

2020年私募基金年度报告

——曲折前行，柳暗花明

分析师：张青

执业证书编号：S0890516100001

电话：021-20321154

邮箱：zhangqing@cnhbstock.com

研究助理：田钟泽

电话：021-20321067

邮箱：tianzhongze@cnhbstock.com

研究助理：程秉哲

邮箱：chengbingzhe@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

- 1 《私募基金：2020年中证报价系统产品年度报告》 2021-05-06
- 2 《私募基金：管理期货业绩领跑，产品配置需求旺盛-私募基金月报 202103》 2021-04-12
- 3 《私募基金：外资私募再添两家，管理期货策略表现突出-私募基金月报 202011》 2020-12-10

◎ 投资要点：

◆ **全球对冲基金 2020 回眸：业绩规模均提升。**截至 2020 年底，全球对冲基金管理资产规模已从 2000 年的 2635 亿美元到 2020 年的 3.83 万亿美元，增长 14.53 倍，较 2019 年的 3.19 万亿增长 20.06%，增幅较为明显。

◆ **中国私募基金：私募证券基金规模显著增长。**单就私募证券投资基金而言，截至 2020 年 12 月底，基金业协会已备案私募证券投资基金管理人 8908 家，已备案私募证券投资基金 54355 只，管理基金规模 37662 亿元，较去年同期的 24503 亿元增加 53.70%。

◆ **中国私募基金分策略业绩。**2020 年，各类策略业绩全年均为正。其中，A 股市场继续保持上涨势头，股票策略业绩连续两年位居各大策略之首。虽然 2020 年一季度受到疫情影响短期下挫，但是对科技医药等行业影响较小，这些板块率先开启反弹走势，而后在宽松的货币环境、财政刺激政策的出台、美国大选落地、新冠疫苗取得突破等多重利好因素推动，股票市场全年表现可圈可点，年末 A 股收于 3400 点以上，向 3500 发起冲击，全年涨幅为 13.87%。受益于结构性行情的演绎，股票多头、股票多空和股票量化策略中位涨幅高于 25%，均明显高于上证综指涨幅，股票多头策略更以 26.62% 的中位涨幅领跑各类子策略。股票量化策略与股票多头策略业绩几乎相当，而平均多头敞口相对低于前两者的股票多空策略稍逊色。管理期货策略 2020 年表现较为可观。2020 年商品市场的波动水平明显上升，管理期货策略逆转了 2019 年相对一般的表现，在全部策略中表现较为优异，仅次于股票策略表现。管理期货收益多源于管理人对于一季度后商品期货趋势性上涨行情及股指期货交易机会的把握，从中位数来看，CTA 程序化的表现稍强于 CTA 主观策略，全年收益为 20.47%。2020 年债券市场表现较为平淡，整体乏善可陈，全年中位数收益为 4.86%。

◆ **私募股票量化策略梳理、分析与展望：**从 2020 年量化风格因子的收益表现来看，上半年动量、成长和 beta 因子表现突出；下半年则整体偏价值和反转。在全年整体行情向上的情况下，指数增强策略表现可圈可点，一方面结构性行情较为突出，多数时间成长板块的表现要好于价值，二是股票的成交量和波动率有了明显提升，更容易获得超额收益。市场中性策略伴随结构性行情和市场波动的提升，表现中规中矩。展望 2021 年，对于股票市场，疫情、地缘政治等“老风险”逐步落地、全球经济修复渐见曙光，但是流动性大潮将退、通胀预期抬升等多方面的压力也会凸显，相应对于股市的预期回报要有所下调。在全市场整体收益预期回报降低的情况下，市场中性策略由于较高的收益风险比特征，可能更受青睐。

◆ **风险提示：部分私募基金业绩波动较大，投资需谨慎。**

内容目录

1. 全球对冲基金 2020 回眸：曲折前行，量价同升	4
1.1. 对冲基金规模续创新高，固定收益策略份额提升	4
1.2. 权益领跑众策略，业绩创近年最佳	6
2. 中国私募基金 2020	7
2.1. 规模：业绩突出助推行业发展，私募证券基金规模增长显著	7
2.2. 重要政策与事件梳理	8
2.2.1. 头部效应集聚，百亿私募一年新增近 30 家	8
2.2.2. 私募基金监管加强，引导回归私募和投资本源	10
2.2.3. 部分私募再传封盘，超长锁定期私募基金问世	11
2.2.4. 外资私募管理规模破百亿，首现投顾产品、QFII 投资和外资公募基金	12
2.3. 私募基金分策略分析	13
2.3.1. 分策略发行与清盘	13
2.3.2. 分策略业绩	14
3. 私募股票量化策略梳理、分析与展望	23
3.1. 股票量化策略简介	23
3.1.1. 代表性量化策略	23
3.1.2. 量化策略的选股因子概述	25
3.1.3. 量化策略的指数标的、换手率及行业分布特征	25
3.2. 股票量化策略的影响因素及对市场的影响	26
3.2.1. 策略影响因素分析	26
3.2.2. 对市场的影响	27
3.3. 2020 年业绩回顾与 2021 年股票量化策略展望	27

图表目录

图 1：全球对冲基金管理资产规模（单位：十亿美元）	4
图 2：全球对冲基金投资策略分布（2020 年）	5
图 3：全球对冲基金投资策略分布（2019 年）	5
图 4：备案私募证券投资基金市场规模情况	8
图 5：2020 私募各策略发行情况	14
图 6：2020 私募各策略清盘情况	14
图 7：股票策略区间业绩	17
图 8：相对价值策略区间业绩	19
图 9：三大股指期货升贴水率	19
图 10：管理期货区间业绩	20
图 11：宏观对冲和组合基金区间业绩	22
图 12：债券策略区间业绩	23
图 13：量化风格因子 2020 年累计收益率	28

表 1：全球对冲基金管理资产规模排行榜 Top 20（截至 2020/9）	5
---------------------------------------	---

表 2: 全球对冲基金收益表现 (近四年)	7
表 3: 百亿私募投资机构明细 (按时间先后和投资策略分类)	9
表 4: 2020 年私募分策略量化指标.....	15
表 5: 2020 年收益表现较好的股票多头产品	17
表 6: 2020 年收益表现较好的股票多空产品	17
表 7: 2020 年收益表现较好的股票市场中性产品.....	19
表 8: 2020 年收益表现较好的 CTA 程序化产品.....	20
表 9: 2020 年收益表现较好的宏观对冲产品	22

1. 全球对冲基金 2020 回眸：曲折前行，量价同升

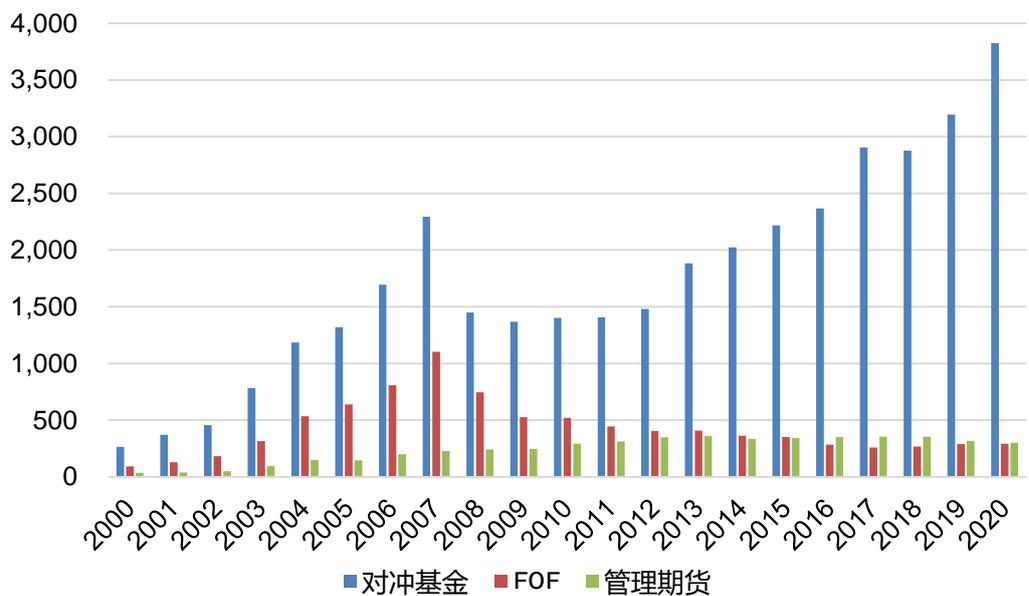
1.1. 对冲基金规模续创新高，固定收益策略份额提升

截至 2020 年底，全球对冲基金管理资产规模已从 2000 年的 2635 亿美元发展到 2020 年的 3.83 万亿美元，增长了 14.53 倍，较 2019 年的 3.19 万亿增长 20.06%，增幅较为明显。结合管理期货基金（CTA），全球量化对冲基金（对冲基金+CTA，不含 FOF）管理资产规模近 4.13 万亿美元。

从规模上来看，除了 2018 年小幅缩水外对冲基金规模都处于稳步上升的进程中，2019 年首次突破 3 万亿美元，2020 年进一步上升至 3.83 万亿。最近三年 FOF 管理规模逆转了 2017 年之前单边下行的趋势，有企稳反弹的迹象，迄今管理规模已经连续三年上涨，CTA 管理规模则有持续萎缩的趋势，2019 年和 2020 年均出现下滑。截至 2020 年底，FOF 和 CTA 管理规模分别为 2936 亿美元、3015 亿美元。

HFR（Hedge Fund Research）报告显示，2020 年虽然受疫情、政治不确定性和动荡影响，但是风险偏好仍有所回升且行业整体业绩取得不错表现，行业管理规模也继续上升。其中大型对冲基金因成立时间久，业绩稳定的优势仍受到投资者青睐。

图 1：全球对冲基金管理资产规模（单位：十亿美元）



资料来源：BarclayHedge 官网，华宝证券研究创新部

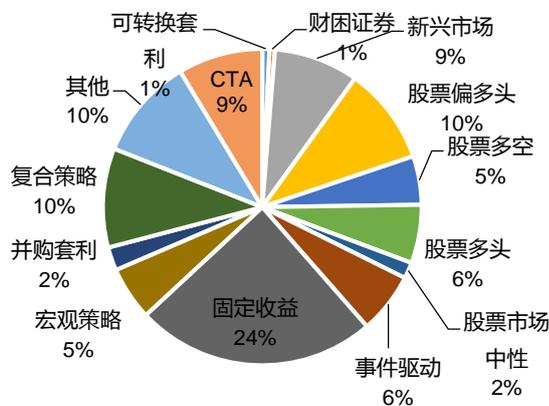
注：数据在 2020 年有回溯调整

回顾 2020 年，不同策略间资金流动此起彼伏，受疫情影响，各类资产的波动有所加剧，风险类资产相关策略整体规模呈现一定的收缩，如权益类的股票偏多头由 2019 年的 11% 下降到 2020 年的 10%，宏观策略由 7% 下降到 5%，复合策略由 12% 下降到 10%，CTA 策略由 10% 下降到 9%，这些下降的市场份额主要转移到避险资产相关策略中。受避险情绪的上扬，2020 年固定收益策略的市场份额在 2019 年的基础上进一步增长，在各子策略中占据领先地位，为 24%，2019 年底该数字为 21%，上升较为显著。

2020 年全球处于动荡时期，一方面疫情冲击全球经济，另一方面疫情发生之后各国都采

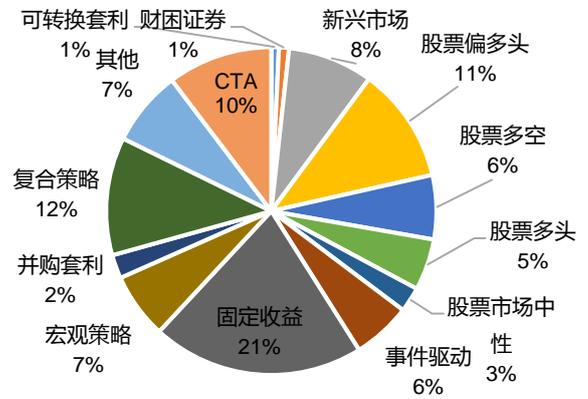
取了积极财政政策和极其宽松的货币政策，推动资产价格上扬。总体来看，各类风险资产的波动较往年有所加剧，风险偏好承压，权益类策略整体份额稳中有降，固收类策略份额则连续几年增长，成为资金最青睐的策略之一。

图 2：全球对冲基金投资策略分布（2020 年）



资料来源：BarclayHedge 官网，华宝证券研究创新部
注：数据在 2020 年有回溯调整

图 3：全球对冲基金投资策略分布（2019 年）



资料来源：BarclayHedge 官网，华宝证券研究创新部
注：数据在 2019 年有回溯调整

截至 2020 年 9 月，根据 Prequin 统计数据，Bridgewater Associates（桥水联合）、AQR Capital Management（AQR 资本管理）、Man Investments（曼氏）继续以 1401 亿美元、996 亿美元、798 亿美元的管理资产规模稳居全球对冲基金榜单的前三位，不过管理资产规模有一定程度下降。

如前所述，相比于中小型对冲基金经理人，投资者对于头部对冲基金经理人的信任度更高，规模效应明显。

表 1：全球对冲基金管理资产规模排行榜 Top 20（截至 2020/9）

管理人	国家	成立时间	管理资产规模（亿美元，2018/9）	管理资产规模（亿美元，2019/9）	管理资产规模（亿美元，2020/9）
Bridgewater Associates（桥水联合）	美国	1975	1663	1638	1401
AQR Capital Management（AQR 资本管理）	美国	1998	1176	996	996
Man Investments（曼氏）	英国	1983	761	824	798
Renaissance Technologies（文艺复兴科技）	美国	1982	575	673	698
Two Sigma Investments（双西投资）	美国	2001	388	600	600
Elliott Management（埃利奥特资本管理）	美国	1977	350	382	405
Millennium Management（千禧管理公司）	美国	1989	350	380	403
J.P. Morgan Asset Management（摩根资产管理）	美国	1974	535	366	366
Sculptor Capital Management	美国	1994	—	—	361
BlackRock Alternative Investments（贝莱德另类投资）	美国	1986	299	336	353
Marshall Wace（马歇尔伟世）	英国	1997	347	341	322
HSBC Global Asset Management	英国	1973	—	—	315
Adage Capital Management（格言资本管理）	美国	2001	324	297	314

Davidson Kempner Capital Management (戴维森·坎普纳资本管理)	美国	1990	315	310	313
Viking Global Investors (维京全球投资)	美国	1999	250	260	311
Baupost Group (宝璞集团)	美国	1982	310	274	302
Farallon Capital Management (法拉龙资本管理)	美国	1986	254	273	300
D.E. Shaw & Co (德劭基金)	美国	2008	309	311	291
Citadel Advisors (城堡投资)	美国	1990	301	322	289
The Children's Investment Fund Management (儿童投资基金)	英国	2003	—	247	280

资料来源: Preqin 官网、华宝证券研究创新部

注: 以上数据为截至 2020 年 9 月可得数据, 并非是精准节点数据

1.2. 权益领跑众策略, 业绩创近年最佳

2020 年, BarclayHedge 数据显示, 全球对冲基金整体收益率为 11.14%, 创近年来的收益新高, 延续了 2019 年 10.63% 的强势表现, 远高于 2018 年 -5.23% 的糟糕表现, 略胜 2017 年一筹。

2020 年, 全球经济遭遇新冠疫情黑天鹅的冲击, 疫情持续传播引发市场广泛担忧, 市场流动性紧缺, 引发 3 月中旬全球市场剧烈震荡, 短短两周内纽约股市经历了四次熔断, 市场情绪降到冰点。随后美联储释放流动性, 全球流动性重回宽松, 股票市场迎来持续反弹, 美国放水也导致美元受挫, 大宗商品也开启了一轮反弹行情。全球市场虽然在一季度遭遇重挫, 但后续风险偏好逐步回升, 后续随着新冠疫苗取得突破, 美国大选落地, 风险偏好进一步回升。全年来看, 虽然一度受挫, 但是宽松的流动性带动各类风险资产集体反弹, 在权益类和大宗商品相关策略的带领下, 对冲基金也获得了金融危机以来的最佳年度业绩。

分策略业绩来看, 除了股票市场中性策略之外, 其余所有子策略 2020 年全年均获得了正收益。其中, 权益类偏多头策略: 股票偏多头、新兴市场策略表现位列前三名之列, 收益率分别为 16.44%、15.15%, 延续了 2019 年这两个策略的强势表现, 而这两类子策略也是 2018 年表现最差的两个, 而 2017 年这两个策略也领跑所有策略。权益类多头敞口暴露较多的策略深受权益市场表现影响, 策略波动虽然较大, 但是长期看收益显著。

除了股票市场中性策略和复合策略之外, 其它所有策略较 2019 年均有一定程度的提升。可转换套利、财困证券、事件驱动、固定收益套利和宏观策略等策略全年收益均超过 10%, 在除了权益多头之外的众多策略中脱颖而出, 获得资金重点配置。

虽然受新冠疫情的影响, 但是 2020 年各主要经济体股票市场多数上涨, 标普 500、STOXX 欧洲 50、富时 100、法国 CAC40、德国 DAX、日经 225、韩国综合指数 2020 年度分别上涨 16.26%、7.50%、-14.34%、-7.14%、3.55%、16.01%、30.75%。疫情冲击下各国均放宽流动性, 但英国因受深陷脱欧泥塘和新冠疫情双重冲击, 市场表现在主要经济体中垫底。而东亚的韩国和日本疫情控制良好, 且受到半导体等行业需求向好的影响, 全年股市表现均十分突出。

新兴市场的整体表现同样可圈可点, 2020 年 MSCI 发达市场指数和 MSCI 新兴市场指数全年收益率分别为 14.06%、15.84%。其中, 东亚经济体普遍较早控制疫情传播, 越南、印尼等经济体表现突出; 中国虽然最早爆发疫情, 但是也是最早控制疫情的国家, 中国经济率先反弹, 且防疫物资等出口推动出口显著增长, 助力世界经济复苏, 成为 2020 年唯一 GDP 正增长的主要经济体。

表 2: 全球对冲基金收益表现 (近四年)

	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年
整体	11.14%	10.63%	-5.23%	10.36%
可转换套利	15.53%	8.34%	-0.02%	2.55%
财困证券	13.19%	2.13%	0.28%	4.17%
新兴市场	15.15%	12.58%	-10.89%	18.65%
股票偏多头	16.44%	15.28%	-8.83%	14.02%
股票多空	9.28%	6.61%	-3.04%	8.36%
股票市场中性	-1.29%	-0.56%	-1.70%	2.93%
事件驱动	11.12%	7.58%	-2.68%	8.09%
固定收益套利	10.53%	2.69%	0.43%	3.99%
宏观策略	10.06%	7.78%	-5.33%	3.96%
并购套利	9.18%	6.39%	0.33%	4.97%
复合策略	4.17%	5.13%	-4.92%	5.84%
CTA	5.42%	5.28%	-3.17%	0.70%
FOF	9.75%	6.99%	-4.79%	6.00%

资料来源: BarclayHedge 官网, 华宝证券研究创新部

注: 1、对冲基金整体表现不含 FOF 和 CTA。

2、数据在 2020 年有回溯调整。

2. 中国私募基金 2020

2.1. 规模: 业绩突出助推行业发展, 私募证券投资基金规模增长显著

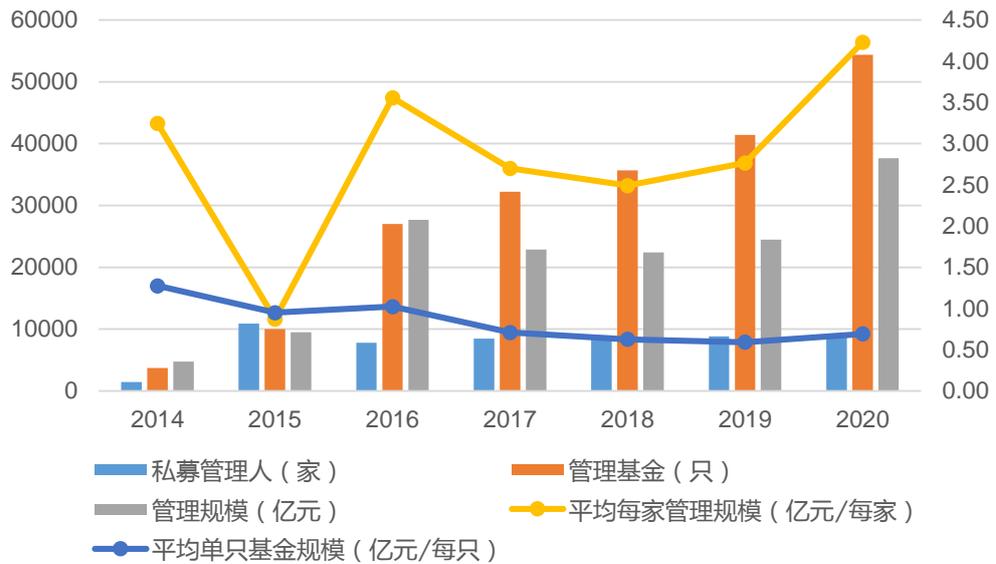
截至 2020 年 12 月底, 中国证券投资基金业协会已登记私募基金管理人 24561 家, 去年同期为 24471 家。存续已备案私募基金 96852 只, 管理基金规模 15.97 万亿元(运作中产品), 较去年同期的 13.74 万亿元增加 16.23%。从管理人家数、管理产品数量看, 私募基金行业发展较为平稳。

单就私募证券投资基金而言, 截至 2020 年 12 月底, 基金业协会已备案私募证券投资基金管理人 8908 家, 已备案私募证券投资基金 54355 只, 管理基金规模 37662 亿元, 较去年同期的 24503 亿元增加 53.70%。平均而言, 每家私募证券投资基金管理人管理产品 6.10 只, 管理规模 4.23 亿元。

截至 2020 年 12 月底, 共有 9 家私募资产配置类管理人备案, 已备案私募资产配置基金 10 只, 管理规模 9.96 亿元。

2020 年私募证券行业迎来重要发展之年。私募证券投资基金管理规模在 2017、2018 连续两年的规模收缩, 2019 年得益于市场行情的推动重新迎来了小幅上升, 而在 2020 年, 私募证券投资基金管理规模大幅增加 53.70%, 以权益为主的市场表现优异, 商品市场则呈现趋势上涨行情, 权益和商品类策略均取得不俗表现。值得一提的是, 伴随整体规模大幅回升, 单基金管理规模打破了近年来小型化的趋势, 也出现了一定程度的回升。

图 4：备案私募证券投资基金市场规模情况



资料来源：基金业协会，华宝证券研究创新部

2.2. 重要政策与事件梳理

2.2.1. 头部效应集聚，百亿私募一年新增近 30 家

2020 年权益市场和量化策略表现均好于往年，市场业绩爆发下百亿私募的数量出现了较快增长。2020 年国内百亿私募数量达到了 63 家，而 2019 年底证券类百亿私募机构共有 37 家，经过一年时间数量增长了 26 家。这主要得益于 2020 年 A 股结构性牛市行情的演绎，市场表现突出助长了私募策略业绩增长，业绩增长进一步驱动资金流入，二者合力之下证券类私募基金的管理规模快速增长，百亿私募梯队得以较快扩容，甚至出现千亿规模的私募机构，如高毅、景林、明汭等机构规模均逼近千亿。

从百亿私募的分布区域来看，上海百亿私募数量最多，达到 28 家，其次是北京 16 家，深圳 8 家，其它地区合计 11 家。北上深三个城市百亿私募数量占比高达 83%，北上深三个城市人才较多，较其它城市优势明显，头部私募基金已经在三个城市形成聚集现象。

从策略分布来看，股票策略私募管理人最多达 38 家，其次量化私募则有 11 家，组合基金和宏观对冲 8 家，纯债券 6 家。得益于股票市场强劲表现，市场赚钱效应非常明显，股票类百亿私募基金数量远超其它策略，而今年量化策略表现亦可圈可点，尤其是指数增强类策略，业绩较好且上规模较快，因而量化私募的管理规模增长较快。债券近两年表现均一般，债券类百亿私募数量也相对较少。量化类私募发展势头强劲，从国外的发展趋势看，量化投资将成为未来的趋势，后续国内可能继续涌现一批百亿私募。

从成立时间来看，成立时间不足五年的私募有 11 家，分别是宁波幻方量化、于翼资产、聚鸣投资、盘京投资、正心谷资本、煜德投资、宁泉资产、磐沣投资、上汽顾臻资产、礼仁投资、衍复投资。尤其是衍复投资，成立仅一年就成为百亿私募。而成立时间超过十年的私募有东方港湾、彤源投资、林园投资、上海大朴资产、淡水泉、星石投资、银叶投资、鸣石投资等 8 家私募。从趋势上看，新晋百亿私募呈年轻化趋势。

从 2020 年新增百亿私募策略类型来看，以股票类私募数量为最，例如希瓦资产、石锋资产、林园投资和宁泉资产等，其中石锋资产在股票类策略中业绩领先。量化对冲类私募数量

增长也较为可观，如九坤投资、鸣石投资、金得资产、进化论资产和衍复投资等，而衍复投资成立仅一年有余便跻身百亿量化私募之列，成长速度令人刮目相看。股票和量化类百亿私募的数量增长领先于其它类私募，这主要得益于2020年权益市场和量化策略齐头并进，收益均较为可观。债券2020年整体表现一般，因此债券类百亿私募的数量增长也屈指可数。

总体来看，私募证券基金头部机构快速扩容，头部聚集效应正在加剧。一方面，头部机构资源禀赋优异，无论是资金、人才、数据、投研和交易IT系统等各方面资源都较其它私募存在显著优势，这些都为头部私募机构提供护城河，形成正向循环，导致私募头部机构越来越集中。相比于头部私募的快速发展，中小私募的处境并不乐观，有些甚至在生存线挣扎，面临被市场淘汰风险。展望未来，私募基金的头部聚集效应并不会放缓，长期来看仍将持续。随着资源不断向头部倾斜，头部机构管理的优质产品可能成为市场稀缺资源，备受资金的追捧。

表 3：百亿私募投资机构明细（按时间先后和投资策略分类）

私募基金管理人	核心管理人	成立时间	主要投资策略	注册地
景林资产	蒋锦志、高云程、金美桥、蒋彤	2004年	股票	上海
东方港湾	但斌	2004年	股票	深圳
彤源投资	管华雨、薛凌云、庄琰	2006年	股票	上海
林园投资	林园	2006年	股票	深圳
大朴资产	颜克益	2007年	股票	上海
淡水泉投资	赵军	2007年	股票	北京
星石投资	江辉	2007年	股票	北京
源乐晟资产	曾晓洁、吕小九、杨建海	2009年	股票	北京
重阳投资	裘国根	2009年	股票	上海
铂绅投资	谢红	2011年	股票	上海
易鑫资管	栾鑫	2011年	股票	天津
伊洛投资	许传华	2011年	股票	郑州
千合资本	王亚伟、崔同魁	2012年	股票	北京
汉和资本	罗晓春	2013年	股票	北京
少藪派投资	周良	2013年	股票	上海
高毅资产	邱国鹭	2013年	股票	深圳
盈峰资本	蒋峰	2013年	股票	深圳
拾贝投资	胡建平	2014年	股票	北京
宽远资产	徐京德	2014年	股票	上海
保银投资	王强	2014年	股票	上海
希瓦资产	梁宏	2014年	股票	上海
泛海投资	王君辉	2015年	股票	北京
石锋资产	崔红建、郭锋	2015年	股票	上海
趣时资产	章秀奇	2015年	股票	上海
嘉恩资产	李星	2015年	股票	上海
通怡投资	储贻波	2015年	股票	上海
金汇荣盛	张玲	2015年	股票	深圳
泰润海吉	刘壮波	2015年	股票	深圳
玄元投资	杨夏	2015年	股票	广州

盘京投资	庄涛、陈勤	2016年	股票	北京
于翼资产	陈忠	2016年	股票	上海
聚鸣投资	刘晓龙	2016年	股票	上海
檀真投资	林利军	2017年	股票	上海
煜德投资	靳天珍、蔡建军、冯超	2017年	股票	上海
宁泉资产	杨东	2018年	股票	上海
上汽颀臻	陆永涛	2018年	股票	上海
磐泮投资	张健	2018年	股票	北京
礼仁投资	许玉莲	2018年	股票	天津
佑瑞持投资	高蕾	2010年	债券	北京
合晟资产	胡远川	2011年	债券	上海
千为投资	王林	2012年	债券	北京
明毅博厚	梁文飞	2012年	债券	北京
迎水投资	卢高文	2015年	债券	上海
蓝石资管	朵元	2015年	债券	北京
银叶投资	许巳阳	2009年	债券、宏观对冲	上海
乐瑞资产	唐毅亭	2011年	债券、宏观对冲	北京
敦和资产	叶庆均	2011年	股票、宏观对冲	杭州
凯丰投资	吴星	2011年	宏观对冲	深圳
平安道远投资	张存相	2011年	组合基金	上海
映雪资本	郑宇	2012年	股票、债券	上海
双安资产	邱甲宁	2014年	宏观对冲	南京
永安国富	肖国平	2015年	宏观对冲	杭州
鸣石投资	李硕	2010年	量化	上海
宁聚资产	葛鹏	2011年	量化、债券	宁波
九坤投资	王琛	2012年	量化	北京
金铎资产	任思泓	2012年	量化	上海
诚奇资产	何文奇	2013年	量化	深圳
明法投资	袁慧明	2014年	量化	上海
灵均投资	马志宇、蔡枚杰	2014年	量化	北京
盛泉恒元	赵忠东	2014年	量化	南京
进化论资产	王一平	2014年	量化	深圳
幻方量化	徐进	2015年	量化	宁波
衍复投资	王慕涵、顾王琴、高亢	2019年	量化	上海

资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部，截止2020年底。

2.2.2. 私募基金监管加强，引导回归私募和投资本源

私募基金行业作为多层次资本市场的重要组成部分，近年来发展迅速，但是在发展过程中也暴露了不少问题：包括公开或者变相公开募集资金、规避合格投资者要求、不履行登记备案义务、异地经营、集团化运作、资金池运作、刚性兑付、利益输送、自融自担等，甚至出现侵占、挪用基金财产、非法集资等严重侵害投资者利益的违法犯罪行为。

针对上述问题，2020年9月11日，中国证券监督管理委员会研究起草了《关于加强私募投资基金监管的若干规定（征求意见稿）》。在征求意见稿发布近4个月后，证监会于2021年1月9日正式发布了《关于加强私募投资基金监管的若干规定》。该规定是在《私募投资基

金监督管理暂行办法》及中国证券投资基金业协会发布的《私募基金管理人登记须知》的基础上，结合近年来私募基金行业的监管经验和实践，对加强私募投资基金监管提出了明确要求。该规定通过重申和细化私募基金监管的底线要求让私募行业真正回归“私募”和“投资”的本源，实现行业优胜劣汰的良性循环，促进行业规范可持续发展。

面对近年来私募基金行业发展的乱象以及内外环境的变化，证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，可谓适逢其时。制定该规定，主要是为了规范私募投资基金业务活动，进一步加强私募投资基金监管，严厉打击各类违法违规行，严控私募基金增量风险，稳妥化解私募基金存量风险，提升行业规范发展水平，保护投资者及相关当事人合法权益。加强私募基金监管的规定，将进一步促进私募基金行业健康发展，有效防范金融风险。我们认为私募基金将进入强监管时代，规定的制定将更加完善私募基金的监管体系，为私募基金行业的行稳致远打下坚实基础。

加强私募投资基金监管的规定主要内容涉及私募基金监管的各个方面，监管内容主要包括：**私募名称经营范围和业务、私募基金管理人、私募基金募集方式、资金投向、私募基金管理人和从业人员等主体、法律责任和过渡期安排等。**

例如在名称、经营范围和业务方面的规定指出，未经登记，任何单位或者个人不得使用“基金”“基金管理”字样或者近似名称进行资金募集、基金管理等私募基金业务活动。在名称上，要求管理人统一名称规范，应当标明“私募基金”“私募基金管理”等字样。在业务范围上，要求管理人聚焦投资管理主业，围绕私募基金管理开展资金募集、投资管理、顾问服务等业务，不得管理未依法备案的私募基金，不得从事与私募基金管理存在冲突或无关的业务。该规定主要为了达到规范私募基金管理人名称、经营范围和业务的目的。

监管新规明确了私募基金从业机构及人员的 10 项禁止行为，包括向非合格投资者募集资金或者为投资者提供满足合格投资者要求的便利；通过报刊、电台、电视、互联网等途径向不特定对象宣传推介；向投资者承诺保本保收益；夸大、片面宣传私募基金等。

监管新规还发布了 13 条私募基金管理人和从业人员禁令，私募基金管理人及其从业人员从事私募基金业务，规定未对不同私募基金单独管理、单独建账、单独核算，或者将其固有财产、他人财产混同于私募基金财产，或者将不同私募基金财产混同运作，资金与资产无法明确对应等 13 条禁令。

2.2.3. 部分私募再传封盘，超长锁定期私募基金问世

2020 年量化策略迎来丰收之年，量化类私募管理的基金规模也有了较大增长。截止目前，国内已经有 11 家百亿量化私募，分别是灵均投资、九坤投资、鸣石投资、金得资产、诚奇资产、明法投资、幻方量化、衍复投资、盛泉恒元、宁聚资产、启林投资、进化论资产。随着私募基金头部马太效应的集聚，以及资金热捧稀缺资源，部分量化私募不得不宣布封盘或者暂停部分产品线募集。

回顾过去，2019 年以来就先后有幻方量化、九坤投资、思懿投资、启林投资、进化论投资等量化机构先后宣布“封盘”。主要原因在于量化策略中部分策略如市场中性等容量有限，资金追捧超额认购将影响存续产品收益。

2020 年 10 月底，上海的量化私募千象资产发布公告，暂停旗下部分 CTA 产品线募集。2020 年商品波动较往年提升较大，CTA 策略表现整体突出，投资者对 CTA 策略青睐有加，导致资金不断涌入市场上的优质 CTA 管理人这种稀缺资源，为了保证策略的收益不受影响，部分私募选择暂停产品募集。

2020 年 12 月，上海百亿量化私募衍复投资发布公告称，从 2020 年 12 月 1 日起，公司过往发行的代销产品将不接受任何形式的新增资金。值得一提的是，衍复投资创立仅一年多

时间，其创始人之一的高亢 2019 年从锐天离职，并于 2019 年下半年建立衍复，仅仅用了 1 年时间，公司管理规模就突破了百亿。但由于管理产品容量有限，公司选择封盘。

无独有偶，权益类私募也步量化私募后尘，加入到控规模的步伐之中。石锋资产、明河投资、景林资产、彤源投资等多家主动权益的私募宣布封盘，其中石锋资产在 2020 年权益类私募中收益领先，而高毅资产多位基金经理也曾暂时封闭，控制规模。相比于尾部机构产品无人问津的境况，头部权益类私募基金备受投资者青睐，因而也加入了控规模的步伐之中。

不难发现，封盘控规模的机构均属于头部私募，相比之下，不少尾部机构还停留在生死线上，管理的产品知名度不高，资金募集困难，更谈不上控制产品规模。这也反映了私募基金行业头尾分化的现象。另一方面未来市场上优质管理产品仍是稀缺性资源，将会继续受到资金青睐，这无疑将进一步加剧头尾分化的格局。

私募封盘或控规模的原因是多方面的，仔细梳理，大致有以下几方面原因。一是相关策略容量有限，例如市场中性策略，受限于对冲端工具与容量，大量市场中性产品的发行将加剧股指期货常年贴水的情况，提升对冲端的对冲成本，进而影响策略的预期收益，因此中性策略是有一定的策略容量的。为了保证收益，私募基金控规模显得理所当然。二是引导投资者理性投资，拒绝短期因市场行情走好而涌入的追捧资金，提高投资体验。追捧资金往往参照短期业绩，短期业绩向好并不意味着未来业绩仍将持续，非理性追高资金进入时点可能在高位，后续可能会面临回撤风险，拒绝这些资金有助于保护投资者收益，改善投资体验。

头部私募封盘控规模一定程度上避免了投资者短期内盲目追高的行为，保护了投资者收益，而 2020 年出现的超长锁定期产品也同样着眼于培养长线投资习惯，保护投资者收益。

2020 年，私募首现超长锁定期基金，格雷资产在 2020 年 9 月份推出了一只封闭期为 15 年的产品，成为当前业内封闭期最长的私募产品，震惊私募基金圈。格雷资产指出推出这样的产品是为了帮助投资者培养长线投资习惯，解决其因为拿不住好基金无法实现收益最大化的问题。

从近年情况来看，无论是老牌私募还是新锐私募，管理规模较大的私募基金均选择推出长封闭期的基金，相比于公募基金多数锁定期为一年，这些私募基金封闭产品中大多数份额锁定期为三年，如汉和资本、景林资产、九坤投资、高毅资产等，还有之前的格雷资产，封闭期变长这一变化可能成为权益类私募发展的新趋势。

基金背后超长锁定期原因，主要在于权益类基金受短期市场波动影响较大，而拉长投资期限，甚至覆盖资产的整个波动周期之后，权益类资产的长期配置价值凸显。锁定期时间较长也有利于培养投资者的长线投资习惯，使投资者充分分享权益资产长期上行带来的红利，而不会因为赎回基金导致最终不赚钱或收益有限。这一措施也有效避免了基金收益较高而基金投资者不赚钱的情况，一定程度上保障了投资者的收益。

2.2.4. 外资私募管理规模破百亿，首现投顾产品、QFII 投资和外资公募基金

自 2017 年 1 月全球最大资产管理公司之一的外商独资企业富达利泰成为首家外资私募以来，越来越多的外资资管机构完成私募证券投资基金管理人（WFOE PFM）登记，成为外资私募。外资私募在 2019 年时数量有 22 家，管理产品 50 多只，管理基金规模达 60 多亿。2020 年，又有罗素投资、弘收投资、威廉欧奈尔投资、鲍尔赛嘉、迈德瑞投资、柏基投资、首奕投资、韩华投资、润晖投资等 10 家外商独资公司完成私募证券投资基金管理人登记。迄今为止，外资私募数量已经达到 32 家，管理数量达 97 只，管理规模突破百亿人民币。

2020 年外资私募备案私募基金十分积极，备案基金数量超 30 多只。其中，瑞银资管一家私募就备案了 8 只基金，惠理投资备案了惠理中国中睿沪港深 1 号私募证券投资基金等 2

只沪港深基金，还有路博迈备案了华润信托路博迈中国股票 1 号集合资金信托计划、银河资本-路博迈信准 1 号集合资产管理计划和惠理投资备案的外贸信托-惠理沪港深证券投资集合资金信托计划等则属于外资私募首次备案的投顾类产品。

与此同时，外资私募 QFII 投资也随之落地。2020 年 9 月 QFII/RQFII 新规规定自 11 月 1 日起，QFII 和 RQFII 可以投私募证券投资基金，同时也可以委托境内私募管理人提供投资建议服务。2020 年 12 月 15 日，霸菱投资通过自有种子资金认购了国内公司发行的霸菱中国综合债券 1 号，意味着首单 QFII/RQFII 认购境内发行的私募基金落地。

2020 年首现外资私募首次备案投顾产品和 QFII/RQFII 认购国内私募基金落地之外，外资私募“私转公”进程也有了新的重大进展。2020 年 8 月 21 日，贝莱德基金获批成为首家外资全资控股的公募基金。同时由于贝莱德公募是其关联方，为防范相关利益冲突风险，贝莱德在上海的私募机构贝莱德投资逐步清理其私募业务，公司清盘了贝莱德中国 A 股机遇私募基金 1 期、2 期等，为其顺利转为公募基金铺路。

早在 2019 年底，外资申请公募牌照有了突破性进展，已经获得外商独资私募证券投资基金管理人资格的公司可以申请公募基金牌照，洋私募“私转公”的申请流程正式开闸。基金管理公司的外资股比限制自 2020 年 4 月 1 日起正式取消。公募基金股比限制提前取消，为外资申请公募基金牌照奠定了基础。外资独资私募转为公募基金的注册资本金要求为 4 亿元，且投资系统等需要做到本土化。外资私募为了公募牌照获批已经做了相关准备，例如外资私募从国内的公募基金招募相关人才。2019 年，原华夏基金总经理汤晓东也加盟最大资管公司贝莱德，担任中国区主管。而在此之前，2017 年原海富通总经理刘颂即加入路博迈中国，负责国内公司的准备工作。各家外资私募也在注册资本金和投资系统本地化方面做着相关准备，不过由于存在一定门槛，因此也提供了不小的挑战。

随着贝莱德基金获批成为首家外资公募，国内资本市场的开放力度不断加大，未来更多的外资私募有望获批公募基金牌照，外资私募深度参与国内公募基金市场的大幕正在逐步拉开。未来外资将成为中国资本市场的重要参与力量，这为国内市场的资产定价带来重大变化，外资管理的优质产品将为国内投资者提供更多资产配置选择，同时外资深度参与国内资本市场也有望分享中国改革开放释放的巨大红利。

2.3. 私募基金分策略分析

2.3.1. 分策略发行与清盘

本章节中私募基金的发行和清盘数据，并不能完全准确地覆盖全市场，而且由于统计时间的关系，数据有一定的迟滞性，但其中数据的分布和趋势具有一定意义。

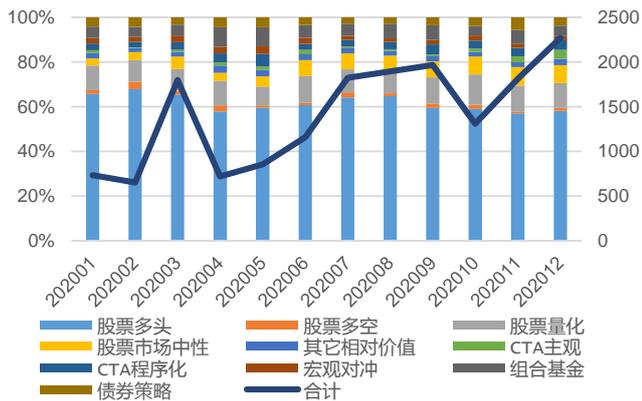
从新发基金数量来看，2017、2018 年全年分月发行量呈收缩走势，2019 年私募基金新发总量较 2018 年有一定回升，2020 年这种新发总量增长的趋势得以延续，且整体发行水平提高了不少。分月来看，年初受新冠疫情影响，1 月和 2 月的发行数量维持在低位，但是随着行情快速反弹，3 月发行数量迅速回升，而后受海外疫情失控影响，4 月发行数量再次回落。不过随着国内疫情得到控制，国外疫情也趋于稳定之后，新发基金的发行数量逐步呈现上升的态势。随着年中之后股市进入宽幅震荡整理，9 月和 10 月行情较为平淡，10 月的发行数量也随之回落，不过临近年底，市场受权益市场消费周期等板块提振以及商品市场趋势行情走势影响，发行数量再次攀升。

股票多头策略在新发基金中占据绝对权重，股票多头策略新发基金数量变化与合计发行数量趋势变化基本一致，不过股票多头策略的发行数量更为平稳。值得一提的是，管理期货

类策略和市场中性策略的发行呈整体提升的走势，主要是因为年底商品市场上行趋势明显，赚钱效应显著，新发基金数量也随之上升。其余组合基金、宏观策略等产品全年新发数量也有类似的变化趋势。

从清盘数量来看，2020年清盘量的走势与过去几年保持了相似性，均呈前高后低，较为特殊的是，2020年年初受疫情影响，2月基金发行和清盘数量都比较低。而后全年清盘数量整体呈缓慢下降趋势，原因可能是全年多策略如股票、管理期货和组合基金等策略表现均较为亮眼，优秀业绩加持下管理人主动清盘情况减少。

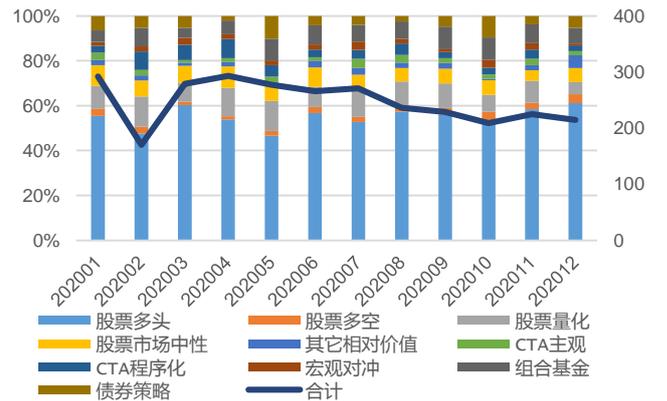
图 5：2020 私募各策略发行情况



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：剔除了单账户形式和其他不明发行通道的私募基金；剔除了分级基金中的子基金，下同。

图 6：2020 私募各策略清盘情况



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：剔除了单账户形式和其他不明发行通道的私募基金；剔除了分级基金中的子基金，下同。

2.3.2. 分策略业绩

本文将目前私募证券投资基金按投资策略分为股票策略、相对价值、管理期货、宏观对冲、组合基金、债券策略等六大策略。其中股票策略再细分为股票多头、股票多空和股票量化，相对价值再细分为股票市场中性和其他相对价值，管理期货再细分为CTA主观和CTA程序化。

2020年，各类策略业绩全年均为正。其中，A股市场继续保持上涨势头，股票策略业绩连续两年位居各大策略之首。虽然2020年一季度受到疫情影响短期下挫，但是对科技医药等行业影响较小，这些板块率先开启反弹走势，而后在宽松的货币环境、财政刺激政策的出台、美国大选落地、新冠疫苗取得突破等多重利好因素推动，股票市场全年表现可圈可点，年末A股收于3400点以上，向3500发起冲击，全年涨幅为13.87%。受益于结构性行情的演绎，股票多头、股票多空和股票量化策略中位涨幅高于25%，均明显高于上证综指涨幅，股票多头策略更以26.62%的中位涨幅领跑各类子策略。股票量化策略与股票多头策略业绩几乎相当，而平均多头敞口相对低于前两者的股票多空策略稍逊色。

管理期货策略2020年表现较为可观。2020年商品市场的波动水平明显上升，管理期货策略逆转了2019年相对一般的表现，在全部策略中表现较为优异，仅次于股票策略表现。管理期货收益多源于管理人对于一季度后商品期货趋势性上涨行情及股指期货交易机会的把握，从中位数来看，CTA程序化的表现稍强于CTA主观策略，全年收益为20.47%。

2020年债券市场表现较为平淡。虽然一季度受疫情影响避险情绪有所上扬，债券阶段性表现尚可，但随着国内疫情逐步控制，经济复苏节奏加快，叠加股票市场的强势表现，债券市场表现平淡，外加三季度发生信用违约事件，债券市场情绪低迷，整体表现乏善可陈，全

年中位数收益为 4.86%。

最大回撤方面，2020 年各类策略的最大回撤基本都控制在了正常范围内，一方面是管理人的仓位管理与风险控制水平逐步成熟，另一方面市场行情整体上行，标的回撤幅度有限也助推产品业绩表现。以股票策略为例，股票多头策略虽然经历疫情下极端行情冲击，但是最大回撤仅为-13.83%，明显低于 2018 年和 2019 年回撤水平。其他股票相关子策略回撤控制也较之前有所提升。回撤控制较好的股票市场中性策略、其他相对价值策略在 2020 年的最大回撤整体控制在-5%左右，和往年水平基本相当。

表 4：2020 年私募分策略量化指标

指标	策略名称	平均数	最小数	四分之一位	中位数	四分之三位	最大数
收益率	股票多头	32.38%	-86.24%	8.70%	26.62%	48.35%	463.75%
	股票多空	31.40%	-90.31%	9.25%	25.07%	46.72%	271.25%
	股票量化	27.31%	-72.19%	8.90%	26.42%	39.99%	153.87%
	股票市场中性	12.99%	-16.81%	5.32%	11.31%	18.38%	96.46%
	其他相对价值	16.79%	-30.66%	5.66%	13.12%	22.49%	241.21%
	CTA 主观	39.69%	-42.73%	9.68%	20.10%	41.20%	421.43%
	CTA 程序化	30.69%	-43.00%	8.52%	20.47%	37.54%	851.94%
	宏观对冲	33.52%	-28.42%	7.97%	23.05%	45.40%	258.24%
	组合基金	21.46%	-30.31%	8.13%	16.60%	32.07%	286.80%
	债券策略	6.90%	-29.72%	2.25%	4.86%	7.99%	295.70%
最大回撤	股票多头	-15.85%	-89.50%	-19.77%	-13.83%	-9.70%	0.00%
	股票多空	-14.17%	-91.61%	-18.63%	-11.82%	-8.31%	0.00%
	股票量化	-10.81%	-77.56%	-13.34%	-10.08%	-6.60%	0.00%
	股票市场中性	-4.89%	-37.93%	-6.07%	-3.69%	-2.21%	0.00%
	其他相对价值	-6.19%	-53.66%	-7.93%	-3.83%	-1.56%	-0.01%
	CTA 主观	-13.14%	-53.74%	-17.37%	-10.77%	-5.20%	-0.50%
	CTA 程序化	-8.86%	-63.16%	-11.21%	-6.46%	-3.30%	-0.01%
	宏观对冲	-13.39%	-78.31%	-18.07%	-11.45%	-7.00%	-0.01%
	组合基金	-6.66%	-43.20%	-9.32%	-5.67%	-2.72%	0.00%
	债券策略	-3.54%	-54.46%	-3.89%	-1.28%	-0.22%	0.00%
夏普比率	股票多头	1.38	-75.72	0.44	1.33	2.18	99.79
	股票多空	1.33	-8.18	0.48	1.31	2.18	6.43
	股票量化	1.40	-8.80	0.70	1.40	2.04	12.60
	股票市场中性	1.77	-53.66	0.77	1.56	2.55	31.82
	其他相对价值	1.99	-7.95	0.80	1.78	2.78	16.17
	CTA 主观	1.89	-1.82	0.60	1.57	2.74	10.71
	CTA 程序化	2.14	-4.05	0.90	1.86	3.05	19.96
	宏观对冲	1.50	-13.38	0.54	1.41	2.42	9.51
	组合基金	2.02	-3.89	1.26	1.97	2.67	10.53
	债券策略	2.39	-46.69	0.65	1.65	3.74	32.09

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

时间区间：2019/12/31~2020/12/31，下同

股票策略

股票策略包含了市场上比重最大的股票多头策略，以及股票多空和股票量化策略。其中，股票多头策略主要指采取主观基本面或者技术面分析进行选股，并通过主观判断调整仓位来控制风险与收益；股票多空策略主要指采取主观基本面或者技术面分析进行选股，并通过股指期货或融资融券或期权对冲来控制风险；股票量化主要指采取量化多因子模型进行选股，并通过调整仓位来控制风险。

股票多头策略私募基金 2020 年中位数收益率为 26.62%，中位数最大回撤为-13.83%；股票多空策略私募基金 2020 年中位数收益率为 25.07%，中位数最大回撤为-11.82%；股票量化策略私募基金 2020 年中位数收益率为 26.42%，中位数最大回撤为-10.08%。

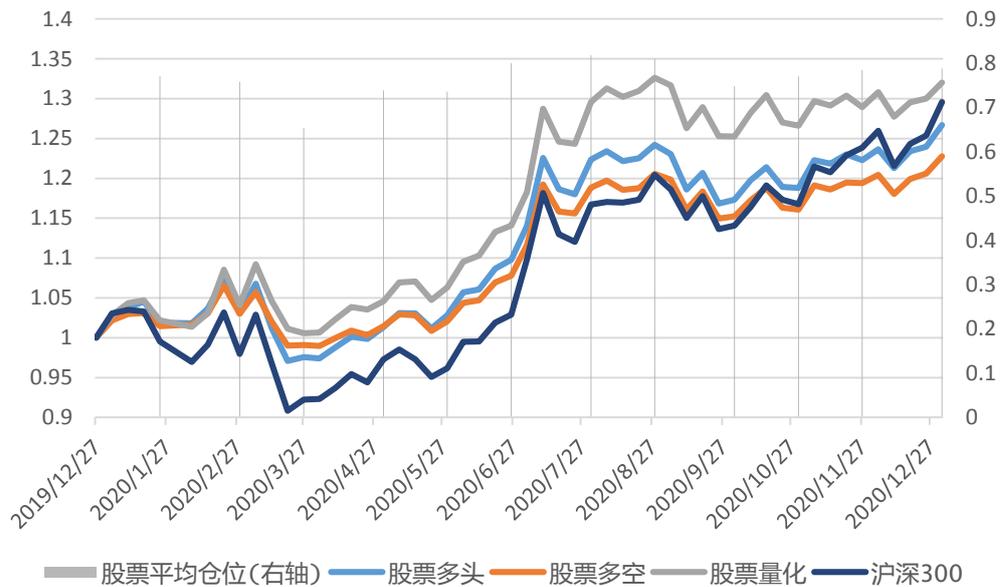
2020 年主要宽基指数均出现不同程度的上涨。其中，上证综指上涨 13.87%，中证 500 指数上涨 20.87%，沪深 300 指数上涨 27.21%，深证成指上涨 38.73%，中小板指上涨 43.91%，创业板指上涨 64.96%。回顾 2020 年，一季度受新冠疫情爆发影响，春节结束后大盘大幅下挫，但是随着国内疫情局势渐趋明朗，大盘逐步开启反弹，科技股等受疫情影响较小板块率先反弹，而医药等板块则受益于疫情推动的需求增加。随后由于欧美疫情失控，外盘剧烈波动，大盘也随之大幅波动。二季度后国内疫情基本控制，国外的货币环境较为宽松，加之众多财政刺激措施的推出，市场对经济复苏预期增强，随后大盘逐步开启慢涨之路。5G、新基建、半导体、消费等多板块轮动上涨，开启结构性上涨行情。进入三季度，金融股的上涨行情也将大盘推上了新的高度，随后权益市场进入了 3 个月左右的区间震荡行情。四季度以来，随着美国大选落地及新冠疫苗取得突破性进展，世界经济复苏预期加强，市场预期周期品的需求将得到提振，加之美国等国将推出新的基建刺激措施，周期股迎来阶段性行情，有色金属、煤炭等板块上涨较为明显，市场呈现出大市值周期股的抱团行情。综合来看，虽然一度受到疫情冲击，但是宽松的环境和复苏预期成为市场主线，推动 A 股演绎上涨行情，股票策略整体表现可圈可点。

股票私募基金仓位方面，2019 年股市行情向好的情况下，2020 年一季度股市仓位维持高位，平均仓位在七至八成左右。随着国内疫情暴发，海外疫情失控，股市波动明显增大，股市平均仓位逐渐降低至六成左右。而后随着国内疫情逐步得到控制，刺激措施的出台，股市迎来反弹行情，市场活跃度和股市平均仓位均有所提升，恢复到四五月的七成仓位，而后三个月在金融地产等板块的加持下大盘反弹加速，股市平均仓位也进一步提升至八成左右水平。而后随着行情进入宽幅震荡区间，仓位也维持在七成和八成之间波动。综合来看，全年的仓位峰值在七月份，也是 A 股一年中上涨最快和涨幅较多的时期。另外 2020 年底市场预期春季行情再现，仓位也处于逐步提升的过程中。

从细分策略来看，股票多头和股票多空策略在权益类多头部分的选股逻辑上往往具有一定相似性，传统上两者与指数的趋势也更为接近。2020 年先急速下跌后震荡反弹的行情使得全年除了一季度外收益水平均较可观，与股票多头相比，股票多空策略因通过对冲来控制风险而牺牲了部分收益，在全年整体上行的行情下股票多空策略收益要稍逊色于股票多头策略，不过幅度并不大。

股票量化策略 2020 年在所有子策略中略低于股票多头策略，反转了 2018 年以来股票量化整体优于股票主观策略的表现趋势。但是无论是股票多头还是股票量化，均未跑赢沪深 300 指数。股票量化策略不同于股票多头策略之处在于，股票量化策略以量化选股为主，通过分散持仓以降低风险，整体仓位相对主观策略往往偏高，私募主观多头策略则通过灵活变动仓位水平控制风险，在上涨行情中会损失部分收益，而多空策略由于加入了对冲头寸，多头的暴露低于股票量化策略和主观策略。另外近年来股票量化策略不断优化并迭代模型，也有不少管理人运用机器学习算法，或者叠加 TO 策略增厚收益，策略趋于多样化且成熟度逐步提升，有助于避免策略拥挤问题。整体来看，股票量化策略在 2020 年的表现较为亮眼。

图 7：股票策略区间业绩



资料来源：私募排排网，Wind，华润信托，华宝证券研究创新部

表 5：2020 年收益表现较好的股票多头产品

产品简称	基金管理人	成立时间	基金经理	2020 年收益率
财富兄弟紫时成长 1 号私募证券投资基金	财富兄弟(大连)资产管理有限公司	2017-03-09	王经宇	303.39%
方信睿熙一号私募基金	大连方信财富投资管理有限公司	2018-10-23	王蒙	303.00%
和赢天玺私募证券投资基金	广东和赢资产管理有限责任公司	2018-05-21	曾宪锋	395.36%
汇瑾豪翔进取一号私募证券投资基金	上海汇瑾资产管理有限公司	2019-06-25		353.00%
巨杉二次方 1 号基金	巨杉(上海)资产管理有限公司	2016-02-23	齐东超	305.70%
骏伟资本价值 5 期私募投资基金	深圳市骏伟资本管理有限公司	2017-05-25	徐炜哲	375.47%
骐聚旭瀛多空主题 1 号私募证券投资基金	上海骐聚资产管理有限公司	2019-07-28	瞿文杰	322.63%
深圳前海华霖进取一号	深圳前海华霖合创资产管理有限公司	2015-03-31	曾以刚	307.78%
温瑞福 8 号私募证券投资基金	深圳瑞福资产管理有限公司	2018-11-30	温东平	463.75%
卓晔 1 号基金	云南卓晔投资管理有限公司	2015-06-23	张文耀	301.01%

资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

注：为真实反映产品收益情况，我们仅列出在 2020 年有完整运作的产品。

注：此处仅做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据。

表 6：2020 年收益表现较好的股票多空产品

产品简称	基金管理人	成立时间	基金经理	2020 年收益率
传家堡山河优选私募基金	北京传家堡资产管理有限公司	2018-08-06	陈新宇	254.63%
富恩德仙多山基金 1 期	富恩德(北京)资产管理有限公司	2015-01-28	吴金宫	200.77%
华安合鑫稳健私募投资基金	深圳市华安合鑫资产管理有限公司	2017-09-22	彭瀚达	118.92%
瑞丰卫私募证券投资基金	珠海市瑞丰汇邦资产管理有限公司	2019-07-03	郑松有	203.04%
骏瑞楚正进取一号基金	成都海川汇富资产管理有限公司	2016-04-14	曾正香	142.45%

盈量对冲一期私募证券投资基金	深圳市华银精治资产管理有限公司	2017-06-07		125.03%
雨山消费医疗1号私募投资基金	深圳前海云溪基金管理有限公司	2017-02-06	阳勇	114.27%
中睿合银策略精选权益1号私募投资基金	西藏中睿合银投资管理有限公司	2018-03-29	刘睿	109.84%
致远成长一号私募证券投资基金	福建致远资产管理有限公司	2018-11-06	王莉莉	123.82%
转弯湖西稳健一号私募证券投资基金	湖南转弯创业投资有限公司	2020-04-30	周诚新	271.25%

资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

注：为真实反映产品收益情况，我们仅列出在2020年有完整运作的产品。

注：此处仅做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据。

相对价值

相对价值策略即从资产标的价格的相对价差中获取收益，通过发现市场的定价误差建立多空头寸，在定价恢复时获取收益。目前包含了股票市场中性和其他专注于套利的较低风险的策略，比如分级基金折溢价套利、可转债套利、国债期货套利、股指期货套利、期权套利、货币基金折溢价套利等等。其中，股票市场中性虽然标的为二级市场股票，但由于其通常采取量化多因子模型进行选股，并通过股指期货或融资融券或期权对冲，且倾向于暴露很小的相对于市场指数的风险敞口，从而具有低风险的套利的本质。其他相对价值策略往往由于策略容量较小且单策略机会出现频率不高而采取多策略的方式发行产品。

股票市场中性私募基金2020年中位数收益率为11.31%，中位数最大回撤为-3.69%；其他相对价值私募基金2020年中位数收益率为13.12%，中位数最大回撤为-3.83%。

2020年股票市场中性策略表现中规中矩。一季度受疫情影响，海内外市场波动加剧，避险情绪上扬，市场情绪较为谨慎，外加分红也集中在一二季度，市场中性策略对冲端股指期货贴水加深，对市场中性策略造成不利影响。由于打新收益丰厚，因此市场上成立的对冲打新基金密集建立对冲头寸，给股指期货带来较大卖压，进一步加深了股指期货的贴水程度。二季度后A股市场开启连续反弹行情，赚钱效应显著，市场成交量、波动率和活跃度都有所提升，保证了个股在截面上拥有较好的区分度，供量化策略挖掘的因子类型增多，策略的收益来源更丰富，市场中性策略因而受益。八月之前市场中性策略收益总体可观，而后随着大盘进入宽幅震荡行情，赚钱效应变差，交易量下滑，在波动不大的市场行情下中性策略获取收益的难度提升。四季度开始，前期的消费、金融、科技医药等板块切换到周期性板块，市场出现一波顺周期的大市值股抱团行情，极端的行情分化对中性策略造成影响。加上动量和成长因子表现发生逆转，因此带有小市值暴露的股票中性策略集中发生收益回撤。整体看，除了年末受极端分化行情影响中性策略发生回撤外，其余时间段，伴随结构性行情和市场波动的提升，市场中性策略表现较2019年有所提升。

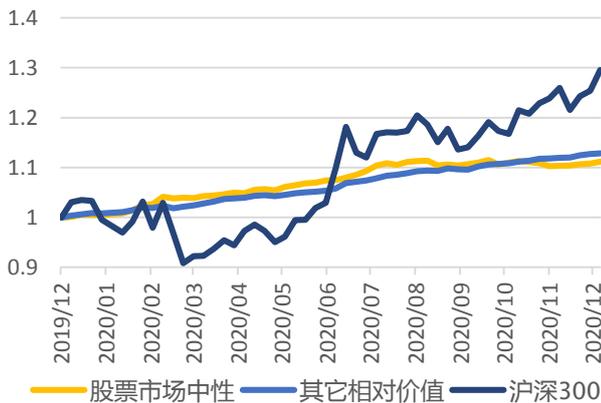
市场中性策略与市场涨跌无关，以获取绝对收益为主要目标，因而对固收策略有一定的替代作用，使其受到投资者青睐，规模得以快速提升。但是对冲端等限制使中性策略有一定的容量上限。规模的过快提升造成策略拥挤，随之而来的收益下降迫使许多量化私募控制管理规模，暂停市场中性策略产品的申购，尤其是市场上头部机构中性策略资源更为稀缺。

2020年三大股指升贴水率维持在正常水平，大多数时期处于轻度贴水的状态。从全年来看，有几个时间点值得关注。首先是2月新冠疫情暴发，农历新年开盘第一天市场大幅下挫，导致三大股指贴水率均高于2%的水平，一方面是市场情绪极其悲观，另一方面则是短期市场下跌导致对冲需求上升，从而加剧了股指的贴水。其次在2020年7月初，市场风险偏好大幅上扬，三大股指也由贴水转为升水，提示市场情绪较为亢奋。其余时间段股指基本维持正常的贴水状态，临近年终贴水率有所收敛。整体来看，上证50股指期货和沪深300股指期货贴水率基本相当，而中证500股指期货的贴水率明显高于二者，这主要是以中证500作为选股

范围的市场中性策略多于上证 50 和沪深 300。因为中证 500 对应的股票市值中等或者偏小，股票的波动高于大市值股票，因此中证 500 较适合作为选股范围，策略的 alpha 超额收益相应更高一些，因此市场中性策略以中证 500 股指期货对冲居多。

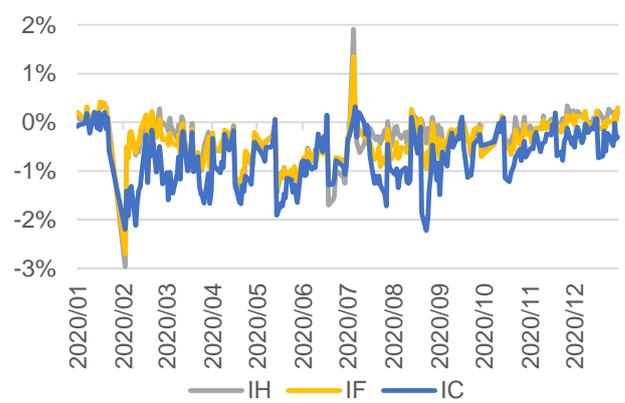
其它相对价值策略在 2020 年全年整体收益略优于股票市场中性策略。值得一提的是，近年来，随着期权品种的扩容，为市场提供了更多套利和对冲工具。尤其是股指期权等期权新品种的推出，提升了期权相关策略容量，丰富了对冲工具的选择，为期权相关策略带来了更多可能性。期权不同于期货，其非线性收益特征为对冲提供了更多选择，而期权的定价涉及波动率维度，对波动率进行套利也丰富了市场中的套利策略。未来市场有望推出更多的期权品种，将进一步丰富其它相对价值策略。

图 8：相对价值策略区间业绩



资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

图 9：三大股指期货升贴水率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 7：2020 年收益表现较好的股票市场中性产品

产品简称	基金管理人	成立时间	基金经理	2020 年收益率
波粒二象春雨 1 号私募证券投资基金	杭州波粒二象资产管理有限公司	2019-05-07		57.05%
第一京广-京广 3 号私募证券投资基金	深圳第一京广资产管理有限公司	2019-05-31	梁翎佳	48.55%
方诚量化福杯满溢 3 号私募证券投资基金	北京方诚量化投资有限公司	2020-02-14		96.46%
领新元成 6 号基金	广东领新投资有限公司	2014-10-21		45.76%
念空灵活对冲 2 号私募证券投资基金	上海念空数据科技中心(有限合伙)	2019-07-23	王啸	63.43%
天添市场中性 1 号私募证券投资基金	平潭天添资产管理有限公司	2019-03-06	叶生伟	47.15%
泰亚二期私募投资基金	上海泰亚投资管理有限公司	2017-12-25		45.81%
洼盈九号量化对冲进取型私募证券投资基金	上海洼盈投资管理有限公司	2017-06-06	周伟	77.17%
源晖量化一号私募证券投资基金	北京源晖投资管理有限公司	2019-06-17		45.82%
拙愚市场中性阿尔法私募证券投资基金	上海拙愚资产管理有限公司	2019-01-09	杨典、孙艳	42.71%

资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

注：为真实反映产品收益情况，我们仅列出在 2020 年有完整运作的产品。

注：此处仅做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据。

管理期货

管理期货主要是指对国内商品期货进行投资的策略，广义上也包含股指期货。其中，CTA主观主要指采用主观基本面分析和主观技术分析，对商品期货进行短中长期的投资，大部分以趋势跟踪为主。CTA程序化主要包含利用程序化方式进行的针对商品期货的套利、多空、趋势以及高频策略。

CTA主观私募基金2020年中位数收益率为20.10%，中位数最大回撤为-10.77%；CTA程序化私募基金2020年中位数收益率为20.47%，中位数最大回撤为-6.46%。

2020年商品市场的波动水平明显上升，管理期货策略逆转了2019年相对一般的表现，在全部策略中表现较为优异。回顾2020年商品市场行情，一季度由于新冠疫情的爆发导致市场波动加剧，商品和股指波动率急剧上升，工业品、化工和有色金属等板块大幅下挫，管理期货策略因而受益。二季度以来，随着国内外各种刺激政策的推出，以及受美联储量化宽松政策影响，美元持续下跌，需求也有边际好转等多方面影响下，商品市场出现超跌反弹行情。工业金属和黑色板块的上涨较为突出，尤其是供给扰动而需求旺盛的情况下铁矿石大幅上扬。而货币宽松也引发贵金属板块连破新高，表现亮眼。三季度以来黑色和有色板块仍持续发力，黑色系中的铁矿、煤炭、钢铁均出现趋势性上涨行情，有色金属受国内外需求回升的预期提振也大幅上涨。商品市场呈现出趋势性上涨的牛市行情，中长期趋势跟踪策略的表现较为优异。而由于商品市场的整体波动水平较往年有了较大幅度提升，短周期的管理期货策略亦有良好表现。整体看，管理期货策略在2020年获得不错的收益。

2020年多数商品的趋势性反弹行情较为流畅，且涨幅可观、持续时间长，反复拉锯或震荡行情较少，这种行情特征尤其适合长周期的趋势跟踪策略，为程序化CTA获取丰厚收益提供了保证。相比之下，主观CTA更关注商品的基本面逻辑和供需边际变化，一旦发现价格偏离基本面便开仓获取收益，价格达到目标后平仓了结头寸，这种策略思路在长周期大趋势行情下容易错过一部分收益。整体看，CTA主观策略收益略低于CTA程序化策略。

图 10：管理期货区间业绩



资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

表 8：2020 年收益表现较好的 CTA 程序化产品

产品简称	基金管理人	成立时间	基金经理	2020 年收益率
层创一号 CTA 私募基金	宁波梅山保税港区层创投资管理有限公司	2017-07-27	陈绍春	234.63%

大凡私募基金 1 号	重庆大凡投资管理有限公司	2016-08-29	李俊	851.94%
蝶威深度智能低延迟 1 号私募证券投资基金	浙江蝶威资产管理有限公司	2019-11-06	魏铭三	136.06%
灰金红利 1 号	灰金量投(北京)资产管理有限公司	2015-12-24	师纪瑞	144.87%
墨威期货 1 号私募投资基金	墨威(上海)投资管理有限公司	2018-11-12	黄新徽	269.64%
鸣熙量子二号私募基金	上海鸣熙资产管理有限公司	2018-01-08	张祥方	163.79%
匹克辛亚量化管理型 9 号私募证券投资基金	上海匹克辛亚投资管理有限公司	2017-09-29	严强	156.09%
顺然共赢 2 号私募投资基金	海宁顺然理财顾问有限公司	2018-04-10	周从良	514.65%
鲨鱼永续浅海量化私募基金	鲨鱼资产管理(珠海)有限公司	2018-04-12	余启民	132.64%
万葵稳健 11 号私募证券投资基金	东莞市万葵资产管理有限公司	2017-11-06	张俊	161.54%

资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

注：为真实反映产品收益情况，我们仅列出在 2020 年有完整运作的产品。

注：此处仅做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据。

宏观对冲和组合基金

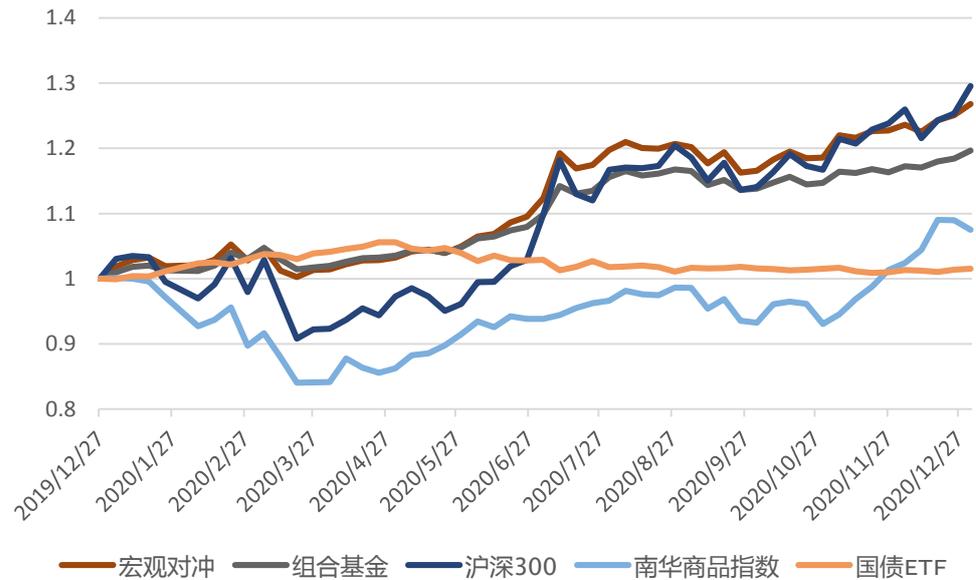
宏观对冲主要指通过主观分析或者多指标择时模型来对各大类资产在今后一定时间维度里的走势作出判断，在多品种多市场进行主动投资的策略。组合基金通过 FOF 或 MOM 形式，选取基金管理人来管理母基金中一部分资金，进行分散投资。一部分组合基金是通过主观分析或者多指标择时模型来对各大类资产在今后一定时间维度里的走势作出判断后，再根据各个资产大类精选基金管理人；也有一部分仅针对单一大类资产，精选不同风格的基金管理人。

宏观对冲私募基金 2020 年中位数收益率为 23.05%，中位数最大回撤为-11.45%；组合基金私募基金 2020 年中位数收益率为 16.60%，中位数最大回撤为-5.67%。

宏观对冲策略 2020 年收益颇丰，近年来，宏观对冲策略均配置了较高的权益类资产，2019 年受益于股市的强劲表现，不少宏观对冲策略也取得了不俗的业绩。2020 年以来权益市场继续保持强势，宏观对冲策略的良好势头得以延续。与此同时，2020 年商品市场表现也较为突出，而商品交易占用资金少，宏观的对冲策略配置的商品策略也贡献了可观收益。相比于宏观对冲策略，组合策略的收益稍显逊色。

对比二者的业绩曲线，可以发现上半年走势十分相近，二者均在权益类资产上分配了较高比例的权重，但是回撤控制要好于权益资产。下半年后二者业绩曲线开始明显分化，宏观对冲策略业绩逐步与组合基金拉开差距。原因可能是组合基金通过精选基金管理人或者基金进行资产配置，配置落地或者调整均需一定的时间，策略配置的灵活度方面弱于宏观对冲策略，导致组合基金配置保持相对稳定，也就是继续维持较高比例的权益资产。而宏观对冲策略则受益于灵活的仓位调整和杠杆的使用，把握住了下半年商品市场的趋势行情机会，助推策略业绩提升。整体来看，宏观对冲策略在 2020 年表现不俗，全年分阶段业绩可圈可点，而组合基金则主要受益于前三季度的净值增长，年末表现则相对平淡。

图 11: 宏观对冲和组合基金区间业绩



资料来源: 私募排排网, Wind, 华宝证券研究创新部

表 9: 2020 年收益表现较好的宏观对冲产品

产品简称	基金管理人	成立时间	基金经理	2020 年收益率
半夏稳健混合宏观对冲私募基金	上海半夏投资管理中心(有限合伙)	2018-05-25	李蓓	258.24%
昌远玄武一号私募基金	上海昌远资产管理有限公司	2017-03-27	郑昱	132.79%
华溢冥王星投资基金	华溢之星资产管理(北京)有限公司	2015-08-26	李雯	130.26%
合治倍熠一号私募证券投资基金	合治投资(北京)有限公司	2019-10-15	张利斌	141.39%
鸿雁一期私募投资基金	北京帆贝投资管理有限公司	2018-11-05	吴清扬	146.71%
匠心全天候策略私募基金	上海亚鞅资产管理有限公司	2017-06-20	张亮	171.62%
宁水创元期货 1 号私募证券投资基金	厦门宁水投资管理有限公司	2019-09-19	范予泽	142.86%
维万投资宏观对冲二号私募证券投资基金	上海维万股权投资基金管理有限公司	2019-03-04	郝朝阳	222.24%
中安汇富-国元莲花山私募投资基金	深圳中安汇富资本管理有限公司	2018-12-10	戴春平	206.99%
紫熙宏观对冲三号私募证券投资基金	南京紫熙投资管理有限公司	2019-12-06	曹媛媛	193.20%

资料来源: 私募排排网, Wind, 华宝证券研究创新部

注: 为真实反映产品收益情况, 我们仅列出在 2020 年有完整运作的产品。

注: 此处仅做数据展示, 不代表任何评价观点, 不作为评价的依据。

债券策略

债券策略主要包含了传统的利率债和信用债的交易策略, 以及部分高收益债券、可转债(交)债、国债期货等策略。

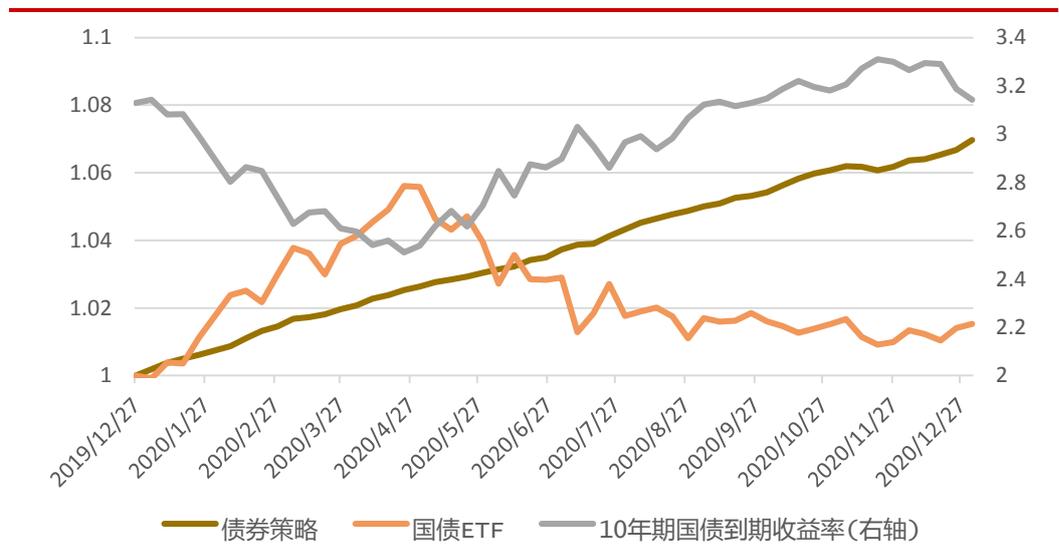
债券策略私募基金 2020 年中位数收益率为 4.86%, 中位数最大回撤为-1.28%, 统计样本中缺乏债券专户等大体量产品, 统计结果与实际情况或存在一定偏差。

2020 年债券市场利率先跌后涨, 以二季度为全年分界点。一季度, 国内新冠疫情爆发, 海外疫情加速扩散, 流动性危机导致风险资产和避险资产均下跌, 国内货币政策宽松力度明显加大, 超储利率下调, 十年期国债最低到达 2.5%的水平。随后的二季度, 国内疫情基本控

制，迎来了关键的拐点，外加财政政策开始发力，货币政策出现转向和股债跷跷板效应，十年期国债收益率不断上行，供给压力上升，导致债市大幅下跌。三季度以后，随着美国大选落地，风险偏好开始回升，叠加信用违约事件，永煤债券违约事件的影响，市场对逃废债产生担忧，信用债大幅下挫，大量产品面临赎回压力，流动性冲击也导致利率债受较大影响。总的来说，2020年债券策略先扬后抑，整体表现较为一般。

整体来看，利率债在一季度表现尚可，后续较为一般，而信用债在下半年受违约事件冲击影响较大，而信用债流动性冲击传导并影响利率债。信用债市场信用分化明显，债券管理人更愿意配置中高等级信用债，在资金成本较为稳定的前提下通过加杠杆、拉长久期的方式来增强收益，也有管理人通过滚动持有短久期债券，并在风险可控的前提下压低评级，获取持有至到期收益。

图 12：债券策略区间业绩



资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

3. 私募股票量化策略梳理、分析与展望

3.1. 股票量化策略简介

股票量化策略按照是否加入对冲操作，一般可分为股票多头策略与相对价值策略。前者主要采用多因子选股方法构建选股体系，仅涉及多头操作，典型性如指数增强策略；后者则会引入股指期货、融券等卖空手段，通过对冲方式进行运作，按照敞口的大小，相对价值策略又可进一步划分为市场中性策略与股票多空策略。前者一般采用完全对冲方法，市值、风格、行业的敞口暴露较小，一般称为市场中性策略，后者的敞口暴露则相对较大，实际上是引入了主动择时操作。

下面我们主要就目前量化私募领域，策略运用广泛、规模较大的市场中性与指数增强策略为代表，做进一步的分析。

3.1.1. 代表性量化策略

市场中性策略

市场中性策略以获取阿尔法绝对收益为目标，追求的是长期收益，主要通过股指期货、融券卖空等方式对冲市场风险，实现 alpha 与 beta 的分离，专注于 alpha 的挖掘，由于对冲掉了 beta 风险，故市场中性策略的长期表现相对较为稳定，回撤幅度小。私募基金市场中性策略与公募基金市场中性策略类似，但股票现货端选股更偏向于高频的价量因子，呈现出换手率较高的特点，收益也较公募基金更为显著。

市场中性策略的对冲手段多数采用股指期货。期货市场具有风险转移功能，这使其天然适合于市场中性策略开发。例如中证 500 股指期货，由于对冲需求的存在，有大量资金做空中证 500 股指期货，因此使其常年处于贴水状态，而贴水幅度的大小就是对冲股票多头需要付出的成本。

伴随融券业务的发展，券源的增加，越来越多的中性策略借助于融券手段实现对冲，从而实现了更低的对冲成本，这为中性策略的优异回报获取提供了重要工具支持。

指数增强策略

指数增强策略以战胜基准，追求相对收益为目标。狭义的指数增强策略主要是多因子选股策略，通过构建一揽子股票跑赢基准，但从广义视角看，任何较之基准可以增厚收益的手段，都属于指数增强策略范畴。指数增强基金是指数增强策略具体运用的代表性产品。通常来说，私募基金的指数增强相比于公募基金更为灵活，具体体现为在选股范围、跟踪偏离度等方面，私募基金限制更少，自由度更高，因而相比于公募基金更容易获得超额收益。

从收益拆解与业绩归因的角度看，指数增强策略的潜在收益来源可能有以下几个途径：一是微观层面的股票组合阿尔法收益，这里的阿尔法收益是较为严格的阿尔法，即剔除了行业配置与风格配置的影响，选股方法是指数增强基金的核心竞争能力；二是中观行业配置与风格配置的收益，这主要体现在较之基准的主动行业配置与风格配置；三是宏观层面的择时收益，主要体现于权益资产的仓位变动。除此之外，当股指期货深度贴水时，还可以采用买入股指期货的方法替代现货，获取额外的超额收益。下面我们从微观到中观，再到宏观层面分别展开对指数增强思路进行分解，分别从选股、行业轮动或者配置、择时三个角度对指数增强进行阐释。

选股是基金管理人非常注重的一个层面，是指数增强基金的核心竞争能力。选股是基于投资人在微观层面对于个股未来表现的研判。基于因子选股相当于总结归纳历史上有有效的统计规律，然后对标的资产进行建模从而定价。选股包含量化模型和选股范围。多因子模型是常用的量化模型，因子涵盖基本面因子、量价因子、另类因子等。私募基金选股范围较公募基金要求低，选股范围更广，从而获取超额收益的空间也更大，但较之基准指数的偏离也会加大。

行业轮动是利用行业间相对变化趋势而获利的策略。行业轮动是基于投资人在中观层面对于不同行业表现的判断。经济具有周期性，各类资产和行业也有处于周期轮回之中，选择超配未来表现好的行业，低配未来表现差的行业，这种在行业上的配置倾向以及权重的动态变化体现了行业轮动的配置思路。

择时是基于投资人在宏观层面对市场宏观环境的判断，根据未来标的的走势调整仓位，在上涨时调高仓位，充分享受上涨的收益，在下跌时降低仓位，及时规避进一步下跌的风险。调整频率可以随机应变。权益走势受国际政治、国家政策、微观经济等影响，很难对其进行精准判断。指数增强策略多不进行择时操作，但有些产品会做小幅度的择时调整，尤其是当市场面临系统性风险时，以适度增厚收益。

除了选股、行业轮动和择时之外，也可以借助衍生品金融工具或其它方式进行增强。例如买入贴水的沪深 300 或中证 500 股指期货，不仅能获取基差收益还可以降低资金占用率。另外，还可借助期权、打新等进行指数增强。例如采用期权的备兑策略，即在持有现货的基

础上卖出一定数量的虚值看涨期权，长期下来将获得超越基准的收益，起到指数增强的效果。近两年来，打新市场活跃，收益较为显著，通过获取打新收益也是指数增强的重要方式之一。不过伴随注册制的全面实施，新股稀缺性的下降，同时加入打新的投资者越来越多，打新收益未来或将呈现下滑趋势。

3.1.2. 量化策略的选股因子概述

无论是市场中性还是指数增强策略，选股在两类策略中均占据核心地位。市场主流采用多因子选股策略，因子包括基本面、技术和 TO 高频因子等。这些因子的频率和构造逻辑均不相同，预测的广度和时效也各有差异，因而导致策略有很大区别。选用的因子从基本面到量价高频因子，模型也从基本面多因子模型转化为量价高频统计套利。由于传统多因子模型采用的因子大多类似且市场风格分化加剧，模型获取超额收益的难度增加。因此业内逐步将目光投向高频量价因子，从注重投资逻辑转变为注重统计规律，据此开发了统计套利模型。这种模型采用非线性组合预测的方式，提高了预测准确度，因子的有效性短期也有所提升，但是因子衰减较快，持续性有所降低。

基本面因子

基本面因子主要采用财务指标构建，其它也包括一些专利投入、业务订单、宏观经济等与基本面息息相关的指标。基本面因子投资强调模型背后的投资逻辑，往往采用线性方法合成因子，再进行选股。由于基本面指标，尤其是财务指标的披露频率偏低，因此属于低频策略，通常是周度、月度或者季度换仓，因此换手率相对较低。基本面多因子选股策略的影响因素主要是基本面因子的衰减、失效或轮动，如何有效进行因子的配置或者因子择时对策略起重要作用，对传统的多因子选股策略起到收益增强的作用。

量价因子

量价因子更贴近于市场，相比于基本面因子在短期的预测效果更佳，但量价因子衰减和失效更快，因此持仓周期较短，一般为日内或者几天，换手率也较基本面多因子策略要高很多。量价因子基于交易量和交易价格构建，可以衍生出很多不同细分因子，故量价因子的数量通常远多于基本面因子数量。

TO 高频因子

即作为日内回转交易因子，持仓时间短，交易频率较高。因子多基于短期的价量数据，但处理方式与基本面和普通量价因子不尽相同，往往会结合机器学习的方式，采用非线性处理，对未来价格进行预测。以机器学习、大数据挖掘、模式识别为代表的现代统计及信息技术在资管行业广泛运用，使得量化策略产生意想不到的效果，尤其是高频领域，这些技术的使用会极大提升策略业绩。高频因子通常单笔收益率不会很高，但是随着交易次数的增多，累积收益还是很可观的，但高频因子对交易系统、交易速度要求较高，且市场容量相对不大。

此外，无论是市场中性还是指数增强，均会叠加 TO 策略，也就是就同一支股票在同一个交易日内各完成多次买进和卖出的行为，其目的为维持股票数量不变，通过日内高抛低吸，获取额外盈利的一种盈利模式，从而达到增厚收益的目的。

3.1.3. 量化策略的指数标的、换手率及行业分布特征

指数标的

无论是市场中性策略还是指数增强策略，选股范围基本围绕着中证 500、沪深 300 和中证 1000 等指数标的的成分股，主要以中证 500 为主。选择指数标的的考量因素主要是两方面：一方面是否容易做出超额收益，另一方面是是否有相应的对冲工具。

沪深 300 标的里面有较多金融大盘股，市值较大，波动幅度有限，且个股的同质化走势明显，较难做出超额收益。中证 500 和中证 100 对应的股票市值中等或者偏小，股票的波动高于大市值股票，因此中证 500 和中证 1000 较适合作为选股范围，策略的超额收益相应更高一些。除了超额收益的考量之外，标的选择还需要考虑是否有相应的对冲工具，目前只有上证 50、沪深 300、中证 500 股指期货，而上证 50 和沪深 300 都很难有超额收益，因此通常以中证 500 对冲为主，这也导致了 IC 期指常年处于贴水状态。

换手率

股票量化策略采用多因子选股方式进行选股，采用的因子不同，会导致策略的换手率有较大差别，以私募量化股票策略为例，当前主流的私募基金股票量化产品的换手率从基本面因子、量价因子再到 T0 高频因子呈现换手率递增的情况，具体如下所示：

基本面多因子选股策略：属于低频策略，依据基本面因子进行选股以获得 alpha 的策略。

量价选股策略：属于中频策略，因子库中纳入了量价因子，另外还有舆情等另类因子。

T0 市场中性策略：也就是日内回转交易，属于高频策略，其换手率明显高于基本面多因子和量价选股策略的换手率。

行业分布

目前主流量化选股策略一般采用行业中性思路，即会把股票组合在各行业上的配置比例一般与所跟踪指数的行业配置比例保持一致，或者说偏离控制在较小范围内，以此实现策略的收益来源更多聚焦于 alpha 选股层面，从而确保超额收益的稳定性。不过，行业中性也并不是绝对的，为了增厚收益，当某些行业的短期投资机会较佳时，某些策略会适度加大对这部分行业的配置比例，但一般是短期偏离。

3.2. 股票量化策略的影响因素及对市场的影响

3.2.1. 策略影响因素分析

指数增强策略的影响因素

指数增强是多头策略，市场关心的是超额收益的高低，而不是绝对收益的大小，即指数增强只要能跑赢指数，即使绝对收益为负，实际上也不会影响基金经理的比较评价。因而影响指数增强策略的核心即 alpha 的获取，也即选股能力成为关键核心因素。因子选股的方式是基于历史统计规律进行选股，因而选股因子往往采用的是过去表现比较好的因子，多因子选股策略的假设前提便是历史上表现较好的因子未来也将表现较好，从这个意义上来说，市场风格的突然切换，必然导致前期表现较好的因子产生回撤，进而影响选股端的收益。相反，持续稳定的市场风格对于多因子策略是有益的。

市场中性策略的影响因素

一是股指期货的对冲成本，二是市场风格的持续与突变，三是市场的活跃度和波动率等因素。

首先，股指期货主要影响对冲端。股指期货的贴水成本在对冲策略开仓的当时就已经基本锁定，之后的基差波动只会贡献净值波动，不会改变最终付出的对冲成本。因此股指期货的升贴水程度将影响策略的对冲成本。近年来，股指期货逐步放宽限制，降低了保证金和对冲成本，进一步提高了资金利用率。基于日内开仓手数的变动叠加保证金调整，对于产品规模扩容方面会起到显著提升作用，同时，伴随平今仓手续费的降低，在增厚产品利润，提高

灵活性方面起到相应作用。对市场中性策略而言，股指期货保证金下降之后，资金使用效率提升，同时股指期货流动性改善后，股指的对冲成本将降低。

其次，市场风格的变化也会影响选股端的收益，这点和指数增强策略类似。

最后，量化股票中性策略的收益率还与市场交易活跃度和波动率密切相关。交易活跃度越高，流动性越好，可供量化策略挖掘的因子类型越多，策略的收益来源越丰富。而波动率的提升则意味着个股在截面上有较好的区分度，有助于提升因子有效性，因子收益空间也得以打开。

3.2.2. 对市场的影响

量化策略对市场有较大影响，私募基金管理规模近年来不断发展壮大，尤其是量化私募基金管理规模的扩大，给市场带来多方面的影响。

首先，量化策略有助于改善市场的流动性。量化私募覆盖了低频、中频和高频各种频率的策略，尤其是高频策略，换手率高达 100 倍以上，交易较为频繁，量化管理规模扩大意味着交易量和交易额不断提升，这改善了市场的流动性。

其次，量化策略有助于市场定价效率的提升。套利是量化策略中的重要构成，一旦有套利机会出现，将被量化策略捕捉，从而使得市场中的不合理定价迅速消失，因此量化交易策略有利于纠正市场的错误定价，使得资产的定价更趋合理。

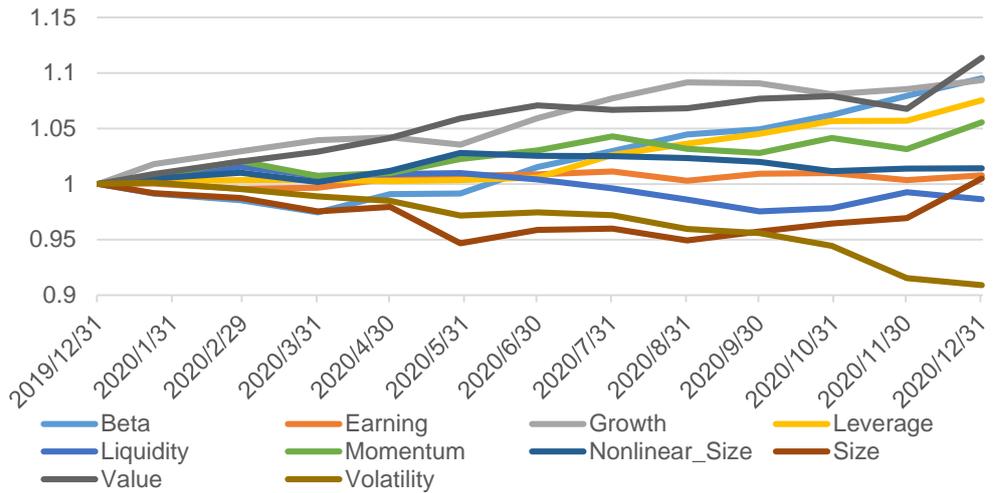
不过由于量化策略交易量较大，部分策略倾向于助涨杀跌，可能造成市场短期波动加大，不确定性增高，这是需要监管引起注意的。

3.3. 2020 年业绩回顾与 2021 年股票量化策略展望

回顾 2020 年，从 2020 年量化风格因子的收益表现来看，2020 年上半年与下半年的市场风格出现了较大的反转。2020 上半年延续了 2019 年的市场风格，表现为动量因子、成长因子和 beta 因子等表现突出，即业绩弹性较大的公司表现较好；而 2020 年下半年市场开始转向反转、偏价值的行情，显示出低成长的特征。临近年底，低估值顺周期等板块也获得部分资金青睐，值得一提的是价值因子在 12 月收益较为显著，市场演绎结构性轮动上涨格局。

2020 年全年整体行情向上的情况下，指数增强策略业绩可圈可点，一方面结构性行情较为突出，多数时间成长板块的表现要好于价值，二是股票的交易量和波动率有了明显提升，更容易获得超额收益。指数增强策略收益在 2020 年整体表现突出，以公募市场数据来看，沪深 300 指数增强基金 2020 年度的平均超额收益为 14.01%，超额收益的中位数为 13.71%。中证 500 指数增强基金 2020 年度的平均超额收益为 12.11%，超额收益的中位数为 12.84%。

图 13: 量化风格因子 2020 年累计收益率



资料来源: 华宝证券研究创新部

市场中性策略受对冲工具和市场风格切换的影响。2020 上半年股指贴水加深, 主要是市场情绪和分红因素的影响, 另外上半年科创板和创业板的打新收益丰厚, 全市场成立的对冲打新基金建仓的对冲头寸给股指期货带来较大卖压。2020 下半年尤其是四季度, 股指贴水得以收敛, 主要是市场情绪发生转变, 还有打新竞争激烈, 收益逐渐衰减, 打新资金买入股指期货平仓使得基差收敛。另外, 板块行业之间的轮动也对中性策略造成影响, 2020 四季度开始, 前期的消费、金融、科技医药等板块切换到周期性板块, 市场出现一波顺周期的大市值股抱团行情, 加上动量和成长因子表现发生逆转, 因此带有小市值暴露的股票中性策略集中发生超额收益回撤。其余时间段, 伴随结构性行情和市场波动的提升, 市场中性策略表现中规中矩。

展望 2021 年, 对于股票市场, 疫情、地缘政治等“老风险”逐步落地、全球经济修复渐见曙光, 但是流动性大潮将退、通胀预期抬升等多方面的压力也会凸显。再者, 从历史上来看, A 股也很难走出连续三年的牛市行情, 经历连续两年的上涨后, 市场自发调整的压力本身也在增加。鉴于此, 我们认为 2021 年对于股市的预期回报要有所下调, 市场可能整体维持震荡走势。

市场风格方面, 年初以来风格轮动加快, 前期机构抱团股如白酒、新能源等深度回调, 而银行、钢铁以及半导体芯片等前期滞涨板块开始补涨。虽然短期内未来的市场风格较难研判, 但拉长看, 风格演绎的主线应是从估值驱动走向盈利渠道, 我们预计以价值和成长股交错结构性行情为主。从上市公司的业绩来看, 当下成长股的盈利增长模式正转向更多转向内生性增长, 未来业绩的可持续在提升。这也说明了对于 2020 年以来成长股的大幅走强, 并不完全来自于货币宽松刺激下的估值提升, 还有内业绩的驱动。虽然伴随货币政策的正常化, 成长股的估值压力导致了近期收益的相对落后甚至出现大幅回调, 但伴随估值压力的释放, 在业绩的支撑下, 大消费、大科技、大健康、大制造等主流赛道下的成长股投资, 可能依旧是中长期的方向。

具体至量化策略方面, 我们认为 2021 年需降低权益市场的整体收益预期, 市场的 beta 贡献或许有限, 这相应意味着指数增强类策略的收益或将低于 2020 年。市场中性策略较为受益于结构性行情下的个股 alpha 收益, 且在全市场整体收益预期回报降低的情况下, 市场中性策略由于较高的收益风险比特征, 可能更受青睐。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。