

新规下的量化格局重塑

报告要点

4月，三大交易所同时公布《程序化交易管理实施细则》。程序化交易监管的制度化、规范化逐步促使量化格局的改变，从高频量价向降频、基本面方向转化；从“小作坊”向头部集中。展望5月，在内外不确定性偏大的市场环境下，指增策略建议逢低布局，中性策略具有较好抗风险价值，CTA趋势策略具有偏强配置机会。

摘要

新规下的量化格局重塑：4月3日，三大交易所同时公布《程序化交易管理实施细则》，全面从严加强程序化交易监管。本次新规主要明确四类异常交易行为和两个监管标准，进一步重塑量化市场的DNA链条。一方面，量化行业规律或因程序化交易的严监管从高频量价向中低频、基本面量化转型；另一方面，程序化监管的制度和规范化使得合规成本提升，精细化运营或称为关键，行业向头部集中。未来，私募量化行业或将进入军备竞赛的新阶段。

指增/中性策略：Beta端，随着重要会议等事件落地，短期缺少提振催化因素，指数大概率震荡波动。Alpha端，多数跟踪指标开始走强，超额环境震荡转暖，**指增策略可以逢低择机布局**。对冲端，IC、IM年化贴水率均处于历史较高水平，但大多管理人已布局基差管理策略，在国内外政策的不确定性偏大的市场环境下，**中性策略具有较好的抗风险价值**。

CTA策略：4月商品市场呈现先抑后扬的走势，中证商品期货指数下挫2.61%，五大细分板块多数下行，其中贵金属板块领涨、能源化工板块领跌。CTA因子全部下行，其中波动率因子最弱。CTA产品中，4月CTA策略指数上涨1.02%，各子策略全部获利，累计收益率：CTA趋势>CTA复合>CTA套利。展望5月份，关税和美联储货币政策的不确定性仍然存在，多边博弈仍处于复杂局面，期货市场波动率或将进一步放大，有利于CTA趋势策略的表现；**CTA趋势策略环境延续偏强，推荐配置；CTA套利策略环境转为中性，保持观望**。

风险提示：国际地缘政治冲突加剧、国内政策变化超预期

金融工程组：

研究员：

盛博文

从业资格号 F03107915

投资咨询号 Z0021449

孔如玉

从业资格号 F03108272

投资咨询号 Z0021459

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

一、 新规下的量化格局重塑	5
(一) 量化新规主要内容：明确四类异常交易行为，两个监管标准	5
(二) 新规下的量化格局重塑	7
二、 资产配置环境分析	8
(一) 国内股市	8
(二) 国内债市	8
(三) 商品市场	9
三、 指增/中性策略	10
(一) 指数增强策略	10
(二) 市场中性策略	13
四、 CTA 策略	14
(一) 商品市场整体环境	14
(二) CTA 因子表现情况	16
(三) CTA 产品表现情况	18
(四) CTA 市场环境监测	19
(五) CTA 策略展望	21
五、 市场数据跟踪	22
六、 风险提示	26
(一) 国际地缘政治冲突加剧	26
(二) 国内政策变化超预期	26

图表目录

图表 1： 《程序化交易管理实施细则》主要内容	6
图表 2： 4 月宽基指数表现	8
图表 3： 国债到期收益率	9
图表 4： 公募指增产品平均业绩表现	10
图表 5： 公募指增产品平均超额表现	10

图表 6: 私募指增中性产品平均业绩表现	10
图表 7: 私募指增子策略平均业绩表现	10
图表 8: 成交额指标	12
图表 9: 个股收益分化度指标	12
图表 10: 大小盘相对强弱指标	12
图表 11: 价值成长相对强弱指标	12
图表 12: 行业轮动速度指标	12
图表 13: 因子稳定性指标	12
图表 14: 跟踪指标共振强度	13
图表 15: 中证期货指数净值走势 (截至 20250425)	15
图表 16: 中证期货指数累计收益率 (截至 20250425)	16
图表 17: CTA 因子净值走势 (截至 20250425)	17
图表 18: CTA 因子累计收益率 (截至 20250425)	17
图表 19: CTA 产品指数净值表现 (截至 20250418)	18
图表 20: CTA 产品指数累计收益率 (截至 20250418)	18
图表 21: CTA 产品指数每月收益率 (截至 20250418)	19
图表 22: CTA 趋势策略环境监测框架	19
图表 23: CTA 套利策略环境监测框架	20
图表 24: CTA 趋势择时策略净值走势	20
图表 25: CTA 套利择时策略净值走势	21
图表 26: 新发基金情况	22
图表 27: 中信一级行业指数表现	22
图表 28: 中信风格指数表现	23
图表 29: 市场风格指数表现	23
图表 30: 公募基金一级分类业绩表现	23
图表 31: 公募基金二级分类业绩表现	23
图表 32: 分类型公募基金收益分布 (2025 年 4 月 1 日至 2025 年 4 月 25 日)	23
图表 33: 朝阳永续主要私募指数业绩表现	24
图表 34: 朝阳永续主要私募指数区间收益率	24
图表 35: IC 当月合约历年累计对冲成本	24
图表 36: IC 当季合约历年累计对冲成本	24

图表 37: IF 当月合约历年累计对冲成本.....	24
图表 38: IF 当季合约历年累计对冲成本.....	24
图表 39: 久期因子(Level)、期限结构因子(Slope)、信用利差因子(Credit)周度表现.....	25
图表 40: 公募基金配置中信一级行业占比.....	25
图表 41: 公募基金配置中信一级行业较上月变化.....	25

一、新规下的量化格局重塑

4月3日，上交所、深交所、北交所同时公布《程序化交易管理实施细则》（下文简称“实施细则”），全面从严加强程序化交易监管。新规有3个月过渡期，自2025年7月7日起施行。《实施细则》立足我国资本市场“中小投资者占比突出”的结构性特征，围绕程序化交易这一技术性交易模式构建规范发展制度框架。

程序化交易的监管自2024年开始逐步规范化、制度化。2024年5月15日，证监会发布了《证券市场程序化交易管理规定（试行）》，对证券市场程序化交易监管做出总体性、框架性制度安排，并于2024年10月8日起正式实施。同年6月7日，沪、深、北证交所分别发布了程序化交易管理实施细则（征求意见稿），与《管理规定》相互衔接、互为配套，共同组成程序化交易监管的基础性制度安排。

（一）量化新规主要内容：明确四类异常交易行为，两个监管标准

1. 明确四类异常交易行为

通过明确、加强程序化交易异常行为监控，重点加强对高频交易等特殊业务形态的风险防控，切实保障交易系统稳健运行与市场公平性。针对异常交易行为认定条件，《实施细则》明确了四类异常交易行为，具体涵盖瞬时申报速率异常、频繁瞬时撤单、频繁拉抬打压以及短时间大额成交。

2. 明确高频交易认定标准

《实施细则》明确高频交易认定标准为：单账户每秒申报、撤单笔数合计最高达到300笔以上，或者单账户全日申报、撤单笔数合计最高达到20000笔以上。

交易所相关负责人表示，设置这一标准，结合了境外成熟经验和国内监管实践经验，且已通过充分的数据测算。通过高频交易的特点，筛选出流速（每秒申报速率）和流量（单日申报笔数）两个重点要素，便于投资者理解和监管者执行。

3. 高频交易差异化管理

除了明确高频交易的认定标准，交易所也将对高频交易进行差异化管理。要求高频交易者除常规报告外，需额外提交交易系统服务器位置、系统测试报告及应急方案等。未按要求执行导致系统故障，影响交易所系统安全或正常交易秩序的，将采取限制交易等严管措施。

《实施细则》明确规定，投资者发生程序化异常交易行为的，交易所可采取以下措施：（1）根据相关业务规则规定，对其采取相应的自律监管措施或者纪律处分。（2）对于因一个月内多次发生异常交易行为被采取盘后限制交易措施的程序化交易投资者，要求其托管会员暂停其使用深交所主机托管资源。（3）程序化交易投资者因发生异常交易行为被采取限制交易措施的，视情况通报中国证监会派出机构、证券业协会、基金业协会等，商请协同采取现场检查、约谈提醒等措施。

4. 程序化交易报告制度

《实施细则》通过程序化交易报告制度，提升我国程序化交易的规范性和透明度。报告内容包括但不限于账户基本信息（名称、资金规模、杠杆率等）；交易策略类型、最高申报速率、单日最高笔数；交易软件信息（名称、开发主体等）；服务器位置、系统测试方案等（高频交易额外要求）。在报告制度方面，《实施细则》建立了全方位、多层次的监管要求：（1）明确报告路径、时限、内容及变更报告要求。首次

进行程序化交易前，会员客户应当向会员报告；使用交易单元的机构应当直接向交易所报告。报告信息发生重大变更的，应当在规定时限内履行变更报告义务。（2）明确会员报告管理要求。会员应当及时发现并督促客户履行报告义务，对客户报告信息进行充分核查。（3）明确交易所的报告管理职责。交易所对报告信息进行及时确认，定期筛查比对，对不按要求报告的进行督促提醒，并视情况采取自律管理措施。4、对穿透报告作出原则性规定。程序化交易投资者与客户开展收益互换等业务，并通过自身账户进行程序化交易的，应当按照交易所要求报告其客户有关信息。

图表1：《程序化交易管理实施细则》主要内容

	重点内容	认定条件
程序化交易四个重点监管方向	瞬时申报速率异常	1 秒内申报或撤单笔数超过阈值，可能影响交易系统安全。监管旨在限制高频交易的申报速率，减少系统冲击
	频繁瞬时撤单	日内多次出现 1 秒内申报后撤单，且全日撤单比例过高。此类行为可能干扰市场秩序，需延长订单停留时间
	频繁拉抬打压	在多只股票上小幅操纵价格，导致流动性消耗和股价波动。监管要求分散交易，减少对个股的冲击
	短时间大额成交	同一机构管理的产品集中同向交易，加剧市场波动。需合并监管机构名下账户，加强整体风控
高频交易认定标准	单账户每秒申报/撤单 ≥ 300 笔 单日申报/撤单 ≥ 20000 笔	
高频交易差异化管理	额外报告义务	需提交服务器位置、系统测试报告及应急方案
	从严监管异常交易	高频交易者触发异常行为将被从严处罚
	差异化收费	可能加收流量费、撤单费，通过市场化手段降低交易频率
	技术检查	交易所可突击检查交易策略和系统
程序化交易报告制度	账户基本信息（名称、资金规模、杠杆率等） 交易策略类型、最高申报速率、单日最高笔数 交易软件信息（名称、开发主体等） 服务器位置、系统测试方案等（高频交易额外要求）	

资料来源：沪、深、北交易所 中信期货研究所

（二）新规下的量化格局重塑

1. 市场规律发生改变：高频策略的容量瓶颈，正迫使行业向中低频、基本面量化转型

新“国九条”落地后，交易监管趋严、程序化交易限制增加，量化依赖的高频套利空间被压缩。政策风险俨然已经成为量化最大的风险，正在重塑量化市场的 DNA 链条。随着量价策略的同质化加剧，越来越多的量化管理人选择向中低频、基本面量化转型。基本面量化凭借其清晰的投资逻辑、较大的市场容量和差异化的优势，重新成为量化新风向。据调研，策略融合趋势越发明显，多数量化股票机构均开始加大基本面、另类数据投入，减少纯量价因子的占比。随着计算机算力的发展和研究的逐渐深化，量化在一定程度上能够更好结合机器学习等因子的表现，更能发现市场深层次的运行规律。量价因子、基本面因子及另类因子有效结合，帮助量化策略在降低策略相关性上起到了一定的分散效果，为投资者整体的资产配置提供更多的选择。随着程序化交易监管的精细化、严格化，通过高频量价因子获取的超额收益会逐渐收敛，叠加基本面、另类因子比例的提高，降频将是未来整体趋势。

2. 量化监管趋严，合规、精细化运营成关键

监管政策的持续完善正在重塑行业生态。从产品备案到策略披露，从杠杆限制到投资者适当性管理，合规成本的大幅提升客观上加速了行业出清，量化私募基金行业将面临更严格的合规要求。此外，资金端管理聚焦客户适配与流动性管控，也成为风控管理的重要部分。如上海某私募通过渠道错峰发行策略，有效平衡资金流动与策略容量，实现客户留存率提升。当前监管趋严的市场环境成为头部机构的护城河，合规体系完善、风控能力突出的机构更具持续发展优势。

3. 未来趋势：策略迭代与行业竞争加剧，军备竞赛进入新阶段

在不稳定内外部环境导致产品波动加大的背景下，纯量价的高频策略逐渐趋同化，引发市场竞争加剧。例如，2024 年 DMA 策略因小微盘流动性危机“翻车”，部分产品净值回撤超 20%。若市场风格快速切换（如从小盘成长转向大盘价值），未及时迭代的模型可能面临长期失效。

在监管框架明晰化与市场有效性增强的双重驱动下，行业将步入高质量发展周期。当前投资人更看重策略的稳定性、迭代方式，是否具有可持续性等。量化领域的马太效应开始凸显，头部机构凭借其资金体量、成熟的策略体系和渠道优势，正在加速收割市场份额。在严监管的趋势下，头部机构具有天然优势，应对极端行情、风格切换的资金和能力更强，出现重大回撤、策略直接失效甚至跑路的情况较低。部分头部私募的单月备案数惊人，预示着量化私募的军备竞赛进入新阶段。

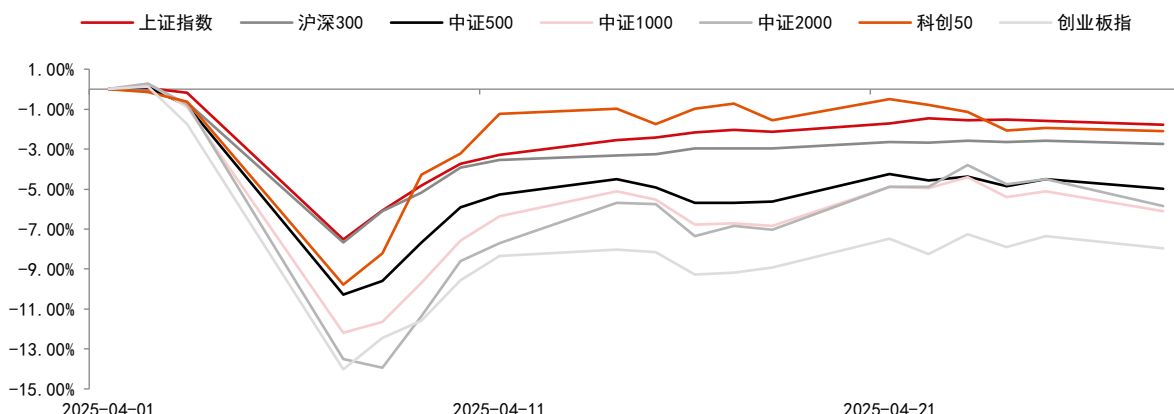
二、资产配置环境分析

（一）国内股市

4 月，清明节后，A 股受关税政策冲击普跌。随后在中央汇金的千亿增持下及市场化机制的协同作用下，市场逐步修复。4 月 1 日至 4 月 28 日，市场呈现“V”型走势，较 3 月，各大宽基指数整体下行。其中，上证指数下跌 1.79%，沪深 300 下跌 2.73%，上证 500 下跌 5.00%，上证 1000 下跌 6.11%。从市场风格来看，仅稳定风格上涨。其中，稳定风格 > 金融风格 > 消费风格 > 周期风格 > 成长风格。分行业看，行业指数多数下行，仅电力及公共事业、银行、农林牧渔、商贸零售、综合金融上行。

目前，关税加征已实行两周，关税压力初显。美国进口货物到港箱量出现滑坡，其中美国自中国进口货物到港箱量的跌幅超过市场均值，关税压力下，港口吞吐量偏向下滑，也会继续拖累航运行业股票走势。前期市场等待博弈政策，4 月政治局会主抓存量政策落地，本轮加码政策发力或偏后置，政策加码窗口尚未打开。近期政策等事件落地，缺少提振催化因素；4 月底将公布 4 月 PMI，同时 5 月中旬也将公布新的月度 GDP，基本面修复有待进一步验证；偏弱财报或集中于月底发布，业绩担忧或继续发酵。5 月市场或进入政策落地与外部博弈的关键阶段，面临一定的调整压力，但预计下行空间有限。建议保持红利防御底仓，同时逢低布局科技方向。

图表2：4 月宽基指数表现

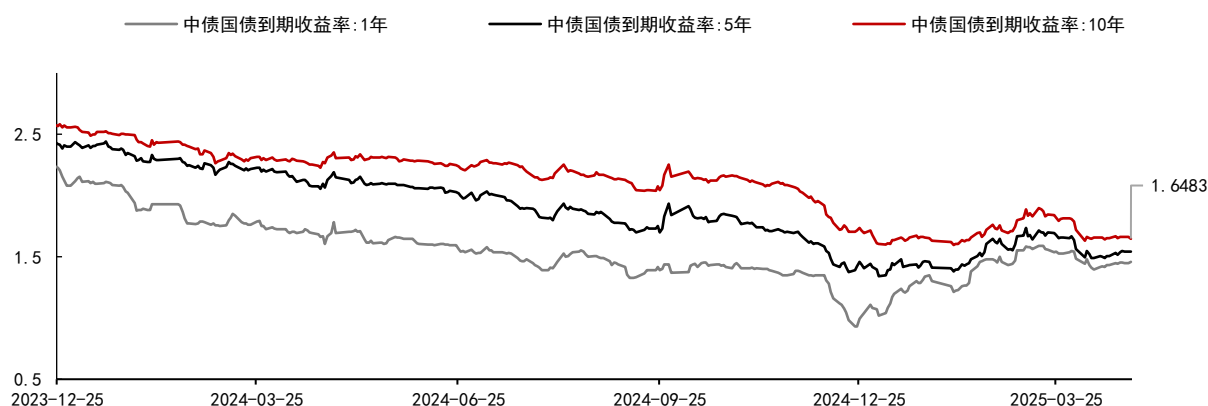


资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）国内债市

4 月以来，受中美互征关税影响，债券收益率快速下行。4 月下旬，特朗普释放中美关税缓和信号，市场风险偏好有所改善，叠加上周降准降息落空，对债市有所利空，债市利率开始有所上行。此外，4 月政治局会议公告定调积极但并未推出增量财政政策，短期或对债市有所利好，但政策博弈或将延续。后续来看，政治局会议落地后，短期债市进入政策预期修复及政策落地效果验证阶段。一方面，降准降息时点推迟，且央行对长端态度仍不明朗，10Y 国债收益率向下突破 1.6% 的难度较大；另一方面，基本面数据也可能对债市造成扰动，预计债市延续震荡，趋势尚不明朗。

图表3：国债到期收益率



资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）商品市场

2025 年 4 月，商品市场呈现为先抑后扬的走势。截至 25 日，本月中证商品期货指数下挫 2.61%，受到关税等宏观叙事的冲击，指数净值在本月上旬快速下行，随后开启震荡反弹，当前市场正在逐步消化与吸收各个宏观事件带来的冲击。五大细分板块收益分化：贵金属领衔上涨、月度冲高 6.05%；农产品窄幅波动、月度上探 0.06%；有色金属、黑色建材和能源化工震荡下行，月度收益分别回吐 4.01%、5.21%和 6.61%。短期美国部分经济数据表现超预期，滞胀交易放缓，特朗普释放利于谈判的积极信号。国内政治局会议总体基调保持战略定力，短期符合预期，对于市场驱动有限。贸易谈判的不确定性仍然较大，宏观预期仍有反复，且贸易冲突带来的需求担忧仍将制约工业品反弹高度，整体偏震荡运行。黄金短期或震荡调整，但中长期美国滞胀及美元信用担忧仍利好黄金价格。

三、指增/中性策略

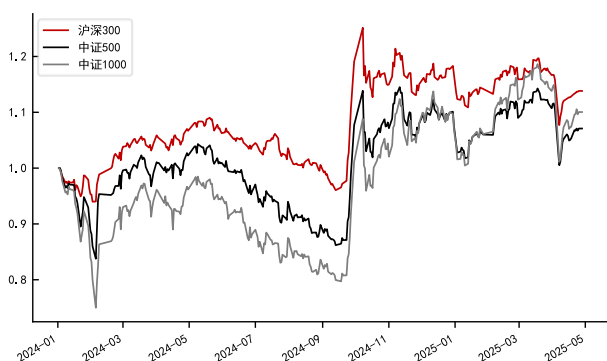
（一）指数增强策略

4月以来，公、私募指增产品业绩走势呈“V”型走势，与指数表现较为一致，受美国关税冲击，先下行后逐步修复。

公募方面，300、500、1000指增产品月内业绩表现整体呈先下行后修复的态势。截至4月25日，受关税冲击及财报披露季的影响，4月指增产品净值整体回撤，500和1000指数跌幅大于300指数。300指增表现相对最优；500指增整体修复力度较大；1000指增回撤最大。超额方面，截至4月25日，公募超额方面，500、1000指增超额均呈现先下跌后大幅修复的情况，其中1000指增的超额收益较大，300指增的超额表现相对比较平稳。

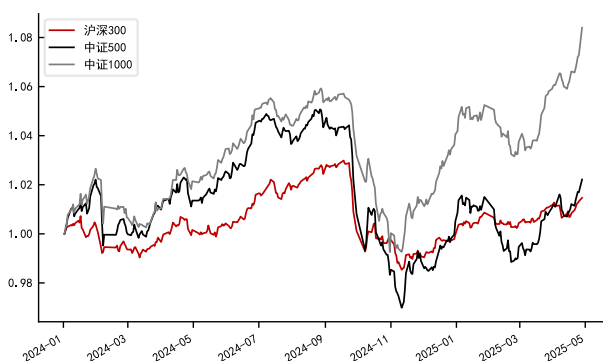
私募方面，受关税冲击，4月指增产品业绩表现整体下行。据朝阳永续统计口径，4月1日至4月18日，4月指增产品跌幅较大，平均绝对收益为-4.57%，全年平均绝对收益会吐至7.65%。细分子策略来看，4月，市场风格转向大盘防御，小盘成长回撤较大。300指增跌幅最小，下跌3.56%；500指增跌幅中间，下跌4.43%；1000指增跌幅最大，下跌5.17%。

图表4：公募指增产品平均业绩表现



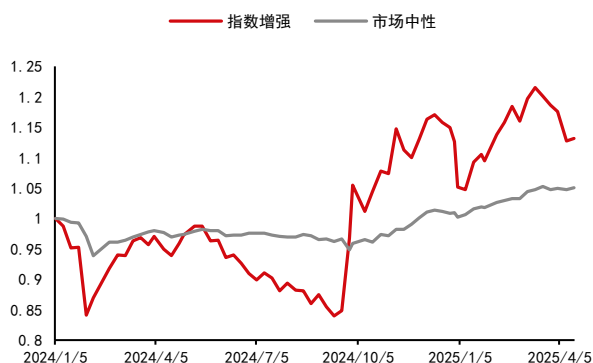
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：公募指增产品平均超额表现



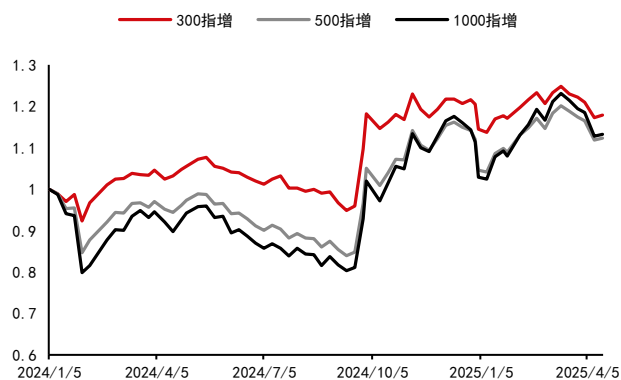
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：私募指增中性产品平均业绩表现



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表7：私募指增子策略平均业绩表现



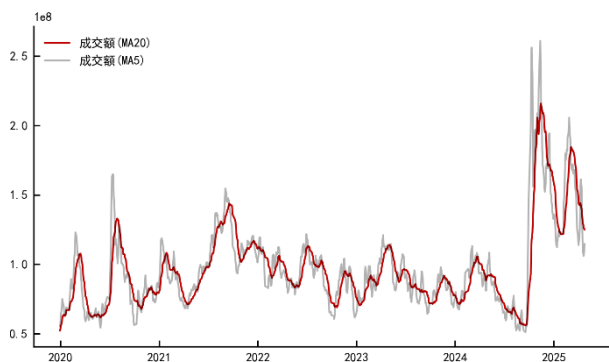
资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

Alpha 端，我们以自建的超额环境评估模型作为参考依据（模型详见《超额环境评估模型：Alpha 显著性与稳定性——金融产品专题报告之八》）。回顾多项跟踪指标 4 月表现：4 月上旬，多项跟踪指标延续 3 月以来的偏弱表现。下旬，小盘成长风格有所反弹，带领大小盘相对强弱指标、价值成长相对强弱等多项跟踪指标走强，超额环境有所转暖。具体而言：1) 4 月，受关税政策冲击影响，成交额指标开始下行至 1.1 万亿左右，这个位置仍对超额收益较有支撑。受政策空窗期、年报预披露季、退市新规等影响，成交额指标在今年春节前持续缩量下行。春节后，基于资金面表现乐观、AI 科技浪潮以及外资看好资金入场等积极信号，市场情绪回暖，A 股整体震荡上行，成交额也回归 2 万亿。3 月，随着科技股拥挤度集中，市场主线开始漂移，逐步进入一个更均衡的阶段，成交额指标虽震荡下行至 1.6 万亿左右，4 月受关税冲击全球市场，成交额指标有所下行至 1.1 万亿，仍然表现较好。2) 个股收益分化度指标今年以来小幅震荡上行，当前仍处于中枢水平。今年春节后，虽然 AI、机器人轮番爆发，走出独立行情的个股偏少，且延续性偏弱，个股收益分化度不高。4 月，受关税冲击，部分防御性板块维持较为稳定表现，指标有所上行，但近期又开启震荡，指标整体偏弱。3) 大小盘相对强弱指标 4 月整体走弱，4 月下旬小盘开启修复。2 月随着节后 AI 浪潮持续发酵，小盘风格表现持续较好。3 月，核心的科技股回调，AI 和机器人两大主线走弱，红利、消费等低估蓝筹方向开始走强。4 月，随着关税和财报披露季双重 buff 叠加，致使小盘风格进一步下行。4 月下旬，小盘成长风格有所反弹。一方面中小盘价值股在估值水位差下进行补位修复，另一方面，4 月政治局会议未推出增量政策，更接近托底思维，政策取向或更加稳健，对大盘价值风格形成一定压制。4) 价值成长相对强弱指标和大小盘相对强弱指标走势趋同，4 月整体走弱，4 月下旬成长风格有所修复。2 月，AI、机器人、算法等行业占据市场主线，小盘成长风格涨幅较大。3 月，小盘成长风格进入下行区间，大盘价值开始占优。4 月上旬，延续小盘成长偏弱走势，上周成长风格开始逐步修复。5) 行业轮动速度指标于去年 12 月开始持续上行，2-4 月持续高位震荡，意味着当前行业轮动速度较快，不利于超额的稳定性。今年以来，行业轮动速度较快，个股难以形成连续性的上涨趋势，对于量化超额获取相对不利。6) 因子稳定性指标 4 月随着海内外的震荡加剧，行业、风格因子也开始出现加大波动，开启上行，但仍在还是维持一个相对低位，超额的稳定性偏强。该指标自 12 月持续震荡下行，1-3 月持续低位运行。4 月因子波动加大，开启上行趋势。

回顾 4 月，随着 4 月财报披露季的到来，小盘成长风格或面临一定瓶颈，超额震荡的风险在提升，短期收益不确定性较大。展望 5 月，Beta 端，今年春节后科技股带领春季躁动行情，叠加两会政策的平稳落地，市场风险偏好有所提升，指数随之上行。4 月关税冲击叠加财报披露季，市场整体偏“基本面/防御”板块。4 月下旬，随着重要会议等事件落地，基本面影响有待进一步观察，短期缺少提振催化因素，beta 端大概率震荡波动，突破 3300 有一定难度，但向下亦有支撑。Alpha 端，根据我们的超额环境评估模型，最新一期的多项底层跟踪指标和指标共振强度提示，超额显著性下的成交额、大小盘相对强弱、价值成长相对强弱位于上行区间，超额稳定性下因子稳定性偏强，其他指标偏弱，市场超额环境整体震荡转强。截至上周，超额已出现回暖态势。或印证我们在一季度报告中“3-4 月超额环境偏震荡，5-6 月超额可能进入偏暖区间”的预期。

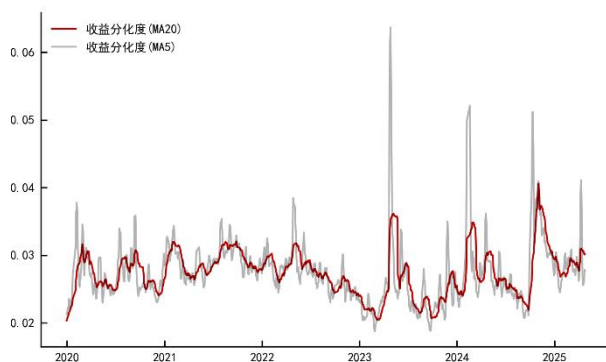
综合 Beta 端和 alpha 端，当前小盘成长风格出现修复迹象，超额环境有所转暖，我们认为指增策略可以逢低择机布局。中长期仍看好科技成长主线，预计 1000 指增全年来看或有较好表现。

图表8：成交额指标



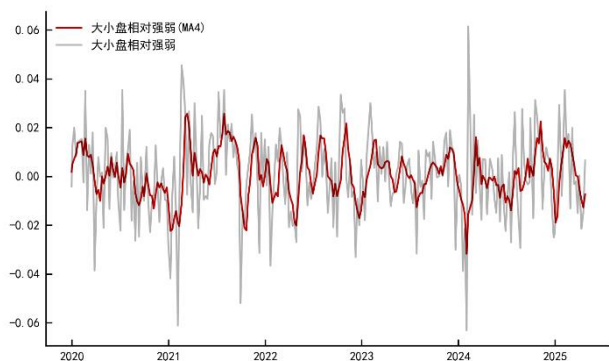
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表9：个股收益分化度指标



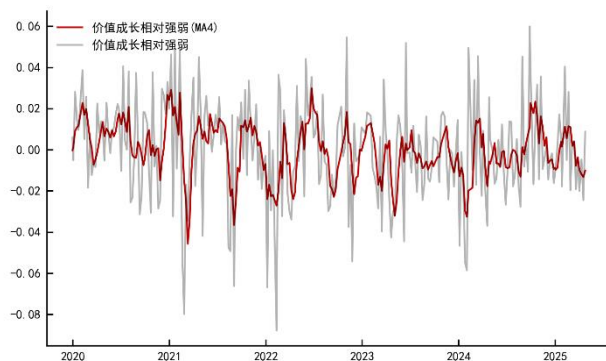
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：大小盘相对强弱指标



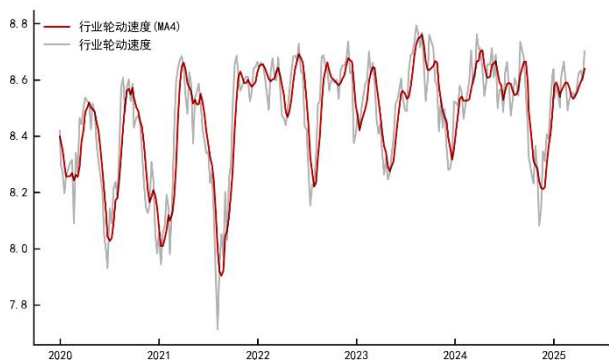
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表11：价值成长相对强弱指标



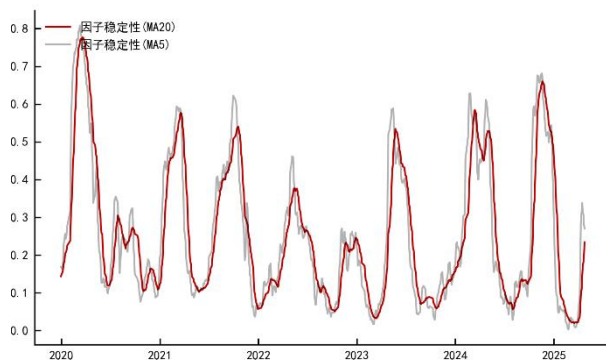
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表12：行业轮动速度指标



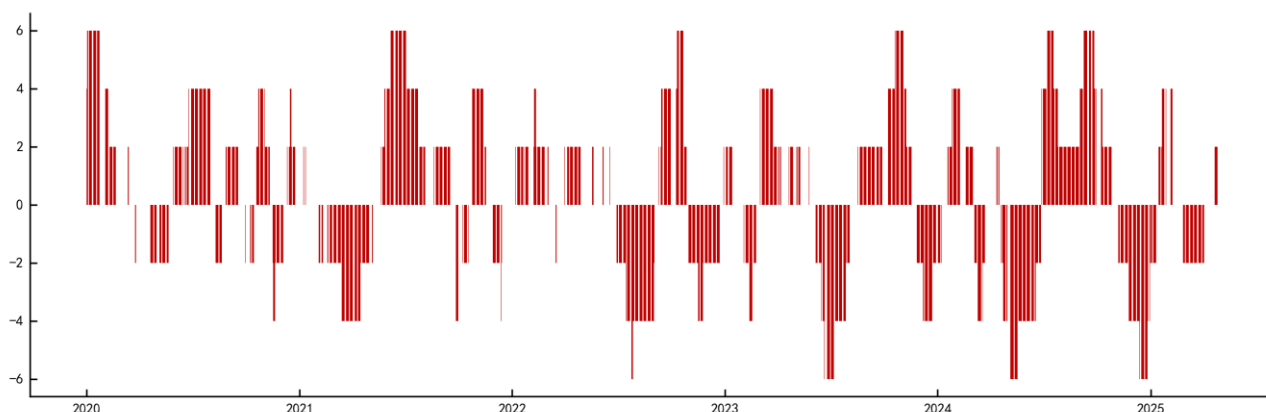
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表13：因子稳定性指标



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表14：跟踪指标共振强度



资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）市场中性策略

4月，在全球市场被关税政策冲击的背景下，私募市场中性策略平均业绩表现较好，整体略有上行。4月1日至4月18日，据朝阳永续统计口径，市场中性产品4月平均业绩表现为0.33%，全年平均绝对收益为4.83%。在4月7日的极端行情中，中性策略表现也较为稳健，部分做基差管理的中性策略产品及空头敞口较大的灵活对冲产品有降低仓位的操作，整体回撤较小，甚至部分收益为正。预期在关税“靴子”落地之前，内外政策的不确定性偏大，A股市场的波动较大，中性策略仍具有较好的抗风险价值。

对冲端角度来看，今年以来，三大股指基差波动较大。4月，中证1000、中证500股指期货的年化贴水率均处于历史较高水平，不利于含对冲头寸的产品建仓。但基于今年多数中性策略管理人开始布局基差管理，减少基差扰动，开展基差套利，对冲端对中性产品的影响较为有限。

综合而言，展望5月，基于国内外政策的不确定性偏大，A股市场波动性较大，中性策略具有较好的抗风险价值。

四、CTA 策略

（一）商品市场整体环境

2025 年 4 月，商品市场呈现为**先抑后扬**的走势，截至 25 日，本月中证商品期货指数下挫 2.61%，受到关税等宏观叙事的冲击，指数净值在本月上旬快速下行，随后开启震荡反弹，当前市场正在逐步消化与吸收各个宏观事件带来的冲击。五大细分板块收益分化：贵金属领衔上涨、月度冲高 6.05%；农产品窄幅波动、月度上探 0.06%；有色金属、黑色建材和能源化工震荡下行，月度收益分别回吐 4.01%、5.21%和 6.61%。

国内方面，4 月政治局会议召开，总体基调保持战略定力为主，当前外部尽管有超预期冲击，但不确定性比较多，贸易战走向未知，财政限额还有较多余量未用，短期出台增量的必要性确实不大，以用好存量为重，“留有后手”的储备政策也能在下半年人大常委会等较为灵活的时间节点进行加码，内需在有政府需求托底的情况下不必过分悲观。**海外方面**，近期美国部分经济数据表现超预期，滞胀交易放缓，同时特朗普表达无意解雇联储主席鲍威尔，美联储货币政策独立性及由此引发的美元信用担忧暂缓；此外，美方就关税释放与中方谈判口风，部分联储官员发言偏鸽，市场远端降息预期升温，市场风险偏好改善。**总体来看**，工业品多数品种现实表现偏强，外部压力暂缓后，短期价格有小幅提振，供给端有约束的部分有色金属或继续强于黑色，不过贸易谈判不确定性仍较大，宏观预期预计仍有反复，且贸易冲突带来的需求担忧仍将制约工业品反弹高度；黄金短期震荡调整，但中长期美国滞胀及美元信用担忧仍利好黄金价格。

贵金属：4 月份，贵金属板块先跌后涨，月间金价继续创出新高，白银走势弱于黄金。**对于黄金**，金价短期或进入震荡调整走势，而中长期维持多头观点不变：1）中美贸易谈判或一波三折，但短期边际缓和场景的概率更高，市场风险偏好或有修复；2）特朗普承认无意解雇鲍威尔后，市场对美联储独立性的担忧有所放松；3）美国中期滞胀预期难以打破，以及若美联储坚持鹰派，可能出现“滞胀-衰退”的路径演绎，而美元信用收缩的周期持续，是长期利多黄金的核心支撑。**对于白银**，短期多空因素交织，预计仍以震荡运行为主，而中长期预计呈现震荡偏强的走势：1）短期金价调整拖累白银价格；2）贸易战缓和带来风险偏好回升；3）中期白银工业属性和金融属性仍难共振，基于看多黄金的前提，对白银保持谨慎乐观，但白银对冲信用货币风险的属性弱，以及在降息周期下的弱需求现状，仍是压制白银弹性的重要阻碍。

有色金属：4 月份，有色金属板块先跌后涨，但距离月初位置仍有较大上升空间。**宏观面**：1）4 月 IMF 经济预测偏正面，4 月欧美制造业 PMI 初值和美国 3 月耐用品订单好于预期且回升；2）特朗普近日称将缩减对华进口关税，这对有色有提振；3）若想改变超高关税对中国出口的负面冲击，必须见到美国关税大幅下调，才能改善或者改变预期需求走弱预期。**对于基本金属**：1）基本金属普遍处于快速去库状态，这说明短期供需延续偏紧的格局；2）中短期来看，宏观面预期有好转，但缺乏实质性内容，现实供需基本面偏紧继续支撑有色，关注供应端有扰动品种的短多机会，比如：铜、铝、锡等；3）中长期来看，基本金属需求前景预期暗淡或者存在非常大的不确定性，若国内消费刺激政策落地偏慢，价格上方空间可能受限，可关注部分供需偏过剩或者预期过剩品种的逢高沽空机会。**对于新能源金属**：1）价格大幅下跌对阶段性供应有一定抑制，但不能带来行业过剩产能出清，需求端受到关税政策的负面冲击，远期需求预期较为悲观，供需偏宽松的预期仍在；2）中短期来看，供需偏过剩格局延续，新能源金属价格维持弱势；3）长期来看，低价或有望进一步加快国内自主定价品种的产能出清，比如：多晶硅和工业硅等。

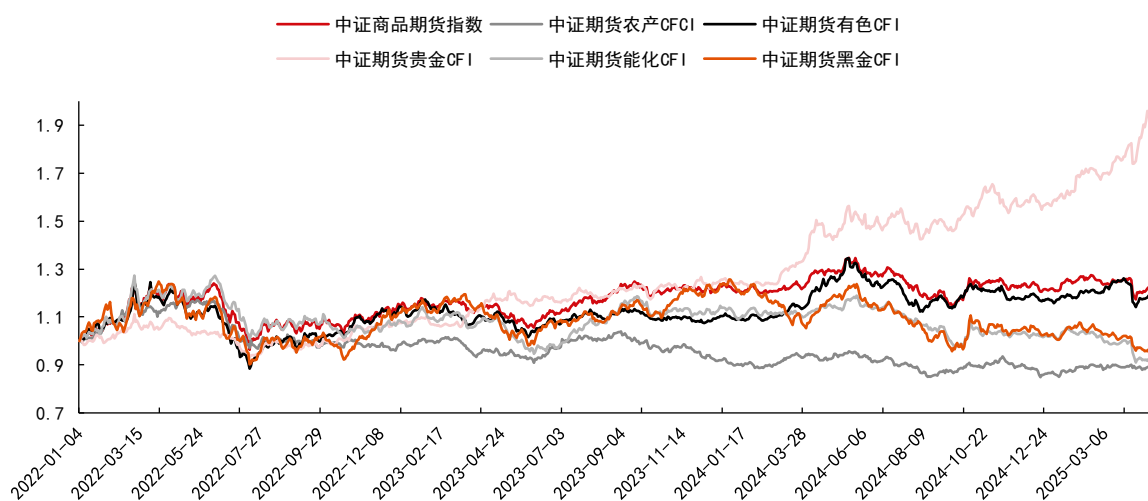
能源化工：4 月份，能源化工板块在快速下跌后，持续低位震荡，原油近期有所反弹。**对于原油**，1）近期市场的冲击主要集中在 OPEC+内部，在宣布了补偿性减产措施后的第二周，哈萨克斯坦能源部长公开表示该国的产量政策要以国家利益为主，原油产量难以下滑；2）原油需求端尚未看到较大变化，特朗普

表示，预计将在“未来三到四个礼拜”与要求降低关税的伙伴达成贸易协议；3）未来重点关注 OPEC+ 的增产计划，将在 5 月 5 日进一步确定，不考虑宏观变动，原油当前也没有非跌不可的理由，**投资者离场观望或震荡思路对待油价。对于化工品：**1）随着 5 月合约换月时点临近，化工品价格开始更多的交易市场现实，以聚酯产业链为例，周度长丝、短纤去库，聚酯开工率高企，PTA 仓单和社会库存大幅下滑，PX 仓单持稳，开工率维持低位，化工链条呈现近强远弱的格局；2）其余能化品种以震荡整理为主，苯乙烯原料纯苯 3 月进口创纪录高位，原料端的弱势将略抵消苯乙烯检修带来的利好，同时我国乙烷裂解装置的原料短缺也可能阶段性缓解，EG、EB、PE 等烯烃的供给将不再受限；3）**化工整体以震荡思路对待。**

黑色建材：4 月份，黑色建材板块在快速下跌后，持续低位震荡，近期品种价格虽然仍有波动，但涨跌幅进一步收敛。**黑色建材板块基本面短期仍有支撑，但中长期压力不减：**1）短期来看，产业链自身矛盾相对有限，一方面，虽然淡季将至使得板块品种仍保持压力；但另一方面，当下的抢出口需求和钢材持续的低库存水平，暂缓了产业链自下而上的负反馈传导，钢企在保持利润的前提下，生产水平高位运行，支撑炉料需求的同时，亦从成本端支撑钢材价格；2）中长期预计铁矿、焦煤、锰矿供给增加，使得炉料基本面仍有转弱的预期，叠加粗钢压减的预期随时间推移而增强，预计铁矿、焦煤、锰硅价格下行压力增加，进而压力向焦炭、成材端传递，使得板块品种价格整体重心下移；3）外部关税政策以及国内刺激政策同样有望持续扰动黑色金属价格。

农产品：4 月份，农产品板块维持区间震荡。**对于油脂油料：**1）短期看，4 月国内豆粕供需仍紧张；2）中期看，大豆到港量 5-7 月逐渐增大，供应压力凸显；3）长期看，美豆新作面积下降，供需平衡表收紧，美豆易涨难跌；4）在贸易政策、南美豆上市压力、国内供应紧现实与宽松预期、美豆种植、菜系进口政策、棕油产地供应等因素影响下，**中期油脂市场或维持区间震荡，短期关注油脂上方技术阻力有效性。****对于饲料养殖：**1）**玉米方面**，近期潮粮销售殆尽，叠加存粮成本抬升以及春播延迟的预期，持粮主体惜售情绪增强，港口库存进入季节性去化周期，同时，小麦产区干旱引发新麦减产预期，豆粕上涨助力小麦价格上涨，导致玉米上涨提前进入兑现期，**预计盘面偏强震荡；**2）**生猪方面**，**二季度市场出现新的利多驱动**，国家储备轮换带动屠宰增加，国际贸易紧张抬升成本预期，增重趋势延续叠加去年底仔猪微降，二季度商品猪供应压力暂时缓和，但肥标价差开始转负，高均重库存风险仍需关注。

图表15：中证期货指数净值走势（截至 20250425）



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表16：中证期货指数累计收益率（截至 20250425）

	近 1 个月 收益率%	近 3 个月 收益率%	2025 年以来 收益率%	2024 年以来 收益率%
中证商品期货指数	-2.61	-2.06	0.18	-0.3
中证期货农产品 CFI	0.06	2.22	3.5	-2
中证期货有色 CFI	-4.01	0.99	1.99	7.73
中证期货贵金 CFI	6.05	17.36	22.38	52.74
中证期货能化 CFI	-6.61	-10.57	-9.67	-18.14
中证期货黑金 CFI	-5.21	-9.76	-6.5	-21.94

资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

（二）CTA 因子表现情况

截至 2025 年 4 月 25 日，4 月份四大风格因子净值全线下挫，市场整体波动在略微回升后，再度进入“低波磨底”走势。其中，持仓因子月内持续震荡，整体先下行然后反转向上，但仍未能“修复失地”，最终月度净值下挫 0.2%。期限结构因子月内经历“单边下行”→“反转修复”→“再度下行”→“横盘波动”四个阶段，并在统计窗口期内最后 1 天再度表现出下行趋势，最终月度下行 0.66%。动量因子在不断的震荡中月度收益回吐 1.36%。波动率因子领跌，月度下行 2.06%，因子净值在 4 月上半月内单边流畅下行，随后在下半月转向横盘企稳，本月波动率因子表现不佳的最重要原因是在关税政策等宏观事件的冲击下，“波动率越大→风险越高→风险溢价越高”的经典风险平价假设受到冲击，在极端的宏观扰动中，“高波动”不再对应“高风险溢价”，而是转向对应“恐慌”和“抛售”等消极情绪关键词，因此继续做多高波动率品种会使得因子净值不断受损。

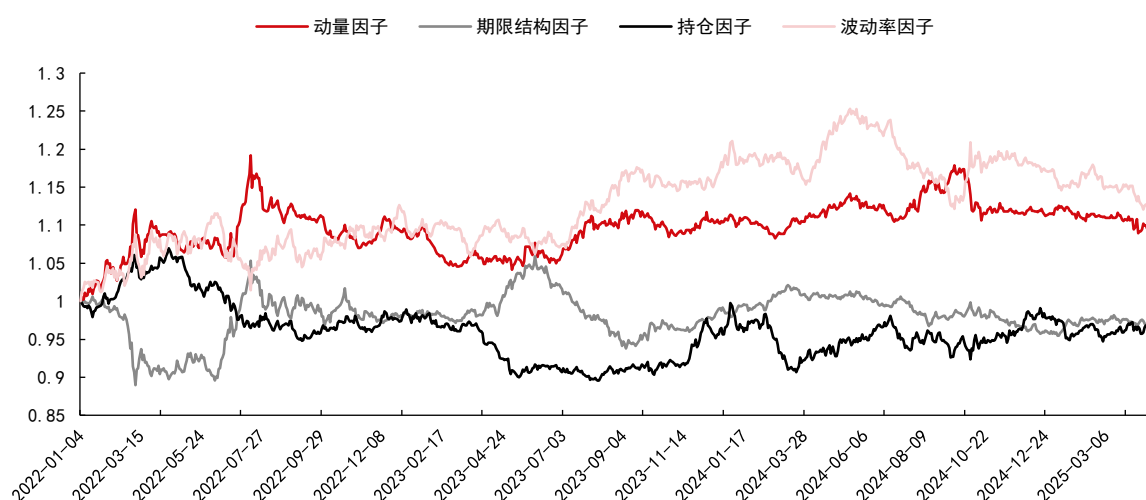
持仓因子：本月内持续震荡、月度净值下挫 0.2%。在因子持仓结构方面，多头端持仓月度覆盖除了贵金属以外的全部六大板块，但是欧线集运月度仅 2 天进入多头端持仓；在截面视角下，月内棕榈油、热卷和白糖持续稳定在多头端头部，而有色金属板块下半月在持仓尾部表现出一定的聚集效应，同时近期沥青的因子排序表现出单边下行趋势。空头端持仓结构覆盖除欧线集运和贵金属以外的五大板块，月内黑色建材所占权重最高，农产品板块次之，而另外三个板块均只有一个品种进入持仓，在截面视角下，持仓因子空头端内因子排序交替较为剧烈，月内仅有橡胶持续稳定在头部位置。

期限结构因子：因子净值月内经历“单边下行”→“反转修复”→“再度下行”→“横盘波动”四个阶段，并在统计窗口期内最后 1 天再度表现出下行趋势，最终月度下挫 0.66%。因子多头端持仓数量有所下降，从 30 个下降至最低值 21 个，并在最后一周反弹回升至 25 个；空头端持仓数量则对应应在 15~24 个之间变化。在持仓结构方面，多头端持仓在前三周整体上表现出“按板块成簇分布”的特征，即按照因子值从大到小，依次集中在农产品、黑色建材、能源化工、软商品、有色金属和贵金属，当然各板块之间亦有交错分布；而在最后一周，除欧线集运、农产品和黑色建材三个板块按照因子值降序的顺序依次聚集在多头端头部位置以外，其他板块的分界线趋于模糊，较为散乱地分布在持仓中段和尾段。空头端持仓覆盖除贵金属以外的所有板块，同时能源化工所占权重较高。

动量因子：因子净值在统计期内震荡下行，月度收益回吐 1.36%。从动量因子的持仓结构看，4 月份市场情绪经历较为明显的两个阶段：由暖转冷再逐步回暖，具体的表现为，多头端持仓数量从上月峰值 25 个逐步减少至最小值 5 个，并在最后一周回弹至 10 个，而空头端数量则对应先增加后减少，整体来看本月，尤其是月末市场情绪整体偏冷。在持仓结构方面，多头端覆盖全部七大板块，上半月内不同板块的权重未见明显差异，而在下半月，农产品所占权重明显高于其他板块，同时黄金稳定在动量最大的位置上；空头端持仓同样覆盖所有板块，且不同板块间的分布未见明显差异，月内欧线集运、焦煤和橡胶稳定在空头端头部，或可关注这些品种的持续下行趋势。

波动率因子：波动率因子月内领跌、因子净值在上旬持续下行后，在下旬逐步企稳，最终收益回吐 2.06%。在持仓结构方面，持仓因子多头端季度内涉及全部七大板块，同时本月内黑色建材板块所占权重明显下降，而能源化工板块所占权重则明显上行，成为多头端内占比最大板块，提示关注该板块的整体高波现象；而欧线集运长期稳定在波动率第一的位置，该品种的波动率显著大于其他品种，同时下半月内，原油和 PTA 也稳定在持仓头部。空头端持仓覆盖欧线集运以外的所有板块，同时农产品板块所占权重略高于其他板块，在因子排序方面，聚丙烯和白糖月内稳定在持仓头部，而在第一周以后，玉米和玉米淀粉稳定在因子排序最小的前二位置上。

图表17：CTA 因子净值走势（截至 20250425）



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表18：CTA 因子累计收益率（截至 20250425）

	近 1 个月 收益率%	近 3 个月 收益率%	2025 年以来 收益率%	2024 年以来 收益率%
动量因子 (20)	-1.36	-1.18	-1.78	-0.97
期限结构因子	-0.66	-0.2	0.97	-1.83
持仓因子	-0.2	1.19	-1.15	-0.13
波动率因子 (20)	-2.06	-2.69	-4.2	-4.66

资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

（三）CTA 产品表现情况

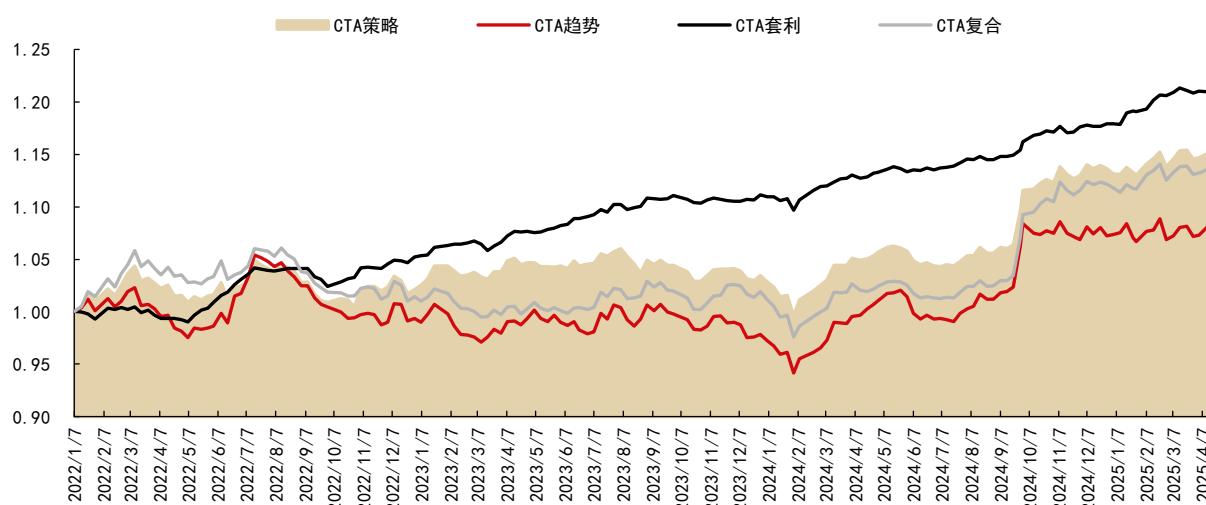
截至 2025 年 4 月 18 日，近一月 CTA 策略指数呈现先跌后涨，近一月收益率为 0.27%。从各个不同子策略产品指数来看，策略全部收涨，各策略收益差异不大，其中 CTA 趋势策略表现最优，近一月收益率为 0.35%；CTA 套利策略次之，近一月收益率为 0.30%；CTA 复合策略近一月收益率为 0.26%。

4 月份 CTA 策略的整体表现较好，收益率达 1.02%，显著高于今年其他月份，策略净值逐步回升，每周均能收获正收益，当前市场环境相对利好 CTA 策略。

4 月份 CTA 趋势策略领涨，净值大幅反弹，收益率达 1.28%；月初市场受到关税政策冲击，各期货品种普遍出现回落，市场波动率短期内快速提升，并且 CTA 趋势策略管理人前期大多以净空头持仓为主，因此市场快速下跌的过程中，CTA 趋势策略产品普遍获利，远超其他资产的策略收益，较好地体现了 CTA 策略的“危机 Alpha”能力；从单月收益来看，CTA 趋势也是呈现渐进式回暖特征，整体表现符合策略环境监测框架对于 CTA 趋势策略从 1 至 4 月份处于中性偏弱-中性-中性偏强-偏强状态的判断。

4 月份 CTA 套利策略表现稳健，收益率达 0.53%，止住了前期净值略有回撤的势头，继续创出新高，依然是今年表现最好的 CTA 子策略，今年以来累计收益率达 3.00%，显著领先于其他子策略。

图表19：CTA 产品指数净值表现（截至 20250418）



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表20：CTA 产品指数累计收益率（截至 20250418）

	近 1 个月 收益率%	近 3 个月 收益率%	2025 年以来 收益率%	2024 年以来 收益率%
CTA 策略	0.27	1.70	1.81	11.81
CTA 趋势	0.35	0.12	1.17	10.90
CTA 套利	0.30	2.11	3.00	9.28
CTA 复合	0.26	1.86	1.81	12.01

资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表21：CTA 产品指数每月收益率（截至 20250418）

	1 月份 收益率%	2 月份 收益率%	3 月份 收益率%	4 月份 收益率%
CTA 策略	-0.52	0.66	0.44	1.02
CTA 趋势	-0.56	0.18	0.28	1.28
CTA 套利	0.95	1.29	0.19	0.53
CTA 复合	-0.44	0.78	0.48	0.98

资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

（四）CTA 市场环境监测

CTA 策略主要受到宏观环境和商品市场的影响，针对 CTA 趋势策略和 CTA 套利策略，本团队均搭建了市场环境监测框架，通过构建宏观环境因子和商品市场因子，追踪 CTA 市场环境，来对策略未来的投资胜率与盈亏比进行预判。每个策略环境监测框架均包含 8 个市场环境因子，CTA 趋势策略环境监测框架中宏观环境因子用 CPI、人民币存款余额、出口总值、以及美国 10 年期国债收益率等数据构成，商品市场因子则用代表市场趋势强度、市场投机度、市场轮动速度、以及成交集中度的数据构成；CTA 套利策略环境监测框架中宏观环境因子用 PPI、制造业 PMI、进出口值、以及社会融资规模等数据构成，商品市场因子则用跨期价差、跨品种价差、以及期现价差相关数据构成；具体构建方式可联系本团队。

根据 CTA 趋势策略环境监测框架，5 月份 CTA 趋势策略的投资胜率为 79%左右，盈亏比约为 3.7，高于历史平均水平，相较前期继续上升；8 个市场环境因子中有 6 个呈现利好；策略趋势强度近期震荡回落，处于历史中间位置，策略拥挤度近期在偏上位置震荡。综合分析来看，近期市场行情主要受到关税政策影响，虽然特朗普关于关税与解雇美联储主席的态度缓和，避险情绪暂时降温，但是关税和美联储货币政策的不确定性仍然存在，多边博弈仍处于复杂局面，在外部冲击较大叠加内部需求偏弱的环境下，市场对稳增长政策加码对冲的预期也在上升，预计国内股市及商品的下方空间有限，期货市场波动率或将进一步放大，有利于 CTA 趋势策略的表现，CTA 趋势策略市场环境预计延续偏强状态，推荐配置。

图表22：CTA 趋势策略环境监测框架

因子类型	因子名称	利好↑/利空↓
宏观环境	CPI（月同比增速）	↓
	人民币存款余额（月同比增速）	↑
	出口总值（月同比增速）	↓
	美国 10 年期国债收益率	↑
商品市场	市场趋势强度	↑
	市场投机度	↑
	市场轮动速度	↑
	成交集中度	↑

资料来源：中信期货研究所

根据 CTA 套利策略环境监测框架，5 月份 CTA 套利策略的投资胜率为 54%左右，盈亏比约为 1.2，低于历史平均水平，相较前期明显回落；8 个市场环境因子中有 4 个呈现利好；策略趋势强度高位回落，处于中等偏上位置，策略拥挤度继续回落，仍处于低位。综合分析来看，当前跨品种价差波动趋于收敛及市场基差动量下行，使得套利机会的结构性供给不足，策略有效性面临阶段性压力，策略配置的性价比有所降低，CTA 套利策略市场环境预计处于中性状态，保持观望。

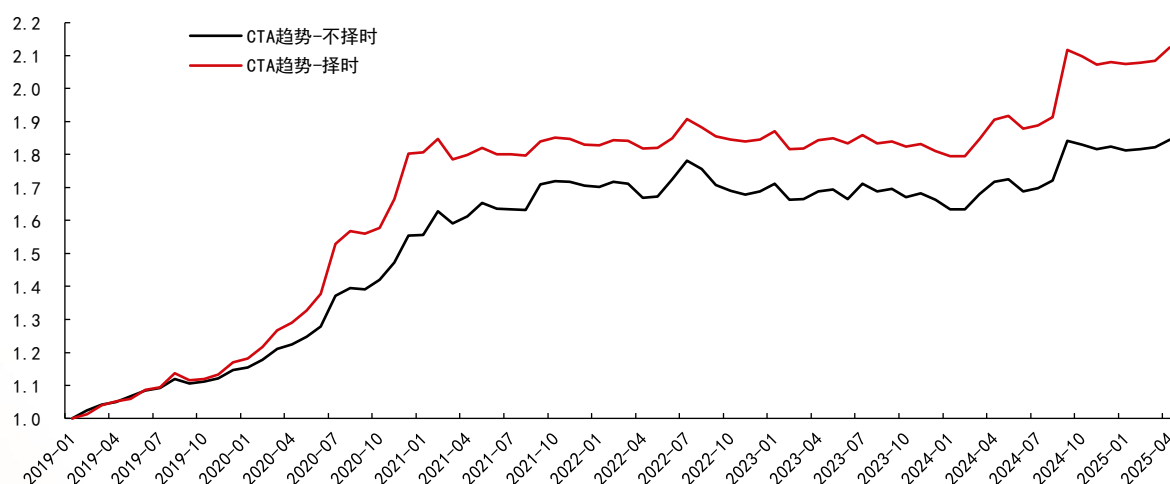
图表23：CTA 套利策略环境监测框架

因子类型	因子名称	利好↑/利空↓
宏观环境	PPI 同比增速变动率	↑
	制造业 PMI 新订单指数	↑
	进出口差额	↓
	社会融资规模存量同比增速	↓
商品市场	市场基差动量	↓
	升水品种占比增长率	↑
	跨品种价差变动率	↓
	市场期现价差	↑

资料来源：中信期货研究所

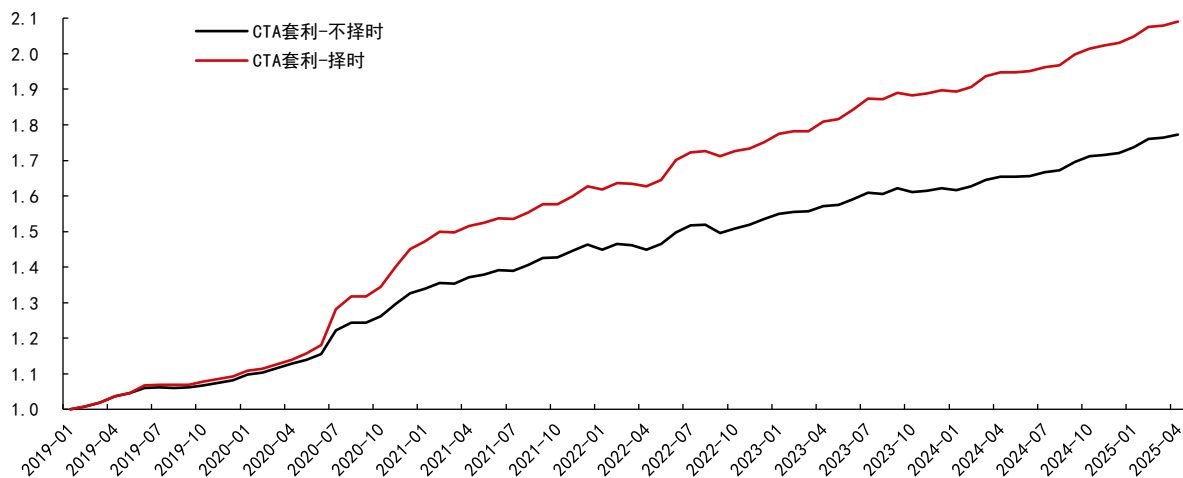
为了进一步考察通过以上市场环境因子所生成的预测胜率与预测盈亏比的信号对于指导投资的作用与价值，我们利用 CTA 趋势策略指数和 CTA 套利策略指数来构建择时策略，与不择时的情况进行对比。下图展示了择时策略的净值走势，可以看到，利用预测胜率与预测盈亏比的信号来进行择时，具有比较明显的效果。相比不择时，能够显著提升策略的收益，在市场环境好时抓住机遇，并且能够有效减少策略的亏损，在市场环境差时减小回撤。CTA 趋势策略和 CTA 套利策略的市场环境因子分别由 2024 年 3 月和 6 月之前的历史数据研究得到，自 2024 年 3 月和 6 月起，择时策略依然具有比较明显的效果。我们会对这些策略净值进行月度跟踪，具体策略细节可以联系本团队。

图表24：CTA 趋势择时策略净值走势



资料来源：同花顺 iFinD 朝阳永续 中信期货研究所

图表25：CTA 套利择时策略净值走势



资料来源：同花顺 iFinD 朝阳永续 中信期货研究所

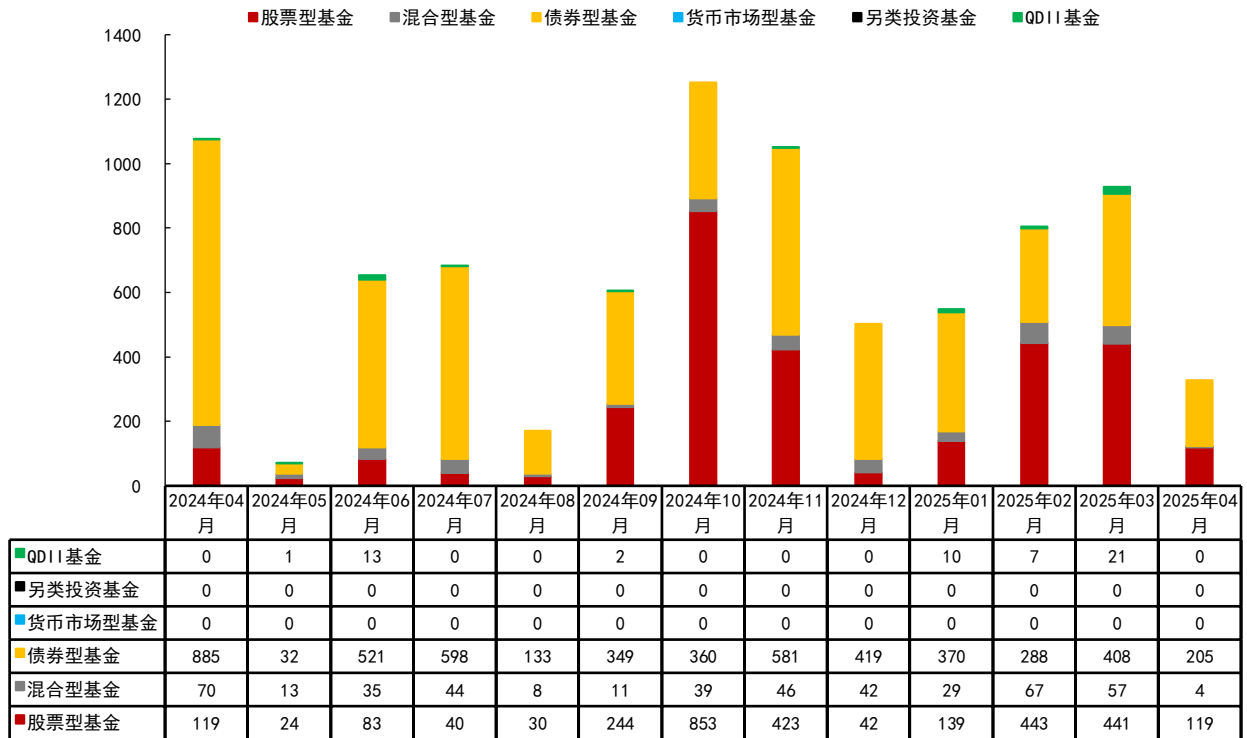
（五）CTA 策略展望

4 月份，期货市场呈现先抑后扬的走势，月初受到美国关税政策冲击，各品种普遍出现大幅下跌，而后各品种走势有所分化，黄金快速反弹创出新高，有色金属也有一定回升，能源化工和黑色建材则以低位震荡为主。商品市场波动率在月初也快速提升，后续开始回落，目前波动率仍然处于较低位置。从 4 月份 CTA 策略收益来看，整体实现正收益，各细分策略收益水平呈现显著分化，但均优于 3 月份表现，4 月累计收益率：CTA 趋势>CTA 复合>CTA 套利。

进入 5 月份，市场行情仍然受到关税政策影响，虽然特朗普关于关税与解雇美联储主席的态度缓和，避险情绪暂时降温，但是关税和美联储货币政策的不确定性仍然存在，多边博弈仍处于复杂局面，在外部冲击较大叠加内部需求偏弱的环境下，市场对稳增长政策加码对冲的预期也在上升，预计国内股市及商品的下方空间有限，期货市场波动率或将进一步放大，有利于 CTA 趋势策略的表现，**预计 CTA 趋势策略市场环境将延续偏强状态，推荐配置**。另外，对于 CTA 套利策略，鉴于当前跨品种价差波动趋于收敛及市场基差动量下行，使得套利机会的结构性供给不足，策略有效性面临阶段性压力，策略配置的性价比有所降低，**预计 CTA 套利策略市场环境转为中性状态，保持观望**。

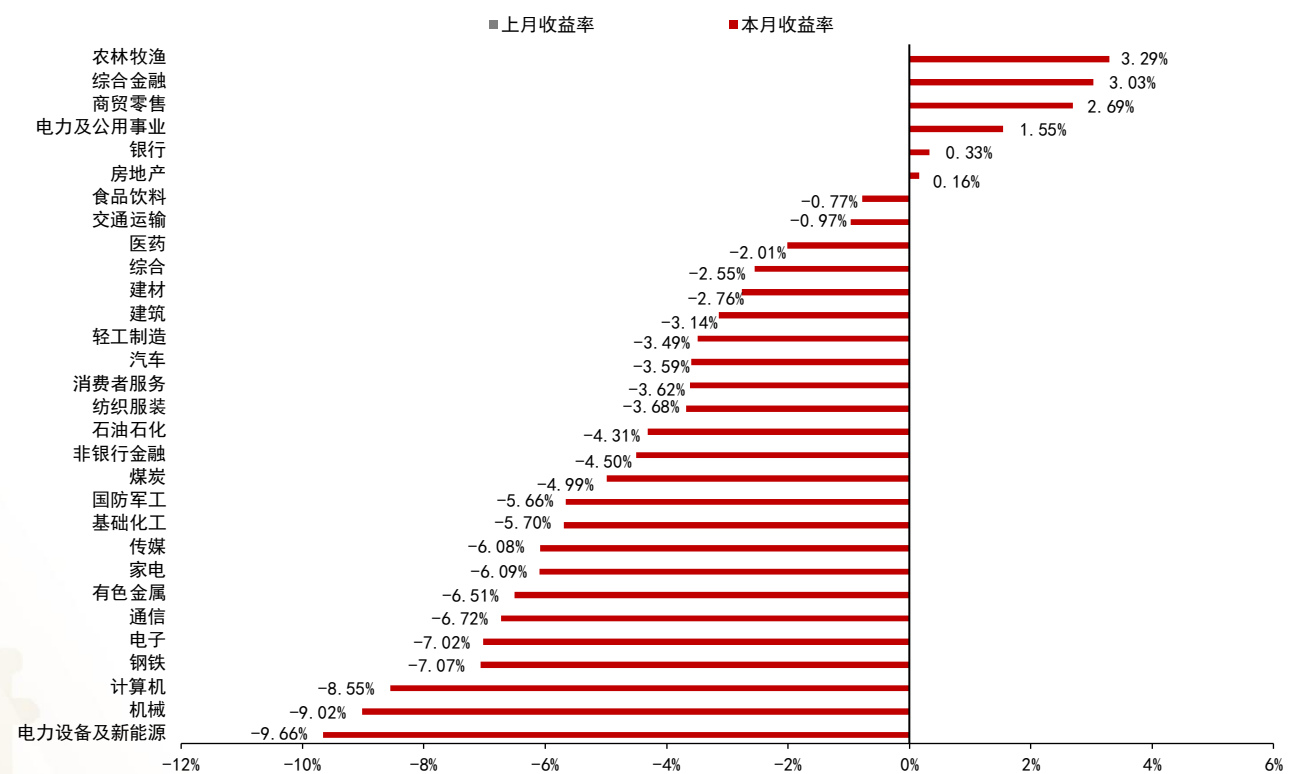
五、市场数据跟踪

图表26：新发基金情况



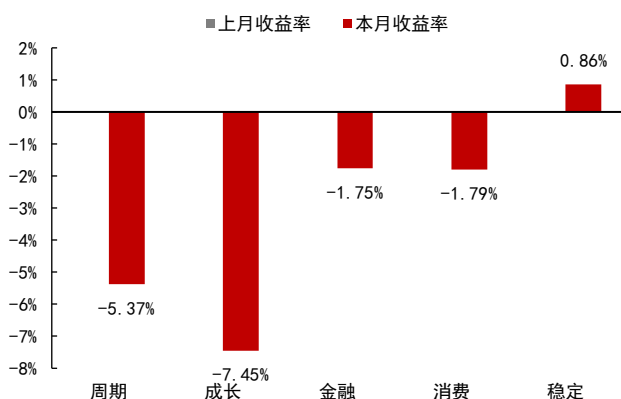
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表27：中信一级行业指数表现



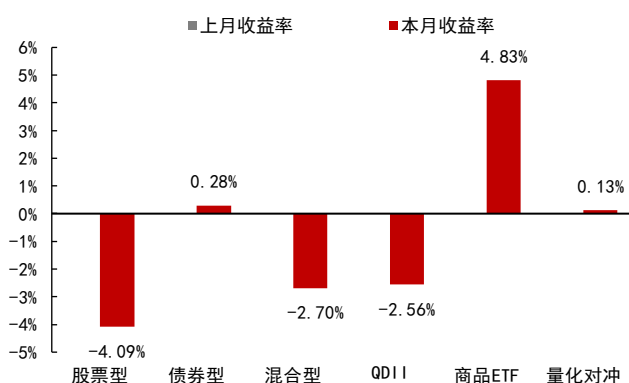
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表28：中信风格指数表现



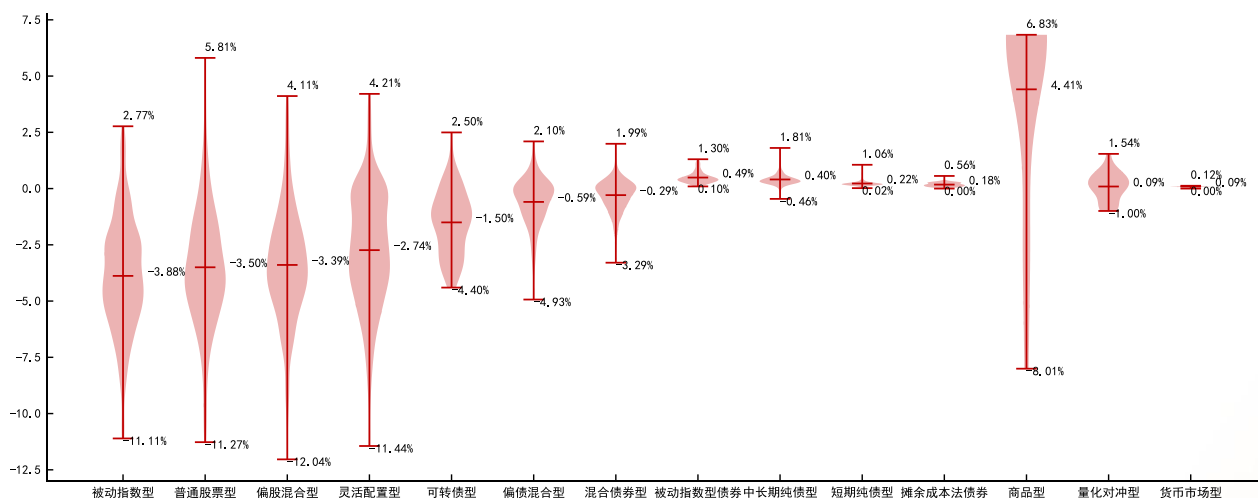
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表30：公募基金一级分类业绩表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

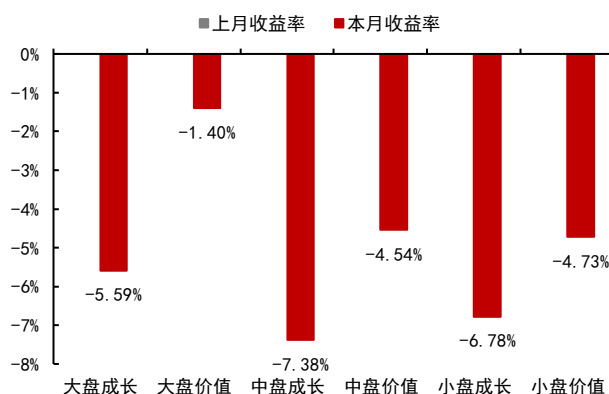
图表32：分类型公募基金收益分布（2025 年 4 月 1 日至 2025 年 4 月 25 日）



资料来源：Wind 中信期货研究所

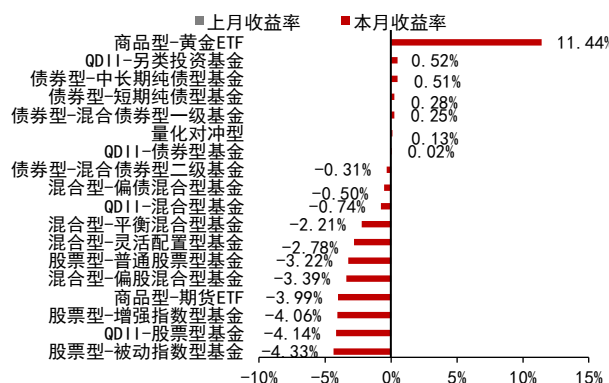
注：缩尾处理首尾合计 1%的极端值

图表29：市场风格指数表现



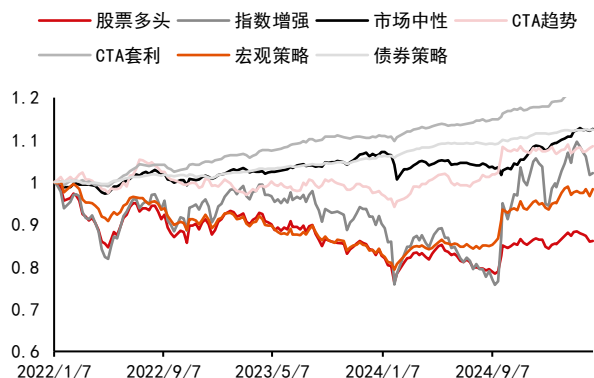
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表31：公募基金二级分类业绩表现



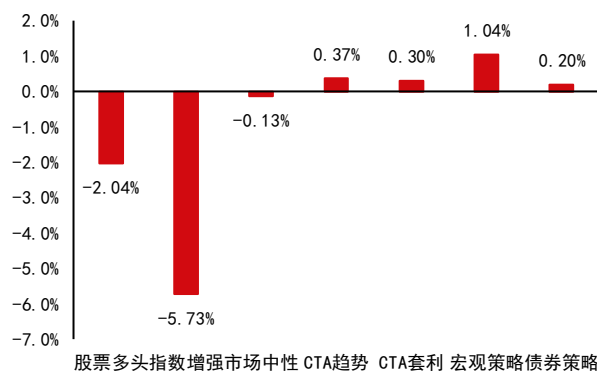
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表33：朝阳永续主要私募指数业绩表现



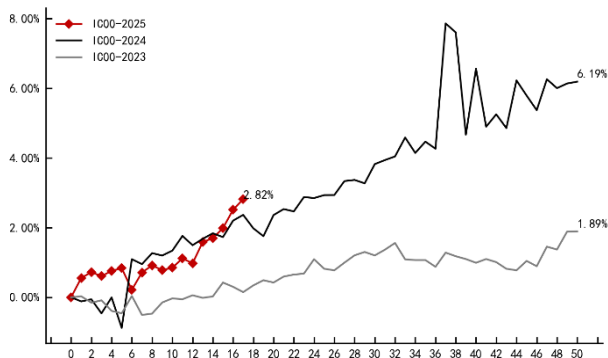
资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表34：朝阳永续主要私募指数区间收益率



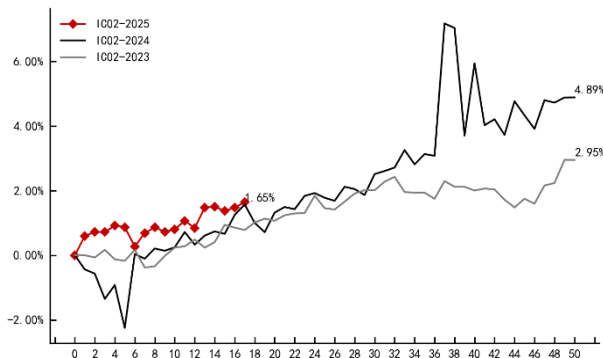
资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表35：IC 当月合约历年累计对冲成本



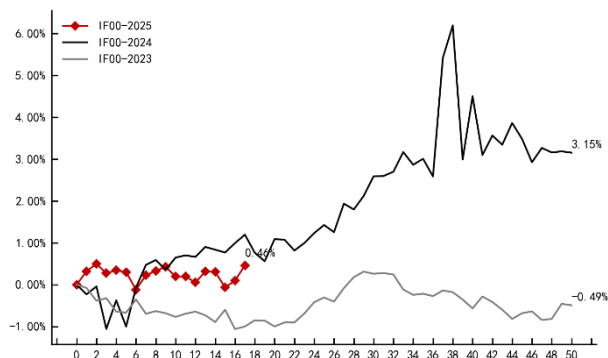
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表36：IC 当季合约历年累计对冲成本



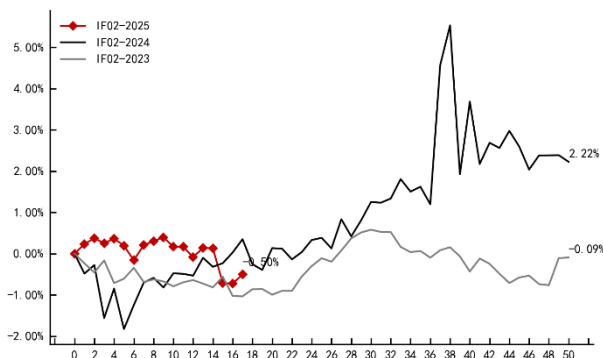
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表37：IF 当月合约历年累计对冲成本



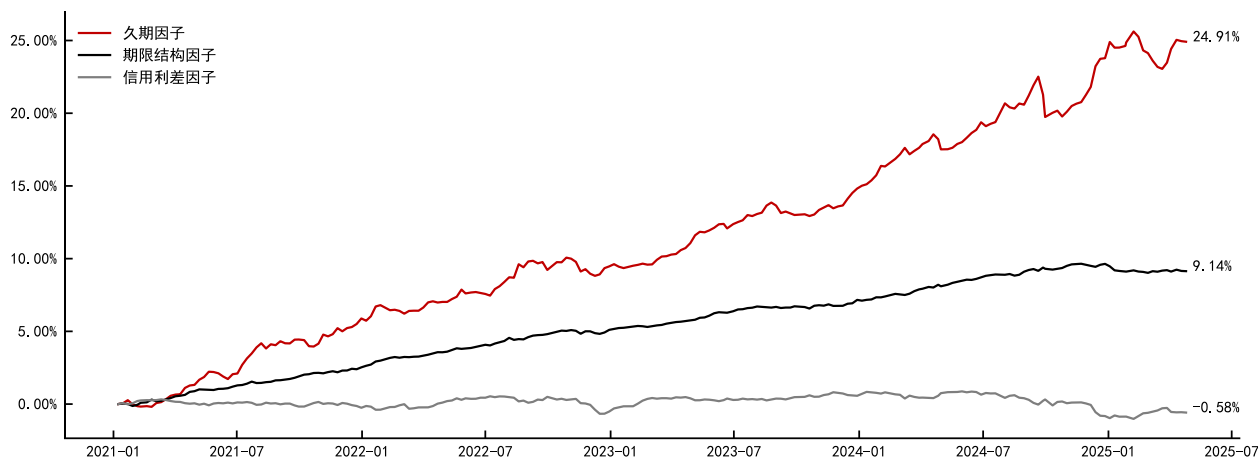
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表38：IF 当季合约历年累计对冲成本



资料来源：Wind 中信期货研究所

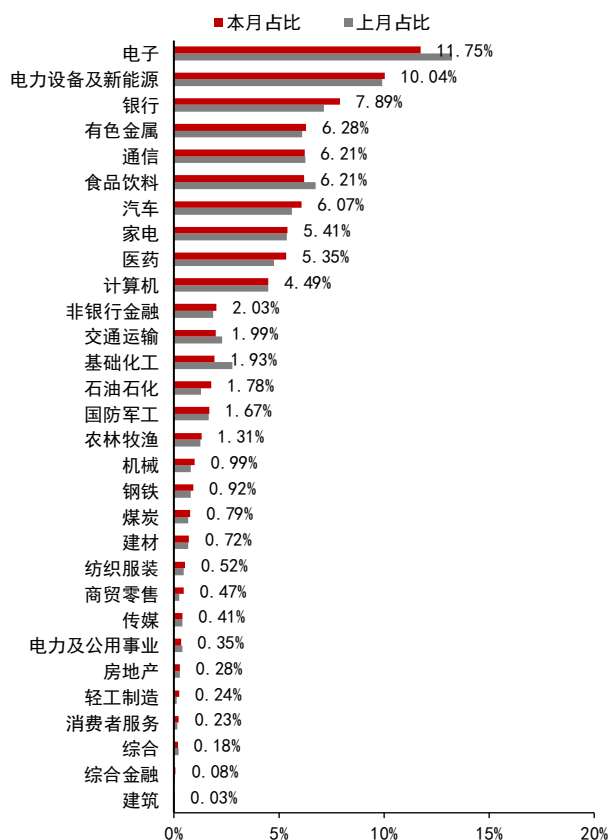
图表39：久期因子(Level)、期限结构因子(Slope)、信用利差因子(Credit)周度表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

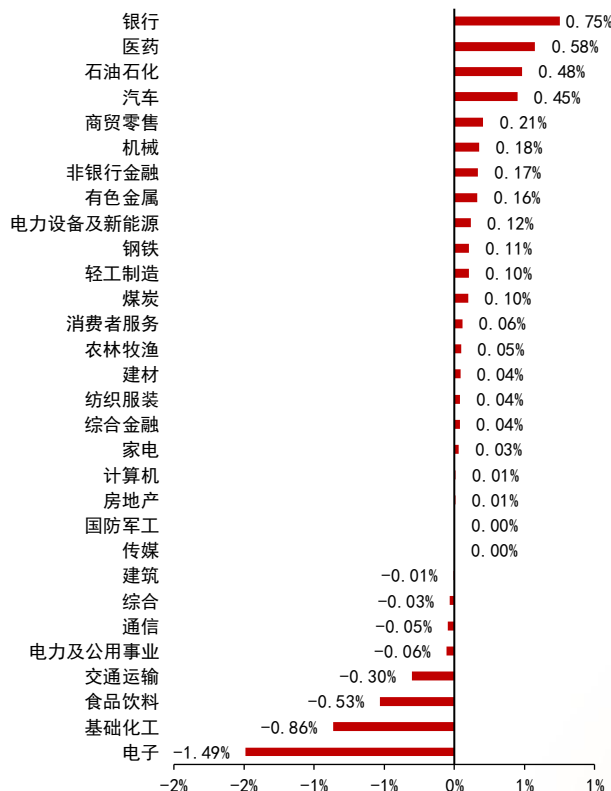
注：因子具体构造方法：(1) 久期因子(Level):该因子直接为中债国债总财富指数周度收益率，反映国债收益率曲线水平移动带来债券组合价值的变化；(2) 期限结构因子(Slope):买入中债-国债总财富(1-3 年)指数并卖出中债-国债总财富(7-10 年)指数，动态调整实现投资组合久期中性，反映国债收益率曲线斜率变化带来债券组合价值变化；(3) 信用利差因子(Credit):同比例买入中债-企业债 AAA 财富指数和卖出中债-国开行债券总财富指数，反映信用利差波动带来债券组合价值变化。

图表40：公募基金配置中信一级行业占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表41：公募基金配置中信一级行业较上月变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

注：样本筛选方法：(1) 根据中信产业板块分类，若存在某一产业占比 $\geq 50\%$ ，则将该基金分到对应的产业类别，

并剔除投资于某一特定产业领域的基金；(2) 剔除成立时间小于 3 个月的新发基金。行业占比测算方法；(1) 对筛选后的样本基金选取季度级别的近 60 个交易日的净值数据做约束回归，约束条件为：①按照中信一级行业分类，各行业回归系数设置为 0~1 区间；②单个基金各行业回归系数 Beta 之和 ≤ 1 ；(2) 最后根据基金的规模和各行业 Beta 值进行规模加权获得行业占比。

六、风险提示

(一) 国际地缘政治冲突加剧

地缘冲突加剧，国际秩序不确定性增加。

(二) 国内政策变化超预期

国内财政支持力度不及预期，货币政策超预期收紧。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>