

## 基金深度报告

## 私募中观系列：市场中性策略“适应性”分析

## 证券分析师

薛涵 投资咨询资格编号  
S1060520080001  
xuhean425@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



- 随着国内基金行业的发展，主动、量化、宏观对冲和管理期货等多种策略百花争鸣，整体规模快速增长。市场中性策略作为不受市场方向左右的策略之一，受到投资者的关注和青睐，而 2019 年和 2020 年连续两个年度的四季度市场中性基金均出现整体回撤也引起了各方的讨论。本文尝试探讨市场中性策略适应的市场环境，从而帮助投资者判断较优的布局时点。
- **海外市场中性策略现状：**对冲基金起源于 1950 年代的美国，此后全球对冲基金行业保持了良好的发展势头，截至 2020 年全球对冲基金管理规模约 3.6 万亿美元。从海外量化对冲基金历史来看，总体经历了萌芽期、成长期和成熟期三个发展阶段。从海外对冲基金指数表现来看，近年来市场中性策略表现较弱，大幅跑输同期 Barclays 全球综合债券指数。
- **国内市场中性策略现状：**国内阳光私募基金起源于 2004 年，根据基金业协会的数据，截至 2020 年 11 月我国登记备案的私募证券投资基金共 52599 只，合计规模 37430.73 亿元。从国内私募基金历史来看，总体也经历了萌芽期、成长期和恢复期三个发展阶段。从国内私募基金指数表现来看，近年来私募市场中性基金表现略优于公募市场中性基金。公募基金指数在收益风险特征上呈现“低收益低风险”和“高收益高风险”两头聚集的特征，在这一点上私募策略的多样性对公募形成了很好的补充。市场中性策略与其他策略间相关性较低，并且私募市场中性策略与公募市场中性策略相关系数也较低，表明两者可能在细分策略、因子选择和组合构建等方面存在较大差异。市场中性策略总体更擅长下跌市和震荡市。
- **业绩影响因素分析：**我们从模型原理出发，寻找可能对市场中性策略业绩造成影响的因素，并详细分析了股指期货升贴水率、利率水平、赚钱效应、热点扩散、交投活跃、波动率等多个变量对市场中性策略收益的影响。
- **适合的市场环境：**对于上述这些因素究竟哪些对市场中性策略有显著影响，我们构建多元回归模型进行检验，详细分析了模型结果。并且对当前的市场环境下这些变量所处的历史分位点进行分析，可以看到，目前股指期货贴水情况已较上月已有所收敛，市场赚钱效应较弱，行业和个股热点较为分化，市场整体流动性较佳，波动率较低，8 个指标中有 6 个处于有利位置，当前时点可考虑逐步布局市场中性策略。
- **风险提示：**1) 本报告模型测算结果是基于样本基金历史表现进行的客观分析，样本基金的底层数据可能存在错漏导致模型的结果偏差。2) 基金过往投资业绩不代表未来表现。3) 本报告涉及的基金不构成投资建议。

# 正文目录

- 一、 市场中性策略发展历程及现状.....4
  - 1.1 海外市场中性策略情况 ..... 4
  - 1.2 国内市场中性策略情况 ..... 6
- 二、 市场中性策略业绩影响因素分析 .....10
  - 2.1 市场中性策略模型解析 ..... 10
  - 2.2 市场中性策略业绩影响因素分析 ..... 11
    - 2.2.1 股指期货升贴水率 ..... 11
    - 2.2.2 利率水平..... 12
    - 2.2.3 赚钱效应..... 13
    - 2.2.4 热点扩散..... 13
    - 2.2.5 交投活跃..... 14
    - 2.2.6 波动率 ..... 15
    - 2.2.7 市值因子..... 15
- 三、 市场中性策略适合的市场环境.....16
- 四、 风险提示 .....18

## 图表目录

|       |                         |    |
|-------|-------------------------|----|
| 图表 1  | 全球对冲基金管理规模（单位：十亿美元）     | 4  |
| 图表 2  | 海外量化对冲基金发展历程            | 4  |
| 图表 3  | 海外对冲基金策略分类              | 5  |
| 图表 4  | 海外对冲基金业绩表现              | 5  |
| 图表 5  | 海外对冲基金和资产收益-波动分布（近 5 年） | 5  |
| 图表 6  | 海外对冲基金指数及资产指数业绩表现       | 6  |
| 图表 7  | 海外对冲基金和资产指数相关系数（近 10 年） | 6  |
| 图表 8  | 海外对冲基金和资产指数在不同市道下业绩表现   | 6  |
| 图表 9  | 国内私募基金发展历程              | 7  |
| 图表 10 | 国内私募基金策略分类              | 7  |
| 图表 11 | 国内私募基金业绩表现              | 8  |
| 图表 12 | 国内公私募基金收益-波动分布（近 3 年）   | 8  |
| 图表 13 | 国内公私募基金指数业绩表现           | 8  |
| 图表 14 | 国内公私募基金指数相关系数（近 3 年）    | 9  |
| 图表 15 | 国内公私募基金指数在不同市道下业绩表现     | 9  |
| 图表 16 | 私募市场中性策略分月度表现           | 10 |
| 图表 17 | 公募市场中性策略分月度表现           | 10 |
| 图表 18 | 私募市场中性策略分月度表现           | 10 |
| 图表 19 | 公募市场中性策略分月度表现           | 10 |
| 图表 20 | 常见的市场中性策略实施步骤           | 11 |
| 图表 21 | 量化投资细分策略及适用产品           | 11 |
| 图表 22 | 股指期货历次规则调整              | 12 |
| 图表 23 | 市场中性策略月度收益与股指期货升贴水率对比   | 12 |
| 图表 24 | 市场中性策略月度收益与利率对比         | 13 |
| 图表 25 | 市场中性策略月度收益与赚钱效应对比       | 13 |
| 图表 26 | 市场中性策略月度收益与热点扩散程度对比     | 14 |
| 图表 27 | 市场中性策略月度收益与交投活跃程度对比     | 14 |
| 图表 28 | 市场中性策略月度收益与波动率对比        | 15 |
| 图表 29 | 市场中性策略月度收益与小市值强弱对比      | 15 |
| 图表 30 | 变量平稳性分析                 | 16 |
| 图表 31 | 变量相关性分析                 | 16 |
| 图表 32 | 私募市场中性策略回归结果            | 17 |
| 图表 33 | 公募市场中性策略回归结果            | 17 |
| 图表 34 | 当前市场环境分析                | 18 |

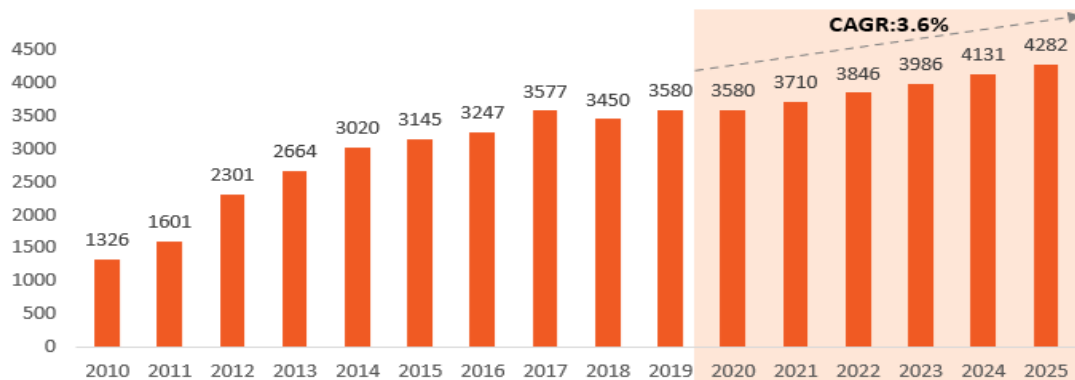
随着国内基金行业的发展，主动、量化、宏观对冲和管理期货等多种策略百花争鸣，整体规模快速增长。市场中性策略作为不受市场方向左右的策略之一，受到投资者的关注和青睐，而 2019 年和 2020 年连续两个年度的四季度市场中性基金均出现整体回撤也引起了各方的讨论。本文尝试探讨市场中性策略适应的市场环境，从而帮助投资者判断较优的布局时点。

## 一、市场中性策略发展历程及现状

### 1.1 海外市场中性策略情况

对冲基金起源于 1950 年代的美国，此后全球对冲基金行业保持了良好的发展势头，尽管 2008 年的金融危机曾对对冲基金规模造成一定冲击，但其规模很快重回上升通道，并于 2019 年创出新高。根据 Preqin 的数据，截至 2020 年全球对冲基金管理规模约 3.6 万亿美元，按年复合增速 3.6% 进行测算预计在 2025 年达到 4.3 万亿美元。

图表1 全球对冲基金管理规模（单位：十亿美元）

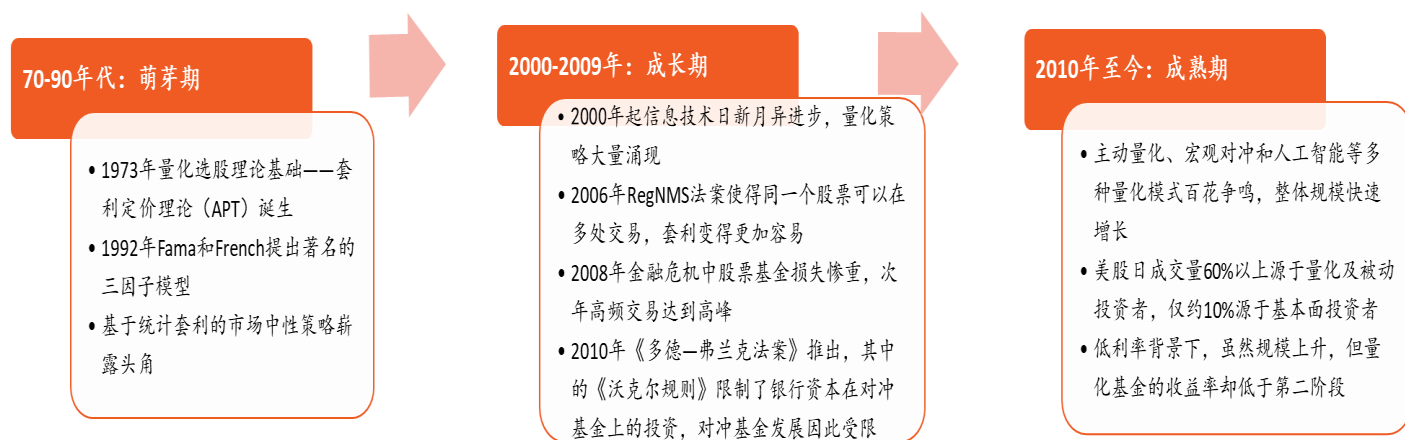


资料来源：Preqin，平安证券研究所

注：2020 年数据根据截至 10 月末的数据年化而来，2021-2025 数据为 Preqin 预测数据。

从海外量化对冲基金历史来看，总体经历了萌芽期、成长期和成熟期三个发展阶段。从量化理论基础的诞生，到基金行业高速成长，金融危机后监管吸取的教训和采取的限制措施，直到目前已逐步走向成熟的阶段。

图表2 海外量化对冲基金发展历程

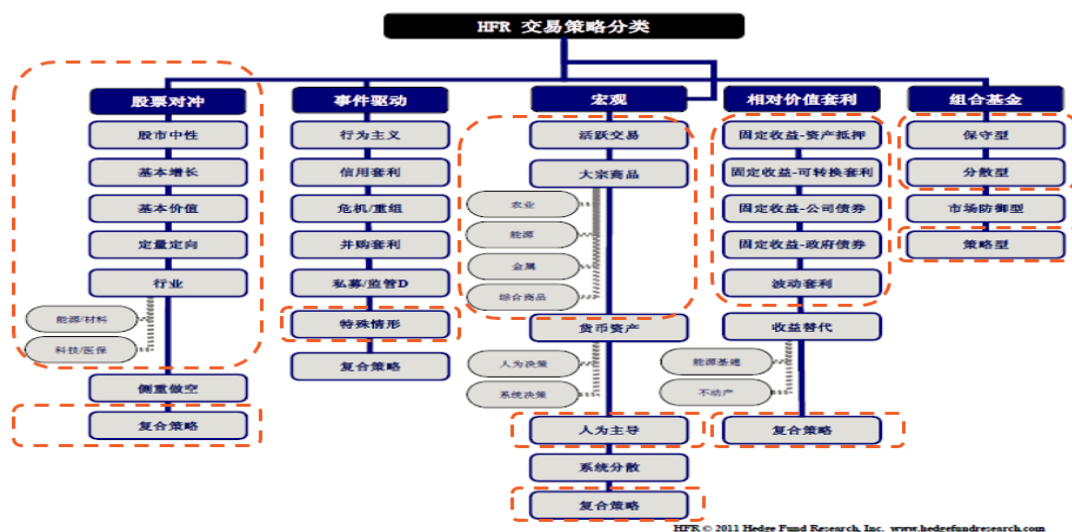


资料来源：平安证券研究所

在正式开始回顾海外市场中性策略业绩前，我们有必要对海外对冲基金的策略分类进行梳理，海外对冲基金行业经过多年发展，策略体系已基本构建完成，涉及的资产类别和细分策略较国内更为丰富。股票市场中性策略隶属于股票对冲大类下。

根据 HFR 给出的定义，股票市场中性策略指运用定量方法分析证券未来价格变动趋势以及证券间的相互关系，进而选择要交易的证券。投资策略主要包括多因子、统计套利/交易策略等。多因子的投资理念是运用多种因子对股票池进行筛选，其假设是股票收益率能够被一组共同因子和个股特异因素所解释。统计套利/交易策略的投资理念是利用价格异常后会带来的均值回归规律，高频交易也属于此领域。

图表3 海外对冲基金策略分类

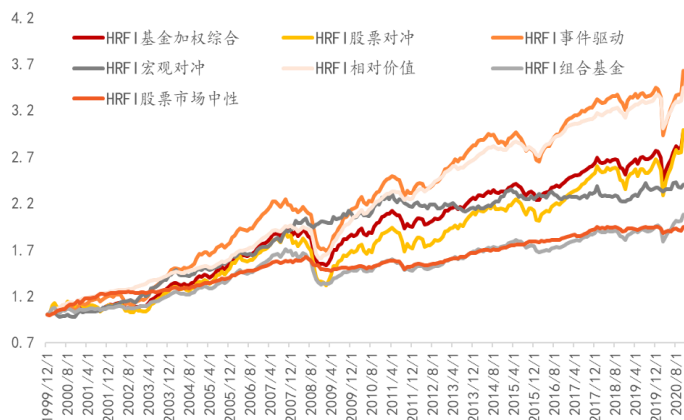


资料来源：HFR，平安证券研究所

注：橙色框为目前国内已经较为成熟的策略类型。

从海外对冲基金指数表现来看，近年来市场中性策略表现较弱，近 3 年年化收益、波动率和最大回撤分别为 0.63%、3.07%和-3.54%，在低利率和海外越来越难以获取相对指数的阿尔法的背景下，市场中性大幅跑输同期 Barclays 全球综合债券指数。

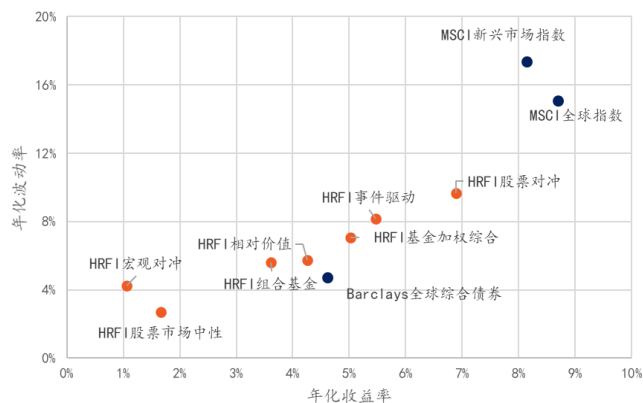
图表4 海外对冲基金业绩表现



资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

注：统计区间为 20000101-20201130。

图表5 海外对冲基金和资产收益-波动分布（近 5 年）



资料来源：WIND，平安证券研究所

统计周期为 20151201-20201130。

图表6 海外对冲基金指数及资产指数业绩表现

| 指标      | 基金指数       |          |          |          |          |          |            | 资产指数     |            |                |
|---------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|------------|----------------|
|         | HRFI基金加权综合 | HRFI股票对冲 | HRFI事件驱动 | HRFI宏观对冲 | HRFI相对价值 | HRFI组合基金 | HRFI股票市场中性 | MSCI全球指数 | MSCI新兴市场指数 | Barclays全球综合债券 |
| 近6月     | 13.38%     | 18.77%   | 15.87%   | 1.94%    | 9.46%    | 10.31%   | 1.98%      | 21.35%   | 29.53%     | 5.56%          |
| 近1年     | 9.34%      | 14.72%   | 7.22%    | 1.98%    | 4.13%    | 8.15%    | 0.47%      | 13.09%   | 15.87%     | 8.38%          |
| 近3年年化   | 4.49%      | 6.17%    | 3.95%    | 1.38%    | 3.45%    | 3.76%    | 0.63%      | 6.94%    | 2.44%      | 4.50%          |
| 近5年年化   | 5.02%      | 6.89%    | 5.47%    | 1.05%    | 4.25%    | 3.61%    | 1.67%      | 8.70%    | 8.15%      | 4.62%          |
| 近10年年化  | 4.07%      | 5.18%    | 4.57%    | 0.94%    | 4.44%    | 3.12%    | 2.37%      | 7.20%    | 1.14%      | 2.82%          |
| 近20年年化  | 5.44%      | 5.33%    | 6.43%    | 4.60%    | 5.73%    | 3.59%    | 2.81%      | 3.93%    | 6.74%      | 4.84%          |
| 近3年年化波动 | 8.67%      | 11.66%   | 9.85%    | 4.62%    | 7.05%    | 6.77%    | 3.07%      | 18.06%   | 19.25%     | 4.15%          |
| 近3年最大回撤 | -11.55%    | -14.58%  | -14.92%  | -6.81%   | -10.70%  | -9.04%   | -3.54%     | -21.74%  | -32.36%    | -4.76%         |

资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所。注: 统计区间为20000101-20201130。

从海外对冲基金近10年相关系数来看, 市场中性策略与其他策略间相关性较低, 能较好地起到多元配置和分散风险的作用。

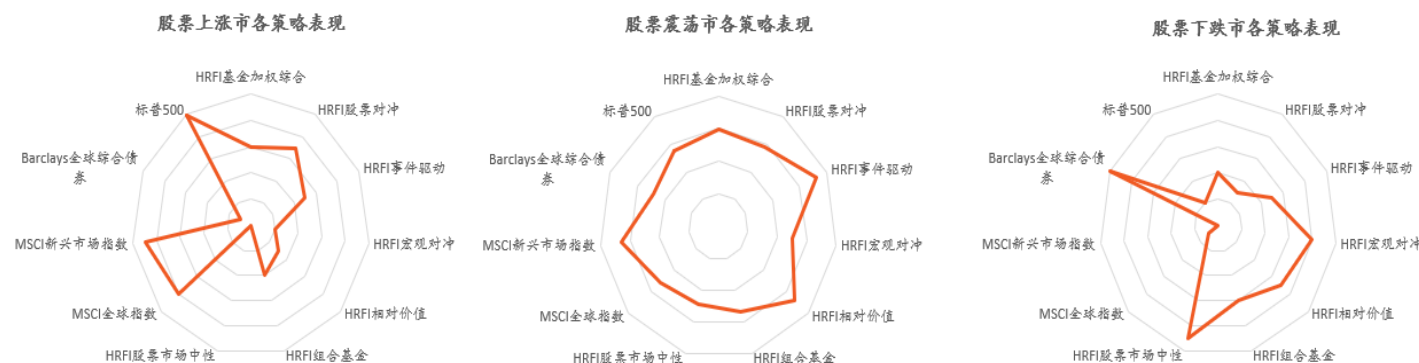
图表7 海外对冲基金和资产指数相关系数 (近10年)

| 近10年相关系数       | HRFI基金加权综合 | HRFI股票对冲 | HRFI事件驱动 | HRFI宏观对冲 | HRFI相对价值 | HRFI组合基金 | HRFI股票市场中性 | MSCI全球指数 | MSCI新兴市场指数 | Barclays全球综合债券 |
|----------------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|------------|----------------|
| HRFI基金加权综合     | 100.00%    |          |          |          |          |          |            |          |            |                |
| HRFI股票对冲       | 98.44%     | 100.00%  |          |          |          |          |            |          |            |                |
| HRFI事件驱动       | 94.72%     | 93.43%   | 100.00%  |          |          |          |            |          |            |                |
| HRFI宏观对冲       | 45.00%     | 33.95%   | 23.55%   | 100.00%  |          |          |            |          |            |                |
| HRFI相对价值       | 91.26%     | 87.48%   | 95.46%   | 24.81%   | 100.00%  |          |            |          |            |                |
| HRFI组合基金       | 96.46%     | 93.63%   | 91.56%   | 46.84%   | 89.52%   | 100.00%  |            |          |            |                |
| HRFI股票市场中性     | 75.63%     | 75.21%   | 68.93%   | 40.95%   | 65.51%   | 71.46%   | 100.00%    |          |            |                |
| MSCI全球指数       | 93.24%     | 94.97%   | 85.58%   | 38.02%   | 79.73%   | 86.82%   | 72.84%     | 100.00%  |            |                |
| MSCI新兴市场指数     | 81.43%     | 83.75%   | 73.59%   | 30.99%   | 70.08%   | 73.62%   | 62.27%     | 86.21%   | 100.00%    |                |
| Barclays全球综合债券 | 35.09%     | 31.57%   | 25.84%   | 37.77%   | 30.46%   | 28.76%   | 26.75%     | 37.46%   | 51.20%     | 100.00%        |

资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所。注: 统计区间为20100101-20201130。

以标普500作为标尺划分不同的市道下各策略的表现来看, 市场中性策略更适合下跌市和震荡市。

图表8 海外对冲基金和资产指数在不同市道下业绩表现



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所。注: 统计区间为20100101-20201130。

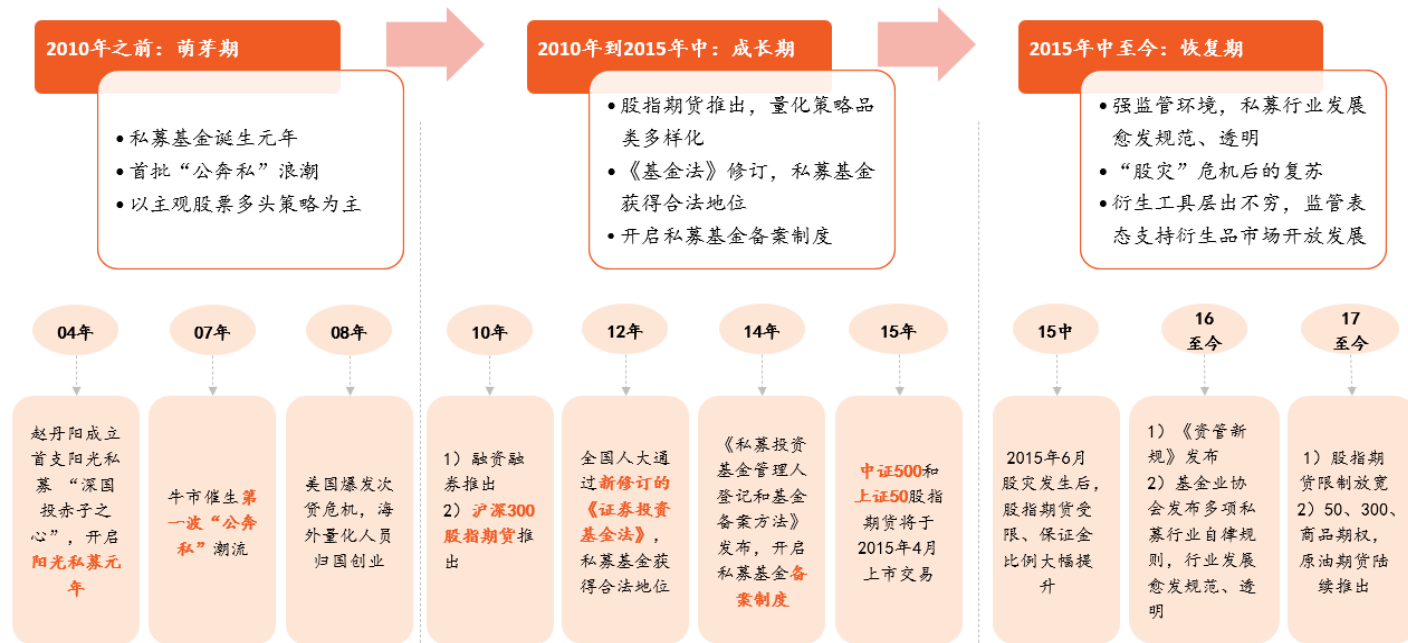
## 1.2 国内市场中性策略情况

国内阳光私募基金起源于2004年, 根据基金业协会的数据, 截至2020年11月我国登记备案的私募证券投资基金共52599只, 合计规模37430.73亿元。



从国内私募基金历史来看，总体也经历了萌芽期、成长期和恢复期三个发展阶段。从首支阳光私募的诞生，到政策制度的完善和衍生品的推出，再到“股灾”后的恢复及衍生工具的不断丰富。

图表9 国内私募基金发展历程



资料来源：平安证券研究所

我们同样对国内私募基金的策略分类进行梳理，给出市场中性策略的定义为同时构建股票多头组合和空头组合，严格控制组合风险敞口，从而获得独立于股票市场的超额收益。

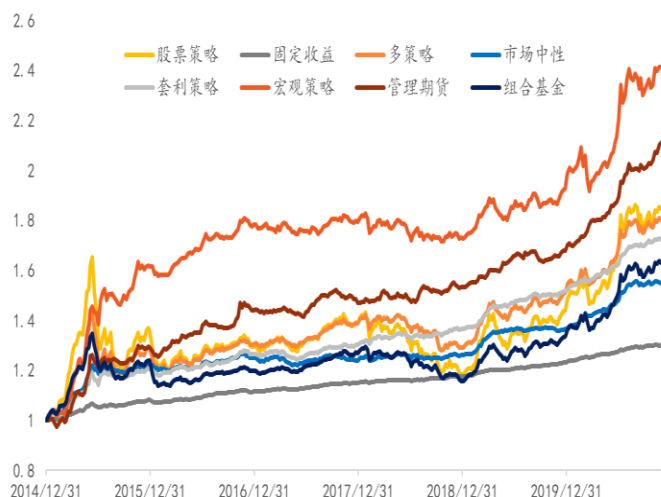
图表10 国内私募基金策略分类



资料来源：朝阳永续，平安证券研究所

从国内公募基金指数表现来看，近年来私募市场中性基金表现略优于公募市场中性基金，两者近3年年化收益、波动率和最大回撤分别为7.54%、3.29%、-1.58%，以及4.99%、2.57%和-2.45%。公募基金指数在收益风险特征上呈现“低收益低风险”和“高收益高风险”两头聚集的特征，近年来公募基金也在大力发展如“固收+”等追求绝对收益策略的产品，力图填补中间区域产品类型的缺失，在这一点上私募策略的多样性对公募形成了很好的补充。

图表11 国内私募基金业绩表现

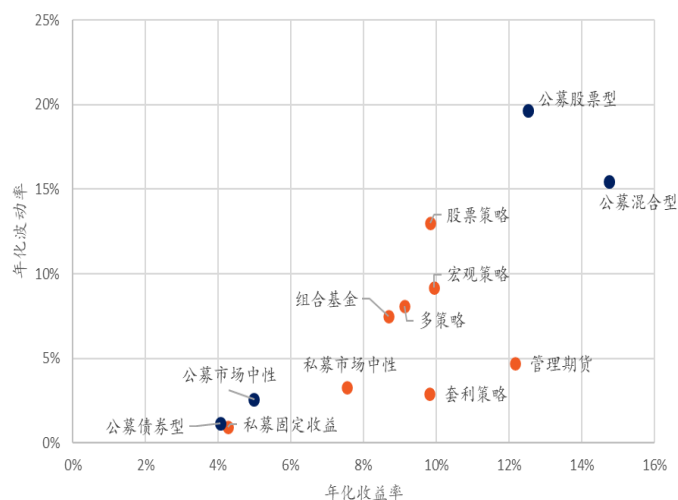


资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

注：统计区间为20150101-20201130。

注：私募基金以朝阳永续指数进行测算、公募基金以中证指数进行测算、公募市场中性采用等权构建

图表12 国内公募基金收益-波动分布（近3年）



资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

统计周期为20171201-20201130。

注：私募基金以朝阳永续指数进行测算、公募基金以中证指数进行测算、公募市场中性采用等权构建

图表13 国内公募基金指数业绩表现

| 指标      | 私募基金指数  |        |         |        |        |        |        |         | 公募基金指数  |         |        |        |
|---------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|
|         | 股票策略    | 固定收益   | 多策略     | 市场中性   | 套利策略   | 宏观策略   | 管理期货   | 组合基金    | 公募股票型   | 公募混合型   | 公募债券型  | 公募市场中性 |
| 近6月     | 18.98%  | 2.81%  | 12.35%  | 6.59%  | 7.66%  | 18.39% | 15.29% | 14.26%  | 28.15%  | 26.13%  | -0.05% | 2.55%  |
| 近1年     | 33.59%  | 6.35%  | 22.83%  | 13.89% | 14.73% | 29.44% | 27.53% | 25.13%  | 41.73%  | 43.97%  | 2.91%  | 7.71%  |
| 近3年年化   | 9.83%   | 4.27%  | 9.12%   | 7.54%  | 9.82%  | 9.94%  | 12.18% | 8.68%   | 12.53%  | 14.76%  | 4.07%  | 4.99%  |
| 近5年年化   | 6.99%   | 3.92%  | 7.40%   | 5.01%  | 7.58%  | 8.45%  | 10.31% | 5.91%   | 8.29%   | 9.69%   | 2.88%  | 3.28%  |
| 近3年年化波动 | 13.03%  | 0.94%  | 8.11%   | 3.29%  | 2.90%  | 9.18%  | 4.71%  | 7.48%   | 19.63%  | 15.41%  | 1.14%  | 2.57%  |
| 近3年最大回撤 | -17.56% | -0.46% | -10.07% | -1.58% | -1.91% | -8.38% | -3.06% | -10.75% | -26.60% | -20.99% | -1.47% | -2.45% |

资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所。注：统计区间为20150101-20201130。

注：私募基金以朝阳永续指数进行测算、公募基金以中证指数进行测算、公募市场中性采用等权构建

从国内公募基金近3年相关系数来看，市场中性策略与其他策略间相关性较低，并且私募市场中性策略与公募市场中性策略相关系数也较低，表明两者可能在细分策略、因子选择和组合构建等方面存在较大差异。



图表14 国内公募基金指数相关系数（近3年）

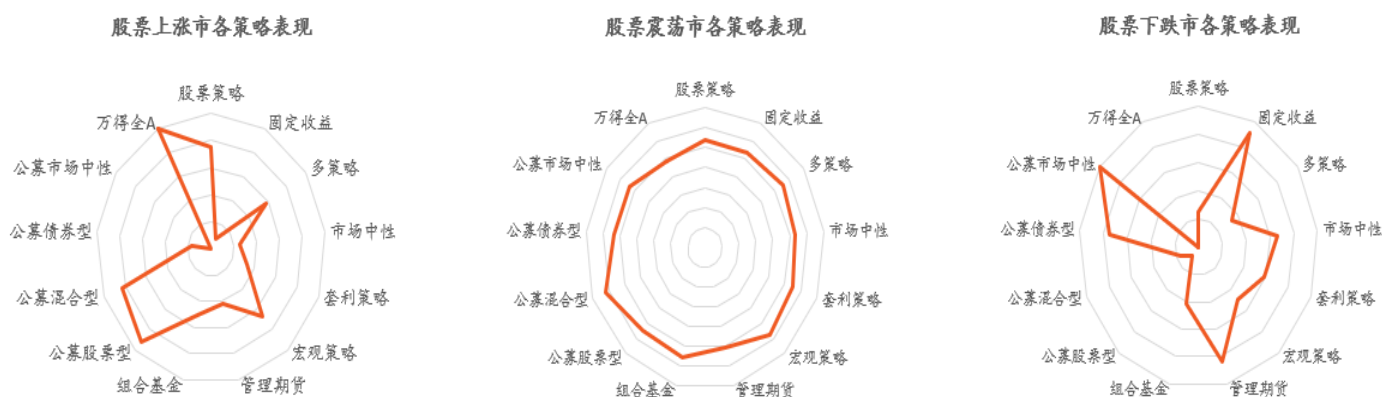
| 近3年相关系数 | 股票策略    | 固定收益    | 多策略     | 市场中性    | 套利策略    | 宏观策略    | 管理期货    | 组合基金    | 公募股票型   | 公募混合型   | 公募债券型   | 公募市场中性  |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 股票策略    | 100.00% |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 固定收益    | 83.55%  | 100.00% |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 多策略     | 96.82%  | 80.53%  | 100.00% |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 市场中性    | 76.87%  | 70.82%  | 75.71%  | 100.00% |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 套利策略    | 85.17%  | 76.69%  | 83.02%  | 80.83%  | 100.00% |         |         |         |         |         |         |         |
| 宏观策略    | 89.70%  | 81.01%  | 84.43%  | 73.34%  | 80.76%  | 100.00% |         |         |         |         |         |         |
| 管理期货    | 30.17%  | 27.94%  | 38.35%  | 35.94%  | 38.80%  | 42.98%  | 100.00% |         |         |         |         |         |
| 组合基金    | 95.55%  | 80.24%  | 93.98%  | 76.48%  | 82.61%  | 88.66%  | 35.82%  | 100.00% |         |         |         |         |
| 公募股票型   | 97.15%  | 80.14%  | 94.11%  | 72.97%  | 82.63%  | 85.59%  | 23.89%  | 92.15%  | 100.00% |         |         |         |
| 公募混合型   | 96.80%  | 80.32%  | 93.76%  | 74.57%  | 82.08%  | 86.90%  | 24.51%  | 93.05%  | 99.02%  | 100.00% |         |         |
| 公募债券型   | 6.90%   | 32.17%  | 5.09%   | 2.77%   | 6.49%   | 13.35%  | -8.80%  | 3.73%   | 9.23%   | 8.75%   | 100.00% |         |
| 公募市场中性  | 24.70%  | 21.71%  | 25.70%  | 37.77%  | 28.62%  | 22.84%  | 6.96%   | 27.85%  | 25.89%  | 30.19%  | 4.15%   | 100.00% |

资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所。注：统计区间为20170101-20201130。

注：私募基金以朝阳永续指数进行测算、公募基金以中证指数进行测算、公募市场中性采用等权构建

以万得全A作为标尺划分不同的市道下各策略的表现来看，市场中性策略更适合下跌市和震荡市，并且公募市场中性较私募市场中性基金的防御属性更为明显。

图表15 国内公募基金指数在不同市道下业绩表现

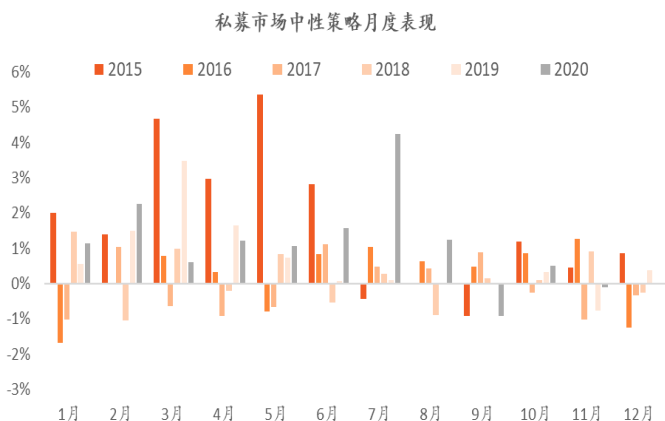


资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所。注：统计区间为20170101-20201130。

注：私募基金以朝阳永续指数进行测算、公募基金以中证指数进行测算、公募市场中性采用等权构建

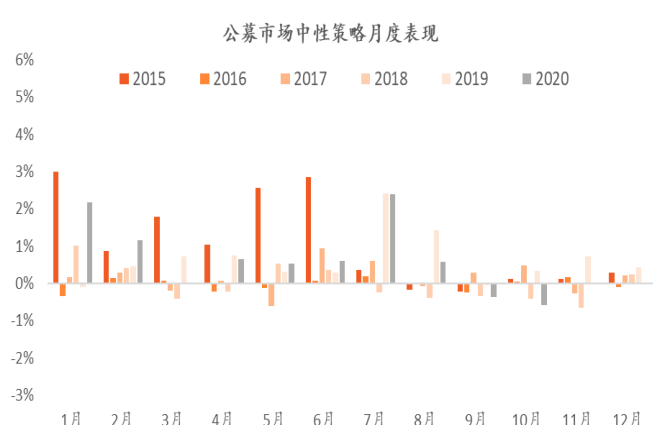
将市场中性策略分月度表现绘制在图表上可以看到，无论是公募基金均呈现明显的日历效应，上半年平均收益较强，且胜率较高，9月开始转弱，4季度整体表现最弱。下面我们将开始探讨究竟是何种因素对市场中性策略收益表现造成了影响。

图表16 私募市场中性策略分月度表现



资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

图表17 公募市场中性策略分月度表现



资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

图表18 私募市场中性策略分月度表现

| 私募市场中性 | 平均值    | 最小值    | 中位数    | 最大值   | 标准差   | 胜率     |
|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 1月     | 0.41%  | -1.69% | 0.84%  | 2.00% | 1.46% | 66.67% |
| 2月     | 0.85%  | -1.06% | 1.21%  | 2.27% | 1.20% | 66.67% |
| 3月     | 1.65%  | -0.65% | 0.89%  | 4.67% | 2.00% | 83.33% |
| 4月     | 0.83%  | -0.93% | 0.76%  | 2.97% | 1.41% | 66.67% |
| 5月     | 1.09%  | -0.78% | 0.79%  | 5.35% | 2.23% | 66.67% |
| 6月     | 0.98%  | -0.54% | 0.96%  | 2.81% | 1.17% | 83.33% |
| 7月     | 0.95%  | -0.44% | 0.38%  | 4.23% | 1.68% | 83.33% |
| 8月     | 0.23%  | -0.89% | 0.20%  | 1.23% | 0.72% | 50.00% |
| 9月     | -0.06% | -0.92% | 0.07%  | 0.88% | 0.74% | 50.00% |
| 10月    | 0.45%  | -0.27% | 0.41%  | 1.19% | 0.52% | 83.33% |
| 11月    | 0.12%  | -1.01% | 0.17%  | 1.26% | 0.91% | 50.00% |
| 12月    | -0.12% | -1.26% | -0.26% | 0.87% | 0.81% | 40.00% |

资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

注：统计区间为20150101-20201130。

注：私募基金以朝阳永续指数进行测算、公募基金以中证指数进行测算、公募市场中性采用等权构建

图表19 公募市场中性策略分月度表现

| 公募市场中性 | 平均值    | 最小值    | 中位数    | 最大值   | 标准差   | 胜率      |
|--------|--------|--------|--------|-------|-------|---------|
| 1月     | 0.98%  | -0.33% | 0.59%  | 2.99% | 1.34% | 66.67%  |
| 2月     | 0.55%  | 0.13%  | 0.43%  | 1.16% | 0.39% | 100.00% |
| 3月     | 0.33%  | -0.42% | 0.04%  | 1.79% | 0.81% | 66.67%  |
| 4月     | 0.34%  | -0.22% | 0.36%  | 1.03% | 0.53% | 66.67%  |
| 5月     | 0.53%  | -0.62% | 0.41%  | 2.56% | 1.09% | 66.67%  |
| 6月     | 0.85%  | 0.08%  | 0.48%  | 2.85% | 1.02% | 100.00% |
| 7月     | 0.95%  | -0.24% | 0.47%  | 2.41% | 1.15% | 83.33%  |
| 8月     | 0.22%  | -0.39% | 0.06%  | 1.43% | 0.68% | 33.33%  |
| 9月     | -0.16% | -0.38% | -0.24% | 0.28% | 0.24% | 16.67%  |
| 10月    | 0.00%  | -0.58% | 0.08%  | 0.49% | 0.42% | 66.67%  |
| 11月    | 0.01%  | -0.65% | 0.05%  | 0.73% | 0.46% | 50.00%  |
| 12月    | 0.21%  | -0.11% | 0.23%  | 0.43% | 0.20% | 80.00%  |

资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

注：统计区间为20150101-20201130。

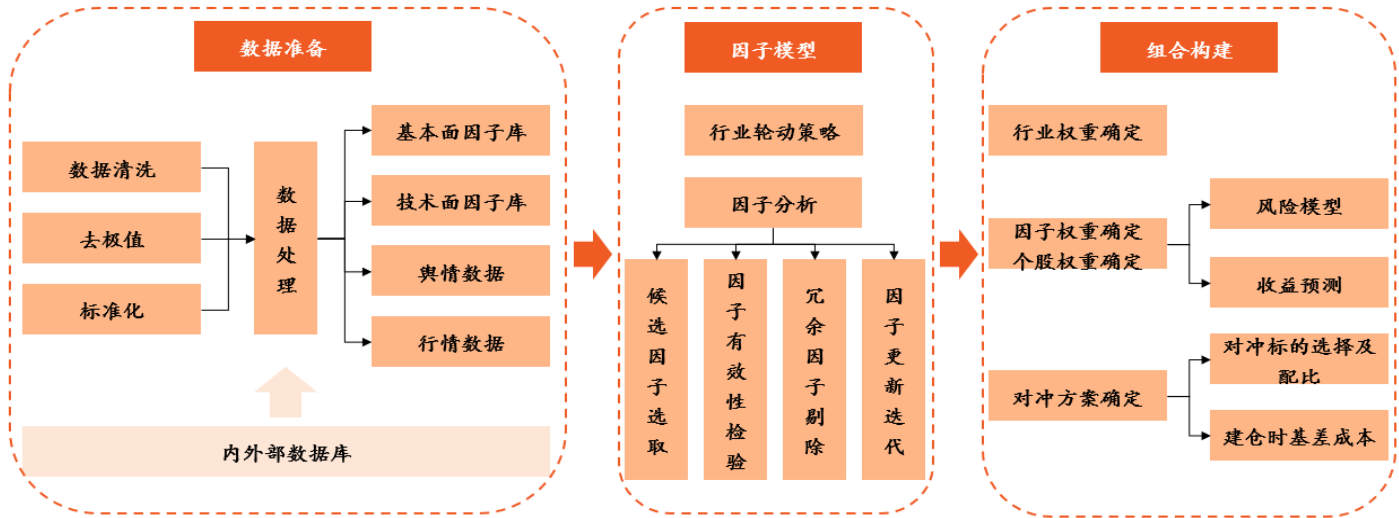
注：私募基金以朝阳永续指数进行测算、公募基金以中证指数进行测算、公募市场中性采用等权构建

## 二、市场中性策略业绩影响因素分析

### 2.1 市场中性策略模型解析

首先，我们需要梳理市场中性策略的实施步骤，从而从模型原理出发，寻找可能对市场中性策略业绩造成影响的因素。常见的市场中性策略大致分为三大步骤，包括数据准备、因子分析和组合构建。

图表20 常见的市场中性策略实施步骤



资料来源：平安证券研究所

将策略涵盖方向分拆为多头部位和空头部位，并且在不同的部位下可以采取的多种细分策略，最终形成了不同的产品类型和适用的产品载体。

图表21 量化投资细分策略及适用产品

| 策略分类   | 涵盖方向 | 主要细分策略    | 产品类型                           |                     |                         |
|--------|------|-----------|--------------------------------|---------------------|-------------------------|
|        |      |           | 指数增强                           | 股票多空                | 市场中性                    |
| 量化投资   | 多头部位 | 多因子模型     | 综合使用各类策略，基于管理人策略模型和资源禀赋则侧重策略不同 |                     |                         |
|        |      | 统计套利      |                                |                     |                         |
|        |      | 事件驱动      |                                |                     |                         |
|        |      | 大宗交易      |                                |                     |                         |
|        |      | 打新增强      |                                |                     |                         |
|        |      | 股指期货多头替代  |                                |                     |                         |
|        | 空头部位 | 转融通增强     | 不涉及                            | 不完全对冲，配合使用择时模型及配对交易 | 完全对冲，风险敞口较小，一般做到市值、行业中性 |
|        |      | 股指期货对冲    |                                |                     |                         |
|        |      | 指数及个股期权策略 |                                |                     |                         |
|        | 融券对冲 |           |                                |                     |                         |
| 适用产品载体 |      |           | 公募、专户、私募                       | 专户、私募               | 公募、专户、私募                |

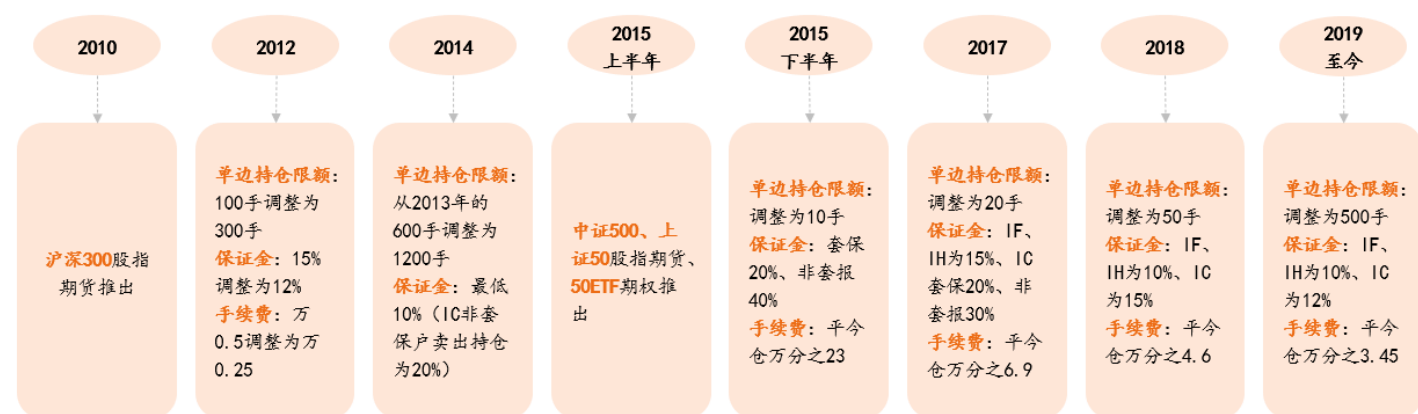
资料来源：平安证券研究所

2.2 市场中性策略业绩影响因素分析

2.2.1 股指期货升贴水率

股指期货升贴水直接影响市场中性策略对冲的成本，是影响策略收益较为关键的因素。15年股灾发生后，中金所对股指期货采取了一系列严格的措施。股指期货受限后，流动性严重不足，贴水持续扩大，导致市场中性策略一度运作十分困难。2017年后至今，中金所慢慢放松股指期货监管，流动性明显好转，贴水大幅收敛，市场中性策略重新迎来发展契机。

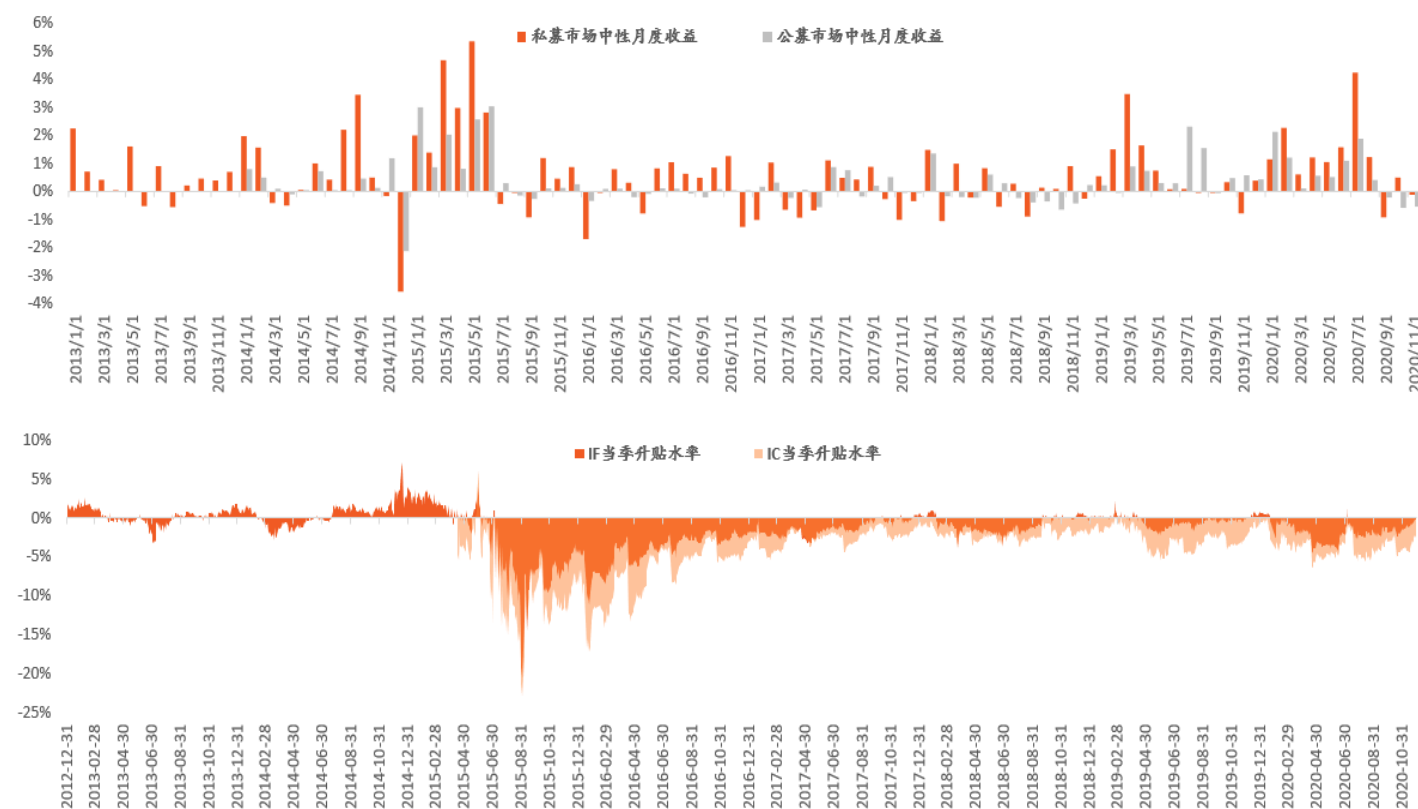
图表22 股指期货历次规则调整



资料来源：中国金融期货交易所，平安证券研究所

从公私募市场中性策略月度收益和 IF、IC 当季合约升贴水率对比来看，在贴水持续走阔的 15 年下半年和 16 年，市场中性策略受到的冲击明显，直至 17 年下半年后有所修复。

图表23 市场中性策略月度收益与股指期货升贴水率对比



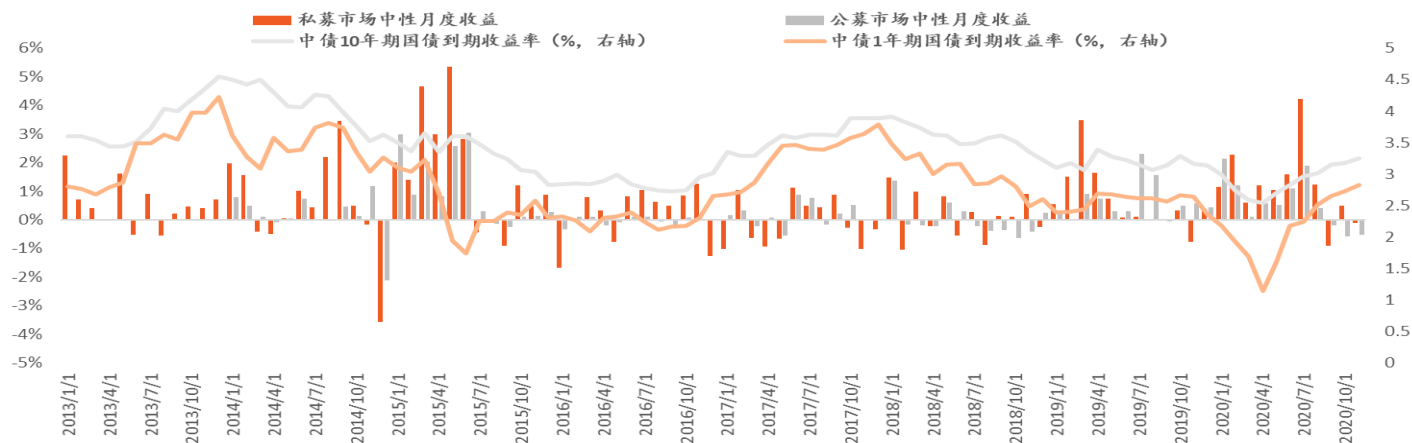
资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

## 2.2.2 利率水平

学术界对利率与股票市场之间的关系做了丰富的论述，通常认为利率与股票市场呈反向关系，但由于现利率的上升可能是经济增长的结果，从国内外多项实证结果来看，利率与股票价格间关系存在时变性、非对称性和结构突变特征。

从公私募市场中性策略月度收益与 10 年期、1 年国债到期收益率期对比图来看，这种时变性依然存在，在利率上升和下降的阶段，市场中性策略均有表现较好或不佳的时期。

图表 24 市场中性策略月度收益与利率对比

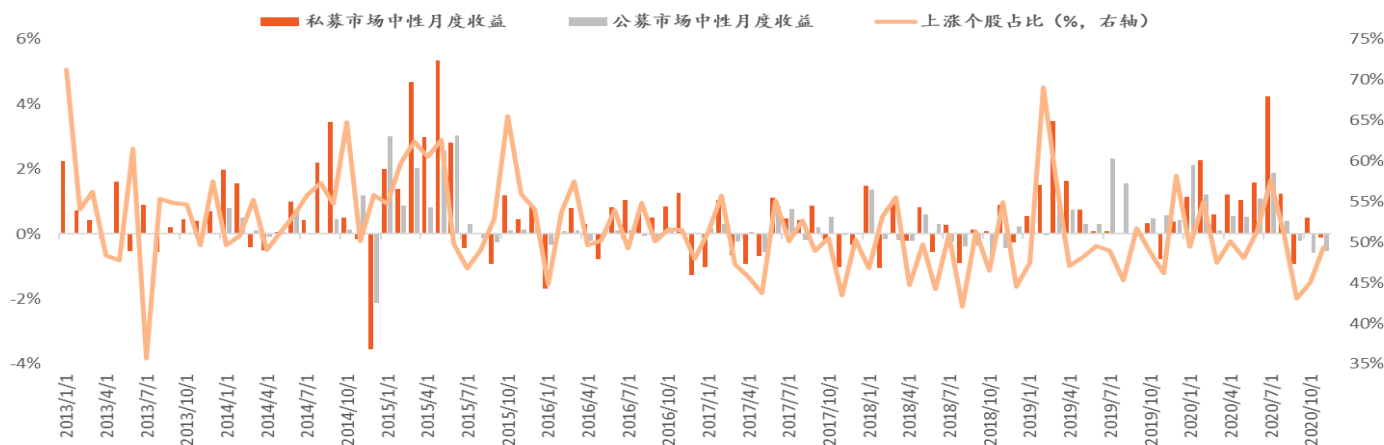


资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

## 2.2.3 赚钱效应

通俗理解，市场赚钱效应较好时，市场中性策略较容易选出具有 Alpha 收益的个股，跑赢指数。我们以市场中上涨个股数量占比来刻画这种赚钱效应。从公私募市场中性策略月度收益与 A 股上涨个股数量占比对比图来看，当市场具有较好的赚钱效应时，则市场中性策略收益也有较好表现。

图表 25 市场中性策略月度收益与赚钱效应对比



资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

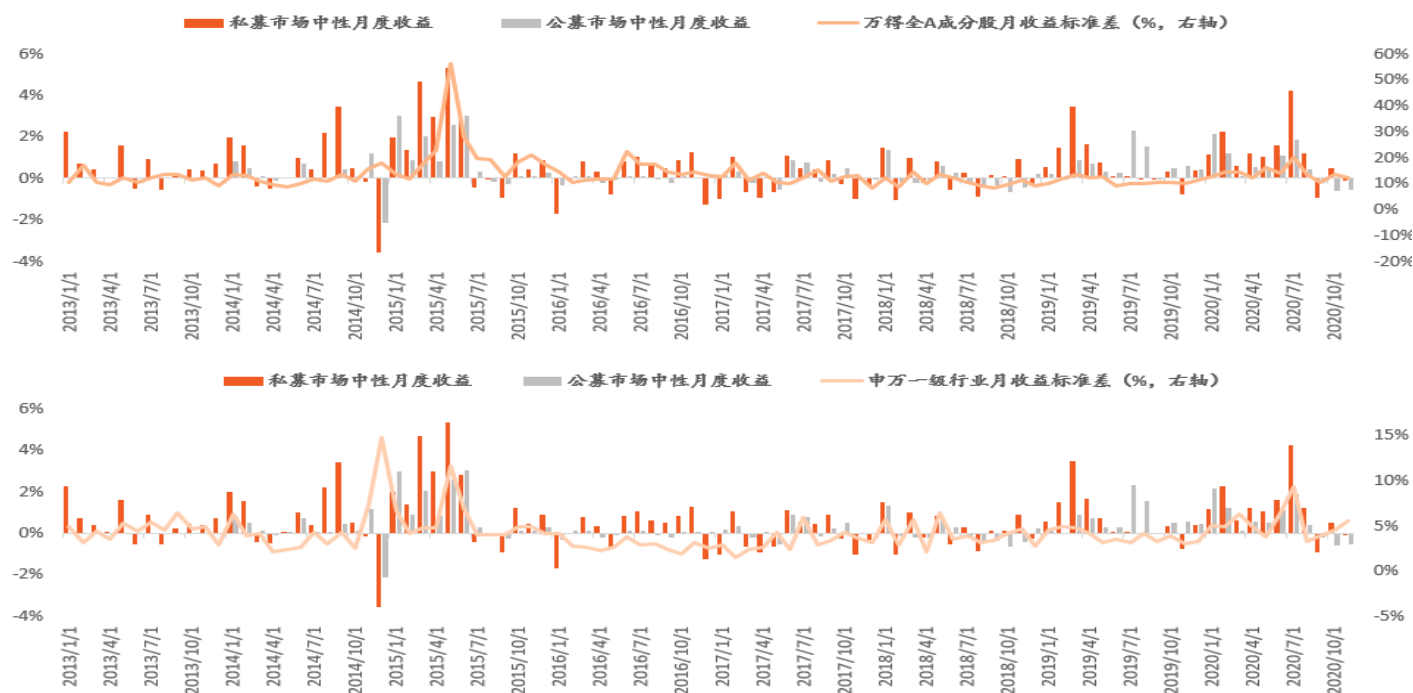
## 2.2.4 热点扩散

由于市场中性策略多头部位通常具有分散持股、行业中性的特点，当市场热点扩散程度较高时，市场中性策略较易选出具有 Alpha 收益的个股，在热点过于集中的市场环境下则不易跑赢指数。我们以万得全 A 成分股收益的标准差和申万一级行业收益的标准差来刻画市场热点扩散的程度，当它们的标准差越高，则市场热点越为扩散。

从公私募市场中性策略月度收益与万得全 A 成分股月收益的标准差和申万一级行业月收益标准差对比图来看，当市场个股热点及行业热点较为扩散即标准差较高时，则市场中性策略收益也有较好表现。在 16-17 年“漂亮 50”行情中，热点较为集中，市场中性策略难以有较好的表现。



图表26 市场中性策略月度收益与热点扩散程度对比



资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

## 2.2.5 交投活跃

一般而言，市场交投越活跃，个人投资者参与度越高换手越高，则量化基金更易于捕捉错误定价带来的 Alpha 收益。我们以成交额和换手率来刻画市场的交投活跃程度，这两个指标越高，则交投越活跃。从公私募市场中性策略月度收益与万得全 A 的月度成交额和月换手率对比图来看，当市场成交额及换手率上升时，则市场中性策略收益也明显上升。

图表27 市场中性策略月度收益与交投活跃程度对比



资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

## 2.2.6 波动率

由于国内市场性的多头部位已形成了以技术面交易型为主的策略（主要指私募产品），主要以捕捉股票价格的短期变化获利，因此相当依赖股票市场的波动率，高波动下容易产生较好的交易机会。我们以年化波动率和振幅来刻画市场的波动率高低。从公私募市场中性策略月度收益与万得全 A 的年化波动率和振幅对比图来看，当市场波动率上升时，则市场中性策略收益也有较好表现。

图表 28 市场中性策略月度收益与波动率对比

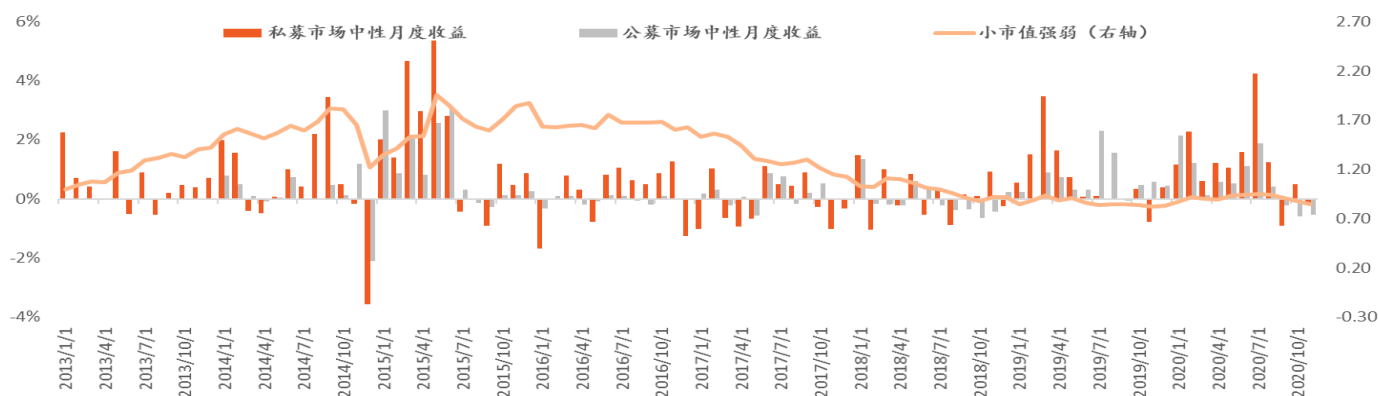


资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

## 2.2.7 市值因子

市值因子曾经在 A 股市场非常有效。在 2015 年之前，由于中证 500 股指期货尚未上市，市场上部分做 alpha 的基金会买入小市值股票，同时做空沪深 300 股指期货，在市值上有较大风险敞口。但是在 2014 年底风险暴露之后，这一类基金发生了较大回撤。2014 年底可以说是市场上对冲基金的一次洗盘，淘汰了那些不严格控制风险的基金，目前这种市值因子风险敞口较大的策略已基本难见踪迹。

图表 29 市场中性策略月度收益与小市值强弱对比



资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

### 三、 市场中性策略适合的市场环境

对于上述这些因素究竟哪些对市场中性策略有显著影响，我们可构建多元回归模型进行检验。首先，我们需要对这些指标进行平稳性检验，对于原始数据无法通过平稳性检验的变量做一阶差分或取对数进行处理。下表是所有变量的平稳性检验结果，可以看到大部分变量处理后通过了平稳性检验，并且通过这些变量与私募市场中性策略收益率序列的滚动 IC 均值和 IR 值来看，部分变量具有较好的预测性和稳定性。

图表30 变量平稳性分析

| 类型   | 变量             | T值     | 显著水平 | 与私募市场中性策略收益序列滚动IC均值 | 与私募市场中性策略收益序列IR值 | 与公募市场中性策略收益序列滚动IC均值 | 与公募市场中性策略收益序列IR值 |
|------|----------------|--------|------|---------------------|------------------|---------------------|------------------|
| 升贴水率 | IF升贴水率变动       | -6.02  | 1%   | -1.49%              | -0.09            | 7.72%               | 0.34             |
|      | IC升贴水率变动       | -5.28  | 1%   | 7.38%               | 0.93             | 4.94%               | 0.32             |
| 利率   | 中债1年期国债到期收益率变动 | -8.39  | 1%   | -5.25%              | -0.58            | 0.47%               | 0.05             |
| 赚钱效应 | 上涨个股占比         | -20.50 | 1%   | 50.69%              | 1.63             | 4.54%               | 0.44             |
| 热点扩散 | 个股收益标准差        | -3.72  | 5%   | 8.70%               | 0.28             | -6.06%              | -0.31            |
|      | 行业收益标准差        | -5.96  | 1%   | 21.43%              | 0.84             | -6.02%              | -0.32            |
| 交投活跃 | 成交额对数          | -3.21  | 10%  | 4.69%               | 0.21             | 5.29%               | 0.38             |
|      | 换手率            | -3.86  | 5%   | 12.05%              | 0.46             | 2.69%               | 0.19             |
| 波动率  | 年化波动率          | -3.63  | 5%   | 19.82%              | 2.30             | -15.46%             | -1.15            |
|      | 振幅             | -3.30  | 10%  | 10.53%              | 0.69             | -11.25%             | -0.60            |

资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

第二步，构建多元回归模型。

$$R = \alpha + \beta_1 R_1 + \beta_2 R_2 + \beta_3 R_3 + \beta_4 R_4 + \beta_5 R_5 + \beta_6 R_6 + \beta_7 R_7 + \beta_8 R_8 + \beta_9 R_9 + \beta_{10} R_{10} + \varepsilon$$

其中，R 为公、私募市场中性策略增长率， $R_1$ 、 $R_2$ 、 $R_3$ 、 $R_4$ 、 $R_5$ 、 $R_6$ 、 $R_7$ 、 $R_8$ 、 $R_9$ 、 $R_{10}$ 分别为 IF 升贴水率变动、IC 升贴水率变动、中债 1 年期国债到期收益率变动、上涨个股占比、个股收益标准差、行业收益标准差、成交额对数、换手率、年化波动率、振幅。从下图因子的相关系数可以看到，部分因子相关度较高，该模型存在多重共线性问题，因此我们采取逐步回归法进行回归。

图表31 变量相关性分析

| 因子             | IF升贴水率变动 | IC升贴水率变动 | 中债1年期国债到期收益率变动 | 上涨个股占比  | 个股收益标准差 | 行业收益标准差 | 成交额对数   | 换手率     | 年化波动率   | 振幅      |
|----------------|----------|----------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| IF升贴水率变动       | 100.00%  |          |                |         |         |         |         |         |         |         |
| IC升贴水率变动       | 83.07%   | 100.00%  |                |         |         |         |         |         |         |         |
| 中债1年期国债到期收益率变动 | -1.09%   | 4.89%    | 100.00%        |         |         |         |         |         |         |         |
| 上涨个股占比         | 1.40%    | 8.99%    | -7.71%         | 100.00% |         |         |         |         |         |         |
| 个股收益标准差        | -0.58%   | -4.16%   | -4.44%         | -1.46%  | 100.00% |         |         |         |         |         |
| 行业收益标准差        | -7.74%   | -9.68%   | -6.50%         | 2.82%   | 55.31%  | 100.00% |         |         |         |         |
| 成交额对数          | -5.54%   | -10.02%  | -5.18%         | -2.37%  | 70.03%  | 52.22%  | 100.00% |         |         |         |
| 换手率            | -8.05%   | -12.88%  | -8.95%         | 3.14%   | 77.35%  | 58.31%  | 90.52%  | 100.00% |         |         |
| 年化波动率          | -10.31%  | -7.46%   | -3.62%         | 10.17%  | 55.14%  | 46.11%  | 40.18%  | 56.08%  | 100.00% |         |
| 振幅             | -14.08%  | -8.58%   | 3.61%          | 4.45%   | 63.38%  | 56.14%  | 49.13%  | 63.65%  | 79.43%  | 100.00% |

资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

针对私募和公募市场中性策略分别进行回归的结果如下表所示，我们可以得到以下几个结论：

- 1) 升贴水率：**股指期货升贴水率是影响中性策略的重要因素，私募更多使用 IC 对冲，公募 IF 和 IC 均会使用，但更偏向 IF。贴水程度越弱，对市场中性策略越有利。
- 2) 利率水平：**利率对中性策略的影响方向不明，且统计上并不显著。利率对中性策略的影响是复杂的，需仔细分析背后的推动因素。
- 3) 赚钱效应：**股票市场的赚钱效应对公私募中性策略业绩均有影响。赚钱效应越好，对中性策略越有利。
- 4) 热点扩散：**热点扩散程度对私募中性策略影响较大，但对公募无甚影响。热点扩散程度较高时，对私募中性策略越有利。
- 5) 交投活跃：**市场的成交额及换手率对公私募中性策略影响较大。市场流动性越好，对中性策略越有利。
- 6) 波动率：**市场波动率对私募中性策略影响较大，对公募影响不显著，而振幅对公私募业绩影响均不显著。市场波动越大，对私募中性策略越有利。
- 7) 总体情况：**从 R 方角度，变量对私募基金解释力度更强，这可能是由于我们选取的变量更偏技术面居多，而公募市场中性策略的多头部位更偏重基本面指标。

图表32 私募市场中性策略回归结果

| 类型   | 变量             | 系数方向   | 显著水平 |
|------|----------------|--------|------|
| 基差   | IF升贴水率变动       | 正向     | 不显著  |
|      | IC升贴水率变动       | 正向     | 1%   |
| 利率   | 中债1年期国债到期收益率变动 | 负向     | 不显著  |
| 赚钱效应 | 上涨个股占比         | 正向     | 5%   |
| 热点扩散 | 个股收益标准差        | 正向     | 10%  |
|      | 行业收益标准差        | 正向     | 10%  |
| 交投活跃 | 成交额对数          | 正向     | 10%  |
|      | 换手率            | 正向     | 10%  |
| 波动率  | 年化波动率          | 正向     | 5%   |
|      | 振幅             | 正向     | 不显著  |
| R方   |                | 0.3674 |      |

资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

注：统计区间为20171201-20201130。

图表33 公募市场中性策略回归结果

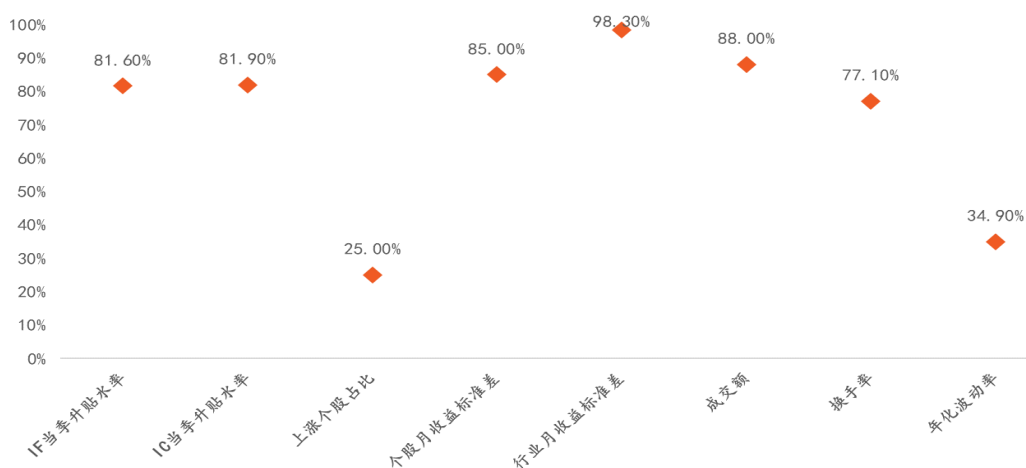
| 类型   | 变量             | 系数方向   | 显著水平 |
|------|----------------|--------|------|
| 基差   | IF升贴水率变动       | 正向     | 1%   |
|      | IC升贴水率变动       | 正向     | 10%  |
| 利率   | 中债1年期国债到期收益率变动 | 正向     | 不显著  |
| 赚钱效应 | 上涨个股占比         | 正向     | 10%  |
| 热点扩散 | 个股收益标准差        | 负向     | 不显著  |
|      | 行业收益标准差        | 负向     | 不显著  |
| 交投活跃 | 成交额对数          | 正向     | 10%  |
|      | 换手率            | 正向     | 不显著  |
| 波动率  | 年化波动率          | 负向     | 不显著  |
|      | 振幅             | 负向     | 不显著  |
| R方   |                | 0.2019 |      |

资料来源：朝阳永续，WIND，平安证券研究所

注：统计区间为20171201-20201130。

根据上述分析结果，我们对当前的市场环境下这些变量所处的历史分位点进行分析，可以看到，在目前股指期货贴水情况已较上月已有所收敛，市场赚钱效应较弱，行业和个股热点较为分化，市场整体流动性较佳，波动率较低，8个指标中有6个处于有利位置，当前时点可考虑逐步布局市场中性策略。

图表34 当前市场环境分析



资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: IF及IC升贴水率数据以2019年12月1日至2020年12月28日测算, 其余变量以2015年12月28日至2020年12月28日测算。

## 四、风险提示

- 1) 本报告模型测算结果是基于样本基金历史表现进行的客观分析, 样本基金的底层数据可能存在错漏导致模型的结果偏差。
- 2) 基金过往投资业绩不代表未来表现。
- 3) 本报告涉及的基金不构成投资建议。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$  之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$  之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033