

私募策略：

机会大于风险，配置重于择时

报告日期：2024年06月27日

★今年各策略表现回顾

2024上半年债券类资产表现靠前，录得正收益；其次是期货与衍生品，微幅盈利；而股票类资产表现最为弱势。股票策略下，主观多头优于量化多头，市场中性策略微亏。期货与衍生品策略下，主观CTA优于量化CTA。债券策略下，除转债交易策略有一定亏损，其他债券策略均盈利。

★股票市场以及策略表现

股票市场呈现先抑后扬的震荡修复节奏，大盘风格占优。策略表现而言，主观多头策略下价值成长风格表现靠前；指增方面，300指增绝对收益领先，1000指增超额领先；量化选股收益弱于主观多头。股指对冲成本相对稳定，基差波动加剧，市场中性策略收益降低。

★商品市场以及策略表现

商品市场呈现震荡向上的态势，市场的波动率与活跃度较去年有一定提升。量化CTA下，日内策略表现靠前，其次是短周期和长周期和中周期，复合策略>趋势策略>截面策略>基本面策略。主观CTA，多板块配置的管理人表现靠前。

★策略配置建议

预计股票市场持续震荡修复态势，分化将成为常态化，不确定性仍存，对股票策略持中性偏多态度，主观多头策略或表现优于量化多头。建议均衡配置各风格指增，降低市场中性收益预期，主观多头关注偏大盘、红利、出海企业机会。

海内外需求或有所支撑，商品市场预计震荡向上，对CTA策略持中性偏多态度，短期表现或仍受到一定磨损，长期而言相对乐观，主观CTA策略或表现优于量化CTA。量化CTA中短周期策略更适应市场，截面策略和基本面建议关注。

★风险提示

宏观经济衰退、地缘政治风险以及策略自身的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

曹洋 首席分析师（有色金属）

从业资格号：F3012297

投资咨询号：Z0013048

Tel：8621-63325888-3904

Email：yang.cao@orientfutures.com

联系人 陈晓菲

从业资格号：F03107718

Tel：8621-63325888-2016

Email：xiaofei.chen@orientfutures.com

目录

1. 各策略 2024 上半年表现回顾.....	5
2. 股票策略.....	5
2.1. 市场情况与策略环境.....	5
2.2. 主观多头策略.....	9
2.3. 量化多头策略.....	11
2.4. 股票多空策略.....	14
2.5. 市场中性策略.....	15
2.6. 股票策略展望.....	16
3. CTA 策略.....	17
3.1. 市场情况与策略环境.....	17
3.2. 主观 CTA 策略.....	20
3.3. 量化 CTA 策略.....	21
3.4. CTA 策略展望.....	25
4. 其他策略.....	26
5. 风险提示.....	27

图表目录

图表 1：今年各策略表现.....	5
图表 2：主要指数今年涨跌.....	6
图表 3：主要指数今年走势.....	6
图表 4：两市成交量及换手率.....	6
图表 5：申万一级行业今年涨跌.....	7
图表 6：申万一级行业轮动.....	7
图表 7：主要指数时序波动率.....	7
图表 8：主要指数截面波动率.....	7
图表 9：个股分化程度（5日平均）.....	8
图表 10：跑赢中证 500 的股票数量占比.....	8
图表 11：今年以来 Barra 风格因子走势.....	8
图表 12：今年以来股指基差.....	9
图表 13：今年以来主观多头策略收益表现.....	9
图表 14：主观多头产品表现情况.....	10
图表 15：今年以来主观多头各投资风格表现.....	10
图表 16：今年以来指数增强超额表现.....	11
图表 17：指数增强产品超额表现情况.....	12
图表 18：500 指增不同换手率的超额表现.....	12
图表 19：500 指增不同规模的超额表现.....	12
图表 20：300 指增不同规模的超额表现.....	13
图表 21：1000 指增不同规模的超额表现.....	13
图表 22：今年以来量化选股策略收益表现.....	13
图表 23：量化选股产品表现情况.....	14
图表 24：今年以来部分股票多空管理人表现.....	14
图表 25：今年以来市场中性策略收益表现.....	15
图表 26：市场中性产品表现情况.....	15
图表 27：市场中性策略不同规模的表现.....	16
图表 28：今年以来南华商品指数走势.....	18
图表 29：今年以来各商品指数收益.....	18
图表 30：南华商品指数波动率.....	19
图表 31：各板块波动率（滚动 20 日）.....	19
图表 32：商品市场成交与持仓.....	19

图表 33 : 商品市场成交持仓比.....	19
图表 34 : 今年以来风格因子走势.....	20
图表 35 : 今年以来主观 CTA 策略收益表现.....	20
图表 36 : 今年以来主观 CTA 产品表现情况.....	21
图表 37 : 今年以来各板块指数表现.....	21
图表 38 : 今年以来量化 CTA 策略收益表现.....	22
图表 39 : 量化 CTA 产品表现情况.....	22
图表 40 : 今年以来量化 CTA 各周期表现.....	23
图表 41 : 今年以来量化 CTA 各子策略表现.....	23
图表 42 : 短周期下各子策略表现.....	24
图表 43 : 中周期下各子策略比较.....	24
图表 44 : 长周期下各子策略表现.....	24
图表 45 : 趋势策略下各周期表现.....	24
图表 46 : 截面策略下各周期表现.....	25
图表 47 : 复合策略下各周期表现.....	25
图表 48 : 今年以来套利策略表现.....	26
图表 49 : 今年以来期权策略表现.....	26
图表 50 : 今年以来转债策略表现.....	27

1. 各策略 2024 上半年表现回顾

本报告以私募排排网的策略分类以及各策略指数来观测今年上半年各策略以及产品的表现情况。

首先从大类资产而言，2024 上半年债券类资产表现靠前，录得正收益，维持了相对稳定的表现；其次是期货与衍生品，微幅盈利；而股票类资产表现最为弱势，回撤幅度相对较大。具体到策略层面，**股票策略下主观多头优于量化多头，市场中性策略微亏**。期货与衍生品策略下，**主观 CTA 优于量化 CTA**。债券策略下，除转债交易策略有一定亏损，其他债券策略均盈利。多资产策略下，宏观策略表现靠前，套利策略微幅盈利，复合策略出现回撤。整体而言，**主观类策略表现优于量化类策略**，这是相较前两年较为显著的变化。下文将结合市场环境分析各类细分策略的表现以及未来展望。

图表 1：今年各策略表现

一级策略	二级策略	区间收益				最大回撤
		今年以来	近一月	近三月	近六月	今年以来
股票策略		-3.52%	-2.15%	-1.95%	-1.7%	10.77%
	主观多头策略	-2.94%	-1.95%	-1.53%	-1.00%	10.58%
	量化多头策略	-8.05%	-3.62%	-4.52%	-6.13%	15.53%
	股票多空策略	-1.52%	-1.61%	-0.99%	-0.18%	8.24%
	市场中性策略	-0.83%	-0.67%	-0.23%	-0.55%	4.63%
债券策略		2.44%	0.04%	1.13%	2.89%	0.26%
	纯债策略	3.23%	0.23%	1.32%	3.61%	0.00%
	债券增强	3.57%	-0.07%	1.57%	4.23%	0.34%
	转债交易	-3.00%	-2.35%	-1.00%	-1.51%	6.72%
期货与衍生品策略		0.55%	-1.29%	0.31%	1.01%	3.62%
	量化 CTA	0.89%	-1.62%	0.05%	1.47%	3.21%
	主观 CTA	0.25%	-1.27%	0.41%	0.50%	3.31%
多资产策略		-2.01%	-1.79%	-1.12%	-0.66%	7.70%
	套利策略	-0.09%	-0.97%	-0.29%	0.75%	4.04%
	宏观策略	1.62%	-1.02%	-0.27%	3.27%	6.10%
	复合策略	-3.32%	-2.18%	-1.52%	-1.90%	8.95%

资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

2. 股票策略

2.1. 市场情况与策略环境

今年上半年股票市场呈现先抑后扬的震荡修复节奏，主要指数表现出现一定分化。春节前各指数表现低迷，持续探底，直到中央汇金宣布扩大 ETF 增持范围后指数得到提振。春节后伴随着“新国九条”以及各项政策预期强化，市场逐步企稳。二季度以来修复动

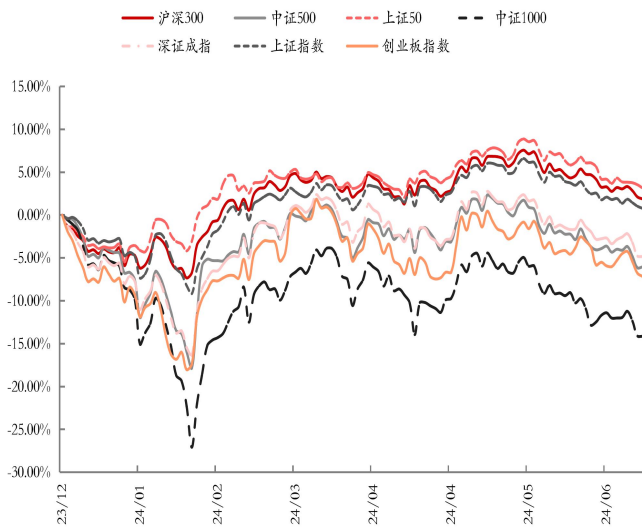
力不足，市场呈现箱体震荡态势。风格方面，大盘蓝筹整体相对占优并抗跌，而小盘在2月调整显著，虽然在节后有所反弹，但是波动幅度较大。上半年市场情绪与活跃度相对低迷，成交量和换手率有一定下滑趋势，整体仍处于近一年的中枢位置。

图表 2: 主要指数今年涨跌

主要指数	今年以来涨跌
上证 50	3.13%
沪深 300	1.88%
上证综指	0.78%
深证成指	-4.83%
中证 500	-6.02%
创业板指	-7.16%
中证 1000	-14.13%

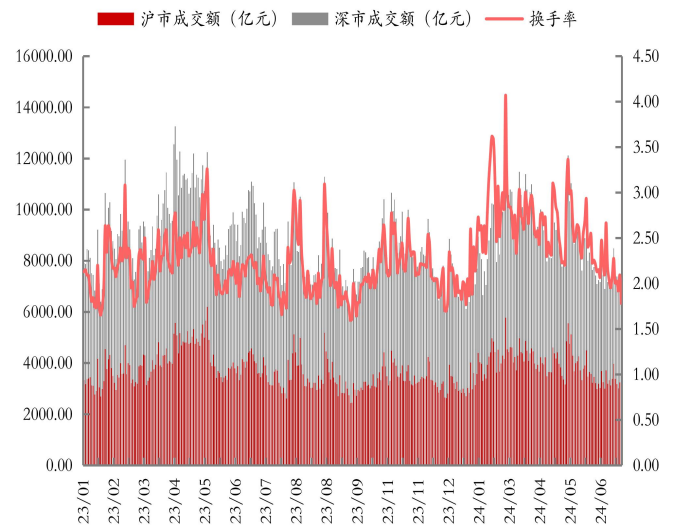
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

图表 3: 主要指数今年走势



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

图表 4: 两市成交量及换手率

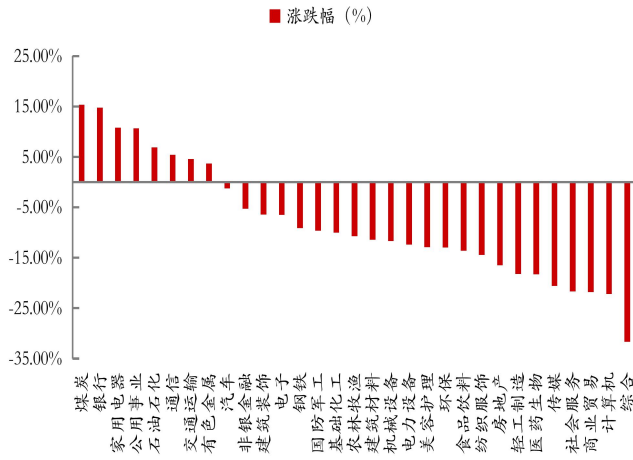


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

行业表现方面，呈现结构分化特征，各板块涨少跌多，偏大盘蓝筹、稳健价值风格、红利风格等相关方向表现靠前。就申万一级行业而言，煤炭、银行、家电等涨幅靠前，而计算机、传媒、商业零售表现靠后。

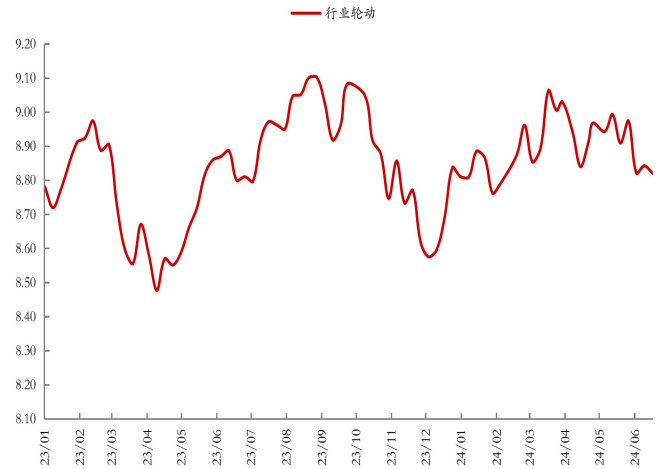
行业轮动方面，以申万一级行业周度收益排名变化的标准差来刻画行业轮动情况。可以看出今年上半年行业轮动呈现先升后降的态势。一季度大小盘风格轮动切换较明显，进入二季度，大盘风格稳定持续表现，小盘则进入调整。

图表 5: 申万一级行业今年涨跌



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

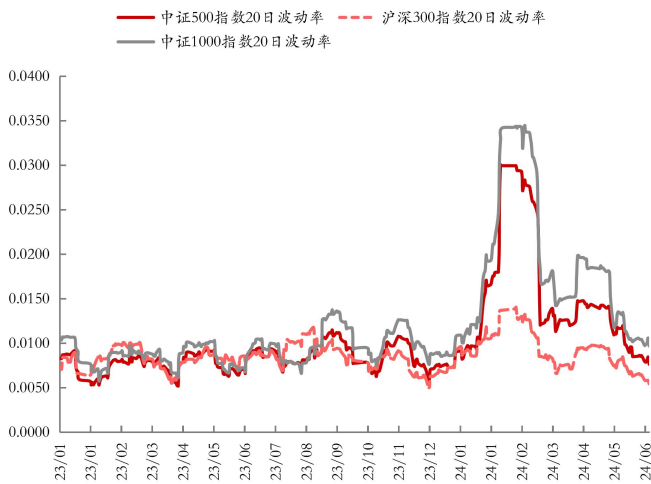
图表 6: 申万一级行业轮动



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

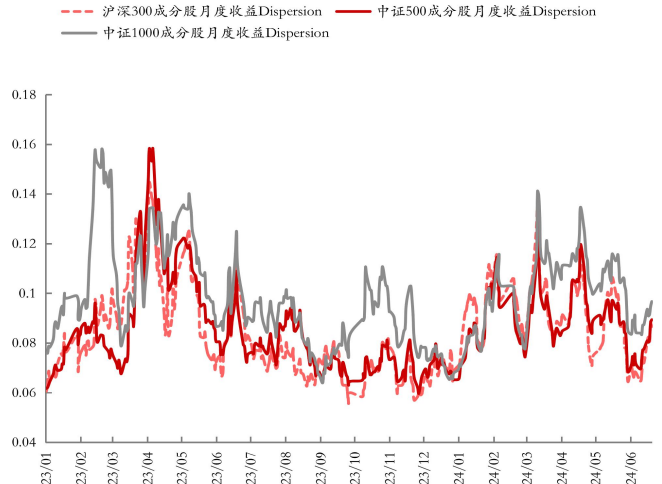
从主要时序波动率来看,一季度中证 500 与中证 1000 的波动率大幅拉升后下降,主要是受到小盘流动性危机以及风格极致切换的影响,在市场逐步修复并稳定后;二季度各指数波动率有下滑趋势,整体波动率处于近一年高位。截面波动率方面,一季度主要指数截面波动率呈现震荡抬升的趋势;二季度以来呈现下降走势。

图表 7: 主要指数时序波动率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

图表 8: 主要指数截面波动率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

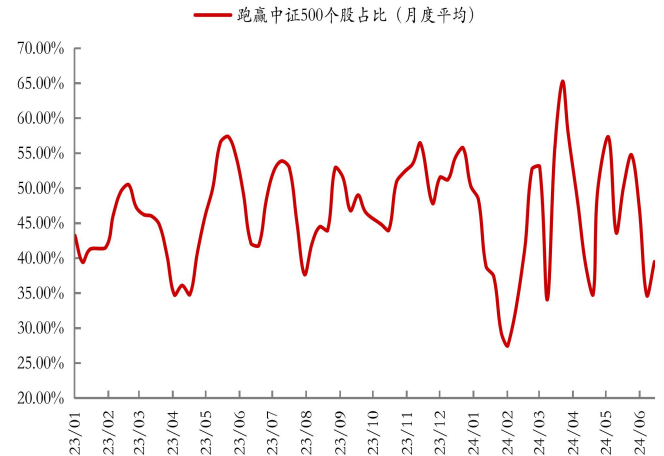
个股分化程度是影响量化股票阿尔法收益的重要指标之一,今年上半年个股分化程度呈现先升后降的趋势,在 2 月初极端行情下有一波快速拉升,随后回归至近一年常态化水平。收益跑赢中证 500 的占比反复震荡,上半年震荡波幅加剧,个股活跃度较好,但是稳定性不高。

图表 9: 个股分化程度 (5 日平均)



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

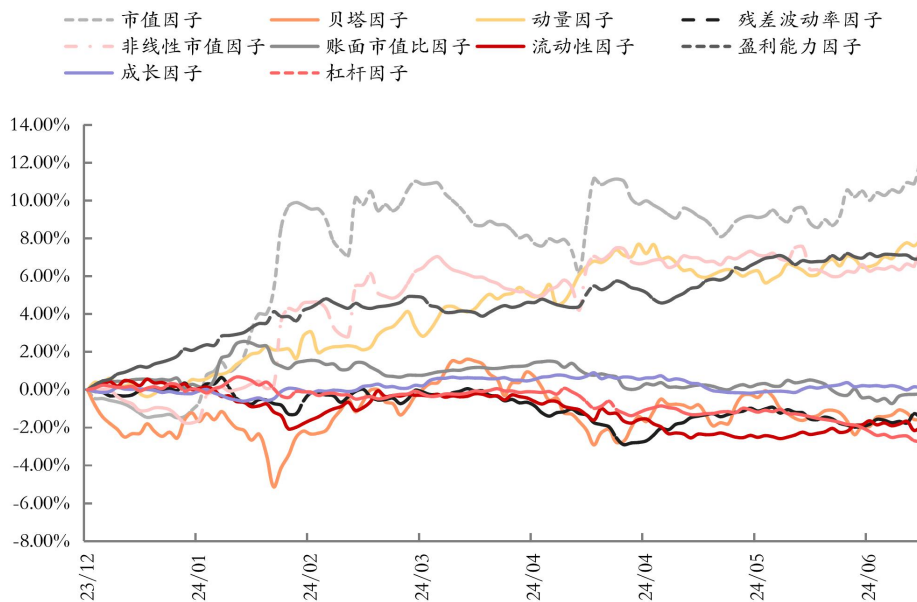
图表 10: 跑赢中证 500 的股票数量占比



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

Barra 因子方面, 动量因子和账面市值比因子表现靠前, 而流动性、贝塔因子表现靠后。因子表现的稳定性在一季度相对较弱, 二季度稳定性有所提升。

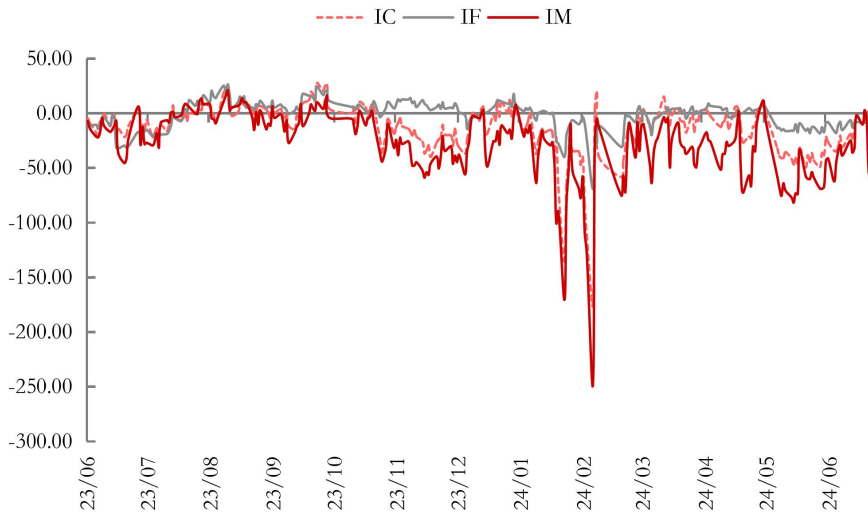
图表 11: 今年以来 Barra 风格因子走势



资料来源: JoinQuant, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

股指基差主要影响到市场中性策略的对冲成本。IC 和 IM 在一季度经历了较大的基差波动, 先是 1 月中小盘大幅调整, 贴水快速走阔, 而后 2 月初大量资金流入 ETF 带动 500 和 1000 指数拉涨, 使得基差快速收敛, 2 月向后基差相对稳定。上半年而言, IC 和 IM 基差波动相对较大, IF 基差表现稳定。

图表 12: 今年以来股指基差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

2.2. 主观多头策略

以私募排排网的主观多头策略指数来观测全市场主观多头产品的平均表现水平。主观多头策略先抑后扬，年初股票市场不断探底，市场交投情绪低迷，大幅拖累策略表现。自春节后，在经济复苏预期、各项政策预期的催化下市场有所修复，结构化行情相对显著，风格相对明确，对于主观多头策略而言能够获取收益机会。虽然仍是亏损的状态，但是整体向上修复动力较强。

图表 13: 今年以来主观多头策略收益表现



资料来源: 私募排排网, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

产品层面，主观多头产品表现有一定分化，大约 40%左右的产品录得正收益。

图表 14: 主观多头产品表现情况

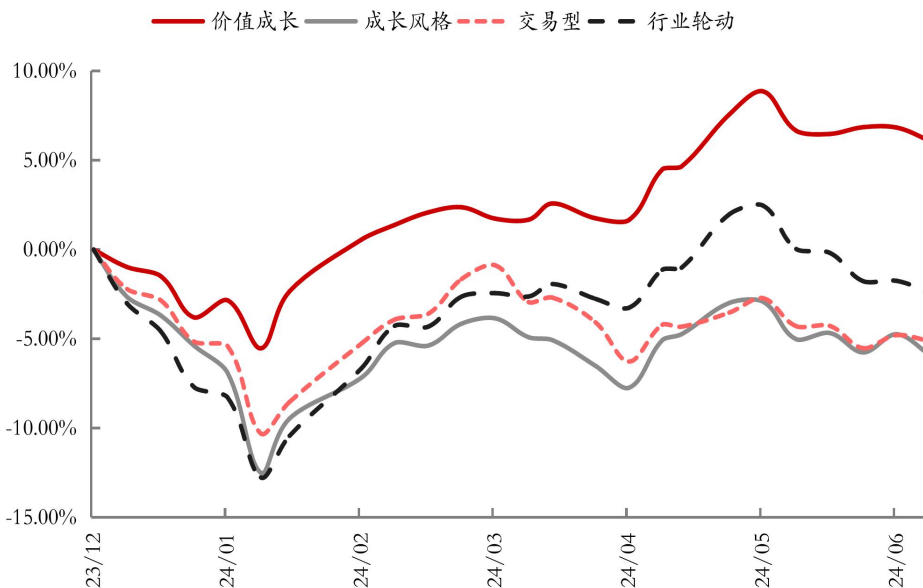
产品表现	25%分位	中位数	75%分位	标准差
主观多头	5.97%	-1.13%	-9.97%	18.93%

资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

按投资风格来看，具体分为**价值成长**（估值合理与成长性并重）、**成长风格**（聚焦在高景气度、高增长行业板块）、**行业轮动**（结合市场风格以及行业发展趋势度进行灵活调整）、**交易型**（注重波段交易，偏向于追踪热点、事件驱动）这四类。由于主观多头策略不是本研究院关注的重点策略，每类风格下面仅挑选了 15 家左右的代表型管理人及产品拟合成风格指数，以做展示。

就样本中的各类风格表现而言，方向性较为一致，收益空间有所分化。价值成长风格表现领先，在上半年经济基本面表现反复、稳增长政策驱动背景下，市场偏好的大盘蓝筹以及红利风格占优，相应板块以及安全边际高的股票表现较好，带动此类持有权重股、红利赛道等核心资产的管理人表现突出；行业轮动表现其次，自年初小盘出现流动危机，市场风格以及资金偏好转向大盘，行业轮动风格的管理人基本切换到了相应的板块做配置，从而取得一定表现；成长风格波动较大，尤其是年初对小市值板块的调整较为显著，主要影响了成长性较强的一些行业，春节后虽有所反弹，但是相应板块整体表现一般；交易型风格在上半年行情中未体现出优势，一方面市场风格相对集中，另一方面交投活跃度较低。

图表 15: 今年以来主观多头各投资风格表现



资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

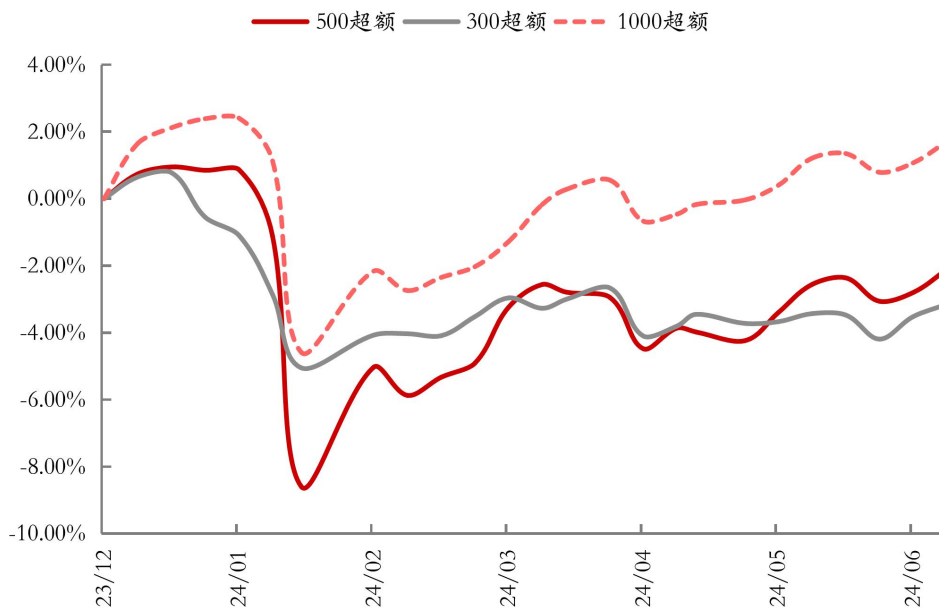
2.3. 量化多头策略

以私募排排网的指数增强策略指数来观测全市场指数增强产品的平均表现水平。绝对收益方面，上半年 300 指增策略录得-0.64%，好于 500 指增策略（-8.13%），好于 1000 指增策略（-12.55%）。超额收益方面，1000 指增的超额表现遥遥领先，其次是 500 指增，最后是 300 指增，同比去年上半年表现均有所下滑。波动方面，500 指增和 1000 指增的超额波动明显大于 300 指增。

就 Beta 方面而言，各类风格表现分化显著，上半年大盘较为强势，在市场调整过程中相对抗跌，而中小盘表现相对低迷，尤其是小盘调整显著，扭转了去年小盘强大盘弱的格局。

从 Alpha 角度来看，年初小微盘流动性危机引发市场大幅调整，指数不断探底，而后汇金大量增持 ETF 带动 500 和 1000 指数拉涨，阿尔法环境的稳定性受到显著影响，因此出现了超额的历史性较大回撤。春节后以及二季度以来，市场逐步恢复至常态，阿尔法环境有所改善，各类指增的超额也出现明显修复。纵观上半年，市场活跃度不高、个股分化程度一般，阿尔法环境的显著性相较于去年有所减弱；同时市场风格极致变化，量化监管相关政策的出台，宏观以及地缘政治等风险因素突发，对阿尔法环境的稳定性造成影响。在此背景下，指数增强类策略超额表现下滑，波动性加剧。

图表 16：今年以来指数增强超额表现



资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

全市场产品层面，1000 指增优于 300 指增优于 500 指增，正超额相对难做。1000 指增和 300 指增下产品分化程度相对高于 500 指增。

图表 17: 指数增强产品超额表现情况

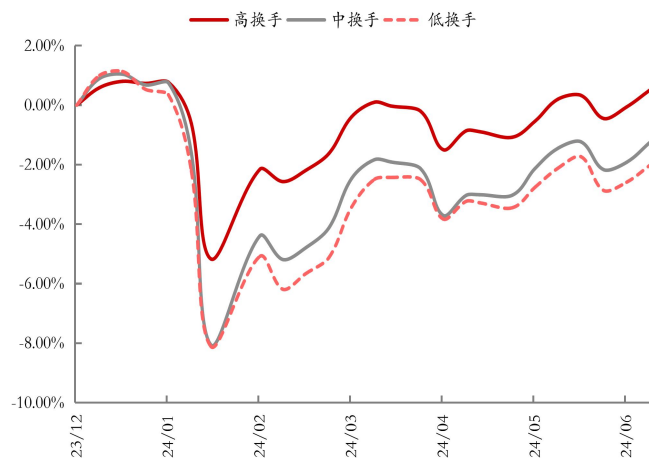
产品表现	25%分位超额	中位数超额	75%分位超额	标准差
300 指数增强	3.53%	1.54%	-1.23%	7.47%
500 指数增强	1.08%	-2.18%	-5.56%	6.73%
1000 指数增强	4.81%	1.16%	-2.60%	7.06%

资料来源: 私募排排网, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

为了更好的跟踪指增产品, 以中证 500 指增为例, 选取了 90 余家管理人进行跟踪。根据换手率进行划分, 低换手 (50 倍以下)、中换手 (50-150 倍)、高换手 (150 倍以上), 分别等权拟合成相应指数。上半年高换手管理人超额表现优于中换手管理人优于低换手管理人, 高换手管理人在年初的超额波动也相对更小。

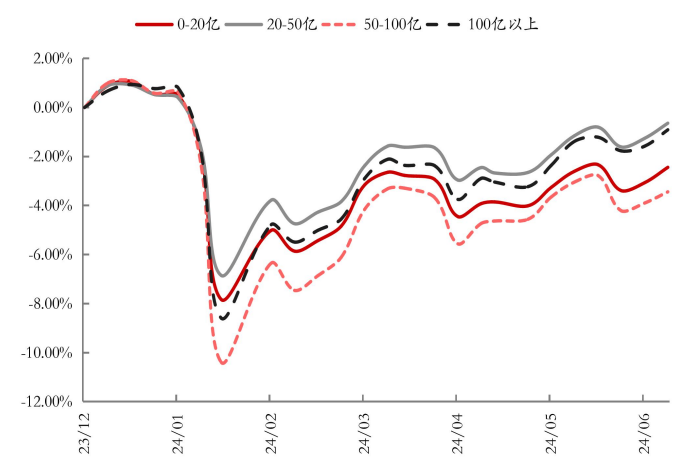
此外, 管理规模一定程度上也影响到超额表现的空间与稳定性。将上述管理人按照规模划分为 0~20 亿、20 亿~50 亿、50 亿~100 亿、100 亿以上四类标签, 分别等权拟合成相应指数。不同规模的管理人超额表现相对接近, 中小型管理人 (20~50 亿) 以及大型管理人 (100 亿以上) 超额表现靠前; 中型管理人 (50 亿向上) 以及小型管理人 (20 亿以下) 超额表现较靠后。

图表 18: 500 指增不同换手率的超额表现



资料来源: 私募排排网, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

图表 19: 500 指增不同规模的超额表现

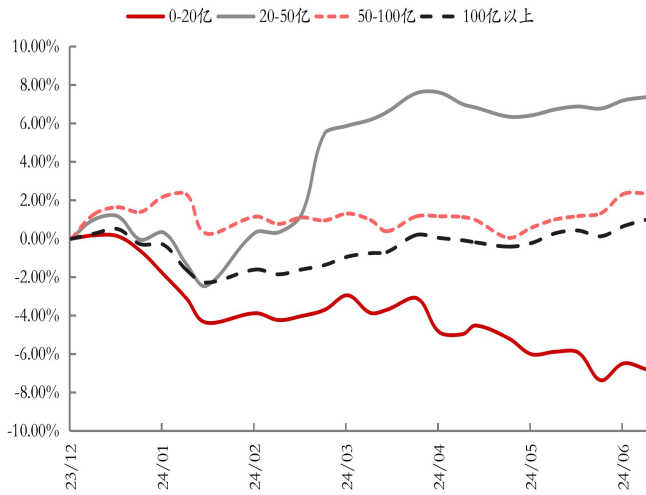


资料来源: 私募排排网, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

300 指增在跟踪管理人 50 余家, 各规模区间管理人表现较分化, 大型管理人 (100 亿以上) 表现相对占优, 小型管理人 (20 亿以下) 表现最弱。

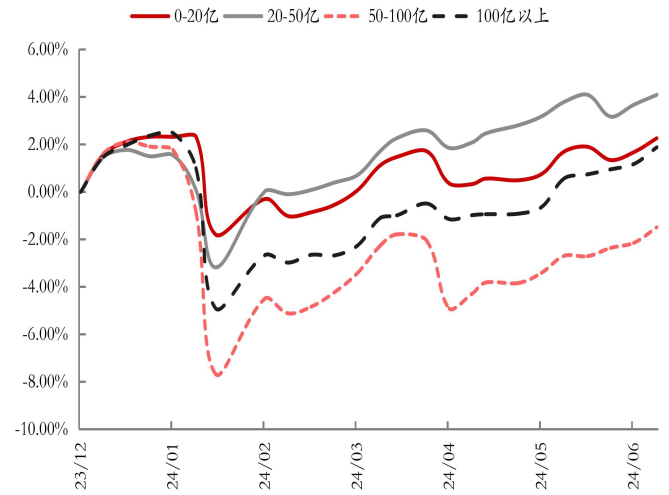
1000 指增在跟踪管理人 70 余家, 各规模区间管理人表现均比较稳定, 中小型管理人 (20~50 亿) 以及小型管理人 (20 亿以下) 表现靠前。

图表 20: 300 指增不同规模的超额表现



资料来源: 私募排排网, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

图表 21: 1000 指增不同规模的超额表现



资料来源: 私募排排网, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

以私募排排网的量化选股策略指数来观测全市场量化选股产品的平均表现水平。与主观多头策略走势相近, 年初大幅调整后有所修复。对比主观多头策略, 量化选股在上半年的波动更大, 收益能力较弱, 扭转了近两年量化选股持续强势的格局。大部分量化选股模型以量价因子为主, 相对更偏好选择小市值、成长性高以及弹性更大的股票, 往往触发越跌越加仓的交易结果, 在上半年该类风格表现不佳, 同时波动较大, 因此拖累策略表现。

图表 22: 今年以来量化选股策略收益表现



资料来源: 私募排排网, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

全市场产品层面，不到 1/3 的量化选股产品录得正收益，占比低于主观多头策略，分化程度与主观多头接近。

图表 23: 量化选股产品表现情况

产品表现	25%分位	中位数	75%分位	标准差
量化选股	0.45%	-7.41%	-14.52%	18.33%

资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

2.4. 股票多空策略

本报告中所讨论的股票多空策略主要是量化类策略，市场上还有主观股票多空策略，不是本次覆盖重点。就在跟踪的管理人样本为例，今年以来股票多空有一定表现，大多盈利。

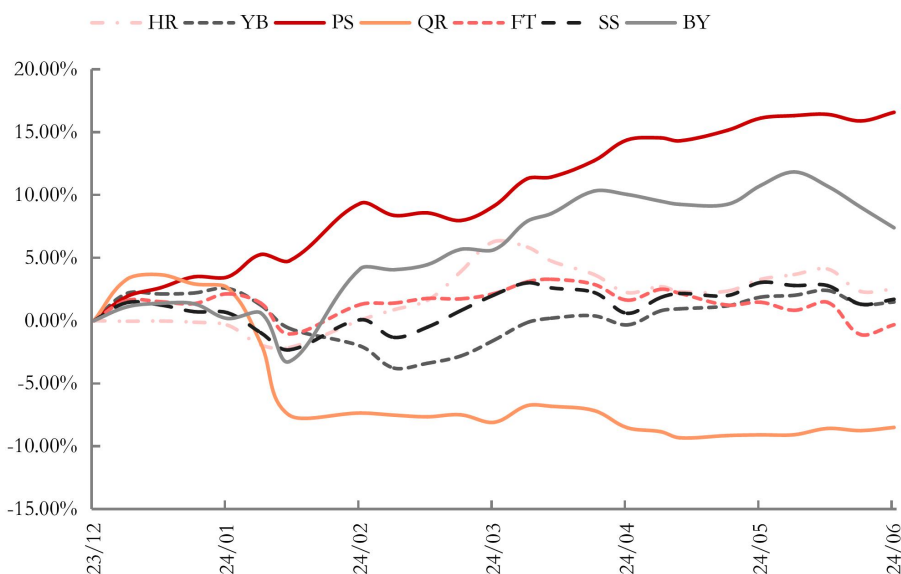
根据尽调了解到的信息，股票多空管理人之间表现差异主要有如下几类因素影响：

(1) **选股模型**。大部分管理人使用多因子模型进行选股，因此直接将该模型的多头信号和空头信号形成对应的多空组合。部分管理人在选股方面则采用了不同模型，来分别选择多头和空头的组合。其次，模型的因子、逻辑也大不相同。

(2) **敞口控制**。一方面，多头和空头在市值方面是否留有敞口。另一方面，多头和空头在行业方面是否留有敞口。

(3) **空头方式**。融券是最为直接的方式，有场内和场外的融券渠道，涉及到不同的业务模式以及费用，因此直接影响到空头阿尔法的收益。其次，融券保证金新规颁布后，部分管理人加入股指期货进行对冲。

图表 24: 今年以来部分股票多空管理人表现



资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

2.5. 市场中性策略

以私募排排网的市场中性策略指数来观测全市场市场中性产品的平均表现水平。市场中性策略在年初出现较大回撤，春节后开始震荡修复。市场中性产品中以500中性、1000中性居多，因此该策略指数更接近这二者的表现。

拆分来看，多头端 Alpha 收益在上半年表现一般，如上文介绍，尤其是1月末至2月初，500和1000指增超额的大幅回撤，春节后超额才开始向上修复。对冲端而言，在年初股指期货 IC 和 IM 贴水经历短时间内的大幅走阔与收敛，对市场中性策略造成显著影响。春节后基差波动相对有所降低，对冲成本维持在较稳定水平。整体而言，超额端的收益下滑与波动增加，叠加对冲端的基差波动影响，造成上半年市场中性策略表现不及预期。

图表 25：今年以来市场中性策略收益表现



资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

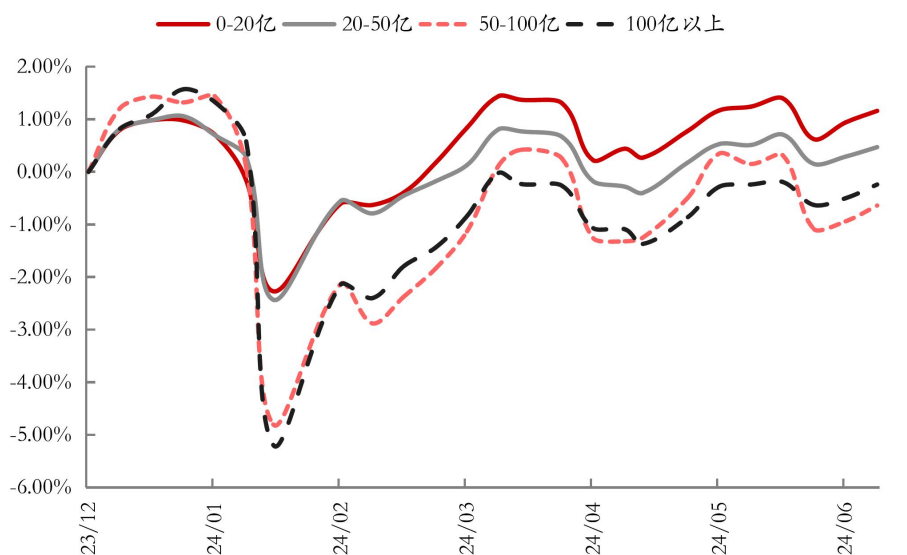
全市场产品层面，一半以上市场中性产品都录得正收益，收益能力相较去年有所减弱。

图表 26：市场中性产品表现情况

产品表现	25%分位	中位数	75%分位	标准差
市场中性	3.46%	1.05%	-3.78%	7.73%

资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2023.06.21

市场中性在跟踪管理人 70 余家，将上述管理人按照规模划分为 0~20 亿、20 亿~50 亿、50 亿~100 亿、100 亿以上四类标签，分别等权拟合成相应指数。就样本而言，各规模区间的管理人在上半年表现相近，二季度以来拉开差距。0~20 亿以及 20~50 亿的管理人表现靠前，中大型管理人表现靠后。

图表 27：市场中性策略不同规模的表现


资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

2.6. 股票策略展望

展望下半年，预计股票市场持续震荡修复态势，分化将成为常态化，不确定性仍存。海外方面，欧洲开启降息周期，美联储降息预期反复，但经济、通胀、就业等数据或指向年内大概率降息，流动性有望改善，市场风险偏好或抬升。国内方面，外需的修复叠加政策发力将助推国内经济向好，股票市场的核心驱动从预期修复转向现实验证，下半年有望迎来拐点。此外，地缘政治风险加剧，大选下博弈加剧，对市场形成扰动。在此背景下，市场长期向上修复的态势不变，结构化行情或持续，预计股票类策略仍将受到一定磨损，长期来看对股票策略持中性偏多态度。就子策略而言，主观多头由于其仓位相对集中，灵活的配置在确定性高以及边际安全性更高的部分板块，能够获取一定收益机会；而量化多头受到市场风格切换、交投活跃度的影响相对更多，因此我们认为下半年主观多头策略或表现继续优于量化多头。

- 主观多头——就投资风格而言，政策以及基本面均相对有利于大盘风格，红利板块仍是值得配置的方向，能够获得较稳定的回报，降低盈利周期性影响。其次，企业通过出海扩张业务从而推动盈利增速，也符合市场对于更高质量发展模式的偏好，相关行业板块或能够占优。对于私募管理人而言，在精选个股以及基本面挖掘的能力提出更高要求。
- 量化多头——Alpha 环境处于一个相对常态化的状态，超额波动性明显增加。随着政策持续发力，Beta 端长期向上震荡修复。市场或形成大盘 Beta 强，小盘 Alpha 强的格局。就指数增强策略而言，各类风格的绝对收益均能有所表现，建议相对重点配置在大盘指增，同时兼顾中小盘指增，关注风控严格的私募管理人。量化选股策略，由于其持票相对分散，大部分模型相对偏好小票的特征，下半年表现或弱于主

观多头，可以跟踪基本面角度选股这一赛道的管理人。

- 市场中性——多头端，预计超额仍有一定空间，但是波动性也有所增加；对冲端，对冲成本相对稳定，基差波动相较去年有所增大。预计市场中性策略仍有一定表现，但是预期收益降低，大概率表现不及去年，建议寻找有基差管理、对冲成本控制能力的管理人。IF 整体对冲对冲较低，基差波动较小，300 中性建议关注。
- 股票多空——就量化多空而言，随着股票市场修复，预计将有一定收益表现。重点关注管理人在空头端的收益以及整体风控能力。

3. CTA 策略

3.1. 市场情况与策略环境

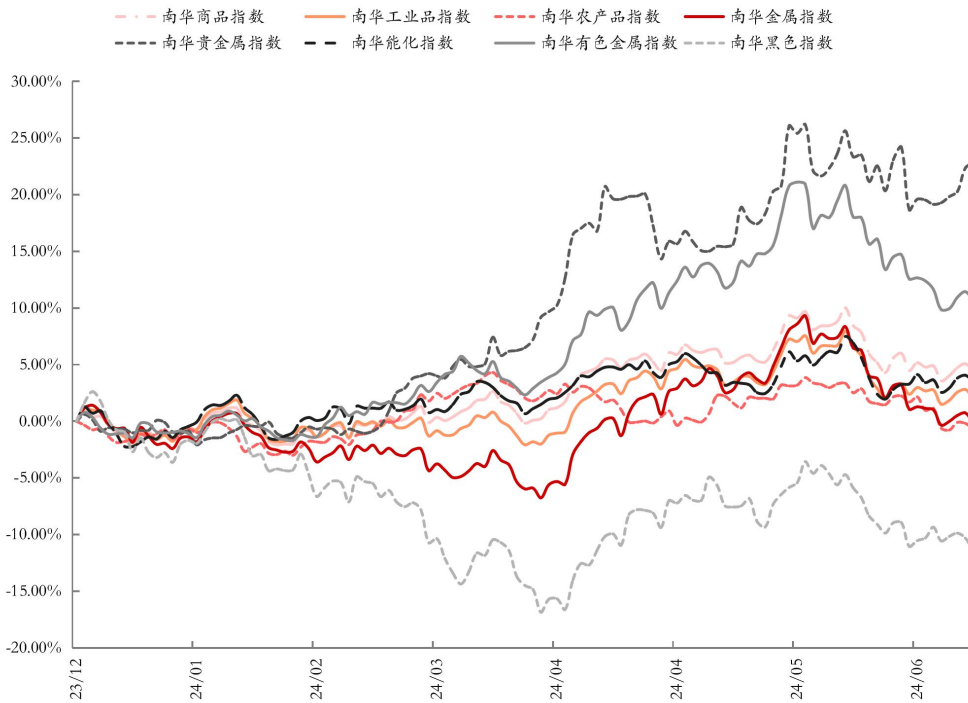
上半年商品市场呈现**震荡向上**的态势。具体来看：

(1) 春节前市场呈现震荡走势，趋势连贯性较差，结构反转的行情延续，板块强弱关系相对不显著。2月初至3月中，商品市场开启反弹，震荡走强，板块之间出现较明显分化。3月下旬，市场再次调整，主要受到黑色板块的拖累。就海外而言，对美联储降息预期的修正、地缘政治冲突风险等因素扰动市场。国内方面，短期内经济复苏处于偏弱状态，房地产利空消息频传，需求变弱。

(2) 二季度以来，4月商品市场呈现出强势上涨的格局，主要是受到美元弱势、经济复苏预期以及地缘政治冲突等因素的催化。涨幅集中在中上旬，临近下旬部分板块出现一定调整，整体趋势行情相对连贯。黑色板块在4月表现领先，扭转了一季度因政策预期兑现而造成的下跌态势，4月以来在制造业投资以及企业利润好转的带动下反弹至春节后的水平。5月商品市场呈现震荡向上的格局，相较4月的强势上涨态势，5月的特点是涨幅有所收窄，波动有所增加，板块间强弱关系有所变化。

就各板块而言，上半年贵金属和有色板块表现强势，涨幅显著高于其他板块。基于对地缘政治的避险情绪，贵金属板块有所表现。此外，制造业景气度改善与需求支撑以及市场持续交易在通胀逻辑，有色板块表现受益于此。黑色板块先抑后扬，一季度大幅回调主要是受到地产链价格下行、春节后消费需求减弱的影响；二季度在制造业投资以及企业利润好转的带动下反弹，但是持续性不佳。能化板块在一季度也有所表现，欧佩克减产以及地缘冲突因素，带动原油震荡上行，二季度则持续震荡。总体而言，上半年各板块间表现方向性较一致，但阶段性分化，同时板块强弱关系相对不稳定。

图表 28：今年以来南华商品指数走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

图表 29：今年以来各商品指数收益

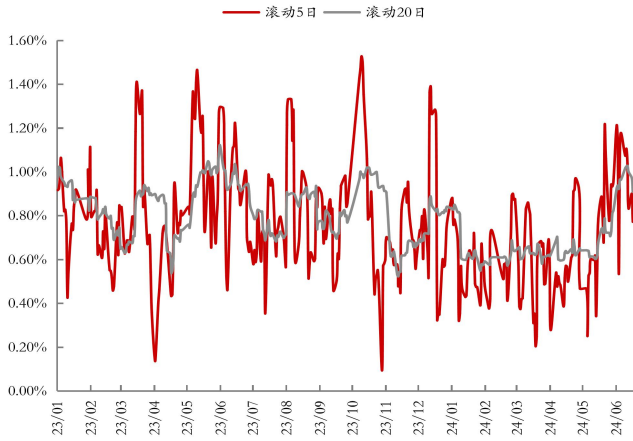
主要指数	今年以来
南华贵金属指数	22.86%
南华有色金属指数	10.63%
南华商品指数	4.39%
南华能化指数	3.50%
南华工业品指数	2.06%
南华农产品指数	-0.66%
南华金属指数	-0.22%
南华黑色指数	-11.42%

资料来源：Wind，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

波动率方面，中长期波动水平（滚动 20 日指标）和短期波动水平（滚动 5 日指标）均有一定抬升趋势。上半年，中长期波动水平有震荡抬升，尤其在二季度波动率提升显著，

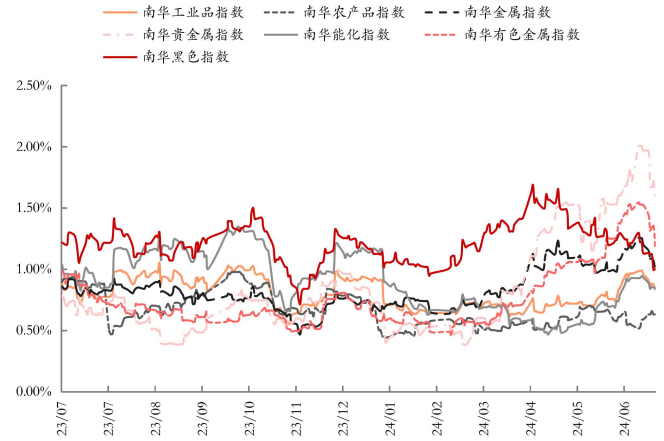
短期波动水平较去年有所放大。各板块的波动率而言，今年以来贵金属和有色板块波动较大，农产品和能化板块波动率相对较小。

图表 30：南华商品指数波动率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

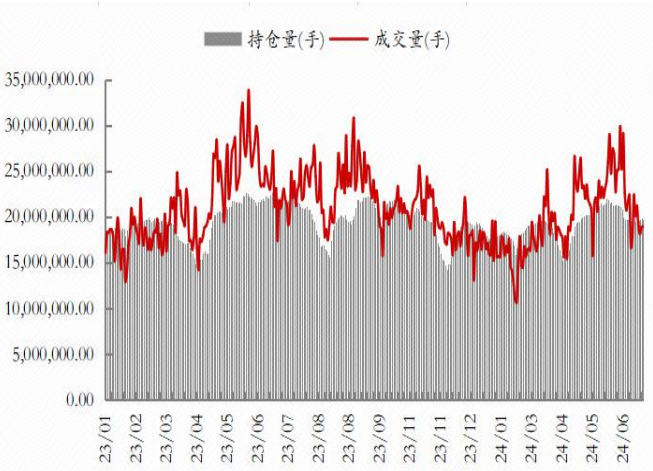
图表 31：各板块波动率（滚动 20 日）



资料来源：Wind，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

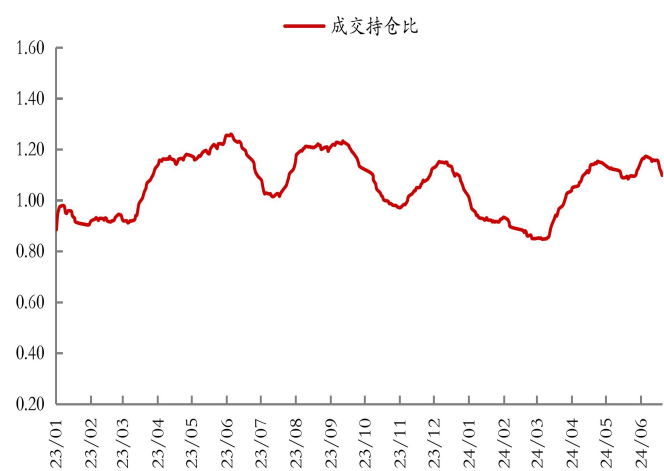
市场活跃度方面，观测成交持仓比指标，上半年成交量呈现上升态势，二季度末有一定回落，持仓量增长幅度较小，整体稳定。就成交持仓比而言，上半年有所提升，活跃度在修复的趋势中伴随着震荡。

图表 32：商品市场成交与持仓



资料来源：Wind，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

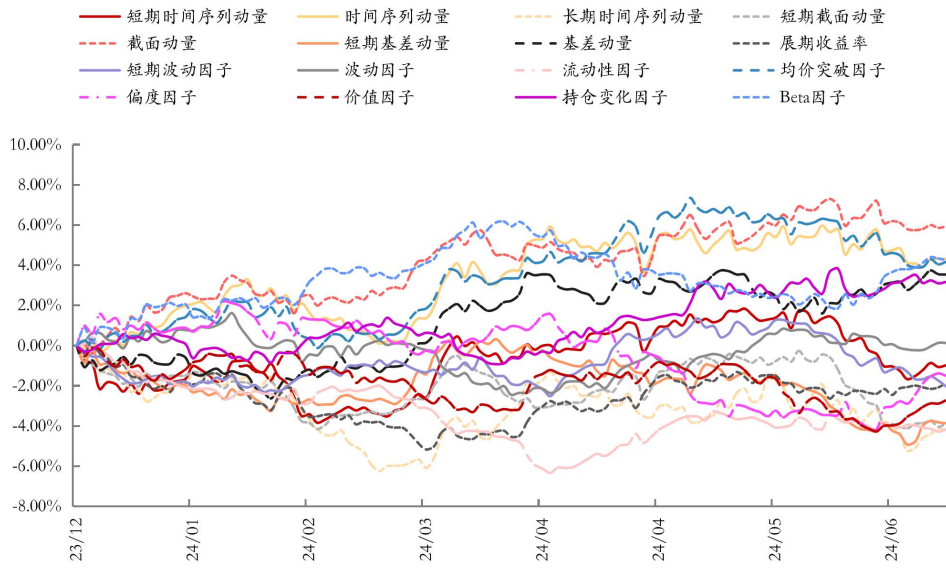
图表 33：商品市场成交持仓比



资料来源：Wind，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

上半年大部分风格因子有所表现，进入二季度各因子表现趋于稳定。中周期因子表现优于短周期因子优于长周期因子，具体而言，中周期截面因子表现靠前，好于中周期时序因子；短周期时序因子优于短周期截面因子。期限结构因子、基本面相关因子在上半年表现震荡。

图表 34: 今年以来风格因子走势

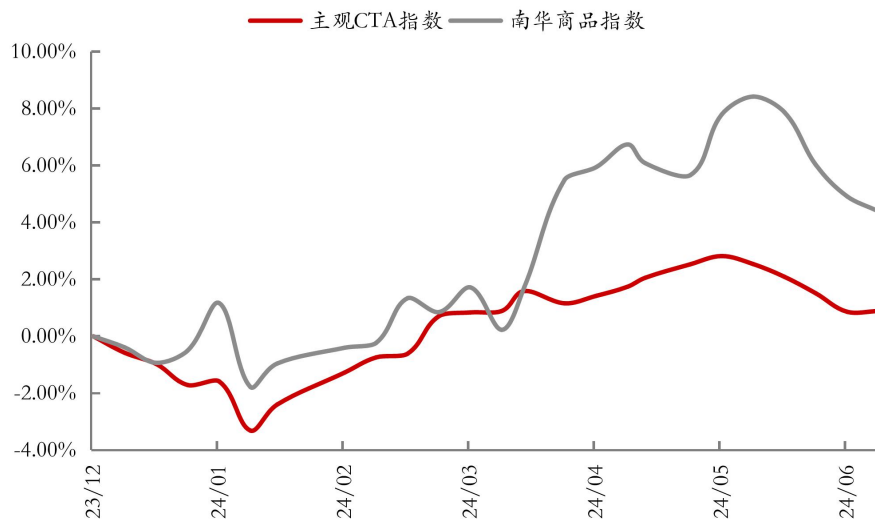


资料来源: 火富牛, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

3.2. 主观CTA策略

以私募排排网的主观CTA策略指数来观测全市场主观CTA产品的平均表现水平。上半年主观CTA先抑后扬，一季度的结构化行情在2月以来比较明显，部分板块的趋势较为连贯，3-5月大部分板块的趋势性行情仍在延续，对于主观CTA策略而言能够把握住一定机会，二季度末市场进入调整。

图表 35: 今年以来主观CTA策略收益表现



资料来源: 私募排排网, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

全市场产品而言，主观CTA产品表现分化较大。

图表 36: 今年以来主观CTA产品表现情况

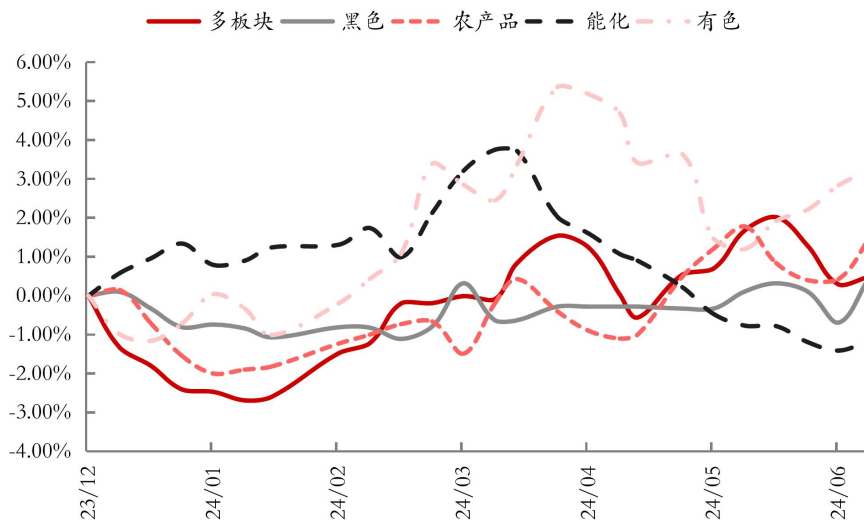
产品表现	25%分位	中位数	75%分位	标准差
主观CTA	7.42%	0.90%	-4.09%	20.01%

资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至2024.06.21

主观CTA管理人持仓品种板块和数量相对集中，往往有自己的能力圈板块，以**多板块、黑色、农产品、能化、有色**这五类标签对于跟踪池的管理人代表产品进行划分，每类标签下平均5-8只产品，通过等权平均的方式拟合成相应标签指数。

就在跟踪管理人而言，有色板块指数表现领先，同时波动也最为显著，受益于制造业景气度改善与需求支撑以及市场持续交易在通胀逻辑，有色板块下的主要品种在上半涨幅居前，带动配置该板块的管理人有所表现。多板块、黑色以及农产品板块指数整体表现相对平稳，此两个板块的上涨集中在个别月份，在上半整体的趋势度行情相对一般。能化板块指数自二季度以来持续下跌。就跟踪样本而言，管理人采用趋势跟踪、套利、宏观对冲等多种类型的策略复合的方式运行。

图表 37: 今年以来各板块指数表现



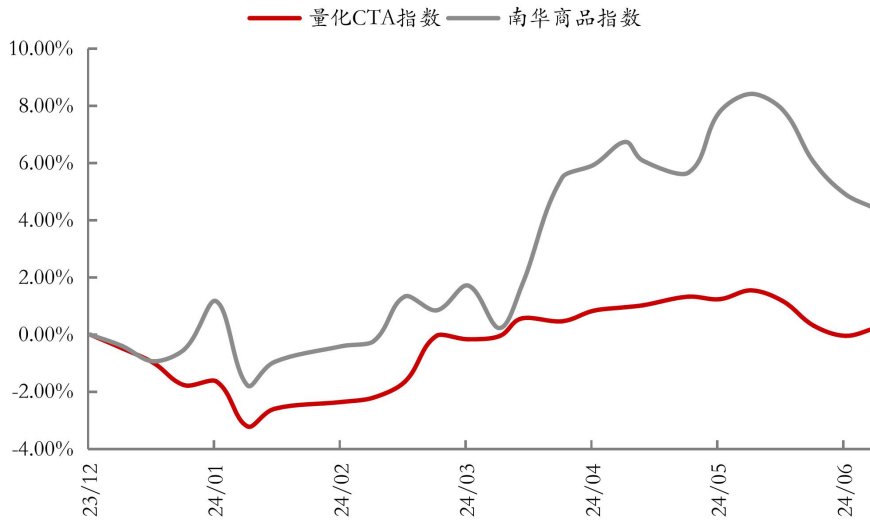
资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至2024.06.21

3.3. 量化CTA策略

以私募排排网的量化CTA策略指数来观测全市场量化CTA产品的平均表现水平。量化CTA上半年走势和主观CTA比较一致，但是收益能力相对较弱。春节前整体市场波动率与活跃度较低，整体行情较为震荡，量化CTA较难做出收益，持续回撤。春节后随着市场修复，整体策略环境有所改善，一方面是市场波动率与活跃度有所抬升，另一方

面是各板块均呈现出一定趋势行情，有利于量化CTA表现。二季度末市场调整，策略受到一定磨损。

图表 38：今年以来量化CTA策略收益表现



资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

全市场产品而言，量化CTA产品表现整体弱于主观CTA，只有后半段产品相对略好于主观CTA，但是整体分化程度优于主观CTA。

图表 39：量化CTA产品表现情况

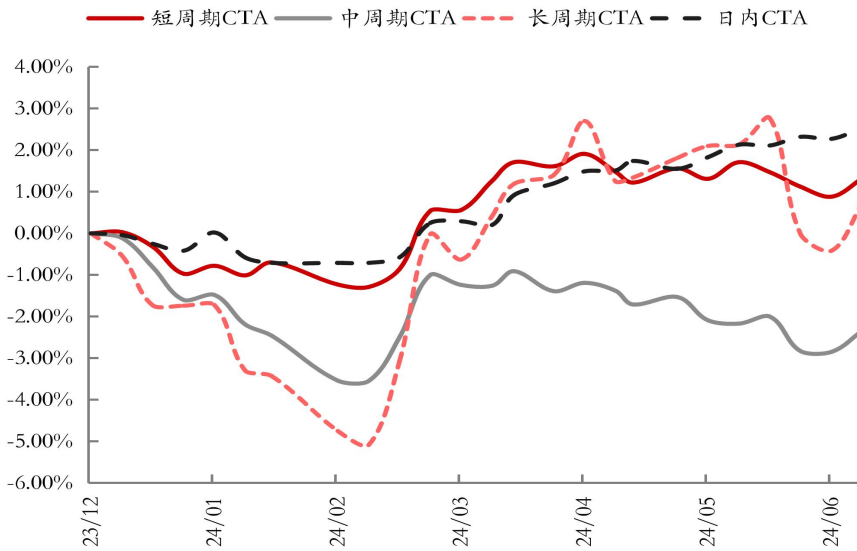
产品表现	25%分位	中位数	75%分位	标准差
量化CTA	4.96%	0.68%	-2.67%	13.29%

资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

具体到不同持仓周期方面，分为了日内、短周期（5天以内）、中周期（1-2周）、长周期（2周以上）四类标签，各选取了25家左右的代表性管理人产品等权拟合成相应指数（以下的各类标签指数也是基于同样的跟踪样本）。

今年以来，日内策略的跟踪样本表现靠前，其次是短周期和长周期，表现最弱的是中周期。日内和短周期CTA整体呈现相对平稳的上行趋势，在一季度的低波行情下呈现横盘的走势，自二季度以来市场活跃度提升，二者的表现也有所提升，短周期策略在5-6月持续磨损。中周期CTA在上半年表现较弱，仅在三月短暂反弹，其他时间均震荡下跌，主要受到策略逻辑影响较大，中周期策略样本下多运行截面策略，在上半年表现不佳。长周期CTA波动较大，自3月以来较连贯的行情下收益表现领先，但是在二季度末市场调整下回调显著。可以看出今年上半年有较显著的行情，短和长周期都有抓住，但是市场环境有所震荡和减弱，对策略表现造成磨损。

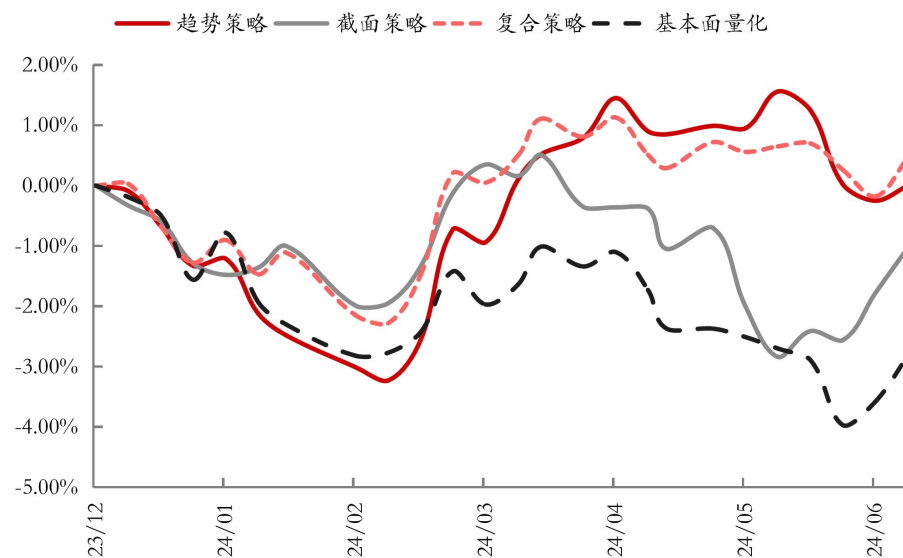
图表 40: 今年以来量化 CTA 各周期表现



资料来源: 私募排排网, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

就量化 CTA 策略逻辑而言, 具体分为了**趋势策略**、**截面策略**、**基本面策略**以及多策略叠加的**复合策略**这四类标签。今年以来, **复合策略>趋势策略>截面策略>基本面策略**。趋势策略与复合策略整体走势比较一致, 在上半年阶段性行情的背景下, 趋势跟踪类策略获取了相对连贯的收益, 在 6 月有所调整。截面策略上半年表现较弱, 尤其是二季度以来, 市场各板块普涨的行情下, 板块间分化较小, 难以获取相对强弱的收益。基本面策略持续弱势, 行情受到宏观层面影响较大。

图表 41: 今年以来量化 CTA 各子策略表现



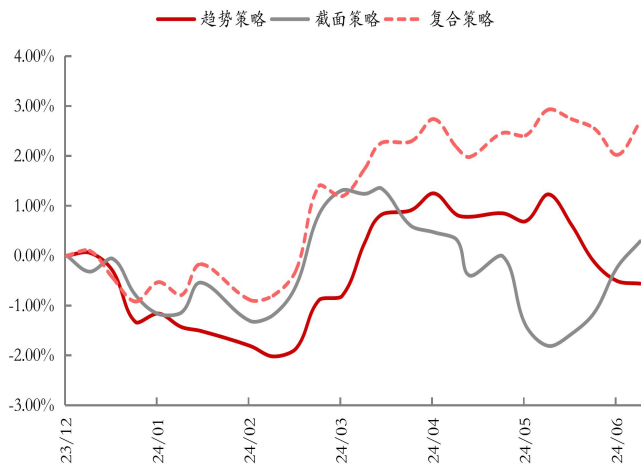
资料来源: 私募排排网, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

为了清晰的了解今年量化CTA的细分表现，将持仓周期与子策略逻辑两两对应进行更加细化的比较，此处未将日内CTA这一标签纳入比较。

各周期下子策略表现均有一定分化，短周期下复合策略优于截面策略优于趋势策略，其中截面策略的波动较为显著，趋势策略和复合策略走势相对一致。中周期下趋势策略表现领先，截面策略与复合策略均震荡向下。长周期下复合策略与趋势策略整体表现方向一致，3到5月期间二者表现分化。

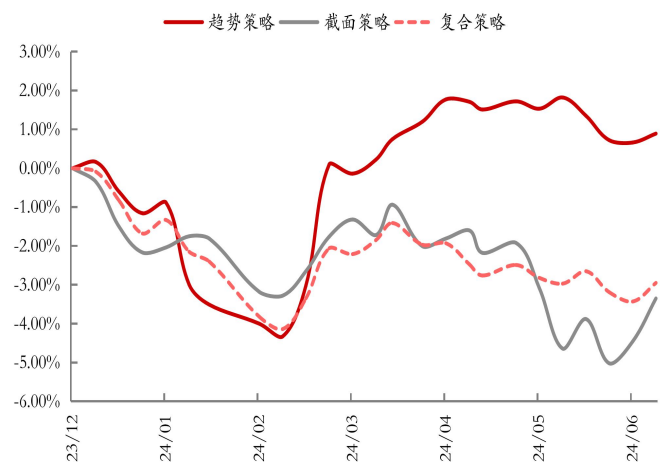
从策略角度而言，趋势和截面除了下各周期策略走势相近。趋势策略下，中周期优于短周期优于长周期。截面策略下，短周期优于中周期。复合策略下，长周期的波动较为显著。

图表 42: 短周期下各子策略表现



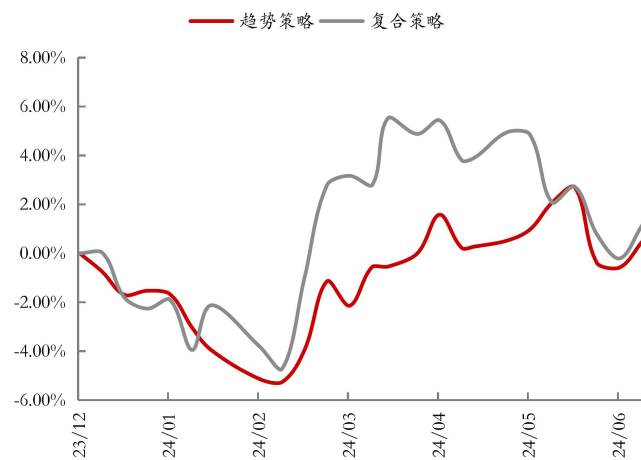
资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

图表 43: 中周期下各子策略比较



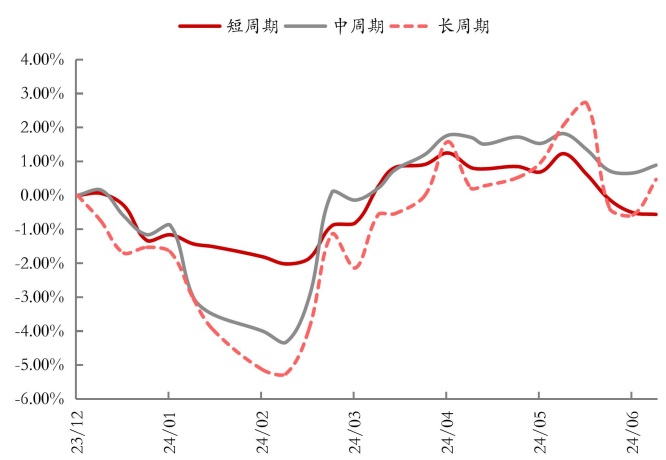
资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

图表 44: 长周期下各子策略表现

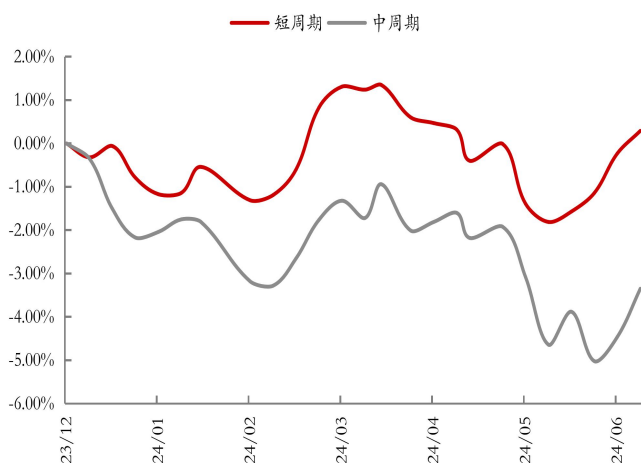


资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

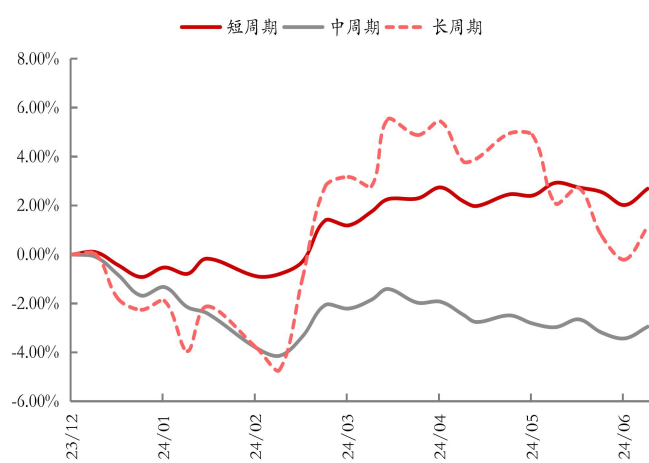
图表 45: 趋势策略下各周期表现



资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

图表 46: 截面策略下各周期表现


资料来源: 私募排排网, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

图表 47: 复合策略下各周期表现


资料来源: 私募排排网, 东证衍生品研究院, 数据截至 2024.06.21

3.4. CTA 策略展望

展望下半年, 我们认为商品市场能够有一定表现。宏观层面来看, 海外降息周期启动, 正在向补库周期过度, 全球需求走弱的预期将被修正, 流动性转宽, 预计中长期能够对商品价格端形成一定提振, 有利于 CTA 策略。但是仍需要关注预期与现实的再平衡, 需求增长与供给的不确定性将会造成市场震荡, 预计市场将维持阶段性的结构化行情。综上, 我们对 CTA 策略持中性偏多态度, 短期内策略表现或仍受到一定磨损, 长期而言相对乐观。在部分板块及品种有一定趋势性的行情下, 持仓相对集中并擅长这类品种的主观 CTA 管理人收益能力会更加凸显, 同时市场逐步回归到产业链的交易逻辑以及面对政策调整, 主观管理人在交易方面更具优势; 而量化 CTA 则持仓相对分散, 面对震荡以及结构化行情的磨损时间相对较长, 因此我们认为主观 CTA 策略或表现优于量化 CTA。

● 量化 CTA 策略

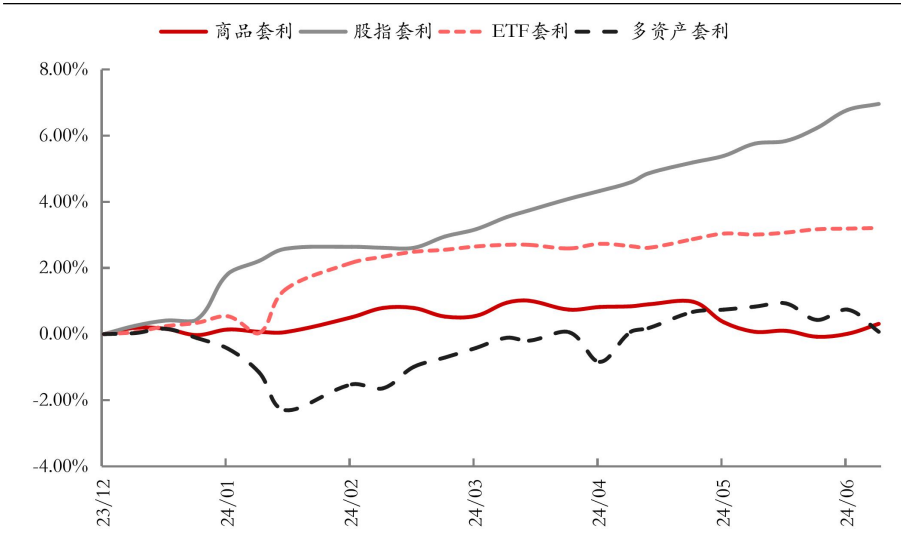
- 周期角度: 长周期策略受益于市场整体向好, 长期表现值得期待, 但短期内的调整和磨损不可避免。中周期对于阶段性机会的行情相对更加适应, 在获取收益的同时能相对控制住回撤。市场活跃度的提升对短周期策略是利好, 预计仍能有所表现。中短周期策略或更适应当前市场环境, 建议重点配置中短周期策略, 兼顾长周期策略。
- 策略逻辑角度: 长期来看趋势策略仍能有所表现, 但短期之内会有所调整。板块间品种分化或加剧, 截面策略有望反弹。宏观扰动因素有所消退, 有企稳的趋势, 预计基本面策略后续能有一定表现。建议重点关注截面策略与基本面策略, 兼顾趋势策略。

- 主观 CTA 策略——预计管理人表现持续分化, 可以关注产业供需矛盾更加清晰的板块以及擅长该板块的管理人。

4. 其他策略

将其他策略的在跟踪管理人等权拟合成相应指数。套利类策略下，上半年股指套利表现遥遥领先，今年股指波动较大，有套利空间。ETF 套利维持相对稳定，在 2 月初汇金增持 ETF 后出现一波拉涨。商品套利在上半年表现较横盘，一方面在 1-4 月商品市场波动率较低，另一方面部分板块与品种价格走势变化快，价差波动大，造成一些尾部风险。

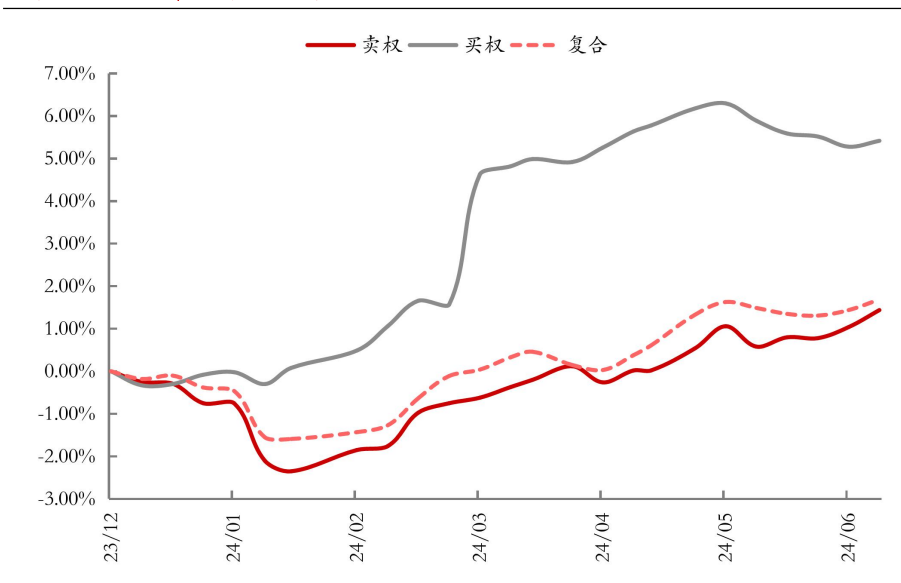
图表 48：今年以来套利策略表现



资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

期权策略下，买权策略表现突出，主要是今年股指和商品均有一波较为明显的波动率上升行情；而卖权和复合策略走势相近，在春节前出现显著回撤。

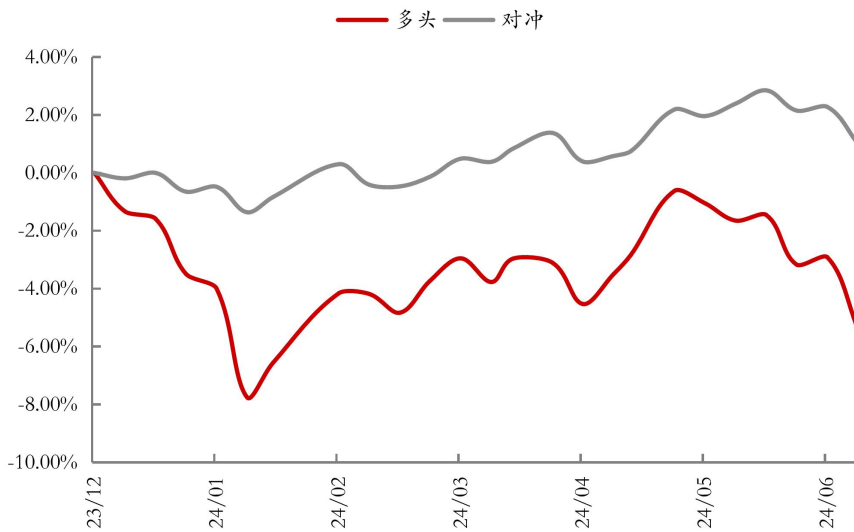
图表 49：今年以来期权策略表现



资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

转债策略下，对冲策略表现稳定；而多头策略先抑后扬，在年初回调显著，春节后震荡上扬，与股票市场走势相近但强于股票市场。

图表 50：今年以来转债策略表现



资料来源：私募排排网，东证衍生品研究院，数据截至 2024.06.21

5. 风险提示

宏观经济衰退、地缘政治风险以及策略自身的风险需要谨慎。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com