

私募证券产品月度报告

2020 年 11 月

目录

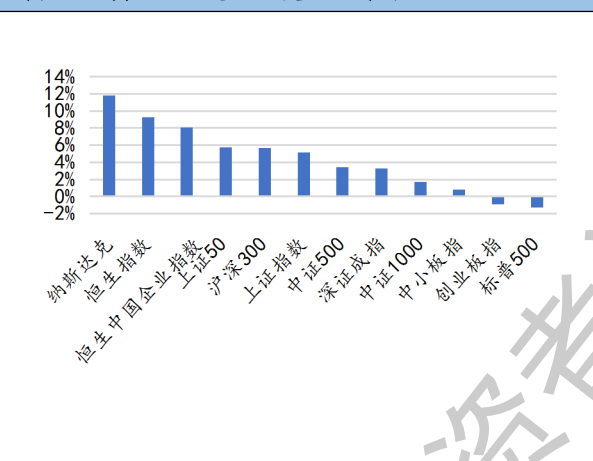
一、市场简要回顾.....	3
二、宏观对冲策略.....	5
（一）重要指标跟踪.....	5
（二）策略表现.....	7
三、股票策略.....	9
（一）重要指标跟踪.....	9
（二）策略表现.....	13
（1）超长期价值策略.....	13
（2）成长价值策略.....	14
（3）指数增强策略.....	16
（4）定增策略.....	17
四、中性策略.....	19
（一）重要指标跟踪.....	19
（二）策略表现.....	20
五、商品策略（CTA）.....	22
（一）重点指标跟踪.....	22
（二）策略表现.....	23
六、套利策略.....	26
（一）重点指标跟踪.....	26
（二）策略表现.....	26
七、金斧子配置建议.....	28

一、市场简要回顾

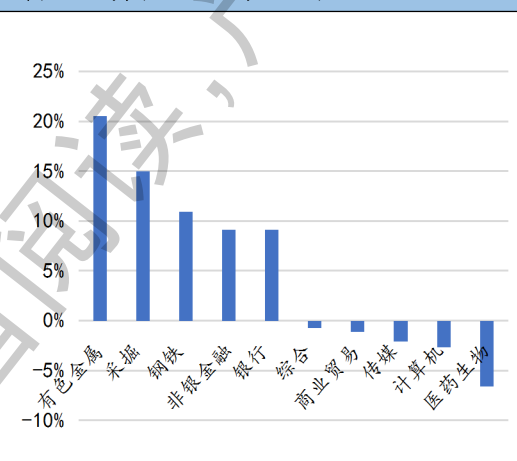
11月全球重要市场多数表现良好，其中纳斯达克涨幅11.8%，恒生指数上涨9.27%、上证指数上涨5.19%。就A股市场而言，11月呈现出明显的风格分化，上证指数、深证成指分别上涨5.19%、3.28%，而创业板则微跌0.9%。

具体到行业方面，此前涨幅明显的成长性行业医药生物、传媒、计算11月分别下跌6.63%、2.66%、2.09%，相反顺周期的有色金属、采掘、钢铁、非银金融、银行等涨幅明显，分别上涨20.51%、15.01%、10.91%、9.14%、9.13%。究其原因，国内经济持续恢复，同时疫苗接连不断的好消息使得各方对全球经济有较好预期，叠加周期板块滞涨相对成长类板块更具有估值优势，在年底资金保收益等背景下顺周期板块受益。医药生物受高值耗材集采等因素影响持续回调。

图表：11月A股、港股、美股主要指数涨跌幅



图表：11月表现较好与较差行业及涨跌幅

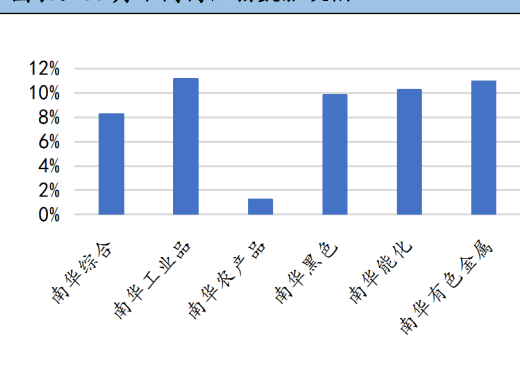


数据来源：wind，金斧子投研中心

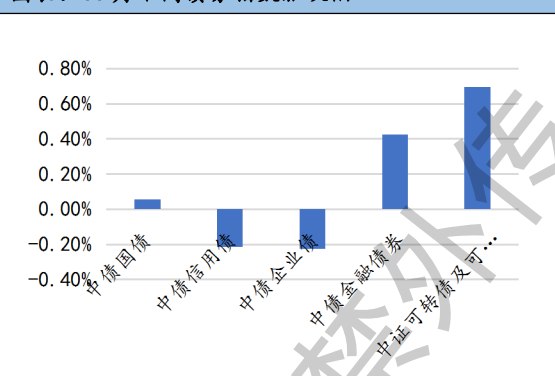
经济持续恢复背景下多数商品也表现较好，其中南华工业品、南华有色金属、南华能化、南华黑色分别上涨11.14%、10.93%、10.23%、9.81%，而农业品仅上涨1.23%，与上个月农产品强工业品弱的行情相反。

11月中旬受永煤违约等影响信用债受较大冲击，后续虽流动性冲击略有缓和，但整体表现不佳，中证企业债、信用债则分别微跌0.23%、0.22%。中证可转债及可交债、中债金融债券分别上涨0.7%、0.43%。

图表：11 月不同商品指数涨跌幅



图表：11 月不同债券指数涨跌幅



数据来源：wind，金斧子投研中心

根据金斧子投研中心数据，11 月六大策略中股票策略表现最好，纳入统计的 5980 只产品平均收益是 5.58%；其次是宏观策略、管理期货，分别由 177、446 只产品纳入统计，平均收益分别是 4.99%、3.9%。债券策略表现相对较差，共 738 只产品纳入统计，平均收益是 -0.07%。

图表：11 月不同策略业绩表现

投资策略	中位数	平均数	投资策略	中位数	平均数
股票策略 (5980 只)	4.86%	5.58%	相对价值 (267 只)	0.5%	0.89%
管理期货 (446 只)	2.72%	3.9%	复合策略 (631 只)	1.59%	3.00%
宏观策略 (177 只)	4.82%	4.99%	债券策略 (738 只)	0.21%	-0.07%
同期沪深 300	5.64%				
同期中证 500	3.43%				

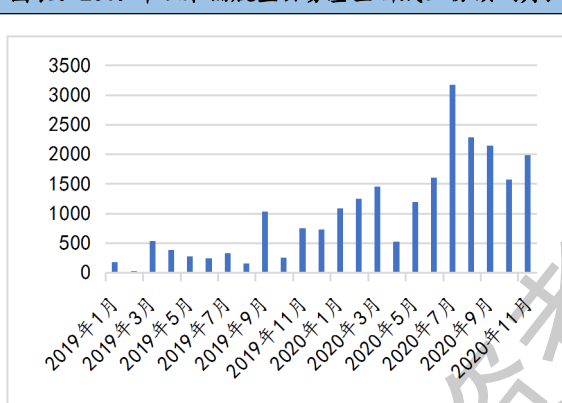
数据来源：金斧子投研中心

二、宏观对冲策略

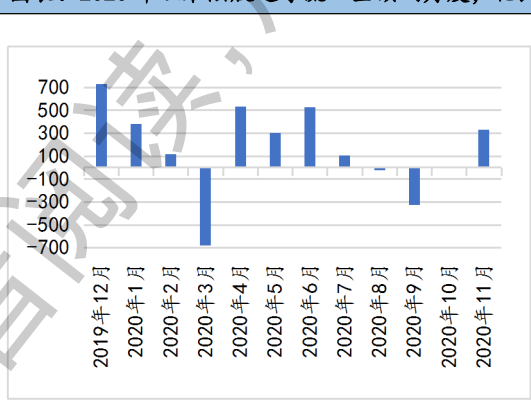
(一) 重要指标跟踪

- **资金面持续改善，北上资金增加明显：**11月新成立偏股型公募基金1980.61亿份，较10月环比增加25.59%，自7月以来持续回落后的首次回升；北上资金，11月陆股通净买入额为332.72亿元，较10月0.23亿元增加明显；IPO及定增，11月证监会共审核通过68个IPO和定增项目，预计募集金额1058.52亿元，分别较上个月变动17.24%、-1.76%。
- **日均市场成交额超8000亿，日市场情绪持续回升：**11月wind全A月度日均成交金额8266.93亿元（高于基准线6500亿），较上个月回升4.42%，投资者情绪和风险偏好持续回升。

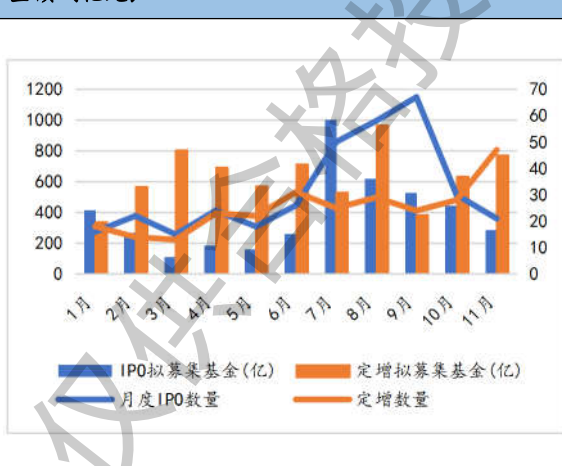
图表：2019年以来偏股型公募基金新成立份额（月）



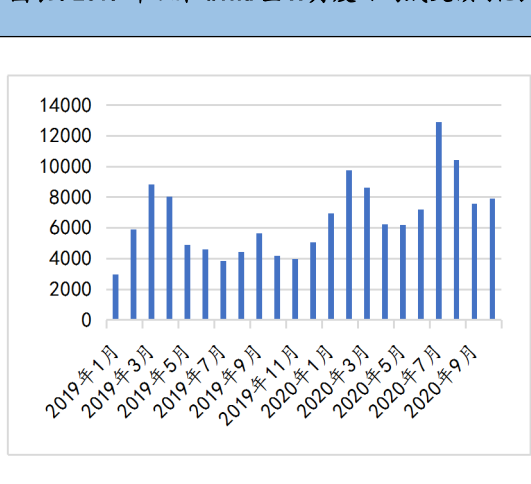
图表：2020年以来陆股通净流入金额（月度，亿）



图表：2020年以来月度IPO、定增获批数量及拟募集金额（亿元）



图表：2019年以来wind全A月度日均成交额（亿）

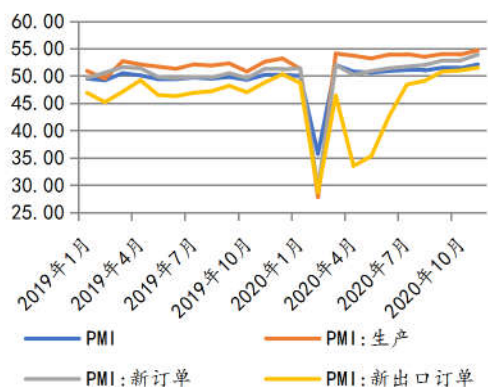


数据来源：wind，金斧子投研中心

- **经济持续恢复，出口和消费表现良好：**景气指数层面，11月PMI为52.1，较上个月回升0.7，分细项来看，生产、新订单、新出口订单分别是54.7、53.9、51.5，香蕉上个月分别增加0.6、1.1、0.5，均处于今年以来最高水平；**发电量层面**，10月发电量

为 6094 亿千瓦时，连续两个月下滑，不过当月同比增加，幅度为 4.6%；居民消费层面，目前线上购物已经成为重要消费方式，10 月在中秋和国庆双节效应下居民线上消费环比增长 24.35%，增速显著；第三季度 GDP 同比、环比分别增长 5.54%、6.42%，数据亮眼。

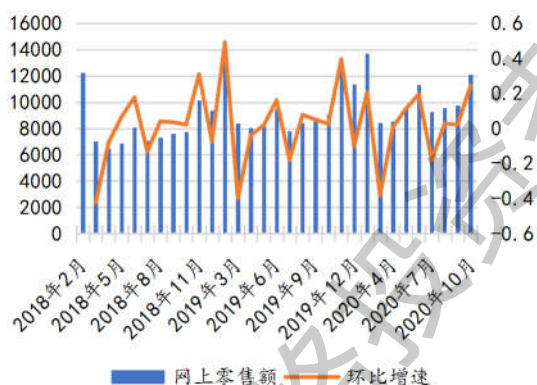
图表：2019 年以来官方 PMI 及部分细分指标



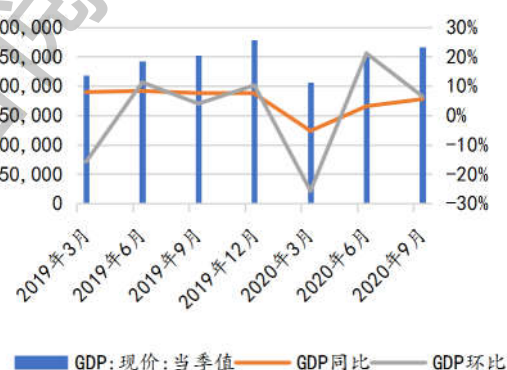
图表：2019 年以来当月发电量（亿千瓦时，%）



图表：国内网上零售额及环比增速（亿元，%）



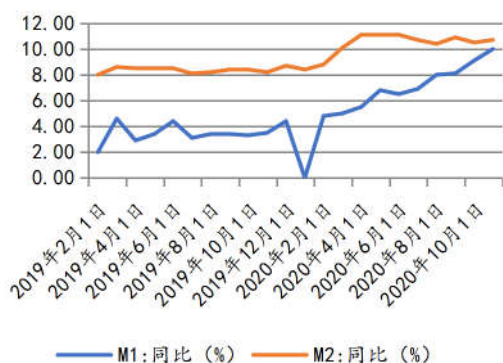
图表：2019 年 GDP 现值及环比、同比新（季度）



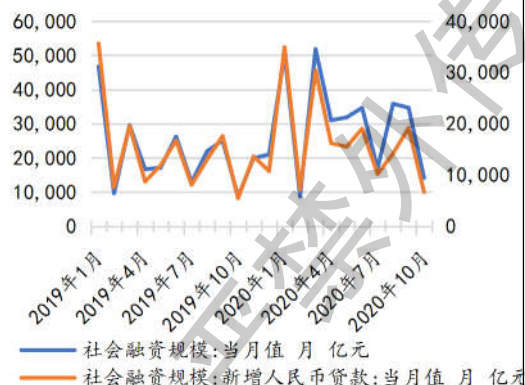
数据来源：wind，金斧子投研中心

- **货币：持续释放常态化信号，央行呵护流动性态度明显。**11 月 M2 同比为 10.7%，前值为 10.5%，M1 同比 10%，前值为 9.1%；11 月社会融资规模为 2.13 万亿，环比增加 50%，同比增加 1%；至 11/30，银行间质押式回购加权利率（1 天）为 1.2568%，下降 166.11BP，银行间质押式回购加权利率（7 天）为 2.4761%，下降 89BP，SHIBOR（3 个月）利率继续上行至 3.123%，增加 15.1BP；11 月央行公开市场操作中，货币投放 1.605 亿元，回笼 1.685 亿元，净投放 -800 亿，对比 10 月净投放较上个月流动性略有宽松货币净投放 -4500 亿，流动性略有宽松。

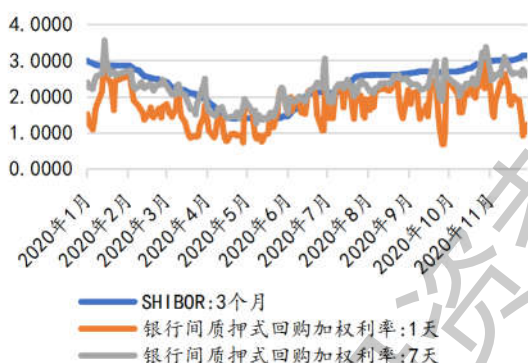
图表：2019 年以来 M1、M2 同比



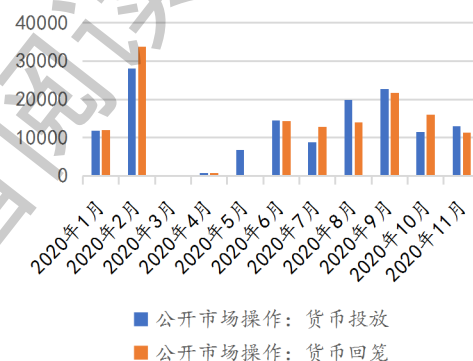
图表：2019 年以来月度社会融资规模



图表：2020 年以来资金短端利率变化情况 (%)



图表：2020 年以来央行公开市场操作 (亿)



数据来源: wind, 金斧子投研中心

(二) 策略表现

中安汇富 11 月取得 5.91% 的收益, 从 11 月份整体的投资交易来看, 风险敞口适中, 权益部分以稳健的仓位配置于中长期逻辑扎实, 盈利持续向上的领域, 商品集中于矛盾仍未缓解, 价格趋势仍然持续的品种, 净值表现稳中有升。针对商品市场, 中安汇富认为考虑到美国新一轮财政刺激政策和基础设施建设的进一步推进, 认为贵金属应该有一个中长期的货币层面的交易逻辑。

凯丰宏观策略 9 号 11 月收益 2.50%, 组合配置中, 证券类资产占比约 60%-70%, 商品期货保证金占比约 15%-20%, 债券占比约 15%-20%。11 月权益市场震荡上行, 受新冠疫苗研发取得进展等方面影响, 顺周期类资产表现不错, 涨幅明显; 商品指数一路上升, 与周期股强劲表现相呼应, 有色、能化和黑色商品表现亮眼; 债市表现依然偏弱, 主要原因在于信用风险事件冲击、经济复苏力度强劲。组合月度收益主要由证券类资产贡献, 商品期货亦有所表现, 债券维持平稳。

图表：金斧子在售宏观对冲策略产品 11 月收益、仓位及市场展望

管理人	产品	11 月收益	今年至今收益	11 月仓位	市场展望
凯丰	宏观策略 9 号	2.50%	14.72%	证券类资产占 60-70%，商品期货保证金占比 15-20%，债券占比 15-20%	关注疫苗的落地情况。尽管长期来看疫苗可以结束疫情，但是我们目前仍无法确定人群形成广泛免疫需要多长时间，离全球重启还有多远，因此短期内空头的逻辑还无法证伪。
从容	全天候 1 期	1.86%	63.21%	证券类资产占比 80%（季度披露）	-
半夏	宏观对冲	1.49%	47.70%	-	11 月市场风险偏好有所提升，商品市场也出现回暖迹象，半夏在各个资产类别及时调整，应对市场环境变化
中安汇富	莲花山宏观对冲 3 号	5.91%	101.66%	-	年末配置或主要集中在既有长期成长逻辑又有短期盈利支撑的领域，对于部分长期逻辑与短期盈利难匹配的行业，将综合考虑风险偏好变化进行阶段性的配置

数据来源：相关产品管理人，金斧子投研中心

三、股票策略

(一) 重要指标跟踪

- **顺周期板块涨势喜人，医药生物、计算机回调明显：**11月，28个申万一级行业中，有23个行业上涨，其中有色金属、采掘、钢铁、非银金融、银行等涨幅明显。因临近年底，机构和游资将资金持续流入低估值顺周期行业。而银行已步入利润增长压力减轻、息差逐渐企稳、总资产增速保持较高、信用成本有望下降的新阶段，期待银行股跨年行情。对比医药行业，受到耗材集采等政策的影响，医药板块持续回调，短期来看，医药受该政策影响明显，长期来看，集采将大幅度缩减产品利润，自主创新将是考核企业能否在市场成功的关键要素，因此研发能力强、管线丰富的龙头企业将会持续受益于集采政策。

图表：11月申万一级行业涨跌幅及市盈率

行业	月涨跌	市盈率	行业	月涨跌	市盈率	行业	月涨跌	市盈率	行业	月涨跌	市盈率
有色金属	20.51%	47.07	汽车	8.01%	31.00	公用事业	3.68%	18.69	电气设备	1.57%	39.31
采掘	15.01%	16.36	化工	7.64%	29.77	农林牧渔	3.07%	15.60	纺织服装	0.12%	38.08
钢铁	10.91%	14.19	交通运输	7.47%	24.67	轻工制造	2.51%	26.39	综合	-0.74%	35.63
非银金融	9.14%	19.02	房地产	6.13%	9.25	建筑装饰	2.34%	9.65	商业贸易	-1.15%	29.48
银行	9.13%	7.47	机械设备	4.82%	29.14	食品饮料	2.30%	45.43	传媒	-2.09%	38.16
家用电器	8.75%	26.14	建筑材料	4.80%	14.74	通信	2.30%	39.70	计算机	-2.66%	70.77
国防军工	8.05%	68.12	电子元器件	4.02%	50.08	餐饮旅游	1.58%	131.10	医药生物	-6.63%	41.29

数据来源：wind，金斧子投研中心

- **医药生物、电子等受主流机构关注度高：**从机构主要尽调行业看，电子、医疗生物、计算机、机械设备、建筑材料属于其关注较多的行业，其中隶属电子的个股中，新洁能（5家）和歌尔股份（4家）更受不同机构关注；医疗生物个股中，新产业（10家）、迈瑞医疗（7家）和美年健康等更受不同机构关注，随着集采逐步覆盖到医药和器械行业中，机构会更加青睐于细分行业龙头和全平台型龙头企业；计算机个股中，中科创达（3家）和天融信（3家）等更受不同机构关注；建筑材料个股中，东方雨虹会更受不同机构关注；在电气设备中，汇川技术更受不同机构关注，有7家机构对它进行调研，随着新能源车的高景气度影响，相关产业链上下游细分领域龙头将获得机构持续观察，而汇川技术属于电机控制器细分领域龙头。

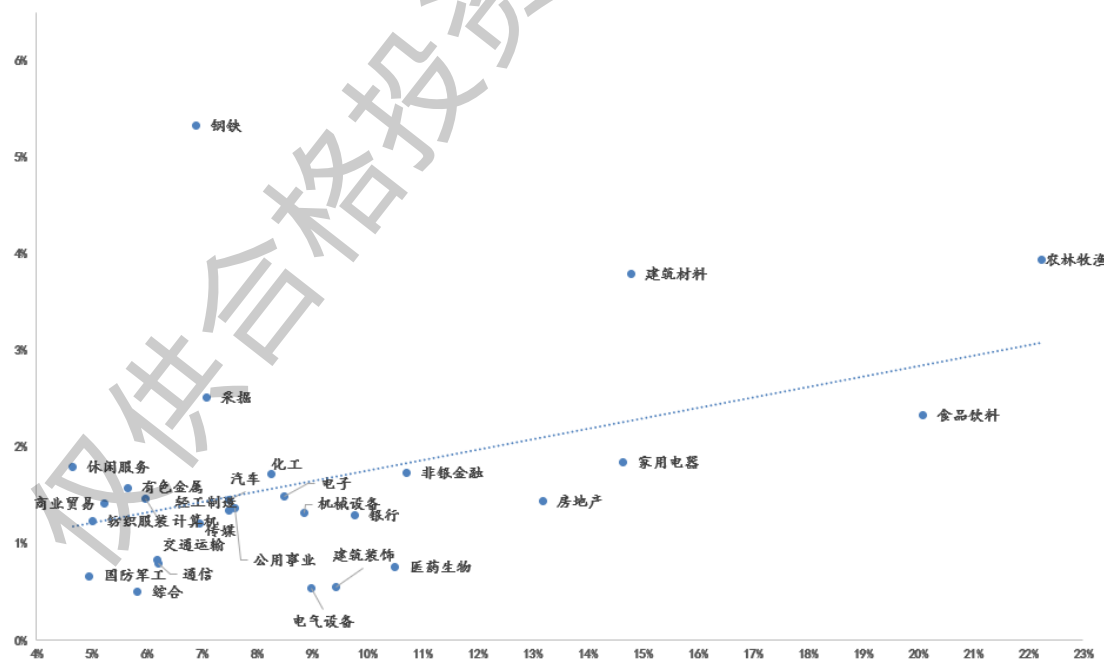
图表：2020 年主流私募主要尽调情况

调研机构	尽调次数	被调研个股	尽调次数	被调研行业	尽调次数
淡水泉	32	新产业	10	电子	12
彤源投资	22	汇川技术	7	医药生物	7
重阳投资	21	迈瑞医疗	7	计算机	6
高毅资管	20	新洁能	5	机械设备	5
盘京投资	18	歌尔股份	4	建筑材料	4
聚鸣投资	17	中科创达	3	化工	2
子翼资管	16	天融信	3	电气设备	2
丰岭资管	14	水晶光电	3	轻工制造	2
同鼎投资	14	弘亚数控	2	汽车	2
景林资管	12	美年健康	2	农林牧渔	2
源乐晟资管	12	华阳集团	2	食品饮料	1
理成资管	12	华东医药	2	有色金属	1
中欧瑞博投资	11	东方雨虹	2	纺织服装	1

数据来源：wind，金斧子投研中心

- ROE 及 ROE 稳定性，食品饮料、家电电器指标优异：将 2020 年以来申万一级行业的 ROE 以及 ROE 稳定性结合来看，食品饮料、家用电器属于 ROE 绝对值高且稳定性好的行业，建筑材料与家用电器差不多水平的 ROE，但稳定性略差；其次是房地产、医药生物、非银金融、银行等。

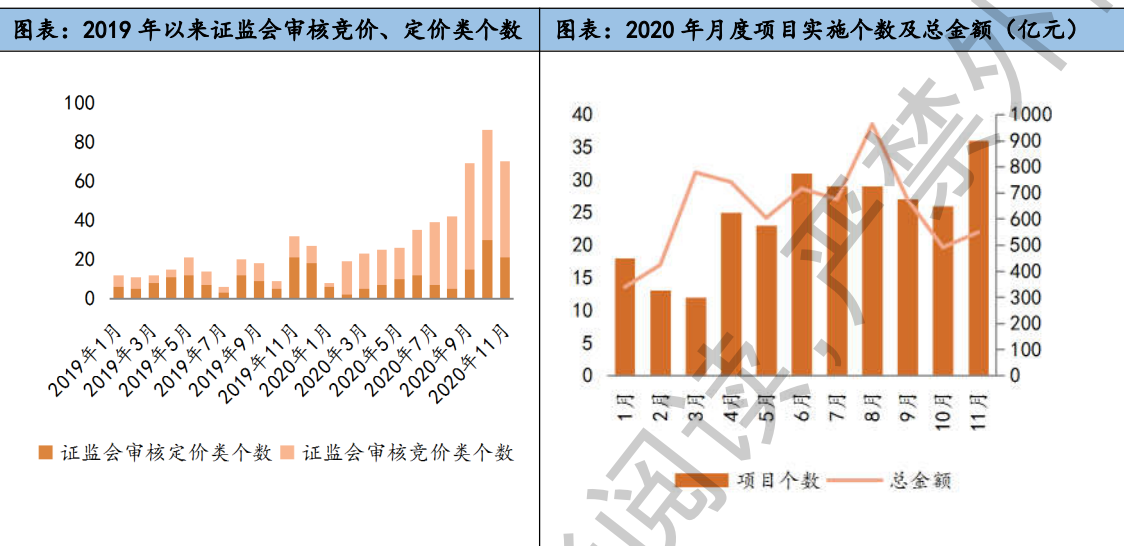
图表：2020 年以来 ROE 与 ROE 稳定性（纵轴是 ROE 的标准差）



$$(\text{Earning} = \text{ROE} * \text{Booking value}, \text{PB (LF 口径)} / \text{PE (TTM 口径)}) = \text{E/B} = \text{ROE}$$

数据来源：wind，金斧子投研中心

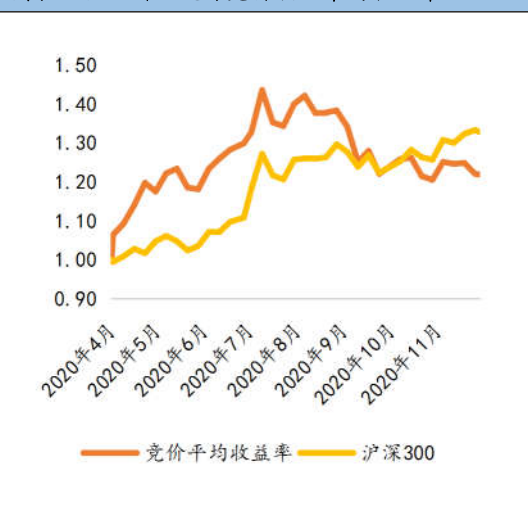
- **定增新增预案量少金额增加，新增实施项目明显增加：**至 11/30，11 月新增预案 59 个，新增预案总募集资金 713.82 亿元，本月新增预案有所减少，但金额较 10 月有所增加。其中竞价项目预计新增总募资 609.79 亿元，占总额的 85.43%，定价项目预计新增总募资 104.03 亿元，占总额的 14.57%。11 月新增实施项目明显增加，共有 49 个项目，募集金额约 786 亿元，其中竞价类项目 32 个，定价类 17 个。今年共实施 286 个项目中（包含新旧规发行的定价和竞价项目），平均折价率 18.73%，募集金额逾 7000 亿元，超过去年全年的募集金额，同时也远超今年 IPO 募集金额。



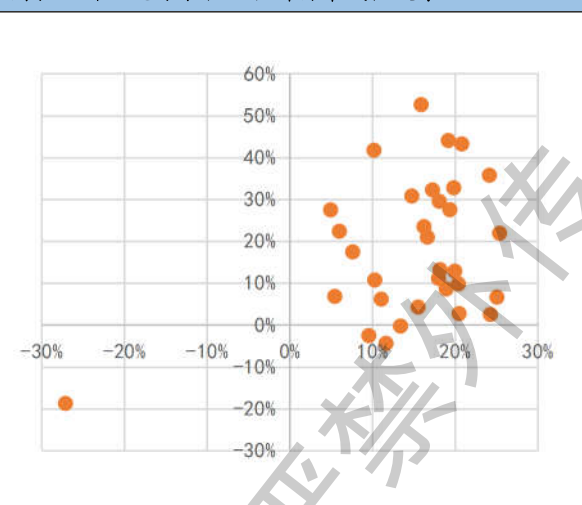
数据来源：相关产品管理人，金斧子投研中心

- **新规竞价项目热度较高，折价率与解禁后浮动收益无明显线性关系：**至 11/30，按照新规发行的 148 个竞价类项目中，其中 57 个项目按照底价发行，占比 38.51%，市场上参与的热度还是很高，但是实际按照发行首日收盘价计算，平均折价率仍有 15.24%；另外未足额募集的项目有 45 个，占比 30.41%，资金面供给较往年仍显不足。新规竞价项目截至 11 月 30 日平均浮盈 21.93%，而同期沪深 300 涨幅为 32.82%，其中浮盈超过 20% 的项目数量有 65 个，占比达到 43.92%。11 月份实施的 32 个竞价项目中，平均折价率 14.74%，中位数 16.96%，相较上个月折价有所增加，本月市场波动较大，个股之间浮动收益差异很大，折价率和浮动收益率之间关系分散，没有明显线性关系。

图表：按照新规发行竞价项目平均收益率



图表：新规发行下收益和折价率线性关系



数据来源：wind（浮动收益率以11月30日收盘价计算），金斧子投研中心

图表：新规后发行的竞价类产品解禁后收益

企业名称	解禁日期	复权后解禁收益率 (%)	解禁金额 (万元)	企业名称	解禁日期	复权后解禁收益率 (%)	解禁金额 (万元)
盛新锂能	2020/10/9	54.80%	102,165.57	科斯伍德	2020/11/12	47.33%	44,200.00
世纪华通	2020/10/15	-7.84%	286,378.38	同有科技	2020/11/12	32.52%	30,400.08
朗姿股份	2020/10/16	41.31%	6,961.65	飞荣达	2020/11/12	-13.59%	60,372.34
剑桥科技	2020/10/21	-27.46%	54,355.62	佩蒂股份	2020/11/13	63.05%	86,520.00
华友钴业	2020/10/21	27.98%	102,385.19	宁波银行	2020/11/16	58.78%	1,000,636.04
辉隆股份	2020/10/26	35.80%	17,436.02	五洋停车	2020/11/16	26.74%	96,323.86
中盐化工	2020/10/26	4.22%	80,607.90	国网英大	2020/11/16	9.45%	244,923.91
建设机械	2020/10/27	63.68%	129,176.61	傲农生物	2020/11/18	-7.47%	102,545.42
华宏科技	2020/10/28	2.70%	32,457.66	康泰生物	2020/11/20	35.45%	405,736.36
必创科技	2020/10/28	83.96%	22,924.83	湘潭电化	2020/11/23	8.26%	30,096.52
普利制药	2020/10/29	7.90%	59,378.30	格林美	2020/11/23	36.50%	328,822.87
光弘科技	2020/10/29	-15.37%	182,681.48	东湖高新	2020/11/23	12.32%	24,625.00
晋亿实业	2020/11/2	-1.20%	28,070.95	新劲刚	2020/11/26	44.64%	26,354.28
国网信通	2020/11/9	5.15%	154,876.95	华正新材	2020/11/30	-34.38%	38,390.62
新宙邦	2020/11/12	140.82%	272,944.82				

数据来源：wind，金斧子投研中心

(二) 策略表现

(1) 超长期价值策略

正心谷资本，目前持仓的行业结构主要是食品饮料、消费电子、化工，还有一小部分的医药零售。组合的调整节奏非常好，正心谷前期出于防守和资金整体组合稳健的考量，把小家电、疫苗等一些前期涨幅过大的股票进行了调整，这些公司估值可能在短期上涨过快，或者已经超过预期。然后切换到一些更加稳定、现金流流动性好、业绩也稳步增长，未来估值更有确定性的行业和公司。事实证明，近期的白酒、消费电子等龙头个股涨幅非常不错，体现了正心谷前瞻性的布局思路，也为明年的组合打好了基础。

景林资本，得益于重仓的港股龙头公司、美股中概股龙头和 A 股消费类龙头公司的优异表现，本月景林全球的表现非常亮眼；展望后市，在国内经济复苏和国内产业供应链在全球疫情爆发下显得更为重要的前提下，我们这些经历过洗礼的公司会越战越勇，更具备成长性。

汉和资本，近三月汉和依然表现了相较于大盘非常优异的业绩，行业上均衡配置在消费、科技、医疗等黄金赛道，但是并没有因为短期的消化估值下跌较多，说明在行业的个股配置上汉和选股的基本功非常扎实。展望未来，汉和依然会基于现有成熟的投研体系，精选个股，做多中国。

高信百诺，近两个月表现非常亮眼，重仓持有家电龙头、港股龙头都贡献了较为不错的收益；高信百诺的选股理念是比较洁癖的，不唯风格不唯估值，极度注重管理层品质和商业模式以及财务状况，所以，在传统产业中他们也可以找出可以持续贡献超额机会的个股，在 TMT 行业也会有比较大的重仓。在市场整体存在高估的情况下，优质资产反而因为高质量高确定的增长前景，从而具有更高的配置性价比，行情将大概率向深度结构分化的方向演绎，而高信百诺作为具备国际化团队背景的投资机构，会更加游刃有余。

金斧子资本-水星价值，近三月是水星价值组合个股表现的时刻，我们非常欣慰的看到前期通过一二级市场研究的成果。在我们一二级市场研究深耕的医药、互联网、消费、新能源、中国制造、金融科技等领域，都精挑细选了在未来具备巨大成长空间的个股组合。展望未来，我们会不断总结反思我们的研究流程和投资理念，用近乎苛刻的工匠精神做好组合管理，不辜负投资人的信任。

图表：金斧子在售超长期价值策略产品 11 月收益、仓位及市场展望

管理人	产品	11 月收益	今年至今收益	11 月仓位	展望
高信百诺	久盈 1 号	4.42%	38.30%	总仓位 100%； 相对集中，集中于可选消费、信息技术、日常消费、房地产、金融，比重分别是 31%、30%、12%、11%、4%	市场整体存在高估的情况下，优质资产反而因为高质量高确定的增长前景，从而具有更高的配置性价比
景林	景林全球	6.64%	29.41%	总仓位 96.45%； 相对集中，集中于可互联网、家电、水泥建材，白酒，医药，比重分别是 26%、15%、13%、11%、10%	虽然电动化边际化影响不容忽视，经济的真实需求强劲也是一个真实写照。我们要为来年全球经济同步提振做好准备。
正心谷	水星价值中国 1 期	5.44%	76.82%	总仓位 96.03%； 相对集中，集中于建材、饮料、化工、通信设备、食品，比重分别是 33%、19%、18%、14%、10%	聚焦在新兴消费、创新医药、科技制造等具有持续增长的核心子赛道布局
金斧子资本	水星价值中国 1 期	2.71%	31.14%	总仓位 100%； 行业相对分散，食品饮料、医药生物、港股、电气设备分别占 26%、22%、14%、11%	坚信新兴能源、医疗健康、大消费、TMT 等领域优异资产仍在四季度创造更高 α 收益
	水星旗舰 FOF 基金	1.45%	4.43%	总仓位 90%以上	

数据来源：相关产品管理人，金斧子投研中心

(2) 成长价值策略

石锋守正 3 号 11 月受医疗板块及成长风格回调拖累，下行 3.01%，跌幅较大，组合内部有所分化。重仓医药生物板块受第二批高耗集采预期影响，大幅下跌，使得组合整体业绩表现较为低迷。持仓中，军工、建材、先进制造等板块，受基本面向好预期提振，本月表现积极，为组合贡献正收益，对冲了部分医药板块的影响。整体来看，11 月虽不是成长风格行情，但相较于同类产品来说，石锋回撤控制较好，目前持仓的绝大多数企业基本面仍保持景气良好势头，中长期来看依然会给持有人带来持续稳健收益。

聚鸣多策略 11 月表现更佳，涨幅 3.0%，主要持仓行业为电子、军工、金融、建材等，本月行情快速轮动，波动较大，因此组合整体业绩表现较为平滑。组合配置中，基本面有所改善，明年景气度确定上行的军工板块表现更佳，金融、制造行业亦对收益有所贡献。建材行业表现较为低迷，拖累了组合收益。经过本月调整，目前聚鸣持仓更为均衡，攻守方向皆备，配置新能源、军工、大制造业、金融、汽车家电等板块，行情震荡企稳后，明年将会有较强进攻性，当前是非常好的布局窗口。

同舜智慧 1 号 11 月涨幅 1.18%，持仓较为集中，主要持仓行业为食品饮料、消费电子、物业、医药等。食品饮料及消费电子板块本月虽波动较大，但依然为组合贡献了较高正收益。由于持仓中医药板块受政策面及风险偏好下行影响，本月跌幅较大，因此拖累了组合整体涨

幅。

泰旻创新成长 7A 本月下行幅度较大，下跌 4.24%，跑输市场。主要源于医药、消费电子、互联网持股受市场风格切换、风险偏好下行影响明显下跌。持仓中，食品饮料、纺织轻工取得较好正收益。11 月泰旻创新成长 7A 仓位基本稳定，小幅减仓，适度减持了食品饮料、医药，少量加仓确定性较高的消费者服务、互联网。

申九全天候三号 11 月，产品保持中等仓位，主要配置在新型消费、云计算、医疗服务板块，以及一些有供给侧逻辑的顺周期行业。8 月以来，随着 M2 边际走弱，医药、TMT 等行业多数公司股价回落较多，成长板块弱于大盘，而组合管理上也一直在调整，一方面在原有组合中去伪存真，继续保留中长期景气度高且业绩增速较快的公司，同时也减持了一些估值过度扩张的公司，并结合供给侧的逻辑，配置了一些 PB 较低的顺周期公司。随着 PPI 的见底回升，短期来看价值风格依然会占优，涨价会从上游往中游传导，但由于中国货币政策的提前调整，这轮周期复苏的时间和高度都会受限。将在变化中把握机遇，在调整中寻找买点，在噪音中寻找真正长期高景气度的赛道，并从中挑选业绩出现拐点变化的公司。

于翼东方点赞 3 号 C 展望后市，央行三季度货币政策执行报告指出贷款利率环比回升，未来增强汇率弹性和预期引导，关于下一阶段政策，央行提出稳健的货币政策要更加灵活适度，将尽可能长时间实施正常货币政策，不难看出政策回归常态得到再确认。伴随中国经济持续复苏，“顺周期”将有望继续成为 A 股市场行情主线，其中特别注意需求端有自身库存周期与行业周期逻辑，供给端有收缩或产能退出的方向，这些方向持续性可能超越市场预期。

图表：金斧子在售成长价值策略产品 11 月收益、仓位及市场展望

管理人	产品	11 月收益	今年至今收益	11 月仓位	展望
聚鸣	多策略	3.00%	75.80%	总仓位 80%； 持仓行业包括：大制造业、新能源汽车、军工、金融、消费、医药生物等	对于流动性的担心较弱，更多看估值。至明年上半年，电动车和军工行业景气度确定上行，较为看好；关注估值处于中低位置、明年景气度上行的航空、金融、装饰建材等；汽车家电等或可赚业绩增长的钱。
石峰	守正 3 号	-3.01%	79.88%	总仓位 90%； 主要集中于医药生物、食品饮料、先进制造、建材等行业	结构性行情分化，未来预计维持震荡走势。政策退坡叠加经济上行依然是当前我国面临的宏观政策组合，短期经济回升不改长期增速回落的趋势，因此兼顾短期行业波动的同时，需关注公司本身的成长性
同舜	智慧 1 号	1.18%	29.42%	总仓 100%； 持仓行业分别为食品饮料、消费电子、物业、医药和教育	展望后市，顺周期补涨和消费、医药、科技类回调后可能达到一个新的平衡，短期大盘预计继续震荡盘整，长远眼光下消费、医药和科技（互联网）是最具潜力的赛道

泰阳	创新成长 7 号 A 期	-4.24%	25.12%	总仓位 85%； 重仓医药、食品饮料、电子、互联网、餐饮旅游等	新旧经济的估值收敛更多的是市场资金博弈的一次性效应，随着估值差距缩窄，部分成长类板块和个股已经接近安全区域，长期价值逐渐显现。展望 2021 年，看好医药行业机会，同时消费品内高性价比机会
睿璞	悠享 1 号	8.05%	54.89%	总仓位 90%；	-
大禾	掘金 21 号	1.39%	41.90%	总仓位 90%； 重仓食品饮料	-
申九	全天候 3 号	-2.13%	62.74%	总仓位 70%； 共持有 20+标的，已积极调整仓位，医药、大金融、TMT 分别占比 20%、10% 20%，此外还有 5%的港股及一点新能源	希望坚持擅长的领域，不愿意追目前的顺周期板块而未来擅长领域的行情。认为明年港股机会可能比 A 股机会更大，会有一定的比例扩充。
于翼	东方点赞 3 号 C	8.16%	40.79%	总仓位 77%； 重仓医药生物、电子，占比分别 17%、15%	伴随中国经济持续复苏，“顺周期”将有望继续成为 A 股市场行情主线，其中特别注意需求端有自身库存周期与行业周期逻辑，供给端有收缩或产能退出的方向，持续性或超越市场预期

数据来源：相关产品管理人，金斧子投研中心

(3) 指数增强策略

11 月份，指数增强策略超额集体出现回撤，跟踪观察池中，500 指数增强策略超额平均回撤超过 1.2%，回撤幅度较大，幻方超额回撤超 3%，但由于指数增强策略收益同时受到 Beta 部分影响，11 月各大指数涨幅较大，沪深 300 指数上涨超 6%，中证 500 指数上涨约 4%，中证 1000 指数上涨约 2%，因此指数增强策略整体保持了正收益。11 月，在售指数增强产品中，幻方 500 指增收益 0.84%，幻方 1000 指增收益 0.14%，九坤日享 1000 上涨 3.9%，龙旗 500 指增上涨 2.35%。

我们分析此次超额出现集体回撤主要有受到以下原因影响：（一）波动率下降。波动率与超额收益多数时间成正比，波动率越大，越有利于超额的获取。11 月份，11 月份整体市场活跃度与交易在降低，横截面及时间序列波动率都在下降，众多策略有效性较低，交易成本迅速抬升，超额出现一定的回撤。（二）打新收益下降。由于打新收益确定性较强，今年有较多的机构资金参与，使得打新收益被摊薄，加之 11 月新股发行数量显著下降，打新收益进一步下滑，减少产品的超额收益。（三）风格切换。量化机构的天然会在流动性、波动率这两个市场因子维度上正向暴露，今年中小盘市场行情较好，因此整体超额收益较高。但是 11 月份，由于年底公募基金需获利了结，换仓至估值较低、安全边际较高的周期股，市场出现风格切换，有色、银行等周期股爆发，医疗、TMT、消费等前期热门板块造冷落，因此风格切换导致有行业暴露的量化机构出现明显的回撤。

图表：金斧子在售指数策略产品 11 月收益以及今年以来业绩表现

管理人	金斧子在售产品	成立时间	11 月收益	今年以来收益	今年以来最大回撤	回撤周数	今年以来年化波动率
幻方	中证 500 量化多策略 1 号	2017/1/19	0.84%	55.51%	12.07%	9 周	20.88%
幻方	中证 1000 量化多策略 1 号	2018/10/9	0.14%	54.66%	11.54%	9 周	20.05%
九坤	日享中证 1000 指数增强 1 号	2018/4/25	3.90%	60.30%	13.05%	10 周	27.28%
龙旗	龙旗红旭	2016/10/11	2.35%	50.68%	11.58%	13 周	20.12%

数据来源：相关产品管理人，金斧子投研中心

(4) 定增策略

11 月四只定增产品均有不同程度涨幅，从持仓角度看物明创盈壹号行业集中度最高，其中电子占比超过一半；其次是架桥资本创富 9 号，相对较为均衡地分布在非银金融、机械设备、公用事业；银创则相对分散，其中电子和计算机占比相对较高，合计 28.58%；红土创新目前已公告标的所属电子行业，占比 23%。

架桥资本创富 9 号 11 月上涨 1.61%，已投标的中环保行业标的跌幅较大，过去几年估值受压制的主要原因在于前期高速扩张导致企业经营性现金流压力较大，及国内流动性收紧所引起的债务压力和融资成本上升等因素。但随着龙头企业纷纷加强对公司经营性现金流的管控，及今年以来国内资金面的明显宽松和融资成本的大幅下降，标的企业作为环保龙头已有明显的受益，今明两年的业绩增长的确定性较强。

红土创新金斧子一期 11 月上涨 1.48%，已投标的未电子行业，公司为本土精密结构件龙头，双调整战略迎来经营拐点。经过三年向 A 客户、三星等国际客户和 Mac 机壳及小件等非手机业务的“双调整”战略布局，公司当前客户结构及产品结构已发生实质变化。

物明创盈壹号 11 月上涨 0.67%，已投标的中消费电子行业尤其是苹果供应链受到苹果新品需求旺盛的带动，头部企业的业绩将保持强劲增长，股价有较强支撑；医疗板块近几个月回调明显，这是上半年医药走出大行情之后情绪回归的必然结果，其中我们看好的医疗信息化板块也持续受压，但这与行业基本面是背离的，疫情以来医院信息化建设在不断加速，而且行业未来 5 年仍会保持高景气度，我们相信随着基本面不断走强、相关龙头企业的股价会逐渐回归。

图表：金斧子在售定增策略产品 11 月收益、仓位及市场展望

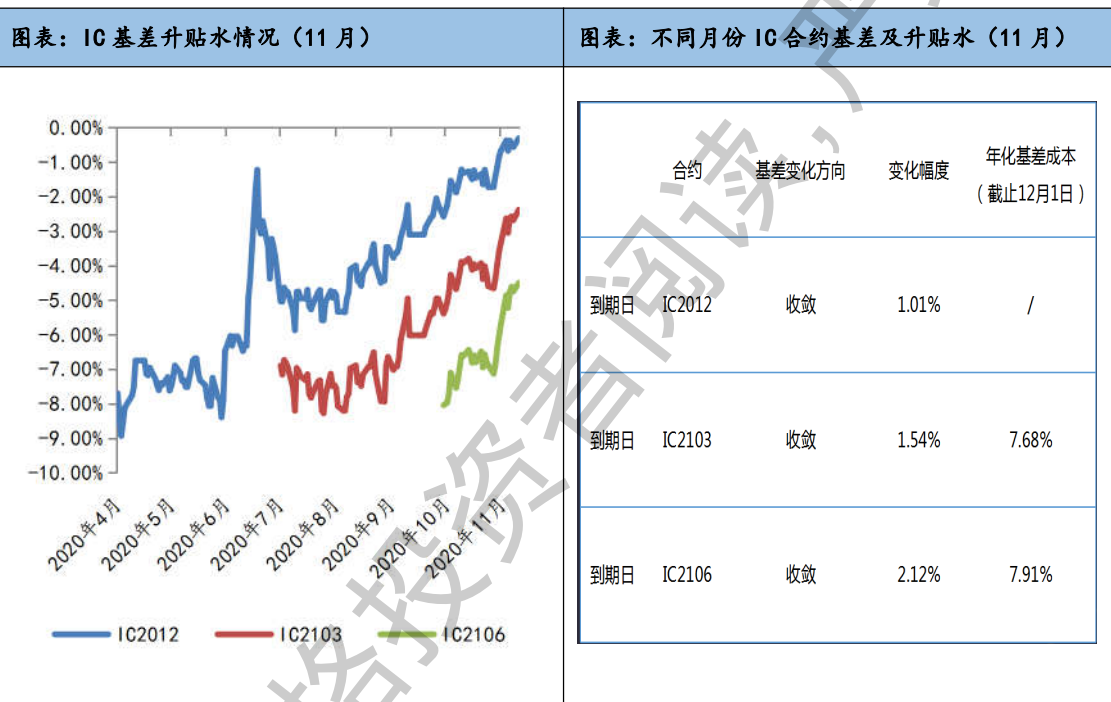
管理人	产品	11 月 收益	今年至今 收益	11 月仓位	展望
物明	创盈壹号	0.67%	6.15%	相对集中，电子、计算机、医药生物分别占 51.4%、25.88%、21.57%	消费电子尤其是苹果供应链受苹果新品需求带动，头部企业业绩强劲、股价得到支撑；医疗板块回调明显，医疗信息化持续受压，与行业基本面背离，未来基本面走强，相关龙头企业的股价会逐渐回归
银创	增盈对冲 2 号	0.98%	2.70%	相对分散，分散在 8 个不同行业，电子、计算机占比均是 14.29%，其他建筑装饰、机械设备、电气设备占比 5.5%-7.5%之间	整体而言，未来 A 股大概率是处于宽幅震荡的慢牛格局。基于政策上的折价优势，定增仍是性价比非常高的权益配置工具。
架桥	资本创富 9 号	1.61%	3.02%	持仓集中，非银金融、公用事业、机械设备分别占比 30%、30%、21.54%	已投环保行业标的，虽然近期受市场波动影响，公司股价下行明显，管理人依然相信行业及公司未来值得期待
红土	创新金斧子一期	1.48%	-0.15%	目前已公告的标的所属电子行业，占比 23%	-

数据来源：相关产品管理人，金斧子投研中心

四、中性策略

(一) 重要指标跟踪

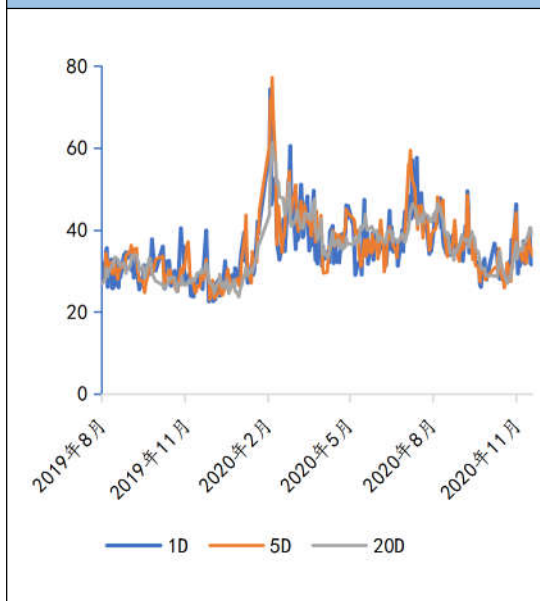
IC 合约基差是影响中性策略业绩表现的重要原因之一。11 月，IC 合约整体出现较大幅度收敛，远月合约收敛幅度大于近月合约，具体来看，IC2106 合约收敛 1.87%，IC2103 合约收敛 1.24%，IC2012 合约收敛 0.75%，目前年化基差成本 8-9%，对冲成本低于全年平均水平。基差收敛可能由以下几个原因导致：（一）市场多头情绪浓烈。11 月，指数涨幅较大，多头情绪浓烈，对冲需求减弱。（二）部分头部量化管理人暂停中性产品发行，股指期货端的卖盘压力减小，也促进了贴水收敛。（三）打新基金采用股指期货对冲 Beta 风险的，当打新收益下降，部分机构选择平仓退出，减少对冲需求，这也是促进贴水收敛的原因之一。



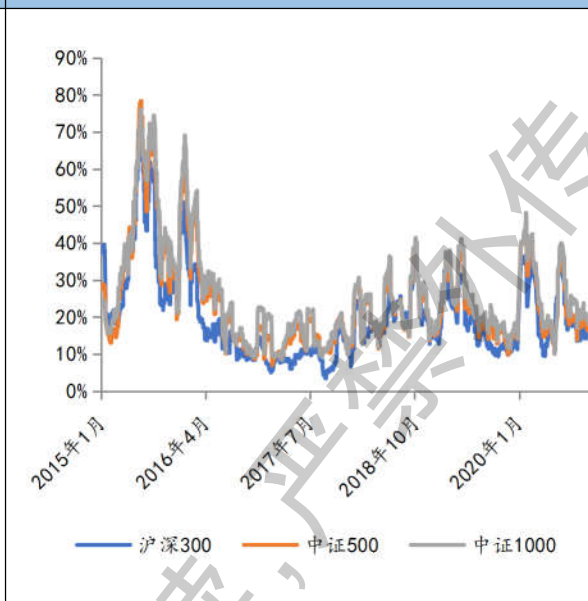
数据来源：wind，金斧子投研中心

10 月，各大指数在各个周期的横截面波动率都有所上升，其中沪深 300 指数上升幅度最大。其中，中证 500 指数 1 天横截面波动率上升 8.33%，5 天横截面波动率上升幅度最大为 10.40%，20 天横截面波动率上升 4.01%。沪深 300 指数 1 天和 5 天横截面波动率上升幅度明显，分别为 18.23%和 18.36%，20 天横截面波动率上升 7.50%。中证 1000 指数 1 天横截面波动率上升 10.89%，5 天横截面波动率上升 8.56%，20 天横截面波动率上升 4.35%。而中证 500 指数日内波动率较上月平均水平却下降-3.19%，收益波动率下降-1.72%。

图表：中证 500 近一年横截面波动率



图表：各大指数时序波动率



数据来源：wind，金斧子投研中心

（二）策略表现

中性策略受到超额水平和股指期货基差两方面的影响。11 月，由于超额水平整体表现较差，大多数产品的超额集体出现回撤，此外，IC 合约基差整体呈现收敛，远月基差收敛近 2%，受到超额回撤和基差收敛的双重影响，导致中性策略收益普遍为负。

在售的中性策略产品中，11 月，衍复下跌 0.02%，下跌幅度最小；锐天下跌 1.11%；九坤下跌 0.68%；幻方由于有相对较大的行业暴露，因此下跌幅度最大，为 2.37%。目前 IC 合约年化基差为 8-9%，对冲成本较低，加之根据过往统计，超额波动呈现周期性，明年一二季度超额水平大概率会出现反弹，因此现在是进入中性策略产品相对较好的时机。

图表：金斧子在售中性策略产品 11 月收益以及今年以来业绩表现

管理人	金斧子在售产品	成立时间	11 月收益	今年以来收益	今年以来最大回撤	回撤周数	今年以来年化波动率
衍复	中性 3 号	2019/12/23	-0.02%	17.50%	0.92%	2 周	4.14%
锐天	波尔 D	2018/8/20	-1.11%	5.04%	3.78%	11 周	4.62%
九坤	量化混合私募 2 号	2015/11/06	-0.68%	12.67%	1.72%	7 周	4.25%
幻方	量化对冲 2 号	2017/7/26	-2.37%	17.12%	3.24%	7 周	7.08%

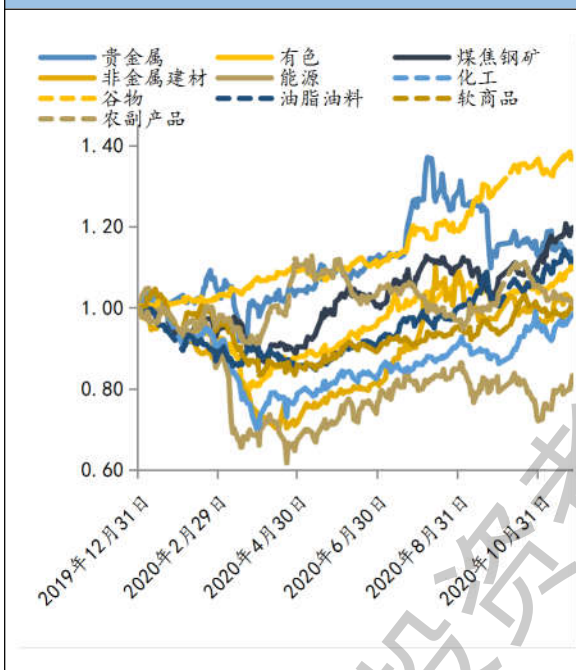
数据来源：相关产品管理人，金斧子投研中心

五、商品策略 (CTA)

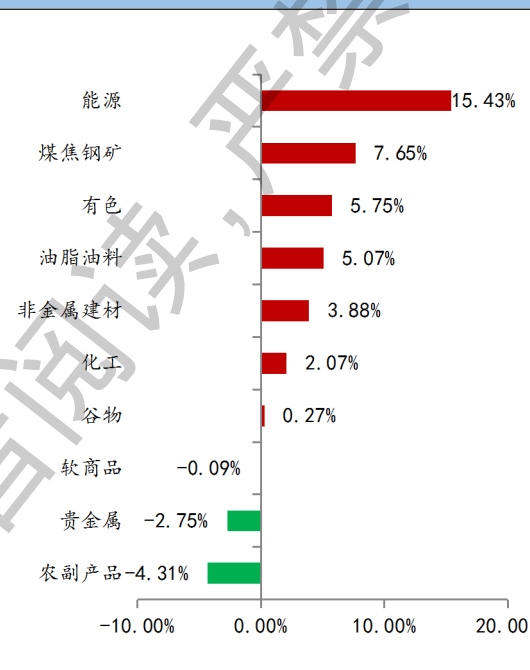
(一) 重点指标跟踪

11 月商品市场反转上涨，上半月由于美国大选剧情反复和疫苗研制等消息影响整体走势偏震荡，部分板块发生较大幅度的反转，下半月美国大选形势明朗化，美元持续走弱以及宏观数据向好，四季度经济动能修复的强度超预期影响，市场总体走出上涨趋势性行情，部分品种创下新高，整体来看有利于 CTA 策略发挥。

图表：2020 年以来 WIND 细分期货月度涨跌(至 11/27)



图表：11 月 WIND 细分版块涨跌 (至 11/27)



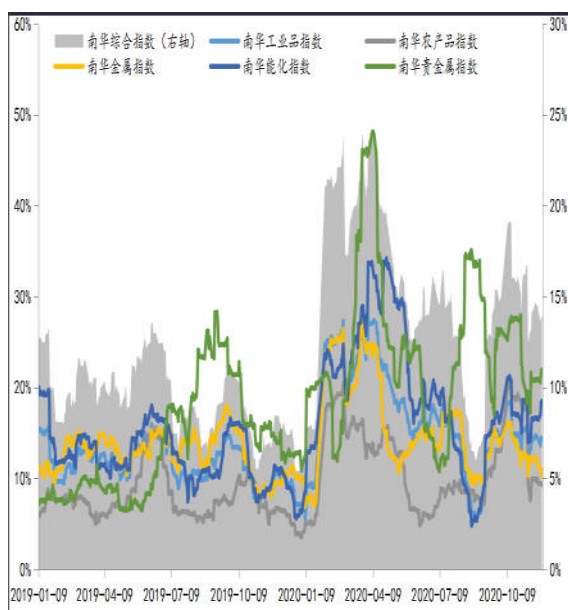
数据来源：wind，金斧子投研中心

具体来看，上半月能化板块总体趋势反转震荡上涨，原油、PTA 触底反弹，反弹力度强劲，其波动弹性超过股票市场；橡胶高位下跌，趋势有所反转。金属板块总体震荡、趋势性不明显，尤其贵金属受大选推进及疫情消息影响波动较大反转较多，有色金属如铝、锌表现相对偏强。黑色板块上半月强势上行，焦炭强势上涨成为上半月上涨幅度最大的活跃性品种。农产品板块上半月整体高位震荡，内部走势分化，大豆走出强趋势上涨行情，玉米、淀粉等品种反转较多。

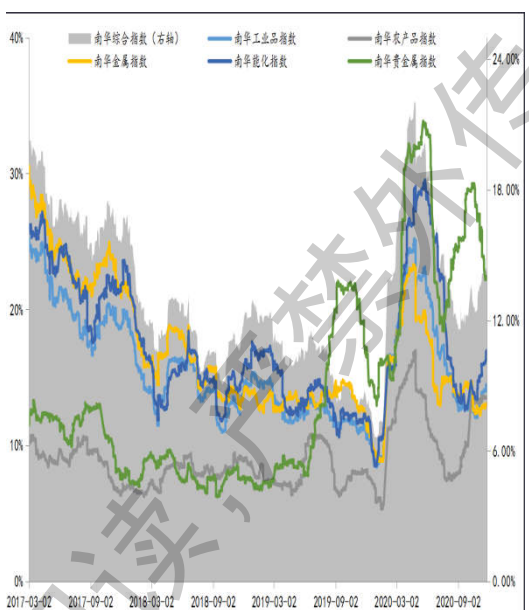
下半月，国内商品市场行情火爆，趋势性明显。临近月底，在各项宏观数据公布，经济复苏超预期的情形下，国内商品期货市场上涨趋势明显，部分品种创下新高。随着疫苗利多提振明年需求改善预期及 OPEC+减产计划影响，油价进一步上涨，成为本月月度上涨幅度最大的活跃性品种，能化板块原油相关化工品种持续走强。贵金属方面由于美国大选不确定性消除、疫苗研发利好及 SPDR 黄金 ETF 不断减持等因素影响，避险情绪走弱，金银持续走弱。黑色板块受国家统计局公布的 10 月房地产投资增速和基建投资增速进一步提升，经济复苏超预期影响黑色板块强势上行，上涨趋势明显。农产品板块则延续高位震荡格局，其中油脂

类品种库存持续去化，同时受天气影响明显，豆类、粕类依旧易涨难跌，大豆延续强劲上涨趋势，玉米、淀粉等品种由于环境影响供应短缺支撑价格。

图表：各板块 20 个交易日滚动波动率



图表：各板块 60 个交易日滚动波动率



数据来源：wind，金斧子投研中心

图表：11 月不同商品品种相关性（至 11/27）

	贵金属	有色	煤炭钢铁	非金属建材	能源	化工	谷物	油脂油料	软商品	农副产品
贵金属	1.0000									
有色	0.1742	1.0000								
煤炭钢铁	0.0767	0.4157	1.0000							
非金属建材	-0.0162	0.2833	0.2953	1.0000						
能源	0.2310	0.4257	0.2682	0.2736	1.0000					
化工	0.2042	0.6081	0.3413	0.3311	0.6526	1.0000				
谷物	0.0749	0.1325	0.0106	0.0304	0.0057	0.0523	1.0000			
油脂油料	0.0569	0.3695	0.2678	0.2783	0.3681	0.3642	0.3567	1.0000		
软商品	0.0667	0.5087	0.3649	0.2141	0.4197	0.6246	0.1375	0.4783	1.0000	
农副产品	-0.0256	0.2448	0.1302	0.1276	0.1802	0.2295	0.1408	0.2109	0.2760	1.0000

数据来源：wind，金斧子投研中心

（二）策略表现

市场上运行的大部分 CTA 产品均在 11 月份获得较高收益。月中不少品种反转导致净值回撤，但整体来看不少品种仍然走出趋势性行情，CTA 策略表现较优，全月来看整体表现较好，其中策略复合度较高、持仓周期周度以上的管理人表现相对较好。

九坤 CTA 因为其策略复合度及周期复合度较高，整体频率也较快，呈现出来的净值曲线

较为平滑，夏普比率显著优于其他 CTA 产品。11 月九坤 CTA 净值回撤较大，周度净值最大回撤为 4.72%，主要是因为 10 月末短周期策略回撤，中周期策略赚钱，但因为短周期比例高，净值整体回撤；11 月上旬是各个周期都有小幅回撤；临近 11 月下旬净值已经有所反弹。

均成 CTA3 号在 2020 年 3 月累计收益 37.26%，其中商品期货贡献了主要收益，收益贡献度为 73.15%，股指期货贡献度为 26.85%。商品期货交易较活跃的板块为油脂油料板块、化工板块和煤焦钢矿，其中主要盈利来自于化工板块、油脂油料板块、能源板块、有色板块、软商品板块和贵金属板块，商品期货只有非金属建材板块发生亏损。

量道全月上涨 1.24%，上半月表现较为优异而后化工板块和部分品种出现集中的趋势反转，受策略周期影响，商品期货组合调整不及，单日亏损较多出现较大幅度的回撤，而后下半月净值有所修复。该管理人盈利主要来自于商品期货部分，股指部分整体亏损，其中商品方面焦煤钢矿板块盈利较多贡献正收益，能源化工板块由于本月反转震荡较多带来亏损，目前该管理人持仓在煤焦钢矿和油脂油料板块偏多，化工偏空。

远澜低杠杆产品本月上涨 3.63%，其中 CTA 产品的各主要子策略类别全部为正收益，具体来看商品时间序列策略中，趋势策略表现良好已经新高，其中的中长周期趋势策略表现更优；均值回复等其他时间序列策略本月表现亦温和回升。商品截面策略中，基本面量化策略本月表现最为强劲，量价截面策略也小幅盈利。股指策略中基本面择时策略表现良好继续新高，股指量价策略从前期回撤中反弹。

盛冠达今年以来表现持续较好，整体净值持续创新高，本月上涨 1.71%，从子策略表现来看，商品策略部分中基本面多空对冲表现较优，类固收类策略中股指套利策略表现较为一般。从商品单品种方面看，主要盈利的品种：铜、焦炭、豆油，主要亏损的品种：豆粕、甲醇、铅。

冲和本月上涨 3.02%，持仓主要在黑色、有色金属和农产品板块。11 月黑色板块大幅盈利带动净值上涨，其他板块略有所亏损，其中农产品板块和有色金属板块相对亏损幅度较大。

图表：金斧子在售商品 CTA 策略产品 11 月收益以及今年以来业绩表现（至 11/27）

管理人	金斧子在售产品	成立时间	11 月收益	今年以来收益	今年以来最大回撤	回撤周数	今年以来年化波动率
九坤	量化 CTA1 号	2017/7/21	-2.22%	13.65%	5.62%	5 周	7.66%
量道	CTA 精选一号	2018/8/10	1.25%	55.85%	9.31%	12 周	35.68%
均成	CTA 三号	2019/7/31	10.67%	73.71%	5.67%	14 周	38.91%
远澜	云杉 2 号	2017/9/8	3.63%	30.20%	3.39%	15 周	15.18%
	红枫一号	2016/6/3	9.61%	78.55%	10.87%	13 周	35.90%
盛冠达	CTA 基本面量化 1 号	2019/4/12	1.70%	29.44%	5.35%	14 周	14.95%
	CTA 基本面进取 2 号	2019/8/9	2.57%	63.78%	9.09%	9 周	32.08%
冲和	小奖章二号	2017/3/13	3.02%	9.92%	10.74%	13 周	19.27%
涵德	盈冲量化 CTA1 号	2017/12/20	0.17%	28.93%	7.44%	12 周	16.52%
蒙玺	纯达二期	2019/3/7	3.36%	13.89%	6.18%	15 周	11.58%
黑翼	CTA 二号	2015/11/13	3.30%	26.23%	2.17%	14 周	8.88%

千象	一期	2015/12/10	1.75%	18.51%	6.02%	13 周	8.15%
华澄	四期	2019/5/5	-4.61%	14.39%	7.88%	15 周	13.11%

数据来源：相关产品管理人，金斧子投研中心

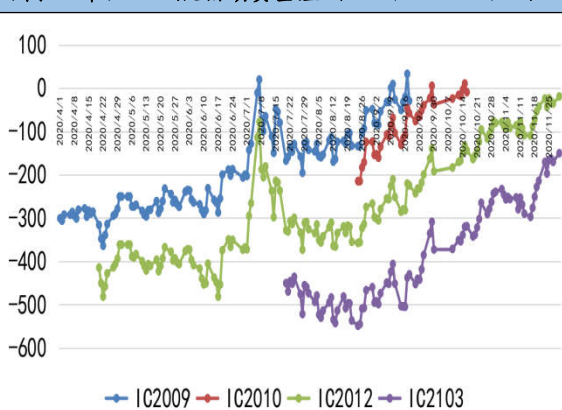
仅供合格投资者阅读，严禁外传

六、套利策略

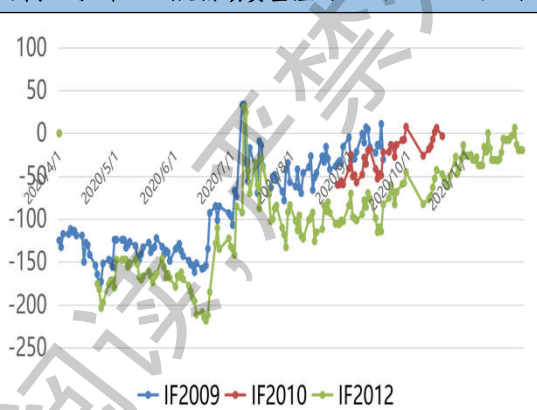
(一) 重点指标跟踪

11月A股指数表现分化，上证指数优于中小板指数。11月IC2103变动幅度为1.54%，IF2103、IH2103分别变动1.59%、1.51%。至11/30，黄金内外盘比价为4.79，月度环比变动1.31%，白银内外盘比价为0.0048，月度环比变动0.61%。

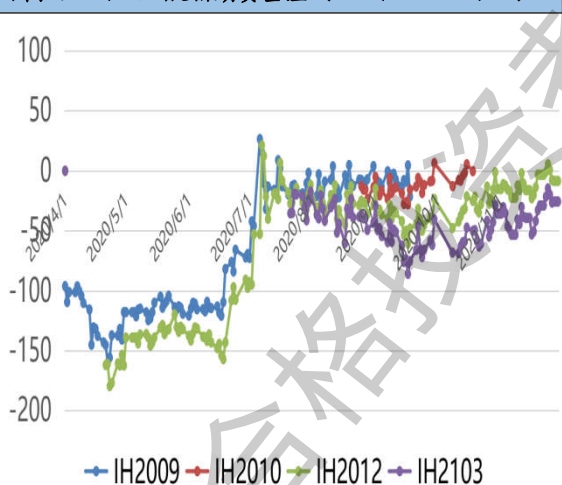
图表：中证500股指期货基差（2020/04-2020/11）



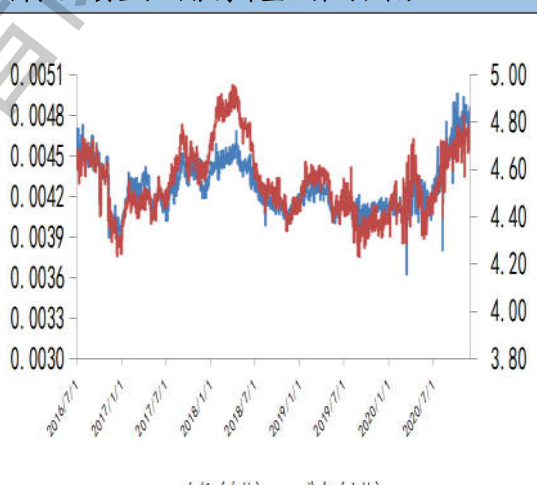
图表：沪深300股指期货基差（2020/04-2020/11）



图表：上证50股指期货基差（2020/04-2020/11）



图表：黄金、白银内外盘比价（右轴）



数据来源：wind，金斧子投研中心

(二) 策略表现

博普主要是股指期货期现套利，赚取股指期货与一篮子股票基差波动的收益。一篮子股票的选股思路不同于纯粹的alpha策略专注于超额收益，而是把放大基差波动减小交易成本为核心选股原则。今年以来收益为7.75%，11月收益为0.00%。

展弘主要是贵金属、有色和股指境内外套利，价差越大，套利空间越大，价差收敛时可

获利，其收益受到投资标的境内外价差波动影响。今年以来收益为 10.69%，11 月收益为 0.24%。

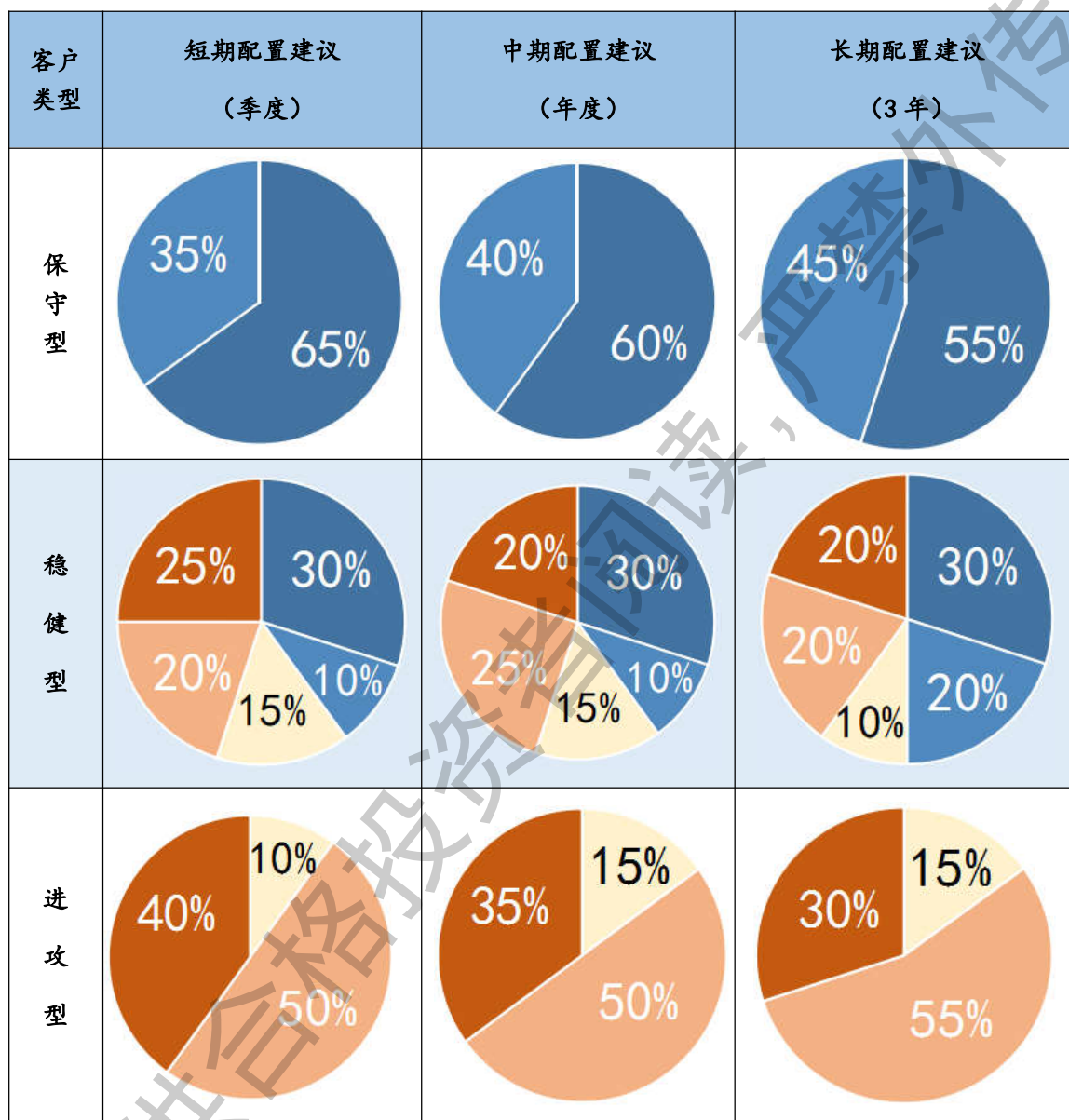
图表：金斧子在售套利策略产品 11 月收益以及今年以来业绩表现

管理人	金斧子在售产品	成立时间	11 月收益	今年以来收益	今年以来最大回撤	回撤周数	今年以来年化波动率
博普	博普混合策略 X 号	2018/5/31	0.00%	7.75%	0.57%	4	2.22%
展弘	展弘稳进 1 号 1 期	2016/1/18	0.24%	10.69%	0.51%	4	1.70%

数据来源：wind，金斧子投研中心

七、金斧子配置建议

■ 套利策略 ■ 中性策略 ■ 宏观对冲 ■ 股票策略 ■ CTA策略



免责声明：

本报告内容属于内部资料，为金斧子投研中心根据相关资料数据制作完成，金斧子资本管理有限公司对本报告享有最终解释权。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司发布本报告当日的判断，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，报告中所推荐产品过往业绩不应作为日后业绩的推断依据。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成买卖该公司产品的最终依据。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，否则需承担赔偿责任。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“金斧子投研中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删减和修改。