

2025 年 02 月 13 日

证券研究报告 | 金融工程月报

当前是否是中性策略止盈的好时机？

策略环境跟踪月报(2025 年 2 月期)

分析师：李亭函

分析师登记编码：S0890519080001

电话：021-20321017

邮箱：litinghan@cnhbstock.com

分析师：柏逸凡

分析师登记编码：S0890524100001

电话：021-20321081

邮箱：baiyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《量化舒适期，指数增强超额收益显著——策略环境跟踪月报（2025 年 1 月期）》
2025-01-15

2、《市场成交活跃，Alpha 策略收益修复——策略环境跟踪月报》2024-12-10

3、《市场热点集中，指数增强未能跑赢指数——策略环境跟踪月报》2024-11-13

4、《市场快速上涨之后，量化产品如何布局？——策略环境跟踪月报》2024-10-17

投资要点

④ 本月报统计时间为 2025.01.01 至 2025.01.31。

④ 权益市场方面，1 月上旬资本市场风险偏好季节性偏弱，但中下旬经济数据公布以及各类支持性政策带动情绪小幅回升；特朗普上任后对华关税政策逐步明朗，进一步推动风险偏好改善。2025 年 1 月，A 股先跌后涨，市场信心有所修复，但截至 1 月末仍未能收复月初下跌带来的跌幅。市场短期调整后，中小盘科技成长方向成为市场的热点，小盘指数强于大盘指数。全月来看，市场涨跌不一，相关指数产生一定分化。

④ 商品市场方面，商品市场方面，1 月份商品市场反弹明显，能化方面，拜登 1 月 6 日发布行政令，永久禁止在大西洋和太平洋部分海域开发油气，同时特朗普上台后地缘政治冲突加剧，推动原油价格上涨；黑色方面，钢材市场供需关系仍旧偏弱，但市场博弈节后需求预期以及政策预期，带动黑色震荡走强；贵金属方面，特朗普上台后开始推行加征关税等政策，引发市场对贸易摩擦和通胀预期的担忧，进而推升市场对于抗通胀资产的需求。

④ 从环境因子来看，权益市场方面，1 月下旬，Deepseek R1 模型推出带动国内市场风险偏好上升，风格上略微偏向小盘以及成长风格，且风格波动较低，整体风格走势稳定；市场结构方面，行业收益离散度有所下降，但行业轮动速度较快，个股成交集中度以及行业成交集中度处于历史极值也表明当前市场热点较为集中；市场活跃度方面，市场波动与上期持平，而市场换手率尽管仍在下降但仍处于历史正常区间，市场成交依旧火热。我们认为，当前市场环境仍旧适合量化策略发挥，但相比 2024 年末的市场环境来说热点集中对于分散选股的 alpha 策略不利，因此超额收益或将有所降低，但市场的风格以及活跃度仍旧确保了超额收益的下限，而考虑到对冲端股指期货当前处于轻微升水状态，对市场中性策略来说，后续超额收益的下降以及对冲端升贴水的回归，使得中性策略收益在短期造成扰动，此外，外部环境的扰动，包括两会的政策博弈以及海外的不稳定性也将对权益市场造成影响，当前或将是止盈离场的好时机，而对于指增策略来说，如果看好未来权益市场的走势，在当前市场环境仍旧尚可的情况下，不妨继续持有，等待市场继续上行。

④ 从环境因子来看，商品市场方面，1 月份市场环境整体有所改善。具体来看，市场波动率从低位回升，部分板块流动性表现尚可，成交集中度下降利好分散投资的量化 CTA 策略，且基差动量指标上升，套利机会增加。由此，整体来看，尽管当前趋势性行情仍未到来，量化趋势类策略，尤其是中长周期趋势类策略仍然需等待商品大周期的开启，但短期内套利策略收益将有所回暖。

④ 公募指数增强产品方面：沪深 300 指数月度涨幅变化-2.99%，严格约束类月度超额收益 1.04%，smartBeta 类月度超额收益 1.11%，轮动类月度超额收益 1.29%。中证 500 指数月度涨幅-2.38%，严格约束类月度超额收益 1.67%，

smartBeta 类月度超额收益 1.75%，轮动类月度超额收益 1.41%。中证 1000 指数月度涨幅-1.87%，严格约束类月度超额收益 1.16%，smartBeta 类月度超额收益 2.46%，轮动类月度超额收益 1.67%。

⊕ **风险提示：**本报告根据历史公开数据及定期报告整理，存在失效风险，不代表对基金未来资产配置情况的预测，不构成投资建议；基金的过往业绩及基金经理管理其他产品的历史业绩不代表未来表现；报告研究依赖数据可靠性、研究假设和估算方法，结果可能存在偏差。市场有风险，投资需谨慎。

内容目录

1. 市场行情回顾.....	5
2. 市场环境因子跟踪.....	5
2.1. 权益市场.....	7
2.1.1. 市场风格.....	7
2.1.2. 市场风格波动.....	7
2.1.3. 市场行业结构.....	8
2.1.4. 市场交易集中度.....	9
2.1.5. 市场交易结构跟踪.....	10
2.1.6. 市场活跃度.....	10
2.1.7. 公募持仓集中度.....	12
2.2. 期货市场.....	12
2.2.1. 趋势强度.....	12
2.2.2. 商品市场成交活跃度.....	13
2.2.3. 商品市场流动性.....	14
2.2.4. 商品市场交易结构.....	14
2.2.5. 商品市场期限结构.....	15
2.2.6. 股指期货升贴水率.....	16
3. 量化产品表现回顾.....	17
3.1.1. 公募量化业绩统计.....	17
3.1.2. 沪深 300 指数增强产品业绩统计.....	17
3.1.3. 中证 500 指数增强产品业绩统计.....	18
3.1.4. 中证 1000 指数增强产品业绩统计.....	19
3.1.5. 公募指增展望.....	20
4. 风险提示.....	20

图表目录

图 1: 市场风格走势跟踪.....	7
图 2: 市场风格波动跟踪.....	8
图 3: 市场行业结构跟踪.....	9
图 4: 市场交易集中度跟踪.....	9
图 5: 市场主要指数结构跟踪.....	10
图 6: 市场波动率跟踪.....	11
图 7: 市场换手率跟踪.....	11
图 8: 公募基金持仓集中度跟踪.....	12
图 9: 商品指数趋势强度.....	13
图 10: 商品指数波动率情况.....	13
图 11: 商品指数流动性情况.....	14
图 12: 商品市场交易结构.....	15
图 13: 商品市场基差动量.....	16
图 14: 股指期货升贴水率情况.....	16
图 15: 沪深 300 指数增强策略指数超额收益净值曲线.....	17
图 16: 中证 500 指数策略指数超额收益净值曲线.....	18
图 17: 中证 1000 指数策略指数超额收益净值曲线.....	19

表 1: 主要市场行情概览.....	5
表 2: 商品市场行情概览.....	5
表 3: 权益市场中观环境因子汇总.....	6
表 4: 商品市场中观环境因子汇总.....	6
表 5: 沪深 300 指数增强分类指数超额收益业绩统计.....	17
表 6: 中证 500 指数策略分类指数超额收益业绩统计.....	18
表 7: 中证 1000 指数策略分类指数超额收益业绩统计.....	19

1. 市场行情回顾

本报统计时间为 2025.01.01 至 2025.01.31。

2025 年 1 月，权益市场月初急速探底后逐步回升；商品市场出现反弹。

权益市场方面，1 月上旬资本市场风险偏好季节性偏弱，但中下旬经济数据公布以及各类支持性政策带动情绪小幅回升；特朗普上任后对华关税政策逐步明朗，进一步推动风险偏好改善。2025 年 1 月，A 股先跌后涨，市场信心有所修复，但截至 1 月末仍未能收复月初下跌带来的跌幅。市场短期调整后，中小盘科技成长方向成为市场的热点，小盘指数强于大盘指数。全月来看，市场涨跌不一，相关指数产生一定分化。

商品市场方面，1 月份商品市场反弹明显，能化方面，拜登 1 月 6 日发布行政令，永久禁止在大西洋和太平洋部分海域开发油气，同时特朗普上台后地缘政治冲突加剧，推动原油价格上涨；黑色方面，钢材市场供需关系仍旧偏弱，但市场博弈节后需求预期以及政策预期，带动黑色震荡走强；贵金属方面，特朗普上台后开始推行加征关税等政策，引发市场对贸易摩擦和通胀预期的担忧，进而推升市场对于抗通胀资产的需求。

表 1：主要市场行情概览

	2025 年以来涨跌幅	1 月涨跌幅
上证 50	-3.77%	-3.77%
沪深 300	-2.99%	-2.99%
中证 500	-2.38%	-2.38%
中证 800	-2.84%	-2.84%
中证 1000	-1.87%	-1.87%
中证 2000	-1.08%	-1.08%
华证微盘	-0.09%	-0.09%
创业板指	-3.63%	-3.63%
科创 50	-3.42%	-3.42%
高市盈率指数	-2.24%	-2.24%
低市盈率指数	-1.44%	-1.44%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 2：商品市场行情概览

	2025 年以来涨跌幅	1 月涨跌幅
南华商品	2.54%	2.54%
南华农产品	0.60%	0.60%
南华能化	2.41%	2.41%
南华有色金属	0.34%	0.34%
南华黑色	2.37%	2.37%
南华贵金属	3.86%	3.86%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 市场环境因子跟踪

本文通过对基础资产市场的环境因子进行追踪，深入剖析市场结构，旨在让投资者更加了解市场，寻找市场中的交易机会，从而对各类衍生策略的投资机会进行把握。

权益市场方面，1月下旬，Deepseek R1 模型推出带动国内市场风险偏好上升，风格上略微偏向小盘以及成长风格，且风格波动较低，整体风格走势稳定；市场结构方面，行业收益离散度有所下降，但行业轮动速度较快，个股成交集中度以及行业成交集中度处于历史极值也表明当前市场热点较为集中；市场活跃度方面，市场波动与上期持平，而市场换手率尽管仍在下降但仍处于历史正常区间，市场成交仍旧火热。我们认为，当前市场环境仍旧适合量化策略发挥，但相比 2024 年末的市场环境来说热点集中对于分散选股的 alpha 策略不利，因此超额收益或将有所降低，但市场的风格以及活跃度仍旧确保了超额收益的下限，而考虑到对冲端股指期货当前处于轻微升水状态，对市场中性策略来说，后续超额收益的下降以及对冲端升贴水的回归，使得中性策略收益在短期造成扰动，此外，外部环境的扰动，包括两会的政策博弈以及海外的不稳定性也将对权益市场造成影响，当前或将是止盈离场的好时机，而对于指增策略来说，如果看好未来权益市场的走势，在当前市场环境仍旧尚可的情况下，不妨继续持有，等待市场继续上行。

表 3：权益市场中观环境因子汇总

	中观因子	1 月简评
市场风格	大小盘风格	风格略微偏向小盘
	价值成长风格	风格转向成长
	大小盘风格波动	大小盘风格波动降低
	价值成长风格波动	价值成长风格波动降低
市场结构	行业指数超额收益离散度	行业收益离散度下降
	行业轮动度量	行业轮动速度上升
	前 100 个股成交额占比	个股成交集中度上升至历史高点
	前 5 行业成交额占比	行业成交集中度上升至历史高点
	成分股上涨比例	各宽基指数成分股上涨比例 继续下降
	公募持仓集中度	公募持仓集中度较第三季度略有上升
市场活跃度	指数波动率	市场波动率维持
	指数换手率	市场换手率下降

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

商品市场方面，1 月份市场环境整体有所改善。具体来看，市场波动率从低位回升，部分板块流动性表现尚可，成交集中度下降利好分散投资的量化 CTA 策略，且基差动量指标上升，套利机会增加。由此，整体来看，尽管当前趋势性行情仍未到来，量化趋势类策略，尤其是中长周期趋势类策略仍然需等待商品大周期的开启，但短期内套利策略收益将有所回暖。

表 4：商品市场中观环境因子汇总

	中观因子	1 月简评
商品期货	趋势强度	商品板块趋势强度有所上升，但上升幅度有一定分化
	成交活跃度	各商品指数波动率从低点上升
	市场流动性	各板块的流动性表现分化
	交易结构	成交集中度下降，轮动速度下降
	期限结构	基差动量上升，套利机会增加
股指期货	升贴水率	升水至轻度贴水状态

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

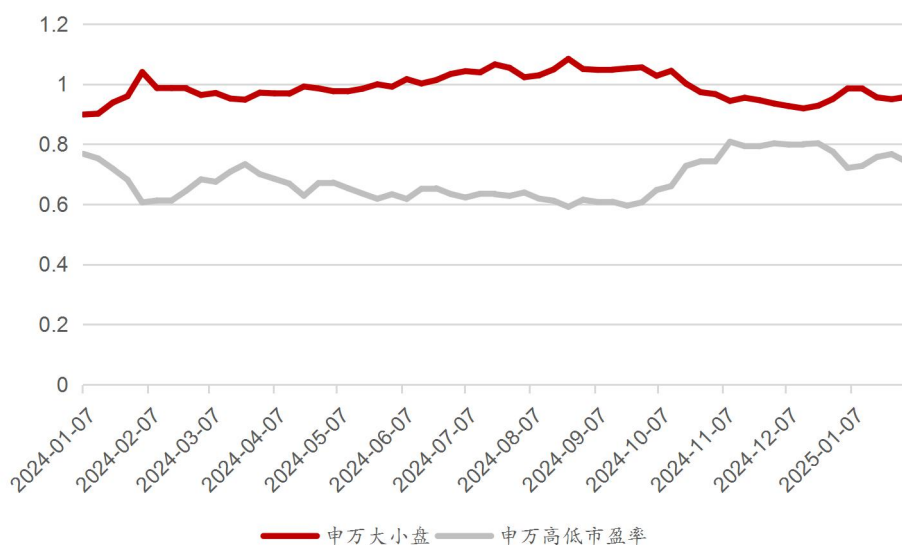
2.1. 权益市场

2.1.1. 市场风格

本文对于风格的跟踪，主要跟踪大小盘风格以及价值成长风格，采用申万大盘和申万小盘指数相对强弱指数代表大小盘风格的变化，申万低市盈率与申万高市盈率相对强弱指数代表价值成长风格的变化。历史上来看，量化策略在小盘、成长风格占优时收益更显著。

当前来看，进入1月份，市场偏向小盘风格，而月末大小盘风格则较为均衡，价值成长风格方面，在月初更偏向成长风格，而在月末更偏向价值风格。对于量化策略来说，当前市场环境仍旧适合量化模型发挥。

图 1：市场风格走势跟踪



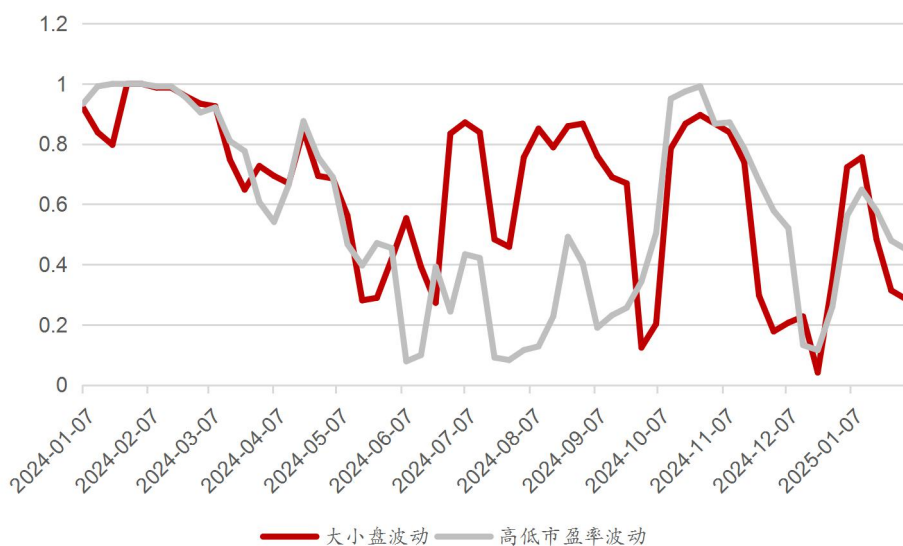
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.1.2. 市场风格波动

市场风格波动往往意味着市场风格即将发生切换。本文通过对风格强弱指数的波动情况进行跟踪，从而研判当前市场风格的稳定程度，当市场风格较为稳定时，当前表现较好的策略有望继续保持，而当市场风格波动增大时，则需要警惕当前策略对于市场风格转变后的适应程度。这里我们采用风格强弱指数过去一个月的标准差代表风格的波动，为了度量波动的情况，计算过去3年的历史分位数，从而清晰判断当前处于高波还是低波，当处于高波时说明近期风格切换。历史上来看，当市场风格处于高波阶段时，量化策略往往表现不佳。

当前来看，进入2025年，大小盘风格波动及价值成长风格波动经历了快速切换后进入了较为稳定的区间，风格不确定性降低。总体来看，当前较为稳定的风格对于量化模型相对利好，量化策略有望获取较高收益。

图 2：市场风格波动跟踪



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.1.3. 市场行业结构

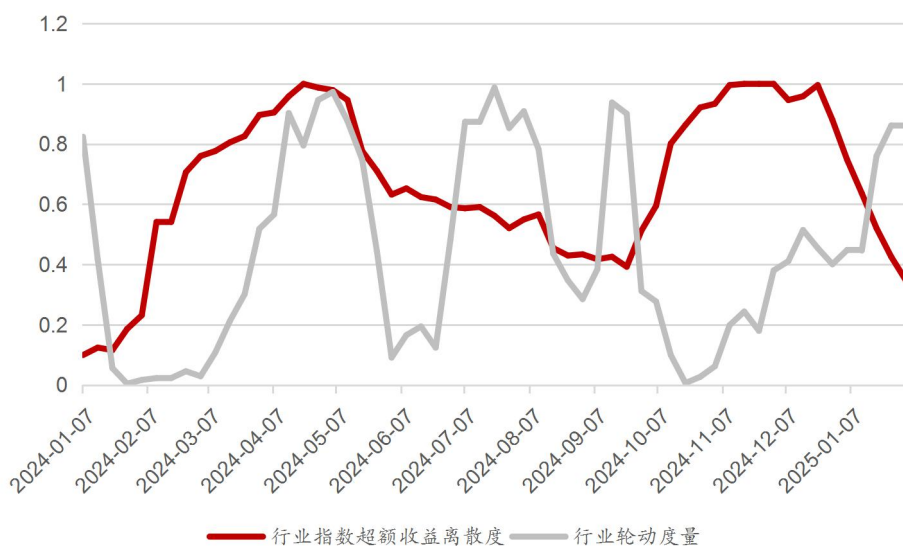
本文通过对行业收益离散情况以及行业轮动速度进行度量。

行业收益率离散度方面，采用行业收益的离散度，同样计算中信 30 个一级行业收益率的截面标准差，然后通过计算过去 3 年的历史分位数，当高于 80%分位数划分为高区间，低于 20%划分为低区间，其他处于正常区间。历史上来看，当个股收益离散度越高，行业收益离散度越高，市场热点越分散，量化策略表现更优。

行业轮动方面，首先计算每日中信 30 个一级行业日收益率，计算每日排名前十的行业与上一日收益排名前十的行业变动比例，当行业轮动加快时，数值为 1，当行业稳定时，数值接近 0。由于数值变动较为剧烈，指标采用过去 120 个交易日进行平滑，作为行业轮动速度的代表。然后通过计算过去 3 年的历史分位数，当高于 80%分位数划分为高区间段，低于 20%划分为低区间段，其他处于正常区间段，以此来进行统计。从历史上看，当行业轮动速度较快时，量化策略表现更优。

当前来看，行业指数超额收益离散度方面，进入新年后收益离散度快速降低，市场分化水平降低。而行业轮动方面，新年依赖行业轮动速度重新上升至历史高点，轮动速度较快。当前行业间差别不大，市场热点切换速度较快，对于分散选股的量化策略来说是利好。

图 3：市场行业结构跟踪



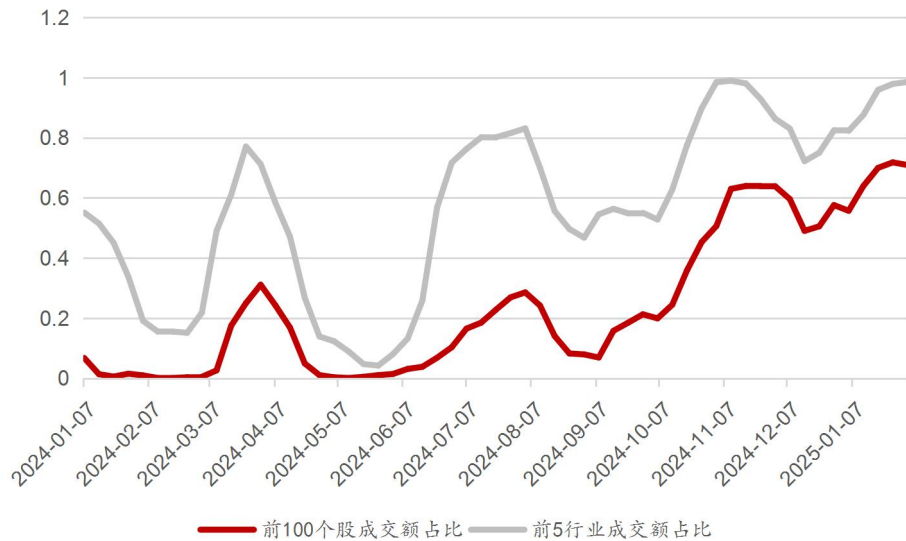
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.1.4. 市场交易集中度

市场交易集中度会显著影响选股收益水平。本文采用成交额指标进行度量，分别计算个股和行业成交集中度。对于个股成交集中度，通过计算全市场每日成交前 100 个股占全市场交易额占比，采用 10 日的移动平均作为平滑，然后计算过去 3 年的历史分位数，将高于 80% 分位数划为高区间，低于 20% 划分为低区间，其他处于正常区间，以此来进行分析。对于行业交易集中度，通过计算每日全市场成交前 5 名的行业占市场成交额的占比，之后采用 10 日的移动平均作为平滑，然后计算过去 3 年的历史分位数，将高于 80% 分位数划为高区间，低于 20% 划分为低区间，其他处于正常区间，以此来进行分析。从历史上看，在集中度过高的情况下，量化策略往往难以做出较高收益。

当前来看，1 月份行业成交额与个股成交额占比均大幅上升，其中行业成交额占比上升至历史极值，结构性市场特点显露无遗。但对于量化策略来说，成交集中度越高，对于分散投资的量化策略越不利，量化策略或将难以获得超过指数的超额收益。

图 4：市场交易集中度跟踪



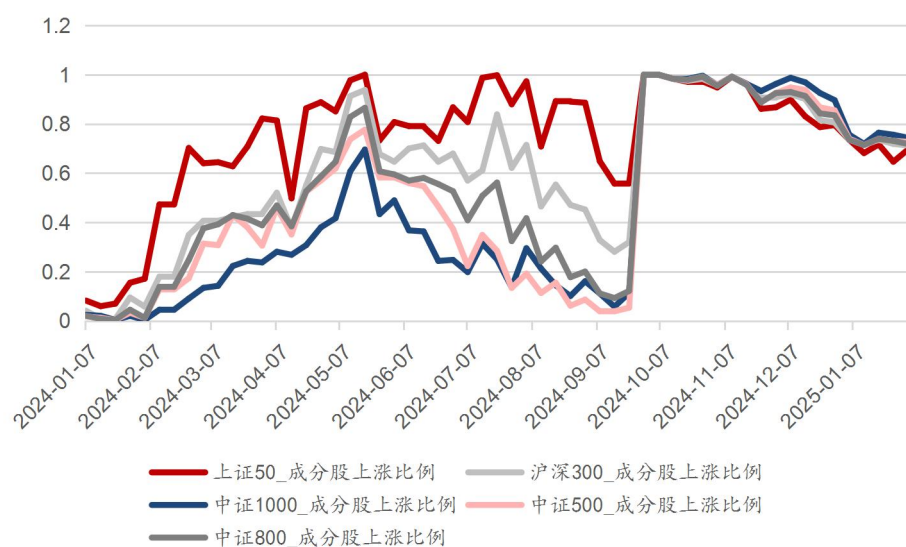
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.1.5. 市场交易结构跟踪

对于量化策略来说，多数量化策略以获取超额收益为目标，因此对于基准的锚定非常重要，市场中较为常见的基准指数为沪深 300、中证 500、中证 1000，因此我们通过统计指数成分股相对跑赢指数的比例对指数的结构进行跟踪。采用 10 日的移动平均作为平滑，然后计算过去 3 年的历史分位数，将高于 80% 分位数划为高区间，低于 20% 划分为低区间，其他处于正常区间，以此来进行分析。从历史数据来看，当成分股上涨比例较低时，量化策略往往有较好的表现，当成分股上涨比例较高时，量化策略往往表现不佳。

当前来看，宽基指数中的个股上涨比例仍处于持续下降的过程，表明出当前市场指数并不强势，指数增强策略相对跑赢指数的难度较低。

图 5：市场主要指数结构跟踪



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.1.6. 市场活跃度

量化策略更青睐活跃度较高的市场。本文通过市场换手率和波动率来度量当前市场的活跃

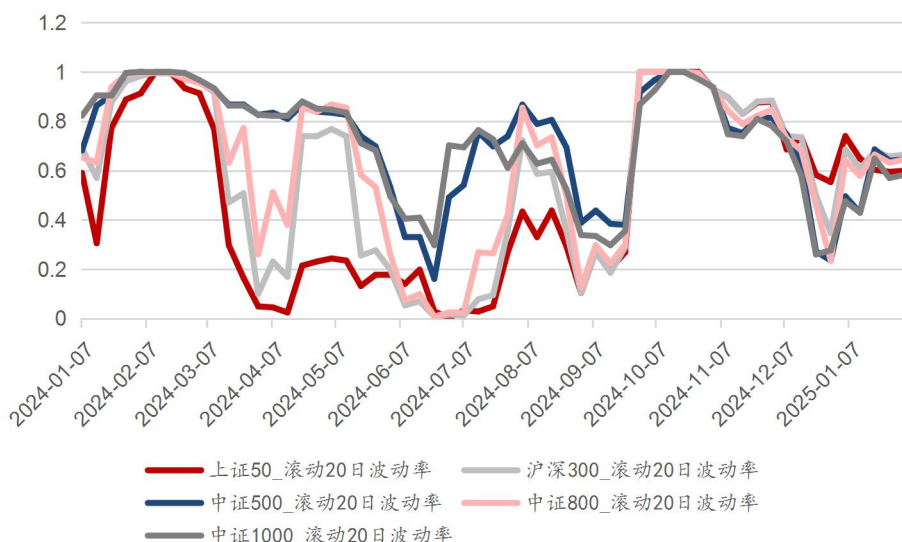
度情况。

对于换手率指标，首先分别计算上证 50、沪深 300、中证 500 以及中证 1000 的换手率情况，采用 20 日的移动平均作为平滑，然后计算过去 1 年的历史分位数，当高于 80%分位数划分为高区间，低于 20%划分为低区间，其他处于正常区间，以此来进行分析。

对于波动率指标，首先计算上述指数过去 20 个交易日的波动率，然后通过计算过去 1 年的历史分位数，当高于 80%分位数划分为高区间，低于 20%划分为低区间，其他处于正常区间。历史上来看，在高换手率、高波情况下，量化策略收益更明显。

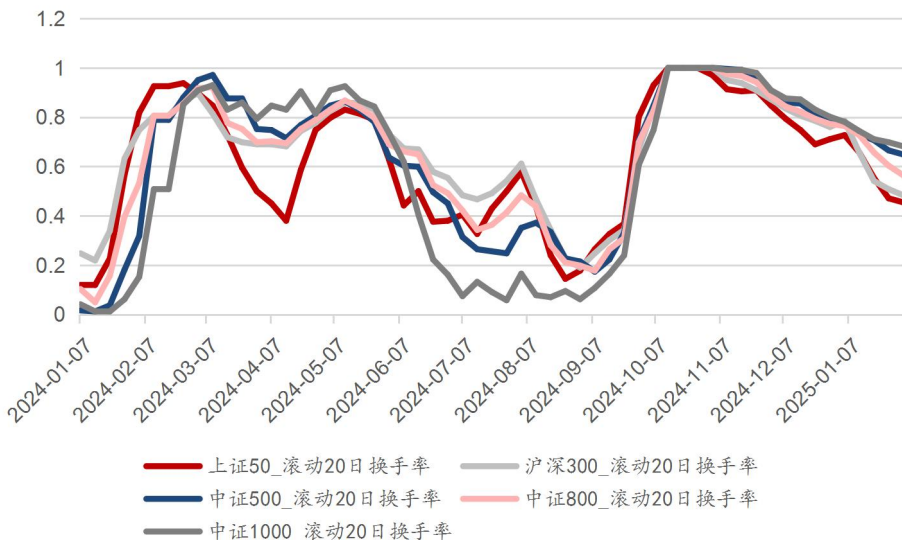
当前来看，市场波动在 2024 年 12 月末触底反弹后在 1 月维持在历史正常水平，而市场换手率则在 9 月末达到高点后随时间不断降低。对于量化模型来说，市场活跃度代表交易机会的增加，当前市场整体波动并不低，同时尽管换手率处于不断下降的过程，但也仍处于历史正常水平，市场活跃度对于量化策略收益的负向影响较为有限。

图 6：市场波动率跟踪



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 7：市场换手率跟踪



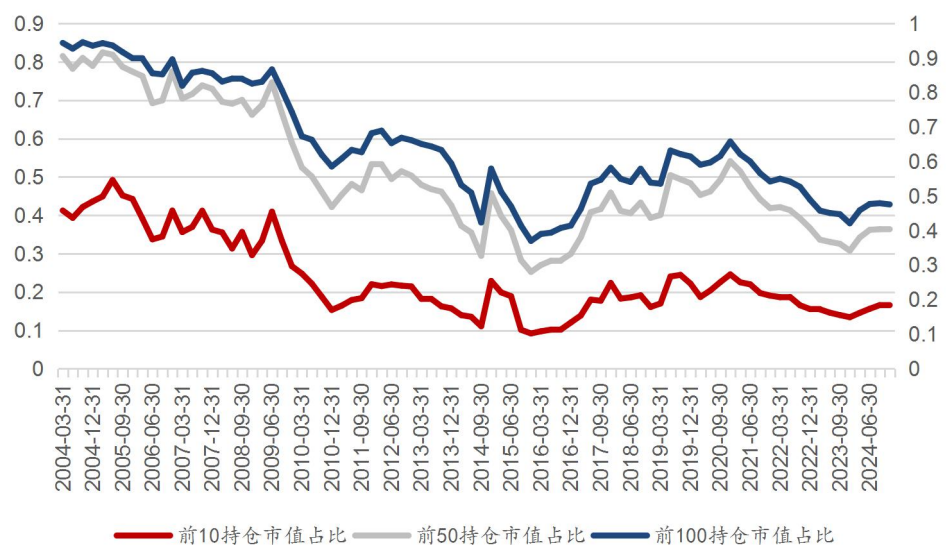
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.1.7. 公募持仓集中度

截至 2025 年 1 月 31 日，2024 年公募基金四季报全部披露完毕，我们通过统计报告期内的公募基金全部重仓股票市值，从大到小对各股票进行排序，以此来统计当前公募基金抱团度。从历史统计数据来看，当公募基金抱团集中度较高时，量化策略表现较为一般，而当公募抱团集中度较低时，量化策略表现较好，获取超额收益的能力更强。

2024 年四季度，公募基金持仓集中度整体有所上升，但整体变化仍旧不大，从历史数据上来看，当公募持仓抱团度较高时，往往大盘风格表现较为强势，而公募抱团度维持均衡则意味着当前市场风格长期来看偏向均衡，对于量化策略来说仍旧是不错的外部环境。

图 8：公募基金持仓集中度跟踪



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2. 期货市场

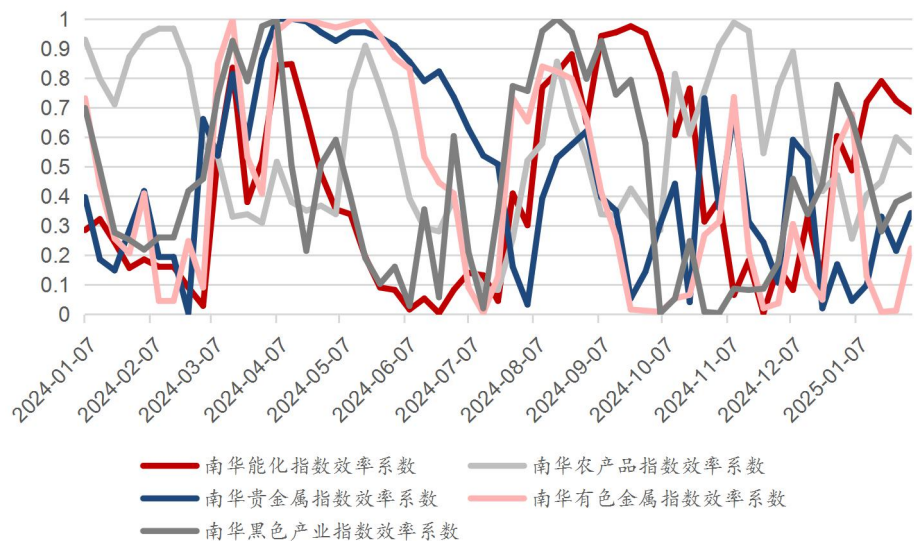
2.2.1. 趋势强度

我们采用考夫曼价格效率系数进行商品市场的趋势强度跟踪，考夫曼价格效率系数建立在市场移动的方向以及市场噪声量的基础之上，如果价格朝一个方向行进，每天的收盘价变化与总的价格变化趋同，则称为高效率，而如果收盘价变化震荡运行，每天的收盘价变化相互抵消，则称为低效率。假设考夫曼效率系数在 0~1 之间，将一定时期内的价格变化绝对值作为分子，将一定时期内的每天的价格变化绝对值总和作为分母，两者相除即得到考夫曼价格效率系数，一般考夫曼价格效率系数越高，说明市场趋势强度越明显，考夫曼价格效率系数越低，说明市场趋势强度不明显，呈现震荡走势。本文采用 20 日的移动平均作为平滑，计算商品市场考夫曼效率系数。之后计算效率系数在过去三年的历史分位数，将高于 80% 分位数设置为高波区间，将低于 20% 分位数设置为低波区间，其余处于正常区间。

进入新年以来，南华商品指数涨幅明显，各商品指数均有不同程度上涨，而从趋势强度来看，农产品指数以及能化指数趋势强度较高，而其他各板块效率系数则先从降再升，趋势性在

月末也都有所增加。整体来看，本月商品市场经历了一波上涨，但是否进入趋势性行情还有待观察，可适当关注商品趋势跟踪策略，耐心等待趋势的形成。

图 9：商品指数趋势强度



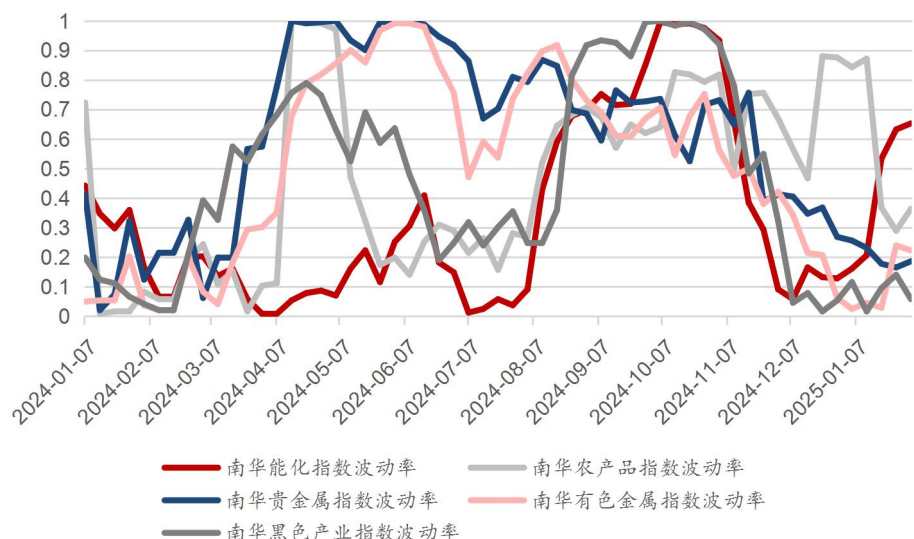
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2.2. 商品市场成交活跃度

本文主要通过南华商品指数波动率与南华商品指数持仓量对商品市场成交活跃度进行跟踪。商品波动率是市场成交活跃度的重要衡量指标之一，采用南华商品指数波动率衡量市场成交活跃度情况，计算波动率过去三年的历史分位数，将高于 80% 分位数设置为高波区间，将低于 20% 分位数设置为低波区间，其余处于正常区间。从历史数据上看，当波动率处于较高水平时，量化 CTA 策略表现优异，当波动率处于较低水平时，策略表现不佳。

新年以来，除农产品板块外，各商品指数波动率从 12 月的低点迅速回升，其中南华能化指数波动率上升较多，而农产品作为年前具有一定机会的板块，在 1 月份波动率快速下降，总体来看，当前市场波动重回正轨，对较为依赖波动的量化 CTA 策略较为有利。

图 10：商品指数波动率情况



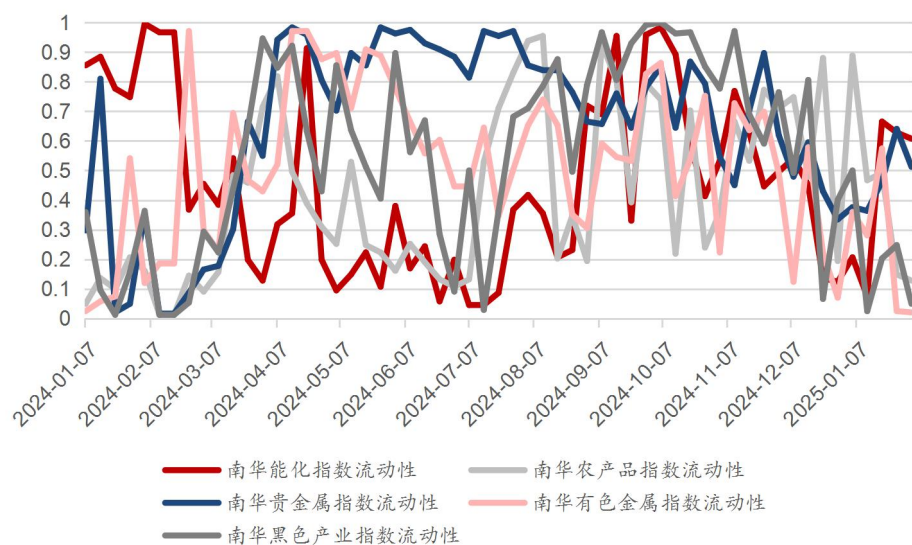
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2.3. 商品市场流动性

首先我们计算商品主力合约每日成交量与持仓量的比值，采用 20 日的移动平均作为平滑，之后计算该指标近一年的历史分位数排名，将高于 80%分位划分为高区间段，低于 20%分位数划分为低区间段，其他处于正常区间段，以此来进行统计。从历史数据上看，对于量化 CTA 策略来说，当市场投机度处于较高区间段时，策略表现更为优异，当市场投机度处于低位时，往往表现不佳。

新年以来，南华商品指数各板块流动性均有提升，结合市场波动状况来看，当前量化套利类策略收益有望重回正轨，但仍需关注当前的市场环境是否是可持续的。

图 11：商品指数流动性情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2.4. 商品市场交易结构

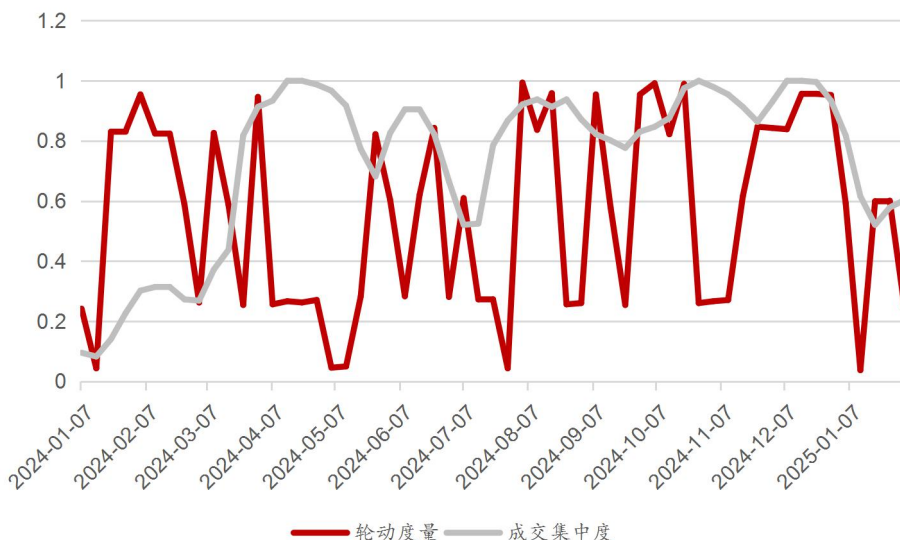
本文通过品种与板块的成交额来度量成交集中情况。通过计算全市场商品每日成交前 10 品种占全市场交易额占比，采用 20 日平均作为平滑，然后计算该指标近一年的历史分位数排名，将高于 80%分位划分为高区间段，低于 20%分位数划分为低区间段，其他处于正常区间段，以此来进行统计。分数越高，说明当前市场成交越集中，分数越低，说明当前市场成交越分散。从统计结果上看，对于量化 CTA 策略来说，当市场成交集中度分散时，策略收益更高，胜率跟高且稳定性更强，当市场成交较为集中时，策略收益更低，胜率以及稳定性也下降。

商品的轮动速度也会影响量化趋势策略的表现。当轮动速度较慢时，说明部分品种出现长久的趋势性行情，对量化趋势策略有利。对于轮动指标的构建，首先计算每个品种的日收益率，基于商品市场可以做空的交易机制，我们计算每日涨幅排名前 10 与跌幅排名前 10 的品种与上一日涨幅排名前 10 与跌幅排名前 10 的变动比例，当轮动速度加快时，数值为 1，当品种表现较为稳定时，数值接近 0，然后计算该指标近一年的历史分位数排名，将高于 80%分位划分为高区间段，低于 20%分位数划分为低区间段，其他处于正常区间段，以此来进行统计。一般来说，当市场轮动速度较慢时，市场行情延续性较强，量化 CTA 策略收益更高，收益更高且更加稳定，当轮动速度较快时，策略在收益、胜率及稳定性上均不具有优势。

进入 2025 年，商品市场整体轮动速度有所下降，反映出当前商品市场行情延续性较好；

成交集中度方面，进入 2025 年，市场成交集中度明显下降，资金均匀分散在各板块中，对于分散投资的量化策略较为有利。

图 12：商品市场交易结构



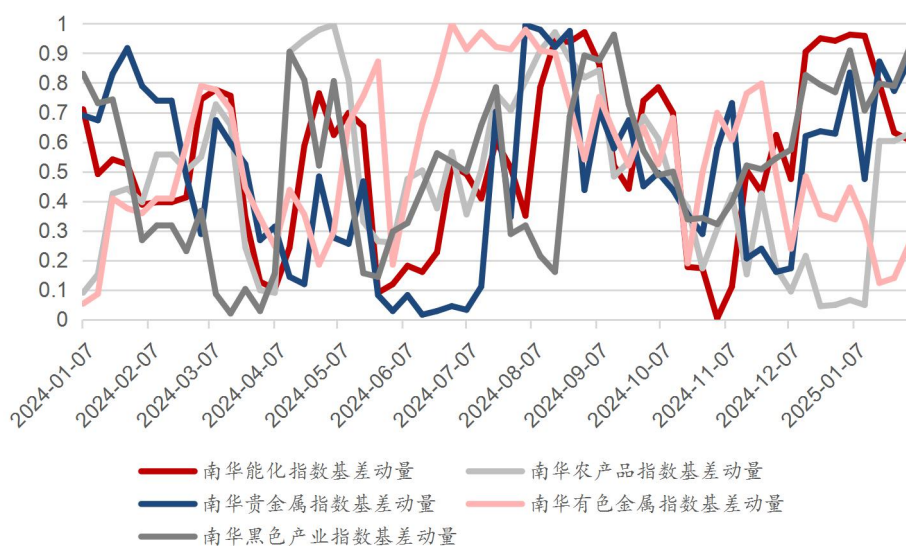
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2.5. 商品市场期限结构

在商品市场中，量化 CTA 策略对于期限结构的变化非常敏感，本文通过基差动量来展现期限结构斜率的变化。基差动量一般定义为近月合约过去一段时间的涨跌幅减去远月合约过去一段时间的涨跌幅。当基差动量较高时，表明近月合约走势强于远月合约，此时套利者将会进入使得价差回归正常水平，获得价差回归的收益。对于基差动量的指标，首先计算每个品种的基差动量，之后根据近 20 日平均成交额进行加权，并采用 20 日的移动平均作为平滑，之后计算该指标近一年的历史分位数排名，将高于 80%分位划分为高区间段，低于 20%分位数划分为低区间段，其他处于正常区间段，以此来统计。当基差动量处于高位时，量化 CTA 策略收益表现更好，胜率以及稳定性上也具有更好的表现，当基差动量处于低位时，策略收益表现不佳，胜率也有所下降。

2025 年，商品市场各板块基差动量均有所上升，其中黑色板块、贵金属板块基差动量上升至历史高点，农产品板块基差动量也有一定上升，能化板块基差动量有一定下降但仍维持在正常水平，有色金属板块基差动量从低位回升。总的来看，当前市场套利机会相对来说有所增加，对于分散配置的量化套利策略来说将有望获得较多收益。

图 13：商品市场基差动量



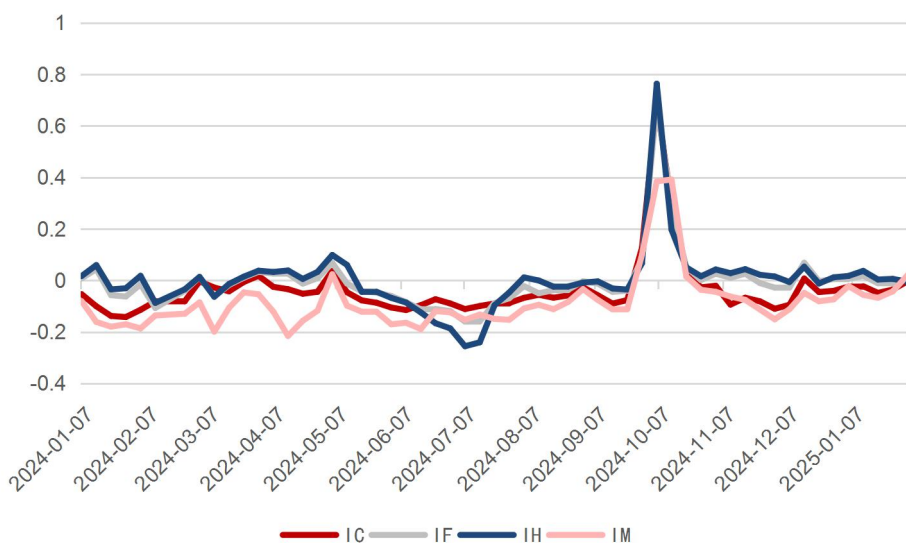
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2.6. 股指期货升贴水率

我们通过计算 IF、IC、IH 升贴水情况，衡量当前市场中性策略的对冲成本。当股指期货处于贴水状态时，代表着进行对冲操作时需要付出一定的成本，而股指期货处于升水时，进行对冲操作反而能获得一定收益。

2025 年 1 月，股指期货升贴水率总体维持平稳，其中 IM 小幅升水，为股指期货对冲端减少一定成本，短期来看，当前市场升贴水率总体维持平稳，轻微升水将为中性策略带来基差回归的收益，长期来看市场中性策略对冲端成本较为可控。

图 14：股指期货升贴水率情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 量化产品表现回顾

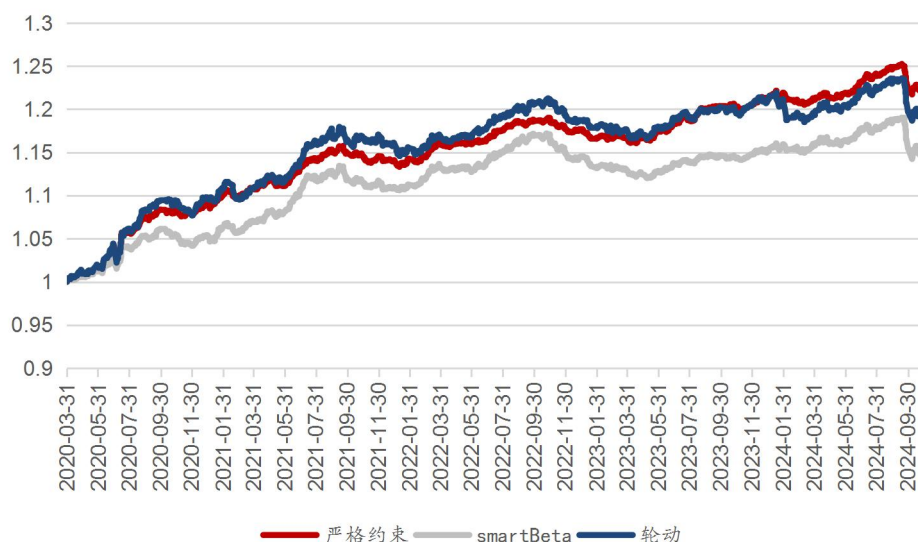
3.1.1. 公募量化业绩统计

在公募量化方面，我们进行了如下划分，首先根据基准指数的不同分为沪深 300 指数增强产品、中证 500 指数增强产品以及中证 1000 指数增强产品，按照基准进行分类后，利用每一只基金的持仓数据，我们基于指增基金在行业和风格上较跟踪指数偏离度，以及偏离度的变动情况，将指增基金划分为严格约束型、SmartBeta 型和轮动型三类，来细分不同投资策略的指增基金。其中严格约束型是指在行业和风格配置上较基准偏离较少的指增基金，SmartBeta 型是指在行业和风格配置上较基准偏离较多，且偏离的变化相对较为稳定的指增基金，轮动型指的是在行业和风格配置上较基准偏离较多，且偏离值频繁变动的指增基金。

3.1.2. 沪深 300 指数增强产品业绩统计

1 月，在公募基金沪深 300 指数增强产品中，沪深 300 指数月度涨幅变化-2.99%，严格约束类月度超额收益 1.04%，smartBeta 类月度超额收益 1.11%，轮动类月度超额收益 1.29%。

图 15：沪深 300 指数增强策略指数超额收益净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 5：沪深 300 指数增强分类指数超额收益业绩统计

	严格约束	smartBeta	轮动
累计收益率	23.22%	16.05%	20.81%
最大回撤	-3.43%	-4.70%	-4.87%
年化收益率	4.40%	3.12%	3.98%
年化波动率	1.89%	2.36%	2.82%
滚动 1 年平均最大回撤	-1.74%	-2.50%	-2.82%
滚动 1 年平均波动率	1.76%	2.19%	2.66%
Calmar 比率	2.53	1.25	1.41
滚动 1 年平均收益率	3.76%	2.94%	3.24%
滚动 1 年最大收益率	10.96%	9.24%	11.76%
滚动 1 年最小收益率	0.09%	-2.35%	-1.96%

	严格约束	smartBeta	轮动
滚动 1 年胜率	100.00%	76.26%	84.75%
夏普比率	1.54	0.69	0.88
最大连续上涨天数	12	13	10
最大连续下跌天数	6	8	9
日胜率	60.75%	58.53%	57.59%

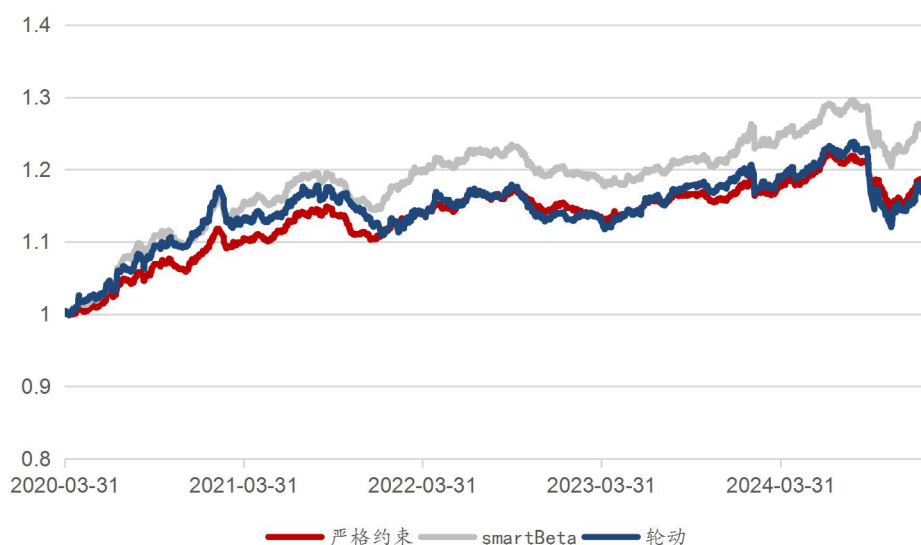
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：超额收益统计时间为 2020.04.01 至 2025.01.31，下同

3.1.3. 中证 500 指数增强产品业绩统计

1 月，在公募基金中证 500 指数增强产品中，中证 500 指数月度涨幅-2.38%，严格约束类月度超额收益 1.67%，smartBeta 类月度超额收益 1.75%，轮动类月度超额收益 1.41%。

图 16：中证 500 指数策略指数超额收益净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 6：中证 500 指数策略分类指数超额收益业绩统计

	严格约束	smartBeta	轮动
累计收益率	15.62%	22.01%	13.69%
最大回撤	-5.38%	-5.87%	-8.18%
年化收益率	3.21%	4.43%	2.83%
年化波动率	2.76%	3.41%	4.28%
滚动 1 年平均最大回撤	-2.70%	-3.54%	-4.75%
滚动 1 年平均波动率	2.57%	3.09%	3.85%
Calmar 比率	1.19	1.25	0.60
滚动 1 年平均收益率	3.36%	4.20%	3.01%
滚动 1 年最大收益率	10.52%	15.40%	13.42%
滚动 1 年最小收益率	-1.61%	-2.83%	-4.69%
滚动 1 年胜率	84.83%	82.07%	73.33%

	严格约束	smartBeta	轮动
夏普比率	0.62	0.86	0.31
最大连续上涨天数	9	8	11
最大连续下跌天数	14	13	8
日胜率	54.37%	55.18%	54.55%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.1.4. 中证 1000 指数增强产品业绩统计

1 月，在公募基金中证 1000 指数增强产品中，中证 1000 指数月度涨幅-1.87%，严格约束类月度超额收益 1.16%，smartBeta 类月度超额收益 2.46%，轮动类月度超额收益 1.67%。

图 17：中证 1000 指数策略指数超额收益净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 7：中证 1000 指数策略分类指数超额收益业绩统计

	严格约束	smartBeta	轮动
累计收益率	32.15%	30.16%	40.38%
最大回撤	-6.77%	-7.01%	-6.50%
年化收益率	6.25%	5.90%	7.66%
年化波动率	4.06%	3.97%	3.72%
滚动 1 年平均最大回撤	-1.96%	-2.79%	-2.61%
滚动 1 年平均波动率	3.81%	3.73%	3.50%
Calmar 比率	3.19	2.12	2.93
滚动 1 年平均收益率	6.19%	6.11%	9.49%
滚动 1 年最大收益率	18.59%	20.75%	14.24%
滚动 1 年最小收益率	-3.70%	-1.03%	1.18%
滚动 1 年胜率	94.02%	98.74%	100.00%
夏普比率	1.17	1.11	1.66
最大连续上涨天数	12	9	10
最大连续下跌天数	7	9	9
日胜率	56.53%	54.46%	56.17%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.1.5. 公募指增展望

结合前文的市场因子环境跟踪以及当前各指数增强产品的业绩情况，我们认为，当前各大公募指增仍然能获得较为优异的超额收益，从市场风格来看，当前市场以小盘成长风格为主，对于指增策略较为有利；从市场结构来看，当前市场成交集中度较高，或将对量化策略造成一定扰动；而从市场活跃度的角度来看，当前市场环境仍然能保持较为充足的流动性，量化策略的收益空间仍旧充足。总体来看，当前仍旧是持有指数增强型策略较好的时间点，兼具进攻性以及一定的 α 属性，且当前市场轮动速度较快，轮动类产品或 smartBeta 等进攻性较强的产品或将更值得配置。

4. 风险提示

本报告根据历史公开数据及定期报告整理，存在失效风险，不代表对基金未来资产配置情况的预测，不构成投资建议；基金的过往业绩及基金经理管理其他产品的历史业绩不代表未来表现；报告研究依赖数据可靠性、研究假设和估算方法，结果可能存在偏差。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。