

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运作管理办法》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。

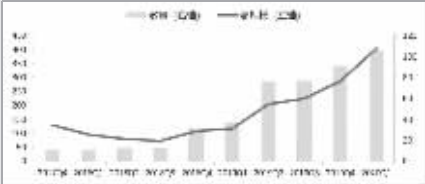
在第二组中,权益类FOF的业绩波动最大,业绩也低于平均水平;而债券类FOF的业绩较为稳定,且在中长期内业绩位于平均偏上的水平。

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2只规模排名在前20,即南方全天候策略A和华夏惠聚稳健目标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。

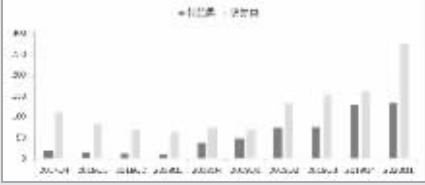
从成立以来的业绩排名看,业绩前20的FOF普遍成立于2018年或2019年上半年,以目标日期型FOF为主,占75%,但规模小于1亿元的多达9只。在首批和第二批成立的9只基金中,仅3只业绩排名在前20,即前海开源裕源、上投

基金中的基金(FOF),即以基金为投资标的基金,与传统以股票、债券等有价值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。

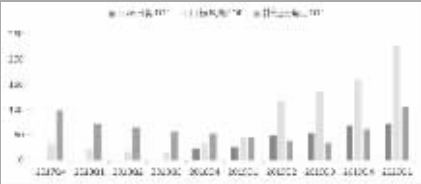
国内公募FOF数量(只)与总规模(亿元)



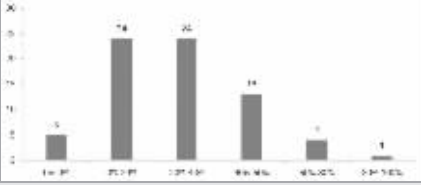
国内公募FOF不同类别规模情况(亿元)-分类2



国内公募FOF不同类别规模情况(亿元)-分类1



FOF投本公司基金占比分布(只)



资料来源:ICI, Wind, 平安证券研究所

$$Z_{\text{FOF}} = \frac{1}{\sqrt{WW^2 + WL^2 + LW^2 + LL^2}}$$
$$H_2: \ln \text{CPR} = 0$$
$$Z = \frac{\ln(\text{CPR})}{\frac{1}{\sqrt{WW^2 + WL^2 + LW^2 + LL^2}}}$$

若 $Z > 1.96$,则表明在5%的显著水平下可拒绝 H_0 ,则业绩具有持续性。

我们分别对月度和季度的数据进行了测算,时间区间为2017年12月–2020年5月31日。

在29个月度中,有11个月度表现出业绩的持续性,占比37.93%;有8个月度的业绩较上一季度有所提升,占比27.59%;余下10个月度未有相关表现,占比34.48%。

在9个季度中,仅有2个季度表现出业绩的持续性,占比22.22%;有3个季度的业绩较上一季度有所提升,占比33.33%;余下4个季度未有相关表现,占比44.44%。

2019年国内市场有所上调,后期维持震荡。同方法一的结论类似,当市场相对稳定时,FOF的业绩表现出较好的持续性,部分FOF业绩能够有所提升。

FOF的投资组合

FOF股票资产的配置有所提升

FOF产品须将80%以上的基金资产投资于经中国证监会依法核准或注册的公开募集基金份额的基金。所持有单只基金市值,不得高于FOF资产净值的20%;所持有的单只基金不得超过被投资基金净资产的20%。

实际来看,FOF产品整体基金的配置占比在83.26%–94.75%,平均88.24%。2017年–2018年之间,没有FOF投资股票资产,直到2019年,股票资产的配置比例才逐步从0开始提升,最高仅5.15%。对现金的配置占比在2.52%–6.70%之间,平均5.03%。对债券的配置占比在0.11%–7.63%之间,平均3.90%。

2020年一季度,所有FOF配置的股票资产市值为16.14亿元,占净值的3.98%;债券资产市值15.53亿元,占净值的3.83%;基金资产市值358.01亿元,占比88.36%;现金资产总市值17.44亿元,占比4.30%;其他资产市值7.95亿元,占比1.96%。

FOF产品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,后期均维持在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了解,而对外部产品和基金经理的了解更多的是需要通过分析 and 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。