

2021年二季度私募基金投资策略报告

私募基金投资策略报告

组合布局，静待花开

基本结论

- **股票投资策略——行情复杂多变，多维度综合布局。**A股在中长期全球资产配置中具备较高吸引力，股票主动策略作为国内私募基金最大的类别，仍适合作为组合的主要部分。不过，考虑到短期信用收缩以及美债长端收益率上行的可能性，年内A股市场预计都将以震荡波动的结构性行情为主导，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，1) 建议立足中长期，关注管理人的持续获益能力，建议关注名禹、少数派、同犇、彤源、中欧瑞博、泰旻、世诚等。2) 考虑到短期仍将呈现的震荡波动的结构性行情，建议着重考虑选股能力因素，搭配具备选股能力同时操作风格相对灵活的品种，积极应对多变的行情，具体建议关注聚鸣、丹羿、汉和汉华、盘京、大朴、华夏未来、弘尚、磐耀等。3) 面对投资机会扩散化，建议关注注重逆向投资发掘预期差、把握低估值行业板块机会的价值型管理人，具体建议关注淡水泉、仁桥、丰岭、观富等。
- **股票量化策略——耐心等待市场盘整，整体环境有转好迹象。**当前市场的影响因素多空交织：市场上行动能不足预计会延续一段时间，量能的萎缩或将带来行业整体策略拥挤度的被动提升。而且，尽管当前主要宽基指数的估值水平相比年初有所下降，但例如沪深300等大盘股指数的估值仍处于历史中位上方，配置的性价比相对有限。另外，贴水情况仍然比较明显。但与此同时，部分因素已有边际好转的趋势，市场风格方面，中小盘个股活跃度的提升以及抱团现象的瓦解，将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，同时，因子的有效性也有所提升。总体来看，股票量化策略的运行环境难言乐观，但至暗时刻或将结束，量化投资仍有获取超额收益的空间，但幅度预计有限，面对超额回报的下降，可适当关注策略较为丰富且研发能力较强的优秀管理人，具体建议关注因诺、进化论、鸣石、灵均、幻方、天演、国富、赫富等。
- **固定收益策略——利率小幅上行概率加大，可适当介入。**整体经济增速符合市场预期，年内宏观政策应该会逐步由稳增长向调结构转变，而“调结构”往往会伴随着资金面的波动，对债市影响中性偏空。叠加考虑大宗商品价格仍处于高位以及碳减排对产能的影响，预计通胀也会成为潜在的变量。我们预计利率继续下行的空间正变得越来越小，上行的压力正在不断积聚，后续利率走势将趋势向上，但是幅度不会太大。固定收益策略作为收益率曲线相对稳健的品种，仍可在组合配置中适当加入，不过，考虑到债券市场投资机会的有限性，以及股票市场跷跷板效应的不确定性，可相对低配。同时，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——脉冲行情概率加大，关注配置价值同时警惕业绩波动风险。**海外经济复苏带动需求释放将使得商品市场基本面持续向好，但由于当前许多品种价格已经处于高位，加上中国因素的作用，在供需方面也将形成扰动，进一步大面积大幅上行的可能性较低。与此同时，脉冲式行情的概率正逐渐加大，不同品种之间由于各自影响因素的差异，在幅度和节奏上将会有所不同。这种市场特征对于CTA策略而言，仍有获取收益的空间，但预计业绩波动会更加明显。近期可侧重中短周期策略，具体可关注短周期趋势策略、套利策略，以及与基本面逻辑相关的量化基本面策略等，具体可以关注黑翼、宽投、千象、象限、涵德等，主管宏观策略建议关注凯丰、半夏。

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。

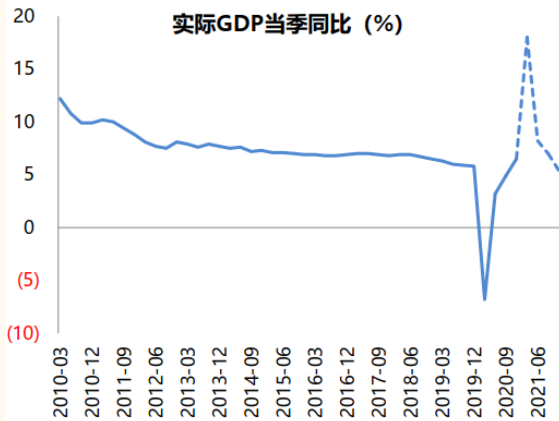
张慧 分析师 SAC 执业编号：S1130515080002
(8610)66216782
zhang_h@gjzq.com.cn

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

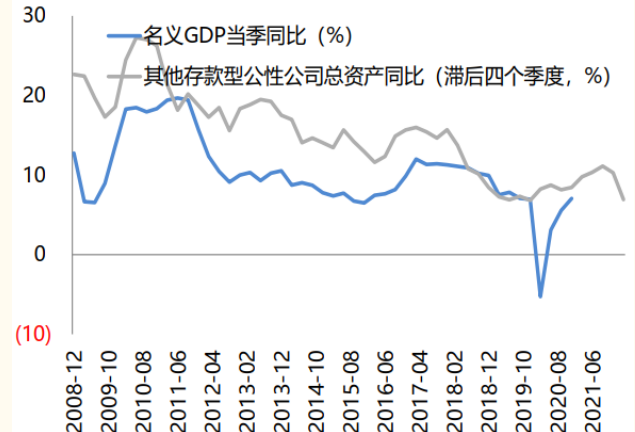
- 最新公布的经济数据显示，一季度实际 GDP 同比增长 18.3%，名义 GDP 同比增长 21.2%，增速基本符合市场预期。根据国金总量研究中心预测，在后续政策稳定的大背景下，预计全年实际 GDP 增速在 9% 左右，经济结构有望继续优化。具体来看：

图表 1：实际 GDP 增速及预测



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：剔除基数效应的名义增长减速压力在 3Q 显现



来源：Wind，国金证券研究所

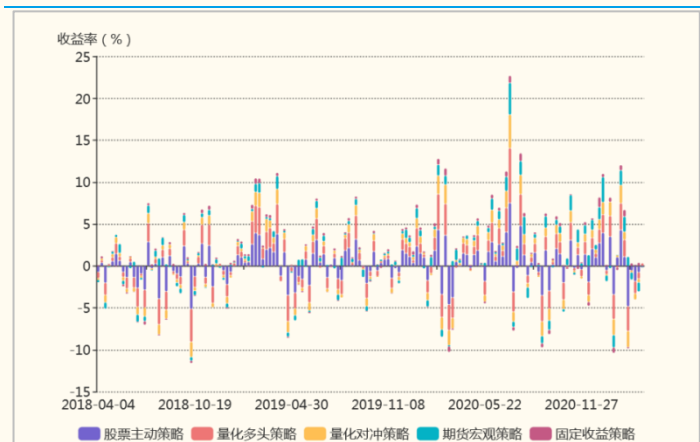
- 投资方面，3 月份固定资产投资季调环比 1.51%，基本与 2 月持平；同比增速小幅下滑，主要受到去年 3 月基数抬高影响。从分项来看，三大投资累计同比涨幅均有所放缓，其中地产投资放缓较显著，制造业改善明显，基建投资相对稳定。今年是十四五规划的元年，很多大型项目的开工较为确定，同时财政对基建的支持并未明显减弱，后续基建投资增速仍有望保持相对稳定，尤其随着地方政府专项债的发行，基建投资增速仍有望回升。在地产严控背景下，考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资确定性回落。需求改善，叠加补库存，制造业投资改善可能有所加快。
- 消费方面，3 月社零当月同比增长 34.2%，高于预期的 28.4%，也高于前两月的累计同比 33.8%。在去年 3 月基数抬升的背景下，3 月当月同比继续高增，充分体现消费回升动能明显加强。从结构来看，汽车消费和地产链条同比涨幅收窄，升级型消费中石油制品消费有所改善。春节“就地过年”对消费的需求将移至到清明节和劳动节，可选消费之前的集中修复将会逐步过渡到服务类消费，叠加疫情逐步消退，未来服务业修复斜率将加快，对消费形成提振。
- 外贸方面，3 月出口同比继续大幅增加，低基数只是小部分原因，外贸高增主要由全球经济加速复苏和美国地产景气较高拉动。剔除掉基数效应，近两年 3 月出口金额复合增速为 10.29%，较 1-2 月进一步回落，部分出口替代份额逐步归还，出口韧性的强度有所消减。3 月进口金额同比上涨 38.1%，近两年复合增速为 16.72%，表现强劲，绝对值金额创下单月历史新高，主要受益于海外生产恢复、国内消费反弹以及商品价格提升，内需恢复良好。展望上半年，随着全球经济持续恢复，预计出口将继续保持相对高位，进口增速在内需带动下稳步增长。
- 4 月 30 日召开的政治局会议对一季度经济的定调偏中性，一方面会议认为当前经济恢复不均衡、基础不稳固，另一方面提出要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好。从政策层面来看，会议强调政策不急转弯，把握好时效度。尽管一季度经济增速读数较高，但剔除基数后的增速已经边际放缓，约束了货币政策进一步收紧的必要性。不过，经济结构相对优化（制造业投资和消费增长动能加强），也意味着货币边际放松的必要性不高，预计货币政策基调依然是以稳为主。

二、资产配置效率分析

➤ 收益节奏+风险水平差异，拓展组合投资空间

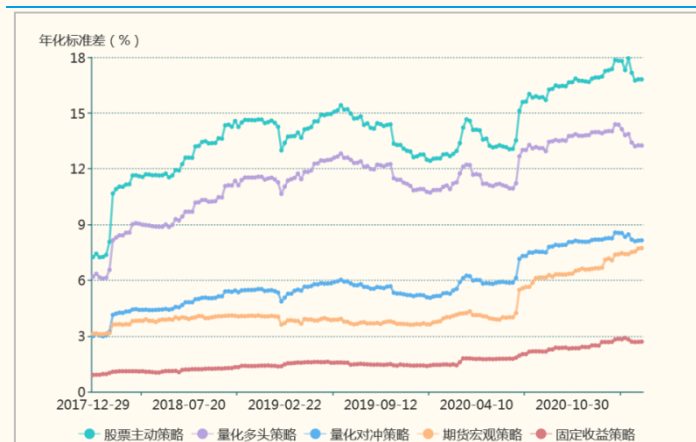
- 基础市场大类资产的轮动特征，使得投资于不同市场的私募基金投资策略之间也延续了这种分化和轮动的特点，即股票主动策略、量化多头策略、量化对冲策略、固定收益策略、期货宏观策略始终保持着收益步调的差异性，截止 2021 年一季度末，最近三年共 153 个周中，87 个周没有实现全部上涨，占比接近 57%。与此同时，根据 2017 年以来一年期滚动标准差的计算结果形成的风险频谱来看，各个策略始终保持着稳定的差异化风险水平。不论是收益节奏的差异，还是风险水平的差异，都为组合投资提供了很好的差异化配置空间，为组合搭配提升总体风险收益配比效果提供了必要的基础。同时，从策略的稳定性上来看，2020 年以来量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。

图表 3：各类策略近三年涨跌互现（周收益率）



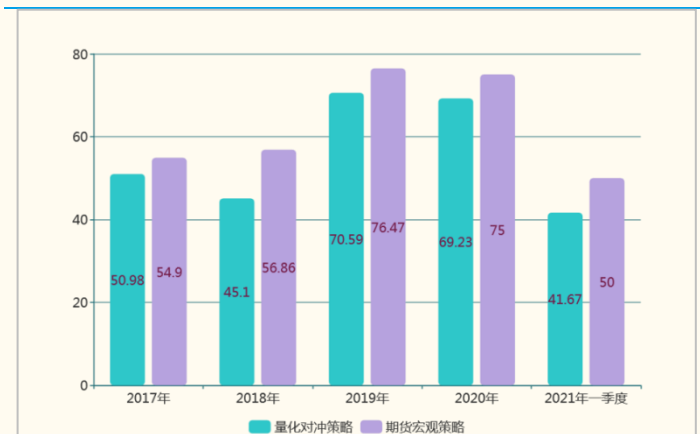
来源：国金证券研究所

图表 4：各类策略风险频谱



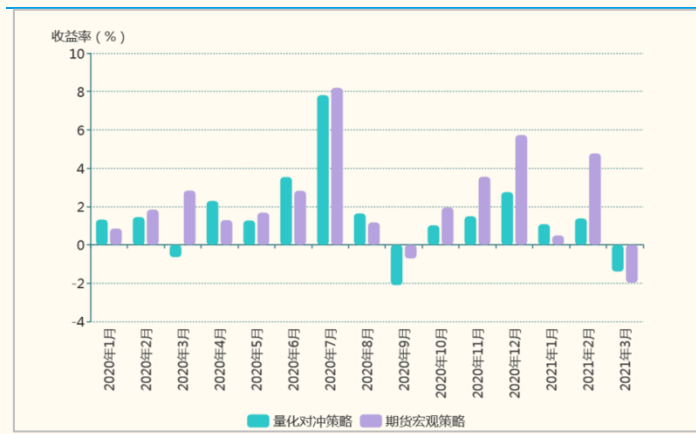
来源：国金证券研究所

图表 5：量化对冲策略、期货宏观策略周正率



来源：国金证券研究所

图表 6：持续保持稳定正收益



来源：国金证券研究所

➤ 组合配置提升稳定性，有效降低回撤风险

- 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，截止一季度末，等权重组合展现出了良好的收益持续性，最近三年在控制向下波动风险方面优势十分明显。面对 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、以及今年春节后市场的大幅调整，等权重组合相比于市场保持了较好的稳定性，回撤

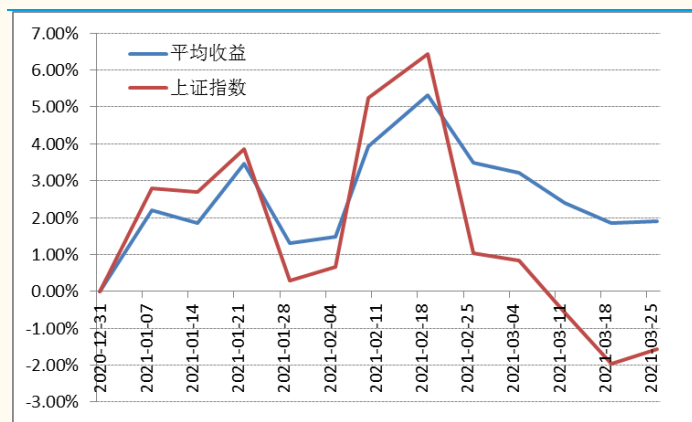
幅度显著小于同期股票市场指数。具体风险收益指标来看，等权重组合借助于策略之间波动节奏的差异，有效的降低了高风险策略的标准差、最大回撤、下行风险等风险指标，组合收益水平也好于同期市场指数，最终风险收益配比效果表现更佳。

图表 7：等权重组合三年期收益表现（截止 3 月）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：等权重组合 2021 年以来收益表现（截止 3 月）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：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	51.68%	47.72%	36.83%	63.61%	25.69%	45.15%	7.87%
年化标准差	15.10%	12.27%	6.72%	5.63%	2.07%	7.88%	18.52%
年化夏普比率	0.91	1.02	1.40	2.74	3.04	1.46	0.15
最大回撤	18.21%	12.49%	5.57%	2.43%	0.94%	6.90%	21.90%
下行风险	103.77%	82.35%	39.74%	22.73%	7.36%	47.49%	145.73%
等权重组合 2021 年一季度风险收益指标							
	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	1.48%	1.19%	1.05%	3.20%	2.23%	1.89%	-1.58%
年化标准差	20.34%	14.62%	9.40%	9.80%	2.98%	10.43%	18.51%
年化夏普比率	0.33	0.32	0.37	1.29	2.73	0.68	-0.37
最大回撤	7.85%	5.12%	3.29%	2.43%	0.94%	3.28%	7.89%
下行风险	11.97%	8.78%	5.36%	4.44%	1.08%	5.73%	11.60%

注：统计数据截止 2021 年 3 月。

来源：Wind，国金证券研究所

三、2021 年二季度私募基金投资建议

- **股票投资策略——行情复杂多变，多维度综合布局。**无论是从疫情防控、经济恢复、还是政策空间的角度，中国均展现出了显著优势，A 股在中长期全球资产配置中仍将具备较高的吸引力，因此，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主要部分。不过，考虑到短期信用仍存在进一步收缩的可能，以及美债长端收益率仍然存在上行的空间，年内 A 股市场预计都将以震荡波动的结构性行情为主导，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，1) 建议立足中长期，关注管理人的持续获益能力；2) 考虑到短期 A 股仍将呈现的震荡波动的结构性行情，建议着重考虑选股能力因素，搭配具备选股能力同时操作风格相对灵活的品种，积极应对多变的行情；3) 面对投资机会扩散化，建议关注注重逆向投资发掘预期差、把握低估值行业板块机会的价值型管理人。
- **股票量化策略——耐心等待市场盘整，整体环境有转好迹象。**当前市场的影响因素多空交织：A 股市场经历了下跌调整之后，尽管投资者的悲观情绪有所释放，但整体观望情绪浓重，市场上行动能不足预计会延续一段时间，量能的萎缩或将带来行业整体策略拥挤度的被动提升。而且，尽管当前主要宽基指数的估值水平相比年初有所下降，但例如沪深 300 等大盘股指数的估值仍处于历史中位上方，配置的性价比相对不高。另外，尽管随着中小盘个股收益表现的回升，IC 合约贴水率逐渐呈现收敛趋势，但贴水情况仍然比较明显。但与此同时，部分因素已有边际好转的趋势：市场风格方面，中小盘个股活跃度的提升以及抱团现象的瓦解，将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，同时，因子的有效性也有所提升。总体来看，股票量化策略的运行环境难言乐观，但至暗时刻或将结束，量化投资仍有获取超额收益的空间，但幅度预计有限，面对超额回报的下降，可适当关注策略较为丰富且研发能力较强的优秀管理人。
- **固定收益策略——利率小幅上行概率加大，可适当介入。**整体经济增速符合市场预期，年内宏观政策应该会逐步由稳增长向调结构转变，而“调结构”往往会伴随着资金面的波动，对债市影响中性偏空。叠加考虑大宗商品价格仍处于高位以及地方碳减排对产能的影响，预计通胀也会成为潜在的变量。我们预计利率继续下行的空间正变得越来越小，上行的压力正在不断积聚，后续利率走势将趋势向上，但是幅度不会太大。固定收益策略作为收益率曲线相对稳健的品种，仍可在组合配置中适当加入，不过，考虑到债券市场投资机会的有限性，以及股票市场跷跷板效应的不确定性，可相对低配。同时，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——脉冲行情概率加大，关注配置价值同时警惕业绩波动风险。**海外经济复苏带动需求释放将使得商品市场基本面持续向好，但由于当前许多品种价格已经处于高位，加上中国因素的作用，在供需方面也将形成扰动，进一步大面积大幅上行的可能性较低。而与此同时，脉冲式行情的概率正逐渐加大，不同品种之间由于各自影响因素的差异，在幅度和节奏上也会有所不同。这种市场特征对于 CTA 策略而言，仍有获取收益的空间，但预计业绩波动会更加明显，建议更多关注产品的风险收益比，近期可侧重中短周期策略，具体可关注短周期趋势策略、套利策略，以及与基本面逻辑相关的量化基本面策略和展期策略等。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：行情复杂多变，多维度综合布局

3.1.1 股票市场分析：结构性行情主导，投资机会呈扩大化之势

- **货币政策稳健、信用收缩减弱，估值压力接近尾声**

- 根据前文对于宏观经济数据的分析，一季度经济增速读数较高，但剔除基数后的增速已经边际放缓，货币政策大概率不会进一步收紧，同时，制造业投资和消费增长动能加强，显示经济结构相对优化，也意味着货币政策边际放松的必要性不高，总体基调预计依然是以稳为主。过去一年逆周期的宽信用大幅推升了企业部门杠杆率，未来信用仍存在进一步收缩的可能，但下滑的幅度预计会逐渐收窄，保持循序渐进的退出节奏，同时市场对信用收缩的预期已经较为充分，“杀估值”最为剧烈的时间或许已经过去，从这个角度来看，A股再度出现系统性下跌的概率不高。

➤ 行业之间估值有所收敛，企业营收改善提供支撑

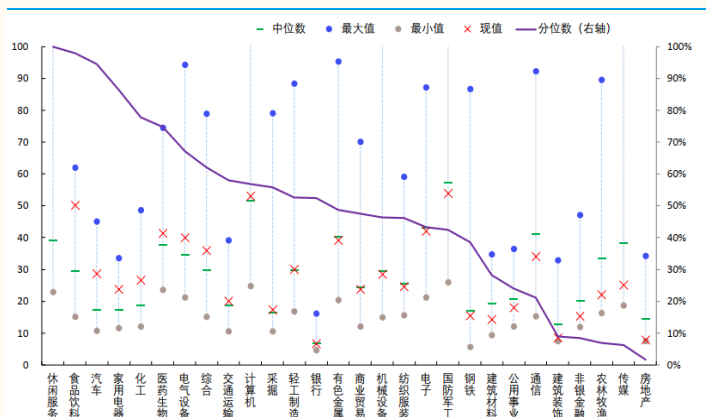
- 从市场整体估值水平来看，经过春节后的快速调整，整体估值再度回到历史中位附近。从结构来看，前期估值较高的“抱团股”调整幅度已经相对较大，进一步调整空间已经有限；同时，一些中等市值标的估值有所回升。通过高估值回落和低估值回升双向进行，行业之间估值有所收敛，A股风险偏好正逐渐企稳，未来可以通过估值切换来进一步消化估值。加上随着经济逐步复苏，上市公司营收和利润率也将继续改善，通过疫情的考验，行业集中度加速向融资能力和产品竞争力较强的企业聚集，核心资产的长逻辑没有发生改变，优秀企业仍有望享受较高的估值。与此同时，受益于全球经济的复苏共振，今年A股企业业绩增速明显回升，我们预计今年非金融上市公司业绩增速或达29%左右，而且今年将有更多行业处于景气周期，投资机会可能会阶段性扩大化、均衡化，支撑市场整体估值。

图表 10：A 股主要指数 PE(TTM)



来源：wind，国金证券研究所

图表 11：A 股主要行业 PE(TTM)

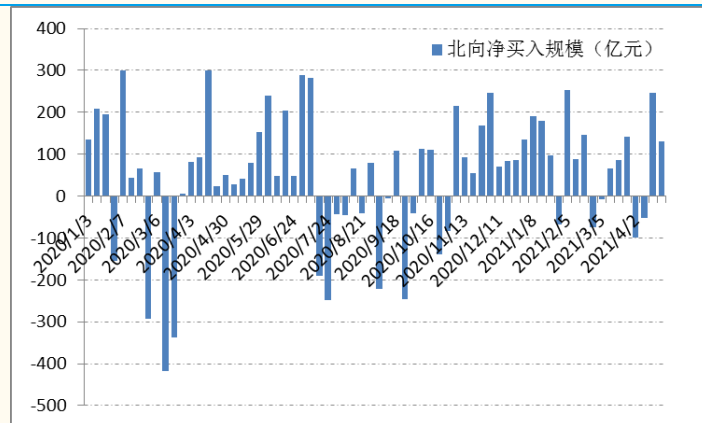


来源：wind，国金证券研究所

➤ A股市场有望长期得到国内外增量资金青睐

- 中国凭借积极的抗疫政策领先欧美国家一个身位率先开启经济复苏进程，同时中国对发展资本市场的重视程度前所未有，外资不断流入作为制度性红利仍是大的趋势，A股中的优质资产对于海外资金来讲，长期具备相对较高的吸引力，从北向资金的持续净流入中，也可以看到这一点。与此同时，居民收入的增加带来人们财富管理意识的增强，加上低利率环境下固收类理财产品吸引力的降低，居民财富向权益类资产转移的趋势已经逐渐形成，同时在政策的引导之下，机构投资者规模也在稳步增加，未来境内外增量资金均有入市的潜力。

图表 12：北向资金净流入 A 股规模（亿元，周度，截至 4 月 22 日）



来源：wind，国金证券研究所

➤ 美债长端收益率上升短期仍将形成压制

■ 导致成长股过高估值的原因是全球疫情爆发后美国十年期国债收益率处于过低水平，直到 2 月中下旬美国十年期国债收益率由春节前 2 月 10 日的 1.124% 快速上升至 2 月 26 日的 1.5% 附近，收益率快速上升后市场重新审视估值，给成长股估值带来了压力，这是对前期高估值的一种修复。预计二季度美国 GDP 将同比大幅回升，随着美国经济的复苏，美国十年期国债收益率仍有进一步上升的空间，这将对全球成长股的短期估值继续形成压制，但鲍威尔表示，美债长端收益率的飙升对金融市场的影响现在还可控，若后续美债收益率仍然出现超预期的上升，还有“扭曲操作”这枚重要的“子弹”可以发挥作用，因此，放眼长期，全球无风险收益率大概率仍将处于较低水平，有核心竞争力、高护城河、高永续增长率率的优秀龙头公司仍有望享受较高估值。

◇ 总体来看，由于未来信用仍存在进一步收缩的可能，或将对市场风险偏好造成一定影响，加上美债长端收益率上行给全球资产带来波动的可能，我们认为，短期 A 股市场仍有调整可能，但不论是信用的收缩，还是美债收益率的上行，市场预期都较为充分，因此，造成系统性下跌的概率也较低，总体以震荡波动为主。从长期来看，在“经济企稳回升+流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑，因此，A 股市场仍将以结构性行情为主导。待风险充分释放之后，在全球经济复苏共振的带动下，投资机会有望呈现阶段性扩大化和均衡化趋势，一些顺周期的低估值板块基本面有望迎来拐点，同时具有核心竞争力、高护城河、高增长率的优秀龙头公司长逻辑没有发生改变，仍有望享受较高的估值。

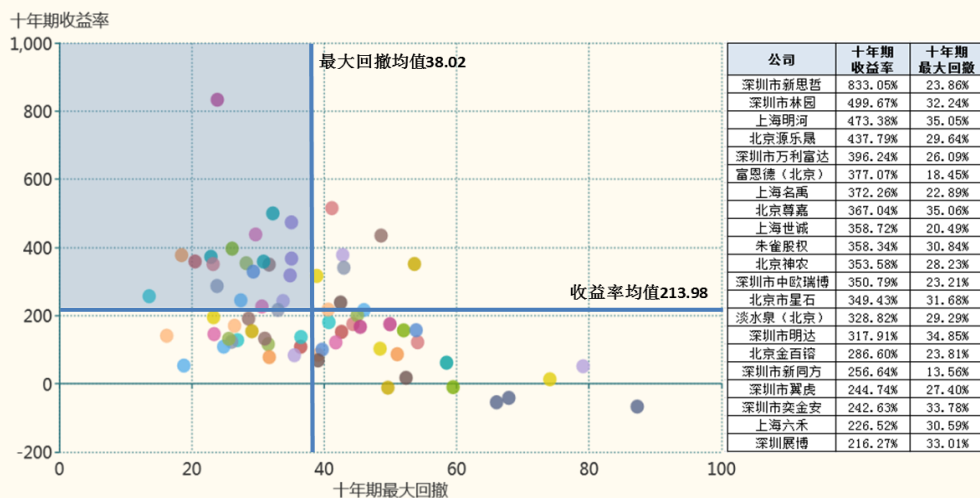
◇ 具体投资机会方面，可关注：1) 低估值主线：银行、保险等。一方面存在估值修复机会，进可攻退可守，安全边际高；另一方面受益于利率曲线陡峭化，由于银行业绩增速与加权贷款利率呈现一定的正相关关系，随着经济的复苏和通胀预期的上升，银行息差触底回升，将推动银行业绩不断改善，保险公司业绩同样会受益于利率曲线陡峭化。2) 困境反转主线：航空、机场、酒店、旅游等。随着疫苗的普及以及全球疫情的逐步好转，未来国际航班和跨境游大面积恢复后，对酒店、旅游这些高度市场化竞争的产业来说，受益于行业格局改善的龙头企业困境反转的速度更快、幅度更大。而对于航空、机场这些类寡头垄断的行业来说，更多的是以行业整体性的反转为主。3) 顺周期主线：有色、化工等。2021 年将是供给和需求同时扩张的阶段，虽然全球流动性的边际变化并没有去年那么显著，但今年周期品涨价的核心驱动是供需错配进一步放大，继续看好供需结构向好品种的涨价趋势。4) 中长期的消费、科技主线。中长期来看，中国大消费领域的优质公司属于高质量成长，而且在经济转型、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，仍值得战略性看好。同时，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，碳中和目标下的新能源产业链以及 5G、人工智能等新基建行业，都将具备良好的中长期投资价值。

3.1.2 股票投资策略基金筛选

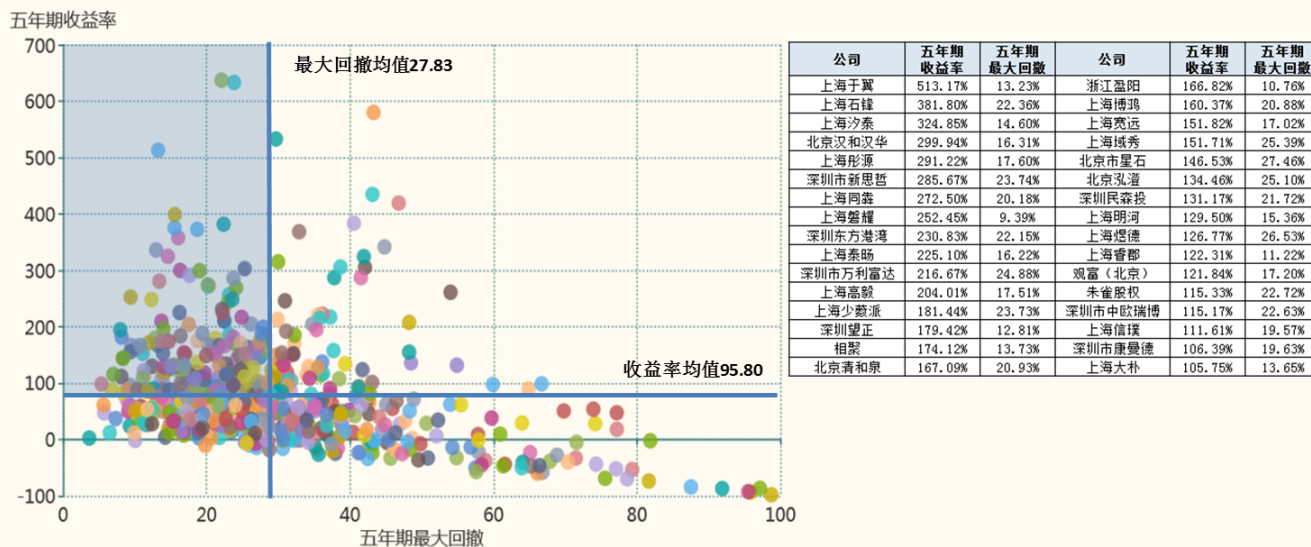
- 无论是从疫情控制、经济恢复、还是政策空间的角度，中国均展现出了显著的优势，从中长期角度来看，A 股在全球资产配置中仍将具备较高的吸引力，因此，股票主动策略作为国内私募基金中最大的类别，仍适合作为组合中的主要部分。不过，考虑到短期信用仍存在进一步收缩的可能，以及美债长端收益率仍然存在上行的空间，年内 A 股市场预计都将以震荡波动的结构性行情为主导，因此短期对于该策略的收益预期应适当下调。
- 立足中长期，关注持续性强、稳定性高的品种
- 基于前文对于股票市场的判断，从长期来看，在全球经济共振复苏之下，A 股企业的业绩增速将会明显回升，更多行业进入景气周期，未来投资机会大概率会呈现扩大化和均衡化之势，支撑市场整体估值。同时，随着中国经济的率先复苏以及所展现出的较强的内在动力，A 股中的优质资产对于海外资金来讲，长期仍将具备相对较高的吸引力，外资不断流入作为制度性红利仍是大的趋势。因此，A 股市场中长期来看仍是很好的资产配置方向，具备良好的中长期投资价值。而且，从估值水平与中长期投资收益的关系来看，随着估值的逐渐降低，进入市场投资一年期或两年期的收益逐渐放大，反之亦然，而且期限越长，这种反向关系越明显（参见前期报告）。经过春节后的快速调整，目前 A 股市场主要指数整体估值再度回到历史中位附近，因此，对于中长期投资而言，依然处于很好的可进入区间。落实到私募基金的投资上，我们认为股票主动策略仍然应当作为投资组合中的主要部分。
- 管理人的选择方面，基于上述对于股票场所展现的中长期投资价值的判断，建议关注管理人持续获得稳定收益的能力，具体可筛选对于中长期投资机会持续把握能力较强的管理人，即从业绩的持续性和回撤的控制能力两个角度出发进行筛选。这里我们将全部产品的五年期和十年期风险收益指标按照管理人进行简单平均，得到各家管理人五年期和十年期风险收益指标结果并绘制成图，其中处于浅蓝色阴影所在象限的管理人的收益水平和回撤水平均位于同期同业均值之上，具体管理人的风险收益指标结果在图表右侧进行了列示，不过由于五年期样本较多，仅列示了部分管理人的结果。

图表 13：管理人十年期收益风险散点图及蓝色象限部分管理人收益、回撤结果



来源：国金证券研究所

图表 14：管理人五年期收益风险散点图及蓝色象限部分管理人收益、回撤结果



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，建议关注名禹、少数派、同犇、彤源、中欧瑞博、泰阳、世诚等。

图表 15：具备持续稳定获益能力投资品种推荐

产品	管理人	今年以来 收益率	近一年				近三年				近五年			
			收益率	排名 (/9831)	最大回撤	排名 (/9831)	收益率	排名 (/4874)	最大回撤	排名 (/4874)	收益率	排名 (/1916)	最大回撤	排名 (/1916)
外贸信托-同犇 1 期证券投资集合资金信托计划	同犇	11.76%	73.84%	917	6.02%	2546	140.19%	286	11.44%	657	299.75%	53	16.35%	300
平安财富-世诚 扬子 11 号集合资金信托计划	世诚	6.35%	37.54%	4502	6.84%	3164	46.05%	2671	14.09%	1264	74.83%	1052	17.30%	346
名禹精英 1 期私募证券投资基金	名禹	5.43%	41.46%	4025	6.34%	2766	109.90%	495	11.09%	584	--	--	--	--
少数派 27 号私募证券投资基金	少数派	3.87%	55.11%	2365	2.99%	785	85.35%	927	13.76%	1202	--	--	--	--
中欧瑞博聚丰私募证券投资基金	中欧瑞博	-0.08%	62.18%	1636	5.47%	2077	137.73%	298	6.47%	160	--	--	--	--
泰阳创新成长 6 号私募证券投资基金	泰阳	-0.89%	50.03%	3021	7.24%	3401	92.14%	711	15.73%	1617	--	--	--	--
同创 2 期私募证券投资基金	彤源	-2.85%	86.31%	558	9.55%	5021	178.53%	144	15.14%	1512	372.53%	24	17.96%	370

注：数据截止 2021 年 3 月。

来源：国金证券研究所

- 名禹：公司现有 5 位合伙人，平均从业年限 17 年以上，分别在消费、科技、医药、周期等领域有较长时间的研究积累，其中创始人王益聪先生证券从业 27 年，在市场趋势研判及策略把控方面具有比较丰富的经验。目前研究团队十多人，主要覆盖消费品、医药、TMT、周期品、新能源、军工等领域，整个团队优势互补。公司聚焦选股、注重择时，

倡导顺势而为。择时方面，一方面根据经济基本面、政策面、资金面、全球市场联动等因素的变化进行仓位择时，另一方面，也根据行业景气、估值水平、市场预期、交易结构等因素的变化进行个股择时。总体取得了不错的中长期回报。

- **少数派：**公司核心管理团队平均从业年限超过 20 年，全部股权由核心管理团队持有，股权结构比较稳定。在实际投资中，公司并不是采用单纯的价值投资或成长股的投资，而是注重行为金融学的应用，认为在传统研究的基础上去发现多数人认识、判断和情绪的误区才是取得超额收益的主要来源。具体会针对行为金融学揭示的容易产生决策偏差的地方，去寻找多数人的误区，例如对于股票供求结构、筹码稀缺性、交易对手行为、估值标准、市场情绪的研究等等。投资决策都以长期积累绝对收益为目标，越过短期盈亏，找到长期趋势，与此同时会根据市场变化选择收益风险比高的投资方向。
 - **同犇：**公司坚持价值投资，创始人童驯先生在大消费领域研究方面有丰富的经验，因而在实际资产配置中比较偏好自己的优势赛道-大消费板块，如食品饮料、医药、物业、消费电子、互联网、轻工家居等，但如此同时投资不僵化，也会关注估值可接受的高成长企业，认为最理想的投资个股就是两类的交集，既是大消费又是估值可接受的高成长企业。对于未来，公司认为由于中国经济的明显复苏以及全球经济的预期复苏，今年将有更多行业处于景气周期，未来六个月投资机会可能会阶段性扩大化、均衡化，但如果以更长时间维度来看，预计经过一段时间的调整、盘整后市场终将再次偏爱消费、医药、科技领域的核心资产。
 - **形源：**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，形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。
 - **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。
 - **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。在 3 月市场的持续下跌过程中，公司坚守了被公募基金连续减仓的医药资产，并且逆势增加了对疫苗、研发外包优质公司的持仓。通过对产业逻辑的思考、淡化对短期估值的纠结、放弃轮动带来的短期交易利得，我们在 4 月取得了不错的成绩。
 - **世诚：**公司专注于主动选股领域，坚持“高质量成长”的投资理念，买入并持有优质上市公司，以获取风险调整后超额收益。世诚长期关注的方向包括：（1）中国机会。中国经济处于转型期，但仍有巨大的成长潜力，某些产业不乏优秀投资标的；（2）A 股国际化。随着国际指数纳入和外资持股比例的提高，A 股市场也正逐渐走向国际化，正在发生重大的市场格局变化；（3）高质量成长。坚持高质量成长，除了深度基本面研究，特别注重公司治理结构对上市公司的影响，注重公司的可持续健康发展。
- **兼顾短期市场波动和机会轮动扩散，关注具备选股能力的灵活风格品种**
- 短期来看，基于前文分析，由于未来信用仍存在进一步收缩的可能，或将对市场风险偏好造成一定影响，加上美债长端收益率上行给全球资产带来

波动的可能，短期 A 股市场仍有调整可能。但不论是信用的收缩，还是美债收益率的上行，市场预期都较为充分，因此，造成系统性下跌的概率也较低，总体以震荡波动为主，具体仍将是结构性行情为主导，投资机会扩大化和均衡化将会是大概率事件。面对相对复杂的行情，在选择管理人时还应着重考虑选股能力因素，搭配具备选股能力同时操作风格相对灵活的品种，积极应对多变的行情。

- 我们将全部股票主动策略产品近三年的月度收益率序列，按照管理人进行简单平均，得到管理人近三年的月度收益率序列，利用 T-M 模型进行三年期投资管理能力测算，得到具备选股能力和不具备选股能力的管理人两个群体。分别考察这两个群体在过去三年的市场上行、市场下行、以及震荡波动阶段的平均收益表现，结果如下所示，可以看出不论是中长期，还是各个市场特征下，具备选股能力的管理人基本都能获得更好的收益表现。
- 具体来看，将具备选股能力的管理人与不具备选股能力的管理人的同期收益率进行比较，有两个时间段二者之间的差距最为明显，其一是当时间区间拉长时（三年期），具备选股能力的管理人平均获取收益的优势也随之明显放大，其二是在投资环境比较复杂的震荡阶段，具备选股能力的管理人也体现出了更为明显的获益优势。可见，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，具备选股能力的管理人优势会更加明显。

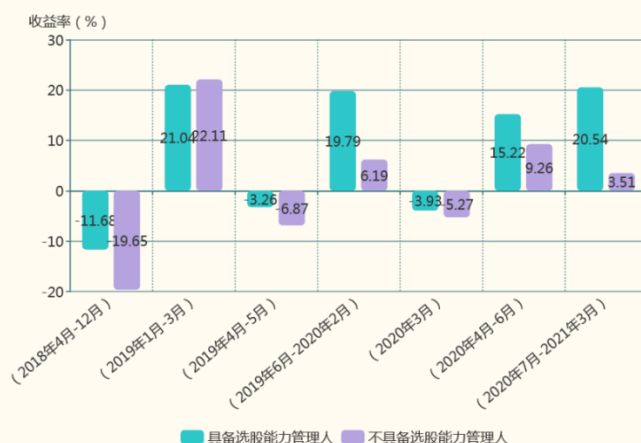
图表 16：各阶段是否具备选股能力产品的收益结果 1

	三年期 (2018 年 4 月 - 2021 年 3 月)	下行阶段 (2018 年 4 月 - 2018 年 12 月)	上行阶段 (2019 年 1 月 - 2019 年 3 月)	下行阶段 (2019 年 4 月 - 2019 年 5 月)
具备选股能力 管理人	64.76%	-11.68%	21.04%	-3.26%
不具备选股能力 管理人	1.59%	-19.65%	22.11%	-6.87%

	震荡阶段 (2019 年 6 月 - 2020 年 2 月)	下行阶段 (2020 年 3 月 - 2020 年 6 月)	上行阶段 (2020 年 4 月 - 2020 年 6 月)	震荡阶段 (2020 年 7 月 - 2021 年 3 月)
具备选股能力 管理人	19.79%	-3.93%	15.22%	20.54%
不具备选股能力 管理人	6.19%	-5.27%	9.26%	3.51%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：各阶段是否具备选股能力产品的收益结果 2



来源：Wind，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，具体可以关注聚鸣、丹羿、汉和汉华、盘京、大朴、华夏未来、弘尚、磐耀等管理人。

图表 18：兼具选股能力和灵活操作能力投资品种推荐

产品	管理人	今年以来 收益率	近一年				近三年				近五年			
			收益率	排名 (/9831)	最大回撤	排名 (/9831)	收益率	排名 (/4874)	最大回撤	排名 (/4874)	收益率	排名 (/1916)	最大回撤	排名 (/1916)
外贸信托-基金 会-弘尚资产灵 活配置单一资 金信托	弘尚	5.36%	48.17%	3214	13.30%	6850	15.92%	3856	34.81%	4280	61.90%	1212	36.49%	1564
聚鸣多策略私 募证券投资基金	聚鸣	2.80%	71.87%	1069	7.15%	3343	214.87%	83	10.88%	560	--	--	--	--
丹羿-锐进 1 号 私募证券投资 基金	丹羿	1.21%	79.55%	727	4.25%	1389	228.75%	68	5.03%	104	--	--	--	--
华夏未来泽时 进取 1 号-鑫享 H 私募证券投资 基金	华夏未来	1.19%	59.75%	1792	10.06%	5292	75.94%	1210	13.13%	1081	--	--	--	--

大朴多维度 6 号证券投资基金	大朴	0.10%	44.16%	3730	3.97%	1200	103.87%	557	9.06%	365	165.00%	248	9.06%	51
天道 1 期私募证券投资基金	盘京	-1.83%	58.04%	1937	8.07%	3955	151.60%	229	9.57%	418	--	--	--	--
汉和资本-私募学院菁英 7 号基金	汉和汉华	-4.36%	62.61%	1612	5.84%	2358	162.31%	184	14.29%	1301	441.68%	16	14.29%	205
磐耀三期证券投资基金	磐耀	-4.75%	36.95%	4572	5.46%	2074	74.26%	1283	8.71%	341	252.45%	84	9.39%	60

注：数据截止 2021 年 3 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。近期市场震荡并缺乏主线，整体在流动性拐点预期下降估值，但在业绩和基本面支持下又有结构修复性行情，“估值与业绩匹配”成为现阶段资金的主要考量。公司表示将结合基本面，将低估值、确定性、景气度作为个股阿尔法的重点，关注业绩高增长；低估值高分红；疫情受损，底部逆向反转机会。目前持仓行业相对均衡，主要分布在航空、军工、消费、化工、有色、建材、制造业、煤炭、新能源等领域。
- 丹羿：公司秉持“长期视角，早期介入，寻找十年后的茅台和恒瑞”的投资理念，聚焦消费、科技、医药三大板块，投资总监朱亮先生来自于华宝基金，有丰富的二级市场投资经验。对于未来，公司表示 4 月底的政治局会议，定调“要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好，凝神聚力深化供给侧结构性改革”，说明后续结构性改革是工作重点，也暗示了今年“大盘震荡、结构行情”的市场风格。
- 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。
- 盘京：公司以投研为导向，以深度产业和个股研究为投资决策唯一依据，主张在不同的发展背景下，选择当时高速成长行业中的成长性的公司，在适当的时点进行适当的配置，并辅之以灵活的交易策略以及新工具的使用。公司奉行基于价值判断的成长型投资，投资具有成长空间、安全壁垒、估值优势、较大确定性的稀缺型公司。盘京整体投资风格稳健兼具进取，投资策略守正出奇，较高持股集中度，中低换手率，自下而上精选个股为主，辅之以自上而下的判断来适度控制回撤风险。
- 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。
- 华夏未来：公司核心团队 4 人，均有公募基金管理经验，研究员 11 人，研究团队采用自主培养的方式，行业研究方面采用合伙人领衔的方式，基本实现行业全覆盖。产品管理方面，主要采用投委会领导下的基金经理负责制，由投委会负责制定不同产品的运作策略及风控标准，基金经理分管各自产品系列。公司整体投资风格灵活进取，关键时点会通过择时来控制风险，同时注重精选个股，选择好赛道、好公司、好价格进行投资。

- 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。受益于红杉资本的公司研究功底与广泛的社会资源，弘尚在选股上具有一定优势，比如对上市公司产业的深入理解、获知上下游企业的更多信息等。在投资上，弘尚资产使用类 PE 投资的角度挖掘个股，先从行业入手，考察公司所处的行业是否是未来高成长的好行业，再从行业里面选择优质的上市公司，总体持股相对分散。
- 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。

➤ 面对投资机会扩散化，关注逆向发掘预期差的价值型管理人

- 基于前文分析，在全球经济复苏共振的带动下，相比于去年，2021 年的景气行业数量会更多，投资机会将有望呈现阶段性扩大化和均衡化趋势，今年周期型板块的大幅上涨即在一定程度上验证了这一点。除此之外，银行、保险等顺周期的低估值板块基本面也有望迎来拐点，这些板块一方面存在估值修复机会，进可攻退可守，安全边际高，另一方面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，因而受益于利率曲线陡峭化。另外，还有一些前期受疫情冲击明显的板块，如航空、机场、酒店、旅游等，未来随着疫苗的普及带来全球疫情的逐步好转，也将出现反转机会。
- 因此，落实到管理人的选择上，还可适当关注注重逆向投资发掘预期差，把握低估值行业板块机会的价值型私募基金管理人。这类管理人往往非常重视基本面的研究，一方面，通过寻找自身与市场对企业未来表现的预期差异来获得收益，另一方面，通过寻找被市场冷落的价值洼地和改变市场预期关键因素，通过估值的修复和重估获取收益。结合绩效评价指标以及跟踪调研对于管理人的综合了解，具体可以关注淡水泉、仁桥、丰岭、观富等管理人。

图表 19：逆向投资发掘低估值机会品种推荐

产品	管理人	今年以来收益率	近一年				近三年				近五年			
			收益率	排名 (/9831)	最大回撤	排名 (/9831)	收益率	排名 (/4874)	最大回撤	排名 (/4874)	收益率	排名 (/1916)	最大回撤	排名 (/1916)
果实丰岭 1 号证券投资基金	丰岭	9.15%	55.31%	2336	6.70%	3064	56.87%	2254	11.04%	579	124.68%	537	20.11%	470
观富策略 1 号基金	观富	7.67%	70.72%	1114	2.85%	729	75.07%	1229	16.86%	1807	142.20%	389	20.62%	491
仁桥泽源 1 期私募证券投资基金	仁桥	4.75%	48.55%	3152	4.95%	1781	101.77%	578	5.24%	107	—	—	—	—
平安信托-淡水泉成长三期集合资金信托计划	淡水泉	3.47%	54.54%	2477	4.54%	1564	56.82%	2262	26.14%	3426	124.46%	542	28.51%	1200

注：数据截止 2021 年 3 月。

来源：国金证券研究所

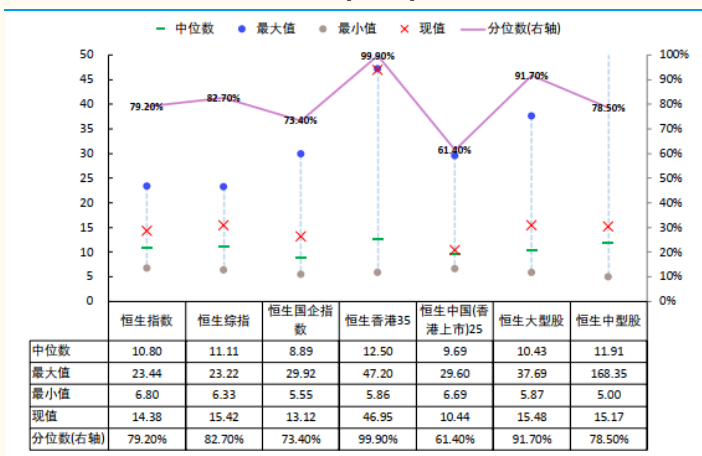
- 淡水泉：公司的核心策略是基本面驱动的逆向投资策略，其中包含基本面驱动和逆向投资两个层面。通常不追逐市场的热点，更喜欢在市场偏冷的地方、大众情绪不太关注的地方去挖掘，以期寻找到在基本面和情绪上，公司的预期高于市场预期目标企业，然后等待市场对其的重新定价。在具体投研中，公司进行全行业覆盖，对于所筛选出的股票往往采用高度集中的投资方式，并且持有期较长，通过聚焦中长期企业价值的成长空间，承担短期波动来获取中长期超额收益。

- 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。
- 丰岭：公司坚持基本面驱动的价值投资，认为随着 A 股市场制度建设日益完善以及投资者逐渐成熟，只有坚持基本面分析，依赖所投资企业本身的成长，才能走得更远。同时，公司关注企业的预期差，精选性价比高（估值合理、具有竞争优势）的标的进行投资，并提出要规避两大陷阱，即对价值股要规避价值陷阱，对成长股要规避增长率陷阱。对于投资机会主要关注两类公司：一是有独特竞争优势的公司，财务表现为高 ROIC，二是有可复制性的公司。
- 观富：公司崇尚逆向投资与均值回归，即运用逆向思维避开市场主流的思维模式和投资方式，以独立思考的方式寻找不被市场关注、股价被严重低估的公司。观富的逆向投资方法的关键在于两点：一是如何尽量缩短左侧投资等待时间，二是如何避开价值陷阱。其实就是需要降低时间成本以及减少下降趋势中的股价波动性。对于此，公司主要依靠的是前瞻性研究，从而提高对均值回归的把握度。同时在实际投资中，为弥补逆向投资时间成本的不足，公司也会配置一些获取短期回报品种，平衡产品业绩。

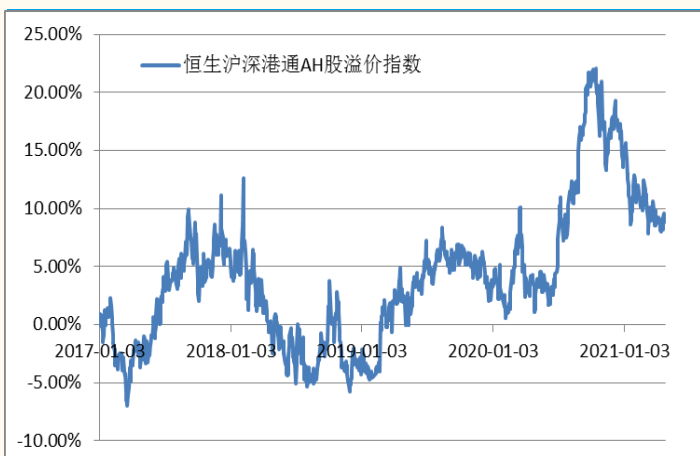
3.1.3 港股市场分析：稀缺性优势+新经济主导，配置价值依旧

- 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，港股都有望具备可持续的、系统性的投资机会。
- 从标的稀缺性角度来看，这一优势长期存在。港股市场在消费行业和科技行业拥有很多 A 股市场没有的优秀标的，这些具有稀缺性的优质公司始终受到机构投资者欢迎。在调研中也了解到，尽管前期港股市场经历了较大的波动，但是大部分私募基金对于这类标的并未做明显的大幅减持操作，普遍认为科技、消费、医药等新经济领域的景气度仍将延续。而且，未来港股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。
- 从经济基本面的角度来看，随着全球经济复苏的推进，不论是内地经济还是香港经济都处于稳步恢复通道，港股上市公司利润增长也有望持续反转。另外，春节后美国经济修复预期带动长端美债收益率上升，使得市场对美国货币收紧时点的预期大幅前置，港股在外部因素上诱发下经历了大幅调整。调整过后当前港股市场主要指数的估值水平已较前期有所回落，仍处于可投资区间。而且，在全球流动性宽松的大环境下，尽管目前 AH 溢价率较前期已经有了大幅收敛，但与历史水平比较，仍有进一步收敛的可能。

图表 20：港股主要指数 PE(TTM)



图表 21：AH 股溢价指数走势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 综合来看，尽管当前估值水平已有所抬升，但经历了节后调整之后仍处于可投资区间，而且，香港市场优质股的稀缺性优势在中概股回归的背景下有望进一步凸显，市值结构逐渐转变为新经济主导将持续加强港股的吸引力，在全球流动性宽松的大环境下，港股市场不论是对外资还是南下资金而言，配置价值依旧。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中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 22：部分排名前列的港股投资产品

产品	管理人	今年以来收益率	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
重阳陆港灵活一号子基金好买 1 期私募基金	重阳	8.12%	38.21%	11.11%	3.89%	26.48%	12.55%	12.44%	32.59%	13.45%	13.83%
少数派沪深港 1 号私募证券投资基金	少数派	5.43%	48.61%	17.73%	2.58%	59.28%	18.17%	12.18%	66.81%	17.65%	12.18%
宽远沪港深精选私募证券投资基金	宽远	2.68%	71.64%	17.19%	1.81%	64.70%	17.46%	11.50%	86.01%	16.62%	11.50%
申港证券巨杉 1 号集合资产管理计划	巨杉	1.97%	37.19%	11.92%	3.31%	46.45%	12.13%	7.13%	--	--	--
沅京沪港深价值精选一期私募证券投资基金	沅京	0.28%	39.95%	18.94%	5.96%	57.65%	16.97%	5.96%	--	--	--
泓澄沪港深精选私募证券投资基金	泓澄	-0.93%	54.53%	21.70%	8.84%	57.94%	18.55%	8.84%	63.70%	18.63%	14.51%
名禹大道港股通私募证券投资基金	名禹	-0.93%	53.06%	26.99%	9.25%	99.85%	21.65%	9.25%	95.27%	19.18%	10.93%
泰旻沪港深一期私募证券投资基金	泰旻	-3.90%	38.59%	21.42%	6.91%	62.03%	16.97%	6.91%	72.40%	16.44%	12.18%

注：数据截止 2021 年 3 月。

来源：国金证券研究所

3.2、股票量化策略：耐心等待市场盘整，整体环境有转好迹象

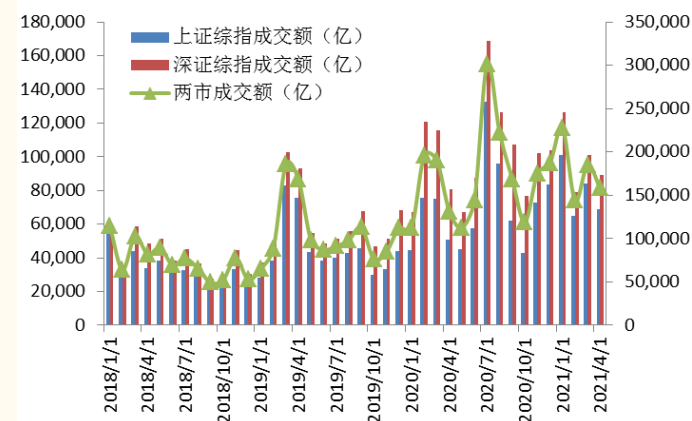
3.2.1 基础市场分析：多空因素交织，部分因素有转好迹象

- 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：

➤ 成交活跃度有所回落

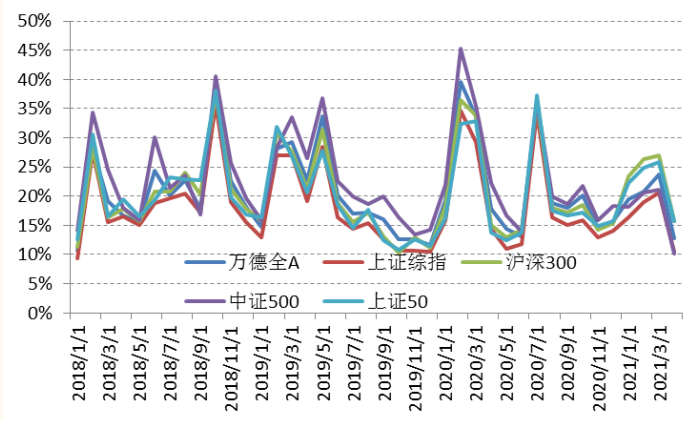
- 今年一季度市场成交总体活跃，各大指数波动率也显著提升。具体来看，年初股票市场迎来快速上涨，市场分化和波动都在加大，1 月初的连续 10 个交易日两市成交额均维持在 1 万亿上方的水平，交投活跃度整体回暖，市场量能维持高位。月末随市场震荡下挫，两市成交额略有回落，但也在 9000 亿左右的水平，全月两市平均日成交额远高于近一年平均成交水平。2 月股票市场先涨后跌，春节前市场情绪相对谨慎，成交延续了上月末的下降趋势，伴随着节后美债收益率快速上行带来的市场扰动和风格切换，两市成交再度攀升，但全月来看，成交有所下降。3 月对于全球流动性收紧的担忧继续蔓延，市场接连下挫，但两市成交水平仍维持在高位，成交活跃度较 2 月有所上升。不过，4 月由于资金风险偏好受到压制，当前市场情绪仍处于较低水平，整体量能有所萎缩，预计市场上行动能不足会延续一段时间。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，眼下成交活跃度的回落，对于股票量化策略而言并不友好。

图表 23：成交量变化情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：市场波动率变化情况

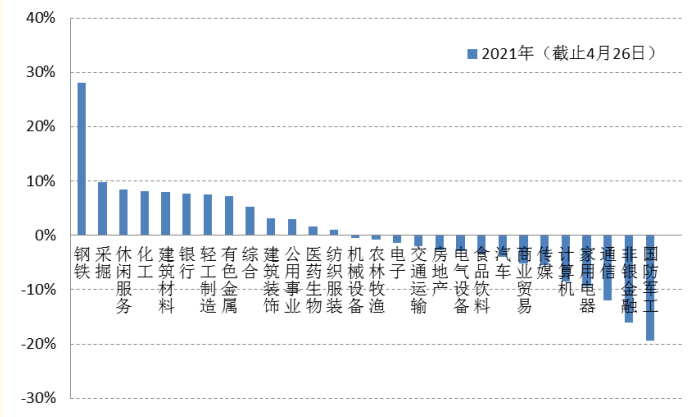


来源：Wind，国金证券研究所

➤ 中小盘个股重回强势

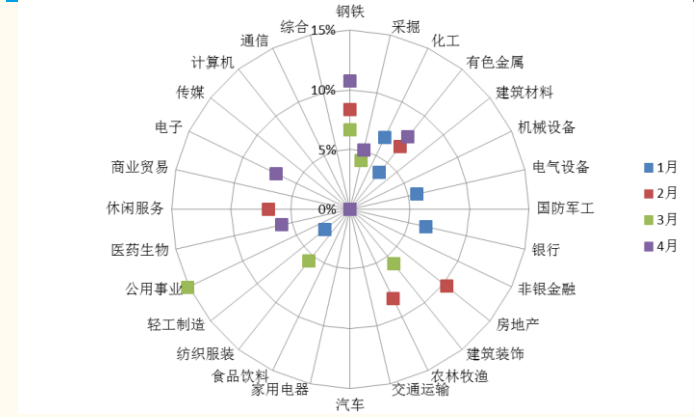
- 市场风格方面，随着高成长板块估值进入历史高位以及经济复苏对周期型行业业绩提升的预期升温，大、小盘股的相对优势在年初继续延续了之前的明显反转之势，钢铁、采掘、化工、有色等以大盘股为主的周期性行业在春节以前表现非常强势，而且抱团现象比较严重，对于量化策略而言，获益难度有所增加。但 2 月下旬以来，受流动性扰动影响，抱团股集体调整，同时中小盘成长风格股票再度跑赢大盘股，结束了前期延续半年之久的大强小弱行情，从 1-4 月各个月份涨幅居前的行业变化也可以直观看出这一点。中小盘个股的活跃度的提升以及抱团现象的瓦解，将带来个股投资机会的增加，有利于加大上涨个股的分散程度，进而提高股票量化策略成功捕捉个股的概率，即阿尔法收益。

图表 25：2021 年以来各行业表现（截止 4 月 26 日）



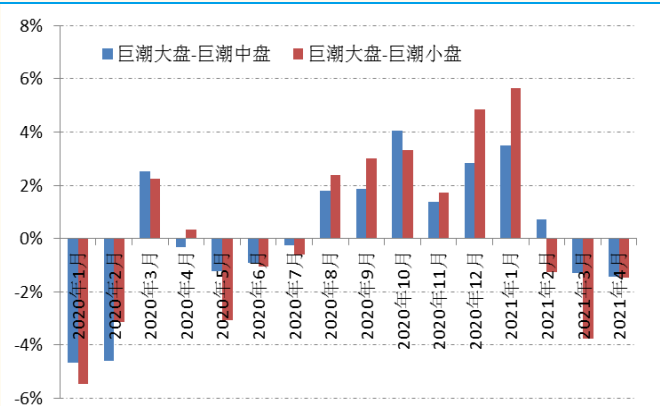
来源：wind，国金证券研究所

图表 26：今年以来各个月份涨幅前五行业变化图



来源：wind，国金证券研究所

图表 27：市场风格特征变化（截止 4 月 26 日）

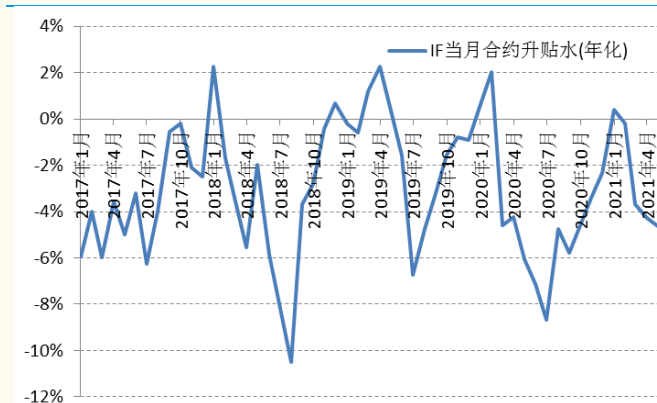


来源：Wind，国金证券研究所

➤ 贴水仍构成一定制约，因子有效性增加

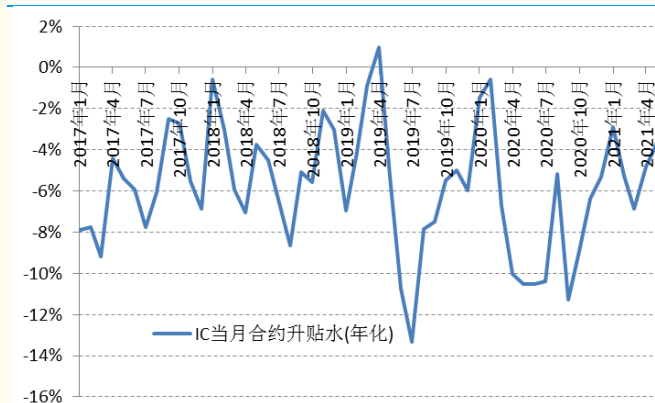
- 从升贴水情况来看，2 月份市场的快速下行带动整体波动加剧，IF、IC 当月合约贴水率也随之大幅加深，3 月以来市场在震荡波动中逐渐企稳，随着中小盘个股收益表现的回升，IC 合约贴水率逐渐呈现收敛趋势，但贴水情况仍然比较明显。不过由于去年底至今年初，股指期货贴水幅度阶段性维持在较低区间，因此对存续中性策略产品的运作影响不大，但对于新开仓产品来说，仍然要承担比较高的对冲成本。
- 另外，从有效因子情况来看，截至 4 月利用因子月度滚动波动率的年化结果考察因子的稳定性，从图表中可以看到，大多数因子的年化波动率相比于去年都有所提高，但基本都维持在正常区间。从各因子 2021 年以来的累计收益来看，动量、市值、质量、波动率、成长性、估值等 6 个因子都实现了正的累计回报，仅观 4 月来看，8 个因子中也有 6 个实现了正回报，有效因子数量的增加，对于量化选股的影响总体好转。

图表 28：IF 贴水加深



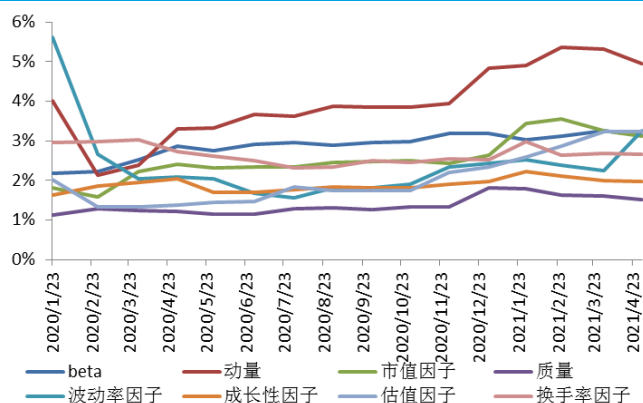
来源：Wind，国金证券研究所

图表 29：IC 贴水收敛



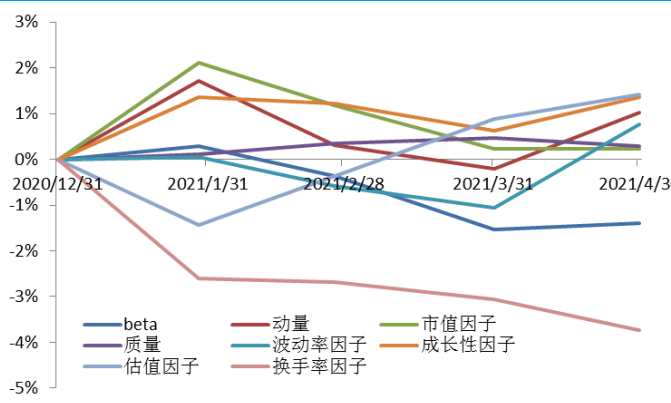
来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：因子稳定性



来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：2021 年以来因子累计收益率（截止 2021.4）



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，当前市场的影响因素多空交织，A 股市场经历了下跌调整之后，尽管投资者的悲观情绪有所释放，但由于资金风险偏好受到压制，当前市场情绪仍处于较低水平，整体观望情绪浓重，市场上行动能不足预计会延续一段时间，量能的萎缩或将带来行业整体策略拥挤度的被动提升。而且，尽管当前主要宽基指数的估值水平相比年初有所下降，但例如沪深 300 等大盘股指数的估值仍处于历史中位上方，配置的性价比相对不高。从升贴水情况来看，3 月以来市场在震荡波动中逐渐企稳，随着中小盘个股收益表现的回升，IC 合约贴水率逐渐呈现收敛趋势，但贴水情况仍然比较明显。上述因素对于量化策略而言，影响偏负面。但与此同时，部分因素已有边际好转的趋势，例如市场风格方面，中小盘个股活跃度的提升以及抱团现象的瓦解，将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，同时，因子的有效性也有所提升。总体来看，股票量化策略的运行环境难言乐观，但至暗时刻或将结束，量化投资仍有获取超额收益的空间，但幅度预计有限。
- 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，关注策略较为丰富且研发能力较强的优秀管理人，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，建议关注因诺、进化论、鸣石、灵均、幻方、天演、国富、赫富等管理人。

图表 32：股票量化策略推荐

产品	管理人	今年以来收益率	近一年				近三年				近五年			
			收益率	排名 (/1895)	最大回撤	排名 (/1895)	收益率	排名 (/924)	最大回撤	排名 (/924)	收益率	排名 (/371)	最大回撤	排名 (/371)
进化论复合策略一号证券投资基金	进化论	13.66%	53.15%	212	6.19%	1059	128.20%	54	12.59%	533	387.38%	5	12.59%	189
外贸信托-灵均投资 1 期私募证券投资基金	灵均	8.77%	63.59%	135	3.93%	775	258.08%	14	13.35%	555	---	---	---	---
鸣石投资量化 2 期证券投资基金	鸣石	8.30%	27.72%	521	1.68%	436	122.59%	62	2.60%	168	158.37%	16	3.91%	66
赫富灵活对冲一号私募证券投资基金	赫富	5.06%	25.62%	572	1.54%	404	---	---	---	---	---	---	---	---
天演 6 号私募证券投资基金	天演	3.21%	16.18%	837	2.46%	552	52.19%	255	2.46%	165	---	---	---	---
九章幻方量化对冲 2 号私募投资基金	幻方	-0.17%	21.36%	667	2.37%	535	57.67%	222	2.45%	164	---	---	---	---
因诺启航 2 号资产管理计划	因诺	-2.65%	15.61%	859	2.65%	578	66.43%	174	2.65%	169	94.51%	59	7.22%	149

国富瑞志 1 号 私募证券投资基金	国富	-2.99%	17.34%	800	4.97%	916	44.51%	320	6.40%	309	--	--	--	--
----------------------	----	--------	--------	-----	-------	-----	--------	-----	-------	-----	----	----	----	----

注：数据截止 2021 年 3 月。

来源：国金证券研究所

- 因诺：因诺专注于数量化投资领域。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。
- 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。
- 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。
- 灵均：公司投研人员共分为四大策略策略团队，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。
- 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的数据库和服务器，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。
- 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。
- 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。

- **赫富：**公司化对冲团队以量化为主导，结合宏观研究和事件驱动研究力争创造超额回报。公司产品包括两大类策略，股票量化策略和期货程序化策略。其中，股票量化策略是用基本面、技术面、情绪面等指标作为信号来选出会跑赢大盘的股票，并同时减少和大盘的偏离。另一方面，使用股票日内短线策略，获取超额收益。最后，根据股票短线的预测，调整出优秀的算法交易，降低交易的冲击成本。

3.3、固定收益策略：利率小幅上行概率加大，可适当介入

- 一季度债市收益率先上后下，10 年期国债收益率累计上行幅度约 4bp，不过，2、3 月份流动性表现较为充裕，使得债市的表现要略好于股市。对于未来，从影响债券市场的几个因素来看，基本面方面，整体经济增速符合市场预期，最新召开的政治局会议提出的措辞也可以看出，决策层对于经济的恢复还是满意的，年内宏观政策应该会逐步由稳增长向调结构转变。从后续“调结构”的角度来看，这个过程往往会伴随着资金面的波动，因此对债市可能中性偏空。叠加考虑大宗商品价格仍处于高位以及地方碳减排对产能的影响，预计通胀也会成为潜在的变量。综合来看，国金总量研究中心认为利率继续下行的空间正变得越来越小，上行的压力正在不断积聚，后续利率走势将趋势向上，但是幅度不会太大。
- 落实到具体私募基金策略上，固定收益策略作为收益率曲线相对稳健的品种，仍可在组合配置中适当加入，不过，考虑到债券市场投资机会的有限性，以及股票市场跷跷板效应的不确定性，可相对低配。同时，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仍将持续，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可给与关注。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。

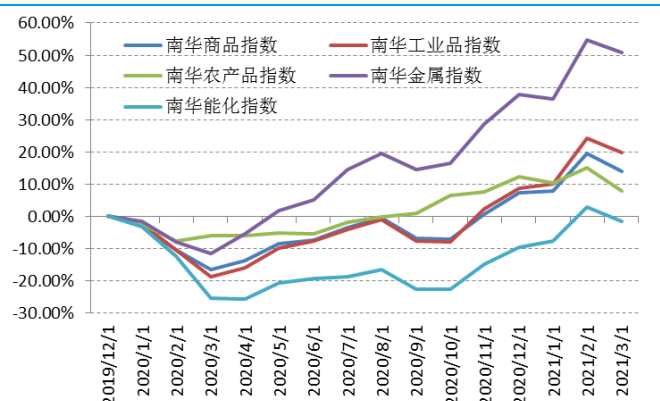
3.4、期货宏观策略：脉冲行情概率加大，关注配置价值同时警惕业绩波动风险

3.4.1 基础市场分析：价格已处高位，整体趋势行情或将被脉冲式行情取代

➤ 需求释放带动商品价格反弹，但持续性有限

- 在全球经济复苏预期和通胀预期的加持下，大宗商品价格基本延续了去年的上行趋势，尤其是在 2 月份，整体表现强势，进入 3 月，普遍发生了窄幅震荡回调，而近期再度出现了今年的第二轮上涨。具体来看，一季度原油方面，随着疫情逐渐得到控制，需求预期持续上升，供给方面，OPEC+ 持续推进减产，美国原油开采受到拜登新能源政策影响同样难以大幅增产，压制了原油供给的预期，使油价易涨难跌。有色板块方面，传统消费旺季即将到来，在房地产竣工周期带动下，有色金属的需求预期预计仍较乐观。黑色系方面，3 月在环保限产的影响之下，国内钢产量受到一定影响，从而使上游焦炭和铁矿走弱，下游螺纹钢和热卷上涨。近期各类品种再度出现了第二轮上涨，但海外复苏的驱动因素逐渐减弱，中国的因素成为主导，使得品种之间的相对强弱发生了改变，近期受供给端的影响，以及地产链条需求超预期的影响，钢铁、煤炭、玻璃、水泥的涨幅更大。
- 预计未来，在全球各大经济体经济复苏进程陆续展开的大背景下，海外需求偏强带来出口维持高位仍将起到有利地拉动左右，带动商品基本面持续向好。只是目前很多品种价格已处高位，未来继续大幅上行的可能性不高，加上中国因素的作用，在供需方面也将形成扰动。综合来看，未来商品市场再度出现大范围的趋势性行情的可能性较低，脉冲式行情的概率正逐渐加大，不同品种之间由于各自影响因素的差异，在幅度和节奏上也会有所不同。

图表 33：各商品指数累计涨幅

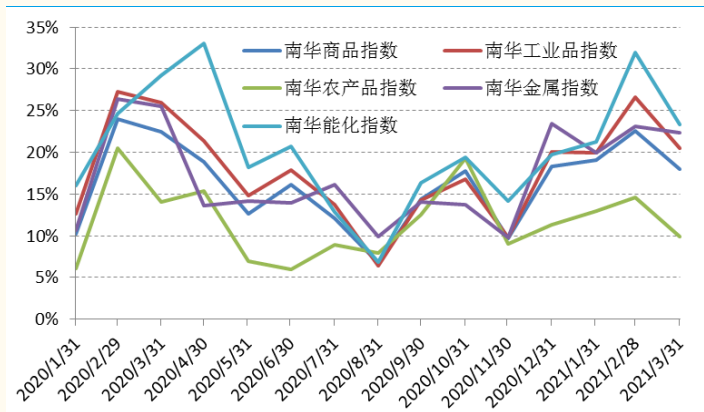


来源：Wind，国金证券研究所

➤ 脉冲式行情下，策略波动将被放大

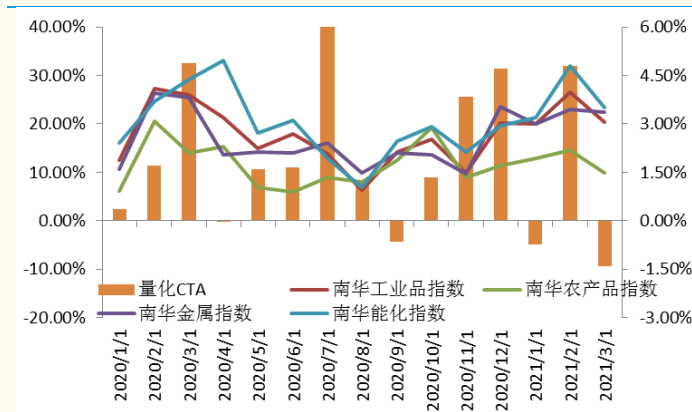
- 进入 2021 年，首月部分品种结束了之前的上行趋势，转而高位小幅震荡，使得 CTA 策略整体有所回撤，回吐了前期的部分收益。2 月份受全球经济复苏、通胀预期升温、以及短期极端天气的影响，化工和有色板块短期涨幅明显，并带动黑色系再次上行，短期趋势使得 CTA 策略再度取得显著回报。进入 3 月，由于价格已处高位，市场担忧情绪笼罩，整体商品市场呈现出低波动小幅震荡特征，对于 CTA 策略较为不利，策略整体再度亏损。
- 经历了过去一整年的大幅上行之后，整体大宗商品价格已处高位，未来再度出现大范围的趋势行情的可能性也明显降低，同时脉冲式行情的概率正逐渐加大，对于 CTA 策略而言，仍有获取收益的空间，但业绩波动会更加明显。

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

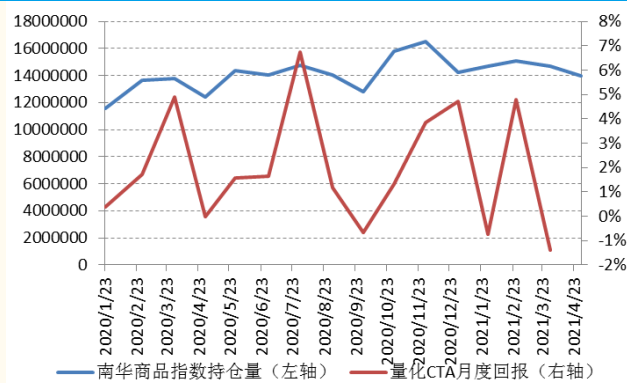


来源：Wind，国金证券研究所

➤ 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，经济复苏带动需求释放将使得商品市场基本面持续向好，但由于当前许多品种价格已经处于高位，进一步大面积大幅上行的可能性较低，而与此同时，脉冲式行情的概率正逐渐加大，不同品种之间由于各自影响因素的差异，在幅度和节奏上也会有所不同。这种市场特征对于 CTA 策略而言，仍有获取收益的空间，但预计业绩波动会更加明显。对于具体策略的选择上，建议更多关注产品的风险收益比，近期可侧重中短周期策略。从策略逻辑的角度上，可关注短周期趋势策略、套利策略，以及与基本面逻辑相关的量化基本面策略和展期策略等。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、象限、涵德等。

图表 37：期货策略推荐

产品	管理人	今年以来收益率	近一年				近三年				近五年			
			收益率	排名 (/1168)	最大回撤	排名 (/1168)	收益率	排名 (/565)	最大回撤	排名 (/565)	收益率	排名 (/121)	最大回撤	排名 (/121)
象限 CTA 旗舰	象限	4.78%	30.60%	1	1.10%	1	102.95%	1	2.84%	1	170.84%	1	7.88%	1
千象 12 期私募证券投资基金	千象	1.62%	21.85%	584	3.36%	339	52.90%	266	5.20%	103	--	--	--	--
宽投量化三号私募证券投资基金	宽投	0.97%	28.19%	476	2.92%	285	64.62%	220	2.92%	36	--	--	--	--
黑翼 CTA-S3 私募证券投资基金	黑翼	0.71%	26.42%	498	1.31%	109	--	--	--	--	--	--	--	--
涵德盈冲量化 CTA17 号私募投资基金	涵德	0.59%	22.45%	574	4.15%	430	--	--	--	--	--	--	--	--

注：数据截止 2021 年 3 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。
 - 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。
 - 涵德：公司两位核心创始人均有丰富的量化投资经验，秉持“控制风险，实现稳定收益”的投资理念，主要为中短期交易策略，利用统计方法分析市场趋势和套利机会并建立交易策略获利，投资过程实现完全量化，投资方法以量化研究为核心，并结合中国市场特点。现有交易模型主要包括期货 CTA 策略、股票 Alpha 策略，股票套利策略（统称股票市场中性策略），交易标的为中国国内商品期货、股指期货、股票和 ETF。
 - 主观宏观策略方面，需要管理人拥有把握全球市场中股票、债券、期货、期权等各大类资产趋势性机会的能力，通过跨市场和跨品种的交易来对冲风险、增强收益。目前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，更多是在国内市场进行跨品种配置。未来股票市场、债券市场、商品市场的不确定性将长期存在，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以及灵活配置能力都有很高的要求，我们建议具体可以关注凯丰、半夏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	今年以来收益率	近一年				近三年				近五年			
			收益率	排名 (/1168)	最大回撤	排名 (/1168)	收益率	排名 (/565)	最大回撤	排名 (/565)	收益率	排名 (/121)	最大回撤	排名 (/121)
凯丰宏观对冲 9 号资产管理计划	凯丰	-0.19%	41.44%	288	3.62%	371	56.09%	247	15.18%	349	199.03%	18	16.13%	54
半夏宏观对冲私募基金	半夏	-3.29%	30.88%	419	3.48%	354	62.99%	225	11.18%	258	--	--	--	--

注：数据截止 2021 年 3 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。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。认为今年国内的品种中，预期商品的机会最大，继续看多波动率，利率债机会也很大，二者形成有效的互补。股票端延续看多港股的看法，结构上看多新能源、银行与周期。
- 半夏：公司基于内部自上而下对宏观经济和资产价格驱动因子的分析，判断各个大类资产价格在未来一段时期的趋势，从而指导基金在各个类别资产上的配置和交易。对于单一资产内部的投资，主要依赖于研究团队对行业和品种基本面的分析。具体投资过程中使用期货期权等各种衍生金融工具，使用对冲、套利等投资手段，投资方向上可以做多，也可以做空，也可以套利，目标是实现不依赖于市场环境的绝对收益。

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