

# 研究报告

## 深度专题

### 私募基金策略分类及 2024 年配置方向

广州期货研究中心

联系电话：020-22836116

**摘要：**伴随着国内高净值客户人群财富管理需求的提升，尤其是在 2019 年-2021 年权益市场表现较好，私募证券投资基金管理规模由 2019 年初的 2.1 万亿跃升至 2022 年 3 月的 6.3 万亿，以私募基金为代表的资产管理行业迎来黄金发展期。与公募基金相比，私募基金的优势主要集中在标的投资比例以及工具的多样性上，加上私募基金通常需要较长的锁定期，相对于公募基金来说具有较低的流动性，可以更好地应对市场波动，故私募基金在投资策略、资产配置和风险管理方面通常更加灵活，可以更快地调整投资组合，以适应市场变化和投资者需求。

根据私募排排网分类，国内私募产品策略按其投资标的，可主要分为股票策略、期货及衍生品策略、债券策略、多资产复合策略及组合基金五个大类。从私募基金 2023 年各个策略的整体表现来看，主要策略中股票策略、组合基金和多资产策略收益为负，其余策略均取得正收益或正超额收益，量化类的表现要显著优于主观，股票中性及债券策略表现极为亮眼。原因在于，2023 年股票市场震荡下行，而股票多头策略在除量化策略外的五大策略中权益仓位最高，全年平均收益率为-5.51%，多资产策略及组合基金整体配置更为分散，故回撤控制更优秀，全年收益率分别为-0.56%，-1.98%。

展望 2024 年，**1) 股票策略方面，指数增强类产品相对更优。**近期市场大幅回撤带来的极端情况使得投资者对各种产品的风险和收益特征的认识在重新构建；在监管层面指导下，指数也暂脱离系统性风险，继续处于底部区域， $\beta$  价值凸显；对于市场上大部分主流量化管理人预期下跌空间有限，对于发行对冲产品的意愿可能不高；因此相对于多空/中性策略而言，单边策略优势或更大。对于主观多头与量化多头的选择来说，主观多头的收益取决于管理人风格与市场的适配度，而量化多头中，高频策略受制于监管层面的收紧，或带来一定的交易成本与合规成本；另外，小盘量化仍具备一定  $\alpha$ ，但风格过于集中的时候会对超额有一定影响，同时需警惕风格切换时，小市值风格暴露带来的净值回撤，因此不建议选择选股下沉过于明显的产品；与之相对的，大盘蓝筹股的估值已接近历史低位，跌幅相对平缓，且大、中盘股的风格分化正在缓解，预计将更趋于平衡。因此综合来看，数增强类产品在不断更新迭代的量化模型支撑及稳定的期指贴水下，仍然具备预期稳定的超额收益，且资金利用效率也优于对冲策略。**2) 债券策略方面，在基本面未逆转+持续降息预期+资金配置需求下，仍具备一定配置价值。**2024 年，宏观经济仍面临“需求端弹性小，供给端压力大”的问题，货币政策大基调仍以宽松为主，债券交易主线将围绕通胀与政策利率这两个关键变量进行交易。近期央行下调 5 年期 LPR 利

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497 号

## 联系信息

分析师 陈蕾

期货从业资格：F03088273

投资咨询资格：

邮箱：chen.lei5@gzf2010.com.cn

## 相关报告

2023.12.27《广州期货-专题报告-股指-从市场风险指标衡量当前 A 股位置-20231227》

率、商业银行下调存款利率、保险产品收益率下降，宽松的货币环境和低通胀使得十年期国债收益率创下自 2020 年以来的新低。目前债券市场已经提前反应了部分经济数据和货币政策预期，后续行情的演绎可能需要明确的政策信号和数据拐点出现。此外，从全球范围来看，联邦储备加息可能即将结束，因此可关注 QDII 类的中短期、高信用评级债券基金为主的纯债类基金；若中期经济修复情况及市场信心修复良好，可适当关注偏成长风格的债券增强型基金。转债方面，尽管系统性风险暂时消除，但短期股市行情高度、转债股性仍是制约，整体以结构性机会为主。3) 期货及衍生品策略方面，CTA 趋势策略或存在一定机会。2023 年，商品期货市场缺乏明显的趋势，大部分时间处于震荡行情中，低波动率状态对于 CTA 策略盈利造成较大压力。进入 2024 年，国内层面，经济新旧切换阶段，现实需求层面仍有压力，较难有较大改变，存在的变量主要是在于政策对于行业的支持，比如房地产和基建层面的提振对于黑色的影响，也将是结构性的板块交易机会；此外则是，货币/财政政策宽松等；海外层面，地缘冲突是大的变量，基于俄乌冲突和巴以冲突的局面，仍旧存在冲突外溢的风险，届时将会对全球供应链造成影响，甚至是会掀起贸易保护主义的影响，它的影响是全局、且较为长期的影响，加上 2024 年是大选之年，各国政局变动对商品端来说也是起势机会，会对商品价格的波动提供较好的基础条件。此外，欧美通胀及加息态度，将会对全球大宗商品的价格走势起到长期和主导性影响，且存在较强预期。故 2024 年 CTA 趋势策略或将有较大的收益弹性。4) 多资产策略及组合基金的特点大多以平衡收益与风险，实现投资组合的多样化和风险分散，并最大化整体投资回报的目的为主，为国内市场提供了投资产品、区域及收益多元化的机会，可适当配置。

## 目录

一、私募市场概览 .....	1
二、策略分类 .....	3
(一) 股票策略 .....	4
(二) 债券策略 .....	6
(三) 期货及衍生品策略 .....	7
(四) 多资产策略 .....	7
(五) 组合基金 .....	8
三、私募基金业绩回顾及行情展望 .....	8
(一) 业绩回顾 .....	8
(二) 行情展望 .....	10
免责声明 .....	13
研究中心简介 .....	13
广州期货业务单元一览 .....	14

## 图表目录

图表 1: 公私募投资特点对比 .....	1
图表 2: 资管市场概况 .....	1
图表 3: 私募证券投资基金产品存续情况 .....	1
图表 4: 百亿证券私募管理人情况 (截止 2024 年 02 月 22 日) .....	2
图表 5: 百亿证券私募管理人情况 (截止 2024 年 02 月 22 日) .....	2
图表 6: 私募策略分类 .....	3
图表 7: 2023 年私募证券投资基金策略占比变化 .....	3
图表 8: 私募证券投资基金产品数量最多的方向 (截止 2024 年 02 月 22 日) .....	4
图表 9: 股债商品表现情况 .....	9
图表 10: 私募主观多头表现 .....	9
图表 11: 2023 年各私募策略表现情况 .....	9
图表 12: 公、私募量化基金超额收益业绩统计 .....	10

## 一、私募市场概况

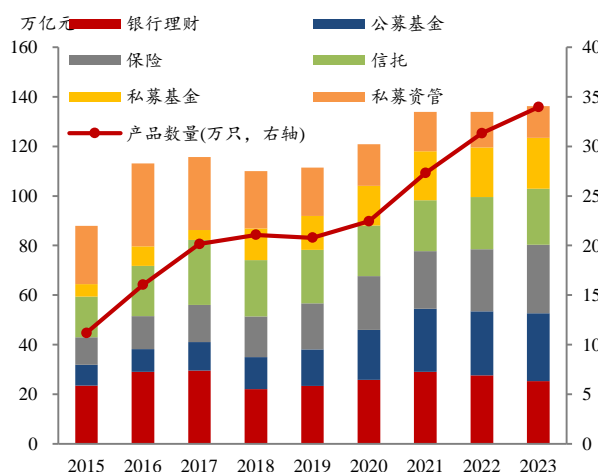
伴随着国内高净值客户人群财富管理需求的提升，尤其是在2019年-2021年权益市场表现较好，私募证券投资基金管理规模由2019年初的2.1万亿跃升至2022年3月的6.3万亿，以私募基金为代表的资产管理行业迎来黄金发展期。与公募基金相比，私募基金的优势主要集中在标的投资比例以及工具的多样性上，加上私募基金通常需要较长的锁定期，相对于公募基金来说具有较低的流动性，可以更好地应对市场波动，故私募基金在投资策略、资产配置和风险管理方面通常更加灵活，可以更快地调整投资组合，以适应市场变化和投资者需求。

图表 1：公私募投资特点对比

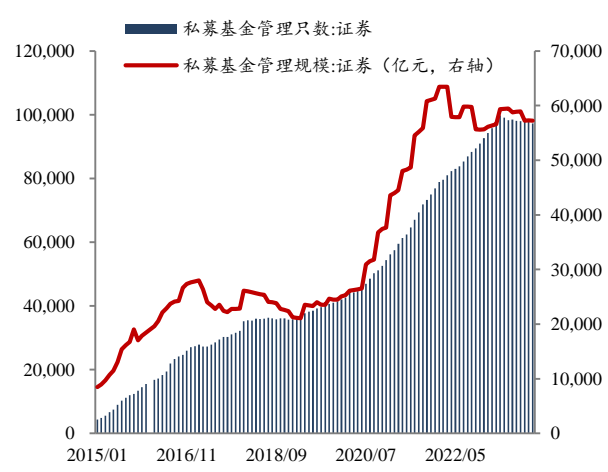
工具	公募		私募	
股票资产	股票型	股票主动/股票指数：80%以上基金资产投资于股票	股票多头	混合型产品（多数）：股票投资比例为0-100%，或0-80%
	混合型	偏股混合：60%以上股票仓位		权益类产品（少数）：股票投资比例为80%以上，如指数增强
		平衡混合：30%-60%股票仓位		实际上与灵活配置型公募基金比较类似，股票仓位的调整范围非常大，带来相对灵活的仓位调整，从而带来回撤控制上的相对优势
		灵活配置：0%-95%股票仓位		
		偏债混合：0-40%股票仓位		
单一标的	投资比例一般限定在10%以内，少数情况（如指数基金、FOF等）除外		投资比例不超过25%。行业实践中，一般限定在20%以内，较公募宽松	
金融衍生品	严格，权益类基金多数情况用于对冲目的（套期保值），且对冲比例较低（10-20%左右）		既可用于对冲，也可用于投机，且对金融衍生品的使用比例限制较为宽松（未有明确约束）	
商品衍生品	使用较少，主要以跟踪某个或者某类商品指数为主		几乎可以投资国内上市的全部期货（包括期权）品种，且投资比例限制也较为宽松（未有明确约束）	

数据来源：基金业协会 广州期货研究中心

图表2：资管市场概况



图表 3：私募证券投资基金产品存续情况



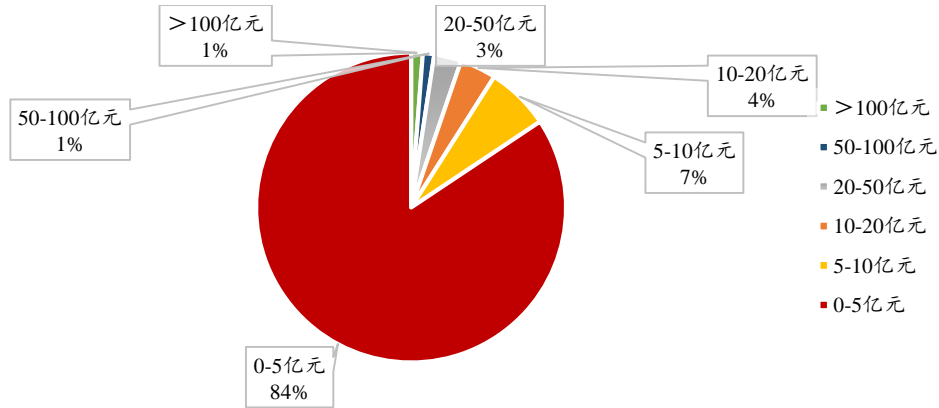
数据来源：Wind 广州期货研究中心

基金业协会将私募基金产品（及其管理机构）分为5个大类，具体分别为：证券投资基金、股权投资基金、创业投资基金、资产配置类基金、其它投资基金，而以二级市场为投资方向的主要为私募证券投资基金（以下简称私募基金）。据基金业协会披露，截至2023年12月底，我国已登记私募基金管理人21625家，存续私募基金153079只，存续基金规模20.58万亿元；其中，私募证券投资基金管理人8469家，同比下降6.14%，存续私募

证券投资基金97258只，存续规模5.72万亿元；存续私募股权投资基金31259只，存续规模11.12万亿元；存续创业投资基金23389只，存续规模3.21万亿元。

从管理规模看，截至2024年2月22日基金业协会与私募排排网数据，全市场私募证券投资基金大部分集中在0-5亿元的小规模，共计6895位管理人，约占市场管理人数量84%。

图表4：百亿证券私募管理人情况（截止2024年02月22日）



数据来源：基金业协会 广州期货研究中心

图表5：百亿证券私募管理人情况（截止2024年02月22日）

公司简称	登记日期	城市	公司简称	登记日期	城市	公司简称	登记日期	城市
上海景林	2014/3/17	上海市	阿巴马资产	2014/10/31	珠海市	德博投资	2015/12/9	上海市
友山基金	2014/3/17	贵阳市	恒德资本	2014/11/19	北京市	玄元投资	2015/12/9	珠海市
康曼德资本	2014/3/17	深圳市	明毅基金	2014/12/24	北京市	远信私募	2015/12/16	珠海市
东方港湾	2014/3/17	深圳市	宽德投资	2014/12/24	上海市	铸锋资产	2016/6/27	北京市
歌斐诺宝	2014/3/17	上海市	因诺资产	2015/1/7	上海市	幻方量化	2016/6/28	宁波市
重阳投资	2014/3/17	上海市	进化论资产	2015/1/7	澄迈县	通怡投资	2016/8/9	上海市
敦和资管	2014/3/17	杭州市	盛泉恒元	2015/1/22	南京市	思懿投资	2016/8/15	上海市
合晟资产	2014/3/17	上海市	保银投资	2015/1/28	上海市	佳期投资	2016/8/24	上海市
乐瑞资产	2014/3/25	北京市	千象资产	2015/1/28	上海市	盘京投资	2016/10/19	上海市
淡水泉	2014/3/25	北京市	瑞丰汇邦	2015/1/29	珠海市	颀岩私募	2016/12/16	上海市
映雪投资	2014/4/9	上海市	宽远资产	2015/1/29	上海市	聚鸣投资	2017/1/4	上海市
中科招商	2014/4/9	深圳市	相聚资本	2015/2/4	北京市	茂源量化私募	2017/3/15	澄迈县
盈峰资本	2014/4/9	深圳市	双安资产	2015/2/4	南京市	卓识基金	2017/6/26	北京市
源乐晟资产	2014/4/9	拉萨市	永安国富	2015/2/11	杭州市	仁桥资产	2017/7/17	北京市
中欧瑞博投资	2014/4/22	深圳市	铂绅私募	2015/2/11	上海市	启林投资	2017/8/29	上海市
一村投资	2014/4/22	上海市	金得私募基金	2015/2/11	上海市	致诚卓远投资	2017/10/25	珠海市
洛肯国际	2014/4/22	北京市	希瓦私募基金	2015/2/11	澄迈县	半夏投资	2017/11/6	上海市
华软新动力	2014/4/22	北京市	金戈量锐资产	2015/2/11	宁波市	正心谷资本	2017/11/9	金华市
国寿城产业投资	2014/4/23	广州市	望正资产	2015/2/15	深圳市	凌顶投资	2018/2/1	宁波市
银叶投资	2014/4/23	上海市	大朴资产管理	2015/2/15	上海市	宁泉资产	2018/3/27	上海市
重阳战略投资	2014/4/23	上海市	玖瀛资产	2015/4/15	深圳市	盈立方	2018/3/27	北京市
诚奇资产	2014/4/29	深圳市	宽投资产	2015/4/16	上海市	上汽顾臻	2018/5/14	上海市
高毅资产	2014/5/20	上海市	睿郡资产	2015/5/28	上海市	桥水中国	2018/6/29	上海市
喆颢资产	2014/5/20	上海市	展弘投资	2015/6/11	上海市	世纪前沿	2018/9/3	澄迈县
九坤投资	2014/6/4	北京市	融葵投资	2015/7/1	上海市	衍复投资	2019/11/11	上海市
林园投资	2014/6/4	深圳市	对外经济贸易信托	2015/7/17	北京市	千宜投资	2020/4/7	上海市
博润银泰	2014/6/4	北京市	信弘天禾	2015/8/6	北京市	和谐汇一资产	2020/8/27	上海市
艾方资产	2014/6/4	上海市	九章资产	2015/8/6	杭州市	慎知资产	2020/9/14	上海市
明法投资	2014/7/22	上海市	石锋资产	2015/8/26	上海市	乾象投资	2020/10/10	北京市
星石投资	2014/8/21	北京市	金汇荣盛财富	2015/9/2	深圳市	国新新格局	2021/5/24	北京市
黑翼资产	2014/8/21	上海市	迎水投资	2015/9/2	上海市	钰仁投资	2021/8/20	上海市
灵均投资	2014/8/28	宁波市	睿璞投资	2015/9/11	珠海市	合远基金	2022/5/13	上海市
天演私募	2014/10/23	上海市	锐天投资	2015/10/8	上海市	波克私募	2023/2/17	上海市

数据来源：基金业协会 私募排排网 广州期货研究中心（注：标红管理人为2023年至今规模突破百亿管理人）

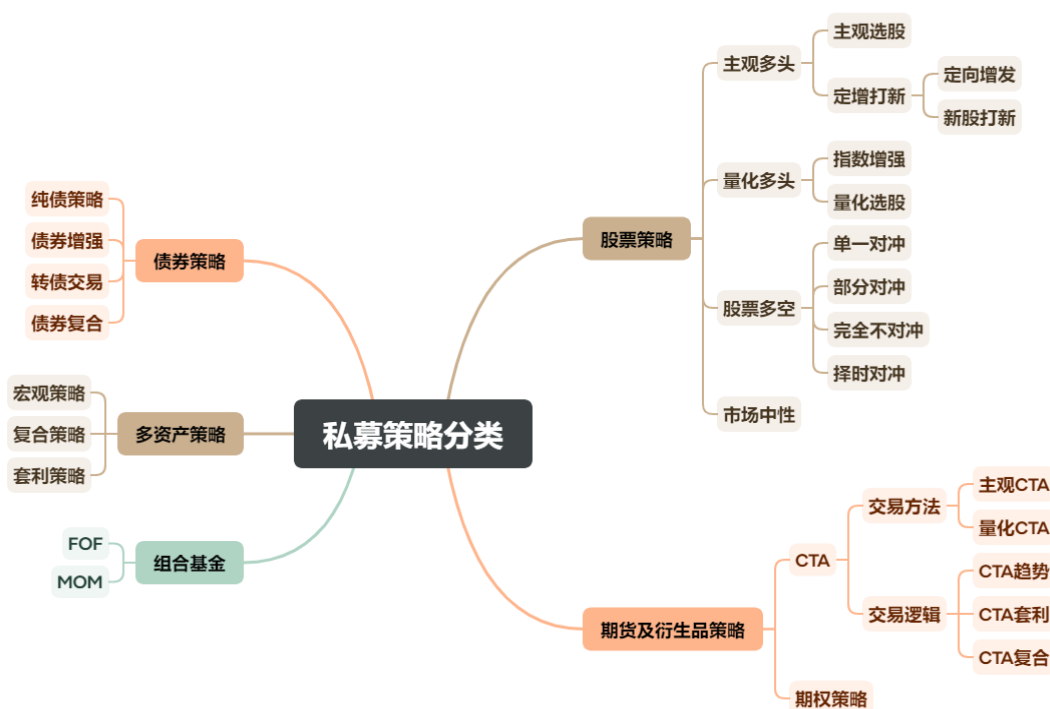


从百亿私募管理人的数量来看，百亿私募管理人数量由 2022 年底的 113 家回落至 99 家，仅占 1%。趣时资产、白鹭资管、凯丰投资、鸣石投资等多家老牌私募管理人规模滑出百亿。10 家新晋私募中既有乾象投资、稳博投资等新面孔，也有时隔多年重回百亿的锐天投资以及同样是百亿私募的明法投资创始人设立的另一家私募——千宜投资跨入百亿私募的门槛。尽管去年权益市场表现欠佳，私募管理规模整体缩水，但仍有数家私募基金逆流而上，成功突破百亿，且其中多家为量化私募。

## 二、策略分类

根据私募排排网分类，国内私募产品策略按其投资标的，可主要分为股票策略、期货及衍生品策略、债券策略、多资产复合策略及组合基金五大类。

图表 6：私募策略分类



数据来源：私募排排网 广州期货研究中心

在早期的股票型基金中，由于主动管理型基金可理解性更高，其数量与规模均占据了绝对的主导地位，但近年来，主观多头的数量及规模占比均出现下行。在 2023 年的市场环境下，主观多头策略数量占比呈现出与股票市场表现相关性较高的特征：全年占比持续下滑，延续 2022 年的趋势，截至 12 月底，主观多头策略占比 36%，基本处于近两年的低位；而量化多头和中性的年内占比则得到提升，主要与行情市值下沉，小盘超额收益不断放大有关。另一方面，在去年的高波动市场环境下 FOF 类、债券类等相对低波的策略数量占比出现提升。此外期权策略占比逐月提升，多资产类策略亦出现小幅提升，CTA 策略下滑。总体而言，年内量化策略、低波策略、小众策略较受青睐，主观、CTA 策略产品量下滑。

图表 7：2023 年私募证券投资基金策略占比变化

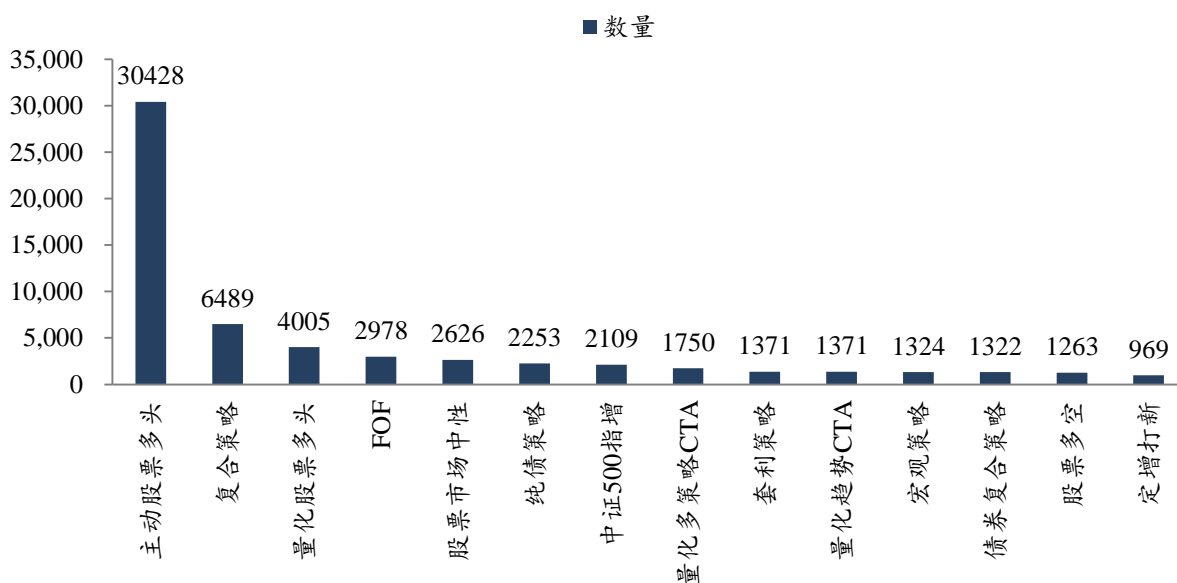
时间	主观多头	量化多头	股票中性	债券	CTA	FOF	多资产	期权
2023-1	38.1%	7.2%	2.9%	7.0%	11.7%	18.0%	12.0%	3.0%

2023-2	38.9%	7.1%	2.9%	7.1%	11.7%	17.6%	11.6%	3.0%
2023-3	39.2%	7.1%	3.0%	7.2%	11.7%	17.3%	11.3%	3.2%
2023-4	39.3%	6.9%	2.8%	7.3%	12.1%	17.4%	12.0%	2.3%
2023-5	38.4%	6.8%	3.1%	7.3%	11.4%	17.6%	11.8%	3.8%
2023-6	38.1%	6.9%	3.1%	7.4%	11.0%	17.8%	11.8%	3.9%
2023-7	38.0%	6.8%	3.1%	7.5%	10.9%	17.9%	11.8%	4.0%
2023-8	36.9%	7.0%	3.1%	7.5%	10.8%	18.1%	12.4%	4.3%
2023-9	36.6%	7.1%	3.1%	7.6%	10.7%	18.4%	12.3%	4.2%
2023-10	36.3%	7.2%	3.1%	7.7%	10.5%	18.4%	12.5%	4.3%
2023-11	36.4%	7.3%	3.2%	7.7%	10.5%	18.5%	12.0%	4.4%
2023-12	36.1%	7.4%	3.3%	7.7%	10.1%	18.7%	12.1%	4.5%
全年变动	-2.0%	0.2%	0.4%	0.7%	-1.6%	0.7%	0.1%	1.5%

数据来源：招商私募指数数据库 广州期货研究中心

截至 2024 年 2 月 21 日，私募排排网数据库中共登记有 66059 只运行中且净值可见的私募证券投资基金产品，按策略分类占比最高的为主动股票多头、复合策略、量化股票多头，产品数量分别为 30428、6489、4005。

图表 8：私募证券投资基金产品数量最多的方向（截止 2024 年 02 月 22 日）



数据来源：私募排排网 广州期货研究中心

## （一）股票策略

股票策略的主要资产投资于股票资产（包括 A 股、港股以及其他海外股票市场）和股票相关衍生品，一般通过单一多头或者多空同时操作两种方式进行投资交易。股票策略按其投资方式的不同，可分为主观多头策略、量化多头策略、股票多空及股票市场中性策略。

1.主观多头策略，是最为传统的股票投资策略，其研究方式、投资决策及交易流程均以人的主观想法来确定，通过持有股票多头头寸来获取股价上涨后的增值收益及上市公司的股息收入。通常情况下，主观多头策略只持有股票的多头头寸，不进行任何形式的空头操作。一般分为主观选股

**策略和定增打新策略两种类型。**1) **主观选股：**主要通过对宏观、行业、个股财务信息等方面进行主观分析，一般来说，主观多头策略只做多不做空，通过持有股票多头头寸获取股价上涨后的股票收益和派息收益；2) **定增打新：**顾名思义是指定向增发和新股打新两种投资模式。定向增发指基金资产投资于已在沪深主板、创业板、科创板、新三板等上市公司的非公开发行（即向特定投资者发行）的再融资项目。新股打新策略则是指基金资产可通过申购新股来参与企业上市 IPO，以期新发行的股票在上市后股价大幅上涨来进行获利。

按投资风格的不同，主观选股一般可以分为成长风格、价值风格、成长价值风格、均衡风格、基本面趋势投资、逆向投资等风格。从基金产品数量来看，主观选股目前依旧是全市场占比最高的策略类型。

1) 成长风格的投资标的具有高成长、高弹性的特点，所投资的行业大多为新兴行业，行业具有高增长、空间大等特点，收益主要来源于成长股业绩的高增长，以及公司从小到大、从黑马变白马的成长过程，成长风格通常对标的的估值容忍度较高；2) 价值风格的投资标的具有低估值或高壁垒的特点，所选择的行业多为传统成熟行业，行业稳健增长、格局稳定，以大盘股居多，收益来源主要是估值修复以及公司业绩的长期稳步增长；3) 成长价值风格寻求成长与价值二者的均衡，以合理或偏低的价格买入优质成长股，并且赋予成长更高的权重，主要评判指标是 PEG，成长价值风格能够兼顾低估值和高成长的优势，收益来源既有业绩增长也有估值修复；4) 均衡风格是指投资风格相对均衡和分散，成长股与价值股并重，不给自己贴成长风格或价值风格的标签；5) 基本面趋势投资注重个股交易的理念，偏右侧交易，高换手，但也不同于纯粹的交易型选手，做趋势投资的同时也注重个股基本面研究；6) 逆向投资是指精选充分具备安全边际、同时可以预判在未来某个周期内会发生基本面业绩反转同时带来估值修复的个股，投资标的往往具有低估值、低关注度等特点，以自下而上的投资机会居多。

**2.量化多头策略，**是指通过将投资逻辑转化成量化模型并输出为决策依据，杜绝主观情绪对投资决策的影响，主要分为指数增强策略和量化选股策略。1) **指数增强策略：**指在跟踪指数的基础上，适当调整投资组合的持仓结构，以期在对标指数 Beta 收益的基础上，再获得额外 Alpha 收益的一种投资策略。Beta 收益，是指资金通过量化模型构造跟踪指数的股票组合，追踪指数获得的市场收益。Alpha 收益，是指在跟踪指数的同时，通过多因子选股、择时、交易操作优化、衍生品等一系列手段获得的超额收益。根据选股范围的差异，指数增强产品可分为沪深 300 指数增强产品、中证 500 指数增强产品、中证 1000 指数增强产品等，分别代表 A 股市场的大盘股、中盘股和小盘股。一般来说，产品持有 80% 以上的个股来自其所对应的成分股。2) **量化选股策略：**指利用量化模型在全股票市场内进行选股和配置，与指数增强策略的区别是其选股范围并不拘泥于某一指数，不针对任何指数进行行业类别、市值范围的跟踪。因此，量化选股策略亦有“空气指增”之称。此策略通常对标主观选股策略，但其持仓的股票数量远大于主观选股策略，有时可达数百只。按量化模型的不同，量化选股模型一般包括多因子模型、事件驱动模型、基本面量化模型、风格轮动模型、资金流模型、行业轮动模型等。其中，多因子模型是目前应用最广泛的模型，其因子主要涵盖了市值因子、动量因子、盈利因子、成长因子、舆情因子等。



**3.股票多空及市场中性策略。****股票多空策略**，指同时持有股票多头头寸和空头头寸，股票多头头寸主要通过直接购买股票资产实现；空头头寸则主要通过融资融券、股指期货、收益互换、期权等资产或衍生品中上实现，通常不要求多空仓位完全匹配，可留有一部分风险敞口，风险敞口的决策可依靠对市场的主观判断或者量化模型结果。根据对冲程度的不同，可以将股票多空策略分为单一空头、部分对冲、完全不对冲、择时对冲4种投资方式。**股票市场中性策略**，指在某一现货品种多头策略的基础上，利用各类对冲工具（如股指期货、股指期权等）建立空头头寸进行对冲、构建对系统性风险的敏感度为零、以绝对 Alpha 收益为目标的组合策略。该策略对市场风险保持中性、不暴露市场风险敞口，是追求业绩稳定增长的绝对收益类投资策略，其与股票多空策略的主要区别在于原则上其净风险敞口为零，实际操作中不能完全做到 0 风险敞口，基金经理在投资过程中通常将风险头寸保持在±10%（私募排排网评级标准）之间。由此可见，市场中性策略不进行方向性交易且不预测市场的涨跌，而是专注于研究标的之间的价差变化，策略表现好坏，一方面与所选多头股票的 Alpha 收益密切相关；另一方面与当前股指期货合约的升贴水幅度密切相关，当期货市场处于深度贴水时，其对冲成本往往相对更高，一定程度上削弱中性策略的业绩。

## （二）债券策略

债券策略就是以债券为主要配置资产的策略，债券策略产品的收益来源与其他策略相比较为多样，包括债券的票面本息收益、债券交易的资本利得等。**债券策略所交易的底层债券主要可分为两类：利率债和信用债。**从本质上来说，利率债和信用债的最大区别主要在于其信用风险的不同：利率债的发行人通常是国家或中央政府、信用等级与国家相同的机构，如财政部、政策性银行等；信用债的发行人主要是商业银行、城投公司等企业。因此利率债信用风险极低，价格通常较低，主要影响因素为市场利率；信用债，信用风险相对较高，价格也更高，除了受市场利率的影响外，还受发行主体信用状况的影响。

债券策略可进一步划分为纯债策略和债券增强策略及可转债策略：

**1.纯债策略：**指基金资产全部投资于债券类资产（或部分投资于现金类资产），通过对债券的合理配置及波动交易获取票息收入与交易的资本利得。纯债策略的特点包括：1）稳定收益：由于债券通常具有固定的利率和到期日期，纯债策略的投资组合可以提供稳定的利息收入；2）较低风险：相对于股票等高风险资产，债券通常被认为具有较低的风险水平。因此，纯债策略通常被视为一种相对较低风险的投资选择。3）利率敏感性：纯债策略的投资组合对利率变动非常敏感。当市场利率上升时，债券价格下跌，反之亦然。4）收益和资本增值：除了固定的利息收入外，纯债策略也可以通过债券价格的增值来实现资本收益。总的来说，纯债策略适合那些寻求稳定收益并且能够接受较低风险水平的投资者。然而，投资者也应注意债券市场的利率风险和信用风险，并且在制定投资决策时应考虑到这些因素。综合采取久期、信用等策略，并搭配一定的杠杆。主要收益来源包括票息收益、利率变动收益、信用利差及其变动收益、杠杆收益等。

**2.债券增强策略：**指在纯债策略的基础上，运用少量资金（一般不超过 20%）配置其他资产或策略，以达到收益增强目的，其他资产或策略包括股票、打新、CTA、期权等。

**3.可转债策略：**主要投向可转债，通过持有可转债、债转股及可转债的波动交易获取对应的票息收入、转股收益及交易资本利得。

**4.债券复合策略：**复合策略是指除了债券策略外，产品仍叠加了其他策略，如股票策略、管理期货策略等等，通常私募产品不对大类资产的仓位进行限制，根据管理人的专业判断对不同策略的权重进行调整。

### （三）期货及衍生品策略

期货及衍生品策略按其投资标的不同，可以大致分为 CTA 策略、期权策略及其他衍生品策略。

**CTA (Commodity Trading Advisors) 策略，**是指一种由专业的基金管理人以追求绝对收益为目标，运用客户委托的资金投资于期货、期权市场，并收取相应投资顾问费用的基金形式。最早的 CTA 策略投资范围仅限于商品期货，当前已拓展到包括利率期货、股指期货、外汇期货在内的几乎所有期货品种。因此，CTA 策略也被称作管理期货 (Managed Futures) 策略。

**按交易方法的不同，**CTA 策略可以分为量化 CTA 和主观 CTA 两种。其中，与股票策略类似，主观 CTA，即根据基金经理投研能力及交易经验做出交易决策，而量化 CTA 则使用量化模型综合市场量价信息及基本面信息等进行处理做出交易决策。

**按交易逻辑的不同，**CTA 策略又可以分为 CTA 趋势策略、CTA 套利策略及 CTA 复合策略 (即趋势跟踪、套利类策略等组合) 3 种类型。其中，趋势跟踪类策略是当期货市场出现上涨或下跌趋势时，再进行交易决策，追求方向性的波动收益，是 CTA 策略中的主要盈利来源，占 CTA 市场规模的 70% 以上；套利策略是通过交易多个相关商品品种，利用价差回归原理做空高估、做多低估获取收益；复合策略即不局限于特定策略，综合趋势跟踪、套利、T0 交易等方法获取收益。

此外，期权策略指通过交易单边期权合约或构造期权组合结构，根据标的价格及波动率进行套利获取收益；**其他衍生品策略：**以投资于除期货、期权之外的衍生品为主要策略，例如收益互换、远期合约、雪球结构等。

### （四）多资产策略

多资产策略，旨在通过同时投资于多种不同类型的资产，根据市场条件、经济前景和投资目标，灵活调整投资组合中各种资产的权重和配置比例，平衡收益与风险，实现投资组合的多样化和风险分散，并最大化整体投资回报。

**1.宏观策略：**通过自上而下对整体经济环境和宏观经济因素的分析 and 预测，利用宏观经济变量（如通胀、利率、政策、国际贸易情况等）对大类资产（如股票、债券、商品、货币等）的影响来进行配置和对冲获利。宏观策略的主要特点包括：**1) 跨资产配置：**宏观策略的投资者通常会跨越多个资产类别进行投资，利用不同资产类别之间的相关性和相互作用，以实现风险分散和收益最大化；**2) 利用经济周期：**宏观策略的投资者会密切关注宏观经济周期的变化，并尝试在不同的经济环境下采取不同的投资策略。例如，在经济增长阶段，可能更倾向于投资于股票等风险资产，而在经济衰退阶段，则更倾向于投资于债券等保值资产；**3) 风险管理：**宏观策略的投资者通常会采取积极的风险管理措施，以减少投资组合的波动性和损失。包括使用对冲工具、多空组合和期权等衍生品工具；**4) 基于**

**趋势和价值：**宏观策略的投资者通常会结合趋势分析和价值投资原则，以确定投资机会，尝试捕捉宏观趋势的变化，并寻找被低估或高估的资产。

**2.套利策略：**指利用市场之间价格差异或不一致性，在不暴露风险敞口的情况下利用价差回归来获利（同时做空高估品种，做多低估品种）的交易策略。套利交易通常是短期的，因为市场不一致性通常会被市场参与者迅速纠正。该策略聚焦于两个或多品种之间存在的稳定相关性，并不是单一资产的套利，例如期货或者转债，而是多种资产的套利组合，套利的标的包括但不限于债券、外汇、ETF、分级基金等，可进一步分为 ETF 套利、期现套利、跨期套利、期权套利、可转债套利等。

**3.复合策略：**旨在充分利用不同策略的优势，实现更稳定的投资回报。管理人同时使用两种甚至多种投资策略的组合进行投资，达到降低风险、平稳收益的作用。管理人从子策略角度出发，评估子策略的表现、之间相关性、子策略占比等，使得复合策略获得 1+1 大于 2 的效果。与单一策略相比，复合策略在平滑波动、增强收益、扩大规模方面都有较显著的优势。

## （五）组合基金

组合基金主要通过配置其他多个基金产品或者委托其他多个管理人进行管理。组合基金管理人并不直接投资于二级市场证券产品，而是以基金产品或基金管理人为目标进行投资，进一步分散投资将投资组合多元化，主要基金资产投资于其他基金份额（一般不低于基金资产的 80%）。投资的标的可以是私募基金、公募基金、券商期货的集合理财计划等。

1.FOF 是 "Fund of Funds"（基金的基金）的缩写，指的是一种投资工具，它本身是一个投资基金，但其主要投资对象是其他的投资基金，而不是直接投资股票、债券或其他资产。

2.MOM 投资模式即管理人的管理人基金(Manager of Managers)模式，也被称为“多层次基金管理”或“基金管理者管理模式”。在这种模式下，一个资产管理公司或投资机构（通常称为主管理人）委托另一个或多个外部资产管理公司（通常称为子管理人，是主管管理人的投资顾问）来管理其投资组合。主管理人负责制定资产配置策略、监督和评估子管理人的表现，根据投资目标和风险偏好来分配资金给不同的子管理人；而子管理人则负责实际的投资管理，每个子管理人可能有不同的投资策略、风格和专业领域，从而实现投资组合多样化，实现投资风险的分散和控制。

FOF 与 MOM 均为一种灵活且有效的资产管理模式，通过投资多种不同类型的基金/委托多个子管理人的方式，实现投资组合的风险分散，具备多样化、专业性、便捷性等优点。但需要注意的是，往往组合基金的费用收取较高，FOF/MOM 通常会收取管理费和绩效费，且由于 FOF/MOM 投资的对象是其他基金/管理人，而这些基金/管理人本身也会收取管理费和绩效费，因此投资者可能会面临重复收费的问题。此外，FOF/MOM 的投资范围受限于所选基金/管理人的投资范围和策略，可能无法灵活调整投资组合以应对特定的市场环境。

## 三、私募基金业绩回顾及行情展望

### （一）业绩回顾

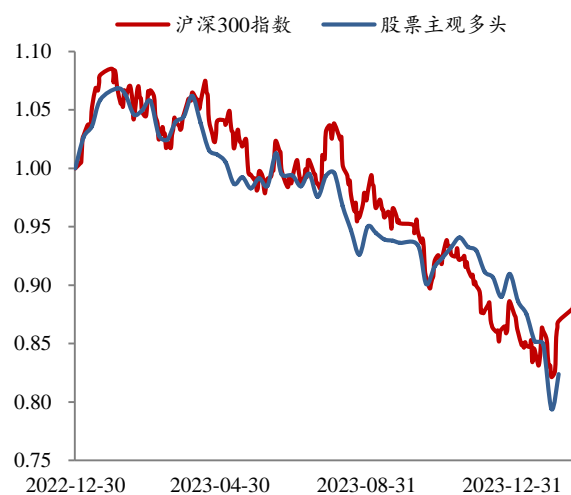
2023 年国内股票市场震荡下跌，多次剧烈调整，2024 年初更是在流动性挤兑下触发急速下跌。债券市场则与股票市场相反，围绕经济修复预

期,资金结构性摩擦,稳增长政策预期到落地等因素,历经几轮主线切换,随着地产债风险逐渐回落和城投债化债政策以及宽松政策的落地,债券市场表现强势,维持震荡上行。商品市场去年则趋于震荡,年初投资者对经济数据的信心偏弱,直至出口数据边际转向,下半年商品市场逐渐回暖,全年先跌后涨。

图表 9: 股债商品表现情况



图表 10: 私募主观多头表现



数据来源: 通联数据 WIND 广州期货研究中心

从私募基金 2023 年各个策略的整体表现来看,主要策略中股票策略、组合基金和多资产策略收益为负,其余策略均取得正收益或正超额收益,量化类的表现要显著优于主观,股票中性及债券策略表现极为亮眼。原因在于,2023 年股票市场震荡下行,而股票多头策略在除量化策略外的策略中权益仓位最高,全年平均收益率为-5.51%,多资产策略及组合基金整体配置更为分散,故回撤控制更优秀,全年收益率分别为-0.56%, -1.98%。

图表 11: 2023 年各私募策略表现情况

策略类型	策略平均收益 (%)	平均最大回撤 (%)
股票多头	-5.51	-21.17
主观多头	-6.34	-22.2
量化多头	2.63	-13.4
股票多空	-2.94	-14.76
股票市场中性	6.41	-2.45
债券策略	7.98	-6.44
纯债策略	10.69	-6.62
固收增强	6.72	-6.05
转债增强	3.94	-7.31
期货及衍生品	2.15	-12.77
主观CTA	2.75	-17.43
量化CTA	2.04	-10.88
期权策略	2.26	-10.5
多资产策略	-0.56	-14.56
组合基金	-1.98	-10.77

数据来源: 私募排排网 广州期货研究中心 (截至2023年12月31日的不完全统计)



## 为何在现货市场及股票主观多头表现不佳的情况下，量化策略（量化多头与股票中性）在 2023 年脱颖而出？

1) 量化多头主要由指数增强与量化选股两类组合，2023 年私募相对公募超额收益明显且策略收益市值明显下沉。主要原因在于现货市场小微盘表现优异叠加量化模型对小市值因子的持续挖掘，使得小微盘行情愈演愈烈，大部分量化选股策略对小微盘配比的提升是行情演绎、模型选择的必然结果。指数增强策略则在跟踪指数的基础上，通过适当暴露提升超额收益，追逐风格或行业的动量效应，从而获得部分市场行情延续带来的超额收益。

但过大的风险暴露可能市场切换时因持仓转换不及时损伤基金净值。历史上，随着基金暴露程度的上升，指数增强策略的超额收益波动明显加大：在 2019 年初经济周期转换、2021 年初抱团股瓦解、2021 年 9 月风格切换、2022-2023 年市场转换、2023 年-2024 年市场暴跌期间，暴露较大的基金超额收益回撤较大。

图表 12：公、私募量化基金超额收益业绩统计

	300 指增		500 指增		1000 指增		主动增强	
	公募	私募	公募	私募	公募	私募	公募	私募
2017	-0.21%	3.00%	11.72%	18.12%	13.58%	14.17%	0.36%	1.32%
2018	4.82%	15.50%	11.47%	27.40%	26.97%	43.63%	11.78%	27.17%
2019	1.23%	6.42%	4.48%	11.96%	8.21%	20.78%	1.79%	-1.03%
2020	11.15%	10.81%	11.17%	15.71%	14.17%	14.57%	13.81%	8.45%
2021	5.96%	13.76%	2.65%	10.63%	4.74%	12.12%	2.02%	11.56%
2022	2.87%	10.19%	4.66%	13.00%	8.41%	18.77%	0.34%	13.23%
2023	1.94%	5.66%	2.18%	11.39%	7.28%	15.06%	0.27%	7.44%
年化收益率	4.13%	9.11%	7.07%	15.92%	12.81%	19.78%	4.34%	9.73%
年化波动率	2.49%	3.58%	3.92%	4.26%	7.40%	4.94%	4.55%	6.52%
夏普比率	0.85	1.99	1.29	3.27	1.46	3.60	0.51	1.19
最大回撤	-5.01%	-3.95%	-6.30%	-3.82%	-11.22%	-4.12%	-8.98%	-7.81%
开始时间	2018-08-17	2017-03-24	2018-10-18	2019-01-25	2016-01-28	2021-09-30	2018-10-18	2018-12-28
结束时间	2019-03-06	2017-06-02	2019-03-12	2019-03-08	2016-02-22	2021-12-31	2019-04-19	2019-04-19

数据来源：朝阳永续、国泰君安、广州期货研究中心（数据统计区间：2023.01.01-2023.12.29）

2. 对于中性策略来说，2023 年小盘股表现占主导，基差波动相对可控，IC 和 IM 的贴水幅度较往年减少，使得量化对冲策略在多头和对冲成本方面都稳定获利。1) 股指期货端，2023 年股指期货贴水幅度明显有所收敛，在部分时间段甚至出现了一定幅度的升水，为 2023 年中性策略规模增长打下了基础。以当月合约为例，沪深 300 合约的平均基差年化收益率约 1.09%，中证 500 和中证 1000 两大合约的平均基差年化收益率也仅为-1.64%和-3.38%，有利于市场中性的运作。2) 现货市场端，小微盘行情也必然使得部分行情适应程度高、小微盘配比高的量化管理人获取极为亮眼的超额收益。

## （二）行情展望

股票策略方面，指数增强类产品相对更优。A 股市场前期持续下跌，春节后市场流通性压力的缓解以及政策的推动，为投资者带来高胜率的阶段性行情。从中期看，经济延续温和复苏趋势，但持续性有待观察，在经济结构新旧转型压力下，市场的进一步回升需要等待强力政策



助推、基本面筑底和增量资金流入等利好实现。近期市场大幅回撤带来的极端情况使得投资者对各种产品的风险和收益特征的认识在重新构建，而指数也暂脱离系统性风险，继续处于底部区域， $\beta$  价值凸显；对于市场上大部分主流量化管理人预期下跌空间有限，对于发行对冲产品的意愿可能不高；因此相对于多空/中性策略而言，单边策略优势或更大。对于主观多头与量化多头的选择来说，主观多头的收益取决于管理人风格与市场的适配度，而量化多头中，高频策略受制于监管层面的收紧，或带来一定的交易成本与合规成本；另外，小盘量化仍具备一定  $\alpha$ ，但风格过于集中的时候会对超额有一定影响，且需警惕风格切换时，小市值风格暴露带来的净值回撤，因此不建议选择选股下沉过于明显的产品；与之相对的，大盘蓝筹股的估值已接近历史低位，跌幅相对平缓，且大、中盘股的风格分化正在缓解，预计将更趋于平衡。因此综合来看，数增强类产品在不断更新迭代的量化模型支撑及稳定的期指贴水下，仍然具备预期稳定的超额收益，且资金利用效率也优于对冲策略。

**债券策略方面，在基本面未逆转+持续降息预期+资金配置需求下，债市暂时没有太大风险，仍具备一定配置价值。**2023 年市场风险偏好持续下降，宏观经济经历了从“强预期，弱现实”到“弱预期，待复苏”的转变，尽管下半年部分经济指标逐渐企稳回升，但微观主体信心仍然不足，内需未见明显修复，通胀持续走低，导致各期限收益率持续下行。去年货币政策总体上保持宽松，再加上股票市场持续下跌，导致许多资金转向低风险的债券和理财产品，进一步推动了债券市场的上涨。在基金产品方面，私募债基通过部分信用下沉和大量配置城投债获得了较高的超额收益。2024 年，宏观经济仍面临“需求端弹性小，供给端压力大”的问题，货币政策大基调仍以宽松为主，债券交易主线将围绕通胀与政策利率这两个关键变量进行交易。近期央行下调 5 年期 LPR 利率、商业银行下调存款利率、保险产品收益率下降，宽松的货币环境和低通胀使得十年期国债收益率创下自 2020 年以来的新低。目前债券市场已经提前反应了部分经济数据和货币政策预期，后续行情的演绎可能需要明确的政策信号和数据拐点出现。此外，从全球范围来看，联邦储备加息可能即将结束，因此可关注 QDII 类的中短期、高信用评级债券基金为主的纯债类基金；若经济修复情况及市场信心修复良好，可适当关注偏成长风格的债券类增强基金。转债方面，尽管系统性风险暂时消除，但短期股市行情高度、转债股性仍是制约，整体以结构性机会为主。

**期货及衍生品策略方面，CTA 趋势策略或存在一定机会。**2023 年，商品期货市场缺乏明显的趋势，大部分时间处于震荡行情中，低波动率状态对于 CTA 策略盈利造成较大压力。其中，贵金属表现相对突出，而新上市的碳酸锂单边下跌，工业品价格波动较大，农产品的表现存在结构性分化。在多空交织且缺乏单边趋势的市场环境下，CTA 趋势策略长期处于低位。另一方面，受益于宏观预期与实际需求的错位，部分价差套利和升贴水策略整体上年盈利情况良好，并且外围地缘政治事件频繁，带动套利策略整体收益高于往年。基于 2024 年的宏观环境的预期角度来看，商品市场存在很强的变量预期，1) 内部：国内经济新旧切换阶段，现实需求层面仍有压力，较难有较大改变，存在的变量主要是在于政策对于行业的支持，比如房地产和基建层面的提振对于黑色的影响，也将是结构性的板块交易机会；此外则是，货币/财政政策宽松等；2) 外部：地缘冲突是大的变量，基于俄乌冲突和巴以冲突的局面，仍旧存

在冲突外溢的风险，届时将会对全球供应链造成影响，甚至是会掀起贸易保护主义的影响，它的影响是全局、且较为长期的影响，加上 2024 年是大选之年，各国政局变动对商品端来说也是起势机会，会对商品价格的波动提供较好的基础条件。此外，欧美通胀及加息态度，将会对全球大宗商品的价格走势起到长期和主导性影响，且存在较强预期。故 2024 年 CTA 趋势策略或将有较大的收益弹性。

**多资产策略及组合基金**的特点大多以平衡收益与风险，实现投资组合的多样化和风险分散，并最大化整体投资回报的目的为主，为国内市场提供了投资产品、区域及收益多元化的机会，可适当配置。

## 免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

## 研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的企业精神和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及衍生品投资者，回报客户、回报员工、回报股东、回报社会。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀资本在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

### 研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：（020）22836116

金属研究团队：（020）22836117

化工能源研究团队：（020）22836104

创新研究团队：（020）22836114

农产品研究团队：（020）22836105

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627

## 广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

### 广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	上海陆家嘴营业部	广东金融高新区分公司
联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区 向城路69号1幢12层（电 梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区 城星路111号钱江国际时代广场 2幢1301室	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸 易试验区东方路899号1201- 1202室	联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海 区海五路28号华南国际金融 中心2幢2302房
深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部	清远营业部
联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福 田区梅林街道梅林路卓越 梅林中心广场（南区）A座 704A、705	联系电话：0757-83607028 办公地址：佛山市禅城区祖庙街 道季华五路57号2座3006室	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城 街道三元路2号粤丰大厦办公 1501B	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福 路25号金茂翰林院六号楼2 层04、05、06号
肇庆营业部	北京分公司	湖北分公司	郑州营业部
联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端 州区信安五路2号华生商住 中心商业办公楼1704、1705 办公室	联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路 24号院1号楼-5至32层101内 12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉 区香港路193号中华城A写字 楼14层1401-9号	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑 州片区（郑东）普惠路80号 1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	四川分公司	机构业务部	机构事业一部
联系电话：0532-88910060 办公地址：山东省青岛市崂 山区深圳路100号办公楼户 905室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区 人民南路4段12号6栋802号	联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江 大道1号寺右万科中心南塔6 层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江 大道1号寺右万科中心南塔6 层
机构事业二部	机构事业三部	机构事业四部	广期资本管理（上海）有限 公司
联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区 临江大道1号寺右万科中 心南塔6层	联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大 道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836187 办公地址：广州市天河区临江 大道1号寺右万科中心南塔6 层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区 福山路388号越秀大厦701 室