中信期货
CITIC Futures

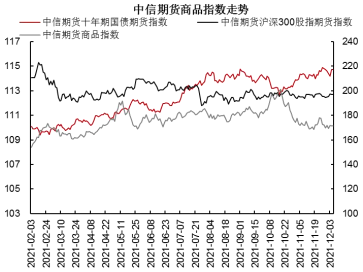
中信期货研究|FOF 配置月报

2021-12-07

破立之间，攻守兼备

—— 十二月 FOF 配置月报

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



报告要点

权益市场可关注政策呵护下估值合理、有基本面支撑的**价值**、**券商银行**板块，布局跨年行情可关注行业景气度有保证的**科技**、**新能源**领域；债市利好集中短期，中长期仍需防范变盘风险；当下正是商品市场多空博弈最激烈的时候，并不利好中长周期 CTA；指数增强策略获取阿尔法收益的情况有所回暖，整体或仍在“适应期”中。

摘要：

十二月配置观点：

权益型基金转为**中性偏多**观点，年底重要会议将密集召开，政策呵护的效果会逐步凸显，此时估值合理、有基本面支撑的**价值**板块、**券商银行**板块的业绩有望迎来阶段性提升机会；布局跨年行情应关注长期政策风险较低、行业景气度有保证的**科技**、**新能源**领域，**长期逢低吸纳**；从“专精特新”的实体逻辑考量，可重点关注**机械设备**、**高端制造**领域。

债券型基金维持**中性**观点，当下经济缺少短期快速上行基础，而宽信用更多可能对应稳货币而非宽货币，债市短期或利好，但利率波动突破前期下限 2.8%需要更强力的因素，中长期看，一致预期下仍有变盘风险，同时近期波动也有所加大，扰动因素增加，12 月对债券型基金仍维持中性观点。

CTA 策略维持**中性**观点，12 月 6 日央行降准，或是宽信用到来的前瞻信号，然而，拐点信号并不利好中长周期 CTA，这个阶段正是市场多空博弈最激烈的时候，我们认为这类策略可以保持观望，而对于 CTA 复合策略，基差结构的恢复有望为这类策略带来盈利机会。

指数增强策略维持**中性偏空**观点，从不同规模的私募管理人的代表指增产品组成的样本情况来看，11 月规模适中的指增产品获取超额的情况有所回暖，但规模较大的指增产品似乎仍未走出“适应期”。

风险提示：疫情超预期反复，全球经济陷入停滞。中美贸易摩擦重启。受外部环境冲击，国内货币政策大幅收紧。海外经济复苏不及预期。

FOF 配置团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号 F3004355
投资咨询号 Z0010982

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目 录

摘要：.....1
一、十二月配置观点：破立之间，攻守兼备.....3
权益型基金（中性偏多观点）—— 政策呵护，布局跨年行情.....3
债券型基金（中性观点）—— 短期情绪发酵，扰动因素增加.....4
CTA 策略（中性观点）—— 黎明前的黑暗.....4
指数增强策略（中性偏空观点）—— 有所回暖，仍在“适应期”.....6
二、组合策略跟踪.....7
（一）纯债基金精选策略.....7
三、市场数据跟踪.....8
（一）新发基金市场情况.....8
（二）中信一级行业表现.....8
（三）公募基金市场情况.....9
（四）私募基金市场情况.....11
四、其他分析指标.....12
五、风险提示.....13

图 目 录

图表 1 ：商品全市场波动率水平.....5
图表 2 ：主要商品板块近 4 周表现（中信期货商品指数）.....5
图表 3 ：CTA 策略周度盈亏占比.....5
图表 4 ：CTA 各类子策略近 12 周表现.....6
图表 5 ：全指数个股跑赢宽基指数占比（周度收益率）.....6
图表 6 ：不同规模私募管理人指增产品样本超额情况.....6
图表 7 ：纯债基金精选策略（12 月最新持仓，2、5、8、11 月第一个交易日调仓）.....7
图表 8 ：纯债基金精选策略（20180731 至 20211203）.....7
图表 9 ：新发基金情况.....8
图表 10 ：中信一级行业指数表现.....9
图表 11 ：中信风格指数表现.....9
图表 12 ：市场风格指数表现.....9
图表 13 ：公募基金一级分类业绩表现.....10
图表 14 ：公募基金二级分类业绩表现.....10
图表 15 ：分类型公募基金收益分布（2021 年 10 月 29 日至 2021 年 11 月 30 日）.....10
图表 16 ：朝阳永续主要私募指数业绩表现.....11
图表 17 ：朝阳永续主要私募指数区间收益率.....11
图表 18 ：IF/IC 当月合约今年以来累计对冲成本.....12
图表 19 ：IF/IC 当季合约今年以来累计对冲成本.....12
图表 20 ：久期因子(Level)、期限结构因子(Slope)、信用利差因子(Credit)周度表现.....12
图表 21 ：公募基金配置中信一级行业占比.....13
图表 22 ：公募基金配置中信一级行业较上月变化.....13

一、十二月配置观点：破立之间，攻守兼备

2021 前三季度，在主动补库周期、货币政策稳健为主和资产荒的整体背景下，主动补库的周期逻辑得到了较为充分的演绎，同时新能源和科技的主线逻辑也得到了反复确认。而站在年底 12 月份，随着宽货币向宽信用转向、大宗商品价格大幅回落、行业利润传导不畅、跨周期调节思路、美联储 Tapper 落地和加息预期节奏变化和新变异病毒 Omicron 等多方干扰齐聚，资产轮动开始变得散乱，速度加快，季节性和短期性的特点也更强。

当前，从各个细分行业的库存周期状态来看，上游资源行业的主动补库节奏还在，但边际上有所放缓；中游行业已经进入被动补库阶段，而下游消费的被动库存节奏明显，随着收入的持续下降，有向主动去库切换的可能，结合库存周期的趋势，2022 年国内将面临整体去库的大背景，去库阶段整体上风险资产有回落的特征。参考今年风格轮动的特点，尤其是周期回落之后风格切换频繁主线散乱的状态，叠加一季度的流动性环境整体宽松的季节性规律、银行冲贷扩大宽信用效果，风险资产或存估值支撑，在 12 月的新旧交替之际，更稳妥的思路是着眼于阶段性配置亮点，如**消费和金融**的阶段修复机会，重结构轻趋势，并逐步增加防御配置，可关注**机械设备和银行**。

从更长远的角度看，2022 是“十四五”规划的推进之年，相比 2021 开局之年，政策落地更可期，在“创新、绿色、协调、安全”的远景规划框架之下，**新能源和科技**的主旋律仍是长期配置的主线，但在 2022 整体去库大背景下，整体氛围或更谨慎，该主线投资逻辑需进一步下沉，同时还要兼顾业绩和估值的博弈。海外方面，新毒株 Omicron 的影响和在鲍威尔获提名连任美联储主席后，预计“通胀”和“就业”将是其政策着力点的前提下，Taper 节奏的变化可能带来的阶段性扰动同样值得关注。

权益型基金（中性偏多观点）—— 政策呵护，布局跨年行情

盈利端，11 月份多家上市公司披露提价公告，家电、食品企业纷纷提价，主要原因系上游原材料成本上行，而伴随着冬季来临雪天增多，物流成本或进一步提高。市场已交易 PPI 向 CPI 传导的预期，企业利润从上游传导至中下游的链条较为通畅，消费、科技毛利有望边际回升。但提价能否转化为利润还要看板块是否有顺周期的逻辑。**分母端**，央行于 12 月 6 日宣布降准，共计释放长期资金约 1.2 万亿元，对冲 12 月将到期的近万亿 MLF，补充市场流动性，维持资金面稳定。**风险溢价端**，12 月 3 日，恒大发布无法履行担保责任的公告，宣布债券实质性违约，监管齐发声。但监管部门表示仍将支持房企合理融资，维护房地产市场的平稳发展，叠加年底密集会议的召开，风险偏好有所下行。

本阶段可重点关注两个机会：1）新能源车等高景气行业：降准释放流动性、补充企业中长期稳定资金，往往利好具有成长性及高景气的板块，且大部分情况

下行业景气度在年底不会有大转向。2）岁末年尾的公募基金考核压力可能助推资金配置大盘股、降低主题概念的炒作。叠加 12 月重要会议将密集召开，政策呵护的效果会逐步凸显，此时估值合理、有基本面支撑的**价值**板块、**券商银行**板块的业绩有望迎来阶段性提升机会；布局跨年行情应关注长期政策风险较低、行业景气度有保证的**科技、新能源**领域，**长期逢低吸纳**；从“专精特新”的实体逻辑考量，可重点关注**机械设备**、**高端制造**领域。

债券型基金（中性观点）—— 短期情绪发酵，扰动因素增加

回顾 2021 年，债市整体呈现牛市格局，但在 8 月后，债市陷入宽货币与宽信用预期的博弈之中，而随后通胀问题扰动也有所加剧。第三季度货币政策执行报告强调增强“信贷总量增长的稳定性”，要实现“稳增长”的目标，在 12 月的关口，债市的博弈点可能逐步由宽货币转向宽信用的博弈转向宽信用落地程度的博弈，且仍需关注通胀问题带来的扰动。

在稳增长的目标被放在更突出位置上的情况下，货币政策整体易松难紧，当前市场对经济下行压力也有较强一致预期，12 月 6 日央行的二次降准在一定程度上是预期之中的事情，短期整体上利多债市，但程度可能不及 7 月。目前宽信用的落地仍面临制约，而昨日央行降准也意在配合宽信用和引导金融机构往实体经济让利，通过信贷方式支持实体经济发展，目前货币政策环境已具备，相当于宽信用更进一步，中长期仍需防范宽信用到来时债市可能的调整风险。

综合而言，当下经济缺少短期快速上行基础，而宽信用更多可能对应稳货币而非宽货币，债市短期或利好，但利率波动突破前期下限 2.8%需要更强力的因素，中长期看，一致预期下仍有变盘风险，同时近期波动也有所加大，扰动因素增加，12 月对债券型基金仍维持中性观点。

CTA 策略（中性观点）—— 黎明前的黑暗

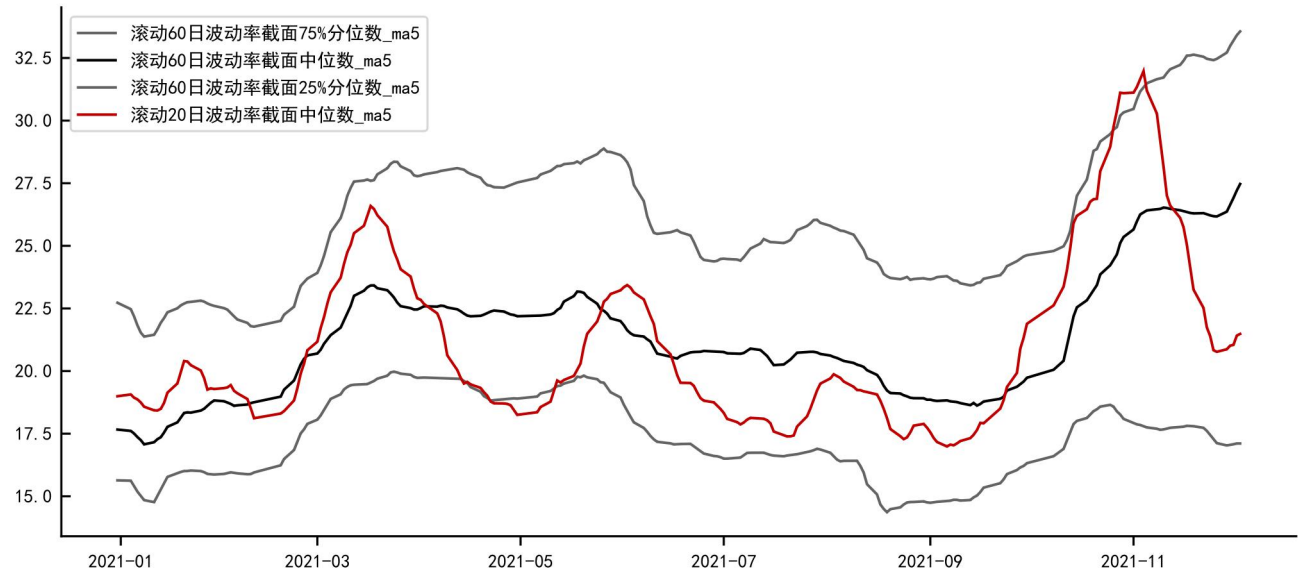
11 月份，CTA 策略整体表现不佳，朝阳永续管理期货指数涨跌幅为-0.48%，CTA 中长周期产品收益率中位数为-1.41%，CTA 复合策略产品收益率中位数为 0.07%，套利策略产品收益率中位数为 1.01%，高频策略产品收益率中位数为 0.66%。

目前，商品市场的整体波动水平较前 3 个月已有明显回落，前期因波动率上升而主动减仓的管理人或已积极展开布局。从大类商品板块来看，除能源化工板块方向较为持续外，其他板块在周度级别上方向并不清晰。从 CTA 因子来看，时序动量和截面动量因子仍处于略微向下的平台期，而期限结构因子在经历了前期大幅回调后，近期有较为明显的恢复。

中长周期 CTA 是最主流的 CTA 策略，一般通过捕获商品市场大的趋势性行情盈利，在市场无序波动时往往表现平平，而 CTA 复合策略收益来源多样，在净值特征上与中长周期 CTA 有较为明显的不同。10 月中旬之后，由于供给端逻辑松动，

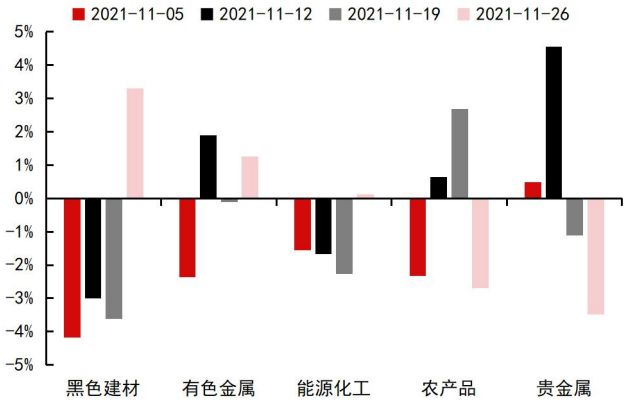
大宗商品的逻辑逐渐转向需求端的疲弱，而需求疲弱的核心原因主要在于地产信用的收紧。12 月 6 日央行降准，这或是宽信用到来的前瞻信号，后续配合相关信用放松政策的落地，房地产以及基建需求都会得到改善。然而，拐点信号并不利好中长周期 CTA，在这个阶段正是市场多空博弈最激烈的时候，我们认为这类策略可以保持观望，而对于 CTA 复合策略，基差结构的恢复有望为这类策略带来盈利机会。

图表 1：商品全市场波动率水平



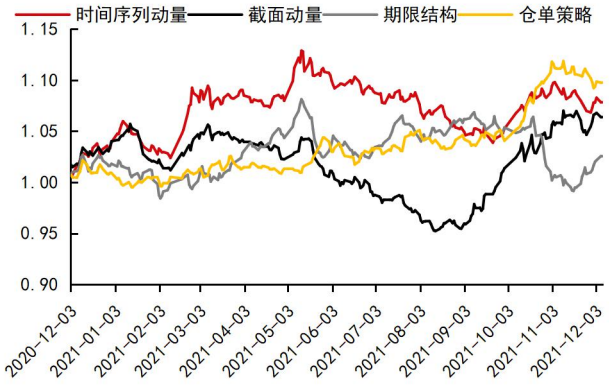
资料来源：同花顺 iFinD　中信期货研究部

图表 2：主要商品板块近 4 周表现（中信期货商品指数）



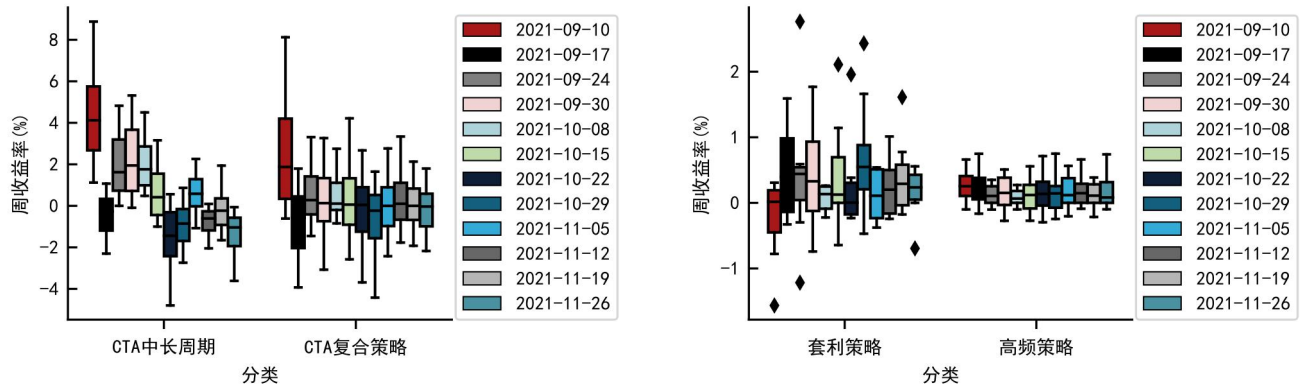
资料来源：Wind　中信期货研究部

图表 3：CTA 策略周度盈亏占比



资料来源：Wind　中信期货研究部

图表 4：CTA 各类子策略近 12 周表现



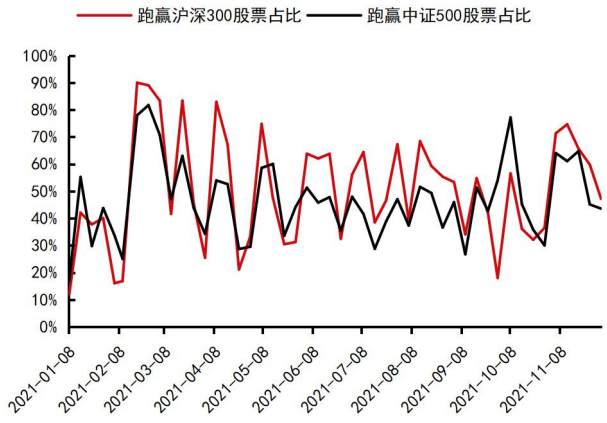
资料来源：朝阳永续　中信期货研究部

指数增强策略（中性偏空观点）—— 有所回暖，仍在“适应期”

今年二季度，量化基金在规模快速扩张后，面临着策略和因子同质化上升的问题，同时市场风格急剧切换，如周期股的闪崩，指增产品在适应市场环境转变的过程中，出现了较大回撤。

从不同规模的私募管理人的代表指增产品组成的样本情况来看，11 月，规模较大的管理人的 300、500、1000 指增产品的超额整体情况还没有出现较为明显的回暖迹象，规模中等的管理人的 300 和 500 指增产品则似乎走出阴霾，重新开始获取超额。宽基指数和个股的相对强弱方面，11 月的前三周，60%以上的个股跑赢了沪深 300 和中证 500，市场环境有所改善，但近来两周，该指标再次出现下跌至 50%以下，近期市场扰动因素有所增加，弱个股，强指数，市场风格快速切换的极端环境可能再次出现。综合而言，规模适中的指增产品获取超额的情况有所回暖，但规模较大的指增产品似乎仍未走出“适应期”，同时市场成交额也并未明显回暖，对指数增强基金维持中性偏空观点。

图表 5：全指数个股跑赢宽基指数占比（周度收益率）



资料来源：Wind　中信期货研究部

图表 6：不同规模私募管理人指增产品样本超额情况

	管理人规模	9 月	10 月	11 月
500 指增	大规模	-1.08%	-0.47%	-0.12%
	中规模	-0.36%	0.87%	1.24%
	小规模	-1.05%	0.33%	-0.51%
300 指增	大规模	-0.93%	-0.22%	-0.59%
	中规模	0.48%	0.17%	1.00%
	小规模	-0.42%	-0.59%	0.64%
1000 指增	大规模	-0.43%	0.24%	-2.52%
	小规模	1.83%	-2.56%	-2.73%

资料来源：朝阳永续　中信期货研究部

二、组合策略跟踪

随着我们金融产品研究系列专题报告的陆续推出，许多有意思的策略将会被跟踪维护。同时，部分策略的迭代优化也会通过撰写新的“策略研究系列”专题报告，将策略细节一一呈现。在我们的月度报告中，将会对这些策略的后续表现进行跟踪，本期我们首先跟踪一个纯债基金精选策略。

（一）纯债基金精选策略

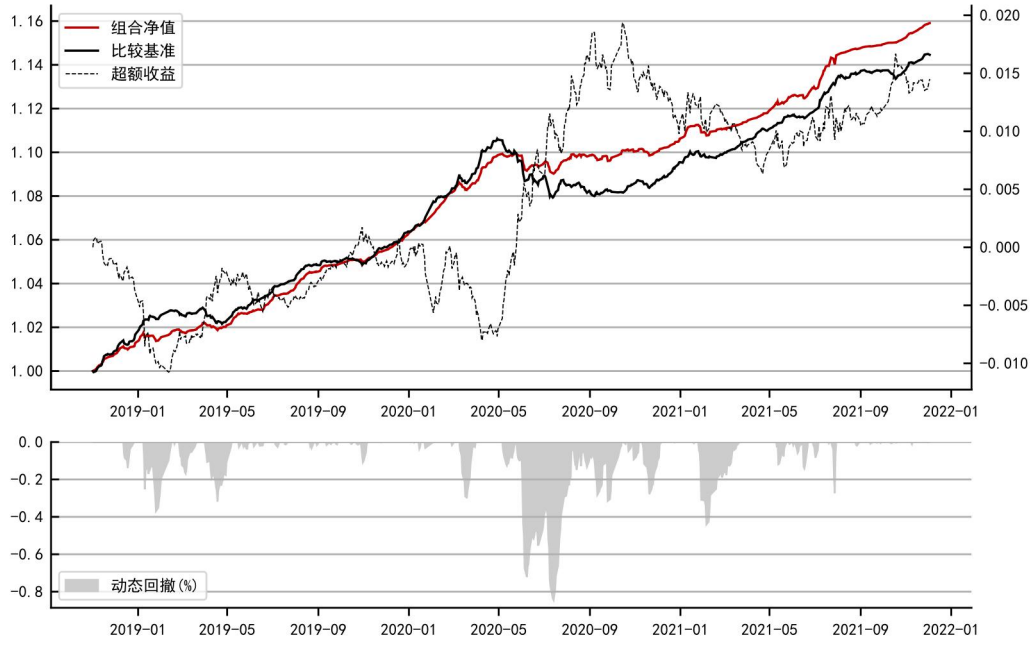
在我们金融产品研究系列专题中，构建了一个精选纯债型基金的策略，具体构建方式详见：《【中信期货 FOF 配置】资产配置中流砥柱：纯债型基金——金融产品专题报告 20210620》，11 月份，该策略涨跌幅为 0.57%，最新一季的持仓如下：

图表 7：纯债基金精选策略（12 月最新持仓，2、5、8、11 月第一个交易日调仓）

基金代码	基金最新规模（亿）	近一年 夏普比率	相对排名	近一年 久期管理能力	相对排名
A	21.00	2.8846	19/548	0.3487	9/548
B	27.59	2.8519	20/548	0.1464	20/548
C	6.60	3.0706	14/548	0.0040	30/548
D	33.18	3.1250	12/548	-0.0041	37/548
E	11.90	3.3214	6/548	-0.0480	56/548

资料来源：Wind　中信期货研究部

图表 8：纯债基金精选策略（20180731 至 20211203）



	组合表现	比较基准
年化收益率	4.89%	4.47%
年化波动率	1.09%	1.45%
最大回撤	0.84%	2.43%
Sharpe	1.73	1.01
Sortino	3.55	1.83
Calmar	5.82	1.84

资料来源：Wind　中信期货研究部

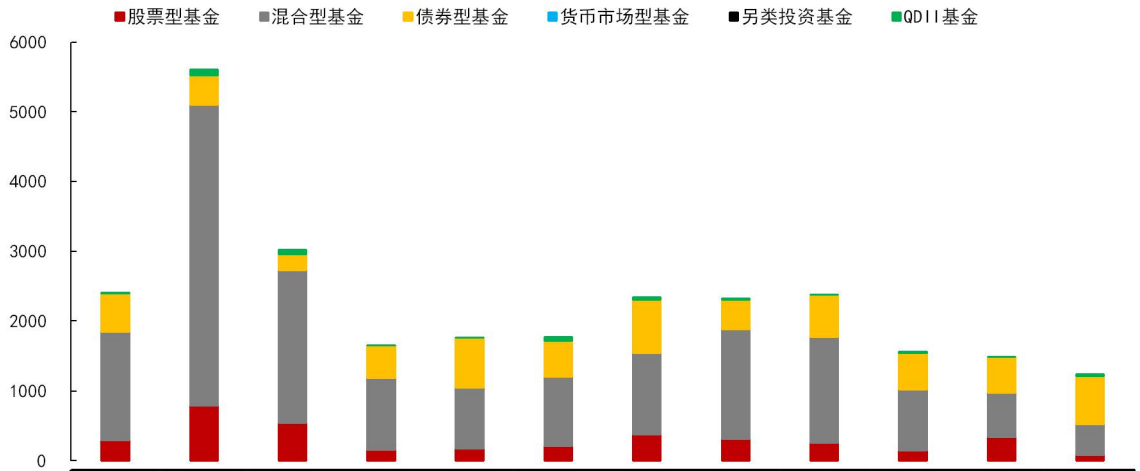
注：业绩比较基准为中债综合财富指数（CBA00201.CB）

三、市场数据跟踪

（一）新发基金市场情况

11 月新发基金合计 101 只，发行份额总计 1346 亿份，其中股票型基金发行 21 只，发行份额为 88 亿份；混合型基金发行 39 只，份额总计 443 亿份；债券型基金发行 26 只，份额为 684 亿份；QDII 发行 3 只，份额总计 30 亿份。

图表 9：新发基金情况



	2020年12月	2021年01月	2021年02月	2021年03月	2021年04月	2021年05月	2021年06月	2021年07月	2021年08月	2021年09月	2021年10月	2021年11月
QDII基金	7	87	67	6	5	57	38	12	3	24	0	30
另类投资基金	3	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0
货币市场型基金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
债券型基金	549	426	231	468	714	508	761	429	601	528	516	684
混合型基金	1,550	4,305	2,184	1,030	879	992	1,172	1,565	1,517	872	628	443
股票型基金	300	796	547	159	175	219	376	318	262	148	348	88

资料来源：Wind　中信期货研究部

（二）中信一级行业表现

2021 年 11 月，中信一级行业指数中，国防军工、通信、综合金融、电子和

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30769