

2021 年公募 FOF 市场发展全景回顾

华泰研究

2022 年 3 月 21 日 | 中国内地

深度研究

市场概览：低风险目标风险 FOF 和中高风险普通混合 FOF 份额增速较快
公募 FOF 产品可在已有分类基础上，进一步划分为低风险 FOF 和中高风险 FOF。从市场规模来看，过去四年 FOF 产品总规模持续增加，其中低风险 FOF 规模增加更快，募集份额和平均规模也明显高于同类别的中高风险 FOF。2021 年新成立 97 只 FOF 产品，其中 32 只为中高风险普通混合 FOF，30 只属于低风险目标风险 FOF。各类 FOF 产品新发数量均超过过去 4 年最高值。从募集总份额来看，2021 年新成立的 FOF 产品募集总份额达 1194 亿份，远超于 2020 年的 310 亿份，扩张势头迅猛。从基金公司来看，兴全、汇添富、交银、民加和南方五家公司在产品总规模上领先。

业绩分析：FOF 产品回撤控制能力较强，股市波动期间抗风险能力较强

2021 年仅有少数几只 FOF 产品收益率为负数，所有 FOF 产品年平均收益为 4.76%。分类型来看，低风险普通混合 FOF 与低风险目标风险 FOF 产品的风险调整后收益显著高于其他几类 FOF 产品，中高风险目标风险 FOF 和中高风险目标日期 FOF 的平均收益率最高，超过 6%。与股指债指相比，2020 年绝大多数 FOF 产品的 Sharpe 和 Calmar 均显著高于股票指数。与普通基金产品相比，多重风控下的 FOF 产品回撤控制能力超过普通权益及混合型基金，与长期资金追求低回撤低费率的需求相匹配。

资产配置策略：宏观基本面+量化模型指导资产配置

FOF 产品的核心为大类资产配置策略和基金优选策略。我们首先对市场上全部 FOF 产品的资产配置策略进行了梳理：普通混合 FOF 中 53% 的产品仅采用宏观基本面分析指导资产配置，30% 产品采用宏观分析+量化模型进行资产配置，量化模型以风险平价/风险预算为主。目标日期 FOF 中多数产品采用人力资本模型或效用最大化模型。目标风险 FOF 中 66% 产品采用固定股债比策略进行资产配置，稳健型和平衡型产品居多。

基金配置策略：以主动产品为主，偏好获奖基金经理旗下基金

从基金类型来看，FOF 管理人的配置股票型子基金中主动管理型基金占比近 60%；混合型子基金中 50% 为灵活配置型基金，39% 为偏股混合型基金，偏债混合型基金占比较少；固收类子基金中 66% 为中长期纯债型基金。从获配次数较多、获配规模较大的子基金产品来看，FOF 管理人偏好有获奖记录且长期表现优异的基金经理旗下产品。此外，获配总规模排名第一的非债券型子基金为股票多空基金：海富通阿尔法对冲，该产品在此前各报告期获配次数与获配规模也均排名前列。

MOM 与基金投顾：公募 MOM 发展相对缓慢，基金投顾监管不断完善

在 FOF 市场规模快速增加的同时，许多与 FOF 产品在理念或形式上相似的产品也不断涌现，例如 MOM 产品和基金投顾。国内第一支 MOM 产品于 2012 年成立，第一支公募 MOM 产品于 2021 年成立。截至 2021 年底，建信智汇优选 MOM 规模最大，超过 26 亿，其余产品规模均不超过 5 亿。基金买方投顾业务自 2019 年开始试点，当前获得试点资格的金融机构已接近 60 家，其中多家公司已通过监管部门审核并开始展业，虽无管理规模等相关统计数据公布，但从机构获批速度可见监管机构对该项业务的支持力度。

风险提示：本报告不涉及证券投资基金评价，不涉及对具体基金产品的投资建议，亦不涉及对具体个股的投资建议；本报告内容仅供参考，投资者应结合自身风险偏好及风险承受能力，充分考虑指数编制规则、样本股变化、基金管理人的投资风格、投资策略、资产配置情况等各种因素可能对基金产品业绩产生的影响；投资者需特别关注指数编制公司、基金公司等官方披露的信息。

研究员	林晓明
SAC No. S0570516010001	linxiaoming@htsc.com
SFC No. BPY421	+86-755-82080134
研究员	黄晓彬, PhD
SAC No. S0570516070001	huangxiaobin@htsc.com
	+86-755-23950493
研究员	刘依苇
SAC No. S0570521090002	liuyiwei@htsc.com
	+86-755-23950493
研究员	张泽
SAC No. S0570520090004	zhangze@htsc.com
SFC No. BRB322	+86-755-82493656

正文目录

市场概览：2021 年低风险目标风险 FOF 份额增速相对较快	3
FOF 产品分类：可按投资目标、风险水平与权益仓位等进行分类	3
规模增速：低风险 FOF 产品规模增速较快，低风险目标风险 FOF 受青睐	4
过去四年低风险 FOF 规模增速较快，2021 年中高风险普通混合 FOF 规模迅速增长	4
低风险 FOF 平均规模相对较大，中高风险 FOF 平均规模相对较小	5
新发基金：去年 FOF 发行显著提速，中高风险普通混合 FOF 新发数量较多	6
2021 年新成立 97 只 FOF，总募集份额 1194 亿份，超越过去几年的最高水平	6
低风险目标风险 FOF 与中高风险普通 FOF 新发数量及份额显著高于其他类别	6
基金公司：华夏基金在产品数量上领先，兴证全球基金 FOF 总规模最大	7
FOF 业绩分析：回撤控制较好，股市波动期间抗风险能力较强	9
低风险目标风险 FOF 风险调整后收益较高，股市波动期间抗风险能力较强	9
大多数 FOF 产品 Sharpe 和 Calmar 均显著高于股指，部分产品表现突出	11
FOF 产品回撤表现好于权益及混合型基金产品，与长期资金需求匹配	12
FOF 资产配置策略：宏观基本面分析+量化资产配置模型为主流	13
普通混合 FOF：以宏观基本面分析为主，部分辅以量化模型	13
目标日期 FOF：效用最大化、考虑风险承受能力等策略的出现频率变高	14
目标风险 FOF：2021 年成立的产品中，固定股债比策略更为普遍	15
FOF 基金配置策略：偏好基金经理获奖次数较多的主动型基金	17
基金类型偏好：权益投资偏好主动型基金，债权投资偏好中长期纯债基金	17
基金产品偏好：偏好投资于获奖记录较多的主动型基金	18
债券型基金中，兴全稳泰 A、富国信用债 A 和交银纯债 AB 的获配规模最大	18
权益类及另类投资基金中，海富通阿尔法对冲 A 和汇添富文体娱乐主题的获配规模最大	18
华宝中证银行 ETF 获配频率最高，工银瑞信文体产业在主动型基金中获配频率最高	19
FOF 仓位穿透：目标风险 FOF 平均股票投资比例较低	20
MOM 与基金投顾：MOM 规模较小，基金投顾试点机构近 60 家	23
MOM 产品：2021 首批公募 MOM 成立，MOM 产品规模较小	23
2021 年资管机构 MOM 产品发行数量增加，5 只公募 MOM 产品发行	23
券商集合理财 MOM 规模较小，部分公募 MOM 收益率一般	24
基金投顾：监管不断完善，重点发力“顾”的服务水平与“投”的能力	25
基金投顾业务稳步发展，监管不断完善	25
获批基金投顾试点业务的金融机构近 60 家，多家已通过审核开始展业	26
风险提示	26

市场概览：2021 年低风险目标风险 FOF 份额增速相对较快

从 2017 年 10 月 19 日南方全天候策略混合型基金中基金成立以来，我国公募 FOF 已经发展了超过 4 年时间，截至 2021 年 12 月 31 日，市场上已存在 240 只公募 FOF 产品。本文将梳理市场上存在的 FOF 产品，研究其历史业绩、仓位水平、持仓情况与配置策略，并梳理 FOF 类似产品的发展进度，以期为消费者提供较为全面的 FOF 市场全景画像。

FOF 产品分类：可按投资目标、风险水平与权益仓位等进行分类

为更好地刻画 FOF 产品的特征，本文将沿用 2020 年 1 月 17 日《2020 公募 FOF 市场发展研究》一文中的分类方法，在已有的分类基础上进一步按照风险特征对 FOF 产品进行分类研究。本文将不属于目标日期 FOF 和目标风险 FOF 的混合型 FOF 产品，定义为“普通混合 FOF”。同时，由于短期内 FOF 产品的风险水平较为固定，我们将 FOF 产品在原有的分类基础上进一步划分为“低风险 FOF”和“中高风险 FOF”，具体分类规则与 2020 年报告中相同：

1. 对于目标日期型 FOF，我们将到期日在 2040 年及以前的产品定义为低风险 FOF，其余归为中高风险 FOF。
2. 对于普通混合型 FOF，我们采用基金波动率来估算其风险水平，将波动率相对较低的基金划分为低风险 FOF，其余归为中高风险 FOF。
3. 对于目标风险型 FOF，我们首先筛选出所有名称中带有“稳健”二字的目标风险 FOF，随后采用其历史波动率剔除出波动率较大的、实际运作中并不稳健的目标风险 FOF，未被归入低风险 FOF 的产品则划分为中高风险 FOF。

图表1：国内市场公募 FOF 产品分类

FOF 产品类型	划分规则	产品数量
低风险目标风险 FOF	名称中包含“稳健”二字，且年化波动率不太高	67
中高风险目标风险 FOF	其他目标风险 FOF	25
低风险目标日期 FOF	到期日在 2040 年及以前的目标日期 FOF	39
中高风险目标日期 FOF	其他目标日期 FOF	26
低风险普通混合 FOF	基金年化波动率低于 7.24%（估算股票仓位低于 30%的）	28
合计		240

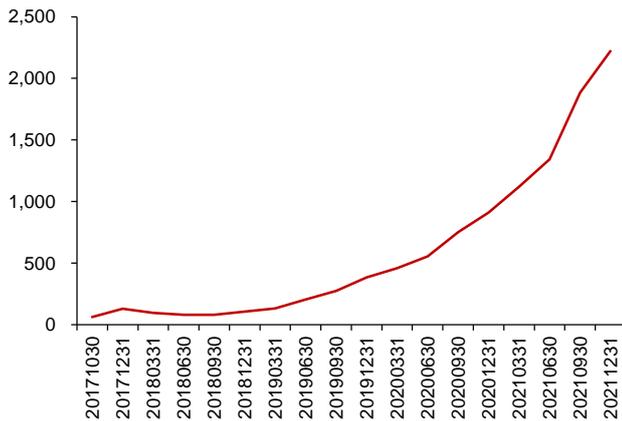
资料来源：Wind，华泰研究

本文将按照上述分类方法，展示公募 FOF 产品数量、规模和发行份额的历史增长趋势，并进行业绩和持仓的统计与分析。

规模增速：低风险 FOF 产品规模增速较快，低风险目标风险 FOF 受青睐 过去四年低风险 FOF 规模增速较快，2021 年中高风险普通混合 FOF 规模迅速增长

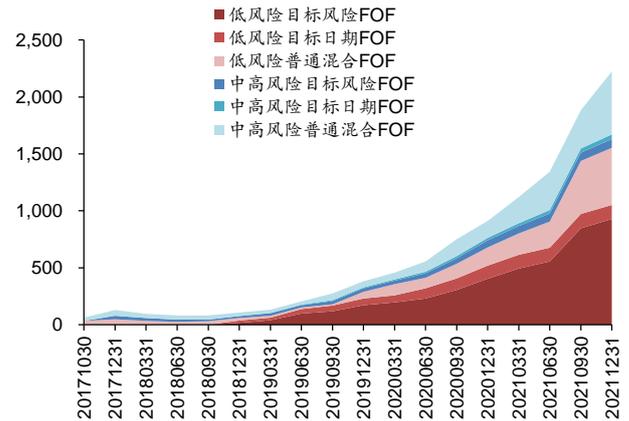
如左下图所示，从 2017 年三季度至 2021 年底，市场上 FOF 产品规模仅在 2018 年市场回撤期间有所下降，整体上呈现快速增长趋势，且 2021 年产品发行速度显著上升，于 2021 年底突破 2000 亿元。右下表显示了不同风险水平的 FOF 产品规模变动，其中红色系色块表示低风险 FOF 产品规模变动，蓝色系色块表示中高风险 FOF 产品规模变动。可以看出，低风险 FOF 规模增速显著高于中高风险 FOF。而在 2021 年四季度，中高风险普通混合 FOF 的规模增速显著高于其他几类产品

图表2： FOF 产品总规模变动趋势（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰研究，2017.10.30-2021.12.31

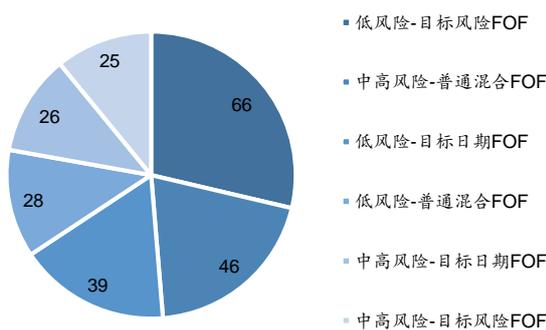
图表3： 不同类型 FOF 产品总规模变动趋势（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰研究，2017.10.30-2021.12.31

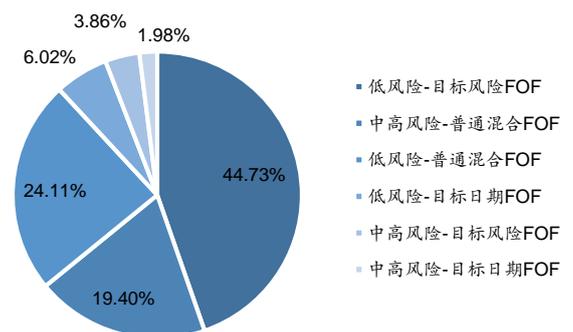
截至 2021 年底，市场上低风险 FOF 总数量为 133 只，显著高于中高风险 FOF 的数量；低风险 FOF 总规模占比超 75%，较 2020 年底数据 73%略有上升。值得注意的是，中高风险普通混合 FOF 在 2021 年增长速度较快，产品数量仅次于低风险目标风险 FOF，产品规模小于低风险目标风险 FOF，与低风险普通混合 FOF 之间的差距较小。

图表4： 市场上各类 FOF 产品数量



资料来源：Wind，华泰研究，2021.12.31

图表5： 市场上各类 FOF 产品规模占比

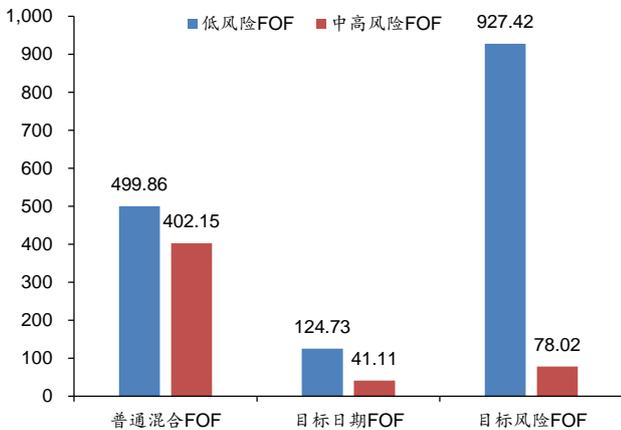


资料来源：Wind，华泰研究，2021.12.31

低风险 FOF 平均规模相对较大，中高风险 FOF 平均规模相对较小

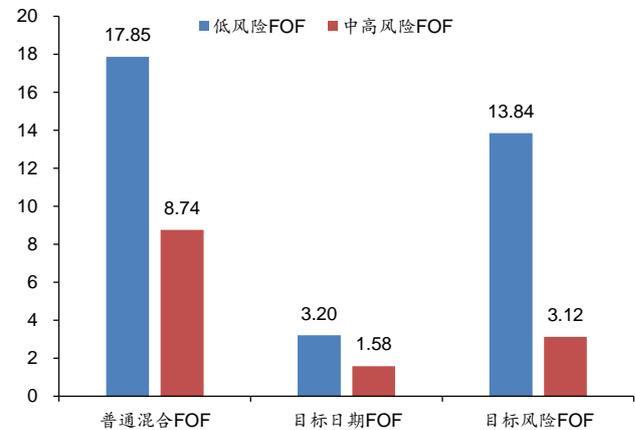
如下图所示，各类低风险 FOF 的总规模与平均规模均高于中高风险 FOF。其中，在普通混合 FOF 中，低风险产品总规模略高于中高风险产品；在目标风险 FOF 中，低风险产品总规模为高风险产品的 11.9 倍。

图表6：不同类别 FOF 总规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰研究，2021.12.31

图表7：不同类别 FOF 单只基金规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰研究，2021.12.31

截至 2021 年 12 月 31 日数据，规模排名前 10 的 FOF 产品中，有 6 只于 2021 年成立。9 只属于低风险产品，其中又有 5 只为低风险目标风险 FOF、4 只为低风险普通混合 FOF，仅有 1 只广发核心优选属于中高风险普通混合 FOF。

图表8：规模排名前 10 的公募 FOF 基金

证券代码	证券简称	基金成立日	基金类型	基金规模 (亿元)
006880.OF	交银安享稳健养老一年	2019-05-30	低风险目标风险 FOF	244.1536
011605.OF	交银招享一年持有 A	2021-08-24	低风险普通混合 FOF	91.0138
012654.OF	兴证全球优选平衡三个月持有	2021-07-14	低风险普通混合 FOF	72.7564
012509.OF	兴证全球安悦稳健养老一年持有	2021-09-17	低风险目标风险 FOF	64.2679
010277.OF	嘉实民安添岁稳健养老一年持有	2021-01-13	低风险目标风险 FOF	59.4887
007401.OF	浦银安盛颐颐稳健养老一年 A	2019-11-26	低风险目标风险 FOF	56.0003
011752.OF	广发核心优选六个月持有 A	2021-04-27	中高风险普通混合 FOF	54.5496
009372.OF	浦银安盛嘉和稳健一年持有 A	2021-06-22	低风险普通混合 FOF	54.3902
006991.OF	民生加银康宁稳健养老一年	2019-04-26	低风险目标风险 FOF	50.6572
005215.OF	南方全天候策略 A	2017-10-19	低风险普通混合 FOF	46.2202

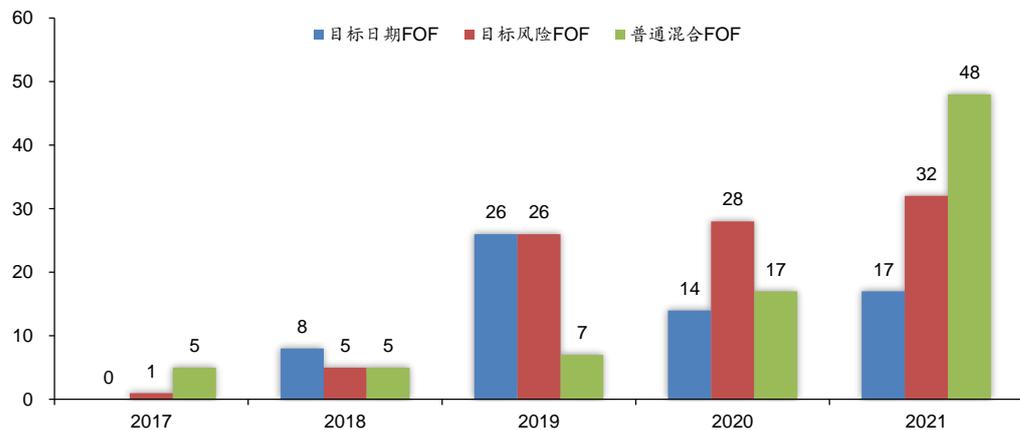
资料来源：Wind，华泰研究，2021.12.31

低风险 FOF 单只规模更大，或因为其特性类似于“固收+”产品，与其风险等级相匹配的投资者人数更多；且资管新规落地后，低风险 FOF 可承接一部分低风险投资者的投资需求。低风险 FOF 中，目标风险 FOF 的投资风格最稳定、资产配置灵活度最低、投资思路最简单，相较于另外两类低风险产品而言更受投资者青睐，因此其总规模大于另外两类低风险产品。

新发基金：去年 FOF 发行显著提速，中高风险普通混合 FOF 新发数量较多 2021 年新成立 97 只 FOF，总募集份额 1194 亿份，超越过去几年的最高水平

2021 年新成立 97 只 FOF 产品，各类 FOF 产品新发数量均超越过去 4 年最高值。新发产品中普通混合 FOF 数量最多，共 48 只，其中 32 只为中高风险产品，16 只为低风险产品；目标风险 FOF 新发 32 只，其中 30 只为低风险，2 只为中高风险；17 只为目标日期 FOF，其中 5 只是到期日在 2040 年以前的低风险目标日期 FOF，12 只为中高风险产品。

图表9：历年 FOF 基金成立数量

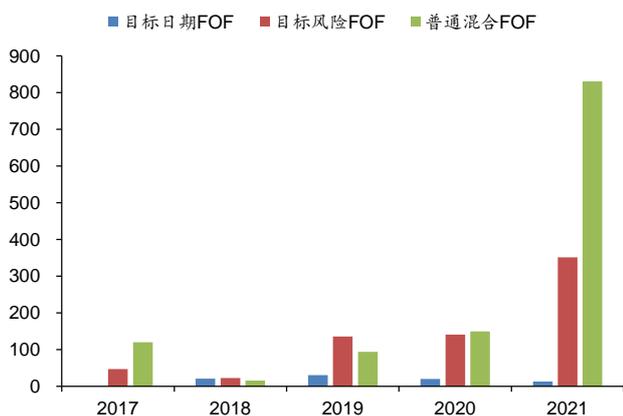


资料来源：Wind，华泰研究

低风险目标风险 FOF 与中高风险普通 FOF 新发数量及份额显著高于其他类别

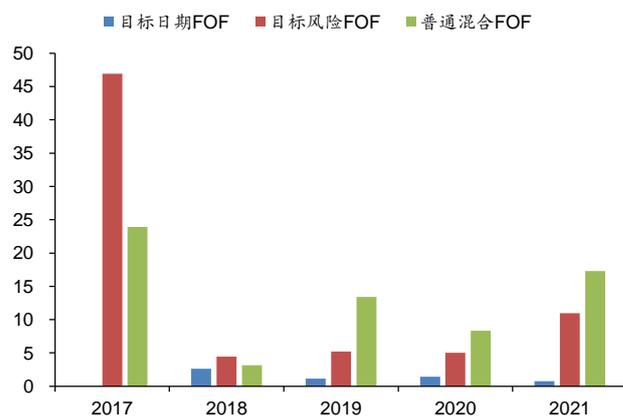
从募集总份额来看，2021 年新成立的 FOF 产品募集总份额达 1194 亿份，远超于 2020 年的 310 亿份。2021 年三种类别 FOF 产品中，仅目标日期 FOF 的募集总份额和平均募集份额相比 2021 年有所下降，目标风险 FOF 和普通混合 FOF 的募集总份额和平均募集份额相比 2020 年均有所上升。

图表10：历年各类 FOF 募集总份额（按年份）（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰研究，2017.12.31-2021.12.31

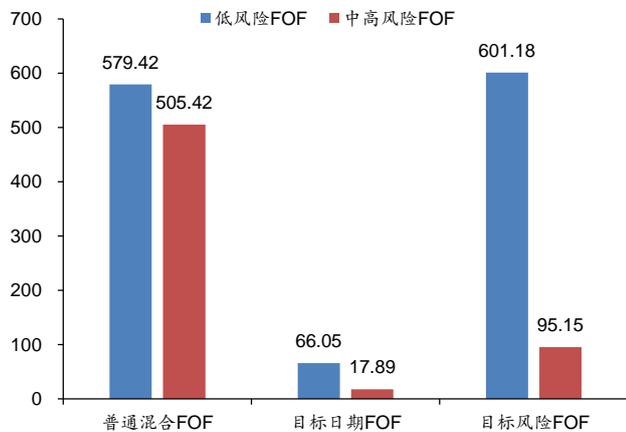
图表11：历年各类 FOF 平均募集份额（按年份）（单位：亿份）



资料来源：Wind，华泰研究，2017.12.31-2021.12.31

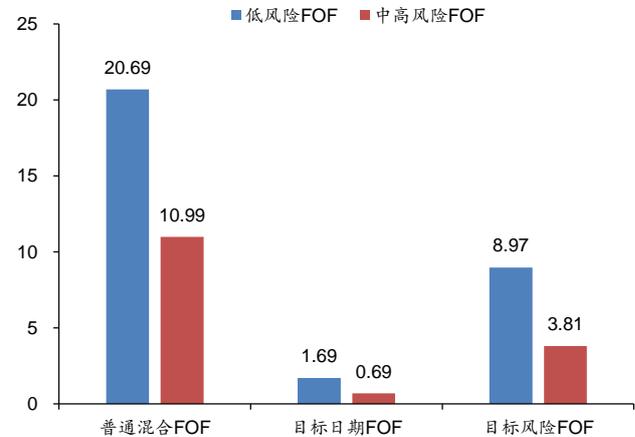
而按类别来看，低风险 FOF 的募集总份额与平均募集份额显著多于同类别中高风险 FOF。具体来看，低风险普通混合 FOF 的平均募集份额为中高风险同类产品的 1.88 倍；低风险目标风险 FOF 的募集总规模是中高风险目标风险 FOF 的 6.31 倍。

图表12: 不同类别 FOF 募集总份额 (按类别) (单位: 亿份)



资料来源: Wind, 华泰研究, 2017.12.31-2021.12.31

图表13: 不同类别 FOF 单只募集总份额 (按类别) (单位: 亿份)



资料来源: Wind, 华泰研究, 2017.12.31-2021.12.31

基金公司: 华夏基金在产品数量上领先, 兴证全球基金 FOF 总规模最大

截至 2021 年 12 月 31 日, 共有 65 家公募基金公司发行了 FOF 产品。从发行产品数量来看, 管理 10 只以上 FOF 的基金公司共 5 家, 其中华夏基金管理 12 只 FOF, 汇添富基金管理 11 只 FOF, 工银瑞信、南方和易方达基金均在管 10 只 FOF 产品。

图表14: 发行 FOF 产品总数领先的基金公司

基金公司	FOF 总数	目标日期 FOF	目标风险 FOF	普通混合 FOF
华夏基金	12	5	5	2
汇添富基金	11	3	4	4
南方基金	10	4	3	3
工银瑞信基金	10	5	2	3
易方达基金	10	3	3	4
广发基金	9	3	3	3

资料来源: Wind, 华泰研究

而从管理规模来看, 截至 2021 年 12 月 31 日, 公募基金中在管 FOF 总规模在 100 亿元以上的基金公司共 6 家, 规模在 150 亿元以上的基金公司共 3 家, 分别为兴证全球、汇添富和交银施罗德基金。兴证全球基金 FOF 总规模超 277 亿元位列第一, 旗下共 3 只普通混合 FOF 和 4 只目标风险 FOF, 其中兴证全球优选平衡规模超 72 亿元。汇添富的 FOF 产品以 173 亿元的总规模排名第二, 旗下共有 4 只普通混合 FOF、4 只目标风险 FOF 和 3 只目标日期 FOF, 汇添富添福盈和稳健养老规模达到 44.45 亿元。FOF 产品规模排名第三的交银施罗德基金, 旗下 FOF 产品仅有 5 只, 产品数量较少但单只产品规模较大, 如交银安享稳健养老规模为 244.15 亿元, 规模位列榜首。

图表15： 发行 FOF 产品总规模领先的基金公司

	FOF 总规模	目标日期 FOF	目标风险 FOF	普通混合 FOF
兴证全球基金	277.23	0.00	136.00	141.23
汇添富基金	173.17	7.37	67.51	98.28
交银施罗德基金	160.01	6.33	20.43	133.25
民生加银基金	140.44	2.47	16.44	121.53
南方基金	114.97	6.18	58.10	50.69
华夏基金	106.31	9.49	56.28	40.55
广发基金	98.53	0.87	17.30	80.35
易方达基金	91.52	2.48	22.20	66.84
嘉实基金	84.29	2.48	53.17	28.64
浦银安盛基金	81.77	0.15	24.53	57.09

资料来源：Wind，华泰研究

分基金类别来看，中欧、华夏和汇添富基金旗下目标日期 FOF 总规模最大；兴证全球、汇添富和南方基金旗下目标风险 FOF 总规模领先；兴证全球、交银施罗德和民生加银基金在管普通混合 FOF 总规模领先。

图表16： 发行各类 FOF 产品总规模领先的基金公司

目标日期基金		目标风险基金		普通混合 FOF	
总规模前十	基金规模 (亿元)	总规模前十	基金规模 (亿元)	总规模前十	基金规模 (亿元)
中欧基金	12.03	兴证全球基金	136.00	兴证全球基金	141.23
华夏基金	9.49	汇添富基金	67.50	交银施罗德基金	133.25
汇添富基金	7.37	南方基金	58.09	民生加银基金	121.53
交银施罗德基金	6.33	华夏基金	56.27	汇添富基金	98.28
南方基金	6.18	嘉实基金	53.17	广发基金	80.35
工银瑞信基金	3.81	华安基金	45.08	易方达基金	66.84
平安基金	3.43	浦银安盛基金	24.52	中欧基金	66.11
华安基金	3.39	泰康资产	22.60	工银瑞信基金	65.29
泰达宏利基金	2.82	易方达基金	22.19	浦银安盛基金	57.08
鹏华基金	2.70	交银施罗德基金	20.42	富国基金	51.12

资料来源：Wind，华泰研究

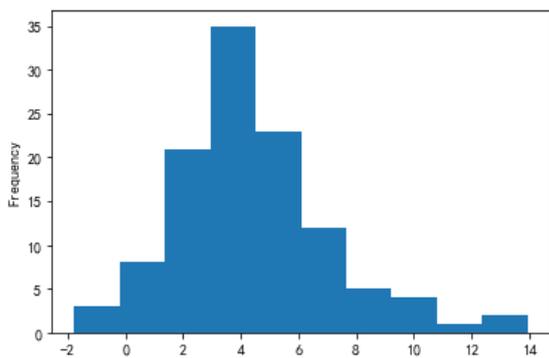
FOF 业绩分析：回撤控制较好，股市波动期间抗风险能力较强

在本章中，为了统一计算口径，我们将 2021 年 9 月 30 日之前成立的全部 FOF 产品纳入统计范围，对其在 2021 年的年化收益、年化波动、最大回撤、夏普比率和 Calmar 比率等多项风险和收益指标进行统计描述。

低风险目标风险 FOF 风险调整后收益较高，股市波动期间抗风险能力较强

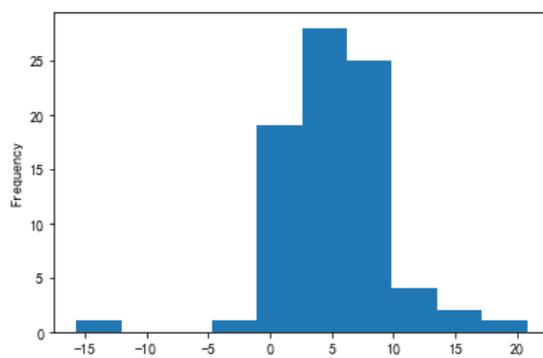
2021 年全部 FOF 产品年平均收益为 4.76%，仅有少数几只收益率为负数。分项来看，低风险 FOF 的年化收益率集中在 2%-8% 区间，而中高风险 FOF 的年化收益率在 0%-10% 区间。低风险 FOF 和中高风险 FOF 的波动率和最大回撤均呈现左偏分布。

图表 17：低风险 FOF 年化收益分布（单位：%）



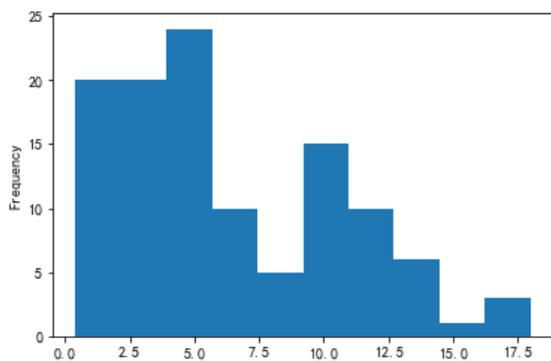
资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

图表 18：中高风险 FOF 年化收益分布（单位：%）



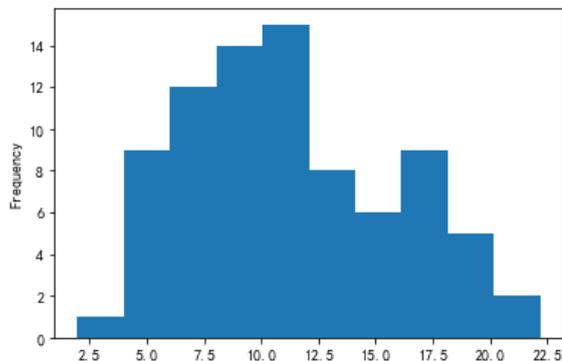
资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

图表 19：低风险 FOF 波动率分布（单位：%）



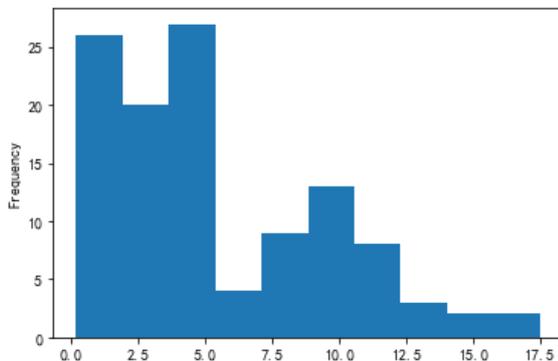
资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

图表 20：中高风险 FOF 波动率分布（单位：%）



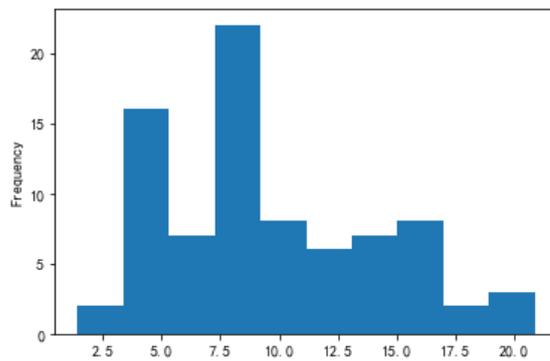
资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

图表 21：低风险 FOF 最大回撤分布（单位：%）



资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

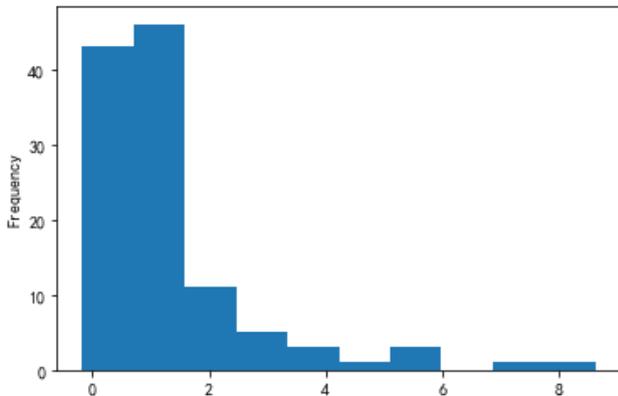
图表 22：中高风险 FOF 最大回撤分布（单位：%）



资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

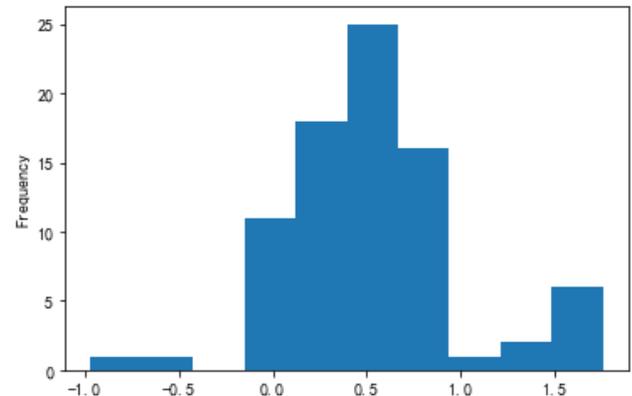
而从风险调整收益指标来看，低风险 FOF 和中高风险 FOF 的夏普比率和 Calmar 比率分布相差无几，低风险 FOF 的 Calmar 比率分布尾部更长。

图表23：低风险 FOF 夏普比率分布



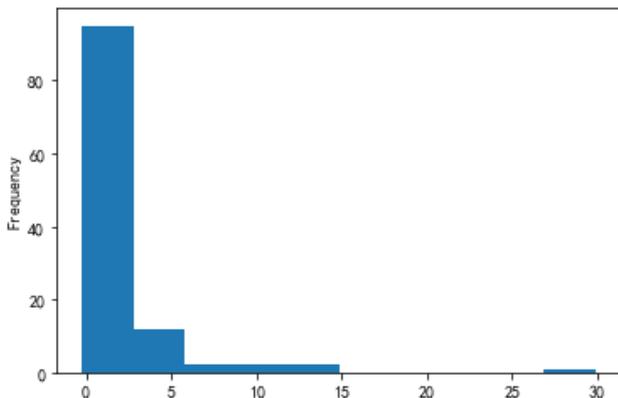
资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

图表24：中高风险 FOF 夏普比率分布



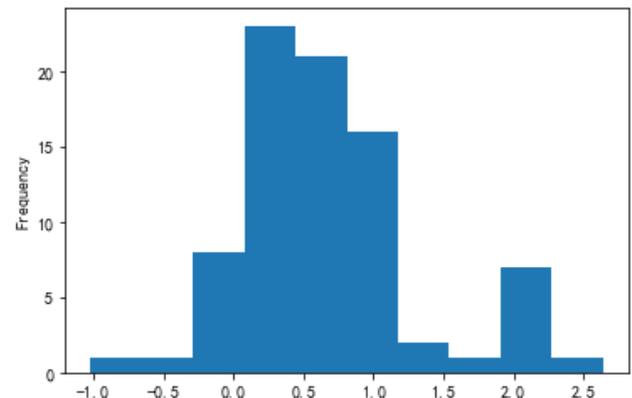
资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

图表25：低风险 FOF Calmar 比率分布



资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

图表26：中高风险 FOF Calmar 比率分布



资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

分 FOF 类别来看，在 2021 年沪深 300 等重要大盘股指下行、消费医药等前期强势资产大幅回撤的行情下，普通混合 FOF 的平均年化收益率低于同等风险水平下的其他类别 FOF 产品，波动率和最大回撤也高于其他 FOF 产品。从平均 Sharpe 比率和 Calmar 比率来看，低风险目标风险 FOF 明显优于低风险目标日期 FOF，而高风险目标风险 FOF 则略逊于中高风险目标日期 FOF。

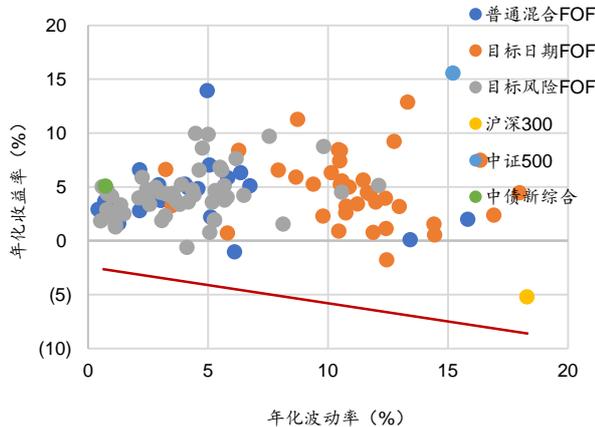
图表27：各类 FOF 产品风险收益指标均值（单位：%）

	年化收益	波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率
低风险普通混合 FOF	4.23	4.57	3.75	1.75	2.78
低风险目标风险 FOF	4.33	4.04	3.35	1.63	2.61
低风险目标日期 FOF	4.75	10.96	9.55	0.50	0.63
中高风险普通混合 FOF	4.04	12.04	10.46	0.40	0.54
中高风险目标风险 FOF	6.03	10.16	8.40	0.59	0.76
中高风险目标日期 FOF	6.00	11.15	9.36	0.68	0.88

资料来源：Wind，华泰研究

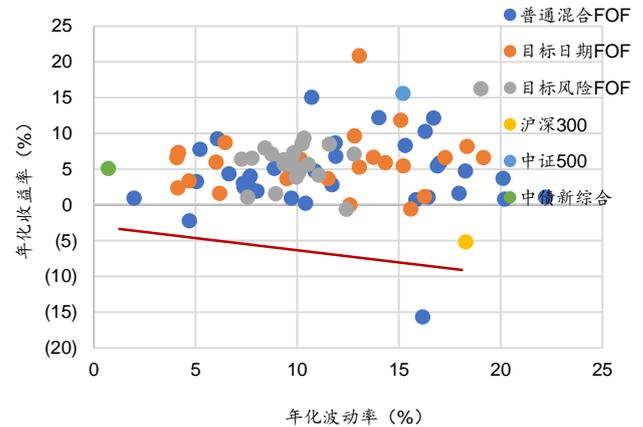
大多数 FOF 产品 Sharpe 和 Calmar 均显著高于股指，部分产品表现突出。我们采用 2021 年数据，对低风险 FOF 和中高风险 FOF 的风险收益特征进行了统计，并与股债指数进行对比。我们发现全部低风险 FOF 以及大部分中高风险 FOF 的收益率-波动率散点和收益率-最大回撤散点均在沪深 300 与原点连线之上，可见其管理人通过大类资产配置和行业风格配置，规避了部分股指下跌的风险，获取了高于单一资产的夏普比率和 Calmar 比率。

图表28：低风险 FOF 风险收益特征（收益率-波动率）



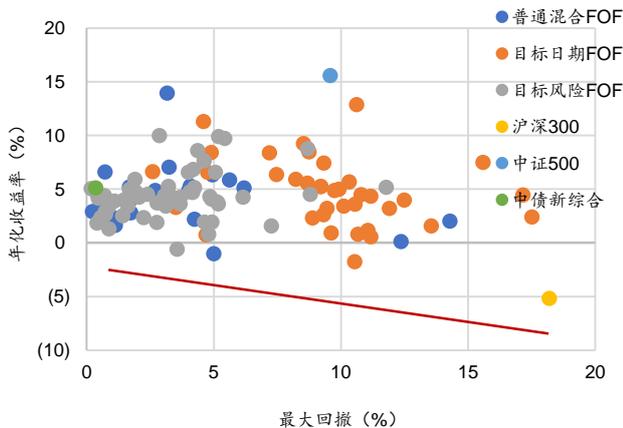
资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

图表29：中高风险 FOF 风险收益特征（收益率-波动率）



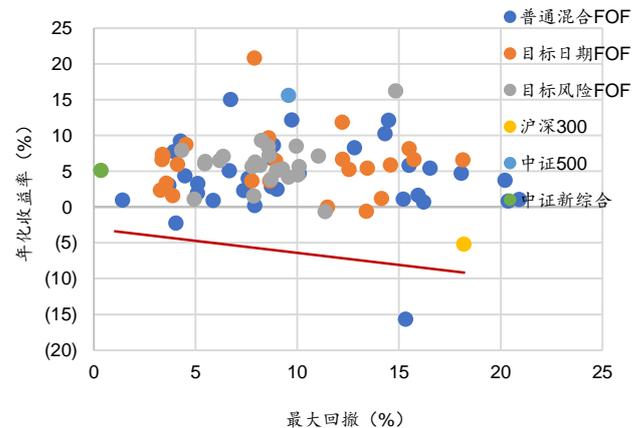
资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

图表30：低风险 FOF 风险收益特征（收益率-最大回撤）



资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

图表31：中高风险 FOF 风险收益特征（收益率-最大回撤）



资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

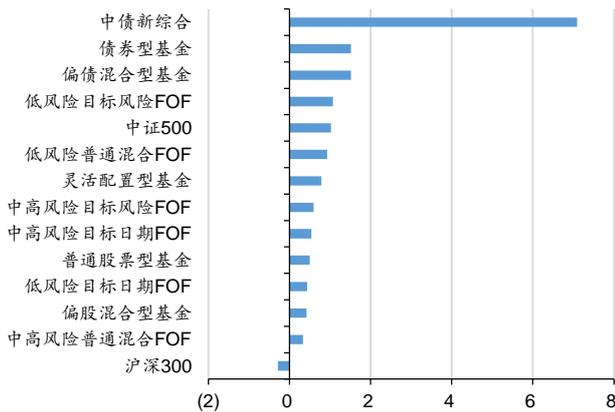
在低风险 FOF 中，有一只基金易方达优势价值一年持有 A (013287.OF) 表现较为突出，其收益率最高，但波动率低于同等收益水平的 FOF 产品，在图表中显示为偏左上方的蓝色独立点。除基金经理较强的选基和配置能力为其带来了较高收益外，此基金成立时间为 2021 年 8 月 24 日，成立时间还不长，因此其波动率水平也较低。

而在中高风险 FOF 中，平安养老 2045 五年 (011684.OF) 表现较为突出，在图表中显示为顶端的橙色独立点。该基金成立于 2021 年 4 月 20 日，规模 0.23 亿元左右，在 FOF 中属于规模较小的产品。若不统计 2021 年新成立的基金，则年化收益率前三名分别为华夏聚丰稳健目标 A (005957.OF)、建信福泽裕泰 A (05925.OF) 和易方达优选多资产三个月 A (007896.OF)，华夏聚丰稳健目标 A 收益率为 16.22%，而建信福泽裕泰 A 和易方达优选多资产三个月 A 的收益率在 12% 左右，其中易方达优选多资产三个月 A 的波动率和最大回撤最低。

FOF 产品回撤表现好于权益及混合型基金产品，与长期资金需求匹配

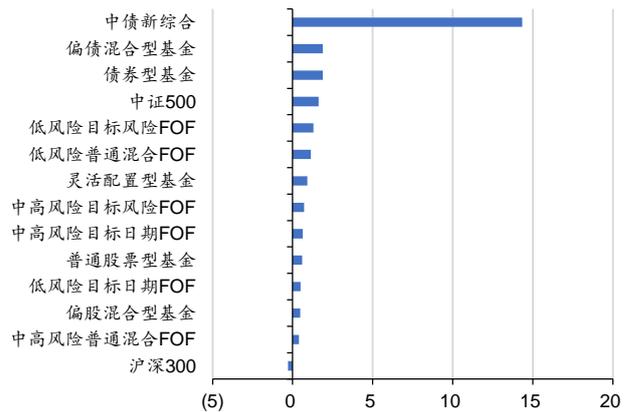
我们从 Wind 调取了普通股票型、偏股混合型、灵活配置型、偏债混合型以及债券型基金共五只基金指数，将其 2021 年各项风险收益指标与 FOF 产品进行对比，结果如下图表所示。我们发现，2021 年由于权益资产大幅回撤，中债新综合、偏债混合型基金与债券型基金的夏普比率与 Calmar 比率明显高于股债混合的 FOF 产品，其中中债新综合指数优势较为明显。单从 Calmar 比率的角度来看，低风险目标风险 FOF 和低风险普通混合 FOF 表现较好，风险收益比超过灵活配置型基金。中高风险目标风险 FOF 和中高风险目标日期 FOF 的 Calmar 比率低于灵活配置型基金，但高于普通股票型基金和偏股混合型基金。可见几类 FOF 产品的回撤控制能力相对较强，与长线资金的需求较为匹配。

图表32： FOF 产品及普通基金产品夏普比率对比



资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

图表33： FOF 产品及普通基金产品 Calmar 比率对比



资料来源：Wind，华泰研究，2021.1.1-2021.12.31

FOF 资产配置策略：宏观基本面分析+量化资产配置模型为主流

FOF 产品的核心为大类资产配置策略和基金优选策略，本章中我们将对市场上全部 FOF 产品的资产配置策略进行梳理，并分不同类别进行展示，FOF 的基金配置思路则将在下一章节中进一步分析。

普通混合 FOF：以宏观基本面分析为主，部分辅以量化模型

我们根据产品招募说明书，总结了 83 只普通混合 FOF 的大类资产配置策略，其中：

1. 部分产品完全采用的宏观基本面分析，并不采用量化配置模型，如广发核心优选六个月持有等；
2. 部分产品完全采用量化策略进行配置，如嘉实领航资产配置等；
3. 部分产品则采用了定性宏观基本面分析辅以量化模型的配置策略，如浦银安盛嘉和稳健一年持有、民生加银优享 6 个月定开等；
4. 此外，还有部分风险水平预先确定的产品使用类似目标风险 FOF 的固定股债比作为配置策略，如建信福泽安泰等。

而从基金成立时间上看，2018 年及之前成立的 FOF 产品大多仅使用量化模型，或采用基本面分析与量化模型结合的方式来进行大类资产配置；而 2019 年以后成立的 FOF 基金多表明仅使用宏观基本面分析或使用宏观基本面分析和量化策略共同指导大类资产的配置。量化资产配置模型的“含量”略有降低。

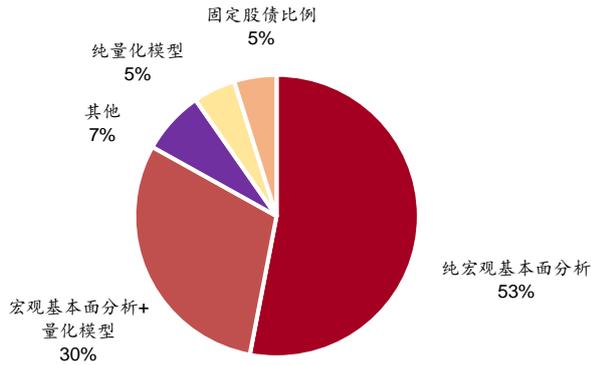
图表34：部分普通混合 FOF 产品所用大类资产配置策略

证券代码	证券简称	基金成立日	所用核心大类资产配置策略
005215.OF	南方全天候策略 A	2017-10-19	宏观基本面分析+风险平价
005156.OF	嘉实领航资产配置 A	2017-10-26	风险平价
005217.OF	建信福泽安泰	2017-11-02	固定股债比例
005220.OF	海富通聚优精选	2017-11-06	不进行大类资产择时，配置优秀基金经理
005758.OF	中融量化精选 A	2018-05-04	周期量化+市场情绪量化+趋势量化模型
005976.OF	长信稳进资产配置	2018-09-05	风险平价+美林时钟
006507.OF	前海开源裕泽定开	2018-11-22	宏观基本面分析+风险平价
005979.OF	南方合顺多资产 A	2019-01-17	宏观基本面分析
007904.OF	广发锐意进取 3 个月 A	2019-11-27	宏观基本面分析
008079.OF	诺德大类精选	2019-12-09	宏观基本面分析+B-L 模型
007896.OF	易方达优选多资产三个月 A	2020-04-09	宏观基本面分析+风险预算
008169.OF	汇添富积极投资核心优势三个月持有期	2020-04-26	宏观基本面分析
009383.OF	人保稳进配置三个月持有	2020-09-17	宏观基本面分析+“MVP 框架”
011580.OF	民生加银稳健配置 6 个月	2021-02-25	宏观基本面分析+风险预算+绩效归因
011696.OF	南方浩睿进取京选 3 个月持有 A	2021-04-20	宏观基本面分析+“MVP 框架”+风险平价
009372.OF	浦银安盛嘉和稳健一年持有 A	2021-06-22	宏观基本面分析+B-L 模型
860022.OF	光大阳光 3 个月持有 A	2021-07-22	宏观基本面分析+追求风险最小化
900012.OF	中信证券财富优选一年持有 A	2021-07-22	宏观基本面分析
501210.OF	交银施罗德智选星光一年封闭运作 A	2021-11-10	宏观基本面分析
501211.OF	民生加银优享 6 个月定开	2021-12-07	宏观基本面分析+风险平价

资料来源：Wind，基金招募说明书，华泰研究

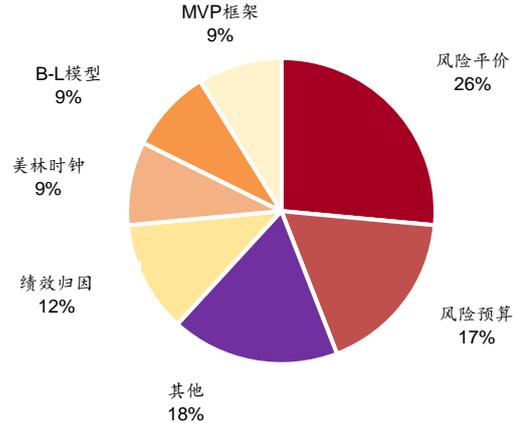
此外，通过对市场上 83 只普通混合 FOF 产品所采用的各个大类资产配置策略进行分类统计，可以发现仅采用宏观基本面分析的进行资产配置的产品数量占比最高，达 53%；采用宏观基本面分析，并叠加使用量化模型作为核心配置策略的产品，数量占比达 30%，完全采用量化模型进行大类资产配置的产品数目占比仅 5%，且发行时间多集中于 2018 年及之前。此外，通过对产品中使用的量化资产配置模型进行进一步的细分统计，可以发现风险平价与风险预算模型出现次数较多，分别占比 26%与 17%；而其余量化模型如美林时钟、Black-Litterman 模型、绩效归因等占比相对较小。此外，一只产品可能同时使用多种量化模型。

图表35：普通 FOF 各个大类资产配置策略所占百分比



资料来源：Wind，基金招募说明书，华泰研究

图表36：各个量化模型所占百分比



资料来源：Wind，基金招募说明书，华泰研究

目标日期 FOF：效用最大化、考虑风险承受能力等策略的出现频率变高

目标日期基金的设计核心是下滑曲线的设计，基金按照下滑曲线预设的资产配置比例，在权益资产和固定收益资产之间进行配置，并随着日期的延长而进行调整。我国目标日期 FOF 在构建自身的下滑曲线时，多参照国外养老基金的核心设计理念；由于海外市场的养老目标日期基金起步早，部分公司多年来已经发布了多个成熟的下滑曲线定量构建模型，这些模型假设较为合理、推导过程完整流畅、考虑范围较为全面。因此，我国目标日期基金的下滑曲线设计策略多借鉴于海外成熟模型。

从各个目标日期 FOF 的招募说明书可以看出，目标日期 FOF 的资产配置策略分为以下几个步骤：①按照下滑曲线预设的投资比例进行资产配置；②根据市场动态及政策变化等按照中枢阈值来调整大类资产的配置比例，获取 β 收益；③优选基金，获取 α 收益；④再平衡策略，控制下行风险；⑤寻求基金资产的长期稳健增值。

从下滑曲线设计的策略来看，我们按照成立时间排序统计了共 65 只目标日期 FOF 产品的具体情况，由于同家基金公司通常采用相同的设计理念，因此我们筛选出了部分产品以展示下滑曲线设计的变化趋势。从时间上来看，在 2019 年及之前成立的养老目标 FOF 下滑曲线的设计策略中，人力资本模型、动态最优化等出现的频率较高；2020 年及之后，除人力资本模型外，效用最大化、考虑风险承受能力等决策理念的出现次数逐渐增多。此外在 2019 年之前，小部分产品未明确划定下滑通道，而 2020 年后，无下滑通道的产品比例进一步降低。

图表37：部分目标日期 FOF 产品所用下滑曲线设计模型

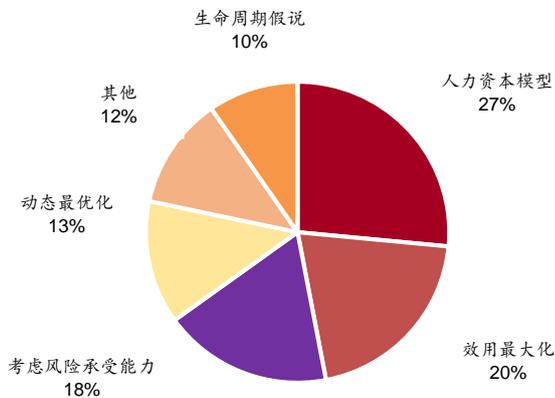
证券代码	证券简称	基金成立日	下滑曲线设计策略	其余设计
006295.OF	工银养老 2035 三年	2018-10-31	人力资本模型	下滑通道
006296.OF	鹏华养老 2035 三年	2018-12-05	动态最优化	无下滑通道
006292.OF	易方达汇诚养老三年(FOF)	2018-12-26	效用最大化+生命周期假说	下滑通道
006891.OF	华夏养老 2050 五年	2019-03-26	动态最优化	下滑通道
006245.OF	嘉实养老 2030 三年	2019-08-05	人力资本模型	下滑通道
007779.OF	银华尊和养老 2030 三年	2019-08-16	人力资本模型+考虑风险承受能力	下滑通道
007661.OF	南方养老 2030 三年	2019-12-03	人力资本模型+生命周期假说	无下滑通道
008639.OF	中欧预见养老 2025 一年持有(FOF)	2020-04-15	考虑风险承受能力+效用最大化	下滑通道
009340.OF	工银养老 2055 五年	2020-09-02	效用最大化	下滑通道
007668.OF	广发养老 2035 三年	2020-09-09	考虑风险承受能力	下滑通道
011684.OF	平安养老 2045 五年	2021-04-20	根据中证平安 2045 退休宝指数调整	下滑通道
012721.OF	中信保诚养老目标日期 2040 三年持有	2021-07-02	效用最大化	下滑通道
013061.OF	博时养老目标日期 2050 五年持有期	2021-08-30	考虑风险承受能力	下滑通道
013253.OF	海富通养老目标 2035 三年持有	2021-12-14	效用最大化	下滑通道
014022.OF	大摩养老目标日期 2040 三年持有	2021-12-15	人力资本模型+考虑风险承受能力	下滑通道

资料来源：Wind，基金招募说明书，华泰研究

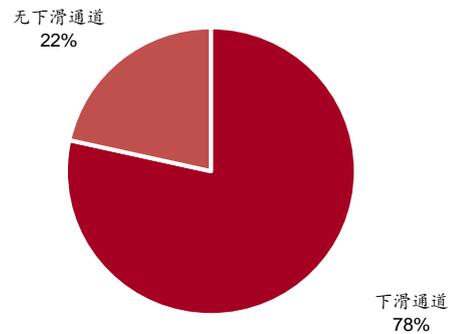
找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

此外，从下滑曲线的各个设计策略来看，设计理念中包含人力资本模型的产品占比最高，达 27%，其次则是将效用最大化纳入下滑曲线设计策略的产品，占比达 20%；考虑风险承受能力的养老目标 FOF 占比 18%，以动态最优化、生命周期假说等为策略的产品相对较少。而在下滑曲线的其他设计中，多数产品选择划定下滑通道作为下滑曲线中枢的调整范围，占比达 78%。

图表38：目标日期 FOF 下滑曲线设计策略所占百分比


资料来源：Wind，基金招募说明书，华泰研究

图表39：目标日期 FOF 下滑曲线其余设计所占百分比


资料来源：Wind，基金招募说明书，华泰研究

目标风险 FOF：2021 年成立的产品中，固定股债比策略更为普遍

目标风险 FOF 在投资策略上多借鉴了海外同类产品的设计经验，将基金组合的风险水平控制在预设值左右，相比于普通混合 FOF 和目标日期 FOF 来说较为简单，但投资灵活度也会相对较低。目标风险基金采用的战略资产配置策略一般为两种：固定股债比策略和控制组合风险的风险预算策略。固定股债比策略指的是通过规定权益资产与固定收益资产的投资比例来保证组合风险的相对稳定；而控制组合风险指标的策略则要求将特定的风险指标数值维持在预设风险目标附近。其中固定股债比策略由于设计简单、管理简洁、权重透明等优点而广泛被成熟市场目标风险基金采用。

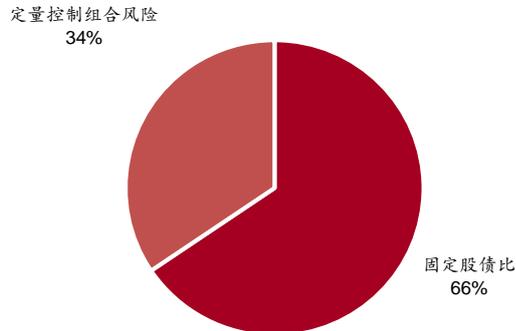
目标风险 FOF 的资产配置较为简单，在经由战略资产配置策略确定各个大类资产的配置比例并获取相应 β 收益后，还会通过大类资产择时和配置权重调整以进行战术资产配置获取 α 收益。我们统计了市场上 92 只目标风险 FOF 基金的战略资产配置策略，并通过部分产品展示此类基金战略资产配置策略的演变趋势。将典型普通混合 FOF 产品按发行日期排列，可以发现 2020 年之前成立的目标风险基金多采用定量控制组合风险的战略投资策略，而 2020 年及 2021 年成立的产品则更多地使用简单透明的固定股债比例策略来指导大类资产配置，权益资产投资比例的大小与基金设定的目标风险的高低所对应。

图表40：部分普通混合FOF产品所用大类资产配置策略

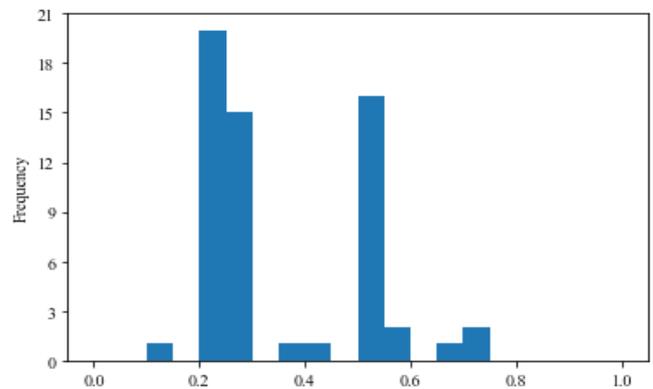
证券代码	证券简称	基金成立日	战略资产配置策略
005218.OF	华夏聚惠稳健目标A	2017-11-03	定量控制组合风险（波动率及最大回撤）+风险预算
006298.OF	广发稳健养老目标一年	2018-12-25	固定股债比 25%:75%
006991.OF	民生加银康宁稳健养老一年	2019-04-26	定量控制组合风险（VaR及波动率）+B-L模型
006880.OF	交银安享稳健养老一年	2019-05-30	定量控制组合风险（波动率）+风险预算
007249.OF	广发均衡养老目标三年	2019-09-24	固定股债比 50%:50%
007660.OF	招商和悦均衡养老三年(FOF)	2019-12-03	定量控制组合风险（波动率）
007747.OF	海富通平衡养老目标三年(FOF)	2020-02-19	固定股债比 50%:50%
009161.OF	上投摩根锦程积极成长养老目标五年	2020-04-29	固定股债比 25%:75%
008631.OF	国泰民泽平衡养老目标三年	2020-07-10	固定股债比 40%:60%
009209.OF	长信稳利资产配置一年	2020-08-24	定量控制组合风险（波动率）+风险平价
010735.OF	申万菱信稳健养老	2020-12-30	固定股债比 20%:80%
010277.OF	嘉实民安添岁稳健养老一年持有	2021-01-13	固定股债比 20%:80%
011233.OF	泰康福泰平衡养老FOF	2021-04-28	定量控制组合风险（MVPCT+FIFAM）
012056.OF	华商嘉悦平衡养老FOF	2021-05-28	固定股债比 55%:45%
013135.OF	银河悦宁稳健养老目标一年持有	2021-08-23	固定股债比 25%:75%
012167.OF	浦银安盛颐享稳健养老目标一年持有	2021-12-09	定量控制组合风险（波动率）+B-L模型+宏观分析
013059.OF	工银瑞信平衡养老目标三年持有	2021-12-22	固定股债比 50%:50%

资料来源：Wind，基金招募说明书，华泰研究

从当前市场上目标风险FOF的两种战略资产配置方案占比来看，固定股债比策略在目标风险FOF中占比较高，达66%，采用定量控制组合风险策略的产品数目相对较少。而观察采用固定股债比策略的产品其权益资产的投资比例可知，多数产品的权益资产占比规定在25%及50%附近，说明目标风险FOF中稳健型和平衡型产品数量占比较多。

图表41：目标风险FOF下滑曲线设计策略所占百分比


资料来源：Wind，基金招募说明书，华泰研究

图表42：固定股债比策略中权益资产投资比例分布


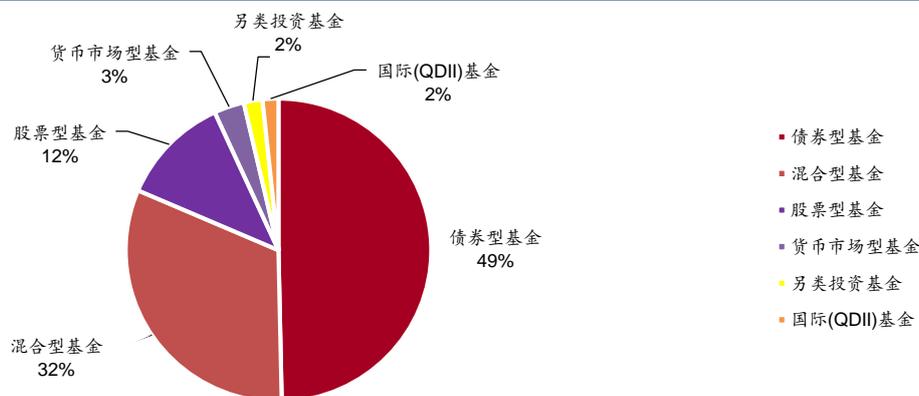
资料来源：Wind，基金招募说明书，华泰研究

FOF 基金配置策略：偏好基金经理获奖次数较多的主动型基金

基金类型偏好：权益投资偏好主动型基金，债权投资偏好中长期纯债基金

我们采用 2021 年中报数据对 FOF 产品的持仓基金类型进行了统计，并展示在了下方图表中。从一级投资分类来看，FOF 产品配置债券型基金的比例最高，达 49%，混合型基金的比列次之，为 32%，股票型基金配置比例第三，为 12%。

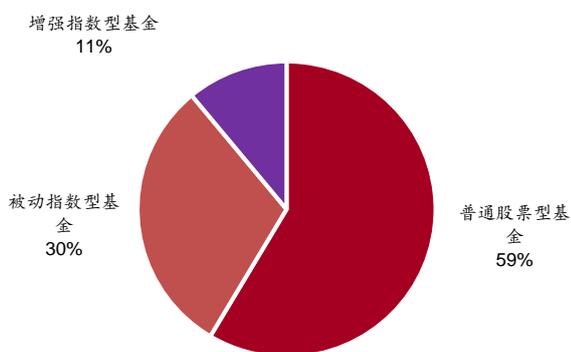
图表43： FOF 产品子基金投资类型（一级分类）所占规模百分比



资料来源：Wind，华泰证券研究所，2021 中报

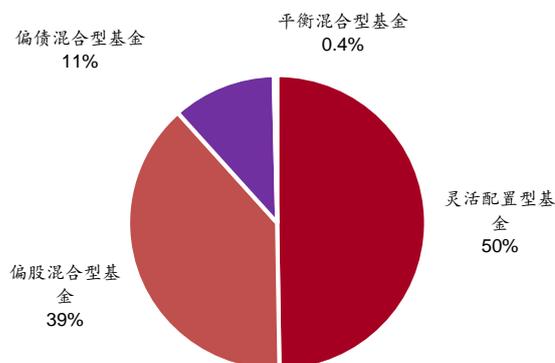
从权益类二级投资分类来看，FOF 产品所配置的股票型子基金中有 59%为普通股票型基金，指数型和指数增强型基金规模总和占股票型子基金的 41%。混合型子基金中则分别有 50%的灵活配置型基金和 39%的偏股混合型基金，偏债混合型基金仅占混合型子基金总规模的 11%，而平衡混合型基金规模不足混合型子基金总规模的 1%。

图表44： 股票型子基金投资类型（二级分类）所占规模百分比



资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

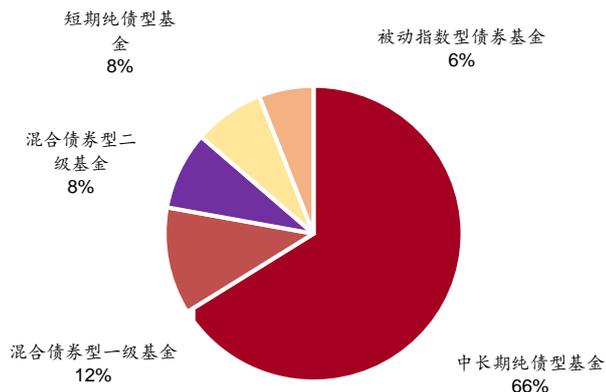
图表45： 混合型子基金投资类型（二级分类）所占规模百分比



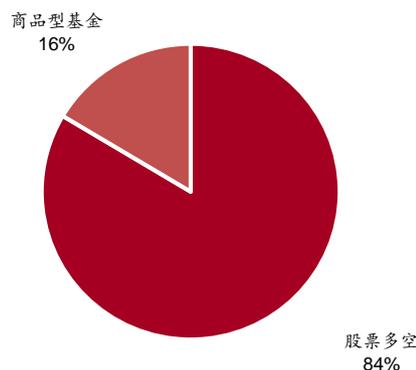
资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

从债券型子基金的二级投资分类来看，FOF 产品所配置的债券型子基金中有 66%为中长期纯债型基金，一级债基和二级债基配置规模分别占债券型子基金的 12%和 8%，而短期纯债型基金与被动指数型债券基金则分别占债券型子基金总规模的 8%和 6%。可见在配置债券类基金时，FOF 产品管理人更加偏好投资于中长期纯债基金。

FOF 产品所配置的另类投资子基金中则有 84%为股票多空型基金，主要是各类量化对冲基金。此外还有部分商品型基金成为另类投资子基金的配置标的，其中主要是各类黄金 ETF。

图表46： 债券型子基金投资类型（二级分类）所占规模百分比


资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

图表47： 另类投资于基金投资类型（二级分类）所占规模百分比


资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

基金产品偏好：偏好投资于获奖记录较多的主动型基金

债券型基金中，兴全稳泰 A、富国信用债 A 和交银纯债 AB 的获配规模最大

市场上 153 只公布了 2021 半年报的 FOF 产品所配置的全部子基金中，所配规模排名较前的债券型基金（包括 QDII 债券型基金）包括兴全稳泰 A、富国信用债 A、交银纯债 AB、富国产业债 A 以及易方达纯债 A 等。我们也统计出了基金的相关信息进行深入研究，发现这 15 只债券型基金中，超过半数基金的基金经理曾获得明星基金奖、金牛基金奖、金基金奖以及晨星基金奖等权威第三方机构颁发的奖项，且部分基金经理获奖次数达 10 次以上。

图表48： FOF 子基金获配总规模前 15 的债券基金

基金代码	基金简称	被持有总规模	投资类型	基金规模合计（亿元）	基金经理	基金经理总获奖次数（Wind）
003949.OF	兴全稳泰 A	23.42	中长期纯债型基金	137.77	王帅	
000191.OF	富国信用债 A	18.82	中长期纯债型基金	195.84	黄纪亮,吕春杰	
519718.OF	交银纯债 AB	17.24	中长期纯债型基金	86.16	于海颖,魏玉敏	1
100058.OF	富国产业债 A	16.08	中长期纯债型基金	96.41	黄纪亮,武磊	1
110037.OF	易方达纯债 A	13.65	中长期纯债型基金	55.75	张雅君	17
000032.OF	易方达信用债 A	13.23	中长期纯债型基金	64.64	胡剑,纪玲云	15
100018.OF	富国天利增长债券	12.93	混合债券型一级基金	139.00	黄纪亮	
040040.OF	华安纯债 A	12.18	中长期纯债型基金	52.22	郑如熙	2
003382.OF	民生加银鑫享 A	11.63	中长期纯债型基金	42.34	刘昊	
000355.OF	南方丰元信用增强 A	10.69	中长期纯债型基金	91.68	杜才超	1
000024.OF	大摩双利增强 A	10.67	中长期纯债型基金	121.17	葛飞	
002650.OF	东方红稳添利 A	10.61	中长期纯债型基金	69.89	纪文静	2
519723.OF	交银双轮动 AB	9.87	中长期纯债型基金	38.11	唐贤	
000305.OF	中银中高等级 A	8.95	中长期纯债型基金	67.11	陈玮,王妍	11
164902.SZ	交银信用添利	8.70	混合债券型一级基金	36.35	唐贤	

资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

权益类及另类投资基金中，海富通阿尔法对冲 A 和汇添富文体娱乐主题的获配规模最大

在股票型基金、混合型基金、另类投资基金以及权益 QDII 基金中，FOF 产品配置规模最大的为海富通阿尔法对冲 A、汇添富文体娱乐主题和汇添富医药保健 A，其中海富通阿尔法对冲 A 配置总规模为 11.46 亿元。QDII 基金中，作为港股 ETF 的易方达恒生 H 股 ETF 在非债券基金中配置比例排名靠前，而商品型基金中，华安黄金 ETF 也较受欢迎，成功进入前 15。此外，在基金总规模方面，前 15 名基金中有 5 只基金超过 100 亿元，同时也存在规模合计在几十亿元的小而精的基金。而在基金经理方面，这 15 只基金仍都有一个共同较为鲜明的特征，绝大多数产品管理人曾获得第三方权威机构颁发的奖项；结合上述获配规模靠前的债券型基金的表现，我们可以推断，FOF 管理人更加偏好投资于有获奖记录的基金经理所管理的产品。

图表49： FOF子基金获配总规模前15的非债券基金

基金代码	基金简称	被持有总规模	投资类型	基金规模合计 (亿元)	基金经理	基金经理总获奖次数 (Wind)
519062.OF	海富通阿尔法对冲 A	11.46	股票多空	71.31	杜晓海,朱斌全	10
004424.OF	汇添富文体娱乐主题	5.82	偏股混合型基金	46.79	杨瑄	
470006.OF	汇添富医药保健 A	5.54	偏股混合型基金	71.13	郑磊	1
000696.OF	汇添富环保行业	5.45	普通股票型基金	43.61	赵剑	
690007.OF	民生加银景气行业 A	4.75	偏股混合型基金	26.17	王亮	2
163415.SZ	兴全商业模式优选	4.14	偏股混合型基金	196.76	乔迁	9
519133.OF	海富通改革驱动	3.89	灵活配置型基金	102.07	周雪军	
510900.SH	易方达恒生 H 股 ETF	3.79	国际(QDII)股票型基金	74.85	余海燕,成曦	2
510500.SH	南方中证 500ETF	3.68	被动指数型基金	391.77	罗文杰	18
001054.OF	工银瑞信新金融 A	3.54	普通股票型基金	46.06	郝耀	8
470098.OF	汇添富逆向投资	3.51	偏股混合型基金	33.01	董超	
450009.OF	国富中小盘	3.21	普通股票型基金	63.15	赵晓东	21
512800.SH	华宝中证银行 ETF	3.04	被动指数型基金	82.65	胡洁	2
512880.SH	国泰中证全指证券公司 ETF	3.04	被动指数型基金	320.49	艾小军	3
518880.SH	华安黄金 ETF	3.04	商品型基金	108.53	许之彦	12

资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

此外，上述基金中的主动型产品，规模风格大多偏向大盘平衡或大盘成长，且收益率在同期基金中排名较高。

华宝中证银行 ETF 获配频率最高，工银瑞信文体产业在主动型基金中获配频率最高

从出现次数来看，华宝中证银行 ETF 获配频率最高，属于被动指数型基金，在 153 只 FOF 产品的子基金列表中出现了 42 次；主动股票型基金中出现频率最高的为工银瑞信文体产业 A，出现了 28 次；主动混合型基金中获配频率最高的为海富通改革驱动；QDII 基金中获配频率最高的为易方达恒生 H 股 ETF；商品型基金中，获配频率最高的为华安黄金 ETF；债券型基金中，获配频率最高的为国泰上证 5 年期国债 ETF。

图表50： 债券/货币市场型基金出现频率

基金代码	基金简称	出现次数	投资类型（一级）	投资类型（二级）	基金经理
511990.SH	华宝现金添益 A	38	货币市场型基金	货币市场型基金	陈昕,高文庆
511010.SH	国泰上证 5 年期国债 ETF	22	债券型基金	被动指数型债券基金	王玉
511880.SH	银华交易货币 A	22	货币市场型基金	货币市场型基金	王树丽
002351.OF	易方达裕祥回报	21	债券型基金	混合债券型二级基金	林森,林虎
000191.OF	富国信用债 A	20	债券型基金	中长期纯债型基金	黄纪亮,吕春杰
000032.OF	易方达信用债 A	19	债券型基金	中长期纯债型基金	胡剑,纪玲云
485111.OF	工银瑞信双利 A	17	债券型基金	混合债券型二级基金	欧阳凯,徐博文
000024.OF	大摩双利增强 A	16	债券型基金	中长期纯债型基金	葛飞
100058.OF	富国产业债 A	16	债券型基金	中长期纯债型基金	黄纪亮,武磊
000171.OF	易方达裕丰回报	15	债券型基金	混合债券型二级基金	张清华,张雅君

资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

图表51： 非债券/货币市场型基金出现频率

基金代码	基金简称	出现次数	投资类型（一级）	投资类型（二级）	基金经理
512800.SH	华宝中证银行 ETF	42	股票型基金	被动指数型基金	胡洁
512660.SH	国泰中证军工 ETF	36	股票型基金	被动指数型基金	艾小军
001714.OF	工银瑞信文体产业 A	28	股票型基金	普通股票型基金	袁芳
512880.SH	国泰中证全指证券公司 ETF	28	股票型基金	被动指数型基金	艾小军
519133.OF	海富通改革驱动	26	混合型基金	灵活配置型基金	周雪军
163415.SZ	兴全商业模式优选	25	混合型基金	偏股混合型基金	乔迁
450009.OF	国富中小盘	23	股票型基金	普通股票型基金	赵晓东
001410.OF	信达澳银新能源产业	22	股票型基金	普通股票型基金	冯明远
510900.SH	易方达恒生 H 股 ETF	22	国际(QDII)基金	国际(QDII)股票型基金	余海燕,成曦
518880.SH	华安黄金 ETF	22	另类投资基金	商品型基金	许之彦

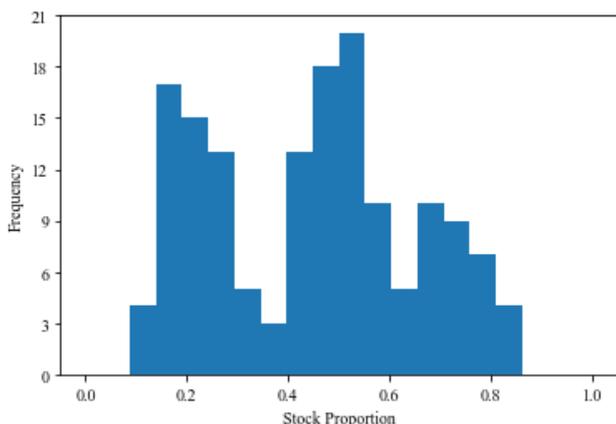
资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

FOF 仓位穿透：目标风险 FOF 平均股票投资比例较低

我们对公布了 2021 半年报的 153 只 FOF 产品进行了持仓穿透，即通过其子基金半年报持仓情况，估算 FOF 母基金产品的股票、债券、现金及其他类别资产的持仓比例。

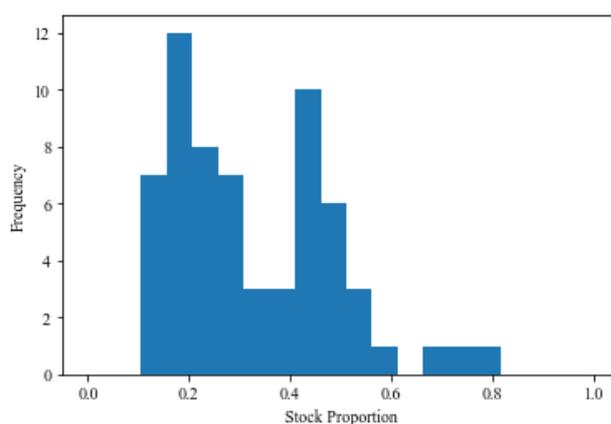
首先我们对各只 FOF 产品股票投资占比进行了统计，并将其分布图绘制在了下图表中。我们发现目标风险 FOF 的股票投资比例整体偏低，多集中于 20% 附近，在 40% 处也有一个分布峰值，说明目标风险 FOF 中稳健型和平衡型的产品数量较多。其中一只产品：华夏聚丰稳健目标 A 的股票配置比例高达 80% 以上，显著高于其他目标风险 FOF。

图表52：全部 FOF 基金底层股票投资比例分布



资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

图表53：目标风险 FOF 基金底层股票投资比例分布

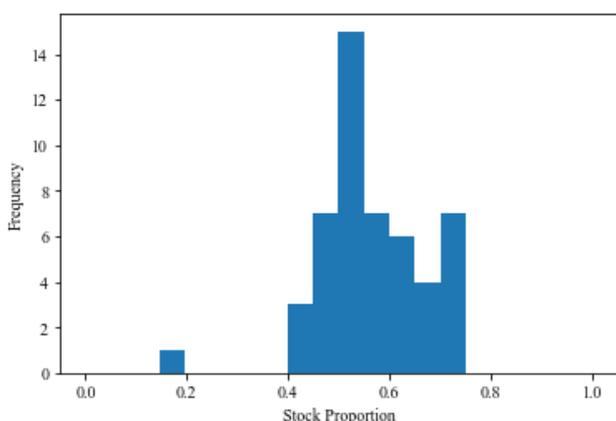


资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

目标日期 FOF 的股票投资比例整体较高，主要集中在 50% 左右，其中一只产品：中欧预见养老 2025 的股票配置比例不足 14.5%，该产品临近到期日，因此权益资产配置比例显著低于其余目标日期 FOF。

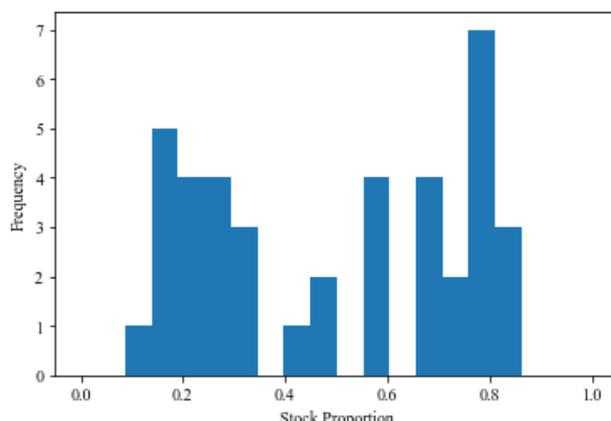
而普通混合 FOF 数目相对较少，股票投资比例呈现出两极分化：部分基金投资比例集中在 20% 附近，部分基金投资比例集中在 80% 附近，股票配置比例较高的产品数量相对较多。综合几类产品的权益投资比例分布可看出，全部 FOF 产品的股票配置比例分布中的双峰主要是由于目标风险 FOF 和目标日期 FOF 分布的峰值位置不同导致。

图表54：目标日期 FOF 基金底层股票投资比例分布



资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

图表55：普通混合 FOF 基金底层股票投资比例分布



资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

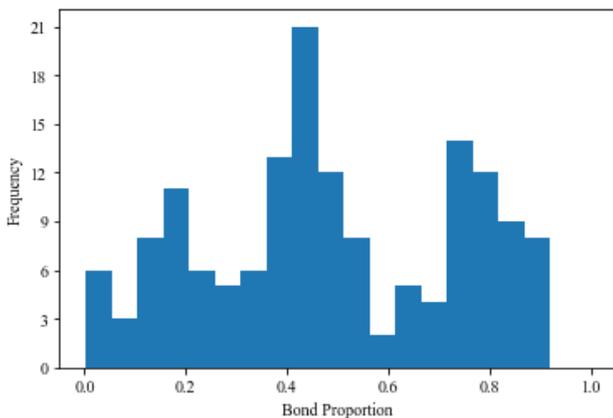
股票投资市值占比排名前 10 的 FOF 产品中，有 9 只产品均为普通混合 FOF，且前 3 名产品均为普通混合 FOF，仅有排名第 4 的华夏聚丰稳健目标为目标风险 FOF。其中 2021 年化收益率排名靠前的建信福泽裕泰和广发锐意进取 3 个月，其股票投资市值占比也较高。

图表56： 股票投资市值占比排名 10 的 FOF 产品

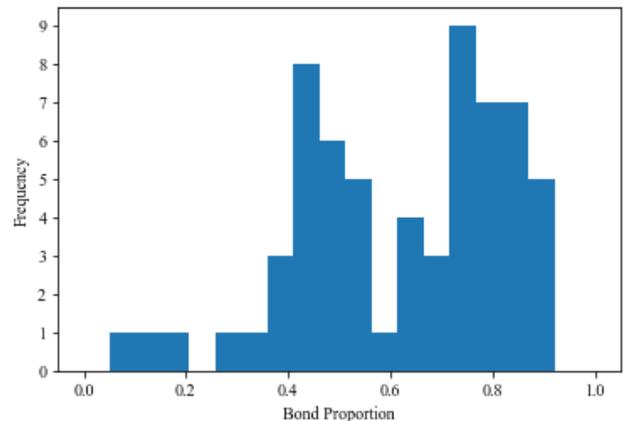
证券代码	证券简称	基金类型	基金规模 (亿元)	股票投资 市值占比
			20211231	
008169.OF	汇添富积极投资核心优势三个月持有期	普通混合 FOF	15.66	86.21%
008461.OF	平安盈丰积极配置三个月持有 A(FOF)	普通混合 FOF	1.13	84.66%
009113.OF	浙商汇金卓越优选 3 个月	普通混合 FOF	0.46	82.27%
005957.OF	华夏聚丰稳健目标 A	目标风险 FOF	5.54	81.60%
005220.OF	海富通聚优精选	普通混合 FOF	2.70	80.28%
007904.OF	广发锐意进取 3 个月 A	普通混合 FOF	0.66	79.96%
952013.OF	国君资管君得益三个月持有 A	普通混合 FOF	27.38	78.30%
007898.OF	富国智诚精选 3 个月	普通混合 FOF	7.48	77.66%
008158.OF	招商盛鑫优选 3 个月持有期(FOF)A	普通混合 FOF	0.27	77.46%
005925.OF	建信福泽裕泰 A	普通混合 FOF	1.59	77.02%

资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

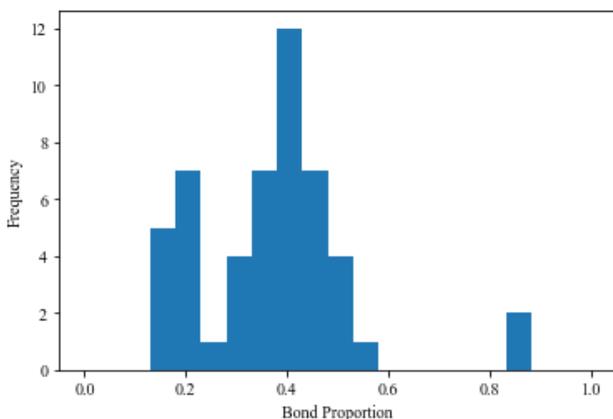
从穿透后的债券投资比例来看，目标风险 FOF 的债券投资比例相对偏高，在 50%和 80%处均出现峰值，债券投资比例在 70%-90%之间的 FOF 数量较多；目标日期 FOF 的债券仓位主要集中在 40%左右，配置比例相对较低；而普通混合 FOF 的债券投资比例仍较为分散，综合来看全部 FOF 的债券投资比例集中于 40%及 80%附近。此外，各类 FOF 的现金投资比例和其他资产投资比例均集中分布在 0%到 10%之间。

图表57： 全部 FOF 基金底层债券投资比例分布


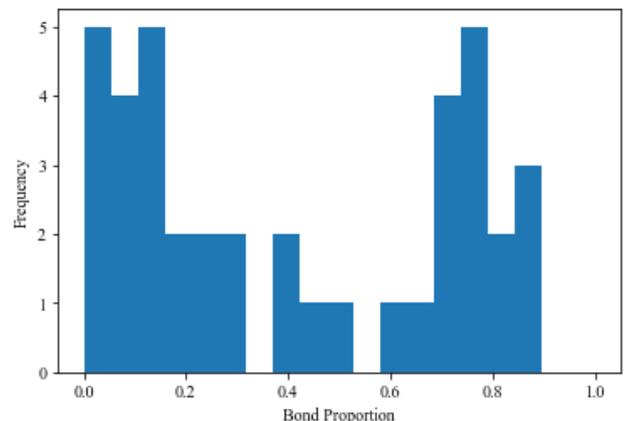
资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

图表58： 目标风险 FOF 基金底层债券投资比例分布


资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

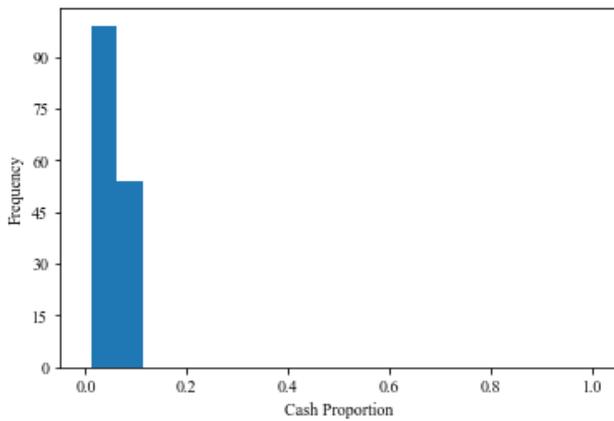
图表59： 目标日期 FOF 基金底层债券投资比例分布


资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

图表60： 普通混合 FOF 基金底层债券投资比例分布


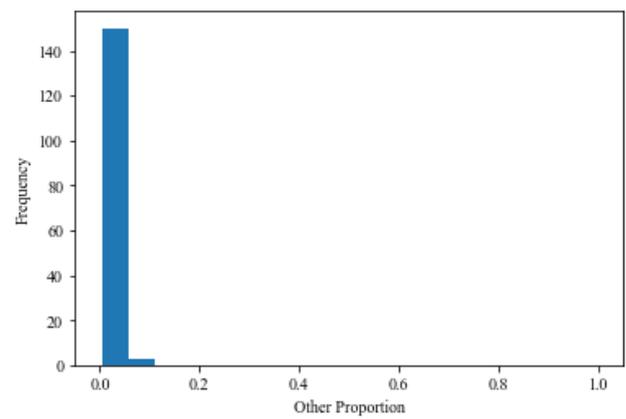
资料来源：Wind，华泰研究，2021 中报

图表61: 全部 FOF 基金底层现金投资比例分布



资料来源: Wind, 华泰研究, 2021 中报

图表62: 全部 FOF 基金底层其他资产投资比例分布



资料来源: Wind, 华泰研究, 2021 中报

图表63: 各类 FOF 产品资产配置比例均值

FOF 类型	分位数	股票投资比例	债券投资比例	现金投资比例	其他资产投资比例
全部 FOF	25 分位	26.37%	30.66%	3.38%	1.25%
	平均值	44.85%	48.53%	5.38%	1.93%
	中位数	48.03%	45.76%	5.40%	1.61%
	75 分位	59.43%	72.49%	7.04%	2.12%
目标风险 FOF	25 分位	19.65%	46.11%	3.02%	1.62%
	平均值	32.99%	62.04%	4.76%	2.18%
	中位数	27.47%	65.65%	4.94%	1.97%
	75 分位	44.60%	78.71%	6.17%	2.62%
目标日期 FOF	25 分位	50.19%	24.83%	4.51%	1.11%
	平均值	56.12%	37.22%	5.90%	1.45%
	中位数	54.19%	38.90%	5.92%	1.33%
	75 分位	62.45%	44.39%	7.07%	1.62%
普通混合 FOF	25 分位	25.10%	11.23%	2.91%	1.18%
	平均值	49.46%	41.40%	5.70%	2.14%
	中位数	52.67%	35.83%	5.46%	1.51%
	75 分位	75.40%	74.13%	8.03%	2.20%

资料来源: Wind, 华泰研究, 2021 中报

MOM 与基金投顾：MOM 规模较小，基金投顾试点机构近 60 家

FOF 基金通过投资其他证券投资基金而间接持有股票和债券等金融工具，当前市场上与其类似的产品包括 MOM 与基金投顾。

MOM 产品：2021 首批公募 MOM 成立，MOM 产品规模较小

MOM (Manager of managers, 管理人的管理人基金) 与 FOF 类似，FOF 是投资于基金的基金，MOM 是由组合经理挑选优秀的投资管理人的，将子账户委托给多个管理人进行投资管理的一类产品。

MOM 产品具备较强的风险分散性，能够实现多策略、跨品种、跨市场的多元化投资。一方面，金融市场并不完全有效的特性使得主动型投资可以获得超额收益；另一方面，基金管理人很难一直保持出色的业绩，需要根据其投资策略对基金管理人进行跟踪评价、多元化投资。MOM 以此为投资理念，以期提高基金整体中长期的投资收益。

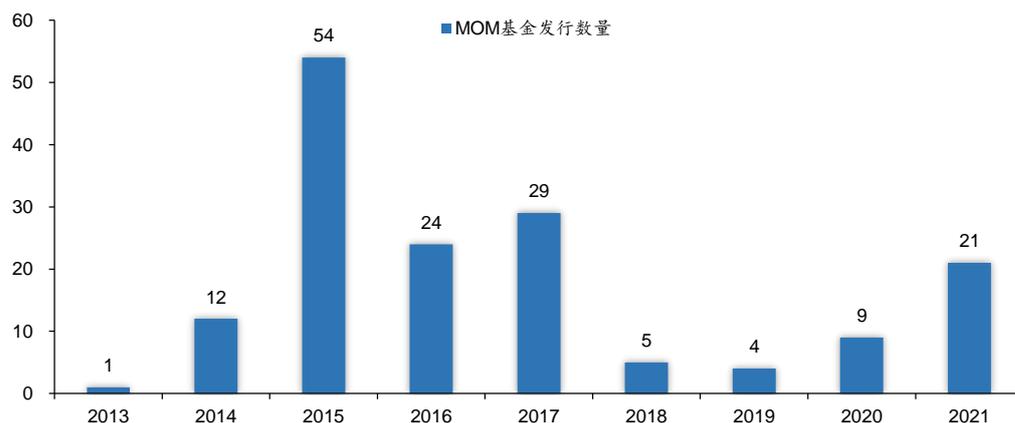
2021 年资管机构 MOM 产品发行数量增加，5 只公募 MOM 产品发行

MOM 基金的投资管理模式诞生于上世纪 80 年代的美国罗素资产管理公司，2012 年平安罗素资产管理首次将 MOM 概念引入中国。同年 6 月，以 MOM 为核心业务的万博兄弟成立；8 月，中国平安与美国罗素投资公司共同推出中国第一只 MOM 基金“平安罗素 MOM 一期”。随后，券商资管、银行期货、产业资本等开始纷纷布局 MOM 产品。

2019 年 12 月 6 日，《证券期货经营机构管理人中管理人 (MOM) 产品指引 (试行)》(以下简称《指引》) 发布，对 MOM 的产品定义、运作模式、投资运作、管理人承担职责等进行规范，开放了公募 MOM 市场。《指引》发布后，招商、创金合信、华夏、建信、鹏华五家基金公司相继上报了五只 MOM 产品。

截至 2021 年 12 月，全国共发行 21 只 MOM 基金，其中 5 只新发基金为公募 MOM 产品，整体发行数量较过去 3 年有显著提升。

图表64：历年国内 MOM 产品（包括资管机构）发行数量（单位：只）

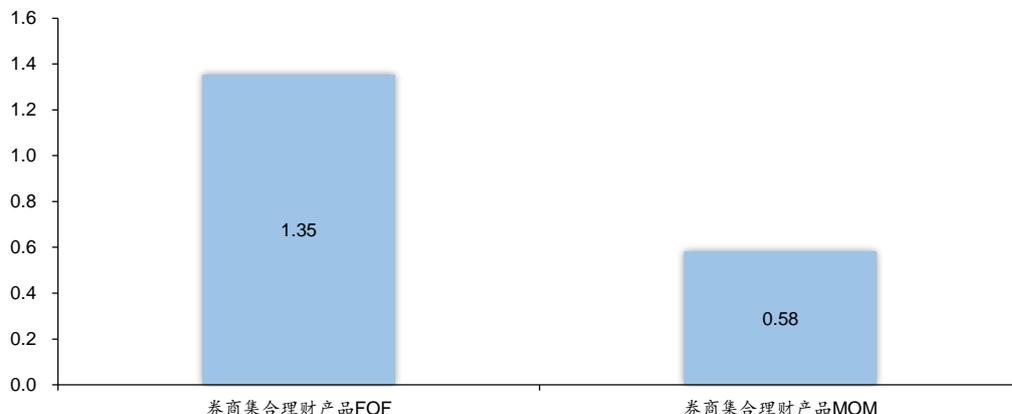


资料来源：Wind，华泰研究

券商集合理财 MOM 规模较小，部分公募 MOM 收益率一般

如下图所示,截至 2021 年 12 月 31 日,国内券商集合理财产品中 FOF 总规模达 350 亿元,单只产品总规模 1.35 亿元;而 MOM 总规模仅 1.75 亿元,单只产品总规模不足 6 千万元,相比 FOF 产品, MOM 在规模和投资者认可度上仍有一定差距。

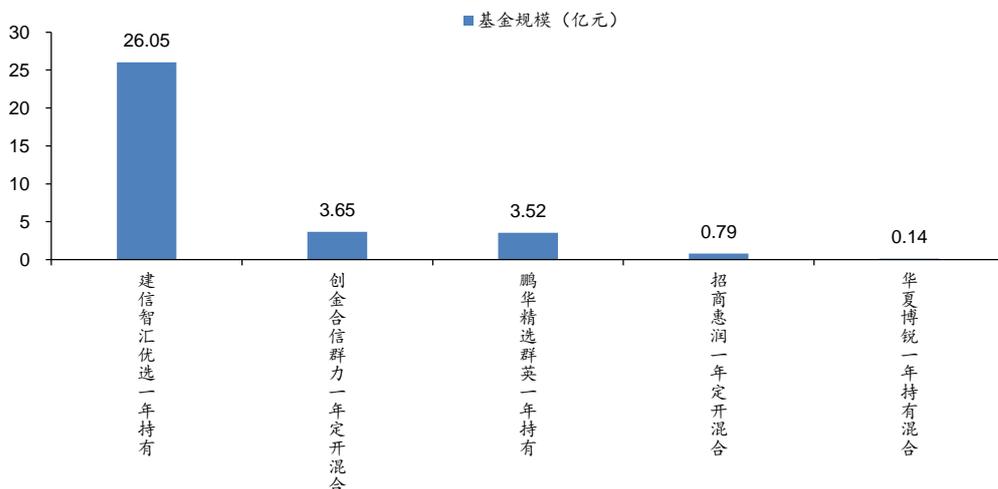
图表65: 券商集合理财 FOF/MOM 产品平均规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰研究

2019 年 12 月,首批 MOM 产品上报;2020 年 12 月,5 只 MOM 产品获批,于 2021 年相继成立。从 2021 年 12 月 31 日各 MOM 产品规模来看,建信智汇优选的产品规模最大,超过 26 亿元,而招商惠润与华夏博锐规模不足 1 亿元。从公募 MOM 产品整体表现来看,截至 2021 年末,上述 5 只公募 MOM 平均收益率为 1.87%,其中建信智汇优选与鹏华精选群英两只 MOM 产品的收益率均为负。整体来看,当前我国 MOM 产品规模较小, MOM 产品尚处于起步探索阶段。

图表66: 公募 MOM 产品规模



资料来源: Wind, 华泰研究, 2021.12.31

基金投顾：监管不断完善，重点发力“顾”的服务水平与“投”的能力

自 1991 年 7 月我国第一只公募基金成立以来，我国基金市场历经 30 年高速发展，体量十分庞大，但基金销售模式中存在的痛点以及基金投资过程中面临的难点也逐渐显露出来。在基金投顾业务监管要求正式发布之前，基金产品的销售大多依靠券商、银行、互联网销售平台等外部第三方销售渠道，并向其支付认购申购费（前端费用）和客户维护费（尾随佣金）。

这种销售模式带来的直接影响，就是基金公司自身的管理费用和利润被挤占。间接影响则是，基金销售人员以增加基金销售量保有量为主要目标，因此其推荐的是过去表现亮眼、而非适应未来市场环境的基金。这种以销量为导向的、滞后于市场走势的代销模式，忽略了基民的投资体验和持基收益，最终造成“基金赚钱，基民亏钱”的行业痛点。

基金投顾业务稳步发展，监管不断完善

2019 年 10 月 24 日，中国证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》（以下简称《通知》），此后基金投顾业务试点机构从事基金投顾业务，可以依客户委托向其提供基金投资组合策略建议，还可以按协议约定的投资组合策略，代客户作出具体基金投资品种、数量和买卖时机的决策，并代客户执行产品申赎转换等交易申请，开展管理型基金投顾服务，并直接或间接获取经济利益。这种全权委托也是美国投顾市场中较为主流的业务模式，在这种管理模式下，投顾服务收益将与客户的组合收益及投资体验紧密结合，推动“卖方投顾”向“买方投顾”转型。

2020 年 4 月 17 日，证监会又发布了《证券基金投资咨询业务管理办法（征求意见稿）》，管理办法将证券投资咨询业务和基金投资顾问业务整合为证券基金投资咨询业务，并具体划分为证券投资顾问业务、基金投资顾问业务、发布证券研究报告业务等细分类别，明确从事证券基金投资咨询业务应依法经中国证监会核准或者注册，也明确了具体准入要求和申请审批程序，对日后各类机构申请投顾业务资格的流程和研报发布业务进行管理与规范。

随后，国内各类试点机构推出其智能投顾品牌并上线相关业务。但随着基金投顾业务的深入开展，试点中遇到的一些实践性问题也逐步暴露出来：各投顾机构及合作的基金销售机构对监管法规的理解不同、合规尺度把握不同，导致在系统数据接口的开发需求上各有不同。中基协认为：“投顾对接系统数据接口标准多样、形式多元的问题已成为阻碍业务推进和拓展的掣肘”。为市场化、规范化、专业化开展后续的投顾业务，2021 年 3 月基金业协会发布《基金投顾业务数据交换技术接口（征求意见稿）》向投顾试点机构征求意见，根据《通知》中对投顾业务试点的各项要求，对投顾业务系统框架和交易模式设定统一标准，积极为试点中遇到的问题寻求解决方案。

2021 年 11 月，北京、上海、广东多地证监局下发《关于规范基金投资建议活动的通知》，对基金投资组合策略建议活动的业务界定与规范整改安排进行规定，提出一系列基金销售业务需要遵循的法律关系，还要求各机构报送业务整体规范整改方案与存量业务情况，并于此后每月报送月度情况。该通知有利于规范基金投顾业务机构，能够为投资者提供更好的投资环境，促进基金代销业务不断发展。

获批基金投顾试点业务的金融机构近 60 家，多家已通过审核开始展业

当前获批买方投顾试点业务的金融机构已经接近 60 家,机构类别包括基金公司、证券公司、银行和第三方平台,其中多家已通过审核开始展业。各类机构在基金投顾业务链条的不同环节上存在优劣势差异:基金公司在投研能力上具有显著优势;证券公司具备投研能力、投顾经验和较多的客户积累;银行雄厚的客户基础以及理财顾问经验为其开展投顾服务提供便利;第三方平台则在投顾服务经验和客户数量方面具备一定优势。而对于自身弱项,部分机构在招揽人才积累经验的同时,也积极通过与其他机构合作的方式,以对方的长处来弥补自身的不足。例如部分基金公司将智能投顾服务上线第三方平台,部分第三方平台与基金公司合作设计投资策略、开发投顾产品等。

图表 67: 基金投顾试点获批机构 (不完全统计)

试点资格			
获得年份	家数	类型	获批试点机构名称
2019 年	5	基金及基金子公司	南方基金、易方达基金、华夏基金、嘉实基金、中欧基金
	3	独立基金销售公司	蚂蚁基金、腾安基金、盈米基金
2020 年	7	证券公司	华泰证券、银河证券、中金公司、中信建投、国泰君安、申万宏源、国联证券
	3	商业银行	平安银行、工商银行、招商银行
2021 年	19	基金及基金子公司	博时基金、广发基金、汇添富基金、银华基金、兴证全球基金、工银瑞信基金、招商基金、交银施罗德基金、华安基金、富国基金、鹏华基金、华泰柏瑞基金、景顺长城基金、民生加银基金、申万菱信基金、万家基金、建信基金、国泰基金、国海富兰克林基金
	20	证券公司	中信证券、招商证券、国信证券、兴业证券、东方证券、安信证券、浙商证券、光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、华安证券、国金证券、东方财富、华宝证券、华西证券、财通证券

资料来源: Wind, 华泰研究

风险提示

- 1) 本报告不涉及证券投资基金评价,不涉及对具体基金产品的投资建议,亦不涉及对具体个股的投资建议;
- 2) 本报告内容仅供参考,投资者应结合自身风险偏好及风险承受能力,充分考虑指数编制规则、样本股变化、基金管理人的投资风格、投资策略、资产配置情况等各种因素可能对基金产品业绩产生的影响;
- 3) 投资者需特别关注指数编制公司、基金公司等官方披露的信息。

免责声明

分析师声明

本人，林晓明、黄晓彬、刘依苇、张泽，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林晓明、黄晓彬、刘依苇、张泽本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司