

# 大有研究

——理财周报（总第225期）

（2016.06.20—2016.06.26）



## 目 录 CATALOG

## 第 ① 章 大有视野

- |              |   |
|--------------|---|
| 1. 一周大事..... | 1 |
| 2. 一周热点..... | 1 |

## 第 ② 章 大有数据

- |              |   |
|--------------|---|
| 1. 市场总揽..... | 2 |
| 2. 特别关注..... | 4 |
| 3. 产品精解..... | 6 |

## 第 ③ 章 大有商学院

- |              |    |
|--------------|----|
| 1. 大有聚焦..... | 7  |
| 2. 大有理财..... | 18 |

## 第 ④ 章 大有幽默

- |           |    |
|-----------|----|
| 大有幽默..... | 18 |
|-----------|----|

附录：本周集合信托产品发行统计

## 一、大有视野

### ① 一周大事

- 06.20 大量P2P平台以物抵债 投资人议价能力有限
- 06.20 证监会发布公募FOF指引征求意见稿 行业期待更多细则落地
- 06.21 民生加银资管规模超8000亿 母公司边缘化
- 06.22 保险资管机构和部门普遍调低今年投资收益率预期
- 06.22 汇丰银行20余款理财产品报亏 多挂钩基金股票
- 06.22 44只专户或子公司FOF产品已备案 产品投向差异明显
- 06.22 国开行主承销的国内首单信托型资产支持票据成功发行
- 06.23 黄金类银行理财产品发行量腰斩 纸黄金更受欢迎
- 06.23 信托业持续夯实资本实力 注册资本达30亿以上的有22家
- 06.23 报告：2020年国人海外资产配置将增至13万亿元
- 06.24 英国公投决定脱欧 英镑暴跌10%

### ② 一周热点——报告：2020年国人海外资产配置将增至13万亿元

6月22日，兴业银行与波士顿咨询公司在京联合发布2016年中国私人银行发展报告《中国私人银行2016：逆势增长、全球配置》称，目前中国个人境外资产配置比例远低于其他国家，但随着私人财富全球化进程的深化，估计到2020年中国个人境外资产配置比例将从目前的4.8%上升到9.4%左右，新增市场规模将达到13万亿元人民币。

报告研究显示，在中国经济增速趋缓的背景下，高净值人群的财富增长仍将十分稳健，预计2015年-2020年，高净值人群可投资金融资产年均增速为15%，明显高于同期预设6.5%的GDP增速，中国将成为世界最大的高净值客群市场之一。

报告分析认为，2015年中国金融和投资市场的剧烈波动，使得中国高净值客户投资更加多元化，尤其是随着中国经济全球化持续深入，高净值人群资产全球配置的需求显著上升。

摘自：经济参考报

01

## 二、大有数据

### ① 市场总揽

**规模数量：平均募集规模3.04亿元**

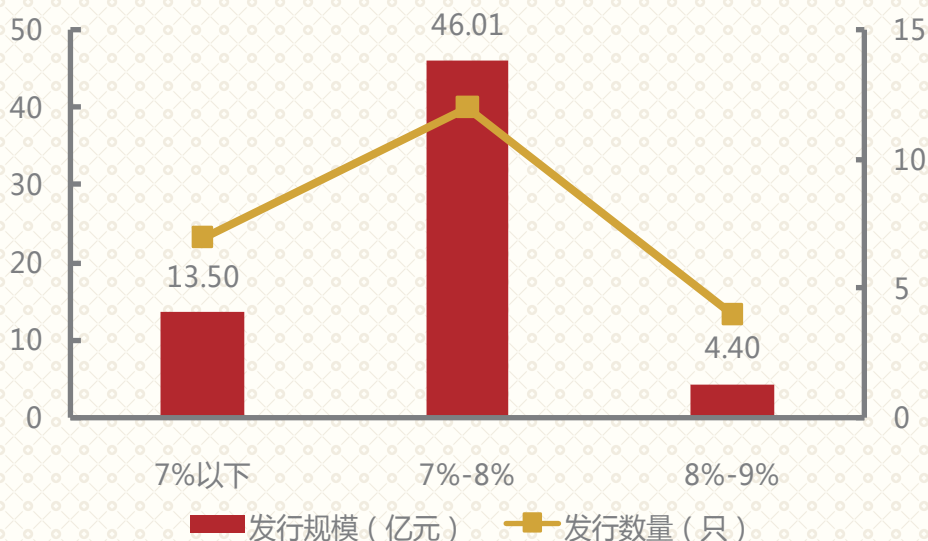
本周共有27只产品发行，发行规模为78.91亿元，平均募集规模3.04亿元。（详见附录）发行数量比上周减少1只，发行规模环比增加3.58%。本周参与产品发行的信托公司有16家，比上周减少3家，机构参与度为23.53%。

**收益期限：平均预期收益率7.20%，平均期限1.87年**

本周产品的平均预期收益率为7.20%，比上周增加0.90%。

本周产品的主要收益区间为7%-8%，12只产品发行，发行规模46.01亿元，数量占比44.44%，规模占比58.31%；其次，收益在7%以下的产品7只，发行规模13.50亿元，数量占比25.93%，规模占比17.11%；再次，收益在8%-9%的产品4只，发行规模4.40亿元，数量占比14.81%，规模占比5.58%。

图一：本周集合信托产品最高预期收益率统计  
(2016.06.20-2016.06.26)

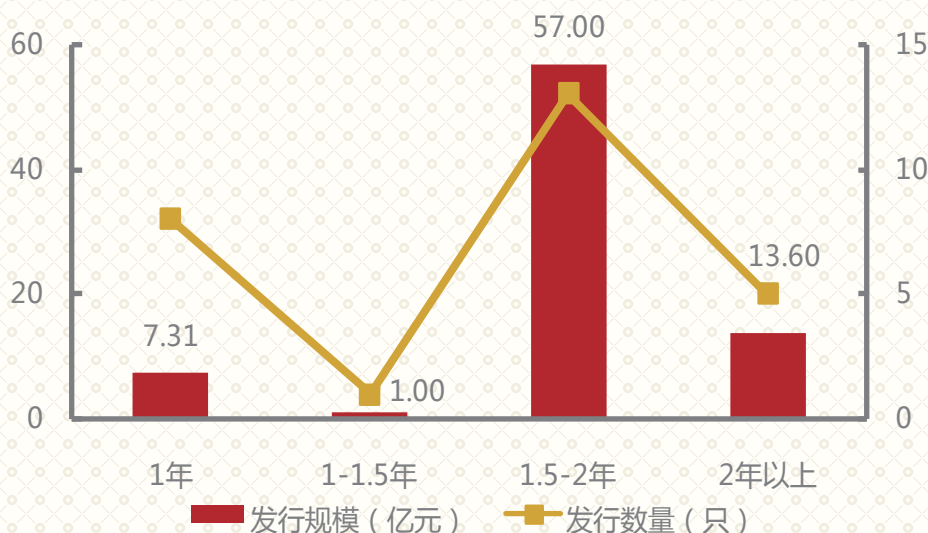


数据来源：大有财富金融产品中心

本周产品平均期限1.87年，比上周减少1.04%。（详见图二）

本周1.5-2年期产品13只，发行规模57.00亿元，数量占比48.15%，规模占比72.23%；其次，2年期以上产品5只，发行规模13.60亿元，数量占比18.52%，规模占比17.23%；再次，1年期产品8只，发行规模7.31亿元，数量占比29.63%，规模占比9.26%。

图二：本周集合信托产品期限统计  
(2016.06.20-2016.06.26)

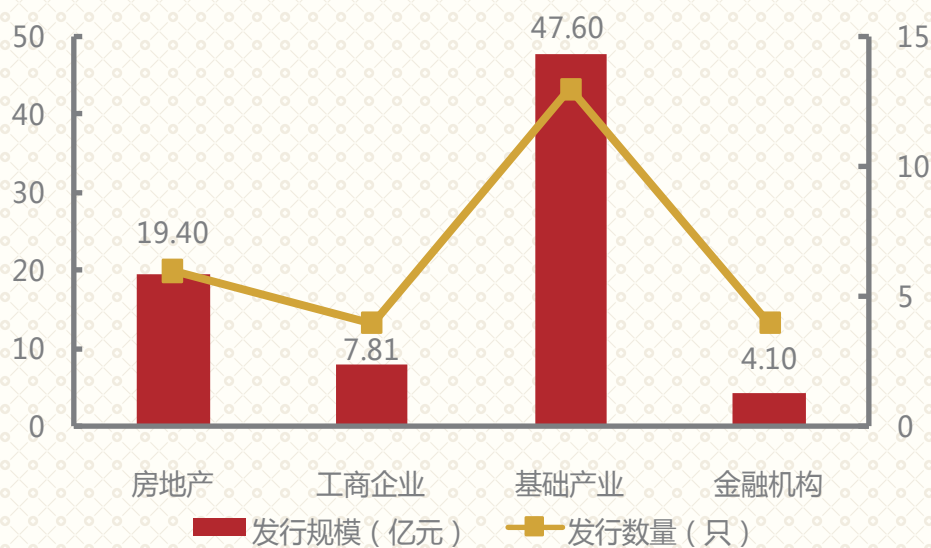


数据来源：大有财富金融产品中心

### 投资领域：基础产业信托排在首位

从资金投向看，基础产业信托排在首位，13只产品发行，发行规模47.60亿元，数量占比48.15%，规模占比60.32%；其次，房地产信托6只，发行规模19.40亿元，数量占比22.22%，规模占比24.58%；再次，工商企业信托4只，发行规模7.81亿元，数量占比14.81%，规模占比9.90%。（详见图三）

图三：本周集合信托产品资金投向统计  
(2016.06.20-2016.06.26)



数据来源：大有财富金融产品中心

## ② 特别关注

大有财富作为一家独立、专业的第三方理财顾问和资产管理机构，依托专业化产品投研和财富管理，专注金融理财研究，为投资者特别关注了25家有央企背景以及有业务特色的信托公司。

从产品成立的情况来看,本周共有百瑞信托、北京信托、光大信托、建信信托、中建投信托、中粮信托等10家信托公司的19只信托产品成立，成立规模106.32亿元，较上周增加81.01亿元。

(详见表一)

| 产品名称                                  | 产品期限<br>(年) | 预期收益率    | 资金投向 | 成立规模<br>(亿元) |
|---------------------------------------|-------------|----------|------|--------------|
| 百瑞信托·宝盈 621 号集合资金信托计划 (第 2 期)         | 2           | 6.8-7.4% | 房地产  | 0.654        |
| 北京信托·稳健资本 032 号集合资金信托计划               | 1           | ——       | ——   | 15           |
| 光大信托·汇富通 2 号证券投资集合资金信托计划              | 1           | ——       | 证券市场 | 12           |
| 光大信托·汇富通 3 号证券投资集合资金信托计划              | 1           | ——       | 证券市场 | 12           |
| 建信信托·金信 2 号集合资金信托计划 (优先级 B4 类)        | ——          | ——       | ——   | 2            |
| 建信信托·梧桐树集合资金信托计划 (16 号 第 15 期-第 27 期) | ——          | ——       | ——   | 10.8634      |
| 建信信托·梧桐树集合资金信托计划 (16 号 第 20 期)        | ——          | ——       | ——   | 3.421        |
| 建信信托·梧桐树集合资金信托计划 (28 号 第 7 期、第 8 期)   | ——          | ——       | ——   | 8.9          |
| 建信信托·梧桐树集合资金信托计划 (9 号 第 5 期-第 8 期)    | ——          | ——       | ——   | 6.973        |
| 昆仑信托·协信未来城项目收益权集合资金信托计划               | 3           | ——       | 房地产  | 10           |

| 产品名称                         | 产品期限<br>(年) | 预期收益率    | 资金投向 | 成立规模<br>(亿元) |
|------------------------------|-------------|----------|------|--------------|
| 五矿信托·丰银投资集合资金信托计划(第19期)      | 10          | ——       | ——   | 5            |
| 五矿信托·中核钛白股票收益权集合资金信托计划(第1期)  | 2.92        | ——       | ——   | 3.905        |
| 英大信托·蓝天022号黄潭水电站股权集合资金信托计划   | ——          | ——       | ——   | 0.196        |
| 中建投信托·建泉57号(大丰城建)集合资金信托计划    | ——          | ——       | ——   | 0.457        |
| 中建投信托·绿色信托1号(东旭安徽)集合资金信托计划   | 2           | 7.5%     | 工商企业 | 7.032        |
| 中粮信托·丰盈1号集合资金信托计划            | ——          | ——       | ——   | 3.35         |
| 中粮信托·南京四建应收账款投资集合资金信托计划(第1期) | 3           | 6.9-7.7% | 房地产  | 3.5          |
| 中粮信托·乌海化工2号信托贷款集合资金信托计划(第1期) | 0.08-0.16   | 6.8-7.4% | 工商企业 | 0.77         |
| 重庆信托·涌泉共赢1号集合资金信托计划(第9期)     | 2           | ——       | ——   | 0.3          |
| 总计                           |             |          |      | 106.3214     |

数据来源：大有财富金融产品中心（数据截止日期为2016年06月26日）

本周共有百瑞信托、大业信托、光大信托、中诚信托、中铁信托等6家信托公司的7只信托产品发行，发行规模为13.80亿元。（详见表二）

经过测算，这10只产品的平均预期收益率为7.10%，平均期限为1.79年。与全部68家信托公司的数据相比，平均预期收益率低1.45%，平均期限短4.53%。（详见表三）

表二：本周集合信托产品发行统计（有央企背景以及有业务特色的信托公司）

| 产品名称                           | 产品期限<br>(年) | 预期收益率    | 资金投向 | 发行规模<br>(亿元) |
|--------------------------------|-------------|----------|------|--------------|
| 百瑞信托·富诚257号集合资金信托计划            | 3           | 7-7.2%   | 基础产业 | 3.3          |
| 大业信托·南通皓海应收账款投资集合资金信托计划        | 3           | ——       | 基础产业 | 5            |
| 光大信托·名筑1号武汉恒大首府集合资金信托计划        | 1.5         | ——       | 房地产  | 1            |
| 光大信托·为海建材流动资金贷款集合资金信托计划        | 1           | 8-8.5%   | 工商企业 | 0.5          |
| 中诚信托·天津智慧山贷款项目集合资金信托计划         | 2           | 6.6-7.2% | 房地产  | 2            |
| 中建投信托·安泉65号(碧桂园基金玉林项目)集合资金信托计划 | 1           | 6.1%     | 房地产  | ——           |
| 中铁信托·成华区债权投资四期集合资金信托计划         | 1           | 6.3-6.5% | 房地产  | 2            |
| 总计                             |             |          |      | 13.8         |

数据来源：大有财富金融产品中心（数据截止日期为2016年06月26日）

表三：信托公司基本数据比较

|            | 25家信托公司 | 68家信托公司 | 比较     |
|------------|---------|---------|--------|
| 平均预期收益率(%) | 7.10    | 7.20    | -1.45% |
| 平均期限(年)    | 1.79    | 1.87    | -4.53% |

数据来源：大有财富金融产品中心（数据截止日期为2016年06月26日）

### ③ 产品精解

#### 大业信托·中国正信集团信托贷款FOT基金（往期项目）

优质FOT基金项目：规模1亿元，期限12个月，100万起，预期收益率8.00%-13.00%，资金以有限合伙形式定向投资于大业信托单一信托计划，用于中国正信（集团）有限公司贸易项下流动资金需求。足值土地抵押、第三方连带责任担保、管理人（GP）担保等多重风控措施确保资金安全。

融资方中国正信集团注册地北京，是集科工贸、投融资为一体，具有竞争力的跨地区、跨行业全国性产业集团公司。2012年度营业收入为87.67亿元。

大业信托有限责任公司是经中国银监会批准的非银行金融机构，股东包括中国东方资产管理公司、广州国际控股集团和广东京信电力集团，股东实力雄厚。东方资产与大业信托具有业务协同优势。

该项目是大有财富作为管理人，创新业务模式，向老客户推出的专属产品，充分体现出大有财富在产品设计及项目管理方面的优势能力，助投资者实现收益最大化。本项目已于2014年10月14日到期，并按期兑付。

2016年，大有财富重点关注PPP模式，专注于基础设施行业，立足于信托，推出更多优质的契约型私募基金，为广大新老客户持续提供优质的理财产品。如需了解产品详情，请联系专属理财经理或拨打公司客服热线：010-65050807。

#### 释义（“百度百科”中对FOT的解释）

FOT是信托投资基金（Fund of Trust）的简称，与传统基金投资于股票、债券、货币市场工具不同，FOT是投资于信托产品的基金。FOT的基金管理人选择较好成长性及良好知名度信托公司的信托产品作为拟投资项目，具有风险可控，以小额资金获取较高收益、交易安全等特点。FOT专为中产阶级分享信托产品高收益而设计、是一种结合信托与基金优势的创新型投资理财产品。

### 三、大有商学院

#### ① 大有聚焦——FOF的发展现状及配置

##### 一、FOF概述

##### 1、FOF的定义

基金中基金（FOF，Fund of Funds）是指将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基金份额的基金，但不得持有具有复杂、衍生品性质的基金份额，也不得持有其他基金中基金。

作为结合基金产品创新和销售渠道创新的基金新品种，FOF与基金捆绑销售和基金超市等纯销售计划不同，FOF采用基金的法律形式，完全按照一般的基金模式运作。FOF包含着对基金市场的长期策略，与其他基金一样是一种可长期投资的金融工具。

FOF最初产生于美国，当时的目的是为了了解决对于私募基金“合格投资者”的种种限制，形成了公募基金组合投资私募基金的产品，使得普通投资者也能够通过这一组织形式间接地投资私募基金。目前，这类基金产品在美国市场依然规模庞大。

##### 2、全球FOF市场的发展情况

全球共同基金FOF市场规模在近两年总体保持稳定，总资产维持在30万亿美元左右。全球范围内共有近12000支FOF类共同基金产品。从地区分布来看，美洲以将近80%的市场份额占据绝对优势，而这其中美国占据其中的9成。

由于美国是全球FOF发展最成熟、规模最大的市场，因此本文对美国共同基金FOF市场与对冲基金FOHF的发展情况进行了梳理。

##### （1）美国共同基金FOF的发展情况

美国第一支公募基金FOF成立于1985年。在1985年至2014年的30年间，美国的共同基金FOF经历了爆发性的增长，规模增长了1.2万倍。1990年，美国只有20只FOF，总规模14亿美元；截止到2014年底，FOF数量达到1337只，管理资产规模超过1.7万亿美元。

美国共同基金FOF发展迅速的主要原因有三个方面：①20世纪90年代，美国政府启动的

401(K)计划和IRA(个人退休账户)开启了雇员与雇主共同缴纳养老金模式。养老金具有强调多资产配置的属性,这催生了多种类型的FOF基金。员工个人有投资的自主权,大部分员工也愿意把养老金通过FOF形式配置在公募领域。根据美国投资公司行业协会(ICI)的一项统计,约60%的上述退休投资计划参与者持有目标日期基金;②20世纪90年代美国开始了连续10年繁荣牛市,证券市场财富效应比较显著,居民对金融产品的投资需求日益旺盛,基金公司在这黄金十年不断扩张完善其产品线条,也促进了公募基金FOF的发展;③监管层对FOF基金发展的支持,1996年美国颁布全国证券市场改善法案(National Securities Markets Improvement Act of 1996),取消了对基金公司发行FOF的限制,制度的放松为公募基金公司大力推动FOF发展提供了肥沃的土壤。

在美国所有FOF基金类型中,目标日期基金(Target Date Fund也称生命周期基金)的占比最大。该类基金对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,在过去的10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基金管理机构已经占到整个市场74%的规模,排名前三的为领航基金(Vanguard)、富达基金(Fidelity Investment)和普信基金(T.Rowe Price)。这三家基金占到市场50%的规模。美国公募基金FOF规模最大的前三家都是该类基金且都采用了内部管理人的方式,投资标的是旗下的基金并且是零收费的。生命周期基金的主要特征是平滑风险和收益,给投资者一个确定性收益,而不是博取高收益。

## (2) 美国对冲基金FOF——Fund of Hedge fund(FOHF)的发展状况

世界上第一家对冲基金FOF(FOHF)是1969年11月由罗斯柴尔德家族成立的,此后,从1990年至2007年间,FOHF经历了一段快速发展的时期。到2007年,FOHF发展至最高峰,当时的规模接近8600亿美元。2008年金融危机后,FOHF的规模不断下降,到2014年底的规模回落至5000亿美元左右。FOHF发展陷入困境的原因可以大致概括为三点:

第一,一些FOHF母基金卷入到麦道夫骗局,让投资者对这些母基金投资前的尽职调查、信

息披露以及相关的监管工作大失所望，纷纷赎回。在今后我国FOF行业发展中也需要考虑如何有效地避免法律风险和道德风险，避免出现影响行业信誉的重大事件。

第二，过去投资于FOHF母基金的资产规模较大的投资者（如养老金和主权基金）逐渐具备了直接投资子基金的资格和能力，不再通过FOHF进行投资。

第三，FOHF的收费较高，而公募基金FOF收费比较低。FOHF行业惯例收取1%的管理费和10%的浮动业绩报酬，如果投资业绩没有显著高于公募基金，投资者选择FOHF就没有充分的理由。

由于以上原因，投资者需要得到更专业的管理以及信誉较好的金融机构做背书，FOHF市场亟需整合，才能重新赢得市场的认可。因此，金融危机之后，许多表现不佳的管理机构被收购或选择破产，而大型管理机构得以生存，发展壮大，市场更为集中化。

## 二、Fund of Fund 产品分类及特点梳理

### 1、FOF的分类

（1）按投资的基金种类区分：FOF可以分为股票型、固定收益型、配置型、另类投资型四类。

股票型FOF主要投资于不同风格的股票型基金。根据目标市场的不同，又分为单一市场FOF和跨市场FOF。跨市场FOF是FOF产品中重要的一类，由于不同市场的周期性、受宏观环境的影响程度及流动性都具有一定差异，这为FOF的多样化投资，降低系统性风险提供了基础。FOF只选产品不需要具体研究直接投资市场，这种方式消除了多市场投资中对目标市场了解不足的弊端，是一种比较适合多市场投资的金融工具。

固定收益型FOF可以根据所投资对象和投资目的的差异，分为免税型和收益型。前者的投资对象主要是一些免税债券基金，如一些政府债券。而后者则投资于不同类别债券以提高收益，如在中长期债券、高息债等之间动态配置资产。

配置型FOF将资金在股票类、固定收益类基金之间动态调整。此类基金通过配置不同收益率、不同风险的证券产品来弥补单一产品在市场适应度上的不足。

另类投资型FOF涵盖范围较广，它也是以投资策略或投资目标来划分的，如专投PE的FOF、对冲基金FOF、商品基金FOF等。这类FOF的一般目标是让小额非专业资金进入高门槛高专业要求的投资品市场，属于“桥梁型”产品。

### （2）按投资标的区分：FOF可以分为纯FOF和非纯FOF两类。

纯FOF只投资基金或者投资基金的比例不低于基金资产的80%，剩余部分可投资于其它类型的证券，如股票、债券。非纯FOF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，即未来的混合基金，其投资标的里可以包含基金。

### （3）按所投资基金的归属区分：FOF可以分为内部FOF、外部FOF、混合FOF三类。

内部FOF（in-house FOF），即只买自己公司的基金。同一家基金公司（即便是非常大的公司）一般不会出现重复的产品，同一个产品类型不会有很多选择余地。所以，内部FOF的主要任务不是选择产品，而是资产配置。比如根据不同的市场环境来调整同一客户的资产配置，或者针对客户的投资目标变化来调整其资产配置。前者以配置类FOF为代表，而后者以目标日期FOF(Target Date Fund，也称生命周期基金Lifecycle Fund)为代表；外部FOF，顾名思义，是只买其它基金公司的基金；混合FOF，则是投资范围不局限于自己公司的基金产品，市场上所有的优秀的基金产品都是潜在的投资标的。

### （4）按投资策略区分：FOF可以分为主动FOF、被动FOF、混合FOF三类。

主动FOF是指将采用主动型策略进行投资的FOF产品；被动FOF是指将采取被动型策略进行投资的FOF产品；混合FOF，则是上述两种策略都可以有的产品，如基金指数增强型FOF、“核心—卫星”策略FOF等。

### （5）按投资标的的交易场所区分：FOF可以分为场内FOF、场外FOF、混合FOF三类。

场内FOF指的是只通过场内交易的方式认购、申购、赎回基金的FOF产品；场外FOF指的是只通过场外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和分级基金时常会使用的套利交易。

## 2、FOF基金的特点

由于投资范围和运作方式等不同，FOF基金和普通基金相比有许多特点：

### （1）专业度高，风控能力强

FOF基金掌舵人多为基金业从业经验丰富的老牌管理者、并辅助以资深研究员及投资决策委员会，使其投资决策更加科学化并拥有精准市场判断。此外，FOF基金经过专业投资人的二次筛选，可以同时投资于不同种类的多只基金，充分分散投资风险，从而获得长期稳定的收益。虽然FOF短期内在收益上可能比不上单只基金，但其波动较小、控制下行风险的特点使其成为许多风险偏好较低、风控意识较强的投资者的投资标的。

### （2）规模效应明显，运作成本较低

普通投资者借助于FOF基金的规模和影响力可实现对高门槛基金的投资。此外，由于资金规模效应，FOF基金在管理费、投资顾问费和分销费上相对于普通开放式基金有一定优势。基金投资策略中最重要的环节是资产配置，而FOF将行业内精选股票的任务交给了其投资的子基金，从而降低了自身的运作成本。

### （3）收益低，费用高，可操作性较弱

FOF基金较强的风险分散化带来的是单一行业或单一股票对整体业绩的贡献微弱，因而相较一般基金，FOF基金在获取绝对收益上表现出天然的弱势。FOF平均业绩与共同基金平均业绩十分接近，但普遍低于股票型基金。业绩的弱势也与费用高有关，由于存在二次收费的问题，FOF基金费用高于单个基金。然而费用问题可以通过若干方式解决，包括通过投资本公司旗下的基金，从而实现单一收费或持有费用较为低廉。此外，由于普通基金信息披露周期为三个月，FOF基金相较普通基金的操作难度较高，存在信息滞后和操作空间小的问题，这对FOF基金管理人形成挑战。

## 3、FOF基金与MOM基金对比

MOM是基于FOF产生的一种新的投资形态，不同于FOF通过购买子基金的份额形成产品组合，MOM绕过子基金环节直接将资金交给优秀的管理人打理，MOM管理者再管理这些管理人，

可视为“人的组合”。MOM基金诞生于上世纪90年代，经过二十多年的发展，目前规模及业绩水平均相当可观。

虽然从字面上看，FOF选基金，MOM选基金管理人，但两者的本质差别并非来自于产品或人，FOF投资子基金时必然离不开对基金管理人的考察，而MOM母基金选择好投资经理时也必然要发行产品才能将资金交给其打理。所以FOF和MOM都是通过挑选行业内好的投资人才的方式来实现风险有效管控下的收益最大化。区别在于，FOF直接购买子基金份额，而MOM以设立专户或子账户的方式直接将资金交由各个投资经理管理。这个本质上的差别衍生出了FOF、MOM在各个层面的比较。

### 三、国内FOF市场的现状及未来

#### 1、中国FOF市场的发展现状

##### (1) 公募FOF

我国公募基金FOF的法律地位已经得到确认。2014年8月8日起实施的《公开募集证券投资基金运作管理办法》，确立了公募基金FOF的法律地位；2016年6月17日中国证监会发布了《公开募集证券投资基金运作指南第2号——基金中基金指引（征求意见稿）》，对基金中基金的定义、分散投资、基金费用、基金份额持有人大会、信息披露等内容进行了规范，公募基金FOF即将进入实质性操作阶段。其中，关于基金费用，规定了FOF的管理人不得对FOF财产中持有的自身管理的其他基金部分收取管理费；FOF的托管人不得对FOF财产中持有的自身托管的其他基金部分收取托管费；FOF的管理人运用FOF财产申购自身管理的其他基金，基金管理人不得收取申购费、赎回费（不包括按照基金合同应归入基金资产的部分）、销售服务费等销售费用。这类似于美国公募FOF常见的“内部管理人+内部基金”的管理模式，缓解了FOF双重收费导致的劣势。

参考美国公募基金的发展，1999年美国公募基金数量超过股票数量，公募基金开始了爆发增长的阶段；目前，我国的公募基金已经达到3000多只，超过了股票的数量，因此推出公募基金FOF具有合理性和必要性。随着运作指引的出台，公募基金FOF未来的发展将更为成熟，发展

潜力可期。

## (2) 私募FOF

我国证券类私募FOF基金起始于2005年，私募FOF于2010年开始加速增长；尤其在2012年以后，更是以每年50%的速度在发展，势头强劲。虽然私募FOF发展势头迅猛，但其市场占有率依然较小。目前，私募基金FOF的规模只占证券类私募基金的2.6%，而同期国外对冲基金FOF规模已经占到整个对冲基金规模的24%，与国外同行相比，我国私募基金FOF依然存在较大的发展空间。

券商集合理财计划是国内FOF基金重要的实现形式。券商是我国私募基金FOF最早的发起者，如招商证券、光大证券、华泰证券等都是起步较早的FOF管理人。券商资产管理部门以集合理财的形式发起的FOF基金已经拥有相当的规模。近两年，无论是从资产规模还是发行数量来看，都有巨大的增幅，2014年末净资产涨幅达到224%，2015年涨幅也接近40%。然而这也只占到全部券商集合理财产品净资产规模的1%左右，未来发展前景巨大。

此外，阳光私募也是一种重要的FOF基金组织形式，独立的财富管理机构以及信托公司是国内私募基金FOF的重要参与者。根据wind数据库统计，最早成立的FOF类私募基金是由深圳市柏恩投资有限责任公司发起、受托于中融国际信托公司、在2010年11月26日成立的龙动力1期，其主要投资标的是权益类投资。FOF类私募基金产品在2015年有了长足的发展，在2014年12月共有13只FOF私募基金在市场上运作，而1年后 FOF类阳光私募基金增长至113只。

## 2、中国FOF面临的困境

由于FOF是海外新引入的产品，受投资机构对FOF运作方式的不明晰与投资策略失当的影响，整体来说，此类产品的收益率并不突出，资产净值与公募基金产品相比优势也不明显。因此FOF产品的发展，面临以下四个问题。

产品定位不清晰：FOF基金是投资于基金的基金，其与普通基金最大的差别是通过资产配置实现对风险的管控。而目前国内FOF基金在资产配置环节缺失严重，挂着FOF的名头，走的仍是普通基金的定位。

**投资流程不合理：**典型的FOF投资流程包括4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。

**基金选择无量化模型支撑：**由于研究力量的缺乏，基金选择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；国内大类资产的缺乏导致FOF基金无法发挥出其优势，造成FOF基金与子基金趋同。此外，由于一些政策限制，像保险资金以及企业年金这种以FOF模式管理资产的机构被允许投资的标的也相对单一。

**管理者权限边界不明确：**发挥母基金管理者和子基金管理者各自能力的优势是FOF基金产生的目的，FOF的分层模式确保了任何层级上的决策失误都会得到有效收缩。任何一支子基金的管理者如果出现宏观上的决策失误都不会影响到整体FOF的宏观判断，判断错误止于资产配置这一层面。然而，目前很多FOF基金经理却越过子基金管理人直接选择相关个股标的，判断行业走势，风格切换迅速，仓位调整频繁，越俎代庖的同时也影响了自身应承担的资产配置任务。因此，市场上许多的FOF产品有非常明显的行业选择偏好，几乎丧失了FOF产品在风险分散上的独有优势，造成了FOF与普通基金趋同的现象。

### 3、中国FOF市场的发展契机

我国金融市场上的机构占比相较发达国家成熟市场要小很多，未来注册制的推行将进一步减少散户的比例。在这样的背景下，市场需要专业的FOF基金帮助投资者寻找优秀标的，解决投资者盲目投资的问题。

同时，国内市场利率进一步降低释放出大量流动性，资产方对于风险相对较低、收益稳定的产品有着极大需求。而且随着国内基金业、私募行业近几年迅速发展，优秀管理团队不断涌

现，为FOF基金积累了一定的管理人才。

从2010以来，国内FOF基金的发展逐渐加速。继信托系、券商系FOF之后，第三方理财机构FOF，以及银行、保险等都参与进来，越来越多的私募也参与到FOF这一领域。对机构来说，FOF基金还可以发挥中介的作用，将投资者的财富配置给不同类别的基金，为子基金扩大规模提供帮助。

银行拥有大量的高净值客户，对冲类产品将成为银行最重要的FOF品类。截至2010年数据显示，全球FOHF规模大约占到共同基金的2.25%，每一万富裕人口就拥有5亿美元FOHF资产。而国内TOT/FOHF产品规模仅占公募基金规模的0.38%左右，每万个富裕人士拥有的TOT/FOHF类资产仅为0.23亿美元，FOHF正是在股市暴涨暴跌、市场避险情绪上涨的背景下的投资蓝海。然而目前由于国内私募基金政策尚不完善，政策风险较大，且对冲基金基数较小，发展良莠不齐，对FOHF的发展造成一定的阻碍。

#### 4、中国FOF市场的未来展望

国内FOF基金起步不过十年时间，但发展速度很快。目前市场上已有接近500支非公募FOF基金，尤其是在近两年发展速度惊人。有理由可期，未来FOF将在基金市场上占有重要的一席之地。

从类型上看，随着基金市场产品越来越多样化，可配置的资产类型进一步补充，FOF可投资的标的也越来越多，目前FOF产品类型也将进一步丰富。尤其值得注意的是，目标期限基金在中国还未发展起来，参考美国目标期限基金巨大的资产管理规模，中国可以借鉴相似发展路径。如果政策能够放开，中国巨量的养老保险资金规模将会带来巨大的资金注入。目前中国年金基金存量已达7000亿，机关事业单位正在建立年金制度，改革以后每年增量大约上千亿，再加上企业年金的增量一千多亿，合计年度增量接近3000亿元，因此未来对生命周期基金的需求是有巨大潜力的。

从管理人上看，券商、信托在FOF产品上发展已经逐渐成熟，第三方理财机构、银行、保险也将跟进，未来FOF有望形成基金市场上的新的热点。

从政策上看，2016年6月证监会发布了《公开募集证券投资基金运作指南第2号——基金中基金指引（征求意见稿）》，公募基金FOF即将进入实质性操作阶段。FOF公募基金的放开成为基金发行人产品线完善、产品创新的新蓝海。

随着FOF基金规模不断发展，这一新兴市场将吸引更多的投资者与管理机构。对于FOF运作方式与投资策略的研究也会更为深入和成熟。未来国内FOF收益率与规模值得期待。

#### 四、FOF的资产配置和甄选

##### 1、FOF的资产配置

自上而下的资产配置是国内投资者在进行投资决策时极易忽略的环节，也是目前国内资管机构在面对终端投资者需求缺失的一环。而在中国股市暴涨暴跌、周期鲜明的大背景下，基本正确的资产配置显得尤为重要。

FOF基金相较其他基金最大的优势在于对资产配置的把握。一般的基金在标的市场品种选择上投入大量精力，深挖个股等战术性策略上做的很成功，然而，有限的精力导致普通基金在战略性策略上存在软肋，FOF基金首先解决的就是在各个标的市场之上的资产配置，即大类资产配置，然后是各标的市场上的类别资产配置，如股票是投资价值股还是成长股，债券是企业债或政府债，再之后选出各细分下优秀的基金。明确的分工让FOF基金管理人和各子基金管理人能够在各自专业的领域发挥专长，做出尽可能准确的投资判断。

常规的FOF投资流程为：产品设计、策略设置、基金筛选与组合构建、动态风险控制与绩效评估以完成基金产品的检讨重构。FOF的收益来源也与投资流程一致，最主要的来源是大类资产配置，其次是类别资产配置，最后才是具体品种。

大类资产配置定方向：FOF基金在产品阶段就需要通过宏观分析预判确定资产配置策略，不仅包括当前市场环境下资产配置方案，还有市场环境变化时，资产配置调整的方式。大类资产配置通过将资金分配于股票、债券、银行存款、房地产等领域，锁定一部分风险，定下FOF基金的整体基调。

类别资产定题材：类别资产是介于大类资产与具体标的之间，按照风格、性质划分的各类

资产。一般而言，长期来看，同类资产的投资收益会趋同，不同类资产投资收益则分化。照此规律，一旦类别资产配置确定，FOF基金就基本能锁定部分期望收益，因此，类别资产配置成为FOF收益的又一重要来源。类别资产配置确定的是大类资产下的方向，一般而言，类别资产配置的重要性还体现在其与大类资产配置之间的牵制，大类资产配置激进时需要类别资产配置有一定的防御性，而大类资产配置保守时，可在下层配置激进的类别资产。

具体品种看逻辑：虽然同一细类下的基金业绩会趋同，但基金的风格本身并不是固定不变的，基金投资的标的可能会随着市场环境的变化脱离类别资产配置的目标。例如，在股市持续上涨的行情下，基金经理可能会增加小盘成长股的比重，从而使整个基金的风格发生偏移。同时，基金业绩也有相当大的偶然因素，只关注历史收益率容易产生误判，因此还需分析其背后的投资逻辑是否稳定一致，其业绩是否有可靠的投资行为支撑。

## 2、FOF的甄选

投资者在进行FOF投资决策时，除了需要考虑基金管理人的资产配置、历史业绩等因素外，还需要考虑以下因素：

是否具有收益补偿机制：目前市场上的FOF产品中，有些产品设置层级，管理者以一定的自有资金投资于劣后收益级，并承诺当委托投资者的本金出现亏损或未达保障收益时，管理者以自有份额资产或者收益进行补偿。在运作水平相当的情况下，管理者参与的自有资金越多，投资者的资金安全性就更有保障。

投资者补偿方式：对于有收益补偿措施的FOF产品来说，补偿方式并不相同。有的承诺以管理者自有份额资产进行补偿，如招商基金宝；有的承诺以自有份额收益进行补偿，如光大阳光2号；还有的则承诺以管理费进行补偿，如广发增强型基金优选4号。一般来说，以自有份额资产进行补偿的，机构承担的责任最大，因此投资也更稳妥、更抗跌，但与此同时，风险与收益并存，该类产品的投资收益也不及其他产品。

从投资风格来说，承诺保障收益的产品投资风格相对激进，一般来说，此类产品的实际收益率相对较高。而承诺保本的产品投资风格相对保守，因为基金管理人更为关注的是本金的安全性。

费率与业绩提成：和基金产品类似，FOF产品需要收取一定的参与费、退出费、管理费及托管费。管理费、托管费和销售服务费每日计提，已在净值中扣除。此外，投资者需要支付参与费和退出费。部分理财产品不收取参与费，而退出费的高低一般与持有时间成反比，退出费用随着持有时间增加而减少。

与普通基金不同的是，大部分FOF产品设置了业绩提成条款，当投资业绩超过一定标准时，券商将提取部分超额收益作为报酬。业绩提成比例的高低直接影响投资者获得的收益。

转载自：招商固收研究 作者：招商固收研究团队

## ② 大有理财

### 货币错配 (currency mismatch)

货币错配 (currency mismatch) 是指一个权益实体(包括主权国家、银行、非金融企业和家庭)的收支活动使用了不同的货币计值，其资产和负债的币种结构不同，导致其净值或净收入(或者兼而有之)对汇率的变化非常敏感的现象。

从存量的角度看，货币错配指的是资产负债表(即净值)对汇率变动的敏感性；从流量的角度看，货币错配则是指损益表(净收入)对汇率变动的敏感性。

## 四、大有幽默

### 食堂里的套利机会

### 食堂里的套利机会

A：我发现我们食堂存在套利机会。

B：说来听听。

A：食堂的食物7刀一磅，而培根的市场价差不多10刀一磅。加上培根煎过之后质量不到原来的一半，这是一个绝佳的套利！

B：那你要怎么做呢？

A：我每次都多吃一点。

B：怪不得你这么肥。

### 附录：本周集合信托产品发行统计

| 产品名称                                | 产品期限<br>(年) | 预期收益<br>率 | 资金投向 | 发行规模<br>(亿元) |
|-------------------------------------|-------------|-----------|------|--------------|
| 百瑞信托·富诚 257 号集合资金信托计划               | 3           | 7-7.2%    | 基础产业 | 3.3          |
| 大业信托·南通皓海应收账款投资集合资金信托计划             | 3           | ——        | 基础产业 | 5            |
| 方正东亚信托·方兴 173 号西安绿源集合资金信托计划         | 2           | 6.7-7%    | 基础产业 | 4            |
| 光大信托·名筑 1 号武汉恒大首府集合资金信托计划           | 1.5         | ——        | 房地产  | 1            |
| 光大信托·为海建材流动资金贷款集合资金信托计划             | 1           | 8-8.5%    | 工商企业 | 0.5          |
| 国民信托·海安新农建 2 号应收账款集合资金信托计划          | 3           | 6.1-6.3%  | 基础产业 | 1.5          |
| 国民信托·山西运城城投经营收益权转让及回购集合资金信托计划       | 2           | 6.7-7%    | 基础产业 | 5            |
| 国民信托·响水港城建发集合资金信托计划                 | 2           | 6.3-6.5%  | 基础产业 | 4.5          |
| 华信信托·悦信理财一年期集合资金信托计划（第 48 期）        | 1           | 6.5-6.7%  | 金融机构 | 0.5          |
| 华信信托·悦信理财一年期集合资金信托计划（第 49 期）        | 1           | 6.5-6.7%  | 金融机构 | 0.5          |
| 四川信托·恒大地产优债 12 号集合资金信托计划            | 2           | 7.2-7.6%  | 房地产  | 9.5          |
| 四川信托·恒大地产优债 6 号集合资金信托计划             | 2           | 7.2-7.5%  | 房地产  | 4.9          |
| 四川信托·简阳工投集合资金信托计划                   | 2           | 6.2-6.8%  | 基础产业 | 4.5          |
| 四川信托·蓉城 1 号集合资金信托计划                 | 2           | 6.2-8%    | 金融机构 | 0.6          |
| 万向信托·工商企业信托基金 22 号集合资金信托计划          | 2           | ——        | 工商企业 | 6            |
| 万向信托·基建 168 号集合资金信托计划               | 3           | ——        | 基础产业 | 3            |
| 西部信托·天府新津城投债权投资集合资金信托计划             | 2           | 6.8-7.2%  | 基础产业 | 2.5          |
| 新时代信托·蓝海 637 号集合资金信托计划              | 1           | 8-8.2%    | 金融机构 | 2.5          |
| 新时代信托·鑫业 1622 号信托贷款集合资金信托计划         | 1           | 7%        | 工商企业 | 0.58         |
| 新时代信托·鑫业 1647 号信托贷款集合资金信托计划         | 1           | 7%        | 工商企业 | 0.73         |
| 中诚信托·天津智慧山贷款项目集合资金信托计划              | 2           | 6.6-7.2%  | 房地产  | 2            |
| 中建投信托·安泉 65 号（碧桂园基金玉林项目）集合资金信托计划    | 1           | 6.1%      | 房地产  | ——           |
| 中江信托·贵州遵义市正安县应收账款投资集合资金信托计划         | 2           | 7.3-7.8%  | 基础产业 | 1            |
| 中江信托·通江县红峰投资经营有限责任公司千佛安置房贷款集合资金信托计划 | 3           | 7.8-8.1%  | 基础产业 | 0.8          |
| 中融信托·产金 8 号集合资金信托计划                 | 2           | 7.2-7.6%  | 基础产业 | 9            |
| 中泰信托·弘泰 1 号集合资金信托计划                 | 2           | 7-7.2%    | 基础产业 | 3.5          |
| 中铁信托·成华区债权投资四期集合资金信托计划              | 1           | 6.3-6.5%  | 房地产  | 2            |
| 合计                                  |             |           |      | 78.91        |

数据来源：大有财富金融产品中心（数据截止日期为 2016 年 06 月 26 日）

## 免责声明：

本报告的新闻信息及数据信息均来自公开渠道，本公司对这些信息的准确性、完整性不作任何明示或默示的承诺或保证，也不保证这些信息不会发生任何变更；本报告的分析、意见仅反映了本公司研究员的个人观点，其逻辑基于研究员个人的职业理解，通过合理判断作出的分析结论，未受任何第三方的授意、影响；本报告文中的分析、观点力求客观、公正，但不代表任何确定性、最终性的判断，投资者对此作出的任何决策与本公司和作者无关。

## 重要声明：

本报告仅供参考资料使用，客户不得尽依赖此报告而取代之独立判断，本公司及作者不对因使用本报告产生的任何后果承担法律责任；本报告的知识产权归北京金信大有资产管理有限公司及作者共同所有，未经前者许可，任何组织、个人均不得对本报告内容以转载、复制、编辑、上传、发布等形式使用于任何场合。如需引用、转载、刊发须注明出处北京金信大有资产管理有限公司，且不得对本报告内容进行有违原意的删节、修改。

**（任何人使用本报告，视为同意以上声明。）**

如需参考更多信息，请登录大有财富官方网站[www.dayouwm.com](http://www.dayouwm.com)。

### 联系方式

地址：北京市朝阳区建国门外大街1号国贸写字楼1座18层

邮编：100004

电话：010-65050807