

私募产品策略专题研究

私募产品策略、遴选与配置

朱必远
中信证券研究部

2022年8月18日

CONTENTS

目录

1. 私募策略：丰富多元，配置利器
2. 特色策略：CTA、量化股票、宏观
3. 管理人遴选：多指标定量筛选+多维度定性评估
4. 策略配置：平滑波动，优化持有体验
5. 风险因素

1. 私募策略：丰富多元，配置利器

1.1 私募证券基金策略分类体系



| 一级策略 | 二级策略 | 策略描述 |
|---------|----------------|---|
| 股票策略 | 主观股票 | 主要通过投资权益类资产以及相应的衍生品工具（包括股票、权益类基金、股指期货、股票期权等）获利，依据主动研究和投资决策构建投资组合，按照投资风格可进一步分为成长型、平衡型、价值型等，收益来源包括仓位管理、行业配置和个股选择。 |
| | 量化股票 | 与主观股票的主要区别在于，量化股票主要通过系统化/量化的方法构建投资组合，持股数量多而分散。根据仓位是否可动态调整进一步分为量化多头型（可灵活调整仓位）和指数增强型（基本满仓，主要对标某个基准指数）。其中指数增强型根据对标指数进一步可分为沪深300指数增强、中证500指数增强、中证1000指数增强、全市场增强等。 |
| 债券策略 | 纯债策略 | 主要通过投资利率债、信用债、现金类工具以及相应的衍生品工具获利，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。 |
| | 强债策略 | 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。 |
| 市场中性 | -- | 同时持有市值/贝塔敞口一致/接近的“股票多头”和“股票空头”组合，通过多头组合相对空头组合的超额收益获利。目前国内股票空头组合主要通过持有股指期货空头的方式实现（少量通过融券卖空或者收益互换的方式实现），股票多头组合的构建主要基于基本面因子、量价因子、舆情因子等。 |
| 管理期货 | 量化CTA 主观CTA | 主要通过投资期货、期权等衍生品获利，主要采取的策略包括趋势跟随、反转、套利等，具有双向交易（做多、做空）、杠杆交易（保证金交易）等特点。量化CTA主要通过系统化/量化的方法建立交易模型，而主观CTA则主要通过主观研究和投资决策的方式进行交易。 |
| 套利策略 | -- | 通过在不同的市场上同时持有本质上相同/相近的证券或者衍生品的多头和空头头寸，在价格回归中获利，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。 |
| 多策略 | -- | 综合配置上述两种或两种以上策略，且至少在两种策略上配置比例或业绩贡献均达到20%以上。 |
| 宏观策略 | -- | 主要通过自上而下的宏观判断和大类资产（股票/债券/商品等）配置和对冲获利。 |
| 事件驱动 | -- | 国内主要体现为定增策略，即主要通过以折价方式参与定向增发股票，在锁定期满后卖出获利。 |
| FoF/MoM | -- | 主要通过配置其他多个私募证券基金或者委托其他多个管理人进行管理。其中FoF主要通过配置其他多个私募证券基金产品的方式，MoM主要通过委托其他多个私募证券管理人管理的方式。 |

资料来源：中信证券研究部。

1.2 国内公募基金分类及与私募产品策略比较

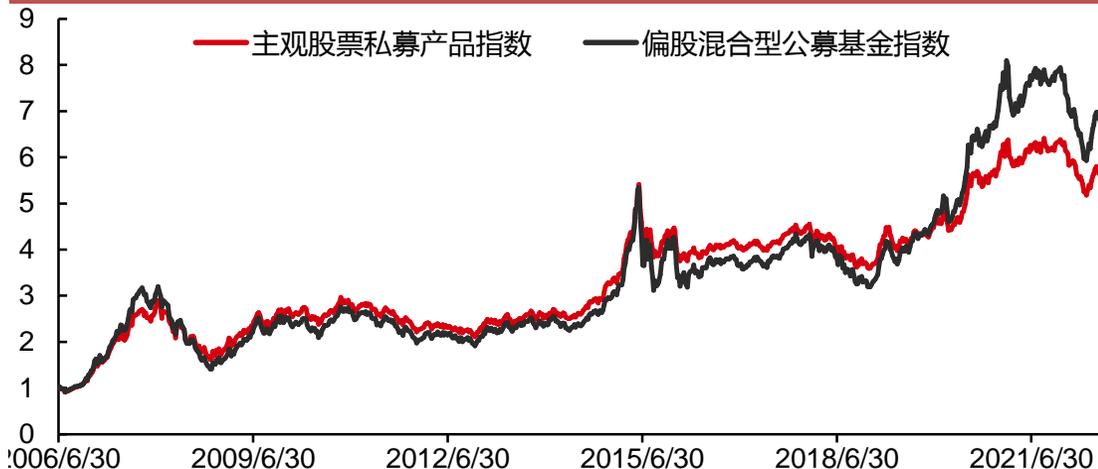
- 相对公募基金而言，私募产品策略更为丰富和多元化。比如管理期货、宏观策略、多策略、套利策略等主要存在于私募证券投资基金中。
- 即使相同的策略，私募产品在运用的细分策略上更为灵活和多元化。比如量化私募管理人在高频量价细分策略和人工智能技术的运用。
- 私募基金可投资公募基金，而公募基金基本不能投资私募基金。

| 公募基金（Wind一级分类） | 公募基金（Wind二级分类） | 私募产品策略类型 |
|----------------|----------------|----------|
| 股票型 | 被动指数型 | NA |
| | 指数增强型 | 量化股票 |
| 混合型 | 股票股票型 | 主观股票 |
| | 偏股混合型 | 主观股票 |
| | 灵活配置型 | 主观股票 |
| | 平衡混合型 | 主观股票 |
| 债券型 | 偏债混合型 | 强债策略 |
| | 混合债券型（一级、二级） | 强债策略 |
| | 中长期、短期纯债型 | 纯债策略 |
| 另类型 | 股票多空 | 市场中性 |
| | 商品型基金 | NA |
| | 基础设施基金（REITs） | NA |
| QDII基金 | | NA |
| 货币型 | | NA |
| NA | | 管理期货 |
| NA | | 宏观策略 |
| NA | | 多策略 |
| NA | | 套利策略 |
| FOF基金 | | FOF/MOM |

资料来源：Wind，中信证券研究部

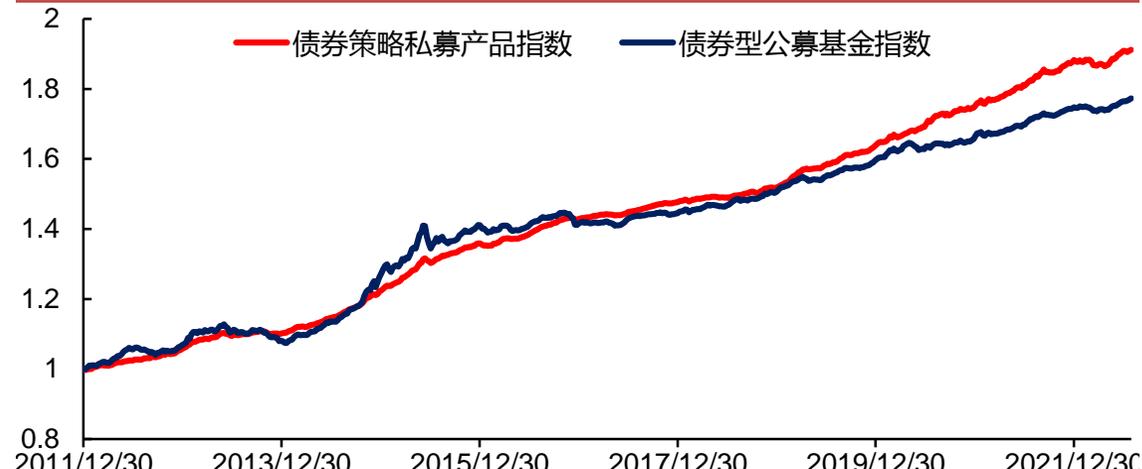
1.3.1 同策略公募基金与私募产品业绩比较 (1): 主观股票、债券

主观股票私募vs偏股混合型公募



资料来源: Wind, 朝阳永续, 中信证券研究部

债券私募vs债券型公募



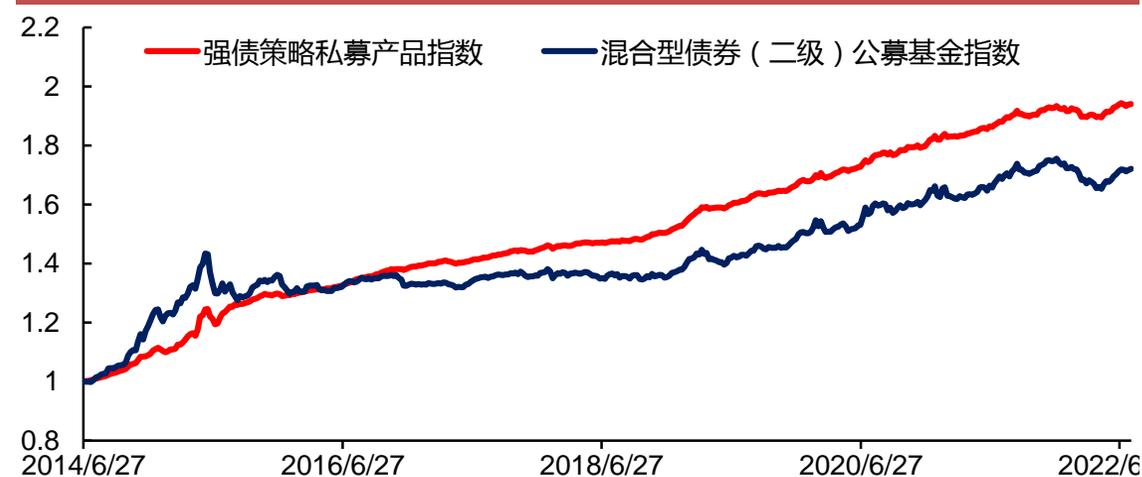
资料来源: Wind, 朝阳永续, 中信证券研究部

纯债策略私募vs中长期纯债公募



资料来源: Wind, 朝阳永续, 中信证券研究部

强债策略私募vs混合型债券(二级)公募



资料来源: Wind, 朝阳永续, 中信证券研究部

1.3.2 同策略公募基金与私募产品业绩比较 (2): 量化股票

股票市场中性：私募vs公募



资料来源: Wind, 朝阳永续, 中信证券研究部

300指数增强：私募vs公募



资料来源: Wind, 朝阳永续, 中信证券研究部

500指数增强：私募vs公募



资料来源: Wind, 朝阳永续, 中信证券研究部

1000指数增强：私募vs公募

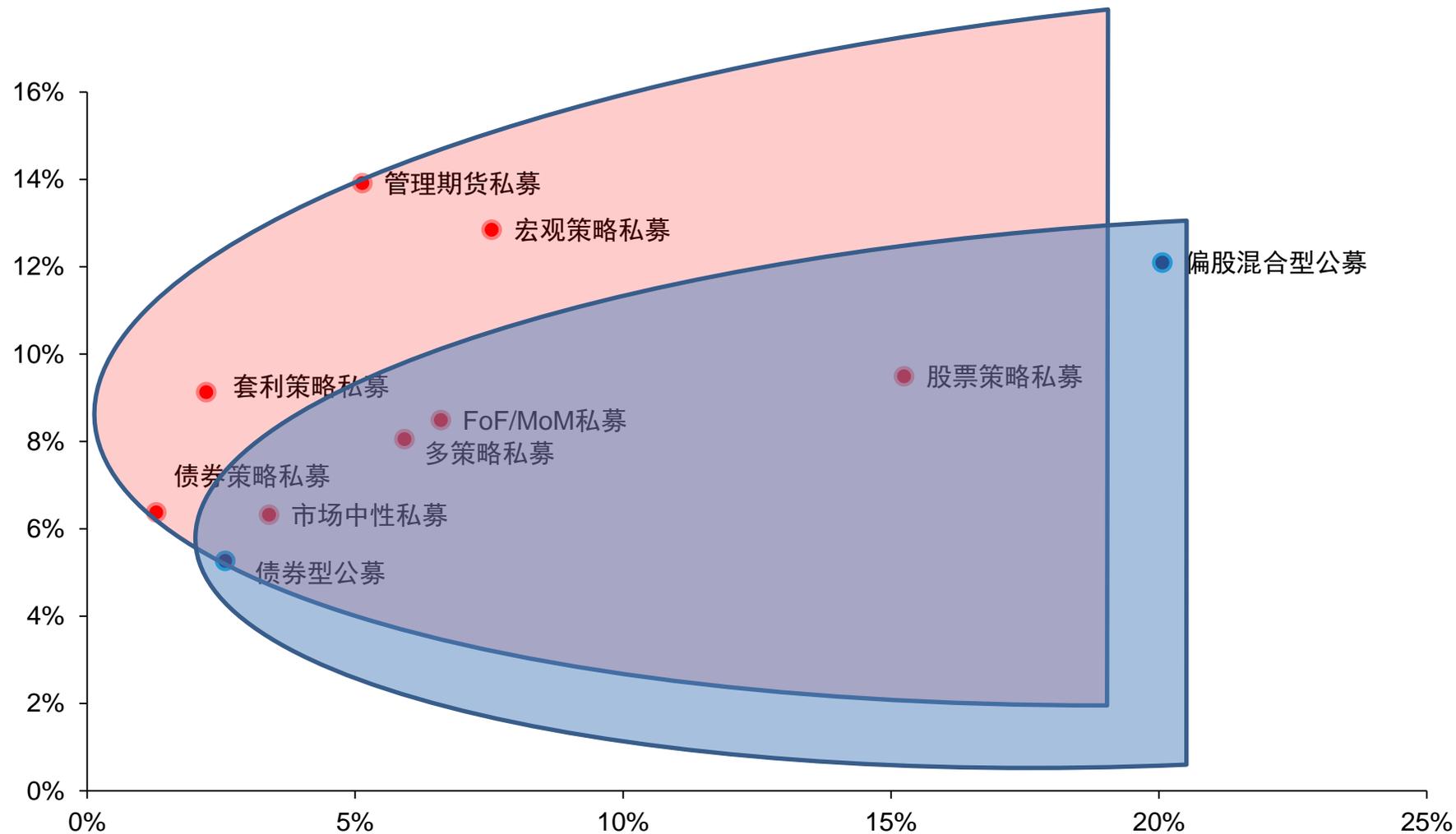


资料来源: Wind, 朝阳永续, 中信证券研究部

1.3.3 同策略公募基金与私募产品业绩比较

| | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 今年以来 | 年化收益率 | 年化波动率 | 最大回撤 | 夏普比率 | 统计区间 |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------|--------|------|-----------------------|
| 主观股票私募产品指数 | 27.91% | 28.29% | 7.33% | -10.05% | 11.40% | 18.32% | 44.11% | 0.50 | 2006-06-30至2022-07-29 |
| 偏股混合型公募基金指数 | 47.01% | 53.79% | 7.68% | -12.58% | 12.65% | 21.06% | 55.94% | 0.51 | 2006-06-30至2022-07-29 |
| | -19.09% | -25.50% | -0.36% | +2.53% | -1.24% | | | | |
| 债券策略私募产品指数 | 8.22% | 6.72% | 7.37% | 1.53% | 6.31% | 1.28% | 1.02% | 2.25 | 2011-12-30至2022-07-29 |
| 债券型公募基金指数 | 6.25% | 4.17% | 4.84% | 1.45% | 5.56% | 2.55% | 4.73% | 0.88 | 2011-12-30至2022-07-29 |
| | +1.97% | +2.55% | +2.53% | +0.08% | +0.75% | | | | |
| 纯债策略私募产品指数 | 7.77% | 5.76% | 8.26% | 4.47% | 7.32% | 1.58% | 1.71% | 2.58 | 2014-06-27至2022-07-29 |
| 中长期纯债公募基金指数 | 4.37% | 2.79% | 4.13% | 1.96% | 4.94% | 1.53% | 2.43% | 1.26 | 2014-06-27至2022-07-29 |
| | +3.40% | +2.97% | +4.13% | +2.52% | +2.38% | | | | |
| 强债策略私募产品指数 | 11.27% | 7.90% | 7.00% | 0.34% | 8.54% | 2.73% | 4.19% | 1.90 | 2014-06-27至2022-07-29 |
| 混合型债券（二级）公募基金指数 | 10.76% | 8.53% | 7.82% | -1.95% | 6.94% | 5.49% | 11.02% | 0.70 | 2014-06-27至2022-07-29 |
| | +0.51% | -0.63% | -0.82% | +2.29% | +1.60% | | | | |
| 股票市场中性私募指数 | 8.12% | 11.76% | 5.22% | 2.32% | 5.08% | 2.79% | 5.59% | 0.77 | 2016-12-30至2022-07-29 |
| 股票市场中性公募基金指数 | 8.06% | 7.47% | 1.36% | -0.88% | 3.28% | 2.42% | 4.28% | 0.20 | 2016-12-30至2022-07-29 |
| | +0.06% | +4.29% | +3.85% | +3.20% | +1.80% | | | | |
| 300指数增强私募指数 | 39.25% | 41.17% | 4.90% | -8.39% | 12.50% | 15.76% | 22.14% | 0.63 | 2016-12-30至2022-07-29 |
| 300指数增强公募基金指数 | 39.23% | 39.69% | -0.68% | -12.83% | 9.03% | 16.41% | 28.97% | 0.43 | 2016-12-30至2022-07-29 |
| | +0.02% | +1.48% | +5.58% | +4.44% | +3.47% | | | | |
| 500指数增强私募指数 | 38.29% | 31.48% | 22.59% | -6.62% | 12.25% | 16.56% | 22.82% | 0.59 | 2016-12-30至2022-07-29 |
| 500指数增强私募指数(50亿元以上) | 45.40% | 42.04% | 29.83% | -4.61% | 17.45% | 18.83% | 24.12% | 0.78 | 2017-12-31至2022-07-29 |
| 500指数增强公募基金指数 | 41.90% | 33.94% | 29.19% | -6.46% | 10.81% | 18.23% | 27.30% | 0.49 | 2016-12-30至2022-07-29 |
| | +3.50% | +8.10% | +0.64% | +1.85% | +6.65% | | | | |
| 1000指数增强私募指数 | 51.01% | 40.52% | 30.44% | -0.32% | 26.06% | 19.23% | 22.73% | 1.13 | 2018-06-29至2022-07-29 |
| 1000指数增强公募基金指数 | 33.72% | 31.62% | 18.68% | -10.60% | 11.38% | 18.54% | 25.75% | 0.52 | 2018-06-29至2022-07-29 |
| | +17.29% | +8.90% | +11.76% | +10.28% | +14.68% | | | | |

1.4 主要策略私募产品与公募基金风险收益特征比较



资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部

注：上述统计中，多策略私募和宏观策略私募基于2014-06-30至2022-07-29，其他基于2012-06-30至2022-07-29。

1.5 主要策略私募产品与公募基金相关性比较

| | 多资产/多策略 | | | | 低波动 | | | 低相关 | | |
|---------|---------|-------|-------|--------|---------|--------|--------|-------|--------|--------|
| | 股票策略私募 | 多策略私募 | FoF私募 | 宏观策略私募 | 偏股混合型公募 | 债券策略私募 | 套利策略私募 | 债券型公募 | 市场中性私募 | 管理期货私募 |
| 股票策略私募 | | 0.95 | 0.93 | 0.83 | 0.96 | 0.78 | 0.64 | 0.65 | 0.56 | 0.27 |
| 多策略私募 | 0.95 | | 0.96 | 0.89 | 0.88 | 0.82 | 0.73 | 0.64 | 0.57 | 0.47 |
| FoF私募 | 0.93 | 0.96 | | 0.85 | 0.88 | 0.77 | 0.64 | 0.61 | 0.55 | 0.31 |
| 宏观策略私募 | 0.83 | 0.89 | 0.85 | | 0.76 | 0.77 | 0.74 | 0.56 | 0.45 | 0.48 |
| 偏股混合型公募 | 0.96 | 0.88 | 0.88 | 0.76 | | 0.72 | 0.59 | 0.63 | 0.56 | 0.23 |
| 债券策略私募 | 0.78 | 0.82 | 0.77 | 0.77 | 0.72 | | 0.63 | 0.76 | 0.55 | 0.25 |
| 套利策略私募 | 0.64 | 0.73 | 0.64 | 0.74 | 0.59 | 0.63 | | 0.47 | 0.55 | 0.41 |
| 债券型公募 | 0.65 | 0.64 | 0.61 | 0.56 | 0.63 | 0.76 | 0.47 | | 0.32 | 0.21 |
| 市场中性私募 | 0.56 | 0.57 | 0.55 | 0.45 | 0.56 | 0.55 | 0.55 | 0.32 | | 0.19 |
| 管理期货私募 | 0.27 | 0.47 | 0.31 | 0.48 | 0.23 | 0.25 | 0.41 | 0.21 | 0.19 | |

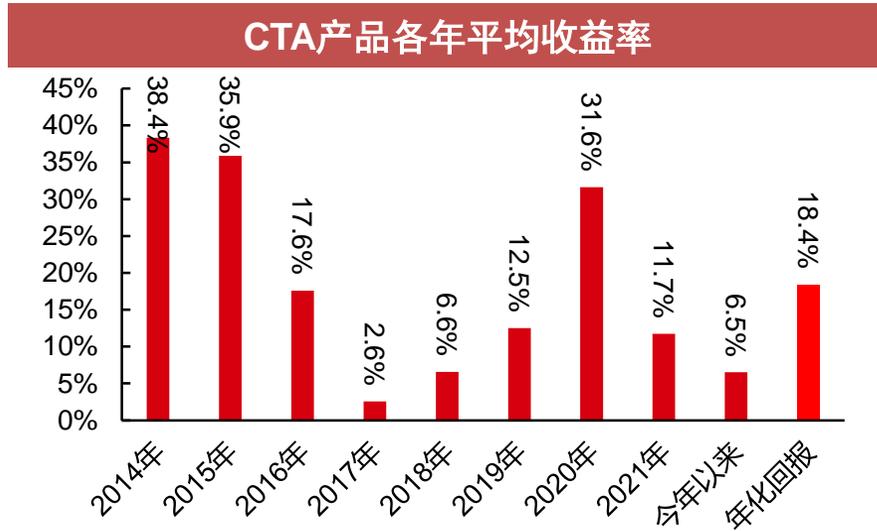
资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部

注：上述统计中，多策略私募和宏观策略私募基于2014-06-30至2022-07-29，其他基于2012-06-30至2022-07-29。

2. 特色策略：CTA、量化股票、宏观

2.1 管理期货：低相关性，稀缺品类

- 低相关性
- 绝对收益性
- 高夏普比率
- 危机Alpha
- 波动率扩张



资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部 注：自2014年以来的年化回报

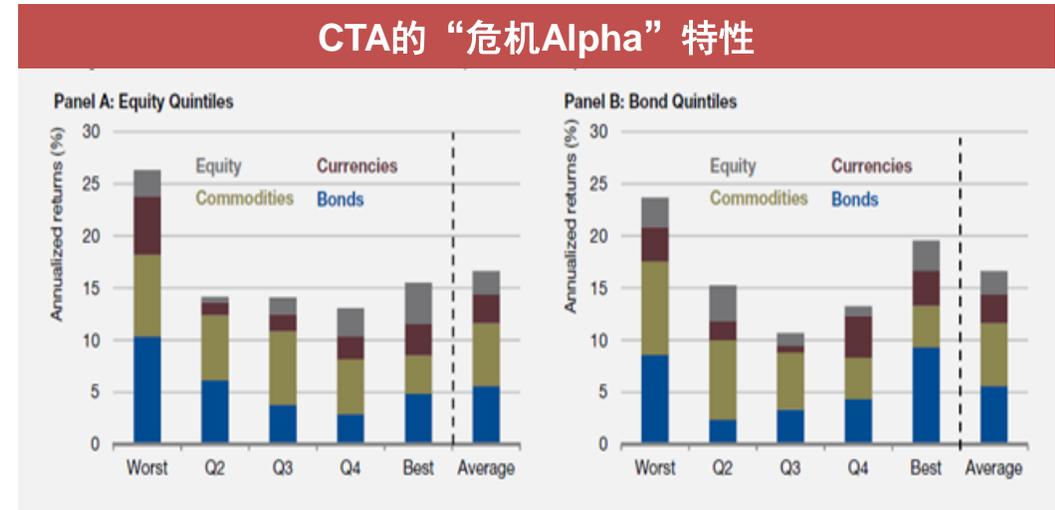


资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部

不同策略私募产品风险收益特征

| | | 年化收益率 | 年化波动率 | 最大回撤 | 夏普比率 |
|-------------|-------------|---------------|--------------|--------------|-------------|
| 高波动 | 股票策略 | 9.42% | 15.23% | 32.96% | 0.62 |
| | 管理期货 | 13.84% | 5.13% | 5.34% | 2.70 |
| | 宏观策略 | 12.73% | 7.54% | 14.01% | 1.69 |
| 低波动 | 债券策略 | 6.36% | 1.28% | 1.00% | 4.95 |
| | 市场中性 | 6.26% | 3.39% | 6.06% | 1.84 |
| | 套利策略 | 9.12% | 2.22% | 1.96% | 4.11 |
| 多资产/ 多策略 | 多策略 | 7.97% | 5.91% | 9.94% | 1.35 |
| | FoF/MoM | 8.43% | 6.59% | 16.95% | 1.28 |

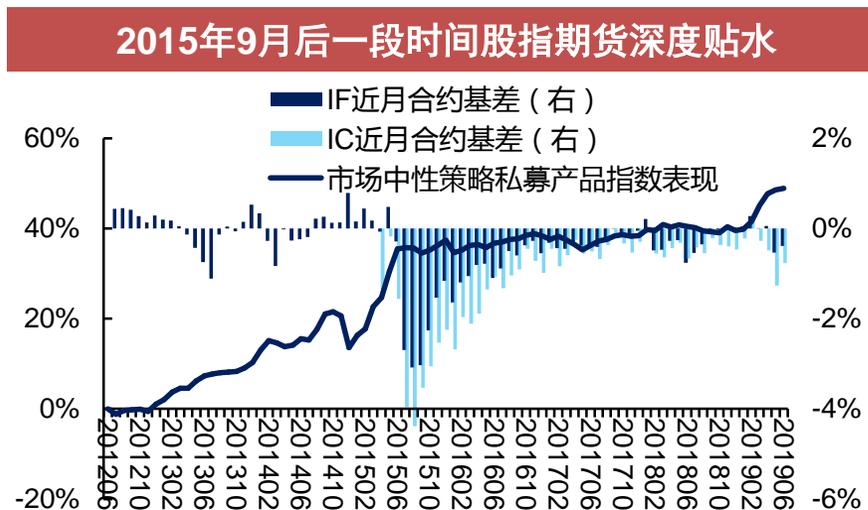
资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部，统计区间2012-06-30至2022-07-29



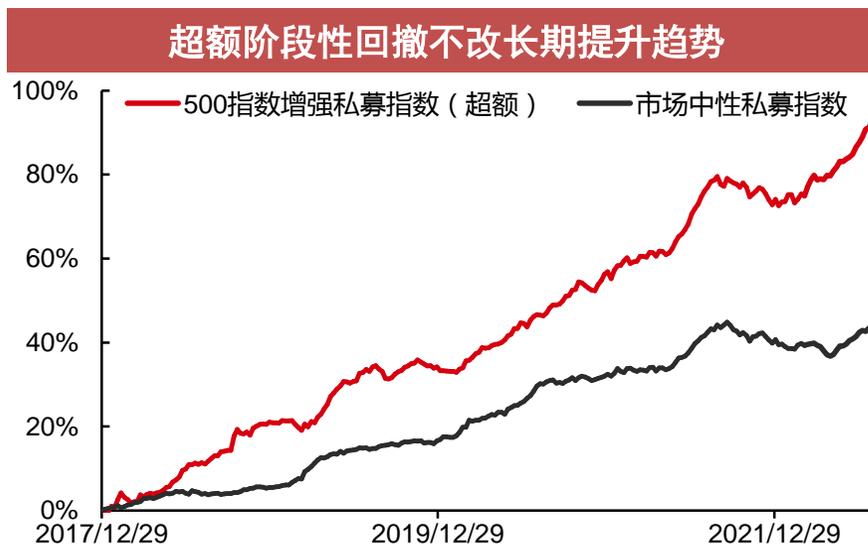
资料来源：《Trend Following: Equity and Bond Crisis Alpha》，Carl Hamill, Sandy Rattray, Otto van Hemert, 2016年9月。

2.2 量化股票：升级迭代，超额突显

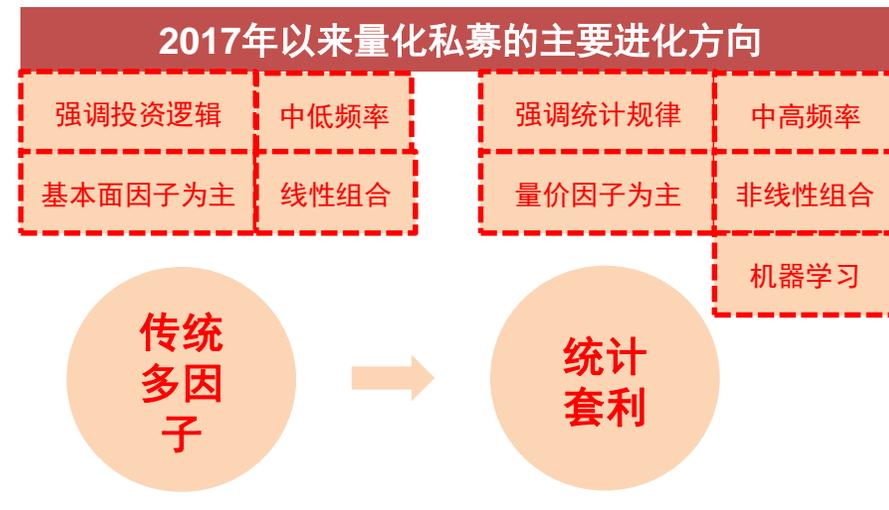
- 多变环境与策略迭代
- 量价、机器学习、复合
- 超额收益的长期提升与阶段回撤
- 量化时代已然来临



资料来源: Wind, 朝阳永续, 中信证券研究部



资料来源: Wind, 朝阳永续, 中信证券研究部, 截至2022-7-29



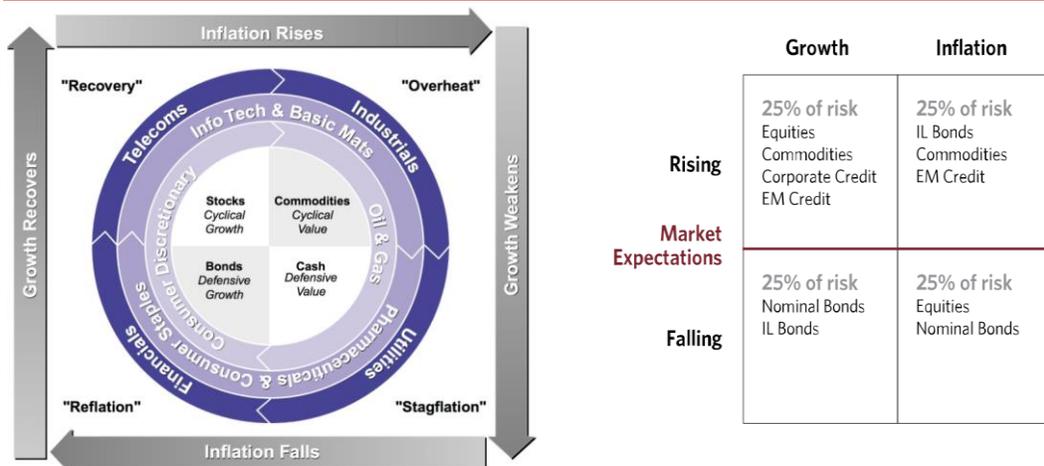
资料来源: 中信证券研究部



资料来源: 中国基金业协会, 中信证券研究部估算

2.3 宏观策略：多资产配置，“全天候”应对

资产配置的“美林投资时钟”模型和“桥水全天候”模型



资料来源：《The Investment Clock》，Merrill Lynch, 2004；Bridgewater

- 自上而下，资产轮动
- 高夏普比率
- 国内宏观策略管理人较多与股票产品高相关，精选低相关和高夏普比率的个别管理人。

管理规模10亿元以上的宏观策略管理人业绩相关性矩阵

| | M9 | M11 | M4 | M12 | M6 | M7 | M5 | M8 | M16 | M14 | M13 | M2 | M1 | M10 | M3 | M15 | 主观股票 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| M9 | | 0.72 | 0.72 | 0.65 | 0.66 | 0.69 | 0.63 | 0.61 | 0.51 | 0.45 | 0.42 | 0.28 | 0.28 | 0.29 | 0.00 | -0.13 | 0.86 |
| M11 | 0.72 | | 0.62 | 0.53 | 0.62 | 0.60 | 0.57 | 0.49 | 0.39 | 0.42 | 0.32 | 0.34 | 0.16 | 0.10 | -0.07 | -0.14 | 0.80 |
| M4 | 0.72 | 0.62 | | 0.63 | 0.56 | 0.62 | 0.54 | 0.61 | 0.60 | 0.40 | 0.59 | 0.34 | 0.26 | 0.17 | 0.11 | -0.15 | 0.78 |
| M12 | 0.65 | 0.53 | 0.63 | | 0.59 | 0.66 | 0.53 | 0.80 | 0.65 | 0.56 | 0.58 | 0.28 | 0.42 | 0.20 | 0.06 | -0.15 | 0.76 |
| M6 | 0.66 | 0.62 | 0.56 | 0.59 | | 0.55 | 0.51 | 0.52 | 0.46 | 0.47 | 0.40 | 0.36 | 0.28 | 0.24 | -0.04 | -0.19 | 0.75 |
| M7 | 0.69 | 0.60 | 0.62 | 0.66 | 0.55 | | 0.51 | 0.62 | 0.50 | 0.42 | 0.43 | 0.22 | 0.36 | 0.33 | 0.08 | -0.07 | 0.72 |
| M5 | 0.63 | 0.57 | 0.54 | 0.53 | 0.51 | 0.51 | | 0.46 | 0.41 | 0.43 | 0.38 | 0.23 | 0.21 | 0.21 | 0.07 | -0.07 | 0.71 |
| M8 | 0.61 | 0.49 | 0.61 | 0.80 | 0.52 | 0.62 | 0.46 | | 0.63 | 0.46 | 0.60 | 0.35 | 0.37 | 0.23 | 0.07 | -0.11 | 0.69 |
| M16 | 0.51 | 0.39 | 0.60 | 0.65 | 0.46 | 0.50 | 0.41 | 0.63 | | 0.34 | 0.46 | 0.25 | 0.27 | 0.27 | 0.14 | -0.07 | 0.58 |
| M14 | 0.45 | 0.42 | 0.40 | 0.56 | 0.47 | 0.42 | 0.43 | 0.46 | 0.34 | | 0.41 | 0.18 | 0.40 | 0.09 | -0.12 | -0.12 | 0.54 |
| M13 | 0.42 | 0.32 | 0.59 | 0.58 | 0.40 | 0.43 | 0.38 | 0.60 | 0.46 | 0.41 | | 0.28 | 0.26 | 0.17 | 0.18 | -0.11 | 0.53 |
| M2 | 0.28 | 0.34 | 0.34 | 0.28 | 0.36 | 0.22 | 0.23 | 0.35 | 0.25 | 0.18 | 0.28 | | 0.29 | -0.08 | 0.11 | -0.11 | 0.36 |
| M1 | 0.28 | 0.16 | 0.26 | 0.42 | 0.28 | 0.36 | 0.21 | 0.37 | 0.27 | 0.40 | 0.26 | 0.29 | | 0.01 | 0.14 | -0.18 | 0.30 |
| M10 | 0.29 | 0.10 | 0.17 | 0.20 | 0.24 | 0.33 | 0.21 | 0.23 | 0.27 | 0.09 | 0.17 | -0.08 | 0.01 | | 0.02 | -0.00 | 0.27 |
| M3 | 0.00 | -0.07 | 0.11 | 0.06 | -0.04 | 0.08 | 0.07 | 0.07 | 0.14 | -0.12 | 0.18 | 0.11 | 0.14 | 0.02 | | -0.02 | -0.00 |
| M15 | -0.13 | -0.14 | -0.15 | -0.15 | -0.19 | -0.07 | -0.07 | -0.11 | -0.07 | -0.12 | -0.11 | -0.11 | -0.18 | -0.00 | -0.02 | | -0.13 |
| 主观股票 | 0.86 | 0.80 | 0.78 | 0.76 | 0.75 | 0.72 | 0.71 | 0.69 | 0.58 | 0.54 | 0.53 | 0.36 | 0.30 | 0.27 | -0.00 | -0.13 | |

资料来源：朝阳永续，中信证券研究部，今年以来数据主要截至2022-6-17。

不同策略私募产品风险收益特征

| | | 年化收益率 | 年化波动率 | 最大回撤 | 夏普比率 |
|---------|---------|--------|--------|--------|------|
| 高波动 | 股票策略 | 9.42% | 15.23% | 32.96% | 0.62 |
| | 管理期货 | 13.84% | 5.13% | 5.34% | 2.70 |
| | 宏观策略 | 12.73% | 7.54% | 14.01% | 1.69 |
| 低波动 | 债券策略 | 6.36% | 1.28% | 1.00% | 4.95 |
| | 市场中性 | 6.26% | 3.39% | 6.06% | 1.84 |
| | 套利策略 | 9.12% | 2.22% | 1.96% | 4.11 |
| 多资产/多策略 | 多策略 | 7.97% | 5.91% | 9.94% | 1.35 |
| | FoF/MoM | 8.43% | 6.59% | 16.95% | 1.28 |

资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部，统计区间2012-06-30至2022-07-29

3. 管理人遴选：多指标定量筛选+多维度定性评估

3.1 筛选条件

- **覆盖策略：**
 - 主要覆盖主观股票、指数增强（中证500指数增强为主）、市场中性、管理期货等策略，少量覆盖债券策略、宏观策略等策略。
- **评价对象：**
 - 主要从管理人维度进行筛选，少数平台型管理人针对不同基金经理进行区分。
- **规模条件：**
 - 10亿元以上。
- **考察期限：**
 - 对于主观股票、债券策略、宏观策略主要考察近三年和近一年业绩；对于其他策略，主要考察近两年和近一年业绩。

3.2 定量筛选构建备选池：中长期业绩为主，兼顾短期业绩

| | 中长期业绩 | | | | | | | 短期业绩 |
|------|-------|------|------|-----------|-------|------|------|------|
| | 年化超额 | 最大回撤 | 跟踪误差 | 风险调整后收益指标 | | | | 收益率 |
| | | | | 夏普比率 | 索提诺比率 | 卡玛比率 | 信息比率 | |
| 主观股票 | ≥5% | ≤25% | -- | 前2/3 | 前2/3 | 前2/3 | -- | 前1/2 |
| 指数增强 | ≥8% | -- | ≤10% | 前2/3 | -- | -- | 前2/3 | 前1/2 |
| 市场中性 | ≥2% | ≤10% | -- | 前2/3 | 前2/3 | 前2/3 | -- | 前1/2 |
| 管理期货 | ≥5% | ≤20% | -- | 前2/3 | 前2/3 | 前2/3 | -- | 前1/2 |
| 债券策略 | ≥2% | ≤5% | -- | 前2/3 | 前2/3 | 前2/3 | -- | 前1/2 |
| 宏观策略 | ≥5% | ≤20% | -- | 前2/3 | 前2/3 | 前2/3 | -- | 前1/2 |

资料来源：中信证券研究部

备注1：年化超额、最大回撤、跟踪误差的阈值可能会随着市场环境的变化小幅调整。

备注2：定量筛选结果为上述筛选指标的交集。

3.3 定性评估构建精选池：多维度考察



资料来源：中信证券研究部

3.4.1 私募管理人备选池表现：主观股票

| | 今年以来收益率 | 2021年收益率 | 2020年收益率 | 年化收益率 | 最大回撤 | 年化波动率 | 夏普比率 |
|------------------|---------|----------|----------|--------|--------|--------|------|
| 主观股票大型私募管理人备选池指数 | -3.60% | 7.81% | 52.59% | 22.61% | 15.55% | 20.34% | 1.19 |
| 主观股票中型私募管理人备选池指数 | -9.31% | 8.87% | 39.76% | 15.29% | 15.06% | 19.33% | 0.83 |
| 全市场主观股票私募产品指数 | -8.35% | 7.29% | 32.72% | 12.49% | 14.29% | 19.25% | 0.71 |
| 中证800指数 | -10.30% | -0.76% | 36.40% | 8.96% | 17.37% | 29.15% | 0.43 |

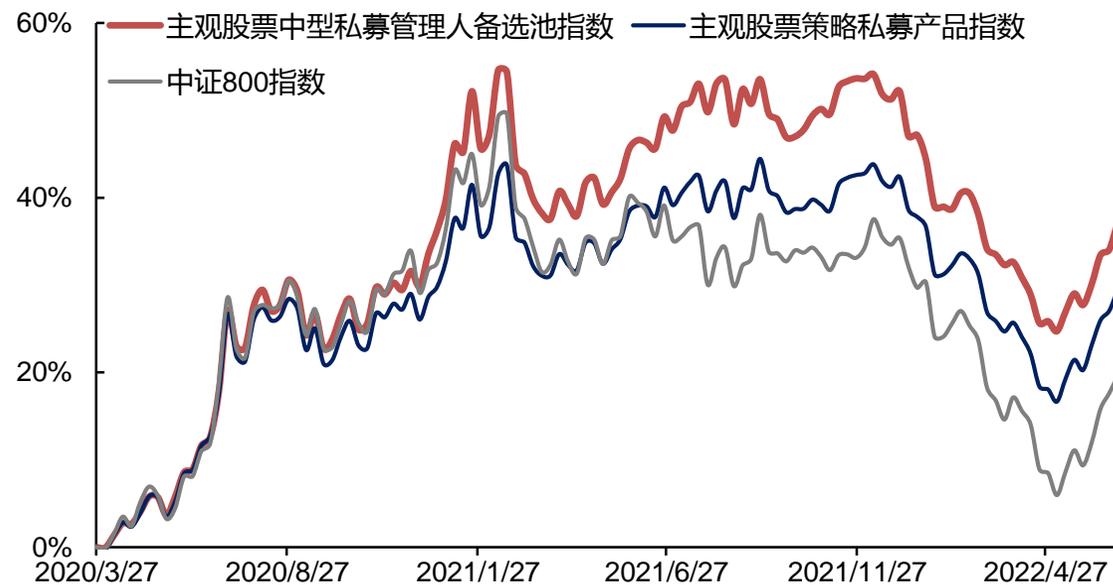
资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部

主观股票大型私募管理人备选池表现



资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部，截至2022-06-30

主观股票中型私募管理人备选池表现



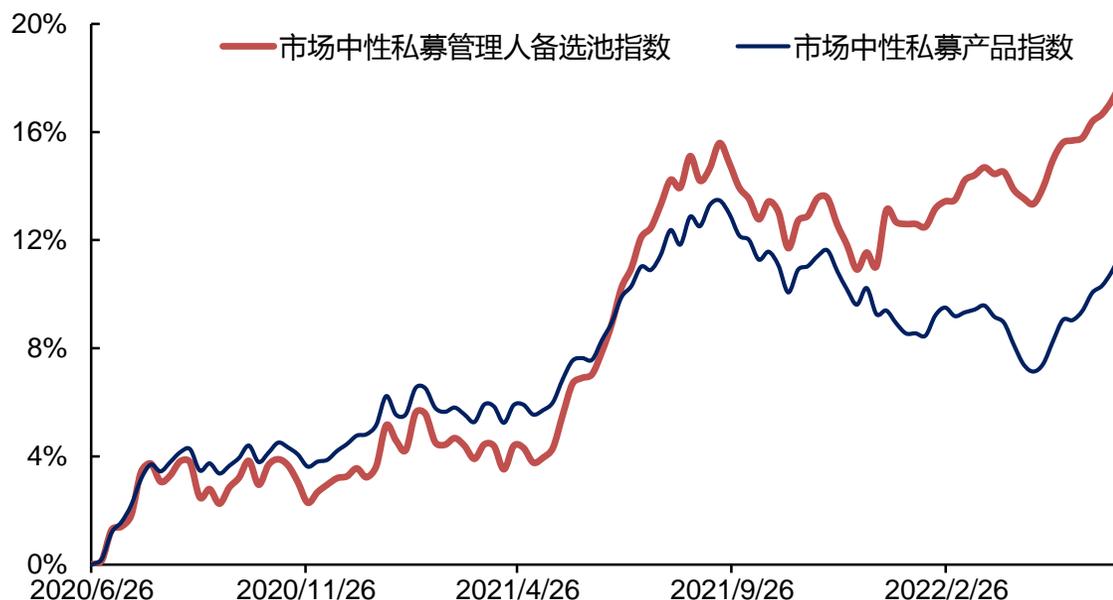
资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部，截至2022-06-30

3.4.2 私募管理人备选池表现：市场中性、500指增

| | 今年以来收益率 | 2021年收益率 | 2020年收益率 | 年化收益率 | 最大回撤 | 年化波动率 | 夏普比率 |
|-------------------|----------|-----------|-----------|--------|--------|--------|------|
| 市场中性私募管理人备选池指数 | 5.69% | 7.87% | 4.58% | 8.59% | 4.42% | 3.98% | 1.29 |
| 全市场市场中性私募产品指数 | 1.32% | 4.96% | 4.56% | 5.44% | 3.33% | 5.45% | 0.86 |
| | 今年以来超额收益 | 2021年超额收益 | 2020年超额收益 | 年化超额收益 | 跟踪误差 | 超额最大回撤 | 信息比率 |
| 500指数增强私募管理人备选池指数 | 6.16% | 14.28% | 9.95% | 15.19% | 10.88% | 13.31% | 1.31 |
| 全市场500指数增强私募产品指数 | 6.95% | 5.68% | 5.81% | 9.62% | 10.45% | 16.18% | 0.92 |

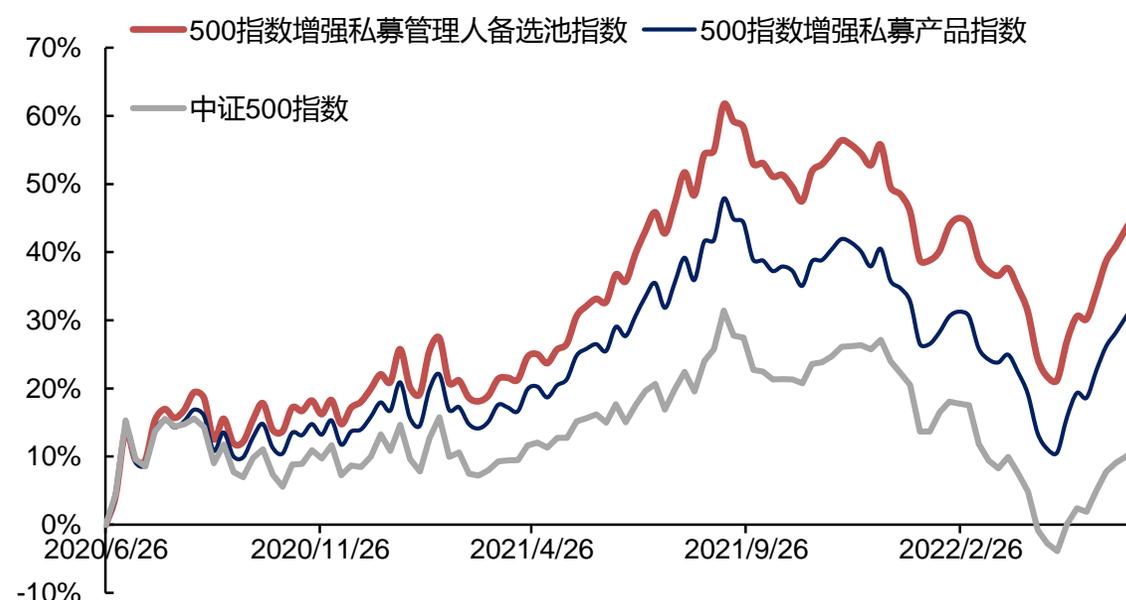
资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部

市场中性私募管理人备选池表现



资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部，截至2022-06-30

中证500指数增强私募管理人备选池表现



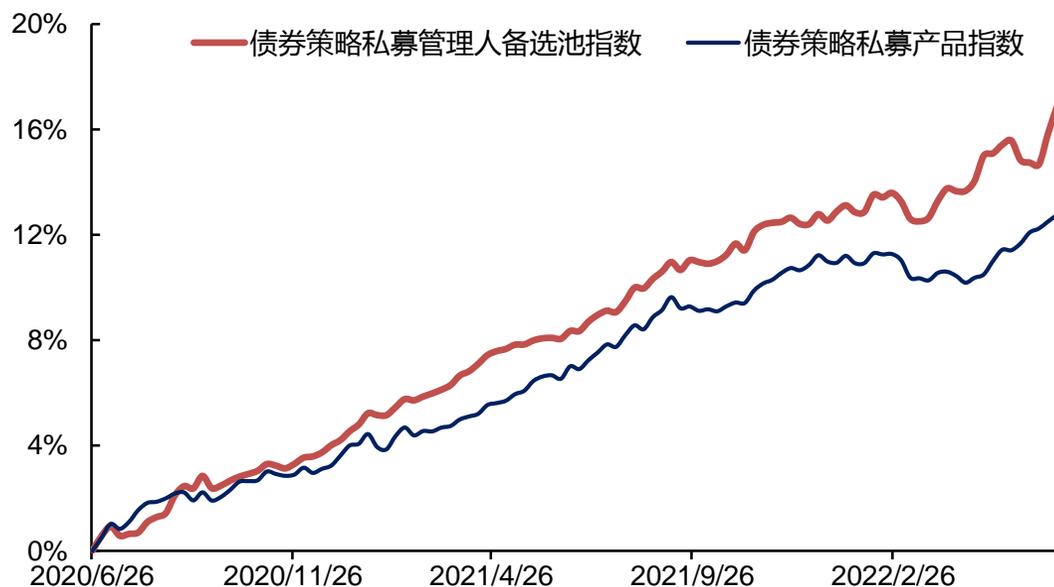
资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部，截至2022-06-30

3.4.3 私募管理人备选池表现：债券策略、宏观策略

| | 今年以来收益率 | 2021年收益率 | 2020年收益率 | 年化收益率 | 最大回撤 | 年化波动率 | 夏普比率 |
|----------------|---------|----------|----------|--------|--------|--------|------|
| 债券策略私募管理人备选池指数 | 3.80% | 8.21% | 3.96% | 8.17% | 1.93% | 0.95% | 2.72 |
| 全市场债券策略私募产品指数 | 1.33% | 7.39% | 3.44% | 6.16% | 1.61% | 1.04% | 2.15 |
| | 今年以来收益率 | 2021年收益率 | 2020年收益率 | 年化收益率 | 最大回撤 | 年化波动率 | 夏普比率 |
| 宏观策略私募管理人备选池指数 | -2.31% | 10.90% | 15.97% | 12.72% | 11.61% | 14.73% | 0.85 |
| 全市场宏观策略私募产品指数 | -5.82% | 7.11% | 17.62% | 8.26% | 9.05% | 14.19% | 0.63 |

资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部

债券策略私募管理人备选池表现



资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部，截至2022-06-30

宏观策略私募管理人备选池表现



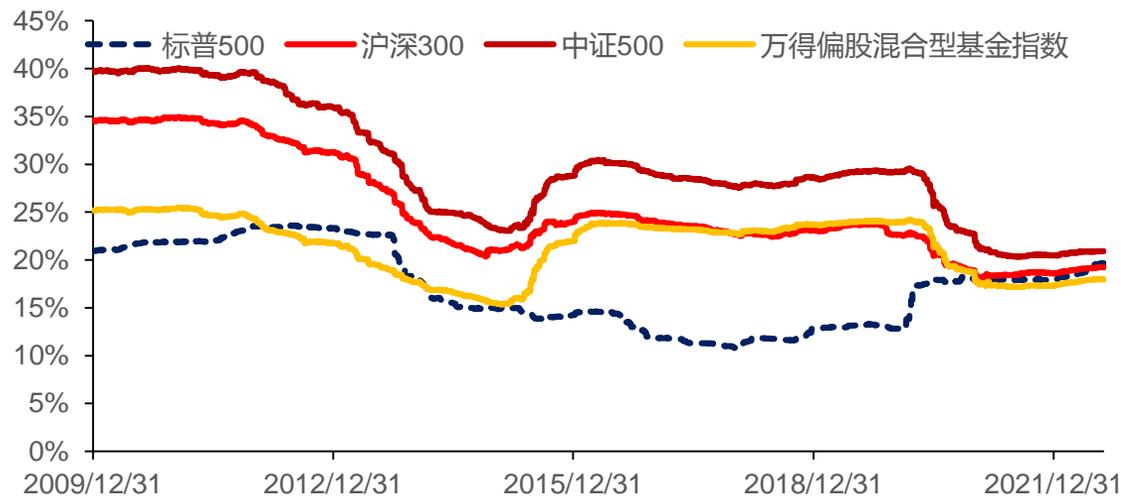
资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部，截至2022-06-30

4. 策略配置：平滑波动，优化持有体验

4.1 配置意义：平滑波动，优化持有体验

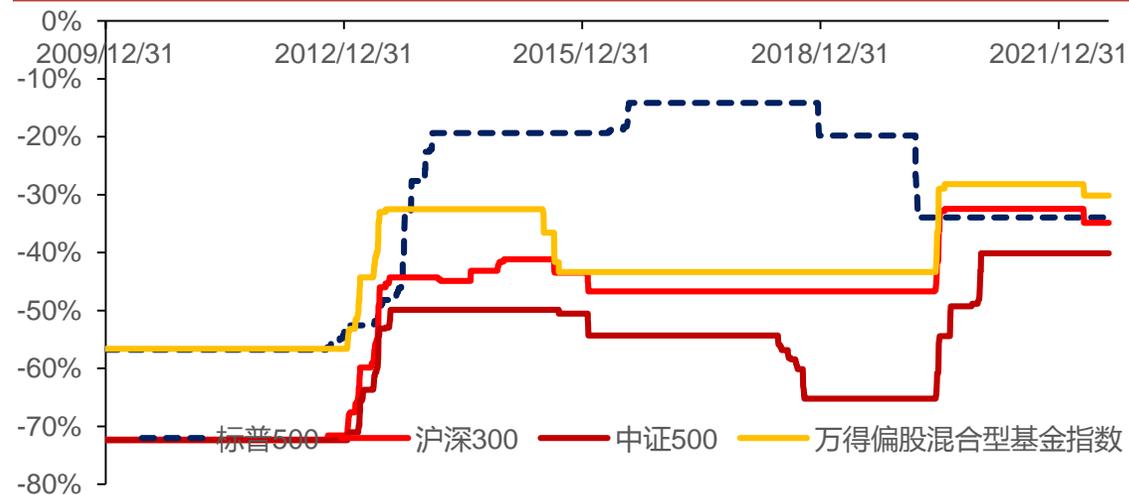
- 国内股票市场波动较大，大多数投资者并不具备相应的风险承受能力。
- 多策略配置的目标不应是简单追求高收益，而是追求风险收益比最大化。
 - 高收益往往意味着高波动，超过风险承受能力的配置方案可能导致糟糕的持有体验。
 - 明确风险承受能力，制定相匹配的配置方案，通过多策略配置实现收益的最大化。
 - 制定合理的收益目标，确定相匹配的配置方案，通过多策略配置实现波动的最小化。
 - 多策略轮动：锦上添花，可遇不可求。

国内主要股票指数与标普500指数滚动5年波动率指标比较



资料来源：Wind，中信证券研究部

国内主要股票指数与标普500指数滚动5年最大回撤指标比较



资料来源：Wind，中信证券研究部

4.2 配置原则：低相关、高夏普

- 低相关是分散风险的免费午餐。
 - 低相关背后本质不同资产受影响的风险因子不同。
 - 把“鸡蛋”放在受影响的风险因子不同的“篮子”里。
 - 同策略中挑选具有高夏普比率、高Alpha的管理人/投资经理/产品。
- 通过挑选具有高夏普、高Alpha的标的提升收益。
- 综合考虑资金规模、流动性要求等因素。

| 不同类别产品/资产受到影响的风险因子不同 | | | | | | | | | |
|----------------------|---------|-------|------|------|-------|------|--------|----|-----|
| | 公募基金 | | 私募产品 | | | | 其他另类资产 | | |
| | 偏股混合型基金 | 纯债型基金 | 股票策略 | 债券策略 | 中性/套利 | 管理期货 | 宏观策略 | 黄金 | 房地产 |
| 经济风险 | ✓ | | ✓ | | | ✗ | | | |
| 流动性风险 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✗ | | | |
| 信用风险 | | ✓ | | ✓ | | ✗ | | | |
| 通胀风险 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✗ | | ✗ | ✗ |
| 政治/战争风险 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✗ | | ✗ | |

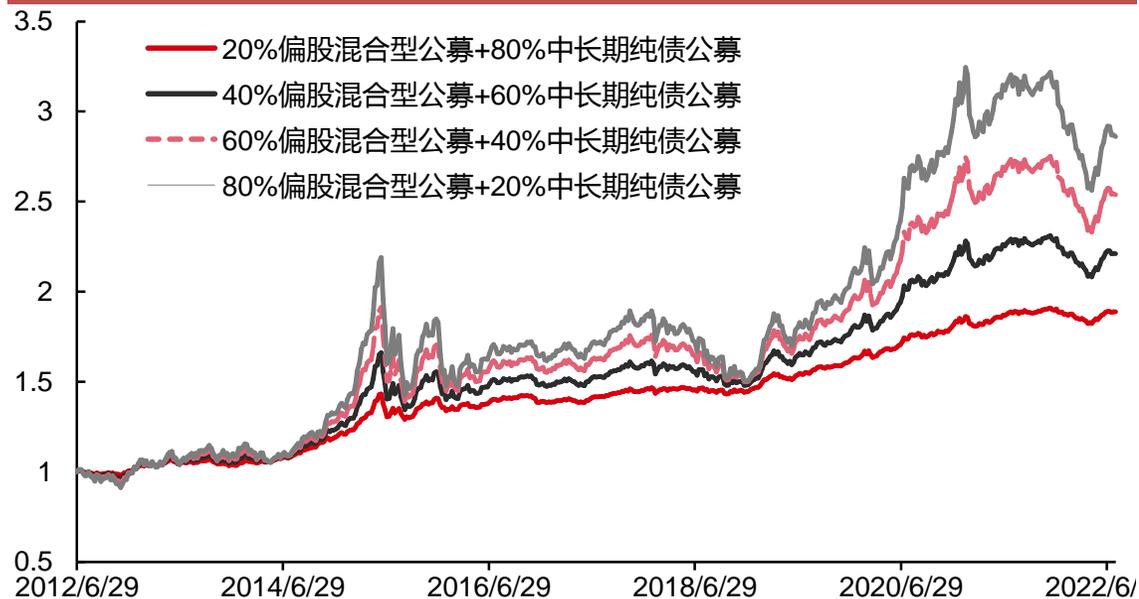
资料来源：中信证券研究部

4.3 配置工具：私募产品具有更多策略选择

| | 公募基金配置组合 | | | | 私募策略配置组合 | | | |
|-------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| | 20%偏股混合型+80%中长期纯债型 | 40%偏股混合型+60%中长期纯债型 | 60%偏股混合型+40%中长期纯债型 | 80%偏股混合型+20%中长期纯债型 | 10%主观股票+10%管理期货+40%股票中性+40%债券策略 | 20%主观股票+20%管理期货+30%股票中性+30%债券策略 | 30%主观股票+30%管理期货+20%股票中性+20%债券策略 | 40%主观股票+40%管理期货+10%股票中性+10%债券策略 |
| 年化收益率 | 6.51% | 8.18% | 9.67% | 10.98% | 7.52% | 8.66% | 9.78% | 10.90% |
| 年化波动率 | 4.49% | 8.33% | 12.21% | 16.12% | 3.16% | 4.46% | 5.86% | 7.28% |
| 最大回撤 | 9.87% | 19.06% | 27.33% | 34.83% | 4.02% | 6.60% | 9.04% | 11.99% |
| 夏普比率 | 1.45 | 0.98 | 0.79 | 0.68 | 2.38 | 1.94 | 1.67 | 1.50 |

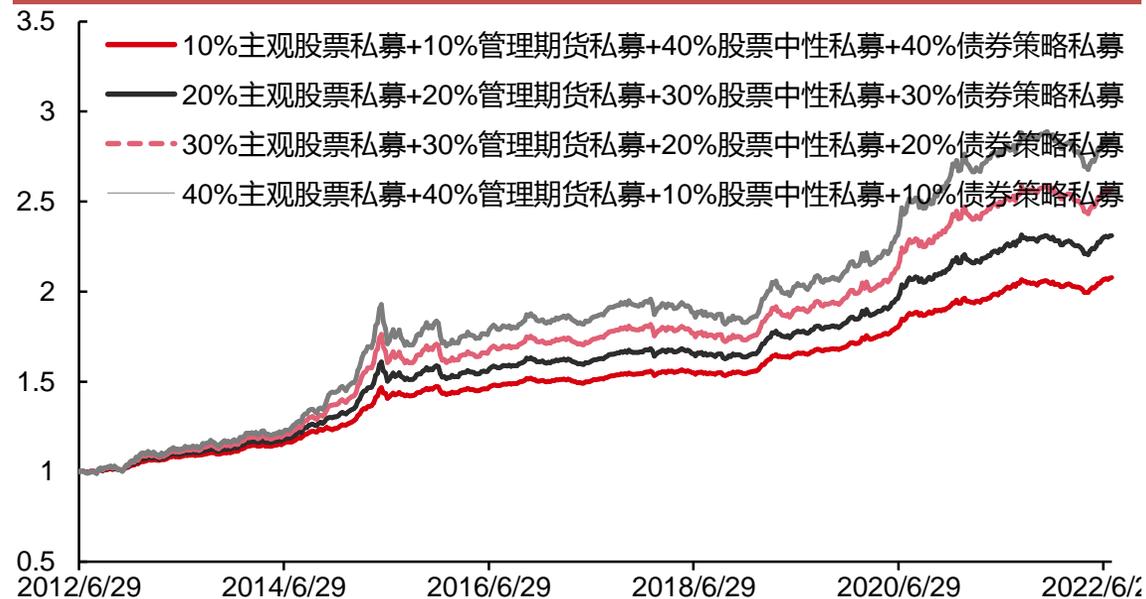
资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部

以公募基金为主的不同配置策略下的组合净值走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

以私募产品为主的不同配置策略下的组合净值走势



资料来源：朝阳永续，中信证券研究部

- 部分产品无净值、净值不完整或分类失当导致业绩统计不准确；
- 部分产品净值未扣除业绩报酬可能导致统计业绩相对高估；
- 未能区分主从基金可能导致产品业绩或规模的重复统计；
- 部分估算数据可能与实际存在差异。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

朱必远（金融产品联席首席分析师）

执业证书编号：S1010515070004

厉海强（金融产品首席分析师）

执业证书编号：S1010512010001

赵文荣（首席量化与配置分析师）

执业证书编号：S1010512070002

王亦琛（金融产品分析师）

执业证书编号：S1010521080003

何旺岚（金融产品分析师）

执业证书编号：S1010520120005

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd.豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2022版权所有。保留一切权利。