

融智·中国私募基金投资策略报告

RongZhi China Hedge Fund Research Report

2018 年四季度私募基金投资策略

市场磨底需耐心 机会与风险并存

摘要

中国私募基金策略报告

私募排排网·研究中心
中国·深圳

400-680-3928

research@simuwang.com

2018 年 10 月 8 日

2018 年前三季度，市场三大指数几乎单边下跌，从指数跌幅来看，各大指数从 1 月底、2 月初的最高点，到 9 月底的最低点，上证 50 最高跌幅 27.20%；上证指数、深成指和创业板最高跌幅分别为 26.10%、31.59%和 29.91%。在全球各主要资本市场排名倒数。

在此背景下，国内私募基金的表现也可谓泥沙俱下。部分私募亏损严重，纷纷跌破清盘线。截止 8 月底，私募基金清算产品数量累计 2884 只，其中以股票策略为主，在所有清算的产品中，提前清算的产品数量为 1671 只，占比高达 57.94%，这在过去三年中首次出现。

展望四季度，股票市场，从影响股市的几大重要事件来看，第一是 A 股正式纳入富时指数，未来几年纳入的比重有望进一步提高，而在此背景下，MSCI 考虑将 A 股的纳入因子从 5%增加到 20%，如果成功实现，则有望给 A 股带来数千亿美金的增量资金。另外一件事就是中美之间的贸易摩擦，贸易摩擦已经经过长达半年的拉锯战，已经进入实质性阶段，随着事件的逐渐升级和推进，对股市的影响，边际效应也有望大幅度衰减。如果美国中期选举或者中美之间谈判顺利而暂时搁置争议，那么市场信心会形成强大的回归。所以由此判断，四季度有望成为年内最好的吃饭行情。

债券市场，债券配置价值逐渐显现，建议短期内保持观望，可逢高买入中短期政金债，尽管政金债与国债利差已经压缩至较低，但境外机构免税后政金债吸引力提升，预计会带动收益率下行；第三季度的违约事件频发及城投信仰的弱化，也强化了投资机构谨慎的风险偏好。而地方债在监管层对发行利率做出指导后，其配置价值也得以体现。

期货商品市场，根据过往多年的数据分析，商品期货策略的盈利能力有一定的周期性规模，2016 年年度平均收益超 20%，2017 年年度收益为负，而 2018 年年度收益为正的的概率非常大，所以展望 2018 年四季度期货市场，我们认为，管理期货策略私募产品的平均盈利能力将继续引领八大策略。策略上，量化 CTA 的优势比较明显。

私募排排网
www.simuwang.com

版权说明：本报告为深圳市排排网投资管理股份有限公司版权所有。未经公司书面授权，本报告不得另作他用，任何机构和个人不得以任何形式对外发布本报告的全部或部分内容。一经发现，深圳市排排网投资管理股份有限公司有权经法律途径追索赔偿。

目录

一、	2018 年前三季度私募基金市场回顾	1
1.1	2018 年各主要策略基金的表现	1
1.2	排排网产品引入情况	3
二、	2018 年四季度私募基金配置建议	4
2.1	最新私募观点	4
2.2	权益类基金配置建议	6
2.3	固定收益基金配置建议	7
2.4	管理期货基金配置建议	7
三、	2018 年四季度私募基金策略详解	8
3.1	权益类基金	8
3.1.1	股票策略基金：市场超跌明显 反弹一触即发	8
3.1.2	宏观策略基金：社融增速再度下降 经济仍趋下行	10
3.1.3	事件驱动基金：定增产品风险收益突变 投资仍需谨慎	12
3.2	固定收益基金：流动性整体合理充裕 违约继续高杠杆民企风险加剧	15
3.3	管理期货基金：继续配置量化 CTA 策略产品	17
3.4	相对价值基金：可适度配置	19
3.5	股权基金：资本寒流下项目估值纠偏，关注精选投资机会	23
3.6	海外基金：全球市场动荡继续蔓延	24
	公司简介	27
	免责声明：	27

一、2018 年前三季度私募基金市场回顾

1.1 2018 年各主要策略基金的表现

2018 年前三季度，市场一直处于探底过程中，从融智各个策略指数的涨跌幅来看，今年三季度，表现最好的策略为管理期货策略，三季度平均收益率为 2.96%，其次是宏观策略的 0.80%，而股票策略以-9.31%的表现，排名倒数第二，仅次于事件驱动策略的-14.03%。可见上半年中小创跌幅较大。

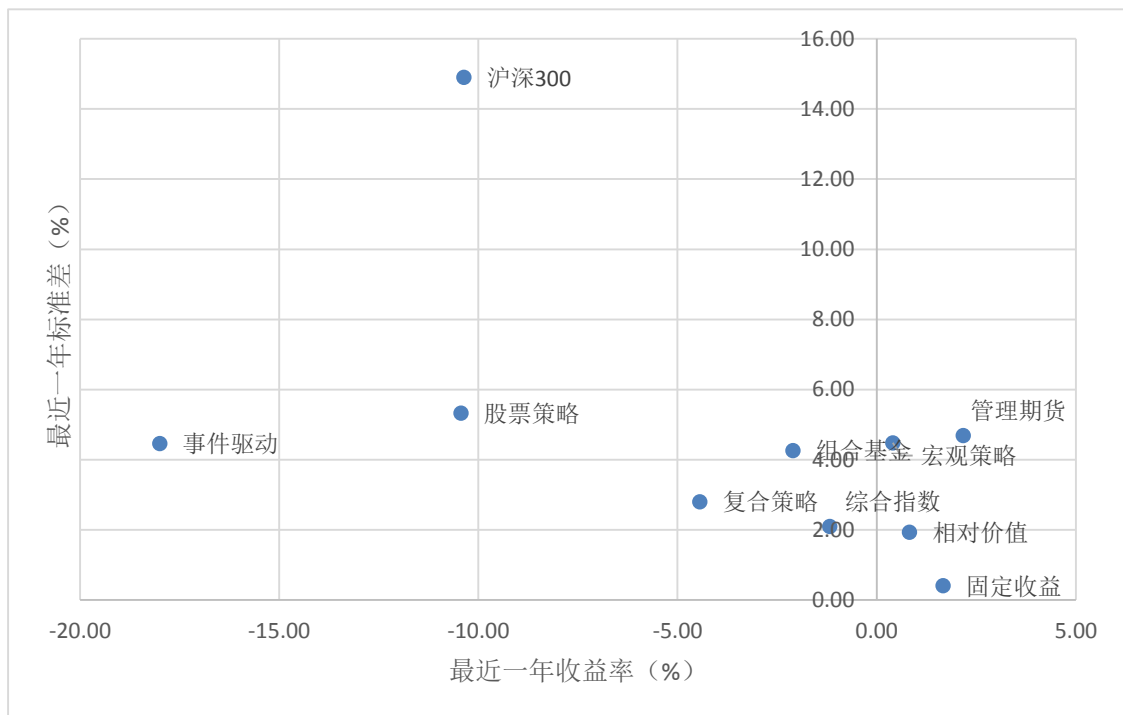
表1：融智各主要私募基金指数收益风险统计（%）

	近一月	近三月	近六月	近一年	近一年 标准差	收益风 险比
沪深 300	3.13	-2.05	-11.79	-10.36	14.91	-0.69
融智综合指数	-0.07	-0.07	-1.80	-1.18	2.10	-0.56
融智·股票策略指数	0.12	-3.98	-9.31	-10.43	5.34	-1.96
融智·固定收益指数	0.22	0.66	0.69	1.67	0.41	4.09
融智·管理期货指数	-0.69	2.96	1.77	2.17	4.69	0.46
融智·宏观策略指数	0.25	0.80	-2.34	0.41	4.48	0.09
融智·相对价值指数	0.04	-0.52	-1.24	-0.83	1.93	0.43
融智·事件驱动指数	-1.28	-6.93	-14.03	-18.00	4.46	-4.03
融智·复合策略指数	0.13	-1.05	-3.83	-4.44	2.81	-1.58
融智·组合基金指数	0.52	-0.90	-2.77	-2.10	4.27	-0.49

数据来源：私募排排网·研究中心（截至 2018/09/30）

从最近一年的收益风险比来看，债券市场虽然较为低迷，一直处于调整态势，但固定收益策略指数依然具有最高的收益风险比，远高于其他策略。另外，管理期货凭借今年良好的表现，以 0.46 的风险收益比排名第二，相对价值也紧跟其后。

图1：最近一年各主要策略指数的风险收益特征



数据来源：私募排排网·研究中心（截至截至 2018/09/30）

从最近 12 个月各个策略私募基金指数之间的相关性来看，相关系数平均值为 0.53，相关性相比上个季度的 0.70 有明显的下降。主要是同期指数大跌，而管理期货策略和固定收益却出现了正的收益策略之间的相关性有所降低。其中管理期货与股票策略的相关性最低。

表2：融智八大策略私募基金指数及相关市场指数相关性矩阵

	股票策略	固定收益	管理期货	宏观策略	相对价值	事件驱动	复合策略	组合基金
股票策略	1.00	0.49	-0.07	0.86	0.83	0.73	0.94	0.81
固定收益	0.49	1.00	0.04	0.65	0.38	0.25	0.54	0.53
管理期货	-0.07	0.04	1.00	0.31	0.24	-0.01	0.20	-0.01
宏观策略	0.86	0.65	0.31	1.00	0.80	0.53	0.96	0.80
相对价值	0.83	0.38	0.24	0.80	1.00	0.59	0.87	0.76
事件驱动	0.73	0.25	-0.01	0.53	0.59	1.00	0.64	0.29
复合策略	0.94	0.54	0.20	0.96	0.87	0.64	1.00	0.81
组合基金	0.81	0.53	-0.01	0.80	0.76	0.29	0.81	1.00

数据来源：私募排排网·研究中心（2017/9/30-2018/9/30）

1.2 排排网产品引入情况

2018 年三季度，我们保持“进攻性防御”的产品策略，主推管理期货、量化对冲、套利等与股市相关性低的策略，并引入固定收益型产品，力争在复杂多变的市场中为投资者提供完善的大类资产配置选择。

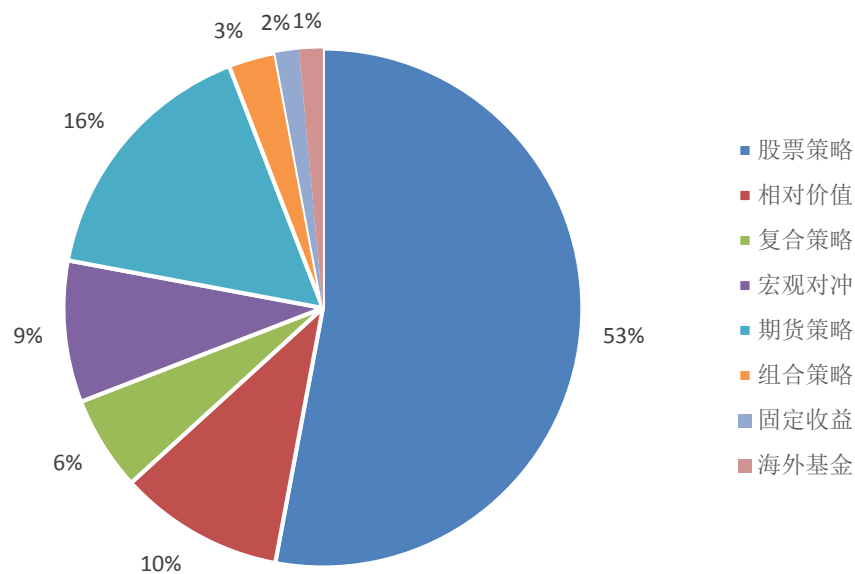
A 股市场成交量低迷，在多头产品的配置上，三季度依然以前期已经跟踪较长时间、经历过多轮牛熊转换，这一类优秀多头型私募机构的持续推荐为主。

在量化对冲型产品的配置上，除了继续推荐顶级量化对冲机构幻方量化、明汭投资、九坤投资旗下的量化对冲策略产品外，我们新引入了拥有海外一线对冲基金背景的锐天投资旗下的量化对冲策略产品。

三季度，我们增加了期货策略产品引入，丰富了期货策略的子策略类型。期货套利型产品上，重点推荐稳健型跨境股指期货套利策略产品“展弘量化套利 1 号”及跨境商品期货套利策略产品“中邮永安聊塑套利 1 号”。对于管理期货复合策略，我们选择了主推同样两只量化类管理期货产品“涵德盈冲量化 CTA3 号”和“冲和小奖章 2 号”。除了稳健的期货策略产品外，我们为风险偏好较高的投资者提供了鸿凯激进系列的产品，满足高净值客户的资产配置需求。

此外，三季度，我们精选了一只底层是债券的固定收益产品“民生信托-永丰一号”，在行情不确定的情况下，为投资者提供固定收益的短期现金理财工具，且收益高于同期货币基金产品。

图2：2018年私募排排网引进产品策略分布



数据来源：私募排排网（截至 2018/9/30）

2018年四季度，我们将采取“防御性进攻”的产品策略。从A股市场历史数据来看，目前各主要指数的估值都处于历史相对较低位置，四季度可在保持套利、量化对冲等稳健型产品的基础上，逐步增加多头型产品的配置。在多头产品的选择上，我们偏好市场沉淀时间较长，但资产管理规模相对不大的纯做股票多头策略的私募机构上，例如北京汉和汉华资本、上海明河投资和广州睿璞投资。同时，作为防御型策略的量化对冲和固定收益类产品依然值得持续配置。

二、2018 年四季度私募基金配置建议

2.1 最新私募观点

2018 年 10 月，融智·中国对冲基金经理 A 股信心指数为 122.87，相比上个月环比上涨 9.64%，指数值创年内新高。基金经理信心指数显示，在市场经历了连续大幅下跌之后，特别是在 9 月的下旬市场走出了底部之后，对于 10 月份的市场预期，基金经理是充满

信心的，认为年内最后几个月存在一定的吃饭行情。下图是最近 12 个月，融智基金经理信心指数的走势图：

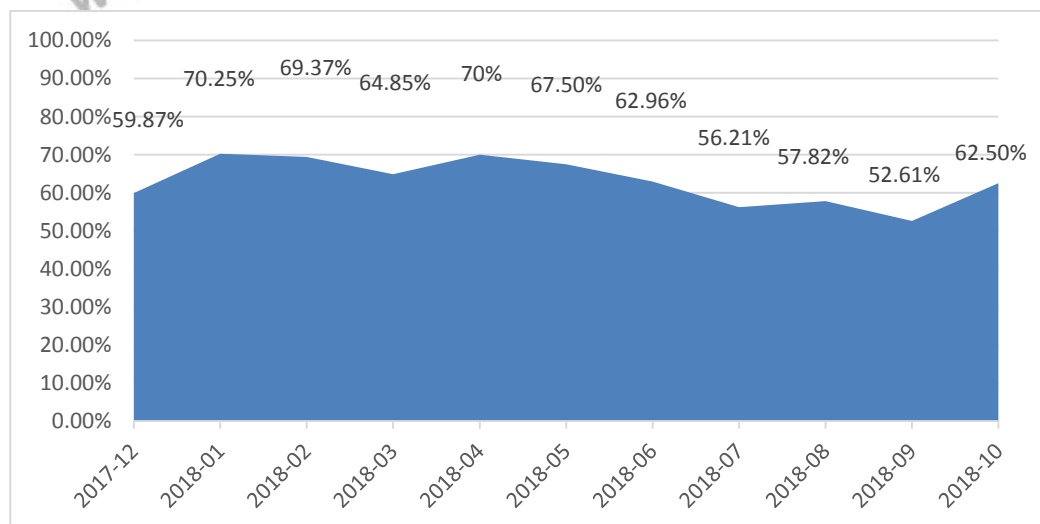
图 3：融智·中国对冲基金经理 A 股信心指数



数据来源：私募排排网·组合大师（2018/9/30）

从私募的仓位来看，目前私募的平均仓位相比上个月出现了显著上升，结束了长达 5 个月的连续下降趋势。目前私募平均仓位为 62.50%，而 9 月份为 52.61%，环比上升接近 10% 的仓位。整体来看，私募仓位水平仍旧处于中等水平。下图是最近一年的私募基金仓位变化图：

图 4：私募基金仓位变化图

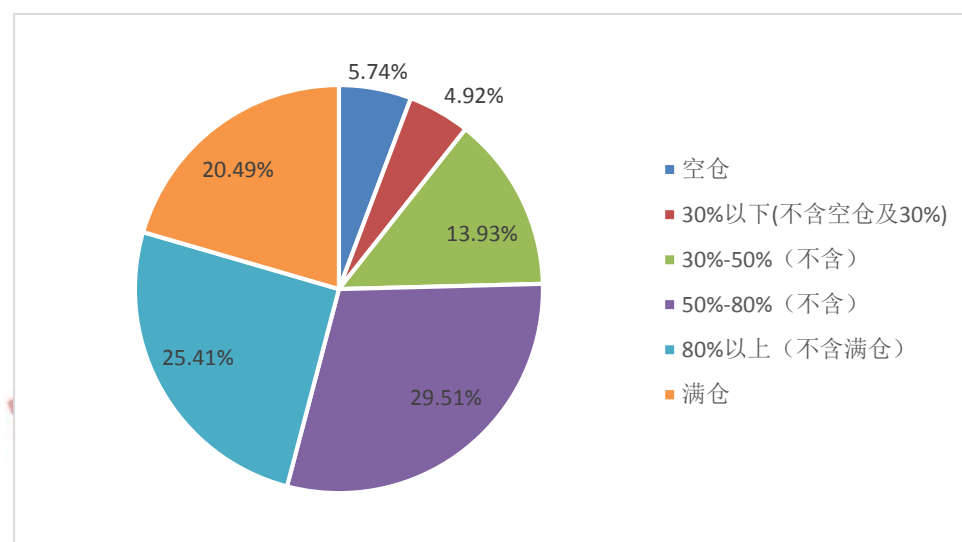


数据来源：私募排排网·研究中心，调查时间：9 月 28 日

具体仓位分布来看，调查显示，20.49% 的私募目前处于满仓

状态，相比上个月的 12.61%有明显上升；54.10%的私募在 5 成仓（不含）以上，相比上个月的 35.14%上升了接近 19%，高仓位的私募占比明显有所上升；另外，21.31%的私募维持半仓状态，即累计 75.41%的私募目前处于半仓或者半仓以上的水平，普遍处于中等偏上的仓位水平；另外 24.59%的私募处于半仓以下，其中 5.74%的私募处于空仓观望状态。整体来看，在市场有转暖迹象之后，私募基金的仓位开始稳中有升，但是整体来看，依旧处于中等水平，离高峰期平均仓位 80%以上仍旧有较大距离。

图5：私募机构目前主要仓位情况



数据来源：私募排排网·研究中心

2.2 权益类基金配置建议

展望2018年四季度，从基金配置的角度来看，我们认为目前市场的位置，参与的价值比较大，但是需要更多的耐心。今年来外资的持续流入，中国资本市场开放程度越来越高。MSCI以及富时指数等等纷纷将A股纳入其指数体系，国际资金未来几年内将会持续的进入中国资本市场。从估值上来看，上证50、沪深300的估值基本处于历史低位，再加上外资持续流入，这些绩优股备受资金青睐。而中小创虽然经历了大幅度的下跌，但是暴雷仍旧不断，而且估值整体依旧偏高，上涨的持续性不高。基于上述理由，建议超配价值投资型私募基金。

2.3 固定收益基金配置建议

目前货币政策已经转向中性偏松，今年来的多次定向降准，力度超过市场预期，未来货币市场流动性将持续充裕。建议可以积极关注地产债的投资机会。与此同时，风险资产可以作为收益增强的来源，继续关注转债的博弈价值。四季度建议关注宽信用政策向中下游及民企的传导效果，做好持仓主体偿债能力评估，投资上宜中高等级企业及地方债为主。

2.4 管理期货基金配置建议

2018 年前三季度管理期货策略私募产品收益虽然不算高，但在八大策略中已经排名前列。对于第四季度的 CTA 策略产品，我们持相对乐观的态度，主要原因有三个：一是中美贸易战中各自的底牌都用的差不多了，该是冷静下来谈判了，一旦谈妥了，就是商品市场的一波行情；二是股市好转的速度不会很快，金融去杠杆有放缓迹象，资金会推动商品行情；三是全球地缘政治动荡，特别是中东地区的战争一触即发，这对包括原油在内的全球大宗商品供需产品显著影响，从而带动商品行情走势。

2.5 组合配置建议

2018 年四季度，我们预期 A 股市场的风格将出现分化，超跌反弹可能成为主基调。股指波动将会继续维持较大的波动率。在私募投资策略的配置上，我们建议适当增加权益类基金的配置比重。

表2： 2018年四季度资产及策略配置建议

	2018 年 Q4			2018 年 Q3		
	进取	平衡	保守	进取	平衡	保守
权益类	34%	29%	19%	32%	27%	17%
固定收益	5%	10%	20%	5%	10%	20%
商品期货	18%	13%	8%	20%	15%	10%
相对价值	23%	28%	33%	23%	28%	33%
股权类	10%	10%	10%	10%	10%	10%
海外基金	10%	10%	10%	10%	10%	10%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：私募排排网·研究中心

以下为私募排排网研究中心提供的各策略私募基金的详细投资分析及建议，仅供投资者参考。

三、2018 年四季度私募基金策略详解

3.1 权益类基金

3.1.1 股票策略基金：市场超跌明显 反弹一触即发

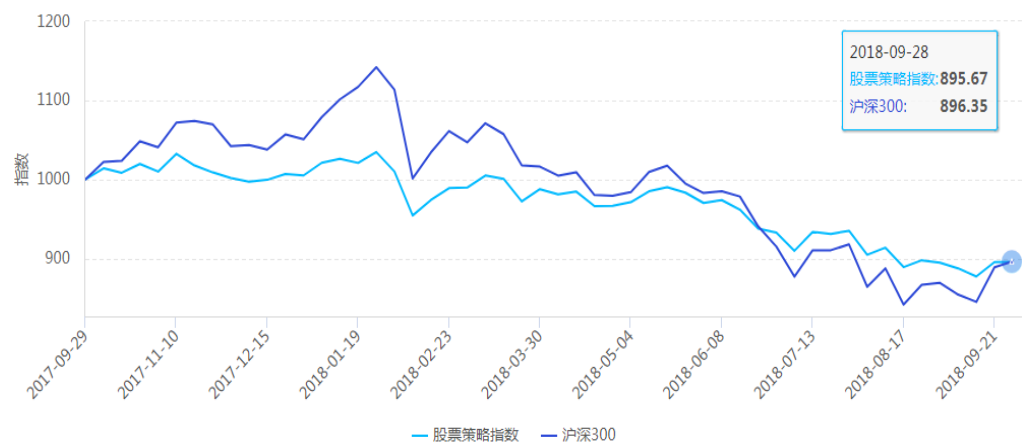
2018年前三季度，A股市场大事件频出、跌宕起伏。一月份的大蓝筹行情，市场一度走出11连阳，让大部分投资者以为一月份的开门红将为2018年的牛市打下基调，但是随后沪指高点到达3587点之后拐弯直下。2月份美股崩盘，世界上各主要市场都出现了较大幅度的下跌，A股也不例外，从最高点3587跌到3062.74；短暂的春节之后，在中美贸易摩擦的利空下，市场进一步跌破多个重要整数点位；随后MSCI、中兴通讯事件、以及乐视网复牌等等影响下，市场进一步下挫。三季度随着贸易战的升级，以及各类宏观经济的不及预期，市场再次接连下挫，创业板指数和深成指接连创三年来新低，创业板一度跌至1344点附近，沪指最低跌至2644点，并没有跌破2638的婴儿底。从指数跌幅来看，各大指数从1月底、2月初的最高点，到9月底的最低点，上证50从3202点—2331点，最高跌幅27.20%；沪深300从4403点—3191点，最高跌幅27.53%；上证指数从3578点—2644点，最高跌幅26.10%；深成指从11633点—7958点，最高跌幅31.59%；中小板从8164点—5409点，最高跌幅33.75%；创业板从1919点—1345点，最高跌幅29.91%。

从市场的热点来看，次新股在上半年曾表演耀眼，次新股里妖股层出不穷，赚钱效应十足。但是随后的三季度，次新股走势截然相反，跟随创业板走势阴跌不止。另外消费股今年的表现存在一定的持续性，并存在一定的板块效应，在世界杯之前，从白酒、啤酒和红酒等食品饮料、随后扩展到医疗大健康消费领域。其次，国务院部署基建补短板，发布促进消费若干意见，在这消息的刺激下，三季度的基建板块也曾零星表现。前三季度中，另外一个现象值得

注意，就是业绩变脸或者基本面出现严重变化的踩雷股，例如乐视网、保千里、獐子岛等等，前9个月一大批类似踩雷股爆发，上演连续跌停潮。

再看近年来股票策略的平均收益率，截止9月底的数据，今年股票策略的私募产品平均收益率为-10.43%。

图6：融智·股票策略私募基金指数走势



数据来源：私募排排网·组合大师（截至 2018/09/30）

四季度展望

从9月份的市场走势来看，短期筑底应该已经成功，四季度有望上演波段反弹，很大概率成为年内赚钱效应最好的时间点。从影响股市的几大重要事件来看，第一是A股正式纳入富时指数，未来几年纳入的比重有望进一步提高，而在此背景下，MSCI考虑将A股的纳入因子从5%增加到20%，如果成功实现，则有望给A股带来数千亿美金的增量资金。另外一件事就是中美之间的贸易摩擦，贸易摩擦已经经过长达半年的拉锯战，已经进入实质性阶段，随着事件的逐渐升级和推进，对股市的影响，边际效应也有望大幅度衰减。如果美国中期选举或者中美之间谈判顺利而暂时搁置争议，那么市场信心会形成强大的回归。所以由此判断，四季度有望成为年内最好的吃饭行情。

四季度投资建议

具体到股票策略私募基金配置上，我们仍然建议超配价值投资型私募基金，另外可适量配置擅长做反弹波段的优秀私募基金。逻辑在于，从9月份下半旬的反弹结构来看，仍然是大蓝筹权重股一马当先，指数已经逐渐脱离下降趋势。从估值上来看，上证50、沪深300的估值基本处于历史低位，再加上外资持续流入，这些绩优股备受资金青睐。而中小创虽然经历了大幅度的下跌，但是暴雷仍旧不断，而且估值整体依旧偏高，上涨的持续性不高。基于上述理由，建议超配价值投资型私募基金。

产品推荐：汉和资本 19 期、明河 2016、睿璞投资-睿洪二号、保银-未来中国价值 1 期

3.1.2 宏观策略基金：社融增速再度下降 经济仍趋下行

宏观策略回顾

2018 年三季度，中国经济运行总体稳定，贸易战对出口影响尚未显现，出口保持较快增长，企业盈利状况良好，制造业投资持续回暖，社会融资增速继续下降，消费、投资增速亦有不同幅度下行，整体经济趋于下行。但随着基础设施投资增速较快放缓和市场预期变化，供需两端均出现走弱势头，物价涨幅扩大，这些新变化、新问题引起了市场广泛关注。

工业增速仍处低位。8 月规模以上工业增加值同比增速 6.1%，因低基数微幅回升，但仍在今年以来的次低点。8 月工业增速延续了 6 月以来的低迷，反映前期需求持续转冷已传导至生产端，同时也是对经济回落的再次确认。

中国 8 月规模以上工业企业利润同比增长 9.2%，相较于前值 16.2%下降了 7 个百分点，增速明显放缓。中国 1-8 月规模以上工业企业利润同比增长 16.2%，相较于前值 17.1%跌近一个百分点。

消费方面，8 月社会消费品零售总额同比增长 9%，虽较上月

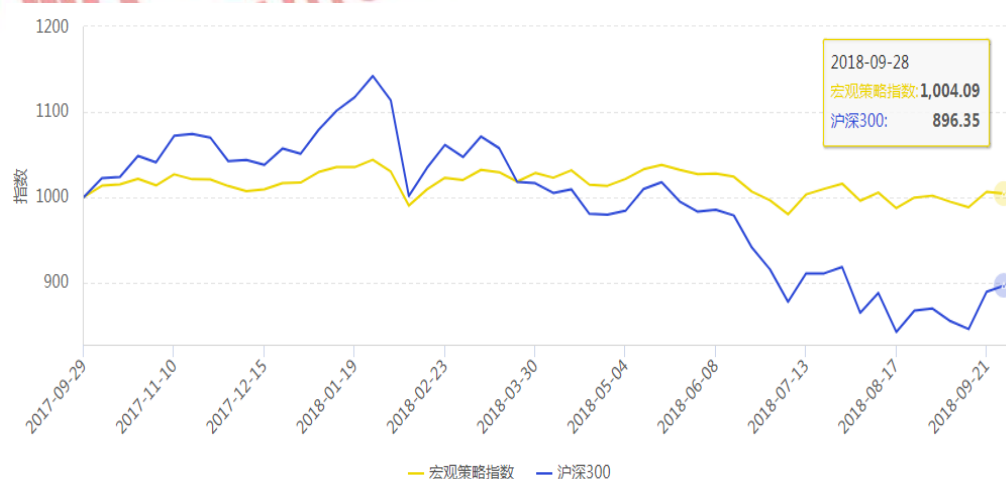
略有回升，但整体依旧偏弱。从结构上看，必选消费方面，受食品与石油类产品价格上涨影响，粮油食品、石油同比增速有所回升，其对经济稳定器作用仍在；可选消费结构有所分化，汽车同比增速回落，地产链方面，建筑家电、装潢有所回升，家具有所走弱。新消费、升级类消费依然增长较快。

8 月新增社融总量 1.52 万亿，其中 8 月对实体发放贷款增加 1.31 万亿，同比多增 1600 多亿；表外非标融资继续萎缩，委托、信托贷款、未贴现银行承兑汇票合计减少 2700 亿，同比少增约 4000 亿，与 7 月同比少增 4200 亿相比略有收窄，但差别不大；

广义货币供应量 (M2) 回升，狭义货币供应量 (M1) 继续走低。8 月末，M2 同比增长 8.2%，相比上月末回落 0.3 个百分点，但相比二季度末提高 0.2 个百分点。M2 增速小幅反弹主要与货币政策稳中趋松、外汇占款保持稳定运行有关，还与存款派生效应增强有关。在 M2 增速小幅反弹的背景下，M1 增速仍在走低。

下图是宏观策略私募基金的指数走势：

图 7：融智·宏观策略私募基金指数走势



数据来源：私募排排网·组合大师（截至 2018/09/30）

四季度宏观策略展望：低配消费基建股票 关注转债投资机会

从三季度数据来看，固定资产投资增速持续下降，主要受基建持续下行拖累，其中房地产投资依旧保持坚挺。消费增速小幅回升，其中汽车销售依旧疲软，主要受汽车消费基数较高影响，预计未来

将有所改善。政策利好基建和消费板块，有望支撑内需。政府加强基建补短板，关注未来财政支出和地方债。9月18日，发改委介绍加大基础设施等领域补短板力度，此外个税法减税将落地，消费能力或将改善。

目前A股估值处于历史底部，但经济仍然面临下行压力，A股可能还将保持低位震荡。从A股估值看，无论是市盈率或市净率，当前都处于历史前10%分位。从破净个股数量看，也处于历史最多，从而对股指形成有效支撑。9月27日A股确认纳入富时指数，短期内带来市场情绪提振。在资金存量上，养老金、MSCI及北上资金将对目前的存量博弈行情进行改善。在政策面以及资金面相对充裕的双重带动下，A股或有所反弹。市场情绪面，除了A股成功闯关富指外，贸易战2000亿美元关税以及美联储加息等消息的落地，后期对市场的利空影响将有所减弱。短期来看建议低配消费、基建股票。

债市方面货币宽松格局大概率延续，但信用扩张面临较大约束，主要体现为举债主体能力和意愿的不匹配，具有举债能力的央企、国企等有降杠杆的任务，举债意愿不足，而举债意愿较强的民营企业、融资平台等信用风险较高，举债能力不足，从而导致货币政策传导受阻，宽货币难以向宽信用全面转化，高收益债（民企、地产、弱平台）风险依旧高企。四季度建议关注宽信用政策向中下游及民企的传导效果，做好持仓主体偿债能力评估，投资上宜中高等级企业及地方债为主。

产品推荐：凯丰宏观对冲系列

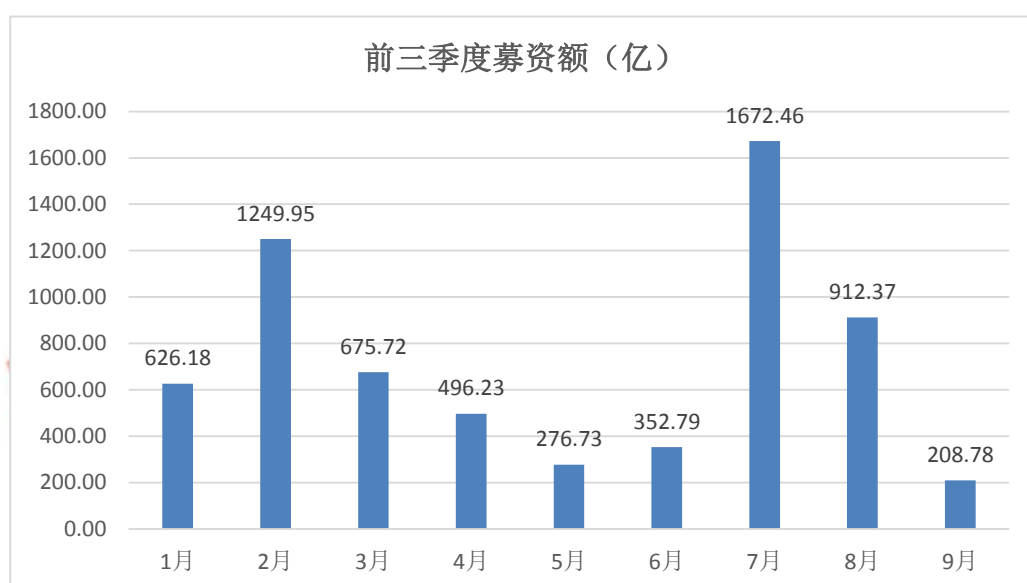
3.1.3 事件驱动基金：定增产品风险收益突变 投资仍需谨慎

市场回顾

2018年的定增市场继续低迷，与过去两年的火热状态已经不可同日而语。根据choice数据统计，截至9月26日，今年以来定增上市共222起，募资总额6471亿，相比去年同期出现较大幅度

的下滑,前三季度的募资总额仅为 2017 年全年募资总额的 50.93%。从目前的定增项目收益率数据来看,所有 220 宗已上市的项目来看,平均收益率为-8.55%,最高的是三六零,借壳上市后股价大幅上涨,按照最新的市价计算,收益率已经高达 251.96%,定增亏损最大的是南京新百,收益率为-64.14%。总体来看,222 个定增上市项目中,157 个项目处于亏损中,仅 29.28%的项目处于盈利状态。从单月定增募资额来看,7 月份以 1672 亿位列第一,主要是因为农业银行的 1000 亿定增上市,农业银行也成为今年的定增项目王。下面是前三季度的市场定增募资金额柱状图:

图 8: 今年来定增募资额柱状图

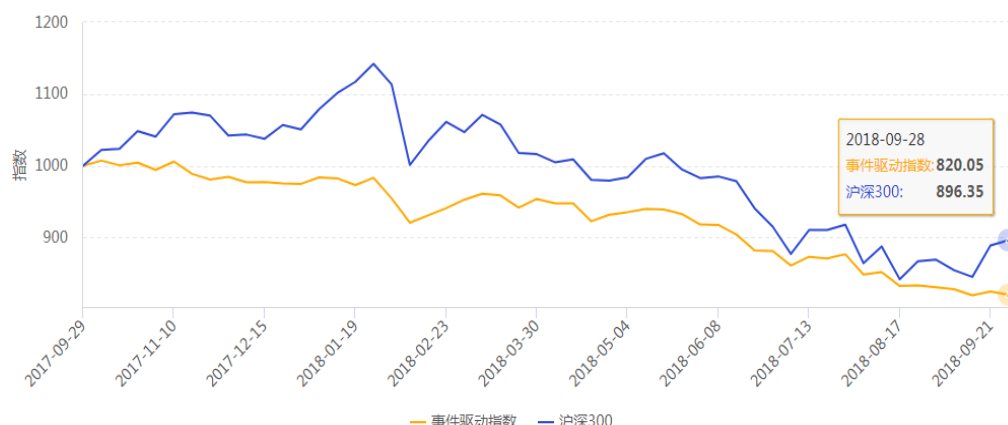


数据来源: 东方财富 choice 终端, 数据截止 2018 年 9 月 30 日。

再看一下定增私募基金在前三季度的表现情况。今年市场行情低迷,各大指数持续走低,最近一年,事件驱动策略指数以-18%排名八大策略最后一名,可见最近一年定增私募基金亏损严重。

下面是事件驱动策略月度收益率和同期沪深 300 指数的对比情况:

图 9: 融智·事件驱动策略私募基金指数月度收益统计



数据来源：私募排排网·组合大师（截至 2018/09/30）

四季度事件驱动策略展望

展望四季度，由于定增市场环境出现了较大的变化，风险收益都出现了不少的突变，定增私募基金的发行数量同样出现了急剧的下降。目前仍然处于疯狂之后的阵痛期。从二级市场走势来看，中小创的跌幅较大，创业板从 1900 跌至最低 1330 点附近，从 2015 年的 4000 多点跌幅已经超过 60%，虽然已经跌幅较大，但是从趋势来看，依旧处于长期下跌通道之中，短期来看，可能会有反复的反弹机会，但是长期机会并不是特别大。目前为止可能需要反复的震荡筑底，才能走出下降趋势。

新三板方面，依旧非常不乐观，在缺乏增量资金入场的背景下，全国股转公司数据显示，今年以来新三板企业共计完成 1059 次定增，相比去年同期的 1937 次定增，下降了 45.33%；合计募集资金 446.04 亿元，相比去年同期的 850.13 亿元下滑 47.53%，接近腰斩。这让本来就交易冷清，存在流动性问题的新三板市场面临诸多困难。

四季度投资建议

具体到事件驱动策略私募基金的配置上，我们建议低风险偏好的投资者谨慎配置此类私募基金，由于目前新成立的定增基金数量较少，而运行中的产品又会存在一定的流动性问题或者清算的可能性，所以风险较大。而对于风险偏好较高的投资者，建议适当配置，选择研究实力强，投资标的偏业绩的价值投资定增私募基金。

产品推荐：无

3.2 固定收益基金：流动性整体合理充裕 违约继续高杠杆民企风险加剧

债券市场回顾

美联储 9 月份加息靴子落地，中美利差继续缩小，加之上半年社融数据超预期下滑，7 月以来中美贸易战正式开打，中国经济面临较大下行压力。为应对内外困境，三季度央行货币政策进一步边际放松，年内第三次定向降准实施，国常委员会要求维持流动性合理充裕，积极财政政策要更加积极，理财新规细则征求意见稿有所放松，“宽货币+宽信用”格局确立。整个三季度，央行通过定向降准和公开市场操作和维持了流动性的合理充裕，公开市场操作以逆回购+MLF 为主。

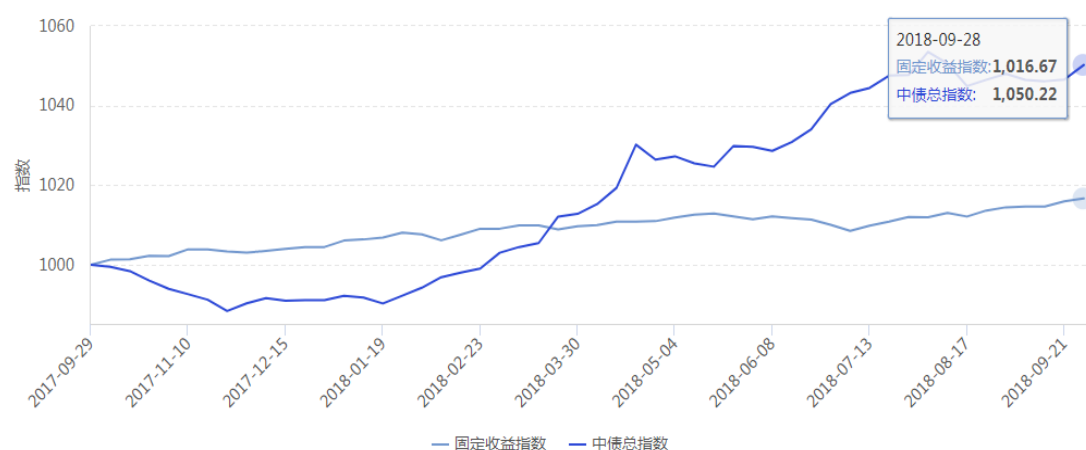
货币政策上央行维持流动性合理充裕。三季度央行进行了定向降准，以及超额投放 1 年期 MLF 操作，以维持流动性合理充裕。9 月下旬国债收益率上行为主，下旬银行间企业债收益率下行为主。此外，新增信贷不及预期，非银存款大幅减少，M2 增速有所回落。8 月金融机构人民币贷款新增 1.28 万亿元，不及预期，较上月减少 1700 亿元。8 月居民贷款新增 7012 亿元，占比较上月占比有所上升，新增规模环比增加 668 亿元。企业新增贷款中，短期贷款和长期贷款均有较大幅度下降，其中，企业中长期贷款新增 4099 亿元，环比大幅少增 1450 亿元，信贷质量大幅变差。票据融资连续 3 个月保持高水平。对非银贷款减少 439 亿元，环比大幅减少 2021 亿元。

8 月人民币存款新增 1.09 万亿元，环比多增 600 亿元，同比少增 2700 亿元。居民存款增加 3463 亿元，环比大增 6395 亿元。非金融性公司存款增加 6139 亿元，环比大增 12327 亿元，基本持平去年同期，企业资金状况有所改善。

近期信用债违约明显加速，特别是中秋后 9 月 25 日单日新增

4 个违约发行人，创出中国信用债历史上单日违约数量之最，投资者对于信用违约关注度重新提升。18 年截至目前，新增违约发行人已有 26 家，违约债券 65 支，债券违约金额达到 706 亿，分别是 16 年历史高点的 1.73 倍、1.44 倍和 1.83 倍。违约事件的发生打破了很多投资机构的“金边信仰”；且由于涉及个券均为超短融，也打破了市场普遍秉承的“短端相对安全”的又一信仰。

图10：融智·固定收益策略私募基金指数走势



数据来源：私募排排网·组合大师（截至 2018/09/30）

四季度债券市场展望

债券配置价值逐渐显现，建议短期内保持观望，可逢高买入中短期政金债，尽管政金债与国债利差已经压缩至较低，但境外机构免税后政金债吸引力提升，预计会带动收益率下行；第三季度的违约事件频发及城投信仰的弱化，也强化了投资机构谨慎的风险偏好。而地方债在监管层对发行利率做出指导后，其配置价值也得以体现。

货币宽松格局大概率延续，但信用扩张面临较大约束，主要体现在举债主体能力和意愿的不匹配，具有举债能力的央企、国企等有降杠杆的任务，举债意愿不足，而举债意愿较强的民营企业、融资平台等信用风险较高，举债能力不足，从而导致货币政策传导受阻，宽货币难以向宽信用全面转化，高收益债（民企、地产、弱平台）风险依旧高企。

最保守的策略，用高等级信用债加杠杆去获取收益，但不建议

大家在一年左右的品种上，建议大家还是要把久期维持在一定的位
置，至少是 2 以上。对于负债稳定、估值波动承受能力强的机构，
建议可以积极关注地产债的投资机会。与此同时，风险资产可以作
为收益增强的来源，继续关注转债的博弈价值。四季度建议关注宽
信用政策向中下游及民企的传导效果，做好持仓主体偿债能力评估，
投资上宜中高等级企业及地方债为主。

产品推荐：中国民生信托-中民永丰 1 号、汇金稳健收益 1 期、
合晟同晖固定收益 3 号

3.3 管理期货基金：继续配置量化 CTA 策略产品

2018 年商品期货市场，虽然单边行情不明显，但是策略收益却
明显改善，主要原因是板块分化，涨跌都比较明了，不像 2017 年
上半年的涨跌无序。另外，经历了 2017 年的艰难行情后，市场上
主要的 CTA 私募机构的策略都相应的提高了自身策略的适应能力，
盈利能力明显提升。今年前三季度，商品期货的波动率明显加大，
而股票多头策略尚未有明显好转，管理期货策略的平均收益已经出
类拔萃。

对于第四季度的 CTA 策略产品，我们持相对乐观的态度，主要
原因有三个：一是中美贸易战中各自的底牌都用的差不多了，该是
冷静下来谈判了，一旦谈妥了，就是商品市场的一波行情；二是股
市好转的速度不会很快，金融去杠杆有放缓迹象，资金会推动商品
行情；三是全球地缘政治动荡，特别是中东地区的战争一触即发，
这对包括原油在内的全球大宗商品供需产品显著影响，从而带动商
品行情走势。

2018 年前三季度管理期货策略私募产品收益虽然不算高，但
在八大策略中已经排名前列。私募排排网数据统计显示，2018 年 1
月份管理期货策略私募基金平均月收益为 0.25%，2 月份平均收益
为-0.54%，3 月份的平均收益是 2.93%，有明显的赚钱效应，到了

4 月份，平均收益又跌到-1.51%，主要原因是行情反转，中长期趋势策略均处于亏损状态；5 月份延续 4 月的涨势，平均收益再次为正，录得 1.46%的涨幅；而六月份涨幅较小，仅 0.7%，且在短期内出现 V 型反转，平均亏损 0.84%；7 月份的商品行情也是 V 型走势，却获得 1.83%的平均收益，8 月份商品指数平均涨幅 2.13%，产品平均收益 1.21%，9 月份是震荡行情，微跌 0.14%，产品平均收益不乐观。

期货市场回顾

据中国期货业协会最新统计资料表明，1-9 月全国期货市场累计成交量为 22.26 亿手，累计成交额为 154.54 万亿元，同比分别下降 5.78%和增长 9.80%。成交量在下降，市场活跃度不足，但成交额在上升，表明商品价格整体在上涨。

2018 年 1、2 月份，文华商品指数维持震荡上扬的趋势，分别上涨 0.67%和 1.61%；3 月份，由于中美贸易战以及宏观大环境的不乐观，引起商品期货下跌 5.17%，而四月份，随着中美贸易谈判、博鳌亚洲论坛期间中国领导人宣布的一系列改革开放政策、海南自由贸易区的设立、中国周边外交攻城拔寨以及地缘政治关系的缓和等利多因素的叠加，商品指数走出了连续两个月的上涨态势，6 月初到 7 月中旬，商品指数进入调整期，二季度累计上涨 6.24%。上半年累计上涨 3.05%。7 月中旬至 8 月中旬，商品指数再次出现连续的单边行情，主要得益于煤炭板块 19%的涨幅、螺纹钢 13.7%的涨幅、化工板块 11.9%的涨幅、油脂板块 7.7%的涨幅以及苹果 30%的涨幅，农产品和有色金属的表现相对偏弱。8 月中旬至 9 月底，商品市场再次进入宽幅震荡行情。

四季度中国期货市场展望

今年以来，截止 8 月底，股票策略产品平均收益-10.37%，事件驱动策略产品平均收益-16.11%，宏观策略产品平均收益-1.62%，相对价值策略产品平均收益 1.41%，固定收益策略产品平均收益 1.51%，复合策略产品平均收益-3.12%，组合基金策略平均收益-

2.62%，而管理期货策略产品的平均收益高达 5.30%。相比较而言，管理期货策略产品平均收益算是一枝独秀了，这得益于今年部分商品期货十分明显的单边行情。

根据过往多年的数据分析，商品期货策略的盈利能力有一定的周期性规模，2016 年年度平均收益超 20%，2017 年年度收益为负，而 2018 年年度收益为正的的概率非常大，所以展望 2018 年四季度期货市场，我们认为，管理期货策略私募产品的平均盈利能力将继续引领八大策略。策略上，量化 CTA 的优势比较明显。

综上所述，我们建议：

2018 年第四季度管理期货策略产品有望继续受到资金的追捧，预计量化 CTA 趋势策略产品在收益方面会有突出的表现。建议投资者选择与自己风险承受能力对应的私募产品。

产品推荐：涵德盈冲量化 CTA3 号、展弘量化套利 1 号、冲和小奖章 1 号

3.4 相对价值基金：可适度配置

相对价值策略回顾

2017 年白马股行情已经成为过去，2018 年的 A 股市场已经走了四分之三，目前的弱势格局短期内难以突破。2018 年年初，沪深 300 指数继续强势上涨，在市场各大机构的一致看好下，持续上涨到 4403.34 的高点，涨幅高达 8.69%，取得了开门红。1 月 29 日蓝筹股集体回调，开启弱势行情，并持续两周，最低 3759.15，跌幅 14.63%。截止 9 月底，沪深 300 指数在波动中价格重心持续下移，最低下跌到 3191.40，相比 4403.34 的高位，下跌了 27.52%，而上证指数更是逼近股灾后的最低点 2638，跌幅之大，远超市场预期。

2018 年中国宏观经济政策重心是金融去杠杆，同时经济增速放缓。美国特朗普政府发起全球贸易争端，特别是中美贸易战，加

剧了中国宏观经济的不确定性。目前，贸易战已经到了真刀真枪肉搏阶段，对中国部分行业的影响较大，但对宏观经济整体影响较小。目前 A 股能挤的水分也基本到位，全球贸易争端会进入新阶段，以谈判为主要手段解决不平衡。中东地区的战争风险急剧上升，这对中国宏观经济有一定影响，但长期利好。

三大股指期货与现货指数的基差分析

股市整体表现不佳，三大股指期货的表现虽有差异，但大趋势一致。前三季度 IF 主连累计下跌 14.63%；IH 主连累计下跌 9.05%；IC 主连累计下跌 23.25%。从以上统计数据可以看出，今年前三季度大盘股的跌幅相对较小，小盘股跌幅较大。

图 11：今年 IF 主连与沪深 300 指数的基差走势图

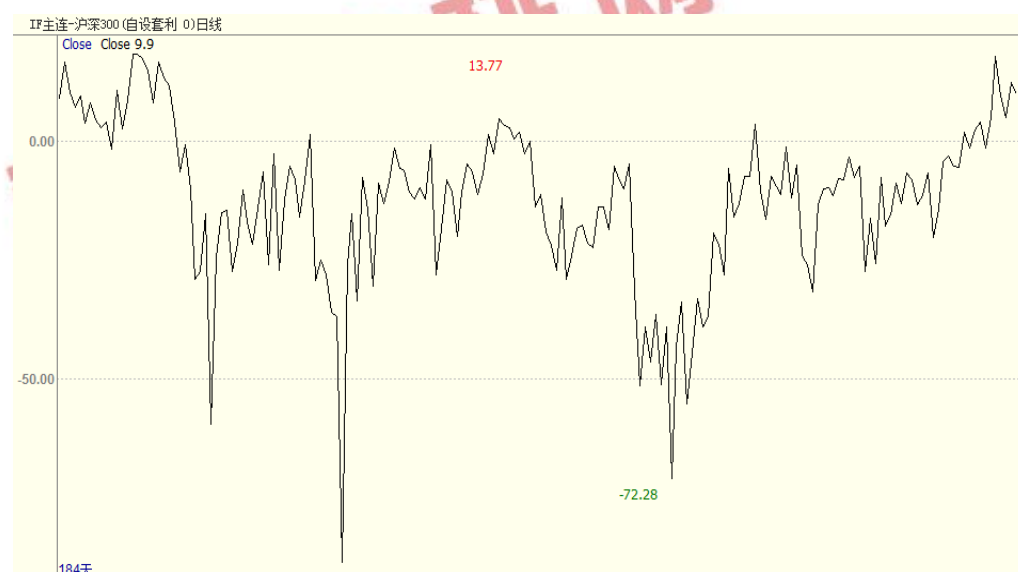


图 12：今年 IH 主连与上证 50 指数的基差走势图

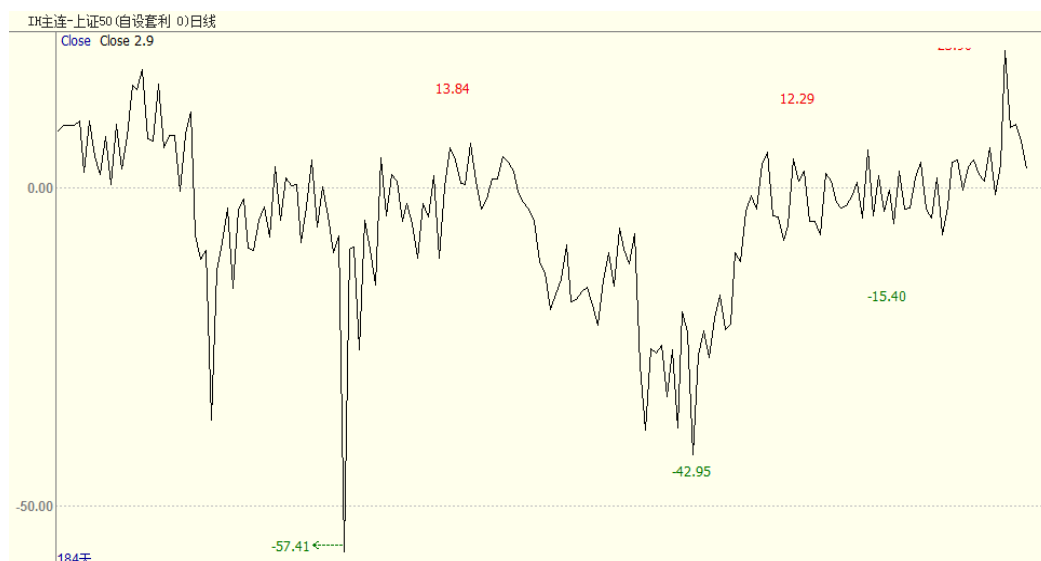
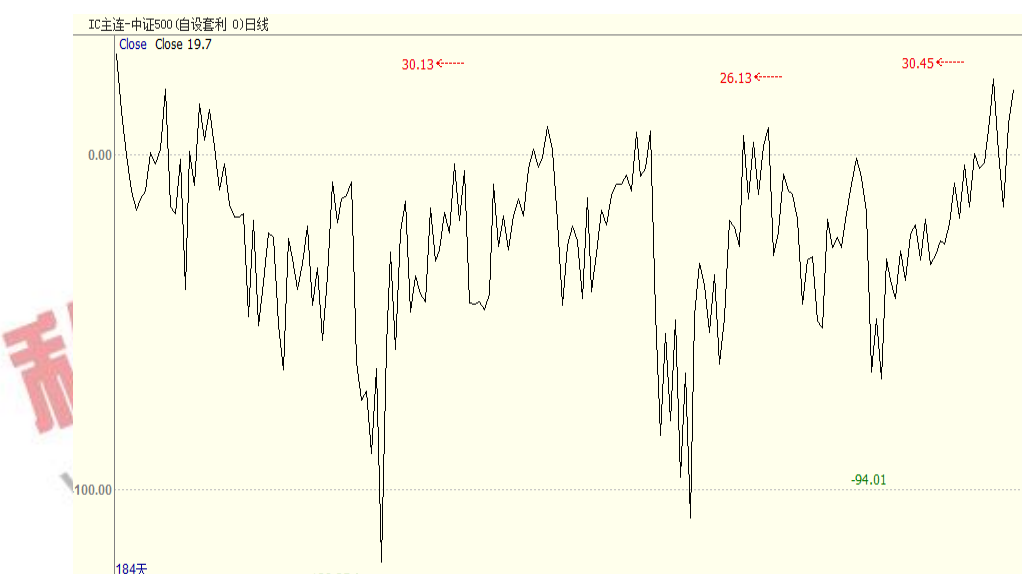


图 13：今年 IC 主连与中证 500 指数的基差走势图



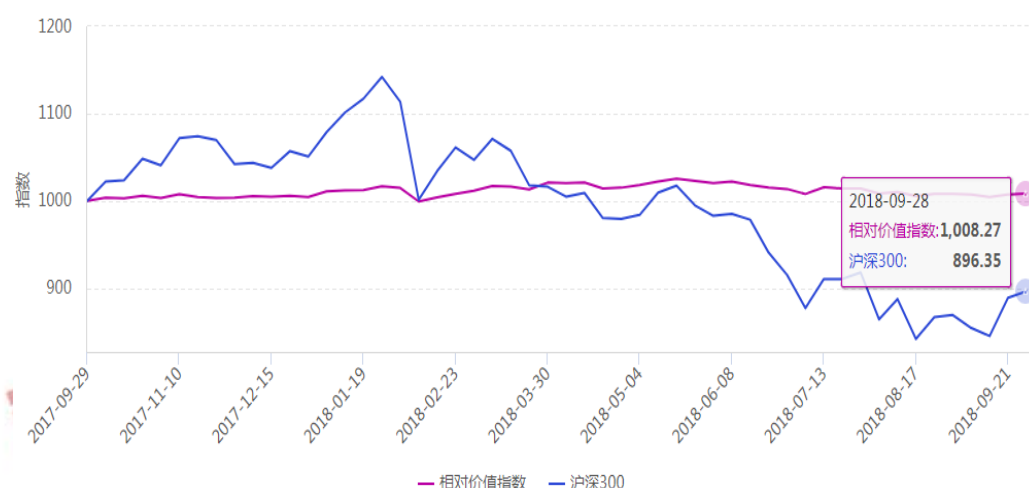
从以上三幅图可以看出，今年以来，三大股指期货大部分时间处于贴水状态，但 IH 在三季度的贴水程度明显小于 IF 和 IC。目前市场上主流的相对价值策略依然选择 IC 作为对冲工具，而克服贴水依然是该策略面临的一大难题。

相对价值策略私募产品表现

2017 年 7 月至 10 月，相对价值策略产品的平均收益比较稳定，这一时期股指期货与现货的价差也稳步上扬，相对价值策略的盈利空间在扩大，但是随着 2017 年 11 月份股指的波动加大以来，股指期货与现货指数之间的基差也表现不稳定，引起了相对价值策

略收益的萎缩。2018 年 1 月份，三大股指连续上涨，而此时的股指期货基本处于升水状态，alpha 收益比较容易获取，故 1 月份相对价值策略产品平均收益年内最高；2 月，股市大跌，造成相对价值策略的平均收益创下近一年的最差水平，获得了 0.77% 的平均亏损。3 月至 5 月，相对价值策略产品平均收益较好，而 6 月到 8 月连续三个月获得负收益，拖累了今年前三季度的整体表现。9 月中下旬，股指触底反弹，股指期货贴水程度降低，有望获得月度正收益。

图14：融智·相对价值策略私募基金指数走势



数据来源：私募排排网·组合大师（截至 2018/09/30）

四季度相对价值策略展望：

随着 A 股市场四季度逐步企稳回升，股指期货的贴水情况也将有所收窄，相对价值策略的平均收益也会走高。2018 年股市下跌，相比 2017 年的上涨，最明显的差别是大小盘一起跌，风格轮换现象不明显，这对全市场选股的相对价值策略比较有利。

股指期货进一步松绑已经成为市场的共同期待，也时有监管松动传言。四季度股指期货有望获得更多资金的涌入，相对价值策略的获利能力也会进一步增强。

展望 2018 年四季度相对价值策略盈利前景，我们认为，平均盈利能力将显著好于前三季度。

综上所述，我们建议：

2018 年前三季度，部分优秀的投研实力比较强的相对价值策略私募机构不断被资金热捧，管理规模显著增长。四季度这些机构的相对价值策略产品有望继续成为市场的热点，建议稳健的合格投资者选择相对价值策略私募产品。

产品推荐：九章幻方量化对冲 3 号、排排精选庞加莱 1 号、明汭中性 5 号 2 期

3.5 股权基金：资本寒流下项目估值纠偏，关注精选投资机会

股权市场

2018 年《资管新规》的发布对投资机构产生了较大影响，尤其在“募资难”的背景下，《资管新规》对投资机构募资产生了直接冲击。同时随着 LP 投资的愈加成熟，机构募资的竞争也日益激烈，不少机构的持续募资能力受到较大考验。相对而言，头部机构处境优于中小机构。高瓴资本近期宣布新基金获得了大幅度的超额认购，最终的融资额为 106 亿美元，打破了此前另一家老牌基金 KKR 创下的 93 亿美元募资记录。

清科数据显示 2018 年上半年中国股权投资市场共新募集 1,318 支基金，已募集完成基金规模共计 3,800.22 亿元人民币，上半年股权投资市场仍然呈现较明显的募资难问题，尤其是对中小机构及新机构，募资总金额同比下滑 55.8%。但另一方面，在市场去杠杆的宏观背景下，资金面趋向紧缩，部分具有品牌优势和资金优势的机构有望更易捕获优质标的。

投资方面，2018 年上半年中国股权投资市场共发生投资案例数量 5,024 起，涉及投资金额合计达到 5,795.02 亿元人民币，同比下滑 10.7%。整体来看，2018 上半年股权投资机构投资节奏略有放缓同时投资理念更加理性。值得注意，2018 上半年，在市场整体优质项目稀缺的情况下，以蚂蚁金服、京东物流、平安医保科

技为代表的独角兽企业吸金能力更加凸显，大额融资案例显著增多。

私募股权投资基金以技术创新及其应用为投资目的，为新技术找到产业化扩张路径，能够持续推动企业成长和产业升级，是风险定价和风险分担机制最充分、创新资本形成能力最强的资源运用机制。估值是机制中最核心的部件。前几年私募股权市场大发展，国内优质项目增长速度无法达到资金增长速度，造成了客观上的“供不应求”、“资产荒”局面，甚至导致了一级市场与二级市场出现估值倒挂的现象。

目前，在募资端“冰冻”的反推下，股权项目投资“一哄而上”、“盲投”等不合理现象得到合理压制，项目估值正在获得一定程度纠偏，预计今后一段时间这种情况仍将持续。

项目的估值评价需要参考市场、行业总体估值比较情况，同时与自身行业增速，企业营收、净利增长密切相关。需要特别注意的是，企业在发生量产成功、盈亏转折等质变关口，估值会获得阶梯式上涨。例如前期投资者关注度比较高的深圳柔宇项目，6月份成功点亮生产线，企业有了质的变化。

投资者在选择机构和产品时，不妨从机构资质、实力，以及市场口碑等多角度进行筛选考察。目前而言，人工智能、跨境电商、医疗行业，这些是真正的大“风口”。而这些大“风口”通常由多个小“风口”组成，比如无人驾驶领域又分做感知、整车、传感器等。跨境电商目前正迎来资本化高潮，可以重点关注。

产品推荐：[盈科资本柔宇股权基金](#)、[繇子资本-跨境电商三期](#)、[高特佳医疗股权基金](#)

3.6 海外基金：全球市场动荡继续蔓延

海外市场回顾

受中美贸易摩擦以及阿根廷、土耳其等新兴国家债务危机影响，三季度除美国外，主要市场均呈现不同程度下跌，投资者信心仍待恢复。

美国方面，特朗普政府减税政策初见成效，就业、消费者信心指数等前瞻读数均显示经济基本面强劲，8月PPI及CPI读数虽不及预期，显示美国国内通胀步伐有所放缓，但最终未影响联储9月26日如约加息：自2015年以来，联储已累计加息8次，这也标志着自2008年次贷危机以来全球央行的宽松政策正逐步收紧。

今年以来美元意外走强令新兴市场国家汇率承压，包括阿根廷、土耳其在内等多个新兴市场国家在资本外流压力下，货币已贬值达40%-50%之多。8月末阿根廷央行紧急上调政策利率至60%以缓解贬值压力，并与IMF达成新贷款协议偿还外债。

香港市场恒生指数延续颓势，自三季度以来已累计下跌4.35%。恒生指数全年至今已下跌7.42%，全球范围内仅优于马尼拉综指以及上证、深证等少数主要股指。究其原因，除贸易战及国内经济增长放缓外，南下资金剧降也很大程度加剧港股波动：据测算，去年全年南下资金交易额达2.16万亿港元，同比增长近200%。今年一月高点更是创下日交易额438亿的历史新高；而目前港股平均日成交量已萎缩至200余亿。

四季度海外市场展望

经济方面，虽然日本经济呈现出放缓迹象，但美国、中国、欧盟等其他主要经济体各项经济指标仍然健康。据IMF预估，2018年全球经济增长率将有望达到2011年以来最高增速--3.9%。全球经济增长延续至2019年属大概率事件。

估值水平来看，美国量化宽松政策带来的十年长牛推高美股估值水平至历史高位。以指数为例，标普500指数市盈率已达23倍，而同期恒生指数市盈率仅10倍。

新兴市场方面，总体而言阿根廷、土耳其等国家汇率危机尚属可控，但仍需紧密观察其蔓延至全球并复制97年亚洲金融危机的尾端风险。

最后，中美贸易争端悬而未决，仍存在贸易战全面爆发的可能。但同时需看到，长期而言贸易战很可能成为“对外开放3.0”时代

的开端：解决保护知识产权问题、大规模开放国内市场和服务行业符合中国自身长远利益。

综上所述，我们建议：

综上所述，我们认为：对于需要配置海外的长线投资者，相对于估值已不便宜的美股，港股投资价值已凸显，虽然短期仍有贸易战以及新兴市场汇率危机干扰，但长期而言定能催生众多优秀且估值合理的公司股票。投资者可配置选股能力强、换手率低的优质股票多头私募产品。

产品推荐：擎天柱、方圆投资、保银

私募排排网
www.simuwang.com

公司简介

私募排排网是国内最强大、最专业、最有影响力的私募基金科技金融集团。国内私募基金行业垂直细分领域的绝对领导者，国内最早布局并持续领先于私募基金数据库、私募基金评级、私募基金指数、私募基金行业峰会、私募基金线上路演，业务范围包括 2C 和 2B 端的私募基金发行和代销、私募基金智能软件、私募基金综合服务等等。公司专注于服务高净值人群，拥有丰富的私募资源和扎实的金融基础，并和领先的 IT 技术结合，打造科技驱动的私募基金一站式综合交易和服务平台。



免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述相关产品购买的依据。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。