

股票量化策略私募基金专题报告

基金分析专题报告

超额收敛且波动加剧，管理人间相关性上升

第一部分：股票量化策略行业整体表现回顾

■ 虽然尚未有完整年度的统计，但岁末降至，从 2021 年以来的数据来看，中证 500 指数增强策略的整体超额表现已有大幅回落的趋势，1-10 月整体平均累计超额收益不足 14%，不难推断今年全年策略的整体表现将会大幅落后于 2019 和 2020 年。行业整体平均超额大幅收窄的背后，更是业绩数据的波动加剧（周频数据跟踪）和各管理人间表现分化的扩大。下文将选取部分有代表性的管理人，通过业绩数据来观察行业内部更微观层面的一些变化与特征。

第二部分：股票量化策略超额表现对比及相关性分析

■ 从 18 家百亿管理人整体表现情况来看，2020 年观察池产品周平均超额 0.41%，而 2021 年以来截至 11 月 12 日，周平均超额下降至 0.33%。分管理人来看，18 家管理人中仅有 6 家在 2021 年以来超额有所上涨，分别是鸣石、天演、世纪前沿、聚宽、凡二（茂源）以及宽德，但 6 家管理人中仅聚宽超额波动水平与 2020 年持平，其余 5 家管理人超额波动均有不同程度的放大。并且数据显示，今年以来行业整体呈现出超额波动加大的趋势。

■ 从超额收益相关性来看，2020 年各个管理人间周度超额收益相关性并不算高（个别管理人间甚至存在一定的负相关性），平均多在 0.2-0.4 之间，其中衍复与其他各管理人超额相关性最低，平均来看仅为 0.1，而灵均与其他各管理人超额相关性最高，平均来看达到 0.38。由于 2020 年量化私募行业整体处于快速发展阶段，策略容量饱和度低，并且管理人间策略差别可能更大，如不同频段预测周期的 alpha 策略、增厚收益的打新策略、T0 策略以及算法交易等，均可能对超额表现的差异化有所贡献。进入 2021 年以来，这一现象明显有所改变，行业内部超额收益相关性大幅上升。绝大多数管理人与其他管理人之间的平均相关性上升到 0.4 以上，其中灵均、衍复、天演、启林、赫富、世纪前沿、因诺和宽德 8 家管理人，与其他管理人的平均相关性均超过 0.5。分析可能的原因，一方面，各个管理人对于策略线的布局已经逐步完善，策略间同质化可能加剧，行业已经更多进入了“软硬件”为代表的军备竞争以及如融券券源等“软实力”竞争阶段；另一方面，今年以来 T0 收益贡献及打新收益均有不同幅度的收窄，对于业绩表现的差异影响也有所降低。从两年时间跨度对比来看，衍复、天演、启林、赫富、黑翼、世纪前沿、因诺、宽德几家管理人在今年以来与其他管理人的超额相关性有明显的上涨，其中除衍复和天演外其余 6 家管理人均是今年才迈过百亿关口的量化管理人，或可推断随管理规模的迅速扩大，管理人不得不面临降频、丰富子策略种类等的同质化操作。

第三部分：股票量化策略超额表现分阶段观察

■ 从几个关键阶段的超额收益表现以及相关性的情况来看，可以合理推断，不管是主观层面放松风控约束，根据模型所学习到的历史数据沿风格因子动量方向进行暴露，还是受制于规模和容量问题，被动扩大了某些风格因子上的敞口，大部分量化策略在风格上或多或少都有不同程度的更多暴露。风格暴露或风格择时在适应的环境下会带来额外的超额收益，但盈亏同源，一旦遇到风格急剧反转的行情，大概率也会遭受净值/超额上的回撤，近期热点行业切换频繁，行业和风格出现无序波动的紊乱状态，也正是对风险因子过多暴露的一种惩罚。不可否认的是，近期不少影响行业整体的因素也出现了变化，导致策略运作环境进入了挣扎期，但从长期角度来看，这也有利于管理人重新审视自身的风控水平，通过不断地对策略进行迭代更新来提升投资能力。

风险提示：外部政策收紧、策略拥挤度上升、流动性风险。

于婧 分析师 SAC 执业编号：S1130519020003
(8610)66222731
yujing@gjzq.com.cn

张剑辉 分析师 SAC 执业编号：S1130519100003
(8610)66211648
zhangjh@gjzq.com.cn

第一部分：股票量化策略行业整体表现回顾

- 量化私募自 2018 年开始进入了快速发展的阶段，截至 2018 年底据非官方统计行业管理规模大概在 1500 亿左右，2019 年底行业规模迅速增长到了 3000 亿左右。进入 2020 年，伴随着权益市场的上涨行情，股票量化策略也迎来了量变到质变的规模化快速发展，行业内打破百亿规模天花板的量化机构频现，头部机构甚至跨过了 500 亿，成为进军千亿级别的量化巨头。一方面，中国权益市场处在高速发展时期，制度以及政策的红利给了量化行业发展的机会；另一方面，量化机构在人才、策略、算力、数据、投研等方面的大力投入，也共同推动了行业的迭代进步。伴随增量资金的涌入和亮眼的业绩表现，量化私募的总管理规模也攀升到了 4500-5000 亿左右的水平。2021 年同样是量化私募发展的大年，截止到最新，管理规模超过百亿的私募管理人中，量化私募已超过 25 家。除去新锐百亿量化私募的不断涌现，在今年以前已超百亿管理规模的量化私募管理人也迎来了规模的急速增长，由曾经的量化“四大天王”到现在的百花齐放，行业整体的总管理规模也已突破了万亿水平（非官方数据）。
- 飞速发展的背后伴随的是量化私募赛道愈演愈烈的竞争，从下表展示的指数增强细分策略业绩表现可以看到，行业发展早期阶段，私募管理人在量化多头产品线内部主要布局在沪深 300 指数增强和中证 500 指数增强策略（彼时虽有个别管理人已发行了不对标指数的量化选股产品，但占比极少）。由于国内股票市场个人投资者占比较高，天然具备良好的 alpha 环境，尤其是中小市值股票中，超额非常可观。2019-2020 年两年，中证 500 指数增强策略的年化绝对收益超过 45%，同时超额水平也持续维持在 20% 以上。亮眼的收益表现带来了管理规模的大幅扩张，同时也吸引了大量资金涌入，相关赛道的博弈越来越充分，超额不可避免的受到稀释。2021 年来，不断有机构封盘中证 500 指增策略产品线，并且开始布局量化多头，中证 1000 指增等领域，也有个别机构另辟蹊径，开拓了创业板指增、科创板指增等具有差异化竞争力的产品线。

图表 1：2019 年以来指数增强细分策略业绩表现回顾

| 策略类型 | 量化选股 | 沪深 300 增强 | 沪深 300 增强超额收益 | 中证 500 增强 | 中证 500 增强超额收益 | 中证 1000 增强 | 中证 1000 增强超额收益 |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------|----------------|
| 2019 年 1 月 | 4.30% | 4.08% | -0.92% | 3.82% | 0.47% | - | - |
| 2 月 | 8.20% | 10.73% | -0.25% | 10.53% | -0.14% | - | - |
| 3 月 | 12.77% | 11.42% | 2.95% | 17.78% | 2.18% | - | - |
| 4 月 | 3.99% | 2.50% | 1.54% | 0.10% | 3.93% | - | - |
| 5 月 | -2.14% | -3.70% | 3.61% | -4.76% | 3.33% | - | - |
| 6 月 | 0.89% | 4.89% | -0.51% | 1.33% | 0.55% | - | - |
| 7 月 | 0.00% | 1.47% | 0.78% | -0.42% | 0.64% | - | - |
| 8 月 | 0.39% | 0.02% | 1.65% | 0.76% | 1.00% | - | - |
| 9 月 | 1.52% | 0.65% | 0.09% | 3.34% | 0.89% | - | - |
| 10 月 | 0.75% | 2.36% | 0.46% | 1.46% | 0.77% | - | - |
| 11 月 | -1.64% | -1.08% | 0.79% | -2.48% | -0.62% | - | - |
| 12 月 | 4.37% | 5.98% | 0.93% | 5.81% | -0.02% | - | - |
| 2019 年全年 | 41.13% | 53.24% | 19.64% | 45.36% | 21.06% | - | - |
| 2020 年 1 月 | 2.65% | 0.72% | 1.18% | 3.69% | -0.49% | - | - |
| 2 月 | 3.89% | 2.34% | 3.94% | 5.04% | 3.83% | - | - |
| 3 月 | -1.64% | -5.09% | 0.95% | -3.46% | 2.40% | - | - |
| 4 月 | 3.22% | 8.29% | 3.12% | 5.53% | 1.36% | - | - |
| 5 月 | 0.90% | 0.66% | 2.01% | 1.80% | 1.29% | - | - |
| 6 月 | 4.92% | 8.70% | 1.56% | 8.58% | 1.70% | - | - |
| 7 月 | 10.02% | 14.26% | 1.88% | 14.65% | 2.04% | - | - |

图表 1: 2019 年以来指数增强细分策略业绩表现回顾

| 策略类型 | 量化选股 | 沪深 300 增强 | 沪深 300 增强超额收益 | 中证 500 增强 | 中证 500 增强超额收益 | 中证 1000 增强 | 中证 1000 增强超额收益 |
|------------|--------|-----------|---------------|-----------|---------------|------------|----------------|
| 8 月 | 3.38% | 4.22% | 1.31% | 2.55% | 0.95% | - | - |
| 9 月 | -3.18% | -4.88% | -0.06% | -6.09% | 1.13% | - | - |
| 10 月 | 1.95% | 2.14% | -0.34% | 0.89% | 2.01% | - | - |
| 11 月 | 1.12% | 4.71% | -1.22% | 1.81% | -2.04% | - | - |
| 12 月 | 2.60% | 6.28% | 1.49% | 2.57% | 2.28% | - | - |
| 2020 年全年 | 38.07% | 51.27% | 24.06% | 46.07% | 25.25% | - | - |
| 2021 年 1 月 | 4.80% | 3.53% | 0.41% | 1.42% | 1.06% | -0.07% | 3.83% |
| 2 月 | 0.01% | 1.75% | 0.84% | 1.80% | 0.51% | 1.94% | 1.05% |
| 3 月 | -2.22% | -4.10% | 2.11% | -1.46% | 0.47% | -0.16% | 0.24% |
| 4 月 | 2.96% | 3.47% | 2.00% | 4.09% | 0.53% | 6.17% | 4.87% |
| 5 月 | 4.11% | 4.20% | 0.75% | 4.23% | 1.29% | 5.12% | 0.50% |
| 6 月 | 4.16% | 1.28% | 2.94% | 4.50% | 2.75% | 6.29% | 1.63% |
| 7 月 | 5.92% | -2.70% | 5.41% | 3.35% | 3.93% | 5.55% | 1.97% |
| 8 月 | 7.53% | 3.63% | 3.44% | 8.04% | 1.87% | 9.16% | 3.22% |
| 9 月 | -1.72% | 1.50% | 0.61% | -1.08% | -0.24% | -1.01% | 2.01% |
| 10 月 | -1.76% | 0.22% | -0.80% | -2.23% | -0.92% | -1.44% | -1.33% |
| 2021 年以来 | 26.92% | 15.65% | 21.30% | 24.05% | 13.76% | 32.72% | 21.46% |

来源: 国金证券研究所, 通联数据

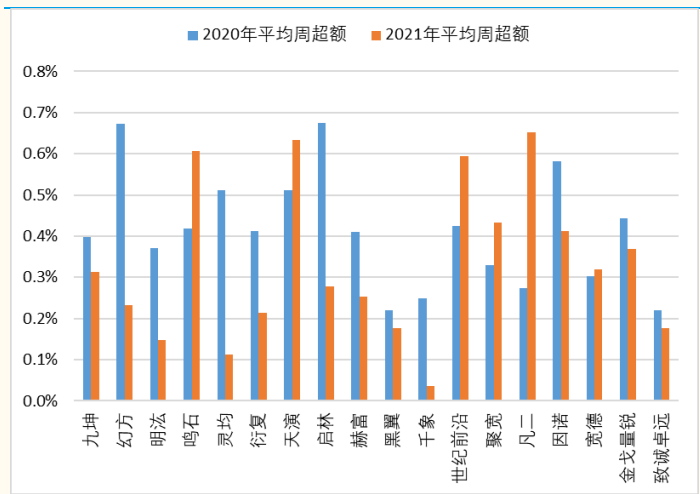
- 虽然尚未有完整年度的统计, 但岁末降至, 从 2021 年以来的数据来看, 中证 500 指数增强策略的整体超额表现已有大幅回落的趋势, 1-10 月整体平均累计超额收益不足 14%, 不难推断今年全年策略的整体表现将会大幅落后于 2019 和 2020 年。行业整体平均超额大幅收窄的背后, 更是业绩数据的波动加剧 (周频数据跟踪) 和各管理人表现分化的扩大。下文将选取部分有代表性的管理人, 通过业绩数据来观察行业内部更微观层面的一些变化与特征。

第二部分：股票量化策略超额表现对比及相关性分析

此处选取具有中证 500 指增策略产品线，并且有周度净值披露的 18 家百亿管理规模的量化私募管理人代表产品进行观察，时间区间选定 2020 年以来（个别管理人代表产品成立于 2020 年以后，对展示结果或有一定影响）。

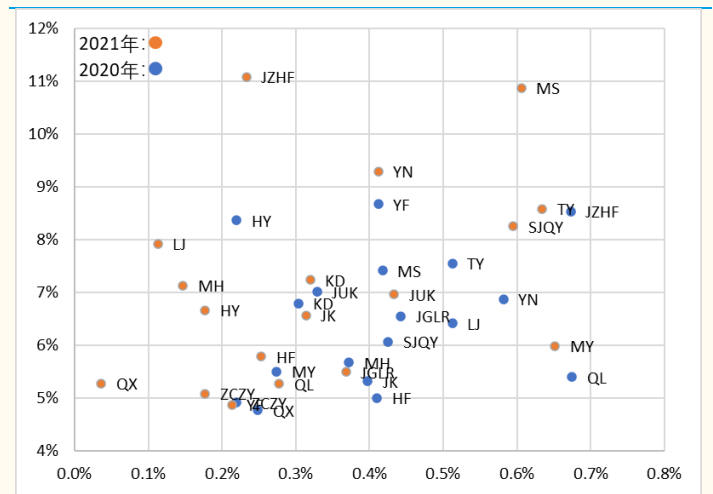
- 从 18 家百亿管理人整体表现情况来看，2020 年观察池产品周平均超额 0.41%，而 2021 年以来截至 11 月 12 日，周平均超额下降至 0.33%。分管理人来看，18 家管理人中仅有 6 家在 2021 年以来超额有所上涨，分别是鸣石、天演、世纪前沿、聚宽、凡二（茂源）以及宽德，但 6 家管理人中仅聚宽超额波动水平与 2020 年持平，其余 5 家管理人超额波动均有不同程度的放大。下表右图同样可以看出，今年以来行业整体呈现出超额波动加大的趋势。

图表 2：百亿管理人 2020 与 2021 周平均超额对比



来源：国金证券研究所，通联数据

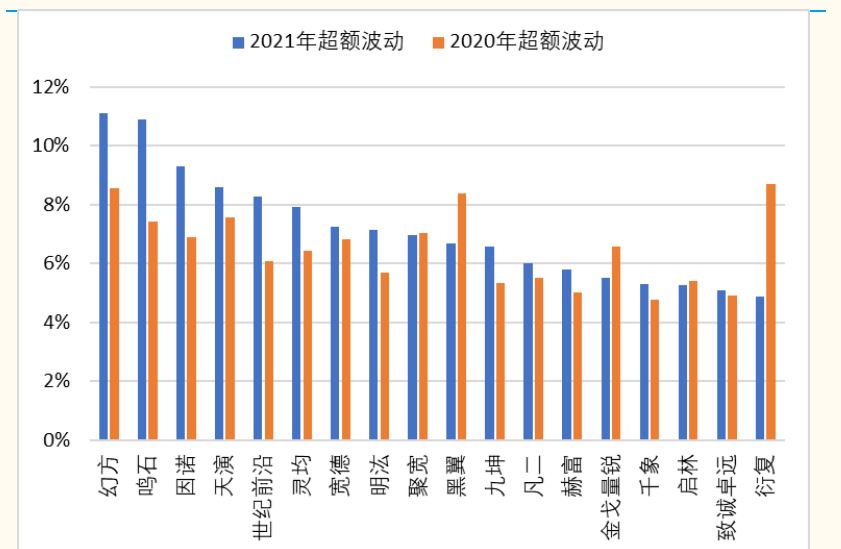
图表 3：超额波动与超额收益变化



来源：国金证券研究所，通联数据

- 更直观一些来看，今年以来百亿量化管理人中，仅有 7 家年化超额波动小于 6%，更有个别头部机构超额波动已经超过 10%。

图表 4：百亿管理人超额年化波动率



来源：国金证券研究所，通联数据

- 从超额收益相关性来看，2020 年各个管理人周度超额收益相关性并不算高（个别管理人甚至存在一定的负相关性），平均多在 0.2-0.4 之间，其中衍复与其他各管理人超额相关性最低，平均来看仅为 0.1，而灵均与

其他各管理人超额相关性最高，平均来看达到 0.38。由于 2020 年量化私募行业整体处于快速发展阶段，策略容量饱和度低，并且管理人间策略差别可能更大，如不同频段预测周期的 alpha 策略、增厚收益的打新策略、T0 策略以及算法交易等，均可能对超额表现的差异化有所贡献。

图表 5：2020 年各管理人超额收益相关性

| 2020年 | 九坤 | 幻方 | 明法 | 鸣石 | 灵均 | 衍复 | 天演 | 启林 | 赫富 | 黑翼 | 千象 | 世纪前沿 | 聚宽 | 凡二 | 因诺 | 宽德 | 金戈量锐 | 致诚卓远 |
|-------|-------|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|
| 九坤 | | 0.42 | 0.39 | 0.02 | 0.51 | 0.14 | 0.34 | 0.43 | 0.69 | 0.63 | 0.64 | 0.05 | 0.49 | -0.01 | 0.07 | 0.22 | 0.68 | 0.49 |
| 幻方 | 0.42 | | 0.42 | 0.40 | 0.45 | 0.15 | 0.07 | 0.33 | 0.40 | 0.24 | 0.31 | 0.31 | 0.45 | 0.17 | 0.51 | 0.38 | 0.55 | 0.46 |
| 明法 | 0.39 | 0.42 | | 0.32 | 0.47 | -0.18 | 0.25 | 0.69 | 0.45 | 0.29 | 0.46 | 0.50 | 0.57 | 0.16 | 0.55 | 0.11 | 0.46 | 0.20 |
| 鸣石 | 0.02 | 0.40 | 0.32 | | 0.24 | 0.03 | -0.13 | 0.36 | 0.04 | 0.08 | 0.09 | 0.35 | 0.38 | 0.46 | 0.54 | 0.20 | 0.13 | 0.14 |
| 灵均 | 0.51 | 0.45 | 0.47 | 0.24 | | 0.36 | 0.34 | 0.29 | 0.26 | 0.28 | 0.61 | 0.36 | 0.52 | 0.43 | 0.21 | 0.29 | 0.48 | 0.29 |
| 衍复 | 0.14 | 0.15 | -0.18 | 0.03 | 0.36 | | 0.56 | -0.06 | -0.30 | -0.13 | 0.13 | 0.00 | 0.08 | 0.16 | -0.03 | 0.72 | 0.02 | 0.10 |
| 天演 | 0.34 | 0.07 | 0.25 | -0.13 | 0.34 | 0.56 | | 0.15 | -0.08 | -0.04 | 0.44 | 0.11 | 0.10 | -0.01 | -0.04 | 0.24 | 0.20 | 0.27 |
| 启林 | 0.43 | 0.33 | 0.69 | 0.36 | 0.29 | -0.06 | 0.15 | | 0.33 | 0.34 | 0.39 | 0.29 | 0.59 | 0.40 | 0.60 | 0.14 | 0.36 | 0.27 |
| 赫富 | 0.69 | 0.40 | 0.45 | 0.04 | 0.26 | -0.30 | -0.08 | 0.33 | | 0.60 | 0.42 | 0.14 | 0.43 | -0.20 | 0.17 | -0.04 | 0.62 | 0.31 |
| 黑翼 | 0.63 | 0.24 | 0.29 | 0.08 | 0.28 | -0.13 | -0.04 | 0.34 | 0.60 | | 0.51 | 0.03 | 0.26 | -0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.45 | 0.19 |
| 千象 | 0.64 | 0.31 | 0.46 | 0.09 | 0.61 | 0.13 | 0.44 | 0.39 | 0.42 | 0.51 | | 0.16 | 0.37 | 0.12 | 0.01 | 0.10 | 0.44 | 0.42 |
| 世纪前沿 | 0.05 | 0.31 | 0.50 | 0.35 | 0.36 | 0.00 | 0.11 | 0.29 | 0.14 | 0.03 | 0.16 | | 0.37 | 0.31 | 0.54 | 0.22 | 0.20 | -0.04 |
| 聚宽 | 0.49 | 0.45 | 0.57 | 0.38 | 0.52 | 0.08 | 0.10 | 0.59 | 0.43 | 0.26 | 0.37 | 0.37 | | 0.35 | 0.53 | 0.17 | 0.54 | 0.07 |
| 凡二 | -0.01 | 0.17 | 0.16 | 0.46 | 0.43 | 0.16 | -0.01 | 0.40 | -0.20 | -0.01 | 0.12 | 0.31 | 0.35 | | 0.26 | 0.05 | 0.10 | 0.22 |
| 因诺 | 0.07 | 0.51 | 0.55 | 0.54 | 0.21 | -0.03 | -0.04 | 0.60 | 0.17 | 0.01 | 0.01 | 0.54 | 0.53 | 0.26 | | 0.35 | 0.24 | 0.07 |
| 宽德 | 0.22 | 0.38 | 0.11 | 0.20 | 0.29 | 0.72 | 0.24 | 0.14 | -0.04 | 0.01 | 0.10 | 0.22 | 0.17 | 0.05 | 0.35 | | 0.21 | 0.09 |
| 金戈量锐 | 0.68 | 0.55 | 0.46 | 0.13 | 0.48 | 0.02 | 0.20 | 0.36 | 0.62 | 0.45 | 0.44 | 0.20 | 0.54 | 0.10 | 0.24 | 0.21 | | 0.30 |
| 致诚卓远 | 0.49 | 0.46 | 0.20 | 0.14 | 0.29 | 0.10 | 0.27 | 0.27 | 0.31 | 0.19 | 0.42 | -0.04 | 0.07 | 0.22 | 0.07 | 0.09 | | 0.30 |
| 平均 | 0.36 | 0.35 | 0.36 | 0.22 | 0.38 | 0.10 | 0.16 | 0.35 | 0.25 | 0.22 | 0.33 | 0.23 | 0.37 | 0.17 | 0.27 | 0.20 | 0.35 | 0.23 |

来源：国金证券研究所，通联数据

- 进入 2021 年以来，这一现象明显有所改变，行业内部超额收益相关性大幅上升。绝大多数管理人与其他管理人之间的平均相关性上升到 0.4 以上，其中灵均、衍复、天演、启林、赫富、世纪前沿、因诺和宽德 8 家管理人，与其他管理人的平均相关性均超过 0.5。分析可能的原因，一方面，各个管理人对于策略线的布局已经逐步完善，策略间同质化可能加剧，行业已经更多进入了“软硬件”为代表的军备竞争以及如融券券源等“软实力”竞争阶段；另一方面，今年以来 T0 收益贡献及打新收益均有不同幅度的收窄，对于业绩表现的差异影响也有所降低。从两年时间跨度对比来看，衍复、天演、启林、赫富、黑翼、世纪前沿、因诺、宽德几家管理人在今年以来与其他管理人的超额相关性有明显的上涨，其中除衍复和天演外其余 6 家管理人均是今年才迈过百亿关口的量化管理人，或可推断随管理规模的迅速扩大，管理人不得不面临降频、丰富子策略种类等的同质化操作。

图表 6：2021 年以来各管理人超额收益相关性

| 2021年 | 九坤 | 幻方 | 明法 | 鸣石 | 灵均 | 衍复 | 天演 | 启林 | 赫富 | 黑翼 | 千象 | 世纪前沿 | 聚宽 | 凡二 | 因诺 | 宽德 | 金戈量锐 | 致诚卓远 |
|-------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|-------|
| 九坤 | | 0.43 | 0.26 | 0.08 | 0.65 | 0.62 | 0.56 | 0.52 | 0.54 | 0.52 | 0.46 | 0.34 | 0.33 | 0.28 | 0.49 | 0.56 | 0.49 | 0.56 |
| 幻方 | 0.43 | | 0.29 | 0.37 | 0.54 | 0.46 | 0.49 | 0.41 | 0.65 | 0.39 | 0.19 | 0.46 | 0.27 | 0.14 | 0.58 | 0.54 | 0.56 | 0.19 |
| 明法 | 0.26 | 0.29 | | 0.35 | 0.46 | 0.56 | 0.48 | 0.60 | 0.36 | 0.40 | 0.40 | 0.64 | 0.72 | 0.20 | 0.77 | 0.56 | 0.47 | 0.17 |
| 鸣石 | 0.08 | 0.37 | 0.35 | | 0.50 | 0.19 | 0.59 | 0.50 | 0.35 | 0.49 | 0.15 | 0.64 | 0.49 | 0.14 | 0.35 | 0.21 | 0.37 | -0.18 |
| 灵均 | 0.65 | 0.54 | 0.46 | 0.50 | | 0.57 | 0.71 | 0.67 | 0.61 | 0.62 | 0.35 | 0.59 | 0.61 | 0.36 | 0.52 | 0.64 | 0.60 | 0.24 |
| 衍复 | 0.62 | 0.46 | 0.56 | 0.19 | 0.57 | | 0.56 | 0.61 | 0.62 | 0.43 | 0.45 | 0.53 | 0.55 | 0.34 | 0.68 | 0.62 | 0.42 | 0.40 |
| 天演 | 0.56 | 0.49 | 0.48 | 0.59 | 0.71 | 0.56 | | 0.70 | 0.61 | 0.63 | 0.41 | 0.72 | 0.65 | 0.44 | 0.52 | 0.63 | 0.59 | 0.23 |
| 启林 | 0.52 | 0.41 | 0.60 | 0.50 | 0.67 | 0.61 | 0.70 | | 0.73 | 0.71 | 0.41 | 0.74 | 0.66 | 0.39 | 0.72 | 0.51 | 0.66 | 0.17 |
| 赫富 | 0.54 | 0.65 | 0.36 | 0.35 | 0.61 | 0.62 | 0.61 | 0.73 | | 0.68 | 0.39 | 0.56 | 0.45 | 0.42 | 0.57 | 0.50 | 0.67 | 0.27 |
| 黑翼 | 0.52 | 0.39 | 0.40 | 0.49 | 0.62 | 0.43 | 0.63 | 0.71 | 0.68 | | 0.48 | 0.58 | 0.45 | 0.24 | 0.46 | 0.33 | 0.59 | 0.23 |
| 千象 | 0.46 | 0.19 | 0.40 | 0.15 | 0.35 | 0.45 | 0.41 | 0.41 | 0.39 | 0.48 | | 0.22 | 0.34 | 0.25 | 0.31 | 0.49 | 0.37 | 0.23 |
| 世纪前沿 | 0.34 | 0.46 | 0.64 | 0.64 | 0.59 | 0.53 | 0.72 | 0.74 | 0.56 | 0.58 | 0.22 | | 0.74 | 0.36 | 0.67 | 0.48 | 0.50 | -0.05 |
| 聚宽 | 0.33 | 0.27 | 0.72 | 0.49 | 0.61 | 0.55 | 0.65 | 0.66 | 0.45 | 0.45 | 0.34 | 0.74 | | 0.49 | 0.61 | 0.53 | 0.43 | 0.02 |
| 凡二 | 0.28 | 0.14 | 0.20 | 0.14 | 0.36 | 0.34 | 0.44 | 0.39 | 0.42 | 0.24 | 0.25 | 0.36 | 0.49 | | 0.26 | 0.43 | 0.19 | 0.20 |
| 因诺 | 0.49 | 0.58 | 0.77 | 0.35 | 0.52 | 0.68 | 0.52 | 0.72 | 0.57 | 0.46 | 0.31 | 0.67 | 0.61 | 0.26 | | 0.63 | 0.60 | 0.23 |
| 宽德 | 0.56 | 0.54 | 0.56 | 0.21 | 0.64 | 0.62 | 0.63 | 0.51 | 0.50 | 0.33 | 0.49 | 0.48 | 0.53 | 0.43 | 0.63 | | 0.59 | 0.42 |
| 金戈量锐 | 0.49 | 0.56 | 0.47 | 0.37 | 0.60 | 0.42 | 0.59 | 0.66 | 0.67 | 0.59 | 0.37 | 0.50 | 0.43 | 0.19 | 0.60 | 0.59 | | 0.30 |
| 致诚卓远 | 0.56 | 0.19 | 0.17 | -0.18 | 0.24 | 0.40 | 0.23 | 0.17 | 0.27 | 0.23 | 0.23 | -0.05 | 0.02 | 0.20 | 0.23 | 0.42 | 0.30 | |
| 平均 | 0.45 | 0.41 | 0.45 | 0.33 | 0.54 | 0.51 | 0.56 | 0.57 | 0.53 | 0.48 | 0.35 | 0.51 | 0.49 | 0.30 | 0.53 | 0.51 | 0.49 | 0.21 |

来源：国金证券研究所，通联数据

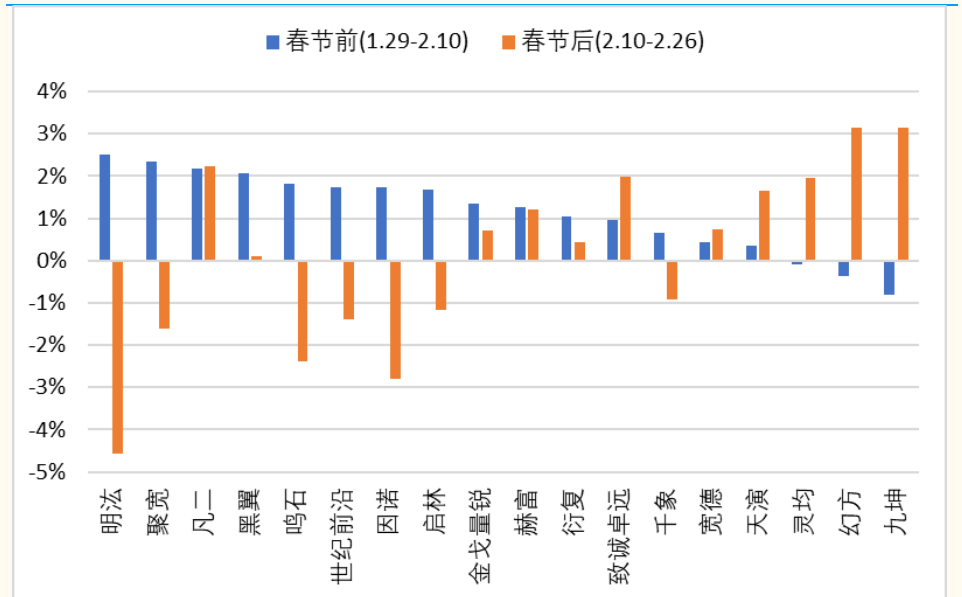
第三部分：股票量化策略超额表现分阶段观察

为了更好的观察量化私募管理人的表现情况，我们将今年以来的市场划分为几个不同阶段：**2021年春节前后（抱团股瓦解，风格急剧切换）**，**2021年6-8月（小盘股强势，周期股爆发阶段）**，**2021年9月中旬至11月初（市场风格出现反转，行业轮动加剧）**，来对比各管理人风险收益的特征和差异。

2021年春节前后（抱团股瓦解，风格急剧切换）

- 对于股票量化类策略而言，今年一季度市场风格变化剧烈且频繁，尤其是2月春节前后，市场风格出现明显反转。2月初截至春节前，沪深300指数上涨8.52%而中证1000指数下跌-0.01%，市场仍维持大强小弱格局，春节归来后风格明显切换，沪深300大跌8.11%，中证1000则上涨0.35%，一方面抱团股松动，行情向中小市值票扩散，另一方面在估值极度分化的背景下，资金流向具备基本面支撑的顺周期以及低估值领域对超额端造成较大的压力。以春节为分界线，不少风格因子收益都出现了明显反转，对于一定程度上依赖风格暴露而获得超额收益的量化策略，节前节后超额表现或存在显著的差异。

图表 7：2021年春节前后各管理人中证500指增策略超额收益表现情况



来源：国金证券研究所，通联数据

- 从上图可以看到，18家量化管理人中，10家在春节过后的超额表现出现了明显的反转，其中节前正超额，节后负超额的占到了7家，并且节前超额收益居前的管理人多数在节后超额收益的回撤也越大。但同时也有个别管理人在本轮的行情中有自己的独到之处，节前节后超额表现都为正，且没有明显变化的管理人有2家，分别为凡二和赫富。

2021年6-8月（小盘股强势，周期股爆发阶段）

- 今年5月开始，两市交投活跃度从阶段性低位开始回升，中小盘股一改前期的低迷表现，连续4个月跑赢大盘股。随后周期股也异军突起，7、8两月，有色、煤炭、采掘等板块连续大幅上涨。从指增策略的超额表现来看，6-8月同样也是今年的超额高光期，为了更好的观察各管理人的表现情况，我们取国证2000相对中证500周超额，以及有色板块相对中证500周超额作为参考系，进行相关性统计。可以看到，18家管理人中，超过半数管理人自5月底以来至9月初的周度超额表现与国证2000超额收益的相关性在0.5以上，有6家管理人自6月底以来的周度超额表现与有色板块超额收

益的相关性在 0.5 以上，其中天演和启林与两个参考系的相关性均在 0.5 以上。

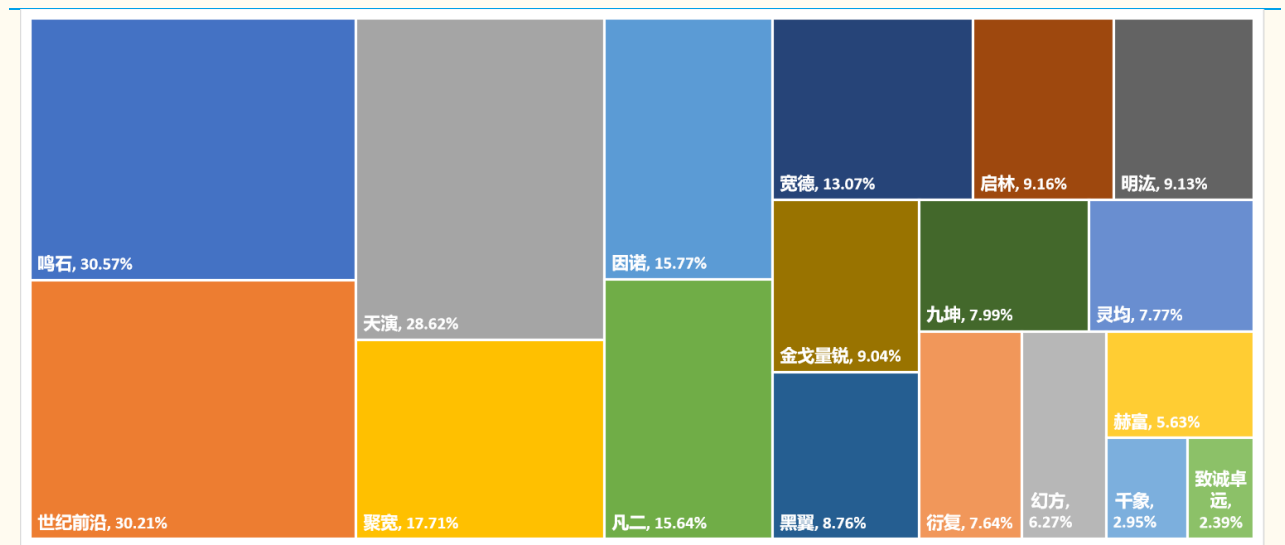
图表 8: 百亿规模管理人超额收益与参考系相关性情况

| 日期 | 与国证 2000 超额相关性 (5.28-9.10) | 与有色板块超额相关性 (6.25-9.10) |
|------|----------------------------|------------------------|
| 九坤 | 0.70 | 0.20 |
| 幻方 | 0.30 | 0.13 |
| 明泓 | 0.69 | 0.19 |
| 鸣石 | -0.04 | 0.48 |
| 灵均 | 0.55 | 0.52 |
| 衍复 | 0.72 | 0.29 |
| 天演 | 0.77 | 0.65 |
| 启林 | 0.58 | 0.66 |
| 赫富 | 0.35 | 0.68 |
| 黑翼 | 0.23 | 0.10 |
| 千象 | 0.14 | -0.24 |
| 世纪前沿 | 0.48 | 0.67 |
| 聚宽 | 0.68 | 0.29 |
| 凡二 | 0.44 | 0.53 |
| 因诺 | 0.68 | 0.33 |
| 宽德 | 0.59 | 0.27 |
| 金戈量锐 | 0.57 | 0.35 |
| 致诚卓远 | 0.36 | -0.28 |

来源: 国金证券研究所, 通联数据

- 从 6-9 月初的超额表现来看，鸣石、世纪前沿、天演、聚宽、因诺、凡二、宽德、启林、明泓及金戈量锐等管理人在这一阶段超额表现居前，其中除鸣石外，其余均为上述提到的阶段性与国证 2000 超额和有色板块超额存在较高相关性的管理人。

图表 9: 百亿管理人中证 500 指增策略超额收益表现 (5.28-9.10)



来源: 国金证券研究所, 通联数据

- 同样我们也选取了部分百亿以下规模的管理人，与两参考系进行相关性观察，可以看到样本内多数管理人的超额表现与国证 2000 相对中证 500 的超

额呈现出较高的相关性，但仅有个别管理人与有色板块超额收益的相关性较高。

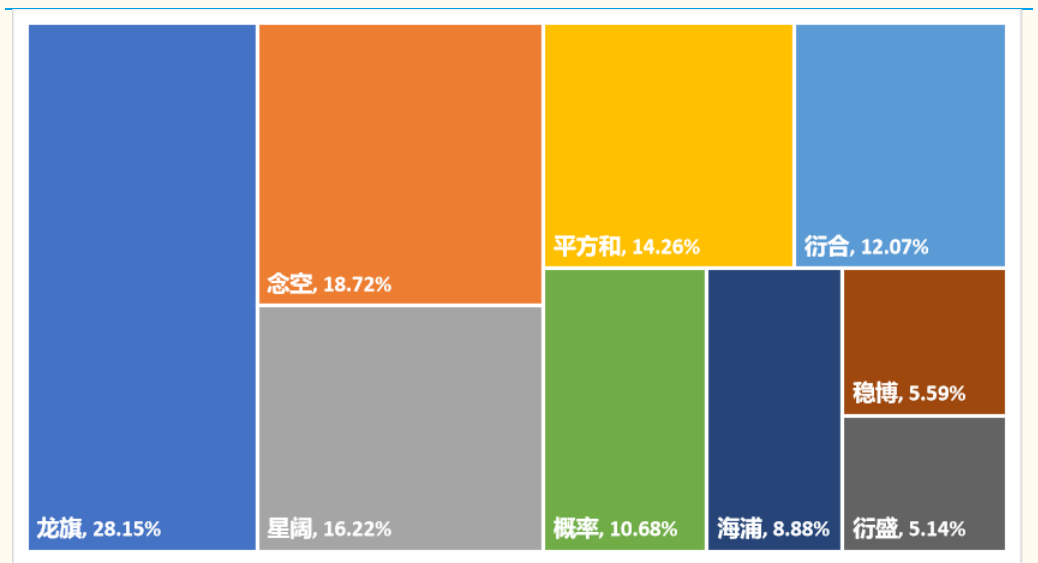
图表 10: 百亿以下规模管理人超额收益与参考系相关性情况

| 日期 | 与国证 2000 超额相关性 (5.28-9.10) | 与有色板块超额相关性 (6.25-9.10) |
|-----|----------------------------|------------------------|
| 星阔 | 0.68 | 0.34 |
| 概率 | 0.74 | 0.32 |
| 衍合 | 0.55 | 0.28 |
| 念空 | 0.64 | 0.49 |
| 衍盛 | 0.61 | 0.21 |
| 稳博 | 0.07 | 0.30 |
| 龙旗 | 0.44 | 0.60 |
| 海浦 | 0.13 | 0.00 |
| 平方和 | 0.00 | 0.43 |

来源: 国金证券研究所, 通联数据

- 从 6-9 月初的超额表现来看，龙旗、念空、星阔、平方和、衍合、概率等管理人在这一阶段超额表现较好，除平方和外，均为上述提到的阶段性与国证 2000 超额或有色板块超额存在较高相关性的管理人（其中概率投资由于产品成立时间较晚，选取自 6.11 日以来超额表现）。

图表 11: 百亿以下管理人中证 500 指增策略超额收益表现 (5.28-9.10)

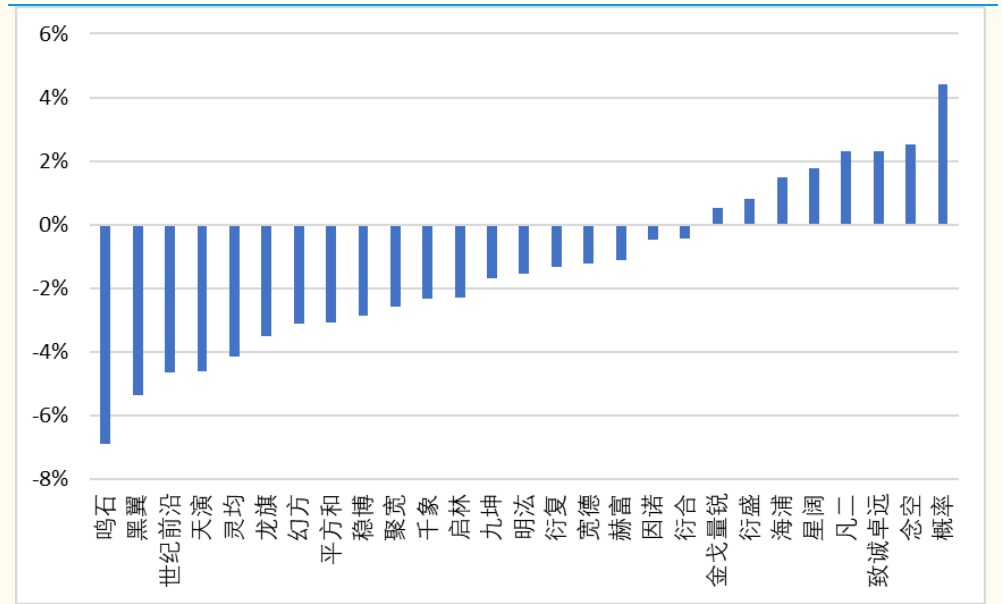


来源: 国金证券研究所, 通联数据

2021 年 9 月中旬至 11 月初 (市场风格出现反转, 行业轮动加剧)

- 自 9 月中下旬开始，周期板块在前期大涨之后出现集体回调，由于周期股在中证 500 指数成分股中占比较高，中证 500 指数也随之出现大幅回撤，大小盘风格再度切换，中小盘股连续 4 个月的强势表现告一段落，叠加流动性与波动双降等不利环境，beta 与 alpha 均有回撤。从观察池中管理人自 9 月 10 日至 11 月 5 日期间的超额表现来看，27 家管理人中，有 19 家在这一阶段的超额表现都出现了不同程度的回撤，个别管理人超额回撤甚至超过 5%。回撤较大的管理人中，鸣石、世纪前沿、天演、龙旗和聚宽等均为 6-9 月超额收益居前的管理人，并且除鸣石外，其余几家与上述两类参考系均有较高的相关性。

图表 12: 全样本管理人中证 500 指增策略超额收益表现 (5.28-9.10)



来源: 国金证券研究所, 通联数据

从几个关键阶段的超额收益表现以及相关情况来看, 可以合理推断, 不管是主观层面放松风控约束, 根据模型所学习到的历史数据沿风格因子动量方向进行暴露, 还是受制于规模和容量问题, 被动扩大了某些风格因子上的敞口, 大部分量化策略在风格上或多或少都有不同程度的更多暴露。风格暴露或风格择时在适应的环境下会带来额外的超额收益, 但盈亏同源, 一旦遇到风格急剧反转的行情, 大概率也会遭受净值/超额上的回撤, 近期热点行业切换频繁, 行业和风格出现无序波动的紊乱状态, 也正是对风险因子过多暴露的一种惩罚。不可否认的是, 近期不少影响行业整体的因素也出现了变化, 导致策略运作环境进入了挣扎期, 但从长期角度来看, 这也有利于管理人重新审视自身的风控水平, 通过不断地对策略进行迭代更新来提升投资能力。

说明: 本文统计分析中, 私募旗下代表产品样本的选择, 或对统计结果造成一定的影响。

风险提示: 外部政策收紧、策略拥挤度上升、流动性风险。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH