

外资私募进入中国市场的机遇与挑战

——3月 FOF 配置月报

报告要点

近期，众多外资机构集体看好中国资产。随着金融开放政策持续加码，虽然外资私募进入中国仍面临重重挑战，但部分头部机构已找到适配的本土化路径。未来，外资私募可能加大与国内私募的合作力度，带来更多内外兼修的跨市场产品。展望 3 月，指增策略转为中性偏多观点，中性策略维持中性观点，CTA 趋势及套利策略转为中性偏多观点。

摘要

外资私募进入中国市场的机遇与挑战：2025 年 1 月，中国股市和债市自去年 8 月以来首次同时实现外资净流入。2024 年开始，中国金融开放政策持续加码，外资私募加速“抢滩”。外资私募进入中国市场面临三重挑战，策略的水土不服、募资渠道的瓶颈以及人才争夺的白热化。部分头部外资私募找寻到适配的本土化路径，以进行策略迭代，建立“中国特供”模型和深耕渠道，构建多层合作网络的方式建立自己的生态帝国。2025 年，外资私募可能加大与国内私募的协同合作，形成跨市场的 alpha 捕捉能力。

指增/中性策略：Beta 端，两会前，市场普遍预期政策会有所倾斜，尤其在财政和科技自主可控等领域，利好消费、科技板块。Alpha 端，alpha 的显著性、稳定性均偏强，提示当前超额环境偏暖。整体来看，中长期仍看好 1000 指增，两会前后可能小盘风格会有回撤风险，重点关注两会后政策落地情况。对冲端，2 月 IC、IM 贴水有所加深，当前对冲成本处于中等水平。展望 3 月，指增策略转为中性偏多观点，中性策略维持中性观点。

CTA 策略：2 月商品市场整体震荡走高，中证商品期货指数月度上扬 2.11%，五大细分板块全线上行，其中贵金属板块领涨。CTA 因子全部上涨，波动率因子表现最强。CTA 产品中，近一月 CTA 策略指数上涨 2.07%，各子策略全部获利，CTA 复合策略表现最优。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。展望 3 月，国内两会临近宏观氛围趋暖，海外方面金融属性的压力也有所减退，有利于市场继续反弹，CTA 趋势和 CTA 套利策略市场环境预计均为中性偏强状态。

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、 外资私募进入中国市场的机遇与挑战	5
(一) 外资私募进入中国的发展历程	5
(二) 外资私募的挑战与本土化路径	5
(三) 未来展望	6
二、 资产配置环境分析	7
(一) 国内股市	7
(二) 国内债市	7
(三) 商品市场	8
三、 指增/中性策略	9
(一) 指数增强策略	9
(二) 市场中性策略	12
四、 CTA 策略	13
(一) 商品市场整体环境	13
(二) CTA 因子表现情况	15
(三) CTA 产品表现情况	16
(四) 市场环境监测	18
(五) CTA 策略展望	20
五、 市场数据跟踪	21
六、 风险提示	25
(一) 国际地缘政治冲突加剧	25
(二) 国内政策变化超预期	25

图表目录

图表 1： 2 月宽基指数表现	7
图表 2： 国债到期收益率	8
图表 3： 公募指增产品平均业绩表现	9
图表 4： 公募指增产品平均超额表现	9

图表 5: 私募指增中性产品平均业绩表现	9
图表 6: 私募指增子策略平均业绩表现	9
图表 7: 成交额指标	10
图表 8: 个股收益分化度指标	10
图表 9: 大小盘相对强弱指标	11
图表 10: 价值成长相对强弱指标	11
图表 11: 行业轮动速度指标	11
图表 12: 因子稳定性指标	11
图表 13: 跟踪指标共振强度	11
图表 14: 中证期货指数净值走势	14
图表 15: 中证期货指数累计收益率	14
图表 16: CTA 因子净值走势	16
图表 17: CTA 因子累计收益率	16
图表 18: CTA 产品指数净值表现	17
图表 19: CTA 产品指数累计收益率	17
图表 20: CTA 趋势策略环境监测框架	18
图表 21: CTA 套利策略环境监测框架	19
图表 22: CTA 趋势择时策略净值走势	19
图表 23: CTA 套利择时策略净值走势	20
图表 24: 新发基金情况	21
图表 25: 中信一级行业指数表现	21
图表 26: 中信风格指数表现	22
图表 27: 市场风格指数表现	22
图表 28: 公募基金一级分类业绩表现	22
图表 29: 公募基金二级分类业绩表现	22
图表 30: 分类型公募基金收益分布 (2025 年 2 月 5 日至 2025 年 2 月 21 日)	22
图表 31: 朝阳永续主要私募指数业绩表现	23
图表 32: 朝阳永续主要私募指数区间收益率	23
图表 33: IC 当月合约历年累计对冲成本	23
图表 34: IC 当季合约历年累计对冲成本	23
图表 35: IF 当月合约历年累计对冲成本	23

图表 36: IF 当季合约历年累计对冲成本	23
图表 37: 久期因子(Level)、期限结构因子(Slope)、信用利差因子(Credit)周度表现.....	24
图表 38: 公募基金配置中信一级行业占比	24
图表 39: 公募基金配置中信一级行业较上月变化.....	24

一、外资私募进入中国市场的机遇与挑战

近期，在国际金融市场上，众多外资机构纷纷加大对中国资产的投资力度。国际金融协会（IIF）2月19日发布的最新国际资本流动报告显示，2025年1月，中国股市和债市自去年8月以来首次同时实现外资净流入，当月吸引外资流入逾百亿美元。外资积极布局各类中国资产，从市场的体感来看，资金走向趋势可能开始慢慢切换。

（一）外资私募进入中国的发展历程

1. 外资私募进入中国市场的早期探索（2017年之前-2020年）

中国资本市场对外开放的早期阶段以合格境外机构投资者（QFII）和合格境内有限合伙人（QDLP）等机制为主。证监会2016年发布政策，允许符合条件的外商独资和合资企业申请登记成为私募证券基金管理有限公司，并在中国境内开展业务。2017年1月，首家外资私募机构完成登记备案，标志着外资私募正式进入中国资本市场。随后，国际资管巨头相继备案登记，并于2017年发行了首支股票型和债券型私募基金，开启了外资在华募资并投资境内资产的先河。

此阶段，外资私募主要通过设立外商独资企业（WFOE）形式落地，但受限于政策环境和本土化挑战，发展较为缓慢。截至2020年，中国境内外资私募管理人数量增至35家，但管理规模普遍较小，仅一家突破百亿元。

2. 政策驱动下的加速期（2020年-2024年）

2020年4月，中国取消公募基金外资股比限制，进一步推动金融开放。此后，外资私募备案数量显著增长，2020年新增备案9家，2023年新增备案10家。政策层面，国务院及中央金融工作会议多次强调“推进金融高水平开放”，支持外资设立私募基金并开展境内投资，增强上海、香港等国际金融中心的竞争力。

这一时期，外资私募的业务范围逐步拓展，部分机构通过获取投顾资质、申请“私转公”等方式扩大布局。同时，量化投资成为外资布局的重点领域。

3. 全面开放与竞争加剧（2024年-2025年）

2024年，中国金融开放政策持续加码，外资私募加速“抢滩”。全年新增备案的外资私募机构中，证券类私募占比显著提升，大多以量化策略为核心竞争力。

与此同时，外资私募的规模分化明显。尽管备案机构总数超过209家，但管理规模在5亿元以下的占比仍达66.51%，仅零星几家等头部机构规模突破50亿。竞争压力促使外资机构调整本土化策略，以适应国内市场的特殊性。

（二）外资私募的挑战与本土化路径

1. 核心挑战：三重壁垒下的生存考验

策略水土不服：海外成熟模型在中国市场面临“基因突变”，A股散户交易占比达60%、政策敏感度高、波动率显著高于成熟市场。部分外资私募重构其全球量化模型，加入政策情绪因子和行业轮动模块等方式以适应国内A股特性。

募资渠道瓶颈：外资私募平均管理规模不足20亿元，仅为头部本土机构的1/10。投资者对“洋品牌”认知度有限，部分机构转向与银行私行合作，或借力QDLP机制吸引追求海外配置的高净值客户。

人才争夺白热化：兼具国际合规经验与本土资源的核心人才稀缺。一些外资机构通过搭建“外籍投研+本土市场”的混编团队，实现运营效率的提升。

2. 本土化路径：从产品到生态的深度适配

策略迭代：建立“中国特供”模型。例如，量化机构调整因子权重，主观多头机构重构估值体系，以及部分外资私募开发特色产品线，推出结合碳中和主题的 ESG 多策略基金以适应中国国情。

渠道深耕：构建多层合作网络。合作模式包括但不限于银行私行代销、券商托管联动和跨境双向引流等。

（三）未来展望

外资私募的中国征程，既是全球化投资理念与本土市场特性的交流碰撞，也是中国资管行业升级的催化剂。外资量化私募将加速算法交易、衍生品套利等策略的本地化部署，可能推动中国量化私募管理规模进一步突破。同时，外资机构在 ESG 领域的经验有望提升国内长期投资理念。本土私募在收益和服务上具备优势，未来外资可能与国内私募协同合作，通过“境内私募+境外母平台”联动，形成跨市场 alpha 捕获能力。

二、资产配置环境分析

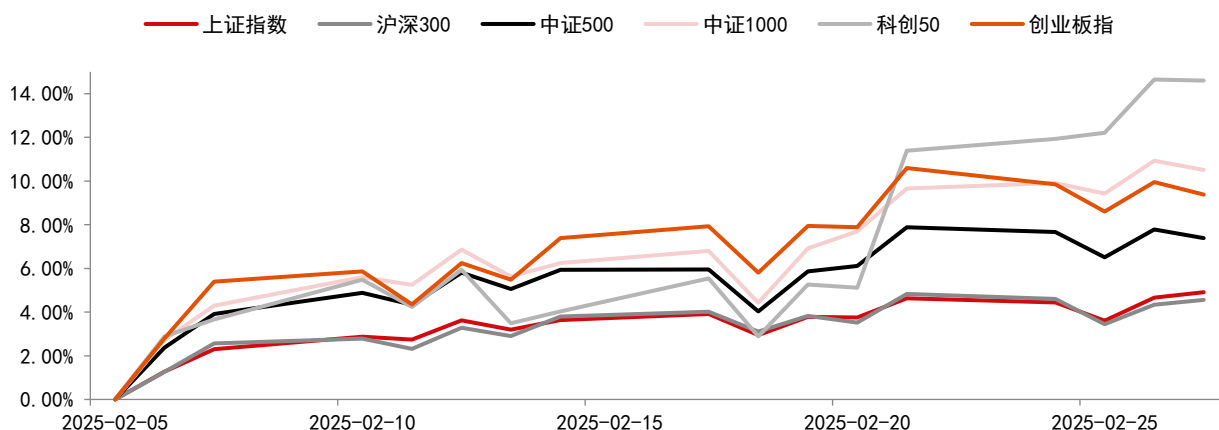
（一）国内股市

节后市场指数持续反弹。2月5日至2月27日，上证指数上涨4.91%，沪深300上涨4.56%，创业板指上涨9.38%，科创50上涨14.60%。从市场风格来看，各个风格呈现普涨行情。其中，成长风格 > 周期风格 > 消费风格 > 稳定风格 > 金融风格。分行业看，行业指数多数上行，计算机、电子、机械、传媒遥遥领先。

从动能看，强势板块如机器人、AI已经突破新高，仍有向上突破的意愿。不过中证1000、创业板值已经到了前期高点附近，面临一定压制。A50及沪深300指数则较之前仍有一定距离。两会前，若市场环境平稳，传统行业的大盘股或维持震荡，等待两会政策定调。一些高位偏弱板块也可能面临一定调整。在此情景下，强势板块或延续上行，不过分化也会加大。若两会后政策超预期，市场或将迎来新一轮上涨。若不及预期，市场情绪回落，强势板块调整也在所难免。

从市场运行逻辑分析，两会召开前夕的A股走势可能呈现结构性特征：权重蓝筹股或延续区间震荡格局，静待政策方向明确；部分估值偏高且基本面承压的板块或将面临技术性回调压力。在此市场环境下，虽然主线板块仍存上行空间，但内部分化可能进一步加剧。若会后政策力度超预期，充裕的流动性叠加政策红利有望开启新一轮估值修复行情；反之若政策定调偏审慎，市场风险偏好快速收敛背景下，前期领涨品种或面临阶段性回调压力。

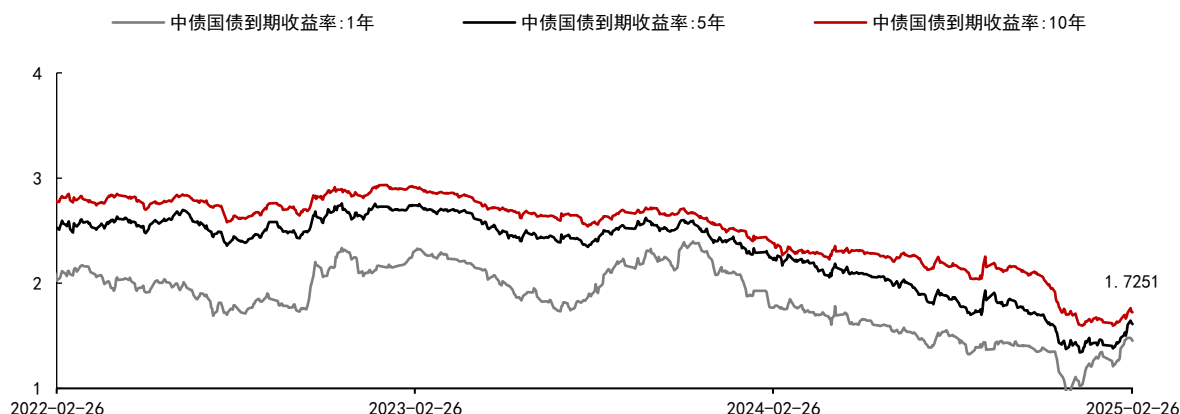
图表1：2月宽基指数表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）国内债市

2月税期缴款、叠加央行净回笼，资金面进一步收紧，中国地产和社融数据催生信用企稳讨论，中国资产重估叙事推进，2月中国长债利率明显回调，十年国债利率重回1.7%左右。后续来看，短期政府债发行偏快，仍需要央行加大流动性投放予以配合，加之目前美元兑人民币汇率高位回落，3月两会前后可能存在降准机会。但考虑到人民币汇率或仍面临一定压力，央行货币政策重心可能仍侧重于稳汇率，故即便降准落地，预计资金面也难以显著改善，债市整体或仍需维持谨慎。

图表2：国债到期收益率


资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）商品市场

2月，商品市场整体震荡走高，贵金属领衔上涨，月度冲高5.11%，农产品和有色金属震荡上行，月度分别向上2.89%和2.7%，能源化工和黑色建材窄幅波动，月内分别取得0.45%和0.33%的正向收益。展望3月，国内两会临近宏观氛围趋暖，海外方面金融属性的压力也有所减退，商品市场可能出现趋势性机会。黄金方面，尽管全球大宗商品价格在关税加征政策暂缓的背景下获得短期支撑，但市场风险仍未充分释放。中长期视角下，通胀压力的持续升温将进一步强化黄金的避险与抗通胀属性，预计黄金价格仍具备较强上行动能，维持对其配置价值的乐观判断。原油方面，供应端扰动持续导致原油市场波动。俄乌地缘冲突冲击哈萨克斯坦原油供应链，外输量锐减；美国极端气候抑制产能；但特朗普对伊拉克实施政策干预对冲风险，油价回吐部分地缘溢价涨幅，呈现多空拉锯格局需求端，美国EIA原油库存大幅增加，暗示需求弱预期。整体来看，原油先涨后跌，维持偏弱震荡。

三、指增/中性策略

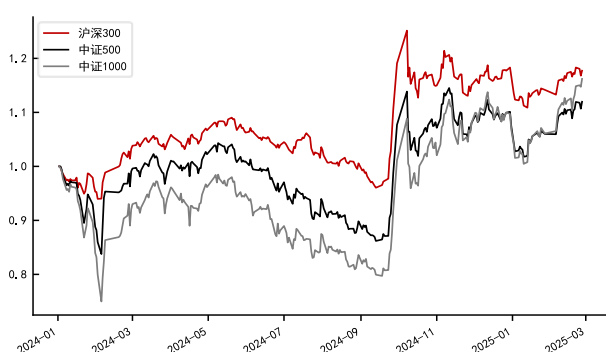
（一）指数增强策略

2月以来，指增产品公、私募业绩表现较为一致，均为震荡上行，其中1000指增表现最佳。

公募方面，300、500、1000指增产品月内业绩表现整体呈震荡上行的走势。截至2月21日，春节后，Deepseek 热潮持续发酵，AI 和机器人产业成为焦点，小盘成长风格涨幅较大。1000指增表现最优；500指增整体也有所上行；300指增涨幅最小。超额方面，截至2月21日，2月公募超额均表现不佳，其中300超额较为平稳，500和1000指增超额均是整体下行。

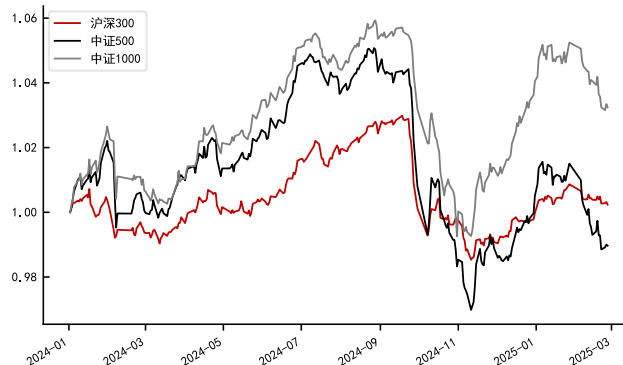
私募方面，2月指增产品业绩表现整体上行，较公募表现更为突出。据朝阳永续统计口径，2月5日至2月21日，2月指增产品的平均绝对收益为8.41%，涨幅较大。细分子策略来看，2月1000指增表现最佳，平均绝对收益达10.76%；500指增次之，录得7.81%；300指增也录得5.33%的平均收益。

图表3：公募指增产品平均业绩表现



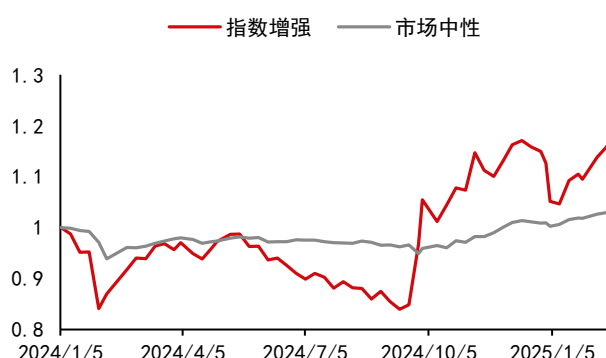
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：公募指增产品平均超额表现



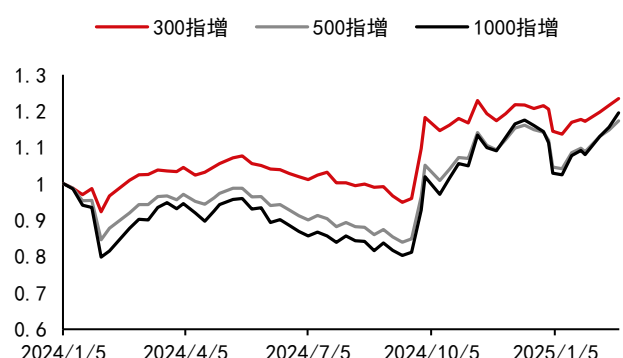
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：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6：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

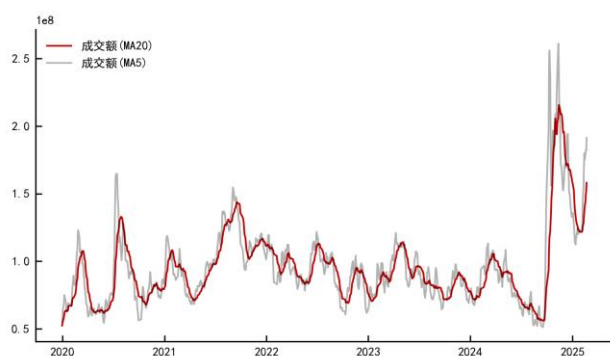
Alpha 端，我们以自建的超额环境评估模型作为参考依据（模型详见《超额环境评估模型：Alpha 显著性与稳定性——金融产品专题报告之八》）。回顾多项跟踪指标2月表现：多数跟踪指标表现较好，市场

超额环境持续偏暖。具体而言：1) **成交额指标自 2 月开始放量回暖，近日突破 2 万亿**。成交额指标 11 月中下旬达近几年绝对高点，随着政策空窗期的到来，叠加海外宏观扰动，指数开启震荡下行，成交额也随之缩量下行。春节过后，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，成交额指标也随之大幅上行，有利于超额的获取；2) **个股收益分化度指标 11 月中旬达相对高位后开始持续回落，近期出现上行趋势**。个股收益分化度低，对超额获取相对不利；3) **大小盘相对强弱指标于 1 月月初开始触底反弹，2 月以来小盘风格持续占优，近期开始高位震荡**。1 月月初，市场出现小市值风格的超跌信号，市场进入左侧布局窗口，小盘风格开启回暖，2 月随着节后 AI 浪潮持续发酵，小盘风格表现持续较好；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 月随着小盘的逐步回暖，成长风格开启上行**。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；5) **行业轮动速度指标于 12 月开始持续上行，2 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**。12 月行业轮动速度开启上行，而后达相对高点，2 月该指标在高位持续震荡，说明行业轮动速度仍然偏快。6) **因子稳定性指标自 12 月持续震荡下行，1-2 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。

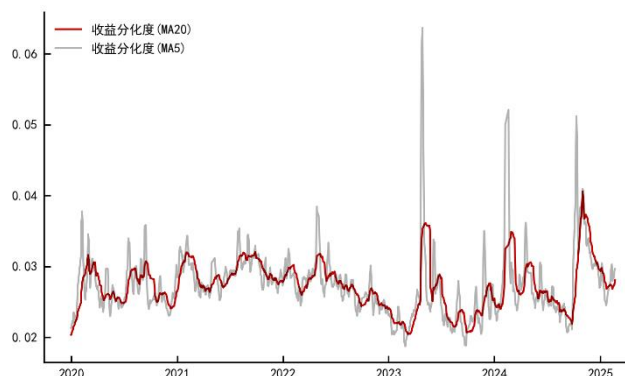
回顾 2 月，根据 6 项底层跟踪指标的表现来看，指标整体表现持续偏暖，超额显著性下的成交额、小盘相对强弱、价值成长相对强弱位于上行区间，超额稳定性下因子稳定性走强；从跟踪指标共振强度来看，2 月以来，指标持续在上行区间震荡，提示超额环境整体偏暖；**展望 3 月，两会前超额大概率维持偏暖环境，两会后看政策落地情况，超额可能偏震荡**。

综合来看，展望 3 月，我们对指数增强策略转为中性偏多观点。Beta 端，受《哪吒 2》、DeepSeek、机器人等事件火爆出圈的带动，相关板块在节后持续回升，拉动指数上行。两会前，市场普遍预期政策会有所倾斜，尤其在财政和科技自主可控等领域，利好消费、科技板块。两会后，如果政策落地符合预期，市场或延续结构性行情，若不及预期，则应关注高股息资产的避险属性。

Alpha 端，结合多项底层跟踪指标和指标共振强度，Alpha 的显著性、稳定性均偏强，提示当前超额环境偏暖。**整体来看，中长期仍看好 1000 指增，两会前后可能小盘风格会有回撤风险，重点关注两会后政策落地情况**。

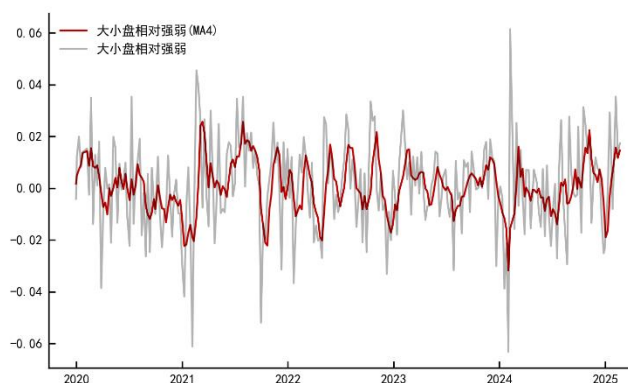
图表7：成交额指标


资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8：个股收益分化度指标


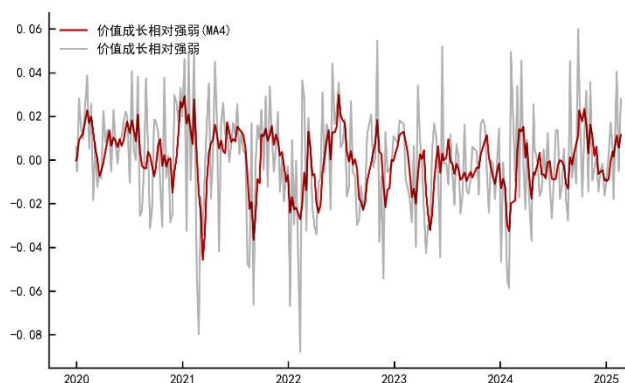
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表9：大小盘相对强弱指标



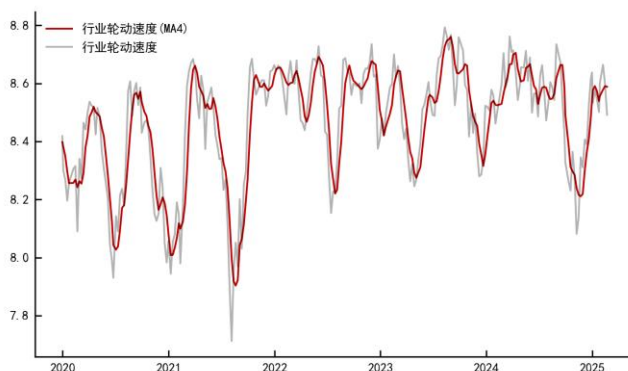
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：价值成长相对强弱指标



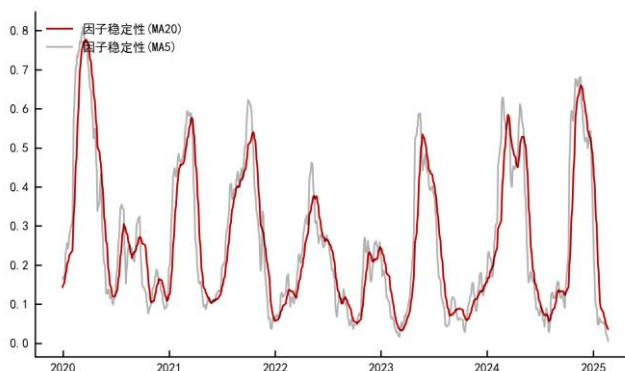
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表11：行业轮动速度指标



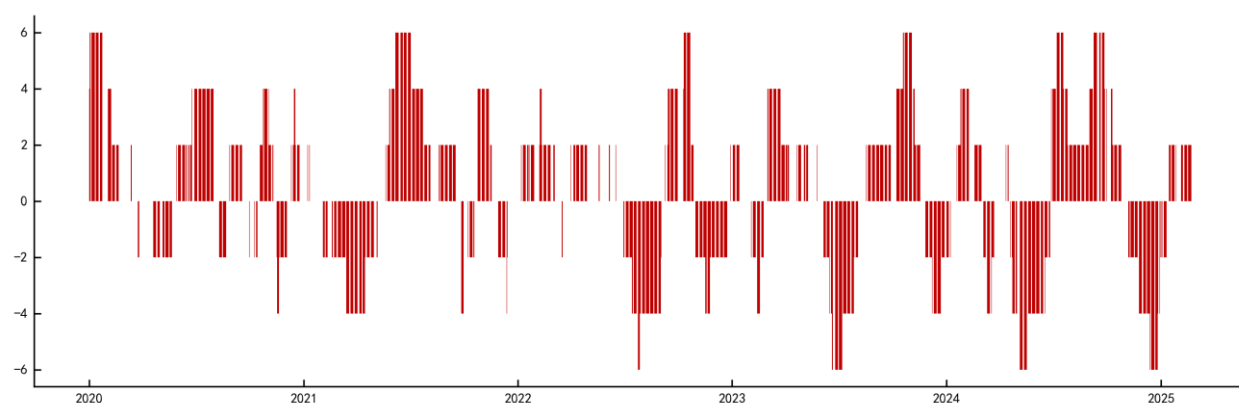
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表12：因子稳定性指标



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表13：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

2月以来，私募市场中性策略平均业绩表现较为平淡，整体略有上行。2月5日至2月21日，据朝阳永续统计口径，市场中性产品2月平均业绩表现为1.37%。相较于1月，中性策略2月整体表现偏弱。

对冲端角度来看，当前IF升水，IC、IM贴水，2月IC、IM贴水有所加深，当前对冲成本处于中等水平。短期来看，对于中性策略管理人来说，新建仓的500、1000的中性产品会面临较高的对冲成本。

综合而言，我们对市场中性策略维持中性观点。Alpha端，2月以来，超额环境持续偏好，给中性策略也带来一定收益。对冲端，2月股指期货贴水加深，对应对冲成本有所上行，一定程度上磨损了中性策略的收益。展望3月，预期指增策略表现仍偏强，中性策略维持较平稳走势。

四、CTA 策略

（一）商品市场整体环境

2 月份，商品市场整体震荡走高，中证商品期货指数月度上扬 2.11%。五大细分板块全线上行：贵金属领衔上涨、月度冲高 5.11%，农产品和有色金属震荡上行、月度分别向上 2.89%和 2.7%，能源化工和黑色建材窄幅波动、月内分别取得 0.45%和 0.33%的正向收益。

进入 3 月份，从国内宏观面来看，企业逐步复工，市场逐步迎来现实需求验证期，建筑业当前复工仍慢于往年同期，但资金到位偏暖下，实物工作量有所增加，复工进程有所加快；同时两会临近宏观氛围趋暖，全年经济工作定调将更为明晰，需求有望进一步释放。从海外宏观面来看，美国及全球制造业 PMI 回升支撑海外定价大宗商品，当前地缘冲突进一步缓和，后续还需关注 3 月美联储议息会议结果。综合来看，国内外多种因素相互交织，3 月市场波动有望继续放大，板块走势分化，贵金属板块或以调整为主，有色金属板块趋于震荡偏强，原油下行空间有限助推化工板块企稳，黑色建材板块短期震荡，农产品板块或延续震荡偏强。

贵金属：2 月份，贵金属板块在春节后大幅上行，近期震荡回落。月初受避险情绪和滞胀预期的推动，国内外黄金价格均创下历史新高，近期受海外数据和新闻的影响，开始出现高位回调。1) 贝森特对降息的澄清和降低赤字率的表述对黄金带来利空影响；2) 美乌即将达成矿产协议，地缘冲突进一步缓和的预期降低避险需求；3) 国内权益市场持续回暖，风险偏好走高。综合来看，黄金短期压力较大，预计进入月度级别调整期，后续需关注 3 月美联储议息会议结果，而中长期金价多头逻辑并未逆转，黄金长周期配置价值仍在；白银走势跟随黄金，近期震荡偏弱，但市场风险偏好提升叠加铜价坚挺的背景下，金银比值或有一定回落。

有色金属：2 月份，有色金属板块同样在春节后快速反弹，近期反复震荡。1) 宏观面来看，1 月中国社融等数据超预期，国内政策预期偏正面；特朗普重提关税，美国对加墨加税兑现在即，资金略显谨慎；2) 供需面来看，原料端整体延续偏紧局面，冶炼端扰动问题仍然存在，比如：锌、锡和铜等；需求端来看，供需整体略偏宽松，但消费在持续好转。综合来看，美国贸易战仍在延续，关注预期差，美元趋弱背景下，有色预计震荡趋强，继续关注铜铝锡等供应端有扰动品种的低吸做多机会；中长期来看，关注中美后续政策落地情况。

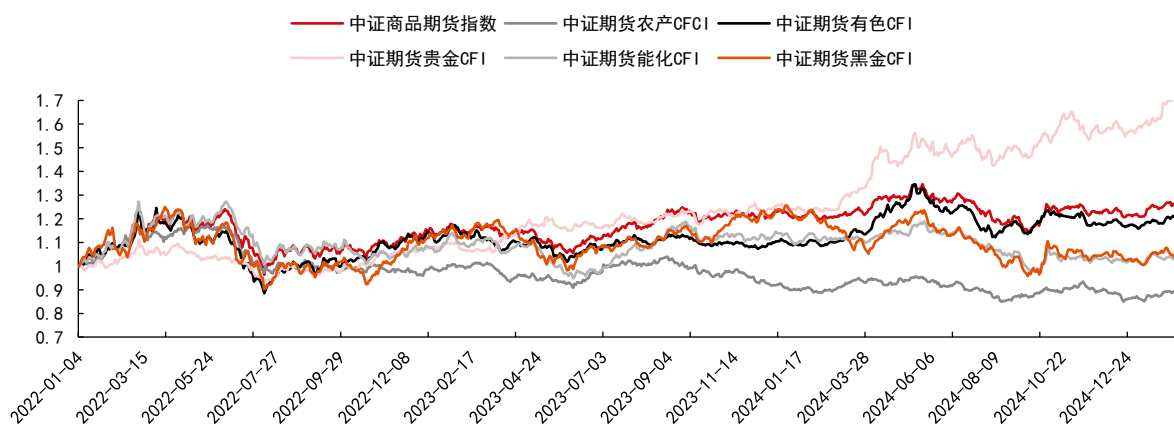
能源化工：2 月份，能源化工板块呈现先涨后跌，近期原油价格大幅下行。1) 原油价格下行，拖累国内化工价格，其中，对燃料油、沥青、苯乙烯，px 等品种受影响较大，对煤化工影响较小，价格也相对抗跌；2) 全球石油库存处近五年同期低位，供需两端均缺乏超预期驱动，需求低增速及 OPEC+持续减产背景下预计难以跌破近两年的运行区间，等待美国对伊朗制裁及 OPEC+减产政策的进一步明朗，当前油价下 OPEC+推迟增产的可能性较大；3) 特朗普对委内瑞拉收紧制裁的预期有所增加，委油资源去向可能重新受限，但由于其产量持续偏低，进一步下降空间有限。综合来看，虽年内需求偏弱、美国增产，但 OPEC+存推迟增产的预期，并且海外原油价格已降至前期波动区间的下沿，继续下行空间或相对有限；另外，两会在即，叠加化工检修增多，有助于化工价格企稳。

黑色建材：2 月份，黑色建材板块涨跌反复，呈现区间震荡。1) 钢材整体供需皆呈现恢复态势，且需求恢复强于供给，导致累库速度进一步放缓，螺纹亦呈现此基本面特征；2) 热卷供给出现小幅回落，但需求仍在攀升，预计库存见顶后开启去库；3) 铁水连续 2 周减产，但后期预计复产势头未变，飓风过后，矿石发运快速恢复，但滞后效应导致铁矿到港仍保持低位，使得铁矿库存进一步去化，预计矿价仍有支撑，

但上方空间有限；4) 焦炭库存再度增加，继续表现为上游增库、下游去库，自身缺乏利好支撑；焦煤供给维持高位，库存去化有所放缓。综合来看，两会临近宏观氛围趋暖，产业矛盾偏中性，配合市场新一轮供给侧改革预期，预计短期价格震荡运行，进入 3 月后面临终端需求验证和铁水复产考验，价格仍有回落风险。

农产品：2 月份，农产品板块震荡上行，近期略有回落。1) 油脂油料方面，由于印尼官员发表对相关生柴政策的发言以及市场对美豆种植面积下调的预期交易，油脂油料普遍转强，预计油脂油料类仍将维持震荡偏强状态；2) 饲料养殖方面，能繁母猪最新数据下行，同时近期二育增长，单边角度维持逢高抛空，套利方面关注 7-11 反套；玉米年度供需收紧预期未改，维持回调多配；3) 软商品方面，橡胶、棉花、纸浆、原木都以偏多配置为主，主要驱动均存在下游春节后复苏的原因；白糖关注区间内偏空配置。

图表14：中证期货指数净值走势



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表15：中证期货指数累计收益率

	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	2.11	3.11	4.45	3.95
中证期货农产品 CFTI	2.89	-0.12	4.17	-1.37
中证期货有色 CFTI	2.7	3.42	3.71	9.55
中证期货贵金属 CFTI	5.51	9.71	10.01	37.31
中证期货能化 CFTI	0.45	0.62	1.47	-8.05
中证期货黑金 CFTI	0.33	1.72	3.96	-13.21

资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

（二）CTA 因子表现情况

2 月份四大风格因子净值全部上涨。其中，波动率因子领衔上涨，月度冲高 1.81%；持仓因子统计期内持续上行，月度上涨 1.05%，该因子月内整体走出稳定的单边向上趋势，但在最后 3 日似乎表现出一定的“触顶”特征；期限结构因子窄幅震荡，因子净值在月内经历了“快速下探→反转向上→横盘震荡”三个阶段，最终月度上扬 0.84%；动量因子净值月内在“缓慢下行”和“快速冲高”这种状态之间反复切换，整体上看勉强涨跌相抵，月度取得 0.54% 的正向收益。

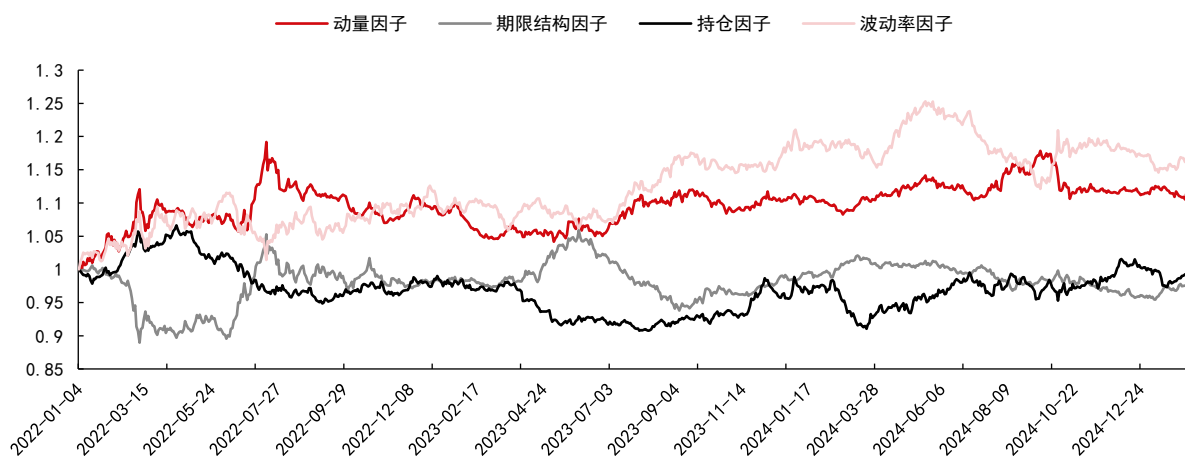
波动率因子：本月领衔上涨，月度冲高 1.81%。在回溯区间内，该因子在“震荡蓄势”和“冲高向上”两种走势的切换中表现出了强劲的向上趋势。针对多头端，在持仓结构方面，该因子多头端持仓覆盖了黑色建材、能源化工、农产品、贵金属（黄金）和欧线集运五大板块，同时黑色建材板块集中在多头端头部，提示关注该板块近期的整体高波现象，而农产品则主要聚集在持仓尾部，并且在本月下旬表现出逐步退出持仓的趋势；聚焦到具体品种，本月欧线集运持续稳定在波动率最大的位置，而燃油和黄金的因子排序均在本月下旬表现出显著的单边上行趋势。对空头端，本月黑色建材和欧线集运两个板块均未曾进入持仓结构；关注具体品种表现，本月空头端持仓头部品种由玉米、聚丙烯、聚乙烯、玻璃和玉米淀粉五个品种交替构成，或可关注以上品种的稳定低波现象。

持仓因子：月度统计口径内收益走出了流畅的上行趋势，仅在最后 3 天表现出一定的“触顶”特征，整体收益上涨 1.05%。持仓因子的持续上行说明统计口径内会员持仓信息与品种走势表现出了明显的“正向相关性”，近期或可重点根据会员持仓信息对市场走势展开分析，但也需注意月末的“触顶”表现是否为因子反转下行的先行信号。从持仓结构看，多头端持仓覆盖所有板块，同时因子排序从大到小表现出明显的按板块“成簇”分布特征，即依次分布在：贵金属→能源化工→其他板块，提示关注会员持仓在贵金属（黄金和白银）以及能源化工（原油、燃油和沥青）两大板块的聚集现象。而在空头端，月内持仓覆盖黑色建材、农产品、能源化工（尿素和乙二醇）、有色金属（碳酸锂）以及软商品（橡胶和棉花），其中黑色建材板块所占权重最高，农产品板块次之，另外三大板块则仅有以上列举品种曾进入过空头端持仓；本月下旬，橡胶和碳酸锂稳定在空头端头部位置。

期限结构因子：因子净值在月内经历了“快速下探→反转向上→横盘企稳”三个阶段，整体月度窄幅上行 0.84%。在持仓结构方面，多头端持仓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→贵金属，当然各板块之间亦有交错分布，同时本月内 LPG 稳定在多头端头部；而空头端持仓则覆盖了除贵金属以外的全部板块，同时能源化工、农产品和黑色建材三大板块所占权重相对较高，近期原油和燃油稳定在空头端头部。

动量因子：动量因子净值月内大部分时间在“缓慢下行”和“快速冲高”这种状态之间交替，并在最后一周转向“震荡企稳”，月度取得 0.54% 的正向收益。从动量因子的持仓结构看，本月市场情绪维持在“偏暖”范围，但仍存在较大波动：多头端因子持仓数量在 27~37 个之间宽幅震荡，且期间出现数次短期单边变化趋势，空头端持仓数量则对应在 8~18 个之间波动。同时，本月能源化工板块在动量因子多头端的聚集现象消失，提示关注该板块后续走势。

图表16：CTA 因子净值走势



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表17：CTA 因子累计收益率

	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)	0.54	-0.1	-0.07	0.76
期限结构因子	0.84	0.97	2.02	-0.81
持仓因子	1.05	-0.17	-0.93	3.27
波动率因子 (20)	1.81	-0.41	0.23	-0.25

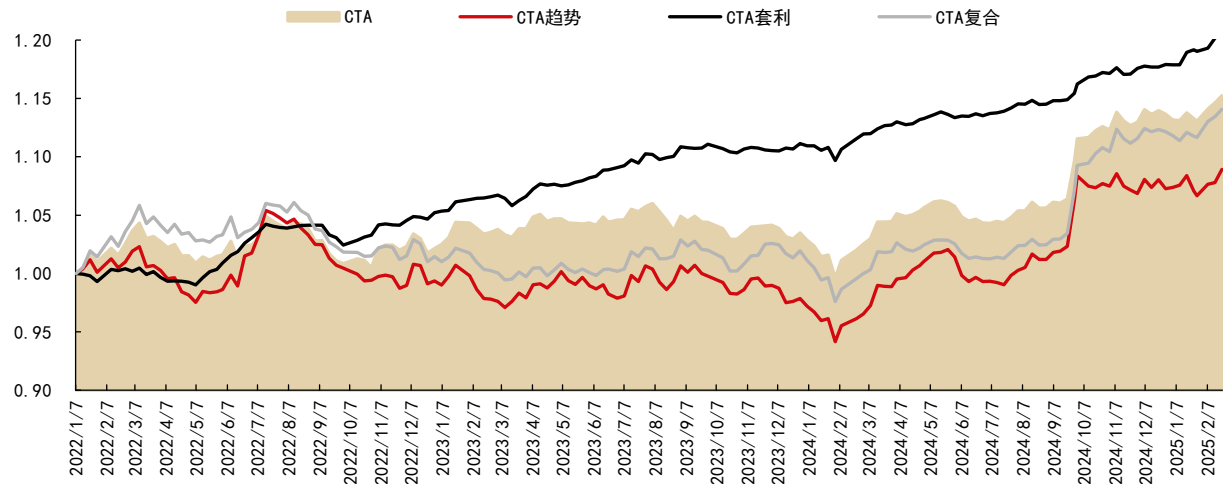
资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

(三) CTA 产品表现情况

截至 2025 年 2 月 21 日，近一月 CTA 策略指数有所反弹，近一月收益率为 1.73%。从各个不同子策略产品指数来看，策略全部收涨，其中 CTA 复合策略表现最优，近一月收益率为 2.07%；CTA 趋势策略次之，近一月收益率为 1.73%；CTA 套利策略稳步上升，近一月收益率为 1.29%。

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 策略收益明显回升。这样的市场环境有利于 CTA 趋势类策略，所有近一月许多 CTA 趋势类产品净值出现反弹，修复了 1 月份的回撤，这也符合 CTA 策略环境监测框架对于 2 月份 CTA 趋势策略环境从中性偏弱状态逐步回暖的判断。另外，CTA 套利策略的表现依旧稳健，净值继续创新高，仍然是今年表现最好的 CTA 子策略。

图表18：CTA 产品指数净值表现



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表19：CTA 产品指数累计收益率

类别	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	1.73	2.29	1.65	11.37
CTA 趋势	1.73	1.64	1.55	11.32
CTA 套利	1.29	3.08	2.36	8.61
CTA 复合	2.07	2.63	1.72	11.91

资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

（四）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，3 月份 CTA 趋势策略的投资胜率为 70%左右，盈亏比约为 2.4，高于历史平均水平，相较前期有所上升；8 个市场环境因子中有 5 个呈现利好；策略趋势强度震荡上行，处于历史中间位置，策略拥挤度继续回升。综合分析来看，3 月份两会召开，全年经济工作定调将更为明晰，宏观氛围趋暖，商品需求有望进一步释放，市场波动或继续放大，**CTA 趋势策略市场环境预计处于中性偏强状态**，相较前期继续回暖。

图表20：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，3 月份 CTA 套利策略的投资胜率为 71%左右，盈亏比约为 2.5，略高于历史平均水平，相较前期略有增大；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，处于偏上水平，策略拥挤度近期震荡。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**。

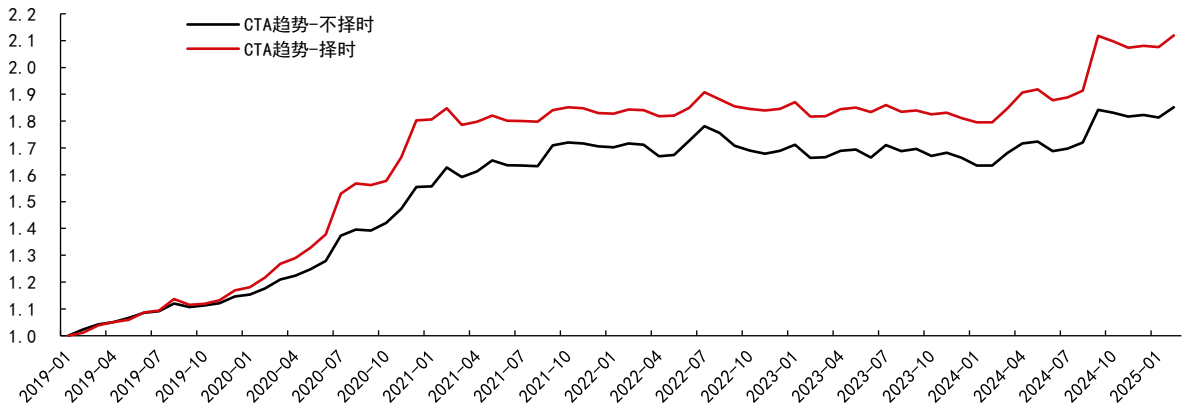
图表21：CTA 套利策略环境监测框架

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	↑

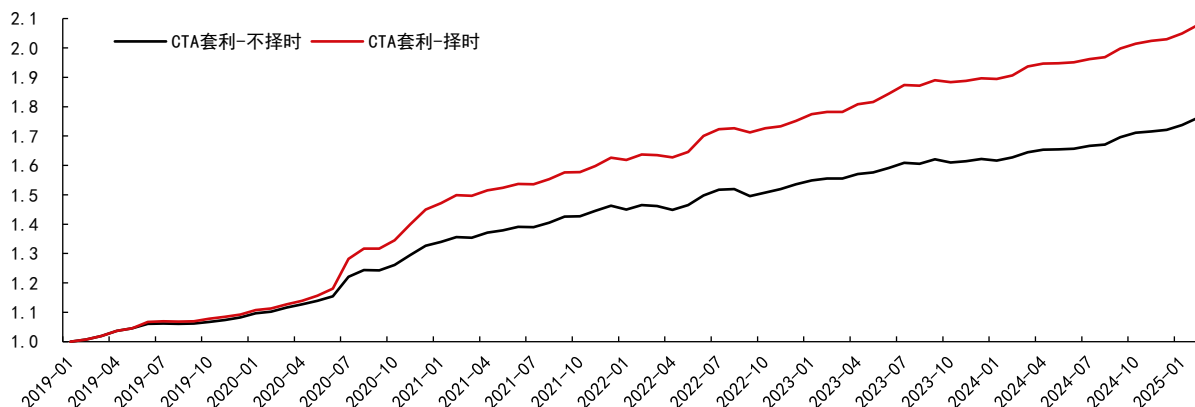
资料来源：中信期货研究所

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22：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23：CTA 套利择时策略净值走势


资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

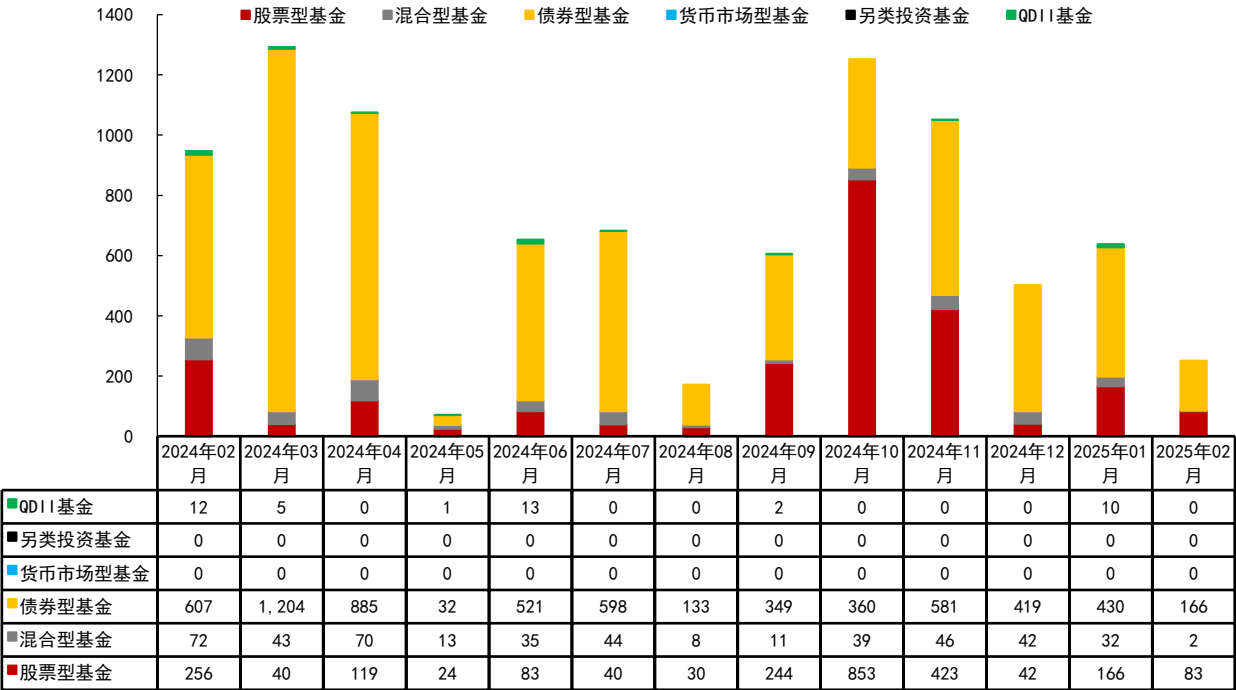
（五）CTA 策略展望

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 策略收益明显回升，基本修复了 1 月份的回撤。进入 3 月份，整体宏观经济环境预期进一步向好发展，特别是即将召开的两会将为全年经济工作的方向提供更加明确的指引，这有望推动市场需求进一步释放。另外，海外方面金融属性的压力也有所减退，后续还需关注 3 月美联储议息会议结果。

综合来看，当前宏观环境对于市场继续反弹较为有利，市场波动率或将进一步放大，市场环境比较有利于 CTA 策略的表现，尤其是 CTA 趋势类策略，预计其策略市场环境将从中性状态提升至中性偏强状态。另外，对于 CTA 套利策略，预计其表现仍然相对稳健，策略市场环境也为中性偏强状态。

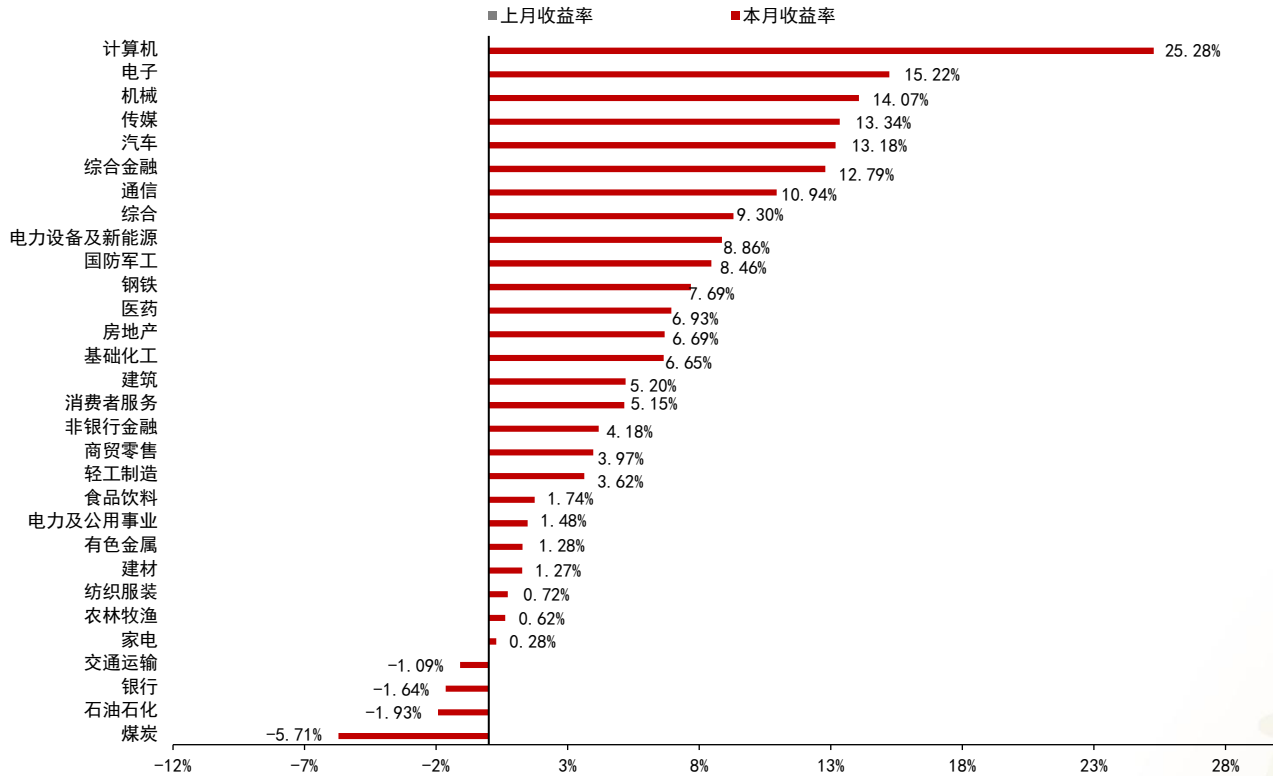
五、市场数据跟踪

图表24：新发基金情况



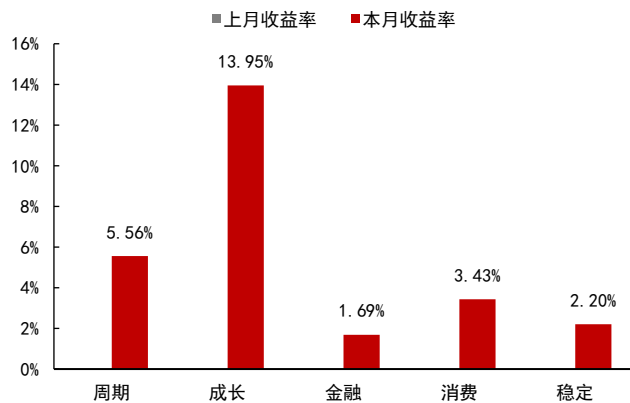
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表25：中信一级行业指数表现



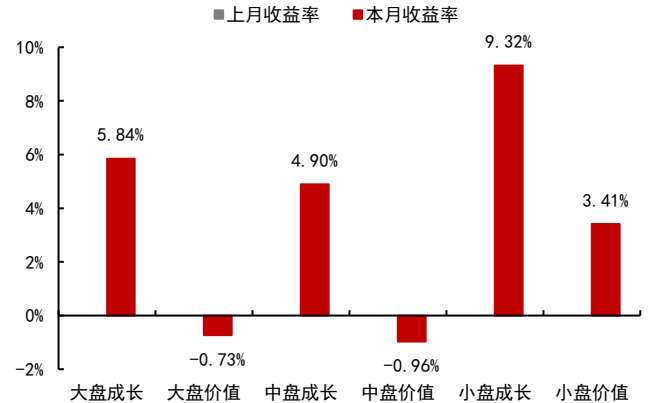
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表26：中信风格指数表现



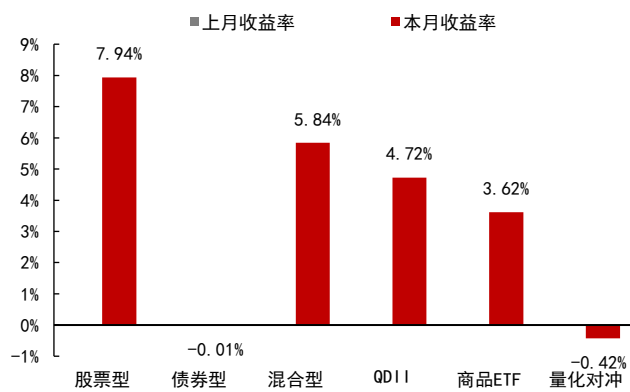
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表27：市场风格指数表现



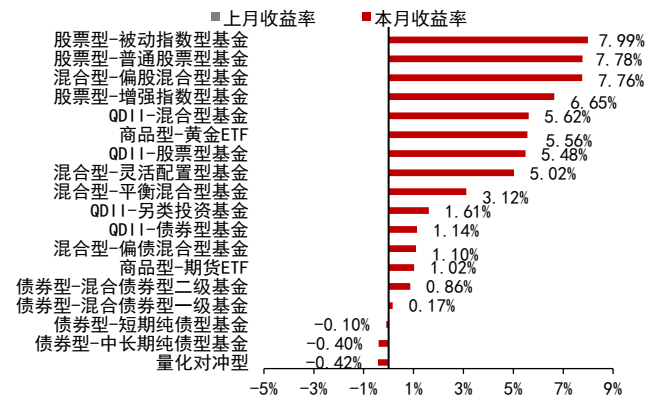
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表28：公募基金一级分类业绩表现



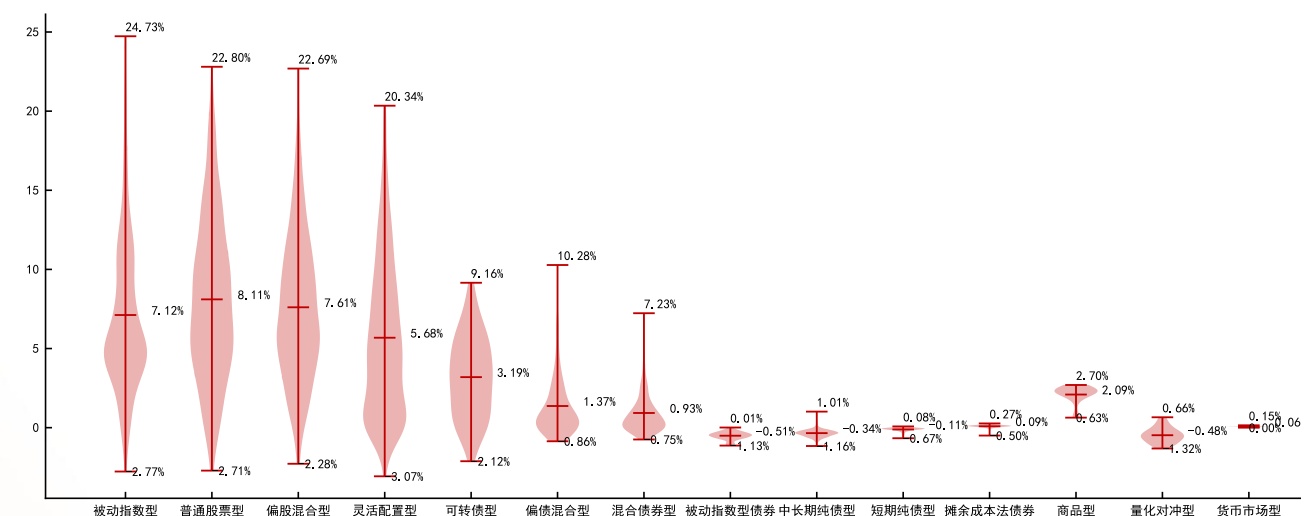
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表29：公募基金二级分类业绩表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

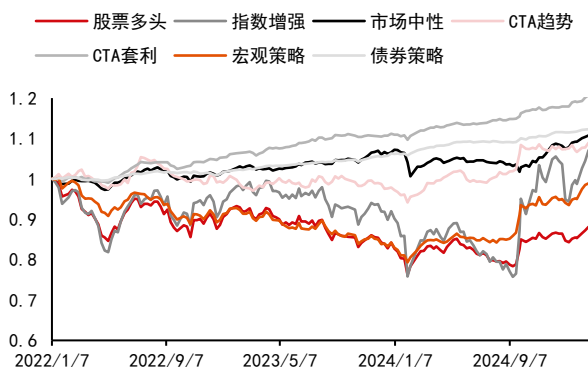
图表30：分类型公募基金收益分布（2025年2月5日至2025年2月21日）



资料来源：Wind 中信期货研究所

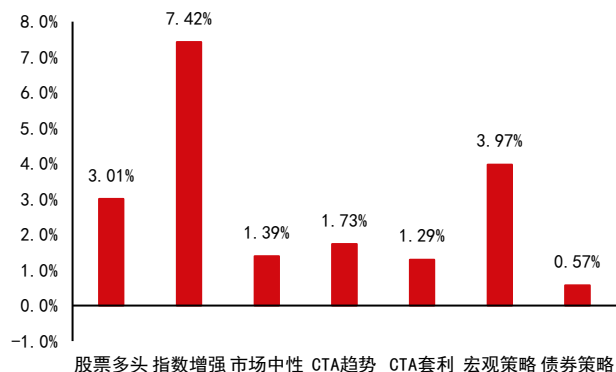
注：缩尾处理首尾合计 1% 的极端值

图表31：朝阳永续主要私募指数业绩表现



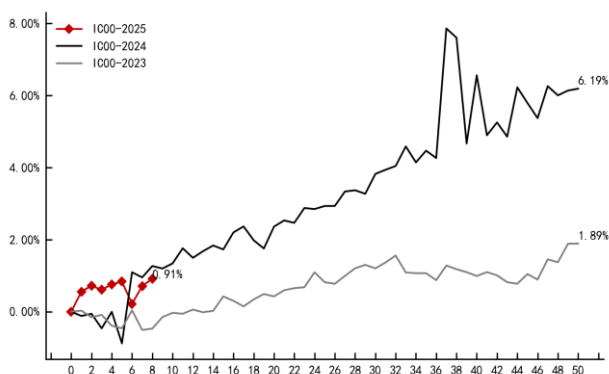
资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表32：朝阳永续主要私募指数区间收益率



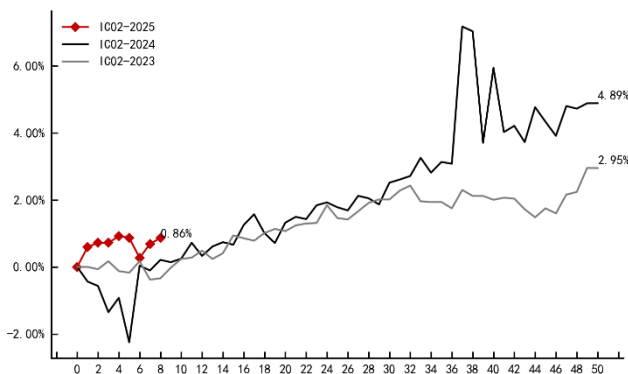
资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表33：IC 当月合约历年累计对冲成本



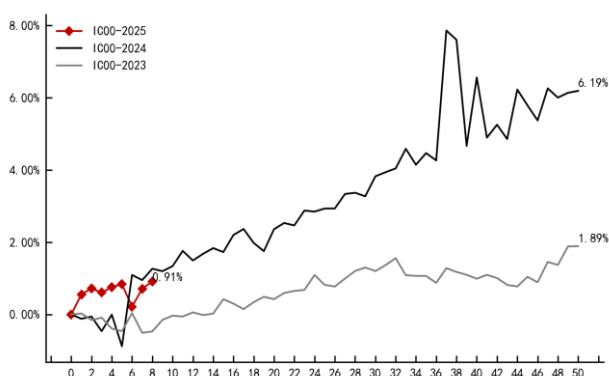
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表34：IC 当季合约历年累计对冲成本



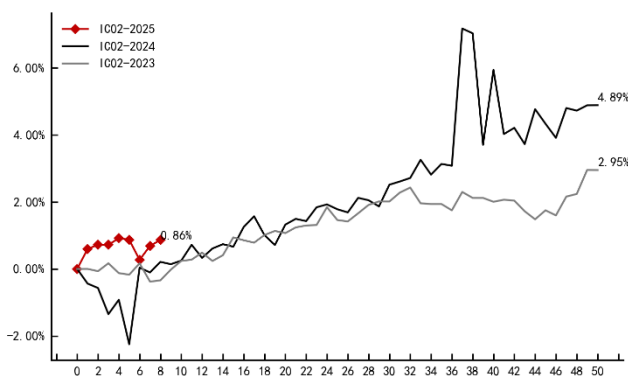
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表35：IF 当月合约历年累计对冲成本



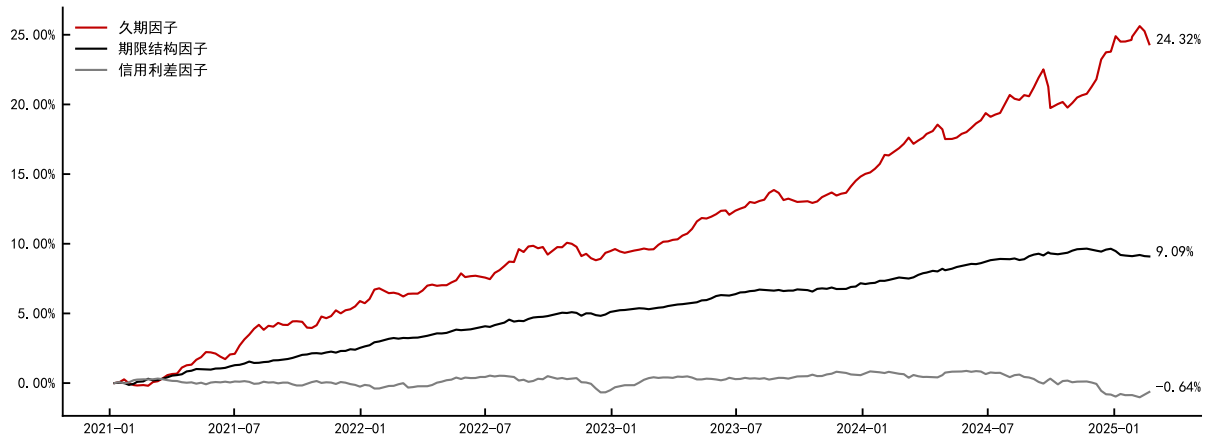
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表36：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

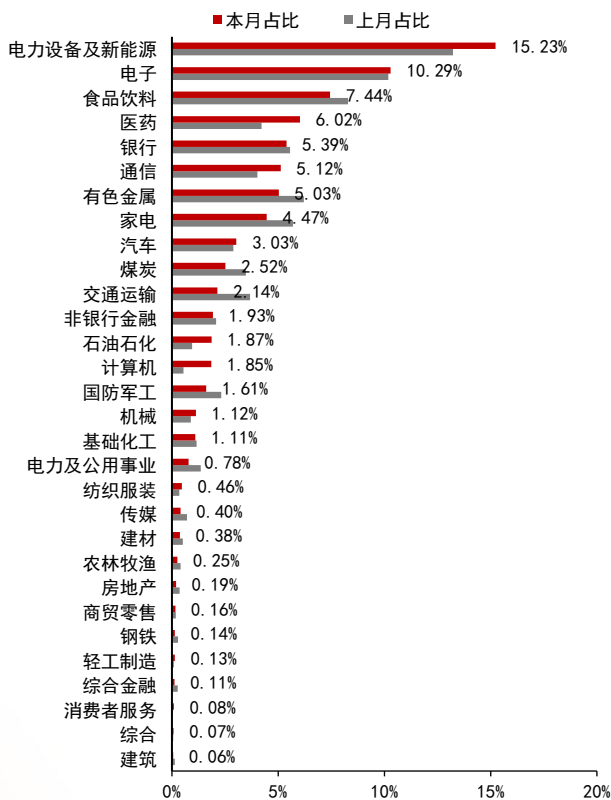
图表37：久期因子(Level)、期限结构因子(Slope)、信用利差因子(Credit)周度表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

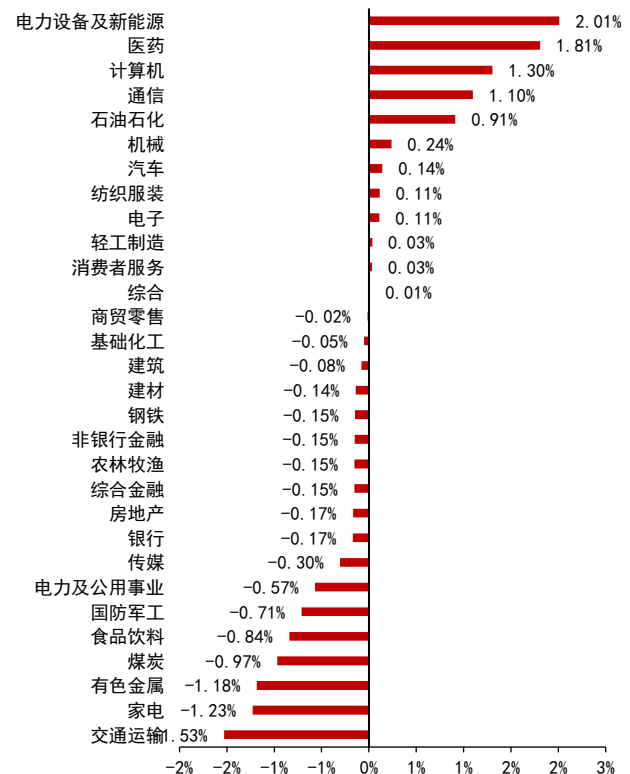
注：因子具体构造方法：(1) 久期因子(Level):该因子直接为中债国债总财富指数周度收益率，反映国债收益率曲线水平移动带来债券组合价值的变化；(2) 期限结构因子(Slope):买入中债-国债总财富(1-3 年)指数并卖出中债-国债总财富(7-10 年)指数，动态调整实现投资组合久期中性，反映国债收益率曲线斜率变化带来债券组合价值变化；(3) 信用利差因子(Credit):同比例买入中债-企业债 AAA 财富指数和卖出中债-国开行债券总财富指数，反映信用利差波动带来债券组合价值变化。

图表38：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39：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>