

# 2025 年是量化大年吗？

## ——FOF 配置二季度策略报告

### 报告要点

2025 年一季度，A 股市场整体上行，私募量化指增收益领跑其他策略。无论从 beta 和 alpha 端的角度，量化策略的运行环境较去年“舒适度”大幅提升。展望二季度，指增/中性策略中性偏多，CTA 趋势策略偏多，CTA 套利策略中性偏多。

### 摘要

**2025 年是量化大年吗：**从一季度私募市场表现来看，股票策略>宏观策略>CTA 策略>债券策略。其中，指数增强策略表现最优，平均收益达 13.81%。量化策略的运行环境较去年“舒适度”大幅提升。自去年“924”行情之后，市场交投活跃度高，两市成交额基本维持在万亿以上；市场风格方面，一季度小盘整体表现强于大盘，小盘成长占优；政策红利不仅提振投资者的风险偏好，也带动中长资金入市；量化私募形成强竞争格局，通过挖掘另类数据、优化因子组合等方式提升 alpha 策略有效性，扩容 A500 指增等新赛道，缓解同质化竞争。

**指增/中性策略：**Beta 端，4 月随着财报披露，市场将迎来“基本面/价值”的均衡阶段，但科技风格出现大幅调整的概率不大。Alpha 端，多项底层跟踪指标和指标共振强度处于下行区间，超额震荡的风险在提升。对冲端方面，当前对冲成本仍然不具优势，不利于产品建仓。展望二季度，我们对指增/中性策略观点为中性偏多；3、4 月更建议关注大盘红利风格指增，如 300 指增、A500 指增、红利指增等；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。

**CTA 策略：**一季度商品市场整体震荡上行，中证商品期货指数上涨 3.17%，五大细分板块多数上行，其中贵金属板块领涨、能源化工板块领跌。CTA 因子中，期限结构因子最强、波动率因子最弱。CTA 产品中，一季度 CTA 策略指数上涨 1.49%，各子策略全部获利，累计收益率：CTA 套利>CTA 复合>CTA 趋势。展望二季度，国内政策逐步显效将增强市场预期，与制造业相关的商品在上半年或呈现更强的需求韧性，海外环境有利于贵金属及有色金属板块维持强势格局，商品市场或呈现波动加剧与趋势强化特征，推荐配置 CTA 策略，CTA 趋势策略环境偏强，CTA 套利策略环境中性偏强。

**风险提示：**国际地缘政治冲突加剧、国内政策变化超预期。

**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。

金融工程组：

研究员：

熊鹰

从业资格号 F3075662

投资咨询号 Z0018946

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

## 目录

<b>一、 一季度私募策略归因分析</b>	<b>4</b>
(一) 一季度私募市场表现：量化指增收益领跑其他策略	4
(二) 2025 年是量化大年吗？	5
<b>二、 资产配置环境分析</b>	<b>7</b>
(一) 国内股市	7
(二) 国内债市	7
(三) 商品市场	8
<b>三、 指增/中性策略</b>	<b>9</b>
(一) 策略业绩表现回顾	9
(二) Beta 端回顾与展望	10
(三) Alpha 端回顾与展望	10
(四) 指数增强/市场中性策略展望	12
<b>四、 CTA 策略</b>	<b>14</b>
(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
<b>五、 风险提示</b>	<b>23</b>
(一) 国际地缘政治冲突加剧	23
(二) 国内政策变化超预期	23

## 图表目录

图表 1: 私募基金策略表现 (截至 20250307)	4
图表 2: 私募基金策略 2025 年以来表现排名 (截至 20250307)	4
图表 3: 两市成交额 (截至 20250318)	6
图表 4: 近 3 年宽基指数表现 (截至 20250318)	6
图表 5: 一季度宽基指数表现 (截至 20250318)	7
图表 6: 一季度市场风格指数表现 (截至 20250318)	7
图表 7: 国债到期收益率 (截至 20250318)	8
图表 8: 公募指增产品平均业绩表现 (截至 20250307)	9
图表 9: 公募中性产品平均业绩表现 (截至 20250307)	9
图表 10: 私募指增中性产品平均业绩表现 (截至 20250307)	10
图表 11: 私募指增子策略平均业绩表现 (截至 20250307)	10
图表 12: 成交额指标	11
图表 13: 个股收益分化度指标	11
图表 14: 大小盘相对强弱指标	11
图表 15: 价值成长相对强弱指标	11
图表 16: 行业轮动速度指标	12
图表 17: 因子稳定性指标	12
图表 18: 跟踪指标共振强度	12
图表 19: 中证期货指数净值走势 (截至 20250314)	15
图表 20: 中证期货指数累计收益率 (截至 20250314)	16
图表 21: CTA 因子净值走势 (截至 20250314)	17
图表 22: CTA 因子累计收益率 (截至 20250314)	17
图表 23: CTA 产品指数净值表现 (截至 20250314)	18
图表 24: CTA 产品指数累计收益率 (截至 20250314)	19
图表 25: CTA 产品指数每月收益率 (截至 20250314)	19
图表 26: CTA 趋势策略环境监测框架	20
图表 27: CTA 套利策略环境监测框架	20
图表 28: CTA 趋势择时策略净值走势	21
图表 29: CTA 套利择时策略净值走势	21

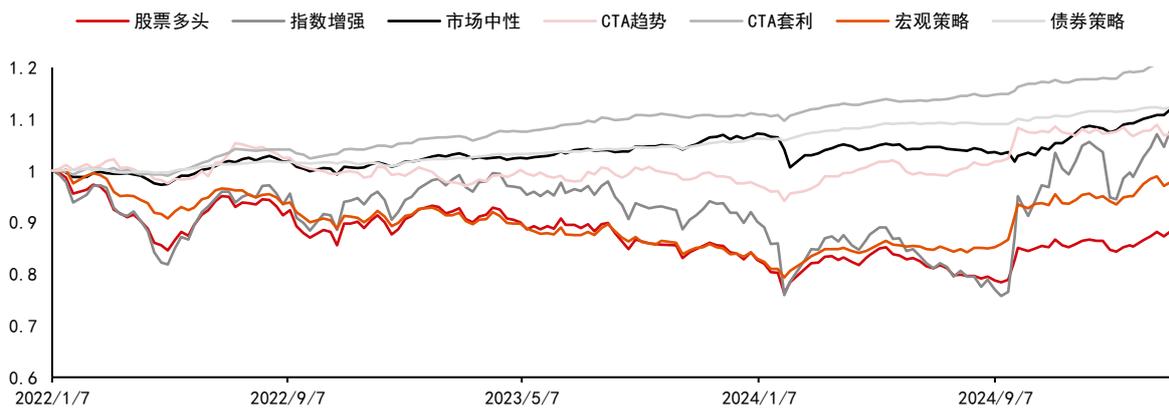
## 一、一季度私募策略归因分析

### (一) 一季度私募市场表现：量化指增收益领跑其他策略

2025 年一季度，春季躁动行情叠加全国两会政策利好预期共同提振市场信心，春节后，市场放量上行，伴随 DeepSeek 的爆发，科技成长板块持续领涨成为市场结构性亮点。从大类资产的角度来看，一季度，股票策略>宏观策略>CTA 策略>债券策略。

截至 3 月 7 日，私募股票策略整体平均绝对收益达 4.45%，其中，指数增强策略表现最优，平均收益达 13.81%，其中，1000 指增无论从绝对收益还是超额的角度均一枝独秀；市场中性和股票多头策略平均绝对收益基本持平，达 4.14%。宏观策略表现也较为优异，平均绝对收益达 4.05%，其中，主观宏观表现更为亮眼。CTA 策略方面，CTA 套利优于 CTA 复合优于 CTA 趋势，分别录得 2.54%、1.42%和-0.15%的平均绝对收益。债券策略在一季度表现偏弱，平均绝对收益仅录得 0.64%。

图表1：私募基金策略表现（截至 20250307）



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表2：私募基金策略 2025 年以来表现排名（截至 20250307）

策略指数	收益率	波动率	最大回撤	Sharpe 比率
指数增强	13.81%	2.25%	2.11%	6.76
股票多头	4.14%	0.84%	1.01%	4.12
市场中性	4.14%	0.39%	0.00%	8.86
宏观策略	4.05%	1.26%	1.84%	2.68
CTA 套利	2.54%	0.34%	0.10%	5.68
CTA 复合	1.42%	0.78%	1.36%	1.24
债券策略	0.64%	0.15%	0.20%	2.11
CTA 趋势	-0.15%	0.98%	1.85%	-0.34

资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

## （二）2025 年是量化大年吗？

### （1）市场交投活跃度高，成交额保持万亿以上

2024 年下半年以来，A 股成交额逐步回升至 1.5 万亿以上，市场活跃度显著改善。2025 年，在货币宽松政策延续和居民存款向权益市场转移的背景下，流动性环境有望保持充裕，为量化策略提供高频交易的土壤。ETF 等被动指数基金规模增长显著，这类产品的申赎机制天然包含小盘股，可能在市场风格偏向小盘时增强量化策略的收益弹性。此外，一季度 A 股市场整体呈现震荡向上，市场波动较大，且存在阶段性行情，为量化策略捕捉短期价差和套利机会提供空间。

### （2）小盘成长占优，利好量化策略

基于小盘股流动性适中、定价效率较低，适合机器学习模型挖掘非线性规律等特点，量化策略在小盘股中更易捕捉超额收益。

2025 年一季度，以 DeepSeek 为代表的 AI 概念股强势崛起，小盘成长板块持续成为市场结构性亮点。全国两会强调发展新质生产力，增加对人工智能的重视，科技成长板块仍是未来重要主线。当前宏观指标显示经济处于逐步复苏的阶段，成长股盈利改善预期强于价值股。分析师一致预期 EPS 差值上升，叠加 AI 应用、半导体等产业趋势，成长风格弹性更大。同时，央行保持“适度宽松的货币政策”推升小盘股估值，并购重组政策预期进一步利好中小盘。

### （3）政策驱动投资者信心，中长期资金入市

2025 年赤字率或提升至 3.5%，超长期特别国债发行、降准降息等政策组合有望推动市场风险偏好回升。资本市场的诸多政策，如新“国九条”落实、个人养老金入市为市，为权益市场带来长期增量资金，平抑波动的同时，有利于增强量化策略的稳定性。股市赚钱效应提升（如 AI、机器人等主题爆发）吸引个人投资者入场，进一步推升成交额和风格分化。

### （4）量化策略优胜劣汰，赛道扩容，策略有效性提升

量化策略的优异表现完全依赖于市场风格吗？诚然，并不是如此。2024 年中，小微盘遭遇一波回调，但部分量化私募仍保持相当优异的超额。量化策略除了受 beta 端的影响，更仰仗管理人捕捉 alpha 的能力。

头部量化私募通过因子动态优化、机器学习挖掘长效因子，以及另类数据的应用，提升了策略的有效性。部分头部机构通过差异化因子组合和风险模型动态控制风格偏离，在科技成长板块的高波动中捕捉 alpha 收益。此外，另一部分机构加速向中低频策略转型，降低交易频率并提升基本面因子/另类因子占比，增强了策略的稳定性和适应性。

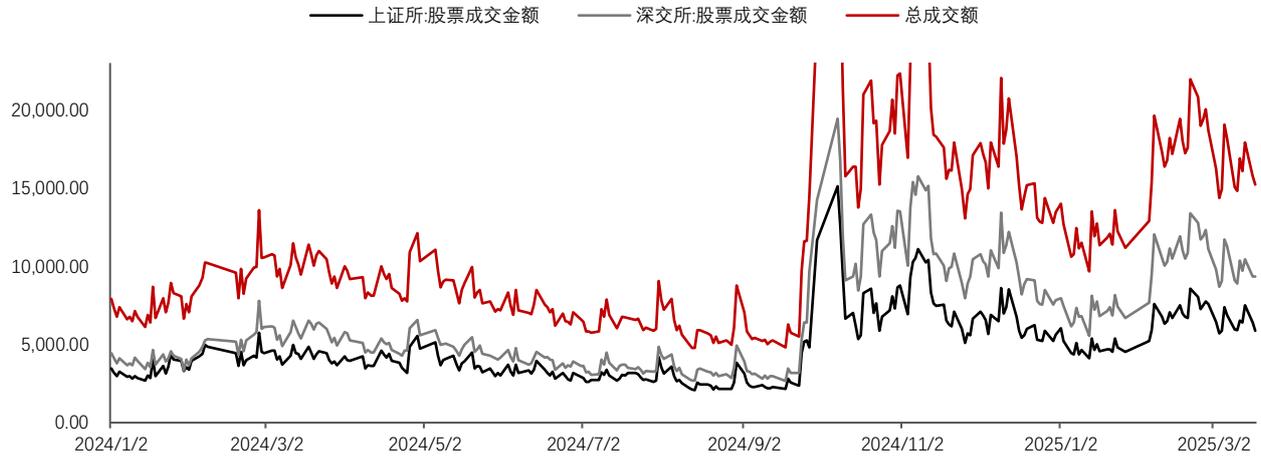
赛道拥挤度下降与策略差异化缓解了同质化竞争。2024 年四季度以来，随着中证 A500 指增等新赛道扩容，量化机构通过布局差异化产品线（如红利指增、全指指增等）分散了风险。中小市值指增策略因市场风格切换和参与者结构优化，超额收益空间扩大，头部机构凭借更强的投研能力和风控体系，在同类策略中拉开收益差距。

### （5）总结：

2025 年，市场对 A 股的一致预期是积极向上，科技成长是未来主线。从 beta 和 alpha 端双边角度，量化策略的运行环境相较于去年“舒适度”大幅提升。

短期内的超额收益波动或与市场风格切换有关，但策略的长期可持续性本质上仍取决于管理人的研发能力和持续迭代能力。量化行业逐步规范化、成熟化发展仍是大趋势，在历经 2024 年极端市场环境的考验后，市场更关注量化管理人的策略稳定性、抗压和应变能力。

图表3：两市成交额（截至 20250318）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：近 3 年宽基指数表现（截至 20250318）

	2023 年收益率	2024 年收益率	2025 年收益率
上证综指	-4.54%	13.15%	5.12%
沪深 300	-11.75%	16.20%	4.90%
中证 500	-8.84%	5.85%	10.59%
中证 1000	-8.35%	1.76%	14.06%
中证 2000	2.88%	-2.24%	17.42%
创业板指	-19.74%	15.39%	8.16%

资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、资产配置环境分析

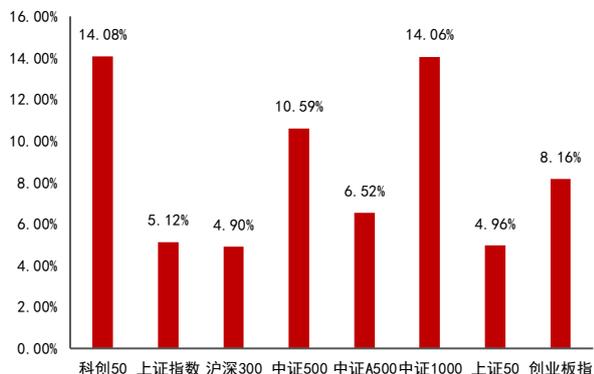
### (一) 国内股市

2025 年一季度以来，A 股市场整体上行。春节后流动性、季节性回流叠加全国两会政策利好预期共同提振市场信心，科技成长板块持续领涨成为市场结构性亮点，民营企业座谈会释放积极信号，市场风险偏好显著提升。在宏观经济复苏态势偏缓的背景下，资本市场仍展现出较强韧性。

截至 3 月 18 日，宽基指数均录得正收益，其中，科创 50 涨幅最大，上涨 14.08%；中证 1000 上涨 14.06%；中证 500 上涨 10.59%；创业板指上涨 8.16%；中证 A500 上涨 6.52%。从市场风格来看，一季度成长风格领跑，小盘优于大盘。其中小盘成长风格涨幅最大，上涨 6.81%；大盘价值超跌，跌幅-0.61%。分行业看，行业指数多数上行，计算机、机械、汽车、有色金属在一季度有较好表现。

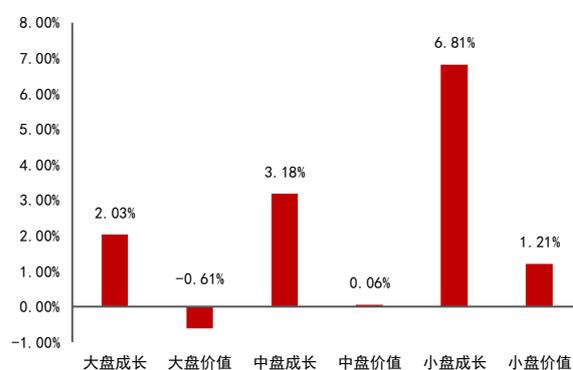
3 月，正式进入两会的政策窗口，宏观政策定调“更加积极有为”，财政和货币政策协同发力推动经济，科技成长板块仍是 2025 年的主线。促消费政策推动下，消费领域同样值得关注。A 股当前配置性价比处于历史高位，长线资金入场为资本市场稳定发展带来长期机会。进入 4 月中下旬，市场将迎来“基本面/价值”阶段，市场风格可能将向还没有轮动到的大盘蓝筹、绩优股方向进一步聚焦。但科技风格出现大幅调整的概率不大，短期建议关注消费、红利、有色板块。

图表5：一季度宽基指数表现（截至 20250318）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：一季度市场风格指数表现（截至 20250318）



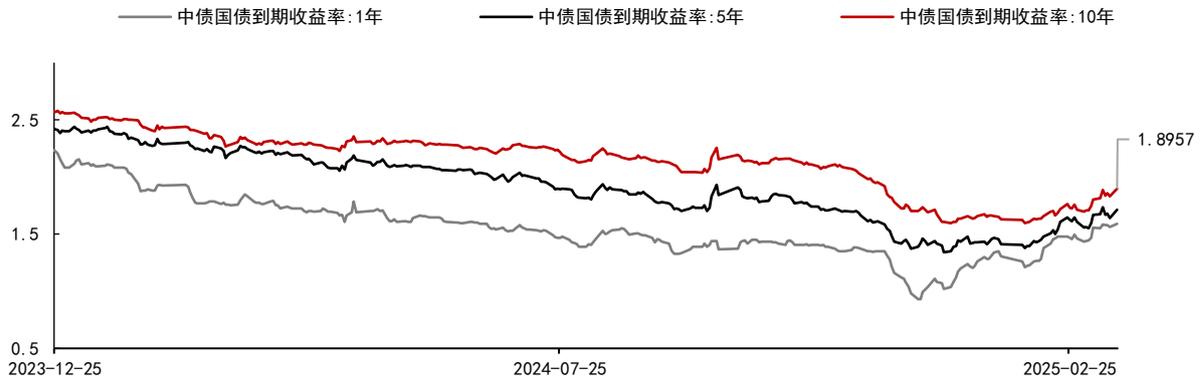
资料来源：Wind 中信期货研究所

### (二) 国内债市

近期债市面临一定调整，原因主要为资金面偏紧及市场风险偏好提升。目前长债利率已经基本回到 2024 年 12 月政治局会议之前的点位，回归相对合理水平。考虑到当下人民币汇率仍有压力，资金利率或难以大幅下降，叠加权益市场的较好表现均对债市形成扰动，债市波动或加大。

但是从通胀和金融数据来看，基本面修复的斜率仍偏慢，在央行“适度宽松货币政策”的大前提下，债市中长期利率仍在下行通道。短期债市整体走势或维持震荡，低利率环境下同时关注波段交易中获取收益的机会。

图表7：国债到期收益率（截至 20250318）



资料来源：Wind 中信期货研究所

### （三）商品市场

2025年从中证商品指数表现来看,指数整体收上行3.17%。分板块来看,贵金属板块涨幅最大,达11.45%;有色金属板块涨幅次之,达6.76%;农产品和黑色板块也略有涨幅;能化板块平均收益为负。

短期视角来看,商品市场整体或逐步进入震荡向上的行情,根据市场环境监测框架显示,4月CTA趋势策略的配置性价比偏高。中长期视角来看,2025年二季度美国及国内或逐渐步入需求探底回升的复苏周期,国内基本面仍取决于政策节奏,宏观需求方向或逐步转为利多。当前市场对降息预期偏谨慎,二季度仍处于降息预期发酵期。受海外美国方面可能从关税、移民、减税等多个方面抬升通胀,美联储降息不确定性也同步上升。整体而言,宏观环境的波动可能带动商品市场部分板块轮动走强,结合经济基本面修复情况,一、二季度贵金属、有色的配置机会偏强,年中可能开始出现黑色和能化的配置机会。

### 三、指增/中性策略

#### (一) 策略业绩表现回顾

**指数增强策略**，今年公私募指增策略整体表现优越，私募指增表现相对更佳。今年春节后，DeepSeek 带领 AI 板块集体走强，大模型、算力、智驾、机器人轮番上阵，小盘股及成长风格的强势上行，促使指增策略收获“beta+alpha”的双重收益。分子策略来看，代表小盘的 1000 指增不论从绝对收益还是超额来看，涨幅最大。

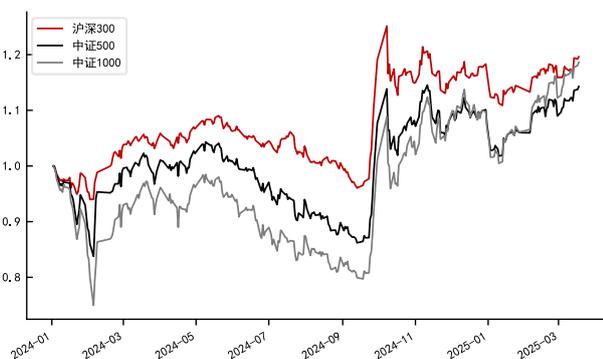
**公募方面**，指增产品样本内业绩表现总体呈现“春节前震荡回撤，春节后震荡上行”的态势。春节前，受年报预披露季上市公司提前发布利空、内外环境不稳市场主线不明等因素的影响，成交量萎缩，A 股市场整体偏震荡，指增策略略有回撤。春节后，A 股开启 AI、科技主线，市场情绪回暖，指数上行，指增策略迎来亮眼收益。细分策略来看，1000 指增业绩表现优于 500 指增优于 300 指增。从超额端来看，小盘超额表现显著优于大盘。公募指增在一季度超额表现普通，500、1000 超额在 2 月低之前震荡下行，2 月中下旬迎来修复，300 超额整体较为稳定。

**私募方面**，私募指增样本内平均业绩表现亮眼，1 月短期横盘之后，收益曲线持续震荡上行。从指数表现来看，私募指增产品整体受 1 月春节前震荡行情影响较小。截至 3 月 7 日，指增策略产品平均收益录得 13.81%。分子策略来看，1000 指增表现最佳，平均收益达 17.73%；500 指增次之，平均收益达 13.09%；300 指增也有较好表现，平均收益录得 7.57%。

**市场中性策略**，今年市场中性策略表现较好，一季度平均绝对收益已超越去年全年。春节后 A 股市场情绪回温，换手率、成交额、截面波动率提升，有利于量价类策略获取 alpha 收益。2 月，超额环境整体偏暖，有利于中性策略收益提升。对冲端来看，当前 IF 升水，IC、IM 贴水。当前对冲成本仍然不具优势，对于准备开仓对冲头寸的产品，压缩其策略盈利空间。

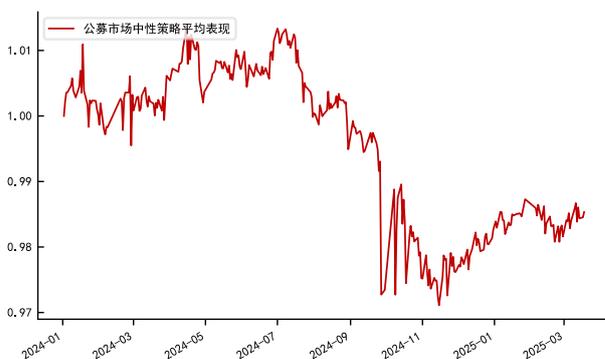
**公募方面**，今年一季度以来，市场中性策略产品平均业绩表现较为平淡，整体呈波动上行。**私募方面**，今年以来，部分对冲策略的私募管理人将纯中性产品转向灵活对冲型，即对冲端采用多品种组合搭配，叠加择时概念，获得了较好的收益。2 月市场中性产品表现优于 1 月，截至 3 月 7 日，市场中性产品今年平均业绩表现为 4.14%。

**图表8：公募指增产品平均业绩表现（截至 20250307）**



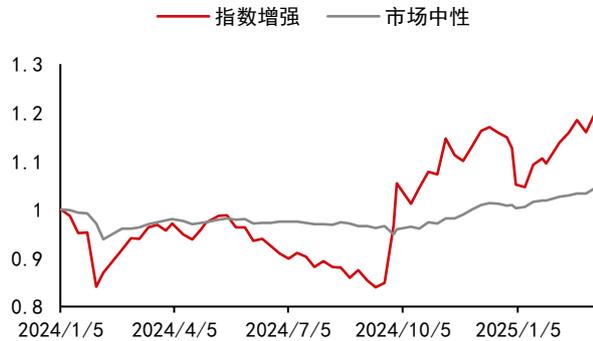
资料来源：Wind 中信期货研究所

**图表9：公募中性产品平均业绩表现（截至 20250307）**



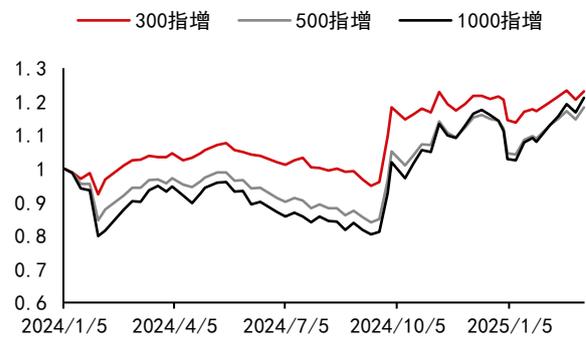
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：私募指增中性产品平均业绩表现（截至20250307）



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表11：私募指增子策略平均业绩表现（截至20250307）



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

## （二）Beta 端回顾与展望

**Beta 端**，一季度 A 股市场宽基指数呈现“先抑后扬”走势。

从 1-3 月的指数市场表现来看，1 月，市场并未迎来“开门红”，而是延续了 24 年 11-12 月的调整态势。基于年报预披露季上市公司提前释放利空、险资卖出、内外部不确定性较大等因素的影响，三大指数均出现下跌，其中深证成指下跌 3.14%，沪深 300 指数下跌 2.91%，上证指数下跌 2.66%。

2 月，春节期间 AI、DeepSeek 的情绪酝酿之下，节后科技股和小盘股表现强劲，投资者情绪高涨，日均成交额较 1 月显著放量，突破 2 万亿。在政策支持与流动性改善的双重推动下，A 股市场整走出震荡上行的趋势。小盘股表现优越，其中，科创 50 指数上涨了 6.7%，中证 2000 指数上涨了 5.8%。

3 月，随着全国两会的召开，A 股进入“两会时间”，25 年政府工作报告提出多项经济社会发展目标，也为资本市场带来积极信号。截至 3 月 18 日，上证指数站稳 3400 点，中证 2000 上涨 6.65%，上证 50 上涨 4.23%。全年来看，科技成长仍是市场中长期主线，但从 3 月中下旬开始，市场将逐渐进入均衡阶段。1-2 月经济数据以及上市公司年报和一季报开始陆续披露，市场或将进入基本面和政策因子有效性提升的传统窗口。

## （三）Alpha 端回顾与展望

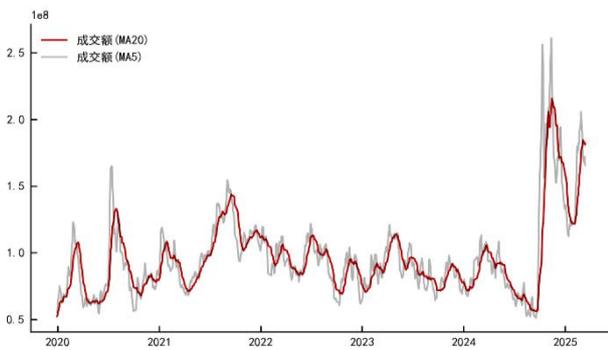
**Alpha 端**，我们以自建的超额环境评估模型作为参考依据（模型详见《超额环境评估模型：Alpha 显著性与稳定性——金融产品专题报告之八》）。回顾多项跟踪指标一季度表现：跟踪指标波动较大，超额环境呈现“弱-强-弱”的倒 V 型走势。具体而言：1) **成交额指标自 2 月开始放量回暖至 2 万亿，3 月震荡下行至 1.6 万亿左右**。受政策空窗期、年报预披露季、退市新规等影响，成交额指标在 12 月-1 月春节前持续缩量下行。春节后，基于资金面表现乐观、AI 科技浪潮以及外资看好资金入场等积极信号，市场情绪回暖，A 股整体震荡上行，成交额也回归 2 万亿。3 月，随着科技股拥挤度集中，市场主线开始漂移，逐步进入一个更均衡的阶段，成交额指标下行至 1.6 万亿左右，这个位置仍然对超额收益相对有支撑；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，个股收益分化度不高**。年后，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，该指标对超额相对不利；3) 2月以来小盘风格持续占优，大小盘相对强弱指标进入上行区间，3月小盘股突破前期高点后开启回撤，指标开始震荡下行。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。小盘风格走弱对超额相对不利；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，1-2月，科技股浪潮带领成长风格震荡上行，3月市场风格开始切换，回归均衡阶段，价值风格开始占优。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月以来，前期科技板块受 AI 及机器人等催化表现强劲、拉大估值差，食品饮料等消费板块在预期回升及流动性催化下有望开启估值修复。成长风格的走弱对超额获取不利；5) 行业轮动速度指标于去年 12 月开始持续上行，2-3 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，对于量化超额获取来说，相对不利；6) 因子稳定性指标自 12 月持续震荡下行，1-3 月持续低位运行，当前已位于历史绝对低位，利好超额稳定性。当前指标低位运行，行业、风格因子的稳定性较强，利于超额的获取。

回顾一季度，根据 6 项底层跟踪指标的表现来看，指标整体表现呈现“弱-强-弱”的趋势。当前超额显著性项下的成交额和超额稳定性项下的因子稳定性位于偏强区间，其他指标偏弱。从跟踪指标共振强度来看，1 月中下旬共振强度指标进入上行区间，且维持较长，提示超额环境整体偏暖；3 月共振强度指标开始进入下行区间，意味着超额环境开始转弱。

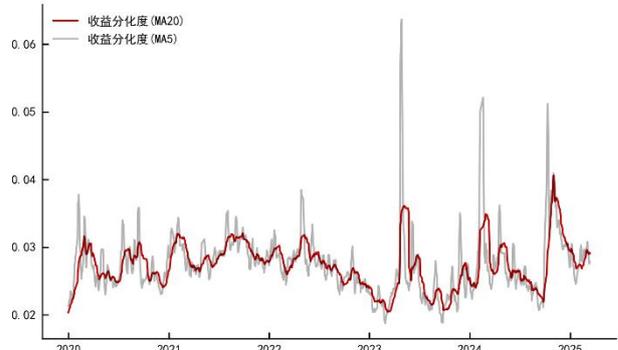
展望二季度，我们预期 3-4 月超额环境偏震荡，5-6 月超额可能进入偏暖区间。

图表12：成交额指标



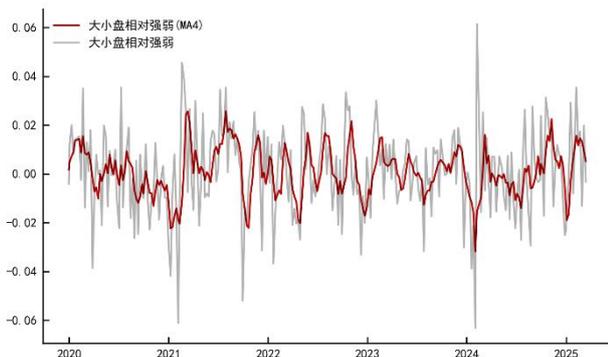
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表13：个股收益分化度指标



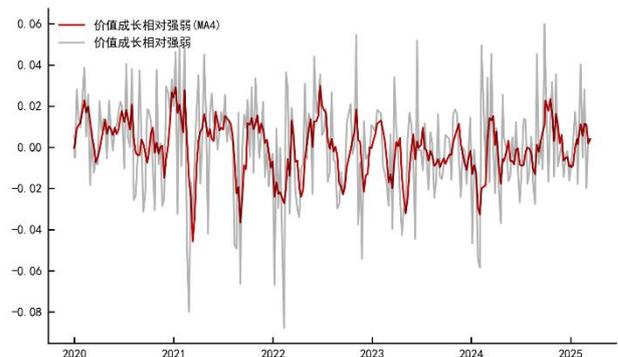
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表14：大小盘相对强弱指标



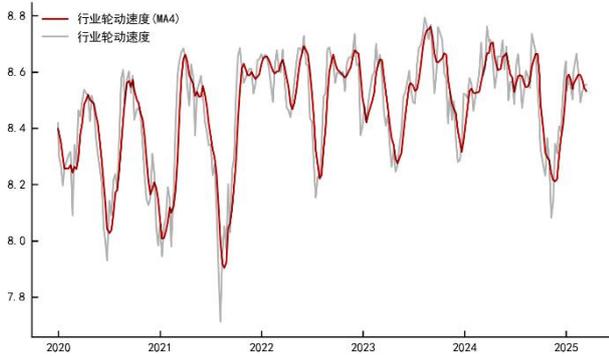
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表15：价值成长相对强弱指标



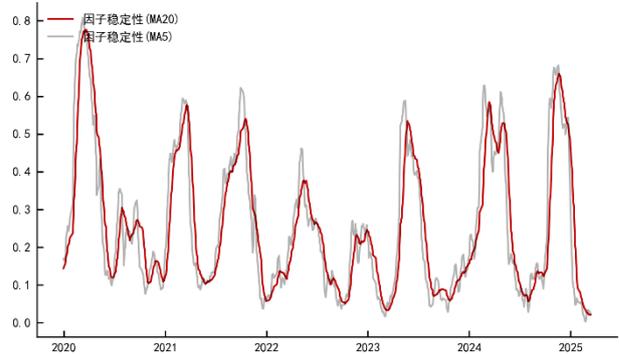
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表16：行业轮动速度指标



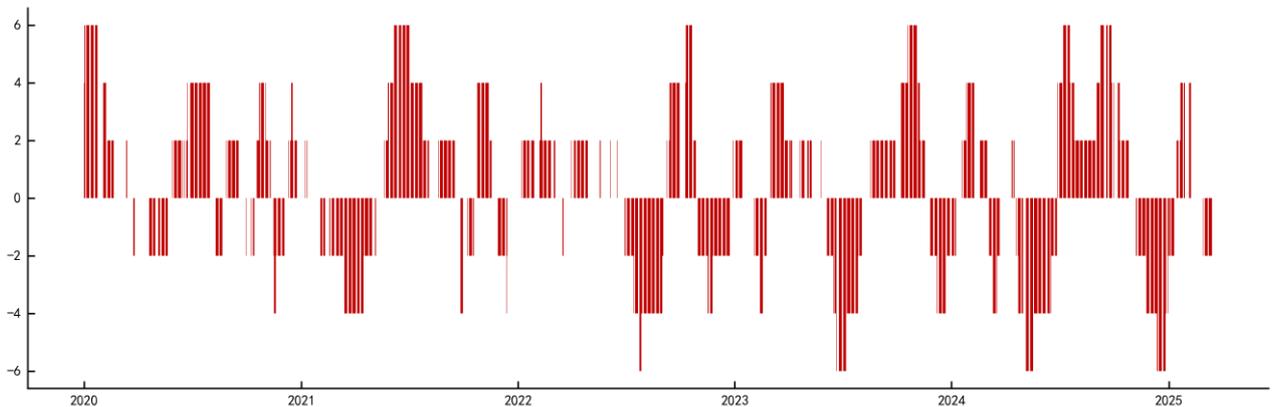
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表17：因子稳定性指标



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表18：跟踪指标共振强度



资料来源：Wind 中信期货研究所

#### （四）指数增强/市场中性策略展望

Alpha 端方面，根据我们的超额环境评估模型，多项底层跟踪指标和指标共振强度提示，3 月超额显著性项下的成交额和超额稳定性项下的因子稳定性位于偏强区间，其他指标均处于偏弱区间，市场超额环境整体震荡偏弱。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。我们预期 3-4 月超额环境偏震荡，5-6 月超额可能进入偏暖区间。

Beta 端方面，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 月随着财报披露，市场将迎来“基本面/价值”的均衡阶段，市场风格可能将向还没有轮动到的大盘蓝筹、绩优股方向进一步聚焦。但科技风格出现大幅调整的概率不大，短期建议关注消费、红利、有色板块。

综合 Beta 端和 alpha 端，我们对指数增强策略观点为中性偏多。3、4 月更建议关注大盘红利风格指增，例如 300 指增、A500 指增、红利指增等。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。

对冲端方面，今年以来，三大股指期货基差波动较大。当前位置，IF 升水，IC、IM 贴水，对冲成本

仍然不具优势，不利于对冲头寸的产品建仓。2024 年的极端行情之前，大多中性策略管理人并未实施有效的基差管理策略，在实际操作过程中只会在开仓和期货合约到期后展期。历经极端行情的洗礼后，更多的中性策略管理人开始优化对冲端的成本控制，减少基差扰动，甚至开展基差套利。此外，传统的市场中性策略选定单一宽基指增为多头，对冲端选择对应的股指期货空头，现在更多的管理人选择两种甚至多种股指期货配置组合的形式作为对冲的新方式，有效降低期货端对于产品净值的冲击。

**综合 beta、alpha、对冲端的角度，我们对市场中性策略的观点为中性偏多。**

## 四、CTA 策略

### （一）商品市场整体环境

2025 年一季度，商品市场呈现为震荡上行趋势，截至 2025 年 3 月 14 日，今年中证商品期货指数上涨 3.17%，指数在 2 月中旬以前波动上行，而后转向回落，但在近期再次表现出一定的“抬头”迹象。五大细分板块大部分上涨：贵金属领衔上涨、季度冲高 11.45%，有色金属和农产品震荡上行、分别走高 6.76% 和 4%，黑色建材窄幅波动、季度小幅上扬 0.66%，能源化工逆势下行、季度收益回吐 3.21%。

进入二季度，国内方面，尽管终端需求复苏节奏仍存不确定性，但促消费、稳民生政策逐步显效将增强市场预期，宏观政策突出民生与消费导向，更多体现来自需求侧的结构差异，与制造业相关的商品在上半年或呈现更强的需求韧性；海外方面，维持多避险、多波动思路，布局战略金属多头，美国经济数据下行压力尚未完全释放，美股尚未企稳，非美国国家科技突破，欧盟宽财政和国防支出计划使得“美国例外论”动摇，带动美元、美债利率走弱，欧洲国防投资预计将带动铜、白银、小金属等工业品需求升温，此外，黄金保持中长期多头思路。

**贵金属：**一季度贵金属板块大幅上涨，走出了连续上行趋势，黄金价格继续创新高，白银价格也接近历史新高。贵金属板块主要受到避险情绪和滞胀预期的推动，虽然在 2 月底的时候受海外数据和新闻的影响，出现高位回调，但并不影响整体的多头趋势。1) 美国国内再分配失衡、美国贸易逆差创历史新高持续形成关税“供给”，贸易摩擦驱动经济数据趋于滞胀：远期通胀预期上行，降息预期升温，驱动黄金走高；2) 巴塞尔协议 III 将黄金纳入一级资本，美元体系收缩驱动黄金替代美债，提振全球央行黄金现货需求；3) 欧洲计划放松财政纪律，重新“武装欧洲”，地缘风险趋于升温支撑金价。综合来看，全球贸易体系重塑，美元体系收缩，黄金具备持续上行驱动，未来一个季度内金价或突破 3100 美元/盎司；白银短期在工业金属上涨的驱动下，也有望保持强势，交易节奏跟随黄金。

**有色金属：**一季度有色金属板块整体震荡偏强，1、2 月份以区间震荡为主，3 月份开始走出连续上行趋势。3 月份的偏强表现主要受到预期引导，全球制造业 PMI 延续回升，有色需求前景预期正面，并且美国经济数据偏弱，美联储降息预期压制美元，在一定程度上提振了有色金属板块。1) 宏观面，中国 1-2 月固定资产投资和零售均好于预期，国内经济延续改善；美国 3 月纽约联储制造业指数和 2 月零售不及预期，美元指数维持偏弱势，对有色板块有所支撑，同时，美国政府威胁 4 月初对等关税也在继续扰动市场；2) 供需面，原料端整体延续偏紧局面，刚果金 Alphamin 暂停生产加剧锡供应忧虑，冶炼端扰动风险仍然存在，比如：锌、锡和铜等，铜冶炼开始加大检修或者减产，供应忧虑升温；需求处于季节性改善中，有色整体供需偏趋紧。综合来看，美国贸易战仍在反复，但在美元指数偏弱和供应有扰动风险背景下，有色整体仍有震荡走强基础，可重点关注铜铝锡做多机会，并密切留意中美后续政策落地情况。

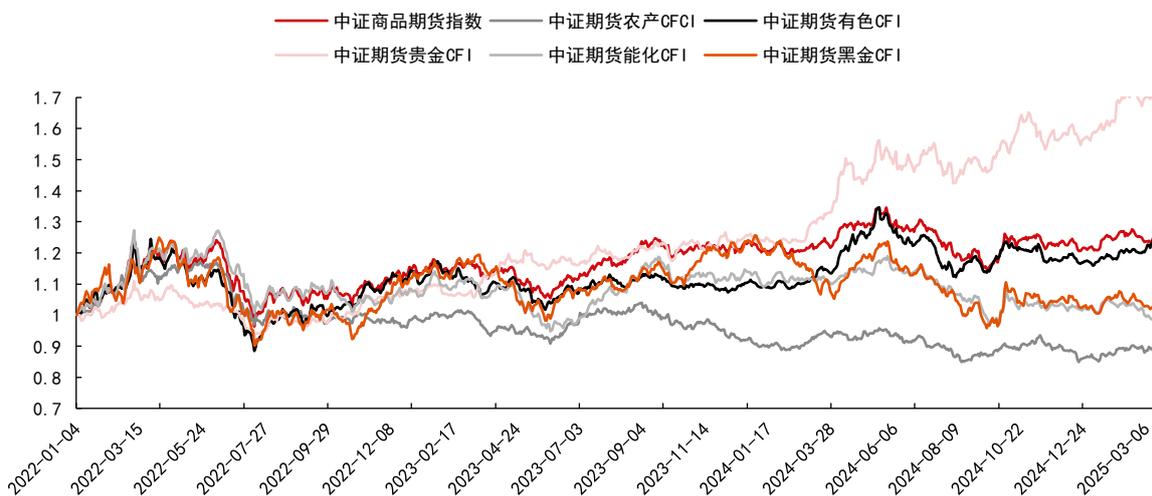
**能源化工：**一季度能源化工板块呈现先涨后跌的走势。1 月上旬，原油价格在天气和制裁因素支撑下持续走强，带动能源化工板块上行，后续则受到供应预期增产和地缘冲突缓和的影响，开启了连续的震荡回落，波动率较去年年底有所放大。1) 近期原油市场俄罗斯的海运量在快速恢复，这是美俄关系缓和后的直接后果；2) 炼厂检修季的效应开始继续显现，成品油去库，尤其是欧美国家的汽油去库幅度较大，去库在某种程度上说明当前的原油价格已经引发了产业的主动补库；3) 原油月差呈现全面攀升，三大基准油均为 Back 结构，原油市场近强远弱的局面短时间难以改变，近强主要来自普遍的低库存，远弱仍是 OPEC+ 给出了具体的增产计划；4) 中国股市的走高对我国化工品带来提振，即市场预期未来中国的需求也将有好的表现，化工整体仍将围绕成本端波动，因几乎大部分化工都处于产能过剩阶段，3-5 月是化工检

修季，亏损品种的检修规模将高于计划，高利润品种检修的规模可能缩减，一些低库存品种将出现正套机会。综合来看，原油短期或难以出现很强的反弹，仍将以低波动为主，一些利润低迷的化工品或将迎来弱势反弹。

**黑色建材：**一季度黑色建材板块呈现震荡走势，1月份先跌后涨，2月份窄幅震荡，3月份震荡下行。黑色建材板块涨跌反复，1月上旬在海外宏观利空情绪的影响下，螺纹钢和铁矿石大幅下跌，在充分释放后，春节前行业淡季不淡的特征在钢材、铁矿品种上验证，拉动板块上行，而近期在悲观需求预期下，板块下行空间再次打开。1) 1-2月终端需求行业数据不佳的“阴霾”叠加旺季需求迟迟未能兑现的压力，继续施压钢材价格；2) 炉料端虽然仍有钢企复产作为支撑，但整体其供给亦处于高位水平，后期铁矿、焦煤皆有去库放缓甚至增库的预期，使得炉料价格同样承压；3) 海外贸易摩擦的升级与扰动，使得钢企复产对于炉料价格支撑的预期有所减弱。综合来看，虽然处在传统旺季之中，但目前旺季表现并不理想，短期产业链负反馈逻辑难以扭转，板块价格预计震荡偏弱运行，需要继续验证旺季需求成色。

**农产品：**一季度农产品板块整体上行，在年初出现一定下跌，后续逐步震荡向上。1) 油脂油料方面，近期油脂市场仍面临着美盘豆类偏弱、中加贸易关系趋紧、国内豆油供应阶段偏紧、棕油产地供需预期仍偏紧、南美豆上市压力、美国关税政策反复等因素的博弈，油脂或继续分化运行；产地天气改善，巴西大豆发运加快，全球大豆供应压力趋增，进口大豆4月后预增，现货和基差承压，但海关政策支撑价格，新作物年度美豆和加菜籽面积预计下降，利好远月价格，并且多元关税政策可能仍有反复，价格波动加剧，蛋白粕短期区间震荡；2) 饲料养殖方面，玉米供应减量、进口管控，国内库存去化，供需偏紧凸显，价格维持高位；生猪二育持续入场分流供应压力，现货止跌，带动盘面反弹，但大供应周期仍以供需宽松为主，建议关注累库完成后，供应重新释放时的利空机会。

**图表19：中证期货指数净值走势（截至 20250314）**



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

**图表20：中证期货指数累计收益率（截至 20250314）**

	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	0.33	3.17	3.17	2.68
中证期货农产品 CFCI	0.79	4	4	-1.53
中证期货有色 CFI	4.01	6.76	6.76	12.77
中证期货贵金属 CFI	3.36	11.45	11.45	39.1
中证期货能化 CFI	-3.12	-3.21	-3.21	-12.29
中证期货黑金 CFI	-0.86	0.66	0.66	-15.97

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 3 月 14 日，一季度四大风格因子净值大部分下行，市场整体低波环境延续。其中，**期限结构因子逆势上行，季度走高 2.5%**，整体上经历“持续上行”→“回落企稳”→“再度向上”三个阶段。动量因子在 1 月初有所上扬，但随后经历了一轮较大回撤，并在 2 月中旬来到近期低点，随后略微修复后转向横盘走势，最终季度小幅下探 0.57%。持仓因子净值季度内有所反复，在“持续下探”和“反转修复”两种趋势中经历了两轮切换，但最终仍旧难以“修复失地”，净值下探 1.9%。**波动率因子领跌**，因子净值季度内在“下挫”和“横盘震荡”两种走势的切换中不断回落，**最终下跌 2.02%**，季内商品市场波动性持续磨底、波动率视角下不同品种区分度下降或是波动率因子表现不佳的主要原因。

**期限结构因子**：本季度领衔上涨，整体上经历“持续上行”→“回落蓄势”→“再度向上”三个阶段，因子净值最终季度冲高 2.5%。季度来看，期限结构因子在多空两端的持仓数量均较为稳定：多头端持仓数量维持在 28 至 34 个，而空头端则维持在 11 至 17 个，即市场中过半品种处于升水结构。在持仓结构方面，多头端持仓覆盖所有板块，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，季度末多头端持仓依次集中在黑色建材→农产品→软商品→有色金属五个板块，当然各板块之间亦有交错，与上半季度的分布差别主要体现在以下两个方面：第一，黑色建材板块因子排序整体上升，与农产品板块发生位次交替来到头部位置；第二，多头端持仓中段在能源化工板块的聚集效应消失。空头端持仓由欧线集运、能源化工、黑色建材、农产品、软商品和有色金属六大板块构成，同时季度内能源化工板块的权重不断上升，且最近一个月内空头端头部稳定在能源化工、农产品和黑色建材三大板块。

**动量因子**：本季度窄幅震荡，净值下挫 0.57%。从动量因子的持仓结构看，第一季度市场情绪经历了逐渐回暖和再次转冷两个阶段：动量因子多头端持仓数量在上半季度从 12 个逐渐增加至 37 个，而后在下半季度再度减少至 16 个，空头端持仓数量则对应经历从 33 个下降至 8 个再回升至 29 个，市场情绪季度内出现明显的冷暖切换。在持仓结构方面，多头端持仓涵盖所有板块，同时上半季度能源化工板块在持仓头部的聚集效应近期完全消失，取而代之的是农产品板块，提示关注这两个板块的未来走势；空头端持仓同样覆盖所有板块，同时近期玻璃、燃油和低硫燃料油稳定在持仓头部。

**持仓因子**：持仓因子净值季度内有所反复，整体上经历了“持续下探”→“反转修复”→“持续下探”→

“反转修复”4个阶段，但最终仍旧难以“修复失地”，净值下探1.9%。在因子持仓结构方面，多头端持仓季度内覆盖全部七大板块，但是贵金属和欧线集运两大板块中的品种在下半季度未再进入过多头端持仓；同时近期有色金属板块权重明显上升，即该板块下多个品种的因子排序有所上升，或需关注该板块上的持仓集中现象。而在空头端，持仓结构覆盖除欧线集运和贵金属以外的五大板块，季度内黑色建材和农产品板块所占权重明显更高；同时近期黑色建材板块的焦煤、玻璃和纯碱稳定聚集在空头端头部，或可关注以上4个品种的持仓分散现象。

**波动率因子：**波动率因子季度内领跌、因子净值在“下挫”和“横盘震荡”中不断回落，最终收益回吐2.02%。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，但有色金属和软商品板块的品种仅在季度初短暂出现在持仓结构内；同时，黑色建材板块在多头端所占权重明显高于其他板块，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。空头端持仓覆盖欧线集运以外的所有板块，同时黑色建材板块所占权重最低，且仅在持仓尾部偶有出现；从因子排序的角度看，近期聚丙烯稳定在空头端持仓头部。

**图表21：CTA 因子净值走势（截至 20250314）**



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

**图表22：CTA 因子累计收益率（截至 20250314）**

	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)	-0.14	-0.57	-0.57	0.25
期限结构因子	0.79	2.5	2.5	-0.35
持仓因子	0.21	-1.9	-1.9	2.26
波动率因子 (20)	-1.27	-2.02	-2.02	-2.49

资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

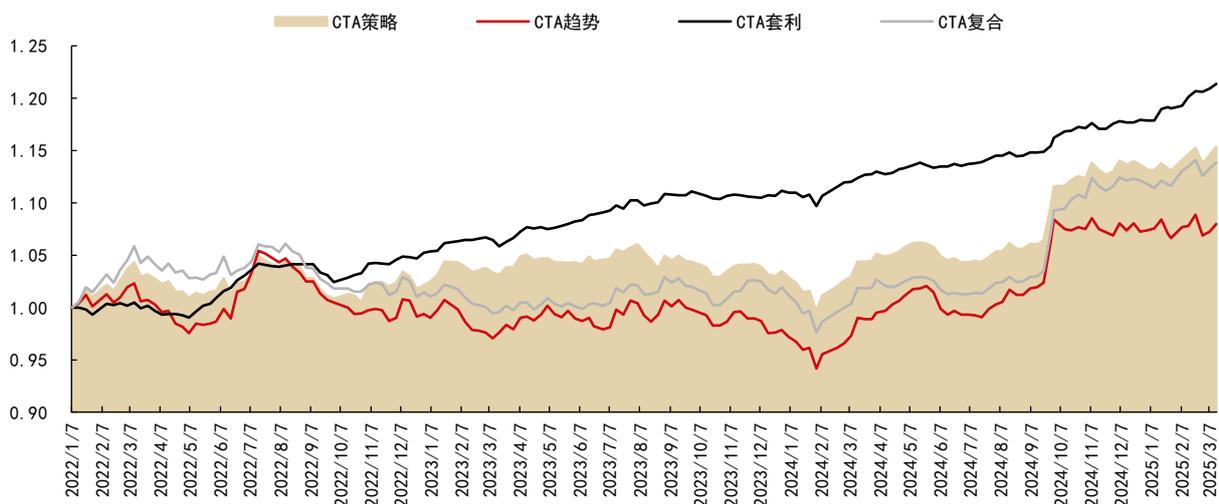
### （三）CTA 产品表现情况

截至 2025 年 3 月 14 日，今年 CTA 策略指数整体上行，今年累计收益率为 1.49%。从各个不同子策略产品指数来看，策略全部收涨，但各子策略收益水平呈现显著分化，其中 CTA 套利策略以稳健表现位居首位，今年累计收益率为 2.92%；CTA 复合策略次之，今年累计收益率为 1.53%；CTA 趋势策略收益相对滞后，今年累计收益率为 0.66%。

今年一季度 CTA 趋势策略的整体表现平平，指数净值处于震荡区间，呈现“W”型走势。1 月份市场波动率较低，多数品种处于震荡区间，并且临近春节交易活跃度也有所下降，这样的市场环境不太利于 CTA 趋势类策略，所有 1 月份许多 CTA 趋势类产品净值出现回撤；2 月份期货市场的波动率和交易活跃度都有所提升，春节后期货品种普遍迎来了一波反弹行情，整体市场氛围开始回暖，CTA 策略收益也明显回升，许多 CTA 趋势类产品净值出现反弹，修复了 1 月份的回撤；而到 2 月底商品市场整体回落，主要受到关税政策的担忧和海外经济数据回落的影响，宏观情绪转弱，CTA 趋势策略反弹的节奏中断，净值出现快速回落；进入 3 月份，两会的举办使市场交易情绪有所恢复，并且美联储降息预期升温压制美元，整体环境对于海外定价商品较为有利，贵金属和有色走出连续上行趋势，市场波动率也再次提升，CTA 趋势策略净值逐步反弹。CTA 趋势策略今年 1 月份、2 月份、3 月份的收益率分别为-0.56%、0.18%、1.05%，各月份行情存在明显差异，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 3 月份处于中性偏弱-中性-中性偏强状态的判断。

今年一季度 CTA 套利策略的表现依旧稳健，净值继续创新高，是今年表现最好的 CTA 子策略，1 月份、2 月份、3 月份的收益率分别为 0.95%、1.29%、0.65%，符合策略环境监测框架对于 CTA 套利策略从 1 至 3 月份处于中性-中性偏强-中性偏强状态的判断。

图表23：CTA 产品指数净值表现（截至 20250314）



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表24：CTA 产品指数累计收益率（截至 20250314）

	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	0.62	1.49	1.49	11.47
CTA 趋势	0.18	0.66	0.66	10.34
CTA 套利	1.02	2.92	2.92	9.20
CTA 复合	0.37	1.53	1.53	11.69

资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表25：CTA 产品指数每月收益率（截至 20250314）

	1 月份 收益率%	2 月份 收益率%	3 月份 收益率%
CTA 策略	-0.52	0.66	1.16
CTA 趋势	-0.56	0.18	1.05
CTA 套利	0.95	1.29	0.65
CTA 复合	-0.44	0.78	1.18

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，4 月份 CTA 趋势策略的投资胜率为 75%左右，盈亏比约为 3，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；策略趋势强度冲高后有所回落，处于历史中间位置，策略拥挤度继续回升至中等偏上位置。综合分析来看，国内尽管终端需求复苏节奏仍存不确定性，但促消费、稳民生政策逐步显效将增强市场预期，与制造业相关的商品在上半年或呈现更强的需求韧性；海外美国通胀数据放缓，延续交易“衰退”预期，避险资产配置价值凸显，以及欧洲国防投资预计将带动铜、白银、小金属等工业品需求升温，贵金属及有色金属板块预计维持强势格局；期货市场环境有望持续优化，未来市场波动率或进一步扩大，品种趋势性行情有望更加显著，CTA 趋势策略市场环境预计处于偏强状态，推荐配置。

**图表26：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，4 月份 CTA 套利策略的投资胜率为 72%左右，盈亏比约为 2.5，略高于历史平均水平，与前期变化不大；8 个市场环境因子中有 5 个呈现利好；策略趋势强度继续抬升，处于较高水平，策略拥挤度近期有所回落。综合分析来看，CTA 套利策略市场环境预计处于中性偏强状态，推荐配置。

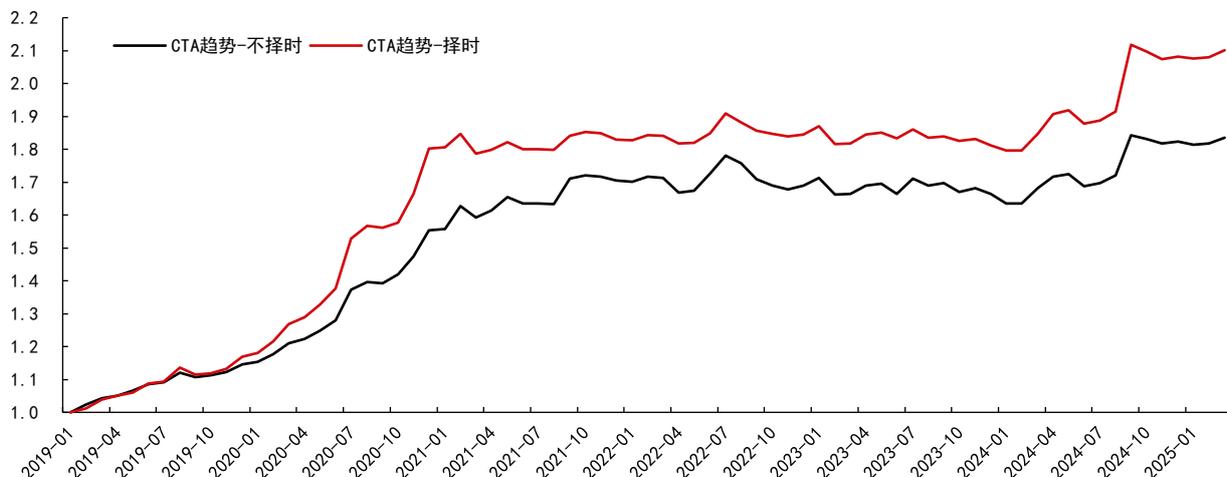
**图表27：CTA 套利策略环境监测框架**

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

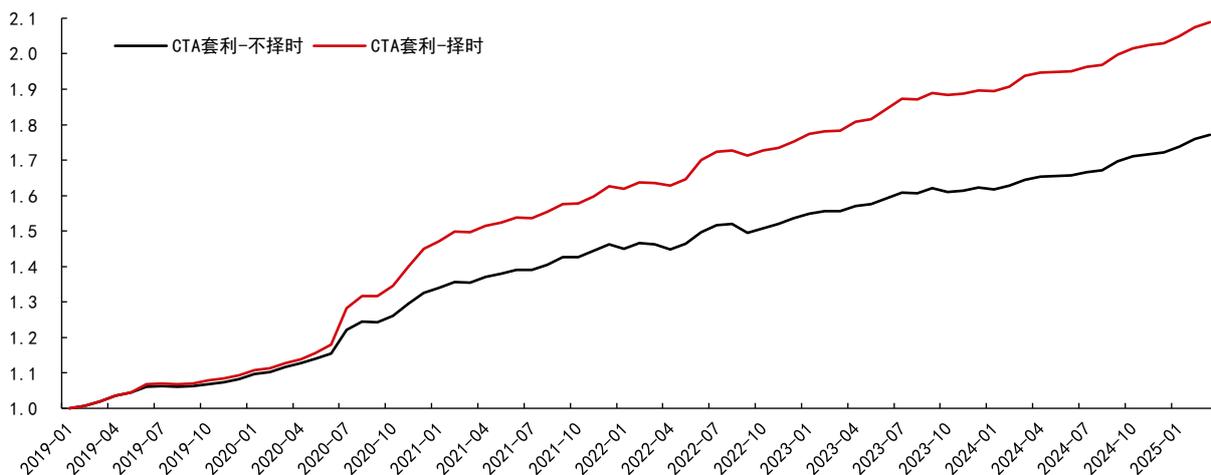
为了进一步考察通过以上市场环境因子所生成的预测胜率与预测盈亏比的信号对于指导投资的作用与价值，我们利用 CTA 趋势策略指数和 CTA 套利策略指数来构建择时策略，与不择时的情况进行对比。下图展示了择时策略的净值走势，可以看到，利用预测胜率与预测盈亏比的信号来进行择时，具有比较明显的效果。相比不择时，能够显著提升策略的收益，在市场环境好时抓住机遇，并且能够有效减少策略的亏损，在市场环境差时减小回撤。CTA 趋势策略和 CTA 套利策略的市场环境因子分别由 2024 年 3 月和 6 月之前的历史数据研究得到，自 2024 年 3 月和 6 月起，择时策略依然具有比较明显的效果。我们会对这些策略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

图表28：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29：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

一季度 CTA 策略整体实现正收益，但各细分策略收益水平呈现显著分化。从策略类型收益排序来看，CTA 套利策略以稳健表现位居首位，CTA 复合策略次之，而 CTA 趋势策略收益相对滞后。从时间维度观察，各月份行情呈现明显差异性，自开年以来市场呈现渐进式回暖特征，特别是春节假期后市场环境显著改善，体现在波动率抬升与交投活跃度回暖，多数品种迎来阶段性反弹行情。

**展望二季度，期货市场环境有望持续优化。**国内方面，尽管终端需求复苏节奏仍存不确定性，但促消费、稳民生政策逐步显效将增强市场预期，与制造业相关的商品在上半年或呈现更强的需求韧性；海外方面，美国通胀数据放缓，延续交易“衰退”预期，避险资产配置价值凸显，以及欧洲国防投资预计将带动铜、白银、小金属等工业品需求升温，贵金属及有色金属板块预计维持强势格局。**未来市场波动率或进一**

步扩大，品种趋势性行情有望更加显著。

从策略配置来看，未来市场环境对于 CTA 策略较为友好，尤其是 CTA 趋势类策略，预计其策略市场环境将从中性偏强状态提升至偏强状态，推荐配置。另外，对于 CTA 套利策略，预计其表现仍然相对稳健，策略市场环境维持为中性偏强状态，推荐配置。整体而言，二季度商品市场波动加剧与趋势强化特征，为 CTA 策略创造了较优的运作环境。

## 五、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>