星辰之泓湖宏观策略 2 号私募证券投资基金投资报告

2021.12

尊敬的投资者：

本报告将对您直接持有或间接持有的“星辰之泓湖宏观策略 2 号私募证券投资基金”的运作情况进行分析报告。

投资业绩（%）

产品名称	成立日期	净值			收益		风险
		2021.12.31	2021.11.30	2021.10.29	过去一个月收益率	成立日以来收益率	最大回撤
星辰之泓湖宏观策略 2 号私募证券投资基金	2017.1.24	3.2876	3.2602	3.2771	0.84%	228.76%	17.24%

历史业绩（%）

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	本年
2021 年	2.89	8.09	-5.43	0.34	14.59	-1.14	5.57	16.24	21.12	-13.24	-0.52	0.84	**54.67**
2020 年	2.32	-9.85	-6.32	1.69	-3.63	4.95	27.99	6.74	-15.79	-1.64	7.14	2.49	**10.43**
2019 年	0.53	1.05	3.08	-6.92	12.40	4.84	10.92	-3.91	6.26	-0.47	0.36	4.80	**36.17**
2018 年	0.27	0.01	-0.54	7.73	2.88	-5.84	6.06	5.65	5.37	1.94	-0.44	14.95	**43.40**
2017 年	0.01	0.08	0.23	0.13	0.14	0.19	0.14	0.25	0.10	0.01	-2.89	0.22	**-1.43**

注：以上业绩已扣除基金应支付的相关费用，为产品单位净值计算所得

月末资产组合情况

序号	资产类别	多仓	空仓
1	权益类	127.31%	0.00%
2	商品类	96.56%	-53.37%
3	固定收益类	648.88%	0.00%

经济和市场回顾及展望

主要权益市场方面：美股继续领跑，道指标普再创历史新高，纳指相对偏弱；2021 年，GOOGL 等巨无霸、及房屋建筑板块等领涨；生物科技与木头姐等逆势领跌。港股方面：恒指 12 月微跌，全年大跌，但能源与公用事业等逆势大涨；医疗保健指数 12 月再度大跌，下半年回撤超-45%；2020 风光无限的中概互联板块，2021 年回撤巨大。A 股方面：上证指数首现 3 年连涨，偏股公募春节后持续跑输 Wind 全 A；2021 全年，周期、成长与稳定领涨，消费与金融逆势下跌；全年领涨的新能源板块，12 月逆势领跌；而全年偏弱的地产与畜牧等，则在 12 月转强。

其他市场方面：美 10Y 名义利率全年上行，但 2021.03 后转弱；实际利率更弱，但通胀预期偏强；美 2Y 名义利率 2021.06 后大幅回升，30-2Y 利差整体偏弱。中 10Y 利率年末新低，达到 2020.06 后低点；中 10-2Y 利差尚未对稳增长政策给出明确回应；偏债公募跑输长债。原油 12 月重新大涨，全年领涨；黄金全年逆势下跌。美元指数全年大涨，但人民币更强，加密货币全年涨幅可观。

海外权益方面：

2021.12 当月，标普 SPY ＞ 非美 EFA ＞ 新兴 EEM，从 2021.11 的齐跌转为本月的齐涨，但 EEM 仅微升+0.02%；2021 全年，SPY 大涨+27.04%，EFA 升+7.84%，EEM 逆势下跌-5.46%。如我们此前多次提及的，SPY 长期全球领跑，当然也跑赢 EEM；2020.05.29-2021.02.11 期间，SPY 虽然也整体回升，但涨幅弱于 EEM，主要反映了中国等经济体率先控制 Y 情走向复苏；但 2021.02 之后，SPY 延续上行趋势，但 EEM 等明显转弱，反映了美国等增长更加持续，以及 G2 货币政策的边际差异。

国别方面，12 月，墨西哥 EWW 等领涨 EM，法国等领涨 DM，俄罗斯 RSX 等偏弱；全年来看，加拿大与越南等偏强，新西兰、土耳其与巴西等领跌。其中，巴西已经连续两年跌幅靠前，目前仍远离疫情前的阶段高点；DM 中首先加息的新西兰是 2020 的领涨市场，但 2021 掉头转弱。

美股内部，宽基指数方面，12 月，道指 DIA ＞ 标普 SPY ＞ 纳指 QQQ；与 10-11 月强弱相反；道指与标普在 12 月末均已创出历史新高，但 QQQ 的的高点目前停留在 2021.11.22。道指和标普虽然长区间跑输纳指，但 2021.12 以来短期跑赢。2021 全年，SPY 与 QQQ 的涨幅几乎持平，均为 27%左右，DIA 涨幅为 19%；回看 2020 年，QQQ 涨幅+48%，大幅领跑 SPY（+16%）和道指（+7.3%），或许也反映了伴随美国复苏推进，市场风格的边际变化。

活跃品种方面，12 月，防御性的必选消费、公用事业与医疗保健等大幅领涨，零售、生物科技与可选消费（eg. 特斯拉）等相对偏弱；对利率敏感的金融板块，则在 2021.10.26 阶段见顶后持续偏弱。2021 全年，房屋建筑涨幅+49%领先主要行业，半导体与零售等也涨幅居前，而全球市值领先的 GOOGL、MSFT、TSLA 涨幅达到或超过 50%；另一方面，2020 年大涨+149%的 ARKK（木头姐）则跟随生物科技等转弱，跌幅超过-20%；AMZN 等全年也表现偏弱。再回看 2020 年，TSLA 涨幅+743%，2021 涨幅+50%，可以作为全球新能源（车）产业链的风向标；而对利率和增长敏感的银行板块，2020 跌幅-12%，2021 升幅+30%；新能源与银行等板块的强弱边际变化，也部分解释了宽基指数表现的差异。

港股与中概股方面：

恒指 12 月微跌-0.33%，2021 全年大跌-14.08%，全球主要市场中垫底；人民币计价的 H 股 ETF，全

年跌幅-24.20%；2012.08.09 成立，累计收益率仍为负值。

主要板块方面，12 月公用事业与能源业领涨，证券业涨幅也领先；医疗保健大跌-12.36%。11 月恒指大跌-7.49%，同期医疗保健短期跑赢，资讯科技领跌。2021 全年，能源业升+20.53%，公用事业升+17.59%，原材料升+9.37%，与 A 股的周期和稳定风格相呼应；另一方面，教育跌-68.25%，在美上市的中概互联跌-52.48%。恒指的全年高点出现在 2021.02.17，与 A 股的春节后拐点一致；而恒生医疗指数曾在 2021.06.28 创出历史新高，但下半年回撤幅度超过-45%，仅次于 2018 年的-50%。回望 2020 年，PDD 和 FUTU 等活跃中概股涨幅超过 340%，但 2021 年最大回撤达到 70-80%；另一方面，2020 年领跌的能源板块 2021 年领涨，而地产建筑业虽然局部风险点较多，但指数层面全年跌幅反而相对温和。

A 股方面：

Wind 全 A 指数，12 月涨幅+1.04%，MA20 成交额与 11 月底基本持平；2021 全年涨幅+9.17%。上证指数全年涨幅+4.80%，2019-2021 连续 3 年上涨；为 1993 年以来首次。偏股公募指数 12 月逆势下跌-1.74%，全年涨幅+7.68%跑输 Wind 全 A，整体赚钱效应大幅下降。偏股公募整体超配消费和成长（新能源等），相对 Wind 全 A 的超额序列，高点出现在 2021.02.10（春节前），此后震荡下行；12 月超额序列再创调整新低，大约达到 2020.12 以来新低。

中信五大风格指数持续分化：上月我们重点提示的稳定风格指数大涨+9.52%，消费与金融本月也跑赢全 A，但周期风格跑输，成长风格指数逆势下跌，与偏股公募表现同步。此前的 11 月，成长风格领涨，市场快速轮动，部分量化与动量策略阶段性失效；稳定风格 11 月全月领跌，但月末开始快速上涨，我们上期月报已经专门进行了提示。2021 全年，周期+25%，成长+18%，稳定+16%；消费与金融逆势下跌，跌幅分别-5%和-10%。回看 2020 年，消费与成长领涨，稳定领跌。

宽基指数方面，12 月上证 50 领涨，双创 50 领跌；11 月大涨 11%的国证 2000 本月守住升势，并在年末收于 2016.11.30 以来新高。2021 全年，国证 2000 领涨宽基，上证 50 领跌宽基；而 2020 年大涨+89%的创 50ETF，2021 年升+17%。

其它活跃板块方面，12 月当月，中证影视/动漫游戏、医药电商/中药、电力、畜牧和旅游等领涨，煤炭与地产同样涨幅领先；其中，旅游煤炭等 11 月领跌；另一方面，新能源相关的电池、能源金属（稀有金属、稀土）、光伏等 11 月领涨 12 月领跌；此外，医疗服务、IGBT（芯片）和宁组合等也跌幅领先。2021 全年，新能源相关板块领涨（12 月领跌），IGBT 与电网设备等也是全年领涨，12 月领跌；煤炭、电力与中药等，则是年末与全年均走强。另一方面，保险与生物制品等全年跌幅领先，而同样全年领跌的房地产与畜牧等，则在年末开始转强。回看 2020 年，宁组合涨幅+189%，但 2021.07.30 后跑输 Wind 全 A；茅指数 2020 年涨幅+109%，2021 年全年跌-4.44%，且 09.16 后整体跑赢 Wind 全 A。

债券市场方面：

1、美债利率：10Y 名义利率 2019 年就整体下行，美国 Y 情扩散后，10 利率加速下行，并于 2020.03 和 2020.08 收于 0.52-0.54%左右的重要低点；2020.08-2021.03 区间，10Y 名义利率明显上行，收于 1.74%；此后整体在 1.19-1.68%区间震荡；TIPS 隐含的 10Y 实际利率，明显弱于名义利率，2020.08 之前快速回落，此后震荡走低，并在 2021.08 录得-1.19%的历史新低；两者轧差来看，10Y 通胀预期则呈现另一派图景，2020.03 流动性冲击下，低见 0.50%，2021.11 高见 2.76%，此后震荡企稳。综合来看，

疫情之前利率趋势就偏向于下行，疫情之后加速；名义利率在通胀预期牵引下有所回升，但实际利率依然低迷，或提示长期内生增长动力偏弱。

对货币政策更加敏感的美 2Y 名义利率，2019 同样已经处于下行区间，2020.02 之前基本位于 1.30%上方；美国 Y 情爆发后联储紧急降息，2Y 利率也迅速下降至 0.1-0.2%的低位后开始窄幅横盘；2021.06 之后，美联储向市场发出收紧货币的信号，此后正式开始 Taper，2Y 利率显著回升，年末高见 0.76%附近，虽然距离 Y 情前水平仍有相当距离，但也已经计入了 2 次 25bp 左右的加息空间。

而对于长期增长更加敏感的美 30Y 名义利率，2020.03 短期冲击后从 0.99%低位回升，一度强于 10Y 利率表现；但 2021.03 与 10Y 利率大约同期阶段见顶，高见 2.45%；此后震荡下行，整体走势较 10Y 利率更弱；12.03 低见 1.69%，此后有所回升；12 月以来的回升与同期道指领涨大致匹配。

30-2Y 利差，2019.01-2021.03 区间整体上行，高见 2.29%；此后在 30Y 向下和 2Y 向上的背离过程中，利差走低，低见 1.09%。从市场资金的供需来看，期限利差走低与实际利率偏弱都指向内生真实增长动力偏弱，但从 3 年左右维度看，两者给出的信号也有差异，需要结合联储货币政策动向继续观察。

2、中债利率：10Y 名义利率 2019.04 后本身趋势也是震荡向下，Y 情后加速，2020.04 低见 2.49%；伴随中国 Y 情控制有力，经济复苏，10Y 利率在 2020.05-2020.11 区间快速回升，2020.11 高见 3.33%；此后伴随经济增速逐渐下行，中国 10Y 利率重回下行趋势，2021.08 见到阶段低点 2.80%，此后一度受到商品价格冲高等因素影响利率回升；10.19 商品价格回落后，利率较快下行，年末低见 2.76%，为 2020.06 后新低。中美 10Y 利差的拐点，同样出现在 2020.11；但在本轮利差下行过程中，并未见到明显的汇率与资金流出压力。

2Y 利率整体波动节奏与 10Y 相似，年末低见 2.39%，但略高于 2020.07 低点。10-2Y 利差，从 2020.05.19 后转弱，拐点略晚于 10Y 利率本身；2020.11 后，伴随 10Y 利率阶段见顶，利差转入震荡；年末一系列稳增长政策推出后，10-2Y 利差尚未见到明显的向上趋势；提示长期增长信心与短期货币支持力度之间的僵局尚未打破。

3、德债利率：10Y 名义利率整体波动节奏与美债 10Y 相似，但力度偏弱；2020.04 后，美-德 10Y 利差整体上行。2Y 利率方面，Y 情前就已经深度负值的欧洲利率并无太大的下行空间，2019 年以来整体处于区间震荡格局，目前也不具备大幅收紧货币的条件；2021.06 之后，伴随美债 2Y 利率的快速回升，美-德 2Y 利差也显著上行，与同期的 EURUSD 汇率走势也基本匹配。

4、其它品种方面：2021 全年，股性较强的美国 REITs、中国转债等皆录得可观涨幅；而以中资地产债为代表的部分高息债则剧烈下跌，部分品种跌至 8 年以上低点；此外，偏债混合公募全年收益率略低于长债基金，“固收+”的效果未能充分兑现。

全球主要商品方面：

12 月，活跃大宗商品方面：纽油大涨+14.01%（但油气股逆势下跌），伦铜+3.31%，伦金+3.10%，Wind 商品指数+1.51%；其中，软商品与有色领涨，农副产品（11 月领涨）与非金属建材领跌，铁矿焦煤涨、动煤（连续大）跌。11 月，纽油大跌-19.83%，12 月反弹后收复近期回撤的一半左右。

2021 全年来看，纽油升+56%领涨；伦铜升+26%；而在通胀预期整体上行和实际利率新低背景下，黄金逆势下跌-3.60%，或受名义利率、美元汇率以及加密货币的影响。Wind 商品指数全年+1.20%，年

内最高升幅约+37%，但 10.19 后剧烈回撤；分类来看，能源、软商品与有色领涨，煤焦钢矿与贵金属领跌；焦煤全年偏强，生猪铁矿偏弱。回看 2020 年，铁矿、白银、黄金等领涨，原油类领跌；Y 情冲击之下，市场情绪与轮动反转之剧烈也着实令人感慨。

以下再简要回顾 12 月国内主要商品的表现——12 月南华工业品指数缓慢上行；尤其以原油系为代表，受新变异毒株影响而先期下跌的品种，反弹较多；农产品分化严重，菜粕豆粕走出一波上涨，但是整体无趋势性行情。

黑色方面——钢材方面：螺纹需求季节性回落，地产政策支撑也基本反映在了盘面上，库存开始累积，需要在春节后观察需求的真实情况，可能需要真实需求的印证才能继续向上。热卷需求出现阶段性改善，同时唐山的天气导致新的限产政策也会影响热卷的供给，目前强于螺纹。铁矿方面：到港大概率持续高位，未来钢厂会有一波补库，但由于库销比较高，比较难走出行情。焦煤焦炭方面：焦炭首轮提涨已经被接受，且行业利润偏低，主要看焦煤成本支撑，焦煤供应减量，现货偏紧，短期内板块偏强。动力煤方面：目前电厂库存充足，产量提升较多，同时需求也不及预期，现货大幅下降，但是由于国际煤炭依旧不是很充裕，印尼也暂停了煤炭出口，短期内可能会有一波小反弹。

有色方面——铜方面：供应上有复产预期，库存上低位累库，中期来看比较偏弱。铝方面：国内电解铝利润持续变好，但是欧洲因为缺电，可能导致大规模停产，短期板块内偏强。镍方面：镍库存继续下降，新能源汽车放量所带来的需求预期也一直存在，春节后需求也会继续上升，目前偏强。

能化方面——聚酯方面：PTA，MEG，PF 全部随着原油价格走高，除了成本支撑，PF 还有低库存的支撑，需求接下来会有季节性减弱的趋势，整个板块偏向于随着原油波动。甲醇方面：煤制甲醇开工率陆续回升，国内气头检修利好出尽，未来价格主要看国内动力煤价格支撑情况、国外天然气紧缺情况，以及甲醇装置检修情况。

农产品方面——棉花方面：国内上游价格存在支撑，下游受季节性影响，同时纺纱有亏损，拿货积极性不高；国内并无明显矛盾，主要是外盘上涨带动反弹。蛋白粕方面：天气因素炒作，大豆进口不及预期，上涨较为剧烈，未来天气炒作结束，南美大豆可能增产，将会压制相关价格。

汇率方面：

美元指数 12 月波动不大，11.25 之后窄幅横盘，短期存在向下突破迹象；加密货币跌幅明显。2021 全年，美元指数大涨+6.68%，为 2015 以来最大年度涨幅；但 USDCNH 逆势下跌-2.13%，人民币表现较美元更强；日元与土耳其里拉等跌幅居前；加密货币全年涨幅可观，狗狗币大涨+3474%，高通胀预期背景下，似乎抢了黄金的风头。

声明：

上述信息属实，但并未全部包含潜在产品投资人评估本产品或进行投资比较的全部信息。历史业绩并不代表未来业绩表现，投资包含风险。本文并不构成向任何人发出认购本产品的建议或邀请。申请购买本产品仅以合同为基础。如果对合同条款有任何疑问，请咨询您的财务顾问并获得其财务建议，以及法律、税收及其他相关事宜。