



CFP图片

# FOF:新资管游戏“上手难”

□本报记者 张莉

## FOF和MOM“傻傻分不清”

尽管戴着“平滑风险、稳健抗跌”的光环,作为舶来品的FOF进入国内资本市场的时间并不久,无论是FOF产品的最终投资人还是基金管理人,在这个创新意味浓烈的领域中,都是“初级生”。

“产品的投资顾问是谁?是否会邀请明星基金经理来管理新发的产品?”11月,在一场由第三方理财机构主办的新FOF产品交流会上,多数投资人向产品相关负责人进行密集提问,关注焦点却绕过了FOF产品本身的设计和投资策略,转而希望知晓明星管理人的信息从而确定产品的可靠性。更有甚者,将FOF产品的整体运作方式理解为了纯粹基金管理人的组合,即所谓的MOM产品,对FOF产品概念模糊的人并不在少数。

按照一般理解,虽然FOF和MOM产品均涉及多管理人的基金,但是MOM是将基金资产委托给其他基金经理进行管理;FOF以精选基金组合为投资对象,即FOF看产品,MOM是管理人的管理人基金,FOF是基金中的基金。

“两者的投资目标和组合构建理念非常类似,面对的投资者人群具有极大的重合度,对于底层‘标的’的研究和筛选最终都会落脚到投资经理身上。这也不难解释投资人对FOF产品的投资顾问重视程度如此之高。”金斧子投研总监万小勇表示,由于FOF及MOM产品在国内尚处于初步发展阶段,且大多数以券商集合理财计划、信托产品或阳光私募产品的形式发行,公开信息较少,在投资者教育方面的资料也较为缺乏,自然而然造成了不少投资者对FOF产品比较陌生。

据一位熟悉FOF产品销售的资管人士分析,现在很多私募和第三方机构已经成为FOF产品发行的主力军,在FOF产品的架构中,母投顾承担的角色更相当于一个产品销售平台的负责人,投资者需要关注的是母投顾的渠道能力,而子投顾也就是具体的投资经理则负责底层标的选择和投资;相应地,MOM产品架构中,母投顾的职责是负责具体价值清算、开户等内容,而产品资金分配到子账户中,由管理子账户的多个子投顾再度进行投资。“如果第三方发行FOF产品,前期阶段的确需要明星投顾或资深操盘手作为产品的代言人,借助其资历来为产品开拓销售市场。所以在产品发行机构方面,也存在混淆两者概念的倾向。”

据万小勇介绍,FOF在大类资产配置、投资

灵活性、扩大优质基金挑选范围、配置分散性、降低投资门槛上更具优势,而MOM则在底层资产配置透明度、赎回流动性方面具有优势。而且FOF和MOM有一定的相似性,MOM是直接分配资金给投顾进行管理,而FOF虽然是投资于基金,但核心还在于管理基金的投顾,“两者的不同还在于FOF还同时和基金其他持有人接受投顾的服务,也就产生了FOF和MOM在投

受强抗跌和稳收益的产品魅力影响,近期,包括券商、私募基金、信托、银行、第三方理财等机构争相着手布局FOF产品,俨然掀起了一股FOF发行热潮。然而,由于信息不对称、投资市场相对小众等问题,这类创新资管产品依然披着神秘面纱,擅玩者寥寥。

据机构人士透露,尽管发行火爆,但FOF总体仍处于初级阶段,缺乏主动管理能力、双重收费、成熟管理人稀缺等几乎成为行业“通病”,FOF产品停留在概念上,“只闻其声,不见其人”现象比比皆是。有私募基金经理坦言,相比单一基金产品,FOF管理难度较大,产品筛选耗费精力与成本,想要保持长期业绩理想,其实“并不轻松”。

资灵活度、投顾挑选范围、投资门槛、对底层资产掌控度、赎回流动性等方面的差异。”

据好买基金研究中心数据显示,截至2015年7月30日,成立于2015年之前的47只具有最新业绩数据的FOF策略私募,年初至今平均业绩为24.51%。而经历6月中旬这轮股灾的63只FOF基金平均回撤为-13.99%。好买基金研究中心王梦丽认为,FOF作为一种组合投资方式,一般会配置几只相关性较小的基金以分散单一基金的风险,从而平滑业绩波动。

## 投顾苦寻“配置良方”

在业内人士看来,尽管FOF产品具备不少优势,但从其历史来看,此前在市场上存在的券商系或银行系FOF,并没有出现一只值得关注并具备长期靓丽业绩的产品。比如在熊市期间,FOF产品并没有发挥控制下行风险的优势,有产品甚至出现最大资产损失近乎“腰斩”或者以净值亏损离场的情况。不少投资者认为,“FOF产品的吸

引力并不比沪深300指数更强。”

针对早期FOF业绩不佳的情况,济安金信副总经理、基金评价中心主任王群航撰文指出,一方面,发起的券商及银行缺乏专业研究团队,或没有聘请外部投资顾问,造成FOF业务只有少数人琢磨且仅仅只了解基金部分细节;另一方面,FOF产品没有一套科学合理的投资决策流程,组合中包含大量股票投资或证券类基金,并没有做到真正意义上的分散风险,加上考核指标和购买产品之间的挂钩等,令FOF产品缺乏配置意义,在单边行情下,难以起到“平滑风险”的作用。

“产品设计的单一化或者欠缺考虑,令很多FOF产品的投资缺乏资产配置管理的功能,而实质上资产配置决定了FOF的最终业绩,如果只是复制以前的模式,单选大量的股票型基金,无论如何挑选优秀品种,都无法避免基金在市场调整期间出现的下跌风险,其配置风格也会出现与指数基金类似的情况。”某私募投资经理分析,无论是对投资人还是管理人,FOF产品整体资产配置的理念需要得到更新,即不仅仅是单纯品种的配置,还需要考虑各种市场环境,股票、债券、期货基金、REITs等大类资产配置的各种比例,体现配置的多元化。

据了解,目前阳光私募FOF产品按照产品具体投向进行分类,大致可分为以下几种投资策略类型:股票多头型、股票市场中性型、其他另类投资型(主要投向量化套利产品或管理期货产品等)以及混合配置型等四大类,数量占比依次递减而多元程度依次提升。从国内的情况来看,在以上四大类中,只有后两种能不同程度地体现资产配置意义,实现跨地域资产配置或大类资产配置功能。

“FOF产品的资产配置操作实际考验管理人对各类产品属性的熟知程度和投资能力,但真正做得好资产配置的人实际上非常少。”某券商资管人士表示,由于对FOF的理解不深,让FOF概念走偏,产品边缘化,甚至还作为一些机构导入资金的渠道,丧失了原有的投资价值。“现在新掀起的FOF发行潮,需要吸取教训,强化对大类资产配置的重视。”

除了对多元化资产进行配资之外,如何让FOF投资策略保持灵活性也成为不少基金管理人面临的难题之一。据了解,今年9月,由于监管环境的变化,不少采取股票量化对冲策略的FOF产品表现平淡,配置意义也迅速下降,有部分管理者还将FOF的投资范围进行调整。万小勇表示,很多专注于股票量化对冲策略的团队,同时具备商品期货的策略储备与实盘投资经验,又或者开始重点开发商品期货策略,商品市场参与者的增加在一定程度上为该市场提供了活力,这也使一些原本在该领域表现优秀的投资顾问获取更高收益的可能性大大增加。“9月新规对股指量化对冲产品的影响并未对FOF资产配置造成太大困扰,扩大配置范围是FOF投资的核心理念之一,机构本身需要在每个细分策略上均有产品储备池,从而也避免了对于某种策略产品过于依赖的情况。”

## FOF产品“叫好不叫座”?

总体而言,FOF产品相对于传统股票或指数基金的优势较多,且产品发行也开始逐渐升温,但就目前来看,FOF产品的小众化市场特征仍然十分明显,而双重收费、产品运作信息不对称、业绩优势不明显等问题也令FOF陷入“叫好不叫座”的尴尬境地。

一位公募基金基金经理透露,由于FOF管理的难度比普通公募基金产品更大,加上基金运行的时间、基金公司发行产品数量、基金经理的投资风格等具体内容需要在投资时进行尽职调查,其耗费的精力非常大,而具体回报却并不多,这也令机构对FOF产品“只做远观”,而并不直接参与。

“FOF产品对于负责挑选资产或具体品种的投资顾问的基金评级能力和挖掘能力要求较高,往往在产品设计和定位上需要完善的配置策略。从证券投资类FOF产品而言,除了基金评级能力之外,对基金经理的投资风格熟悉度、基金经理对市场趋势的判断能力也会成为基金业绩的重要保证,不过,同时满足上述能力的基金管理人其实并不多。”深圳智诚海威投资总监卢伟强表示,基金管理人才的稀缺是整个FOF市场面临的不争的事实,“基金经理离职潮涌,FOF产品如何通过相应的激励机制留住这些管理者,也是一个需要面对的问题。”

与此同时,“双重收费”的问题也被业内视为FOF产品面临的挑战之一。一般而言,除了基金本身外,底层基金也要收取2%的管理费和20%的业绩报酬。上述资管机构人士透露,有些业绩并不好的FOF产品在后端收取的业绩报酬甚至高达25%以上,相比国际普遍的10%标准,FOF双重收费无疑给基金管理和销售形成了进一步的压力。为缓解这种压力,已经有FOF产品主动降低自身管理费率及认购费率,并设置根据净值返还管理费的条款,业绩提成也开始做灵活调整。

值得注意的是,由于FOF产品仍然存在一些缺陷,有机构则选择放弃FOF转而应用MOM模式,通过挑选优秀基金经理的方式来获取更好的流动性。但据上述第三方机构人士分析,FOF产品转为MOM模式意味着一定程度上牺牲了投资灵活性、投顾挑选范围和配置分散性来获取底层资产掌控度和更好的流动性,这在一定程度上会减少底层资产监控风险和流动性风险,但也可能增加对有限投顾依赖加深、配置分散性减少等风险。

当然,FOF产品发展总体仍处于初级阶段,尽管存在诸多问题,但当前监管层的重视、机构投资者队伍的壮大对FOF发展整体有利。“一方面,居民财富急剧增加、高端理财需求爆发和私募基金的异军突起,为FOF行业的发展提供了最好的土壤;另一方面,机构投资者涌入FOF行业也会催生主动管理型FOF产品的大爆发,机构间的竞争以及优胜劣汰有利于FOF行业的长期健康发展。”万小勇表示。