

# 行业监管优化，私募回归本源

## ——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、《市场震荡分化，策略不确定性增加——私募基金策略跟踪评价月报》

2024-06-06

2、《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

3、《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

4、《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

5、《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

### 投资要点

⊕**行情回顾**：6月，A股整体表现不佳，呈震荡下行趋势。行业方面，煤炭、房地产、农林牧渔收益领先取得正收益。风格方面，大盘价值占据优势。商品市场方面，6月商品表现较弱，南华商品震荡回调。近期有关私募行业的监管规定频出，旨在加强行业监管，促进私募生态健康化发展。

⊕**股票策略展望**：当前权益市场投资逻辑逐步回归基本面，需等待经济企稳复苏信号以及七月政策出台契机。宏观经济方面，消费、信贷需求偏弱问题等待改善；资金方面，外资净流出和内资活跃度不足反映资金积极性偏弱；政策方面，地产政策持续出台优化，关注重点会议释放的信号；海外方面，需警惕美国大选进程带来的扰动。总体来看，股票市场活跃度有限，需等待政策支持的右侧信号，具体策略上看，对行业周期理解较为准确的主观管理人以及基本面量化为主的量化管理人在目前的环境中更有可能取得不错的超额回报。

⊕**市场中性策略展望**：选股端方面，当前市场大盘价值风格主导，交投活跃度有限，热点有集中趋势，alpha收益的环境一般；对冲端方面，长期而言股指的波动对产品收益影响有限，但短期内可能的贴水波动过程会对市场中性策略净值造成一定的磨损。此外，7月10日证监会为维护市场稳定运行，依法批准暂停转融通业务，受此影响股票多空策略将难以延续，对应私募策略管理人有较大可能会将产品调整为中性策略，届时股指空头持仓可能会出现一定增量，中性策略的对冲成本也会出现一些波动。

⊕**TO策略展望**：市场的整体交易热情有限，或等待指数企稳回升后市场交投活跃度的增加，才能提供一定的TO策略预期收益。同时在监管方面，7月10日证监会就程序化交易监管进展情况答记者问中，也再次明确了程序化交易的一系列监管安排，提到了推动高频交易降频降速和差异化收费等举措，所以也需审慎考量高频类产品收益的变化情况。

⊕**管理期货策略展望**：商品市场当前处于震荡调整期，趋势性行情有所减弱，短期内CTA策略表现也会稍显挣扎，套利类策略收益预期较好。而随着下半年美国大选等不确定性事件逐渐落地，商品市场可能会迎来部分板块内的趋势机会，届时中长周期量化趋势以及基本面驱动的主观CTA管理人可能会有较好的表现。因此我们认为当前对CTA策略的配置以保守为主，类型上偏向短期交易型。

⊕**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.....	7
2.3. 股票策略展望.....	8
3. 相对价值策略.....	8
3.1. 股票市场中性策略跟踪.....	9
3.1.1. 市场风格跟踪.....	9
3.1.2. 市场结构跟踪.....	11
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.....	13
3.1.5. 市场中性策略展望.....	14
3.2. T0 策略跟踪.....	14
3.2.1. 市场成交活跃度跟踪.....	14
3.2.2. 市场流动性跟踪.....	15
3.2.3. 日内振幅跟踪.....	15
3.2.4. T0 策略展望.....	16
4. 管理期货策略.....	16
4.1. 商品市场趋势强度跟踪.....	17
4.2. 商品市场成交活跃度跟踪.....	18
4.3. 管理期货策略展望.....	19
5. 风险提示.....	20

## 图表目录

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

图 21: 南华商品指数持仓量分位数.....	19
表 1: 各市场代表指数收益情况.....	4
表 2: 私募策略 6 月份业绩分布情况.....	5
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.....	6
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.....	17

ij

## 1. 市场行情回顾以及主要策略表现

本报统计时间为 2024.06.01 至 2024.06.30。

6月，A股整体表现不佳，呈震荡下行趋势，市场信心相对较弱的情况下，资金也偏谨慎态度。行业方面，煤炭、房地产、农林牧渔收益领先取得正收益。风格方面，大盘价值占据优势，价值风格领先成长。商品市场方面，6月商品表现较弱，南华商品震荡回调，分板块指数中仅南华能化小幅震荡，其他指数均出现回撤。

近期有关私募行业的监管规定频出，旨在加强行业监管，促进私募生态健康化发展。其中，6月7日上交所、深交所和北交所均发布了《程序化交易管理实施细则（征求意见稿）》，响应证监会此前发布的《证券市场程序化交易管理规定（试行）》，对程序化交易的各个环节作出细化规定，私募中的程序化交易策略，尤其是高频策略需保证自身符合新规定；7月5日证监会发布《私募投资基金信息披露和信息报送管理规定（征求意见稿）》，对私募基金信息披露等环节的监管进行了明确细化，对于私募业绩展示、投资人知情权等问题进行了更进一步的优化管理；7月10日证监会发布公告，依法批准暂停转融券业务，上调私募投资基金参与融券的保证金比例，私募股票多空策略面临更新迭代需求。

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	-2.73%	2.95%
沪深 300	-3.30%	0.89%
中证 500	-6.89%	-8.96%
中证 1000	-8.58%	-16.84%
中证全指	-5.79%	-8.64%
大盘成长	-5.73%	-6.68%
大盘价值	-0.66%	13.67%
小盘成长	-8.66%	-14.63%
小盘价值	-7.95%	-0.83%
南华商品	-2.90%	4.74%
中证转债	-2.68%	-0.07%

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。6月份，从收益中位数来看，宏观策略和债券策略表现较好，相对价值策略次之，股票策略表现不佳。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，组合基金和股票策略表现较差，从最大回撤中位数来看，债券策略和相对价值策略回撤较小，股票策略和组合基金回撤较大。

表 2：私募策略 6 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	-1.57%	-6.94%	-3.74%	-1.73%	0.00%	6.01%	4.13%
	相对价值	-0.47%	-4.74%	-0.80%	0.00%	0.45%	1.37%	2.13%
	管理期货	-0.48%	-4.58%	-1.93%	-0.02%	0.79%	4.24%	3.22%
	宏观策略	-0.11%	-5.35%	-1.40%	0.19%	1.41%	9.18%	4.62%
	债券策略	-0.30%	-3.86%	-0.62%	0.18%	0.48%	1.34%	2.10%
	组合基金	-1.55%	-5.89%	-3.32%	-0.95%	0.06%	1.22%	2.34%
最大回撤	股票策略	-2.79%	-7.38%	-4.09%	-2.35%	-0.56%	0.00%	2.67%
	相对价值	-1.19%	-5.36%	-1.49%	-0.46%	-0.09%	0.00%	1.91%
	管理期货	-1.81%	-5.41%	-2.66%	-1.12%	-0.10%	0.00%	2.49%
	宏观策略	-1.96%	-5.38%	-2.44%	-0.90%	-0.08%	0.00%	4.03%
	债券策略	-0.80%	-4.02%	-0.86%	-0.06%	0.00%	0.00%	1.73%
	组合基金	-1.87%	-5.89%	-3.32%	-1.07%	-0.24%	0.00%	2.12%

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	1.95%	-16.27%	-6.40%	0.59%	7.00%	24.75%	14.68%
	相对价值	0.40%	-10.81%	-2.29%	1.10%	3.29%	9.37%	8.61%
	管理期货	2.22%	-12.16%	-2.15%	1.05%	4.48%	19.67%	12.69%
	宏观策略	8.29%	-10.41%	-0.01%	8.33%	13.70%	32.53%	12.40%
	债券策略	3.15%	-4.52%	0.81%	2.49%	4.77%	11.47%	7.23%
	组合基金	0.51%	-9.42%	-2.86%	0.65%	3.33%	12.21%	6.78%
最大回撤	股票策略	-11.19%	-25.68%	-16.14%	-9.66%	-5.08%	-1.47%	8.01%
	相对价值	-5.74%	-16.84%	-7.55%	-3.28%	-1.27%	-0.16%	7.21%
	管理期货	-5.95%	-17.21%	-7.52%	-4.20%	-1.92%	-0.37%	6.82%
	宏观策略	-6.08%	-16.59%	-8.08%	-4.07%	-2.34%	-0.60%	5.41%
	债券策略	-2.48%	-10.55%	-2.89%	-0.67%	-0.09%	0.00%	4.36%
	组合基金	-6.39%	-17.89%	-8.04%	-5.31%	-2.53%	-0.24%	5.75%

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6月来看，在指数下行影响下，私募股票策略虽然取得一定的超额收益，但绝对收益均为负值。其中主观多头策略表现较好，跌幅最小，其次是股票多空策略，量化多头策略收益率相对最低。近一年来看，股票多空类策略收益最高，回撤控制较好，收益风险比更高。

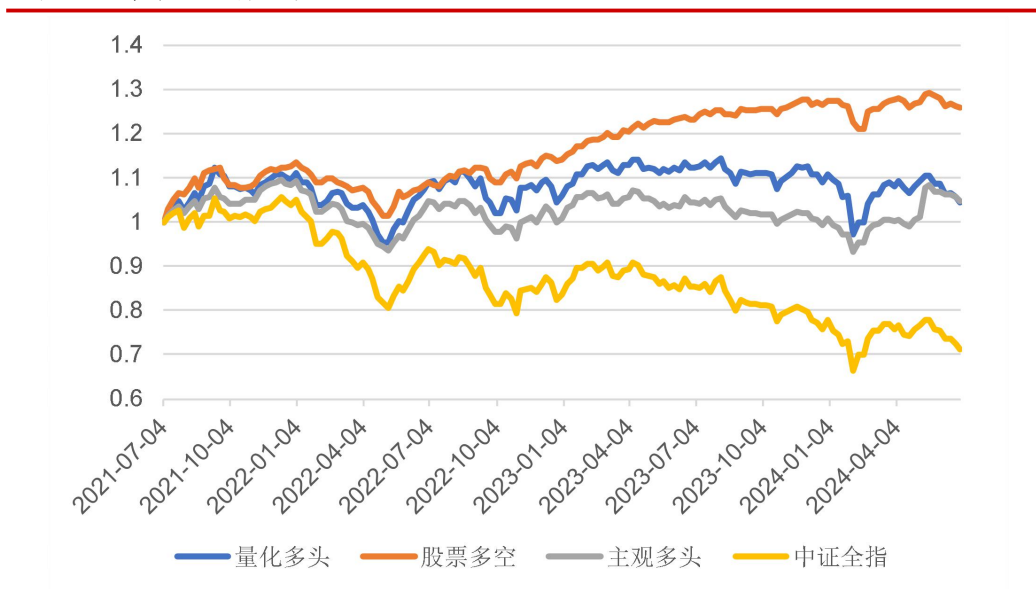
为了跟踪股票策略表现情况，我们分别从仓位、行业配置情况进行分析。

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	-2.05%	4.00%	6.16%	-0.34%	-2.05%	-11.44%	-0.03
量化多头	-3.77%	-4.31%	-3.78%	-7.86%	-3.80%	-15.03%	-0.52
股票多空	-2.17%	-1.75%	-1.30%	0.47%	-2.17%	-5.25%	0.09
中证全指	-5.79%	-6.28%	-8.64%	-16.87%	-6.19%	-26.19%	-0.64

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



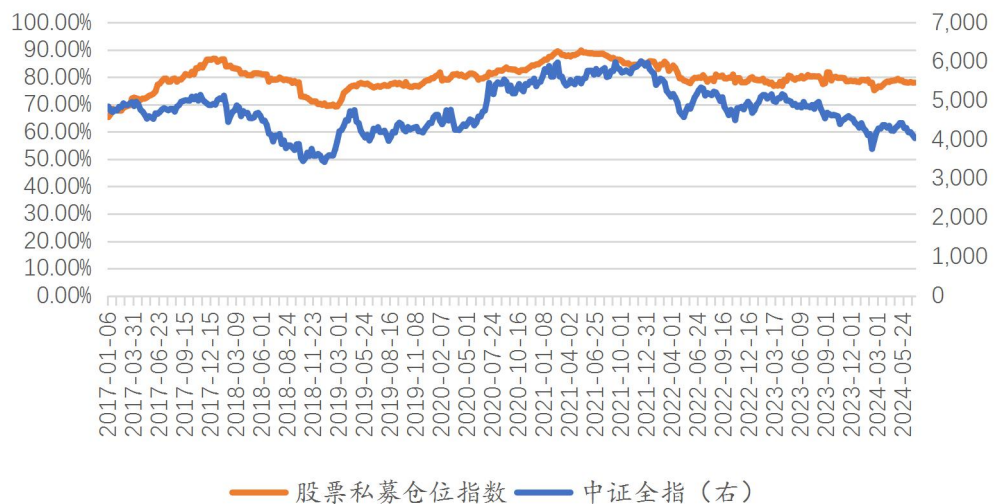
资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

## 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 6 月末，股票私募仓位指数为 77.88%，较上月末下降了 0.15%，近三年仓位平均值为 80.85%。整体仓位延续了下降的趋势，也体现了当前市场环境下私募管理人较为保守的态度，左侧布局偏少，更关注市场止跌反弹后的机会。

图 2：股票私募仓位



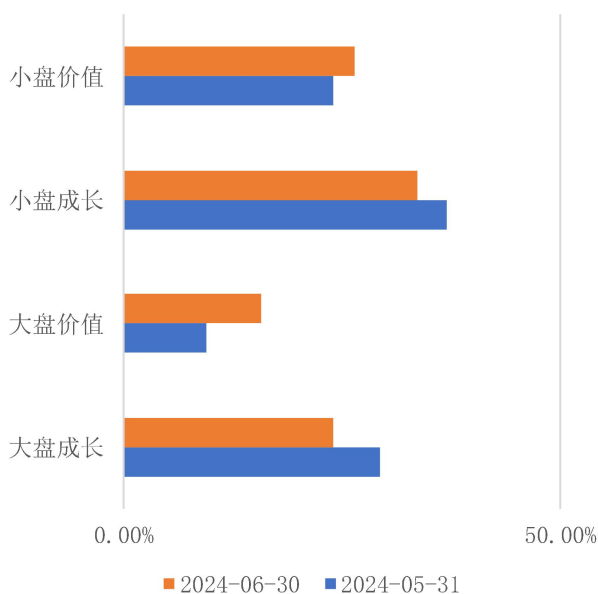
资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

## 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。

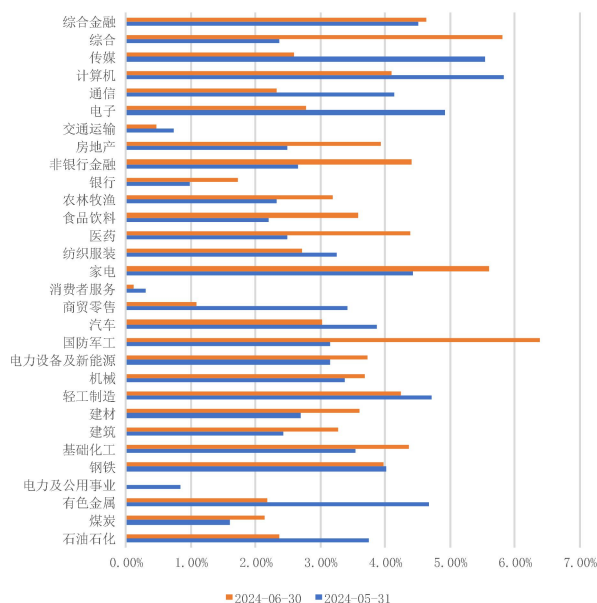
这里我们采用主观多头策略风格和行业分布作为代表，整体来看，风格逐步趋向均衡，大盘风格略偏小盘，相比于上期，价值风格仓位显著增长，大盘价值风格的仓位提升最多。行业配置上，配置排名前 5 的行业分别为国防军工、综合、家电、综合金融及非银行金融，前 5 大行业集中度为 26.85%，相比于上个月大幅度加仓的行业为综合、国防军工和医药，大幅减仓行业为商贸零售、有色金属和传媒。

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，当前权益市场投资逻辑逐步回归基本面，需等待经济企稳复苏信号以及七月政策出台契机。宏观经济方面，消费、信贷需求偏弱问题等待改善，外需压力有可能存在上升风险；资金方面，外资净流出和内资活跃度不足反映资金积极性偏弱；政策方面，地产政策持续出台优化，关注重点会议释放的信号；海外方面，需警惕美国大选进程带来的扰动。总体来看，股票市场活跃度有限，需等待政策支持的右侧信号，具体策略上看，当前市场有所回归基本面定价逻辑，对行业周期理解较为准确的主观管理人以及基本面量化为主的量化管理人在目前的环境中更有可能取得不错的超额回报。

### 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 6 月来看，市场热度较低背景下，股票市场中性策略正收益收窄，T0 策略也表现平平。从近 1 年来看，T0 策略在收益和最大回撤控制上表现更好，整体收益风险比更高。

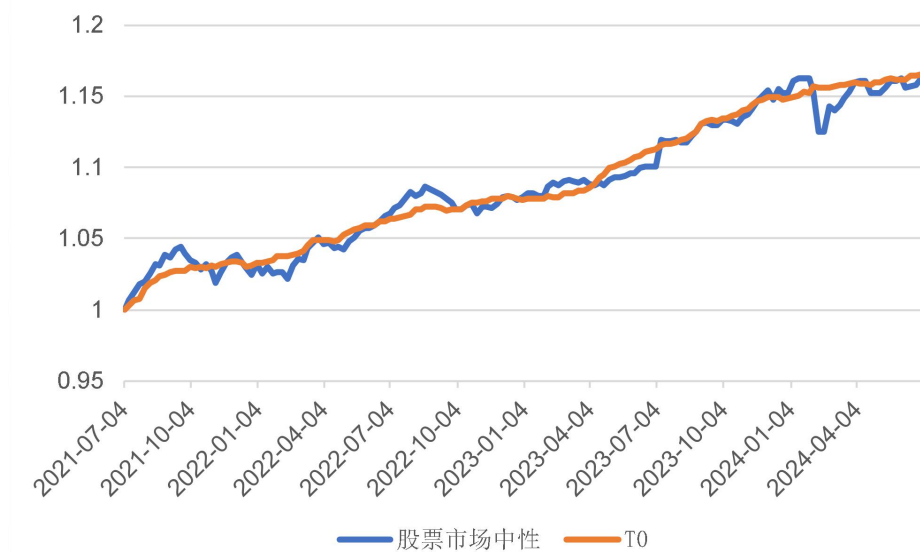
表 5：相对价值策略业绩情况

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	0.18%	0.13%	-0.05%	3.87%	-0.57%	-3.28%	1.17
T0	0.29%	0.56%	1.28%	4.30%	-0.01%	-0.21%	20.49

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。

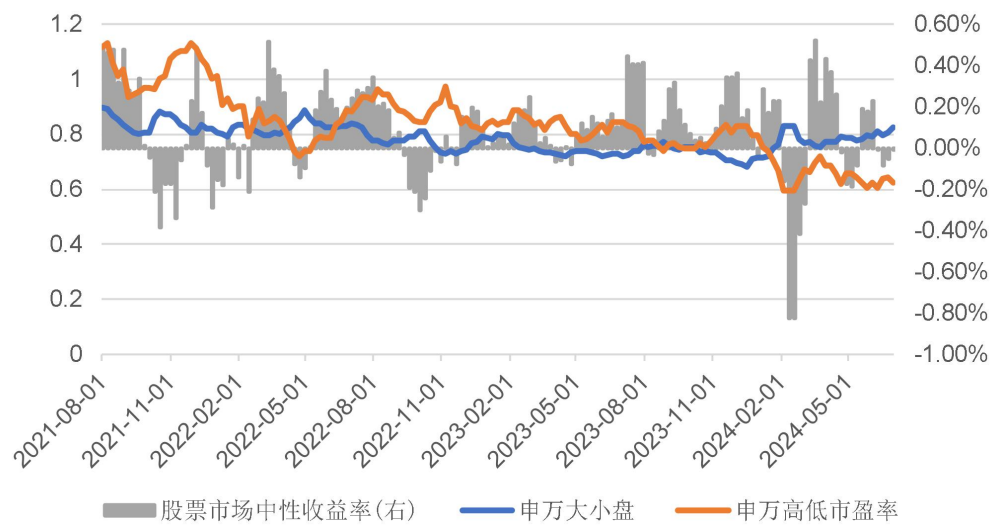
#### 3.1.1. 市场风格跟踪

##### ● 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，6月大小盘风格延续了偏向大盘的方向，不过波动幅度有限，价值成长风格窄幅震荡，较为均衡。整体来看，当前市场大盘价值风格仍占据优势，市场中性策略多头端选股alpha的发挥空间会有一定收窄。

图 6：大小盘风格、价值成长风格走势



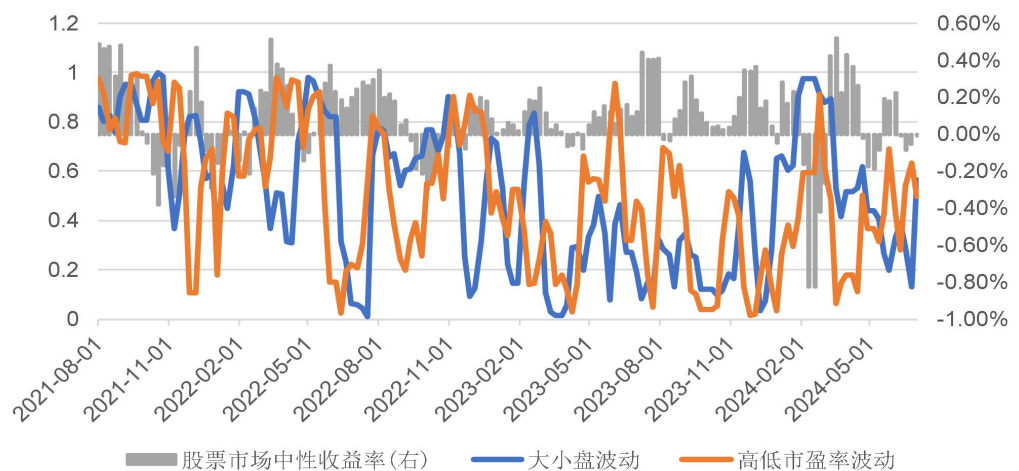
资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

### ● 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，6 月市场风格波动水平整体处于中位偏低区间，大小盘风格波动先降后升，价值成长风格波动小幅震荡，风格发生快速切换的可能性较小。总体来看，当前市场风格较为稳定，切换风险不高，对市场中性策略的风险控制有一定利好。

图 7：大小盘波动和价值成长波动



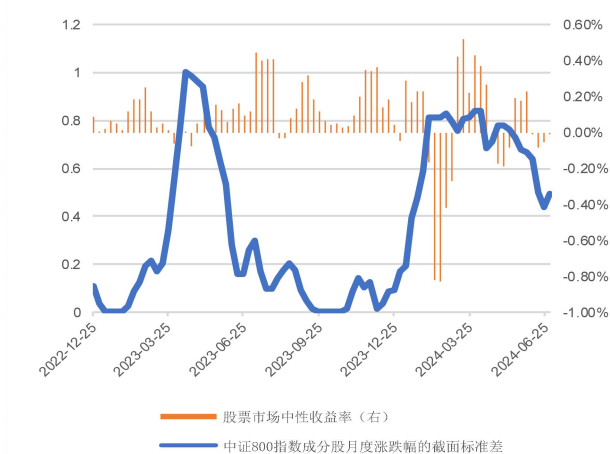
资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

### 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。

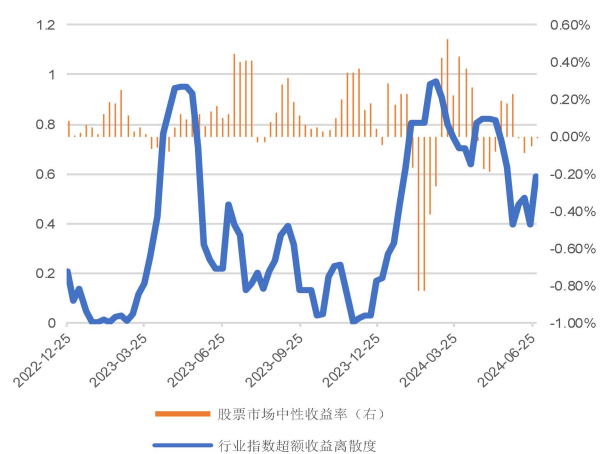
当前来看，6 月个股收益离散度明显下降，市场个股热点有所集中，行业收益离散度整体变化不大。离散度上来看，市场热点分散的程度有所缩小，抱团效应增加，可能对市场中性策略选股端收益产生一定不利影响。

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

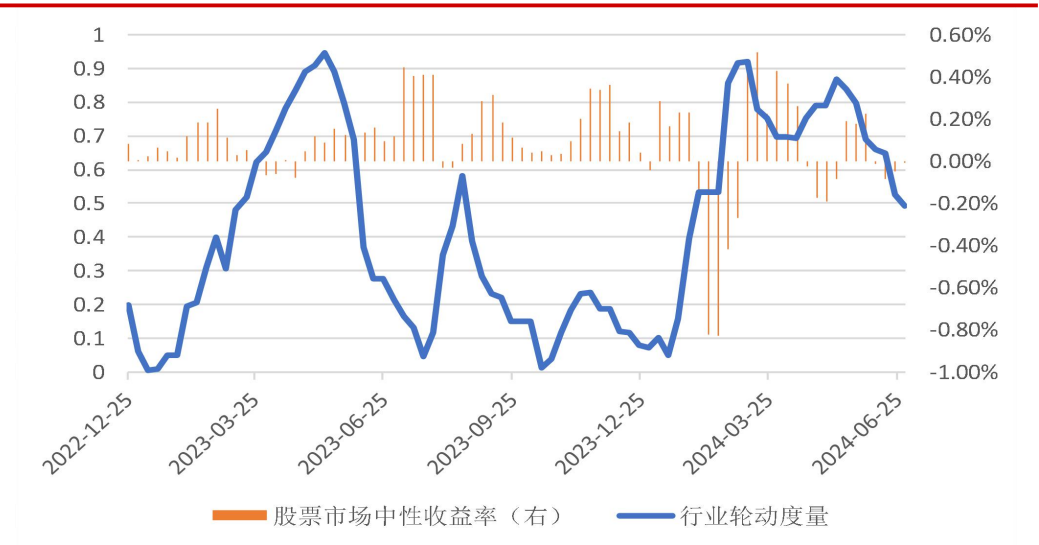


资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

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，6 月行业轮动速度延续了回落走势，位于正常区间段，呈现出行业热点切换速度减慢的特点，较为不利于市场中性策略的表现。

图 10：行业轮动度量

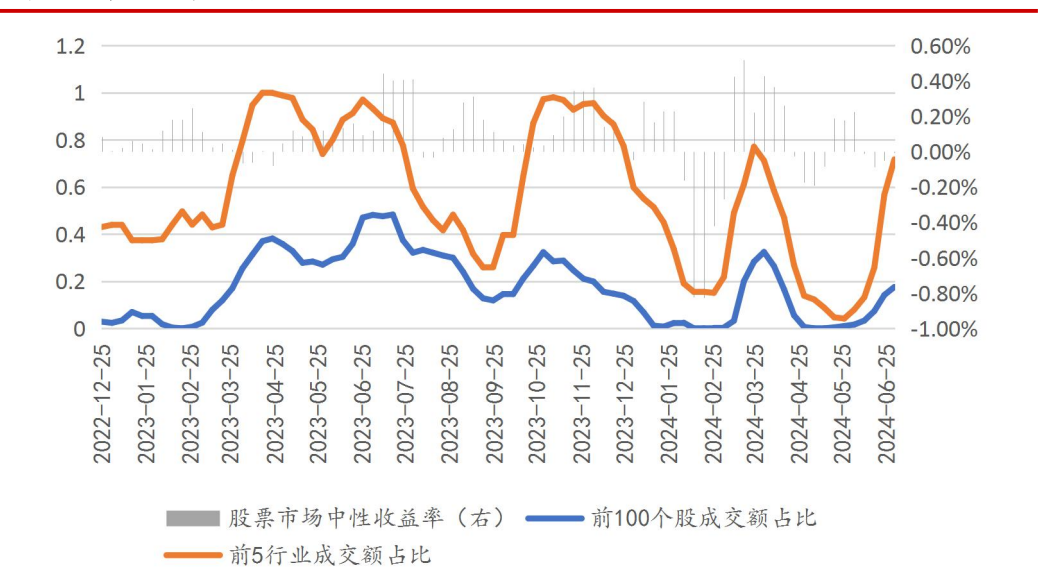


资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

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，6 月行业成交集中度大幅抬升，从低区间增长至临近高区间，个股成交集中度则小幅升高，仍处于低区间范围内。整体而言，行业成交和个股成交呈现一定的分歧，热点行业较为集中，个股层面却较为分散，总体对市场中性策略也有一定的不利影响。

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。

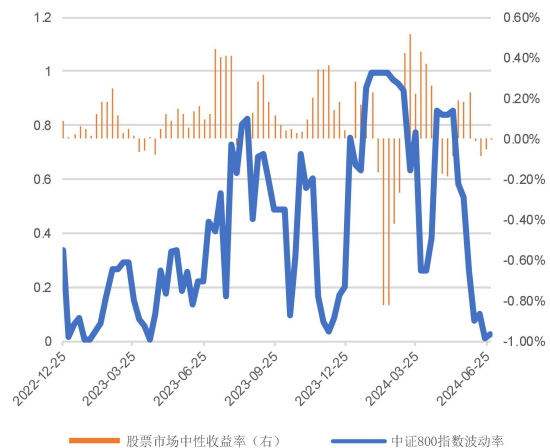
当前来看，6 月市场整体换手率持续下降，回落至正常区间，市场波动率则进一步走低，下滑至 3 年历史极低值附近。整体市场换手活跃度减弱，指数波动率很低，对市场中性策略多头有一定限制。

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



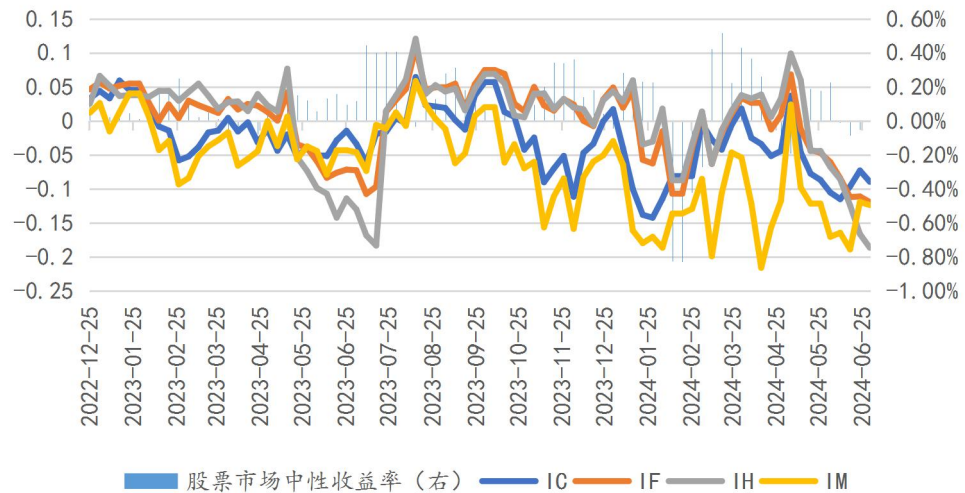
资料来源: Wind, 私募排排网, 华宝证券研究创新部

### 3.1.4. 股指期货升贴水跟踪

我们通过计算 IF、IC、IH、IM 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，6 月股指期货基本在窄幅区间内波动，整体仍处于贴水较深的状态。其中 IH、IF 贴水程度进一步加深，IC、IM 略有收敛，整体上符合预期。在对冲端股指的走势对于中性产品对冲成本的影响较小，后续由于市场调整后向下空间有限，整体股指的贴水水平短期内可能会有所收敛，或对中性策略净值造成一定磨损。

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，选股端方面，当前市场大盘价值风格主导，交投活跃度有限，热点有集中趋势，alpha 收益的环境一般；对冲端方面，长期而言股指的波动对产品收益影响有限，但短期内可能的贴水波动过程会对市场中性策略净值造成一定的磨损。此外，7月10日证监会为维护市场稳定运行，依法批准暂停转融通业务，受此影响股票多空策略将难以延续，对应私募策略管理人有较大可能会将产品调整为中性策略，届时股指空头持仓可能会有一定增量，中性策略的对冲成本也会出现一些波动。

## 3.2. T0 策略跟踪

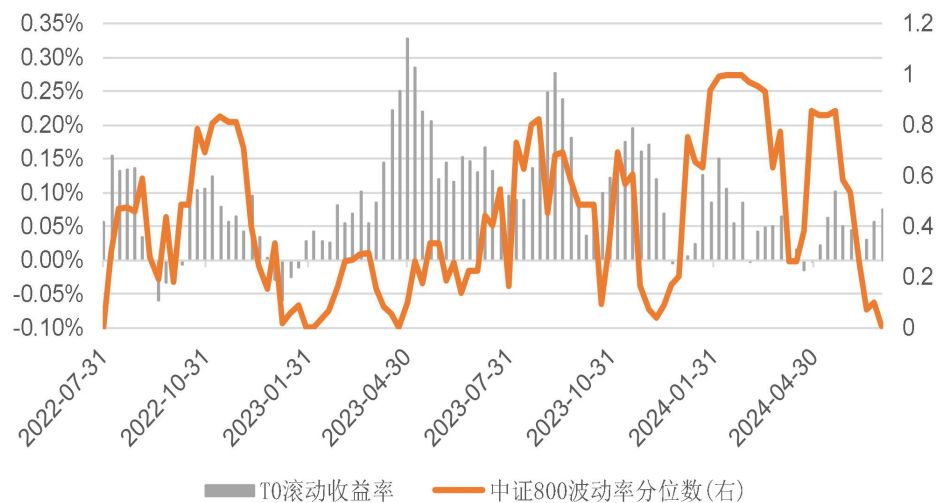
T0 策略又称日内交易策略，持仓时间较短，基于对未来短期股价走势的判断，低位买入，高位卖出，以此来获得价差收益，买入卖出交易在日内完成。

### 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，6 月市场波动率持续走低至历史极低值，市场波动显著减弱，T0 策略的收益空间较为有限。

图 15: 市场波动率跟踪



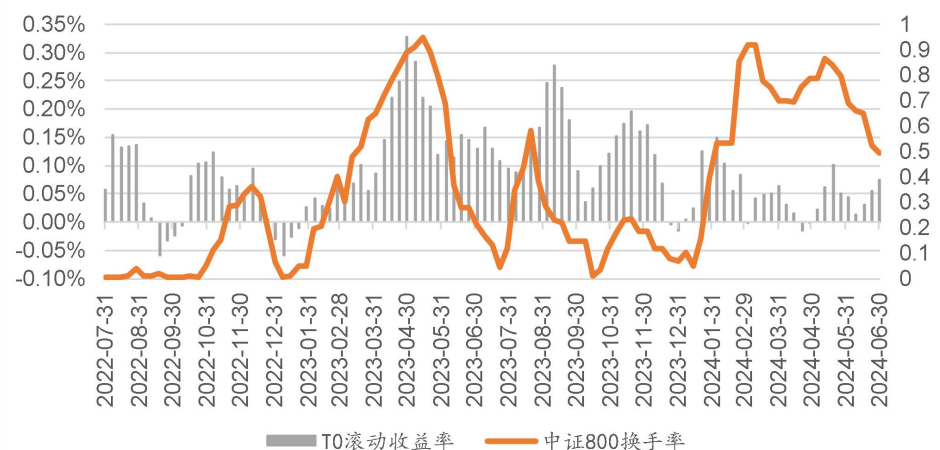
资料来源: Wind, 私募排排网, 华宝证券研究创新部

### 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, 6月市场换手率水平同样呈现下降趋势, 位于中位数水平附近, 市场换手活跃度有所减弱, 不利于T0策略的收益表现。

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

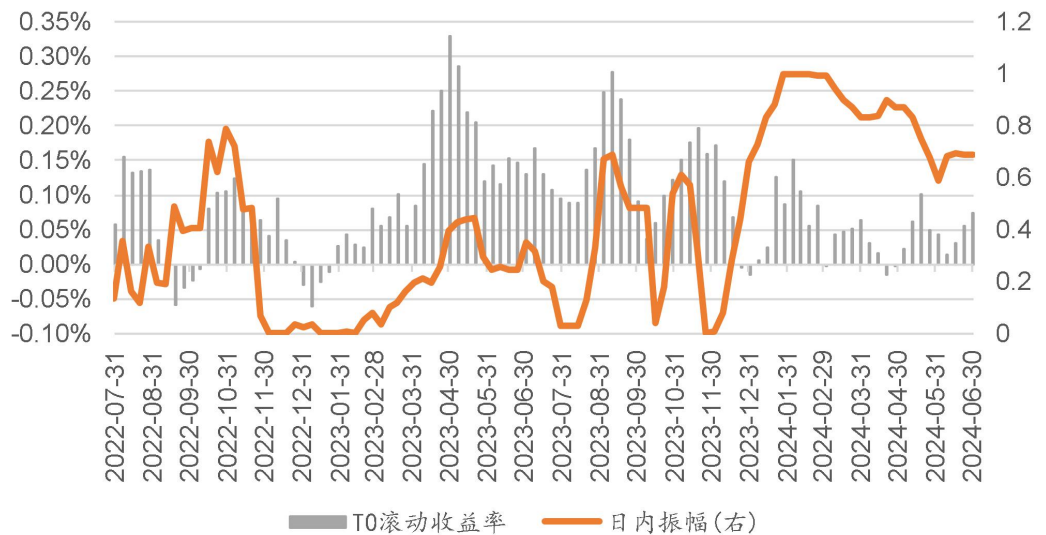
T0策略核心在于日内波动, 通过对日内价差的把握获取收益。因此本文利用日内振幅来衡量日内价差的高低程度。

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

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，6 月日内振幅先降后又小幅回升，整体变化不大，保持在正常区间内，对 T0 策略表现的影响较小。

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，市场的整体交易热情有限，或等待指数企稳回升后市场交投活跃度的增加，才能提供一定的 T0 策略预期收益。同时在监管方面，7 月 10 日证监会就程序化交易监管进展情况答记者问中，也再次明确了程序化交易的一系列监管安排，提到了推动高频交易降频降速和差异化收费等举措，所以也需审慎考量高频类产品收益的变化情况。

## 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 6 月来看，管理期货策略绝对收益上表现平平。其中仅量化套利类策略取得正收益，趋势类策略主观跑输量化。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，量化趋势策略收益优于主观 CTA。

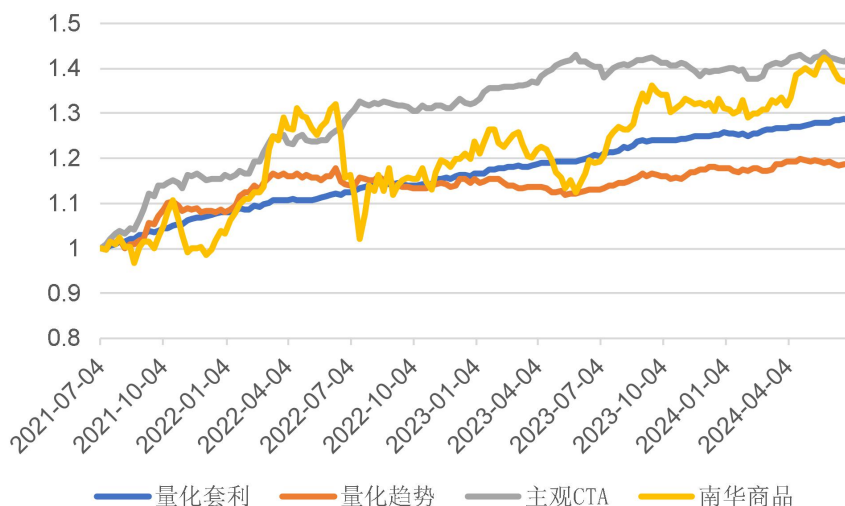


表 6：管理期货策略业绩情况

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	-0.93%	-0.10%	1.55%	1.12%	-1.31%	-3.29%	0.34
量化套利	0.56%	1.27%	2.43%	5.71%	-0.04%	-0.69%	8.27
量化趋势	-0.46%	-0.69%	1.17%	3.47%	-0.59%	-1.17%	2.96
南华商品	-2.90%	4.49%	4.74%	15.26%	-3.98%	-5.86%	2.60

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



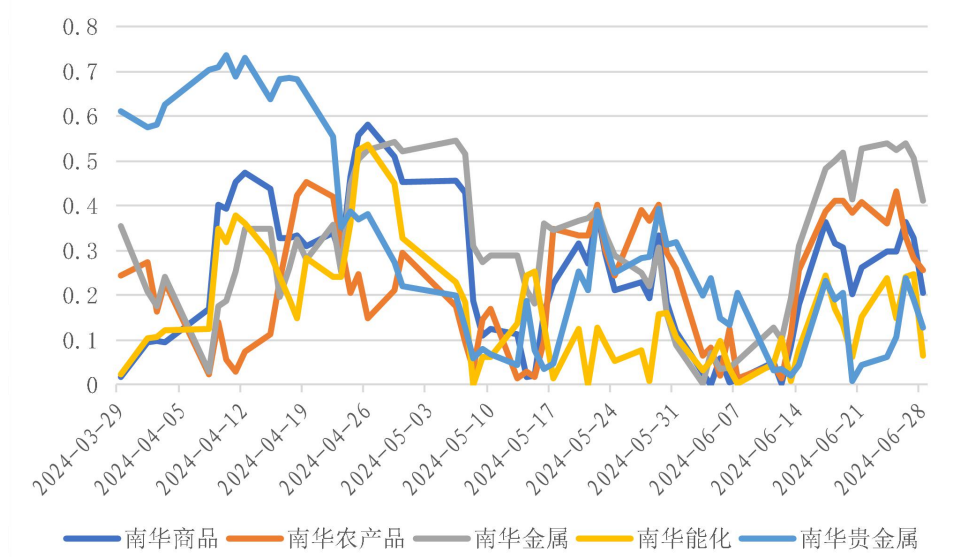
资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

#### 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 6 月来看，商品市场效率系数整体呈现先抬升后回落的走势。其中南华金属效率系数提升幅度最大，其次为南华农产品，南华能化和南华贵金属则在相对低位震荡。整体而言，商品市场的趋势性机会分化显著，金属和农产品板块有一定趋势类收益空间。

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

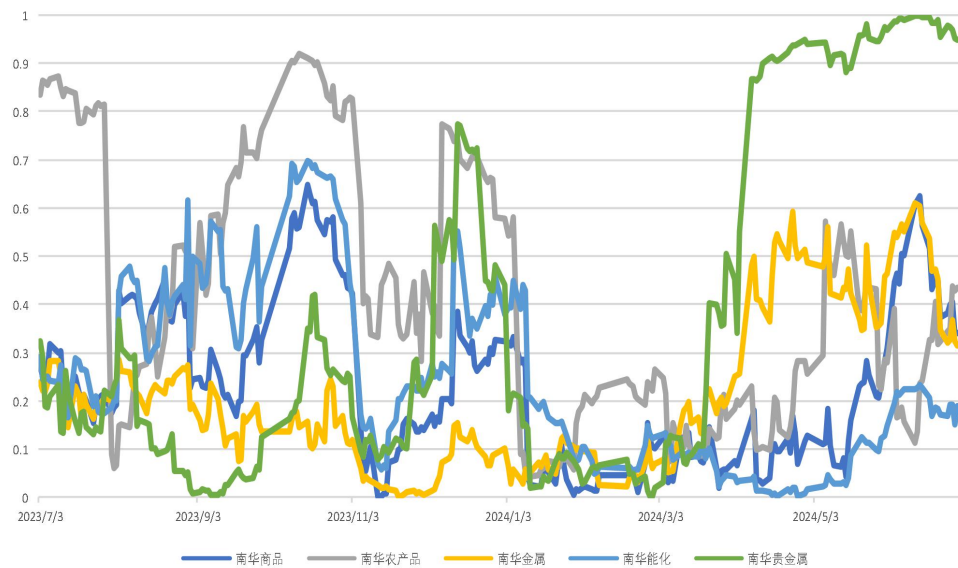
本文主要通过南华商品指数波动率与南华商品指数持仓量对商品市场成交活跃度进行跟踪。

### ● 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。

6 月来看，商品市场整体波动率水平呈现先升后降的特点。分品种来看，南华贵金属波动率居高不下，南华金属波动率走势和市场整体基本一致，南华农产品表现较为特别，波动率先降后升，南华能化波动率水平则较为稳定。市场整体的波动率水平变化较大，不同品种间特征存在一定分化，为套利类策略提供了不错的环境。

图 20：南华商品指数波动率



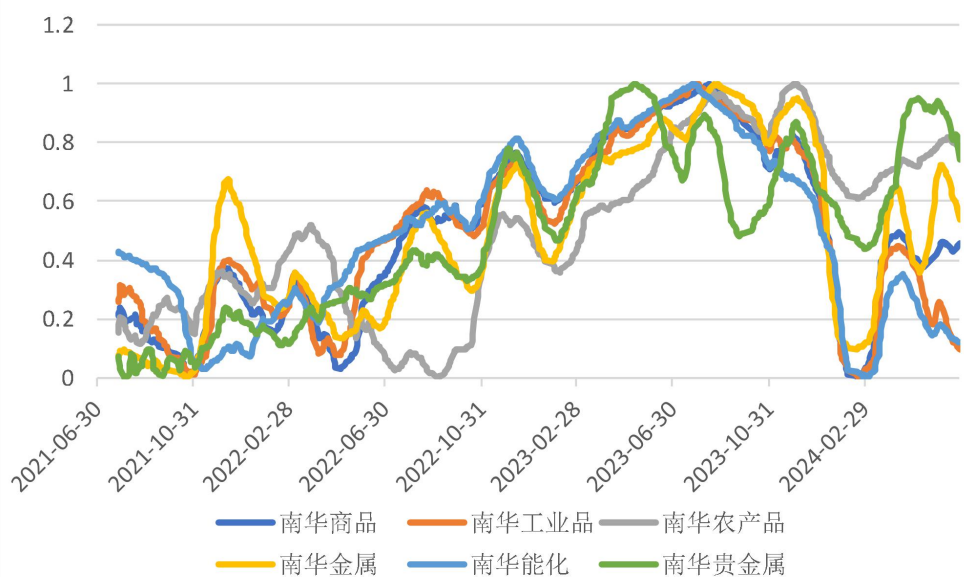
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### ● 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 6 月看，南华商品总体持仓量变化不大，但具体板块上，贵金属和金属持仓量水平有所下降，农产品持仓量水平延续上升态势，工业品和能化持仓量则小幅走低。总体上看，此前手续费返还调整的短期冲击基本已被消化，商品市场参与度逐渐回归基本面主导。

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，商品市场当前处于震荡调整期，趋势性行情有所减弱，短期内 CTA 策略表现也会稍显挣扎，套利类策略收益预期较好。随着美国大选和美联储降息等关键时间节点临近，大宗商品的博弈波动也可能放大，中长期看能源和贵金属受到降息利好支撑仍然具有向上趋势，同时海外地缘摩擦和政治风险带来的避险情绪也未能缓解，贵金属长期向上的动力依然较为明确。

对 CTA 策略而言，观察调整期趋势类策略的收益预期较为一般，短周期类策略的管理人在这一阶段更具优势，套利类策略性价比较好。而随着下半年上述不确定性事件逐渐落地，商品市场可能会迎来部分板块内的趋势机会，届时中长周期量化趋势以及基本面驱动的主观 CTA 管理人可能会有较好的表现。因此我们认为当前对 CTA 策略的配置以保守为主，类型上偏向短期交易型。

## 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。