

热点研究

自由现金流指数在信托资产配置中的价值分析

自由现金流（Free Cash Flow）具有不依赖资本结构、能够全面反映企业整体盈利质量与自身现金创造能力的特性，其在企业估值和投资决策中发挥着至关重要的作用。2025 年 2 月 27 日，国内首批自由现金流 ETF（159201）正式上市交易，填补了市场上 Smart Beta 工具箱中自由现金流因子的空白。信托公司可充分利用自由现金流产品优势，实现家族信托及家庭信托中长期资产配置、构建穿越周期性的资产组合、提升固收类产品收益水平等目标。

一、自由现金流指数概况

（一）自由现金流指数的编制方法

自由现金流（Free Cash Flow）概念最早由拉巴波特（Alfred Rappaport）和詹森（Michael Jensen）等学者于 20 世纪 80 年代提出，是指企业在支付必要的成本和再投资支出后，剩余的现金，代表可以自由分配给股东和债权人的资金。相较净利润，自由现金流更能反映企业在扣除资本支出和营运需求后的真实可支配资金，具有不依赖资本结构、能够全面反映企业整体盈利质量与自身现金创造能力的特性，其在企业估值和投资决策中发挥着至关重要的作用。

表 1：自由现金流与净利润比较分析

	企业自由现金流（FCFF）	股东自由现金流（FCFE）	净利润（Net Income）
定义	公司在满足必要的再投资和运营支出后，可供所有投资者（包括股东和债权人）自由支配的现金	公司在满足必要的再投资、运营支出以及债务相关支出后，可供股东自由支配的现金	企业在一定会计期间内根据会计准则计算的净收益
计算方法	息税前利润（EBIT）- 税费（EBIT*T）+ 折旧- 资本支出- 净营运资本变动	净利润+ 利息费用- 税盾（利息费用*T）+ 折旧- 资本支出- 净营运资本变动	当期利润总额- 所得税
可调节性	难以人为调节	难以人为调节	受会计政策与估计方法影响较大
投资参考价值	适用于估值、安全边际判断与债务偿付分析	适用于股东价值评估与分红能力判断	适用于评估企业盈利能力，但需结合其他指标综合判断

数据来源：WIND，中诚信托投资研究部

自由现金流指数是主要采用自由现金流因子的 Smart Beta 指数（策略指数），核心在于对传统指数的加权方式和选股策略进行优化，获取较多的超额收益并降低风险，同时保留指数投资透明度高、成本低等优点。自由现金流指数以自由现金流为核心选股指标，寻找基本面稳健、经营模式稳定、竞争格局良好的公司，实现提高市场资源配置效率，提升资产配置的收益水平的目标。

（二）国外自由现金流指数产品情况

美国自由现金流指数产品主要包括交易所交易基金（ETF）和指数产品，旨在追踪高自由现金流企业的表现。这些产品由机构如 Invesco、标准普尔等发行，聚焦于筛选自由现金流率（自由现金流/企业价值）较高的公司，强调企业真实盈利能力和财务稳健性。核心产品基于标普 500、纳斯达克等指数，覆盖美国大盘股，策略上注重质量因子（如 ROE 稳定性）和季度调仓机制，以捕捉基本面变化。美股的第一只现金 ETF 产品 Pacer U.S. Cash Cows 100ETF 成立于 2016 年 12 月 16 日，其业绩比较基准为美国现金奶牛 100 指数，将总资产的至少 80% 将投资于指数成分证券，目前规模已超 250 亿美元。截至 2025 年 3 月末，该产品录得 118.08% 的累计收益率，强于大盘价值 ETF 的 82.66% 和高股息指数 ETF 的 46.36%。

（三）国内自由现金流指数产品情况

当前国内市场主要的指数包括中证全指自由现金流指数、国证自由现金流指数、中证香港自由现金流指数等。其中，最早由深圳证券信息有限公司发布的国证自由现金流指数，发布时间为 2012 年 12 月 28 日；中证全指自由现金流指数和中证香港自由现金流指数发布时间为 2024 年 12 月和 2025 年 2 月。2025 年 2 月 27 日，国内首批自由现金流 ETF（159201）正式上市交易，填补了市场上 Smart Beta 工具箱中自由现金流因子的空白。

二、自由现金流指数与红利指数、宽基指数的比较分析

（一）行业构成特征比较

中证全指自由现金流指数的行业主要以能源、工业和消费为主。其中，能源占比 33.4%、工业占比 18.7%、可选消费占比 16.0%。这种行业结构源于指数构建规则对自由现金流率的严格筛选，使得重资产、高现金流的能源企业与稳定现金流的消费龙头共同成为核心配置。指数前十大权重股集中度达 65.68%，包含美的集团（10.75%）、中国神华（10.59%）、中国海油（9.96%）等能源与消费领域龙头企业。

中证红利指数中金融行业配置占据绝对比重，合计权重达 26.13%。其中，商业银行占比最高（多元化银行 13.16%、区域性银行 10.87%），保险与多元金融合计仅占 2.09%。红利指数侧重股息率指标，天然更青睐资本充足、分红稳定的金融企业。在行业集中度方面，前十大成分股权重合计仅 16.18%，显示出更分散的风险特征。

沪深 300 指数作为市场基准，覆盖沪深两市市值大、流动性好的 300 只龙头股，代表 A 股核心资产。在行业占比方面，金融占比 25.36%、日常消费和可选消费合计占比

18.83%、工业占比 17.37%、信息技术占比 14.95%。在行业集中度方面，前十大成分股权重合计仅 23.23%，显示出一定的风险分散特征。

（二）收益特征比较

从区间收益来看，自由现金流指数自 2014 年以来收益率为 345.31%，跑赢中证红利指数的 139.51%和沪深 300 指数的 64.81%。在 2015 年、2019 年、2020 年等牛市年份，自由现金流指数能够跟住市场；而在 2016 年、2018 年、2021-2024 年等市场震荡期或者下行期，其相对于沪深 300 等仍有可观的超额收益。自由现金流指数主要基于聚焦企业内生现金流能力，长期收益领先但波动极低，防御性与成长性兼备，通过“经营现金流-资本开支”筛选，规避价值陷阱；而中证红利指数以高股息策略主导，熊市抗跌性强但牛市弹性较弱；沪深 300 指数收益稳健但周期波动明显。

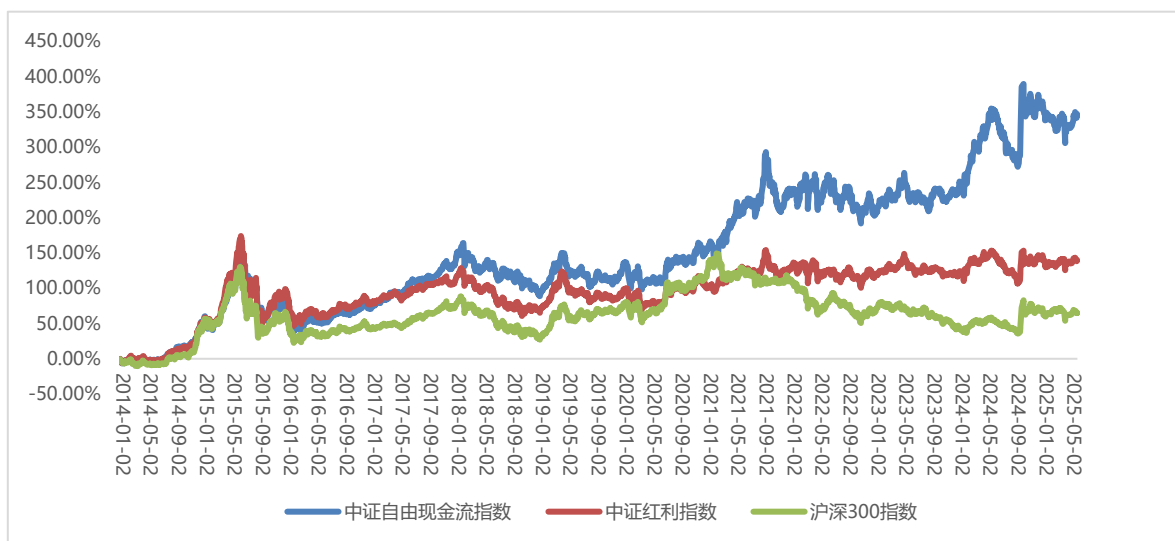
表 2: 自由现金流指数与红利指数、宽基指数的收益比较

	近 3 年	近 5 年	近 10 年	2014 年以来
中证自由现金流指数	27.87%	114.16%	106.93%	345.31%
中证红利指数	7.40%	36.07%	1.42%	139.51%
沪深 300 指数	-6.14%	-0.69%	-20.67%	64.81%

数据来源：WIND，中诚信托投资研究部

（三）风险特征比较

虽然自由现金流指数通过季度调仓和行业轮动降低了系统性风险，但其前十大权重股集中度较高容易形成高波动特征，要求投资者具备一定的风险承受能力。相比较而言，红利指数由于成分股中银行板块权重较高，波动相对较低，更适合追求稳定现金流的保守型投资者。在行业构成方面，自由现金流指数中能源、消费等与经济周期关联度较高，呈顺周期特征，经济下行期更易受到相关行业波动的影响。此外，企业的自由现金流往往在成熟期达到巅峰，当前其更倾向于重资产标的，且通过财务指标筛选标的方法也无法完全规避公司财务造假的风险等。



数据来源：WIND，中诚信托投资研究部

图 1：自由现金流指数收益波动特征更为明显

三、自由现金流指数在信托资产配置中的价值及策略

满足家族信托及家庭信托客户中长期配置需求。在低利率环境下，传统债券等固定收益类资产的回报率持续下行，吸引力逐渐减弱。而具备良好经营质量和稳定股息率的自由现金流资产不仅能够持续产生充裕的现金流，支撑企业分红与再投资，还能在宏观利率下行的周期中提供相对稳健的回报。基于长期收益稳健、抗风险能力较强的属性，具有一定风险承担能力的家族信托客户、家庭信托客户可直接选择该类投资标的进行中长期配置。

家族信托、TOF 信托资产配置可实现策略互补。自由现金流指数采用季度调仓机制，通过动态调整石油石化、煤炭等高现金流行业权重来规避行业下行风险。相比之下，红利指数更侧重长期持有银行、能源等稳定分红板块，这种差异使得两类指数在不同市场环境表现分化。自由现金流指数可与红利指数的抗跌特性形成策略互补，为投资者提供了差异化的资产配置工具。家族信托、TOF 信托可以相关标的构建投资组合，在适应不同市场环境前提下，获取超额收益。

提升固收类产品收益水平。在债券类资产投资收益下行压力下，信托公司可以债券类等相对低收益产品作为底层资产占据大部分比重，同时纳入小部分自由现金流指数资产，提升固收类产品收益水平，提高产品吸引力。

表 3：自由现金流指数的配置价值

	自由现金流指数	中证红利指数	沪深 300 指数
核心逻辑	企业内生现金流能力	高股息+分红稳定性	大盘龙头+行业代表性
优势场景	低利率周期、 经济转型期	高波动市场、 避险需求	经济复苏期、 政策驱动行情
主要风险	周期行业盈利波动	银行股估值回调、 分红可持续性	成长性不足、 外部冲击
适合投资者	追求长期复利、 规避价值陷阱	现金流需求强、 低风险偏好	均衡配置、 贝塔收益需求

数据来源：中诚信托投资研究部

执笔人：杨晓东

免责声明

本文章仅代表作者个人意见，不代表中诚信托有限责任公司（以下简称“中诚信托”或“本公司”）官方立场。其中引述信息来源于公开资料，中诚信托对本文章信息的准确性、可靠性、完整性、时效性不作任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本文章所表述的任何观点或提供的任何信息均不构成对任何人的投资建议，对依据或者使用本文章表述观点和信息所造成的任何后果，中诚信托及/或其关联机构、关联人员均不承担任何形式的责任。