



私募表现全面回暖，股票多头拔得头筹

—2019年1月对冲基金报告

◇ 1月私募表现全面回暖，股票多头拔得头筹

在各基础市场全面回暖利好下，4280只（据朝阳永续不完全统计，截至2019年1月末）具有连续一年以上净值数据的非结构化私募产品1月份平均收益率为2.54%，其中实现正收益的产品数量为3437只，占比为80.30%，整体表现一扫2018年的萎靡走势。

分策略来看，除债券基金外，其余策略均取得正收益。股票多头3005只产品全月平均收涨2.84%，收益率分布区间为-95.33%至275.28%，取得正收益的产品一方面是前期仓位较重借着月初大盘蓝筹特别是非银金融行业和银行业的反弹有所表现，另一方面是择时能力较强，阶段性调整仓位获取了不错的收益。

◇ 过去一年管理期货表现最佳

从过去12个月收益水平来看，4280只私募基金平均收益率为-13.64%，与权益市场相关度较高的策略普遍表现欠佳，其中在私募产品中占比最高的股票多头产品净值平均跌幅达17.18%，严重拖累私募产品平均业绩。整体表现最优的管理期货产品平均收益率达11.45%，业绩垫底的定向增发产品净值平均下行21.41%。

◇ 私募行业数据：管理规模有所扩张

截至2019年1月底，已登记的私募证券管理人为8997家，与前期增加管理人8家；管理基金数量为35843只，较上月增加1403只，平均单位管理人管理的基金数量扩大至3.98只；管理规模为2.13万亿元，较上月减少163亿元。剔除结构化以及子基金产品后可以看到，1月份私募证券投资产品发行量与12月基本持平，共计发行718只，但与去年同期比较下降55.15%。

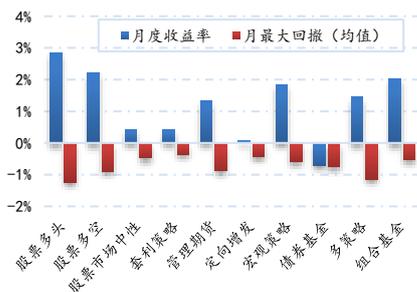
◇ 上海证券私募基金评价体系

以运作满3年1个月且具有连续一年以上净值数据的非结构化对冲基金为样本观察过去12个月对冲基金的风险收益情况。从最近一年的累积收益率来看，低风险产品表现最佳，平均累积收益率为-0.20%，较低风险产品以-10.71%跟随其后。高风险产品表现最差，最近一年的平均累计收益率为-28.98%。由此可见，在股市下行市场中，高风险产品并没有给投资者带来超额补偿，而低风险产品表现较为抗跌。

◇ 市场观点

星石投资：五大利空全面反转；世诚投资：市场或将迎来更大波动但下行空间有限。

2019年1月私募基金业绩统计



上海证券基金评价研究中心

王博生

执业证书编号：S0870517080001

邮箱：wangbosheng@shzq.com

电话：021-53686109

王馥馨

执业证书编号：S0870118080009

邮箱：wangfuxin@shzq.com

电话：021-53686105

田慕慧

执业证书编号：S0870518100001

邮箱：tianmuhui@shzq.com

电话：021-53686120

报告日期：2019年2月27日

相关报告：

一、基础市场回顾

2019年1月，A股市场在多重利好因素的推动下触底反弹，政策面上，年初QFII额度增加、科创板相关意见稿推出、证监会鼓励券商加大权益资产配置等政策整体对股市利好，投资者情绪受到一定程度提振；资金面上，央行下调金融机构存款准备金率，叠加TMLF和普惠金融定向降准释放大量资金，流动性宽松。全月来看，沪深两市代表指数上证综指、深证成指及沪深300指数收益率分别为3.64%、3.31%和6.34%；创业板本期低位震荡，月度收益率为-1.80%。

债券市场先涨后跌，中证企业债、中证全债、中证国债分别上行1.05%、0.97%、0.93%，中证转债指数受权益市场带动表现强势，录得5.24%的收益率。商品市场方面，南华商品指数全月大幅上行6.82%。

表1：各主要市场指数月度表现

指数名称	收盘指数	月度涨跌幅	今年涨跌幅
上证综指	2584.57	3.64%	3.64%
沪深300	3201.63	6.34%	6.34%
深证成指	7479.22	3.31%	3.31%
深证综指	1274.74	0.54%	0.54%
中小板指	4836.61	2.84%	2.84%
创业板指	1227.99	-1.80%	-1.80%
中证全债	192.33	0.97%	0.97%
南华商品指数	1415.34	6.82%	6.82%

数据来源：Wind、上海证券基金评价研究中心

二、私募基金业绩分析

2.1、1月私募表现全面回暖，股票多头拔得头筹

在各基础市场全面回暖利好下，4280只（据朝阳永续不完全统计，截至2019年1月末）具有连续一年以上净值数据的非结构化私募产品1月份平均收益率为2.54%，其中实现正收益的产品数量为3437只，占比为80.30%，整体表现一扫2018年的萎靡走势。

分策略来看，除债券基金外，其余策略均取得正收益。股票多头3005只产品全月平均收涨2.84%，收益率分布区间为-95.33%至275.28%，取得正收益的产品一方面是前期仓位较重借着月初大盘蓝筹特别是非银金融行业和银行业的反弹有所表现，另一方面是择时能力较强，阶段性调整仓位获取了不错的收益。

债券基金整体表现稳健，月平均收益率微跌0.70%。表现最差的产品疑似“踩雷”，单月净值跌幅达33.84%，信用违约事件频发更加考验债券基金的管理能力。商品市场整体上行，本月平管理期货产品平均收益率为1.33%，趋势追踪型策略表现较强。

表 2：各策略产品月度收益表现

产品名称	产品数量	1 月份收益率	正收益产品占比	收益率分布区间	
股票多头	3005	2.84%	82.36%	-95.33%	275.28%
股票多空	62	2.21%	75.81%	-5.90%	10.91%
组合基金	119	2.03%	84.87%	-7.10%	9.90%
宏观策略	64	1.85%	73.44%	-11.69%	13.91%
多策略	177	1.44%	72.32%	-24.69%	21.38%
管理期货	133	1.33%	76.69%	-10.50%	13.23%
股票市场中性	71	0.42%	53.52%	-3.34%	9.88%
套利策略	54	0.42%	70.37%	-7.88%	8.50%
定向增发	21	0.07%	71.43%	-54.74%	14.93%
债券基金	133	-0.70%	72.18%	-33.84%	7.74%
总计	4280	2.54%	80.30%	-95.33%	275.28%

数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

从各策略收益分布来看，尖峰、厚尾、左偏态、右偏态均有出现，表明策略间风险收益特征明显不同，采用单一指标如波动率、夏普比率进行简单比较难以起到有效评价的作用。

图 1:各策略产品 1 月份收益率分布

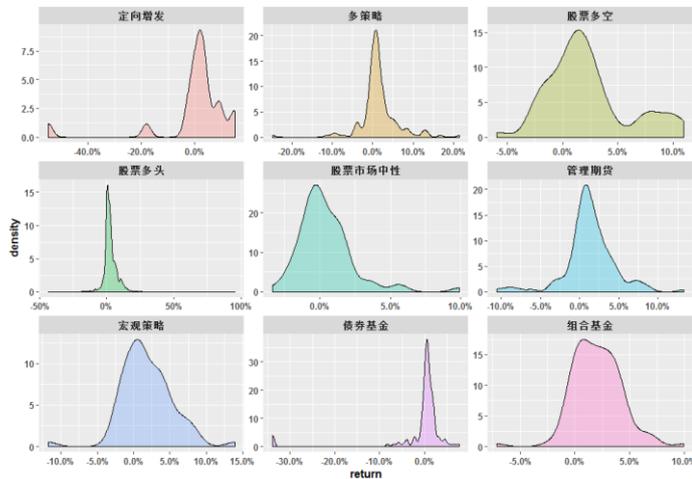
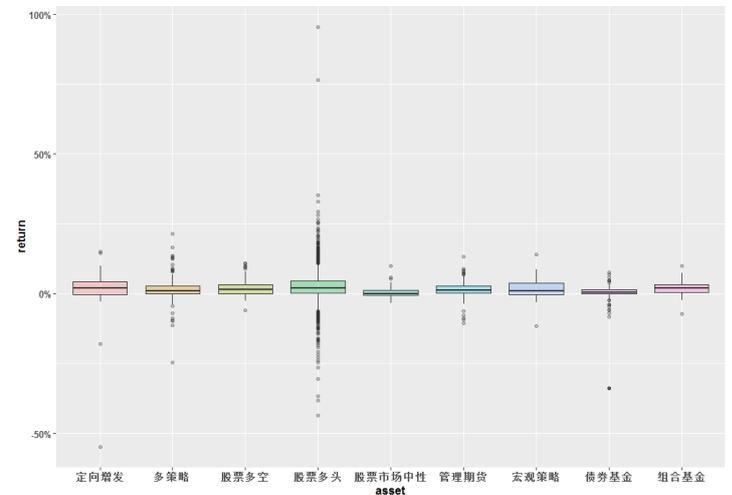
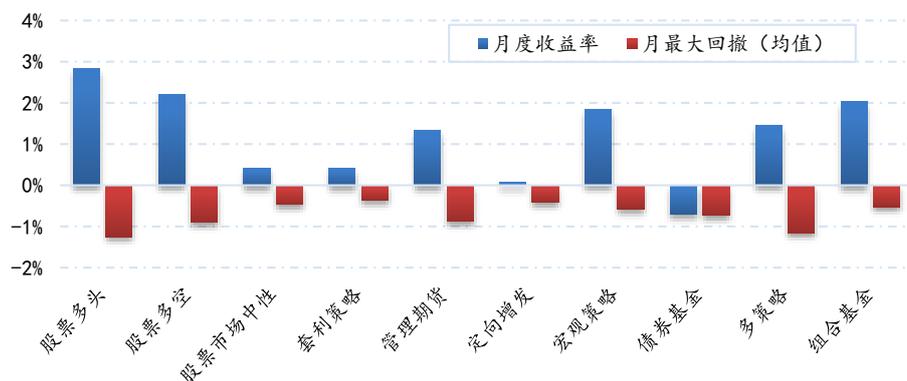


图 2:各策略产品 1 月份收益率箱图



数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

从回撤的绝对值来看，1 月各策略最大回撤水平较 12 月整体有所收窄。其中，股票多头平均回撤幅度最大，为 1.25%，其余依次为多策略和股票多空，套利策略、债券基金和股票中性产品回撤幅度较低。

图 3：2019 年 1 月私募产品的收益率和月内最大回撤比较


数据来源：朝阳永续、上海证券投资基金评价研究中心

2.2、过去一年管理期货表现最佳

从过去 12 个月收益水平来看，4280 只私募基金平均收益率为-13.64%，与权益市场相关度较高的策略普遍表现欠佳，其中在私募产品中占比最高的股票多头产品净值平均跌幅达 17.18%，严重拖累私募产品平均业绩。整体表现最优的管理期货产品平均收益率达 11.45%，业绩垫底的定向增发产品净值平均下行 21.41%。

表 3：各策略产品年度收益表现

产品类型	1 月 收益率	2019 年 收益率	过去一年 收益率	2019 年 年化波动率
管理期货	1.33%	1.33%	11.45%	13.61%
套利策略	0.42%	0.42%	6.74%	5.70%
股票市场中性	0.42%	0.42%	2.34%	7.07%
债券基金	-0.70%	-0.70%	0.38%	7.12%
宏观策略	1.85%	1.85%	-1.52%	11.53%
多策略	1.44%	1.44%	-3.69%	11.62%
组合基金	2.03%	2.03%	-7.16%	8.00%
股票多空	2.21%	2.21%	-8.00%	10.59%
股票多头	2.84%	2.84%	-17.18%	14.86%
定向增发	0.07%	0.07%	-21.41%	21.92%
总计	2.54%	2.54%	-13.64%	14.34%

数据来源：朝阳永续、上海证券投资基金评价研究中心

2.3、从风险分类角度

上文数据显示，不同策略甚至是同一策略下的基金产品的风险收益差异极大，将之视为同一类产品进行评价并不合理。从理论层面上讲，投资管理本质上是平衡风险和收益的交换关系，不同的风险等级对应着不同的收益预期，只有在同一个风险区间内，对产品收益进行比较才有意义。因此，上海证券提出以波动率作为分类标准，根据私募产品在评价区间内的年化波动率将其分为高风险、较高风险、中等风险、较低风险和低风险五大类，然后在

不同的风险类别中对该类别内的产品进行比较。

以运作满3年1个月且具有连续一年以上净值数据的非结构化对冲基金为样本观察过去12个月对冲基金的风险收益情况。数据显示，从最近一年的累积收益率来看，低风险产品表现最佳，平均累积收益率为-0.20%，较低风险产品以-10.71%跟随其后。高风险产品表现最差，最近一年的平均累计收益率为-28.98%。由此可见，在股市下行市场中，高风险产品并没有给投资者带来超额补偿，而低风险产品表现较为抗跌。

图4：各风险分类对冲基金1月份收益率分布

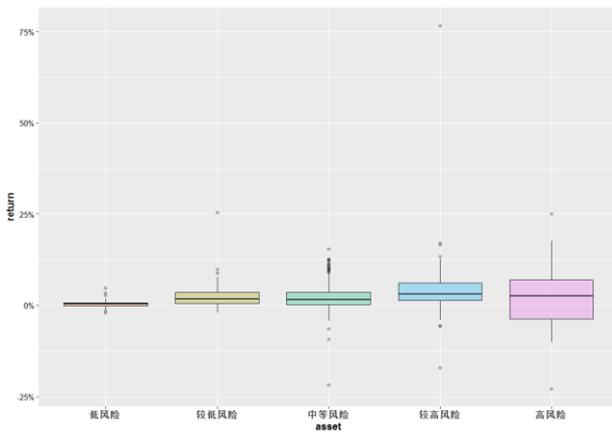
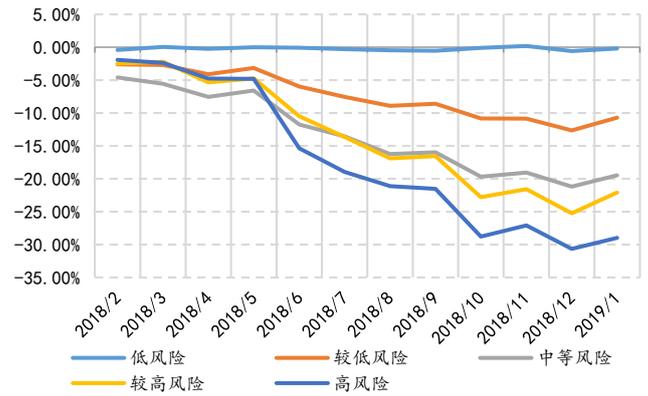


图5：各风险分类对冲基金平均累积收益率情况



数据来源：朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

注：样本为截至2018年四季度末，运作满3年1个月的对冲基金

三、私募行业数据：管理规模有所扩张

根据基金业协会公布的数据，截至2019年1月底，已登记的私募证券管理人为8997家，与前期增加管理人8家；管理基金数量为35843只，较上月增加1403只，平均单位管理人管理的基金数量扩大至3.98只；管理规模为2.13万亿元，较上月减少163亿元。剔除结构化以及子基金产品后可以看到，1月份私募证券投资产品发行量与12月基本持平，共计发行718只，但与去年同期比较下降55.15%。

图6：基金业协会私募登记情况

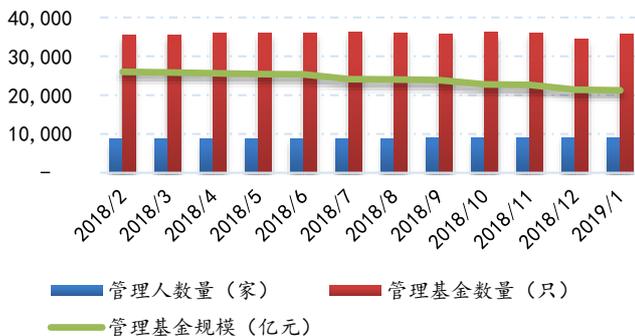
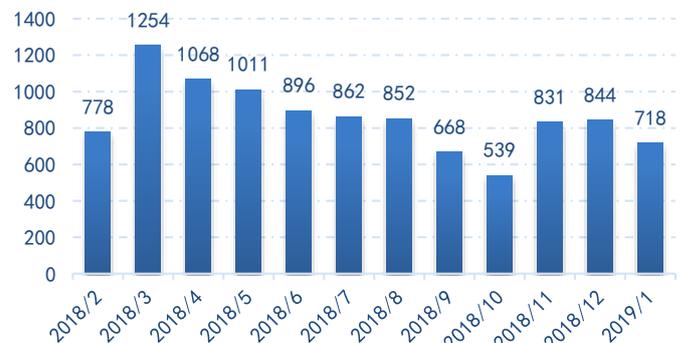
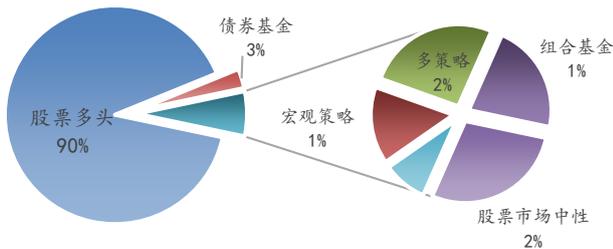
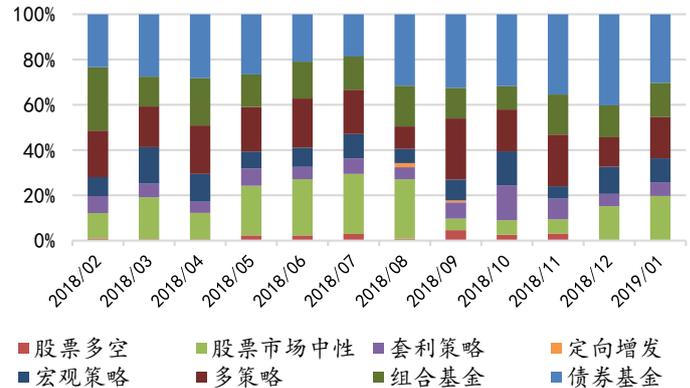


图7：私募证券投资基金发行情况（单位：只）



数据来源：基金业协会、朝阳永续、上海证券基金评价研究中心

受基础市场的负面影响以及市场风险偏好降低，私募证券投资类产品发行难度加大。新发行的私募产品中，股票多头发行数量依然占据绝对优势，占比约为 90%，之后依次为债券基金、市场中性、多策略、组合基金，股票多空、趋势和定向增发产品发行继续冰冻。

图 8:1 月新发私募基金分类情况

图 9:最近一年新发对冲基金的分类情况 (剔除股票多头)


数据来源：朝阳永续、上海证券投资基金评价研究中心

四、私募行业信息

1、私募备案新规或出:各模拟均设实缴规模 最高 5000 万

继银行、证券、信托之后，私募基金的“资管新规”或于近日推出。

近日，一份《私募投资基金备案须知》传出，据了解，这份文件由基金业协会所拟，尚未正式发布，近期或将推出，不确定最终发布的版本是否会有所调整。

不过，从获得的这份文件上看，对私募基金的定性、托管、投资者核查、信批和风险揭示，以及各类私募产品的备案、设计和运作，均做出了规定，总体上更加详细更加严格。在此之前，对私募基金的备案和规范运作无此详细规定。

文件共有七大部分五十二小条，涉及了各类产品和各个环节的监管。一些要点包括：

1，明确了托管要求，契约型基金产品要求托管，特殊情况例外；私募资产配置类基金必须托管；合伙型产品必须托管，托管户以及特殊目的载体的资金和账户需在该托管人的监督与控制下；

2，备案实缴规模要求：私募证券类基金不低于 1000 万元；私募股权类基金不低于 3000 万元；私募资产配置类基金不低于 5000 万；同时规定，私募管理人及员工跟投比例不超过 20%。

3，封闭运作的要求：除私募证券类产品外，私募股权类（含创投）、私募资产配置类产品原则上封闭运作，不得增设后续募集期（即先前管理人操

作的先部分募集备案通过后再通过设置临时开放日的方式进行后续募集)，但存在例外情形。

4, 存续期的要求：私募证券类基金不超过 15 年；私募股权类基金（含创投）不少于 5 年，鼓励设立存续期在 7 年以上的股权基金；私募资产配置类基金不少于 5 年；另外，基金所投资标的的退出日期不晚于该基金到期日。

5, 列出了鼓励备案的产品类型：符合国家战略和产业政策要求、符合国家供给侧结构性改革政策要求的领域；参与市场化、法制化债转股；鼓励私募基金响应国家脱贫攻坚战略，支持贫困地区企业融资。

6, 鼓励私募投资基金进行组合投资，建议私募投资基金投资于单个资管产品（含私募投资基金）或标的的比例不超过该基金资产规模的 20%。

7, 对房地产类、政信类、私募证券类、股权类、债权类、不良资产类、收（受）益权类、资产配置类基金的特殊备案要求，分别作了详细规定。

8, 对关联交易、信息披露、重大情况报送、紧急暂停备案的情形做出了具体规定。

9, 强调合格投资者的穿透核查；强调打破刚兑，风险揭示，规范使用“业绩比较基准”等概念；通过约谈、信息公示等手段加强监管。

10, 过渡期安排：新老划断，对于不符合新规规定的老产品，原则上不得展期，在 2019 年 1 月 31 日之前不得新增募集规模。

多位私募基金管理人表示，此前私募基金的备案没有明确规定，且根据市场情形常有变化，很有必要明文确定下来。事实上，其中很多规定，之前机构在自行运行的过程中也在逐步摸索除了一些规则，从文件里看，很多被明文确定了下来。

但是另外也有私募基金人士表示，按照这个规定，有些规定暂时很难达到要求，比如各类基金产品实缴规模的规定，会对基金的实际运作产生非常大的影响，“从现在的业务开展来看，很多情形是无法满足这一要求的。”

来源：21 世纪经济报（2019.2.28）

2、正式被纳入监管，发展几近停滞的 MOM 或迎来第二春

继 FOF(基金中基金)、私募资产配置类基金后，三大各具特色的资产配置类产品之一的 MOM(管理人中管理人)也被纳入监管。

日前，中国证监会发布《证券投资基金经营机构管理人中管理人(MOM)产品指引(征求意见稿)》(下称《指引》)，并向社会公开征求意见。

根据定义，MOM 产品的管理人(即母管理人)不直接管理产品，而是将资产委托给多个优秀的基金管理人(即子管理人)来间接管理，即是投资“人”的产品。从性质上看，母管理人是产品管理人，子管理人是母管理人的投资顾问。而与之相似的概念——基金中基金(FOF)，则是投资“基金”的产品。

为何将 MOM 产品纳入监管?证监会表示，MOM 产品在境外属于一类成熟的

资产管理产品，具有“多元资产、多元风格”的特征，既能体现母管理人的大类资产配置能力，又可以发挥不同子管理人的特定资产管理能力。因而，发布《指引》的目的是进一步促进证券投资基金经营机构资产管理业务创新发展，提高为各类投资者提供资产配置服务的能力。

具体来看，《指引》共 24 条，对 MOM 的产品定义、运作模式、参与主体资质条件、母子管理人及托管人职责划分、投资运作、风险管理与内部控制等进行了规范。

从运作模式上看，MOM 产品可以采取公募与私募两种形式，但应当分别适用不同的监管要求，以规范其发展。其中，公募 MOM 产品的子管理人需取得公募基金管理人资格，私募 MOM 产品的子管理人则应符合一定条件，如在中国证券投资基金业协会(下称“中基协”)登记满 1 年、无重大违法违规记录的会员等。此外，在备案方面，公募 MOM 产品的子管理人应当向中国证监会备案，私募 MOM 产品的子管理人应当按照中基协的规定进行备案。

除子管理人外，母管理人也需满足一定条件。主要有三点：一是依法经中国证监会批准可从事资产管理业务；二是具有专门投资研究团队，且专职从事管理人中管理人产品相关投资研究的人员不少于 3 人；三是最近一年内没有因重大违法违规行为、重大失信行为受到行政处罚或者刑事处罚，且不存在因涉嫌违法违规经营正在被立案调查或者正处于整改期间的情形。

从投资运作上看，母管理人对子管理人具有管理和开展审慎尽职调查的职责。一方面，为了规范子管理人的选聘及管理，母管理人应当建立完善的子管理人管理制度，健全决策程序和授权机制，明确各投资决策主体的权责划分；另一方面，母管理人应当对子管理人开展审慎尽职调查，加强监督评估，及时解聘或更换不合格的子管理人。

在风险揭示、管理与内部控制方面，《指引》要求，MOM 产品名称中应当包含“管理人中管理人(MOM)”字样，且母管理人应当建立健全内部控制与风险管理制度，完善技术系统，以支持投资、估值、风控等方面的业务需求。

与单一基金相比，MOM 产品的优势明显。恒丰泰石董事总经理韩玮表示：“通常一个管理人只专长于股票、债券、黄金、商品、股权等一个类别的投资，甚至不少管理人只专长于股票投资中的某个板块或某种子策略。采取 MOM 的方式则解决了普通投资者选择管理人和大类资产配置的难题，有利于更好地满足投资者的不同投资需求和分散投资风险。”

其实，我国 MOM 产品的发展早已开始，但近年来日渐式微。

资料显示，MOM 是欧美主流的资产管理模式之一，于 2011 年流入中国。彼时，平安罗素(中国平安与美国罗素投资共同设立的合资公司)设计并发行了国内首只 MOM 产品。

随后，多元配置的理念逐渐受到其他资管机构的青睐。中基协备案信息显示，2015 年，共有 58 只名称中含“MOM”字样的产品备案成功。其中，仅万博兄弟资产管理(北京)有限公司一家便备案了 23 只。

但好景不长，MOM 产品的备案数量逐年递减。2016 年和 2017 年备案的名

称中含“MOM”字样的产品分别有 26 只和 23 只，而到 2018 年锐减至一只。

“之前制约我国 MOM 发展的主要瓶颈有子账户开立、公募基金投资范围限制、母子责任划分等问题。”韩玮进一步表示，“随着《指引》的发布，这些问题都能得到很好的解决，相信会推动我国 MOM 的发展。”

在子账户方面，《指引》规定，母管理人将组合资产划分成若干子资产单元，每一个子资产单元按规定单独开立子证券期货账户。子管理人在约定权限范围内为子资产单元提供投资建议或者下达投资指令，母管理人作出投资决策并负责交易执行。

而在市场以往给予 MOM 的定义中，均表述为母管理人直接赋予子管理人投资决策权。那么，《指引》中所述子管理人仅提供建议、下达指令，最终由母管理人决策，是否意味着子管理人的权力缩小？

“此举并不意味着子管理人权利的缩小，因为以往信托模式本质上也是这种模式，此举对强化母管理人的责任、保护投资者利益具有积极意义。”韩玮表示。

上海某子基金管理人也表示：“并不是投资决策的权利缩小，而是把这块业务做得更加规范了。因为我们作为子管理人，只是以投资顾问的身份提投资建议、下达投资指令之类，在投资决策方面，母管理人还是做风控的。因此，只能说《指引》发布后，这块业务更加名正言顺了，在投资运作、系统的对接方面，应该是比以前更加顺畅。”

华宝证券表示，相比 FOF，以 MOM 形式开展资产配置类资管业务的优势之一是：MOM 母管理人是最后的决策人和执行人，将母管理人和子管理人的沟通纽带进一步夯实，母基金话语权显著提升。此外，还有节约层级、调仓灵活、降低定制子产品成本的优势。

但 MOM 模式并非没有风险。资料显示，MOM 产品的劣势主要有四点：一是管理人风险，如若风控体系不完善，那么由多个基金经理操盘的子基金很难发挥协同作用；二是管理费高，与 FOF 被诟病的双重收费模式类似，MOM 产品除母管理人需收取管理费外，子管理人也需收取服务费用；三是收益方面不突出，资产类别的分散使得 MOM 产品的收益率较为平稳，获得市场平均水平的收益。

从收益上看，朝阳永续数据显示，在 36 只有可统计数据的 MOM 产品中，仅有一只今年以来的收益率超过 10%，而同期沪深 300 指数(3669.370, -9.02, -0.25%) (3669.3703, -9.02, -0.25%) 收益率为 10.9%。今年以来，有 6 只产品取得负收益，收益率最低为-11.9%。而将时间轴拉长，近 3 年来，有可统计数据的 MOM 产品共 17 只，其中 9 只取得正收益，收益率最高为 24.2%，同期沪深 300 指数收益率为 12.84%。此外，有 4 只产品近 3 年的收益率低于-30%，最低为-63%。

对此，证券市场专业人士王斌伟表示：“国外的市场比较成熟，他们发行的 MOM 产品，理论上讲更加符合产品的本质。而我国 A 股市场仍然处于发展中，对于现在名义上的 MOM 产品是否一定符合其本质，还有待进一步的

跟踪和观察。”

来源：国际金融报（2019.2.26）

五、私募后市观点

1、星石投资：五大利空全面反转

2月25日，A股成交量破万亿，创下三年以来的新高；三大指数暴涨超过5%，全面反弹到了新高峰。市场情绪高涨，不禁发出疑问：牛市真的来了吗？

我们认为，牛市形成肯定不会一蹴而就，强势反弹之后的市场或阶段性盘整。但是，压制市场的五大利空已经反转为五大利好，科技领先的复兴牛市正在酝酿。

压制2018年的五大利空反转为五大利好

2018年，A股表现熊冠全球。但2019年，压制A股的五大利空已经全面反转为五大利好：

一是去杠杆转向稳杠杆，融资环境改善。

2018年强力去杠杆导致货币收缩，流动性收紧；2019年以来，去杠杆转向稳杠杆，融资环境和流动性出现改善。目前，逆周期调节的政策效果初步显现：1月份社融和信贷创新高，虽然社融结构上短期票据贡献较大，这只是宽信用的第一步，随着进一步疏导以及银行资本金补充到位的情况下，社融结构有望改善，未来需进一步观察。

二是中美贸易关系从紧张转向缓和。2018年中美贸易摩擦加剧，市场情绪悲观；2019年，在经济压力加大的背景下，美国谈判的动力较足。今年以来，中美已经展开多轮不同层面的会晤和谈判，从释放出的信号来看，正在朝着向好的方向发展。

三是美联储加息节奏从加快转向放缓，外部压力减弱，全球流动性拐点或出现。2018年美联储加息4次，约束中国货币政策和全球流动性；2019年为了应对国内经济压力，美联储加息节奏放缓，并明确年内或退出缩表。2019年，全球需求疲软，各大经济体央行表态鸽派：欧盟、英国、日本、澳大利亚等人民币汇率压力减弱：从贬值预期转向升值预期。

四是民企从极度悲观转向逐步乐观。2018年在去杠杆和中美贸易战的背景下，融资环境恶化，民企退场论盛行。2019年支持民企的金融政策不断加码，民企困境逐步解决，信心逐步修复。

五是股权质押风险从加剧转向全面缓解。2018年在融资受限的背景下，上市公司股权质押风险爆发，导致市场螺旋式下跌；2019年在央行、银保监会、以及地方政府各方监管层共同协力积极推出相关政策，通过各类金融机构等设立质押纾困专项基金高达7000亿元。加之市场上涨，上市公司的股权质押风险全面缓解。目前，股价跌破平仓线的业务占比显著降低。

科技领先的复兴牛市正在酝酿

目前，宏观政策、外围环境以及市场的走向，都在逐步验证星石 2019 年年度策略的预判，压制 A 股的多重因素将在 2019 年全面反转，科技领先的复兴牛市正在酝酿。未来，带领牛市节奏的将是科技股。

首先，高质量经济增长持续，产业升级、新旧动能切换为复兴牛酝酿创造条件。数据显示，受过高等教育的居民劳动生产率相较文盲高出 300%，劳动力素质是影响供给效率的关键因素。目前，中国进入工程师红利时代：2002-2017 年积累了 8620w 受过高等教育的队伍，理工类占比接近一半，总人数位于全球首位，为科技创新直接输送人才。未来 10 年，将有总和超过 2 亿人受过高等教育。而且，中国工程师成本远远低于美国等发达国家：以软件工程师为例，月薪相差整整 7 倍。

从经济数据来看，以三新经济（新技术、新产业、新业态）为代表的新动能增速较快：新动能对新增就业的贡献率达到了 70%。高端制造业、现代服务、新兴消费等新经济蓬勃发展，中国在全球价值链的位置不断上升，诞生了一批具有国际竞争力的企业。

其次，资本市场引来重大改革机遇，推动新经济发展，助力复兴牛市酝酿。从去年以来，资本市场的地位在不断提高：从“牵一发而动全身的作用”到“国家核心竞争力”的重要组成部分，已经到了前所未有的高度。

我们预计 2019 年资本市场的改革将提速，而资本市场的发展的目的，是为经济转型、科技创新提供动力。2019 年最大的改革亮点是科创板的落地，预计将掀起资本市场改革的起点，此外，未来长期资金（养老金、保险资金、银行理财）加速入市可期，资本市场税收延迟有望落地。

复盘 A 股市场二十几年的走势，每次确定性最强的大行情，都是来自于与新经济动能相关的产业。我们认为，可以从四条主线配置以科技为核心的成长股：一是已经具备全球竞争优势的先进制造业比如新能源汽车产业链；二是受益于制造业转型升级的智能制造比如工业机器人、云计算、人工智能、5G 等；三是兼具消费属性和科技属性的行业比如医药生物；四是其他弱周期成长股。

来源：和讯基金（2019.2.26）

2、世诚投资：市场或将迎来更大波动但下行空间有限

“牛市来了吗？”不管是专业投资者，还是普通散户，面对近期 A 股市场持续放量大涨，都发出了这样的疑问。

“我们已经身处牛市！”这是世诚投资对于最新市况的描述。

不同于传统意义上对于牛市的定义，世诚投资把估值两位数以上的扩张（收缩）定义为牛市（熊市）。道理很简单，如其他条件不变，业绩的起落本来就应该带来股价的涨跌；而与业绩相关之外的股价额外起伏（即估值的变化）才是牛熊的真谛。

我们预测 2019 年全市场业绩大致持平。2019 年才过去了两个月不到，

主流指数—从沪深 300 到创业板指—却已经翻山越岭，普遍录得 20%甚至更高的涨幅；更不用说那些已经实现了惊人反弹幅度的板块如消费电子等。既然涨的都是估值，且幅度不小，说目前已是牛市，以世诚投资的视角和标准，并不为过。

但是，2019 年，我们还缺乏全面牛市的基础。如要达成并维持全面牛市，我们需要看到业绩的根本改善，包括盈利质量的提升。目前看来，虽然逆周期的宏观政策不断推出，从实际更为宽松的货币政策（降准、表外缩表的暂停，等等）到更为积极的财政政策（减税降费），但是该等政策主要针对宏观经济下行压力加大时的对冲，而非通过大水漫灌将宏观经济拉出 V 字形走势。在此背景下，微观层面的企业盈利改善空间有限，且需要时间来反应。所以，在缺乏业绩面支撑的背景下，对于马上进入全面牛市不能寄予过高期望。

资金面也会有起伏。前期市场反弹包括背后信心的恢复，多来自于外资的持续流入。但是年初至今超 30 亿的陆股通日均净流入远超我们的 20 亿全年预测。如果我们的预测最终被证明更接近实际情况的话，意味着接下来“北上”流入也会阶段性放缓。顺便说一句，MSCI 指数公司将于 3 月 1 日宣布提升 A 股纳入系数的结果，而普遍预期的 20%并不是“板上钉钉”的事，对此也需要加以防范。近日国内资金接棒外资，成为增量资金及场内交投的主力，但是其持续性有待观察，特别是在指数在短期已反弹 20%有余的背景下。

监管部门也不希望快牛甚至疯牛。1 月中旬，管理层表达了对有效提升市场活跃度的关切。其后的不到两个月时间，活跃度已然大幅提升，甚至已经大大超出了监管部门的预期。所以我们看到昨晚监管部门及时表达了对场外配资的关切。“没有买卖就没有伤害”。为了防止出现如 2015 年夏天时的股市异动，一个行之有效的方法是防止快牛。所以，从这个角度讲也难以马上迎来可进一步拓展的全面牛市。

中美关系作为 2018 年压制风险偏好的最重要因素之一，正在随着中美多轮谈判取得的实质性进展而得到修复。不过我们坚信，在全面、可执行协议上达成一致之时，市场的目光将转向协议本身对于中国的短中长期影响。谈判的本质是妥协；如果全面协议能起到立竿见影的效果，那从逻辑上讲也不需要耗费之前那么多的时间精力。但几乎可以肯定的是，一份美方能接受的协议意味着中方也将在短期付出一定的代价，虽然从更长远的角度看双赢完全可能。这对于资本市场的含义是，预期也将从“打满”开始向下修正。

周一全市场成交金额在时隔近四年之后再次回到万亿高位，而换手率也正在逼近 5%这一较高的水平。可以参考的是，2007 年市场到达顶峰时，换手率也仅仅是彼时创纪录的 7%，而 2015 年市场高点对应的换手率是 8%。昨天市场 5%的高换手，意味着短期分歧加大、高位震荡风险加大，市场之前相当高的性价比已经回落。

综上，世诚投资认为市场将迎来更大的波动，需要我们提高警惕。不过，即使出现宽幅震荡，真正下行的空间有限。今年最大的边际变化是科创板的推出。世诚投资判断在此背景下，一个相对温暖的二级市场氛围是各方的诉求，而且我们相信监管层完全有能力塑造这样的氛围。另外，市场情绪已被

带动起来，短期内有其固有的惯性。最后，决策部门对资本市场的日益重视意味着“政策底”也将“水涨船高”。

基于上述判断，世诚投资在现阶段将首先立足于防守，再伺机进攻。更加具体而言，我们在股票仓位上更有可能随着市场上涨而小幅下降。不过需要强调的是，这个仓位上的潜在变化更多是来自于自下而上个股交易的结果，即我们会择机减持部分已有明显超额收益、性价比急剧下降的板块及个股。同时需要强调的是，我们的防御并不是纯粹、简单的防御，而是在防御中兼顾进攻。这对我们的行业策略及个股选择提出了更高的要求。世诚团队有信心在接下来的震荡市里把握好 alpha 机会，一如其在过去十多年的表现。

来源：新浪财经（2019.2.26）

分析师承诺

分析师王博生王馥馨田慕慧

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。