

“私募2.0时代”系列丛书

私募证券FOF

大资管时代下的基金中基金

贾红波 王群航 编著

FUND OF PRIVATE
SECURITIES INVESTMENT FUNDS

FOF in a New Era of Asset Management

更优化的私募资产配置，更智慧的投资运营管理

中信出版集团

“私募2.0时代”系列丛书

私募证券FOF

大资管时代下的基金中基金

贾红波 王群航 编著

FUND OF PRIVATE
SECURITIES INVESTMENT FUNDS

FOF in a New Era of Asset Management

中信出版集团 · 北京

图书在版编目 (CIP) 数据

私募证券 FOF : 大资管时代下的基金中基金 / 贾红波, 王群航编著. -- 北京: 中信出版社, 2017.3
ISBN 978-7-5086-7184-0

I. ①私… II. ①贾… ②王… III. ①证券投资-投资基金 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 007153 号

私募证券 FOF

编 著: 贾红波 王群航

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者: 北京画中画印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 20 字 数: 300 千字

版 次: 2017 年 3 月第 1 版 印 次: 2017 年 3 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-7184-0

定 价: 62.00 元

版权所有 · 侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

编委会成员

主 编：贾红波

副主编：王群航

委 员：杜 杰 金海年 李春瑜 吕艳梅
马永谔 徐亚男 杨如意 殷 哲
尹广宇 乐嘉庆 张姚杰

| 序言 |

经过半年多的努力，本书终于与读者见面了，我怀着无比喜悦的心情为本书撰写序言，希望本书的问世能够为推动私募证券 FOF（基金中基金）在中国的健康发展贡献力量。

FOF 的大时代即将来临。FOF 在全球已有 30 余年的发展历史，甫一出世便因其对风险收益的优化而备受投资者青睐，时至今日已成为全球资本市场上不可或缺的重要组成部分。近年来，FOF 在境外发展显著加快，已成为一个比较成熟的品种。我国公募基金和私募基金蓬勃发展，基金产品数量已达数万只，对于普通投资者而言，如何从庞大数量的基金中选择合适的产品进行配置，已成为一个难题。FOF 犹如“一剂良药”，提供了解决这一难题的重要方法，是一种能有效提升基金产品配置效率、分散投资风险的重要工具，对于丰富基金产品、拓宽基金投资范围、完善基金市场投资者结构、壮大机构投资者力量、引导理性投资等具有积极意义。由此可见，FOF 的大幕已开启，FOF 的大时代即将来临。

FOF 大时代呼唤理论与实践创新。从历史上看，每一个行业大时代的来临，都推动与之相关的商业模式变革，促进与之相关的理论与实践创新。创新总是从问题开始，以问题为导向，从某种意义上说，创新的过程就是发现问题、筛选问题、研究问题、解决问题的过程。自 2013 年从事与资本市场相关工作以来，我多次参与私募基金行业调研，与业内专家学者、行业翘楚交流座谈，了解到行业蓬勃发展的

美好未来，这让我对行业充满了信心和希望，同时也对行业存在的深层次问题和挑战有了深入思考，总体而言，我认为私募基金行业已从“1.0时代”跨入“2.0时代”，即进入规范化、制度化发展的新阶段，此时急需与新阶段相适应的理论与实践指导纲领。为此，我们邀请国内在私募证券 FOF 领域具有深厚理论研究功底、实战经验丰富的专家学者组成一个研究小组，集思广益，群策群力，共同研判行业发展的重大问题，致力于为私募证券 FOF 行业的健康发展提供理论与实践创新参考。

本书的推出正当其时。2016年9月23日，证监会发布《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》）。这是我国证券监管部门首次对 FOF 做出规范，可以说是 FOF 发展史上的里程碑。《指引》的推出，受到数十万基金从业人员、业界专家学者和广大投资者的广泛关注。大家纷纷对 FOF 进行热烈讨论和深入研究，有的从 FOF 机制上进行探讨，认为 FOF 的合规监管较为严格，对投资范围、基金收费、信息披露等问题都有明确规定，更符合真正的 FOF 产品发展道路；有的从 FOF 投资策略上进行分析，认为 FOF 具有择资产、择时、择公司等多样、灵活的配置特点，有望打造成为真正的多资产、多策略的 FOF；有的从风险管理角度进行考虑，认为 FOF 是风险管理的一种创新工具，能够为投资者特别是中小投资者分散投资风险，可以降低因单只基金业绩波动而受损的概率，进行真正意义上的组合投资、理性投资。正值公募 FOF 推出之际，本书付梓出版，希望本书能够为私募证券 FOF 朝着更加健康的方向发展发挥引领作用。

本书可以说是“一册在手，知识、规范全有”。目前，我国 FOF 行业仍存在很多不规范、不完善的地方，比如缺乏合理的基金分类和业绩评价标准，缺少成熟、理性的投资者群体，专业的 FOF 人才供给严重不足，对 FOF 的深度研究不够，介绍 FOF 知识的书少之又少。希望本书能够如甘霖润物，具有“及时雨”功效。本书分为概论篇和实务篇，概论篇主要包括 FOF 概念，FOF 的特点及评价体系，发

展趋势，监管与自律，投资者教育等内容；实务篇主要包括 FOF 的设立，投资策略与组合管理，标的基金的研究与筛选，募集到运营的全过程操作实务。本书内容比较全面，分析较为专业，理论与实践指导意义均比较强，对于广大投资者尤其是机构投资者、基金从业人员、行业监管人士等学习了解 FOF 知识大有裨益。

本书承载着助推行业发展的梦想。本书的编委会成员对私募证券 FOF 发展都怀着一片赤诚之心，希望能够广泛传播 FOF 知识，增强投资者风险意识，培养市场中长期投资力量，引导投资理念逐步走向成熟；也希望大力助推 FOF 健康发展，为投资者平滑风险，降低投资者的选择成本，丰富投资品种，通过“小资金大配置”实现更稳健的收益；还希望 FOF 有效承接居民财富、银行委外资金和保险资金，满足其保值增值、实现价值成长等多样化需求，通过改善基金的“供给端”，促进行业优胜劣汰，优化行业生态。“不积跬步，无以至千里”，我们借本书“积跬步”，为的是使 FOF “至千里”。

本书是行业集体智慧的结晶之作。本书的写作，得到了歌斐资产、格上理财、朝阳永续、弘酬投资、鹏华资产、新方程、私募排排网、安志资产、亿信伟业、济安金信等机构的大力支持，这些机构无私地奉献出了自身在私募证券 FOF 领域的实践经验和研究成果。可以说，本书是私募证券 FOF 行业经验的精华和集体智慧的结晶。为保证时效性，本书的内容未能追求尽善尽美，书中不当之处，恳请读者谅解。由于私募证券 FOF 起步时间不长，有些概念尚无定论，好多具体做法也是各有千秋、难分伯仲，读者可以根据实际情况批判地加以吸收，抛砖以引玉，欢迎广大读者多提宝贵意见。我们也会根据行业的实际发展情况，再对本书适时进行修订完善。需要说明的是，本书仅代表编者个人观点而不代表任何机构的观点。

衷心感谢所有编委会成员，大家为本书的写作牺牲了大量的业余时间。尤其要特别感谢济安金信的王群航先生，他为本书的统稿做了大量辛苦、细致的工作；同时感谢我的同事史明浩先生，为本书做了大量文字把关工作。中英恒信资产、陆家嘴财富、玄甲金融、华软新

动力资产等机构对书稿的写作和修改提出了宝贵意见，在此一并表示感谢。本书的出版工作还得到了中信出版社季红副总编及其他编辑人员的大力支持和帮助，在此也表示诚挚感谢。本书属于公益项目，所有收入将捐赠给公益基金会，由公益基金会代表全体编委会成员资助公益项目。

本书在全球资产管理行业大发展、大繁荣之际问世，恰逢其时，适得其所。我相信有志于在资产管理行业发展的广大读者阅读此书，定会开卷有益。因编写工作时间有限，如有错误疏漏之处，欢迎各位读者批评指正。

贾红波

2016 年 10 月 7 日

CONTENTS

| 目 录 |

序言 // V

上篇 概论篇

第一章 FOF 概览 // 3

一、什么是 FOF // 3

二、什么是私募证券 FOF // 7

三、私募证券 FOF 及相关理财产品在国内的发展情况 // 10

四、FOF 在海外的 development 情况 // 15

第二章 私募证券 FOF 的评价与研究 // 31

一、私募证券 FOF 的特点 // 31

二、私募证券 FOF 的分类 // 42

三、私募证券 FOF 的业绩评价 // 47

四、私募证券 FOF 的定性研究 // 52

第三章 FOF 的发展趋势 // 64

一、对于 FOF 监管的历史进程 // 64

二、我国 FOF 目前规模状况与未来规模测算及影响 // 68

三、FOF 行业即将发生的变化 // 76

第四章 MOM 介绍 // 85

一、MOM 概述 // 85

二、MOM 的特色 // 91

三、MOM 的优点与局限 // 94

四、MOM 在国外的的发展情况 // 99

第五章 私募基金行业的监管与自律管理 // 103

一、私募基金监管必要性及原则 // 103

二、境外私募基金监管模式 // 107

三、我国私募基金监管框架及制度 // 112

四、投资者教育的意义 // 117

五、境外投资者教育经验及对我国的启示 // 120

附录：私募投资基金法律法规目录 // 127

下篇 实务篇

第六章 私募证券 FOF 的设立 // 131

一、私募基金管理人的设立 // 131

二、私募证券 FOF 的设立 // 137

三、私募证券 FOF 的投资者服务 // 162

第七章 资产配置与私募证券 FOF 的组合管理 // 171

一、资产配置 // 171

二、组合管理 // 195

第八章 私募证券 FOF 标的基金的研究与筛选 // 210

一、标的基金的分类 // 210

二、标的基金的定量分析 // 221

三、标的基金的定性分析和风格分析 // 231

四、尽职调查 // 245

五、选择标的基金过程中常见的问题与困难 // 252

第九章 私募证券 FOF 的运营管理 // 257

一、交易执行 // 257

二、净值核算与估值 //	259
三、外包管理 //	264
四、信息系统和业务连续性 //	270
五、份额转让与非交易过户 //	273
六、基金相关文档的保存 //	275
七、清算终止 //	275
第十章 私募证券 FOF 的风险管理 //	278
一、风险的种类 //	278
二、风险管理的组织架构与流程 //	284
三、投资风险的管理 //	287
四、公募 FOF 的风险管理制度准备 //	295
 后 记 //	 301
参考文献 //	305

第一章 导论

上篇 概论篇

• Fund of Private Securities Investment Funds •

第一章 FOF 概览

私募基金是我国财富管理行业中的新生力量，是面向特定对象提供资产管理服务的行业。信托关系是私募基金赖以存在发展的基础法律关系，合格投资者制度和非公开募集要求是私募基金行业的两项重要制度安排。

近年来，无论是在自身发展方面，还是在自律规范的制度建设方面，我国的私募基金行业都取得了很大成绩。私募基金行业规模持续扩大，行业地位已经基本确立，服务实体经济和支持创新创业的成效已经初步显现，已经发展成为一个丰富、庞大的综合性资产管理体系。依照中国证券投资基金业协会对于私募基金行业的管理框架，私募基金管理人目前可以被细分为四类：私募证券管理人、私募股权管理人、创业投资管理人以及其他私募基金管理人。

本书重点关注的是基金中基金（Fund of Funds，以下简称“FOF”）中的一个细分品类，是私募证券管理人所管理的、以证券投资基金为主要投资标的的产品，即私募证券 FOF。FOF 已经在外国基金市场上发展了很多年，但在中国的资产管理市场中，它还算是新生事物。

一、什么是 FOF

当股票、债券等的数量多了之后，为了解决选择困难的问题，就

有了证券投资基金；当证券投资基金的数量多了之后，为了解决选基金难的问题，就有了专门投资于基金份额的基金，即证券类 FOF；当股权投资基金、创业投资基金多了之后，就会出现相关的、专门投资这些领域之基金份额的 FOF；同时，除了单独投资上述各个领域的基金份额的 FOF 之外，还有一些投资于上述各领域内基金份额的综合类 FOF。这是资产管理市场生态系统健康发展及不断丰富和壮大之后的必然结果。

什么是 FOF？FOF 是舶来品。简单、直观地说，FOF 就是重点或专门购买其他基金份额的基金。近几年，由于大家所关注的角度不同，市场上对于 FOF 有多种多样的解释，也在不知不觉中为投资者更好地了解、认识 FOF 带来一定程度的混乱。对于 FOF 的定义，不同的机构会给出不同的回答，之所以会这样，其原因主要有两点：（1）大家所了解的境外市场不同，包括不同的国家、不同的地区、不同的时间、不同的机构、不同的标的、不同类型的产品等；（2）大家所处的细分专业不同，管理的产品不同，难免会有不同的偏好，以至于让答疑解惑在有意无意之间，或多或少地带有一些非客观的色彩。

FOF 其实是一个非常庞杂的体系，其内涵和外延都会随着基础市场的不断创新而继续扩展、充实、丰富，相关的细分种类也将由此而枝繁叶茂。但无论如何，我们可以给出有关 FOF 最简洁、最核心的解释：购买其他基金份额的基金。现在，在中国的证券市场上发展 FOF，首先就必须要有符合中国法律规范的关于 FOF 的准确释义，唯有统一认识，统一 FOF 概念的内涵和边界，才有利于规范和推动 FOF 的发展。

2013 年 6 月 1 日，新版《中华人民共和国证券投资基金法》（以下简称《证券投资基金法》）施行，这是公募基金管理人、私募基金管理人都必须严格遵守的行业基本法律。作为新版《证券投资基金法》最重要的配套规章之一，《公开募集证券投资基金运作管理办法》（以下简称《办法》）于 2014 年 7 月 11 日由中国证监会发布，

并于当年8月8日起施行。《办法》第三十条对于基金的分类有明确的表述，包括FOF，此条是我国法定的基金分类标准，即“基金合同和基金招募说明书应当按照下列规定载明基金的类别：

（一）百分之八十以上的基金资产投资于股票的，为股票基金；

（二）百分之八十以上的基金资产投资于债券的，为债券基金；

（三）仅投资于货币市场工具的，为货币市场基金；

（四）百分之八十以上的基金资产投资于其他基金份额的，为基金中基金；

（五）投资于股票、债券、货币市场工具或其他基金份额，并且股票投资、债券投资、基金投资的比例不符合第（一）项、第（二）项、第（四）项规定的，为混合基金；

（六）中国证监会规定的其他基金类别。”

《办法》第三十条第（四）项规定里的“基金中基金”，英文翻译为“Fund of Funds”，简称即为“FOF”。根据《办法》第三十条，我们可以对FOF有如下理解：

第一，这是对于证券类FOF的定义，无论公募还是私募，包括管理人、产品。

第二，FOF必须以基金为主要投资标的，待产品成立、开始运作、建仓期满之后，FOF持有其他基金份额的仓位在任何时候都不得低于80%。这个“80%”，是界定相关基金是否为真正FOF的一个关键的、核心的、易于执行的量化指标。

第三，如果相关FOF的资产全部投资在其他基金份额上，那么，该FOF就是纯FOF。

第四，按照《办法》第三十条第（四）项的定义，如果相关FOF是开放式运作的，必须留有15%左右的现金资产应付日常赎回，那么，它理论上将可以另有不足20%的FOF资产灵活配置，或投资于其他基金份额，或投资于其他品种的对象，如股票、债券、货币市场工具；如果相关FOF是封闭式运作的，那么，它理论上将可以留有不高于20%的FOF资产灵活配置，或投资于其他基金份额，或投

资于其他品种的对象，如股票、债券、货币市场工具。这样的 FOF，属于非纯 FOF。

第五，按照《办法》第三十条第（五）项的定义，混合基金也是可以投资其他基金份额的，但它不是 FOF。当混合基金持有其他基金份额时，仓位可有、可无，低值为零，可低、可高，直至全仓。不过，即使它全仓持有其他基金份额，相关的混合基金只是在阶段性地进行具有 FOF 特色的资产配置。按照“事后分类法”，从定性研究的角度来看，它只是属于在某个时段里具有 FOF 特色的混合基金。这些基金，我们称之为“非标准化 FOF”产品。境外很多国家和地区市场上的 FOF、中国国内市场上早期的绝大多数 FOF，都属于此类。

以上关于 FOF 的定义出自在名称上与公募基金相关的法规，事实上私募基金也适用，因为该《办法》所从属的《证券投资基金法》的规范对象包括私募基金，此为一。私募基金有非常突出的特色，即投资运作的高度灵活性，但即便如此，在国内市场中，对产品特性进行表述和刻画时，如果各方都能够遵守一条共同的底线，那必将对大家都有利的事情，因为作为投资者来说，没有人愿意购买意念杂乱的产品，此为二。私募基金遵循的是自律规范规则，这种自律规范，应该是“事前”划定边界的自律规范，而非任意所为之后的“事后”任意划定边界，此为三。

FOF，是基金里的一个种类，是重点投资其他基金份额的基金。在这里，哪一个“F”指的是 FOF 这个基金自身呢？哪一个“F”指的是 FOF 所投资的其他基金份额呢？这个问题必须弄清楚，因为这关系到大家对 FOF 的充分理解和准确认知。参照《办法》第三十条，以及境外市场中的情况，我们可以认定：

第一个“F”，指的是 FOF 这只基金，是一个由其他基金份额构成的组合。这个“F”，既可以是私募基金公司管理的，也可以是公募基金公司管理的；可以是开放的、封闭的，主动的、被动的，能够上市交易的、不能够上市交易的，等等。本书所关注的是私募基金管理人管理的 FOF，至于产品的其他形式，都是从属于前者的。