

市场环境持续回暖，各子策略均实现正收益

第一部分：股票量化策略投资环境

- 量化策略运作方面，2019年底，市场走出了为时超过半年的震荡整理期，A股大幅上涨，市场人气出现了明显的回升，成交量较前月也大幅提升，以不错的涨幅收尾。全年来看，2019年市场整体延续了大盘股行情。自2016年开始，大强小弱的行情已经延续了4年的时间。但从年底走势来看，市场风格重现转换端倪，小盘股相对强势，进入2020年1月，市场延续去年底反弹，持续上涨，虽受外围地缘政治和疫情等影响，月末下挫收跌，但两市成交量持续放大，各大指数波动率及全部A股横截面波动率也一改近半年多来的低迷走势，同时中小盘股仍表现强势，有助于提高量化选股策略成功捕捉个股的概率，从而获得更多的超额收益。1月股指期货再次回到贴水状态，但由于去年底负基差已提前收敛，对于新产品建仓较为有利，近半年的负基差影响将大大减小，预计未来对Alpha策略表现影响有限。但是，新冠病毒自1月23日起开始大幅影响了市场走势，并预计仍将对市场造成持续影响。放眼未来，A股仍将受到疫情及外围市场带来的影响，走势不确定性较大，目前仍需关注市场行情的演进方向，大小盘风格转变的持续性，交易活跃度及个股波动率的走势等

第二部分：股票量化策略近期表现

- 据我们本次重点统计的447只（相同公司同一策略选取一只产品）股票量化策略产品显示，1月该策略产品平均收益1.56%，较上月有一定程度的下降，其中330只产品获得正收益（占比74%），117只产品获得负收益。整体来看，1月市场先扬后抑，受外围地缘政治和疫情等影响，月末下挫收跌，但两市成交量持续放大，中小盘股表现强势，市场环境总体有利于量化策略运作，所有子策略均实现正收益。
- 根据1月收益情况，我们持续跟踪的部分优秀股票量化策略私募基金近期的业绩表现中，国富、灵均、因诺、明泓、盛冠达、思懿、阿巴马、宽投、磐耀、平方和等私募管理人业绩相对较好。

第三部分：部分代表性股票量化策略私募及市场展望

- 市场在2020年1月先涨后跌，虽受外围地缘政治和疫情等影响下挫收跌，但两市成交量持续放大，各大指数波动率及全部A股横截面波动率也一改近半年多来的低迷走势，投资环境整体来讲对于量化策略较为友好。本次我们对其中一个以量化策略为主的私募做重点介绍：思懿。

风险提示：流动性风险、经济下行。

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

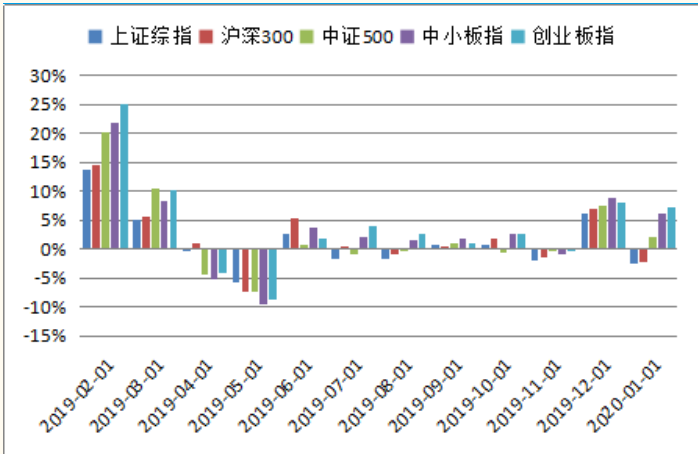
张剑辉 分析师 SAC 执业编号：S1130519100003
(8610)66211648
zhangjh@gjzq.com.cn

第一部分：股票量化策略投资环境分析

基础市场回顾

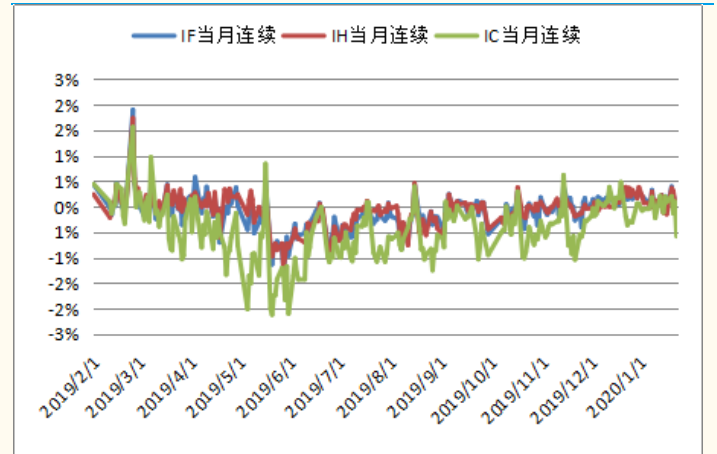
- 1 月市场先扬后抑，受春节休市影响，避险情绪浓厚，大盘整体收阴。全月上证综指下跌 2.41%，沪深 300 指数下跌 2.26%、中证 500 指数上涨 2.09%，中小板指上涨 6.15%，创业板指上涨 7.21%。行业方面，根据申万一级行业分类，多数板块下跌，电子、计算机、电气设备及医药生物等板块上涨。股指期货方面，三大股指期货跟随指数震荡，由于市场波动较大，截止 1 月底，IF、IH、IC 又重回贴水状态，贴水幅度分别为 0.24%、0.10%和 0.58%。

图表 1：近一年股市重要指数月度涨跌幅



来源：国金证券研究所，Wind

图表 2：近一年 IF、IH、IC 基差变动

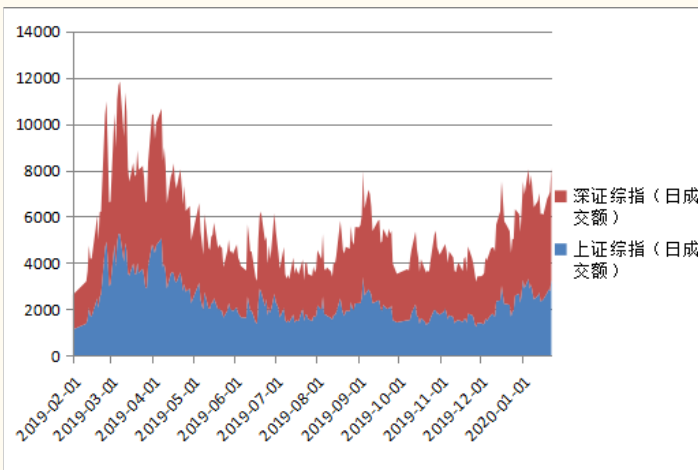


来源：国金证券研究所，Wind

量化策略投资环境

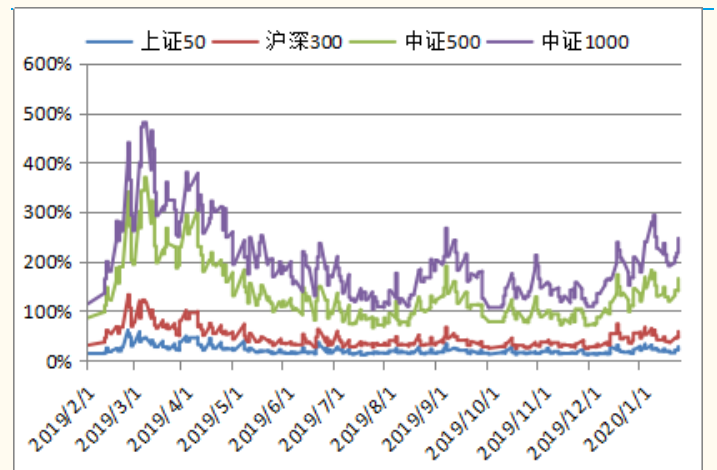
- 从年初经济数据来看，2019 年底宏观经济呈现弱企稳势头。2020 年 1 月，市场整体收跌，由于春节假期休市，A 股 1 月份仅交易至 23 日。上旬及中旬 A 股整体行情较为稳定，但在下旬受多项低于预期事件影响，大幅下挫。虽然中美成功签署第一阶段经贸协议，但 2020 年伊始出现的新型冠状病毒疫情，将对经济产生短期冲击、下行压力加大，但预计主要集中在第一季度，并不会影响经济本身的长期趋势。基于疫情将对经济的短期较大冲击，逆周期政策力度将再次加大，财政、货币、产业和区域等多个方面齐发力。短期来看，A 股震荡下挫概率较大。股指期货在 1 月随指数震荡，三大股指期货均回到负基差状态。

图表 3：近一年沪深两市成交额



来源：国金证券研究所，Wind

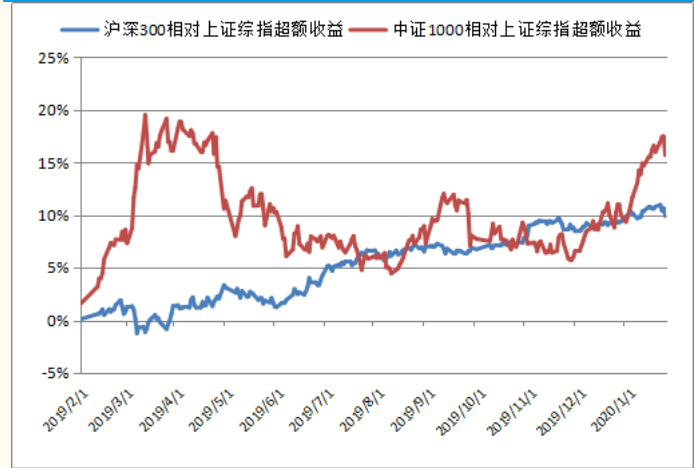
图表 4：近一年主要指数换手率



来源：国金证券研究所，Wind

- 流动性和市场活跃度方面，虽有疫情和春节假期临近影响，但 1 月两市成交整体放大，有所回暖。具体来看，1 月各个交易日两市成交额均在 6000 亿上方，半数交易日超过 7000 亿水平，全月两市平均日成交额 6998 亿，较 2019 年 12 月上涨 37%，创近 9 个月以来成交水平新高。各大指数平均换手率均有上涨，从日均换手率来看，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 换手率环比分别上涨 26.43%、17.75%、31.0%和 37.26%。

图表 5：近一年大小盘风格特征



来源：国金证券研究所，Wind

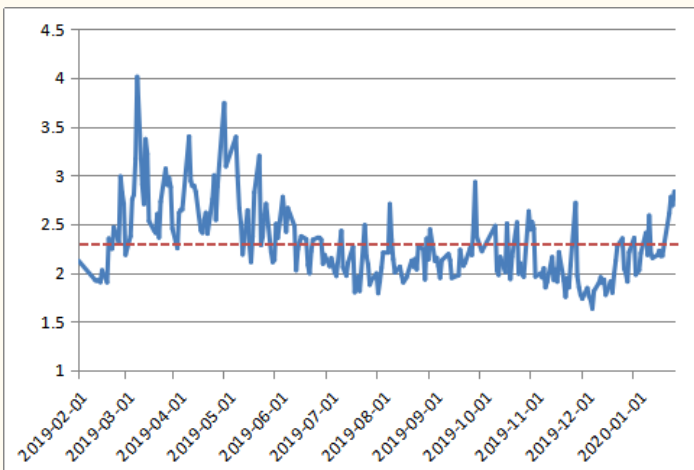
图表 6：近一年主要指数波动率（过去 20 日波动率年化）



来源：国金证券研究所，Wind

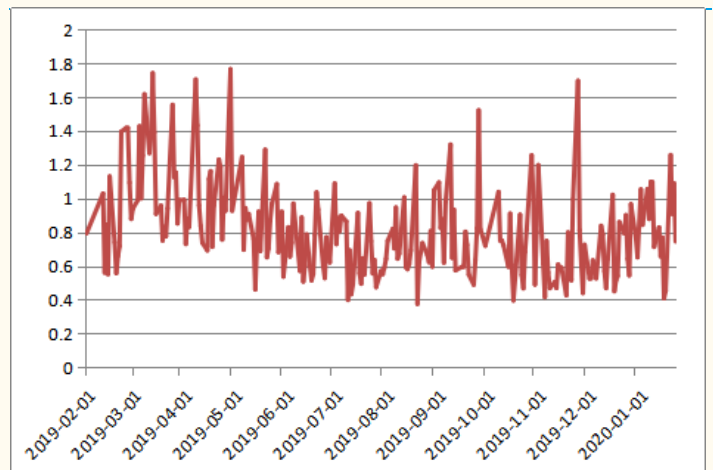
- 市场风格上，截至 1 月底，近一年来大盘股相对超额收益 9.89%，中小盘股相对超额收益 15.67%。整体来看，中小盘股相对超额收益近一年来波动剧烈，去年 2 月以来中小盘股相对超额收益上涨势头十足，但进入 3 月以后则一路震荡走低，7、8 月开始超额收益有所反弹，市场大小盘风格出现转换端倪，但 9 月下旬开始则一路震荡回调，2019 年底开始，中小盘股一路强势上涨，相对超额收益随之回升。1 月中小盘股震荡收涨，全月中小盘股跑赢大盘股 4.63%。从主要指数波动率来看，各大指数波动率与上月相比均有上涨。

图表 7：近一年全部 A 股收益率离散度



来源：国金证券研究所，Wind

图表 8：近一年行业间收益率离散度



来源：国金证券研究所，Wind

- 从近期 A 股收益率离散程度来看，1 月个股收益率的平均波动率较上月大幅上涨，回到近一年来中位数上方，且平均横截面波动率为近 8 个月以来新高；行业间收益率离散程度与去年底相比同样有所放大，平均横截面波动率为近 9 个月以来新高。
- 对于量化选股策略而言，2020 年 1 月，市场延续去年底反弹，继续发力，虽于下半月开始震荡下挫，但两市成交量持续放大，各大指数波动率及全

部 A 股横截面波动率也一改近半年多来的低迷走势，给量化选股策略带来相对友好的运行环境。

- 对于阿尔法策略而言，1 月市场先涨后跌，但波动率及成交量均大幅增加，并且呈现出明显的小盘股行情特点，有利于 Alpha 策略的表现。同时，由于 2019 年底，负基差已提前收敛，1 月基差对策略的影响为正。整体来看，1 月市场环境对 Alpha 策略的运行较为友好，因此，全月策略表现不错。

图表 9：股票量化策略运行环境分析

	当月变化情况	对量化策略运行友好度
流动性及活跃度	成交额回暖 各指数换手率上涨	↑
市场波动率	各大指数波动率回升 个股、行业收益率离散度上涨	↑
大小盘风格	中小盘股表现相对强势	↑
基差	IF、IH、IC 均回到贴水状态	↓

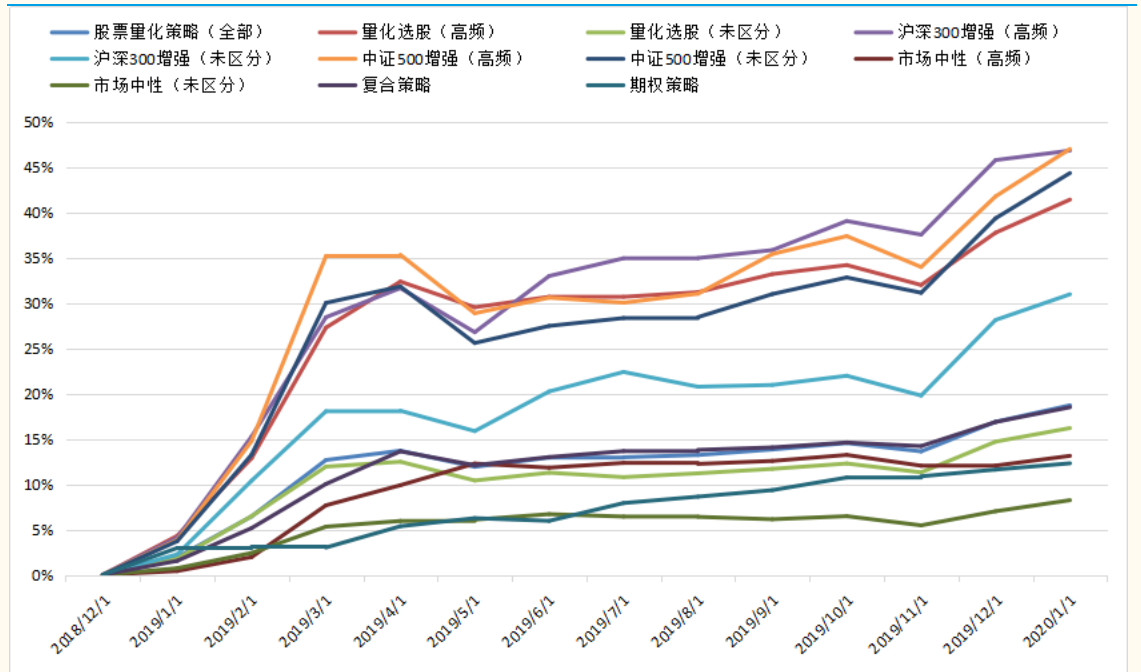
来源：国金证券研究所

- 整体来看，2020 年初，央行发布全面降准公告同时经济数据呈现弱企稳，投资者情绪维持高位，指数迎来“开门红”。但外围市场短期地缘政治局势骤然紧张，资本市场有所承压，A 股呈现震荡格局。随着北上资金持续流入、管理层鼓励中长期资金入市，1 月中旬上证指数重回 3100 点，15 日，中美第一阶段贸易协议正式签署，中长期来看利好国内市场表现。但随着春节假期临近市场交投意愿趋弱，叠加上市公司年报预告商誉减值等爆雷事件多发，指数走势在震荡中小幅回落。1 月下旬，武汉市和全国范围内均出现新型冠状病毒肺炎病例，而随着春节期间疫情大规模蔓延、以及为积极应对疫情所采取的封城、居家隔离、假期延长等举措，预计对国内经济增长产生明显影响，致使投资者避险情绪快速升温。短期来看，市场下行压力较大，预计波动也会有所加大。量化策略运作方面，2019 年底，市场走出了为时超过半年的震荡整理期，A 股大幅上涨，市场人气出现了明显的回升，成交量较前月也大幅提升，以不错的涨幅收尾。全年来看，2019 年市场整体延续了大盘股行情。自 2016 年开始，大强小弱的行情已经延续了 4 年的时间。但从年底走势来看，市场风格重现转换端倪，小盘股相对强势，进入 2020 年 1 月，市场延续去年底反弹，持续上涨，虽受外围地缘政治和疫情等影响，月末下挫收跌，但两市成交量持续放大，各大指数波动率及全部 A 股横截面波动率也一改近半年多来的低迷走势，同时中小盘股仍表现强势，有助于提高量化选股策略成功捕捉个股的概率，从而获得更多的超额收益。1 月股指期货再次回到贴水状态，但由于去年底负基差已提前收敛，对于新产品建仓较为有利，近半年的负基差影响将大大减小，预计未来对 Alpha 策略表现影响有限。但是，新冠病毒自 1 月 23 日起开始大幅影响了市场走势，并预计仍将对市场造成持续影响。放眼未来，A 股仍将受到疫情及外围市场带来的影响，走势不确定性较大，目前仍需关注市场行情的演进方向，大小盘风格转变的持续性，交易活跃度及个股波动率的走势等。

第二部分：股票量化策略近期表现

- 我们以国金研究覆盖的私募基金为基础，选取其中采取股票量化策略的私募基金管理人的对应策略产品，从量化选股（无清晰参考基准指数）、沪深300指数增强、中证500指数增强、市场中性、复合策略（股票量化为主，适当叠加期权、CTA、套利等策略）、期权策略中分别选取具有代表性的产品进行统计和业绩展示。

图表 10：股票量化策略近期业绩走势



来源：国金证券研究所

- 据我们本次重点统计的 447 只（相同公司同一策略选取一只产品）股票量化策略产品显示，1 月该策略产品平均收益 1.56%，较上月有一定程度的下降，其中 330 只产品获得正收益（占比 74%），117 只产品获得负收益。整体来看，1 月市场先扬后抑，受外围地缘政治和疫情等影响，月末下挫收跌，但两市成交量持续放大，中小盘股表现强势，市场环境总体有利于量化策略运作，所有子策略均实现正收益。
- 具体来看，量化选股策略（高频）产品中，13 只产品平均收益 2.65%，与上月相比表现回调，其中 11 只产品实现正收益；量化选股策略（未区分策略频率）产品中，176 只产品平均收益 1.31%，较上月同样有所下降，正收益产品 116 只；沪深 300 指数增强策略（高频）产品中，6 只产品平均收益 0.72%，3 只产品实现正收益，其中有 5 只产品超越同期沪深 300 指数，平均超额 1.18%，较上月有所上涨；沪深 300 指数增强策略（未区分策略频率）产品中，8 只产品平均收益 2.21%，6 只产品实现正收益，7 只产品超越同期沪深 300 指数，平均超额 3.22%；中证 500 指数增强策略（高频）产品中，18 只产品平均收益 3.69%，全部实现正收益，5 只产品超越同期中证 500 指数，平均超额-0.49%；中证 500 指数增强策略（未区分策略频率）产品中，33 只产品平均收益 3.58%，正收益产品 30 只，11 只产品超越同期中证 500 指数，平均超额-0.84%；对于指数增强类型产品，1 月沪深 300 增强的超额收益中，高频策略表现不及未区分策略，而中证 500 指数增强策略 1 月未实现正超额收益，高频策略表现好于未区分策略；市场中性策略（高频）产品中，18 只产品平均收益 0.96%，正收益产品 16 只；市场中性策略（未区分策略频率）产品中，33 只产品平均收益 1.14%，正收益产品 24 只；复合策略产品中，107 只产品平均收益 1.39%，正收益产品 80 只。期权策略产品中，35 只产品平均收益 0.62%，正收益产品 26 只。

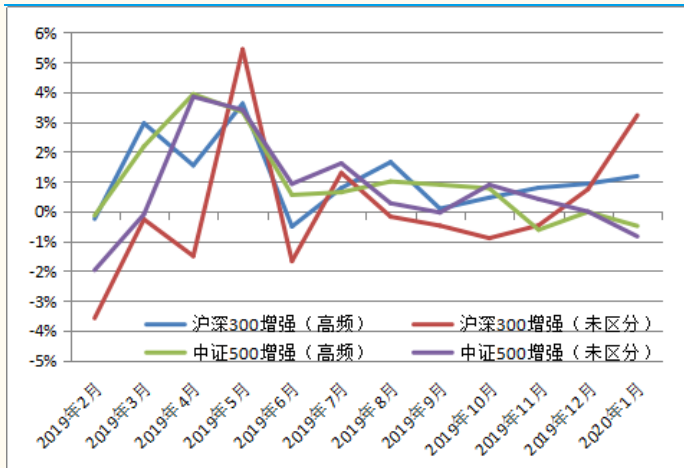
图表 11：细分策略近半年各月收益表现

策略类型	8月平均	9月平均	10月平均	11月平均	12月平均	1月平均	近三月平均
量化选股（高频）	0.39%	1.52%	0.75%	-1.64%	4.37%	2.65%	5.85%
量化选股（未区分策略频率）	0.38%	0.44%	0.53%	-0.87%	3.04%	1.31%	3.95%
沪深 300 增强（高频）	0.02%	0.65%	2.36%	-1.08%	5.98%	0.72%	5.77%
沪深 300 增强（高频）超额收益	1.65%	0.09%	0.46%	0.79%	0.93%	1.18%	-
沪深 300 增强（未区分策略频率）	-1.33%	0.16%	0.84%	-1.79%	6.96%	2.21%	7.23%
沪深 300 增强（未区分策略频率）超额收益	-0.18%	-0.48%	-0.90%	-0.47%	0.74%	3.22%	-
中证 500 增强（高频）	0.76%	3.34%	1.46%	-2.48%	5.81%	3.69%	7.98%
中证 500 增强（高频）超额收益	1.00%	0.89%	0.77%	-0.62%	-0.02%	-0.49%	-
中证 500 增强（未区分策略频率）	0.08%	1.98%	1.40%	-1.27%	6.26%	3.58%	8.49%
中证 500 增强（未区分策略频率）超额收益	0.27%	-0.04%	0.89%	0.41%	-0.01%	-0.84%	-
市场中性（高频）	-0.10%	0.29%	0.59%	-1.05%	0.01%	0.96%	0.00%
市场中性（未区分策略频率）	-0.03%	-0.25%	0.32%	-0.95%	1.47%	1.14%	1.47%
复合策略	0.12%	0.24%	0.47%	-0.34%	2.33%	1.39%	3.52%
期权策略	0.65%	0.66%	1.28%	0.10%	0.67%	0.62%	1.68%

来源：国金证券研究所

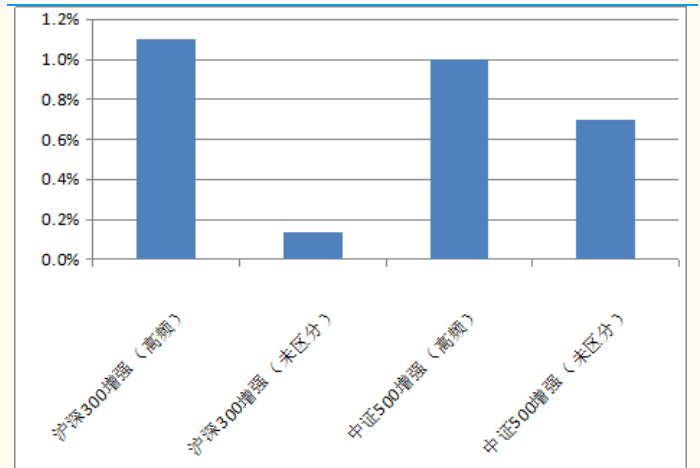
- 综合市场行情来分析各策略的表现，1月市场延续12月环境状况，市场成交量及波动率持续放大，各大指数波动率及全部A股横截面波动率也一改近半年多来的低迷走势，同时中小盘股表现强势。总体而言，2019年末市场结束了半年多来低波动低成交的震荡趋势，进入反弹区间，2020年初继续回暖，虽受新型冠状病毒爆发疫情影响，月末交易日大跌，但市场整体对量化策略的运作较为友好。各类子策略也延续去年12月表现，在1月均录得正收益。从超额收益的角度来看，1月中小盘股表现强势，继续跑赢大盘股，且相对超额收益稳步上升。在这样的行情下，沪深300指数增强策略的平均超额收益整体上涨，中高频策略超额收益连续4个月回升，未区分策略频率超额收益也连续3个月回升。中证500指数增强策略超额收益本月表现一般，中高频策略及未区分策略频率超额收益均有回调。近期股指期货基差波动情况较为稳定，同时2019年12月底基差已提前收敛，有利于近半年中性策略控制对冲成本，市场中性策略收益整体表现不错。
- 从指数增强策略近一年的月平均超额收益表现来看，沪深300指数增强中，量化中高频策略的平均超额收益远高于未区分策略频率的超额收益，月平均超额收益分别为1.10%和0.14%。近12个月中，中高频策略有10个月超越同期指数表现，而未区分策略频率仅有3个月超越指数。中证500指数增强策略中，各个月份超额收益数据显示中高频策略对比未区分策略频率并无显著优势，但平均来看仍略高于未区分策略频率的超额收益，月平均超额收益分别为1.0%和0.7%。从超额收益近一年的走势来看，中高频获取超额收益的能力相比未区分策略频率更稳定，整体波动更小。

图表 12: 近一年各月超额收益走势



来源: 国金证券研究所, Wind

图表 13: 近一年月平均超额收益表现情况



来源: 国金证券研究所, Wind

- 根据 1 月收益情况, 以下展示了我们持续跟踪的部分优秀股票量化策略私募基金近期的业绩表现, 国富、灵均、因诺、明泓、盛冠达、思懿、阿巴马、宽投、磐耀、平方和等私募管理人业绩相对较好。上月量化选股类策略产品中, 国富瑞捷 1 号和灵均量化选股尊享 1 期收益靠前, 分别上涨 6.23% 和 5.03%。沪深 300 指数增强策略产品中, 因诺和明泓旗下产品相对表现较好, 中证 500 指数增强策略产品中, 因诺和盛冠达旗下产品业绩亮眼。市场中性策略产品中, 明法中性 1 号和思懿投资正洪三号涨幅居前, 分别上涨 2.64% 和 2.09%。多策略产品中, 兴福阿巴马多策略一号和旺金金融-宽投量化对冲 1 号表现不错, 分别上涨 6.98% 和 3.02%。期权策略产品中, 磐耀及平方和旗下产品表现相对较好。

图表 14: 部分优秀私募近期业绩表现

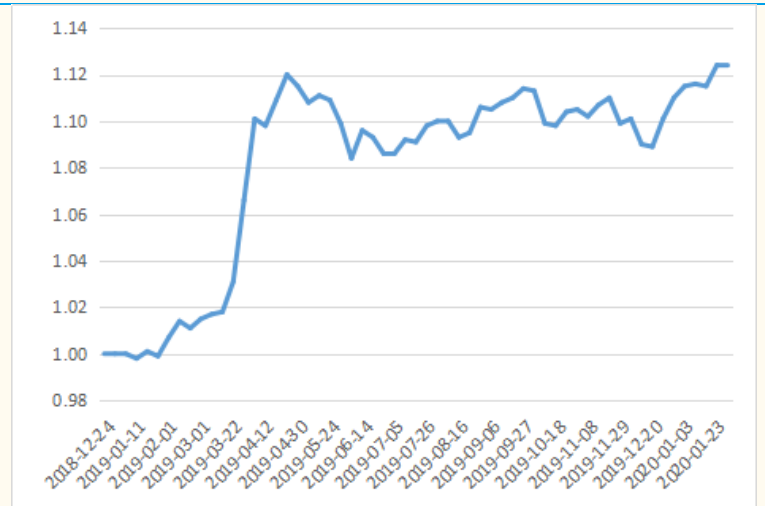
私募	产品	近一月	近三月	近六月	策略
国富投资	国富瑞捷 1 号	6.23%	3.62%	12.72%	量化选股 (中高频)
灵均投资	灵均量化选股尊享 1 期	5.03%	11.95%	13.33%	量化选股 (中高频)
因诺资产	因诺天跃四号	2.66%	8.94%	16.69%	沪深 300 增强 (中高频)
明法投资	明法稳健增长 2 期金	2.00%	9.54%	14.29%	沪深 300 增强 (中高频)
因诺资产	因诺天跃六号	8.34%	21.68%	33.74%	中证 500 增强 (中高频)
盛冠达资产	盛冠达中证 500 指数增强 1 号	6.82%	11.73%	18.37%	中证 500 增强 (中高频)
明法投资	明法中性 1 号	2.64%	4.81%	7.60%	市场中性 (中高频)
思懿投资	思懿投资正洪三号	2.09%	1.81%	2.37%	市场中性 (中高频)
阿巴马资产	兴福阿巴马多策略一号	6.98%	11.55%	12.33%	复合策略
宽投资产	旺金金融-宽投量化对冲 1 号	3.02%	5.27%	9.48%	复合策略
磐耀资产	磐耀甄选期权策略	2.12%	2.15%	2.09%	期权策略
平方和投资	平方和烛远期权 1 号	0.55%	1.51%	2.82%	期权策略

来源: 国金证券研究所

第三部分：部分代表性股票量化策略私募及市场展望

- 市场在 2020 年 1 月先涨后跌，虽受外围地缘政治和疫情等影响下挫收跌，但两市成交量持续放大，各大指数波动率及全部 A 股横截面波动率也一改近半年多来的低迷走势，投资环境整体来讲对于量化策略较为友好。本次我们对其中一个以量化策略为主的私募做重点介绍：思懿。
- 上海思懿投资管理有限公司成立于 2016 年 1 月，目前管理产品数量共计 56 只。公司核心投研及 IT 团队十多人，在策略开发、系统构建方面有丰富的经验。公司前期发展以中高频 CTA 策略为主，通过统计量化的手段对各类价量数据进行挖掘，得到有效的指标，从而执行交易。策略持有期货品种分散度高、持有时间短、与其他策略的相关性低、在市场波动较大或者趋势性较为明确时期会有较好收益。2018 年 4 月开始，公司开发了市场中性策略，并在年底成立了相关产品线。思懿投资正洪三号为思懿旗下市场中性策略产品，成立于 2018 年 12 月，成立时间较短，成立以来累计收益 12.4%，年化收益率 11.17%，最大回撤 2.6%。产品交易频率高，同时选股范围基于全市场交易量活跃的股票，业绩受市场成交活跃度、波动率等影响较大，因此在 19 年 5 月以后整体表现一般，但随近期市场流动性环境回暖，指数及个股收益的波动率回升，产品净值也快速修并创新高，1 月实现收益 1.26%。

图表 15：思懿投资-正洪三号



来源：国金证券研究所，朝阳永续

- 放眼 2020 年量化市场发展，公司认为从年初的时点来看，对于量化类策略最坏的时间已经过去。市场中性策略的重要影响因素股指期货的基差在去年年底已经持平甚至时常出现升贴状态，这就意味着对冲成本几乎为零，这在历史上来看是一个非常难得的时间窗口。而随着 12 月份以来 A 股市场的上涨，成交量和波动率的逐步放大也使得市场中性策略的 alpha 部分获得了更好的收益。由于市场中性策略是由 alpha 部分减去对冲成本综合获得的，所以 alpha 部分的增强和对冲成本的下降会使得市场中性策略的业绩逐渐走强。对于 CTA 策略，可以注意到现在商品市场的波动率已经是过去 5 年最低的时候了，随着贸易战的深化、中东局势的发展等宏观不确定性因素的影响，在未来商品的波动率会有所回归，在这个回归波动加大的过程中就会使得 CTA 类的策略的业绩逐渐好转。因此，如果对市场没有预期的前提下，复合类策略是绝对收益策略的最佳选择，而其中市场中性策略和 CTA 策略的组合是混合策略的最佳方式之一。

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