

# 基金研究系列（16）：多视角看“固收+”另类品种——公募股票多空基金



胡锦瑶

SAC 执证编号: S0080521010009  
SFC CE Ref: BRH669  
jinyao.hu@cicc.com.cn



刘均伟

SAC 执证编号: S0080520120002  
SFC CE Ref: BQR365  
junwei.liu@cicc.com.cn



王汉锋

SAC 执证编号: S0080513080002  
SFC CE Ref: AND454  
hanfeng.wang@cicc.com.cn

## 股票多空基金市场发展：近十年发展一波三折，受股指期货监管政策影响大，市场规模几番升降

1) 市场概况：近十年发展一波三折，仍属公募基金中相对小众品种。相较于其他主流基金类型，公募股票多空产品推出时间较晚，截至 2022 年 3 月底，公募股票多空基金共 25 只，总规模 270 亿元，占全部开放式公募基金总规模不到 0.2%，属于相对小众的品种。股票多空基金市场集中度较高，但竞争格局尚未固化，头部机构渐显优势，整体规模均有所缩减。股票多空基金投资者结构整体相对均衡，近年来机构投资者占比提升。

2) 发展历程：受股指期货监管政策影响大，市场规模几番升降。国内股票多空基金主要采用股指期货进行对冲，因此其发展不仅与A股市场行情相关，也与股指期货监管政策息息相关，综合来看可以粗略划分为四个阶段：短暂快速发展期（2013Q4-2015Q2）、强监管期（2015Q3-2016Q4）、松绑期（2017Q1-2019Q2）及二次发展期（2019Q3 至今）。2017 年之后，股指期货交易松绑贴水改善，整体环境利于股票多空基金发展。

3) 风险收益：下跌市场中回撤控制突出，与其他类别基金相关性低。2017 年股指期货监管政策松绑以来，股票多空基金经历牛熊市场，在下跌市中回撤控制突出，上涨市收益适中，长期收益稳健，几乎每年都能取得正收益。从组合构建角度来看，股票多空基金与其他类别基金相关性较低，有利于实现分散组合风险

## 股票多空基金配置特点：整体配置与股市行情、股指期货基差紧密相关

整体资产配置来看，整体资产配置与股市行情、股指期货基差水平相关。股票配置来看，近年来行业配置逐步分散，相对沪深 300 指数长期低配大金融；债券配置来看，大多数基金以配置利率债为主，不同基金在信用债和可转债上的配置比例分化，如汇添富绝对收益策略A偏好配置信用债，海富通阿尔法对冲A偏好配置可转债。股指期货对冲方面，考虑到目前三大股指期货的流动性、贴水幅度、选股空间等因素，IF 是股票多空基金的主流选择。

## 股票多空基金收益来源分析与多维度刻画体系

选择利润表数据对收益进行归因，从收益结果反推投资能力。按照资产类别可以将基金的收益来源划分为股票收益、期货收益、债券收益、银行存款收益和其他收益。股票收益包括新股申购收益、对冲超额收益和多头敞口收益等；期货收益包括基差成本和展期损益等；债券收益包括债券利息收益、债券投资收益和债券浮动收益。

收益分解结果来看，股票多空基金收益主要来源于选股和打新的超额收益。2017 年后新股申购能够提供较为稳定的正收益；选股收益贡献仅次于打新，但波动相对较大；期货端收益贡献波动最大，是主要的成本项；债券端可以稳定提供正收益，但贡献相对较小。我们以目前规模较大且成立时间较长的基金为例来看，汇添富绝对收益策略A收益主要来源于选股和信用债，南方绝对收益策略A收益主要来源于打新，海富通阿尔法对冲A收益来源多元。

构建多维能力圈指标刻画体系。结合净值、持仓、利润表等数据对股票多空基金的能力圈做更全面的刻画，包括股票投资贡献、债券投资贡献、期货投资贡献、多头择时贡献、收益获取贡献、风险控制、投资持有体验、顺境进攻和逆境防御等九大指标综合刻画。从 2018 年以来的样本基金来看，股票多空基金大部分难以兼顾顺境进攻性和逆境防守性，综合指标较高的基金在净值类和收益贡献类指标中都有较为突出项目，但各项指标大小分布并不均衡，存在个别短板。从 2020 年以来的样本基金来看，综合指标较高的股票多空基金在兼顾顺境进攻性和逆境防守性表现均不错，并且收益获取、风险控制、持有体验、债券投资贡献和打新收益贡献等多维度都位于前列，短板项目较少，综合能力均衡。

风险提示：本报告对于基金产品的研究分析均基于历史公开信息，基金的历史业绩与表现不代表未来；未来表现受宏观环境、市场波动、风格转换等多重因素影响，存在一定风险；基金的各项刻画指标均基于统计指标构建，可能与实际基金投资能力存在差异。

- 金融产品 | 基金研究系列（15）：生命周期理论下基金的分类与优选（2022.03.23）
- 金融产品 | 基金研究系列（14）：抽丝剥茧，详解纯债基金（2022.02.28）
- 金融产品 | 基金研究系列（13）：“动静结合”看规模对收益影响（2022.02.23）

## 目录

<b>股票多空基金市场发展</b>	<b>4</b>
市场概况：近十年发展一波三折，仍属公募基金中相对小众品种	4
发展历程：受股指期货监管政策影响大，市场规模几番升降	6
对冲成本：股指期货交易松绑贴水改善，整体环境利于股票多空基金发展	7
风险收益：下跌市场中回撤控制突出，与其他类别基金相关性低	8
<b>股票多空基金配置特点</b>	<b>12</b>
资产配置：整体配置与股市行情、股指期货基差紧密相关	12
股票配置：相对沪深 300 长期低配金融，行业配置集中度逐步降低	13
债券配置：利率债为主，信用债、可转债配置分化	16
对冲工具：沪深 300 期货对冲为主	17
<b>股票多空基金收益来源分析</b>	<b>19</b>
基于利润表的收益分解方法	19
选股和打新超额是主要的收益来源	21
<b>股票多空基金多维度刻画及优选</b>	<b>24</b>
构建股票多空基金多维指标体系	24
基金优选：2020 年以来优选基金净值指标表现优异	26

## 图表

图表 1：国内股票多空基金规模和数量变化	4
图表 2：股票多空基金集中度趋势变化	5
图表 3：股票多空基金头部机构变迁（2013-2022）	5
图表 4：股票多空基金投资者结构变迁（规模加权）	6
图表 5：规模前三大基金机构投资者占比变迁	6
图表 6：公募股票多空基金规模及监管政策变化	7
图表 7：股指期货基差年化收益率（年度平均）	8
图表 8：股指期货基差年化收益率（月度平均）	8
图表 9：股票多空基金业绩表现	9
图表 10：各类型基金 2017-2021 年度收益风险指标（按收益回撤比降序）	10
图表 11：2017 年以来各类型基金指数收益相关性矩阵	11
图表 12：股票多空基金整体资产配置分布	12
图表 13：股票多空基金资产配置与 IF 基差率相关	13
图表 14：股票多空基金多头敞口与沪深 300 指数相关	13
图表 15：股票多空基金整体相对沪深 300 行业偏离度（2017-2021 年）	14
图表 16：股票多空基金和沪深 300 前五大重仓行业变迁（2017-2021 年）	15
图表 17：股票多空基金行业配置集中度变化（2014-2021 年）	15
图表 18：股票多空基金券种配置-整体法	16
图表 19：股票多空基金券种配置-平均法	16
图表 20：股票多空基金券种配置分布	16

图表 21: 最新规模前三的股票多空基金细分券种配置情况.....	17
图表 22: 股票多空基金期货配置 (2014Q3-2021Q4) .....	17
图表 23: 股指期货基差年化收益率-月度平均 .....	17
图表 24: 规模前三大股票多空基金期货品种配置分布 .....	18
图表 25: 基于利润表的股票多空基金收益分解 .....	20
图表 26: 基于利润表的股票多空基金收益分解 .....	20
图表 27: 基于利润表的股票多空基金收益分解 (报告期均值) .....	21
图表 28: 汇添富绝对收益策略 A、南方绝对收益策略 A、海富通阿尔法对冲 A 收益分解 .....	22
图表 29: 汇添富绝对收益策略 A、南方绝对收益策略 A、海富通阿尔法对冲 A 收益占比 .....	23
图表 30: 股票多空基金多维刻画指标体系 .....	24
图表 31: 2018 年以来股票市场顺逆境阶段划分 .....	25
图表 32: 2018 年以来期货市场顺逆境阶段划分 .....	25
图表 33: 股票多空基金多维刻画指标计算流程 .....	25
图表 34: 2018 年以来股票多空基金多维指标刻画 .....	26
图表 35: 2020 年以来股票多空基金多维指标刻画 .....	26



## 股票多空基金市场发展

### 市场概况：近十年发展一波三折，仍属公募基金中相对小众品种

国内公募股票多空基金主要采用市场中性策略，即同时构建股票多头组合和空头组合，严格控制组合风险敞口，从而获得独立于股票市场的超额收益。除市场中性策略外，全球主流对冲基金策略还包括宏观对冲策略、CTA 策略、相对价值策略、事件驱动策略、信贷策略、利基策略等。

**国内起步相对较晚，十年发展一波三折。**相较于其他主流基金类型，公募股票多空产品推出时间较晚，国内第一只公募股票多空基金嘉实绝对收益策略 A 成立于 2013 年 12 月 6 日。截至 2022 年 3 月底，公募股票多空基金共 25 只，总规模 270 亿元，占全部开放式公募基金总规模不到 0.2%，属于相对小众的品种。从近十年的发展历程来看也是一波三折：在经历了初期短暂发展后，随着 2015 年市场大幅波动和强监管政策的推出，股票多空基金规模大幅缩水；2019 年审批开闸后数量和规模重又回升，2020 年三季度达到历史峰值，规模接近 700 亿元；但 2021 年以来整体业绩收缩也影响了规模增长。

图表 1：国内股票多空基金规模和数量变化

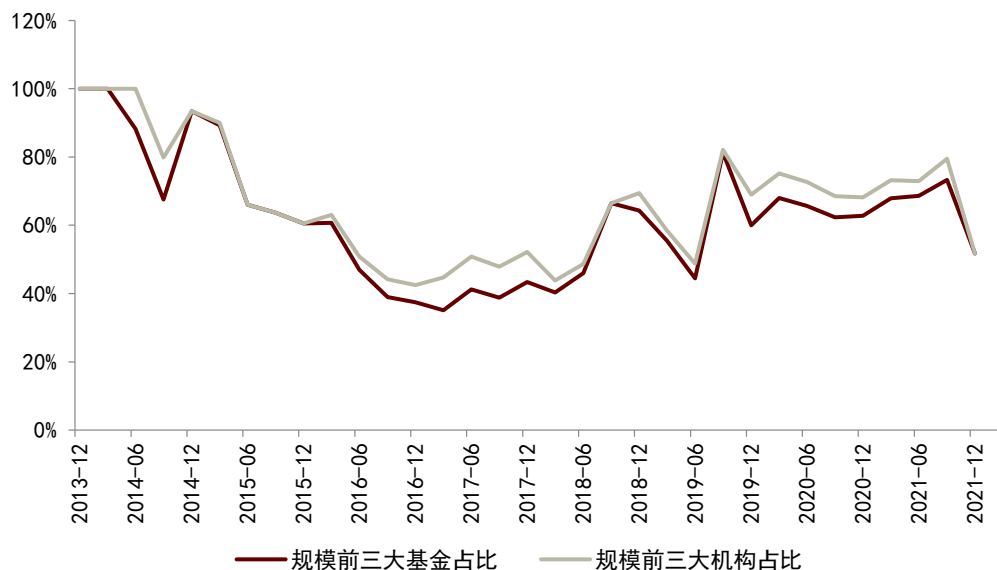


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：数据截至 2022.03.31

**股票多空基金市场集中度较高，但竞争格局尚未固化。**截至 2022 年 3 月底，共有 20 家基金公司发行了股票多空基金，其中，嘉实基金、工银瑞信基金、海富通基金、华泰柏瑞基金和富国基金均有 2 只产品。截至 2022 年 3 月底，管理规模前三的机构分别是汇添富基金（139.52 亿元）、海富通基金（39.46 亿元）和嘉实基金（26.00 亿元）；规模前三的基金分别是汇添富绝对收益策略 A（139.52 亿元）、海富通阿尔法对冲 A（31.86 亿元）和嘉实绝对收益策略 A（13.91 亿元），合计规模 185.29 亿元，占行业总规模的 68.7%，整体集中度较高。

图表 2：股票多空基金集中度趋势变化



资料来源：万得资讯，中金公司研究部  
注：数据截至 2022.03.31

头部机构渐显优势，整体规模均有所缩减。汇添富基金自 2018 年以来规模快速增长，近 5 年来稳居首位，但 2022 年初产品赎回明显，管理规模也下降到 140 亿元左右。海富通基金是较早布局股票多空基金的公司之一，管理规模基本稳定在前三，2018 年以来规模亦呈显著增长，但近两年来规模缩减较多。嘉实基金作为最早发行股票多空基金的公司，在 2021 年管理规模重回前三。

图表 3：股票多空基金头部机构变迁（2013-2022）

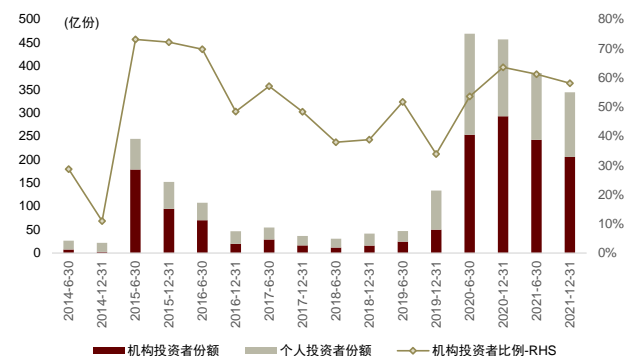
序号	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
1	嘉实基金	南方基金	工银瑞信基金	南方基金	华泰柏瑞基金	汇添富基金	汇添富基金	汇添富基金	汇添富基金	汇添富基金
	21.63	15.29	76.09	8.18	7.47	12.66	95.57	210.31	265.54	139.52
2		嘉实基金	永赢基金	海富通基金	华宝基金	海富通基金	海富通基金	海富通基金	海富通基金	海富通基金
		12.57	22.74	6.88	6.86	12.38	33.00	127.98	61.99	39.46
3		海富通基金	广发基金	华宝基金	海富通基金	华宝基金	南方基金	富国基金	嘉实基金	嘉实基金
		7.34	19.35	6.51	4.45	5.60	7.85	54.26	32.36	26.00

资料来源：万得资讯，中金公司研究部  
注：数据截至 2022.03.31

股票多空基金投资者结构整体相对均衡，近年来机构投资者占比提升。从整体来看，2019 年后机构投资者占比有所提升，由 2019 年末的 33.93% 提高到 2021 年末的 58.12%，部分需求来自于 FOF 产品。从头部产品来看，机构投资者更偏好的产品有海富通阿尔法对冲 A 和嘉实绝对收益策略 A（的机构投资者占比分别为 83.93% 和 94.70%）；而汇添富绝对收益策略 A 则较受个人投资者青睐，个人投资者占比为 57.63%。

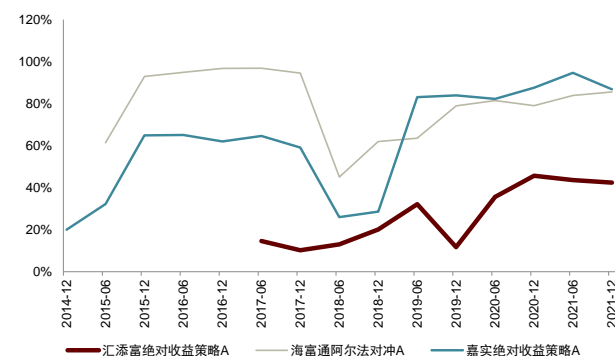


图表 4：股票多空基金投资者结构变迁（规模加权）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部  
注：数据截至 2021.12.31

图表 5：规模前三大基金机构投资者占比变迁



资料来源：万得资讯，中金公司研究部  
注：数据截至 2021.12.31

## 发展历程：受股指期货监管政策影响大，市场规模几番升降

国内股票多空基金主要采用股指期货进行对冲，因此其发展不仅与 A 股市场行情相关，也与股指期货监管政策息息相关。结合 A 股行情和股指期货监管政策来看，国内公募股票多空基金发展经历了以下四个阶段：

### ► 短暂快速发展期（2013Q4-2015Q2）

**股指期货相继推出，对冲成本相对低廉，市场规模逐渐上升。**2010 年 4 月 6 日沪深 300 股指期货合约正式上市交易，规模逐步上升。2012 年限制进一步放开，开始允许机构申请多头或空头套保，不存在只许做空套保、限制做多套保的情况。2015 年 4 月 16 日上证 50、中证 500 股指期货推出，三大股指期货交易保证金为合约价值的 10%，平今仓手续费仅为成交金额的 0.23‰，2015 年 5 月，沪深 300 股指期货一跃成为全球交易量最大的股指期货产品。对冲品种的丰富和较为低廉的对冲成本使得股票多空基金在 2015 年迎来首次快速发展，截至 2015 年 6 月，管理规模达到 273 亿元；此外，2015 年股票基金最大回撤接近 50%，而股票多空基金有效使用股指期货对冲策略，当年最大回撤仅 1.1%。

### ► 强监管期（2015Q3-2016Q4）

**市场大幅调整，监管加强，对冲成本高昂，市场规模持续收缩。**2015 年 6 月 A 股市场大幅下行，微观结构恶化，流动性紧缩，随后股指期货市场出现大幅贴水。2015 年 8 月 26 日至 9 月 7 日期间，股指期货交易限制连续 4 次加强；三大股指期货套期保值持仓的保证金率从 10% 提高到 20%，非套期保值持仓的交易保证金率提高至 40%，平今仓手续费提高至成交额的 23‰；此外，单日开仓交易量超过 10 手即构成异常交易行为，公募基金对冲成本大幅提升，股指期货也长期处于贴水状态。受多重因素影响，股票多空基金规模大幅缩减至 2016 年底的 41.43 亿元，2016 年初以来证监会也基本暂停了对公募股票多空基金的审批。

### ► 松绑期（2017Q1-2019Q2）

**对冲成本有所降低，股票多空基金发审仍暂停。**2017 年开始，中金所分别在 2017 年 2 月 17 日、2017 年 9 月 18 日、2018 年 12 月 3 日和 2019 年 4 月 22 日对股指期货交易四次松绑。沪深 300 期货和上证 50 期货的交易保证金全部调整至合约价值的 10%（2015 年市场下跌前水

平)，中证 500 期货交易保证金调整至合约价值的 12%，平今仓手续费降低至成交金额的 3.45‰，过度交易监管标准提高至 500 手（单个合约），基本恢复至 2015 年大幅调整前的水平。此阶段股票多空基金审批尚处暂停状态，行业规模也仍处在较低水平在 50 亿元左右。

### ► 二次发展期（2019Q3 至今）

**审批重新开闸，规模达到历史新高，近年有所回落。**2019 年 9 月，公募股票多空基金再次开始审批，叠加震荡市中其表现优异，2020 年 9 月规模达历史高点（669.57 亿元）；但 2021 年以来股票多空基金整体表现不佳，市场规模再次经历较大回调。

图表 6：公募股票多空基金规模及监管政策变化



资料来源：万得资讯，中金公司研究部  
注：数据截至 2022.03.31

### 对冲成本：股指期货交易松绑贴水改善，整体环境利于股票多空基金发展

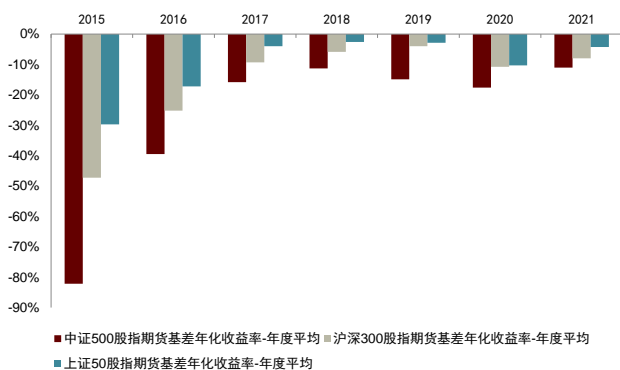
2017 年以来股指期货交易限制逐渐放开，基本恢复至 2015 年水平。同时，股指期货的贴水情况有所改善，在 2017 年股指期货监管松绑后负基差处于相对收敛的状态，对冲成本有所降低，多空对冲策略的可行性和收益也同步改善，整体环境有利于股票多空基金发展。

使用股指期货的基差年化收益率代表股票多空基金的对冲成本，年度平均来看 2015 年至今对冲成本持续降低，月度平均来看 2017 年松绑后对冲成本区间也显著处于收敛区间。基差年化收益率计算公式如下：

$$\text{基差年化收益率} = \frac{\text{股指期货点位} - \text{标的指数点位}}{\text{标的指数点位}} \times \frac{365}{N}$$

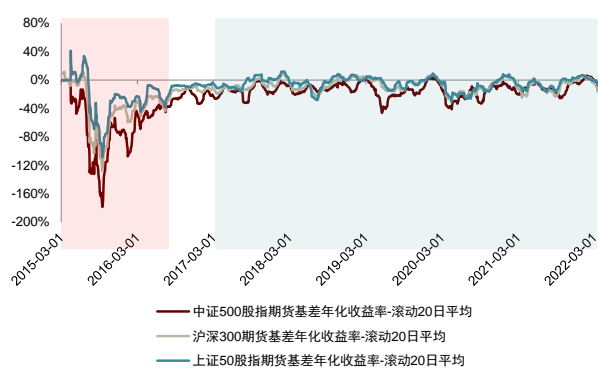
其中，N 为股指期货合约距离交割日期的天数。

图表 7：股指期货基差年化收益率（年度平均）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部  
注：数据截至 2021.12.31

图表 8：股指期货基差年化收益率（月度平均）



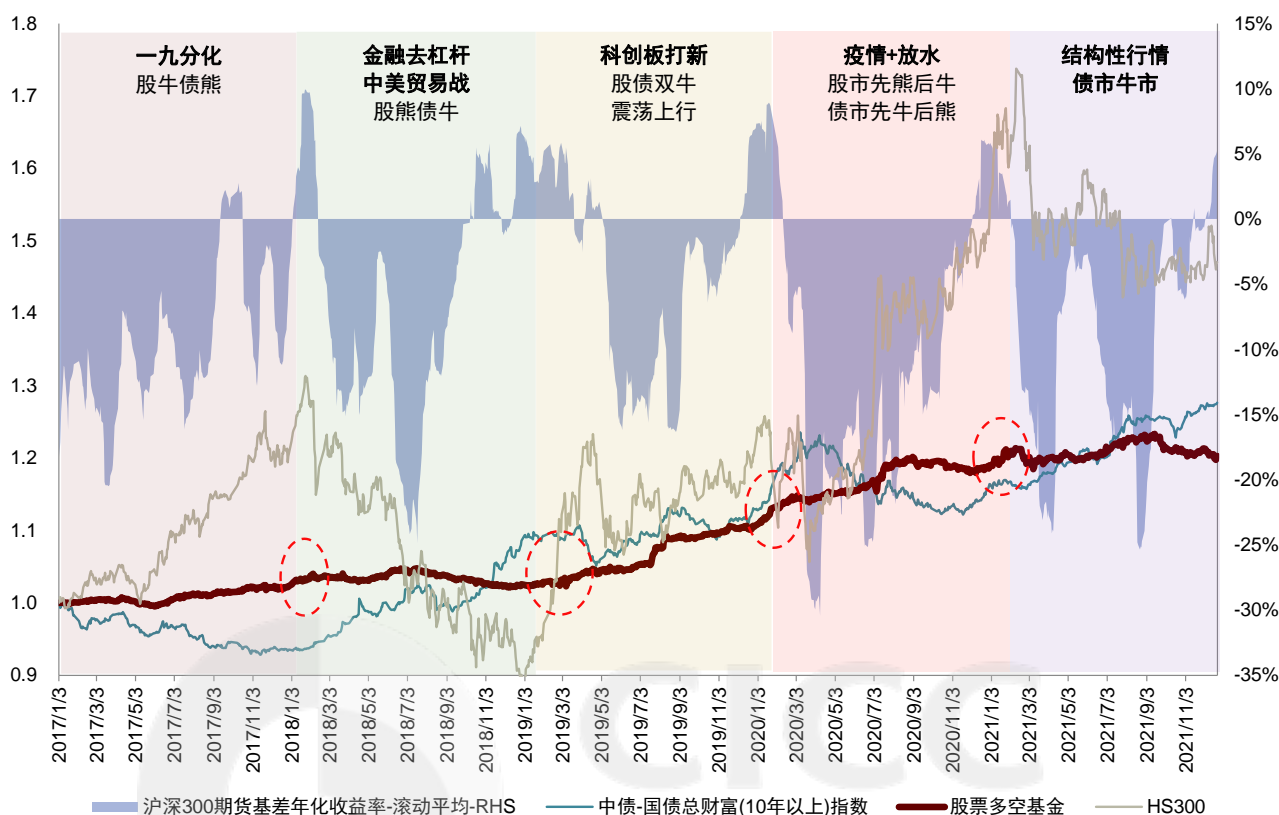
资料来源：万得资讯，中金公司研究部  
注：数据截至 2022.03.25

## 风险收益：下跌市场中回撤控制突出，与其他类别基金相关性低

整体来看，2017 年股指期货监管政策松绑以来，股票多空基金经历牛熊市场，在下跌市中回撤控制突出，上涨市收益适中，长期收益稳健，几乎每年都能取得正收益。在股指期货贴水程度有所改善、股债均处于震荡时，股票多空基金表现更为优异。但同时也要考虑到，大部分公募股票多空基金的多头策略与指数增强策略类似，在行业轮动加剧、大小盘行情切换频繁时，量化策略的适应度可能下降，且策略拥挤度上升也会磨损策略超额收益。



图表 9：股票多空基金业绩表现



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注 1：基差年化收益率 = (股指期货点位 - 标的指数点位) / 标的指数点位 \* 365 / N，N 为合约距离交割日期的天数，滚动 30 天

注 2：股票多空基金业绩计算方式为成分基金算数平均值

注 3：数据截至 2021.12.31

**分阶段来看，股票多空基金在 2017 年以来回撤水平平均低于股票型基金和混合型基金，表现较为稳健：**

- **2017 年一九分化：**2017 年市场风格分化，核心资产上涨，中小市值下跌。在此背景下，股票多空基金全年平均收益 2.46%，最大回撤仅 1.21%。
- **2018 年中美贸易摩擦、金融去杠杆：**2018 年金融去杠杆叠加中美贸易摩擦，股市大幅下跌，债券市场牛市。在股熊债牛的行情下，股票多空基金平均录得正收益 0.27%，平均最大回撤 2.52%。
- **2019 年风险偏好修复，科创板打新收益贡献丰厚：**2019 年股债震荡上行，打新收益贡献增厚，期货贴水状况改善，全年收益平均达 8.24%，最大回撤仅 1.12%，收益风险比突出。
- **2020 年疫情导致市场年初经历较大回调：**2020 年股市先降后升，债市全年表现不佳，股票多空基金全年上涨 7.7%，平均最大回撤 1.83%，虽经历一定回撤，但综合全年来看绝对收益及风险调整后收益均表现突出。
- **2021 年业绩驱动，估值收缩：**2021 年指数波动率和振幅明显收敛，量化私募等机构发展迅速，推动市场交投情绪长期保持在较高水平；降准降息政策下债市表现突出。股票多空基金全年平均收益 1.22%，最大回撤 2.90%，整体表现相对一般。

图表 10：各类型基金 2017-2021 年度收益风险指标（按收益回撤比降序）

年份	年化收益率	年化波动率	收益波动比	收益回撤比	最大回撤	最大回撤起始时间	最大回撤结束时间	基金类型
2017	10.46%	6.09%	1.72	2.92	-3.59%	2017-11-13	2017-12-07	混合型基金总指数
	2.08%	0.80%	2.61	2.4	-0.86%	2017-04-13	2017-05-12	债券型基金指数
	<b>2.46%</b>	<b>1.85%</b>	<b>1.33</b>	<b>2.04</b>	<b>-1.21%</b>	<b>2017-04-11</b>	<b>2017-06-02</b>	<b>股票多空基金</b>
	13.03%	10.47%	1.24	1.95	-6.67%	2017-04-07	2017-05-10	股票型基金总指数
2018	4.42%	1.16%	3.82	7.71	-0.57%	2018-01-26	2018-02-09	债券型基金指数
	<b>0.27%</b>	<b>2.30%</b>	<b>0.12</b>	<b>0.11</b>	<b>-2.52%</b>	<b>2018-07-17</b>	<b>2018-12-10</b>	<b>股票多空基金</b>
	-14.06%	12.18%	-1.15	-0.84	-16.75%	2018-01-24	2018-10-18	混合型基金总指数
	-25.89%	20.51%	-1.26	-0.89	-29.26%	2018-01-24	2018-10-18	股票型基金总指数
2019	<b>8.24%</b>	<b>3.19%</b>	<b>2.58</b>	<b>7.37</b>	<b>-1.12%</b>	<b>2019-03-06</b>	<b>2019-03-08</b>	<b>股票多空基金</b>
	6.29%	1.08%	5.81	6.98	-0.90%	2019-04-04	2019-05-06	债券型基金指数
	32.15%	11.90%	2.7	3.85	-8.35%	2019-04-04	2019-06-06	混合型基金总指数
	39.62%	18.71%	2.12	2.93	-13.51%	2019-04-04	2019-06-06	股票型基金总指数
2020	<b>7.70%</b>	<b>3.38%</b>	<b>2.28</b>	<b>4.2</b>	<b>-1.83%</b>	<b>2020-09-01</b>	<b>2020-11-30</b>	<b>股票多空基金</b>
	42.22%	16.32%	2.59	3.81	-11.09%	2020-02-25	2020-03-23	混合型基金总指数
	4.50%	1.48%	3.04	3.49	-1.29%	2020-05-06	2020-06-08	债券型基金指数
	40.32%	22.25%	1.81	2.74	-14.74%	2020-03-05	2020-03-23	股票型基金总指数
2021	5.03%	1.09%	4.62	7.45	-0.67%	2021-01-25	2021-02-05	债券型基金指数
	8.70%	13.65%	0.64	0.74	-11.71%	2021-02-10	2021-03-24	混合型基金总指数
	8.31%	16.80%	0.49	0.67	-12.43%	2021-02-10	2021-03-24	股票型基金总指数
	<b>1.22%</b>	<b>3.84%</b>	<b>0.32</b>	<b>0.42</b>	<b>-2.90%</b>	<b>2021-09-15</b>	<b>2021-12-20</b>	<b>股票多空基金</b>

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

股票多空基金与传统的“固收+”产品之间是“和而不同”的关系，从目标上看都是希望为投资者创造相对稳定的收益，但实现方式不同。传统意义的“固收+”基金主要通过调整股债配置比例降低组合风险，收益与股市和债市的相关性较高；而股票多空基金收益的核心在于使用股指期货对冲市场系统性风险，从而获取超额收益，其收益与传统资产收益相关性低。

**从组合构建角度来看，股票多空基金与其他类别基金相关性较低，有利于实现分散组合风险。**

2017 年以来，股票多空基金收益与其他基金指数收益相关性较低，均处于 0.5 以下，在组合中可以作为分散风险的品种，进一步改善组合有效前沿。

图表 11：2017 年以来各类型基金指数收益相关性矩阵

基金类型	股票多空基金	偏债混合型基金	混合债券型一级基金	混合债券型二级基金	灵活配置型	普通股票型	偏股混合型	平衡混合型	中长期纯债型
股票多空基金	1.00								
偏债混合型基金	0.44	1.00							
混合债券型一级基金	0.34	0.84	1.00						
混合债券型二级基金	0.40	0.96	0.93	1.00					
灵活配置型基金	0.46	0.96	0.78	0.94	1.00				
普通股票型基金	0.44	0.93	0.73	0.91	0.99	1.00			
偏股混合型基金	0.45	0.93	0.73	0.91	0.99	1.00	1.00		
平衡混合型基金	0.38	0.83	0.62	0.82	0.90	0.93	0.94	1.00	
中长期纯债型基金	0.05	0.09	0.36	0.15	0.01	0.01	0.00	0.01	1.00

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

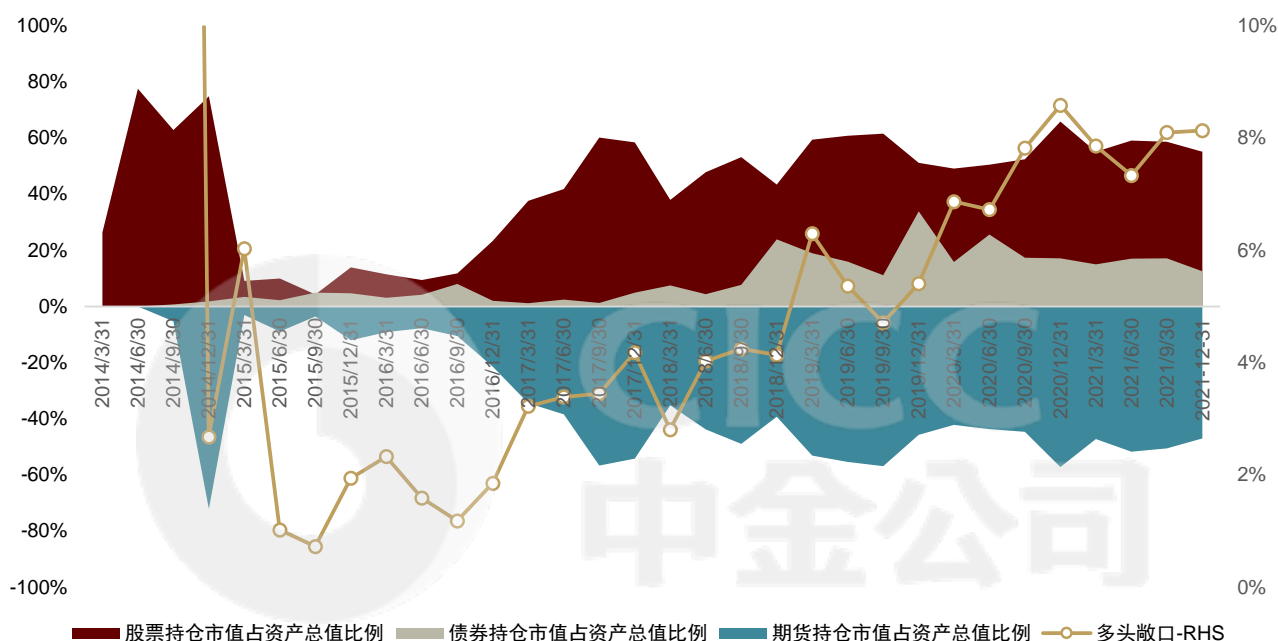
注：数据截至 2021.12.31

## 股票多空基金配置特点

### 资产配置：整体配置与股市行情、股指期货基差紧密相关

从整体资产配置比例来看，随着 2017 年后股指期货政策松绑，股票仓位回升并稳定在高位；2018 年后债券仓位也有所提高，主要是由于头部基金配置债券比例的提高；2016 年后随着沪深 300 指数整体震荡上行的，多头敞口比例亦呈现波动上行趋势。

图表 12：股票多空基金整体资产配置分布



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：数据截至 2021.12.31

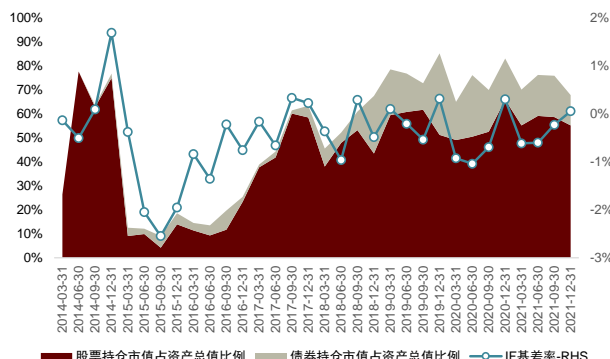
从基差率的影响来看，由于股票多空基金的对冲方式是做空股指期货，做多指数成分股，因此股指期货基差率在一定程度上可以反映对冲成本的高低，其计算方式如下：

$$\text{股指期货基差率} = \frac{\text{股指期货价格} - \text{标的指数点位}}{\text{标的指数点位}}$$

因此股票多空基金通常会基于股指期货基差率或基差年化收益率调整股票持仓比例，即在股指期货基差收敛时，对冲成本相对降低，适当提高股票仓位；在股指期货基差扩张时，对冲成本升高，适当降低股票仓位。

从股市行情的影响来看，股票多空基金的股票仓位和多头敞口也与股市行情，特别是沪深 300 指数行情相关。在股市上涨期间，股票多空基金倾向于获取指数上涨带来的贝塔收益，因此会适当提高股票仓位，降低对冲的股指期货仓位，提高多头敞口；在股市下跌期间，股票多空基金倾向于规避指数下跌的亏损，因此会降低股票仓位，提高对冲比例，降低多头敞口。

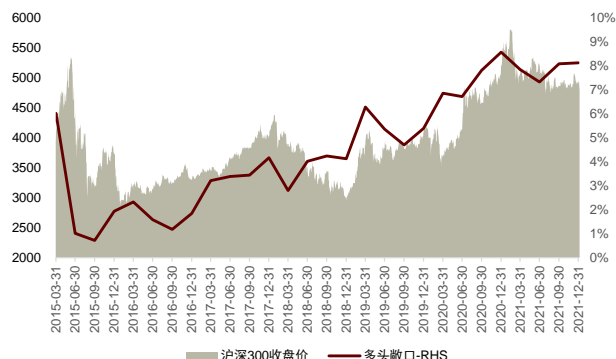
图表 13：股票多空基金资产配置与 IF 基差率相关



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：资产配置比例计算方法为整体法，数据截至 2021.12.31

图表 14：股票多空基金多头敞口与沪深 300 指数相关



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：数据截至 2021.12.31

## 股票配置：相对沪深 300 长期低配金融，行业配置集中度逐步降低

由于股票多空基金多数采用沪深 300 期货对冲，因此我们考察其整体相对沪深 300 的行业配置偏离情况。具体计算方面，将所有公募股票多空基金报告期的中信一级行业投资市值和股票投资市值相加，可以计算整体行业投资市值占股票投资市值比例，进而计算股票多空基金整体相对沪深 300 指数的行业配置偏离情况。由于 2017 年之后股指期货松绑，股票仓位回归正常水平，因此仅主要呈现 2017 年以来的配置情况。

**整体来看，股票多空基金相对沪深 300 行业配置偏离度不高，重仓行业基本一致，长期低配金融。**股票多空基金整体相对沪深 300 偏离度控制在 5%以内，对于银行和非银金融等行业长期低配，2018-2019 年较大幅度超配食品饮料，2019 年至今超配基础化工、建材、消费者服务、计算机、传媒等行业。

**行业配置集中度方面，**整体来看近年来股票多空基金的行业配置集中度处于下降趋势，并且不同基金的行业配置集中度差异也在缩小，反映出股票多空基金整体的行业配置都更加分散。



图表 15：股票多空基金整体相对沪深 300 行业偏离度（2017-2021 年）

中信一级行业	2017 中报	2017 年报	2018 中报	2018 年报	2019 中报	2019 年报	2020 中报	2020 年报	2021 中报	2021 年报
石油石化	1.37%	0.36%	-0.01%	-0.66%	-0.07%	-0.47%	-0.51%	-0.44%	-0.18%	-0.91%
煤炭	1.86%	0.87%	-0.03%	0.74%	0.14%	0.43%	0.15%	0.46%	0.57%	1.40%
有色金属	0.49%	-0.72%	-0.67%	-1.03%	-1.01%	-0.23%	-0.12%	0.39%	0.79%	-0.42%
电力及公用事业	-0.75%	-0.87%	-0.65%	-0.21%	-0.50%	-0.52%	-0.97%	-0.53%	-0.15%	0.70%
钢铁	0.34%	0.25%	-0.16%	0.26%	-0.30%	0.09%	-0.04%	0.36%	0.41%	0.59%
基础化工	0.47%	0.52%	1.91%	-0.35%	0.32%	1.04%	1.89%	1.62%	3.18%	2.18%
建筑	-0.98%	-0.39%	-0.46%	1.31%	-0.25%	-1.25%	-0.96%	-0.69%	-0.47%	-0.06%
建材	0.90%	1.05%	1.05%	0.75%	1.43%	1.63%	0.63%	0.72%	1.07%	1.19%
轻工制造	0.43%	1.01%	0.56%	0.01%	0.08%	0.71%	0.92%	0.83%	0.62%	0.37%
机械	0.26%	-0.25%	0.39%	0.11%	0.60%	0.67%	0.90%	0.69%	0.93%	0.26%
电力设备及新能源	0.56%	-0.24%	-0.07%	-0.30%	0.05%	0.03%	0.62%	0.36%	0.31%	-2.08%
国防军工	-1.24%	-0.24%	-0.39%	-0.92%	-0.53%	-0.26%	0.04%	0.02%	0.44%	0.43%
汽车	1.09%	-0.02%	0.88%	-0.25%	-0.14%	0.19%	0.81%	-0.07%	0.23%	-0.70%
商贸零售	-0.44%	-0.10%	0.28%	-0.03%	0.48%	0.18%	0.71%	-0.06%	0.14%	0.25%
消费者服务	0.16%	-0.08%	0.27%	1.21%	0.22%	1.62%	0.70%	0.51%	0.70%	0.98%
家电	-1.25%	-0.20%	0.02%	0.14%	0.62%	0.02%	-0.87%	-0.16%	-0.73%	-0.45%
纺织服装	-0.18%	-0.08%	0.09%	-0.04%	0.24%	0.04%	-0.12%	0.09%	0.41%	0.07%
医药	-0.21%	1.17%	2.62%	0.62%	-0.17%	1.00%	2.48%	0.70%	-0.93%	-0.02%
食品饮料	-1.93%	-0.34%	1.08%	2.06%	2.35%	0.81%	-0.11%	-0.40%	-0.31%	0.93%
农林牧渔	1.34%	0.88%	0.05%	0.21%	-0.31%	-0.21%	-1.05%	-0.66%	-0.56%	-0.39%
银行	-1.01%	-0.26%	-3.70%	-1.67%	-0.84%	-3.09%	-3.89%	-2.26%	-1.18%	-1.07%
非银行金融	-2.39%	-1.15%	-3.13%	-0.40%	-2.13%	-3.18%	-4.62%	-2.78%	-4.57%	-3.77%
房地产	1.24%	1.66%	-0.22%	0.10%	0.09%	0.60%	0.02%	-0.05%	-0.29%	0.31%
交通运输	1.38%	-0.22%	-0.33%	-0.42%	-0.44%	-0.87%	-1.19%	-0.94%	-1.60%	-0.53%
电子	-0.74%	-0.89%	-0.58%	-1.29%	1.13%	-0.72%	0.30%	0.50%	-0.14%	-0.24%
通信	-1.42%	-0.03%	-0.51%	0.03%	-0.50%	0.07%	-0.46%	-0.84%	-0.63%	-0.79%
计算机	1.30%	-0.43%	1.07%	0.44%	0.23%	0.66%	1.93%	1.94%	0.82%	1.70%
传媒	-0.35%	-1.09%	0.76%	-0.23%	-0.92%	0.98%	1.92%	0.61%	0.82%	0.02%
综合	-0.29%	-0.16%	-0.12%	-0.17%	0.12%	-0.02%	-0.03%	0.01%	0.01%	0.02%
综合金融	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.10%	0.00%	0.00%	0.02%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：数据截至 2021.12.31

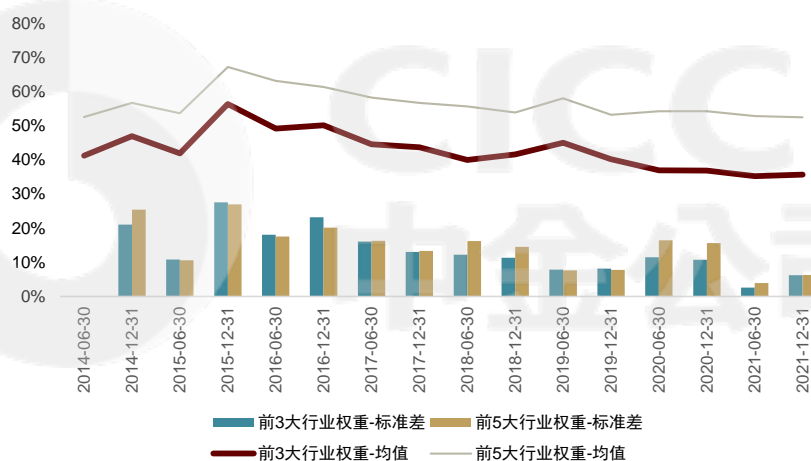
图表 16：股票多空基金和沪深 300 前五大重仓行业变迁（2017-2021 年）

报告期	第一大重仓行业		第二大重仓行业		第三大重仓行业		第四大重仓行业		第五大重仓行业	
	股票多空基金	沪深300	股票多空基金	沪深300	股票多空基金	沪深300	股票多空基金	沪深300	股票多空基金	沪深300
2017中报	银行	非银金融	非银金融	银行	房地产	食品饮料	医药	房地产	汽车	医药
2017年报	银行	非银金融	非银金融	银行	食品饮料	食品饮料	房地产	医药	医药	家电
2018中报	银行	银行	非银金融	非银金融	医药	食品饮料	食品饮料	医药	家电	家电
2018年报	银行	银行	非银金融	非银金融	食品饮料	食品饮料	医药	医药	建筑	房地产
2019中报	银行	非银金融	非银金融	银行	食品饮料	食品饮料	医药	医药	家电	家电
2019年报	非银金融	非银金融	银行	银行	食品饮料	食品饮料	医药	医药	家电	电子
2020中报	医药	非银金融	食品饮料	银行	银行	食品饮料	非银金融	医药	电子	电子
2020年报	食品饮料	食品饮料	非银金融	非银金融	银行	银行	医药	医药	电子	电子
2021中报	食品饮料	食品饮料	银行	银行	医药	医药	电子	非银金融	电力设备及新能源	电子
2021年报	食品饮料	食品饮料	银行	银行	医药	电力设备及新能源	电子	医药	电力设备及新能源	电子

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：数据截至 2021.12.31

图表 17：股票多空基金行业配置集中度变化（2014-2021 年）

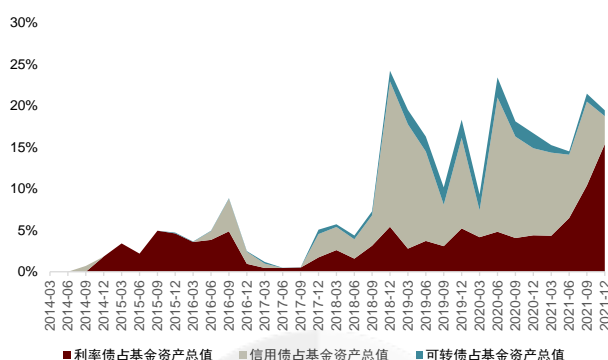


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

## 债券配置：利率债为主，信用债、可转债配置分化

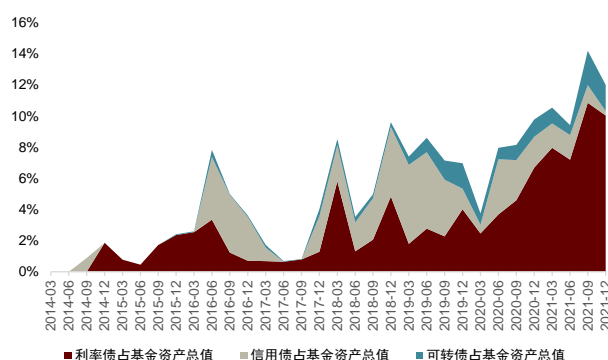
从细分券种配置比例来看，无论用整体法还是平均法，债券投资比例都在波动上行，说明债券资产作为增厚收益和流动性管理的工具被越来越多地使用。用整体法计算，2018年后债券资产和信用债占基金资产总值的比例大幅提升；用平均法计算，则是利率债占比相对更高。这说明头部基金对于信用债配置规模更多，同时也会使用可转债作为收益来源。

图表 18：股票多空基金券种配置-整体法



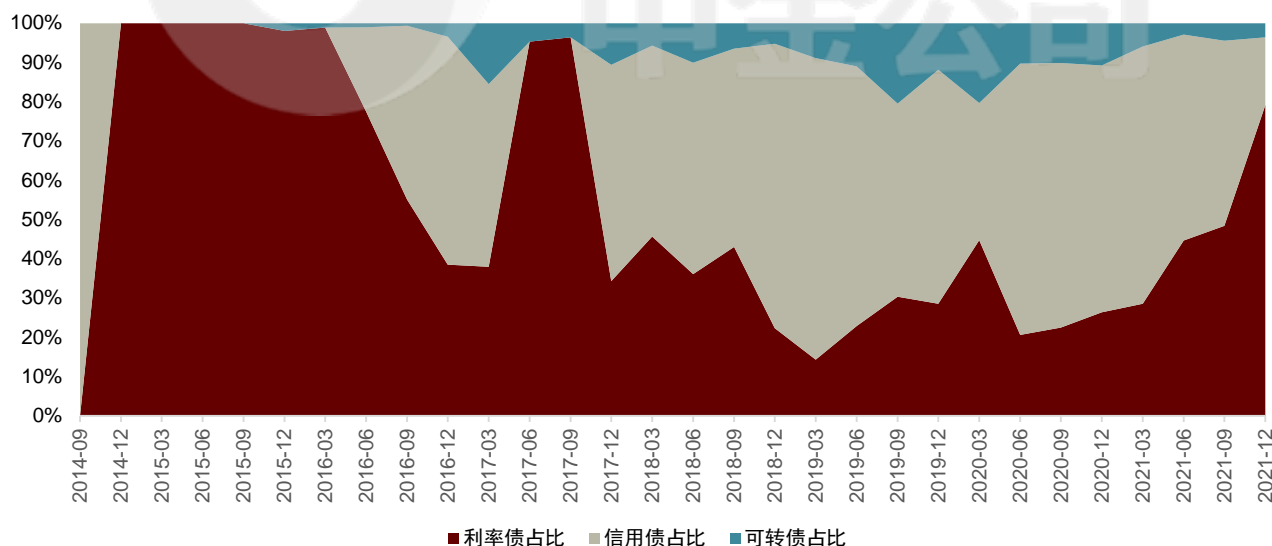
资料来源：万得资讯，中金公司研究部  
注：数据截至 2021.12.31

图表 19：股票多空基金券种配置-平均法



资料来源：万得资讯，中金公司研究部  
注：数据截至 2021.12.31

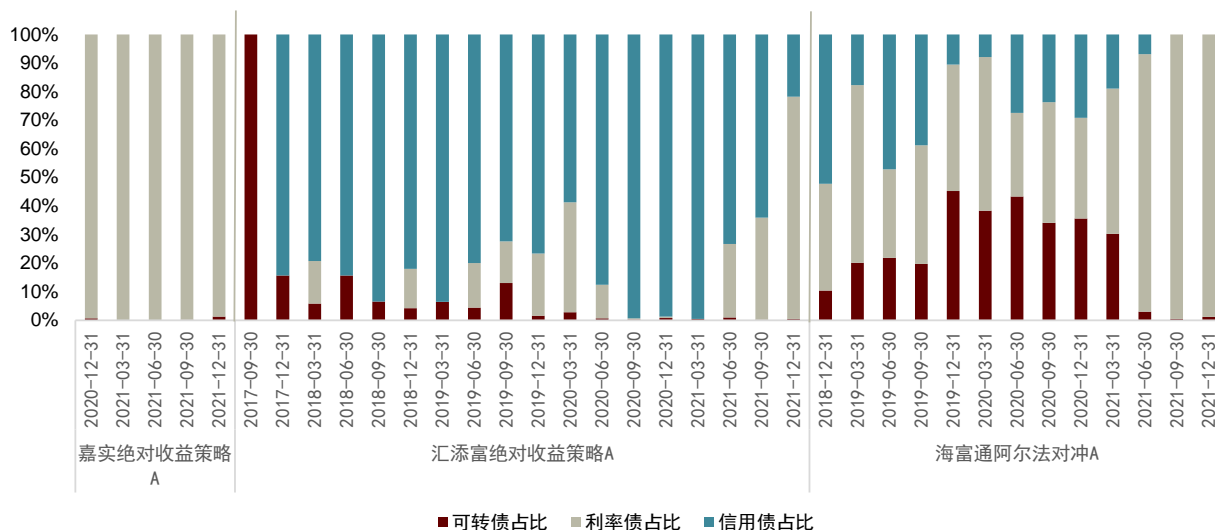
图表 20：股票多空基金券种配置分布



资料来源：万得资讯，中金公司研究部  
注：数据截至 2021.12.31

从规模较大的产品债券配置来看：可以观察到汇添富绝对收益策略 A 的债券配置主要以信用债为主，适当采用信用下沉策略增厚基金收益，但近一年来信用债配置比例逐渐降低，更多地配置利率债；海富通阿尔法对冲 A 则主要配置可转债和利率债，阶段性使用转债增厚收益，其余时期利用利率债作为流动性管理的工具；嘉实绝对收益策略 A 在债券端的配置则几乎全部投资于利率债。

图表 21：最新规模前三的股票多空基金细分券种配置情况



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：数据区间为现任基金经理管理区间（剔除半年建仓期）

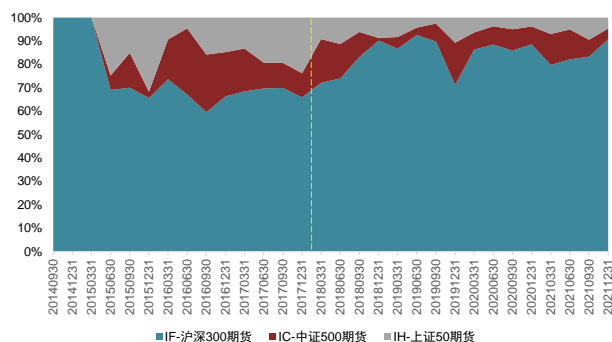
## 对冲工具：沪深 300 期货对冲为主

以整体法计算股票多空基金的对冲品种配置比例，2017 年后使用沪深 300 期货作为对冲工具的比例增加。考虑到目前三大股指期货的流动性、贴水幅度、选股空间等因素，IF 是股票多空基金的主流选择。

从对冲成本来看，2017 年股指期货政策松绑后，上证 50 和沪深 300 贴水率相对更低，同时上证 50 的选股超额空间较小，因此使用沪深 300 股指期货作为对冲工具，对冲成本和选股超额空间相对合适。

从指数成分股特征来看，与中证 500 相比，沪深 300 指数的金融股权重过高，行业集中度也较高，使用量化策略获取超额收益的难度相对较大。因此，也有一些基金以中证 500 股指期货作为对冲工具，中证 500 的优势在于行业占比更加分散，更适合较为高频的量化多因子策略。

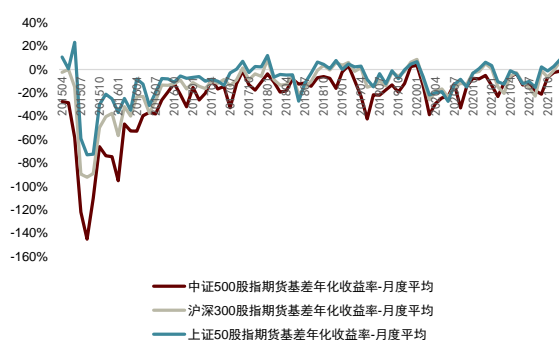
图表 22：股票多空基金期货配置（2014Q3-2021Q4）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：数据截至 2021.12.31

图表 23：股指期货基差年化收益率-月度平均

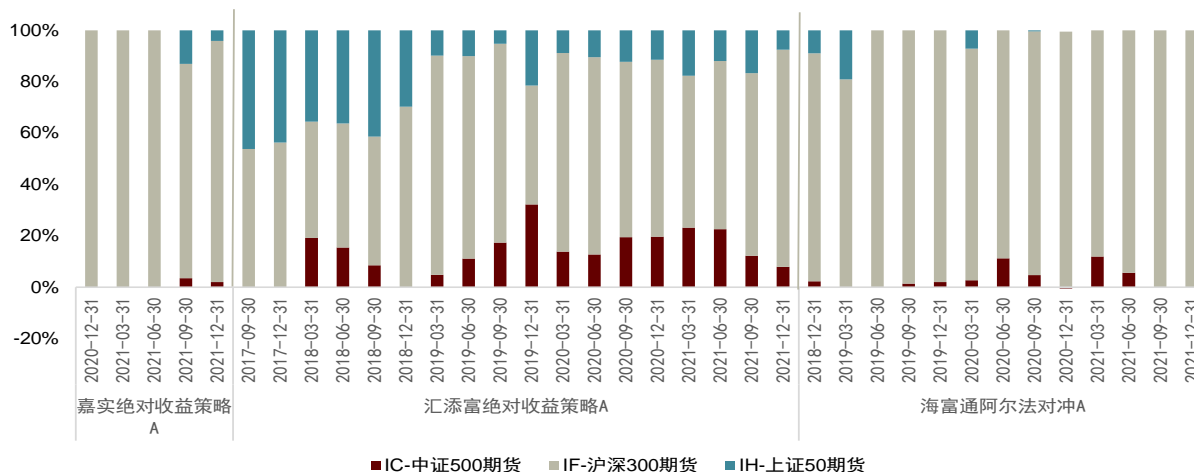


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：数据截至 2021.12.31

同样，考察规模较大的三只基金对冲工具偏好情况，其中，嘉实绝对收益策略 A 主要以 IF 为对冲工具；海富通阿尔法对冲 A 也主要使用 IF 对冲，但会适当配置 IC；汇添富绝对收益策略 A 则会在三大期货间均衡配置，并且配置比例变化较大。

图表 24：规模前三大股票多空基金期货品种配置分布



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：数据区间为现任基金经理管理区间（剔除半年建仓期）



## 股票多空基金收益来源分析

### 基于利润表的收益分解方法

虽然平均来看，股票多空基金每年都可取得正收益，但基金之间仍存在较大分化，因此我们有必要对股票多空基金的收益来源进一步细分，从而更精准地识别其投资能力。

绝大多数公募股票多空基金采用市场中性策略，通过量化多因子模型筛选出能大概率战胜市场指数的股票，做空对应的股指期货剔除市场系统性风险，从而获取稳定的绝对收益。少部分股票多空基金通过基本面分析选股，使用量化模型对组合在行业、个股、权重以及风格因子暴露上进行约束。但其选用的策略从低频的季报持仓中较难复现，因此我们选择利润表数据对其收益进行归因，从收益结果反推投资能力。按照资产类别可以将基金的收益来源划分为股票收益、期货收益、债券收益、银行存款收益和其他收益。

- **股票收益：**可以进一步拆分为新股申购收益、对冲贝塔收益、对冲超额收益和多头敞口收益。其中，打新收益对于小规模股票多空基金收益增厚明显，对冲超额收益代表了基金选股能力，多头敞口收益则在一定程度上反映了基金的择时能力。
- **期货收益：**包括-对冲贝塔收益、基差成本和展期损益。基差成本和展期损益是衍生品收益与对冲贝塔收益之和，可以反映基金在期货品种和合约月份上的配置能力和套利能力。
- **债券收益：**包括票息、债券投资收益和债券浮动收益，买入返售金融资产类似于债券逆回购，风险较低、收益稳定，因此一并计入债券票息收益中。债券投资和浮动收益贡献可以衡量基金经理除持有到期收益之外的券种选择和交易能力。在股票多空基金中，债券收益通常占比不多。

通过上述拆分可获得各类资产报告期的收入，再与报告期平均资产规模相除，则可粗略估计每类资产在报告期内对于基金的收益率贡献。基于利润表进行基金收益分解会存在一定的误差，主要是由于申赎费的影响，在报告期内申购赎回对实际规模影响较大时，误差较大。

$$\text{报告期资产收益贡献} = \frac{\text{报告期资产收益}_{\text{基于利润表}}}{\text{报告期平均资产规模}}$$

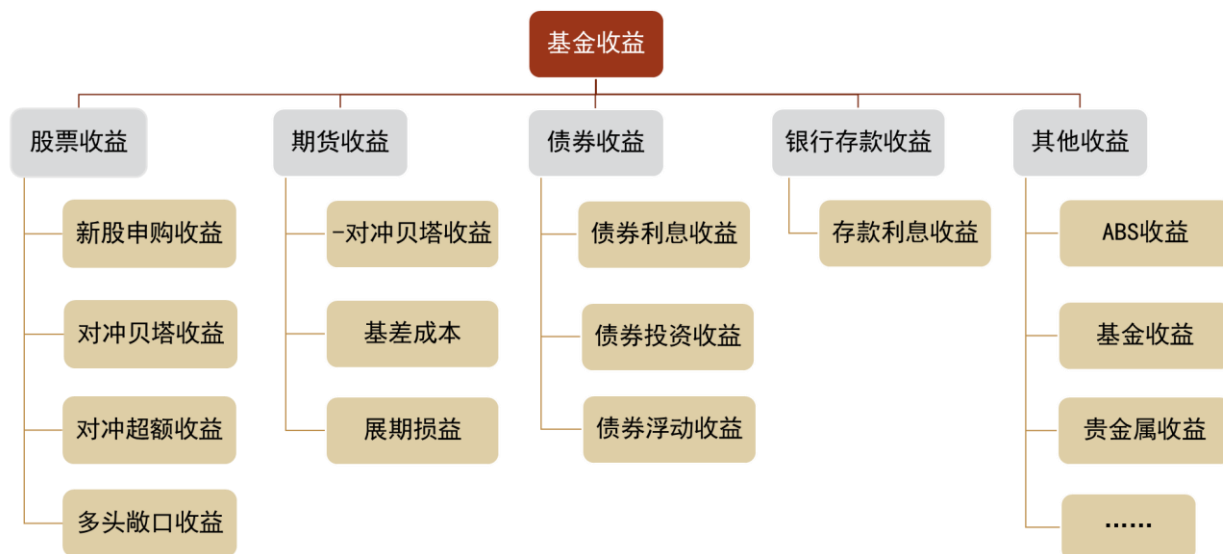
对于报告期平均资产规模的估计一般有三种方式，多季度净资产平均、管理费反推和加权平均净值利润率反推，三种方式均存在不同程度的误差，因此本文在后续计算时，采取三者计算出的收益率与实际收益率误差孰低原则，动态选择计算方式。值得一提的是，在计算 H2 数据时，需要减去对应利润表中的 H1 数据。

$$\text{报告期平均资产规模} = \begin{cases} \frac{\text{多季度净资产平均}}{\text{报告期管理费用}} \\ \text{报告期管理费率}_{\text{半年报数据需要年化处理}} \\ \frac{\text{报告期利润}}{\text{报告期加权平均净值利润率}} \end{cases}$$

在计算对冲股指涨跌幅时，其计算方法如下：

$$\text{对冲股指涨跌幅} = \sum_{i=1}^3 \frac{\text{报告期内季度平均持仓市值}_i}{\text{报告期内季度平均期货持仓市值}} * \text{半年度股指涨跌幅}_i$$

图表 25：基于利润表的股票多空基金收益分解



资料来源：中金公司研究部

图表 26：基于利润表的股票多空基金收益分解

收益类别	细分类别	对应利润表科目或计算方式
股票收益	新股申购收益	注册制：期间获配新股股数*（新股上市首日均价-发行价） 核准制：期间获配新股股数*（新股上市开板日均价-发行价） 注：对于核准制融资较大采用比例限售的新股，仅考虑上市可流通部分收益
	对冲贝塔收益	$abs(期货投资市值均值) * 对冲股指涨跌幅$
	对冲超额收益	$abs(期货投资市值均值) * (非新股收益/股票投资市值均值 - 对冲股指涨跌幅)$
	多头敞口收益	$(1 - abs(期货投资市值均值)/股票投资市值均值) * 非新股收益$
期货收益	-对冲贝塔收益	$-abs(期货投资市值均值) * 对冲股指涨跌幅$
	基差成本	衍生品收益+对冲贝塔收益
	展期损益	
债券收益	债券利息收益	债券利息收入+买入返售金融资产收入
	债券投资收益	债券投资收益
	债券浮动收益	债券公允价值变动收益
银行存款收益	银行存款收益	存款利息收益
其他收益	ABS 收益	收入-股票收益-期货收益-债券收益-银行存款收益
	基金收益	
	贵金属收益	
	.....	

资料来源：中金公司研究部

注：投资市值均值为半年期内三个报告期披露值的平均

## 选股和打新超额是主要的收益来源

整体来看，股票多空基金的收益主要来源于选股及网下打新的超额收益。基于前文收益分解体系对当前存续的股票多空基金收益进行分解，并分报告期求平均值。分报告期来看，2017年后新股申购能够提供较为稳定的正收益；期货端在2017H1、2019H1、2020全年和2021H2也贡献了较多正收益，但总体来看期货端波动最大，是主要的成本项；选股的超额收益在2018H1、2020H1、2021H1均贡献较多正收益，但选股收益贡献波动也较大；多头敞口在上涨及震荡市中可以提供稳定的正收益，但整体贡献相对较小；债券端收益贡献波动较大。

图表 27：基于利润表的股票多空基金收益分解（报告期均值）

报告期	基金数量	对冲贝塔收益	对冲超额收益	多头敞口收益	基差成本+展期损益	债券收益	新股申购收益	存款收益	其他收益	费用	估算收益
2014/6/30	1	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	-0.2%	0.4%	0.0%	0.7%	0.4%	2.4%
2014/12/31	4	7.0%	7.0%	4.5%	16.1%	-16.6%	0.5%	0.0%	0.1%	-3.6%	-0.4%
2015/6/30	8	5.4%	5.7%	7.8%	3.1%	-5.8%	0.2%	0.0%	0.3%	6.3%	9.8%
2015/12/31	11	-1.0%	-1.0%	0.5%	-0.1%	0.3%	0.3%	0.0%	0.6%	-0.4%	0.2%
2016/6/30	12	-1.3%	-1.3%	1.4%	-0.1%	-1.6%	0.3%	0.3%	0.6%	-0.1%	-0.3%
2016/12/31	12	0.8%	0.8%	-0.8%	-0.1%	-1.2%	0.4%	1.6%	0.5%	0.8%	0.1%
2017/6/30	14	3.2%	3.2%	-0.7%	0.2%	1.8%	0.4%	1.9%	0.4%	-2.4%	0.4%
2017/12/31	14	4.7%	4.7%	0.8%	0.5%	-2.8%	0.3%	2.3%	0.2%	1.7%	1.7%
2018/6/30	15	-6.6%	-6.6%	2.2%	-0.4%	-4.1%	0.5%	1.2%	0.2%	3.5%	1.7%
2018/12/31	15	-6.3%	-6.3%	-1.2%	-0.7%	1.0%	0.5%	0.7%	0.2%	-1.1%	-1.7%
2019/6/30	15	17.2%	17.2%	-2.0%	1.1%	6.7%	0.3%	1.3%	0.1%	-3.8%	2.5%
2019/12/31	15	4.5%	4.6%	0.6%	0.4%	-0.9%	0.5%	6.4%	0.1%	-0.6%	5.0%
2020/6/30	22	0.9%	0.9%	3.8%	0.5%	0.1%	0.1%	2.2%	0.2%	-1.5%	4.2%
2020/12/31	24	13.6%	12.2%	0.0%	1.4%	0.2%	0.3%	3.0%	0.1%	-2.1%	1.3%
2021/6/30	25	0.3%	0.2%	3.1%	0.3%	-6.6%	0.2%	2.1%	0.1%	3.8%	1.5%
2021/12/31	25	-2.1%	-2.1%	0.0%	-0.2%	2.4%	0.3%	1.4%	0.1%	-3.7%	-0.8%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：数据截至 2021.12.31，均值（方差）贡献是对应收益 2017 年以来的均值（方差）占估算收益均值（方差）的比例

接下来，我们以目前规模较大且成立时间较长的基金为例，对比分析汇添富绝对收益策略 A、南方绝对收益策略 A 和海富通阿尔法对冲 A 具体的收益来源。

**汇添富绝对收益策略 A 收益主要来源于选股和信用债，南方绝对收益策略 A 收益主要来源于打新，海富通阿尔法对冲 A 收益来源多元。**汇添富绝对收益策略 A 的对冲超额收益在绝大部分时间段均贡献了稳定的正收益，尽管 2018H2 权益资产损失较大，但债券收益较好的弥补了损失。南方绝对收益策略自 2018 年以来打新收益贡献突出。海富通阿尔法对冲 A 的收益来源较为多元，对冲超额收益、期货端和打新收益都曾贡献过可观正收益。

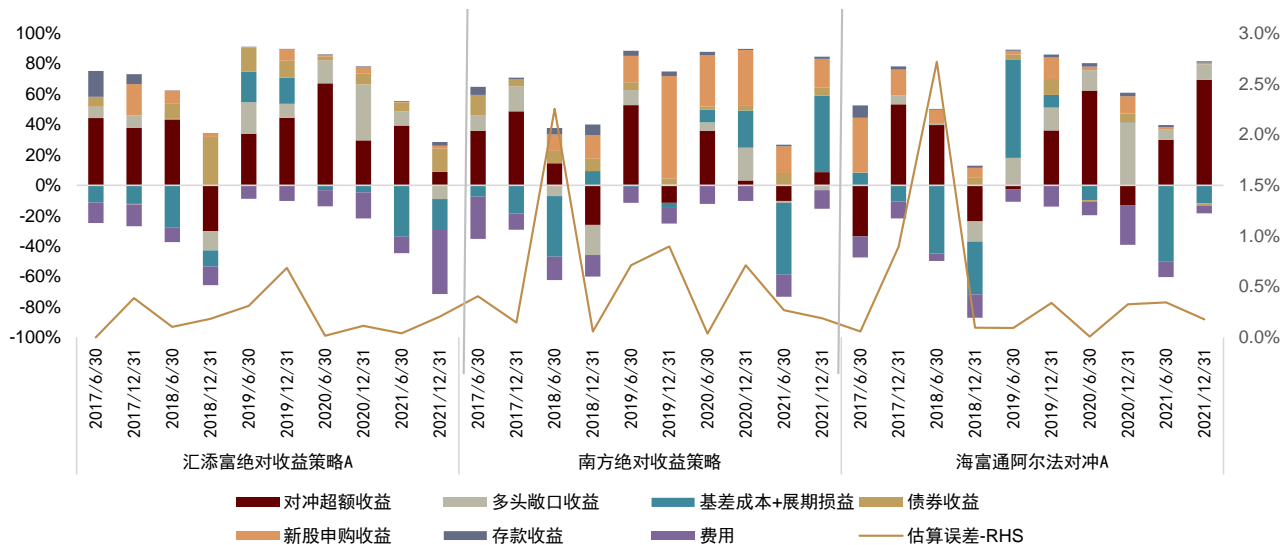
图表 28：汇添富绝对收益策略 A、南方绝对收益策略 A、海富通阿尔法对冲 A 收益分解

基金名称	报告期	对冲贝 塔收益	对冲超 额收益	多头敞 口收益	基差成本+ 展期损益	债券 收益	新股申 购收益	存款 收益	其他 收益	费用
汇添富绝对收益策略 A	2017/6/30	0.9%	2.1%	0.3%	-0.5%	0.3%	0.0%	0.8%	-0.6%	-0.6%
	2017/12/31	4.2%	4.3%	0.9%	-1.4%	0.0%	2.3%	0.7%	1.2%	-1.6%
	2018/6/30	-5.5%	6.2%	0.0%	-3.9%	1.5%	1.2%	0.0%	2.8%	-1.4%
	2018/12/31	-4.6%	-3.7%	-1.6%	-1.3%	3.9%	0.3%	0.0%	1.3%	-1.5%
	2019/6/30	9.2%	4.3%	2.6%	2.5%	2.1%	0.0%	0.0%	-3.0%	-1.1%
	2019/12/31	4.3%	6.9%	1.4%	2.7%	1.7%	1.1%	0.1%	-7.2%	-1.6%
	2020/6/30	1.2%	6.8%	1.5%	-0.3%	0.3%	0.1%	0.0%	-2.3%	-1.1%
	2020/12/31	9.9%	2.1%	2.6%	-0.3%	0.5%	0.3%	0.0%	-0.6%	-1.2%
	2021/6/30	0.6%	4.3%	1.0%	-3.7%	0.6%	0.1%	0.0%	2.2%	-1.2%
	2021/12/31	-1.7%	0.3%	-0.3%	-0.6%	0.5%	0.1%	0.1%	-1.8%	-1.3%
南方绝对收益策略	2017/6/30	1.5%	1.5%	0.4%	-0.3%	0.6%	0.0%	0.2%	-1.4%	-1.2%
	2017/12/31	2.4%	6.9%	2.3%	-2.6%	0.7%	0.0%	0.1%	1.1%	-1.5%
	2018/6/30	-4.2%	1.1%	-0.5%	-3.1%	0.6%	0.8%	0.3%	2.0%	-1.2%
	2018/12/31	-3.9%	-1.5%	-1.1%	0.5%	0.5%	0.9%	0.4%	-0.9%	-0.8%
	2019/6/30	9.1%	4.1%	0.8%	-0.1%	0.4%	1.4%	0.3%	-2.0%	-0.8%
	2019/12/31	2.2%	-1.3%	0.1%	-0.4%	0.4%	7.4%	0.3%	0.3%	-1.1%
	2020/6/30	0.6%	3.4%	0.5%	0.8%	0.2%	3.1%	0.2%	-2.0%	-1.1%
	2020/12/31	10.1%	0.3%	2.2%	2.5%	0.4%	3.7%	0.1%	-2.3%	-1.0%
	2021/6/30	0.1%	-0.5%	-0.1%	-2.3%	0.4%	0.8%	0.1%	2.1%	-0.7%
	2021/12/31	-0.9%	0.4%	-0.1%	2.0%	0.2%	0.8%	0.1%	-2.6%	-0.5%
海富通阿尔法对冲 A	2017/6/30	2.7%	-2.7%	0.0%	0.7%	0.0%	2.9%	0.7%	-0.9%	-1.1%
	2017/12/31	5.1%	7.5%	0.8%	-1.5%	0.0%	2.4%	0.3%	0.9%	-1.6%
	2018/6/30	-10.5%	12.8%	0.3%	-14.4%	0.0%	2.9%	0.2%	4.5%	-1.6%
	2018/12/31	-7.1%	-2.1%	-1.2%	-3.1%	0.5%	0.6%	0.1%	5.8%	-1.4%
	2019/6/30	14.5%	-0.3%	2.4%	8.5%	0.5%	0.3%	0.1%	-6.1%	-1.1%
	2019/12/31	4.1%	2.8%	1.1%	0.7%	0.8%	1.1%	0.2%	-2.0%	-1.1%
	2020/6/30	1.1%	7.2%	1.6%	-1.1%	-0.1%	0.3%	0.3%	-2.6%	-1.0%
	2020/12/31	12.1%	-0.6%	1.9%	0.0%	0.3%	0.5%	0.1%	-1.7%	-1.2%
	2021/6/30	0.3%	3.4%	0.7%	-5.7%	0.0%	0.2%	0.2%	4.1%	-1.2%
	2021/12/31	-2.3%	13.9%	2.0%	-2.4%	-0.3%	0.2%	0.2%	-	-1.0%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：数据截至 2021.12.31

图表 29：汇添富绝对收益策略 A、南方绝对收益策略 A、海富通阿尔法对冲 A 收益占比



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：数据截至 2021.12.31





## 股票多空基金多维度刻画及优选

### 构建股票多空基金多维指标体系

前文通过挖掘定期报告数据对股票多空基金的配置策略和收益来源进行解析，本节我们结合净值数据对股票多空基金做更全面的刻画，在原有体系的基础上调整如下：

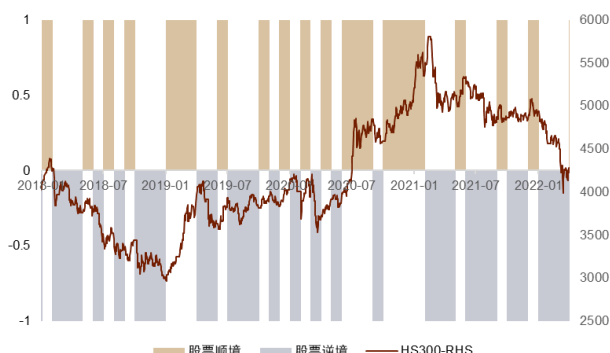
- **最长回撤修复时间**：采用区间内基金创新高所需的最长时间进行计算，代表持有基金亏损时，回本所需要的最长天数。
- **顺境进攻性和逆境防守性**：由前述分析可知，股票多空基金主要选择沪深 300 股指期货进行对冲，因此我们股指变量选择沪深 300 指数月度收益率，期货变量选择沪深 300 股指期货基差年化收益率的月度均值，与前三年中位数进行对比，作为顺逆境判断指标。

图表 30：股票多空基金多维刻画指标体系

大类指标	细分指标	指标计算方式/含义
股票投资贡献	对冲超额收益	$\text{abs}(\text{期货投资市值均值}) * (\text{非新股收益} / \text{股票投资市值均值} - \text{对冲股指涨跌幅})$
债券投资贡献	债券利息收益	债券利息收入 + 买入返售金融资产收入
	债券投资收益	债券投资收益
	债券浮动收益	债券公允价值变动收益
期货投资贡献	基差成本+套期损益	衍生品收益+对冲贝塔收益
多头择时贡献	多头敞口收益	$(1 - \text{abs}(\text{期货投资市值均值}) / \text{股票投资市值均值}) * \text{非新股收益}$
打新收益贡献	新股申购收益	注册制：期间获配新股股数 * (新股上市首日均价 - 发行价) 核准制：期间获配新股股数 * (新股上市开板日均价 - 发行价) 注：对于核准制融资较大采用比例限售的新股，仅考虑上市可流通部分收益
收益获取	年化收益率	区间内年化收益率
	卡玛比率	区间内年化收益率 / $\text{abs}(\text{区间内最大回撤})$
	夏普比率	区间内(日均收益率 - 无风险利率) / 日波动率年化值
风险控制	最大回撤	区间内最大回撤
	波动率	区间内基金日收益波动率年化
	最长回撤修复时间	区间内创新高所需最长时间
投资持有体验	月度胜率	区间内上涨月份数量 / 区间内月份总数
	季度胜率	区间内上涨季度数量 / 区间内季度总数
	任意时点持有 6 个月胜率	区间内任意时点买入持有 6 个月收益为正概率
	任意时点持有 12 个月胜率	区间内任意时点买入持有 12 个月收益为正概率
顺境进攻性	股市顺境收益率	区间内股票市场顺境月份累积收益率
	期货顺境收益率	区间内期货市场顺境月份累积收益率
逆境防御性	股市逆境收益率	区间内股票市场逆境月份累积收益率
	期货逆境收益率	区间内期货市场逆境月份累积收益率

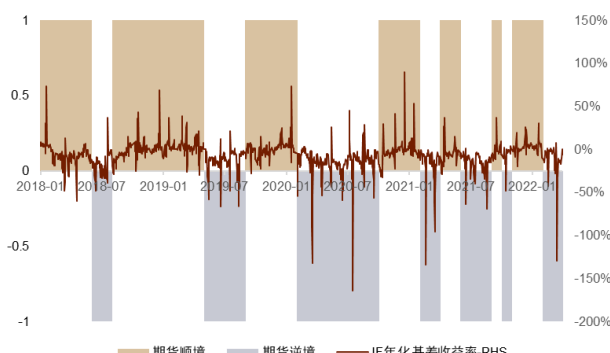
资料来源：中金公司研究部

图表 31：2018 年以来股票市场顺逆境阶段划分



资料来源：万得资讯，中金公司研究部  
注：2018.01.01~2022.03.31

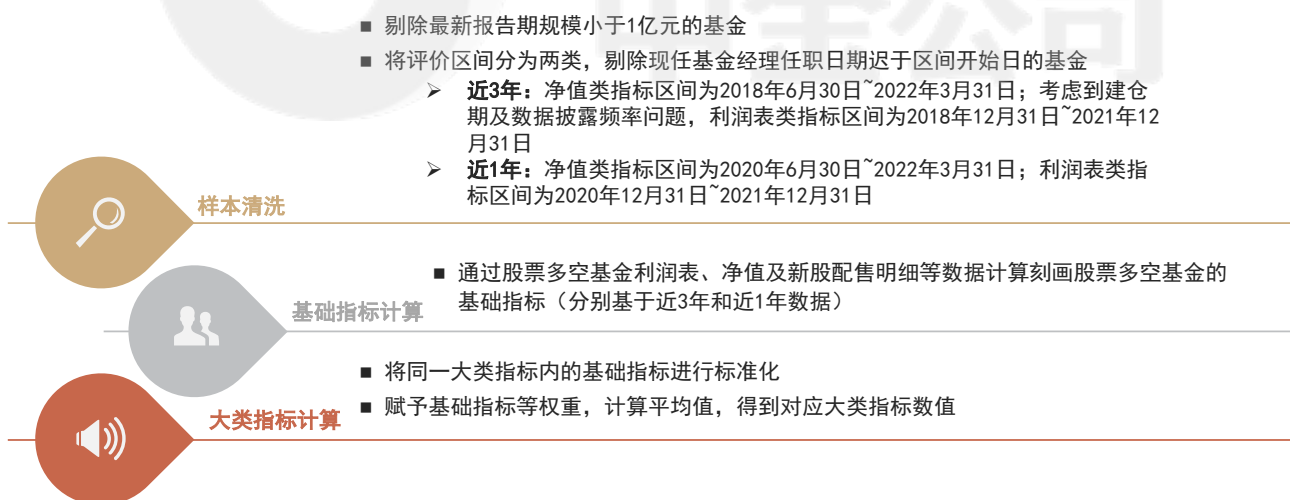
图表 32：2018 年以来期货市场顺逆境阶段划分



资料来源：万得资讯，中金公司研究部  
注：2018.01.01~2022.03.31

具体计算流程来看，首先剔除最新报告期规模低于 1 亿元的基金，并根据股票多空基金的现任基金经理任职日期将计算时间区间分为两类（近 3 年和近 1 年），剔除现任基金经理任职日期迟于对应开始区间的基金；进而，根据底层数据计算股票多空基金的基础指标（对于净值类指标时间区间选为 2018H1-2022Q1 和 2020H1-2022Q1，对于利润表类指标时间区间选为 2018H2-2021H2 和 2020H2-2021H2）；最后，对同一大类指标内的基础指标进行标准化并取均值，得到基金大类指标数值。

图表 33：股票多空基金多维刻画指标计算流程



资料来源：中金公司研究部

## 基金优选：2020 年以来优选基金净值指标表现优异

从 2018 年以来的样本基金来看，股票多空基金大部分难以兼顾顺境进攻性和逆境防守性，综合指标较高的基金在净值类和收益贡献类指标中都有较为突出项目，但各项指标大小并不均衡，存在个别短板。

从 2020 年以来的样本基金来看，综合指标较高的股票多空基金在兼顾顺境进攻性和逆境防守性表现均不错，并且收益获取、风险控制、持有体验、债券投资贡献和打新收益贡献等多维度都位于前列，短板项目较少，综合能力均衡。

图表 34：2018 年以来股票多空基金多维指标刻画

基金名称	收益获取	风险控制	持有体验	顺境进攻性	逆境防守性	股票投资贡献	多头择时贡献	期货投资贡献	债券投资贡献	打新收益贡献
汇添富绝对收益策略 A	36%	-8%	65%	98%	9%	23%	8%	-1%	10%	2%
安信稳健阿尔法定开 A	89%	0%	65%	64%	53%	-18%	1%	27%	3%	30%
工银瑞信绝对收益 A	68%	-19%	88%	85%	44%	0%	1%	9%	3%	15%
南方绝对收益策略	58%	-22%	81%	92%	38%	5%	2%	3%	3%	19%
华宝量化对冲 A	34%	12%	33%	43%	53%	-5%	1%	18%	3%	17%
海富通阿尔法对冲 A	0%	-37%	72%	68%	0%	26%	9%	-4%	2%	3%
富国绝对收益多策略 A	33%	-57%	10%	56%	68%	2%	6%	21%	1%	23%
华泰柏瑞量化收益	22%	-16%	24%	0%	100%	6%	1%	-3%	0%	22%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：数据区间 2018.01.01-2022.03.31，涵盖 2018 年之前成立所有产品

图表 35：2020 年以来股票多空基金多维指标刻画

基金名称	收益获取	风险控制	持有体验	顺境进攻性	逆境防守性	股票投资贡献	多头择时贡献	期货投资贡献	债券投资贡献	打新收益贡献
申万菱信量化对冲策略	80%	33%	73%	82%	50%	1%	4%	-7%	2%	10%
嘉实对冲套利 A	72%	6%	73%	94%	44%	1%	2%	2%	1%	11%
嘉实绝对收益策略 A	82%	2%	65%	99%	45%	4%	2%	-3%	1%	12%
工银瑞信绝对收益 A	55%	20%	71%	76%	35%	2%	2%	2%	1%	7%
安信稳健阿尔法定开 A	72%	19%	68%	78%	56%	-1%	1%	5%	1%	16%
中邮绝对收益策略	76%	-4%	95%	55%	78%	2%	1%	-1%	0%	8%
中融智选对冲策略 3 个月定开	43%	8%	79%	61%	38%	3%	1%	-1%	1%	10%
南方绝对收益策略	46%	-30%	68%	82%	35%	0%	2%	2%	1%	5%
华夏安泰对冲策略 3 个月定开	42%	0%	65%	51%	68%	16%	3%	-14%	0%	7%
汇添富绝对收益策略 A	19%	-17%	43%	71%	0%	7%	3%	-5%	2%	0%
海富通安益对冲 A	24%	-37%	57%	64%	23%	9%	3%	-2%	0%	0%
富国量化对冲策略 3 个月 A	36%	-6%	62%	31%	85%	9%	1%	-13%	0%	4%
华宝量化对冲 A	28%	8%	32%	54%	35%	-6%	0%	11%	2%	5%
光大阳光对冲策略 6 个月 A	18%	-30%	9%	42%	27%	21%	2%	-14%	2%	0%
海富通阿尔法对冲 A	13%	-42%	49%	54%	11%	17%	5%	-8%	0%	1%
景顺长城量化对冲策略 3 个月	27%	-6%	48%	25%	51%	6%	1%	-10%	0%	6%
富国绝对收益多策略 A	3%	-48%	2%	45%	10%	-1%	3%	12%	0%	3%
华泰柏瑞量化收益	31%	-25%	41%	0%	93%	0%	0%	-7%	0%	8%
广发对冲套利	0%	-66%	12%	46%	14%	-2%	1%	0%	0%	4%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：数据区间 2020.01.01-2022.03.31，涵盖 2020 年之前成立所有产品

## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

#### 中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

#### 股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

#### 行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624  
编辑：金灿





### 北京

中国国际金融股份有限公司  
中国北京建国门外大街 1 号  
国贸写字楼 2 座 28 层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505 1166  
传真: (86-10) 6505 1156

### 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路 5033 号  
平安金融中心 72 层  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

### 东京

中国国际金融日本株式会社  
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号  
丸の内二重橋ビル 2 1 階  
Tel: (+813) 3201 6388  
Fax: (+813) 3201 6389

### 纽约

CICC US Securities, Inc  
32<sup>nd</sup> Floor, 280 Park Avenue  
New York, NY 10017, USA  
Tel: (+1-646) 7948 800  
Fax: (+1-646) 7948 801

### 伦敦

China International Capital Corporation (UK)  
Limited  
25th Floor, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (+44-20) 7367 5718  
Fax: (+44-20) 7367 5719

### 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

### 香港

中国国际金融（香港）有限公司  
香港中环港景街 1 号  
国际金融中心第一期 29 楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch  
Office  
One Embarcadero Center, Suite 2350,  
San Francisco, CA 94111, USA  
Tel: (+1) 415 493 4120  
Fax: (+1) 628 203 8514

### 新加坡

China International Capital Corporation  
(Singapore) Pte. Limited  
6 Battery Road, #33-01  
Singapore 049909  
Tel: (+65) 6572 1999  
Fax: (+65) 6327 1278

### 法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)  
GmbH  
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311  
Frankfurt a.M, Germany  
Tel: (+49-69) 24437 3560