

# 金斧子私募证券产品 月度报告

2021年03月

仅供合格投资者阅读，严禁外传

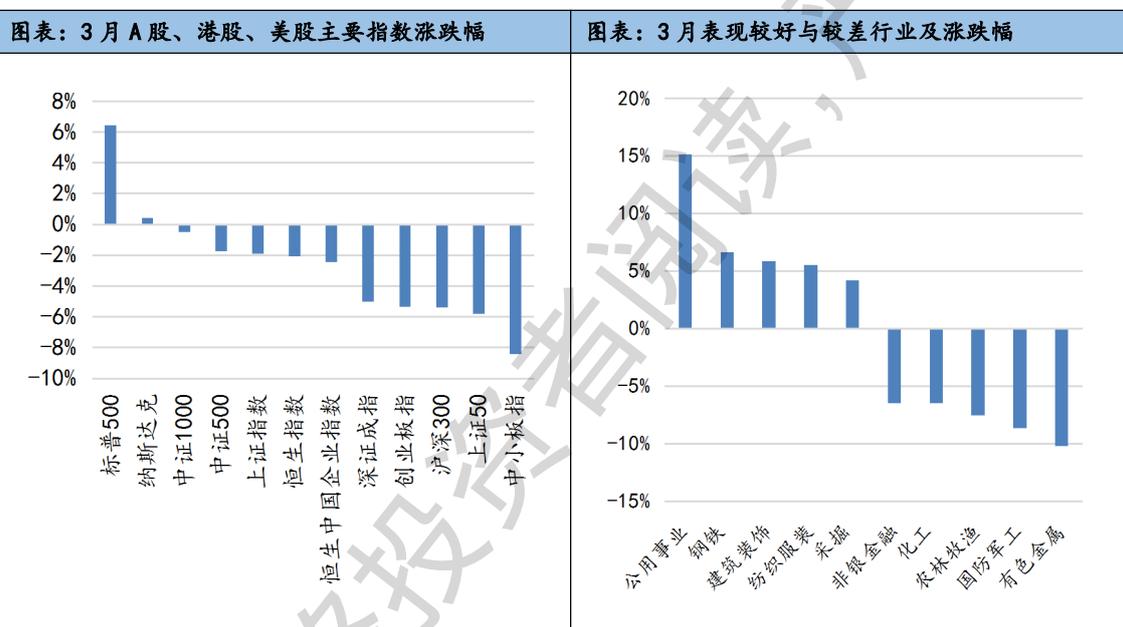
## 目录

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.....	12
（1）超长期价值策略.....	12
（2）成长价值策略.....	15
（3）指数增强策略.....	17
（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）.....	20
（一）重点指标跟踪.....	21
（二）策略表现.....	23
六、套利策略.....	25
（一）重点指标跟踪.....	25
（二）策略表现.....	25
七、金斧子配置建议.....	26

## 一、市场简要回顾

对比2021年2月，3月股票、商品等风险资产走弱，而债券资产走强。从全球主要股市来看，除美股外集体出现一定程度上的回调，标普500和纳斯达克分别涨幅6.44%和0.41%；A股和港股下跌主要集中在上半月，上证指数和恒生指数分别累计下跌4.33%、0.16%，月末（3月26日-31日）随着企业年报和21年Q1业绩报告公布，行情企稳反弹，上证指数和恒生指数分别上涨2.32%、0.15%。

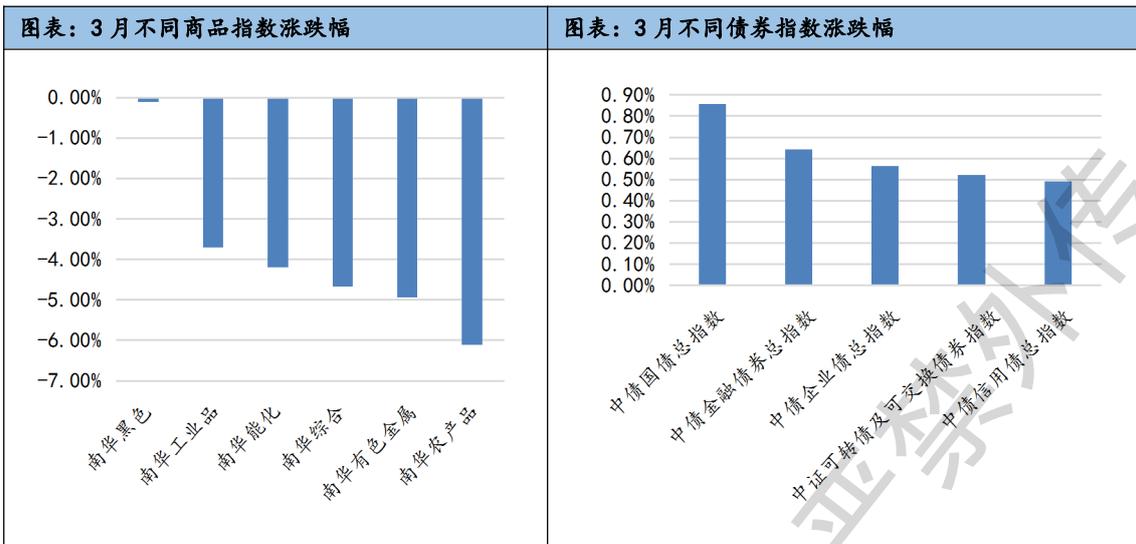
3月上半月10年期美债收益率大幅上行，持续引发A股市场负面情绪，导致国内市场在上半月持续下跌，但随着业绩报告释放，市场出现企稳。截止到3月31号，A股申万一级行业多数下跌，其中上涨的11个行业中，公共事业(+15.12%)、钢铁(6.63%)、建筑装饰(5.88%)等行业涨幅最大；下跌的17个行业中，有色金属(-10.12%)、国防军工(-8.65%)、农林牧渔(-7.65%)等行业跌幅较大。



数据来源：wind，金斧子投研中心

与2月商品呈现“牛市”行情不同，3月国内大宗商品价格出现不同程度回调，其中南华农产品跌幅6.11%，南华有色金属跌幅4.94%，南华综合跌幅4.68%，南华能化跌幅4.20%，南华工业品跌幅3.70%，南华黑色跌幅0.11%。

3月整体中债与美债不同，中债呈现牛市行情，随着3月两会召开，整体政策定调符合市场预期，货币政策仍维持稳定基调，而财政政策强调“重质增效、可持续性”。中债国债总指数、中债金融债券总指数、中债企业债总指数、中证可转债及可交换债券指数和中债信用债总指数分别上涨0.86%、0.64%、0.56%、0.52%和0.49%。



数据来源：wind，金斧子投研中心

根据金斧子投研中心数据，3月六大策略中债券策略表现最好，纳入统计的585只产品平均收益是0.23%；其次是相对价值、管理期货、复合策略分别有204、400、549只产品纳入统计，平均收益分别是-0.32%、-1.38%、-2.51%；最后是宏观策略和股票策略，分别由157、672只产品纳入统计，平均收益分别是-3.27%、-3.81%。

图表：3月不同策略业绩表现

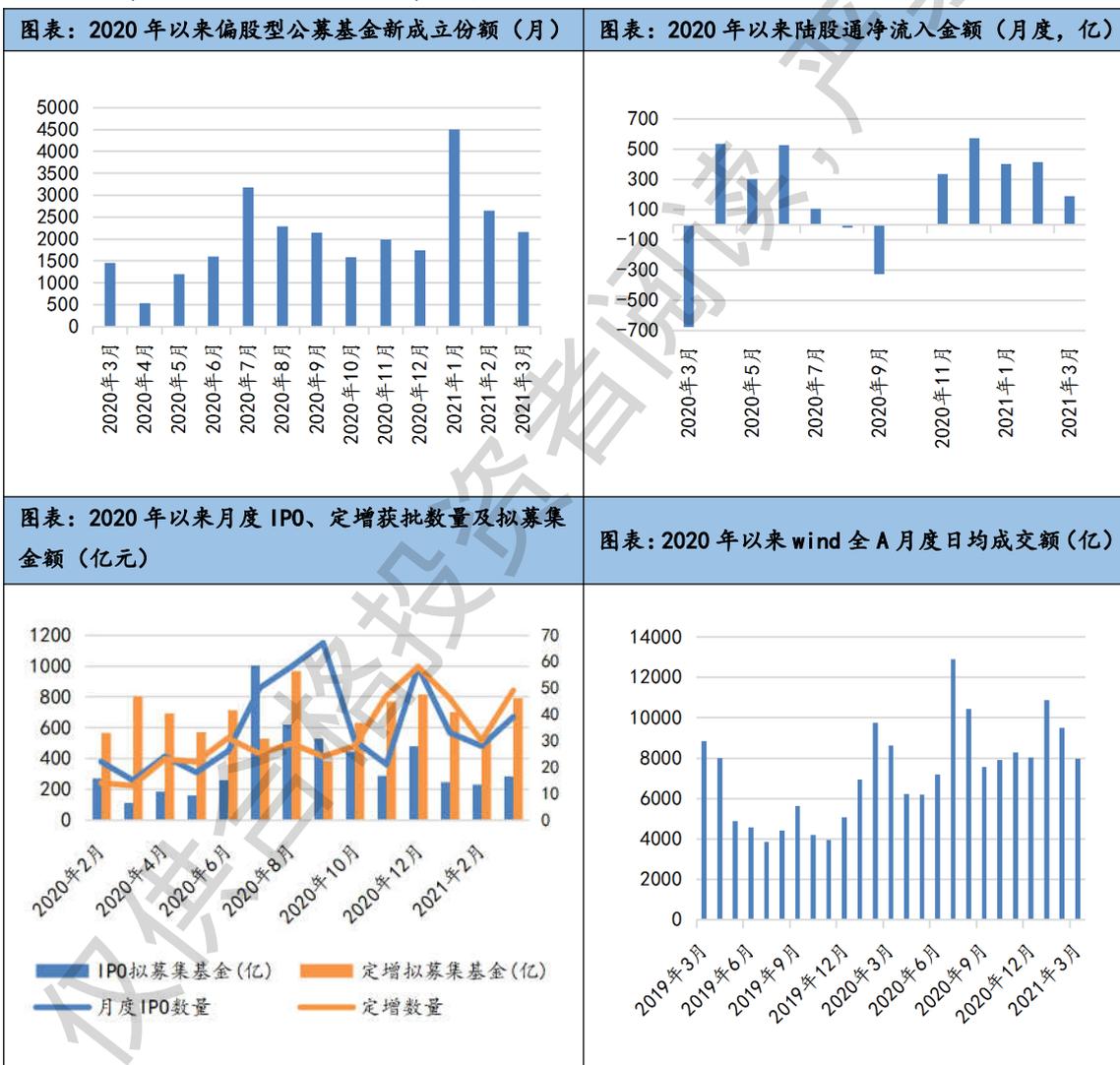
投资策略	中位数	平均数	投资策略	中位数	平均数
股票策略 (5246只)	-3.66%	-3.81%	相对价值 (204只)	0.17%	-0.32%
管理期货 (400只)	-0.55%	-1.38%	复合策略 (549只)	-1.91%	-2.51%
宏观策略 (157只)	-3.02%	-3.27%	债券策略 (585只)	0.38%	0.23%
同期沪深300	-5.40%				
同期中证500	-1.73%				

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

- **公募发行和募集降温减速，北上资金略减：**3月新成立偏股型公募基金2162.52亿份，较2月环比减少18.49%，随着2020年和21年Q1业绩报告公布，市场出现企稳，且核心资产风险在上半月有所释放，公募基金发行和募集出现一定降温速度放缓；北上资金，3月187.11亿元，较2月减少225.15亿元；IPO及定增，3月共有88个IPO和定增项目发行，募集金额1079.21亿元，分别较上个月变动51.72%、44.75%。
- **日均市场成交额少于万亿，市场情绪继续下降：**3月wind全A月度日均成交额7980.33亿元，较上个月减少16.06%，投资者情绪和风险偏好有所下降。

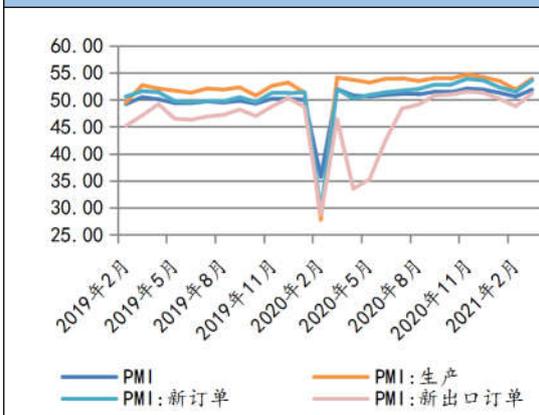


数据来源：wind，金斧子投研中心

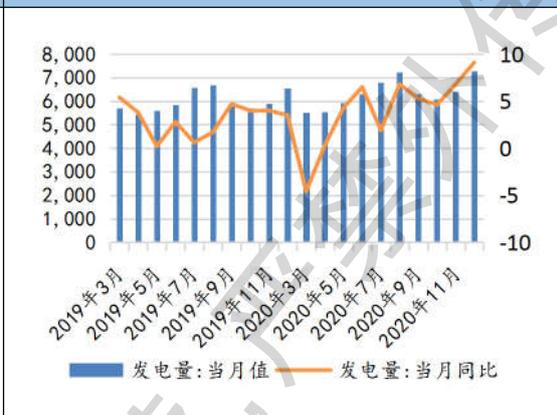
- **PMI 优于预期，经济延续扩张态势：**景气指数层面，3月PMI为51.90，较上个月上升1.3，分细项来看，生产、新订单、新出口订单分别是53.90、53.60、51.20，相较上个月分别增加2.0、2.1、2.4，随着海外经济复苏、美国新一轮财政成立落地等

因素推动国内整体出口维持高景气度，且经济恢复动力持续增加；**发电量层面**，2020年12月发电量为7277.2亿千瓦时，同比增加9.10%；**居民消费层面**，今年春节即便“就地过年”，整体居民表现较强的消费意愿，2021年2月网上零售额17586.8亿元，环比增速43.84%。2020年第四季度GDP同比、环比分别增长11.32%、6.57%，2020年经济复苏情况良好，领先全球。

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，%）

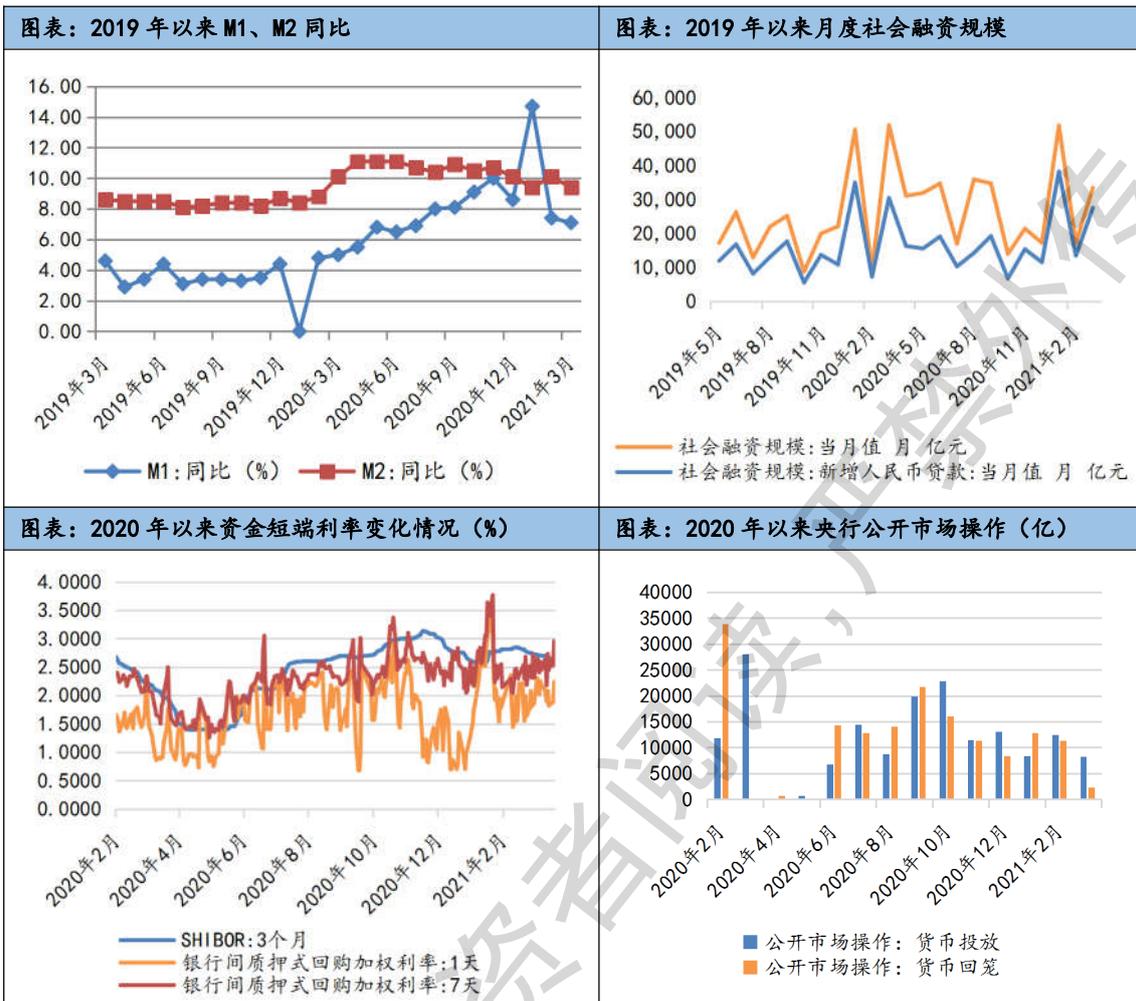


图表：2019年GDP现价及环比、同比新（季度）



数据来源：wind，金斧子投研中心

- **货币：流动性预计维持“紧平衡”，但社融等增速降幅放缓。**2021年03月M2同比9.40%，前值为10.10%；M1同比7.10%，前值为7.40%；2021年02月社会融资规模为3.34万亿，环比增加94.99%，同比减少35.57%；至3/31，银行间质押式回购加权利率（1天）为2.2367%，增加0.02BP，银行间质押式回购加权利率（7天）是2.9555%，增加0.59BP，SHIBOR（3个月）利率继续上行至2.6350%，减少0.20BP；3月央行公开市场操作中，货币投放2100亿元，回笼2350亿元，净投放-250亿，对比2月净投放较上个月流动性收紧情况有所减弱，较上个月增加2840亿元。



数据来源: wind, 金斧子投研中心

## （二）策略表现

3月跟踪的宏观对冲产品中，其中从容和凯丰有较好回撤控制，从容全天候1期下跌0.25%，凯丰宏观策略9号下跌0.44%，而中安汇富莲花山宏观对冲3号下跌12.65%。

中安汇富3月份下跌12.65%，截至3月31日期末资金占比情况如下：股票4%，期货22%，现金资产74%。目前股票仓位较低，主配电气设备行业，风格偏向大盘-成长型和平衡型，区间净值回报贡献-2%。期货区间内资金占比在20%-30%，持仓多集中在黑色，贵金属，有色和化工板块上，区间净值回报贡献-6%。期货端主要是受到黑色，化工和有色反向波动的影响。产品在回撤过程中因为触碰到物理风控的指标，所以对相关持仓进行了动态调整？。

图表：金斧子在售宏观对冲策略产品 2021年3月收益、仓位及市场展望（至 2021/3/31）

管理人	产品	3月收益	近1年收益	3月仓位	市场展望
凯丰	宏观策略9号	-0.44%	42.29%	证券类资产占比60-70%，商品期货保证金占比约15-20%，债券占比约10%	未来货币政策开始边际收紧，股票市场的结构性问题将会成为主要矛盾。高估值板块的吸引力将显著下降。剩余流动性收紧压力会有所减少，因此市场整体的调整幅度预计将会弱于2018年
从容	全天候1期	-0.25%	51.06%	证券类资产占比80%	-
中安汇富	莲花山宏观对冲3号*	-12.65%	236%	股票4%，期货22%，现金资产74%。	-

备注：近1年是指从2020/03/31至2021/03/31，标注星号产品3月净值采用2021/03/26，

数据来源：金斧子官网、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

- 市场出现“折返跑”行情，低估值、低价格公司受资金青睐：3月，28个申万一级行业中，有11个行业上涨，其中公共事业、钢铁、建筑装饰、纺织服装和采掘等涨幅明显。下跌是3月主要行情，经历2月下半月回调后，3月份市场未有止跌趋势，上半月仍继续下跌，但随着2020年报和21年一季报公布，市场出现企稳，月底出现超跌反弹。目前市场处于“折返跑”行情。从风格来看，目前资金依旧相对青睐低估值、低价格特征的公司。

图表：3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
公用事业	15.12%	21.19	餐饮旅游	1.75%	187.72	医药生物	-3.01%	42.11	电子元器件	-5.80%	43.81
钢铁	6.63%	15.98	银行	1.24%	7.78	家用电器	-3.30%	25.44	汽车	-5.91%	28.74
建筑装饰	5.88%	9.49	建筑材料	1.02%	15.38	房地产	-3.91%	8.38	非银金融	-6.48%	15.27
纺织服装	5.53%	37.12	商业贸易	0.93%	27.08	食品饮料	-4.35%	48.56	化工	-6.49%	31.30
采掘	4.18%	16.60	交通运输	-0.14%	27.06	电气设备	-4.65%	43.66	农林牧渔	-7.56%	16.69
综合	4.13%	35.16	机械设备	-2.53%	29.74	传媒	-4.70%	34.90	国防军工	-8.65%	60.80
轻工制造	1.83%	8.55	计算机	-2.78%	62.09	通信	-5.73%	33.44	有色金属	-10.21%	46.64

数据来源：wind，金斧子投研中心

- 电子、医药生物、计算机和建筑材料等板块受主流机构关注度高：从机构主要尽调行业看，电子、医药生物、计算机、建筑材料等属于其关注较多的行业，其中隶属电子的个股中，领益智造（6家）、景旺电子（2家）更受机构关注；医药生物中，云南白药（3家）、一心堂（3家）、三生国健（2家）更受机构关注；计算机中，广联达（9家）、淳中科技（2家）、中科创达（2家）更受机构关注；建筑材料中，坚朗五金（3家）、伟星新材（2家）。

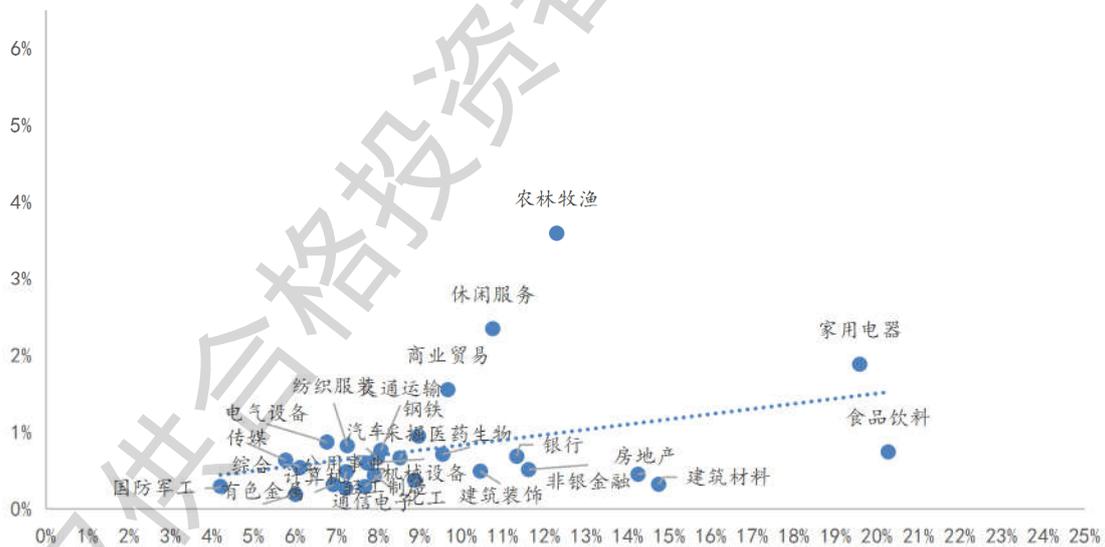
图表：2021年3月主流私募主要尽调情况

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
盘京投资	37	广联达	6	电子	9
淡水泉	32	领益智造	6	医药生物	8
高毅资管	26	云南白药	3	计算机	5
彤源投资	25	华阳集团	3	建筑材料	4
聚鸣投资	19	一心堂	3	化工	3
同犇投资	19	坚朗五金	3	食品饮料	2
望正资产	17	光威复材	3	轻工制造	1
名禹资管	14	景旺电子	2	纺织服装	1
景林资管	13	淳中科技	2	有色金属	1
青骊投资	13	汉钟精机	2	汽车	1
重阳投资	13	伟星新材	2	房地产	1
丰岭资管	12	三生国健	2	国防军工	1
中欧瑞博投资	12	华侨城A	2	通信	1

数据来源：wind，金斧子投研中心

- **ROE 及 ROE 稳定性：**一般而言，ROE 水平较高以及 ROE 稳定性好的行业值得关注。截止到 2021/3/31，食品饮料、建筑材料、房地产等属于 ROE 绝对值高且稳定性好的行业，农林牧渔行业 ROE 略优于非银金融，但稳定性略差。部分行业如传媒、电气设备等 ROE 相对较低、稳定性也差。

图表：2019年-2021年3月 ROE 与 ROE 稳定性（纵轴是 ROE 的标准差）



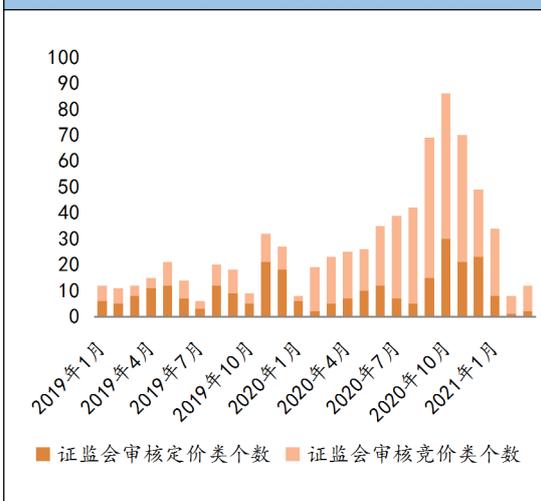
(PB/PE=E/B=ROE, PB 取 PB LF 口径, PE 取 TTM 口径)

数据来源：wind，金斧子投研中心

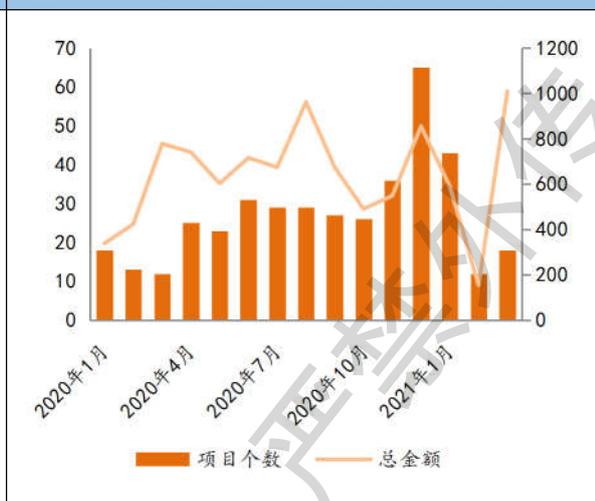
- **定增新增预案数量金额均有所增加，新增实施也有所增加：**至 3/31，3 月新增预案 81 个，新增预案总募集资金 911.53 亿元，本月新增预案数量及金额均有所增加。其中竞价项目预计新增总募资 656.15 亿元，占总额的 71.98%，定价项目预计新增总募资 255.38 亿元，

占总额的 28.02%。3 月新增实施项目有所增加，共有 18 个项目，募集金额约 1008.76 亿元，其中竞价类项目 9 个，定价类 9 个。

图表：2019 年以来证监会审核竞价、定价类个数



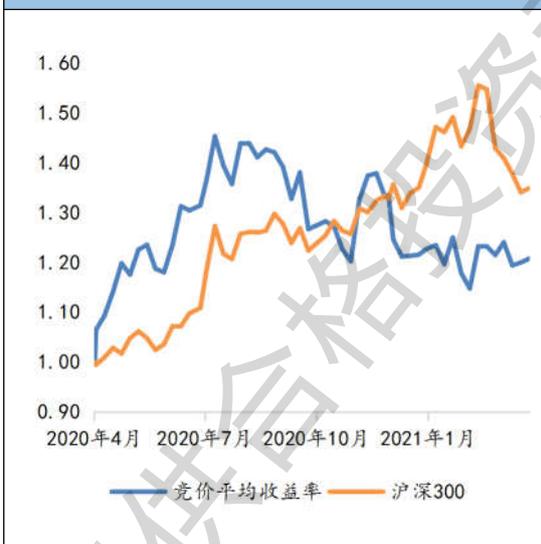
图表：2020 年以来每月项目实施个数及总金额（亿）



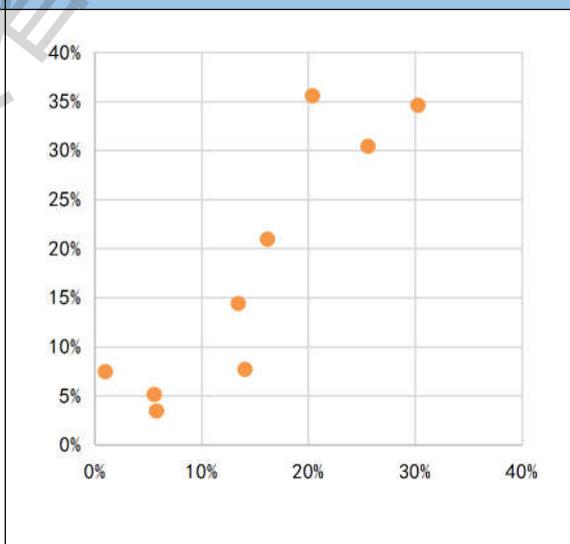
数据来源：相关产品管理人，金斧子投研中心

- 至 3/31，按照新规发行的 260 个竞价类项目中，平均折价率仍有 16.72%，平均浮盈 18.19%，而同期沪深 300 涨幅为 34.90%，自 20 年 11 月市场风格转换以来定增收益持续低于指数。3 月份实施的 9 个竞价项目中，平均折价率 14.71%，中位数 14.08%，相较上个月折价有所下降。

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 3 月 31 日收盘价计算），金斧子投研中心

## （二）策略表现

### （1）超长期价值策略

3月整体市场行情从快速下跌至横盘震荡，A股指数均呈下跌态势，管理人的产品亦受市场系统性风险影响全线下跌。

**景林资本：**从农历新年至今，很多股票的跌幅超过20-30%，腰斩的也比比皆是。但这一个月的时间里，大部分公司基本面并没有太大的变化，更多的变化来自于外部因素的影响带来的估值下降。之前对一些优秀的公司估值水平被提升过快有一点担忧，不过在当下这个位置，反而会对这些公司未来的潜在收益率更有信心了。当下的外部压力在短期都是市场负面因素，但是目光放的更长期一点，景林相信，时间站在勤奋努力的优秀企业一边，时间站在中国一边。

**汉和资本：**均衡配置在食品饮料、日化、新能源、家用电器、医药生物等行业，小幅度加仓了新能源和家用电器，汉和不押注行业和个股，也不受市场情绪影响，只要是符合大概率非对称的选股方法论，都会纳入他们的投资组合中。汉和通过对个股性价比和持仓比例的精准判断、优异的投研能力等，会继续支撑其走向最顶级的私募管理人行列。

**正心谷：**正心谷在2020年四季度就在行业内较早提出要高度重视核心股票的估值风险，超预期的货币宽松不可持续，不要寄希望于估值提升带来的收益，不仅要立足基本面深度研究，更要注重合理估值。组合上，2020年基金持有较多的食品饮料、小家电、疫苗等行业的公司，经过快速上涨后也面临估值回调的压力，因此，正心谷老产品从去年四季度开始，就大幅降低了消费和医药相关行业的配置，增加了在银行、化工、科技制造、农林牧渔等估值仍然比较合理的行业的前瞻布局。期望投资者可以树立合理预期，近期的连续回调使得A股、港股出现了大量的低估值机会。

**森瑞投资：**森瑞一直都在深度布局生物医药领域的企业，医疗行业的属性决定了这个赛道是值得长期拥有的，只需要在赛道里去选择好的公司，并长期持有，是无需畏惧它在超短期内的波动的。3月份，很多公司年报、一季度报告都开始披露了，尤其是一季报，就算拿2019年（去年很多公司因为疫情原因导致一季度受损）一季度去做对比，医药行业很多公司业绩都还是非常不错的。这其实反应出一个特点，医药是刚需性行业，终端需求其实始终还是在增长的，一些高景气度的赛道公司会在后面逐渐披露（四月底前都要披露完），森瑞相信这些公司也会有不错的表现。

**高信百诺：**我们认为当前市场的主要风险来自于过去两年受益于宏观经济疲弱的资产，在估值水平大幅脱离基本面之后所面临的调整压力。同时，一些积极的结构性因素依然存在产生理想回报的机会，主要体现在符合消费升级趋势下的高端消费品行业，迎合中国国家比较优势崛起的高端制造业，以及竞争优势显著提升并且估值仍处于合理水平的部分龙头企业。虽然3月份我们的业绩也出现一定波动，但在对持仓标的进行了估值保护空间的充分评估，以及价值创造路径的确定性论证之后，我们对相关个股的未来表现充满信心。

**金斧子资本-水星价值：**近期市场大跌的主要原因：（1）美债快速上行引发了高估值资产的波动；（2）国内微观流动性快速降温引发了基金重仓股的踩踏。针对接下来的行情，我们在上个月也提到，今年会是一个结构性继续分化的行情，在今年经济持续恢复并且流动性

层面不会大幅度收缩的前提下，这段时间的下跌只是一个波动而已。基于以上认知，我们只需要认真审视能力圈范围内的个股底色是否褪色即可，如重点跟踪年报和一季度报告的数据是否和当期的估值匹配、公司的产品竞争力在产业链的地位是否有退化、甚至是主动挖掘具备长期爆发力的新经济类的公司等。

我们认为，新医药、新能源、新消费、新智造依然是未来的主旋律，水星价值中国致力于长期深耕一二级市场新经济核心资产联合研究，拥有更早的视野，更前的触觉，更深的研究。每一年都有每一年的结构性机会，结构性过热和结构性低迷共存，我们相信 2021 会有比较多的结构性机会。当前水星价值的持仓整体均匀，我们坚持逢低拥抱深调的绩优大白马，持续挖掘业绩够硬的成长股，提前布局严重低估的周期股。

仅供合格投资者阅读，严禁外传

图表：金斧子在售超长期价值策略产品3月收益、仓位及市场展望（至2021/3/31）

管理人	产品	3月收益	近1年收益	3月仓位	展望
正心谷	价值中国	-4.29%	61.65%	<b>总仓位 100%；</b> 相对集中，主要集中于商业银行、农林牧渔、电子设备、半导体，比重分别是35%、18%、14%、12%	未来市场特征是结构性过热和结构性低迷共存，银行、化工、钢铁、水泥、有色等处在历史最低的分位数附近，2021年仍有大量结构性机会。长期看好新兴产业，如新一代TMT和新能源、医疗健康创新的快速进展以及Z时代新兴消费变革。
景林资产	景林全球	-2.14%	52.53%	<b>总仓位 96%；</b> 相对集中，集中于日常消费、可选消费、信息技术，比重分别是14%、29%、32%	持续布局全球中概股，不管是资讯科技行业还是消费行业，港美股龙头公司有更大成长确定性。密切关注市场流动性变化和通胀水平。之前对一些优秀的公司估值提升过快有所担忧，但回调后，对这些公司未来的潜在收益率更有信心了。
汉和资本	汉和18期	-2.73%	41.30%	<b>总仓位 82%*；</b> 相对分散，均衡分布于家电、电气设备、食品饮料、日化、医药生物等，比重分别是10%、10%、10%、9%、8%	中国仍然是最值得投资的经济体，未来会有大量世界级的企业涌现。对于投资者而言，真正重要的是寻找代表未来先进生产力的公司，以合理的价格投资，并且长期陪伴他们共同成长。
高信百诺	久盈1号	-6.74%	52.23%	<b>总仓位 98%；</b> 相对集中，集中于互联网、白酒、家电、建材、机械，比重分别是25%、12%、10%、9%、9%	基本面优异但因市场情绪原因被错杀的标的，特别是细分赛道里的龙头，依然存在估值修复的机会；而对于那些真正具有国际竞争力、高成长潜力的核心资产来说，在经济复苏和景气度扩散的背景下，有能力穿越市场波动的周期。
森瑞投资	志远二号	5.95%	2.24%*	<b>总仓位约 90%，</b> 集中于生物医药领域。	整个市场在国际形势复杂的背景之下，医药和消费行业表现仍相对强势，这源自于行业本身的属性。医药作为刚需性行业，相对稳定性高。中国的创新药产业才刚开始爆发期，作为创新药的卖水人，同样处于爆发模式。
金斧子资本	水星价值中国1期	-6.62%	39.27%	<b>总仓位 90%以上；</b> 行业相对分散，布局于医药生物、电子、电气设备、家电、食品饮料等，比重分别是18%、14%、11%、8%、8%	我们相信2021会有比较多的结构性机会。当前水星价值的持仓整体均匀，我们坚持逢低拥抱深调的绩优大白马，持续挖掘业绩够硬的成长股，提前布局严重低估的周期股。新医药、新能源、新消费、新智造依然是未来的主旋律。
	水星旗舰FOF基金	-4.83%	8.49%	<b>总仓位 80%以上</b>	

备注：近1年是指从2020/03/31至2021/3/31；金斧子资本的两只产品因成立时间短，近1年指成立以来。而森瑞是20年12月开始运行

数据来源：金斧子官网、相关产品管理人、金斧子投研中心

## （2）成长价值策略

三月市场均延续了春节后调整行情，主要指数上证 50、沪深 300、中证 500 均有所回撤。在美国疫情缓解，前期宽松政策刺激，十年国债收益率上升的背景下，全球风险资产估值承压，A 股高估成长股消耗估值，向下调整较大。如今市场以业绩为驱动，业绩超预期且估值尚未高估的个股将有所表现，这考验基金经理精选个股的能力。

**同犇智慧一号表现最优，上涨 4.60%**。二月底三月初，高估值板块估值承压下挫，组合重仓板块如食品饮料，医药，消费电子对组合净值有所拖累。但得益于前期准确的预期和布局，月中港股物业板块大幅上涨，对组合净值贡献明显，净值 V 型反弹，一路上行。对于四月，同犇认为，全球经济复苏仍在持续。美国受前期政策刺激和疫情的逐步缓解等因素，经济恢复强劲，十年期国债收益率仍有进一步上行的空间，美元指数有望继续回升，这对全球成长股估值和新兴市场股市有一定承压。

**聚鸣、申九和泰昶展现了优秀的回撤控制能力，聚鸣多策略下跌 0.92%**。聚鸣延续了二月的投资策略：在疫情缓解，流动性边际收紧的背景下，对投资组合做估值调整，卖出高估值个股，转向配置低估值的板块，例如航空、建材等。仓位控制方面，聚鸣多策略从二月的七层仓位减至五层来应对这波估值回归对机构持仓的无差别打击；**申九全天候 3 号下跌 1.87%**，2021 年盈利驱动将主导行情演绎的方向和力度，申九认为超预期规模减税降费刺激使得企业盈利底部提前到来，预计这一轮企业盈利韧性强于宏观韧性，同时估值和政策利好逻辑仍在，整体而言对后市不悲观，维持横盘震荡上行态势；**泰昶创新成长七号 A 期，下跌 1.90%**。月初受高估值板块下行行情冲击，组合净值有所下跌，重仓板块医药，食品饮料等月初大幅回撤，净值下挫。下旬业绩轻微反弹，相比二月，重仓板块仓位有所降低以控制下行风险，但整体行业配置并无改变。

**于翼东方点赞 3 号，下跌 3.49%**。受市场情绪、前期抱团股估值消化、美债利率上升等因素影响，3 月市场前三周下跌，最后一周有所反弹，整体趋势向下，于翼的重仓也随市场下跌遭遇回撤，但是回撤幅度小于前期抱团股，出现较大反弹时主要以前期抱团股为主，于翼的重仓股反弹幅度相对较小。

**本月相聚芒格一期，下跌 3.79%**。收益率下挫是由于组合持仓中食品饮料，医药，计算机等高估值板块这一波剧烈回调行情。但在前期，相聚提前布局了房地产、非银金融、建材等行业，月中贡献了不错的正收益，组合净值明显反弹。但仍因月初下跌行情幅度过大，整月收益率被拖累。近期市场负面消息较多，整体情绪不高。但年后的一轮急跌，目前市场已经基本企稳，所以对未来，相聚依然维持市场中长期震荡走势的看法。

**榕树科技创新一期，下跌 4.93%**。榕树在近期市场的大幅波动中，仓位降到了一成多，减少了净值的大幅波动，同时由于基金的投向主要是三月调整较多的新能源、消费等板块，整体的净值也是有所下滑。榕树坚定认为选择标的一定是选择好赛道、好股票和好价格，所以在 3 月也是将仓位降到了一个符合心理预期的一个位置。而与此同时，基金留有充足的现金，在一批优质公司经历此轮调整后，展现出了较好的投资机会，后续也将适时布局。

**石锋和大禾表现相对较差，石锋守正 3 号和大禾掘金 21 号分别下跌 5.30%、5.74%**。月报显示，石锋守正 3 号仓位由七层仓大幅降低至四层，控制回撤以应对春节后这波调整行情。但三层左右持仓仍是食品饮料、医药、消费电子等高估值板块，因而受板块均值回归、消耗估值的冲击，组合净值至月中一直下挫。下旬有所反弹，但仍无法弥补被抹去的收益率。

图表：金斧子在售成长价值策略产品3月收益、仓位及市场展望（至2021/3/31）

管理人	产品	3月收益	近1年收益	3月仓位	展望
聚鸣	多策略	-0.92%	69.93%	总仓位 50%；持仓行业包括：航空、建材、电子、券商等行业	疫情缓解背景下，流动性大概率会边际变差，经济上半年很好，全年应该不差。所以依靠估值扩张上涨阶段已过去，更需关注谁的增速更快。结构上，对于制造业、建材、航空相对较为乐观。
石锋	守正3号	-5.30%	82.62%	总仓位 40%；主要集中于食品饮料、医疗器械、生物、计算机等行业	国内经济或有反复，二季度预计趋势见顶；国内外经济周期错位加剧，政策组合或将受到输入型通胀的掣肘；经济复苏助推美债上行，新兴市场政策压力加大；预计市场震荡下行，长期依然看好稀缺标的。
相聚	芒格一期	-3.79%	49.54%	总仓位 90%；主要集中于计算机、食品饮料、机械设备、建材、非银等行业	近期市场负面消息较多，整体情绪不高。但经过年后的一轮急跌，目前市场已经基本企稳，相聚认为市场将中长期震荡走势
同森	智慧1号	4.60%	70.01%	9成多仓位，食品饮料、物业、医药、消费电子、家具	4月全球经济持续复苏，美国十年期国债收益率仍有上行空间，对成长股估值有一定承压。四月进入一季报披露期，盈利有望超预期且估值尚未明显高估的公司预计会有不错的表现
泰昉	创新成长7号A期	-1.90%	49.00%	8成多仓位，食品饮料、医药、互联网、社会服务等	4月全球经济复苏势头将会持续，股票市场也会对美债逐步脱敏。对后市保持乐观，股价快速回调后估值压力已释放，市场逐步进入业绩兑现期，机会大于风险
睿璞	悠享1号	-2.62%	56.71%	9成多仓位，可选消费、材料、信息技术、日常消费	-
榕树	科技创新一期	-4.93%	59.58%	目前仓位 11%，主要行业集中在新能源和互联网	由于过去两年大量的资金争先流入核心资产，标的股价出现巨大的涨幅，造成了短期股价与业绩之间有所错配。展望未来，在经历了大幅调整后，部分优质标的估值与业绩增速已经开始回到了合理的区间之内。
大禾	掘金21号	-5.74%	50.48%	9成多仓位，食品饮料、能源、互联网	-
申九	全天候3号	-1.87%	20.29%*	目前仓位大概在 50%-60%之间，其中港股持仓 10%	由于外部环境复杂，4月仍保持中等仓位，努力把握机遇和寻找买点，深耕成长性板块和个股的投资机会，并随时准备用股指期货或者个股期权对应下跌的风险
于翼*	东方点赞3号C	-3.49%	66.04%*	本月未披露持仓情况	经济复苏预期增强，盈利驱动行情。看好低估值顺周期、疫情受损板块，同时，看好科技创新、消费升级相关的“核心资产”已回到合适估值区间，适合长期布局

备注：近1年是指从2020/03/31至2021/03/31，标注星号的产品3月净值采用2021/03/26

数据来源：金斧子官网、相关产品管理人、金斧子投研中心

### （3）指数增强策略

指数增强策略同时受市场 Beta 和策略 Alpha 的双重影响。从市场环境来看，机构抱团股大幅回调之后初步止跌企稳，但市场波动率明显升高，给管理人带来了一定的挑战。3 月份中证 500 指数 3 月份下跌-1.73%，中证 1000 指数 3 月份下跌-0.51%。基金超额收益主要来自仓位择时、另类增强（股指替代、打新等）、行业风格配置及 Alpha 因子等。整体来看，3 月份中证 500 指数空间内估值、盈利预期因子表现突出，而规模、流动性、成长因子的业绩垫底。

具体来看，3 月在售指数增强产品中，九坤日享中证 1000 指数增强 1 号表现最好，绝对收益为 5.67%，超额收益率为 6.18%。另外幻方中证 500 多策略 1 号绝对收益率-2.82%，超额收益率-1.09%，幻方中证 1000 多策略 1 号绝对收益率-2.38%，超额收益率-0.65%，龙旗红旭 500 指数增强绝对收益率-2.64%，超额收益率-0.91%。

图表：金斧子在售指数策略产品 3 月收益以及近 1 年业绩表现（至 2021/3/31）

管理人	金斧子 在售产品	成立 时间	3 月 收益	近 1 年 收益	近 1 年 最大回撤	近 1 年回撤 周数	近 1 年年化 波动率
幻方	中证 500 量化 多策略 1 号*	2017/1/19	-2.82%	69.60%	22.41%	6 周	-6.94%
幻方	中证 1000 量化 多策略 1 号*	2018/10/9	-2.38%	60.45%	21.63%	6 周	-7.08%
九坤	中证 1000 指增 1 号	2018/4/25	5.67%	61.93%	19.52%	13 周	-9.24%
龙旗	红旭 500 指增*	2016/10/11	-2.64%	43.18%	23.49%	6 周	-8.36%
赫富	500 指增 1 号*	2018/10/24	0.05%	49.79%	22.02%	12 周	-6.2%
佳期	北斗星一期	2019/04/17	-3.16%	70.25%	22.47%	6 周	-12.28%

备注：1、近 1 年是指从 2020/03/31 至 2021/03/31，包含 52 周；而标注星号的产品 3 月净值采用 2021/03/26

2、回撤周数计算中，其中因各管理人披露数据不同，计算时一律重采样为周频，缺失值利用前值填充处理。

数据来源：金斧子官网、相关产品管理人、金斧子投研中心

### （4）定增策略

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%；红土创新目前仓位超 9 成，其中三个定增项目均为 6 个月的增发项目，按照摊余成本法估值计算，三个定增项目占净值比例约 70%；二级市场方面，目前持有部分电子、新能源设备等行业具有产业优势地位、订单明确的公司，组合保持高仓位运行。占比 65%。

3 月四只定增产品表现出现较大分化，其中，架桥资本创富 9 号涨幅为 2.35%，物明下跌最多，月度跌幅-9.66%，其次红土下跌-2.58%，银创微跌，跌幅-0.09%。

架桥资本认为，随着目前新股 IPO 进程的减速及部分一级市场投资者锁定期的延长，中

小市值股票所受到的流动性压力也将会在2021年内逐步有所改善。

银创管理人指出国际、国内依然存在诸多对证券市场造成影响的不确定性因素，管理人虽坚定长期看好国内市场，但在上行的趋势中，必然伴随着震荡。个股、板块分化也日趋明显，对于趋势的分析和把握将更为重要。银创将顺应趋势，加强个股研究，通过自下而上、内外部研究结合的方式精选个股、建立组合，为投资者夯实获得超额收益的基础。

红土认为经济复苏和流动性收紧将是贯穿全年投资的一对矛盾因素，近期市场主要反应的是流动性的收紧预期；但是同时我们也看到，在经济复苏驱动下，企业盈利仍然处于高速增长的趋势中。

图表：金斧子在售定增策略产品3月收益、仓位及市场展望（至2021/3/31）

管理人	产品	3月收益	成立以来收益	展望
架桥	创富9号	2.35%	-2.88%	随着春节后的一大波回调，很多龙头企业的估值水平都经历了不小的下降，正如架桥春节前提及到，2021年内市场资金会从现有的高估值行业向低估值的行业进行切换，并进而有可能对本基金组合的表现带来一些积极的影响。
物明	创盈壹号	-9.66%	-19.22%	-
银创	增对冲2号	-0.09%	9.90%	伴随经济活动逐渐恢复常态，2021年货币政策或边际收紧，当前信贷需求或是2018年以来最好水平，但信贷额度管控趋严，经济明显复苏，信贷需求旺盛而额度偏紧，供求不平衡将驱动贷款利率上行；全球通胀压力较大，通胀压力或迫使国内政策利率上调，带动LPR上行，支撑贷款利率回升。
红土	创新金斧子一期	-2.58%	16.68%	红土倾向于认为，未来一段时间，市场单边下跌的风险较小，在市场快速下跌后，现阶段更应关注潜在的投资机会而非风险

备注：近1年是指从2020/3/31至2021/3/31；以上定增产品因成立时间短，近1年指成立以来

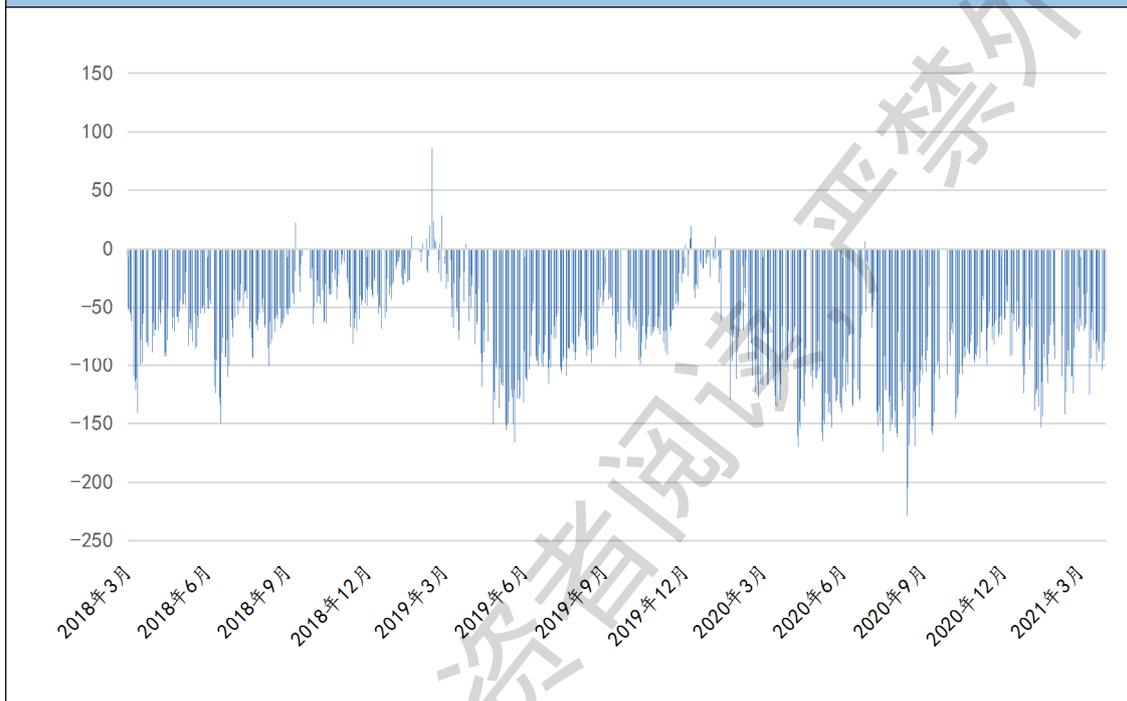
数据来源：金斧子官网、相关产品管理人、金斧子投研中心

## 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。3 月份当月 IC 基差从 2 月的 -99.95 收敛到 -77.87，对应年化对冲成本 8.9% 左右，处于中等水平。

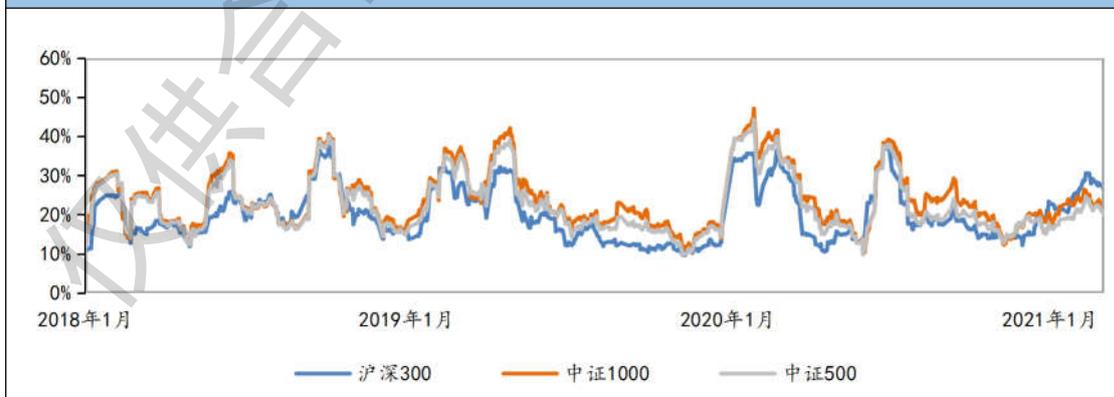
图表：IC 合约当月基差（2021 年 3 月）



数据来源：wind，金斧子投研中心

2021 年 3 月，沪深 300 指数最新波动率为 27.98%，相比上月变化增加 5.56%；中证 500 指数波动率是 22%，相比上月变化增加 3.77%；中证 1000 指数波动率是 23.71%，相比上月增加 2.42%。

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。3月份基差整体收敛，在近1年市场处于贴水的过程中，年化贴水成本在10%以上，对中性策略有一定考验，但是部分管理人可以通过基差优化获得优势。

具体来看，3月在售的中性策略中，锐天-波尔D表现最优上涨1.53%；其次是九坤量化混合私募2号上涨0.79%；衍复中性三号下跌-0.91%，幻方量化对冲2号下跌-1.91%。

图表：金斧子在售中性策略产品3月收益以及近1年业绩表现（至2021/3/26）

管理人	金斧子 在售产品	成立时间	3月收益	近1年 收益	近1年 最大回撤	近1年 回撤周数	近1年年 化波动率
衍复	中性三号	2019/12/23	-0.91%	13.55%	4.02%	3周	-1.72%
锐天	波尔D*	2018/8/20	1.53%	5.17%	7.12%	31周	-4.21%
九坤	量化混合 私募2号	2015/11/6	0.79%	10.81%	5.35%	22周	-2.71%
幻方	量化 对冲2号	2017/7/26	-1.91%	22.53%	7.91%	5周	-2.61%

备注：1、近1年是指从2020/3/26至2021/3/26，包含52周；而锐天-波尔D3月净值取03/12的净值

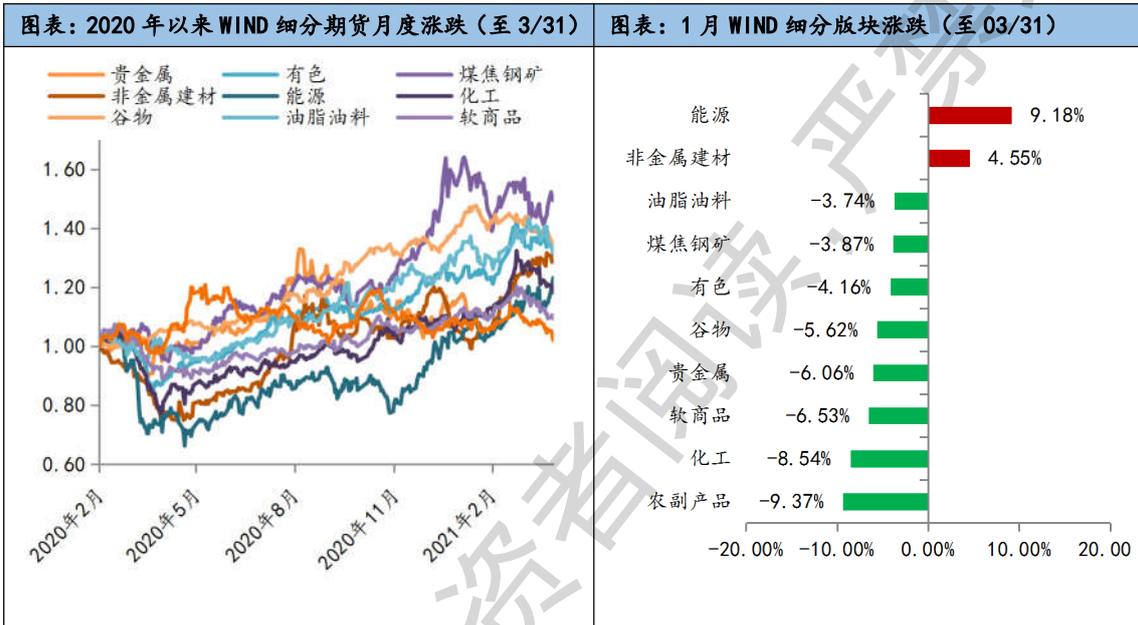
2、回撤周数计算中，衍复中性3号自2019/12/23成立，自2020/2/14首日规律披露净值，2020/4/30未披露净值，在计算时一律重采样为周频，缺失值利用前值填充处理

数据来源：金斧子官网、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

商品期货从细分板块来看，化工下跌-8.54%，能源上涨9.18%，有色下跌-4.16%，油脂类下跌-3.74%，非金属建材上涨4.55%，贵金属下跌-6.06%，农副产品下跌-9.37%，煤焦钢矿下跌-3.87%。商品期货各品种行情方面，涨幅最大的三个品种分别为：动力煤、焦煤、热卷，涨幅分别为19.91%、12.55%、10.15%；跌幅最大的三个品种分别为：乙二醇、苹果、硅铁，跌幅分别为-16.27%、-14.96%、-14.49%。



数据来源：wind，金斧子投研中心

**原油：**现阶段疫情反反复复，一方面是疫苗接种进度加快，一方面是病毒变异扩散，预期需求参考并不大。当前市场仍然是个供给主导的市场，预期需求的改变远不如供给的刺激来得大。四月一号的OPEC+会议终于“靴子落地”。在综合考虑增产的伊朗原油和被压制的美国页岩之后，OPEC+继续维持紧供给的策略，做出了小幅增产的决定：四月维持不变；五月沙特增产25万桶/日，OPEC+增产35万桶/日，合计60万桶/日；六月，沙特和OPEC+都增产35万桶/日，合计70万桶/日；七月，沙特增产40万桶/日，OPEC+增产44.1万桶/日，合计84.1万桶/日。消息一出，油价反而上涨；从这一点，我们可以得出，这一增产在市场可接受范围之内，而且需求基本面也确实在改善。欧洲用柴油多，而美国用汽油多。当前，美国疫苗接种速度快，汽油需求恢复迅速；欧洲还陷在疫情的封锁中，柴油需求被压制。因此，汽油和柴油的裂解利润出现了较大的背离。

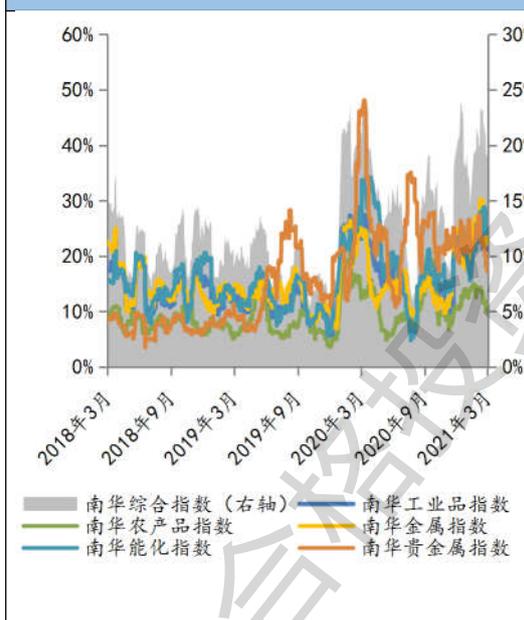
**黑色：**伴随钢厂不断提降，供给端出现拐点；在高利润刺激下，铁水产量止降回升，需求转弱预期缓解；上周库存增速放缓，部分贸易商进场，焦炭供给仍保持宽松；基差方面，盘面升水现货，供需格局未产生根本变化情况下制约期货反弹。接下来焦炭价格关键点仍在于限产低于扩散与否，焦炭价格有企稳可能，但长期看工信部粗钢压减与“碳中和”方针对整体价格形成压制。

**贵金属：**美国政府持续推出经济刺激政策、疫苗接种率的提升、和经济数据的持续好转，都提振了市场对今年美国经济复苏的信心，也使得通胀预期增强。但近期全球疫情的再度反弹为经济复苏前景增添了不确定性。且大国间政治博弈加剧，地区间不稳定因素抬头，市场避险情绪在抬升。虽然认为这轮疫情不会影响全球经济复苏的大趋势，但在通胀预期增强和避险情绪再度抬升的支撑下，贵金属价格将从低位反弹。白银价格的走势将会强于黄金，建议金银逢低做多。

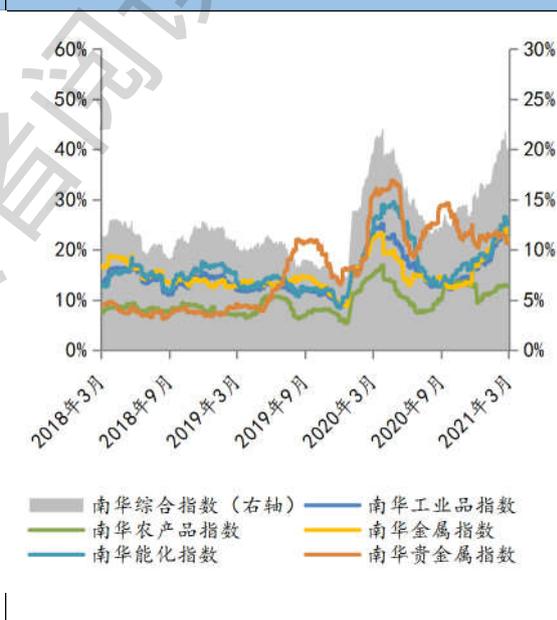
**基本金属：**3月有色金属价格高位回调，全球经济延续改善，制造业扩张速度有所加快；通胀预期上升驱动，美债收益率继续抬升，市场预期3月货币增速将下行对价格造成压力。铜矿供应仍旧偏紧，铜精矿TC尚未改变下行趋势。进口TC跌至30美电解铜供应同比增速较高，原料端矿紧而废铜供应相对充裕。国内铜市场持续累库，关注后期去库拐点铜进口窗口维持关闭，铜贸易升水有所回落。

**农产品：**3月大宗商品价格涨跌榜中农副板块环比上升的商品共13种，涨幅5%以上商品共6种，占该板块被监测商品数的27.3%；涨幅前3的商品分别为大豆(20.00%)、豆粕(15.12%)、DDGS(11.52%)。4月农产品板块行情将迎来洗牌，大豆基本接近最高价，上涨空间有限，豆粕将迎来下跌行情。随着餐饮行业复工，油脂集中消费增加。4月农产品上涨依旧可期。

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：近1年不同商品品种相关性（至2021/3/31）

	贵金属	有色	煤焦 钢矿	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	0.2332	1.0000								
煤焦 钢矿	0.1565	0.3892	1.0000							
非金属 建材	0.0262	0.3009	0.1958	1.0000						
能源	0.2005	0.3626	0.2702	0.2378	1.0000					
化工	0.2458	0.5620	0.2714	0.3465	0.5984	1.0000				
谷物	0.0714	0.1392	0.0535	0.0081	0.0731	0.1254	1.0000			
油脂 油料	0.1269	0.2797	0.1797	0.1946	0.3695	0.3599	0.3750	1.0000		
软商品	0.1803	0.4799	0.2968	0.2220	0.4152	0.6138	0.2120	0.4516	1.0000	
农副 产品	0.0323	0.1880	0.1280	0.0550	0.1187	0.1972	0.1991	0.1178	0.2116	1.0000

数据来源：wind，金斧子投研中心

## （二）策略表现

**远澜：**3月份商品市场交易通胀的情绪衰减，商品行情进入震荡调整阶段，对于趋势策略不利。远澜商品组合的趋势策略有所回调，其中长周期趋势表现仍然相对坚挺，短周期趋势回撤稍大。3月份股指也呈现震荡下跌走势，下半月跌幅有所收敛，波动率进一步收窄，对量价策略有所挑战。股指量价策略在上半月部分急跌行情中获利，但在下半月的震荡过程中回吐较多利润。总体而言，股指策略在本月还是贡献了主要的利润。因为产品组合的商品回撤稍大于股指盈利，3月份远澜代表产品净值略有回撤-0.05%。

**均成：**均成CTA3号3月份上涨9.94%，具体来看，3月产品整体偏向多空头持仓，风险敞口较小。交易上更偏好油脂油料板块、化工板块、非金融建材板块，主要盈利来自油脂油料板块，主要亏损来自煤焦钢矿板块，交易周期整体较短，交易频率一般，偏好短期交易，主要盈利来自中长期交易。

**盛冠达：**盛冠达基本面量化8号、进取2号3月份分别下跌-0.33%、-0.74%。进入2021年，商品市场波动率持续放大，一度达到去年疫情期间同等波动率水平，但市场整体趋势性明显减弱，虽然个别板块阶段性地出现趋势行情，但同时也透支了未来的涨幅，使得价格与当下基本面状况持续背离，这种状态下纯趋势策略表现将阶段性优于基本面类CTA策略。

图表：金斧子在售商品CTA策略产品3月收益以及近1年业绩表现（至2021/3/31）

管理人	金斧子在售产品	成立时间	3月收益	近1年收益	近1年最大回撤	近1年回 撤周数	近1年年 化波动率
九坤	九坤量化CTA1号*	2017/7/21	1.90%	9.26%	6.81%	24周	-5.07%
量道	量道CTA精选1号	2018/8/10	1.92%	25.91%	20.16%	12周	-13.06%
均成	均成CTA3号	2019/7/31	9.94%	55.51%	19.41%	7周	-7.29%
远澜	远澜云杉2号*	2017/9/8	-0.06%	14.15%	7.15%	16周	-3.25%
	远澜红枫1号	2016/6/3	-0.05%	31.29%	18.50%	24周	-10.87%
盛冠达	盛冠达CTA基本面 量化8号	2019/4/12	-0.33%	21.84%	7.55%	15周	-5.84%
	盛冠达CTA基本面 进取2号*	2019/8/9	-0.74%	38.49%	14.19%	15周	-7.78%
冲和	冲和小奖章2号*	2017/3/13	0.49%	-1.18%	13.88%	35周	-9.27%
涵德	涵德盈冲 量化CTA1号*	2017/12/20	3.08%	20.02%	14.46%	17周	-7.44%
蒙玺	蒙玺纯达二期*	2019/3/7	0.14%	22.19%	13.53%	16周	-5.56%
黑翼	黑翼CTA二号	2015/11/13	0.15%	20.14%	6.06%	8周	-3.20%
千象	千象1期*	2015/12/10	-2.78%	19.01%	11.71%	9周	-6.20%
华澄	华澄4期*	2019/5/5	-4.85%	-0.46%	10.48%	34周	-7.88%

备注：1、近1年是指从2020/3/31至2021/3/31，包含52周；标注星号的产品3月净值采用2021/03/26

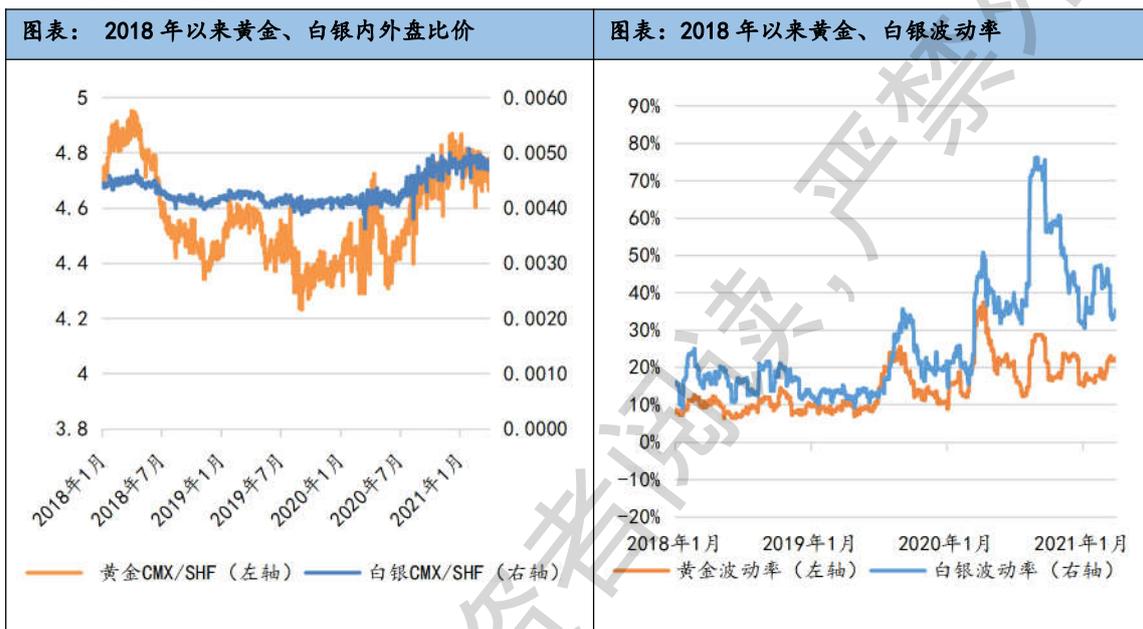
2、回撤周数计算中，其中因各管理人披露数据不同，九坤量化CTA1号、量道CTA精选一号、涵德盈冲量化CTA1号、蒙玺纯达二期缺少2个周度数据；千象一期缺少3个周度数据；均成CTA三号、远澜红枫一号缺少4个周度数据。计算时一律重采样为周频，缺失值利用前值填充处理。

数据来源：金斧子官网、相关产品管理人、金斧子投研中心

## 六、套利策略

### （一）重点指标跟踪

2021年3月，黄金内外盘比价均值为4.73，较上月均值降幅0.20%，白银内外盘比价均值为0.0048，较上个月下降0.61%；从波动率角度看，3月黄金和白银均有明显扩张，其中黄金波动率均值为21.14%，相比上月变化幅度为3.61%，白银波动率均值为39.11%，相比上月变化幅度为-6.19%。



数据来源：wind，金斧子投研中心

### （二）策略表现

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。展弘稳进1号1期3月收益为1.30%，近1年收益为11.65%。

图表：金斧子在售套利策略产品2021年3月收益以及近1年业绩表现（至2021/3/26）

管理人	金斧子在售产品	成立时间	3月收益	近1年收益	近1年最大回撤	近1年回撤周数	近1年年化波动率
展弘	展弘稳进1号1期	2016/1/18	1.30%	11.65%	-0.31%	4周	1.35%

备注：1、近1年是指从2020/3/26至2021/3/26，包含52周。

数据来源：金斧子官网、金斧子投研中心

## 七、金斧子配置建议

### 不畏调整，继续增配权益与CTA

图表：保守型、稳健型、进取型资产配置建议与核心逻辑

资产类别	配置建议				评分	投资者风格			核心逻辑
	变化	低配	平配	增配		保守型	稳健型	进取型	
股票资产	➡				-1	5%	35%	50%	
超长期价值	➡				-1.5	0%	10%	25%	调整后的估值性价比，叠加企业盈利增长，短期灵活类成长价值投顾可增配。短期，美债利率、国际关系等可能会产生扰动
成长价值	➡				0.5	0%	20%	25%	
指数增强	➡				0	5%	5%	0%	
CTA资产	➡				1.5	10%	25%	35%	
主观策略	➡				-0.5	0%	0%	5%	商品市场需求透支较多，供给逻辑是关键，地缘政治、全球经济复苏节奏差异等也将导致供需矛盾，4月商品市场或波动较大
量化策略	➡				2	10%	25%	30%	
现金管理	➡				1	85%	40%	15%	
中性策略	➡				0	25%	15%	10%	部分机构对市场存有分歧，美债利率、国际关系等或使市场波动较大，投资者可通过中性策略、套利策略防守反击
套利策略	➡				1	60%	25%	5%	

数据来源：金斧子投研中心

## 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。