

“鸡蛋放在一个篮子里”

# FOF押注式投资饮鸩止渴

今年以来,FOF(基金中基金)市场整体呈现回暖态势。Wind数据显示,截至6月3日,全市场超过900只FOF产品中,约七成产品今年以来获取到正收益。但中国证券报记者发现,仍有不少FOF产品今年以来回撤较大。其中,东财均衡配置三个月持有混合发起式(FOFA)的年内回撤已超过15%,调整幅度超过沪深300等多只主流宽基指数。

作为以净值稳健增长为目标的FOF产品,为何其净值波动如此之大?中国证券报记者从该FOF产品一季报发现,截至一季度末,该产品重仓多只半导体主题基金。基金经理亦在一季报中坦言,产品净值在“一季度经历了历史上少见的大幅回撤,给持有人造成了不佳的投资体验”。

“理论上讲,FOF希望解决的,是通过投资于多只不同风格、不同行业及主题基金,降低单只基金波动对整个投资组合的影响,给投资者带来更好的投资体验。”一位业内人士表示,“如果FOF也玩起赛道押注,那么这与产品的设计初衷就背道而驰了。”

● 本报记者 魏昭宇

## 豪赌半导体赛道

翻阅东财均衡配置三个月持有混合发起式(FOF)一季报,中国证券报记者发现,截至一季度末,该产品的合并规模共计0.13亿元,前十大重仓基金分别是东方人工智能主题混合A、长盛航天海工混合C、银华集成电路混合C、中信保诚鼎利混合(LOF)C、南方信息创新混合C、金信行业优选混合A、国泰新经济灵活配置混合C、德邦半导体产业混合发起式C、金信稳健策略混合A、华安上证科创板芯片ETF。Wind数据显示,十只重仓基金占FOF的总净值比达到78.19%。

整体来看,东财均衡配置三个月持有混合发起式(FOF)的前十大重仓基金中,除了长盛航天海工混合C的重仓方向与半导体行业关系不大,其余9只重仓基金都带有浓厚的半导体风格。

Choice数据显示,截至一季度末,华安上证科创板芯片ETF的前十大重仓股全部来自半导体行业;东方人工智能主题混合A、中信保诚鼎利混合(LOF)C、南方信息创新混合C、德邦半导体产业混合发起式C的前十大重仓股中有8只来自半导体行业;银华集成电路混合C、金信行业优选混合A、金信稳健策略混合A的前十大重仓股中有7只来自半导体行业;国泰新经济灵活配置混合C的前十大重仓股中有



视觉中国图片

6只来自半导体行业。

从业绩方面来看,东财均衡配置三个月持有混合发起式(FOF)A的净值表现更像一只半导体ETF。截至6月3日,东财均衡配置三个月持有混合发起式(FOF)A与某上证科创板芯片ETF的年内回撤幅度分别为15.02%和14.67%。今年以来,两只产品的单日净值在大部分时间都出现了同涨同跌的情况。

拉长时间来看,该FOF基金经理看好半导体行业已经有较长一段时间。去年四季报显示,截至去年年末,该FOF产品就已持有东方人工智能主题混合A、金信稳健策略混合A、诺安优化配置混合A、金信行业优选混合A等多只重仓半导体赛道的基金。去年三季报显示,该FOF产品亦重仓了东方人工智能主题混合A、南方信息创新混合C、银华集成电路混合C等多只半导体主题基金。此外,西部利得CES半导体芯片行业指数增强A、国联安中证全指半导体ETF等多只半导体指数基金也曾出现在去年上半年该FOF产品的重仓名单中。

## 基金经理承诺“深刻总结经验”

作为科技板块中波动较大的赛道,半导体行业近一年以来的表现较为震荡。Wind数据显示,6月3日,半导体行业指数收于3991.91点,较去年6月该指数在5400点附近。

相较于其他FOF产品,东财均衡配置三个月持有混合发起式(FOF)A的波动幅度更为剧烈。Wind数据显示,截至6月3日,该产品年内回撤15.02%,近一年回撤25.21%,调整幅度超过沪深300等多只主流宽基指数。

对于投资思路,基金经理在一季报中解释:“在一季度的投资中,我们阶段性参与了长期跟踪的专注于算力板块投资的基金,但国产替代仍然是我们关注的投资主线。我们认为国产替代和自主可控已经不可逆转,进口芯片的金额超过进口原油的金额,国内的制造产能也还谈不上过剩,随着新技术的开发和消费电子的复苏,以及国产的芯片替代,产能将继续保持扩充。相关产业链公司的订单依然比较充沛,我们预期相关上市公司的盈利依然会继续保持较好的增长。”

但同时,基金经理也坦言,FOF的基金净值在一季度经历了历史上少见的大幅回撤,给持有人造成了不佳的投资体验。“我们将在此基础上深刻总结经验,在关注跟踪产业长期的发展趋势,持有专注于长期投资收益的基金时,争取更好应对各类市场影响因素对基金净值波动造成的影响。”

那么,“深刻总结经验”后,该FOF产品表现如何?Wind数据显示,截至6月4日,该FOF产品A、C份额自二季度以来的回撤均超过5%,在Wind开放式基金分类-FOF基金板块中排名靠后。从产品净值的波动来看,目前该FOF产品与半导体行业的关联度依然较高。Wind数据显示,半导体行业指数在5月24日、5月10日、4月19日跌幅均超过1.5%,而该FOF产品在这几个交易日的复权单位净值增长率分别为-1.71%、-1.52%、-2.33%。

## 过度集中化投资策略不可取

可以看出,过度押注赛道获取超额收益极有可能带给持有人较差的持有体验。中国证券报记者发现,还有不少FOF产品

重仓了多只小微盘风格的主题基金,尽管这些FOF产品同时配置了其他类型的基金,但整体收益率依然不太理想。

“面临清盘风险的‘迷你’FOF不在少数,所以不排除有基金公司存在‘赌一把’的心态,寄希望于通过较为极致的投资策略换得业绩的快速提升,从而在短期内吸引较多资金进入。”沪上公募人士分析。公开数据显示,截至一季度末,全市场500余只公募FOF中,约四分之一的规模均不足5000万元。

但押注式的投资策略显然不太符合FOF产品的设计初衷,以东财均衡配置三个月持有混合发起式(FOF)合同为例,合同显示,本基金通过大类资产配置和精选优质基金构建投资组合,在控制投资风险并保持良好流动性的前提下,追求基金资产的长期增值。此外,本基金还将选择“投资风格稳定、中长期业绩较好、操作上知行合一的基金经理所管理的基金”。但一季报显示,该FOF将90%以上的仓位放在了基金投资方面,既没有展现出多元化的大类资产配置策略,选择的多只基金也没有呈现出较好的中长期业绩表现。

在业内人士看来,通过多元资产配置实现风险的“二次分散”是FOF最大的优势所在。“目前公募基金数量种类繁多,业绩分化,刷选难度很大。秉持着‘鸡蛋不放在一个篮子’的理念,FOF一般不会一味追求高收益,因此控回撤能力是检验FOF产品的核心指标之一。”某公募人士表示,“不得不承认,迷你FOF‘长不大’已经成为不少公募机构不得不面临的困境,但寄希望于通过短期内的收益获得资金关注,违背了FOF产品的设计初衷,无疑是饮鸩止渴。”

## 外汇额度扩容立竿见影 热门QDII产品开门迎客

● 本报记者 王鹤静

根据5月底国家外汇管理局最新披露的合格境内机构投资者(QDII)投资额度审批情况,国内30余家基金公司集体获批QDII新增额度。此后,华夏基金、国泰基金迅速行动,华夏纳斯达克100ETF、华夏标普500ETF、国泰标普500ETF及其联接基金等热门QDII产品已由闭门谢客转为开门迎客,重新开放申购业务。

业内人士透露,目前投资者对于跟踪美股纳指以及东南亚等新兴市场的QDII产品需求较为旺盛,QDII产品普遍面临外汇额度不足与市场需求旺盛的矛盾。对于有限的外汇额度,基金公司一般会综合QDII产品销售情况、市场表现、培育方向等多方因素进行分配。

## 多家公募新增QDII额度

5月31日,国家外汇管理局发布了截至5月末的最新一期合格境内机构投资者(QDII)投资额度审批情况表。对比4月末的获批情况来看,此次30余家公募机构获得新增QDII投资额度。

其中,易方达基金、华夏基金、广发基金、嘉实基金、博时基金、摩根资产管理、华安基金、富国基金、天弘基金、华泰柏瑞基金、国泰基金、银华基金、汇添富基金、大成基金、景顺长城基金、中欧基金、中银基金、长城基金、工银瑞信基金、宏利基金新增QDII投资额度5000万美元;西部利得基金首次获批5000万美元QDII投资额度。

此外,南方基金新增QDII投资额度4000万美元;建信基金、申万菱信基金、浦银安盛基金、永赢基金新增QDII投资额度2000万美元;国投瑞银基金、招商基金、融通基金、平安基金、创金合信基金、东方基金新增QDII投资额度1000万美元。

此次新增QDII投资额度之后,易方达基金的累计获批额度高达77.30亿美元,居公募基金公司之首;华夏基金、广发基金、嘉实基金、博时基金紧随其后,累计获批额度分别为67.30亿美元、43.30亿美元、42.40亿美元、37.20亿美元。

## “输血”热门产品

今年以来,海外投资持续火热,多家公募机构相关人士向中国证券报记者反映,旗下的QDII产品长期面临外汇额度不足的情况。

Wind数据显示,仅5月以来,易方达原油LOF、景顺长城纳斯达克科技市值加权ETF、华泰柏瑞中证港股通高股息投资ETF、南方基金南方东英银华联昌富时亚太低碳精选ETF、华夏野村日经225ETF等场内QDII产品多次提示二级市场交易价格溢价风险,QDII产品普遍面临外汇额度不足与市场需求旺盛的矛盾。

截至6月4日,超过半数以上的QDII产品仍处于暂停(大额)申购状态。不过,在5月底国家外汇管理局新批QDII投资额度之后,已有基金公司迅速响应,将旗下热门的QDII产品由闭门谢客转为开门迎客,可能已对新增的外汇额度分配使用。

6月3日,华夏基金发布公告称,为满足投资者的投资需求,公司决定自6月3日起恢复办理华夏标普500ETF(QDII)、华夏纳斯达克100ETF(QDII)的申购业务;6月4日,国泰基金宣布,公司决定自6月4日起恢复接受单个基金账户对国泰标普500ETF发起联接(QDII)单日累计金额5万元以下(含)的申购及定期定额投资业务申请;自6月5日起,国泰标普500ETF恢复申购业务。

根据此前披露的基金公告,为保护基金份额持有人的利益,保障基金平稳运作,华夏标普500ETF(QDII)、华夏纳斯达克100ETF(QDII)分别于3月6日、4月10日起暂停申购业务、国泰标普500ETF及其联接基金(QDII)5月7日起暂停申购业务。今年1-2月,华夏标普500ETF(QDII)还因二级市场交易价格明显高于基金份额参考净值,多次出现较大幅度溢价。

华南某公募人士向中国证券报记者透露,基金公司在分配有限的外汇额度时,会综合考虑产品的销售情况、市场表现、产品培育等多方因素。“第一,参考产品的销售情况,公司主要是想把额度用的更充分一些;第二,市场表现方面,公司主要根据对各个国家市场或者产品品类当前的估值以及下一步的市场走势判断来决定分配情况,如果相关市场目前已处于高位,就不会再新增额度;第三,产品培育主要是基于公司产品完善产品线、培育‘长牛’品种的需求,因此即使部分QDII产品短期市场热度不高,公司可能也会适当倾斜额度,以期做大产品。”

## 多元配置分散风险

中国证券报记者采访多家基金公司了解到,目前国内的QDII产品以指数基金为主,投资者对于跟踪美股纳指以及东南亚等新兴市场的QDII产品需求较为旺盛。

“一方面,去年以来,相比国内其他类型公募产品,QDII产品的投资业绩整体较好,收益才是决定资本流向的‘指挥棒’,因此投资者自然对这类能够带来实在收益的产品有配置需求;另一方面,随着国内资本市场发展和投资者成熟度提升,资产配置的理念得到广泛的传播,投资者会通过布局与国内市场关联度较低的QDII产品,实现分散投资、对冲风险。”沪上某公募分析师表示。

随着QDII产品类型的日益丰富,境内投资者参与境外资产配置拥有更多的选择。华泰柏瑞基金总经理助理、基金经理柳军认为,或可从以下几个方面寻找跨境投资的机会:科技创新、美元利率下行背景下的新兴市场、全球产业链转移与重构、人口红利、相对成熟稳定的境外市场以及汇率变动。

对于个人投资者而言,柳军建议,首先应考虑分散投资,以多元资产配置为目标谨慎选择投资标的。“虽然部分境外市场在过去一两年有较好表现,但并不建议投资者将过多的资金用于配置境外资产,跨境投资应主要起到丰富和补充投资组合收益来源的作用。”他说。

其次,在参与跨境投资时,柳军表示,可选择QDII-ETF为主要工具,ETF的持仓资产透明度通常较高,便于投资者了解具体投资方向。

# 养老FOF产品Y份额显著回血

● 本报记者 刘伟杰

养老FOF产品Y份额近期纷纷“回血”,今年以来有139只产品获正收益,占比超过七成。多位基金人士称,个人养老金是公募基金的重点业务,未来仍需努力提升业绩以增强竞争力,依靠良好的投资回报吸引投资者参与。另外,个人养老金基金定位于养老,在产品风险收益特征上要更加稳健,更加注重于长期回报。

## 坚持组合与分散化投资原则

Wind数据显示,截至6月3日,今年以来有139只养老FOF产品Y份额收获正收益,占比超七成。单只产品来看,国泰民安养老2040三年Y表现最好,今年以来收益率达9.39%,而中欧预见养老目标2045三年持有Y、中欧预见平衡养老三年持有Y收益率均超8%。

具体来看,有13只产品上涨超3%,其

中多数成立于2022年,但这些产品的规模均不大,仅有邓达管理的中欧预见养老2025一年持有(FOF)Y规模超过1亿元。

对于近期养老FOF产品Y份额“回血”的原因,北京某公募人士称,该产品主要配置的是债券与权益资产,伴随着2月以来权益市场的回暖,产品净值也在回升。此外,FOF产品风格更加均衡、底层资产更加分散、波动性较低,更容易从市场转暖行情中受益。

华夏基金的基金经理许利明表示,布局个人养老金产品要坚持组合投资、分散化投资的原则,充分发挥FOF投资“二次风险分散、二次波动平滑”的特点,以追求在风险可控的前提下最优的风险调整后收益为目标。同时,在投资风格方面做适度偏离,严控组合整体的偏离水平。

展望后市,上海某公募人士认为,目前市场机会与风险并存,下半年预计还会有不断有各类型的投资机会出现,养老FOF产品的业绩有望持续走高。

对于今年的调研规划和重点关注的内

容,许利明称:“一般情况下,需要充分了解基本面的情况,对经济及市场的未来走势做大体的分析与判断,从而决定投资组合的构成及调整。在调研时,一是要找出有深入研究且长期业绩做出持续的基金经理;二是找出有机会做出转折性操作的基金经理,从而及时把握风格转折的契机,以免过度滞后于市场。”

## 多策略发展

Wind数据显示,截至目前,近200只养老FOF产品Y份额的规模合计65亿元。那么未来如何提升此类产品的竞争力?

北京某公募人士称,一方面,产品要依靠长期良好的投资业绩,不断取得投资者的信任,量变积累成质变,以提升投资者体验;另一方面,产品要展现出养老FOF自身独特的风险收益特征,区别于其他公募产品,尤其是在净值增长的稳定性上,这样才能进一步体现出产品的优势。

□ 兴证全球基金固定收益部 田志祥

较大的回撤,让很多投资者意识到绝对收益类的产品也还是有风险的。

至于为什么会发生这样大幅度的回撤,从后视镜来看也是比较清晰的。2021年-2022年,经济受疫情反复的影响处于复苏态势,市场对经济未来走势的预期持续偏弱,债券收益率逐步下行,债券价格也持续走低。但2022年全年,美联储持续大幅加息,外部约束制约国内货币政策宽松空间。此外,债市杠杆率高企,市场本身蕴含有一定脆弱性。2022年11月,疫情防控和地产政策的调整引发市场预期反转,投资者对经济复苏的预期不断强化,风险偏好上升,成为引发债市调整的导火索。

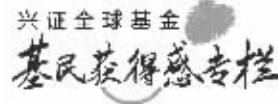
理财产品的净值化测成了了这波债市调整的放大器,各理财产品投资的债券中,相当一部分信用债的流动性相对较弱,银行表内资金等承接意愿相对较低,部分信用债品种市值波动较大,

导致在债市调整时理财产品面临较大的赎回压力。最终在“客户赎回理财/债基—理财赎回债基—债基抛售债券—产品净值下跌—客户赎回理财/债基”的恶性循环下,调整幅度愈演愈烈。直到监管出手化解流动性问题,理财赎回的恶性循环被打破,债市才逐步企稳。

这样的调整并非历史首次,2013年以来的这10年多时间中,债市市场还有三次幅度较大的调整,接下来几周,我们将以此回望2013年以来债市市场另外三次较大调整。

风险提示:兴证全球基金承诺以诚实守信、勤勉尽责的原则管理和运用基金财产,但不保证基金一定盈利,也不保证最低收益,投资人应当认真阅读基金合同、招募说明书等基金法律文件,了解基金的风险收益特征,并根据自身的投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等判断基金是否和投资人的风险承受能力相适

应,自主判断基金的投资价值,自主做出投资决策,自行承担投资风险。我国基金运作时间较短,不能反映股市发展的所有阶段,基金管理人管理的其他基金的业绩或基金经理管理过的其他基金的业绩不构成基金业绩表现的保证。观点仅代表个人,不代表公司立场,观点具有时效性,仅供参考,不作为投资建议。基金投资须谨慎,请审慎选择。



# 田志祥:我如何看待历史上的4次债基净值回撤(一)