

## 年度 TOP 基金策略解析

### ——1 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

2024 年，业绩表现最突出的私募策略为指数增强策略和宏观策略。国内外宏观政策频发，股债商均存在结构性机会。随着 9 月底 A 股牛市开启，指数大幅上行，指增策略得到极大修复；结合贵金属、海外权益叠加债券的良好表现，宏观策略成为年度热门策略。展望 1 月，指增/中性策略为中性偏多观点，CTA 策略为中性观点。

#### 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

#### 摘要：

**年度 TOP 基金策略解析：**随着 9 月底国内牛市的开启，指数大幅修复，使得**指增策略成为 2024 年度表现最佳的私募策略**。基于量化股票偏小盘的特性，短期来看，当前小微盘的估值处于历史的高位区间，市场量能不足，12-1 月，小盘风格大概率延续震荡；中长期来看，小微盘股是“专精特新”股票的聚集地，未来密集政策催化，成长行业整体向好趋势不变。今年海内外宏观政策频发，股债商均存在结构性机会，叠加部分海外资产表现较好，**宏观策略取得亮眼表现**。此外，连板股票的高赚钱效应，使得**打板策略也成为业绩靠前的小容量热门之选**。

**指增/中性策略：**Alpha 端，回顾 12 月，底层跟踪指标显示，超额显著性下的成交额、个股收益分化、大小盘相对强弱走弱，超额稳定性下因子稳定走强；跟踪指标共振强度提示超额环境整体震荡偏暖；Beta 端，量能下降，市场情绪整体回调，拥抱防御板块成为共性选择。下一个启动时点可能在两会前，指数或有再度上行的机会。整体来看，中长期还是看好政策兑现、基本面率先回暖的 300 指增。**展望 1 月，指增/中性策略为中性偏多观点。**

**CTA 策略：**12 月商品市场整体呈现先涨后跌的走势，中证商品期货指数下跌 1.53%，贵金属和农产品板块跌幅最大。CTA 因子跌多涨少，仅动量因子获利。CTA 产品中，近一月 CTA 策略指数上涨 1.15%，CTA 复合策略表现最优，CTA 套利策略表现最差。近期国内处于政策真空期，随着春节假期的临近，交易活跃度难有起色。海外美联储的鹰派降息立场，不断上升的美债收益率和美元指数继续给市场施压。同时，特朗普即将上任，存在政策不确定性的风险。**展望 1 月，商品市场多数品种预计将呈现震荡或震荡偏弱的走势，难以形成有效趋势，CTA 趋势策略预计处于中性偏弱状态，CTA 套利策略预计处于中性状态。**

**风险提示：**国际地缘政治冲突加剧、国内政策变化超预期

**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、 年度 TOP 基金策略解析	4
(一) 资产配置环境分析	4
(二) 历年及 2024 年私募基金业绩表现	5
(三) 年度私募基金热门策略收益归因	7
二、 指增/中性策略	11
(一) 指数增强策略	11
(二) 市场中性策略	14
三、 CTA 策略	15
(一) 商品市场整体环境	15
(二) CTA 因子表现情况	17
(三) CTA 产品表现情况	19
(四) CTA 市场环境监测	20
(五) CTA 策略展望	22
四、 市场数据跟踪	24
五、 风险提示	28
免责声明	29

## 图表目录

图表 1: 2024 年 A 股大事件盘点	4
图表 2: 国债到期收益率 (截至 20241225)	5
图表 3: 历年私募产品收益率 (截至 20241220)	6
图表 4: 2024 年私募产品收益率 (截至 20241220)	6
图表 5: 2024 年私募各策略产品收益率 (截至 20241220)	6
图表 6: 贵金属涨跌幅 (截至 20241226)	8
图表 7: 海外权益指数表现 (截至 20241226)	8
图表 8: 小盘股指数 VS 沪深 300	10
图表 9: Wind 打板指数表现	10
图表 10: 公募指增产品平均业绩表现 (截至 20241220)	11
图表 11: 公募指增产品平均超额表现 (截至 20241220)	11
图表 12: 私募指增中性产品平均业绩表现 (截至 20241220)	11
图表 13: 私募指增子策略平均业绩表现 (截至 20241220)	11
图表 14: 成交额指标	13
图表 15: 个股收益分化度指标	13
图表 16: 大小盘相对强弱指标	13
图表 17: 价值成长相对强弱指标	13
图表 18: 行业轮动速度指标	13
图表 19: 因子稳定性指标	13

图表 20: 跟踪指标共振强度 (截至 20241220)	14
图表 21: 中证期货指数净值走势	17
图表 22: 中证期货指数累计收益率	17
图表 23: CTA 因子净值走势	19
图表 24: CTA 因子累计收益率	19
图表 25: CTA 产品指数净值表现	20
图表 26: CTA 产品指数累计收益率	20
图表 27: CTA 趋势策略环境监测框架	21
图表 28: CTA 套利策略环境监测框架	21
图表 29: CTA 趋势择时策略净值走势	22
图表 30: CTA 套利择时策略净值走势	22
图表 31: 新发基金情况	24
图表 32: 中信一级行业指数表现	24
图表 33: 中信风格指数表现	25
图表 34: 市场风格指数表现	25
图表 35: 公募基金一级分类业绩表现	25
图表 36: 公募基金二级分类业绩表现	25
图表 37: 分类型公募基金收益分布 (2024 年 12 月 2 日至 2024 年 12 月 20 日)	25
图表 38: 朝阳永续主要私募指数业绩表现	26
图表 39: 朝阳永续主要私募指数区间收益率	26
图表 40: IC 当月合约历年累计对冲成本	26
图表 41: IC 当季合约历年累计对冲成本	26
图表 42: IF 当月合约历年累计对冲成本	26
图表 43: IF 当季合约历年累计对冲成本	26
图表 44: 久期因子(Level)、期限结构因子(Slope)、信用利差因子(Credit)周度表现	27
图表 45: 公募基金配置中信一级行业占比	27
图表 46: 公募基金配置中信一级行业较上月变化	27

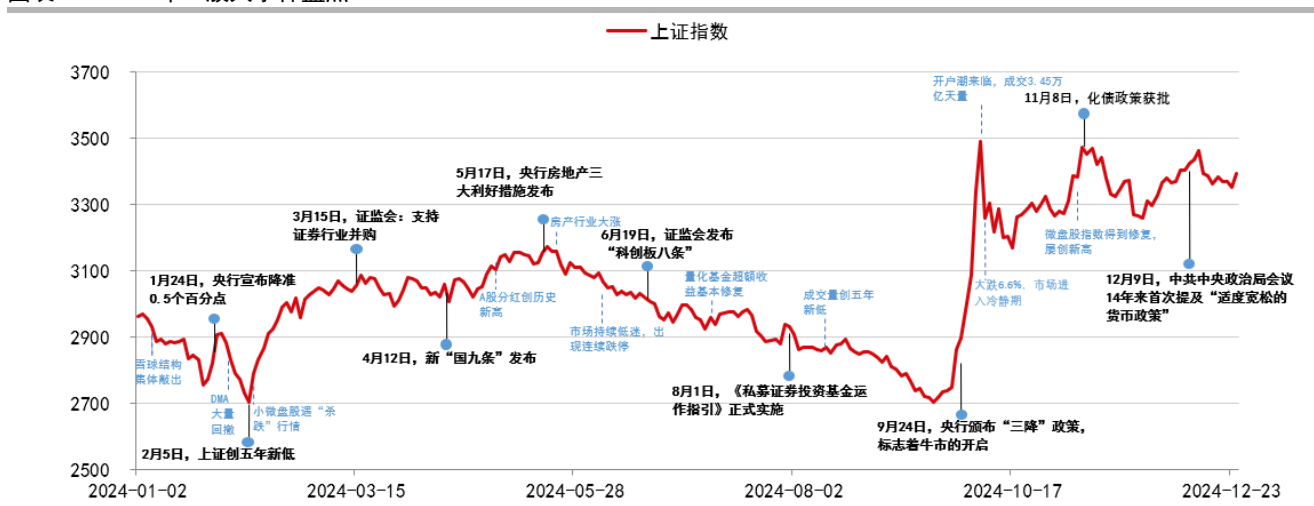
## 一、年度 TOP 基金策略解析

### (一) 资产配置环境分析

#### 1、国内股市

9月24日国新办发布会政策利好，A股迎来了久违的上涨行情，股市全线飘红，成交额接近万亿元。11月以来，股市上升动能趋缓，整体震荡，主力资金净流出，游资散户定价为主，小微盘股表现较好。12月重要会议之后，市场交易利多兑现，小盘初显调整压力。接近年末，年报预披露季开启，市场对小盘股的基本面预期不高。目前市场仍定义为存量博弈，资金在热点行业中快速切换，下一个启动时点可能在两会之前，伴随政策落地以及特朗普上台的利空出尽，存在二次上行的可能。

图表 1：2024 年 A 股大事件盘点

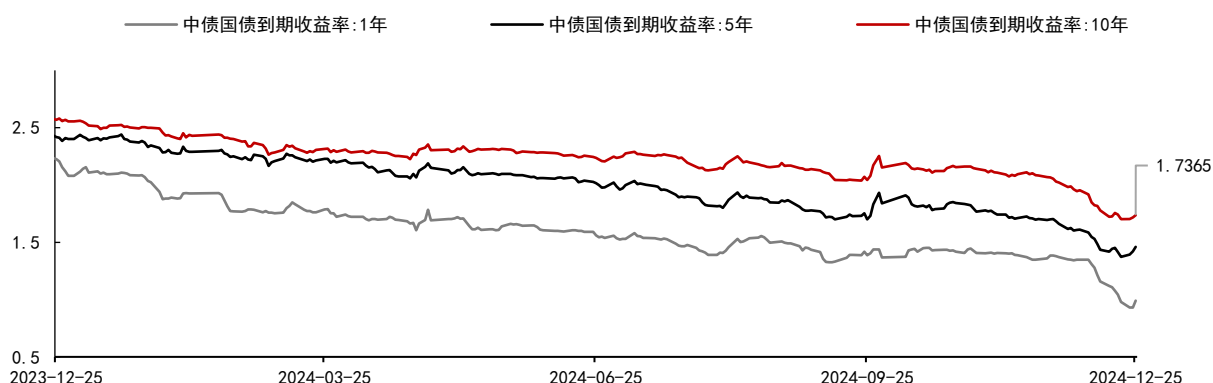


资料来源：Wind 中信期货研究所

#### 2、国内债市

今年以来，债市呈现较为强势表现，其中10Y国债收益率继续下行，且当前已降至1.7%附近，短端1Y国债收益率则下行突破1%。整体来看，债市多头情绪仍然较强。一方面宽货币预期继续支撑多头情绪，市场对今年年末以及明年初降准降息的预期或较强，且上周公布的经济数据或反映基本面修复仍偏缓，可能也推动宽货币预期以及债市情绪继续有所升温。另一方面，资金面也整体有所转松，或也带动债市多头情绪继续有所释放。不过值得注意的是，央行再度提示利率风险，债市整体或需谨慎。

图表 2：国债到期收益率（截至 20241225）



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 3、商品市场

2024 年商品市场总体处于震荡与分化之中，宏观冲击和情绪扰动持续不断，12 月，商品市场整体收益回调，中证商品期货指数月度收益下挫 1.53%。五大细分板块本月全线下行。国内政策空窗期及海外远期流动性转紧下，商品海外定价品种强于国内定价品种，有色金属强于黑色金属和化工。从基本面来看，特朗普加征关税之前的抢出口效应或延续，美国经济本身出现积极迹象，后期有利于商品属性支撑大宗商品，中周期来看仍然对大宗商品有利，建议等待近期的利空释放之后中线买入的机会。

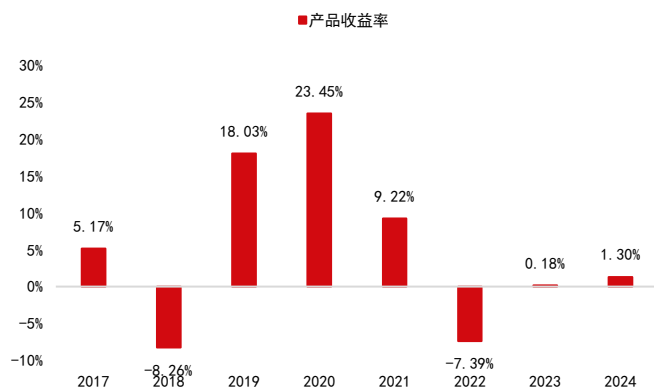
#### （二）历年及 2024 年私募基金业绩表现

根据朝阳永续数据统计，近 5 年私募基金平均业绩表现来看，仅 2022 年收益不佳，录得-7.39%，2020、2021、2023、2024 年均为正收益，分别录得 23.47%、9.22%、0.18%、1.30%。

分策略来看，股票策略容易在股市行情好的时候获取较高收益，近十年期间，在 2015、2019 和 2020 年平均年度绝对收益率超 20%；近五年期间，2020、2021 及今年表现较好，录得正收益，2022、2023 年熊市录得负收益。

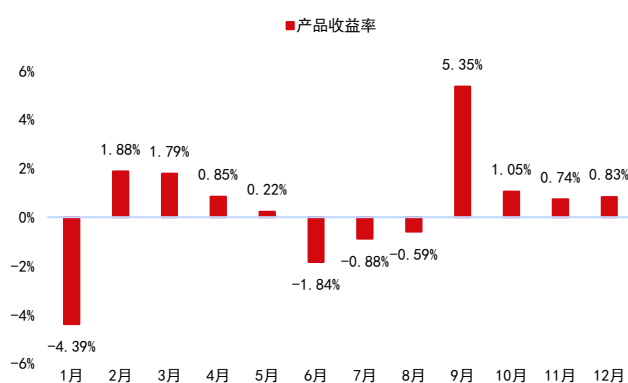
期货策略、套利策略和债券策略近十年平均业绩表现较为稳定，均为正收益。其中，管理期货策略在 2015、2020 和 2021 年度表现更为突出。作为低波策略的代表，套利策略和债券策略整体波动较小。

图表 3：历年私募产品收益率（截至 20241220）



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

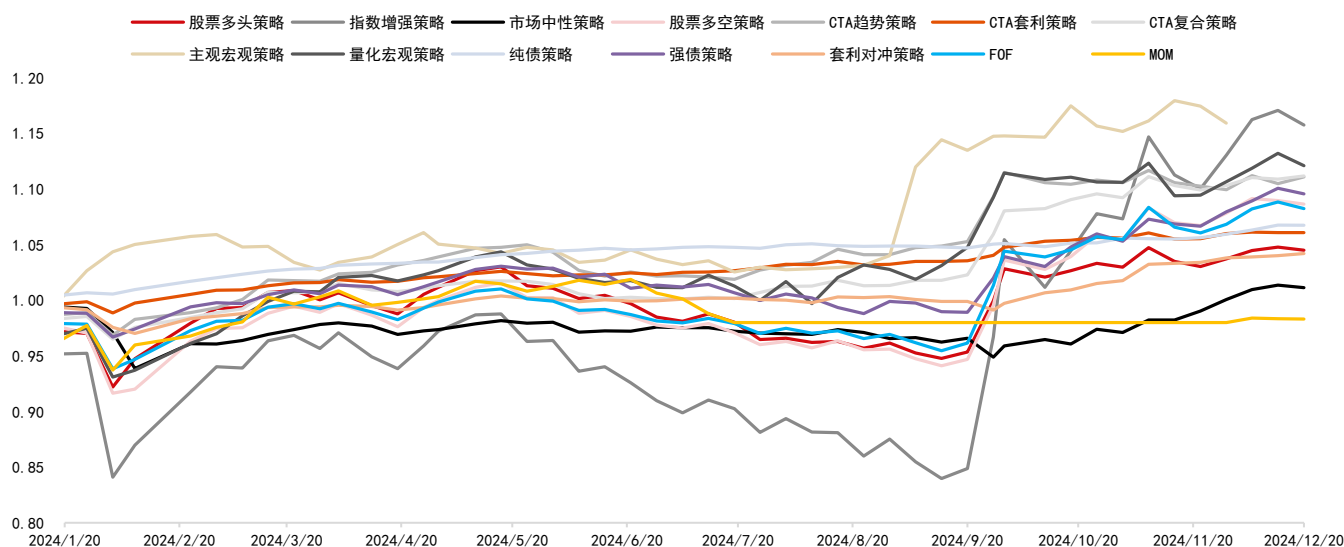
图表 4：2024 年私募产品收益率（截至 20241220）



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

根据朝阳永续统计口径，2024 年度平均业绩表现最为突出的是指数增强策略和宏观策略。随着 9 月底国内牛市的开启，指数的急速上行使得指增策略得到极大的修复，截至 12 月 20 日，录得平均 13.51% 的收益。基于今年是海外与国内宏观大年，宏观政策多变，叠加部分海外资产表现较好，宏观政策录得平均 12.57% 的收益。其中，主观宏观策略录得 9.11% 的平均收益，量化宏观策略录得 10.61% 的平均收益。此外，CTA 策略今年也有较好表现，其中，CTA 趋势策略表现最优，录得平均 10.36% 的收益。低波策略方面，基于今年的债牛行情，债券策略表现也较为强势，纯债策略录得平均 6.89% 的收益，强债策略录得平均 9% 的收益。套利策略录得平均 3.53% 的收益。中性策略今年争议较大，遭遇了两波较为极端的行情，但 10 月之后随着基差回稳，中性策略产品净值得到较大修复，录得平均 1.75% 的收益。

图表 5：2024 年私募各策略产品收益率（截至 20241220）



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所



### （三）年度私募基金热门策略收益归因

#### 1、宏观策略

宏观策略，也称为宏观对冲策略，是一种基于宏观经济分析的投资策略，通过捕捉宏观经济变化中的投资机会，寻找资产价格的错配或趋势性机会，在不同的市场环境下实现收益最大化。宏观策略通常具有高度的灵活性和广泛的资产配置范围，涵盖全球多市场的股票、债券、外汇、大宗商品以及衍生品等品种。

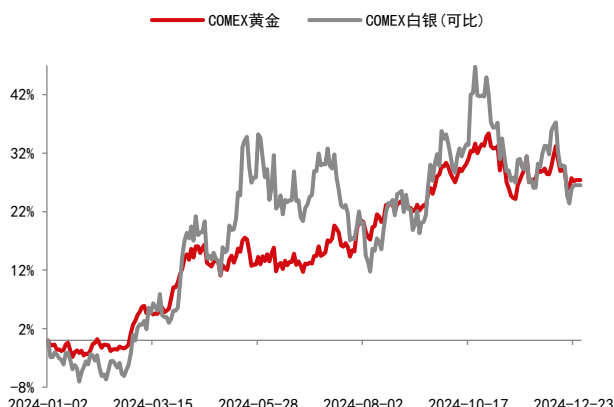
根据朝阳永续统计口径，截至 12 月 20 日，宏观策略的平均业绩收益为 12.57%。从收益归因来看，今年国内股、债、商均存在一定行情，多资产配置的宏观策略有一定优势。其次，海外权益资产今年表现较好，尤其在上半年表现更为强势。

2024 年，贵金属板块整体呈上行趋势，全年来看，黄金和白银价格涨幅均在 27%左右。回顾 2024 年价格变化，贵金属价格上涨动力来自于流动性预期转宽，而避险需求等则提供安全边际。黄金也成为今年宏观策略的主要收益来源之一。多家业绩表现优异的宏观管理人在策略中超配了黄金，部分还采用了黄金多头与工业品空头的配对策略。

海外权益市场整体呈现结构性机会，上半年表现较为强势。美股市场全年上半年在科技股和人工智能相关板块的推动下，纳斯达克指数表现尤为突出，全年录得 35.66%的收益。8 月，美联储坚持货币政策的高利率立场引发市场波动，叠加流动性预期收紧和企业盈利增速放缓，美股进入阶段性调整。年末，尽管宏观环境存在压力，但市场对美联储降息前景的预期和部分板块的估值回调，吸引资金回流。此外，在企业盈利改善和日元持续贬值的推动下，日经 225 指数在上半年表现抢眼，吸引了全球资金的关注，全年录得 18.86%的收益。

作为波动性较低、与股票相关性较弱且能承载大容量资金的投资品种，债券一直是宏观策略管理人资产配置的核心部分。今年国债收益率整体呈下行趋势，债市多头情绪偏强，为策略提供了显著收益。在流动性宽松的背景下，短端收益率下行幅度明显超过长端，表现更为优异。同时，低利率环境显著提升了 30 年期国债的交易活跃度，收益率曲线进一步陡峭化。

图表 6：贵金属涨跌幅（截至 20241226）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7：海外权益指数表现（截至 20241226）



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 2、股票策略

### （1）指数增强策略

根据朝阳永续统计口径，截至 12 月 20 日，指数增强策略的平均业绩收益为 13.51%，分子策略来看，300 指增优于 500 指增和 1000 指增。从收益归因来看，beta 端的贡献整体较大。今年沪深 300、中证 500 和中证 1000 涨幅分别为 17.64%、8.98% 和 5.29%，指增策略的平均收益率跑赢 500 和 1000 指数，跑输 300 指数。

整体来看，大盘风格今年不论从收益率还是波动率的角度，表现优于小盘。但小盘也存在自己的优势，自 924 牛市开启之后，小盘股得到大幅修复，展现出强爆发力。小微盘股以高成长性行业为主导，其潜在盈利增长率相较于大盘股更高，为当前较高估值提供了进一步支撑。

9 月 24 日至 12 月 26 日，代表小盘股的中证 2000 在区间内涨幅达 36.16%；中证 1000 和万得小微盘指数也在牛市行情区间内分别录得 32.70% 和 40.35% 的涨幅。小盘股指数于 12 月中旬达今年绝对高点，在政策空窗与短期止盈情绪之下，小微盘指数开启调整且回撤幅度较大。

### 从产品端角度，明年小盘股是否仍有机会？

12 月中旬，小微盘股开始回调。本次回调原因如下：一是资金流动。当前市场处于行业、风格轮动加快的环境中，资金偏好追求市场热点博取短线收益；同时，年末资金结算需求的需求也会使市场量能下降。二是 12-1 月，年报预披露季开启，市场对小盘股的基本面预期不高，资金可能逐步从小微盘撤离，转向大盘权重。三是退市新规的影响逐步显现，2025 年正式实施后，可能对部分



业绩较差的小盘股造成负面影响。

小盘量化基金主要靠高抛低吸盈利，共同特点是高换手率、持股周期短、持仓市值小、持股分散等。这些特点对市场流动性的要求较高，一旦出现不利影响因素，小盘量化基金可能面临大幅止盈。例如近期退市新规对小微盘股情绪负面影响较大，造成短期流动性危机。

展望 2025 年，短期来看，924 行情以来，目前小微盘的估值处于历史的高位区间，政策空窗导致量能不足，综合考虑业绩预披露季节性效应，综每年 12 月下旬、1 月及 4 月，小票因年报暴雷等因素，胜率会大幅下降。12-1 月区间，小盘风格大概率延续震荡。

中长期来看，经济仍将维持边际复苏预期，国内货币流动性偏宽，财政政策刺激预期偏强，美联储降息大趋势不变。在预期改善的阶段，前期经营压力较大的中小企业的业绩弹性可能相对较高，小盘风格有望延续。在加快培育发展新质生产力的背景下，资本市场政策也在向创新型中小企业倾斜，小微盘股是“专精特新”股票的聚集地，未来有望出现密集政策催化，成长行业整体向好趋势不变。

从产品端的角度，量化基金从小盘获取超额相较大盘更为容易，但是小盘具有高波动、高回撤的特性。部分指增策略产品与对标指数的偏离度过大，小微盘风格暴露过多，在极端行情下，可能出现难以控制的大幅波动。在历经今年数次极端行情后，超额稳定、严格风控成为量化股票管理人重要的筛选标准之一。

## （2）打板策略

今年 924 牛市行情之后，基于连板股票的高赚钱效应，打板策略成为最热门的股票策略之一。

打板策略是股票交易中一种激进的短线投资策略，指投资者通过快速买入涨停板（或接近涨停）的股票，以捕捉短期内的价格快速上涨机会。该策略通常依赖于对市场情绪、板块热点和资金流向的精准判断。

打板策略有以下几种类型：

1) 盘前板：在集合竞价阶段买进，胜率更高，排单买入难度大，有时需要使用券商专用席位保证排单靠前，成本相对较高。

2) 盘中板：盘中涨停的时候买进，胜率较高，更为考验选股能力。

3) 高标接力：一般在连续 3 板涨停后买入，胜率相较前两个类型偏低。波段反复持股，对流动性要求更高。

4) 题材龙头：确认某个阶段题材龙头后买入，持仓时间较长，同时波段反复进出，个股集中度相对更高。

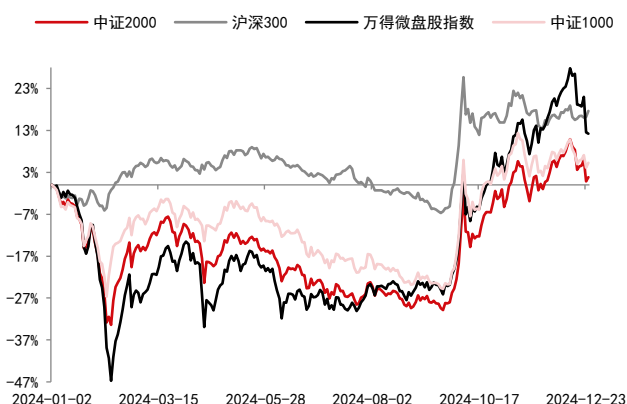
交易模式分为主观手工和量化的方式，或者两者结合。

### 打板策略适合哪类市场环境，会不会出现流动性危机？

打板策略一般在市场交投活跃度、行业、风格主线清晰的环境中，会有较好表现。其策略特点是高风险高收益，同时，规模和容量较小，基本 5000 万封顶。

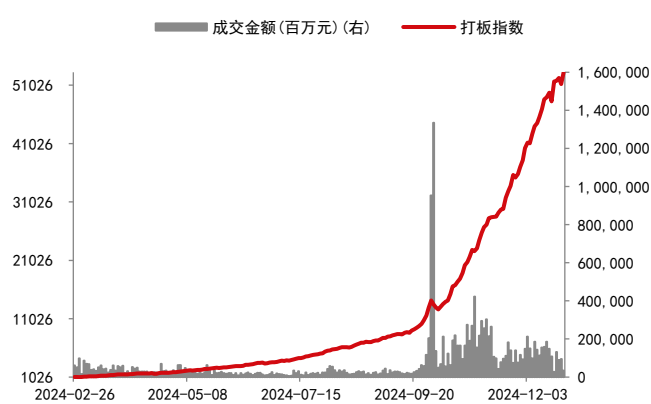
打板策略属于短线、交易频率较高且容量小，短线的轮动和切换，风险是不断地分批释放，不太会出现底层风险聚集效应。虽然打板赛道拥挤，基于风险的分批释放，集中兑现日会出现，甚至更为频繁，但不会有小微盘股踩踏的严重情况。

图表 8：小盘股指数 VS 沪深 300



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 9：Wind 打板指数表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

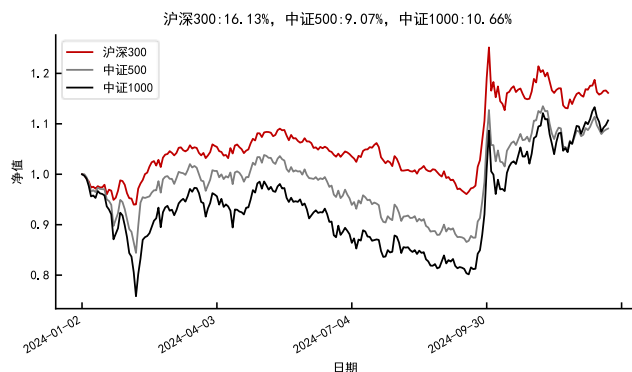
## 二、指增/中性策略

### (一) 指数增强策略

12 月以来，指增产品公、私募业绩均表现较好。公募方面，300、500、1000 指增产品月内业绩表现整体上行。截至 12 月 20 日，300、500、1000 指增均有所上涨，涨幅分别为 0.19%、0.38%和 0.99%。超额方面，较上月有所转好，12 月 2 日至 12 月 20 日，样本内 300 指增平均超额 0.68%，500 指增平均超额 0.81%，1000 指增平均超额 1.63%。

私募方面，自 9 月牛市开启之后，指增开启上行趋势，据朝阳永续统计口径，截至 12 月 20 日，指增产品的平均绝对收益为 13.51%。细分子策略来看，300 指增表现最为突出，今年以来涨幅为 17.90%；500 指增和 1000 指增分化不大，涨幅分别为 12.79%和 13.59%。

图表 10：公募指增产品平均业绩表现（截至 20241220）



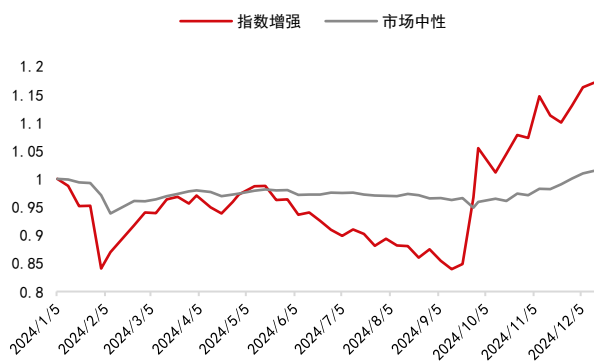
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 11：公募指增产品平均超额表现（截至 20241220）



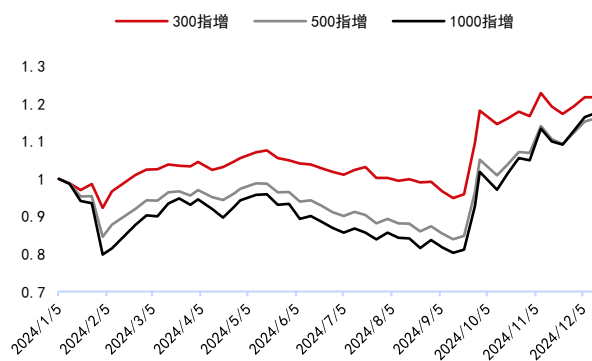
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12：私募指增中性产品平均业绩表现（截至 20241220）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 13：私募指增子策略平均业绩表现（截至 20241220）



资料来源：Wind 中信期货研究所

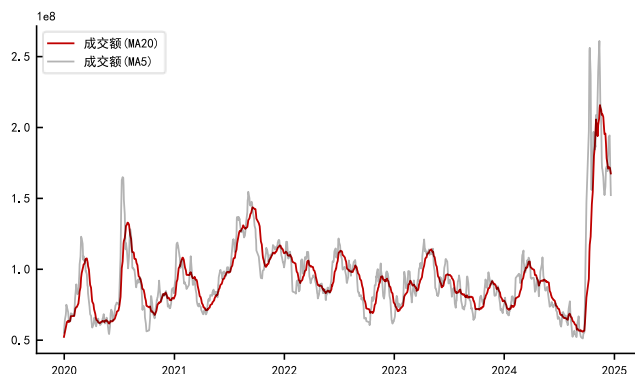
Alpha 端，我们以自建的超额环境评估模型作为参考依据（模型详见《超额环境评估模型：Alpha 显著性与稳定性——金融产品专题报告之八》）。回顾多项跟踪指标 12 月表现：**跟踪指标表现分化较大，市场超额环境整体处于震荡格局。**具体而言：1) **成交额指标自 9 月牛市开启之后急速上行，11 月中下旬开始震荡回落。**9 月底，增量政策出台刺激 A 股市场，成交量短期内急速反弹，于 11 月中下旬达近几年绝对高点，而后成交额开始缩量下行，目前位于相对高位，对超额获取仍然相对友好；2) **个股收益分化度指标**随着 9 月底牛市的开启开始直线抬升，11 月中旬达相对高位后开始回落，近期大盘震荡，个股收益分化降低，对超额获取相对不利；3) **大小盘相对强弱指标 11 月中下旬开启回落，意味着大盘风格相对占优。**8 月中旬以来，小盘风格开始震荡转好，9 月底牛市行情之后，小微盘表现强势。11 月中下旬开始，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，随着年报预披露期开启及退市新规的发酵，小微盘开启全线回调；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，自 8 月中下旬开始上行，随着 9 月底牛市开启，成长风格持续占优。**10 月中旬，指标开始震荡回落，意味着价值风格相对占优。5) **行业轮动速度指标于 9 月下旬开始直线回落，于 12 月开始小幅上行，近期，行情轮动速度中性偏缓，超额稳定性较强。**9 月下旬，随着 A 股牛市行情开启，指标开始大幅回落，意味着行业轮动速度减缓，市场出现较为明确的主线，12 月指标开始小幅上行，行业轮动速度有所加快。6) **因子稳定性指标自 9 月中下旬开启上行趋势，12 月从相对高位有所回落，有利于超额稳定性。**9 月以后，指标开始上行且来到相对高位，行业、风格因子收益波动加大，提示超额的稳定性转弱。12 月，指标开始逐步下行，因子稳定性有所提高。

回顾 12 月，根据 6 项底层跟踪指标的表现来看，指标分化较为明显，超额显著性下的成交额、个股收益分化、大小盘相对强弱走弱，超额稳定性下因子稳定走强；从跟踪指标共振强度来看，12 月以来，指标重回下行区间而后再度进入到了上行区间，提示超额环境整体震荡偏暖；展望 2025 年 1 月，超额大概率维持偏暖环境。

综合来看，展望明年 1 月，我们对指数增强策略维持**中性偏多观点**。924 国新办发布会超预期政策开启牛市行情，12 月市场呈分化走势，红利指数逆势上涨，微盘指数继续下跌，近期资金涌入以银行为代表的防御方向进行避险；同时，量能下降，市场情绪整体回调。结合季节性，拥抱防御板块成为共性选择。下一个启动时点可能在两会之前，伴随政策落地及特朗普上台的利空出尽，可能会有指数上行的机会。整体来看，中长期还是看好政策兑现、基本面率先回

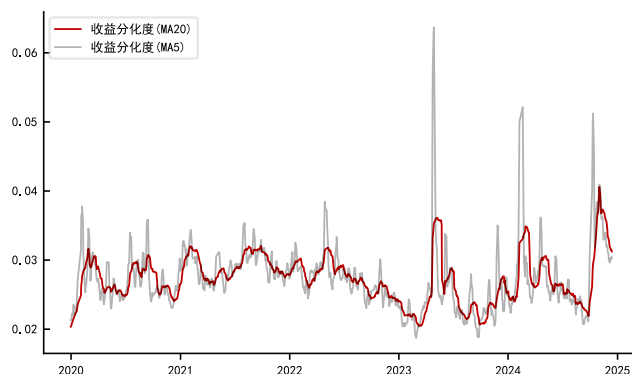
暖的 300 指增。

图表 14：成交额指标



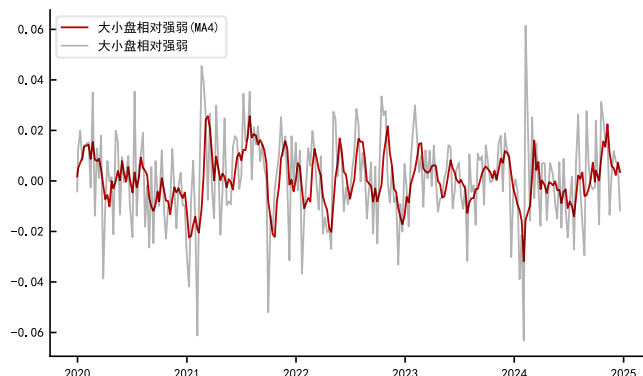
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 15：个股收益分化度指标



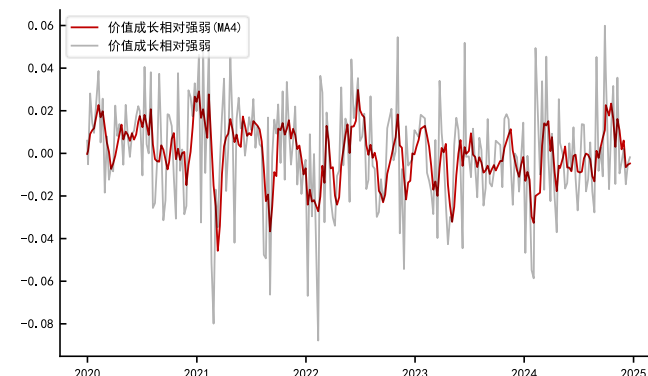
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 16：大小盘相对强弱指标



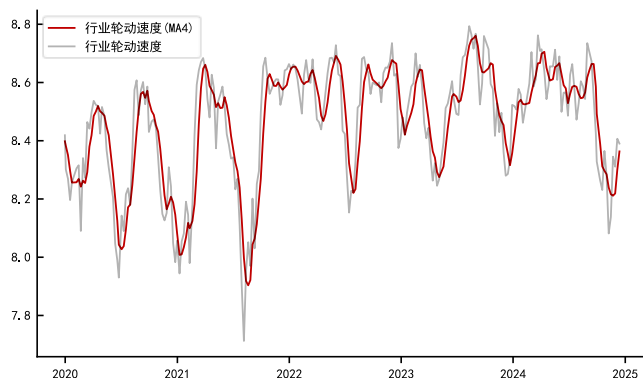
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 17：价值成长相对强弱指标



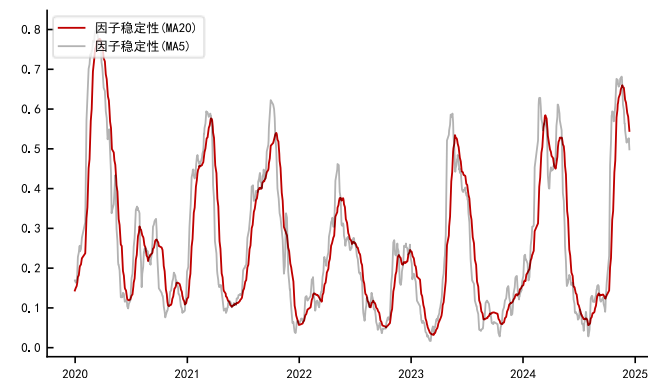
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 18：行业轮动速度指标



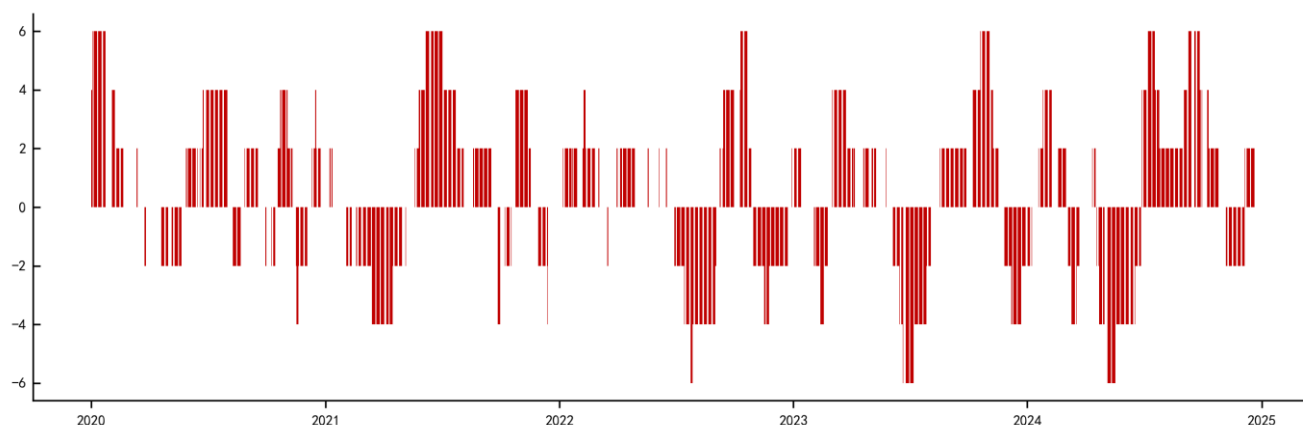
资料来源：Wind 同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表 19：因子稳定性指标



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 20：跟踪指标共振强度（截至 20241220）



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）市场中性策略

12 月以来，私募市场中性策略平均业绩表现整体回暖。截至 12 月 20 日，据朝阳永续统计口径，市场中性产品今年平均业绩表现为 1.05%，符合我们对中性产品的年化预期。在市场维持乐观的情况下，股指期货可能维持在一定升水的水平，对于持有股指期货空头的中性策略来说，可以获得股指期货升水回归时的收益。9 月底以来，随着基差逐步回归，中性策略持续震荡修复，创下今年以来新高。

中性策略需额外考虑对冲端的影响，基于市场的看涨预期仍然偏强，当前四大品种股指期货基差成本相较今年前三季度明显偏低，其中 IH、IF 处于升水状态，IC、IM 浅贴水，当前从配置的角度，中性策略具有较好的建仓时点。

今年市场中性策略整体波动较大，在极端行情中，可能更需要关注管理人的超额创造能力和风控能力。从中长期的角度来看，如果市场的赚钱效应能够持续，中性策略大概率能获取较为稳健的收益，对于风险偏好偏低的投资者而言，中性策略仍然是资产配置中的重要一环。

综合而言，我们对**市场中性策略转为中性偏多观点**。在经历今年几波大幅回撤后，管理人开始优化其风控。同时，更多的管理人开始精细化管理基差成本，加强对对冲端的成本控制。在确保超额收益的同时，打开基差管理可能带来的潜在盈利机会，或是未来考验中性管理人的关键。



### 三、CTA 策略

#### （一）商品市场整体环境

12 月份，商品市场整体收益回调，中证商品期货指数月度收益下挫 1.53%。五大细分板块本月全线下行：有色金属窄幅震荡、月度走低 0.93%；黑色建材和能源化工月度下行 1.69%和 1.7%；贵金属和农产品跌幅最大，月度收益分别回吐 2.72%和 3.28%。

12 月上旬，商品市场表现出震荡偏强的态势，而到了下旬则转向震荡偏弱。本月的市场行情主要受到宏观因素的影响，初期的上涨动力来源于国内外乐观的政策预期。然而，随着国内重要会议的落幕和美联储公布的鹰派降息态度，市场趋势随之逆转。展望 1 月份，国内市场将进入政策真空期，并且临近春节假期，交易活跃度将降低，同时海外方面美债收益率和美元指数的走强对风险资产形成了压力，未来还需密切关注特朗普就任前后给市场带来的影响。综合来看，预计商品市场多数品种在 1 月份将以震荡或震荡偏弱的走势为主。

**贵金属：**12 月份，贵金属板块经历了先涨后跌的走势。初期的上涨受益于多重利好因素：中东地区的地缘政治紧张局势加剧、市场对美联储降息的预期增强，以及国内政治局会议提出了适度宽松的货币政策。然而，随着地缘政治紧张局势的缓解、国内重要会议的结束，加上美联储的鹰派降息，这些都促使贵金属价格转而下跌。进入 1 月份，预计贵金属市场将保持震荡态势。短期内，美联储官员的言论和经济数据可能会调整市场对美联储政策的预期，从而为贵金属价格带来一定程度的修复。不过，考虑到关税带来的通胀预期与商品消费需求回暖赋能经济增长，这或将限制贵金属价格的上行空间。

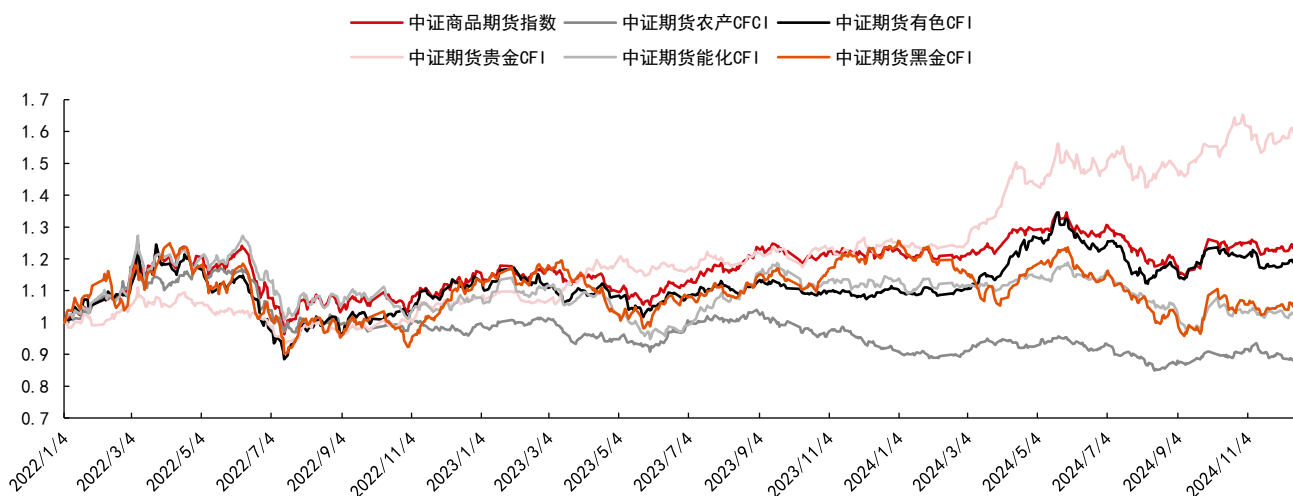
**有色金属：**12 月份，有色金属板块同样呈现先涨后跌的态势。前期的上涨主要受乐观的宏观政策预期驱动，在国内政策预期交易落地之后，进一步上行驱动不足，海外美联储议息会议的鹰派立场，对有色金属形成了压力。目前政策面进入了一个相对的空窗期，接下来对于经济数据的监控以及基本面变化的关注将变得更加重要。经济层面，过去两个月整体呈现出边际企稳；库存持续减少，且与季节性同期相比去库速度较快；需求端的改善也在持续，一些下游企业反馈 1 月份订单量较 12 月有所下降，但同比仍然不错，这预示着价格有一定的支撑。然而，由于宏观经济数据改善的持续性仍需进一步跟踪，并考虑到明年第一季度存在特朗普上台后政策不确定性的风险，预计多头资金暂时不会大规模投入。综合来看，进入 1 月份，有色金属市场整体预计将维持震荡格局。

**能源化工：**12 月份，能源化工板块震荡运行。尽管地缘政治冲突的加剧促使油价出现反弹，但这种上涨缺乏持续动力。与此同时，美联储采取鹰派降息，对各类资产价格造成了普遍的下行压力。从供需角度来看，OPEC+ 决定推迟增产继续为油价提供了底部支撑，不过全球库存开始显现出边际累积的趋势，而海外汽柴油的裂解价差也在下降，显示出需求韧性的逻辑有所减弱。进入 1 月份，预计油价将维持低位震荡，地缘政治风险可能会给油价带来更大的上行弹性，化工品可能因原油价格的拖累而继续承压。

**黑色建材：**12 月份，黑色建材板块呈现震荡偏弱的走势。从基本面来看，市场呈现出典型的淡季特征，钢材供需双方均出现边际回落的趋势。值得注意的是，尽管需求减弱，库存压力目前并不显著，其中建材持续去库，表现优于近两年同期水平；板材的去库虽已停止，但其库存仍处于历年同期的中等水平。钢材产量减少与铁水产量下降同步进行，符合市场预期。然而，由于铁矿石和焦煤供应端的不同情况，钢铁企业按照近年来同期的节奏补充铁矿石库存，而对焦煤的补库力度则相对较低，导致焦煤价格在板块内领跌。合金市场的基本面矛盾不明显，玻璃的供给和需求均有回升迹象，库存处于中性水平，考虑到冬储补库的预期仍在，玻璃价格略显强势。虽然纯碱生产方面有检修活动，但由于其整体库存水平较高，纯碱价格也以震荡为主。进入 1 月份，黑色建材板块仍然缺乏上行动力，但鉴于上述因素，下行空间同样有限，预计将以震荡行情为主。

**农产品：**12 月份，农产品板块延续了之前的下跌趋势。这主要是由于整体大宗商品市场的氛围不佳以及各品种基本面的普遍疲软所致。从基本面来看，许多农产品（包括豆类、生猪、棉花、玉米和白糖）在本年度内原本就面临丰收或增产的局面，长期而言对价格构成了压力。再加上这些商品前期处于收获季节，导致国内供应充足，但需求却相对不足。因此，在当前金融市场的不利氛围中，这种供过于求的情况加剧了价格的下行趋势。展望未来，豆粕、生猪、玉米和棉花的基本面弱势逻辑尚未改变，价格预计将继续保持疲软。橡胶和棕榈油虽然也出现了阶段性的走弱，但原因与前述品种有所不同。对于棕榈油而言，美国可能调整生物柴油政策以及印尼 B40 计划执行力度未达预期，给油脂市场带来了利空影响；而对于橡胶，则是由于气候条件改善促使泰国产量增加而造成压力。进入 1 月份，预计农产品市场整体将呈现出区间震荡的态势。多数品种如棕榈油、橡胶、玉米、棉花、白糖和纸浆可能会在一定范围内波动运行，而豆粕和生猪的价格走势则可能继续偏弱。

图表 21：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 22：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%	2024 年以来 收益率%	2023 年以来 收益率%
中证商品期货指数	-1.53	2.38	-2.09	4.35
中证期货农产品 CFI	-3.28	-0.89	-5.6	-13.86
中证期货有色 CFI	-0.93	-0.35	5.42	3.22
中证期货贵金 CFI	-2.72	4.41	23.51	43.32
中证期货能化 CFI	-1.7	-2.24	-10.1	-5.58
中证期货黑金 CFI	-1.69	0.34	-17.53	-9.15

资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

## （二）CTA 因子表现情况

12 月份四大风格因子收益普遍下行，市场风格或许迎来切换。其中，动量因子逆势上行，月度走高 1.44%，本月在震荡中表现出强劲的上行势头；波动率因子月内流畅下行，月度收益回吐 1.3%；持仓因子最近一个月内先是快速下行，而后逐渐筑底企稳，并在近期表现出一定的触底反弹趋势，但尚未能“收复失地”，月内整体下行 1.48%；期限结构因子收益下跌明显，月内领跌 1.59%，该因子在本月大部分时间内持续下探，尽管月内曾有一周短暂企稳，但随后又开启新一轮下行趋势，因子后续走势仍需谨慎研判。

**动量因子：**本月领衔上涨，月度上行 1.44%。整个回溯区间中，因子收益虽然中期有所回调，但整体在震荡中持续上行。从动量因子的持仓结构看，本月市场情绪变化经历了较为明显的两个阶段：先从“偏冷”情绪中不断回暖，然后在月末再次“偏冷”：在统计口径的 4 周内，多头端持仓数量在前 3 周从 7 个

逐渐增加到最大值 15 个，而在最后一周突然下跌至 5 个；空头端持仓数量则对应从 21 个减少至最小值 13 个，而后快速增加至 23 个。动量因子持仓结构波动剧烈，基本每天均有多个品种在多空两端发生切换。动量因子的持仓数量与品种方向在本月内频繁变动，对应市场情绪反复多变，后市情绪或需更谨慎判断。

**波动率因子：**本月持续下跌，月内收益回吐 1.3%。该因子持仓波动较为剧烈，多头端周度持仓变动天数分别为 1-1-2-3 天，持仓品种基本集中在黑色建材和农产品两大板块，能源化工板块的 PTA 和有色金属板块的沪锌都曾短暂进入过多头端持仓，软商品板块的橡胶在下半月进入多头端后因子排序不断上升，一直稳定在持仓内；空头端周度持仓变动天数为 5-4-1-2 天，持仓品种主要由黑色建材以外的四大板块构成，黑色建材板块仅有热卷短暂进入过空头端持仓，同时因子值最小的品种一直稳定在聚丙烯。同时，除了多空两端持仓变动较为频繁外，在因子的持仓内部，不同品种位次的波动也较为频繁。

**持仓因子：**月度统计口径内收益经历了“快速下行”→“筑底企稳”→“反转上行”三个阶段，整体收益下挫 1.48%。持仓因子的持仓较为稳定，每周多空两端的变动天数均维持在 2 天以下。多头端的持仓主要集中在农产品、黑色建材和能源化工三大板块，同时包括软商品板块的橡胶；空头端在覆盖全部五大板块的同时，有色金属板块所占权重最高。在截面视角下，多头端内豆粕和橡胶一直稳定在因子值最大的前两位，空头端内沪铝和沪锌一直稳定在因子值最小的前两位。

**期限结构因子：**月内领跌 1.59%，该因子在本月大部分时间内持续下探，尽管月内曾有一周短暂企稳，但随后又开启新一轮下行趋势。月度来看，多空端期限结构因子方向相对稳定，月内仅发生 2 次调整：玉米和豆一从多头端切换至空头端；截面视角下多空组合内部不同品种之间因子排序偶有微调、但整体波动较小；按因子值升序的角度来看：多头组合依次“成簇（3~5 个）”稳定在农产品→能源化工→农产品→黑色建材四大板块，同时零散包含有色金属和软商品中的部分品种；空头组合则由农产品、能源化工和软商品三大板块中的部分品种“穿插分布”。

图表 23：CTA 因子净值走势



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表 24：CTA 因子累计收益率

	近 1 个月 收益率%	近 3 个月 收益率%	2024 年以来 收益率%	2023 年以来 收益率%
动量因子 (20)	1.44	-0.59	-0.93	-2.69
期限结构因子	-1.59	-0.2	-5.81	-2.02
持仓因子	-1.48	-1.92	2.34	6.86
波动率因子 (20)	-1.3	-1.91	-5.57	0.99

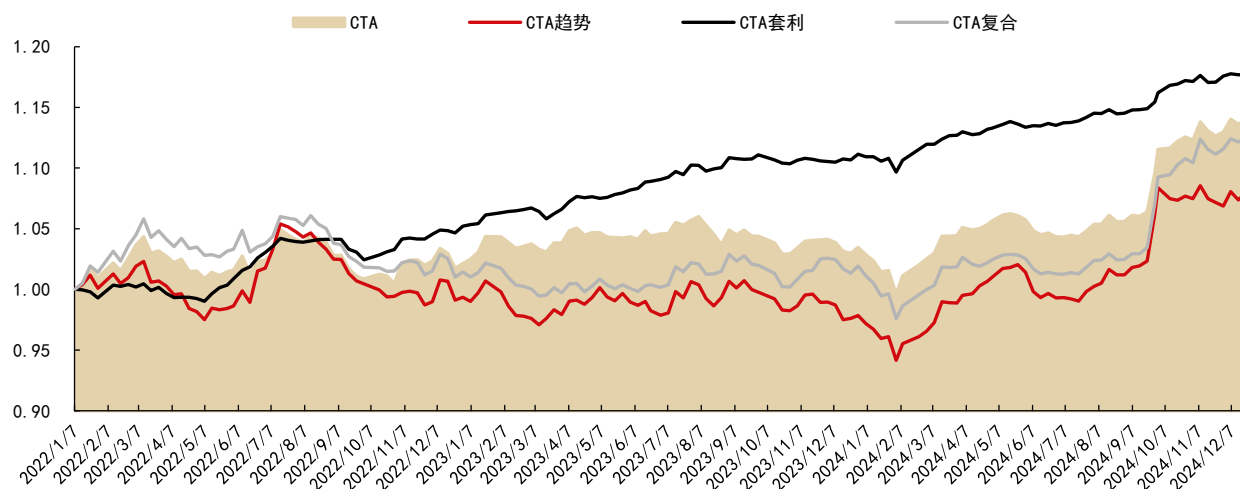
资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

### (三) CTA 产品表现情况

截止 2024 年 12 月 20 日，近一月 CTA 策略指数上涨，近一月收益率为 1.15%。从各个不同子策略产品指数来看，不同策略均有所获利，其中 CTA 复合策略表现最优，近一月收益率为 1.19%；CTA 趋势策略次之，近一月收益率为 0.77%；CTA 套利策略表现最差，近一月收益率为 0.52%。CTA 趋势和 CTA 套利策略的净值近期都处于震荡上行的过程，能维持正收益，但收益的绝对值不大，这也符合 CTA 策略环境监测框架对于 12 月份 CTA 策略处于中性偏强状态的判断。



图表 25: 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 26: 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%	2024 年以来 收益率%	2023 年以来 收益率%
CTA	1.15	7.53	10.17	11.63
CTA 趋势	0.77	5.95	10.36	8.69
CTA 套利	0.52	2.51	5.91	11.86
CTA 复合	1.19	9.21	10.29	10.83

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, 1 月份 CTA 趋势策略的投资胜率为 37%左右, 盈亏比约为 0.6, 低于历史平均水平, 相较前期有所降低; 8 个市场环境因子中有 3 个呈现利好; 策略趋势强度区间震荡, 接近历史中间位置, 策略拥挤度出现回落。综合分析来看, 国内市场将进入政策真空期, 并且临近春节假期,



市场交易活跃度将降低，同时海外方面美债收益率和美元指数的走强将对市场形成压力，并且存在特朗普上台后政策不确定性的风险，1 月份多数品种预计将以震荡或震荡偏弱走势为主，难以形成有效趋势，CTA 趋势策略市场环境预计处于中性偏弱状态。

图表 27：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，1 月份 CTA 套利策略的投资胜率为 69%左右，盈亏比约为 2.2，与历史平均水平相当；8 个市场环境因子中有 5 个呈现利好；策略趋势强度近期略有回落，仍处于中等偏上水平，策略拥挤度继续从底部抬升。综合分析来看，CTA 套利策略市场环境预计处于中性状态，表现相对稳健。

图表 28：CTA 套利策略环境监测框架

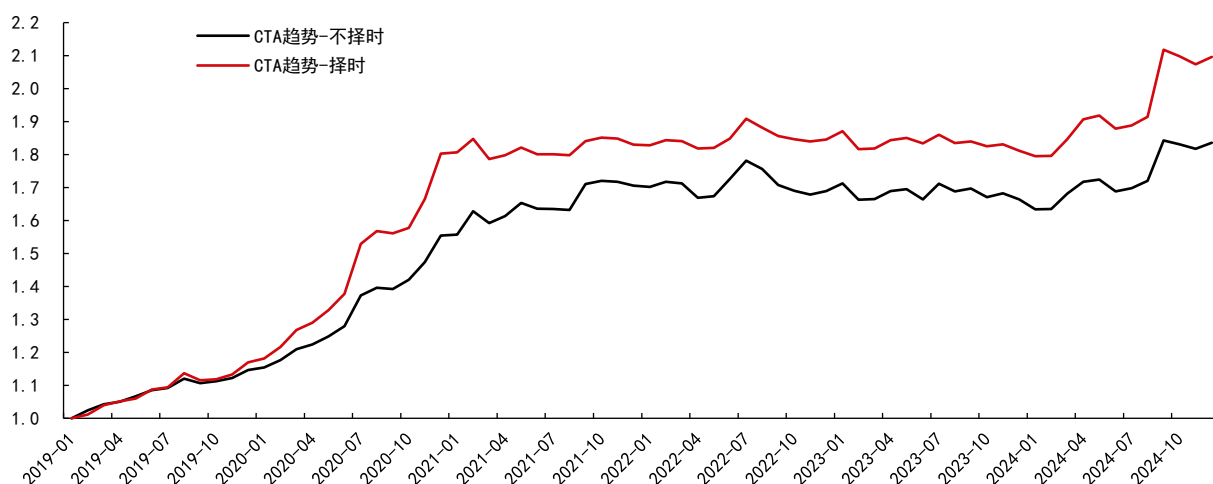
因子类型	因子名称	利好↑/利空↓
宏观环境	PPI 同比增速变动率	↑
	制造业 PMI 新订单指数	↑
	进出口差额	↓
	社会融资规模存量同比增速	↓
商品市场	市场基差动量	↓
	升水品种占比增长率	↑
	跨品种价差变动率	↑
	市场期现价差	↑

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

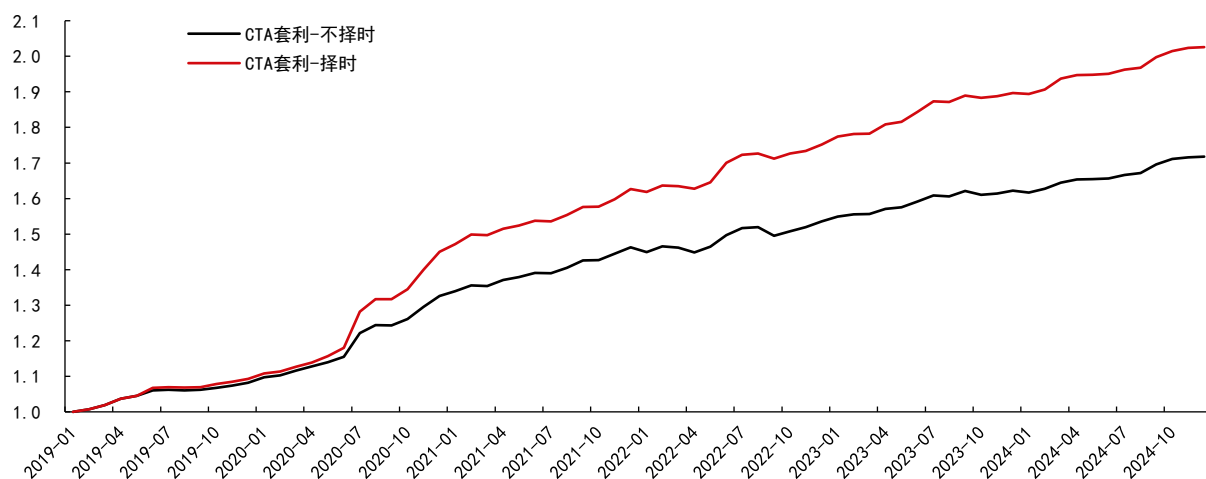
势，可以看到，利用预测胜率与预测盈亏比的信号来进行择时，具有比较明显的效果。相比不择时，能够显著提升策略的收益，在市场环境好时抓住机遇，并且能够有效减少策略的亏损，在市场环境差时减小回撤。CTA 趋势策略和 CTA 套利策略的市场环境因子分别由 2024 年 3 月和 6 月之前的历史数据研究得到，自 2024 年 3 月和 6 月起，择时策略依然具有比较明显的效果。我们会对这些策略净值进行月度跟踪，具体策略细节可以联系本团队。

图表 29：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 30：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

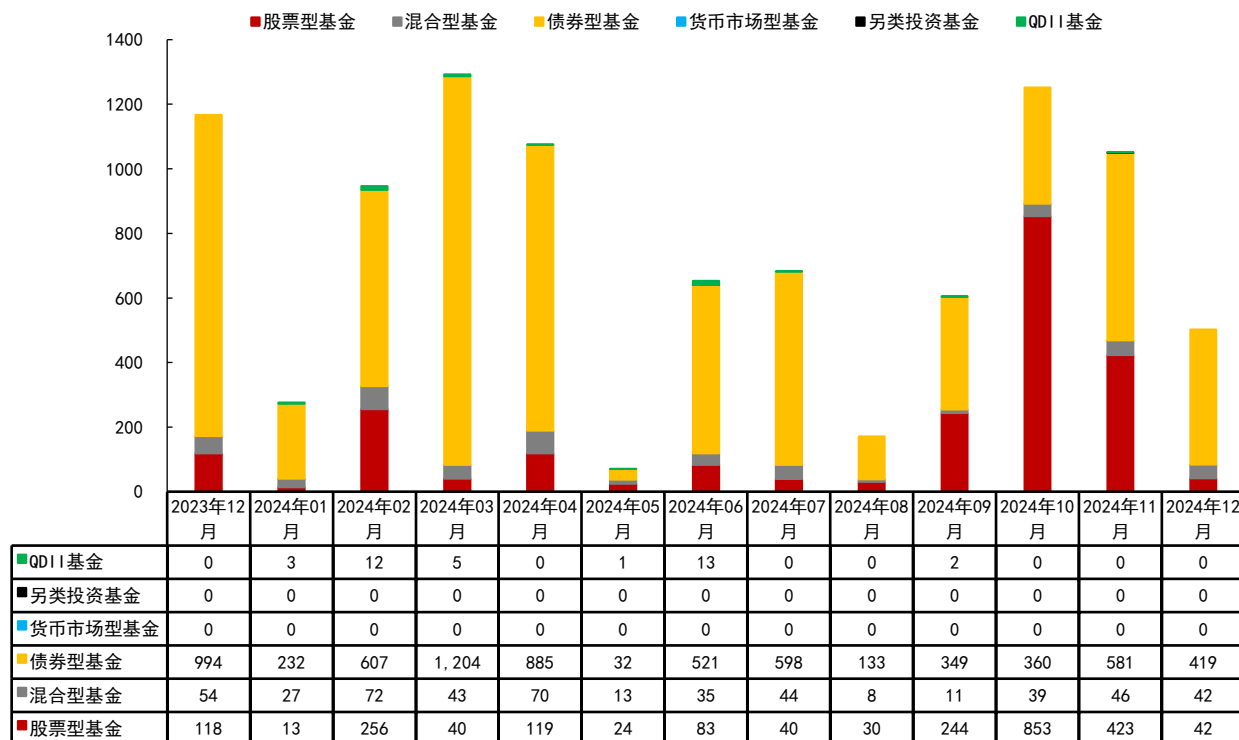
近期，商品市场的波动率和活跃度都处于相对较低的水平，国内市场处于政策真空期，并且随着春节假期的临近，交易活跃度难有起色。宏观环境方面，

主要关注点转向海外，特别是美联储的鹰派降息立场，导致美债收益率和美元指数不断上升，这些因素都会给市场带来一定的压力。同时，随着特朗普即将上任，期间可能出现的政策不确定性也需引起注意，应密切跟踪这一时期内国际市场变化对投资环境的影响。

**展望 1 月份**，商品市场多数品种预计将呈现震荡或震荡偏弱的走势，难以形成有效趋势。对于 CTA 趋势策略来说，这样的市场环境可能不太有利，较难捕捉到足够的盈利机会，因此预期收益可能会受到一定磨损，需要谨慎配置。另外，对于 CTA 套利策略，则持中性的观点，表现相对稳健，在市场波动率较低、趋势不明朗的情况下，套利策略的表现可能不会直接受到负面影响，但也不保证会有显著的超额回报。

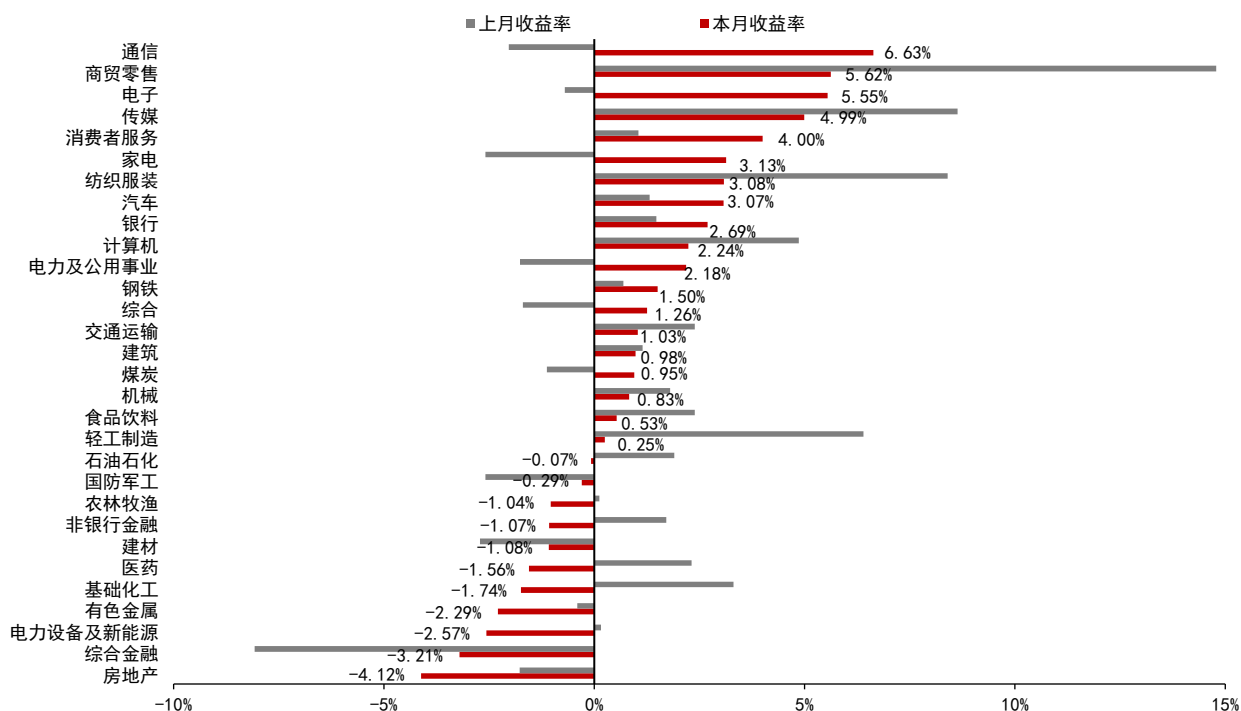
## 四、市场数据跟踪

图表 31：新发基金情况



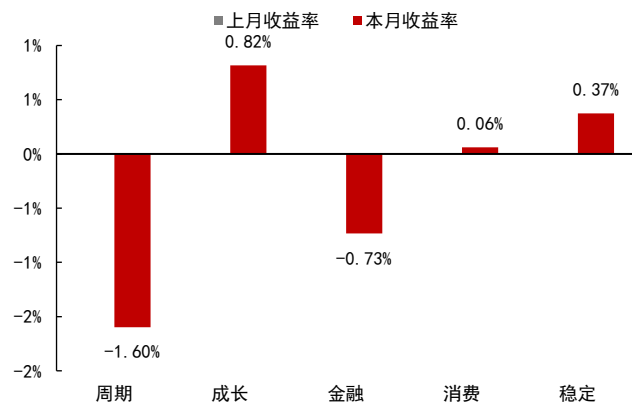
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 32：中信一级行业指数表现



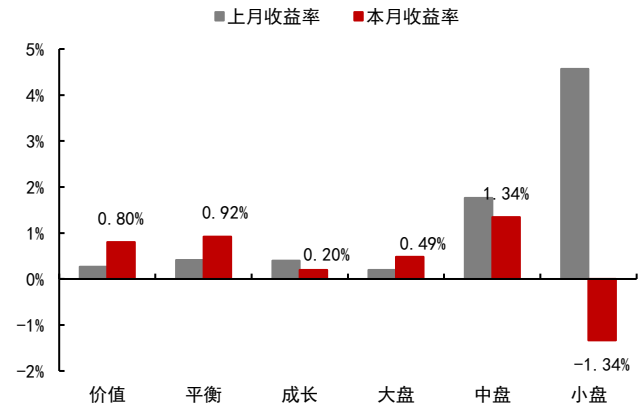
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 33：中信风格指数表现



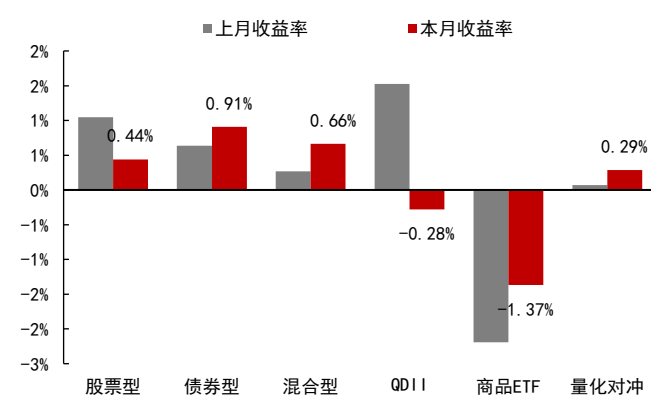
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 34：市场风格指数表现



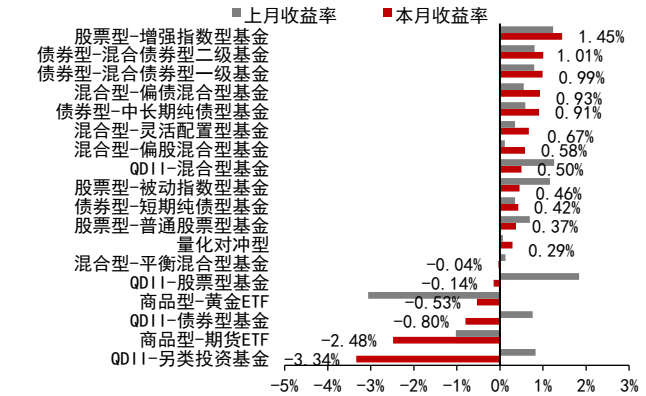
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 35：公募基金一级分类业绩表现



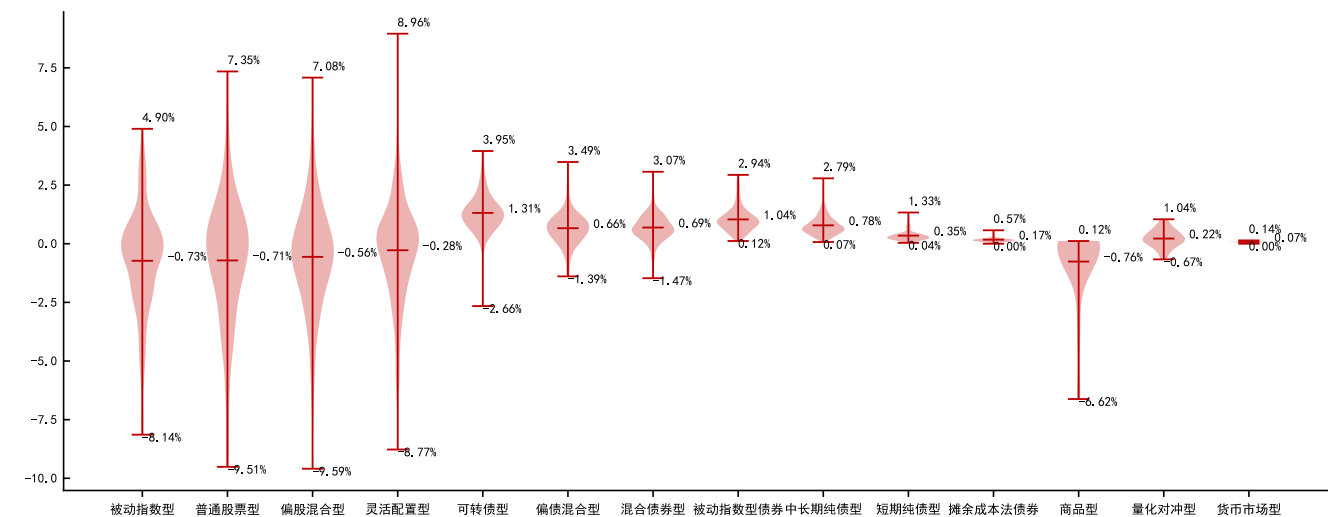
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 36：公募基金二级分类业绩表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

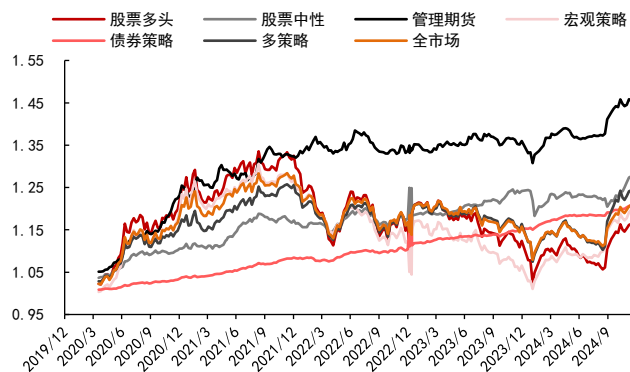
图表 37：分类型公募基金收益分布（2024 年 12 月 2 日至 2024 年 12 月 20 日）



资料来源：Wind 中信期货研究所

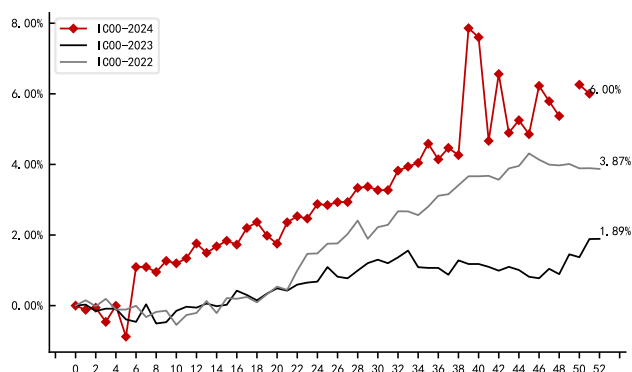
注：缩尾处理首尾合计 1%的极端值

图表 38：朝阳永续主要私募指数业绩表现



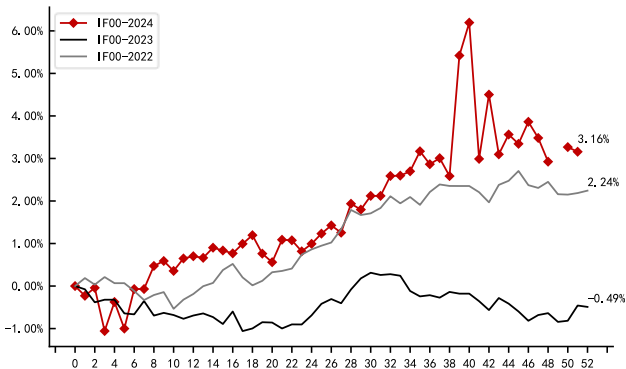
资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表 40：IC 当月合约历年累计对冲成本



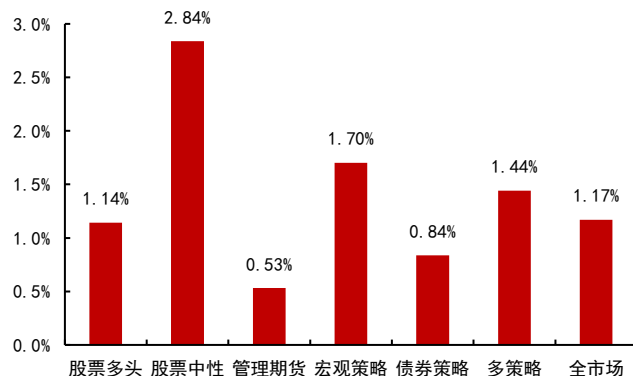
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 42：IF 当月合约历年累计对冲成本



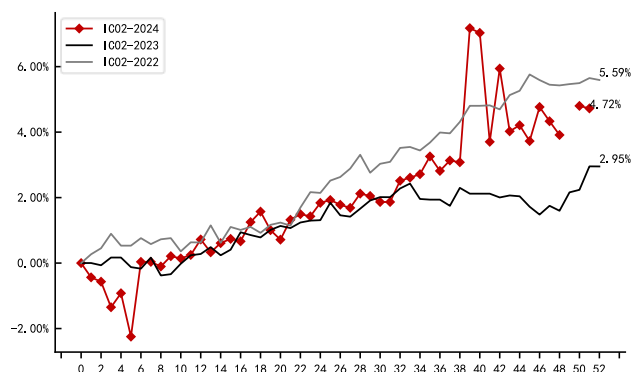
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 39：朝阳永续主要私募指数区间收益率



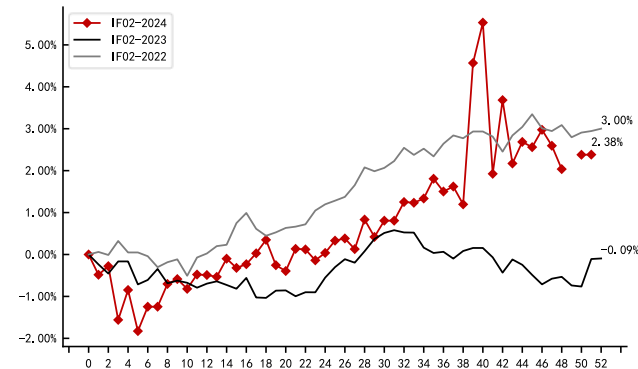
资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表 41：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

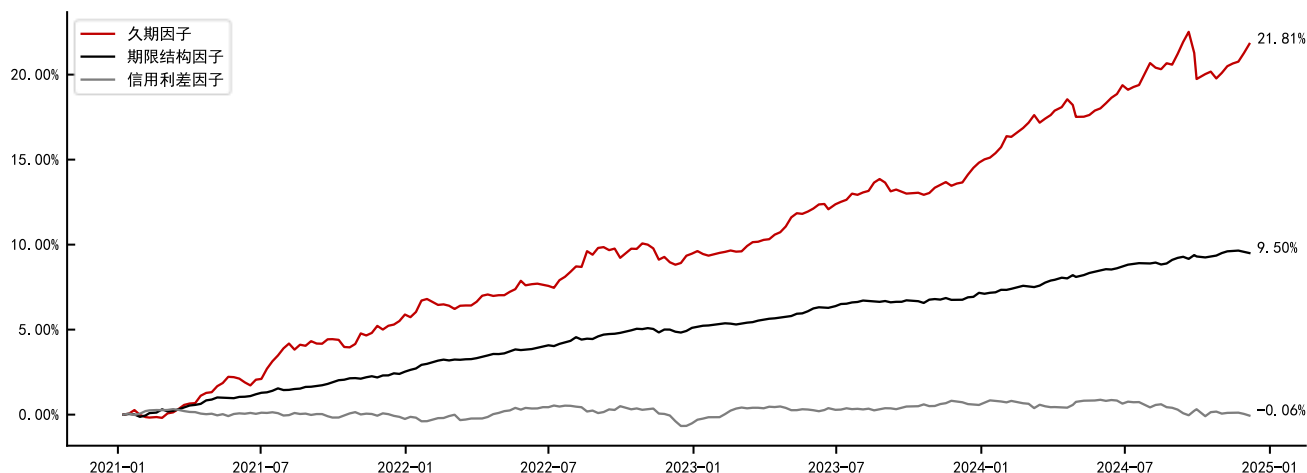
图表 43：IF 当季合约历年累计对冲成本



资料来源：Wind 中信期货研究所



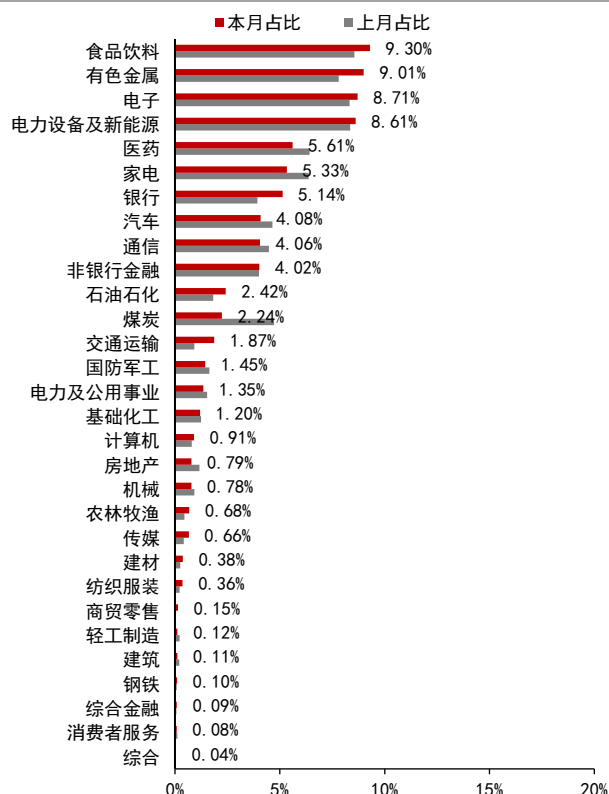
图表 44：久期因子(Level)、期限结构因子(Slope)、信用利差因子(Credit)周度表现



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。

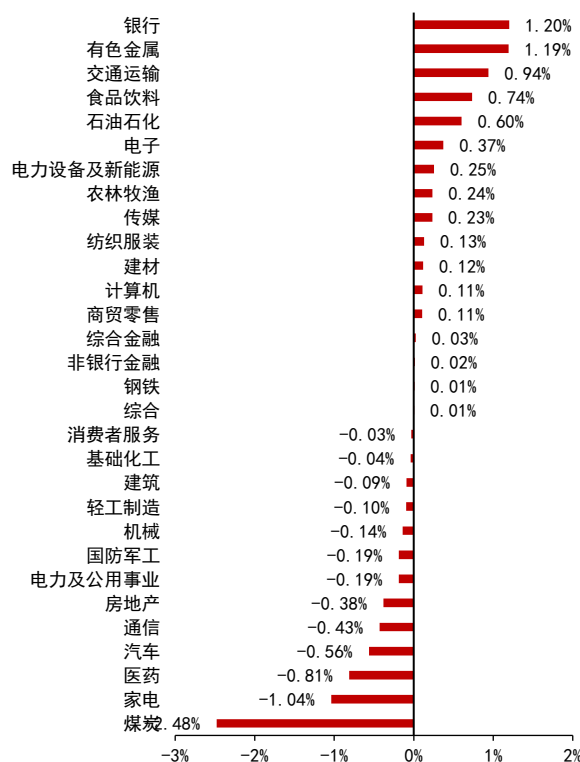
图表 45：公募基金配置中信一级行业占比



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。

图表 46：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

## 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（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>