

2024年下半年市场及私募配置展望

——权益聚焦价值红利，波动开启CTA机遇

分析师：洪洋
分析师：于婧

执业编号：S1130518100001
执业编号：S1130519020003

2024/7/9

宏观环境：全球存在衰退风险，国内持续温和复苏

- 美国CPI持续下降，失业率到达4%水平，同时存在一定金融风险，年内降息一次可能性较大。欧洲和日本经济增速较低，全球经济增速较弱。我国经济持续温和复苏，制造业和出口形成主要支撑，后续仍需关注全球需求和相关贸易政策。

股票主动策略：细分子策略或存投资机会

- 产业出海、设备更新、价值红利等方向或存在投资机会，但估值弹性空间有限，可能带来一定波动。具体子策略方面，建议关注价值风格、逆向风格、成长价值风格。

股票量化策略：下调超额预期，关注smartbeta类指增

- 24年上半年，市场风格快速切换，大市值风格的市场给股票量化策略的超额带来了一定波动，预计下半年超额会逐渐平稳化，但整体超额水平不宜过度乐观，下调指增超额和中性收益预期。关注300增强、红利增强等策略线。

期货宏观策略：市场波动回升，或迎来CTA配置窗口

- 地缘政治和宏观环境仍然是商品市场的主要影响因素，下半年商品市场仍然可能保持高波动。在地缘政治波动较大的假设下，关注时序类策略；若第三季度末，地缘政治波动对市场的边际影响钝化，同时美联储降息预期增强，届时可关注截面类策略。

其他策略

- 关注期权套利策略在绝对收益策略组合的配置价值。关注量化转债策略可能存在的选债风险和政策风险。

目录

01 国内外宏观环境展望

02 股票主观策略

03 股票量化策略

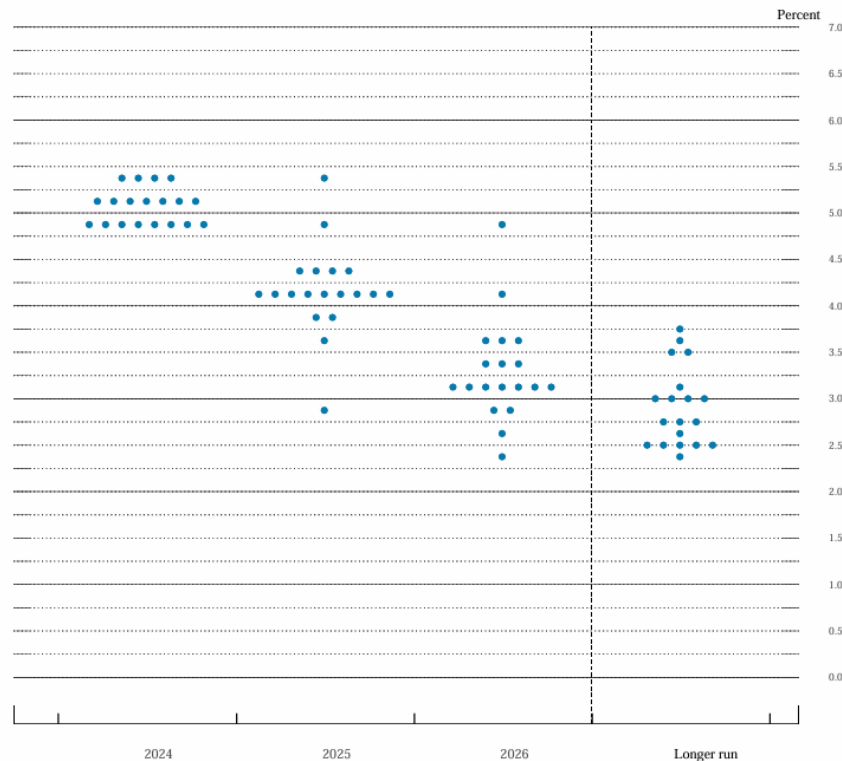
04 期货宏观策略

05 其他策略

01 国内外宏观环境展望

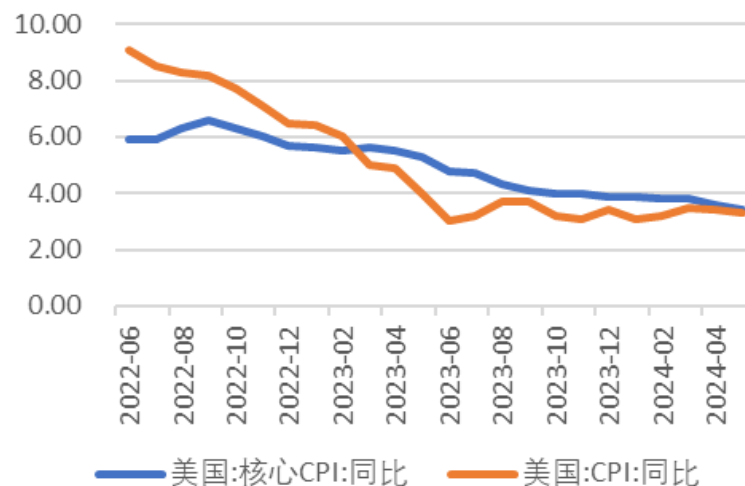
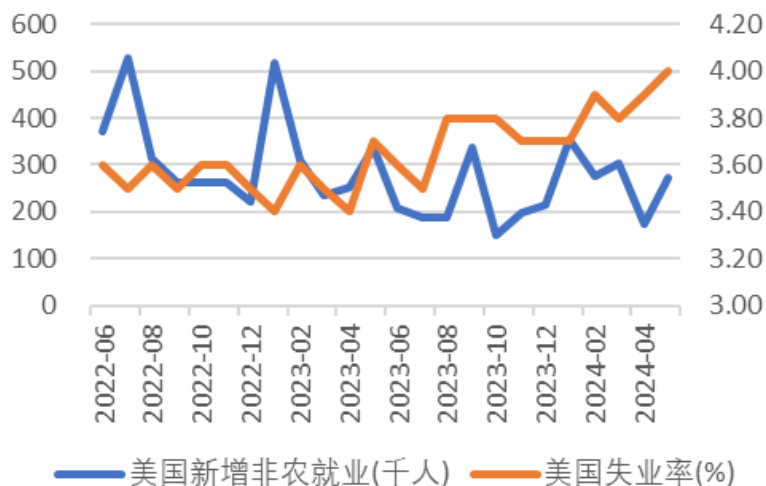
- 美东时间6月12日，美联储在货币政策委员会FOMC宣布，联邦基金利率的目标区间仍为5.25%至5.50%，仍未开启降息，但此次会议后的FOMC点阵图显示年内降息次数可能只会有一次。这样的表态整体态度中性偏谨慎，主要原因仍与美国通胀和经济数据有关。

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



美国通胀和就业情况仍是影响降息节奏的重要因素

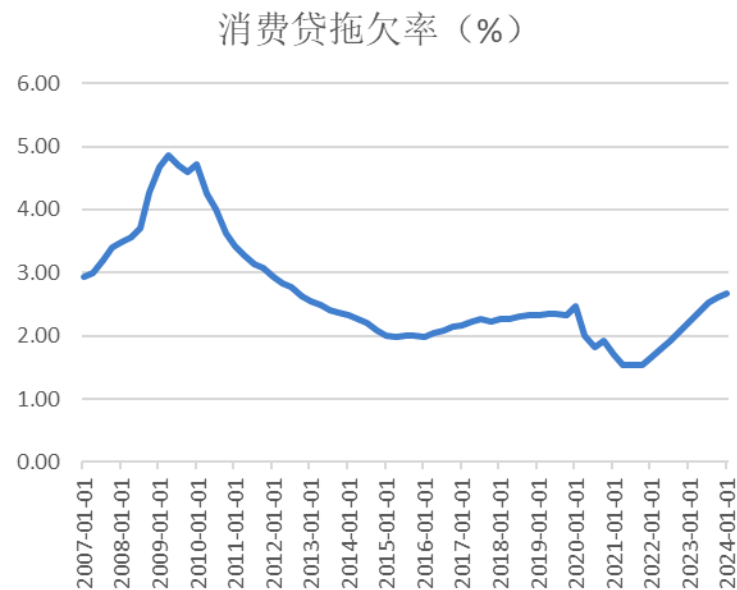
- 2024年5月美国CPI和核心CPI同比分别为3.40%和3.30%，较4月分别下降0.2个百分点和0.1个百分点。整体来看通胀仍然处于下行通道内，但与3.00%的目标还有一定距离，按当前通胀下行趋势，9月前后CPI数据有望下降至3%左右，该节奏与点阵图显示的年内一次降息整体匹配。



数据来源：国金证券研究所，Wind
数据截止：2024/5

美国金融风险或称为推动降息的潜在因素

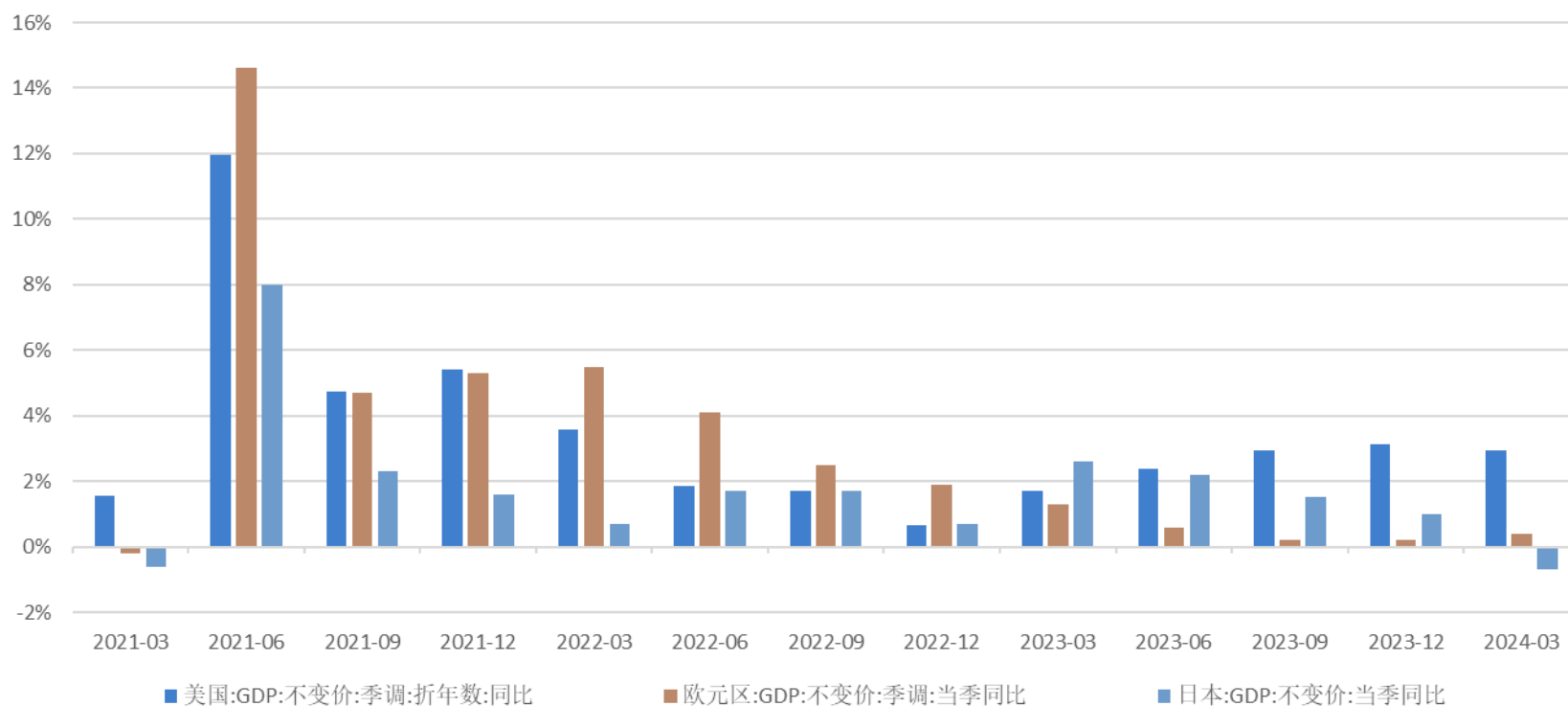
- 美国信用卡拖欠率和消费贷拖欠率均已上升至2012年以来高点。
- 金融行业内风险同样可能成为推动降息的因素。



数据来源：CEIC、国金证券研究所
 数据截止：2024/5

全球经济是否出现实际的衰退？

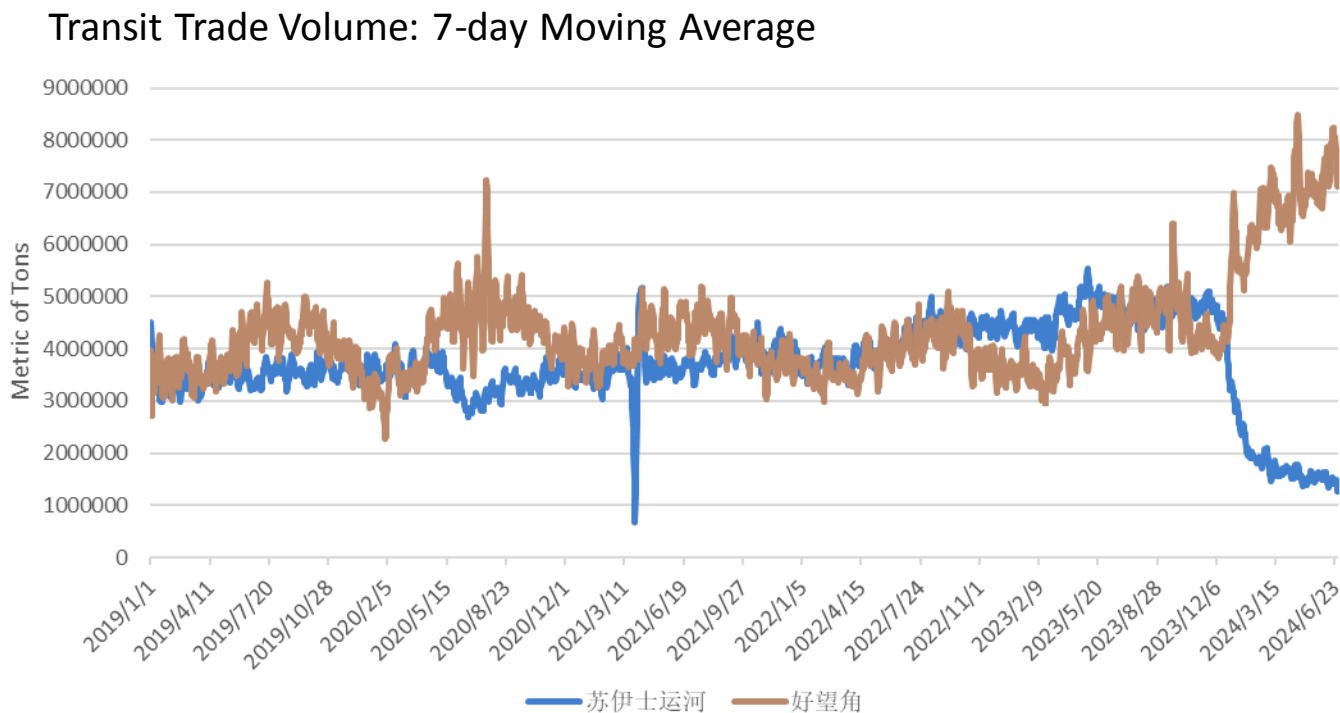
- 美国季度实际GDP增速大幅领先欧元区和日本，似乎出现了“全球衰退、美国例外”的情形。2024年第一季度，美国季度实际GDP增速为2.88%，相较23年9月和12月的2.93%和3.13%，并未出现太大下滑。



数据来源：国金证券研究所，Wind
数据截止：2024/5

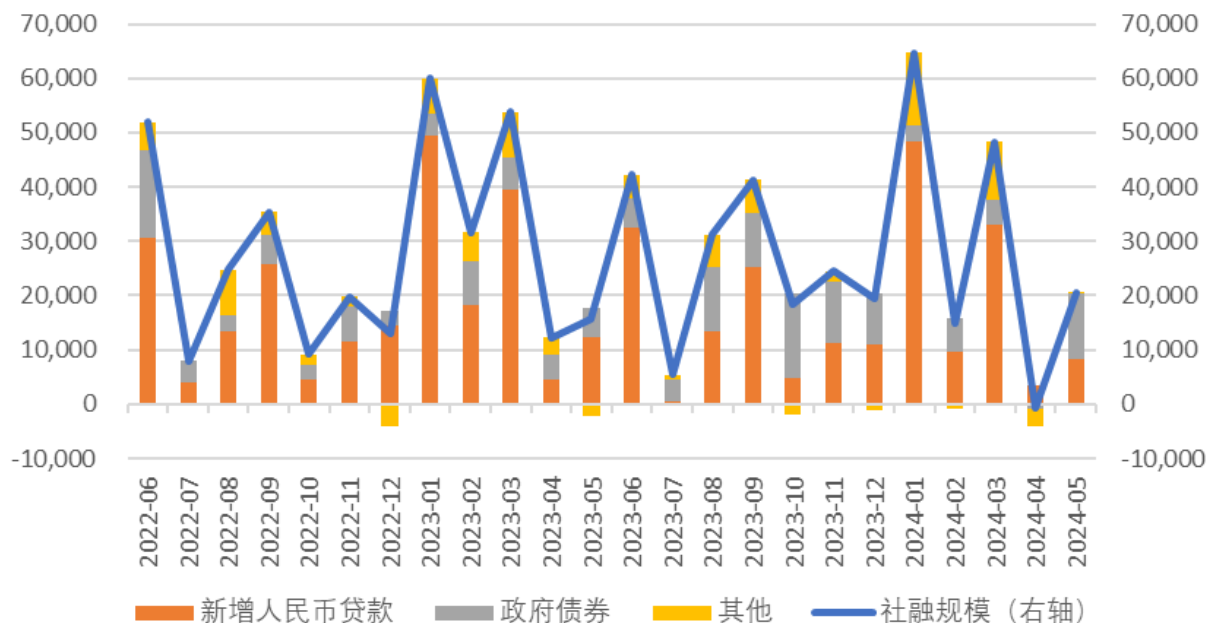
全球地缘政治冲突仍然激烈

- 欧线集运这一期货品种主要反映的是中国/亚洲出口到西北欧的集装箱运输的实际结算成本，具体航线从亚洲出发，通过马六甲海峡，进入印度洋、亚丁湾，到达红海并通过苏伊士运河，并继续向西航行，通过直布罗陀海峡，向北穿过英吉利海峡，抵达西北欧沿海港口。自从2023年底，胡赛武装开始袭击红海附近商船后，部分商船绕行好望角，造成运输成本大幅上升，不断推升欧线集运行情。



我国社融结构显示信贷偏弱

- 5月新增社融2.1万亿元，较4月有明显改善。
- 分项来看，政府债券融资超过1.2万亿元，在新增社融中占比达到60%左右。新增人民币贷款8100亿元左右，处于历史低位附近。



数据来源：国金证券研究所，Wind
 数据截止：2024/5

居民消费修复偏缓

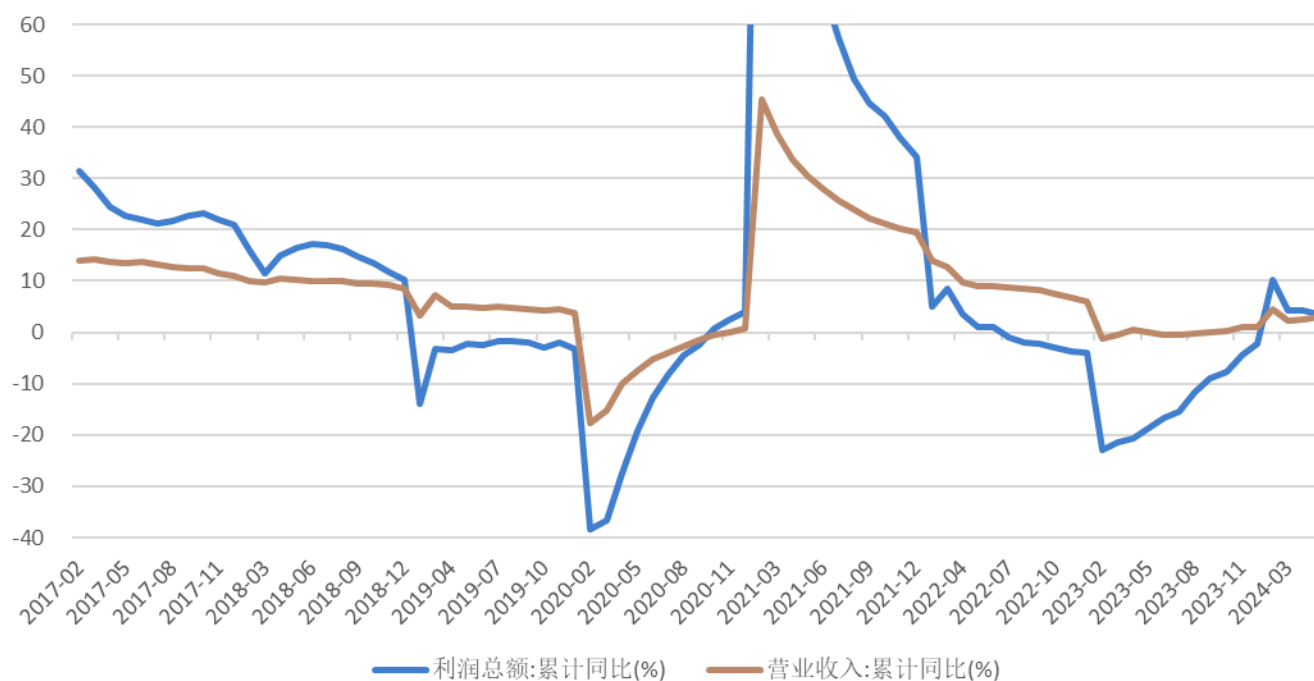
- 消费者信心指数快速下滑。
- 社零增速今年以来小幅下滑。



数据来源：国金证券研究所，Wind
数据截止：2024/5

工业企业盈利增速略有下滑

- 工业企业营收仍然保持缓慢但稳定的上涨趋势。
- 工业企业利润在2024年2月见顶后回落。



地产仍为拖累项

- 固定资产投资增速在2024年Q1有明显反弹，然而在Q2开始回落。
- 地产依旧维持负增长，二季度地产政策不断，但市场反应钝化。
- 基建投资增速下滑，并未提供显著需求。
- 制造业投资表现出一定支撑。



数据来源：国金证券研究所，Wind
 数据截止：2024/5

出口今年以来存在一定增长

- PMI新出口订单从46-47反弹至50附近。
- 在一定基数效应下，工业企业交货值同比增速上涨。



数据来源：国金证券研究所，Wind
数据截止：2024/5

国内宏观：制造业和出口形成支撑

- 宏观总量仍处于新旧动能转换的渡底阶段，4月政治局会议以来积极政策信号频现，助力经济“平稳”渡底，展望下半年地产的修复仍需政策层面的持续配合，制造业和出口相对稳定。
- 地产（拖累）：政策刺激效果待观察，销售端尚无明显回升，投资端修复偏慢，价格仍在下行通道，地产政策效果偏弱与居民收入信息不足息息相关。但政策托底态度积极，预计下半年地产的修复仍有政策层面的持续配合。
- 基建&制造业（支撑）：基建项目去年增发国债和今年特别国债资金落地后，实物工作量的跟进可以有一定期待。制造业投资在设备更新支撑下，预计有一定持续性。
- 出口（支撑）：全球制造业周期叠加美国补库逻辑支撑出口韧性，企业出海逻辑年内也有一定持续性。
- 消费（中性）：居民消费恢复偏缓，呈现必选消费优于可选消费的结构分化特征，短期内难对经济形成有力支撑。
- 货币政策（有限宽松）：未来大概率维持宽松支持实体经济。汇率掣肘下短期难见到MLF直接调降，可预期LPR与存款利率下行以缓和融资成本及银行净息差压力。
- 财政政策（宽松）：价格指标在偏低水平，且地方政府受地产下行拖累明显，中央财政政策有必要保持宽松态势，宽财政的趋势仍将持续。

2 股票主动策略

近期股票主动策略各子策略业绩回顾

- 2022-23年，股票主动策略私募基金整体表现不佳。
- 2024年以来，价值风格、逆向投资、成长价值风格业绩走强。

产品	2022年	2023年	2024年上半年
成长风格	-12.74%	-6.14%	0.30%
成长价值风格	-15.85%	-8.80%	1.60%
价值风格	-8.52%	-6.31%	4.37%
逆向投资	-8.23%	-3.17%	2.26%
均衡风格	-9.26%	-4.53%	0.56%
基本面趋势投资	-15.72%	-12.07%	-0.32%

行业轮动	1月	2月	3月	4月	5月	6月
成长风格	-6.78%	4.16%	2.23%	1.47%	0.02%	-1.67%
成长价值风格	-4.54%	2.80%	3.06%	1.61%	0.97%	-2.25%
价值风格	-6.29%	5.16%	2.65%	5.17%	1.65%	-3.42%
逆向投资	-5.29%	4.68%	0.40%	3.19%	1.67%	-2.62%
均衡风格	-7.98%	5.21%	0.89%	4.10%	1.05%	-2.61%
基本面趋势投资	-5.71%	3.18%	0.92%	0.46%	-1.07%	0.22%

股票主动策略私募投资风格选择

关注制造业和成长方向投资机会：

- 出海和设备更新带来的潜在成长
- 行业竞争格局给个股带来的市占率变化

关注价值红利方向投资机会：

- 高股息依赖盈利质量，警惕周期属性过强的周期股
- 国债收益率的下行空间仍给红利股的上涨带来一定空间

对主观股票此类私募管理人的选择：

- 1、价值红利类管理人。
- 2、逆向投资风格管理人。
- 3、精选个股，追求“性价比”的管理人。

管理人关注：启泰

■ 管理人简介

- 启泰成立于2023年6月，为国务院发布《私募投资基金监督管理条例》以来通过注册登记的首批私募证券基金管理公司；
- 公司投资团队由资深的公募和券商投研人员组成，来自于易方达基金、博道基金、平安证券等市场一线机构，团队平均从业年限8年；
- 创始人、总经理、投资总监王超，毕业于北京大学，曾任易方达基金研究员、基金经理、社保投资经理；广发资管总经理助理、权益投资部经理；拥有15年投资研究经验，先后管理8只公募基金、1只社保基金、多只专户产品，管理规模高峰180亿元。

■ 代表产品业绩走势



■ 投资策略

- 启泰认为投资收益的最稳定来源是企业的长期成长性，过高估值的坚决不碰，在决策框架里对亏损风险的关注是数倍于盈利的权重；
- 启泰投资策略具有复合性，由“高质量的成长股投资为基石，对冲策略增强组合收益，特殊机会策略”三部分组成；
- 对冲策略包含内容为：股指期货的对冲、融券的对冲、A股市场常见的三类对冲机会；

特点

- ✓ 收益的核心来源是高质量成长股；
- ✓ 投资策略具有复合性；

■ 代表产品历史业绩指标

	收益率	最大回撤	夏普比率
近三月	2.80%	-3.13%	1.13
2024上半年	2.06%	-4.30%	0.06
成立以来	4.28%	-4.30%	0.50

管理人关注：华安合鑫

■ 管理人简介

- 华安合鑫注册于2015年5月，注册/实缴资本1000万；2017年4月获私募证券投资基金管理人资质；中国证券投资基金业协会观察会员；
- 目前公司员工22人，其中投研交易团队13人；核心成员具有清华大学、北京大学等国内一流名校教育背景，且拥有国内大型公募基金、私募基金公开产品管理经验；
- 袁巍，董事长、创始人兼投资总监，复旦大学理学学士，清华大学经济学硕士；拥有3年IT工作经验，15年行业研究经验，11年公开产品管理经验；坚持基本面分析，极其看重企业股东回报，擅长通过自主研究挖掘优质股，致力于长期绝对收益。

■ 代表产品业绩走势



■ 投资策略

- 核心的投资理念：以安全边际为前提，以基本面分析为工具，坚守能力圈，适度逆向投资；
- 策略上，首先，重视安全边际，深入理解商业模式和对企业进行合理估值同时坚守能力圈敬畏市场；其次，关注进攻性来源，重视个股阿尔法，主要的精力放在行业和公司层面，持续对个股价值的发掘是长期超额收益的来源；
- 通过定性（自下而上，精选标的）+定量（自上而下，大势研判）选股；

特点

- ✓ 重视基本面分析，保证安全边际，重视个股阿尔法；
- ✓ 选股上定性定量相结合；

■ 代表产品历史业绩指标

	收益率	最大回撤	夏普比率
2024年上半年	19.27%	-27.06%	0.97
2023年	3.73%	-20.43%	0.10
2022年	-6.40%	-28.29%	-0.26
2021年	133.07%	-29.16%	2.23
成立以来年化	34.81%	-38.34%	0.90

管理人关注：文多

■ 管理人简介

- 文多成立于2015年4月，目前管理规模16亿，共20多只基金；直销为主，代销为辅；
- 范虎城，文多资产创始人，文多资产基金经理，毕业于上海交通大学自动化系；拥有19年证券投资经验，历任行业研究员、私募基金经理，自16年开始管理公司旗下基金费后累计业绩为超300%，费后年化收益约19%，擅长自下而上选股，注重安全边际。
- 投研人员来自中国科学院、上海交通大学、加州大学圣地亚哥分校等国内外知名院校的不同专业，分管不同行业的研究；

■ 代表产品业绩走势



■ 投资策略

- 自下而上选股，投资核心理念“买股票就是买公司，挖掘价格远远低于价值的公司”；
- 投资模型包括投资组合（专注企业价值的长期投资组合等）、行业研究（专注于有限数量的行业、及时跟踪覆盖行业数据）、财务分析（盈利能力、运营能力和成长能力）、实地调研四板块；

特点

- √ 自下而上选股，挖掘价格低于价值的公司；
- √ 持仓个股行业分散，投资灵活；

■ 代表产品历史业绩指标

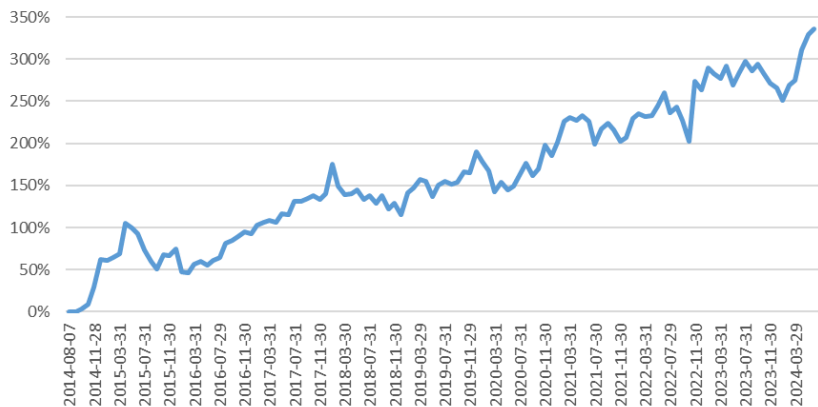
	收益率	最大回撤	夏普比率
2024年上半年	-2.79%	-11.20%	-0.27
2023年	2.84%	-11.93%	0.10
2022	1.62%	-12.99%	0.01
2021	11.57%	-12.99%	0.63
成立以来年化	17.34%	-20.22%	0.90

管理人关注：信璞

■ 管理人简介

- 上海信璞私募基金管理中心（有限合伙）成立于2012年3月，于2014年4月在中基协登记为私募基金管理人（登记编号：P1000419），实缴资本为530万人民币，管理规模为20多亿元；
- 团队规模18-20人，追求人员稳定性，方法论一致性；股权结构类似轮值CEO，收益权按基金经理的盈利能力来分配，公司的管理架构上，归江先生有一票否决权，同时成立管理委员会共同持有公司的股权；
- 归江，信璞投资合伙人/基金经理，26年投资和研究经验，复旦大学管理学硕士、上海交通大学机械系学士；12年公募基金管理经验，8年社保基金入市见证者，最终个人管理基金盈利100亿，团队盈利440亿；任职复旦管理学院本硕课程讲师，开设价值投资实务课；

■ 代表产品业绩走势



■ 投资策略

- 信璞坚持以PB-ROE为枢纽的投研体系，结合研究员和投资总监的审批，将股票分为三个等级：红灯、黄灯和绿灯：红灯状态的股票坚决不投资，若所有股票均处于红灯状态，不做投资，当所有股票转为绿灯状态，即市场普遍认为股票价格合理时，再进行大规模投资；
- 信璞的遵循由下至上的研究和选股流程，专注于发掘低估值的优质企业，具体投研流程包括价值筛选（5000家上市公司）、价值评估（300家备选公司）、投资组合（30家最具投资价值公司）三个环节；

特点

- ✓ 以PB-ROE为枢纽的投研体系；
- ✓ 自下而上选股研究，专注发掘低估值的优质企业；

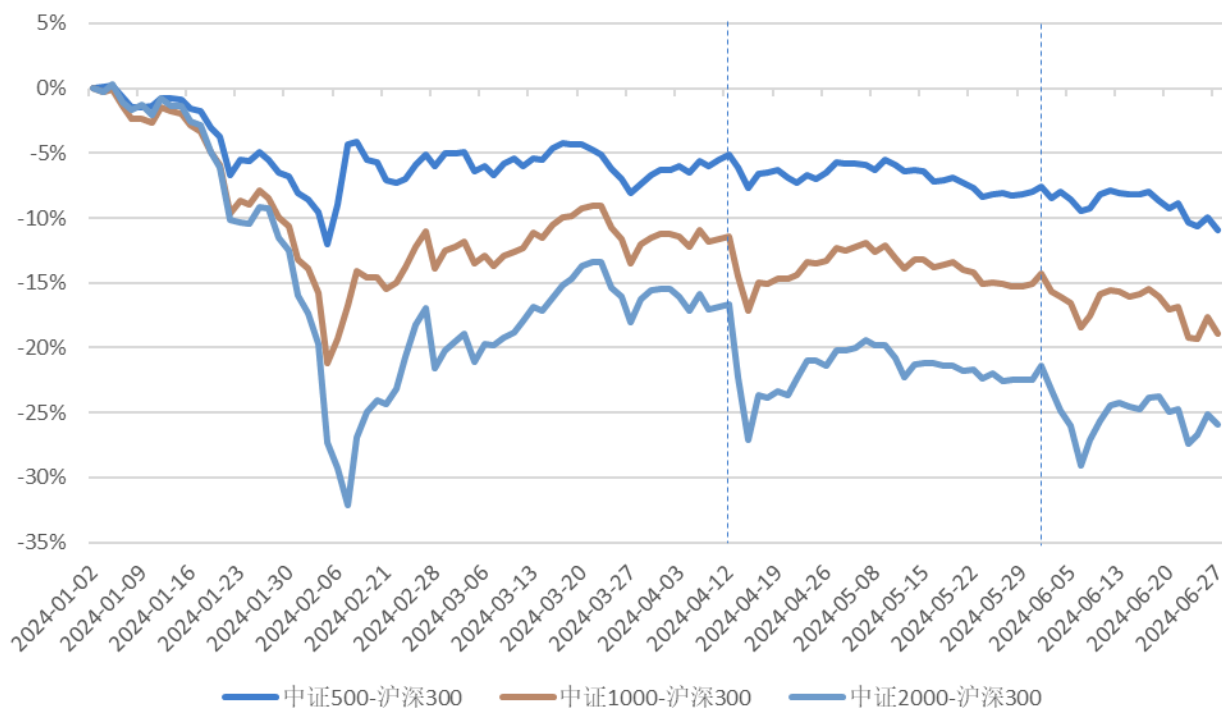
■ 代表产品历史业绩指标

	收益率	最大回撤	夏普比率
2024年上半年	19.28%	-4.14%	2.57
2023年	0.76%	-8.00%	-0.06
2022年	18.36%	-16.02%	0.62
2021年	7.31%	-10.34%	0.36
成立以来年化	16.05%	-28.56%	0.66

3 指数增强策略

市值风格长期改变

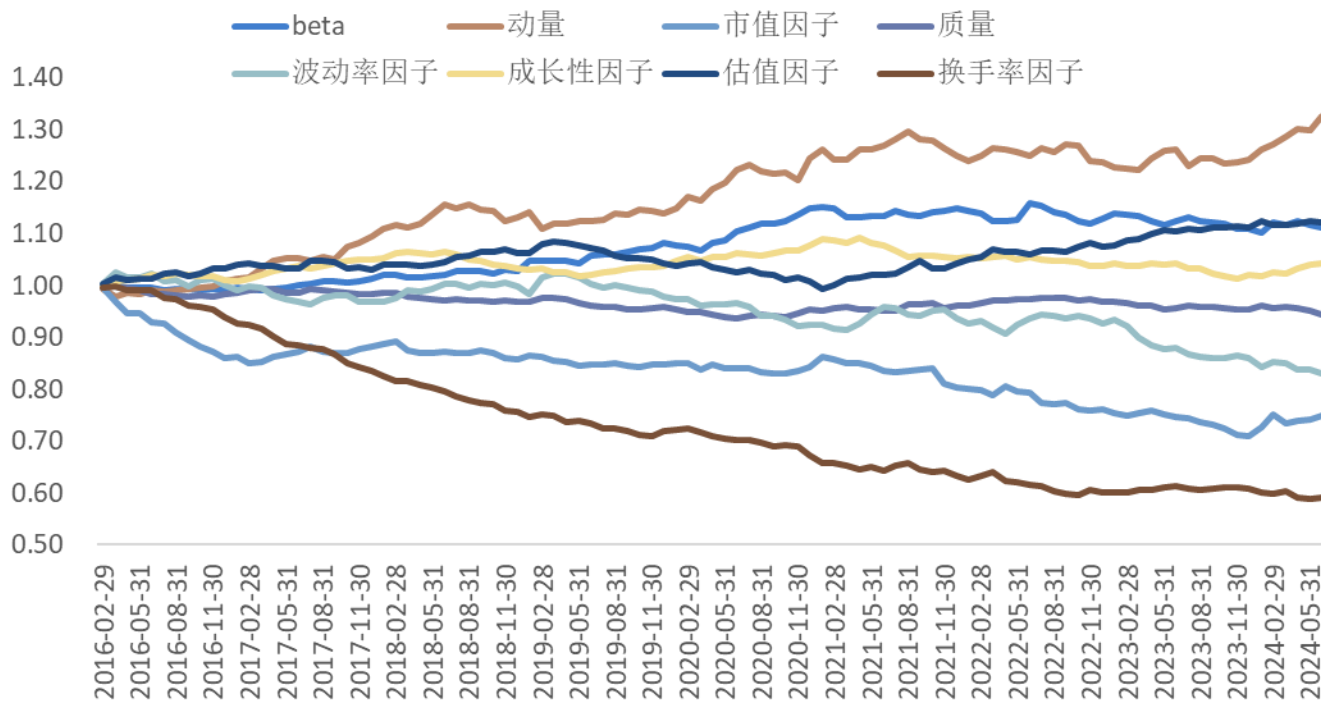
- 新“国九条”在资本市场有三个重点方向布局：上市、退市、分红。严控上市关口，提准入标准；从严退市，从规范类、财务类、交易类、重大违法几个方面设定退市指标，削减“壳”价值；鼓励上市公司分红，对分红不达标公司限制大股东减持并标ST。
- 利好高股息、高分红、低估值绩优股；微盘的“壳”价值遭受重大打击。



数据来源：国金证券研究所，Wind
 数据截止：2024/6/30

市值风格长期改变

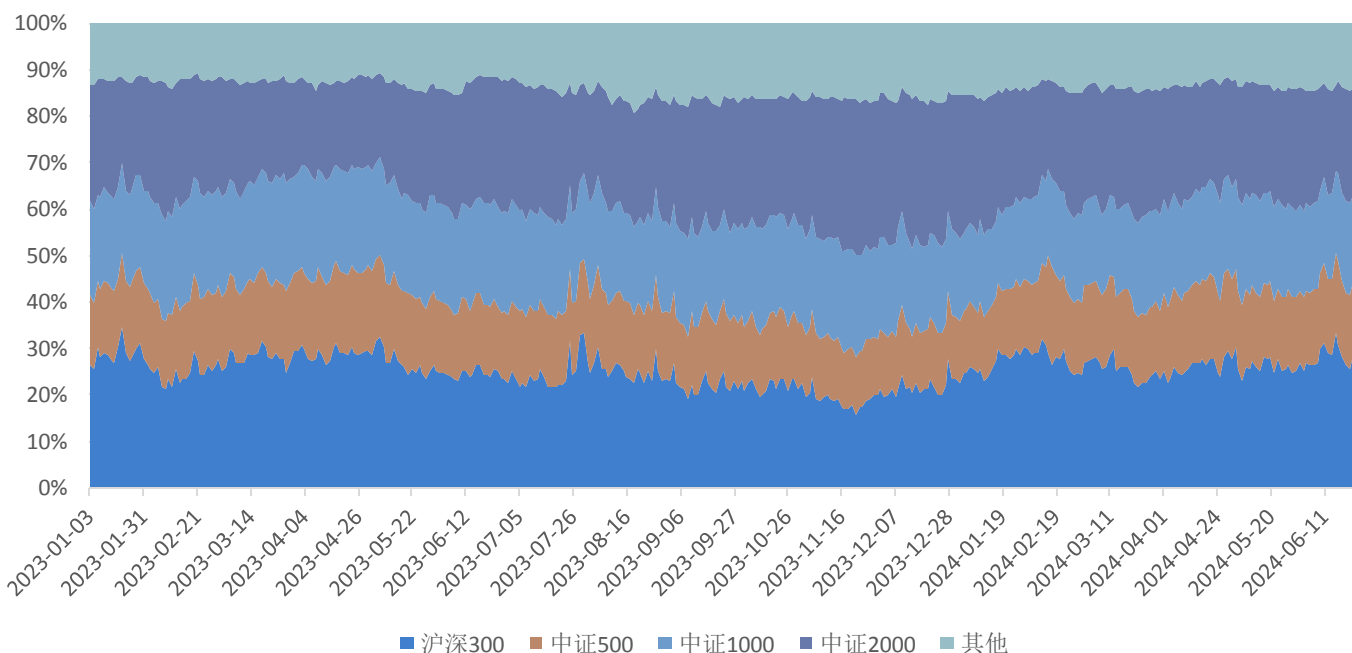
- 从我们构建的barra因子收益来看：
- 换手率因子的表现与过去长期发生了非常显著的改变，低换手股票的整体表现开始走强。
- 以动量为代表的量价因子持续具有有效性。
- 市值因子近期明显扭头。



数据来源：国金证券研究所，Wind
 数据截止：2024/5/31

量化私募整体加强风控

- 量化私募整体开始更加关注风控的约束，具体存在以下几类：
 - ① 加强整体敞口约束，比如0.8到0.5倍标准差，或0.5到0.4倍标准差；
 - ② 优化敞口择时体系，比如对风格做一层时序策略；
 - ③ 设置市值黑名单，提高小市值黑名单红线，比如30亿以下或50亿以下个股列入黑名单。
- 随着小微盘行情的退潮，各类交易性资金撤出，A股成交额结构性偏向前800（中证800成分股），小微盘的smart beta和交易性alpha均走弱。



数据来源：国金证券研究所，Wind
 数据截止：2024/6/30

股票量化超额表现逐渐平稳

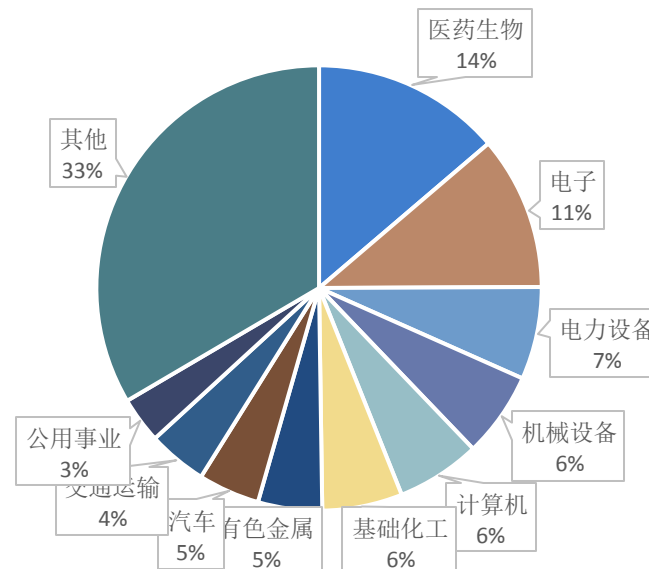
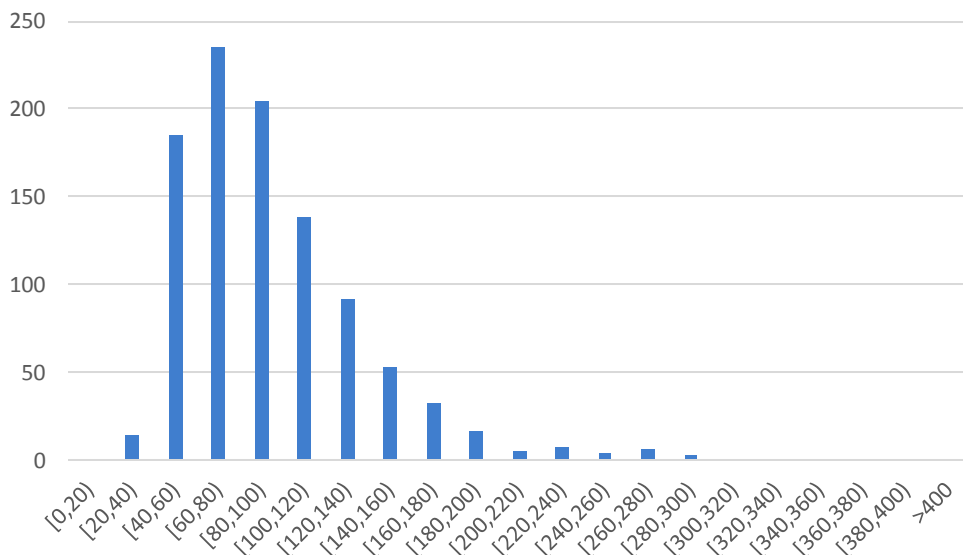
- 2022-23年，股票量化策略在各指增产品线上均获得一定超额收益。
- 2024年，2月和4月，股票量化的超额遭遇较大回撤，但在5-6月，超额虽仍有波动，但已逐渐平稳化。

产品	2022年	2023年	2024年上半年
沪深300指增	9.27%	7.91%	1.74%
中证500指增	11.20%	12.58%	0.66%
中证1000指增	13.83%	15.90%	4.62%

产品	1月	2月	3月	4月	5月	6月
沪深300指增	-0.06%	-0.88%	0.96%	0.33%	0.58%	0.73%
中证500指增	0.96%	-5.95%	3.18%	-1.17%	1.80%	1.12%
中证1000指增	1.89%	-4.33%	2.51%	-0.59%	1.72%	2.92%

高Alpha指数+适度弹性风控1000增强

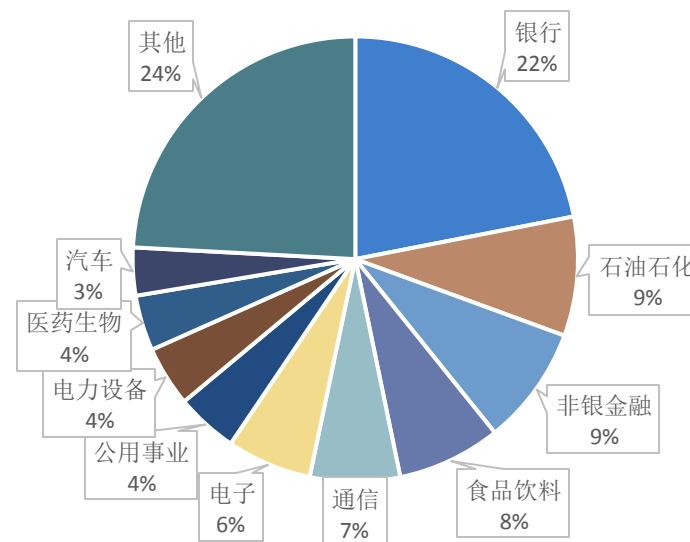
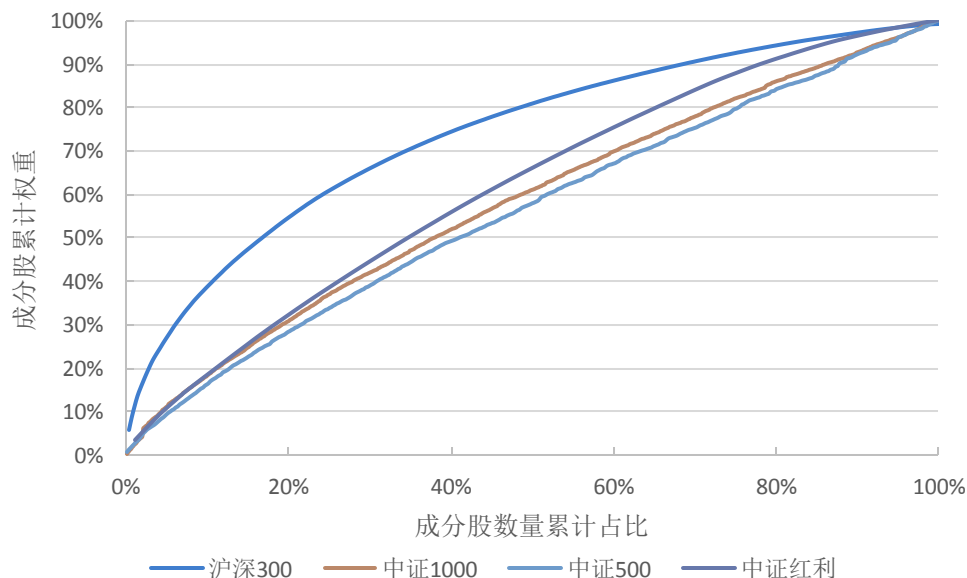
- 中证1000成分股市值分布均匀，行业分布均匀。即便排除全市场30亿市值以下的个股，仍有非常大的选股范围，有利于超额稳定。
- 管理人选择：全市场选股、量价策略、中高换手率。
- 风控方面，由于指数本身的特征，敞口的放松对超额夏普的伤害较小，可以适当风控不比过严的管理人。
- 由于对中证1000的Beta乐观程度有限，费率方面不过度追求超额计费，甚至对中证1000的Beta持有不乐观的观点，可以优先选择绝对收益计费。



数据来源：国金证券研究所，Wind
 数据截止：2024/6/30

高Beta指数+严风控指增300增强

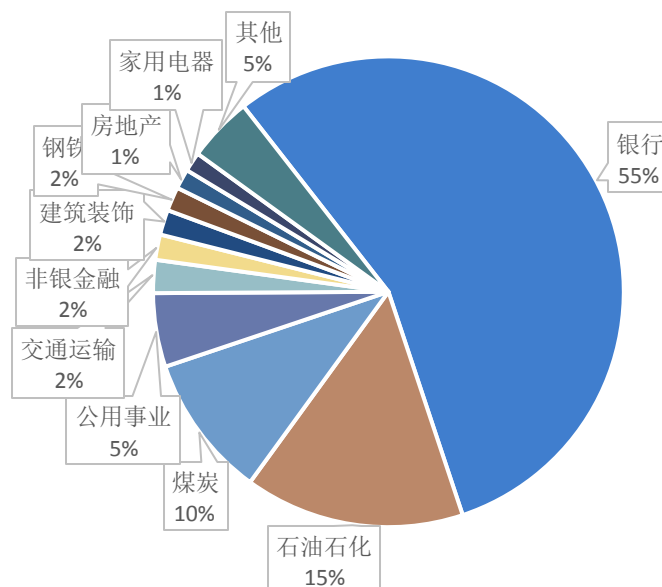
- 权重集中度高，行业集中度高，指增风控难度较大。
- 大市值股票的波动特征和小市值股票必然存在差异，主要由不同市场结构的不同参与主体造成。因此分域建模是可能带来更有效因子的。
- 权重行业完全是风险吗？或可以利用权重行业获取稳定超额？
- 管理人选择：基本面因子、分域建模、成分股选股、严格风控。
- 以获取Beta为首要目标，这类指数Alpha难度高，优先选择超额收费产品。



数据来源：国金证券研究所，Wind
数据截止：2024/6/30

高Beta指数+严风控指增 PLUS 红利指增

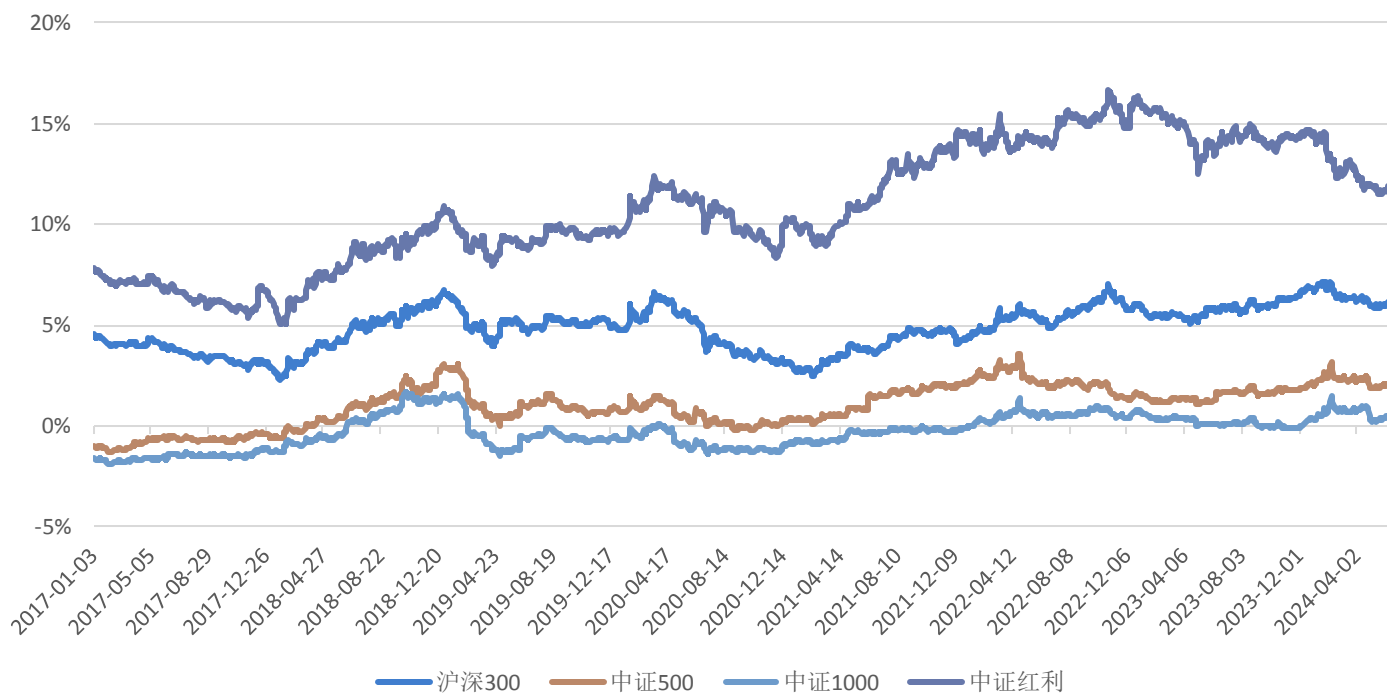
- 成分股更少：仅100只成分股，选股范围更小。
- 行业更集中：银行20.7%、煤炭17.8%、交通运输12.6%，前三行业超过50%。
- 市值相对集中：权重集中度优于300，劣于500。
- 对大权重行业超额的获取，常规的做法是中性化后或标签化后的量价因子。管理人是否有更多“绝招”？
- 管理人选择逻辑、产品选择逻辑，类似300增强。



数据来源：国金证券研究所，Wind
数据截止：2024/6/30

指数的选择——红利是否还具有持续性？

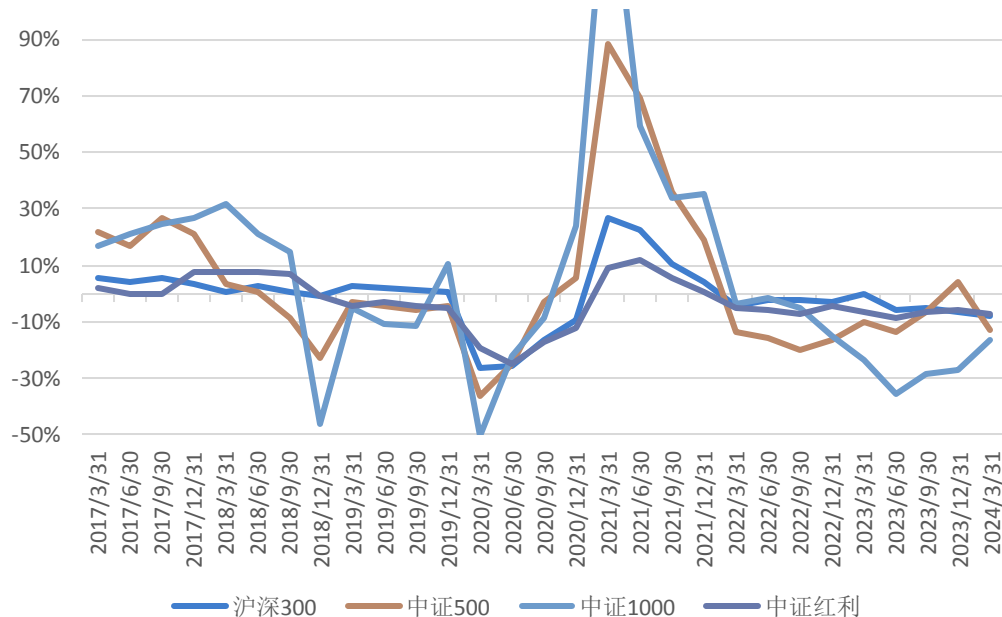
- 沪深300、中证500、中证1000的风险溢价均处于各自较高水平。
- 中证红利风险溢价已有明显下降。



数据来源：国金证券研究所，Wind
数据截止：2024/6/30

指数的选择——风险溢价的被减数和减数

- 指数风险溢价 = $1/PE - R$ 。R为10年期国债收益率。
- 国债收益率的下滑提供了进一步的溢价空间。
- ROE的下行或抵消国债收益率下行的影响。问题回到企业利润的问题上。
- 当前市场情绪更偏好经营的稳定性。



数据来源：国金证券研究所，Wind
 数据截止：2024/5

股票量化：超额中期波动加大，关注中大盘指增

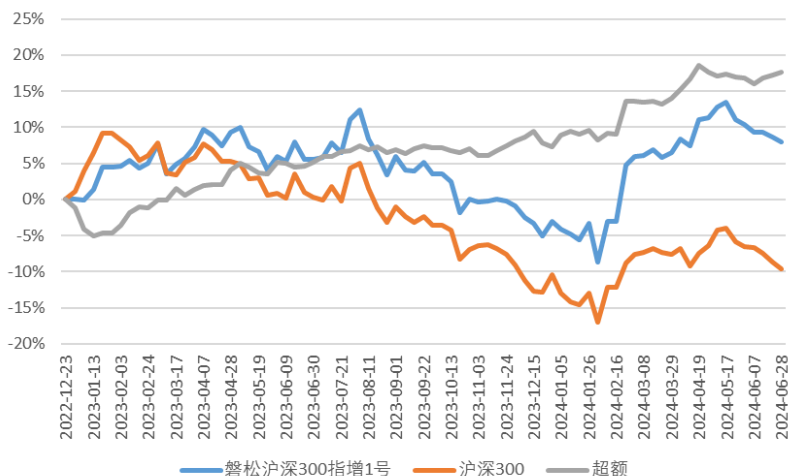
- 年初以来受雪球敲入、短期赎回冲击及大市值股票上涨影响，量化策略发生历史不遇的回撤。一季度末开始策略超额表现有所修复，后续中小盘股票极端流动性问题再次发生的可能性较低，不过2024年4月12日，国务院印发新“国九条”，中长期来看相对利好中大市值风格。
- 当前股票量化策略运行环境来看，多数影响因素有边际走弱的趋势，并且改善动能不足，中短期对于量化策略的运作相对不利，超额波动或有加剧趋势。
- 综合考虑Beta+Alpha走势，从宽基角度关注中大盘风格（**沪深300指增**、中证500指增、中证800指增）；从Smart Beta角度关注**红利指数增强**策略的创新及效果。
- 市场中性策略预期收益降低，目前贴水成本高居不下，当前并不是最佳配置时点。
- 管理人选择方面，关注经营稳定性。同时关注自营策略占比、高频策略占比过高的私募基金管理人，一旦出现对高频量化交易的严格监管，可能使其运营稳定性受到影响。
- 关注管理人：衍复、宽德、磐松、图灵、聚宽、量派等。

管理人关注：磐松

管理人简介

- 磐松私募于2022年6月注册，2023年6月成为协会观察会员，截止2024年3月管理规模已突破50亿；
- 磐松成员共44人，投研团队21人，核心团队从业经验8年以上均毕业于哥伦比亚大学、北京大学、复旦大学等国内外知名院校，背景覆盖数学、金融、计算机等不同专业；
- 张潇，投资总监，上海财经大学经济学学士，哥伦比亚商学院金融经济学硕士，9年投资经验，曾任阿洛斯瑞特资本研究部主管，任职期间负责研发模型用于预测全球股票的收益、风险、交易成本等。吴确，总经理，计算机竞赛国家金牌，北京大学金融、计算机双学位学士，哥伦比亚商学院金经济学硕士，曾任阿洛斯瑞特资本组合管理部主管，7年投资经验；

代表产品业绩走势



投资策略

- 磐松策略与常见的股票类量化高频策略相关性低；预测周期长(未来1个月左右)；
- 多维度数据：宏观经济、公司基本面、公司关系、事件互联网舆情、股票价量等数据；低换手率(指增产品大约每日对应容量双边换手率5%)大，策略容量较大；
- 自建风险因子模型，严控风险因子暴露，行业、风格等均接近中性；持股分散，每日持仓200-500只，个股敞口比例不超过2.5%，行业敞口比例不超过6.5%；

特点

- ✓ 与常见的股票类量化高频策略相关性低；
- ✓ 个股、行业、市场模型共同组成股票回报模型；

代表产品历史业绩指标

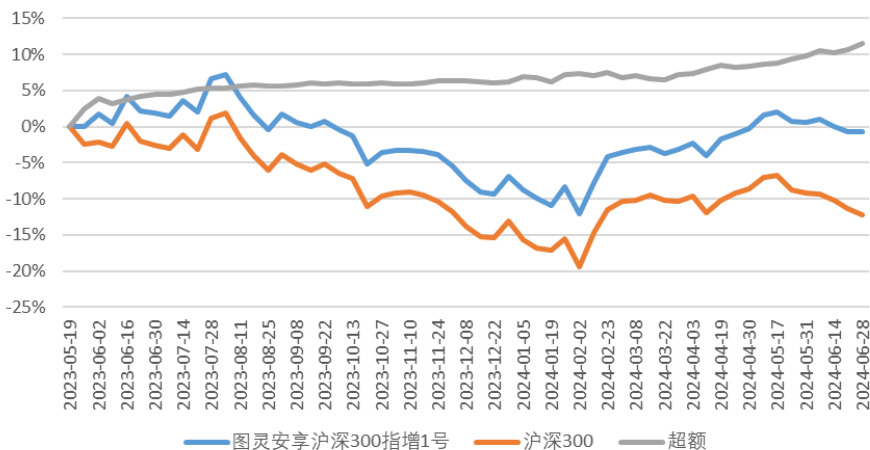
	收益率	超额收益	超额最大回撤
2024年上半年	11.39%	10.50%	-2.15%
2023年	-3.06%	8.32%	-4.00%
成立以来	7.99%	17.56%	-5.08%

管理人关注：图灵

■ 管理人简介

- 海南图灵成立时间为2015年，登记时间为2021年；
- 团队成员来自北大、浙大、英国伦敦大学等国内外顶尖院校，30%计算机专业、20%经济金融专业、40%数学/物理专业、10%信息/统计学专业；单PM制，1位投资总监（王亚民），投研团队共20人；
- 王亚民，投资总监，研究领域集中在多因子选股、中高频统计套利、高频交易、中高频CTA，毕业于英国伦敦大学(UCL)数学系；2014年在摩根士丹利、瑞士信贷从事外汇高频交易交易行为的大数据分析；2015年成立图灵基金从事期货高频交易；2018年着重进行股票量化策略研究；

■ 代表产品业绩走势



■ 投资策略

- 因子数据来源于WIND、通联、宽睿、券商研究所、托管机房自收、level-2行情等；包含市场微观结构数据、传统K线数据、基本面和另类数据；
- Alpha选股系列：图灵采用多周期选股的量价因子库+高维因子组合算法+严格执行Barra风格因子中性+算法执行和T0增强；其中300指增产品风险因子为0.2标准差，其余产品为0.3标准差；

特点

- ✓ 采用分域建模对沪深300指增开发因子；
- ✓ 风控严格，自研压力测试、风控文件；

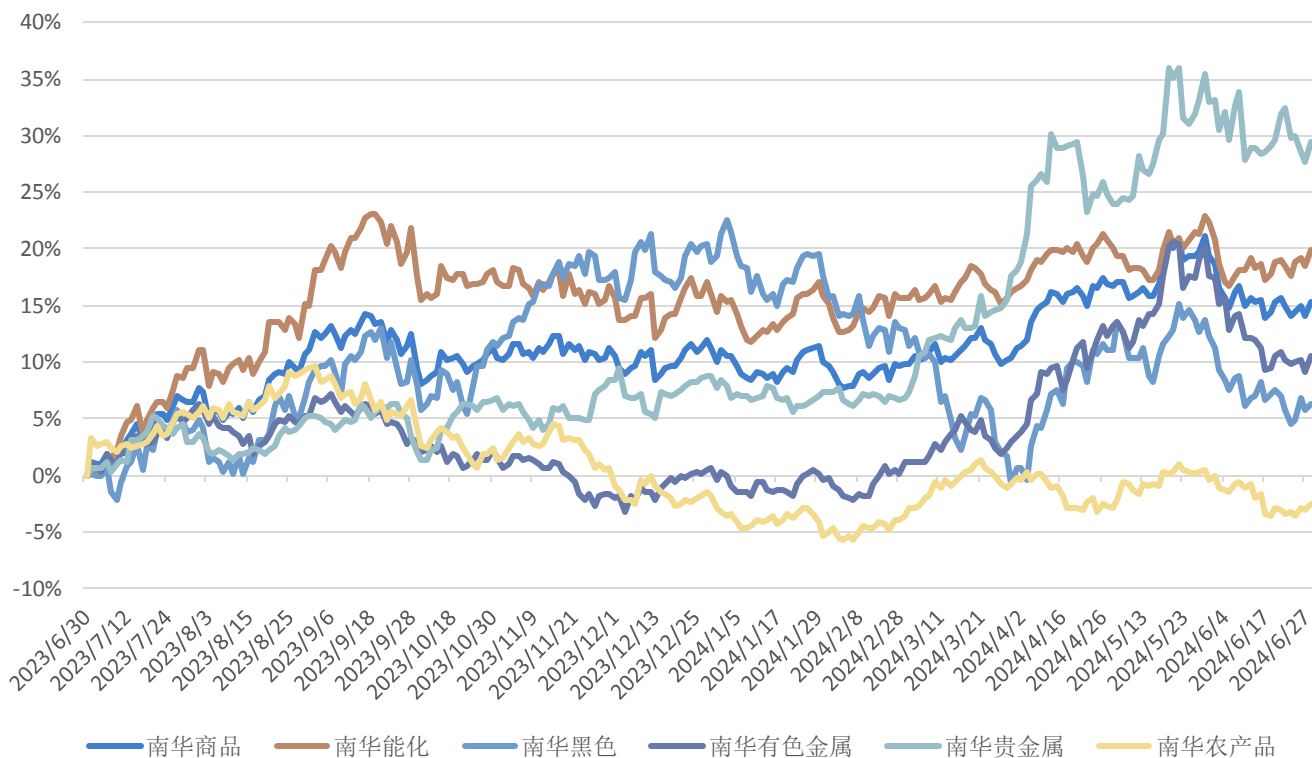
■ 代表产品历史超额业绩指标

	收益率	超额收益	超额最大回撤
2024年上半年	6.61%	5.72%	-0.91%
2023年下半年	-8.58%	2.12%	-0.33%
成立以来	-0.72%	11.52%	-0.91%

4 商品和CTA

宏观和事件因素对市场影响极强

- 宏观和事件因素对近期行情起到了重要的作用。
- 海外：降息预期+地缘冲突+交割品变化
- 国内：房地产需求预期等



数据来源：国金证券研究所，Wind
 数据截止：2024/6/30

宏观和事件因素对市场影响极强

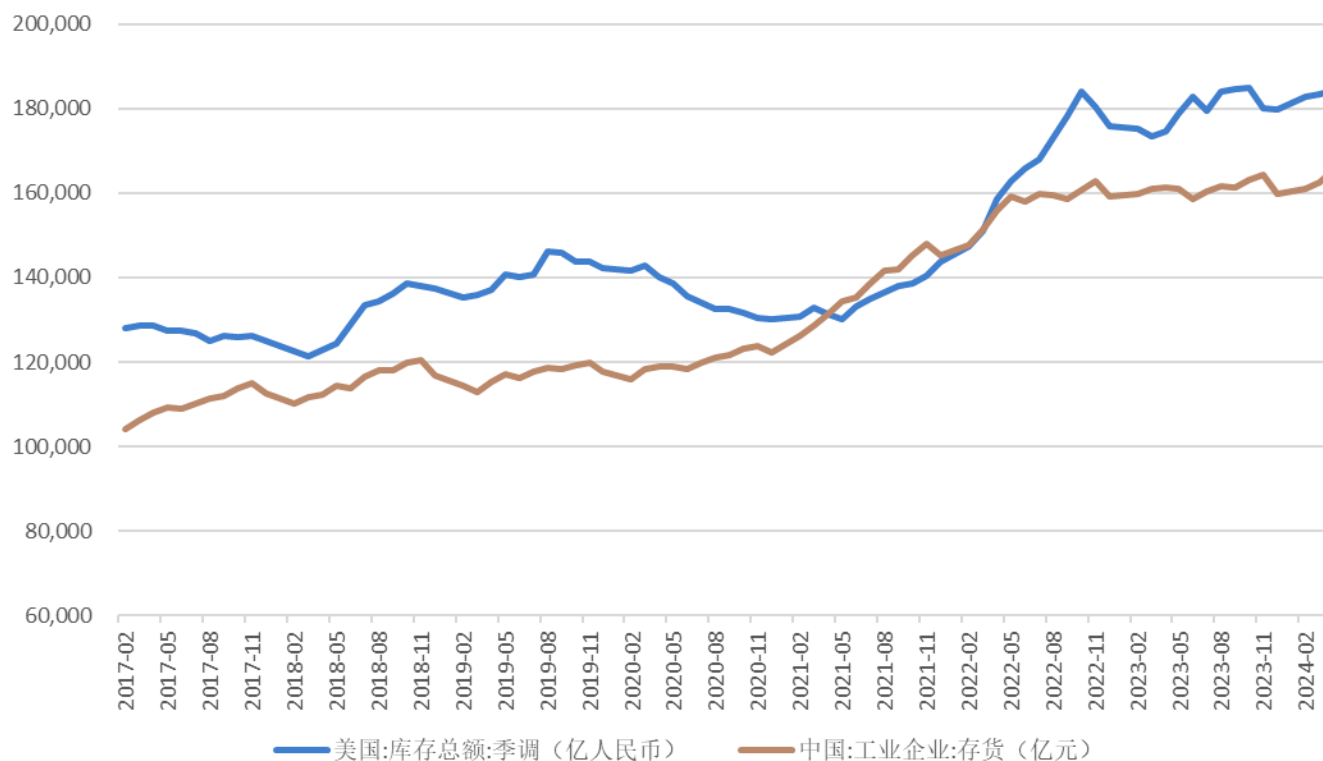
- 2023年，期货宏观策略整体表现平庸。
- 2024年以来，商品市场大幅上涨，量化CTA业绩仅小幅好转。
- 期货宏观策略受益于股债商的beta行情，表现较强。

产品	2022年	2023年	2024年上半年
短周期CTA	7.33%	3.70%	-1.78%
中周期CTA	8.62%	1.66%	0.05%
长周期CTA	5.80%	-0.04%	-0.13%
基本面量化	-0.63%	-9.49%	-9.28%
主观CTA	6.45%	3.89%	-0.95%
宏观策略	-4.71%	-3.39%	13.79%
期权套利策略	7.81%	5.23%	3.21%

行业轮动	1月	2月	3月	4月	5月	6月
短周期CTA	-1.04%	-0.94%	1.25%	-0.92%	-0.42%	0.47%
中周期CTA	-2.12%	-0.98%	2.28%	2.21%	0.88%	-1.31%
长周期CTA	0.12%	-2.84%	3.94%	0.38%	0.00%	-0.05%
基本面量化	-1.23%	-5.06%	0.38%	-4.25%	-1.83%	-2.23%
主观CTA	-0.23%	-0.21%	1.27%	-1.52%	-0.91%	0.41%
宏观策略	-1.60%	4.65%	3.87%	1.27%	2.30%	1.92%
期权套利策略	0.25%	0.15%	1.22%	1.01%	0.35%	0.21%

中美仍然处于低库存状态

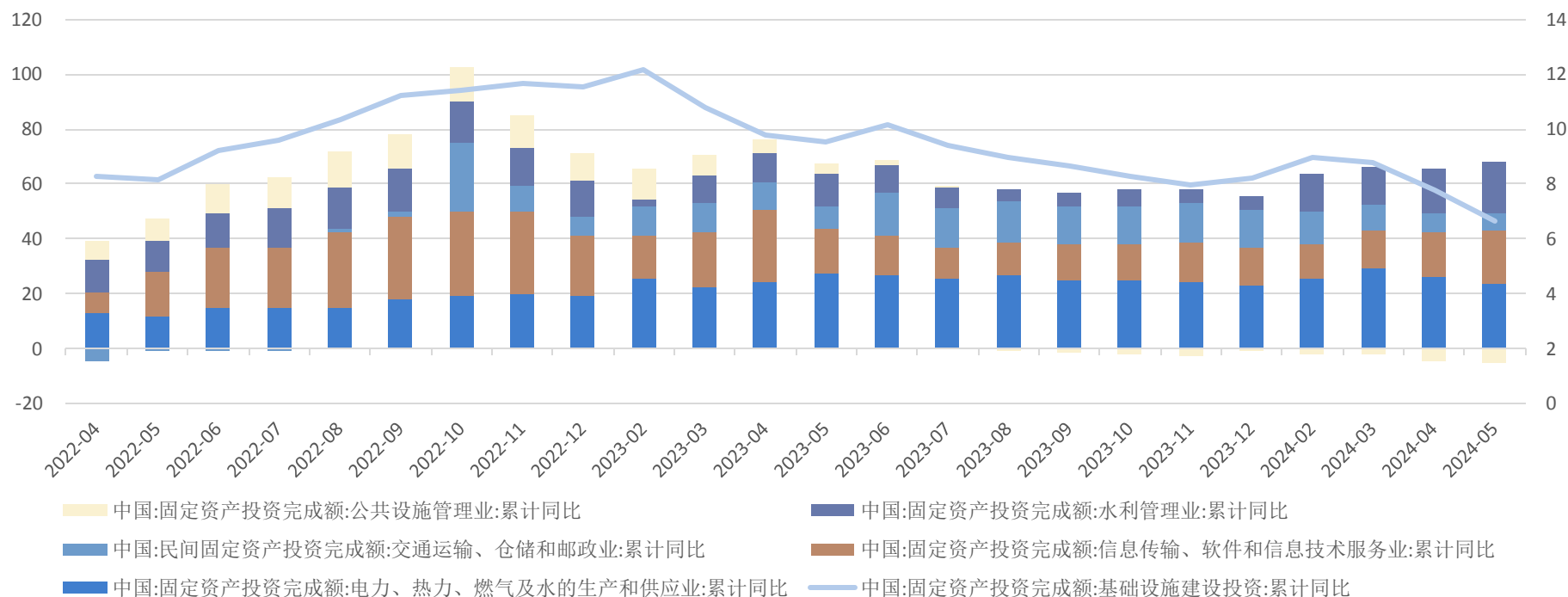
- 高息环境下对经济存在压制作用，低库存可能带来弹性，但上涨需要需求支持。



数据来源：国金证券研究所，Wind
数据截止：2024/5

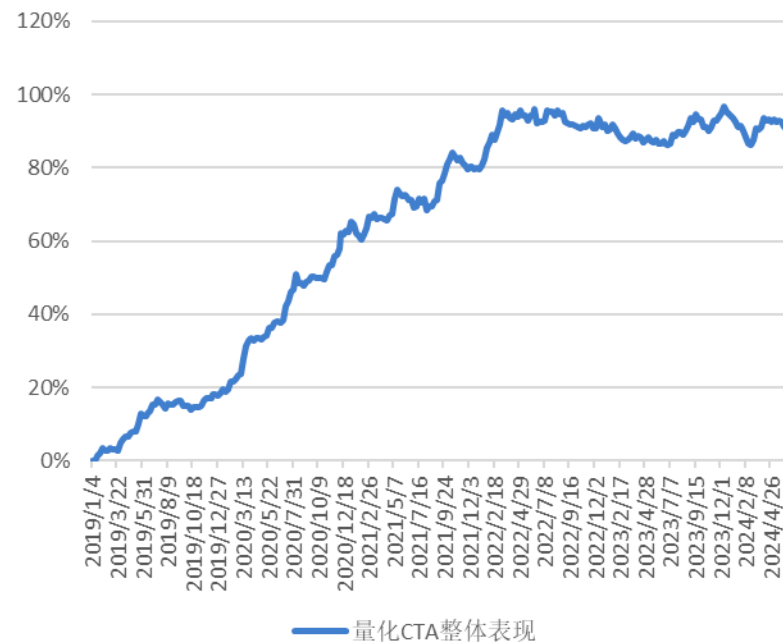
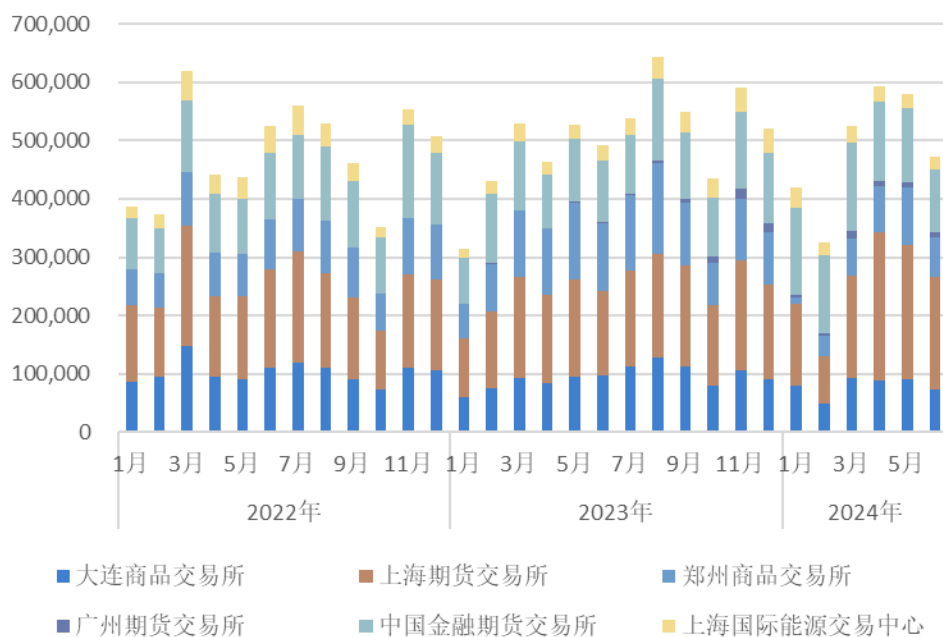
投资增速对需求影响较大

- 2023年发行的1万亿特别国债，主要用途为防灾减灾八大类工程投资，具有较强公益性而非收益性。今年上半年基建投资下的分享来看，水利管理业的增速明显上行。
- 今年的政府工作报告明确：为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。24-25年基建投资增速有望得到抬升。



期货市场拥挤度有下降吗？

- 各期货交易所的成交额数据并未出现明显下降。
- CTA策略整体业绩并没有出现太大下滑。
- CTA策略交易拥挤度下滑的现象可能并不显著。



数据来源：国金证券研究所，Wind
数据截止：2024/5

数据来源：朝阳永续，国金证券研究所，Wind
数据截止：2024/6

2024年下半年商品的核心驱动因素

- 美联储货币政策的转向将带来商品市场的上涨
 - 美联储降息将为全球各国货币政策提供空间，或开启全球货币宽松浪潮。（6月5日、6日，加拿大和欧洲央行分别降息）
 - 机会成本的下行有助于刺激需求的回升，与库存周期互相加强。
 - ✓ 基本面定价逻辑回归，利好截面类CTA策略。

- 地缘政治可能加剧商品市场波动
 - 中东地区冲突加剧，影响货运成本，对部分商品、部分地区的海运成本有显著提高，而运力和集装箱的紧缺也将提升全球海运成本。
 - 武装冲突的加剧或增加金属需求。
 - 避险情绪或推动贵金属行情。
 - ✓ 事件因素和市场情绪主导，利好中周期时序CTA策略。

关注管理人：会世、德贝、均成、宏锡、奕睿、宽投等。

管理人关注：会世

■ 管理人简介

- 会世资产成立于2018年2月8日，注册资本1000万元，实缴资本1000万元。公司于2018年6月19日取得基金业协会私募投资基金管理人资格（登记编号：P1068444），2022年3月获得协会“3+3”投顾资格。公司成立至今累计发行产品50多支。
- 张议夫，创始人兼投资总监，南京大学物理学基地班学士、南京大学理论物理博士学位；曾就职于某大型百亿量化对冲基金，具有近10年大规模量化投资实盘经验，擅长量化CTA各类策略，2018年创立会世资产，全面负责会世资产的投研工作。
- 会世资产核心投研人员也是国内最早一批从事量化CTA投研的专家，平均从业年限超9年。

■ 代表产品业绩走势



■ 投资策略

- 会世CTA策略：中短周期的混合型策略；
- 商品期货策略：整体持仓4天内，保证金约占15%；包括趋势追踪策略，量价信号触发，右侧入场右侧出场；套利对冲策略，既做品种价差或比值的回归，又做扩散；基本面量化策略；每日调整子策略权重，调整区间为[20,40]
- 股指期货策略：整体持仓1-2天，保证金约占5%；包括股指日内趋势策略，股指隔夜趋势策略，各占比50%；

特点

- ✓ 多策略组合分散风险；多资产类别、多盈利来源；
- ✓ 每日调整子策略权重，动态监测各策略有效性；

■ 代表产品历史业绩指标

	收益率	最大回撤	夏普比率
2024年上半年	3.21%	-3.78%	0.71
2023年	-1.83%	-10.94%	-0.46
2022年	6.16%	-11.50%	0.46
2021年	9.05%	-11.50%	0.80
成立以来年化	9.83%	-17.56%	0.94

管理人关注：奕睿

■ 管理人简介

- 奕睿成立于2021年2月1日，注册资本为1000万，注册地及办公地址位于上海浦东；公司定位：奕睿是一家追求长期绝对收益的量化管理人；
- 李岸隆，创始人及基金经理，毕业于清华大学和美国北卡罗莱纳大学教堂山分校，合计持有公司90%股权，曾任证券自营衍生品部门资深投资经理，金融衍生品决策委员会委员、量化投资委员会委员等，拥有超过10年投资经验，2018年任职于证券自营现货子公司时基于现货和基本面数据，开发了目前的多空均衡型CTA策略，CTA策略到目前已经运行及迭代超过6年；

■ 代表产品业绩走势



■ 投资策略

- 奕睿CTA策略以中长周期截面策略为主，短周期策略为辅，从业绩表现看盈利不依赖于趋势行情；通过对200+个长周期因子和200+个短周期因子的组合和分散配置，追求均衡的CTA收益，策略关注风险分散以及风险的可归因；
- 奕睿CTA策略包括以下子策略：展期收益、基本面与另类数据、中短趋势跟踪、中长趋势跟踪，策略收益来源分散；日常持仓50个左右高流动性国内期货交易所品种的主力合约；

特点

- ✓ 中长周期截面策略为主，追求均衡的CTA收益；
- ✓ 板块和品种、持仓周期、收益来源分散；

■ 代表产品历史业绩指标

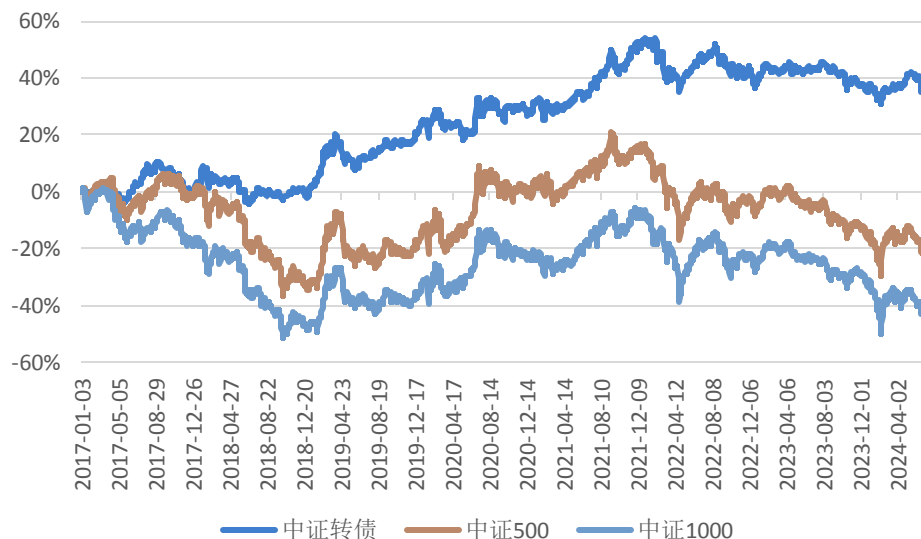
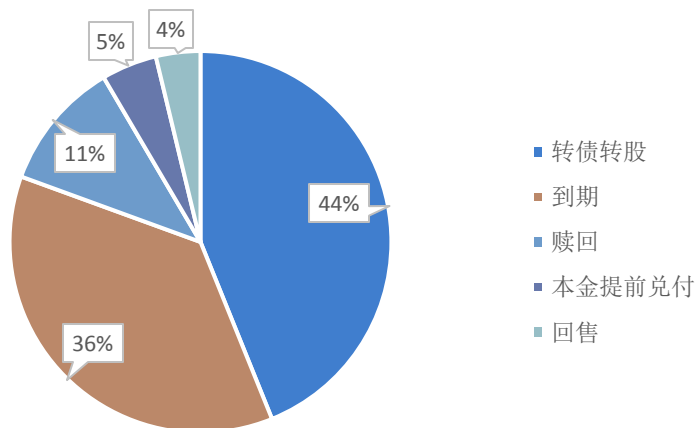
	收益率	最大回撤	夏普比率
2024年上半年	-9.39%	-12.66%	-1.98
2023年	8.44%	-13.14%	0.48
2022年	19.22%	-7.47%	1.31
成立以来年化	6.48%	-16.58%	0.37

5 其他策略

量化转债策略

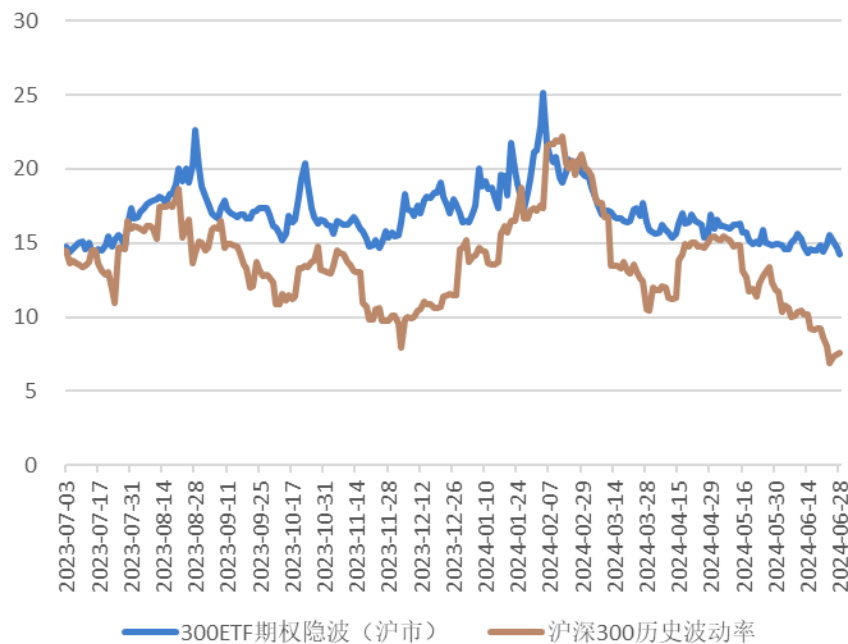
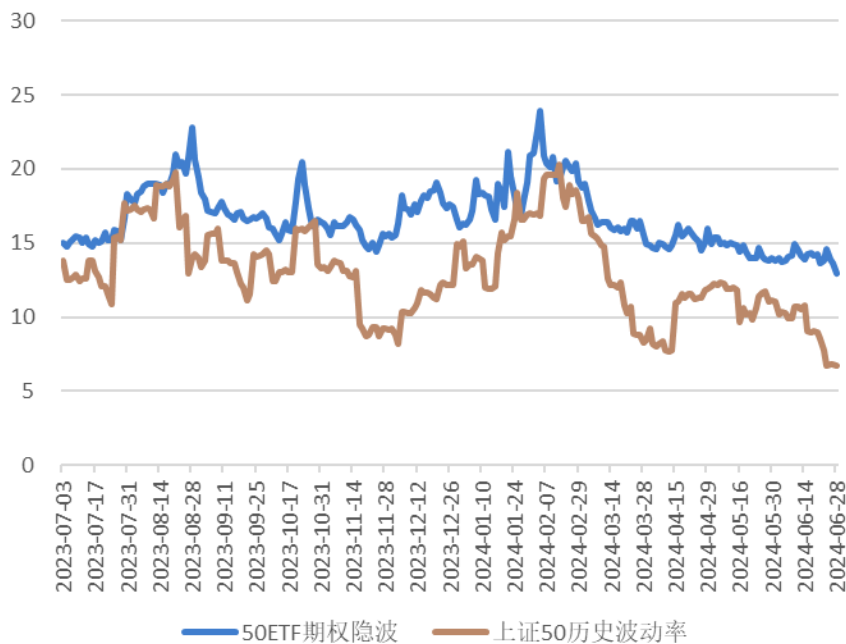
- 转债资产有两个重大风险，其一是违约风险，其二是退市风险。这两类风险在过去从未发生过，但市场明显对未来发生的概率存在担忧。
- 相比股票T+1的交易制度，转债T+0的交易制度受到了更多高频策略的青睐。若监管对高频交易的出台限制，量化转债策略更有可能受到限制。

当前市场已结束转债的退出方式统计

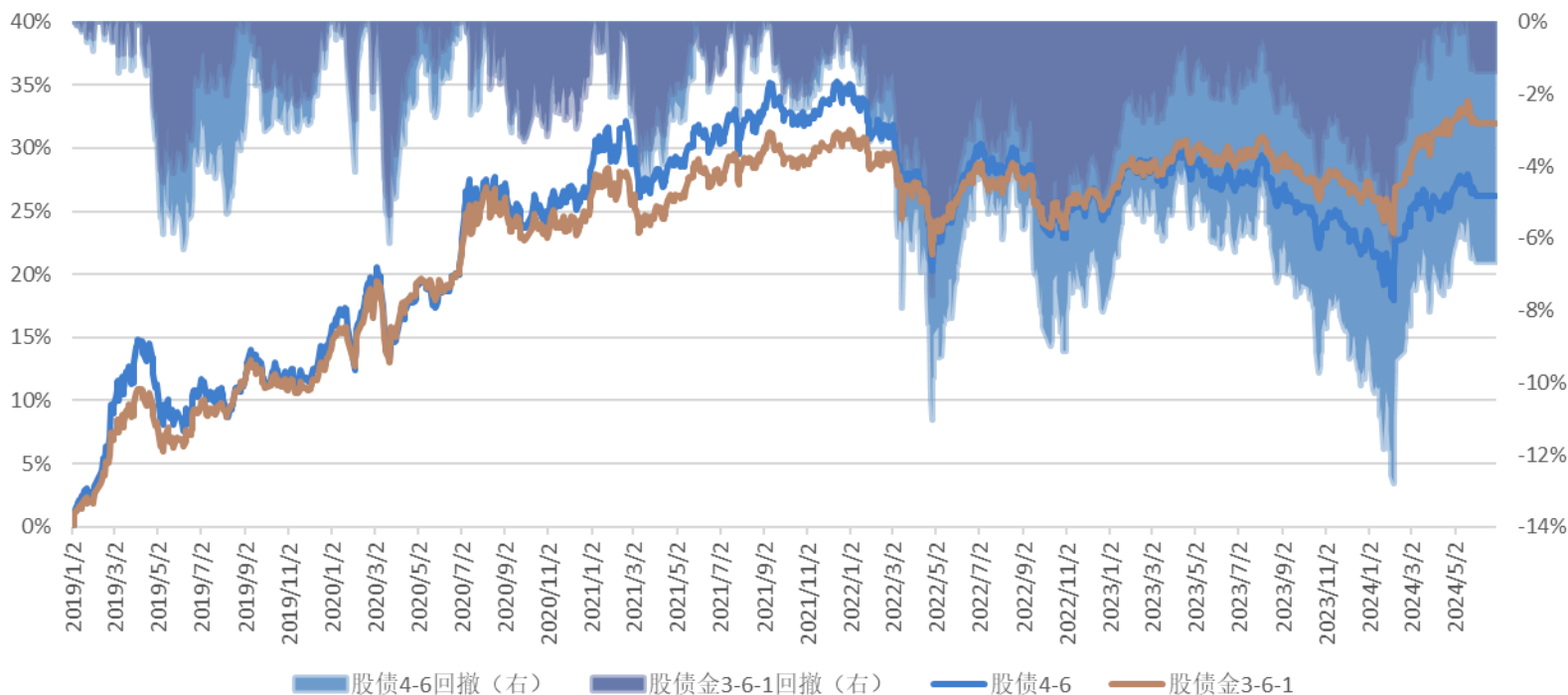


期权套利策略

- 下半年全球地缘政治存在波动风险，可能影响权益市场情绪和波动。
- 适度配置严风控期权策略私募基金管理人，存在一定必要性。
- 期权品种的丰富，尤其大小市值指数行情风格的差异化，有助于期权策略利用品种分散风险，平滑净值。



- 部分宏观策略管理人使用类似桥水的风险平价模型，长期配置国债和黄金，短期在风险平价的基础上进行比例调整，在近期市场环境中获得较好业绩。
- 在全球去美元化的浪潮下，长期看好黄金，对黄金的配置可以显著优化股债组合。



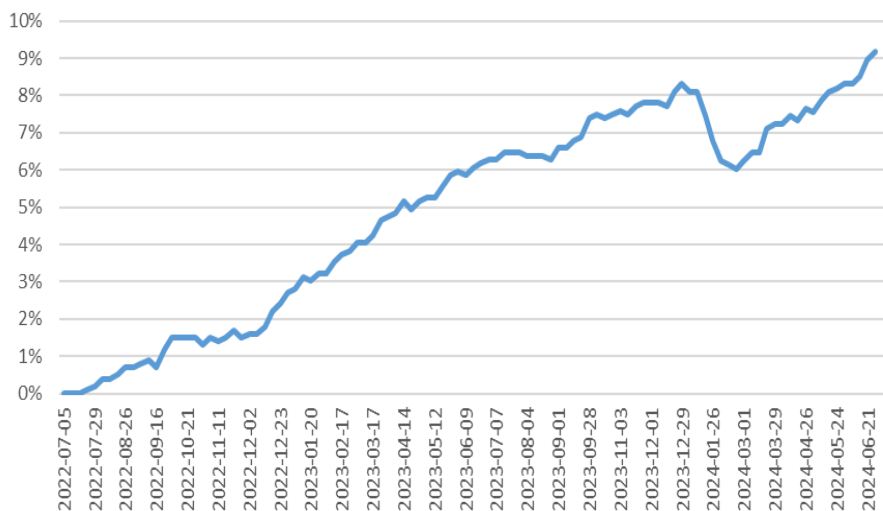
上图中模拟组合回测构建：使用沪深300指数、中证500指数、中证5年国债活跃券全价指数、中证10年国债活跃券全价指数，以2：2：3：3，构建经典的股债4-6组合。同时，使用Au(T+D)、沪深300指数、中证500指数、中证5年国债活跃券全价指数、中证10年国债活跃券全价指数，以1:1.5:1.5:3:3构建股债金的3-6-1组合。

管理人关注：希塔

■ 管理人简介

- 2021年2月公司成立；2021年7月在中国基金业协会登记私募基金管理人；2022年期权策略正式上线，首个期权策略产品发行；2023年公司管理规模增长至7亿+；
- 肖笛，总经理、投资总监与创始人，超10年海内外资本市场投资交易经验，野村证券股票衍生品及量化策略负责人，巴克莱资本负责衍生品定价及交易策略，国内头部券商衍生品自营团队创建人及场内期权交易主管，2021年创办上海希塔私募基金管理有限公司，担任公司总经理兼投资总监；

■ 代表产品业绩走势



■ 投资策略

- 主要交易品种为上交所、深交所、中金所上市的金融期权品种，以及其对冲需要的期货和ETF，交易品种由信号强弱及流动性动态选取决定；数据源多周期：高频段Tick行情数据，中低频分钟和日频数据；交易频率多周期：日内、日间、周度，持仓频率分散
- 期权套利策略下设四个部分：1. 隐含-实际波动率套利；2. 波动率偏度套利、波动率峰度套利；3. 波动率期限结构套利；4. 程序化低风险波动率套利（跨市场/跨品种波动率套利、期权合成期货套利）；

特点

- √ 专注金融期权品种；波动率复合策略，子策略丰富；
- √ 数据源多周期，交易品种多周期；

■ 代表产品历史业绩指标

	收益率	最大回撤	夏普比率
2024年上半年	0.79%	-2.11%	0.05
2023年	5.44%	-0.20%	3.71
成立以来年化	4.52%	-2.11%	2.15

- 1、极端大盘股行情：**极端大盘股行情下，股票量化类策略将遭遇超额回撤。
- 2、持续低波动风险：**若股票市场整体冷淡，行情波动较低，通常也会伴随成交量萎靡，对量化类策略均会造成不利影响。包括大多数策略失去盈利效应，甚至持续小幅回撤。
- 3、极端剧烈波动风险：**无论股票市场或期货市场出现大幅跳空开盘等极端波动，容易使期权波动率卖方策略出现明显回撤。
- 4、经济复苏不及预期。**
- 5、基金相关信息及数据仅作为研究使用，不作为募集材料或者宣传材料。**
- 6、本文涉及所有基金历史业绩均不代表未来表现。**

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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题