



# 凤鸣研析

CCBT SECURITIES  
RESEARCH&ANALYSIS

阅读时长：约8 min  
文章字数： 2893个

Current events  
Tracing

## 量化私募FOF回顾与展望

### 【导读】

2021年对于量化私募来说,是不同寻常的一年,一方面我们看到越来越多的私募管理规模超过100亿,另一方面我们也看到了量化策略在第四季度发生了大幅回撤。本文旨在回顾过去,展望未来,我们希望与中国量化行业一起成长、发展,持续为投资者打造长期稳健的好产品。

# 2021年回顾

下面的分析仅针对绝对收益型量化策略。

## · 2021年策略表现

下图是今年套利策略，股票市场中性(股票对冲)策略，管理期货(CTA)策略的表现，数据截至到 2021 年 11 月 30 日：



来源：朝阳永续私募指数

从走势上来看，三大类策略均有不错的表现，可以看到在 2 月份，股票中性和 CTA 策略都有所回撤的时候，套利策略表现较好，之后 9 月份开始随着股票市场波动率持续降低，套利策略的收益也渐渐走平。对 CTA 策略来说今年有两波行情，分别是 5 月份和 10 月份，而且都是商品期货多头趋势带来的收益。另一方面，股票对冲策略似乎平静

许多，全年保持了较好的上升势头，只是在 2021 年 4 月和 10 月的股市低波动环境里有过回撤。

从上面图里我们可以看到，股票对冲策略和 CTA 相关性较低，基本上净值处于此消彼长的状态，因此他们过去是，今年是，未来也是量化 FOF 配置的主力。而套利策略 2 月份的表现说明它对于股票对冲和 CTA 的组合有一定的低相关性。

具体的数据如下：Figure 1:三大类策略 2021 表现

**Figure 2: 三大类绝对收益策略的收益统计**

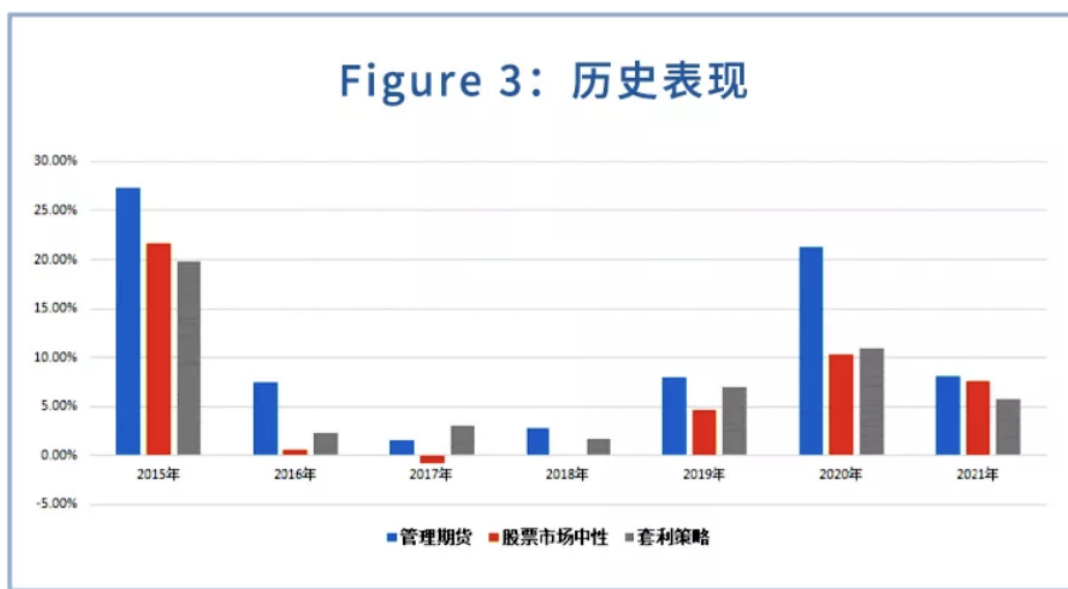
2021年	管理期货	股票市场中性	套利策略
年化收益	8.12%	7.61%	5.74%
年化波动	5.01%	3.04%	2.25%
信息比率	1.62%	2.50%	2.55%
最大回撤	-2.84%	-1.76%	-1.60%

来源：朝阳永续私募指数

从 Figure2 里可以看到，朝阳永续私募指数显示今年绝对收益策略里面表现最好的是 CTA，其次是股票中性。如果看信息比率，可以看到股票对冲甚至与套利策略持平，这说明尽管近期各个私募都遭遇了回撤，今年主力配置股票对冲加 CTA 策略的大方向是正确的。

## · 历史上的年度表现

绝对收益量化策略历史表现：



来源：朝阳永续私募指数

Figure 4: 三大类绝对收益策略历年收益统计

年化收益	管理期货	股票市场中性	套利策略
2015年	27.27%	21.72%	19.77%
2016年	7.50%	0.66%	2.36%
2017年	1.62%	-0.78%	3.09%
2018年	2.83%	0.10%	1.72%
2019年	7.94%	4.70%	6.96%
2020年	21.34%	10.34%	10.99%
2021年	8.12%	7.61%	5.74%

来源：朝阳永续私募指数

从 Figure3 和 Figure4 里面首先我们要看到的是：不能仅看最近三年，就断定量化策略不会亏钱，或者每年一定会有两位数的收益。在最惨的 2017 和 2018 年，所有的绝对收益策略都只有 0%上下的收益。这也是为什么我们应该去获取量化策略的贝塔，而不是去找哪一家私募一定会获得最高收益。一方面是第一名是永远是最不稳定的，另一方面，也是更重要的，策略的贝塔变化很大，有时候某一个私募产品阿尔法再好，也弥补不了这类策略当年的低贝塔。

## · 今年暴露的问题

经过今年第四季度股票对冲策略的集体回撤，可以看到现在量化私募的问题，回撤相关性过高，换句话说，就是同质化。

这其实是一个很严重的问题，因为在策略有好的贝塔的时候，大家相关性很低，你用基本面赚钱，我用机器学习赚钱，他用量价赚钱，大家赚的相关性很低。但是当策略没有好贝塔的时候，相关性急剧升高。对于量化 FOF 组合如果没有意识到这个问题，那么结果是很可怕的。因为低估了相关性，会让这类策略在组合里的权重过大，回撤的时候给组合造成比预想的还要更大的损失。

那么私募回撤相关性高的原因是什么呢？归根到底，是目前可用的衍生品种类太少，上市时间太短。这一根本原因决定了不管私募的水平

再高，巧妇难为无米之炊，衍生品工具就这么多，大家别无选择，不得已都暴露在同一种风险下。就拿股票对冲策略来说，IC 基差缩小，所有对冲策略无一幸免会有净值上的回撤。

解决这一问题的方法就是不断的去寻找真低相关的策略，排除假低相关的策略。尽量将组合的风险分散。而且要清楚的认识到的，同一策略类型内部的相关性都不会太低，不同策略因为交易的标的不同，有天然的低相关，因此不同策略之间可以提供给组合一定的低相关，详见下图：

**Figure 5: 不同策略的相关性**

相关性	管理期货	股票市场中性	套利策略
管理期货			
股票市场中性	35.30%		
套利策略	34.51%	65.07%	

## 2022年展望

通过上面的讨论，得到一个结论就是今后的 FOF 产品应该侧重于不同策略之间的配置研究，而不是去猜谁会是下一个百亿私募，或者谁会是下一年业绩最好的私募。那么从策略配置的角度，我们来分别回顾

股票市场和期货市场。

## · 股票对冲

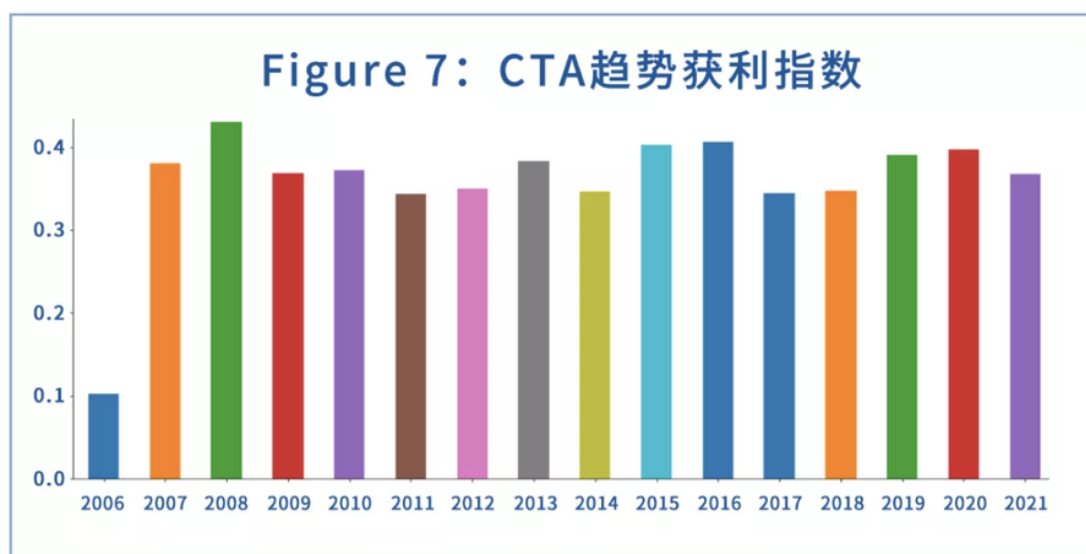
在 Figure6，我将沪深 300 指数的资金流减去中证 500 指数资金流作为  $y_1$ （灰色线），与同一时期的股票对冲策略年化收益（作为  $y_2$ ，橙色线）一起和时间（作为  $x$ ）画成图。可以看到，二者之间的负相关性非常明显。也就是说 300 的资金流入强于 500 的时候，对冲策略表现不佳，500 的资金流入强于 300 的时候，对冲策略表现较好。

第二个发现是股票对冲策略的收益（橙色线）有明显的周期性。而当前的时点恰恰是周期的底部，如果我们不看 2016-2017 股指期货受限的年份，那么当前的位置已经接近了正常状态下的最低，这为股票对冲策略明年的收益打开了空间。当前时点股票对冲策略的配置价值非常高。具体到配置上，为了尽量做到分散，不在 IC 的基差上暴露全部的风险，要在 500 对冲之外，增加一些 300 对冲的配置。同时，配置的时机还要参考股票市场的波动率，因为如果股票市场的波动率抬升，那么对冲策略的策略贝塔也会显著上升。



## • CTA

Figure7 和 Figure 8 是历年的商品期货市场趋势策略盈利指数，区别在于 Figure7 是全市场，而 Figure8 是分板块。



首先从 Figure 7 可以看到，今年的商品期货市场的趋势弱于 2020,2019,



强于 2017,2018。这与我们的直观感受是相符的，今年尽管黑色系几经大起大落，但是放在历史长河中，对 CTA 策略的影响其实也不是最极端的一年。

如图 Figure8，从板块上来，今年有两个板块最突出：是股指期货和工业板块。今年表现好的 CTA 产品一定是在这两个板块仓位比较重的。所以我们要提防一个风险就是配置的 CTA 私募如果今年表现较好，里面可能会有较重的股指仓位，这就要重新审视股票类策略的仓位，看组合在 A 股市场的暴露会不会比预计的要大。

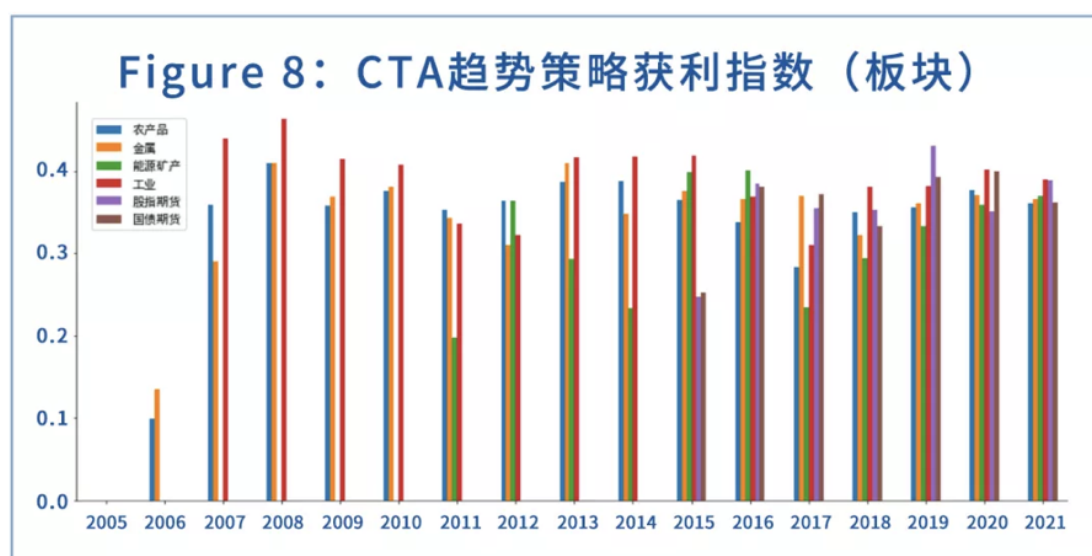


Figure 9 是商品期货市场的长期和短期的相关性和波动率。可以看到波动率在高位，而相关性在低位。这个位置，CTA 策略净值下行风险不大，可以标准配置。

相关性低其实对于量化 CTA 是最好的市场状态。因为一般 CTA 策略会配置多达 40-50 个品种，如果相关性低，就意味着多配置品种是有用的，可以分散风险，否则相关性高的话，配置 40 个和配置 1 个的效果一样，那么净值波动是非常大的。因此目前 CTA 策略是可以标配的。



## · 2022年配置展望

2022 年量化 FOF 配置的大原则还是与过去相同，也是我们长期坚持的理念：低波动布局，高波动收益。

基于相关性的考虑，CTA 策略全年仓位不宜过低。要知道，在套利、股票对冲和 CTA 三大类策略中，CTA 是唯一一个与其他两类策略相关性均较低的策略。股票对冲和套利策略都受到股票市场波动率的影响，因此：波动率低迷的时候，布局波动率上升，适合建仓股票对冲和波动率套利策略，主力配置其他类型套利策略；波动率脱离底部开始上行的时候，主力配置股票对冲和波动率套利类策略。

# 总结

2021 年对于私募来说，是规模上丰收的一年，但是同时也观察到策略同质化程度在增加。规模对于私募来说，意味着可以吸引更多的人才，购买更多的设备，拥有更多的知名度，但同时也是对私募公司治理、管理人道德的一个考验。



作为 FOF 产品的管理人，我们希望看到市场上有越来越多的低相关的好策略出现。但这需要更多的衍生品品种，优质的长期资金帮助私募管理人坚持做正确的事，和私募管理人自身有良性可持续的长期发展规划。建信信托证券部量化团队的愿景是与中国量化行业一起成长，发展，为投资者打造长期稳健的好产品；与优质的量化私募建立长期合作，助力私募深耕最感兴趣最擅长的领域，持续的为量化市场带来优质的差异化量化策略。