

关于阳光橙增盈抗通胀 1 号的建仓报告

标准化属性投资决策委员会：

阳光橙增盈抗通胀号理财产品即将完成募集，将于 2021 年 10 月 13 日开始进入建仓期，现将建仓报告汇报如下：

一、产品介绍

（一）产品要素

1. 投资范围

本产品投资范围为境内外市场的金融工具，其中：

固定收益类投资品种包括：国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、银行存款、短期融资券、超短期融资券、大额存单、同业存单、债券回购、公司信用类债券、资产支持证券、可转债、可交换债、非标准化债权类资产及国务院银行业监督管理机构认可的其他资产。

权益类投资品种包括：国内依法发行上市的股票（包括主板、创业板、中小板、科创板及其他经中国证监会核准或注册上市的股票、优先股）、港股通标的股票（包括内地与香港股票市场交易互联互通机制允许买卖的规定范围内的香港联合交易所上市的股票）及通过资管产品投资的境外上市股票，以及中国证监会认可的其他标准化股权类资产。

商品及金融衍生品类投资品种包括：包括利率互换、国债期货、股指期货、商品期货、期权等，其中理财产品直接开展的商品及金融衍生品类投资，主要以套期保值为目的。

本产品可以投资于上述资产为投资对象的由持牌金融机构发行的资管产品。其中，境外金融工具仅通过港股通和资管产品等方式进行投资。

2. 投资比例

权益类资产的投资比例不高于 50%，固定收益类资产的投资比例不高于 80%，商品及金融衍生品类资产持仓合约价值的投资比例不高于 10%。现金或者到期日在一年以内的国债、中央银行票据和政策性金融债券占产品资产净值的比例不低于 5%。

（二）管理要素

为保证产品运作顺利，尽最大努力超越产品业绩基准，同时规避流动性风险、合规风险等相关风险，产品设置以下风险控制指标：

1. 股票净多头最大仓位占比：20%
2. 杠杆水平上限：140%
3. 信用债券集中度：5%（内评 R4 及以上的集中度不超过 10%）
4. 个股最大集中度：8%

二、投资策略

（一）债券策略

利率方面，经济基本面驱动比较有利，但能源通胀焦虑正在发酵。政策方向逐步侧重于稳定信用派生、央行资金面操作稳健。短期内看银行永续债等品种受监管措施影响收益率上行严重，相对价值合理绝对收益客观，对低风险利率品种的需求也有可能逐步分散到这类品种。利率债收益率下行趋势从3月以来持续已经超过半年，绝对收益率水平处于较低位置，继续下行空间有限。而向上的风险主要体现在能源短缺的发酵情况，如果能源价格上行传导至农产品，则会对全球央行的货币政策都产生制约；信用方面，3年期AA+中票曲线利率较年初下行62bps至3.40%，3年期AA+城投债曲线利率下行41bp至3.37%，近期受理财估值监管影响3Y曲线上行13~15bps，但在市场整体缺资产的情况下整体波动相对不大。

在固收整体缺资产的背景下，初期产品标配信用债，短期缺失仓位拟利用证金债专户、同业存单填充，可能会有收益损失，但可以避免产品空仓，同时减少利率上行风险暴露，后期逐步置换较高收益资产。久期方面，由于前期受监管影响信用债和永续债收益率略有调整，暂时可以不必过多纠结于久期风险，预计债券部分久期2-3区间即可。杠杆方面，由于前期可配资产较少，杠杆需要随着配置规模上升方可提升。当前我部投资工具增加，在配置同时，可通过申购资管计划运用国债期货工具对冲市场风险，同时适当抓取单边波段机会增厚产品收益。

（二）股票策略

1. 投资计划

股票仓位将根据安全垫的积累和市场情况采取浮盈加仓的方法，做好回撤控制和仓位管理。建仓期股票仓位控制在 5% 左右，后续寻找机会将股票仓位加到 8% 左右，目标股票仓位 15% 左右。

股票以混合或股票基金、股票直投、股指期货、多头 MOM 为主要标的。专户内的股票多头进行穿透管理；公募基金按照一定比例纳入多头仓位管理。

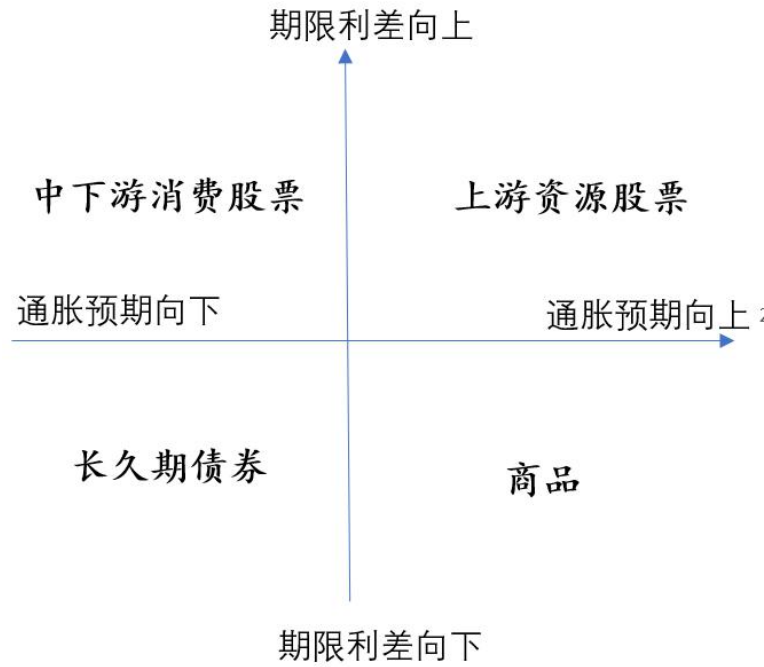
2. 行业选择

主要投资于与居民消费相关性较高的行业和个股。根据对 CPI 的传导链条分类，主要分为中上游资源类行业（采掘、钢铁、有色等）和下游制造和消费类行业（机械、机械、医疗、食品饮料等）。

根据我们对宏观经济运行状态的研究，通胀预期和相对利率水平是驱动通胀相关资产走势的最重要因素。通胀预期代理指标体现了全球通胀预期的热度，当该向上时，全球定价商品的未来向上趋势都较为明显。而相对利率水平代理指标体现了企业长期融资成本相对于短期资金可得性的差别状况，当这个指标走阔时短期资金可得性相对变得较为宽裕，对权益类长久期资产而言相对有利。根据对不同宏观环境的分类，我们的结论是：1. 在通胀预期上升、相对利率均走阔的状态下，整体股票市场表现较好，配置于中上游行业较为有利；2. 在通胀预期上升而相对利率收窄

时，配置于相对防御的行业（食品饮料、休闲服务等）或商品期货市场较为有利；3. 在通胀预期下降而相对利率收窄时，长久期债券市场是较占优的避险资产；4. 在通胀预期下降而相对利率走阔时，下游晚期通胀行业（食品饮料、农林牧渔、医药生物等）表现最为稳定。具体宏观配置思路如下图：

图 1：宏观风险配置模型



以采掘、钢铁、有色、建材、电气设备为主的中上游资源为主的行业对居民消费面临的通胀水平的边际影响最大，但受全球周期和政策限制的影响较大，多数企业不具备很强的竞争优势，主要以宏观周期自上而下选择为主，当宏观环境有利时选择投资于相关行业的龙头股票（以市值和盈利能力区分）。中上游行业只用于满足宏观条件时用于对抗通胀投资，配置比例拟不超过股

票仓位的 60%。当前，考虑到上游行业情绪较高交易拥挤，商品逐步进入供给收缩情绪发酵阶段，暂时会选择观望并根据宏观环境的量化和主观跟踪情况决定后续调整策略。

以制造业、医疗、食品饮料、农林牧渔为主的中下游行业，是居民消费和居民收入的重要影响因素，对通胀水平的影响更加直接，且不同企业之间运营能力、技术优势、和销售渠道或品牌溢价差别更突出，主要依靠配置于相关领域的主动基金以及股票直投为主。其中直投部分会从战略上偏向于具有高景气或护城河较宽且与居民消费相关性较强的领域（电动车、新材料、新能源运营和投资、消费升级等）。且除为了跟踪通胀基准的投资目标以外，谨慎控制在白酒、商贸、互联网、地产产业链等方向的投资比例。

三、仓位安排

（一）建仓期情况

建仓期以固定收益或绝对收益资产为主，控制产品波动率和回撤，力争快速形成生息安全垫，减少低效资产占比，如因资产尚未到位而阶段性无法完成投放的，以 NCD、回购、货币基金进行短期替代。

表 1：产品建仓期安排

建仓期	标的	预计收益率	占比	预计建仓时间
-----	----	-------	----	--------

固定收益	债券	3.80%	15%	2 周以内
	ABS	3.80%	0-10%	2 周以内（或有）
	优先股	5.00%	10%	1 周以内
绝对收益	量化	5.00%	10%	2 周以内
	融券打新	5.00%	10%	1 周以内
相对收益 （低波动）	打新基金	5.50%	10%	1 周以内
	二级债基	5.50%	10%	1 周以内
高流动性资产		2.30%	5%	2 周以内
合计			70%	

（二）净值波动和投资进度安排

股票多头等高波动率资产仓位中枢将根据产品净值情况变化，原则上产品净值越高，安全垫越厚，承担波动的资产仓位越高。同时，资产中枢随市场情况变化而调整。一般来说仓位根据市场情况，在中枢正负 3% 左右相机调整。

表 2：各类资产仓位中枢

单位净值	固收和现金 （净资产）	绝对收益资产	低波动资产
0.98 及以下	71%	6%	8%
0.99	68%	7%	10%
1	67%	8%	10%

1.01	64%	9%	12%
1.02	60%	10%	15%
1.03	55%	10%	20%

（三）成熟态情况

产品建仓完成后，将根据产品运作情况，逐步增加股票多头等高波动资产占比，提高产品收益弹性，成熟态产品目标配置比例如下：

表 3：产品成熟态资产配置规划

成熟态	标的	预计收益率 (年化)	规模
固定收益	债券	4.00%	30%
	ABS	3.80%	10%
	优先股	5.00%	10%
绝对收益	量化	5.00%	10%
	融券打新	5.00%	5%
相对收益 (低波动)	打新基金	6.00%	10%
	混合基金	6.00%	10%
抗通胀资产		—	10%
高流动性资产		2.30%	5%

四、风险收益特征

根据成熟期产品所配置资产风险收益属性，按照宏观状态划分的策略进行回测，假设底仓只使用货币基金作为流动性资产和10%~20%债券基金的情况下，控制10%抗通胀资产比例上限，在绝大多数历史状况下都能战胜CPI。在实际操作中会通过提高固定收益和绝对收益类资产收益的方式增强底仓收益，力争战胜基准。

图 2：抗通胀资产策略在多数情况下战胜 CPI

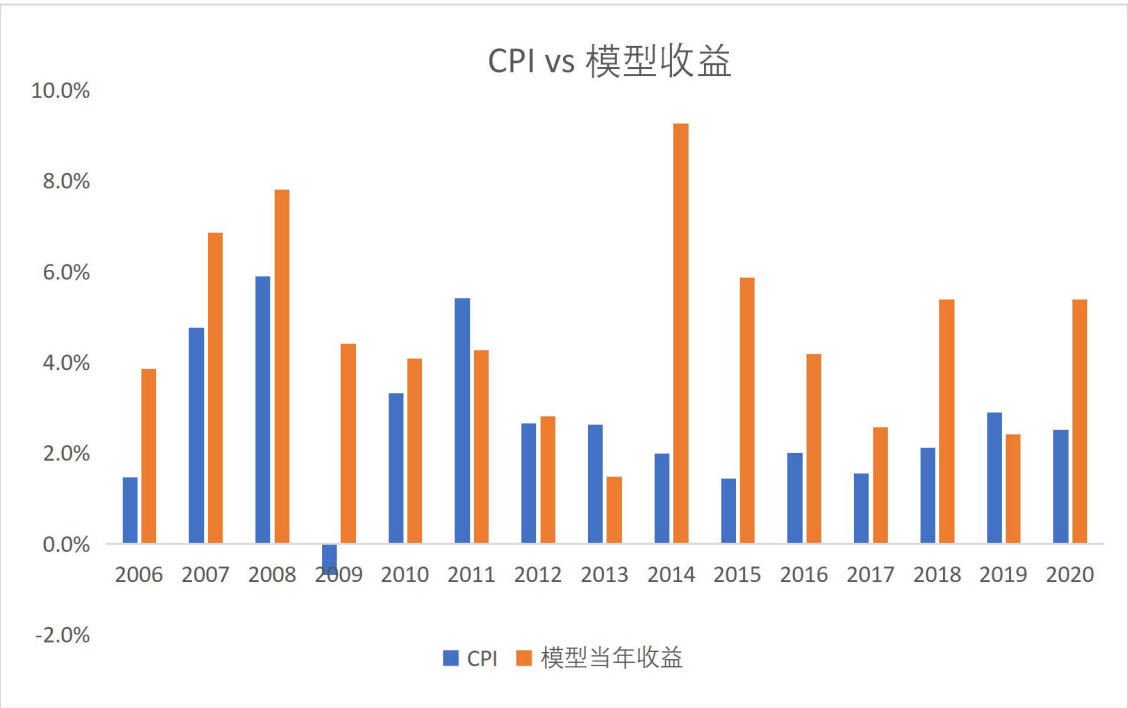


表 4：用于策略回溯的代理指数

	代理变量
底仓	中证货币基金指数

底仓增强	中证债券基金指数
抗通胀资产 1	申万有色金属指数
抗通胀资产 2	南华工业品指数+南华农产品指数
抗通胀资产 3	中债 7-10 年国开债指数
抗通胀资产 4	申万食品饮料指数

五、回撤和流动性预案

（一）抗通胀资产仓位预案

根据对产品的业绩基准，当由于 CPI 上行导致基准提升时，将根据市场状况和产品风险收益情况适当增加抗通胀资产的配置比例。而反之当 CPI 下行时会根据对市场预期的状况适当降低抗通胀资产的占比并相应适当提高组合久期敞口以求战胜业绩基准。

表 5：仓位调整预案

宏观环境	资产	减仓阈值
CPI 预期上行	抗通胀资产	CPI 进入上升状态时，抗通胀资产仓位控制到产品资产净值的 10%以内。 尽量规避中长久期债券资产
CPI 预期下行	抗通胀资产、 债券资产	CPI 进入下行状态时，抗通胀资产仓位控制到产品净值的 7%以内。并将中长久期债券资产控制在 40%以内

（二）流动性应对预案

产品运作过程中将持续关注流动性运作，产品持有的资产中，主要投资于高流动性资产，其中流动性相对受限部分按流动性排序分别为：基金（可实现短期变现）——一部分债券和股票直投——一部分量化中性。按照成熟态的资产配置结构，能够满足产品在开放时近 40%-50%的赎回。若产品赎回量超过一半，将在以上处置基础上，优先考虑其他产品承接部分优质资产或全额变现股票、基金、量化中性的资产。

六、投资经理介绍

本产品由股票投资部主要管理，股票投资部负责人周亚君负责大类资产配置、仓位调节，周欣宇负责抗通胀策略的设计和执行。

周亚君，毕业于中国人民大学经济学实验班，经济学学士、金融学硕士。2007 年加入中国民生银行总行，在金融市场部担任外汇和衍生品交易员，主要交易品种包括外汇即期、远期、掉期、期权等，也阶段性从事贵金属等商品的投资交易。2012 年，加入中国民生银行总行资产管理部，先后担任理财投资经理、投资主管、处室负责人，负责理财资金的投资工作，直接管理和运作过民生银行的大部分理财产品，除了预期收益产品外，也管理了包括智赢系列、慧赢系列、天天增利系列在内的众多净值产品。具备外汇、债券、贵金属交易资格，具有银行、保险、基金从业资格，长期实盘从事大类资产配置，个人直接管理产品规模峰值超

过 6000 亿，带领团队负责全行理财产品的标准化资产投资（团队管理产品规模峰值超过 12000 亿）。2021 年 5 月加入光大理财有限责任公司，担任股票投资部负责人。

周欣宇，毕业于宾夕法尼亚大学，工程学硕士。2010 年加入 Pine River Capital Management，担任量化研究员，主要从事固定收益市场衍生品定价和交易策略设计工作。2014 年，加入嘉实基金管理有限公司，主要从事衍生品的量化策略和交易工作。2015 年，加入招商基金管理有限公司，先后任投资经理和基金经理，从事固定收益衍生品交易，和利率债量化策略设计和交易工作。2021 年 8 月加入光大理财有限责任公司，担任股票投资部投资经理。

拟稿人：周欣宇

审稿人：周亚君

2021 年 10 月 9 日