



2024 年一季度私募基金业绩回顾及展望

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

黎伟

从业资格号: F0300172

投资咨询号: Z0011568

相关研究报告:

私募产品策略类型及历史表现-20230420

摘要

本文对 2024 年一季度量化策略市场环境及私募基金相关策略运行情况作了详细的介绍。一季度商品市场低波动持续, 股票市场波动明显加大, 中小微盘股遭遇了较大的流动性冲击, 大小市值在季中极度分化, 期货 CTA、量化指增、股票市场中性策略、期权策略在春季前均遭遇了较大的挑战, 接近或创出历史最大回撤, 债券策略、量化套利及主观套利类低波动策略表现相对稳健。

春节后随着市场 Alpha 及 Beta 环境的好转、商品期货趋势度的不断增强, 前期创出较大回撤的各种策略净值均出现明显修复, 宏观策略、主观 CTA 和期权策略收益最终出现了季度转正。

股票量化多头: 春季前 A 股市场恐慌情绪释放相对充分, 当前各指数估值处历史较低水平, 中期市场 Beta 环境处于不断修复进行之中, 建议标配股票量化多头策略;

市场中性策略: 市场交投活跃度提升明显, 交易集中度处于历史适中水平, 50/1000 或 300/500 比价处于近一年较高水平, 在经济仍处于弱复苏进程下, 二季度中小成长风格有望回归相对强势, 且当前 IC 对冲成本处于历史较低水平, 这对市场 Alpha 环境的修复整体相对有利。经历市场超额的大幅波动后, 各量化中性管理人预计将会更加注重风险管理, 建议适度增配股票市场中性策略。

CTA 策略: 商品期货波动率仍处于较低水平, 但部分板块趋势度有回升趋势, 期货 CTA 策略低迷持续时间已达近两年, 震荡趋势行情的周期性循环是市场客观存在的规律, 建议予以少量配置。

套利: 套利类策略长期收益整体相对稳健, 建议选择策略类型相对丰富, 收益波动与回撤控制相对较好的管理人予以标配。

债券策略: 债券类策略, 在货币政策相对宽松且地产市场仍相对偏弱的背景下, 债市下方存在支撑, 建议予以标配。

正文目录

一、一季度股市和商品市场表现.....	6 -
1.1 A股市场现“V”型走势.....	6 -
1.2 商品市场贵金属表现强势.....	6 -
二、量化策略市场环境.....	7 -
2.1 一季度股票量化市场环境.....	7 -
2.1.1 市场处于流动性危机后的修复之中.....	7 -
2.1.2 波动率先扬后抑.....	7 -
2.1.3 节前大盘价值更强，节后中小盘成长占优.....	8 -
2.1.4 全市场跑赢指数占比触及高位后再度回落.....	9 -
2.1.5 股票交易集中度相对适中.....	10 -
2.1.6 一季度市值因子对市场环境影响较大.....	10 -
2.1.7 期指基差波动对股票 Alpha 环境影响较大.....	12 -
2.2 CTA 策略量化环境触及极值后逐步好转.....	13 -
2.2.1 商品时序波动率处于低位震荡.....	13 -
2.2.2 农产品和有色趋势性逐步回升.....	13 -
2.2.3 宏观 Beta 因子表现出色.....	14 -
三、2024 年一季度私募基金发行情况.....	15 -
3.1 私募基金行业出清速度加快.....	15 -
3.2 股票策略新增产品多.....	16 -
四、一季度私募基金业绩回顾.....	16 -
4.1 市场概览.....	16 -
4.2 股票主观多头呈明显先抑后扬走势.....	17 -
4.3 量化多头整体表现不佳，市场超额出现大幅回撤.....	18 -
4.4 股票市场中性策略回撤明显.....	20 -
4.5 CTA 策略表现分化.....	20 -
4.5.1 主观 CTA 市场有逐步回暖迹象.....	20 -

4.5.2 量化 CTA 表现一般.....	21 -
4.5.3 期货中低频策略收益更优.....	22 -
4.6 套利策略收益相对稳定，期权策略遭遇挑战.....	23 -
4.7 中小规模量化管理人收益更好.....	24 -
五、总结及展望.....	25 -
联系方式.....	26 -

图表目录

图 1 : 各大指数今年以来的走势情况.....	- 6 -
图 2 : 各板块涨跌幅 (%)	- 6 -
图 3 : 一季度商品期货各板块涨跌幅.....	- 6 -
图 4 : Wind 商品指数和中证商品指数历史走势.....	- 6 -
图 5 : A 股成交额 (单位: 元)	- 7 -
图 6 : 各指数换手率.....	- 7 -
图 7 : 各指数 20 日时序波动率 (%)	- 8 -
图 8 : 各指数时序波动率滚动分位数.....	- 8 -
图 9 : 各指数周度截面波动率 (%)	- 8 -
图 10 : 各指数截面波动率滚动分位数.....	- 8 -
图 11 : 大盘价值和大盘成长比价.....	- 9 -
图 12 : 绩优股和亏损股历史比价.....	- 9 -
图 13 : 全市场跑赢指数个股占比 (%)	- 9 -
图 14 : 前 X% 个股成交额占比.....	- 10 -
图 15 : 一季度 Barra 因子收益率历史走势.....	- 11 -
图 16 : 一季度 Barra 因子收益率绝对涨跌情况.....	- 11 -
图 17 : IC 和 IM 剔除分红后年化基差率走势.....	- 12 -
图 18 : 各商品指数滚动 20 日时序波动率 (%)	- 13 -
图 19 : 有色和农产品板块 20 日趋势度.....	- 13 -
图 20 : 黑色和能化板块 20 日趋势度.....	- 13 -
图 21 : 一季度动量类因子收益率.....	- 14 -
图 22 : 一季度期限结构类因子收益率.....	- 14 -
图 23 : 一季度量价类因子收益率.....	- 14 -
图 24 : 一季度基本面和宏观类因子收益率.....	- 14 -
图 25 : 2024 年 1 月至 2 月不同策略类型新增证券私募基金产品情况.....	- 16 -
图 26 : 2018 年以来主观多头策略指数净值走势.....	- 18 -

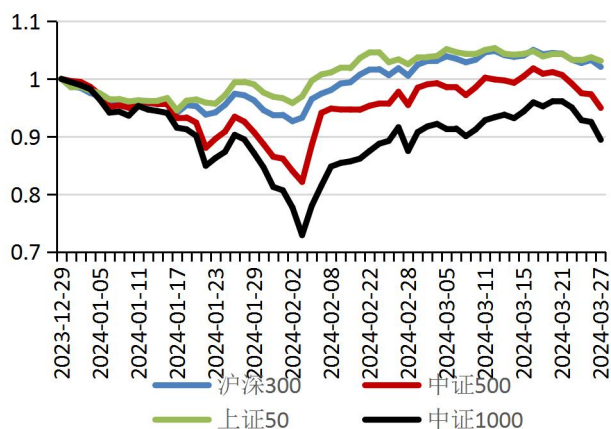
图 27 : 2024 年以来主观多头策略指数净值走势.....	- 18 -
图 28 : 2018 年以来量化多头策略指数净值走势.....	- 18 -
图 29 : 2024 年以来量化多头策略指数净值走势.....	- 18 -
图 30 : 2020 年以来量化多头累计超额收益.....	- 19 -
图 31 : 2024 年以来量化多头累计超额收益.....	- 19 -
图 32 : 2018 年以来股票市场中性策略指数净值走势.....	- 20 -
图 33 : 2024 年以来股票市场中性策略指数净值走势.....	- 20 -
图 34 : 2020 年以来主观 CTA 策略指数净值走势.....	- 21 -
图 35 : 2024 年以来主观 CTA 策略指数净值走势.....	- 21 -
图 36 : 2020 年以来量化 CTA 策略指数净值走势.....	- 21 -
图 37 : 2024 年以来量化 CTA 策略指数净值走势.....	- 21 -
图 38 : 2020 年以来不同交易频率策略精选指数净值走势.....	- 22 -
图 39 : 2024 年以来不同交易频率策略精选指数净值走势.....	- 22 -
图 40 : 2020 年以来套利策略指数净值走势.....	- 23 -
图 41 : 2024 年以来套利策略指数净值走势.....	- 23 -
图 42 : 2021 年以来期权策略指数净值走势.....	- 23 -
图 43 : 2024 年以来期权策略指数净值走势.....	- 23 -
表 1 : 私募基金管理人及产品存续新增情况.....	- 15 -
表 2 : 2024 一季度私募基金不同策略类型累计收益概况（截至 3.22）.....	- 17 -
表 3 : 2024 年以来主观多头收益率（%，截至 3.22）.....	- 18 -
表 4 : 2024 年以来量化多头收益率分布（%，截至 3.22）.....	- 19 -
表 5 : 2024 年以来股票市场中性策略收益率分布（%，截至 3.22）.....	- 20 -
表 6 : 2024 年 CTA 策略收益率分布（%，截至 3.22）.....	- 22 -
表 7 : 不同规模量化 CTA（趋势+套利）收益中位数情况（截至 3.22）.....	- 24 -
表 8 : 不同规模股票量化多头收益中位数情况（截至 3.22）.....	- 24 -

一、一季度股市和商品市场表现

1.1 A股市场现“V”型走势

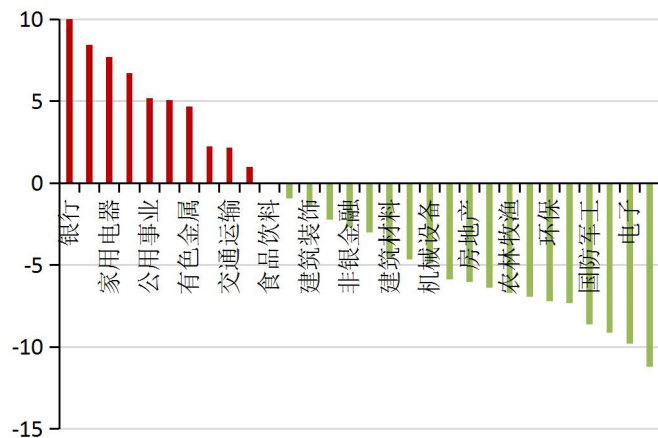
今年年初以来，A股市场各指数呈现明显先抑后扬走势，因市场流动性等因素影响，1月初至2月5日市场再度出现恐慌式下跌行情，短短一个月左右时间上证指数年内最大跌幅达到11.4%，中证500和中证1000指数最大跌幅则超过20%。其后随着以中央汇金为代表的神秘资金的介入、央行超预期降息等政策配套，各大指数均呈现了明显的V型回升走势。截至3月28日，几大指数均已基本收复今年以来的回落，技术上呈现出明显的“V”型底部结构。

图 1：各大指数今年以来的走势情况



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 2：各板块涨跌幅(%)

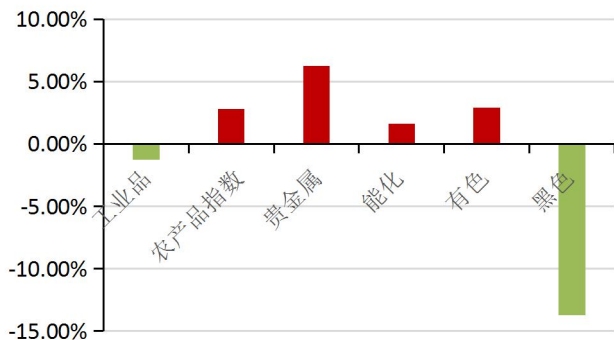


数据来源：WIND、国联期货研究所

分板块上，银行、煤炭等高股息股票表现相对较优，综合、电子、计算机则表现相对较差。

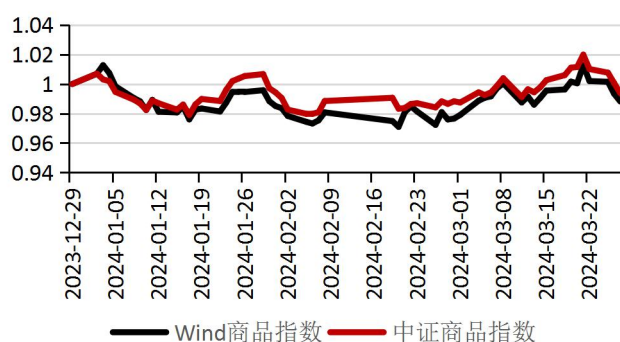
1.2 商品市场贵金属表现强势

图 3：一季度商品期货各板块涨跌幅



数据来源：私募排排网、火富牛、国联期货研究所

图 4：Wind 商品指数和中证商品指数历史走势



数据来源：私募排排网、火富牛、国联期货研究所

大宗商品方面，整体表现为窄幅震荡走势。以贵金属、农产品和有色板块整体表现较强，一季度分别上涨 6.26%、2.82%和 2.92%，黑色建材表现偏弱，下跌幅度达到 13.72%。

二、量化策略市场环境

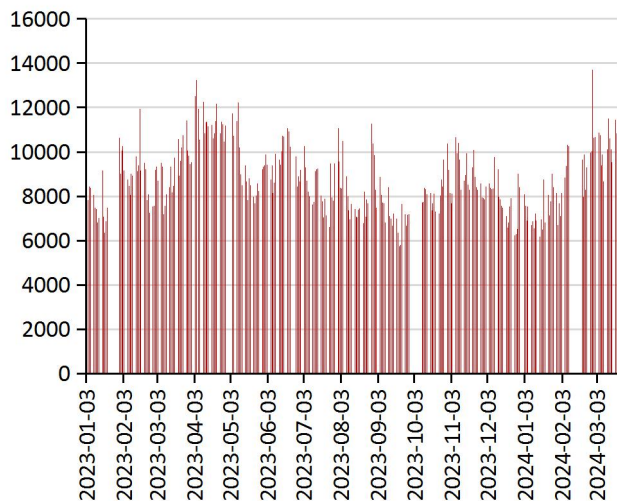
2.1 一季度股票量化市场环境

2.1.1 市场处于流动性危机后的修复之中

2024 年以来，A 股市场成交量呈现出明显的先抑后扬状态，前期 1 月至 2 月初，市场在下行过程中遭遇了较为严重的流动性危机，指数大幅下挫，但两市日均成交额不足 7400 亿元，这不利于股票市场中性策略。此其后随着空头情绪的出清和相关政策的不断推出，市场流动性不断修复；春节后至 3 月底，两市日均成交额持续处于万亿之上。

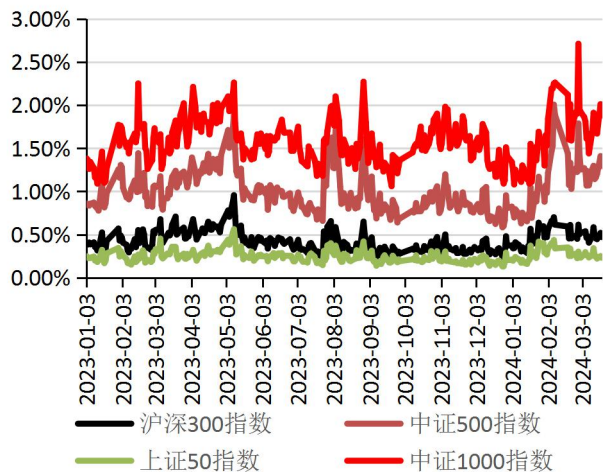
从节前和节后日均换手率来看，上证 50 日均换手率环比回落 3.64%，沪深 300、中证 500 和中证 1000 指数分别环比上涨 8.18%、22.3%和 20.11%，表明节后市场更偏好交易中证 500 和中证 1000 指数，这对股票量化多头及市场中性策略均较为有利。

图 5：A 股成交额（单位：亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 6：各指数换手率



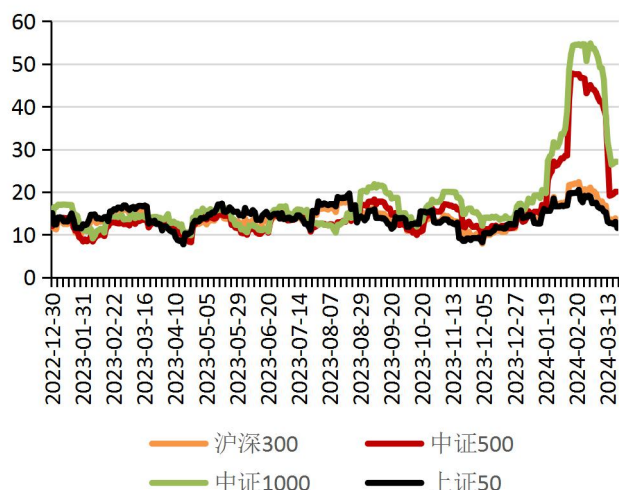
数据来源：WIND、国联期货研究所

2.1.2 波动率先扬后抑

时序波动率即我们常说的历史波动率，其代表过去一段时间指数的平均波动，与之对应的截面波动率则可用于度量指数成分股间收益率的离散程度。该数值越大，代表选股因子的区分度越好，往往越有利于市场 Alpha 环境。

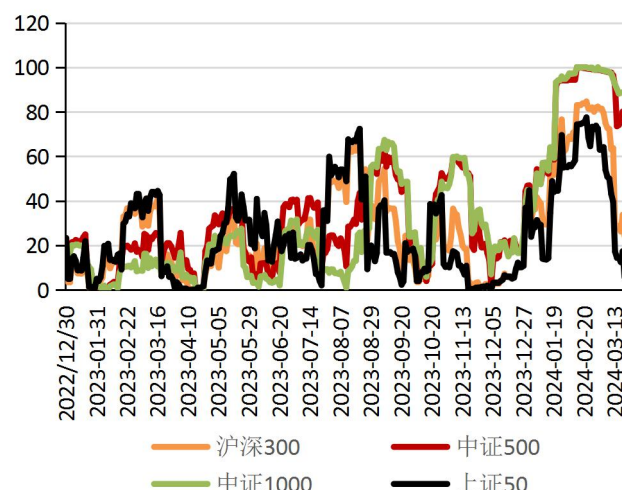
一季度以来各指数时序波动率呈现明显先扬后抑走势，而截面波动率更为明显的呈现震荡走势。年初至2月2日，各指数截面波动率呈明显震荡上行趋势，成分股间收益率的区分度逐步增大；春节后截面波动率呈现一定震荡回落走势，但仍处近一年中高水平，这对股票 Alpha 环境仍相对有利。

图 7：各指数 20 日时序波动率（%）



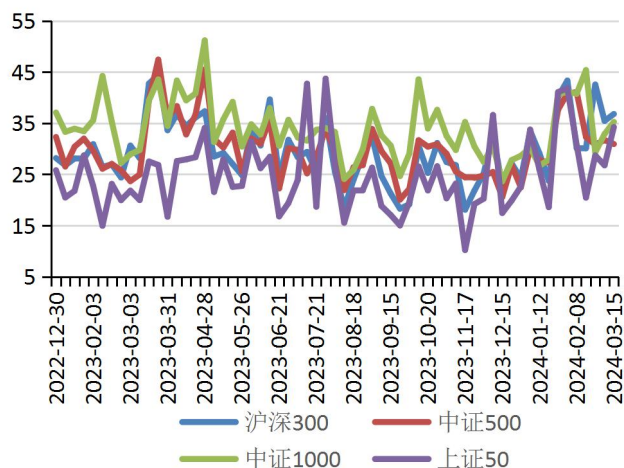
数据来源：私募排排网、火富牛、国联期货研究所

图 8：各指数时序波动率滚动分位数（%）



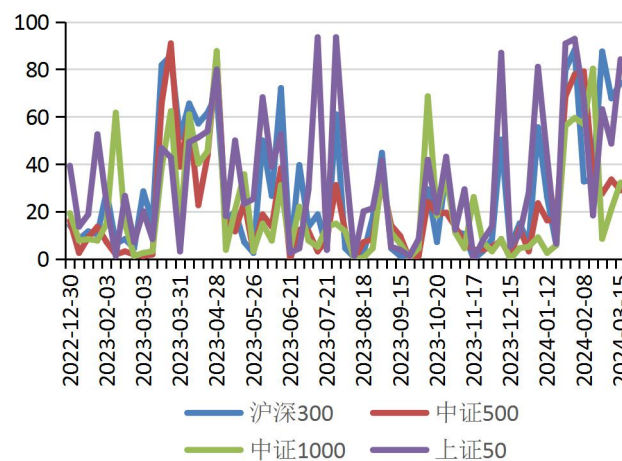
数据来源：私募排排网、火富牛、国联期货研究所

图 9：各指数周度截面波动率（%）



数据来源：私募排排网、火富牛、国联期货研究所

图 10：各指数截面波动率滚动分位数（%）



数据来源：私募排排网、火富牛、国联期货研究所

2.1.3 节前大盘价值更强，节后中小盘成长占优

市场风格上，一般中小盘成长风格表现更强时，股票 Alpha 量化环境相对更好，反之则往往对其不利。今年春节前大盘整体优于中小盘和微盘股、绩优股整体优于亏

损股、价值整体优于成长风格，但节后市场刚好相反，表明节后市场风格对 Alpha 环境整体相对友好。

图 11：大盘价值和大盘成长比价

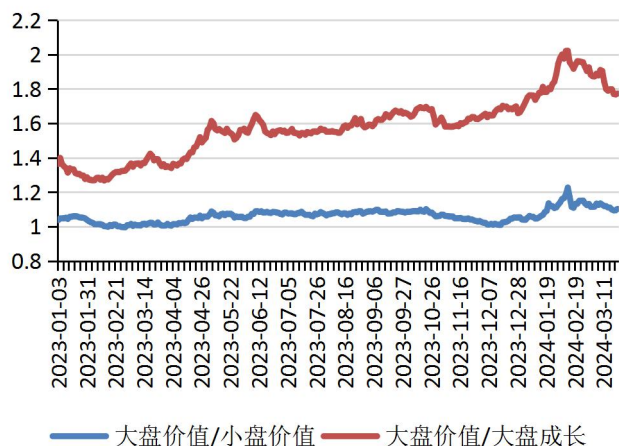


图 12：绩优股和亏损股历史比价



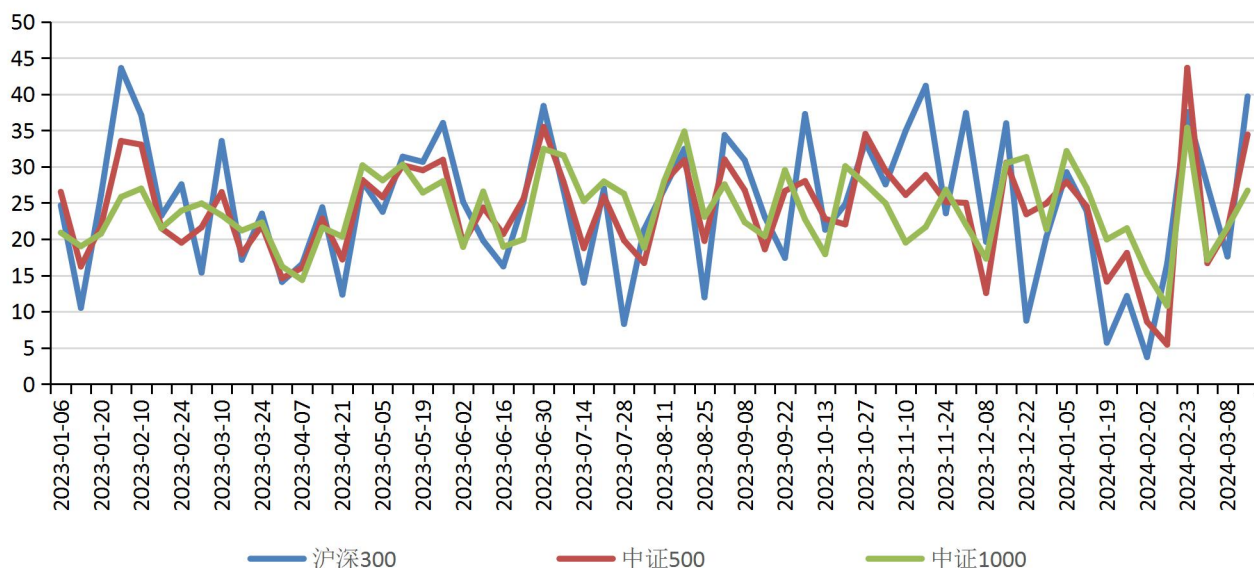
数据来源：私募排排网、火富牛、国联期货研究所

数据来源：私募排排网、火富牛、国联期货研究所

2.1.4 全市场跑赢指数占比触及高位后再度回落

全市场跑赢指数个股占比越高，往往更易于构建出超额收益。该值在今年春季前夕触及 5% 的历史极低水平，此时对应量化 Alpha 环境极差；节后出现明显触底回升，当前跑赢中证 500 和中证 1000 指数的个股占比处于 25% 至 35% 区间震荡，该比值区间对市场 Alpha 环境相对适中。

图 13：全市场跑赢指数个股占比（%）



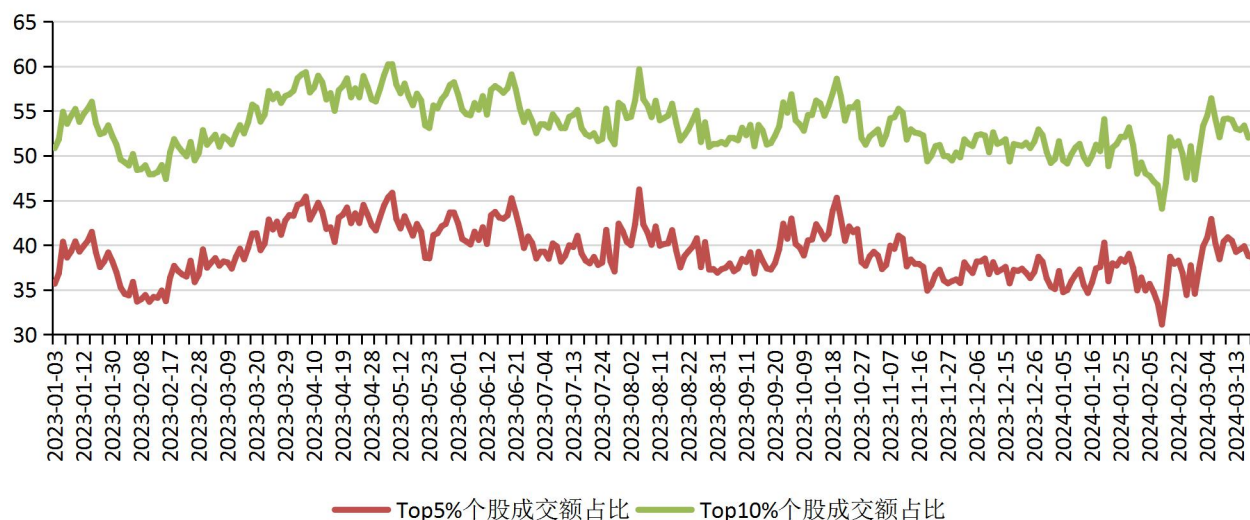
数据来源：私募排排网、火富牛、国联期货研究所

2.1.5 股票交易集中度相对适中

股票交易集中度这里采用前 X% 个股成交额占全市场比例进行度量。该值越大，表明市场更集中于交易极少部分个股，往往对股票量化交易及市场中性策略均偏不利；反之，表明市场交易相对分散，有利于选出更优质的个股。一般而言该指标在触及历史极致时区域时更具有参考意义。

年初至 2 月 6 日前全市场前 5% 个股成交额占全市场比例在 35% 至 40% 区间震荡，整体处于近一年适中水平。春节前夕出现明显回落，最低触及 30% 的极低水平，春节后市场交易集中度呈震荡回升走势，除短暂触及 43% 的偏高区域外，其余绝大多数时间均处于近一年相对适中水平，从交易集中度上有利于市场 Alpha 环境的修复。

图 14：前 X% 个股成交额占比



数据来源：私募排排网、火富牛、国联期货研究所

2.1.6 一季度市值因子对市场环境影响较大

Barra 风险管理模型是当前全球最知名的多因子模型之一。根据该模型，股票收益率可由国家因子、行业因子及风格因子三大类进行解释。2015 年，Barra 中国股票模型 CNE5 发布，该模型包含 10 个一级因子，具体如下：

市值因子：表示上市公司大盘股的程度。

Beta 因子：表示上市公司与股票指数之间的协同效应。

动量因子：表示过去一段时间的涨幅。

残差波动率因子：表示对大盘偏离的不确定性。

非线性市值因子：表示上市公司规模处于中等的程度。

账面市值比因子：表示净资产和市值的比值。

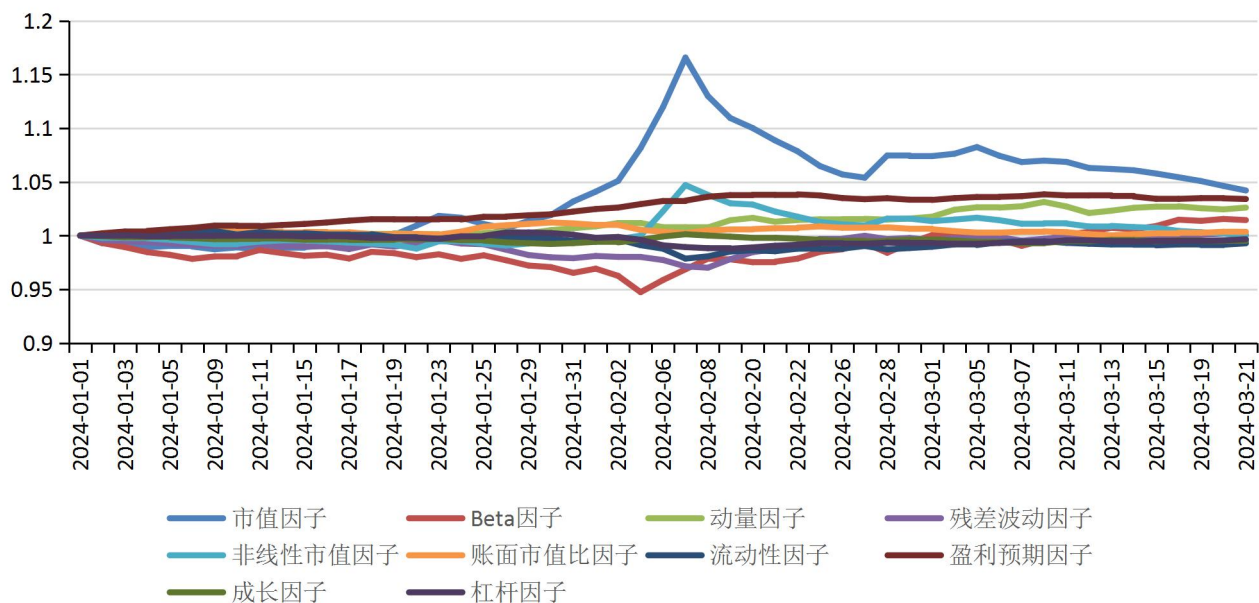
流动性因子：表示由交易量和频率不同而带来的收益。

盈利预期因子：表示预期盈利和股票市值的比值。

成长因子：表示销售或预期盈利增长速度。

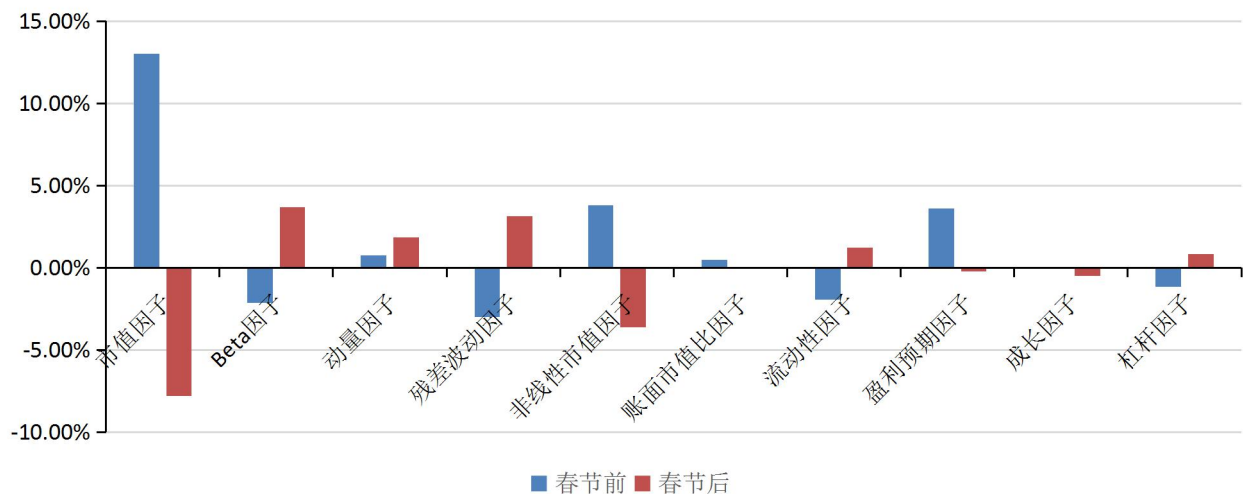
杠杆因子：表示上市公司的杠杆使用情况。

图 15：一季度 Barra 因子收益率历史走势



数据来源：私募排排网、火富牛、国联期货研究所

图 16：一季度 Barra 因子收益率绝对涨跌情况



数据来源：私募排排网、火富牛、国联期货研究所

从 Barra 模型各因子收益率走势情况可以发现，一季度市值因子对股票量化环境影响最大，春节前该因子收益率出现大幅上行但春节后出现明显回落。截至 3 月 27 日，今年以来市值因子收益率在 3.97%；收益率最稳定的因子为盈利预期因子，其次为动量因子，两者因子收益率分别在 3.77%和 3.82%，表明一季度盈利预期较好和动量效应较明显的股票收益相对稳定。

2.1.7 期指基差波动对股票 Alpha 环境影响较大

股指期货是股票市场中性策略的主要对冲工具，因中小盘股市场 Alpha 环境相对大盘股往往更好，因此私募基金中性产品对冲往往更多采用 IC 和 IM 期货合约。当市场贴水扩大时，其对中性存量产品收益将具有正向贡献，但不利于产品后期收益。

一季度期指基差（现货与期货之差）波动触及近几年极值，其在 1 月 17 日和 2 月 5 日，IC 和 IM 当季合约剔除分红后年化基差率均触及 15%和 20%的近三年最高水平，中性策略对冲成本极高，但其后便出现逐步回落。当前 IC 和 IM 当季合约年化对冲成本分别在 0.8%和 5%左右，IM 对冲端年化成本仍略显偏高。

图 17：IC 和 IM 剔除分红后年化基差率走势



数据来源：Wind、国联期货研究所

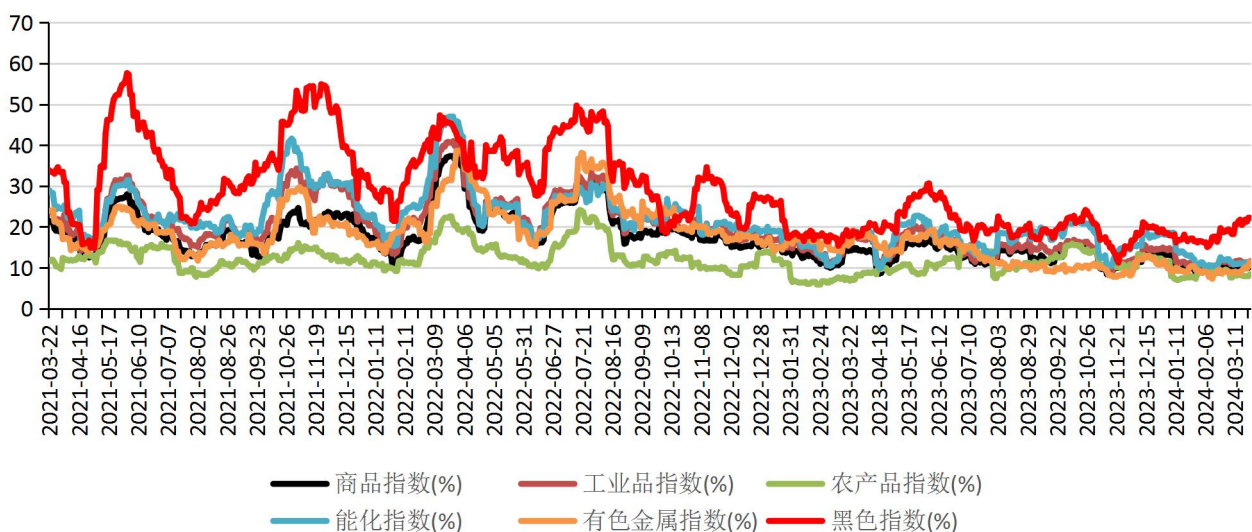
总体而言，今年一季度无疑是对股票量化多头和市场中性策略考验较大的一个季度，选股端市场 Beta 环境出现深度“V”型走势，Alpha 环境中大小市值在季度中出现极值分化行情，全市场跑赢核心宽基指数的个股占比亦触及近几年极低水平；对冲端 IC 和 IM 期指年化对冲成本触及 15%和 20%的历史极高水平。

2.2 CTA 策略量化环境触及极值后逐步好转

2.2.1 商品时序波动率处于低位震荡

商品指数波动率低位运行，除黑色板块波动率有小幅回升趋势外，其余板块波动率并无明显变化，滚动 20 日时序波动率整体处于 10% 上下低位波动，黑色板块指数波动率则回升至 22% 左右。波动率的低位运行不利于商品期货 CTA 策略的运行。

图 18：各商品指数滚动 20 日时序波动率（%）

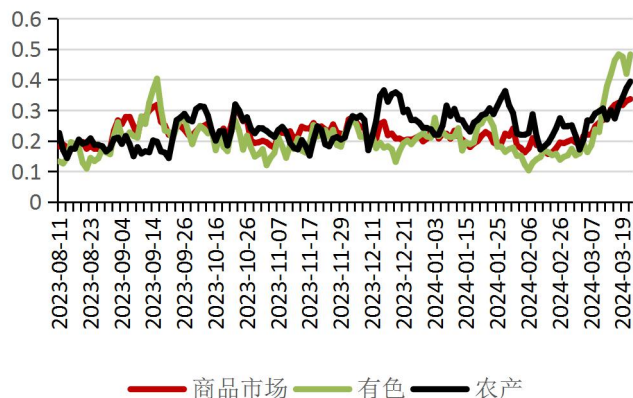


数据来源：私募排排网、火富牛、国联期货研究所

2.2.2 农产品和有色趋势性逐步回升

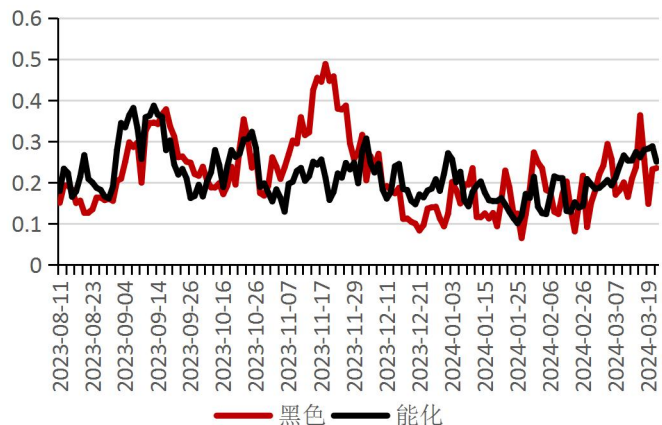
CTA 策略多数以趋势跟踪类策略为主，市场趋势性越强，对中长周期趋势 CTA 策略往往越有利。

图 19：有色和农产品板块 20 日趋势度



数据来源：火富牛、国联期货研究所

图 20：黑色和能化板块 20 日趋势度



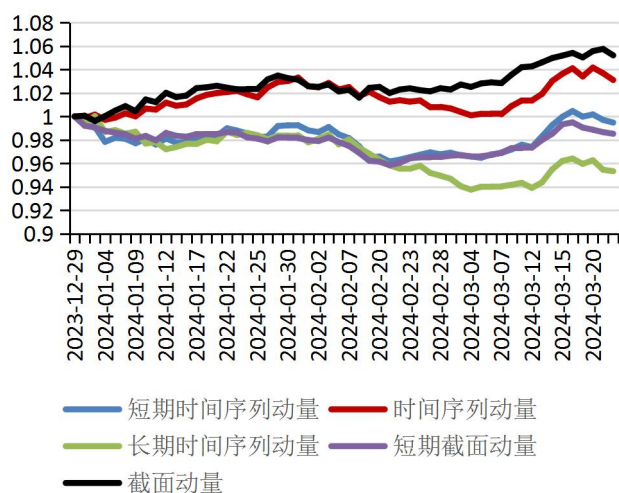
数据来源：火富牛、国联期货研究所

一季度商品市场时序趋势性呈现明显先抑后扬走势，2月22日后出现明显回升，整个商品市场20日趋势度回升至近一年高位水平。分版块来看，农产品和有色版块趋势性相对明显，能化和黑色趋势性则相对偏弱。

2.2.3 宏观 Beta 因子表现出色

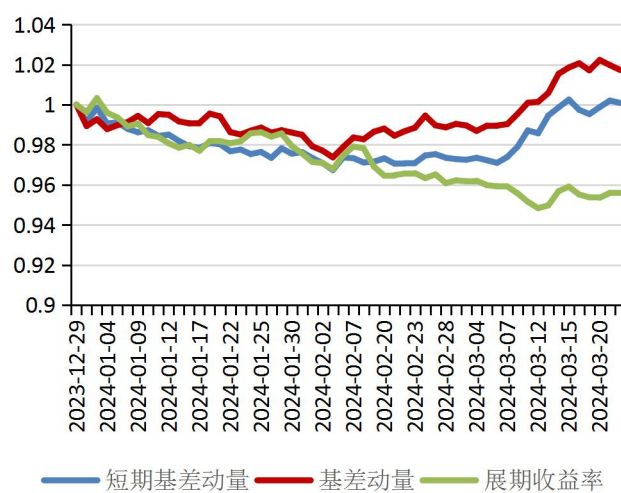
从期货市场各类因子收益率表现来看，今年一季度宏观 Beta 因子表现最为出色，累计收益率 5.94%，即对通胀敏感程度越高的品种，表现越好。

图 21：一季度动量类因子收益率



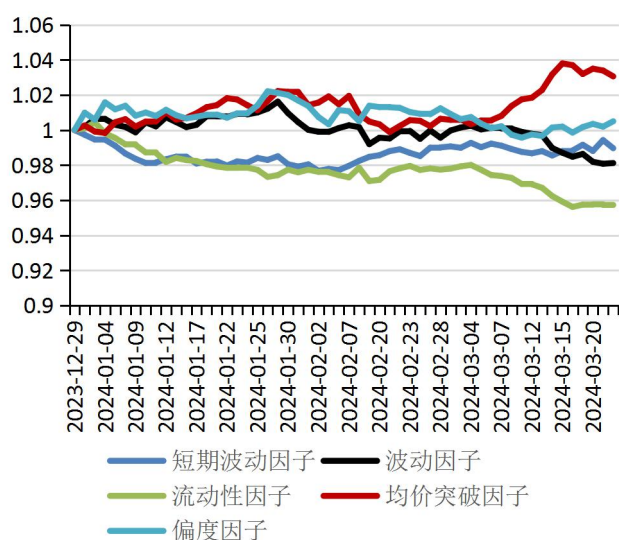
数据来源：火富牛、私募排排网、国联期货研究所

图 22：一季度期限结构类因子收益率



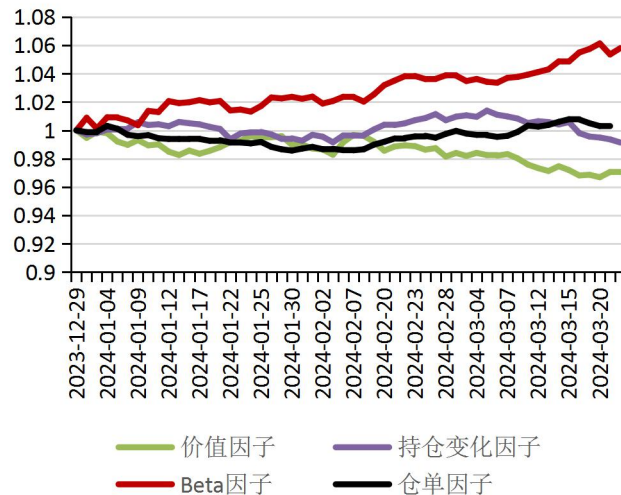
数据来源：火富牛、私募排排网、国联期货研究所

图 23：一季度量价类因子收益率



数据来源：火富牛、私募排排网、国联期货研究所

图 24：一季度基本面和宏观类因子收益率



数据来源：火富牛、私募排排网、国联期货研究所

动量类因子表现分化，截面动量表现相对稳定，累计收益率 4.22%；时间序列动量收益率 3.74%，但回撤相对较大；短时间序列动量、长时间序列动量、短期截面动量表现相对一般。

期限结构类因子中基差动量表现最好，累计收益率 2.24%，展期收益率因子表现最差，累计收益率-4.54%。

量价类因子中除均价突破因子能获得 3.4%的收益外，其余因子均表现较为一般。

基本面因子总体表现一般，价值因子、持仓变化因子和仓单因子累计收益率分别仅有-3.2%、-0.62%和 0.19%。

三、2024 年一季度私募基金发行情况

3.1 私募基金行业出清速度加快

2024 年以来，随着监管的趋严，私募基金行业出清速度明显加快。1 月至 2 月，管理人注销数量高达 496 家，明显高于新增数量。

表 1：私募基金管理人及产品存续新增情况

名称			2023 年 7 月	2023 年 8 月	2023 年 9 月	2023 年 10 月	2023 年 11 月	2023 年 12 月	2024 年 1 月	2024 年 2 月
存 续	管理人	总数量（家）	21996	21948	21730	21720	21699	21625	21594	21151
		证券投资 （家）	8576	8561	8486	8479	8477	8469	8457	8351
	证券投资基金产品	数量（只）	98426	98110	97964	98068	98090	97258	97571	97305
		规模（万亿）	5.88	5.89	5.89	5.73	5.73	5.72	5.52	5.51
新 增	管理人	证券投资 （家）	7	5	10	5	9	14	7	1
		注销数量 （家）	134	63	247	34	47	112	48	448
	证券投资基金产品	新增数量 （只）	837	1121	985	393	1025	785	695	457
		新增规模 （亿元）	212.24	260.14	236.89	85.82	198.5	154.01	169.41	84.45

数据来源：中基协、国联期货研究所

截至 2024 年 2 月底，全国私募证券投资基金管理人 8351 家，规模 5.51 万亿元，其中前两个月新增证券投资基金产品 1152 只，新增规模 253.86 亿元，新增规模速度

明显放缓。

3.2 股票策略新增产品多

从不同类型策略备案产品情况看，股票策略新增产品数量最多，前两月达到 740 只，新增占比达到 60%以上，期货及衍生品策略、多资产策略次之，新增占比均在 10% 左右，其余类型策略新增产品数量整体偏低。

图 25：2024 年 1 月至 2 月不同策略类型新增证券私募基金产品情况

策略	1 月		2 月	
	备案产品数量	占比	备案产品数量	占比
股票策略	457	69.98%	283	63.88%
期货及衍生品策略	62	9.49%	47	10.61%
多资产策略	62	9.49%	55	12.42%
债券策略	12	1.84%	15	3.39%
组合基金	30	4.59%	20	4.51%
其他	30	4.59%	23	5.19%

数据来源：私募排排网、火富牛、国联期货研究所

四、一季度私募基金业绩回顾

4.1 市场概览

从两年各类策略表现来看，低波动类策略是少有的亮点，纯债策略表现最优，股票市场中性策略、期权策略及套利类策略紧随其后，近两年均取得明显正收益。其中，纯债策略指数 2023 年收益率达到 7%。

今年以来，债券类策略继续表现出稳健收益的特征。截至 3 月 22 日，纯债策略指数收益率达到 1.89%；除此之外，宏观策略及主观 CTA 策略相对去年则有明显回暖，收益率分别达到 1.99%和 0.83%。量化多头、可转债交易、复合策略及主观多头则表现相对较差，累计收益率分别为-3.68%、-2.03%、-1.82%和-1.43%。

表 2：2024 一季度私募基金不同策略类型累计收益概况（截至 3.22）

私募策略		近一月 (%)	近三月 (%)	近六月 (%)	今年以来 (%)	2023 年 (%)	2022 年 (%)
股票策略	主观多头	3.11	0.53	-4.68	-1.43	-6.36	-15.74
	量化多头	5.42	-1.67	-4.51	-3.68	0.95	-11.02
	股票市场中性	1.47	-0.31	1.04	-0.59	4.89	0.66
期货及衍生品	主观 CTA	2.14	1.42	-1.5	0.83	-1.16	-1.18
	量化 CTA	2.25	0.1	-0.78	-0.15	0.11	1.46
	期权策略	1.74	0.78	0.36	0.27	3.43	1.56
债券策略	纯债策略	0.6	2.26	4.1	1.89	7	4.44
	债券增强	0.98	2.63	3.09	1.98	3.48	0.32
	可转债交易	1.3	-0.52	-2.04	-2.03	3.29	-1.45
	债券复合	0.45	1.48	2.32	1.15	4.51	1.06
多资产	宏观策略	2.93	3.64	-1.4	1.99	-5.8	-11.59
	套利策略	1.67	1.04	-0.01	0.2	2.8	-0.06
	复合策略	3.06	-0.37	-3.51	-1.82	-2.14	-5.48
组合基金	FOF/MOM	2.31	0.23	-2.01	-0.95	-1.6	-8.05

数据来源：私募排排网、国联期货研究所

4.2 股票主观多头呈明显先抑后扬走势

今年 1 月至 2 月初，受市场 Beta 环境整体变差影响，股票主观多头策略出现大幅回撤，短短一个月左右时间策略指数最大回撤高达 10.58%；其后随着市场的逐渐转暖净值出现明显回升。截至 3 月 22 日，今年以来主观多头策略指数累计收益率在 -1.43%。

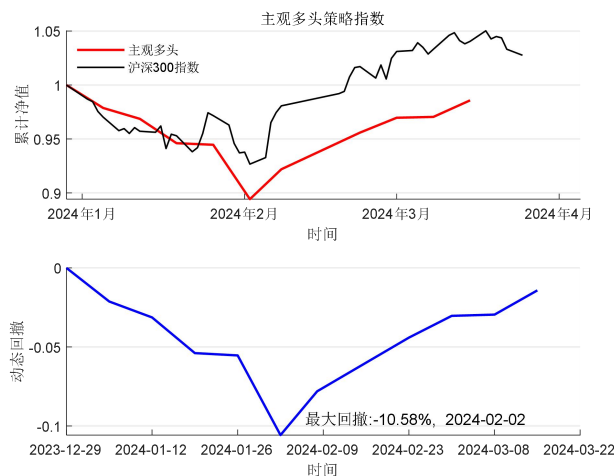
从与沪深 300 指数的对比上，一季度主观多头策略无论从累计收益还是从最大回撤上，均逊于沪深 300 指数。其主要原因在于 1 月市场回落过程中大小市值个股出现极度分化，仅有极少部分大盘股能够跑赢基准指数，绝大部分中小盘股票均表现较差，这对于全市场主观选股基金而言整体较为不利，导致整体回撤幅度远大于以大盘股为代表的沪深 300 指数。

图 26：2018 年以来主观多头策略指数净值走势



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

图 27：2024 年以来主观多头策略指数净值走势



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

从分位数统计上看，收益率收尾相差巨大，仅有不足 40% 的基金产品能够获得正收益，10% 左右产品能够获得 10% 的高收益，亦有 10% 的产品亏损超过 15%。

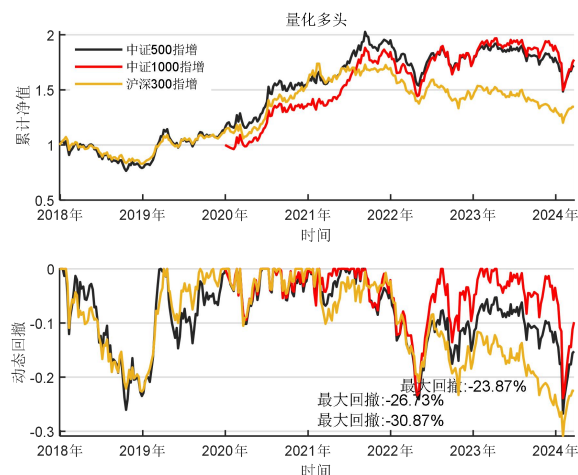
表 3：2024 年以来主观多头收益率（%，截至 3.22）

投资策略	平均值	最大值	10%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	90%分位数	最小值
股票策略	-2.67	199.61	8.62	2.2	-1.62	-8.09	-15.15	-98.7
主观多头	-2.36	199.61	10.02	2.6	-1.31	-7.58	-16.46	-98.7

数据来源：私募排排网、国联期货研究所

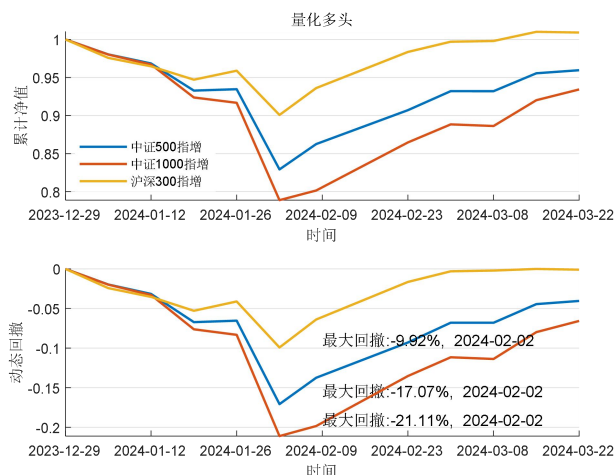
4.3 量化多头整体表现不佳，市场超额出现大幅回撤

图 28：2018 年以来量化多头策略指数净值走势



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

图 29：2024 年以来量化多头策略指数净值走势

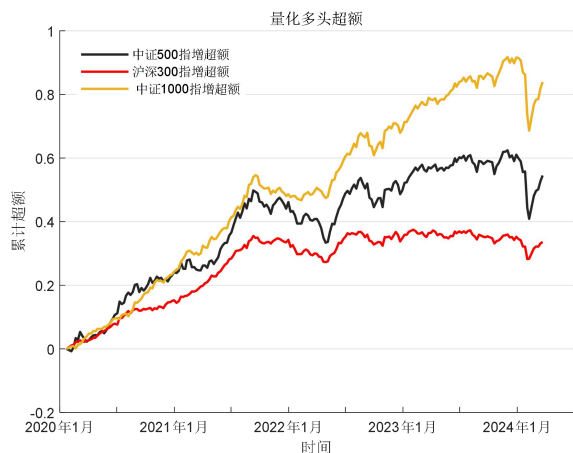


数据来源：私募排排网、国联期货研究所

今年一季度股票量化多头策略整体表现不佳。截至3月22日，除沪深300指增能够获取少许正收益外，中证500指增和中证1000指增整体收益均为负值，三大指增策略指数累计收益分别为0.91%、-4.04%和-6.57%。

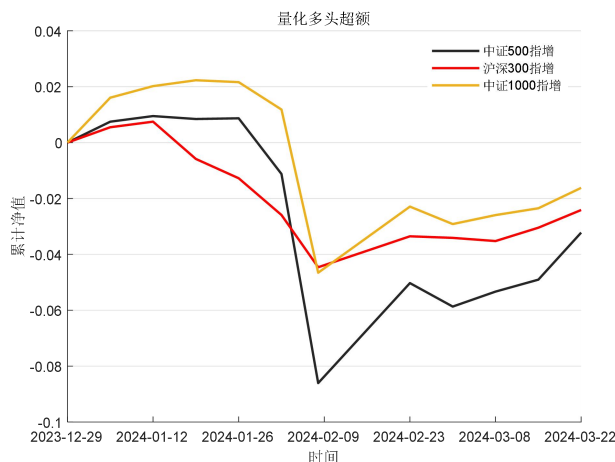
从指增超额收益上看，2020年以来中证1000指增超额收益明显高于中证500和沪深300指增，这与中小盘股市场波动更大且中证1000指数成分股更多有关。

图 30：2020 年以来量化多头累计超额收益



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

图 31：2024 年以来量化多头累计超额收益



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

然而，从今年一季度的超额收益上看，三者均出现一定负超额。中证500指增超额明显低于沪深300和中证1000指增超额，且在春季前超额出现大幅回撤，中证500超额回撤幅度高达8%以上，该回撤幅度几乎达到了2020年以来的最高水平。其主要原因在于市值因子在今年一季度中极大的影响了市场的Alpha环境。中证500指增基金的市场选股除了其成分股外，往往还存在极大部分成分股之外的个股，且该部分个股往往以中小盘甚至微盘股票为主，春节前小市值股票因流动性等原因大幅跑输大市值股票，部分基金在市场遭遇流动性危机后有意将选股范围进行缩小，但此后市场风格再度出现变化，从而导致指增超额出现大幅回撤。

从分位数统计上看，沪深300指增中超过50%的产品可以获得正收益，但中证500和中证1000指增中获得正收益的产品不足20%，有10%左右的产品亏损幅度超过12%。

表 4：2024 年以来量化多头收益率分布（%，截至3.22）

投资策略	平均值	最大值	10%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	90%分位数	最小值
量化多头	-4.7	107.52	4.4	0.3	-4.26	-9.19	-14.68	-75.25
300 指增	1.02	28.92	8.3	4.79	2.16	-0.47	-5.2	-73.58

500 指增	-5.68	73.88	2.03	-1.49	-5.73	-9.02	-11.84	-75.25
1000 指增	-6.3	70.2	0.42	-2.84	-6.7	-10.57	-13.27	-35.93

数据来源：私募排排网、国联期货研究所

4.4 股票市场中性策略回撤明显

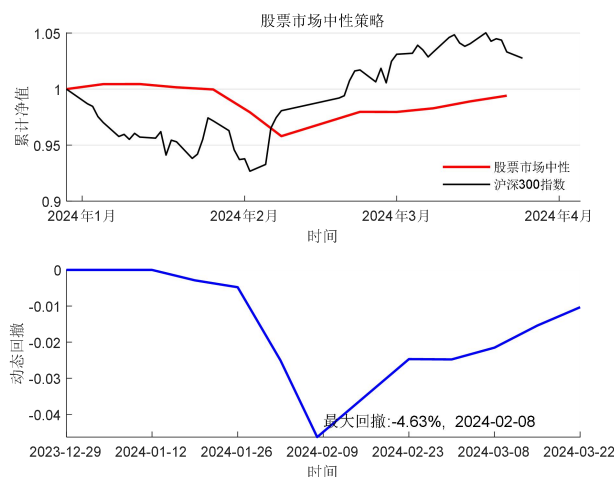
今年一季度因市场 Alpha 环境整体波动较大，春节前因小市值成长股票的大幅下挫，市场 Alpha 环境整体较差，绝大部分股票市场中性策略均触及近几年最大回撤附近，市场中性策略策略指数短短一个月左右时间回撤 4.63%，其后随着市场流动性风险的解除，中小市值成长风格重新占优，市场 Alpha 环境逐渐好转，策略净值逐步回暖，截至 3 月 22 日，股票市场中性策略指数累计收益率-0.59%。

图 32：2018 年以来股票市场中性策略指数净值走势



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

图 33：2024 年以来股票市场中性策略指数净值走势



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

从分位数统计上看，一半以上的产品均能获取正收益，有 10%左右的产品收益能达到 5%左右，但亦有 10%的产品亏损接近 9%。

表 5：2024 年以来股票市场中性策略收益率分布（%，截至 3.22）

投资策略	平均值	最大值	10%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	90%分位数	最小值
市场中性	-0.93	37.74	4.96	2.35	0.38	-3.05	-8.61	-69.76

数据来源：私募排排网、国联期货研究所

4.5 CTA 策略表现分化

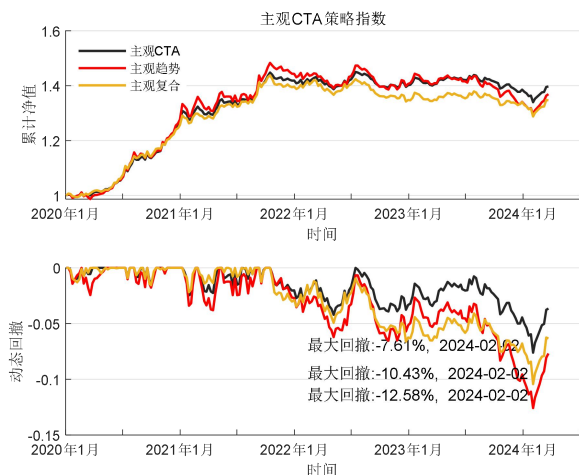
4.5.1 主观 CTA 市场有逐步回暖迹象

近两年因商品市场波动率持续处于低位震荡之中，趋势性相对较差，主观 CTA

策自 2022 年以来持续处于震荡回撤之中，其在春节前两周触及历史最大回撤，主观 CTA、主观趋势和主观复合三大策略指数最大回撤分别为-7.61%、-12.58%和-10.43%。

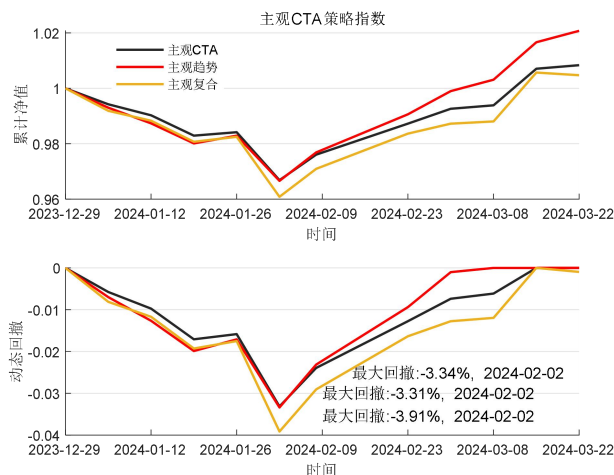
今年一季度，策略指数在触及历史最大回撤后大幅回升，且因商品市场趋势度的明显好转，主观趋势策略净值回升更为明显。截至 3 月 22 日，三大策略指数累计收益分别为 0.83%、2.08%和 0.47%。

图 34：2020 年以来主观 CTA 策略指数净值走势



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

图 35：2024 年以来主观 CTA 策略指数净值走势

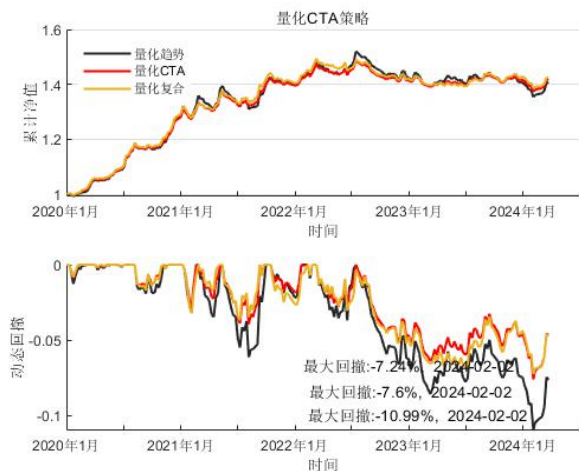


数据来源：私募排排网、国联期货研究所

4.5.2 量化 CTA 表现一般

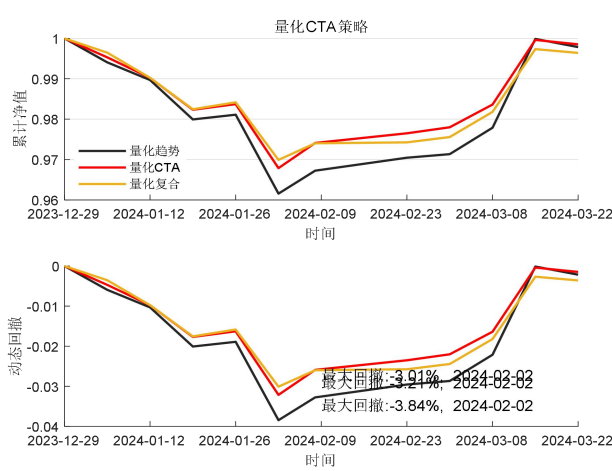
与主观 CTA 策略略显不同的是，量化 CTA 自 2022 年 7 月前后开始震荡回撤，回撤时间整体略短，最大回撤略低于主观 CTA 策略，量化 CTA、量化趋势和量化复合三大策略指数最大回撤分别为-7.6%、-10.99%和-7.24%。

图 36：2020 年以来量化 CTA 策略指数净值走势



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

图 37：2024 年以来量化 CTA 策略指数净值走势



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

今年一季度，量化 CTA 策略在触及历史最大回撤后已有逐步修复迹象，但整体略逊于主观 CTA，策略指数收益全线为负。截至 3 月 22 日，三大策略指数累计收益率分别-0.15%、-0.22%和-0.36%

从分位数统计上看，超过一半的主观 CTA 产品能够获得明显正收益，但量化趋势类产品获得正收益数量不足一半。

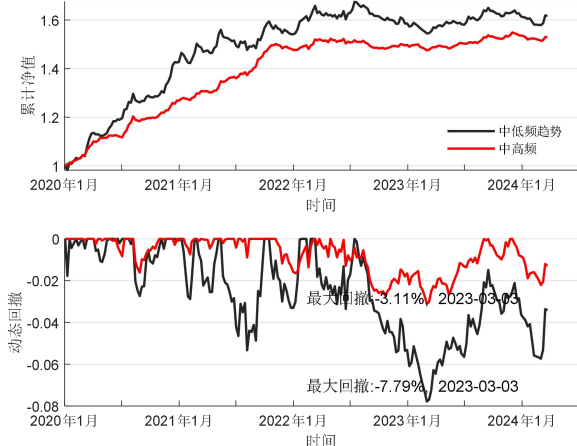
表 6：2024 年 CTA 策略收益率分布（%，截至 3.22）

投资策略	平均值	最大值	10%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	90%分位数	最小值
主观 CTA	1.1	107.2	10.44	3.78	0.3	-2.06	-5.78	-95.22
主观趋势	1.44	107.2	15.01	7.17	0.79	-3.1	-9.29	-95.22
主观复合	0.81	91.81	8.09	2.98	0.23	-2.06	-4.92	-74.68
量化 CTA	0.51	86.12	7.17	2.82	0.1	-2.6	-6.24	-66.76
量化趋势	0.13	86.12	6.53	2.49	-0.55	-2.85	-6.24	-66.76
量化复合	0.56	80.9	7.75	2.83	0.19	-3.16	-6.58	-62.44

数据来源：私募排排网、国联期货研究所

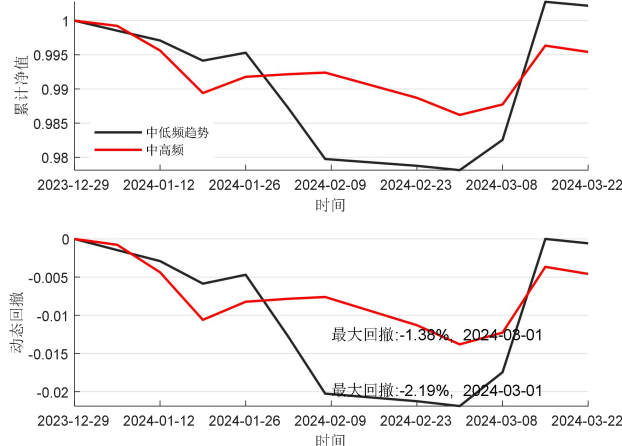
4.5.3 期货中低频策略收益更优

图 38：2020 年以来不同交易频率策略精选指数净值走势



数据来源：火富牛、国联期货研究所

图 39：2024 年以来不同交易频率策略精选指数净值走势



数据来源：火富牛、国联期货研究所

从不同交易频率上看，期货中高频策略模式收益相对中低频更为稳定，以火富牛中高频策略精选指数为例，一季度最大回撤仅有-1.38%，明显低于中高频回撤-2.19%，然而从绝对收益上看，中低频策略长期收益往往更高。此外，从策略容量上看，中高频策略因对手续费、市场冲击成本等更为敏感，其策略容量往往会明显小于中低频策

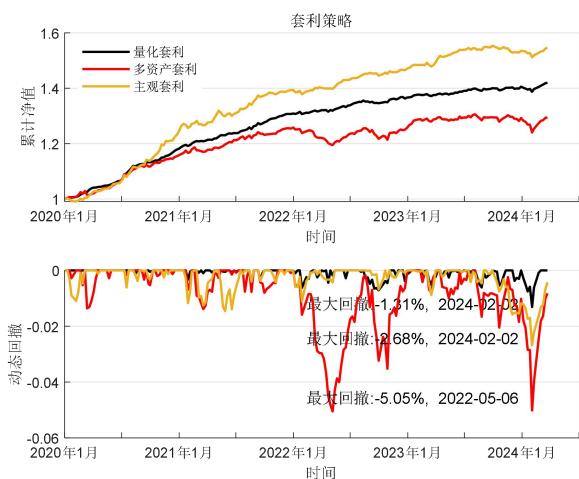
略。截至3月22日，期货中高频精选指数和中低频精选指数策略收益分别为-0.46%和0.22%。

4.6 套利策略收益相对稳定，期权策略遭遇挑战

套利策略长期表现出明显的低波低收益特征，且量化套利相对主观套利和多资产套利收益明显更为稳定。2020年以来量化套利、主观套利和多资产套利指数年化收益率分别为9.1%、11.73%和6.9%，最大回撤分别为-1.31%、-2.68%和-5.05%，主观套利收益更高但回撤亦相对更大，多资产套利波动则相对其余两者更大。

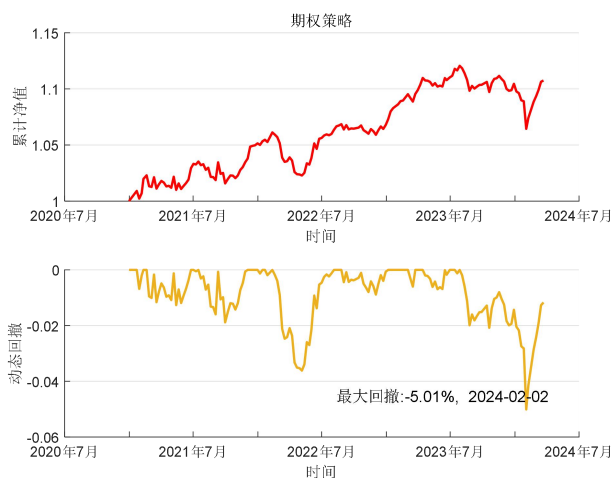
今年一季度以来，量化套利和主观套利继续表现出稳健收益特征，截至3月22日，两者累计收益率分别为1.03%和0.76%，多资产套利收益偏低，累计收益率为0.2%。

图 40：2020 年以来套利策略指数净值走势



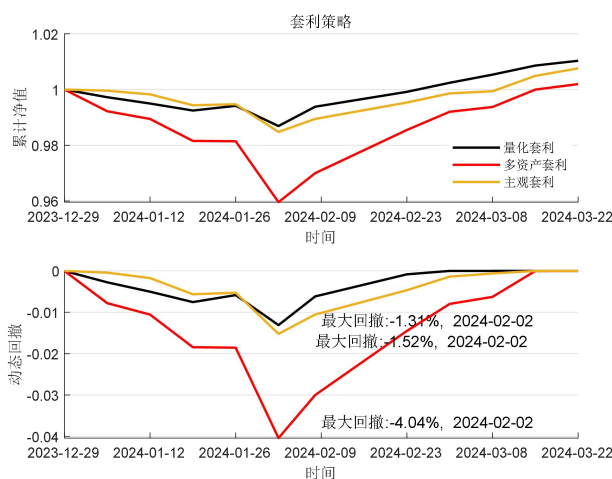
数据来源：私募排排网、国联期货研究所

图 42：2021 年以来期权策略指数净值走势



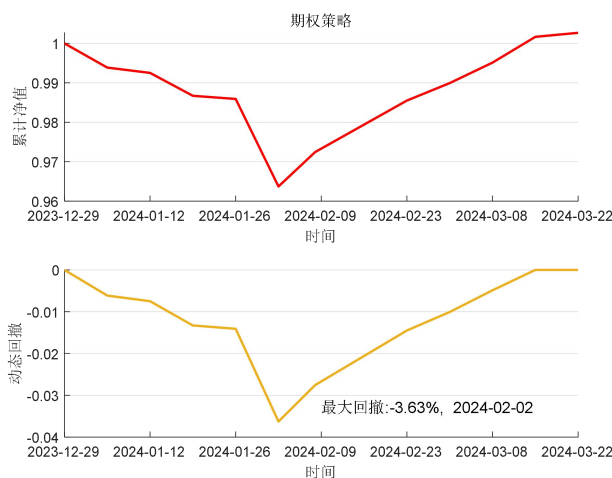
数据来源：私募排排网、国联期货研究所

图 41：2024 年以来套利策略指数净值走势



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

图 43：2024 年以来期权策略指数净值走势



数据来源：私募排排网、国联期货研究所

期权策略方面，因市场波动率的急剧放大，且期权策略产品主要以卖方为主，一季度期权策略指数创出历史最大回撤-5.01%，但随着市场波动的逐步放缓，春节后策略净值出现明显回升。截至3月22日，一季度期权策略指数累计收益率0.27%。

4.7 中小规模量化管理人收益更好

从不同规模量化管理人的产品收益上看，一季度中小规模量化管理人整体优于大型规模管理人。具体而言，20亿以下量化CTA管理人无论从收益还是回撤均整体略优于20亿元以上规模管理人；50亿以下股票量化管理人整体优于50亿元以上规模管理人；这主要是由于当市场遭遇流动性危机时，大型规模管理人因其持有品种或个股规模相对较大，交易灵活度相对中小规模管理人往往更低，且市场冲击成本亦相对更大。然而，大型规模管理人其策略往往相对更为成熟，因此从综合性价比上看，中长期投资中等规模管理人或具有较高性价比。

表 7：不同规模量化CTA（趋势+套利）收益中位数情况（截至3.22）

资产规模	近一月(%)	2024年一季度			近一年		
		收益(%)	最大回撤(%)	夏普比率	收益(%)	最大回撤(%)	夏普比率
20 亿以上	2.06	-0.65	4.8	-0.3	3.09	9.56	0.23
5-20 亿	1.46	-0.37	4.03	-0.34	3.07	9.21	0.25
5 亿以下	1.16	0.27	3.67	0.03	2.44	9.33	0.17

数据来源：私募排排网、国联期货研究所

表 8：不同规模股票量化多头收益中位数情况（截至3.22）

资产规模	近一月(%)	2024年一季度			近一年		
		收益(%)	最大回撤(%)	夏普比率	收益(%)	最大回撤(%)	夏普比率
100 亿以上	6.04	-5.79	19.49	-0.62	-9.69	24.63	-0.49
50-100 亿	6.2	-5.19	19.49	-0.52	-9.15	24.8	-0.47
20-50 亿	6.41	-3.63	18.82	-0.36	-7.02	23.84	-0.35
10-20 亿	6.33	-3.3	18.57	-0.32	-7.37	24.06	-0.35
5-10 亿	5.77	-2.65	18.01	-0.25	-7.65	24.15	-0.38
5 亿以下	5.37	-3.08	17.58	-0.37	-7.81	24.17	-0.38

数据来源：私募排排网、国联期货研究所

五、总结及展望

本文对 2024 年一季度量化策略市场环境及私募基金相关策略运行情况作了详细的分析。一季度商品市场低波动持续，股票市场波动明显加大，中小微盘股遭遇了较大的流动性冲击，大小市值在季中极度分化，期货 CTA 策略、量化指增、股票市场中性策略、期权策略在春季前均遭遇了较大的挑战，均接近或创出历史最大回撤，债券策略、量化套利及主观套利类低波动策略表现相对稳健。

春节后随着市场 Alpha 及 Beta 环境的好转、商品期货趋势度的不断增强，前期创出较大回撤的各种策略净值均出现明显修复，宏观策略、主观 CTA 和期权策略收益最终出现了季度转正。

展望未来，我们认为：

股票量化多头：春季前 A 股市场恐慌情绪释放相对充分，当前各指数估值处历史较低水平，中期市场 Beta 环境处于不断修复进行之中，建议标配股票量化多头策略；

市场中性策略：市场交投活跃度提升明显，交易集中度处于历史适中水平，50/1000 或 300/500 比价处于近一年较高水平，在经济仍处于弱复苏进程下，二季度中小成长风格有望回归相对强势，且当前 IC 对冲成本处于历史较低水平，这对市场 Alpha 环境的修复整体相对有利。经历市场超额的大幅波动后，各量化中性管理人预计将会更加注重风险管理，建议适度增配股票市场中性策略。

CTA 策略：商品期货波动率仍处于较低水平，但部分板块趋势度有回升趋势，期货 CTA 策略低迷持续时间已达近两年，震荡趋势行情的周期性循环是市场客观存在的规律，建议予以少量配置。

套利：套利类策略长期收益整体相对稳健，建议选择策略类型相对丰富，收益波动与回撤控制相对较好的管理人予以标配。

债券策略：债券类策略，在货币政策相对宽松且地产市场仍相对偏弱的背景下，债市下方存在支撑，建议予以标配。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600