

私募基金 11 月月报 | 世上再无刚兑保本，理财师“顾问”价值显现

一

2017 年 11 月私募基金业绩回顾

11 月份私募基金七大策略的收益率均出现不同程度的，接下来我们将基于 Beta 数据库，对私募基金 2017 年 11 月的业绩表现进行盘点。本次参与统计的私募基金数目共 8157 只，参与标准为基金在 6 个月内有业绩可追溯，且在 Beta 系统中获得相应评分。从私募基金整体动向，特别是优秀私募基金管理人的表现来真实的解读和把握市场投资机会。

1. 各大策略私募基金 10 月业绩

11 月上证指数跌破 3400 点，持续下探考验 3300 点，11 月创出今年来最大月跌幅，11 月 23 日创下了年内最大日跌幅，下跌 2.29%，上证 50、沪深 300 均表现低迷，白马股集体回落，主要原因是一方面是国债利率大幅攀升，10 年期国债收益率逼近 4%，引发市场对流动性紧张的担忧；另一方面是 A 股结构性行情调整的自然结果；另外，12 月份和明年将迎来年内解禁大潮，规模合计约 8600 亿元，相对于 9 月份和 10 月份来说，11 月份市场赚钱效应非常差。截止 11 月 30 日上证指数下跌 2.24%，深证指数下跌 3.73%，上证 50 上涨 2.50%。

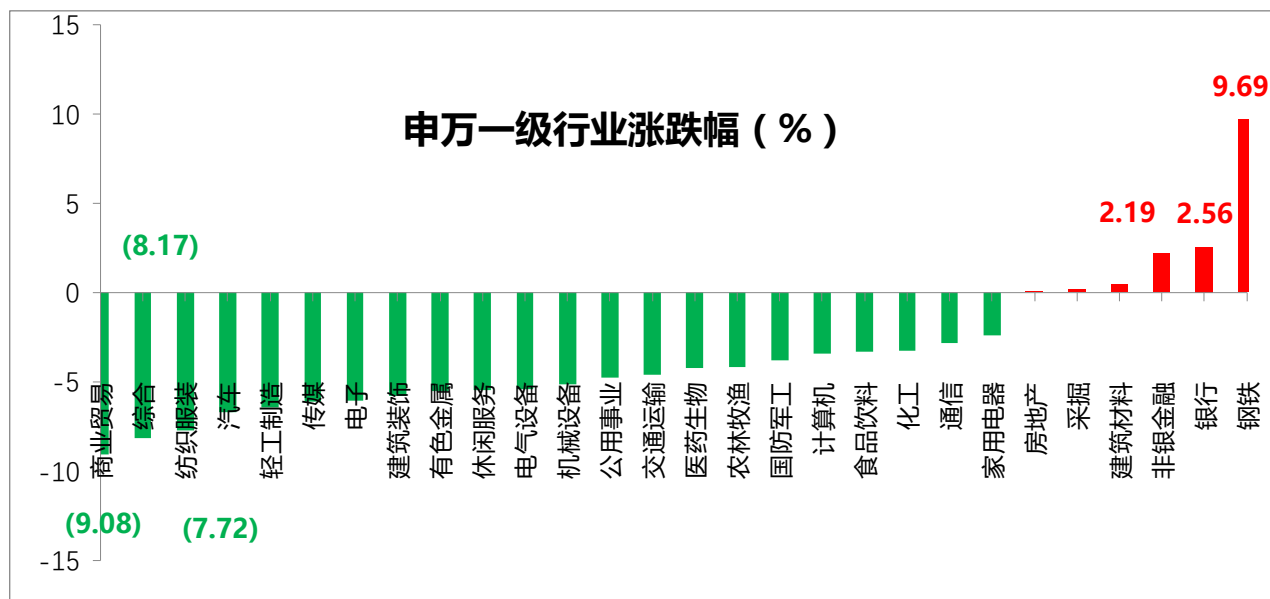


图 1：11 月份申万一级行业涨跌幅

数据来源：choice

28 个申万一级行业表现跌多涨少，仅有 5 个取得正收益，其它 23 个行业录得负收益，钢铁、银行、非银金融三个板块涨幅靠前分别上涨 9.69%、2.56%、2.19%，排名靠后的三个板块商业贸易、综合、国纺织服装分别下跌 9.08%、8.17%、7.72%。

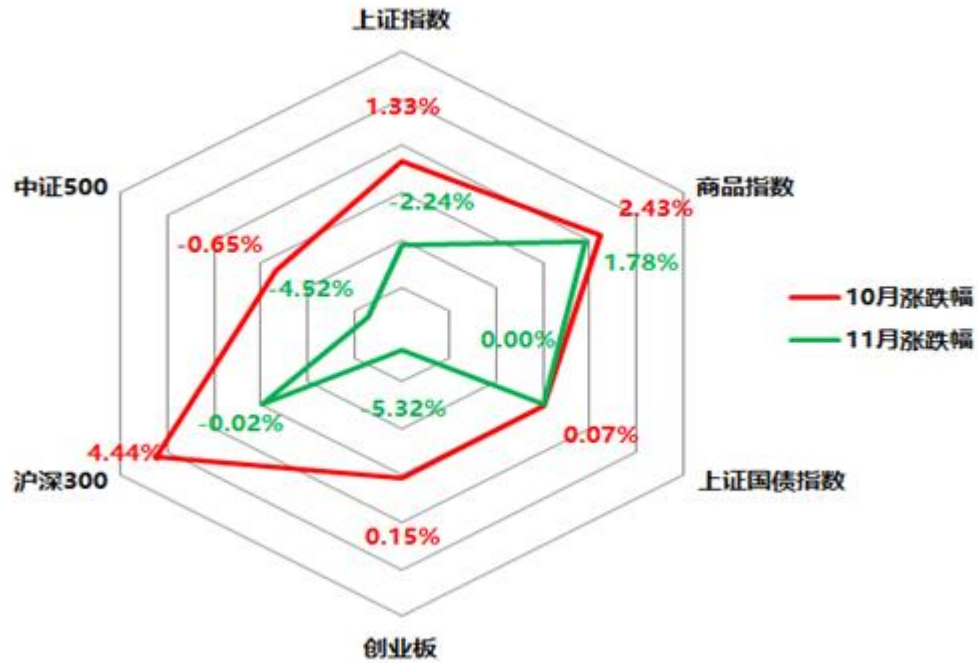


图 2：10 月份、11 月份国内主要指数涨跌幅

数据来源：choice

全月来看，沪深 300、中证 500、上证指数、创业板指数表现均不佳，商品指数涨幅收窄。沪深 300，11 月份下跌 0.02%，10 月份上涨 4.44%；中证 500，11 月份的跌幅继续扩大，全月下跌 4.52%；商品指数，11 月份上涨 1.78%，涨幅收窄。债券市场延续 10 月份的行情表现萎靡，上证国债指数 11 月份持平，总的来说 11 月份整个市场剧烈波动，各大指数均出现下跌，市场赚钱效应特别差。

截止11月30号主要指数市盈率(TTM)

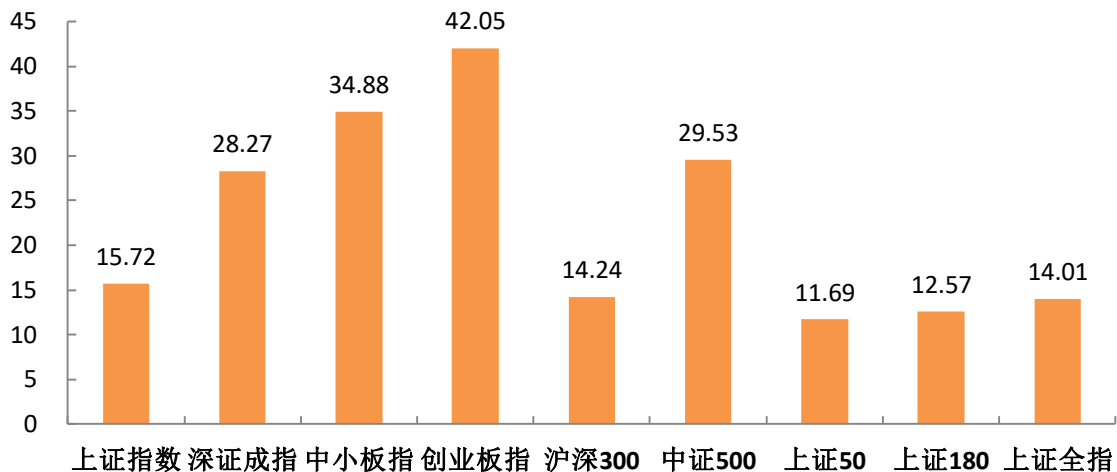


图3：截至11月30号主要指数市盈率

数据来源：choice

就目前A股市场的整体估值而言，沪深300的整体PE为14.3倍，上证50的整体PE是11.7倍，创业板指数的整体PE是42倍，中证500的整体PE是30倍。截止11月30日，创业板估值较沪深300而言，仍旧不便宜。

市场指数	11月涨跌幅	10月涨跌幅	9月涨跌幅	8月涨跌幅	7月涨跌幅
美元	-0.07%	1.60%	0.50%	-0.2%	-2.97%
标准普尔500	2.81%	2.22%	1.93%	0.05%	1.93%
道琼斯	3.83%	4.34%	2.08%	0.26%	2.54%
纳斯达克	2.17%	-6.34%	1.05%	1.36%	3.38%
欧洲STOXX	-1.47%	1.66%	4.31%	0.24%	-1.26%
英国富时	-2.22%	1.63%	-0.78%	0.8%	0.81%
日经225	0.13%	8.13%	3.61%	-1.4%	-0.54%
恒生指数	0.44%	2.51%	-1.49%	2.37%	6.05%

表1：海外市场指数11月收益率

数据来源：choice

与国内市场相反，海外各大市场指数绝大部分表现抢眼，道琼斯工业平均上涨**3.83%**，标准普尔500上涨**2.81%**。在海外市场大涨，以及国内各大指数回调的情况下，11月份私募基金的各类策略较10月份相比中位数收益率都出现较大幅度的下滑，具体如下表。

201704	201705	201706	201707	201708	201709	201710	201711
组合基金	债券策略	股票策略	管理期货	管理期货	股票策略	组合基金	债券策略
0.17%	0.00%	2.22%	1.00%	1.20%	0.67%	0.68%	0.11%
债券策略	其他策略	债券策略	组合基金	股票策略	复合策略	股票策略	组合基金
-0.13%	-0.26%	1.21%	0.67%	1.05%	0.55%	0.58%	0.10%
其他策略	管理期货	管理期货	复合策略	组合基金	组合基金	其他策略	其他策略
-0.14%	-0.33%	0.72%	0.55%	0.94%	0.53%	0.34%	-0.05%
宏观策略	组合基金	宏观策略	股票策略	复合策略	其他策略	债券策略	股票策略
-0.21%	-0.42%	0.64%	0.47%	0.85%	0.39%	0.32%	-0.30%
管理期货	复合策略	组合基金	债券策略	宏观策略	债券策略	复合策略	管理期货
-0.29%	-0.74%	0.49%	0.34%	0.61%	0.37%	0.28%	-0.37%
股票策略	宏观策略	复合策略	其他策略	其他策略	管理期货	宏观策略	复合策略
-0.53%	-0.81%	0.32%	0.31%	0.41%	0.21%	0.12%	-0.37%
复合策略	股票策略	其他策略	宏观策略	债券策略	宏观策略	管理期货	宏观策略
-0.53%	-0.94%	0.04%	0.00%	0.32%	0.11%	-0.17%	-0.40%

表2：私募基金4月—11月各个策略中位数收益率

数据来源：Beta数据库

具体来说,11月份7大策略的收益率均出现不同程度的下滑,其中股票策略的收益率下滑最大,下跌了**0.88%**,管理期货的收益率相对而言下滑最小,下滑了**0.20%**。11月份债券策略的中位数收益率为**0.11%**,相比10月份,收益率下滑了**0.21%**;组合基金的中位数收益率是**0.10%**,相比10月份的收益率下滑了**0.58%**;其它策略的中位数收益率是**-0.05%**,相比10月份收益率下滑了**0.39%**;股票策略中位数的收益率是**-0.30%**,相比10月份的收益率下滑了**0.88%**;管理期货收益率的中位数是**-0.37%**,相比10月份下滑了**0.20%**;复合策略的收益率的中位数是**-0.37%**,相比10月份下滑了**0.65%**;宏观策略收益率的中位数是**-0.40%**,相比10月份收益率下滑了**0.52%**。

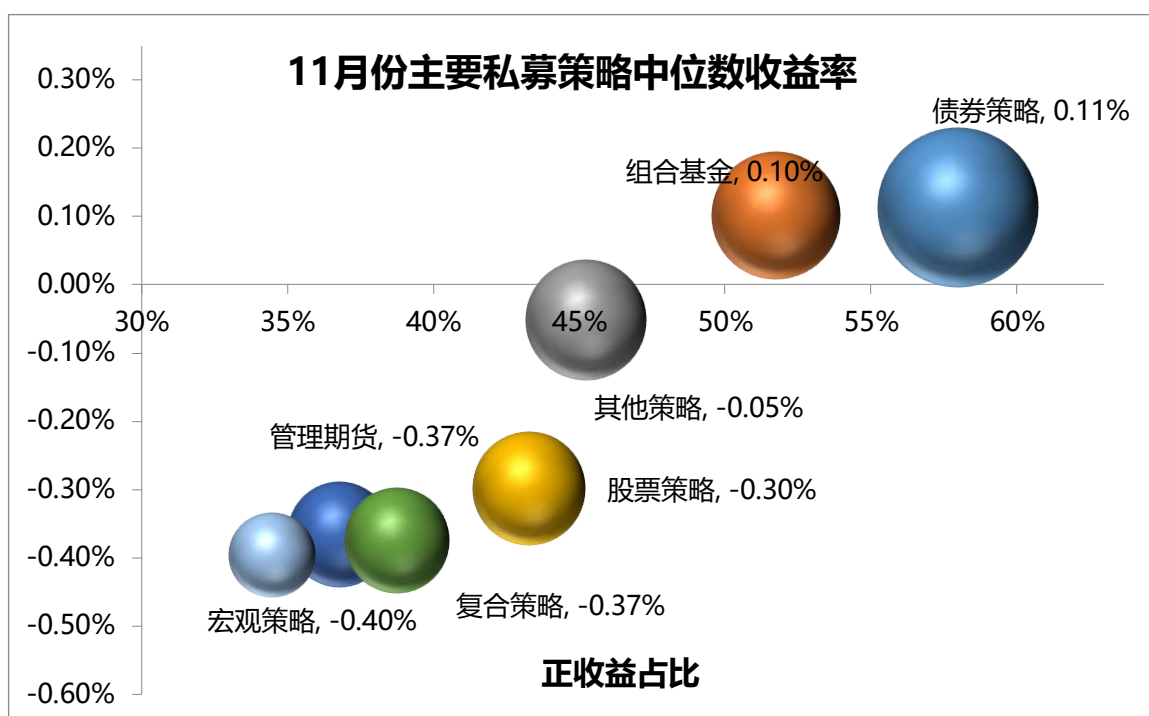


图4：市场指数11月收益率

数据来源：Beta数据库

11月份以来债券策略(**0.11%**)、组合基金(**0.10%**)、宏观策略(**-0.40%**)、其他策略(**-0.05%**)、复合策略(**-0.37%**)、管理期货(**-0.37%**)、股票策略(**-0.30%**)。就赚钱效应而言,债券基金58.0%的产品录得了正收益,组合基金51.7%的产品录得了正收益,其他策略45.2%的产品录得了正收益,股票策略43.3%的产品录得了正收益,复合策略38.7%的产品录得了正收益,宏观策略34.4%的产品录得了正收益,管理期货36.8%的产品录得了正收益。

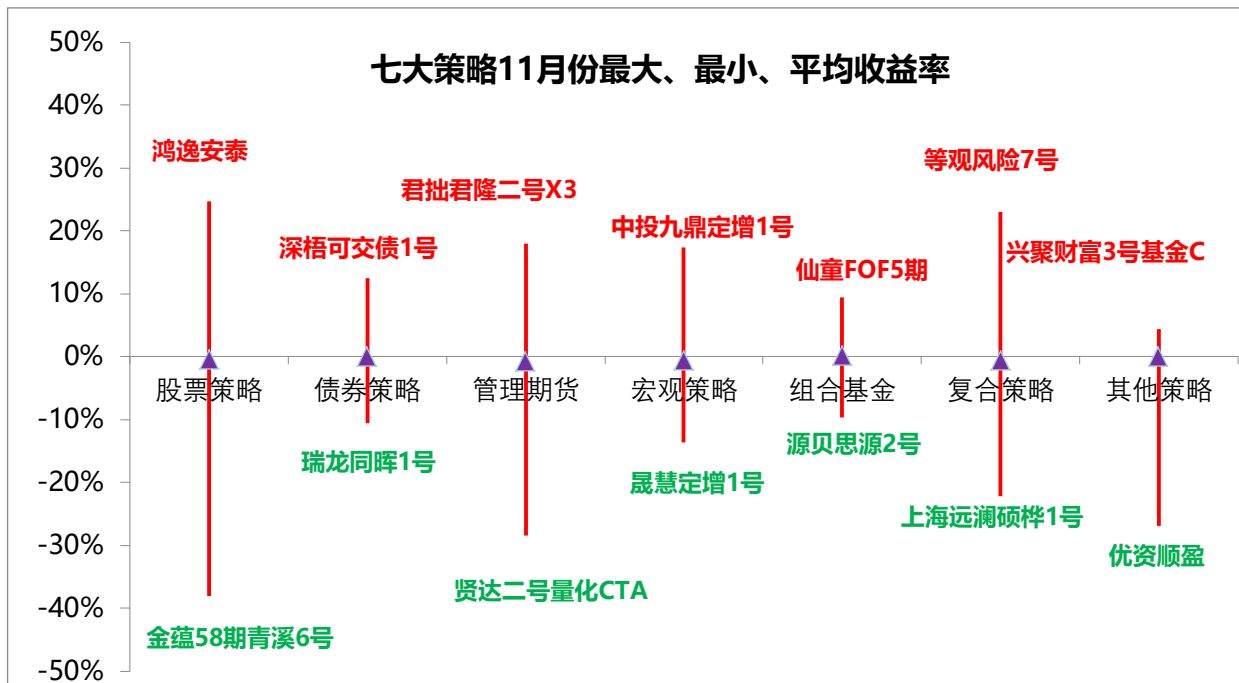


图5：七大策略 10 月份收益率情况（不考虑是否有 Beta 评分）
数据来源：Beta 数据库

分策略来看：

(1) 6520 只股票策略：

鸿逸安泰七号的收益最高是是 **24.68%**，金蕴 58 期青溪 6 号收益率最低是 **-38.02%**，平均收益率是 **-0.50%**；

(2) 222 只债券策略：

深梧可交债 1 号的收益率最高是 **12.39%**，瑞龙同晖 1 号收益率最低是 **-10.60%**，平均收益率是 **0.00%**；

(3) 433 只 CTA 策略：

君拙君隆二号 X3 收益率最高是 **18.00%**，贤达二号量化 CTA 收益率最低是 **-28.40%**，平均收益率是 **-0.70%**；

(4) 263 只宏观对冲策略：

中投九鼎定增 1 号收益率最高是 **17.30%**，晟慧定增 1 号收益率最低是 **-13.60%**，平均收益率是 **-0.60%**；

(5) 190 只组合基金：

仙童 FOF5 期收益率最高是 **9.40%**，源贝思源 2 号收益率最低是 **-9.70%**，平均收益率是 **0.13%**；

(6) 535 只复合策略：

等观风险 7 号收益率最高是 **23.00%**，上海远澜硕桦 1 号收益率最低是 **-22.20%**，平均收益率是 **-0.60%**；

(7) 12 只其他策略：

兴聚财富 3 号基金 C 收益率最高是 **4.30%**，优资顺盈收益率最低是 **-27.00%**，平均收益率是 **-0.01%**。

2. 各细分策略 11 月业绩

(1) 股票策略 11 月业绩

11 月份整个股市相对于 10 月份而言，整体的赚钱效应有所下滑，股票策略的中位数是 **-0.50%**，较 10 月份相比收益率下滑了 **0.88%**。排名前十的股票策略私募基金产品成立时间在 2015 年 1 月 16 号到 2016 年 10 月 19 号之间，收益率在 **19.8%**到 **24.7%**之间，业绩好于 10 月份排名前十的股票策略基金，10 月份排名前十的股票策略基金在 1 月份无一产品继续出现在前十的名单中。

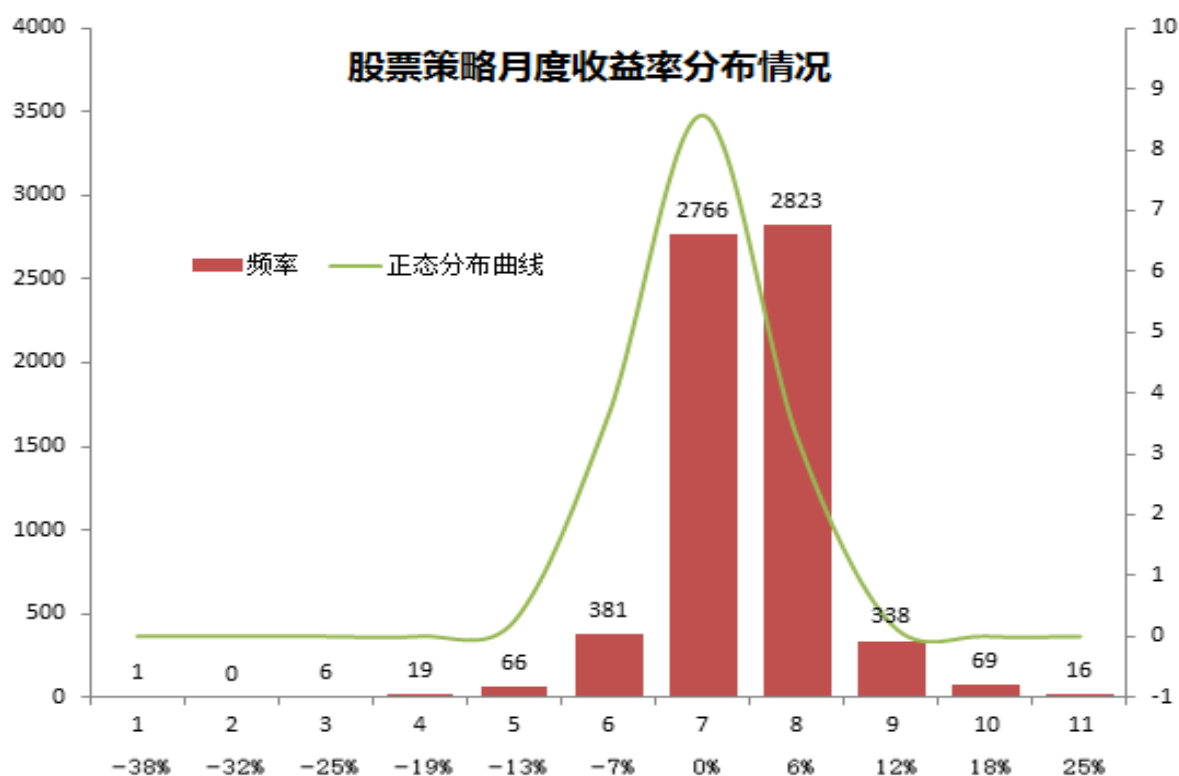


图 6：股票策略 11 月份收益率分布情况

数据来源：Beta 数据库

从收益率的分配来看，2766 只股票类型的私募基金，收益率在 $[-7\%, 0]$ 之间，2823 只股票类型的私募基金收益率在 $[0, 6\%]$ 之间。有 85 只股票类型的私募基金收益率在 **18%** 以上，有 26 只股票类型的私募基金收益率是小于 **-19%** 的。

鸿逸投资旗下的鸿逸安泰七号以 **24.7%** 的收益率位居 11 月份股票收益率的榜首，产品 beta 评分 75 分，基金经理是张云逸，产品于 2015 年 7 月 28 日成立，该只基金之前的表现一直不好。卓林投资旗下的卓林草原狼一号以 **24.2%** 的收益率位列股票策略的第二名，基金经理是荣誉，产品成立于 2016 年 7 月 28 日，beta 评分 83 分。排名第三的是，上海证大投资旗下的证大久盈旗舰 5 号基金，11 月份的收益率是 **23.2%**，基金经理是朱南松，产品 Beta 评分 87 分。

值得注意的是新里程资产旗下的2只基金都入选了前十名，基金经理分别是赖戎播、熊超超，基金经理评分分别是91分、90分。

排名	私募基金	11月收益	公司	Beta 评分	基金经理	经理评分	成立时间
1	鸿逸安泰七号	24.7%	鸿逸投资	70	张云逸	75	2015/7/28
2	卓林草原狼一号	24.2%	卓林投资	83	荣誉	85	2016/7/28
3	证大久盈旗舰5号基金	23.2%	上海证大投资	87	朱南松	90	2015/4/30
4	私募工场善盈基石1期	22.2%	斯诺波投资	72	王代新	72	2016/1/13
5	云信兴富进取2期	21.4%	云南信托	90	候国超	90	2015/1/16
6	至乐1号	21.2%	前海无忧权投	83	杨波	85	2016/6/28
7	八零后一期	21.0%	八零后资产	84	贺勇	84	2015/8/27
8	新里程藏宝图京都1号	20.3%	新里程资产	85	赖戎播	91	2016/1/13
9	赛亚美纯	20.2%	赛亚资本	83	罗伟冬	85	2015/5/8
10	新里程藏宝图私享家1号	19.8%	新里程资产	84	熊超超	90	2016/4/15

表3：股票策略私募基金11月份业绩

数据来源：Beta 数据库

下面重点分析一下新里程资产旗下的新里程藏宝图京都1号。

跟同类比 业绩名列前茅，各区间排名位列同行前30%，持续领跑同行，管理水平一流，实属难得的好基金。

跟大盘比 从累计区间看6个区间均跑赢大盘。

业绩趋势

分年业绩



图7:新里程藏宝图京都1号基金成立以来净值走势

资料来源：Beta 理财师平台

新里程藏宝图京都1号成立于2016年1月13号，成立以来收益率**95.24%**，同期沪深300上涨**26.94%**，在4429只可比较的基金产品中排名第94，2017年以来收益率是**53.43%**，同期沪深300上涨**21.03%**，在可比较的7247只基金产品中排名第370名，业绩非常优异。

— 分期收益 —

	今年以来	近一月	近三月	近六月	近一年	近两年	近三年	近五年	成立以来
新里程藏宝图京都1号	53.43%	20.33%	18.88%	40.46%	42.22%	-	-	-	95.24%
沪深300	21.03%	-0.09%	4.48%	14.69%	13.23%	12.33%	42.07%	87.23%	26.94%
同类排名	370/7247	30/10046	398/10557	325/9261	457/6800	-	-	-	94/4429

图 8:新里程藏宝图京都 1 号基金成立以来业绩排名

资料来源: Beta 理财师平台

相对同类基金风险较高,最近 1 年,该基金下行风险为 10.00%,同类平均为 8.72%;年化波动率为 24.64%,同类平均为 13.37%,波动较大,投资者注意风险。

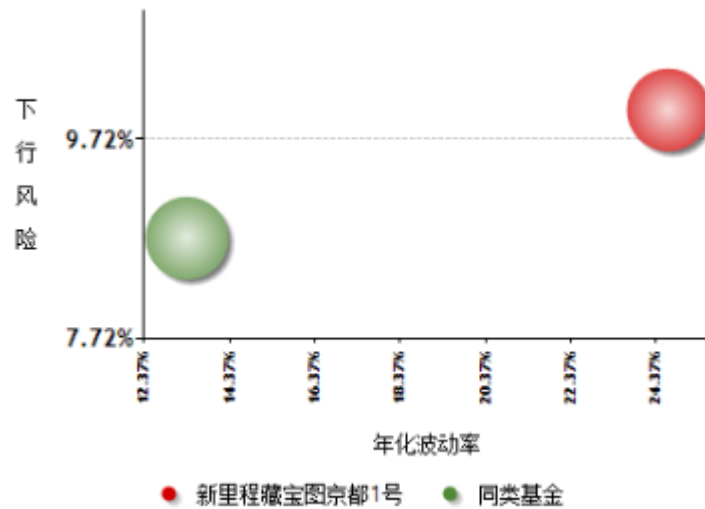


图 9:新里程藏宝图京都 1 号基金指标

资料来源: Beta 理财师平台

新里程藏宝图京都 1 号的基金经理是赖戍播, Beta 评分 91 分。具体介绍如下:



91

经理评分

赖戍播 (深圳市新里程资产管理有限公司 私募投资经理, 总经理)

投资生涯年化回报: 24.17% 同期大盘收益: 10.25% 任职时间: 2013-12-01至今

性别: 男 学历: 硕士 现任基金: 5只 经理指数: 2.39 (2017-12-04)

年龄: - 年限: 4.03年 跳槽频率: 49.63% 是否有从业资格: 是(通过考试)

图 10: 赖戍播基金经理评分

资料来源: Beta 理财师平台

《时间周期藏宝图》发明人,国内技术分析知名分析师。毕业于深圳大学国际金融贸易系,加拿大皇家大学工商管理硕士。自 1990 年起从事证券期货行业,经历过中国股市自初创至今的所有的牛熊交替,擅长于价格趋势的技术分析,熟悉各种技术分析理论,特别善于运用波浪理论、江恩理论、形态理论和技术指标对价格趋势进行综合分析。长期的实践中总结出一套独树一帜的分析方法和投资理念、投资策略。2000 年 4 月通过了获得证券分析师资格,2001 年 6 月获得期货从业人员资格。多年来在包括《证券时报》、《股市动态分析》、《证券市场周刊》、凤凰卫视、湖北卫视、中央人民广播电台经济之声、《深圳商报》、《深圳特区报》等数十个媒体发表评论 500 万字以上,受到国内众多读者的好评。

投资年限 4 年,经验丰富;投资能力较强,生涯中共管理过 5 只基金,历任的 5 只基金平均业绩在同类中处于上游水平,其中 4 只排名在前 30%;生涯年化回报率 25.44%,而上证指数同期只有 10.71%。



图 11：赖成播投资经理指数走势
资料来源：Beta 理财师平台

(2) 债券策略 10 月业绩

11 月份债券策略收益率的中位数为 **0.11%**，与 9 月份相比下滑了 **0.21%**。11 月份排名前十的债券策略私募产品收益率要好于 10 月份，产品的成立时间在 2015 年 6 月 10 号到 2017 年 5 月 2 号之间，产品的收益率在 **2.0%** 到 **12.4%** 之间。乐瑞强债 9 号，10 月份在债券策略中排名第一，11 月份在债券策略中排名第七，中融景诚-景曦三期，10 月份在债券策略中排名第六，11 月份在债券策略中也是排名第六。

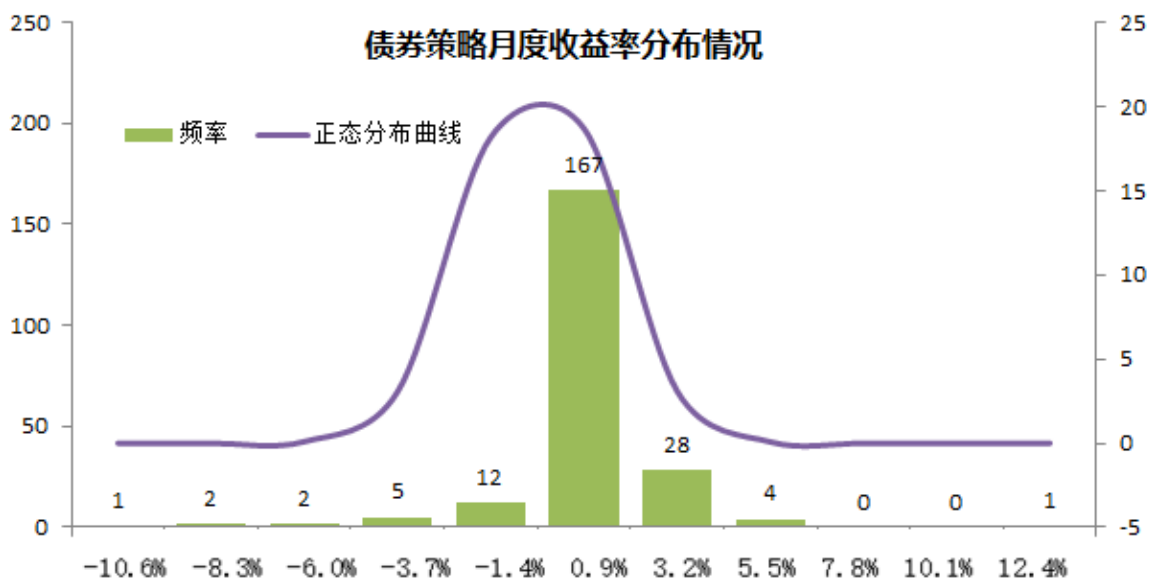


图 12：债券策略 11 月份收益率分布情况
数据来源：Beta 数据库

11 月份整个债券策略的收益率分布情况是，大部分产品的收益率集中早[-1.4%, 3.2%]之间，具体来看有 167 只债券基金的收益率在[-1.4%, 0.9%]之间，有 4 只产品的收益率在[3.2%, 5.5%]之间，有 5 只产品的收益率是低于-6.0%的。

排名第一的是深梧资产旗下的深梧可交债 1 号，该产品成立时间是 2017 年 5 月 2 号，基金经理是俞云平，产品 Beta 评分 86 分，基金经理评分是 85 分。排名第二的是合晟资产旗下的海银合晟 1 号，该产品 11 月份的收益是 5.3%，产品成立于 2016 年 1 月 7 号，基金经理是曹晋，产品 beta 评分 79 分，基金经理 beta 评分 88 分。

排名	私募基金	11 月收益	公司	Beta 评分	基金经理	经理评分	成立时间
1	深梧可交债 1 号	12.4%	深梧资产	86	俞云平	85	2017/5/2
2	海银合晟 1 号	5.3%	合晟资产	79	曹晋	85	2016/1/7
3	茂典 9 号	3.9%	上海中欧盛世资产	90	周晓欢	88	2015/10/30
4	首创期货-塞帕思冠军侯 2 号	3.7%	北京首创	88	王潇航	90	2015/6/10
5	正前方债券成长 7 号	3.4%	正前方金融	75	禹荣刚	78	2016/8/4
6	中融景诚-景曦三期	3.0%	中融景诚投管	81	孙微	78	2016/4/22
7	乐瑞强债 9 号	2.5%	乐瑞资产	90	王笑冬	90	2015/7/15
8	申万创新彰益五号	2.4%	申银万国创新资本	53	陈建民	55	2015/12/2
9	中融景诚-恒天-景曦七期	2.1%	中融景诚投管	83	孙微	78	2017/3/27
10	正前方分级债券 5 号	2.0%	正前方金融	78	禹荣刚	78	2016/7/25

表 4：债券策略私募基金 11 月份业绩

数据来源：Beta 数据库

本次重点分析一下 10 月份和 11 月份都位于前十的债券中融景诚景曦三期。

跟同类比 业绩名列前茅，各区间排名位列同行前30%，持续领跑同行，管理水平一流，实属难得的好基金。

跟大盘比 从累计区间看6个区间均跑赢大盘。

业绩趋势

分年业绩

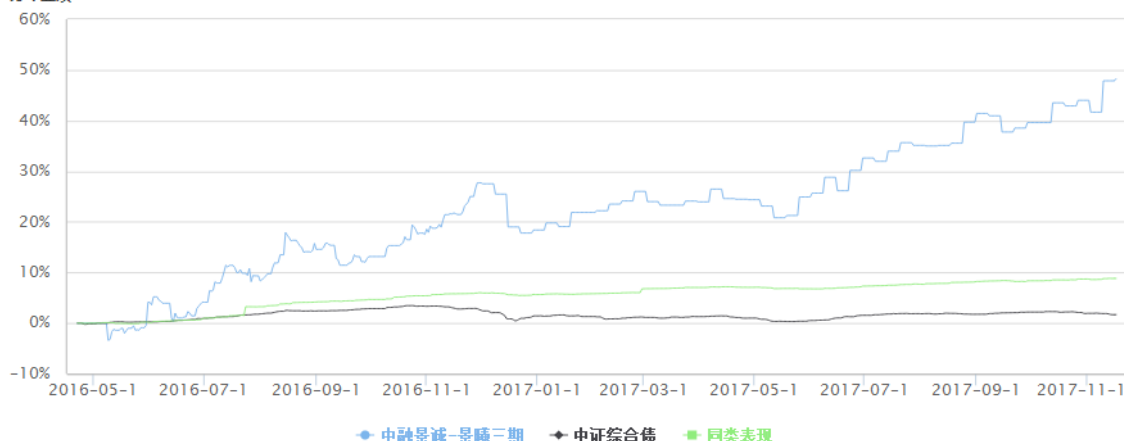


图 13:中融景诚景曦三期成立以来净值走势

资料来源：Beta 理财师平台

相对同类基金风险较高，最近1年，该基金下行风险为7.92%，同类平均为3.31%；年化波动率为11.91%，同类平均为5.03%，波动较大，投资者注意风险。

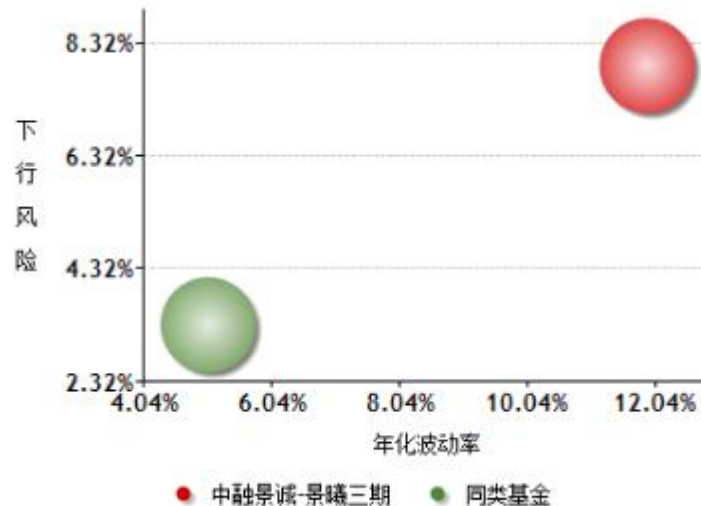


图 14：中融景诚景曦三期风险指标

资料来源：Beta 理财师平台

中融景诚-景曦三期的基金经理是孙微。Beta 评分 78 分，具体介绍如下：



78

经理评分

孙微(中融景诚(北京)投资管理有限公司 私募投资经理)

投资生涯年化回报：5.45% 同期大盘收益：3.85% 任职时间：2013-01-30至今

性别：不详 学历：硕士 现任基金：19只 经理指数：1.29 (2017-12-01)

年龄：- 年限：4.87年 跳槽频率：0.00% 是否有从业资格：是(通过考试)

图 15：孙微基金经理评分

数据来源：Beta 理财师平台

北京工商大学经济学硕士，7 年证券行业从业经验，历任北京凯世富投资咨询有限责任公司交易员&研究员、北京信慧宝投资管理有限公司投资经理、中融景诚（北京）投资管理有限公司投资经理，在信用债的交易研究方面积累了丰富的经验。

投资年限 4.84 年，任职期较长；生涯中共管理过 53 只基金，可比较的 16 只基金平均业绩在同类中处于中等水平；生涯年化回报率 6.04%，而中证综合债同期为 3.83%；注重绝对回报，投资能力中等。

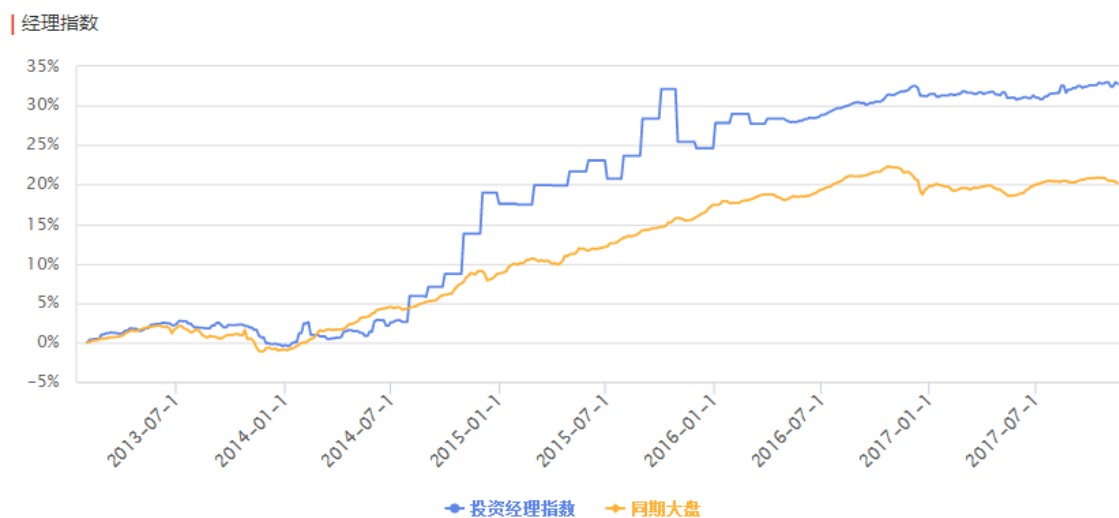


图 16：孙微投资经理指数

数据来源：Beta 理财师平台

(3) 管理期货策略 11 月业绩

管理期货策略 11 月份的收益率中位数为 **-0.37%**，与 10 月份的收益率相比下跌了 **0.20%**。11 月份排名前十的管理期货策略产品收益率在 **9.3%** 到 **18.0%** 之间，产品的成立时间在 2010 年 3 月 4 号到 2017 年 4 月 26 号之间。管理期货有 304 只产品的收益率，在 $[-2\%, 3\%]$ 之间，70 只产品的收益率在 $[-7\%, -2\%]$ 之间，28 只产品的收益率在 $[3\%, 8\%]$ 之间。

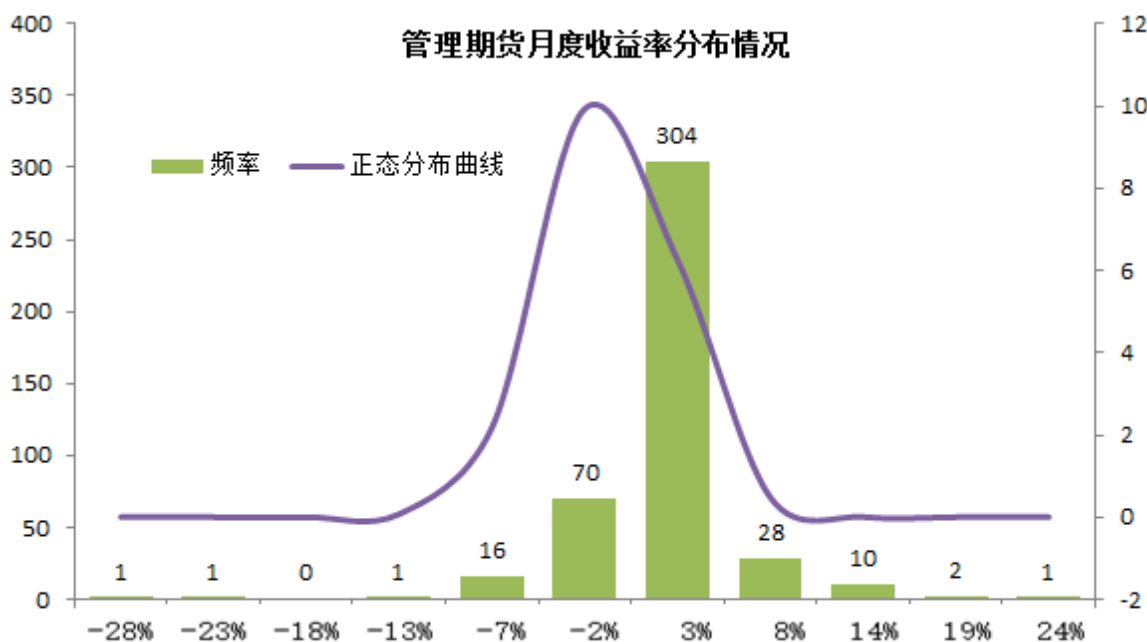


图 17：管理期货策略 11 月份收益率分布情况

数据来源：Beta 数据库

11月份的管理期货产品排名第一的是南华期货旗下的君拙君隆二号 X3, Beta 评分 60 分, 该只产品之前的表现一直不佳, 11 月份的收益率是 18.0%, 基金经理是高冉, 基金经理评分仅 35 分。排名第二的是福能期货旗下的金友金海棠 3 号, 11 月份的收益率是 16.7%, 基金经理是魏升, 产品和基金经理的评分都是 88 分。排名第三的是千象资产旗下的千象 1 期, 产品成立于 2015 年 12 月 10 日, 基金经理是陈斌, 11 月份的收益率是 12.4%, 产品的 Beta 评分和基金经理的 Beta 评分分别是 83、87 分。

排名	私募基金	公司	Beta 评分	11 月收益	经理	经理评分	成立时间
1	君拙君隆二号 X3	南华期货	60	18.0%	高冉	35	2015/9/25
2	金友金海棠 3 号	福能期货	88	16.7%	魏升	88	2015/7/22
3	千象 1 期	千象资产	83	12.4%	陈斌	87	2015/12/10
4	巨牛瑰谷回马枪 1 号	巨牛投资	72	11.4%	孙建东	73	2015/12/10
5	融葵资产	上海融葵投资	84	11.2%	王春泉	84	2015/4/28
6	善境投资(原佛意投资)	善境投资	82	10.9%	吴洪涛	75	2010/3/4
7	美枫 1 号	美枫阁投资	74	10.1%	涂黎	73	2015/8/25
8	中国黑色金属 1 号	东航金控	81	9.5%	王倩	79	2016/2/1
9	翔阳股指期货	翔阳创富	79	9.4%	陈玮琴	77	2017/4/26
10	百航进取 1 号	百航投资	75	9.3%	李焕逸	76	2015/11/19

表 5: 管理期货私募基金 11 月份业绩

数据来源: Beta 数据库

分析一下排名第二的产品金友金海棠 3 号

跟同类比 业绩名列前茅, 各区间排名位列同行前 30%, 持续领跑同行, 管理水平一流, 实属难得的好基金。

跟大盘比

业绩趋势 短期业绩有上升趋势。中短期业绩好于长期。

分年业绩 年度业绩表现一般。



图 18: 金友金海棠 3 号基金成立以来净值走势

资料来源: Beta 理财师平台

本基金相对同类基金, 最大损失偏高; 最近 1 年最大损失为-38.36%, 同类基金为-11.96%; 最近 2 年最大损失为-38.36%, 同类基金为-16.84%; 最近 3 年同类基金最大损失为-32.71%; 最近 5 年同类基金最大损失为-30.37%。

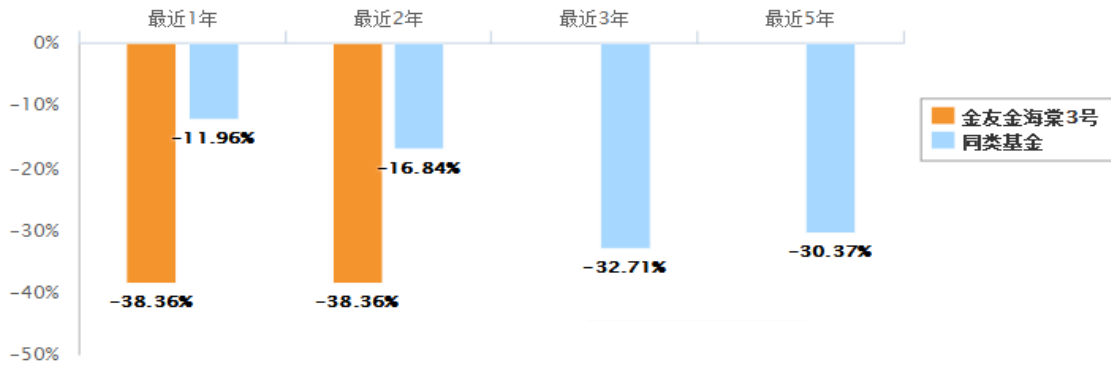


图 19: 金友金海棠 3 号基金回撤情况

资料来源：Beta 理财师平台

金友金海棠 3 号的基金经理是魏升，Beta 评分 88 分，具体的基金经理介绍如下：



88

经理评分

魏升 (福建金海棠投资有限公司 私募投资经理)

投资生涯年化回报：118.30% 同期大盘收益：- 任职时间：2015-01-09至今

性别：男 学历：本科 现任基金：1只 经理指数：9.80 (2017-12-04)

年龄：- 年限：2.92年 跳槽频率：0.00% 是否有从业资格：-

图 20：魏升的基金经理评分

数据来源：Beta 理财师平台

金融系本科学历，资深策略分析师，职业基金经理人。从事证券研究工作已有 17 年。其管理的“福能金海棠 1 号”在 2015 年 4 月、5 月连续荣获中国私募基金排排网期货管理第一名。扎实的理论功底加上十多年的投资实战经验锤炼，使魏升先生具有目前证券、期货市场上同行所没有的“极具丰富的市场操作经验和厚实的证券研究理论知识”，是中国证券市场研究分析的领跑者。1998 年始涉足中国证券市场，2005 年涉足期货市场并进行机构私募投资，对股票精髓和上市企业及大宗商品有深刻的理解。在 2006 年至 2008 年间魏升先生个人股票账户创下 20 倍惊人收益！（当时大盘只翻了 6.1 倍）经过多年的刻苦专研，自创了一套单边及震荡行情兼顾的交易模型。魏升先生凭借这套交易模型在资本市场上积累巨大的财富。多年来得到众多高净值客户及业内人士的认可。现管理资产规模超过 5 亿元。



图 21 魏升投资经理指数走势

资料来源：Beta 理财师平台

后市展望：Beta 与大佬观点

1. Beta 后市展望

(1) 12 月份国内股市策略：维持 11 月份的观点—谨慎

对于四季度的股市我们继续保持谨慎的观点。近期由于资管新规、利率上行、大额解禁等因素导致市场回调，其中消费和成长龙头股回调幅度较大，其原因除了自身估值相对偏高外，还存在年底资金博弈、机构投资者收益获利了结因素的重要影响，基于此我们对 12 月份维持谨慎的观点，市场可能继续调整，原因在于目前时点，政策的不确定性（12 月的中央工作会议）、流动性存在年底季节性的偏紧、股市自身限售股解禁带来的潜在减持压力（12 月份将迎来年内规模解禁的新高）。

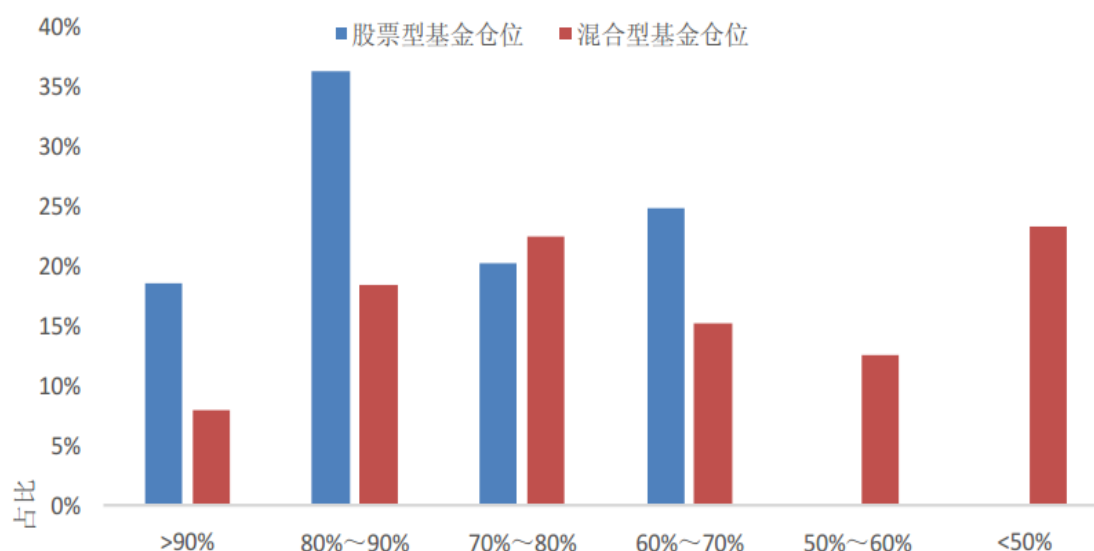


图 22：目前公募股票型基金仓位和混合型基金仓位处于相对高位

数据来源：东兴证券研究所

目前公募股票型基金仓位和混合型基金仓位处于历史的相对高位，机构的仓位偏高，加仓空间相对较少，后期更多的是一个结构性的机会，很难出现趋势性的行情。12 月份权益资产的配资观点维持 11 月份不变，我们认为国内股票市场的性价比效果会下降，建议稳守反击，等待更好的机会。未来一段时间，便宜才是硬道理的理念会更加有效。我们认为以金融、地产、消费品为代表的低估值蓝筹会更容易受到市场的青睐，同时题材方面看好国企混改、雄安新区等概念板块；从成长性的角度，看好 5G、人工智能、医药板块、环保。

(2) 12 月份国内债市策略：维持 11 月份的观点—谨慎看多

10 月份宏观经济数据普遍回落，近期 10 年期国债收益率连续上行、已经升破 4%。我们认为在经济通胀均弱的背景下，我国长期国债利率不具备大幅上行的基础，未来将逐渐筑顶回落，主要原因是目前流动性偏紧预期相对比较充分，另外资管新规带来部分资金由非标资产转向标品债券。

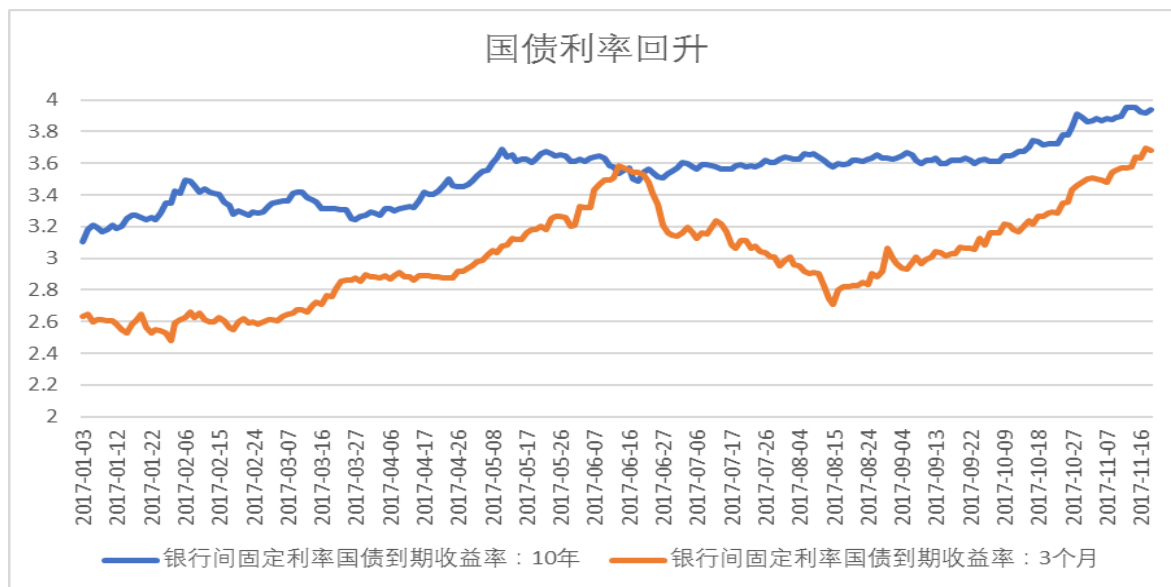


图 23：国债利率走势

数据来源：choice

同时根据，引用姜超的观点，从 GDP 角度、调整幅度和期限利差三个角度来看，未来我国 10 年期国债利率将筑顶回落：

- 1) 从 GDP 角度来看，10%~12% 的名义 GDP 增速对应的十年期国债利率均值 3.5%，而 17 年四季度以来国债利率一度破 4，远超历史均值。而目前基本面拐点已现，18 年名义 GDP 将明显下行，当前 3.9%~4.0% 的十年国债利率处于顶部区域并明显超调。
- 2) 从调整幅度来看，本轮债市调整幅度高达 130~140BP、创 08 以来最大值，调整时间也接近 400 天，同样创新高。这意味着从调整幅度和调整时间来看，本轮债市已经创 08 年以来最大调整，利率易下难上。
- 3) 从期限利差来看，过去 5 年，我国 10 年国债收益率与 R007 利差均值为 20bp，14-16 年随着资金利率下行，期限利差均值为 40bp 左右。我们预计 18 年 R007 中枢在 3.3% 左右，期限利差若为 20-40bp，那么对应 10 年国债收益率区间在 3.5%-3.8% 左右。

(3) 12 月份大宗商品市场：观点如下

1. 原油：高位震荡

原油是长周期品种也是大宗商品的核心。WTI 从 2016 年的 2 月 11 号 26.05 上升到 59.05 是一波小牛市行业，目前处于高位震荡的状况。减产协议的延长为油价的高位提供支撑，短期很难会出现回落。减产协议大概率将获延长的背景下，油价短期供给或仍趋紧，尽管美国能源厂商市场份额将扩大，但短期对原油价格影响不会太明显。同时，从海外的经济数据来看，整体的经济还是处于复苏的状况，预计 12 月份原油的价格仍然会保持高位震荡的格局。对 2018 年原油价格的上涨持有乐观态度。

2. 基本金属：维持谨慎看法，短期看空

基本金属上一轮的牛市行情是 2002 年到 2008 年，之后随着次贷危机的影响，2011 年金属全面下跌，持续 5 年处于非常低迷的行业中。2016 年开始，基本金属再次出现了一波大的牛市行情，2017 年主要金属产品上涨幅度约 20%，我们认为未来 1 年基本金属很难再出现大的行情。伦铜是基本金属的核心，2017 年全球精铜延续供需转向趋于平衡，2016 年铜矿供应可能是近几年最大值，需求却比预期出现明显好转，2017 年铜矿新增产能和精炼铜产能有所减少，铜市供需出现改善，逐渐转向紧平衡。

类别	2015	2016E	2017E
全球精铜供应	2160	2336	2381
全球精铜需求	2125	2320	2368
供需平衡	35	16	13

图 24：全球精铜供需平衡表

数据来源：国贸期货

伦锌无明显周期规律，目前上涨已明显超买，需要提防后市的大幅波动。伦铝、伦锡与伦铜运行类似；伦铅与伦锌运行类似；伦镍运行最弱。基本金属一般持续两年收阳，2016-2017 年连续两年收阳之后，2018 年整体将进入调整，锡、镍年初时段或有小幅补涨。国内螺纹、焦炭品种，大方向上追随铜，2018 年整体呈调整的概率大。焦炭 2016 年下半年之后波动幅度大，投机性较强。

3. 贵金属：短期看空

黄金属于长周期品种，多数时间运行平淡，与美元指数存在明显的顶底对应关系。11 月美国非农新增就业 22.8 万超预期，11 月失业率仍保持在 4.1% 低位，12 月加息几乎已经确定。强劲 ADP 数据提升了周五非农就业报告乐观的预期，美元继续走强，金银依旧承压。

4. 农产品：谨慎看多

大豆：随着预估产量上调及库存消费比上行，大豆价格上行阻力加大。此前澳大利亚气象预测机构宣城拉尼娜已经形成，引发市场炒作，不过近期气象部门预计阿根廷未来可能迎来降雨，天气改善令市场炒作意愿降低，同时巴西作物整体生长良好，有机构上调巴西大豆产量预测数据至 1.076 亿吨，也给豆价带来制约，引

发多头平仓，美豆连续回落。国内方面，近期豆粕提货有所减少，加上油厂开机率高涨，部分企业出现豆粕胀库的现象，不过此前受到美豆影响，豆粕盘面价格仍较油脂偏强，但值得注意的是，未来大量大豆到港，豆粕供应压力加大，而豆油受到年底消费旺季的推动，库存可能迎来拐点。

小麦：库存消费比稍降或难以支撑小麦价格企稳，小麦价格在 12 月或仍维持弱势。国内市场却呈现供需面偏紧的景象，新小麦价格持续上涨。

玉米：玉米库存消费比相对偏低或预示玉米价格下行空间不大；结合玉米期货净多单处于近年低位，有回补需求，12 月玉米价格或将企稳回升。

（4）12 月海外市场观点：美股和港股由整体性机会，变为结构性机会，整体配置价值下降。

目前美股、港股最大的风险是，利好得到共识，缺乏新的利好支撑。美国经济领先指标开始回落，会带来投资者信心的波动。另外，目前道琼斯工业指数、标普指数和纳斯达克指数对应的估值，处于近 20 年以来的一个相对高点，后期出现趋势性上涨的概率不大，缺少新的利好消息，我们认为 12 月份美股和港股市场会从整体性的机会，变为结构性的机会，整体配置的价值会下降。

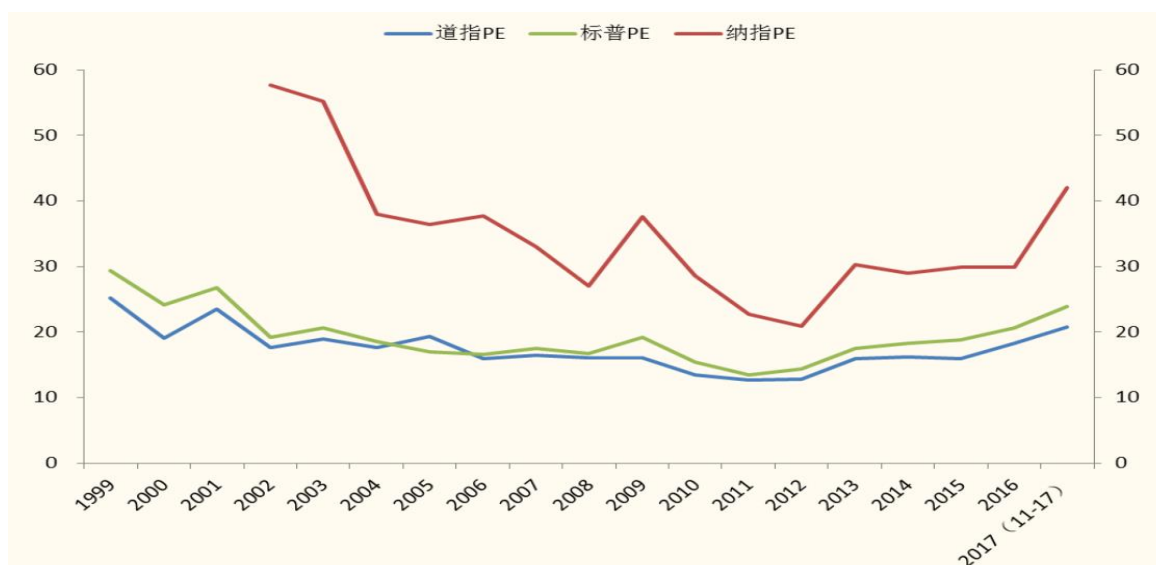


图 25：海外市场估值
数据来源：国金证券

2. 大佬观后市

（1）姜超团队：债市何时转机？关键看去杠杆的进程。

本轮债市调整主要源于居民和政府部门加杠杆引发的金融监管，体现为居民信贷增速的激增，以及地方置换债券的天量发行。我们可以把去杠杆分作两步，第一步是去金融市场的杠杆，会导致金融市场利率上升。第二步是去实体经济的杠杆，这时会出现社会融资需求的回落，而债市也有望迎来转机。17 年 10 月份以来的

居民贷款已经出现了明显的萎缩，且近期政府开始严格监管央企 PPP 融资，而央行资管新规也会约束各种非标融资需求，18 年的政府债务置换也即将到期，这意味着 18 年的社会及政府融资需求有望显著回落，也就是进入去实体经济杠杆的第二步。

我们预测 18 年的社融增速有望显著下滑，银行资金将再度面临无处可去的窘境，而当前的债市绝对是黎明前的黑暗。此外，我们认为中美利差理应缩窄，美国加息不是制约。而贫富差距约束下，通胀难以大幅回升。而历史经验表明利率顶点每隔 3 年出现一次，库存周期显示本轮利率顶部应该就在 17 年。

(2) 荀玉根团队：六大约束下，经济放缓速度大致符合预期

第一，内生趋势、季末效应、基数、工作日、限产、信贷约束等六个因素在对 10 月工业数据产生复杂影响。

第二，六大因素约束下工业回落幅度基本温和，我们的一系列证据显示它仍在趋势之内。但前期预期比较分化，数据证伪了部分投资者持有的“经济继续加速”的假设，可能会带来一定的市场预期修正。

第三，消费基本上复制去年分布：独特的“双 11”季节性。

第四，乡村消费的脉冲渐弱，可能和“棚改红利”影响下降有关，关注同样逻辑下扶贫和“乡村振兴战略”对未来一轮基础消费的积极影响。

第五，基建波动主要受“前倾”的财政支出节奏的影响，并不反映内生趋势，近两年基建越来越呈现“托而不举、波动收敛”的特征。

第六，出口和地产是内生回落的两个源头，目前还在传递初期。地产 10 月的下行力量有所扩大，这轮 7-10 月下行脉冲的影响可能会落在 2018 年 Q1。

第七，技改投资还在加速，高端制造业和新产业快速增长，关注“朱格拉周期”+“工程师红利”下的中国经济和产业线索。

(3) 张忆东团队：《资管新规》将推动银行和保险机构配置权益和海外资产，港股将受益

“一行三会”共推《资管新规》，金融机构资产管理业务迎来规范化、净值化发展的新时代，银行理财资金增加权益类资产配置是大趋势，高分红低估值的港股蓝筹股有望受益。“新规”要求“打破刚兑”、“控制多层嵌套”、鼓励“净值型”产品，因此，后续“去杠杆”过程中先会引发不合规的金融机构减持短期债券和非标资产，并逐步提升对于优质股权的配置。

继续看好金融股龙头，板块性首推保险股，继续推荐优质大行。

1) 保险短期受益严格监管政策下行业竞争格局的改善，中长期受益于中国居民消费升级带来的保障型保险需求的高速增长；

2) 继续推荐优质大行。在金融监管加强的背景下，传统业务有优势的大行以及净值型理财产品占比高的招商银行受监管影响较小，反而可以借机扩大市场份额，赢家通吃。另一方面，基本面受益于中国经济复苏带来不良率企稳和净息差见底。

(4) 任泽平团队：迎接大资管行业统一监管的时代来临：终结监管套利。

2017年2月21日推出《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》。

7月4日央行发布《2017年中国金融稳定报告》，专题一为“促进中国资产管理业务规范健康发展”：

1) 截至2016年末，资管行业总规模约60多万亿元。

2) 资管业务类型和合作模式主要是银行同业理财、银信合作、银证银基合作、银保合作、银信证基保合作。

3) 资管发展中需要关注五大问题，包括资金池的流动性风险隐患、产品多层嵌套的风险传递、影子银行监管不足、刚性兑付的风险、部分非金融机构的无序开展资管业务。

4) 要从统一监管入手来解决问题：分类统一标准规制，建立穿透式监管和宏观审慎框架；打破刚性兑付，减少预期收益型产品发行；健全独立账户管理，控制股市债市杠杆水平；消除多层嵌套，抑制通道业务；控制并逐步缩减非标业务，防范影子银行风险；建立综合统计体系，记录产品信息，以进行穿透式监管。7月全国金融工作会议强调加强金融监管协调，在“一行三会”之上设立金融稳定委员会，该协调委办公室设在央行，以有效发挥央行在宏观审慎管理中的主导作用。

监管加强后信托业将回归本业，去通道，非银机构缩表，监管加强短期对经济有一定压力但获新周期支撑韧性强，债券市场承压但股票市场获基本面支撑。



2017年11月市场动态点评

世上再无刚兑保本，理财师“顾问”价值显现

2017年11月17日，央行官网发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》，相较于2月份流出的内审稿，此次征求意见稿内容更加完善和细化，该文件的发布宣告资管行业即将步入统一监管时代。



图 26：资管监管集结号
数据来源：百度图片

1. 刚性兑付的打破，财富管理行业迎来重大机遇

刚刚发布的《指导意见》再次重申了打破刚兑、回归资管业务实质的理念，并首次定义了“刚性兑付”，提出相应的惩处措施。相关内容如下：

一是规定资产管理业务不得承诺保本保收益。未来，若征求意见稿落地实施，保本理财有两条途径可选，一条是继续保留在表内，但不再是资管业务，转为传统的资产负债业务，另一条转成表外理财产品，此类产品可延续原来的投资端投向，低风险下将带来不承诺保本的低收益型产品。

二是直接提出了打破刚性兑付的监管要求。要求金融机构对资产管理产品实行净值化管理，并明确了刚性兑付的认定标准和惩处措施。将违反公允价值确定净值原则对产品进行保本保收益、采取滚动发行等方式使得资产管理产品的本金收益和风险在不同投资者之间发生转移实现产品保本保收益、发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他金融机构代为偿付的行为认定为刚性兑付。**对于刚性兑付行为，将按照机构类别实施惩处，并鼓励投诉举报。**

首先，**理财师不能再盲目迷信信托，简单地卖理财产品。**核心还是实质风险，公募基金的保本基金早已整顿改名了。

过去，在银行理财业务在发展过程中，逐渐偏离了资产管理业务属性，将表外理财资金通过信托计划、资产管理计划等通道投资到信贷资产等非标产品中，实质是向企业放贷，并向理财产品的投资人承诺固定的本金和利息，即所谓的刚性兑付，承担了信用风险和流动性风险，违背了资产管理的本质原则。

这个方向下，无风险利率会下降，之前 5%左右的银行理财收益率，银行信用隐形担保，接近于无风险利率，随着打破刚兑，改为净值型银行理财产品，实际上总的无风险收益率是下降的。

Beta 点评：打破刚兑，在某种程度上对权益类资产（比如，偏股公/私募基金）利好，因为无风险利率降低，**权益类资产的收益率变得吸引力增强**，对高等级的利率债也非常有利。

2. 类固收的非标债权大幅度受限，权益类产品配置黄金时代来临

《指导意见》进一步明确了明确了标准化债权资产是指在银行间市场、证券交易所市场等国务院和金融监督管理部门批准的交易市场交易的具有合理公允价值和较高流动性的债权性资产，其他债权类资产均为非标准化债权类资产。新规不仅明确规定了“金融机构不得将资产管理产品资金直接或者间接投资于商业银行信贷资产。商业银行信贷资产受（收）益权的投资限制由人民银行、金融监督管理部门另行制定。”

简而言之，“非标”就是一切“标品”以外的产品。

对理财师来说，市场上的非标固收有 9% 的类似无风险收益率，客户对有风险的股票基金不大感兴趣。**但是如果无风险利率降低了，客户就会开始关注标准品的投资。**

过去，各个渠道谁能拿到这种无风险利率，谁就能吸引理财师客户。如果刚兑打破，无风险利率下降，净值型产品的最大特点是投资经理，管理人的实力能力决定业绩，**这就需要投资人会挑选投资经理。**

通道不再有，收益率将进一步下降，由于风险准备金的存在，规模也进一步被限制。短期内对标准固收利好，长期对权益产品利好。

beta 点评：非标资产在资管产品的投资中一把卡死，可以预见未来资管投资品种均集中于标准类资产，或为股、或为债，非标类资产或银行信贷类资产意图借助资管计划而藏身之地被清理殆尽。**理财师秉承前瞻精神，应该尽早鼓励客户配置标准化固收产品或尝试权益类投资。**