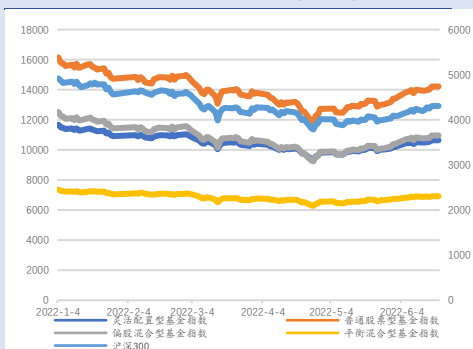


关注“稳增长”策略主线下行业基金的配置机会 ——权益型公募基金 2022 年中期策略报告

华龙证券研究所

权益型基金走势图



研究员

姓名：陈霖
执业证书编号：S0230521030003
邮箱：hlzqytcj@hlzq.com

姓名：杨晓天
执业证书编号：S0230521030002
邮箱：hlzqyxt@163.com

相关报告

《基于 HBSA 模式的基金经理风格划分与能力刻画》2022 年 6 月 16 日

请认真阅读文后免责条款

摘要（核心观点）：

- **2022 年上半年权益市场表现：**上证指数最深回撤超过 20%，沪深 300 最深跌幅达 24%。根据申万一级行业涨跌幅排名，电子、计算机、传媒、国防军工、轻工制造等行业跌幅较深。仅煤炭行业录得正收益。普通股票型基金平均收益率-12.35%，偏股混合型基金平均收益率-11.00%，灵活配置型基金平均收益率-9.53%，平衡混合型基金平均收益率-3.32%。同期沪深 300 指数回报-12.78%。
- **权益型基金 2022 年下半年策略主线：**在稳增长政策及宽信用对实体经济、中小企业的呵护下，基建投资回暖将是大概率事件，可选消费如社会服务、食品饮料等行业也有望走出底部迎来需求端的回暖，疫情对国内经济的影响或将边际减弱。
- **基于策略主线下权益型基金甄选：**在 2022 年下半年策略主线下，主动管理型基金分类里，我们根据 HBSA 基金经理风格划分与能力刻画结果，结合基金管理规模以及近三年业绩表现甄选出主动管理型基金的策略组合。被动指数型基金主要以行业风格、跟踪标的准确率及市场活跃度作为筛选标准。
- **2022 年下半年权益基金配置建议：**本文策略主线下遴选基金均属权益型基金，适合策略为核心-卫星策略、买入并持有策略、成本平均（定投）策略。
- **风险提示：**统计错误风险；行业发展不及预期风险；监管收紧风险；经济恶化风险；系统性风险等。特别提示：基金过往业绩不代表外来表现；本报告不构成投资建议。

目录

1. 2022 年上半年权益市场回顾	3
1.1. A 股市场回顾.....	3
1.2. 权益型基金市场表现.....	4
2. 权益型基金 2022 年下半年策略主线	7
3. 基于策略主线下的权益型基金甄选	10
3.1. 主动管理型基金组合.....	11
3.2. 具有行业属性的被动指数基金（ETF）组合.....	13
4. 2022 年下半年基金配置策略	14
4.1. 核心卫星策略.....	14
4.2. 买入并持有策略.....	15
4.3. 成本平均策略.....	15
5. 风险提示	15

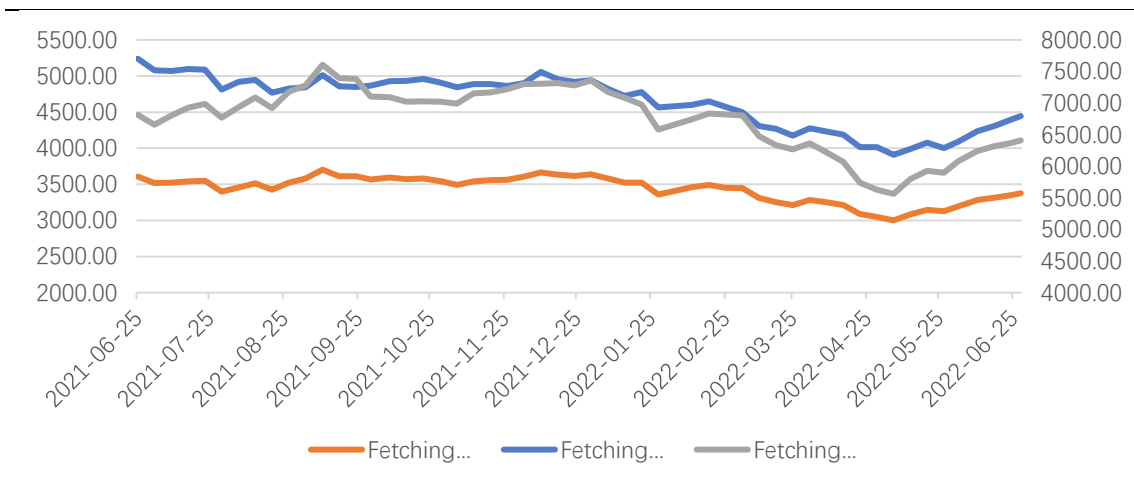
1. 2022 年上半年权益市场回顾

1.1. A 股市场回顾

1.1.1 重点指数表现

2022 年上半年，权益市场整体走势凶险。呈回撤深，跌速快等特征。上证指数最深回撤超过 20%，沪深 300 最深跌幅达 24%。

图1 今年以来主要指数走势

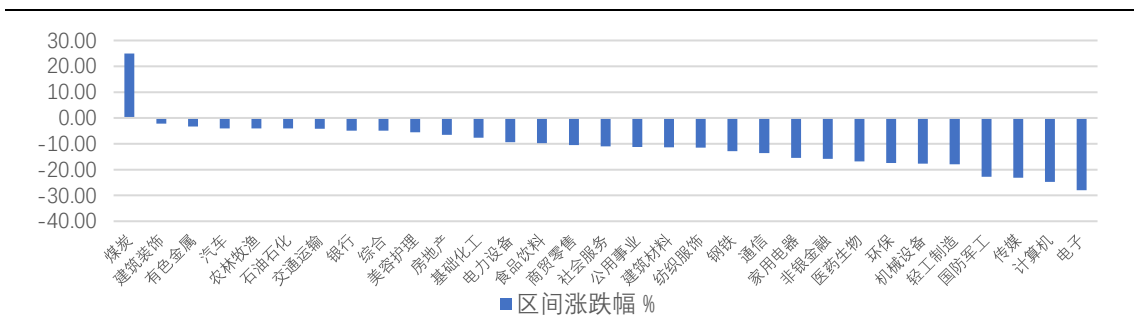


数据来源：Wind, 华龙证券研究所

1.1.2 行业表现

截至 6 月 20 日，根据申万一级行业涨跌幅排名，电子、计算机、传媒、国防军工、轻工制造等行业跌幅较深。仅煤炭行业录得正收益。

图2 今年以来申万行业表现 (%)



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

1.2. 权益型基金市场表现

1.2.1 主动管理权益型基金市场表现

本文中提到的主动管理权益型基金包括：普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金、平衡混合型基金。分类依据为 wind 基金二级分类。

(1) 业绩表现

截至统计日（2022 年 6 月 20 日），普通股票型基金平均收益率-12.35%，偏股混合型基金平均收益率-11.00%，灵活配置型基金平均收益率-9.53%，平衡混合型基金平均收益率-3.32%。同期沪深 300 指数汇报-12.78%。

图3 主动权益型基金上半年走势

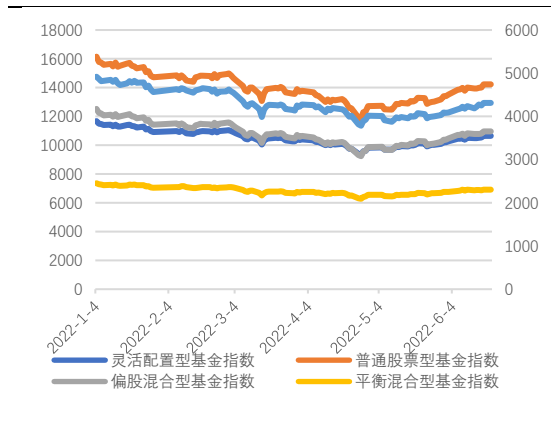
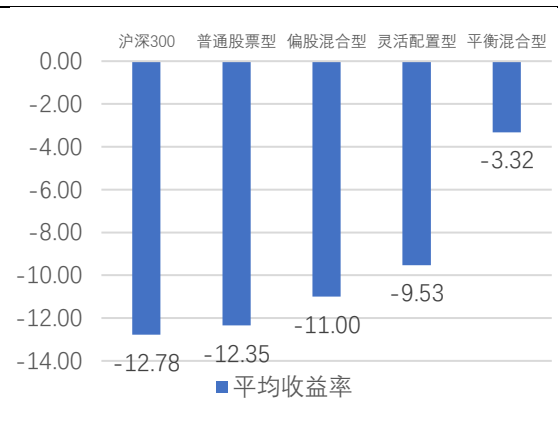


图4 主动权益型基金上半年回报(%)

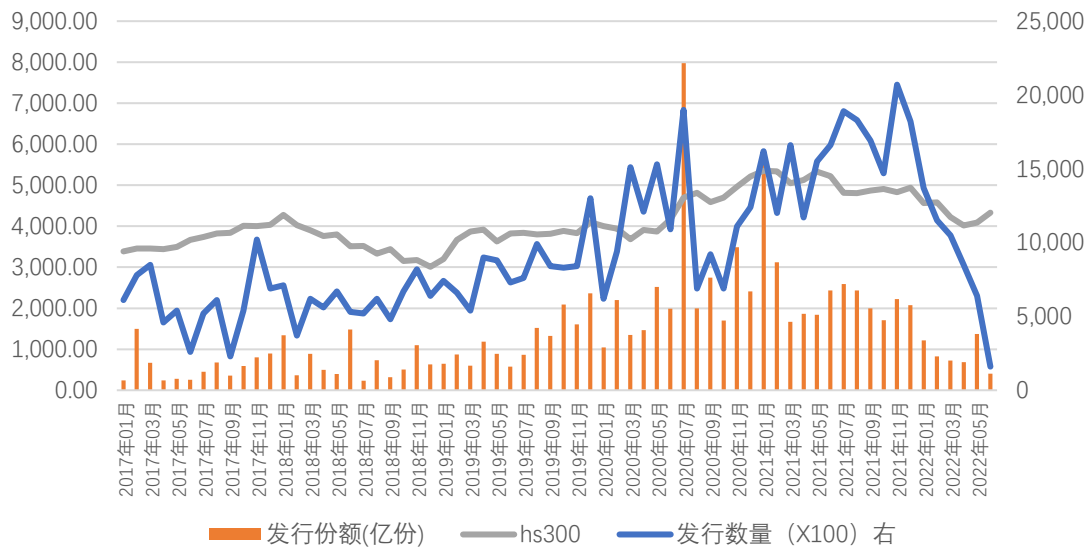


数据来源：Wind, 华龙证券研究所

(2) 市场规模及发行情况统计

公募基金发行数量以及规模与 A 股走势高度相关。2022 年上半年 A 股呈下行态势，跌幅大，跌速急，投资者信心受挫。受此影响，公募基金发行遇冷，新发数量与规模均回到 2017 年水平。

图5 2017年以来基金发行数量及规模变化



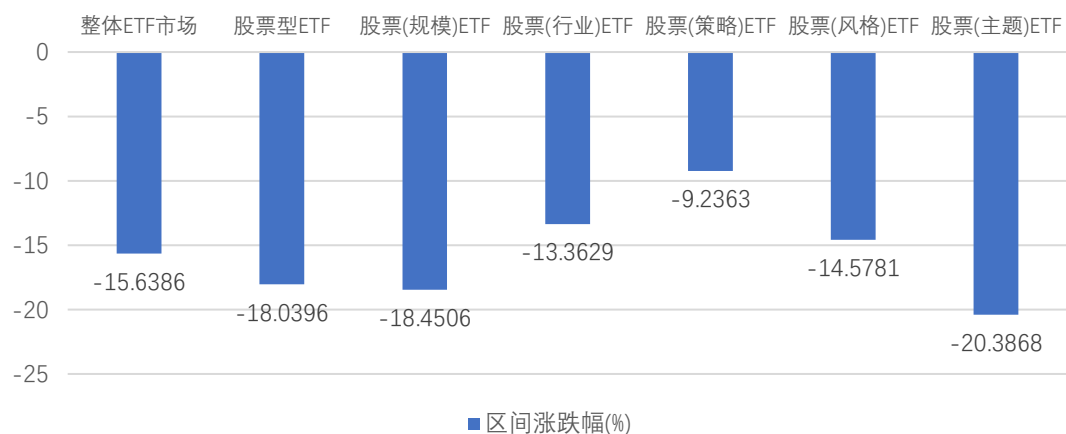
数据来源：Wind, 华龙证券研究所

1.2.2 被动指数基金（权益类ETF）市场表现

(1) ETF 市场上半年业绩表现

截至6月20日，ETF基金整体业绩受市场行情影响，录得负收益。股票型ETF区间回报为-18.03%，其中规模ETF收益-18.45%，行业ETF收益-13.36%，策略ETF收益-9.23%，风格ETF收益-14.57%，主题ETF收益-20.38%。

图6 2022年ETF基金区间回报整体告负



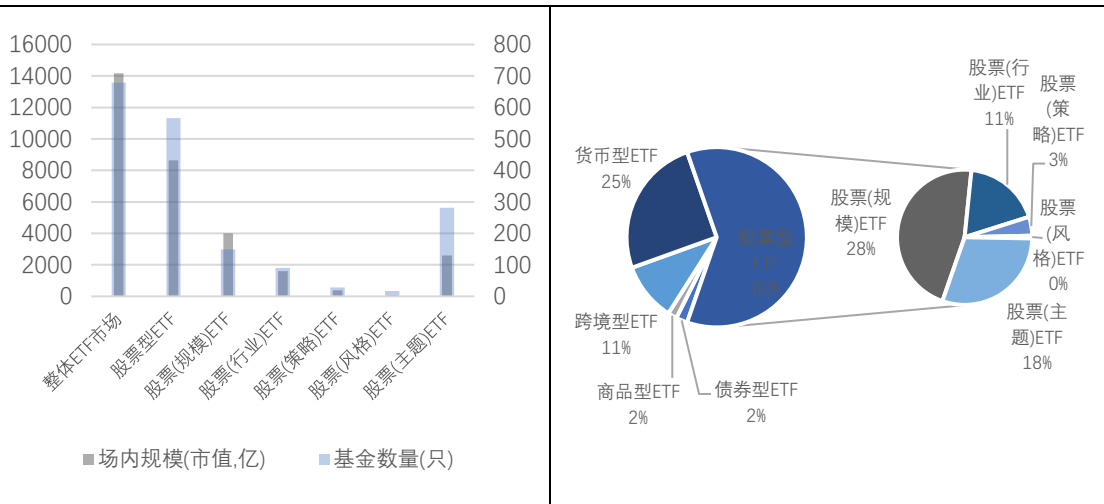
数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

(2) ETF 市场存量情况

目前 ETF 基金存量主要集中在股票型基金，其中规模占比较大是规模型 ETF 与主题型 ETF。

图7 ETF 市场存量整体情况

图8 各类型 ETF 规模占比



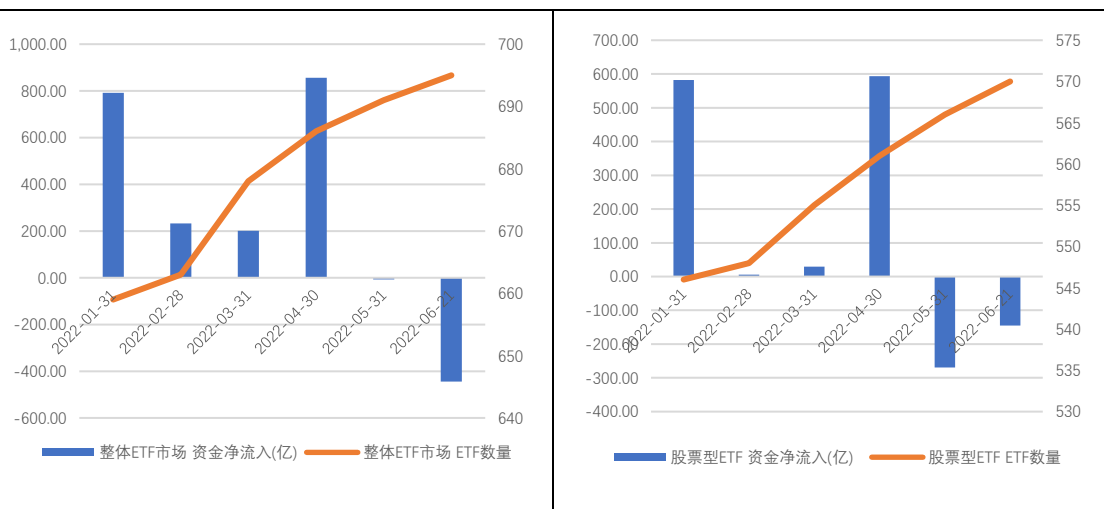
数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

(3) 股票型 ETF 资金流向统计

从资金流向来看，股票型 ETF 在 1 月和 4 月受到资金关注，呈净流入，5 月与 6 月资金流出较多。从发行数量来看，1 月和 2 月受春节影响，发行速度有所减慢，3 月份以后发行数量逐渐提升。

图9 整体 ETF 市场资金流向

图10 股票型 ETF 资金流向



数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

2. 权益型基金 2022 年下半年策略主线

受疫情与俄乌战争影响，我国经济在 2022 年上半年承受了较大的压力。疫情作用下导致国内消费、物流等需求层面的恢复过于缓慢。宏观数据层面来看在经历了一季度和 4 月份的回落之后，5 月各项指标均有逐步见底或反弹特征，反映出国内经济在二季度见底并在下半年回升的预期逐步增强。

地缘政治对国际贸易的正常运行有较大层面的影响，资源和商品出口国纷纷采取贸易保护措施稳定其国内供给，预计下半年我国上游资源品类仍将受国际贸易的影响，价格仍有上行压力，随着国内经济触底回升和国内需求层面的恢复，也将对上游资源价格有拉动效应。

由于 2022 年上半年经济数据持续承压，市场对于宏观政策层面对经济呵护的预期较为强烈。央行通过降准、MLF 以及 LPR 多层面对流动性和资金价格进行调控，缓解实体经济信贷压力，增加经济活性。从数据层面来看，5 月金融数据有效改善，社融存量同比增速趋稳，但从结构角度看，人民币贷款以及中长期贷款余额数据仍维持下行态势，显示实体对于长期经济回升的信心仍有待恢复，但数据多已超过 2020 年低位或预示信贷的恢复和回暖将在短期内可见。

图11 社会融资规模存量:同比 (%)

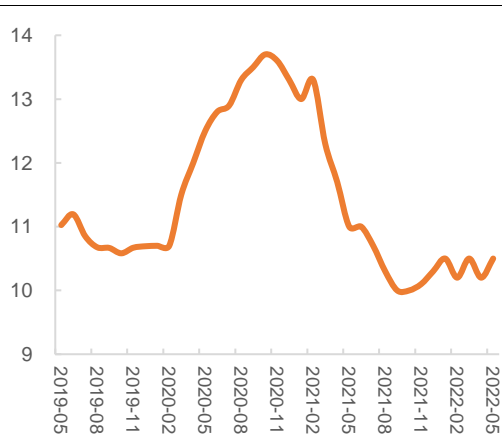
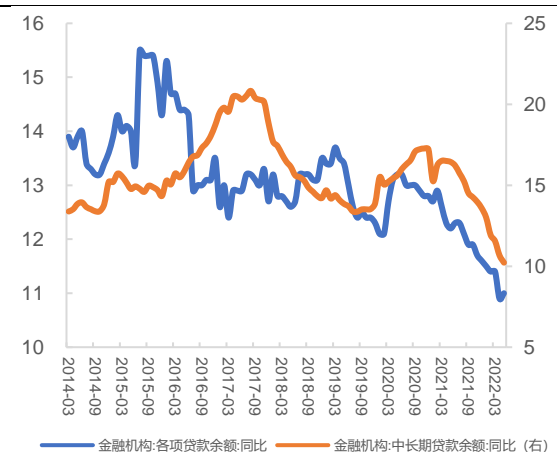


图12 信贷增速 (%)



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

政策层面的导向和影响下，信用宽松的预期愈发强烈，在政策的驱动下，财政政策在 2022 年上半年有效前置，在流动性较为宽松的环境下，预计下半年仍将维持较为宽松的财政政策。

图13 制造业与非制造业 PMI 走势

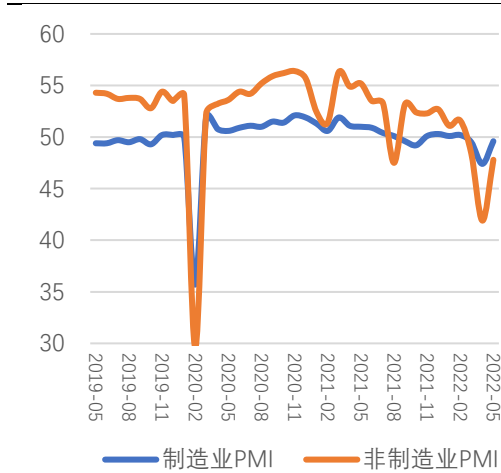
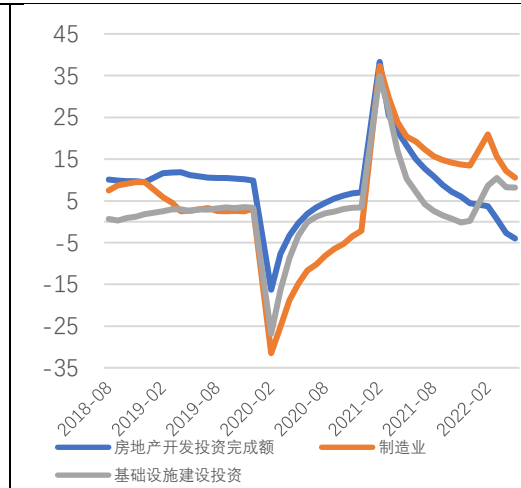


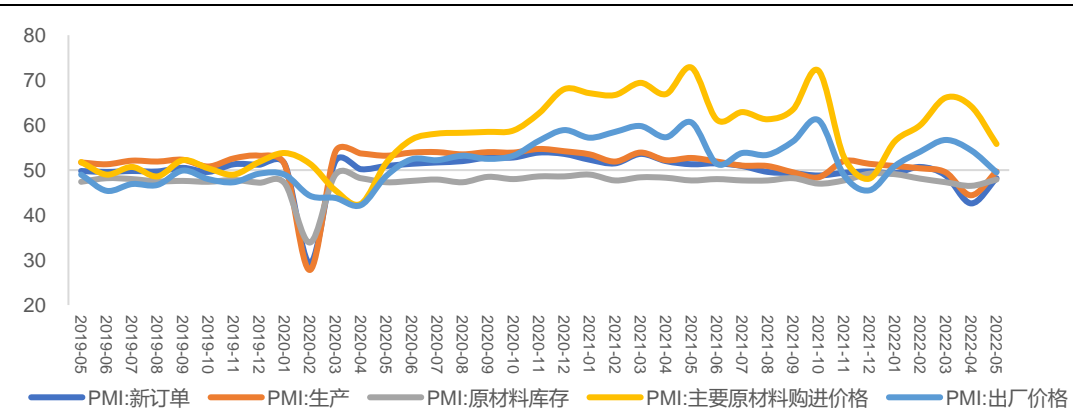
图14 基础投资走势



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

从景气度和投资层面来看，货币政策叠加财政政策以及疫情的控制，制造业和服务业 PMI 在 5 月双双回升，基建投资则有效趋稳，但房地产和制造业投资层面仍有待触底，房地产销售面积和施工面积的累计同比值下行速度明显放缓，或预示固定资产投资在短期见底。

图15 PMI 细分指标走势



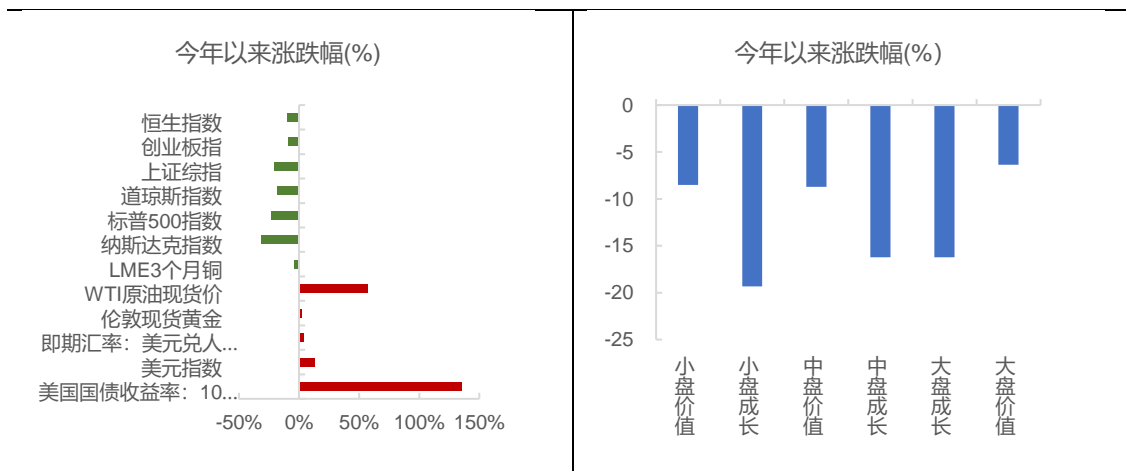
数据来源：Wind, 华龙证券研究所

2022 年上半年二级市场受经济影响承压，上证综指下跌幅度超过 20%，但相较美股下行幅度较小；在俄乌战局仍然焦灼的情况下原油产量和运力均受较大影响，价格大幅上行；美联储实质收紧货币流动性影响下美债收益率大幅攀升，10 年国债收益率目前已达到 3.25%水平。

A 股风格层面，截至 6 月 17 日的观察数据来看，上半年偏成长个股跌幅较大，整体跌幅明显高于价值类别个股；观察申万一级行业涨跌情况，2022 年上半年跌幅较浅的多以受益大宗商品和资源价格上行的采掘、有色、农业，以及受益于流动性宽松和负债成本端改善的银行、房地产等行业。

图16 主要指数及美元指数涨跌幅比较

图17 风格指数涨跌幅



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

综上，受国际地缘政治以及国内经济三季度复苏预期影响，供给端对国内上游资源品类价格的影响较为显著；需求端在疫情防控常态化和疫苗、特效药的正向催化下，疫情对国内经济的影响或将边际减弱，消费行业景气度或将优于上半年水平。

同时，在国内“稳增长”政策引导的下，下半年宏观流动性维持宽松以及信贷利率的下行的确定性较高，受此影响金融地产在负债和成本端将有效改善，资金成本压力有效缓解。在相应政策对宽信用以及对实体经济、中小企

业的呵护下，基建投资回暖将是大概率事件。

整体来看，我们认为 2022 年在“稳增长”政策主线下，以下几类行业具备配置空间：

(1) 受益于疫情缓解，对下半年有消费复苏预期的行业如食品饮料、社会服务；

(2) 受益于流动性宽松的周期性行业包括金融地产；

(3) 受益于“稳增长”预期的新老基建，包括高端装备制造等；

(4) 受益于通胀预期的上游资源类行业，包括：化工、有色、采掘以及农林牧渔。

3. 基于策略主线下的权益型基金甄选

3.1. 权益型基金配置价值

我们用万得全 A 指数历史市盈率倒数与十年期国债收益率之比测算股债风险溢价率，风险溢价率越高，对应权益市场有较好的投资机会。相对于沪深 300 走势，股债 ERP 处于相对低点。权益型资产具备较好的配置价值。

图18 股债风险溢价水平



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

3.2. 主动管理型基金组合

在 2022 年下半年策略主线下，我们根据 HBSA 基金经理风格划分与能力刻画结果（参考研报《基于 HBSA 模式的基金经理风格划分与能力刻画》，下称《研报》），考虑到基金管理规模对业绩的影响以及近三年相对业绩表现甄选出主动管理型基金的策略组合。

具体筛选步骤及标准如下：

Step1: 确定主动偏股型基金经理的统计范围

我们沿袭了《研报》中对主动偏股型基金经理的划分范围，即基金经理规模加权期均股票市值占比>60%。且管理规模大于 2 亿。经过筛选符合条件的基金经理共 782 位。

Step2: 基金经理行业偏好显著

行业偏好显著的具体划分标准及定义：我们根据 HBSA 模式对基金经理风格及行业偏好进行刻画。持仓数据选取自 2017 年至 2021 年的中报和年报数据，共 10 期。计算每期内基金重仓行业占比变动情况，且不再区分间隔期内权重变化的因素是主动管理或被动调整，均视为基金经理的配置和决策。行业划分标准选用的是申万一级。为了刻画准确性，我们将 2017 年中报至 2020 年中报的持仓数据判定为长期，将 2020 年年报至 2021 年年报持仓数据判定为短期。对长期和短期内风格有漂移、偏好不稳定的基金经理进行剔除，从而得出自 2017 年以来对某一行业有一定偏好的基金经理。**认定其行业偏好显著。**

依据我们对下半年策略主线的研判，选取在食品饮料、化工、电力设备、电气设备、房地产、银行、交通运输、机械设备、有色金属、采掘、公用事业、汽车、农林牧渔、煤炭，共十四个一级行业有明显偏好的基金经理，共 88 位。

Step3: 基金经理轮动能力较强，且管理规模大于 10 亿

轮动能力较强的定义：针对基金经理业绩稳定性及波动率，结合持仓偏好结果观察三个月内基金经理管理产品业绩变化，正向反馈则视作行业轮动能力为正。计算轮动能力均值和标准差，均值代表业绩的稳定性，标准差代表业绩的波动率，按照基金经理管理基金产品数进行算术平均作为基金经理能力综合值。通过轮动能力评分由高到低进行排序，并筛选整体管理规模大于 10 亿的基金经理。最终符合条件的基金经理共 72 位。

Step4：基金经理的主力基金（代表基金）近三年业绩持续稳定在同类排名前 50%。

统计以上 72 位基金经理所管理的基金，并剔除不符合本文对**主动管理权益型基金**定义的基金进入待选基金池，共 133 只。

选取近 3 年，每单年收益率排名在同类前 50% 的基金，最终符合筛选条件的基金共 8 只。见表 1。

表 1：主动管理型基金

证券代码	证券简称	基金经理	基金投资类型	近三年收益率排名（百分比）			基金配置属性	策略主线
				202105 - 202205	202005 - 202105	201905 - 202005		
003304.OF	前海开源沪港深核心资源 A	吴国清	灵活配置型	2.04	28.04	23.27	有色金属	抗通胀
160421.OF	华安智增精选	王春	灵活配置型	3.89	11.67	28.95	食品饮料	消费复苏
005233.OF	广发睿毅领先 A	林英睿	偏股混合型	14.24	6.84	37.16	交通运输	稳增长
003857.OF	前海开源周期优选 A	刘宏	灵活配置型	28.72	9.74	20.96	采掘	抗通胀
110015.OF	易方达行业领先	冯波	偏股混合型	32.21	16.35	45.81	食品饮料	消费复苏
002593.OF	富国美丽中国 A	张啸伟	偏股混合型	33.74	26.23	35.81	化工	抗通胀
001054.OF	工银瑞信新金融 A	鄢耀	普通股票型	35.35	4.14	41.12	银行	顺周期
255010.OF	国联安稳健	刘斌	灵活配置型	48.07	33.70	46.97	房地产	顺周期

资料来源：Wind，华龙证券研究所

经过层层筛选，在基金待选池中符合：基金经理行业偏好显著、配置能力较好、阿尔法能力较强的基金数量并不多，且并未涵盖策略主线中提到的所有行业，仅涵盖了有色、银行、交运、化工、采掘、食品饮料和房地产 7 个

行业。结合上半年市场表现，确实以上几个行业贝塔属性较强，从而影响了基金经理业绩表现。为了对主动管理型基金组合进行补充，我们对被动指数型基金具有行业贝塔属性的ETF也做了筛选和组合。

3.3. 具有行业属性的被动指数基金（ETF）组合

针对符合策略主线的行业，筛选具有行业属性的ETF基金组合。

具体的筛选标准如下：

Step1: 确定具有行业配置属性的ETF基金筛选范围

股票型ETF基金中，将风格划分为行业及主题型ETF的基金中选择跟踪指数具有显著行业属性的基金，剔除行业属性不显著的基金，共273只。

Step2: ETF基金筛选标准

考虑到ETF基金特点，我们设立了四个筛选条件：（1）近1年日均成交量靠前，且不低于0.5亿元；（2）同行业基金中规模靠前；（3）跟踪误差较小；（4）管理费率较低的ETF基金。

以上4个条件筛选优先性：（1）>（2）>（3）>（4），筛选结果如下：

表2：被动指数基金组合

序号	证券代码	证券简称	上市日期	跟踪指数名称	日均跟踪偏离度%	基金规模(亿元)	近一年日均成交量(亿股)	基金管理人
1	512660.SH	军工ETF	2016-08-08	中证军工	0.2000	110.8526	6.0658	国泰基金
2	512690.SH	酒ETF	2019-05-06	中证酒	0.2000	59.4921	5.5919	鹏华基金
3	515790.SH	光伏ETF	2020-12-18	光伏产业	0.2000	149.7084	4.9197	华泰柏瑞基金
4	512800.SH	银行ETF	2017-08-03	中证银行	0.2000	101.8135	3.0013	华宝基金
5	512200.SH	房地产ETF	2017-09-25	中证全指房地产	0.1000	28.6277	2.0930	南方基金
6	515170.SH	食品饮料ETF	2021-01-13	细分食品	0.2000	28.9502	1.8086	华夏基金
7	512400.SH	有色金属ETF	2017-09-01	有色金属	0.1000	36.4494	1.6180	南方基金
8	516970.SH	基建50ETF	2021-07-05	基建工程	0.2000	90.3274	1.5860	广发基金
9	159928.SZ	消费ETF	2013-09-16	中证800消费	0.1000	86.8218	1.5388	汇添富基金
10	159825.SZ	农业ETF	2020-12-29	中证农业	0.3500	29.7644	1.4299	富国基金
11	515220.SH	煤炭ETF	2020-03-02	中证煤炭	0.2000	32.8761	1.3801	国泰基金
12	159870.SZ	化工ETF	2021-03-03	细分化工	0.2000	8.4486	0.5198	鹏华基金

资料来源：Wind，华龙证券研究所

4. 2022 年下半年基金配置策略

本文策略主线下遴选基金均属权益型基金，适合策略为核心-卫星策略、买入并持有策略、成本平均（定投）策略。

4.1. 核心卫星策略

将资产分为两部分，核心资产占比较高，主要配置风险收益特征较为稳健的产品，如宽基指数基金、价值型基金、抗周期品种等；卫星资产占比较低，主要配置风险收益特征较高品种，如：行业指数基金、主动管理型基金等。核心资产风险收益特征较低，选择配置以后不做大幅调仓，卫星池可根据策略变化调整持仓。

一般情况下，核心资产的配置比例在 70%-80%，卫星资产的配置比例在 30%-20%。根据投资者风险收益水平不同，可适当调整。

4.1.1 核心池

我们根据 ETF 被动指数基金，按照近一年日均成交量排序，选择跟踪标的为宽基、价值以及抗周期基金，做为核心池：

表 3：核心池标的

序号	证券代码	证券简称	上市日期	跟踪指数名称	日均跟踪偏离度%	基金规模(亿元)	近一年日均成交量(亿股)	基金管理人
1	510050.SH	上证 50ETF	2005-02-23	上证 50	0.1000	513.3231	6.6738	华夏基金
2	510300.SH	沪深 300ETF	2012-05-28	沪深 300	0.2000	447.3848	4.3111	华泰柏瑞基金
3	518880.SH	黄金 ETF	2013-07-29	SGE 黄金 9999	0.2500	116.7613	2.7558	华安基金
4	510500.SH	中证 500ETF	2013-03-15	中证 500	0.2000	402.8112	1.8697	南方基金
5	510880.SH	红利 ETF	2007-01-18	红利指数	0.1000	180.9954	1.0653	华泰柏瑞

资料来源：Wind，华龙证券研究所

4.1.2 卫星池

本文中依据下半年策略主线遴选的两类基金池（表 1、2）均可作为卫星池配置。整体配置品种不宜过多。

4.2. 买入并持有策略

买入并持有策略适合在市场底部区域时布局，按照目前市场点位，选择买入并持有基金可降低交易成本，提高投资效率。

4.3. 成本平均策略

成本平均策略是我们通常所指“定投策略”，可以通过时间分散风险。定投策略适合左侧交易，有助于摊薄持仓成本，提高投资效率。

5. 风险提示

1. 本报告是基于历史数据进行的客观分析，存在统计错漏导致结果偏差风险；
2. 公募基金市场发展进程不及预期风险；
3. 行业监管政策收紧风险；
4. 国内外经济形势恶化风险；
5. 国内外市场系统性风险；
6. 特别提示：基金过往业绩不代表未来表现；本报告涉及的基金不构成投资建议。

图目录

图 1	今年以来主要指数走势	3
图 2	今年以来申万行业表现(%)	3
图 3	主动权益型基金上半年走势	4
图 4	主动权益型基金上半年回报(%)	4
图 5	2017 年以来基金发行数量及规模变化	5
图 6	2022 年 ETF 基金区间回报整体告负	5
图 7	ETF 市场存量整体情况	6
图 8	各类型 ETF 规模占比	6
图 9	整体 ETF 市场资金流向	6
图 10	股票型 ETF 资金流向	6
图 11	社会融资规模存量:同比 (%)	7
图 12	信贷增速 (%)	7
图 13	制造业与非制造业 PMI 走势	8
图 14	基础投资走势	8
图 15	PMI 细分指标走势	8
图 16	主要指数及美元指数涨跌幅比较	9
图 17	风格指数涨跌幅	9
图 18	股债风险溢价水平	10

表目录

表 1: 主动管理型基金	12
表 2: 被动指数基金组合	13
表 3: 核心池标的	14

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

公司声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	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的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼
 邮编：730030
 电话：0931-4635761
 邮箱：hlzqys2021@163.com

北京

地址：北京市西城区金融大街33号通泰大厦B座6层
 邮编：100033

上海

地址：上海市普陀区大渡河路168弄31号703室
 邮编：200000