

FOF 业务概述

FOF（基金的基金 Fund of Funds），也被称为组合基金，它是指投资于房地产基金、对冲基金、PE 基金、证券基金、类固定收益等金融产品的较新型的基金投资方式。FOF 的主要优势在于：可以通过专业的操作，降低普通投资者多样化投资的门槛，进行主动资产配置，更好的分散风险。FOF 最主要投资来源是大类资产配置，其次是类别资产配置，最后才是具体投资标的。常规的 FOF 投资流程包括这样四个步骤：产品设计；策略设置；基金筛选与组合构建；检讨、重构与风险控制。随着 FOF 业务的发展，对于信托公司而言，结合家族信托等业务，研发不同的资产配置策略，扮演好基金公司的外部 FOF 投资顾问+全市场基金配置，打造全天候、跨领域的全球资产配置平台将会成为信托公司 FOF 业务的一大发展趋势。百瑞 FOF 基金的初期产品设计将考虑为客户提供有限的流动性，通过契约型基金等更加灵活的组织架构，构建合理的投资组合，分散投资风险，并筛选优质的基金和基金管理人。

如果孟子在世，让他来替投资者写一篇《孟子·投资者说》，他必定会这么写：“高收益我所欲也，低风险我所欲也。二者不可得兼？找一种新的投资模式也。”

投资者的目标永远是追求高收益和低风险。所以无论什么新的投资方式，能满足二者之一的，就是个值得关注的投资模式。如果能把两者都满足了，那就是一个好的投资模式。

一、什么是 FOF

FOF（基金的基金 Fund of Funds），也被称为组合基金，是基金市场发展有一定程度的产物，它是指投资于房地产基金、对冲基金、PE 基金、证券基金、类固定收益等金融产品的较新型的基金投资方式。

FOF 具有投资运用方式灵活、可投资标的覆盖面广等重要特点，其主要管理思路是通过大类资产配置为投资者创造跨越经济周期和通胀周期的长期稳健收益。如果将投资者的资产比作军队，那么单只基金就是局部战场的指挥官，而 FOF 是整个战役的统帅，负责总体战略部署以及兵力在不同战场的调配。正是由于 FOF 相比普通基金具有资产配置功能，可以有效防范单个市场巨幅波动的潜在

风险，并为投资者创造更为安全持久的投资收益，因此深受投资者青睐。在欧美等西方国家，FOF 已成为社保基金、银行保险等金融机构以及个人投资者的主流投资方式。

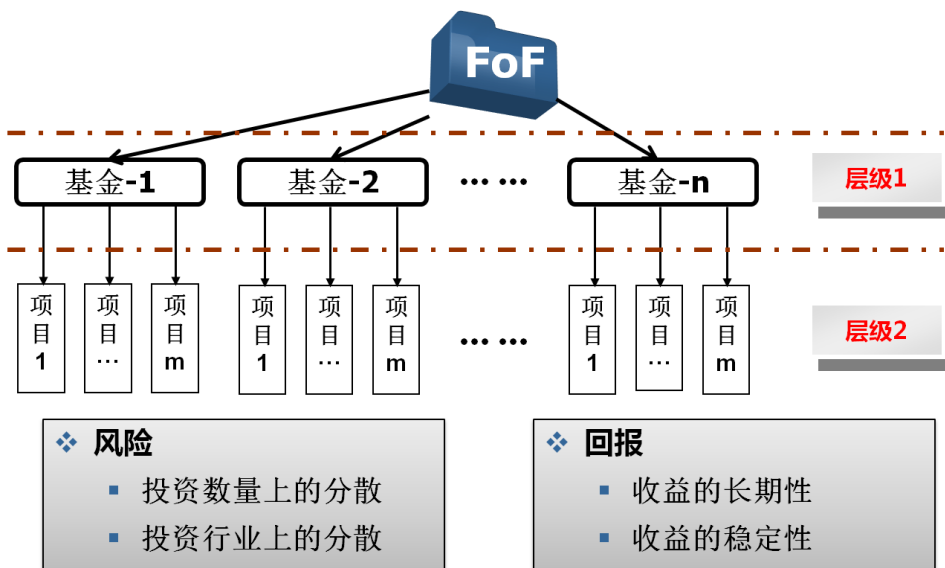


图 1 FOF 业务投资方式

二、FOF 业务是信托公司的重要转型方向

(一) 美国 FOF 业务发展迅猛，已成共同基金的重要组成部分

美国先锋基金在 1985 年 3 月推出了市场上第一只真正意义上的 FOF，70% 投资于该公司旗下的股票基金，30% 则是公司旗下的债券基金。这种投资方式之后大受欢迎，目前 FOF 已经成为海外的主流投资的方式之一。

根据美国投资公司行业协会 (ICI) 公布的数据统计，截至 2014 年底，美国市场上共有 FOF 基金 1,377 只，资产管理规模为 1.72 万亿美元。美国 FOF 基金的数量占共同基金总数的比例由 2000 年的 2.64% 增长到 16.87%；净资产占比从 2000 年的 0.82% 发展到 10.84%。2000 年至 2014 年间，FOF 基金净资产的年复合增长率高达 27.56%，而共同基金仅为 6.06%，充分反映出 FOF 基金在美国投资者中的受欢迎程度。

美国市场上 FOF 基金的快速发展与美国基金业的快速发展、养老金制度的日益完善和基金公司自身的发展需求密不可分。二十世纪九十年代，当时美国的股票市场非常繁荣，基金公司迅速发展。二战时期的婴儿潮，到了二十世纪九十年代的时候都纷纷进入退休的年龄且积累了上百亿的财富。对投资的需求以及美国养老体系的发展，尤其是可投资共同基金的 401 (K) 计划和个人退休账户 (IRA)

规模的扩大，包括跟养老金有关的产品迅速出现和发展，刺激了整个市场。

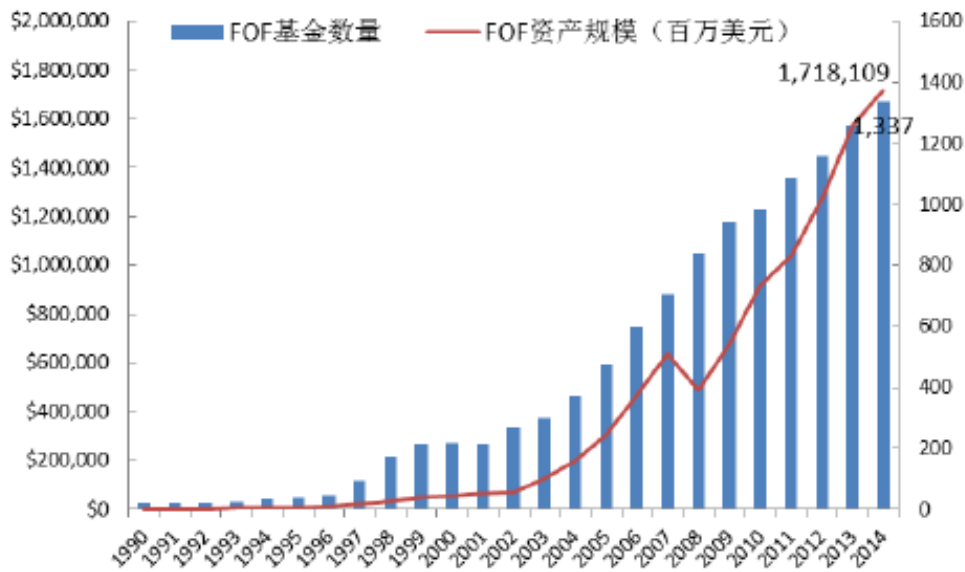


图 2. 1990 年以来美国 FOF 的新发行数量统计 (截至 2014 年底)

资料来源: ICI

(二) 我国 FOF 行业仍属蓝海领域，发展空间巨大

中国当前的基金市场环境与美国 FOF 市场爆发前的情况相近 (图 3)。截至 2014 年底，我国私募证券投资基金的数量已经达到 3766 只，急剧壮大的基金基础产品市场增加了配置和筛选的需求，也为 FOF 的发展提供了有利的市场环境。对于保险、银行、社保等风险厌恶型机构投资者，风控严格、回撤率小的 FOF 产品很易受到青睐；在个人投资者方面，由于 FOF 基金对投资者的专业知识要求较少，随着我国居民投资需求的增加，以及中国养老体系的逐步完善，市场空间较大。

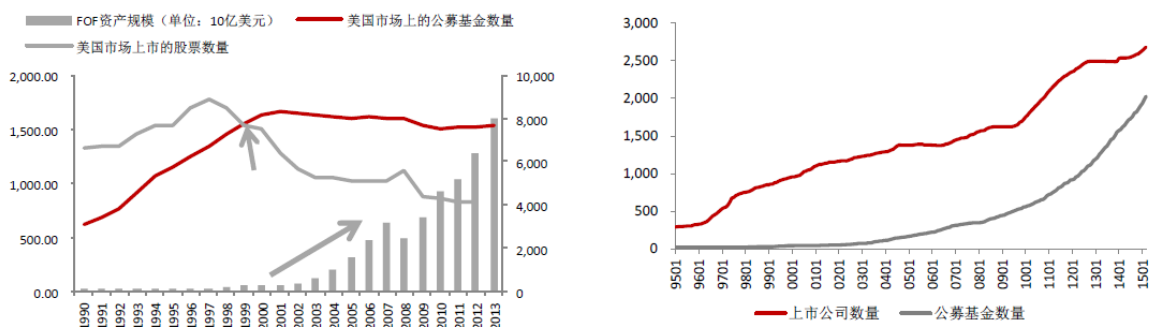


图 3. 中美公募基金数量与上市公司数量比较

资料来源: ICI

从宏观上来看，FOF 的发展空间比较广阔。在美国约 16 万亿美元的共同基金中，FOF 占比为 10%；在中国香港 1.26 万亿美元的零售基金中，FOF 占比约为

5.6%。目前国内公募基金总规模达到了7万亿以上，如果公募FOF能占到总规模的8%，就有5000亿以上的规模。私募组合基金（包括FOF和MOM）占私募总规模的比重可能比公募更高，因为私募基金的投资范围和投资策略更广、更丰富，这为组合基金的发展提供了更好的土壤。

当前中国指数型基金产品的数量已经接近美国FOF市场爆发时的阈值，但在体量上还处于起步阶段，后续随着新参与者的加入，FOF发展速度有望大幅提升，同时能够帮助我国基金投资领域打破产品单一、同质化严重的僵局。监管层鼓励直接融资，完善体制机制建设的举措也都将推动FOF的发展。信托公司等资产管理机构可以通过更多的策略挖掘，多方位、全球化的进行投资和资产配置，在不同的市场背景下，通过不同的市场策略对多种基金产品进行整合，规避风险，获取超额收益。

（三）我国FOF业务尚属雏形阶段，暂无行业壁垒

海外市场上，尤其是美国的FOF规模庞大、种类繁多，大部分是迎合养老需求的目标日期、目标风险等特征鲜明的产品。然而，我国FOF业务发展较为缓慢，券商理财产品和私募产品中类似于FOF的资产规模仅占公募基金市场规模的千分之三左右，远远低于美国FOF 10%左右的占比。

从业绩上看，目前我国券商系的FOF产品总体表现较弱，相对于股指和基金指数具有超额收益的产品不足1/5。且大多FOF产品只能叫做基金组合，或是在基金组合之上加入对冲，缺乏独特的资产配置策略，尤其是对投资者需求分析上缺乏划分，整体同质性较高，还不完全属于真正意识的FOF。

这反映了当前我国FOF的主要问题在于侧重品种挑选，而忽视资产配置。按照国际成熟市场的经验，后者往往是决定FOF表现的更为重要的因素。这也是造成我国券商系FOF总体表现不佳的重要原因之一。因此，无论从基金的规模还是形式上来说，都与海外FOF基金都有较大差距。不过，自2010年以来，QDII型FOF大量涌现使基金公司在不需要很大研究和管理投入的情况下实现了投资标的的多样化，例如大宗商品、债券等。这些具有创新性的FOF虽然目前仅存在于QDII产品中，但今后必将成为国内基金市场的一部分。

在新一届政府提出的使市场在资源配置中起决定性作用的大背景下，随着“新国九条”等顶层设计的逐步落实，市场化进程有望加速，FOF行业将迎来真

正的黄金发展期。2015年6月，在基金业协会发布的资产管理行业“互联网+”行动计划中，指出要大力发展FOF产品。以私募FOF为试点，引导产品投资运作和费率标准规范化，推动信息披露内容格式化、标准化，进而全面发展公募、非公募FOF和MOM产品。这不仅将给产品线齐全的大型基金公司带来机会，也会为在特定领域内具备竞争优势和创新精神的其他金融机构带来转机。例如资产配置服务提供商、被动化投资产品提供商、在特定资产类别具有主动管理优势的中小型基金公司、以及财富管理机构等。

总体来说，我国FOF行业刚刚起步，市场参与者基本处在同一起跑线上，行业进入壁垒不高，适合信托公司将其作为重要转型方向。

（四）FOF具有规模优势，可提供大量管理费收入

从资本市场的发展来看，目前我国FOF的需求基础已经逐渐呈现出来。市场上基金种类、数量及规模的大幅增长，对于如何选择合适的产品获取长期的资产增值已经不是普通投资者可以轻松胜任的事情。目前我国基金产品数量已经达到2500只左右，不逊于A股市场的股票数量。这表明发行FOF为投资者解决择基困难、选择合适基金进行资产配置的时机已经逐步成熟。而目前细分化金融产品的快速发展也为这种定制化服务的发展提供了条件，一般投资者几乎不可能对整个金融产品市场有深入和全面的了解，即便是专业的研究人员，也可能仅对某一块细分领域有所涉猎。FOF管理人可以通过较强的研究团队，凭借专业优势通过在全市场筛选和配置，从而满足不同投资者的定制化需求。

从欧美等西方国家的发展历程来看，FOF业务也是突破基金业绩制约于规模天花板的理想工具。资产管理业追求的是规模效应，但是基金规模大了，要做出优秀的业绩就很难。这个问题在私募比公募更明显。组合基金（无论是FOF还是MOM）却几乎不受规模的限制，是机构做大规模的理想工具。目前，全球管理规模排名前五的资产管理公司基本都拥有自己的FOF明星产品，其中规模最大的桥水基金（Bridgewater associate）管理着超过1600亿美元的可投资资产，其早在上世纪80年代就推出了类FOF产品。

假设未来公司的FOF业务发展到一定规模，以每年1%左右的管理费用估算，可以为公司实现较可观的净收入。除此之外，如果FOF基金实现了相对较高的收益，管理者还可以额外提取适当的超额业绩报酬。

（五）开展 FOF 业务较适合信托公司的发展现状

FOF 业务对我国金融产业的各种机构都带来了新的发展机遇和挑战。

对于基金公司，FOF 的出现能够促使基金公司打破产品单一、同质化严重的僵局，通过 FOF 业务对 QDII 基金、普通股票基金、债券基金等各类基金产品进行整合和策略配置。

对于证券公司，可以作为 FOF 管理人的投资顾问，为 FOF 基金的产品开发以及投资管理提供有力支持，并参与基金托管和发展公募业务，为 FOF 基金“双重收费”等问题的解决提供帮助，同时通过与互联网结合，为 FOF 基金产品的网上网下销售提供良好平台。

对于保险公司，可以通过其在基金产品的投资管理方面长期积累的经验，开发出较有吸引力的 FOF 基金产品，此外，FOF 的出现也将弥补保险公司目前缺乏低门槛的产品的缺点，使其进一步参与到资产管理领域。

对于第三方理财机构，尤其是拥有互联网金融平台的公司，在客户的积累上有一定的优势，对于客户的喜好较为清楚，可以依靠大数据与基金公司合作推出定制化的 FOF 产品。

对于信托公司来说，信托公司本身就具有横跨货币市场、资本市场和产业市场的全能牌照。信托公司作为私募基金管理人参与的私募基金业务通过信托渠道同样也能实现，然而通过发行契约型私募基金或有限合伙基金在一定程度上使得操作更为灵活，且可以不受相关信托业务的监管约束，进一步扩大投资范围，同时无须占用信托公司的净资本，不用缴纳信托行业保障基金，降低信托公司的展业成本。

2014 年 10 月 23 日万向信托成为首家备案私募基金管理人的信托公司，2015 年通过备案的信托公司数量大幅增加，截至目前全部 68 家信托公司中已有一半成为了私募基金管理人。百瑞信托成功于 2015 年 12 月 2 日正式备案成为私募基金管理人，为发展 FOF 业务做好了准备。

相比普通基金业务，公司启动 FOF 业务的难度相对较低，主要体现在以下三个方面：

首先，FOF 的核心竞争力是资产配置，这就需要管理者对宏观大势具有深刻认识和总体把握。信托公司多年开展传统业务，对于宏观经济形势、市场总体流

动性、企业盈利状况等具有较好的解读把握能力和丰富的实战经验。

再者，FOF 需要对私募基金行业具有广泛的了解和认识。同时，需要重点研究各类基金的投资风格和获利能力。而基金的核心就是其管理团队，因此，FOF 需要重点考察基金管理者的能力和综合素质，信托公司在多年开展各项业务的过程中，在交易对手管理团队的甄别和判断方面积累了较深厚的经验。

最后，信托公司不具备普通基金的投研团队，也不太可能在短时间内使自身投研力量达到私募券商的一般水准，而 FOF 不需要管理者直接投资股票、债券的标的资产，也不需要具备券商的传统投研能力。因此，积极开展 FOF 业务对于信托公司可以说是扬长避短之举。

（六）开展 FOF 业务可以为公司带来更多业务机会

通过开展 FOF 业务，公司可以在传统信托融资业务不断缩减的大环境下，充分发挥自由优势，实现可持续性的转型发展。比如，FOF 可以作为发展家族信托业务的有力支持，通过不同的资产配置策略，为处在不同财富阶段的客户进行个性化的财富规划。

同时，公司可以将部分资金投向国内外顶级的基金管理人，并据此与这些基金建立业务联系。这种联系一旦建立，将成为公司的重要财富，日后当这些基金发行产品时，将会自然询问已有投资机构是否有投资意愿，有利于公司据此逐渐构筑自身的资产池，在业内和客户中间树立口碑和形象，进而逐步拉开与行业其他潜在竞争对手的距离。

三、FOF 业务优劣势等特点分析

（一）FOF 的主要优势

1. 拥有 FOF 基金经理和投资标的基金经理的双重保险，实现了投资的二次优化。由专业人员建立基金投资策略和组合，综合运用定量与定性的方法，挑选出的基金业绩更有保障。还可以将基金与股票、新股认购、银行存款等资产共同按比例配比，通过分散化投资降低持有单个基金的风险。而且，由于 FOF 的投资范围广，所以通过策略的多样性可以形成各种风险收益水平的产品来满足不同类型投资者的需求，为客户提供一站式的专业配置服务。

2. 相对于直接投资股票的公募、私募基金，FOF 产品的投资思路和进出更为灵活，受股票涨跌停、停牌等影响较小，投资分散风险的能力更好。面对市场上

的数千只基金产品和动态变化的市场环境，通过系统的数据分析和准确的择时，FOF 更容易获得比长期拥有单个股票型基金更高的收益，因而收益更加稳健。

3. FOF 可以进行主动资产配置实现对 ETF 套利、传统封基投资、分级基金投资等更为复杂、更加专业化的基金产品的投资，如果能准确把握市场趋势，在合适的市场中配置风格吻合的基金产品，投资者则有望长期获得较好的超额收益。

4. 相对于其他基金产品，FOF 更容易实现全球资产配置的目的，因为它的投资标的为基金，可以通过 QDII 基金方便地把全球的资源纳入其配置的范围之内。目前在国内市场，已有黄金 QDII、房地产信托基金、大宗商品基金，可以实现全球大类资产的全品种配置。

5. FOF 降低了普通投资者多样化投资门槛，让普通投资者可以像买一只基金一样投资一个基金组合，这样就大大拓宽了投资基金的种类并且降低了多样化投资的门槛。也为信托公司结合其他业务，为客户提供了很好的综合资产配置平台

（二）FOF 有利于推动基金行业发展

1. FOF 管理人比普通投资者更清楚基金的业绩表现，所以投资效率更高，更多的资金会流向业绩优良的基金，从而推动基金行业的良性的优胜劣汰循环。

2. FOF 基金在对所投资基金进行调整时会综合考虑多种因素，而不像普通投资者容易受外界因素影响，产生跟风买卖的行为，造成资金的大幅不正常流动，影响普通基金的稳定发展。因此，FOF 基金对整个基金业的稳定和扩张提供了进一步的保障。

3. FOF 是一个业绩相对稳定的投资组合，它本身也可以设计成为一个投资者的长期理财方案而不仅仅是基金产品，对投资者的吸引力相对持久，既有利于基金业总体的发展，也容易实现超越基金平均水平的收益。

（三）FOF 的劣势

1. FOF 基金的主要问题是双重收费。尽管 FOF 投资于基金，本身不需要大量的管理和研究成本，管理费率较低，但其总费率中隐含子基金的管理费，投资者除了要直接付费给 FOF 基金，还要间接承担 FOF 基金申购其他基金所产生的费用，因此总费率较高。

然而，对投资者而言，不能孤立地看待 FOF 产品的双重收费，而是要把支付的费用与获得的好处进行整体权衡。FOF 基金的平均年收益率高于整个共同基金，

在熊市中的表现更是超过共同基金。因此，尽管 FOF 增加了部分运营成本，然而运作出色的 FOF 能充分的发挥产品在资产配置方面的优势，体现出在控制风险方面的好处，尤其是面对系统风险时减少投资者损失的优势。

2. 喂养基金的问题。所谓的喂养基金是指一个规模较大的 FOF 投资于一些规模很小的基金，这些小基金几乎是被 FOF 喂养而存在的，这种情况在内部 FOF 中发生的概率较高。由于喂养基金极易被母基金操纵，或者母基金赎回时可能无法继续存续，这样就可能损害子基金其他投资人的利益，这也是监管层一直诟病 FOF 的一个重要方面。然而，这方面在信托公司从事的 FOF 业务中并不存在。

3. 同一公司旗下基金风格趋同。以同一公司基金为组合的 FOF 在分散风险、适应多样化市场等方面表现较差，比一般 FOF 优势小很多。信托公司的 FOF 业务可以通过配置多家基金公司的产品，避免这一问题。



图 4 FOF 业务的优势和劣势

四、成功开展 FOF 业务的要素（FOF 的主要收入来源）

FOF 投资收益的最主要来源是大类资产配置，其次是类别资产配置，最后才是具体投资标的。需要做到业绩表现与投资行为一体，投资行为与投资逻辑一体。FOF 其实是一个很符合投资规律的、充分实现了分工与合作的的投资模式。因此，FOF 的收益稳定在高收益投资品中等偏上的水平。常规的 FOF 投资流程包括这样

四个步骤：产品设计；策略设置；基金筛选与组合构建；检讨、重构与风险控制。

（一）大类资产配置

FOF 收益的最主要来源就是大类资产配置。与投资单只基金相比，FOF 基金的主要优势在于通过优化资产配置可以实现更优的风险收益比，因此大类资产配置是构建 FOF 的核心。目前国内很多 FOF 产品设计定位不明确，导致相应的资产配置不合理，策略设置也不可靠。甚至将 FOF 投资流程本末倒置，忽略了 FOF 最主要的收益来源，而在最次的收益来源上花费大量精力。

专业化分工与策略优先两个特征，使得 FOF 成为最有利于把握大类资产配置节奏的投资模式之一。

专业化分工：FOF 基金经理主要任务是做大类资产配置，并不负责具体的股票、债券投资，这些是 FOF 所投资基金的基金经理工作。分工保证了各自最大精力投入于其擅长的领域，也确保了不会因过度关注宏观或过度关注细节而妨碍了投资判断。策略指导投资：一个完整的策略，应该包括三部分。中性市场环境下的资产配置、具体的品种选择方法、不同市场环境下的资产调整方式。因为策略不仅指导着 FOF 管理者如何配置资产，也指导着在不同市场环境来临时如何调整资产。比如，美林投资时钟策略通过一系列的宏观指标来预判市场，从而指导大类资产在高风险资产与低风险资产之间转换； $\alpha - \beta$ 策略，通过跟踪基金的 α 收益与 β 收益的变动情况，在二者交叉转向的时候调整细类资产配置。它们虽然不能完全预测市场波动，但可以在市场趋势形成早期指导 FOF 管理者及时转向并调整相应的资产配置。

（二）类别资产配置

FOF 收益的第二大来源是类别资产配置，就是类别选择重于具体标的选择。所谓类别资产，是介于大类资产（不动产、股票、债券、银行存款）与具体标的之间的一个资产分类。比如在不动产里的住宅、商铺；股票里的蓝筹股、成长股；债券里的企业债、政府债等等。在 FOF 中类别资产主要指的是某大类基金下的细类基金。比如股票基金下按照风格划分细类基金的大盘蓝筹基金、小盘成长基金等。

在类别资产里，存在业绩收敛与分层现象。如果按照某些分类方式，同类的基金长期业绩会趋同，而不同类的基金业绩会分化。这一现象也是 FOF 第二大收

益来源是类别资产配置而不是具体标的选择的根源。简单地说就是，如果选择对了细类基金，那么这个细类基金下的大部分品种，业绩都差不多，而细类基金之间的业绩差距则会拉大。比如，选择了大盘蓝筹股票基金，在一段时间之后，这个类别里的大部分基金收益差距会逐渐收窄。但是，大盘蓝筹基金和小盘成长基金之间的收益差距则会拉大。

（三）具体投资标的

FOF 收益的第三来源才是具体投资标的。FOF 最终的收益确实来自于所投资的基金，所以说 FOF 赚的最小一块钱是投资基金的钱，似乎与常识不符。但事实上，如果大类资产配置和细类资产配置做好了，具体选择投资标的，无非就是确保资产配置策略能完美兑现罢了。

（四）配置型 FOF 是主流

从全球范围来看，配置型的基金是 FOF 的主流，该类型的 FOF 在成熟市场占据了 90% 以上的份额。配置型的 FOF 也应成为国内 FOF 的主流产品，因为只有配置型的基金才能更好地体现出 FOF 的优势，而其他仅通过优选基金来构建组合的 FOF 产品，与单只基金相比，很难体现出优势。

成熟市场主流的配置型 FOF 大都以大类资产配置为核心，进行战略性资产配置，根据不同的风险等级构建出相应的 FOF 产品，并定期进行再平衡操（例如，美国先锋基金 Vanguard 的目标退休系列 FOF）。不过，也有少部分的配置型 FOF，在战略资产配置的基础上，还使用股指期货、期权等衍生工具来实现对资产配置的战术调整，以提升组合的回报。

在国内的市场环境下，要体现出配置型 FOF 的优势，在战略性配置的基础上，进行适度战术型配置是必要的。与指数化和传统的选股策略不同，进行战术性配置的 FOF 基金会通过适当择时来降低系统风险，获取超额收益。不同的 FOF 使用的配置模型和择时指标也不同，这些指标涉及经济周期、宏观经济、公司基本面估值、市场动量、市场情绪等方面。有的 FOF 基金使用某一类指标，有的则综合考虑多种指标，作为战术性配置的依据。

五、FOF 产品的资产配置策略

目前国内 FOF 的一大问题就是基金经理对投资流程和管理边界定义不清，在寻找具体投资目标上花的精力远大于在策略选择、回顾与调整上花的精力。丢掉

了 FOF 业务的核心。

（一）策略的核心

投资策略的核心，是在投资者投资性向的限定范围内，尽可能地向正确的投资方向靠拢。这个目标不是赚到理想状况下最多的钱，而是赚到投资者性相范围内能赚到的最多的钱。所以仔细分析每一类投资者在每一个市场节点出现时可能的心理反应和行为反应，用适当的方式去约束或推动正确的投资显得尤为重要。

（二）策略的构成

一个完整的策略应该包括几部分：资产配置、产品选择（或基金经理选择）、市场时机选择。可以说，策略统管并贯穿了投资行为的始终，是投资者赚钱的关键。

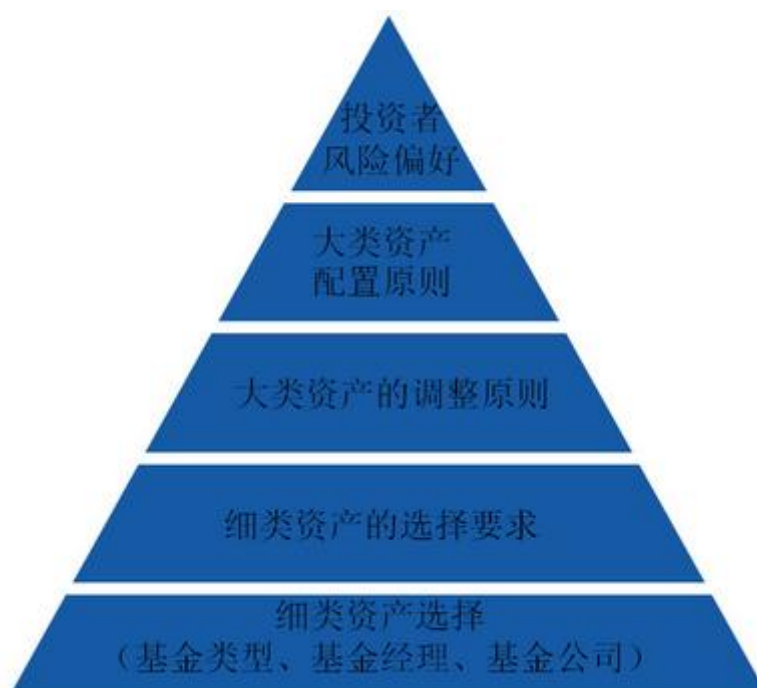


图 5 投资策略的构成层级

（三）FOF 的投资策略

1. 核心-卫星投资策略

核心-卫星策略最早见于嘉信投资在上世纪九十年代的一项研究，就是把资产分为“核心”与“卫星”两大类资产进行配置的。为了在风险可控的情况下获取稳健的长期收益，从而把主要的资产配置于“核心”资产，然后将少量资金配置于“卫星”资产上，通过相对高风险的“卫星”资产来提高整个资产组合的收益。

在投资实践中，核心资产一般是指指数基金等相对稳定的大盘基金，而卫星资产则是小盘基金、另类基金（如期货基金）等波动率较大的基金。

2. “杠铃”投资策略

杠铃投资策略原来是一种应用于债券投资的策略，即只投资于短期债券和长期债券，而不投资于中期债券。短期债券提供流动性，长期债券提供高收益，从而较好地兼顾资产的流动性与收益能力。由于杠铃策略只选取资产两端进行投资的特性，即投资只应该关注投资品的两端，可以较好地平衡收益与风险，尤其对各种极端市场环境有极好的适应能力，因此也可以用在基金投资上。

在投资实践中，一般以价值-成长、大盘-中小盘、主动型-被动型、股票型-债券型、高风险-低风险等作为两类基金的筛选标准。

3. 反向投资策略

反向策略的投资思路是指买入过去一段时间表现较差的资产，卖出过去一段时间表现较好的资产来进行套利，又称逆向投资策略或者负反馈投资策略。

反向投资策略最初主要用于直接投资，因为股票价格最直接是受投资者情绪影响的。而在基金这类间接投资品种上是否有效争议颇多，因开放式基金净值并不受投资者情绪影响。因此，反向策略可否应用于基金投资，主要依赖于基金业绩是否有持续性，以及基金业绩迁移是否有规律性上。

4. 成本平均策略和时间分散化策略

成本平均策略是指投资者将现金投资于基金时，按照不同的净值分批进行购买，以便分摊成本，从而规避一次性投入可能造成较大风险的策略。

时间分散化策略与成本平均策略类似，认为时间可以分散风险，时间分散策略和成本平均策略可以贯穿在其他策略中，辅助其他投资策略取得最大收益。

这两种策略其实就是所谓的“定投”：前者是按照价格定投，后者是按照时间定投，时间定投在实际操作中更常见一些。

5. 买入并持有策略

买入并持有策略被很多研究人员所推崇，因此投资者也十分熟悉。这个策略受到推崇主要有两个原因，其一是如果不考虑投资者感受，这个策略在理论上确实十分有效，其二这就是所谓巴菲特支持的策略。

买入并持有策略不是简单地随机买入并持有，它要求对买入时机要有极好的

把握能力。事实上，对于基金投资而言，买入并持有策略首先是一个宏观策略，因为基金收益的第一影响因素是宏观的市场环境，其次才是具体的品种选择。

6. 美林投资时钟投资策略

美林证券提出的投资时钟模型，是一种将经济周期与资产和行业轮动联系起来的资产配置方法。该方法根据经济增长和通胀指标，将经济周期划分为四个不同的阶段——衰退、复苏、过热和滞胀。在经济周期的不同阶段，沿顺时针方向循环，不同类别的资产会表现出显著的差异，每个阶段有一个特定的资产可以获得超过大市的超额收益：

(1) 衰退阶段：GDP 增长乏力，过剩产能以及不断下降的商品价格驱动通货膨胀走低。企业盈利微薄，实际收益下降。中央银行试图促使经济返回到可持续增长路径上而降低利率，债券收益率曲线下行而且陡峭，此阶段债券是最好的资产选择。

(2) 复苏阶段：宽松的政策发挥效力，经济加速增长，通货膨胀继续回落，周期性生产增长强劲，企业利润开始恢复，同时央行仍保持宽松的货币政策，债券收益率曲线保持在低位，此阶段是股票投资的黄金时期。

(3) 过热阶段：生产增长减缓，通货膨胀上升。央行开始提高利率，驱使经济返回到可持续增长路径上，而利率提升导致债券表现糟糕，股票投资收益依赖于在强劲的利润增长和价值重估两者的权衡，此阶段表现最好的是大宗商品。

(4) 滞胀阶段：部分原因是生产要素价格上升导致的供给冲击，由于生产不景气，企业为了保护利润水平而提高产品价格，造成工资价格螺旋式上升，使通货膨胀进一步上升，同时企业盈利恶化导致股市表现不佳。此阶段央行继续采取紧缩措施，同样限制了债券市场的回暖步伐。此阶段现金是最好的资产选择。

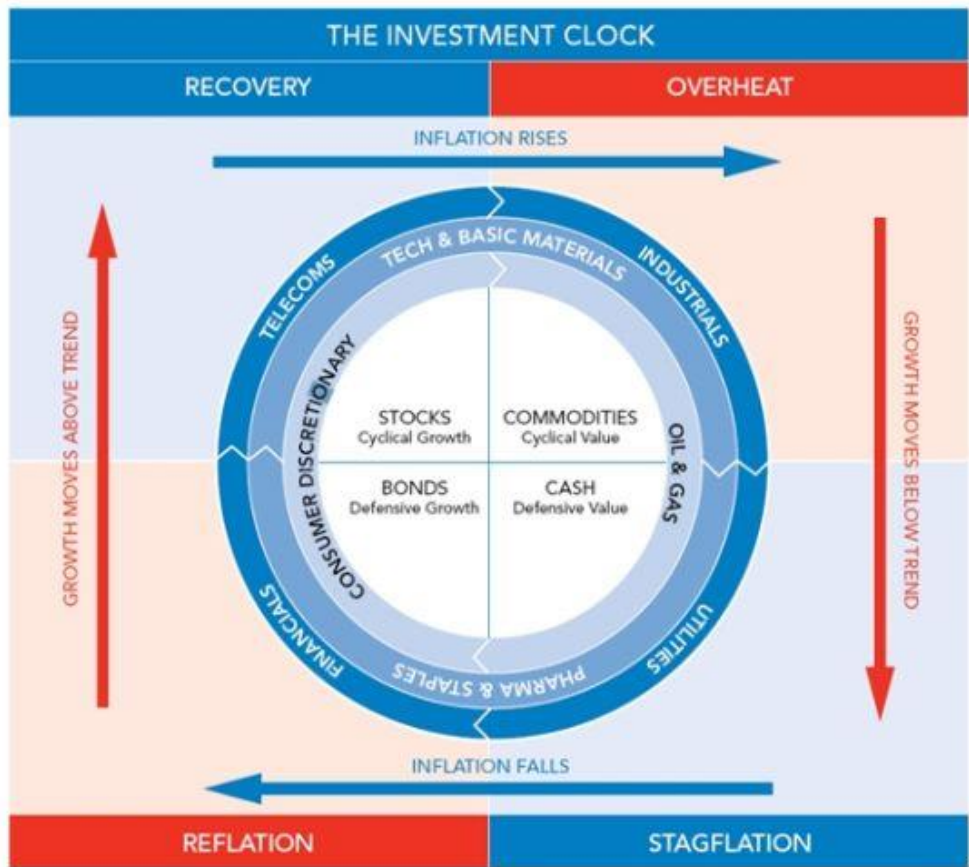


图 6. 美林时钟投资策略及周期示意图

当然，实际运用中投资时钟也会逆时针移动或跳过某个阶段，主要由于外部冲击或异常事件的影响。

根据投资时钟原理，在不同的时间段选择相应的基金产品构建组合的方法，就是投资时钟基金投资策略。

7. α / β 收益转换策略

总结来说，这个策略的流程是：寻找高 α 基金，并把其中的高 β 和低 β 的分为两组；持续观察两组基金 α 收益率与 β 收益率，当两者出现交叉强弱易手时调仓；前者高于后者时调仓到低 β 基金组，后者高于前者时调仓到高 β 基金组。要说明的是这个策略是个细类资产投资策略，需要配合相应的大类资产配置策略来操作。

8. 各种策略的对照与比较

策略名称	操作难易程度	获利能力	风险控制能力
核心-卫星策略	难	中	中
杠铃策略	中	中	高
反向投资策略	中	高	低

成本平均策略和时间分散化策略	易	低	中高
买入并持有策略	难	高	低
美林投资始终策略	难	高	高
α/β 策略	易	中高	中

总结来看，策略既关注大类资产配置，同时也关注基础市场环境变动中大类资产配置的调整，同时大部分策略有比较明确的细类资产配置要求，因此，投资策略统管着 FOF 管理的全流程，可谓策略为王。

在 FOF 业务的实际操作过程中，通过借鉴海外资产配置成熟理论或模型，并结合国内资本市场实际情况和公司多年的投资经验，探索出一套蕴含深厚公司底蕴的成熟投资策略体系是 FOF 业务的重中之重，也是 FOF 基金经理和研发人员的价值所在。

六、FOF 的运作模式和类别

FOF 作为一种投资方式，并非是某一种或某几种基金产品，而是普遍渗透到共同基金（即我国的普通证券投资基金）、信托基金、对冲基金、私募股权基金等各种类型基金当中。国内目前的 FOF 主要以证券投资 FOF 和私募股权 FOF 为载体。

FOF 的分类区分：

1. 按投资标的区分，FOF 可以被分为纯 FOF 和非纯 FOF 两个小类。纯 FOF 类或者只买基金，或者投资基金的比例不低于基金资产的 80%，剩余的部分资金，可以小比例买些购买其它品种的证券，如股票、债券，这一部分的 FOF，可以称之为二级 FOF；非纯 FOF 则是基金、股票、债券都可以买，大类资产配置比例空间完全由基金契约约定，即混合型 FOF 基金，其投资标的里可以包含基金。

2. 按所投资基金的归属，FOF 可以被细分为：

(1) 内部 FOF 管理人+内部基金

产品线完整的大型基金公司一般采用该模式，美国市场前三大 FOF 管理人都是如此。此模式的优势在于费用可以降到最低。先锋基金（Vanguard），富达国际（Fidelity），以及 T. Rowe Price 这三大管理人都采用了 FOF 零收费，仅收取子基金管理费的方式。

(2) 内部 FOF 管理人+全市场基金

美国太平洋资产管理公司 PIMCO 的旗舰 FOF 产品 PIMCO 全资产基金（PIMCO

All Asset) 及 PIMCO 全资产权威基金 (PIMCO All Asset All Authority) 就采用了该模式。同时为了覆盖外聘投资顾问费用收取一定比例的 FOF 管理费。

(3) 外部 FOF 投资顾问+内部基金

投资全市场基金的 FOF 产品为数不多, 主要原因在于难以避免双重收费问题, 但其优势是可以在更大范围内优选基金, 并且有效避免只用内部基金的道德风险, 这一点对于具有成熟优质客户基础的机构来说, 具有很强的吸引力。美国大都会人寿保险公司旗下 John Hancock 的 Life Style 系列的 5 只 FOF 均投资于近十家公司的约五十只子基金。

(4) 外部 FOF 投资顾问+全市场基金

对于内部投资研究能力相对欠缺, 但渠道方面具有优势的机构而言(如银行、保险公司等), 可采用这种自己充当行业整合者的平台模式。比如 Transamerica 全美保险的资产配置基金系列由四只目标风险 FOF (Target Risk Fund) 组成, 子基金统一采用 Transamerica 的品牌, 但具体投资管理由 Transamerica 挑选各个资产类别中的优秀第三方投顾担任。Transamerica 与各二级投资顾问签订基于资产规模的阶梯管理费协议, 即基金资产越大管理费越低。

3. 按照投资的基金种类的不同, FOF 可以被细分为股票型、债券型、货币型、指数基金型、QDII 型、固定收益型、另类投资型以及混合 FOF。这里的各专类 FOF 是指投资标的里将有不低于 80% 的基金资产投资于其专属领域; 而混合 FOF 的投资标的里将有不低于 80% 的基金资产投资于混合基金, 或者是各种基金都可以进行投资。

4. 按照投资策略的不同, FOF 可以被分为保守配置型和激进配置型。两者的差异在于具体的资产配置策略。当然也可以直接利用所采用的策略来分类, 比如杠铃策略型 FOF、核心-卫星策略型 FOF、保本策略型 FOF、基金指数增强型 FOF 等等。

5. 按照投资标的的交易场所的不同, FOF 可以被细分为场内 FOF、场外 FOF、混合 FOF 共三个小类。场内 FOF 指的是只通过场外交易的方式认购、申购、赎回基金的 FOF 产品; 场外 FOF 指的是只通过场内交易的方法买、卖基金的 FOF 产品, 如 ETF、分级基金等; 混合 FOF 指的是可以通过上述两大类渠道认购、申购、赎回、买、卖基金的 FOF 产品, 如在专业投资 ETF 和分级基金时常常会使用的套利

交易。

未来随着 FOF 业务的发展，上述各种分类方式在实际操作中将会有很多交叉，对于信托公司而言，结合家族信托等业务，研发不同的资产配置策略，扮演好基金公司的外部 FOF 投资顾问+全市场基金配置，打造全天候、跨领域的全球资产配置平台将会成为信托公司 FOF 业务的一大发展趋势。

七、FOF 经典案例分析

（一）耶鲁捐赠基金——偏好投资非流动性资产，业绩斐然

耶鲁捐赠基金（The Yale Endowment）被称为是全球运作最成功的学校捐赠基金，已经被视为是资产配置行业的一个榜样。虽然也经历过濒临破产的重创，但 1985 年大卫·斯文森（David F. Swensen）出任其首席投资官后，改写了耶鲁大学基金的历史。斯文森凭借独特的投资理念和全球化的资产配置，使耶鲁大学基金成功的穿越了多个经济周期，包括 1997 年亚洲金融危机，2000 年的美国互联网泡沫破灭，2003-2004 年新兴市场的 SARS 危机，2007-2009 年的金融海啸，直到 2010-2012 年的欧债危机，堪称 FOF 类基金管理的典范。如果用标普 500 作为它的业绩基准，标普的标准差是 17%，耶鲁基金的标准差只有 12.6%，同时做到了超额收益和低风险。

在过去 30 年里耶鲁捐赠基金的市值增长了 11 倍之多，从 1985 年的近 20 亿美元增长到 2014 年的 238.95 亿美元，以 20.2% 的投资回报率领跑全球高校基金。耶鲁捐赠基金中收益率最高的资产是 PE，在过去的 20 年时间里，PE 资产的年化收益率高达惊人的 36.1%。同时，PE 资产也是目前捐赠基金中最大的资产类别，2014 年的权重为 33%，而同年教育机构基金的 PE 权重均值仅为 10%。

根据 2014 年耶鲁大学捐赠基金年报的数据，2014 年耶鲁基金市值达到 238.95 亿美元，投资所得为 40 亿美元。过去 20 年，年均净收益率为 13.9%；过去 10 年间，年均净收益率为 11.0%，高于全美捐赠基金的平均回报率。



图 7. 1997-2014 年耶鲁大学捐赠基金是指及收益率

资料来源: www.pedata.cn

耶鲁大学捐赠基金的配置资产中大致分为八类:分别为绝对收益类资产、美国股票资产、固定收益资产、境外股票资产、油气林矿、PE、房地产和现金类资产。

近十年耶鲁大学基金的投资组合中,非流动性资产类别包括私募股权、房地产及油气林矿三类的配置比例一直呈现上升的态势,2012年达到最大值65.3%。这反映出了耶鲁大学捐赠基金偏好投资非流动性资产等另类资产的投资策略。相对于流动性高的资产来说,非流动性资产存在价值折扣,这就增加了非流动性资产投资市场的投资机会。此外,耶鲁大学捐赠基金作为永久性的基金,其对非流动性的承受能力要高于大部分投资者,因此可以享受资产长期持有的溢价。

同时,绝对收益类、固定收益类和美国股票类资产的配置比例总体上逐步下降。1994年美国股票资产和固定收益类资产占比38%,2014年两者占比为8.8%。

早期的高校基金均采用稳健保守的投资策略,比如投资固定收益、绝对收益类等,斯文森掌管耶鲁大学捐赠基金后,决定突破传统思维采用新策略,加大另类资产的投资比例,逐渐收紧对股票和债券的投资。在这种非传统的投资方式下,投资组合的各种资产的“互不相关”使得基金的整体收益率得到提升。

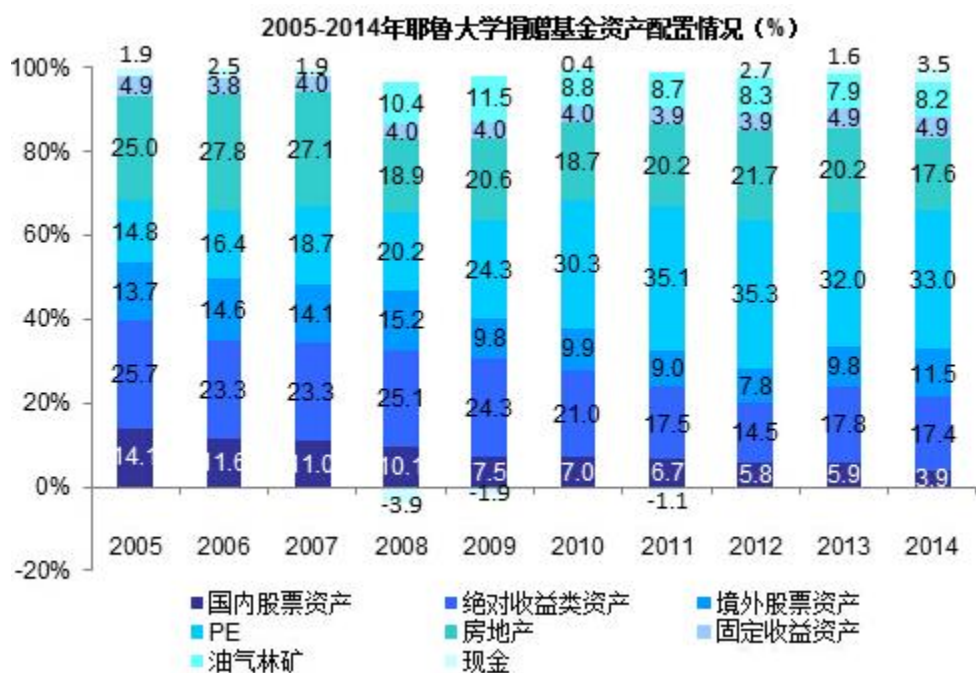


图 7. 2005-2014 年耶鲁大学捐赠基金资产配置情况

资料来源: www.pedata.cn

资产类别	耶鲁大学捐赠基金 实际资产配置	耶鲁大学捐赠基金 目标资产配置	其他大学捐赠基金 平均资产配置
国内股票资产	3.9%	6.0%	19.3%
绝对收益类资产	17.4%	20.0%	23.3%
境外股票资产	11.5%	13.0%	22.0%
PE	33.0%	31.0%	10.0%
房地产	17.6%	17.0%	4.2%
固定收益资产	4.9%	5.0%	9.3%
油气林矿	8.2%	8.0%	8.5%
现金	3.5%	0.0%	3.5%

表 1. 2014 年耶鲁大学捐赠基金资产配置情况

资料来源: 根据公开信息整理

资产名称	预期收益	风险	过去 20 年 平均收益	特点
绝对收益类	5.3%	12.9%	10.6%	分为事件驱动和价值驱动投资两种； 收益率与股票、债券市场走势相关度较低。
国内股票资产	6.0%	20.0%	14.5%	比债权和现金的风险高，但收益较高； 借助积极管理策略，发现被低估股票买入 进行投资。
固定收益资产	2.0%	8.0%	5.7%	提供稳定名义现金流收益； 同其他资产类别相关性较弱，可对金融危 机及其他非预期事件形成的冲击形成对 冲。
境外股票资产(新 兴市场及部分发 展中国家)	7.5%	22.5%	14.0%	发达国家市场配置 5%，发展中国家配置 3%，中国、印度、巴西等存在机会的地区 配置 5%；
境外股票资产(发 达国家)	6.0%	20.0%		通过积极管理策略，发现被低估国家、行 业等投资机会。
油气林矿	6.3%	20.5%	18.1%	可较好防御非预期性的全球性通胀； 可提供较高的可视的现金流； 存在较多的非有效配置的投资机会。
PE	10.5%	26.8%	36.1%	在资产配置低效的情形下，可提供极其优 异的长期风险调整收益； 包括风险投资和杠杆收购 LBO 投资； 强调企业价值增值，弱化财务指标。
房地产	6.0%	17.5%	13.5%	稳定的收入流和股票增值可对非预期性通 胀形成自然对冲，同时不影响预期收益。

表 2. 2014 年耶鲁大学捐赠基金七大资产预期收益情况

资料来源：根据公开信息整理

市值 200 余亿的耶鲁基金能取得 20% 多的回报率，成功对抗通胀、收获较高的收益、保持低波动率和本金的安全，其经验可以概括为：第一，积极的投资管理策略，保持了积极、稳健、创新、主动防御风险的投资风格；第二，构建了长期投资组合，并多元化地配置资产，定期动态再平衡投资组合；第三，放弃了部分流动性的要求，超半成资金投资于非流动性资产；第四，PE 是“耶鲁模式”投资组合的核心，通过重仓 PE 来提升收益性；第五，配置房地产和油气林矿资产，抵御通胀风险，追求稳健增值。

（二）美国先锋基金

1. 先锋 STAR 基金 -- 通过资产平衡配置达到长期回报最大化

先锋集团的 FOF 先锋 STAR 基金成立于 1985 年 3 月 29 日，截至 2015 年 3 月 31 日该资金的总资产规模是 192 亿美元。下图展现了先锋 STAR 基金的历史

表现。在所有的考查周期中，先锋 STAR 基金都跑赢了参照基准 STAR 综合指数（43.75%MSCI 美国全市场指数+25%巴克莱美国总债券指数+12.5%巴克莱美国 1-5 年期信用债券指数+18.75%MSCI 美国之外所有国家世界指数）。

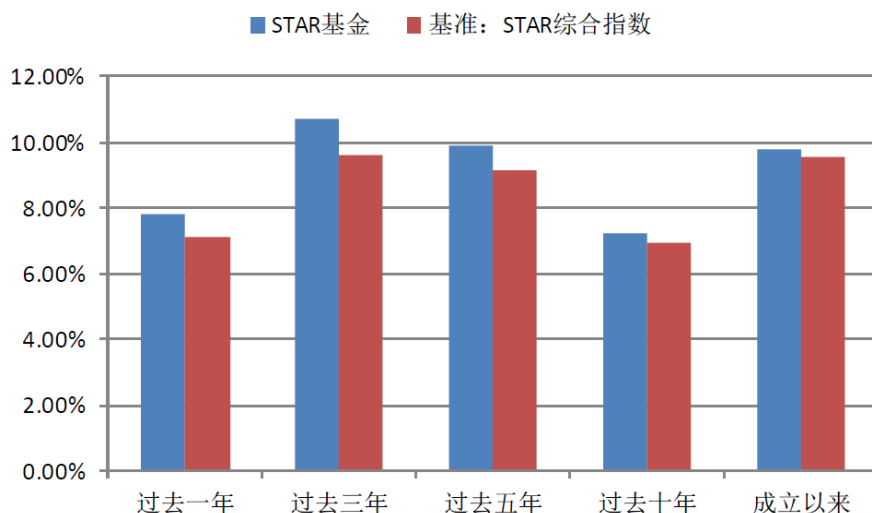


图 8. 先锋 STAR 基金与参照基准的表现对比

资料来源: Vanguard

先锋 STAR 基金的目标是通过股票、债券和短期证券的平衡配置而将长期总投资回报最大化。该 FOF 投资于先锋集团旗下 11 只子基金，60% - 70%的资产投资于 8 只股票子基金，20% - 30%的资产投资于 2 只债券子基金，剩余 10% - 20%的资产投资于一只短期债券基金。整个 FOF 的股票持仓涵盖了美国市场的全部股票，另有少量资金分散配置于国际股票。至于该 FOF 中的子基金，先锋集团除了自己管理外，还聘请了多达 22 家外部二级投资顾问，包括 Lazard 资产管理公司、威灵顿管理公司以及 M&G 投资管理公司等等。

子基金	持仓比重
Vanguard Windsor II Fund	13.80%
Vanguard Long-Term Investment-Grade Fund	12.60%
Vanguard GNMA Fund	12.50%
Vanguard Short-Term Investment-Grade Fund	12.50%
Vanguard International Growth Fund	9.60%
Vanguard International Value Fund	9.30%
Vanguard Windsor Fund	7.70%
Vanguard U.S. Growth Fund	6.10%
Vanguard Morgan Growth Fund	6.00%
Vanguard PRIMECAP Fund	6.00%
Vanguard Explorer Fund	3.90%
合计	100%

表 3. 截至 2015 年 3 月底 先锋 STAR 基金的持仓情况

资料来源: Vanguard

2. 先锋一站式退休储蓄 FOF--在单只基金里实现分散化资产配置，达到设定投资目标

先锋基金的共同基金分为三大类：分别是一站式基金、核心基金与个体基金。先锋基金的 FOF 倾向于将产品系列化，避免投资者在众多的基金中无法选择。一站式基金与核心基金正是建立于这样的服务思想，成为公司旗下最具代表性的产品。

一站式基金包括四种类别：退休储蓄、入学储蓄、管理退休收入和特定时间或目标储蓄。该基金的主要特点是投资者可以在单只基金里实现分散化的资产配置，达到预期的投资目标。比如，其退休储蓄基金的思路，值得信托公司在结合家族信托和退休保障基金开展 FOF 业务时借鉴。

退休储蓄金以 FOF 方式组建，投资于先锋公司旗下的基金。该基金提倡最大化分散投资，适时配置资产种类。投资范围包括超过 6000 只的美国股票与债券，以及超过 2000 只海外股票。这是一只典型的生命周期基金，随着委托人退休年龄的临近，基金的投资标的也逐渐调整为风险较小的品种。

先锋基金将退休储蓄基金按距离退休时间长短分成 11 个子基金独立运作，面向 18 岁至 69 岁的客户群体。处于此中间年龄段的人都能找到适合自己退休时间预期的产品。年龄位于 18-19 的年轻人，距离退休的时间约为 47 年，可以选择 Target Retirement 2060 基金。年龄位于 60-64 的老人，可以购买 Target Retirement 2015 基金。即使是 65-69 岁的已退休老人，仍然可以选择 Target Retirement 2010 基金。而年龄超过 70 岁的退休老人，先锋基金为其提供了管理退休收入基金和特定时间或目标储蓄基金等选择。

Target Retirement 2060 资产配置

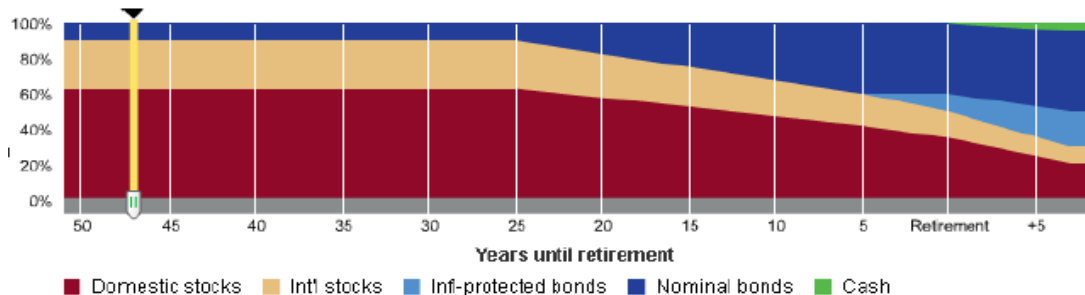


图 9. 先锋基金目标周期退休基金 2060 资产配置

资料来源：Vanguard

通过对比其 Target Retirement 2060 和 Target Retirement 2015 的资产配置情况，不难发现随着退休期限的临近，在距离退休 25 年时基金开始减少股票的投资比例，同时增加一般债券的投资比例；在退休前 5 年开始配置抗通胀债券，并不断增配；从退休当年开始配置现金。这正对应了客户群体从年轻到老年，从中高风险容忍度到中低风险容忍度的变化过程。

3. 核心基金 - 按照客户风险承受能力，配置组成个性化的 FOF 产品

核心基金的思路是从客户的风险承受能力出发，先设定资产配置比例，再从每个基金类别中选出特定指数型基金组成客户个性化的 FOF 产品。这种设计基于两个关键因素：一是相比单个投资品种的收益率，资产配置对于投资的长期回报率有更重要的影响。二是指数型基金分散化投资，有效降低投资风险，同时有低费率和税收优惠的优势。

核心基金包括股票、债券、海外产品、指数化基金、主动型基金等完整的基金投资标的。先锋基金将其核心基金产品按风险从低到高分分为四种类别：

- (1) 货币市场为主型基金 (Prime Money Market Fund)
- (2) 全债券市场指数型基金 (Total Bond Market Index Fund)
- (3) 美国股票市场指数型基金 (Total Stock Market Index Fund)
- (4) 全球股票市场指数型 (Total International Stock Index Fund)

信托公司在开展 FOF 时，可以充分借鉴先锋基金的核心基金 FOF 资产配置方式，通过对打造不同 FOF 的风险/收益资产配比，吸引不同风险偏好的投资者，扩大 FOF 业务的受众群体，有利于拓展募资渠道。

(三) 瑞典银行的 FOF 基金——生活方式基金的资产配置策略

不同于生命周期基金（设定目标日期），生活方式基金在成立之初会设定一个风险水平，并根据该风险水平设定相应的资产配置比例。在命名时，此类基金通常会包含“保守型”、“稳健型”和“积极型”等字样，来表明它设定的风险水平。瑞典银行发行的 3 只 FOFs 分别被命名为 SwedbankFOF30 平衡型、SwedbankFOF60 成长型和 SwedbankFOF100 权益型。它们之间的主要差异就体现在资产配置的类别和比例上。

产品名称	投资目标
Swedbank FOF 30 (平衡型)	该基金的投资目标是抗通胀, 主要投资于权益类和固定收益类证券。该基金的全部资产均投资于基金的股份或单位 (units or shares)。
Swedbank FOF 60 (成长型)	该基金的投资目标是获取超过通胀率的超额收益, 主要投资于权益类和固定收益类证券。该基金的全部资产均投资于基金的股份或单位。
Swedbank FOF 100 (权益型)	该基金的投资目标是最大化收益, 主要投资于权益类证券。该基金的全部资产均投资于基金的股份或单位。

表 4. 瑞典银行 FOF 产品投资目标

资料来源: 基金招募说明书

由于投资目标不同, 这三只 FOF 也分别采取了不同的投资策略, 主要区在权益类资产的投资比例不同。

产品名称	投资策略
Swedbank FOF 30 (平衡型)	该基金将 30% 的资产投资于权益类证券, 在一定条件下该比例可在 50% 的范围内上下浮动, 即允许投资权益类证券的比例是 15%-45%。
Swedbank FOF 60 (成长型)	该基金将 60% 的资产投资于权益类证券, 在一定条件下该比例可在 50% 的范围内上下浮动, 即允许投资权益类证券的比例是 30%-90%。
Swedbank FOF 100 (权益型)	该基金将 100% 的资产投资于权益类证券。由于受到法律规定的投资比例限制, 该基金需将 30% 的资产投资于除 UCITS 以外的基金。

表 5. 瑞典银行 FOF 产品投资策略

资料来源: 基金招募说明书

由于设定的投资目标和采取的投资策略完全不同, 这 3 只基金适合的投资者群体也截然不同。其中, 平衡型产品适合于风险承受能力较低的投资者, 不要求投资者有相关的投资经验, 投资期限一般为 3-5 年; 成长型产品适合于风险承受能力中等的投资者, 不要求投资者有相关的投资经验, 投资期限一般为中长期, 即 5-7 年; 而权益型产品适合于风险承受能力较高、追求收益最大化的投资者, 比较适合于有投资经验的投资者, 投资期限一般为长期, 即 7-10 年。

产品名称	过去 2 年	过去 3 年	过去 5 年	自成立以来
Swedbank FOF 30 (平衡型)	7.90%	3.40%	7.40%	1.70%
Swedbank FOF 60 (成长型)	8.50%	2.10%	9.90%	1.00%
Swedbank FOF 100 (权益型)	9.60%	0.40%	12.60%	0.10%

表 5. 瑞典银行 FOF 产品历史业绩 (至 2013 年末)

资料来源：基金招募说明书

（四）歌斐 FOF 基金——国内 FOF 的先行者

截至 2015 年 9 月底，歌斐资产管理规模已近 800 亿人民币，成为中国市场化运营的、规模最大的母基金（FOF）管理公司。

歌斐资产自 2010 年成立以来，以“母基金”为产品主线，在私募股权投资以及风险投资母基金、房地产母基金、对冲母基金、量化母基金等领域发展出成熟的产品线，覆盖人民币、美元等币种。其中，作为歌斐资产成立推出第一个业务板块，私募股权投资母基金目前已经跟踪了 200 多家基金管理人（GP），投资 60 多个基金管理人的 80 多只基金，累计投资项目超过 1000 个，私募股权投资/风险投资总管理资产突破 200 亿人民币。歌斐资产房地产基金则起步于 2012 年，通过精选品牌开发商、优质项目和结构化金融创新产品设计能力，进行地产基金创新和全程投资管理。截至 2015 年 9 月，歌斐资产在房地产基金及母基金领域管理规模逾 300 亿人民币。而歌斐资产公开资本市场投资起步于 2014 年，目前的产品范围包括对冲母基金、量化母基金、定制型多管理人基金产品、绝对收益公募母基金产品以及固定收益投资产品等，资产管理规模突破 90 亿人民币。

其中，比如歌斐旗下的对冲母基金组合 TOP30，收益可能没有最高的单一产品高，但是通过对冲各种投资风格，收益更加稳健，降低了回撤度。在国外由于并没有大量的“刚性兑付”非标资产，只能通过投资对冲基金以及风险相对更低的绝对投资收益工具量化母基金来作为非标固定收益的替代产品。

又例如，成立于 2014 年 7 月 14 日的歌斐海外精选组合基金，规模为 8160.1 万美元（数据截至 2015 年 6 月 30 日），无固定期限，锁定期 1 年。在投资策略方面，歌斐海外精选组合基金通过精选并投资具有互补投资特性的优质子基金，并透过持续重新平衡投资组合的方式，达到平衡资本增值与分散和控制风险的目标。根据组合基金的风险与收益目标，分析研究全球宏观经济形势及资本市场发展状况，实施以战略资产配置为主，辅以战术资产配置的策略。其母基金团队从 200 多个大中华对冲基金中，通过严格的尽职调查，将主观判断与量化工具有效结合，精选配置了 8 个不同策略的子基金，构建了分散化的组合，在适当的风险波动下获取超额收益（阿尔法），有效控制了市场回撤。

同时，通过采用“白马-黑马-新兴基金”的战略性投资策略，以长期持有白

马基金作为核心策略，通过持续跟踪对冲基金发展动态及充分利用中短期市场机会，对组合基金进行动态调整、战术性增持或增加优秀子基金，剔除或减持不适合的子基金，获取更加稳健持久的绝对回报。

从2015年初至2015年至8月31日，该精选I期基金的回报为3.3%，表现远优于市场基准MSCI中国指数（-11.5%），今年8月市场单月回撤12%时，精选I期单月只回撤6%。

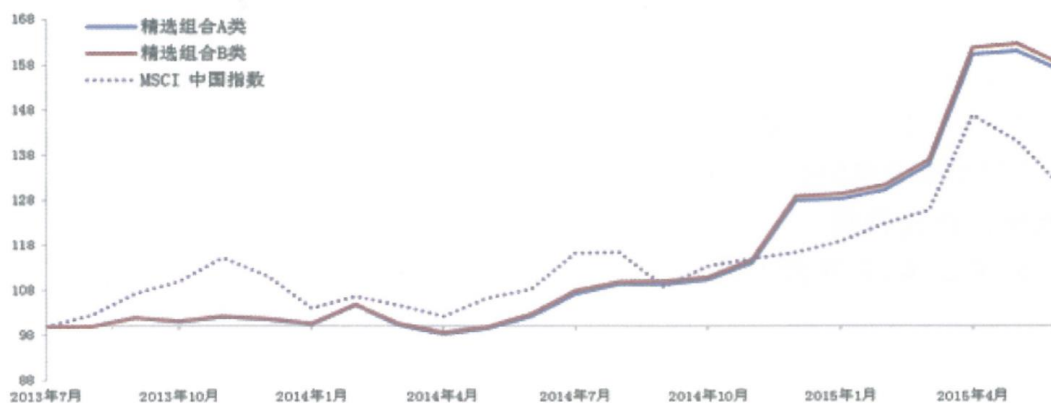


图 10. 精选 I 期基金历史业绩优于市场基准 MSCI 中国指数

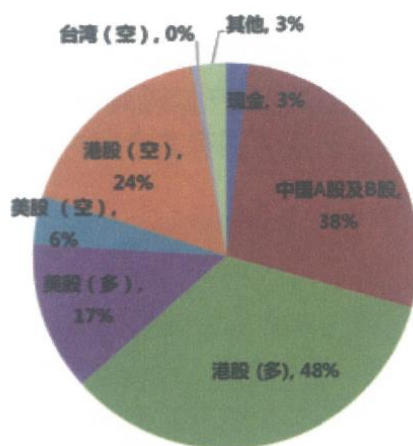


图 11. 精选 I 期的组合概况

投资于不同子基金，子基金对各个市场有不同的操作策略，故有效分散了市场及回撤风险。

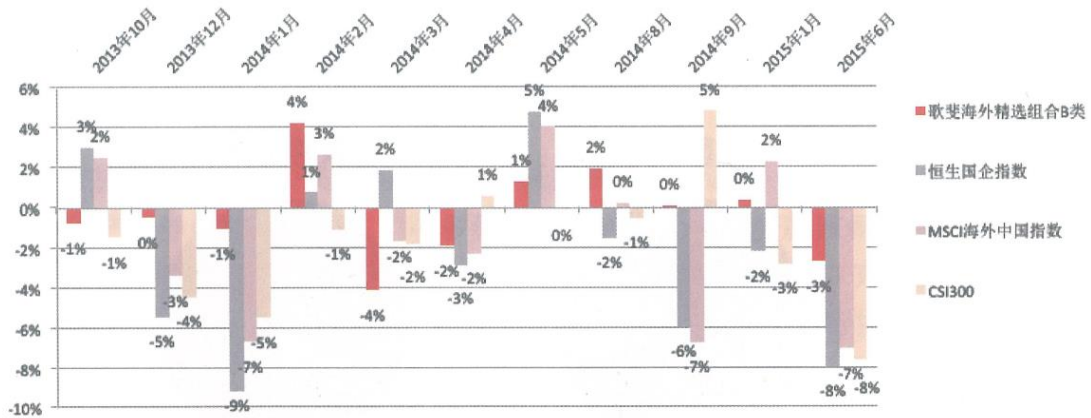


图 12. 透过多元策略方式分散市场风险，在市场下跌时控制回撤

(五) 华润信托托付宝——投资于阳光私募的资产配置型 TOF

华润信托 2009 年打造的托付宝 TOF 系列产品，采取主动管理的路径，充分利用金融机构了解对私募基金策略风格、风控能力乃至公司治理的优势，帮助普通投资者在金融衍生品纷繁复杂、良莠不齐的市场环境中鉴别组合投资，推动了信托业长期转型的战略，也是 TOF 和 FOF 这类通过策略，组合投资的金融工具的核心逻辑。

托付宝 TOF 通过投资于优秀证券投资信托（即阳光私募）的基金组合，选择存续时间超过一年且排名靠前的信托产品，筛选后进行组合投资，从而达到资产配置、分散风险和追求长期绝对收益。它主要对私募基金进行组合管理，还将资金配置于债券、货币市场基金、ETF、LOF、银行间市场产品以及其他流动性较好的理财品种。跟踪测评、筛选以及动态调整基金组合，通过平滑组合波动，实现最佳的风险收益比，获得中长期持续稳定的绝对收益。

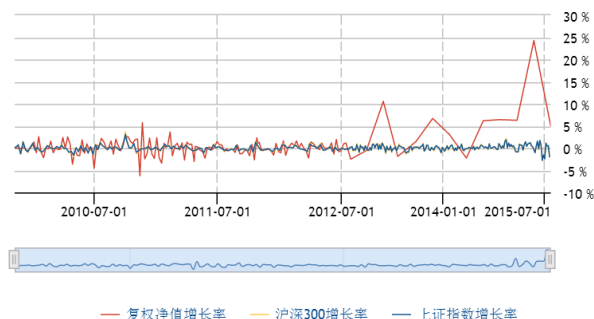
目前，华润信托管理了两个 TOF 产品，华润信托—托付宝 1 号和华润信托—托付宝 2 号，分别是 2009 年 11 月和 2010 年 4 月发行的。通过多头策略，累计实现收益率超过 40%，而且净值回撤极小，长期跑赢了沪深 300 指数、公募基金指数和阳光私募指数，在七八十只同类产品处于领先地位。其经验可以概括为：

- 组合投资：1、阳光私募基金组合投资；2、突出分阶段风格优势，强化配置
- 动态优选：1、通过系统性方法定量定性分析；2、优中选优，提高配置效率；
- 3、动态择机调整

持续回报：1、鼓励持续投资；2、追求可持续的中长期复合收益；3、通过系统化的持续投资减少犯错概率

绝对收益：1、产品目标追求绝对收益；2、减小下行波动幅度，提升绝对收益增长的复利效果。

净值走势图



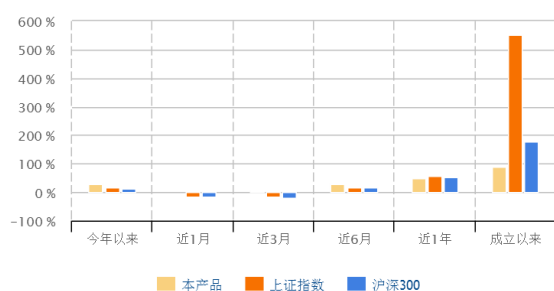
历史净值

净值日期	单位净值	累计净值	复权净值	复权净值增长率(%)
2013-10-31	119.1300	119.1300	119.1300	6.6995%
2013-07-30	111.6500	111.6500	111.6500	1.4447%
2013-04-28	110.0600	110.0600	110.0600	-1.8811%
2013-01-31	112.1700	112.1700	112.1700	10.5559%
2012-10-31	101.4600	101.4600	101.4600	-0.5392%
2012-07-31	102.0100	102.0100	102.0100	-2.5041%
2012-07-12	104.6300	104.6300	104.6300	1.1602%
2012-07-05	103.4300	103.4300	103.4300	0.9566%

业绩回报

截止日期：2015-07-31

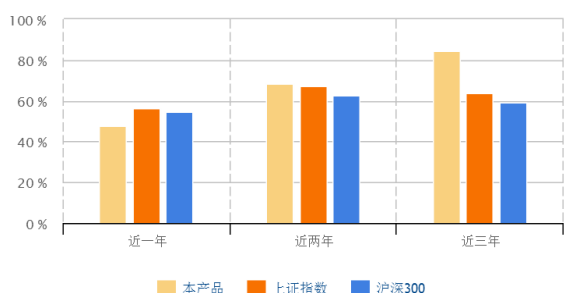
阶段回报 (%)



单位：%

	今年以来	近1月	近3月	近6月	近1年	成立以来
本产品	30.4677		4.9802	30.4677	47.5671	88.0300
上证指数	17.0608	-13.9561	-15.9327	17.1567	56.4754	550.3276
沪深300	12.4690	-14.1784	-18.3389	14.7403	54.3380	178.3725
业绩排名						

年度回报 (%)



单位：%

	近一年	近两年	近三年
本产品	47.5671	68.4102	84.3251
上证指数	56.4754	67.4666	63.8075
沪深300	54.3380	62.6947	59.0193
业绩排名			

八、百瑞 FOF 基金的初期设想

（一）初期产品设计为客户提供有限的流动性

1. 比如，FOF 每年开放 1 次，客户可以赎回。不同于市场上的 FOF 基金，百瑞 FOF 基金拟每年设置 1 次开放日，客户可以在基金成立后的第 1 年末，第 2 年末，第 3 年末，第 4 年末提前赎回相应的基金份额，并按照一定的百分比计算收益。同时，FOF 基金可以设立大额赎回条款，比如超过基金 10% 的大额认购客户需要持有基金满 2 年。

2. 客户可以通过转让基金份额实现退出。投资人可以按照基金合同约定转让基金份额，实现退出，大大增强了客户资产的流动性。

(二) 组织架构更加灵活

基金既可以采用信托计划模式，还可以采用契约性基金的模式。根据中国证券投资基金业协会释义，“私募基金”是指在中国境内以非公开方式向投资者募集资金设立的投资基金，包括契约型基金、资产由基金管理人或者普通合伙人管理的以投资活动为目的设立的公司或合伙企业。契约型私募基金，指未成立法律实体，通过契约形式设立的私募基金。基金管理人依据契约的约定管理、运用投资人缴纳的基金财产，投资人依据契约的约定收取基金收益。

契约性基金的优势如下：

类型	契约型私募基金	合伙制私募基金	公司制私募基金
主要适用法律	《暂行办法》、《合同法》	《暂行办法》、《合伙企业法》	《暂行办法》、《公司法》
单只基金人数上限	投资人不得超过200人	合伙人不得超过50人，包括负责管理基金事物的普通合伙人	有限责任公司的股东不得超过50人
设立程序	基金管理人与投资人签订基金合同，基金即告成立。	签订合伙协议，办理合伙企业设立工商登记并获得营业执照。	签订公司章程，办理公司设立工商登记并获得营业执照。
退出程序	投资人按照基金合同约定转让、赎回基金份额，即可实现退出	投资人如欲退出，应先按合伙协议的约定转让合伙企业财产份额或退伙，再办理工商变更登记。	投资人如欲退出，应先按公司章程约定转让股权或减资，在履行工商变更程序。
内部治理	由基金管理人负责基金投资运营，投资人一般通过基金份额持有人大会行使重大事项的表决权。	由普通合伙人负责基金的投资运营。投资人作为有限合伙人执行合伙事务，一般通过合伙人会议行使重大事项的表决权。	股东会为最高权力机构，董事由股东会推选并行使基金的经营决策权。投资人通过股东会行使重大事项的表决权。
税收	目前普遍认为基金自身不纳税，亦无义务代扣代缴个人投资者所得税，有投资者就其收益自行申报纳税。	基金自身不纳税，但基金应为个人投资者代扣代缴个人所得税。	基金自身缴纳企业所得税，且基金应为个人投资者代扣代缴个人所得税。

表 6. 契约型私募基金与合伙制、公司制私募基金的区别

(三) 构建合理的投资组合，分散投资风险

与券商系 FOF 不同，百瑞信托的 FOF 更侧重全方位的资产配置，FOF 基金初期拟通过配置较高比例的固定收益类资产，确保为客户资金提供足够的流动性支持。同时，在 FOF 积累了一定数量的收益后，可以通过对大类资产的适当配置，分散对冲单一市场风险，最大程度上保障客户资产的安全性。后期，可以向美国等成熟市场学习，将类似生命周期 FOF 与家族信托等业务模式相结合，为客户提供个性化的一站式财富解决和资产配置方案，从而将 FOF 这种产品资产配置能力强的特点发挥出来，逐步将 FOF 推入到养老基金市场和个人理财市场。

（四）筛选优质基金和基金管理人

筛选优秀的基金和基金管理人，不仅是由于其更好的投资收益历史业绩，更是由于其品牌效应会使一些经营基金管理人和基金获得更多更好的资源和成功投资的机会。比如成功的 PE 基金更有可能吸引成功的企业与其合作，其谈判地位也更加具有优势，融资能力更强。

业绩方面，需要看重的是已经实现的业绩，而不是基金投资组合的预期收益率。这跟能说明基金和基金管理人的能力，对客户也有更好的说服力和安全感。

策略方面，需要注意该基金的历史业绩是否与其投资策略相符，以及是否能长期坚持该种策略。比如其 PE 基金核心资产包主打行业的选择，房地产基金对投资地域和方法的选择等等。

时机方面，需要注意资产价格估值的高低，以及宏观经济与政策环境的影响。（PE 投资的周期都相对较长，类似 TMT 上市企业股东不能具有外资背景这种政策上的改变或新政策的推出，就可能对公司之前的投资顺利退出造成一定影响。）

因此，投资和资产管理的成功与否，是技术与艺术的结合。能够尽早与成功的基金或基金管理人合作，对公司业务的长期发展很有好处。随着时间的推移，份额有限的优秀基金将会变的越来越难以认购成功。尽早布局，无疑是获得超额收益，争取阿尔法最大化的有力手段。