



公募FOF静待“临门一脚”

□本报记者 徐文擎

临门一脚

“我去年在战略发展部做FOF,今年1月转到量化投资部做MOM,投研上变化不大,无论从资产配置还是到个基筛选,都有一套自上而下的量化指标模型,只是账户设计上不太一样。”某大型公募基金的投研人士称,该基金公司所拥有的FOF/MOM投研人员近20人,多来自于几家券商的基金评价团队和金融工程团队,定性和定量人员各占一半。同时,他们此前虽然一直是做公募专户产品,选的是私募基金,但同期所积累的定性定量方法,实际已为“公管公”的开展做好了准备。

此非个例。记者同样获悉,银华、华夏、嘉实、博时、天弘等多家基金公司已有FOF研究团队。有的是在多个部门储备FOF投研人员,有的则是成立了专门的资产配置小组整合资源,还有的大公司在市场部成立内部产品的“配置研究员”,起初是为了向投资者及时更新公司的产品情况、推荐“类FOF”的内部组合,久而久之也成为组合基金研究的雏形。

另据媒体报道,对于公募FOF政策之门打开市场早有预期,因此在公募FOF未有实质进展之前,在基金业协会备案的专户和子公司FOF产品已达40余只,其中17只是今年完成备案的,涉及的基金公司达到10余家。其中,中欧基金、天弘基金、华夏基金旗下子公司备案的FOF产品最多,每家4-5只不等;泰达宏利、德邦基金、深圳平安大华旗下子公司备案的FOF产品达3只;民生加银、招商财富、南方资本、信诚、广发基金子公司也均有1只产品备案。

上述大型基金投研人士表示,基金公司在FOF专户产品上积累投资管理和产品运作经验,无疑会对申报公募FOF有所帮助,而且目前筛选、配置的还是私募基金,尚存在信息披露不完全、申赎时间不一致等问题,未来随着“公选公”的落地,这些问题只会更易而非更难解决。不过,济安金信副总经理王群航则认为,“原来备案的专户FOF都是按照私募的方式在运作,这些经验是否适用于公募FOF还很难讲”。

事实上,公募“战略性”储备FOF有其天然的内生动力。招商证券固收团队的一份报告显示,在美国所有FOF基金类型中占比最大的目标日期基金(也称生命周期基金),对FOF过去十几年资产的增长贡献巨大。根据2015 Investment Company Fact Book的报告,在过去十年,目标日期基金总共获得现金流入4330亿美元;仅在2014年,基金净现金流入450亿美元,年末总资产达到了7030亿美元。如今,前十家公募FOF基金管理机构的规模,已经占到整个市场74%的规模,排名前三的为领航基金、富达基金和普信基金,这三家基金占到市场50%的规模。而业内人士预计,“公管公”的开展,将启动一个万亿体量的新市场,相比起已发展多年但规模仍未破千亿元的私募FOF,规模上是一次巨大的提升,且有着平滑业绩、多元化资产配置等多重功效,因此对于公募基金来说,抢占新市场先发优势的诱惑无疑是巨大的。同时,王群航认为等待“征求意见稿”正式颁布之后,它也应该成为私募行

“猛然间发现,全世界都要做FOF(基金中的基金)了。”某私募人士在朋友圈感慨。在某种程度上,此言非虚。今年以来,随着资产荒的持续发酵和投资者对大类资产配置的旺盛需求,FOF管理人已经由传统的基金专户及子公司、券商资管、私募基金、第三方财富管理快速蔓延至银行、保险等其他金融机构。“仅某家国有商业银行,就有私行部、资管部、个金部三条线的负责人和我们业务联系,为入选FOF投顾做准备。”北京某知名私募的渠道人士告诉记者。

不过,真正燃爆此轮FOF热情的则是6月17日证监会发布的《公开募集证券投资基金运作指引第2号——基金中基金指引(征求意见稿)》(以下简称“征求意见稿”),此举意味着畅想多年的公募FOF(仅指“公管公”产品)有望正式落地,乐观人士认为可带动万亿体量资金入市,使得组合基金在私募FOF已经投资运行多年后,能够真正在规模上迎来一次质的飞跃。

然而,硬币总有AB面。FOF大热的B面在于,已放行的私募FOF虽然不乏绩优选手,但在整体表现上似乎远低于预期。分析人士认为,究其原因,产品定位、基金研究、资产配置,每个环节深入与否及是否得到贯彻执行,都会影响最终表现。而多年来私募FOF的运作实践,为公募FOF“少走弯路”提供了方向:无论是研究还是配置,定性之余加强定量的手段,越来越成为共识。

业参照的标杆,“私管公”将会随之壮大,而在整个基金行业形成良性循环。

私募FOF业绩参差不齐

不过,理想很丰满,而现实总是很骨感。为公募FOF探寻“漫漫前路”的私募FOF(基金管理人主体为券商资管、私募基金、第三方财富管理机构等)似乎整体表现不尽如人意。

格上理财数据显示,过去一年,A股整体跌幅超过40%,其中665只私募基金获得正收益,相对价值策略和股票策略所占比例最高,分别达到36.54%和30.98%,而组合基金中获得正收

益的仅为1.2%,仅高于海外策略基金的0.6%。并且,公开数据显示,就股灾以来的表现,30只券商系FOF平均亏损达到25%,两只FOF亏损超过40%,而147只私募系FOF平均亏损也不小,69只亏损超过20%。

王群航分析称,私募FOF过去整体业绩不佳,主要是私募基金标的本身信息披露较少,相关机构尤其是券商系管理人缺乏专门成建制的研究团队和外部专业投顾,以及券商、银行团队缺乏相应考核激励等共同因素造成。另外还有个别历史遗留问题,例如券商FOF业务和佣金分仓挂钩,但佣金分仓不能进入基金资产,这无疑会影响基金本身净值的表现等。不过,他认为,这些历史问题会随着FOF业务的进一步深入而逐渐被解决或替代。

“有一只券商资管管理的FOF,主要业务负责人竟然是券商经纪业务的老总,他认为做好FOF就是把几大明星私募管理人聚起来做个访谈,选择其中的绩优基金做个拼盘即可,但这显然不是做好组合基金的核心所在。”某资深基金研究人士告诉记者,这位老总后来自己奔私做老总,按照他的思路管理了一只股票多头型MOM产品,也算是明星产品,1亿元的初始规模,半年多时间后,现在只剩7000多万元。“这就是没有理解组合基金的核心本质、没有做好真正的资产配置、基金想依托于明星管理人的个人能力所造成的。”他说。

王群航亦表示,做好FOF的业绩最重要的是做好大类资产配置,其次是在细分资产类别中精挑细选绩优的管理人。无论在哪个层面,定性只是其中一种方法,更要辅之以定量的手段才能完成筛选和配置。

业内人士指出,典型的FOF投资流程应该包括四个阶段:第一,确定合理的FOF投资偏好,制定收益目标,完成产品设计;第二,根据制定的产品配置特性,设置合理的投资策略;第三,对于不同的投资标的筛选合适的基金产品;最后,进行事后风险控制与绩效评估。然而,国内FOF基金普遍忽视了前两个阶段,直接从第三阶段基金筛选入手,失去了FOF基金在设立时的最初目的。同时,从基金筛选开始的投资流程还可能会放大整体风险,选出不合适的基金标的的概率很高,这也是造成国内FOF净值表现普遍不佳的重要原因。

“由于研究力量的缺乏,FOF管理人对基金的选择大多数还处于约谈基金经理的感性阶段;对未来发展评判模型的缺失使得基金选择仅靠历史业绩表现,无法支撑整个投资决策的稳定。”上述资深基金研究人士表示,不过,也有FOF管理人体现出了强大的投研能力和控制能力,“我了解的一家华南大型公募基金的专户团队,在配置层面,不仅是在不同权重配比下估算收益和风险,还会采取风险平价策略等方式来做到风险的真实分散,而非仅是基础资产类别的分散;选基金组合库的时候,也会‘因基制宜’,如果是已经熟悉的策略,会更偏向定性的调研和判断,对于比较疏离的策略,则会更加依赖量化模型。而且他们选子策略的管理人也非常严格。”

核心在于有效的资产配置

不过,上述多位基金研究人员及从业人员

一致认为,对于FOF的评价不应单纯以一时业绩论短长,而要在辨别其不同细分类别的前提下,认清其资产配置的核心本质。例如,股票型FOF、固收型FOF、配置型FOF和另类投资FOF,由于基础资产的不同,所表现出的风险收益特征也无法相互比较;外部型FOF、内部型FOF、混合型FOF由于收取费率的不同,也会最终影响基金净值的表现;主动型FOF和被动型FOF则会因其投资目标的不同而产生完全迥异的策略,比如“核心-卫星”FOF和指数增强型策略等等。

而如何做有效的资产配置,是考验基金管理人功底的最重要指标。海通证券金融工程团队分析认为,传统的大类资产配置方法是建立在资产的基本分类、回报率和波动水平之上的,这种方法看似将风险分散,但由于不同资产类别的风险水平不同,反而会造成风险的不均衡。尤其是在重大风险事件来临的时候,投资组合往往极其脆弱。因此,一种通过平衡分配不同资产类别在组合风险中的贡献度、从而实现投资组合的风险结构优化的“风险平价策略”在FOF中有着极为重要的意义和广泛的实用价值。

海通证券在报告中举例称,一个50%股票和50%债券的投资组合看似进行了分散化投资,但并没有带来实际的好处。一方面,由于股票的风险远远大于债券,因此,50%的股票可能贡献了整个组合绝大部分的风险,当股票市场出现大幅波动时,整个组合将会在股票的主导下随行情大幅波动。另一方面,由于债券的收益又很低,导致组合的预期收益随债券的加入大幅降低。这样来看,虽然投资者选择了两个相关性很低的资产构建组合,但结果却是在风险和收益两端都没能讨得便宜。那么,如果给予债券合理的杠杆使其波动水平与组合中的股票资产相当,那么债券的预期收益与预期波动率都会增大。持有该组合时只要赌对一边行情,就会产生可观的收益。从这个角度来看,尽管债券部分的风险被加大,但整个组合的风险却没有被某一类资产所支配,反而起到了有效分散风险的作用。该策略的提出者——桥水联合基金的创始人Ray Dalio——提倡配置风险,而不是配置资产。传统的资产配置方法控制的是绝对风险,也就是整个投资组合的波动性,而风险平价控制的是相对风险,让各资产类别的风险处于相对平衡的水平。

另一种更为复杂的风险平价理念则是设立一揽子风险因子,以此为基础分解投资组合中的资产并进行优化。在这个体系下,资产配置的核心是资产所内含的风险因子类别的平衡。在收益相当的情况下,风险平价组合相比于传统资产配置组合依旧在波动率和回撤方面有着较大的优势。

“无论定量还是定性,本质出发点都是做好有效的大类资产配置。定量可以解决基础数据工作和更精准的效率提升,定性则是为了更大程度地防止黑天鹅事件的发生,均不可偏废。而FOF发展更关键的是,有大量优质的基础资产可供筛选,‘巧妇难为无米之炊’,现在基础资产已经解决了数量的问题,而更关键的是我们的市场走向成熟,这样无论哪种类型的FOF研究手段,都有其用武之地。”上述基金研究人士称。