

过尽千帆 稳中求进

国投安信期货 2024 年金融工程 FOF 配置年度策略

SDIC ESSENCE FUTURES

目录

1 基金市场回顾.....	3
2 私募策略回顾	3
2.1 权益策略.....	5
2.1.1 私募管理人权益风格走势.....	9
2.2 CTA 策略	10
2.2.1 时序与截面	10
2.3 债券策略	14
3 FOF 组合跟踪	14
3.1 基金评分模型	15
3.2 Barra 风格因子择时	18
4 市场策略展望	20

王锴

高级分析师

从业资格证号：F03091361

投资咨询号：Z0016943

个人简介：

国投安信期货金融工程分析师，美国威斯康星大学麦迪逊分校毕业，应用统计学硕士。曾获得第十四、十五和十六届期货日报最佳金融量化策略工程师、2019 年大连商品交易所年度十大投研团队第五名、2020 年 WIND 最佳金融期货研究团队、担任 2020 年中金所金融期货期权大会深圳分会场演讲嘉宾。曾于中金所征文和主流媒体发表专题报告。在策略开发和金融衍生品服务方面有较为广泛的实践积累，擅长以量化基本面的方法梳理不同周期数据的逻辑关系，从时序和截面等角度构建模型。

张婧婕

分析师

从业资格证号：F03116832

个人简介：

国投安信期货研究院金融工程分析师。上海对外经贸大学金融工程硕士研究生。曾参与写作报告入选中金所 2023 年期货行业年度影响力研究报告。

近期相关报告：

《FOF 配置研究系列（一）：基金评分体系的构建》

《FOF 配置研究系列（二）：管理人风格与 Barra 因子模型》

摘要

大类资产策略

2023 年中美经济周期错位的背景下，权益和债券资产表现分化，大宗商品惊鸿一瞥后回落。后疫情时代投资者风险偏好修复仍然缓慢，具有保护结构的固收产品仍然是当下投资组合的基石。随着现实与预期间的博弈对于大类资产的影响不断深化，风险分散化投资的难度增加，市场对于择时配置提出了更高要求。

Barra 权益风格因子

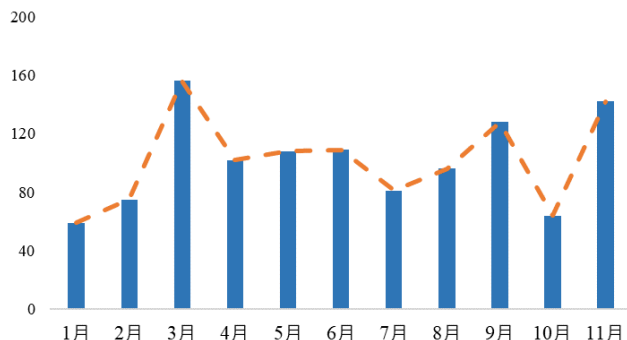
基于 11 个 Barra 因子的五风格配置策略年度收益 12.34%，相比于均衡配置获得超额 16.72%。结合当前信号，我们建议未来杠铃策略的配置思路。一方面，当前成长风格拥挤度处于历史低位，考虑到流动性和中美利差格局，Alpha 空间相对较大；另一端，从离散度角度看目前价值因子赔率并不低，防御型红利策略仍然具备底仓价值。规模方面，小盘与微盘或表现好于大盘。市场对经济修复程度存在担忧，小盘股更易走出独立行情。同时，短期市场仍是存量博弈阶段，活跃资金倾向于规避机构重仓的大盘股。

FOF 配置展望

2023 年我们构建了基于评分模型的混合型 FOF 组合，年化超额收益 24.40%。当前模型显示权益类策略的优先级高于 CTA 和债券策略。相较于中性策略，中小盘指增的性价比更为突出。一方面，当前基差环境下对冲成本抬升，中性策略需防范基差收敛风险；另一方面，中长期 alpha 收益见底后有望在流动性、企业盈利等方面迎来拐点。CTA 策略建议标配。随着政策不断落地，波动率运行环境大概率好于 2023 年，但重现月度级别趋势性行情的概率较低。从年度视角看，短周期截面策略值得增配。债券策略仍然建议标配，尽管当前拥挤度和估值水平较高，但远期市场已开始对未来货币宽松政策定价。

1 基金市场回顾

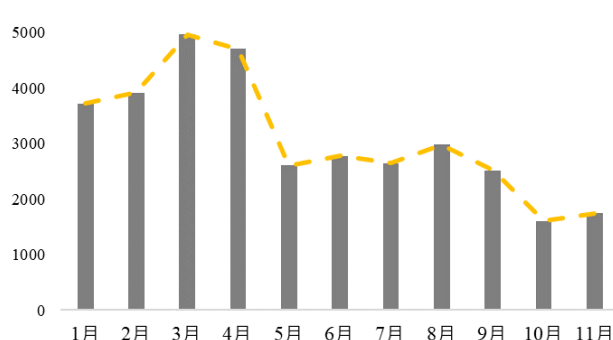
图表 1：今年以来公募基金月度发行数量



资料来源：通联数据，国投安信期货



图表 2：今年以来私募基金月度发行数量



资料来源：通联数据，国投安信期货

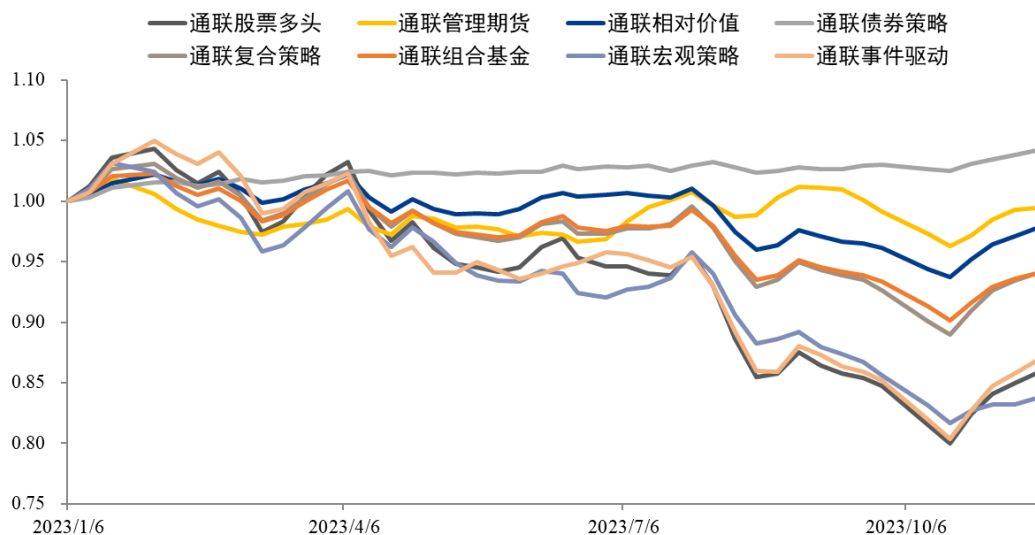


今年整体公募与私募市场发行量较为低迷。截止 11 月末私募市场新发行基金数量总计 3.4 万只，同比下降 31.92%，发行多集中于上半年。从基金策略类型上看，股票策略类型基金占比最大，为 51%，其中指数增强与主观多头发行量在上半年有所回暖，但下半年显著收缩。CTA 策略整体走弱，除主观趋势在第三季度有所回升外，其余时期表现持续偏弱。公募市场方面，截至 11 月末全市场发行规模环比下跌 35%，其中混合型基金缩减最为显著，降幅近 50%，QDII 基金发行规模持续扩张，环比上升 36.57%。市场新发行基金数量总计 1120 只，同比走弱 13.98%，其中债券型基金占比最高，为 28.75%，混合型基金发行锐减，QDII 型基金创近三年新高，股票型基金虽仍处于低位但在季度同比层面有一定回暖。

2 私募策略回顾

今年以来除债券策略获得绝对正收益外，其余策略收益率均为负数，宏观策略收益表现较差，净值相较年初水平下跌 16.28%，事件驱动、股票多头与宏观策略回撤较大，期间最大跌幅均超 20%，当前净值暂未修复至前期高点。季度层面大部分策略收益情况呈现出一定的 U 型结构，第一与第四季度业绩表现优于二、三季度，而 CTA 策略则呈现出下半年强于上半年的形态。

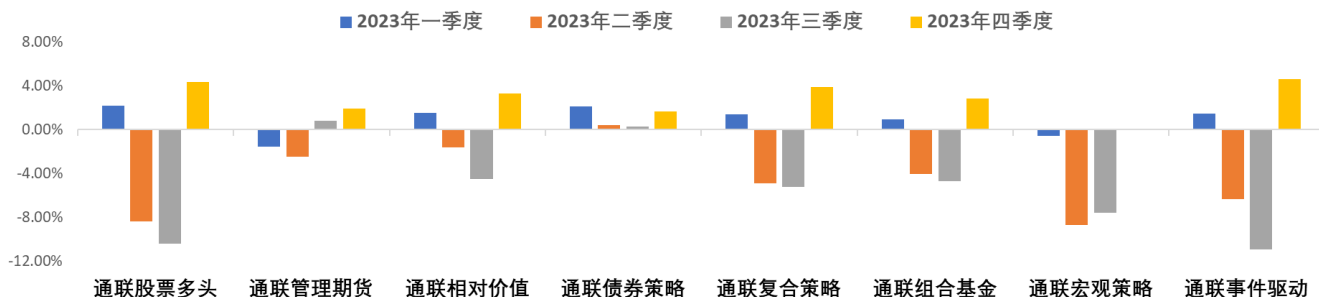
图表 3：今年以来私募市场策略净值走势



资料来源：通联数据，国投安信期货

国投安信期货
SDIC ESSENCE FUTURES

图表 4：今年以来私募市场策略收益统计



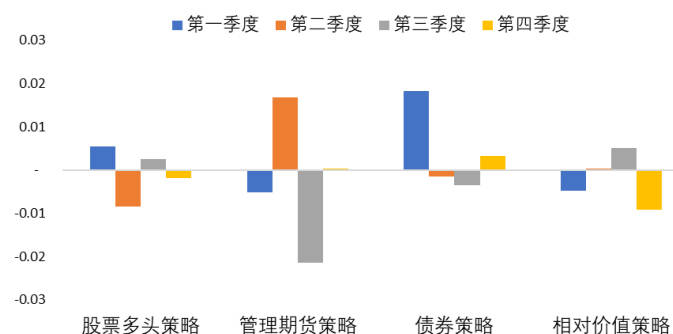
资料来源：通联数据，国投安信期货

国投安信期货
SDIC ESSENCE FUTURES

注：超额计算基准为中信五风格指数

CTA 与股票策略评分呈现震荡形态，其中 CTA 在上半年有所走强，于 6 月达到顶点后回落至窄幅波动。股票策略评分整体持续低波走弱，基金发行数量呈现出下降走势，策略拥挤度与发行量呈反方向变动，侧面说明当前拥挤度并未因为发行减缓而转为宽松；今年以来股票市场整体表现较弱，虽然数量层面市场竞争没有加剧，但因市场收益空间有限，原有产品之间收益差距逐渐压缩，导致拥挤度整体处于上升状态。

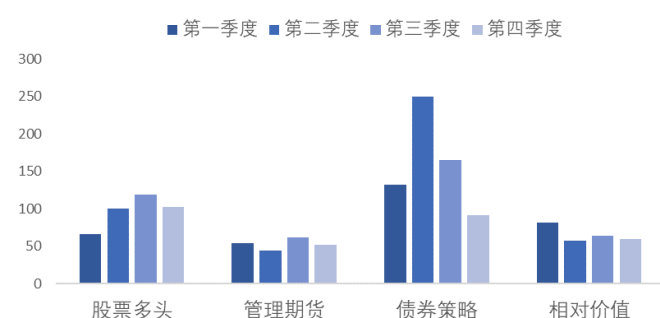
图表 5：今年以来私募策略评分变动



资料来源：通联数据，国投安信期货



图表 6：今年以来私募策略拥挤度

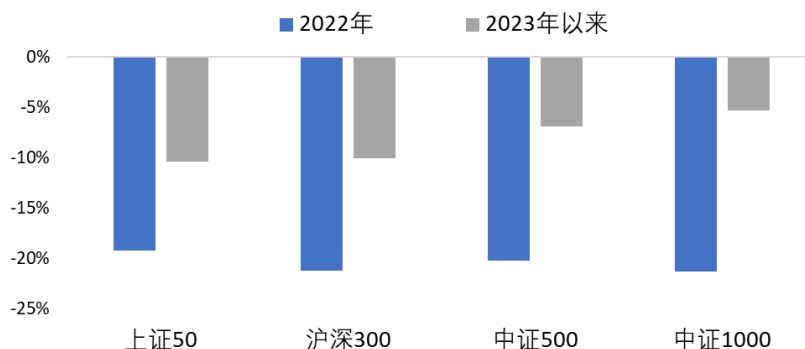


资料来源：通联数据，国投安信期货



2.1 权益策略

图表 7：权益指数收益率

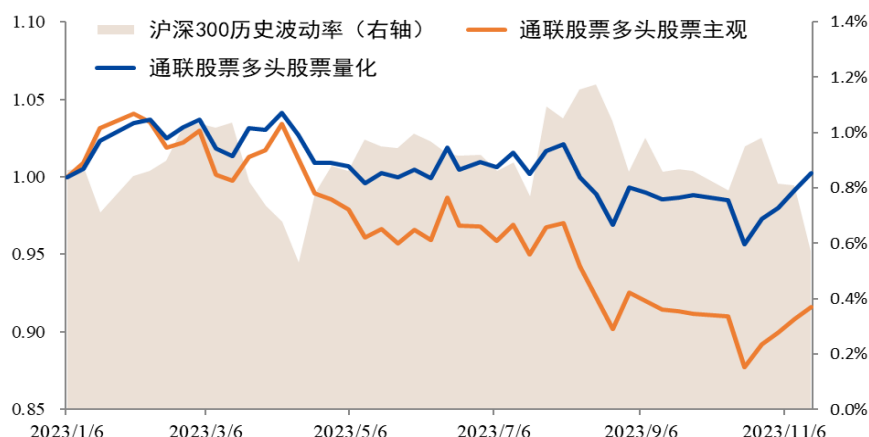


资料来源：通联数据，国投安信期货



今年以来权益市场呈现出震荡走弱的趋势，整体来看小市值表现强于大市值，价值优于成长风格。从指数收益来看，截止 11 月末上证 50 下跌 11.89%，沪深 300 下跌 11.13%，中证 500 与中证 1000 指数的涨跌幅分别为-7.36%、-5.92%。

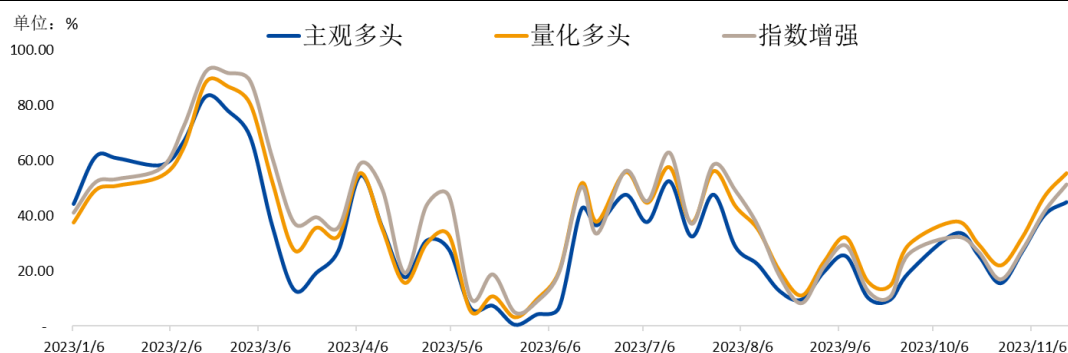
图表 8：私募股票多头策略走势与权益指数波动



资料来源：通联数据，国投安信期货

国投安信期货
SDIC ESSENCE FUTURES

图表 9：私募股票多头策略风险收益滚动历史分位点



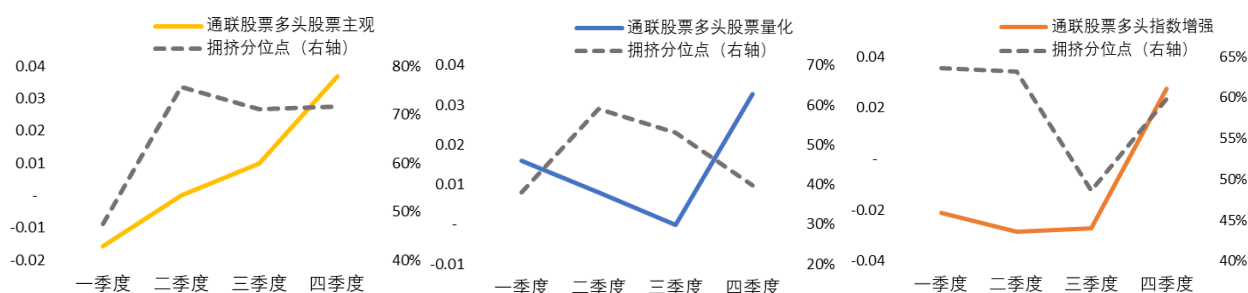
资料来源：通联数据，国投安信期货

国投安信期货
SDIC ESSENCE FUTURES

受 A 股市场回撤影响，私募股票多头策略在三季度期间显著走弱，下跌超 23%，虽此后在四季度净值有所修复但仍未到达前期高点，期间市场风险收益水平震荡上行，处于近三年以来的中部水平，年初各策略反弹明显，评分一度突破前期 80% 的分位水平，但之后快速回落并持续在中下分位水平中震荡。前三季度指增表现持续优于量化与主观，第四季度被量化反超。整体来看当前量化略强于主观多头，原因可能有：1）逻辑底层策略的差异，主观类管理人偏好采用基本面策略，而基本面更加关注经济的运行逻辑与中长期层面的市场预期，当前虽然国内政策端阶段性的利好对于市场短期具有一定提振效果，但情绪面仍处于较低水平，市场阶段

性的反转震荡对策略收益负面影响较大。相反，量化多头策略多采用量价模型预测市场近期走势，在短期波动中寻求机会，整荡环境下也可以获得不错的收益表现。2）策略持仓集中度，由于量化策略在选股的广度层面具有天然优势，其持有资产的分散程度往往会高于主观多头，从沪深 300 历史波动率走势中可以发现，今年 4 月与 8 月上旬股票市场波动加剧，对应期间主观多头回撤幅度显著大于量化多头，侧面说明量化多头在波动较大的市场环境下具有一定比较优势。

图表 10：私募股票多头超额收益率与拥挤度

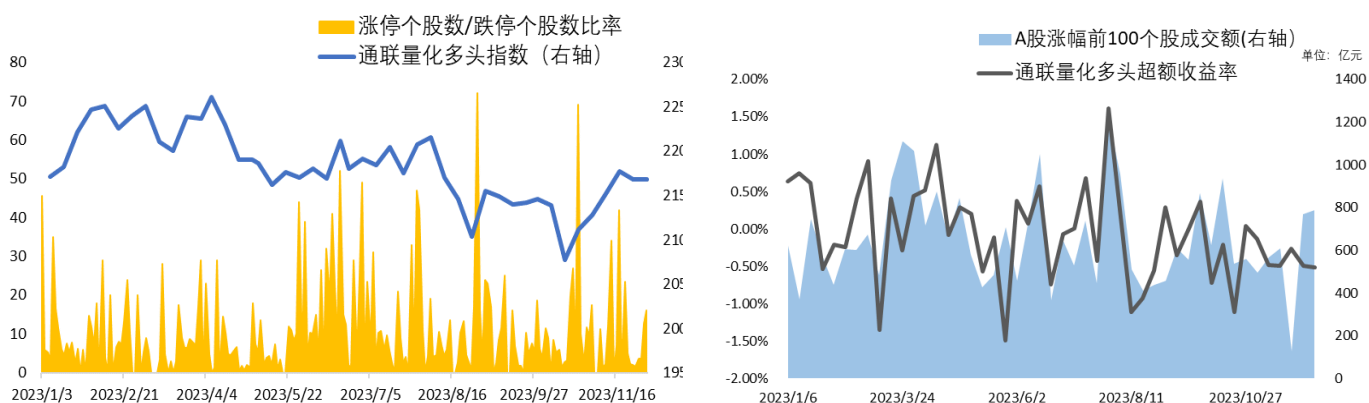


资料来源：通联数据，国投安信期货

注：超额收益计算基准为通联全 A 指数

量化多头对拥挤度变动较敏感，策略超额收益率情况与拥挤度呈反方向变化，上半年一至二季度期间主观与量化多头拥挤加剧，之后主观超额收益保持较优而量化多头显著下降，说明拥挤度走高对量化策略获利带来一定负面影响。我们观察了 A 股市场个股涨跌情况，发现 8 月与 10 月末涨跌停个股比达到今年以来峰值，对应量化多头下半年阶段性下跌拐点的位置。另外，市场活跃度对量化多头超额收益也有一定影响，市场活跃上升使得资产价格的短期波动加剧，增加策略获利机会。

图表 11：今年以来量化多头策略走势与 A 股市场个股涨跌情况

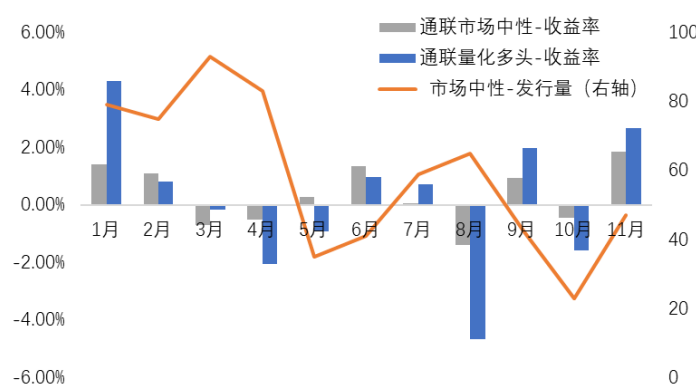


资料来源：通联数据，国投安信期货

国投安信期货
SDIC ESSENCE FUTURES

市场中性策略今年以来年化收益率为 3.5%，由于 A 股市场收益受挫这类策略的比较优势逐步显现，策略中对冲了部分 Beta 风险使其相较于纯股票多头而言稳定性更佳。今年以来产品发行多集中于上半年，数量增加推动空头套保需求端走强，使年中股指期货贴水进一步加深，导致策略空头负 Alpha 成本压力增加，与此同时多头 Alpha 端超额受市场环境影响收益空间有所压缩，拥挤度的提高对于组合收益容易形成较大拖累，导致下半年发行量有所走弱。

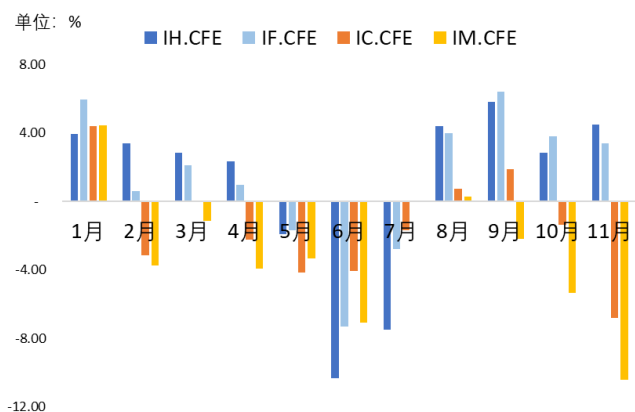
图表 12：市场中性策略发行量与策略收益率



资料来源：通联数据，Wind，国投安信期货

国投安信期货
SDIC ESSENCE FUTURES

图表 13：今年以来股指期货基差年化收益率

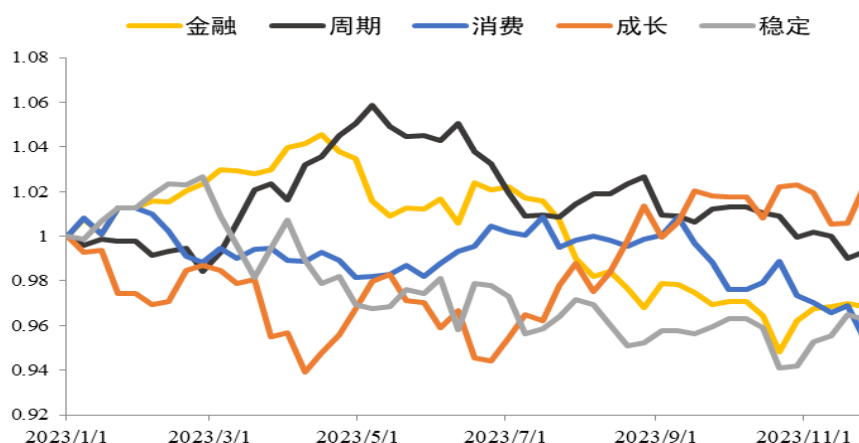


资料来源：通联数据，Wind，国投安信期货

国投安信期货
SDIC ESSENCE FUTURES

2.1.1 私募管理人权益风格走势

图表 14：今年以来私募市场各类风格管理人超额净值走势



资料来源：通联数据，国投安信期货



注：超额计算基准为中信五风格指数

图表 15：今年以来私募市场各类风格管理人业绩表现

	金融	周期	消费	成长	稳定
超额年化收益率	-3.14%	-0.67%	-4.66%	2.37%	-3.75%
年化收益率	-4.82%	-1.50%	-10.10%	-1.22%	-1.89%
期间最大回撤	-13.91%	-11.09%	-17.45%	-12.88%	-15.03%
年化波动率	15.55%	10.71%	13.05%	11.72%	12.55%
夏普比率	-0.31	-0.14	-0.77	-0.10	-0.15

资料来源：通联数据，国投安信期货



注：超额计算基准为中信五风格指数

我们通过净值归因的方法从私募权益市场中筛选出具有一定风格特征的管理人并根据其风格鲜明度合成指数，以代表五类风格管理人的平均业绩表现。今年以来除成长风格管理人获得 2.37% 的超额收益外，其余风格管理人平均表现均未能战胜指数。金融与周期风格管理在上半年期间累计超额收益为正，但下半年衰减为负，相反成长风格管理人上半年表现较弱，之后反超其余风格。消费与稳定风格回撤表现相对较差，今年以来最大回撤分别为 17.45% 与 15.03%，综合收益风险状况周期风格管理人较优。

2.2 CTA 策略

今年以来 CTA 策略整体呈现出震荡格局，趋势策略表现弱于套利策略，上半年套利策略表现较优，净值上行 2.85%，相比 CTA 趋势存在 5.15% 的超额收益，但下半年以来套利策略收益开始逐渐收窄。基于趋势策略历史表现，其高波动率环境或者波动率走强的区间往往会有较好的收益表现，且单边趋势性延续时间越长策略收益空间越大。自 2022 年四季度以来商品期货市场长时间处于低波动的区间内，虽然今年四季度能源与贵金属板块受巴以冲突的影响短期波动加剧，但长期来看目前市场波动率仍在低位震荡，对 CTA 策略优势的发挥造成一定限制。

图表 16：近三年南华商品指数历史波动率



资料来源：通联数据，国投安信期货

2.2.1 时序与截面

我们尝试基于南华商品指数价格走势估计各大版块时序维度走势的强弱情况。上半年趋势策略与农产品相关性较高，下半年转为黑色板块，其中一至二月期间农产品板块持续低波状态，时序强度显著走弱，同期趋势策略出现较大回撤，下半年 7 月、9 月与 11 月黑色板块时序较强，对应期间趋势策略处于盈利状态。能化与黑色板块走势也具有一定的相似性，两板块指数

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/977125002162006036>