

贵金属板块走强，CTA表现超预期

——私募基金策略跟踪评价月报

分析师：李亭函

分析师登记编码：S0890519080001

电话：021-20321017

邮箱：litinghan@cnhbstock.com

研究助理：柏逸凡

邮箱：baiyifan@cnhbstock.com

研究助理：张君睿

邮箱：zhangjunrui@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《市场超跌反弹，量化超额逐步修复——私募基金策略跟踪评价月报》

2024-03-15

2、《市场波动加剧，量化策略收益反转——私募基金策略跟踪评价月报》

2024-02-08

3、《基差和风格波动加大，市场中性策略不确定性增加——私募基金策略跟踪评价月报》2024-01-12

4、《防守反击，适当布局指数增强策略——私募基金策略跟踪评价月报》

2023-12-14

5、《融券新规下股指期货贴水扩大，市场中性策略收益增加——私募基金策略跟踪评价月报》2023-11-15

投资要点

⊕**行情回顾**：3月，A股市场在经历前期的快速反弹之后，涨幅明显放缓，市场结构分化。市场整体保持韧性，逐渐转为震荡格局。行业方面，黄金、原油等大宗商品价格上行，有色金属、石油石化、汽车和电力设备及新能源领涨。风格方面，大盘成长较为占优。商品市场方面，南华商品指数震荡中实现小幅收涨，贵金属指数持续上涨，农产品指数前期涨幅较大下旬有所回落。

⊕**股票策略展望**：展望后市，市场当前表现出韧性，下跌风险较为有限，结构化行情主导，在面临财报业绩验证期，市场资金有可能会偏向稳定型板块。总体来看，市场环境偏向震荡，部分主观多头策略可能受益于稳定板块的表现，而量化多头策略的超额收益面临波动。而对股票多空策略而言，随着融券新规的进一步指导，券源可能无法满足需求而导致策略转型为市场中性策略，投资性价比一般。

⊕**市场中性策略展望**：展望后市，当下的趋势市场风格可能有一定转换的风险。选股端方面，当前市场大小盘风格不明朗，价值风格也有占优的趋势，尤其面临4月业绩验证期，通常资金会更偏好稳定板块；行业集中度有所上升，轮换速度减缓，而市场成交活跃度逐渐降低，市场情绪趋于平稳。对冲端方面，股指期货升水状态对中性策略加仓较为利好，不过整体基差的波动率还是在较高的水平。

⊕**TO策略展望**：展望后市，市场情绪有逐渐降温的趋势，整体交投活跃度和指数波动率预计会有所下降，但市场韧性有所保持，热点行情也轮动出现，预计TO策略的环境不会太差，不过短期内收益可能会部分减弱。

⊕**管理期货策略展望**：展望后市，商品市场或将保持震荡、结构分化的走势。整体上看，受地缘冲突带来的避险情绪影响，贵金属在中长期价格中枢有望进一步走高，原油方面也同样受地缘风险对供给端的影响。对CTA策略而言，当前市场环境有所改善，部分板块存在趋势性行情，伴随股指期货的波动率中枢上升，基于股指的CTA策略的收益表现值得关注。

⊕**风险提示**：本报告涉及私募基金相关内容，若您非合格投资者，请勿阅读本报告。本报告对于私募产品的研究基于私募排排网数据，不保证数据可靠性。本报告部分结论依赖研究假设和估算方法，可能产生一定分析偏差。

J

内容目录

1. 市场行情回顾以及主要策略表现.....	4
2. 股票策略.....	5
2.1. 股票策略仓位跟踪.....	6
2.2. 股票策略行业与风格配置跟踪.....	6
2.3. 股票策略展望.....	7
3. 相对价值策略.....	7
3.1. 股票市场中性策略跟踪.....	8
3.1.1. 市场风格跟踪.....	8
3.1.2. 市场结构跟踪.....	10
3.1.3. 市场成交活跃度跟踪.....	12
3.1.4. 股指期货升贴水跟踪.....	12
3.1.5. 市场中性策略展望.....	13
3.2. T0 策略跟踪.....	13
3.2.1. 市场成交活跃度跟踪.....	13
3.2.2. 市场流动性跟踪.....	14
3.2.3. 日内振幅跟踪.....	14
3.2.4. T0 策略展望.....	15
4. 管理期货策略.....	15
4.1. 商品市场趋势强度跟踪.....	16
4.2. 商品市场成交活跃度跟踪.....	17
4.3. 管理期货策略展望.....	18
5. 风险提示.....	19

图表目录

图 1: 股票策略业绩走势.....	6
图 2: 股票私募仓位.....	6
图 3: 主观多头策略风格变化.....	7
图 4: 主观多头策略行业配置变化.....	7
图 5: 相对价值策略业绩走势.....	8
图 6: 大小盘风格、价值成长风格走势.....	9
图 7: 大小盘波动和价值成长波动.....	10
图 8: 个股收益率离散度.....	10
图 9: 行业收益率离散度.....	10
图 10: 行业轮动度量.....	11
图 11: 市场交易结构.....	12
图 12: 中证 800 指数换手率.....	12
图 13: 中证 800 指数波动率.....	12
图 14: 股指期货升贴水率.....	13
图 15: 市场波动率跟踪.....	14
图 16: 市场换手率跟踪.....	14
图 17: 日内振幅跟踪.....	15
图 18: 管理期货策略业绩走势.....	16
图 19: 商品市场考夫曼效率系数.....	17
图 20: 南华商品指数波动率.....	18

图 21: 南华商品指数持仓量分位数.....	18
表 1: 各市场代表指数收益情况.....	4
表 2: 私募策略 3 月份业绩分布情况.....	4
表 3: 私募策略 2024 年业绩分布情况.....	5
表 4: 股票策略业绩情况.....	5
表 5: 相对价值策略业绩情况.....	8
表 6: 管理期货策略业绩情况.....	15

ij

1. 市场行情回顾以及主要策略表现

本月报统计时间为 2024.3.1 至 2024.3.31。

3月，A股市场在经历前期的快速反弹之后，涨幅明显放缓，市场结构分化。不过部分投资者担心的回踩也并未出现，市场整体保持韧性，但在行业和板块上轮动较快，且3月末整体波动放大，逐渐转为震荡格局。行业方面，黄金、原油等大宗商品价格上行，低空经济概念较热，有色金属、石油石化、汽车和电力设备及新能源领涨。风格方面，大盘成长明显占优，小盘向大盘切换。商品市场方面，南华商品指数震荡中实现小幅收涨，贵金属指数持续上涨，农产品指数前期涨幅较大下旬有所回落，南华工业品和南华金属表现偏弱。

表 1: 各市场代表指数收益情况

指数名称	单月收益	今年以来收益
上证 50	0.07%	3.82%
沪深 300	0.61%	3.10%
中证 500	-1.13%	-2.64%
中证 1000	1.81%	-7.58%
中证全指	1.39%	-2.52%
大盘成长	2.50%	-0.01%
大盘价值	-0.49%	9.73%
小盘成长	-1.83%	-8.26%
小盘价值	-1.02%	3.22%
南华商品	0.38%	0.24%
中证转债	0.55%	-0.81%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

私募基金按投资策略分为六大策略，分别为股票策略、相对价值、管理期货、宏观策略、债券策略以及组合基金策略。3月份，从收益中位数来看，宏观策略表现最优，管理期货、股票策略和组合基金次之，债券策略相对较弱。2024 全年，从收益中位数来看，宏观策略收益最高，债券策略次之，管理期货策略表现较差，从最大回撤中位数来看，债券策略回撤最小，股票策略和组合基金回撤较大。

表 2: 私募策略 3 月份业绩分布情况

指标	策略名称	平均数	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	股票策略	2.12%	-2.00%	0.00%	1.22%	3.64%	9.18%	4.87%
	相对价值	1.21%	-0.60%	0.32%	0.99%	2.14%	4.24%	4.02%
	管理期货	2.38%	-0.97%	0.23%	1.32%	3.49%	10.07%	3.65%
	宏观策略	1.98%	-1.28%	0.03%	1.79%	3.60%	6.97%	3.25%
	债券策略	0.67%	-0.04%	0.17%	0.41%	0.84%	2.46%	1.11%
	组合基金	1.46%	-0.54%	0.56%	1.19%	2.01%	4.46%	2.74%
最大回撤	股票策略	-1.01%	-3.74%	-1.40%	-0.33%	0.00%	0.00%	2.28%
	相对价值	-0.58%	-1.51%	-0.20%	0.00%	0.00%	0.00%	2.78%
	管理期货	-0.67%	-2.36%	-0.97%	-0.23%	0.00%	0.00%	1.22%
	宏观策略	-1.05%	-3.01%	-1.41%	-0.32%	0.00%	0.00%	2.37%
	债券策略	-0.14%	-0.78%	-0.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.37%
	组合基金	-0.45%	-1.63%	-0.53%	-0.02%	0.00%	0.00%	1.18%

资料来源: 私募排排网, 华宝证券研究创新部

注：最大回撤由于观察期较短，可能出现全为 0 的情况

表 3：私募策略 2024 年业绩分布情况

指标	策略名称	平均数	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	股票策略	0.52%	-12.33%	-3.83%	0.25%	4.25%	14.22%	9.93%
	相对价值	-0.44%	-9.52%	-2.69%	0.40%	1.98%	5.95%	8.36%
	管理期货	0.32%	-7.35%	-2.07%	0.00%	2.25%	9.05%	7.40%
	宏观策略	4.07%	-7.23%	-1.03%	4.15%	10.18%	20.18%	11.94%
	债券策略	1.80%	-3.32%	0.48%	1.36%	3.04%	7.67%	4.67%
	组合基金	0.22%	-8.23%	-1.40%	0.69%	2.45%	6.40%	5.04%
最大回撤	股票策略	-9.91%	-25.11%	-14.64%	-8.11%	-3.54%	-0.19%	8.39%
	相对价值	-4.96%	-15.98%	-6.62%	-2.32%	-0.44%	0.00%	7.18%
	管理期货	-4.59%	-13.98%	-5.92%	-2.89%	-1.01%	-0.03%	7.06%
	宏观策略	-4.72%	-15.27%	-4.98%	-2.24%	-0.73%	-0.01%	7.88%
	债券策略	-1.77%	-9.55%	-2.13%	-0.16%	0.00%	0.00%	3.66%
	组合基金	-6.05%	-17.09%	-7.95%	-4.98%	-2.12%	0.00%	5.59%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：最大回撤由于观察期较短，可能出现全为 0 的情况

接下来我们对股票策略、相对价值策略、管理期货策略进行细分策略的跟踪以及分析。股票策略管理人要求 20 亿以上的管理规模，相对价值策略策略要求 10 亿以上的管理规模（子策略中的 TO 策略管理人要求 1 亿以上管理规模）。除了规模要求，要求公司成立满三年，且每个管理人至少有三只不限策略的产品正在运作。将全市场中所有满足条件的策略业绩曲线等权合成为该策略代表全市场的业绩指数。

2. 股票策略

股票策略主要包含主观多头策略，股票多空策略、量化多头策略。其中，主观多头策略主要采取主观基本面或者技术面分析进行选股，通过主观判断调整仓位来控制风险与收益；股票多空策略主要指采取主观基本面或者技术面分析进行选股，并通过股指期货、融资融券或期权对冲等方式来控制风险；量化多头主要指采取量化多因子模型进行选股，并通过调整仓位来控制风险。

从 3 月来看，私募股票策略超额表现有所回暖，子策略涨幅均超越中证全指涨幅。主观多头随市场反弹逐步加仓，AI、低空经济、有色和石油石化的行情轮动也形成了一定的市场结构分化，有获取超额的空间。具体来看，量化多头收益表现最好，主观多头和股票多空次之。近 12 个月来看，主观多头和量化多头策略收益相近，主观多头最大回撤表现较好，股票多空收益表现最好，最大回撤控制也更优秀。

为了跟踪股票策略表现情况，我们分别从仓位、行业配置情况进行分析。

表 4：股票策略业绩情况

股票策略	收益率				最大回撤		卡玛比率
	近 1 个月	近 3 个月	近 6 个月	近 12 个月	近 1 个月	近 12 个月	近 12 个月
主观多头	2.29%	0.53%	-2.27%	-5.82%	-0.25%	-12.19%	-0.48
量化多头	3.67%	-2.54%	-3.83%	-5.81%	-0.80%	-16.27%	-0.36
股票多空	2.28%	-0.72%	1.39%	4.43%	0.00%	-5.92%	0.75
中证全指	1.39%	-2.52%	-6.72%	-15.04%	-4.72%	-29.06%	-0.52

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

图 1：股票策略业绩走势



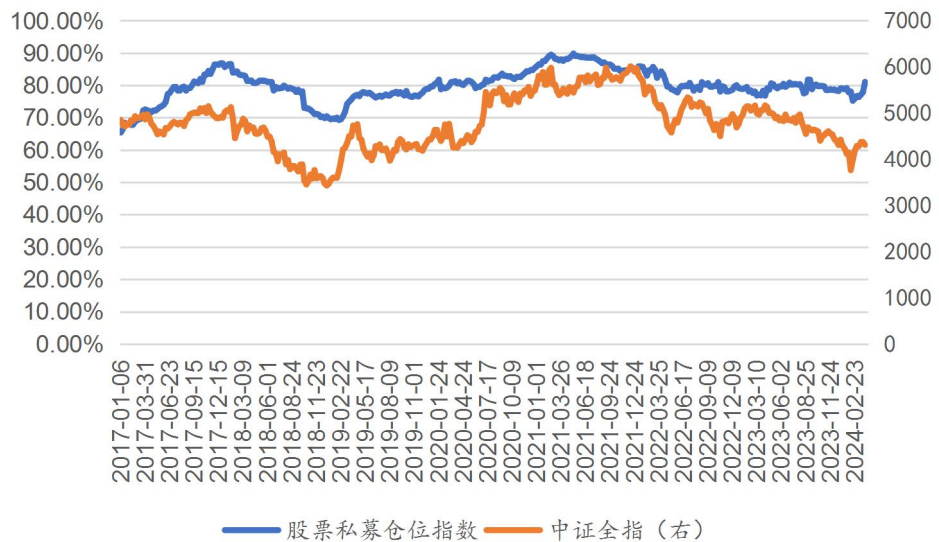
资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

2.1. 股票策略仓位跟踪

本文私募股票策略仓位采用私募排排网组合大师股票私募仓位指数。

截至 2024 年 3 月末，股票私募仓位指数为 81.08%，较上月末上升了 4.38%，近三年仓位平均值为 81.55%。随着前期普涨修复基本结束，市场表现出一定韧性，下行风险较为有限，股票策略仓位也明显提升。仓位的变化也体现出当前私募管理人对市场稳定的认可，以及对经济基本面改善带来权益市场中枢上行的一定预期。

图 2：股票私募仓位



资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

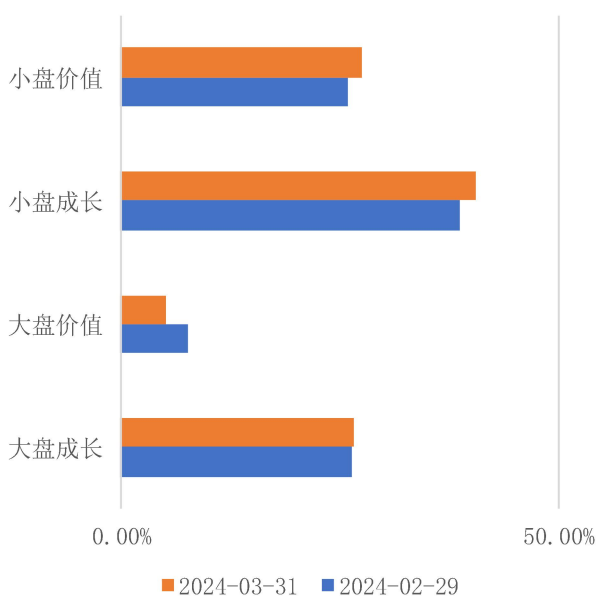
2.2. 股票策略行业与风格配置跟踪

由于私募基金仅有净值数据，持仓数据很难拿到，因此采用回归的方式进行计算行业配置

以及风格配置情况。首先对于行业配置的计算，采用私募基金收益率序列与中信一级行业指数进行回归，为了避免多重共线性，先对行业指数进行主成分分析，达到降低维度和正交化的目的，再将基金收益率与主成分变量做普通的最小二乘回归，当然回归的系数我们无法直接使用，必须通过特征矩阵转化为行业指数对应的系数，反应了基金对于不同行业的暴露情况。同样可以计算得到基金对于风格的暴露情况，风格指数采用巨潮风格指数，包括大盘成长、大盘价值、小盘成长、小盘价值。

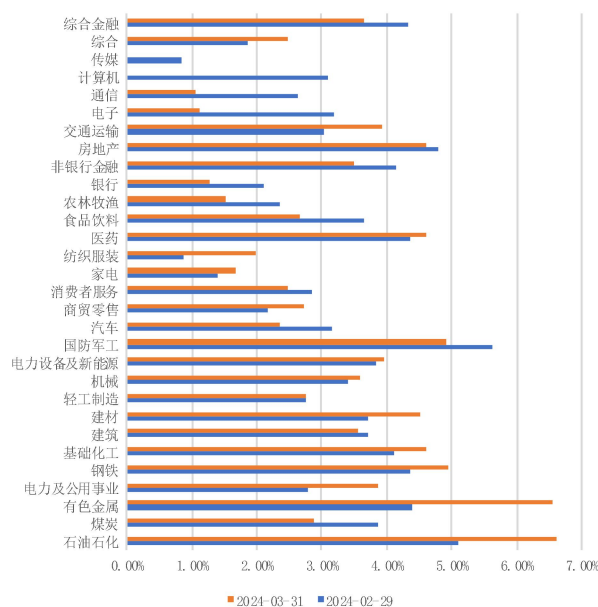
这里我们采用主观多头策略风格和行业分布作为代表，整体来看，持仓风格上变化较小，风格仍然偏向成长风格，大小盘风格偏向小盘。行业配置上，配置排名前5的行业分别为石油石化、有色金属、钢铁、国防军工及医药，前5大行业集中度为27.66%，相比于上个月大幅度加仓的行业为有色金属、石油石化和纺织服装，大幅减仓行业为计算机、电子和通信。

图 3：主观多头策略风格变化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：主观多头策略行业配置变化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.3. 股票策略展望

展望后市，市场当前表现出韧性，下跌风险较为有限，结构化行情主导，在面临财报业绩验证期，市场资金有可能会偏向稳定型板块。宏观经济方面，一季度经济数据整体超预期，基本面有所复苏，但仍面临地产偏弱、需求不强的结构化问题；资金方面，稳定资金和外资流入放缓，情绪有所降温；政策方面，主要要关注有关二季度政策节奏的信号释放；海外方面，美国经济韧性较强，美联储降息预期再添变数，美元走强，并且美国大选也带来扰动因素增多。总体来看，市场环境偏向震荡，部分主观多头策略可能受益于稳定板块的表现，而量化多头策略的超额收益面临波动。而对股票多空策略而言，随着融券新规的进一步指导，融券券源将会收紧，策略是否可执行逐渐成为疑问，且最终终将因券源无法满足需求而导致策略转型为市场中性策略，因此目前投资性价比一般。

3. 相对价值策略

相对价值策略主要包括股票市场中性策略，其次可以再细分 T0 策略，期权策略以及套利策略等，本文主要讨论股票市场中性策略以及 T0 策略。股票市场中性策略多头一般采用多因

子选股构建权益端，同时采用股指期货、融资融券或者期权对冲市场风险，获取稳定的 alpha 收益；T0 策略采用日内回转交易因子，持仓时间短，交易频率较高，因子多基于短期的价量数据，往往会结合机器学习的方式，采用非线性处理，对未来价格进行预测。

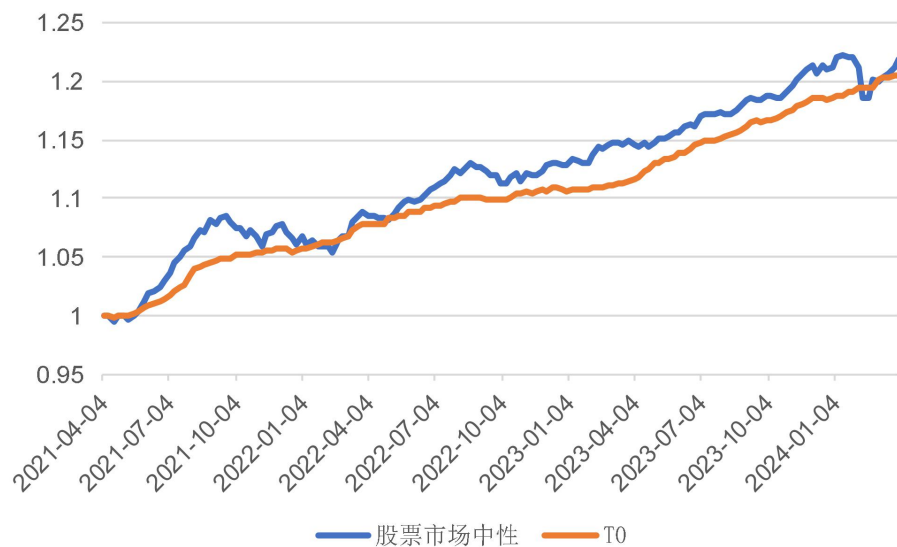
从 3 月来看，股票市场中性策略表现较好，呈现反弹势头，已基本修复今年以来的回撤，T0 策略波动不大。从近 12 个月来看，T0 策略收益表现略高于股票市场中性策略，且 T0 策略在回撤控制上占优，收益风险比相对较好。

表 5：相对价值策略业绩情况

相对价值策略	收益率				最大回撤		卡玛比率
	近 1 个月	近 3 个月	近 6 个月	近 12 个月	近 1 个月	近 12 个月	近 12 个月
股票市场中性	1.41%	-0.19%	2.69%	6.11%	-0.20%	-3.03%	2.02
T0	0.84%	1.53%	3.11%	6.62%	0.00%	-0.22%	30.77

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

图 5：相对价值策略业绩走势



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

3.1. 股票市场中性策略跟踪

股票市场中性策略影响因素主要分为两方面，股票端的选股超额收益，以及对冲端的成本，私募机构一般采用全市场选股，通过量价、基本面等指标选取具有超额收益的个股，多采用量化选股的方式，通过对历史数据统计从而对股票收益进行预测，因此需关注市场风格变化、市场结构分化情况、以及市场成交活跃度情况。对冲端需要关注股指期货升贴水率情况。

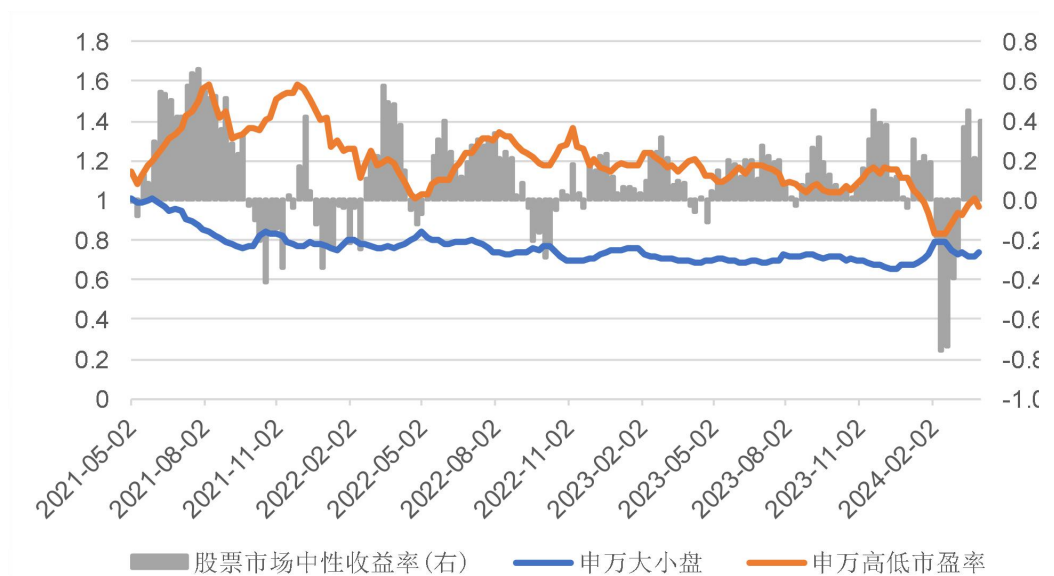
3.1.1. 市场风格跟踪

● 市场风格走势

本文对于风格的跟踪，主要是大小盘风格、以及价值成长风格，采用申万大盘和申万小盘指数相对强弱指数代表大小盘风格的变化，申万低市盈率与申万高市盈率相对强弱指数代表价值成长风格的变化。其中，为了更好地对市场中性策略收益进行分析，采用滚动一个月的平均收益率作为收益监测指标。历史上来看，市场中性策略在小盘、成长风格占优时收益更显著。

当前来看，3月风格基本延续了前期的小盘和成长，但3月末风格有所切换，呈现小盘切换至大盘，成长切换至价值。整体而言，3月的市场环境也提供了中性策略发挥较好的基础，但是目前市场向价值风格偏移，大小盘风格也不稳定，中性策略多头端选股的收益也可能会有所收窄。

图6：大小盘风格、价值成长风格走势



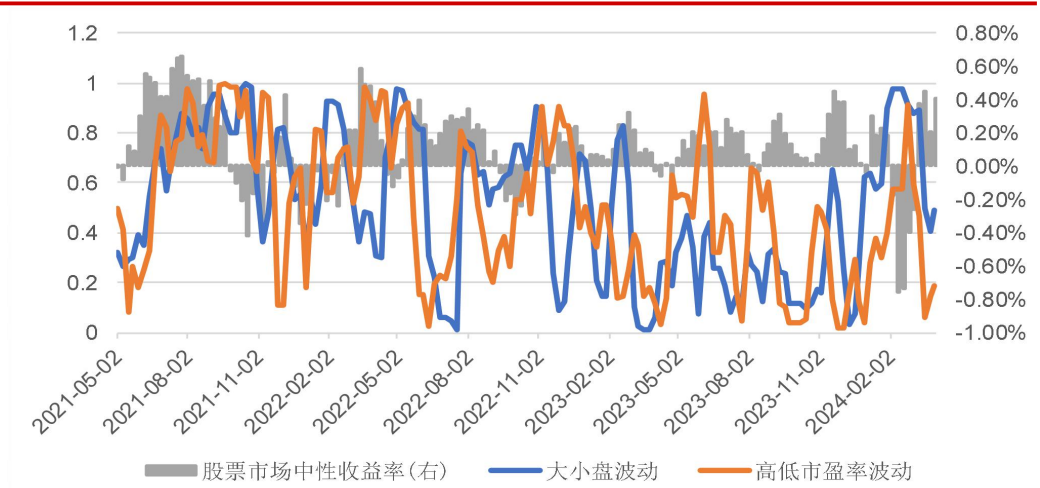
资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

● 市场风格波动

市场风格切换时往往会发现量化类产品收益不佳。本文通过对风格强弱指数的波动情况进行跟踪，从而研判市场中性策略未来的收益表现。这里我们采用风格强弱指数过去12个月的标准差代表风格的波动，为了度量波动的情况，计算过去3年的历史分位数，从而清晰判断当前处于高波还是低波，当处于高波时说明近期风格切换。历史上来看，当市场风格处于高波阶段时，市场中性策略往往表现不佳。

当前来看，3月整个市场价值成长风格波动和大小盘波动从高位回落，风格波动的减小也是中性策略收益较好的原因之一。当前从趋势上看，两类风格的波动水平都开始出现抬升的势头，预计后续市场可能再次面临一定的风格切换，受此影响市场中性策略可能会有波动和回撤放大的风险。

图 7：大小盘波动和价值成长波动



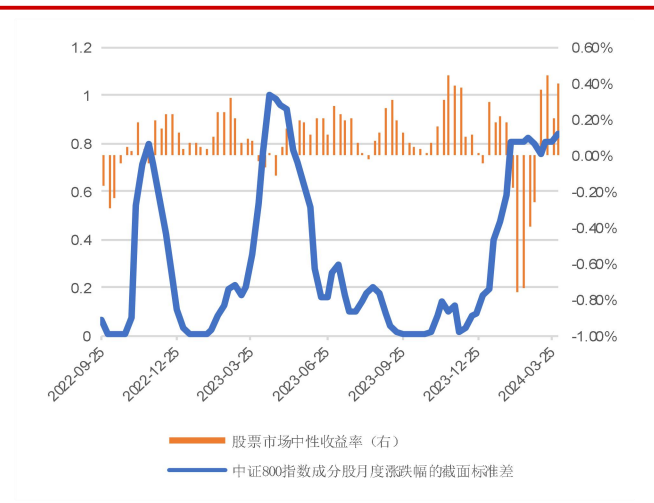
资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

3.1.2. 市场结构跟踪

市场结构的变化也会对量化策略的收益产生影响。本文分别从个股和行业的维度进行度量。个股维度，采用中证 800 成分股收益的离散度，将指数成分股月度收益率的标准差作为指标，为了度量波动的情况，计算过去 3 年的历史分位数，当高于 80%分位数划分为高区间，低于 20%划分为低区间。行业维度，采用行业收益的离散度，同样计算中信 30 个一级行业收益率的截面标准差，然后通过计算过去 3 年的历史分位数，当高于 80%分位数划分为高区间，低于 20%划分为低区间，其他处于正常区间。历史上来看，当个股收益离散度越高，行业收益离散度越高，市场热点越分散，市场中性策略更优。

当前来看，3 月个股收益离散度基本维持在高区间之内，个股维度的市场热点依然呈现分散的情况，而行业收益离散度从高位有所下滑，行业热点相对有偏向集中的趋势。总体来看，3 月市场热点还较为分散，后续行业有所集中也与当下的行情特点有关，整体对中性策略的发挥还有一定的利好支持。

图 8：个股收益率离散度



资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

图 9：行业收益率离散度

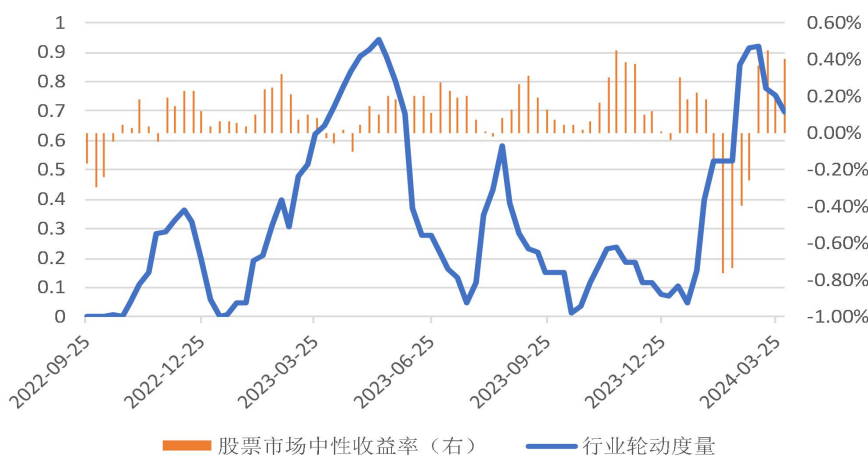


资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

行业轮动速度也会影响量化类策略的表现。对于行业轮动指标的构建，首先计算每日中信 30 个一级行业日收益率，计算每日排名前十的行业与上一日收益排名前十的行业变动比例，当行业轮动加快时，数值为 1，当行业稳定时，数值接近 0。由于数值变动较为剧烈，指标采用过去 120 个交易日进行平滑，作为行业轮动速度的代表。然后通过计算过去 3 年的历史分位数，当高于 80% 分位数划分为高区间段，低于 20% 划分为低区间段，其他处于正常区间段，以此来统计。历史上来看，当行业轮动速度较快时，市场中性策略表现更优。

当前来看，3 月行业轮动速度也有所减缓，热点行情可以维持一定的时间，在行业层面也呈现出轮动减慢的特点，可能会减弱一部分中性策略的收益。

图 10：行业轮动度量

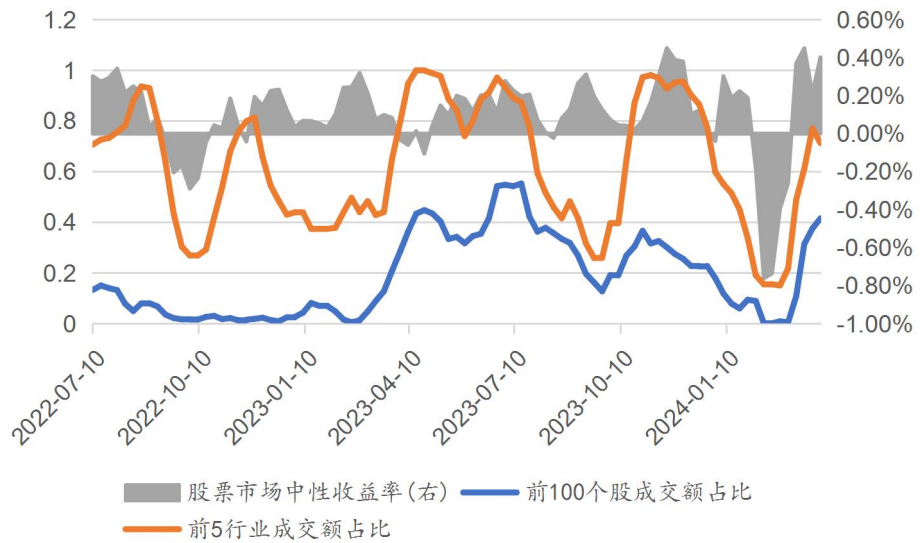


资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

市场交易集中度会显著影响选股收益水平。本文采用成交额指标进行度量，分别计算个股和行业成交集中度。对于个股成交集中度，通过计算全市场每日成交前 100 个股占全市场交易额占比，采用 10 日的移动平均作为平滑，然后计算过去 3 年的历史分位数，将高于 80% 分位数划为高区间，低于 20% 划分为低区间，其他处于正常区间，以此来进行分析。对于行业交易集中度，通过计算每日全市场成交前 5 名的行业占市场成交额的占比，之后采用 10 日的移动平均作为平滑，然后计算过去 3 年的历史分位数，将高于 80% 分位数划为高区间，低于 20% 划分为低区间，其他处于正常区间，以此来进行分析。从历史上看，在集中度过高的情况下，市场中性策略往往难以做出较高收益。

当前来看，3 月行业成交集中度从低位上升，一度接近高区间，而个股成交集中度从极低分位值也有所上涨，体现出市场交易热点从分散向集中偏移的趋势，也是因为市场普涨行情基本结束，资金开始寻找集中的投资热点的体现。

图 11: 市场交易结构



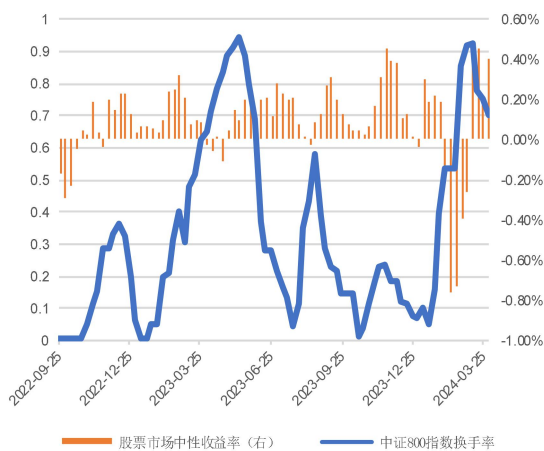
资料来源: Wind, 私募排排网, 华宝证券研究创新部

3.1.3. 市场成交活跃度跟踪

市场成交活跃度对于以量价因子为主的私募策略影响较大。本文通过计算中证 800 指数换手率以及波动率度量市场成交活跃度程度。对于换手率指标, 采用 20 日的移动平均作为平滑, 然后计算过去 3 年的历史分位数, 当高于 80% 分位数划分为高区间, 低于 20% 划分为低区间, 其他处于正常区间, 以此来进行分析。对于波动率指标, 首先计算指数过去 20 个交易日的波动率, 然后通过计算过去 3 年的历史分位数, 当高于 80% 分位数划分为高区间, 低于 20% 划分为低区间, 其他处于正常区间。历史上来看, 在高换手率、高波情况下, 市场中性策略收益更明显。

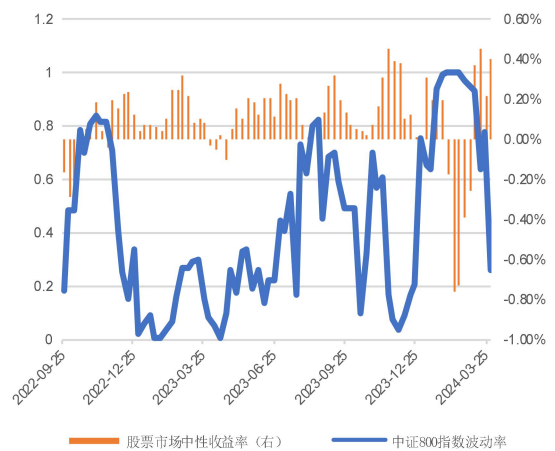
当前来看, 3 月市场整体换手率有小幅回落, 市场波动率也同样下滑, 整体市场成交活跃度减弱, 对中性策略的发挥有一定不利影响。

图 12: 中证 800 指数换手率



资料来源: Wind, 私募排排网, 华宝证券研究创新部

图 13: 中证 800 指数波动率



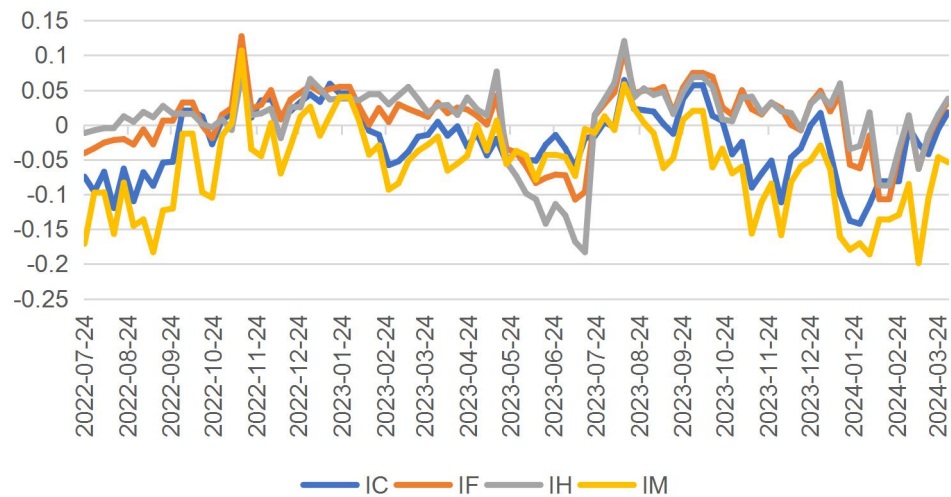
资料来源: Wind, 私募排排网, 华宝证券研究创新部

3.1.4. 股指期货升贴水跟踪

我们通过计算 IF、IC、IH 升贴水情况，衡量股票市场中性策略对冲成本。当股指期货处于贴水状态时，代表着股票市场中性策略需承担一定的对冲成本，而股指期货处于升水时，对冲端能提供额外的收益。

当前来看，3 月股指期货波动较大，整体在第一周贴水幅度扩大，又在后续逐步收敛，月度呈现出升水走势。月初 IM 年化贴水率一度达到 20%，监管端可能对 DMA 业务有所限制，不过在波动后随着市场韧性逐步得到认可，各大股指期货也开启了基差收敛的过程。目前看由于雪球等基于股指期货套利的产品规模有一定缩减，股指的波动预计还会维持在相对偏高的水平，对中性策略管理人在对冲端成本的把控能力提出了更高的要求。

图 14：股指期货升贴水率



资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

3.1.5. 市场中性策略展望

展望后市，我们认为，3 月市场整体特点较为符合市场中性策略的适用环境，也因此策略收益表现较好，但对比当下的趋势，市场风格可能有一定转换的风险。选股端方面，当前市场大小盘风格不明朗，价值风格也有占优的趋势，尤其面临 4 月业绩验证期，通常资金会更偏好稳定板块；行业集中度有所上升，轮换速度减缓，而市场成交活跃度逐渐降低，市场情绪趋于平稳。对冲端方面，股指期货升水状态对中性策略加仓较为利好，不过整体基差的波动率还是在较高的水平，中性策略想要减少净值波动还是需要在对冲成本上加强判断和策略能力。总体来看，3 月中性策略表现符合甚至一部分超出此前预期，体现出策略在合适的环境下，依然能提供可观的收益回报。不过后续市场特点的变化趋势对中性策略有一定不利影响，预期短期内收益会一定程度收窄，长期的表现还在于管理人选股能力和基差管理的能力，在震荡市场中仍具有绝对收益较稳定的配置价值。

3.2. T0 策略跟踪

T0 策略又称日内交易策略，持仓时间较短，基于对未来短期股价走势的判断，低位买入，高位卖出，以此来获得价差收益，买入卖出交易在日内完成。

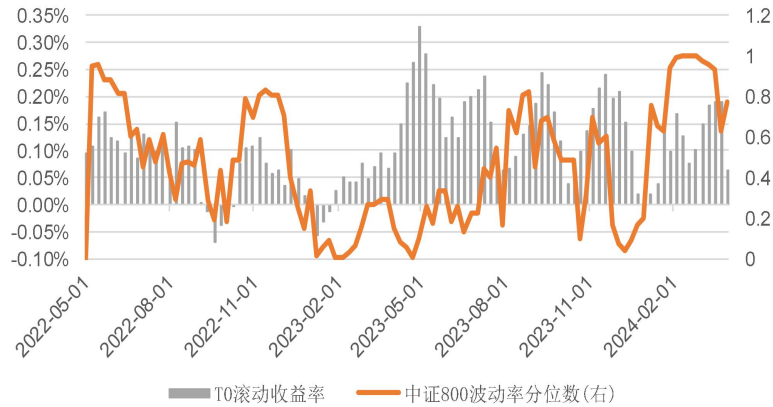
3.2.1. 市场成交活跃度跟踪

一般来说，T0 策略与波动率高度相关，波动率越高，T0 策略收益越大。采用中证 800 指数过去 20 个交易日的波动率，并计算过去三年的历史分位数，当高于 80% 分位数划分为高区

间，低于 20%划分为低区间，其他处于正常区间。

当前来看，3 月市场波动率从历史高位下滑，反映市场波动水平有所下降，T0 策略会收紧部分收益空间。

图 15：市场波动率跟踪



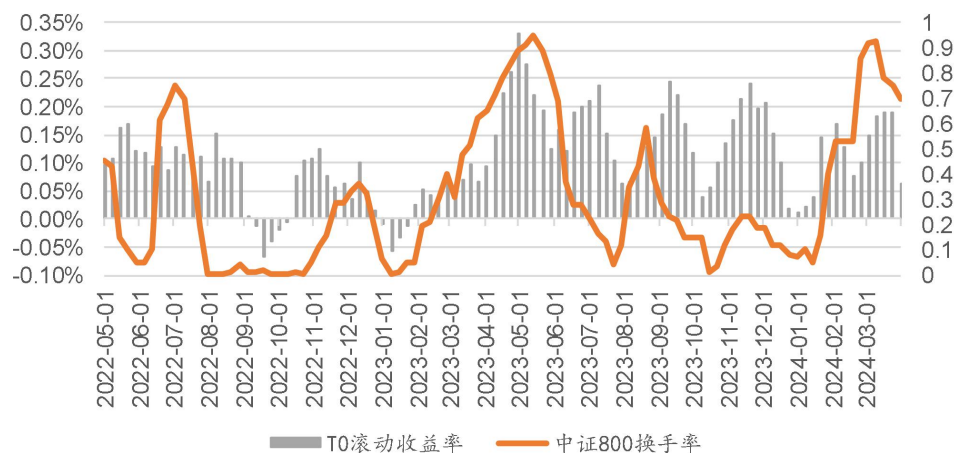
资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

3.2.2. 市场流动性跟踪

T0 策略也与市场换手率高度相关，一般来说，换手率越高，一方面反映了市场交投活跃，个股波动高，捕捉价差机会增加，另一方面代表市场流动性好，交易成本低。这里我们采用中证 800 指数换手率来衡量市场的流动性，计算处于过去三年的历史分位数，并将高于 80%分位数划分为高区间，低于 20%划分为低区间，其他处于正常区间。从历史上看，当市场换手率较高时，T0 策略往往表现优秀。

当前来看，3 月市场换手率小幅回落，市场交易热度降温，T0 策略的收益也会受到减弱影响。

图 16：市场换手率跟踪



资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

3.2.3. 日内振幅跟踪

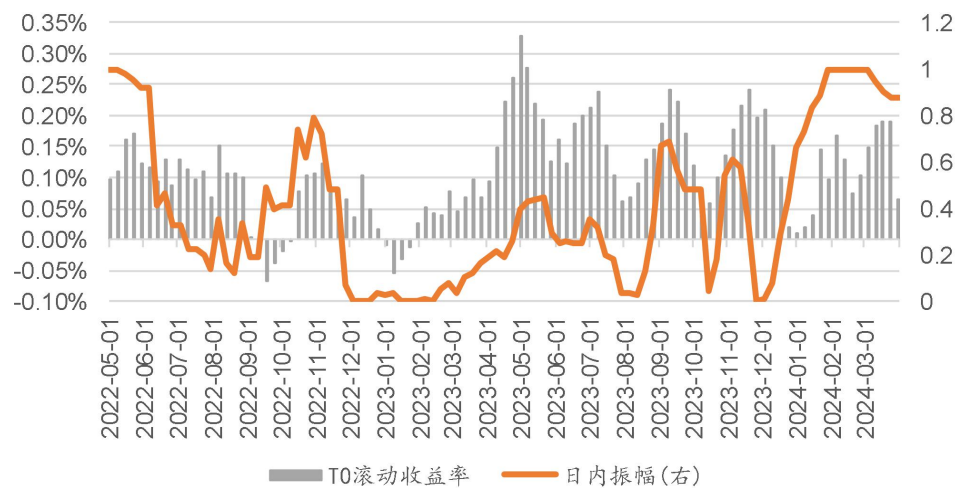
T0 策略核心在于日内波动，通过对日内价差的把握获取收益。因此本文利用日内振幅来衡量日内价差的高低程度。

$$\text{振幅} = (\text{最高价} - \text{最低价}) / \text{开盘价}$$

本文基于全市场个股，计算每日振幅的平均值，然后计算过去三年的历史分位数来衡量当前日内振幅的高低程度，并将高于 80%分位数划分为高区间段，低于 20%分位数划分为低区间段，其他处于正常区间段，以此来统计。从历史上看，当日内振幅较高时，T0 策略表现更好。

当前来看，3 月市场日内振幅水平虽然小幅下降，但是仍保持在高区间之内，日内层面依然较有利于 T0 策略的发挥。

图 17：日内振幅跟踪



资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

3.2.4. T0 策略展望

展望后市，市场情绪有逐渐降温的趋势，整体交投活跃度和指数波动率预计会有所下降，但市场韧性有所保持，热点行情也轮动出现，预计 T0 策略的环境不会太差，短期内收益可能会部分减弱。目前看执行底仓 T0 策略的管理人受新规的影响有限，但是需更加注意基差管理。

4. 管理期货策略

管理期货主要是指对国内商品期货进行投资的策略，广义上也包含股指期货、国债期货。其中，主观 CTA 主要采用主观基本面分析和主观技术分析，对商品期货进行中长期的投资，大部分以趋势跟踪为主。程序化 CTA 又可以分为量化趋势和量化套利两类，主要以量化趋势为主，其中量化趋势主要采用中短期动量对商品进行择时，交易频率较主观 CTA 高，量化套利是对期货的价差进行套利交易，获取稳定的收益。总的来说，管理期货策略主要以趋势策略为主，因此对于配置标的的趋势跟踪尤为重要，本文选取了南华商品指数作为代表，研判当前商品期货趋势情况。

从 3 月来看，CTA 各类策略表现均呈正收益，且跑赢南华商品指数。其中主观 CTA 策略表现亮眼，量化套利策略收益表现较弱。从近 12 个月来看，量化趋势策略收益最高，量化套利在最大回撤方面控制较好，整体收益风险比最高。

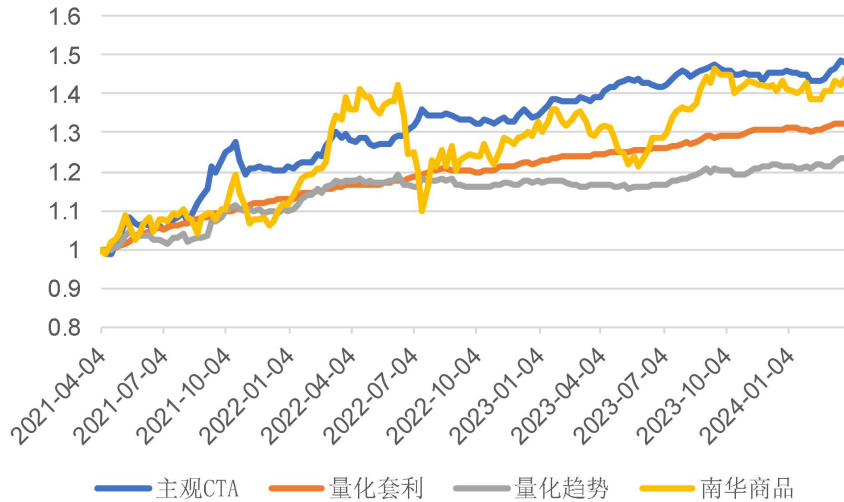
表 6：管理期货策略业绩情况

管理期货策略	收益率			最大回撤		卡玛比率
	近 1 个月	近 3 个月	近 6 个月	近 1 个月	近 12 个月	近 12 个月

主观 CTA	3.99%	2.93%	3.18%	4.99%	-0.20%	-2.70%	1.85
量化趋势	1.96%	2.11%	3.82%	6.48%	0.00%	-1.26%	5.17
量化套利	0.60%	0.85%	2.27%	5.84%	-0.13%	-0.73%	8.03
南华商品	0.38%	0.24%	-1.93%	7.99%	-2.76%	-10.02%	0.80

资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

图 18：管理期货策略业绩走势



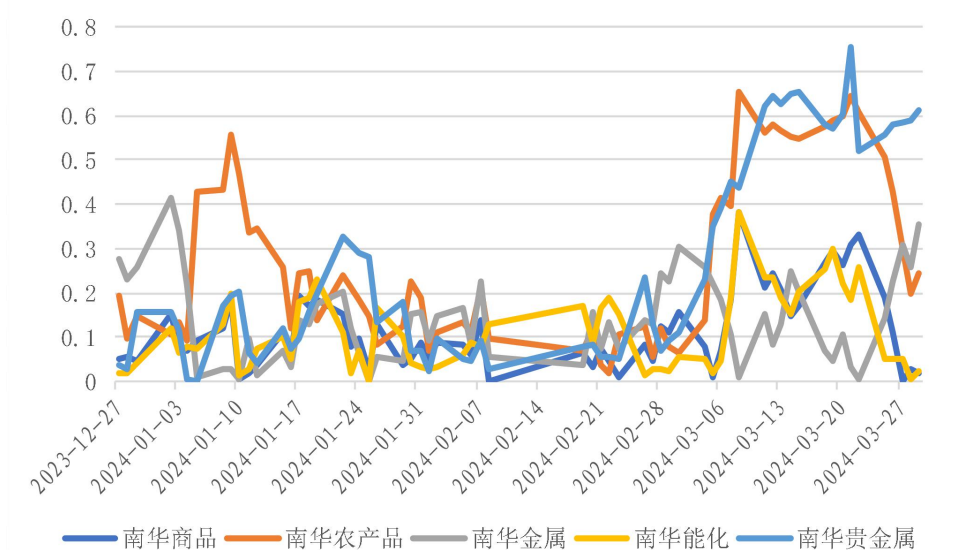
资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

4.1. 商品市场趋势强度跟踪

我们采用考夫曼价格效率系数进行商品市场的趋势强度跟踪，考夫曼价格效率系数建立在市场移动的方向以及市场噪声量的基础之上，如果价格朝一个方向行进，每天的收盘价变化与总的价格变化趋同，则称为高效率，而如果收盘价变化震荡运行，每天的收盘价变化相互抵消，则称为低效率。假设考夫曼效率系数在 0~1 之间，将一定时期内的价格变化绝对值作为分子，将一定时期内的每天的价格变化绝对值总和作为分母，两者相除即得到考夫曼价格效率系数，一般考夫曼价格效率系数越高，说明市场趋势强度越明显，考夫曼价格效率系数越低，说明市场趋势强度不明显，呈现震荡走势。本文采用 20 日的移动平均作为平滑，计算商品市场考夫曼效率系数。

从 3 月来看，南华贵金属效率系数高速抬升，并维持在高位；农产品效率系数同样在月初快速升高，不过在月末有所回落；南华能化效率系数则在初期走高后震荡下行；南华金属效率系数则在月末出现抬升趋势。整体上看，3 月商品市场农产品板块和贵金属板块均分别走出了趋势性行情，其中贵金属基本维持了上行的趋势，农产品则是先上涨后下跌，也因此给基于这两类商品的 CTA 策略较好的发挥空间。

图 19: 商品市场考夫曼效率系数



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

4.2. 商品市场成交活跃度跟踪

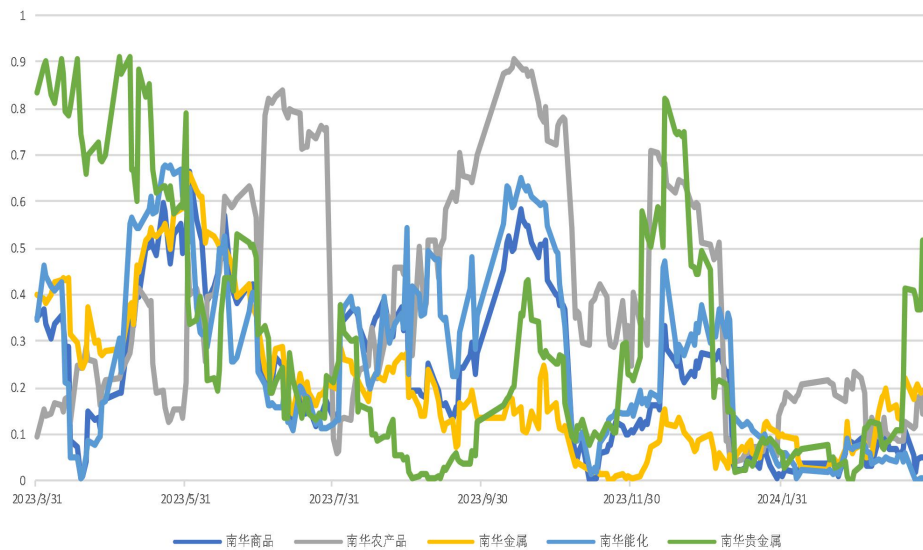
本文主要通过南华商品指数波动率与南华商品指数持仓量对商品市场成交活跃度进行跟踪。

● 南华商品波动率

商品波动率是市场成交活跃度的重要衡量指标之一, 本文采用南华商品指数波动率衡量市场成交活跃度情况, 计算波动率过去三年的历史分位数, 将高于 80% 分位数设置为高波区间, 将低于 20% 分位数设置为低波区间, 其余处于正常区间。

从 3 月来看, 贵金属波动率明显抬升, 而其他板块的波动率水平变化不大, 南华金属的波动率维持了上升趋势, 总体上商品市场波动率水平变化不大, 仅贵金属波动放大, 成交活跃度比较集中在贵金属板块。

图 20：南华商品指数波动率



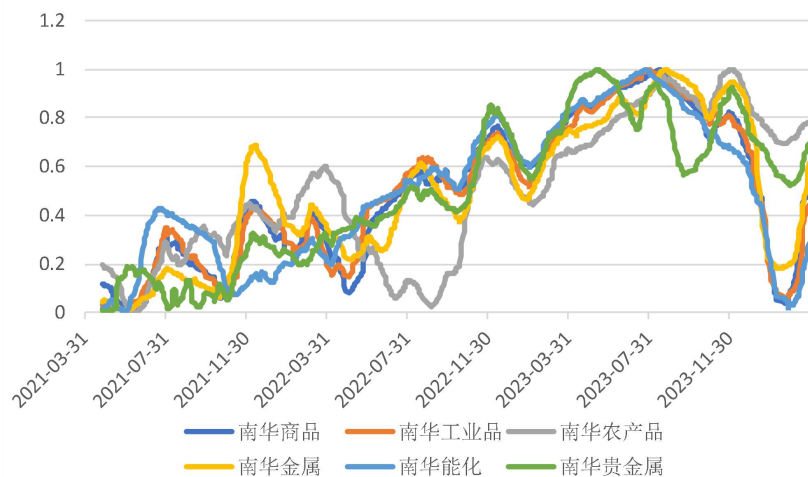
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

● 商品持仓量

商品持仓量反映投资者的参与度，当持仓量处于高位时一定程度反应市场商品市场成交活跃，采用 20 日的移动平均作为平滑，计算过去三年的历史分位数，将高于 80%分位数设置为高区间，将低于 20%分位数设置为低区间，其余处于正常区间。

从 3 月看，商品持仓量方面所有板块均呈反弹修复，前期持仓减少幅度较大的金属和工业品板块持仓快速修复回升，能化板块的持仓增长偏少，贵金属和农产品板块持仓水平相对较高，也体现出市场关注的热点。总体上商品市场参与度回暖明显，可能是在于此前期期货持仓返还新规带来的短期冲击有所退潮，叠加黄金、原油等大宗商品热度较高所致。

图 21：南华商品指数持仓量分位数



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.3. 管理期货策略展望

展望后市，我们认为，商品市场或将保持震荡、结构分化的走势。国内一季度经济基本面

数据较为积极，但也存在结构化问题；中国和美国 PMI 均表现出上升趋势，行业补库的节奏需考量；美国经济数据韧性较强，通胀超预期，导致美联储降息预期可能延后，对商品有一定压力。整体上看，受地缘冲突带来的避险情绪影响，贵金属在中长期价格中枢有望进一步走高，原油方面也同样受地缘风险对供给端的影响。

对 CTA 策略而言，当前市场环境有所改善，部分板块存在趋势性行情，对应的管理人有一定实现策略收益的空间，不过也需警惕短期内如贵金属过热回调的风险。中长期看整体商品 CTA 策略的收益也有所收紧，但伴随股指期货的波动率中枢上升，基于股指的 CTA 策略的收益表现值得关注。

5. 风险提示

本报告涉及私募基金相关内容，若您非合格投资者，请勿阅读本报告。

本报告对于私募产品的研究基于私募排排网数据，不保证数据可靠性。

本报告部分结论依赖研究假设和估算方法，可能产生一定分析偏差。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。