

市场中性策略基金系列：公募私募概况篇

投资要点：

本篇是我们市场中性策略基金系列专题的第一篇，主要介绍市场中性策略的基本情况以及公募和私募基金市场中性策略产品的现状。

- 市场中性策略基金概述。**市场中性策略是股票量化策略的一个分支，通过数量化的方式选股，并使用股指期货等工具进行对冲，我们对策略的特征、国内该策略的发展历程、运作流程、对冲成本及其对策略业绩的影响、常见对冲工具等做了详细介绍。
- 公募和私募市场中性策略基金现状。**首只公募市场中性策略产品发行于2013年，目前市场上存续的市场中性策略产品共23只，合计规模约83亿元，我们从持有人结构、资产配置、对冲敞口、股票持仓、股指期货持仓等多个维度对这些产品做了分析；我们无法获取私募市场中性策略产品的具体规模，但对其做了一定的估算，虽然这类产品目前在全部私募基金中的占比仍较低，但近年来获得了较快的发展，在这一过程中私募基金的策略也经历了多轮迭代。
- 公募和私募市场中性策略基金的比较。**公募和私募管理人在市场中性策略产品运作上基于的底层逻辑是基本一致的，但两者在合规限制、因子特征、对冲工具使用、交易频率、人员配置、硬件投入等多个方面均存在一定区别。
- 风险提示。**本报告主要是基于基金公开报告、第三方数据库等提供的数据进行客观分析，但由于部分私募基金的信息获取较为困难，因此可能存在滞后、信息不完整或不准确的情况。此外，本文中涉及的基金和机构均不构成投资建议。

首席分析师：倪韵婷
SAC 编号：S0850511010017
Email: niyt@haitong.com

高级分析师：徐燕红
SAC 编号：S0850518040001
Email: xyh10763@haitong.com

分析师：吴其右
SAC 编号：S0850523010001
电话：021-23185675
Email: wqy12576@haitong.com

目 录

1. 市场中性策略基金概述.....	4
1.1 产品定义.....	4
1.2 策略特征.....	5
1.2.1 优点	5
1.2.2 风险点	5
1.3 发展历程.....	5
1.4 运作流程.....	7
1.5 对冲成本.....	8
1.5.1 什么是对冲成本?	8
1.5.2 基差如何影响对冲成本的大小?	8
1.6 对冲工具.....	8
1.6.1 股指期货的监管政策变化	8
1.6.2 股指期货升贴水率的直观表现.....	9
2. 公募和私募市场中性策略基金现状.....	10
2.1 公募市场中性策略基金.....	10
2.1.1 规模情况.....	10
2.1.2 基本信息.....	11
2.1.3 持有人结构	11
2.1.4 资产配置.....	12
2.1.5 对冲敞口	13
2.1.6 股票持仓.....	14
2.1.7 债券持仓.....	16
2.1.8 股指期货持仓	17
2.2 私募市场中性策略基金.....	18
2.2.1 规模情况.....	18
2.2.2 私募量化策略迭代历程.....	19
3. 公私募市场中性策略基金的比较.....	20
3.1 监管政策.....	20
3.2 产品风控.....	20
3.3 投资策略.....	21

3.4	产品特征.....	21
3.5	资源投入.....	21
3.6	人员招聘.....	22
3.7	公司层面风险.....	22
3.8	小结.....	22
4.	风险提示.....	22

市场中性策略，又称为量化对冲策略，是股票量化策略的一个分支，是一种通过量化的方式选股，借助计算机程序发出买卖指令，并通过金融衍生工具以对冲市场风险，从而获取较为稳定收益的一种交易策略。这一策略起源于海外，最早可以追溯到 20 世纪 70 年代，已经是一种非常成熟的投资策略。近年来，随着国内对冲工具日益丰富，市场中性策略也越发受到投资者的关注。

市场中性策略是如何运作的？公募和私募产品有何区别？有哪些因素会影响市场中性策略的业绩表现？如何筛选中性策略产品？我们将通过市场中性策略基金系列专题逐一进行研究。本篇是我们市场中性策略基金系列专题的第一篇，主要介绍市场中性策略的基本情况以及公募和私募市场中性策略产品的现状。

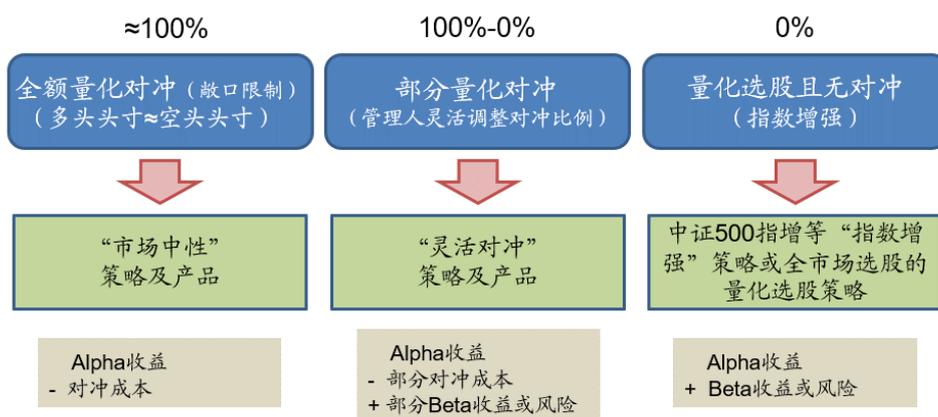
1. 市场中性策略基金概述

1.1 产品定义

量化选股是大多数量化策略的基本内核，其主要基于市场非完全有效和“历史会重演”的假设，借助统计学方法针对全市场个股的技术面和基本面数据进行分析，找出历史数据与股价之间的关系并建立一套可量化的模型。由于策略逻辑与主观多头有明显区别，量化选股策略的交易频率和持有个股的数量要明显多于主观选股策略，持仓数量通常能达到几百乃至上千只。

在量化策略内部，根据不同的对冲比例，量化产品又可以被进一步细分为量化选股策略、指数增强策略（完全不对冲）、灵活对冲策略（动态调整对冲比例）和市场中性策略（接近于完全对冲）。在不对冲的量化选股和指数增强型产品中，管理人直接持有量化模型输出的一篮子股票，同时获取市场上涨或下跌的 Beta 收益（和风险）和选股 Alpha 收益，两者的主要区别是指数增强产品会针对特定指数加入一定风格约束，而量化选股策略则不会做过多的限制。灵活对冲策略是一种动态调整对冲比例的产品，模型会根据市场的涨跌给出增加或降低对冲比例的信号，在承担一部分对冲成本的同时规避部分市场风险。而市场中性策略则是在多头端持有一篮子股票后，再持有一个市值对应的空头头寸（通常采用股指期货、融券和期权等），形成对冲组合。市场中性策略的特点是不承担市场风险或只承担有限的市场风险（基金产品在契约中对于对冲后的敞口有较为严格的限制，如公募基金中市场中性策略产品要求权益类空头头寸的价值占权益类多头头寸的价值的比例范围在 80%-120% 之间），业绩表现主要取决于选股端的 Alpha 收益，整体风险相较于其它几类量化策略更低。

图1 不同量化策略的产品特征及收益结构

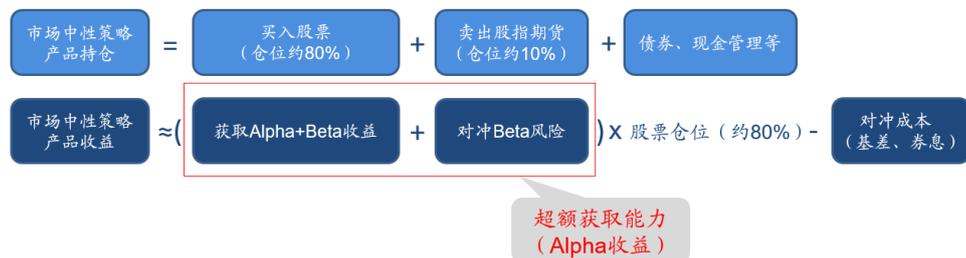


资料来源：海通证券研究所整理

不过，尽管市场中性策略能够规避一定的市场风险，但由于其需要使用股指期货或融券进行对冲，会产生一定的费用。此外，由于保证金占用的原因，市场中性策略多头股票的仓位并不能像指增策略一样保持满仓，在日常运作中，市场中性策略的股票仓位通常会维持在约 80% 左右，剩余的 20% 留作期货保证金及其他。由于对冲成本和仓位的影响，市场中性产品的收益往往会小于策略本身的 Alpha 收益，市场中性策略收益

约等于选股端带来的 Alpha 收益 *80%-对冲成本。

图2 主流市场中性策略产品持仓和收益结构示例



资料来源：海通证券研究所整理

1.2 策略特征

1.2.1 优点

市场中性策略的主要优点包含如下几个方面：**1、低波动性。**首先，市场中性策略最大的特点是波动相较权益资产更低，由于采用了量化选股的投资方式，因此持仓的股票数量众多，持仓非常分散，再加上这类产品会利用对冲头寸尽量剥离市场风险，因此市场中性策略的净值曲线相对较平滑，在熊市中也具有获取正收益的能力。**2、纪律性更强。**市场中性策略与其它量化策略相类似，均采用程序化交易，盘中一般无需人为干预，在一定程度上能够避免追涨杀跌等人性的弱点。**3、提升数据处理的广度和深度。**此外，市场中性策略采用量化模型对大量的历史数据进行分析，能够深挖不同数据之间潜在的相关性，提升数据的使用效率。**4、与传统资产相关性低。**市场中性策略的收益来源于个股的 Alpha 收益，其收益风险特征与股票多头产品相关性低，与债券、商品等大类资产亦为低相关性。

1.2.2 风险点

市场中性策略的主要风险点包含如下几个方面：**1、敞口暴露风险。**尽管市场中性策略的多头头寸市值与空头基本一致，但由于基金在两个方向上持有的底层资产并不相同，且部分管理人为了追求一定的超额收益，往往会在风格、市值、行业等维度上有一定的暴露，并不能完全做到无风险套利，而当出现风格反转等行情时，基金净值可能会出现相对较大的回撤。**2、模型失效风险。**市场中性策略作为一种量化策略，其建立在“历史会重演”的假设上，而当市场条件发生改变，或者是同一策略使用的机构增多，策略拥挤度提升时，模型就会面临失效的风险。在模型失效的情况下，市场中性策略可能会出现意想不到的回撤。为了减小模型失效的风险，管理人需要持续投入资源开发更多更复杂的策略。**3、流动性风险。**量化策略的交易频率在近几年也有明显提升。而高频交易对市场的流动性又提出了很高的要求，在流动性不足的情况下，市场中性策略的策略容量和收益往往难以兼顾。**4、对冲成本相对较高。**目前国内的对冲工具品种相对较少，股指期货仍是市场上最主要的对冲工具，而绝大多数时间段内股指期货相对指数的贴水幅度较大，较高的对冲成本也会对基金收益造成一定影响。**5、基差变化给净值带来的波动。**建仓时的基差水平即体现了对冲期间所需要承担的对冲成本（或收益），不过在交割日来临前，股指期货的基差波动会带来短期的净值波动，当短期基差快速收敛时，市场中性策略可能会出现一定的回撤。

1.3 发展历程

从全球范围内看，得益于金融衍生品的运用，市场中性策略于上世纪 90 年代前后逐渐进入快速发展期。2000 年后，互联网泡沫破裂，净值表现相对稳定的市场中性策略得到了市场的认可，规模逐渐攀升。

本节我们将对国内市场中性策略基金的发展历程进行梳理，整体上可以划分为如下几个阶段：

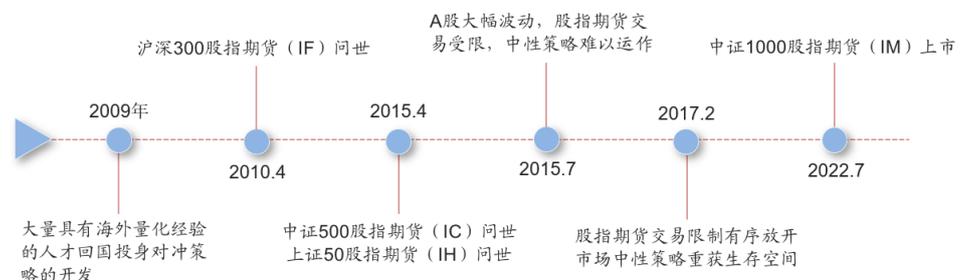
2010年前，国内市场缺乏衍生品，市场中性策略难以运作。由于市场中性策略的发展既依赖于成熟的证券市场，又需要有活跃的衍生品支持。而在这一历史时期，市场上缺乏有效的对冲工具，权益类产品中的主流策略仍是主观股票多头策略，市场中性策略在国内的起步相对较晚。

2010-2015年，对冲工具、人才双驱动，国内市场中性策略开始发展。随着国内证券市场规模的快速增长，投资者对于避险工具的需求也在逐渐增强。2010年，上交所和深交所开通了融资融券交易系统，同年，中金所推出了我国第一个股指期货品种——沪深300股指期货。融资融券和股指期货的出现使对冲成为可能，为量化策略的开发提供了赖以生存的土壤。2015年上半年，中金所又推出了中证500和上证50期货。2012年中，基金业协会成立，同年年底，全国人大常委会通过修订后的《证券投资基金法》，首次将非公开募集资金设立的证券投资基金纳入监管范围，私募基金正式开启备案管理制度。同时，在人才方面，由于2008年美国爆发次贷危机，海外资本市场受到了较大的冲击，部分高杠杆的量化产品甚至出现了爆仓风险，在这一背景下，一部分身处华尔街的量化人员纷纷选择回国“创业”。2009年，曾任BGI大中华区主动投资总监的李笑薇回国加盟富国基金，同为BGI同事的田汉卿和黎海威也先后回国，并于2012年投身国内公募量化策略的开发。大量具有海外量化经验的人才回国创业，为我国本土市场对冲策略的开发起到了关键性作用。

2015-2017年，股指期货开仓受限，贴水加剧导致市场中性策略运作困难。2015年下半年，A股市场大幅波动，彼时股指期货的日交易额已超越股票市场，为了避免过度投机交易产生更大的波动，中金所在四个月的时间里多次出手，将单日开仓手数限制由此前的最高2400手降至10手，并将保证金比例提高至40%，平今仓手续费提高至0.23%。同时，由于股票市场大幅波动，股指期货的贴水幅度迅速扩大，导致对冲成本上升，在多方面因素的共同作用下，市场中性策略的运作变得异常困难，量化管理人考虑取消对冲，开发指数增强策略。

2017年至今，股指期货限制逐渐被放开，中性策略迎来生存空间。2017年2月，中金所首次宣布放宽股指期货交易限制，并且在两年内有序地调整了相关交易安排，截至2018年末，单日开仓手数限制已放宽至50手，保证金比例降至10%-15%，平今仓手续费降至0.046%，2019年至今，中金所还多次放宽了交易限制。至此，结合基差水平来看，市场中性策略的对冲成本和策略容量较15年下半年均有所转好，市场中性策略再次迎来生存空间。近几年，在利率下行的大背景下，作为银行理财产品的替代产品之一，机构投资者逐渐开始将目光投向市场中性策略。不过，随着市场上量化产品规模的增加，量化策略的拥挤度也在不断提升，市场中性策略多头端的Alpha收益正逐渐下行，市场中性策略整体的吸引力也有所下滑。

图3 国内股指期货与中性策略发展历程



资料来源：海通证券研究所整理

1.4 运作流程

市场中性策略的运作主要可以分为多头端和空头端两部分，在多头端，市场中性策略的基础内核与量化选股策略和指增策略的选股模型非常相似，从开发到最终投入实盘需要经历以下几个步骤：数据收集及整理、因子挖掘、因子组合、回测和模拟交易、实盘交易，具体如下：

数据收集及整理：可靠的数据源是量化策略开发的基础，根据数据的类型来分，目前市场上量化管理人广泛使用的数据主要可以分为三类，首先是标准化程度高、更新速度快的量价数据，例如个股价格和交易所推出的实时行情服务——Level 2 逐笔行情数据等。其次，基本面数据也被各类量化管理人广泛运用，例如财报数据、分析师一致预期等，不过基本面数据的更新频率低，且财务数据可能存在财务粉饰等情况，在使用上难度较量价数据更高。第三类数据是近几年兴起的另类数据，例如电商销售数据、媒体数据等等，这类数据的标准化程度更低，在使用前往往需要花费一定精力进行处理，不过另类数据的拥挤度较低且业绩可解释性强。整体来看，数据的标准化程度越高，市场上使用该数据的机构就越多，由于发展路径和资源禀赋的区别，公募基金更依赖于基本面数据进行研发，而私募基金更广泛地使用量价数据，还有少量管理人开始挖掘另类数据。

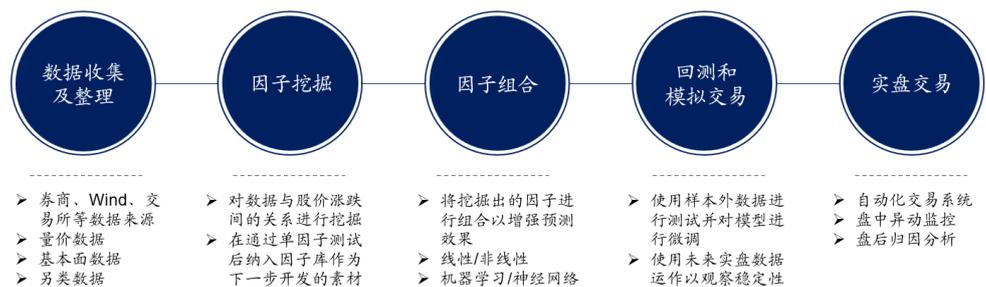
从数据体量上来看，不同机构间使用到的数据量也有明显差别，每日新增数据量从数十 GB 到数个 TB 不等，以宽德为例，其官网介绍公司不间断地从全球十余万个数据源获取数据，每日数据增量超过 2TB。对于如此庞大的数据体量而言，数据清洗和整理将会是一个非常重要的步骤。通常而言，一些中大型的机构会配置独立团队进行数据的清洗和入库，为下一步因子挖掘做准备。

因子挖掘：在得到标准化的数据后，研究员需要通过研究经验、统计学分析甚至是机器学习的方式将每组数据中蕴含的信息提炼出来，得出该数据变化与股价之间的关系，我们将这种关系称为因子。接下来研究员会逐个针对每一个因子进行单因子测试，用样本外数据或未来的实盘数据验证该因子的可靠性并有针对性的进行优化。若某一因子对股价有较强的预测能力，或与因子库中其他因子的相关性较低，管理人则会将其纳入因子库作为下一步开发的素材。

因子组合：在当前的市场环境下，很难仅依靠单一因子获得出色的预测效果，所以必须将多个因子组合起来才能够起到较强的预测效果。在进行因子组合时，研究员会将历史数据切分为两部分，先使用一块数据用于因子组合，再使用另一部分数据以验证该模型在样本外的预测能力。同时，近几年随着人工智能技术的发展，预测能力更强的非线性模型的开发难度较之前明显降低，市场上的公私募基金纷纷由传统线性回归向非线性模型转型。

回测和模拟交易：这一步是量化策略在投入实盘前的最后一个步骤，管理人会使用较长时间段的历史数据对量化模型进行测试，评估其收益稳定性、行业分布、风格暴露等因素并进行微调。通过测试的模型不会立即投入实盘中进行运作，而是需要在模拟盘中运作一段时间进一步观察其稳定性，只有在通过模拟盘测试后，才会投入实盘运作。

图4 市场中性策略多头端开发流程



资料来源：海通证券研究所整理

在空头端，目前市场上主流的做空工具选项并不多，主要有股指期货、融券和期权三大类，在具体工具的选择上，管理人主要考虑的因素是对冲成本和流动性。此外，管理人在构建对冲组合时，不仅需要考虑到对冲后持仓市值的暴露，还需要保证多空组合在行业、风格、大小盘股的占比等各个方向上的差异度相对可控，以尽可能降低市场风格波动对组合的影响。

1.5 对冲成本

1.5.1 什么是对冲成本？

市场中性策略在运作中往往会使用股指期货、期权或融券等对冲工具对多头头寸进行对冲，在使用这类对冲工具时，往往会产生一定的对冲成本。对于使用期权和融券进行对冲的管理人而言，对冲成本为期权费和融券费率。而对于股指期货而言则相对复杂，管理人在建立股指期货对冲头寸时，指数与期货之间往往会存在一定价差，我们称之为基差（期货价格-现货价格）。在对冲组合构建时，期货和现货之间的价差被锁定，随着时间的推移，基差会逐渐收敛并最终趋向于 0，在这一过程中，除了基本的交易手续费外，基差的收敛也会为管理人带来额外的成本或收益。

1.5.2 基差如何影响对冲成本的大小？

理解这一问题我们还需要定义两种情况，当期货价格高于现货价格时，基差为正，我们称之为股指期货升水，当期货价格低于现货价格时，基差为负，我们称之为股指期货贴水。我们将分两种情况来分析基差对对冲成本的影响。

尚未构建对冲头寸的产品：若在股指期货贴水时建仓，同时持有股票多头头寸并做空股指期货，在持有至交割日的过程中，股指期货与现货之间的价差会逐渐收敛，建仓时就确定的对冲成本会逐步兑现，**建仓期股指期货贴水会为组合带来额外的负收益，即对冲成本。反之，若建仓时股指期货为升水状态，则会为组合带来额外的正收益。**

已经构建对冲头寸的产品：建仓时的基差水平即体现了对冲期间所需要承担的对冲成本（或收益），不过在交割日来临前，股指期货的基差波动会带来短期的净值波动，当短期基差快速收敛时，市场中性策略可能会出现一定的回撤。不过，**产品的对冲成本在对冲仓位构建时就已经确定了，股指期货的基差波动只影响过程，并不影响结果。**

站在投资者的角度来看，若短时间内基差快速收敛（负基差缩小，或由负基差转为正基差），对于已持有市场中性策略产品的投资者而言，对冲成本的快速确认会导致产品净值在短期内有所回撤，不过需要说明的是，由于对冲成本已锁定，并且已经提前体现在了净值当中，在继续持有的情况下，基差的波动并不影响投资者在整个区间获得的累计收益。而对于新基金而言，基差快速收敛为投资者提供了一个较好的建仓时点，这意味着同样构建一个对冲头寸，所需要支付的对冲成本更低。

1.6 对冲工具

市场中性策略在空头端的对冲工具有股指期货、融券和期权等，而股指期货是最常见的对冲工具，本节我们将对其做相应的介绍。

1.6.1 股指期货的监管政策变化

历史上，我国股指期货保证金、交易限制和手续费经历过多轮优化，整体呈现先收紧再适度放松的两个周期。2015 年 7 月前，我国股指期货整体交易限制比较宽松，三大股指的保证金均为 10%，平今仓的手续费也相对较低。在 2015 年 A 股下跌期间，中金所多次出手抑制股指期货过度投机交易，在两个月时间内将保证金由 10% 提升至 40%，并将平今仓手续费提升至万分之 23，大幅提升了投机交易的成本。同时，中金所还建立了异常交易监管制度，将日内过度交易的定义逐渐收紧至单一股指期货单日开仓不超过 10 手。在多方面因素的共同作用下，使用股指期货对冲的策略容量变得非常有限，市场中性策略的运作变得较为困难。2017 年，在市场止跌企稳后，监管逐渐放松交易限制，在经历了多轮交易机制的修改后，目前市场上存续的四大股指期货的保证

金比例均为 12%，平今仓手续费为万分之 2.3，市场中性策略的运作成本有所降低。

表 1 2015 年 7 月至今股指期货交易规则调整

实施日期	沪深 300 保证金	上证 50 保证金	中证 500 保证金	日内过度交易限制	平今仓手续费
2015 年 7 月 8 日前	10%	10%	10%	--	万分之 0.25
2015 年 7 月 8 日	10%	10%	买入开仓 10%，卖出开仓 20%	--	万分之 0.25
2015 年 7 月 9 日	10%	10%	买入开仓 10%，卖出开仓 30%	--	万分之 0.25
2015 年 8 月 3 日	10%	10%	买入开仓 10%，卖出开仓 30%	强化异常交易监管，单个合约每日报撤单不得超过 400 次、自成交不得超过 5 次	万分之 0.23+1 元/笔申报费
2015 年 8 月 26 日	12%	12%	买入开仓 12%，卖出开仓 30%	单个股指期货、单日开仓交易量不得超过 600 手	万分之 1.15
2015 年 8 月 27 日	15%	15%	买入开仓 15%，卖出开仓 30%	单个股指期货、单日开仓交易量不得超过 600 手	万分之 1.15
2015 年 8 月 28 日	20%	20%	买入开仓 20%，卖出开仓 30%	单个股指期货、单日开仓交易量不得超过 600 手	万分之 1.15
2015 年 8 月 31 日	30%	30%	30%	单个股指期货、单日开仓交易量不得超过 100 手	万分之 1.15
2015 年 9 月 7 日	40%	40%	40%	单个股指期货、单日开仓交易量不得超过 10 手	万分之 23
2017 年 2 月 17 日	20%	20%	30%	单个股指期货、单日开仓交易量不得超过 20 手	万分之 9.2
2017 年 9 月 18 日	15%	15%	30%	单个股指期货、单日开仓交易量不得超过 20 手	万分之 6.9
2018 年 12 月 3 日	10%	10%	15%	单个合约、单日开仓交易量不得超过 50 手	万分之 4.6
2019 年 4 月 22 日	10%	10%	12%	单个合约、单日开仓交易量不得超过 500 手	万分之 3.45
2020 年 9 月 29 日	13%	13%	13%	单个合约、单日开仓交易量不得超过 500 手	万分之 3.45
2020 年 10 月 9 日	11%	11%	13%	单个合约、单日开仓交易量不得超过 500 手	万分之 3.45
2020 年 12 月 30 日	12%	12%	14%	单个合约、单日开仓交易量不得超过 500 手	万分之 3.45
2023 年 3 月 20 日	12%	12%	14%	单个合约、单日开仓交易量不得超过 500 手	万分之 2.3
2023 年 4 月 27 日	13%	13%	15%	单个合约、单日开仓交易量不得超过 500 手	万分之 2.3
2023 年 5 月 4 日	12%	12%	12%	单个合约、单日开仓交易量不得超过 500 手	万分之 2.3

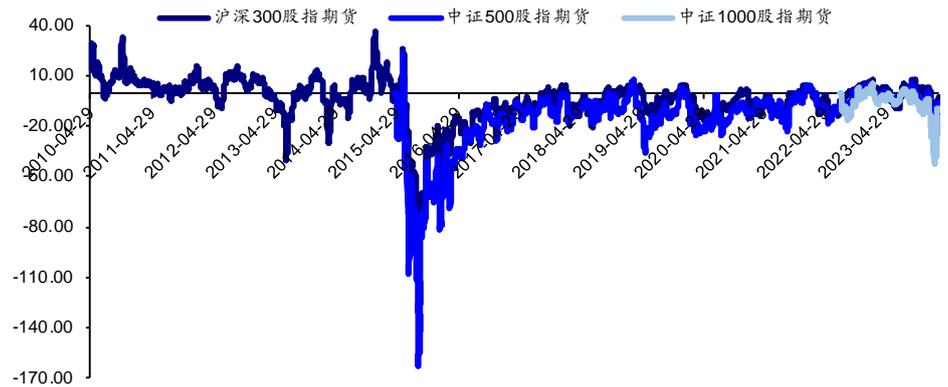
资料来源：中国金融期货交易所，海通证券研究所整理

注：上表中的保证金均为非套保交易的保证金，套保交易保证金不受此限制

1.6.2 股指期货升贴水率的直观表现

股指期货的基差来源于现货和期货之间的价差，而这一价差的形成原因则相对复杂，一方面，市场涨跌和投资者的预期会影响股指期货的升贴水，在上涨市中，投资者买入股指期货，使得股指期货未来的交割价格会高于标的指数当前的交易价格，则股指期货往往会呈现出升水状态，反之亦然。另一方面，市场上对冲需求的多寡也会对股指期货的升贴水率产生一定影响，目前我国证券市场上的对冲手段相对较少，股指期货承担了市场上主要的对冲需求，而当对冲需求越旺盛时，较多投资者卖出股指期货时，股指期货的基差贴水现象则会更显著。

为了更直观地体现基差影响对冲成本的大小，我们计算了沪深 300、中证 500 和中证 1000 的月度合约在交割日前每日基差的年化收益率，并假设基金经理固定在交割日前三天换仓，同时计算滚动 10 日的均值以平滑波动。可以看到，自股指期货问世以来至 2015 年上半年，股指期货基差的年化收益率在大多数时间内为正，这意味着使用股指期货对冲能够为投资者带来额外的收益。但在 A 股快速下跌后，股指期货基差迅速转负，尽管随着指数上行基差也有所修复，但对冲需求的提升使得基差在之后较长时间内维持在贴水状态，不过近年来这一情况也有所改善。

图5 三大股指期货基差年化收益率（截至2024年2月29日）


资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 公募和私募市场中性策略基金现状

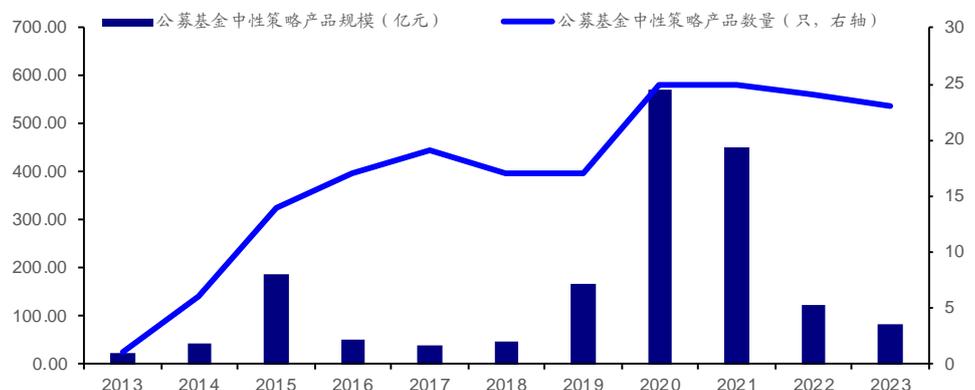
在目前国内的资管市场上，公募和私募基金管理人均布局了市场中性策略产品，但由于两者的投资理念和监管政策有所区别，市场上的公私募市场中性产品的业绩风格也有明显区别，这一部分我们将重点关注两者的发展现状和策略差异。

2.1 公募市场中性策略基金

2.1.1 规模情况

在2010年我国首个股指期货品种问世后，嘉实基金于2013年底获批发行了公募基金市场上的首个市场中性策略产品——嘉实绝对收益策略，并成功募集了超过20亿元。半年后，嘉实基金又推出了市场上第二只市场中性策略基金。此后，公募市场中性策略的发行节奏逐渐加快，在2015年股指期货受限之前，共有12只产品获批。在股市发生大幅波动后，监管限制了股指期货开仓，并放缓了市场中性策略产品的审批进度，在2015年底批准了五只产品的发行后便暂停了市场中性策略的审批。时隔近4年，2019年底，监管重启了市场中性策略产品的审批，第一批共7只产品获批发行。

从年度规模的角度来看，截至2020年末，公募市场上共存续25只市场中性策略产品，合计规模达到572.97亿元，为历史上的最高点。而在2020年后，随着量化赛道逐渐拥挤，Alpha收益获取难度提升的同时，常年贴水的基差也进一步蚕食了收益，部分投资者选择赎回观望。目前公募基金市场上存续的市场中性策略产品共23只，合计规模约83亿元，在权益类产品中的占比相对较低，且2021年开始，市场上并未有新的市场中性策略产品发行。

图6 公募市场中性策略基金数量和规模（截至2023年底）


资料来源：Wind，海通证券研究所

2.1.2 基本信息

从合同中的投资范围来看，公募市场中性策略产品与主动权益产品的投资限制存在一定差异，根据《证券投资基金参与股指期货交易指引（2022年修订）》，主动权益产品参与股指期货交易存在单日开仓和持仓数量限制，具体体现为：基金在任何交易日日终，持有的卖出期货合约价值不得超过基金持有股票总市值的 20%、基金在任何交易日内交易（不包括平仓）的股指期货合约的成交金额不得超过上一交易日基金资产净值的 20% 等。而市场中性策略产品能够豁免于这些限制，以便基金经理更好地构建对冲头寸。

从投资限制来看，公募市场中性策略产品在合同中对于风险敞口有明确的限制，早期成立的老产品对于风险敞口的限制大多为“权益空头头寸占权益多头头寸的价值的比例范围在 80%-120%之间”，2019 年后获批的市场中性策略基金对于对冲敞口的描述均为“权益类多头头寸价值减去权益类空头头寸价值占基金资产净值比例的范围为 0%-10%”。可以看到，早期的市场中性策略产品为净空头的暴露留有一定余地，但在经历了 2015 年熊市后，新发行的市场中性策略产品均被限制了净空头的可能性，不过在实际操作中，即使是早期发行的市场中性策略产品往往也极少出现净空头暴露的情况。

从产品设计的角度来看，目前市场上存续的 23 只市场中性策略产品中有 13 只采用定期开放的形式，余下的 10 只中有 2 只为持有期产品，其余 8 只为开放式产品。市场中性策略产品与股票多头产品的不同之处在于，基金经理需要根据基民的申购赎回情况同时调整多空双边的头寸，对于定开产品而言，基金经理只需要在开放期来临前降低仓位以应对赎回即可，整体而言可以降低频繁调整对冲头寸所面临的基差风险。而对于开放式产品而言，基金经理在构建对冲头寸后可能随时会面临基民的申赎，若基差跳升时基民大量赎回，基金经理被迫卖出部分股票并平仓相对应的对冲头寸，此时会导致原本已锁定的对冲成本扩大，导致不必要的损失。考虑到对冲产品特殊的持仓结构，采用定期开放的运作模式或有助于基金经理的管理。

从费率的角度来看，公募市场中性策略产品的收费标准相对私募而言更低，除两只费率最高和最低的产品外，余下 21 只公募市场中性策略产品的管理费率均在 1.00%-1.20%之间。

表 2 公募市场中性策略基金基本信息（截至 2023 年底）

基金代码	基金简称	成立日	运作模式	基金开放日	管理费率 (%)	2023 年底管理规模 (亿元)
000414	嘉实绝对收益策略 A	20131206	定期开放式	期货合约交割前 5 天	1.00	1.70
000585	嘉实对冲套利 A	20140516	定期开放式	期货合约交割前 5 天	1.00	0.55
000667	工银瑞信绝对收益 A	20140626	开放式	--	1.20	0.72
000753	华宝量化对冲 A	20140917	开放式	--	1.00	2.41
519062	海富通阿尔法对冲 A	20141120	开放式	--	1.20	3.52
000844	南方绝对收益策略	20141201	定期开放式	期货合约交割前 5 天	1.00	0.84
000992	广发对冲套利	20150206	定期开放式	期货合约交割前 5 天	1.00	0.67
001073	华泰柏瑞量化收益	20150629	定期开放式	期货合约交割前 5 天	1.20	0.37
001641	富国绝对收益多策略 A	20150917	定期开放式	期货合约交割后 1 天	1.00	1.02
001791	大成绝对收益 A	20150923	开放式	--	1.20	0.28
002224	中邮绝对收益策略	20151230	定期开放式	期货合约交割前 5 天	1.00	0.47
002804	华泰柏瑞量化对冲	20160526	定期开放式	期货合约交割前 5 天	1.20	0.37
000762	汇添富绝对收益策略 A	20170315	定期开放式	6 个月的对日	1.20	41.29
005280	安信稳健阿尔法定开 A	20171206	定期开放式	期货合约交割前 5 天	1.00	0.54
008831	海富通安益对冲 A	20200122	开放式	--	1.20	1.04
008835	富国量化对冲策略三个月 A	20200225	持有期	--	0.80	3.03
008851	景顺长城量化对冲策略三个月	20200227	定期开放式	期货合约交割前 5 天	1.20	0.77
860010	光大阳光对冲策略 6 个月 A	20200325	持有期	--	1.50	2.33
008895	申万菱信量化对冲策略	20200325	开放式	--	1.00	0.56
008848	国联智选对冲策略 3 个月定开	20200403	定期开放式	期货合约交割前 5 天	1.20	0.10
008838	德邦量化对冲策略 A	20200429	开放式	--	1.00	0.23
008856	华夏安泰对冲策略 3 个月定开	20200605	定期开放式	期货交割日	1.20	17.03
010668	工银瑞信优选对冲 A	20201230	开放式	--	1.20	2.80

资料来源：Wind，海通证券研究所

2.1.3 持有人结构

从持有人结构的角度来看，截至 2023 年年中，以规模加权方式计算出的公募市场中性策略的投资者主要以个人投资者为主，占到全市场投资者规模的近九成。不过，以简单平均方式计算出的个人投资者占比为 56.61%，显著低于规模加权方式计算出的值。产生这一现象的原因主要是，汇添富绝对收益策略 A 在 2023 年年中的规模为 55.04 亿元，占到全市场同类产品总规模的近六成，而该产品的机构投资者占比不足 2%，故规模加权和简单平均两种算法计算出的值差异较大。

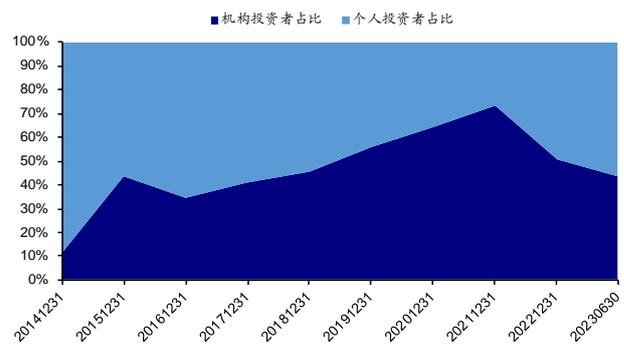
从历史上来看，2015、2020 和 2021 年末公募市场中性策略的机构投资者占比相对较高，超过 50%，而其余年份公募市场中性策略还是以个人投资者居多。

图7 公募市场中性策略基金持有人结构（规模加权）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 公募市场中性策略基金持有人结构（简单平均）



资料来源：Wind，海通证券研究所

2.1.4 资产配置

从资产配置上来看，公募市场中性策略产品的持仓结构主要可以被分为股票、用于对冲的股指期货、固定收益部分（包含债券、逆回购和现金等）。2023 年底，市场上存续的绝大多数市场中性策略产品保持了中高股票仓位运作，股票仓位在 50%-80%之间。需要注意的是，尽管公募市场中性策略对多空双方的覆盖率做了严格的限制，但并未限制股票仓位下限，基金经理在判断市场环境不适应策略运行的情况下也可以将股票仓位降至较低水平。

此外，不同产品在固定收益部分的配置思路也有所不同，有的倾向于债券，有的则倾向于逆回购或者是银行存款。以广发对冲套利为例，除去权益资产外，基金经理将债券作为现金管理的主要手段，债券配置比例达到 43.70%，而银行存款仅占到净资产的 3.60%；南方绝对收益策略则完全未配置债券资产，银行存款占到基金净资产的 42.66%；而以逆回购作为主要现金管理手段的公募市场中性策略产品相对较少，其中国联智选对冲策略配置逆回购的比例占到基金净资产的 13.57%。

表 3 公募市场中性策略基金资产配置情况（截至 2023 年底）

基金代码	基金简称	基金规模 (亿元)	股票市值占 基金净资产 比	债券市值占 基金净资产 比	存出保证金 占基金净资 产比	买入返售金 融资产占基 金净资产比	银行存款 占基金净 资产比	股指期货合 约市值占基 金净资产比
000414	嘉实绝对收益策略 A	1.70	67.73%	0.75%	7.56%	--	24.39%	-58.35%
000585	嘉实对冲套利 A	0.55	60.13%	0.84%	6.59%	--	33.50%	-54.45%
000667	工银瑞信绝对收益 A	0.72	58.66%	5.64%	6.73%	--	30.00%	-55.90%
000753	华宝量化对冲 A	2.41	72.44%	6.20%	8.32%	2.53%	11.03%	-69.21%
519062	海富通阿尔法对冲 A	3.52	70.03%	3.59%	7.80%	--	19.63%	-59.95%
000844	南方绝对收益策略	0.84	52.14%	--	5.72%	--	42.66%	-47.29%
000992	广发对冲套利	0.67	46.57%	43.70%	5.25%	1.50%	3.60%	-43.55%
001073	华泰柏瑞量化收益	0.37	52.99%	--	6.41%	--	41.58%	-53.19%
001641	富国绝对收益多策略 A	1.02	78.57%	0.01%	8.24%	--	13.72%	-68.50%
001791	大成绝对收益 A	0.28	62.38%	--	7.19%	--	31.19%	-59.24%
002224	中邮绝对收益策略	0.47	58.99%	21.70%	6.45%	--	14.27%	-53.47%

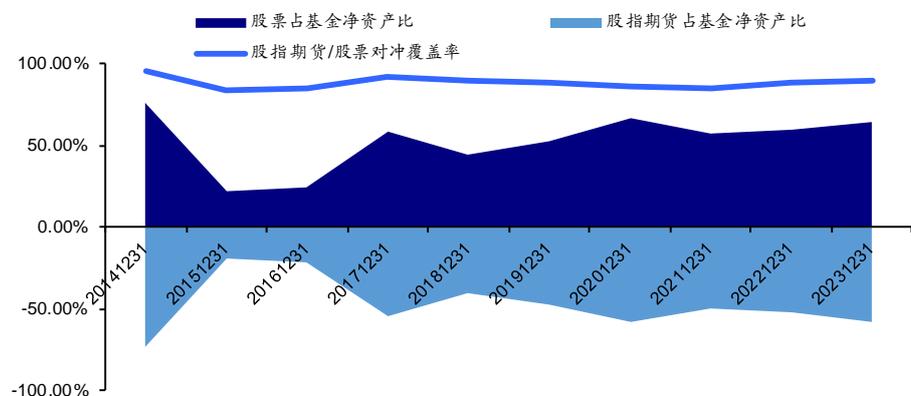
002804	华泰柏瑞量化对冲	0.37	51.95%	--	6.06%	--	19.51%	-50.30%
000762	汇添富绝对收益策略 A	41.29	60.57%	18.78%	6.42%	3.73%	14.17%	-53.37%
005280	安信稳健阿尔法定开 A	0.54	75.22%	3.69%	8.63%	4.77%	12.98%	-71.70%
008831	海富通安益对冲 A	1.04	72.44%	6.88%	7.79%	--	9.20%	-64.37%
008835	富国量化对冲策略 A	3.03	76.69%	2.99%	8.70%	--	11.72%	-72.43%
008851	景顺长城量化对冲策略	0.77	80.58%	--	9.25%	--	10.56%	-76.40%
860010	光大阳光对冲策略 A	2.33	66.40%	20.81%	7.23%	5.34%	8.39%	-59.64%
008895	申万菱信量化对冲策略	0.56	70.70%	6.88%	8.88%	2.57%	5.93%	-68.20%
008848	国联智选对冲策略	0.10	68.84%	--	7.98%	13.57%	10.36%	-65.50%
008838	德邦量化对冲策略 A	0.23	74.92%	0.15%	8.37%	--	17.18%	-68.81%
008856	华夏安泰对冲策略	17.03	78.43%	0.03%	8.83%	--	12.87%	-73.35%
010668	工银瑞信优选对冲 A	2.80	11.85%	--	1.41%	--	71.94%	-11.68%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.1.5 对冲敞口

从 2014 年至 2023 年各年报的多空暴露情况来看,绝大多数产品在历史上的股指期货空头覆盖率在 90%-100%之间不等,较少会出现净空头的情况。值得注意的是,在 2015-2016 年股指期货交易受限的阶段,大部分基金经理同时降低了股票仓位和股指期货手数,但是由于一手股指期货对应的绝对市值较大,在股票仓位较低的情况下难以做到精准的完全对冲,为保证仓位暴露绝对值的最小化,部分基金在对冲后出现了净空头的情况,不过负向暴露最大的一只产品股指期货空头相对股票多头的比值为 105.81%,加之股票仓位相对较低,对冲后权益仓位的净敞口仅为基金资产的-0.02%,整体风险可控。

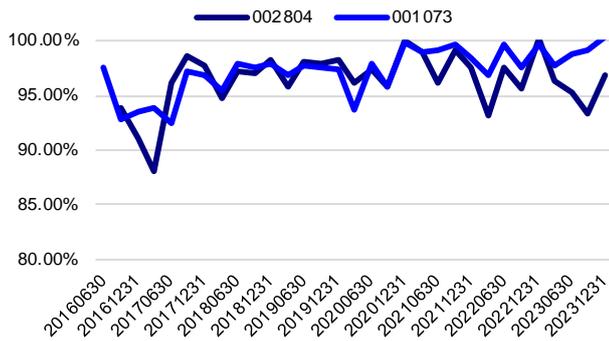
图9 公募市场中性策略基金多空暴露水平 (截至 2023 年底)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

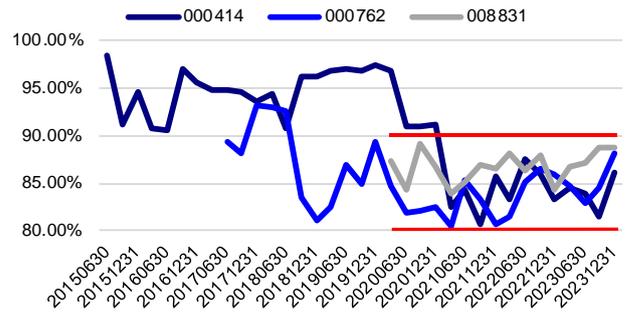
此外,基金经理会阶段性的通过适当降低股指期货空头持仓数量来增加组合的多头风险暴露,使组合的业绩更具有弹性。从历史上来看,大部分公募基金经理会常年保持较高比例的对冲头寸,空头的覆盖率保持在 90%以上运作,仅保持一个较小的多头敞口,尽可能地剥离 Beta 风险。不过也有部分基金经理在运作中会选择保留相对更多一些的多头方向上的风险敞口,空头的覆盖率在 80%-90%之间浮动,在获取 Alpha 收益的同时也保留一定 Beta 暴露。另外还有部分基金经理会根据模型、基差等多种因素对敞口进行动态调整,对冲头寸的变化范围较大。

图10 对冲比例较高的代表产品空头覆盖率（截至2023年底）



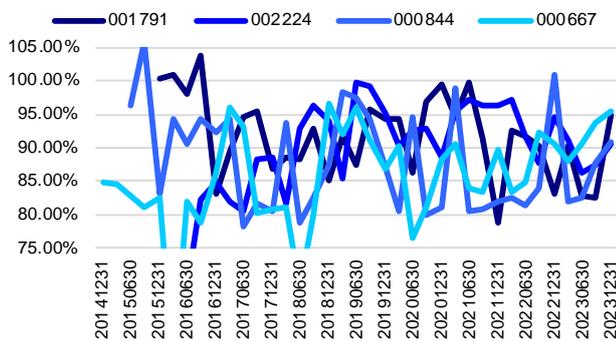
资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 对冲比例较低的代表产品空头覆盖率（截至2023年底）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 适时调整对冲头寸代表产品空头覆盖率（截至2023年底）



资料来源：Wind，海通证券研究所

从对冲后权益仓位的净敞口来看，2018年以来各年度公募市场中性策略基金的平均净敞口在3%-6%左右波动，净敞口较高的产品在轧差后会留有约10%的多头暴露。

表4 公募市场中性策略基金权益仓位净敞口（2018H2-2023H2）

基金代码	基金简称	成立日期	2018H2	2019H2	2020H2	2021H2	2022H2	2023H2
000414	嘉实绝对收益策略A	20131206	1.91%	1.81%	5.77%	9.69%	8.97%	9.39%
000585	嘉实对冲套利A	20140516	2.38%	2.71%	7.13%	9.32%	6.04%	5.69%
000667	工银瑞信绝对收益A	20140626	0.82%	10.20%	8.70%	7.29%	7.18%	2.75%
000753	华宝量化对冲A	20140917	1.16%	2.54%	1.66%	1.49%	2.14%	3.22%
519062	海富通阿尔法对冲A	20141120	5.73%	10.37%	11.65%	8.94%	8.51%	10.09%
000844	南方绝对收益策略	20141201	3.88%	4.57%	10.72%	9.94%	-0.49%	4.86%
000992	广发对冲套利	20150206	1.45%	3.59%	6.83%	5.83%	5.76%	3.02%
001073	华泰柏瑞量化收益	20150629	1.66%	2.24%	0.15%	1.31%	0.18%	-0.21%
001641	富国绝对收益多策略A	20150917	6.25%	8.13%	7.03%	7.32%	8.30%	10.07%
001791	大成绝对收益A	20150923	10.81%	4.79%	0.46%	7.84%	4.40%	3.14%
002224	中邮绝对收益策略	20151230	0.60%	3.74%	7.08%	2.83%	4.11%	5.52%
002804	华泰柏瑞量化对冲	20160526	1.45%	1.49%	-0.01%	1.89%	-0.15%	1.65%
000762	汇添富绝对收益策略A	20170315	5.61%	4.26%	10.70%	9.52%	7.63%	7.20%
005280	安信稳健阿尔法定开A	20171206	0.00%	2.58%	4.27%	10.09%	7.25%	3.52%
008831	海富通安益对冲A	20200122			8.89%	9.01%	9.73%	8.07%
008835	富国量化对冲策略三个月A	20200225			1.26%	3.66%	1.96%	4.26%
008851	景顺长城量化对冲策略三个月	20200227			9.84%	3.64%	4.45%	4.18%
008895	申万菱信量化对冲策略	20200325			2.56%	2.03%	2.90%	2.49%
860010	光大阳光对冲策略6个月A	20200325			6.22%	8.94%	5.58%	6.76%
008848	中融智选对冲策略3个月定开	20200403			0.00%	4.61%	9.02%	3.34%
008838	德邦量化对冲策略A	20200429			0.51%	7.71%	3.68%	6.11%
008856	华夏安泰对冲策略3个月定开	20200605			9.14%	9.58%	5.41%	5.08%
010668	工银瑞信优选对冲A	20201230				8.06%	5.54%	0.17%
	均值		3.12%	4.50%	5.48%	6.55%	5.13%	4.80%
	最大值		10.81%	10.37%	11.65%	10.09%	9.73%	10.09%

资料来源：Wind，海通证券研究所

2.1.6 股票持仓

我们进一步统计公募市场中性策略产品2023年年报全部持仓股票分别在沪深300、中证500和中证1000中的比例，结果显示公募市场中性策略产品的持仓个股基本是沪深300、中证500和中证1000的成分股，占比基本在9成以上，此外多数公募市场中性策略产品的主要持仓为沪深300成分股。当然，不同基金之间的持仓风格差异较大，

如中万菱信量化对冲策略在2023年年报的全部持仓均为沪深300成分股，工银瑞信优选对冲的全部持仓均为中证1000成分股，富国绝对收益多策略则不参与投资中证1000成分股，在沪深300和中证500成分股上进行均衡配置。

表5 公募市场中性策略基金持仓股票在成分股中的比例（2023年年报）

基金代码	基金简称	数量			占股票市值比			
		沪深300	中证500	中证1000	沪深300	中证500	中证1000	合计
000414	嘉实绝对收益策略A	64	15	10	85.11%	8.04%	2.80%	95.95%
000585	嘉实对冲套利A	53	25	31	65.60%	13.38%	14.90%	93.88%
000667	工银瑞信绝对收益A	70	11	18	85.25%	5.64%	7.43%	98.32%
000753	华宝量化对冲A	156	86	93	84.96%	8.13%	5.95%	99.03%
000762	汇添富绝对收益策略A	97	137	231	38.17%	20.82%	33.22%	92.21%
000844	南方绝对收益策略	78	10	50	62.19%	2.31%	35.49%	100.00%
000992	广发对冲套利	102	61	116	54.78%	12.94%	28.74%	96.46%
001073	华泰柏瑞量化收益	98	146	187	25.72%	33.77%	39.42%	98.91%
001641	富国绝对收益多策略A	23	18	0	58.79%	40.08%	0.00%	98.87%
001791	大成绝对收益A	29	33	51	36.51%	21.80%	36.07%	94.38%
002224	中邮绝对收益策略	37	12	8	66.55%	17.03%	8.29%	91.87%
002804	华泰柏瑞量化对冲	163	72	33	82.15%	12.25%	4.47%	98.87%
005280	安信稳健阿尔法定开A	250	302	77	62.99%	27.80%	5.35%	96.13%
008831	海富通安益对冲A	2	42	154	0.49%	14.89%	69.25%	84.62%
008835	富国量化对冲策略三个月A	154	213	232	70.81%	19.30%	7.44%	97.54%
008838	德邦量化对冲策略A	107	64	213	24.90%	9.60%	61.82%	96.33%
008848	中融智选对冲策略3个月定开	57	92	156	14.68%	26.41%	50.79%	91.88%
008851	景顺长城量化对冲策略三个月	165	63	240	52.19%	4.83%	40.36%	97.38%
008856	华夏安泰对冲策略3个月定开	115	135	244	54.56%	11.16%	24.37%	90.09%
008895	中万菱信量化对冲策略	98	0	0	100.00%	0.00%	0.00%	100.00%
010668	工银瑞信优选对冲A	0	0	218	0.00%	0.00%	100.00%	100.00%
519062	海富通阿尔法对冲A	117	107	344	15.51%	12.43%	58.64%	86.59%
860010	光大阳光对冲策略6个月A	124	97	211	41.02%	13.08%	32.99%	87.08%

资料来源：Wind，私募排排网，海通证券研究所

从基金持仓股票相对沪深300、中证500和中证1000的板块偏离情况来看，不同产品相对不同指数之间的偏离有较大分化，如嘉实对冲套利相对300、500和1000指数超配了中游制造和金融地产板块，南方绝对收益策略则相对各指数大幅超配了消费板块，华泰柏瑞量化收益和工银优选对冲则相对各指数超配了TMT板块。

表6 公募市场中性策略基金持仓股票相对指数的板块偏离（2023年年报）

基金简称	相对沪深300						相对中证500						相对中证1000					
	上游周期	中游制造	消费	TMT	金融地产	其他	上游周期	中游制造	消费	TMT	金融地产	其他	上游周期	中游制造	消费	TMT	金融地产	其他
嘉实绝对收益策略A	-0.86%	-3.28%	6.46%	-0.63%	-2.17%	0.55%	-7.14%	-8.78%	11.05%	-3.74%	10.30%	-1.64%	-6.23%	-6.97%	10.09%	-11.14%	15.78%	-1.43%
嘉实对冲套利A	-1.79%	5.74%	-8.42%	2.75%	1.87%		-8.07%	0.24%	-3.83%	-0.36%	14.34%		-7.16%	2.05%	-4.79%	-7.76%	19.82%	
工银瑞信绝对收益A	-2.66%	-9.00%	4.16%	4.74%	2.22%	0.61%	-8.94%	-14.50%	8.75%	1.63%	14.69%	-1.58%	-8.03%	-12.69%	7.79%	-5.77%	20.17%	-1.37%
华宝量化对冲A	-0.80%	0.77%	3.59%	-1.27%	-2.54%	0.33%	-7.08%	-4.73%	8.18%	-4.38%	9.93%	-1.86%	-6.17%	-2.92%	7.22%	-11.78%	15.41%	-1.65%
汇添富绝对收益策略A	1.24%	-1.67%	3.17%	5.25%	-9.26%	1.34%	-5.04%	-7.17%	7.76%	2.14%	3.21%	-0.85%	-4.13%	-5.36%	6.80%	-5.26%	8.69%	-0.64%
南方绝对收益策略	1.49%	-1.71%	11.06%	-9.14%	-4.52%	2.89%	-4.79%	-7.21%	15.65%	-12.25%	7.95%	0.70%	-3.88%	-5.40%	14.69%	-19.65%	13.43%	0.91%
广发对冲套利	1.08%	1.29%	-8.36%	5.34%	-0.01%	0.72%	-5.20%	-4.21%	-3.77%	2.23%	12.46%	-1.47%	-4.29%	-2.40%	-4.73%	-5.17%	17.94%	-1.26%
华泰柏瑞量化收益	5.83%	4.50%	-10.41%	12.01%	-14.68%	2.83%	-0.45%	-1.00%	-5.82%	8.90%	-2.21%	0.64%	0.46%	0.81%	-6.78%	1.50%	3.27%	0.85%
富国绝对收益多策略A	2.38%	4.27%	-3.03%	8.70%	-12.18%		-3.90%	-1.23%	1.56%	5.59%	0.29%		-2.99%	0.58%	0.60%	-1.81%	5.77%	
大成绝对收益A	2.15%	5.59%	7.62%	-6.64%	-10.47%	1.82%	-4.13%	0.09%	12.21%	-9.75%	2.00%	-0.37%	-3.22%	1.90%	11.25%	-17.15%	7.48%	-0.16%
中邮绝对收益策略	4.61%	-2.64%	-0.97%	-0.78%	-0.07%		-1.67%	-8.14%	3.62%	-3.89%	12.40%		-0.76%	-6.33%	2.66%	-11.29%	17.88%	
华泰柏瑞量化对冲	0.98%	0.73%	-1.77%	-2.69%	2.85%	-0.03%	-5.30%	-4.77%	2.82%	-5.80%	15.32%	-2.22%	-4.39%	-2.96%	1.86%	-13.20%	20.80%	-2.01%
安信稳健阿尔法定开A	4.84%	2.89%	-1.54%	-1.53%	-5.78%	1.17%	-1.44%	-2.61%	3.05%	-4.64%	6.69%	-1.02%	-0.53%	-0.80%	2.09%	-12.04%	12.17%	-0.81%
海富通安益对冲A	7.89%	1.42%	-0.90%	8.81%	-19.76%	2.61%	1.61%	-4.08%	3.69%	5.70%	-7.29%	0.42%	2.52%	-2.27%	2.73%	-1.70%	-1.81%	0.63%
富国量化对冲策略三个月A	-5.68%	4.89%	-0.65%	6.62%	-5.30%	0.19%	-11.96%	-0.61%	3.94%	3.51%	7.17%	-2.00%	-11.05%	1.20%	2.98%	-3.89%	12.65%	-1.79%
德邦量化对冲策略A	7.80%	-0.17%	0.35%	3.66%	-13.74%	2.17%	1.52%	-5.67%	4.94%	0.55%	-1.27%	-0.02%	2.43%	-3.86%	3.98%	-6.85%	4.21%	1.03%
中融智选对冲策略3个月定开	6.26%	7.33%	-0.08%	2.53%	-18.99%	3.01%	-0.02%	1.83%	4.51%	-0.58%	-6.52%	0.82%	0.89%	3.64%	3.55%	-7.98%	-1.04%	1.03%
景顺长城量化对冲策略三个月	-2.02%	3.32%	3.60%	2.62%	-8.31%	0.85%	-8.30%	-2.18%	8.19%	-0.49%	4.16%	-1.34%	-7.39%	-0.37%	7.23%	-7.89%	9.64%	-1.13%
华夏安泰对冲策略3个月定开	0.54%	0.65%	3.20%	1.06%	-6.49%	1.11%	-5.74%	-4.85%	7.79%	-2.05%	5.98%	-1.08%	-4.83%	-3.04%	6.83%	-9.45%	11.46%	-0.87%
中万菱信量化对冲策略	-2.90%	-2.87%	3.51%	-2.93%	5.34%		-9.18%	-8.37%	8.10%	-6.04%	17.81%		-8.27%	-6.56%	7.14%	-13.44%	23.29%	
工银瑞信优选对冲A	1.53%	9.20%	-8.25%	15.24%	-20.02%	2.37%	-4.75%	3.70%	-3.66%	12.13%	-7.55%	0.18%	-3.84%	5.51%	-4.62%	4.73%	-2.07%	0.39%
海富通阿尔法对冲A	3.64%	2.38%	0.06%	7.77%	-16.89%	3.12%	-2.64%	-3.12%	4.65%	4.66%	-4.42%	0.93%	-1.73%	-1.31%	3.69%	-2.74%	1.06%	1.14%
光大阳光对冲策略6个月A	9.72%	3.36%	0.43%	-2.29%	-11.92%	0.78%	3.44%	-2.14%	5.02%	-5.40%	0.55%	-1.41%	4.35%	-0.33%	4.06%	-12.80%	6.03%	-1.20%

资料来源：Wind，私募排排网，海通证券研究所

下表展示了2021年至2023年每半年公募市场中性策略产品的单边换手率情况。从平均值来看，公募市场中性策略产品的单边换手率在350%-450%的区间波动，中枢在约400%的水平，且近3年来较为稳定。但是如果我们从单产品层面来看的话，可以看到各产品之间不管是在截面上还是时间序列上均呈现较大差异，如安信稳健阿尔法定

开的换手率较高，近年来虽有显著的下降，但 2021 年来各半年期的换手率均超过平均水平，而华泰柏瑞量化对冲的换手率则相对较低，2023 年上半年的换手率仅为 77.63%。

表 7 公募市场中性策略基金单边换手率（%，2021H1-2023H2）

基金代码	基金简称	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
000414.OF	嘉实绝对收益策略 A	140.89	156.75	232.96	345.60	186.45	163.33
000585.OF	嘉实对冲套利 A	224.00	378.20	398.10	783.90	555.16	396.88
000667.OF	工银瑞信绝对收益 A	519.39	210.37	112.58	500.13	764.66	271.26
000753.OF	华宝量化对冲 A	262.25	581.29	418.84	453.33	309.68	278.53
000762.OF	汇添富绝对收益策略 A	145.67	204.20	165.63	400.00	139.39	207.03
000844.OF	南方绝对收益策略	290.40	188.06	410.84	280.25	149.67	485.45
000992.OF	广发对冲套利	492.85	470.55	205.58	440.75	257.42	477.85
001073.OF	华泰柏瑞量化收益	399.10	218.21	102.54	97.58	209.46	664.97
001641.OF	富国绝对收益多策略 A	458.97	512.08	658.67	265.37	261.69	438.64
001791.OF	大成绝对收益 A	2869.19	228.97	16.88	325.14	757.23	547.42
002224.OF	中邮绝对收益策略	400.90	479.21	566.36	536.38	393.00	232.17
002804.OF	华泰柏瑞量化对冲	303.16	300.08	105.79	132.28	77.63	138.30
005280.OF	安信稳健阿尔法定开 A	611.19	1158.89	2339.31	1024.53	557.81	468.34
008831.OF	海富通安益对冲 A	197.97	232.79	422.09	421.45	581.67	804.25
008835.OF	富国量化对冲策略三个月 A	158.43	126.78	198.79	221.06	499.19	185.45
008838.OF	德邦量化对冲策略 A	1179.96	584.34	803.98	752.43	778.52	1084.20
008848.OF	中融智选对冲策略 3 个月定开	187.01	328.29	376.53	475.08	605.44	907.79
008851.OF	景顺长城量化对冲策略三个月	228.19	287.35	887.97	881.32	458.62	735.39
008856.OF	华夏安泰对冲策略 3 个月定开	561.86	356.74	628.69	493.92	279.36	267.77
008895.OF	申万菱信量化对冲策略	169.64	206.43	315.00	279.96	169.40	86.98
010668.OF	工银瑞信优选对冲 A	442.30	171.48	409.70	350.49	329.72	313.16
519062.OF	海富通阿尔法对冲 A	212.89	254.64	346.41	478.57	382.26	571.24
860010.OF	光大阳光对冲策略 6 个月 A	657.66	793.27	611.99	547.85	544.90	722.02
	均值	483.21	366.48	466.75	455.97	402.10	454.28

资料来源：Wind，私募排排网，海通证券研究所

换手率公式： $\text{Max}(\text{报告期买入股票成本总额}, \text{报告期卖出股票收入总额}) / \text{Average}(\text{区间内股票市值})$

2.1.7 债券持仓

本节我们将分析公募市场中性策略基金债券持仓的特征。在上文的资产配置章节中我们分析过，剔除股票和股指期货的保证金后，基金剩余的资产基本上会配置在债券和存款等固定收益类产品上。由于市场中性策略基金并没有最低股票持仓的要求，因此部分基金可能阶段性会保持相对较高的债券仓位，如广发对冲套利、中邮绝对收益策略和光大阳光对冲策略在 2023 年年末的债券仓位均超过了 20%，广发对冲套利更是超过了 40%。

我们将进一步分析基金持仓的券种，基金持仓的债券券种主要有可转债、信用债和利率债，本节中我们所指的利率债定义较为狭义，仅包含了国债、央行票据和政策性金融债。从下图中可以看到，大部分时候市场中性策略公募基金的债券部分的持仓主要投资于可转债和利率债，在信用债上的参与程度较低，我们认为，大部分产品在债券部分的配置更多的是想通过可转债做一定的收益增强，或者是投资利率债做一定的流动性管理，并不想暴露更多的信用风险。

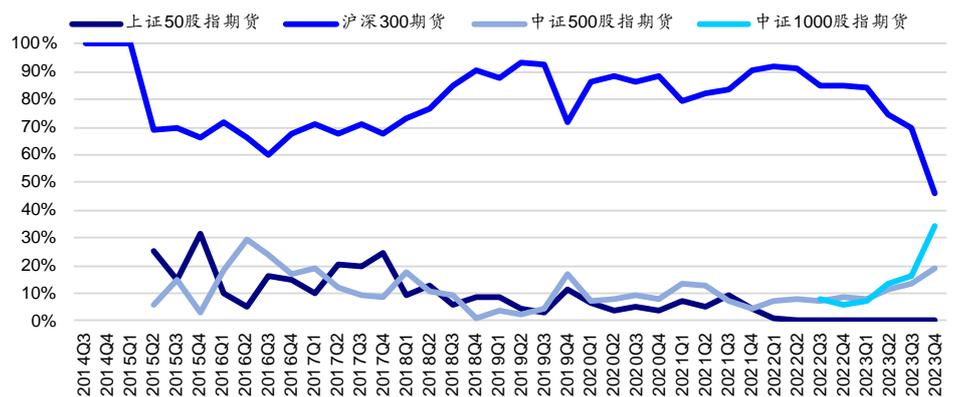
表 8 公募市场中性策略基金持仓债券券种分布（2021H2-2023H2）

基金简称	2021H2				2022H2				2023H2			
	债券仓位 (%)	可转债投资比例	利率债投资比例	可转+利率债合计比例	债券仓位 (%)	可转债投资比例	利率债投资比例	可转+利率债合计比例	债券仓位 (%)	可转债投资比例	利率债投资比例	可转+利率债合计比例
嘉实绝对收益策略A	0.75	100.00%	0.00%	100.00%	7.97	4.88%	95.10%	99.98%	14.60	1.26%	98.71%	99.97%
嘉实对冲套利A	0.84	100.00%	0.00%	100.00%	4.73	4.49%	95.51%	100.00%	2.52	18.76%	81.24%	100.00%
工银瑞信绝对收益A	5.64	0.00%	100.00%	100.00%	5.18	0.00%	100.00%	100.00%	14.39	64.99%	35.01%	100.00%
华宝量化对冲A	6.20	0.00%	100.00%	100.00%	5.76	0.00%	99.96%	99.96%	5.82	1.56%	98.44%	100.00%
汇添富绝对收益策略A	18.78	14.48%	40.97%	55.45%	30.36	1.60%	65.96%	67.56%	17.20	0.72%	64.59%	65.30%
南方绝对收益策略	0.00				0.03	100.00%	0.00%	100.00%	0.14	100.00%	0.00%	100.00%
广发对冲套利	43.70	51.65%	48.35%	100.00%	4.82	0.00%	100.02%	100.02%	1.15	0.00%	100.00%	100.00%
华泰柏瑞量化收益	0.00				0.01	100.00%	0.00%	100.00%	0.00			
富国绝对收益多策略A	0.01	100.00%	0.00%	100.00%	0.05	100.00%	0.00%	100.00%	0.19	100.00%	0.00%	100.00%
大成绝对收益A	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00				0.00			
中邮绝对收益策略	21.70	100.00%	0.00%	100.00%	0.00				0.00			
华泰柏瑞量化对冲	0.00				0.00				0.00			
安信稳健阿尔法定开A	3.69	0.10%	99.90%	100.00%	5.55	53.66%	46.34%	100.00%	9.32	1.18%	98.81%	99.99%
海富通安益对冲A	6.88	0.00%	100.00%	100.00%	2.26	0.39%	99.61%	100.00%	6.64	1.50%	76.38%	77.88%
富国量化对冲策略三个月A	2.99	0.00%	100.00%	100.00%	3.08	0.08%	99.92%	100.00%	5.17	0.11%	99.95%	100.06%
德邦量化对冲策略A	0.15	100.00%	0.00%	100.00%	0.09	100.00%	0.00%	100.00%	0.00			
融智绝对收益策略3个月定开	0.00				8.38	100.00%	0.00%	100.00%	0.08	100.00%	0.00%	100.00%
顺长城量化对冲策略三个	0.00				0.01	100.00%	0.00%	100.00%	0.02	100.00%	0.00%	100.00%
平安绝对收益策略3个月定开	0.03	100.00%	0.00%	100.00%	0.02	100.00%	0.00%	100.00%	0.00	100.00%	0.00%	100.00%
申万菱信量化对冲策略	6.88	27.07%	72.93%	100.00%	9.46	45.88%	54.12%	100.00%	22.36	73.56%	26.44%	100.00%
工银瑞信优选对冲A	0.00				0.00				16.56	43.07%	56.93%	100.00%
海富通阿尔法对冲A	3.59	0.00%	100.00%	100.00%	5.09	0.49%	99.51%	100.00%	4.68	2.34%	97.66%	100.00%
光大阳光对冲策略6个月A	20.81	70.84%	29.14%	99.98%	19.94	50.39%	16.33%	66.72%	46.28	19.05%	78.81%	97.87%
均值	6.20	44.95%	46.55%	91.50%	4.90	45.36%	51.18%	96.54%	7.27	40.45%	56.28%	96.73%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.1.8 股指期货持仓

从股指期货持仓上来看,按照持仓市值来分,公募市场中性策略产品的空头持仓主要集中在沪深300股指期货上,一方面原因是公募的市场中性策略产品在股票多头端主要采用的是基本面选股的思路,在风格上与沪深300股指期货更为契合,另一方面原因是沪深300股指期货的贴水率相对更低,对冲成本相对没有那么高。不过值得注意的是,近几年公募基金在中证500和中证1000股指期货上的配置比例有所增加,我们认为这或许与公募基金也开始引入了较多的量价策略,多头端的持仓风格有所变化,以及中证500和中证1000基金的贴水情况有所缓解有关。目前全市场公募市场中性策略的空头持仓在IF、IC、IM上的配比分别是46.16%、19.24%和34.44%,而IH的持仓几乎可以忽略不计。

图 13 公募市场中性策略基金股指期货配置情况（截至 2023 年底）


资料来源: Wind, 海通证券研究所

一般情况下,同一股指期货,市场上会存在四个不同交割日的合约同时交易,分别为当月合约、次月合约、当季合约和次季合约。从公募基金持有股指期货的交割日来看,公募基金更倾向于持有当月合约和当季合约,两者合计占比的历史均值超过90%,而较少配置次月和次季合约。不过,2023年二季度和三季度,基金经理配置次月和次季合约的比例明显上行,而接2023年四季度这一比例又有明显下行。

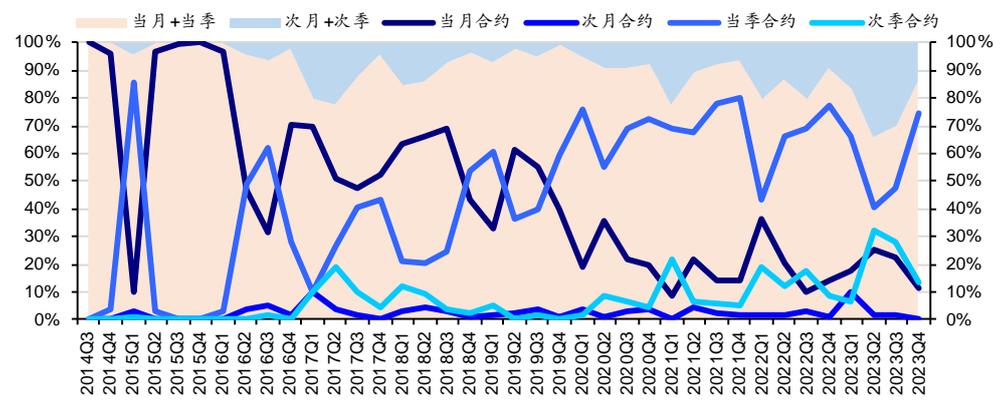
影响基金经理配置合约的因素有很多,首先,绝大多数公募基金采用开放式或3个月定开的结构运作,对于流动性的要求较高,而当月合约和当季合约的流动性往往会优于次月和次季合约。

其次，采用定开模式运作的产品当中，绝大多数产品的封闭期为 3 个月，并且将开放赎回日设定在每三个月当月合约的交割日前 5 天，这一设定意味着只有当月、次月和当季三类合约的交割日与基金开放日相对匹配，若基金经理配置了大量的次季合约，在开放期遇到大量赎回时可能会面临较高的基差风险。

此外，今年以来股指期货由长期贴水转为升水，对于基金经理而言划拨一部分仓位配置于交割日更远的合约以锁定升水收益也不失为一个比较好的选择，这也就解释了为何公募基金在二三季度配置于次月和次季合约的比例明显上升的原因。

不过公募基金这种持仓结构与其封闭期有一定关系，为了避免在基金开放期间由于基差的缘故对基金对冲端的收益产生过大影响，基金经理往往会将对冲头寸的到期日与开放期相匹配。另外值得一提的是，部分对冲产品还会在股指期货上使用套利策略，即做多某一期合约做空另一期合约，以进一步增强组合的收益。

图 14 公募市场中性策略基金股指期货合约配置情况（截至 2023 年底）



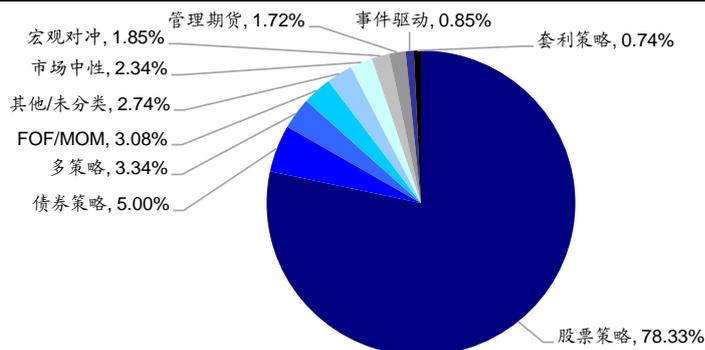
资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 私募市场中性策略基金

2.2.1 规模情况

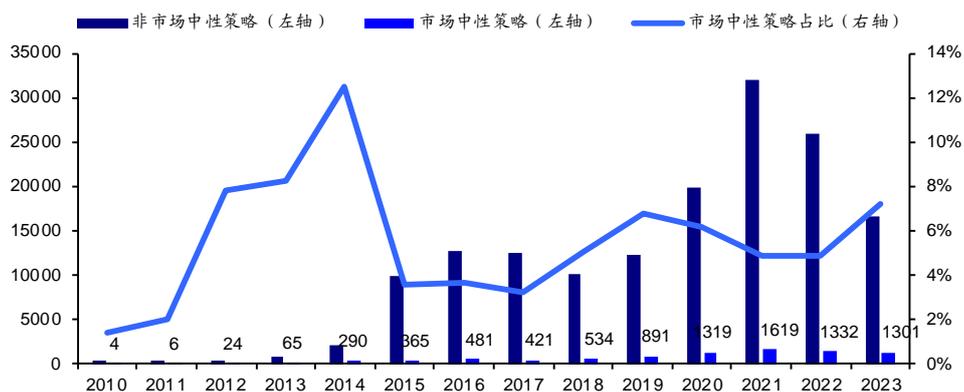
根据基金业协会的数据，截至 2020 年末，证券类私募基金整体规模约 4.3 万亿元，其中股票策略（包含主观和量化）的占比最高，有接近 80% 的产品集中在这一策略中，债券策略仅占到私募证券投资基金总量的 5%，余下各类型产品的占比均较低。而私募市场中性策略在 2020 年末的占比约为 2.34%，使用当年私募基金规模进行计算，2020 年末私募市场中性策略的规模约 1005.71 亿元。由于我们目前暂时无法获得 2024 年私募基金中市场中性策略产品的规模占比，因此我们假设市场中性策略在所有私募策略中的占比相较于 2020 年保持不变，并使用 2024 年 2 月末的私募基金存续规模 5.52 万亿元进行测算，估算得出的最新的私募市场中性策略规模约为 1291.68 亿元，其规模远大于公募基金。

图 15 2020 年私募基金策略规模分布（截至 2020 年底）



资料来源：基金业协会，海通证券研究所

从私募基金的发行情况来看，2010年融券和沪深300股指期货推出后，私募市场中性策略产品也陆续问世，2015年前，由于私募基金市场每年新发行的产品数量少，市场中性产品的发行数量占比一度超过10%。但在2015年股指期货受限后，市场中性策略产品的发行数量迅速降至3%左右。2018年后，量化产品在市场关注度提升，市场中性策略的发行占比又重回升势。2023年，随着常年深贴水的基差逐渐回正，市场中性策略的性价比有所提升，其发行占比继续提升。需要注意的是，私募基金的发行数据仅能体现发行产品的个数，而不能体现基金募集规模的变化，而存续规模可能会受到多方面因素的影响。此外，私募基金发行数据还可能会存在不完全统计的情况，实际情况可能与数据存在一定偏差。

图16 私募基金分策略发行情况（只，截至2023年底）


资料来源：私募排排网，海通证券研究所

2.2.2 私募量化策略迭代历程

尽管量化策略在国内的应用时间较短，但在2010年对冲工具问世后，国内私募量化策略快速发展，至今已经历了三轮策略迭代。整体来看，量化策略问世的初期，量化私募投入实盘的因子主要为中低频的量化因子，2016年后开始提升交易频率以提升策略的稳定性，但进入2020年，随着量化市场规模爆发式增长，高频策略的规模上限问题逐渐突出，管理人开始暂停申购并主动降频，同时利用更新的算法和硬件提升因子的质量。

量化 1.0 时代（2016年前）。在量化策略的研发初期，公募管理人大都是由传统多因子模型出发，以添加或改进因子的形式提升模型的效果。在这一阶段量化市场的竞争尚未很激烈，超额收益的获取难度相对较低，各个管理人主要以挖掘中低频因子为主，其中公募基金更注重基本面因子的开发，而私募基金更注重挖掘量价因子。

量化 2.0 时代（2017-2019年）。2016年后，随着量化市场上管理人数量和管理规模不断增加，一方面，中长期因子的拥挤度随之上升，迫使管理人继续深挖因子，另一方面，客户对超额收益持续性和风险的重视程度也有明显提升，对模型的精细程度和复杂程度均提出了更高的要求。而高频因子正好契合了以上两点需求，高频因子的数据量更大，因子的拥挤度也较低，同时模型胜率率的提升也有助于增加超额收益的稳定性。随着高频因子的应用，在这一阶段，私募基金对低频量价因子的依赖程度明显降低，交易策略由中低频转向中高频。在交易方面，配合策略的高频化，一些私募基金还开发了短线因子驱动的自动交易系统，在日内（T+0）进行高频交易以增厚超额收益。

量化 3.0 时代（2020年至今）。在股票市场交易量相同的情况下，量化策略的交易频率往往与策略容量成反比，在经历了2019、2020年量化管理规模爆发式增长后，头部管理人的管理规模一度超越千亿，高频策略规模容量小的弱点也逐渐突出。在这一阶段，一方面，管理人通过主动封盘和主动降频的方式应对不断增长的管理规模。另一方面，量化私募开始使用更优的人工智能算法和更强的IT软硬件以提升高频量价因子的迭代速度和质量。而近几年兴起的人工智能算法具有自动化和非线性的优势，同时具有充分挖掘海量数据中隐藏规律的能力。此外，在组合构建、文本分析和交易执行环节，人工智能技术都有其用武之地。

图 17 私募量化策略迭代历程



资料来源: 海通证券研究所整理

3. 公私募市场中性策略基金的比较

整体来看, 公募和私募市场中性策略基金的底层逻辑基本一致, 但两者在合规限制、因子特征、人员配置、硬件投入甚至发展路径上均存在一定区别, 使得两者的产品运作方式不尽相同。

3.1 监管政策

投资范围限制: 从法律法规上来看, 公募基金受到的限制相对会更多一些, 如前文中所提到的, 目前市场上的主流对冲工具包括股指期货、融券和期权对冲。不过尽管早在 2015 年证监会公布了《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》, 基金业协会和证券业协会也于同年发布《基金参与融资融券及转融通证券出借业务指引》, 但截至 2023 年底, 公募市场中性策略产品使用的对冲工具仍然主要是股指期货, 尚未出现使用融券和期权对冲的产品, 而私募基金的策略更为灵活, 在运作时会灵活地根据对冲成本的高低调整对冲工具的使用。

同日反向交易限制: 在反向交易的问题上, 证监会在 2011 年公布的《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》中, 对公募基金不同投资组合间日内反向交易和利益输送的情况做了严格的限制。而同一投资组合发生日内反向交易可能被归类为利益输送, 受到这一限制, 公募市场中性策略产品无法在产品中添加 TO 策略。而私募基金则能够进行日内回转交易, 部分量化私募也已向投资组合中添加了 TO 策略以增厚收益。

3.2 产品风控

公募基金: 公募基金内部执行的风控标准更为严格, 在监管要求的基础上, 基金公司往往会针对对冲敞口、个股集中度、行业集中度等设定更加严格的限制, 并在盘中实时跟踪这些风控指标的执行情况。以对冲敞口为例, 老产品的对冲敞口设定为空头头寸占多头头寸的 80%-120%, 新成立的一批公募市场中性策略产品将敞口统一设置为多头头寸减空头头寸之差占资产净值的 0%-10%, 在实际运作中公募基金较罕见出现负向暴露的情况, 且净敞口较小。

私募基金: 私募基金的内部风控没有公募基金那么严格, 对于持仓和交易品种的限制较为宽松, 这也就使得私募基金的操作策略可以更加灵活, 在实际运作中, 私募基金市场中性策略基金的整体风险敞口会高于公募基金, 且可能会在产品中叠加一些其他的子策略。不过, 成熟的量化私募内部往往也有着较完善的风控制度, 除了监控对冲敞口、集中度等限制外, 还会针对风格漂移等情况做一定的限制, 将风险保持在可控范围内的

同时，尽可能获取更多的超额收益。

3.3 投资策略

因子特征的区别：早年间私募量化机构多以自营资金为主，管理人对于策略的收益和稳定性均有较高的要求，而量价数据的刷新频率高，量价因子发出的调仓信号更频繁，能够更好地规避个股波动，体现在业绩上便是更平滑的业绩曲线。而公募基金在主动投资的基本面研究上具有一定优势，在开展量化研究时，公募基金自然而然地从基本面因子的开发入手。不过，我们认为，不论是量价因子还是基本面因子均有一定的局限性，量价因子发出的调仓信号频率较高，若管理规模过大可能难以保证调仓效率，会影响收益，而基本面因子由于数据的披露时间间隔长所以模型发出的调仓频率低，也会使得两次信号之间的真空期较长。考虑到过度依赖某类因子的局限性，近几年公募和私募基金也在不断扩展自身的能力圈，随着管理规模的增加，量化私募管理人逐渐开始向组合中添加一些基本面因子以扩充策略容量，而公募基金也开始开发量价策略，以提升超额水平并降低波动。

换手率：在换手率上，正是由于公私募基金两者的因子特征存在一定区别，基本面因子发出调仓信号的频率更低，大多数公募基金的年双边换手率在 3-20 倍之间，近三年平均值约 9 倍左右，而主要以量价因子为主的私募基金换手率普遍更高，大多数头部量化私募的年双边换手率在 30 倍以上，规模更小的私募换手率更高。

3.4 产品特征

产品流动性和透明度：从产品的流动性上来看，公募市场中性策略产品的流动性较好，除了部分开放式基金外，多数产品为三个月封闭或六个月封闭的定开结构，而私募对冲策略在申购时往往会有一年或更长的锁定期，开放赎回的频率也较公募基金更低。与此同时，绝大多数的公募市场中性策略产品每日披露一次净值，而私募策略往往仅披露周度净值或月度净值，且私募基金在资产配置、持仓数据等方面透明度也相对较低。

管理费及业绩报酬：从收入端来看，目前市场上公募中性策略产品仅收取管理费，费率在 0.8%-1.5%/年，而私募基金除了收取 1.0%-1.5% 的管理费外，还会提取一定的业绩报酬，通常业绩报酬的计提水平在 20% 左右。此外，私募基金业绩报酬的计提方式非常多元，目前高水位法计提是私募产品中最常见的计提方式，在高水位法中，还可以进一步细分为整体净值高水位法和单客户单笔高水位法。

预警止损线：私募基金在合同中往往会设置预警线和止损线，而公募基金则没有相应的设置。在私募基金净值跌破预警线后基金经理往往需要降低仓位，而在跌破止损线后基金经理应在数个交易日内将资产变现，产品终止。不过预警止损线并不能保证基金的亏损幅度不超过止损线，在流动性枯竭的情况下，基金经理可能无法将资产快速变现，从而承受额外的损失。

3.5 资源投入

资源投入集中度：量化私募往往有着资本雄厚的创始人团队或外部股东，启动资金充裕，并且在开展资管业务前，往往会通过自营策略完成一定的原始积累。此外，量化私募专注于量化策略，公司内部无需设立过大的主动投资团队或债券团队，几乎所有的资源投入最终均用于量化策略的开发。而公募基金整体的架构比较庞大，除了量化团队外，绝大多数公募基金还需要运营权益和固收两个主力产品线，而量化条线在公募基金中规模占比较小，往往公司在量化策略上投入的资源相较私募也更少。

硬件投入：在硬件投入方面，公私募之间的差距相对较大，近几年头部私募每年在机房等算力相关的领域投入达到千万级。

3.6 人员招聘

公募基金：对于已有量化团队的公募基金而言，团队扩张主要以校招+自主培养的形式为主，每年新增的人数相对有限，不过老带新的模式有利于增加团队成员间的配合度，团队的稳定性相对较高。

私募基金：近几年私募基金在人才挖掘上竞争相对激烈，头部管理人普遍是以校招+社招相结合的方式扩充团队。一方面，私募基金通过开展量化比赛的方式吸引顶尖高校应届生的加盟，另一方面，私募基金也纷纷开出高薪进行社招，甚至有部分私募管理人开设海外办事处吸引海外量化人才。整体而言，私募量化投研人员的流动性较高，稳定性远低于公募基金。

3.7 公司层面风险

上文中我们提及了产品层面的风控，需要指出的是，私募基金相较于公募基金而言可能会存在一些公司层面的风险。首先，私募基金往往是由单一或者多个自然人共同设立，注册资本金低，抗风险能力相对较低。其次，创始人作为大股东往往在公司中具有绝对的话语权，可能会导致投资或合规风控环节存在潜在的脆弱性。再次，私募基金对于核心成员的依赖度高，若核心团队成员离开，可能会影响到策略运行，甚至是公司的存续。

3.8 小结

本节我们从监管政策、产品风控、投资策略、产品特征、资源投入、人员招聘、公司层面风险几个角度对公募和私募基金之间的区别做了梳理，一些主要的差异点的对比可参考下图表格。

图 18 公私募市场中性策略产品差异

区别	公募市场中性策略产品	私募市场中性策略产品
对冲工具	受监管和合规的限制，公募量化对冲产品目前主要使用股指期货做对冲	可以使用融券、股指期货、期权等多类衍生品，策略更加灵活
因子特征	以基本面因子为主，近几年也开始逐渐延伸至量价因子的开发	以量价因子为主，不过近几年随着管理规模的增加，管理人开始向组合中添加有效的基本面因子以扩充策略容量
交易频率	换手率相对较低，年双边换手3-20倍左右	换手率较高，年双边换手30倍以上
人员配置	主要以校招和自主培养为主，每年新增的人数有限，流动性也比较低，团队稳定性相对较高	以自主培养+对外招聘相结合的方式扩充团队，薪资条件优厚。近几年私募基金在人才挖掘上下了大功夫，不仅注重顶尖高校应届生的招聘，部分私募管理人甚至高薪挖掘海外量化人才，不过私募量化研究员的流动性也较高。
硬件投入	公募基金的硬件投入相对较少	高投入，能够支持研究团队进行复杂的模型回测和因子挖掘
同日反向交易限制	受合规的限制，同一组合日内无法进行反向交易，无法添加T0策略	可以进行日内回转交易，大部分私募量化机构均添加了T0策略以增厚收益
敞口限制	最新一批产品的敞口暴露被限制为0%-10%，在实际运作中不会出现负向暴露，且净敞口较小	对冲过程中可能会出现正向或负向暴露，且合同的投资限制中对于风险敞口的限制更为宽松且实际运作中的敞口可能会略高于公募基金
风控方面	风控标准较为严格，注重投资限制在盘中的执行情况	私募基金也有较严格的风控标准，不过由于投资限制相对宽松，私募基金在盘中主要关注的是策略模型是否失效
费率	管理费0.8%-1.5%/年	1%-1.5%/年管理费 20%业绩报酬（高水位法）
公司层面的风险	严格按照契约运行，所有投资者买入的均为同一只产品，一致性较好	同一策略可能会成立多只产品，成立时间或叠加的辅助策略的不同可能会导致净值有所分化。同时，私募基金经理也可能存在潜在的道德风险。

资料来源：海通证券研究所整理

4. 风险提示

本报告主要是基于基金公开报告、第三方数据库等提供的数据进行的客观分析，但由于部分私募基金的信息获取较为困难，因此可能存在滞后、信息不完整或不准确的情况。此外，本文中涉及的基金和机构均不构成投资建议。

信息披露

分析师声明

倪韵婷	金融产品研究团队
徐燕红	金融产品研究团队
吴其右	金融产品研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。