

股票策略反败为胜，规模适度掣肘业绩

私募基金业绩回顾：

- 上半年，股票主动策略平均收益率为 7.87%，排名前 10% 和后 10% 的私募产品平均收益率分别为 46.87% 和 -14.40%。此外，量化多头策略、量化对冲策略、期货宏观策略、固定收益策略的平均收益率分别为 8.97%、5.66%、5.10%、5.28%。总体而言，股票主动策略和量化多头策略凭借二季度的表现上半年平均业绩胜出。与上半年公募股票型基金 7.75% 和偏股混合型基金 8.98% 的业绩对比，股票策略私募基金也并不逊色，较前两年相对于公募基金的整体“弱势”有所好转。风险方面，近一年股票主动策略平均最大回撤在 10% 左右，量化多头策略和期货宏观策略平均最大回撤在 8%-10%，量化对冲策略和固定收益策略平均最大回撤相对偏小，在 5%-7%。
- 按照股票主动策略和量化多头策略私募公司规模分类，上半年股票主动策略规模小于 10 亿的公司旗下产品平均收益率相对较高，为 8.67%，规模大于 100 亿的公司旗下产品平均收益率相对较低，为 5.37%；量化多头策略规模介于 20-50 亿的公司旗下产品平均收益率相对较高，为 11.44%，规模小于 10 亿的公司旗下产品平均收益率相对较低，为 6.11%。可以看出，股票主动策略小规模公司胜出，量化多头策略中规模公司胜出。

股票主动策略业绩表现：

- 上半年股票主动策略正收益产品占比约为七成，收益率分布在 [0%-5%] 区间的产品数量最多，有 3739 只，其次是分布在 [10%-20%]、[5%-10%]、[-5%-0%] 区间的产品数量较多，数量均大于 2000 只。有 367 只产品收益率超过 50%，103 只产品收益率超过 100%。
- 按照投资风格分析业绩，一季度仅逆向投资取得正收益，收益率为 3.5%；成长价值投资跌幅最大，收益率为 -4.5%，总体而言，一季度价值投资业绩要好于成长股投资。二季度仅逆向投资收益为负，其他投资风格均取得正收益；成长股投资业绩要好于价值投资，其中成长价值投资表现最好，二季度收益率累计 13.31%。从对重点关注私募公司的调研结果来看：6 月底私募机构仓位整体维持在较高水平，比上月有小幅加仓；行业方面，大部分私募依然看好消费、医药、科技等成长板块，部分私募适当配置顺周期板块。

私募基金投资环境分析：

- 股票主动策略：市场宽幅震荡，仍以结构性机会为主，对股票主动策略业绩维持适度预期，但较公募而言市场适应性相对更好。股票量化策略：近期股票量化策略运行环境较为有利，在下半年预期市场波动整体加大的环境下，对冲类策略仍具备必要的配置价值。期货宏观策略：在大级别行情出现之前，市场仍然将以震荡类行情为主，且存在一定政策风险，建议近期选择复合周期、复合策略的 CTA 策略产品，利用多元化的收益来源平衡任何可能出现的风险。固定收益策略：下半年积极的宽财政政策+结构性的货币政策的政策组合，可能会在未来一段时间内推高市场利率中枢。

私募行业动态：

- 根据基金业协会备案统计，截至 2021 年 6 月底，私募证券投资基金的管理人 8918 家，管理正在运作的基金 64579 只，管理基金规模 4.87 万亿元。2021 年上半年银行托管新增私募备案产品 272 只，其中数量最多的招商银行，新增 174 只。证券类私募机构上半年新增私募备案产品 13311 只，其中宁波灵均投资管理合伙企业（有限合伙）新增产品最多，共有 160 只。
- 风险提示：疫情反复拖累经济；经济基本面变化；中美摩擦升温。

胡冰清 分析师 SAC 执业编号：S1130517060005
(8610)66216782
hubingqing@gjzq.com.cn

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

第一部分：私募基金业绩回顾

- 按照股票主动策略和量化多头策略私募公司规模分类，上半年股票主动策略规模小于 10 亿的公司旗下产品平均收益率相对较高，为 8.67%，规模大于 100 亿的公司旗下产品平均收益率相对较低，为 5.37%；量化多头策略规模介于 20-50 亿的公司旗下产品平均收益率相对较高，为 11.44%，规模小于 10 亿的公司旗下产品平均收益率相对较低，为 6.11%。可以看出，股票主动策略小规模公司胜出，量化多头策略中规模公司胜出。

图表 1：上半年股票投资策略私募公司规模分类

股票主动策略公司规模信息汇总						
	<10 亿	10 亿-20 亿	20 亿-50 亿	50 亿-100 亿	>100 亿	总和
样本个数	9151	1824	1687	577	2162	15401
收益率平均值	8.67%	6.55%	8.36%	7.31%	5.37%	7.87%
收益率中位数	4.87%	3.69%	6.51%	4.56%	4.19%	4.71%
正收益比例（占公布净值）	70.57%	67.16%	81.03%	77.12%	78.82%	72.72%
量化多头策略公司规模信息汇总						
	<10 亿	10 亿-20 亿	20 亿-50 亿	50 亿-100 亿	>100 亿	总和
样本个数	618	147	174	161	432	1532
收益率平均值	6.11%	9.16%	11.44%	11.33%	11.12%	8.97%
收益率中位数	5.11%	7.78%	11.37%	8.13%	12.79%	8.66%
正收益比例（占公布净值）	73.62%	84.35%	89.66%	91.30%	96.99%	84.92%

来源：国金证券研究所，通联数据库

- 上半年，股票主动策略私募产品平均收益率为 7.87%，排名前 10% 的私募产品平均收益率为 46.87%，排名后 10% 的私募产品平均收益率为 -14.40%，两极分化明显。此外，量化多头策略、量化对冲策略、期货宏观策略、固定收益策略的平均收益率分别为 8.97%、5.66%、5.10%、5.28%。总体而言，股票主动策略和量化多头策略凭借第二季度的表现上半年平均业绩胜出。与上半年公募股票型基金 7.75% 和偏股混合型基金 8.98% 的业绩对比，股票策略私募基金也并不逊色，较前两年相对于公募基金的整体“弱势”有所好转。风险方面，近一年股票主动策略平均最大回撤在 10% 左右，量化多头策略和期货宏观策略平均最大回撤在 8%-10%，量化对冲策略和固定收益策略平均最大回撤相对偏小，在 5%-7%。

图表 2：各策略私募上半年收益率分布特征

	前 10% 平均值	后 10% 平均值	平均值	中位数	样本数
股票主动策略	46.87%	-14.40%	7.87%	4.71%	15401
量化多头策略	30.40%	-7.96%	8.97%	8.66%	1532
量化对冲策略	28.62%	-8.74%	5.66%	4.25%	1493
期货宏观策略	32.70%	-14.87%	5.10%	3.51%	1498
固定收益策略	25.25%	-10.86%	5.28%	3.44%	575

来源：国金证券研究所，通联数据库

- 上半年各类策略的表现不同，在国金证券重点关注基金池中，一些私募旗下产品均取得可观的业绩，以下分策略展示了部分重点私募代表性产品上半年收益率。

图表 3: 重点私募代表性产品上半年收益率

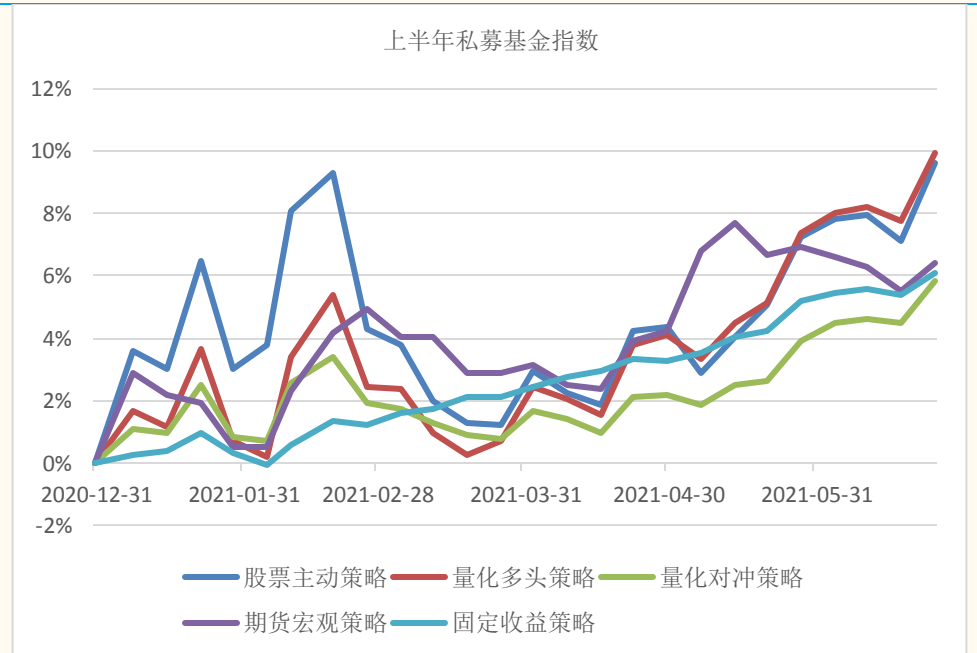
私募投顾	产品名称	上半年收益率
股票主动策略		
上海睿扬投资管理有限公司	睿扬新兴成长	101.14%
上海勤远投资管理中心 (有限合伙)	勤远动态平衡 1 号	72.93%
富恩德 (北京) 资产管理有限公司	富恩德仙多山 1 期	72.74%
深圳市林园投资管理有限责任公司	林园投资 11 号	68.09%
上海兆天投资管理有限公司	兆天金牛精选 8 号	54.04%
上海盘京投资管理中心 (有限合伙)	盘京闻恒 1 期	52.46%
上海汐泰投资管理有限公司	汐泰东升 2 号	45.13%
上海博鸿资产管理合伙企业 (有限合伙)	博鸿聚义厅 1 号	44.85%
观富 (北京) 资产管理有限公司	观富源 17 期	41.92%
巨杉 (上海) 资产管理有限公司	巨杉聚砾成长	40.06%
深圳市榕树投资管理有限公司	榕树盛世增长十期	39.06%
上海嘉恩资产管理有限公司	嘉恩创峻	32.42%
杭州巨曦资产管理有限公司	巨曦 1 号	32.02%
深圳市翼虎投资管理有限公司	中银国际期货-翼虎投资弘深 1 号	29.09%
上海理成资产管理有限公司	理成风景 1 号	27.58%
上海万吨资产管理有限公司	万吨资产天行健	26.64%
深圳市康曼德资本管理有限公司	康曼德 105 号	25.99%
上海聚鸣投资管理有限公司	聚鸣匠传 3 号 C 类	25.54%
天津易鑫安资产管理有限公司	易鑫安资管鑫赏 8 期	25.41%
上海磐耀资产管理有限公司	磐耀启明星	24.07%
股票量化策略		
浙江宁聚投资管理有限公司	宁聚量化稳盈 1 期	63.34%
深圳市衍盛资产管理有限公司	衍盛战略精选一期	59.71%
上海鸣石投资管理有限公司	鸣石傲华九号	48.20%
浙江白鹭资产管理股份有限公司	白鹭 500 指数增强南强二号	45.90%
宁波幻方量化投资管理合伙企业 (有限合伙)	九章幻方量化定制 11 号	45.88%
上海念空数据科技中心 (有限合伙)	念空灵活对冲 2 号	43.23%
深圳市前海进化论资产管理有限公司	进化论一平精选	39.81%
杭州塞帕思投资管理有限公司	塞帕思李斯特一号中性对冲	28.17%
九坤投资 (北京) 有限公司	九坤量化专享 6 号	27.09%
因诺 (上海) 资产管理有限公司	因诺中证 500 指数增强 2 号	27.00%
期货宏观策略		
上海泓湖投资管理有限公司	泓湖稳宏宏观策略	46.78%
上海靖奇投资管理有限公司	靖奇光合长谷	46.32%
浙江九章资产管理有限公司	九章幻方 CTA 量化 1 号	42.56%
上海明法投资管理有限公司	明法 CTA 二号	38.71%
深圳市盛世资产管理有限公司	盛世 8 号	22.30%
上海珺容资产管理有限公司	珺容宏观对冲 3 号 A 银河	17.09%
上海从容投资管理有限公司	从容全天候增长母基金	16.97%
北京乐瑞资产管理有限公司	乐瑞宏观配置 4 号	16.94%
上海呈瑞投资管理有限公司	永隆量化趋势	16.60%
上海千象资产管理有限公司	千象 21 期 A	15.71%
固定收益策略		
上海茂典资产管理有限公司	中海信托-浦江之星 232 号-茂典 20 号	26.15%
上海牧鑫资产管理有限公司	牧鑫强债 1 号	15.90%
上海合晟资产管理股份有限公司	合晟同晖 7 号	15.62%
北京乐瑞资产管理有限公司	乐瑞匠客债券 2 号	12.56%
上海达仁资产管理有限公司	上海达仁强债 3 号	10.71%
上海艾方资产管理有限公司	艾方可转债 2 号	10.54%

上海睿郡资产管理有限公司	睿郡节节高 1 号	7.74%
三度星和 (北京) 投资有限公司	泽杰 2 号平衡型	5.70%
明毅博厚投资有限公司	明毅固益九号	5.31%
宁波宁聚资产管理中心 (有限合伙)	宁聚高收益债券 5 期	4.72%

来源: 国金证券研究所, 通联数据库

- 我们将所有私募基金产品的周度收益率按照各策略分类进行简单平均, 得出各策略的周度收益率序列, 从而计算出各策略的私募基金指数, 下图展示出上半年各策略私募基金指数的累计收益率曲线 (统计区间 2020 年 12 月 31 日-2021 年 6 月 25 日)。可以看出: 1) 股票主动策略和量化多头策略上半年的累计收益率不相上下, 相对较高, 但股票主动策略的区间回撤远大于量化多头策略, 主要体现在 2、3 月份的市场大跌阶段, 主要由于春节后美债收益率上行带来全球高估值核心资产的同步回调, 导致前期估值超高的抱团白马股跌幅更大, 一些偏好抱团白马股的股票主动策略私募产品出现大幅回撤。进入二季度, 市场对美债收益率上行、流动性转向等宏观因素的关注度有所下降, 风险偏好有所提升, 市场整体明显反弹, 3 月以后的触底反弹阶段, 股票主动策略指数的收益率曲线呈现出震荡上行的走势, 量化多头策略也没有示弱, 收益率曲线与股票主动策略基本重合, 稳步跑赢其他策略。2) 量化对冲策略由于采用对冲手段, 上半年的波动要小于股票主动策略和量化多头策略, 但是 3 月以后的反弹力度也远弱于前面二者。3) 期货宏观策略上半年收益率波动较大, 核心矛盾是供需错配和高流动性, 由于全球疫苗分配不均, 发达国家为代表的需求大国疫苗供给充足, 需求复苏较好, 发展中国家为代表的原料生产国疫苗供给不足, 生产复苏慢, 导致了供需错配, 疫情的反复给需求和供给都带来一些变化, 导致了高波动。4) 固定收益策略上半年收益率曲线最为平滑, 保持稳定上涨。

图表 4: 上半年各策略私募基金指数

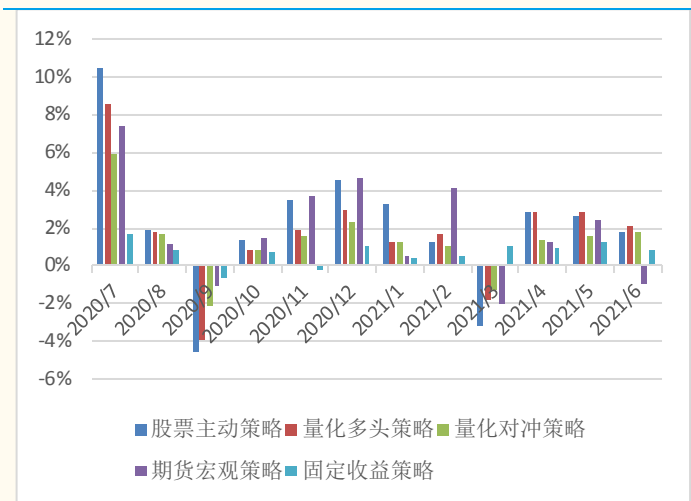


来源: 国金证券研究所, 通联数据库, 统计区间 2020/12/31-2021/6/25

股票主动策略上半年业绩表现

- 在上半年的 6 个月份中, 股票主动策略有 5 个月平均收益为正, 其中有 3 个月平均收益率介于 2%-4% 之间; 有 2 个月平均收益率介于 1%-2% 之间; 3 月份平均收益率下跌 3% 以上, 整体而言上半年业绩波动较大。与其他策略相比, 股票主动策略在去年 9 月和今年 3 月均出现大幅回撤, 并且业绩跑输其他各类策略; 在去年 7 月和今年 1 月明显跑赢其他各类策略, 在其他月份并不具有明显优势。

图表 5: 近一年股票主动策略与其他策略月度收益对比



来源: 国金证券研究所, 通联数据库

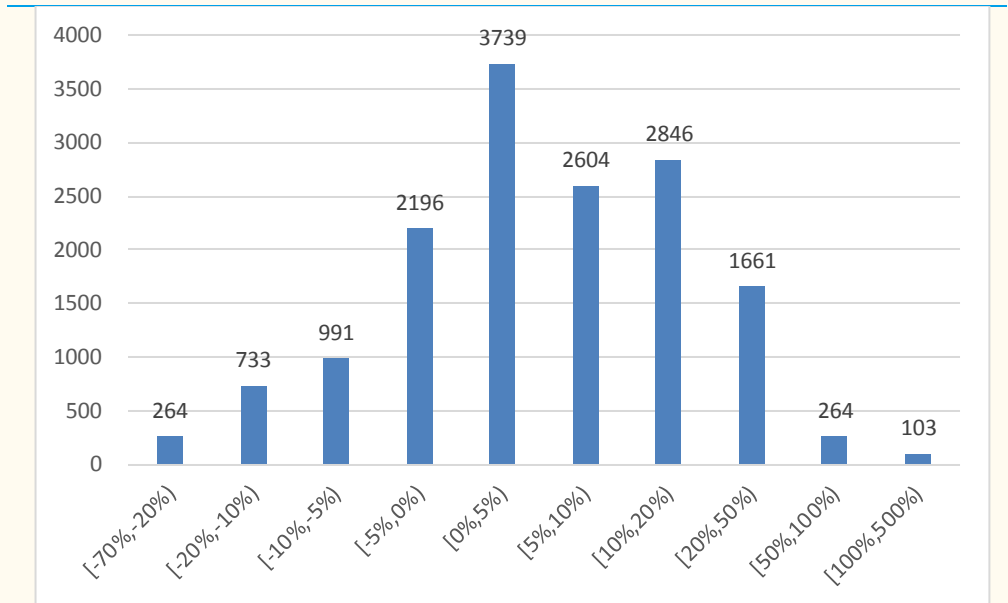
图表 6: 近一年股票主动策略与市场指数月度收益对比



来源: 国金证券研究所, 通联数据库

- 上半年共有 15401 只股票主动策略私募产品纳入统计, 其中有 11195 只产品收益为正, 正收益产品占比约为七成。按照不同收益率区间统计产品数量, 上半年产品收益率分布在[0%-5%]区间的产品数量最多, 有 3739 只, 其次是分布在[10%-20%]、[5%-10%]、[-5%-0%]区间的产品数量较多, 数量均大于 2000 只。有 367 只产品收益率超过 50%, 更有 103 只产品收益率超过 100%。

图表 7: 股票主动策略私募产品上半年收益率区间分布



来源: 国金证券研究所, 通联数据库

- 我们将国金证券核心池的股票主动策略私募公司根据投资风格划分为价值投资、成长投资、成长价值投资、择时投资以及逆向投资, 通过对这些私募公司旗下产品一季度、二季度和今年上半年的收益率进行加权平均得出各类投资风格的业绩评价。可以得出以下结论:

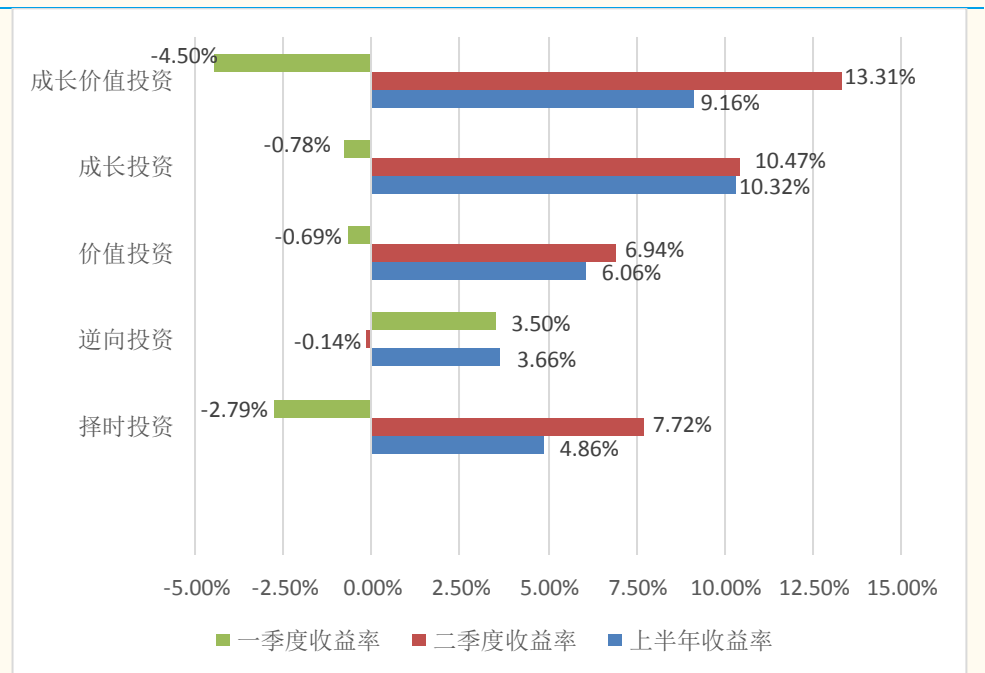
一、一季度仅逆向投资取得正收益, 收益率为 3.5%; 成长价值投资跌幅最大, 收益率为-4.5%。一季度价值投资业绩要好于成长股投资, 主要由于美债收益率春节后快速上行, 直接给成长股的估值带来压力, 导致本次杀跌的成长股较多, 跌幅较大; 而春节后大宗商品价格的大涨使得部分资金短期从核心资产流向有色、化工、钢铁、地产等顺周期行业, 一些价值投资的私募会适当布局顺周期个股, 从而在本次市场下跌过程中净值回撤相对

较小。对于逆向投资而言，投资策略是抓住过去表现不佳的行业或公司存在逆境反转的机会，一旦基本面反转则长期发展空间较大，此类公司一般目前估值不高，而本次市场大跌以高估值抱团白马股为主，逆向投资一般很少持有此类个股，因此在 2、3 月份的市场大跌阶段回撤较小。

二、二季度与一季度正好相反，仅逆向投资收益为负，其他投资风格均取得正收益；成长股投资业绩要好于价值投资，其中成长价值投资表现最好，二季度收益率累计 13.31%。二季度核心资产走向大幅分化，赛道景气度高和业绩加速的公司，股价延续上涨，部分一季报增长强劲的核心资产在下跌以后进入到 4 月份持续反弹，有的甚至创新高，同期大幅上涨的板块还有医药、新能源汽车以及部分优质次新股。而赛道景气度一般和业绩放缓的公司，股价则表现低迷，特别是部分蓝筹公司以及与经济关联高的顺周期板块或个股。估值水平的约束并没有成为影响市场的关键因素，分化的主要原因还是在于今年以来流动性的边际弱化，市场进入存量博弈阶段，在整体增长放缓的大背景下，市场追逐短期景气度高、业绩增长确定的细分行业和个股；同时全球通胀和利率中枢上行，市场只能通过高成长来消化高估值。成长价值投资正是以合理的价格买入优质成长股，并且赋予成长更高的权重，在二季度业绩增长为主线的背景下更容易取得较好的业绩表现。对于逆向投资而言，由于投资风格与其他策略有明显的差异性，在上涨行情中表现不够突出，因此二季度逆向投资表现整体较弱。

三、上半年综合来看，成长投资和成长价值投资产品业绩领先于其他投资风格，主要由于二季度成长股占优，这两类投资风格上半年的业绩领先主要归因于二季度的业绩领先。

图表 8：股票主动策略不同风格产品一季度、二季度、上半年收益率比较



来源：国金证券研究所，通联数据库

- 仓位方面，国金私募研究团队对重点关注的股票主动策略私募公司进行调研，结果显示：6 月底参与调研的私募机构仓位整体维持在较高水平，比上月有小幅加仓。行业方面，大部分私募基于长期投资，依然看好消费、医药、科技等成长板块；部分私募适当配置顺周期板块。
- 市场观点方面，私募普遍维持全年指数震荡、结构性行情为主的判断，认为疫情的反复使得经济复苏一波三折，从而全球的货币收缩也不会非常剧烈，这就为整个资本市场提供了相对充裕的流动性，因此市场没有大的系统性风险。而在经济基本面和流动性边际变化钝化的背景下，市场风险偏好短期受中报行情的影响，会加剧市场分化。大部分私募认为未来大趋势还是科技、消费和医药，成长股是未来慢牛行情的核心和基础。部分私募

有以下关注点：一、关注产业链的重塑，在这种重塑过程中会产生未来的龙头和新蓝筹，比如汽车智能化、能源变革、医药、半导体；二、关注新消费、医美等这些供给创造需求的细分领域，这些细分行业渗透率和天花板的高低才是决定股价走势的核心因素；三、制造业受上半年原材料价格上涨影响较大，随着原材料价格的下降，盈利能力的边际改善可能会带来阶段性的配置价值；四、自下而上寻找一些中小市值、估值性价比更优的二、三线标的。

图表 9：代表性私募市场观点一览表

私募公司	6 月底仓位	重点配置方向	市场观点
上海汐泰投资管理有限公司	较高	大消费、高端制造、科技	经济稳健增长、流动性平稳、长期信心已建立，故目前 A 股市场不存在大的系统性风险，投资仍有可为。但不会是全面牛市，而是呈现慢牛格局，以结构性机会为主，成长股是未来慢牛行情的核心和基础。下半年部分医药、新能源汽车产业链、部分科技、部分制造升级、一些周期成长股可能会有新的机会，食品饮料会有个股机会。
上海丹羿投资管理合伙企业（普通合伙）	较高	TMT、高端制造、建材、食品饮料、社会服务	展望下半年，仍维持全年指数震荡、结构性行情为主的判断。疫情的反复使得经济复苏一波三折，从而全球的货币收缩也不会非常剧烈，这就为整个资本市场提供了相对充裕的流动性，市场没有大的系统性风险。行业上，未来大趋势还是科技、消费和医药；风格上，更看好中盘绩优股。
上海睿扬投资管理有限公司	较高	新能源、医疗服务、汽车、高端制造、科技、消费	对市场稍显乐观。对于中期市场将重点关注以下几个行业：1) 新能源汽车产业链、光伏和储能：随着下游应用的爆发式增长，各子行业的龙头公司有望受益于未来 2-3 年的行业高景气度；2) 医疗服务：行业高增长、细分赛道的龙头公司未来市场份额也将持续提升；3) 高端制造：未来 3-5 年国内可能会形成重制造、轻服务的新的基本政策，这当中汽车、机械、科技等产业将从中收益；4) 中报持续超预期的个股。
上海博鸿资产管理合伙企业（有限合伙）	较高	数字经济、消费品、医药医疗、现代服务业、科技制造	上半年博鸿聚义的表现超出预期。一方面得益于去年精选的股票在今年进入收获，另一方面也得益于在高度波动的环境中，行动大致上正确。在美股投资，最感兴趣和最关注的是中国互联网公司、是琳琅满目的全球优秀成长股、是下一代计算平台、是前沿的产业趋势。
仁桥（北京）资产管理有限公司	较高	建筑、农化、原油、中小市值板块	抱团资产分化之后，判断是以中证 500、中证 1000 为代表的中小市值公司会逐步得到市场的认可，从近期的表现来看，这两个指数开始明显走强，中小公司的关注度和活跃度迅速提升。当然，这些中小市值公司往往是有一些瑕疵的，但也具备一些共同特征，即低估值并伴随着短期的高增长，坦率的讲，市场选择从赛道型投资外溢到这里面，确实也是一条阻力最小的路径，这样的过程大概率还将维持一段时间。
上海聚鸣投资管理有限公司	较高	新能源、军工、消费、航空、机械	在经济基本面和流动性边际变化钝化的背景下，市场风险偏好短期受中报行情的影响，加剧市场分化，聚鸣的持仓趋于均衡和灵活：一方面，对于经济强相关的行业保持谨慎，相对看好电动车、军工等和经济相关度不大的板块；另一方面，密切关注底部反转的行业或者个股机会。

深圳市易同投资有限公司	较高	制造业、软件与服务、消费	长期来看，全球各主要经济体都处于债务周期末期，很难快速大幅收紧利率，否则很容易刺破债务泡沫。所以当通胀抬头、货币政策适度调整之后，未来会看到更多结构性机会：疫情下出口结构不断改善，机电、高科技产品占比提升，人口的老齡化、促进生育等投资机会变多。
上海煜德投资管理中心（有限合伙）	——	消费、医药、科技	从组合管理的角度谨慎应对：一方面从中观角度，优选汽车智能化、半导体、创新药、新消费等行业层面的机会；另一方面，更多自下而上寻找一些中小市值、估值性价比更优的二、三线标的。

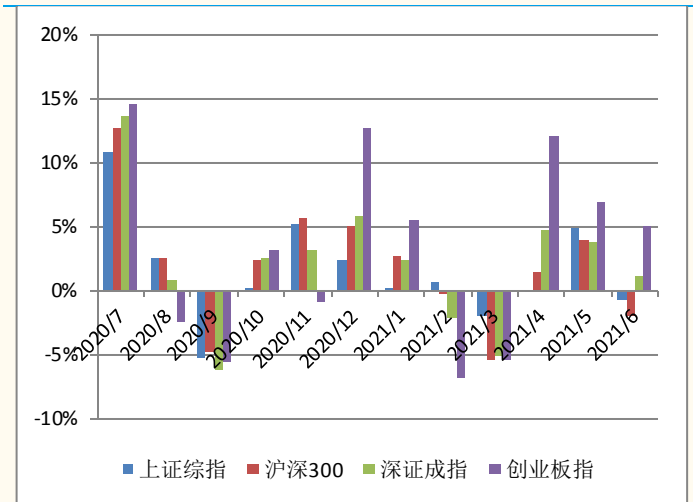
来源：国金证券研究所

第二部分：私募基金投资环境分析

2021 年上半年市场回顾

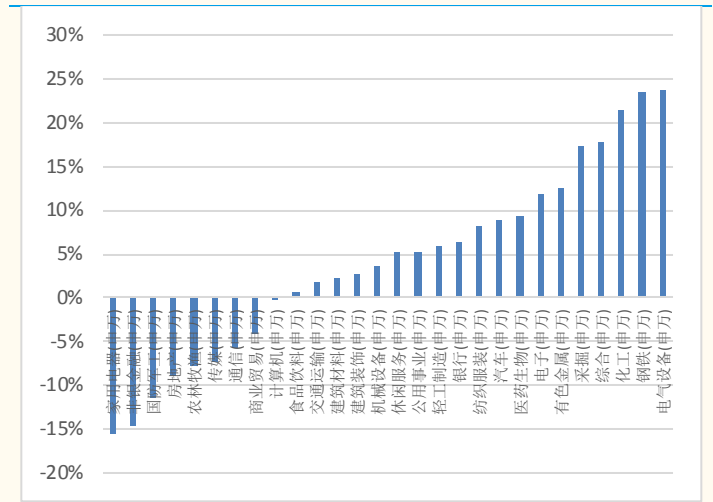
- 市场回顾：**上半年 A 股市场走出过山车般跌宕起伏的行情，一季度 A 股市场受抱团白马股影响走势先涨后跌，主要由于春节后美债收益率快速上行带来全球高估值核心资产的同步回调，大宗商品价格上升也引发市场对美国通胀及美联储收紧流动性的担忧，加大市场波动，同时新基金发行降温外加热点基金赎回，连锁负反馈引发机构重仓白马股的持续下跌。二季度 A 股市场逐渐反弹，呈现震荡上行的走势，但市场分化的格局依然明显。总体来看，2021 年上半年各指数悉数上涨，上证综指上涨 3.40%，沪深 300 上涨 0.24%，深证成指上涨 4.78%，创业板指上涨 17.22%。板块方面，根据申万一级行业，上半年共有 19 个行业实现区间上涨，其中电气设备、钢铁、化工、采掘、有色金属、电子等行业涨幅居前，累计涨幅均超过 10%；而家用电器、非银金融、国防军工、房地产等行业跌幅居前。股指期货方面，截止 6 月底，IF 贴水 0.60%，IH 贴水 0.49%，IC 贴水 0.65%。大类因子方面，上半年波动率因子、估值因子、动量因子、成长性因子和质量因子收益为正。商品方面，上半年南华商品指数收益率 15.89%。债市方面，上半年中债综合净价指数累计上涨 0.34%。

图表 10：近一年股票市场主要指数月度涨跌对比



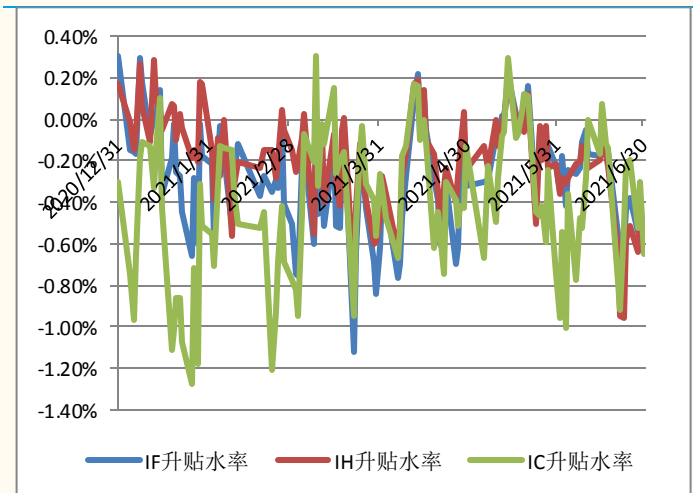
来源：国金证券研究所，Wind

图表 11：2021 年上半年申万一级行业涨跌幅



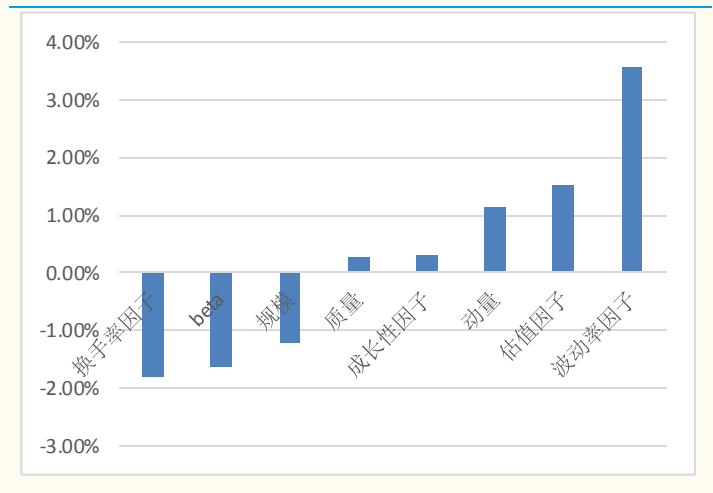
来源：国金证券研究所，Wind

图表 12：2021 年上半年三大股指期货升贴水率



来源：国金证券研究所，Wind

图表 13：2021 年上半年大类因子表现



来源：国金证券研究所，Wind

宏观经济环境

- 二季度实际 GDP 同比增长 7.9%，预期 8.5%，略低于预期，两年平均增长 5.5%，比一季度上涨 0.5 个百分点。从需求端看，消费复苏较平稳，固定资产投资动能逐步从房地产转向基建和制造业，高技术产业和社会领域投资增速仍然相对可观。从贸易结构来看，在全球经济外需向好和产业替代效应仍然较强的背景下，出口强于预期。
- 6 月经济数据来看：1) 投资方面，6 月固定资产投资累计同比 12.6%，前值 15.4%，固定资产投资整体增速回落，固定资产投资累计同比较 2019 年同期增长 9.1%，两年平均增长 4.4%。其中按照分项来看，房地产投资持续下行，基建和制造业投资当月同比好转。2) 消费方面，累计同比增长 23.0%，前值 25.7%，消费整体保持稳定复苏，较 2019 年 6 月份增长 10.1% (前值 9.3%)，两年平均增速为 4.9%，前值 4.5%，其中地产链条、升级消费、汽车销售累计同比涨幅均收窄。3) 工业方面，工业生产增速累计同比涨幅放缓。6 月工业增加值累计同比 15.9%，前值为 17.8%。从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。4) 外贸方面，按美元计价，6 月我国出口同比增长 32.2%，高于前值 27.9%；进口同比增长 36.7%，低于前值 51.1%。贸易顺差 515.30 亿美元，高于前值 455.3 亿美元。6 月出口同比增幅上行，远超市场预期；进口高位回落，符合市场预期，归因于大宗商品“价量齐跌”。
- 国金宏观团队认为，虽然二季度 GDP 低于预期，但 6 月经济数据结构性好转。有以下几点结论：第一，地产投资累计同比涨幅收窄，且 1-6 月累计同比两年平均增速回落。第二，虽然 6 月社零受到多项外部因素扰动，但总量温和回升且结构改善。第三，在产能利用率和信贷数据支持下，下游制造业表现较强。第四，基建投资温和回升，但力度有限。第五，6 月消费结构性改善、成本压力对于制造业的约束减弱以及出口超预期意味着本轮降准更指向结构性调整。第六，进出口支撑有余、提振有限，仍需警惕结构性扰动；对出口的扰动更多体现在结构上，总量上仍然比较明朗；进口方面大宗商品逐步从“价量齐跌”走向“价量企稳”。

后市展望

图表 14：市场观点和市场环境一览表

策略类型	市场环境 (看多/偏多/中性/谨慎/看空)	市场观点
股票主动策略	中性偏多	<p>中长期来看，经济稳健增长、流动性平稳、长期信心已建立，因此 A 股市场不存在大的系统性风险，但也不会出现指数大幅快速上涨的走势，而是大概率呈现指数缓慢上涨的慢牛格局，以结构性机会为主，分化行情将会是常态。一方面疫情的反复使得经济复苏一波三折，从而全球的货币收缩也不会剧烈，这就为整个资本市场提供了相对充裕的流动性，即使美国急剧收流动性，我国也有政策空间和精准的逆周期调控；另一方面我国经济基本面呈现稳步增长、结构转型、质量重于速度的格局，今年上半年经济呈现复苏态势，下半年有望维持复苏，但上行动能会减弱。短期来看，市场将继续呈现宽幅震荡行情，中报行情之后，市场仍面临一些潜在的压力，例如当前债券市场的乐观情绪或迎来修正，后续地方专项债供给或持续加快投放，资金面仍面临一些扰动。投资机会方面，后市仍以结构性机会和行业轮动为主，同时中小盘股机会更多。下半年对于股票主动策略应维持适度预期，但较公募而言市场适应性相对更好。</p>

股票量化策略 (量化多头策略+量化对冲策略)	中性偏多	6月市场各指数表现分化,但两市整体交投活跃度持续回暖。各大指数换手率表现有所分化,上涨50和中证1000换手水平有所提升,而沪深300与中证500换手水平则略有下降。市场风格上,大盘股相对上证指数收益在6月继续一路回调走低,月末才企稳并有小幅反弹,中小盘股相对上证指数收益则在全月持续回升,全月中小盘股大幅跑赢大盘股,行情继续向中小市值票扩散。波动率方面,6月各指数波动水平表现分化,中证500指数波动水平小幅回升,同时个股收益离散度走高,市场整体的收益分歧度继续有所扩大。对冲成本方面,相比于5月,6月IF和IC开仓的头寸所需承担的平均贴水成本均有收窄,另外滚动基差显示IF贴水幅度扩大趋势已经走平,IC贴水幅度依旧保持着稳定的收敛态势。综合来看,近期股票量化策略运行环境较为有利,在下半年预期市场波动整体加大的环境下,对冲类策略仍具备必要的配置价值,不过未来仍需关注市场行情的演进方向以及相关风险点的转变。
期货宏观策略	中性偏多	当前宏观环境供需错配仍然存在,一方面是以发达国家为代表的国家和地区,作为需求大国,疫情控制得当、疫苗接种率高,带动了全球需求;另一方面,以发展中国家为代表的部分国家和地区,作为资源大国,疫苗接种率低,以及近期疫情的二次爆发,生产能力仍未得到较好恢复。供需错配叠加宽松的流动性,使商品价格居高不下。整体上我们仍然维持前期观点,即未来商品市场的主要变化,应关注原材料出口国的产能复苏,以及美联储taper,可能会使商品在中长期走出下跌趋势。然而在大级别行情出现之前,市场仍然将以震荡类行情为主,且存在一定政策风险。任何周期上的策略都有可能遇到不利于自身头寸的震荡或反转,因此建议近期不对CTA进行超配,同时选择复合周期、复合策略的CTA策略产品,利用多元化的收益来源平衡任何可能出现的风险。
固定收益策略	中性	利率债方面,下半年积极的宽财政政策+结构性的货币政策的政策组合,可能会在未来一段时间内推高市场利率中枢;加之政府债供给放量的因素,利率存在不小的上行压力。信用债方面,下半年市场或聚焦信用风险,叠加资管新规到期在即导致非标到期融资压力加大,信用风险存在由非标领域传导至债券领域的风险,下沉需谨慎。

来源:国金证券研究所

第三部分：私募行业动态

市场要闻

- 2021年中国人民银行工作会议1月4日上午召开，会议总结2020年主要工作，分析当前形势，部署2021年工作。对于今年的重点工作，会议从十个方面提出详细部署，具体包括以下方面：一是稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。二是继续发挥好结构性货币政策工具和信贷政策精准滴灌作用，构建金融有效支持小微企业等实体经济的体制机制。三是落实碳达峰碳中和重大决策部署，完善绿色金融政策框架和激励机制，引导金融资源向绿色发展领域倾斜。四是加快完善宏观审慎政策框架，将主要金融活动、金融机构、金融市场和金融基础设施纳入宏观审慎管理。五是持续防范化解金融风险，加强互联网平台公司金融活动的审慎监管。六是深度参与全球金融治理，严密防控外部金融风险，稳步扩大金融双向开放。妥善应对低收入国家债务问题。七是稳慎推进人民币国际化。八是深化金融市场和金融机构改革。落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度。九是持续改进外汇管理和服务。十是提升金融服务和管理水平。稳妥开展数字人民币试点测试。（中国人民银行）
- 1月8日，为进一步加强私募基金监管，严厉打击各类违法违规行为，严控私募基金增量风险，稳妥化解存量风险，提升行业规范发展水平，保护投资者及相关当事人合法权益，证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》。《规定》共十四条，形成了私募基金管理人及从业人员等主体的“十不得”禁止性要求。主要内容如下：一是规范私募基金管理人名称、经营范围，并实行新老划断。二是优化对集团化私募基金管理人监管，实现扶优限劣。三是重申私募基金应当向合格投资者非公开募集。四是明确私募基金财产投资要求。五是强化私募基金管理人及从业人员等主体规范要求，规范开展关联交易。六是明确法律责任和过渡期安排。本次发布《规定》是贯彻落实有关防范化解私募基金行业风险要求的重要举措之一，其将进一步引导私募基金行业树立底线意识、合规意识，对于优化私募基金行业生态也具有积极意义。（证监会）
- 3月5日，十三届全国人大四次会议开幕。根据政府工作报告，今年提出的经济增速目标是国内生产总值增长6%以上。强调稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。积极的财政政策要提质增效、更可持续，今年赤字率拟按3.2%左右安排，低于去年提出的“3.6%以上”的安排，今年新增地方政府专项债券规模3.65万亿元，不再发行抗疫特别国债。继续执行制度性减税政策，实施新的结构性减税举措。资本市场方面，提出稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。
- 4月6日，深市主板和中小板正式合并，形成由主板、创业板构成的市场新格局。两板合并的总体安排是“两个统一、四个不变”。“两个统一”指统一主板与中小板的业务规则，统一运行监管模式。“四个不变”指板块合并后发行上市条件不变、投资者门槛不变、交易机制不变、证券代码及简称不变。
- 4月30日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，会议认为，我国经济恢复取得明显成效，经济运行开局良好，高质量发展取得新成效。会议指出，要辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固。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，打通国内大循环、国内国际双循环堵点，为“十四五”时期我国经济发展提供持续动力。会议要求，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。会议强调，要引领产业优化升级，强化国家战略科技力量，积极发展工业互联网，加快产业数字化。要有序推进碳达峰、碳

中和工作，积极发展新能源。要促进国内需求加快恢复，促进制造业投资和民间投资尽快恢复。

- 5月份以来，国务院常务会议接连三次关注大宗商品价格和原材料价格上涨。5月12日，李克强主持召开国务院常务会议，会议要求要跟踪分析国内外形势和市场变化，做好市场调节，应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响。加强货币政策与其他政策配合，保持经济平稳运行。5月19日，李克强总理主持召开国务院常务会议，部署做好大宗商品保供稳价等工作。会议指出，要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨，努力防止向居民消费价格传导。政策涉及多措并举加强供需双向调节、加强市场监管、保持货币政策稳定性和人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。李克强于5月26日主持召开国务院常务会议，部署帮助小微企业、个体工商户应对原材料涨价影响；用市场化办法引导上下游稳定原材料供应和产销协作，做好保供稳价；打击囤积居奇、哄抬价格等行为。
- 5月23日，中国人民银行副行长刘国强表示，人民银行完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，这一制度在当前和未来一段时期都是适合中国的汇率制度安排。未来人民币汇率的走势将继续取决于市场供求和国际金融市场变化，双向波动成为常态。人民银行将注重预期引导，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。而此前5月21日召开的金融委会议也明确要求，进一步推动利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
- 2021年5月31日，中国人民银行决定，自2021年6月15日起，上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的5%提高到7%。
- 6月2日晚，香港特区立法会三读通过《2021年收入（印花税）条例草案》，落实本年度财政预算案中，提高股票印花税至0.13%建议，有关调整将在今年8月1日生效。
- 6月4日，中基优选私募基金50指数的首个二级指数——中基优选私募基金50稳健型指数（简称“中基50稳健型指数”）正式发布。今年3月5日，旗舰指数“中基优选私募基金50指数”（简称“中基50指数”）已率先发布。中基50稳健型指数由20支成份基金组成，成份基金等权配置。中基50稳健型指数选取体现稳健特征的较低波动率相对应的组合作为配置目标，由此确定指数的策略配置比例为：对冲策略50%、股票多头策略25%、CTA及衍生品策略25%。中基50稳健型指数基期为2020年1月1日，基点为1000点。各基金初始权重相同，以费前累计净值计算指数点数。
- 6月21日，市场利率定价自律机制优化了存款利率自律上限的确定方式，将原由存款基准利率一定倍数形成的存款利率自律上限，改为在存款基准利率基础上加上一定基点确定。

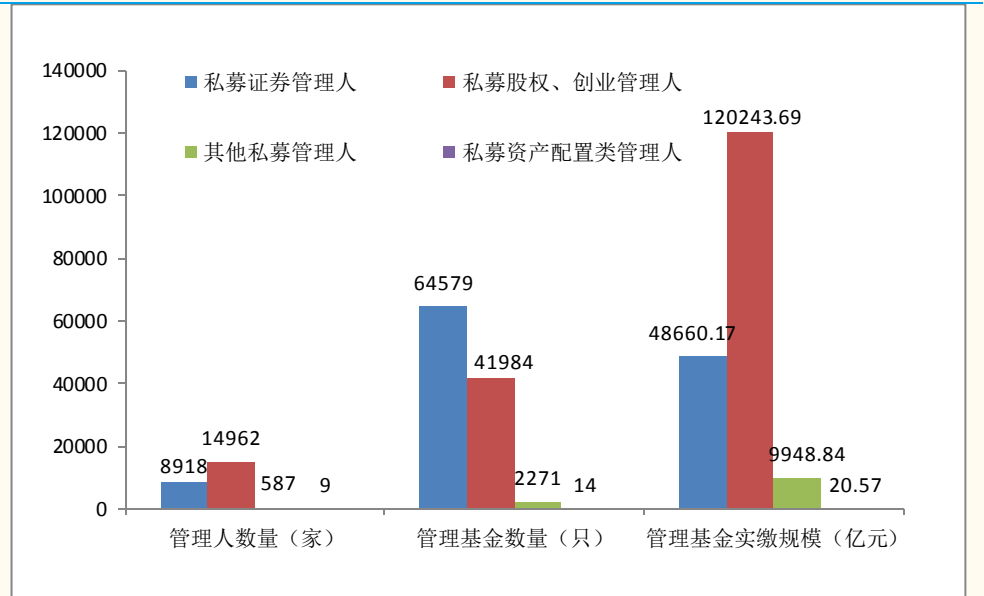
国际要闻

- 当地时间2月27日凌晨，美国众议院投票通过了1.9万亿美元新一轮经济救助计划，其中约4000亿美元将用于抗击疫情，约1万亿美元将为受疫情冲击的美国家庭提供经济纾困，约4400亿美元为在疫情中挣扎的小企业、州和地方政府等提供援助。北京时间3月7日早上，美国参议院以50:49的投票结果通过了1.9万亿美元经济救助计划。北京时间4月1日凌晨，拜登正式宣布了规模超过2万亿美元的基建投资计划。
- 北京时间5月20日凌晨，美联储公布了4月货币政策会议纪要。美联储官员认为，美国经济活动的强劲复苏将引发收紧货币政策的讨论。会议纪要显示，美联储明确表态将缩减购债规模。
- 北京时间6月17日凌晨，美联储发布声明，将超额准备金利率（IOER）从0.1%调整至0.15%；同时将隔夜逆回购利率由0%调整至0.05%。利率调整自当地时间6月17日开始生效。

私募行业备案情况

- 根据基金业协会备案统计,截至2021年6月底,已登记的机构类型为私募证券投资基金的私募基金管理人8918家,管理正在运作的基金64579只,管理基金规模4.87万亿元;私募股权、创业投资基金管理人14962家,管理正在运作的基金41984只,管理基金规模12.02万亿元;其他私募证券投资基金管理人587家,管理正在运作的基金2271只,管理基金规模0.99万亿元;私募资产配置类管理人9家,管理正在运作的基金14只,管理基金规模20.57亿元。

图表 15: 截至6月底私募行业备案状况



来源: 国金证券研究所, 中国基金业协会

2021年上半年新增备案产品情况

- 根据基金业协会备案统计,2021年上半年银行托管新增私募备案产品272只,其中数量最多的招商银行,新增174只。证券类私募机构上半年新增私募备案产品13311只,其中宁波灵均投资管理合伙企业(有限合伙)新增产品最多,共有160只。

图表 16: 上半年银行托管新增证券类私募备案产品数

托管行名称	新增私募备案产品数量
招商银行股份有限公司	174
兴业银行股份有限公司	44
平安银行股份有限公司	31
中国银行股份有限公司	11
中信银行股份有限公司	4
中国工商银行股份有限公司	3
南京银行股份有限公司	2
交通银行股份有限公司	1
渣打银行(中国)有限公司	1
中国建设银行股份有限公司	1

来源: 国金证券研究所, 通联数据库

图表 17: 上半年证券类私募机构新增备案产品数

私募机构	新增私募备案产品数量
宁波灵均投资管理合伙企业(有限合伙)	160
九坤投资(北京)有限公司	150
宁波幻方量化投资管理合伙企业(有限合伙)	140
上海衍复投资管理有限公司	95
广州市玄元投资管理有限公司	92
珠海阿巴马资产管理有限公司	80
上海高毅资产管理合伙企业(有限合伙)	69
深圳市林园投资管理有限责任公司	68
上海启林投资管理有限公司	66
深圳诚奇资产管理有限公司	63

来源: 国金证券研究所, 通联数据库

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH