

进一步强化稳增长预期

—— 三月 FOF 配置月报

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

权益型基金中性偏空，两会的召开强化了稳增长预期，优先关注具有高安全边际的价值与红利风格；债市宽信用与稳增长是今年主线，但已充分计价，情绪短期或难有明显升温；在风险事件冲击下，CTA 中长周期的弹性强，建议在组合中保持一定的比例；波动率和成交额可能并不利于选股，但对冲成本较低，对中性策略有利。



摘要：

三月配置观点：

权益型基金为中性偏空观点，两会的召开强化了稳增长预期，后续政策预计偏暖居多，但发力方向仍有分歧，无论是货币、财政、消费、地基建均存在发力的难点，叠加俄乌局势，短期配置应继续防御化，优先关注具有高安全边际的价值与红利风格。

债券型基金为中性观点，财政政策来看，宽信用与稳增长是今年债市的一条主线，但已计价较充分，债市情绪短期或难有明显升温。货币政策偏积极，政府工作报告新增“加大稳健的货币政策实施力度”的提法，体现出明确的积极指引；在当下稳增长抓手有限情况下，货币政策将发挥保驾护航的作用。

CTA 中长周期为中性偏空观点，CTA 复合策略为偏多观点，CTA 中长周期的全年中枢可以适当下移，增配收益来源更加多样的复合策略。需要强调的是，在风险事件冲击下，CTA 中长周期的弹性是最强的，也是最具配置价值的，因为在组合中保持一定的比例在绝大多数市场环境中都是有益的。

指数增强策略为中性偏空观点，综合而言，外部环境更多的不确定性可能形成短期的避险情绪脉冲，带动市场 beta、成交额和截面波动率的同步走弱，对指增产品的表现造成负面影响，3 月整体维持中性偏空观点。

市场中性策略为中性观点，选股端方面，波动率和成交额在 2 月整体表现并不强势，环境上可能并不利于管理人后续选股端的超额表现，但目前对冲成本仍处于较低位置，对中性策略有利。综合而言，3 月整体维持中性观点。

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、三月配置观点: 进一步强化稳增长预期	4
权益型基金(中性偏空观点)——价值与防御板块占优	4
债券型基金(中性观点)——债市情绪短期难有明显升温	5
CTA 中长周期: 中性偏空观点, CTA 复合策略: 偏多观点	6
指数增强策略(中性偏空观点)——关注短期情绪脉冲影响	8
市场中性策略(中性观点)——贴水环境仍较为友善	10
二、组合策略跟踪	11
(一) 纯债基金精选策略	11
(二) 主动管理公募: 均衡配置策略	12
(三) 主动管理公募: 行业轮动策略	13
(四) 公募 500 指数增强基金精选策略	14
(五) 私募 500 指数增强基金精选策略	15
三、市场数据跟踪	16
(一) 新发基金市场情况	16
(二) 中信一级行业表现	16
(三) 公募基金市场情况	17
(四) 私募基金市场情况	19
(五) 其他跟踪指标	19
四、风险提示	21
免责声明	22

图 目 录

图表 1: 权益指数和行业板块打分表	5
图表 2: 商品全市场波动率水平(截止 2022 年 3 月 4 日)	7
图表 3: 主要商品板块近 4 周表现(中信期货商品指数)	7
图表 4: CTA 策略因子表现	7
图表 5: CTA 各类子策略近 12 周表现	7
图表 5: 各类 CTA 子策略近 1 年表现	7
图表 6: 私募指增样本超额收益情况(截至 2022. 02. 25)	8
图表 7: 截面波动率变化情(截至 2022. 03. 04)	9
图表 8: 公募指增产品平均累计超额(截至 2022. 03. 04)	9
图表 9: 风格因子和行业因子不稳定程度情况(截至 2022. 03. 04)	9
图表 10: 两市成交额变化情况(截至 2022. 03. 04)	9
图表 11: IF、IC、IH 当季合约贴水情况	10
图表 12: 纯债基金精选策略	11
图表 13: 纯债基金精选策略(20190102 至 20220304)	11
图表 14: 主动管理公募: 均衡配置策略当前持仓	12
图表 15: 主动管理公募: 均衡配置策略业绩表现(20170201 至 20220228)	12

图表 16: 主动管理公募: 行业轮动策略当前持仓.....	13
图表 17: 主动管理公募: 行业轮动策略业绩表现 (20170201 至 20220228)	13
图表 18: 公募中证 500 指增筛选策略: 当前持仓近一年基金评价指标情况.....	14
图表 19: 公募中证 500 指增筛选策略业绩表现 (20190102 至 20220304)	14
图表 20: 私募中证 500 指增筛选策略: 当前持仓近一年基金评价指标情况.....	15
图表 21: 私募中证 500 指增筛选策略业绩表现 (20190102 至 20220225)	15
图表 22: 新发基金情况	16
图表 23: 中信一级行业指数表现.....	17
图表 24: 中信风格指数表现	17
图表 25: 市场风格指数表现	17
图表 26: 公募基金一级分类业绩表现.....	18
图表 27: 公募基金二级分类业绩表现.....	18
图表 28: 分类型公募基金收益分布 (2022 年 1 月 28 日至 2022 年 2 月 28 日)	18
图表 29: 朝阳永续主要私募指数业绩表现.....	19
图表 30: 朝阳永续主要私募指数区间收益率.....	19
图表 31: IC 当月合约历年累计对冲成本.....	19
图表 32: IC 当季合约历年累计对冲成本.....	19
图表 33: IF 当月合约历年累计对冲成本.....	19
图表 34: IF 当季合约历年累计对冲成本.....	19
图表 35: 久期因子 (Level)、期限结构因子 (Slope)、信用利差因子 (Credit) 周度表现.....	20
图表 36: 公募基金配置中信一级行业占比.....	20
图表 37: 公募基金配置中信一级行业较上月变化.....	20

一、三月配置观点：进一步强化稳增长预期

三月份市场环境预计继续处于内稳外忧局面，但边际改善预期强烈。

内部经济方面，近日全国两会在北京召开，从政府工作报告来看，2022 年 GDP 目标符合预期，需要稳增长发力才能实现，并且“能耗双控”不会对经济活动构成扰动。2022 年财政支出对经济的支持力度加大，预计公共财政与政府性基金合计支出同比增长 4.2%，好于去年下降 3.6% 的表现，货币政策重点是宽信用。2022 年基建投资增速会提高，房地产因城施策维护健康发展。

海外经济方面，美国 2 月非农数据验证美国经济当前尚未进入通胀加息的过热状态，结合美国在经济和金融端的约束，缩表节奏预期不会过快；美国经济短期仍具较强韧性，但前瞻指标下滑；地缘政治来看，预期溢价风险将持续全年，但短期释放过度，且乌俄谈判在持续，短期波动或来自政治博弈。

展望 3 月，外围地缘不确定性仍在，国内稳增长基调伴随两会的召开进一步强化。俄乌冲突牵动全球避险神经，带动以能源为代表的大宗商品价格冲向高位。高油价是否持续，中期取决于供需矛盾预期，短期取决于避险情绪脉冲。国内情绪本就是弱企稳，外围突发风险再次增加不确定性担忧，需进一步关注稳增长预期的强化验证进程。

权益型基金（中性偏空观点）—— 价值与防御板块占优

两会的召开强化了稳增长预期，后续政策预计偏暖居多，但发力方向仍有分歧，无论是货币、财政、消费、地基均存在发力的难点，叠加俄乌局势，短期配置应继续防御化，优先关注具有高安全边际的价值与红利风格。

根据政府工作报告指引，以下几大板块可能存在变化：1) **新老能源**：两会期间再提碳中和，“有序推进碳达峰碳中和工作，落实碳达峰行动方案。”与去年不同的是，今年的政府工作报告中突出了“有序”两个字，在新旧能源的替代过程中，还需要统筹规划、有序替代。当前情况下，中国经济还离不开煤炭，去煤的步伐不能迈的太快。2) **消费**：政策对于消费的期待值降低。2021 年定调为“扩大消费”，而 2022 年定调为“推动消费持续恢复”。同时正文中仅提及新能源车消费以及家电以旧换新，前者面临高基数的问题，后者可能面临家电渗透率增速放缓的困扰，疫情之下，消费动能减弱。3) **地产**：对于地产的定调与 2021 年类似，但结合郑州全面松动楼市，地产实际融资环境确定性改善；但鉴于房住不炒基调未变，地产股虽有估值修复动能，但想象空间远不及往年。

从宏观、资金、行业、估值、盈利五方面对股票行业打分，得分较高的为电力及公共事业、国防军工、银行、轻工制造、机械。

图表 1：权益指数和行业板块打分表

股市														
市场	当前价格	估值		预测	盈利			宏观	资金	行业	估值		盈利	合计
		PE (TTM)	历史分位数	EPS增速	ROE	变化	历史分位数	经济	资金	预期	利润增速预期	纵向比较	纵向比较	算术平均
上证指数	3462	13.26	35%	—	8.40	2.66	58%	3	2	3	—	4	3	3.0
沪深300	4582	13.21	49%	—	8.88	2.80	55%	4	2	4	—	3	3	3.2
中小100	9255	34.24	77%	—	9.44	2.82	55%	3	3	3	—	2	3	2.8
创业板指	2881	57.76	68%	—	10.65	2.97	83%	3	2	4	—	2	5	3.2
上证50	3081	10.85	54%	—	9.11	2.86	58%	4	3	3	—	3	3	3.2
中证500	6853	19.19	8%	—	8.14	2.58	93%	3	2	3	—	5	5	3.6
行业（中信一级）														
石油石化	2765	12.58	10%	—	7.68	2.43	83%	2	3	3	—	1	1	2.0
煤炭	2836	9.95	43%	—	12.46	4.57	95%	3	3	3	—	3	1	2.6
有色金属	8166	31.32	17%	—	10.20	3.90	98%	2	3	4	—	1	1	2.2
电力及公用事业	2793	29.74	97%	—	5.25	1.17	43%	4	4	4	—	5	3	4.0
钢铁	2032	9.17	29%	—	13.32	4.05	98%	3	2	3	—	2	1	2.2
基础化工	8039	28.43	35%	—	12.64	4.00	100%	3	3	3	—	2	1	2.4
建筑	3582	9.80	39%	35%	7.39	2.46	55%	4	3	3	2	2	3	2.8
建材	9008	13.80	34%	29%	13.46	4.86	85%	4	2	3	3	2	1	2.5
轻工制造	3959	22.86	18%	37%	8.74	2.49	85%	3	3	3	4	5	5	3.8
机械	6734	32.77	4%	81%	7.78	2.33	93%	3	2	4	3	5	5	3.7
电力设备及新能源	12631	52.45	75%	74%	7.67	2.91	93%	4	4	4	2	2	5	3.5
国防军工	9603	68.37	34%	72%	4.79	1.60	88%	4	3	4	4	4	5	4.0
汽车	9477	39.33	73%	54%	6.18	1.62	50%	3	3	4	4	2	3	3.2
商贸零售	3858	88.24	94%	33%	2.89	0.24	30%	3	3	3	1	1	2	2.2
消费者服务	10769	133.17	78%	244%	6.65	2.29	58%	3	3	3	2	2	3	2.7
家电	13719	18.06	18%	49%	13.04	4.53	60%	3	2	3	3	5	3	3.2
纺织服装	3019	29.10	35%	23%	6.92	2.57	73%	3	3	3	1	4	4	3.0
医药	13007	39.11	39%	73%	11.19	3.27	83%	2	1	2	2	4	5	2.7
食品饮料	30299	41.28	70%	22%	16.45	4.65	73%	3	5	3	1	2	4	3.0
农林牧渔	6311	1317.93	100%	807%	-1.41	-4.07	3%	3	4	3	1	1	1	2.2
银行	8322	5.39	3%	30%	8.42	2.75	45%	4	4	3	5	5	3	4.0
非银行金融	7977	12.83	1%	13%	8.55	2.32	65%	4	3	3	2	5	4	3.5
房地产	5450	12.66	71%	22%	4.36	0.84	30%	3	3	2	3	2	2	2.5
交通运输	1942	26.60	64%	18%	7.57	2.76	78%	3	3	2	5	2	4	3.2
电子	8539	41.14	16%	41%	10.16	3.57	100%	3	3	4	1	5	5	3.5
通信	4058	32.52	1%	61%	4.78	1.94	80%	3	3	4	3	5	4	3.7
计算机	5829	123.35	70%	46%	3.40	1.12	48%	3	3	3	1	2	3	2.5
传媒	2334	26.60	17%	73%	6.15	1.52	65%	3	3	3	3	5	4	3.5

资料来源：Wind 中信期货研究部

注：从宏观、资金、行业、估值、盈利五个方面对股票板块和行业打分，分值范围从 1 至 5 分，得分越高表现越好。

债券型基金（中性观点）—— 债市情绪短期难有明显升温

财政政策来看，宽信用与稳增长是今年债市的一条主线，但已计价较充分，债市情绪短期或难有明显升温。根据政府工作报告，财政发力进一步确认，赤字率虽然下调，但是 2020 年和 2021 年财政均有大量结余，使用赤字工具的必要性降低；财政支出力度不弱，专项债新增额度依然维持高位，公共财政支出增速预计较前两年将明显反弹，财政发力仍然积极，而且基建仍是主要抓手；财政收入端的发力超预期，2022 年预计退税减税约 2.5 万亿元，相较于 2021 年明显增加，减税降费的政策刺激作用预计有所增强，后续可重点关注稳增长落地尤其是基建反弹力度情况。

货币政策偏积极，政府工作报告总基调延续灵活适度 and 合理充裕，新增“加大稳健的货币政策实施力度”的提法。从历次两会来看，“加大货币政策实施力度”的表述较为罕见，体现出明确的积极指引。在当前住房市场维稳叠加不进一

步扩张隐性债务的前提下，稳增长抓手有限，预计在较长一段时间内，货币政策将发挥保驾护航的作用，总体来看仍有进一步降准降息的可能。

CTA 中长周期：中性偏空观点，CTA 复合策略：偏多观点

2 月份，CTA 策略整体保持上涨，在风险事件冲击下体现出明显的“危机阿尔法”，配置价值凸显。截止 2 月 25 日，朝阳永续管理期货指数涨跌幅为 1.38%，CTA 中长周期产品收益率中位数为 1.50%，CTA 复合策略产品收益率中位数为 0.44%，套利策略产品收益率中位数为 0.00%，高频策略产品收益率中位数为 0.53%，CTA 主观产品收益率中位数为 1.11%。

目前，商品市场的整体波动水平显著抬升，全品种滚动 20 日年化波动率的中位数为 23.46%，已处于相对较高的位置。从大类商品板块来看，化工和农产品板块均在周度级别上方向稳定，黑色和有色板块略有反复。从 CTA 因子来看，时序动量延续上涨，截面动量处于平台期，期限结构稳步上涨。

俄乌局势升级推升大宗商品价格迅速走高，ICE 布伦特原油期货一周涨幅超过 30%，根据中信期货大宗商品策略研究团队观点，从海外来看，1) 乌俄地缘风险对商品溢价支撑或将趋缓，战争持续已经不符合双方利益，接下来更多需要来自政治博弈；2) 3 月美联储货币政策对商品价格影响有限，美国经济韧性为短期，美联储面临经济和金融双约束，因此收紧货币将慎重，商品价格未来主要由自身基本面决定。从国内来看，稳增长力度强，宏观驱动仍向上。本次政府工作报告再次体现了稳增长的决心和力度，GDP5.5%左右的目标为市场预期上限，并且强调“主动作为”，预示着政策面将给予强力支持，宽信用预期升温，需求预期得到强化。具体报告详见：《【中信期货大宗商品策略】海外地缘溢价趋缓，国内稳增长趋强——大宗商品宏观&中观周度观察 20220306》

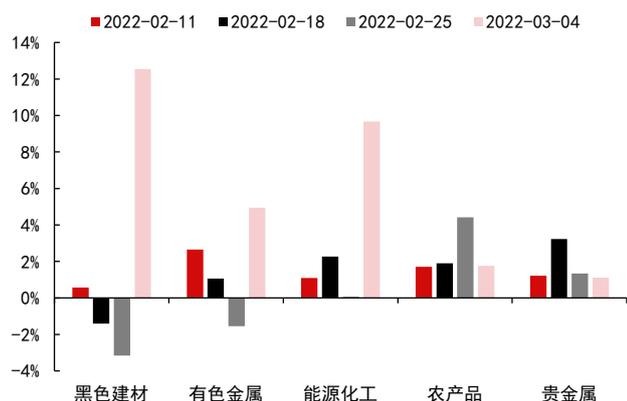
首先需要明确，战争的走势极难预测，目前大宗商品的价格受多种因素叠加已经持续走高。但我们认为在 2022 全年政策托底经济的背景下，大宗商品整体价格过热会明显掣肘政策发力，全年来看我们依然认为商品市场整体偏震荡，但这并不意味着否则 CTA 资产的配置价值。我们建议 CTA 中长周期的全年中枢可以适当下移，增配收益来源更加多样的复合策略。需要强调的是，在风险事件冲击下，CTA 中长周期的弹性是最强的，也是最具配置价值的，因为在组合中保持一定的比例在绝大多数市场环境中都是有益的。

图表 2：商品全市场波动率水平（截止 2022 年 3 月 4 日）



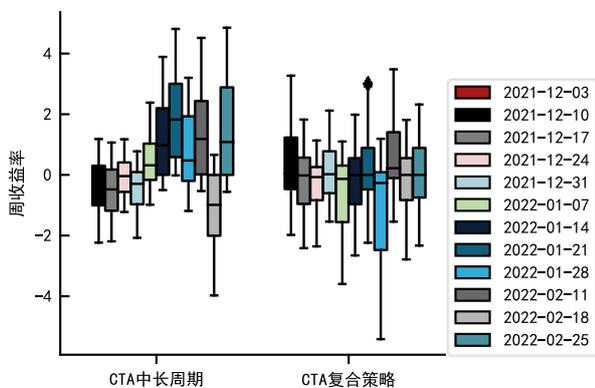
资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究部

图表 3：主要商品板块近 4 周表现（中信期货商品指数）



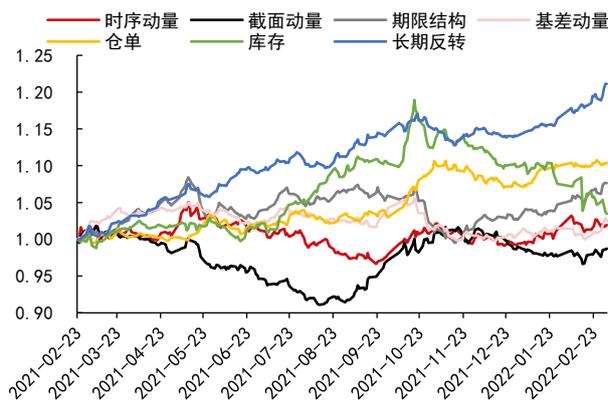
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 5：CTA 各类子策略近 12 周表现



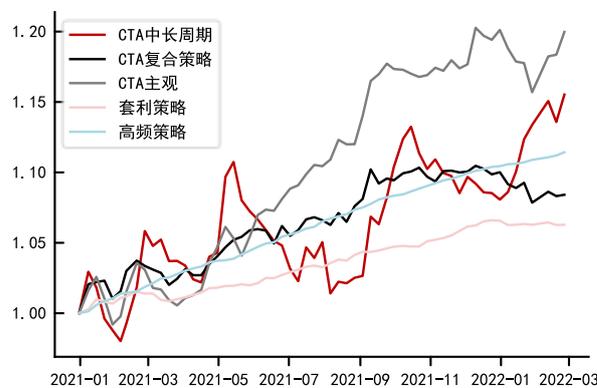
资料来源：朝阳永续 中信期货研究部

图表 4：CTA 策略因子表现



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 6：各类 CTA 子策略近 1 年表现



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）—— 关注短期情绪脉冲影响

2 月份，权益市场在震荡中略微偏强运行，2 月下旬之前，市场情绪有所回暖，beta 表现同步回暖，价值整体强于成长，月末赛道成长股也有所反弹，风格因子整体仍保持稳定。从样本内公私募指增产品的情况来看，指增产品整体净值和超额均有所修复，同时 2 月份指增产品的 alpha 环境存在分化，沪深 300 指增产品的整体 alpha 环境更好，大规模的管理人获取超额的情况整体上比规模较小的管理要更好一些。但是值得注意，2 月份两市成交额未能显著有效地修复，除 2 月 24 日俄乌冲突升级，市场放量下跌外，成交额均在年滚动 10%分位和年度均值之间运行。而在俄乌冲突升级之后，截面波动率的年度均值有所下降，对未来指增产品的 alpha 环境可能造成负面的影响。从去年 4 季度量化产品的集体回撤以来，许多量化管理人也不断进行着模型的调整和优化，在市场环境更为多变的情况下，后续各家表现分化值得关注。

目前市场环境处于内忧外患的局面，两会强化了稳增长预期，但发力方向仍有分歧，效果仍待验证，同时疫情反复，对经济数据的扰动仍然存在；外部方面，俄乌冲突令资产运行恶化，大宗商品波动加剧，其发展仍有继续抬升市场避险情绪的可能，市场关于美联储加息幅度和次数，缩表的节奏等因素的一致预期也因俄乌冲突升级变得更不稳定；从新发基金不断降温的情况来看，增量资金也不如前期充足。

综合而言，外部环境更多的不确定性可能形成短期的避险情绪脉冲，使权益市场承压，带动 beta、成交额和截面波动率的同步走弱，对指增产品的表现造成负面影响，3 月整体维持中性偏空观点。

图表 7：私募指增样本超额收益情况（截至 2022.02.25）

管理规模	沪深 300 指增			中证 500 指增			中证 1000 指增			其他		
	大规模	中规模	小规模	大规模	中规模	小规模	大规模	中规模	小规模	大规模	中规模	小规模
2022.02	3.16%	3.64%	1.68%	1.80%	0.86%	0.02%	-0.52%	1.46%	-1.76%	2.30%	0.75%	0.08%
2022.01	0.68%	0.48%	0.36%	-0.26%	3.01%	1.31%	1.47%	2.24%	3.88%	0.50%	-0.40%	-0.36%

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_39293

