

策略环境边际回暖，配置价值有所提升

第一部分：股票量化策略投资环境

■ 量化策略运作方面，近期因子收益稳定性整体较高，3月上半月在内外围环境多重因素影响下A股放量回调，全月市场流动性有所回升，两市平均日成交额重回万亿上方，结束了连续三月的下跌。各大指数换手水平集体回升，中小盘股平均换手水平回升幅度较大。风格方面，3月全月来看大盘股小幅跑赢中小盘股，但市场风格并不明朗。波动率层面，进入3月以来，时序波动水平持续回升，但横截面波动水平则变化不大，市场分歧度仍然不高。对冲成本方面，相比于2月，3月IF和IC开仓的头寸所需承担的平均贴水成本继续扩大，不过中旬达到阶段性高位后下半月已有明显收敛趋势，6个月滚动跨期年化基差显示IC贴水仍处于收敛区间内。从指数风险溢价层面来看，在经历了今年以来的大幅调整后，各重要指数风险溢价率均有不同幅度回升，尤其是中证500指数，3月中风险溢价率一度达到3.25%，超过了2019年1月末的水平，创2011年以来新高，表明相关资产仍有一定的配置价值。综合来看，目前整体环境对于股票量化策略的运行逐步转向中性偏乐观，多数影响因素有边际回暖的趋势。

第二部分：股票量化策略近期表现

■ 整体来看，今年一季度A股在内外因素的共同作用下深度探底，两市交投活跃度维持在相对适中水平，风格上大盘股小幅跑赢中小盘股，但分化并不显著，量化策略的整体运行环境利弊参半，据我们本次重点统计的363只（相同公司同一策略选取一只产品）股票量化策略产品显示，一季度除市场中性（中高频）策略外，其余各子策略绝对收益均有较大幅度回调，但指增策略超额表现有所回暖。具体来看，沪深300指数增强策略绝对收益虽然为负，但整体超额表现尚可，2月、3月连续两个月获得正超额，一季度超额收益中位数为2.41%。中证500指数增强策略超额表现相比2021年四季度回暖，一季度各月均整体实现正超额，一季度超额收益中位数为2.56%。中证1000指数增强策略一季度平均来看在三类指增策略中超额表现最好，超额收益中位数为2.98%。市场中性策略方面，一季度现货端超额表现整体尚可，对冲端1、2月IC主力合约回到升水，随后转为贴水并逐步走深，总体看一季度基差给运作中的产品贡献了额外的收益，全季度来看策略整体虽实现正收益但表现尚属中规中矩。量化复合策略方面，一季度以来商品市场波动率的大幅推升对于中短周期策略比较有利，同时1-2月较好的趋势性环境使中长期策略也有较好的表现。但频繁的日内反转和隔夜行情的不连续性，导致更短周期的日内策略和隔夜策略表现一般，另外由于股票市场的大幅下跌，从绝对收益层面来看股票量化细分策略均以回撤为主，使得复合配置CTA和股票量化策略的量化复合策略产品受到显著拖累，一季度整体录得负收益。

第三部分：本期股票量化私募介绍——衍盛资产

■ 衍盛资产专注于量化投资，坚持数据和算法研究，构建了多样化的策略框架。公司员工以投资（研究+交易）、技术开发为核心，投资部和技术部合计人员超过公司总人数的75%，具备优秀量化交易团队所必须的软硬件实力。目前公司规模26亿，属于成长期量化私募，策略容量、人员配置与策略收益处于良好兼容的状态，投资收益稳定性相对可控，可予以关注。

风险提示：策略拥挤度上升、对冲成本增加带来的策略收益不及预期、波动加大的风险。

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

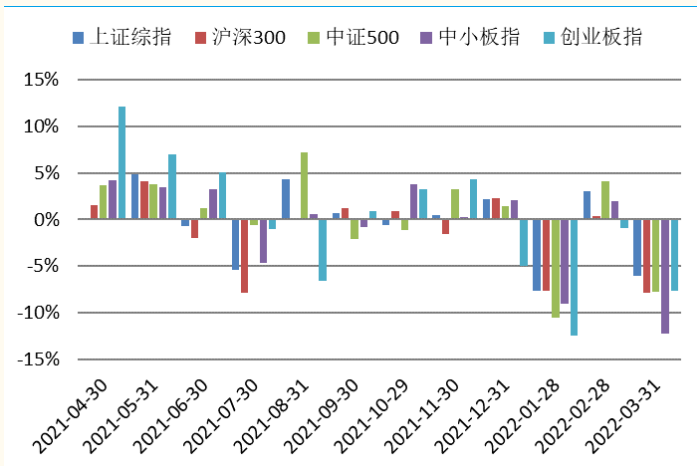
张剑辉 分析师 SAC 执业编号：S1130519100003
(8610)66211648
zhangjh@gjzq.com.cn

第一部分：股票量化策略投资环境分析

基础市场回顾

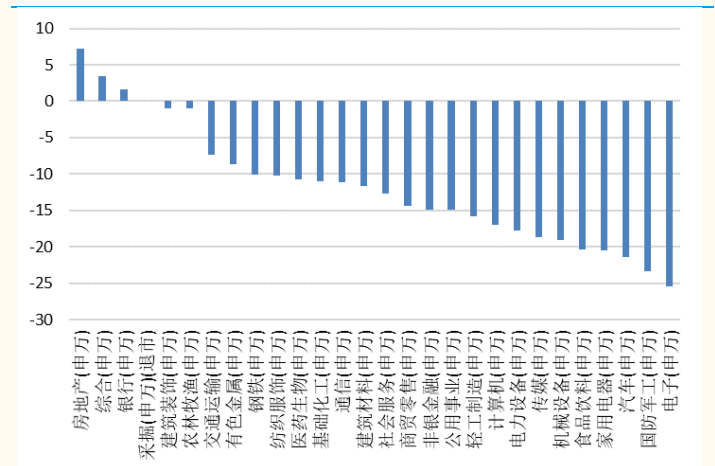
- 一季度在国内疫情反复，国外俄乌战争冲突爆发等外围局势恶化的带动下 A 股深度探底，其中创业板指跌幅远超去年全年涨幅，中证 500 也近乎跌去全年涨幅。全季度来看，上证综指下跌 10.65%，沪深 300 指数下跌 14.53%，中证 500 指数下跌 14.10%，中小板指下跌 18.64%，创业板指下跌 19.96%，其中创业板指自 2021 年 12 月以来已经连续四月下跌。行业方面，根据申万一级行业分类，今年一季度仅个别板块上涨，电子、国防军工、汽车、家用电器、食品饮料、机械设备、传媒、电力设备、计算机、轻工制造等板块跌幅均超过 15%，上涨板块中，房地产板块涨幅居前。

图表 1：近一年股市重要指数月度涨跌幅



来源：国金证券研究所，Wind

图表 2：今年一季度各行业板块涨跌情况

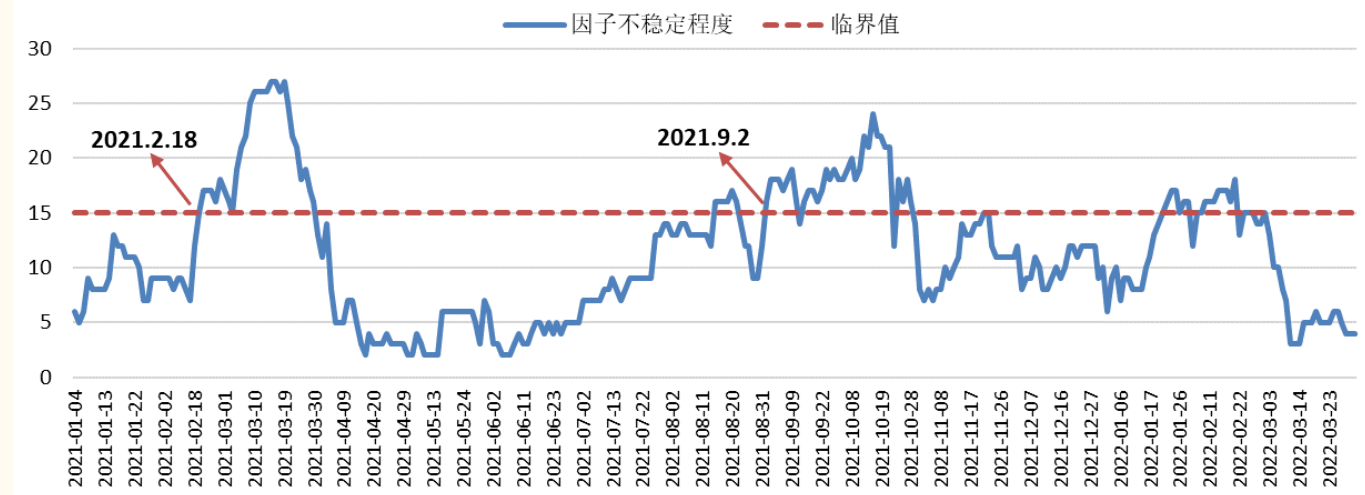


来源：国金证券研究所，Wind

量化策略投资环境

- 本期我们纳入对因子收益不稳定程度的追踪指标，衡量因子的稳定程度或对刻画量化策略运作的市场环境具有一定的意义。追踪范围选取成长、动量、价值、情绪、质量、收益及风险等类别下的 37 个三级因子：1) 评估单个因子收益序列时序稳定程度（滚动 60 个交易日的标准差），2) 每个交易日将单个因子的滚动标准差与回看 60 日滚动标准差的 90 分位数进行对比，3) 统计样本因子中每个交易日滚动标准差大于自身回看 60 日滚动标准差的 90 分位数的因子个数。当多数因子收益波动同时加大时，可以合理推测市场或进入风格切换频繁、紊乱的市场环境中。从 2021 年以来的两次市场风格切换来看，约有超过 40% 的因子出现较大波动时，指数增强策略的超额稳定性可能会受到影响。2021 年春节后随抱团股瓦解，不稳定因子数量快速上升并达到峰值，从同区间指数增强策略超额（以中证 500 指增策略行业超额表现为代表）表现来看，2021 年 2-4 月虽仍有超额，但整体表现平平，如果以周为单位来看，期间超额波动明显加大。2021 年 9 月开始，6-8 月大幅上涨的周期股随着“碳中和”政策的逐步纠偏开启回调，不稳定因子数量在 9-10 月末这一期间持续维持在临界值上方，对应了同阶段连续的超额回撤表现。
- 今年以来，不稳定因子数量在 1 月下旬突破临界值，不过并未出现明显飙升情况，因此今年以来虽然超额维持低位震荡，但以行业整体来看，超额并未出现明显回撤。2 月末开始，这一指标再次回到临界值以下，并且在 3 月快速走低后维持低位。目前来看，多数因子处于相对稳定的区间，对超额表现较为有利。

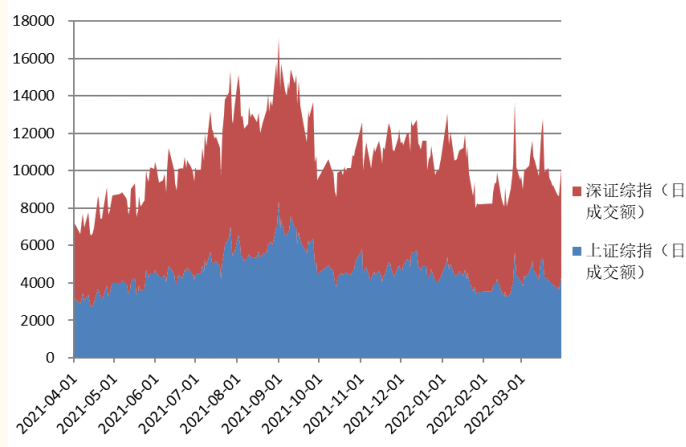
图表 3: 因子不稳定程度



来源: 国金证券研究所, Wind

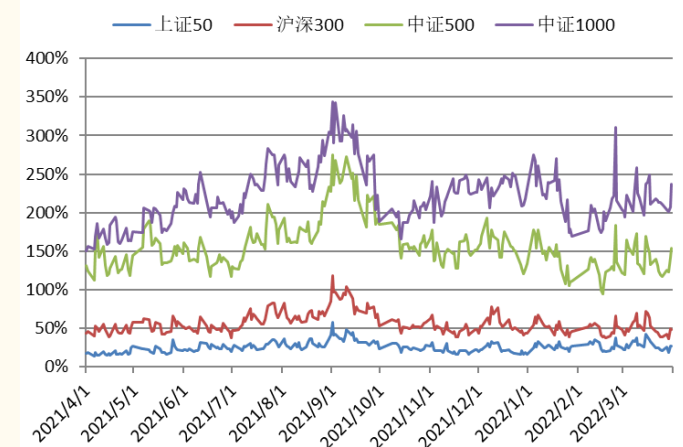
- 流动性和市场活跃度方面, 3 月以来俄乌冲突恶化, 欧美对俄罗斯开启经济和金融上的制裁措施, 引发多重连锁反应, 带动全球股市出现连续下跌, A 股同样跟随大幅下挫, 全球投资人风险偏好下降使得北上资金持续大幅流出。具体来看, 两市成交额在 3.4-3.18 受市场暴跌带动大幅回升, 仅个别交易日不足万亿。月中市场在情绪的加速释放后有所反弹, V 型上涨后再次出现震荡, 日均成交水平也稳定在了 9000 亿附近。全月来看两市平均日成交额 10100 亿左右, 与 2 月相比上涨 7.98%, 结束了连续 3 个月的下跌趋势。各大指数换手水平 3 月集体回升, 中小盘股平均换手水平回升幅度较大, 从日均换手率来看, 上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 换手率环比上涨 4.41%、4.53%、8.72%和 6.41%。

图表 4: 近一年沪深两市成交额



来源: 国金证券研究所, Wind

图表 5: 近一年主要指数换手率



来源: 国金证券研究所, Wind

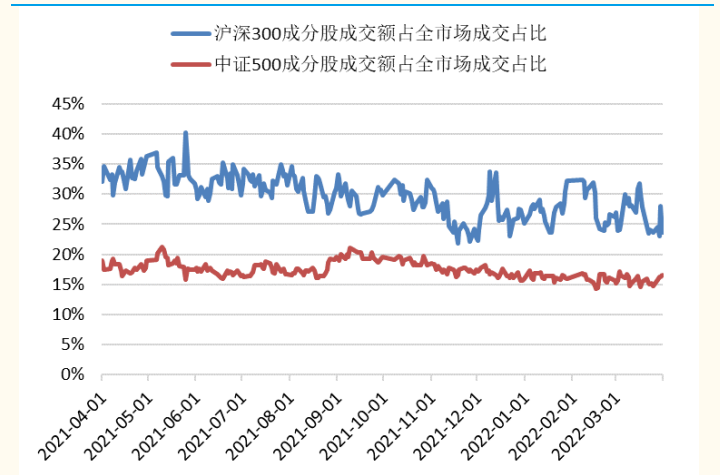
- 市场风格上, 截至 3 月底, 近一年来大盘股相对上证指数收益-10.85%, 中小盘股相对上证指数收益 13.12%。3 月全月来看, 市场经历了泥沙俱下的下跌环境, 从风格上来看一直到月末最后一周前, 仍是中小盘股小幅跑赢大盘股, 最后一周在地产、银行等板块的带动下风格再度逆转, 全月大盘股跑赢中小盘股 0.89%。从头部市值股票成交额占全市场比例来看, 沪深 300 成分股成交占比在近一年多来显著走低, 从去年 2 月高点接近 50% 回落至目前不到 30% 的水平, 3 月以来再度攀升至 30% 上方后有所回落。中证 500 成分股成交占比自去年 9 月达到 20% 左右的阶段性高位后开始回落, 今年以来这一趋势仍然延续, 3 月来看成交占比仍在 14%-16% 之间波动。

图表 6：近一年大小盘风格特征



来源：国金证券研究所，Wind

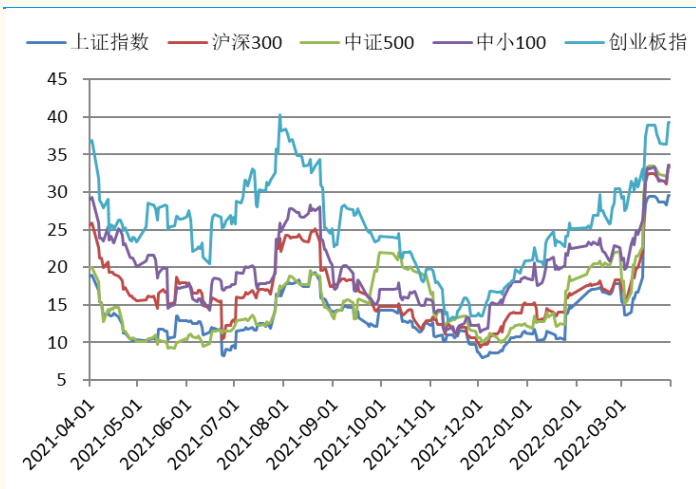
图表 7：近一年头部市值股票成交额占全市场比例



来源：国金证券研究所，Wind

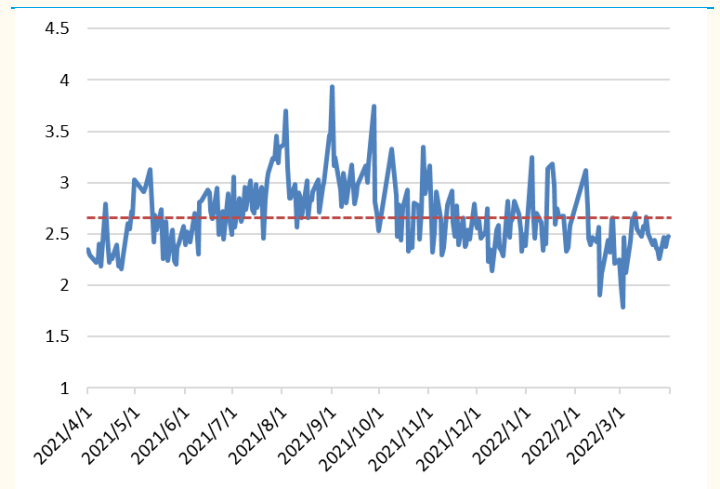
- 从主要指数波动率来看，去年 8 月开始创业板指波动水平从高位一路回落，其余各指数波动水平在达到高位后同样进入下跌区间，四季度这一趋势延续，不过接近年末各指数波动水平已现回升迹象。2022 年以来，波动水平回升持续，1 月、2 月分别是创业板及中证 500 指数波动水平回升幅度较大，3 月以来则是沪深 300 波动水平放大显著。从近期个股（以沪深 300、中证 500 和中证 1000 所包含成分股为样本股票池）收益率离散程度来看，3 月平均个股收益离散度相比 2 月基本持平，仍在近一年中位水平下方，市场收益分歧度整体不高，主要受近期市场同涨同跌影响较大。

图表 8：近一年主要指数波动率（过去 20 日波动率年化）



来源：国金证券研究所，Wind

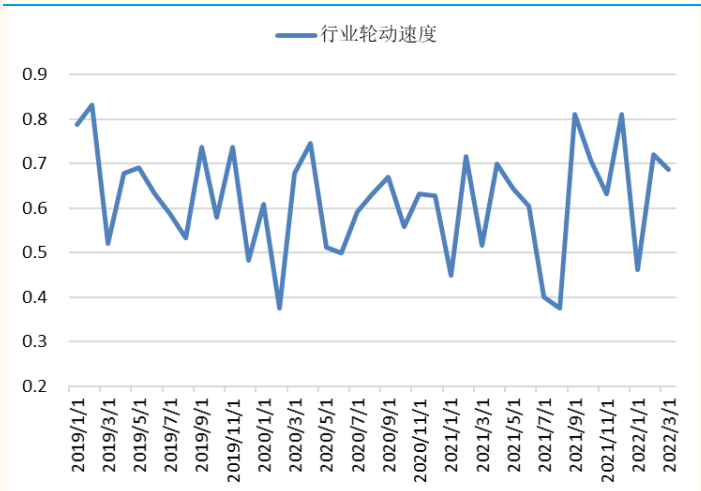
图表 9：近一年个股收益率离散度



来源：国金证券研究所，Wind

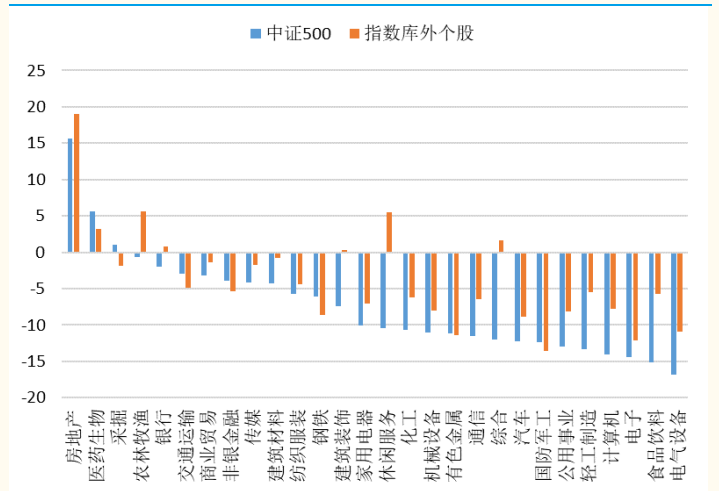
- 从近期行业轮动速度来看（以申万一级行业分类为标准），3 月行业轮动速度小幅回落，略高于近几年平均水平，不过远低于 2019 年初、2021 年 10 月、12 月等的极端水平。从指数库内外板块的涨跌表现来看，3 月在市场泥沙俱下的调整带动下，绝大多数板块回调，房地产在政策宽松预期升温的背景下保持了相当的强势，成为当月领涨行业，中证 500 指数成分股分行业来看超半数跌幅超过 10%，而成分股外分行业来看仅个别板块跌幅超过 10%，全月成分股外个股平均表现占绝对优势。

图表 10: 近一年行业轮动速度



来源: 国金证券研究所, Wind

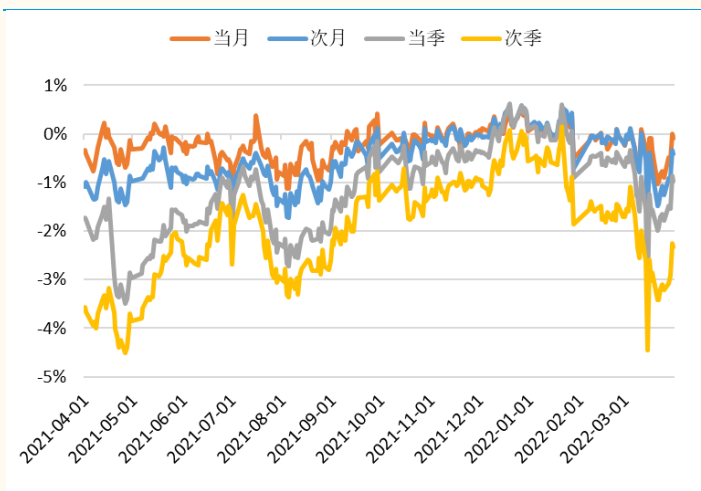
图表 11: 近一月指数成分股与指数库外个股平均涨跌幅



来源: 国金证券研究所, Wind

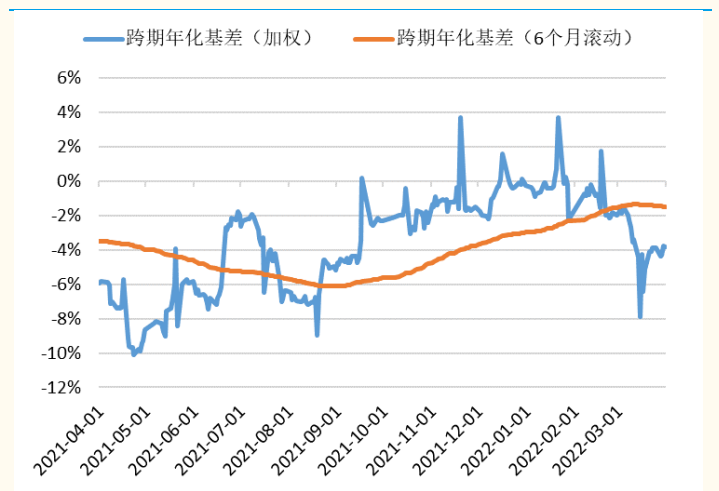
- 从远近月基差实时走势来看, 3 月市场在内外环境因素共同作用下大幅回调, IF 和 IC 贴水幅度均呈现先走阔后收窄的走势。3 月末与 2 月相比来看, IF 当月合约贴水略有收敛, 次月、季月等合约贴水则有所加深, IC 远近月合约贴水则均有不同幅度的扩大。从跨期年化基差来看, 截至 3 月底, IF 跨期年化基差为-3.81%, 3 月全月平均为-3.70%, 2 月平均为-1.08%; IC 跨期年化基差为-5.13%, 3 月全月平均为-5.32%, 2 月平均为-3.96%。相比于 2 月, 3 月 IF 和 IC 开仓的头寸所需承担的平均贴水成本继续扩大, 不过可以看到, 在 3 月中旬达到阶段性高位后下半月已有明显收敛趋势。从 6 个月滚动跨期年化基差来看, IF 滚动跨期年化基差有扩大端倪, IC 滚动跨期年化基差仍处于收敛区间内。从全市场 IC 空单持仓量变化来看, 今年 2 月 IC 空单平均持仓总量 315000 张左右, 与 2 月相比继续小幅上涨, 已经连续 3 月上涨。

图表 12: IF 远月、近月实时基差走势



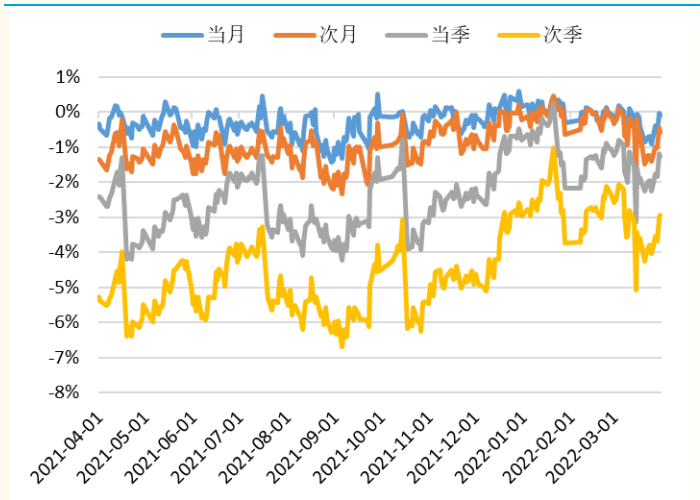
来源: 国金证券研究所, Wind

图表 13: IF 跨期年化基差(加权)走势



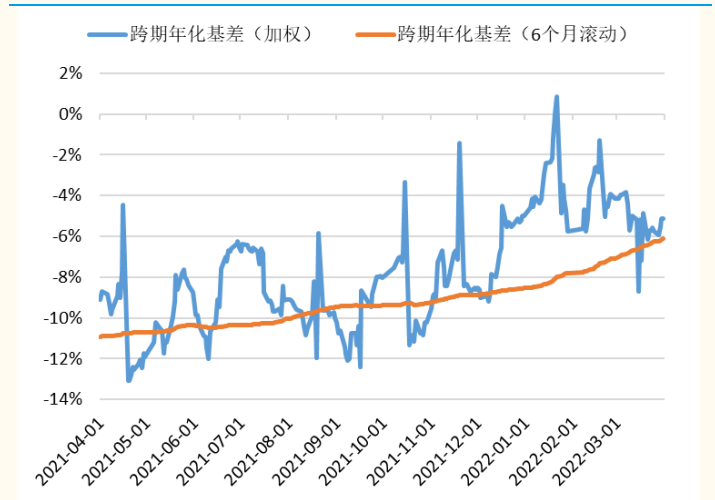
来源: 国金证券研究所, Wind

图表 14: IC 远月、近月实时基差走势



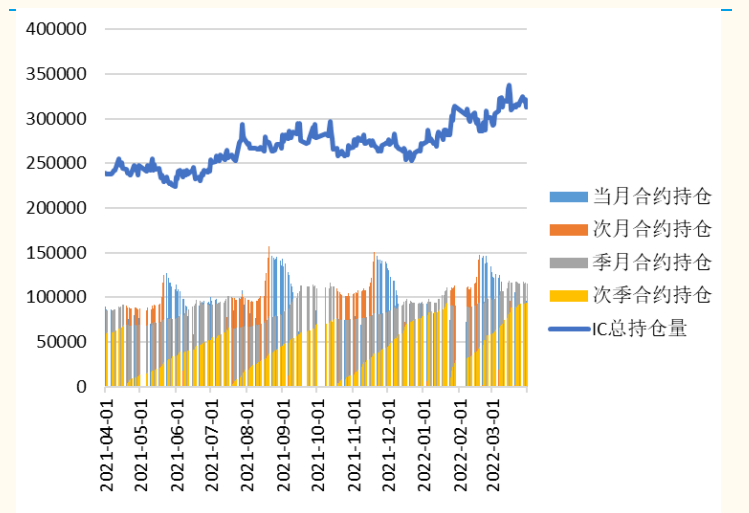
来源: 国金证券研究所, Wind

图表 15: IC 跨期年化基差 (加权) 走势



来源: 国金证券研究所, Wind

图表 16: IC 空单持仓量变化走势



来源: 国金证券研究所, Wind

- 从股票市场风险溢价来看 (自 2011 年以来沪深 300 与中证 500 回报率与 10 年期国债到期收入率之差), 截至 3 月 31 日, 当前沪深 300 风险溢价率 5.31%, 处在历史 61.60%分位值水平; 中证 500 风险溢价率 2.73%, 处在历史 98.20%分位值水平, 3 月中风险溢价率一度达到 3.25%, 超过了 2019 年 1 月末的水平, 创 2011 年以来新高。

图表 17: 沪深 300 风险溢价率



来源: 国金证券研究所, Wind

图表 18: 中证 500 风险溢价率



来源: 国金证券研究所, Wind

- 对于量化选股策略而言, 3 月俄乌冲突加剧, 叠加美股中概股退市的风险, 引发中概股及港股、A 股深度探底, A 股市场大幅度下跌后陷入了盘整。沪深 300 指数创下 2018 年 11 月以来第二大单月跌幅, 创业板指数也连续 4 个月回调。受北上资金持续大幅流出带动, 两市交投活跃度回升, 全月平均日成交额重回万亿水平上方, 结束了连续三个月的下跌。截至月底, 沪深 300 指数下跌 7.84%, 中证 1000 指数下跌 8.73%, 但在最后一周地产、银行等大盘权重股回暖之前, 仍是中小盘风格占优。全月从各行业板块来看, 中证 500 指数成分股外个股的平均表现占绝对优势, 同时行业轮动速度小幅回落, 整体来看指数增强策略选股端超额环境延续 2 月下旬以来的回暖趋势, 指数增强策略超额表现全面回暖。
- 对于阿尔法策略而言, 3 月全月来看市场环境有所回暖, 分周度表现仍有一定差异。3 月首周市场风格较 2 月末显著切换, 小样本观察池中多数管理人超额有不同幅度回撤, 平均回撤幅度不大。随后几周虽然市场普跌探底局面, 但成分股外个股平均表现呈“少跌为赢”的特点, 样本池平均超额表现回暖并连续 3 周为正, 最后一周在地产、银行等指数权重板块的带动下大盘股全面上涨, 样本池超额表现也以回撤收尾。从期货端来看, 3 月全月 IC 基差贴水幅度变化剧烈, 上半月显著放大, 下半月再次收敛, 给运作中产品带来的影响或有相互抵消, 叠加超额端的表现, 策略本月整体收益表现不错, 与前月基本持平。

图表 19: 股票量化策略运行环境分析

	近期变化情况	对量化策略运行友好度
因子不稳定程度	2 月末开始不稳定因子数量明显下降, 3 月以来持续维持在较低水平	↑
流动性及活跃度	两市成交额重回万亿水平, 中小盘股平均换手水平回升幅度较大	↑
大小盘风格	大盘股全月表现小幅强于中小盘股, 但风格尚不明朗	—
市场波动率	各大指数波动水平大幅回升, 个股收益率离散度基本持平	—
行业轮动及成分股表现	行业轮动速度小幅下落, 分行业板块来看成分股外个股平均表现占优	↑
基差	平均跨期年化基差贴水幅度较 2 月放大, 平均对冲成本继续有所回升	↓

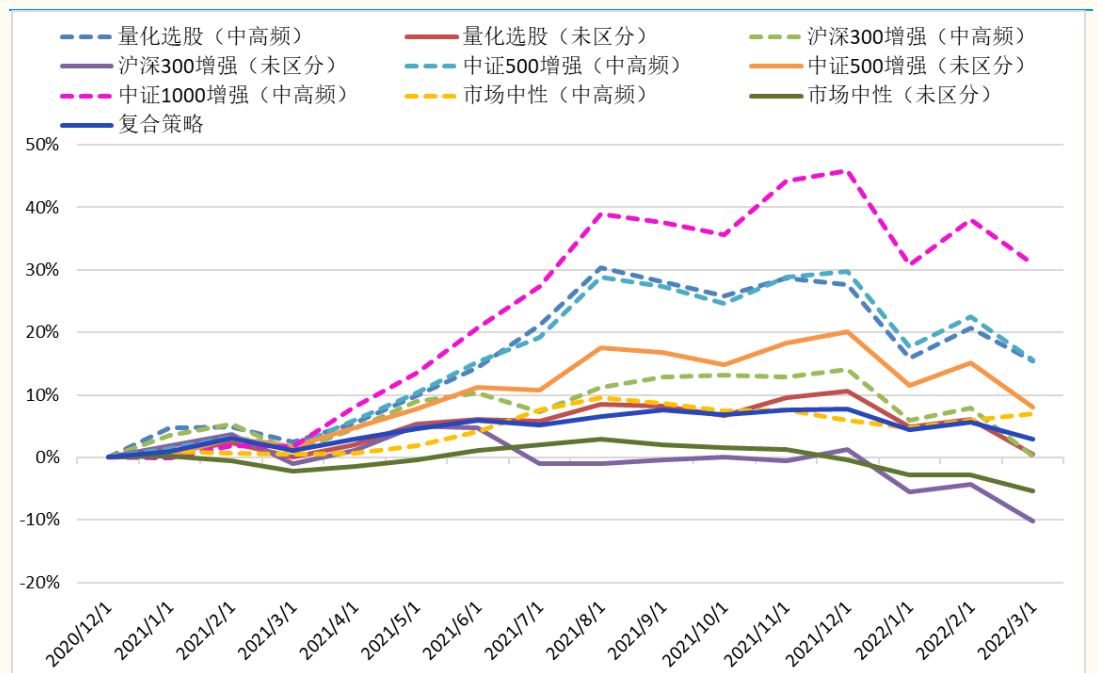
来源: 国金证券研究所

- 整体来看，当前市场处在中期底部区间。历史上“政策底-市场底”的经验，政策底之后 2 月左右市场底显现，但是这一次重要的区别是业绩拐点或来的更快，本轮 A 股企业盈利的底部大概率在二季度。原因是国内经济基本呈现“信用底-经济底-价格低”的特征，本轮信用底在去年三季度已经看到，经济底大概率也在今年一季度，以 PPI 为代表的价格底也将临近，预计 PPI 下行最快的阶段就在上半年。二季度影响市场的核心因素或都呈现积极变化：A 股业绩或迎来拐点；俄乌冲突最严重阶段或已过去；中欧和中美关系呈现积极变化；美联储加息缩表预期较为充分。量化策略运作方面，近期因子收益稳定性整体较高，3 月上半月在内外环境多重因素影响下 A 股放量回调，全月市场流动性有所回升，两市平均日成交额重回万亿上方，结束了连续三月的下跌。各大指数换手水平集体回升，中小盘股平均换手水平回升幅度较大。风格方面，3 月全月来看大盘股小幅跑赢中小盘股，但市场风格并不明朗。波动率层面，进入 3 月以来，时序波动水平持续回升，但横截面波动水平则变化不大，市场分歧度仍然不高。对冲成本方面，相比于 2 月，3 月 IF 和 IC 开仓的头寸所需承担的平均贴水成本继续扩大，不过中旬达到阶段性高位后下半月已有明显收敛趋势，6 个月滚动跨期年化基差显示 IC 贴水仍处于收敛区间内。从指数风险溢价层面来看，在经历了今年以来的大幅调整后，各重要指数风险溢价率均有不同幅度回升，尤其是中证 500 指数，3 月中风险溢价率一度达到 3.25%，超过了 2019 年 1 月末的水平，创 2011 年以来新高，表明相关资产仍有一定的配置价值。综合来看，目前整体环境对于股票量化策略的运行逐步转向中性偏乐观，多数影响因素有边际回暖的趋势。自去年 9 月以来行业正超额寥寥的困难阶段已现尾声，拉长来看，随市场无效波动的减小，超额收益的波动加大和持续走低是不可避免的现象，但这一过程或相对漫长，中短期仍有一定超额空间。另外，现货端超额的边际回暖以及前期锁定的较低对冲成本，使得市场中性策略的相对优势有所凸显。后续可以更多地关注并挖掘仍处在能力圈的“小而美”新锐管理人，同时考虑到今年 A 股市场 beta 的不确定性，在量化策略的配置上可以放眼于股票量化为主，适当叠加 CTA、期权、套利等策略的量化复合策略产品。

第二部分：股票量化策略近期业绩表现

- 我们以国金研究覆盖的私募基金为基础，选取其中采取股票量化策略的私募管理人的对应策略产品，从量化选股（无清晰参考基准指数）、沪深300指数增强、中证500指数增强、中证1000指数增强、市场中性、复合策略（股票量化为主，适当叠加期权、CTA、套利等策略）中分别选取具有代表性的产品进行统计和业绩展示。整体来看，今年一季度A股在内外因素的共同作用下深度探底，仅2月有短暂企稳，其中创业板指调整幅度最大。一季度两市交投活跃度维持在相对适中水平，风格上大盘股小幅跑赢中小盘股，但分化并不显著，量化策略的整体运行环境利弊参半，据我们本次重点统计的363只（相同公司同一策略选取一只产品）股票量化策略产品显示，一季度除市场中性（中高频）策略外，其余各子策略绝对收益均有较大幅度回调，但指增策略超额表现有所回暖。

图表 20：股票量化策略业绩走势



来源：国金证券研究所，朝阳永续

- 具体来看，量化选股策略（中高频）产品中，2022年一季度14只产品平均收益-11.24%，所有产品均未实现正收益；量化选股策略（未区分策略频率）产品中，65只产品平均收益-11.35%，其中正收益产品8只；沪深300指数增强策略（中高频）产品中，一季度21只产品平均收益-12.95%，受今年以来市场整体回调影响较大，全部产品均未实现正收益，16只产品均超越同期沪深300指数表现，一季度平均超额2.19%；沪深300指数增强策略（未区分策略频率）产品中，19只产品平均收益-12.82%，全部产品均未实现正收益，12只超越同期沪深300指数，一季度平均超额1.97%；中证500指数增强策略（中高频）产品中，60只产品平均收益-11.55%，全部产品均未实现正收益，51只产品超越同期中证500指数表现，一季度平均超额3.01%，逐月来看3月超额表现相比1、2月大幅提升；中证500指数增强策略（未区分策略频率）产品中，42只产品平均收益-11.39%，正收益产品2只，其中29只产品超越同期中证500指数，一季度平均超额3.18%；中证1000指数增强策略（中高频）产品中，17只产品平均收益-11.30%，全部产品均未实现正收益，其中16只产品超越同期中证1000指数，一季度平均超额3.50%；市场中性策略（中高频）产品中，一季度47只产品平均收益0.80%，其中32只产品实现正收益；市场中性策略（未区分策略频率）产品中，13只产品平均收益-2.44%，正收益产品4只；复合策略产品中，一季度65只产品平均收益-4.43%，其中正收益产品22只。

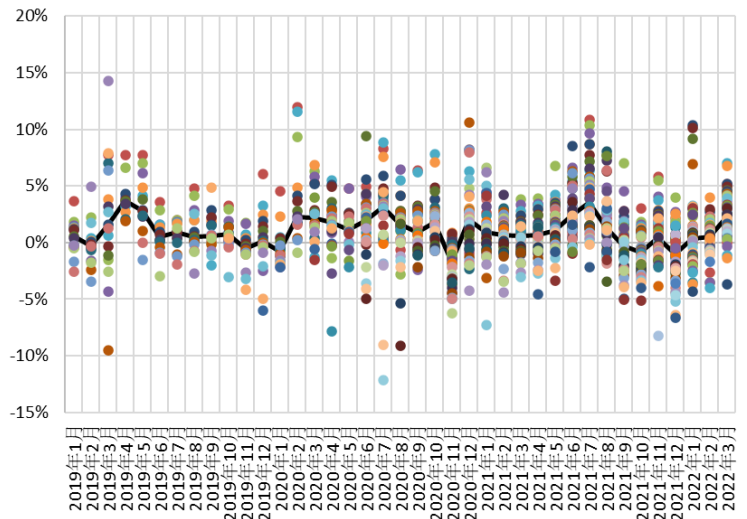
图表 21: 各子策略近半年各月平均收益表现

策略类型	10月	11月	12月	1月	2月	3月	今年一 季度	今年以来
量化选股(中高频)	-1.76%	2.25%	-0.80%	-9.21%	4.24%	-4.47%	-11.24%	-11.24%
量化选股(未区分策略频率)	-1.31%	2.60%	0.97%	-5.10%	1.01%	-5.45%	-11.35%	-11.35%
沪深300增强(中高频)	0.22%	-0.22%	1.10%	-7.13%	1.72%	-7.02%	-12.95%	-12.95%
沪深300增强(中高频)超额收益	-0.80%	0.84%	-0.75%	-0.54%	1.45%	1.38%	2.19%	-
沪深300增强(未区分策略频率)	0.47%	-0.58%	1.73%	-6.60%	1.17%	-6.08%	-12.82%	-12.82%
沪深300增强(未区分策略频率)超额收益	-0.44%	0.73%	-0.28%	0.59%	0.86%	1.98%	1.97%	-
中证500增强(中高频)	-2.23%	3.38%	0.75%	-9.27%	4.13%	-5.65%	-11.55%	-11.55%
中证500增强(中高频)超额收益	-0.92%	0.49%	-1.06%	0.54%	0.42%	2.30%	3.01%	-
中证500增强(未区分策略频率)	-1.56%	2.96%	1.50%	-7.15%	3.30%	-6.16%	-11.39%	-11.39%
中证500增强(未区分策略频率)超额收益	-0.26%	0.02%	-0.24%	2.18%	-0.50%	1.81%	3.18%	-
中证1000增强(中高频)	-1.44%	6.31%	1.14%	-10.26%	5.46%	-5.10%	-11.30%	-11.30%
中证1000增强(中高频)超额收益	-1.33%	-1.40%	0.62%	2.07%	-0.40%	2.45%	3.50%	-
市场中性(中高频)	-1.13%	0.27%	-1.61%	-1.10%	1.06%	1.02%	0.80%	0.80%
市场中性(未区分策略频率)	-0.51%	-0.26%	-1.66%	-2.43%	0.05%	-2.59%	-2.44%	-2.44%
复合策略	-0.71%	0.70%	0.16%	-3.12%	1.19%	-2.64%	-4.43%	-4.43%

来源: 国金证券研究所, 朝阳永续

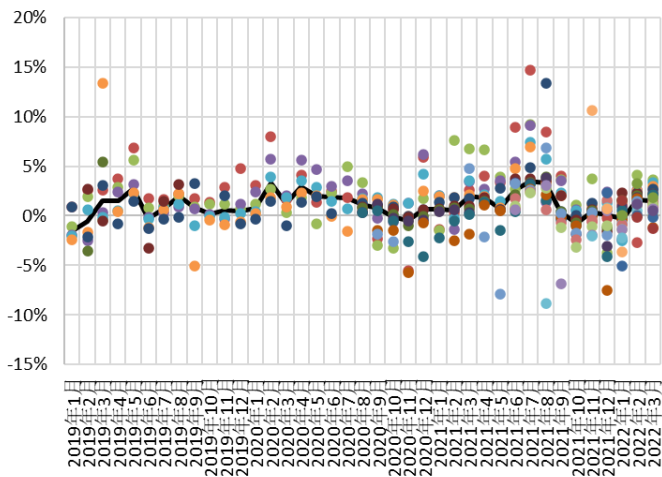
- 综合市场行情来分析各策略的表现, 2022 年开年以来, A 股开启全面下挫模式, 1 月全月各重要指数悉数回调, 2 月经济复苏信号带动股市回升, 对经济景气度更为敏感的小盘反弹幅度相对较大, 3 月以来受俄乌地缘政治风险、金稳会政策和国内局部疫情的综合影响, A 股市场再次深度探底。整体来看一季度中证 1000 下跌 15.46%, 中证 500 下跌 14.06%, 沪深 300 下跌 14.53%, 大小盘风格分化并不显著。市场流动性略有衰减不过仍然处于适中水平, 一季度日均成交额在万亿上方, 时序波动水平有明显回升, 但截面波动仍处于偏低水平, 这样的市场环境对超额收益的获取利弊参半。在这样的行情下, 沪深 300 指数增强策略绝对收益虽然为负, 但整体超额表现尚可, 2 月、3 月连续两个月获得正超额, 一季度超额收益中位数为 2.41%。中证 500 指数增强策略超额表现相比 2021 年四季度回暖, 一季度各月均整体实现正超额, 一季度超额收益中位数为 2.56%。中证 1000 指数增强策略一季度平均来看在三类指增策略中超额表现最好, 超额收益中位数为 2.98%。市场中性策略方面, 一季度现货端超额表现整体尚可, 对冲端 1、2 月 IC 主力合约回到升水, 随后转为贴水并逐步走深, 总体看一季度基差给运作中的产品贡献了额外的收益, 全季度来看策略整体虽实现正收益但表现尚属中规中矩。量化复合策略方面, 一季度以来商品市场波动率的大幅推升对于中短周期策略比较有利, 同时 1-2 月较好的趋势性环境使中长周期策略也有较好的表现。但频繁的日内反转和隔夜行情的不连续性, 导致更短周期的日内策略和隔夜策略表现一般, 另外由于股票市场的大幅下跌, 从绝对收益层面来看股票量化细分策略均以回撤为主, 使得复合配置 CTA 和股票量化策略的量化复合策略产品受到显著拖累, 一季度整体录得负收益。

图表 22: 中证 500 指数增强策略月度超额收益表现



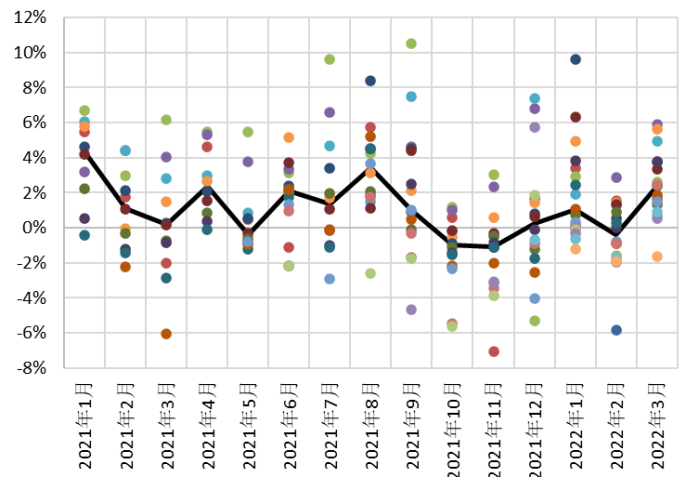
来源: 国金证券研究所, 朝阳永续

图表 23: 沪深 300 指数增强策略月度超额收益表现



来源: 国金证券研究所, 朝阳永续

图表 24: 中证 1000 指数增强策略月度超额收益表现



来源: 国金证券研究所, 朝阳永续

■ 根据一季度收益情况 (以净值截至 3.25 及 3.31 为准), 以下分策略展示了我们持续跟踪的部分优秀股票量化策略私募基金的业绩表现:

1) 量化选股策略 (中高频): 从 2022 年一季度收益表现来看, 思颀、国富、千象、天演、龙旗等管理人呈现“少跌为赢”相对较好的业绩表现。

图表 25: 2022 年一季度量化选股策略 (中高频) 部分产品业绩表现

私募	产品	今年一季度收益率	近一月收益率	近半年收益率
思颀投资	思颀投资大数据选股一期	-2.67%	-0.31%	-3.85%
国富投资	国富瑞利 1 号	-4.31%	-1.13%	-5.33%
千象资产	千象盛世量化选股 1 号	-5.63%	-5.11%	1.37%
天演资本	天演赛能	-8.47%	-1.68%	-6.77%
龙旗科技	龙旗股票量化多头 1 号	-10.66%	-5.39%	-0.43%

来源: 国金证券研究所, 朝阳永续

2) 沪深 300 指数增强策略 (中高频): 从 2022 年一季度绝对收益表现来看, 九坤、佳期、弈泰、衍复、锐天、致诚卓远、双隆、白鹭、明法、

启林、品赋等管理人跌幅较小，且超额表现好于沪深 300 指增策略一季度平均超额水平。

图表 26：2022 年一季度沪深 300 指数增强策略（中高频）部分产品业绩表现

私募	产品	今年一季度收益率	今年一季度超额收益	近一月收益率	近一月超额收益
九坤投资	九坤日享沪深 300 指数增强 1 号	-7.73%	6.80%	-5.24%	2.59%
佳期投资	佳期北斗星一期	-8.19%	6.33%	-4.20%	3.64%
奔泰资产	奔泰全市场二十七号	-9.53%	5.00%	-6.98%	0.86%
衍复投资	衍复 300 指增一号	-10.47%	5.03%	-6.19%	2.70%
锐天投资	锐天标准 300 指数增强 1 号	-10.54%	4.96%	-5.39%	3.33%
致诚卓远	致远沪深 300 指数加强	-11.21%	4.29%	-7.54%	1.18%
双隆投资	双隆-隆腾 1 号	-11.47%	3.06%	-7.33%	0.51%
白鹭资产	浙江白鹭 300 指数增强二号	-12.12%	2.41%	-6.37%	1.30%
明泓投资	明泓稳健增长 1 期	-12.23%	3.28%	-7.38%	1.50%
启林投资	启林金选沪深 300 指增 1 号	-12.68%	2.83%	-6.48%	2.24%
品赋投资	品赋海龙 300 指数增强	-12.97%	2.53%	-6.61%	2.12%

来源：国金证券研究所，朝阳永续

3) 中证 500 指数增强策略（中高频）：从 2022 年一季度表现来看，共有 27 家管理人超额表现超过 3%，其中有 13 家超额表现超过 5%，其中思懿、蜂雀、丰润恒道、凯纳、衍复、宽德、量盈等管理人超额表现居前。

图表 27：2022 年一季度中证 500 指数增强策略（中高频）部分产品业绩表现

私募	产品	今年一季度收益率	今年一季度超额收益	近一月收益率	近一月超额收益
思懿投资	思懿投资-中证 500 指数增强 1 号	-1.21%	13.62%	-1.30%	6.78%
蜂雀投资	蜂雀成长优选增强 2 号	-1.99%	12.84%	-1.10%	6.98%
丰润恒道	丰润长期价值 1 期	-2.76%	12.07%	-3.18%	4.90%
凯纳璞淳	凯纳凯泰二号	-4.03%	10.03%	-2.52%	5.19%
衍复投资	衍复指增三号	-5.77%	9.06%	-3.98%	4.11%
宽德投资	宽德金选中证 500 指数增强 6 号	-7.51%	7.32%	-2.91%	5.18%
量盈投资	量盈中证 500 指数增强	-7.84%	6.99%	-3.94%	4.14%
白鹭资产	白鹭 500 指数增强南强二号	-8.23%	5.83%	-4.09%	3.62%
久期投资	久期量和指数 1 号	-8.32%	6.51%	-4.85%	3.23%
顽岩资产	顽岩中证 500 指数增强 1 号	-8.81%	6.01%	-3.54%	4.54%
锐天投资	麦克斯韦一号	-8.85%	5.97%	-5.35%	2.73%
佳期投资	佳期证星一期	-8.91%	5.14%	-4.56%	3.15%
千象资产	千象卓越 2 号中证 500 指数增强	-9.32%	5.50%	-6.95%	1.13%
卓识投资	卓识伟业	-9.53%	4.52%	-5.71%	2.00%
衍盛资产	衍盛指数增强 1 号	-10.28%	3.77%	-5.78%	1.93%
盛冠达投资	盛冠达中证 500 指数增强 1 号	-10.55%	3.51%	-6.08%	1.63%
念空科技	念空瑞景 1 号	-10.68%	4.15%	-3.80%	4.28%
时代复兴	时代复兴益增一号-中证 500 指数增强	-10.71%	4.11%	-5.56%	2.53%
灵均投资	灵均中证 500 指数增强 2 号	-10.91%	3.92%	-4.97%	3.12%
宣夜投资	宣夜投资 500 指数增强	-10.99%	3.07%	-6.57%	1.14%
致诚卓远	致远中证 500 指数加强	-11.05%	3.77%	-6.46%	1.63%
明泓投资	明泓价值成长 1 期	-11.08%	3.75%	-6.42%	2.12%
衍合投资	衍合 500 指数增强 1 号	-11.10%	3.73%	-6.11%	1.97%
诚奇资产	诚奇中证 500 增强精选 1 期	-11.12%	3.71%	-5.46%	2.62%

平方和投资	平方和进取 1 号	-11.25%	3.57%	-4.21%	3.87%
蒙玺投资	蒙玺祖冲之 1 号量化	-11.39%	3.44%	-6.74%	1.34%
启林投资	启林正兴东绣 1 号	-11.82%	3.01%	-5.23%	2.85%

来源：国金证券研究所，朝阳永续

4) 中证 1000 指数增强策略 (中高频)：从 2022 年一季度表现来看，共有 8 家管理人超额表现超过 4%，其中九坤、致诚卓远、龙旗、锐天等管理人超额表现亮眼。

图表 28：2022 年一季度中证 1000 指数增强策略 (中高频) 部分产品业绩表现

私募	产品	今年一季度收益率	今年一季度超额收益	近一月收益率	近一月超额收益
九坤投资	九坤日享中证 1000 指数增强 1 号	-5.49%	9.97%	-3.11%	5.62%
致诚卓远	致远中证 1000 指数加强	-7.76%	7.10%	-4.99%	2.38%
龙旗科技	龙旗领航者三号	-8.55%	6.31%	-2.40%	4.97%
锐天投资	锐天中证 1000 指数增强 1 号	-8.57%	6.29%	-4.01%	3.35%
久期量和	久期量和指数 3 号	-9.12%	5.74%	-5.74%	1.63%
衍复投资	衍复臻选中证 1000 指数增强一号 A 期	-9.17%	4.95%	-5.79%	1.49%
佳期投资	佳期千星一期	-9.38%	6.07%	-6.30%	2.43%
稳博投资	稳博 1000 指数增强 1 号	-10.69%	4.18%	-1.44%	5.92%

来源：国金证券研究所，朝阳永续

5) 市场中性策略 (中高频)：从 2022 年一季度表现来看，接近 70% 的市中性策略产品收益为正，其中有 14 家管理人一季度收益表现超过 2%，其中宽德、衍复、盛冠达、黑翼等管理人表现较好。

图表 29：2022 年一季度市场中性策略 (中高频) 部分产品业绩表现

私募	产品	今年一季度收益率	近一月收益率	近半年收益率
宽德投资	宽德共赢 B	6.04%	4.07%	3.64%
衍复投资	衍复中性三号	5.86%	2.61%	1.92%
盛冠达投资	盛冠达量化中性 2 号	5.00%	1.33%	3.04%
黑翼资产	黑翼市场中性 3 号	4.73%	0.46%	-0.99%
致诚卓远	致远 22 号	4.22%	1.39%	5.46%
衍盛资产	衍盛量化精选一期	3.19%	1.28%	3.90%
诚奇资产	诚奇对冲精选	2.92%	2.69%	2.46%
衍合投资	衍合量化市场中性 1 号	2.73%	1.77%	-0.48%
明泓投资	明泓中性 1 号	2.72%	1.22%	-0.31%
睿凝投资	睿凝建隆量化中性	2.68%	0.28%	5.51%
因诺资产	因诺阿尔法 1 号	2.55%	5.36%	-8.78%
平方和投资	平方和智增 1 号	2.45%	4.37%	-1.43%
蒙玺投资	蒙玺分形 2 号	2.40%	1.23%	1.85%
玉数投资	玉数涵瑞六号	2.33%	1.78%	2.36%

来源：国金证券研究所，朝阳永续

第三部分：股票量化私募介绍

本期股票量化私募我们介绍衍盛资产。

深圳市衍盛资产管理有限公司

1、公司经营治理

- 深圳市衍盛资产管理有限公司成立于 2014 年 6 月，注册资本 1000 万。公司基于国际前沿的量化交易和基本面价值投资，发掘国内股票、期货、期权市场的交易机会，为投资者提供风险收益特征相匹配的投资产品。目前，公司在量化选股、量化 CTA、期权、基本面选股策略上全面布局，管理规模 26 亿左右。

核心成员具备国际化视野和丰富的量化投资经验

- 衍盛目前团队成员 40 人左右，投研和技术人员占比超过 75%，核心成员来自境内外著名高校并曾在高盛、城堡证券、美银美林、德意志银行、润晖等享誉全球的投资机构从事投研和交易，具备国际化视野和丰富的投资经验，在低频阿尔法、高频择时、股票衍生品交易、CTA 等领域有丰富的投资经验。公司 2016 年与清华大学共同设立“量化投资实验室”，为策略持续开发和优秀量化人才储备奠定了基础。董事长兼投资总监，章友，清华大学经管学院金融学学士、清华五道口金融 EMBA，2005-2015 年担任高盛（亚洲）执行董事，主管亚太区股票衍生品交易，管理资产规模达数十亿美元，历经美国次贷危机、美国债务危机等多次市场风险事件，连续十年所管理资产全部获得正收益；具有 15 年股票衍生品交易经验，曾参与深圳证券交易所、中国金融期货交易所期权顾问工作。王顿坤，基金经理，纽约大学数学学士/加州大学伯克利分校金融工程硕士；纽约大学科朗数学研究院数学/计算机专业学士，加州大学伯克利商学院金融工程硕士；2016 年-2018 年在美国纽约任职花旗集团(Citigroup)股票期权量化分析师；2018 年至 2021 年在美国芝加哥任职城堡证券(Citadel Securities)股票量化交易员，从事股票 Alpha 策略的多因子挖掘、中高频统计套利模型和高频做市策略的研发和交易。

2、投资策略：持续开发并完善各类量化策略

- 衍盛量化策略种类丰富，涵盖股票 Alpha 策略、股票日内策略、CTA 策略、期权策略等。在股票量化研究方面，衍盛通过多因子选股模型，从因子挖掘与检验出发，在因子检验过程中，除了用线性回归模型外，还会用非线性回归模型，提高策略构建的科学性和严谨性；在因子权重环节，加入机器学习技术训练最优权重分配；在个股权重分配环节，使用 Barra 的风险模型和 BL 优化器分配个股权重。其股票 Alpha 策略混合使用股指期货、场内期权以及融券进行对冲，相比传统对冲策略有一定的区别。在此基础上，充分利用 Alpha 策略底仓，通过程序化交易实现股票日内回转，增强产品收益。
- 具体来看，衍盛期货期权融券混合对冲策略灵活使用中证 500 股指期货、场内期权以及融券进行对冲，2021 年以来平均 30%左右的仓位使用融券对冲，30%左右的仓位使用股指期货对冲，另外一小部分仓位则使用场内期权对冲。在用到期权对冲的时候，由于期权的非线性 Delta 有一定敞口，其交易团队根据市场情况和模型信号决定对冲比例和使用何种期权策略，是个动态调整的过程。除此之外，股票端仓位情况也会根据股指期货贴水情况进行调整，2021 年以来仓位在 50%-70%直接波动。长期来看混合对冲策略有比较明显的业绩增强，可以动态减少期货贴水造成的恒定损失，但同时波动也会比完全使用期货对冲有所放大。随着 2019 年 12 月沪深 300 股指期权和 ETF 期权上市，期权对冲部分已用 300 期权替换 50ETF 期权作为对冲工具，整体来看跟股票组合的风格更加贴近，对冲效果有所提升，波动也相应减小。

3、风险管理

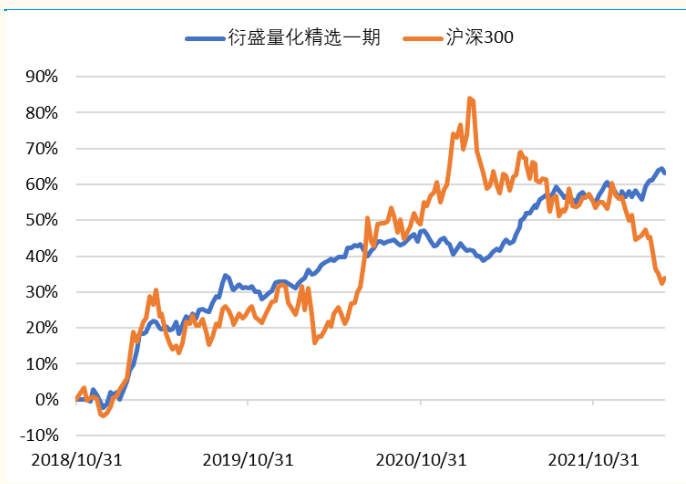
- 衍盛成立了专门的风险管理委员会，由风控专职人员负责，对策略的风险

做实时、全面的跟踪和评估。风险管理委员会负责制定风险管理战略，确定风险管理原则，建立内部控制机制，是最高的风险管理决策机构。同时公司运用量化的风险测量体系和风险预警指标体系，对业务运作中存在的和潜在的风险进行识别、评估、监测和报告。实际投资过程中，投资经理对交易执行进行事前、事中和事后监控。事前风控主要结合历史回测结果，对策略模型和交易指令的关键参数设置阈值，以达到组合回撤风险的目的和合规要求。事中风控主要对模型运行进行监控及突发事件应急处理。事后风控主要包括绩效评估和组合动态定期调整。

4、代表产品业绩展示

- 衍盛量化精选一期为期货期权融券混合对冲策略代表产品，成立于 2018 年 10 月底。相比仅用期货对冲，产品通过融券以及期权非线性对冲显著减少了负基差带来的对冲成本，一定程度上提升了组合的绝对收益；同时叠加程序化日内回转交易，在市场震荡时仍带来高胜率、低风险的稳健额外收益。运作期间产品收益稳步上涨，产品成立以来累计收益 63.10%，年化收益率 15.39%，运作以来月度最大回撤为 4.65%，收益风险比良好。

图表 30：衍盛量化精选一期业绩走势



来源：国金证券研究所，通联数据

图表 31：产品收益指标展示

产品名称	近一年			
	收益率	夏普比率	标准差	最大回撤
衍盛量化精选一期	16.42%	231.49%	6.03%	1.55%
	排名/2359			
衍盛量化精选一期	10%-20%	前 10%	20%-30%	10%-20%

来源：国金证券研究所，通联数据

总体来看，衍盛资产专注于量化投资，坚持数据和算法研究，构建了多样化的策略框架。公司员工以投资（研究+交易）、技术开发为核心，投资部和技术部合计人员超过公司总人数的 75%，具备优秀量化交易团队所必须的软硬件实力。目前公司规模 26 亿，属于成长期量化私募，策略容量、人员配置与策略收益处于良好兼容的状态，投资收益稳定性相对可控，可予以关注。

风险提示：

- 1、策略拥挤度提升：随量化投资行业拥挤度的提升，同质化加剧的策略或导致部分因子/数据失真，给策略的运作带来额外的难度，影响超额端收益表现。
- 2、对冲成本增加：股指期货基差贴水幅度加深导致未来对冲成本上升，对冲类策略收益不及预期。

特别声明:

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	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