

# 预测市场趋势？不如看看市场波动

## ——私募基金研究报告

### 分析师：李亭函

分析师登记编码：S0890519080001

电话：021-20321017

邮箱：litinghan@cnhbstock.com

### 研究助理：柏逸凡

邮箱：baiyifan@cnhbstock.com

### 销售服务电话：

021-20515355

### 相关研究报告

### 投资要点

⊕ “疤痕效应”下，投资者更加谨慎。2024年伊始，小微盘个股出现了流动性危机，原本拥挤在小市值风格的量化策略出现踩踏，超额收益出现较大回撤。目前由于“疤痕效应”的影响，以及市场风格稳定性较弱，短期内投资者对于传统的量化策略，如指数增强、股票市场中性等产品仍旧望而却步，需要找到相似替代品来填补当前市场中的空白。

⊕ 市场趋势难以预测，市场波动走势更清晰。各宽基指数的波动率水平在2024年一季度均上升至较高的水平，而更加偏向小盘风格的指数的波动率水平均已到达历史极值附近。另一个维度看，股指期货基差波动也呈现明显的放大，其中IC及IM的波动率均已上升至历史极值附近。

⊕ 市场波动和基差波动增加的市场环境下，各策略具有新的配置性价比。大小盘风格波动增加，通过传统多因子选股增强收益的方式未来一段时间预期收益难以估计，超额收益波动将明显增加，而净值化雪球策略不失为一个好的选择，本质上是股指期货的CTA策略。绝对收益策略中市场容量最大的股票市场中性策略，多头端alpha收益稳定性降低，对冲端由于基差波动增加，也会使得中性策略净值波动明显扩大，股指CTA的套利策略、期权波动率套利策略在今年的市场环境下反而受益。后续我们将对策略进行更为细致的分析。

⊕ 风险提示：本报告涉及私募基金相关内容，若您非合格投资者，请勿阅读本报告。本报告研究依赖数据可靠性、研究假设和估算方法，结果可能存在偏差。市场有风险，投资需谨慎。

## 内容目录

1. “疤痕效应”下，投资者更加谨慎.....	3
2. 市场趋势难以预测，市场波动走势更清晰.....	3
3. 在市场波动和基差波动增加的背景下，我们该选择什么样的策略？.....	5
4. 风险提示.....	5

## 图表目录

图 1： 隐含波动率情况.....	4
表 1： 宽基指数历史波动率水平统计.....	3
表 2： 股指期货基差波动水平统计.....	4

## 1. “疤痕效应”下，投资者更加谨慎

伴随着经济结构发生变化，许多长期逻辑失效，市场内部博弈加剧，2023年股票市场呈现明显分化，红利和微盘股成为了2023年的“香饽饽”，从资金属性来看，大资金偏好防御板块，纷纷配置红利策略，而另一部分交易型资金涌进小微盘个股，量化策略净值创出新高。

2024年伊始，由于市场风格切换以及“雪球”敲入等事件性因素影响，小微盘个股出现了流动性危机，原本拥挤在小市值风格的量化策略出现踩踏，超额收益出现较大回撤，量化策略从“稳稳的幸福”变成了投资者的“噩梦”。

尽管当前市场量化策略的超额收益均处于快速修复的阶段，但由于“疤痕效应”的影响，以及市场风格稳定性较弱，短期内投资者对于传统的量化策略，如指数增强、股票市场中性等产品仍旧望而却步，而“雪球”产品前期大量进入敲入区域，似乎也值得更长时间的观望，市场上与私募相关的容量较大的几类绝对收益策略在短时间均受到了较大程度的冲击，对于我们来说，急需找到替代品来填补当前市场中的空白。

## 2. 市场趋势难以预测，市场波动走势更清晰

在寻找替代品之前，需要对当前的市场环境有更清晰的了解，从而选择更有利的投资策略。我们知道，市场的趋势难以预测，此外投资者的投资期限也并不一致，因此我们另辟蹊径，从市场的波动入手。

首先，选取上证50、沪深300、中证500、中证1000、中证2000以及科创板和创业板指数过去20日的波动率水平来分别代表不同板块、不同风格的波动率情况，并基于过去一年的分位数水平来看指数波动率在历史上所处的位置。可以发现，各宽基指数的波动率水平在2024年一季度均上升至较高的水平，而更加偏向小盘风格的指数的波动率水平均已到达历史极值附近。此外，从大量的实证研究也可以发现，国内市场收益率的波动具有尖峰厚尾以及聚集性等特征，这意味着在没有受到其他因素的影响下，当市场波动率升高后，其波动率水平将维持在高位并以较为缓慢的速度下行。此外，从隐含波动率走势上来看，机构投资者对于未来波动率的预期也明显高于去年。所以，我们可以大概率得到2024年市场波动水平会高于2023年。

表 1：宽基指数历史波动率水平统计

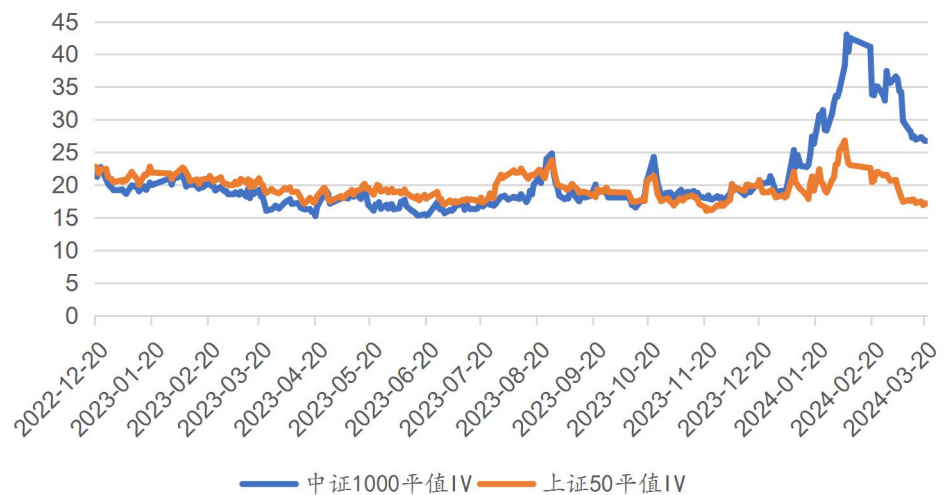
		上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	中证 2000	科创 50	创业板指
2021 年	一季度	77.09%	78.77%	65.56%	59.05%	47.01%	32.10%	80.70%
	二季度	46.44%	37.48%	8.47%	11.73%	8.22%	26.78%	38.31%
	三季度	67.03%	52.34%	39.08%	52.73%	53.16%	52.81%	55.87%
	四季度	12.87%	8.23%	36.41%	49.82%	58.15%	16.19%	7.06%
2022 年	一季度	50.03%	59.09%	73.56%	81.49%	82.07%	59.35%	58.59%
	二季度	69.36%	74.99%	82.18%	75.36%	74.17%	90.53%	74.89%
	三季度	32.64%	34.88%	50.34%	42.45%	49.72%	33.80%	34.35%
	四季度	74.16%	66.65%	43.62%	39.92%	36.46%	35.33%	46.32%
2023 年	一季度	17.18%	16.67%	13.47%	9.63%	14.80%	12.36%	8.29%
	二季度	27.62%	20.96%	24.34%	20.59%	27.90%	53.79%	23.61%
	三季度	43.35%	54.09%	53.97%	47.68%	41.80%	38.12%	47.38%
	四季度	20.24%	22.45%	46.66%	56.59%	48.49%	38.97%	52.28%
2024 年	一季度	73.00%	83.93%	91.95%	93.81%	91.97%	85.05%	96.59%

资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

注：波动率水平统计基于20日平均波动率在过去一年历史数据中的分位数水平，2024年一季度数据统计截止3月20日

敬请参阅报告结尾处免责声明

图 1：隐含波动率情况



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

而另一个维度，我们发现股指期货基差波动也呈现明显的放大。从 2023 年四季度后，市场交易机构发生明显变化，一方面，指数的持续阴跌导致雪球产品陆续敲入，券商交易台在短时间内需要大量平仓股指期货多头，使得基差波动扩大，另一方面，融券政策的影响，股票多空类策略将融券切换为股指期货对冲，股指期货空方力量显著增加。我们对各个股指期货升贴水率进行了同样的统计，可以发现，进入 2024 年后，基差波动率均有明显升高，其中 IC 及 IM 均已上升至历史极值附近。未来一段时间，投资者对于市场的预期较为模糊、雪球产品受限、中性产品新增资金可能受到产品净值波动的影响，基差波动较 2023 年会有明显增大。

表 2：股指期货基差波动水平统计

		IH	IF	IC	IM
2021 年	一季度	57.21%	62.86%	56.14%	
	二季度	28.09%	24.92%	17.90%	
	三季度	61.67%	57.07%	65.14%	
	四季度	37.26%	32.02%	43.85%	
2022 年	一季度	42.67%	46.11%	55.85%	
	二季度	63.75%	66.58%	63.29%	
	三季度	41.39%	39.77%	42.10%	
	四季度	60.21%	56.57%	54.66%	
2023 年	一季度	20.60%	12.34%	11.36%	
	二季度	38.24%	26.06%	13.26%	
	三季度	56.58%	51.68%	29.45%	37.25%
	四季度	31.32%	38.82%	65.42%	71.57%
2024 年	一季度	79.62%	87.06%	91.46%	91.67%

资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

注：波动率水平统计基于 20 日平均波动率在过去一年历史数据中的分位数水平，2024 年一季度数据统计截止 3 月 20 日

### 3. 在市场波动和基差波动增加的背景下，我们应该选择什么样的策略？

指数增强策略其本质是在多头端通过多因子选股模型等方式，获取稳定超越指数的收益，大小盘风格波动增加，通过传统多因子选股增强收益的方式未来一段时间预期收益难以估计，超额收益波动将明显增加，而净值化雪球策略不失为一个好的选择，本质上是股指期货的 CTA 策略。绝对收益策略中市场容量最大的股票市场中性策略，多头端 alpha 收益稳定性降低，对冲端由于基差波动增加，也会使得中性策略净值波动明显扩大，股指 CTA 的套利策略、期权波动率套利策略在今年的市场环境下反而受益。后续我们将对策略进行更为细致的分析。

### 4. 风险提示

本报告涉及私募基金相关内容，若您非合格投资者，请勿阅读本报告。

本报告对于私募产品的研究基于私募排排网数据，不保证数据可靠性。

本报告部分结论依赖研究假设和估算方法，可能产生一定分析偏差。

### 分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 风险提示及免责声明

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

### 适当性申明

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