

## 中证 A500 指增产品配置价值几何？

——2 月 FOF 配置月报

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

中证 A500 指数作为宽基指数的新品种，我们相对看好其指增产品的配置价值。当前量化机构均在积极布局，已初具规模；该指数具有更显著的 Beta+Alpha 属性，指数的整体波动较低，收益回撤性价比高。展望 2 月，指增策略转为偏多观点，中性策略转为中性观点，CTA 趋势及套利策略为中性观点。

### 摘要：

**中证 A500 指增产品配置价值几何：**我们相对看好中证 A500 指增产品的配置价值，原因有三：第一，当前公、私募均积极布局 A500 指数相关产品，产品数量和规模已初立；第二，A500 指数覆盖了中国核心资产与新质生产力，具有更显著的 Beta+Alpha 属性；第三，A500 指数整体波动率低，相关指增产品的一致性较高，不易受风格切换产生较为极端的回撤。A500 指增产品适合风险偏好较高、投资期限较长、看好 A 股核心资产长期发展趋势的投资者。

**指增/中性策略：**Alpha 端，结合多项底层跟踪指标和指标共振强度，Alpha 的显著性、稳定性均转暖，当前超额环境偏暖；Beta 端，经济复苏预期增强、政策暖风频出的背景下，市场很可能将震荡上行，呈现结构性的春季行情。整体来看，短期看好以成长风格为主的中证 1000 指增，中长期看好中证 A500 指增。对冲端，IF、IC、IM 贴水转深，当前对冲成本较前期有所升高，中性产品可能会产生一定收益磨损。**展望 2 月，指增策略转为偏多观点，中性策略转为中性观点。**

**CTA 策略：**1 月商品市场整体震荡上行，中证商品期货指数上涨 2.28%，贵金属和黑色建材板块涨幅最大。CTA 因子跌多涨少，仅期限结构因子获利。CTA 产品中，近一月 CTA 策略指数下跌 0.32%，CTA 套利策略表现最优，CTA 复合策略表现最差。春节后国内流动性预计宽松，有望再度交易国内的政策预期驱动大宗商品走强，而海外特朗普正式启动对外关税政策，需要警惕海外风险偏好恶化。**展望 2 月，商品市场多数品种或以震荡走势为主，CTA 趋势策略预计回暖至中性状态，CTA 套利策略预计维持中性状态。**

**风险提示：**国际地缘政治冲突加剧、国内政策变化超预期

### 金融工程研究团队

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

摘要:	1
一、 中证 A500 指增产品配置价值几何?	4
(一) 当前公、私募均积极布局, 产品数量和规模已初立	4
(二) A500 指增产品具有更显著的 Beta + Alpha 属性	4
(三) A500 整体偏低波, 回撤较小, 适合稳健型投资者	5
二、 资产配置环境分析	6
(一) 国内股市	6
(二) 国内债市	6
(三) 商品市场	7
三、 指增/中性策略	8
(一) 指数增强策略	8
(二) 市场中性策略	11
四、 CTA 策略	12
(一) 商品市场整体环境	12
(二) CTA 因子表现情况	14
(三) CTA 产品表现情况	16
(四) 市场环境监测	17
(五) CTA 策略展望	19
五、 市场数据跟踪	21
六、 风险提示	25
免责声明	26

## 图表目录

图表 1: 中证 A500 指数近 20 年走势	5
图表 2: 1 月宽基指数表现	6
图表 3: 国债到期收益率 (截至 20250127)	7
图表 4: 公募指增产品平均业绩表现 (截至 20250127)	8
图表 5: 公募指增产品平均超额表现 (截至 20250127)	8
图表 6: 私募指增中性产品平均业绩表现 (截至 20250127)	8
图表 7: 私募指增子策略平均业绩表现 (截至 20250127)	8
图表 8: 成交额指标	10
图表 9: 个股收益分化度指标	10
图表 10: 大小盘相对强弱指标	10
图表 11: 价值成长相对强弱指标	10
图表 12: 行业轮动速度指标	10
图表 13: 因子稳定性指标	10
图表 14: 跟踪指标共振强度 (截至 20250124)	11
图表 15: 中证期货指数净值走势	14

图表 16: 中证期货指数累计收益率 .....	14
图表 17: CTA 因子净值走势 .....	16
图表 18: CTA 因子累计收益率 .....	16
图表 19: CTA 产品指数净值表现 .....	17
图表 20: CTA 产品指数累计收益率 .....	17
图表 21: CTA 趋势策略环境监测框架 .....	18
图表 22: CTA 套利策略环境监测框架 .....	18
图表 23: CTA 趋势择时策略净值走势 .....	19
图表 24: CTA 套利择时策略净值走势 .....	19
图表 25: 新发基金情况 .....	21
图表 26: 中信一级行业指数表现 .....	21
图表 27: 中信风格指数表现 .....	22
图表 28: 市场风格指数表现 .....	22
图表 29: 公募基金一级分类业绩表现 .....	22
图表 30: 公募基金二级分类业绩表现 .....	22
图表 31: 分类型公募基金收益分布 (2025 年 1 月 2 日至 2025 年 1 月 27 日) .....	22
图表 32: 朝阳永续主要私募指数业绩表现 .....	23
图表 33: 朝阳永续主要私募指数区间收益率 .....	23
图表 34: IC 当月合约历年累计对冲成本 .....	23
图表 35: IC 当季合约历年累计对冲成本 .....	23
图表 36: IF 当月合约历年累计对冲成本 .....	23
图表 37: IF 当季合约历年累计对冲成本 .....	23
图表 38: 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 39: 公募基金配置中信一级行业占比 .....	24
图表 40: 公募基金配置中信一级行业较上月变化 .....	24

## 一、中证 A500 指增产品配置价值几何？

中长期的角度，我们相对看好中证 A500 指增的配置价值，有以下几个原因：

### （一）当前公、私募均积极布局，产品数量和规模已初立

公募方面。多家基金公司积极发行 A500 指数相关产品，目前超 8 成为被动跟踪指数型产品，2 成为指数增强型产品，整体规模超 3000 亿元。

自去年 9 月中证 A500 指数发布以来，量化私募机构纷纷加大对该领域的布局力度，投入大量资源进行产品研发。各家机构充分发挥自身优势，通过策略创新、风控体系升级、费率结构优化等多维度发力，力求在这一新兴赛道中确立竞争优势。

截至去年年底，已完成备案的中证 A500 指数增强私募产品约 60 余只，知名量化股票私募管理人均有布局，百亿级私募是主力军。

### （二）A500 指增产品具有更显著的 Beta + Alpha 属性

A500 指数采用以“行业均衡”为核心，兼具“优选三级行业龙头+互联互通+ESG 评价”的编制思路，从各行业中精选 500 只市值规模大、流动性好的优质证券。该指数既覆盖了中国核心资产，又包含了代表新质生产力的优质企业，未来或将成为 A 股市场的重要投资标杆。此外，该指数具备突出的红利特征，2024 年至今其股息率与沪深 300 指数相当，展现出较强的配置价值。

从 Beta 来看，中证 A500 指数集中了优质大盘蓝筹企业，长期维持较高的 ROE 水平，是中国核心权益资产的典型代表。相较于沪深 300 指数，该指数显著降低了传统金融、地产等行业的配置权重，相应提升了新质生产力相关行业的占比，更具成长性。历史数据显示，过去 20 年该指数的年化收益率介于沪深 300 与中证 500 之间，波动率与沪深 300 相当，具有更优的风险收益特征。凭借其优异的 Beta 属性，在该指数基础上实施增强策略，未来有望获得更为理想的投资收益。

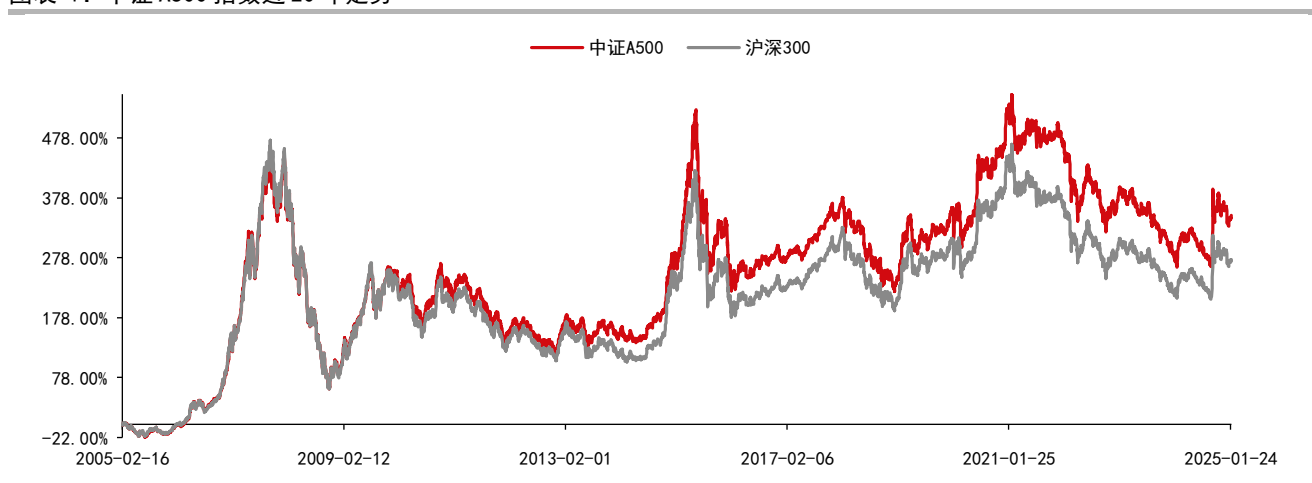
从 Alpha 来看，中证 A500 指数具有显著优势：其一，指数成分股数量更多、覆盖范围更广，样本特征更加多元化，市值分布向下延伸至百亿级别，不仅覆盖了约四成的中证 500 指数成分股，还纳入了部分中证 1000 指数的优质标的；其二，指数在行业配置上独具特色，对容易产生超额收益的板块给予较高权重，而对难以获取超额收益的板块则降低配置比例，这种差异化配置为获取 Alpha 收益提供了更有利的条件。

### （三） A500 整体偏低波，回撤较小，适合稳健型投资者

A500 指数因其行业和市值分布与中证全指高度相似，具备天然的量化投资优势。量化管理人通过全市场选股构建增强组合时，能够有效控制组合与指数之间的偏离，确保整体风格的一致性。即使市场出现大小盘风格切换，组合也能保持相对稳定，大幅回撤的风险显著降低。

综合而言，A500 指增产品适合风险偏好较高、投资期限较长、看好 A 股核心资产长期发展趋势的投资者。

图表 1：中证 A500 指数近 20 年走势



资料来源：Wind 中信期货研究所

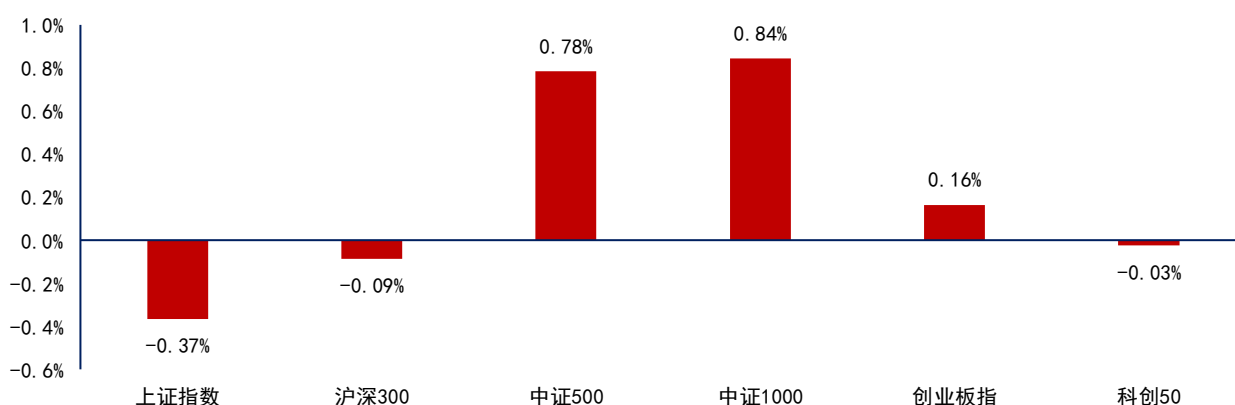
## 二、资产配置环境分析

### （一）国内股市

1 月宽基指数呈先抑后扬走势。截至 1 月 31 日，中证 1000 上涨 0.84%，中证 500 上涨 0.78%，创业板指上涨 0.16%，上证指数下跌 0.37%。风格表现方面，周期>成长>金融>消费>稳定。30 个中信一级行业涨少跌多，涨跌比 2/28，表现靠前的行业为有色金属和银行。1 月份 A 股市场情绪持续走低，两市成交额出现明显萎缩，甚至一度跌破万亿元关口，结束了此前连续 72 个交易日成交额超万亿元的纪录。政策空窗期叠加海外扰动导致 1 月上半旬市场情绪偏弱。1 月 23 日，国新办发布会宣布推动中长期资金入市，为股市带来增量资金，提振了市场信心，A 股在春节前最后一周有所修复。此外，特朗普上台关税政策推出节奏偏慢，春节期间，美国对华关税落地且压力可控，对 A 股负面影响不大。回溯历史 A 股节后行情表现，节后 1 周至 1 月区间股市行情普遍上行的概率大。经济复苏预期增强、政策暖风频出的背景下，市场很可能将震荡上行，呈现结构性的春季行情。

板块方面，国内 AI 大模型的突破或将给信息技术应用创新带来深远影响，科技或将是重要投资主线。另外，在利率下行，政策鼓励分红等外部环境下，红利资产的配置价值仍然较高。

图表 2：1 月宽基指数表现



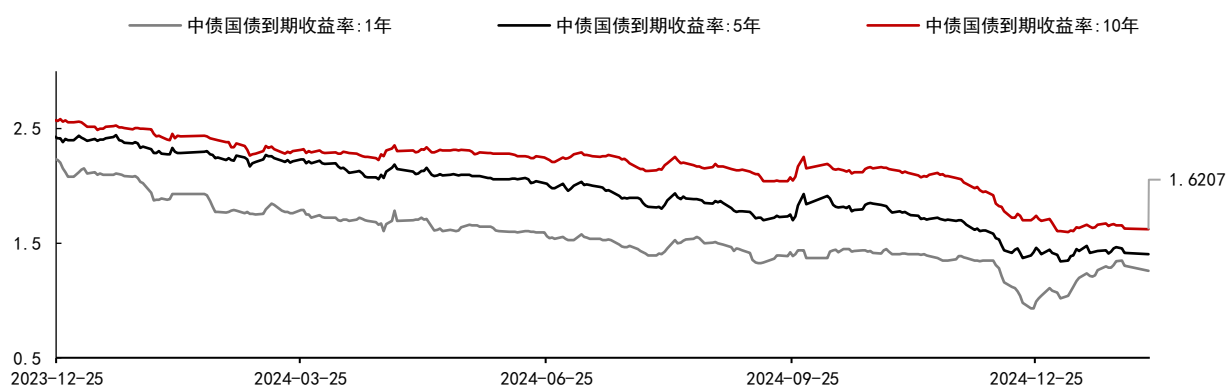
资料来源：Wind 中信期货研究所

### （二）国内债市

1 月制造业 PMI 为 49.1%，环比下降 1.0 个百分点，显示目前基本面修复斜率仍偏缓，国内需求不足的现象仍待改善，对债市有所利好。同时，特朗普关

税政策对我国出口造成持续扰动，短期来看，外部扰动叠加偏弱的基本面环境仍将是债券市场的重要支撑因素之一。中长期来看，目前 10Y 国债利率已经到达 1.6% 附近，对宽货币的定价已经较为充分，同时 2 月市场或提前开始博弈两会预期，整体来看债市利率大幅下行的概率不大，债市维持震荡偏谨慎判断。

图表 3：国债到期收益率（截至 20250127）



资料来源：Wind 中信期货研究所

### （三）商品市场

1 月份，商品市场整体震荡上行。贵金属方面，美联储大概率暂停降息，美国经济表现分化，非美经济体缺乏经济增长动力，叠加关税威胁扰动下，避险情绪延续，1 月黄金持续上涨。2 月金价仍处于配置窗口期，整体或仍将呈现震荡向上的趋势，但整体波动性或放大。原油方面，哈以冲突暂缓，特朗普政策压制以及关税冲击需求担忧，油价大幅下跌。美国对主要产油国政策支撑地缘溢价，预计油价下行空间有限，关注企稳反弹节奏。CTA 策略方面，我们认为 2 月商品市场仍将呈现结构性行情，CTA 趋势策略的市场环境较前期有所回暖，CTA 套利策略表现仍相对稳健。



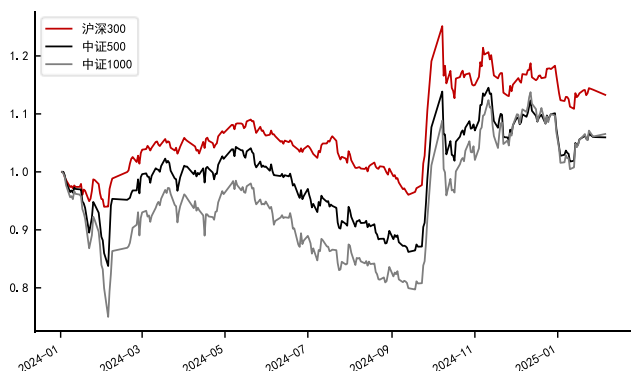
### 三、指增/中性策略

#### (一) 指数增强策略

1 月以来，指增产品公、私募业绩表现较为震荡。公募方面，300、500、1000 指增产品月内业绩表现整体呈先抑后扬的走势。截至 1 月 27 日，随着 1 月 10 日左右小盘指数的回升，1000 指增修复最大；500 指增也有所修复，与 1000 指增的分化度低；300 指增的修复较小，1 月中下旬出现震荡下行迹象。超额方面，截至 1 月 27 日，1000 指增的平均超额在 1 月最大，500 指增次之，300 指增的超额整体较为平稳。

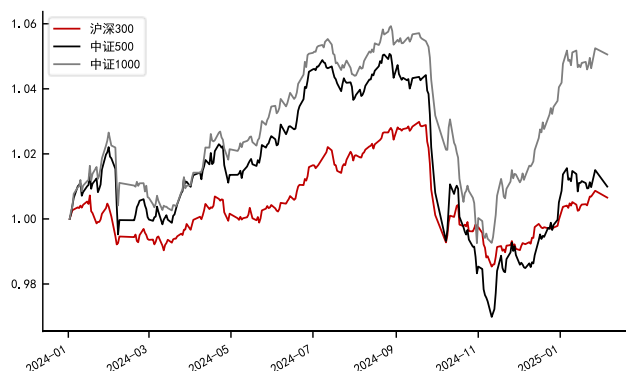
私募方面，1 月指增产品业绩表现呈现 V 字型走势。据朝阳永续统计口径，1 月 2 日至 1 月 27 日，1 月指增产品的平均绝对收益为 4.14%，修复较大。细分子策略来看，1 月 1000 指增的修复最大，平均绝对收益达 4.96%；500 指增次之，录得 4.09%；300 指增也录得 2.33% 的平均收益。

图表 4：公募指增产品平均业绩表现（截至 20250127）



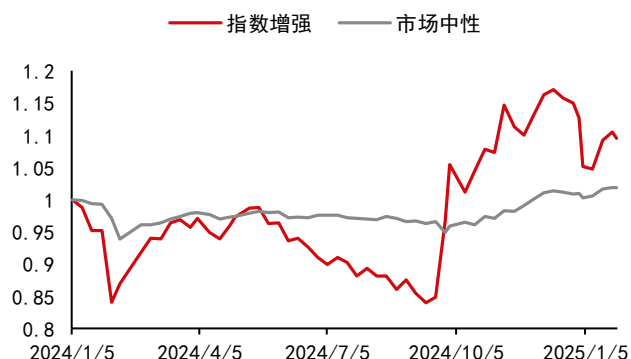
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 5：公募指增产品平均超额表现（截至 20250127）



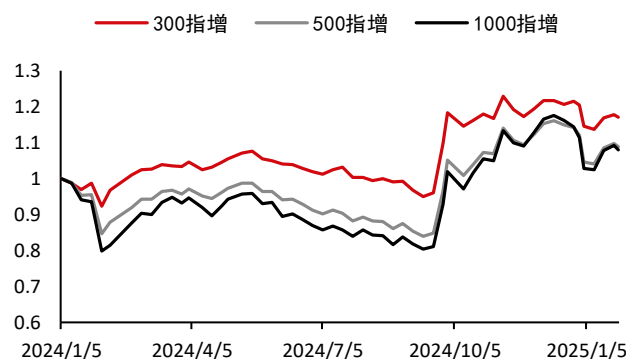
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 6：私募指增中性产品平均业绩表现（截至 20250127）



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（截至 20250127）



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

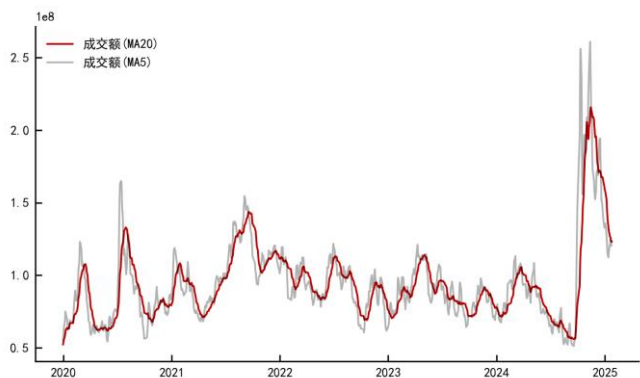


Alpha 端，我们以自建的超额环境评估模型作为参考依据（模型详见《超额环境评估模型：Alpha 显著性与稳定性——金融产品专题报告之八》）。回顾多项跟踪指标 1 月表现：**跟踪指标整体转暖，市场超额环境开始转暖。**具体而言：1) **成交额指标自 11 月中下旬开始持续震荡回落，目前仍位于历史相对高位。**成交额指标 11 月中下旬达近几年绝对高点，随着政策空窗期的到来，叠加海外宏观扰动，指数开启震荡下行，成交额也随之缩量下行，但目前仍位于相对高位，对超额获取仍然相对友好；2) **个股收益分化度指标 11 月中旬达相对高位后开始持续回落，**目前位于相对低位，个股收益分化度低，对超额获取相对不利；3) **大小盘相对强弱指标 11 月中下旬开启下行，于 1 月月初开始触底反弹，意味着小盘风格开始持续回暖。**11 月中下旬，小盘风格开始转弱，小盘风格进入高换手和快速轮动阶段。12 月，随着年末结算需求、年报预披露期开启及退市新规的等因素影响，小微盘开启全线回调。1 月月初，出现小市值风格的超跌信号，市场进入左侧布局窗口，小盘开始进一步回暖；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，**10 月中旬，指标开始震荡回落，意味着价值风格相对占优；1 月初，随着小盘的逐步回暖，成长风格开启上行。国内 AI 大模型技术的突破，科技或将是重要投资主线，有利于超额的获取；5) **行业轮动速度指标于 12 月开始持续上行，近两周达相对高位，近一周开始出现下行迹象。**12 月，行业轮动速度有所加快，达相对高点，市场主线模糊，不利于超额的获取。近期，行业轮动速度考试出现下行拐点。6) **因子稳定性指标自 12 月持续震荡下行，目前低位运行，超额稳定性偏强。**12 月以来，指标开始逐步下行，行业、风格因子的稳定稳定性有所提高，利于超额的稳定性。

回顾 1 月，根据 6 项底层跟踪指标的表现来看，指标整体表现有所回暖，超额显著性下的成交额、小盘相对强弱、价值成长相对强弱利好，超额稳定性下因子稳定性走强；从跟踪指标共振强度来看，1 月以来，指标开始从下行区间进入到上行区间，最新一期指标有逐步上行的态势，提示超额环境整体偏暖；展望 2 月，超额大概率维持偏暖环境。

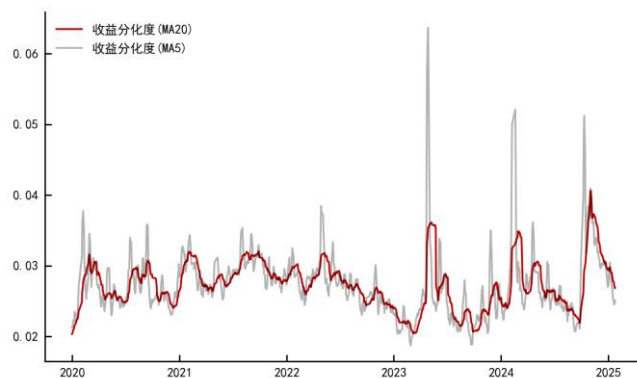
综合来看，展望 2 月，我们对指数增强策略转为**偏多观点**。Beta 端，经济复苏预期增强、政策暖风频出的背景下，市场很可能将震荡上行，呈现结构性的春季行情。春节期间，美国对华关税落地，此前投资者预期较为充分，对市场的影响已经不大。回溯过去 A 股节后行情表现，节后 1 周至 1 月股市行情普遍上行。Alpha 端，结合多项底层跟踪指标和指标共振强度，Alpha 的显著性、稳定性均转暖，当前超额环境偏暖。整体来看，短期看好以成长风格为主的中证 1000 指增，中长期看好中证 A500 指增。

图表 8：成交额指标



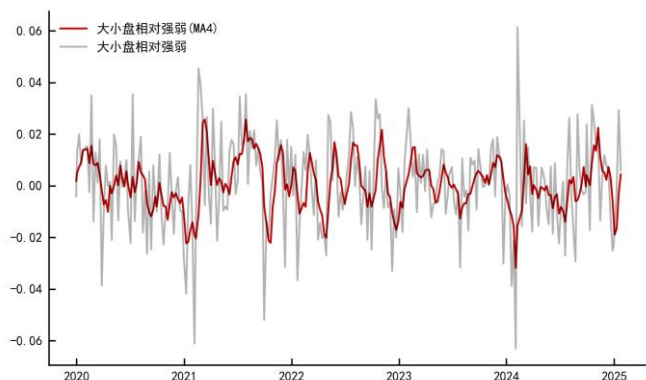
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 9：个股收益分化度指标



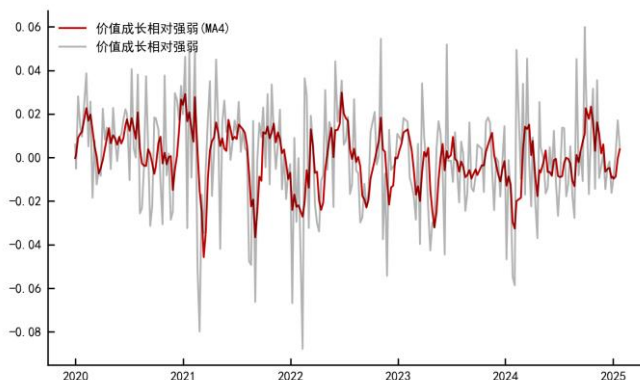
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 10：大小盘相对强弱指标



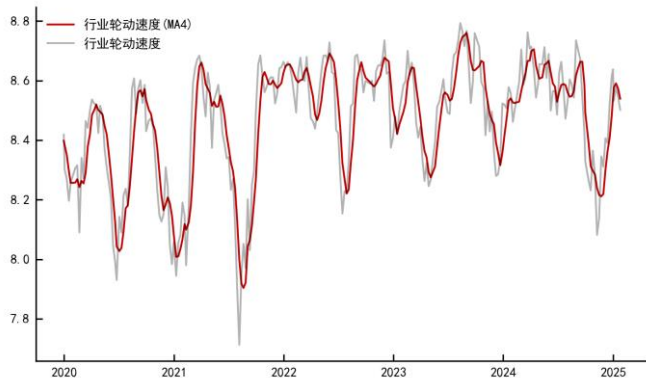
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 11：价值成长相对强弱指标



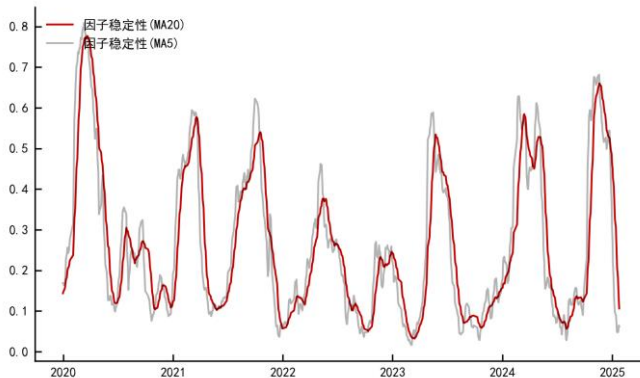
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12：行业轮动速度指标



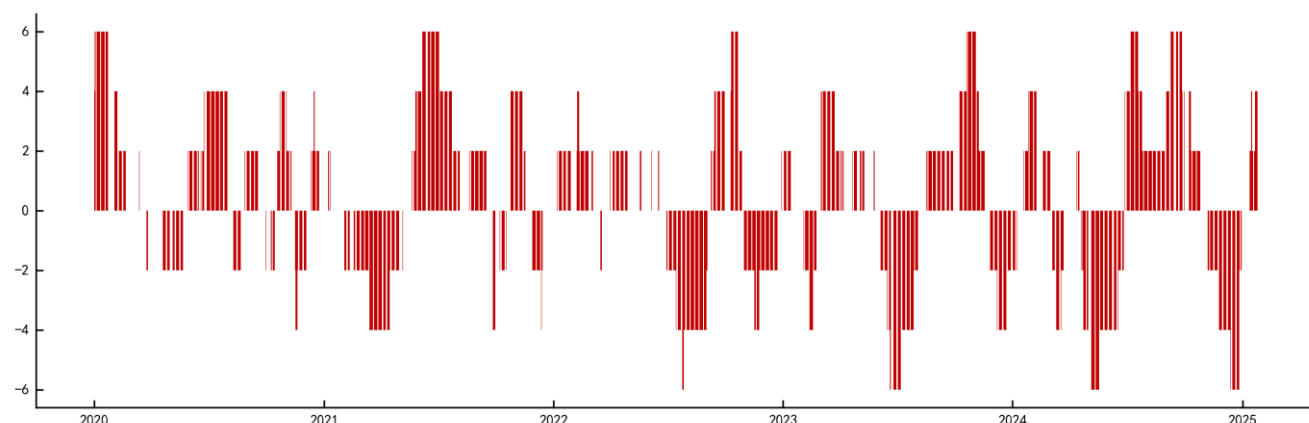
资料来源：Wind 同花顺 iFinD 中信期货研究所

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（截至 20250124）



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）市场中性策略

1 月以来，私募市场中性策略平均业绩表现整体平稳上行。1 月 2 日至 1 月 27 日，据朝阳永续统计口径，市场中性产品 1 月平均业绩表现为 1.60%。中性策略 1 月单月收益已经高于 2024 年全年绝对收益，符合我们上月对于 1 月中性策略或有良好表现的预判。

对冲端角度来看，1 月，IF、IC、IM 贴水转深，当前基差成本较前期有所升高。短期来看，对于中性策略管理人来说，对冲成本的上升可能会产生一定的收益磨损，中性策略产品或面临一定回撤。

从中长期投资的角度看，中性策略展现出独特的收益风险特征，其收益率水平与股票市场指数基本持平，波动率接近债券指数，但经过风险调整后的收益表现显著优于股票和债券指数。这一特性使其在资产配置组合中具有重要战略价值，尤其适合风险承受能力较低、追求长期稳定回报的投资者，可作为优化投资组合、降低整体风险的有效工具。

综合而言，我们对**市场中性策略转为中性观点**。虽然部分行业巨头选择退出，但专业投资机构对市场中性策略的坚守依然坚定。调研显示，超过 90%的量化私募管理人明确表示将继续坚持中性策略的研发与投资，凸显了该策略在机构投资者资产配置中的重要地位。

## 四、CTA 策略

### （一）商品市场整体环境

1 月份，商品市场整体震荡上行，经历了“震荡回落-快速反弹-震荡回落”的过程，中证商品期货指数月度走高 2.28%，但结合指数近 3 个月的收益率-0.31%，本月的上涨更多为对前期下跌的“失地收复”。五大细分板块本月全线上涨：贵金属和黑色建材领衔冲高，月度分别宽幅上行 4.27%和 3.62%；而农产品、贵金属和有色金属虽然涨幅相对较小，但月度也分别取得 1.25%、1.01%和 0.99%的正向收益。

进入 2 月份，从国内宏观面来看，春节消费回暖、科技信心提振，叠加节后流动性季节性宽松预期，后期有望再度交易国内的政策预期对大宗商品形成正向驱动。从海外宏观面来看，特朗普正式启动对外关税政策，海外流动性政策分化，海外经济基本面对风险资产价格支撑松动，短期风险偏好或趋于摇摆，需警惕海外风险偏好恶化。综合来看，在国内外多种因素相互交织的影响下，预计商品市场多数品种在 2 月份仍将以震荡运行为主。

**贵金属：**1 月份，贵金属板块持续震荡上行，黄金价格创历史新高，白银走势弱于黄金，金银比维持高位。特朗普就任前后的言行增加了市场的不确定性，对金价显示利好，并且美国非农数据超预期，加上原油价格上涨，再通胀交易的环境支持了金价上涨。进入 2 月份，我们继续看好金价：1）美联储仍处于降息周期路径中，驱逐非法移民和贸易战等行为对就业和经济存在负向影响，美国经济尚处于复苏初期，美联储面临经济和通胀的再权衡，鹰派程度相较去年 12 月明显下降，降息周期预计仍将延续；2）特朗普的关税、移民政策具备通胀性，当前 CPI 粘性主要来自核心通胀，通过控制能源价格来削减通胀的效果有限，通胀粘性可能推动美国进入“类滞胀”交易环境；3）去年 11 月以来的“特朗普交易”定价远端增长，进而带来美元信用的修复预期，但上半年随着关税、移民等政策的冲击，以及降息周期的延续，美元和美债收益率呈现触顶回落，对金价的趋势性压制放缓；4）特朗普政策的反复无常，增大市场波动性，黄金的避险属性优势突出。综合来看，黄金维持多头思路，白银震荡对待，走势预计弱于黄金。

**有色金属：**1 月份，有色金属板块呈现先涨后跌的态势，整体仍然处于震荡区间。1）宏观面来看，两新政策 2025 年继续扩容且首批资金落地，这在一定程度上稳定投资者对国内政策的乐观预期；特朗普在春节期间释放对中国、墨西

哥和加拿大加征关税的消息，但随后延期对加墨两国征税，海外宏观面仍不明朗；2）供应端来看，尽管个别品种精矿 TC 有所好转，但仍处于历史低位，原料端整体延续偏紧局面，冶炼端扰动问题仍然存在，比如：铝、锌、锡和铜等；3）需求端来看，初端开工处于季节性淡季，元宵节后有望逐步好转，汽车销售季节性走弱，供需整体偏宽松，但比往年同期好。综合来看，进入 2 月份，贸易战对有色形成压制，考虑到国内政策偏正面且供应有支撑，我们认为有色整体还是偏震荡，可继续关注铜铝锌等供应端有扰动品种的低吸做多机会。

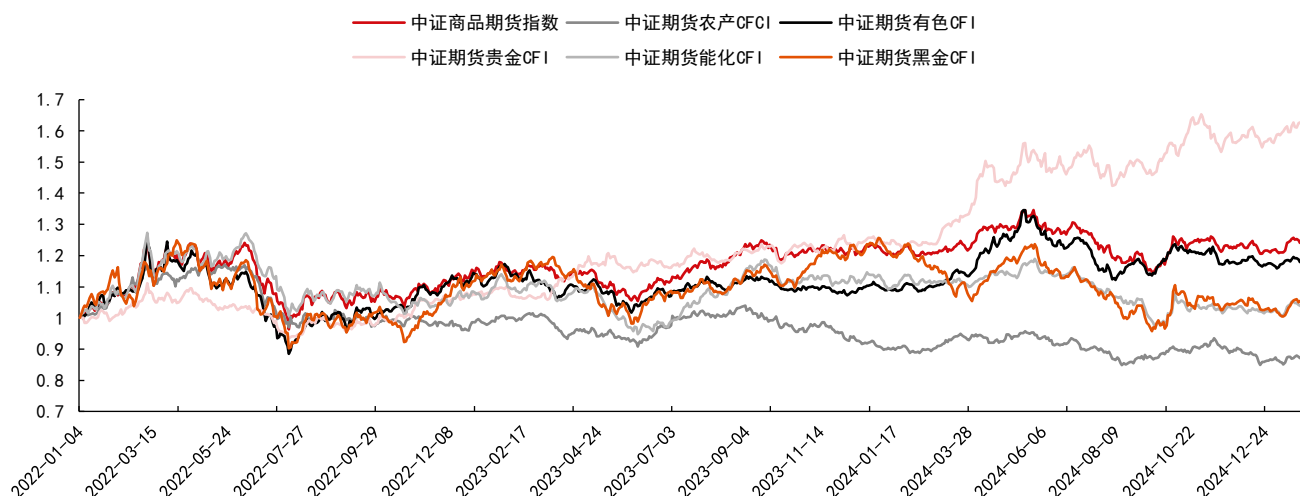
**能源化工：**1 月份，能源化工板块也出现先涨后跌。原油价格在天气和制裁因素支撑下持续走强，带动能源化工板块上行，近期则出现冲高回落。1）市场在逐步消化俄罗斯制裁加码后的冲击，特朗普此前关于进一步制裁伊朗以制约其石油出口的表态也有所弱化；2）EIA 数据显示美国炼厂开工率季节性下滑，商业原油库存累积，此外汽油库存增加柴油库存下降，呈现季节性特征；3）由于即将到来的欧佩克增产叠加炼厂春季检修，基本面逐步由紧转松。综合来看，目前仍然处于特朗普对主要产油国关税及制裁政策的摇摆期，对油价节奏的影响较大，整体以震荡思路对待，需等待事件指引。

**黑色建材：**1 月份，黑色建材板块呈现先跌后涨再震荡的走势。月初在海外宏观利空情绪影响下，螺纹跌和铁矿石大幅下跌，情绪充分释放后又反弹回升。1）铁元素方面，短期基本面偏强，下行压力不大，价格更多跟随宏观震荡运行，后续若钢企继续如期复产，良好的基本面将继续支撑矿价高位运行；2）碳元素方面，焦炭基本面略显宽松，成本支撑有限，仍有 1-2 轮提降预期；受假期影响，上下游企业库存均有所回落，但节后煤矿生产缓慢恢复，焦煤整体供需仍显宽松，盘面仍旧承压；3）硅铁供需相对均衡，预计短期震荡运行。综合来看，黑色需求尚未完全启动，市场更多受到宏观情绪左右，考虑到产业自身矛盾有限，预计波动空间不大，后续方向还需要进一步关注工地复工进度和制造业接单表现。

**农产品：**1 月份，农产品板块整体呈现震荡。1）油脂油料方面，美国总统特朗普的最新关税措施已于 2 月 4 日凌晨正式生效，针对中国进口商品加征 10% 的关税，而中国也不甘示弱，宣布将于 2 月 10 日起对美方部分商品加征 10% 至 15% 的关税，近期贸易关系或主导市场情绪，需积极关注中美贸易关系动向，关税政策预计将引发蛋白粕的上行；2）饲料养殖方面，生猪需关注供应风险，仔猪涨价支撑情绪，盘面贴水有所修复；玉米节后购销转弱，需关注政策提振；3）软商品方面，合成橡胶节前减仓回落，但下方仍显支撑；纸浆多配策略不变，需关注下游承接力度。



图表 15：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 16：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	2.28	-0.31	2.28	1.80
中证期货农产品 CFI	1.25	-3.33	1.25	-4.13
中证期货有色 CFI	0.99	-1.93	0.99	6.67
中证期货贵金属 CFI	4.27	-1.05	4.27	30.14
中证期货能化 CFI	1.01	0.06	1.01	-8.46
中证期货黑金 CFI	3.62	-0.22	3.62	-13.5

资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

## （二）CTA 因子表现情况

1 月份四大风格因子收益大部分下行，市场整体低波环境延续。其中，期限结构因子逆势上行，月度走高 1.12%，整体上经历“震荡下行”→“反转向上”→“高位企稳”三个阶段。波动率因子月内表现为震荡走势，最终窄幅下挫 0.48%。波动率因子和持仓因子走势相近，月度分别收益回吐 1.58%和 1.91%，两个因子净值均在 1 月的中上旬经历了一轮回撤，然后在低位逐步企稳，当前未见明显反弹迹象；临近新春佳节，投资者往往倾向于“落袋为安”，由此导致的市场整体波动率下降以及持仓结构改变或是这两个因子表现不佳的主要原因。

**期限结构因子：**本月领衔上涨，在经历较为明显的“先下行、后反弹、最后逐步企稳”三个阶段以后，因子净值最终月度冲高 1.12%。月度来看，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 29~34 个，而空头端则维持在 11 个~16 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，依次集中在农产品→黑色建材→能源化工→软商品→有色金属五个板块，当然各板块之间亦有交错；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，但在月末有色金属板块所有品种均退出空头端，即从贴水结构转向升水，提示注意该板块后续变化，同时欧线集运、燃油和原油近期稳定在空头端头部，而铁矿石、白糖的因子排序月内表现出明显的单边下行趋势。

**动量因子：**本月窄幅震荡，月度下挫 0.48%。从动量因子的持仓结构看，1 月市场情绪经历了从“偏冷”到“偏暖”的明显回暖过程：上旬动量因子多头端持仓数量维持在 12~18 个，空头端则维持在 27~33 个；而在中下旬，多头端持仓数量快速增加、并稳定在 26~34 个，空头端对应维持在 11~19 个，市场情绪出现明显翻转，同时需要注意的是月末多头端持仓数量再度出现下行趋势，后市的整体走势仍需谨慎判断。在持仓结构方面，多头端持仓涵盖所有板块，但是月末能源化工板块在多头端头部（动量最大）的聚集效应明显减弱，或需关注该板块后续可能出现的动量减弱甚至反转现象，同时近期动量最大的两个品种稳定在原油和燃油，提示关注对应的趋势投资机会；空头端持仓结构波动剧烈，未见明显趋势。

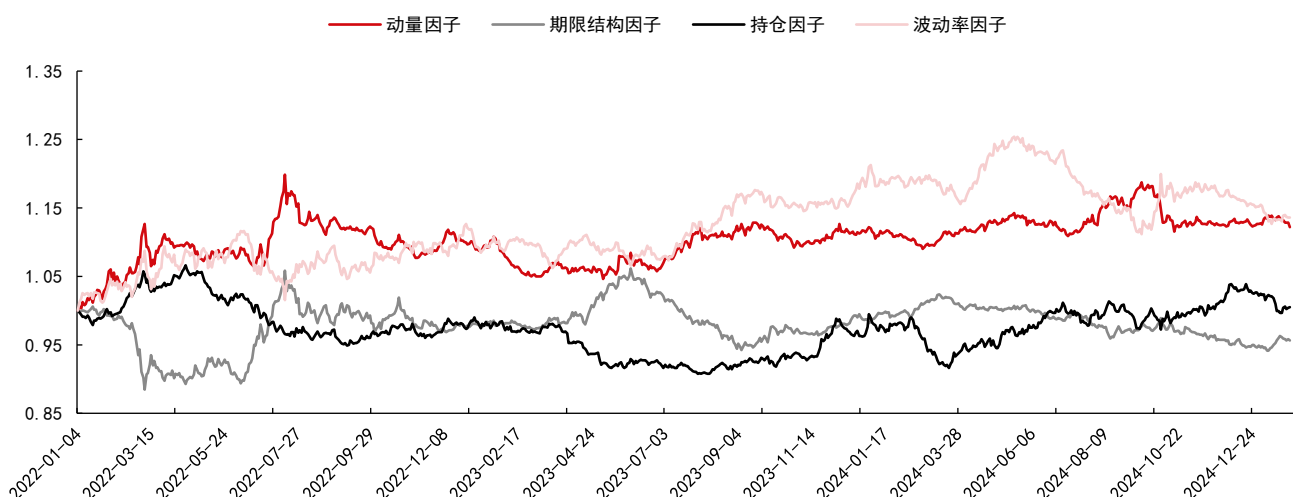
**波动率因子：**本月收益回吐 1.58%，但是绝大部分回撤均来自上旬的一轮明显下行，中下旬持续低位震荡，当前未见明显反弹趋势。在持仓结构方面，持仓因子多头端月内涉及 6 个板块：欧线集运、黑色建材、能源化工、农产品、有色金属和软商品，同时后两者中的品种在最后一周已经全部退出多头端持仓；在下半月，多头端头部（波动率最大）品种中能源化工板块所占权重明显上升，而农产品板块则对应下降，同时欧线集运长期稳定在波动率第一的位置，该品种的波动率显著大于其他品种；空头端持仓覆盖欧线集运以外的所有板块，同时黑色建材板块所占权重最低，且仅在持仓尾部偶有出现；月内稳定在持仓头部（波动率较小）的品种为棉花、玉米和玉米淀粉，从因子排序的角度看，近期沪金的波动率明显下行，而沪铜的波动率明显上行。

**持仓因子：**月度统计口径内收益经历了“高位震荡”→“快速下行”→“低位企稳”三个阶段，整体收益下挫 1.91%。持仓因子的持仓较为稳定，多空两端每天变动的品种数量均在两个及以下。多头端的持仓主要集中在能源化工、黑色建材和有色金属三大板块，同时涉及软商品（白糖）、农产品（棕榈油）、贵金属（沪金）和欧线集运四个板块；沪金和原油长期稳定在因子值最大的前二位置，即这两个品种的持仓结构更为集中。空头端持仓则主要由农产品、黑



色建材和能源化工三大板块构成，同时涉及有色金属（碳酸锂）和软商品（橡胶）两大板块；碳酸锂长期稳定在因子最小的前二位置内，而橡胶的因子排序月内首先经历了一轮明显的单边上行，而后再度单边下行回到因子值最小的位置，走出倒“V”型走势，提示注意这两个品种后续价格走势。

图表 17：CTA 因子净值走势



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

	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)	-0.48	-0.66	-0.48	0.69
期限结构因子	1.12	-1.45	1.12	-3.18
持仓因子	-1.91	0.93	-1.91	3.96
波动率因子 (20)	-1.58	-3.74	-1.58	-3.8

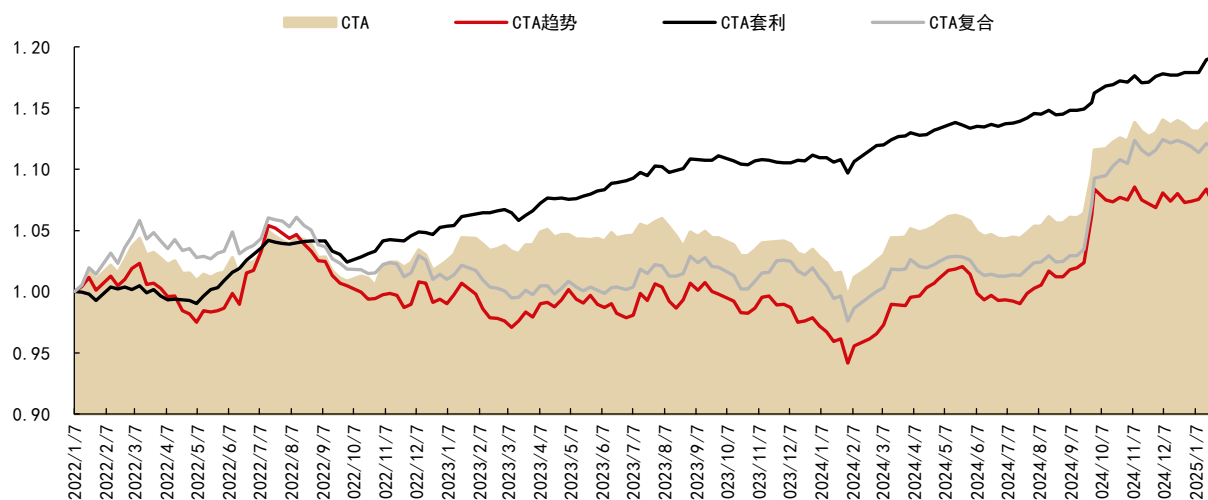
资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

### （三）CTA 产品表现情况

截至 2025 年 1 月 24 日，近一月 CTA 策略指数有所下跌，近一月收益率为-0.32%。从各个不同子策略产品指数来看，策略收益分化，跌多涨少，其中 CTA 套利策略表现最优，近一月收益率为 1.05%；CTA 趋势策略次之，近一月收益率为-0.17%；CTA 复合策略表现最差，近一月收益率为-0.34%。

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，所有近一月许多 CTA 趋势类产品净值出现回撤，这也符合 CTA 策略环境监测框架对于 1 月份 CTA 趋势策略处于中性偏弱状态的判断。在此环境下，CTA 套利策略的表现则较为优异，净值继续创新高。

图表 19：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 20：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	-0.32	0.62	-0.32	9.47
CTA 趋势	-0.17	-0.58	-0.17	9.42
CTA 套利	1.05	1.65	1.05	7.22
CTA 复合	-0.34	0.88	-0.34	9.64

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，2 月份 CTA 趋势策略的投资胜率为 54%左右，盈亏比约为 1.2，接近历史平均水平，相较前期有所上升；8 个市场环境因子中有 4 个呈现利好；策略趋势强度区间震荡，处于历史中间位置，策略拥挤度有所回升。综合分析来看，春节后国内流动性预计宽松，后期有望再度交易国

内的政策预期驱动大宗商品走强，而海外特朗普正式上任，启动对外关税政策，需要警惕海外风险偏好恶化。2 月份多数品种或仍然以震荡走势为主，难以形成长期趋势，CTA 趋势策略市场环境预计处于中性状态，相较 1 月份有所回暖。

图表 21：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，2 月份 CTA 套利策略的投资胜率为 68%左右，盈亏比约为 2.1，与历史平均水平相当，与前期变化不大；8 个市场环境因子中有 5 个呈现利好；策略趋势强度近期有所回升，处于中等偏上水平，策略拥挤度继续抬升。综合分析来看，CTA 套利策略市场环境预计继续处于中性状态，表现仍然相对稳健。

图表 22：CTA 套利策略环境监测框架

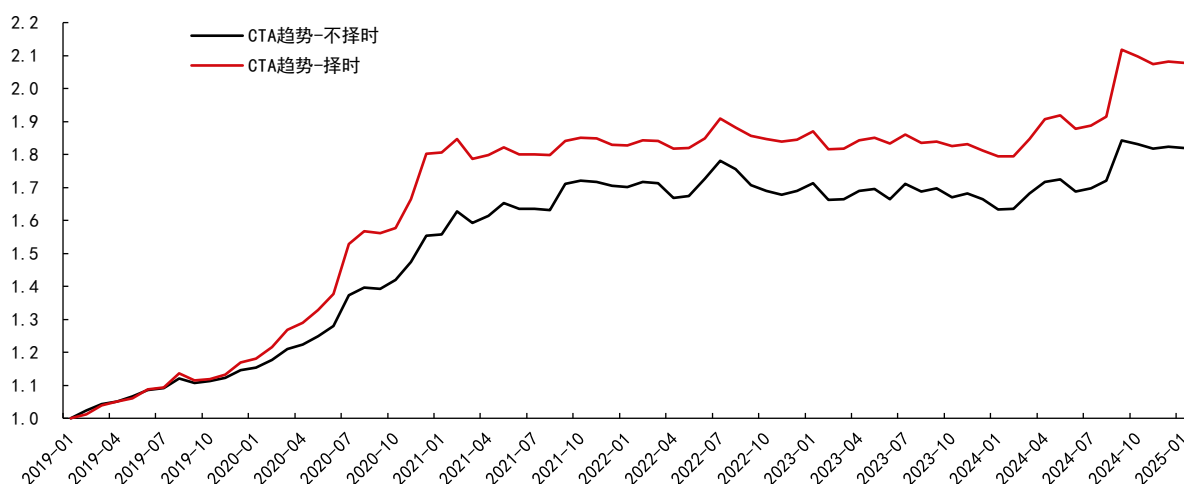
因子类型	因子名称	利好↑/利空↓
宏观环境	PPI 同比增速变动率	↑
	制造业 PMI 新订单指数	↑
	进出口差额	↓
	社会融资规模存量同比增速	↓
商品市场	市场基差动量	↓
	升水品种占比增长率	↑
	跨品种价差变动率	↑
	市场期现价差	↑

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

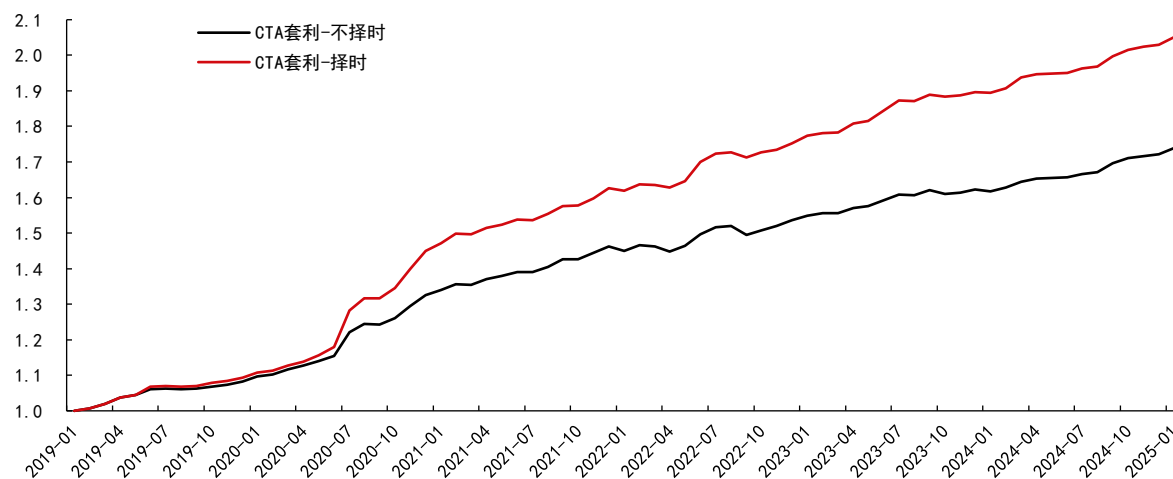
的效果。相比不择时，能够显著提升策略的收益，在市场环境好时抓住机遇，并且能够有效减少策略的亏损，在市场环境差时减小回撤。CTA 趋势策略和 CTA 套利策略的市场环境因子分别由 2024 年 3 月和 6 月之前的历史数据研究得到，自 2024 年 3 月和 6 月起，择时策略依然具有比较明显的效果。我们会对这些策略净值进行月度跟踪，具体策略细节可以联系本团队。

图表 23：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 24：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

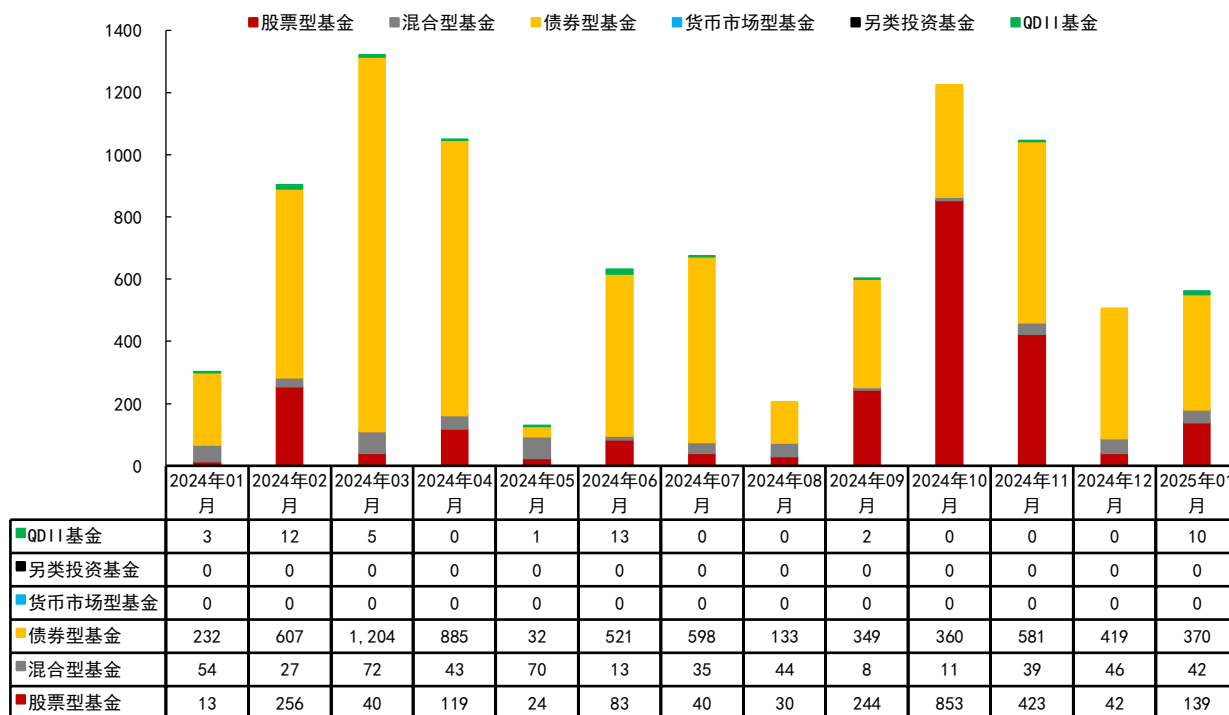
1 月份商品市场的波动率和交易活跃度都处于相对较低的水平，品种多数震荡，整体市场环境不佳。随着春节假期的结束，国内流动性有望迎来宽松，这将再次激发市场对国内政策预期的交易热情，进而提升大宗商品市场的活跃度。

然而，海外方面，特朗普上任后启动了一系列对外关税政策，其后续是否会进一步加码仍不明朗，并且美联储也暂时停止了降息的步伐，这些因素使得海外市场宏观面存在较大的不确定性。在这一时期，需要密切关注中美两国政策变化对投资环境的影响，警惕海外风险偏好可能恶化的情况。

**展望 2 月份**，在国内外多种因素相互交织的影响下，预计商品市场中的多数品种将继续维持震荡态势，难以形成明显的长期趋势。对于 CTA 趋势策略，获取较大盈利的机会可能较为有限，但是考虑到产业属性的支持以及国内积极的政策预期，市场环境有望从目前的中性偏弱状态逐步回暖至中性水平。此外，针对 CTA 套利策略，继续维持中性的观点，表现相对稳健。总体来说，尽管短期内市场面临诸多不确定性和挑战，但随着一些积极因素的逐渐显现，市场状况有望得到一定程度的改善。

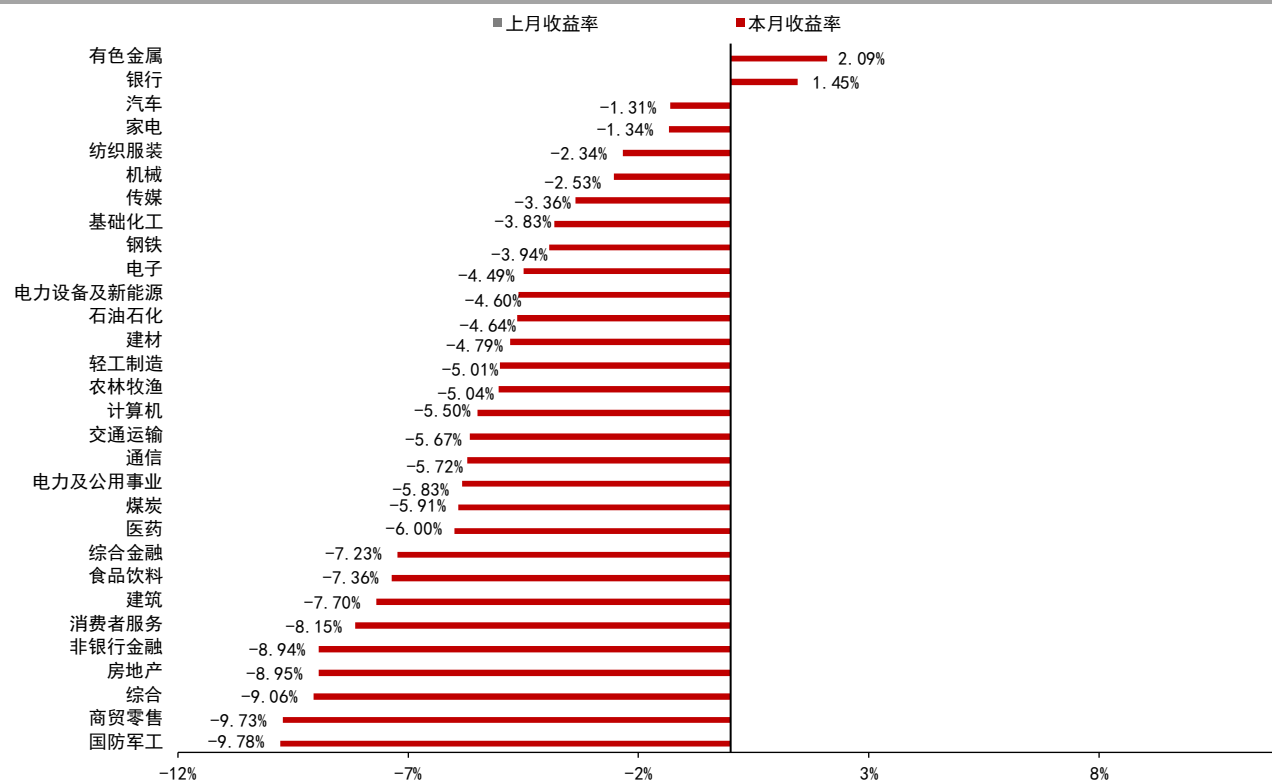
## 五、市场数据跟踪

图表 25：新发基金情况



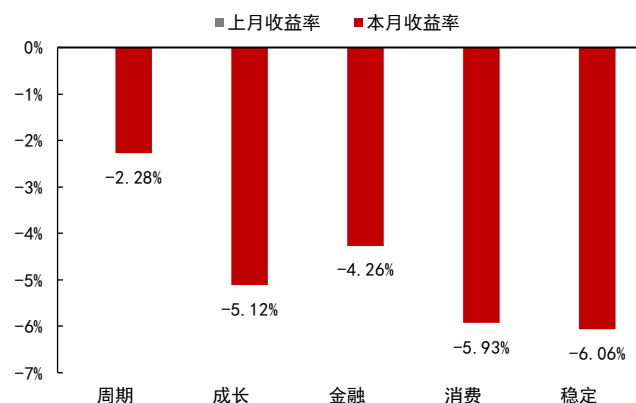
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 26：中信一级行业指数表现



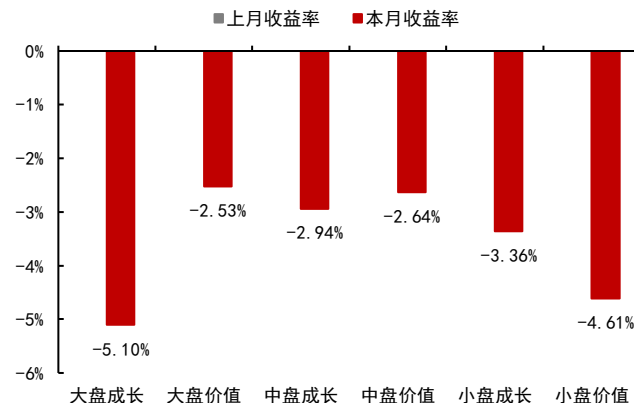
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 27：中信风格指数表现



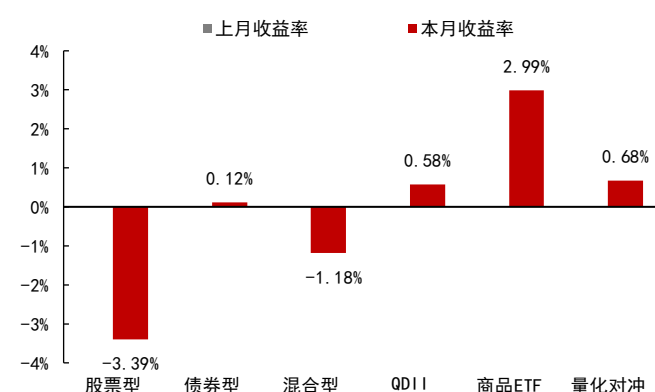
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 28：市场风格指数表现



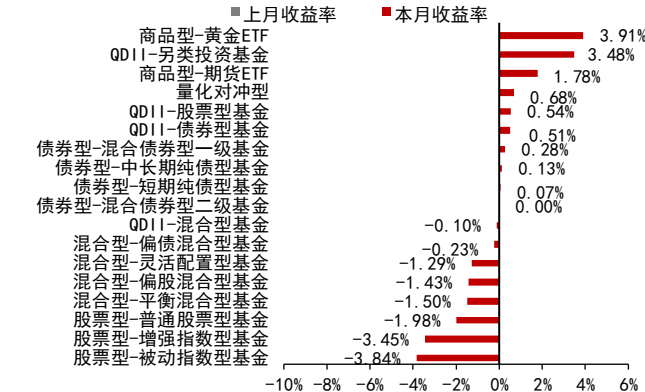
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 29：公募基金一级分类业绩表现



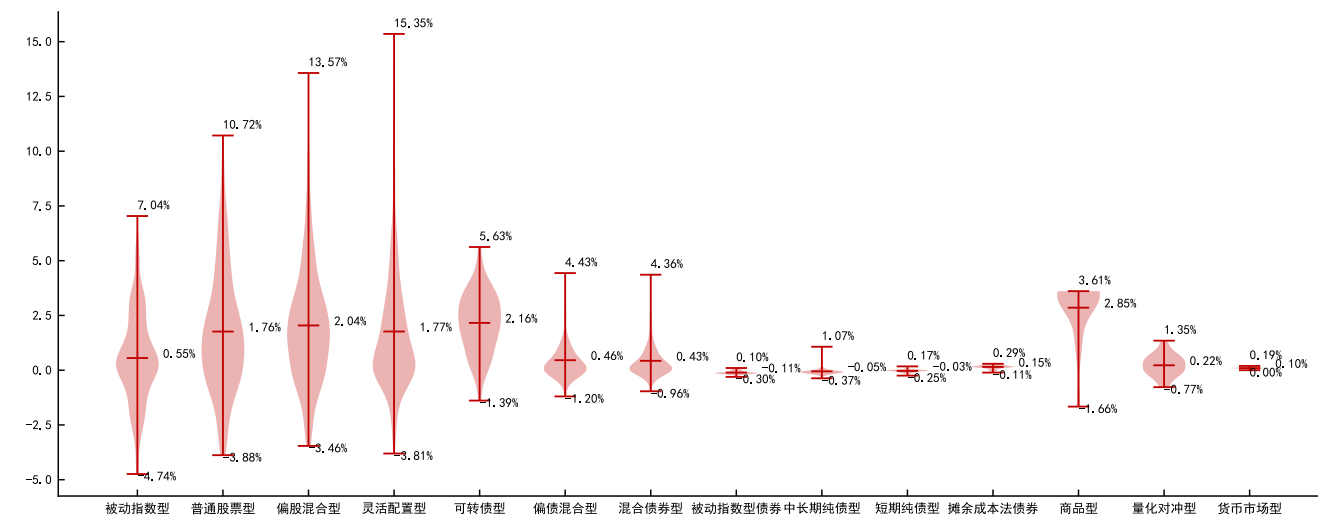
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 30：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 31：分类型公募基金收益分布（2025 年 1 月 2 日至 2025 年 1 月 27 日）

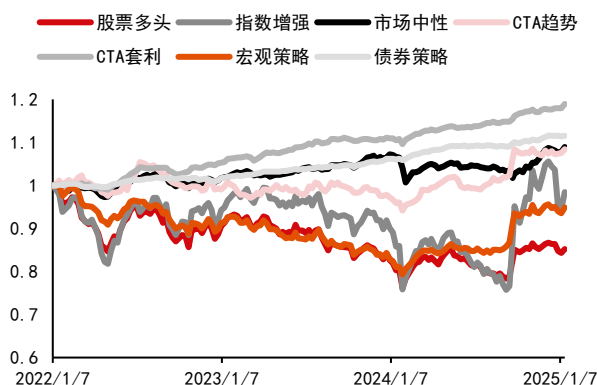


资料来源：Wind 中信期货研究所

注：缩尾处理首尾合计 1%的极端值

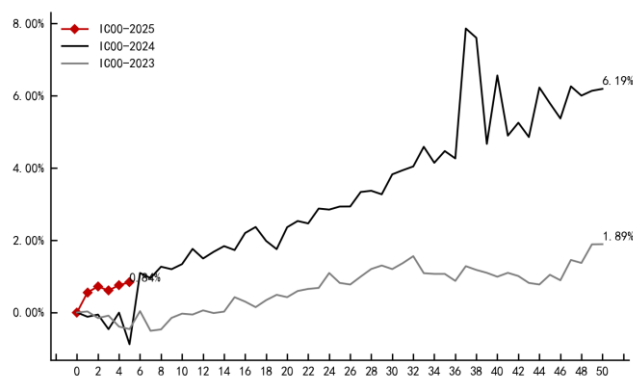


图表 32：朝阳永续主要私募指数业绩表现



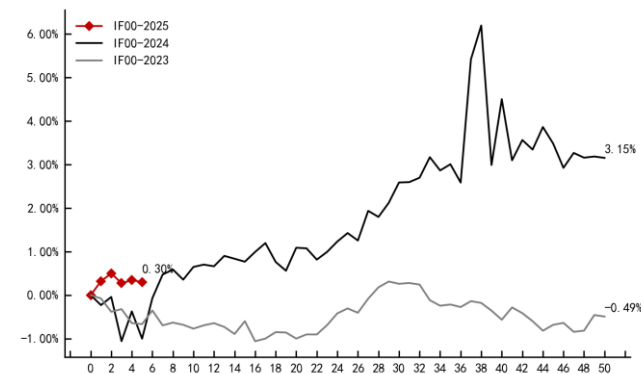
资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表 34：IC 当月合约历年累计对冲成本



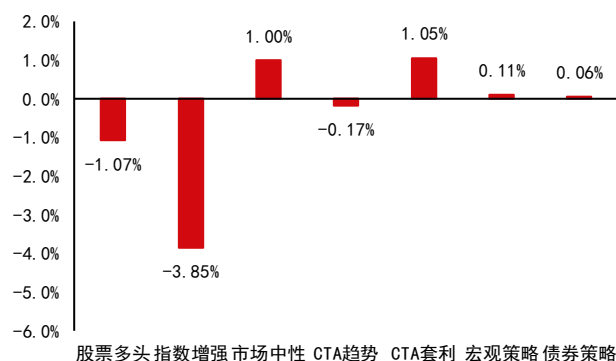
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 36：IF 当月合约历年累计对冲成本



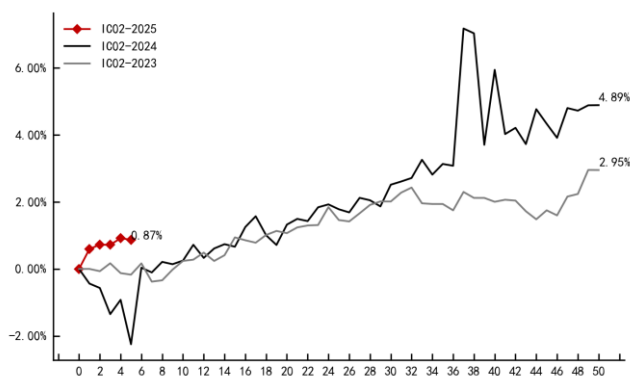
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 33：朝阳永续主要私募指数区间收益率



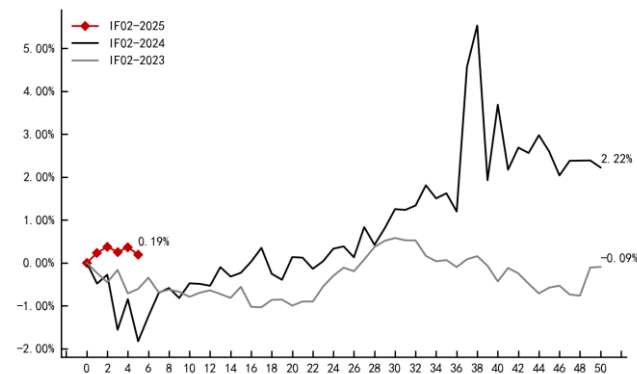
资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表 35：IC 当季合约历年累计对冲成本



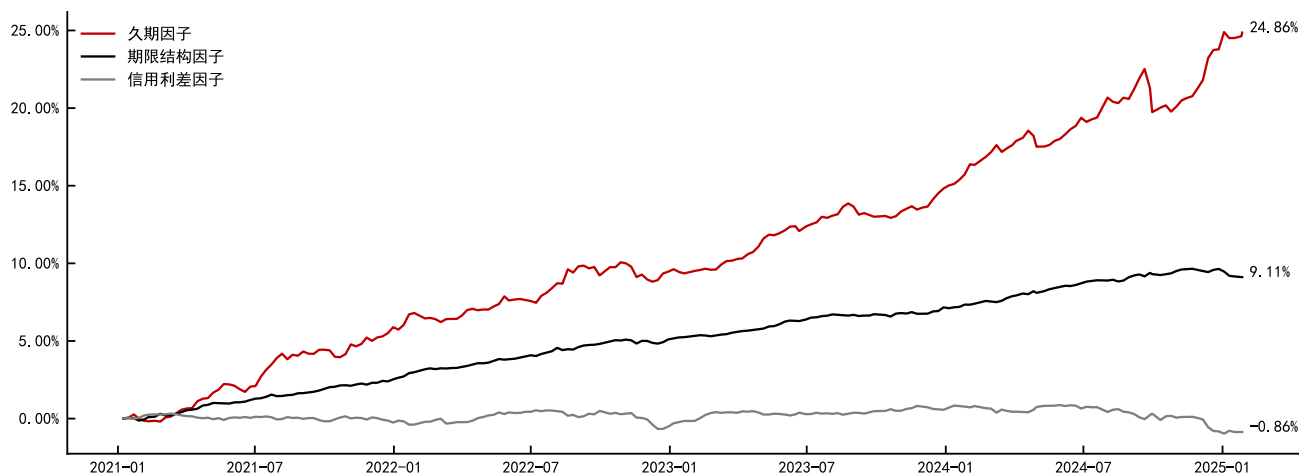
资料来源：Wind 中信期货研究所

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

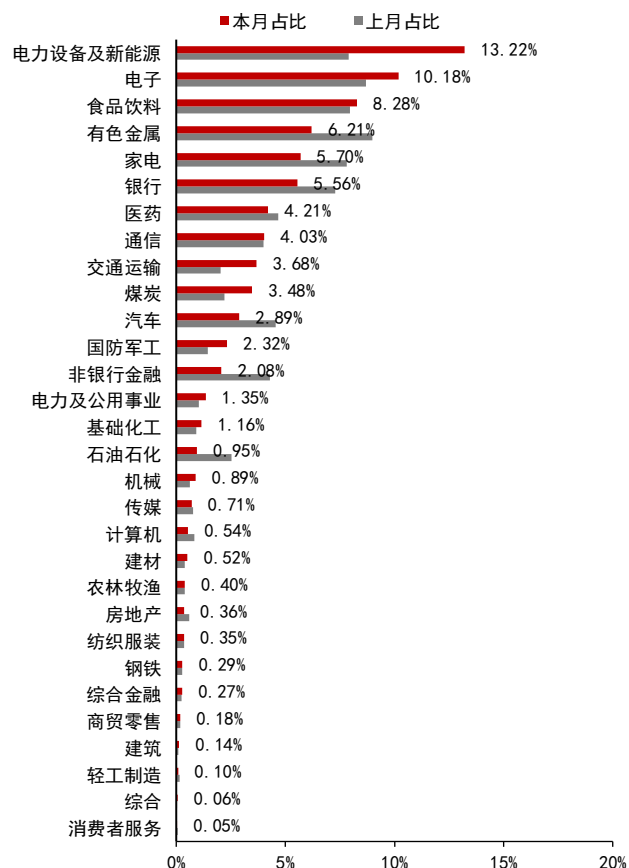
图表 38：久期因子(Level)、期限结构因子(Slope)、信用利差因子(Credit)周度表现



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。

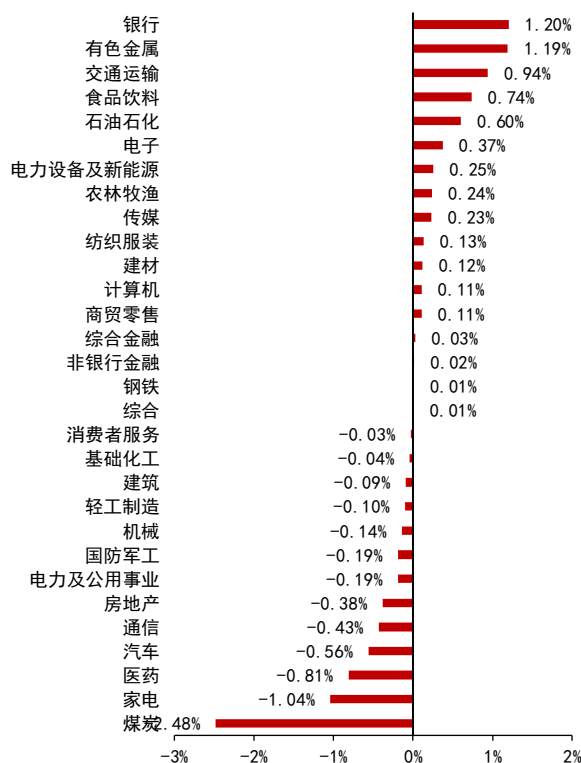
图表 39：公募基金配置中信一级行业占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

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

图表 40：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

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  $\leq 1$ ；（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（以下简称“中信期货”）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给予阁下的任何私人咨询建议。

## 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>