

2022年私募基金投资策略报告

私募基金投资策略报告

结构分化新常态，主动策略焕风采

基本结论

- **股票主动策略——整体环境中性偏乐观，建议以成长风格为主，精选风格均衡和擅长逆向投资的优质私募。**2022年经济下行形势确定，当前宏观政策边际宽松的窗口已经确立，2022年市场大概率不会呈现单边下跌行情，更可能是业绩下行叠加政策边际宽松的组合作用下股市上演结构性行情。具体到私募基金筛选方面：1) 建议以配置成长风格为主，抓住传统引擎转向新动能过程中的投资机会。2022年经济处在下行阶段，高增长稀缺，成长优于价值。同样是成长占优，预判2022年的市场环境不会像2021年重势不重质，而是更加重质，因此高质量成长选股更加重要。具体到管理人的选择方面，建议选择以高质量成长股投资为主、业绩持续性较好且注重回撤管理、当前布局在中国经济发展方向引领下的投资主线的私募公司。2) 精选风格均衡和擅长逆向投资的优质私募，抓住部分行业基本面和估值修复带来的机会。虽然预判2022年市场以成长风格占优，但价值投资和逆向投资领域仍然不乏机会，比如一些传统领域政策纠偏带来的结构性机会，供应链修复和消费修复分别带动相应行业量价改善带来的机会。具体到管理人的选择方面，建议选择风格均衡、注重安全边际以及擅长抓住基本面业绩反转同时带来估值修复的机会的私募公司。
- **股票量化策略——整体环境中性，超额收敛不可避免，关注超额稳定性。**从2022年全年来看，对A股市场不必过于悲观，总体交易大概率会处于相对活跃状态，叠加股票量化策略私募基金新增规模预计有所放缓的预期，策略拥挤程度方面尚可；从市场风格来看，成长股和中小盘股或相对占优；从打新收益层面来看，预计2022年打新策略收益边际递减的趋势不改。总体来看，2022年整体环境对于股票量化策略的运行相对中性，量化投资仍有获取必要超额收益的空间，但长期来看量化策略的超额收益逐步走低有其必然性，2022年适度调整对策略整体收益及超额表现的预期尤为重要。落实到管理人的选择上，1) 头部量化机构在人才、策略、算力、数据、投研等方面的大力投入仍有一定的相对优势，可适当关注对交易频率依赖相对较低，对策略广度和深度挖掘充分的头部私募基金管理人；2) 今年以来涌现出不少表现优异、发展迅速的新锐量化管理人，管理规模适中，在策略完整度和产品线丰富程度方面尚有很大的进步空间，同样可以重点关注；3) 在中证500指数增强策略日渐拥挤的背景下，关注策略“外溢”，如沪深300、中证1000指数增强及量化选股策略。
- **期货宏观策略——整体环境中性，重视CTA配置意义，关注策略风险控制能力。**短期来看，市场波动率和趋势性均较低，大多数期货宏观策略收益空间较小。长期来看，全球流动性政策、疫情冲击、国内双碳政策等因素的脉络均已逐渐清晰。影响市场的主要因素从上述几点向基本面因素转移。从期货宏观策略的收益空间来看，部分商品品种和板块存在一定下跌空间，但趋势的幅度和流畅度均不强，期货宏观策略2022年收益空间并不非常乐观；从风险的角度来看，由于宏观和政策趋于稳定，极端行情发生的概率下降，同时产业基本面因素主导各板块行情，有助于降低各品种和板块的相关性，对于CTA分散风险较为有利，因此期货宏观策略整体面对的潜在风险有所下降。综上，我们对期货宏观策略2022年的表现整体持中性预期。具体策略选择上：1) 首先推荐复合CTA策略，这类策略可以比较稳定地获得CTA策略的beta收益，同时面对各类风险行情也能够在于策略层面做到足够分散，对净值起到一定平滑作用。2) 其次推荐量化基本面策略，尤其是策略从产业逻辑出发，能够充分理解和使用基本面数据的策略，这类策略的逻辑扎实，同时能够与传统量价CTA、或加入了少量基本面因子的CTA有一定业绩差异性。
- **风险提示：**全球疫情；海外通胀；中美摩擦升温。

胡冰清 分析师 SAC 执业编号：S1130517060005
(8610)66216782
hubingqing@gjzq.com.cn

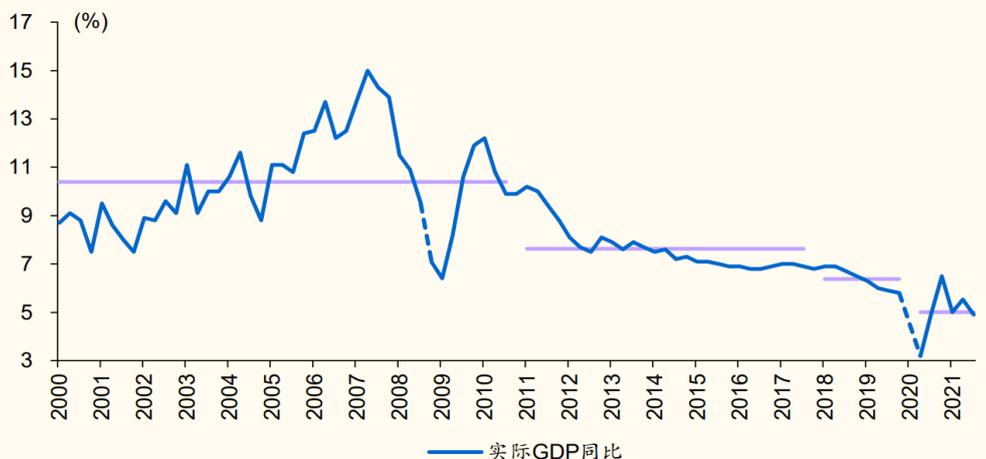
于婧 分析师 SAC 执业编号：S1130519020003
(8610)66222731
yujing@gjzq.com.cn

洪洋 分析师 SAC 执业编号：S1130518100001
(8621)60935569
hongyang@gjzq.com.cn

一、宏观经济分析

- 长期来看，进入转型阶段以来，中国经济经历了三轮下台阶：2011-2015 年，传统高耗能行业投资增速趋势下移，拖累经济快速换挡；2018-2019 年，地方债务“防风险”下，对第一个传统引擎形成实质约束，导致政府投资行为显著下台阶；2020 年下半年以来的地产调控政策，对第二个传统引擎形成实质约束，经济效应 2021 年下半年加速显现。三次下台阶，体现的恰是结构转型中的“动能切换”逻辑。眼下正处于转型阶段第三轮经济下台阶，与 2020 年下半年以来地产调控政策对第二个传统引擎的实质约束有关，必然带动相应链条经济活动的下台阶。2019 年，政治局会议上明确表示“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，2020 年下半年开始，以三条红线、贷款集中度考核、土地集中供给为代表的新一轮调控政策出台。与过往不同的是，政策调控更加注重“长效机制”的构建，实际上起到“供给侧结构性改革”的长期影响，属加快“动能切换”的一环。

图表 1: 2011 年以来，我国经济经历三轮下台阶



来源: Wind、国金证券研究所

- 经济下台阶的过程中，阶段性存在下行超调的压力。从基本面看，受疫情期间低基数影响，经济在 2021 二季度开始走弱，前三季度的 GDP 增速分别为 18.3%、7.9%、4.9%。房地产市场在融资端与投资端双双受限，体现政府去杠杆、降负债、坚持“房住不炒”的决心，但也导致经济的超预期下滑，房地产开发投资完成额累计同比增速从年初高点 38.3%一路回落至 11 月末的 6.0%。需求端的恢复也不尽如人意，社会消费品零售总额当月同比由年初高点 33.8%回落至 11 月末的 3.9%，累计同比由年初高点 33.8%回落至 11 月末的 13.7%。“环保”因素等对企业生产行为的影响，亦可能阶段性对经济形成干扰，冬春时节或更为明显。

图表 2: GDP 当季同比增速 (2019Q1-2021Q3)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 房地产投资增速 (2019/2-2021/11)



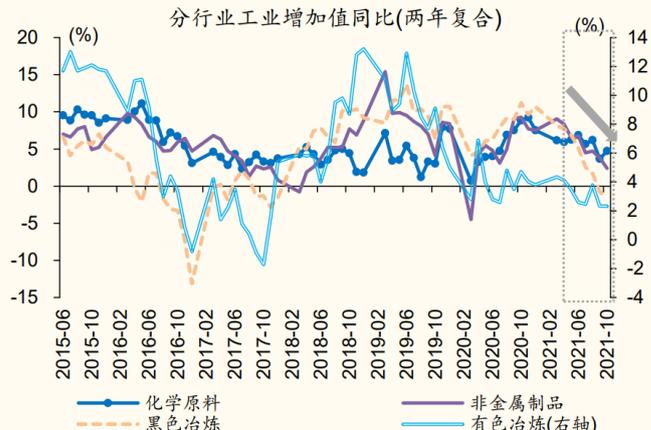
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 社会消费品零售总额增速 (2019/2-2021/11)



来源: Wind、国金证券研究所

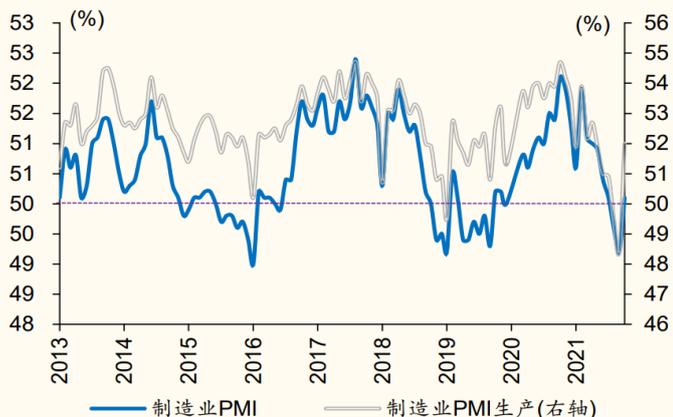
图表 5: 限电限产影响下, 高耗能行业生产明显回落



来源: Wind、国金证券研究所

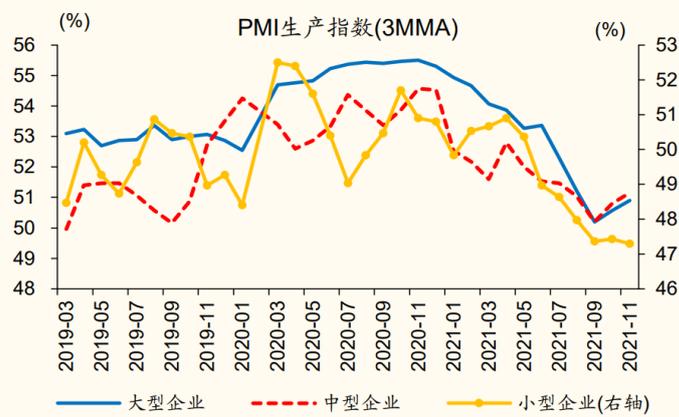
- 综上, 经济第三轮下台阶的底层逻辑依然是“动能转换”的加快, 但阶段性下行压力的集中释放或导致短期经济可能的超调。无论是地产调控的滞后体现、疫情反复对终端需求的拖累、环保等对生产行为的影响, 短期都在集中反应, 冬春季尤甚。制造业 PMI 指数 4 月之后持续下滑, 9 月、10 月连续两月低于临界值, 其中生产指数 10 月只有 48.4, 创 2009 年以来次低, 仅高于 2020 年 2 月; 11 月各项指标出现回升, 或与前月低基数有关, 持续性待观察。

图表 6: 制造业 PMI 生产指数创近年来新低



来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 中小企业生产景气持续回落

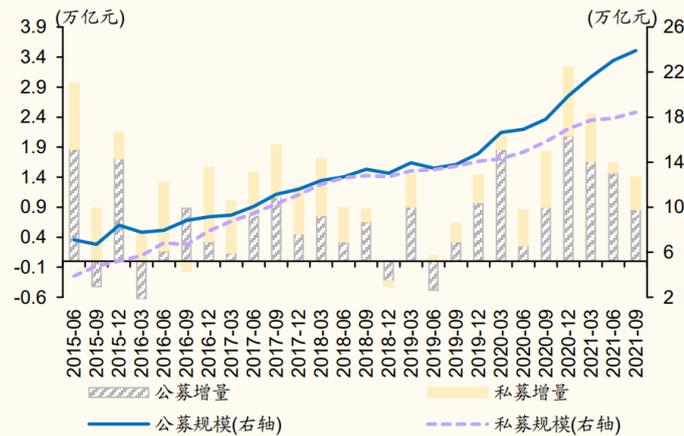


来源: Wind、国金证券研究所

- 伴随经济下行压力加大, 稳增长的高度重视升温, 重新强调“六稳”、“六保”。但经济阶段性的下行担忧不会改变政策加快动能切换的方向。在此过程中, 经济存在阶段性超调的压力, 随后回归“新稳态”下的合意区间。2022 年, 对托底政策过度期待、经济过度悲观, 皆不建议。政策在长短期目标间权衡的过程, 也是寻找“新稳态”的过程, 房企等微观企业、金融机构与市场, 也需经历并逐步适应“新稳态”。
- 寻找“新稳态”的过程中, “稳增长”主要抓手或有所切换, 由传统引擎转向新动能的过程中, 孕育着部分投资机遇。加快“动能切换”的过程中, 预计地产基建等传统稳增长引擎的作用弱化, 主要抓手或出现在以下链条: 1、跨周期调节下, 政策更加注重长短期的平衡、稳增长与调结构的平衡, 十四五期间基建类重大项目, 加快推进或提前启动。2、“双循环”背景下, 补链强链相关产业突围项目, 其中东部聚焦新兴产业, 西部侧重本地传统产业产业升级。3、消费一直是经济表现的稳定器, 疫情期间消费增速下滑过快, 降低了转型阶段经济的稳定性。共同富裕下的“促消费”政策, 有助于缩小贫富差距、促进消费。

- “新旧动能”切换的加快，“优质资产”供给显著缩量，导致“资产荒”进一步加剧，并成为国内资产定价最重要的宏观背景。伴随经济发展水平的持续提高，居民财富管理的需求也在快速扩张，“存款”搬家推动资金加速流向公募基金等，大规模流入金融机构的资金，最终还是需要实体经济相应的资产匹配，进而导致了过于富余的“资金”，与供给不足的优质“资产”之间的矛盾持续加大，“资产荒”的现象不断加深。地产链条融资需求，仍在下行通道中，财政资金的后移，会导致 2022 年广义财政支出增速的提升，但在“防风险”的大背景下，地方债务外部融资意愿低迷。优质资产供给不足，问题依然严重。

图表 8: 基金规模持续扩张



来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 广义财政支出中枢已明显下移



来源: Wind、国金证券研究所

- 展望 2022 年，货币流动性环境或类似 2015 年下半年至 2016 年上半年，宏观经济形势或类似 2018 年至 2019 年。眼下货币政策要服务于多重目标，经济压力加大、债务风险加速暴露等，仍需宽松的货币流动性环境来呵护，货币市场利率或维持低位稳定，类似 2015 年下半年至 2016 年上半年的情况。而宏观经济形势，或类似 2018 年至 2019 年，经济从加速下滑到低位窄幅波动，信用环境从收缩到低位平稳，CPI 通胀底部回升，而出口增速高位回落。
- “资产荒”背景下，资金青睐给“确定性”以溢价，股票市场或继续深化结构。宏观逻辑可提供的启示方向包括：跨周期调节发力点切换带来的机会；此外，2022 年疫苗与特效药的供给放量下，全球经济“场景修复”也将带来一定投资机遇。

二、2022 年股票主动策略私募基金投资建议

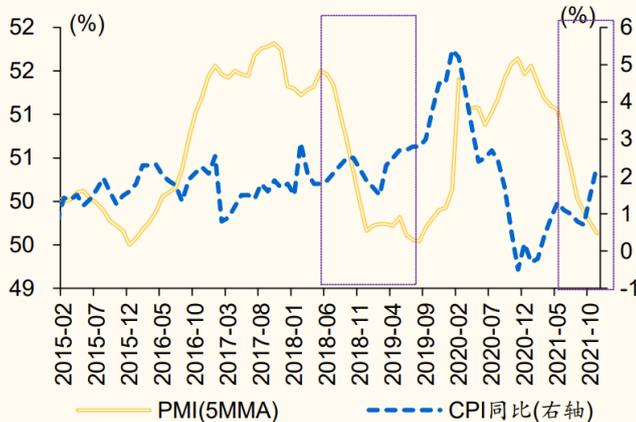
- 股票主动策略——市场环境整体中性偏乐观，建议以成长风格为主，精选风格均衡和擅长逆向投资的优质私募。**2022 年 A 股伴随政策节奏变化，全年市场或呈现“N”形走势，即一季度和四季度市场相对较强，二三季度相对较弱。2022 年经济下行形势确定，当前宏观政策边际宽松的窗口已经确立，且股票市场的流动性在居民财富大转移的趋势下长期充裕，2022 年市场大概率不会呈现单边下跌行情，更可能是业绩下行叠加政策边际宽松的组合作用下股市上演结构性行情。具体到股票主动策略私募基金筛选方面：1) 建议以配置成长风格为主，抓住传统引擎转向新动能过程中的投资机会。2022 年经济处在下行阶段，高增长稀缺，成长优于价值。同样是成长占优，预判 2022 年的市场环境不会像 2021 年重势不重质，而是更加重质，因此高质量成长选股更加重要。具体到管理人的选择方面，结合绩效评价指标以及长期跟踪调研对于管理人投资策略、配置方向以及投研能力的深度了解，最终选择了以高质量成长股投资为主、业绩持续性较好且注重回撤管理、当前布局在中国经济发展方向引领下的投资主线的私募公司。2) 精选风格均衡和擅长逆向投资的优质私募，抓住部分行业基本面和估值修复带来的机会。虽然预判 2022 年市场以成长风格占优，但价值投资和逆向投资领域仍然不乏机会，比如一些传统领域政策纠偏带来的结构性机会，供应链修复和消费修复分别带动相应行业量价改善带来的机会。结合绩效综合评价指标以及跟踪调研对于管理人投资策略、配置方向以及投研能力的深度了解，最终选择了风格均衡、成长与价值并重、注重安全边际以及擅长抓住基本面业绩反转同时带来估值修复的机会的私募公司。

2.1 市场环境分析：整体环境中性偏乐观，全年市场或呈现“N”形走势

1) 2022 年国内经济寻底，企业盈利仍将面临下行压力

- 长期来看，国内经济增速或再下台阶，经济下台阶体现的恰是结构转型中的“动能切换”逻辑。短期来看，2022 年中国宏观经济形势或类似 2018 年至 2019 年，经济从加速下滑到低位窄幅波动，信用环境从收缩到低位平稳，CPI 通胀底部回升，而出口增速高位回落。2020 年来疫情反复扰动下，全球经济周期节奏分化、结构分化。从全球周期节奏来看，中国率先走出疫情并恢复生产带动经济快速修复，从两年复合增速来看，中国复苏进度领先欧美经济增速 1-2 个季度。从内部结构来看，我国消费和投资的两年复合增速还未回到疫情前的水平，但是出口受益于产业链效应、出口替代、海外需求共振，已经超过疫情前的水平。当前市场一致预期是：2022 年上半年国内经济或处在寻底阶段，企业盈利将持续面临下行压力；而美国等国家经济处在寻顶阶段，叠加资本开支仍具有上行动力，预计上半年海外需求仍具韧性。

图表 10: 2022 年宏观经济形势或类似 2018 年至 2019 年



来源：Wind、国金证券研究所

图表 11: 全球主要经济体 PMI: 国内领先海外



来源：Wind、国金证券研究所

2) 货币政策宽松窗口已确立，外部紧缩效应或将冲击有限

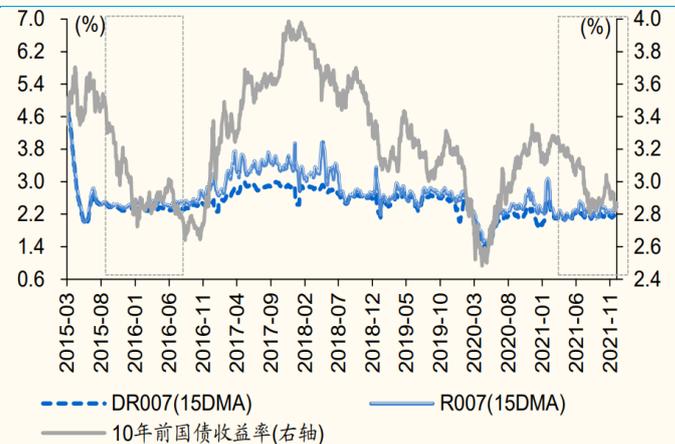
- 货币政策方面，我国在“后疫情”经济恢复阶段，货币政策调控节奏领先全球，在政策的实施中注重“以我为主”与“跨周期调节”。2021 年央行共实施两次全面降准，对冲大额 MLF 到期压力的同时缓解市场流动性担忧，并释放边际宽松信号，与美国缩减购债额度的边际收紧措施形成对冲。从 11 月三季度央行货币政策执行报告不提流动性大闸门的遐想，到高层重提“适时降准”，随后全面降准 0.5 个百分点，政策边际宽松提振经济的新窗口已经开启。年底中央经济工作会议通稿中增加了“保持流动性合理充裕”，去掉了“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”的表述，这表明中央经济工作会议确立了宽松政策的窗口。
- 2022 年货币流动性环境或类似 2015 年下半年至 2016 年上半年，眼下货币政策要服务于多重目标，经济压力加大、债务风险加速暴露等，仍需宽松的货币流动性环境来呵护，货币市场利率或维持低位稳定。虽然企业盈利放缓，但是流动性对 A 股的支撑较强。从 DDM 模型来看，随着我国经济增速见底对分子端企业盈利形成拖累，但是货币政策空间打开、中美贸易阶段性缓将从流动性和风险偏好端对 A 股形成提振。

图表 12: 2021 年央行两次全面降准



来源: Wind、国金证券研究所; 10Y 期国债到期收益率数据截至 2021/12/15

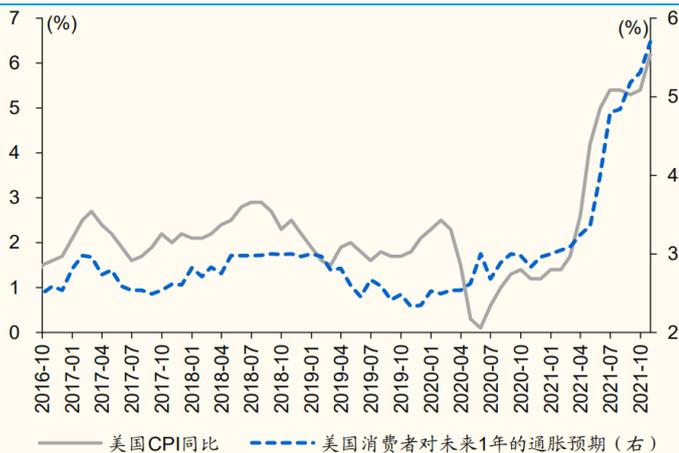
图表 13: 2022 年流动性或类似 2015H2-2016H1



来源: Wind、国金证券研究所

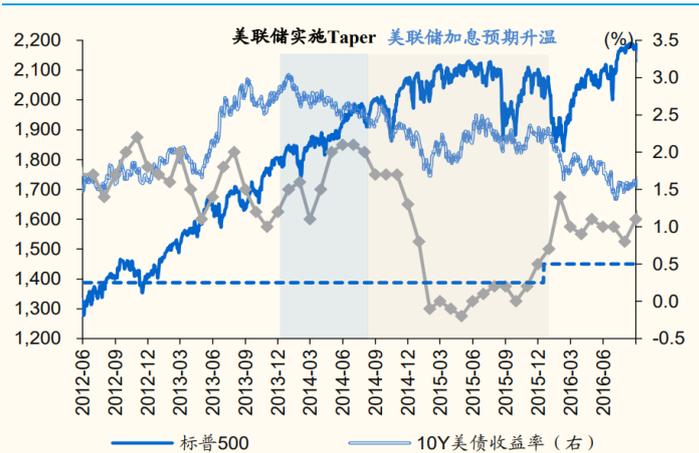
- 外部环境方面，2022 年疫情对全球经济的抑制减弱，疫后流动性“退潮”将是大概率。美联储面临通胀压力，加快了货币政策边际趋紧的节奏，或对资本市场风险偏好产生干扰。但是本轮中国宏观调控政策明确跨周期和逆周期有机结合，货币政策为我为主，我们认为国内货币政策的自主性和前瞻性会提高 A 股的稳定性，预计 2022 年的外部紧缩效应将对 A 股流动性冲击有限。一方面，欧美经济面和货币政策分歧难以进一步加大，意味着美元指数大幅上行空间有限，虽然短期中美货币政策分化，人民币阶段性贬值压力存在，但是中国高贸易顺差支撑和外资持续流入对人民币形成较强支撑；另一方面，相较海外市场，我国前期在货币政策的执行上相对谨慎，提前进行了货币收缩，目前中美利差有足够的垫，货币政策仍有操作空间。而潜在风险在于，Taper 对市场实际影响有限，加息预期却会实质影响，美联储首次加息大概率发生在下半年，对市场影响最大的阶段是欲加未加的时候，这大概率发生在二季度末和三季度初某个阶段，彼时市场表现或较为震荡。

图表 14: 美国通胀及其预期升温至历史高位



来源: Wind、国金证券研究所

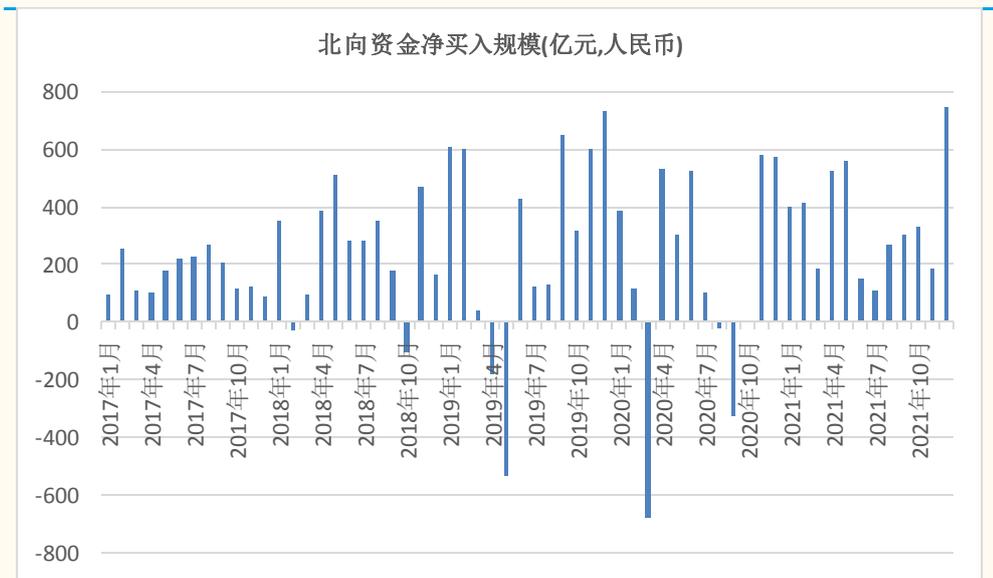
图表 15: 经验显示, 加息预期下市场表现较为震荡



来源: Wind、国金证券研究所

- 中国对发展资本市场的重视程度前所未有，全面实行股票发行注册制和加快资本市场对外开放的政策推动，都为优质股票的持续慢牛奠定了基础。A 股中的优质资产对于海外资金来讲，长期具备相对较高的吸引力，从北向资金的持续净流入中，也可以看到这一点。与此同时，低利率环境下固收类理财产品吸引力的降低和“房住不炒”政策的影响，居民财富向权益类资产转移的趋势已经逐渐形成，同时在政策的引导之下，机构投资者规模也在稳步增加，未来境内外增量资金仍将有入市的潜力。

图表 16: 北向资金净流入 A 股规模 (亿元, 月度, 截至 12 月 24 日)



来源: Wind、国金证券研究所

3) A 股估值中枢在上移但仍有支撑

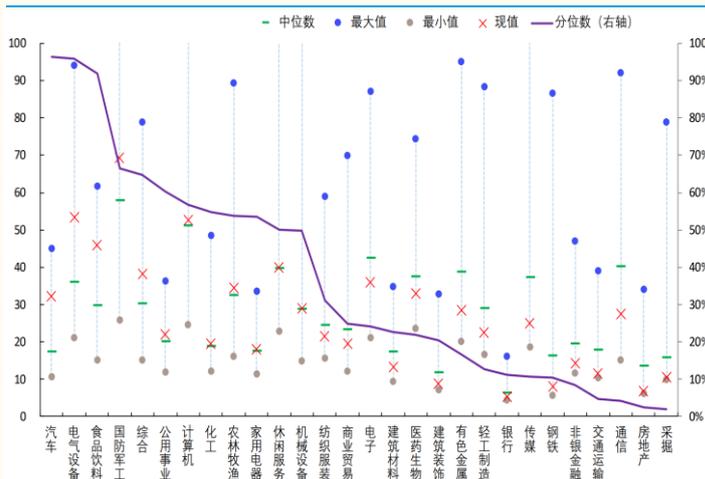
- 从市场整体估值水平来看，与市场情绪低点的 2018 年底相比，当前 A 股估值中枢在上移，但整体而言 A 股估值水平并不贵，与美股市场相比，仍然具有较好的估值优势。从细分行业来看，性价比高的机会不是很多，目前汽车、电气设备、食品饮料等行业估值水平处于历史高点，国防军工、公用事业、计算机、化工等行业的估值水平也处于均值上方，但另有大部分行业整体估值在均值附近甚至均值下方，随着经济周期的轮动，部分细分领域将会存在估值修复的可能。而且，在利率中枢下移、潜在增长率下行的约束之下，预计固定收益类产品收益率会继续下行，这将有助于资产配置由类固收产品向股票市场移动，支撑股票市场总体估值。

图表 17: A 股主要指数 PE(TTM)(自 2010 年 1 月起)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: A 股主要行业 PE(自 2010 年 1 月起)



来源: Wind、国金证券研究所

4) 市场对政策的不确定性担忧缓解, 有助于风险偏好回升

- 中央经济工作会议确立了宽松货币政策的窗口, 缓解了市场对共同富裕政策和资本监管政策的不确定性的担忧, 有助于市场风险偏好的回升。经济工作会议对 2022 年的定调鲜明, 稳字当头、稳中有进, 重提以经济建设为中心, 明确房地产政策大政方针不变, 确定了产业政策方向围绕高质量发展展开。1) 共同富裕方面, 明确提出实现共同富裕目标是一个长期的历史过程, 首先要把“蛋糕”做大做好, 然后把“蛋糕”切好分好, 进一步明确了共同富裕目标的长期性和完成目标的实践路径。2) 资本扩张方面, 本次会议提出要为资本设置“红绿灯”, 依法加强对资本的有效监管, 防止资本野蛮生长, 这与去年“防止资本无序扩张”的提法有所区别, 表明高层支持和引导资本规范发展的态度。3) 房地产方面, 此前政治局会议没有提到房住不炒的定位, 结合地产信贷领域的政策放宽, 让市场对地产政策的取向出现了一定的变化, 但此次中央经济工作会议再次明确房住不炒的定位, 因城施策促进房地产业良性循环和健康发展, 去房地产化在高质量发展阶段势在必行。4) 将提升制造业核心竞争力摆在了较高位置, 明确提出启动一批产业基础再造工程项目, 激发涌现一大批“专精特新”企业。5) 纠偏此前运动减碳的冒进政策, 明确了以煤为主的基本国情, 推动煤炭和新能源优化组合, 此外首次提出“从‘能耗双控’向‘碳排放双控’转变”, 双碳相关政策进入统筹协调推进阶段。

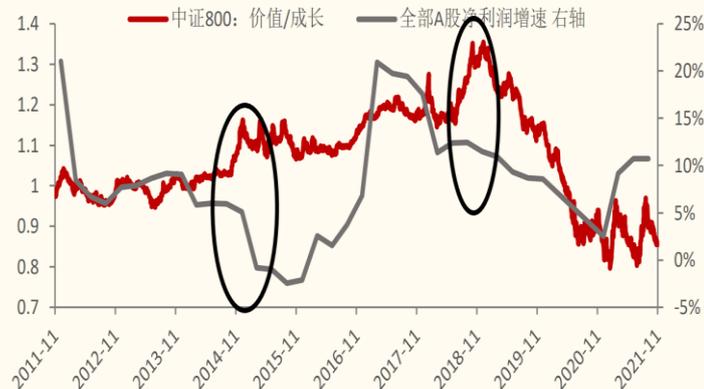
市场判断: 2022 年 A 股伴随政策节奏变化, 全年市场或呈现“N”形走势, 即一季度和四季度市场相对较强, 二季度和三季度相对较弱。2022 年经济下行形势确定, 当前宏观政策边际宽松的窗口已经确立, 且股票市场的流动性在居民财富大转移的趋势下长期充裕, 2022 年市场大概率不会呈现单边下跌行情, 更可能是业绩下行叠加政策边际宽松的组合下股市上演结构性行情。2022 年上半年上市公司业绩增速持续下行已经是市场一致预期, 不会成为主导市场的核心因素, 特别是一季度处在业绩真空期, 叠加政策在一季度处在宽松窗口期, 宽松政策或成为市场主导因素。但在 4 月年报和季报窗口, 关注企业盈利低于预期的潜在风险。下半年经济能否企稳回升, 仍存较大不确定性, 即使回升, 幅度有多大也很难预判。此外, 美联储结束 Taper 后大概率转向加息, 国内宽松货币政策空间收窄。当前市场预期美联储 2022 年或将加息 2-3 次, 其中首次加息大概率发生在下半年, 而其中对市场影响最大的阶段是欲加未加的时候, 这大概率发生在二季度末和三季度初某个阶段, 彼时市场表现或较为震荡。四季度随着加息等不确定因素落地, 权益类资产或重新定价。

2.2 市场风格分析: 成长股和小盘股相对占优

- 经济下行压力, 高增长稀缺, 成长优于价值。成长风格是不是相对占优取决于高增长是否稀缺, 一般而言, 经济下行阶段, 高增长是稀缺的, 而经济上行阶段, 当企业业绩增速都普遍相对较高时, 高增长并不稀缺, 而此

时往往市场更关注低估值的机。前瞻 2022 年，上半年经济处在寻底阶段，经济下行阶段价值股业绩或相对成长股更为受损。此外，在经济下行阶段，往往货币政策不会收紧，资金利率或处在下行趋势，这对盈利集中在远期的长久期成长股来说，估值更为受益。

图表 19: 业绩下行阶段，高增长稀缺，成长股优于价值股



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 资金利率趋势性下行阶段，成长股相对占优



来源: Wind、国金证券研究所

- **信用逐步验证，信用利差下行，小盘股相对占优。**信用利差是同时刻画小盘股相对业绩和小盘股风险溢价的有效指标，一方面能反映信用环境的宽松与否，另一方面能反映市场对违约风险的担忧。总体而言，信用利差收窄，小盘股跑赢大盘股；信用利差走扩，大盘股跑赢小盘股。前瞻 2022 年，资金面流动性的变化是影响信用利差波动的重要因素，当期货币政策宽松窗口期已经确立，不排除后续央行进一步降低 MLF 利率，宽松的流动性或对信用利差低位下行形成进一步支撑。此外，宽信用环境逐步得到验证，地产等行业信用风险趋缓。尽管当前信用利差处在历史较低位，但结合上述宽货币和宽信用的判断，信用利差或延续低位下行阶段，小盘股或更受益于不确定风险溢价的降低。

图表 21: 信用利差下行阶段，小盘股相对占优



来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 资金面流动性的变化影响信用利差波动



来源: Wind、国金证券研究所

2.3 投资机会分析：围绕“新能源产业链、电动与智能汽车产业链、军工、基建产业链和消费修复”等细分产业链进行布局

正如前文宏观所述，“资产荒”背景下，资金青睐给“确定性”以溢价，宏观逻辑提供的投资机会包括：稳增长主要抓手或有所切换，由传统引擎转向新动能的过程中孕育的投资机会；传统领域政策纠偏带来的结构性机会；疫苗与特效药的供给放量下，供应链修复和消费修复分别带动相应行业量价改善带来的机会。纵观全行业景气变化，新能源产业链、电动与智能汽车产业链、军工、基建产业链和消费修复是 2022 年推荐关注的五大方向。

- **关注一：新能源产业链。**双碳目标之下能源转型在持续加速，新能源行业的发展趋势仍然非常强劲，其中风光电等可再生能源产业链和电动汽车产业链延续高增长的确信性较高。从产业链纵深延伸的角度来看，光伏组件、逆变器、储能和新能源材料等细分领域景气或将持续提升。
 - **光伏板块：2022 年光伏产业链存在利润从上游向中下游转移的趋势，光伏组件和逆变器或迎来戴维斯双击。**光伏、风电行业装机成本持续下降，新能源行业已迎来全球无补贴平价上网。国内光伏 6 家龙头企业占据了全球产能约 50%，产业集中度提升趋势明显，下游扩产和新技术推动新增需求和更换需求接力。目前光伏板块存在较大的预期差，市场主要担心产业链上游涨价会影响下游电站的装机需求。前期产业链通过涨价试探至边际需求成本承受力极限并僵持一段时间后，年底硅片和组件降价，需求-价格的负反馈效应如期而至，硅片降价促进产业链新平衡。2022 年随着硅料产能释放，上游价格下降驱动产业链利润向中下游转移，光伏组件和逆变器或迎来戴维斯双击。
 - **储能板块：当前我国电化学储能装机量进入加速扩张阶段，产业链相关行业或持续受益。**在能源转型的浪潮中，储能是必不可少关键环节。与此同时，储能的发展也会进一步驱动再生能源渗透率的提升。储能领域中边际增量最大的或在电化学储能，特别是在风电和光伏等新能源领域，储能的广泛应用是新能源转型的必由之路。当前我国电化学储能装机量进入加速扩张阶段，产业链相关行业或持续受益。

图表 23：硅片环节让利至组件，推动前期僵持的下游需求回升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 24：储能驱动再生能源渗透率提升，电化学储能成为重点方向



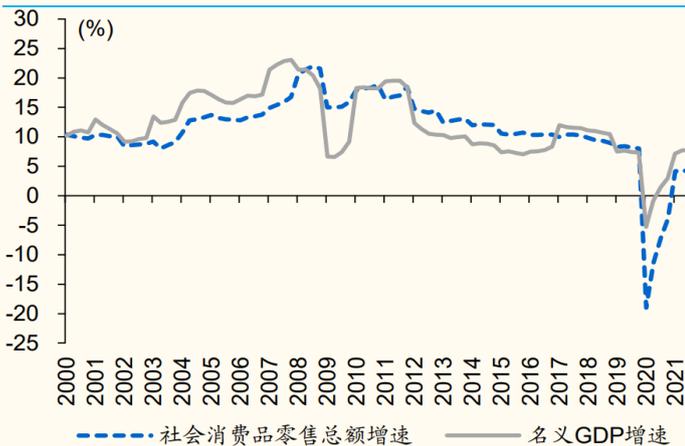
来源：CNESA、国金证券研究所

- **关注二：电动与智能汽车产业链。**长期来看，新能源汽车渗透率持续提升，短期补库需求支撑相关产业链景气，同时智能化是实现新能源汽车变革的核心，本土电动智能化产业链将直接受益。新能源汽车是中国汽车跨越发展的难得机遇，预计 2022 年中国新能源汽车渗透率将达到 25%左右。根据《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，到 2025 年，新能源汽车新车销售量要达到汽车新车销售总量的 20%左右，新能源汽车中自主品牌销量占比超过 80%，远高于传统汽车的 44%，承担着我国汽车工业“弯道超车”的重任。随着新能源汽车渗透率持续提升，叠加前期汽车缺芯导致产量受限，当前汽车库存处在历史新低，随着供应链的恢复，汽车补库需求或支撑相关产业链景气。当前新能源汽车转型过程中，智能化是实现变革的核心，自主品牌将迎来产业弯道超车的关键契机，本土电动智能化产业链将直接受益。在电动汽车和智能汽车渗透率不断提升的阶段，渗透率和国产化率双提升的背景下，功率半导体、车载电子与通信的市场空间进一步打开。
- **关注三：军工。**货币政策空间打开，叠加业绩高增长和政策面的支持，军工板块行情有望持续。从十四五规划开始国家对军备增长就很重视，军工行业逐渐从前几年的主题驱动行业转换成受基本面驱动的行业。与美国相比，目前中国的军工体量和经济地位并不匹配，发展军工正是保护我国经

济成果的表现。军工企业从研发设计到批量大规模生产，进入利润释放期，有利于制造企业提高资产利用率和回报率，从财务指标比如合同负债等都可以看到产能的释放和产能利用率的提升。此外，军工行业竞争格局稳定，一些细分领域形成寡头竞争格局，并且军工配套体系具有一定的门槛，没有进入体系的企业很难进入，体系内现有企业能够享受到十四五的红利。目前军工企业在做国企改革，员工股权激励，有利于行业发展。就细分领域来看，导弹产业链的景气度较高，并且景气度逐渐向中下游转移，预计 2022 年导弹产业链中下游将逐渐兑现订单，在十四五期间将大幅放量。目前，军工板块总体呈现出长期逻辑好、短期基本面在兑现的现状，机构对军工板块关注度较高。

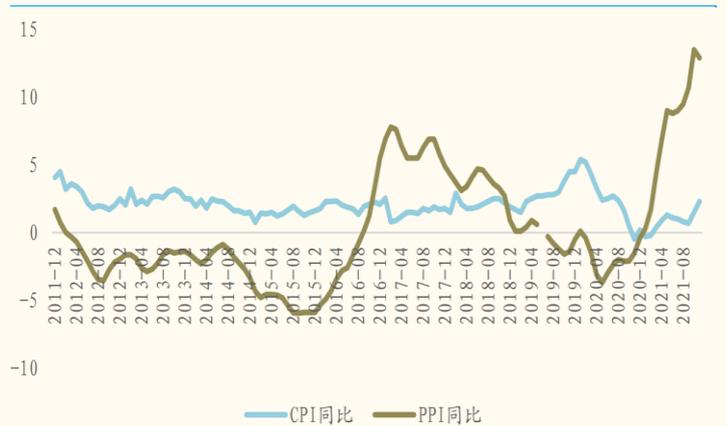
- **关注四：基建产业链。**在稳增长的基调下，基建投资肩负重任，也成为了经济的主要发力点，2022 年基建有望边际改善。政策方面，在资金来源和基建投资项目上均有所支持，2021 年地方政府新增专项债中有超过 1 万亿的额度在 2022 年将落地实施，并且 2022 年新增地方政府专项债发行进度也将适度提前，基建投资的资金来源将有保障，同时十四五建设项目大量落地也会带来基建新增项目。从基建的投资主线来看，跨周期调节下，政策更加注重长短期的平衡、稳增长与调结构的平衡，除部分“超调”政策的适度纠偏外，十四五规划的重大项目中已开工的加快推进、部分规划项目提前启动等，是较具可行性的稳增长抓手。而且，从十四五规划来看，基建类投资中可重点关注：信息基础设施、传统基础设施数字化改造、交通强国建设工程（东部与西部区域居多）、现代能源体系建设等，尤其是与新能源基建相关的投资机会值得关注，包括特高压、充电桩、加氢站、电网配套等。
- **关注五：消费修复。**消费一直是经济表现的稳定器，疫情期间消费增速下滑过快，降低了转型阶段经济的稳定性。共同富裕下的“促消费”政策，有助于缩小贫富差距、促进消费。站在当前时点，2022 年消费各环节有望边际改善：其一根据宏观对大宗商品价格回落及高基数影响预期，PPI-CPI 剪刀差有望收敛，前期受原材料涨价影响的大众消费品基本面将得到改善。其二供应链的理顺有利于前期受缺芯、运力紧张影响的消费品的生产和销售恢复，同时制造业端的恢复也有利于中低收入人群收入及消费意愿的提高。其三疫情随着疫苗、中和抗体等推进，将有望越来越可控，出行和社交如有一定程度的恢复，服务类消费向上改善大于向下。其四在经济稳增长及共同富裕背景下，消费扶持相关政策可以期待。

图表 25：消费是经济重要稳定器



来源：Wind、国金证券研究所

图表 26：PPI-CPI 剪刀差创历史新高



来源：Wind、国金证券研究所

2.4 股票主动策略私募基金筛选

- 基于前文对于股票市场的判断，2022 年上市公司业绩增速持续下行已经是市场一致预期，不会成为主导市场的核心因素，但会对行情结构产生一定影响，主导市场走势的核心因素来自政策端。当前宏观政策边际宽松的窗口已经确立，2022 年市场大概率不会呈现类似 2018 年和 2011 年那样的单边下跌行情，更可能的是业绩下行叠加政策边际宽松的组合下股市上演

结构性行情，A 股的投资机会仍然精彩纷呈，包括由传统引擎转向新动能的过程中孕育的投资机会；传统领域政策纠偏带来的结构性机会；供应链修复和消费修复分别带动相应行业量价改善带来的机会等。因此，A 股在资产配置中仍具备吸引力，股票主动策略作为国内私募基金中最大的类别，仍具有较高的配置价值。

- 具体到私募公司选择方面，我们将从投资风格的角度进行筛选。从投资风格来看，我们将私募公司划分为成长投资、成长价值投资（GARP 策略）、价值投资、逆向投资四大类，它们各自的投资特点、收益来源、所配置行业的特点、估值容忍度、投资标的市值范围和策略包含的风险因素如下表所示。可以看出：1) 没有哪一种投资风格可以适应不同的市场环境，这就需要我们根据对未来市场环境和市场风格的判断选择合适的投资风格，再从此类投资风格中选择优质的私募公司，才能较大概率地取得收益。2) 针对同一投资风格，具体仍然有不同的投资策略和收益来源，比如部分私募公司偏向自上而下先选行业再选个股，在高景气赛道行情中更多获取行业层面的收益，或者选择均衡配置减少波动；部分私募更偏向于自下而上获取精选个股的收益；部分私募偏好择时投资，擅长高抛低吸和行业轮动，把握市场主要风口，在市场分化或热点轮动较快的行情中能够抓住机会。3) 投资风格只是大的考量维度，我们仍然需要在其他维度综合进行考量，比如行业偏好，前文具体分析了我们看好的几大方向，那么选择私募公司尤其是做组合时，可以基于市场判断选择行业偏好适合市场环境的私募公司，或者把明显不同行业偏好但均有行业机会的私募做组合，分散投资，抵御风险。

图表 27：股票主动策略投资风格分类

风格分类	成长投资	成长价值 (GARP)	价值投资	逆向投资
投资特点	高成长高弹性	以合理的价格买入成长股	低估值或高壁垒	低估值、低关注度且有低估因子反转机会
收益来源	业绩高增长、黑马变白马	业绩增长和估值修复	估值修复、长期稳步增长	基本面业绩反转同时带来估值修复
行业特点	行业高增长、空间大，多为新兴行业	看行业性价比	行业稳健增长、格局稳定，多为传统成熟行业	行业多元，主要看自下而上个股机会
估值容忍度	较高	中等	较低	较低
标的市值	中小盘较多	市值范围广	大盘股为主	市值范围广
风险因素	容易忽视估值安全	较多套用 PEG	低估值陷阱	盈利拐点迟迟没有到来导致等待时间过长

来源：国金证券研究所

1) 以配置成长风格为主，抓住传统引擎转向新动能过程中的投资机会

- 基于前文对市场风格的判断，2022 年经济处在下行阶段，高增长稀缺，成长优于价值。同样是成长占优，预判 2022 年的市场环境不会像 2021 年重势不重质，而是更加重质，因此高质量成长选股更加重要。此外，寻找新稳态的过程中，稳增长主要抓手或有所切换，预计地产基建等传统稳增长引擎的作用弱化，主要抓手或出现在“双循环”背景下补链强链相关产业、双碳创新等新兴行业，因此以高增长、空间大的新兴行业为主要配置方向的成长风格更适合未来的市场环境。建议以配置成长风格为主，抓住传统引擎转向新动能过程中的投资机会。在这里，我们把成长投资和成长价值投资（GARP）统一放入成长风格的衡量标准中进行筛选。具体到管理人的选择方面，可以考虑对管理人的风险收益指标进行分析比较，综合考察管理人的持续稳定收益能力。在此基础上，结合绩效评价指标以及长期跟

踪调研对于管理人投资策略、配置方向以及投研能力的深度了解，最终选择了以高质量成长股投资为主、业绩持续性较好且注重回撤管理、当前布局在中国经济发展方向引领下的投资主线的私募公司，建议关注望正、汐泰、博鸿、中欧瑞博、沚杨、睿扬、康曼德、清和泉、相聚等管理人。

2) 精选风格均衡和擅长逆向投资的优质私募，抓住部分行业基本面和估值修复带来的机会

- 虽然预判 2022 年市场以成长风格占优，但价值投资领域仍然不乏机会，比如一些传统领域政策纠偏带来的结构性机会，供应链修复和消费修复分别带动相应行业量价改善带来的机会。此外，部分优质的逆向投资管理人选长精选充分具备安全边际、同时可以预判在未来的某个周期内会发生基本面业绩反转带来估值修复的个股，这类策略自下而上较多，需要跟踪调研、充分了解基金经理的选股能力。结合绩效综合评价指标以及跟踪调研对于管理人投资策略、配置方向以及投研能力的深度了解，最终选择了风格均衡、成长与价值并重、注重安全边际以及擅长抓住基本面业绩反转同时带来估值修复的机会的私募公司，建议关注磐耀、沚京、巨曦、聚鸣、仁桥等管理人。

图表 28: 股票主动策略私募管理人推荐

产品名称	私募公司	投资风格	基金经理	2021 年以来收益率	近一年			近三年			近五年		
					收益率	夏普比率	最大回撤	收益率	夏普比率	最大回撤	收益率	夏普比率	最大回撤
望正精英鹏辉 1 号	望正	成长投资	王鹏辉	40.09%	66.19%	1.85	11.00%	190.31%	1.57	12.88%	348.95%	1.49	12.88%
兴国 2 号	汐泰	成长投资	朱纪刚	6.17%	22.36%	0.90	11.70%	224.20%	1.67	11.70%	321.52%	1.36	14.60%
博鸿聚义	博鸿	成长投资	张其羽	18.36%	34.24%	1.17	10.70%	213.12%	1.74	10.70%	296.08%	1.45	13.04%
中欧瑞博 1 期	中欧瑞博	成长投资	吴伟志	15.67%	28.23%	1.67	6.15%	160.34%	2.13	6.15%	136.08%	1.13	22.79%
沚杨优选	沚杨	成长投资	吴亮	34.90%	42.33%	3.78	0.94%	106.88%	1.90	6.04%	95.76%	1.01	17.24%
睿扬精选 2 号	睿扬	成长投资	彭砚	39.30%	45.85%	2.01	5.06%	366.07%	2.29	6.41%	--	--	--
康曼德 003 号	康曼德	成长价值投资	丁楹	22.89%	35.04%	2.58	0.72%	218.47%	1.80	7.83%	291.11%	1.39	16.21%
清和泉金牛山 1 期	清和泉	成长价值投资	刘青山	10.19%	33.12%	0.98	15.28%	151.06%	1.30	15.28%	230.33%	1.15	18.51%
相聚芒格一期	相聚	成长价值投资	梁辉 王建东	18.75%	29.73%	1.53	7.26%	138.34%	1.82	7.26%	200.81%	1.41	13.73%
磐耀三期	磐耀	风格均衡	辜若飞	43.01%	53.95%	1.92	5.46%	144.78%	1.75	5.67%	363.24%	1.59	9.39%
沚京成长精选一期	沚京	风格均衡	高波	14.05%	22.53%	1.37	6.52%	105.11%	1.46	7.90%	113.56%	0.92	14.49%
巨曦 1 号	巨曦	风格均衡	董高峰	58.29%	56.82%	2.63	4.43%	366.09%	2.08	13.54%	--	--	--
聚鸣多策略	聚鸣	成长+逆向投资	刘晓龙	20.77%	37.94%	1.78	7.79%	279.87%	2.06	7.79%	--	--	--
仁桥泽源 1 期	仁桥	逆向投资	夏俊杰	30.71%	32.20%	2.55	2.97%	143.62%	2.24	4.95%	--	--	--

注：数据截止 2021 年 11 月

来源：国金证券研究所

- 睿扬：公司成立于 2017 年，目前资产规模超过 100 亿元人民币。基金经理彭砚曾任职中银基金和南方基金，投资经验超过 15 年。基金经理彭砚属于成长投资风格，选股标准是同时具备公司利润增长和估值扩张的戴维斯双击的个股，其中估值扩张是基于行业的成长性，倾向于选择未来中短期景气度持续扩张行业中的超预期个股。基金经理采用自上而下和自下而上相结合的方式精选个股：自上而下方面，遵循从宏观到中观行业再到短周期细分赛道的原则，投资热点行业和高景气赛道，彭砚认为市场往往表现出长期投资风格的短期化，需要抓住景气度扩张板块的阶段性机会，会根据一些技术指标进行波段操作。自下而上方面，长期持有压舱个股，标的与市场同比例加减仓，基金经理对标的进行深度研究。基金经理持股较集中，同时非常重视回撤的控制，擅长通过仓位调整控制回撤，大部分时候维持中性仓位，对

市场看好的时候维持中高仓位。

市场观点：判断 2022 年可能是 TMT 里面的元宇宙和汽车智能化这两个细分行业会比较好，因为估值不太贵且预期不够充分。在新能源、CXO、军工这些高景气赛道中，需要自下而上寻找 PEG 相对合理且利润增速较快的公司。

- 博鸿：公司成立于 2014 年，三名基金经理均来自于中金小盘股研究团队。博鸿资产属于成长股投资风格，致力于寻找长期来看生意越做越大的公司，认为好的商业模式能够圈住足够多用户的重要需求以及拥有好的竞争格局。基金经理从确定性高、空间大、增长快三个维度对公司的成长性进行考量，并根据三个维度将持仓个股分为核心持仓和卫星持仓两部分，其中核心持仓的个股确定性最高，持仓占比高，持有时间长；卫星持仓的个股短期景气度高、空间大，但确定性没有核心持仓高，需要跟踪验证，会根据赔率和短期基本面位置适当做轮动。基金经理认为基本面的重要性要优于估值，会在选择优质基本面的基础上考虑估值因素，尽量以合理偏低的价格买入，会对标的设定隐含收益率来确定买卖时点。基金经理擅长基于全球视野自下而上精选成长股，同时在 A 股、港股、美股三地市场做投资，投资标的覆盖消费品、医药、现代服务业、科技制造、数字经济等五大领域，产品保持较高仓位，一般不做宏观择时。

市场观点：未来 5-10 年，全球最重要的两条投资主线是：围绕虚拟世界的元宇宙；围绕物理世界的碳中和。展望 2022 年，数字经济板块最艰难的时刻即将过去，有望获得转机；对于元宇宙会继续保持前沿研究，致力于在全球市场寻找下一代的亚马逊、腾讯；对于碳中和，会以防守反击的打法争取多拿分。

- 中欧瑞博：公司成立于 2007 年，目前资产规模超过 150 亿元人民币，核心人物吴伟志拥有 28 年证券投资经验，先后荣获 7 次金牛奖。中欧瑞博的投资理念是“与伟大企业共同成长、尊重趋势、策略适配”，即以成长股为投资核心，同时辅以价值股投资和趋势投资，在不同市场环境匹配不同仓位的策略。成长股投资是中欧瑞博的核心投资理念，在消费、医药、科技等非周期行业精选优秀企业，通过企业内生性的成长获取中长期收益，持有标的时间较长。中欧瑞博经过十二年来不断的摸索和总结，建立和完善了成长股投资 MAPER 模型，即从商业模式、竞争优势、成长空间、管理团队、业绩确定性五个方面对成长股进行研究，其中竞争优势是投资关键，可以体现在技术领先、网络效应、规模经济、品牌优势、成本领先、转换成本等不同方面。中欧瑞博还遵循“春播、夏长、秋收、冬藏”的投资哲学，将市场环境分为熊末牛初、牛市中期、牛末熊初、熊市中期的牛熊循环四个阶段，分别有不同的策略与市场环境相适配，仓位管理灵活，对大的市场环境有成熟的应对模型，业绩稳定度高。

市场观点：2022 年新能源汽车、光伏、风电、半导体这些行业整体贝塔行情不大，更多的收益可能来自产业链上公司的业绩兑现钱。对于成长赛道需要在二级、三级菜单中找机会，赚这些公司业绩增长的钱，从买赛道转变到买公司。

- 汐泰：公司成立于 2014 年，目前资产规模超过 150 亿元人民币，核心人物朱纪刚曾任广发基金基金经理，属于典型的成长股投资风格，擅长基于成长股的行业均衡组合投资，在科技、消费、高端制造三个行业之间进行均衡配置，并且在三大行业的细分领域进行成长股的轮动操作，这种轮动仅根据标的公司的业绩和估值对大的波段做择时，因此整体仓位变动不大，大部分时候高仓位甚至满仓运行。基金经理认为选择成长股来自两个方面：一种是好赛道，行业本身快速成长、空间大、景气度高，从而驱动行业里面的公司快速成长；另一种是行业本身没有快速增长，但是行业非常大且涵盖的公司非常分散，优秀的龙头公司依靠强大的竞争力迅速扩大市场份额。因此公司成长可能来自于行业的成长，也可能来自于公司市场份额的扩张，最好是两者的叠加，从细分领域挑选出龙头公司，从而获得长期持续成长的收益。

市场观点：2022 年上半年国内经济尽管有下行压力，但有政策托底下行可控，依然看好结构性机会，包括共同富裕下中产群体扩大推动的消费升级和新品牌机会；创新药加快推出和医疗服务在全球提升份额的机会；减碳大背景下技术突破和制造升级的机会。

- 望正：公司成立于 2014 年，目前资产规模超过 80 亿元人民币，核心成员主要来自于公募基金。望正属于成长股投资风格，聚焦科技、医药、消费、先进制造等四大方向，对产业链进行深入研究，紧抓关键环节。认为不同细分行业驱动力各不相同，并没有完美的行业和个股，因此需要均衡配置，目前投资主线是当前市场高度关注的高端制造、新能源、军工、半导体等行业，其他行业适度参与。望正一般保持高仓位运行，遇到大的系统性风险才会减仓，其他情况一般进行结构性调仓。

市场观点：预判 2022 年市场既没有系统性风险，也很难有全面性机会。投资机会方面，看好国产替代方向的芯片、关键设备和材料、专精特新小巨人；要素改革方向的碳中和、能源结构转型、机器换人；需求牵引方向的汽车电动化和智能化、国防投入。

- 泮杨：公司成立于 2013 年，核心人物吴亮券商资管出身，拥有超过 25 年的证券投资经验。泮杨属于典型的成长股投资风格，偏左侧交易，投资的核心是寻找优秀的成长赛道。泮杨根据渗透率的变化，把行业的生命周期划分为爆发增长期、稳定增长期和成熟期三个阶段，处于不同成长阶段的企业，影响其成长的核心因素会有重大的不同。爆发期的行业渗透率在 10% 附近，这时行业内都在赚旺盛的行业需求的钱，公司之间差异不大；成熟期的行业增速下降，竞争格局发生变化；稳定增长期在爆发期之后，多数行业的竞争开始逐步加剧，这个阶段要选择护城河自我强化、有高客户黏性、价格战失效、领先企业已确立先发优势的领域，这些正是优秀成长赛道的特征。泮杨的行业配置相对均衡，目前认为新能源产业链渗透率提升加速、业绩进入高增长阶段、未来空间广阔、确定性强，因此配置比例相对较高。泮杨的个股布局相对分散，在景气行业中通过一揽子产业链投资替代个股的选择，以及倾向选择细分行业龙头。泮杨通常保持较高仓位，坚持长期持有，换手较低，一般只有在基本面或投资逻辑发生变化、估值泡沫、有更优选择、政策打压这四种情况下才会卖出。

市场观点：泮杨认为未来投资方向包括新能源、智能汽车和虚拟现实；基本面开始出现积极变化的部分消费、汽车；估值调整充分的医药、建材、物业服务。

- 康曼德：公司成立于 2014 年，目前资产规模接近 100 亿元人民币。康曼德以成长价值投资为核心理念，形成自上而下和自下而上相结合的投资策略。通过 MPFIVE 模型，综合宏观、政策、金融、估值、预期五个方面自上而下筛选行业；基于独特的 SAB-KMD 股票评级体系从基本面及交易策略两个维度自下而上精选个股，其中 S 代表好赛道龙头公司、A 代表一般赛道龙头公司、B 代表好赛道一般公司，KMD 分别代表快仓、持有和卖出，通过九种组合情况对个股进行评价和选择。康曼德一般对股票多头仓位调整较少，换手较低，擅长通过择时对冲控制回撤、降低风险，通常这种对冲只基于应对而不是预防。

市场观点：预判 2022 年经济将进入筑底期，货币政策易松难紧，市场结构性行情将延续，投资的长期逻辑应当紧密围绕绿色发展、共同富裕、数字革命三大主题。2022 年看好军工和新能源行业，这也是公司近几年重点看好的板块，同时重点关注大消费、科技互联网（含元宇宙）、高端制造等板块的投资机会。

- 清和泉：公司成立于 2015 年，目前资产规模超过 100 亿元人民币，核心人物刘青山曾任职于泰达宏利基金，拥有 24 年投研经验。清和泉以成长价值为投资理念，偏好成长股，坚持赚业绩增长的钱，以 ROE 为核心寻找优质龙头公司，以合理价格买入并持有。清和泉重点关注符合经济发展方向的扩张性行业，定调于三类高 ROE 资产，即

研发投入大的隐形高 ROE 资产（科技创新行业）、低估值高 ROE 资产（传统周期行业）、长期护城河宽的高 ROE 资产（消费服务行业）。清和泉采用自上而下与自下而上相结合的方法进行投资，以自下而上精选个股为主，自上而下方面有宏观和中观模型做指导，决定组合的仓位和行业配置，中观行业层面辅以择时进行调整，非极端市场环境下不做仓位选择，保持中高仓位运行。

市场观点：对 2022 年不悲观，在“低增长+低利率+高通胀”的宏观环境下，全年成长仍是主线，选股逻辑要回归重质，成长性和确定性（高 ROE）的优质公司将具有明显的超额收益。重点关注能源革命方向的运营商（新能源运营商和火电运营商的转型）、电网；从全球代工到自主可控方向的军工、汽车智能化；消费服务中的食品饮料、机场等。

- 相聚：公司成立于 2015 年，目前资产规模超过 100 亿元人民币，核心人物梁辉曾任职于泰达宏利基金。相聚以 GARP 策略为投资理念，既注重成长又关注估值，偏好自下而上，选股能力强。基金经理梁辉的投资风格是以优质成长股为主、兼顾价值，力争投资于潜力较大的优质成长公司，并分享其从小到大的成长过程。成长策略是以盈利增长为核心，选股标准是空间大、护城河宽、盈利有质量的增长、安全边际高；价值策略关注核心竞争力、低估值、分红收益率和向上催化剂。相聚的行业配置较均衡，个股集中度低，会基于大的波段进行一定程度的换手。与此同时，相聚的特色在于叠加使用量化工具，一方面可以通过量化手段选出一级股票池，为后续的定性选择做基础；另一方面通过量化模型评估市场风险水平，时刻捕捉和跟踪各类市场风险源，基于净值和回撤目标对仓位进行灵活管理。

市场观点：2022 年比 2021 年会改善很多，因为政策有一个明显的宽松迹象，市场正收益概率高。从大方向来看，还是新能源、半导体、TMT、新兴消费等行业增速较快，2022 年仍会在其中寻找主要机会。

- 磐耀：公司成立于 2014 年，目前资产规模 70 多亿元人民币。基金经理辜若飞投资风格灵活，个股选择从公司质地和成长性进行考量，需要有长期逻辑支撑，同时更加注重公司的安全边际，要求短期估值安全且具备一定催化。投资组合的行业布局强调差异化和分散度，行业内部兼顾成长和价值。基金经理非常看重研究的深度，采用自上而下的宏观研究和自下而上的产业研究相结合，要求所有研究结论都需要与产业链相关数据形成验证，并且长期持续跟踪研究。基金经理注重回撤的控制，善于通过大周期择时进行仓位管理，择时主要考虑宏观经济、市场情绪、产品净值等因素，认为宏观经济的稳定性仍是重仓前提之一，同时会综合考量市场情绪指标和市场整体估值，当市场情绪转暖并且估值处于历史低分位的情况下，会考虑加仓，反之会减仓，并且根据净值区间调整仓位高低，在不同净值阶段，仓位也不同。

市场观点：面对 2021 年末市场表现分化，部分高景气赛道出现回调，磐耀认为既要看到行情回调的风险，也要把握回调之后带来的布局 2022 年的机会。纯杀风格的行情并无法延续，未来的市场主线还将回到优质的景气赛道上。因此发掘当下景气赛道中既有安全边际又不乏弹性的品种才是生存之道，短期回调恰巧带来“顺大势逆小势”入场的机遇期。

- 巨曦：公司成立于 2018 年，目前资产规模 30 多亿元人民币，核心人物董高峰东北证券自营出身。巨曦资产坚持以基本面研究为基础，投资风格上价值与成长并重，注重企业估值与成长性的匹配。基金经理持有行业比较分散，擅长做行业轮动，把逆向投资和趋势投资相结合，尽量把握当年主流的投资机会，会参与周期波动和赛道红利，但不追逐市场热点，侧重左侧交易，不追涨杀跌。基金经理擅长自上而下和自下而上相结合，自上而下做宏观趋势和行业风格配置判断，自下而上精选行业和个股。对于投资标的，基金经理非常看重公司的行业情况、竞争格局和公司管理层，对估值便宜且增长确定或者成长空间足够大的公司敢于下重手，同时基金经理会对持有标的设定目标价，达

到目标价即卖出，不参与后续的泡沫。

市场观点：预判 2022 年市场宽幅震荡，对一季度不悲观，认为未来几年的投资机会将围绕中美博弈：1) 对新能源长期看好；2) 关注中国科技的卡脖子环节，比如半导体；3) 关注安全领域的机会，比如军工、自主可控。

- 沅京：公司成立于 2015 年，核心成员均具有多年的保险资管从业背景。沅京的投资策略主要有以下几个特征：一是，投资风格相对均衡和分散，在个股相对集中的基础上适当分散风格，既持有成长风格也持有低估值，同时风格的均衡不是简单以行业衡量，而是更要关注股价相关性。二是，擅长将自上而下与自下而上相结合，并且大级别择时能力突出。团队核心成员都有过宏观策略或者金融、周期行业的研究经历，有着共同的宏观认知体系，因此比较重视宏观研究体系建设，团队建立起四周期模型，从经济周期、金融周期、政策周期、市场周期四个方面观察，并能熟练跟踪各项数据，通过四周期模型把握重要择时窗口，但是沅京不做高频择时，只做大级别择时。三是，沅京偏右侧交易，为了降低波动也会适当进行止盈操作，尤其注重保护产品成立初期净值安全，这与基金经理的险资背景有关。四是，沅京把多年投资经验中已被验证为有效的数据逻辑关系，通过 IT 技术，以沅京的投资风格和投研框架整合各种内外部研究资源，搭建投研支持 IT 系统，实现人机结合，也能进一步强化保险资管出身的团队在自上而下层面的投研优势。

市场观点：2022 年的经济延续了 2021 年的深度转型，虽有阶段性压力，但政策底的支撑已现。而这种“经济略弱、流动性宽”的外部环境，反而会强化股票的比较优势，形成估值支撑。2022 年的行情仍是更偏结构性的，关注地产产业链、消费、新能源、专精特新、数字经济互联网方面的结构性机会，并坚定看好市场的中长期走势。

- 聚鸣：公司成立于 2017 年，是国内成长最快的阳光私募之一，目前资产规模超过 200 亿元人民币，基金经理刘晓龙曾任广发基金基金经理，擅长新能源、军工、制造业及周期行业。基金经理在基本面研究和市场风格判定的基础上采用“多策略”的股票多头策略，包括逆向投资、成长投资、主题投资、事件驱动等多种投资方式，以达到均衡配置、降低组合风险暴露的目的，其中逆向投资是核心。逆向投资就是自下而上精选具备充分安全边际、同时可以预判在未来的某个周期内会发生基本面业绩反转带来估值修复的个股。同时基金经理也擅长采用成长投资策略，即自下而上精选个股，挖掘因为商业模式、技术革新、竞争格局等驱动力导致基本面发生较大提升、具有较大向上突破空间的个股。整体来看，基金经理侧重基本面选股，不追热点，看重个股的安全边际，致力于挖掘兼具安全边际和成长性的标的，在价值显著低估时买入并持有，通过好公司的业绩增长、估值修复赚取回报，在公司价格兑现或者公司基本面发生质的变化时卖出。

市场观点：聚鸣认为 2022 年市场风格偏成长，行业差异会继续收敛和均衡。投资机会包括：1) 军工和电动车等景气赛道；2) 2021 年成本和汇率受损的中游行业，目前估值在中低位置，比如家电、建材、机械、基建相关等行业；3) 双控受益的行业，比如化工、有色金属；4) 港股估值比较低，2022 年投资风险很低，会提高配置比例。

- 仁桥：公司成立于 2017 年，目前资产规模 100 亿元人民币，基金经理夏俊杰公募基金出身。仁桥资产秉承逆向投资风格，投资理念主要包括安全边际、确定性优先、逆向思维三方面。安全边际的衡量标准是长期能为股东创造价值的好公司和低估值，是选择任何投资品种的基石，也是实现主动风控的核心。确定性优先有两层含义，一方面是在风险收益比相同的情况下，优先选择绝对风险低的品种，另一方面是尽可能多的布局类期权属性的行业和个股，这些行业和个股向下锁定风险，向上具有弹性。逆向思维包括四个步骤，首先是选公司，选出细分领域龙头；第二步是估值回溯，筛选出当下的估值水平远低于历史均值的公司；第三步是找出可能被低估的因子，重点评估；最后

一步是自下而上深度研究及调研，寻找预期差及潜在催化剂，最终找到被市场错误定价的公司。仁桥资产的选股标准遵循低估值、低关注度、股价低涨幅、高确定性的“三低一高”原则，重点布局传统价值股、中小市值成长股和抗通胀领域，换手率低，一般保持较高仓位，对仓位整体择时较少。

市场观点：对于 2022 年，由于整体经济以及企业盈利的确定性下滑，赚业绩增长钱的机会变得困难，相反，那些低估值、低预期的公司往往会有更好的相对表现。相较于半导体、新能源、军工等高估值热门板块，更愿意从其他的行业中寻找机会。2022 年更看好汽车零部件、计算机、非银、互联网、医药、电子等行业的相对表现，并且这些行业中的机会更多的是自下而上的机会。2021 年仁桥在港股上有所收获，认为 2022 年港股具有较高的风险收益比，会加大对港股的配置。

三、2022 年股票量化策略私募基金投资建议

- **股票量化策略——超额收敛不可避免，关注超额稳定性。**短期来看，市场交投活跃度有所回暖，并且维持在较高水平，策略运行拥挤度适中，市场波动水平已现触底反弹趋势，同时行业及个股收益率离散度同样已有反弹迹象，而且近期股指期货贴水情况持续收敛，近月合约甚至一度转为小幅升水，股票量化策略（包括量化选股和市场中性策略）运行环境的部分影响因素已有边际回暖趋势，但年末市场风格的频繁切换一定程度上影响了近期量化超额。从 2022 年全年角度来看，有利因素和不利因素共存：全年来看，A 股市场上上市公司业绩增速持续下行已经是市场一致预期，不会成为主导市场的核心因素，但会对行情结构产生一定影响，整体而言 A 股估值水平并不贵，叠加宽松的政策环境，对 2022 年 A 股市场不必过于悲观，总体交易大概率会处于相对活跃状态，万亿成交或成新常态，叠加股票量化策略私募基金新增规模预计有所放缓的预期，因此策略拥挤程度方面尚可；从市场风格来看，成长股和中小盘股或相对占优，尤其在宽货币和宽信用的环境下，信用利差或延续低位下行趋势，小盘股或更受益于不确定风险溢价的降低，但仍需警惕风格短期出现急剧切换的风险；从打新收益层面来看，今年全年打新策略收益贡献大幅降低，预计 2022 年打新策略收益边际递减的趋势不改。总体来看，2022 年整体环境对于股票量化策略的运行相对中性，量化投资仍有获取必要超额收益的空间，但长期来看量化策略的超额收益逐步走低有其必然性，2022 年适度调整对策略整体收益及超额表现的预期尤为重要。落实到管理人的选择上，1) 头部量化机构在人才、策略、算力、数据、投研等方面的大力投入仍有一定的相对优势，可适当关注对交易频率依赖相对较低，对策略广度和深度挖掘充分的头部私募基金管理人；2) 今年以来涌现出不少表现优异、发展迅速的新锐量化管理人，管理规模适中（或仍在容量以内），在策略完整度和产品线丰富程度方面尚有很大的进步空间，同样可以重点关注；3) 在中证 500 指数增强策略日渐拥挤的背景下，关注策略“外溢”，例如沪深 300 指数增强策略、中证 1000 指数增强策略、量化多头（全市场选股）策略。

3.1 基础市场分析：影响因素边际回暖，运行环境相对中性

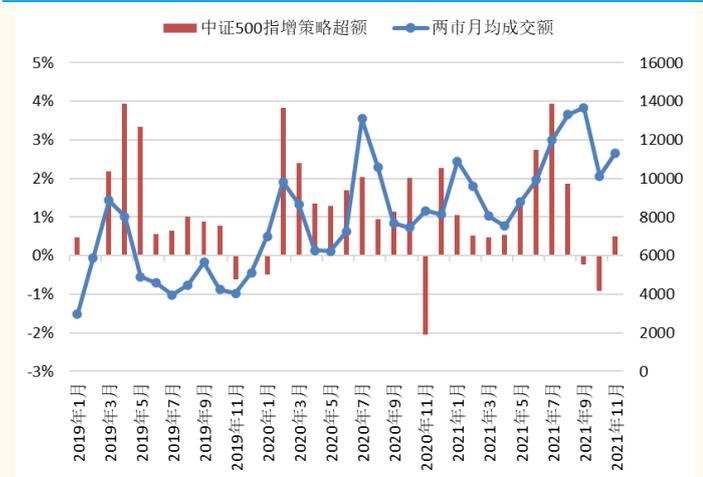
- 目前市场上私募基金股票量化策略主要细分策略为量化选股、指数增强、市场中性等等，这里我们将这些主要的量化策略合并分析。从影响股票量化策略的市场因素来看，主要涉及交投活跃度、波动水平、行业轮动及市场风格特征、贴水情况、打新收益、因子表现等，具体来看：

1) **万亿成交或成 A 股新常态，策略拥挤度处于相对高位但增速预计放缓**

 - 由于国内大多数私募基金在股票量化策略方面都会使用量价因子以及日内交易，因此市场的活跃程度对于策略的表现会有明显的影响。从 2019 年以来中证 500 增强策略月度超额表现与两市成交额走势对比来看，除 2020 年 11 月以及 2021 年 1 月等这样的顺周期大市值股抱团行情的个别月份外，超额收益与成交水平呈显著的正向相关。两市的成交水平体现了市场的交投活跃度，同时也一定程度上影响着个股、行业的波动水平以及换手水平等等。成交活跃的市场环境往往伴随着高流动性、高波动性，这也意味着通过量价类因子/数据特征为主，去捕捉错误定价机会的量化策略可以实际使用的有效因子更多，数据特征维度更多，从而获取更丰富的收益来源。可以明显地看出，今年以来随成交水平在 3、4 月触底，超额表现也回落到较低水平，而 5 月开始伴随两市平均成交额一路突破万亿，行业整体超额水平也持续提升，而自从 9 月 30 日两市成交额再度跌破万亿水平之后，整个 10 月市场成交量相较 9 月继续大幅下滑，从北向净流入同样能印证，自 5 月开始至 9 月上旬，北向周度净流入平均高达 75 亿，而 9 月中旬开始随市场风格的再度切换，周平均流入锐减至 40 亿出头。虽然近一年来伴随量化私募规模的快速上升，行业平均换手水平较 2019、2020 年两年已有所下降，但相比于主观策略，传统的中高频量价类策略年换手率仍在 50 倍以上的较高水平，在市场交投活跃度高的行情中更容易获取超额收益，而伴随着 10 月以来成交量的断崖式下滑，量价类策略获取超额收益难度增大。近期来看，11 月市场交投活跃度在短暂下滑后再度企稳，12 月以来有进一步

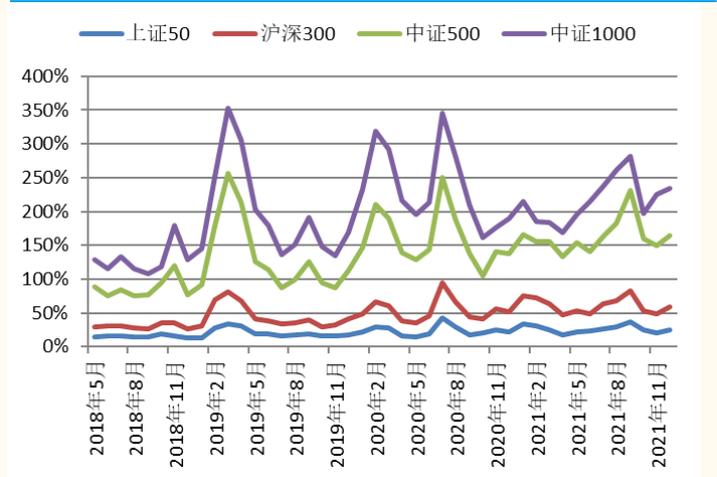
回暖趋势，两市日均成交额重回 11000 亿以上，并且重要指数的换手水平也在近期触底反弹。

图表 29: 成交额变化情况与超额走势对比



来源: Wind、国金证券研究所

图表 30: 主要指数换手水平



来源: Wind、国金证券研究所

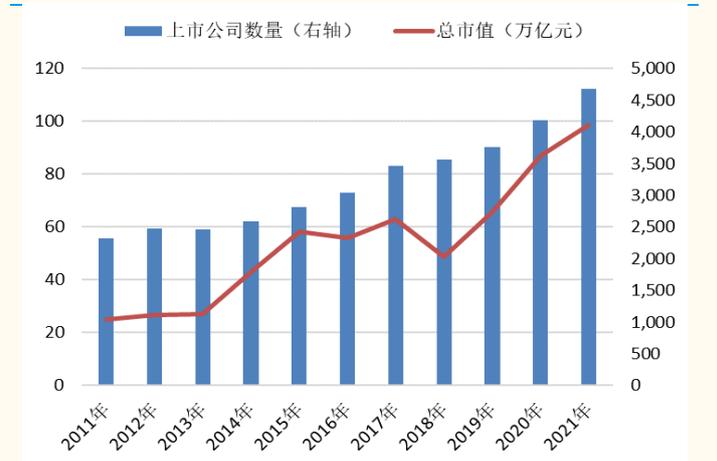
- 另一方面，量化私募行业规模的增速对于市场有效性的影响也非常显著。2021 年是量化私募发展的大年，截止到最新，管理规模超过百亿的私募管理人中，量化私募已超过 25 家。除去新锐百亿量化私募的不断涌现，在今年以前已超百亿管理规模的量化私募管理人也迎来了规模的急速增长，由曾经的量化“四大天王”到现在的百花齐放，行业整体的总管理规模也已于 2018 年的 1500 亿左右，增至了目前的万亿水平（非官方数据）。近几年亮眼的收益表现带来了管理规模的大幅扩张，同时也吸引了大量资金涌入，相关赛道的博弈越来越充分，超额不可避免的受到稀释，策略拥挤度再度提高，中证 500 指增策略的超额收益较 2020、2019 已有明显的收窄。到目前来看，今年以来已有超过 10 家量化管理人发布过产品封盘的公告，其中大多数为百亿级量化私募。可以看到，比起盲目的进行规模扩张，更多管理人还是倾向于封盘保障现有投资人利益，并且进行策略迭代和升级以扩大未来策略容量。同时，从中长期趋势来看，截至 12 月 28 日，沪深两市年内总成交额已超 254 万亿元，全年毫无悬念将超过 2015 年的史上最高年度总成交额。从年内日均成交额看，2021 年以来的日均成交额为 1.06 万亿元，创下历史之最。另外，目前沪深两市上市公司已接近 4700 家，A 股总市值已接近 100 万亿元，流通市值也高达 75 万亿左右。2022 年，在投资机会分散化的结构性行情下，总体交易大概率会处于相对活跃状态，万亿成交水平或成 A 股新常态，叠加股票量化策略私募基金新增规模预计有所放缓的预期，因此策略拥挤程度方面尚可。

图表 31: 成交额变化情况与量化管理规模对比



来源: Wind、国金证券研究所

图表 32: 沪深两市上市公司数量与总市值变化

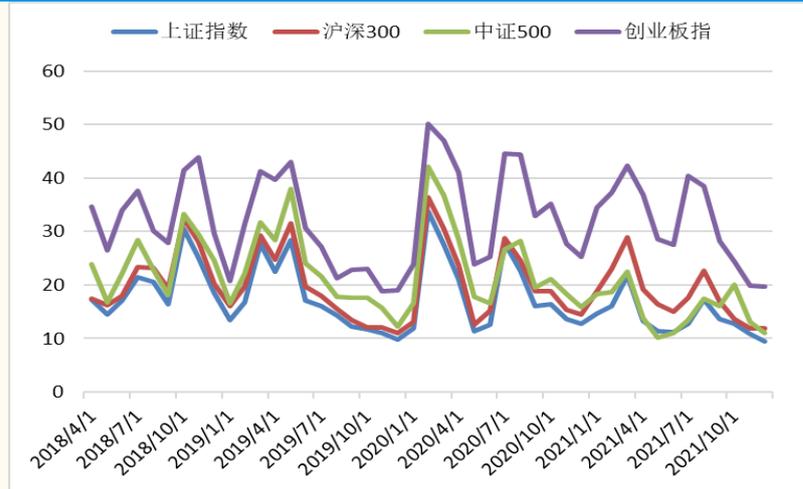


来源: Wind、国金证券研究所

2) 波动水平及收益离散度双降，但进一步下降空间不大

- 在过往的研究中我们发现，长期来看指数增强策略的超额表现与市场整体波动水平，尤其是个股及行业离散度（以沪深 300、中证 500 及中证 1000 股票池作为样本计算个股收益横截面标准差衡量个股收益离散度，以申万一级行业月度收益横截面标准差衡量行业离散度）有较高的相关性，即当市场个股间、行业间收益率离散度较高、热点较为扩散时，量化策略在选股端更易获得较高的超额收益，而在热点较为集中的市场环境下，则难以有较好的超额表现。

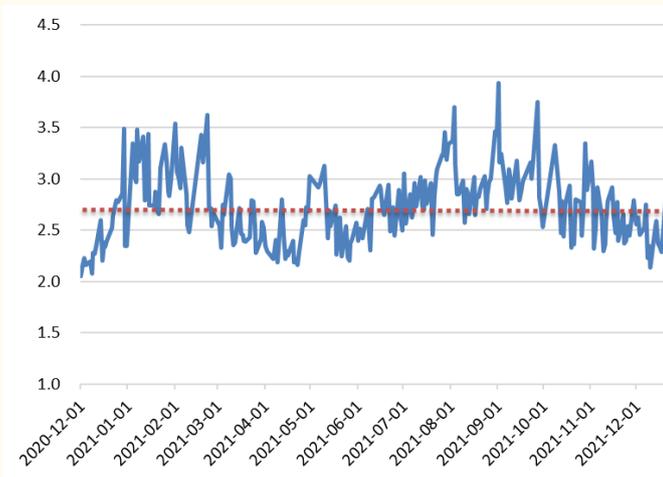
图表 33: 主要指数波动水平 (过去 20 日波动率年化)



来源: Wind、国金证券研究所

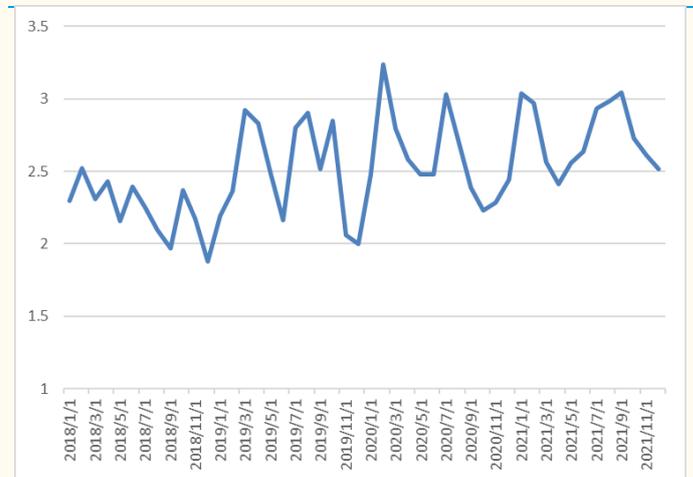
- 从市场整体波动水平来看，今年 8 月开始创业板指波动水平从高位一路回落，其余各指数波动水平在达到高位后同样进入下跌区间，10 月除中证 500 指数波动水平反弹回升外，其余各指数波动水平持续走低至前期低点，进入 11 月以来，这一现象并未缓解，整体波动水平继续下降，回到今年 6、7 月低位，其中中证 500 指数波动水平降幅最大，12 月以来进一步走低后已现反弹迹象。个股及行业收益率离散程度来看，近期已经回到近一年中位水平下方，市场收益离散度收敛趋势仍在，并且 12 月以来继续小幅回落。目前来看横截面波动水平已经处于历史低位区间，未来进一步大幅走低的可能较小。从中长期趋势来看，不管是个股还是行业收益离散度，整体都呈现出中枢上移的趋势，另外前文提到年末以来市场成交及换手均有回暖的继续，预计未来一段时间横截面波动水平会随交投活跃度的提升有所反弹。

图表 34: 近一年个股收益率离散度



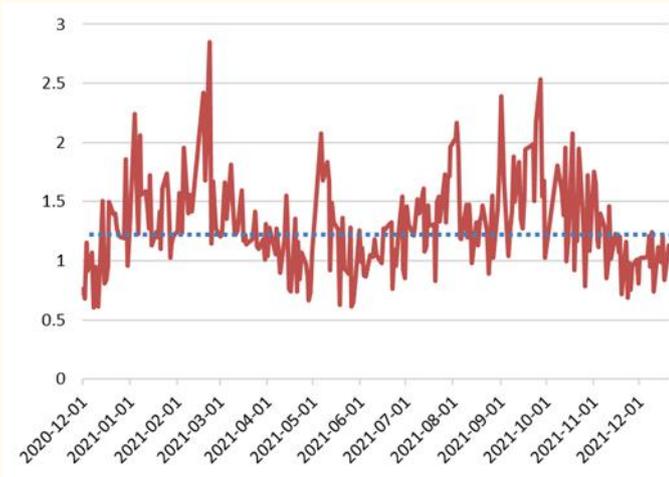
来源: Wind、国金证券研究所

图表 35: 个股收益离散度长期走势



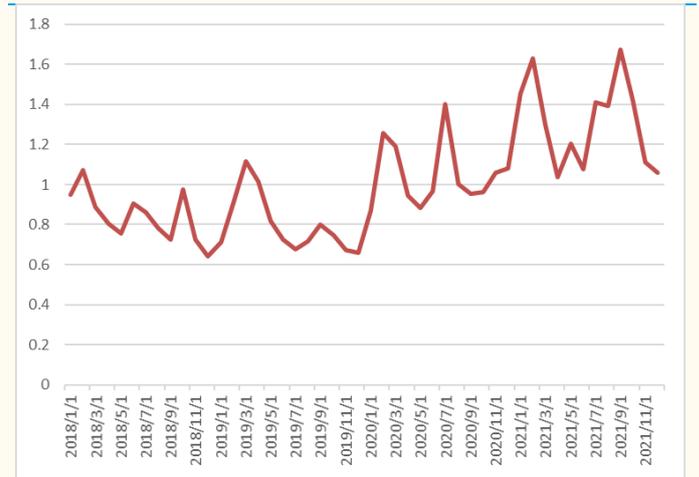
来源: Wind、国金证券研究所

图表 36: 近一年行业收益率离散度



来源: Wind、国金证券研究所

图表 37: 行业收益离散度长期走势



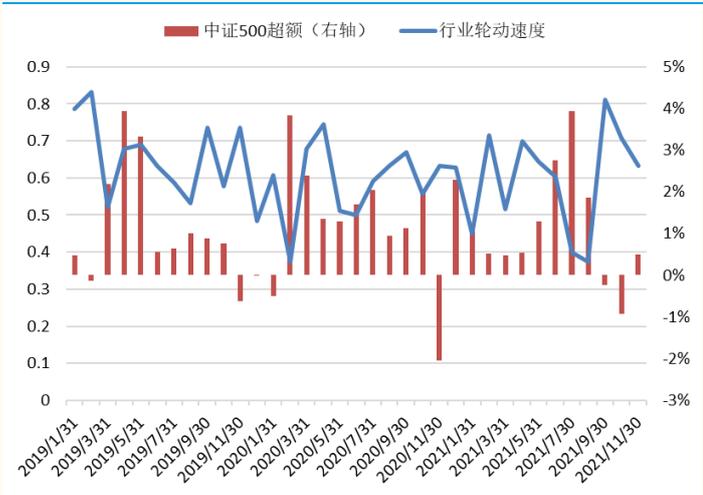
来源: Wind、国金证券研究所

3) 行业轮动速度回到适中水平, 中小盘股仍有一定成长空间

- 量化策略超额水平与行业轮动速度呈现一定的负相关性。从 2019 年以来 A 股月度行业轮动速度, 与中证 500 增强策略的超额表现对比来看, 行业轮动速度过快的月份, 往往对应着相对较低的超额表现, 尤其是当轮动速度大幅飙升的时候, 超额收益甚至会出现集体的回撤现象。究其原因, 一方面, 不管是传统的线性多因子模型还是近一两年强势崛起的人工智能选股模型, 本质上都依赖于对大数据的历史统计规律, 当行业轮动速度处于比较稳定的波动区间, 市场热点轮换相对有序且具备持续性时, 策略更易捕捉到 alpha 收益, 而反之当行情切换加快, 热点更换频繁, 行业波动显著加大时, 选股模型往往难以捕捉到短期市场规律, 造成因子短期失效; 另一方面, 在量化行业发展初期, 量化管理人通常有较为严格的风控限制, 非常关注在风格因子上的暴露程度, 在行业中性的控制上较也为严格, 使行业轮动或风格切换不会太多影响超额的水平, 但随着行业规模的扩张加剧, 管理人都在经历策略容量、收益率、波动率多重约束下的不可能三角, 多数管理人在行业或其他风格因子上都有不同程度的暴露。通过一定的择时能力捕捉行业轮动或者风格轮动会带来额外的超额, 但盈亏同源, 当出现热点行业切换频繁, 行业和风格出现无序波动的紊乱状态时, 风险因子过多暴露同样会受到相应的惩罚。9 月、10 月行业轮动速度大幅飙升, 超额也随之有所回撤。不过 11 月以来行业轮动速度重新下降到适中水平, 行业平均超额也再度回正。
- 今年以来市场风格总体还是延续了中小盘强于大盘的特征, 但在不同阶段仍有比较明显的风格切换特征。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, 抱团情绪浓厚, 市场维持大强小弱格局, 春节归来后风格明显切换, 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。3 月开始市场机会持续集中在中小盘股票中, 尤其是 6-8 月, 中小盘股强势领涨, 随后周期股也异军突起, 交投活跃度整体提升, 而中小盘个股投资机会的增加, 有利于加大上涨个股的分散程度, 进而提高股票量化策略成功捕捉个股的概率, 即阿尔法收益。但 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, 中小盘股连续数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, 使得股票量化策略获益的难度有所增加。11 月开始市场机会重新回到中小市值股票中, 但 12 月这一现象再度有所逆转。对于 2022 年, 不管是从盈利增速, 还是估值水平来看, 中小盘股仍有一定的成长空间, 另外当前基金对于中小盘的配置仍处于十年低位水平。综合来看, 2022 年市场预计较难出现大强小弱贯穿全年的一九行情, 风格方面或成长股和中小盘股相对占优, 尤其在

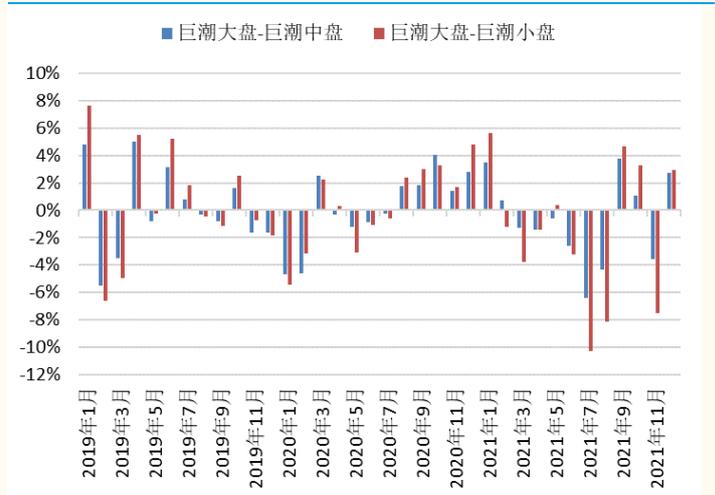
宽货币和宽信用的环境下，信用利差或延续低位下行趋势，小盘股或更受益于不确定风险溢价的降低，但仍需警惕风格短期出现急剧切换的风险。

图表 38: 行业轮动速度



来源: Wind、国金证券研究所

图表 39: 市场风格特征变化

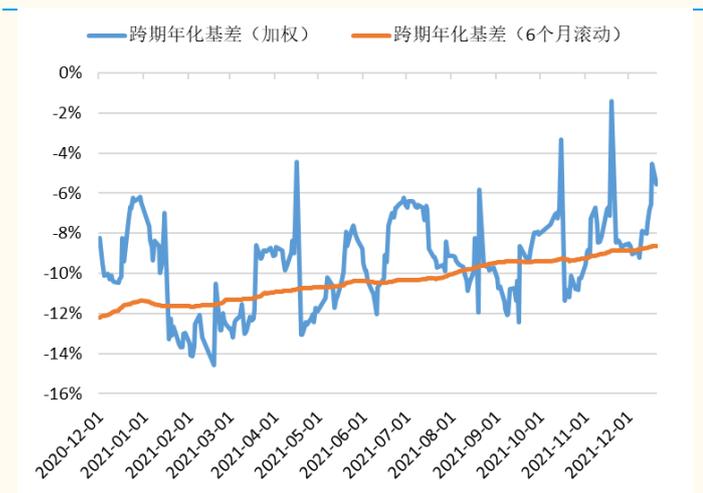


来源: Wind、国金证券研究所

4) 贴水收敛有效降低对冲成本

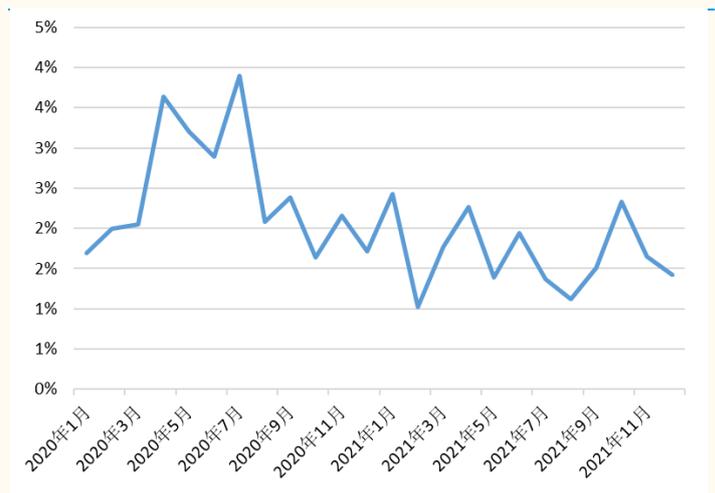
- 除去多头端的超额表现外，量化对冲/市场中性策略的业绩表现还受到空头端对冲成本的影响。从 IC 跨期年化基差来看，今年以来的对冲成本整体处在可控区间，且较 2019、2020 年已有明显的收敛，并且 6 个月滚动跨期年化基差已经从上半年 10%-12% 的区间下降到了 8%-10% 的区间，另外今年以来基差波动水平也呈现出明显的下行趋势，长期来看利好对冲类策略，有助于管理人锁定适宜的对冲成本。从当前环境来看，A 股市场下探空间有限，而且随着打新收益的降低，不少资金从打新基金/策略中撤出，打新基金建仓股指期货空头来对冲多头的需求也有所减少，给基差贴水幅度带来的边际影响减弱，综合来看未来开仓的头寸所需承担的对冲成本扩大的可能性不高。

图表 40: IC 跨期年化基差 (加权) 走势



来源: Wind、国金证券研究所

图表 41: IC 跨期年化基差波动水平



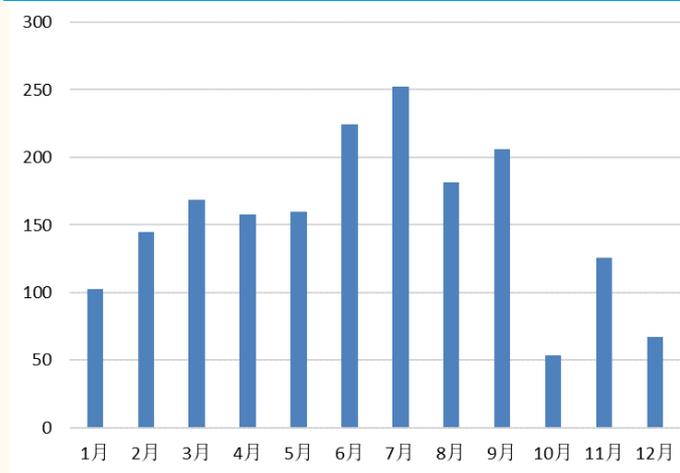
来源: Wind、国金证券研究所

5) 打新收益大幅收窄，收益增强效用边际递减

- 从今年以来各个月份来看，新股上市首日涨跌幅平均值在 10 月大幅下滑，跌落至 50% 左右的水平，不足绝大多数月份的 1/3 水平，11 月虽然有所恢复，但 12 月以来（截止 12 月 20 日）再度走低。单从 10 月以来上市的新股表现来看，10 月 22 日新股中自科技上市首日收跌 6.87%，随后拉开了新股破发序幕，同样到截止到 12 月下旬为止，此后的 35 个交易日中又有

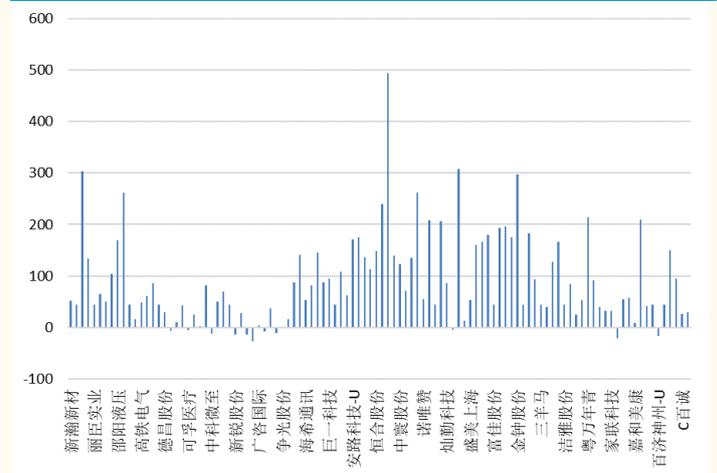
10 只新股上市首日收跌，其中成大生物首日收跌近 30%。虽然今年以来大多数管理人都表示打新收益较去年大幅收窄，对策略整体的收益增厚贡献幅度有限，但频频破发带来的影响仍超出预期。预计 2022 年打新策略带来的收益增强会延续今年以来边际递减的趋势。

图表 42: 今年以来分月度新股上市首日平均涨跌幅情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表 43: 10 月以来新股上市首日涨跌幅情况

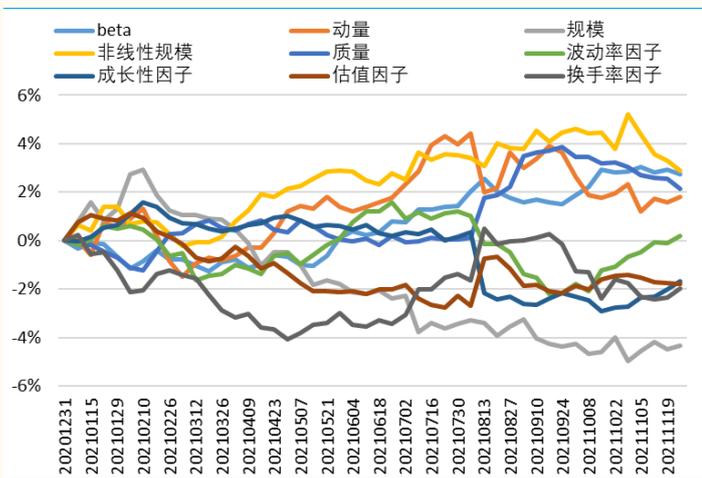


来源: Wind、国金证券研究所

6) 因子有效性尚可

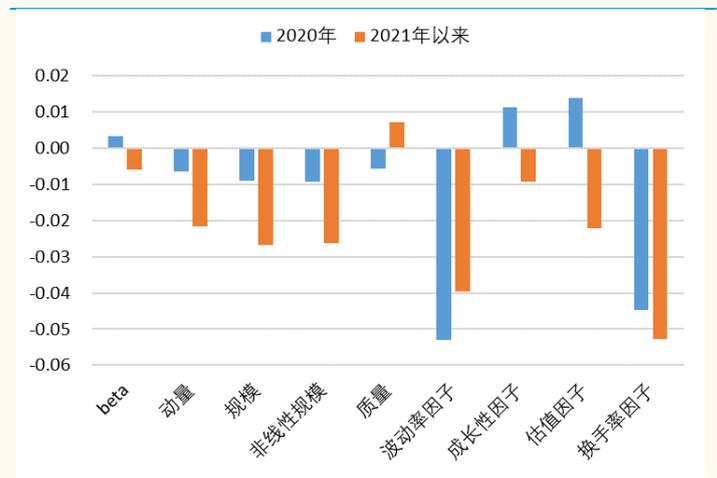
- 从各因子 2021 年以来的累计收益来看，9 个因子中 beta、动量、非线性规模、质量 4 个因子实现了正的累计回报。另外，从因子有效性情况来看，截至 11 月底利用因子周度 Rank_IC 平均值结果考察因子的有效性，从图表中可以看到，相比于 2020 年，2021 年以来反转、小市值、质量、换手等因子预测有效性增强，估值等因子预测有效性减弱。整体来看，有效因子数量尚可，对于量化选股的影响总体偏中性。

图表 44: 2021 年以来因子累计收益率



来源: Wind、国金证券研究所

图表 45: 因子 Rank_IC



来源: Wind、国金证券研究所

7) A 股市场风险溢价

- 从股票市场风险溢价来看（自 2011 年以来沪深 300、中证 500 及自 2014 年 10 月以来中证 1000 回报率与 10 年期国债到期收入率之差），截至 12 月 24 日，当前沪深 300 风险溢价率 4.32%，处在历史 35.20%分位值水平；中证 500 风险溢价率 2.13%，处在历史 97.90%分位值水平；中证 1000 风险溢价率-0.04%，处在历史 89.40%分位值水平。

图表 46: 沪深 300 风险溢价率



来源: Wind、国金证券研究所

图表 47: 中证 500 风险溢价率



来源: Wind、国金证券研究所

图表 48: 中证 1000 风险溢价率



来源: Wind、国金证券研究所

3.2 股票量化策略基金筛选

■ 基于前文分析,对于股票量化策略而言,短期来看,市场交投活跃度有所回暖,并且维持在较高水平,策略运行拥挤度适中,市场波动水平已现触底反弹趋势,同时行业及个股收益率离散度同样已有反弹迹象,而且近期股指期货贴水情况持续收敛,近月合约甚至一度转为小幅升水,股票量化策略(包括量化选股和市场中性策略)运行环境的部分影响因素已有边际回暖趋势,但年末市场风格的频繁切换一定程度上影响了近期量化超额。从 2022 年全年角度来看,有利因素和不利因素共存:全年来看,A 股市场上市公司业绩增速持续下行已经是市场一致预期,不会成为主导市场的核心因素,但会对行情结构产生一定影响,整体而言 A 股估值水平并不贵,叠加宽松的政策环境,对 2022 年 A 股市场不必过于悲观,总体交易大概率会处于相对活跃状态,万亿成交或成新常态,叠加股票量化策略私募基金新增规模预计有所放缓的预期,因此策略拥挤程度方面尚可;从市场风格来看,成长股和中小盘股或相对占优,尤其在宽货币和宽信用的环境下,信用利差或延续低位下行趋势,小盘股或更受益于不确定风险溢价的降低,但仍需警惕风格短期出现急剧切换的风险;从打新收益层面来看,今年全年打新策略收益贡献大幅降低,预计 2022 年打新策略收益边际递减的趋势不改。总体来看,2022 年整体环境对于股票量化策略的运行相对中性,量化投资仍有获取必要超额收益的空间,但从今年头部管理人屡屡封盘中证 500 增强策略来看,一定程度上或反映出相关赛道错误定价的空间和非理性博弈的成分带来的超额被稀释过快。市场整体的有效性进一步提升,这符合市场的发展规律,不过随之而来的是行业整体超额收窄,并且波动

逐步加大，长期来看量化策略的超额收益逐步走低有其必然性，2022 年适度调整对策略整体收益及超额表现的预期尤为重要。

- 落实到管理人的选择上，面对长期超额逐步下降的确定趋势，以及收益、波动率、规模不可能三角下的约束，以量价类因子为主要贡献的股票量化策略总是不可避免地触及容量和拥挤的问题，1) 头部量化机构在人才、策略、算力、数据、投研等方面的大力投入仍有一定的相对优势，可适当关注对交易频率依赖相对较低，对策略广度和深度挖掘充分的头部私募基金管理人；2) 今年以来涌现出不少表现优异、发展迅速的新锐量化管理人，管理规模适中（或仍在容量以内），在策略完整度和产品线丰富程度方面尚有很大的进步空间，同样可以重点关注；3) 在中证 500 指数增强策略日渐拥挤的背景下，关注策略“外溢”，例如沪深 300 指数增强策略、中证 1000 指数增强策略、量化多头（全市场选股）策略。沪深 300 指数包含了大多数行业龙头，在其中选股市值更大、容量更大，而且沪深 300 指数的贴水情况显著好于中证 500 指数，随着中证 500 指数增强超额收益的下降，沪深 300 指数增强策略的优势也将逐渐显现，不过沪深 300 指增策略的超额稳定性或低于中证 500 及中证 1000 指增策略；从风险溢价层面来看，中证 1000 目前处在风险溢价相对较高的区间，并且今年以来平均超额表现较为亮眼，但从全年角度来看，超额收益随着规模的增大超额效用递减较快，不过目前整体规模体量较中证 500 指增策略依旧偏小，从规模及估值分位来看仍然具有一定的配置价值，但在持有过程中也需密切关注策略容量及超额的边际变化；同时，在今年风格频繁切换的背景下，量化选股策略也逐渐涌现，策略本身不对标具体指数，在相关风险敞口上不会做过于严格的约束，因而相比指增策略可能更加灵活，但预计相应波动也会有所放大，配置中需做好风险收益预期。结合风险收益配比效果、以及持续跟踪调研对于管理人的深度了解，具体建议关注：1) 百亿以上规模管理人：明汭、九坤、凡二、世纪前沿、聚宽、因诺、金戈量锐、诚奇、天演、星阔；2) 百亿以下规模管理人：稳博、龙旗、念空、泰铼、衍合、海浦、平方和、卓识、衍盛、概率等管理人。

图表 49：百亿以上股票量化策略私募管理人推荐

产品名称	策略类型	私募公司	2021 年以来收益率	2021 年以来超额收益	近一年				近两年			
					收益率	超额收益	夏普比率	最大回撤	收益率	超额收益	夏普比率	最大回撤
明汭量化中小盘增强 1 号	中证 1000 指增	明汭	62.93%	43.46%	52.97%	33.07%	1.98	9.90%	174.38%	119.48%	2.45	11.57%
九坤日享中证 1000 指数增强 1 号	中证 1000 指增	九坤	57.97%	36.79%	58.05%	36.43%	2.72	4.63%	173.88%	116.77%	2.72	4.63%
凡二英火 5 号	中证 500 指增	凡二	55.25%	41.86%	--	--	--	--	--	--	--	--
世纪前沿指数增强 2 号	中证 500 指增	世纪前沿	51.80%	37.89%	58.31%	43.57%	2.56	4.20%	172.77%	124.60%	2.35	7.35%
聚宽一号	中证 500 指增	聚宽	39.79%	26.40%	44.29%	30.07%	2.67	3.88%	118.25%	70.76%	2.32	5.47%
因诺中证 500 指数增强 1 号	中证 500 指增	因诺	39.56%	25.65%	47.67%	32.92%	2.48	4.85%	152.48%	104.31%	2.50	6.64%
量锐 7 号	中证 500 指增	金戈量锐	35.78%	22.39%	38.48%	24.26%	2.98	2.77%	120.14%	72.64%	2.39	6.88%
华润信托-诚奇中证 500 指数 +1 号	中证 500 指增	诚奇	34.39%	21.78%	33.18%	19.75%	1.68	7.00%	108.63%	62.15%	1.90	7.00%
天演赛能	量化全市场选股	天演	37.47%	--	--	--	--	--	--	--	--	--
星阔和光 1 号中证 1000 指数增强	中证 1000 指增	星阔	34.99%	14.96%	--	--	--	--	--	--	--	--
星阔春晖 1 号沪深 300 指数增强	沪深 300 指增		8.33%	16.95%	--	--	--	--	--	--	--	--

注：数据截止 2021 年 11 月

来源：国金证券研究所

- 由于百亿以上规模管理人市场知名度相对较高，此处不再赘述相关介绍，下文主要对百亿以下及部分新锐量化私募管理人进行简单介绍。

图表 50: 百亿以下股票量化策略私募管理人推荐

产品名称	策略类型	私募公司	2021 年以 来收益率	2021 年以 来超额收益	近一年				近两年			
					收益率	超额收益	夏普比率	最大回撤	收益率	超额收益	夏普比率	最大回撤
稳博 1000 指数增强 1 号	中证 1000 指增	稳博	74.32%	56.91%	74.10%	56.26%	2.01	4.43%	--	--	--	--
龙旗领航者三号	中证 1000 指增	龙旗	63.23%	43.75%	63.39%	43.48%	2.27	5.40%	--	--	--	--
龙旗御风	沪深 300 指增		21.10%	27.84%	25.22%	27.24%	1.86	3.07%	101.26%	74.32%	2.55	3.07%
念空瑞景 1 号	中证 500 指增	念空	53.17%	39.78%	63.20%	48.98%	3.84	1.86%	153.91%	106.42%	2.82	7.63%
泰铄联泰 1 号	中证 500 指增	泰铄	42.98%	29.59%	50.70%	36.48%	2.55	7.34%	117.42%	69.92%	2.21	8.30%
衍合 500 指数增强 1 号	中证 500 指增	衍合	37.47%	24.08%	--	--	--	--	--	--	--	--
海浦超平面中证 500 指数增强 1 号	中证 500 指增	海浦	36.51%	23.11%	47.93%	33.70%	3.30	0.28%	123.83%	76.34%	2.45	6.81%
平方和进取 1 号	中证 500 指增	平方和	36.06%	22.67%	38.97%	24.75%	2.36	3.80%	111.41%	63.91%	2.21	6.75%
卓识伟业	中证 500 指增	卓识	33.42%	20.02%	36.38%	22.16%	2.94	2.47%	99.91%	52.42%	2.28	8.33%
衍盛指数增强 1 号	中证 500 指增	衍盛	32.76%	19.37%	35.13%	20.91%	2.53	1.95%	100.38%	52.88%	2.38	5.55%
概率 1000 指增 1 号	中证 1000 指增	概率	39.36% (近半年)	19.24% (近半年)	--	--	--	--	--	--	--	--

注: 数据截止 2021 年 11 月

来源: 国金证券研究所

- 稳博: 成立于 2014 年, 成立之初以股指高频自营投资为主, 2016 年开始布局机器学习, 并且向商品期货开始转化。2019 年布局股票策略, 并于年底正式开始资管业务。由于期货高频起家, 前期股票策略也以日内 T0 策略为主, 随规模发展, 选股策略也逐步迭代为 Alpha 选股叠加 T0 策略增厚收益。选股模型利用机器学习对前一周的盘口信息进行训练, 来预测下一周, 生成新的交易信号, 因子库有超过 1000 个因子, 基本面因子每月回顾有效性, 做动态调整, 量价因子每周调整, 并在今年 3 月份之后开始加大了量价因子的权重。产品线主要包括全天候、量化对冲、指数增强等策略, 并在科创板指增、创业板指增等小众领域有所布局。
- 龙旗: 成立于 2011 年, 发展至今, 策略经过了几次大的迭代, 2013-2016 这一阶段, 为针对中国股市的经典多因子模型——基本面量化选股策略。2016 年开始进入股指期货管制阶段, 龙旗也上线了择时对冲策略, 通过市场择时模型灵敏地调整风险敞口, 有效降低对冲成本, 追求绝对收益。2017 年优化了 alpha 风险控制模型, 对风格因子的暴露控制更为有效。随后龙旗开发了高频市场择时策略, 通过调整仓位进行择时。2018 年至今, 公司以中高频机器学习策略为主, 运用机器学习的选股模型, 寻找因子之间的非线性关系, 预测股票短期波动趋势。目前策略主要覆盖指数增强、市场中性、高频择时以及灵活对冲策略。
- 念空: 成立与 2015 年, 专注量化投资领域。公司利用多种机器学习工具对于海量交易数据进行全方位, 多频段, 多角度的科学分析, 学习到具有统计意义并富有逻辑的交易经验与方法。具体通过对价量、挂单、成交、基本面等不同类别的数据信息处理和因子挖掘, 进行线性拟合, 非线性拟合, 将日内短周期、跨日中周期、长周期等不同信号有效结合得到投资组合。目前念空策略主要覆盖指数增强、量化选股、CTA、量化中性等, 并通过不同策略的配置, 布局量化高波动及量化低波动两条产品线。
- 泰铄: 成立于 2014 年, A 股市场量化投资经验较久, 但前期一直以自营投资为主。股票量化策略结合多因子选股、打新、日内交易等手段增强操作获得超越市场收益的超额收益, 选股模型中量价因子占 60%-70%, 基本面因子 20%, 另类因子 15%左右, 通过对数据库里的价量、

基本面、分析师预期、舆情及其它另类数据产生各类相关因子的分析，确保因子具有明显的逻辑性、物理意义，同时如果新的因子与已有因子之间的相关性较低，这些因子就入选因子库。因子根据过去 5 年的历史数据总结，经过多重检验分析和测算，确定因子的有效性，预期在未来的 3 年还会有效。目前产品线主要包括指数增强策略及市场中性策略，整体管理规模适中，容量充足。

- 衍合：成立于 2019 年，处于发展初期，但核心成员在量化投资领域经验丰富。专注于研发 A 股市场的股票量化策略，在策略层面，根据策略的调仓频率和投资逻辑，可以分为基本面 alpha、高频 alpha 和日内 alpha 三大类策略。其中，基本面（中低频）alpha 策略以股票基本面信息为主，调仓频率周度到月度。高频 alpha 策略以股票价量和盘口信息为主，结合基本面等数据，调仓频率 1 至 3 天。日内 alpha 以股票超短期价量和盘口信息为主，预测股票日内收益，调仓频率在分钟级别。目前高频 alpha 策略为核心投资策略，日内 alpha 主要作为增强策略进行辅助。因子挖掘上，衍合注重逻辑驱动而非数据驱动。交易层面，对交易速度的要求和依赖较低。
- 海浦：成立于 2010 年，策略主要包含指数增强策略及股票市场中性策略。通过对基本面数据、技术面数据、新闻舆情数据、公司公告数据等海量数据进行处理，进行人工挖掘和机器挖掘等挖掘出有效的量价、基本面、另类数据。人工智能模型持续学习市场规律的变化，并且持续进行因子组合更新和策略更新，目前因子库 10000 个因子，每日实盘使用上千个因子的组合，其中以量价类因子为主，占比 50% 左右，基本面因子和另类因子各占比 30% 和 20%。持仓风格上，风控相对较为严格，行业偏离控制在正负 5% 以内。市场中性策略对冲端主要使用 IC 进行对冲，个别产品通过 ETF 融券进行对冲。交易层面，公司有自行搭建的算法交易系统，可根据不同策略进行独立操作，整个交易执行环节完全由程序执行，无人工干预。
- 平方和：成立于 2015 年，投研+技术+交易团队占比超过公司总人数一半。自评擅长中低频策略，成立之初即开始布局基本面因子研究，并保持基本面因子和价量因子的比例均衡，年化双边换手 60 倍左右，叠加 T0 策略的情况下产品平均换手率在年化 150 倍，但不依赖 T0 策略获取收益，加入与否更多取决于不同阶段策略的市场适应性。因子层面，基本面及量价因子各占一半，以人工挖掘为主（占比 80%），剩余为机器学习挖掘的因子。目前因子共计 1000 多个，日常使用的 400-500 个之间。公司在经历过 2019 年的波动之后，加大了对风险管理的把控，尤其会重点关注策略风险，同时在产品运作层面的风控约束也更加严格。目前策略包含指数增强、市场中性及 CTA 策略，其中 CTA 策略主要放在混合策略产品线中。
- 卓识：成立于 2016 年，成立之初以期货高频自营交易为主，2018 年开始布局股票量化策略，旨在发展具备大规模容量的中低频策略，同时也通过 T0、日间 Alpha、打新等的进一步增厚收益。其中，多因子策略从海量多维度数据挖掘大量低相关性因子，利用优化算法进行组合优化，使其对未来股价具有高预测力。日内策略根据短频的价量信号，对股票底仓进行日内反转交易，捕捉股票短期内的波动，获得额外稳定收益。目前策略包含指数增强、市场中性及中短周期 CTA 策略。
- 衍盛：成立于 2014 年，策略主要涵盖阿尔法策略、择时策略、CTA 策略及其他策略等。阿尔法策略包含量化多头、股票中性、期货期权混合对冲。选股为多因子选股模型，从因子挖掘与检验出发，通过有效性检验的因子运用机器学习进行因子赋权合并，最后通过风险模型与优化器配置因子权重，选取符合标准的股票构建投资组合。股票中性策略在量化多头的基础上运用中证 500 股指期货对冲风险，同时衍盛认为影响股票 Alpha 收益的一个重要因素是股指期货贴水幅度，因此期货期权混合对冲策略会在贴水幅度大的情况下使用场内期权进行非线性对冲，减小负基差带来的对冲成本。

- 概率：成立于 2020 年，但核心团队从 2011 年即投身量化投资领域，早期以期货高频交易为主，2015 年组建团队开始进行股票 alpha 策略研究，随后逐步加入 T0 和算法交易，并迭代策略，初步实现多频段信号融合。目前策略包含 5 分钟之内预测周期的高频策略，5-240 分钟预测周期的中频策略以及 4 个小时以上预测周期的低频策略。具体操作层面，以人工挖掘因子为主，然后组合混合因子，再放到机器学习模型中，最终对每个频段的策略生成 1 个模型，进行线性组合。近期在持续更新迭代策略，扩大策略整体容量。

四、2022 年期货宏观策略私募基金投资建议

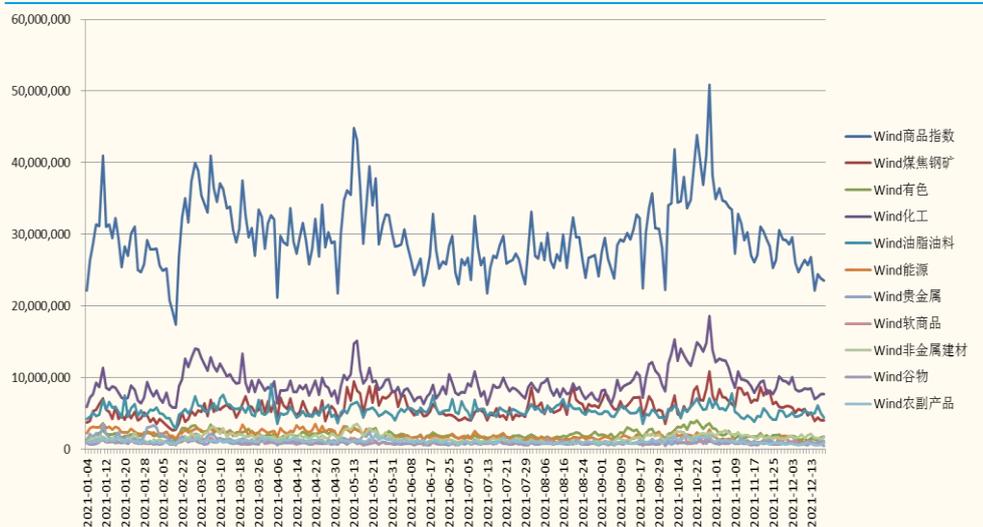
- **期货宏观策略——整体环境中性，重视 CTA 配置意义，关注策略风险控制能力。**短期来看，市场情绪仍较为冷淡，市场波动率和趋势性均较低，大多数期货宏观策略收益空间较小。长期来看，全球流动性政策、疫情冲击、国内双碳政策等因素，脉络均已逐渐清晰。影响市场的主要因素从上述几点向基本面因素转移。从期货宏观策略的收益空间来看，部分商品品种和板块存在一定下跌空间，但趋势的幅度和流畅度均不强，期货宏观策略 2022 年收益空间并不非常乐观；从风险的角度来看，由于宏观和政策趋于稳定，极端行情发生的概率下降，同时产业基本面因素主导各版块行情，有助于降低各品种和板块的相关性，对于 CTA 分散风险较为有利，因此期货宏观策略整体面对的潜在风险有所下降。综上，我们对期货宏观策略 2022 年的表现整体持中性预期，主要关注期货宏观策略的配置意义。在具体策略选择上，我们首先推荐复合 CTA 策略，这类策略可以比较稳定的获得 CTA 策略的“beta”收益，同时面对各类风险行情也能够于策略层面做到足够分散，对净值起到一定平滑作用。其次，我们推荐量化基本面策略，尤其是策略从产业逻辑出发，能够充分理解和使用基本面数据的策略，这类策略的逻辑扎实，同时能够与传统量价 CTA、或加入了少量基本面因子的 CTA，有一定业绩差异性。

4.1 基础市场分析：基本面驱动市场，政策和流动性影响力弱化

1) 期货市场蓬勃发展

- 近年来，商品市场逐渐成熟，上市的商品品种数量持续上升，市场成交量也稳步提高。截止 2021 年 12 月 17 日，商品市场今年以来的日均成交量为 2980.67 万手，相对 2020 年全年 2439.03 万手的日均成交量，已有超过 22% 的增长。在新品种方面，期货市场 2021 年内共有 4 个新品种上市，分别为棕榈油期权、原油期权、生猪期货、花生期货。
- 2021 年 1 月 22 日，证监会批准设立广州期货交易所，4 月 19 日，广州期货交易所正式揭牌，成为中国内地第五家期货交易所。广州期货交易所定位于新型期货品种，在未来两年将着力在推进碳排放权、电力、工业硅、多晶硅等 16 个期货品种的研发上市。未来可交易的期货品种数量有望进一步上升。
- 期货市场的快速发展，长期有利于 CTA 策略的发展和运行。从交易活跃度上来说，持续增长的交易量为 CTA 策略带来更大的策略容量；从品种数量上来说，不断增加的可交易品种，使 CTA 策略可以在交易品种上更加分散化，同时也会带来更多产业套利、宏观对冲等投资机会。

图表 51：今年以来商品市场持仓量

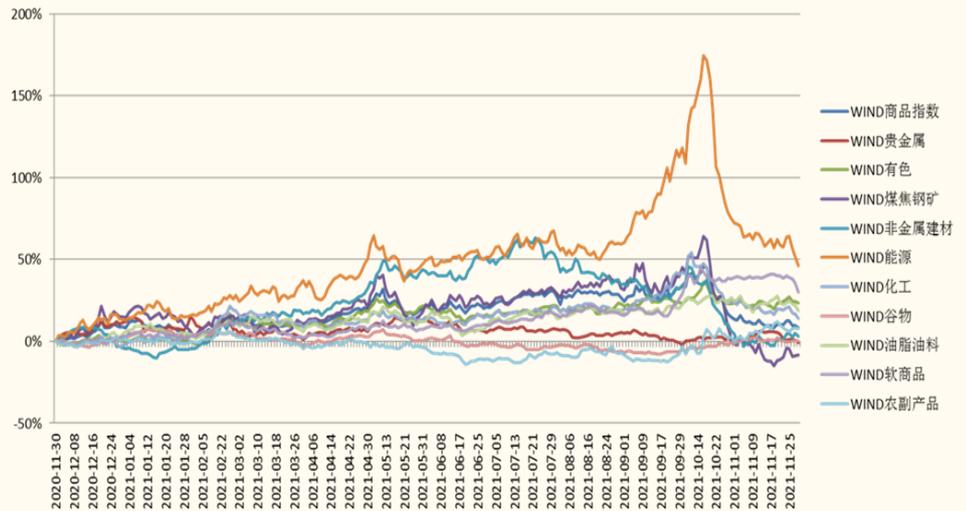


来源：Wind、国金证券研究所

2) 回顾 2021 年商品市场：国内政策频发、全球流动性转折

- 2021 年对于 CTA 策略来说，是一次非常有挑战性的考验。疫情的变种和反复、国内对商品价格的监管、全球流动性的预期变化、OPEC+谈判的影响，各类事件性和政策性的因素给商品市场带来大量冲击，使极端反转行情、低波动横盘行情等对于 CTA 来说比较不利的市场环境，在今年反复出现，给 CTA 管理人带来严峻考验。

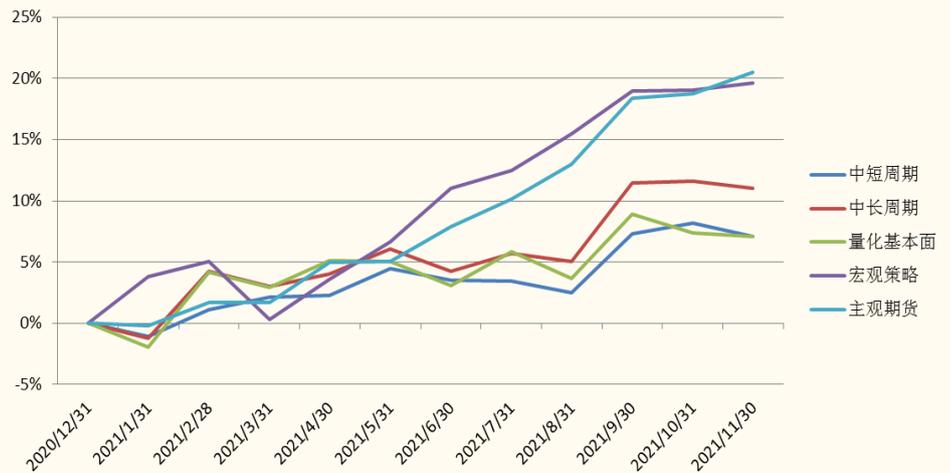
图表 52：商品期货各板块近期收益（截止 2021 年 11 月 30 日）



来源：Wind、国金证券研究所

- 回顾 2021 年，期货市场行情可以分为三个阶段。第一阶段：2021 年 1 月至 3 月。在这个阶段，商品市场由于充裕的流动性和疫苗问世带来的需求复苏预期，已经处于相对较高的位置。但一方面市场对经济的复苏仍存在担忧，另一方面美联储开始释放 Taper 预期，使商品市场涨势放缓，尤其黑色方面较弱的需求预期使黑色系在 1 月底出现了明显下跌。在这个阶段内，CTA 净值波动较大，部分长周期策略发生明显回撤。
- 第二阶段：2021 年 4 月至 8 月。在这阶段中，双碳战略对市场的影响愈发明显，黑色金属冶炼及压延加工业作为耗电仅次于电力生产和供给的行业，价格加速上涨。但紧随在快速上涨之后的是价格监管，期间黑色系品种震荡剧烈。同期，有色板块受到美联储 taper 预期反复变化而宽幅震荡，农产品也因天气炒作发生较大波动。这一阶段内，各品种和板块的宽幅震荡接踵而至，CTA 基本没有明显投资机会，尤其短周期趋势类策略整体表现较差。
- 第三阶段：2021 年 9 月至 11 月。该阶段中，电力不足成为市场的主要矛盾，动力煤迅速上涨，其他高耗能工业品种紧随其后。10 月，发改委出台保供限价政策，维持动力煤供给和市场价格，同时郑商所对交易规则进行调整，使市场交易热度迅速下降，动力煤以极快的速度抹平了 9-10 月的涨幅，其他工业品种也快速下跌。这一阶段内，前半段为快速上涨，后半段为快速下跌，市场波动极大，CTA 策略机会和风险同样巨大。
- 2021 年商品市场的主要驱动是国内外两重因素，首先，是全球流动性的边际收紧，但由于疫情反复带来的经济复苏进度扰动，导致了流动性政策预期的反复。其次，是国内政策的扰动，双碳目标的排放，以及 5 月和 10 月两次政策纠偏，给期货市场带来较大波动。2021 年市场波动率较大，理应有利于 CTA 的运行，但实际上量化 CTA 对宏观政策和环保政策主导的市场适应能力较差，整体来看，量化 CTA 无论是在全年收益方面，还是净值波动和回撤控制方面，都难以令人满意。

图表 53: 今年以来各 CTA 子策略表现 (月频数据)

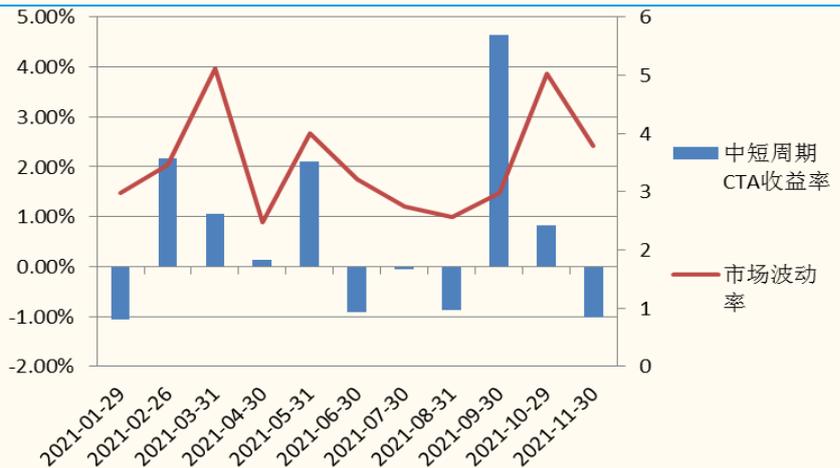


来源: 国金证券研究所

3) 部分管理人额度难寻, CTA 市场竞争愈发激烈

- 随着市场认可不断加深, 资金持续涌入 CTA 市场, 部分知名 CTA 策略管理人先后暂停了纯 CTA 策略产品的募集, 包括且不仅限于九坤投资、涵德投资、黑翼资产、千象投资、元胜投资等 (元胜暂停接纳新渠道, 对老渠道仍开放)。相比头部股票量化策略管理人千亿级的管理规模, 头部 CTA 策略管理人纷纷在数十亿数量级的管理规模便停止募集。长周期策略如元胜投资的规模仅 70 余亿, 短周期如涵德投资则在 20 亿左右 CTA 管理规模的情况下便停止了募集。
- 2020 年商品市场投资机会较好, 部分 CTA 策略管理人获得资金热捧, 规模大幅上升, 个别私募管理人的管理规模甚至完成了从不到 5 亿至超过 20 亿的跃迁。市场上已经逐渐出现了优秀短周期策略私募管理人额度难寻的现象, 部分资金机构在筛选管理人时, 也适度降低了对历史业绩时间长度的硬性要求。随之而来的, 是市场对商品市场拥挤交易的担忧。

图表 54: 中短周期 CTA 策略表现和市场波动率



来源: 国金证券研究所

- 由于 CTA 管理规模的快速上升, 恰逢中短周期 CTA 在今年第三季度持续回撤, 市场开始担忧期货市场交易拥挤的问题。实际上今年三季度, 中短周期策略表现不佳的现象主要是由市场波动率快速下降, 并持续低位导致的, 行情受到全球宏观和国内政策影响, 存在一定特殊性。尽管在这期间策略整体表现不尽如人意, 但许多管理人并未突破自身最大回撤, 不必因为这个级别的回撤就过分担忧策略市场容量的问题。同时, 我们通过与管理人沟通获知, 大部分管理人确实感觉到 CTA 策略在中高频领域的竞争激

烈程度正在上升，主要集中在高频和日内这个频段上，在日间的频率上，或更长 3-5 日的频率上，并没有感受到太大的同质化竞争压力。

- 但可以预期到的是，随着 CTA 的配置意义得到越来越多的认可，更多的机构和个人投资者对 CTA 敞开怀抱，CTA 的需求量会持续上升。而商品期货市场的容量相比股票市场是存在巨大落差的，优秀 CTA 策略在未来必将成为稀缺资源。同时，期货市场参与者的比例也会发生变化，个人投资者占比的下降，将使机构投资者之间的竞争烈度有所上升。

4.2 展望 2022 年商品市场：基本面将成为市场主导因素，CTA 运行环境改善

- 从宏观面来看，全球流动性宽松是支撑 2020 年商品牛市的主要因素，结束宽松的预期反复变化，是导致 2021 年中下商品市场震荡的主要因素。2022 年，全球流动性的预期确定性较强，美联储在通胀压力下加快了货币政策边际收紧的节奏，Taper 已于 2021Q4 开启，2022 存在加息预期，欧央行也逐步退出非常规货币政策，同时为了对抗通胀和环节资本外流，巴西等新兴市场经济体也早已开始收紧货币政策。全球流动性收紧的背景下，商品的“高估值”将难以维系。
- 从各板块基本面来看。黑色系方面，在房地产和制造业投资逐步回落的情况下，虽然政治局经济会议中提出“适度超前开展基础设施投资”，基建投资可能会在短期内有一定回升，但仅会对地产下滑产生一定缓冲，且长期来看无法对黑色需求形成拉动，需求端对黑色系的支撑较弱。供给方面，经济工作会议指出，要正确认识和把握碳达峰碳中和；传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上；要立足以煤为主的基本国情等，主要强调了传统火电在电力转型过渡期的重要性，对各地减碳政策进行了纠偏。因此在煤炭供给方面，2022 年应不会出现 2021 年这般紧张的情况，却也不会宽松。整体来看，需求方面支撑较弱，供给方面不会过紧，整体呈供需两弱的状态，黑色系大概率震荡回落。
 - 2021 年行情异常火爆的动力煤已受到严格监管，保供限价的政策下，冬季将平稳度过。但供暖旺季过后，政策将如何调整，将成为影响动力煤行情的重要因素，目前做太多方向性预判的意义不大。但由于监管对现货商囤货现象的整治，预期动力煤品种未来一段时期内将难再出现大幅波动行情。
- 有色方面，2020 年的上涨由流动性推动，2021 年的震荡上行则由供需错配和低库存推动，尤其新能源光伏行业拉动铜、铝、锡的需求，新能源汽车拉动镍的需求，加强了有色板块的支撑。展望 2022 年，短期来看，由于全球电力紧张，有色金属冶炼产能受到成本压制，短期可能仍能维持高位。但长期来看，全球流动性边际收紧，对工业品种价格施加了一定压力，同时全球制造业产能扩张也已较为明显，美国全部工业部门产能利用率已经恢复到疫情前水平，随着疫苗覆盖率在全球继续上升，以及新冠药物研发的推进，疫情对部分原材料生产国产能的压制也会进一步下降，全球工业品供给能力将加速恢复。过去推升有色金属的两大因素，即流动性宽松和供需错配，均逐渐改善，预计 2022 年有色金属将高位回落。
- 原油行情受到三方面因素的拉锯影响：全球需求复苏、大国博弈供给、新冠疫情冲击。需求方面，随着疫情的缓解、旅游出行和季节性相关的需求提振，原油的需求持续回升。供给方面，主要影响因素是大国博弈，通常会给行情带来脉冲性的波动，目前美国产量处于低位，OPEC+ 也有增产空间，若原油价格回升，将会刺激增产。疫情方面，主要影响需求复苏预期和市场情绪，2021 年原油整体上涨的行情中，两次较大的回调便分别是 delta 疫情和 Omicron 疫情影响的。整体来看，原油趋势性机会并不算好，整体呈现震荡格局。
 - 油品下游方面，2021 年沥青需求不佳，供应明显下降，2022 地方债释放的环境下，沥青有望较原油偏强。油化工方面，PTA 处于增产周期，若上游投产速度较快，则 PTA 价格承压。乙二醇同样面临产能释放压力，预计偏弱运行。

- 对于 2022 年，无论是全球流动性政策、疫情影响、国内双碳政策等主要影响因素的脉络均已清晰，像 2021 年这样出现密集极端行情的可能性较低。影响市场的主要因素也逐渐从政策因素、流动性因素，向各板块基本面因素转移，预期商品整体走出震荡下跌的行情，可能会出现阶段性、结构性的趋势性机会，但幅度可能不会太大。疫情仍有可能出现新的变种，带来短期的异常波动风险，但随着疫苗的普及和药物的研发，疫情带来的冲击将会弱化。整体来看，2022 年商品市场波动恢复正常，对 CTA 的友好程度回归中性，收益空间不会太大，但极端风险出现的概率也较低。

4.3 期货宏观策略配置方法和基金筛选

- 基于前文分析，我们预期未来商品市场震荡下跌，分板块来看，黑色系高位回落，波动有限，有色金属震荡下跌，原油宽幅震荡，影响市场的主要因素回归各板块基本面。在这样的市场环境下，我们分别各类 CTA 子策略进行 2022 年表现的预期：
 - 长周期趋势策略依赖大级别经济周期带来的长期趋势性机会。2022 年主要在黑色板块存在一定价格中枢下移的长周期机会，有色金属板块可能因供给的改善带来价格下行的空间，但预期趋势的幅度并不会太大。同时，黑色和有色板块趋势的流畅度预期不会太好，黑色的价格下行伴随环保检查带来的反弹风险，有色的价格下行则伴随需求复苏超预期的行情波动。综上，我们预期长周期趋势策略存在盈利空间，但盈利空间不大，同时伴随一定波动，因此我们对长周期趋势策略持中性偏弱预期。
 - 短周期趋势策略偏好高波动行情，不适应宽幅快速震荡行情。从收益机会方面来看，2022 年很难出现类似 2020 年 3-4 月这样的高波动环境能够为短周期趋势策略带来高收益。分板块来看，黑色板块供需两弱，同时正在严格监管下，预计波动较低；化工板块受原油影响，上有产能复苏压制，下游需求复苏支撑，宽幅震荡可能较大；仅有有色板块由于当前较低的库存水平，容易出现较大波动，因此我们预期短周期策略出现高收益的可能性较低。从风险方面来看，由于宏观环境和政策环境区域稳定，出现类似 2020 年 Q3 行情的可能性也较低。综上，我们对短周期趋势策略持有中性预期，收益水平和净值波动水平将恢复常态。
 - 长周期对冲策略依赖横截面动量的稳定性。在极端行情较少的环境下，产业逻辑主导市场行情，就有利于横截面动量的持续性。同时，由于目前大多数中长周期对冲策略都加入了基本面因子，因此这一细分策略成为基本面因素占比较高的领域，若 2022 年商品行情由各产业基本面主导，那么该类策略有望获得较好表现，我们持中性乐观预期。
 - 短周期对冲策略具有跨品种统计套利策略特征，在大多数正常的市场环境下，均可保持较低净值波动，和比较稳定的小幅收益。但这类策略业绩在市场情绪波动较大时容易发生波动，尤其 2021 年 10-12 月市场情绪迅速冷却，使这类策略长期回撤。短期来看，由于个别品种仍然受到比较严格的交易政策监管，市场情绪难以迅速回复。长期来看，监管层对于煤炭产业的监管和指导，可能会对相应品种长期波动形成一定压制，即便交易规则恢复正常，长期的统计规律可能也会有所改变，这就需要策略自身进行相应调整。对于短周期对冲策略方面，我们短期持悲观预期，长期持中性预期。
 - 由于未来市场整体波动预期不会太高，大的投资机会可能较少。主观 CTA 方面，优秀的产业链套利投资人可能会获得较高性价比的投资收益。宏观策略方面，2022 年期货市场波动下降，股票市场方面投资难度也有所上升。期货和股票市场的主动管理难度均较高，2022 年将非常考验宏观策略管理人在多资产领域的投研能力。
- 综合各子策略观点，在 CTA 策略具体产品选择上，我们首先推荐复合策略产品，这类产品可以比较稳定的获得 CTA 策略的“beta”收益，同时面对各类风险事件也可以在子策略层面做到足够分散，对净值起到一定平滑作用。其次，我们推荐量化基本面策略，尤其是策略从产业逻辑出发，能够

充分理解和使用基本面数据的策略，这类策略的逻辑扎实，同时能够与传统量价 CTA、或加入了少量基本面因子的 CTA，有一定业绩差异性。具体管理人方面，我们建议关注半夏投资、明泮投资、宣夜投资、量信投资、洛书投资、阳泽投资、会世资产、宽投资产、泽源投资。

图表 55：期货宏观策略私募管理人推荐

产品名称	私募公司	策略类型	近半年收益率	2021 年以来收益率	近一年			近两年		
					收益率	夏普比率	最大回撤	收益率	夏普比率	最大回撤
半夏稳健混合宏观对冲	半夏投资	宏观策略	89.16%	84.03%	140.43%	2.42	13.97%	518.14%	2.33	13.97%
明泮精选 CTA	明泮投资	复合策略 CTA	16.15%	24.35%	31.64%	1.73	5.61%	84.94%	2.19	5.61%
宣夜投资 CTA 稳流一期	宣夜投资	复合策略 CTA	4.65%	17.69%	23.72%	2.83	1.65%	--	--	--
量信量化 2 期	量信投资	复合策略 CTA	10.64%	16.08%	22.67%	1.64	5.02%	69.05%	1.81	7.60%
洛书尊享 CTA 拾壹号	洛书投资	复合策略 CTA	16.55%	14.62%	19.78%	1.61	4.97%	119.49%	2.07	4.97%
阳泽泽丰另类量化 1 号	阳泽投资	量化基本面	11.14%	9.46%	9.21%	0.88	5.26%	42.91%	1.67	5.26%
会世元丰 CTA1 号	会世资产	复合策略 CTA	2.21%	9.25%	12.35%	1.47	2.57%	42.85%	1.94	2.57%
弈泰 CTA 七号	弈泰资产	复合策略 CTA	5.38%	8.46%	12.06%	2.39	0.43%	46.82%	1.79	4.11%
宽投资量化三号	宽投资产	复合策略 CTA	0.60%	2.90%	7.86%	0.82	2.92%	40.04%	2.06	2.92%
泽源顺欣 CTA 一号	泽源投资	量化基本面	2.81%	--	--	--	--	--	--	--

注：数据截止 2021 年 11 月

来源：国金证券研究所

- 由于部分管理人市场知名度加高，此处不再赘述相关介绍，下文主要对部分管理规模小于 20 亿的管理人进行简单介绍。
 - 宣夜投资成立于 2015 年 6 月，创始人有丰富的海内外投研经验，公司成立之初以自营高频策略为主，直至 2018 年调整公司发展战略，经过数年的研究和实盘测试，2020 年开始资管方向发展。宣夜投资的 CTA 策略包括五大模块，分别为长线趋势策略、中线趋势策略、短线趋势策略、套利对冲策略、股指期货策略，五大模块在产品中均衡配置，持仓时间从 4 小时至 30 天不等，周期分散度较高。宣夜在风控方面除常规风控方法外，还有独特的子策略预警体系，当市场出现极端情况可能使策略运行发生预期之外的情况时，模型会提示基金经理关注相关风险。
 - 量信投资成立于 2015 年 9 月，其 CTA 策略比较有特色，并非使用常见的多子策略复合的模式，而是使用多因子模式，由多信号预测市场行情，并结合风控指标给出当前市场环境下的最优持仓组合，并每天做调仓。信号类型包括趋势类、期限结构类、基本面类、另类数据等。量信投资以每日波动率作为风控的核心标准，根据客户的风险容忍度，以一定的置信度倒推产品最大波动率，并以此控制产品仓位。
 - 阳泽投资成立于 2016 年，为玉皇山南和 Teza Capital 合资创办的私募基金。阳泽的 CTA 策略主要三大策略：基本面和另类数据策略、市场动态策略、日内策略。其中基本面和另类数据占比高达 60-70%，市场动态策略（即量价类策略）和日内策略占比分别为 25-35%和 5-10%，是比较少见的以基本面数据为主的量化 CTA 策略管理人。
 - 泽源投资成立于 2015 年 7 月，2020 年 9 月获得私募牌照。公司创始人有多年海外大型金融机构投研经历，并同时具有主观产业研究投资和量化高频投资背景，回国后，将主观和量化的投研方法进行结合，形成了泽源投资的量化基本面 CTA 策略。该策略对每个期货品种进行单独建模，各品种间存在相同的具有普适性的因子，也有不同的个性

化因子，以基本面逻辑作为主信号，同时使用量价因子进行波动交易，对各类商品期货品种进行单边趋势性投资。

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，任何机构和个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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402