报中指出,新公募FOF基金建议的资产配置方案为:股票基金配置比例为31.77%,债券基金配置比例为32.31%,货币市场基金配置比例为35.92%。与上期配置方案相比,股票基金增加3.47%,债券基金减少9.20%,货币市场基金增加5.73%。上个月该配置组合收益率为0.69%。组合在2018年以来超越中国基金总指数2.07%,波动率高于债券和货币资产,但明显低于股票资产,在风险类资产配置方面各期具有一定的选择性,当风险资产表现较好时获得的收益超越债券和货币资产,当风险资产表现较差时又能够适当的回避,从而体现了资产配置的优势。