

# FOF业绩的持续性研究与优选

□平安证券研究所 贾志

## FOF产品概览

我国第一只FOF——招商基金宝于2005年5月25日由招商证券推出。2014年8月8日实施的《公开募集证券投资基金管理办法》中，首次通过法规界定了FOF。2017年9月8日，首批公募FOF产品正式获批，南方、华夏、建信、嘉实、泰达宏利和海富通基金公司拿到首批FOF批文。2018年3月11日，第二批中融、上投摩根和前海开源基金公司的3只FOF产品获批。同年4月18日，第三批共5只FOF产品获批，审批自此提速。

整体来看，我国FOF数量在逐步增加，截至2020年一季度共计106只（A、C份额分别计算）。从规模上来看，第一阶段获批的FOF在成立后的规模有所下降，后期成立的养老FOF使规模增长有所提升。截至2020年一季度，FOF产品规模共405.16亿元，仅占全部基金规模的0.24%。

截至2020年一季度，2020年之前成立的83只FOF中（不含C份额），规模超10亿元的FOF有8只，其中有2只超50亿元；规模在5-10亿元之间的有10只，3-5亿元之间有14只，2-3亿元有15只，2亿元以下共36只。从规模上看，国内的持有人对FOF还处在了解观望阶段。

具体到类别来看，所有的FOF均为混合型，具体细分类别可按两种方式来划分：一是目标日期FOF、目标风险FOF和其他混合型FOF；二是权益类（包括偏股混合型、灵活配置型和平衡混合型）和债券类（偏债混合型）。目标日期FOF的规模自2018年四季度设立以来便稳步增长，目标风险FOF初期规模增长缓慢，同样于2018年四季度开始迅速增长。

目标日期FOF全部由权益类FOF组成。可以看到，权益类FOF随着目标日期FOF的设立，在后期规模才显著扩大。但整体上看，债券类FOF始终为FOF中的主力，后期规模增长也较为迅速。

## FOF产品业绩

### FOF产品整体抗风险能力强

整体来看，FOF基金自成立以来，截至2020年一季度，整体的加权平均业绩大于沪深300指数、小于混合型基金总指数。

但从业绩的波动来看，FOF更为稳定：2018年国内市场整体大幅回调，沪深300指数和混合型基金总指数的业绩下降幅度相较于FOF较大。今年一季度，受全球疫情影响，市场波动幅度较大，沪深300下跌4.49%，混合型基金总指数下跌0.3%，而FOF仅下跌了0.09%。FOF产品虽然收益较混合型基金略低，但确实能够充分发挥其分散风险的能力，有效应对市场的不确定性。

### 偏债型FOF中长期业绩较好

根据FOF的分类，我们分两组来对比规模加权平均业绩：1)由于目标日期FOF于2018年四季度才成立，于是第一组计算2018第四季度开始的目标日期、目标风险和其他混合型FOF的业绩；2)第二组计算2017第四季度开始的权益类和债券类FOF业绩。

在第一组中，其他混合型FOF的长期业绩最好，但波动也较大；目标日期FOF业绩基本位于平均偏上的水平，业绩较其他混合型的波动相对较小；而目标风险FOF虽然业绩波动最小，但在中长期内处于平均偏下的水平。

在第二组中，权益类FOF的业绩波动最大，业绩也低于平均水平；而债券类FOF的业绩较为稳定，且在中长期内业绩位于平均偏上的水平。

规模排名前20的FOF普遍成立于2019年，以目标风险型FOF居多，占50%。成立以来累计平均收益率为13.30%，波动率除2只FOF外，全部在2%以内（全部FOF的波动率最大值为2.57%）。在首批和第二批成立的9只基金中，仅有2只规模排名在前20，即南方全天候策略A和华夏聚惠稳健目标A，成立以来累积收益率分别为13.29%和14.70%，波动率和回撤均较小，但夏普比率也较小，均在0.1%以内，运行较为平稳。

从成立以来的业绩排名看，业绩前20的FOF普遍成立于2018年或2019年上半年，以目标日期型FOF为主，占75%，但规模小于1亿元的多达9只。在首批和第二批成立的9只基金中，仅有3只业绩排名在前20，即前海开源裕源、上投

基金中的基金（FOF），即以基金为投资标的的基金，与传统以股票、债券等有价证券为投资标的的基金有所不同。FOF的优势在于：FOF是同时投资于多只基金的基金，相当于二次分散了风险，相较于直接投资于股票或者单只基金，其风险程度相对降低；FOF通过专业机构和专业团队进行资产配置和基金筛选，能够帮助投资者更好地优化投资组合。



摩根尚睿和海富通聚优精选，其中前海开源裕源成立以来的业绩最好，达45.04%。

市场相对稳定时，FOF业绩持续性稳中有升

在FOF产品前后期业绩表现方面，我们采用两种方法来进行研究。

方法一：采用考察期前后数据的相关性。我们将连续两期的收益分别进行排序，按照百分制进行“打分”，观察对比前后阶段的排名分布情况。

1) 2018年一整年，市场处于回调阶段。观察2018年上半年的业绩散点图，仅3只FOF分布在对角线上、下20%的区域内，即有较好的业绩持续性。同时，也有4只FOF位于偏左上区域，即2018年下半年业绩有所提升。

2) 2019年市场上调后维持震荡，从2019年上半年、下半年的业绩散点图来看，有近1/2的点分布在对角线上、下20%的区域内，业绩的持续性较好；分布于右上角顶部区域的FOF业绩持续性优秀。同样有部分FOF位于偏左上区域，说明其2019年下半年业绩有所提升。

3) 2019年四季度市场维持震荡，2020年一季度因受疫情影响，市场波动幅度较大。观察这两个季度的业绩散点图，只有少数的点分布在对角线上、下20%的区域内，多数位于左上或右下的区域。

因此，当市场波动较大时，FOF整体业绩的持续性也会受到冲击；当市场行情相对稳定时，FOF整体业绩的持续性稳中有升。

从具体类型来看，权益类和债券类均具有较好的业绩持续性，但总体来看债券类FOF的持续性强于权益类：1) 在市场较为稳定的时候，债券类FOF业绩的稳定性较好。2) 在市场波动较大时，债券类FOF更多分布在左上角，业绩得分有所提升，即业绩在同类的排名中有所提升；权益类FOF有一定的业绩持续性，但更多地分布在右下角区域，业绩持续性较差。由此也可看到，债券类FOF具有更好的避险功能。

方法二：采用 $2 \times 2$ 列联表法和交叉积值法。该方法将连续两个样本期内的基金，依据业绩是否大于中位数分为胜出(W)和落后(L)。那么在连续两期内，样本便可划分为四类：胜出+胜出(WW)、胜出+落后(WL)、落后+胜出(LW)和落后+落后(LL)。

对于结果的检验，则采用交叉积值(CPR)的方法：

$$CPR = \frac{WW \times LL}{WL \times LW}$$

理论上可以认为一段时间内，处于胜出和落后的基金各占50%，那么在相邻的两个阶段中，WW、WL、LW和LL的比率各占25%。那么在基金完全不具有业绩持续性的条件下， $CPR=1$ （即 $\ln CPR=0$ ）。如果 $CPR>1$ ，则表明基金有一定程度的业绩持续性；反之则存在一定的业绩反转现象。

对于CPR的显著性检验，则通过Z统计值来计算：

对债券型基金配置占比最大

在第一批成立的6只FOF中，成立之初，货币市场基金配置占比最大，高达83.71%；其次为债券型和混合型基金，占比均在7%左右。

2018年开始，受政策引导，货币市场基金的配置占比便大幅缩小，后期维持在5%以下的水平。混合型和债券型基金的占比逐渐增大：1) 目前债券型基金占比最大，后期维持在50%以上。从二级分类上来看，中长期纯债型基金的占比最大，其次为混合债券型一级基金。2) 混合型基金的占比在29%左右波动，以偏股混合型基金为主，其次为灵活配置型基金。2018年起，股票型基金的配置也在逐渐增加，从2018年二季度

的4.70%增加到2019年四季度的12.25%。

对债券型基金较重的配置，再加上对权益类基金的适当配置，促成了FOF产品业绩较为稳定的特征。业绩虽低于权益类基金，但能获取长期稳定的收益。

根据2019年报数据，FOF的基金组合中，债券型基金的配置占比最大，总持仓市值达124.66亿元，占比51%；其次为混合型基金，总市值76.33亿元，占比31%；再次为股票型基金，总市值30.28亿元，占比12%。

FOF产品投资内部基金和外部基金的差异

截至2019年四季度末，在可统计的71只FOF中，有5只产品仅投外部基金，86%的FOF投资本公司基金的比例在0%（不含）-60%（含）之间，仅4只在60%（不含）-80%（含）之间，仅1只在80%以上，没有完全仅投资内部基金的FOF。

我们把以上6组不同占比情况的FOF业绩进行比较，可以看到，过多（80%-100%）或完全不持有（0%）本公司基金，平均业绩均较低：

1) 若投资本公司旗下基金过多，则会在基金的选择上受到很大的限制。全市场中运作更好的基金无法得到配置，因此整体业绩难以跑赢其他FOF。

2) 若完全不投资本公司旗下基金，一方面费率上较投资本公司旗下基金的FOF具有劣势；另一方面，FOF经理会对内部的产品、基金经理和投资风格有着更深刻的理解，而对外部产品和基金经理的了解更多的是需要通过分析和调研。而基金公司之间存在竞争关系，调研阻力或较大。所以完全不投资本公司旗下基金的FOF在信息对称上存在劣势。

不同占比情况下，本公司旗下基金业绩和外部公司基金业绩的比较来看，便可对上述结论有一定的佐证：

1) 投资本公司旗下基金占比过大的FOF，本公司旗下的基金平均业绩在9.57%左右，而外部公司基金业绩仅3.08%。或许正是因为对本公司基金非常了解，有较大的把握，所以大量投资本公司产品，业绩上也较为不错。而对外部公司了解不够，所以平均业绩较低。

2) 完全不投资本公司旗下基金的FOF，投资外部基金的平均业绩达到10.06%。该类基金业绩略高于比例在80%-100%的基金。这类基金具有选择全市场优秀基金的优势，但因为存在一定的信息不对称，因此不能完全很好地把握产品，同时费率上也存在劣势。

3) 剩下四个占比分类中，外部公司基金平均业绩普遍略高于本公司旗下基金的平均业绩。在合适的配比下，业绩均较好。

阶段性实践下来，我们发现，完全投资外部的FOF业绩表现相对较弱，与传统的理解有很大反差。这应该与相关公司内部产品线不够完整，对全市场基金的研究能力较弱有关。相反，大比例投资内部基金，受益于没有双重收费、对内部基金更加了解，业绩表现相对较好。

## FOF产品推荐

依据上文，我们主要通过以下步骤筛选出了推荐的基金：

1) 过小的规模会有一定的流动性风险，同时面临大额赎回的风险，甚至是清盘。因此，我们首先剔除了平均规模小于1亿的FOF。

2) 我们根据上述方法确认出“胜出”概率较高的单只FOF产品。这样在后续的运作过程中，便有较高的概率表现出业绩的持续性。通过对月度和季度数据的统计，我们最终选取在月度和季度维度中，胜出概率均大于等于50%的FOF。截止到此步骤，共计17只。

3) 在这17只FOF的基础上，我们再通过分析其资产配置和持仓基金的绩效（包括业绩持续性、波动率、最大回撤、夏普比率、跟踪误差、选股能力等），最终确定重点池FOF共计11只FOF，其中重点推荐5只。

对于风险偏好较低的投资者，重点推荐建信福泽安泰、南方全天候策略A和中欧预见养老2035三年A。这3只FOF的成立时间较长，投资经验相对丰富，波动率和回撤均较低，能够实现业绩的稳定增长。

同时，重点推荐华夏养老2045三年A和前海开源裕源。这两只基金虽然有一定程度的回撤，但整体波动控制较好，选基能力较强。