

国内私募产品的主要策略类型及特征分析

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师:

黎伟

从业资格证号: F0300172

投资咨询证书号: Z0011568

相关研究报告:

股票市场策略是目前全市场占比最高的私募基金策略类型，占全市场基金数量的 **61.39%**；中证 500 指增为占比最大的指增策略产品，占所有指增产品的 **54.5%**。

CTA 策略产品占全市场私募基金数量比重不足 10%，仍属于相对小众市场，且绝大部分为量化 CTA 类产品，其中**趋势和复合策略是 CTA 策略主要策略类型，占比近 80%**。从策略相关性看，期货及衍生品策略（主要为 CTA 策略）与其余策略相关性较低，能较好的起到收益互补效果。

从各策略指数净值长期走势来看，股票策略是所有策略中收益波动最大的投资策略，策略指数最大回撤高达近 20%；**CTA 策略收益的波动性、回撤的控制明显好于股票策略，在所有中高风险资产投资中是较优的选择**。套利类策略和债券类策略，是资金曲线最平滑的投资策略类型，其中债券类策略基金最大回撤往往低于 1%，但其年化收益亦相对偏低，可以作为一种类固收策略进行配置。

股票策略：经济复苏进程持续，A 股中长期依旧向好。货币政策总量宽松必要性减弱下市场震荡态势持续，但重心或将上移，建议进行配置。

期货及衍生品策略：CTA 策略回撤时长触及历史极值，震荡趋势行情的周期性循环是市场客观存在规律，后期海外经济面临衰退、美联储货币政策放宽仍面临不及预期的可能，均值回归效应下期货市场的波动率有望逐步筑底回升，CTA 策略亦有望重拾升势，建议予以逐步配置。期权策略上，当前低波环境下为防止波动率的大幅放大，建议予以少量配置。

债券类策略：短期受资金面宽松和银行存款利率下调影响，债市仍将具有一定支撑，但中长期而言，随着经济增长的提速，内生融资需求的逐渐恢复，叠加市场风险情绪改善，市场流动性拐点可能出现，长期利率有一定上涨压力，债市其上方空间整体不高，建议予以均衡配置。

其他类策略：尽管中证 500 和中证 1000 期指均存在一定贴水，但当前期现价差仍处于近三年中等偏高水平，随着前期 TMT 板块所导致的极端一九行情进入尾声，后期市场风格或逐渐均衡，利于 alpha 收益的实现，同时 A 股市场成交量逐步回升、流动性向好，利于降低交易成本，股票市场中性策略建议予以适当配置；套利策略长期收益整体相对稳健，建议选择策略类型相对丰富，收益波动与回撤控制相对较好的管理人予以均衡配置。

正文目录

一、 私募产品主要类型.....	- 1 -
1.1 股票策略.....	- 1 -
1.1.1 主观多头.....	- 1 -
1.1.2 量化多头.....	- 2 -
1.1.3 股票多空及市场中性策略.....	- 3 -
1.2 期货及衍生品策略.....	- 4 -
1.2.1 CTA 策略.....	- 4 -
1.2.2 期权策略.....	- 5 -
1.3 债券策略.....	- 5 -
1.4 多资产策略.....	- 6 -
1.5 组合基金.....	- 6 -
二、 主流策略收益情况.....	- 7 -
2.1 策略的相关性比较.....	- 7 -
2.2 各策略绩效对比.....	- 7 -
2.2.1 一级策略历史绩效.....	- 7 -
2.2.2 部分二级细分策略历史绩效.....	- 9 -
三、 未来展望.....	- 15 -

一、私募产品主要类型

国内私募产品策略按其投资标的可主要分为股票策略、期货及衍生品策略、债券策略、多资产复合策略及组合基金五种大的类型，本文将对几大策略做具体介绍。

1.1 股票策略

股票策略按其投资方式的不同，可以分为主观多头、量化多头、股票多空及股票市场中性。具体而言：

1.1.1 主观多头

主观多头一般分为主观选股和定增打新两种类型。前者主要通过对宏观、行业、个股财务信息等方面进行主观分析，通过持有股票多头头寸获取股价上涨后的股票收益及派息收益，一般来说主观多头只做多不做空，是最传统的股票投资策略；后者顾名思义是指定向增发和新股打新两种投资模式。

按投资风格的不同，主观选股一般可以分为价值投资、成长型投资、顺势投资、逆向投资等风格。

从基金产品数量上看，主观选股目前依旧是全市场占比最高的策略类型。截至3月31日，股票策略基金数量共24505只，占全市场基金数量的61.39%，相比2022年底小幅下降0.39个百分点。其中主观多头19196只（含主观选股18877只、定增打新319只），占股票策略数量的78.34%，占全市场基金数量的48.09%。从发展态势来看，主观多头策略基金数量比去年增加8.17%，但在全市场基金数量占比中有略微下降趋势。这一方面说明随着A股市场的逐渐好转，股票策略基金发行数量有所增多；另一方面说明其它交易策略类型吸引力在逐渐增强，导致其股票策略尤其主观多头策略基金数量占比有所回落。

表 1：主观多头策略基金数量及占比

策略类型	2023 年基金数量	2023 年占同类策略比	2023 年占全市场数量比	2022 年基金数量	2022 年占同类策略比	2022 年占全市场数量比
股票策略	24505	100.00%	61.39%	22634	100.00%	61.78%
主观多头	19196	78.34%	48.09%	17746	78.40%	48.44%
主观选股	18877	77.03%	47.29%	17502	77.33%	47.77%
定增打新	319	1.30%	0.80%	244	1.08%	0.67%

数据来源：私募排排网、国联期货研究所

1.1.2 量化多头

量化多头是指通过计算机语言将投资逻辑转化成数学模型，以模型输出为决策依据，杜绝主观情绪对投资决策的影响，主要可分为指数增强策略和量化选股策略。

指数增强策略是指在跟踪指数的基础上，适当调整投资组合的持仓结构，以期在对标指数 Beta 收益的基础上，再获得额外的 Alpha 收益的一种投资策略。Beta 收益是指资金通过量化模型构造跟踪指数的股票组合，追踪指数获得的市场收益。Alpha 收益是指在跟踪指数的同时，通过多因子选股、择时、交易操作优化、期货期权等一系列手段获得的超额收益。

指数增强根据选股范围的差异可分为沪深 300 指增、中证 500 指增、中证 1000 指增等，分别代表 A 股市场的大盘股、中盘股和小盘股，一般来说产品持有 80% 以上的个股来自于所对应的成分股。

量化选股策略主要利用量化模型在全股票市场内进行选股和配置，与指增的区别是其选股范围并不拘束于某一指数，不针对任何指数进行行业类别、市值范围的跟踪。此策略通常对标主观选股策略，但其持仓的股票数量往往远大于主观选股策略，有时可达数百只以上。

按量化模型的不同，**量化选股模型**一般包括多因子模型、事件驱动模型、基本面量化模型、风格轮动模型、资金流模型、行业轮动模型等，其中多因子模型是目前应用最广泛的模型，其因子主要涵盖了市值因子、动量因子、盈利因子、成长因子、舆情因子等。

从基金产品数量上看，近年来量化多头策略占比有明显上升趋势。截至 3 月 31 日，量化多头基金数量共 3468 只，占股票策略基金数量的 14.15%，占全市场基金数量的 8.69%，较 2022 年底分别上升 0.15 个百分点和 0.04 个百分点，其中指增产品 1931 只、量化选股 1537 只，分别占量化多头产品数量的 55.68% 和 44.32%。中证 500 指增为占比最大的指增策略产品，数量为 1053 只，占有指增产品的 54.5%。

表 2：量化多头策略基金数量及占比

策略类型	基金数量	2023 年占同类策略比	2023 年占全市场数量比	基金数量	2022 年占同类策略比	2022 年占全市场数量比
量化多头	3468	14.15%	8.69%	3168	14.00%	8.65%
沪深 300 指增	174	0.71%	0.44%	147	0.65%	0.40%
中证 500 指增	1053	4.30%	2.64%	953	4.21%	2.60%
中证 1000 指增	254	1.04%	0.64%	219	0.97%	0.60%
量化选股	1537	6.27%	3.85%	1409	5.75%	3.51%

数据来源：私募排排网、国联期货研究所

1.1.3 股票多空及市场中性策略

(1) 股票多空

股票多空策略是指同时持有股票多头头寸和空头头寸，股票多头头寸主要通过直接购买股票资产实现，而空头头寸则主要通过融券、股指期货、收益互换、期权等资产或衍生品中实现，通常不要求多空仓位完全匹配，可留有一部分风险敞口，风险敞口的决策可依靠对市场的主观判断或者量化模型结果。根据对冲程度的不同可以将股票多空策略分为单一空头、部分对冲、完全不对冲、择时对冲四种投资方式。

国内股票多空策略发展并不顺利。2010 年上交所、深交所开通了融资融券交易系统及股指期货上市交易，国内市场才有了真正可以对冲的工具，此时海外多空策略已发展了 60 余年。由于目前做空工具的发展受限，国内多空策略的规模一直较小。截至 3 月 31 日，股票多空策略基金数量共 592 只，仅占股票策略数量的 2.42%，占全市场基金数量的 1.48%，较 2022 年底分别下降 0.13 个百分点和 0.1 个百分点。

(2) 股票市场中性

市场中性策略，是指某一现货品种多头策略的基础上，利用各类对冲工具（如股指期货、股指期权等）建立空头头寸进行对冲、构建对系统性风险的敏感度为 0、以绝对 Alpha 收益为目标的组合策略。该策略对市场风险保持中性、不暴露市场风险敞口，是追求业绩稳定增长的绝对收益类投资策略，其与股票多空策略的主要区别在于其净风险敞口为零。一般而言，中性策略的公募基金更多投资于沪深 300 成分股，使 IF 合约进行对冲。

市场中性策略绩效的好坏一方面与所选多头股票的 Alpha 收益密切相关；另一方面亦与当前股指期货合约的升贴水幅度密切相关，当期货市场处于深度贴水时，其对冲成本往往相对更高，这会一定程度削弱中性策略的业绩。

表 3：股票多空策略、股票市场中性策略基金数量及占比

策略类型	2023 基金数量	2023 年占同类策略比	2023 年占全市场数量比	2022 基金数量	2022 年占同类策略比	2022 年占全市场数量比
股票多空	592	2.42%	1.48%	578	2.55%	1.58%
股票市场中性	1249	5.10%	3.13%	1142	5.05%	3.12%

数据来源：私募排排网、国联期货研究所

从基金产品数量上看，其数量整体相对不多。截至 3 月 31 日，股票市场中性策略基金数量共 1249 只，占股票策略数量的 5.10%，占全市场基金数量的 3.13%，较 2022 年底分别小幅上升 0.05 个百分点。

点和 0.01 个百分点。

1.2 期货及衍生品策略

期货及衍生品策略按其投资标的不同，可以大致分为 CTA 策略、期权策略及其他衍生品策略。具体而言：

1.2.1 CTA 策略

CTA (Commodity Trading Advisors)，商品交易顾问的简称，一种由专业的基金管理人以追求绝对收益为目标，运用客户委托的资金投资于期货、期权市场，并收取相应投资顾问费用的一种基金形式。最早的 CTA 策略其投资范围仅限于商品期货，当前已拓展到包括利率期货、股指期货、外汇期货在内的几乎所有期货品种。因此，CTA 策略也被称作管理期货 (Managed Futures) 策略。

按其交易方法的不同，CTA 策略可以分为量化 CTA 和主观 CTA 两种。

主观 CTA：即由基金管理人基于基本面、调研或操盘经验，主观来判断标的期货未来走势进行投资决策。

量化 CTA：通过建立数量化的交易策略模型，由模型产生的买卖信号进行投资决策。该模型所考虑的因素既可以包含期货价格、持仓、波动率等量价类信息，亦可包含库存、仓单等基本面类信息。

按照交易逻辑的不同，CTA 策略又可以分为 CTA 趋势策略、CTA 套利策略及 CTA 复合策略（即趋势跟踪、套利类策略等组合）三种类型，其中趋势跟踪类策略是 CTA 策略中的主要盈利来源，占据 CTA 市场规模 70% 以上。

相比全球，国内 CTA 基金起步相对较晚，始于 2010 年股指期货上市前后，在 2012 年前 CTA 策略产品仍旧相对较少。随着国内期货市场的不断发展，继 2014 年开始，CTA 产品发行明显增多，近几年更是出现爆发式增长。据私募排排网统计，当前市场上 CTA 策略基金存量规模达到 580 亿元左右，仅占私募基金管理总规模的 0.3% 左右，仍属于相对小众市场。

从各种 CTA 产品数量上看，截至 2023 年 3 月 31 日，国内 CTA 基金产品数量共 3181 只，占整个期货及衍生品策略的 89.78%，其中主观 CTA 产品 855 只，量化 CTA 产品 2326 只，占 CTA 产品数量占比分别为 24.13% 和 65.65%。量化 CTA 由于可回测性强、不易受投资经理主观情绪影响等优点，是当前 CTA 策略的主要交易方式。

从各子策略基金数量的占比上看，趋势和复合策略在当前 CTA 基金中占据主导地位，其中主观趋势与主观复合策略累计占比 19.22%，量化趋势与量化复合策略累计占比高达 56.59%，因此当市场趋势性强、波动率高时 CTA 策略表现往往更优异。

表 4：CTA 策略基金数量及占比

策略类型	2023 年基金数量	2023 年占同类策略比	2023 年占全市场数量比	2022 年基金数量	2022 年占同类策略比	2022 年占全市场数量比
主观 CTA	855	24.13%	2.14%	799	24.23%	2.18%
主观趋势	315	8.89%	0.79%	272	8.25%	0.74%
主观套利	174	4.91%	0.44%	171	5.19%	0.47%
主观复合	366	10.33%	0.92%	352	10.68%	0.96%
量化 CTA	2326	65.65%	5.83%	2223	67.42%	6.07%
量化趋势	942	26.59%	2.36%	923	28.00%	2.52%
量化套利	321	9.06%	0.80%	297	9.01%	0.81%
量化复合	1063	30.00%	2.66%	1003	30.42%	2.74%

数据来源：私募排排网、国联期货研究所

1.2.2 期权策略

若产品交易标的仅限于期权品种，则可以将投资策略划分至期权策略类型。

国内期权策略始于 2015 年上证 50ETF 期权的正式上市，2020 年之前国内使用期权策略的产品还整体相对偏少，近三年产品数量出现明显增长。据私募排排网统计，截至 3 月 31 日，国内期权策略产品数量 322 只，相比 2020 年大幅增长 5.6 倍。从产品数量占比上看，期权策略产品占整个期货及衍生品策略的 9.09%，相比 2020 年大幅提高 5.2 个百分点，期权策略在国内整个衍生品地位中逐步增强。

1.3 债券策略

按照交易类型的不同，债券策略大致可以分为纯债、债券增强及转债交易策略几种类型。

纯债策略，投资对象除国债、地方债、企业债等债券和部分现金外，不再配置其他风险资产，且一般债券持有占比达到 90% 以上，相比较股票策略、CTA 策略等，具有收益稳定、风险较低的特点，往往可以作为一种类固收的策略类型。

债券增强策略，即除了将 80% 以上资金投资于债券获取稳定收益外，还将用少部分资金投资于股票、期货等风险资产上，以获取增强收益的效果。

转债交易策略则是指以可转债为主要配置资产的策略。近几年，随着转债市场的大幅扩容，转债策略也逐渐受到投资者的关注。

截至 3 月 31 日，债券型私募基金产品 5425 只，占据全市场基金数量 13.59%，其中绝大多数债

券型私募基金其采用的均为债券复合型策略，占比达到 58.05%，纯债策略基金排第二，占比 25.33%，债券增强策略基金第三，占比 11.85%，转债基金最少，占比 4.77%。

表 5：债券策略基金数量及占比

策略类型	2023 年 基金数量	2023 年占同 类策略比	2023 年占全 市场数量比	2022 年基 金数量	2022 年占同 类策略比	2022 年占全 市场数量比
债券复合	3149	58.05%	7.89%	2749	58.13%	7.50%
纯债策略	1374	25.33%	3.44%	1146	24.23%	3.13%
债券增强	643	11.85%	1.61%	623	13.17%	1.70%
转债交易	259	4.77%	0.65%	211	4.46%	0.58%

数据来源：私募排排网、国联期货研究所

1.4 多资产策略

多资产策略是投资于多种类型资产的交易策略。相较于单一资产或单一策略，多资产策略的优势在于风险分散、资产组合切换相对灵活，可进一步细分为宏观策略、复合策略、套利策略这 3 个子策略。

宏观策略是指资产管理人根据对宏观经济周期变动趋势的把握，以及宏观经济趋势对股票、债券、外汇以及商品等大类资产的不同影响判断，从而调配大类资产进行投资。在此过程中，资产管理人将通过多维度研究分析，包括主观判断或者系统性分析、自上而下或者自下而上、量化或者基本面分析等，并最终将投资决策体现在大类资产类别的多头或空头方向、以及大类资产的占比情况。如百亿私募半夏投资的主要策略便是宏观策略。

套利策略，与 CTA 中的套利策略有所不同的是，此处的套利策略并不是单一资产的套利，而是多种资产的套利组合，套利的标的包括不限于股票、期货、债券、外汇、ETF、分级基金等。

复合策略是指管理人同时使用两种甚至多种投资策略的组合进行投资，达到降低风险、平稳收益的作用。如股票+债券、CTA+指数增强等均属于多资产复合策略范畴。

从基金产品数量上看，截至 3 月 31 日，多资产策略私募基金产品数量总共 4115 只，占全市场基金数量比重为 10.31%，其中绝大多数采用的是复合策略，占据所有多资产策略基金比重 70.33%，套利策略和宏观策略则分别占比 15.7%和 13.97%。

1.5 组合基金

组合基金主要有 FOF 和 MOM 两种模式。MOM 基金即通过将母基金产品的资金分设为多个子基金，

每个子基金则委托一位优秀的投资经理来管理,通过不同基金经理的不同投资策略来达到分散风险的目的。

FOF 基金以“基金“为投资标的,通过一个委托账户下持有多个不同基金,与投资单只基金相比,FOF 基金是“产品的组合”,其潜在优势在于通过优化资产配置实现更优的风险收益比,通过投资不同基金的种类来达到分散风险的目的。

据私募排排网统计,截至 3 月 31 日,组合基金产品数量总共 2331 只,占全市场基金比重为 5.84%,其中 FOF 基金产品占据绝对主导地位,占组合基金的比重为 98.93%。

二、主流策略收益情况

2.1 策略的相关性比较

本文以 2020.1.1 至 2023.3.31 的时间段各策略指数周度收益率为研究对象,观测各种策略的相关性。

从各策略相关性看,股票策略、组合基金和多资产策略这三者收益率的相关性整体较高,相关系数均达到 0.97 以上;期货及衍生品策略和其他大类策略相关性整体较低,如与多资产策略相关性最高也只有 0.34,与股票策略相关性仅有 0.2。表明期货衍生品策略在大类资产配置中具有重要的配置意义,通过其收益互补性可以有效的降低整个投资组合的风险。

表 6: 各一级策略相关性

	股票策略	期货及衍生品策略	债券策略	组合基金	多资产策略
股票策略	1	0.2	0.87	0.98	0.97
期货及衍生品策略	0.2	1	0.21	0.32	0.34
债券策略	0.87	0.21	1	0.87	0.89
组合基金	0.98	0.32	0.87	1	0.97
多资产策略	0.97	0.34	0.89	0.97	1

数据来源: 私募排排网、国联期货研究所

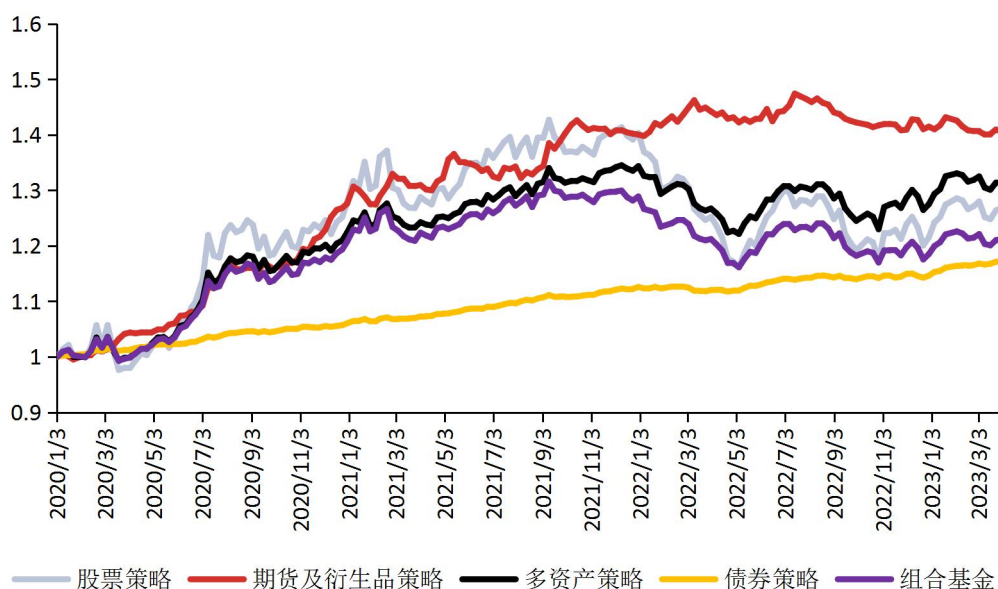
2.2 各策略绩效对比

2.2.1 一级策略历史绩效

从各策略指数净值长期走势来看,股票策略是所有策略中收益波动最大的投资策略,其最大回撤达近 20%。多资产策略、组合基金与股票策略走势较为相近,但其收益波动相对股票策略明显更低,

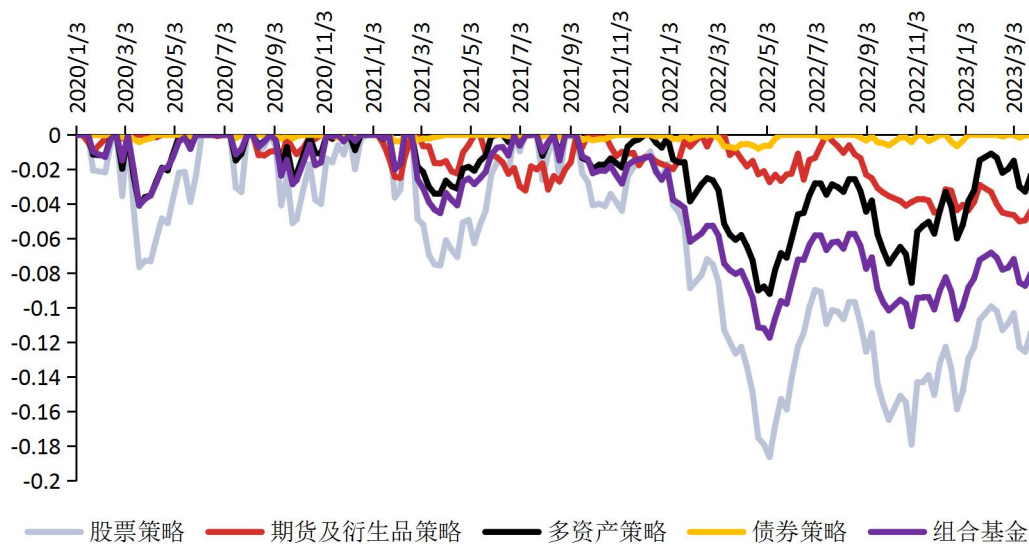
这或与其多数产品底层资产拥有相对较多的权益类仓位有关。

图 1：2020 年以来各一级策略指数长期净值走势



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

图 2：2020 年以来各一级策略指数动态回撤曲线



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

期货及衍生品策略 2020 年以来的综合收益远超其他策略，策略指数最大回撤亦仅有 5% 左右，其净值曲线的平稳性明显好于股票策略，这一方面与期货与衍生品策略产品多数采用量化投资方式有关，另一方面亦与股票策略做空限制较多有关。债券策略是长期收益最稳定的一种策略，最大回撤一般低于 1%，每年净值均稳步增长，但其综合收益率亦相对偏低。

具体来看，2020 年以来债券策略年化收益率最低，在 5.03% 左右；期货及衍生品策略最高，在 11.08% 左右。从过去两年的收益来看，2021 年市场一片繁荣，各策略均有不俗表现，2022 年市场动荡，股票策略、多资产策略和组合基金收益均为负值，债券策略表现更佳；2023 年以来随着权益市场的逐步回温，股票策略收益明显回升，截至 3 月 31 日，达到 4.35%。从年化波动率、夏普比率等指标上看，期货及衍生品策略在除债券外的高风险资产中依旧是最优的选择。

表 7：各一级策略绩效指标（截至 2023.3.31）

绩效指标	股票策略	期货及衍生品策略	多资产策略	债券策略	组合基金
年化收益率	7.60%	11.08%	8.81%	5.03%	6.12%
近一个月收益率	-0.26%	-0.06%	-0.29%	0.62%	-0.20%
近三个月收益率	4.35%	-0.61%	3.12%	2.30%	2.29%
近半年收益率	6.40%	-1.14%	5.60%	2.87%	2.55%
今年以来收益率	4.35%	-0.61%	3.12%	2.30%	2.29%
2022 年收益率	-13.40%	1.02%	-5.10%	1.80%	-8.05%
2021 年收益率	9.79%	9.76%	9.80%	6.18%	6.76%
2020 年收益率	27.80%	27.58%	22.36%	6.04%	20.72%
最大回撤	-18.64%	-5.00%	-9.20%	-0.79%	-11.73%
最大回撤发生时间	2022-05-06	2023-03-10	2022-05-06	2022-04-22	2022-05-06
年化波动率	13.38%	5.87%	7.87%	1.45%	7.44%
夏普比率	0.62	1.85	1.13	3.44	0.85
索提诺比率	0.63	2.64	1.19	3.90	0.85
卡玛比率	0.41	2.22	0.96	6.35	0.52

数据来源：私募排排网、国联期货研究所

2.2.2 部分二级细分策略历史绩效

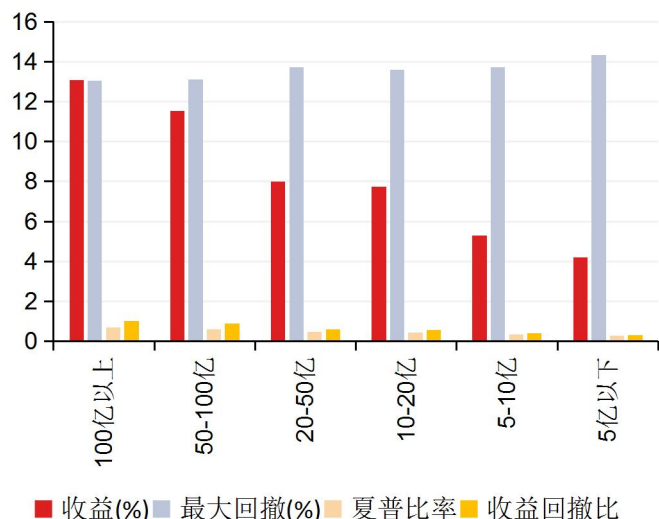
（1）股票策略

截止到 2023 年 3 月 31 日，股票策略中主观多头占股票策略的 78.34%，量化多头占股票策略的 14.15%，可以代表大多数的股票测量收益情况。因此我们选取主观多头和量化多头策略指数的涨跌幅与沪深 300 指数的收益率作比较，以观察私募产品盈利情况。

从量化多头和主观多头收益和回撤表现来看，资产规模越大的管理人，其在收益与回撤上的表现明显优于资产规模更小的管理人。过去一年中百亿以上量化多头收益率可达 13.1%，5 亿以下仅

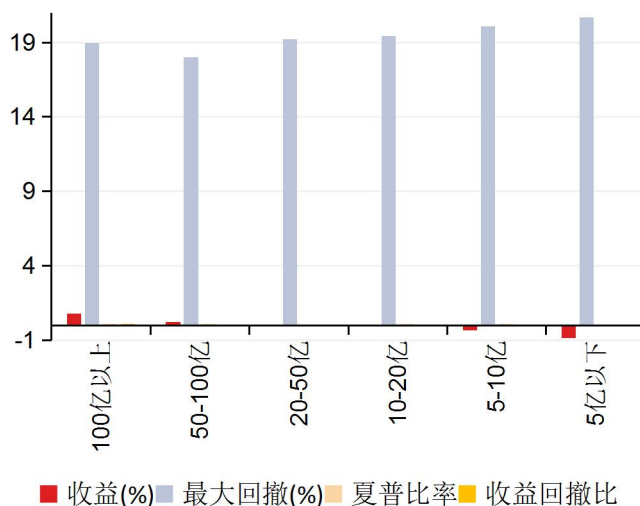
4.19%；百亿以上主观多头收益率有略微正值，达到 0.79%，5 亿以下已跌至-0.87%。从最大回撤来看，量化多头回撤在 12%-14%，主观多头则高达 18%-20%。

图 3：量化多头策略近一年表现



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

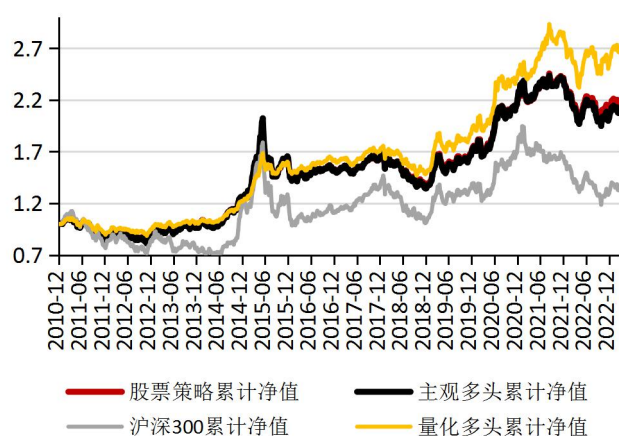
图 4：主观多头策略近一年表现



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

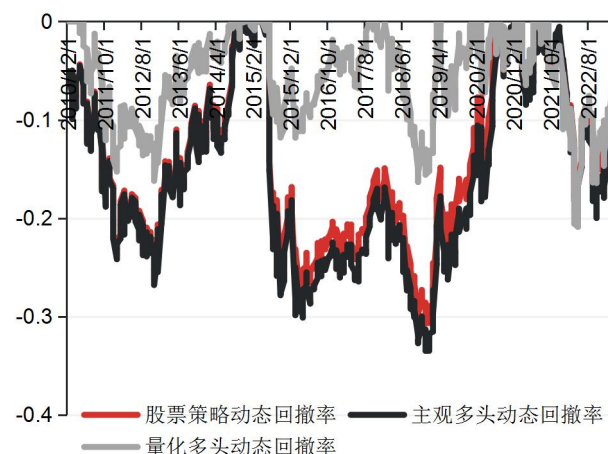
从与沪深 300 指数走势比较可以看出，两种策略的表现均明显优于指数。主观多头单位净值和指数走势相关性较高，而量化多头单位净值则走出相对独立行情，其长期走势相对主观多头明显更加平滑，回撤相对更小。在 2015 年到 2020 年期间，主观多头最大回撤率约为量化多头的两倍。

图 5：沪深 300 指数及各策略净值



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

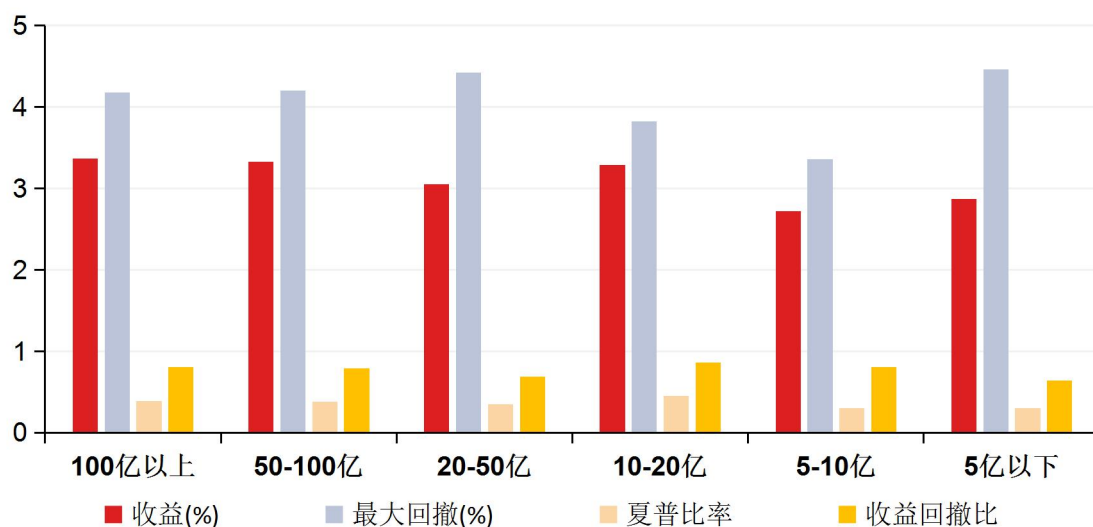
图 6：策略动态回撤率 (%)



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

从各个时间跨度来看，除 2020 年主观多头以超出 20% 的收益率高于量化多头外，2021 年以后量化多头表现均强于主观多头。同时，在 2020 年 2 月至 3 月 A 股市场的大幅波动中，主观多头的最大回撤明显高于量化多头，表明在重大风险事件来临时，量化多头其风险控制能力明显更优。

图 7：股票市场中性策略近一年表现



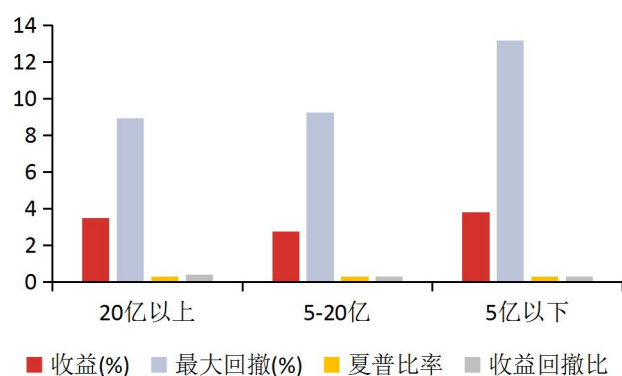
数据来源：私募排排网、国联期货研究所

股票市场中性相较于前两个策略有着更稳健的收益回撤比。由于股票市场中性受指数趋势影响小，不同时期、不同规模有着相近的收益和回撤，且数值较小。在 2022 年量化多头和主观多头有着较大负收益的情况下，股票中性亦维持 2%-5% 的收益率。在权益市场行情不好时，股票市场中性策略亦有较佳表现，其更适合追求稳定收益的投资者。

(2) CTA 策略及期权策略

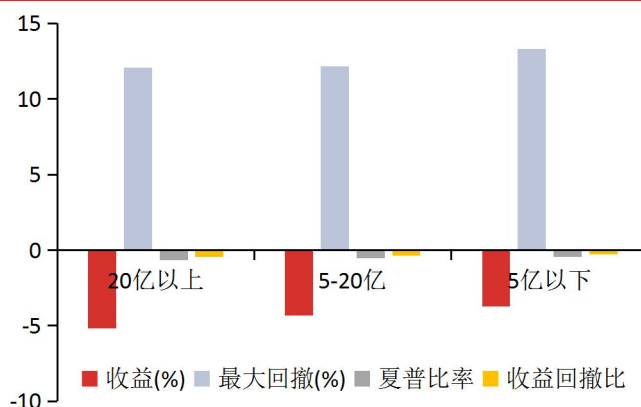
从不同资产管理人规模业绩表现上看，资产管理规模更大的管理人，其风险控制能力往往是更优的，这点与股票策略拥有类似之处。过去一年中 20 亿以上主观 CTA 策略指数最大回撤控制在 8.93%，而 5 亿以下达到 13.16%；20 亿以上量化 CTA 策略指数最大回撤在 12.09%，5 亿以下则达到 13.33%；5 亿以上期权策略指数最大回撤-2.23%，5 亿以下最大回撤达到了-4.15%。

图 8：近一年不同规模主观 CTA 策略策略表现



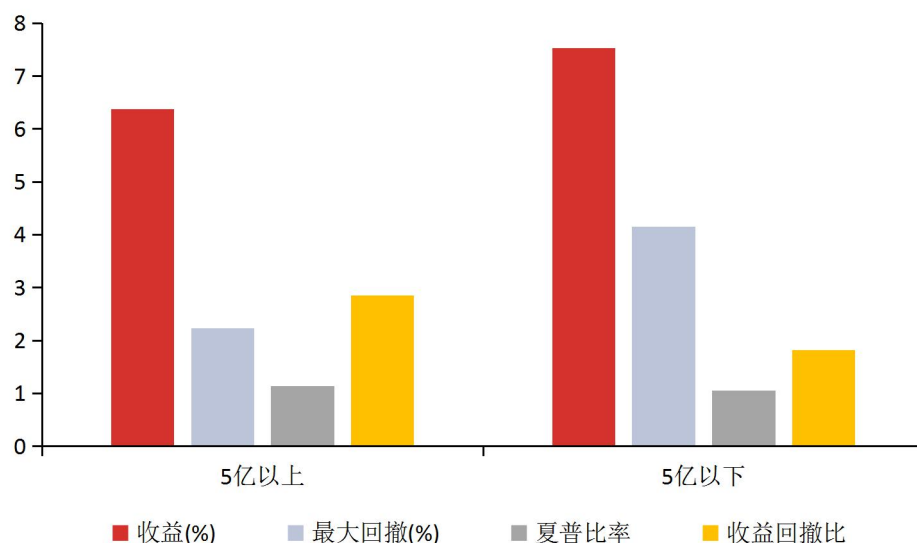
数据来源：私募排排网、国联期货研究所

图 9：近一年不同规模量化 CTA 策略策略表现



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

图 10：近一年不同规模期权策略策略表现

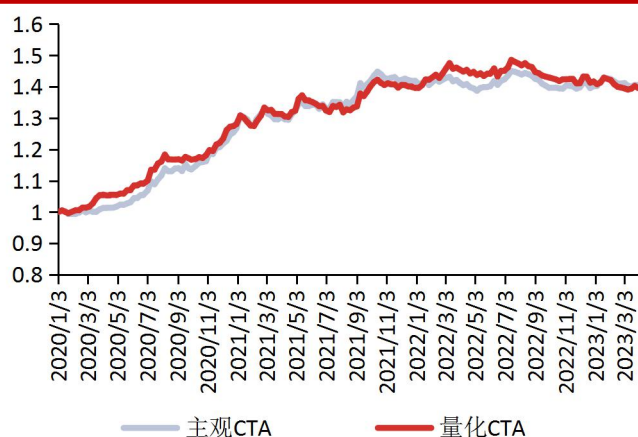


数据来源：私募排排网、国联期货研究所

从主观 CTA 和量化 CTA 策略指数 2020 年以来的长期净值走势上看，其综合净值走势整体相当。2020 年属于 CTA 策略的大年，两类 CTA 策略指数均取得了近 30% 的年化收益；2021 年收益波动尽管有所加大，但亦取得了近 10% 的年化收益；2022 年以来因期货市场震荡的加剧，CTA 策略则整体表现不佳，其自 2022 年 7 月至 2023 年 3 月中旬出现持续的回撤，在此期间量化 CTA 回撤时间更长，其策略指数最大回撤-6.37%，回撤时长近 9 个月，触及了历史回撤持续时间的极值。

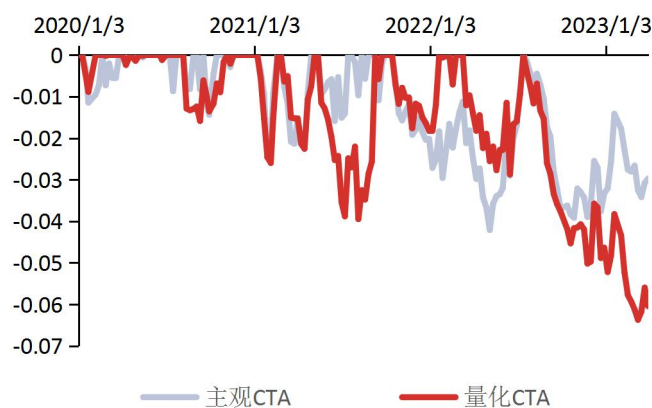
从主观 CTA 和量化 CTA 动态回撤曲线可以看出，两种类型的 CTA 策略在绝大多数时间拥有相似的回撤曲线。在期货市场出现较为明显的趋势性行情时（无论上涨或下跌趋势），CTA 策略往往表现较好，策略净值亦往往能够再创新高，而在市场以震荡盘整行情为主时，CTA 策略往往表现不佳。

图 11：2020 年以来 CTA 策略表现



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

图 12：2020 年以来 CTA 策略动态回撤曲线



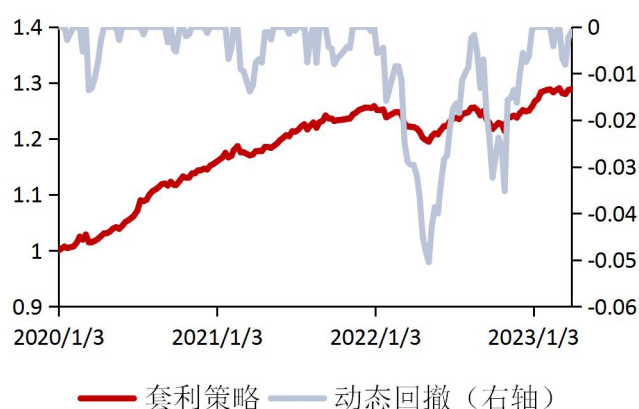
数据来源：私募排排网、国联期货研究所

(3) 套利策略和复合策略

相对股票策略和 CTA 策略，套利策略其资金曲线明显更平滑，最大回撤亦相对更小，2020 年以来套利策略指数在绝大多数时间内回撤均低于 2%，仅在 2022 年 4 月和 9 月权益市场出现恐慌式下行时最大回撤短暂的达到 5% 的情形，但其后净值曲线亦很快创出了新高。表明套利策略其受市场环境影响整体更小，整体呈现出低波低回撤的稳健型收益特征。

复合策略由于是多种策略的组合，其净值曲线平滑度整体介于股票策略、CTA 策略及套利策略之间，其最大回撤达到近 10%。

图 13：2020 年以来套利策略指数表现



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

图 14：2020 年以来复合策略指数表现



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

(4) 综合绩效指标

从各细分策略各项绩效指标对比上看，2020 年各种类型的策略均取得较好的收益，主观多头、量化多头、主观 CTA、量化 CTA 及复合策略指数其绝对收益率均超过 22%，套利策略亦有 15.8% 的收益；2021 年收益尽管有所回落，但各种策略亦有近 10% 左右（债券策略除外）的年化收益率；2022 年各种策略均表现不佳，主观多头、量化多头、主观 CTA、套利策略及复合策略收益均为负值，量化 CTA 和债券策略指数收益率亦仅有 1.5% 左右。

从各细分策略过去三年的年化收益率上看，主观 CTA、量化 CTA 及量化多头策略的年化收益率最高，均超过 10%，债券策略年化收益率最低，在 5.03% 左右。

从各细分策略收益的波动性上看，债券策略最大回撤最小，年化波动率亦最低，收益平稳性最好，每年均可以获得相对稳定的收益，其往往可以作为一种类固收策略进行配置；套利策略次之，股票策略中主观多头和量化多头收益的波动性最大，最大回撤在所有细分策略中亦最大，2022 年其策略指数最大回撤达到近 20%，远远高于其余策略类型。

表 8：部分细分二级策略绩效指标（截至 2023.3.31）

绩效指标	主观多头	量化多头	主观 CTA	量化 CTA	套利策略	复合策略	债券策略
年化收益率	6.74%	11.20%	11.11%	10.83%	8.14%	8.92%	5.03%
近一个月收益率	-0.23%	-0.21%	-0.18%	-0.12%	0.15%	-0.40%	0.62%
近三个月收益率	4.17%	6.71%	0.36%	-1.47%	2.50%	3.31%	2.30%
近半年收益率	5.90%	10.41%	0.75%	-2.37%	5.86%	5.87%	2.87%
今年以来收益率	4.17%	6.71%	0.36%	-1.47%	2.50%	3.31%	2.30%
2022 年收益率	-15.74%	-11.02%	-1.18%	1.46%	-0.06%	-5.48%	1.80%
2021 年收益率	8.86%	17.06%	12.00%	9.05%	8.65%	10.35%	6.18%
2020 年收益率	29.31%	26.92%	26.67%	28.04%	15.80%	22.44%	6.04%
最大回撤	-19.99%	-20.89%	-4.21%	-6.37%	-5.05%	-9.48%	-0.79%
最大回撤发生时间	2022-10-28	2022-05-06	2022-05-06	2023-03-10	2022-05-06	2022-05-06	2022-04-22
年化波动率	14.18%	14.65%	5.97%	6.17%	3.68%	8.45%	1.45%
夏普比率	0.54	0.81	1.82	1.73	2.18	1.07	3.44
索提诺比率	0.54	0.84	2.41	2.44	2.10	1.12	3.90
卡玛比率	0.34	0.54	2.64	1.70	1.61	0.94	6.35

数据来源：私募排排网、国联期货研究所

（5）今年以来各细分策略对比

从今年以来各细分策略的收益对比上看，除 CTA 策略外，其余各细分策略均能够获得较为理想的收益。

具体而言，股票类策略表现最好，其主观多头策略指数今年一季度绝对收益率 4.17%，量化多头中的中证 500 指增和中证 1000 指增策略指数一季度绝对收益率分别高达 8.28%和 11.01%，期权、宏观、套利及复合策略今年一季度绝对收益分别在 2.5%至 3.5%不等；CTA 策略表现最差，主观 CTA 和量化 CTA 策略指数一季度收益分别在 0.36%和-1.47%，其回撤时常已触及历史极值，达近 9 个月，预计后期随着商品期货市场波动率的逐步回升，CTA 策略收益有望逐步好转。

表 9：今年以来各细分二级策略指数收益（截至 2023.3.31）

主要策略指数	近一月(%)	近三月(%)	近六月(%)	今年以来(%)	近一年(%)
主观多头	-0.23	4.17	5.9	4.17	-0.15
沪深 300 指增	-0.02	4.24	6.96	4.24	2.32
中证 500 指增	-0.24	8.28	13.25	8.28	9.87
中证 1000 指增	0.22	11.01	18.22	11.01	17.52
股票多空	-0.86	3.65	7.36	3.65	1.57
股票市场中性	-0.32	1.26	2.33	1.26	2.67
主观 CTA	-0.18	0.36	0.75	0.36	-1.03
量化 CTA	-0.12	-1.47	-2.37	-1.47	-4.46
期权策略	0.6	2.92	3.24	2.92	6.12
宏观策略	-0.32	2.88	3.85	2.88	-1.21
套利策略	0.15	2.5	5.86	2.5	5.56
复合策略	-0.4	3.31	5.87	3.31	4.13
纯债策略	0.82	2.58	4.28	2.58	7.06
债券增强	0.54	2.57	2.97	2.57	4.56
转债交易	0.7	5.28	5.42	5.28	8.19
组合基金	-0.2	2.29	2.55	2.29	0.19

数据来源：私募排排网、国联期货研究所

三、未来展望

股票策略：经济复苏进程持续，支撑市场的核心逻辑未变，市场将经历估值修复到内生动能驱动的盈利改善的阶段，中长期依旧向好。货币政策“以我为主”，总量宽松必要性减弱下 A 股市场震荡态势持续，但重心或将上移，建议进行配置。主观多头策略：建议选择风格稳健、回撤控制能力相对较强的管理人；量化多头策略：当前 A 股市场成交量逐步回升、流动性向好，波动率有逐步回升迹象，建议选择超额相对稳定的指增类产品。

期货及衍生品策略：因商品期货市场行情的持续震荡，当前南华商品指数 30 日和 60 日历史波动率已分别处于近三年 9.7%分位和 2.9%分位低位水平，且此轮波动率的回落持续时间已达 9 月有余，已触及历史极值区域。受此影响，CTA 策略自 2022 年 7 月中旬开始便不断回撤，当前回撤时间亦触

及了历史极值区域。然而，震荡趋势行情的周期性循环是市场客观存在的规律，后期海外经济面临衰退、美联储货币政策放宽仍面临不及预期的可能，均值回归效应下期货市场的波动率有望逐步筑底回升，CTA 策略亦有望重拾升势，建议予以逐步配置。期权策略方面，当前低波环境下为防止波动率的大幅放大，建议予以少量配置。

债券类策略：短期受资金面宽松和银行存款利率下调影响，债市仍将具有一定支撑，但中长期而言，随着经济增长的提速，内生融资需求的逐渐恢复，叠加市场风险情绪改善，市场流动性拐点可能出现，长期利率有一定上涨压力，债市其上方空间整体不高，建议予以均衡配置。

其他类策略：尽管当前中证 500 和中证 1000 股指期货均存在一定贴水，但当前期现价差仍旧处于近三年中等偏高水平，随着前期 TMT 板块所导致的极端一九行情进入尾声，后期市场风格或将逐渐均衡，利于 alpha 收益的实现，同时 A 股市场成交量逐步回升、流动性向好，亦利于降低交易成本，股票市场中性策略建议予以适当配置；套利策略长期收益整体相对稳健，建议选择策略类型相对丰富，收益波动与回撤控制相对较好的管理人予以均衡配置。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道 999 号高维大厦 9 楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600