

## 策略运行环境友好度下降，超额表现整体回落

### 第一部分：股票量化策略投资环境

■ 量化策略运作方面，8月整体来看，不稳定因子数量仍在临界值下方，但下旬有比较明显的上升，或对超额带来一定负面影响。全月市场情绪相对谨慎，不过流动性仍然处在相对高位，两市日均成交额在万亿上方，但各大指数换手水平继续有所回落。风格方面，8月市场风格发生一定转变，全月大盘股跑赢中小盘股，结束了连续3个月小盘股占优的风格。波动率层面，进入8月以来，时序波动水平有进一步下降，横截面波动水平则变化不大，并且月末已有一定的反弹回升迹象。对冲成本方面，8月IF开仓的头寸所需承担的平均贴水成本继续有所下降，IC则有小幅上升，IM基本与上市初期持平，另外，IM合约目前持仓量持续有所提升，已经快速上升到目前超过IC持仓量1/3的水平。从指数风险溢价层面来看，近期中证500指数、中证1000指数均处在配置价值相对较高的高风险溢价区间，同时沪深300指数的风险溢价率也继续有所上升。综合来看，近期部分影响因素已再度出现边际转差的趋势，预计未来一段时间整体环境对于股票量化策略的运行相对中性。从现货端的超额表现来看，中证500指增策略自5月初到7月底连续13周获得正超额后，8月波动有所加大，如果市场风格发生明显转向，或对超额造成较大影响，目前在配置时点上需要给予一定的关注度。不过目前中证1000指增策略超额表现仍然相对稳定，另外中证1000股指期货年化贴水成本处在适中水平，1000赛道的中性策略配置机会仍然值得关注。

### 第二部分：股票量化策略近期表现

■ 8月A股全月收跌，中小盘股及成长风格回调显著，大盘股则呈现“少跌为赢”的特征，量化策略运行环境友好度下降。整体来看，据我们本次重点统计的360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，8月指增策略绝对收益表现转负，超额收益全面回落，市场中性策略收益同样大幅下降。具体来看，沪深300指数增强策略8月绝对收益为负，超额表现显著下跌不过仍然维持在正超额收益，8月超额收益中位数为1.09%。中证500指数增强策略8月绝对收益及超额表现同样大幅下降，并且再度转负，超额收益中位数为-0.22%，结束了连续3个月强势的表现。中证1000指数增强策略8月平均来看在三类指增策略中绝对收益和超额表现均相对突出，超额收益中位数为1.92%，与7月相比仅小幅回落。市场中性策略由于8月现货端超额表现整体回落，叠加对冲端IC各合约贴水相比7月末有一定收敛，整体来看策略收益表现一般，再度录得负收益。量化复合策略方面，8月各周期量化CTA策略均表现一般，叠加股票量化子策略集体回撤的绝对收益表现影响，量化复合策略产品8月整体收益为负。

### 第三部分：本期股票量化私募介绍——清哲投资

■ 总体来看，清哲投资在A股量化投资领域发展相对较晚，但与传统的股票量化策略具备一定的差异性，核心成员有多年华尔街对冲基金工作经验。公司覆盖量化选股及股票中性策略，底层为多因子选股策略，借助科学的数学模型，在海量数据中捕捉投资机会，并且通过海外订单流等稀缺另类因子，构建了独有的Alpha收益来源，策略实盘业绩表现亮眼。目前公司整理管理规模近10亿，中低频换手下策略容量充足，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

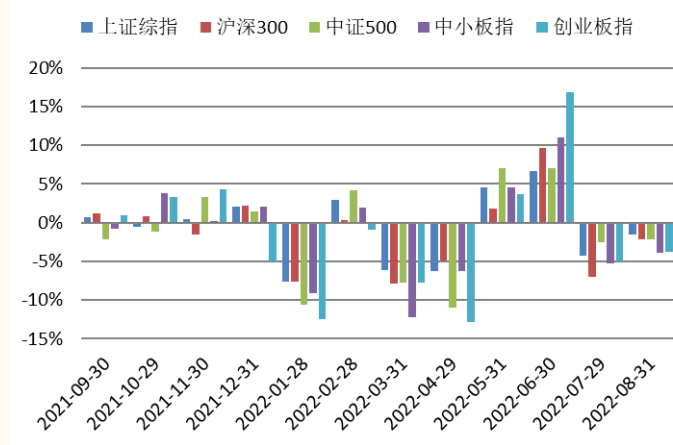
张剑辉 分析师 SAC 执业编号: S1130519100003  
(8610)66211648  
zhangjh@gjzq.com.cn

## 第一部分：股票量化策略投资环境分析

### 基础市场回顾

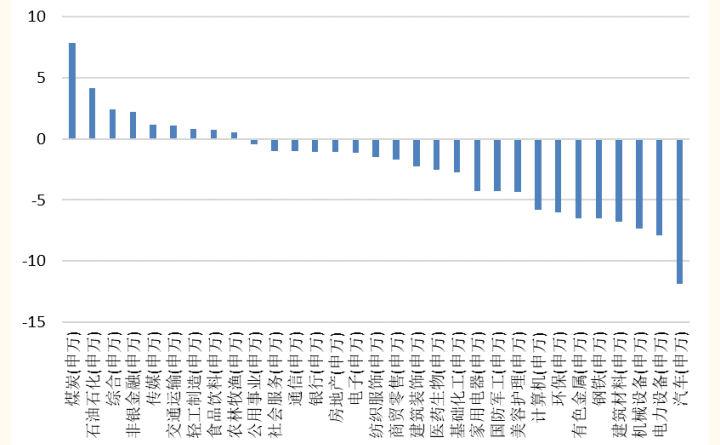
- 8月受局部疫情不断反复影响，市场延续回调趋势，月内市场风格多次发生逆转，但总体来看大盘蓝筹股相对抗跌，中小盘股票则呈现较大的调整幅度。全月来看，上证综指下跌1.57%，沪深300指数下跌2.19%，中证500指数下跌2.20%，中小板指下跌3.86%，创业板指下跌3.75%。行业方面，根据申万一级行业分类，8月绝大多数板块下跌，煤炭、石油石化、综合、非银等板块涨幅居前，其余板块中，汽车、电力设备、机械设备、建筑材料、钢铁、有色金属、环保、计算机等板块跌幅均超过5%。

图表 1：近一年股市重要指数月度涨跌幅



来源：国金证券研究所，Wind

图表 2：近一月各行业板块涨跌情况

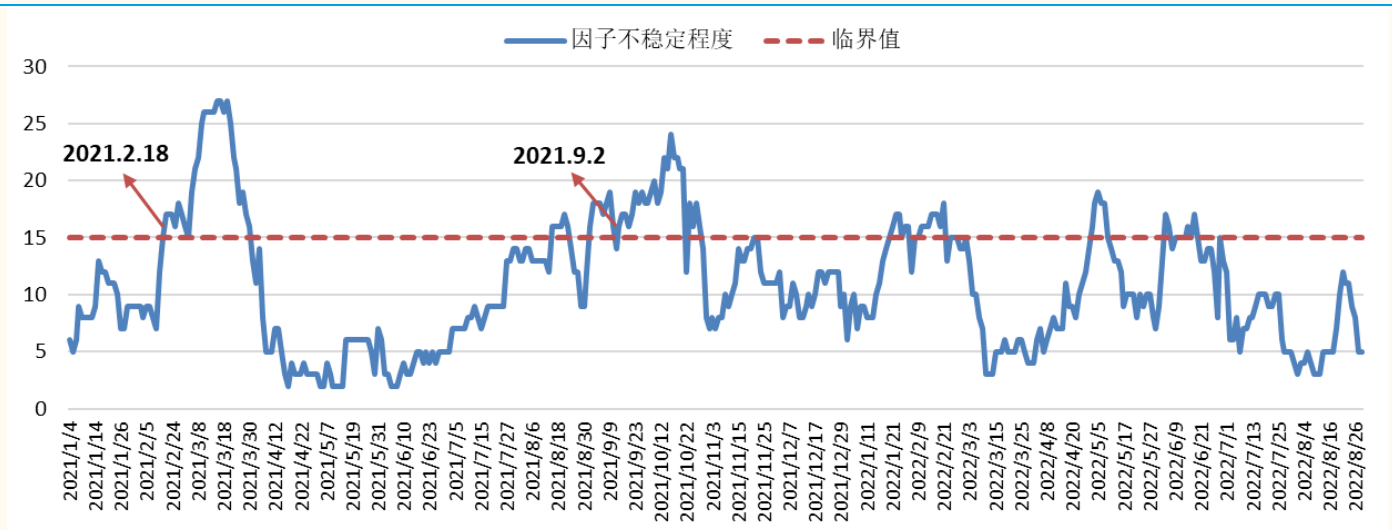


来源：国金证券研究所，Wind

### 量化策略投资环境

- 通过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，但 4 月初开始不稳定因子数量再次上升，并于月末突破临界值，五一节后归来一度上升至近半年高位，不过随后呈现快速下降趋势。6 月不稳定因子数量两度突破临界值，但并没有持续的上升趋势，7 月这一数量维持在较低水平，8 月整体来看，不稳定因子数量仍在临界值下方，但下旬有比较明显的上升，或对超额带来一定负面影响。

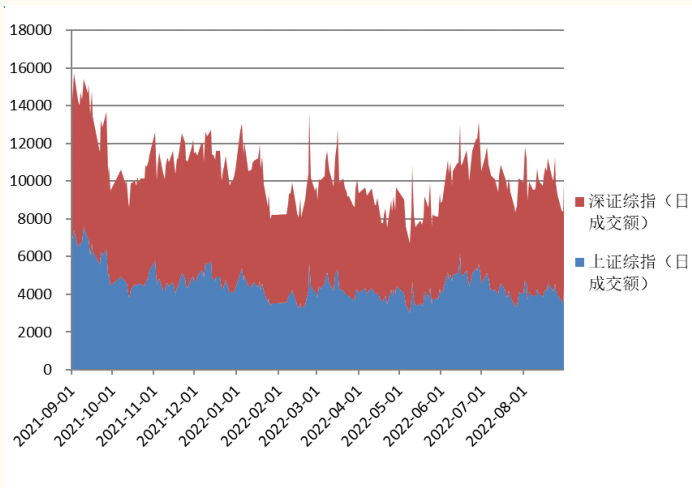
图表 3: 因子不稳定程度



来源: 国金证券研究所, Wind

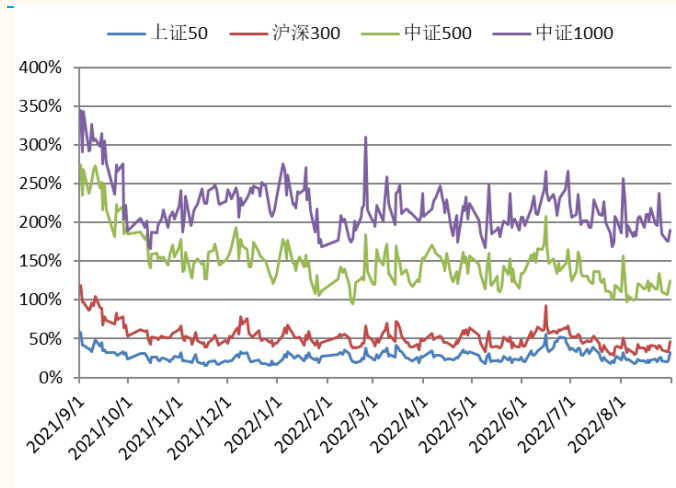
- 流动性和市场活跃度方面, 8 月 A 股市场呈现先涨后跌的 V 型走势, 但整体以下跌收尾, 市场呈现相对弱势, 不过全月市场交投活跃度仍然在比较高的水平。具体来看, 市场在 8 月上旬缩量上涨, 两市成交额多数交易日不足万亿, 但下旬开始市场放量下跌, 成交水平再度回到万亿以上, 个别交易日超过 11000 亿。全月两市日均成交额勉强跨过 10000 亿, 与 7 月相比基本持平, 仍然处于相对高位, 目前已连续 3 个月保持在这一水平。各大指数换手水平 8 月延续 7 月回落趋势, 大盘股换手下降幅度显著。从日均换手率来看, 上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 换手率环比分别下跌 22.65%、13.14%、8.23%和 1.82%。

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

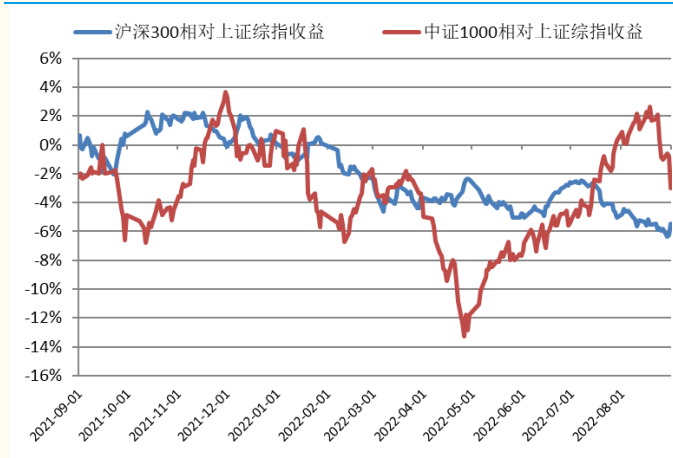


来源: 国金证券研究所, Wind

- 市场风格上, 截至 8 月底, 近一年来大盘股相对上证指数收益-5.48%, 中小盘股相对上证指数收益-3.01%。中小盘股相对上证指数收益从今年 1 月中旬开始加速下挫, 春节后短暂回暖, 3 月下旬开始再度回调, 前期积累的相对收益尽数回吐。4 月市场仍是泥沙俱下的下跌环境, 但风格上有显著分化, 传统大盘股表现相对抗跌, 中小市值领域的出清压力较大。5-6 月随市场情绪边际回暖, 中小盘股表现有明显反转, 大幅跑赢大盘股。7 月市场整体回调, 不过中小盘股逆势上涨并创反弹阶段新高。8 月市场回调继续, 风格也发生一定转变, 全月大盘股跑赢中小盘股 2.96%, 结束了连续 3 个月小盘股占优的风格。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 7 月中旬开始有明显的下滑, 8 月除月末最后一个交易日外, 整体处在较低水平。中证 500 成分股成交占比在 8 月以来

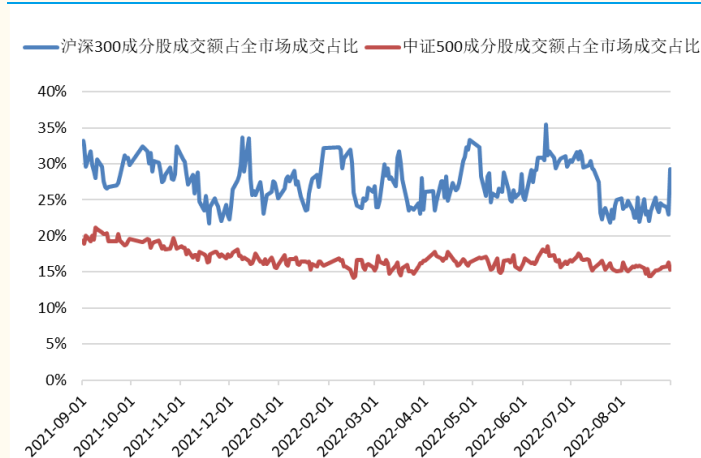
同样继续有小幅下降，全月平均来看占比在 15%左右。

图表 6：近一年大小盘风格特征



来源：国金证券研究所，Wind

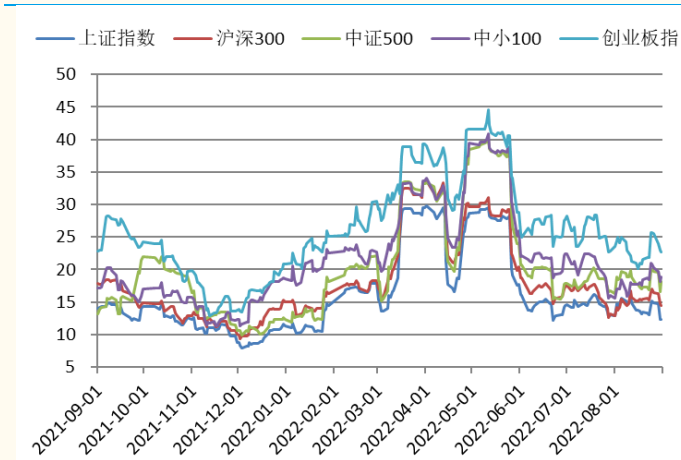
图表 7：近一年头部市值股票成交额占全市场比例



来源：国金证券研究所，Wind

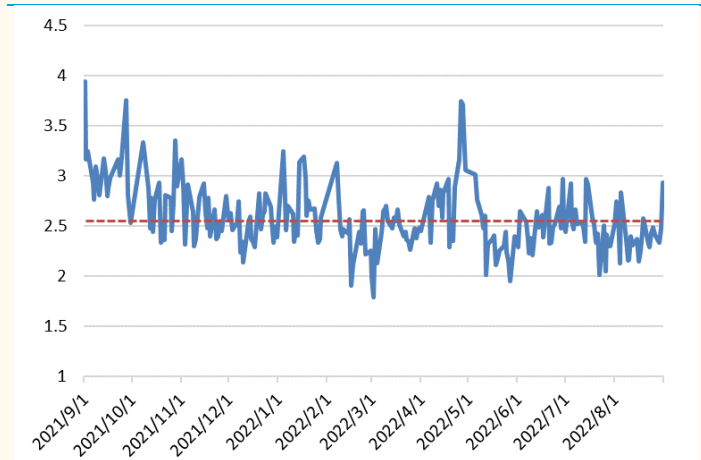
- 从主要指数时序波动水平来看，2022 年以来，时序波动水平回升持续，1-3 月各指数波动水平放大显著且趋势连贯，4 月各指数波动回落后再度飙升，创业板指数波动水平突破去年 8 月高位，5 月时序波动从高点再度回落，随后整体进入低迷区间，8 月以来除中证 500 外，其余各指数波动水平继续有不同幅度下落，目前已在相对低位。从近期个股（以沪深 300、中证 500 和中证 1000 所包含成分股为样本股票池）收益率离散程度来看，8 月平均个股收益离散度相比 7 月基本持平，虽仍在近一年中位水平下方，不过月末已出现一定的反弹迹象。

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

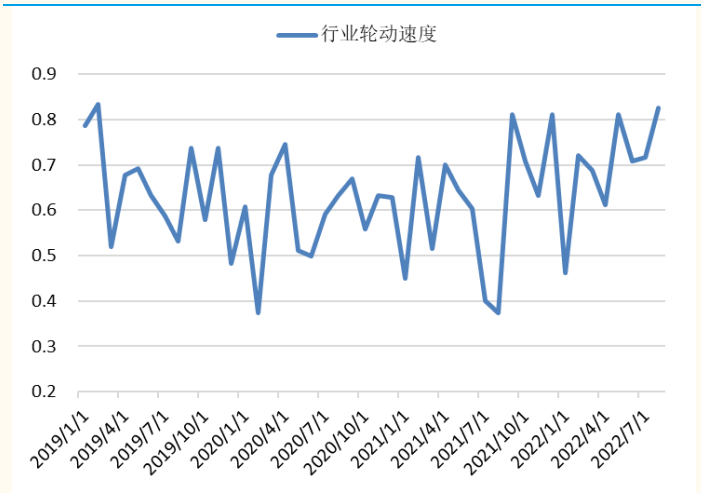
图表 9：近一年个股收益率离散度



来源：国金证券研究所，Wind

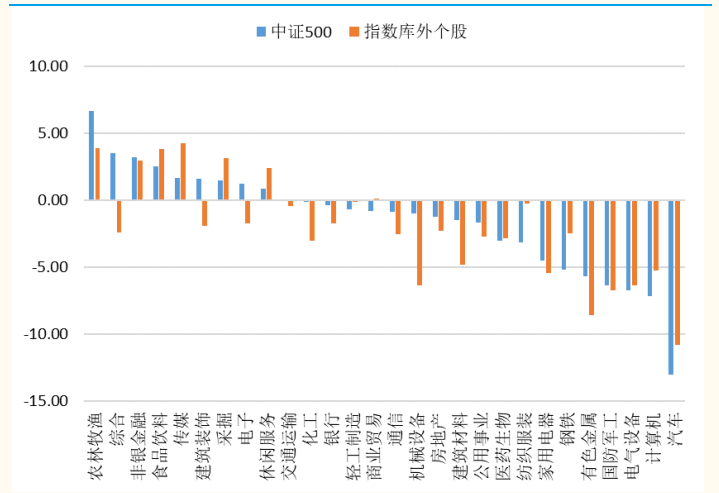
- 从近期行业轮动速度来看（以申万一级行业分类为标准），8 月行业轮动速度大幅上升，处于近几年以来高点，对超额表现有一定负面影响。从指数库内外板块的涨跌表现来看，8 月在市场整体回调的带动下，多数板块下跌，分行业来看，全月中证 500 成分股外个股平均表现占优，与 7 月形成鲜明对比。

图表 10: 近一年行业轮动速度



来源: 国金证券研究所, Wind

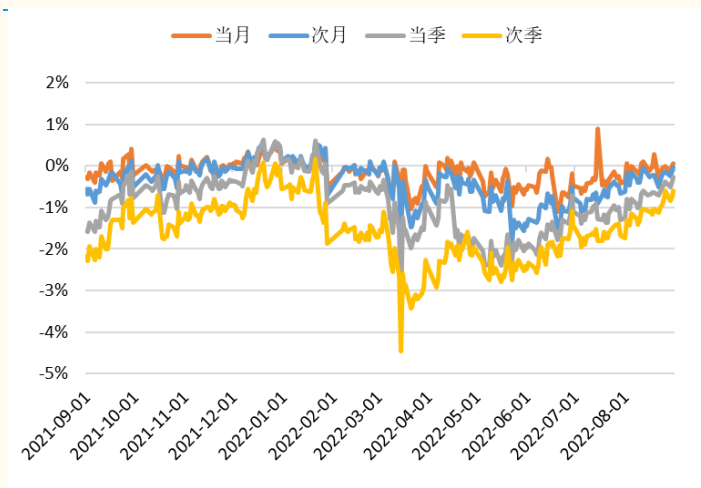
图表 11: 近一月指数成分股与指数库外个股平均涨跌幅



来源: 国金证券研究所, Wind

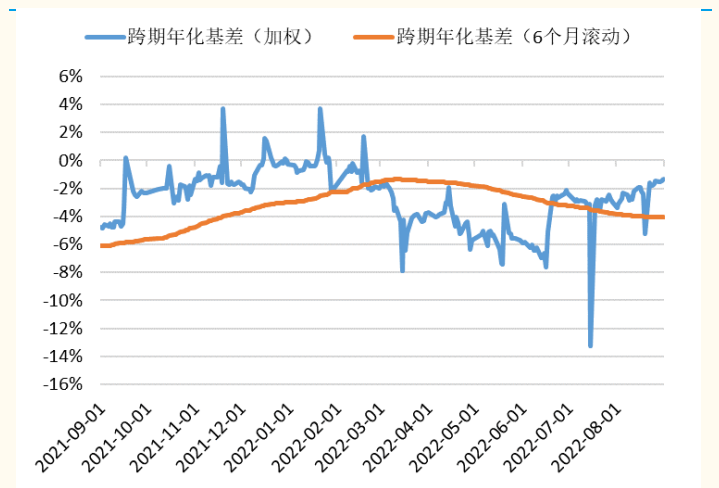
- 从远近月基差实时走势来看, 8月市场继续呈现回调趋势, IF 和 IC 贴水幅度走势较为分化。8月末与7月相比来看, IF 远近月合约贴水幅度呈明显的收敛趋势, IC 各个合约贴水幅度同样有所收敛, 但月内走势波动较大。从跨期年化基差来看, 截至8月底, IF 跨期年化基差为-1.31%, 8月全月平均为-2.33%, 7月平均为-3.39%; IC 跨期年化基差为-6.37%, 8月全月平均为-7.05%, 7月平均为-6.32%。相比于7月, 8月以来 IF 开仓的头寸所需承担的平均贴水成本继续有所下降, IC 则有小幅上升。从6个月滚动跨期年化基差来看, 由于受到前期贴水持续加深的影响, 目前仍处在走阔区间。IM 合约正式上市交易时间仍然相对较短, 截止到8月底, IM 上市以来的平均跨期年化基差为-9.56%, 目前持仓量持续有所提升, 已经从7月末的不足 IC 合约持仓量的 1/6 快速上升到目前超过 1/3 的水平。从全市场 IC 空单持仓量变化来看, 今年8月 IC 空单平均持仓总量 318000 张左右, 与7月相比继续有所下滑。

图表 12: IF 远月、近月实时基差走势



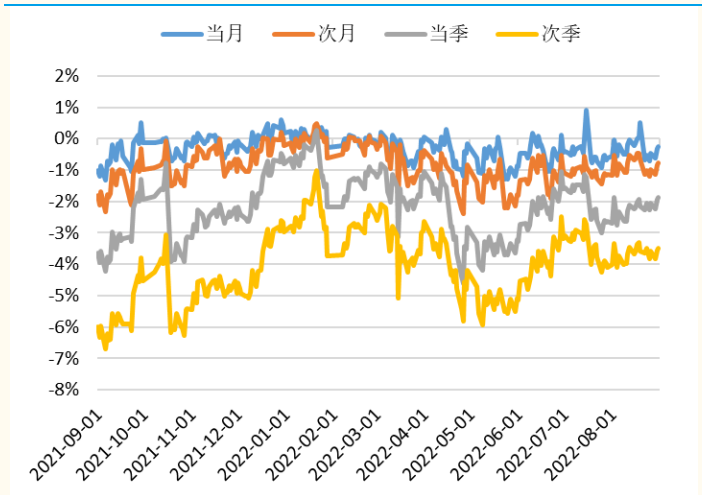
来源: 国金证券研究所, Wind

图表 13: IF 跨期年化基差(加权)走势



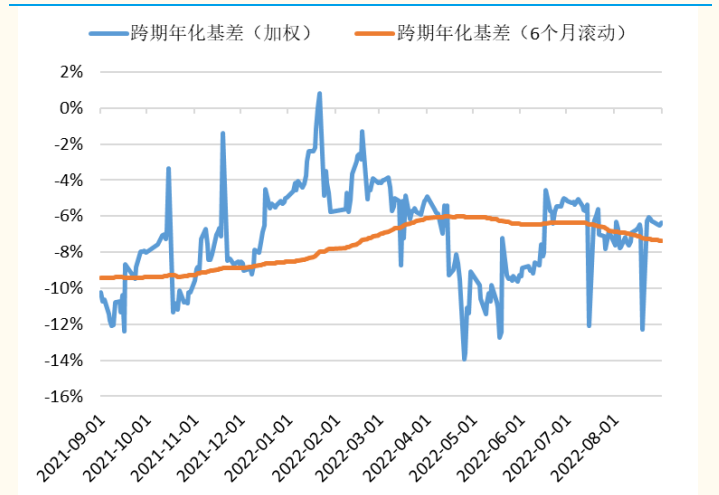
来源: 国金证券研究所, Wind

图表 14: IC 远月、近月实时基差走势



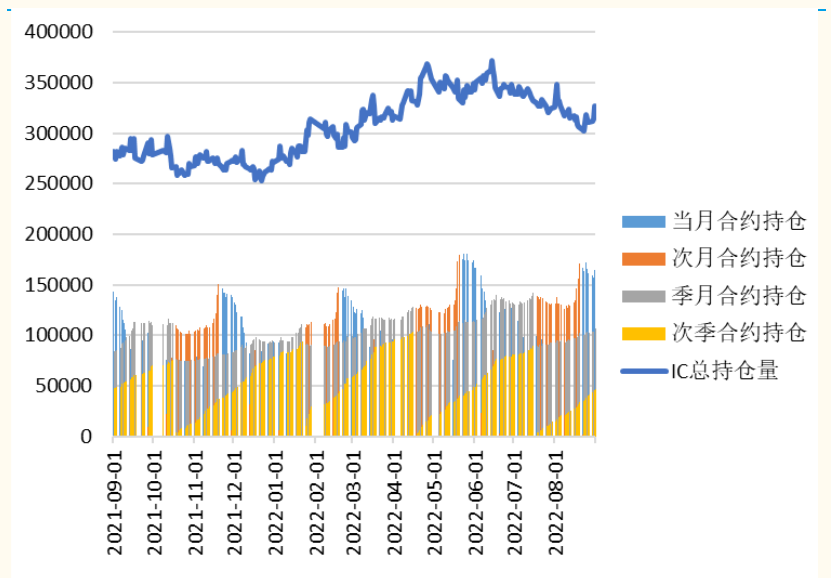
来源: 国金证券研究所, Wind

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, 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 8 月 31 日, 当前沪深 300 风险溢价率 5.87%, 近期风险溢价率有所上升, 处在历史 76.10% 分位值水平; 中证 500 风险溢价率 1.96%, 处在历史 90.80% 分位值水平, 位于风险溢价较高的区间, 不过相比前几月已有明显下降; 中证 1000 风险溢价率 0.72%, 处在历史 93.60% 分位值水平, 在近期有所上升且同样位于风险溢价较高的区间。

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

图表 19: 中证 1000 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, 8 月市场情绪较为谨慎, A 股先涨后跌, 延续上月震荡回调趋势。部分前期反弹累计涨幅较大的板块, 市场恐高情绪明显, 整体来看中小盘股及成长风格回调显著, 大盘股则呈现“少跌为赢”的表现。两市成交水平仍然维持在相对高位, 全月日均成交额超过 10000 亿。截至月底, 沪深 300 指数下跌 2.19%, 中证 1000 指数下跌 5.15%, 大盘股明显跑赢中小盘股, 风格再度逆转。从各行业板块来看, 全月中证 500 指数成分股内个股的平均表现相对占优, 同时行业轮动速度上升至近几年高点。整体来看选股端超额环境较为一般, 指数增强策略超额集体回落。
- 对于阿尔法策略而言, 8 月全月市场环境友好度有所降低, 分周度表现来看, 8 月各周市场风格变化显著, 尤其是第一周及第四周, 成分股内个股均不占优势。样本观察池中管理人超额整体波动加大, 平均来看 4 周中已有两周超额为负, 结束了自 5 月初以来连续数十周的正超额表现。从期货端来看, 8 月全月 IC 基差贴水变化趋势较为一致, 远近月合约贴水幅度在波动中略有收敛, 或给运作中产品净值带来扰动, 叠加现货端超额水平整体下降, 策略本月整体收益回落并转负。

**图表 20: 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	8月不稳定因子数量整体不多，但月内波动较大	---
流动性及活跃度	两市日均成交额与前月持平，仍在万亿上方，各重要指数平均换手水平整体回落	---
大小盘风格	风格有所逆转，大盘股全月表现强于中小盘股	↓
市场波动率	各大指数时序波动水平略有下降，个股收益率离散度与前月基本持平	↓
行业轮动及成分股表现	行业轮动速度上升，分行业板块来看成分股内个股平均表现占优	↓
基差	平均跨期年化基差贴水幅度较7月略有扩大，平均对冲成本小幅上升	---

来源：国金证券研究所

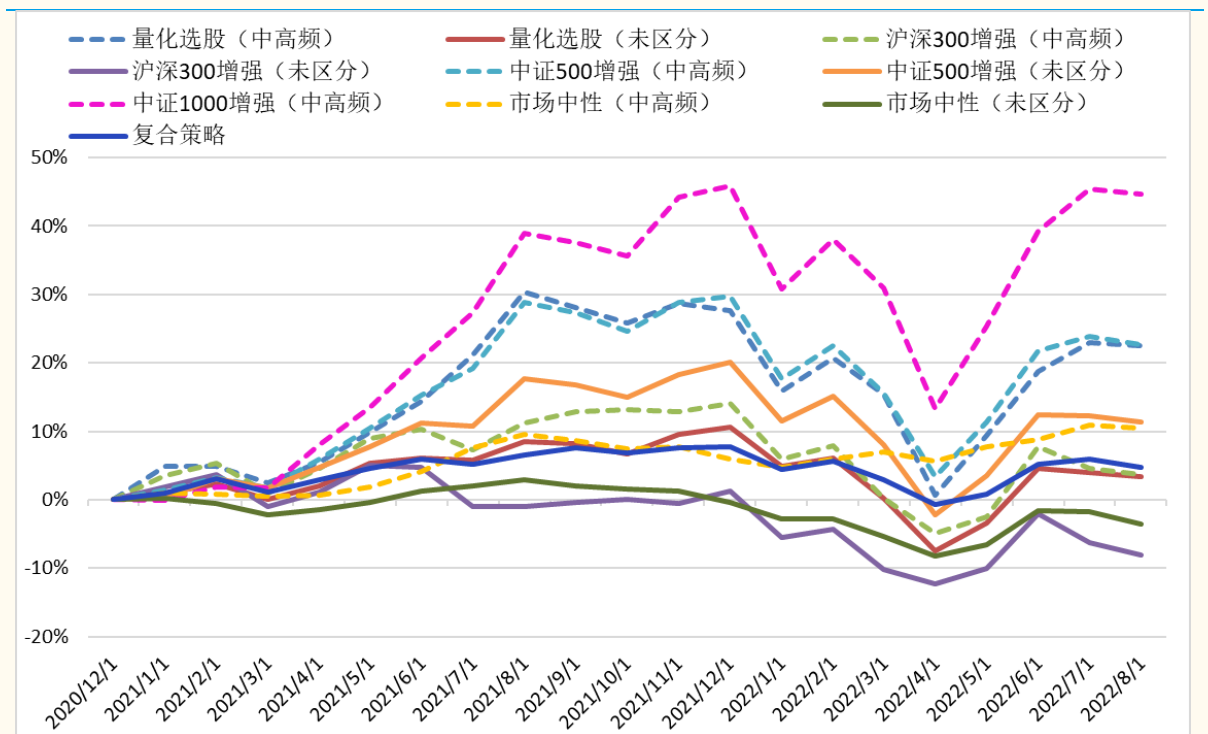
- 整体来看，短期驱动情绪修复进一步改善的力量边际减弱，叠加中报业绩扰动，A股短期波动或继续加大。中报业绩以及短期美联储主席鹰派发言或对A股市场继续造成一定扰动。特别是在弱势市场环境中，市场对中报业绩要求更高，风险偏好波动更大。此外，全球央行会议美联储主席超预期的鹰派发言让市场对后续美联储紧缩预期进一步加强。当然，9月21日美联储加息幅度多少仍受到通胀和就业数据的影响，美联储中期政策实际取向仍有待观察。不过9-10月三季报前后市场有望进入戴维斯双击阶段。首先，三季报是全年业绩反转的拐点，而且大概率是业绩环比改善幅度最大的阶段。因为近期大宗商品价格下跌幅度较大，对三季度中下游企业毛利率或形成明显提振。其次，国内货币和信用政策将继续维持相对宽松态势。此外，如果下半年通胀逐步趋弱，美联储政策或逐步边际放宽，时间点上最快或在9月议息会议上就开始逐步降低加息幅度。量化策略运作方面，8月整体来看，不稳定因子数量仍在临界值下方，但下旬有比较明显的上升，或对超额带来一定负面影响。全月市场情绪相对谨慎，不过流动性仍然处在相对高位，两市日均成交额在万亿上方，但各大指数换手水平继续有所回落。风格方面，8月市场回调继续，风格也发生一定转变，全月大盘股跑赢中小盘股，结束了连续3个月小盘股占优的风格。波动率层面，进入8月以来，时序波动水平有进一步下降，横截面波动水平则变化不大，并且月末已有一定的反弹回升迹象。对冲成本方面，8月IF开仓的头寸所需承担的平均贴水成本继续有所下降，IC则有小幅上升，IM基本与上市初期持平，另外，IM合约目前持仓量持续有所提升，已经从7月末的不足IC合约持仓量的1/6快速上升到目前超过1/3的水平。从指数风险溢价层面来看，近期中证500指数、中证1000指数均处在配置价值相对较高的高风险溢价区间，同时沪深300指数的风险溢价率也继续有所上升。综合来看，近期部分影响因素已再度出现边际转差的趋势，预计未来一段时间整体环境对于股票量化策略的运行相对中性。从现货端的超额表现来看，中证500指增策略自5月初到7月底连续13周获得正超额后，8月波动有所加大，如果市场风格发生明显转向，或对超额造成较大影响，目前在配置时点上需要给予一定的关注度。不过目前中证1000指增策略超额表现仍然相对稳定，另外中证1000股指期货年化贴水成本处在适中水平，1000赛道的中性策略配置机会仍然值得关注。



## 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。8月A股板块高低切换，热点难以持续，全月以下跌收尾，中小盘股及成长风格回调显著，大盘股则呈现“少跌为赢”的特征，量化策略运行环境友好度下降。整体来看，据我们本次重点统计的360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，8月指增策略绝对收益表现转负，超额收益全面回落，市场中性策略收益同样大幅下降。

图表 21：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，17只产品8月平均收益-0.45%，5只产品实现正收益；量化选股策略（未区分策略频率）产品中，50只产品8月平均收益-0.54%，19只产品实现正收益；沪深300指数增强策略（中高频）产品中，21只产品8月平均收益-0.92%，5只产品实现正收益，16只产品超越同期沪深300指数表现，平均超额0.78%；沪深300指数增强策略（未区分策略频率）产品中，18只产品8月平均收益-2.07%，5只产品实现正收益，10只超越同期沪深300指数，平均超额-0.08%；中证500指数增强策略（中高频）产品中，64只产品8月平均收益-0.91%，22只产品实现正收益，28只产品超越同期中证500指数表现，平均超额-0.24%；中证500指数增强策略（未区分策略频率）产品中，39只产品8月平均收益-0.92%，正收益产品14只，其中19只产品超越同期中证500指数，平均超额-0.10%；中证1000指数增强策略（中高频）产品中，23只产品0月平均收益-0.49%，9只产品实现正收益，其中仅4只产品未超越同期中证1000指数表现，平均超额2.09%；市场中性策略（中高频）产品中，51只产品8月平均收益-0.39%，20只产品实现正收益；市场中性策略（未区分策略频率）产品中，14只产品7月平均收益-1.78%，正收益产品4只；复合策略产品中，63只产品7月平均收益-1.19%，其中正收益产品20只。

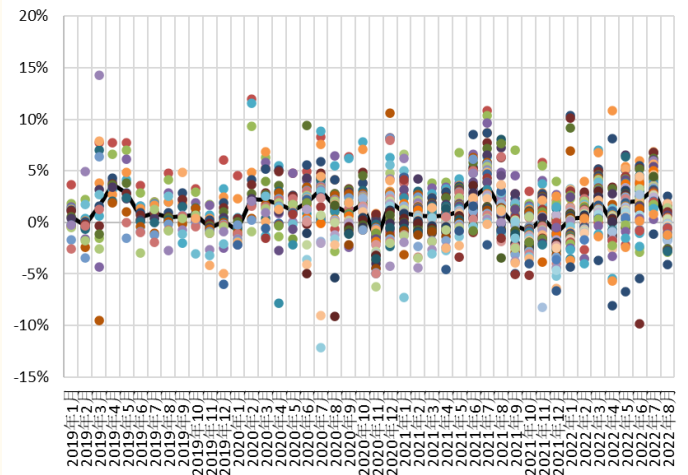
图表 22: 各子策略近半年各月平均收益表现

策略类型	3月	4月	5月	6月	7月	8月	近3月	今年以来
量化选股(中高频)	-4.47%	-12.70%	8.57%	8.65%	3.55%	-0.45%	11.99%	-5.68%
量化选股(未区分策略频率)	-5.45%	-7.69%	4.40%	8.29%	-0.65%	-0.54%	6.62%	-9.58%
沪深300增强(中高频)	-7.02%	-5.11%	2.50%	10.43%	-2.88%	-0.92%	6.34%	-9.62%
沪深300增强(中高频)超额收益	1.38%	-0.88%	2.42%	0.70%	2.95%	0.78%	-	-
沪深300增强(未区分策略频率)	-6.08%	-2.41%	2.58%	8.86%	-4.18%	-2.07%	2.04%	-8.66%
沪深300增强(未区分策略频率)超额收益	1.98%	2.08%	1.51%	-0.86%	2.07%	-0.08%	-	-
中证500增强(中高频)	-5.65%	-10.67%	7.76%	9.32%	1.75%	-0.91%	10.83%	-5.16%
中证500增强(中高频)超额收益	2.30%	-0.22%	2.03%	1.77%	3.46%	-0.24%	-	-
中证500增强(未区分策略频率)	-6.16%	-9.56%	5.97%	8.48%	-0.04%	-0.92%	7.88%	-8.51%
中证500增强(未区分策略频率)超额收益	1.81%	0.91%	0.53%	0.75%	1.63%	-0.10%	-	-
中证1000增强(中高频)	-5.10%	-13.41%	10.58%	11.03%	4.49%	-0.49%	15.45%	-1.73%
中证1000增强(中高频)超额收益	2.45%	1.56%	1.54%	-0.14%	2.37%	2.09%	-	-
市场中性(中高频)	1.02%	-1.31%	2.04%	1.04%	1.87%	-0.39%	2.54%	4.02%
市场中性(未区分策略频率)	-2.59%	-3.05%	1.73%	5.33%	-0.19%	-1.78%	3.11%	-1.70%
复合策略	-2.64%	-3.41%	1.52%	4.21%	0.79%	-1.19%	3.36%	-4.42%

来源: 国金证券研究所, 朝阳永续

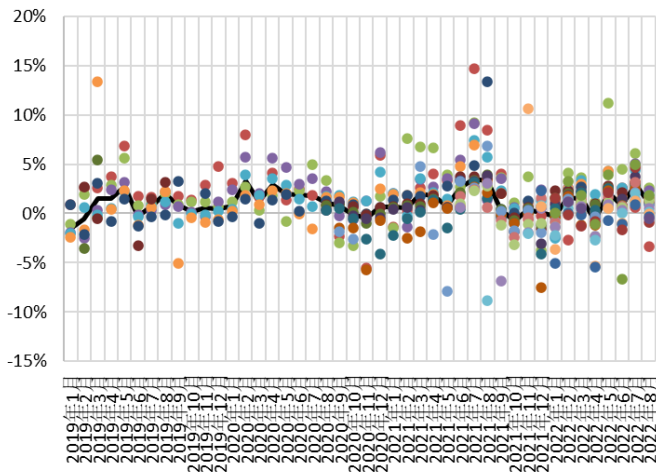
- 综合市场行情来分析各策略的表现, 8月市场风险偏好有所降低, A股市场延续7月的调整态势, 热点切换很快, 且持续性较差, 场内赚钱效应较弱。5、6月领涨强力反弹的热门赛道股也开始出现疲软走弱的趋势。全月来看, 沪深300指数下跌2.19%, 中证500指数下跌2.20%, 中证1000指数则大跌5.15%, 市场结束了到7月末为止连续3个月小盘股强势的市场风格, 再度回到大强小弱的格局。市场交投活跃度相比7月基本持平, 两市日均成交额已连续3个月维持在万亿上方, 不过时序和截面波动水平均有小幅下降, 整体行情不利于量化选股策略获取超额。
- 在这样的行情下, 中高频策略中, 三类指增策略绝对收益表现转负, 超额收益整体回落但内部表现有所分化。具体来看, 沪深300指数增强策略8月绝对收益为负, 超额表现显著下跌不过仍然维持在正超额收益, 8月超额收益中位数为1.09%。中证500指数增强策略8月绝对收益及超额表现同样大幅下降, 并且再度转负, 超额收益中位数为-0.22%, 结束了连续3个月强势的表现。中证1000指数增强策略8月平均来看在三类指增策略中绝对收益和超额表现均相对突出, 超额收益中位数为1.92%, 与7月相比仅小幅回落。市场中性策略方面, 由于8月大小盘风格再度逆转, 现货端超额表现整体回落, 叠加对冲端IC各合约贴水相比7月末有一定收敛, 或给运作中的产品净值带来额外浮亏, 整体来看策略收益表现一般, 再度录得负收益。量化复合策略方面, 8月商品市场在结束了小幅反弹之后进入震荡区间, 整体波动较小, 由于行情在时序和截面的维度机会不多, 各周期量化CTA实际上都没有太好的表现, 而随着期现结构的企稳以及基本面因素影响力的上升, 量化基本面策略表现相对较好, 同时受到股票量子策略集体回撤的绝对收益表现影响, 复合配置CTA和股票量化策略的量化复合策略产品8月整体收益为负。

图表 23: 中证 500 指数增强策略月度超额收益表现



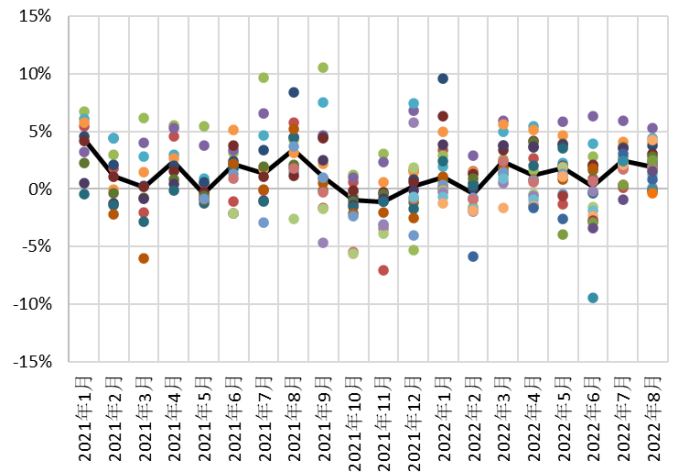
来源: 国金证券研究所, 朝阳永续

图表 24: 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 25: 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

- 从超额表现相关性来看, 近一年沪深 300 指数增强策略产品周度超额收益平均相关性 0.36, 与前月相比小幅下降, 处在相对适中水平。

图表 26: 近一年沪深 300 指数增强策略产品周度超额收益相关性

近一年	致诚卓远	弈泰	双隆	佳期	锐天	衍复	橡杉	星阔	品赋	幻方	龙旗	因诺	白鹭	稳博	黑翼	九坤	明法	鸣石	盛泉恒元	启林
致诚卓远	1	0.17	0.16	0.35	0.42	-0.02	0.15	0.18	0.19	0.21	0.29	0.44	0.20	-0.05	0.49	0.46	0.35	0.21	0.20	0.35
弈泰	0.17	1	-0.04	0.16	0.12	0.11	0.14	0.12	0.14	0.21	0.17	0.16	0.16	-0.24	0.10	0.28	0.31	0.04	-0.14	0.18
双隆	0.16	-0.04	1	0.02	0.09	0.16	-0.11	0.03	-0.04	0.15	-0.15	0.09	0.14	0.21	0.13	-0.02	-0.14	0.10	-0.07	-0.04
佳期	0.35	0.16	0.02	1	0.52	0.47	-0.05	0.21	0.45	0.21	0.28	0.30	0.39	-0.12	0.49	0.51	0.44	0.52	0.04	0.47
锐天	0.42	0.12	0.09	0.52	1	0.41	0.10	0.34	0.46	0.37	0.39	0.43	0.51	-0.10	0.52	0.50	0.39	0.41	0.34	0.44
衍复	-0.02	0.11	0.16	0.47	0.41	1	0.31	0.38	0.54	0.48	0.27	0.46	0.53	0.15	0.51	0.42	0.45	0.52	0.06	0.55
橡杉	0.15	0.14	-0.11	-0.05	0.10	0.31	1	0.44	0.23	0.34	0.49	0.52	0.25	0.14	0.40	0.32	0.29	0.31	0.40	0.43
星阔	0.18	0.12	0.03	0.21	0.34	0.38	0.44	1	0.49	0.60	0.57	0.70	0.60	0.16	0.35	0.28	0.47	0.49	0.25	0.49
品赋	0.19	0.14	-0.04	0.45	0.46	0.54	0.23	0.49	1	0.56	0.50	0.61	0.52	0.10	0.49	0.48	0.42	0.48	0.23	0.55
幻方	0.21	0.21	0.15	0.21	0.37	0.48	0.34	0.60	0.56	1	0.50	0.77	0.54	0.34	0.51	0.49	0.48	0.47	0.06	0.69
龙旗	0.29	0.17	-0.15	0.28	0.39	0.27	0.49	0.57	0.50	0.50	1	0.69	0.46	0.05	0.65	0.67	0.65	0.31	0.09	0.63
因诺	0.44	0.16	0.09	0.30	0.43	0.46	0.52	0.70	0.61	0.77	0.69	1	0.63	0.26	0.66	0.62	0.57	0.57	0.23	0.78
白鹭	0.20	0.16	0.14	0.39	0.51	0.53	0.25	0.60	0.52	0.54	0.46	0.63	1	0.09	0.46	0.49	0.55	0.40	0.07	0.66
稳博	-0.05	-0.24	0.21	-0.12	-0.10	0.15	0.14	0.16	0.10	0.34	0.05	0.26	0.09	1	0.19	-0.08	0.00	0.14	0.09	0.22
黑翼	0.49	0.10	0.13	0.49	0.52	0.51	0.40	0.35	0.49	0.51	0.65	0.66	0.46	0.19	1	0.74	0.53	0.56	0.18	0.72
九坤	0.46	0.28	-0.02	0.51	0.50	0.42	0.32	0.28	0.48	0.49	0.67	0.62	0.49	-0.08	0.74	1	0.64	0.48	0.14	0.67
明法	0.35	0.31	-0.14	0.44	0.39	0.45	0.29	0.47	0.42	0.48	0.65	0.57	0.55	0.00	0.53	0.64	1	0.38	-0.05	0.72
鸣石	0.21	0.04	0.10	0.52	0.41	0.52	0.31	0.49	0.48	0.47	0.31	0.57	0.40	0.14	0.56	0.48	0.38	1	0.49	0.55
盛泉恒元	0.20	-0.14	-0.07	0.04	0.34	0.06	0.40	0.25	0.23	0.06	0.09	0.23	0.07	0.09	0.18	0.14	-0.05	0.49	1	0.04
启林	0.35	0.18	-0.04	0.47	0.44	0.55	0.43	0.49	0.55	0.69	0.63	0.78	0.66	0.22	0.72	0.67	0.72	0.55	0.04	1
平均值	0.29	0.16	0.08	0.33	0.38	0.39	0.30	0.41	0.42	0.45	0.43	0.52	0.43	0.13	0.48	0.45	0.42	0.42	0.18	0.50

来源: 国金证券研究所, 朝阳永续

近一年中证 500 指数增强策略产品周度超额收益平均相关性 0.36，与前月相比继续小幅上涨，处在相对适中水平，但头部及大型管理人超额收益相关性较高，平均来看已达到 0.6 左右的水平。

图表 27：近一年中证 500 指数增强策略产品周度超额收益相关性

Table with columns for fund names (e.g., 国恩, 九坤, 锐天) and correlation coefficients. The table lists numerous funds and their corresponding correlation values, with a summary row at the bottom showing an average correlation of 0.36.

来源：国金证券研究所，朝阳永续

近一年中证 1000 指数增强策略产品周度超额收益平均相关性 0.20，与前月相比持平，为三类指增策略中最低。

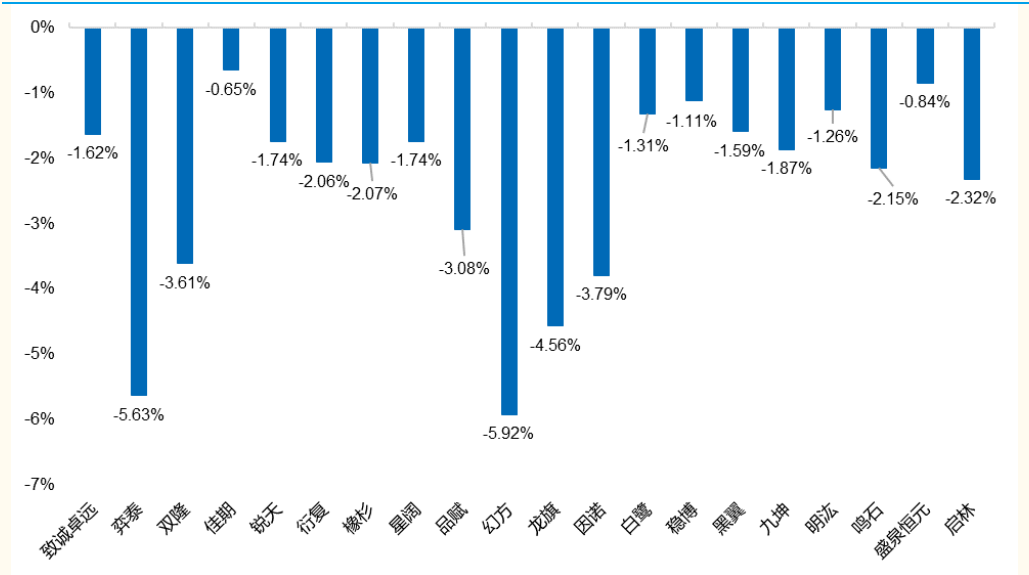
图表 28：近一年中证 1000 指数增强策略产品周度超额收益相关性

Table showing correlation coefficients between various funds (e.g., 国恩, 九坤, 锐天, 佳期, 概率, etc.). The table is a matrix where each cell represents the correlation between two funds, with a diagonal of 1.0. The average correlation is 0.20.

来源：国金证券研究所，朝阳永续

从近一年指数增强策略产品周度最大负超额来看，近一年沪深 300 指数增强策略代表产品周度最大负超额平均为-2.45%，6 只产品周度最大负超额超过 3%（其中个别产品成立时间较短，统计区间不足一年）。

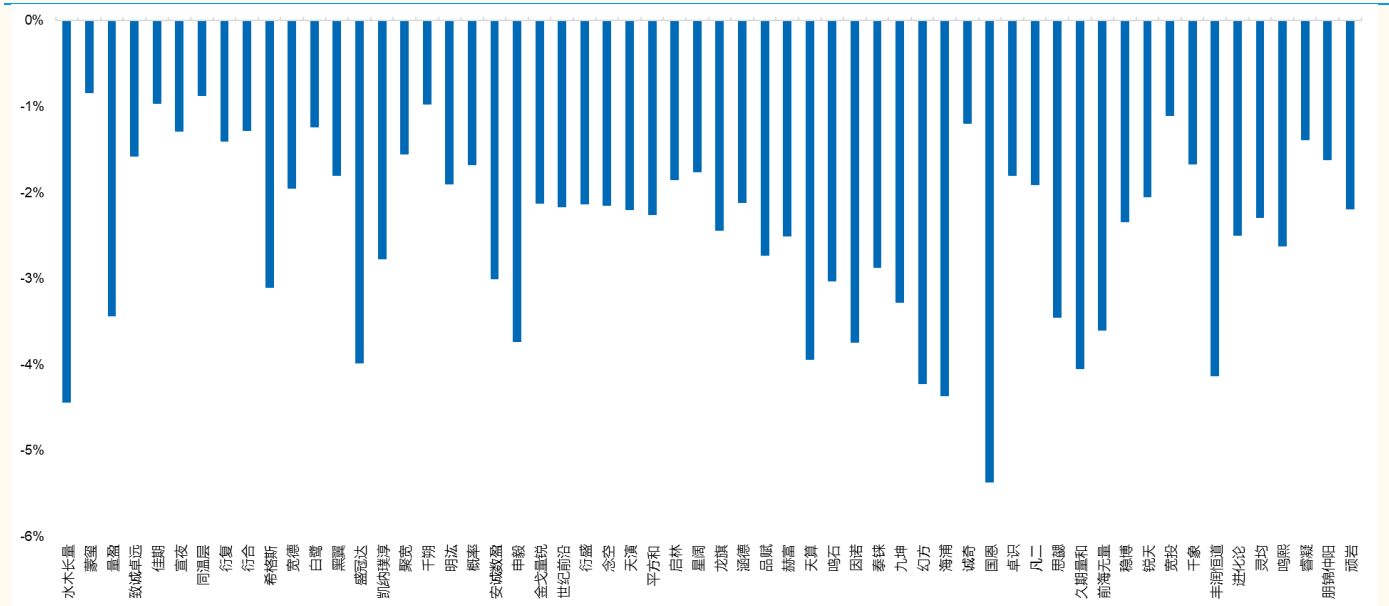
图表 29: 近一年沪深 300 指数增强策略产品最大负超额 (周度)



来源: 国金证券研究所, 朝阳永续

- 近一年中证 500 指数增强策略代表产品周度最大负超额平均为-2.42%，略低于沪深 300 指增策略表现，16 只产品周度最大负超额超过 3%（其中个别产品成立时间较短，统计区间不足一年）。

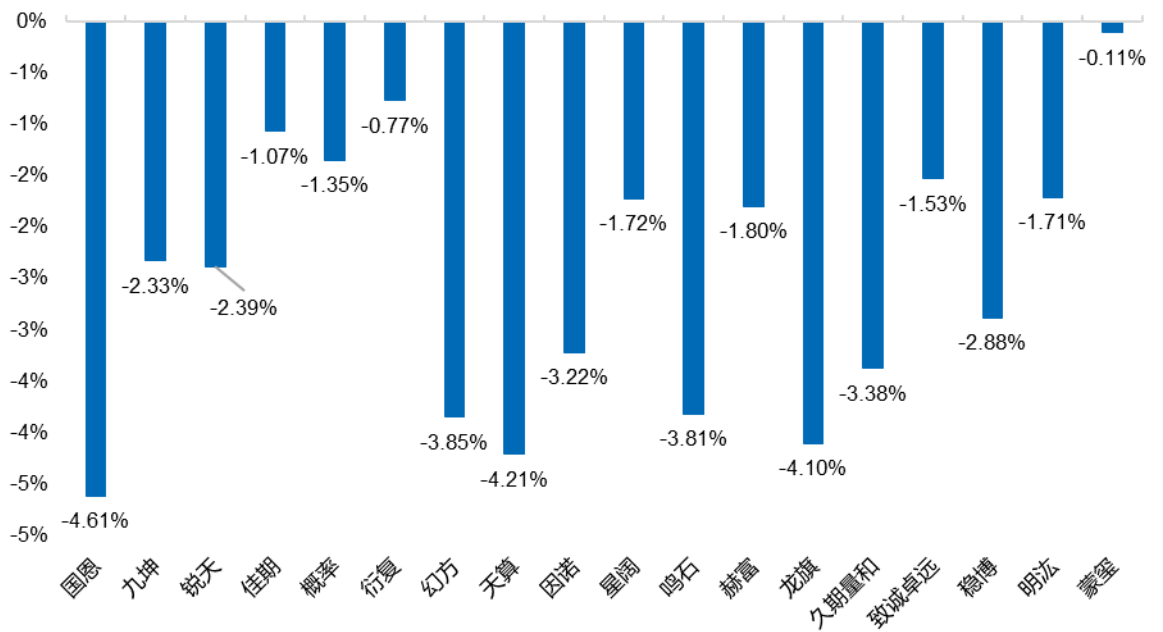
图表 30: 近一年中证 500 指数增强策略产品最大负超额 (周度)



来源: 国金证券研究所, 朝阳永续

- 近一年中证 1000 指数增强策略代表产品周度最大负超额平均为-2.49%，高于沪深 300 及中证 500 指增策略，7 只产品周度最大负超额超过 3%（其中个别产品成立时间较短，统计区间不足一年）。

图表 31: 近一年中证 1000 指数增强策略产品最大负超额 (周度)



来源: 国金证券研究所, 朝阳永续

- 根据 8 月收益情况 (以净值截至 8.26 和 8.30 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, 盛冠达、龙旗、进化论、国恩、希格斯、水木博雅、启林、凯纳璞淳、顽岩、黑翼等私募管理人业绩表现较好。

图表 32: 部分优秀私募近期业绩表现

私募	产品	近一月	近三月	近半年	策略
盛冠达	盛冠达股票量化 2 号	4.07%	--	--	量化选股策略 (中高频)
龙旗科技	龙旗领航者三号	3.36%	8.82%	0.33%	中证 1000 增强 (日间 Alpha)
进化论	达尔文远志一号	2.61%	3.67%	2.70%	市场中性策略 (日间 Alpha)
前海国恩	国恩中证 500 指数增强 1 号	2.58%	11.58%	20.11%	中证 500 增强 (更短周期及日内)
希格斯	希格斯旅行者中证 1000 指数增强 1 号	2.50%	--	--	中证 1000 增强 (更短周期及日内)
前海国恩	国恩中证 1000 指数增强 1 号	2.08%	17.76%	9.55%	中证 1000 增强 (更短周期及日内)
水木博雅	水木博雅中证 500 指数增强 2 号	1.87%	16.75%	9.50%	中证 500 增强 (日间 Alpha)
启林投资	启林安兴中证 1000 指数增强	1.81%	18.26%	1.83%	中证 1000 增强 (日间 Alpha)
凯纳璞淳	凯纳凯泰二号	1.74%	6.71%	1.50%	中证 500 增强 (日间 Alpha)
顽岩投资	顽岩中证 500 指数增强 1 号	1.50%	16.04%	6.68%	中证 500 增强 (更短周期及日内)
黑翼资产	黑翼市场中性 3 号	1.49%	1.25%	3.78%	市场中性策略 (日间 Alpha)
黑翼资产	黑翼策略精选 1 号	1.41%	5.68%	1.73%	量化复合策略
稳博投资	稳博红樱桃 14 号 A	1.39%	3.49%	9.03%	市场中性策略 (更短周期及日内)
睿凝资本	睿凝乾德中证 500 量化指数增强	1.24%	14.50%	0.00%	中证 500 增强 (日间 Alpha)
稳博投资	稳博金选 500 指数增强 6 号 B 类	1.24%	19.31%	7.82%	中证 500 增强 (更短周期及日内)
卓识投资	卓识伟业	1.20%	20.67%	9.39%	中证 500 增强 (日间 Alpha)
锐天投资	锐天中证 1000 指数增强 1 号	1.11%	12.88%	0.85%	中证 1000 增强 (更短周期及日内)
盛泉恒元	盛泉恒元沪深 300 指数增强 81 号	1.09%	9.68%	-3.18%	沪深 300 增强 (日间 Alpha)
幻方量化	九章幻方中证 1000 量化多策略 1 号	1.07%	22.86%	12.37%	中证 1000 增强 (日间 Alpha)
聚宽投资	聚宽一号	1.06%	12.75%	3.63%	中证 500 增强 (更短周期及日内)

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清哲投资。

#### 杭州清哲投资管理有限公司

##### 1、公司经营治理

- 杭州清哲投资管理有限公司成立于 2015 年 11 月 5 日，协会登记时间为 2016 年 8 月 9 日。公司去年 6 月发行第一只 A 股量化基金，目前已发行产品 20 多只，管理规模近 10 亿。

##### 团队成员在量化领域有深厚的沉淀

- 清哲目前公司团队成员共计 30 余人，量化研究团队由 18 名量化研究员组成，均毕业于国内及世界名校硕士或以上学历，具备扎实的数理统计和计算机背景，在量化领域有着深厚的积淀。基金经理周越，上海交通大学、密歇根大学电子与计算机工程学士，斯坦福大学金融数学、统计学硕士。曾就职于纽约花旗和香港高盛，担任多资产量化交易部基金经理，负责大型机构客户的股票、债券和各类复杂衍生品组合的量化交易。所带领的团队负责设计交易策略，并设立风险模型，为客户构建平衡的跨资产投资组合，年交易规模超过 100 亿美金。

##### 2、投资策略：中低频量化投资，独家选股因子打造高夏普超额收益

- 清哲股票量化策略为多因子选股策略，公司通过人工与机器学习等 AI 技术相结合，在海量数据中挖掘能有效预测的因子，并形成因子库。清哲认为传统的基本面与量价类因子由于国内大量资金和管理人的参与导致策略过度拥挤，因此拓展更丰富的 alpha 为策略的核心目标。舆情、社交媒体情感、海外资金流等另类数据的使用，帮助清哲在量化策略同质化较高的市场中展现了一定的差异性。策略实盘运作中，使用的因子数量为 20 余个（一个因子背后会包含几百、上千个特征值），其中另类数据因子对收益的贡献占比达到 40%-50%，基本面因子的收益贡献占比 30%-40%，量价因子的收益贡献仅占 10%左右。另类因子中，清哲会从香港经纪商收集到 QFII 的每日流入和流出数据，其中包含的有效信息比较多，清哲对于这类数据的覆盖度较高，构建了独有的 alpha 收益来源。
- 具体来看，清哲目前核心产品为纯选股策略，不对标具体指数。目前从持仓来看，持股数量在 200-300 只左右，单只股票持仓上限一般不超过 1%。组合年化双边换手率 25-30 倍左右，偏中低频。虽然不对标具体指数进行增强，但持仓组合会基于全部 A 股来做风格因子方面的约束，多数风格因子的敞口暴露维持在 0.2-0.3 个标准差左右，同样也基于全 A 的行业分布来约束组合内的行业分布。除此之外，清哲还构建了市场中性策略产品线，多头端为量化股票和可转债的复合策略，近期为 2/3 的多因子量化选股仓位+1/3 的可转债仓位构成，空头端使用 IC 进行对冲。

##### 3、风险管理

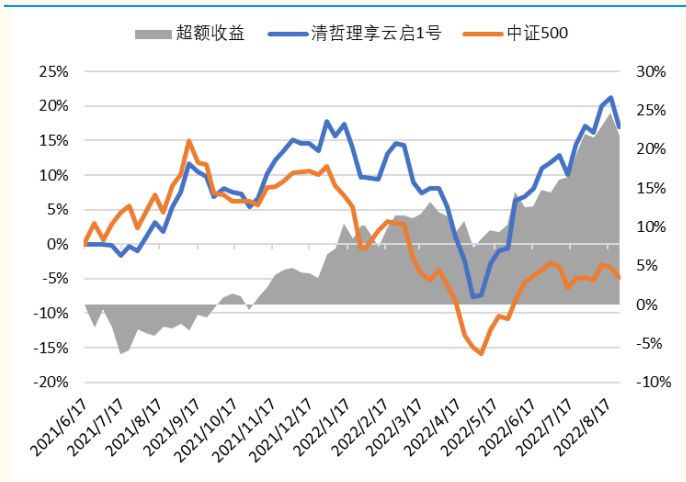
- 清哲有较为完善的风控体系，主要包含策略风控及交易风控。策略风控层面主要通过 Alpha 多因子选股模型构建具有超额收益的持仓，并通过风险因子模型避免持仓大幅度偏离基准。交易风控分位投前、投中、投后：投前结合历史回测结果，对仓位、交易量、浮动盈亏及风险敞口等关键指标设置阈值；投中系统性地通过报单前植入检测逻辑，避免报错单，确认交易系统运行的正确性；投后通过复盘交易流水方式，对交易系统每日表现进行分析，确认无异常交易行为。

##### 4、代表产品业绩展示

- 清哲理享云启 1 号为清哲量化选股策略产品线代表产品，成立于 2021 年 6 月。截至 2022 年 8 月 26 日，产品累计收益率 16.98%，与中证 500 指数对比来看，产品成立以来跑赢同期指数接近 22%。今年以来市场波动加大，整体震荡下跌，产品净值在今年以来仅微幅下跌，相对中证 500 超额接近

14%。从近一年表现来看，产品近一年收益及风险调整后收益表现相对较好，排名同策略前列。

图表 33: 清哲理享云启 1 号业绩走势



来源：国金证券研究所，朝阳永续

图表 34: 产品收益指标展示

产品名称	风险收益指标			
	收益率	夏普比率	标准差	最大回撤
清哲理享云启 1 号	6.47%	30.63%	25.95%	21.58%
	排名/1458			
清哲理享云启 1 号	10%-20%	10%-20%	60%-70%	40%-50%

来源：国金证券研究所，朝阳永续

总体来看，清哲投资在 A 股量化投资领域发展相对较晚，但与传统的股票量化策略具备一定的差异性，核心成员有多年华尔街对冲基金工作经验。公司覆盖量化选股及股票中性策略，底层为多因子选股策略，借助科学的数学模型，在海量数据中捕捉投资机会，并且通过海外订单流等稀缺另类因子，构建了独有的 Alpha 收益来源，策略实盘业绩表现亮眼。目前公司整理管理规模近 10 亿，中低频换手下策略容量充足，可予以关注。

#### 风险提示：

- 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。
- 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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**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