

发展FOF基金 助力共同富裕



视觉中国图片

共同富裕是当下的热议话题，也是未来的政策方向。共同富裕要在实体经济高质量发展中实现。大力发展资本市场一方面可以助力实体经济高质量发展，另一方面有助于居民更好地共享经济发展成果。公募基金及其中的FOF（Fund of Funds）在这一过程中将发挥重要作用。

● 民生加银基金 于善辉 孔思伟

共同富裕要在实体经济高质量发展中实现

共同富裕是共同富裕的结合。富裕是共同富裕的前提，也是共同富裕的最终目标。实现共同富裕，首先要强调经济的高质量发展，经济落后不可能实现共同富裕。

一个国家普通工薪阶层的生活水平与一个国家的经济发展水平密切相关。1978年中国人均GDP只有

156美元，经过改革开放40多年的发展，中国人均GDP已于2019年突破1万美元台阶，同年中国城镇非私营单位就业人员年平均工资为9.05万元，普通老百姓的生活水平得到极大提高。也就是说，随着经济总量的大幅提升，中国社会的绝对贫困问题也得到了极大解决。

从居民收入端来看，无论是初次分配、再分配、

还是三次分配，分配的财富都不可能无中生有，而只是把财富从一部分人手里转到另一部分人手里。只有实现了实体经济的高质量发展，才能有可分配的财富，“三次分配”才能更好的发挥作用。从统计数据中也可以看到，平均而言，国内经济发展较好的地区也是收入差距较小的地区。

从提升效率、优化资源配置角度，资本市场助力实体经济高质量发展

推动实体经济的高质量发展，离不开资本市场的支持。从国际发达国家发展经验来看，直接融资尤其是股权融资，由于具有风险共担、利益共享的机制，有助于优化全社会资源配置。目前直接融资已经成为我国重要的融资方式。证监会数据显示，2020年A股IPO融资金额达4742亿元，创近十年新高。截至2020年9月末，我国直接融资存量达79.8万亿元，约占社会融资规模存量的29%。我国资本市场直接融资有力支持了实体经济发展，但与美国、英国等直接融资占主导的发达国家相比，仍有较大的发展空间。

同时，资本市场的资源更倾向于产业政策引

导的方向，这将助力科技创新，促进经济转型升级。证监会数据显示，2020年我国科创板上市公司145家，占整体A股上市公司数量的36.9%，IPO合计募集资金2226.2亿元，在A股各板块中排名第一。另一方面，近年来我国多层次资本市场体系不断完善，为“专精特新”中小企业的发展提供了针对性支持，北京证券交易所的设立将进一步加速这一进程。

有效的资本市场还可以通过信息的高速流动，形成有效的市场选择机制，为具有良好投资价值、对经济增长有积极贡献的优秀企业配置更优质的资源。以美国为例，在1983年至1990年经济

转型后期，适应于经济转型需要的消费与医药板块股价表现亮眼，而此后90年代IT革命之后科技股迎来长牛；日本的情况也是类似的，在1975年至1985年经济转型后期，适应于经济转型需要的制造业升级，汽车、科技板块的股价开始崛起。也就是说，在经济发展的不同阶段，资本市场会持续不断地筛选出优势行业中的优势企业。优势企业会在资本市场获得更高估值，以激励它们未来投入更多资金去扩大研发和再生产，从而形成正反馈。在这个过程中，优质公司的股票也会获得几倍甚至十几倍的增值，最终也将回馈到广大投资者。

从居民资产配置角度，资本市场是居民共享经济发展成果的重要方向

鼓励居民配置金融资产，有助于人民群众共享经济发展的成果，实现共同富裕。根据央行《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》的数据，金融资产仅约占我国居民家庭总资产的20.4%左右，比美国低22.1个百分点。在金融资产的持有方面，贫富分化更为严重，将家庭总资产排序，总资产最高的20%家庭的风险金融资产的持有比例为87.9%，最低的20%家庭的持有比例为29.8%。较低的金融资产持有水平使得低收入家庭无法享受资产升值的红利，从而进一步加剧贫富差距。

由于特殊的历史环境，房地产投资成为过去我国居民投资创富的主要渠道。但从长期视角观察，资本市场产生的投资收益相比房地产更可靠。参考美国的情况，在1976年用1万美元购买不同的资产并持有到2020年，如果投资股票将变成36万美元，投资美国国债也会变成21万美元，投资原油和黄金仅能获得4.8万美元和13.5万美元。如果投资于房地产，经过45年的累积房屋价格为7.6万美元。因此可以得出结论，在美国过去的45年中，投资于金融资产所获得的收益要远高于实

物资产，并且股市的表现要远好于其他任何一类资产。

“房住不炒”政策坚决执行以来，国内房价已经趋于平稳。结合发达经济体的资产历史表现和共同富裕的远景目标，有理由相信国内资产价格表现将会出现逆转，因此有必要鼓励居民增加对金融资产投资，共享经济发展的成果。另一方面，居民增加金融资产的长期配置，也将为资本市场提供充足而稳定的资金，推动资本市场成长和不断完善，进而更好服务实体经济的高质量发展。

公募基金已成为资本市场重要组成部分，是居民配置金融资产的最优选择之一

投资上市公司股权是一件高度专业化的工作，一般公众往往缺少足够的时间、精力、信息以及方法来选出真正优质的企业，且难以承受市场的大幅波动。公募基金从诞生以来就自带“普惠”基因，为老百姓提供了专业化投资渠道——1元起投门槛的背后，是亿万家庭的财富积累。根据基金业协会的数据，中小投资者是基金的主体，金融资产规模在50万元以下的比例超过63%，小于10万元的占比在25%

左右；收入方面，税后收入在10万元至50万元的基民最多（占比55.4%），而10万元以下的客户占比36%。公募基金走进千家万户过程中，也将长期投资理念普及给每个普通投资者，使得居民资金的投资行为更加合理。

从1990年到2020年，中国的资本市场从零开始成为世界第二大资本市场，公募基金也“乘风破浪”迎来大发展。通过专业运作展现出的长期赚钱效应，

是基金行业过去二十几年赢得投资者认可的基础，投资者也逐渐形成了“炒股不如买基金”的共识。2005年至2020年，代表公募股票基金平均收益水平的中证股票基金指数上涨了914.45%，代表公募债券基金平均收益水平中证债券基金指数上涨了175.32%，远高于同期中证全指462.17%和中证全债指数106.80%的回报。目前公募基金已成为资本市场重要组成部分，更为实体经济发展提供了长期资金支持。

FOF——在公募基金的基础上通过更优配置提升居民持基体验的重要工具

公募基金中的一类特殊的产品——FOF，指的是投资于基金的公募基金。它除了帮助投资者解决选股难、择时难、分散难的痛点，还具有在公募基金的基础上进一步分散风险、追求稳健收益的特性。目前FOF在保持组合收益率具有吸引力的同时，能较有效降低组合整体的信用风险。即使持仓的债券基金出现信用风险，例如其净值由于债券违约下跌2%，那么假设该基金在FOF中占比小于5%，则FOF净值的损失将小于0.1%，对投资者而言相对更好接受一些。此外，过去居民比较喜欢的许多投资品种性价比正在慢慢下降，居民财富开始逐渐向金融市场搬家，机构化投资也已开始成为趋势。在这样一

个资产荒时代，FOF逐渐成为一类帮助投资者进行金融资产配置和机构配置、提升居民持基体验的重要工具。

目前，FOF在国内只是刚刚起步，但已经获得投资者越来越多的关注，产品规模也在加速增长，从2017年底的130.30亿元，增长到2021年二季度的1343.65亿元，年化复合增速高达94.77%。另一方面，FOF的渗透率还有很大的提升空间。截至2021年二季度，国内公募基金的规模为23.03万亿元，也就是说目前FOF在公募基金中规模占比仅有0.58%，远低于美国2020年末12.06%的水平。未来3年至5年，如果FOF占公募基金规模的比例能达到5%，那么其规模

就会超过1万亿元，成为一个重要的投资品类。

近年来公募基金数量激增，业绩分化严重，市场波动也在加大，FOF追求稳健投资的优势愈发显现。以今年年初以来的情况为例，偏股FOF无论是收益率、波动率、最大回撤等单一指标，还是夏普比率、Calmar比率等风险调整后指标的中位数均要好于偏股混合型基金和A股个股的相应指标。另外，偏股FOF各项指标的极差均小于偏股混合型基金和个股对应指标的极差，也就是说FOF的业绩分化程度明显小于偏股混合型基金和个股。因此，通过FOF对基金进行组合投资，可以获得更为稳定的收益风险水平，避免投资单只基金“踩雷”风险。

相关政策建议

一是坚定发展资本市场决心，尊重市场规律，正确引导舆论，减少噪音。A股市场经过三十年的发展，制度逐渐完善，投资者逐渐成熟，市场波动逐渐降低，赚钱效应也逐渐开始显现，取得如此成就实属不易，随着资本市场参与主体的增加，一些对市场的片面言论造成的影响也在加大，不仅使投资者受到经济损失，也给整个资本市场带来了负面影响，建议

引导舆论向健康有序的方向发展。

二是做大做强公募基金，形成良性循环。在较为成熟的海外资本市场中，机构投资者的地位举足轻重。公募基金是国内资本市场中最专业的机构投资者之一。做大做强公募基金，不仅有利于优化资本市场投资者结构、增强资本市场韧性，也能为资本市场带来长效资金，使基金的投资收益与金融市场的良性发展形成正循环。

三是尽快出台第三支柱相关配套制度，并从产品审批、官方投教等方面鼓励FOF的发展。从海外发达国家的经验来看，FOF的发展离不开配套政策的支持。第三支柱相关配套制度的出台将为FOF整体提供大量稳定的长期资金。同时，建议可以通过加快FOF产品审批流程、通过官方投教宣传FOF等不同方式共同推进FOF在国内的发展。

货币调控将更加注重结构性调节

● 交通银行金融研究中心首席研究员 唐建伟 高级研究员 孙长华

美联储日前公布9月议息会议决议，虽然政策利率未发生任何改变，但声明措辞的变化，预示着美联储货币政策转向渐行渐近。考虑到美联储宽松政策退出将是一个缓慢过程，其对市场的影响也将整体可控。

未来，预计我国央行将坚持“以我为主”，根据国内经济增长、物价及金融形势来制定自身的货币政策。在当前背景下，“稳货币”+“宽信用”有望成为我国央行货币调控的主要方向。预计到年底我国不会降息，全面降准的可能性降低，货币调控更加注重结构性调节。

美联储收紧政策步伐渐行渐近

本次美联储议息会议声明主要有两方面变化：一是缩减购债规模或马上到来，二是加息进程可能会提速。

具体而言，本次议息会议有以下四个关注点：

一是本次议息会议维持当前宽松货币政策不变。本次议息会议与之前一样，维持当前宽松货币政策不变。维持联邦基金目标利率0-0.25%不变；维持超额准备金利率0.15%水平不变；维持隔夜逆回购利率在0.05%不变（但将每个交易对手每日隔夜逆回购规模上限从800亿美元上调至1600亿美元）；美联储将继续以每月至少800亿美元的速度增持美国国债，并以每月不低于400亿美元的速度购买机构抵押贷款支持证券（MBS），直至充分就业和物价稳定目标取得实质性进展。此举符合市场预期。

二是美联储缩减购债规模计划时间正在临近。本次议息会议声明称：“如果进展与预期一致，资产购买步伐可能很快就会放缓。”美联储主席鲍威尔在随后的新闻发布会上补充说，官员们在会议上普遍同意，在明年年中前后逐步结束购债可能是合适的。按照本次会议声明和鲍威尔讲话内容，缩债计划最快或在11月议息会时宣布，并将在明年年中结束购债。根据现有购债规模计算，缩债计划或按照每月缩减150亿美元的节奏进行。

三是美联储大幅下调经济增长预期，上调通胀预期。美联储在议息会上重申，经济前景将在很大程度上取决于疫情发展情况。疫苗接种进展可能会继续降低公共卫生危机对经济的影响，但经济前景仍存在风险。据此，美联储预期2021年美国全年GDP增长5.9%，大幅下调1.1个百分点；预期2021年全年失业率为4.8%，上调0.3个百分点。美联储预期2021年全年PCE通胀率为4.2%，上调0.8个百分点；预期2021年全年核心PCE通胀率为3.7%，上调0.7个百分点。虽然美联储大幅上调了其对今年的通胀预期，但在声明中，对于当前通胀上升的表述与前次会议一样，仍为“主要反映了暂时性因素”，整体金融状况依然宽松。

四是点阵图显示美联储提前加息概率有所提升。本次议息会发布的点阵图显示，18名委员中，有一半预计美联储将在2022年开始加息。其中，6名委员预计2022年加息一次，3名委员预计2022年加息两次；除一名委员外，其余所有委员均预计在2023年开始加息（今年6月为13名委员）。而此前6月份点阵图则仅有7名委员预计在2022年开始加息。

这表明美联储加息进程有可能提前启动。本次议息会点阵图还显示，美联储预计2023年或将加息3次，相较6月点阵图预测增加了1次。

美国政策转向影响整体可控

展望未来，美联储将继续把“实现最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展”作为自身调整政策的主要参考。短期来看，尽管美联储已经明确表明将缩减购债规模，美联储有较大的概率会在接下来的11月或12月议息会议上宣布缩债计划，但若美国9月非农就业数据再度因疫情而出现大幅下降，或者美国国会无法顺利解决债务违约风险等问题，都可能令美联储暂缓缩减购债规模。

此外，虽然点阵图显示美联储可能提前启动加息进程，但考虑到当前美国失业率仍处于较高水平，鲍威尔会后表示，美联储仍将继续改善就业市场。为促进更多人重新就业，美联储可能会高度相机抉择，灵活把控加息节奏。

市场对此次美联储议息会议整体反应积极，当天全球股市普遍出现上涨。但随着美国货币政策转向的临近，其对全球金融市场的影响仍需加以关注。预计随着缩表及加息预期的上升，美国十年期国债收益率可能出现阶段性上升，这将一定程度上推高美元指数。同时，目前全球风险资产很多都处于高位，美国货币政策转向使相关风险资产将面临一定程度的下行压力。不过，考虑到美联储宽松政策的退出将是一个缓慢过程，节奏并不会太快，其对市场的影响也将整体可控。

我国全面降准可能性降低

由于我国率先控制住疫情的全面蔓延，经济复苏领先于全球，中美两国经济周期并不一致。我国央行其实在去年下半年就已经退出了疫情期间的非常规性货币政策操作，回归常态化政策操作。未来，预计我国央行将坚持“以我为主”，根据国内经济增长、物价及金融形势来独立自主地制定自身的货币政策。

未来一段时间，“稳货币”+“宽信用”有望成为我国央行货币调控的主要方向：

首先，未来我国货币政策仍将维持稳健基调。由于三季度我国经济出现经济增速放缓，部分大宗商品价格有所上涨等情况，预计货币环境宽松预期下降，到年底不会降息，全面降准的可能性也会降低。货币政策更加注重结构性调节，央行或将推出结构性优惠利率和准备金工具，向符合条件的金融机构提供低成本资金，引导金融机构为具有显著减排效应的重点领域提供优惠利率融资。同时在MLF到期和政府债券加快发行的背景下，为了维持市场流动性合理充裕，预计央行仍会通过公开市场操作投放流动性。

其次，宽信用是相对于上半年的紧信用而言。上半年信用偏紧导致社融增速有所回落，从去年12月的13.3%持续回落至7月份的10.3%。同时部分领域信用过紧可能导致风险传染。下半年央行已经释放出宽信用的信号：一是新增了3000亿元支小再贷款额度；二是允许商业银行增加全年信贷额度并加快投放。