

“公募基金+”：基金组合投资的五大展望

2021 年下半年组合配置策略 | 2021.5.27

中信证券研究部



刘方
首席组合配置
分析师

S1010513080004



赵文荣
首席量化与配置
分析师

S1010512070002



顾晟曦
组合配置分析师

S1010517110001



陈朝棕
组合配置分析师

S1010520120007



唐栋国
组合配置分析师

S1010520100002



联系人：刘笑天

核心观点

在资管净值化、居民财富配置产品化的趋势下，基金组合投资是核心的“标准化资产”配置方式。各类商业模式百花齐放，预计“公募基金+”将是主战场。以公募基金为基础，叠加配置策略、另类资产、衍生品等，有利于补齐短板、丰富收益风险矩阵，将“相对收益资产”转化为“绝对收益策略”，从而满足养老金、机构和居民财富管理需求。

■ 对于未来基金组合投资的策略发展，我们提出以下五个方面的展望：

■ **展望一：资管净值化将打开基金组合的广阔空间。**净值化转型是资管行业的重要里程碑：“资管新规”颁布三年以来，资管产品逐渐净值化、居民财富配置逐渐产品化。资管行业中的各类型主体，银行理财、组合类保险资管、公募基金、信托产品等，将在趋于相似的约束条件下，角逐养老金、机构资金和居民财富管理市场。净值化过程，带动投资管理模式向“标准化资产为主、非标资产为辅”的方向转化，基金组合投资将成核心的标准化资产配置方式。

■ **展望二：“基金组合”为基础商业模式百花齐放；“公募基金+”将是主战场。**银行理财 FOF、信托 TOF、公募 FOF、私募 FOHF、财富配置产品、公募基金投顾、基金组合一键下单等各类基金组合模式，将成为承载财富管理需求的重要形式。公募基金是具备大概率超额收益、低管理成本、大策略容量的可配置资产。公募 FOF 产品的规模增长及业绩表现，侧面印证了趋势。以公募基金为基础，叠加配置策略、另类资产或衍生品等，有利于补齐短板、填平收益风险矩阵，将“相对收益资产”转化为“绝对收益策略”。

■ **展望三：细颗粒度的组合超市池是“公募+”的基础。**对底层基金细颗粒度的分类、刻画，进而形成风险分层、可配置、可投资的基金组合工具；包括指数增强、行业主题、主动权益、股债配置、股票多空、固收+、打新、以及纯债组合等。基于不同的细分策略，应有差异化的考核指标和风格刻画维度，进而形成公募基金的组合超市池。

■ **展望四：“公募+”配置策略，提升投资体验。**传统资产配置模式，在长久期负债端假设下，通常从收益出发；而净值化产品配置的核心是从风险出发：一是公募基金+动量趋势的 FoETF，将单一高波动的 ETF，组合成为风险更分散、波动控制更好的 ETF 基金组合；同时由于 ETF 的低成本和大容量，具备较大的资金容量。二是公募基金+风险平价的稳健型 FOF，在平衡权益精选组合、稳健型“固收+”组合的基础上，平衡策略层面的风险暴露，有利于实现绝对收益目标。

■ **展望五：公募+另类资产/衍生品，拓宽绝对收益来源。**多头端使用权益精选组合，空头端基于 PE 指标动态择时对冲，将显著降低组合波动，改善收益/回撤指标。此外，平衡型“固收+”组合基础上，叠加 CTA 策略，亦能够进一步对冲通胀风险、提升收益的稳健性。

■ **风险因素：**基金策略漂移或持续性不足的风险；权益资产长期收益率低于预期的风险；流动性风险；模型失效风险；系统性信用风险；政策风险等。

目录

展望一：资管净值化将打开基金组合的广阔空间	1
净值化转型是资管行业的重要里程碑	1
底层资产再配置带动基金组合投资需求	1
展望二：基金组合投资百花齐放，“公募基金+”先行	2
“基金组合”为基础的商业模式百花齐放	2
稳健型 FOF 承接绝对收益需求资金	3
“公募基金+”：基于公募基金，但并不限于公募基金	5
展望三：细颗粒度的组合超市池是“公募+”的基础	5
可配置、可投资的基金组合超市池	5
因策而变：差异化策略考察差异化指标	8
展望四：“公募+”配置策略，提升投资体验	11
配置模型的再思考	11
公募基金+动量趋势：FoETF	12
公募基金+风险平价：稳健型 FOF	14
展望五：公募+另类策略，拓宽绝对收益来源	16
公募基金+衍生品：动态对冲，把握超额	16
公募基金+CTA：对冲通胀风险	17
风险因素	18
相关研究	18

插图目录

图 1: “资管新规”颁布三年以来的各类资管主体规模变化	1
图 2: 理财产品的净值化率和结构分布	1
图 3: 净值化过程带动投资管理模式转变	2
图 4: 各类基金组合投资 (FOF、MoM、基金投顾等模式对比及优势分析)	3
图 5: 公募 FOF 的数量和规模变化 (不包括公募专户产品)	4
图 6: 2020 年至今, 公募 FOF 季度收益分布 (分投资类型)	4
图 7: 10 亿以上稳健型公募 FOF 的历史净值序列 (最大回撤均在 4%以内)	5
图 8: 公募及私募基金的细颗粒度策略划分	6
图 9: 基金组合有利于丰富产品矩阵	7
图 10: 指数增强基金超额收益来源	8
图 11: 指数增强核心基金池筛选指标	8
图 12: 主动管理型医药主题基金的业绩分类贡献度 (近三年)	9
图 13: 聚类分析动态风格阈值定位	10
图 14: 兴全新视野股票资产替代组合净值表现	10
图 15: 易方达中小盘股票资产替代组合净值表现	10
图 16: 稳健型“固收+”组合的净值曲线	11
图 17: 平衡型“固收+”组合的净值曲线	11
图 18: 经典配置模型的国内实践挑战	12
图 19: 单一的高收益资产通常对应高波动 (底层资产均为可投 ETF 基金)	12
图 20: 大类资产趋势配置模型的基本框架	13
图 21: 风险配置模式是降低组合波动的有效手段	13
图 22: 风险控制后的 FoETFs 回撤指标显著改善、夏普比可达 1.7	14
图 23: 基于风险平价模型的组合配置结果	15
图 24: 权益精选与“固收+”的 RP 配置策略的净值曲线	15
图 25: 权益精选组合择时对冲	16
图 26: 权益精选组合择时对冲的净值曲线	17
图 27: 平衡型“固收+”组合叠加 CTA 策略的净值曲线	17

表格目录

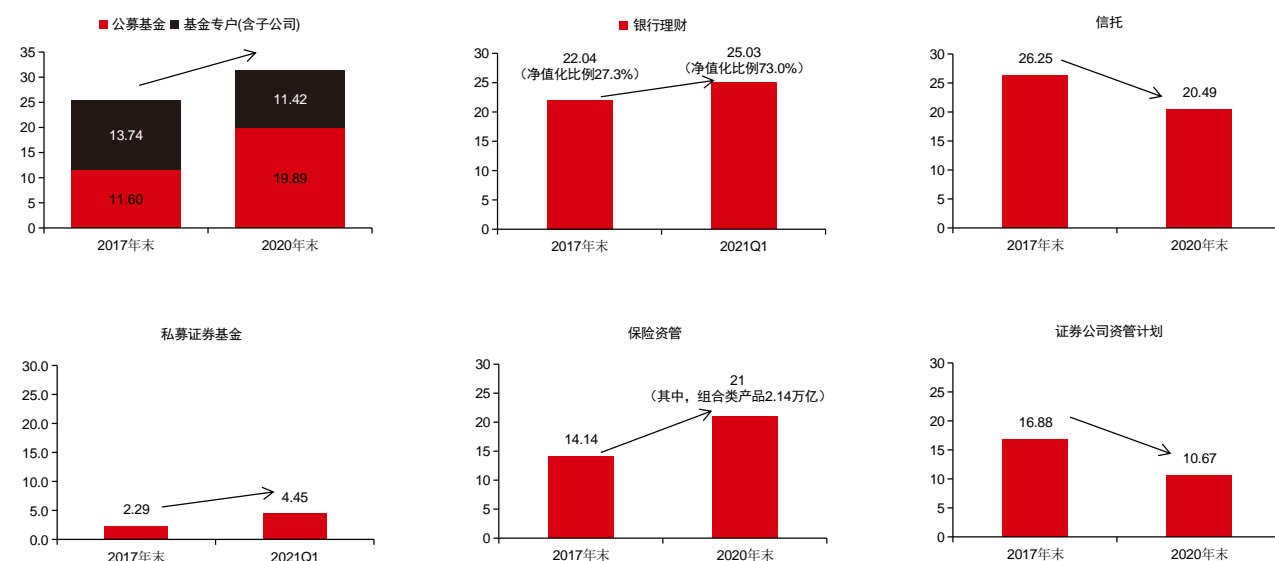
表 1: 银行理财在净值化转型中的多维挑战	2
表 2: 2021 年 1 季度, 分投资类型的 FOF 数量和规模情况	4
表 3: 基金组合的收益表现	6
表 4: 基金组合的长期绩效指标 (近 3 年)	7
表 5: 主动管理组合与被动指数组合存在鲜明的差异	9
表 6: “固收+”基金定量筛选框架	10
表 7: 等权、波动率加权、风险平价三种组合方式下资产权重的分配方式	15
表 8: 权益精选与“固收+”的 RP 配置策略的量化指标	16
表 9: 权益精选组合择时对冲的量化指标	17
表 10: 平衡型“固收+”组合叠加 CTA 策略的量化指标	18

■ 展望一：资管净值化将打开基金组合的广阔空间

净值化转型是资管行业的重要里程碑

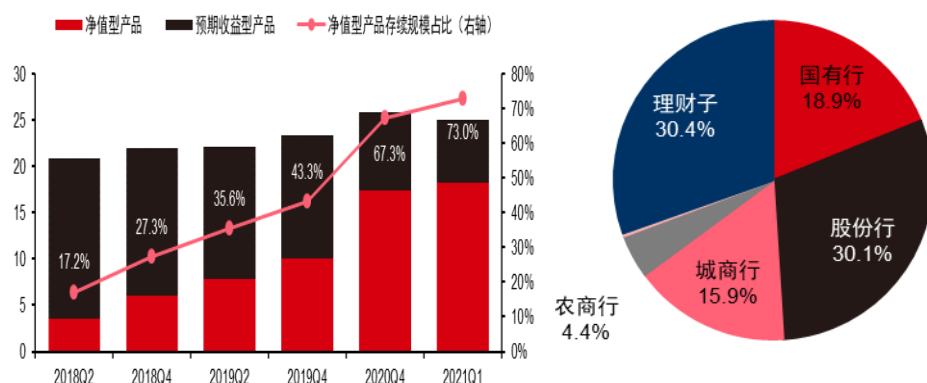
“资管新规”颁布三年以来，资管产品逐渐净值化、居民财富配置逐渐产品化；资管行业中的各类型主体在趋于相似的约束条件下，角逐养老金、机构资金和居民财富管理市场。净值化产品开发和管理能力，成为机构间分化的重要因素。

图 1：“资管新规”颁布三年以来的各类资管主体规模变化（单位：万亿元）



资料来源：银保监会，信托业协会，基金业协会，中信证券研究部；注：1）银行资管规模使用非保本理财规模；2）保险资管规模使用保险资金运用余额替代。

图 2：理财产品的净值化率和结构分布（左轴单位：万亿元）



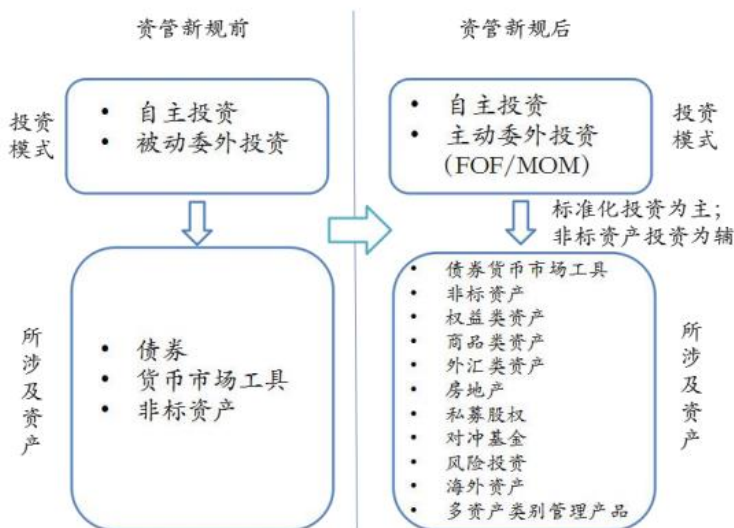
资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

底层资产再配置带动基金组合投资需求

净值化过程带动投资管理模式向“标准化资产为主、非标资产为辅”的方向转化。其中委外投资、基金投资可以充分发掘全市场的优质超额收益来源，预计将成为重要的资产

再配置方向。但是将高波动的、相对收益为主的基金产品，转化为波动率降低、绝对收益为主的基金组合，是 FOF 投资的题中之意。

图 3：净值化过程带动投资管理模式转变



资料来源：中国银行业协会《2020 中国银行业理财业务发展报告》，中信证券研究部

表 1：银行理财在净值化转型中的多维挑战

	转型前	转型后
销售端	刚性兑付的预期收益型产品，期限和收益率是核心要素，销售人员的专业性要求低	净值和收益率与投资标的和策略相关，跟随市场波动变化，理财销售人员要求提高
投资端	主要侧重于信用债和非标	拓展投资范围、丰富投资策略，进入利率债、股票投资、非上市公司股权等
运营端	产品信息披露频次和内容要求宽松	单独管理、单独建账、单独核算，信息披露的频次和内容严格要求，运营要求提升
风控端	资金池模式，重点是信用风险	，市场风险和流动性风险压力显著提升；无法滚动发行、混合运作，流动性管理难度加大
渠道端	资管部门和渠道部门同属理财业务流程	理财子公司在母行销售变为代销业务，与其他理财子、基金、信托等同架竞争
业务协同	与其他各业务线和分行协同联动	分属不同的会计主体和利润中心，协同难度加大

资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

■ 展望二：基金组合投资百花齐放，“公募基金+”先行

“基金组合”为基础的商业模式百花齐放

银行理财 FOF、信托 TOF、公募 FOF、私募 FOHF、财富配置产品、公募基金投顾、基金组合一键下单等各类 FOF 组合配置，将成为承载财富管理需求的重要形式；相对 120 万亿元的资管市场而言，目前尚在发展初期。

图 4：各类基金组合投资（FOF、MoM、基金投顾等模式对比及优势分析）

	模式	优势
银行理财 FOF	以银行理财子发行为主、风险等级 PR3 为主；少量权益精选策略	投向资产类别和工具丰富；普惠客户渠道
信托 TOF	以证券私募投资、提供绝对收益为主	以往银信合作中积累投顾资源；非标客户转化
公募 FOF	主要投向公募基金，稳健配置和权益精选兼具	投研优势和行业资源积累；内部基金减少双重收费
私募 FOF	主要投向私募基金、少量投向公募基金；多策略配置为主	底层策略和管理人的全面覆盖和深入跟踪
财富配置产品	以客户为中心的、产品化的财富管理服务	渠道端和资产端双重优势
公募基金投顾	全权委托账户制发展，促进卖方投顾向买方投顾转型	客户流量、覆盖和画像
基金组合一键下单	组合赛马，一键跟踪；从推荐优质基金到推荐优质组合	聚合投研资源，减少双重收费

资料来源：中信证券研究部

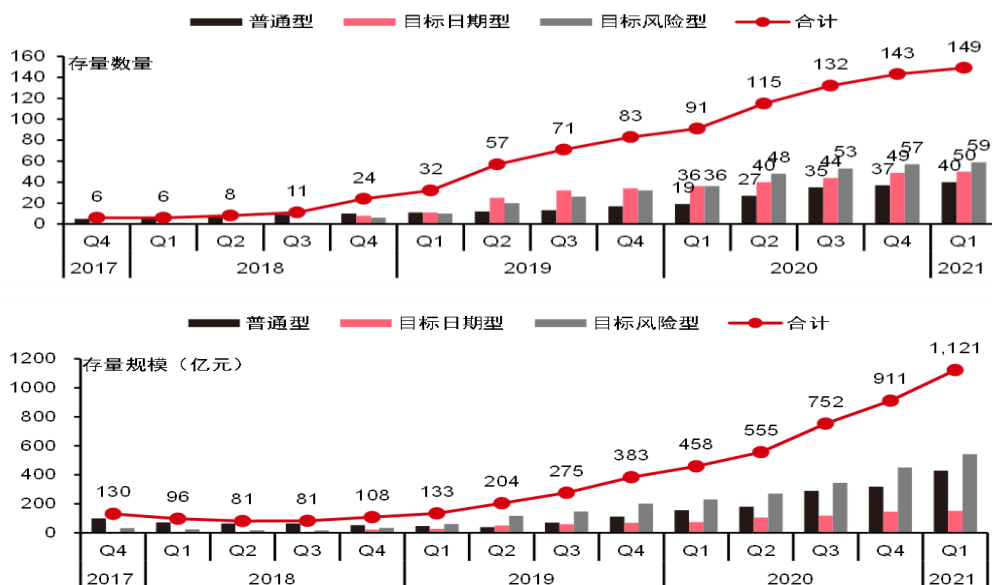
稳健型 FOF 承接绝对收益需求资金

公募 FOF（未包括公募专户规模）的数量和规模增长显著。截至 2021 年一季度，市场上已有公募 FOF 产品 149 只，管理规模为 1121.01 亿元；相比去年末新增 6 只产品，规模增长 210.46 亿元。在策略类型上，以偏债混合型为主，规模为 686.3 亿元，占比达 61.2%；这类产品主要对应追逐绝对收益的客户。其次为偏股混合型，规模 303 亿，占比 27%；主要满足客户的主动权益精选需求。

从绩效表现看，收益和回撤表现较为稳健。从 2020 年以来的各季度收益分布看，偏债型公募 FOF 在 2020Q1、2020Q2、2020Q3、2020Q4、2021Q1 的季度收益率中位数分别为 0.33%、4.96%、2.96%、3.92%、-0.35%。

我们选取规模在 10 亿元以上的偏债混合型 FOF 产品来看，成立两年以上产品，成立以来的滚动一年时间窗口收益率中位数区间为 6.6%-12.4%；最大回撤区间为 2%-4.5%。

图 5：公募 FOF 的数量和规模变化（不包括公募专户产品）



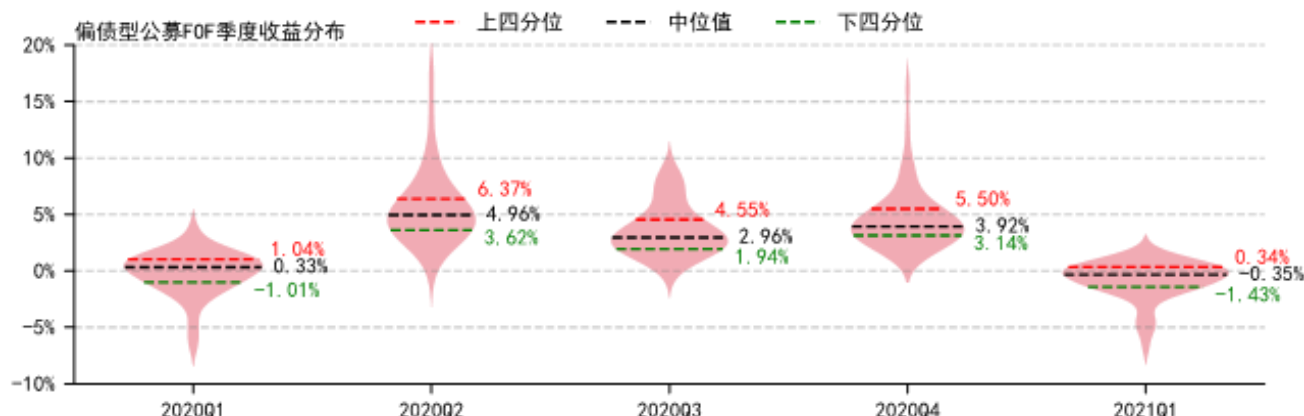
资料来源：Wind，中信证券研究部；注：数据截至 2021Q1。

表 2：2021 年 1 季度，分投资类型的 FOF 数量和规模情况

FOF 类型	合计			普通型			目标日期型			目标风险型		
	数量	规模 (亿元)	占比	数量	规模 (亿元)	占比	数量	规模 (亿元)	占比	数量	规模 (亿元)	占比
偏债混合型	54	686.32	61.22%	17	190.24	44.34%	3	21.63	14.48%	34	474.45	87.45%
偏股混合型	39	303.04	27.03%	16	217.99	50.81%	20	72.24	48.34%	3	12.81	2.36%
平衡混合型	55	130.73	11.66%	6	19.88	4.63%	27	55.58	37.19%	22	55.28	10.19%
普通股票型	1	0.91	0.08%	1	0.91	0.21%						
合计	149	1121.01	100.00%	40	429.02	38.27%	50	149.45	13.33%	59	542.54	48.40%

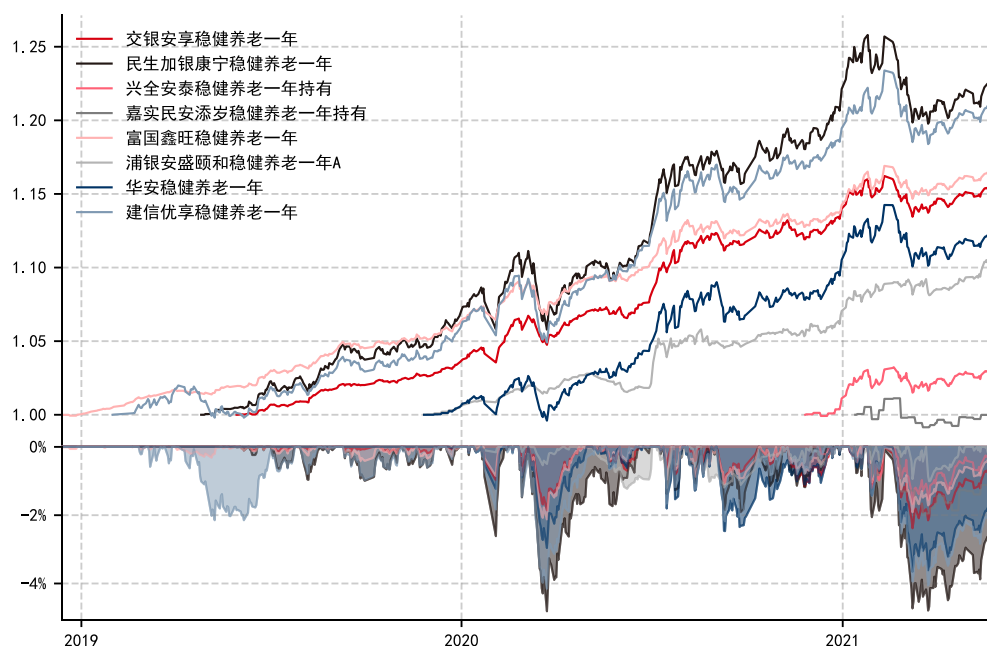
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：2020 年至今，公募 FOF 季度收益分布（分投资类型）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：10 亿以上稳健型公募 FOF 的历史净值序列（最大回撤均在 4% 以内）



资料来源：Wind，中信证券研究部

“公募基金+”：基于公募基金，但并不限于公募基金

公募基金是具备大概率超额收益、低管理成本、大策略容量的配置资产。从超额收益角度，主动管理型公募基金往往具备较好的超额收益能力；从管理成本的角度，公募基金的费用较低；此外，公募基金是可以承载大容量资金的可配置资产。最后，指数基金的丰富也提供了大量的配置工具。

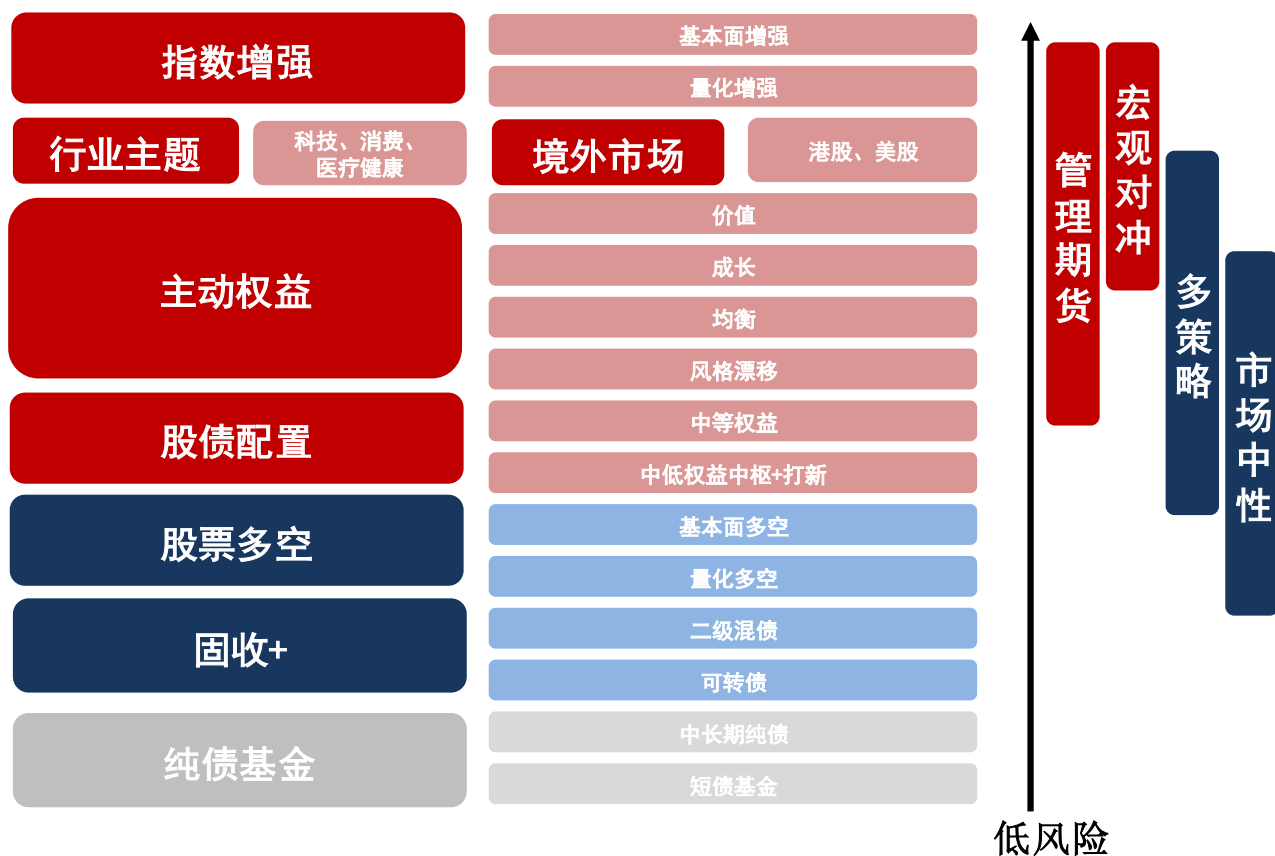
“公募基金+”有利于优化收益/风险比，提升投资体验。基于公募基金，但并不限于公募基金。立体化的策略体系构建，叠加配置策略、私募策略和衍生品，有利于补齐短板、提高收益风险比。

■ 展望三：细颗粒度的组合超市池是“公募+”的基础

可配置、可投资的基金组合超市池

以公募基金为例，单纯基于产品合同的基金分类难以详细刻画基金特征，阻碍了基金配置观点的落地实践。因此，基金组合配置框架的基础，是对底层基金细颗粒度的分类、刻画，进而形成可配置、可投资的基金组合工具。

图 8：公募及私募基金的细颗粒度策略划分



资料来源：中信证券研究部绘制

表 3：基金组合的收益表现

		今年以来	本月以来	近 4 周	近 1 周	2020 年	2019 年	2018 年
权益多头								
基金组合	权益精选组合	1.2%	-1.7%	2.4%	0.7%	51.2%	43.9%	-19.4%
	沪深 300 增强	0.9%	-0.9%	3.3%	1.5%	38.8%	39.9%	-20.9%
	中证 500 增强	3.5%	-0.3%	2.2%	0.5%	36.0%	35.3%	-26.8%
基准指数	沪深 300 指数	-1.9%	-0.3%	2.9%	2.3%	27.2%	36.1%	-25.3%
	中证 500 指数	2.5%	0.6%	2.9%	1.3%	20.9%	26.4%	-33.3%
	中证 800 指数	-0.9%	-0.1%	2.9%	2.1%	25.8%	33.7%	-27.4%
股债配置								
基金组合	精选配置组合	1.2%	-1.0%	1.7%	0.5%	31.5%	28.6%	-10.4%
	“配置+打新”组合	2.4%	0.0%	1.5%	1.0%	20.6%	—	—
	股债配置型基金组合	2.8%	-0.7%	1.5%	0.2%	27.4%	25.7%	-4.0%
	平衡型固收+	1.6%	-0.1%	0.9%	0.3%	14.2%	10.4%	3.3%
基准指数	60%股+40%债	0.1%	0.3%	1.7%	1.3%	16.4%	20.3%	-16.3%
	20%股+80%债	1.2%	0.3%	0.8%	0.5%	7.4%	9.7%	-0.6%
绝对收益								
基金组合	公募对冲	-0.5%	-1.0%	-0.1%	-0.4%	8.7%	10.5%	2.2%
	稳健型固收+	1.9%	0.1%	0.7%	0.2%	11.0%	9.3%	4.9%
基准指数	中债新综合指数	1.6%	0.3%	0.4%	0.1%	2.9%	4.4%	7.9%

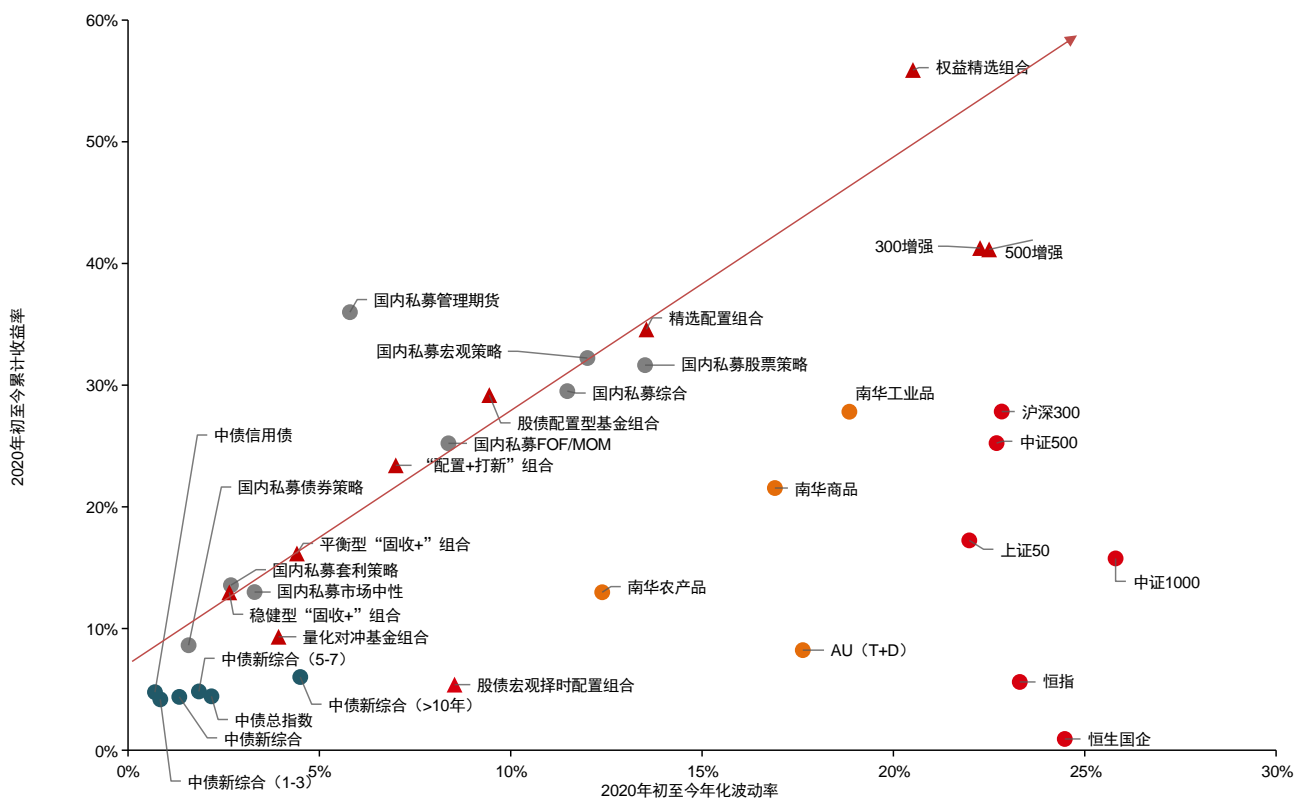
资料来源：WIND；注：1）数据截至 2021/5/14。2）相关模拟组合的构建原理、成分权重、调仓频率、深度报告等信息请联系首页联系人。

表 4：基金组合的长期绩效指标（近 3 年）

		年化收益	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率	滚动 1 年的收益中位数
权益多头						
基金组合	权益精选组合	21.0%	-23.4%	1.10	0.90	40.9%
	沪深 300 增强	17.4%	-20.3%	0.83	0.85	28.8%
	中证 500 增强	13.0%	-28.5%	0.59	0.46	30.2%
基准指数	沪深 300 指数	9.6%	-24.4%	0.44	0.39	22.1%
	中证 500 指数	3.1%	-34.0%	0.13	0.09	18.6%
	中证 800 指数	8.0%	-26.4%	0.37	0.30	21.6%
股债配置						
基金组合	精选配置组合	15.0%	-13.7%	1.21	1.10	26.1%
	股债配置型基金组合	16.0%	-7.8%	1.90	2.07	24.1%
	平衡型固收+	9.3%	-3.0%	2.71	3.09	10.8%
基准指数	60%股+40%债	6.2%	-17.3%	0.47	0.36	14.2%
	20%股+80%债	5.5%	-4.3%	1.28	1.26	7.6%
绝对收益						
基金组合	公募对冲	6.4%	-2.8%	1.74	2.26	9.9%
	稳健型固收+	8.5%	-1.6%	3.97	5.34	9.4%
基准指数	中债新综合指数	4.8%	-2.5%	4.44	1.92	4.7%

资料来源：WIND；注：1）数据截至 2021/5/14。2）“配置+打新”组合基期为 2020/1/23，故此处不展示长期绩效指标。

图 9：基金组合有利于丰富产品矩阵



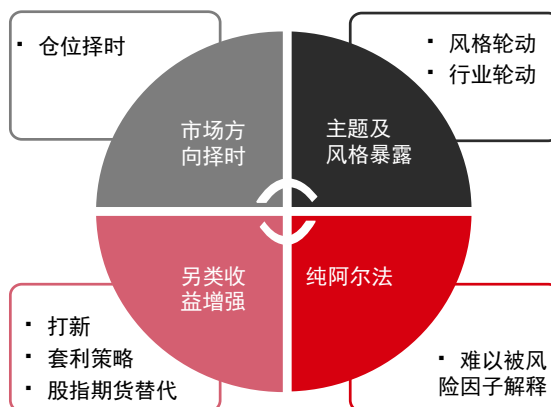
资料来源：WIND，中信证券研究部绘制

因策而变：差异化策略考察差异化指标

基于不同的细分策略，应有差异化的绩效考核指标和风格刻画维度。以下从指数增强、主动权益、行业主题、“固收+”等四类策略探讨不同的筛选框架。

1) 指数增强基金：超额收益细分是筛选指数增强基金的切入点。指数增强基金实现超额收益的方式多种多样，可归纳为市场方向择时、风格行业轮动、另类收益增强和纯阿尔法四类。

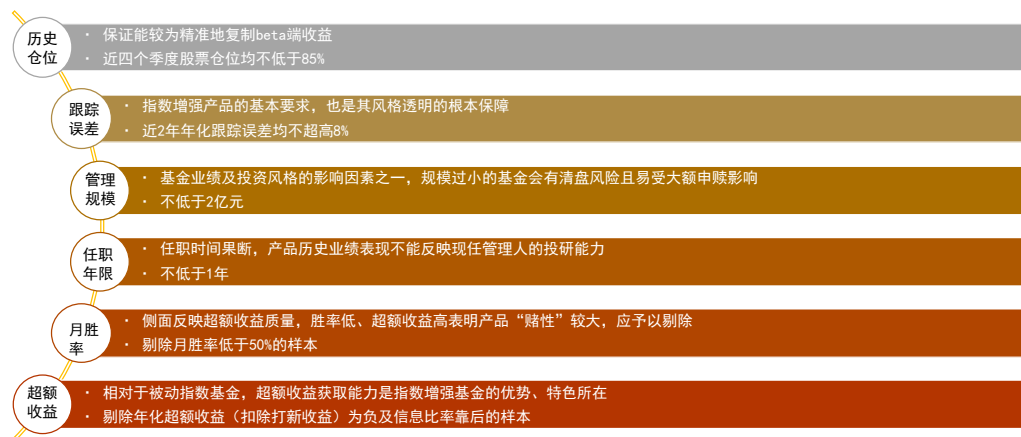
图 10：指数增强基金超额收益来源



资料来源：中信证券研究部绘制

引入类指数增强，基于超额收益稳定性精选组合。针对全市场中跟踪沪深 300 和中证 500 的指数增强基金、类指数增强基金，我们通过历史仓位、跟踪误差、管理规模、任职年限、月胜率和超额收益（扣除打新收益）6 个指标进行筛选，构建核心基金池。

图 11：指数增强核心基金池筛选指标



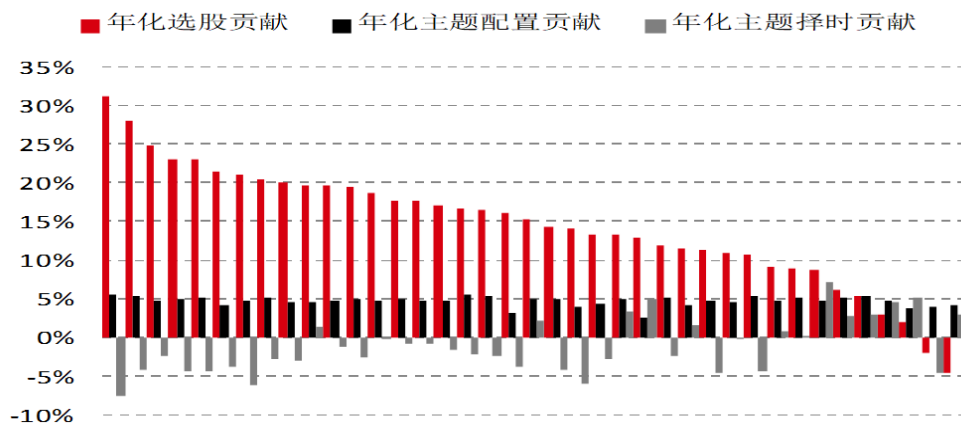
资料来源：中信证券研究部绘制

从“合格”到“优质”，超额收益来源及其稳定性是重点。综合考虑收益来源的可持续性、与管理人投资能力的相关性，四类超额收益来源中，我们更看重通过主题、风格暴露及纯阿尔法因子获取的超额收益。通过对基金多个（半）年报截面期的持仓明细进行业绩归因，我们定位其收益来源的主要手段（行业配置、个股选择或风格因子偏离），并统

计其稳定性，进而精选样本基金。

2) 行业主题基金，个股选择是制胜关键。以量化评估为基础，建立多维医药主题基金遴选体系。综合合同约定及实际持仓，定位出主动型医药主题基金。精选思路围绕定量结合定性因素，采取分年期、多维度指标的模式对基金进行综合评分。量化因素考量涉及各年期的可比性、业绩及其稳定性、多维指标测评和量化综合评分等层面。从基金的业绩分类贡献看，个股选择是主要的业绩贡献来源。

图 12：主动管理型医药主题基金的业绩分类贡献度（近三年）



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：统计区间为 20170331~20200331。

表 5：主动管理组合与被动指数组合存在鲜明的差异

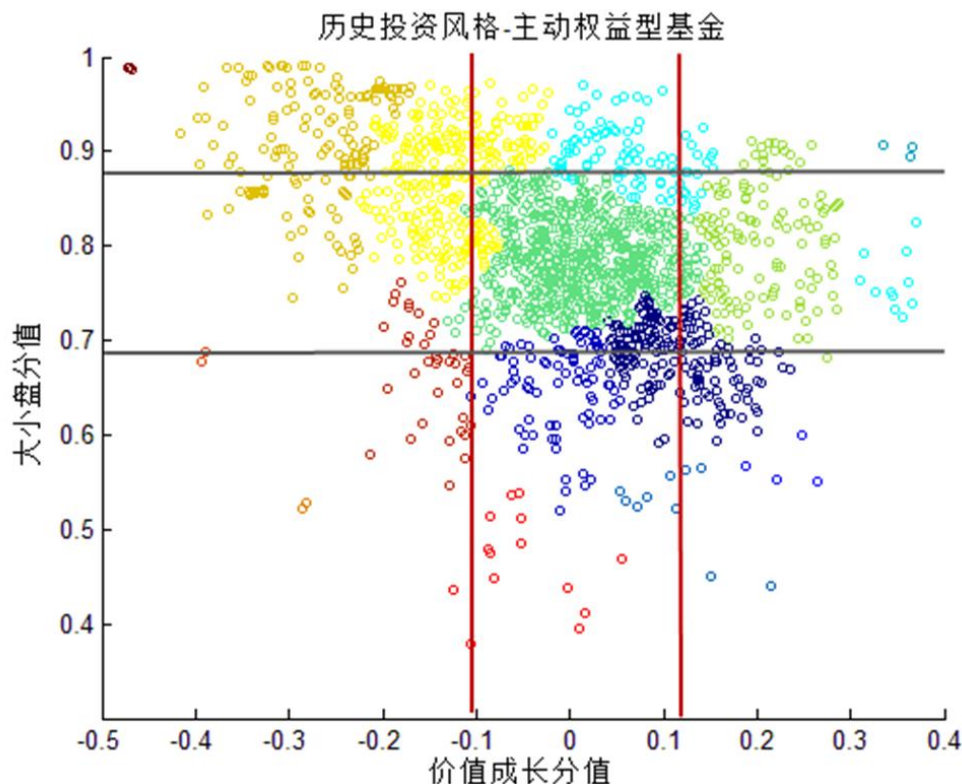
	主动管理组合	被动指数组合
持股数量	一般较为集中	分散
股票仓位	有调整空间，不同基金经理调整频率和幅度有差异	基本满仓
收益来源	Alpha+部分行业 Beta：个股选择的超额收益、行业内部的子行业轮动	行业 Beta/行业 Smart Beta：跟踪指数表现
基金流动性	大额资金的申赎流动性较弱	流动性好
基金选择风险	存在基金经理的负超额收益可能性；可能出现基金经理的风格漂移；行业整体的趋势性机会时，仓位不足难以跟上行业指数	跟踪效果好，大幅偏离基准的概率低

资料来源：中信证券研究部

3) 主动权益基金：定位稳定风格基金可提升选基成功率。基于同风格产品的历年业绩百分比排名，先计算单只基金的业绩稳定性指标，再求均值得出同风格产品线的业绩稳定性指标（注：详见下图注释）。据此统计近三个年度的数据，除小盘成长型外，其他风格基金的业绩稳定性均好于风格漂移型。更长维度的近五年期方面，各风格基金的业绩亦大多较风格漂移型更稳定。这从侧面印证了定位风格并筛选风格稳定型基金方法的价值所在。

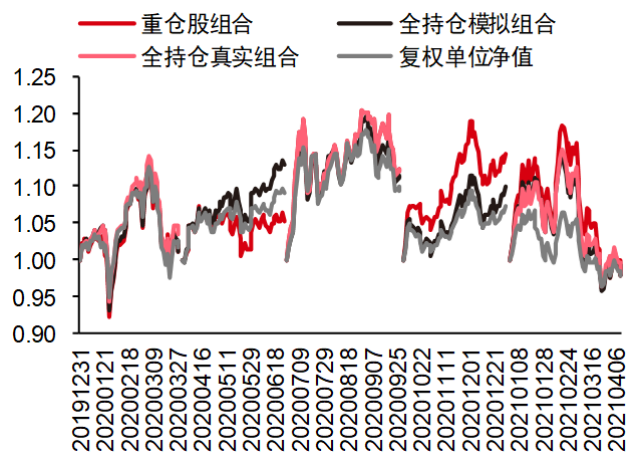
此外，全持仓模拟方法进行投后跟踪。主动权益基金的个股调仓和风格漂移是投后跟踪的核心变量；通过全持仓模拟方法，可以较好跟踪其组合变化。

图 13：聚类分析动态风格阈值定位



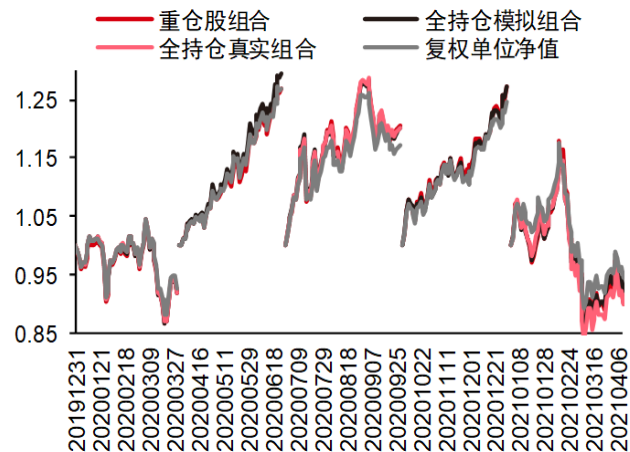
资料来源：Wind，中信证券研究部；注：截至 20210430。

图 14：兴全新视野股票资产替代组合净值表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：易方达中小盘股票资产替代组合净值表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

4) “固收+”基金：从收益率与最大回撤两个角度设置硬指标对“固收+”基金进行初步筛选缩小基金池；从获利能力、抗风险能力、收益风险比、择时选券能力四个维度进行基金的定量筛选。

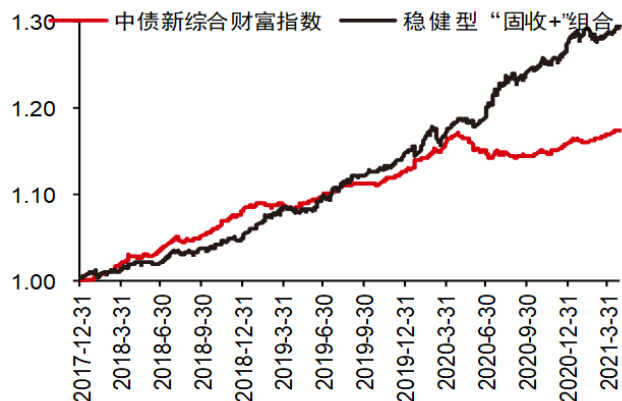
表 6：“固收+”基金定量筛选框架

筛选框架	研究维度	指标选取
初步筛选	基金业绩初筛	年化收益率、最大回撤
多维度考察	获利能力	年化收益率、周收益率为正概率

筛选框架	研究维度	指标选取
	抗风险能力	年化波动率、改造 Burke 比率
	收益风险比	Sortino 比率
	择时选券能力	C-L 模型

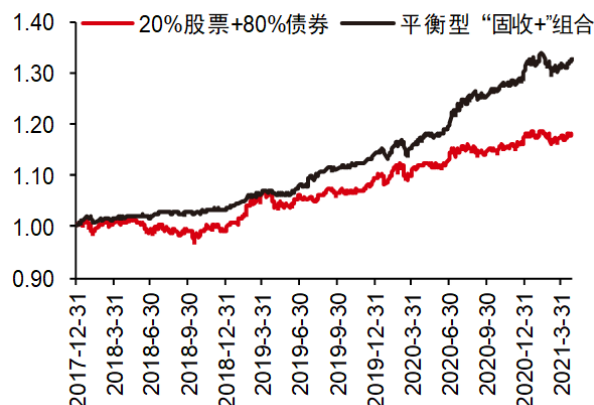
资料来源：中信证券研究部

图 16：稳健型“固收+”组合的净值曲线



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：平衡型“固收+”组合的净值曲线



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 展望四：“公募+”配置策略，提升投资体验

配置模型的再思考

量化模型难以承载资产配置的全部任务，在国内市场尤为受限。与此同时，基于基本面的资产配置投研，由于决策样本数量小、决策空间受限，始终面临是“运气”还是“能力”的挑战。

模型化的组合配置，核心是提高 Beta 配置的可复制性：以指标化完善资产配置体系，可观察、可度量、可回溯；以模型化强化资产配置的决策依据，降低“拍脑袋”和“拍大腿”的随机性。

图 18：经典配置模型的国内实践挑战



资料来源：中信证券研究部

公募基金+动量趋势：FoETF

大类资产趋势配置模型包含五个核心部分，分别是选择底层资产、计算动量指标、筛选投资标的、分配标的权重和组合跟踪管理。

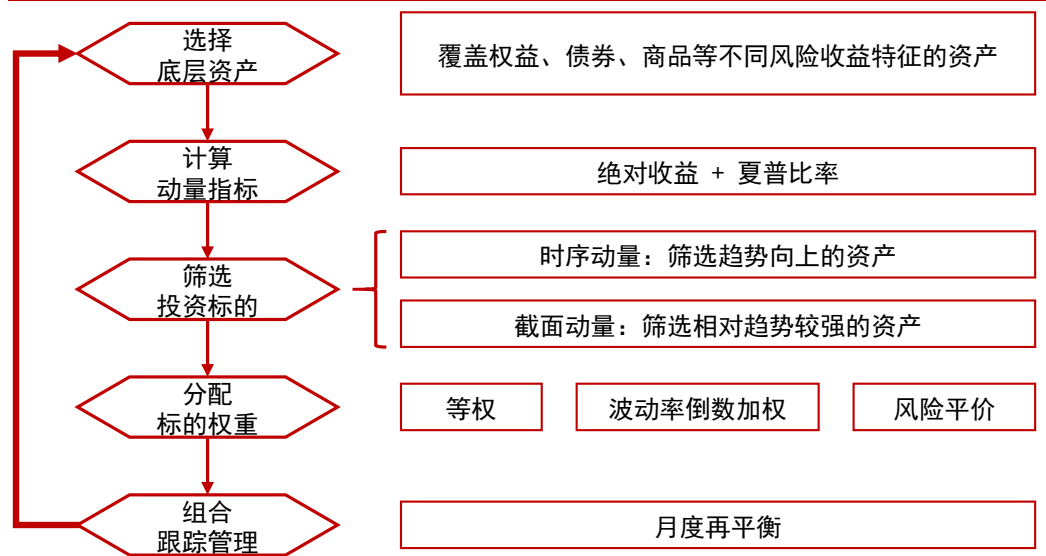
其核心目标，是将单一高波动、高回撤的 ETF，组合成为风险更分散、波动控制更好的 ETF 基金组合；同时由于 ETF 的低成本和大容量，具备较大的资金容量。

图 19：单一的高收益资产通常对应高波动（底层资产均为可投 ETF 基金）

	年化收益	年化波动	夏普比率	最大回撤	起始日期	截至日期
沪深300	13.28%	26.35%	0.50	-72.04%	2006-01	2021-04
中证500	14.43%	29.95%	0.48	-72.28%	2006-01	2021-04
恒生指数	7.71%	22.99%	0.34	-64.10%	2006-01	2021-04
标普500	8.56%	19.94%	0.43	-59.34%	2006-01	2021-04
纳斯达克100	13.84%	22.02%	0.63	-57.40%	2006-01	2021-04
中国10Y国债	3.67%	2.66%	1.38	-6.82%	2006-01	2021-04
黄金	6.65%	16.43%	0.40	-44.88%	2006-01	2021-04

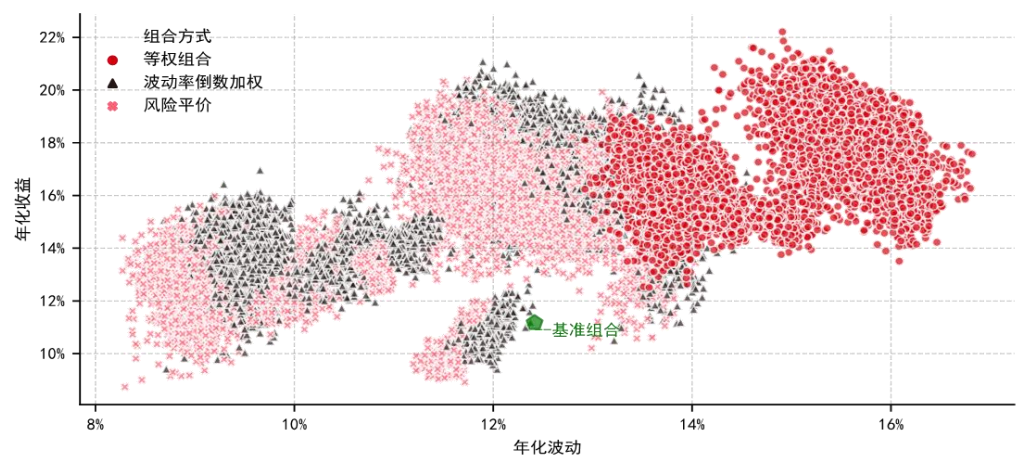
资料来源：Wind，中信证券研究部；数据截至 2021 年 4 月底

图 20：大类资产趋势配置模型的基本框架



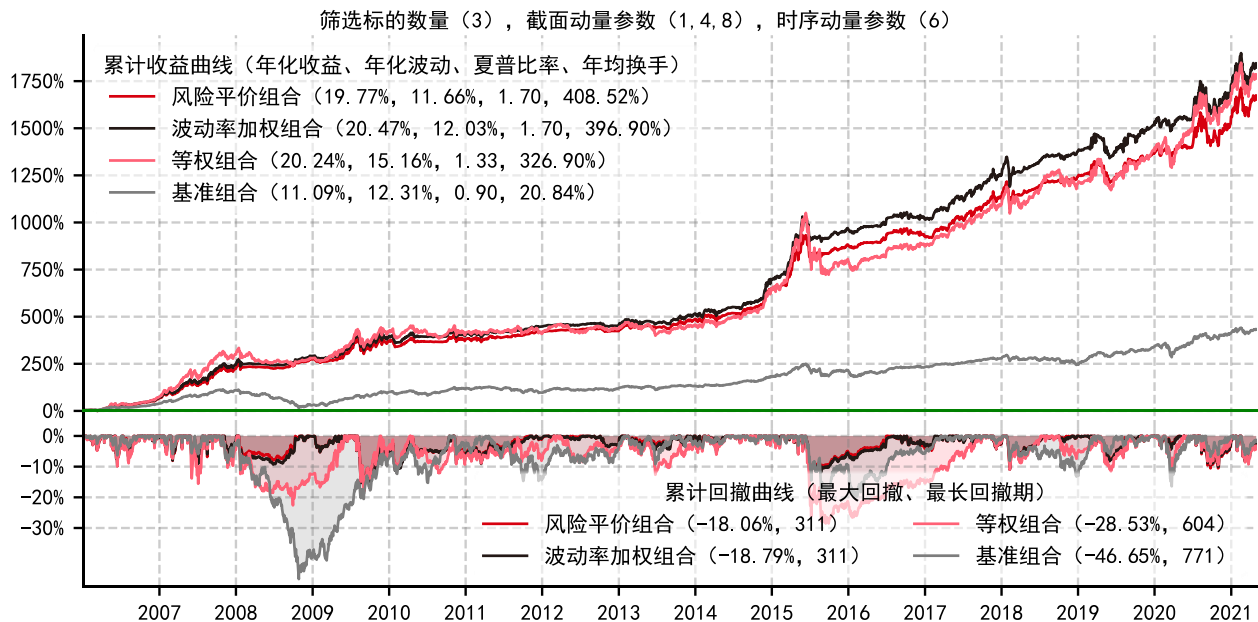
资料来源：中信证券研究部

图 21：风险配置模式是降低组合波动的有效手段



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 22：风险控制后的 FoETFs 回撤指标显著改善、夏普比可达 1.7



资料来源：Wind，中信证券研究部；数据截至 2021 年 4 月底；资料来源：Wind，Bloomberg，中信证券研究部。注 1：基准组合为全部 20 类底层资产的等权组合，月度调仓；注 2：交易费率为双边万分之五，不考虑汇兑损失；注 3：最长回撤期指发生回撤后至累计收益再创新高的最长持续交易日数。

公募基金+风险平价：稳健型 FOF

在平衡权益精选组合、稳健型“固收+”组合的基础上，利用风险平价模型，控制组合风险的波动。风险平价（Risk Parity）模型通过平衡分配各类资产在组合风险中的贡献度，避免组合暴露在单一类别的风险敞口之下。风险平价模型的核心思想是单一资产对于组合总风险的贡献度相同，即各个资产的 TRC（Total Risk Contribution）相同。

- ◆ **等权组合**：最朴素的分散化方法之一，根据筛选出的标的资产数量，给所有标的资产赋予相同权重。通过与基准组合（全部底层资产等权配置）对比分析，可探讨动量策略的有效性。
- ◆ **波动率加权组合**：初步使用了风险均衡的思想，但未考虑资产间的相关性变化；核心是高配低波动资产、低配高波动资产。为提高模型稳定性，我们以各资产 1 个月、3 个月和 6 个月年化波动率的最大值作为该资产的波动率，然后根据波动率的倒数分配资产权重。
- ◆ **风险平价组合**：进一步考虑了资产间相关性的动态变化，利用风险平价模型，使各资产对组合的边际风险贡献相等。与波动率加权组合类似，我们根据 1 个月、3 个月和 6 个月的协方差矩阵分别计算三组不同的风险平价组合权重，然后取平均值作为最终的配置权重。

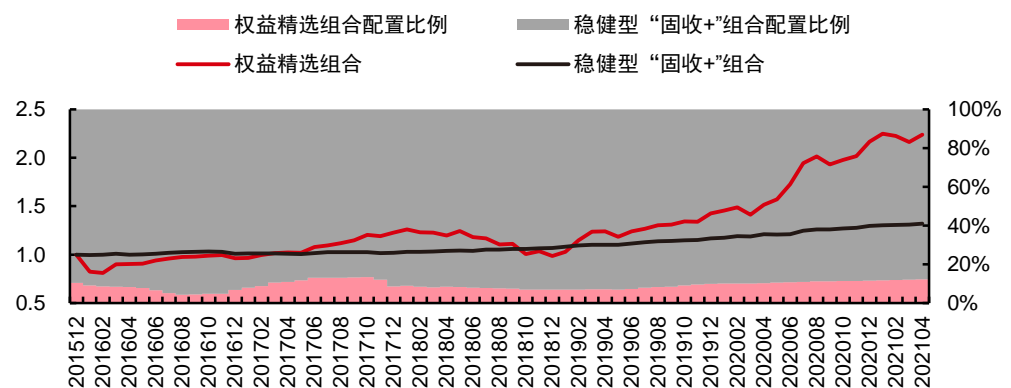
表 7：等权、波动率加权、风险平价三种组合方式下资产权重的分配方式

组合名称	标的权重计算公式
等权组合	$w_i^{eq} = \frac{1}{N}$
波动率倒数加权组合	$w_i^{vol} = \frac{1/\sigma_i}{\sum (1/\sigma_i)}$
风险平价组合	$\min_w \sum (RC_i - RC_j)^2$ $s.t. \sum w_i^{rp} = 1$ $RC_i = w_i * \frac{\partial TR(w)}{\partial w_i} = w_i * \frac{(\Sigma w)_i}{\sqrt{w^T \Sigma w}}$

资料来源：中信证券研究部

基于风险平价模型，对权益精选组合、稳健型“固收+”组合进行配置，长期业绩表现较好。2015 年 12 月底至 2021 年 5 月 14 日，权益精选与稳健型“固收+”的配置策略实现收益率 40%，年化收益率 6.7%，最大回撤-3.3%，夏普比率 2.18，Calmar 比率 2.01。

图 23：基于风险平价模型的组合配置结果



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：数据起止时间为 2015/12/31 至 2021/5/14。

图 24：权益精选与“固收+”的 RP 配置策略的净值曲线



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：数据起止时间为 2015/12/31 至 2021/5/14。

表 8：权益精选与“固收+”的 RP 配置策略的量化指标

	权益精选组合	稳健型“固收+”组合	权益精选、稳健型“固收+”的 RP 配置
累计收益	120.5%	32.0%	40.0%
年化收益	16.4%	5.5%	6.7%
年化波动	17.6%	1.8%	3.1%
最大回撤	-25.0%	-3.3%	-3.3%
夏普比率	0.93	3.02	2.18
Calmar 比率	0.66	1.65	2.01

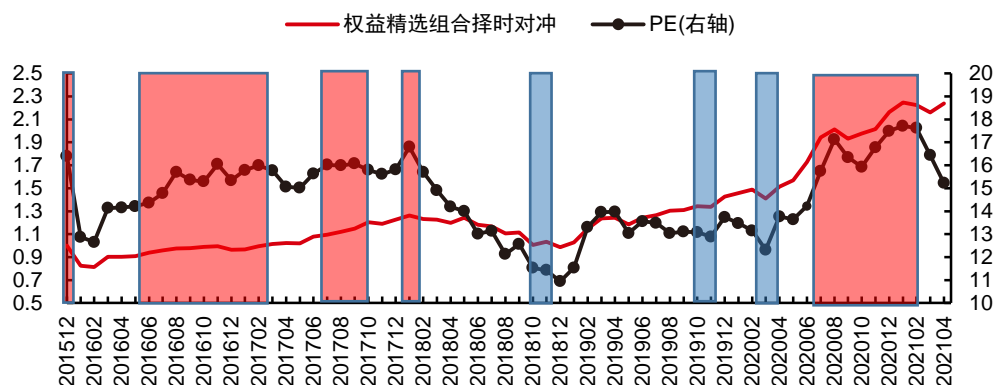
资料来源：Wind，中信证券研究部；注：数据起止时间为 2015/12/31 至 2021/5/14。

■ 展望五：公募+另类策略，拓宽绝对收益来源

公募基金+衍生品：动态对冲，把握超额

多头端使用权益精选组合，空头端基于 PE 指标动态择时对冲。根据当前 PE 在过去 5 年中所处的分位数水平，使用沪深 300 股指期货作为对冲工具，进行动态择时对冲。当 PE 处于高估区域（超过历史 80%分位数）时，对冲比例为 100%；当 PE 处于低估区域（低于历史 20%分位数）时，对冲比例为 60%；当 PE 处于常态区域（介于历史 20%~80% 之间）时，对冲比例为 80%。

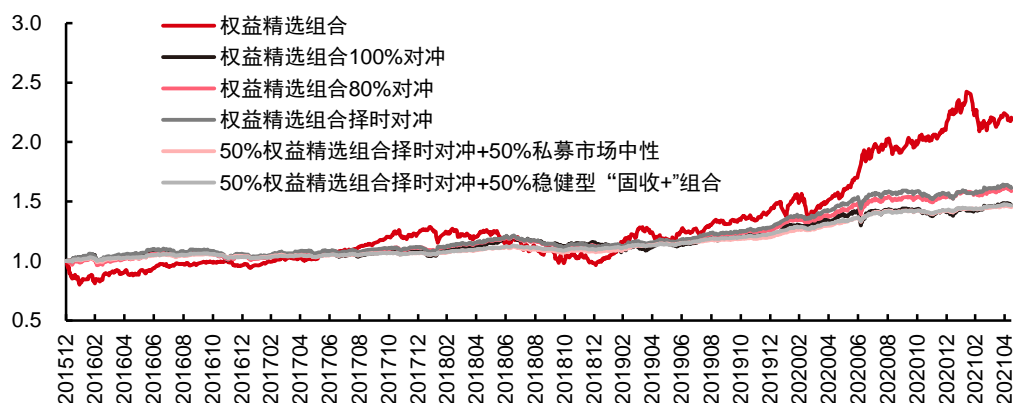
图 25：权益精选组合择时对冲



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：1) 数据起止时间为 2015/12/31 至 2021/5/14。2) 红色区域为 PE 高估阶段，蓝色区域为 PE 低估阶段。

权益精选组合择时对冲策略长期业绩表现稳健，收益风险性价比较高。2015 年 12 月底至 2021 年 5 月 14 日，权益精选组合择时对冲策略实现收益 61.3%，年化收益 9.6%，最大回撤-8.7%，夏普比率 1.31，Calmar 比率 1.11。此外，加入中性策略可进一步平滑波动。

图 26：权益精选组合择时对冲的净值曲线



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：数据起止时间为 2015/12/31 至 2021/5/14。

表 9：权益精选组合择时对冲的量化指标

	权益精选组合	权益精选组合 100% 对冲	权益精选组合 80% 对冲	权益精选组合择时对冲	50% 权益精选组合择时对冲 + 50% 私募市场中性	50% 权益精选组合择时对冲 + 50% 稳健型“固收+”组合
累计收益	120.5%	46.1%	58.8%	61.3%	45.1%	46.5%
年化收益	16.4%	7.5%	9.3%	9.6%	7.4%	7.6%
年化波动	17.6%	8.5%	6.8%	7.3%	4.0%	3.7%
最大回撤	-25.0%	-11.4%	-8.9%	-8.7%	-4.9%	-4.1%
夏普比率	0.93	0.88	1.36	1.31	1.85	2.06
Calmar 比率	0.66	0.66	1.04	1.11	1.52	1.87

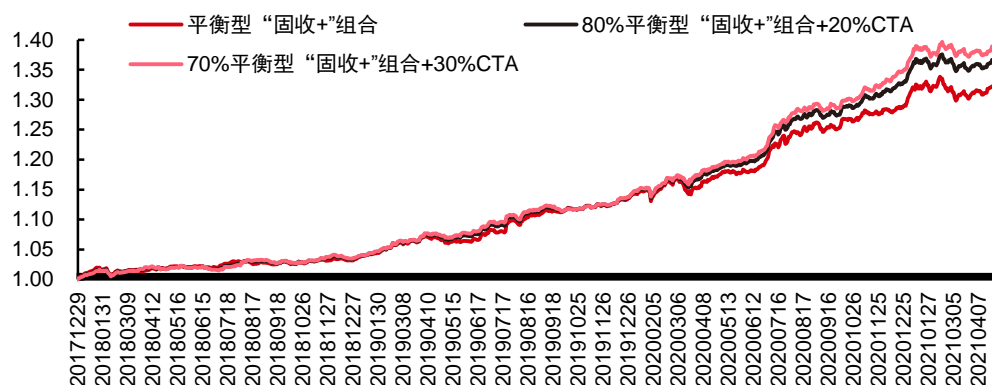
资料来源：Wind，中信证券研究部；注：数据起止时间为 2015/12/31 至 2021/5/14。

公募基金+CTA：对冲通胀风险

平衡型“固收+”策略叠加 CTA 策略能够进一步对冲通胀风险，实现稳健的收益表现。

2017 年 12 月底至 2021 年 4 月底，80% 平衡型“固收+”叠加 20% CTA 的策略能够实现 10.2% 的年化收益，最大回撤 -2.1%，夏普比率 3.6；70% 平衡型“固收+”叠加 30% CTA 的策略能够实现 10.8% 的年化收益率，最大回撤 -1.8%，夏普比率 3.9。

图 27：平衡型“固收+”组合叠加 CTA 策略的净值曲线



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：数据起止时间为 2017/12/29 至 2021/4/30。

表 10：平衡型“固收+”组合叠加 CTA 策略的量化指标

	平衡型“固收+”组合	80%平衡型“固收+”组合+20%CTA	70%平衡型“固收+”组合+30%CTA
累计收益	32.5%	37.0%	39.3%
年化收益	9.1%	10.2%	10.8%
年化波动	3.3%	2.8%	2.8%
最大回撤	-3.0%	-2.1%	-1.8%
夏普比率	2.75	3.64	3.91
Calmar 比率	3.03	4.95	5.93

资料来源：Wind，中信证券研究部；注：数据起止时间为 2017/12/29 至 2021/4/30。

■ 风险因素

基金策略漂移或持续性不足的风险；

权益资产长期收益率低于预期的风险；

流动性风险；模型失效风险；系统性信用风险；政策风险等。

■ 相关研究

2021 年组合配置策略—迈入基金组合的新阶段	(2020.11.10)
2020 年下半年组合配置策略—高波动市场中的稳健型策略	(2020.6.9)
2020 年资产配置与 FOF 策略—资产结构再平衡，权益基金新时代	(2019.11.15)
2019 年下半年量化配置策略—画像终端需求，优选基金组合	(2019.5.13)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。