



恒泰证券·私人财富
HENGTAI PRIVATE WEALTH MANAGEMENT

高稀缺时代

中国证券私募基金管理人报告

2020 — HENGTAI SECURITIES



序 言

进入 2020 年代，全球宏观因素对投资市场的影响愈加显著，让原本就已经呈现内生性高波动特征的中国资本市场变得更加复杂。

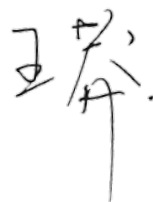
不过站在长期的角度，这些并不影响国内股票、债券和衍生品市场的投资价值。截至目前，外资仍然以较快速度进入我们熟悉的中国市场；结合人民币升值、资产比价等因素，投资者依然可以期待国内资本市场创造出更为可观的回报。股票和债券本质上属于生息资产，这意味着相较于现金、黄金等，它们将在长跑中胜出。

值得强调的是，投资不仅要看收益率，也要关注波动。中国市场向来不乏穿越周期的十倍股、绩优基金，但投资者的实际收益却不甚理想。这种情况至少给了我们两个启发：第一，对波动的容忍度很大程度上决定了投资者的投资结果；第二，正是因为市场始终存在着收益性和波动性两个维度，这两个维度上衍生成了百上千种投资模式，不同的投资偏好和风险控制水平，也成就了各有所长的专业投资机构。

中国私人财富市场刚刚从“类固收产品”主导的刚性兑付时代，走入百家齐放的净值型产品时代。它将带领中国资产管理市场开辟全新的纪元，真正优质的管理人也将从中脱颖而出。

在过去的两年时间里，国内投资者不仅看到了金融产品数量和规模的快速增长，还反复见证了“爆款基金问世”、“顶级私募封盘”等现象发生。市场会不断回馈那些真正创造价值的人——当这一点成为共识，我们将迎来一个“高度稀缺”的时代，不仅核心资产会被抢筹，优质的管理人也同样变得“一将难求”。

当前，中国公募基金数量已经超过 7,000 只、私募证券基金超过 45,000 只，所涉策略、产品线庞杂。在纷繁复杂的投资市场里，高价值的品种愈显珍贵。在这样的“高稀缺时代”，我们前所未有地重视管理人筛选和投资者服务。希望“恒泰星选”管理人体系可以充分发挥作用，无论市场如何变化，您的投资决策，依然可以保持简单。

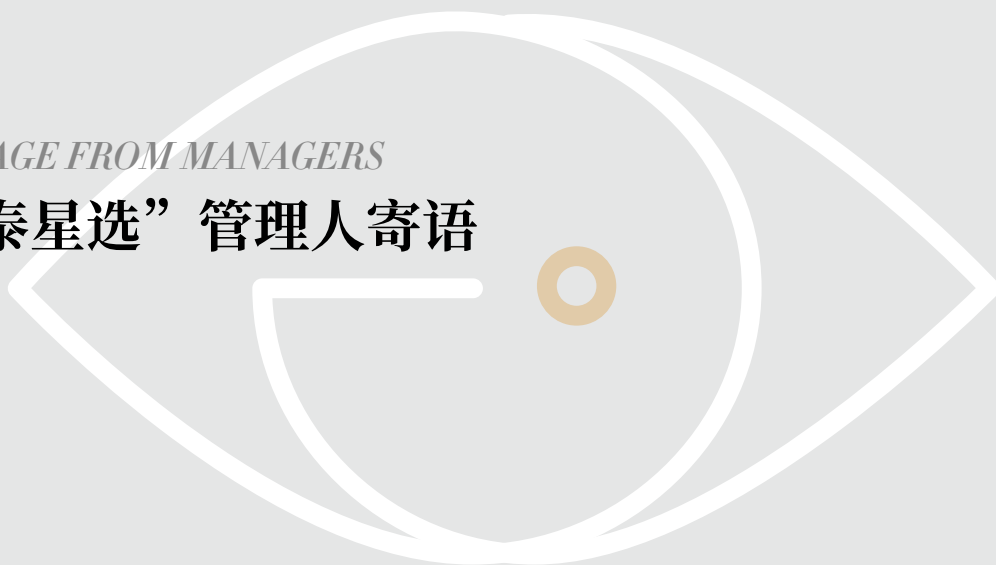


恒泰证券私人财富团队

2020 年 10 月

MESSAGE FROM MANAGERS

“恒泰星选” 管理人寄语





深圳东方港湾投资

董事长 但斌

2020 年疫情冲击下，全球经济金融环境正发生深刻变化，中国资本市场也在严峻挑战中站上历史机遇的新起点，肩负起助力中国经济在变革与开放时代的新使命。事实上，每一次的危机都会过去，人类一直在进步、向前，而资本市场最核心的自然规律与法则应该是“螺旋上升”的。投资需要建立在对长期前景的信念之上，这样的投资会变得简单很多，也才能在市场恐慌的时候以更低的价格买入长期优质的企业。

从 2014 年初私募备案制实施至今，短短 6 年间，私募基金行业总规模已逼近 15 万亿大关，甚至完成了对公募基金 20 余年历史的超越。从最初的野蛮式生长到如今逐步规范化、合规化，国内私募基金行业可谓步入了稳步发展的“黄金时代”。但相比海外，中国的财富管理行业只是刚刚开始，且私募基金头部效应也逐步显著，这也类似于 2004 年的中国房地产行业。

纵观欧洲和美国的历史，我们可以看到，资本市场的发展，尤其是基金行业的发展，都曾促使发达国家经济产生较大飞跃，由此印证了基金行业在经济发展中有着非常重要的支撑作用。我们也相信，未来中国在产业变革升级和经济不断进步的过程中，私募基金行业也将同样会充分发挥其助力经济发展的核心引擎作用！



星石投资

总经理 杨玲

随着居民财富的累积，资产保值增值的需求日益提升，传统的房地产、固收等投资领域格局有所变化，权益类作为一种高收益资产，逐步进入投资者视野。私募证券基金大多深耕权益类市场，具有突出的投资能力，但权益类投资也较为复杂，需要财富管理机构为投资者提供更好的专业服务，改善短线炒作、追涨杀跌的现象，真正让投资者享受到权益类投资的回报。

居民财富流入权益类市场的需求提升。根据央行发布的 2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查，中国城镇居民近

60% 的资产配置在房子上，一方面，在坚持房住不炒的政策之下，房地产过去十年的高收益率可能难以再现，居民财富有寻求其他配置途径的需求。另一方面，在居民金融资产配置中，大部分为无风险或低风险的存款、理财产品。随着资管新规落地，打破刚性兑付成为资产管理行业的大势所趋，高回报不再是无风险的。此外，在利率下行的背景下，货币基金等固收类产品的收益率也在下降，未来的投资理财需要在承担适度风险的情况下博取更高的收益，这也对投资能力提出了更高的要求。

资本市场重要性提升，长期资金入市奠定长牛慢牛基础。在中美博弈的背景下，国内产业升级、自主可控的需求愈发紧迫，而资本市场是为新兴产业提供融资的最佳渠道，其重要性更加凸显。监管层也多次表示要引导长期资金入市，支持理财子、保险、信托等机构提高权益类产品的比重，这将为资本市场长牛慢牛打下基础。

在这样的投资环境之下，星石愿与恒泰证券协同合作，发挥各自的优势，为投资者做好财富管理，致力于实现资产的长期增值。



煜德投资
总经理 冯超

2020 年已经过去三个季度，庚子年的证券市场虽跌宕起伏但也可谓精彩纷呈，全球股市经历了对疫情的恐慌，但在全球央行救灾性宽松政策的流动性推动下快速恢复，特别是国内市场随着疫情有效控制和经济逐步复苏，更是走出了引领全球的行情，市场在大幅震荡中给投资者提供了丰富的结构性机会，这就是资本市场的魅力所在。

从长期的角度来看，后疫情时代将会到来，虽然海外不确定性仍存，甚至可能阶段性面临各种危机，但中国经济转型中科技新崛起、国家治理体系完善、消费升级趋势确立、金融资源配置方式转向股权、资本市场制度完善等诸多的长期因素都

会带来日新月异的变化与机会。

而一个共识也正在逐渐形成——优质权益资产已经逐渐成为未来居民财富配置的重要方向，我们仍然坚信中国的资本市场可能正在迎接最好的时代，市场的短期调整并不能改变长期的趋势，而在调整中布局长远才是把握未来中国优质权益资产的正确打开方式。

在这样的宏观经济环境下，财富管理这个大方向已经开始变成所有人的需求。国内几乎所有的金融机构，不管是银行还是券商都在向财富管理方向转型，这是一个非常具有前景的巨大机会。我们的“财智伙伴”恒泰证券以及煜德作为资产管理机构，都应该说是很有幸的能够在这个幸运的行业里。

从证券公司的角度来看，从传统通道角色的经纪业务向财富管理转型已经成为共识，特别是权益市场投资这个配置方向上，证券公司具有天然的先发优势，所以我们觉得券商的财富管理转型，应该首先在权益资产配置这个方向优先重点发力；从“创造交易”向“配置财富”转型，既是巨大的机遇也是巨大的挑战，恒泰在财富管理转型方面做的其实是很具有前瞻性的，我们也很荣幸能够有这么好的长期合作伙伴。



衍复投资
创始人 高亢

中国资本市场在近几年取得了长足的发展，具体体现在制度不断完善、开放程度不断提高、投资工具不断丰富、体量不断扩大等方面。各类二级市场投资策略不断涌现、发展，呈现出百舸争流的局面，为投资者进行资产配置提供了更多选择。

在这样的背景下，市场上也涌现出了一批像恒泰证券这样用科学的方法挑选管理人、以客户利益为重进行财富管理的优秀机构，我们衷心地祝愿“恒泰星选”能够获得成功。

目录

CONTENTS

01 序言

02 “恒泰星选” 管理人寄语

P08. 第一部分 证券私募市场概况

- 1、私募基金行业内外环境持续向好
- 2、证券私募基金规模快速增长，管理人之间分化明显
- 3、私募基金在商业模式上的优势正在被逐步验证
- 4、选择好的证券私募产品，是高净值人群改善投资收益的重要方式

P14. 第二部分 证券私募管理人特征

- 1、管理规模：2016 年以来年均增长 16%， “百亿私募” 数量超过 50 家
- 2、投资策略：股票多头发展迅猛，绩优策略因市场而变
- 3、注册地分布：上海、北京高效孵化优质私募

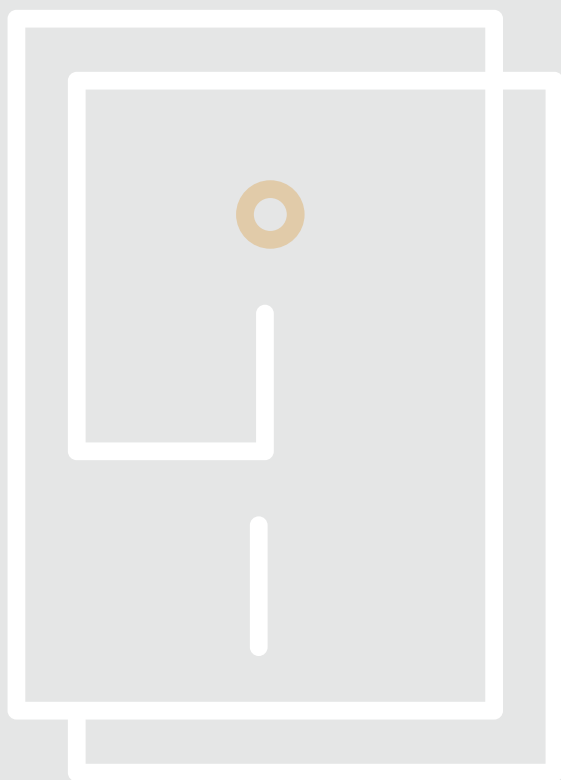
P24. 第三部分 证券私募基金发展趋势

- 1、伴随资本市场红利，证券私募基金规模将持续增长
- 2、私募管理人头部化趋势将进一步加剧
- 3、优质的私募管理人将成为稀缺资源
- 4、证券公司与证券私募基金相伴而行，两者的结合将更加紧密

PART ONE

第一部分 —————

证券私募市场概况



私募证券投资基金是指主要投资于资本市场的非公开募集投资基金（以下称“证券私募”），具体投向包括上市公司股票、债券、期货、期权、基金份额以及证监会规定的其他证券及其衍生品种。

在国外，私募基金被称为“对冲基金”，除了字面上的“风险对冲”功能以外，它还是以灵活的投资方向和丰富的投资工具运用而著称。事实上，海外对冲基金的发展并非一路坦途，而是一直在变化的金融市场中，在盈利机构、专业的资产管理受托人、重要的市场参与者等各种角色之间寻求平衡。据海外研究机构 HFR 数据，2020 年二季度末，全球对冲基金总规模为 3.18 万亿美元。

国内证券私募的发展同样经历了数次阶段性的繁荣与整顿，如今终于踏上行稳致远之路。

01

////// 私募基金行业内外环境持续向好

国内首支私募基金可以追溯到 2004 年，由深国投发行的“深国投—赤子之星”面世，开创了银行、信托、私募合作的新模式，让私募基金走入大众视野，产品在运作期间也为持有人创造了不俗的收益。此后，私募基金以投顾身份参与金融产品运作的模式被广泛推行，但此时仍缺乏统一的行业规范，部分机构借“阳光私募”的标签为投资者管理资金。

随时间推移，官方的认可和统一的行业标准呼之欲出。2012 年非公开募集基金被纳入《证券投资基金法》，私募得到法律上的认可。2014 年，私募备案制确立，通过基金业协会登记的私募基金管理人可自主发行产品。私募基金登记备案与合格投资者制度进一步明确，推动行业进入快速发展时期。

由于行业透明度仍不高，私募基金行业良莠不齐的局面依然存在，2016 年，监管层推动构建私募自律监管体系，从私募基金、管理人两个方面执行全流程、强监督，基金业协会注销的空壳私募超过 1 万家。此后，行业管控的细则在不断优化的监管体系之下得以完善，并逐渐与大资管行业的发展接轨。

值得一提的是，即便在早期的蛮荒发展之中，也不断有执着于客户利益的优秀管理人涌现，恪守资产管理本义，正是这个重要的因素，支撑着整个行业迎来今日的繁荣景象。可以说，私募基金发展至今，离不开受托资产管理的本质、金融监管及时的指引和纠错，以及投资者对专业投资管理能力的信任。

02

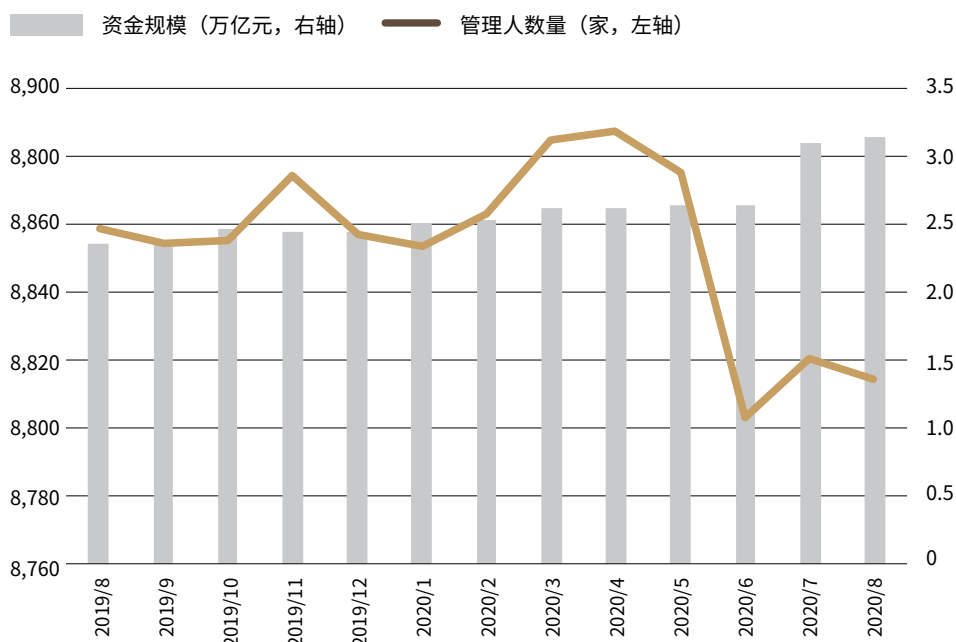
//// 证券私募基金规模快速增长，管理人之间分化明显

受益于结构性上涨行情，近一年来证券私募基金规模不断增长。2020年7月末，证券私募规模首次突破3万亿元人民币，累计总规模及单月新增规模均创历史新高。

而在规模持续推升的同时，证券私募管理人数量不增反降，二八效应突显，各自发展出现显著分化。

规模增长和二八分化的同时出现，很大程度上可以归结为两个因素：一是私募基金的信息披露机制不断完善，符合条件的投资者可以通过第三方机构获取到详细的信息，使得私募在投资者群体中的渗透更容易，“好”与“差”的辨识标准也更清晰；二是私募基金追求绝对收益，评判标准相对统一，目标客户群体也更精准，这种条件下就容易出现强者恒强的局面。

图表 1：近一年证券私募基金管理人数量及管理规模变化



数据来源：中国基金业协会，恒泰私人财富研究

03

////// 私募基金在商业模式上的优势正在被逐步验证

资产管理机构的收入主要由管理规模（AUM）和管理费率两个核心因素驱动。通常来说，公募基金管理公司在费率的定价上很难享有独特的定价权，多数产品须与同行业保持一致甚至更低，导致公募类机构只能通过不断新发产品来保住或新增规模。

而私募基金则享有更好的商业模式：

从收入构成来看，私募基金的收入主要包括申赎费、管理费和业绩提成。管理费方面，绩优私募基金对于管理费的自主定价能力更高，这一点不同于公募基金；业绩提成的存在，使得私募基金有更强的动力去为客户追求超额收益——这一点可以将管理人的利益和持有人的利益统筹起来。

从管理人与客户之间的关系来看，私募基金更容易创造一种可长期持续的关系。私募基金以绝对收益为目标，在产品运作条款和投资工具的运用上所受的约束更少，从而在很大程度上确保了管理者与持有人的利益一致；另外，私募基金通常设定更长的封闭投资期限，可以保护投资经理的决策不受短期的市场波动影响。

因此，私募基金对于管理人、投资者来说，都是一种更加友好的商业模式，其中包含了天然的客户立场、锁定投资期限、用业绩说话、多重收入等等优势。

事实上，近些年公募基金行业的创新，也一直在向私募基金靠拢，具体方式包括拉长产品的封闭运作期、推出“浮动费率产品”等等。以浮动费率产品为例，它指的是基金实收的管理费与投资业绩挂钩，这样既可以激励基金经理创造更佳的业绩，又可以鼓励投资者长期持有基金。

私募基金在人才引入和激励制度上的优势也颇为明显，这一点可以让优秀的投资经理获得持续的优厚待遇。越来越多“公奔私”的投资经理，正是看中了私募机构业绩激励与股权激励、长期激励与短期激励的结合，才选择义无反顾地投身私募市场。

04

////// 选择好的证券私募产品，是高净值人群改善投资收益的重要方式

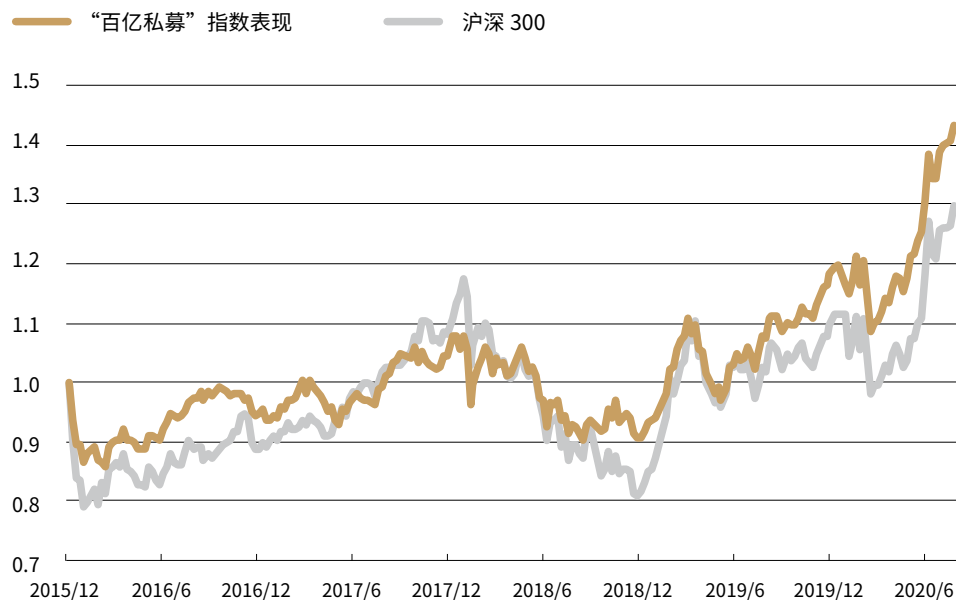
过去五年里，沪深 300 区间收益大致为 41%，平均年化收益率为 7.1%。不过，多数投资者的实际账户收益远低于沪深 300 的回报。一方面，选股与择时能力很大程度上决定了投资结果；另一方面，在波动的市场中是否“拿得住”标的，也是普通投资者与专业投资者乃至市场平均水准之间拉大差距的重要原因。

与投资市场中的其他细分领域一样，私募管理人之间存在较大的业绩分化。头部的私募管理人拥有更完善的投研体系和更为科学的决策流程，也有更强的募资能力，能够留住核心人才，保障整个投研体系和决策体系的品质，这样即可在管理规模与投资业绩之间形成正向循环。

管理规模在 100 亿元人民币以上的私募被称为“百亿私募”。从过往的投资业绩来看，国内的头部私募管理人有能力创造出超越市场的超额收益。相关数据显示，自 2016 年以来，“百亿私募”跑赢沪深 300 约 20%。将这些头部私募的业绩按照时间段拆分后不难发现，私募管理人更擅长在波动市场和熊市中胜出。

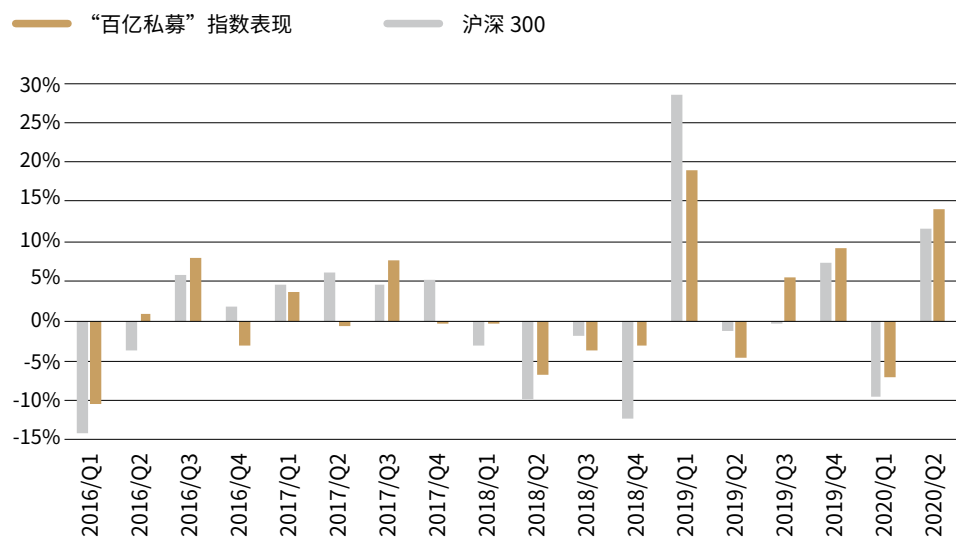
展望未来，以科创板为代表的资本市场增量改革将继续提升机构投资者在市场中的话语权，严格的退市制度也将强化上市公司的淘汰机制，金融衍生工具进一步丰富和复杂化，这些都将加大个人投资者直接参与市场的获利难度。对于大部分个人投资者而言，选择优质的管理人，是改善投资收益、获取长期回报的最佳方式之一。

图表 2：2016 年以来头部私募管理人业绩情况



数据来源：Wind，朝阳永续，恒泰私人财富研究

图表 3：2016 年以来私募基金业绩分阶段拆解



数据来源：Wind，朝阳永续，恒泰私人财富研究

PART TWO

第二部分

证券私募管理人特征



01

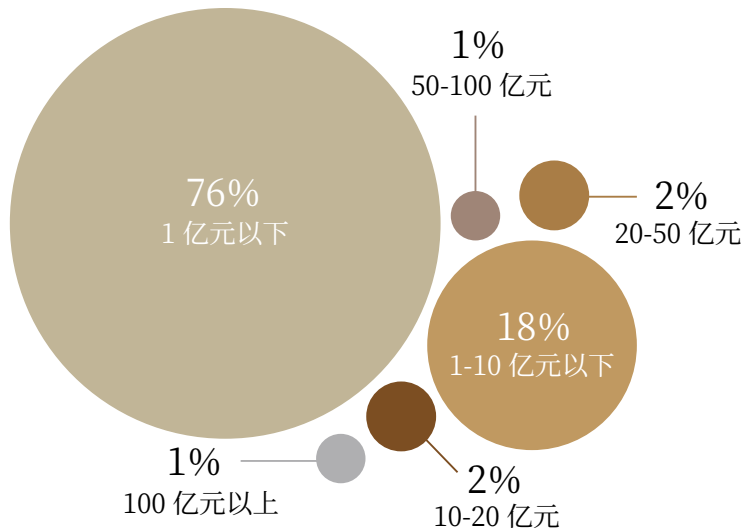
管理规模：2016 年以来年均增长 16%， “百亿私募”数量超过 50 家

基金业协会最新数据显示，截至 2020 年 8 月末，国内已备案的证券类私募投资基金管理人 8,814 家，已备案证券私募投资基金 48,522 只，管理基金规模 3.15 万亿，较去年同期的 2.36 万亿增长 33.47%。过去五年间（2016/1~2020/8），证券类私募基金管理规模年均增速约为 16%。

截至同期，管理规模在 20~50 亿元的证券私募基金管理人 149 家，管理规模在 50~100 亿元的有 59 家，管理规模在 100 亿以上的有 51 家。其中 76% 的管理人，管理规模在 1 亿元以下；而超过 50 亿规模的管理人仅占管理人总数的 2%。

即便已经开始呈现快速头部化的局面，国内的“百亿私募”证券私募管理人平均管理规模也只有海外对冲基金同等管理机构的 1/7~1/5 左右。海外头部对冲基金机构中，规模排名靠前的如桥水、文艺复兴等，均有跨多种资产或主打复合策略的产品，这与国内头部私募以股票多头策略为主的情形略有差别，这种差异也是值得国内私募基金参考的。

图表 4：不同规模证券私募管理人数量分布



数据来源：中国基金业协会，恒泰私人财富研究

02

////// 投资策略：股票多头发展迅猛，绩优策略因市场而变

市场上主要的私募基金数据商和基金评价机构对于私募基金的策略分类各有不同，主要分为七大类，包括：股票多头策略、债券策略、管理期货策略、宏观策略、相对价值策略、事件驱动策略、复合策略。为了方便理解，我们将相对价值策略拆分为市场中性策略和套利策略，并加入组合基金（FOF/MOM），形成九大策略类别。本页内容后附的表格中介绍了各类策略的投资方法和风险收益特征。

整体上，证券私募基金产品策略以股票多头为主，并逐步呈现多样化发展的特征。随着宏观因素对资本市场的影响逐渐加大，九大类策略中规模增长最快的策略是套利策略，截至 2020 年 8 月同比增幅 50%；市场中性策略的增长幅度也超过 45%。以下为各类策略的最新情况：

1) 股票多头策略：

全球范围来看，股票策略是对冲基金的核心策略类型。在国内，股票多头策略产品数量占证券私募基金总数的 64%。以主观投资为核心的股票多头管理人，从业背景通常是公募、证券公司与民间的专业投资者；以量化投资为核心的股票多头策略，即指数增强策略，管理人多为计算机、统计、物理等理科背景的“学院派”。从管理人的规模分布上看，市场呈现出头部聚集趋势，部分“量化类”管理人出于策略容量的考虑，从去年开始陆续以产品封盘来维护已有投资者的利益。可以观察到，今年起，“主观类”头部管理人也开始通过产品封盘、延长封闭期等方式，优化合作渠道，引导客户理性看待市场，坚持长期价值投资。值得一提的是，近两年来股票多头策略的投资方向更加丰富，一方面加强指数投资工具的运用，一方面通过收益互换等形式加大覆盖港股、美股市场。

2) 债券策略：

国内以债券策略作为主策略的管理人并不多，由于债券资产的避险属性和机构化投资的特性，债券策略的私募基金规模普遍较大，多数管理人具备传统金融行业从业背景，第一梯队管理人的平均管理规模达到 200 亿以上。需要关注的是，债券私募管理人的主要资金来源是机构客户，尤其银行委外的占比较高，2018 年资管新规出台，允许私募基金与银行理财子合作，但在理财子陆续设立的过程中，债券私募在资金端可能面临一定的增长压

力。另一方面，随着金融监管的强化以及非标融资的限制，一些高度依赖融资的企业可能面临流动性问题，债券私募在信用下沉以及高收益债相关投资策略中，需要更加谨慎应对。

3) 管理期货策略：

管理期货策略按投资策略可以分为主观和量化两大类，投资范围涵盖商品期货、股指期货、外汇期货、利率期货。国内主流的管理期货策略是量化型趋势跟踪策略，投向以商品期货为主。因大宗商品与股债资产的低相关性，以及期货多空双向的交易机制，管理期货策略在主流投资策略出现大幅回调的市场危机时刻，往往有不错的收益表现，因而素有“危机阿尔法”的称号。国内量化 CTA 管理人普遍面临策略容量问题，中短频策略容量在 20~50 亿左右，管理人在临近策略容量上限时，可能宣告策略封盘。部分管理人会通过延展策略类型至股票量化策略，以承接更多的资金。因商品期货交易保证金占用资金比例较小，管理人可能在单只产品中实现 CTA 策略与股票量化策略的叠加，这类产品策略也可归入下述第 (8) 项“复合策略”类别中。

4) 宏观策略：

对冲基金策略中，最受关注的是集大成的宏观策略，通过对宏观经济周期及大类资产表现的把握，采用多市场多标的的投资方法，以期获得绝对回报。全球宏观策略基金中，最著名的是索罗斯的量子基金与达里奥的桥水基金。国内的宏观策略起步较晚，管理人多数具备期货或债券投资背景。宏观策略作为涵盖多资产类别的策略品类，对管理人的宏观经济分析以及各大类资产研究提出了较高要求，宏观策略的表现最终如何演绎，直接对应着管理人的投研能力圈。目前国内宏观策略的管理人数量及产品规模占比偏低，随着大类资产配置理念的推进，更多优秀的宏观策略管理人呈现出长期稳定的历史业绩水平，宏观策略未来的成长空间巨大。

5) 市场中性策略：

市场中性策略是相对价值策略的重要分支，2010 年沪深 300 期货上市，为市场中性策略的对冲运作提供可能性。2013~2014 年股市下跌过程中，市场中性策略大放异彩，产品在对冲指数风险后，超额收益叠加股指期货升水带来的收益，净值表现优异，市场规模迅速扩张。但随后在 2015 年 9 月，因股指期货限仓，期货贴水严重，市场中性产品难以运作。这一现象在 2017 年才有所缓解：伴随着股指期货限仓的逐步松绑，以及中证 500 期货面世，解决了早期的风格暴露问题，市场中性策略再次回归视野。市场红利不再，2.0 时

代的量化对冲策略，对管理人获取稳定超额收益的能力提出严峻的挑战，以高频价量策略杀出重围的第一梯队量化私募在 2019 年快速扩张。高昂的策略研发与交易系统投入成本，加快了股票量化私募头部聚集的速度，截至 2020 年 9 月，市场上已有 6 家管理人规模突破百亿，百亿私募的合计管理规模预估占据了一半的股票量化市场规模，这一趋势或将持续。

6) 套利策略：

套利类策略通过把握套利对之间的价差关系，在资产定价出现偏差时，买入低估品种，卖出高估品种，在价差回归中获取收益。策略可以使用的范围包括股票配对、股指对冲、期权套利、ETF 套利等等。套利策略与单边趋势类策略相比，通常表现更为稳健。这类策略主要通过量化的方式实现，根据投资标的的市场容量以及策略的交易频次，策略可能面临相应的容量瓶颈。市场上仅以量化套利类策略为核心的管理人数量偏少，大多呈现小而美的风格。部分管理人会将套利类策略作为策略线中一个分支，在策略组合中平滑波动，这类产品将视情况也可被归入下述第 (8) 项“复合策略”类别中。

7) 事件驱动策略：

事件驱动策略的范围广泛，主要通过把握市场重大事件所带来的投资机会进行获利，重大事件通常与监管政策密不可分。国内事件驱动策略占比最高的产品是定向增发类，该类产品在 2016 年尤为火热，全年发行量高达 1.7 万亿。随后在 2017 年减持新规发布，定向增发的锁定期延长，投资收益存在较大不确定性，产品规模迅速缩减。事件驱动策略的产品发行伴随着政策红利而来，也将因政策调整而陨落。长期来看，随着市场有效性提升，监管制度、交易制度的不断完善，政策套利为主的市场驱动策略有效期将更加短暂，以长期稳健收益为目标的财富管理业务，在此类策略中的参与度将进一步降低。

8) 复合策略：

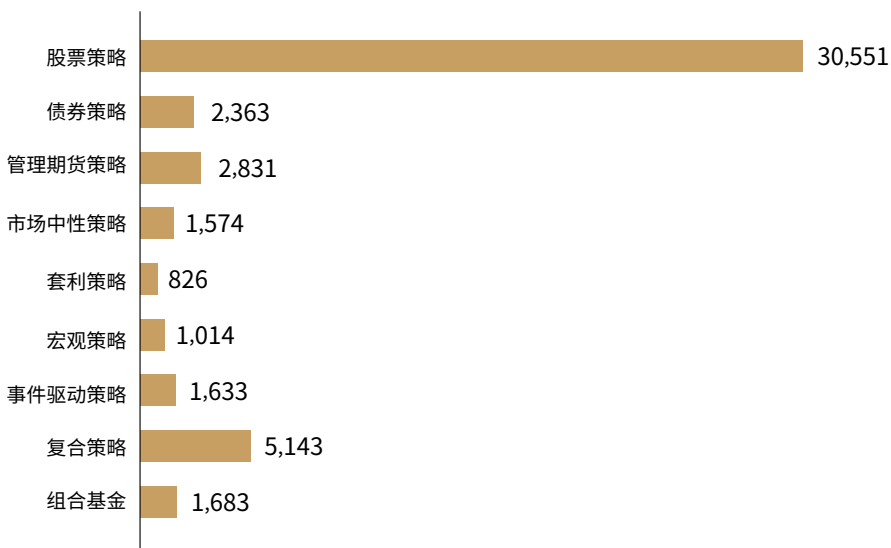
得益于投研体系的丰富，许多管理人在投资运作时并不局限于单一策略，通过多策略组合降低整体的波动性，获得更为可观的风险收益比。这类复合策略产品的数量占比达到 11%，位列市场第二，管理人主要以量化套利类、商品期货类策略居多。从产品评价的角度上看，复合策略产品表现在收益归因中，可能出现难以准确拆分的情况，产品表现的解释力较低，可能会影响投资体验，产品出现较大波动时，客户维护的难度会加大。2016 年股债表现欠佳，CTA 策略有不错表现，大量资金涌入 CTA 策略管理人，市场上出现较多

复合策略型产品，管理人在 CTA 策略之上，叠加了市场中性、网下打新、套利等多种策略类型，但在随后的 2017 年 CTA 策略表现平平，市场中性策略在 2017 年市场风格切换中出现回撤，复合策略产品多数表现不佳。随着投资者对策略体系了解逐步深入，当前的复合策略产品在策略类型、策略配比上的披露愈发清晰。

9) 组合基金：

近年来，组合基金在市场中逐步占得一席之地，百亿私募管理人中也开始出现 FOF 机构的身影。专业的 FOF 投资机构通过对管理人的深度尽调追踪，基于有效的配置组合，以一篮子基金的组合投资模式为投资者实现风险分散，获取稳健投资收益。这类产品的优势一方面体现在分散配置，另一方面，对于稀缺额度的投资策略，以及对单产品规模有较高要求的投资策略，FOF 以资金直接投资的形式，可以大大缩减稀缺份额的获取难度。在当前头部聚集、管理人合作渠道收紧的环境下，优势尤为明显。另外需要关注的是，过去以非标资产为主的信托机构面临“转标”的压力，拥有大量高净值客户基础的信托机构正在寻找专业的基金评价团队，以组合基金的形式为客户做非标资产的转换，这或许会进一步推升组合基金的整体规模。

图表 5：证券私募管理人投资策略分布（按产品数量）



数据来源：Wind，私募排排网，恒泰私人财富研究（数据截至 2020/8/31）

私募基金策略类型简介

01.

股票多头策略主要投资于权益类资产以及相应的衍生品工具,以主动管理或量化基本面的方式构建组合,收益来源包括宏观择时、行业配置和个股筛选。不同的私募基金在仓位管理和标的选择、个股集中度上差异较大。

股票多头策略



债券策略

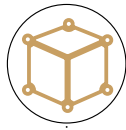
债券策略中包含两类子策略,一类纯债策略,主要投资于利率债、信用债和现金管理工具,主要收益来自信用挖掘、对利率走势的研判和杠杆投资;一类强债策略,在纯债策略基础上少量叠加市场中性、套利、管理期货等投资手段,从而达到收益增强的目的。

02.

03.

管理期货也称“CTA”(Commodity Trading Advisors),主要通过主观或量化方式投资于期货、期权等衍生品,具体策略包括趋势跟随、反转、套利等,具有双向交易(做多、做空)、杠杆交易(保证金交易)、多元交易(交易多个不同期货品种)等特点。

管理期货策略



宏观策略

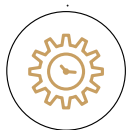
宏观策略多从全球宏观基本面入手,分析及预测大类资产走势,并以此为基础构建相关组合。宏观策略不仅覆盖股、债、商、汇等多资产,它的投资标的还可以是全球资本市场上的任何产品。

04.

05.

属于“相对价值策略”类别之一，通过构建多个多空头寸对冲市场风险，从而在波动的市场环境下获取稳定的绝对收益。

市场中性策略



套利策略

与市场中性策略同属“相对价值策略”类别，通过捕捉资本市场中资产的定价误差，在定价恢复前锁定收益，具体策略包括ETF套利、期现套利、跨期套利、期权套利等。

06.

07.

通过抓住资本市场的重大事件进行投资获利，如一级市场打新、定向增发、可转债及大宗交易等。

事件驱动策略



复合策略

综合配置于以上所提及的多种策略，通常每种策略对业绩的贡献度不低于20%。

08.

09.

组合基金指 FOF 或 MOM，专注于投资其他管理人或由其他管理人发行的基金产品。

组合基金



03

////// 注册地分布：上海、北京高效孵化优质私募

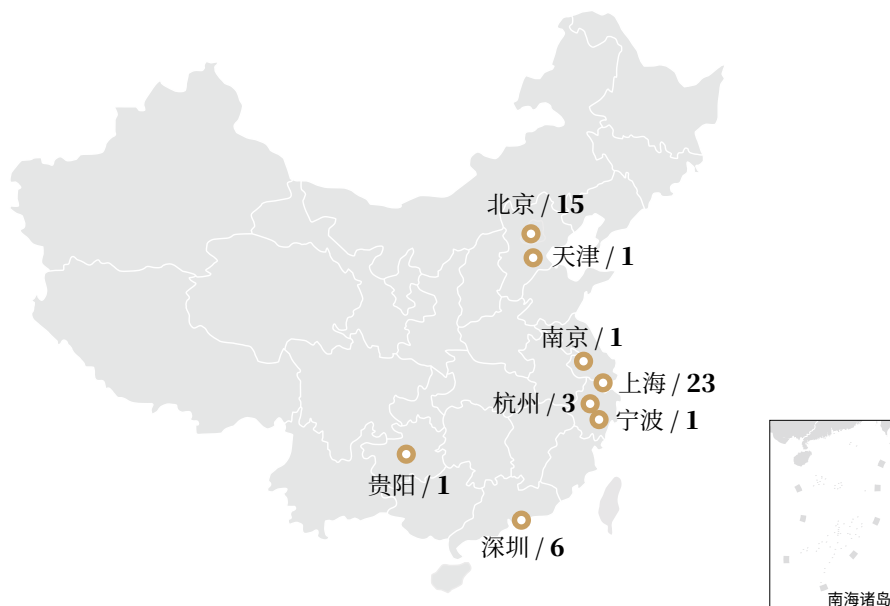
长三角、珠三角及京津等经济发达地区是国内证券私募管理人的主要集中地。

基金业协会最新数据显示，截至 2020 年第一季度，国内证券私募基金管理人所属的前三大注册地分别为上海（2,201 家，占比 27%）、深圳（1,931 家，24%）以及北京（1,381 家，17%），分别对应规模 11,507 亿元（上海，占比 46%）、2,882 亿元（深圳，12%）以及 4,728 亿元（北京，19%）。

在现有的 51 家规模“百亿私募”管理人中，上海和北京分别拥有 23 家和 15 家；59 家规模在 50~100 亿的管理人中，上海和北京分别为 23 家和 17 家。深圳和杭州也成为一些新锐管理人聚集的城市，共拥有 19 家规模在 50 亿以上的证券私募管理人。

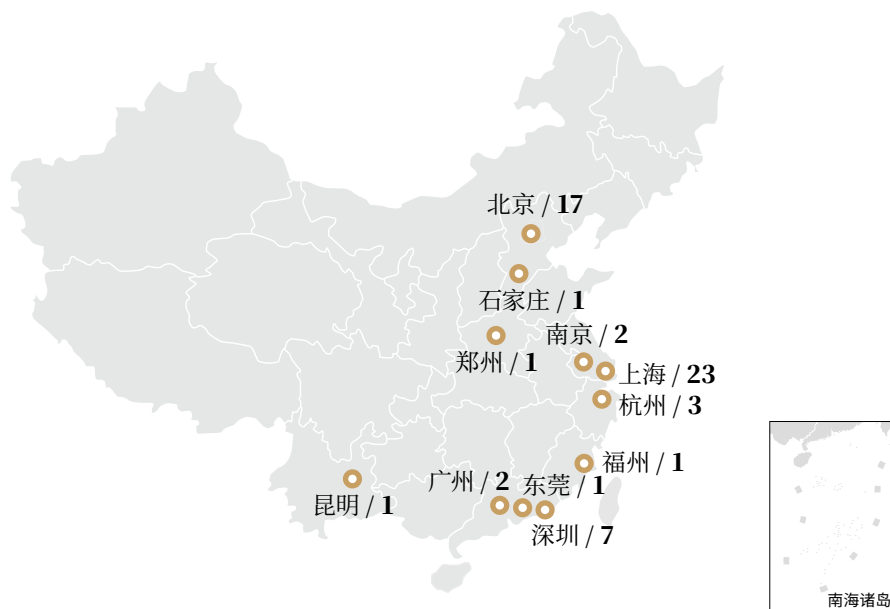
无论在证券私募管理人数量或管理规模方面，上海均居首位。此外，上海的管理人平均规模要明显高于北京和深圳。除了拥有开放的金融环境、更为有序的监管环境以及更加专业、聚集的金融机构生态，长三角的高净值人群体量在全国也位居前列，整体金融素养和对管理人的认知、辨识程度较高，这个因素显然也是上海得以持续孵化优质私募的理由。

图表 6：管理规模大于 100 亿的证券私募管理人注册地分布



数据来源：中国基金业协会，恒泰私人财富研究

图表 7：管理规模 50~100 亿的证券私募管理人注册地分布



数据来源：中国基金业协会，恒泰私人财富研究

PART THREE

第三部分

证券私募基金发展趋势



01

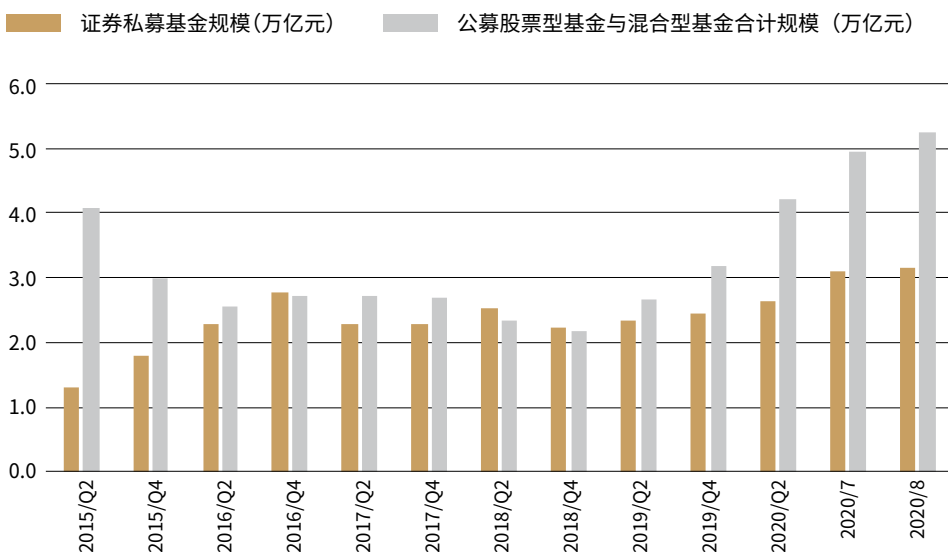
////// 伴随资本市场红利，证券私募基金规模将持续增长

自 2016 年下半年以来，证券私募与公募股混基金规模相近，主要源于证券私募的结构以股票多头为主，整体可以看作一个“大盘增强”的市场。由于投资门槛的差异，以及适用的市场环境有所不同，公募股混基金在牛市中展现出更为强劲的增长。2020 年 7 月末，证券私募基金规模突破 3 万亿元人民币，但短期差距与公募股混基金有所拉大。

相较于公募基金，证券私募基金规模一直平稳增长，受权益市场短期波动影响更小。一是因为私募基金的封闭期设置，使得赎回行为受到较为严格的限制，二是因为高净值客户对于信任的管理人通常有更强的容忍度，可以接受较长的持有期。

全球对冲基金拥有 3 万亿美元以上的规模，与之相较，国内证券私募基金的总规模大约相当于其 1/7 水平。中国是全球第二大资本市场，证券私募基金理应享有更为广阔的发展空间。接下来，证券私募市场的进一步扩张，主要看中国家庭财富的金融属性会以多快的速度提升。

图表 8：证券私募基金与公募股混基金规模比较



数据来源：中国基金业协会，恒泰私人财富研究

02

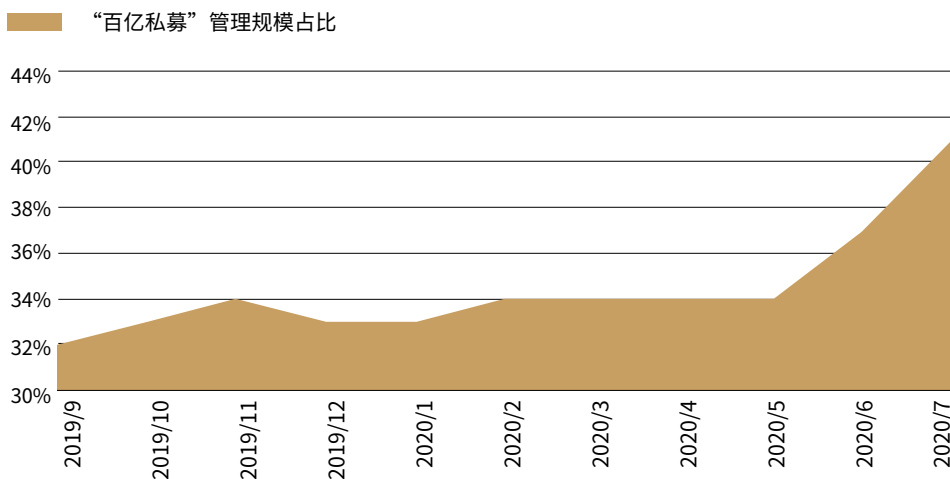
//// 私募管理人头部化趋势将进一步加剧

前文提到，截至目前“百亿私募”管理人数量占比不到全市场数量的1%，仅有51家，而它们所管理的资产规模却达到1.27万亿，占比四成以上。如果将规模在50亿以上的管理人纳入考量，则市场上2%的管理人，经营着全市场54%的证券私募资产。

国内的投资者正在经历一个从自主投资到向优质管理人倾斜的阶段，这种趋势不仅体现在私募上。“爆款基金”的不断问世，以及部分“公奔私”管理人迅速完成资产聚集，都深刻地印证了这种局面。银行、证券公司等各类产品销售机构也不断引导投资者向业绩和品牌出众的私募聚集，这些动作会进一步加剧管理人的头部化。

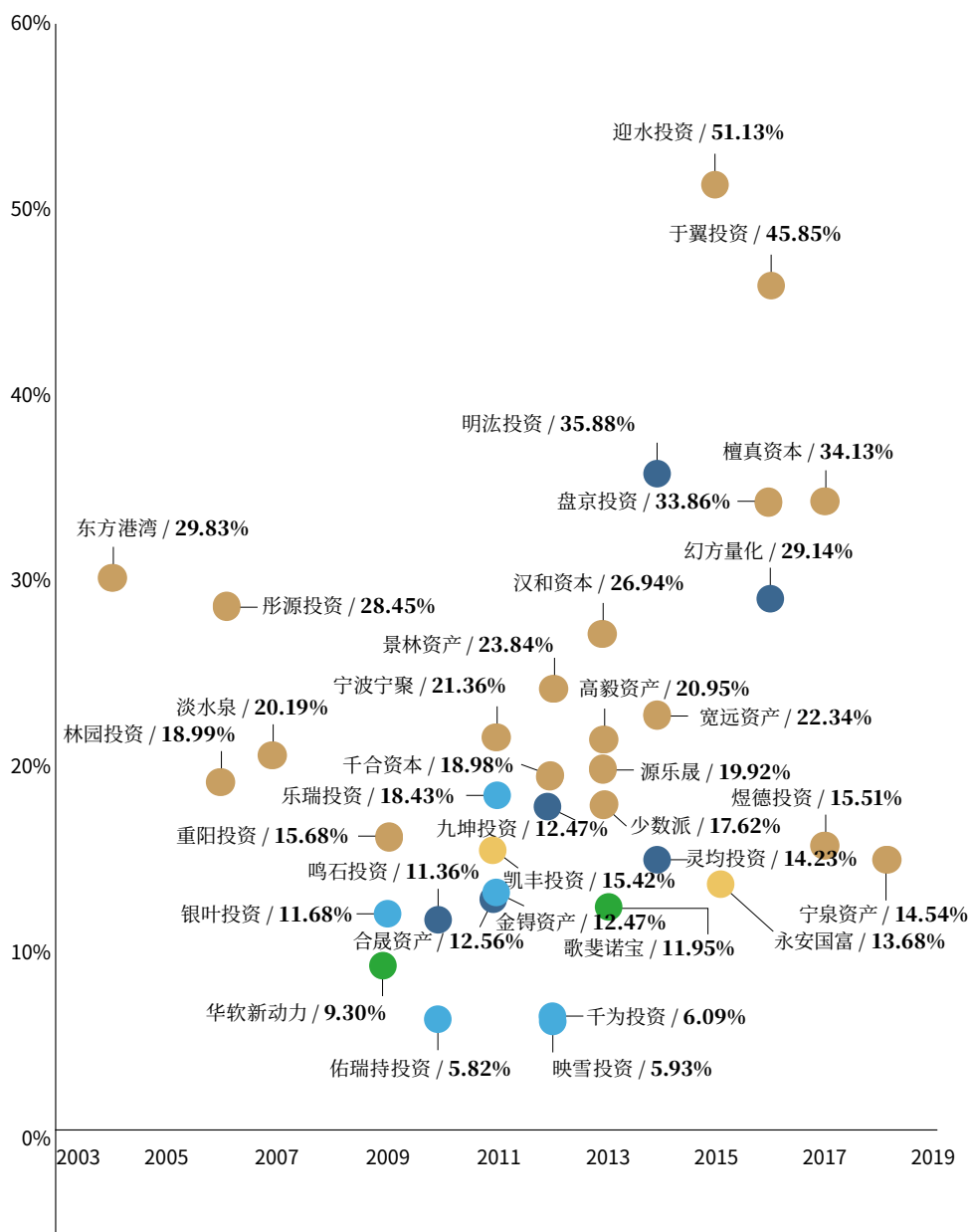
回顾证券私募的成长历程，不难发现，从团队搭建，到产品体系基本成型、获得投资者和市场的认可，通常需要5~6年的时间。中国的私募基金行业自2012年《证券投资基金法》确立法律地位、步入正轨之后，才逐步酝酿真正优质的管理人。2016年行业整顿后重装出发的新晋管理人仍需要时间来验证自身，因而在未来的2~3年时间里，头部化将继续维持。不过，投资市场变幻莫测，并没有稳固的要素可以作为管理人的“护城河”，如果将视野放到足够长期，当前加速头部化的情形或许将会有所改变。

图表 9：“百亿私募”管理规模占证券私募总规模比例变化



数据来源：私募排排网，恒泰私人财富研究

百亿私募 管理人图谱



● 股票策略年化收益率 ● 宏观策略年化收益率 ● 量化策略年化收益率

● 债券策略年化收益率 ● 组合基金年化收益率

注：横轴为管理人成立时间，纵轴为平均年化收益率；由于一家管理人可能经营多种私募子策略，因此对管理人主要按照策略特征归类；信息披露数据不足的管理人未作列示。

数据来源：私募排排网，恒泰私人财富研究

百
亿
私
募
管
理
人
列
表

序号	机构名称	核心策略类型	序号	机构名称	核心策略类型
1	重阳投资	股票策略	26	宁波幻方量化	股票策略
2	淡水泉	股票策略	27	宁波宁聚	股票策略
3	铂绅投资	股票策略	28	宁泉资产	股票策略
4	东方港湾	股票策略	29	盘京投资	股票策略
5	敦和资产	宏观策略	30	磐沅投资	股票策略
6	泛海投资	复合策略	31	平安道远投资	组合基金
7	高毅资产	股票策略	32	千合资本	股票策略
8	歌斐诺宝	组合基金	33	千为投资	债券策略
9	汉和资本	股票策略	34	上海保银投资	复合策略
10	合晟资产	债券策略	35	上汽顾臻资产	股票策略
11	恒宇天泽投资	组合基金	36	少数派投资	股票策略
12	华软新动力	组合基金	37	双安资产	宏观策略
13	金锝资产	股票策略	38	思道科投资	股票策略
14	景林资产	股票策略	39	檀真投资	股票策略
15	九坤投资	股票策略	40	彤源投资	股票策略
16	凯丰投资	宏观策略	41	西藏源乐晟资产	股票策略
17	宽远资产	股票策略	42	银叶投资	债券策略
18	蓝石资管	债券策略	43	迎水投资	股票策略
19	乐瑞资产	债券策略	44	盈峰资本	股票策略
20	礼仁投资	股票策略	45	映雪投资	股票、债券策略
21	林园投资	股票策略	46	永安国富	宏观策略
22	灵均投资	股票策略	47	友山基金	复合策略
23	明汨投资	股票策略	48	佑瑞持投资	债券策略
24	明毅博厚投资	债券策略	49	于翼资产	股票策略
25	鸣石投资	股票策略	50	煜德投资	股票策略

(按拼音首字母排序)

资料来源：恒泰私人财富研究（本表未列示不以证券类投资策略为主的管理人）

03

////// 优质的私募管理人将成为稀缺资源

随着私募市场整体的扩容，2020 年以来，进入“百亿私募”俱乐部的管理人有所增加，包括东方港湾、于翼资产、汉和资本、彤源投资、宁泉资产、迎水投资、宁聚资产等。

紧随规模增长而来的问题是对私募团队人手、策略容量乃至管理能力的考验。在这种情形下，越来越多的管理人选择“封盘”或尽可能拉长封闭期，来保证经营效率，同时也保护持有人的利益。

2019 年起，多家量化私募管理人发布封盘通告，其中包括幻方量化、九坤投资等“百亿私募”。进入 2020 年，选择“封盘”的私募越来越多，以股票策略为主的景林资产宣布不接受新客户申购产品，彤源投资、高毅资产也相继宣布部分基金经理暂时封闭。严格控制规模能够有效保障产品的运作，同时在一个相对稳定的规模下，管理人可以使用更丰富的投资策略并坚持长期投资。

也有多家管理人选择延长产品封闭期。汉和资本在 2020 年 7 月发行了锁定期为 6 年的产品；格雷资产于 2019 年 12 月开始设立主打长封闭期的格雷财富传承系列基金，最长份额锁定 15 年。

“封盘”和拉长封闭期，使得原先就不易申购的产品更显稀缺。为了应对这个局面，部分金融机构推出 FOF 产品，以机构投资者身份间接获取“百亿私募”的稀缺份额。

04

////// 证券公司与证券私募基金相伴而行，两者的结合将更加紧密

证券私募基金主要投资于二级市场，而这正是证券公司覆盖的主领域，两者的结合存在先天优势。

证券私募基金的发展离不开资金支持和交易支持。一方面，证券公司作为“主经纪商”可以提供资本引介、资产托管、产品销售、信用交易、量化交易算法和交易执行等支持，起到良好的孵化作用，让私募基金更多聚焦于专业投资；另一方面，证券公司的客户群体对二级市场有更强的认知和偏好，与证券私募基金的客群有更高的重合度。

同样，在证券公司从通道经纪业务向财富管理转型的过程之中，证券私募基金将是助推和成就其转型的重要力量。中国金融产品全面转型净值化的趋势下，证券公司需要构建高品质的产品体系和系统的售后服务能力，转型为真正的“买方投顾”。证券私募基金人不仅提供财富管理所需的基础产品，在策略研究、服务支撑乃至品牌合作上更可充分共享优势、互相打通，未来，两者的结合将会更加紧密。

风险提示及免责声明

市场有风险，投资须谨慎。

恒泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本资料仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本资料而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本资料的信息均来源于本公司认为可信的合法公开内容，本公司力求资料内容客观、公正，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本资料中的数据、意见及预测仅反映本公司于发布本资料当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本资料所载数据、意见及推测不一致的资料。本公司不保证本资料所含信息保持在最新状态，并且可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本资料只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就资料中的内容对最终操作建议做出任何担保。本资料中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，须客户自主作出投资决策并自行承担投资风险。投资者应当充分考虑自身状况，并配合其他分析手段理解和使用本资料内容，不应视本资料为做出投资决策的唯一因素。投资者在进行投资决策时，须充分了解各类投资风险，根据自身的风险承受能力使用相关服务。本公司不对使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

本资料版权归“恒泰证券股份有限公司”所有。未经本公司书面授权，任何机构或个人不得对本资料进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本资料，需注明出处为“恒泰证券”，且不得对本资料进行有悖原意的删节或修改。