

股票量化策略私募基金

证券投资类私募基金行业
月报

2022 年度报告

证券研究报告

国金金融产品研究

分析师：于婧（执业 S1130519020003） 分析师：张剑辉（执业 S1130519100003）

yujing@gjzq.com.cn

zhangjh@gjzq.com.cn

运行环境中性常态化，超额表现分化中回落

第一部分：股票量化策略投资环境回顾及展望

量化策略运作方面，短期来看，市场交投活跃度有所反复，受临近年末市场情绪趋于谨慎的影响，两市成交额再度走低，市场时序波动水平已到底部区域，同时行业及个股截面离散度同样也已在历史低位，进一步走低的可能性不大。空头端股指期货贴水自 10 月以来大幅收敛，11-12 月多个时段都能锁定一定的升水收益，不稳定因子数量也在临界值下方。2022 年以来各影响因素缺乏持续性的变化一定程度上影响了全年超额表现，但目前来看股票量化策略（包括量化选股和市场中性策略）运行环境已度过最悲观的阶段。从 2023 年全年角度来看，有利因素和不利因素共存：从 A 股估值水平来看，在 2022 年 7-10 月的调整之后，当前估值已下调至全球主要股票市场的中等水平。随着后续稳增长政策的发力以及经济数据企稳之后，A 股可能迎来估值和预期修复的上涨行情，总体交易大概率会处于相对活跃状态；从市场风格来看，市场预计较难出现大强小弱贯穿全年的一九行情，虽然近期市场风格以上证 50 和沪深 300 为代表的大盘股相对占优，但回顾历史，2018 年底和 2020 年 3 月底以来的反转行情，基本都呈现“先大后小”的风格特征，即上证 50 相对中证 1000 的相对走势先强后弱；从打新收益层面来看，22 年全年打新策略收益贡献大幅腰斩，预计 2023 年打新策略收益边际递减的趋势不改。总体来看，2023 年整体环境对于股票量化策略的运行相对中性，虽然量化策略超额收益长期下行的趋势不改，但这一过程并不是简单的线性递减过程，对于指数增强及量化选股等量化多头策略而言，目前 beta 层面的配置机会仍然值得把握，尤其在近期政策持续发力的背景下，可以阶段性侧重沪深 300 指增策略的投资价值。另外，近期股指期货基差贴水幅度持续收敛，不管是 IF 还是 IC 均能贡献额外的升水收益，市场中性策略的配置价值也继续有所提升。

第二部分：股票量化策略 2022 年业绩表现回顾

整体来看，2022 年 A 股在宽幅波动中下行，全年市场风格切换频繁，交投活跃度及波动水平均不算高，给量化私募基金带来了较大的挑战。据我们本期重点统计的 341 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，除市场中性策略（中高频）外，其余子策略 2022 年全年均整体录得负收益。超额表现方面，中证 1000 指数增强策略（中高频）全年超额收益表现最佳，中证 500 指数增强策略（中高频）次之，沪深 300 指数增强策略（中高频）在三类指增策略中超额表现垫底，符合量化策略特征。具体来看，中高频策略中，三类指增策略不管是绝对收益还是超额表现，相比 2021 年全年水平均有回调，沪深 300 指数增强策略 2022 年绝对收益及超额表现均垫底，12 个月中有 8 个月超额为正，但整体超额处于相对下风，全年超额收益中位数为 8.41%。中证 500 指数增强策略 2022 年绝对收益为负，12 个月中有 9 个月超额为正，全年超额收益中位数为 10.63%。中证 1000 指数增强策略平均来看在三类指增策略中无论绝对收益还是超额表现均为最佳，2022 年超额收益中位数为 14.97%。市场中性策略方面，由于全年现货端超额表现整体一般，对冲端不管是 IF 还是 IC 各合约贴水在 2022 年初至 5 月一路走深，随后进入显著的收敛区间，给运作中的产品净值带来较大波动以及回撤，整体来看策略收益同样表现不尽如人意，不足 2021 年全年收益的一半。量化复合策略方面，CTA 各子策略 2022 年仅有年初俄乌冲突下的波动率上行行情，带来了较友善但短暂的市场环境，而在之后的三个季度中，市场则长期处于低波动震荡的行情中，期间伴随由美联储超预期加息带来的极端下跌行情。各子类型 CTA 策略虽表现略有不同，但整体均表现为第一季度上涨，后三季度持续回撤，叠加股票量化子策略全年欠佳的收益表现，复合配置 CTA 和股票量化策略的量化复合策略产品 2022 年整体表现也难言乐观。

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。

第一部分：股票量化策略投资环境回顾及展望

基础市场回顾：

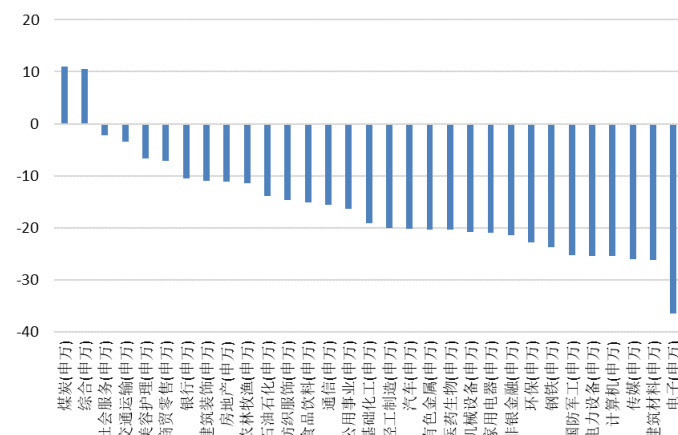
12 月 A 股市场重要指数表现不一，在涨跌互现中给 2022 年全年画上句号。全年来看，上证综指下跌 15.13%，收于 3089 点，在宽幅波动中下行；沪深 300 指数下跌 21.63%，继 2021 年小幅收跌后继续下挫；中证 500 指数下跌 20.31%，已连续两年跑赢沪深 300 指数表现；创业板指在剧烈震荡中大跌 29.37%，结束了 2019-2021 连续三年的强势表现。行业方面，根据申万一级最新行业分类，仅煤炭和综合两个板块上涨，其余板块悉数下跌，电子板块全年跌幅超过 36%，建筑材料、传媒、计算机、电力设备和国防军工板块全年跌幅均超 25%。其余板块中，钢铁、环保、非银金融、家用电器等板块跌幅也较大。

图表 1：近一年股市重要指数月度涨跌幅



来源：国金证券研究所，Wind

图表 2：近一年各行业板块涨跌幅情况



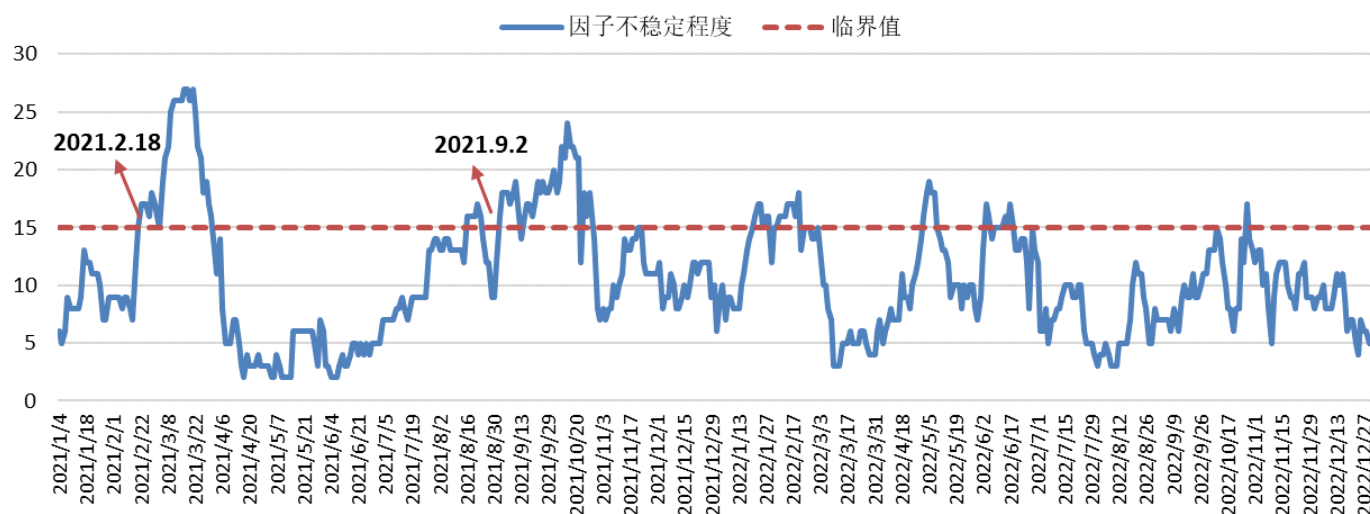
来源：国金证券研究所，Wind

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刻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。

2022 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，因此年初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 月不稳定因子数量再度突破临界值，但并没有持续的上升趋势，月末开始一直到 9 月，不稳定因子数量均在临界值以内的范围波动，没有明显的趋势变化。10 月在国庆长假归来后，不稳定因子数量在 10 月末一度突破临界水平，不过 11 月到年末以来再次回到临界值以内波动，预计未来一段时间内对超额收益影响不大。

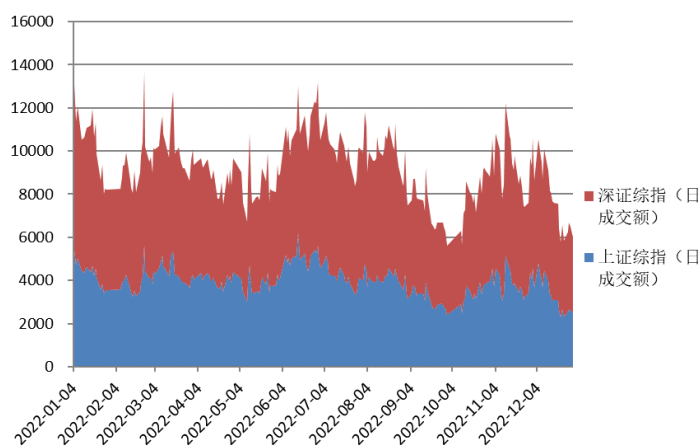
图表3: 因子不稳定程度



来源: 国金证券研究所, Wind

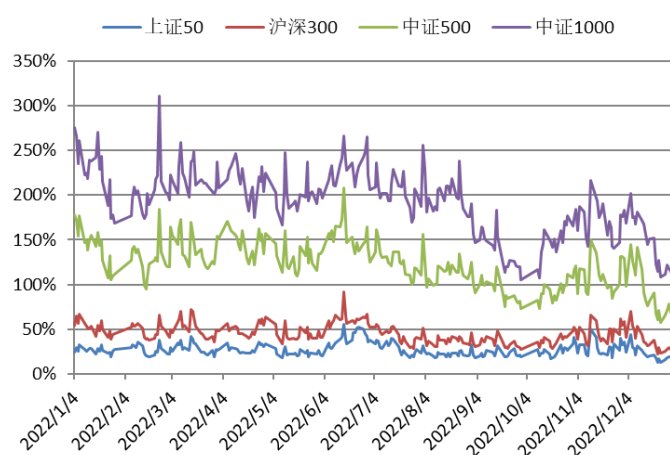
流动性和市场活跃度方面, 2022 年末, A 股市场重要指数涨跌不一, 受春节前不少资金落袋为安的需求等影响, 市场情绪较为谨慎, 交投活跃度在连续两个月回暖后有所转向。具体来看, A 股在 12 月震荡小幅上涨, 两市日均成交额也维持在接近万亿的水平, 随后市场再度缩量下跌, 年末两市成交额一度回到 6000 亿以内, 全月两市日均成交额 7840 亿左右, 与 11 月相比下跌 15.27%。2022 年全年来看, 两市日均成交额 9250 亿, 小幅落后于 2021 年, 但显著好于 2020 年全年水平。各大指数换手水平在 2022 年末同样有所回落, 大盘股换手回落幅度较大, 从日均换手率来看, 上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 换手率环比分别上涨 24.34%、19.08%、16.50%和 13.91%。全年来看, 重要指数换手水平相比 2020、2021 年均有一定下降, 不过目前来看已处于较低水平, 进一步大幅下行的空间不大。

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

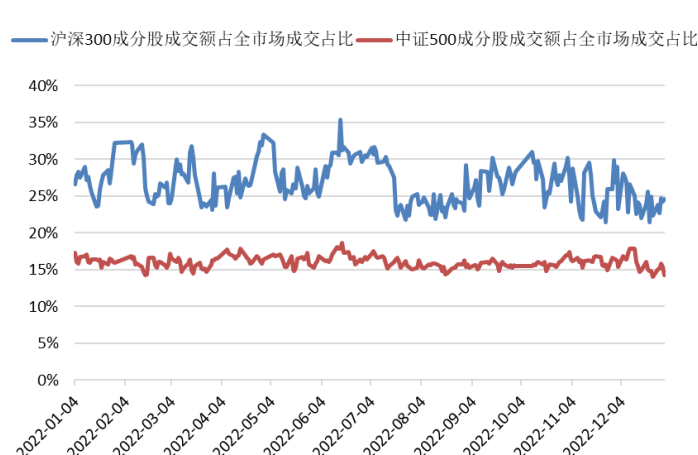
市场风格上, 截至 2022 年底, 近一年来大盘股相对上证指数收益-6.51%, 中小盘股相对上证指数收益-6.46%。中小盘股相对上证指数收益从 2022 年 1 月中旬开始加速下挫, 春节后短暂回暖, 3 月下旬开始再度回调, 前期积累的相对收益悉数回吐。4 月市场仍是泥沙俱下的下跌环境, 但风格上有显著分化, 传统大盘股表现相对抗跌, 中小市值领域的出清压力较大。5-6 月随市场情绪边际回暖, 中小盘股表现有明显反转, 大幅跑赢大盘股。7 月市场整体回调, 不过中小盘股逆势上涨并创反弹阶段新高。8-9 月市场回调继续, 风格也开始发生转变, 大盘股相对强势。10 月市场风格再度逆转, 回归中小盘强势, 但 11 月以来受地产、金融领涨带动, 大盘股明显占优, 12 月这一趋势延续, 全月大盘股跑赢中小盘股 5.17%。从头部市值股票成交额占全市场比例来看, 12 月沪深 300 成分股成交占比震荡走低, 平均占比 24.5%左右。中证 500 成分股成交占比在 12 月初触及近半年高点后同样走低, 平均占比 15.7%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

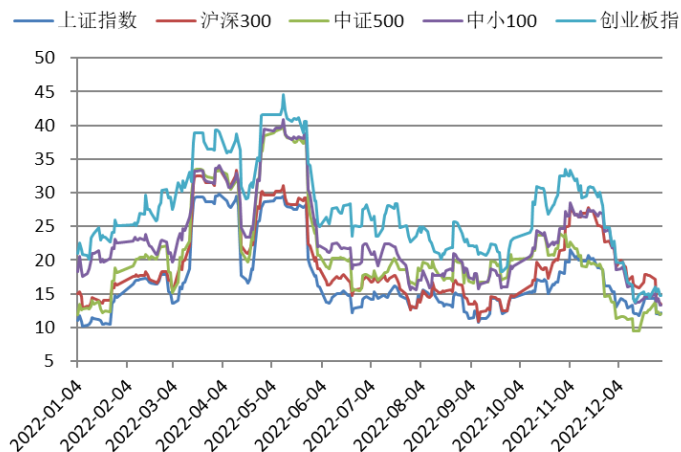
图表7: 近一年头部市值股票成交额占全市场比例



来源: 国金证券研究所, Wind

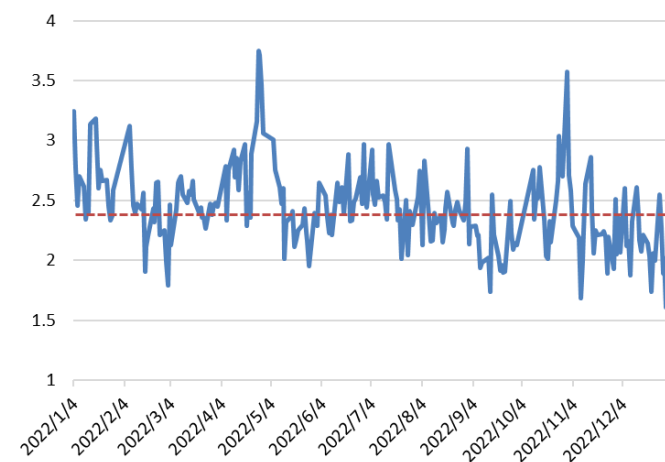
从主要指数时序波动水平来看, 2022 年以来, 时序波动水平回升持续, 1-3 月各指数波动水平放大显著且趋势连贯, 4 月各指数波动回落后再度飙升, 创业板指数波动水平突破去年 8 月高位, 5 月时序波动从高点再度回落, 随后整体进入低迷区间, 10 月各指数波动水平在前期触底后显著反弹, 11 月上旬波动水平回升趋势延续, 但随后开始再度走低, 临近年末市场情绪趋于谨慎, 时序波动进一步走低, 已达到历史低点水平。从近期个股 (以沪深 300、中证 500 和中证 1000 所包含成分股为样本股票池) 收益率离散程度来看, 2022 年年末, 平均个股收益离散度相比 11 月再度有所下降, 维持在近一年中位水平之下, 目前市场截面波动率稳定性较差, 个股收益分歧度处于较低位置。

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

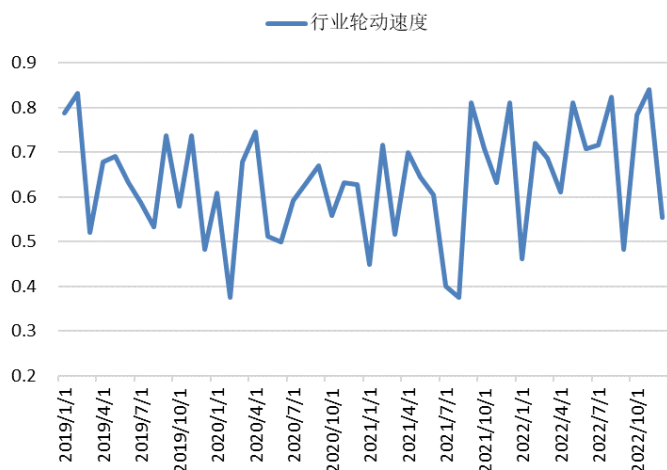
图表9: 近一年个股收益率离散度



来源: 国金证券研究所, Wind

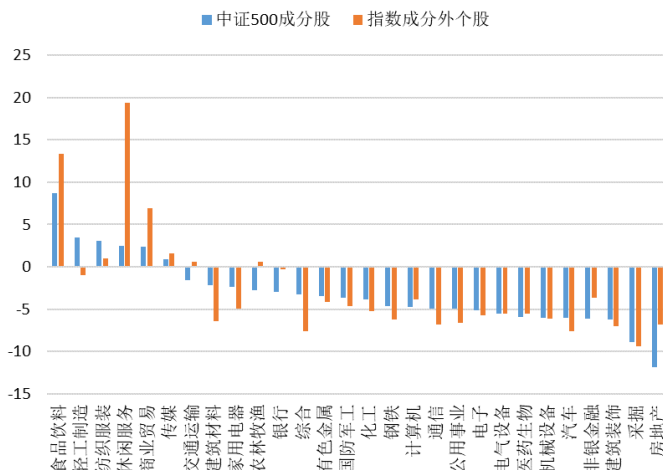
从近期行业轮动速度来看 (以申万一级行业分类为标准), 2022 年 12 月行业轮动速度大幅回落, 回到近几年平均值以下, 对超额表现的负面影响或有下降。从指数库内外板块的涨跌表现来看, 12 月绝大多数板块下跌, 分行业来看, 中证 500 成分股外个股平均表现小幅占优。

图表 10：近一年行业轮动速度



来源：国金证券研究所，Wind

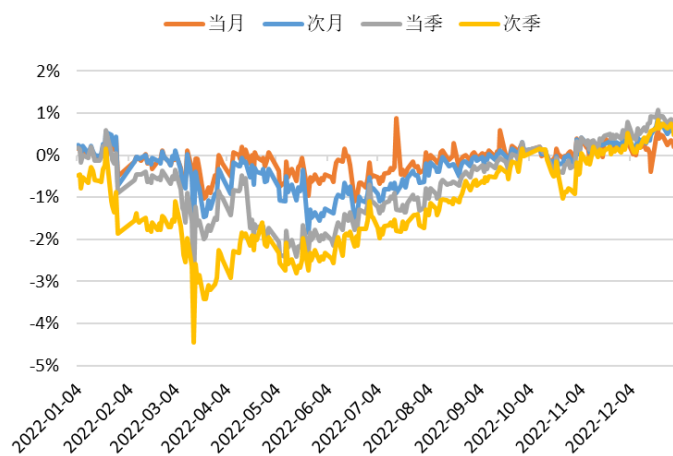
图表 11：近一月指数成分股与指数库外个股平均涨跌幅



来源：国金证券研究所，Wind

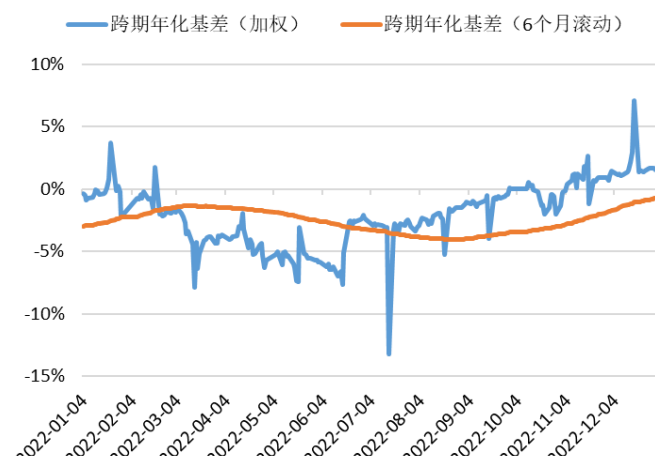
从远近月基差实时走势来看，12 月市场整体走势震荡，IF 和 IC 基差走势较为一致。12 月末与 11 月相比来看，IF 远近月合约升水幅度在上半月持续走高，月末才再度小幅回调，IC 贴水幅度同样持续收敛，除次季月合约外，其余合约也全面回到升水。从跨期年化基差来看，截至 2022 年 12 月底，IF 跨期年化基差为 1.54%，12 月全月平均为 1.75%，11 月平均为 0.72%；IC 跨期年化基差为 -0.90%，11 月全月平均为 -1.03%，11 月平均为 -1.72%。相比于 11 月，12 月以来 IF 和 IC 开仓的头寸所需承担的平均贴水成本继续有所下降，IF 各期限合约在 12 月以来均可以锁定一定的升水收益，IC 近月、次月及季月合约在 12 月下旬以来同样也都可以锁定一定的升水收益。从 6 个月滚动跨期年化基差来看，IF 和 IC 目前均在明显的收敛区间。IM 合约正式上市交易已 5 个月有余，截止到 12 月底，IM 当月的平均跨期年化基差为 -4.21%，与 11 月相比也有显著的收敛，当月合约甚至回到升水。目前 IM 持仓量持续有所提升，截止到 2022 年底已经上升到 22 万张左右，占比超过 IC 持仓量 2/3。从全市场 IC 空单持仓量变化来看，2022 年 12 月 IC 空单平均持仓总量 305000 张左右，与 11 月相比继续小幅下降。

图表 12：IF 远月、近月实时基差走势



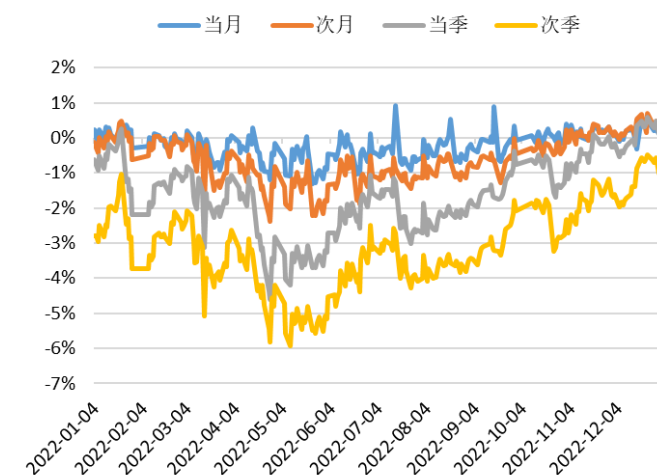
来源：国金证券研究所，Wind

图表 13：IF 跨期年化基差（加权）走势



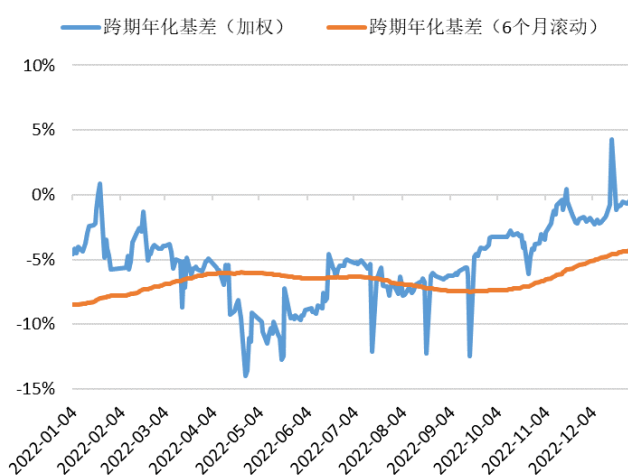
来源：国金证券研究所，Wind

图表 14: IC 远月、近月实时基差走势



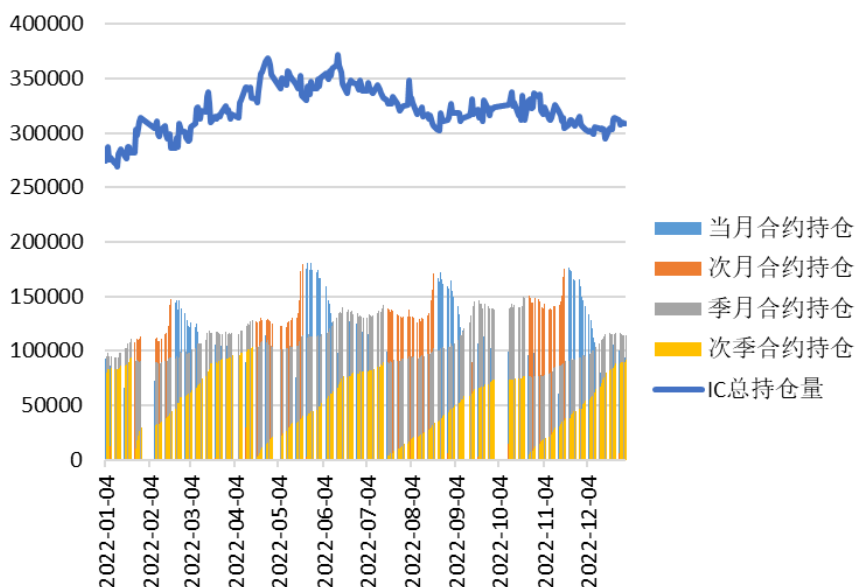
来源：国金证券研究所，Wind

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 12 月 30 日，当前沪深 300 风险溢价率 6.0%，12 月以来风险溢价率先降后升，回到历史 76.40% 分位值水平；中证 500 风险溢价率 1.59%，处在历史 86.0% 分位值水平，与 11 月相比重新回到高风险溢价区间；中证 1000 风险溢价率 0.74%，处在历史 92.40% 分位值水平，同样重回高风险溢价区间。

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, 2022 年 12 月受疫情放开后短时间冲击以及临近年末自己落袋为安等需求影响, 市场在震荡走势中给 2022 年画上尾声, 各重要指数表现较为分化。风格上, 以沪深 300 为代表的权重蓝筹在年末小幅收涨, 而中小盘股则显著回调, 截至月底, 全月沪深 300 指数上涨 0.48%, 中证 1000 指数下跌 4.68%, 市场风格仍然延续大强小弱。两市成交水平在 12 月受市场情绪带动回落, 全月日均成交额仅 7840 亿左右。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, 不过行业轮动速度大幅回落至平均值以内。整体来看选股端超额环境利弊参半, 各指数增强策略超额表现分化。

对于阿尔法策略而言, 12 月全月影响量化策略运作环境的多个因素再度走弱, 市场交投情绪趋于谨慎, 两市成交和换手水平均有回落, 同时时序与截面波动水平继续双双走低。分周度表现来看, 12 月各周中证 500 指数成分股内个股表现相比成分股外个股小幅占优但并不显著, 对现货端超额收益影响不大。从期货端来看, 2022 年末无论是 IF、IC 还是 IM 均处在升水持续扩大, 贴水持续收敛的阶段, 对于新开仓的产品较为利好, 但给运作中产品净值带来额外浮亏, 不过叠加对标中证 500、中证 1000 现货端尚可的超额水平, 市场中性策略以正收益给 2022 年画上尾声。

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	2022 年末不稳定因子数量在临界值以内波动，对超额收益负面影响较小	↑
流动性及活跃度	两市日均成交额继续有所回落，各重要指数平均换手水平同样有一定降幅	↓
大小盘风格	大盘股全月大幅跑赢中小盘股，市场风格维持大强小弱	↓
市场波动率	各大指数时序波动水平与个股截面波动水平再度回落	↓
行业轮动及成分股表现	行业轮动速度回到均值以内，分行业板块来看成分股内个股平均表现相对占优	——
基差	平均跨期年化基差贴水幅度较 11 月整体继续收窄，平均对冲成本下降	↑

来源：国金证券研究所

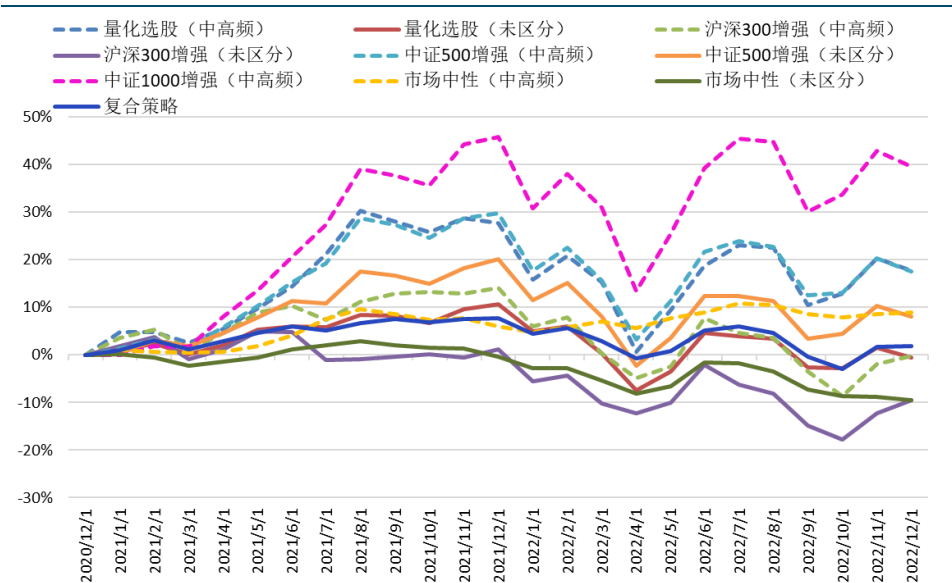
整体来看，目前国内处在政策红利期，同时海外紧缩预期处在缓和窗口期，双期叠加，内外共振，A 股市场或有望重演反转级别的行情。尽管 12 月以来全球市场在紧缩预期变化之下波动有所加大，但随着美国经济持续下行和通胀回落，紧缩缓和大势所趋，这将持续成为市场交易主线。A 股做多窗口或延续至 2023 年 3-4 月，一方面全国两会召开引领政策预期达到高潮，另一方面美联储最后一次加息或发生在 3 月下旬或五月初的议息会议。如果我们把 2022 年 4 月底当作中期的市场底部，10 月底市场二次探底结束。参照 2018 年底和 2020 年 3 月市场中底部后的行情演绎，中期底部后市场都会经历一轮明显的反转行情。量化策略运作方面，短期来看，市场交投活跃度有所反复，受临近年末市场情绪趋于谨慎的影响，两市成交额再度走低，市场时序波动水平已到底部区域，同时行业及个股截面离散度同样也已在历史低位，进一步走低的可能性不大。空头端股指期货贴水自 10 月以来大幅收敛，11-12 月多个时段都能锁定一定的升水收益，不稳定因子数量也在临界值下方。2022 年以来各影响因素缺乏持续性的变化一定程度上影响了全年超额表现，但目前来看股票量化策略(包括量化选股和市场中性策略)运行环境已度过最悲观的阶段。从 2023 年全年角度来看，有利因素和不利因素共存：从 A 股估值水平来看，在 2022 年 7-10 月的调整之后，当前估值已下调至全球主要股票市场的中等水平。随着后续稳增长政策的发力以及经济数据企稳之后，A 股可能迎来估值和预期修复的上涨行情，总体交易大概率会处于相对活跃状态；从市场风格来看，市场预计较难出现大强小弱贯穿全年的一九行情，虽然近期市场风格以上证 50 和沪深 300 为代表的大盘股相对占优，但回顾历史，2018 年底和 2020 年 3 月底以来的反转行情，基本都呈现“先大后小”的风格特征，即上证 50 相对中证 1000 的相对走势先强后弱；从打新收益层面来看，22 年全年打新策略收益贡献大幅腰斩，预计 2023 年打新策略收益边际递减的趋势不改。总体来看，2023 年整体环境对于股票量化策略的运行相对中性，虽然量化策略超额收益长期下行的趋势不改，但这一过程并不是简单的线性递减过程，对于指数增强及量化选股等量化多头策略而言，目前 beta 层面的配置机会仍然值得把握，尤其在近期政策持续发力的背景下，可以阶段性侧重沪深 300 指增策略的投资价值。另外，近期股指期货基差贴水幅度持续收敛，不管是 IF 还是 IC 均能贡献额外的升水收益，市场中性策略的配置价值也继续有所提升。

第二部分：股票量化策略 2022 年业绩表现回顾

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，2022 年 A 股在宽幅波动中下行，全年市场风格切换频繁，交投活跃度及波动水平均不算高，给量化私募行业带来了较大的挑战。据我们本期重点统计的 341 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，除市场中性策略(中高频)外，其余子策略 2022 年全年均整体录得负收益。超额表现方面，中证 1000 指数增强策略(中高频)全年超额收益表现最佳，中证 500 指数增强策略(中高频)次之，沪深 300 指数增强策略(中高频)在三类指增策

略中超额表现垫底，符合量化策略特征。

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

2022 年全年表现具体来看，量化选股策略（中高频）产品中，16 只产品平均收益-9.11%，全部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，50 只产品平均收益-12.22%，6 只产品实现正收益；沪深 300 指数增强策略（中高频）产品中，20 只产品平均收益-13.19%，仅 1 只产品实现正收益，19 只产品均超越同期沪深 300 指数表现，平均超额 8.53%；沪深 300 指数增强策略（未区分策略频率）产品中，14 只产品平均收益-17.69%，全部产品均未实现正收益，10 只超越同期沪深 300 指数，平均超额 4.01%；中证 500 指数增强策略（中高频）产品中，65 只产品平均收益-9.48%，5 只产品实现正收益，64 只产品超越同期中证 500 指数表现，平均超额 10.96%；中证 500 指数增强策略（未区分策略频率）产品中，36 只产品平均收益-11.13%，正收益产品 7 只，其中 30 只产品超越同期中证 500 指数，平均超额 9.29%；中证 1000 指数增强策略（中高频）产品中，22 只产品平均收益-5.35%，4 只产品实现正收益，全部产品均超越同期中证 1000 指数表现，平均超额 16.31%；市场中性策略（中高频）产品中，49 只产品平均收益 2.62%，33 只产品实现正收益；市场中性策略（未区分策略频率）产品中，12 只产品平均收益-3.24%，5 只产品实现正收益；复合策略产品中，57 只产品平均收益-6.22%，其中正收益产品 16 只。

图表22：各子策略 2022 年各月平均收益表现

策略类型	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	2022 年 全年
量化选股（中高频）	-9.21%	4.24%	-4.47%	-12.70%	8.57%	8.65%	3.55%	-0.45%	-9.79%	2.17%	6.56%	-2.19%	-9.11%
量化选股（未区分）	-5.10%	1.01%	-5.45%	-7.69%	4.40%	8.29%	-0.65%	-0.54%	-5.75%	-0.24%	4.39%	-1.91%	-12.22%
沪深 300 增强（中高频）	-7.13%	1.72%	-7.02%	-5.11%	2.50%	10.43%	-2.88%	-0.92%	-6.88%	-5.25%	7.21%	1.75%	-13.19%
沪深 300 增强（中高频）超额	-0.54%	1.45%	1.38%	-0.88%	2.42%	0.70%	2.95%	0.78%	0.23%	1.96%	-0.18%	-0.67%	8.53%
沪深 300 增强（未区分）	-6.60%	1.17%	-6.08%	-2.41%	2.58%	8.86%	-4.18%	-2.07%	-7.28%	-3.46%	6.75%	3.17%	-17.69%
沪深 300 增强（未区分）超额	0.59%	0.86%	1.98%	2.08%	1.51%	-0.86%	2.07%	-0.08%	-0.33%	3.95%	-1.57%	0.72%	4.01%
中证 500 增强（中高频）	-9.27%	4.13%	-5.65%	-10.67%	7.76%	9.32%	1.75%	-0.91%	-8.35%	0.59%	6.26%	-2.21%	-9.48%

中证 500 增强 (中高频) 超额	0.54%	0.42%	2.30%	-0.22%	2.03%	1.77%	3.46%	-0.24%	0.14%	-0.75%	0.75%	1.61%	10.96%
中证 500 增强 (未区分)	-7.15%	3.30%	-6.16%	-9.56%	5.97%	8.48%	-0.04%	-0.92%	-7.10%	0.98%	5.66%	-2.02%	-11.13%
中证 500 增强 (未区分) 超额	2.18%	-0.50%	1.81%	0.91%	0.53%	0.75%	1.63%	-0.10%	1.25%	-0.37%	0.05%	1.79%	9.29%
中证 1000 增强 (中高频)	-10.26%	5.46%	-5.10%	-13.41%	10.58%	11.03%	4.49%	-0.49%	-10.07%	2.72%	6.88%	-2.36%	-5.35%
中证 1000 增强 (中高频) 超额	2.07%	-0.40%	2.45%	1.56%	1.54%	-0.14%	2.37%	2.09%	1.16%	0.60%	2.40%	1.26%	16.31%
市场中性 (中高频)	-1.10%	1.06%	1.02%	-1.31%	2.04%	1.04%	1.87%	-0.39%	-1.75%	-0.62%	0.62%	0.43%	2.62%
市场中性 (未区分)	-2.43%	0.05%	-2.59%	-3.05%	1.73%	5.33%	-0.19%	-1.78%	-3.84%	-1.41%	-0.19%	-0.90%	-3.24%
复合策略	-3.12%	1.19%	-2.64%	-3.41%	1.52%	4.21%	0.79%	-1.19%	-4.76%	-2.65%	4.73%	0.26%	-6.22%

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 年全年市场经历了不少挑战，俄乌战争、全球通胀压力、中美货币政策差异、新冠疫情发展等因素都令人关注。A 股市场在 1-4 月份表现出了典型的熊市特征，成长风格跌幅巨大，价值风格相对抗跌，从 5-6 月的反弹力度来看，则是中小盘成长风格反弹力度更大，三季度市场风险偏好整体有所走低，A 股市场结束了二季度以来的反弹，从 7 月开启调整态势，但市场风格仍有明显分化，以中证 1000 为代表的中小盘在三季度初延续反弹趋势，并且在 8 月中创阶段性高点，不过随后即进入加速下挫阶段。四季度至年末 A 股整体以震荡盘整为主，全年来看市场风格并不显著。市场交投活跃度在 2022 年以来呈现前高后低的回落趋势，带动时序和截面波动水平下降，总体来看 2022 年全年各影响因素变动此起彼伏，缺乏一致性，市场环境对股票量化策略的运作友好度并不高。

在这样的行情下，中高频策略中，三类指增策略不管是绝对收益还是超额表现，相比 2021 年全年水平均有回调，沪深 300 指数增强策略 2022 年绝对收益及超额表现均垫底，12 个月中有 8 个月超额为正，但整体超额处于相对下风，全年超额收益中位数为 8.41%。中证 500 指数增强策略 2022 年绝对收益为负，12 个月中有 9 个月超额为正，全年超额收益中位数为 10.63%。中证 1000 指数增强策略平均来看在三类指增策略中无论绝对收益还是超额表现均为最佳，2022 年超额收益中位数为 14.97%。市场中性策略方面，由于全年现货端超额表现整体一般，对冲端不管是 IF 还是 IC 各合约贴水在 2022 年初至 5 月一路走深，随后进入显著的收敛区间，给运作中的产品净值带来较大波动以及回撤，整体来看策略收益同样表现不尽如人意，不足 2021 年全年收益的一半。量化复合策略方面，CTA 各子策略 2022 年仅有年初俄乌冲突下的波动率上行行情，带来了较友善但短暂的市场环境，而在之后的三个季度中，市场则长期处于低波动震荡的行情中，期间伴随由美联储超预期加息带来的极端下跌行情。各子类型 CTA 策略虽表现略有不同，但整体均表现为第一季度上涨，后三季度持续回撤，叠加股票量化子策略全年欠佳的收益表现，复合配置 CTA 和股票量化策略的量化复合策略产品 2022 年整体表现也难言乐观。

为更好的观察量化中高频细分策略发展趋势及样本内部管理人表现，我们将量化全市场选股、沪深 300 指数增强、中证 500 指数增强、中证 1000 指数增强及市场中性策略分开来看：

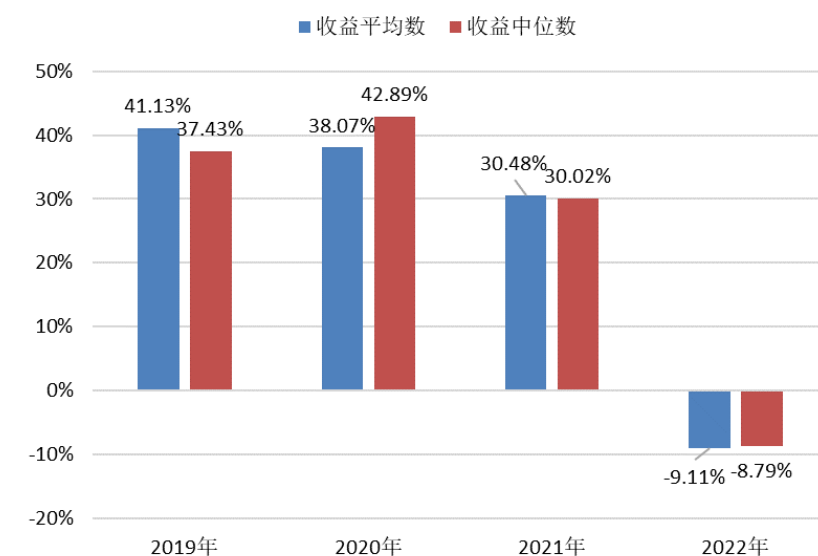
1) **量化选股策略 (中高频)**：2022 年量化选股策略平均收益率为-9.11%，平均最大回撤为 21.71%。对比来看，2022 年股票主动策略私募平均收益率-13.53%，平均最大回撤为 24.09%。拉长到 2021-2022 两年表现和 2020-2022 三年表现，同样可以看到量化选股策略在收益和风险层面具备一定的优势 (量化选股策略基于小样本统计，股票主动策略基于大样本统计，或一定程度影响统计结果)。不过由于量化选股策略整体运行时间较短，并且 2020-2021 两年可谓是量化私募发展的大年，策略并未经历过类似 2015 年股灾、2016 年熔断等极端下跌的市场行情，此处对比仅作为参考。

图表23: 量化选股策略（中高频）与股票主动策略对比

策略类型	近一年				近两年				近三年			
	收益率	夏普比率	标准差	最大回撤	收益率	夏普比率	标准差	最大回撤	收益率	夏普比率	标准差	最大回撤
量化选股策略	-9.11%	-30.45%	26.46%	21.71%	13.20%	26.86%	21.21%	25.41%	64.14%	78.72%	22.03%	24.48%
股票主动策略	-13.53%	-72.65%	25.19%	24.09%	-5.60%	-18.77%	25.06%	31.62%	30.53%	36.51%	25.64%	32.20%

来源：国金证券研究所，朝阳永续

图表24: 量化选股策略（中高频）年度收益变化趋势



来源：国金证券研究所，朝阳永续

从 2022 年全年收益表现来看，千象、天演、黑翼、龙旗、九坤等管理人业绩表现较好，同时在净值波动及区间回撤方面并没有显著高于其他管理人。

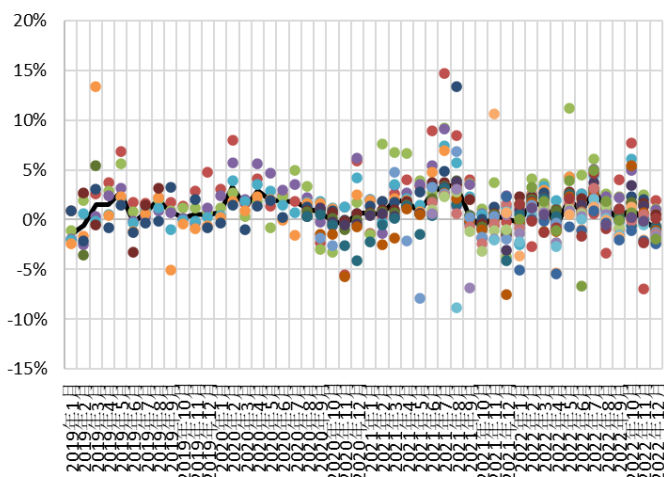
图表25: 2022 年部分量化选股策略（中高频）产品业绩表现

私募	产品	收益率	夏普比率	标准差	最大回撤
千象资产	千象盛世量化选股 1 号	-0.71%	1.87%	23.93%	14.16%
天演资本	天演赛能	-4.67%	-10.58%	27.01%	18.71%
黑翼资产	黑翼量化成长 1 号	-4.67%	-10.59%	27.08%	24.06%
龙旗科技	龙旗股票量化多头 1 号	-6.82%	-10.97%	32.52%	24.59%
九坤投资	九坤股票量化优选 2 号	-7.36%	-18.99%	28.30%	24.03%

来源：国金证券研究所，朝阳永续

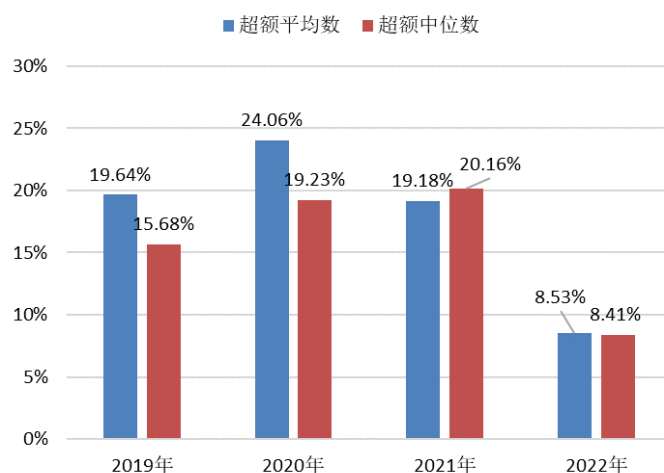
- 2) 沪深 300 指数增强策略（中高频）：沪深 300 由于指数成分、行业分布等原因，超额空间天然有限，因此只有部分管理人开辟了相关策略线，也使得近几年赛道的拥挤程度远低于中证 500 指数增强策略。整体来看，在 2022 年以前，沪深 300 指数增强策略的超额衰减并没有非常显著，但 2022 年全年则有明显的下滑。2022 年沪深 300 指数增强策略超额的平均数和中位数分别为 8.53% 和 8.41%，相比 2021 年下降幅度超过 50%。

图表26：沪深 300 指数增强策略（中高频）月度超额



来源：国金证券研究所，朝阳永续

图表27：沪深 300 指数增强策略（中高频）年度超额变化



来源：国金证券研究所，朝阳永续

从超额表现相关性来看，2022 年沪深 300 指数增强策略产品周度超额收益平均相关性 0.33，处在相对适中水平，不过其中不少百亿以上管理人之间超额相关性已超过 0.6。

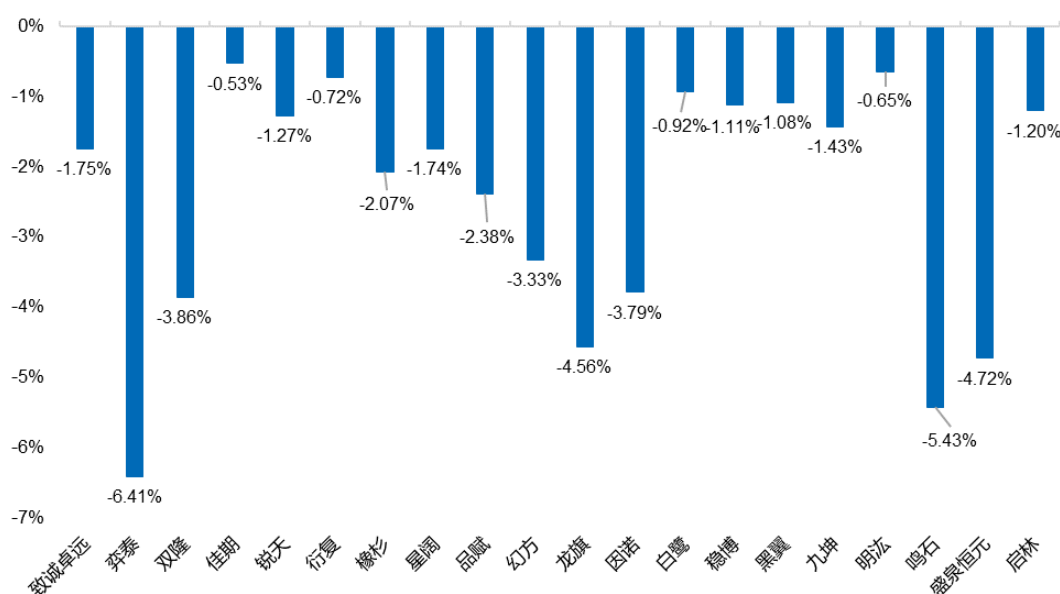
图表28：2022 沪深 300 指数增强策略（中高频）产品周度超额收益相关性

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	0.26	0.17	0.46	0.28	0.17	0.27	0.20	0.21	0.27	0.12	0.37	0.24	0.00	0.46	0.14	0.11	0.23	0.08	0.32
弈泰	0.26	1	-0.25	0.19	0.04	-0	0.26	0.05	-0.03	0.01	-0.04	-0.04	0.05	-0.21	-0.02	-0.12	-0.12	0.39	0.40	0.00
双隆	0.17	-0.25	1	0.14	0.08	0.19	-0.02	0.12	-0.09	0.26	0.06	0.23	0.02	0.20	0.26	-0.09	0.00	0.16	0.00	0.14
佳期	0.46	0.19	0.14	1	0.56	0.23	0.19	0.24	0.15	0.29	0.30	0.42	0.19	0.13	0.51	0.19	0.06	0.51	0.33	0.46
锐天	0.28	0.04	0.08	0.56	1	0.42	0.09	0.24	0.27	0.24	0.35	0.35	0.21	0.09	0.40	0.43	0.09	0.41	0.27	0.41
衍复	0.17	-0.01	0.19	0.23	0.42	1	0.37	0.48	0.49	0.51	0.49	0.54	0.27	0.28	0.52	0.49	0.50	0.31	0.04	0.57
橡杉	0.27	0.26	-0.02	0.19	0.09	0.37	1	0.47	0.40	0.39	0.59	0.54	0.23	0.13	0.54	0.31	0.49	0.44	0.36	0.62
星阔	0.20	0.05	0.12	0.24	0.24	0.48	0.47	1	0.52	0.63	0.65	0.73	0.36	0.35	0.38	0.41	0.61	0.30	0.04	0.64
品赋	0.21	-0.03	-0.09	0.15	0.27	0.49	0.40	0.52	1	0.50	0.48	0.55	0.32	0.08	0.30	0.48	0.43	0.19	0.03	0.52
幻方	0.27	0.01	0.26	0.29	0.24	0.51	0.39	0.63	0.50	1	0.47	0.77	0.33	0.52	0.37	0.29	0.43	0.41	0.17	0.67
龙旗	0.12	-0.04	0.06	0.30	0.35	0.49	0.59	0.65	0.48	0.47	1	0.70	0.30	0.18	0.60	0.64	0.71	0.13	-0.05	0.69
因诺	0.37	-0.04	0.23	0.42	0.35	0.54	0.54	0.73	0.55	0.77	0.70	1	0.42	0.36	0.61	0.44	0.55	0.45	0.19	0.76
白鹭	0.24	0.05	0.02	0.19	0.21	0.27	0.23	0.36	0.32	0.33	0.30	0.42	1	0.04	0.36	0.27	0.36	0.15	-0.01	0.42
稳博	0.00	-0.21	0.20	0.13	0.09	0.28	0.13	0.35	0.08	0.52	0.18	0.36	0.04	1	0.25	-0.02	0.09	0.12	-0.03	0.28
黑翼	0.46	-0.02	0.26	0.51	0.40	0.52	0.54	0.38	0.30	0.37	0.60	0.61	0.36	0.25	1	0.50	0.50	0.35	0.11	0.60
九坤	0.14	-0.12	-0.09	0.19	0.43	0.49	0.31	0.41	0.48	0.29	0.64	0.44	0.27	-0.02	0.50	1	0.63	0.01	-0.18	0.46
明法	0.11	-0.12	0.00	0.06	0.09	0.50	0.49	0.61	0.43	0.43	0.71	0.55	0.36	0.09	0.50	0.63	1	-0.05	-0.25	0.63
鸣石	0.23	0.39	0.16	0.51	0.41	0.31	0.44	0.30	0.19	0.41	0.13	0.45	0.15	0.12	0.35	0.01	-0.05	1	0.82	0.41
盛泉恒元	0.08	0.40	0.00	0.33	0.27	0.04	0.36	0.04	0.03	0.17	-0.05	0.19	-0.01	-0.03	0.11	-0.18	-0.25	0.82	1	0.15
启林	0.32	0.00	0.14	0.46	0.41	0.57	0.62	0.64	0.52	0.67	0.69	0.76	0.42	0.28	0.60	0.46	0.63	0.41	0.15	1
平均值	0.27	0.09	0.13	0.33	0.31	0.39	0.38	0.42	0.34	0.43	0.42	0.50	0.28	0.19	0.43	0.31	0.34	0.34	0.17	0.49

来源：国金证券研究所，朝阳永续

从 2022 年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%，7 只产品周度最大负超额超过-3%。

图表 29：2022 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

2022 年全年，沪深 300 指数增强策略产品中，超额收益超过 10% 的共有 9 家，分别为佳期、幻方、致诚卓远、衍复、锐天、明法、九坤、龙旗、黑翼。

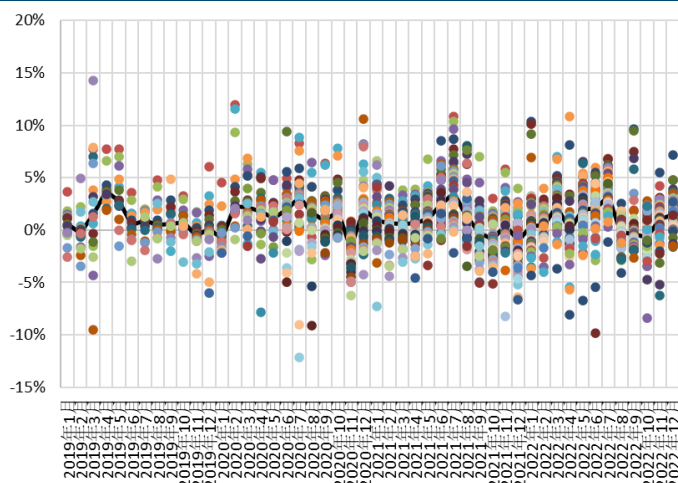
图表 30：2022 年部分沪深 300 指数增强策略（中高频）产品业绩表现

私募	产品	收益率	超额收益	夏普比率	最大回撤
佳期投资	佳期北斗星一期	0.23%	22.74%	1.43%	11.76%
幻方量化	九章幻方沪深 300 量化多策略 1 号	-4.84%	16.79%	-11.29%	22.00%
致诚卓远	致远沪深 300 指数加强	-7.85%	13.78%	-42.62%	17.54%
衍复投资	衍复 300 指增一号	-8.97%	12.66%	-49.11%	15.88%
锐天投资	锐天标准 300 指数增强 1 号	-9.84%	11.79%	-56.42%	17.75%
明法投资	明法稳健增长 1 期	-9.96%	11.67%	-46.32%	19.38%
九坤投资	九坤日享沪深 300 指数增强 1 号	-10.09%	11.55%	-52.11%	19.70%
龙旗科技	龙旗御风	-10.70%	10.93%	-50.76%	18.67%
黑翼资产	黑翼风行三号沪深 300 指数增强	-11.15%	10.48%	-63.01%	19.26%

来源：国金证券研究所，朝阳永续

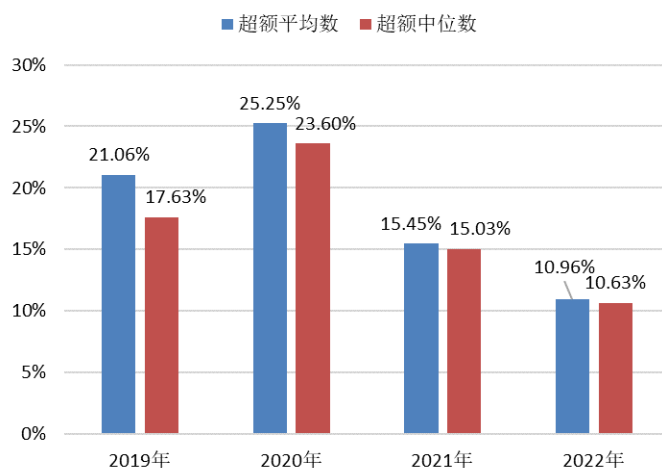
3) 中证 500 指数增强策略（中高频）：中证 500 指数增强策略一直是量化私募管理人竞争的主赛道，由于国内股票市场个人投资者占比较高，天然具备良好的 alpha 环境，尤其是中小市值股票中，超额非常可观。2019-2020 年两年，中证 500 指数增强策略的年化绝对收益超过 45%，同时超额水平也持续维持在 20% 以上。亮眼的收益表现带来了管理规模的大幅扩张，同时也吸引了大量资金涌入，相关赛道的博弈越来越充分，策略拥挤度上升过快，超额不可避免的受到稀释，在 2021 年迎来了接近腰斩的下降幅度，2022 年以来超额下降趋势延续，全年来看超额收益平均数和中位数分别下降到 10.96% 和 10.63%，降幅接近 1/3。

图表 31：中证 500 指数增强策略（中高频）月度超额



来源：国金证券研究所，朝阳永续

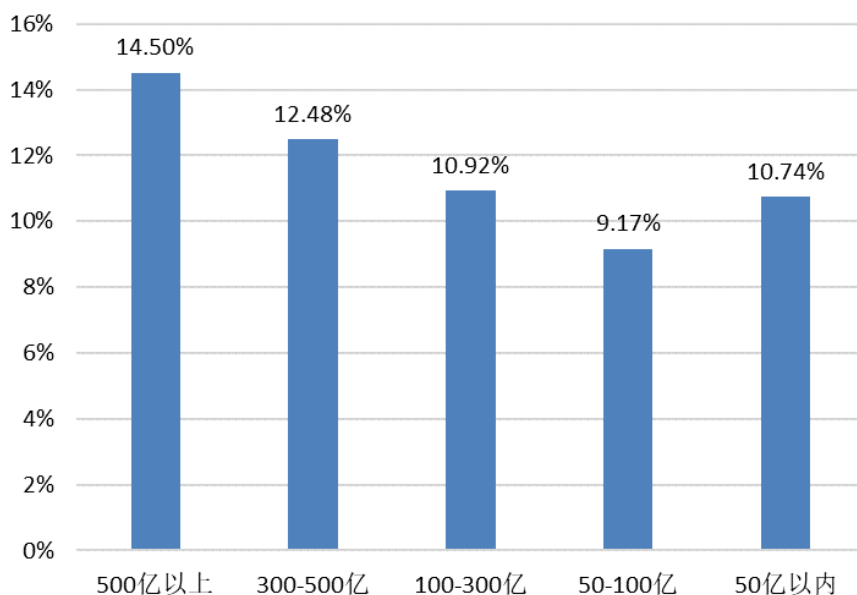
图表 32：中证 500 指数增强策略（中高频）年度超额变化



来源：国金证券研究所，朝阳永续

分规模来看，2022 年“头部效应”再现，管理规模在 500 亿以上的量化管理人超额表现最优，平均超额 14.50%，300-500 亿规模的量化管理人紧随其后，平均超额 12.48%（500 亿以上及 300-500 亿管理人样本数量较少，或受个别极值影响较大）；管理规模在 100-300 亿区间与 50 亿以内的量化管理人超额表现相当，平均都在 10%-11%左右的水平；而 50-100 亿区间规模的管理人超额表现最为平淡；规模在 50 亿以下的管理人由于样本数量较多，实际超额表现分化显著，既有不少全年超额收益在 15%以上的管理人，同样也有不少全年超额不足 5%的管理人。可以看到，在 2022 年策略运行环境友好度整体较低的一年，量化私募管理人中仍存在一定的头部效应，“硬军备+软实力”竞争阶段，大型管理人仍具备一定的相对优势。

图表 33：2022 年中证 500 指数增强策略（中高频）分规模超额表现情况



来源：国金证券研究所，朝阳永续

2022 年中证 500 指数增强策略产品周度超额收益平均相关性 0.38，目前整体比较稳定，头部及大型管理人超额收益相关性较高，平均来看已达到接近 0.7 的水平，甚至不少管理人超额相关性已经在 0.8 以上。

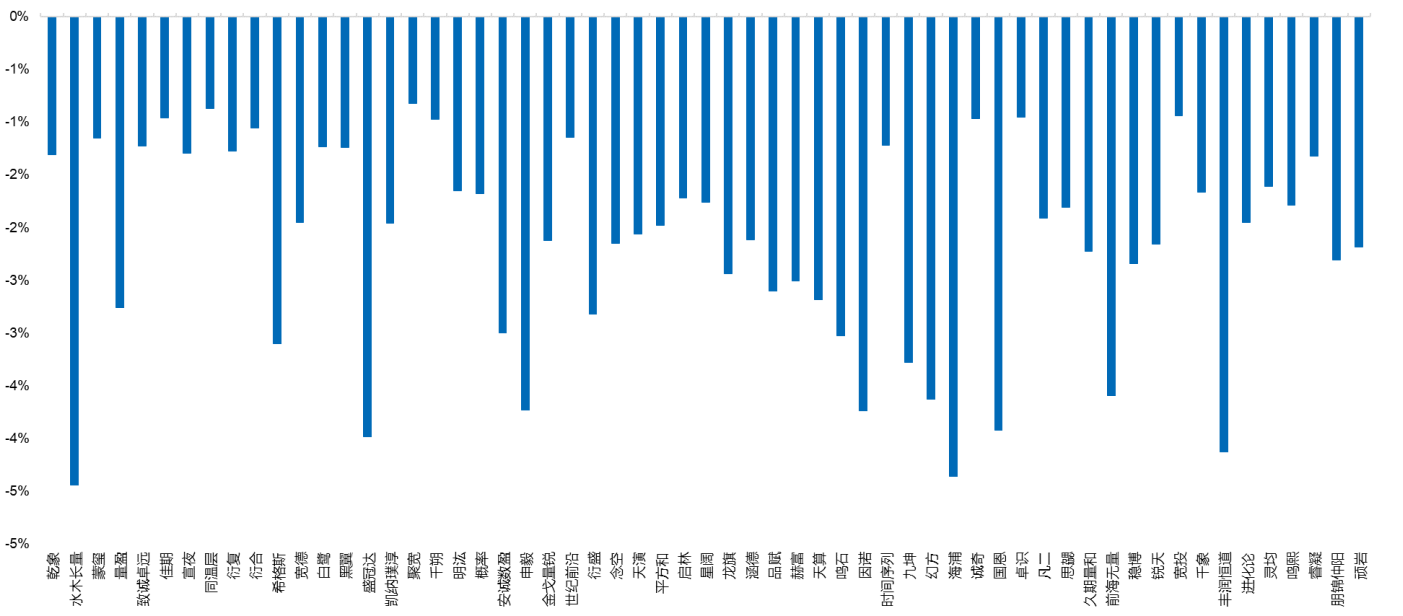
图表34：2022年中证500指数增强策略（中高频）产品周度超额收益相关性

[illegible]

来源：国金证券研究所，朝阳永续

2022 年中证 500 指数增强策略代表产品周度最大负超额平均为-2.16%，好于沪深 300 指增策略表现，12 只产品周度最大负超额超过-3%。

图表 35: 2022 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

2022 年全年，中证 500 指数增强策略产品中，超额收益超过 15%的共有 14 家，分别为思勰、驻点、顽岩、国恩、乾象、衍复、水木博雅、宽德、佳期、丰润恒道、幻方、灵均、信弘天禾、凯纳璞淳。

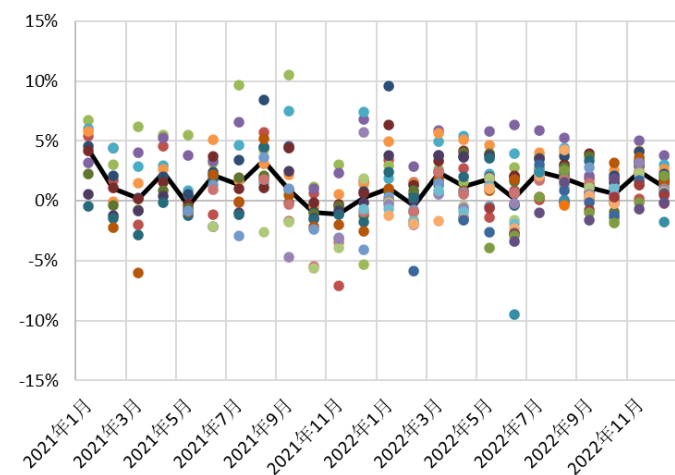
图表36：2022 年部分中证 500 指数增强策略（中高频）产品业绩表现

私募	产品	收益率	超额收益	夏普比率	最大回撤
思颶投资	思颶投资-中证 500 指数增强 1 号	7.36%	27.67%	40.14%	9.63%
驻点资产	驻点稳睿一号	6.41%	26.73%	30.20%	17.28%
硕岩资产	硕岩中证 500 指数增强 1 号	3.33%	23.65%	19.37%	20.30%
国恩资本	国恩中证 500 指数增强 1 号	2.35%	22.66%	15.04%	15.29%
乾象投资	乾象中证 500 指数增强 1 号	1.19%	21.51%	8.17%	15.63%
衍复投资	衍复指增三号	-1.61%	18.70%	-4.00%	12.16%
水木博雅	水木博雅中证 500 指数增强 2 号	-2.02%	18.30%	-5.59%	13.42%
宽德投资	宽德金选中证 500 指数增强 6 号	-2.23%	18.09%	-0.60%	17.74%
佳期投资	佳期证星一期	-3.86%	17.83%	-14.14%	18.53%
丰润恒道	丰润长期价值 1 期	-2.49%	17.82%	-24.40%	11.42%
幻方量化	九章幻方中证 500 量化多策略 1 号	-4.00%	16.31%	-4.76%	25.25%
灵均投资	灵均中证 500 指数增强 2 号	-4.61%	15.70%	-11.73%	21.13%
信弘天禾	信弘中证 500 指数增强 1 号	-4.69%	15.62%	-17.93%	17.37%
凯纳璞淳	凯纳凯泰二号	-5.12%	15.20%	-22.23%	14.04%

来源：国金证券研究所，朝阳永续

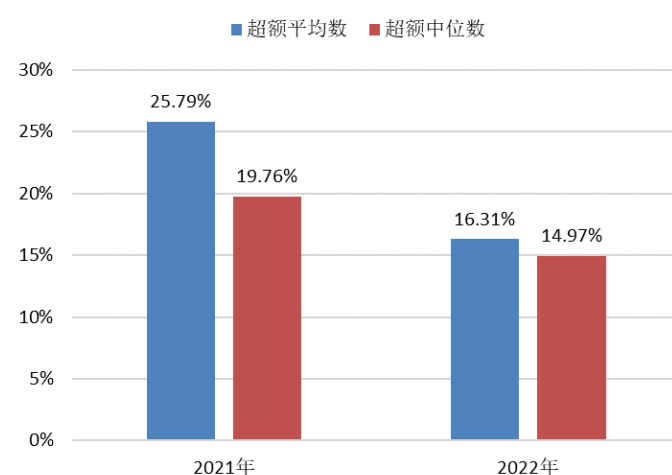
4) 中证 1000 指数增强策略（中高频）：虽然 2022 年市场风格并不显著，但由于中小市值股票超额收益天然较高，同时 1000 指增赛道拥挤度相对较低，横向对比不管是绝对收益还是超额表现，中证 1000 指数增强策略都优于沪深 300 及中证 500 指数增强策略，全年来看超额平均数和中位数分别为 16.31%和 14.97%。不过与 2021 年对比来看，不管是月度超额走势还是全年超额收益水平，均有明显的下行趋势。

图表37：中证 1000 指数增强策略（中高频）月度超额



来源：国金证券研究所，朝阳永续

图表38：中证 1000 指数增强策略（中高频）年度超额变化



来源：国金证券研究所，朝阳永续

2022 年中证 1000 指数增强策略产品周度超额收益平均相关性 0.18，为三类指增策略中最低。

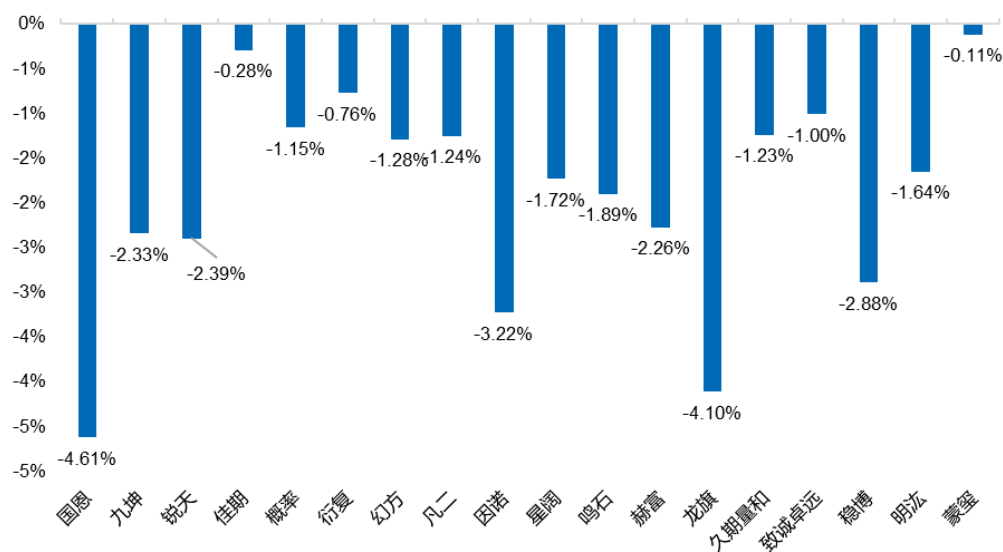
图表 39：2022 年中证 1000 指数增强策略产品周度超额收益相关性

近一年	国恩	九坤	锐天	佳期	概率	衍复	幻方	凡二	因诺	星阔	鸣石	赫富	龙旗	久期量利	致诚卓远	稳博	明法	蒙玺
国恩	1	0.67	0.57	0.28	0.11	-0.29	0.05	0.38	-0.21	-0.36	-0.24	-0.48	0.16	0.40	0.65	0.34	-0.23	-0.05
九坤	0.67	1	0.58	0.52	0.45	-0.12	0.40	0.45	-0.23	-0.17	-0.23	-0.30	0.11	0.21	0.69	0.46	0.15	-0.02
锐天	0.57	0.58	1	0.31	0.12	-0.09	0.26	0.37	-0.26	-0.18	-0.34	-0.31	0.02	0.22	0.64	0.22	-0.23	0.14
佳期	0.28	0.52	0.31	1	0.40	-0.02	0.10	0.36	-0.04	0.00	0.02	-0.14	0.10	0.00	0.35	0.09	0.10	0.06
概率	0.11	0.45	0.12	0.40	1	-0.04	0.43	0.46	0.08	0.19	-0.10	-0.02	-0.06	-0.12	0.11	0.41	0.21	0.09
衍复	-0.29	-0.12	-0.09	-0.02	-0.04	1	0.13	-0.08	0.39	0.36	0.16	0.47	0.16	0.20	0.01	0.00	0.36	0.16
幻方	0.05	0.40	0.26	0.10	0.43	0.13	1	0.28	0.20	0.42	0.07	0.34	0.26	-0.07	0.26	0.46	0.45	0.03
凡二	0.38	0.45	0.37	0.36	0.46	-0.08	0.28	1	0.21	-0.13	0.12	-0.10	0.32	0.29	0.42	0.38	0.21	0.05
因诺	-0.21	-0.23	-0.26	-0.04	0.08	0.39	0.20	0.21	1	0.45	0.52	0.42	0.39	-0.05	-0.03	0.12	0.52	-0.33
星阔	-0.36	-0.17	-0.18	0.00	0.19	0.36	0.42	-0.13	0.45	1	0.23	0.60	-0.03	-0.19	-0.23	0.06	0.53	-0.04
鸣石	-0.24	-0.23	-0.34	0.02	-0.10	0.16	0.07	0.12	0.52	0.23	1	0.47	0.34	-0.04	-0.26	-0.12	0.47	-0.22
赫富	-0.48	-0.30	-0.31	-0.14	-0.02	0.47	0.34	-0.10	0.42	0.60	0.47	1	0.07	-0.06	-0.36	-0.20	0.63	0.05
龙旗	0.16	0.11	0.02	0.10	-0.06	0.16	0.26	0.32	0.39	-0.03	0.34	0.07	1	0.19	0.23	0.17	0.31	-0.20
久期量利	0.40	0.21	0.22	0.00	-0.12	0.20	-0.07	0.29	-0.05	-0.19	-0.04	-0.06	0.19	1	0.35	0.13	-0.04	0.21
致诚卓远	0.65	0.69	0.64	0.35	0.11	0.01	0.26	0.42	-0.03	-0.23	-0.26	-0.36	0.23	0.35	1	0.36	-0.13	0.01
稳博	0.34	0.46	0.22	0.09	0.41	0.00	0.46	0.38	0.12	0.06	-0.12	-0.20	0.17	0.13	0.36	1	0.17	-0.21
明法	-0.23	0.15	-0.23	0.10	0.21	0.36	0.45	0.21	0.52	0.53	0.47	0.63	0.31	-0.04	-0.13	0.17	1	-0.15
蒙玺	-0.05	-0.02	0.14	0.06	0.09	0.16	0.03	0.05	-0.33	-0.04	-0.22	0.05	-0.20	0.21	0.01	-0.21	-0.15	1
平均	0.15	0.26	0.17	0.19	0.21	0.15	0.28	0.28	0.18	0.14	0.10	0.12	0.20	0.14	0.23	0.21	0.24	0.03

来源：国金证券研究所，朝阳永续

2022 年中证 1000 指数增强策略代表产品周度最大负超额平均为-1.89%，好于沪深 300 及中证 500 指增策略，3 只产品周度最大负超额超过-3%。

图表 40：2022 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

2022 年全年，中证 1000 指数增强策略产品中，超额收益超过 20%的共有 6 家，分别为九坤、国恩、稳博、幻方、佳期、明法。

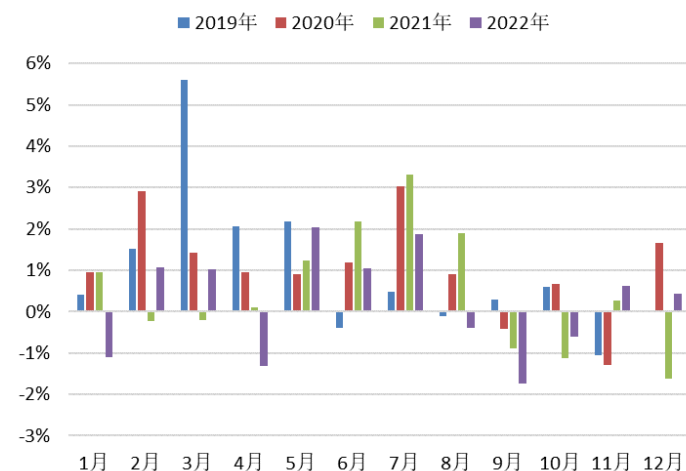
图表 41：2022 年部分中证 1000 指数增强策略（中高频）产品业绩表现

私募	产品	收益率	超额收益	夏普比率	最大回撤
九坤投资	九坤日享中证 1000 指数增强 1 号	10.49%	32.07%	43.91%	16.52%
国恩资本	国恩中证 1000 指数增强 1 号	8.61%	30.19%	39.88%	12.93%
稳博投资	稳博 1000 指数增强 1 号	7.16%	28.74%	32.32%	20.04%
幻方量化	九章幻方中证 1000 量化多策略 1 号	0.42%	22.00%	11.51%	24.51%
佳期投资	佳期千星一期	-1.37%	21.72%	4.61%	21.46%
明法投资	量化中小盘增强 1 号 B 份额	-1.01%	20.57%	7.46%	24.21%

来源：国金证券研究所，朝阳永续

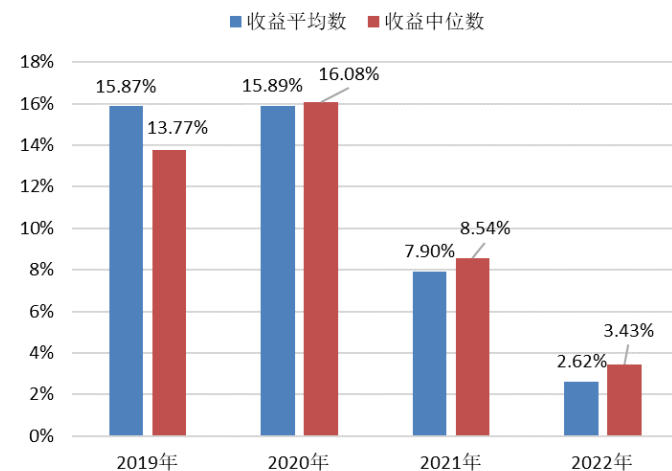
5) **市场中性策略（中高频）**：量化私募行业发展初期，各个管理人多以市场中性策略为主要发展的产品线，而 2020 年开始，量化多头类策略的规模扩张非常迅速，市场中性策略也从股票量化策略的中心位置逐步退居二线。2021 年市场中性策略的收益表现较 2020 年大幅锐减，2022 年这一现象尤甚，收益率的平均数和中位数分别仅为 2.62% 和 3.43%，相比 2021 年下降幅度超过 60%。选股端超额收益的持续下行是 2022 年中性策略表现不佳的主要原因，另外由于 2022 年 5、6 月开始，股指期货基差从深贴水开始快速大幅收敛，在年末一度全面回到升水状态，也给策略整体带来了额外的亏损。

图表 42：市场中性策略（中高频）月度收益表现



来源：国金证券研究所，朝阳永续

图表 43：市场中性策略（中高频）年度收益变化



来源：国金证券研究所，朝阳永续

整体来看，2022 年仅 1/3 的市场中性策略产品收益超过 6%，其中有 7 只产品收益超过 7%，全年未获得正收益的产品占比同样接近 1/3。

图表 44：2022 年部分市场中性策略（中高频）产品业绩表现

私募	产品	收益率	夏普比率	标准差	最大回撤
乾象投资	乾象股票对冲 3 号	13.78%	193.46%	6.02%	1.69%
平方和投资	平方和智增 1 号	10.59%	113.69%	7.82%	3.22%
宽德投资	上海宽德共赢投资基金 B	10.45%	126.78%	6.86%	4.65%
衍复投资	衍复中性三号	10.34%	150.33%	5.67%	4.36%
明法投资	明法中性 1 号	8.21%	154.56%	4.21%	2.21%
朋锦仲阳	朋锦金石炽阳	8.15%	98.66%	6.65%	6.23%
玉数投资	玉数涵瑞六号	7.84%	238.08%	2.57%	0.42%

来源：国金证券研究所，朝阳永续

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402