

市场震荡分化，策略不确定性增加

——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：litingshan@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、《多头与对冲环境改善，市场中性策略配置价值增加——私募基金策略跟踪评价月报》2024-05-16

2、《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》2024-04-11

3、《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

4、《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

5、《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

投资要点

⊕**行情回顾**：5月，A股整体先扬后抑震荡回落，市场整体成交额有所下降。行业方面，煤炭、房地产、农林牧渔涨幅靠前。商品市场震荡分化，受地缘风险影响，集运指数快速上行，贵金属中白银涨幅领先。

⊕**股票策略展望**：权益市场在6月可能会迎来休整和进一步出清，短期内面临一定不确定性。指增策略在绝对收益方面可能会有一定下滑，由于市场当前由大盘风格主导，中小盘指数在beta上风险较大，同时500指增和1000指增的超额收益也可能呈收缩趋势，配置节奏上更加建议等待后续7月政策加码的契机。

⊕**市场中性策略展望**：5月表现较突出的市场中性策略短期内收益可能有所波动，不确定性增多。选股端方面，当前大盘占优的风格对于超额收益空间有一定不利影响，整体市场成交活跃度的走低不利于量化策略获取alpha收益；对冲端方面，基差波动率较高依然是管理人所需面临的问题。总体来看，市场中性策略需要警惕市场热度降低，成交活跃度下降对于超额收益的负向压力，可以等待市场调整之后参与度回暖再入场，同时在股指升水状态建仓获得安全垫也是比较合适的选择。

⊕**T0策略展望**：市场日间和日内波动以及整体成交活跃度呈现出下降的趋势，对于T0策略的影响较为消极，短期内T0策略的配置价值依然不高。

⊕**管理期货策略展望**：6月商品市场预期不稳定，品种间仍存分化。外部因素上，随着欧元区降息临近，若引发汇率波动，美元的强势将对商品行情产生负面压力；地缘冲突因素复杂，对于航运、黄金和原油等品种均存在突发冲击。宏观层面上，PMI数据显示经济可能存在季节性调整，对商品支撑力度一般。对CTA策略而言，可能会延续中短周期策略占优的情况，长周期策略在当前品种波动较大的市场环境下收益有限。对于套利类策略而言，波动较大的品种多空博弈下也可能放大风险，CTA策略的整体配置仍需考量管理人的能力。

⊕**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.....	11
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.....	9
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.....	11
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 5 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.....	16

ij

1. 市场行情回顾以及主要策略表现

本报统计时间为 2024.05.01 至 2024.05.31。

5 月，A 股整体先扬后抑震荡回落，市场整体成交额有所下降。行业方面，煤炭、房地产、农林牧渔涨幅靠前。风格方面，整体差异不大，价值小幅领先成长，市场风格较为平稳。商品市场方面，5 月商品市场震荡分化，受地缘风险影响，集运指数快速上行，贵金属中白银涨幅领先，能源板块跌幅较大，前期热门的黄金、铜等品种波动放大。

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	-0.08%	5.85%
沪深 300	-0.68%	4.34%
中证 500	-2.44%	-2.22%
中证 1000	-2.59%	-9.04%
中证全指	-1.51%	-3.03%
大盘成长	-1.58%	-1.01%
大盘价值	1.74%	14.42%
小盘成长	-0.86%	-6.54%
小盘价值	-0.78%	7.74%
南华商品	1.68%	7.86%
中证转债	1.62%	2.68%

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。5 月份，从收益中位数来看，股票策略、宏观策略和相对价值策略表现较好，管理期货策略表现不佳。2024 年以来，从收益中位数来看，宏观策略收益最高，债券策略次之，相对价值策略和组合基金表现偏弱，从最大回撤中位数来看，股票策略和组合基金回撤较大，债券策略和相对价值策略回撤较小。

表 2：私募策略 5 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	1.37%	-2.01%	0.09%	1.10%	2.82%	7.48%	16.57%
	相对价值	0.75%	-1.10%	0.13%	0.63%	1.31%	2.58%	1.53%
	管理期货	0.42%	-3.74%	-0.83%	0.06%	1.06%	4.35%	4.54%
	宏观策略	2.07%	-3.56%	-0.08%	0.82%	2.30%	6.79%	7.74%
	债券策略	0.89%	-0.05%	0.28%	0.47%	1.01%	3.29%	1.53%
	组合基金	0.91%	-1.65%	0.03%	0.57%	1.60%	5.08%	2.37%
最大回撤	股票策略	-1.90%	-4.76%	-2.97%	-2.04%	-0.06%	0.00%	1.86%
	相对价值	-0.56%	-2.75%	-0.49%	-0.23%	-0.02%	0.00%	1.21%
	管理期货	-1.37%	-4.16%	-1.98%	-0.83%	-0.19%	0.00%	1.77%
	宏观策略	-1.78%	-7.59%	-2.69%	-0.93%	-0.18%	0.00%	2.26%
	债券策略	-0.23%	-0.97%	-0.36%	-0.03%	0.00%	0.00%	0.48%
	组合基金	-1.05%	-2.93%	-1.74%	-0.30%	-0.04%	0.00%	1.85%

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	3.25%	-12.95%	-3.81%	1.97%	9.28%	23.85%	12.10%
	相对价值	0.69%	-8.55%	-1.36%	1.16%	3.16%	9.14%	7.91%
	管理期货	2.80%	-9.97%	-1.60%	1.51%	5.10%	20.17%	11.66%
	宏观策略	8.96%	-3.99%	1.62%	7.96%	11.99%	31.58%	12.54%
	债券策略	3.48%	-2.68%	1.14%	2.54%	4.67%	11.97%	6.74%
	组合基金	1.69%	-7.43%	-1.38%	1.15%	3.92%	16.09%	8.64%
最大回撤	股票策略	-10.83%	-25.35%	-15.99%	-9.27%	-4.51%	-0.87%	8.04%
	相对价值	-5.49%	-16.53%	-7.04%	-3.02%	-1.14%	-0.11%	7.07%
	管理期货	-5.38%	-15.49%	-6.93%	-3.66%	-1.66%	-0.30%	6.33%
	宏观策略	-4.99%	-16.55%	-6.11%	-3.49%	-2.07%	-0.60%	4.62%
	债券策略	-2.12%	-10.01%	-2.60%	-0.42%	-0.06%	0.00%	4.08%
	组合基金	-6.46%	-17.84%	-7.97%	-5.25%	-2.47%	-0.19%	7.15%

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 5 月来看，私募股票策略表现在超额方面表现较优，整月相对中证全指均达到 2% 以上超额收益。其中主观多头策略表现相对最好，量化多头策略收益率相对最低。主观多头相对量化多头在最大回撤方面也控制较好。

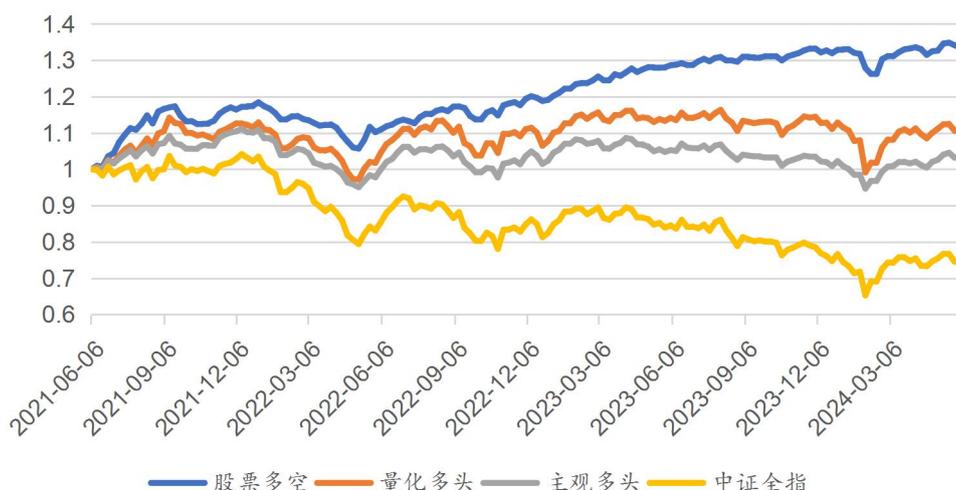
为了跟踪股票策略表现情况，我们分别从仓位、行业配置情况进行分析。

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	0.99%	2.14%	1.09%	-2.59%	-1.44%	-11.38%	-0.23
量化多头	0.57%	2.29%	-1.96%	-3.05%	-1.65%	-14.79%	-0.21
股票多空	0.86%	1.89%	0.67%	3.81%	-0.92%	-5.25%	0.73
中证全指	-1.51%	0.86%	-5.17%	-10.94%	-3.51%	-26.19%	-0.42

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



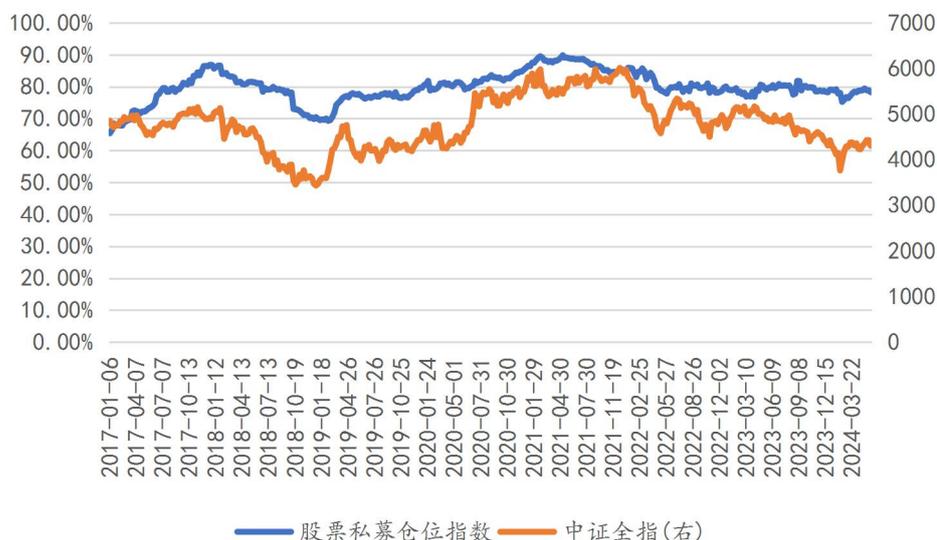
资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

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 5 月末，股票私募仓位指数为 78.24%，较上月末下降了 1.16%，近三年仓位平均值为 80.94%。随着市场的第一波修复行情转为震荡整理，业绩落地后预期差的驱动力告一段落，管理人面临不确定性，在当前仓位的选择上也偏谨慎一些。

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

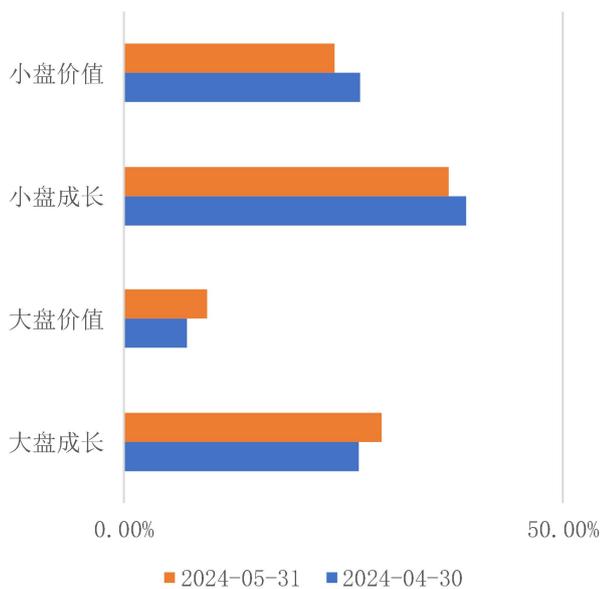
2.2. 股票策略行业与风格配置跟踪

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。

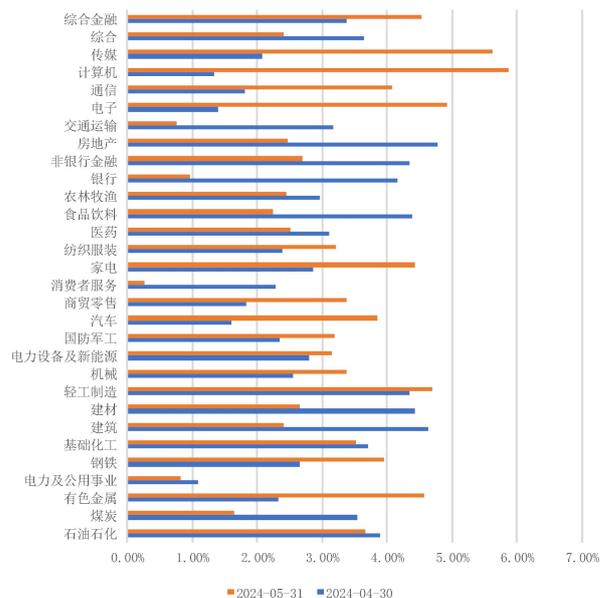
这里我们采用主观多头策略风格和行业分布作为代表，整体来看，风格偏向成长风格，大小盘风格偏向小盘，相比于上期，大盘风格整体配置比例显著增加，也较为符合当前大盘占优的市场行情。行业配置上，配置排名前5的行业分别为计算机、传媒、电子、轻工制造及有色金属，前5大行业集中度为25.69%，相比于上个月大幅度加仓的行业为计算机、电子和传媒，大幅减仓行业为房地产、交通运输和银行。

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，我们认为，权益市场在6月可能会迎来休整和进一步出清，短期内面临一定不确定性。宏观经济方面，生产和外需表现偏强，消费方面依然偏弱；资金方面，外资净流入放缓的同时内资活跃度也有所降低；政策方面，地产政策有所发力，退市制度趋严下劣质股淘汰加速；海外方面，美联储降息节奏较为保守，流动性利好有限。总体来看，权益市场可能会呈现震荡整理行情，指增策略在绝对收益方面可能会有一定下滑，由于市场当前由大盘风格主导，中小盘指数在beta上风险较大，同时500指增和1000指增的超额收益也可能呈收缩趋势，相对而言300指增在绝对收益上有底层优势，配置节奏上更加建议等待后续7月政策加码的契机。

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5月来看，股票市场中性策略表现较好，符合预期，T0策略波动很小，可能受到监管端

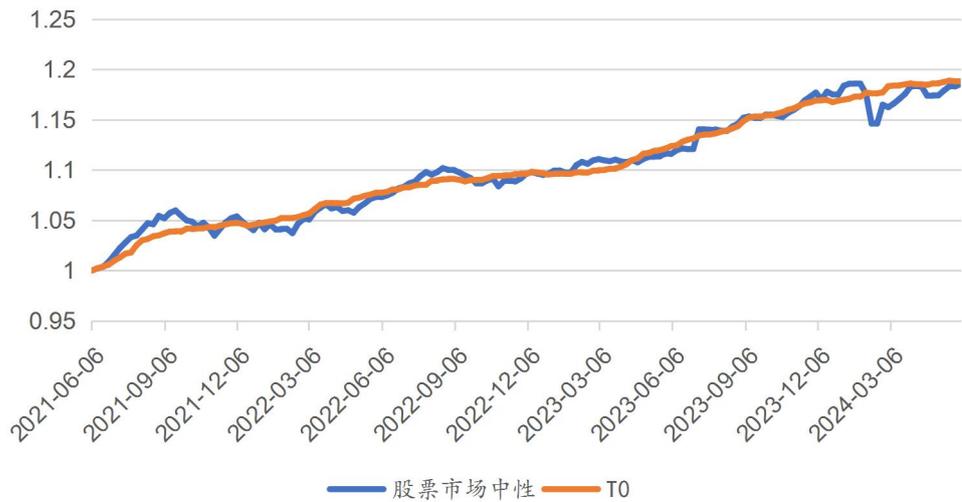
新规影响。从近 12 个月来看，股票市场中性策略收益相对更高，T0 策略回撤控制更好。

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	0.97%	1.67%	0.66%	5.73%	-0.02%	-3.35%	1.71
T0	0.17%	0.35%	1.58%	5.02%	-0.07%	-0.18%	27.91

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。

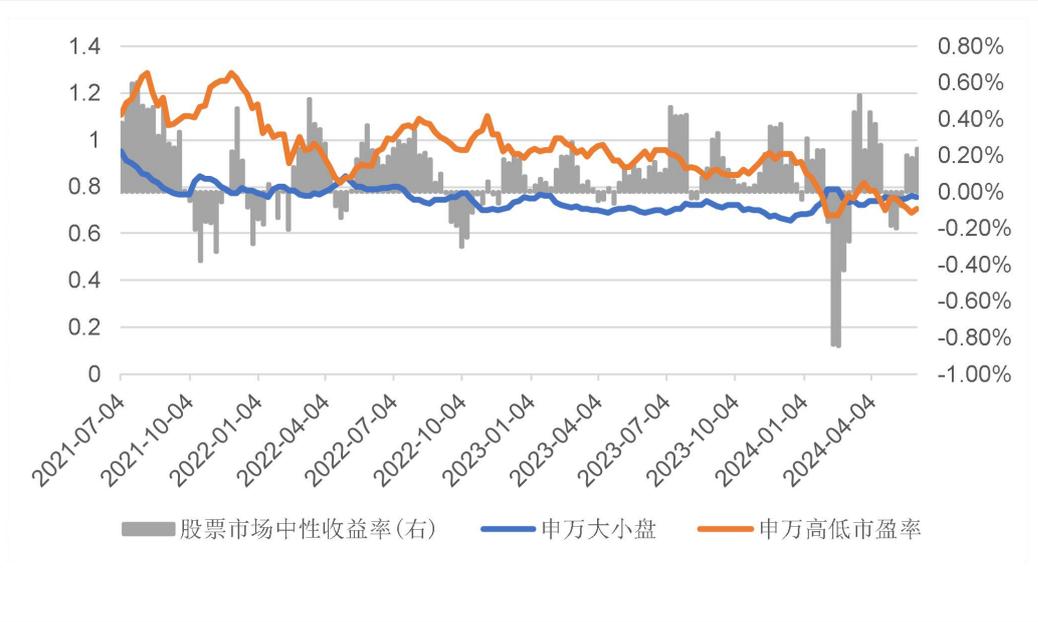
3.1.1. 市场风格跟踪

● 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，5月大小盘风格较为稳定，波动幅度很小，市场风格基本维持在大盘较优的行情，价值成长风格上则略向价值风格偏移。整体来看，当前市场风格表现较平稳，大盘相对较强的背景下，市场中性策略可能超额收益端会有一定收窄。

图 6：大小盘风格、价值成长风格走势



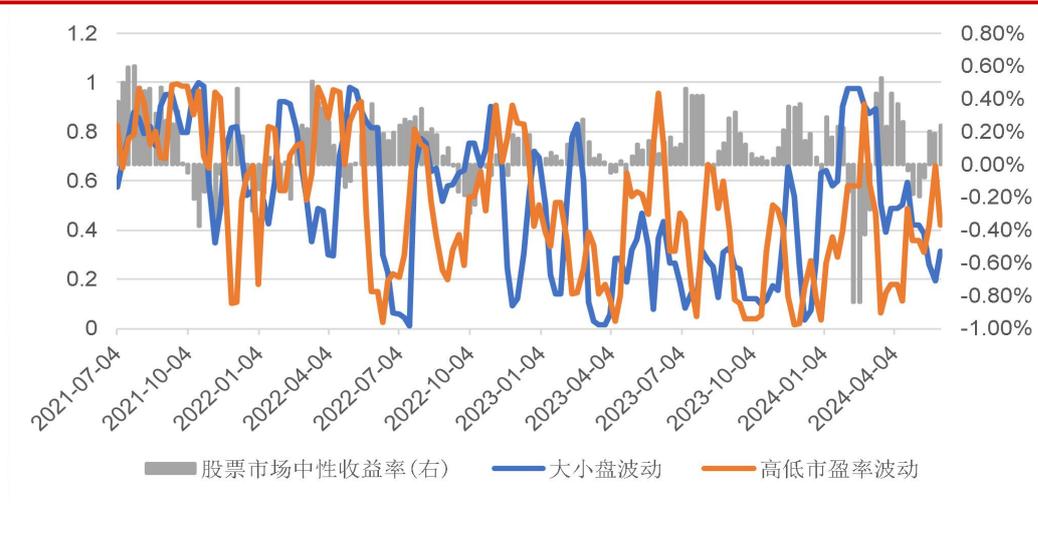
资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

● 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，5 月大小盘风格波动水平延续下降趋势，风格切换可能性持续维持在较低水平，而价值成长风格波动则先升后降，稍有波动，整体也在正常区间内。总体来看，当前市场风格处于平稳状态，切换风险不高，对市场中性策略的预期收益有不错的利好影响。

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，5 月个股收益离散度有小幅回落，来到正常偏高水平，行业收益离散度则出现了较为明显的下滑。离散度总体呈现出市场热点有所集中的趋势，对市场中性策略的多头环境可能会有一定的不利影响。

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

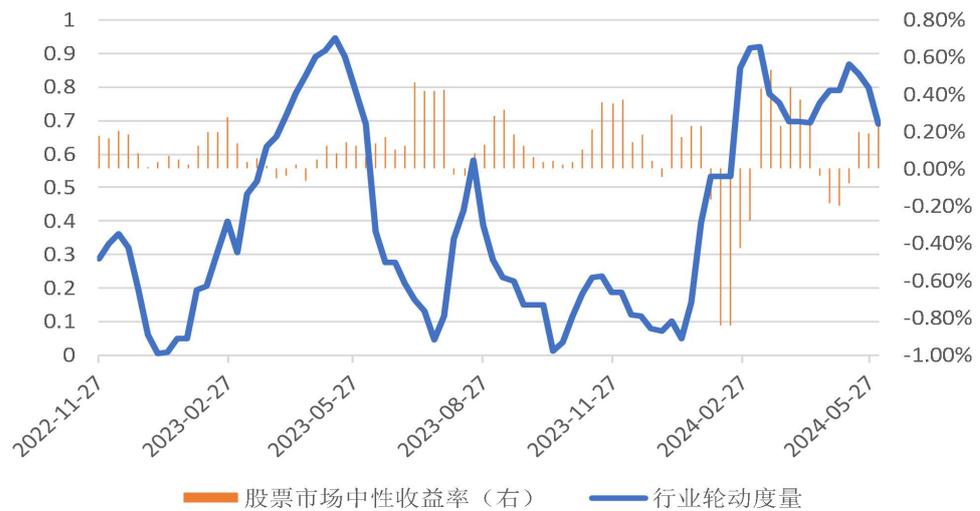


资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

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，以此来进行统计。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，5 月行业轮动速度在进一步走高之后有所回落，后续可能会降低轮动速度，对于市场中性策略捕捉超额收益来说可能造成一定阻碍。

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，5 月行业成交集中度在低区间内延续走低，成交呈现分散的特点，而个股成交集中度更是一直持续在历史极低分位数水平。整体来看，市场成交在分布上明显较为分散，也是市场中性策略发挥较好的环境。

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，5 月市场整体换手率先升后降，换手水平依然较高，但有回落的趋势，而市场波动率则出现明显的减弱，从高区间下滑至接近低区间水平，整体市场成交活跃度有所降低，不过换手较为充分，对市场中性策略的影响偏中立。

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



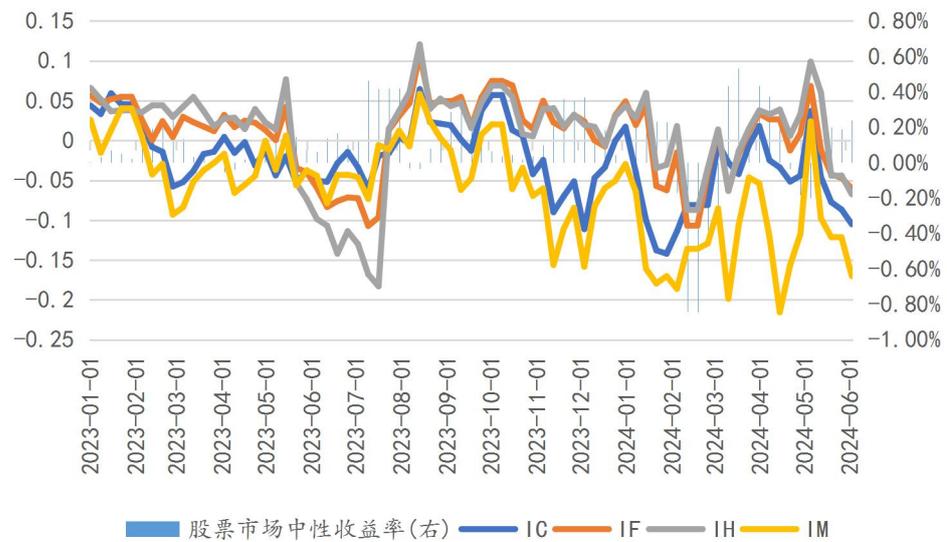
资料来源: Wind, 私募排排网, 华宝证券研究创新部

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，5 月股指期货均呈贴水扩散的状态，对于市场中性策略收益也有一定的增厚影响，不过整体贴水水平有限，后续大概率仍保持区间震荡。整体而言，2024 年股指期货的波动率有所升高，可能会对中性策略的净值产生一定影响，但长期来看对收益端冲击不大。此外管理人也开始更新策略以应对基差波动，通过动态调仓的方式也能利用股指期货的升贴水变化为中性策略产品提供额外收益。

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，在 5 月表现较突出的市场中性策略短期内收益可能有所波动，不确定性增多。选股端方面，当前大盘占优的风格对于超额收益空间有一定不利影响，整体市场成交活跃度的走低不利于量化策略获取 alpha 收益；对冲端方面，基差波动率较高依然是管理人所需面临的问题，但总贴水水平有限且会出现阶段性升水状态，中性策略在对冲成本上更多需要考虑动态管理。总体来看，市场中性策略需要警惕市场热度降低，成交活跃度下降对于超额收益的负向压力，可以等待市场调整之后参与度回暖再入场，同时在股指升水状态建仓获得安全垫也是比较合适的选择。

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，5 月市场波动率从高位明显下滑，市场波动整体减弱，T0 策略收益空间可能会有所缩减。

图 15: 市场波动率跟踪



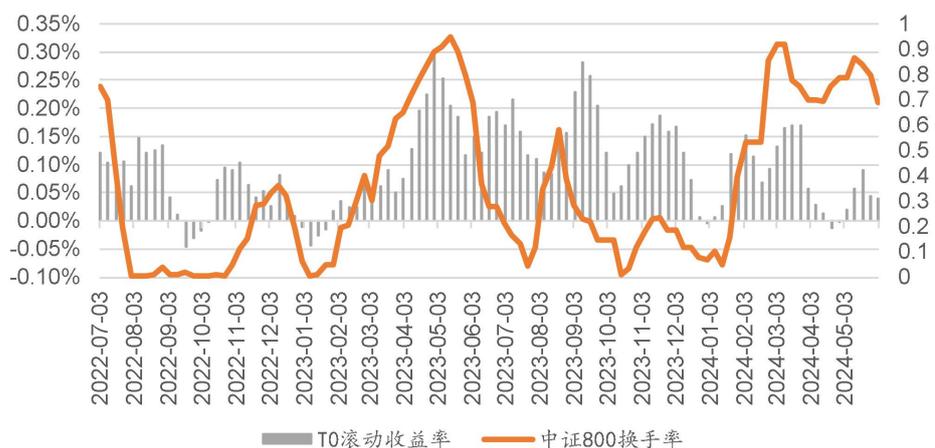
资料来源: Wind, 私募排排网, 华宝证券研究创新部

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，5 月市场换手率在较高区间小幅回落，换手水平依然偏高，流动性仍在，对 T0 策略有一定支撑。

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

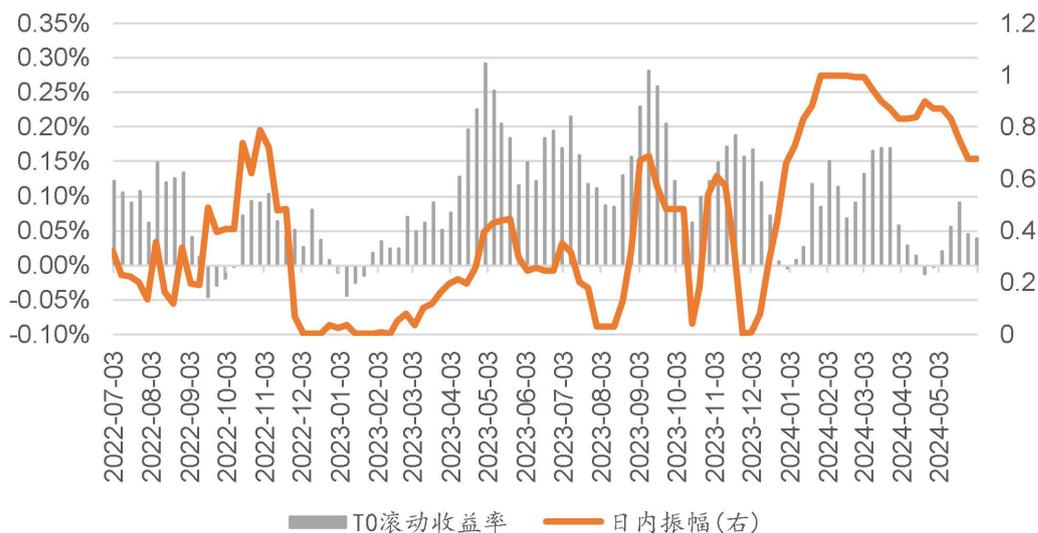
T0 策略核心在于日内波动，通过对日内价差的把握获取收益。因此本文利用日内振幅来衡量日内价差的高低程度。

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

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，5 月日内振幅从高区间回落至正常区间，T0 策略日内收益空间有所收窄。

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，我们认为，市场日间和日内波动以及整体成交活跃度呈现出下降的趋势，对于 T0 策略的影响较为消极，而且近期 T0 策略的表现也偏弱，可能受到新规限制后管理人对策略的更新还需要时间，因此短期内 T0 策略的配置价值依然不高，需等待政策落地后新模式的确立。

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。

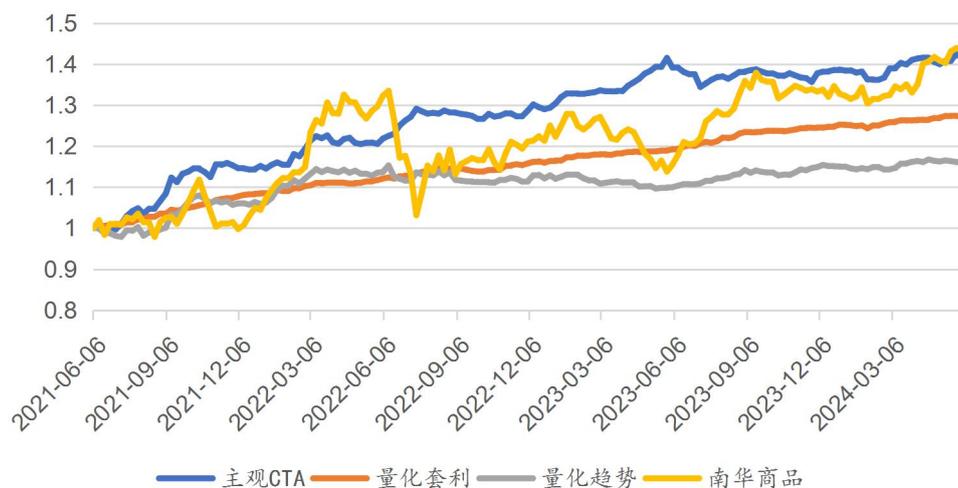
从 5 月来看，管理期货策略整体表现不佳，均未能跑赢南华商品指数，其中主观 CTA 策略表现相对偏好，量化趋势出现负收益。从近 12 个月来看，量化套利策略收益最高，最大回撤最小，整体收益风险比最高，呈现较为稳定获得回报的特点。

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 12 个月	近 1 个月	近 12 个月	近 12 个月
主观 CTA	0.60%	1.63%	2.24%	2.86%	-0.81%	-2.21%	1.29
量化套利	0.49%	1.16%	2.20%	6.16%	-0.05%	-0.70%	8.84
量化趋势	-0.23%	1.27%	0.86%	4.92%	-0.35%	-1.13%	4.33
南华商品	1.68%	8.01%	6.66%	27.80%	-1.96%	-5.71%	4.86

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



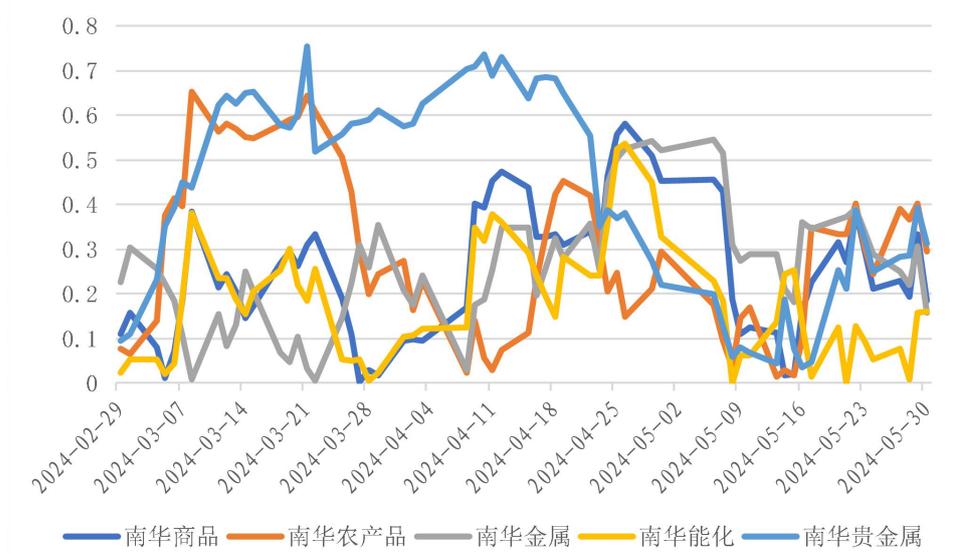
资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

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 5 月来看，商品市场整体效率系数呈现出偏低位震荡的特点，农产品和贵金属效率系数在后半月有一定抬升，能化板块效率系数水平最低。总体而言，商品市场的趋势性有所减弱，此前热门的板块也出现波动的情况，趋势型策略的预期收益可能会有一定衰减。

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

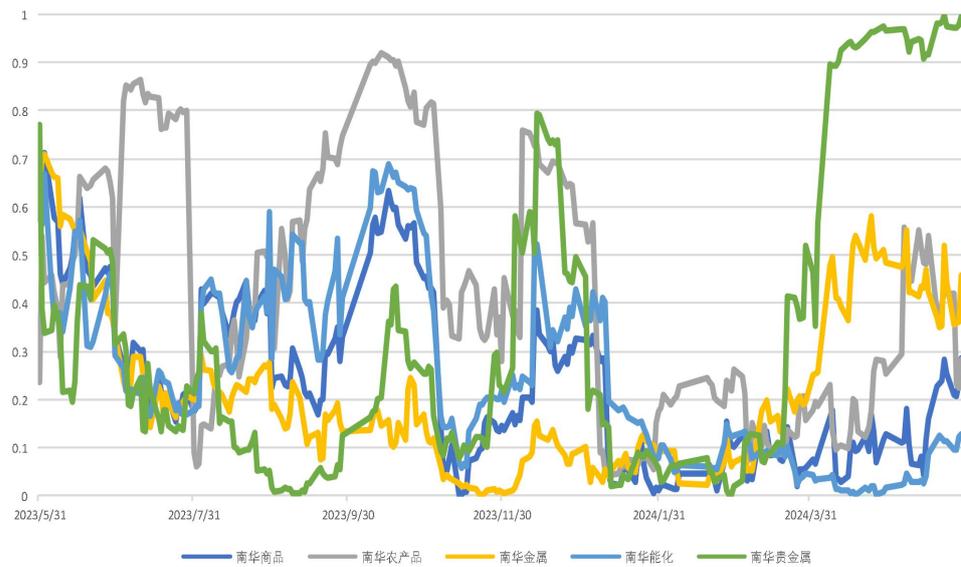
本文主要通过南华商品指数波动率与南华商品指数持仓量对商品市场成交活跃度进行跟踪。

● 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。

5 月来看, 贵金属波动率持续在较高水平, 多空博弈较为剧烈, 农产品波动率在前半月也有所放大, 金属板块波动率震荡调整, 但部分品种波动较高, 能化波动率基本保持在低位。市场整体的波动率水平变化不大, 在月末有一定抬升。

图 20：南华商品指数波动率



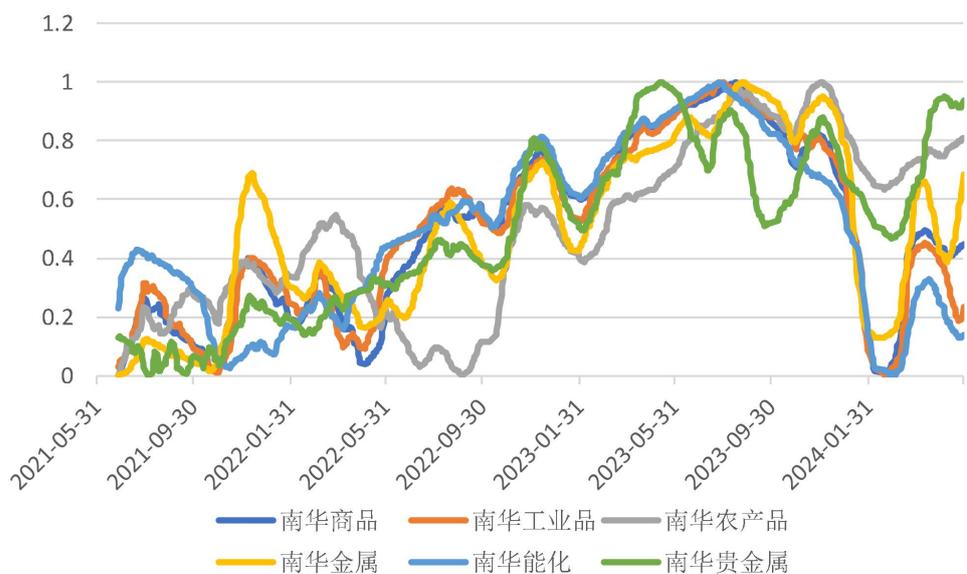
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

● 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 5 月看，商品持仓量方面表现分化，其中南华金属板块近期出现明显的持仓上升，热度较高，农产品板块持仓水平小幅走高，而工业品和能化板块持仓水平继续下行。总体上商品市场参与度出现板块间分歧，热门品种主要集中在贵金属、金属和农产品板块。

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，6月商品市场预期不稳定，品种间仍存分化。外部因素上，随着欧元区降息临近，若引发汇率波动，美元的强势将对商品行情产生负面压力；地缘冲突因素复杂，对于航运、黄金和原油等品种均存在突发冲击。宏观层面上，PMI数据显示经济可能存在季节性调整，对商品支撑力度一般。

对CTA策略而言，可能会延续中短周期策略占优的情况，长周期策略在当前品种波动较大的市场环境下收益有限。此前提供趋势性收益的主要来源贵金属和有色板块在目前均出现整理行情，可能对产品净值造成一定磨损，对于套利类策略而言，波动较大的品种多空博弈下也可能放大风险，CTA策略的整体配置仍需考量管理人的能力。

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。