

# 为何开年私募火公募冷？

——东吴策略·行业风火轮

证券分析师：姚佩

执业证书编号：S0600520090005

邮箱：yaopei@dwzq.com.cn

2022年1月17日

# 为何开年私募火公募冷？

- 新年伊始，私募发行延续火热而公募发行明显遇冷，背后原因为何？私募的相对火热又将如何影响后续行情和风格演绎？本期行业风火轮我们集中讨论。
- **居民收入下滑&基金收益回落，公募扩张受限。** ①公募基金的扩张主要来自于居民财富的增长以及赚钱效应下配置意愿的增强。②疫情后居民收入下滑，中低收入家庭波动更大，叠加2021年公募收益回落，持基体验不佳，2022年公募扩张可能受限。
- **受益于高净值人群资产搬家，私募扩张有望延续。** ①富裕的高净值家庭资产从房地产中腾挪，此类资金保本需求更强，私募基金收益可观风险适中，有望替代房地产在高净值人群资产中的配置。②疫情后的地产严控，更多低风险偏好的楼市资金、高净值客户通过波动相对较小的绝对收益型产品间接配置权益资产，是2021年私募加速扩张的主要原因，且我们认为这一趋势在2022年有望延续。
- **私募或成2022年最大边际增量资金，对应中小盘占优。** ①历史上A股的最大边际增量资金能在一定程度上决定当年市场风格，私募在2021年成为最大边际增量资金，对应中小盘风格占优。②历史上私募较公募规模加速扩张时，往往呈现中小盘风格占优。我们认为在高净值人群资产搬家背景下，2022年私募将延续扩张趋势，成为A股最大边际增量资金，对应中小成长风格占优。
- 风险提示：政策推进不及预期；历史经验不代表未来。



## ■ 1 为何开年私募火公募冷？

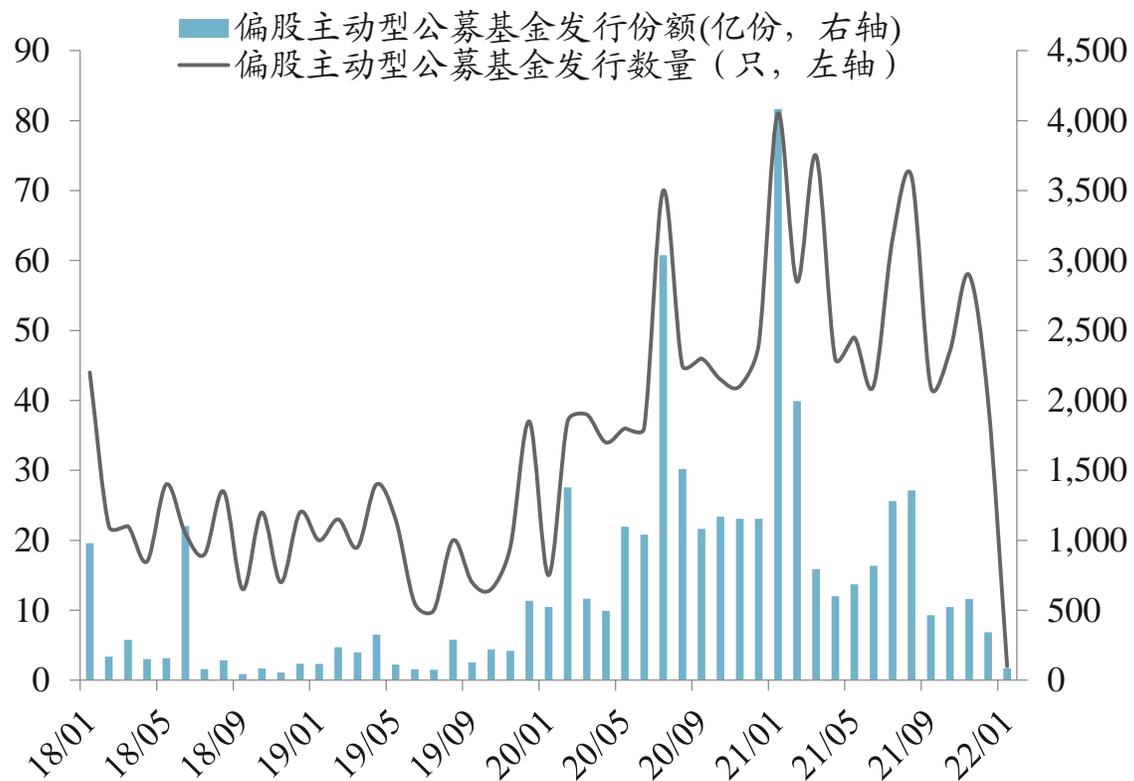
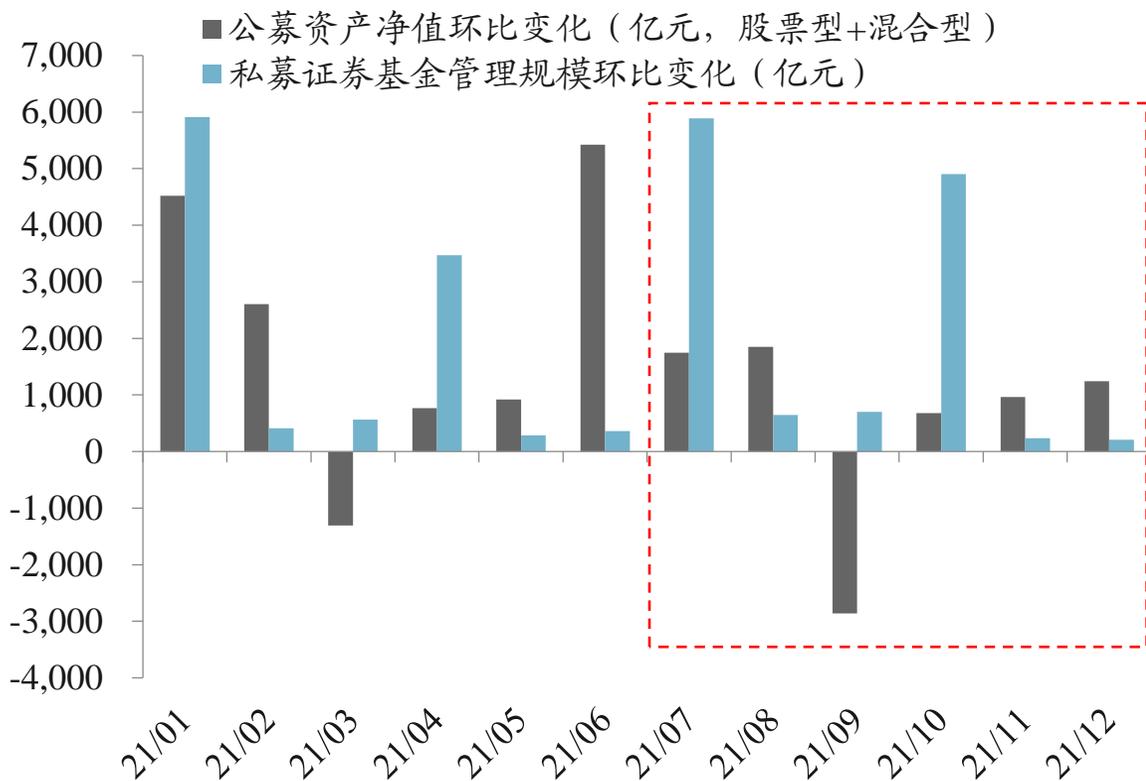
---

## ■ 2 风险提示

---

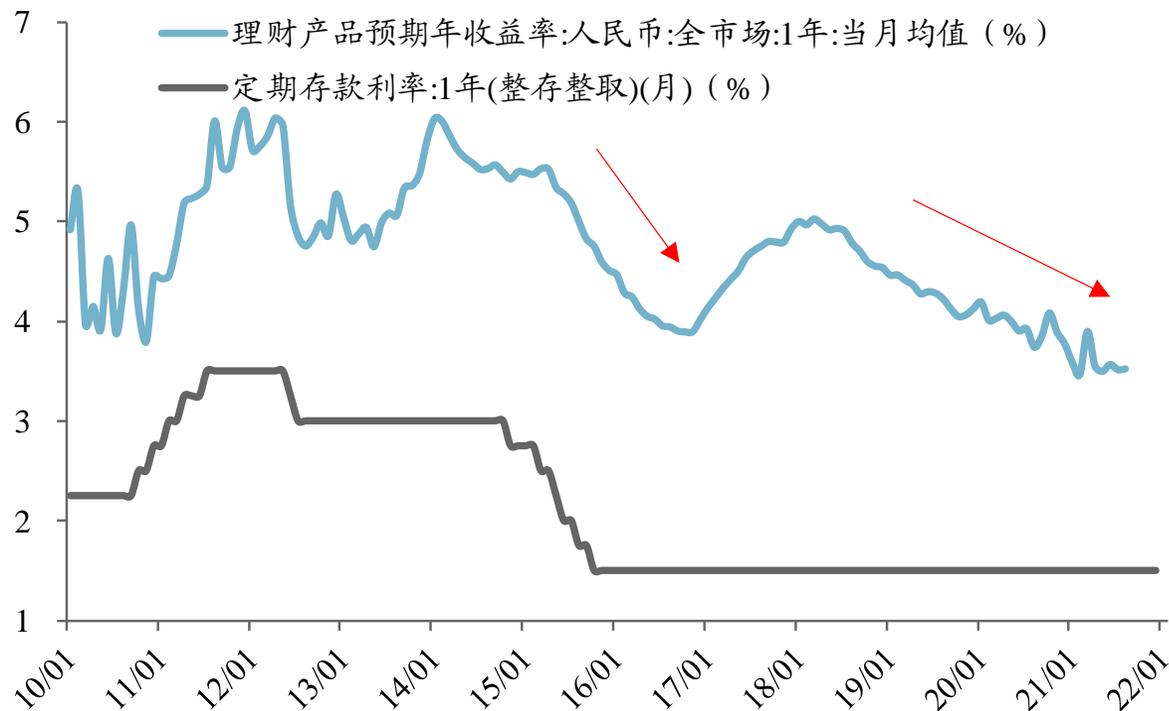
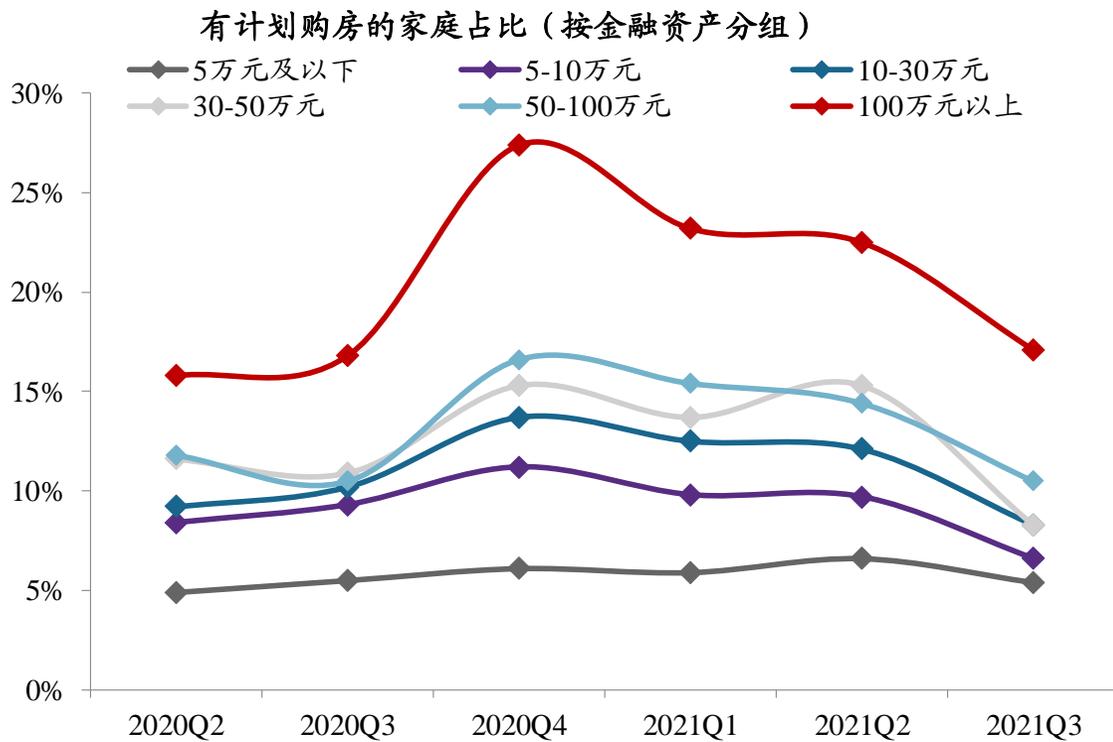
# 1.1 开年后私募发行火热而公募遇冷

- 2021年下半年私募规模加速扩张，取代公募成为最大边际增量资金，其中2021年7-12月私募证券投资基金规模增长1.3万亿元，远超公募基金（股票型+混合型）的3620亿元。
- 2022年开年后私募发行延续火热，1月1日至10日共有457只私募证券投资基金完成备案，较去年同期351只增长30%，其中源乐晟发行的新基金募资规模已突破45亿元。对比之下公募发行遇冷，截至1月14日偏股主动型公募仅发行2只，规模合计85亿元。新年伊始，私募的火热和公募的冷清对比明显。



# 1.2 房主不炒+理财收益下滑，居民资产搬家不再是故事

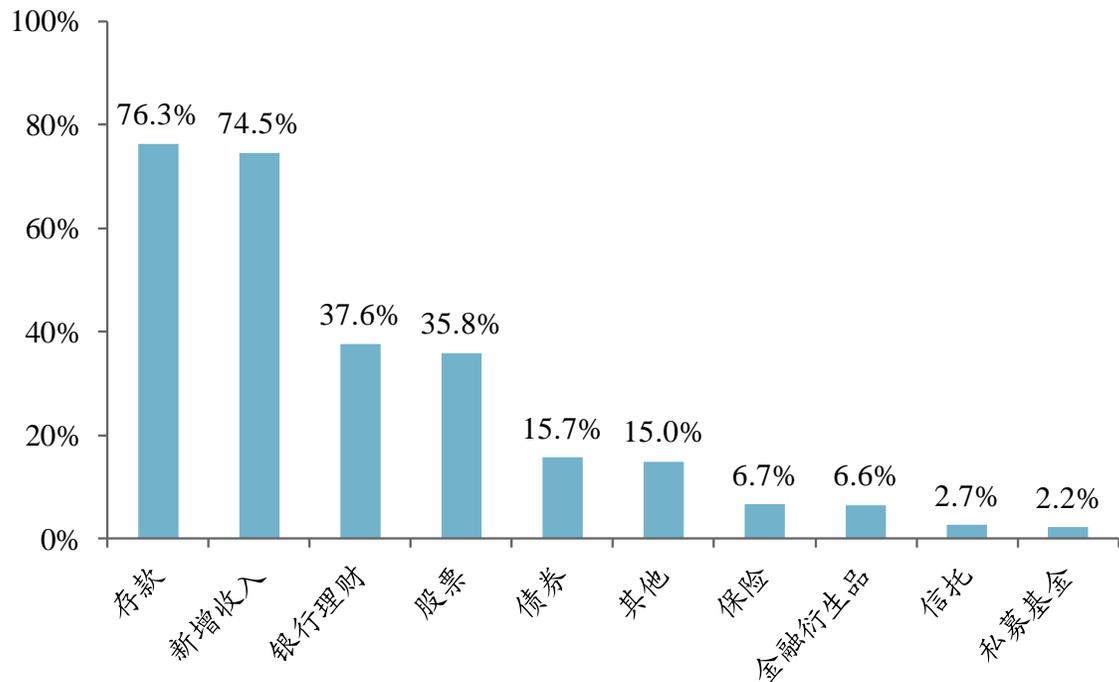
- 2020年以来，公募天量发行，私募加速扩张，市场微观流动性充裕，以高净值人群为代表的居民资产搬家不再是故事，已经成为切实发生的现象。
- 居民资产搬家来自于对地产和银行理财的退出。一方面房住不炒深入人心，房产税压制地产金融属性，以高净值人群为代表的居民家庭购房意愿下降；另一方面，伴随利率中枢下行，银行理财投资收益率持续下滑，资管新规后，银行理财失去摊余成本法的计量优势，在吸引力上进一步下降。



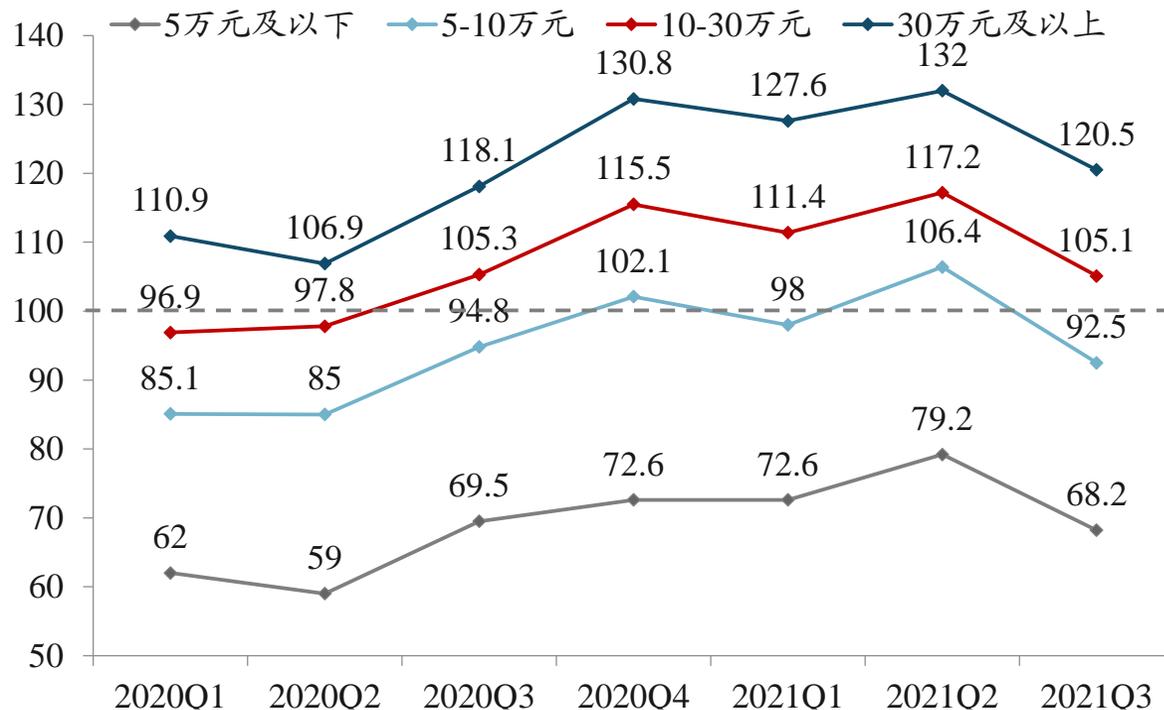
# 1.3 居民收入下滑 & 基金收益回落，公募扩张受限

- 公募基金的扩张主要来自于居民财富的增长以及赚钱效应下配置意愿的增强。据基金业协会公布，74.5%的个人投资者投资公募基金的主要资金来源为新增收入。
- 疫情后居民收入下滑，根据西南财经大学统计，各收入水平家庭的收入指数2021Q3均有所回落，其中中低收入家庭波动更大，年收入5万元以下的家庭收入指数持续低于荣枯线100的水平。叠加2021年公募收益回落，持基体验不佳，2022年公募扩张可能受限。

受调查个人投资者投资公募基金的资金来源



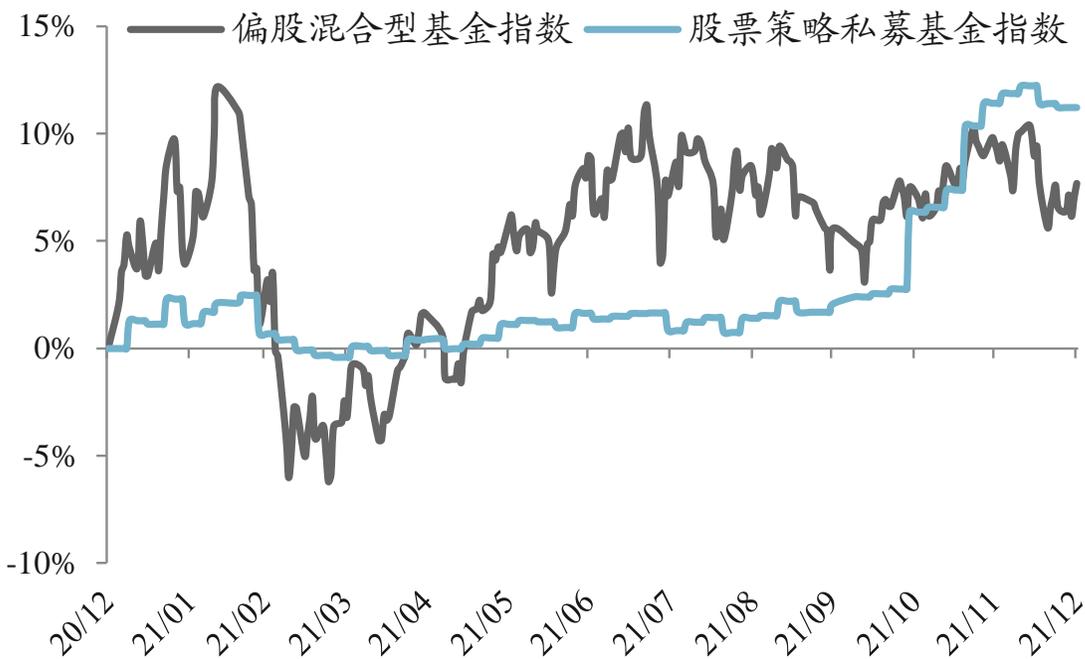
家庭收入指数（按年收入分组）



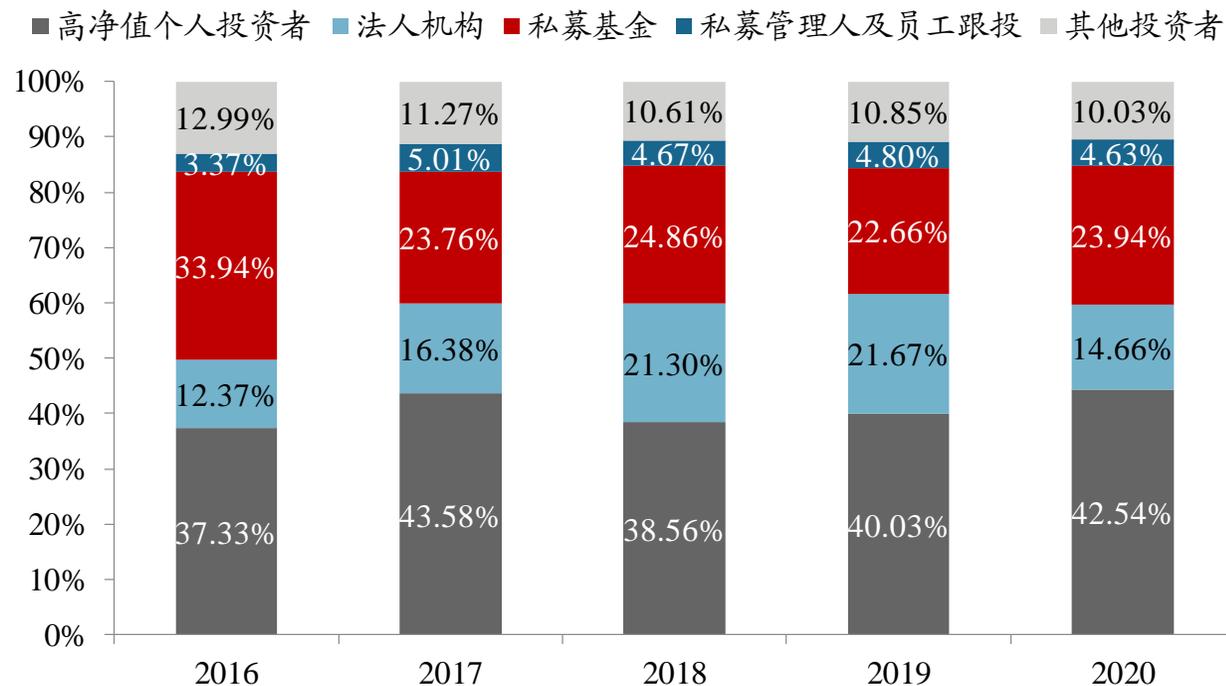
# 1.4 受益于高净值人群资产搬家，私募扩张有望延续

- 富裕的高净值家庭资产从房地产中腾挪，此类资金保本需求更强，私募基金收益可观风险适中，有望替代房地产在高净值人群资产中的配置。
- 私募较公募收益接近而波动和回撤明显更小，并且在渠道和客户服务上也比公募更适合高净值人群。疫情后的地产严控，更多低风险偏好的楼市资金、高净值客户通过波动相对较小的绝对收益型产品间接配置权益资产，是2021年私募加速扩张的主要原因，且我们认为这一趋势在2022年有望延续。

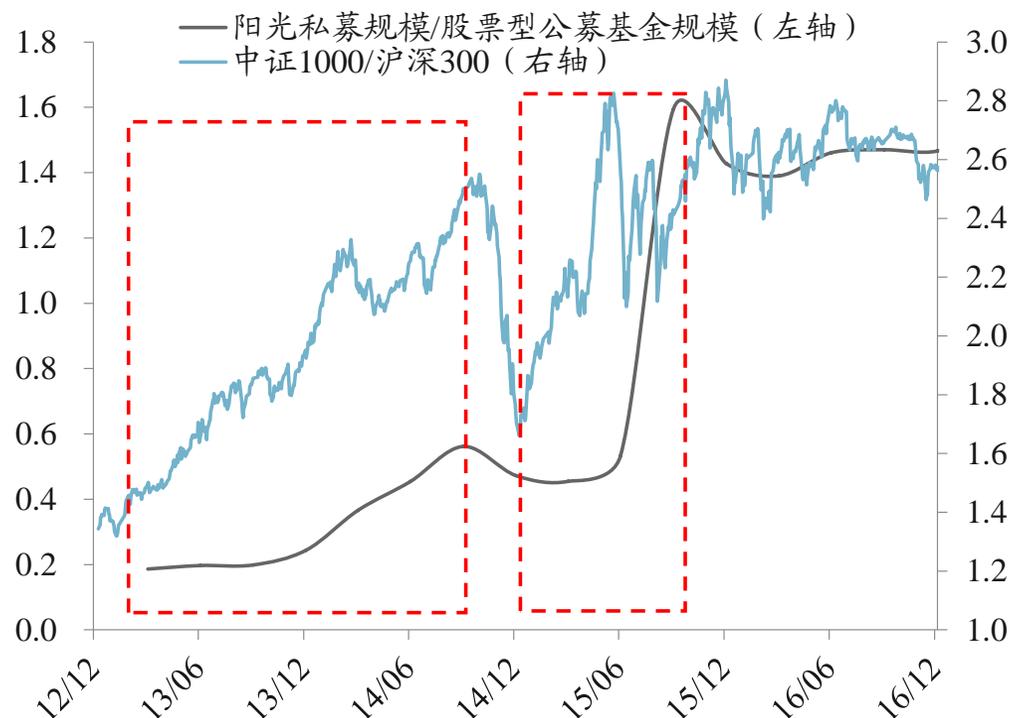
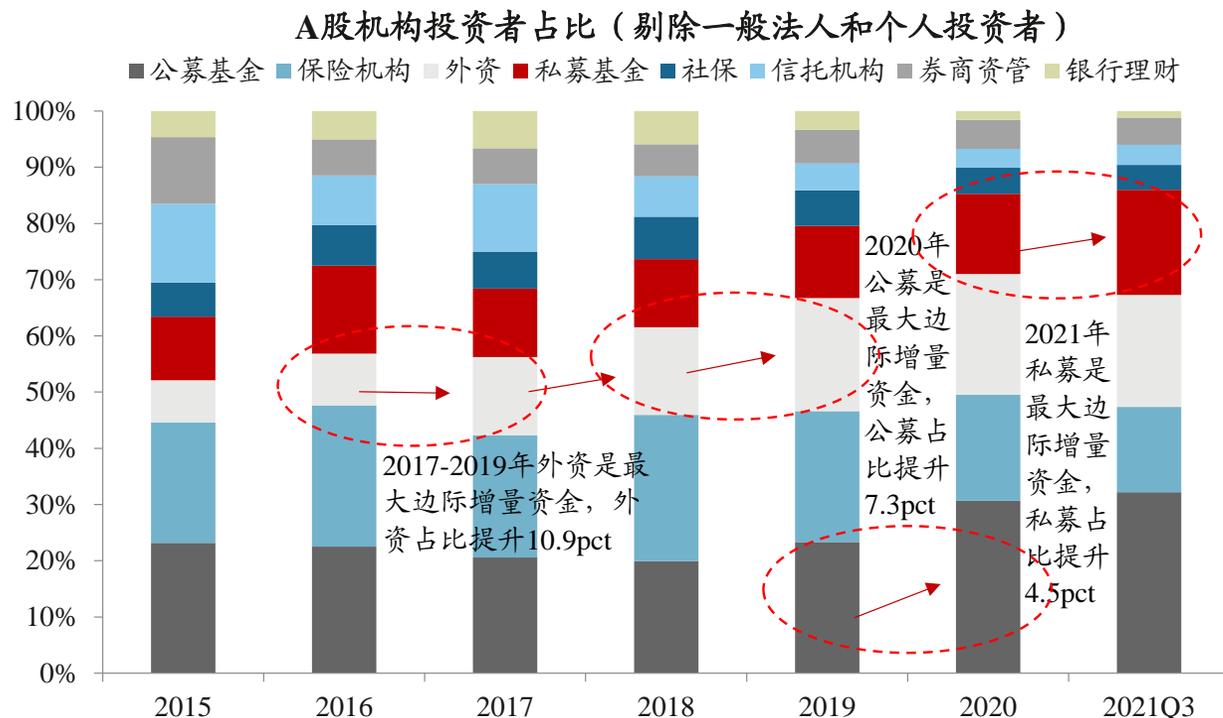
2021年公募&私募累计收益率(%)



中国私募证券投资基金持有者结构



- 历史上A股的最大边际增量资金能在一定程度上决定当年市场风格，典型如2017-2019年的外资对应消费龙头的股价上行，以及2020年的公募基金对应赛道股的估值提升。而私募在2021年成为最大边际增量资金，对应中小盘风格占优。这一现象并非偶然，历史上私募较公募规模加速扩张时，往往呈现中小盘风格占优。我们认为在高净值人群资产搬家背景下，2022年私募将延续扩张趋势，成为A股最大边际增量资金，对应中小成长风格占优。



注：由于2015年之前私募规模数据缺失，我们以证券投资信托计划余额代表狭义的阳光私募规模，因为阳光私募借助信托公司平台发行，因此证券投资信托计划被认为是最标准的阳光私募，用来代替具有合理性。

数据来源:Wind, 中国信托业协会, 东吴证券研究所



## ■ 1 为何开年私募火公募冷？

---

## ■ 2 风险提示

---

- 政策推进不及预期;
- 历史经验不代表未来。

证券分析师：姚佩

执业证书：

S0600520090005

邮箱：

yaopei@dwzq.com.cn

证券分析师：陈李

执业证书：

S0600518120001

邮箱：

yjs\_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师：邢妍姝

执业证书：

S0600521030001

邮箱：

xingys@dwzq.com.cn

研究助理：马浩然

执业证书：

S0600121010015

邮箱：

mahr@dwzq.com.cn

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园