

# FOF异形：重仓自家基金 越线投资股票

【编者按】4月26日发布的《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，为公募基金行业高质量发展绘就了路线图，提供了行动指南，是行业大事件。它守望行业的星辰大海，它回应关切、坚持问题导向，针对行业存在专业能力适配性不够、合规风控能力不强、结构不平衡等问题，提出了16条具体意见；并旗帜鲜明地强调，公募基金要坚持以投资者利益为核心，切实做到行业发展与投资者利益同提升、共进步。为了贯彻落实《意见》，本报针对《意见》中提及的“风格漂移”“高换手率”“‘明星基金经理’的发展模式”等现象，进行深入调研，剖析原因，探讨对策，以期对促进行业高质量发展有所裨益。今日推出第一篇《FOF异形：重仓自家基金 越线投资股票》。

● 本报记者联合报道

剧烈波动、大幅回撤、净值破1……被誉为天然“减震器”的公募FOF（基金中基金）在进入国内市场后，迎来巨大挑战和考验。

Wind数据显示，截至2022年4月27日，今年以来上证指数下跌18.72%，而偏股混合型FOF基金平均跌幅达20.18%，权益类FOF基金七成以上跑输业绩比较基准，众多“固收+”变成“固收-”，各类FOF基金收益率中位数均为负值。一直以稳健著称的养老FOF基金，业绩也出现大幅波动的情况。据统计，在基金名称中含有“养老”字样的FOF基金净值跌幅超过10%的占比达59.87%，超25%的相关基金跌幅超过15%。

中国证券报记者调查发现，部分机构在发行、管理FOF基金时逐渐走样：有的打着FOF基金的旗号，把产品变成了获取客户与规模的工具；有的悖离FOF基金全市场优中选优的特性，重仓自家产品；有的硬短深、剑走偏锋，超比例投资股票……

业内资深人士表示，作为实现低风险投资的海外成熟投资管理模式，FOF基金在国内仍是新生事物，监管部门需及时跟进，加强规范与引导，充分发挥此类产品平滑波动、分散风险的作用，使其真正成为“居民财富保值增值的利器”。

令人关注的是，证监会2022年4月26日下发的《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》明确提出，研究完善FOF、MOM等产品规则，加大中低波动型产品开发创设力度，开发适配个人养老金长期投资的基金产品。

## 近半数产品净值破1

“稳健”“安全”“长期投资回报”……这是众多机构对外宣传FOF基金时使用频率最高的词。作为舶来品，近年来，FOF基金在国内发展步伐越来越快。

2017年，首批6只公募FOF基金成立，首募总规模仅166.36亿元。截至2022年3月末，公募FOF基金总规模已达2300多亿元，其中2021年新增近1200亿元，而且，业绩总体不错。截至2022年一季度末，有数据可查的公募FOF基金（不同份额分别计算）成立以来的平均收益率为7.16%。

但是，繁华之下，难掩隐忧。随着市场震荡，诸多FOF基金业绩坠落。

据Wind数据统计，截至2022年4月27日，在2021年底前成立的240只公募FOF基金的业绩出现整体下跌。今年以来净值跌破1的公募FOF基金有119只，占比49%。业内各大基金公司的FOF基金几乎均在列。其中，规模超过3亿元的汇添富积极投资核心优势三个月持有期，跌幅高达26.15%。跌幅超过25%的还有华夏聚丰稳健目标A，达25.12%。

纵观整个市场，截至2022年4月27日，今年以来上证指数下跌18.72%，而偏股混合型FOF基金平均跌幅达20.18%，债券类基金持有比例较高的偏股混合型FOF基金平均跌幅达5.80%，“固收+”变成“固收-”。

权益类FOF基金更是跌得惨不忍睹。今年以来，超七成权益类FOF基金跑输业绩比较基准。截至2022年4月27日，在79只成立满一年的股票型、偏股混合型和平衡混合型FOF基金中，有74只净值跌幅在10%以上，29只净值跌幅在20%以上，58只跑输业绩比较基准。

“FOF基金的最大优点是稳健，能防大风、抗大浪，现在这么多产品出现大幅回撤、净值深度下跌的情况，对投资者的信心影响很大。”某知名FOF基金管理人李军（化名）说。

定位于实现养老资产长期稳健增值的养老FOF基金，同样令人不安与忧心。

## 稳健“养老”不稳健

由于FOF基金非常适合养老投资双重分散风险的特征，2018年3月，证监会发布养老目标证券投资基金的指引，鼓励基金管理人设立FOF基金，以对接居民养老资金的养老需求。但从多年实践来看，一些机构没有较好地承担起这一重任。

Wind数据显示，截至2022年4月27日，在152只成立满一年的名称包括“养老”的FOF基金中，今年以来有近六成跌幅超过10%。其中，大成养老2040三年A、汇添富养老2050五年、泰达福泽积极养老目标五年持有这三个产品的下跌幅度排名位居同类产品前三名，跌幅均超过21%。基金净值在1以下的养老FOF基金共有65只，占比达42.76%。

部分养老FOF基金回撤与波动幅度已超过基金合同披露的计划资产配置对应

的回撤与波动水平。

比如，截至2022年4月27日，大成养老2040三年A的净值跌幅为21.57%，超出其合同中确定的业绩基准。

“有的机构言行不一。”一提起FOF基金，某股份制银行负责理财业务的陈林（化名）颇为不满，“在找我们推销基金时，吹得天花乱坠，现在跌这么多，甚至超过股票指数跌幅，让投资者怎么相信你的专业水平？”

记者发现，在市场中冠以“养老”之名的FOF基金种类繁多、良莠不齐。除养老FOF基金的传统分类外，目标日期型、目标风险类产品多以对应的退休日期和“目标风险”的字样命名，而一些混合型FOF基金也出现“养老”字样，并多以“稳健养老一年持有”“稳健养老三年持有”命名。

面对形形色色的养老FOF基金，不要说普通投资者，就是一般的专业人士也很难辨清。而且，在实际操作中，一些养老FOF基金定位模糊，基金经理对管理的养老FOF基金与普通FOF基金在投资策略上并无实质区别。

比如，为完善产品线，多家基金公司将FOF基金定位为投资更多元灵活的“固收+”替代产品。在平安基金的FOF基金产品线中，“固收+”成了贯穿FOF基金业务的主线，并推出FOF基金与“固收+”结合的产品模式。

“基金公司这样做，明显局限了FOF基金模式的多元配置、分散风险的作用。”陈林说。

穿透一些FOF基金的运作和管理，更多的反常之处不断浮现。

## 重仓自家基金

“从全市场基金中优中选优”，几乎是所有FOF基金发行时的一句通用宣传语，也是给投资者的一颗定心丸。但是，说到不等于做到，一些FOF基金管理人打起小算盘——重仓甚至全仓持有自家公司产品。

以汇添富积极投资核心优势三个月持有期这个产品为例，截至2021年年末，这个产品所持仓位的22只基金均为所属基金公司旗下其他基金产品。如果把时针回拨至2021年三季度末，当时这个产品的前10大持仓也均为汇添富旗下产品，属于基金管理人及管理人关联方所管理的基金。如果把时针再回拨至2020年末，这个产品所持的20只基金还是汇添富旗下产品。

长期重仓如此多的自家产品，全市场皆明，可该产品在2021年年报中称：“不断通过自下而上的基金精选在全市场范围内优中选优。”

对此，一位账户浮亏的投资者质疑：“难道全市场表现好的基金就只有汇添富一家的产品？”

“‘举贤不避亲’，有关部门关于FOF基金的规定没有禁止买自家基金公司基金，如果所买的自家基金是全市场表现最优的或同类产品中最靠前的，自然无可厚非。”上海某基金公司负责人林清（化名）说，如果长期大比例、甚至全部买入自家公司产品，导致FOF基金净值大跌、投资人利益受损，那么相关操作合理性、合规性就值得推敲了。

还让人大跌眼镜的是，一些FOF基金管理人弄巧成拙，原以为重仓自家公司的基金，就可实现FOF基金的稳健、安全、可控，但没料到一不小心就被自家公司的产品带入坑中。

比如，南方富誉稳健养老一年这个产品自购自家公司发行的南方吉元短债，持有规模达4707万元。“南方吉元短债是短债基金，今年收益率为-1.48%，业绩排名倒数，大概率是踩雷了。”林清分析，短债基金一般不大可能出现长达三个月仍为负收益的情况。

购买了自家公司产品汇添富实业债的汇添富添福盈和稳健养老，也遭遇滑铁卢。汇添富实业债是中长期纯债基金，在2021年11月初的7个交易日净值回撤2.13%，一定程度上拖累了汇添富添福盈和稳健养老的业绩。

那么，一些FOF基金疯狂重仓自家产品，是基于一种什么样的考量呢？

“主要是想‘肥水不流外人田’，在收取FOF基金产品管理费的同时，还能帮公司其他产品做大做强。”多位知情人士向记者透露。

比如，一个15亿元规模的公募FOF基金，如果全买自家公司产品，相当于给自家核心公募规模增加30亿元。

“‘一鱼两吃’，既挣管理费，又赚规模，何乐不为？”林清说，部分基金公司打

着稳健、安全的旗号，将FOF基金作为营销获取客户和扩充管理规模的手段，确实有很强的杠杆效应，但潜在风险很大，尤其是在市场剧烈震荡时，可能会冲垮基金组合的风险控制。

不断挑战风控底线的，还不不仅是重仓自家公司产品。

## 越线持仓股票

证监会此前发布的《公开募集证券投资基金运作指引第2号——基金中基金指引》明确定义FOF基金，是“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的基金份额的基金”。

“这意味着，FOF基金管理人还有近20%的自由操作空间，如果不想买基金的话，可投资于股票、债券等。”李军说。

在FOF基金管理队伍中，有些人特别偏爱股票，个别的甚至赚这近20%的投资空间不够大，不但一脑筋全买入股票，而且还超过了20%的红线。

比如，农银养老2035，截至2021年末的股票仓位高达23.64%，明显有悖其基金合同中“投资于证券投资基金（含QDII，香港互认基金）的比例不低于基金资产的80%”以及《公开募集证券投资基金运作指引第2号——基金中基金指引》中对于FOF基金的定义。

Wind数据显示，截至2021年年末，农银养老2035、农银养老2045五年、南方养老2030三年、招商和悦均衡养老三年（FOF）等12只FOF基金的股票仓位超过15%。

“虽然没有突破20%的红线，但15%已属于很高的仓位了。”李军告诉记者，近20%的其他资产，在一般情况下，FOF基金管理人更多的是选择投资债券，很少有股票仓位超过10%的。

为投资股票，有些FOF基金经理还参与打新股和上市公司定增。

“这是在走偏门。”李军说，在市场好时，打新股和定增风险小。一旦市场转熊或震荡幅度加大，打新亏钱、定增被套会是家常便饭。

“FOF基金管理人不应把精力放在股票选择上，要将更多时间投入到基金配置层面的研究，提高自己在不同市场环境中控制波动、回撤的能力。”汇成基金投研总监方章根表示，FOF基金管理人的强项是优选基金，如果股票研究能力不足，易导致所投资股票结果不佳的风险，拖累FOF基金主要资产配置和基金选择。

而为了博收益、争排名，部分FOF基金管理人的行为变得像大散户。

## 换手率超过80%

在基金管理中，换手率高代表着调仓换股频繁，投资行为更偏向于短期化。对FOF基金来说，这意味着换基金或基金经理的频率较高，其风格和收益不是很稳定。

令人愕然的是，一些追求长期回报的FOF基金，其管理人和炒股炒基的散户几无二致，追逐热点，频繁换手。

比如，汇添富添福汇盈稳健养老、华夏安盈稳健养老FOF的前十大持仓的换手率超过80%，即几乎每个季报展现的前十大持仓基本都不相同。2021年8月，汇添富基金一位FOF基金管理人在接受媒体采访时，还言之凿凿地表示：“我们管理的FOF基金，换手率比较低，任何买人的基金都是冲着至少持有几个季度去的，不会因为短期行为去认申购。”

所谓非所做，或有基金管理人难。

“在高换手率中，有不少是以交易佣金换基金销量。”从事基金销售多年的陈林直言不讳地说，将基金销售规模与证券公司席位交易量挂钩，这已是行业潜规则，最终损害的是投资者利益。

深圳某基金公司FOF基金管理人周为民（化名）认为，高换手率的基金，不是在做择时就是在做套利，而FOF基金的核心是资产配置，高换手率与FOF基金优选投资能力、长线稳健投资的特性背道而驰。除高换手率外，持仓数量庞大的现象十分突出，个别FOF基金持有的子基金已超出100只。

根据FOF基金产品年报公布数据，南方全天候策略FOF、兴证全球优选平衡FOF和交银安享稳健养老FOF持仓子基金数量分别为130只、129只和118只。

与美国市场相比，根据晨星数据统计，

截至2021年12月31日，美国市场FOF基金过去一年的平均换手率为34.15%，平均每只FOF基金持仓约20只基金。

“普通权益基金存在投资理念的不同，持股数可能有10至500个，但FOF基金是优中选优，一旦持仓数量超出正常分散配置的数量区间，会增加穿透子基金的难度和基金研究、跟踪成本，导致随机性变大，管理人对组合控制力量变小。”周为民表示。

困扰投资者对FOF基金优中选优理念的，还有FOF基金实际资产配置比例与产品定位、分类不匹配等现象。

比如，2021年同类排名第一的华夏聚丰稳健目标，基金经理为郑铮，基准为“上证国债指数收益率×80%+沪深300指数收益率×20%”，产品定位和基金合同约定为偏债混合型基金，但2021年年报显示穿透股票持仓比例超过80%，明显违背基金合同与业绩比较基准。同时，业绩大变脸，截至2022年4月27日跌幅达25.12%，在所有规模超过3亿元的FOF基金中排名倒数第二，许多申购投资者亏损严重。据该基金年报，2021年四季度规模较前三季度增长123.53%，从数据来看超一半投资者本金亏损幅度平均超过15%。

“大开大合的业绩，加上产品定位误差，势必给投资者带来较大困扰，对于跟风投资的持有人，如此大的亏损幅度也是不小的打击。”陈林说。

高换手率、定位模糊、持仓数量太多，映射出的是基金公司FOF基金体系建设与投资能力的不足。

## 专业人才缺乏

经历多年实践，FOF基金在国内取得较大发展。基金公司在喜悦之际，也面临着成长烦恼。一个突出的瓶颈，就是从事资产配置的专业人才十分缺乏。

Wind数据显示，当前管理FOF基金产品的基金经理共有97人，其中基金管理年限超过4年的投资经理仅20人，基金管理年限不足2年的占了总人数的一半左右。“基金管理年限代表着资产配置、投资组合管理经验、基金研究能力的积累。”李军说，基金管理时间越长的基金经理，具有相对更强的投资能力和风险管理能力。

在2017年前，大多数从业人员来自保险、券商等机构。由于部分管理人缺乏基金筛选、资产配置框架和FOF基金投资管理经验，过分依赖、追逐过往业绩优秀的基金，管理的FOF基金账户有很大“顺势趋势”特征，当基金业绩和市场环境出现反转时，很容易发生较为明显的回撤和风险。

周为民坦言，过去两年多的赚钱效应，弱化基金公司对FOF基金管理团队专业能力的建设，少数基金公司对FOF投资存在要求不高、门槛低的误解、误判，FOF投资经理内部转岗等现象时有发生。

以交银施罗德基金为例，目前共有6只FOF基金，最新总规模357.27亿元。在基金经理杨喆2021年5月离职后，6只FOF基金分别由蔡铮、刘兵两位基金经理管理，蔡铮曾担任多只交银被动指数型基金的基金经理，刘兵是交银多元资产管理部研究员升任基金经理。“换人如换刀”。截至2022年4月27日，蔡铮管理的交银养老2035三年、刘兵管理的交银施罗德智选星光FOF跌幅均超过10%，全年收益率分别为-14.03%和-16.27%。特别是交银施罗德智选星光FOF，作为一只2021年年底募集的基金，首募规模为34.68亿元，产品净值已跌至0.836，成立以来最大回撤幅度为18.85%，未能延续交银FOF基金相对稳健的投资风格。

“基金管理人的变动会对FOF基金的投研体系、基金品种选择、组合管理和风险管理等会带来较大的影响，尤其在复杂、震荡的市场环境下。”周为民向记者透露，个别基金公司投研人员准备不足，就仓促上马FOF基金业务，有的甚至拿FOF基金业务来培养团队。



视觉中国图片制图/苏振

## 规范发展建议

“萝卜快了不洗泥”，FOF基金近年来快速发展中出现的异形，令许多业内人士深感担忧：“希望有关部门能及时跟进，前瞻性地对FOF基金进行引导，规范FOF基金产品的发行、投资与管理。”

陈林从市场投资者角度，呼吁“尽快提高内部FOF基金和全市场FOF基金的产品辨识度”。如果定位为内部FOF基金，在发行募集阶段就应明确产品属性，以基金合同的形式加以规定。如果并非内部FOF基金，应在产品投资范围与投资限制上对投资内部基金的配置进行约束，并在基金季度报告上进行披露，以便投资者了解其运作情况。

林清建议要严格限制FOF基金直投股票的仓位，对一些FOF基金产品投资股票比例超标、基金投资不满足基金合同以及业绩比较基准要求等情形，有关部门应加大监管力度，督促FOF基金管理人严守契约，必要时可以给予一定的限制性约束。

“FOF基金投资需要基于对经济周期、宏观周期的判断来配置资产比例，但在实际投资中，有时会遇到宏观策略研究员看好却没有对标的基金资产的情形。”某券商金融产品部相关团队建议，放宽投资限制，适当扩大品种。

周为民告诉记者，近几年，公募基金创新幅度与力度空前，以2021年为例，市场上涌现出许多新型公募基金类型，比如存单债基、REITs基金、“专精特新”基金以及商品基金等，FOF基金从业人员应多从资产配置的角度进行新品种研究。有关部门应顺势引导、鼓励创新，对符合条件的创新基金品种经审批后纳入公募FOF基金的投资范围。

市场复杂多变，但万变不离其宗。只有回归本源，恪守本质，FOF基金之路才会越走越宽。

## 部分FOF产品今年以来收益率

代表基金	成立日期	基金经理	复权单位净值	基金总规模(亿元)	今年以来收益率
汇添富积极投资核心优势三个月持有期	2020-04-26	袁建军	1.0545	10.09	-26.15%
华夏聚丰稳健目标A	2018-10-23	郑铮	1.2044	4.79	-25.12%
国君资管君得益三个月持有A	2020-11-16	高琛	1.5633	21.39	-24.96%
民生加银积极配置6个月持有	2021-12-22	苏奇	0.7586	3.20	-24.65%
富国智选精选3个月持有A	2019-09-06	王登元	1.2439	6.05	-24.46%
汇添富聚星经典一年持有A	2021-08-05	李彪	0.7520	24.83	-24.10%
富国智选精选3个月持有A	2021-09-29	王登元	0.7738	5.42	-24.08%
易方达优势价值一年持有A	2021-08-24	张浩杰	0.8086	19.41	-22.78%
南方添富进取精选3个月持有A	2021-04-20	夏莹莹	0.7783	6.77	-22.29%
富国智选精选12个月持有A	2021-11-25	王登元	0.7754	4.91	-22.20%

数据来源/Wind数据，截止日期：2022/4/27

## 成立满一年的养老FOF今年以来收益率

代表基金	成立日期	基金经理	复权单位净值	基金总规模(亿元)	今年以来收益率
大成养老2040三年A	2019-06-27	高琛	1.1304	3.32	-21.57%
汇添富养老2050五年	2019-05-17	蔡健林	1.3320	0.70	-21.49%
泰达福泽积极养老目标五年持有	2021-06-29	潘漪	0.7908	1.10	-21.34%
中欧预见养老2050五年A	2019-05-10	桑益	1.3247	1.10	-21.25%
汇添富养老2040五年	2019-04-29	蔡健林	1.3261	8.00	-20.80%
平安养老2045五年	2021-04-20	高莺	0.9127	0.22	-20.03%
工银养老2050五年	2019-03-28	周莹	1.2342	2.08	-20.01%
工银养老2055五年	2020-09-02	周莹	0.8907	0.29	-19.99%
景顺长城养老2045五年	2019-11-26	薛显志	1.1241	0.47	-19.97%
华夏养老2050五年	2019-03-26	郑铮	1.3727	2.20	-19.39%

数据来源/Wind数据，截止日期：2022/4/27

## 汇添富积极投资核心优势三个月持有期一季度重仓基金明细

基金简称	持仓市值(万)	占基金市值比(%)
汇添富蓝筹	16,018.44	10.87
汇添富逆向投资A	14,192.66	9.63
汇添富医药保健A	13,812.69	9.38
汇添富中证新能源汽车产业A	12,921.39	8.77
汇添富环保行业	12,765.68	8.66
汇添富外延增长主题A	10,565.30	7.17
汇添富文体娱乐主题A	10,504.30	7.13
汇添富红利增长A	9,654.48	6.55
汇添富智能制造A	8,444.82	5.73
汇添富蓝筹A	5,481.25	3.72

数据来源/Wind数据，截止日期：2022/3/31