

2021年私募基金投资策略报告

私募基金投资策略报告

保持组合积极性，多市场分散布局

基本结论

- **股票投资策略——兼顾获取持续稳健收益能力和板块机会弹性的把握能力。**在资产荒的大背景下，A股在全球资产配置中仍将具备较高的吸引力，从中长期角度来讲依旧具备配置价值，股票主动策略作为国内私募基金中最大的类别，仍适合作为组合中的重要部分。短期来看，2021年A股市场在经济增长和货币政策的拉锯过程中，预计仍将以结构性行情主导，且区间波动加剧，因此短期对于该策略的收益预期应适当下调。私募基金管理人选择方面，从A股中长期吸引力和波动贯穿的特征角度出发，一方面，建议着眼管理人获取持续稳定收益的能力，可关注聚鸣、石锋、磐耀、仁桥、中欧瑞博、睿郡、大朴、沆沛、易同、泰旻等。另一方面，部分优秀管理人具有高业绩弹性，从结构性行情主导的特征角度，可着眼这部分管理人对于板块机会的把握能力，建议关注彤源、汉和汉华、希瓦、弘尚、泓澄、善水源、源乐晟、煜德、于翼等。另外，考虑到港股市场相比于A股市场或展现出更高的性价比，建议增配在港股市场中长期投资风险收益配比比较好管理人所管理的产品。
- **股票量化策略——整体环境中性偏乐观，关注策略多维度延展。**短期来看，市场交投活跃度较高，策略运行拥挤适度，叠加股指期货贴水情况快速收敛，甚至近期一度转为小幅升水，市场对于股票量化策略友好度基础犹在，但严重结构分化影响近期量化超额。全年来看，有利因素和不利因素共存：A股市场在投资机会分散化的结构性行情下，总体交易大概率会处于相对活跃状态，叠加量化私募新增规模有望放缓的预期，策略拥挤程度方面尚可；但风格方面，随着经济进一步复苏，中小盘股压倒性优势预计难以持续再现。总体来看，2021年整体运行环境相对中性偏乐观，量化投资仍有获取必要超额收益的空间，只是幅度或有所下降，可以更多关注策略较为丰富且研发能力较强、不断通过对于策略广度和深度的挖掘增强超额回报的优秀管理人，具体建议关注因诺、明宏、灵均、鸣石、幻方、衍复、天演、稳博、进化论、国富等。
- **固定收益策略——利率逐步上行展露配置机会，长期资金可适当介入。**2021年经济基本面对于债券市场相对中性，总体流动性不缺不溢。特殊财政政策退出后，债券供给压力将得到缓解，银行、境外机构等配置力量依旧有支撑，需求面总体稳定。2021年预计利率整体大概率震荡上行，上半年震荡上行，下半年前高后低。组合配置中可适当加入固定收益策略品种，关注利率上行过程中利率债逐步显现的配置机会以及高等级信用品种的投资机会，不过，在股债跷跷板下，债市整体性价比表现或仍将弱于股市。除此之外，随着注册制进一步在A股市场普及，打新增厚收益的吸引力将有望持续，对于以固定收益策略为主，叠加股票打新的复合策略品种也值得关注。
- **期货宏观策略——经济复苏拉动需求，趋势利好量化CTA。**未来经济复苏带动需求持续恢复，将有望继续推升大宗商品行情，因而整体环境利好量化CTA策略，尤其是中长周期趋势策略。从风险的角度考虑，如果需求的复苏不达预期，或流动性方面有所收紧，可能会对商品市场的上涨形成压制。一旦商品市场形成高位震荡，那么中长周期策略将面对一定回撤风险，届时可将中短周期CTA策略和部分稳健的基本面量化策略作为更加保守的策略选择。从组合搭配的角度，由于投资领域的差异，搭配CTA策略对于平衡组合净值波动、提升多样化效果有积极作用。量化CTA策略具体可关注黑翼、宽投、千象、牧鑫、象限、阳泽、呈瑞等，主观宏观策略具体可关注凯丰、泓湖等。

风险提示：国外疫情超预期、经济复苏不达预期、货币政策退出过快等带来的股票市场大幅波动风险。

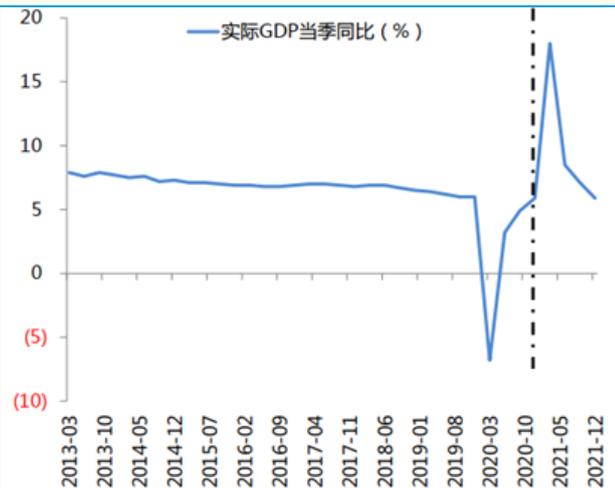
张慧 分析师 SAC 执业编号：S1130515080002
(8610)66216782
zhang_h@gjzq.com.cn

张剑辉 分析师 SAC 执业编号：S1130519100003
(8610)66211648
zhangjh@gjzq.com.cn

一、宏观经济分析

- 2020 年在新冠疫情的影响之下，全球经济大幅波动，我国由于采取了积极有效的应对策略，经济形势改善领先全球。2020 年一季度在严格防疫的背景下，实际 GDP 同比-6.8%（前值 6.0%），整体需求受疫情影响大幅回落。但凭借着果断严格的防控手段，二季度以来经济的暂停键得以快速重启，各行业逐步实现复工复产，叠加逆周期政策的支持，整体经济数据开始出现边际改善，二季度实际 GDP 同比增长 3.2%，三季度实际 GDP 同比增长 4.9%，复苏格局延续。对于未来，国金总量经济中心预测，经济仍将延续弱复苏格局，四季度经济增速将达到 6% 的潜在增速水平，2021 年全年实际 GDP 增速预计在 9% 左右，其中一季度 18%、二季度 8.2%、三季度 7.0%、四季度 5.7%。

图表 1：实际 GDP 增速预测



来源：wind，国金证券研究所

- 疫情爆发后，党和国家领导人多次提出“推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”这一重要战略构想。其中，扩大内需成为了中国经济实现高质量发展的必然要求，对外方面，随着全球经济逐步恢复，预计 2021 年出口依然有望保持较高景气度。具体来看：
 - 投资方面，固定资产投资 11 月同比增速 20.5%，继续上升，累计同比 2.6%，同样扩张。其中制造业投资改善幅度加快，基建和房地产投资有所边际放缓。未来，考虑到经济逐步恢复正常化，叠加财政、货币政策回归常态化，因此基建投资上升方向确定，但空间相对有限；考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资可能已逐步接近高点；需求改善叠加补库存，制造业投资改善或将有所加快，2021 年预计增速在 10% 左右。
 - 消费方面，11 月社零当月同比增长 5%，继续处于回升通道，累计同比跌幅继续收窄，改善幅度有所加快。分项上看，汽车消费保持高增速，地产链条继续改善，石油制品消费依然相对偏弱。从消费能力和意愿来看，疫情使得贫富分化进一步加大，中低端收入群体的消费能力在下降，整体消费意愿也在下降。预计 2021 年难以恢复到疫情前的水平。
 - 外贸方面，11 月出口同比增加 21.1%，继续刷新年内新高。主要源于两方面因素，一是欧美经济复苏带来的全球经济重启，拉动外需回暖，二是国内生产改善明显，与稳外贸政策双管齐下，利好出口。11 月进口有所回落，同比 4.5%，主要与去年基数相对较高有关，从数据来看，中美贸易协议的推进，叠加国内经济复苏、投资拉动，进口有望保持相对稳定。
- 从政策方面来看，由于目前已经渡过了应对危机的时期，提供流动性已经不是当前的主要任务，政策落脚点在于降低实体经济融资成本的同时，避

免流动性过于宽松造成可能的金融市场风险，因此，5 月份以来货币政策都没有再度宽松，呈现边际收紧的状态。2020 年三季度央行发布的货币政策执行报告也在继续维持“稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向”的表述不变的基础上，重提要“把好货币供应总闸门”，可见，货币政策将逐渐回归常态。但由于 PPI 仍然呈现通缩的状态、中美关系存在不确定性、而且从降低实体经济融资成本角度来看，货币政策仍然要引导资金成本的下调，因而综合来看，预计货币政策会相对保持平稳，常态化操作以保证流动性合理充裕，不会急转弯。同时，考虑到地方专项债发行已经结束，财政扩张力度虽边际趋缓，但坚持逆周期调节的方向依然明确，因而总体不必担心宽松政策过快退出的问题。

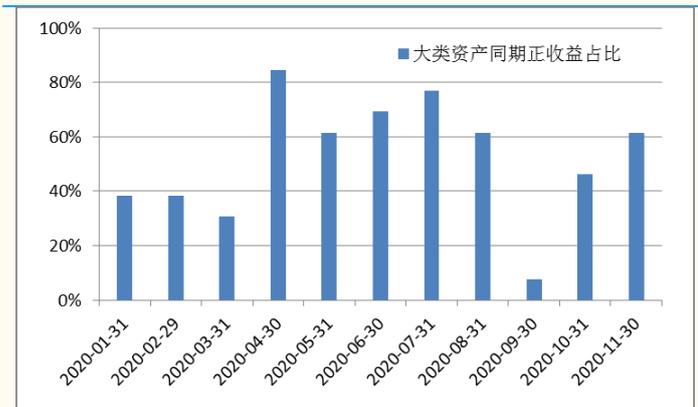
- 十四五规划主题是构建经济发展新格局，重点包括三条主线，其一是内循环为核心的消费主线，其二是科技创新，提高全要素生产率，其三是绿色经济，促进新能源革命。经济增长目标预计在 5% 左右，2035 年 GDP 再翻一番。总体来看，我国经济延续复苏路径，社零数据、制造业投资数据的继续回升，显示经济复苏的同时，整体结构也在不断优化，预计今年货币政策会相对保持平稳，常态化操作以保证流动性合理充裕，信用增速将明显放缓，财政赤字率可能会从 2020 年的 3.6% 以上降至 3% 以下，地方政府专项债券规模可能在 3 万亿元左右，政策常态化回归将是渐进的，市场不必过于担心宽松政策过快退出的问题。未来在财政政策和货币政策的配合之下，我国经济大概率会沿着十四五规划中设定的方向演进，成功转型可期。

二、资产配置效率分析

➢ 波动和分化提供配置基础，策略稳定性提升配置效果

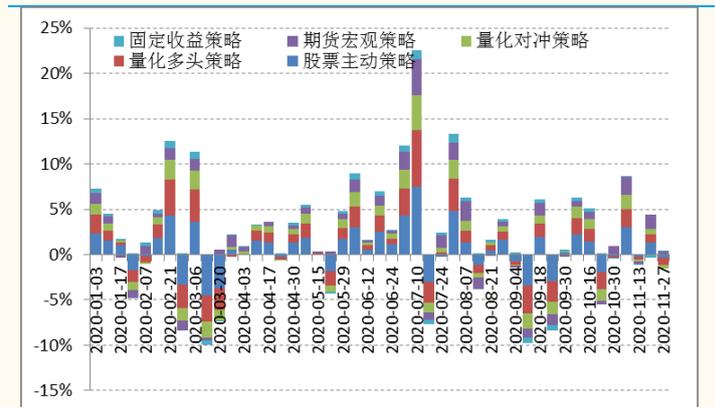
- 2020 年，在疫情这只黑天鹅的影响之下，全球资本市场整体波动明显加剧，大类资产的轮动和分化特征更加明显，各个月份中，股票资产（标普 500 指数、恒生指数、上证综指、沪深 300、中证 500、创业板指数）、债券资产（中债企业债总全价指数、中债国债总全价指数）、商品（ICE WTI 原油、COMEX 黄金、南华工业品指数、南华农产品指数）、外汇（美元兑人民币 (CFETS)）等各类资产之间始终涨跌互现，上述各类指数同期取得正收益的数量占比均分布于 0%（不含）至 100%（不含）之间，即存在着分化和步调的差异，其中，前 11 个月中有 5 个月实现正收益的资产占比不超过 50%，在波动中分化十分明显。
- 落实到产品层面来看，由于基础市场业绩波动的差异性，股票主动策略、量化多头策略、量化对冲策略、固定收益策略、期货宏观策略之间也延续了波幅和步调的差异性。2020 年以来，截止 11 月底的 47 个周中，有 25 个周各策略没有实现全部上涨，占比 53.19%，尽管各个策略类型之间业绩分化的幅度有所差异，但是也有一半左右的时间并未实现全部上涨，这种步调的差异性就为组合投资提供了很好的空间，根据投资组合理论，在构建投资组合中，收益与波动的差异为组合搭配提升总体风险收益配比效果提供了必要的基础。同时，从策略的稳定性上来看，2020 年量化对冲策略和期货宏观策略收益持续性良好，绝大多数月份都保持着正回报，赚钱效应明显。另外，从各个年份的月正率指标来看，自去年开始稳定性显著提升，而且 2020 年的前 11 个月也保持了不错的稳定性。

图表 2：2020 年以来大类资产分化特征



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：五大类策略 2020 年周收益率涨跌互现



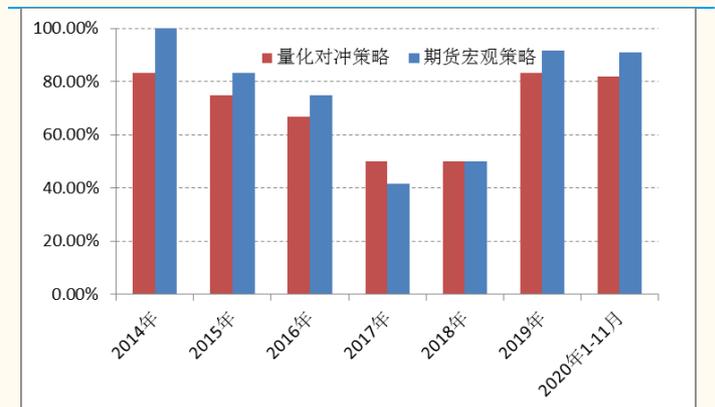
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：收益稳定性良好



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：月正率较高



来源：Wind，国金证券研究所

➤ 多样化优化风险指标，提高风险收益配比效果

- 我们将股票主动策略、量化多头策略、量化对冲策略、期货宏观策略、固定收益策略按照相等权重构建模拟组合，考察该组合的表现。中长期表现方面，截止11月最近三年等权重组合控制向下波动风险的优势十分明显。在2018年全年市场持续下行、2019年贸易摩擦带来的震荡波动、2020年一季度疫情冲击下，等权重组合始终保持了较好的稳定性，回撤幅度显著小于同期股票市场指数，表现出良好的收益持续性和稳定性。具体风险收益指标来看，等权重组合借助于策略之间波动节奏的差异，有效的降低了高风险策略的标准差、最大回撤、下行风险等风险指标，组合收益水平也好于同期市场指数，最终风险收益配比效果表现更佳。

图表 6：等权重组合三年期收益表现（截止 11 月）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：等权重组合 2020 年以来收益表现（截止 11 月）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：等权重组合风险收益特征

等权重组合三年期风险收益指标							
	股票主动策略	量化多头策略	量化对冲策略	期货宏观策略	固定收益策略	等权重组合	上证指数
期间回报	34.99%	33.95%	30.15%	48.39%	19.17%	33.45%	2.25%
年化标准差	13.71%	10.95%	6.74%	5.87%	1.78%	7.39%	16.92%
年化夏普比率	0.69	0.81	1.12	2.03	2.45	1.14	0.04
最大回撤	19.42%	13.07%	5.92%	1.34%	0.54%	6.96%	28.35%
下行风险	39.35%	27.73%	14.45%	7.22%	1.40%	16.03%	64.38%
等权重组合 2020 年风险收益指标							
	股票主动策略	量化多头策略	量化对冲策略	期货宏观策略	固定收益策略	等权重组合	上证指数
期间回报	27.52%	21.43%	18.67%	25.77%	6.63%	19.92%	11.20%
年化标准差	15.42%	12.09%	8.53%	7.97%	2.24%	8.79%	17.01%
年化夏普比率	1.71	1.70	2.07	3.02	2.48	2.14	0.67
最大回撤	4.65%	3.95%	2.49%	1.34%	0.54%	2.59%	9.83%
下行风险	8.98%	6.44%	3.44%	1.34%	0.77%	3.50%	15.66%

注：统计数据截止 2020 年 11 月。

来源：Wind，国金证券研究所

三、2021 年私募基金投资建议

- 股票投资策略——兼顾获取持续稳健收益能力和板块机会弹性的把握能力。随着疫情冲击逐渐弱化，在各类刺激政策的带动下，未来全球经济共振复苏是大概率事件，中国经济加速恢复带动上市公司盈利将同步改善。在资产荒的大背景下，A 股在全球资产配置中将具备较高的吸引力。因此，从中长期角度来讲，A 股市场依旧具备配置价值，股票主动策略作为国内私募基金中最大的类别，仍适合作为组合中的重要部分。短期来看，2021 年 A 股市场的核心矛盾仍然是经济增长和货币政策的拉锯，预计整体市场仍将以结构性行情主导，且区间波动加剧，因此短期对于该策略的收益预期应适当下调。私募基金管理人选择方面，从 A 股中长期吸引力和波动贯穿的特征角度，一方面，建议着眼管理人获取持续稳定收益的能力；另一方面，部分优秀管理人具有高业绩弹性，从结构性行情主导的特征角度，可着眼这部分管理人对于板块机会的把握能力，选出对于行业、个股机会把握能力较强的管理人，对于投资组合进行补充。另外，考虑到港股市场不论是经济基本面、企业盈利状况、估值水平、AH 溢价情况，还是标的的稀缺性，以及中概股回归的大势所趋，均向着有利的方向演进，相比于 A 股市场或展现出更高的性价比，建议增配在港股市场中长期投资风险收益配比较好管理人所管理的产品。
- 股票量化策略——整体环境中性偏乐观，关注策略多维度延展。短期来看，市场交投活跃度较高，量能上升，策略运行拥挤适度，而且，在市场表现持续回暖下，股指期货贴水情况快速收敛，甚至近期一度转为小幅升水，市场对于股票量化策略友好度基础犹在。从全年角度来看，有利因素和不利因素共存：A 股市场 2021 年在投资机会分散化的结构性行情下，总体交易大概率会处于相对活跃状态，叠加股票量化策略私募基金新增规模预计有所放缓的预期，因此策略拥挤程度方面尚可；但从市场风格来看，随着经济的进一步复苏，预计低估值板块、顺周期行业仍将表现出较好的投资机会，尽管受益于十四五规划的高质量成长性行业仍将会是中长期边际弹性更高的投资方向，但中小盘股压倒性的优势预计难以持续再现。总体来看，2021 年整体环境对于股票量化策略的运行相对中性偏乐观，量化投资仍有获取必要超额收益的空间，只是幅度或有所下降，可以更多关注策略较为丰富且研发能力较强、不断通过对于策略广度和深度的挖掘增强超额回报的优秀管理人。
- 固定收益策略——利率逐步上行展露配置机会，长期资金可适当介入。2021 年总体经济基本面对于债券市场相对中性，总体流动性不缺不溢，以保持对经济恢复的必要支持力度。从供需结构来看，2021 年特殊财政政策退出后，债券供给压力将得到缓解，银行、境外机构等配置力量依旧有支撑，需求面总体稳定。2021 年预计利率整体大概率震荡上行，上半年震荡上行，下半年前高后低。组合配置中可适当加入固定收益策略品种，关注利率上行过程中利率债逐步显现的配置机会以及高等级信用品种的投资机会，不过，在股债跷跷板下，债市整体性价比表现或仍将弱于股市。除此之外，随着注册制进一步在 A 股市场普及，打新增厚收益的吸引力将有望持续，对于以固定收益策略为主，叠加股票打新的复合策略品种也值得关注。落实到管理人的选择上，考虑到私募基金在该领域的策略优势比较有限，我们建议通过严格考察中长期以及各市场特征阶段的业绩表现和风控能力，匹配公司资本实力、固收平台优势、信评能力等等指标，结合调研对于公司的深度了解，筛选其中优势公司进行布局。
- 期货宏观策略——经济复苏拉动需求，趋势利好量化 CTA。未来经济复苏带动需求持续恢复，将有望继续推升大宗商品行情，因而整体环境利好量化 CTA 策略，尤其是中长周期趋势策略。当然，从风险的角度考虑，如果需求的复苏不达预期，或流动性方面有所收紧，可能会对商品市场的上涨形成压制。一旦商品市场形成高位震荡，那么中长周期策略将面对一定回撤风险，届时可将中短周期 CTA 策略和部分稳健的基本面量化策略作为更加保守的策略选择。而且，从组合搭配的角度来看，由于投资领域的差异，CTA 策略与股票策略、债券策略之间有着较低的相关性，因而，在投资组

合中配置一定的量化 CTA 策略品种，对于平衡组合净值波动、提升多样化效果有积极作用。

3.1、股票投资策略：兼顾获取持续稳健收益能力和板块机会弹性的把握能力

3.1.1 市场趋势分析：整体运行环境良好，关注经济增长与政策收缩的矛盾

➤ “双循环”战略构想加速经济修复

■ “双循环”战略构想下，消费和出口将成为中国经济复苏的主要驱动力。疫情冲击下上半年社零消费大幅下降，考虑到疫情对收入分配产生了较大的影响，消费修复或需要更长的时间，特别是中低收入家庭的消费。根据前文对于宏观经济数据的分析，11 月社会消费品零售总额同比增长 5%，尽管持续修复，但距离疫情前的均值仍有较大差距，未来仍有显著的改善空间。2020 年中国出口表现强劲，一方面受益于防疫物资出口以及进口替代效应，另一方面受益于东南亚出口订单转移，这是出口持续超预期的主要原因，预期今年全球贸易复苏或成为出口的主要推动力，出口依然有望保持较高景气度。总体来看，在“推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”重要战略构想下，经济加速修复可期。

➤ 企业利润预计改善可期，龙头优势进一步凸显

■ 随着经济逐步复苏，上市公司营收和利润率也将同步改善。一季度在疫情冲击下，A 股（非金融）公司营收和净利增速大幅下滑，达到-12.3%和-52.3%的低点，但随着疫情的缓和以及内需扩张的推动，上市公司营收和利润率不断改善，预计 2020 全年利润增速小幅负增长，非金融企业利润增速或达-1.5%，2021 年在低基数和名义 GDP 上行带动下，非金融企业预计利润增速或达 29%左右。就各大板块业绩而言，从工业企业利润数据来看，在经济复苏周期的推动下，钢铁、煤炭等恢复相对较慢的上游行业正在同步加快复苏，截至 10 月，钢铁、煤炭等行业利润总额负增长明显缩减。而且，疫情的冲击也是对企业的一次很好的考验，融资能力和产品竞争力较低的中小企业将被动退出市场，加速近年来行业集中度提升的趋势，龙头企业的市场份额越来越大，业绩也将得到进一步提升。未来随着估值修复逐渐完成，市场将会由估值修复向业绩驱动转换，中长期依旧具备较好的投资价值。

图表 9：自上而下业绩预测

自上而下A股(非金融)盈利预测							
	2018年(A)	2019年(A)	2020Q1(A)	2020Q2(A)	2020Q3(A)	2020年(E)	2021年(E)
营收增速 (%)	12.66	7.79	-12.30	-5.07	-1.07	1.00	17.00
净利润率 (%)	4.61	4.10	2.86	4.23	5.05	4.00	4.40
净利润增速 (%)	-5.4	-4.1	-52.3	-24.4	-5.7	-1.5	28.7

说明：(A)表示实际值、(E)表示预测值

来源：wind，国金证券研究所

➤ 优质资产受益流动性外溢，国内外增量资金流入可期

■ 疫情冲击下，全球主要央行都采取了新一轮的宽松政策，面对冬季海外疫情加剧对于经济活动的影响，预计全球宽松的流动性环境仍将持续一段时间。而中国的积极抗疫政策使得国内经济在全球范围内率先开启复苏进程，中国对发展资本市场的重视程度前所未有，从全面推行 A 股注册制改革到加快资本市场对外开放，都为优质股票的持续慢牛奠定了基础。因此，在资产荒的大背景下，A 股中的优质资产对于海外资金来讲将具备相对较高的吸引力，加上人民币仍然具有升值空间，外资回流中国也会是长期趋

势，未来 A 股或将持续受益全球流动性外溢。与此同时，在理财收益率不断下行和“房住不炒”政策共享下，居民财富从固收类资产、房地产向权益类资产转移的趋势不会改变，而政策层面鼓励发展权益类基金，并引导保险资金、社保基金、养老金等中长期资金入市，机构投资者规模也在稳步增加，未来境内增量资金仍将有入市的潜力。

图表 10：北向资金净流入 A 股规模（亿元，月度，截至 12 月 18 日）

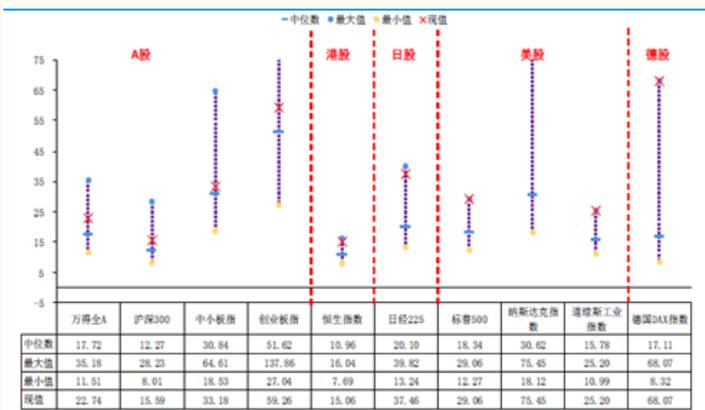


来源：wind，国金证券研究所

➤ 估值仍处合理区间，大多数行业存在继续修复机会

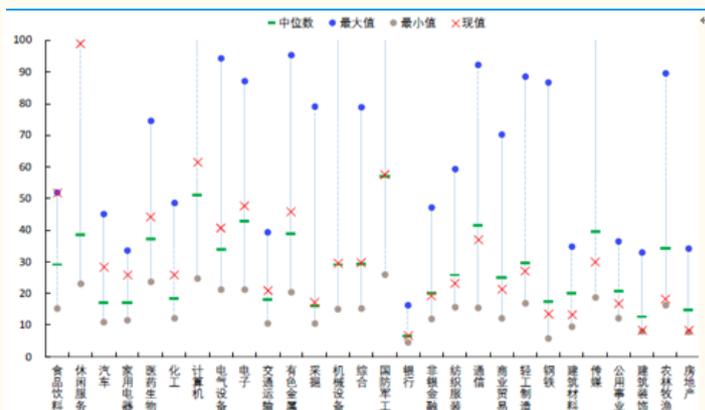
■ 从市场整体估值水平来看，尽管过去一年多时间在成长股行情的带动下，A 股整体估值明显回升至历史中位上方，但与海外其他市场相比，仍然具有较好的估值优势。而且，从细分行业来看，目前仅食品饮料、休闲服务两大行业估值水平处于历史高点，TMT、汽车、新能源等板块尽管估值水平仍处于均值上方，但经历了调整之后，目前估值已有所回落，另有大部分行业整体估值在均值附近甚至均值下方，随着经济周期的轮动，将会存在估值修复的可能。而且，在利率中枢下移、潜在增长率下行的约束之下，预计固定收益类产品、银行理财等收益率会继续下行，这将有助于资产配置由类固收产品向股票市场移动，支撑股票市场总体估值。

图表 11：全球主要指数 PE(TTM)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：A 股主要行业估值水平 (PE)



来源：Wind，国金证券研究所

➤ 政策收缩趋于常态化，或将对高估值板块形成压力

■ 2020 年上半年为了刺激经济复苏，保持流动性合理充裕，央行三次降准降息，同时还通过各类货币政策工具投放了大量的基础货币，统计显示，新冠肺炎疫情以来，我国共计推出了 9 万亿元货币资金的货币政策应对措施，广义货币和社会融资规模增速高于前一年，金融对实体经济保持了较强的支持力度。与此同时，财政赤字规模比上年增加 1 万亿元，发行抗疫特别国债 1 万亿元，地方政府专项债券 3.75 万亿元。在之前财政政策高基数的基础之上，以上三项合计净增加 3.6 万亿元财政支持。

- 下半年之后货币政策逐渐趋于常态化，三季度货币政策委员会例会首提“坚持结构调整的战略方向”，政策导向更加趋向于防风险和调结构。在正常化货币政策导向下，预计货币政策基准利率大概率不变，货币投放量或缩量。而这一轮市场上行的核心推动因素是流动性宽松背景下，业绩持续修复，行业估值中枢不断抬升。当前部分板块的高估值透支了未来多年的增长，如果流动性收缩，高估值或存在一定压力。但考虑到当前经济呈现投资偏强、消费偏弱的格局，仍然处于弱复苏状态，国金总量经济中心预计货币政策将会相对保持平稳，常态化操作以保证流动性合理充裕，考虑到地方专项债发行已经结束，财政扩张力度虽边际趋缓，但坚持逆周期调节的方向依然明确，市场不必担心宽松政策过快退出的问题。
- 总体来看，在资产荒的大背景下，A 股中的优质资产对于海外资金来讲仍将具备较高的吸引力，加上人民币仍然具有升值空间，未来 A 股或将持续受益全球流动性外溢。与此同时，居民财富从固收类资产、房地产向权益类资产转移的趋势不会改变，机构投资者规模也在稳步增加，未来境内增量资金也有入市的潜力。2021 年，疫情冲击逐步弱化，在各类刺激政策的带动下，全球经济共振复苏，中国经济有望加速恢复，上市公司盈利将同步改善，但经济加速复苏同时，政策将会逐步收缩。因此，“经济回升，政策收缩”的宏观环境特征，预示着 2021 年 A 股市场的核心矛盾仍然是经济增长和货币政策的拉锯。
- 尽管从多方面角度综合来看，2021 年 A 股市场仍然面临着良好的运行环境，但是考虑到经济增长和货币政策拉锯的核心矛盾、资管新规过渡期即将到期对信用环境的影响、中美博弈的走向、以及疫情在海外的演进情况等等的不确定性，预计整体市场在 2021 年大概率会区间波动，向上空间有限，向下空间同样有限，考虑到企业盈利恢复的确定性，未来更应当关注估值修复向盈利驱动转换的机会。

3.1.2 市场机会分析：关注投资机会的扩散，兼顾低估值、顺周期、高成长

- 2021 年投资机会扩散将是大概率，在十四五规划和双循环轨道下，消费和科技依然是比较好的中长期主线，与此同时，随着全球经济的复苏共振，顺周期行业的盈利将有望抬升，低估值价值股的估值修复机会也值得关注。
- **关注一：低估值价值股。** 低估值的价值股业绩普遍和经济周期关联度较高，在经济回升或者高增长阶段，各行业业绩增速均相对较高，此时增长变得不那么稀缺，价值股相对于成长股往往相对占优。从流动性角度来看，随着经济企稳回升，未来货币政策将逐步趋于常态化，利率易上难下，资产久期相对较短的价值股则相对受益。从通胀预期的变化来看，无论是中国还是全球大宗商品，疫情后在供给收缩和需求恢复的背景下商品价格均呈现上升趋势，市场通胀预期逐步升温。通胀预期的变化一方面反映了市场对经济基本面的预期，另一方面也表现为利率曲线的形态，因此通胀预期升温也将有利于价值风格。具体来看，保险、银行等低估值金融板块的机会值得关注，一方面存在估值修复机会，另一方面受益于利率曲线陡峭化，由于银行业绩增速与加权贷款利率呈现一定的正相关关系，随着经济的复苏和通胀预期的上升，银行息差触底回升，将推动银行业绩不断改善，保险公司业绩同样会受益于利率曲线陡峭化。
- **关注二：顺周期行业。** (1) 有色、化工。受益于全球需求复苏，大宗商品、工业金属和部分化工品种或构成涨价主线，特别是那些供给端结构相对优化的品种。工业金属、化工品等属于周期性较强的行业，受到全球需求周期的驱动，价格走势与全球制造业 PMI 走势相关性明显。(2) 耐用消费品。耐用消费品作为典型的早周期品种将率先受益于经济复苏，同时政策刺激消费也将带来相关行业景气回升，此外今年地产竣工或维持高景气，地产竣工产业链行业或充分受益。具体可关注汽车、家电、家具、消费建材等。(3) 困境反转行业。受到消费场景限制的影响，航空、机场、酒店等在疫情中受冲击较大，后期恢复也相对滞后，预期疫情极大缓和后，航空、机场、酒店等行业困境反转，业绩超预期恢复。
- **关注三：科技行业。** “十四五”规划建议稿强调坚持创新驱动发展，科技自立自强，加快在关键核心技术领域实现突破，要求在社会主义市场经济条

件下的新型举国体制，打好关键核心技术攻坚战。现阶段正是中国战略转型升级的关键时期，这一战略方向决定了科技行业仍应当作为中长期投资主线。(1)“十四五”规划将 5G、人工智能等“新基建”行业作为未来国家战略中的重要发展目标，叠加海外技术封锁带来的技术替代需求，预期在中长期维持较高增速，存在戴维斯双击机会。(2) 新能源产业。“十四五”规划倡导发展绿色经济，提高可再生能源比例，未来风电、光电发展潜力巨大，同时作为用能、储能的终端，新能源车需求端拐点已至，2021 年销量有望快速增长，同时在 5G 技术的加持下，新能源汽车将具备更多功能，从单纯的交通运输工具逐渐转变为智能移动空间和应用终端，成为新兴业态重要载体。

- 对于 2021 年的投资机会，各家私募基金具体关注的领域和逻辑如下表所示，主要涉及消费、科技、顺周期、高端制造等大方向。

图表 13：部分私募基金 2021 年投资机会预判

看好领域	判断逻辑
大消费	<p>中长期来看，中国大消费领域的优质公司仍值得战略性看好，属于高质量成长。大消费虽然 2020 年已经涨了很多，但未来在收益预期不是特别高的情况下，其实还是一个漏不掉的、不能错过的方向。中国的消费品会大量涌现为现在的品牌创造提供土壤。而且，我们信息传播的方式跟别的国家相比有很大的优势，消费群体也在换代，确实能够不断的出现一些中国自己的大品牌。另外，在经济转型、经济降速的背景下未来能继续维持高景气度的行业越来越少，而中国居民及外资不断增加对 A 股的配置是大方向，真正有核心竞争力的消费品龙头企业的估值很难大幅回落。</p> <p>大消费的细分领域很多，包括食品饮料（白酒、调味品、速冻食品、休闲食品、乳制品）、医药、港股物业、消费电子、港股教育、化妆品、轻工等等，各个细分行业的龙头公司持续受益于行业渗透率的提高以及行业集中度的提高，市场给予这些公司较高的估值相当程度上是因为增长的持续性较强，永续增长率较高。</p>
细分领域	判断逻辑
新兴消费	新兴消费里包括了电子烟、医美、潮玩、茶饮等新型消费方向，这些细分行业在人口红利巨大的中国，随着渗透率提升，依旧有较为广阔的空间。
可选消费	其中有着高资产壁垒的公司在经济上行阶段将充分受益于经济扩张。
医药医疗	该行业属于高质量成长行业，随着技术创新的加快，该领域还具有较大的成长空间。具体来看，医药主要的机会是腾笼换鸟，即普药换创新药，中国创新药的周期也不会特别长，以前是仿别人的分子式，现在是仿靶点，中国医药的工程师很多，同样一个靶点，基本站在两三年的角度，马上会变成一个普药。另外，就是长期来看，医生的行为在改变，在控费的逻辑下药品占比会进一步下降，会通过提升服务费的这种方式来改变整个医院的收费的结构，这也是另外一个腾笼换鸟的方向。
看好领域	判断逻辑
科技	科技创新代表着效率改进的方向，科技的国产替代，特别是核心技术已经上升到国家的战略层面，这也是科技股长期趋势性机会的大逻辑。
细分领域	判断逻辑
互联网	虽然现在互联网领域短期在反垄断中受到很大的影响，但这个领域依旧是中国非常有投资机会和创新活力的领域。互联网行业的竞争格局并不是一成不变的，但商业模式的护城河往往起到决定性的作用。随着流量成本逐渐高企，对于互联网巨头，能否内生性生产流量并利用流量反哺其生态是平台护城河的具现。在互联网人口红利逐渐消退、公域流量被充分开发的今天，私域流量具备直接触达、重复利用、强客户关系链等特征，其重要性与价值越发珍贵，具备核心竞争力的互联网巨头以及服务型的 SaaS 企业都将深度受益。总体来看，景气度依然可观，属于长期空间比较大的行业。
TMT	5G 现象级应用、云计算、AR/VR 等，这些行业都有潜在爆发的可能，关注细分赛道里具体的商业运用场景，以及他们可能创造的更多外部性需求。
看好领域	判断逻辑
顺周期行业	顺应经济复苏趋势，未来一段时间低估值顺周期核心资产与高估值优质价值成长资产仍有望共同表现。
细分领域	判断逻辑
军工	伴随着军队装备条例的发布，军改基本告一段落。军队装备的升级，既符合中国的经济实力，也是为世界潜在摩擦风险的必要性做准备。
资源类	如果经济快速复苏，可能会面临资源品短期供给不足，叠加流动性泛滥，适当的资源搭配将是一种既对抗通胀，又能兼顾进攻的一种配置。具体来看，有色行业同样属于重资本或厚渠道的核心经营资产，在经济上行阶段，有着高资产壁垒的公司，将充分受益于经济扩张，因为需求改善下，企业盈利将增长强劲，或增长持久性较好。
制造业	2020 年很多的制造业领域短期可能受益于外国供应链制约的影响，从而获得了一些份额，但其实更多的是进入了

一些市场，一旦进入以后，中国产品的性价比大概率会成为长期占领份额的契机。未来，受益于全球经济的复苏，将具备一定的增长空间。特别是等到供应链最上游的芯片进一步在供应链上完善以后，中国制造的优势会进一步发挥出来。

看好领域	判断逻辑
高端装备制造	12 月底中欧投资协定的落地降低了全球贸易“去中国化”的风险，在美国新一轮财政政策的刺激下，中国高端制造业将充分受益于海外需求的复苏，并由此开启新一轮的制造业升级周期，中国高端制造业将加快数字化、自动化以及智能化的转型步伐。这类公司有着重资本或厚渠道的核心经营资产，属于高资产壁垒的公司，在经济上行阶段，在需求改善下，将充分受益于经济扩张，往往企业盈利增长强劲或增长持久性较好。
细分领域	判断逻辑
新能源车	2020 年是新能源汽车行业的元年，该行业是供给创造需求的行业，有更多受欢迎的车出来渗透率提升就会很快。而且，新能源车是全球各种分裂意识形态的最大公约数，美国、欧洲、中国，碳中和与碳达峰将是不同意识形态下拉动经济快速复苏的共识。

来源：国金证券研究所

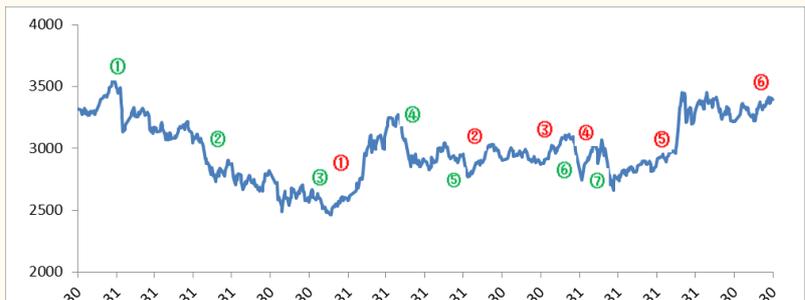
3.1.3 股票投资策略基金筛选

- 基于前文对于股票市场的判断，随着疫情冲击逐渐弱化，在各类刺激政策的带动下，未来全球经济共振复苏是大概率事件，中国经济加速恢复带动上市公司盈利将同步改善。在资产荒的大背景下，A 股在全球资产配置中将具备较高的吸引力。因此，从中长期角度来讲，A 股市场依旧具备配置价值，股票主动策略作为国内私募基金中最大的类别，仍适合作为组合中的重要部分。短期来看，2021 年经济加速复苏同时，政策将会逐步收缩，在“经济回升，政策收缩”的宏观环境特征下，2021 年 A 股市场的核心矛盾仍然是经济增长和货币政策的拉锯，同时，资管新规过渡期即将到期对信用环境的影响、中美博弈的走向、以及疫情在海外的演进情况都存在不确定性，预计整体市场在 2021 年仍将以结构性行情主导，且区间波动加剧，因此短期对于该策略的收益预期应适当下调。

思路一：A 股中长期吸引力+波动贯穿，着眼获取持续稳定收益的能力

- 具体管理人的选择方面，可以考虑从取得持续稳定收益能力的角度入手，这里主要采用情景分析法进行筛选，考察过去三年 A 股市场主要涨跌阶段各家基金公司的综合表现。众所周知，波动始终贯穿于股票市场中，在波动中既孕育着机会，也隐藏着风险，尽管再优秀的管理人也不可能做到每一次都精准预判，但对于主要的行情和回调事件还是应当能够恰当把握的，而这种应对能力则可以作为判断管理人投资管理能力的一项标准。而且，历史经验表明，只要对于大多数阶段行情和风险冲击做到了较好的处理，中长期大概率可以呈现出的较高的投资收益。因此，这里我们通过通过对过往各个阶段管理人的业绩表现的测算，来筛选对于中长期投资机会持续把握能力较强的管理人。
- 我们在 A 股市场截止 2020 年 11 月过去三年的时间中，截取了多个涨跌较为明显的阶段，具体如图表所示。由于私募基金净值发布周期多以月度为主，为了统计区间的同步性，这里在对于市场阶段的划分上也采用了按照月度来进行划分的方式，因而，对于部分情景由于并非完全覆盖会存在一定的误差。

图表 14：市场主要阶段划分（上证指数）



图表 15：市场主要阶段划分

主要下跌阶段		主要上涨阶段	
① 美股大跌传导	2018 年 2 月	① 暖春行情	2019 年 1 月-3 月
② 贸易战升级	2018 年 6 月-9 月	② 逆周期政策发力	2019 年 8 月
③ 年末加速下跌	2018 年 12 月	③ 贸易协议落地，躁动行情开启	2019 年 12 月
④ 暖春回调	2019 年 4 月-5 月	④ 暴跌后反弹	2020 年 2 月
⑤ 贸易摩擦升级	2019 年 7 月	⑤ 经济复苏叠加流动性充裕上涨	2020 年 4 月-2020 年 7 月
⑥ 节前落袋叠加疫情引发暴跌	2020 年 1 月	⑥ 周期性行业带领下上行	2020 年 11 月

⑦海外疫情加剧 2020年3月

来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

- 计算股票主动策略产品在上述各个阶段的收益表现, 将同一管理人旗下产品进行平均, 得到共计 8010 家管理人的各阶段收益数据。随后, 按照上行和上行阶段均能把握住三分之二的机会的标准进行筛选 (即在以上 7 个下跌情景中, 有 5 个及以上收益率排名处于前 50%, 与此同时, 在以上 6 个上涨情景中, 有 4 个及以上收益率排名处于前 50%), 满足条件的共计 120 家管理人。剔除旗下仅有 1 只产品以及没有最近三年业绩的公司, 剩余 80 家管理人脱颖而出, 这 80 家管理人中有 75 家最近三年的收益水平都在同业前 50%, 可见, 对于主要阶段行情应对能力较强的管理人的确能够取得较好的中长期回报。这里受制于篇幅的限制, 仅列示了这 80 家中最近三年业绩排名前三之一的 56 家公司在各个阶段的业绩表现, 以供参考。

图表 16: 对应情景分析阶段管理人业绩表现

公司	美股大跌传导	贸易战升级	年末加速下跌	暖春回调	贸易摩擦升级	节前落袋叠加疫情引发暴跌	海外疫情加剧	暖春行情	逆周期政策发力	贸易协议落地, 躁动行情开启	暴跌后反弹	经济复苏叠加流动性充裕上涨	周期性行业带领下行
上海天倚道	-5.13%	-6.21%	-1.14%	1.63%	1.90%	1.23%	-2.23%	55.08%	1.25%	6.44%	2.17%	25.56%	4.50%
上海泉汐	21.71%	-5.48%	2.85%	2.38%	5.97%	10.86%	3.37%	4.65%	-2.49%	11.91%	17.57%	39.79%	5.44%
广东冠丰	-7.58%	-10.39%	0.09%	14.92%	1.18%	39.29%	9.91%	16.22%	1.28%	19.49%	3.47%	82.44%	19.99%
广州市圆石	2.19%	13.18%	12.28%	-4.92%	3.28%	26.50%	-17.68%	16.65%	3.83%	2.37%	36.10%	86.83%	4.10%
上海润桂	5.42%	-7.22%	-5.32%	-0.56%	1.07%	6.28%	-3.49%	20.25%	3.10%	5.27%	10.95%	67.53%	7.24%
上海留仁	-0.86%	-3.12%	-4.23%	0.17%	-0.92%	11.45%	6.24%	42.14%	6.83%	-1.47%	2.60%	58.44%	-0.24%
上海胤狮	-0.30%	-5.85%	-2.41%	-0.79%	3.99%	3.23%	-8.87%	31.24%	-1.13%	7.26%	-0.32%	33.89%	8.02%
玄卜投资(上海)	-2.43%	-1.63%	-3.54%	4.73%	10.72%	14.42%	-14.35%	53.94%	0.74%	-6.48%	16.13%	45.23%	-2.53%
上海聚鸣	3.24%	-8.66%	-2.87%	-3.19%	1.64%	10.84%	-2.55%	23.76%	5.89%	5.54%	5.16%	45.02%	2.87%
宁波骏晓	6.48%	12.02%	-1.91%	-1.10%	0.62%	-1.51%	0.48%	40.37%	-2.39%	3.41%	6.31%	24.10%	2.47%
青骊	-1.50%	-10.39%	-3.24%	6.55%	1.31%	14.94%	-0.92%	23.42%	0.45%	14.02%	9.86%	26.34%	1.58%
泉州泓翊	-3.09%	-19.88%	1.71%	-1.70%	1.17%	0.85%	3.18%	20.91%	8.71%	9.85%	29.73%	17.63%	3.30%
上海复熙	0.84%	9.49%	-0.38%	1.88%	1.54%	5.33%	2.30%	9.78%	1.52%	8.44%	4.98%	8.36%	3.35%
上海石锋	-1.78%	-8.38%	-0.98%	-0.70%	0.59%	2.95%	-3.24%	25.90%	5.95%	1.77%	3.76%	67.39%	-2.00%
凯信	-2.79%	-2.53%	0.47%	2.46%	-0.22%	1.78%	-6.74%	25.97%	0.00%	6.26%	-2.12%	43.23%	3.03%
杭州沁源	-2.12%	-7.77%	-3.35%	1.68%	6.22%	3.42%	2.38%	14.97%	5.53%	7.35%	5.82%	29.17%	1.20%
上海森旭	19.41%	-4.38%	-2.80%	1.53%	0.67%	2.94%	-4.56%	27.09%	6.84%	4.43%	1.06%	25.71%	7.68%
上海黑极	-3.26%	-5.81%	-8.43%	-6.16%	1.50%	3.68%	-2.28%	37.43%	0.45%	5.24%	13.34%	19.98%	3.71%
北京仓红	-4.74%	-3.70%	0.62%	-2.92%	13.42%	3.17%	-3.85%	49.43%	2.03%	1.17%	9.89%	28.98%	-1.99%
循远(上海)	3.37%	-3.72%	-1.32%	-1.78%	1.67%	-0.46%	-2.11%	24.84%	6.57%	3.73%	4.35%	35.48%	1.71%
鲤鱼门(深圳)	-4.71%	-4.22%	-0.64%	3.47%	0.47%	-5.97%	-2.85%	40.19%	11.10%	7.19%	-3.33%	29.23%	6.23%
上海磐耀	-0.46%	0.00%	-1.58%	-1.59%	2.69%	-1.51%	-1.13%	12.18%	0.78%	5.07%	9.30%	25.87%	4.10%
北京致顺	-4.93%	-6.14%	-1.48%	-2.91%	0.23%	16.48%	3.86%	28.34%	-0.79%	13.19%	1.79%	35.91%	2.96%
深圳市前海登程	-1.11%	-3.10%	-7.45%	-5.09%	1.70%	3.77%	0.13%	23.63%	2.84%	4.94%	-0.16%	36.42%	4.98%
上海鹤骑鹰	-0.97%	1.43%	-0.12%	0.96%	-0.43%	2.08%	-5.35%	7.14%	1.67%	4.37%	2.12%	26.89%	6.41%
仁桥(北京)	-3.61%	-1.97%	-0.90%	-2.34%	0.89%	3.15%	-2.50%	10.88%	3.71%	7.69%	1.54%	29.09%	7.10%
信辰(深圳)	-0.64%	0.43%	-0.53%	-1.92%	-0.29%	0.91%	-4.76%	30.91%	0.43%	3.14%	22.96%	26.33%	1.61%
上海小鳄	-2.00%	-0.68%	-0.27%	10.33%	7.25%	4.33%	-2.37%	13.75%	0.89%	9.39%	0.25%	23.83%	3.68%
磐厚蔚然(上海)	-0.22%	-0.86%	-4.15%	-3.00%	0.92%	-0.05%	-2.28%	13.60%	1.91%	4.52%	4.45%	36.03%	1.68%
深圳汇升同道	-1.73%	-5.19%	-0.74%	-5.04%	16.55%	4.28%	-7.05%	14.96%	-3.23%	10.58%	8.96%	23.34%	8.23%
深圳市前海四创	-1.16%	-0.58%	0.58%	2.63%	-3.90%	-0.98%	0.37%	42.68%	14.90%	8.13%	-7.15%	35.50%	2.24%
北京正道兴达	-2.44%	-2.58%	0.01%	-10.11%	4.30%	1.07%	0.96%	20.03%	4.03%	5.15%	0.23%	7.64%	4.52%
上海综艺控股	3.55%	-4.92%	-0.73%	-3.73%	-0.36%	6.00%	-5.83%	16.29%	3.60%	4.42%	6.11%	37.82%	4.40%
广东谢语辰阳	-3.47%	-3.05%	-1.60%	-3.93%	0.82%	0.85%	-0.61%	18.26%	5.89%	3.94%	-1.48%	30.45%	5.82%
西藏合众易晟	-0.46%	-8.76%	-2.42%	0.80%	2.25%	2.03%	-1.34%	17.07%	4.55%	7.83%	0.13%	26.78%	4.67%
上海睿那	-0.87%	-6.90%	-1.77%	1.89%	1.36%	2.18%	-2.16%	16.95%	1.48%	5.40%	2.61%	22.38%	7.11%
深圳市中欧瑞博	-0.67%	-15.50%	-2.02%	-3.15%	1.71%	4.92%	-5.31%	22.59%	5.12%	5.45%	2.78%	27.01%	4.55%
深圳前海天下溪	3.52%	48.88%	0.19%	10.28%	-0.46%	10.28%	-35.74%	21.50%	-3.63%	11.45%	5.50%	240.71%	-14.98%
上海商羊	-5.18%	4.71%	-0.02%	3.88%	0.19%	2.25%	-2.84%	16.83%	2.50%	4.44%	1.82%	7.81%	7.49%
上海宏羽	-0.56%	-2.13%	-1.37%	-10.91%	0.74%	11.44%	-0.50%	16.89%	9.44%	6.93%	19.23%	29.61%	-4.91%
巨杉(上海)	-5.61%	-4.49%	-0.26%	0.57%	0.41%	-1.18%	-3.48%	6.25%	3.51%	6.07%	-1.53%	24.95%	4.93%
深圳天生桥	-3.73%	-16.22%	1.68%	-0.67%	2.53%	1.07%	-2.02%	16.78%	0.61%	-1.70%	5.11%	24.66%	2.70%
深圳前海瑞珈方匯	-2.57%	-4.75%	4.05%	-6.56%	3.22%	2.18%	1.89%	28.34%	2.39%	7.86%	-0.25%	24.08%	4.08%
上海翔鹏	0.37%	-6.25%	-1.46%	-2.74%	-1.04%	2.01%	-6.72%	12.08%	1.92%	6.47%	-2.45%	23.98%	2.61%
北京风雪	-2.92%	-12.73%	1.83%	10.76%	-3.51%	5.18%	-0.92%	29.89%	6.38%	5.58%	7.04%	2.08%	1.33%
上海甄投	-2.71%	-9.36%	-1.93%	-1.47%	2.80%	6.79%	-9.53%	37.16%	3.03%	7.15%	-3.42%	3.82%	2.37%
广州市航长	-1.90%	0.55%	-0.30%	1.97%	1.00%	0.32%	-0.31%	18.90%	0.74%	3.98%	3.72%	15.19%	7.00%
上海兴聚	-3.28%	-5.91%	-2.51%	-3.68%	2.40%	-1.23%	-3.23%	18.16%	-0.92%	4.74%	-0.21%	25.20%	2.56%
上海大朴	-1.62%	-5.05%	-5.67%	-2.46%	2.64%	3.09%	-5.10%	17.26%	0.48%	9.58%	-3.46%	28.19%	4.12%
杭州中大君悦	-0.53%	0.56%	-1.22%	-0.13%	2.14%	3.50%	-2.76%	20.20%	0.59%	0.71%	5.39%	6.87%	7.50%
上海米答	-0.93%	-6.01%	-0.62%	0.23%	5.44%	1.29%	-3.37%	21.87%	0.13%	4.60%	3.27%	27.53%	-1.49%
上海昶元	-10.92%	-6.09%	-1.59%	-8.93%	1.51%	9.96%	0.81%	24.39%	-0.25%	6.68%	6.39%	34.12%	3.71%
上海景熙	4.39%	-6.65%	0.81%	-2.25%	-0.99%	1.45%	1.32%	13.47%	-2.69%	5.80%	5.64%	31.59%	2.72%
北京彼立弗	-1.53%	-2.71%	0.23%	-1.15%	0.19%	-3.16%	-0.61%	20.06%	0.72%	4.05%	-1.81%	25.76%	4.08%

上海利禧	-2.83%	-5.33%	-3.70%	-1.31%	5.64%	-3.03%	1.42%	24.38%	0.46%	2.92%	7.48%	26.44%	6.17%
北京洋沛	-1.66%	-3.81%	0.66%	-14.18%	1.73%	4.14%	-12.86%	9.80%	3.46%	7.01%	8.07%	26.75%	3.04%

来源：国金证券研究所

- 在此基础上，结合绩效综合评价指标以及长期跟踪调研对于管理人投资风格、配置方向、以及公司综合情况的深度了解，最终选择了部分着眼中长期价值投资、业绩持续性较好且注重回撤管理、当前布局在中国经济发展方向引领下的投资主线的管理人，建议关注聚鸣、石锋、磐耀、仁桥、中欧瑞博、睿郡、大朴、洋沛、易同、泰旻等。

图表 17：具备持续获益能力投资品种推荐

产品	管理人	2020 年以来收益率	近一年				近两年				近三年			
			收益率	排名 (/7921)	最大回撤	排名 (/7921)	收益率	排名 (/5756)	最大回撤	排名 (/5756)	收益率	排名 (/3991)	最大回撤	排名 (/3991)
石锋资产笃行一号基金	石锋	89.44%	92.13%	299	6.00%	1611	190.04%	149	6.00%	576	149.01%	115	22.30%	1622
聚鸣多策略私募证券投资基金	聚鸣	72.64%	84.03%	400	7.67%	2687	175.47%	199	7.67%	1337	206.60%	55	12.65%	448
仁桥泽源 1 期私募证券投资基金	仁桥	44.94%	54.31%	1775	4.95%	1075	84.29%	1853	4.95%	351	91.21%	462	5.24%	84
华润信托-中欧瑞博 1 期证券投资集合资金信托计划	中欧瑞博	40.46%	46.35%	2505	4.67%	977	103.02%	1075	5.82%	531	72.95%	830	22.79%	1698
洋沛优选基金	洋沛	38.65%	48.93%	2240	11.86%	5065	57.51%	3006	14.67%	3805	57.69%	1335	14.70%	629
恒天泰旻一期证券投资基金	泰旻	34.99%	39.46%	3233	6.40%	1881	94.06%	1319	6.40%	691	92.69%	438	16.22%	841
磐耀三期证券投资基金	磐耀	34.76%	40.22%	3164	3.54%	644	59.00%	2908	5.67%	495	115.89%	235	8.71%	196
兴聚财富 5 号证券投资基金	睿郡	30.81%	38.29%	3340	4.42%	891	58.17%	2967	4.42%	278	59.21%	1301	4.42%	57
易同领先投资基金	易同	29.55%	51.71%	1944	17.33%	6491	111.75%	860	17.33%	4302	85.70%	521	18.24%	1067
大朴策略 1 号证券投资基金	大朴	29.12%	42.57%	2908	7.64%	2671	66.07%	2631	7.64%	1324	57.46%	1344	14.67%	626

注：数据截止 2020 年 11 月。

来源：国金证券研究所

- 聚鸣：公司采用“多策略”的多头策略进行投资，具体采用成长投资、逆向投资、主题投资、事件驱动等多种投资方式，在基本面研究和市场风格判定的基础上，审时度势。其中逆向投资是核心，即至下而上精选具备充分安全边际，同时可以预判在未来的某个周期内，会发生基本面业绩反转，带来估值修复的机会。2020 年上半年成长投资策略占主导，三季度末以来逆向策略重新回到最高优先级，目前主要通过电动车和军工的部分仓位进攻，适度参与次新的进攻机会，配置部分白马增强组合的韧性，然后开始慢慢配置顺周期的仓位，其余还是基于个股自下而上，整个组合处于一种平衡中略偏进攻的状态。
- 石锋：公司坚持研究驱动的成长价值投资，核心人员具有比较丰富的投资管理经验。对于未来，石锋认为仍会以结构性机会为主导，业绩确定性增长是 2021 年投资的核心因素，业绩增长的质量会更加重要。具体投资机会应该更加偏重于消费端，远离投资端，因为 2021 年的风险还是主要是来自政策端的收缩带来的风险，国内的信用风险传导和美联储的收水都是应该特别注意的。
- 磐耀：公司采用以价值为本的投资理念，通过分析宏观经济形式及行业和公司的基本面，结合多元化的投资方法，发现被低估的投资标的，奉行精选个股、组合投资、适度集中的投资原则，在注重绝对收益的基础上兼顾相对收益。具体投资中，公司比较注重大周期择时，不太看短期择时，选股的过程中更加看重上下游产业链数据，遇到比较确定的机会时才会进行操作，主张稳扎稳打。

- **仁桥**：公司成立于 2017 年 5 月，投研团队核心成员来自于公募基金。坚持逆向思维，强调研究和投资的领先性、客观性，乐于做价值发现者。认为安全边际是选择任何投资品种的基石，也是实现主动风控的核心，主张在风险收益比相同的情况下，优先选择绝对风险低的品种，同时广泛引入对冲或套利策略，以降低组合波动风险。
- **中欧瑞博**：公司秉承与伟大企业共同成长的投资理念，同时信奉投资要尊重趋势、策略适配。公司强调个股的研究，在策略和仓位配置方面，创立了独有的“四季时钟”投资模型；对于企业的分析，建立了 MAPER 模型，就盈利模式、成长空间、竞争优势、管理层和未来业绩这五个方面对公司进行定性评级，十分注重个股选择。
- **睿郡**：2020 年兴聚与睿郡完成了合并，两家公司核心成员均来自兴全基金，合并后新平台以权益为核心，具体以价值投资为纲，风控为先、研究为本，立足公司基本面，注重成长的质量和持续性，获取 α 收益和 β 收益。与此同时，采用可转债、可交债、定增、大宗等多种策略，充分把握金融创新机会，在高安全边际的基础上增益投资业绩。公司包括全市场、股票投资、股债结合三大策略产品线，以满足不同客户的需求。
- **大朴**：公司秉持以相对低的风险为客户谋取相对高的收益的投资理念，严格控制回撤水平。在实际投资中灵活控制仓位，以 50% 作为股票仓位配置的中轴，根据自身研究体系对于宏观经济、行业个股、资金流动性、市场情绪四个方面的整体考量，做出股票仓位的上下灵活控制，并不断进行验证和调整。注重个股的优选，以中长期发展前景较好的 50 家上市公司作为核心股票池，根据行业研判、公司调研、综合估值等信息进行合理判断，精选出适合持有的个股标的。
- **沅沛**：公司核心成员来自于嘉实基金，践行慎思笃行的投资文化，以持续提高投研能力为基础，专注寻找优质资产、挖掘潜在机会，与时间做朋友，追求产品业绩的长期稳健增长。注重选股，主张在任何市场环境下寻找性价比最优资产，挖掘静态及动态情境下低估资产的投资机会，分享低估资产均值回归带来的收益，以期实现产品净值的持续稳健增长。
- **易同**：公司秉承寻找最佳风险收益比的投资机会的理念，不追热不追高，自下而上精选个股与自上而下宏观把控相结合，以追求绝对收益为目标。对于未来，公司仍然看好市场的机会，一是流动性短期央行不会快速收紧，目前汇率是重要的观察指标，人民币升值趋势确定，流动性不差。二是企业盈利，PPI、PMI 等指标都在持续好转，尤其是 M1 可能上穿 M2 形成金叉，企业资金活化，过去金叉形成都伴随着比较大级别的行情。三是风险偏好，市场还没有过热。A 股市场结构性机遇远大于小干小旱对市场造成的波动。
- **泰旻**：公司秉承理性深入、长远回报的价值投资理念，重点选择低估、高成长的价值成长股进行中长线投资，同时，也允许合理运用基本面趋势、事件驱动和反向机会等辅助策略带来的投资机会。对于未来，公司认为投资仍是机会和风险并存，中欧投资协定的落地降低了全球贸易“去中国化”的风险，在美国新一轮财政政策的刺激下，中国高端制造业将充分受益于海外需求的复苏，并籍此开启新一轮的制造业升级周期，中国高端制造业将加快数字化、自动化以及智能化的转型步伐。疫情下，以生物医药、科技互联网为代表的技术创新正变得越来越快，未来投资创新企业将会获得更加显著的超额回报。

思路二：结构性行情主导，着眼板块机会弹性的把握能力

- 基于前文分析，2021 年 A 股市场在经济增长和货币政策的拉锯、资管新规过渡期即将到期、中美博弈演进等等的不确定性影响之下，大概率会区间波动，依旧会是结构性行情主导，尽管指数上行幅度有限，但投资机会仍将比较丰富，例如部分低估值价值股、顺周期行业、高质量成长等等都将呈现可投资机会，而且随着宏观经济、企业盈利的进一步上升，除了龙头公司以外，投资机会也有望扩散至二线或性价比更好的公司，这就使得

选股能力显得尤为重要。在历史报告中，我们曾经论证过，不论是中长期，还是上涨、下跌、震荡各个市场特征下，具备选股能力的产品基本都能在获得更好的收益表现的同时，很好的控制净值的回撤水平。其中，在较长的统计期间或是震荡波动、阶段下行这样比较复杂的市场环境下，具备选股能力的产品风险收益配比优势会更加明显。因此，我们在选择管理人时，还可以从选股能力指标以及对过去各个板块轮动的把握情况进行筛选，选出对于行业、个股机会把握能力较强的管理人，这部分管理人往往具有高业绩弹性，可对于投资组合进行补充。

- 这里同样采用情景分析法进行筛选，2019 年以来市场总体震荡上行，期间各个板块的机会相比于之前更加丰富，因此，选取 2019 年以来的时间区间进行分析，各个阶段涨幅领先的行业如下图所示。

图表 18：2019 年以来各月份热点行业板块



来源：wind，国金证券研究所

- 计算股票主动策略产品在上述 15 个阶段的收益表现，将同一管理人旗下产品进行平均，得到共计 8010 家管理人的各阶段收益数据，并计算百分位排名。随后，按照 15 次板块机会能把握住 80% 以上（即 13 次及以上收益率排名处于前 50%）的标准进行筛选，满足条件的共计 60 家管理人。同时，利用近两年月度收益率数据测算各家管理人的选股能力，T-M 模型结果显示这 60 家管理人均具备选股能力，即不论是从选股能力指标，还是近年来热点机会的把握上来看，均显示一定的优势。

图表 19：对应情景分析阶段管理人业绩表现

公司	T-M 模型 选股能力	排名前 50% 次数	蓝筹白马 反弹 (2019 年 1 月)	TMT (2019 年 2 月)	食品饮料 (2019 年 3、4、6 月)	食品饮 料、医 药、TMT (2019 年 8 月)	TMT (2019 年 9 月)	农业 (2019 年 10 月)	周期、 TMT (2019 年 12 月)	TMT (2020 年 1、2 月)	农业 (2020 年 3 月)	食品饮 料、新能 源、TMT (2020 年 4 月)	食品饮 料、周期 (2020 年 5 月)	TMT、医 药 (2020 年 6 月)	周期、新 能源 (2020 年 7 月)	食品饮 料、周期 (2020 年 8 月)	周期 (2020 年 11 月)
上海激流	0.06	13	20.80%	11.42%	74.80%	30.08%	2.36%	0.19%	4.58%	-15.17%	2.67%	29.34%	11.90%	11.70%	20.79%	6.16%	6.32%
北京星池	0.04	13	15.10%	6.56%	48.32%	17.92%	0.48%	1.74%	2.76%	-9.18%	1.57%	17.05%	7.67%	8.15%	14.12%	4.61%	2.85%
杭州巨曦	0.04	13	2.08%	9.26%	15.18%	2.56%	6.19%	8.17%	10.77%	20.05%	-8.57%	3.93%	2.32%	19.59%	13.50%	7.71%	0.78%
上海留仁	0.04	13	5.70%	8.93%	29.25%	6.83%	5.03%	3.73%	-1.47%	13.96%	6.24%	10.63%	11.17%	14.15%	12.75%	4.63%	-0.24%
深圳鑫然	0.04	13	17.75%	13.49%	27.14%	2.26%	10.34%	1.76%	6.41%	23.13%	-8.83%	2.44%	3.90%	23.01%	22.30%	4.37%	3.12%
深圳市华鑫汇富	0.04	13	18.50%	10.12%	53.98%	9.60%	0.68%	2.53%	6.29%	-11.84%	-1.45%	12.30%	3.51%	10.64%	14.46%	4.33%	2.11%
青岛鼎潮	0.04	13	8.48%	9.35%	27.25%	7.14%	2.91%	1.24%	4.58%	8.22%	-1.49%	5.67%	23.25%	11.02%	6.32%	7.05%	-3.22%
北京逸原达	0.03	14	14.67%	8.35%	43.60%	10.37%	0.71%	2.34%	4.43%	-9.71%	1.93%	13.70%	6.61%	7.82%	13.68%	5.01%	4.04%
上海浅湖	0.03	13	9.04%	17.94%	24.04%	20.78%	10.36%	-4.01%	3.07%	10.53%	-0.59%	9.13%	3.27%	6.82%	11.07%	7.97%	2.38%
深圳和众行	0.03	13	9.11%	10.30%	9.60%	7.95%	5.18%	2.84%	4.84%	13.77%	-1.33%	9.72%	15.97%	18.51%	-4.19%	5.01%	-9.82%
溪牛(北京)	0.03	13	6.43%	14.85%	13.46%	3.89%	6.84%	5.76%	13.45%	27.29%	-11.14%	13.52%	6.89%	23.91%	12.41%	2.13%	1.30%
上海黑极	0.03	13	7.59%	6.98%	28.74%	0.45%	2.97%	7.32%	5.24%	17.78%	-2.28%	9.28%	2.30%	9.09%	-1.75%	-1.94%	3.71%
深圳市林园	0.03	13	10.56%	12.49%	33.48%	9.37%	1.47%	2.53%	4.72%	-4.83%	3.17%	11.19%	5.63%	9.14%	15.05%	8.96%	1.49%
上海秀界	0.03	15	3.47%	7.79%	14.88%	3.20%	3.72%	1.78%	4.40%	10.92%	-3.18%	6.41%	7.71%	13.12%	17.13%	7.67%	4.38%
无锡汇鑫	0.03	13	6.27%	5.55%	16.25%	1.81%	1.35%	4.31%	6.37%	13.76%	-2.88%	13.55%	7.93%	8.16%	17.21%	6.56%	0.79%
成都火星	0.03	14	7.73%	22.87%	16.74%	3.49%	1.22%	3.19%	6.33%	15.38%	1.08%	4.68%	4.77%	9.86%	6.01%	2.68%	11.26%
上海彤源	0.03	14	2.39%	8.62%	23.35%	5.95%	2.03%	1.64%	5.81%	11.10%	-5.63%	8.88%	11.23%	8.09%	18.18%	2.03%	6.42%
上海正泽元	0.03	13	11.28%	8.37%	28.75%	5.42%	1.13%	2.87%	5.60%	-10.59%	-6.50%	13.26%	4.22%	6.30%	14.62%	8.64%	7.03%
浙江观合	0.03	13	7.17%	19.17%	29.10%	6.61%	4.13%	-2.22%	11.68%	11.38%	-6.83%	6.80%	2.51%	20.41%	16.33%	2.31%	9.93%
浙江源弈	0.02	13	3.20%	15.59%	52.43%	2.25%	6.87%	-2.62%	7.30%	6.71%	-1.42%	8.71%	11.29%	10.63%	13.28%	6.45%	-4.32%
上海天倚道	0.02	14	5.42%	15.21%	34.73%	1.25%	2.96%	2.97%	6.44%	3.55%	-2.23%	2.95%	-0.29%	7.13%	12.86%	1.48%	4.50%
深圳前海无忧	0.02	14	5.75%	14.23%	14.63%	0.55%	8.31%	13.96%	8.36%	13.47%	3.27%	10.06%	1.25%	9.98%	27.54%	28.93%	-9.44%

北京汉和汉华	0.02	13	10.03%	9.02%	21.18%	3.54%	1.27%	3.67%	3.94%	5.57%	-0.95%	10.86%	4.94%	3.73%	10.66%	2.53%	4.39%
北京赛道	0.02	13	4.53%	14.67%	22.07%	4.99%	1.21%	4.13%	14.44%	-0.03%	-5.57%	11.59%	9.00%	10.54%	11.07%	5.09%	3.95%
北京百泉	0.02	13	5.80%	9.23%	17.88%	5.46%	3.05%	-0.54%	9.28%	15.66%	-2.99%	4.92%	2.47%	6.85%	11.00%	3.16%	1.61%
深圳市万利富达	0.02	13	6.77%	8.33%	26.47%	1.60%	2.87%	1.35%	-0.99%	-4.69%	-2.93%	10.10%	5.87%	6.43%	10.28%	5.50%	2.81%
上海域秀	0.02	15	2.62%	9.44%	12.89%	3.49%	2.50%	2.44%	4.78%	9.85%	-3.40%	5.88%	6.19%	10.08%	15.58%	4.17%	4.44%
上海海桂	0.02	14	6.31%	9.48%	8.63%	3.10%	4.35%	2.90%	5.27%	17.92%	-3.49%	8.73%	1.13%	23.05%	23.81%	0.38%	7.24%
上海修一	0.02	13	9.91%	9.70%	23.43%	3.41%	0.27%	1.11%	9.31%	-8.77%	-3.17%	10.78%	3.12%	9.71%	11.18%	3.70%	6.06%
上海希瓦	0.02	13	5.39%	10.43%	23.53%	-2.56%	-1.96%	5.22%	9.23%	2.33%	-1.92%	5.76%	5.74%	11.67%	15.14%	7.25%	6.49%
上海骥邦	0.02	14	2.83%	9.14%	31.17%	2.04%	1.99%	2.33%	5.43%	12.42%	-1.07%	4.03%	2.67%	8.95%	12.93%	0.74%	5.01%
深圳市明己	0.02	13	5.74%	7.96%	4.88%	0.84%	5.52%	4.04%	6.65%	2.91%	-5.58%	4.35%	8.38%	10.40%	15.53%	10.06%	4.61%
上海钰淞	0.02	13	2.72%	15.07%	11.87%	1.20%	4.41%	7.01%	2.06%	13.25%	-1.81%	5.16%	-1.93%	7.61%	14.67%	14.33%	2.55%
华信金工(北京)	0.02	13	3.12%	7.09%	13.42%	0.87%	1.41%	-0.53%	5.77%	12.71%	-0.89%	1.80%	1.94%	6.82%	11.14%	3.13%	6.45%
深圳天生桥	0.02	13	3.19%	7.44%	14.63%	0.61%	3.05%	3.88%	-1.70%	6.24%	-2.02%	6.86%	2.66%	6.36%	8.12%	8.34%	2.70%
上海见龙	0.02	13	5.36%	13.99%	28.93%	0.38%	-2.08%	-2.69%	6.84%	5.95%	-3.16%	5.32%	5.04%	7.32%	11.31%	10.30%	3.56%
深圳市前海登程	0.02	15	2.96%	8.21%	17.86%	2.84%	1.84%	1.41%	4.94%	3.62%	0.13%	2.87%	10.94%	6.58%	12.09%	1.55%	4.98%
上海文多	0.02	13	-0.27%	11.69%	13.32%	1.36%	1.77%	2.05%	4.70%	12.30%	-5.94%	12.07%	1.58%	9.69%	16.26%	6.44%	12.70%
尚信健投(上海)	0.02	13	10.70%	11.46%	25.93%	6.88%	1.02%	5.41%	8.18%	-8.91%	-1.90%	6.95%	3.08%	6.38%	10.14%	5.11%	-0.66%
上海弘尚	0.02	13	3.75%	7.50%	11.61%	-0.94%	2.07%	3.66%	7.52%	3.42%	-7.17%	9.58%	4.52%	5.71%	9.78%	4.95%	9.21%
北京泓澄	0.02	14	5.17%	8.87%	13.41%	1.30%	2.01%	1.89%	5.22%	3.36%	-5.36%	6.82%	2.07%	12.10%	12.87%	4.42%	4.12%
北京源乐晟	0.02	14	1.61%	7.18%	12.71%	2.17%	2.60%	1.92%	5.09%	4.72%	-8.58%	9.39%	3.34%	9.11%	17.09%	4.49%	3.47%
上海聚鸣	0.02	13	0.26%	12.04%	13.78%	5.89%	-1.34%	3.54%	5.54%	16.55%	-2.55%	5.39%	3.07%	8.68%	18.75%	1.43%	2.87%
上海金典	0.02	13	6.48%	13.02%	12.44%	-6.37%	1.07%	4.42%	8.06%	9.64%	-2.81%	9.88%	1.50%	7.07%	5.35%	12.47%	6.02%
北京宏道	0.01	13	3.34%	6.72%	13.81%	1.84%	0.93%	1.54%	3.85%	4.59%	-6.50%	5.91%	2.02%	11.63%	4.29%	3.11%	
上海煜德	0.01	13	4.13%	8.24%	15.72%	2.42%	1.68%	2.88%	2.82%	3.60%	-5.51%	6.35%	3.22%	11.31%	11.81%	2.93%	2.70%
深圳市金斧子	0.01	13	3.76%	6.77%	11.89%	2.26%	2.22%	1.86%	5.25%	9.23%	-11.13%	9.97%	8.15%	15.78%	30.95%	-0.60%	5.20%
南京盛泉恒元	0.01	13	3.44%	9.94%	11.38%	-0.57%	2.84%	2.50%	7.07%	6.98%	-2.13%	2.94%	4.81%	7.39%	11.95%	2.28%	1.12%
上海久期量	0.01	13	4.59%	8.26%	17.32%	-0.84%	3.85%	5.17%	7.14%	2.75%	-6.25%	3.41%	2.62%	7.34%	10.21%	2.59%	1.35%
深圳市善道	0.01	13	7.05%	14.01%	17.12%	2.28%	1.53%	5.84%	10.85%	5.09%	-7.79%	13.21%	13.26%	-1.19%	21.05%	2.43%	4.42%
伏牛(北京)	0.01	13	3.90%	29.90%	-7.70%	0.23%	4.42%	4.30%	12.86%	23.13%	-10.25%	34.75%	1.04%	27.75%	22.63%	2.27%	7.31%
上海品正	0.01	13	1.95%	7.38%	11.31%	0.58%	1.52%	-0.71%	3.12%	3.31%	-3.48%	15.62%	1.22%	10.43%	14.31%	7.98%	6.89%
淡水泉(北京)	0.01	13	1.95%	17.24%	9.28%	3.73%	3.77%	1.71%	6.46%	6.56%	-8.26%	5.42%	-0.53%	11.57%	11.05%	1.60%	5.45%
上海常春藤	0.01	13	4.06%	8.88%	11.15%	2.07%	1.74%	1.03%	7.60%	9.46%	-8.24%	4.21%	2.57%	10.17%	13.67%	-1.24%	3.77%
北京亿泽资本	0.01	13	2.48%	29.94%	23.50%	-2.51%	3.09%	8.75%	14.27%	11.81%	3.52%	18.05%	1.88%	18.98%	3.11%	16.45%	2.63%
上海于翼	0.01	13	2.42%	12.58%	14.79%	2.49%	1.46%	1.50%	9.10%	10.16%	-6.08%	2.97%	0.99%	8.50%	15.40%	-2.65%	4.16%
广东坤熙	0.01	13	7.35%	10.99%	7.08%	4.11%	-1.04%	5.77%	9.65%	4.56%	-2.94%	3.23%	1.32%	9.37%	15.85%	7.19%	6.31%
广州或恪	0.01	14	5.91%	16.67%	9.58%	0.53%	-3.81%	2.17%	10.47%	8.87%	1.68%	2.99%	2.77%	6.80%	14.44%	2.73%	2.46%
上海龙云	0.01	13	1.78%	16.89%	11.89%	2.09%	3.96%	-1.16%	7.30%	4.62%	-8.09%	5.27%	3.62%	10.11%	12.31%	3.68%	4.86%
北京无隅	0.00	13	1.78%	12.47%	9.72%	-1.99%	0.74%	2.16%	6.34%	3.11%	-4.95%	5.76%	1.45%	10.30%	13.91%	3.97%	2.93%

来源：国金证券研究所

■ 在此基础上，结合绩效综合评价指标以及跟踪调研对于管理人投资风格、配置方向、以及公司情况的综合了解，具体可以关注彤源、汉和汉华、希瓦、弘尚、泓澄、善水源、源乐晟、煜德、于翼等管理人。

图表 20：板块机会把握能力较好投资品种推荐

产品	管理人	2020 年以来收益率	近一年			近两年			近三年					
			收益率	排名 (/7921)	最大回撤	排名 (/7921)	收益率	排名 (/5756)	最大回撤	排名 (/5756)	收益率	排名 (/3991)	最大回撤	排名 (/3991)
同创 2 期私募证券投资基金	彤源	84.94%	95.55%	256	8.67%	3318	193.66%	141	8.67%	1800	160.52%	92	17.96%	1036
善水源价值成长 5 号私募证券投资基金	善水源	78.32%	79.77%	464	6.42%	1900	--	--	--	--	--	--	--	--
希瓦小牛 1 号基金	希瓦	75.54%	92.03%	300	4.93%	1067	165.47%	227	8.55%	1685	114.76%	245	29.59%	2837
泓澄投资 1 号证券投资基金	泓澄	55.72%	64.13%	1031	6.38%	1876	106.45%	965	6.48%	722	81.78%	607	23.74%	1822
鹏华资产源乐晟 1 期资产管理计划	源乐晟	55.07%	60.89%	1165	9.10%	3519	95.30%	1273	9.10%	1947	50.17%	1536	32.77%	3055
外贸信托-弘尚资产成长精选集合资金信托计划	弘尚	48.85%	59.40%	1228	6.00%	1617	61.52%	2809	7.46%	1137	43.97%	1851	19.22%	1175
汉和恒聚基金	汉和汉华	47.51%	52.39%	1899	8.23%	3029	110.43%	883	8.23%	1577	102.07%	313	16.28%	852
东方点赞证券投资基金	于翼	42.20%	57.83%	1533	8.29%	3062	119.93%	639	8.29%	1601	118.92%	210	13.23%	506
乐道成长优选 2 号基金 A 期	煜德	36.89%	41.36%	3034	7.22%	2332	78.30%	2195	7.22%	1065	50.22%	1532	26.59%	2350

注：数据截止 2020 年 11 月。

来源：国金证券研究所

- **彤源**：投研团队 12 人，核心成员来自公募基金。公司注重深入企业基本面研究，坚持价值投资理念，“简易、变易、不易”是投研团队共同遵循的价值发现法则，力求在复杂多变的投资环境中，不断挖掘可持续发展且被市场低估的上市公司，用相对简单而容易坚持的投资方式最大程度分享企业的伟大成长。在实际投资中，彤源持股相对集中且持有期往往较长，公司拥有自己的投研平台，会以季度为单位依托投研平台寻找未来半年到一年内具备潜力、性价比高的 3-4 个大的投资方向，因此在实际投资中主观行业偏好并不十分明显。
- **汉和汉华**：公司认为企业持续创造价值是股价上涨的核心驱动因素，但短期股价会受到各类因素扰动，因此致力于以产业资本的眼光看待投资标的，并非仅仅依靠低估值，对于所选择的标的坚定长期持有，依托二级市场流动性，力求获取超额的投资回报。在具体标的的选择上，公司秉承低风险、高确定性的选股逻辑。
- **希瓦**：公司产品的主策略为股票多头策略，以成长股、价值股投资为主，周期股事件投机为次，辅助策略包括场外期权增强、期指择时对冲、日内 T+0 增强。公司认为企业长期持续创造价值，是股价上涨的核心驱动因素，价值投资绝不等于低 PB，低 PE 的标的挖掘，具体选股中，以产业投资的眼光看待上市公司，关注公司业务模式、产品竞争力、管理层意愿、产业链上下游、行业地位、竞争格局等构成企业的核心价值。其次，会对备选标的作全方位的对比，即全球市场同行业估值比对、大类资产周期及收益对比、全生命周期的对比。
- **弘尚**：公司成立于 2013 年，由来自公募基金的团队和红杉资本联合创建，以基本面研究为投资核心驱动力，投研团队 20 多人，核心成员平均拥有 10 年以上行业经验。对于未来公司认为，宽货币、宽信用均已进入退出期，但货币政策回归中性的方向未动摇，但节奏上将平稳有序，“稳货币、稳信用”的政策基调预计将延续一段时间。总体来说，市场的整体格局并未随着金融等部分周期类品种反弹而出现显著的变化，市场对于成长股（主要包括科技和消费）可能依然过于热情，有的甚至透支了未来 2-5 年的预期，我们对此继续保持谨慎。
- **泓澄**：公司坚持基于价值的趋势投资，以长期的盈利能力为基础评价行业和公司，并兼顾短期催化剂。个股选择上，注重商业模式和行业空间，追求先于市场发现价值。以合理的价格布局有竞争优势、行业空间广阔、赛道与资源卡位准确的股票。投资经理个人的策略以中观为基础，在深度基本面研究的基础上，将中观策略作为底层策略基础，包容成长、价值、主题、周期等多种投资思路，寻求最大化的风险收益匹配。
- **善水源**：公司采用自上而下与自下而上相结合的方式投资，努力发掘景气最受益的标的、可以不断壮大的公司、严重被低估的品种。在整个投研过程中，注重行业分析，认为只有宏观策略、行业都选对了才能创造更好的收益，所以任何个股的研究都是以行业研究为前提。投研团队核心成员均来自公募基金，行业研究分工明确，覆盖食品饮料、医药、旅游、农业、轻工、TMT、大金融、周期等领域。换手率较低，中长期看好大消费、科技、医疗健康、大金融、先进制造这五大领域。
- **源乐晟**：公司始终坚持专注于股票多头策略，做自己能力圈范围内的事情，目前基金经理 3 人，研究员 14 人，未来计划将研究员扩张到 15-20 人，投研团队完善。3 名投资经理共同去寻找未来的投资方向，但各自负责自己的产品，所以投资比例、交易风格会有差异，不过背后的价值观、策略和产业的认知是一致的。对于未来，可以关注几个方向：第一，受益于全球复苏的板块，体现在制造业上；第二，新能源车属于供给创造需求的行业，有更多受欢迎的车出来渗透率提升就会很快；第三，景气度依然可观，长期空间比较大的行业，互联网、

科技、消费等等；第四，能转嫁上游价格上涨的行业，消费品或工业制造品等等。

- 煜德：坚持基本面投资，通过资产配置、行业配置、公司选择三维度创造最佳风险收益比组合，通过个股深度研究和把握，捕捉市场结构性机会。仓位灵活管理，行业配置均衡，组合个股分散配置。旗下产品在趋势上行的行情中，能够很好的把握投资机会，实现净值的明显上涨。对于未来，公司认为随着 A 股市场的不断成熟，未来与美国市场的相似度可能会越来越高，消费、医药和科技类上市公司的市值一定还会继续增加，几个领域未来还具有巨大的成长空间。而且，在疫情冲击的检验下，许多成熟的行业出现强者恒强的格局，行业的核心资源越来越向头部企业集中，目前投资组合涵盖了 TMT、先进制造、医药医疗、新兴消费服务等行业。
- 于翼：公司成立于 2016 年，以主观股票策略为主，追求长期资本增值，成员来自于公募、券商、私募机构。秉承价值投资的理念，注重公司基本面研究，采用积极主动的投资策略，追求长期稳定的复合收益。选股的着眼点在于中长期的回报，看中企业的内在价值和成长空间。遵循核心-卫星的组合构建方法，采用自上而下的宏观及行业比较研究来进行大类资产配置和行业判断，同时采用自下而上的个股挖掘来精选估值合理且成长性突出的优质公司构造核心组合，另外，结合市场情绪和公司基本面构造卫星组合。

3.1.4 港股市场分析：多因素转向利好，性价比明显提升

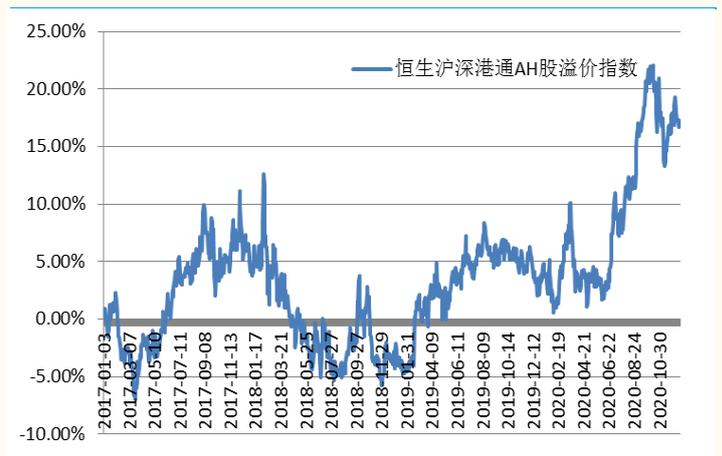
- 2021 年，我们依然维持之前对于港股市场投资吸引力的判断，从多个角度来看，港股市场都具备上行空间，相比于 A 股市场或展现出更高的性价比。
- 从经济基本面和市场风格的角度来看，2021 年随着疫苗普及带来疫情的消退，欧美经济有望逐步复苏，中国经济继续平稳、高质量发展，全球投资风格有望实现价值回归，这将有利于目前价值股占比较大的恒生指数、恒生国企指数。从企业盈利的角度来看，中国率先从疫情中复苏也可有力提振香港经济，随着复苏的推进，港股上市公司利润增长也有望持续反转。另外，当前港股市场主要指数的估值水平，不论是与自身历史水平纵向比较，还是与全球主要市场横向比较来看，仍在合理区间。而且，中国货币政策回归正常化，而海外流动性相对更加宽松，目前处于历史高位的 AH 溢价率有望出现明显收敛。

图表 21：港股主要指数 PE(TTM)



来源：wind，国金证券研究所

图表 22：AH 股溢价指数走势



来源：wind，国金证券研究所

- 最后，从标的稀缺性方面来看，港股市场拥有很多 A 股市场没有的优秀标的，特别是在消费行业和科技行业具有稀缺性的优质公司始终受到机构投资者欢迎，预计科技、消费、医药等新经济领域景气度在 2021 年仍将延续。而且，受中美关系不确定性的影响，美国将多家公司列入实体清单，中国企业在美国的发展前景愈发不明朗，未来港股或将迎来中概股的回归

潮，尤其是优秀的科技、消费类公司的回归，这将使得港股市值结构逐渐转变为新经济主导，优质股稀缺性优势更加突出，对于南下资金的吸引力也会越来越强。

- 综合来看，随着疫情阴霾的消退，不论是经济基本面、企业盈利状况、估值水平、AH 溢价情况，还是标的的稀缺性，以及中概股回归的大势所趋，均向着有利的方向演进，2021 年预计港股市场的吸引力将加强，尤其是相比于 A 股市场来看，或展现出更高的性价比。不过，港股由于交易机制以及投资者结构的原因，总体波动较大，而且中美之间在政治、科技、经济、贸易四方面的博弈还将持续，国际流动性和地缘政治对于港股的影响也会更大，对于这些风险点还应当持续关注。这里我们也筛选出了部分投资于港股市场且中长期风险收益表现相对较好的产品和管理人，以供参考。

图表 23：2020 年以来部分排名前列的港股投资产品

产品	管理人	2020 年以来 收益率	近一年			近两年			近三年		
			收益率	标准差	最大回撤	收益率	标准差	最大回撤	收益率	标准差	最大回撤
宽远沪港深精选私募证券投资基金	宽远	40.17%	47.27%	21.56%	11.50%	83.90%	18.42%	11.50%	74.50%	18.15%	18.08%
沅京沪港深价值精选一期私募证券投资基金	沅京	38.05%	47.25%	20.00%	5.96%	65.97%	16.83%	5.96%	--	--	--
泓澄沪港深精选私募证券投资基金	泓澄	37.13%	44.15%	19.85%	5.96%	67.43%	18.45%	8.40%	66.06%	17.24%	14.51%
名禹大道港股通私募证券投资基金	名禹	33.35%	36.56%	15.16%	6.11%	67.81%	13.78%	6.79%	--	--	--
少数派沪深港 1 号私募证券投资基金	少数派	27.06%	33.33%	20.42%	12.18%	58.32%	19.23%	12.18%	46.94%	19.71%	21.96%
泰昶沪港深一期私募证券投资基金	泰昶	23.07%	27.24%	18.17%	6.65%	72.00%	15.77%	6.65%	--	--	--
申港证券巨杉 1 号集合资产管理计划	巨杉	22.24%	31.30%	15.03%	7.13%	--	--	--	--	--	--

注：数据截止 2020 年 11 月。

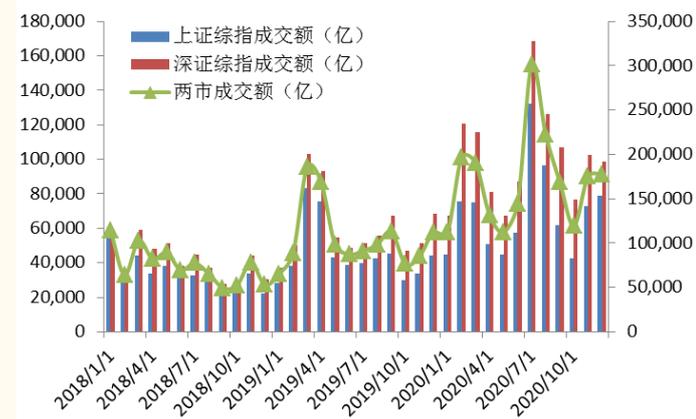
来源：国金证券研究所

3.2、股票量化策略：整体环境中性偏乐观，关注策略多维度延展

3.2.1 基础市场分析：影响因素偏中性，运行环境良好

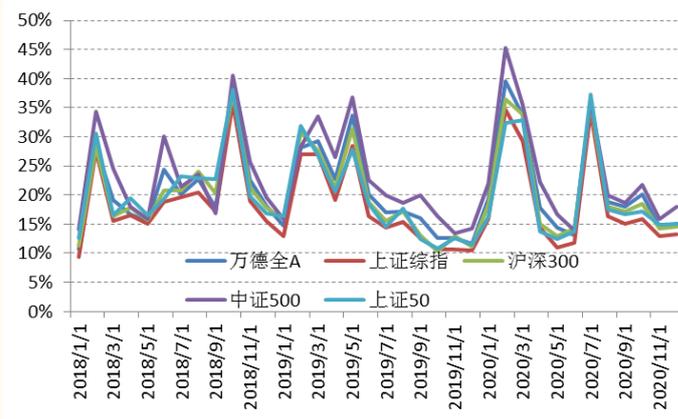
- 目前市场上私募基金股票量化策略主要体现为市场中性、指数增强、量化选股等等，这里我们将这些主要的量化策略合并分析。从影响股票量化策略的市场因素来看，主要涉及成交活跃度、市场风格特征、贴水情况、因子表现等，具体来看：
 - 成交活跃度适中，交易拥挤度有望缓解
 - 由于国内大多数私募基金在股票量化策略方面都会使用量价因子以及日内交易，因此市场的活跃程度对于策略的表现会有明显的影响。具体来看，2020 年两市成交情况相比于前一年十分活跃，疫情的突然爆发加剧了短期市场的波动和成交热情，2 月份科技板块的成交活跃推升了整体成交额，市场活跃度十分适合股票量化策略中中高频策略的表现，而且成交量的抬升有效的缓解了量化交易拥挤度过高的影响。3 月份海外疫情的蔓延使得外资不断撤离，两市成交量和波动率继续高企，但由于中小盘个股普遍下跌幅度较大以及贴水不断加大，因而尽管成交活跃但股票量化策略普遍表现一般。二季度随着疫情短期冲击的过去，市场逐渐回归正常状态，两市成交和波动情况也有所下降，但总体活跃度尚可。7 月初在金融地产板块的带动下市场指数快速上行，成交活跃度和波动率均大幅提升，市场环境对股票量化策略运行的友好度再度提高。但随后随着市场不确定因素的掣肘，成交热情逐渐下降。
 - 而且，量化产品规模的增速对于市场有效性的影响是明显的，因为量化产品交易量占市场交易量的比例较高，因此会推动价格快速进入合理区间，提高市场有效性，2020 年尤其是下半年量化类策略私募基金规模扩张明显，市场拥挤度明显提升，超额收益随着拥挤度的提升变得难以获得。加上市场在下半年成交和波动的下降，策略拥挤度再度提高，对中高频策略收益构成了一定制约。2021 年，在投资机会分散化的结构性行情下，总体交易大概率会处于相对活跃状态，叠加股票量化策略私募基金新增规模预计有所放缓的预期，因此策略拥挤程度方面尚可。

图表 24: 成交量变化情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 25: 市场波动率变化情况

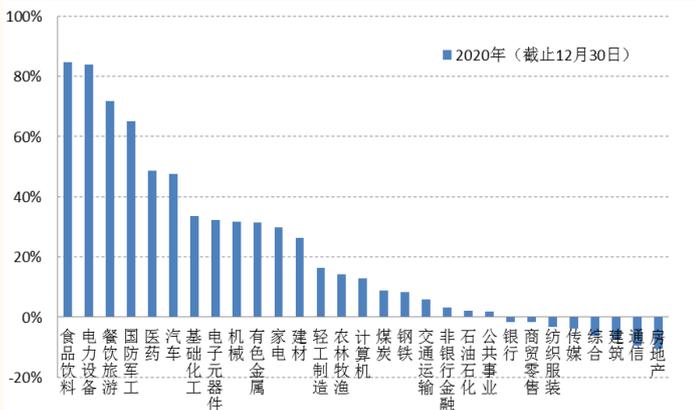


来源: Wind, 国金证券研究所

➤ 中小盘风格被大盘风格赶超

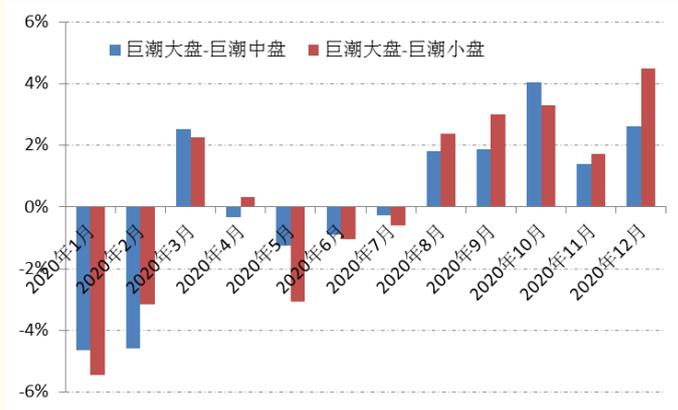
- 上半年市场风格总体还是延续了中小盘强于大盘的特征，不论是年初的科技行情，还是二季度市场回归常态后资金对于医药、食品饮料等内需相关板块的关注，均带动了中小盘个股活跃度的提升，而中小盘个股投资机会的增加，有利于加大上涨个股的分散程度，进而提高股票量化策略成功捕捉个股的概率，即阿尔法收益。但进入下半年以来，有色、化工、军工、金融等大盘股居多的周期型行业受益于估值的优势和经济复苏的带动，逐渐表现出相对强势，使得股票量化策略获益的难度有所增加。
- 对于未来，基于前文对于市场投资机会的判断，2021 年随着经济的进一步复苏，预计一些低估值的板块和顺周期的行业仍将表现出较好的投资机会，与此同时，受益于十四五规划的高质量成长性行业仍将会是中长期边际弹性更高的投资方向，综合来看，市场风格预计较难出现一方的压倒性优势，更多会在大小盘之间平衡，随着市场波动动态变化，因此，需要结合实际情况进行预期的调整。

图表 26: 2020 年各行业表现情况 (截止 12 月 30 日)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 27: 市场风格特征变化 (截止 12 月 30 日)



来源: wind, 国金证券研究所

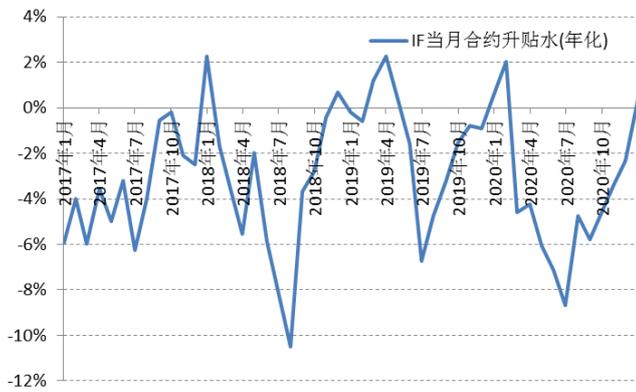
➤ 贴水收敛有效降低对冲成本，因子有效性有所增加

- 从升贴水情况来看，2020 年 IF、IC 当月合约贴水率在上半年股票市场大幅波动中不断加深，6 月份对冲成本已经达到了 8 到 10 个百分点，下半年前期尽管随着市场表现的企稳回升有所收敛，但由于打新基金规模扩张明显，其要建仓股指期货空头来对冲多头，所以使得贴水仍旧较大，对冲成本仍然较高，这对于市场中性策略来说是比较不利的。不过，接近年末在市场表现的持续回暖下，股指期货贴水情况快速收敛，甚至近期一度转为小幅升水。从当前环境来看，国内中长期经济稳步复苏，A 股市场下探空间有限，而且随着打新收益的降低，对于市场中性策略而言，未来开仓的

头寸所需承担对冲成本扩大的可能性不高。

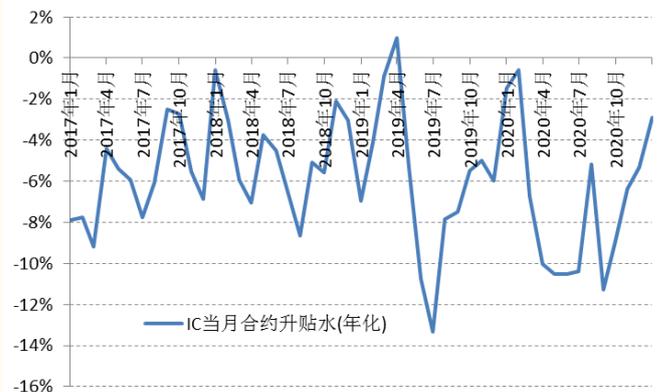
- 另外，从有效因子情况来看，截至 11 月利用因子月度滚动波动率的年化结果考察因子的稳定性，从图表中可以看到，大多数因子的年化波动率基本都维持在正常区间。从各因子 2020 年以来的累计收益来看，8 个因子中 4 个因子实现了正的累计回报，有效因子数量尚可，因而对于量化选股的影响总体偏中性。

图表 28: IF 贴水收敛, 小幅升水



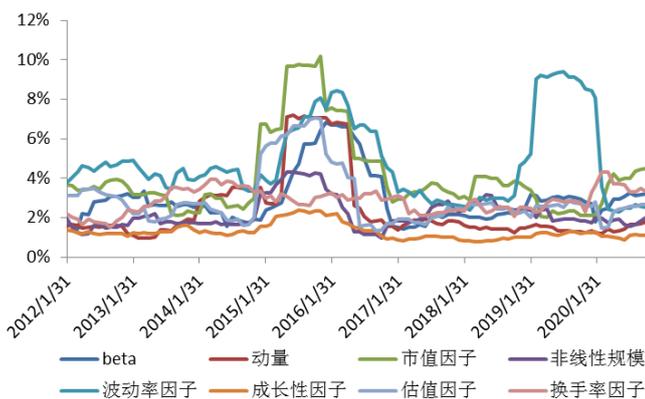
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 29: IC 贴水收敛



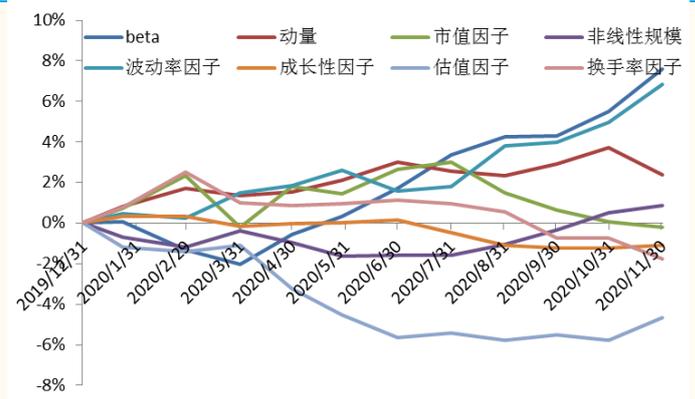
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: 因子稳定性



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 2020 年以来因子累计收益率 (截止 2020.11)



来源: Wind, 国金证券研究所

3.2.2 股票量化策略基金筛选

- 基于前文分析，对于股票量化策略而言，短期来看，市场交投活跃度较高，量能上升，策略运行拥挤适度，而且，在市场表现持续回暖下，股指期货贴水情况快速收敛，甚至近期一度转为小幅升水，市场对于股票量化策略友好度基础犹在，但严重结构分化影响近期量化超额。从全年角度来看，有利因素和不利因素共存：A 股市场 2021 年在投资机会分散化的结构性行情下，总体交易大概率会处于相对活跃状态，叠加股票量化策略私募基金新增规模预计有所放缓的预期，因此策略拥挤程度方面尚可；但从市场风格来看，随着经济的进一步复苏，预计低估值板块、顺周期行业仍将表现出较好的投资机会，尽管受益于十四五规划的高质量成长性行业仍将会是中长期边际弹性更高的投资方向，但中小盘股压倒性的优势预计难以持续再现。总体来看，2021 年整体环境对于股票量化策略的运行相对中性偏乐观，量化投资仍有获取必要超额收益的空间，只是幅度或有所下降。
- 落实到管理人的选择上，面对超额回报的下降，可适当关注私募基金管理人对于策略广度和深度的挖掘，例如，基本面策略、沪深 300 指数增强策略、期权策略、择时策略等等。基本面因子具有低换手、低频率的特点，

因而策略容量大于传统量价因子。另外，沪深 300 指数包含了大多数行业龙头，在其中选股市值更大、容量更大，而且沪深 300 指数的贴水情况显著好于中证 500 指数，随着中证 500 指数增强超额收益的下降，沪深 300 指数增强的优势也将逐渐显现。具体可结合风险收益配比效果、以及持续跟踪调研对于管理人的深度了解，更多关注策略较为丰富且研发能力较强、不断通过对于策略广度和深度的挖掘增强超额回报的优秀管理人，具体建议关注因诺、明法、灵均、鸣石、幻方、衍复、天演、稳博、进化论、国富等管理人。

图表 32：股票量化策略推荐

产品	管理人	2020 年以 来收益率	近一年				近两年				近三年			
			收益率	排名 (/1634)	最大回撤	排名 (/1634)	收益率	排名 (/1239)	最大回撤	排名 (/1239)	收益率	排名 (/897)	最大回撤	排名 (/897)
进化论稳进一 号证券投资基金	进化论	38.50%	41.36%	263	8.28%	1108	88.67%	123	8.28%	704	105.64%	51	8.28%	358
外贸信托-灵均 多策略对冲私 募证券投资基金	灵均	36.01%	38.89%	298	0.99%	190	68.80%	206	3.36%	335	62.20%	141	14.21%	542
明法全天候一 号基金 1 期	明法	25.70%	28.75%	462	3.12%	555	62.98%	251	3.73%	363	32.99%	452	22.40%	670
因诺天跃资产 管理计划	因诺	24.74%	30.54%	432	3.32%	578	90.16%	117	3.32%	322	82.45%	83	5.51%	275
鸣石投资量化 2 期证券投资 基金	鸣石	23.02%	21.71%	606	1.68%	355	60.78%	266	2.60%	259	93.85%	63	2.83%	159
国富瑞景 1 号 私募证券投资 基金	国富	21.84%	22.26%	591	5.04%	770	39.12%	463	5.04%	467	--	--	--	--
九章幻方均衡 配置 1 号私募 基金	幻方	19.61%	20.90%	627	1.82%	373	45.98%	384	1.82%	146	55.30%	181	3.75%	192
衍复中性三号 私募证券投资 基金	衍复	17.29%	17.30%	745	0.16%	90	--	--	--	--	--	--	--	--
天演 6 号私募 证券投资基金	天演	16.65%	17.97%	724	2.46%	457	35.81%	497	2.46%	249	55.33%	180	2.46%	149

注：数据截止 2020 年 11 月。

来源：国金证券研究所

- 因诺：因诺专注于量化投资领域。公司相信，金融市场（包括股票、期货、期权、债券、外汇等）受基本面、技术面、心理面等诸多综合因素的影响，金融产品的量价特点可通过统计方法分析求得，并在未来重现。混合策略综合运用套利策略、选股策略、Alpha 策略、CTA 策略等，具体子策略仓位会根据策略回测的业绩情况进行调整。Alpha 策略与选股策略基于同样的选股模型——人工智能模型，以深度学习方法深入挖掘市场信息，通过高换手获取市场超额收益，并辅以合适的下单算法降低冲击成本。
- 明法：公司专注于量化对冲投资领域，借助数据挖掘、统计分析和软件开发能力，构建了面向多市场、多品种、多策略的程序化交易系统和资产管理平台（涵盖策略测试、策略配置、风险评估等），并拥有 CTA、套利及股票阿尔法等多策略的策略研发团队和策略库，擅长趋势和套利组合，以及多周期组合，总体净值波动较小且获益能力优秀。
- 灵均：公司投研人员共分为四大策略团队，即阿尔法策略、算法策略、CTA 策略和其他策略。阿尔法策略主要为多因子选股策略，从多角度挖掘大量的低相关性因子，利用优化算法进行因子合并，使其对未来股价具有高度的预测能力，通过合并后的因子选取强势股票组合获取收益。算法策略利用自有算法交易系统，针对不同市场环境，自动执行交易策略，能有效减小市场摩擦，降低冲击成本，节省交易

损耗。CTA 策略包括趋势策略以及跨期跨品种套利。其他策略主要包含期权、择时等策略，均在持续开发中，丰富收益来源。

- 鸣石：公司基于金融理论，通过量化模型，借助计算机技术获得长期稳定的绝对收益，投资策略覆盖股票策略、套利策略、商品策略、日内策略、股指期货策略等。鸣石通过量化选股策略找到市场中的阿尔法收益，并由股指期货对冲来控制市场波动风险，而且充分利用阿尔法底仓所建立的股票市值头寸，参与新股线下配售，同时在已有的股票池基础上，实现日内回转交易，捕捉股票日内已有的波动。公司在市场中性产品和指数增强产品中上线了高频选股策略，该策略以量价信息作为主要数据，通过人工挖掘因子，人工智能筛选因子并建立股票组合。
- 幻方：量化团队站在人工智能技术前沿，针对股票投资策略进行了大量创新，使用多年来不断优化数据库和服务器，开发出多策略、多周期的投资模式，以实现收益叠加、风险分散。中证 500 指数增强策略主要由技术面选股策略、基本面选股策略、日内交易策略、其他低风险策略（网下打新、套利）、做市策略（毫秒级交易执行优化）相互叠加，追求超越预期的业绩。
- 衍复：成立于 2019 年，专注于二级市场量化研究和投资，虽成立时间较短，但核心团队过往管理的可参考产品业绩追溯时间久。公司在 IT 系统和数据库方面舍得投入，以支持策略的不断更新和优化。目前公司管理规模较小，各类策略容量充足。投资策略方面，衍复目前专注于量化市场中性和量化指数增强策略。其市场中性策略基于有效因子进行全市场选股，现货头寸充分分散，用股指期货对冲。公司因子储备丰富，策略开发、测试系统相对成熟，策略上线要求严格。
- 天演：公司采用定量决策、获取客观差价、力争完全对冲、保障交易安全，致力于在严控风险的前提下，为投资人获取与市场低相关的稳定收益。目前投研人员共 30 人，其中策略研发团队 18 人，剩余为 IT 团队。公司产品线分为 alpha+T0、纯 alpha、CTA。其中 alpha+T0 为目前主要策略，但策略容量接近上线，未来主推 alpha 策略。公司的选股策略使用多因子选股模式，涵盖量价因子和基本面因子，叠加日内策略增厚收益，并辅以统计套利策略、事件驱动策略等其他中低风险套利策略提升风险回报比。总体策略波动较小、稳定性较好。
- 稳博：成立于 2014 年，策略核心在于通过对投资标的进行科学的分析处理，对交易数据进行大数据分析处理，建立较为准确的数学模型进行评估和预测，在深入研究的基础上构建投资组合，在严格控制投资风险的前提下，力求获得长期稳定的投资回报。策略类型包括衍生品交易策略（商品期货高频策略、期权高频策略），以及股票 T0 策略和股票 alpha 策略。
- 进化论：公司兼具主动管理和量化对冲两种投资模式，多基金经理合作模式和多策略投资模式是公司在团队建设和投资理念上的两大特点。将科学方法应用于投资管理，大量使用人工智能、分布式运算和其它技术来查找数据规律，将数据、计算能力和金融专业知识结合起来，开发出复杂的交易模型。不断寻求在有限的风险敞口下产生优质风险回报比，而不是规模过大但更加不稳定的回报。
- 国富：公司具有丰富的策略储备，可以根据投资者的配置需求，在多种策略中进行组合。其中，中高频权益策略进一步细分为相对价值、量化多头、指数增强、市场中性、股票多空等子策略，公司在中高频量化策略上的优势主要来自于海量大数据、IT 技术、以及量化投研，核心团队大部分拥有比较丰富的海外量化投资经验。

3.3、固定收益策略：利率逐步上行展露配置机会，长期资金可适当介入

- 基于前文对于宏观经济的分析，2021 年供给替代、全球经济复苏、海外库存周期拉动出口增长，制造业投资反弹可持续，低基数效应下社零增速有望大幅攀升，出口、消费和制造业将是 2021 年经济增长的重要驱动因素，

推动经济弱复苏进程，总体经济基本面对于债券市场相对中性。从流动性角度来看，2021 年宏观政策将较去年收敛而回归正常化，但收敛并非收紧，非常规时期的政策工具要适时退出，但节奏上依旧会注重相机抉择，总体流动性不缺不溢，以保持对经济恢复的必要支持力度。另外，从供需结构来看，2021 年特殊财政政策退出后，债券供给压力将得到缓解，银行、境外机构等配置力量依旧有支撑，需求面总体稳定，在非标监管趋严的背景下，债券类标准化资产将受到更多关注。

- 当前利率的“爬山”进度更像是才起步不久，2021 年预计利率整体大概率震荡上行，上半年震荡上行，下半年前高后低。在利率逐步上行的过程中，利率债的配置机会将逐步显现，利率冲顶阶段，长期配置资金可考虑逐步入场，此外，震荡市场也为利率波段操作提供一定的空间。信用债方面，受违约事件冲击，预计 2021 年信用分层现象将更加明显，应更多关注高等级信用品种的投资机会。组合配置中可适当加入固定收益策略品种，不过，在股债跷跷板下，债市整体性价比表现或仍将弱于股市。除此之外，从 2019 年 7 月份科创板开板以来，IPO 数量不断增加，打新获配向网下倾斜，2020 年 8 月创业板注册制靴子落地，随着注册制进一步在 A 股市场普及，打新增厚收益的吸引力将有望持续，对于以固定收益策略为主，叠加股票打新的复合策略品种也值得关注。落实到管理人的选择上，考虑到私募基金在该领域的策略优势比较有限，我们建议还是通过严格考察中长期以及各市场特征阶段的业绩表现和风控能力，匹配公司资本实力、固收平台优势、信评能力等等指标，结合调研对于公司的深度了解，筛选其中优势公司进行布局。

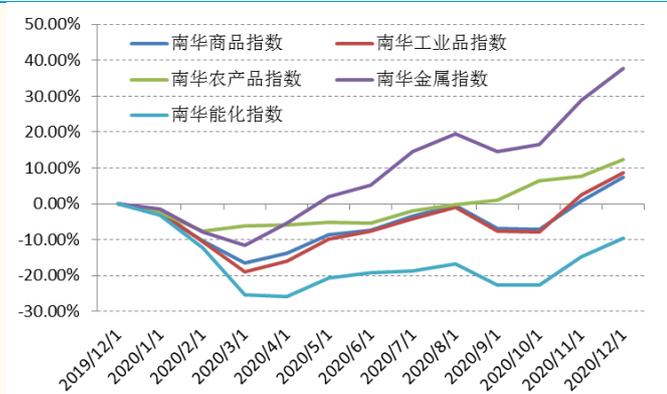
3.4、期货宏观策略：经济复苏拉动需求，趋势利好量化 CTA

3.4.1 基础市场分析：需求带动价格趋势反弹，市场资金依旧平稳

➤ 需求释放，商品价格展开反弹进程

- 在财政政策和货币政策的配合下，2021 年预计全球各大经济体经济复苏进程将陆续展开，这将拉动大宗商品需求，带动商品基本面持续向好。具体来看，原油方面，疫情的防控和疫苗的研发决定了全球经济复苏的进度，2021 年一季度或许是市场预期差比较大的阶段，也是油价弹性较大的阶段，但地缘政治对原油供需的影响仍然是潜在的不确定因素。农产品方面，拉尼娜现象形成或导致南美天气干旱，相关农产品产量下降，价格有望上行。黑色品种方面，跟随制造业复苏的强劲势头，预计仍将偏强运行。黄金方面，全球宽松政策的推行将使得通胀预期升温，通胀将成为推升金价上行的关键。总体来看，2021 年大宗商品在经济复苏、需求回暖的大背景下，仍有上行空间，当然，疫情防控、地缘政治局势等问题依旧凸显，也存在较大波动的可能。

图表 33：各商品指数 2020 年累计涨幅



来源：Wind，国金证券研究所

➤ 基础市场趋势反弹，利好量化 CTA 策略

- 2020 年是 CTA 大年，疫情的影响导致需求降低，使大宗商品价格承压，同时带来欧美国家货币超发，但是弱势的美元又会带来大宗商品的价格上

涨，一涨一跌正反影响中就形成了 2020 年的很多波动，而波动对量化 CTA 构成利好。具体来看，2020 年上半年的商品市场行情主要以 4 月为分水岭，分为第一季度疫情期间的高波动下跌行情，以及 4 月开始的疫情后半程的低波动反弹行情。2020 年一季度，基础市场的剧烈波动给量化 CTA 策略带来了良好的运行环境，尤其是波动最为剧烈、趋势相对持续的 2、3 月份，量化 CTA 策略普遍取得了不错的回报，充分展现了自己“危机 Alpha”的特点。

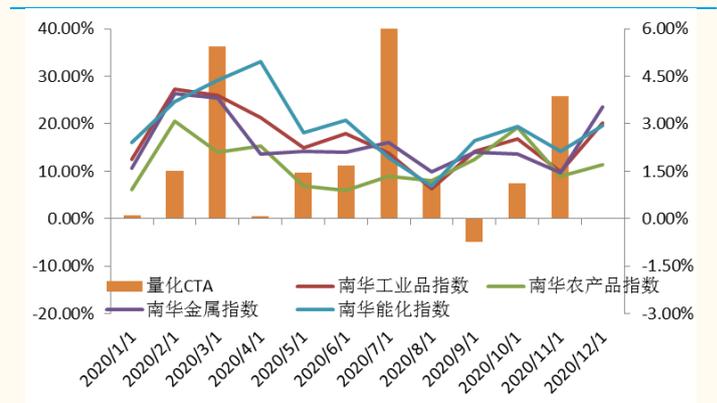
- 进入二季度，随着各国疫情逐渐得到控制，商品市场的波动率大幅下降，加上 4 月份部分品种（如能源、化工）多次出现趋势的大幅反转，使得许多产品出现了回撤，因而总体表现一般。5、6 月份市场波动率继续下降，大多数板块和品种较小的波动使得量化 CTA 策略的运行环境比较安全，不容易出现大幅回撤，但同时由于趋势性机会较少，因而大幅盈利的机会也较小，不过总体表现尚可。进入下半年，7 月份贵金属、玻璃能部分品种的加速上涨利好长周期趋势策略，带动整体量化 CTA 策略业绩提升。进入 8 月，商品期货市场各板块和品种陆续结束了前期持续超过 3 个月的稳定上涨趋势，进入高位小幅震荡行情，对于 CTA 策略来说，整体的收益机会明显减少，同时部分大致商品快速回调，带来较大风险。直至 11 月，不少高流动性品种走出了幅度较大的趋势，波动率明显反弹，量化 CTA 获益明显。
- 对于 2021 年，基于前文分析，疫情对全球市场的短期恐慌性影响以及对全球经济的短期打击已经过去，随着经济复苏的推进，未来对于原油、基本金属、农产品等等大多数大宗商品的需求将会逐步提升，其价格也有望延续之前的反弹趋势，长期维持小幅横盘波动的可能性较小，因而整体环境利好量化 CTA 策略。

图表 34：各商品指数波动率（年化）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：波动率与量化 CTA 业绩关系



来源：Wind，国金证券研究所

➤ 持仓量持续平稳，对量化 CTA 影响较小

- 从持仓量数据和量化 CTA 策略的业绩关系来看，量化 CTA 策略收益率走势与期货市场持仓量的变化情况在大部分时间保持着基本一致的步调，少数时候走势有所差异，这主要是由于影响产品的因素不止这一项有关。但大致可以推断，资金流动的方向对于商品市场的影响会进一步传导至金融产品层面。从目前的数据来看，2020 年以来商品市场持仓量总体变化不大，量化 CTA 策略基础市场资金相对平稳。

图表 36：商品指数月度持仓量与量化 CTA 月度收益对比



来源：Wind，国金证券研究所

3.4.2 期货宏观策略基金筛选

- 基于前文分析，未来经济复苏带动需求持续恢复，将有望继续推升大宗商品行情，因而整体环境利好量化 CTA 策略，尤其是中长周期趋势策略。当然，从风险的角度考虑，如果需求的复苏不达预期，或流动性方面有所收紧，可能会对商品市场的上涨形成压制。一旦商品市场形成高位震荡，那么中长周期策略将面对一定回撤风险，届时可将中短周期 CTA 策略和部分稳健的基本面量化策略作为更加保守的策略选择。而且，从组合搭配的角度来看，由于投资领域的差异，CTA 策略与股票策略、债券策略之间有着较低的相关性，因而，在投资组合中配置一定的量化 CTA 策略品种，对于平衡组合净值波动、提升多样化效果有积极作用。具体品种方面，建议关注黑翼、宽投、千象、牧鑫、象限、阳泽、呈瑞等。

图表 37：期货策略推荐

产品	管理人	2020 年以来收益率	近一年				近两年				近三年			
			收益率	排名 (/955)	最大回撤	排名 (/955)	收益率	排名 (/725)	最大回撤	排名 (/725)	收益率	排名 (/484)	最大回撤	排名 (/484)
象限 1 号私募投资基金	象限	48.29%	51.87%	178	1.10%	62	61.89%	180	3.35%	94	--	--	--	--
牧鑫多策略 0 号私募证券投资基金	牧鑫	46.41%	46.72%	211	1.64%	108	73.51%	138	6.59%	244	69.64%	112	7.41%	138
黑翼 CTA 六号基金	黑翼	29.44%	32.87%	321	1.64%	108	56.45%	201	6.07%	215	83.50%	86	6.07%	100
阳泽泽丰另类量化 1 号私募投资基金	阳泽	29.02%	30.95%	351	2.09%	154	56.49%	201	2.61%	60	--	--	--	--
宽投量化三号私募投资基金	宽投	28.80%	29.81%	372	0.00%	1	43.50%	294	1.42%	31	62.58%	132	1.42%	11
永隆量化趋势	呈瑞	28.28%	32.53%	327	3.74%	319	50.78%	246	4.48%	132	47.13%	195	9.23%	177
千象 12 期私募证券投资基金	千象	26.92%	27.94%	405	2.98%	239	31.26%	414	5.20%	170	48.06%	191	5.20%	78

注：数据截止 2020 年 11 月。

来源：国金证券研究所

- 黑翼：公司团队具有长期的量化投资经验，投资理念植根于严谨的金融学、数学以及统计学模型，依赖于完全自主开发的策略研发平台进行复杂的策略研究和检验，依托交易系统在高度动态的市场中执行高效率的交易，以及使用完备的风控系统防范潜在的风险。具体策略涉及日内反转策略、趋势策略、跨期套利和跨品种统计套利策略、基本面因子策略、机器学习因子策略等等。
- 宽投：公司是一家量化多策略私募，使用量化的投资方法，投资于股票和期货等。其量化 CTA 策略包含了从短周期到长周期的趋势策略、从短周期统计到中长周期量化基本面的套利策略。趋势策略方面，宽

投同时使用量价信息和基本面信息，利用深度学习算法预测未来行情走势，对几乎全部商品期货品种进行投资。套利策略方面，除了使用量价信息进行各周期的统计套利之外，也同时在产业链基本面逻辑的基础上，使用量化基本面的套利策略。

- 千象：公司的 CTA 产品使用混合策略，通过高度的分散化来降低组合风险。其分散化主要体现在三个方面，1、品种分散，投资于几乎全部期货品种；2、策略分散，主要子策略包括趋势跟踪策略、震荡策略、对冲策略，和期权策略。3、周期分散，从包括日内的短周期策略，到 20 日以上的长周期策略，均在同时运行。这样的特点使其 CTA 产品可以容纳较大的资金，并可以较好的控制净值波动。
- 牧鑫：牧鑫资产成立于 2014 年 8 月，其代表产品牧鑫纯贝塔 0 号成立于 2017 年 2 月，并于 2018 年 4 月开始运行“牧鑫全策”策略。该策略主要由两部分组成，一部分是纯做空波动率的期权卖方策略，另一部分是做多波动率的股指期货 CTA 趋势策略和反转策略，两大类策略的盈利逻辑互补，使策略组合可以适应各类不同的市场环境。
- 象限：公司专注基于人工智能技术应用的管理期货投资，投资组合全部采用量化、程序化商品期货投资策略。公司深度运用人工智能(机器学习)技术，采用数据驱动，而非人为假设驱动，可提取单一数据遗漏的信息，相互评估多个数据种类对市场的共同作用，运用种类多样的数据(包括价格数据、价格衍生品数据、非价格数据)全面分析市场环境。
- 阳泽：公司的投资策略研发由美国 Teza Capital 的投研团队负责，国内团队主要负责 IT 本土化以及市场和运营。CTA 策略，主要由三大类策略组成，分别为基本面和另类数据策略（占比 60-70%）、市场动态策略（25-35%）、日内策略（5-10%）。基本面和另类数据策略使用的数据，除了国内主流数据提供商的行情数据和基本面数据之外，还有其股东永安期货、敦和资产等提供的现货基本面数据，以及其股东 Teza Capital 提供的另类数据，比如卫星图、运输数据等。会比较细致的针对每个不同的商品期货板块单独开发策略，以确保策略可以具有更强的逻辑性和针对性。由于策略大量使用由基本面数据研发的策略，因此策略整体交易频率不高，平均持仓周期为 1-2 周。
- 呈瑞：公司目前投研团队 30 人，产品线多元化，主推宏观对冲、CTA、股票主动量化及新三板等四条产品线。CTA 产品线方面，以程序化交易为主，使用量化模型捕捉高流动性大宗商品组合的趋势投资机会。策略为多周期趋势跟随，持仓从 2 天到 20 天，全品种交易，与其他资产相关性低。策略同时交易 31 个高流动性商品合约，风险分散，依据波动率模型自动调整仓位。策略攻守兼备，收益可复制性强，对滑点及手续费不敏感，资金容量大。在策略执行层面，独立开发算法拆单系统，功能全面，稳定高效，可有效降低市场冲击。
- 对于主观宏观策略，主要把握全球市场中股票、债券、期货、期权等各大类资产的趋势性机会，通过跨市场和跨品种的交易来起到对冲风险、增强收益的作用。不过国内机构由于受到外汇管制的限制以及对于全球资产研究深入程度的有限性，目前更多是在国内市场进行跨品种配置。2020 年总体来看在疫情影响下，股票市场、商品市场均波动明显，对于管理人的灵活配置能力是个巨大的考验。对于 2021 年，考虑到海外疫情、地缘政治等因素的不确定性，预期波动仍不可避免，加上宏观策略需要同时涵盖宏观资产配置、中观行业研究、微观股票、债券、期货等品种的研究，因此对管理人的投研能力有很高的要求，我们建议具体可以关注凯丰、泓湖等对把握大类资产趋势和轮动机会经验较丰富的管理人。

图表 38：宏观策略推荐

产品	管理人	2020 年以来收益率	近一年				近两年				近三年			
			收益率	排名 (/955)	最大回撤	排名 (/955)	收益率	排名 (/725)	最大回撤	排名 (/725)	收益率	排名 (/484)	最大回撤	排名 (/484)
泓湖稳宏宏观策略私募基金	泓湖	55.15%	56.43%	160	8.89%	615	127.54%	49	11.01%	416	129.96%	42	11.01%	219

凯丰宏观对冲 9号资产管理 计划	凯丰	15.77%	26.85%	424	15.18%	795	68.32%	156	15.18%	526	51.70%	176	16.13%	305
------------------------	----	--------	--------	-----	--------	-----	--------	-----	--------	-----	--------	-----	--------	-----

注：数据截止 2020 年 11 月。

来源：国金证券研究所

- 凯丰：公司专注于大宗商品、债券、权益类资产及其衍生品市场投资，资产管理规模逾百亿。投研方面，凯丰始终坚守“研究驱动投资”的投资理念，通过宏观、产业、量化三维一体的研究体系，持续跟踪产业链的各个细节变化，努力探寻价格变化的根本原因，从而发现市场的定价偏差和价格错估，把握交易品种间确定的差异，发掘对冲交易机会，并结合成熟的数量化模型来辅助设计投资组合。对于未来，公司判断，在国内品种中，商品的机会比较大，利率债机会也很大，二者形成有效的互补。但是，商品本质上是高波动品种，在目前一致预期的背景下，商品端仍存在两个潜在的巨大市场风险，商品本身的一致预期如果受到监管冲击，调整会非常剧烈；商品的不断上涨也会引发市场对货币政策的担忧，冲击债券与股票。所以，未来继续看多波动率。
- 泓湖：公司专注于宏观对冲策略，坚持价值投资理念，以绝对收益为目标，严格控制回撤。公司认为对大类资产的中长期趋势的判断是投资决策中非常重要的环节，相信独立深入的内部研究能够把握大类资产中期走势，从而指导组合在各大类资产上主动的仓位调整，实现回避风险，在长期为组合贡献超额收益。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402