

旗下基金 2019 年度基金运作分析及后市展望

兴全可转债

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019 年国内外经济仍然错综复杂，中美贸易摩擦的变化也对资本市场产生了扰动。全年来看，国内经济增长放缓的压力犹存，制造业 PMI 持续在荣枯线下，工业增加值逐季小幅回落。全球其他经济体的景气度也有所放缓，多个国家再次开启货币宽松的进程。随着去杠杆政策的缓和，国内的信用扩张在 2019 年有所恢复，经济也体现了一定的韧性，部分行业的投资增速在下半年略有回升，权益市场活跃度提升。

2019 年全年权益市场走势良好，上证综指上涨 22.3%，创业板指上涨 43.8%，板块间持续分化，食品饮料、电子、家电行业涨幅较大，而钢铁、建筑装饰行业指数下跌。国债利率全年在 3.2% 左右的位置波动，信用债表现好于利率，对于经济的悲观预期有所改善。

受益于偏松的流动性环境，可转债的整体估值在 2019 年有所提升。正股的上涨也带动转债市场的表现，个券持续活跃，全年中证转债指数涨幅超过 25%，多只转债强赎退出，从历史上看 2019 年也是可转债的大年，整体涨幅在近几年仅次于 2014 年。

2019 年年初组合整体的有效权益仓位偏低，导致一季度涨幅相对落后。二季度随着转债市场的调整，增加了组合的弹性，到年底一直保持中性偏高的转债和股票仓位，对权益类资产的配置较为积极。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

房地产市场的降温，使得宏观经济下行的压力仍存，新冠病毒疫情的爆发也使得经济短期面临较大的压力。相应的，货币和财政政策的发力也将起到托底经济的作用。在经济偏弱的格局下，流动性宽松的格局预计将维持，国债利率在偏低的位置波动。随着利率下行的趋势向实体传导，理财收益等类无风险收益也在持续下行过程中。2019 年权益市场的结构性行情得以充分演绎，赚钱效应已经初步显现，权益在低利率环境下的配置价值也逐步受到认可。另一方面，持续的结构行情和行业分化，使得部分行业个股的估值处于偏高的位置，长期取得明显收益的难度加大，同时也不乏估值相对合理、甚至处于历史较低水平的个股。展望 2020 年，部分权益资产相比利率债仍有一定的吸引力，偏松的流动性有利于权益市场的结构性行情的演绎，市场仍然相对可为，而结构可能也更为重要。

可转债市场在经历了 2019 年的行情后，估值提升到了近两年的较高位置，个别个券的性价比已经不如股票。从更长期的周期来看，目前整体估值回到了历史中等水平，较低的利率水平对于转债的债底有一定的支撑，考虑权益市场所处的位置，可转债从中期看仍具备一定的配置价值，但在 2020 年要取得高收益可能会面临更多的挑战。

本基金将秉承“严控下行风险”的优良传统，灵活配置资产，挑选价值类型的个券，尽量追求“安全的收益”。

节选自《兴全可转债混合型证券投资基金 2019 年度报告》

兴全趋势 (LOF)

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019 年是基金收益的大年。经过 18 年接近一年的下跌后，跨过春节市场就开始大涨，虽然经历过 5 月份贸易摩擦的反复，但是总体市场结构性机会还是很大。核心资产是 19 年的主题。本基金 2018 年

10月份后就开始加仓，整个年度基本上是高仓位运作，总体而言在权益的配置比重上并没有吃亏。但是在持仓的机构上，由于持有的核心资产比较少，所以2019年总体表现比较中庸。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

经过2019年一年的上涨，可以明显感觉到市场风险偏好的上升。从价值风格慢慢切换到下半年的成长风格占市场主流，到最近主题风格的盛行。虽然因为病毒疫情将行情稍有推迟，但是市场热情不减。

我们对2020年A股的回报持稍微谨慎些的态度。目前的实体回报并不能支撑A股连续的高回报。如果只是估值水平的提升的话，那也只是寅吃卯粮，最终还是回到本源的。而且2015年过去不久，我想同样的错误市场应该不会再犯。所以2020年我们将注意力聚焦一些风险收益比较好的板块。

本基金将坚持稳健价值的投资风格，为持有人争取更高的回报。

节选自《兴全趋势投资混合型证券投资基金（LOF）2019年度报告》

兴全货币

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019年政策托底经济意愿较强，但政策底线仍坚守，房地产市场政策未出现松动，货币政策灵活应对，并未出现大水漫灌，积极财政政策也受到宏观杠杆率制约，加上海外经济承压以及贸易摩擦反复，出口对经济增长贡献减弱，国内经济表现为上行动力不足，下行亦有底。猪瘟对通胀的影响上半年虽有预期，但下半年才体现在猪价以及通胀数据上，在中央通过大量投放储备肉增加猪肉供给的情况下，猪价稳住，通胀担忧减弱，对市场情绪仅出现短暂扰动。中美贸易摩擦反反复复，直至年底最终签订第一阶段协议，整个事件虽对风险偏好有一定影响，但随着时间拉长，市场已慢慢淡化，对市场的扰动已不如去年。全年债市呈现低位震荡行情，整体仍受经济基本面主导，而事件性冲击加大波动幅度。货币政策全年根据经济基本面相机抉择，一季度各项数据超预期好，政策二季度进入观察期，货币政策边际收紧，但仍旧充裕，资金面波动加大，债市震荡向上，期限利差走扩。5月包商事件爆发，同业负债刚兑信仰打破，同业存款存单信用利差拉开，中小银行负债成本上升，出于维稳防范系统性金融风险发生，货币政策边际转松，金融系统总量流动性充裕，但流动性分层及结构性紧张仍未缓解。在一些列数据表现低于预期的情况下，三季度初央行重启降准，在流动性充裕情况下，资产荒现象重现，资质下沉策略使得信用利差进一步压缩至历史低位，尤其是之前市场较规避的民企、地产及低评级城投下行幅度较大。四季度通胀扰动下收益率出现短暂大幅上行，但在一系列措施保证供给控制猪价的情况下，通胀担忧很快缓解。为降低实体经济融资成本，疏通政策利率向贷款利率的传导，央行将贷款基准利率调整为LPR，且超预期下调了OMO、MLF利率，债券收益率又重回至接近年内低点。年底在摊余成本债基大量募集成立，集中建仓冲击下，中短端下行幅度较大，期限利差走扩。报告期内，本基金规模大幅增长，在货币政策保持宽松的环境下，投资策略上保持一定杠杆、久期，资产选择上绝对收益率及流动性并重。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

展望2020年，前期托底经济政策延续，且有更进一步积极的倾向，地方债发行较去年进一步提前，海外经济体有边际改善迹象，贸易摩擦第一阶段协议签订后，进一步会谈可期。目前最大的不确定性在于突发新冠疫情对经济的影响，但从当前政策及会议讲话等来看，对经济负面影响的忍耐度较低，对冲政策也在逐步出台，包括要求有序复工，对中小微企业的资金支持，赤字率可能提升，地产政策松动也初现端倪等，为稳定预期，节后央行大量投放资金并下调政策利率。目前债市收益率绝对位置已接近2016年底

点，短端已经较 2016 年更低，信用利差也处于历史低点，对疫情给经济带来的负面冲击已有较充分预期，在一系列保经济增速的政策效应下，应警惕超预期情形出现。

节选自《兴全货币市场证券投资基金 2019 年度报告》

兴全全球视野

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019 年国内经济走势虽然稳中有降，但受益于货币政策由定向宽松走向总量宽松、中美贸易战引起的冲击逐步弱化，投资者对于企业盈利和市场流动性的悲观预期得以转变，投资者信心恢复，全年 A 股市场表现良好，其中，沪深 300 指数、创业板综合指数分别获得 36.07%、38.72% 的涨幅。在板块表现方面，食品饮料、电子、家电、建材等板块表现居前，而建筑、钢铁、电力、商贸等板块表现落后。

2019 年上半年，基于对于 A 股市场的乐观判断，我们增持了非银行金融板块与房地产板块，减持了电力与建筑等防御性行业，适当增加了组合的进攻性，降低了组合的防御性；至下半年，我们的组合策略调整为淡化指数、精选个股，在医药板块、计算机板块、电子板块增加了持仓；我们的组合策略较为有效，全年组合收益率明显战胜了基准收益率。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

2020 年春节突然来临的新型冠状病毒疫情对于总需求与总供给都将产生一定的冲击，预计将会对未来半年的经济走势产生负面影响，而为了对冲经济的下行压力，预计宏观政策调节力度将加大，货币政策的应对将更为积极灵活，这些政策将发挥托底经济的作用，当前的市场估值仍然较低，货币政策和市场估值水平将对 A 股市场起到支撑作用，预计 A 股市场将出现震荡走势。在组合管理方面，我们的重点仍将在个股选择上，我们将优选受益于工程师红利、有持续成长能力的上市公司以期获得超越基准的投资回报。

节选自《兴全全球视野股票型证券投资基金 2019 年度报告》

兴全社会责任

● 报告期内基金投资策略和运作分析

回顾 2019 年，国内宏观经济逐季回落，外部环境跌宕起伏，但股票市场仍然充满了丰富的投资机会。2019 年总体是个牛市，证券市场异常活跃，结构性行情突出。一方面，经过 2018 年的下跌，市场起点估值很低，股票上涨有弹性；此外，在中美贸易战的影响之下，虽然经济增速有所回落，但全年 GDP 依然保持了 6% 以上的增长，市场对中国经济的韧性有了更强的信心。市场有句名言：信心比黄金更重要！

我们认为，在总量经济放缓的大背景下，寻找机构性的机会将是未来投资的主旋律。全年来看，消费板块迎来非常好的表现。中国是一个拥有 14 亿人口的大国，消费市场具有无可比拟的优势，具有消费升级、能满足庞大中产阶级需求的新消费，将持续受到市场的青睐，会诞生丰富的投资机会；其次，中国是制造业大国，我们看好具有全球竞争力的制造业未来的成长空间。随着这些企业国际化的深入，市场份额的提升，企业盈利有望进一步提升，发展空间广阔。

回顾本组合的操作，仓位上一直保持 90% 以上，我们基本不做仓位选择。结构上，主要配置的思路：“消费和成长”。在消费领域，重仓持有的行业有：医药、家电和食品饮料。在成长领域重仓的行业有电子、新能源等。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

展望 2020 年，我们对市场总体保持乐观。从经济层面来看，2020 年是决胜全面建成小康社会，十三五的收官之年，我们对经济充满信心，预计全年仍保持 6% 左右的增长。去年出口受到中美贸易战影响，对美国出口两位数下滑。随着中美贸易战第一阶段达成协议，后续会继续改善，今年进口有望大迎来反弹，消费是经济增长中的亮点，但 2019 年汽车连续两年下滑，今年在此基础上会有所修复，经济韧性很强。

流动性会相对充裕。近年来全球经济有逐渐放缓的迹象，美联储也开启了降息通道，货币宽松将是一个大的背景，资金加速流向新兴市场，全球已经进入低利率的时代。随着国内通胀压力的减弱，政策上会进一步释放流动性，支持实体经济的发展。

伴随着海外投资者不断增持中国的核心资产，A 股也越来越国际化、机构化，这对于管理人也提出了更高的要求，如国际化的视野，系统专业的分析体系，甄别长期优质企业的核心能力等。在深刻认识到具备国际化的投资理念与建立正确的投资哲学和逻辑的重要性之外，我们还需要将这些观念落实到实际工作中，建立完备的投资分析流程与体系，涵盖包括产业、企业、财务和估值等各维度的分析。此外我们还需要把重心放在具有长期增长前景的战略性资产上，立足于中长期投资，做时间的朋友。

产业发展的趋势上，我们看好科技产业。去年科创板的推出可以解决科技类公司的融资问题，给行业的创新、发展带来活力。今年资本市场再融资的放开，也将大大增强了市场的活跃度，提升市场风险偏好。我们加大科技股的配置比例，如消费电子、计算机等；此外，去年特斯拉在中国建厂是一个标志性的事件，新能源汽车中长期的发展趋势越来越清晰。中国在这条产业链展示出非常强的竞争力，技术上有先发的优势，有深厚的积累；生产上有成本优势，中国有望成为新能源汽车的全球工厂，我们判断这个领域将走出一系列优秀的公司，诞生丰富的投资机会，我们对这个板块也加大了配置比例。

节选自《兴全社会责任混合型证券投资基金 2019 年度报告》

兴全有机增长

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019 年，国内政策延续友好态势，同时国际贸易局势边际上出现了一些积极变化，股票市场总体表现良好，对 2018 市场表现出的过度悲观预期和定价进行了一轮较为充分的修复。本基金报告期内，坚持有机增长的投资理念，通过自下而上跟踪行业及公司财务数据等方式持续优化持仓结构，取得了一定的效果。后续本基金的操作重点仍将关注结构的把握，外部扰动因素难以把控，本基金坚持通过拉长周期、聚焦长期维度内优质品种的方式来构建安全边际。总体，对于行业个股，中长期持仓的部分将继续布局那些拉长周期角度基本面和估值具备投资性价比的优质公司，仍然以此作为核心底仓及跟踪的品种，同时在市场波动中，积极关注行业、模式及公司管理能力良好但前期由于受市场风格、经济预期影响或其他情绪方面因素导致定价偏低的公司，关注其盈利和估值的匹配度和性价比。总体本基金仍然坚持自下而上精选个股为主的策略，以长期的基本面为导向，适度结合中短期因素对组合做整体的平衡，以为投资者创造中长期价值为宗旨。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

过去两年 A 股市场波动巨大，展望未来，在外部环境相对平稳和资本市场预期稳定的状态下，我们预期 A 股市场相对过去两年的剧烈波动，将进入相对平稳的状态。从目前国内经济发展形势、国际贸易局势以及国内政策环境等方面综合来看，我们对 A 股的长期收益预期持有积极的态度。本基金将继续坚持自下而上精选个股为主的策略，以长期的基本面为导向，为投资者创造中长期价值。

节选自《兴全有机增长混合型证券投资基金 2019 年度报告》

兴全磐稳增利

● 报告期内基金投资策略和运作分析

报告期内，债券市场、转债市场均受益于宽松的货币政策和信用环境，以及经济底部结构性改善的基本面，提供了较好的绝对回报。年初货币政策发力，社融数据在一季度同比大幅增加，市场流动性指标明显改善，但实体经济仍处于底部区域弱改善，债券资产和股票资产同时受益，转债资产估值和价格普遍大幅修复；而随着一季度宏观杠杆率的提高，中美谈判顺利，二季度央行货币政策有所收敛，股债均有调整，转债在二季度出现年内最大的调整幅度，结构性分化开始出现。直至中美贸易争端再度升级、包商银行托管事件发生，央行加大流动性投放缓解事件冲击，下半年货币政策整体保持较为宽松的基调，并通过下调准备金率、下调MLF及OMO利率等政策释放利好，地产后周期、地方专项债提前准备工作也使得年底高频经济数据出现边际改善，期间尽管非洲猪瘟带来的通胀预期对债市形成阶段性波动，转债的估值水平也逐渐提高，但宽松的资金面和固收+资产的配置需求依然推动纯债和转债资产价格上升。同时随着转债市场的扩容，优质行业和标的增多，带来的结构性机会也增多。

全年从一级债基的大类资产配置看，转债的贡献大于纯债，是年内主要收益贡献来源，债券资产的票息策略开始优于久期策略，信用债收益率大幅下行，信用溢价明显收窄。本产品报告期内纯债资产配置久期相对中性，优化信用债持仓结构，并大幅增加债券转债的配置比例。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

目前中国经济仍处于传统经济领域供给侧改革的后期，基建和地产对经济的拉动能力趋势性减弱，高端制造业、科技、新能源、消费升级等有待进一步发展以提高经济发展的质量，而2020年1月中下旬突然爆发的疫情又对一季度中国经济产生明显影响，预计较长的一段时间内货币政策仍将保持宽松，逆周期稳增长政策在上半年将不断加码，社会融资成本有继续保持低位需要。债券收益率接近前几轮周期低点状态下，预计将以低位震荡走势为主，尚未看到趋势性变化的拐点。而转债市场尽管估值水平不再便宜，但其中的结构性机会仍将是2020年债券基金投资的主旋律，本产品也将在保持一定配置比例的基础上，积极挖掘其中的机会。

节选自《兴全磐稳增利债券型证券投资基金2019年度报告》

兴全合润

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019年A股市场表现活跃，同时行业间分化明显。全年上证指数上涨22.3%，创业板指上涨43%。一季度在信用释放加速，风险偏好修复的环境下指数普涨，二季度受中美贸易摩擦的影响有所回落，三四季度指数震荡，电子、建材等高景气的行业表现较好。去杠杆政策的缓和，使得2019年市场整体估值有所提升，中美贸易摩擦的变化，对市场的风险偏好产生了阶段性的影响。部分行业随着行业景气度回升，股价也有良好的表现。全年来看，电子、食品饮料、家电行业在2019年表现较好，而建筑装饰、钢铁、公用事业行业则表现偏弱。

本基金全年的仓位和持仓结构变化不大。整体配置以具备中长期逻辑支撑、估值合适的中长期价值品种为主，在控制风险的前提下适当增加了阶段性受益于行业边际改善的品种，总体结构均衡。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

2019年银行间的流动性持续偏松，并逐步向实体传导。随着经济托底政策的逐步出台，2019年宏观经济整体显示出较强的韧性，在四季度也出现一些积极的信号。2019年末新冠肺炎疫情的爆发，使得经济短期的不确定性增加，部分行业会受到较大的挑战，但短期冲击并不改变经济中长期的趋势，也并不影响很多产业的长期前景和企业的长期价值。

在相对宽松的流动性环境下，2019年权益市场的活跃度明显提升。2019年底，以沪深300为代表的A股的整体估值仍然处于历史较低的水平，部分反映了对于盈利增速下行的预期，从全球的相对估值，以及与无风险利率的对比来看，权益市场仍然具有不错的性价比，海外资金的持续流入，也反映了对部分优质企业的认可。预计流动性环境将维持偏宽松的格局，市场仍然有结构性行情的机会。

本基金整体操作仍然本着风险控制的原则，坚定持有以基本面中长期逻辑为基础的品种，均衡配置，降低波动，以期更好地为投资者创造长期价值。

节选自《兴全合润分级混合型证券投资基金2019年度报告》

兴全沪深300

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019年A股市场总体表现是令投资者满意的，其过程也是有些曲折的。

一季度市场全面反弹，但更多体现为博弈性行情，股价上升与行业和公司基本面相关性不大。甚至质地较差的公司表现更加突出。

五月之后市场开始遵循基本面的投资逻辑。消费、医药、TMT等行业中的龙头公司表现突出。大金融、地产和建材等传统行业板块的表现虽然不是最亮眼，但其中质地较好的公司的股价表现明显超出市场的预期。

到了四季度部分核心资产也出现估值水平领先基本面的状况。更有一些伪龙头、伪成长、伪价值借助近年来的核心资产价值提升行情不断地估值泡沫化。

本基金管理人始终坚持根据产品属性，在行业及风格合理分散的前提下，坚定持有那些估值安全，流动性较好的行业及龙头公司。在此基础上深入挖掘其他有特色，当前财务健康、估值被严重低估，未来发展有潜力的公司。除此之外，不断挖掘各种无风险、低风险下的绝对收益和超额收益的投资机会也是本基金管理人始终坚持的工作重点。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

跌宕起伏的2019年A股表现使我们认识到：A股市场中还是存在一些根深蒂固的不健康因素。散户投资群体不太注重基本面和股票估值，也容易被别有用心资金误导。最终导致部分个股乃至整体市场的暴涨暴跌。

相信绝大多数投资人都非A股市场的博弈大师，不可能把握每一种获利机会。更有效的策略是坚持价值投资、长期投资的准则，分清长期和短期的趋势。要敢于抛弃被市场过度炒作的品种。回避那些股价虚高，未来下跌连绵不绝的个股。相信越来越多的投资者意识到高股息、低估值、稳健成长因子在获取绝对收益基础上的增强效应是长期有效的。

节选自《兴全沪深300指数增强型证券投资基金2019年度报告》

兴全绿色

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019年初本基金认为市场对于经济和股市都过于悲观，商业模式占优的公司将体现出更强的生命力，在更宽松的流动性支持下扩大自己的市场份额。而光伏、5G、电动车等新的技术进入大规模应用前期，由此策略是配置是在各个行业精选个股。

实际的股市运行为2019年A股整体上涨33%，创业板指上涨44%。在风险偏好稳定后，市场迅速进入到了积极寻找投资机会的过程，市场表现为极端的板块轮动。

2018-2019年实体经济中的企业还在艰苦调整，权益市场的预期变化是行情的主要驱动力。回顾全年操作，本基金遵循了全年的策略，坚持结合好企业长短期价值，从竞争优势突出和成长确定精选个股，表现差强人意。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

展望2020年，宏观经济的结构性仍然重于周期性，经过2015年以来科技制造业4年的调整，产业应用和盈利模式的线索将越来越多，资本市场服务实体经济的落脚点也将逐渐坚实，未来三年，产业的迭代演进将重新成为资本市场的重要风向标，对于产业投资者而言是比较合适的投资窗口期。

同时我们也应注意到，产业愈加细分的社会趋势，垂直型的产业组织会使得需求波动的风险在权益市场表现为上下游涨跌同步，对产业浅层次的认知不仅无助于超额收益的获取，甚至无助于组合的构建。结构性机会的真相对于价值投资者的研究能力提出了极高的要求，不少投资者选择了策略性的投资方法，但是在新的发展机会如荧荧之光闪现之时，在资本市场估值统一偏高之时，能够使我们坚定持有的，唯有内心对被投资企业的深入研究乃至由衷的敬意。

本基金2020年将着力发掘前景良好的行业中质地优秀的企业的投资机会，在核心能力圈内保证可控的收益，持仓结构也将进行调整以尽可能在更高的层次上反映基金经理对产业格局的认知，请持有人与我们同行，希望最终能以较高的胜率为投资者创造长期投资回报。

节选自《兴全绿色投资混合型证券投资基金2019年度报告》

兴全精选

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019年是经济平稳寻底的一年，PPI逐渐走弱，地产销售延续上一年趋势，增速逐渐收窄，宏观托底政策保持了谨慎细致的风格，没有大水漫灌，全年投资在相对低位运行。2019年中美贸易冲突柳暗花明，阶段性的达成了部分协议，投资者经过两年时间，对贸易冲突的长期化也有了相当的心理准备和适应能力。在2019年整体平稳的经济环境下，龙头企业有专心练内功的可能，盈利能力仍在提升过程中，以白酒为代表的消费品企业取得了较好的业绩增长。

2019年年中的“华为事件”后，自主科技创新提到了前所未有的高度，国内的科技企业也得到了下游企业前所未有的重视，一批优秀的本土企业开始有了突破的机会。同时，5G建设、大数据等新兴产业逐渐导入、成长，投资者开始重视创业板及科创板的机会。

本基金在2020年集中配置在消费、计算机等逆周期或滞后周期的行业，发掘了部分科技产业的机会，跑赢了基准指数。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

展望2020年，经济的下行风险已经有比较充分的预期，由于全社会的库存在低位，产能扩张已经停滞了接近3年，传统产业有内生企稳、逐渐反弹的可能性。科技产业仍在导入渗透期，有技术优势或市场先机的企业可能获得较快增长。年初的新冠病毒疫情可能使得货币和财政托底政策前置。海外的事件冲击

边际影响或将减弱。在政治、经济、金融状态平稳的前提下，资本市场的结构性机会仍是可挖掘的。本基金仍将秉承“严控下行风险”的优良传统，灵活配置资产，挑选价值类型的个股，尽量追求长期收益。

节选自《兴全精选混合型证券投资基金 2019 年度报告》

兴全轻资产

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019 年股票市场随着流动性的改善，尽管经济依然在寻底过程中，但股票市场提前在估值上给予了反应，这也表现为 2019 年估值的弹性明显大于业绩的弹性。尽管在 2018 年四季度开始就全面看多市场，但是组合的持仓品种上并没有做大刀阔斧的调整，这使得组合尽管以满仓的状态持续了全年，但涨幅并不突出。在操作上没有果断将 2018 年取得明显超额收益的价值型股票作调整是主要原因，之后错失白酒等部分本可以把握的投资机会只是前边错误的自然延伸。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

展望 2020 年，尽管年初以来的疫情对经济带来了相当大的打击，但考虑到经济处于底部区域，疫情延缓的只是复苏的速度，但不会改变方向。同时疫情也会倒逼更为友好的货币和财政政策，对于反应预期的股票市场来说利大于弊。我们依然看好 2020 年全年的市场行情，风格上依然会有利于成长股的一年，流动性改善带来的估值提升会延续。需要注意的是，具体的结构很可能会发生变化。持续了 4 年的消费白马主导的大白马行情很可能结束，中小市值优质成长股在估值回归理性后有望迎来再一次的泡沫化。因此组合会保持科技和消费类成长股为主的持仓，这里边社会生活进一步的线上化带来的互联网硬件投资、新消费行业以及其他硬科技成长行业的投资我们尤为看重。另一方面，在估值差距进一步拉大的情况下，具有成长属性的地产、建材、保险等行业也会具有相当不错的估值改善的机会。

节选自《兴全轻资产投资混合型证券投资基金（LOF）2019 年度报告》

兴全商业模式

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019 年，国内政策延续友好态势，同时国际贸易局势边际上出现了一些积极变化，A 股市场总体表现良好，对 2018 市场表现出的过度悲观预期和定价进行了一轮较为充分的修复。本基金报告期内仓位水平变化不大，重点在于结构的把握，外部扰动因素难以把控，坚持通过拉长周期、聚焦长期维度内优质品种的方式来构建安全边际。总体，对于行业个股，中长期持仓的部分继续布局那些拉长周期角度基本面和估值具备投资性价比的优质公司，仍然以此作为核心底仓及跟踪的品种，同时在市场波动中，积极关注行业、模式及公司管理能力良好但前期由于受市场风格、经济预期影响或其他情绪方面因素导致定价偏低的公司，关注其盈利和估值的匹配度和性价比。总体本基金仍然坚持自下而上精选个股为主的策略，以长期的基本面为导向，适度结合中短期因素对组合做整体的平衡，以为投资者创造中长期价值为宗旨。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

过去两年 A 股市场波动巨大，展望未来，在外部环境相对平稳和资本市场预期稳定的状态下，我们预期 A 股市场相对过去两年的剧烈波动，将进入相对更为平稳的状态。从目前国内经济发展形势、国际贸易局势、国内政策环境以及 A 股估值水平等方面综合来看，我们对 A 股的长期收益预期持有积极的态度。本基金将继续坚持自下而上精选个股为主的策略，以长期的基本面为导向，为投资者创造中长期价值。

节选自《兴全商业模式优选混合型证券投资基金（LOF）2019 年度报告》

兴全添利宝

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019年，国内经济缓慢下行，增长压力加大，中美贸易摩擦反复，全球经济增长不确定性增加，在此背景下，国内政策定力十足，坚持国内经济由高速度向高质量增长思路。在“稳杠杆、稳增长、重质量”的思路指引下，基建托而不举，地产坚持“房住不炒”，财政政策侧重于减税降费，扩大内需，着力提质增效。货币政策在整体保持合理充裕的基础上，不再走“大水漫灌”的老路，强调逆周期调节，着力于疏通货币传导机制，降低实体经济融资成本。期间，金融供给侧改革持续推进，加剧市场对中小金融机构的经营担忧，央行重点防范金融系统性风险，四季度，虽有食品价格上涨引发的结构性通胀，但央行仍有意维持跨年资金面的稳定，减少了资金和短端资产价格的波动。

运作期内，在经济弱，货币政策宽松的背景下，货币市场的资产收益继续震荡下行，期限利差和信用利差持续压缩，货币基金收益的继续下行。整体上，本基金在保持账户流动性充裕的基础上，灵活使用杠杆和久期，为持有人带来了超越基准的投资收益。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

2019年4季度，国内经济虽仍运行在较弱的区间，但弱复苏迹象初现，中美贸易谈判取得实质进展，双方达成第一阶段协议，有利于降低全球经济的不确定性。2020年是全面建设小康社会的关键之年，然而2020年初，超预期的肺炎疫情可能对国内经济的复苏造成冲击，在疫情的影响下，国内复工和消费等将受到较大影响，结构性通胀虽仍在，但短期内，货币政策可能继续维持宽松，并进一步疏通实体经济融资渠道，降低实体经济尤其是中小企业融资成本。为实现全面小康的目标，“稳增长，重质量”的政策组合预期持续推进，展望未来，疫情结束后，政策效果显现，经济企稳回升的可能性较大。整体看，债券市场的收益率已经处于历史低位，但上半年在疫情和宽松货币政策的背景下，债市尚不悲观，但需要降低收益预期，下半年，风险偏好可能回升，债券市场存在一定的调整压力。

节选自《兴全添利宝货币市场基金2019年度报告》

兴全新视野

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019年是基金收益的大年。经过18年接近一年的下跌后，跨过春节市场就开始大涨，虽然经历过5月份贸易摩擦的反复，但是总体市场结构性机会还是很大。核心资产是19年的主题。本基金2018年10月份后就开始加仓，整个年度基本上是高仓位运作，总体而言在权益的配置比重上并没有吃亏。但是在持仓的机构上，由于持有的核心资产比较少，所以2019年总体表现比较中庸。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

经过2019年一年的上涨，可以明显感觉到市场风险偏好的上升。从价值风格慢慢切换到下半年的成长风格占市场主流，到最近主题风格的盛行。虽然因为新冠病毒疫情将行情稍有迟疑，但是市场热情不减。

我们对今年A股的回报持稍微谨慎些的态度。目前的实体回报并不能支撑A股连续的高回报。如果只是估值水平的提升的话，那也只是寅吃卯粮，最终还是回到本源的。而且2015年过去不久，我想同样的错误市场应该不会再犯。所以2020年我们将注意力聚焦一些风险收益比较好的板块。

本基金将坚持稳健价值的投资风格，为持有人争取更高的回报。

节选自《兴全新视野灵活配置定期开放混合型发起式证券投资基金 2019 年度报告》

兴全稳益

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019 年债券市场仍延续了牛市行情，过程较为波折。国际上中美贸易摩擦扰动不断；国内经济韧性较强，但整体仍处于下行阶段；货币政策保持中性，加大逆周期调节力度；猪瘟带来的 CPI 冲高也带来了一定扰动；低资质信用债违约风险仍时有发生。运作期内，本基金保持中性的配置结构，灵活运用杠杆策略。全年来看，为投资人带来了较好的收益率。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

2020 年国际形势仍复杂多变，国内经济受到疫情冲击可能继续承压。为了对冲经济下行压力，努力实现“六稳”和经济目标，预计货币政策依然以逆周期调节为主，财政政策也将更加积极。整体来看，国内宏观杠杆率稳定 and 高质量经济发展的目标将对债券市场形成支撑，但是不断下行的债券收益率也意味着债券基金整体收益的趋势性下行。展望未来，债券市场风险与机会并存，我们将更加积极主动的调整组合应对市场变化，力争为投资人实现不错的收益率。

节选自《兴全稳益定期开放债券型发起式证券投资基金 2019 年度报告》

兴全天添益

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019 年债券市场延续牛市行情，短端货币市场收益率低位波动，包商事件冲击下，不同资质银行存单收益率开始明显分化。运作期内，本组合持续保持高流动性和安全性，积极调整资产配置结构，抓住确定性的交易机会，为持有人创造了超越基准的投资收益。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

2020 年短端市场的表现仍主要取决于货币政策。若资金成本向下空间打开，那么货币基金整体收益水平可能会进一步下行。因此，未来产品配置上将更注重高流动性资产，兼顾收益，灵活运用杠杆策略。

节选自《兴全天添益货币市场基金 2019 年度报告》

兴全恒益

● 报告期内基金投资策略和运作分析

报告期内，债券市场、股票市场、转债市场均受益于宽松的货币政策和信用环境，以及经济底部结构性改善的基本面，提供了较好的绝对回报。年初货币政策发力，社融数据在一季度同比大幅增加，市场流动性指标明显改善，但实体经济仍处于底部区域弱改善，债券资产和股票资产同时受益，转债资产估值和价格普遍大幅修复；而随着一季度宏观杠杆率的提高，中美谈判顺利，二季度央行货币政策有所收敛，股债均有调整，转债在二季度出现年内最大的调整幅度，结构性分化开始出现。直至中美贸易争端再度升级、包商银行托管事件发生，央行加大流动性投放缓解事件冲击，下半年货币政策整体保持较为宽松的基调，并通过下调准备金率、下调 MLF 及 OMO 利率等政策释放利好，地产后周期、地方专项债提前准备工作也使得年底高频经济数据出现边际改善，期间尽管非洲猪瘟带来的通胀预期对债市形成阶段性波动，转债

的估值水平也逐渐提高，但宽松的资金面和固收+资产的配置需求依然推动纯债和转债资产价格上升。同时随着转债市场的扩容，优质行业和标的增多，带来的结构性机会也增多。

报告期内股票市场总体表现良好，但结构分化明显，演进过程复杂：一季度股票市场更多体现为博弈性行情，股价上升与行业和公司基本面相关性不大。甚至质地较差的公司表现更加突出。五月之后市场开始遵循基本面的投资逻辑。消费、医药、TMT 等行业中的龙头公司表现突出。大金融、地产和建材等传统行业板块的表现虽然不是最最亮眼，但其中质地较好公司的股价表现明显超出市场的预期。到了四季度部分核心资产也出现估值水平领先基本面的状况。伪龙头、伪成长、伪价值的估值泡沫化进一步加剧。

全年从二级债基的大类资产配置看，股票、转债的贡献大于纯债，是年内主要收益贡献来源，债券资产的票息策略开始优于久期策略，信用债收益率大幅下行，信用溢价明显收窄。本产品报告期内纯债资产配置久期相对中性，优化信用债持仓结构，并大幅增加债券转债的配置比例，保持较高的股票配置比例。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

目前中国经济仍处于传统经济领域供给侧改革的后期，基建和地产对经济的拉动能力趋势性减弱，高端制造业、科技、新能源、消费升级等有待进一步发展以提高经济发展的质量，而 2020 年 1 月中下旬突然爆发的疫情又对一季度中国经济产生明显影响，预计较长的一段时间内货币政策仍将保持宽松，逆周期稳增长政策在上半年将不断加码，社会融资成本有继续保持低位的需要。债券收益率接近前几轮周期低点状态下，预计将以低位震荡走势为主，尚未看到趋势性变化的拐点。而转债市场尽管估值水平不再便宜，但其中的结构性机会仍将是 2020 年债券基金投资的主旋律，本产品也将在保持一定配置比例的基础上，积极挖掘其中的机会。

本产品的股票投资仍将坚持价值投资、长期投资的准则，分清长期和短期的趋势。要敢于抛弃被市场过度炒作的品种。回避那些股价虚高，未来下跌连绵不绝的个股。相信越来越多的投资者意识到高股息、低估值、稳健成长因子在获取绝对收益基础上的增强效应是长期有效的。权益组合将始终坚持根据产品属性，在行业及风格合理分散的前提下，坚定持有那些估值安全，流动性较好的行业及龙头公司。在此基础上深入挖掘其他有特色，当前财务健康、估值被严重低估，未来发展有潜力的公司。除此之外，不断挖掘各种无风险、低风险下的绝对收益和超额收益的投资机会也是本基金管理人始终坚持的工作重点。

节选自《兴全恒益债券型证券投资基金 2019 年度报告》

兴全稳泰

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019 年，债券市场受宏观杠杆率增速前高后低、通胀预期升温、贸易战反复等因素影响出现了多次波动，但国内经济增速整体稳步下行，全年 GDP 增速为 6.1%，央行货币政策进一步转向宽松，全市场利率整体陡峭化下行，截至年末 10 年期国债收益率小幅下行 8BP。

本基金在报告期内维持追求绝对收益的配置思路，重点配置中短久期的高等级信用债和利率债，并择机配置了部分逆回购资产，全年内灵活调整组合久期和杠杆，较好地完成了投资目标。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

2020年，我们预计国内宏观经济仍面临下行压力，政策刺激力度和房地产市场韧性可能会弱于市场预期，但国内经济整体走向高质量发展的方向不变，居民消费市场具有一定弹性，经济全面失速的风险不大。

我们预计今年经济增速将有一定幅度放缓，通胀风险有所升温，债券市场面临的环境趋于复杂，目前收益率水平下操作难度大幅增加。在上述背景下，我们拟在控制风险的情况下，精选信用个券，灵活调整组合久期，增加波段操作。

节选自《兴全稳泰债券型证券投资基金 2019 年度报告》

兴全兴泰

● 报告期内基金投资策略和运作分析

报告期内，债券市场受益于宽松的货币政策和信用环境，以及经济底部结构性改善的基本面，依然取得较好的绝对回报。年初货币政策发力，社融数据在一季度同比大幅增加，市场流动性指标明显改善，但实体经济仍处于底部区域弱改善，债券资产和股票资产同时受益；而随着一季度宏观杠杆率的提高，中美谈判顺利，二季度央行货币政策有所收敛，从4月份开始收益率快速上行30BP左右，直至中美贸易争端再度升级、包商银行托管事件发生，央行加大流动性投放缓解事件冲击，10年期国债收益率触及3%的年内低点，6-8月是年内基本面、货币政策共振最好的时间窗口。9月开始随着非洲猪瘟对猪价的影响，通胀数据阶段性大幅超预期，中美贸易谈判第一阶段落地，地方专项债提前发行预期升温，期间高频数据也显示经济边际改善迹象，收益率再度反弹，但幅度总体有限；而临近年底央行于11月先后下调MLF及OMO利率5BP，年底资金面尤其宽松，年末机构配置需求高涨，收益率继续下行。

全年从结构来看，长端利率债窄幅波动，10年国债收益率较上年末下行9bp，信用债收益率下行幅度30-50bp，信用利差收窄。主要缘于宽货币向宽信用传导的过程中，企业融资环境改善，而机构对绝对收益高的品种配置需求亦强烈，同时房地产等行业监管政策趋严，非标类资产融资下降，使得信用债供不应求。期间尽管信用违约事件仍有发生，但市场对于信用资质的挖掘也更加深入，信用溢价显著收窄。

本产品报告期内坚持中高等级债券配置为主的思路，年内久期适度下降，通过波段策略提高收益。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

目前中国经济仍处于传统经济领域供给侧改革的后期，基建和地产对经济的拉动能力趋势性减弱，高端制造业、科技、新能源、消费升级等有待进一步发展以提高经济发展的质量，社会融资成本有继续保持低位需要，因此对债券收益率的低位运行形成支撑。尽管2019年底以来宏观经济已出现边际改善迹象，但2020年1月中下旬突然爆发的新冠疫情又对经济产生了阶段性的打击。考虑到此次疫情传播性较强，在疫情得到有效控制前对生产、消费都将产生一系列负面影响，在此背景下为完成年初的经济目标，逆周期稳增长政策在上半年将不断加码，货币政策也仍将保持宽松。债券收益率接近前几轮周期低点的状态下，预计将以低位震荡走势为主，尚未看到趋势性变化的拐点，本产品将继续选择优质品种，采用久期波段操作及杠杆策略提高收益。

节选自《兴全兴泰定期开放债券型发起式证券投资基金 2019 年度报告》

兴全合宜

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019年A股市场表现活跃，同时行业间分化明显。全年上证指数上涨22.3%，创业板指上涨43%。一季度在信用释放加速，风险偏好修复的环境下指数普涨，二季度受中美贸易摩擦的影响有所回落，三季度指数震荡，电子、建材等高景气的行业表现较好。去杠杆政策的缓和，使得2019年市场整体估值有所提升，中美贸易摩擦的变化，对市场的风险偏好产生了阶段性的影响。部分行业随着行业景气度回升，股价也有良好的表现。全年来看，电子、食品饮料、家电行业在2019年表现较好，而建筑装饰、钢铁、公用事业行业则表现偏弱。

本基金年初提升了股票仓位，四季度则降低仓位为流动性做一定的准备，整体持仓结构变化不大。整体配置以具备中长期逻辑支撑、估值合适的中长期价值品种为主，在控制风险的前提下适当增加了阶段性受益于行业边际改善的品种，总体结构均衡。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

2019年银行间的流动性持续偏松，并逐步向实体传导。随着经济托底政策的逐步出台，2019年宏观经济整体显示出较强的韧性，在四季度也出现一些积极的信号。2019年末新冠肺炎疫情的爆发，使得经济短期的不确定性增加，部分行业会受到较大的挑战，但短期冲击并不改变经济中长期的趋势，也并不影响很多产业的长期前景和企业的长期价值。

在相对宽松的流动性环境下，2019年权益市场的活跃度明显提升。2019年底，以沪深300为代表的A股的整体估值仍然处于历史较低的水平，部分反映了对于盈利增速下行的预期，从全球的相对估值，以及与无风险利率的对比来看，权益市场仍然具有不错的性价比，海外资金的持续流入，也反映了对部分优质企业的认可。预计流动性环境将维持偏宽松的格局，市场仍然有结构性行情的机会。

本基金整体操作仍然本着风险控制的原则，坚定持有以基本面中长期逻辑为基础的品种，均衡配置，降低波动，以期更好地为投资者创造长期价值。

节选自《兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金2019年度报告》

兴全祥泰

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019年债券市场仍延续了牛市行情，过程较为波折。国际上中美贸易摩擦扰动不断；国内经济韧性较强，但整体仍处于下行阶段；货币政策保持中性，加大逆周期调节力度；猪瘟带来的CPI冲高也带来了一定扰动；低资质信用债违约风险仍时有发生。运作期内，本基金保持中性的配置结构，灵活运用杠杆策略。全年来看，为投资人带来了较好的收益率。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

2020年国际形势仍复杂多变，国内经济受到疫情冲击可能继续承压。为了对冲经济下行压力，努力实现“六稳”和经济目标，预计货币政策依然以逆周期调节为主，财政政策也将更加积极。整体来看，国内宏观杠杆率稳定 and 高质量发展发展的目标将对债券市场形成支撑，但是不断下行的债券收益率也意味着债券基金整体收益的趋势性下行。展望未来，债券市场风险与机会并存，我们将更加积极主动的调整组合应对市场变化，力争为投资人实现不错的收益率。

节选自《兴全祥泰定期开放债券型发起式证券投资基金2019年度报告》

兴全安泰养老三年FOF

● 报告期内基金投资策略和运作分析

在资产配置方面，本基金是一个平衡型目标风险系列的养老目标 FOF，在实际的运作过程中，坚持以 50%权益类资产和 50%的固定收益类资产为中枢的资产配置方案，在此基础上进行小幅度的战术性调整。为了提升整体组合的风险调整后的收益水平，战略型配置层面小幅增加了黄金 ETF。权益类资产方面，以权益基金（包括股票型基金和混合型基金）为主要的配置对象，同时为了参与新股申购，也配置了一部分的二级市场股票；固定收益类资产方面，以固定收益基金（包括债券基金和货币市场基金）为主要的配置对象，另外，2019 年是可转债的规模大扩容的一年，所以组合中也直接参与了部分可转债的投资机会，以实现对于固定收益部分的收益增强。

在基金选择方面，我们依然坚持从三个角度来寻找超额收益：1、通过选择优秀的基金经理管理的基金产品构建组合来获取超额收益；2、通过选择性价比更优的基金品种来获取超额收益；3、通过适度的低买高卖的操作来获取超额收益。

报告期内最大回撤发生在 2019 年 4 月 8 日到 2019 年 6 月 6 日期间，主要原因是当时货币政策预期转向叠加中美贸易战形势恶化，在此之前做的主要操作有两点：1、权益部分，因为 2019 年一季度市场出现了快速且幅度较大的上涨，所以在之前上涨的过程中不断的卖出前期表现较好的品种，通过再平衡的方式维持组合的仓位维持在 50%附近，2、可转债部分，不断的降低股性转债的比例，提升债性转债的比例，但是没有预料到的是在此期间的市场调整过程中，转债整体的下跌幅度大于股票的下跌幅度，债性转债的下跌幅度也非常大，从而对基金净值有一定的负面影响。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

以下分别从宏观经济、估值、流动性和政策四个维度进行分析。

宏观方面，在新冠肺炎疫情发生之前，其实市场对于经济的复苏是有一定的期待的，库存处于低位，经济数据有所改善，“十三五”的收官之年等等，但是疫情发生后，病毒的传染性实在太强了，政府不得不采取休克式的治疗方案，未来复工情况会怎么样，疫情多久能控制住，目前仍都是未知数。对很多行业，尤其是像餐饮旅游、交通运输、部分制造业都会产生短期较大的负面影响，但是从长期来看，疫情肯定是可以控制住的，一切又都会回到正常秩序。过去十年来经济增长的驱动力逐渐的转向了第三产业，其中工程师红利、城市化和研发创新都是推动中国产业转型和升级的重要推力，关于工程师红利，目前我国国内受过高等教育的人群在总人口的占比还是相对偏低，但是 10 年后，预计接受过高等教育的人口占总人口的占比会超过了 15%，这对于我们未来的经济发展、经济转型是个非常重要的推动和底气。所以从宏观面来看，是短空长多；

从估值的角度来看，目前有部分板块和行业的估值水平相对于历史已经处于略高的水平，是否存在一定的泡沫化可能每个人的理解都不一样，但是整体市场来看，市场的估值水平还是合理偏低的；

从流动性的角度来看，海外配置资金、国内的净值化理财的趋势、养老金入市规模的增加等等都会导致不断的有新的资金进入到 A 股市场，并且这个进程目前来看还是会持续下去的，所以流动性方面也整体偏正面；

最后从政策的角度来看，因为疫情的影响导致一季度的经济数据肯定相对较弱，那么政策面不排除有较大力度的支持，以支持经济完成全年的经济目标，所以从 2020 年的角度来看，政策方向和力度应该都是相对可期待的。

综上所述，我们认为短期内受疫情的影响会导致市场有一定程度的波动，但是从中长期的角度来看，我们还是偏向乐观，认为市场目前的位置依然是比较好的投资机会。

本基金是一只平衡型的养老目标基金，我们将秉承勤勉尽责的态度进行组合管理，遵守契约要求、保持策略的稳定性，为持有人争取更高的投资回报和养老储备。

节选自《兴全安泰平衡养老目标三年持有期混合型基金中基金（FOF）2019 年度报告》

兴全恒裕

● 报告期内基金投资策略和运作分析

2019 年利率呈现震荡格局，最后基本收平。10 年国开 2019 年初收益率在 3.64%，12 月最后一个交易日收盘在 3.58%。一季度初，市场延续对经济较为悲观的预期，收益率惯性下行。但是随着信用派生的迹象越来越明显，市场开始修正对经济的悲观预期，3 月-4 月市场出现了 19 年最大的调整，10 年国开调整幅度达 30BP。随着 1 季度政治局会议再度强调去杠杆的中期政策目标，债券迎来了 2019 年最好的投资机会。10 年国开收益率从 4 月下旬 3.88%一直下行到 8 月中旬 3.4%。在这段时间，中美贸易磨擦不断反复，市场对经济下行的担忧持续存在。总的来说，这个阶段的债市收益率下行与基本面不断弱化大致匹配。进入三季度，政策再度开始强调维稳，长端收益开始震荡上行的走势。在 10 月份，市场发现经济数据弱化的速度并没有此前预期那么悲观，同时猪肉价格引发的通胀快速上升，债市出现了新一轮快速抛售，

10 月底 10 年国开收益率最高上行到 3.76%，上行 23BP。之后随着配置盘需求不断释放，收益率不断下行。央行超预期下修 MLF 利率释放了资金将维持宽松的信号，市场对货币政策的预期再度修正，做多热情被激发。长端虽下行但较为纠结，而短端受流动性宽松引导显著下行，收益率曲线呈现陡峭化形态。摊余成本法债基的配置需求引发 3 年政策性金融债快速下行，在流动性和配置力量的推升下，成为四季度债市表现最佳品种。

兴全恒裕基金成立于 3 月 12 日，成立之初不久，就遇到债市调整。但是投资经理对债市趋势较为乐观，保持了较高的久期和杠杆，把握住了二、三季度债市的机会。在 10 月债市调整时，及时调整了持仓的结构，加大了中久期债券的配置，从而在四季度后半段的行情中获得了较好的回报。

● 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

在疫情爆发之前，基本面短期回暖的信号逐渐明确。无论是 PMI 连续企稳，还是部分行业景气度已经出现明显复苏。中美达成第一阶段协议也有助于缓解经济下行压力。一季度地方政府专项债放量发行也有助于基建投资企稳回升。在库存已经处于低位的环境下，需求回暖叠加 PPI 回升到正值区间，可能会引发短期补库存，放大需求。但是疫情的突发以及为了防止疫情扩散而采取的措施彻底改变了经济基本面。人员，物流的冻结让经济受到了很大的冲击，一季度经济数据出现跳水已经成为大概率事件。伴随对疫情的担忧不断增强，债市收益率也迎来快速下行。

目前看疫情已经有得到控制的迹象，局势会随着时间更加明朗。展望中期，我们倾向于认为新型冠状病毒对经济的冲击是一次性的，并没有改变经济的潜在增速。随着时间，经济会重新回到疫情冲击之前的状态。货币与财政逆周期调节稳定经济政策有望托底经济，经济在 2、3 季度将出现较为明显的回升。因此，我们认为当前债市虽然没有大风险，但是值得关注后期调整的压力。

节选自《兴全恒裕债券型证券投资基金 2019 年度报告》

兴全合泰

● 报告期内基金投资策略和运作分析

报告期内，本基金坚持自下而上的选股策略，行业配置相对均衡，对公司估值、治理水平、长期空间有较高要求，同时积极把握市场的结构性机会。

● **管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望**

受益于宽松的流动性环境，预计 2020 年全年个股将持续活跃，这为基金创造回报创造了比较好的大环境，其中决定市场风格和全年上涨幅度的关键因素在于国家逆周期调节力度和疫情之后经济的回升幅度。同时我们需要看到，目前市场上很多热门股的估值有泡沫化倾向，这必将导致波动加大。总体来看，2020 年资本市场高收益率需要精选个股，并且需要在各个子板块之间做一定地腾挪。

节选自《兴全合泰混合型证券投资基金 2019 年度报告》