

量化策略 2023 年展望：待时而动



刘均伟 分析员

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



周潇潇 分析员

SAC 执证编号: S0080521010006
SFC CE Ref: BRA090
xiaoxiao.zhou@cicc.com.cn



古翔 分析员

SAC 执证编号: S0080521010010
SFC CE Ref: BRE496
xiang.gu@cicc.com.cn

量化策略 2023 年展望：我们认为 2023 年的投资环境存在较强的不确定性，主要体现在**经济、疫情、美债**三个方面，使得明年量化投资的核心变量在于**市场波动与市场情绪**。在此背景下，我们认为：（1）资产配置方面，股市相比债市有更高盈亏比，但胜率层面股市并不具备优势；（2）策略配置方面，CTA趋势策略的配置价值有所提升，而股票市场中性策略或将受到一定影响；（3）因子策略方面，衡量风险属性的价值因子、波动率因子、盈利能力因子的有效性可能较好，中小盘仍值得关注；（4）行业轮动方面，在模型中可重点关注量价技术和营运效率改善指标；（5）衍生品方面：期权波动率策略有效性或提升。

投资环境的三方面不确定性：经济、疫情与美债

（1）明年宏观经济政策的力度与方向存在一定不确定性。我国明年宏观经济与政策存在较多待确定的问题，为明年宏观经济政策的力度与方向带来一定的不确定性。从 2020 年 9 月份以来，中国经济政策不确定性指数有所上升，未来宏观政策有一定不确定性。

（2）明年疫情发展存在一定不确定性。今年以来，全球疫情时有散状反复，为明年的全球疫情发展带来一定不确定性。我们滚动计算了近 1 年国内新冠疫情日新增人数的标准差，以此来度量国内疫情的不确定性。从 3 月份至今，该数据呈现明显上升，当前处于历史较高水平，意味着疫情发展的不确定有所增加。

（3）美债利率明年存在一定不确定性。在美国当前通胀高企叠加衰退预期的背景下，我们认为明年美债利率或将延续较大波动。我们计算了十年期美债实际利率的滚动 1 年标准差，以此来度量美债利率的不确定性。从结果看，该数据今年以来有较为明显的上行，或将带来明年美债利率高波动的延续。

超预期情形的可能性亦不可完全忽视。疫情形势好转，对经济的影响显著下降，或将释放居民部门所积累的消费潜力，带来需求层面的复苏，以及资本市场投资者情绪的提振。同时，参考中金大类资产配置团队已发布研究报告《[新视角看通胀变数与市场变局](#)》的观点，基于CPI通胀分项数据的分析，美国CPI通胀在 3 个季度内回落到较低水平的可能性依然存在，在此情境下，美债利率亦可能超预期下行。

市场结构变化：投资宽度持续提升，公募持仓集中度延续回落

采用不同类型机构投资者的持仓合集股票数量来观察市场投资宽度，我们发现近期市场的投资宽度仍处于上升趋势，同时持仓集中度指标出现明显的回落，因此我们认为未来一段时间将很有可能继续是量化策略Alpha相对容易获取的时间，且中小盘股票的机会仍值得关注。

不确定性下的核心变量：市场波动与市场情绪

（1）高不确定性带来市场高波动。当投资环境的不确定性较高时，市场难以有高确定性的主线与方向，因此往往出现宽幅波动的情形。我们使用中证 800 滚动 1 年波动率来度量市场波动率，并计算市场波动率与政策、疫情、美债不确定性之间的相关性，从结果看均为正相关关系，即投资环境的高不确定性会带来市场的高波动性。

（2）高不确定性一定程度压制市场情绪。当投资环境的不确定性较高时，投资者的风险偏好降低，因此股票市场投资者的情绪一定程度被压制。我们使用中证 800 的强势成分股占比和新增投资者数量两个指标来度量市场情绪，并计算了它们与政策、疫情、美债不确定性之间的相关性，从结果看均为负相关关系，即投资环境的高不确定性会压制股票市场投资者的情绪。

2023 年度A股量化投资展望

（1）资产配置：股市相比债市有更高赔率。我们认为在股权风险溢价较高的状态下，2023 年股市相比债市拥有更高上涨空间，即更高的赔率。但在胜率方面，由于投资环境不确定性增加或将带来市场高波动以及投资者情绪降低，我们认为股市在上涨概率方面相比债市并无显著优势，不排除出现双向震荡的可能。

（2）策略配置：CTA配置价值提升，中性策略静待时机。我们认为明年在市场波动率较高、股市胜率受到压制的状态下，CTA趋势策略的配置价值有所提升，而股票市场中性策略或将受到一定影响，仍需等待配置时机。

（3）因子策略：看好价值、低波、盈利，中小盘仍值得关注。在投资环境不确定性较高的情形下，衡量风险属性的价



值因子、波动率因子、盈利能力因子的有效性可能较好。但如果出现超预期情形，即疫情形势明显改善，投资者情绪将表现出较大的提振，此时规模、流动性等价值因子或将有更为出色的表现。

(4) 行业轮动：关注量价技术和营运效率改善指标。量价技术和营运效率改善这两类微观特征指标在不同的宏观经济增长和流动性状态下会呈现出比较显著的预测能力的差异，因此建议在模型中重点关注这两类指标。

(5) 衍生品：期权波动率策略有效性或提升。较高市场波动环境下，期权策略有效性将提升，同时雪球等场外衍生品或将受益于波动上升，基差或长期收敛。

更多作者及其他信息请见文末披露页



目录

2022 年量化投资：权益市场趋弱，中性策略占优	4
大类资产回顾：权益资产弱势下行，债券市场整体震荡	4
量化策略回顾：中性策略和 CTA 趋势策略表现相对较好	7
风格因子回顾：价量因子总体表现较好，成长、价值风格切换频繁	8
投资环境不确定性下的核心变量	10
投资环境的三方面不确定性：经济、疫情与美债	10
不确定性下的核心变量：市场波动与市场情绪	13
不可完全忽视的超预期情形	14
市场结构变化：投资宽度持续提升，公募持仓集中度延续回落	14
2023 年 A 股量化投资展望	17
资产配置：股市相比债市有更高赔率	17
策略配置：CTA 配置价值提升，中性策略静待时机	18
因子策略：看好价值、低波、盈利	19
行业轮动：关注量价技术和营运效率改善指标	20
衍生品：期权波动率策略有效性或提升	21
风险提示	25

2022 年量化投资：权益市场趋弱，中性策略占优

大类资产回顾：权益资产弱势下行，债券市场整体震荡

股市：整体弱势下行

2022 年 1 月-10 月，A 股市场整体呈现下行态势。截至 10 月 31 日，沪深 300 指数由 4918 点跌至 3509 点，下跌 28.65%；中证 500 指数由 7354 点跌至 5807 点，下跌 21.04%。而分阶段来看，全年的股票市场可分为两段下行期与一段反弹期。具体来说：

- ▶ **第一阶段：1 月至 4 月 26 日的大幅下跌期。**第一阶段 A 股市场大幅下跌，1 月 4 日至 4 月 26 日，沪深 300 指数由 4918 点跌至 3784 点，下跌 23.06%；中证 500 指数由 7354 点跌至 5234 点，下跌 28.83%。在这一阶段，A 股市场主要经受了外部环境恶化和内部风险加剧的双重压力。外部环境方面，美国通胀压力不断上行，美联储在三月份进行了近年来首次加息，致使全球流动性趋紧；同时俄乌冲突持续升级进一步引发全球资本的恐慌。两者利空叠加导致全球股指普遍下行，进而传导至 A 股市场。内部风险方面，年初国内金融数据不及市场预期，基金市场普遍低迷；新冠变异毒株奥密克戎的流行引发疫情再度席卷而来，使得全国经济受到一定影响，内外交困导致 A 股大幅下跌。在这一阶段，经济形势的整体恶化使得小盘股承受了更大的下行压力，导致中证 500 指数表现弱于沪深 300 指数。
- ▶ **第二阶段：4 月 27 日至 7 月初的触底反弹期。**第二阶段 A 股市场触底反弹，4 月 27 日是行情的转折点，当日 A 股市场触底反弹，上证指数大涨 2.49%。4 月 27 日至 7 月 5 日，沪深 300 指数由 3784 点涨至 4490 点，上涨 18.66%；中证 500 指数由 5234 点涨至 6512 点，上涨 24.42%。在这一阶段，驱使 A 股反弹的动力主要来自于内部环境的回暖。一是经历了前 4 个月的超跌后，随着一季报业绩披露与上海疫情等利空的出尽，市场情绪逐渐缓和；二是四月底开始高层会议不断释放利好信号，包括 4 月 29 日中央政治局会议¹、5 月 23 日国常会²与 5 月 25 日全国稳经济大盘电视会议³等，均强调要落实部署一系列稳经济政策；三是经济形势有一定好转，5 月 6 月社融增量均超预期，PMI 持续回升，市场得到了一定的修复。在这一阶段，A 股市场风格开始转向成长风格，中证 500 指数表现优于沪深 300 指数。
- ▶ **第三阶段：7 月初至 10 月的弱势下跌期。**第三阶段 A 股市场弱势下跌，7 月后，二季度的反弹并未能持续，A 股市场再次走低。7 月 5 日至 10 月 31 日，沪深 300 指数由 4490 点跌至 3509 点，下跌 21.85%；中证 500 指数由 6512 点跌至 5807 点，下跌 10.83%。在这一阶段，A 股市场同样面临内外两方的压力。外部环境方面，俄乌冲突仍在持续，欧美通胀仍超预期，全球流动性持续收紧，一系列利空因素再次带动全球股市下挫；美元的持续走强也使得北向资金不断流出，进一步增加了 A 股的压力。内部环境方面，国内疫情形势再度恶化，并在部分地区反复，导致消费市场持续疲弱；同时 5 月 6 月由低基数带来的反弹效应逐步消失，经济基本面的恢复整体不及预期。这一阶段的市场延续了偏成长的风格，中证 500 指数表现强于沪深 300 指数。

¹ <https://www.mca.gov.cn/article/xw/tt/202204/20220400041693.shtml>

² <http://www.gov.cn/guowuyuan/cwhy/20220523c14/index.htm>

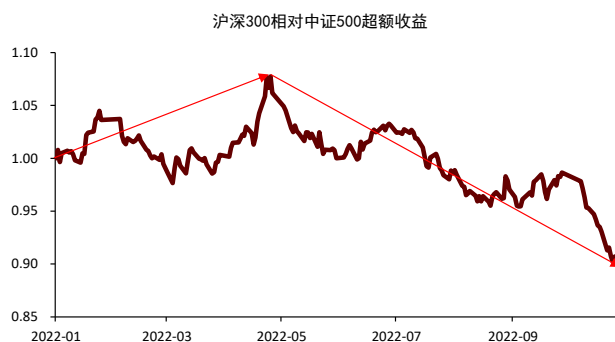
³ http://www.gov.cn/xinwen/2022-05/26/content_5692447.htm

图表 1：股市在前 10 个月整体呈下行趋势



资料来源：Wind，中金公司研究部。数据截至 2022/10/31

图表 2：沪深 300 相比中证 500 先强后弱



资料来源：Wind，中金公司研究部。数据截至 2022/10/31

债券：震荡为主旋律

2022 年 1 月-10 月，债券市场整体呈现双向震荡格局。截至 10 月 31 日，十年期国债期货由 100.750 点涨至 101.770 点，上涨 1.01%。分阶段来看，全年的国债期货市场可分为 1 月至 6 月的震荡下行与 7 月至 10 月的反弹横盘两段行情走势。具体来说：

- ▶ **第一阶段：1 月至 6 月的震荡下行期。**上半年国债期货市场呈现震荡下行走势。1 月 4 日至 6 月 30 日，十年期国债期货由 100.705 点跌至 99.995 点，下跌 0.82%。1 月受央行降息影响，国债期货价格走出一波上升行情。2 月 11 日社融数据公布后超市场预期，国债期货价格再度下行。3 月至 6 月间一方面受国内疫情影响，经济基本面疲弱；另一方面政策强调稳增长，同时国内的货币政策宽松程度不及市场预期。各方面多空因素综合，导致国债期货价格未走出趋势性行情，保持横盘震荡。
- ▶ **第二阶段：7 月至 10 月的反弹横盘期。**下半年国债期货市场走出先冲高后横盘的行情，7 月 1 日至 10 月 31 日，十年期国债期货由 99.995 点涨至 101.770 点，上涨 1.78%。7 月与 8 月间，国内疫情反复，经济基本面持续走弱，8 月 15 日央行再次降息，利多条件叠加打破了原有的震荡格局，推动国债期货价格单边上行，直到 9 月重返震荡调整行情。9 月下旬受人民币贬值影响价格走出一波下跌形势，10 月整体再度调整上行。

图表 3：债市在前 10 个月先跌后涨，整体震荡



资料来源：Wind，中金公司研究部。数据截至 2022/10/31

商品：高波动的上涨行情

2022 年 1 月-10 月，大宗商品市场在高波动下取得较高正收益。截至 10 月 31 日，南华商品指数由 1989 点涨至 2136 点，上涨 7.35%，最高点 2577 点，最低点 1964 点；分三阶段看，第一阶段呈现快速冲高后震荡的走势，第二阶段急速回撤，第三阶段小幅上行。具体来说：

- ▶ **第一阶段：1 月至 6 月上旬的快速冲高期。**1 月至 6 月上旬大宗商品价格整体上行，1 月 4 日至 6 月 8 日，南华商品指数由 1989 点涨至 2577 点，上涨 28.98%。1 月与 2 月延续去年年底以来的行情持续走高，2 月底俄乌冲突的升级更是引发了市场对能源与农产品等商品供应链中断的普遍担忧，加速推高了商品指数的快速上升。国内则致力于稳定经济增长，相关政策集中在投资端发力，推高了市场对基建地产相关原材料需求的预期。但随着美国通胀的持续恶化，美联储加快加息的步伐，全球流动性紧缩，大宗商品的价格压力越来越大，导致二季度上涨幅度下降，整体呈现震荡上行的态势。
- ▶ **第二阶段：6 月上旬至 7 月下旬的急速回撤期。**6 月 8 日至 7 月 15 日，南华商品指数由 2573 点跌至 1964 点，下跌 23.79%。在这一阶段，市场对经济衰退的预期明显增强，需求端疲弱的预期成为市场的主要矛盾，导致商品价格开始持续下行。同时对美联储的加息预期和美元指数的持续走强，进一步加剧了价格的跌幅。
- ▶ **第三阶段：7 月下旬至 10 月的小幅上行期。**7 月 18 日至 10 月 31 日，南华商品指数由 1964 点涨至 2136 点，上涨 8.72%。7 月下旬，市场对衰退的预期开始转弱，价格探底回升。8 月以来的商品市场并无明显趋势，一方面美国通胀压力依旧存在，经济基本面的改善有限，美债利率开始倒挂，衰退风险仍存；另一方面俄乌冲突持续，供给端依旧承压。这一阶段各种多空因素并存博弈，推动大宗商品价格小幅上行。

图表 4：商品在前 10 个月的高波动环境中取得较高正收益

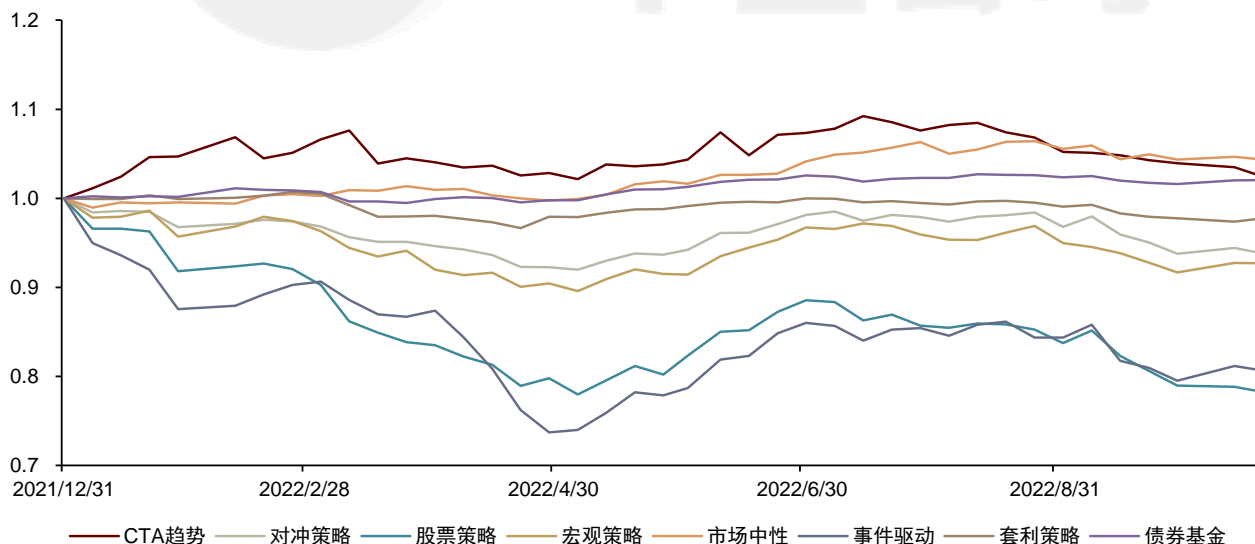


资料来源：Wind，中金公司研究部。数据截至 2022/10/31

量化策略回顾：中性策略和 CTA 趋势策略表现相对较好

2022 年前 10 个月是对于各种量化策略均较为艰难的一段时间。我们统计了朝阳永续发布的 8 个私募精选指数在 2022 年前 10 个月的表现，从结果看，表现最好的为市场中性策略，前 10 个月累计涨跌幅为 4.67%，表现最差的为股票多头策略，前 10 个月累计涨跌幅为-22.06%。

图表 5：各量化策略前 10 个月净值变化



资料来源：朝阳永续，中金公司研究部。数据截至 2022/10/31

市场中性策略与 CTA 趋势表现较为优异。2020 年至今，我国市场中性策略对于股市大幅下跌时的对冲效果有了明显增强（具体分析可参考[《策略配置系列（2）：如何量化股票市场中性策略的配置价值》](#)），因此在今年股市整体走弱的环境中，市场中性策略依然能够凭借“中性”特

征取得较好表现，前 10 个月累计涨跌幅为 4.67%。对于 CTA 趋势策略而言，高波动与强趋势环境相对利好 CTA 策略的运行（具体分析可参考[《策略配置系列（1）：如何对 CTA 趋势策略进行“择时”》](#)），在今年商品较高的波动与较强的趋势下，CTA 趋势策略同样取得了不俗表现，前 10 个月的累计涨跌幅为 2.93%。

股票多头与事件驱动遭遇滑铁卢。2022 年各大宽基指数均有较大下跌，在这种环境下，股票多头策略很难取得良好表现，最终股票多头策略在前 10 个月的累计涨跌幅为-22.06%，在各策略中排在最后一位。在投资者信心不足与资金交易冷清的情况下，事件驱动策略同样表现一般，前 10 个月的累计涨跌幅为-17.02%。

图表 6：各量化策略前 10 个月净值变化

	CTA趋势	对冲策略	股票策略	宏观策略	市场中性	事件驱动	套利策略	债券基金
前10个月累计收益	2.93%	-5.44%	-22.06%	-5.38%	4.67%	-17.02%	-2.05%	2.41%
前10个月波动率	8.26%	7.37%	13.24%	8.87%	4.36%	16.19%	3.13%	2.68%
前10个月夏普率(r=年化3%)	0.05	-1.08	-1.85	-0.89	0.50	-1.21	-1.45	-0.04
前10个月最大回撤	-6.40%	-8.58%	-24.83%	-10.44%	-2.99%	-26.28%	-4.03%	-1.63%
前10个月月胜率	54.55%	54.55%	36.36%	54.55%	63.64%	45.45%	45.45%	72.73%

资料来源：朝阳永续，中金公司研究部。数据截至 2022/10/31

风格因子回顾：价量因子总体表现较好，成长、价值风格切换频繁

我们统计了各类因子在全市场范围内的 2022 年度各月份 IC 表现，如下图表所示。为方便对比，我们将各类因子的方向均调整为与下期收益率正相关，即：IC 越大，因子有效性越强，IC 接近 0 或者小于 0 均说明因子基本失效。

成长、价值风格切换较为频繁。受市场整体性波动影响，2022 年以来，成长、价值风格有四次较为明显的切换：1 月份市场整体调整幅度较大，沪深 300 指数下跌 7.62%，价值风格显著优于成长风格；2 月份市场下行趋势有所放缓，成长风格短暂占优；3、4 月份随着市场整体的下行，市场再度回到价值风格；5、6 月份市场整体触底反弹，价值风格表现相对较弱；至 8 月份市场再度反转下行，价值风格又一次表现出相对优势。

2022 年以来价量因子总体有效性较好，基本符合我们在 2022 年度展望中的预期。从月度表现来看，虽然价量因子表现存在波动，但多个价量因子（反转、低流动性、小市值）今年以来月度胜率可达 7 成以上，IC 均值多可达 6%以上，总体有效性较好。其中，反转因子月度胜率可达 9 成（除 3 月份外，其他月份 IC 值均大于 0）；在投资宽度的上升趋势下，小市值风格也有较好的表现。

财务因子有效性前高后低，分析师预期因子有效性前低后高。基本面因子总体有效性相对较弱，以 4、5 月份为分界点，有效因子类型出现明显切换。财务因子（包括成长、盈利、安全性、综合质量）在 4 月份以前有效性相对较好，但 5 月份开始有效性整体趋弱；分析师预期因子受因子拥挤度影响，5 月份以前延续了 2021 年底的弱势表现，但经过一段时间的调整后，6 月份开始分析师预期因子有效性有所回暖。

图表 7：中金量化风格因子 2022 年月度表现（月度 IC）

	年度动量	反转	低波动	低流动性	小市值	成长	价值	盈利能力	安全性	综合质量	分析师预期
2022年1月	2.5%	9.9%	27.5%	8.9%	5.4%	2.1%	21.1%	5.2%	2.7%	5.3%	2.3%
2022年2月	4.6%	6.3%	-2.1%	-14.9%	17.0%	9.9%	-1.7%	4.3%	5.4%	8.1%	4.2%
2022年3月	6.5%	-5.1%	10.8%	-10.6%	16.8%	-1.7%	14.8%	-0.1%	0.8%	3.8%	3.9%
2022年4月	4.3%	11.1%	22.4%	17.6%	-18.7%	0.3%	14.2%	4.1%	6.1%	7.3%	3.0%
2022年5月	-2.6%	13.6%	-5.2%	7.7%	17.6%	2.1%	-10.1%	0.8%	0.9%	0.7%	-5.1%
2022年6月	-10.3%	2.7%	-0.7%	2.6%	-8.0%	4.4%	-10.4%	-1.0%	2.4%	0.0%	6.5%
2022年7月	3.8%	1.5%	4.4%	3.8%	25.9%	2.7%	0.9%	-6.0%	1.4%	-0.2%	-0.1%
2022年8月	8.6%	14.1%	18.2%	10.9%	5.5%	-5.7%	14.8%	0.6%	1.1%	1.6%	8.2%
2022年9月	14.1%	2.2%	18.7%	13.9%	-6.6%	-0.6%	10.3%	2.4%	0.7%	2.4%	6.3%
2022年10月	-4.0%	10.3%	-1.8%	2.5%	17.8%	-0.1%	-3.5%	-0.6%	-1.5%	-1.5%	0.2%

资料来源：Wind，朝阳永续，中金公司研究部

注：1）截止日期为 2022-10-31；2）各类因子的方向均调整为与下期收益率正相关，即 IC 越大，因子有效性越强。



投资环境不确定性下的核心变量

在宏观内外部环境呈现不断波动和变化的趋势下，市场的主要关注点也已更多聚焦于宏观环境和投资环境的变化，因此我们认为明年资本市场的关键词在于投资环境的“不确定性”，包括经济不确定性、疫情不确定性与美债不确定性。在投资环境不确定性的背景下，我们认为影响明年量化策略的两个核心变量为市场波动与市场情绪。

投资环境的三方面不确定性：经济、疫情与美债

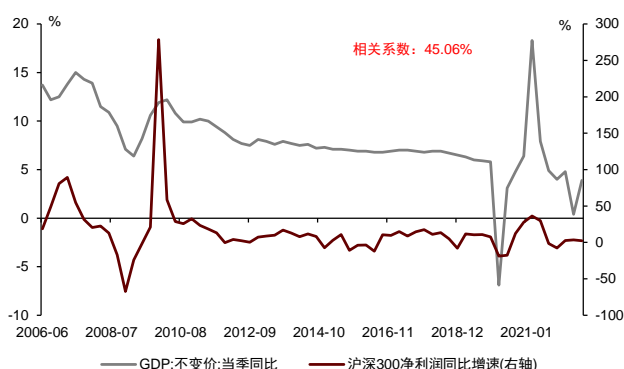
经济、疫情与美债的重要性

一方面，经济增长与疫情发展影响企业盈利状况；另一方面，疫情发展与美债利率左右市场情绪高低，因此我们认为经济、疫情与美债会同时从盈利和估值两个维度传导到资产价格，从而其不确定性会较为显著的影响明年资本市场的表现。

经济增长对企业盈利有正面影响。当经济发展状况较好时，企业可以有效开展多种生产经营活动，从而利好企业盈利的提升。为说明这一点，我们计算了 GDP 同比增速与沪深 300 净利润同比增速之间的相关系数，为 45.06%，具有较高正相关性，即经济增长对企业盈利有较为显著的正面影响。

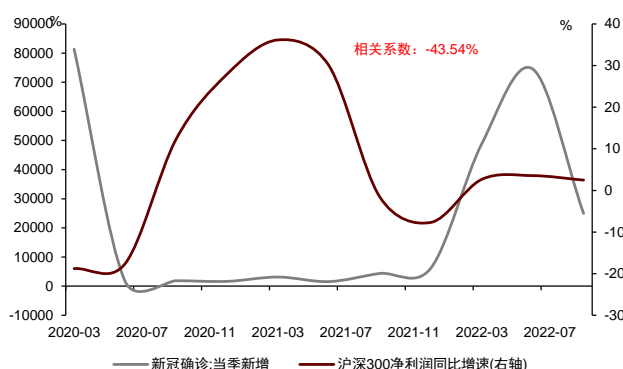
疫情发展对企业盈利有负面影响。疫情对于企业的开工率、原材料价格以及产品需求均有一定程度的影响，因此疫情的变化也会影响企业盈利的水平。为说明这一点，我们计算了新冠疫情每季度新增人数与沪深 300 净利润同比增速之间的相关系数，为-43.54%，具有较高负相关性，即疫情发展对企业盈利有较为显著的负面影响。

图表 8：经济增长对企业盈利有正面影响



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 9：疫情发展对企业盈利有负面影响

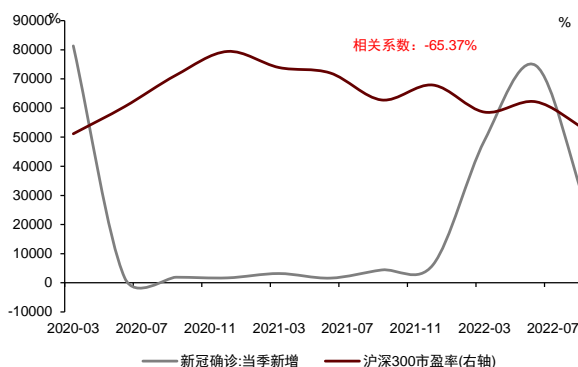


资料来源：Wind，中金公司研究部

疫情发展对资产估值有负面影响。疫情的反弹一定程度压制投资者风险偏好，从而降低资产估值水平。为说明这一点，我们计算了新冠疫情每季度新增人数与沪深 300 季末市盈率之间的相关系数，为-65.37%，具有较高负相关性，即疫情发展对资产估值具有负面影响。

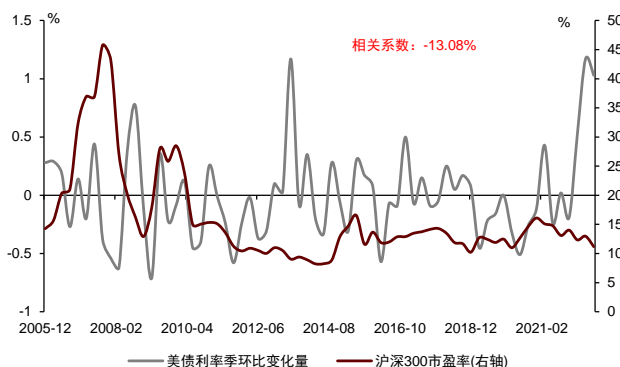
美债利率上升对资产估值有负面影响。美债利率的上行推升全球利率中枢，在使用未来现金流折现计算估值时会推升分母端利率，从而降低资产估值水平。为说明这一点，我们计算了美债利率季环比变化量与沪深 300 季末市盈率之间的相关系数，为-13.08%，具有较高负相关性，即美债利率上升对资产估值具有负面影响。

图表 10：疫情发展对资产估值有负面影响



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 11：美债利率上升对资产估值有负面影响



资料来源：Wind，中金公司研究部

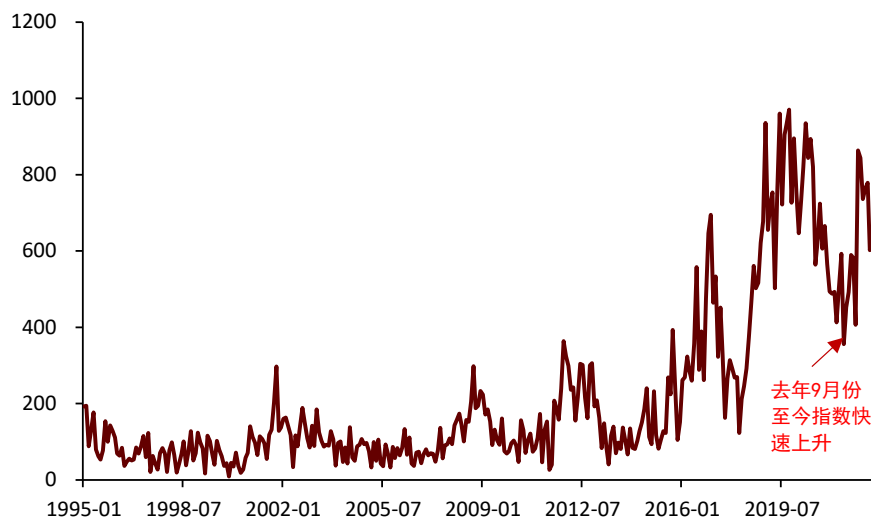
经济不确定性刻画：中国经济政策不确定性指数

明年宏观经济政策的力度与方向存在一定不确定性。我国明年宏观经济与政策存在较多待确定的问题，如二十大会议后政府未来的工作安排、明年金融工作会议相关政策、银行与房地产相关政策等等，为明年宏观经济政策的力度与方向带来一定的不确定性。根据中金研究部宏观团队的展望，明年不同的疫情发展假设下，宏观经济和政策将存在一定差异，具体来说：

- ▶ **疫情对经济的影响逐步减弱，经济内生动能总体上显著复苏的可能性偏低：**此时 2023 年 GDP 增速或 5.2%；固定资产投资或为 8.0%；出口增速或为零；消费修复弹性受限，前期积累的储蓄难以大幅转化为需求；政策利率仍有下行空间，降准继续。
- ▶ **疫情对经济的影响显著下降，经济内生复苏动力比较强：**此时 2023 年 GDP 增速或 6.7%；固定资产投资或为 8.7%；出口或有小幅促进，2023 年出口增速为 1.2%；消费有望获得较大改善，2023 年社零总额增速有望达到 10%左右；货币政策方面，政策利率平稳，降准 50bp。

为量化刻画经济的不确定性状态，我们使用由斯坦福大学和芝加哥大学联合编制的中国经济政策不确定性指数，来衡量宏观政策的不确定性。中国经济政策不确定性指数选取中国的大型报社所发布的文章，通过关键词搜索的方式筛选出与经济政策不确定相关的文章，再进行统计和标准化处理来构建。从 2020 年 9 月份以来，中国经济政策不确定性指数有所上升，未来宏观政策有一定不确定性。

图表 12：中国经济政策不确定性指数当前有所上升



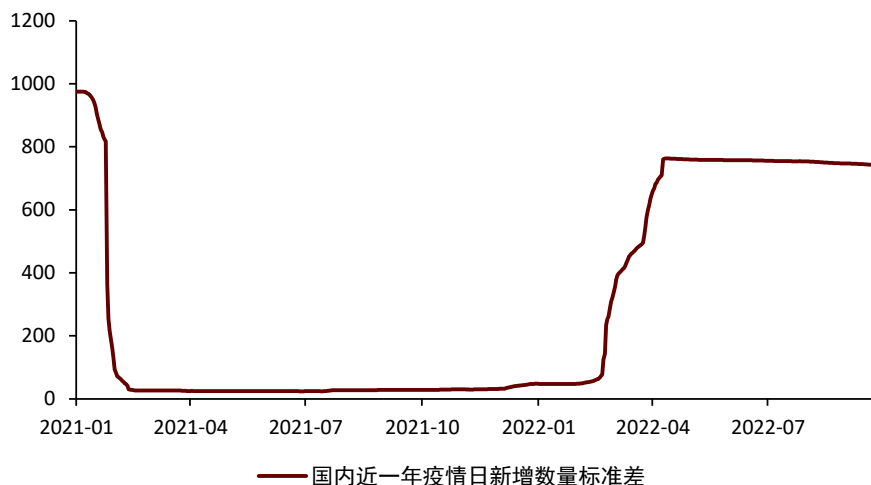
资料来源：Wind，中金公司研究部

疫情不确定性刻画：疫情日新增人数的标准差

明年疫情发展存在一定不确定性。今年以来，全球疫情时有散状反复，为明年的全球疫情发展带来一定不确定性。根据中金研究部宏观团队的展望，明年国内可能存在两种不同的疫情发展路径，分别为（1）疫情对经济的影响逐步减弱，经济内生动能总体上显著复苏的可能性偏低；（2）疫情对经济的影响显著下降，经济内生复苏动力比较强。说明明年的疫情发展存在一定变数。

为量化刻画疫情的不确定性状态，我们滚动计算了国内近 1 年新冠疫情日新增人数的标准差，以此来度量国内疫情的不确定性。从 3 月份至今，该数据呈现明显上升，当前处于历史较高水平，意味着疫情发展的不确定有所增加。

图表 13：当前疫情不确定性较高



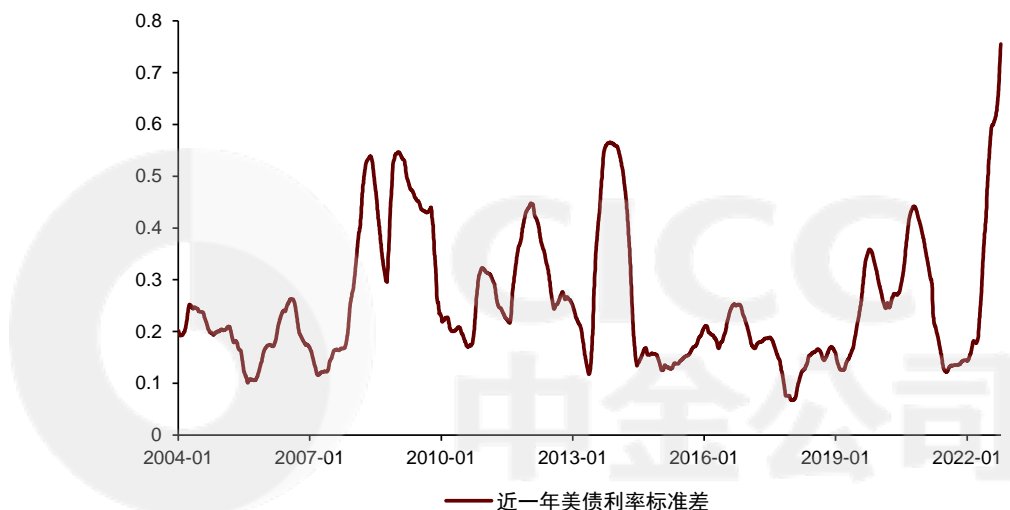
资料来源：Wind，中金公司研究部

美债不确定性刻画：十年期美债利率标准差

美债利率明年存在一定不确定性。美债利率今年出现较大抬升，十年期美债利率已达到 4%，实际利率也已超过 1.6%。在美国当前通胀高企叠加衰退预期的背景下，我们认为明年美债利率或将延续较大波动。根据中金研究部策略团队的展望《[海外策略：海外市场 2023 年展望：欲扬或需先抑](#)》，在 2023 年中美经济的不同情景下，美债利率可能有不同的变化方向：（1）美国经济率先企稳，中国继续维持现状弱复苏，类比 2019 年；此时美债和美股成长股迎来配置时机；（2）美国通胀再度失控、中国增长失速，此时美股美债都还有进一步压力。

为量化刻画美债利率的不确定性状态，我们计算了十年期美债实际利率的滚动 1 年标准差，以此来度量美债利率的不确定性。从结果看，该数据今年以来有较为明显的上行，或将带来明年美债利率高波动的延续。

图表 14：美债利率滚动标准差今年快速上行



资料来源：Wind，中金公司研究部

不确定性下的核心变量：市场波动与市场情绪

在宏观政策、新冠疫情、美债利率存在一定不确定性的情况下，我们认为明年量化策略需要关注的核心变量为**市场波动与市场情绪**。

高不确定性可能带来较高的市场波动

高不确定性可能带来市场高波动。当投资环境的不确定性较高时，市场难以有高确定性的主线与方向，因此往往出现宽幅波动的情形。为证明这一点，我们使用中证 800 指数的滚动 1 年波动率来度量市场波动率，并计算了市场波动率与政策、疫情、美债不确定性度量指标之间的相关性，从结果看均为正相关关系，即投资环境的高不确定性会带来市场的高波动性。具体相关系数请参考图表 15。

较高的不确定性一定程度压制市场情绪

高不确定性一定程度压制市场情绪。当投资环境的不确定性较高时，投资者的风险偏好降低，因此股票市场投资者的情绪一定程度被压制。为证明这一点，我们使用中证 800 指数的强势成分股占比和新增投资者数量两个指标来度量市场情绪，并计算了它们与政策、疫情、美债不确定性度量指标之间的相关性，从结果看均为负相关关系，即投资环境的高不确定性会压制股票市场投资者的情绪。具体相关系数请参考图表 15。

图表 15：高不确定性带来市场高波动并压制市场情绪

	中国经济政策不确定性指数_环比	国内近一年疫情日新增数量标准差	近一年美债利率标准差
中证800近1年波动率	0.32%	23.94%	35.81%
强势股占比（CSI800）	-13.44%	-13.18%	-9.41%
新增投资者	-3.92%	-11.66%	-28.20%

资料来源：Wind，中金公司研究部

不可完全忽视的超预期情形

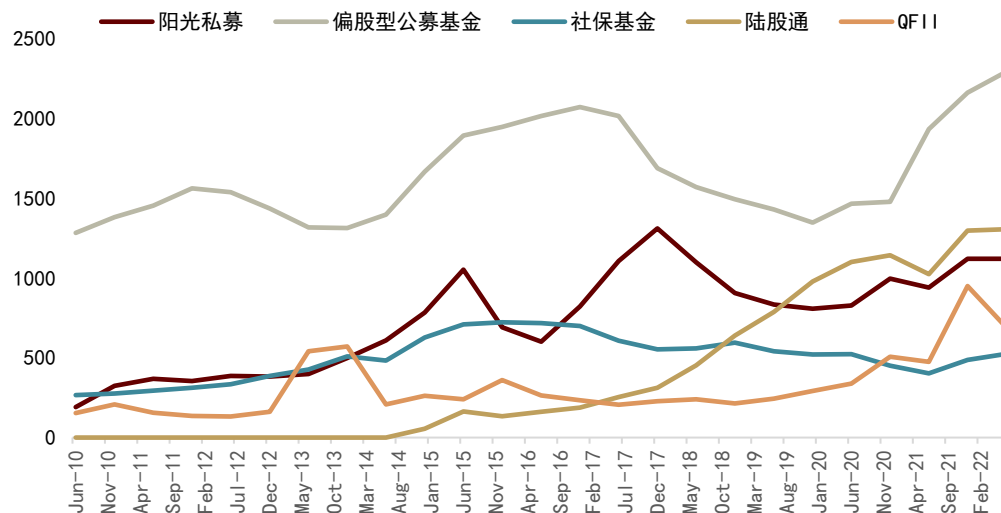
如果疫情形势明显好转，对经济的影响显著下降，或将释放居民部门所积累的消费潜力，带来需求层面的复苏，以及资本市场投资者情绪的提振。依据中金策略团队的年度展望《[主题策略：A股市场2023年展望：翻开新篇](#)》，中国居民过去三年储蓄率显著上升，既有消费场景缺失带来的被动储蓄的因素，也有因为就业和收入预期下降带来的主动储蓄增加。私人部门消费能否改善，是 2023 年中国经济修复的关键，而疫情形势好转或可能的政策优化可能带来消费场景的修复，以及资本市场上投资者情绪的提振。

美债利率超预期下行的可能性仍然存在。美国的通胀问题是影响美债利率的关键影响因素，如果通胀下行缓慢，那么美联储被迫长时间保持通缩，利率便维持高位波动；而如果通胀下行较快，则美联储货币政策可能由紧转松，美债利率也随之下行。参考中金大类资产配置团队已发布研究报告《[新视角看通胀变数与市场变局](#)》的观点，基于 CPI 通胀分项数据的分析，美国 CPI 通胀在 3 个季度内回落到较低水平的可能性依然存在，在此情境下，美债利率亦可能超预期下行。

市场结构变化：投资宽度持续提升，公募持仓集中度延续回落

基于中金策略在《[中国 A 股的机构化和国际化：还是“散户”市场吗？](#)》报告中提出的“自上而下”估算方法，随着 A 股市场国际化和机构化等趋势的推进，机构投资者当前持有自由流通市值合计占比已经从 2015 年的不到 38% 提升到了 2022 年的 58% 左右。其中，外资持股占比从 2015 年的 2.7% 大幅提升至接近 10%，同期公募基金的占比也由不足 5% 提升至 15%，私募基金的占比由 5.7% 提升至约 9.0%。

图表 16：不同机构投资者持仓股票数量



资料来源：Wind，中金公司研究部

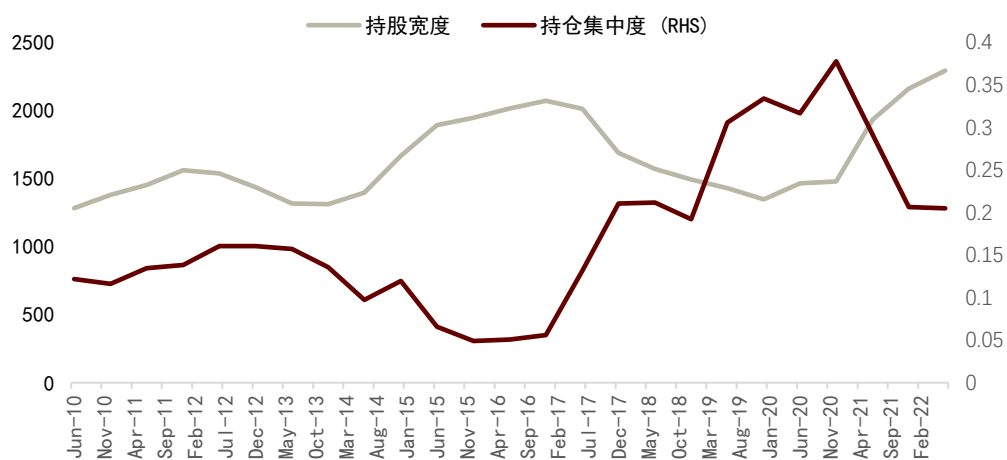
主动投资管理人的持仓数量与投资宽度高度相关。我们认为主动投资基金经理作为一个整体，其持仓股票合集的数量级基本可以反映当前市场中存在投资机会的股票池范围。因此他们的持仓数量因与市场的投资宽度（Breadth）存在较高的相关性。

根据 Grinold(1989)提出的主动管理基本定律（Fundamental Law of Active Management），选股模型的信息比（IR）是由信息系数（IC）和投资宽度（Breadth）的平方根共同决定的。

$$IR = IC * \sqrt{Breadth}$$

量化投资是通过投资宽度的比较优势来产生超额收益。而主动投资更多的是通过投资深度（集中持股、产业链上下游分析、行业趋势）带来收益。

图表 17：公募持股宽度和公募抱团指数走势



资料来源：Wind，中金公司研究部

如果交易之间存在高度相关性，那么即使股票池内股票数量很多，此时实际可运用的投资宽度并没有这么多。因此交易集中度也是我们在考虑投资宽度时，需要保持关注的指标。如上图所示，最新的基金半年报数据披露后，我们发现市场的投资宽度有明显上升，并且持仓集中度指标出现明显的回落，**因此我们认为未来一段时间将很有可能继续是量化 Alpha 相对容易获取的时间，且中小盘股票的机会仍值得关注。**



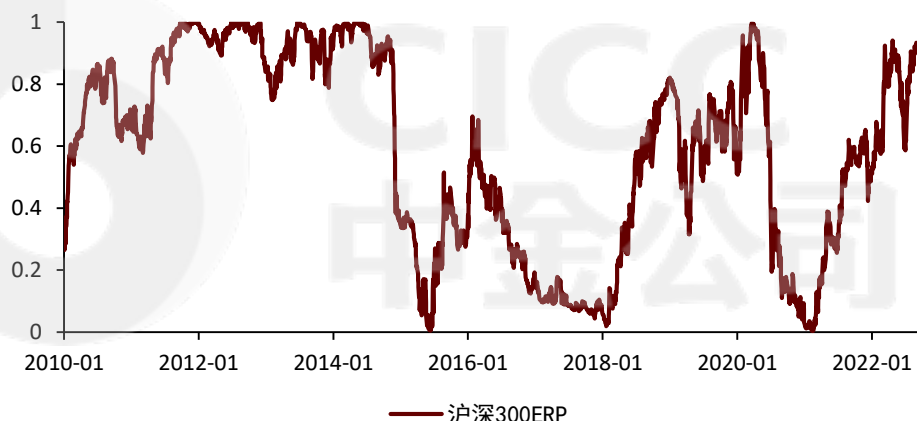
2023 年 A 股量化投资展望

资产配置：股市相比债市有更高赔率

我们认为在股权风险溢价较高的状态下，2023 年股市相比债市拥有更高上涨空间，即更高的赔率。但在胜率方面，由于投资环境不确定性增加或将带来市场高波动以及投资者情绪降低，我们认为股市在上涨概率方面相比债市并无显著优势，不排除出现双向震荡的可能。

赔率方面：当前股权风险溢价处于历史较高分位，股市具有更高的估值修复空间。截至 10 月 17 日，当前沪深 300 指数的股权风险溢价为 0.062，在过去 5 年的分位数为 94.7%，处于历史极低水平。根据历史统计，当股权风险溢价高于历史 95%分位数时，沪深 300 未来 1 年上涨的平均幅度为 46.80%，下跌的平均幅度为 15.19%。对应地，当股权风险溢价高于历史 95%分位数时，中债综合经济指数未来 1 年上涨的平均幅度为 3.45%，下跌的平均幅度为 2.14%，赔率相比沪深 300 较低。总结来看，当前的股权风险溢价水平对应未来 1 年沪深 300 指数有较高的赔率。

图表 18：当前沪深 300 的股权风险溢价处于历史高位



资料来源：Wind，中金公司研究部

胜率方面：（1）投资环境的不确定性压制了投资者未来的风险偏好与投资情绪，从而降低股市阶段性上涨概率。在投资环境的不确定性的状态下，投资者的风险偏好有所降低，因此股票市场投资者的情绪一定程度被压制，进而对未来市场上涨概率产生负面影响。与前文相同，我们使用中证 800 指数的强势成分股占比和新增投资者数量两个指标来度量市场情绪，根据历史统计，当中证 800 指数的强势成分股占比环比上升/下降时，沪深 300 指数未来一年上涨的概率分别为 63.16%与 53.78%，当新增投资者数量环比上升/下降时，沪深 300 指数未来一年上涨的概率分别为 65.38%与 52.21%，即当投资者情绪降低时，未来一年股市上涨概率有较为明显的下降，基本在 50%附近。因此我们认为明年股市在上涨概率方面并无显著优势。

胜率方面：（2）投资环境的不确定性加大了市场波动，股市明年不排除出现双向震荡的可能。当投资环境的不确定性较高时，市场难以有高确定性的主线与方向，往往出现宽幅波动的情形。在前文的研究中，我们使用中证 800 指数的滚动 1 年波动率来度量市场波动率，并计算了市场波动率与政策、疫情、美债不确定性度量指标之间的相关性，从结果看均为正相关关系

⁴，即投资环境的高不确定性会带来市场的高波动性。因此我们认为在投资环境不确定性较大的状态下，股市明年不排除出现双向震荡的可能。

图表 19：投资者情绪的降低压制股市未来上涨概率

	中证800强势股占比		新增投资者数量	
	环比上升	环比下降	环比上升	环比下降
沪深300未来1年上涨概率	63.16%	53.78%	65.38%	52.21%

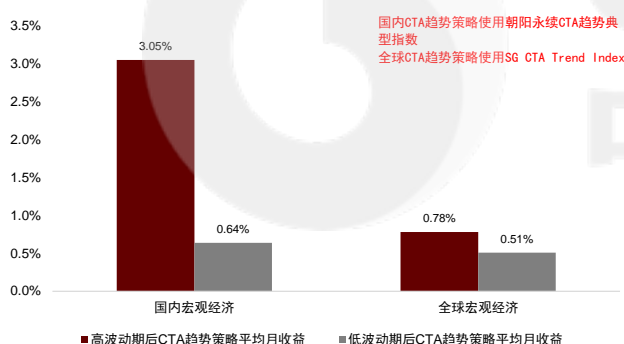
资料来源：Wind，中金公司研究部

策略配置：CTA 配置价值提升，中性策略静待时机

我们认为明年在市场波动率较高、股市胜率受到压制的状态下，CTA 趋势策略的配置价值有所提升，而股票市场中性策略或将受到一定影响，仍需等待配置时机。

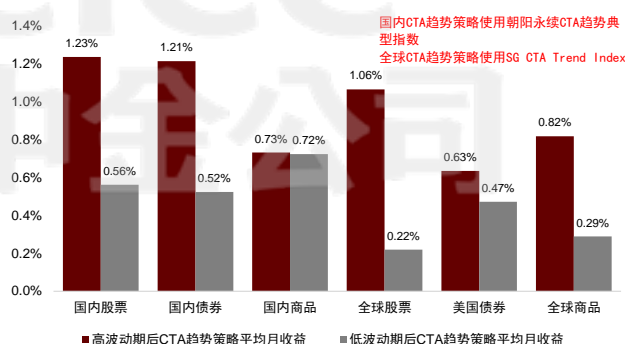
CTA 趋势策略：宏观高波动与市场高波动利好 CTA 趋势策略表现。CTA 趋势策略是“做多波动率”的策略，并且有一定的危机 Alpha 特征，因此我们在预期明年宏观与市场波动率较高、股市胜率较低的状态下，CTA 趋势策略的配置价值凸显。

图表 20：宏观高波动期后，CTA 趋势策略有更好表现



资料来源：Wind，BarclayHedge，朝阳永续，中金公司研究部

图表 21：市场高波动期后，CTA 趋势策略有更好表现



资料来源：Wind，BarclayHedge，朝阳永续，中金公司研究部

⁴ 具体数据参考图表 4。

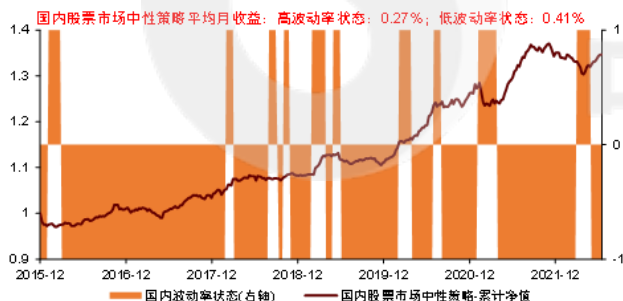
图 22：CTA 趋势策略具有危机 Alpha 特征

国内市场	危机次数	资产日均收益	CTA趋势策略日均收益
股票（沪深300指数）	5	-0.480%	0.047%
债券（中债综合财富指数）	2	-0.078%	0.153%
商品（南华商品指数）	3	-0.269%	0.072%
贵金属（伦敦金现）	1	0.046%	0.034%
外汇（美元兑人民币）	4	0.047%	0.041%
全球市场	危机次数	资产日均收益	CTA趋势策略日均收益
股票（MSCI ACWI 指数）	44	-0.428%	0.030%
债券（CBOT10年期美国国债）	4	-0.026%	-0.006%
商品（高盛商品指数）	24	-0.375%	0.023%
贵金属（伦敦金现）	3	0.067%	0.020%

资料来源：Wind, BarclayHedge, 朝阳永续, 中金公司研究部

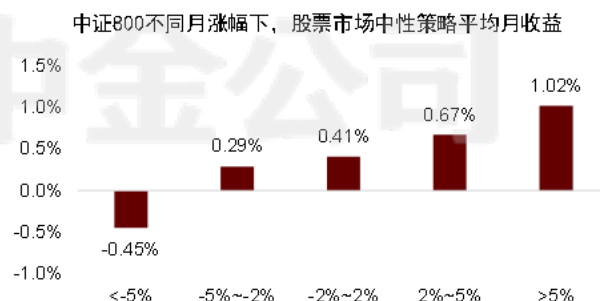
股票市场中性策略：在市场高波动与非牛市环境中表现偏弱。一方面，在高波动市场中，热点与板块轮动较快，Alpha 难以持续保持有效性，因此股票市场中性策略在高波动环境中相对不利；另一方面，国内股票市场中性策略多数存在一定的多头 Beta 暴露，因此非牛市环境使国内股票市场中性策略难以取得 Beta 端的收益。综合以上两点，我们认为股票市场中性策略明年仍需等待配置时机

图 23：高波动环境对股票市场中性策略不利



资料来源：Wind, 朝阳永续, 中金公司研究部

图 24：国内股票市场中性策略存在多头 Beta 暴露



资料来源：Wind, 朝阳永续, 中金公司研究部

因子策略：看好价值、低波、盈利

如前文所述，我们认为在当前投资环境不确定性较高的情况下，资本市场整体波动有可能放大，投资者情绪也可能受到一定压制。在这样的市场特征的判断下，各类因子未来的有效性应如何预判？我们以史为鉴，统计了不同市场阶段（不同市场波动、不同市场情绪）下各类因子的有效性（IC 大于 0 的概率）。

市场波动较高的阶段下，看好低估值、低波动、高盈利、低杠杆。而分析师预期、规模因子在市场波动较高的阶段下有效性相对较弱。市场整体波动较高时，投资者风险偏好通常相对较低，刻画股票风险属性的因子往往更为有效，包括价值、低波、盈利能力、安全性（偿债能

力) 等因子; 而分析师预期因子、小市值因子则更多刻画股票未来可能的收益属性, 在高波动的市场环境下, 可能进一步放大其高 beta 的属性, 收益贡献的不确定性增加、稳定性较弱。

图 25: 不同波动率的市场阶段内, 各类因子 IC 大于 0 的概率统计

市场阶段划分	反转	波动率	流动性	量价相关性	质量	成长	运营效率	盈利能力	盈余质量	公司治理	安全性	价值	分析师预期	规模
高波动阶段 (大于1)	89.7%	79.3%	86.2%	72.4%	82.8%	82.8%	79.3%	75.9%	65.5%	51.7%	79.3%	79.3%	69.0%	65.5%
中高波动阶段 (0到1范围)	73.9%	73.9%	73.9%	73.9%	69.6%	69.6%	60.9%	69.6%	78.3%	43.5%	69.6%	73.9%	60.9%	65.2%
中低波动阶段 (-1到0范围)	87.9%	69.7%	84.8%	78.8%	75.8%	72.7%	78.8%	66.7%	60.6%	54.5%	60.6%	66.7%	75.8%	75.8%
低波动阶段 (小于-1)	83.8%	66.2%	69.1%	88.2%	76.1%	71.6%	68.7%	70.1%	65.7%	59.7%	70.1%	64.2%	69.2%	62.7%

资料来源: Wind, 朝阳永续, 中金公司研究部

注: 1) 统计期: 2010-01-01 至 2022-09-30; 2) 市场波动率代理指标为: 中证 800 指数年化波动率滚动 2 年计算的标准分; 3) 各类因子的方向均调整为与下期收益率正相关, 即 IC 大于 0 的概率越高, 因子有效性越强。

投资者情绪较低的阶段, 低估值更具性价比。投资者情绪较低时, 同样属于低风险偏好的状态, 安全性同样是更为重要的考虑因素。与高波动的市场阶段因子有效性特征不同的是, 投资者情绪到极端值时, 市场有可能迎来反转, 这一特点表现在了因子的有效性上。当投资者情绪处于中等偏低的状态时, 描述股票资产风险属性的波动率因子、盈利能力因子、安全性因子有效性均较高, 但当投资者情绪得分进一步降低时, 这些因子的有效性便开始出现反转。剔除这样的极端状态情况下, 投资者情绪较低的阶段, 刻画股票风险属性的价值、低波、盈利、安全性因子有效性均较好。

图 26: 不同投资者情绪的市场阶段内, 各类因子 IC 大于 0 的概率统计

市场阶段划分	反转	波动率	流动性	量价相关性	质量	成长	运营效率	盈利能力	盈余质量	公司治理	安全性	价值	分析师预期	规模
投资者情绪高 (大于1)	77.3%	72.7%	81.8%	68.2%	63.6%	72.7%	54.5%	63.6%	59.1%	50.0%	72.7%	63.6%	59.1%	72.7%
投资者情绪中等偏高 (0到1范围)	89.3%	60.7%	82.1%	78.6%	57.1%	60.7%	67.9%	60.7%	67.9%	46.4%	57.1%	60.7%	61.5%	78.6%
投资者情绪中等偏低 (-1到0范围)	80.7%	77.2%	78.9%	82.5%	86.0%	82.5%	82.5%	73.7%	71.9%	57.9%	77.2%	75.4%	77.2%	61.4%
投资者情绪低 (小于-1)	90.5%	66.7%	66.7%	85.7%	66.7%	61.9%	61.9%	61.9%	66.7%	57.1%	52.4%	71.4%	66.7%	57.1%

资料来源: Wind, 朝阳永续, 中金公司研究部

注: 1) 统计期: 2010-01-01 至 2022-09-30; 2) 投资者情绪代理指标为: 新增投资者数量滚动 2 年计算的标准分; 3) 各类因子的方向均调整为与下期收益率正相关, 即 IC 大于 0 的概率越高, 因子有效性越强。

因此, 我们认为, 在投资环境不确定性较高的情形下, 资本市场整体波动有可能放大, 投资者情绪也可能受到一定压制, 此时, 投资者往往更为注重股票资产的风险属性, 衡量风险属性的价值因子、波动率因子、盈利能力因子、安全性因子的有效性可能较好; 而刻画股票资产收益属性的因子, 如规模因子等, 有效性可能相对较弱。但如果未来按乐观情境发展, 即疫情形势明显好转, 对经济的影响显著下降, 投资者情绪将表现出较大的提振, 此时规模、流动性等价值因子或将有更为出色的表现。

投资集中度下降宽度提升, 中小盘股票仍值得关注。我们观察到当前 A 股市场投资机会宽度处于较高的水平, 并且交易集中度仍呈现下降趋势, 两方面印证的投资宽度提升情形下我们认为中小盘股票仍有一定机会。

行业轮动: 关注量价技术和营运效率改善指标

在行业轮动模型中可重点关注量价技术和营运效率改善指标。在当前投资环境不确定性较高的情况下, 宏观经济增长状态和流动性状态同样存在一定的不确定性, 基于我们在《行业轮动系列 (2): 如何在打分体系下运用宏观与中观信息》报告中的给出的三维一体行业轮动模型,

宏观经济增长状态和宏观流动性状态对部分类型的行业轮动微观指标的有效性存在较显著的影响。

由下图可见，量价技术（Technical）和营运效率改善（Operation_Efficiency）这两类微观特征指标在不同的宏观经济增长和流动性状态下会呈现出比较显著的预测能力的差异。例如在经济环境向上时，营运效率改善所隐含的未来业绩提升的效果会更为放大。从实证结果上看，4个营运效率改善细分指标均在经济增长阶段有较强的预测能力，因此在使用该类指标时，我们考虑在经济增长阶段加大该类指标的权重，而在经济衰退阶段效应调小其话语权。而量价技术中1个月波动率指标的有效性也非常依赖经济状态，在经济上行时波动率更高的行业表现更突出，而经济下行时波动率较低的行业更好。

图表 27：各微观特征不同宏观状态配权调整表

基础信息			配权乘数			
特征类型	特征名称	基础权重	经济下行	经济上行	流动性下行	流动性上行
资金情绪 Capital_Flow	北上资金增量：1M	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
	融资买入成交占比	0.50	0.50	0.50	0.25	0.75
成长趋势 Growth_Improvement	提纯净利润增速	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50
	净利润增速：标准分	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50
	营收同比增速：差分	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50
	业绩趋势	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50
机构情绪 Institute_Sentiment	持仓机构个数：对数	0.50	0.25	0.75	0.50	0.50
	卖方报告覆盖数量：3M	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
财务杠杆利用 Leverage	资产负债率：差分	0.50	0.50	0.50	1.00	0.00
	举债成本：差分	0.50	0.75	0.25	1.00	0.00
营运效率改善 Operation_Efficiency	资产周转率：差分	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50
	现金周转率：差分	0.25	0.00	1.00	0.25	0.75
	公司治理	0.25	0.25	0.75	0.25	0.75
	产能利用率提升	0.25	0.25	0.75	0.00	1.00
盈利改善预期 Profit_Expectation	一致预期EPS变化率：3M	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
	一致预期ROE变化率：3M	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
量价技术 Technical	股息率：差分	0.25	0.00	0.50	0.00	1.00
	动量：12M	0.25	0.75	0.25	0.50	0.50
	波动率：1M	0.25	0.50	-0.50	0.00	-0.50
	换手率：1M	0.25	1.00	0.00	0.50	0.00

资料来源：中金公司研究部

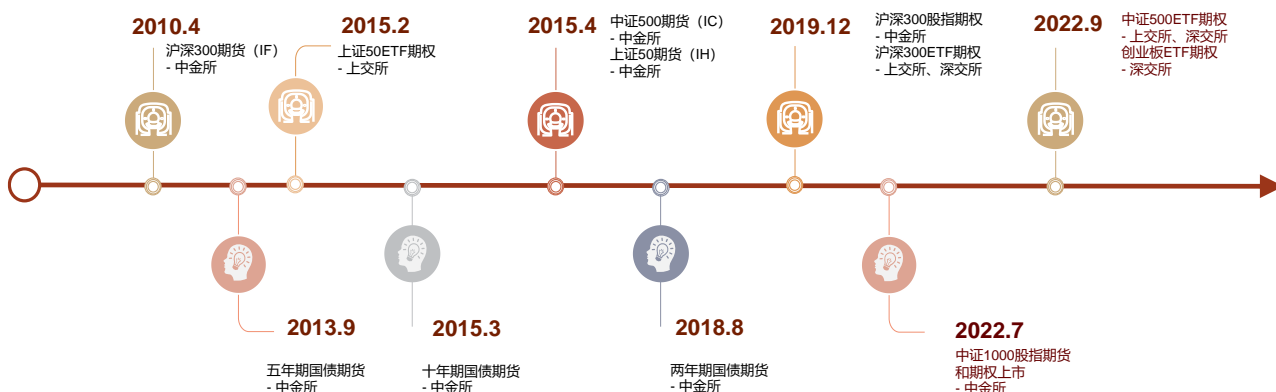
衍生品：期权波动率策略有效性或提升

在当前投资环境不确定性较高的情况下，资本市场整体波动有可能放大。衍生品作为有效的风险管理工具有望在此类环境下发挥更大的作用。

未来中国金融衍生品种类和数量均有望持续健康有序发展。2022 年对于国内的衍生品市场来说是一个重要年份。今年 4 月份我国第一部关于衍生品交易的法律《中华人民共和国期货和衍

衍生品法》正式获得通过，我们在《[量化策略周报（290）：“期衍法”的出台将为市场带来什么？](#)》中提到，该法律系统性规定了期货市场基本制度，同时将衍生品交易纳入法律调整范围，使中国未来衍生品市场发展有法可依，较大程度提升了投资者信心。“期衍法”还正式定义了多种衍生品合约结构，我们认为未来中国衍生品种类和数量均有望在此基础上获得更加充分的发展。

图表 28：我国金融衍生品发展历史



资料来源：上交所，深交所，中金所，中金公司研究部

4 月份我国首部关于衍生品交易的法律《中华人民共和国期货与衍生品法》通过⁵，7 月底中证 1000 指数期权正式上市⁶，9 月 19 日上交所上市中证 500ETF 期权⁷，深交所上市创业板 ETF 期权⁸、中证 500ETF 期权⁹。这是继 2019 年 12 月沪深 300 相关期权后续首批上市的 ETF 期权。我们认为这批期权产品的上市启动标志着“期衍法”背景下或将出现更多配套衍生品工具，在健康有序的金融环境中进一步丰富我国金融衍生品市场，提高金融市场定价效率和金融市场为实体经济服务的能力。

较高市场波动环境下，期权策略有效性将提升。期权作为跨式期权通过购买一份看涨期权和一份执行价格、到期日相同的看跌期权构造出一份形如跨斗的收益结构。在市场波动较小时，该期权组会将产生亏损，而当市场波动较大时跨式期权组合将产生相应收益：当市场大幅正向波动时，看涨期权会产生较高收益，看跌期权的期权费会相应损失；当市场主要向负向波动时，看跌期权产生收益而损失看涨期权的期权费。

⁵ http://www.gov.cn/xinwen/2022-04/21/content_5686377.htm

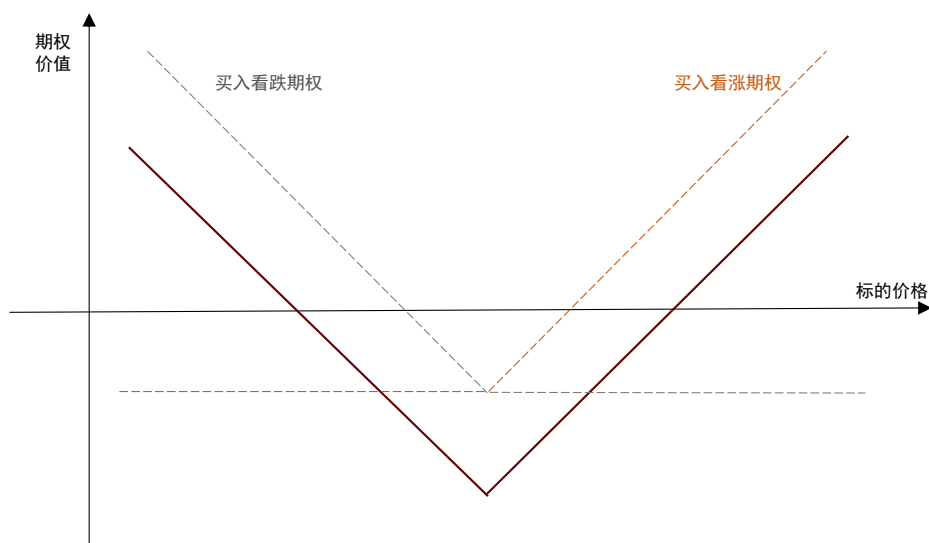
⁶ <http://www.cffex.com.cn/jystz/20220718/28855.html>

⁷ http://www.sse.com.cn/lawandrules/sselawsrules/option/c/c_20220916_5709072.shtml

⁸ http://www.szse.cn/disclosure/notice/general/t20220916_595887.html

⁹ https://www.szse.cn/option/rules/optrules/t20220916_595888.html

图表 29：跨式期权示意图

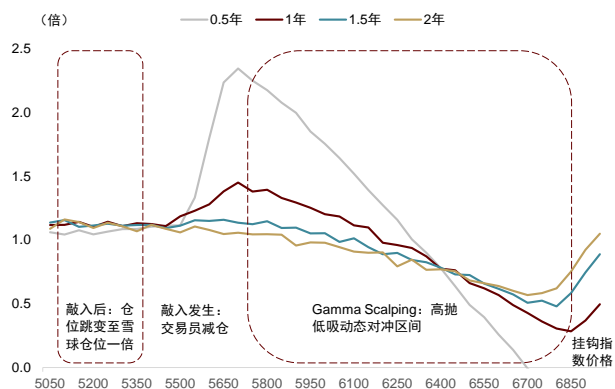


资料来源：中金公司研究部

雪球等场外衍生品或将收益于波动上升，基差或长期收敛。雪球产品在挂钩标的的价格突破上边界会使得产品终止并偿付一定收益，在突破下边界后可能在到期日产生亏损。该产品的发行方可以近似看作向产品的购买方买入执行价格为敲出价，障碍价格为敲入价的向下敲入看跌期权（Down-and-in put）。由于雪球产品的发行方一般会对冲掉产品的 delta 风险，因此发行方和购买方主要是对于市场的波动率进行交易。在波动率放大时，雪球产品的发行方将有更多动力进行发行产品。此外雪球产品“高抛低吸”对冲方式也使得高波动率下将产生更高的对冲收益，同时意味着雪球产品更高的收益率定价，这也将提高雪球类场外衍生品对于投资者的吸引力。

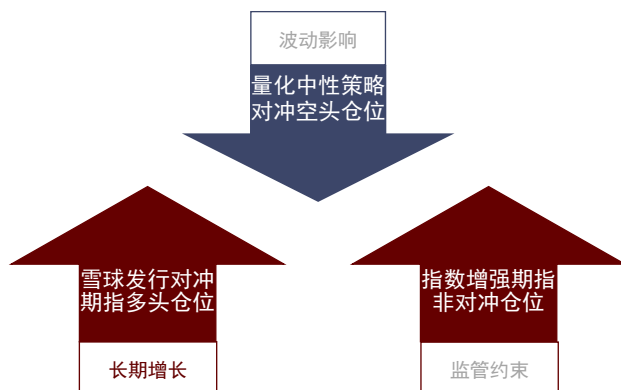
在雪球规模长期上升的假设下，基差贴水或将长期收敛。我国股指期货基差主要收到贴水和对冲端的多空博弈影响。分红主要对基差产生季节性影响，对冲端的多空力量则决定基差的长期走势。雪球产品代表的是股指期货多头对冲仓位，代表了股指期货的多头力量。含有股指期货的指数增强策略代表了股指期货非对冲端的多头力量。量化中性策略的空头对冲端则对应了基差主要的空头力量。非对冲端的期指持仓往往受到监管限制，该部分提供的多头力量往往不会发生较大变化。根据中性策略在高波动环境下的分析，中性策略规模的发展可能也将受到一定影响。因此在代表期指多头力量的雪球产品规模长期上升的前提假设下，其产品挂钩指数对应的股指期货贴水的基差未来可能显示出长期收敛的趋势。

图表 30：雪球高抛低吸对冲特点产生可观对冲收益



资料来源：中金公司研究部

图表 31：股指期货基差多空主要力量博弈



CICC
中金公司

风险提示

本篇报告的结论与观点均基于量化模型和相关历史数据，历史数据存在不被重复验证的可能，模型存在失效的风险。



作者信息



刘均伟 分析员

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



周潇潇 分析员

SAC 执证编号: S0080521010006
SFC CE Ref: BRA090
xiaoxiao.zhou@cicc.com.cn



古翔 分析员

SAC 执证编号: S0080521010010
SFC CE Ref: BRE496
xiang.gu@cicc.com.cn



宋唯实 分析员

SAC 执证编号: S0080522080003
SFC CE Ref: BQG075
weishi.song@cicc.com.cn



郑文才 联系人

SAC 执证编号: S0080121120041
wencai3.zheng@cicc.com.cn



曹钰婕 联系人

SAC 执证编号: S0080122030141
yujie.cao@cicc.com.cn



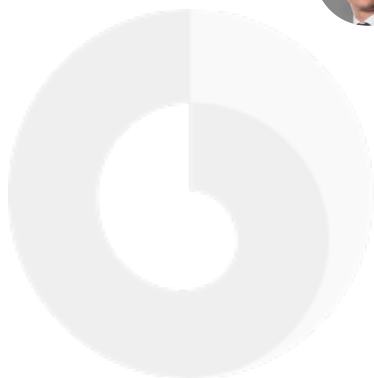
陈宜筠 联系人

SAC 执证编号: S0080122080368
yiyun.chen@cicc.com.cn



王汉锋 分析员

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



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及期货事务监察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》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 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持牌代表。

本报告由受金融行为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。本报告有关的投资产品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。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

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问 <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：张莹，赵静



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
32nd 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