



清华大学五道口金融学院
TSINGHUA UNIVERSITY PBC SCHOOL OF FINANCE

Report of Mutual Funds in >>>
China 2017

2017年中国公募基金 研究报告

曹泉伟 等 / 著



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press



清华大学五道口金融学院
TSINGHUA UNIVERSITY PBC SCHOOL OF FINANCE

2017年中国公募基金 研究报告



曹泉伟 等 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

2017 年中国公募基金研究报告 / 曹泉伟等著. —北京:
经济科学出版社, 2017. 4

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7963 - 7

I. ①2… II. ①曹… III. ①投资基金 - 研究报告 -
中国 - 2017 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 090410 号

责任编辑: 齐伟娜

责任校对: 刘 昕

责任印制: 李 鹏

2017 年中国公募基金研究报告

曹泉伟 等著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编辑部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 15 印张 300000 字

2017 年 5 月第 1 版 2017 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7963 - 7 定价: 48.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 翻印必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn)

Report of Mutual Funds in

China 2017



前言

2016 年年初，A 股市场实施熔断机制，仅仅四天，上证指数、深证指数和创业板指数集体下跌超过 10%，市值蒸发数万亿元。上证综指从 2016 年 1 月开盘的 3536 点跌至年末收盘的 3103 点，在 2 月甚至达到最低点，为 2638 点。从整体上看，2016 年的 A 股股市呈现疲软状态。伴随着股票市场近年来的波动，投资于股票市场的基金也会与股市产生“共振”。与此同时，随着我国步入全面资产管理时代，由于互联网金融的兴起、货币市场基金的爆发等热潮，公募基金行业与人们的日常生活越发紧密地联系起来。

本书通过使用严谨的模型和详尽的数据分析，尝试从多角度研究公募基金行业的发展历程，公募基金在 2003 ~ 2016 年期间的收益和风险，公募基金经理是否具有选股能力和择时能力，以及公募基金的业绩是否有持续性。本书的主要内容如下。

第一章介绍公募基金行业的概况。首先，回溯公募基金行业艰难曲折的发展历史，发现公募基金作为市场中一类重要的机构投资者，已经跨入全面市场化发展的阶段。其次，从投资者来源、监管程度、收费标准、投资策略的灵活性、流动性和基金管理人的追求六个方面对比分析公募基金和私募基金，从而了解公募基金的内涵和性质。另外，探究 2016 年公募基金市场的新动态，包括公募基金中基金（FOF）的推出，机构定制型基金的爆发，以及私募基金行业与公募基金行业的紧密联系。最后，从公募基金的数量、资产管理规模、基金分类和基金费率四个方面对公募基金行业发展的总体现状进行分析。

第二章探讨主动管理的股票型基金能否战胜被动管理的指数基金，为投资者创造更高的投资回报。我们从绝对收益和风险调整后的收益这两个角度，对比分析主动管理的股票型基金和万得全 A 股综合指数所代表的指数型基金的业绩差异。

第三章分析公募基金经理的选股能力和择时能力。对于投资主动管理的股票型基金的投资者而言，选择一位优秀的基金经理是他们投资成功的关键。我们的研究采用 Fama-French 三因子模型，考察基金经理的选股能力；运用 Treynor-Mazuy 模型，评估基金经理的择时能力。对两种模型，我们都使用自助法（Bootstrap）检验，检验基金经理的能力是否来自于运气因素。此外，我们还用基金自己公布的自

身比较基准来代替市场指数，分析基金经理在自己选用的业绩比较基准之下，是否具有选股能力和择时能力。

第四章研究公募基金的业绩是否有持续性，即研究过去业绩优秀、投资收益较高的基金是否在未来仍然取得优异的投资业绩。我们采取股票型公募基金收益率的 Spearman 相关性检验、绩效二分法检验、描述统计检验以及基金夏普比率的描述统计检验共四种方法，对 2007~2016 年间排序期为一年（或三年），检验期为一年的基金业绩的持续性进行检验。

本书通过定性的归纳总结和定量的数据分析，力求以客观、独立、深入、科学的方法，研究我国公募基金的相关问题，希望帮助业界和投资者对公募基金行业的发展历史形成一个清晰的脉络，加深对公募基金行业发展现状的理解，同时也为关注公募基金行业未来发展的各界人士提供一定的参考。

本书是清华大学五道口金融学院民生财富管理研究中心多年积累的研究成果，是继我中心出版的《2016 年中国公募基金和私募基金研究报告》之后的连续报告。2017 年，我们将更多的研究成果做成姊妹篇——《2017 年中国公募基金报告》和《2017 年中国私募基金报告》，以飨读者。

本书包含着研究中心所有工作人员的心血和智慧。在研究中心主任曹泉伟教授和副主任陈卓教授的共同主持下，数位研究人员门焱、姜白杨、高兆禾、杜琳和石界，在过去整整一年的时间里，系统地梳理公募基金行业的历史，跟踪 2017 年的行业热点，更新描述公募基金行业现状的数据，分析主动管理的股票型基金和被动管理的指数型基金的业绩差异，研究基金经理的选股能力和择时能力，探究基金业绩的持续性。在整个撰写过程中，曹泉伟教授和陈卓教授对本书多次提出指导性意见并且审阅书稿，而中心其他成员乔芳、王蕾也一起参与了本书的校订和修改工作。

感谢清华大学五道口金融学院的大力支持，感谢来自学界、业界、监管机构各方人士在书稿写作过程中提供的帮助。在此，特别鸣谢民生银行对民生财富管理研究中心的慷慨捐赠，正是由于民生银行的大力支持，民生财富管理研究中心才能专注于运用现代经济金融理论，结合前沿量化研究方法，分析研究金融市场的产品与投资策略，搭建学术研究和金融业界交流的平台。由衷感谢各方的支持和帮助，在此一并致谢。

目 录 CONTENTS

第一章 中国公募基金行业发展概览 / 1

一、简要历程	1
二、公募基金与私募基金的主要区别	4
三、2016 年公募基金行业发展的新动态	6
(一) 基金中基金 (FOF) 的兴起	6
(二) 机构定制型基金的“爆发”	11
(三) 公募基金与私募基金的“互通”	14
四、发展现状	16
(一) 基金数量	16
(二) 基金资产管理规模	18
(三) 基金分类	21
(四) 基金费率	25
五、小结	27

第二章 主动管理与被动管理

——股票型公募基金能否战胜大盘指数 / 28

一、绝对收益分析	29
(一) 年度收益率的比较	30
(二) 基金超越指数的比例	32
(三) 累计收益率的比较	33
二、风险调整后收益分析	35
(一) 基于夏普比率的分析	35
(二) 基于索丁诺比率的分析	47
三、股票型基金的收益率、夏普比率和索丁诺比率的相关性	59
四、小结	61

第三章 优秀业绩从何而来

——公募基金经理的选股能力与择时能力 / 63

一、选股能力分析	65
二、择时能力分析	71
三、选股能力和择时能力的稳健性检验	74
四、区分基金经理的能力与运气	85
五、基于公募基金自身基准研究基金经理的能力	92
(一) 选股能力	93
(二) 择时能力	97
六、小结	101

第四章 公募基金的业绩是否有持续性 / 103

一、收益率持续性的 Spearman 相关性检验	104
二、收益率持续性的绩效二分法检验	106
三、收益率持续性的描述统计检验	111
四、夏普比率持续性的描述统计检验	137
五、小结	161

附录一 股票型公募基金近五年业绩描述统计表 (按年化收益率排序):

2012 ~ 2016 年	163
---------------------	-----

附录二 股票型公募基金经理近五年的选股能力 (按 α 排序):

2012 ~ 2016 年	185
---------------------	-----

附录三 股票型公募基金经理近五年的择时能力 (按 γ 排序):

2012 ~ 2016 年	208
---------------------	-----

参考文献	231
------------	-----

后记	233
----------	-----

中国公募基金行业发展概览

一、简要历程

我国公募基金行业自 1991 年开始发展至今，在不断深化的改革中产生和成长，经历了一个在探索中不断走向正规化、法制化、市场化的过程。本书将我国公募基金的发展划分为三个阶段：萌芽阶段、规范化发展阶段和市场化发展阶段。

第一阶段：1991 ~ 1997 年，公募基金的萌芽阶段。1991 年 7 月，中国人民银行珠海分行批准设立了由珠海国际信托投资公司独家发起和管理的“珠信基金”。该基金是我国最早的基金。随后，各地发行基金的速度加快，公募基金的发展进入“萌芽阶段”。但是因为缺乏法律监管体系，央行、央行的省级分行、各地政府等均可批准设立基金和基金管理公司，公募基金的设立和管理体系混乱。在基金运作过程中，经地方政府或者央行省级单位批准的基金在运作过程中维护各地政府、部门甚至个别企业的利益，基金管理公司与基金托管人相互关联，以及基金随意变更投资范围，甚至高比例持有高风险的投资标的等伤害投资者利益的现象广泛存在。为建立市场秩序，中国人民银行总行于 1993 年 5 月发布《关于立即制止不规范发行证券投资基金和信托受益债券做法的紧急通知》，收拢基金审批成立的权利，随后开始全面清理整顿市场。通知要求，省级分行制止不规范发行证券投资基金和信托受益债券的做法，规定未经总行批准，任何部门一律不得越权审批。此后，各级分行未再批准任何基金的设立。截至 1997 年，我国共成立 75 只证券投资公募基金，经整顿重组后为 22 只。此阶段的公募基金处在“野蛮”生长的阶段，但能在我国建立不久的金融市场体系中自然产生，可见是顺应了人们的投资需求。

第二阶段：1997 ~ 2012 年，公募基金的规范化发展阶段。1997 年 11 月，国务院发布《证券投资基金管理暂行办法》，对基金的设立、募集和交易，基金托管人、基金管理人、基金持有人的权利和义务等方面进行了详细规范，自此，公募基金进入“规范化发展阶段”。1998 年 3 月，“基金金泰”、“基金开元”获准发行，

成为我国第一批规范的封闭式公募基金。

为最终实现中央于 1998 年提出的国有企业 3 年脱困的目标，解决好企业融资难的问题，我国开始大力发展公募基金，培养一批机构投资者，引导个人投资者将资金从储蓄向投资转化。各方面政策开始大力扶持基金业的发展：基金获得新股配售的特权；允许保险资金和社保基金流入基金市场。然而，由于监管停留在基金的发起设立方面，对交易规范不足，再加上基金的封闭性，使得投资者对基金管理公司的投资和运作无硬性约束，基金管理公司可以极其便利地向本公司或关联方进行利益输送。2000 年 10 月，媒体揭露基金管理公司利用基金的封闭性进行投机的“基金黑幕”事件的发生，直接催化了我国开放式公募基金的试点进程。2000 年 10 月，证监会发布《开放式证券投资基金试点办法》。2001 年 9 月，首只开放式公募基金“华安创新”设立。此后，开放式公募基金得到快速发展。2003 年 10 月，《证券投资基金法》通过，它以法律的形式确认了基金业在证券市场中的地位和作用，明确了市场主体的准入和约束机制，强化了基金管理人和托管人的法律责任和义务。同年，随着国外机构投资者开始加入我国公募基金市场参与竞争，我国开始实施合格境外机构投资者（Qualified Foreign Institutional Investors, QFII）制度。与此同时，随着开放式基金发行速度明显加快，可供投资者选择的基金品种和数量迅速增加。为应对基金行业日益激烈的竞争，基金管理公司在传统价值型基金、成长型基金、平衡型基金的基础上，开发出债券型基金和指数型基金等新的基金品种。此后，公募基金的产品创新层出不穷，规模不断扩大，各种类型的投资基金不断涌现。

但自 2004 年私募基金加入激烈的市场角逐后，公募基金相较于私募基金的发展开始呈现出一定的劣势。根据相关法律法规，公募基金管理公司的主要股东的经营范围，以及基金的投资范围等方面有着诸多约束性规定。公募基金的投资决策不如私募基金灵活，分配制度不及私募基金有激励作用，因此行业人才流失严重。市场上在 2007 年和 2009 年出现过两波公募基金经理转投私募行业的潮流。由此可见，公募基金行业的“规范化发展阶段”是在法律的严格监管、政策的积极扶持以及市场的激烈竞争这三重力量的共同作用下探索前行的。

第三阶段：2012 年至今，公募基金的市场化发展阶段。随着全面资产管理时代的到来，基金行业于 2012 年迎来中国金融创新的元年。“放松管制、加强监管”成为我国金融监管改革的总体思路。2012 年 11 月，《证券投资基金管理公司管理办法》开始施行。该办法降低了基金管理公司的准入门槛和业务监管，延长了主要股东持股锁定期，进一步规范了股东和实际控制人行为，建立起公司风险控制指标监控体系和监管综合评价体系，强化监管措施，维护基金持有人利益。2013 年 6 月，做出重大修订后的《证券投资基金法》（以下简称“新基金法”）正式实施，在市场准入、投资范围、业务运作等方面为公募基金大幅“松绑”，力图增强公募

基金管理公司的管理能力，并打造其竞争优势。新基金法对公募基金放松管制的内容包括：放宽基金管理人、基金托管人的资格范围，放宽基金管理公司的股东条件，将基金募集由“核准制”向“注册制”转变，放宽关联交易等方面的限制，放宽基金从业人员的证券投资活动，精简基金管理人、基金托管人核准等多项行政审批事项。与新基金法配套施行的法律法规包括：《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》《证券投资基金销售管理办法》《证券投资基金托管业务管理办法》，以及《公开募集证券投资基金运作管理办法》（以下简称《运作管理办法》），等等。这一系列的法律法规将公募基金行业推入巨大的市场化变革之中，在为公募基金行业的发展奠定更健全的制度基础、搭建更广阔的舞台的同时，也为行业带来银行、信托、保险以及私募基金等机构竞争者，使得整个基金市场运作更加规范，竞争更加激烈。

在这一时期，证监会还发布了《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》《黄金交易型开放式证券投资基金暂行规定》，以及《公开募集证券投资基金参与国债期货交易指引》等多项法律法规，使得基金管理公司的投资范围放开到股市、债市、商品等二级市场以外的股权、收益权等实体经济领域，拓宽了基金管理公司在资本市场和货币市场以外投资的新领域。

近年来，余额宝与天弘基金的合作取得巨大成功，众多互联网公司与公募基金管理公司合作，推出各类货币市场基金产品，货币市场基金自此爆发。在互联网金融平台上，公募基金与大数据的结合，为基金在满足投资者需求前提下的创新带来无限可能。自 2015 年以来，随着内地与香港基金互认，基金参与沪港通交易，以及基金中基金（FOF）的推出，公募基金行业在全面市场化的发展之路上越走越远。表 1-1 列示了在公募基金行业市场化发展阶段我国监管部门推出的有关公募基金行业的重要政策。

表 1-1 公募基金行业市场化发展阶段重要政策一览表

正式施行日期	监管政策名称
2012 年 11 月 1 日	《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》
2012 年 11 月 1 日	《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》
2013 年 1 月 25 日	《黄金交易型开放式证券投资基金暂行规定》
2013 年 4 月 2 日	《证券投资基金托管业务管理办法》
2013 年 6 月 1 日	《证券投资基金法》
2013 年 6 月 1 日	《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》
2013 年 6 月 1 日	《证券投资基金销售管理办法》

续表

正式施行日期	监管政策名称
2013 年 9 月 3 日	《公开募集证券投资基金参与国债期货交易指引》
2014 年 8 月 8 日	《公开募集证券投资基金运作管理办法》
2015 年 3 月 27 日	《公开募集证券投资基金参与沪港通交易指引》
2015 年 7 月 1 日	《香港互认基金管理暂行规定》
2016 年 9 月 11 日	《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》

资料来源：证监会网站。

二、公募基金与私募基金的主要区别

公募基金是指通过发售基金份额，将众多不特定投资者的资金汇集起来，形成独立财产，委托基金管理人进行投资管理，基金托管人进行财产托管，由基金投资人共享投资收益、共担投资风险的集合投资方式。基金管理机构和托管机构分别作为基金管理人和基金托管人，一般按照基金的资产规模获得一定比例的管理费收入和托管费收入。因此，公募基金具有集合理财、专业管理、组合投资、分散风险、严格管理、信息透明、独立托管、保障安全等特点。

按照资金募集方式的不同，我国的证券投资基金被分为公募证券投资基金（以下简称“公募基金”）和私募证券投资基金（以下简称“私募基金”）。公募基金是通过向不特定投资者公开发行受益凭证进行资金募集的基金，而私募基金是通过向少数特定投资者以非公开方式进行资金募集的基金，对投资者的风险承受能力有一定的要求。我们通过对比分析公募基金和私募基金，了解公募基金的内涵和性质，帮助有不同需求的读者做出更好的判断。两者的区别主要有以下几点。

1. 投资者来源不同

公募基金的募集对象是广大社会公众，即社会不特定的投资者，包括个人投资者和机构投资者。公募基金份额持有人的人数不少于两百人。私募基金的募集对象则严格限定在符合特殊条件的合格投资者范围内。证监会于 2014 年 6 月通过的《私募投资基金监督管理暂行办法》规定：私募基金的合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元且符合相关标准的单位和个人，其中属于合格投资者的机构包括：（1）社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金；（2）依法设立并在中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）备案的投资计划；（3）投

资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员；（4）中国证监会规定的其他投资者。

值得一提的是，保险资金、养老保险基金和社保基金等规模庞大，作为更可能对资本市场起到稳定作用的机构投资者，对公募和私募基金投资的政策规定有所不同。2014年4月，保监会修改的《保险资金运用管理暂行办法》将“证券投资基金”纳入了保险资金的投资范围，这表明证券类的公募基金和私募基金均可成为保险资金的投资对象。2015年8月，国务院印发的《基本养老保险基金投资管理办法》规定，养老保险基金可投资于“境内上市流通的证券投资基金”，这表明只有上市的公募基金符合被投资条件，而私募基金目前尚无缘养老保险基金。2016年5月，《全国社会保障基金条例》正式实施，提出“投资运营全国社会保障基金，应当科学配置经国务院批准的固定收益类、股票类和未上市股权类等资产”。一直以来，全国社会保障基金理事会对证券投资基金的投资主要是委托给公募基金管理公司等机构。

2. 监管程度不同

公募基金通过公开发售的方式募集资金，涉及众多的投资者，社会影响面广，因此，监管部门在基金的募集，基金份额的申购、赎回和交易，基金的投资方向与比例，基金收益的分配次数、比例及方式，基金信息的披露内容及时间等各方面都进行了严格的规范和监管。我国公募基金管理公司的设立门槛高，需经过证监会的批准，公募基金产品的注册审核过程严格，也要证监会批准。

相比较而言，私募基金是向特定投资者募集资金，投资者范围小，社会影响面窄，运作方式灵活，交易策略保密性高。因此，私募基金受到的监管约束较少，投资运作等方面主要依照基金合同，以自律管理为主，信息披露的要求也相对较低。我国私募基金施行的是在基金业协会完成的登记备案制度。基金业协会对私募管理人和私募基金产品不做实质性的事前审查。

3. 收费标准不同

公募基金只按照固定比例收取管理费，没有业绩提成，不同类别的公募基金收取的管理费率不同。据 Wind 数据显示，截至2016年底，我国股票型公募基金的平均管理费为1%左右；债券型公募基金的平均管理费为0.6%左右；货币市场基金的平均管理费为0.3%左右。私募基金的收费方式为固定管理费加收益提成，一般称为“2-20”收费模式。这是国际通行的收费模式。在这种收费模式下，2%的固定管理费与私募基金的业绩无关，而20%的业绩报酬是在满足一定条件后提取。当私募基金产生盈利而且达到合同条款的要求时，私募基金管理人才提取盈利的20%作为回报，而这20%的业绩报酬一般称为“浮动管理费”。

4. 投资策略的灵活性不同

公募基金募集的资金额度的下限是 2 亿元人民币，规模相对较大。2014 年 7 月证监会修改的《公开募集证券投资基金运作管理办法》对公募基金投资方向和比例的规定相当严格。例如，股票型基金的持仓下限从原来的 60% 调整到 80%；规定“同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，不得超过该证券的 10%”，等等。私募基金的规模通常在几千万元至 1 亿元，相对于公募基金，总金额比较小，投资方向、比例和策略可以由基金管理人灵活控制。私募基金在某一类投资标的的仓位可在 0 ~ 100% 之间自主调整。

5. 流动性不同

公募基金按照运作方式的不同分为封闭式基金和开放式基金，而对流动性的讨论主要对应的是开放式公募基金。开放式公募基金没有发行规模的限制，投资者在每个交易日都可以进行申购和赎回的操作，赎回的资金通常为 T+3 个工作日到账。市场上一些货币市场基金甚至可以做到赎回资金 T+0 到账，即当天到账。私募基金按照合同约定，在每个月或每个季度的固定开放日进行申购和赎回，赎回的资金通常在 5 ~ 10 个工作日到账。有的私募基金会有几个月到几年的封闭运作期，在封闭运作期间不能赎回，否则需要缴纳较高的费用。据 Wind 数据，市场上有封闭期的私募基金的封闭运作期在 1 个月至 5 年半之间，赎回费用在 0.05% ~ 2% 之间。

6. 基金管理人的追求不同

公募基金的管理人关注基金业绩在同类基金中的排名，追求相对于某一基准的相对业绩。以华夏大盘精选基金为例，这只基金的业绩比较基准为“沪深 300 指数 $\times 55\%$ + 上证国债指数 $\times 45\%$ ”。该只基金的管理人会在基金的年报、半年报和季度报告中，披露基金份额净值增长率及其与同期业绩比较基准收益率的比较，由此向投资者揭示基金过去一段时间的业绩表现。私募基金管理人更加关注基金的绝对收益和超额收益。私募基金追求绝对收益，意味着无论证券市场上涨或是下跌，追求基金的收益率一定为正。

三、2016 年公募基金行业发展的新动态

（一）基金中基金（FOF）的兴起

我国公募基金行业中基金中基金（FOF）的动态。基金中基金（FOF）是以

基金为投资对象的基金，而不直接投资股票、债券和其他证券。按照标的基金的种类来区分，FOF 有公募基金的基金（Fund of Mutual Funds）、对冲基金的基金（Fund of Hedge Funds）、私募股权投资基金的基金（Private Equity Fund of Funds）以及信托投资基金的基金（Fund of Investment Trust Funds）等，其中公募基金的基金是我们讨论的公募 FOF。

回溯我国推出公募 FOF 的政策历程，可以看到我国公募 FOF 推出的政策环境是逐渐走向成熟的。2014 年 6 月，证监会发布《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》，提出要研究推出商品基金、基金中基金（FOF）等，鼓励公募基金在投资范围、投资市场、投资策略和产品结构等方面大胆创新。2014 年 8 月施行的《运作管理办法》首次提出 FOF 的具体定义，即“80% 以上的基金资产投资于其他基金份额的，为基金中基金”，真正拉开了公募 FOF 发展的序幕。直到 2016 年 6 月，证监会为拓展长期而稳定的资金来源，完善基金市场投资者结构，增加市场上的机构投资者，引导理性投资，推出《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）》。经过一系列的反馈和修改，《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》（以下简称《指引》）于 2016 年 9 月正式实施。《指引》进一步明确了基金中基金的定义，即基金中基金是指 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。

在《运作管理办法》的基础上，《指引》将我国公募 FOF 的投资标的限定为公募基金，且不得持有其他公募 FOF。《指引》的重要内容包括：强化分散投资，防范集中持有风险；保持 FOF 风格清晰、稳定，不允许持有分级基金等具有衍生品性质的产品；限制投资标的的条件，防止 FOF 成为新基金或迷你基金的帮忙资金；减少双重收费问题，防范利益输送；强化 FOF 的信息披露；明确基金公司开展 FOF 业务的组织架构等。为了落实更多的细则，在基金经理的自律管理上有所完善，基金业协会于 2016 年 10 月发布《关于基金中基金（FOF）的基金经理注册登记有关事项的通知》，要求 FOF 的基金经理通过相关考试，完成电子化登记注册。

2016 年 11 月，参加考试并通过 FOF 基金经理从业资格的人员陆续提交资质注册备案申请，也陆续得到批复。2016 年 12 月，首批公募 FOF 产品的申请获得受理，包括广发基金、招商基金、天弘基金和富国基金等基金管理公司旗下产品。公募 FOF 的发展在《指引》推出后的短短几个多月内成绩斐然，可见基金管理公司参与公募 FOF 的热情，以及监管层在多方面的大力支持。不难预计，2017 年将是我国公募 FOF 蓬勃发展的一年。

FOF 以“二次分散风险，专家集合理财”闻名于世。根据现代投资组合理论，基金中基金（FOF）通过集合投资管理，对基金进行分散化投资，可以实现资产的优化配置，风险再分散，降低产品业绩波动。依照组合理论，世界各国对公募基金

的监管都强化对标的资产的分散化投资。我国普通的公募基金产品的运作管理遵守“双十原则”，而《指引》规定 FOF 依照“双二十原则”，即 FOF 持有单只基金的市值不得高于资产净值的 20%，同一管理人管理的全部 FOF 持有单只基金不得超过被投资基金净资产的 20%（ETF 联接基金除外）。普通的公募基金产品通过在证券市场上组合投资实现风险分散，而公募 FOF 通过在基金产品市场上组合投资实现风险再分散。公募 FOF 的基金经理不但关心债券、股票或者商品的具体投资策略，而且更关注资产的优化配置，对基金管理人、基金产品投资风格和运作特点的跟踪，以及基金间的相关性分析，等等，通过科学的分析和专业的投资决策，追求长期稳定的投资回报。

FOF 作为基金产品中的一员，最大的优势和最主要的收益来源是大类资产配置。大类资产配置覆盖权益类、固定收益类、衍生品类、现金类和大宗商品类等投资种类，各类资产跟随国内国际的宏观经济环境变动会有不同的表现。据 Wind 数据显示，2016 年国外发达股票市场全面上涨：标普 500 上涨 11.96%，德国 DAX 上涨 6.87%；而我国股市表现不佳：上证综指下降 12.31%，沪深 300 下降 11.28%；我国债市全年震荡，中债一新综合财富指数微幅上涨 1.82%；同时，全球黄金商品上涨 4.78%，全球大豆商品上涨 5.53%。股票和债券的资产组合是一种最常见的大类资产间分散化投资组合方式。据厦门大学郑振龙和陈志英（2011）的研究，股票市场和债券市场的收益率存在动态的相关性，而当股票和债券存在负相关性时，资产组合获得分散化的收益就会比较高。依照美林时钟投资理论，在宏观经济周期的不同阶段，不同类别的资产表现不一。在经济增长加快时，大宗商品和股票表现突出；经济增长放缓时，债券、现金和防守型投资组合理论表现更佳。因此，FOF 可以通过大类资产配置的策略，把握不同类资产的特点，多元化组合投资，实现时间跨度、资金保护目标及预期回报来源之间的平衡，降低产品业绩波动，获得相对稳定的收益。

值得一提的是，公募 FOF 优化资产配置也可以通过投资于不同风险收益特征的基金，构建不同的特定投资理念或者投资策略。以美国的公募基金市场为例，公募 FOF 常见的投资策略包括全球配置型、混合另类股票、美国大盘混合股票和高息债券等，其中属于资产配置型的 FOF 占比最高。这些资产配置型的 FOF 产品中最主要的类型是目标日期基金和生活方式基金。目标日期基金也被称为目标退休基金，基金管理人以某个特定的退休时段为基础，按照预先设定的、随时间变动的动态资产配置方案构建投资组合。这些基金最显著的特征是名称附带日期，这些日期表示投资者计划退休的年份，常以 5 年和 10 年为间隔（如目标日期 2026 ~ 2030 年）显示。随着退休的来临，目标日期基金的投资组合将增加固定收益类资产（如债券），减少权益类资产（如股票），从而使得接近退休的投资者不必承担太多的风险。目标日期基金可以根据预先设定的资产配置方案调整资产组合，而无须应

对市场变化，但是它的回报不能保证，取决于市场表现，而且产品设计没有考虑到在同一时期退休的投资者可能有不同的风险偏好。

与目标日期基金不同，生活方式基金在开始时就制定投资策略，并且保持这种方式直至投资者退休，而目标日期基金努力在投资者退休时降低风险。生活方式基金的投资策略主要由个人投资者的风险偏好和回报水平决定。生活方式基金通常在名称中使用“保守型”、“稳健型”和“激进型”等字眼表明投资者选择承受的风险水平。根据 ICI（Investment Company Institute）的美国基金行业报告，截至 2015 年底，两种基金产品的总管理规模已达到 1.1 万亿美元，而整个公募基金市场的规模为 16 万亿美元。

尽管 FOF 具有优化资产配置、风险再分散、降低产品业绩波动等优势，但是也有一些明显的缺陷。其中，最受诟病的是“双重收费”的问题。FOF 作为一种理财工具，在管理时必然会有人力和物力的投入，不限于机构的研究、决策、交易、清算和营销等，既然有投入有成本，就应当收取费用。然而，在 FOF 层面提取一定的费用，又在投资的标的基金提取一次费用，这样叠加的费用将对基金的收益造成较大的侵蚀。公募基金管理过程中收取的主要费用是管理费和托管费。据 Wind 数据显示，截至 2016 年底，我国股票型基金的平均管理费为 0.98%，平均托管费为 0.19%，这样仅单层收费总计达到 1.17%。美国的先锋集团或者类似的大型基金公司，因其自身产品线丰富，旗下的 FOF 产品会采用内部管理人和内部基金的管理模式，有效避免“双重费用”问题。基金公司在这些产品运作时自己担任 FOF 管理人，投资于自己公司内的基金产品，在 FOF 层面不收费，仅收取子基金的管理费。

但是，FOF 投资基金公司内部的基金产品，面临道德风险和利益输送的问题。FOF 若认购表现好的基金，会有内幕交易的嫌疑，若认购表现差的基金则有可能是“帮忙资金”，防止基金清盘。另外，在我国券商 FOF、私募 FOF 等 FOF 产品的实践中还发现，若 FOF 投资于规模小的基金，子基金可能被大的基金操纵而失去独立性，也可能因为母基金撤资而无法存续，伤害其他投资者利益。FOF 的这些优缺点，在《指引》中都有一定的应对。例如，针对“双重收费”问题，《指引》做出以下规定：第一，基金管理人不得对 FOF 财产中持有的自身管理的基金部分收取 FOF 的管理费；第二，基金托管人不得对 FOF 财产中持有的自身托管的基金部分收取 FOF 的托管费。

此外，基金公司在 FOF 的管理模式上，除了可以投资自己公司的基金产品来构建内部 FOF 外，还可以在全市场挑选基金来构建外部 FOF。尽管在全市场挑选基金产品难以避免“双重收费”，但是有助于基金公司利用全市场的投研力量。鉴于全市场的基金鱼龙混杂，而一些第三方投资顾问机构拥有专业的 FOF 投资管理、产品筛选、组合构建、监控以及尽职调查流程，全面的基金特征信息，成熟的资产