



中诚信托研究周报

战略研究部
2020 年第 23 期
总第 95 期
2020/6/24

热点研究

国内外 FOF 业务发展对信托公司的经验借鉴

从美国的经验来看，鉴于 FOF 风险分散的功能，市场较为认可，发展迅速。国内各类机构积极尝试 FOF 业务，但仍处于起步阶段。在行业转型的背景下，信托公司对 FOF 业务兴趣浓厚。借鉴国内外 FOF 产品发展历程，信托公司需构建跨市场的研究体系、采取绝对收益策略、获取长期资金等方式，提高产品竞争能力。

一、美国 FOF 发展速度较快

20 世纪 70 年代，FOF 产生于美国，最早是以投资一系列私募股权基金的基金形式存在。1985 年先锋基金（Vanguard）推出了第一支证券类的 FOF 基金。该基金推出后受到了广大投资者的欢迎，先锋基金也因为 FOF 产品，带动了公司的其他基金产品的销售。2000 年以来，投资者对 FOF 分散风险的功能定位更加认可，公募 FOF 产品以年均 20% 多的增速呈爆发式增长。2016 年底，美国公募 FOF 基金规模就已经达到 1.87 万亿美元，在共同基金中占比为 10% 左右。

（一）金融危机刺激了 FOF 的需求

先锋基金推出 FOF 产品两年后，恰逢 1987 年 10 月 19 日纽约股票市场发生“黑色星期一”。在一周的时间内，整个股票市场从疯狂跌入谷底，即使索罗斯的量子基金也从盈利 60% 到亏损 10%。大跌迫使投资者产生根据市场情况，配置不同种类基金规避大风险的需求。在这种情况下，FOF 产品能够有效满足投资者分散风险的需求，逐步被市场所认可。21 世纪以来，FOF 基金快速膨胀，除 2008 年受金融危机影响规模有所下降之外，其余年份规模均保持正增长，年均增长规模达到 23%。

（二）美国 401(K) 计划推动了 FOF 基金的发展

401k 计划始于 20 世纪 80 年代初，该计划为美国私人企业的养老金计划，是雇员与雇主共同缴纳养老金建立起来的完全基金式的养老保险模式。该种模式对风险暴露极为敏感，FOF 分散风险、追求稳健收益的属性与养老金的追求不谋而合。20 世纪 90 年代，目标日期基金出现，绝大多数目标日期基金以 FOF 的形式运作。2006 年美国通过了养老金保护法案，固定缴纳退休计划（DC 计划）更多地采用目标日期基金作为默认投资方式，促使目标日期基金规模迅速增长。在 2006 年-2016 年的 10 年里，目标日期型共同基金增长了 0.77 万亿美元，规模接近 0.90 万亿美元。从投资者结构来看，DC 计划占 70% 的绝对比重，有力地推动力 FOF 基金的发展。

（三）公募 FOF 以债券型和混合型为主

从美国公募 FOF 的分类情况来看，可分为股票型 FOF、债券型 FOF 和混合型 FOF。1995 年以来，债券型 FOF 和混合型 FOF 一直呈现资金净流入状态，而股票型 FOF 在 2012 年、2016 年等个别年份出现了净流出。从 2016 年底的统计情况来看，债券型和混合型 FOF 在美国公募 FOF 中的资产规模占比和基金数量占比分别为 92% 和 88%。

（四）公募 FOF 运作模式有所差异

从美国公募 FOF 运作模式来看，受投研能力约束，在管理模式上主要有内部管理人+外部管理人模式；在投资范围上，受公司产品线约束主要分为内部基金和全市场基金两种模式。其中，全市场投资范围较广，在优中选优的同时，避免了投资内部基金造成的道德风险，但也存在双重收费的弊端。

表 1 公募 FOF 的运作模式

管理模式	适用情况	优劣势	收费模式	代表公司
内部管理人+内部基金	大型基金公司	费用低； 对发行机构要求高	仅收子基金管理费	Vanguard
外部管理人+内部基金	大中型基金公司	内外互补	机构份额管理费+零售份额管理、销售服务费+子基金管理费	PIMCO Funds
内部管理人+全市场基金	具有成熟优质的客户基础	投资范围大； 双重收费	担任投资顾问的管理费及服务费+子基金的管理费	John Hancock 的 LifeStyle 系列
外部管理人+全市场基金	投研能力弱， 渠道强	费用高	管理费+服务费+子基金管理费	富国优势绝对回报基金

数据来源：根据公开资料整理，中诚信托战略研究部

二、国内 FOF 仍处于起步阶段

早在 2005 年，招商证券就发起了第一只私募性质的 FOF 招商基金宝，募资规模 13.58 亿元。不过，在此后的发展过程中，无论是私募基金 FOF 还是券商资管 FOF 发展速度均较为缓慢。2016 年证监会发布《基金中基金指引》后，公募基金也开始积极布局 FOF 业务。但目前来看，公募 FOF 规模也不大，整体投资策略较为保守。

（一）国内机构积极尝试 FOF 业务

早在 2005 年，招商证券就发起了第一只私募性质的 FOF 招商基金宝，规模 13.58 亿元。券商 FOF 属于集合资产管理计划的一个分支，但整体发展规模较小。从有历史数据的一些 FOF 产品收益情况来看，平均年化收益不足 5%；2014 年以后，监管部门对私募机构进行了一系列规范，私募 FOF 也有了一定的发展。但总得来看，由于缺乏配套机制的规范等原因，私募 FOF 绝对规模较小，收益分化较为明显，年化最高收益超过 50% 的产品与跌幅超过 20% 甚至 50% 产品并存；2016 年证监会发布《基金中基金指引》后，各大基金公司都争相设计 FOF 产品。不过，各大基金公司策略上较为保守，绝对收益水平不高。

（二）信托公司对 FOF 业务兴趣浓厚

5 月 8 日，银保监会发布了《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》。其中，关于非标债权的比例要求和集中度要求将对信托公司业务发展产生重要影响。提高投资类集合资金信托业务的规模是信托公司必然选项，也将是信托公司业务转型创新的工作重点。部分信托公司发展 FOF 业务作为重要的转型方向。实际上，信托公司在 FOF 业务方面早已展开积极的尝试。2009 年，华润信托便发行了首只以阳光私募为投资对象的 TOF 系列产品；外贸信托则搭建了乾元、坤元和晋元三条 FOF 产品线，分别专注于对冲、固收和权益；中信信托在 2018 年设立的“中信信托·睿信稳健配置 TOF 金融投资集合资金信托计划”，则是其在 TOF 领域的首次尝试。

（三）国内 FOF 发展仍面临诸多难题

虽然国内 FOF 发展前景较为广阔，但 FOF 发展仍然面临一些制约的难题。首先就是管理经验的不足。FOF 产品对于子基金的筛选需要定量与定性研究的结合，由于较为小众，受市场和机构重视程度不够，各类机构无论是在研究积累还是在人员配置方面，均存在管理经验不足问题；其次，缺乏优质长线资金。由于 FOF 投资标的为基金，投资者在市场波动中的“非理性”行为和资金的短期性将对 FOF 产品收益产生较大的影响，降低其市场吸引力；信息披露机制仍需完善。由于 FOF 产品需要对子基金进行定量和定性结合的研究，受部分机构信息披露不完善等因素影响，将会影响子基金最终的评价结果和投资标的选择等。

三、信托公司开展 FOF 业务的经验借鉴

面对 FOF 业务发展的困难，信托公司需构建跨市场的研究体系，以绝对收益策略作为切入点，努力获取长期稳定资金，提升专业化水平。

（一）构建跨市场的研究体系是提升主动管理能力的关键

从整体投资策略上，FOF 产品需要自上而下的进行资产配置。对整体宏观经济形势的把握和研判是 FOF 投资的前提条件；从资产类别的甄选来看，信托公司开展 FOF 业务研究过程中，需要对各类资产在宏观经济波动中的表现有清晰的认知；此外，在对子基金进行定性和定量的分析过程中，需要对所投基金风格具有明确的判断。因而，持续的增加研究投入，打造自上而下的跨市场研究体系，是信托公司持续提升主动管理能力的关键。

（二）绝对收益策略是较好的切入点

在现有的条件下，大部分信托公司的主要客户群体风险偏好相对较低，仍以投资信托公司发行的融资类产品为主，投资期限一般为 2 年左右，资金具有一定的短期性。与融资类产品相比，目标日期、目标风险等 FOF 投资策略在投资收益或市场波动等方面对客户吸引力不足。信托公司可采取绝对收益策略，合理设置标的资产比重，在控制风险的前提下，为客户提供稳定的回报，将有助于提升产品的吸引力。

（三）获取长期稳定资金将显著提升产品竞争能力

长期稳定的资金是保证 FOF 收益水平的关键。信托公司可通过以下几个方面，获取长期稳定的资金。一是以稳定的业绩，将既有的客户由投资融资类产品转化为投资 FOF 产品；其次，信托公司可发行具有一定期限的封闭运作产品，减少客户“非理性行为”对投资收益的影响；第三，随着我国逐步步入老龄化阶段，养老金体系面临较强的保值增值需求。信托公司可加大保险等机构业务的拓展力度，获取稳定长期的资金来源。

（四）提升专业化水平是保障

FOF 产品运作与融资类信托项目运作具有本质的不同。在融资类项目运作模式下，业务的投前、投中和投后基本上由一个业务团队全权负责。投前类工作相对于投中和投后更为重要。不过，FOF 业务运作模式与传统融资业务具有本质的不同，在资产配置、运营管理和产品销售等方面均需要专业化的人员。信托公司在开展该类业务过程中，不能套用融资类业务运营模式，构建投资、运营和销售的专业化团队，提升专业化水平是重要的保障。

执笔人：杨晓东

宏观形势

2020 年社会融资规模增量将超过 30 万亿元

央行行长易纲：下半年货币政策将保持流动性合理充裕，预计带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元；疫情期间的金融支持政策具有阶段性，要关注政策的“后遗症”，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出；央行资产负债表规模这几年基本稳定在 36 万亿元左右，与目前国际上主要经济体央行资产负债表大幅扩张的机理不同。

5 月社会消费品零售总额降幅继续收窄

中国 5 月社会消费品零售总额同比降 2.8%，前值降 7.5%，降幅为连续三月收窄。其中，除汽车以外的消费品零售额下降 3.5%。1-5 月全国网上零售额同比增长 4.5%，比 1-4 月提高 2.8 个百分点。

1-5 月房地产开发投资同比下降 0.3%

中国 1-5 月房地产开发投资同比下降 0.3%，1-4 月为降 3.3%。其中，住宅投资同比持平，1-4 月为下降 2.8%。1-5 月商品房销售面积同比降 12.3%，降幅

收窄 7 个百分点，其中住宅销售面积下降 11.8%。

同业动态

中国信托业协会正式发布《信托公司信托文化建设指引》

6 月 17 日，中国信托业协会正式发布《信托公司信托文化建设指引》，为培育和树立良好的信托文化，引导信托公司回归受托人定位，加快信托业转型高质量发展，更好地服务实体经济和人民群众幸福生活，在监管部门指导和各会员单位支持配合下，中国信托业协会（以下简称“协会”）秘书处组织制定了《信托公司信托文化建设指引》（以下简称《指引》），并已经协会第四届会员大会第四次会议表决通过。

银保监会：重点压降两类融资类信托业务

银保监会日前下发《关于信托公司风险资产处置相关工作的通知》（简称《通知》），要求信托公司压降违法违规严重、投向不合规的融资类信托业务。此外，银保监会将引导贷款利率下降让利实体经济。在此过程中，对违规挪用银行信贷资金、违规套利等行为加强监管。

中交路建 47 亿元类 REITs 成功发行，为国内首单桥梁基础设施类 REITs

6 月 9 日，中交路建在深交所成功簿记发行“中联前海开源-中交路建清西大桥资产支持专项计划”，发行规模 47.05 亿元，产品期限约 24 年（2N+1），优先级最低发行票面利率 3.48%，该产品是国内首单桥梁基础设施类 REITs、央企首单基础设施类 REITs。

地产信息

上周房地产市场：楼市整体成交上行，土地整体供求环比走高

中指研究院报告显示，上周楼市整体成交上行，二线代表城市同环比均上升。环比来看，仅二线上升，一三线均降且降幅相近。土地市场整体供求环比走高，宅地均价增逾两成。

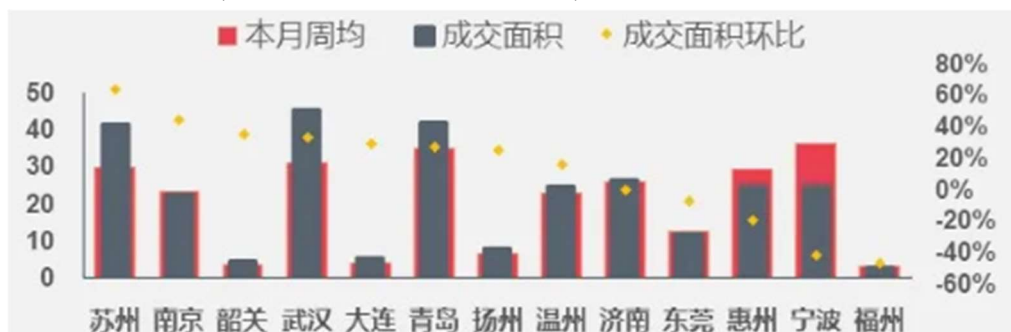
	成交量环比变化	成交量同比变化
一线城市	-6.4%	-18.6%
二线城市	+13.3%	+17.3%
三线城市	-8.2%	-11.3%

上周一线城市成交量整体环比下滑，降幅为 6.4%。分城市来看，上海降幅显著，超四成；另外，广州楼市回暖，上升 38%。同比来看，楼市整体成交继续下滑，降幅为 18.6%。其中，上海降幅明显，约为 44%；仅北京上扬，升幅约为 15%。

城市	成交面积/万平方米	环比变化	同比变化
北京	15.64	+11%	+15%
上海	16.35	-43%	-44%

广州	26.01	+38%	-13%
深圳	6.99	-9%	-1%

二线代表城市成交环比上升 13.3%，同比上升 17.3%。其中苏州升幅较高，超六成；南京次之，上升 43.9%。环比下降的城市中，福州降幅较大，近五成；宁波紧随其后。三线代表城市成交量环比下降 8.2%，其中惠州降幅较高，近 20%，另外韶关上升明显，升幅超三成。同比来看，三线代表城市整体下降 11.3%。



图：上周二三线重点城市成交面积环比涨跌幅

土地市场来看，上周全国 40 大中城市推地总量 2,097 万平方米，环比增长 50%；成交面积 756 万平方米，环比升幅为 22%；出让金 753 亿元，环比大幅提升 34%；溢价率 13%，环比增长 1 个百分点。

	本周	环比变化
推出面积	2,097 万平方米	+50%
成交面积	756 万平方米	+22%
出让金	753 亿元	+34%
溢价率	13%	增加 1 个百分点

持续推进城市放宽人口落户政策

6 月 16 日，国家发改委在 6 月份例行新闻发布会表示，下一步将推动城市，特别是农业转移人口集中流入的城市，放开、放宽落户限制，继续完善以居住证为载体，与居住年限等条件相挂钩的基本公共服务提供机制，并按照常住人口规模、分布和结构来配备基本公共服务设施。同时加快发展中心城市和重点城市群，形成新的增长极和增长空间。

2020 年城市体检工作开展

6 月 18 日，住建部发布《关于支持开展 2020 年城市体检工作的函》，对包括天津、上海、重庆、广州、武汉等 36 个样本城市进行城市体检，体检要求包括生态宜居、健康舒适、安全韧性、交通便捷、风貌特色、整洁有序、多元包容和创新活力 8 个方面 50 个具体指标。此次城市体检工作对于相关城市的建设和健康发展有积极作用。根据方案，被选定为 2020 年城市体检样本的 36 个城市为：天津、上海、重庆、广州、武汉、哈尔滨、沈阳、成都、南京、西安、长春、济南、杭州、大连、厦门、石家庄、太原、呼和浩特、合肥、福州、郑州、长沙、南宁、海口、昆明、贵阳、兰州、银川、西宁、乌鲁木齐、洛阳、衢州、赣州、

景德镇、黄石、遂宁。

郑州发布 2020 年国民经济和社会发展规划

6 月 15 日，郑州市发布《2020 年国民经济和社会发展规划的通知》，积极响应了两会政府工作报告的内容。相关房地产的内容包括如下三个方面：一是鼓励存量物业升级，积极培育消费新模式，围绕个性化、差异化等消费升级特点，加快商贸业、房地产业等传统服务业提档升级，鼓励传统商场、老旧厂区等改造为多功能、综合性新型消费载体；二是化解问题楼盘，依法查处房地产经营中的不良行为，继续专班专案，做好问题楼盘化解；三是推动住房多元化发展，做好城市困难群众住房保障工作，加大保障性住房建设力度、大力发展租赁住房、探索完善公租房保障政策、完工青年人才公寓等。

海南省改革商品房预售制度，全面放开高校毕业生落户限制

6 月 15 日，海南省发布《关于贯彻落实〈海南自由贸易港建设总体方案〉的决定》，要求改革商品住房预售制度，实行现房销售制度，坚决做到任何项目不附带商品房用地；设立不动产投资收购基金和房地产投资信托基金（REITs），防范化解房地产风险。

6 月 19 日，海南省人社厅、海南省委人才发展局等多部门联合印发《吸引留住高校毕业生建设海南自由贸易港的若干政策措施》，提出将全面放开对高校毕业生的落户限制，允许离校三年内的全日制本科学历及以上的高校毕业生在海南省落户后就业（三沙市除外），相应享受引进人才落户待遇。支持人才孵化器、创业园区、众创空间、人才公寓、总部企业等设立单位集体户、放宽社区集体户、公共服务机构集体户的条件限制。省外户籍的高校毕业生在落户时可选择投靠亲属或集体落户，海南省户籍高校毕业生和省内高校省外户籍毕业生同等享受引进人才落户待遇。

《粤港澳大湾区建设深圳指引》发布

6 月 16 日，深圳市委大湾区办正式发布《粤港澳大湾区建设深圳指引》，深圳正在加速推进前海深圳现代服务业合作区、深港科技创新合作区、光明科学城、深港口岸经济带、西丽湖国际科教城、沙头角深港国际旅游消费合作区等 7 大重点平台建设；积极推进建设国际科技创新中心、深港金融市场互联互通、基础设施互联互通、构建具有国际竞争力的现代产业体系等重点领域的布局和发展；在金融、就业、居住、人才引进、教育等方面提供了多项政策支持；并成立了市委推进粤港澳大湾区建设领导小组以及 7 个专责小组负责推进粤港澳大湾区建设。

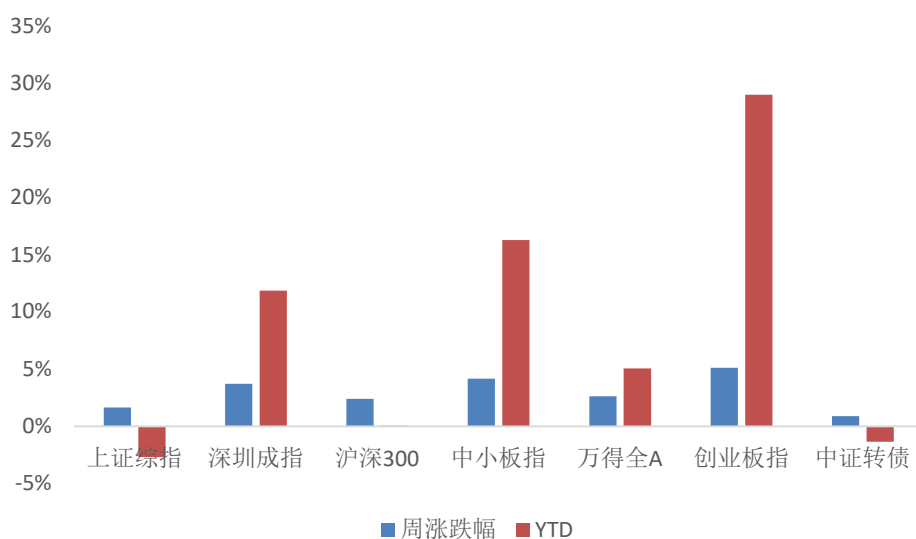
资本市场

股票市场

本周（6.15-6.19），创业板指上涨 5.11%，周线四连阳。具体来看，上证综指报收于 2967.63 点，上涨 1.64%；深证成指报收于 11668.13 点，上涨 3.70%；

沪深 300 报收于 4098.71 点, 上涨 2.39%; 创业板指报收 2319.45 点, 上涨 5.11%; 中证转债指数报收于 345.12 点, 上涨 0.87%。

指数	收盘价	周涨跌幅	年初至今
上证综指	2,967.63	1.64%	-2.70%
深圳成指	11,668.13	3.70%	11.86%
沪深 300	4,098.71	2.39%	0.05%
中小板指	7,712.13	4.14%	16.27%
万得全 A	4,534.65	2.62%	5.05%
创业板指	2,319.45	5.11%	28.99%
中证转债	345.12	0.87%	-1.37%



债券市场

本周, 市场资金继续呈收紧状态, 资金价格大部分上行。具体来看, 隔夜 SHIBOR 报收 2.1310, 上涨 65.40BP; 7 天 SHIBOR 报收 2.1470, 上涨 29.20BP。同业存单收盘到期收益率(AAA) 1M、3M、6M、9M、1Y 分别上行 10.70BP、0.27BP、3.72BP 和下行 0.71BP、上行 1.23BP。3 个月短融和国债分别上行 2.59BP 和下行 1.61BP。

名称	周一报价	周五报价	周涨跌幅(bp)
隔夜	1.4770	2.1310	65.40
1 周	1.8550	2.1470	29.20
CDAAA1M	1.9350	2.0420	10.70
CDAAA3M	2.1234	2.1261	0.27
CDAAA6M	2.1573	2.1945	3.72
CDAAA9M	2.3972	2.3901	-0.71

CDAAA1Y	2.3729	2.3852	1.23
短融 3 个月	2.2865	2.3124	2.59
国债 3 个月	1.8400	1.8239	-1.61
国债 1 年期	2.0364	2.1203	8.39
国债十年期	2.7878	2.8752	8.74

央行公开市场操作情况

根据央行公告，本周累计开展公开市场开展逆回购操作 3000 亿元，MLF 投放 2000 亿元；本周共有 4200 亿元逆回购到期，2400 亿元 MLF 到期，共实现资金净回笼 1600 亿元。

	上周（5.30-6.5）		本周（6.6-6.12）	
	到期	投放	到期	投放
逆回购	2200 亿元	2400 亿元	4200 亿元	3000 亿元
MLF	5000 亿元		2400 亿元	2000 亿元
SLF				
SLO				
合计	净回笼 4800 亿元		净回笼 1600 亿元	