中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|FOF 配置月报

2021-02-23

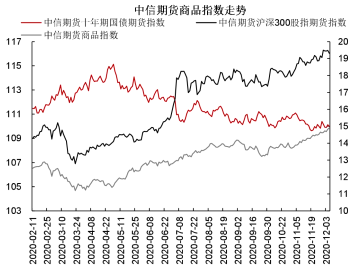
市场调整相对充分，节后回归积极主线

—— 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

综合总量、微观流动性、资产估值、季节性和周期性的逻辑跟踪，我们认为市场在一月份阶段性调整后，市场情绪已经初步修复，商品价格波动也已较为充分释放，可适度逢低配置消费、周期板块及顺周期大宗商品。



摘要：

二月配置观点：综合总量、微观流动性、资产估值、季节性和周期性的逻辑跟踪，我们认为市场在一月份阶段性调整后，货币政策从相对宽松转为中性，短期进一步收紧流动性的概率不高，市场情绪已初步修复，商品价格波动也已较为充分释放，**可适度逢低配置消费、周期板块及顺周期大宗商品**。

消费、顺周期板块受青睐：截至 2 月 19 日，中信一级行业指数中，农林牧渔、消费者服务、有色金属、石油石化等板块涨幅靠前，涨幅均在 15%左右；表现靠后的行业有国防军工、电力及公用事业、传媒、电子和综合金融，跌幅均小于 3%。1 月新发基金 149 只，发行份额总计 5438 亿份，2 月目前新发基金 22 只，发行规模总计 950 亿份。混合型基金和股票型基金发行规模总计高达 92%，中低风险债券型基金发行规模仅占 6%。**市场风险偏好一定程度提升，港股投资热情不减。**

投资策略建议：权益型基金为**中性偏多**观点，可适度逢低布局消费及周期板块，警惕未来货币政策切换；**债券型基金**保持**中性**观点，债市震荡依旧，中期来看缺乏趋势机会；**另类投资型基金**中，节后顺周期逻辑支撑大宗商品市场表现，原油（QDII）、有色、能化等**偏多**观点，黄金为**偏空**观点，量化对冲型基金在“抱团松动”的行情中 alpha 收益会提升，但需要留意股指期货对冲成本增加的风险，保持**中性**观点。

风险提示：货币政策超预期收紧，市场流动性下降。地缘事件和贸易冲突严重发酵。宏观基本面增长不及预期。

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、二月配置观点：市场调整充分，节后回归主线.....3
权益型基金（中性偏多观点）——逢低布局消费及周期板块，警惕货币政策切换.....3
债券型基金（中性观点）——债市维持震荡，中期缺乏趋势机会.....5
另类投资型基金（偏多观点）——顺周期逻辑支撑大宗商品市场表现.....5
二、近期市场跟踪.....6
（一）新发基金市场情况.....6
（二）中信一级行业表现.....6
（三）公募基金市场情况.....7
（四）私募基金市场情况.....9
三、风险提示.....9
免责声明.....10

图 目 录

图表 1 ：权益指数和行业板块打分表.....4
图表 2 ：中债国债到期收益率.....5
图表 3 ：股债性价比（沪深 300PE 倒数-10 年国债到期收益率）.....5
图表 4 ：新发基金情况.....6
图表 5 ：中信一级行业指数表现.....7
图表 6 ：中信风格指数表现.....7
图表 7 ：市场风格指数表现.....7
图表 8 ：公募基金一级分类业绩表现.....8
图表 9 ：公募基金二级分类业绩表现.....8
图表 10 ：分类型公募基金收益分布（2021 年 1 月 31 日至 2021 年 2 月 19 日）.....8
图表 11 ：朝阳永续主要私募指数业绩表现.....9
图表 12 ：朝阳永续主要私募指数区间收益率.....9

一、二月配置观点：市场调整充分，节后回归主线

一月至今，货币政策已经由去年年末的相对宽松逐步调整为中性，稳字当头，不急转弯。春节前，就地过年政策带来开工提早的预期，春节期间，疫情的平稳控制增强了 2021 上半年国内市场的需求稳步回复的预期，二者叠加下市场预期高度一致，逻辑从消费转向顺周期并得到强化，消费和顺周期板块节前估值加速兑现且充分，在节前的最后两个交易日，消费和顺周期板块出现了可观涨幅，截止 2 月 19 日收盘，2 月上证综指上涨 5.45%，沪深 300 指数上涨 6.67%，恒生指数上涨 6.10%。

春节期间，外围市场的表现并不平静。美债收益率的上行、10 年美国国债收益率曲线的陡峭化引发市场关于再通胀交易的讨论。通胀的乐观预期对此次美债收益率上升有着很大的拉动作用，而通胀预期来源主要为两个方面：食品能源价格变化和美国经济复苏预期下的核心通胀变化。核心通胀方面：从确诊人数看，疫情拐点已经到来，但海外疫苗的普及进展慢于预期，疫苗的普及最早也预计在 7 月份，因此核心通胀上升预期虽有中长期支撑但短期内较为缓和。能源食品价格方面：油价上升对此次美国通胀预期上升有较大的拉动作用，但该扰动仍为短期扰动——短期供给受限为月度级别，且油价在下半年也面临利多兑现、供给增加和清洁能源等冲击。因此美债收益率曲线的陡峭化在 2021 虽会持续，但在短期内变化幅度有限，高企的中美利差仍能保持中国资产对外资的吸引力，短期引发我国权益市场估值大幅调整的可能性不高。

综合总量、微观流动性、资产估值、季节性和周期性的逻辑跟踪，我们认为市场在一月份的阶段性调整后，市场情绪已经初步修复，节后可继续延续年度报告进行资产配置，关注季节性的消费和周期板块，以及工业金属商品的多头配置机会。

权益型基金（中性偏多观点）——逢低布局消费及周期板块，警惕货币政策切换

上月市场整体呈现前高后低态势。月初在流动性超预期宽松、公募基金新发规模庞大及去年四季度 GDP 增速高等多因素作用下，市场情绪向好，两市成交额连续破万亿元，股市大幅上涨；月末央行委员提示“泡沫”已在有些领域出现，未来政策将适度转向，央行持续净回笼，外加“SLF 加息”谣言四起，市场情绪恐慌，股市大幅下挫。对此，我们认为“货币政策转向”信号更加明确，但短期内落地概率不高，短期资金紧张局面有望缓解，同时**春节后的两会行情仍可期待，目前可适度逢低布局**。未来中期政策基调相较之前偏紧，需要**警惕中期节奏切换，关注二季度的时间窗口**。

季节性风格切换和**顺周期估值兑现幅度**是影响短期资产价格的两个关键因素。从季节性的风格节奏切换来看，我们看到市场风格在消费为主的普涨行情后

开始发生切换，结合今年就地过年政策会带动制造业开工提早的特征，预计节后市场风格将在延续当前的消费逻辑之外继续转向周期行业。从库存周期的逻辑来讲，主动补库存的持续性将始终构成上游资源和大宗商品行业的底部支撑，且大宗商品更加受益。2 月份，随着商品价格的短期调整，有色金属、黑色金属的价格已经较为充分的释放波动，顺周期的估值将再度支撑节后大宗商品市场表现。

从宏观、资金、行业、估值、盈利五方面对股票行业打分，得分较高的行业有机械、通信、农林牧渔，资金层面最受外资青睐的行业为银行、电力设备及新能源、基础化工、计算机、汽车。

图表 1：权益指数和行业板块打分表

股市															
		估值		预测	盈利			宏观	资金	行业	估值		盈利	合计
市场	当前价格	PE_TTM	历史分位数	EPS增速(复合2019-2021)	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
上证综指	3483	16.03	83%	—	7.31	2.94	42%	3	3	3	—	1	3	2.6
沪深300	5352	16.38	98%	—	8.07	3.10	42%	3	3	4	—	1	3	2.8
中小板指	9993	36.80	92%	—	10.59	4.19	65%	3	3	4	—	1	4	3.0
创业板指	3129	68.47	95%	—	11.11	4.29	88%	3	3	4	—	1	5	3.2
上证50	3713	14.17	98%	—	8.02	3.09	42%	3	3	3	—	1	3	2.6
中证500	6346	28.13	45%	—	5.99	2.70	58%	3	3	3	—	3	3	3.0
行业（中信一级）														
石油石化	2475	25.36	37%	-	2.61	4.26	35%	3	3	3	-	2	4	3.0
煤炭	1653	10.22	42%	-	8.01	3.11	69%	4	3	4	-	3	2	3.2
有色金属	5549	176.61	63%	-	3.89	1.95	73%	3	3	4	-	4	2	3.2
电力及公用事业	2191	17.16	0%	-	7.26	3.19	65%	4	3	3	-	1	2	2.6
钢铁	1438	16.03	54%	-	5.46	2.45	85%	3	3	4	-	3	1	2.8
基础化工	5883	46.11	70%	-	6.21	2.35	81%	3	4	4	-	4	1	3.2
建筑	2820	8.41	0%	30%	6.70	2.53	50%	2	3	4	4	1	3	2.8
建材	9181	17.02	43%	44%	12.82	5.16	85%	3	3	4	4	3	1	3.0
轻工制造	3947	32.78	54%	34%	6.72	3.09	85%	4	3	4	3	3	5	3.7
机械	6612	46.59	26%	106%	6.65	2.49	81%	4	4	4	5	4	5	4.3
电力设备	9588	60.46	99%	71%	6.62	2.80	81%	4	4	4	4	1	5	3.7
国防军工	9109	82.86	54%	50%	4.14	1.22	77%	4	3	4	2	3	4	3.3
汽车	9054	50.17	99%	44%	5.04	2.41	31%	4	4	4	3	1	2	3.0
商贸零售	3828	68.99	95%	54%	3.19	1.26	27%	4	3	3	3	1	2	2.7
餐饮旅游	15183	185.04	92%	21%	3.13	4.24	31%	4	3	3	2	1	2	2.5
家电	18077	30.90	98%	54%	12.58	5.49	50%	4	1	4	4	1	3	2.8
纺织服装	2694	32.68	42%	45%	4.84	1.99	31%	3	3	3	4	3	2	3.0
医药	15624	66.67	92%	47%	9.93	3.54	73%	4	2	4	2	1	4	2.8
食品饮料	36583	57.51	99%	30%	17.02	5.17	77%	4	1	4	2	1	4	2.7
农林牧渔	6932	16.57	3%	-	17.15	7.19	100%	3	3	3	-	5	5	3.8
银行	8537	6.79	73%	1%	8.22	2.67	38%	3	5	3	2	2	2	2.8
非银行金融	9857	17.84	40%	52%	8.98	3.52	62%	3	2	3	4	3	4	3.2
房地产	5733	8.66	1%	43%	6.81	2.14	54%	3	3	3	4	5	3	3.5
交通运输	1891	70.55	98%	27%	1.65	1.65	15%	2	3	3	2	1	1	2.0
电子元器件	8366	76.53	90%	56%	7.19	3.28	85%	3	3	4	2	1	5	3.0
通信	3927	44.42	1%	76%	5.33	2.28	85%	3	3	4	4	5	5	4.0
计算机	6049	181.57	87%	69%	3.73	1.69	46%	3	4	4	2	1	3	2.8
传媒	2568	0.00	39%	-	4.73	1.87	38%	4	3	3	-	4	2	3.2
综合	3170	0.00	-	-	2.48	1.03	38%	3	3	3	-	1	2	2.4
综合金融	856	33.09	3%	-	5.56	2.56	-	3	3	3	-	5	5	3.8

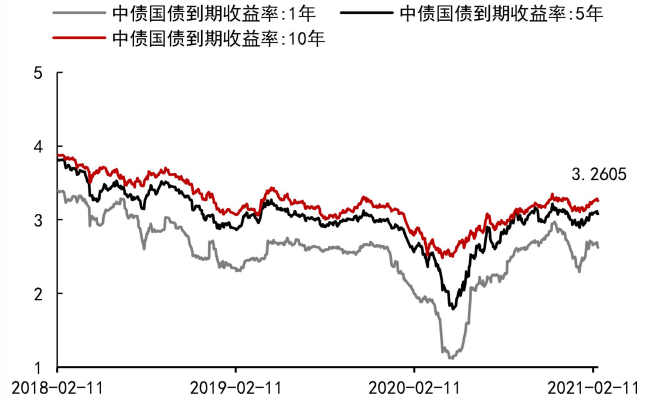
资料来源：Wind　中信期货研究部

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）——债市维持震荡，中期缺乏趋势机会

一月下旬央行持续净回笼的状态导致市场对于资金的预期不断向下调整，市场负面情绪上升。然而值得注意的是，政策利率保持相对稳定，在央行“引导市场利率围绕政策利率波动”的框架下，我们可以推断出货币政策取向仍然是稳字当头，不缺不溢。同时参考往年行情，节后市场流动性压力缓解概率较大，资金面进一步收紧概率较小，**短期债市下跌空间有限**。但由于经济基本面和通胀预期仍然中期利空债市，预计**二月债市维持震荡状态，缺乏趋势机会**。

图表 2：中债国债到期收益率



资料来源：Wind　中信期货研究部

图表 3：股债性价比（沪深 300PE 倒数-10 年国债到期收益率）



资料来源：Wind　中信期货研究部

另类投资型基金（偏多观点）——顺周期逻辑支撑大宗商品市场表现

商品方面，原油收到沙特减产消息刺激大幅走高，在原油去库的趋势下进一步强化了今年上半年供应紧张的预期。黄金在海外金融市场风险偏好提升，美债利率突破 1%关口等多重因素作用下，价格大幅下跌。同时，美联储一月会议纪要中提到对今年通胀担忧，若美国通胀不及预期会使实际利率指标 TIPs 形成底部，进而限制金价上涨。

国内大宗商品市场在今年“就地过年”政策的影响下，供给预期增加而需求不足，工业企业存在阶段性累库预期。重点关注年后工人复工节奏对短期工业品节奏的影响。中期看，上半年疫情预计逐渐好转，补库逻辑延续。一月商品估值已至高位，但二月随着商品价格的短期调整，**有色金属、黑色金属的价格波动已经得到较为充分的释放，顺周期的估值将再度支撑节后大宗商品市场表现**。

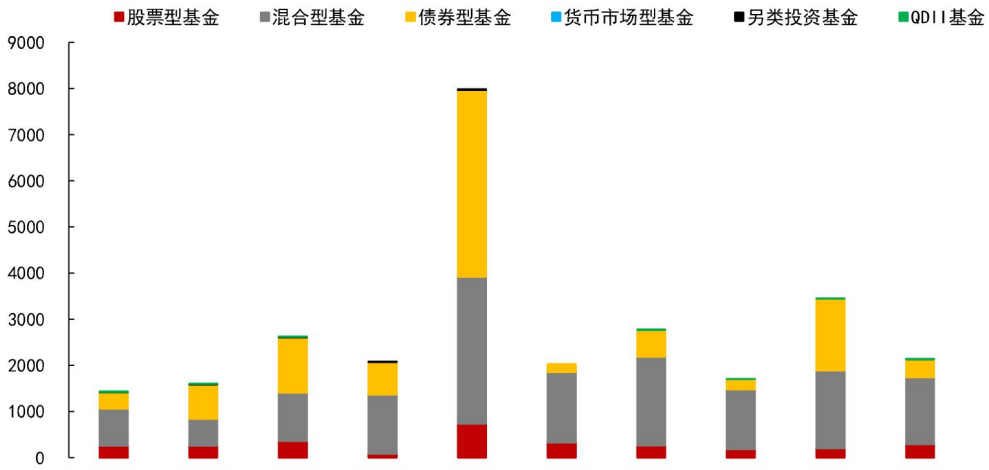
对于股票多空（量化对冲）策略而言，2 月份股指期货 IF、IH 的贴水情况有所扩大，展期成本上升，但预计后续市场在抱团泡沫松动情况下，波动增大，有利于 alpha 策略，该类资产在本月仍值得关注。

二、近期市场跟踪

（一）新发基金市场情况

2020 年 01 月份新发基金合计 149 只，发行份额总计 5438 亿份，其中股票型基金发行 45 只，发行份额为 781 亿份；混合型基金发行 90 只，份额总计 4250 亿份；债券型基金发行 12 只，份额为 321 亿份；QDII 发行 2 只，份额为 87 亿份，为投资港股的 ETF 基金。2 月份目前新发基金 22 只，发行份额总计 950 亿份。

图表 4：新发基金情况



	2020年03月	2020年04月	2020年05月	2020年06月	2020年07月	2020年08月	2020年09月	2020年10月	2020年11月	2020年12月	2021年01月	2021年02月
QDII基金	11	5	0	0	0	0	12	7	0	7	87	0
另类投资基金	9	11	12	10	17	0	0	0	0	3	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	352	741	1,200	706	4,050	168	575	223	1,555	391	321	0
混合型基金	806	587	1,047	1,283	3,182	1,531	1,927	1,293	1,685	1,452	4,250	901
股票型基金	256	255	359	82	733	325	263	182	203	288	781	49

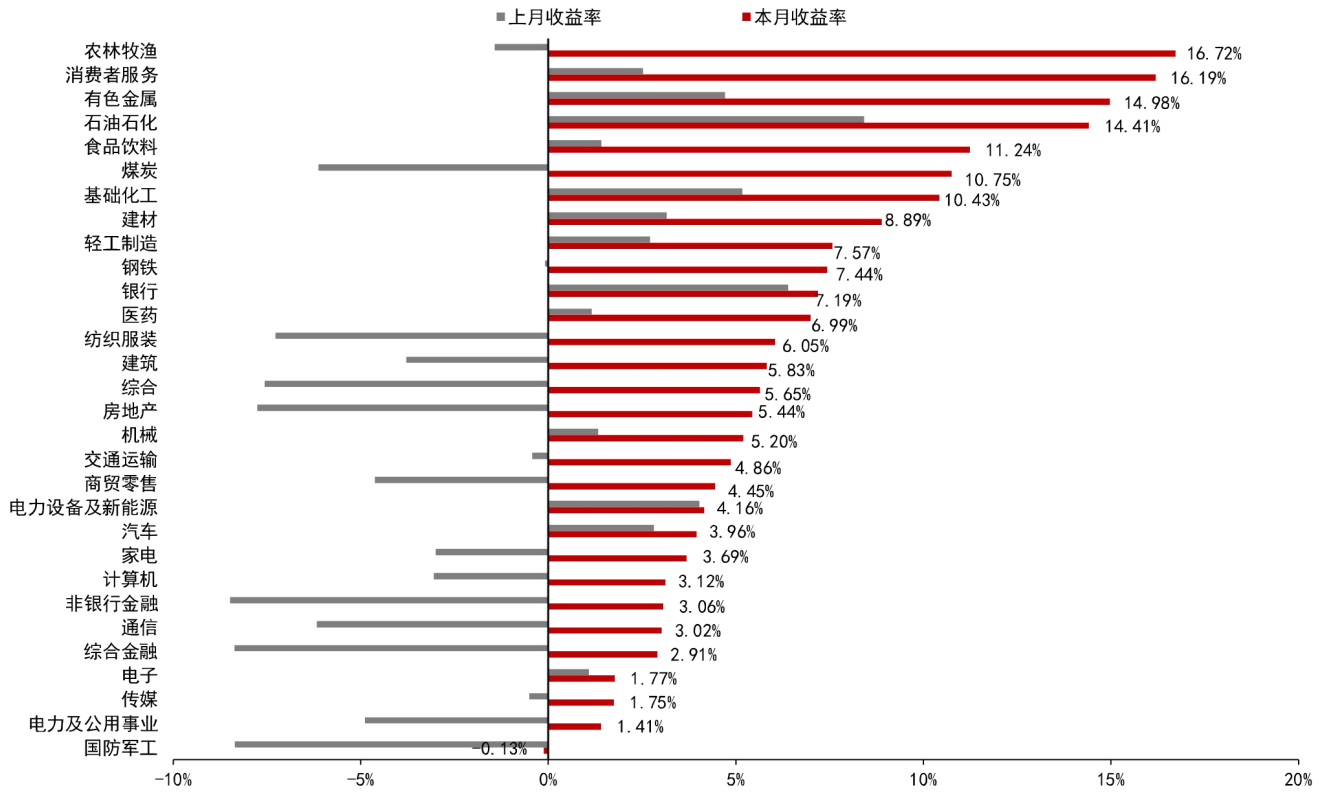
资料来源：Wind　中信期货研究部

（二）中信一级行业表现

截至 2 月 19 日，中信一级行业指数中，农林牧渔、消费者服务、有色金属、石油石化和食品饮料等板块涨幅靠前，涨跌幅分别为 16.72%、16.19%、14.98%、14.41%和 11.24%，表现靠后的行业有国防军工、电力及公用事业、传媒、电子和综合金融，涨跌幅分别为-0.13%、1.41%、1.75%、1.77%和 2.91%。

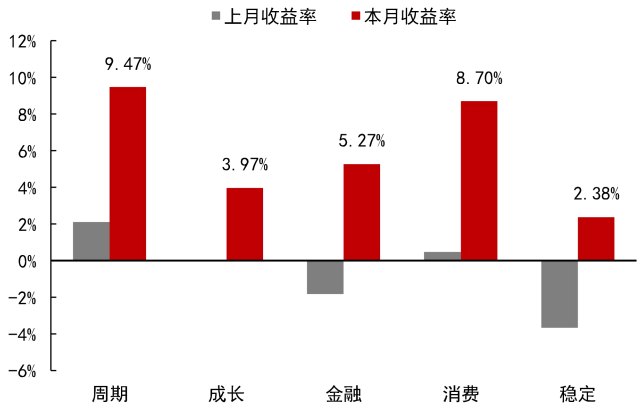
从中信风格指数上来看，周期和消费风格表现较好，涨跌幅为 9.47%和 8.70%，而成长和稳定表现较差，涨跌幅为 3.97%和 2.38%；从风格上看，2 月份市场风格均衡。

图表 5：中信一级行业指数表现



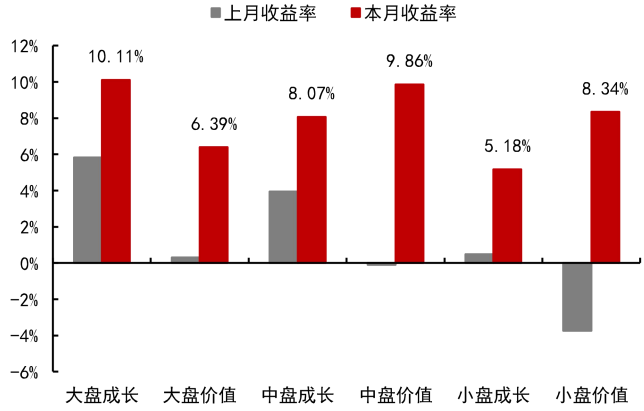
资料来源：Wind　中信期货研究部

图表 6：中信风格指数表现



资料来源：Wind　中信期货研究部

图表 7：市场风格指数表现



资料来源：Wind　中信期货研究部

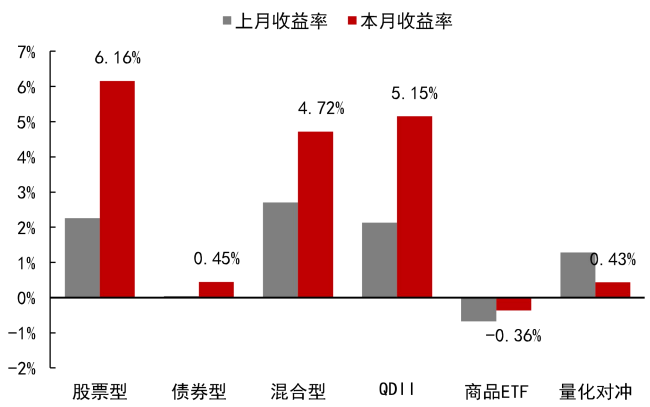
（三）公募基金市场情况

本月市场中权益型基金突破上行。股票型基金的涨跌幅为 6.16%，其中普通股票型基金的涨跌幅为 6.22%，被动指数型基金的涨跌幅为 6.13%，增强指数型基金的涨跌幅为 6.41%；混合型基金的涨跌幅为 4.72%，其中偏股混合型基金的涨跌幅为 6.22%，灵活配置型基金的涨跌幅为 4.68%，平衡混合型基金的涨跌幅为 2.66%，偏债混合型基金的涨跌幅为 1.72%；债券型基金的涨跌幅为 0.45%，其中短期纯债型基金的涨跌幅为 0.2%，中长期纯债型基金的涨跌幅为 0.14%，混合

债券型一级基金的涨跌幅为 0.85%，混合债券型二级基金的涨跌幅为 1.74%；QDII 型基金的涨跌幅为 5.15%，其中股票型 QDII 基金的涨跌幅为 7.29%，混合型 QDII 基金的涨跌幅为 8%，另类投资 QDII 基金的涨跌幅为 3.86%，债券型 QDII 基金的涨跌幅为 0.15%；商品 ETF 的涨跌幅为-0.36%，其中黄金 ETF 的涨跌幅为-3.63%，期货 ETF 的涨跌幅为 3.99%；量化对冲型基金的涨跌幅为 0.43%。

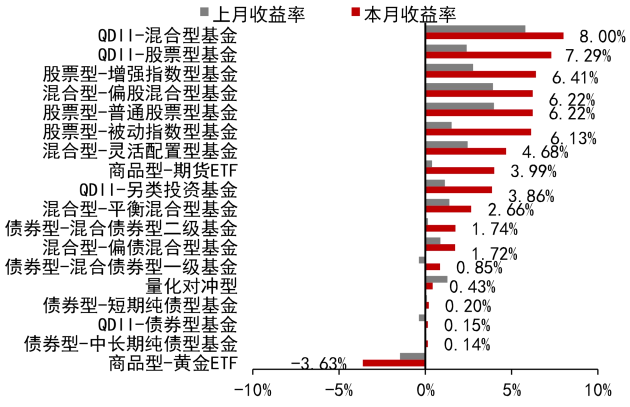
剔除非主基金（如 C 类）、联接基金和 FOF 基金后，从市场各类型基金月度收益分布来看，在 1100 只股票型基金中，平均月度收益为 6.17%，中位数为 6.46%，标准差为 2.96%；在 2828 只混合型基金中，平均月度收益为 5.27%，中位数为 5.24%，标准差为 3.22%；在 2511 只债券型基金中，平均月度收益为 0.47%，中位数为 0.18%，标准差为 0.94%；在 39 只另类投资型基金中，平均月度收益为-0.46%，中位数为 0.15%，标准差为 2.50%；在 332 只货币市场型基金中，平均月度收益为 0.14%，中位数为 0.14%，标准差为 0.04%。

图表 8：公募基金一级分类业绩表现



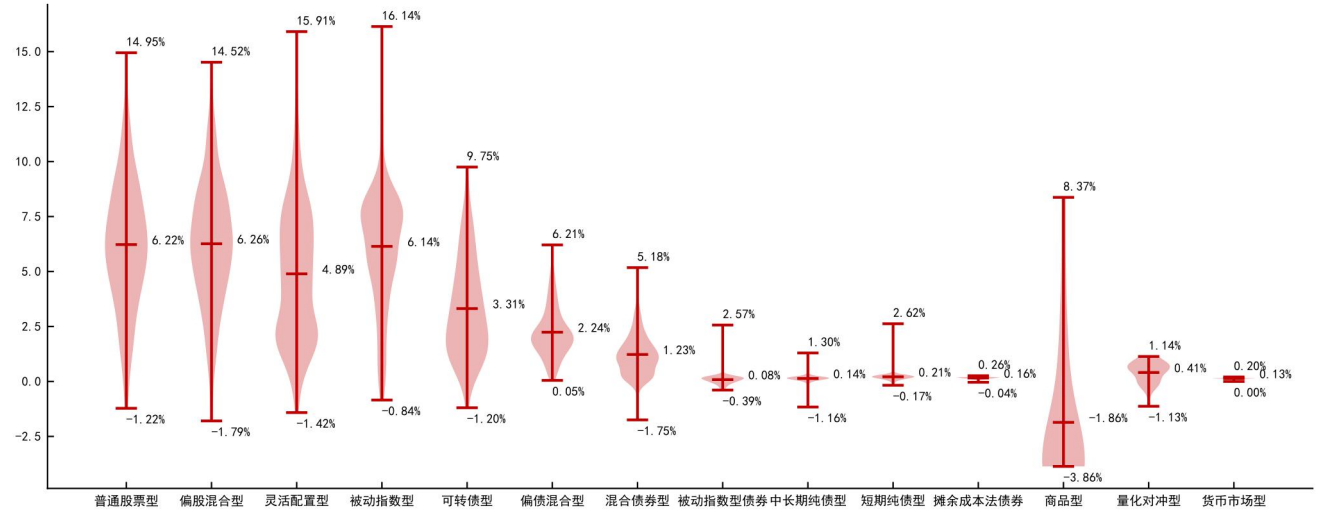
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 9：公募基金二级分类业绩表现



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 10：分类型公募基金收益分布（2021 年 1 月 31 日至 2021 年 2 月 19 日）

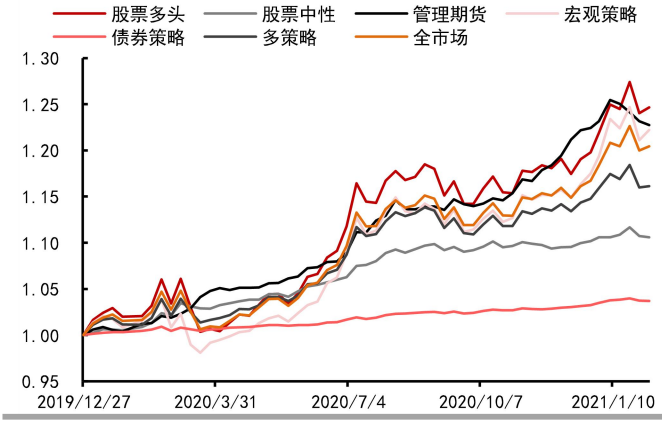


资料来源：Wind 中信期货研究部 注：缩尾处理首尾合计 1%的极端值

（四）私募基金市场情况

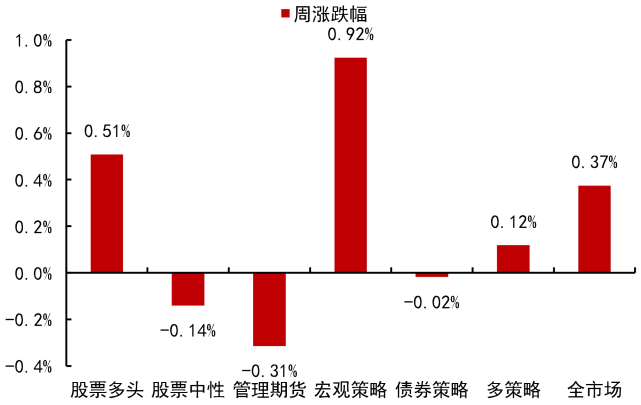
根据朝阳永续数据，截止 2021 年 2 月 5 日，股票多头策略指数为 391.721 点，较前一周 389.7377 点上涨 0.51%；股票中性策略指数为 324.4346 点，较前一周 324.8926 点下跌 0.14%；管理期货策略指数为 2482.1193 点，较前一周 2489.9507 点下跌 0.31%；宏观策略指数为 826.2462 点，较前一周 818.6825 点上涨 0.92%；债券策略指数为 217.2651 点，较前一周 217.3048 点下跌 0.02%；多策略指数为 205.3121 点，较前一周 205.0691 点上涨 0.12%；私募全市场指数为 366.9265 点，较前一周 365.5585 点上涨 0.37%。

图表 11：朝阳永续主要私募指数业绩表现



资料来源：朝阳永续　中信期货研究部

图表 12：朝阳永续主要私募指数区间收益率



资料来源：朝阳永续　中信期货研究部

三、风险提示

（一）经济数据

经济数据不及预期，市场偏好整体下降。

（二）货币政策和流动性

货币政策超预期收紧，市场流动性下降。

（三）地缘事件和贸易冲突

地缘事件和贸易冲突严重发酵。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明， 本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com