

# 浅探量化超额的日历效应

## ——十月 FOF 配置月报

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

量化超额存在一定的日历效应，二、三季度公、私募超额表现普遍优于一、四季度，且私募超额指数表现较公募相对更为明显。展望 10 月，超额环境偏暖叠加较低的对冲成本，指增和中性策略维持中性偏多观点；商品市场初步调整，但不掩 CTA 产品的配置价值，因子差异性得到进一步体现，对 CTA 策略维持中性偏多的观点。

### 摘要：

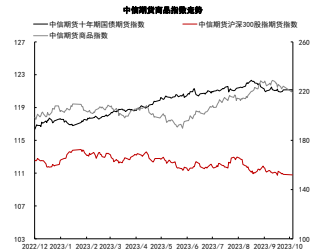
**量化超额的日历效应：**量化超额存在一定的日历效应，主要体现在分季度超额存在较有规律的收益率差异。从历史表现来看，二、三季度公、私募超额表现普遍优于一、四季度，其中，私募超额指数表现较公募相对更加明显。背后的逻辑在于：1) 指标层面，市场风格切换，一、四季度小盘成长风格相对偏弱；2) 临近年末及春节，市场上的资金和流量减少，影响超额的获取难度；3) 公、私募年终业绩考核排名，四季度管理人打法偏保守，叠加一、四季度缺乏基本面数据支撑，容易出现超额不稳定情况。

**大类资产配置观点：**根据多维周期模型，我们目前处在紧货币宽信用、厂商主动补库、通胀收缩上行周期。当下阶段三周期模型一致推荐配置趋势 CTA 策略。后续若进入宽货币紧信用、厂商被动补库、通胀扩张上行阶段，建议配置债券类策略和市场中性策略。综合夏普表现来看，中性策略性价比较高。

**量化股票为中性偏多观点：**多项跟踪指标回归上行区间，超额环境整体偏好，超额环境四象限模型从蓝色区域进入灰色，Alpha 的稳定性偏好，指增中性策略维持中性偏多观点，但需额外注意量化超额一、四季度偏弱的日历效应。较低的对冲成本叠加偏暖的超额环境，中性策略维持中性偏多观点。

**CTA 策略为中性偏多观点：**指数端来看，9 月除能源板块较好，其他板块均出现不同程度调整。因子端来看，除期限结构因子收益出现一定调整，动量、持仓、波动率因子均小幅上行。虽市场环境有所调整，但不影响 CTA 产品的配置价值，CTA 策略维持中性偏多观点。

**风险提示：**国际地缘政治冲突加剧、美联储超预期加息、国内政策变化超预期



### 金融工程团队

研究员：  
熊鹰  
021-80401732  
xiangying@citicsf.com  
从业资格号 F3075662  
投资咨询号 Z0018946

研究员：  
周通  
021-80401733  
zhouotong@citicsf.com  
从业资格号 F3078183  
投资咨询号 Z0018055

研究员：  
蒋可欣 FRM  
jiangkexin@citicsf.com  
从业资格号 F03098078  
投资咨询号 Z0018262

**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供参考之用，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、量化超额的日历效应	4
(一) 日历效应是什么	4
(二) 量化超额的日历效应	4
(三) “一、四季度量化超额偏弱” 日历效应的背后逻辑	6
1、指标层面, 市场风格切换	6
2、市场资金和流量的影响	7
3、公、私募产品端的影响	8
二、大类资产配置观点	8
三、指增/中性策略	11
(一) 指数增强策略	11
(二) 市场中性策略	14
四、CTA 策略	16
(一) 商品市场整体回顾	16
(二) CTA 策略基金整体表现	18
(三) CTA 策略近期展望	18
五、市场数据跟踪	21
六、风险提示	26
免责声明	27

## 图表目录

图表 1: 日历效应种类	4
图表 2: 公、私募超额指数季度表现 (2019-2023)	5
图表 3: 超额环境模型四象限指标信号图 (2020-2023)	5
图表 4: 私募指数增强产品历年绝对收益率中位数	6
图表 5: 私募市场中性产品历年绝对收益率中位数	6
图表 6: 大小盘相对强弱、价值成长相对强弱指标季度表现 (2019-2023)	7
图表 7: 成交量指标 (2018-2023)	7
图表 8: 目前处在紧货币宽信用、厂商主动去库、通胀收缩下行周期	9
图表 9: 当下周期各策略胜率与赔率	10
图表 10: 下一阶段各策略胜率与赔率	11
图表 11: 公募指增产品平均业绩表现 (截至 20230928)	12
图表 12: 公募指增产品平均超额表现 (截至 20230928)	12
图表 13: 私募指增产品平均业绩表现 (截至 20230922)	12
图表 14: 私募指增产品平均超额表现 (截至 20230922)	12
图表 15: 成交额指标	13
图表 16: 个股收益分化度指标	13
图表 17: 大小盘相对强弱指标	13

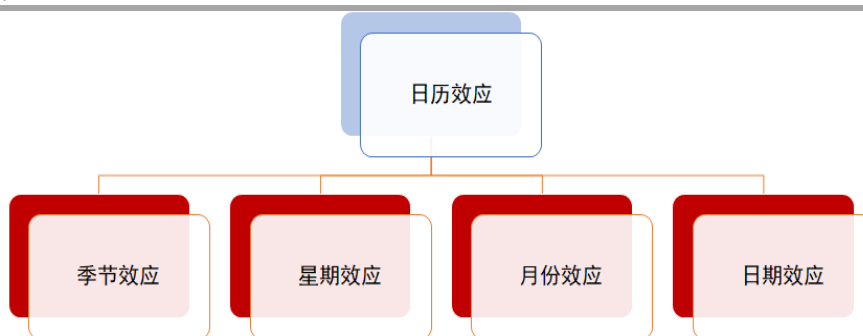
图表 18: 价值成长相对强弱指标	13
图表 19: 行业轮动速度指标	14
图表 20: 因子稳定性指标	14
图表 21: 四象限指标运行轨迹 (截至 20230922)	14
图表 22: 跟踪指标共振强度 (截至 20230928)	14
图表 23: 公募市场中性产品平均业绩表现 (截至 20230928)	15
图表 24: 私募市场中性产品平均业绩表现 (截至 20230922)	15
图表 25: 股指期货 IF、IC、IH 年化成本 (截至 20230928)	15
图表 26: 中信期货各类指数相关指标	16
图表 27: 中信期货各类指数相关指标	16
图表 28: 各类因子净值变化	17
图表 29: 各类因子相关指标	17
图表 30: 聚类拟合产品指数的净值变化	18
图表 31: 聚类拟合产品指数收益率的相关指标	18
图表 32: 中信期货商品指数收益率的波动率变化	19
图表 33: 中信期货商品指数波动率变化	19
图表 34: 商品板块成交额与持仓合约价值	19
图表 35: 商品期货、股指期货和国债期货的成交额和持仓价格比率的变化	20
图表 36: 中信期货指数成分品种之间相关系数变化	20
图表 37: 中信期货各类指数成分品种之间相关系数变化	20
图表 38: 新发基金情况	21
图表 39: 中信一级行业指数表现	22
图表 40: 中信风格指数表现	22
图表 41: 市场风格指数表现	22
图表 42: 公募基金一级分类业绩表现	23
图表 43: 公募基金二级分类业绩表现	23
图表 44: 分类型公募基金收益分布 (2023 年 9 月 1 日至 2023 年 9 月 28 日)	23
图表 45: 朝阳永续主要私募指数业绩表现	24
图表 46: 朝阳永续主要私募指数区间收益率	24
图表 47: IC 当月合约历年累计对冲成本	24
图表 48: IC 当季合约历年累计对冲成本	24
图表 49: IF 当月合约历年累计对冲成本	24
图表 50: IF 当季合约历年累计对冲成本	24
图表 51: 久期因子 (Level)、期限结构因子 (Slope)、信用利差因子 (Credit) 周度表现	25
图表 52: 公募基金配置中信一级行业占比	25
图表 53: 公募基金配置中信一级行业较上月变化	25

## 一、量化超额的日历效应

### (一) 日历效应是什么

日历效应 (Calendar effect) 是最早被发现的市场异常现象之一, 指的是金融市场与日期相关联的非正常收益率差异, 在一年中的一些特定时间段有高于或低于平时的收益率。日历效应主要包括季节效应、星期效应、月份效应和假日效应等, 分别对应金融市场与季节、月份、星期和假日有关的非正常收益。日历效应和有效市场假说有所背离, 代表着在特定日期收益率存在一定的可预测性。

图表 1: 日历效应种类



资料来源: 中信期货研究所

### (二) 量化超额的日历效应

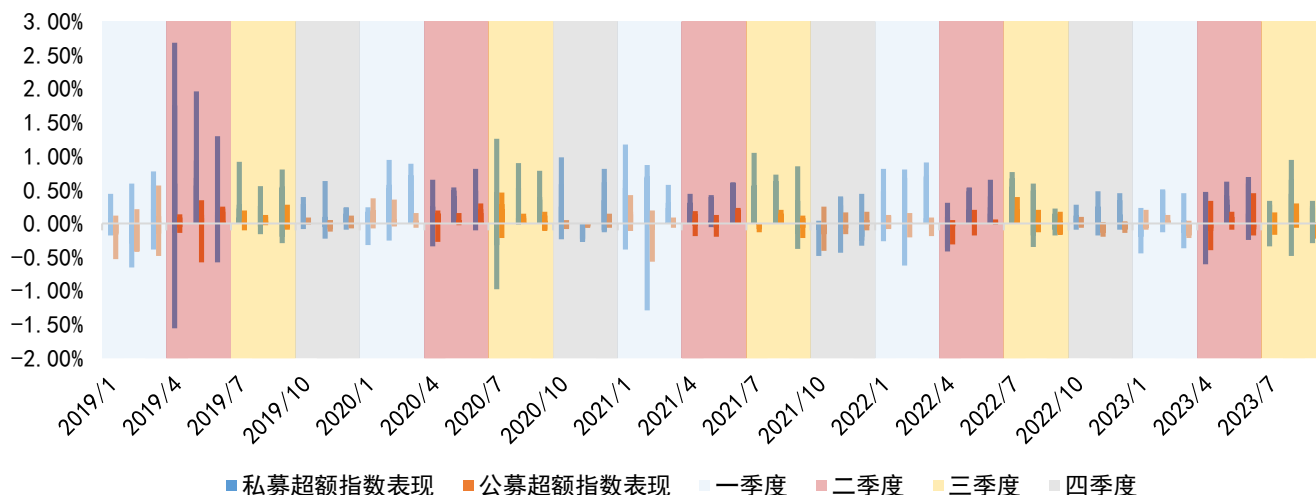
基于中性策略是在指增策略的基础上叠加对冲端, 选股模型大多和指增策略一致, 在数据处理方面, 我们分别构建了公、私募指增策略产品相应的细分产品池作为分析基准。(产品池构建方式详见《超额环境评估模型: Alpha 显著性与稳定性——金融产品专题报告之八》) 我们选取 2019 年以来的数据, 按照月频统计指数的超额收益表现情况。

通过一段时间的月度的观察, 我们发现量化选股策略 (指增、中性等) 的超额存在一定的日历效应, 主要体现在超额按季度存在较有规律的收益率差异。从历史表现来看, 我们可以较为明显的发现, 二、三季度公、私募超额表现普遍优于一、四季度。其中, 私募超额指数表现较公募相对更加明显。

同时, 结合我们的超额环境评估模型的四象限指标信号图可以看出, Alpha 显著性和稳定性双高的红色信号均出现在历年的二、三季度: 例如 2020 年的 7、8 月; 2021 年的 5 月至 9 月; 2022 年 7、8 月以及 2023 年 4、5 月。蓝色和灰色信号多出现在历年的一、四季度: 例如 2020 年 9 月持续到 2021 年 1 月出现较长时期的蓝色后转灰色信号; 2021 年 10 月持续到 2022 年 3 月的较长时期的蓝色和灰

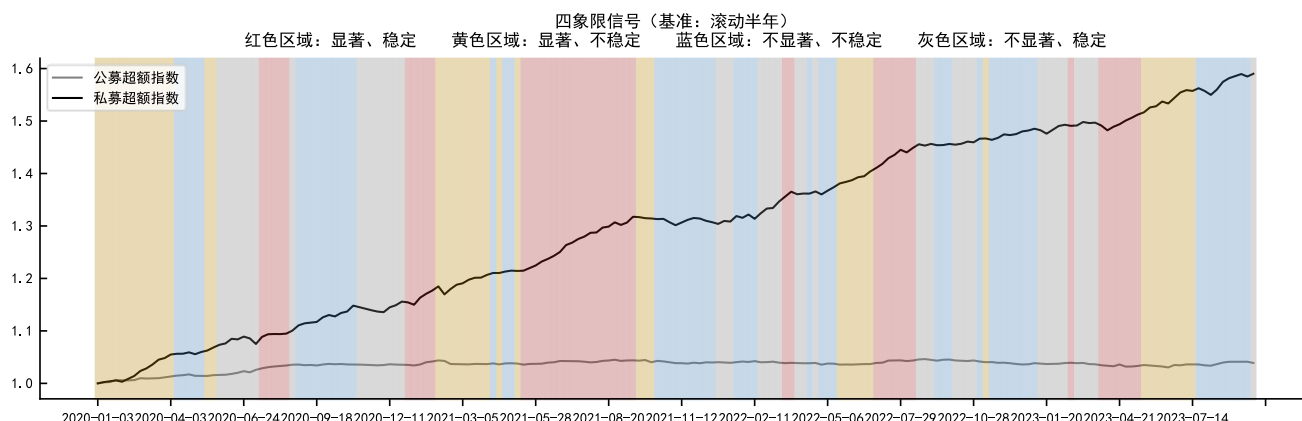
色相间信号以及 2022 年 8 月至 2023 年 3 月较长时期的蓝色和灰色频繁交叉信号。

图表 2：公、私募超额指数季度表现（2019-2023）



资料来源：Wind 朝阳永续 中信期货研究所

图表 3：超额环境模型四象限指标信号图（2020-2023）



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

对于量化超额的日历效应，私募超额指数表现较公募相对更加明显。基于此，我们选取了私募指增和中性产品 2017 年至 2023 年历年绝对收益率中位数，并按季度进行了划分。从指增和中性产品历年绝对收益率可以看出，在排除一些极端值的情况下，二、三季度的产品绝对收益表现相对优于一、四季度。此外，指增和中性产品在二、三季度的收益的稳定性也较好，整体波动小于一、四季度。其中，在 2020 年和 2021 年，指增和中性产品的绝对收益率中位数的日历效应最为明显。

图表 4：私募指数增强产品历年绝对收益率中位数

	一季度	二季度	三季度	四季度
2023	8%	-1.06%	-3.01%	-
2022	-11.40%	5.62%	-7.72%	4.41%
2021	-0.24%	12.65%	7.98%	1.42%
2020	-1.63%	15.06%	8.83%	3.91%
2019	29.68%	-7.19%	2.46%	6.31%
2018	-0.59%	-11.43%	-5.66%	-9.32%
2017	3.92%	-1.85%	8.57%	-3.57%

资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表 5：私募市场中性产品历年绝对收益率中位数

	一季度	二季度	三季度	四季度
2023	1%	1.75%	0.58%	-
2022	0.60%	1.22%	-0.05%	1.04%
2021	0.40%	2.91%	2.91%	-0.73%
2020	12.01%	3.05%	2.79%	1.20%
2019	3.63%	2.65%	0.18%	0.11%
2018	0.88%	0.31%	-0.50%	0.64%
2017	0.07%	-0.31%	1.35%	0.39%

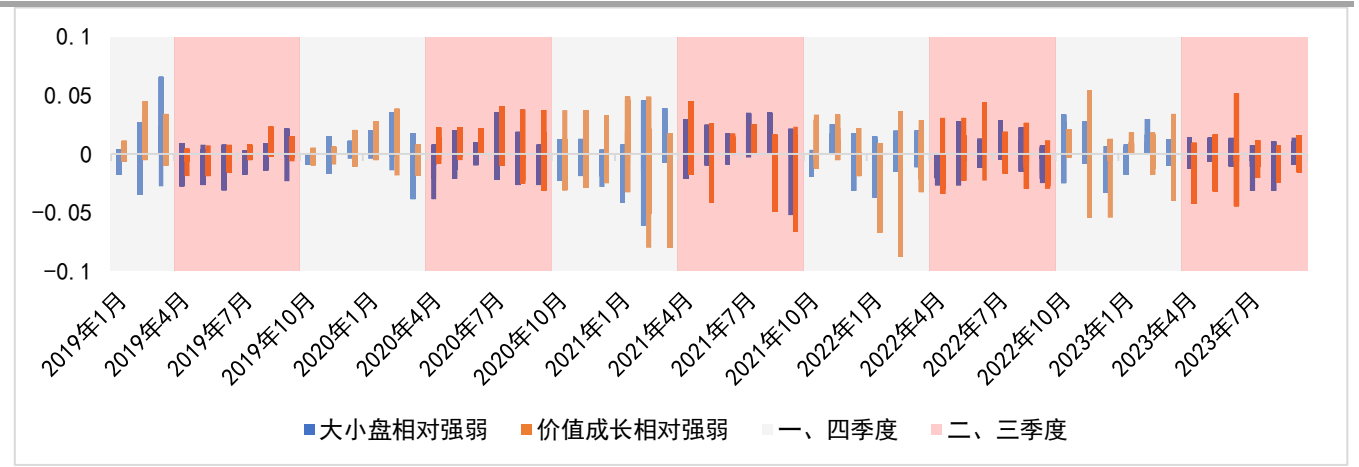
资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

### （三）“一、四季度量化超额偏弱” 日历效应的背后逻辑

#### 1、指标层面，市场风格切换

指增策略多头 Alpha 端的收益来源可大致分为个股层面的精选、行业和风格层面的敞口暴露以及 T0 交易等方式的增厚。从 Barra 归因结果来看，量化策略普遍对成长风格有较为明显的暴露，同时选股端也往往偏向于小盘股票。从我们持续监测的大小盘相对强弱指标和价值成长强弱指标来看，指标相对低的极值点主要出现在历年的一、四季度，例如 2021 年的一季度、2022 年的一季度和 2022 年四季度至 2023 年一季度，这几个阶段均为大盘价值风格占优且风格切换相对较为剧烈。与之相反，指标位于红色区间二、三季度时，大小盘相对强弱及价值成长相对强弱指标表现相对较为稳定，且成长风格相对占优，相对有利于超额的获取。

图表 6：大小盘相对强弱、价值成长相对强弱指标季度表现（2019-2023）

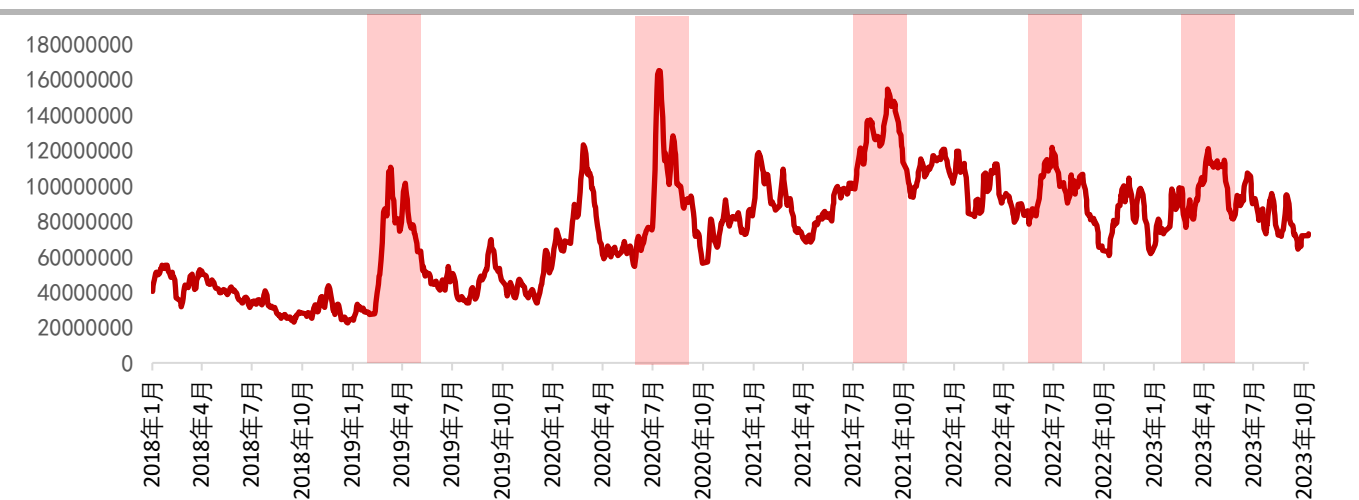


资料来源：Wind 中信期货研究所

## 2、市场资金和流量的影响

日历效应和市场资金和流量存在一定的关系，市场上涨需要资金的流入。从我们持续跟踪的成交额指标来看，相对高点均出现在历年的二、三季度（红色区间），例如 2019 年的二季度，2020 年的三季度，2021 年三季度、2022 年三季度和 2023 年二季度。对应二、三季度超额环境相对偏暖，超额收益率相对较佳。此外，一、四季度对应着新历年年末收官及旧历年年末春节的两个时间段。临近年末，投资者会有“盘点清账”的思维，有人会在年末提前离开市场、降低仓位、赎回资金。这其实对市场造成一定的压力，导致市场上的资金和流量减少，成交额也会随之降低，同时影响超额的获取难度。

图表 7：成交量指标（2018-2023）



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 3、公、私募产品端的影响

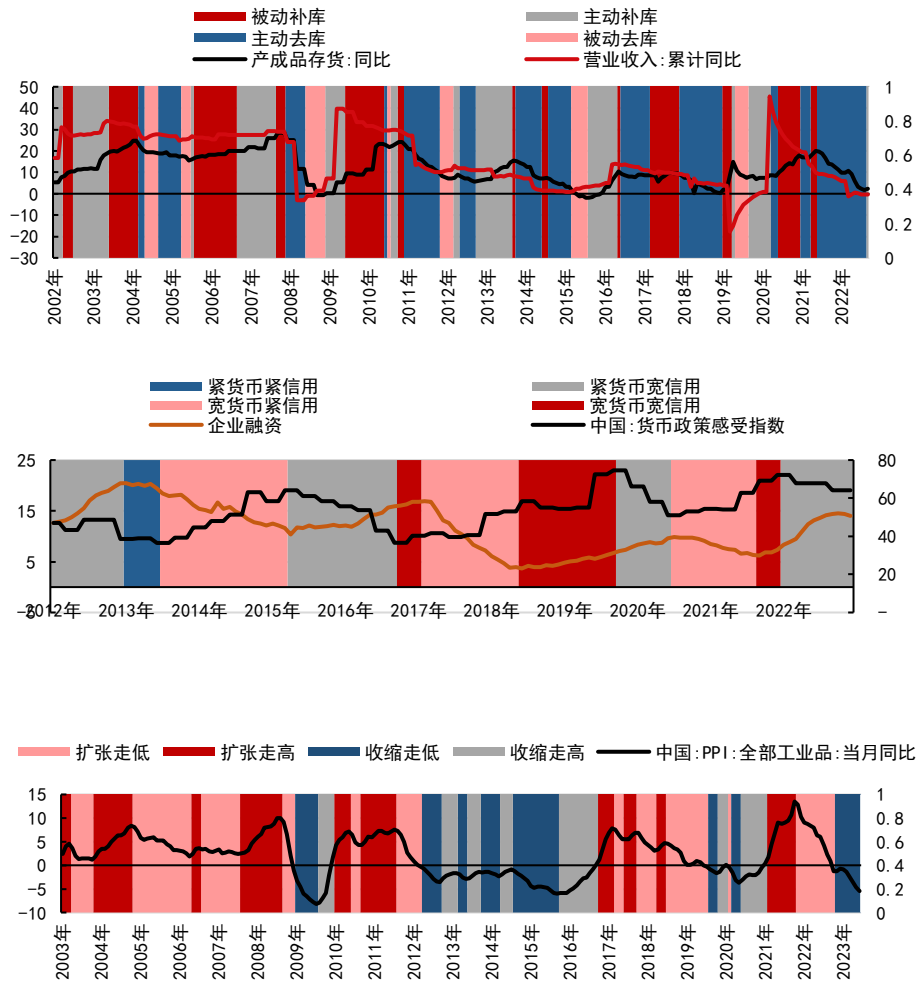
日历效应与公、私募产品端自身存在一定关系，目前公、私募及各类投资机构普遍以年度为基准进行考核排名。前一至三季度已经基本决定了全年的业绩情况，四季度管理人普遍选择较为保守的打法。同时，随着投资者降低仓位、清点结算、追求稳健等行为，叠加四季度至一季度基本面层面的数据有所缺失，缺少相关公司的财报披露，管理人往往也会作出相应策略调整，逐步偏向保守和稳健。同样，一季度缺乏基本面数据支撑，且新的一年投资机构及其产品端开始重新布局新一年的战略，也容易出现超额不稳定的情况。

## 二、大类资产配置观点

根据我们的多维周期模型，结合9月经济数据，我们目前处在**紧货币宽信用、厂商主动补库、通胀收缩上行周期**。或受到PPI上行、经济动能修复加快的提振，叠加地产等行业“金九银十”的预期，厂商库存周期跳过了被动补库阶段直接由主动去库快速进入主动补库。



图表 8：目前处在紧货币宽信用、厂商主动去库、通胀收缩下行周期



资料来源: Wind 中信期货研究所

当下阶段三周期模型一致推荐配置**趋势 CTA 策略**，尤其是在主动补库时期收益率极高。

图表 9：当下周期各策略胜率与赔率

紧货币宽信用									
	月数	收益均值	收益中位数	标准差	上行月数	下行月数	胜率	收益排序	排序标准差
主观多头	24	0.46%	0.65%	4.07%	11	13	46%	6.04	4.16
1000指增	24	0.42%	0.14%	3.02%	13	11	54%	5.54	3.37
500指增	24	0.02%	-0.07%	3.98%	12	12	50%	6.50	3.75
300指增	24	0.09%	-0.69%	3.71%	10	14	42%	7.04	3.53
趋势CTA	24	0.64%	0.35%	2.03%	14	10	58%	5.63	3.09
市场中性	24	0.16%	0.10%	1.13%	12	12	50%	5.79	2.30
转债	24	-0.31%	0.25%	1.50%	11	13	46%	6.75	2.94
信用债	24	0.17%	0.20%	0.27%	20	4	83%	4.92	2.54
中长期纯债	24	0.12%	0.14%	0.25%	19	5	79%	6.04	3.04
短期纯债	24	0.16%	0.17%	0.14%	22	2	92%	5.75	2.54
货币市场	24	0.14%	0.14%	0.04%	24	0	100%	6.00	3.19
主动补库									
	月数	收益均值	收益中位数	标准差	上行月数	下行月数	胜率	收益排序	排序标准差
主观多头	11	0.15%	0.84%	4.04%	6	5	55%	5.36	4.34
1000指增	11	0.50%	0.20%	3.11%	7	4	64%	4.91	3.36
500指增	11	-0.15%	0.13%	3.11%	6	5	55%	6.55	3.50
300指增	11	-0.10%	-0.49%	2.90%	5	6	45%	7.45	3.93
趋势CTA	11	1.65%	1.70%	1.71%	9	2	82%	3.82	2.52
市场中性	11	0.25%	0.50%	0.90%	7	4	64%	5.82	2.23
转债	11	-0.38%	-0.10%	1.65%	5	6	45%	7.27	3.17
信用债	11	0.21%	0.31%	0.27%	9	2	82%	5.64	2.29
中长期纯债	11	0.17%	0.15%	0.25%	9	2	82%	6.45	2.77
短期纯债	11	0.18%	0.21%	0.16%	10	1	91%	6.27	2.53
货币市场	11	0.16%	0.16%	0.03%	11	0	100%	6.45	3.21
收缩走高									
	月数	收益均值	收益中位数	标准差	上行月数	下行月数	胜率	收益排序	排序标准差
主观多头	11	2.82%	2.74%	4.53%	8	3	73%	3.91	3.33
1000指增	11	2.41%	3.36%	2.75%	9	2	82%	3.82	3.09
500指增	11	2.13%	2.00%	4.29%	8	3	73%	5.09	3.39
300指增	11	1.99%	1.43%	4.26%	8	3	73%	5.82	4.00
趋势CTA	11	1.93%	1.80%	1.74%	10	1	91%	4.36	1.63
市场中性	11	0.64%	0.50%	1.32%	8	3	73%	6.45	1.37
转债	11	0.52%	0.05%	1.68%	7	4	64%	7.00	3.49
信用债	11	0.18%	0.13%	0.29%	9	2	82%	6.82	3.09
中长期纯债	11	0.12%	0.06%	0.37%	8	3	73%	7.64	3.26
短期纯债	11	0.13%	0.11%	0.20%	9	2	82%	7.45	2.38
货币市场	11	0.14%	0.13%	0.03%	11	0	100%	7.64	2.46

资料来源：中信期货研究所

后续有望进入宽货币紧信用、厂商被动去库、通胀收缩上行阶段。后续若进入宽货币紧信用、厂商被动补库、通胀扩张上行阶段，货币信用周期与库存周期、通胀周期信号存在部分背离，综合来看，建议配置债券类策略和市场中性策略。综合夏普表现来看，中性策略性价比较高。

图表 10：下一阶段各策略胜率与赔率

宽货币紧信用									
	月数	收益均值	收益中位数	标准差	上行月数	下行月数	胜率	收益排序	排序标准差
主观多头	30	-0.54%	0.02%	3.42%	15	15	50%	6.60	3.54
1000指增	30	-0.07%	0.05%	4.05%	15	15	50%	5.70	3.72
500指增	30	-0.24%	-0.04%	4.10%	15	15	50%	6.23	3.52
300指增	30	-0.46%	-0.43%	3.97%	13	17	43%	6.67	3.89
趋势CTA	30	0.28%	-0.20%	1.45%	14	16	47%	6.03	3.20
市场中性	30	0.10%	0.09%	0.82%	16	14	53%	6.17	1.93
转债	30	0.15%	0.42%	2.39%	16	14	53%	5.73	3.30
信用债	30	0.32%	0.29%	0.30%	27	3	90%	5.20	2.94
中长期纯债	30	0.30%	0.29%	0.25%	26	4	87%	5.37	2.67
短期纯债	30	0.25%	0.22%	0.15%	29	1	97%	5.83	2.78
货币市场	30	0.17%	0.17%	0.05%	30	0	100%	6.47	3.01
被动补库									
	月数	收益均值	收益中位数	标准差	上行月数	下行月数	胜率	收益排序	排序标准差
主观多头	21	-0.59%	-0.09%	3.22%	10	11	48%	7.10	3.45
1000指增	21	-0.10%	-0.10%	3.81%	10	11	48%	6.00	3.39
500指增	21	0.00%	0.15%	4.33%	11	10	52%	6.19	3.82
300指增	21	0.18%	0.00%	4.05%	11	10	52%	5.81	3.84
趋势CTA	21	0.43%	0.19%	1.59%	10	11	48%	6.05	3.15
市场中性	21	0.22%	0.26%	0.85%	13	8	62%	5.57	1.75
转债	21	-0.08%	-0.84%	2.54%	9	12	43%	6.38	3.15
信用债	21	0.34%	0.32%	0.31%	19	2	90%	4.95	2.91
中长期纯债	21	0.29%	0.29%	0.27%	18	3	86%	5.48	2.52
短期纯债	21	0.27%	0.26%	0.15%	21	0	100%	5.86	3.15
货币市场	21	0.17%	0.16%	0.05%	21	0	100%	6.62	3.40
扩张走高									
	月数	收益均值	收益中位数	标准差	上行月数	下行月数	胜率	收益排序	排序标准差
主观多头	17	0.47%	0.55%	3.12%	9	8	53%	6.53	3.73
1000指增	17	0.83%	1.29%	2.20%	11	6	65%	5.53	2.96
500指增	17	1.40%	1.51%	3.01%	12	5	71%	4.59	3.54
300指增	17	1.39%	1.38%	2.96%	11	6	65%	4.82	3.89
趋势CTA	17	1.08%	1.18%	1.81%	12	5	71%	5.29	3.08
市场中性	17	0.44%	0.49%	0.70%	13	4	76%	5.71	2.02
转债	17	0.68%	0.78%	2.84%	11	6	65%	5.59	3.41
信用债	17	0.33%	0.25%	0.37%	15	2	88%	6.41	2.65
中长期纯债	17	0.28%	0.23%	0.31%	14	3	82%	7.00	2.47
短期纯债	17	0.26%	0.18%	0.15%	17	0	100%	7.06	2.73
货币市场	17	0.18%	0.17%	0.05%	17	0	100%	7.47	3.34

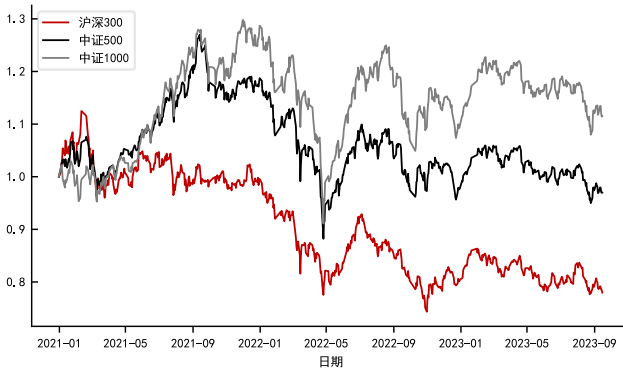
资料来源：中信期货研究所

### 三、指增/中性策略

#### (一) 指数增强策略

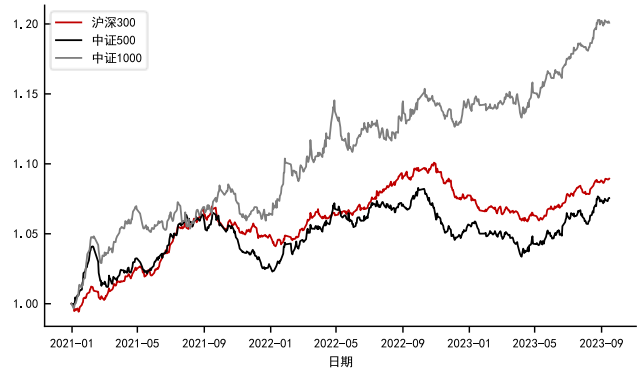
9月以来市场整体超额表现较为一般，私募较公募表现较好，其中1000指增超额表现先抑后扬。公募方面，8月底至9月初，指增产品平均业绩表现呈现小幅回弹，随后开始持续波动下行趋势。1000指增和500指增产品平均超额表现都较好，9月平均超额收益为正，300指增产品平均超额表现偏弱，9月平均超额收益不佳。私募方面，8月25日至9月22日，私募指增产品业绩整体表现较为稳定，整体呈现小幅震荡，近期有所回暖。超额方面表现不及公募，平均超额表现整体偏弱，其中，500和1000指增超额表现相对优于300指增。

图表 11：公募指增产品平均业绩表现（截至 20230928）



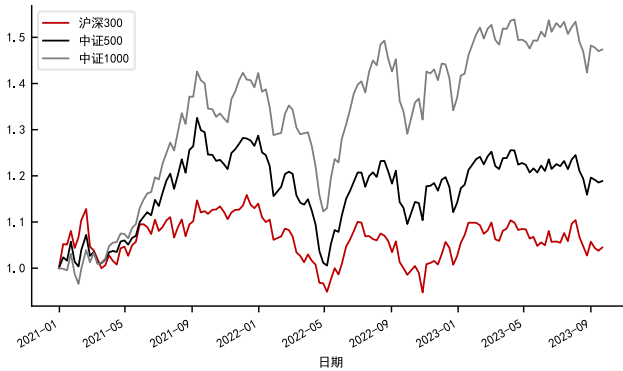
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12：公募指增产品平均超额表现（截至 20230928）



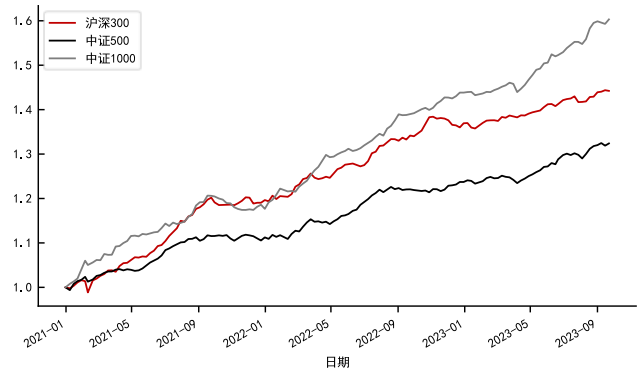
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 13：私募指增产品平均业绩表现（截至 20230922）



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表 14：私募指增产品平均超额表现（截至 20230922）



资料来源：Wind 朝阳永续 中信期货研究所

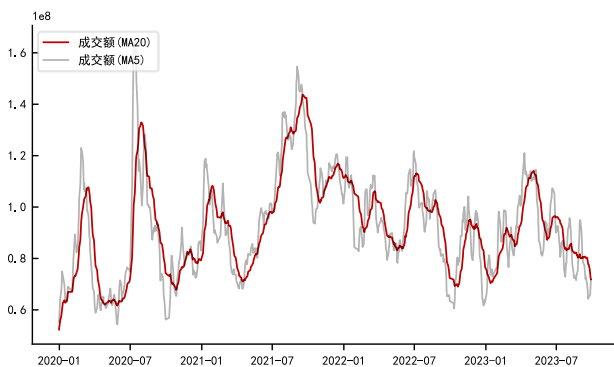
Alpha 端，我们以自建的超额环境评估模型作为参考依据（模型详见《超额环境评估模型：Alpha 显著性与稳定性——金融产品专题报告之八》）。回顾多项跟踪指标 9 月表现：**多项跟踪指标维持相对上行趋势，市场超额环境进一步回暖，稳定性和显著性均有所增强。**具体而言：1) **成交额持续震荡下行，较上月整体出现较大幅度下行，交投活月度有所下降。**指标由 4 月高点持续震荡下行，6 月底有所修复后，近期下行幅度加大；2) **个股收益分化度小幅反弹后，近期呈现持续下行趋势，**个股收益分化度减弱，达到相对低点。指标从 5 月高点逐步开始震荡回落，8 月中旬达到相对低点后开始回升，9 月后开始持续下行至相对低点；3) **大小盘相对强弱指标自 8 月以来持续震荡上行，小盘相对占优。**指标自 6 月从相对高点震荡回落，8 月以来持续波动震荡上行趋势；4) **价值成长相对强弱指标持续中枢震荡，近期小幅上行，成长相对占优。**指标从 7 月高位逐步开始震荡下行，9 月在中枢位置持续小幅震荡，近期小幅回暖；5) **行业轮动速度指标由相对高位开始回落，轮动速度有所减慢。**5 月指标达到低位之后，开始呈现大幅波动上行趋势，9 月初达相对高点后，近期开始持续回落；6) **因子稳定性指标维持低位，小幅震荡，超额环境稳定性较好。**指标于 1 月开始回落至低位，4 月以来

指标持续上行，不稳定因子数量迅速增加，行业、风格因子收益波动加剧，于 6 月到达高点，而后指标持续下行，目前持续低位震荡，虽有小幅上行趋势，但因子的稳定性仍偏强。

回顾 9 月，根据以上 6 项跟踪指标的表现来看，多数指标开始处于上行区间，跟踪指标共振强度从低位逐步走强，并开始回归上行区间，9 月底开始出现走弱趋势；从超额的四象限模型来看，目前指标从 Alpha 显著性、稳定性偏弱的蓝色区域运行至 Alpha 显著性偏弱、但稳定性偏强的灰色区域，意味着超额环境逐步回暖，Alpha 的稳定性偏强。

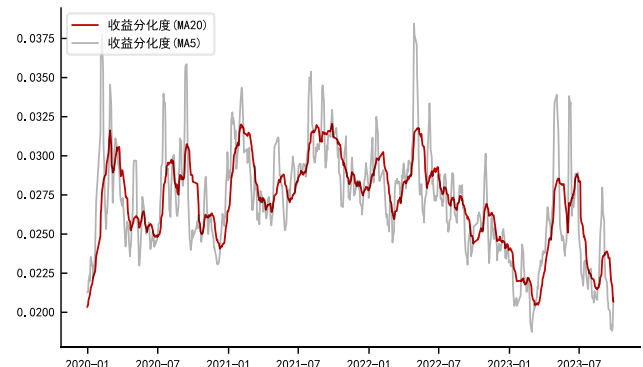
综合来看，我们对指数增强策略维持**中性偏多观点**。Alpha 端，多项跟踪指标从下行区间回到上行区间，超额环境有所回暖；Beta 端，中秋国庆长假消费热，国内旅游 8.26 亿人次，实现国内旅游收入 7534.3 亿元，同比增长 129.5%，叠加前期多项利好政策的逐步落地，促进经济持续修复，呈现总体回升向好的态势。但是，需额外注意量化超额的日历效应，四季度超额捕捉难度加大，后续持续跟踪指标的运行情况。

图表 15：成交额指标



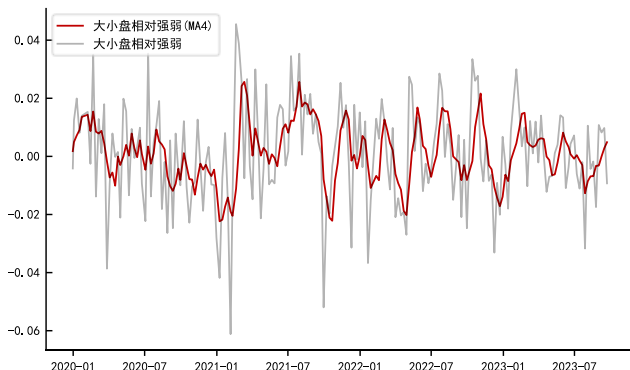
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 16：个股收益分化度指标



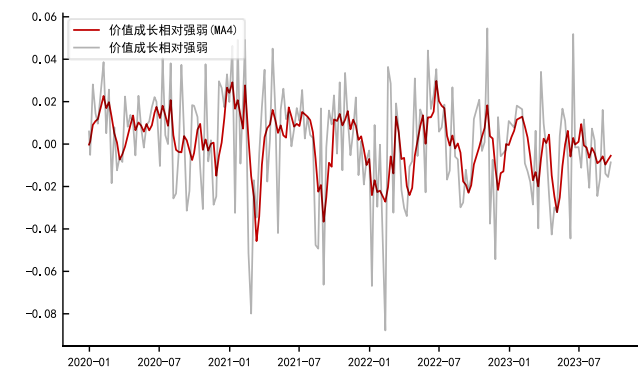
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 17：大小盘相对强弱指标



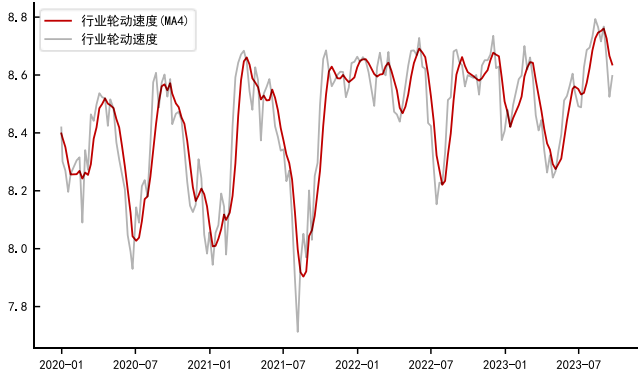
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 18：价值成长相对强弱指标



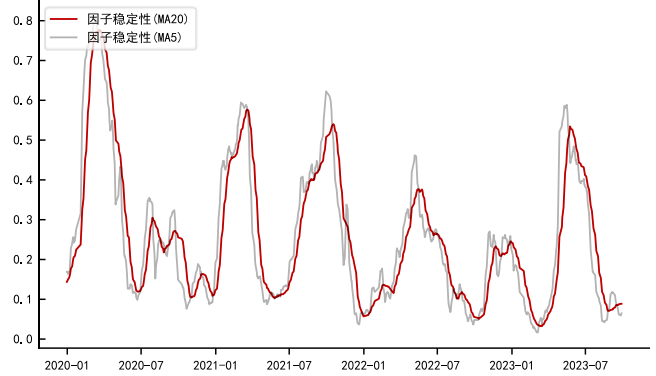
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 19：行业轮动速度指标



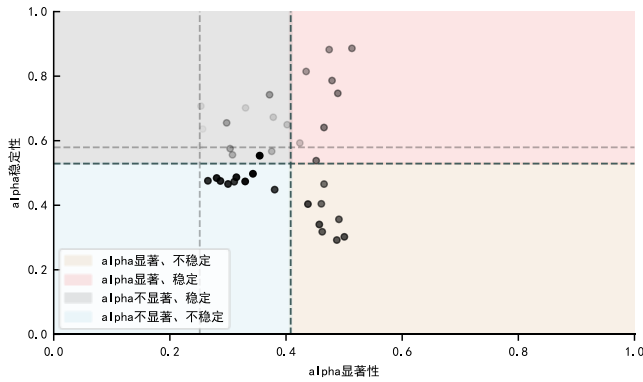
资料来源：Wind 同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表 20：因子稳定性指标



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 21：四象限指标运行轨迹（截至 20230922）



资料来源：Wind 中信期货研究所  
注：图中散点颜色越浅对应时间越早。

图表 22：跟踪指标共振强度（截至 20230928）



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

## （二）市场中性策略

9月以来，公、私募市场中性策略平均业绩表现分化明显，与8月相反，公募总体先抑后扬，私募总体呈现先扬后抑的态势。公募方面，9月1日至9月28日，市场中性产品先面临了一波震荡回撤，在9月底开始震荡反弹，但整体还是较8月有所下跌；私募方面，8月25日至9月22日，市场中性产品表现与公募呈相反格局，9月初短暂延续了8月以来的上行趋势，而后开始小幅震荡调整。具体而言，中规模管理人表现最佳，平均业绩表现为正；大规模管理人表现次之，小规模管理人表现偏弱，平均业绩表现为负。

从对冲端来看，目前三大指数期货基差年化仍处于历史低位，中性建仓对冲成本优势明显。今年以来，对冲端整体偏好，7月以来，三大股指的基差持续震荡上行，8月基差回到升水，9月基差持续震荡上行趋势，近期三大股指基差开始有所下行，但仍处于升水状态。

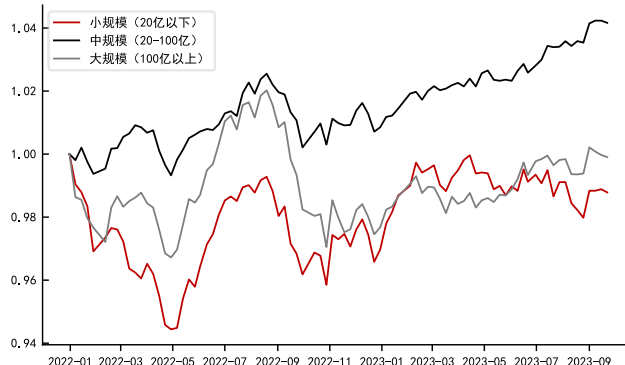
综合而言，我们对市场中性策略维持中性偏多观点。三大股指基差升水，中性策略对冲成本持续处于偏低水平。多项跟踪指标回归上行区间，超额环境四象限模型从蓝色区域进入灰色，Alpha 的稳定性偏好。较低的对冲成本叠加偏暖的超额环境，中性策略配置性价比仍然相对较高。

图表 23：公募市场中性产品平均业绩表现（截至 20230928）



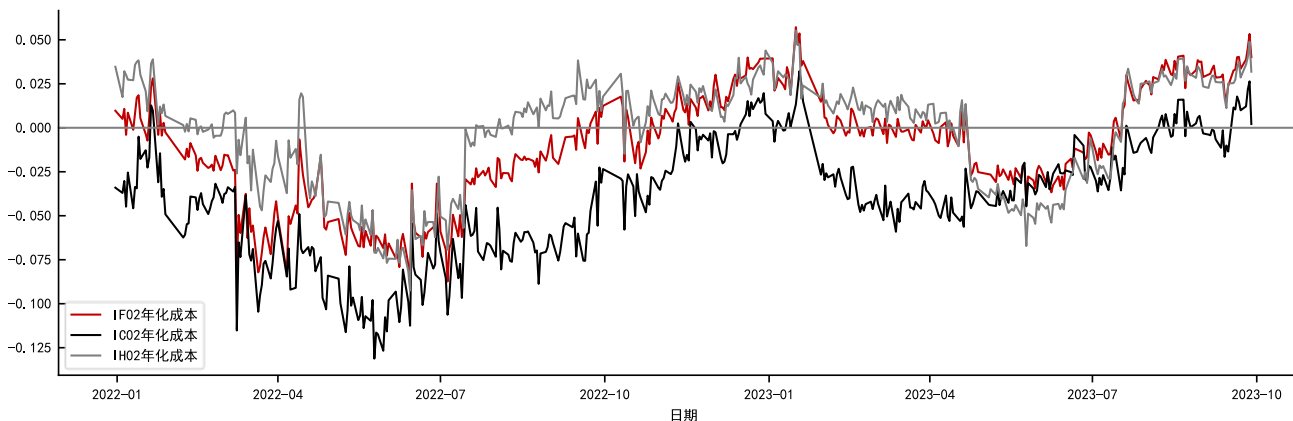
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 24：私募市场中性产品平均业绩表现（截至 20230922）



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表 25：股指期货 IF、IC、IH 年化成本（截至 20230928）



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

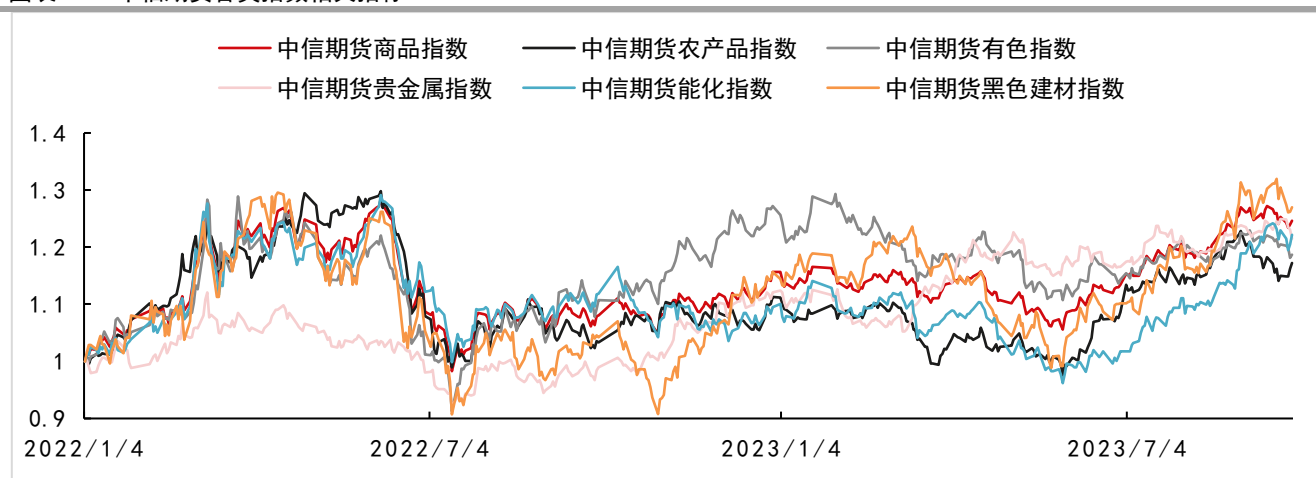
## 四、CTA 策略

### (一) 商品市场整体回顾

**指数端回顾:**9 月商品市场除能化板块,其他板块皆遭遇了不同程度的调整,中信期货商品指数月度跌幅到 1.01%。

9 月,能化板块受原油价格上涨拉动,涨势较强,指数涨幅达到 6.04%;但十一节中开始原油大幅下跌,之后走势预计偏震荡。农产品方面,9 月农产品板块跌幅强烈,尤其是油脂品种。油脂类品种受库存预期等问题影响较大,后续预计震荡偏空。黑色建材方面,9 月指数下跌 0.64%,下跌品种主要集中在钢材和建材部分,炉焦类品种涨幅较强,但近期炉焦类品种下跌严重;整体来看,黑色板块下游需求压力仍然较大,而铁水产量居高不下,供需矛盾点仍然存在,预计短期内价格偏震荡。贵金属和有色金属板块跌幅较为相似,指数分别下跌 2%和 2.22%,这两个板块受宏观预期影响较大,后续可多关注经济数据和美联储加息预期的变化。

图表 26: 中信期货各类指数相关指标



资料来源:同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表 27: 中信期货各类指数相关指标

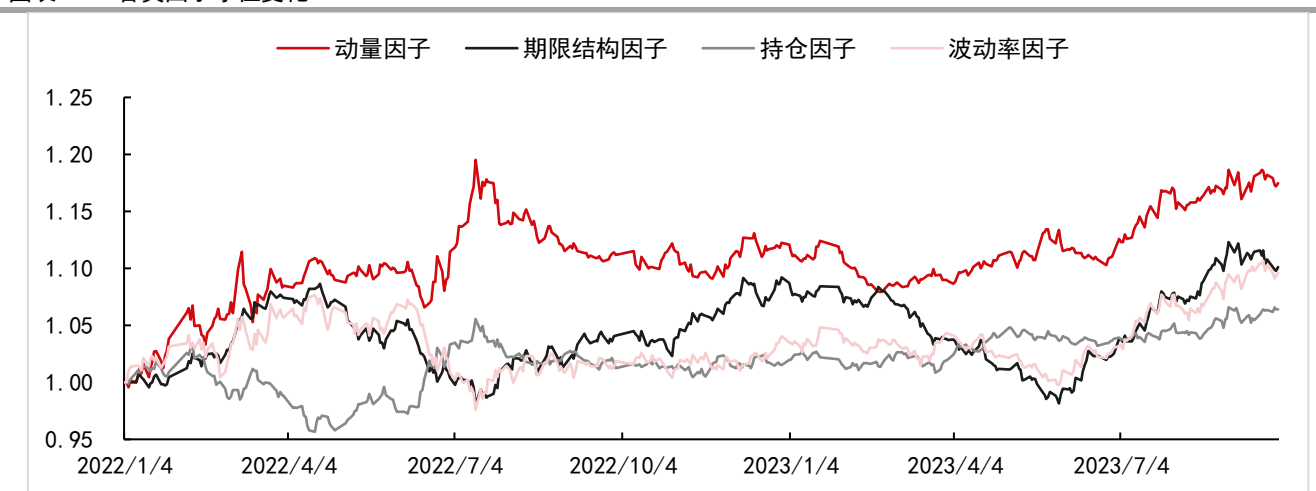
	9 月以来涨跌幅	6 月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅	2022 年以来涨跌幅
中信期货商品指数	-1.01%	19.03%	8.93%	24.59%
中信期货农产品指数	-4.94%	19.73%	5.97%	17.27%
中信期货有色指数	-2.00%	7.95%	-8.55%	18.66%
中信期货贵金属指数	-2.22%	4.45%	9.36%	21.44%
中信期货能化指数	6.04%	25.99%	12.66%	22.17%
中信期货黑色指数	-0.64%	27.76%	11.29%	26.98%

资料来源:同花顺 iFinD 中信期货研究所



**因子端回顾：**9月，期限结构因子收益回调较为明显，其他三大因子收益上调放缓。动量、期限结构、持仓和波动率四大因子9月收益分别达到0.41%、-1.04%、0.86%和0.61%。**动量因子**方面，品种多空方向逐渐从以多头为主转移到以空头为主。**期限结构因子**方面，因子收益收缩的主要原因在于贴水品种的期货价格下跌较为显著，尤其是农产品和黑色建材板块的品种；9月各品种期限结构其实并未发生明显变化(例：贴水转移到升水)，因此推测当前商品市场受基本面预期和宏观预期影响较大，而非当前基本面情况。**持仓因子**方面，持仓因子近期收益较为稳定，多空组合的调整频率其实并不频繁，9月除不锈钢的持仓比率变化较为频繁外，其余品种的排序位次并未发生明显调整(例：跳出前10和后10)。**波动率因子**方面，9月需要注意的是沪铅、沪镍和鸡蛋等品种的波动率易出现突然拉高和降低的情况，建议关注此类品种的风控管理。

图表 28：各类因子净值变化



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表 29：各类因子相关指标

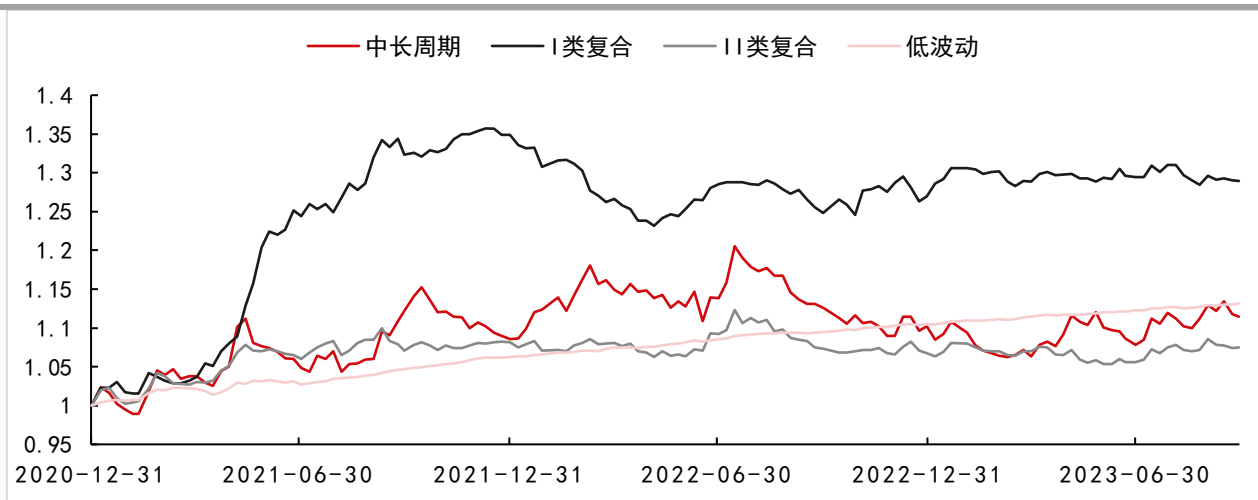
	9月以来收益率	6月以来收益率	今年以来收益率	2022年以来收益率
动量因子 (20)	0.41%	4.10%	5.20%	17.44%
期限结构因子	-1.04%	11.96%	0.88%	10.11%
持仓因子	0.86%	2.74%	4.90%	6.41%
波动率因子 (20)	0.61%	9.83%	5.54%	9.60%

资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

## （二）CTA 策略基金整体表现

9 月，各类 CTA 管理人收益和商品市场变化较为相似，中长周期、I 类复合和 II 类复合产品都遭遇不同程度的回撤，分别达到-1.47%、-0.66%和-1.13%。低波动产品净值持续稳健，净值上涨 0.23%。

图表 30：聚类拟合产品指数的净值变化



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表 31：聚类拟合产品指数收益率的相关指标

	9 月以来收益率	6 月以来收益率	今年以来收益率	2022 年以来年化收益率
中长周期	-1.47%	1.37%	1.27%	2.88%
I 类复合	-0.66%	-0.45%	1.93%	-5.94%
II 类复合	-1.13%	2.11%	0.71%	-0.69%
低波动	0.23%	1.14%	2.65%	6.90%

资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

## （三）CTA 策略近期展望

**波动率方面**，9 月，商品指数收益率的波动率的短期波动率出现上扬，但长期和中期波动率并未发生明显调整。而商品指数的波动率调整较大，尤其是中期和长期波动率。短期波动率持续在底部徘徊；中期波动率先升后降，当前处在底部；长期波动率 9 月受价格下跌影响，一直在滑落。从波动率这一特征来看，虽然没有明确表明当前波动率已经回温，但可以发现，和去年 7 月后的市场相比，当前市场终于出现了调整，类似于平静的湖面终于掀起了波澜。

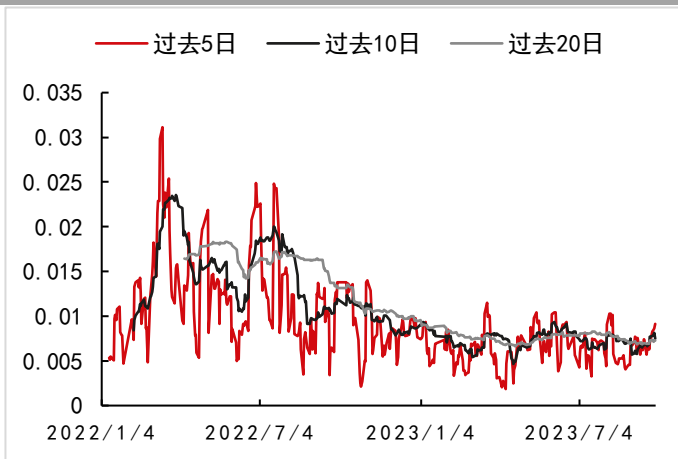
**市场活跃度方面**，9 月，商品成交额和持仓金额一直在滑落，成交持仓比率也一直在滑落。成交额方面，自 6 月起成交额就一直在来回跳跃；但值得高兴的是，每次下调的相对低点并未达到去年的最低点。持仓金额方面，近期持仓金额

加速下滑；平滑掉季节性因素的影响，本轮持仓金额的下滑程度已达到近两年之最；同时需要额外注意的是，不仅是商品方面，国债和股指方面的成交额和持仓金额比率也出现了不同程度的下滑。

**品种分化方面**，9月，商品市场整体相关性先跌后升。细化到不同板块来看，除黑色建材板块，其余四大板块的品种相关性均出现了不同程度的回落。黑色建材板块的品种相关性已逼近近两年高点，后续可以关注一下黑色板块品种相关性的变化。

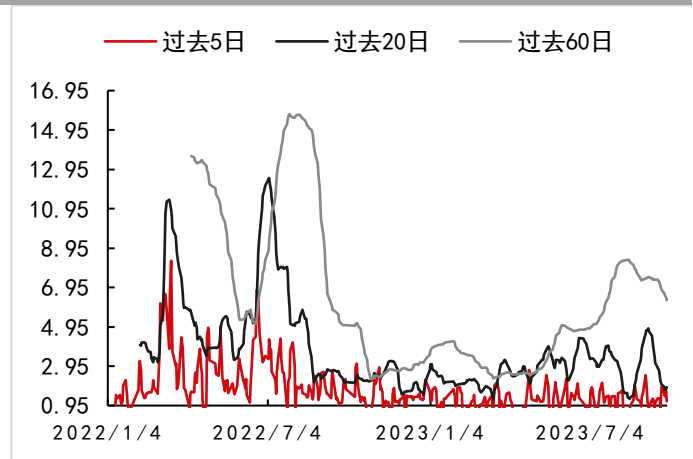
**最终**，叠加指数端的基本面分析和以上市场特征分析，我们认为四季度大宗商品存在出现趋势性行情的机会，与之同在的是多变的基本面预期和宏观预期，CTA产品净值走势或与各自产品风格有很大关联。但不管怎样，CTA产品的配置价值都始终存在，因此对CTA策略持**中性偏多观点**。

图表 32：中信期货商品指数收益率的波动率变化



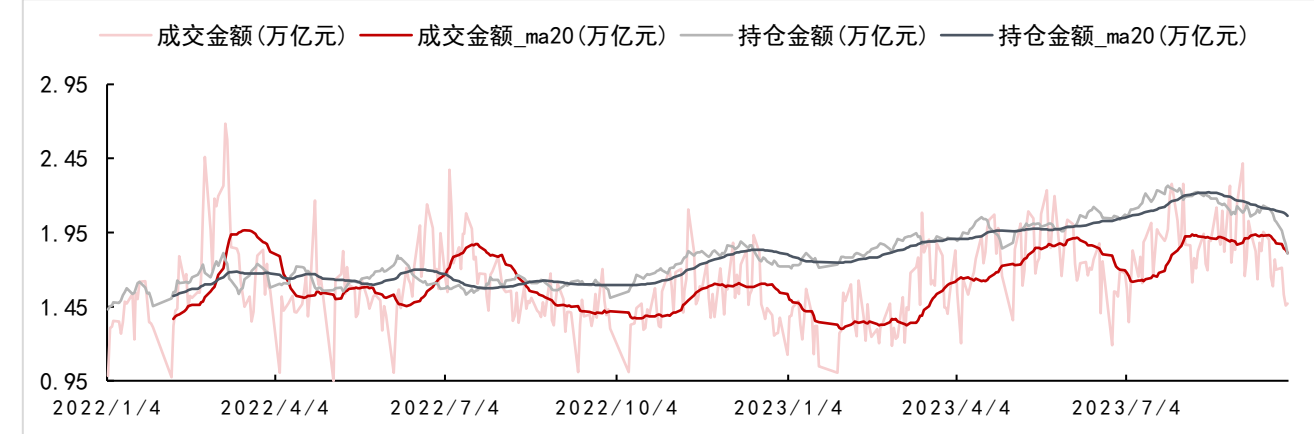
资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表 33：中信期货商品指数波动率变化



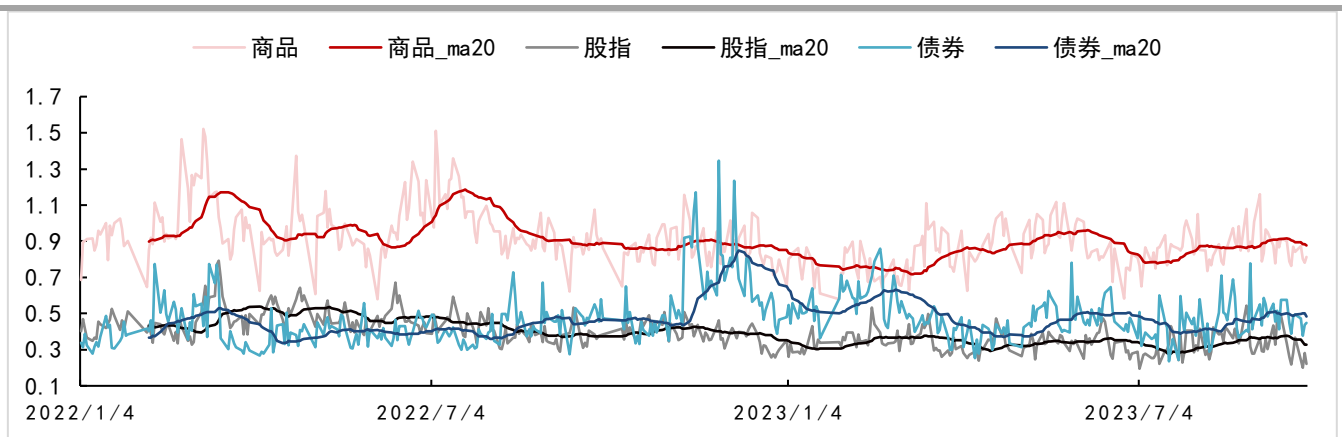
资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表 34：商品板块成交额与持仓合约价值



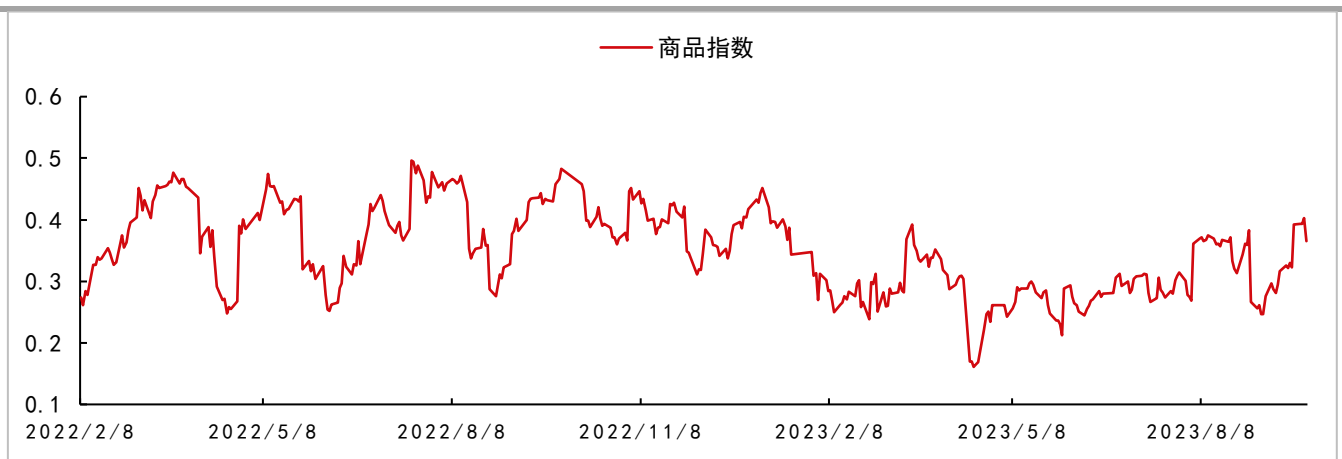
资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表 35: 商品期货、股指期货和国债期货的成交额和持仓价格比率的变化



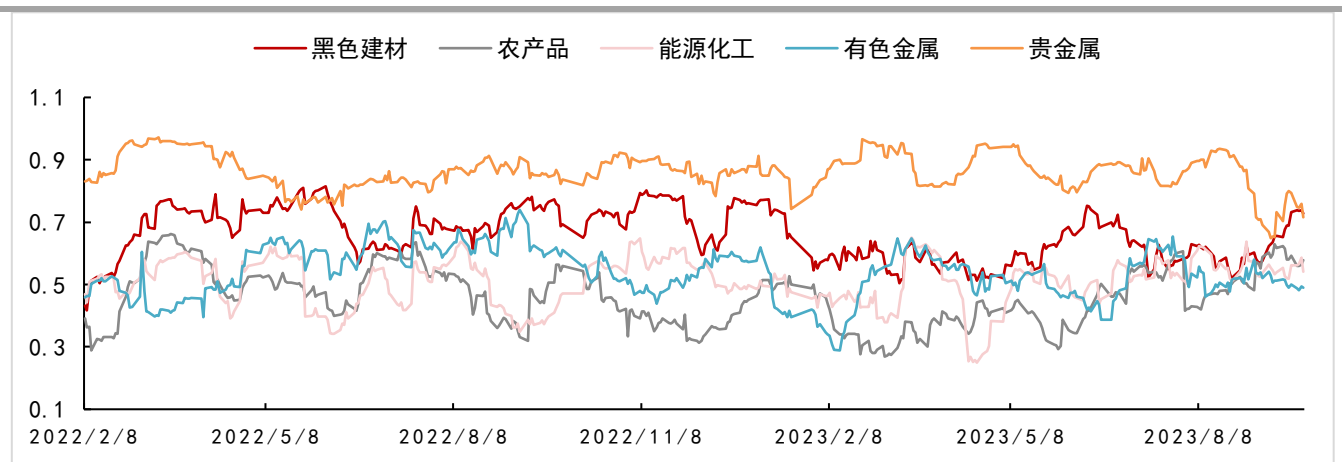
资料来源: 同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表 36: 中信期货指数成分品种之间相关系数变化



资料来源: 同花顺 iFinD 中信期货研究所

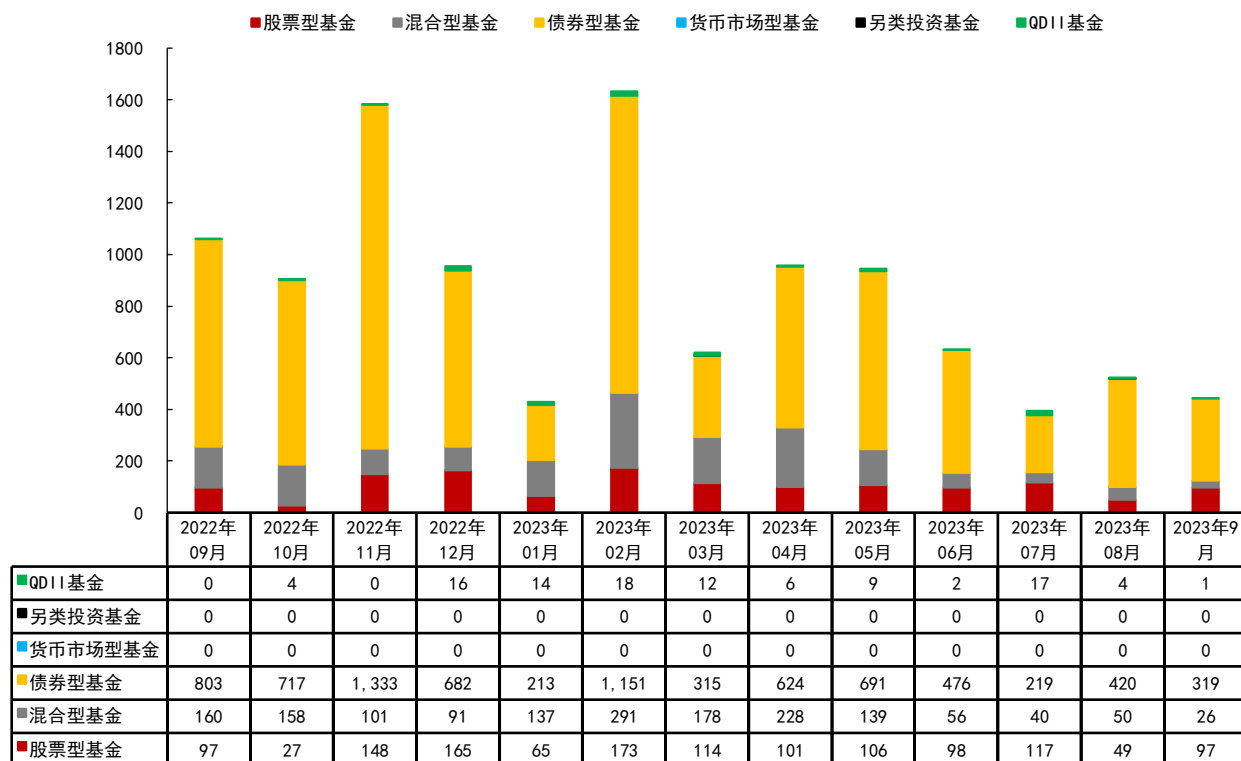
图表 37: 中信期货各类指数成分品种之间相关系数变化



资料来源: 同花顺 iFinD 中信期货研究所

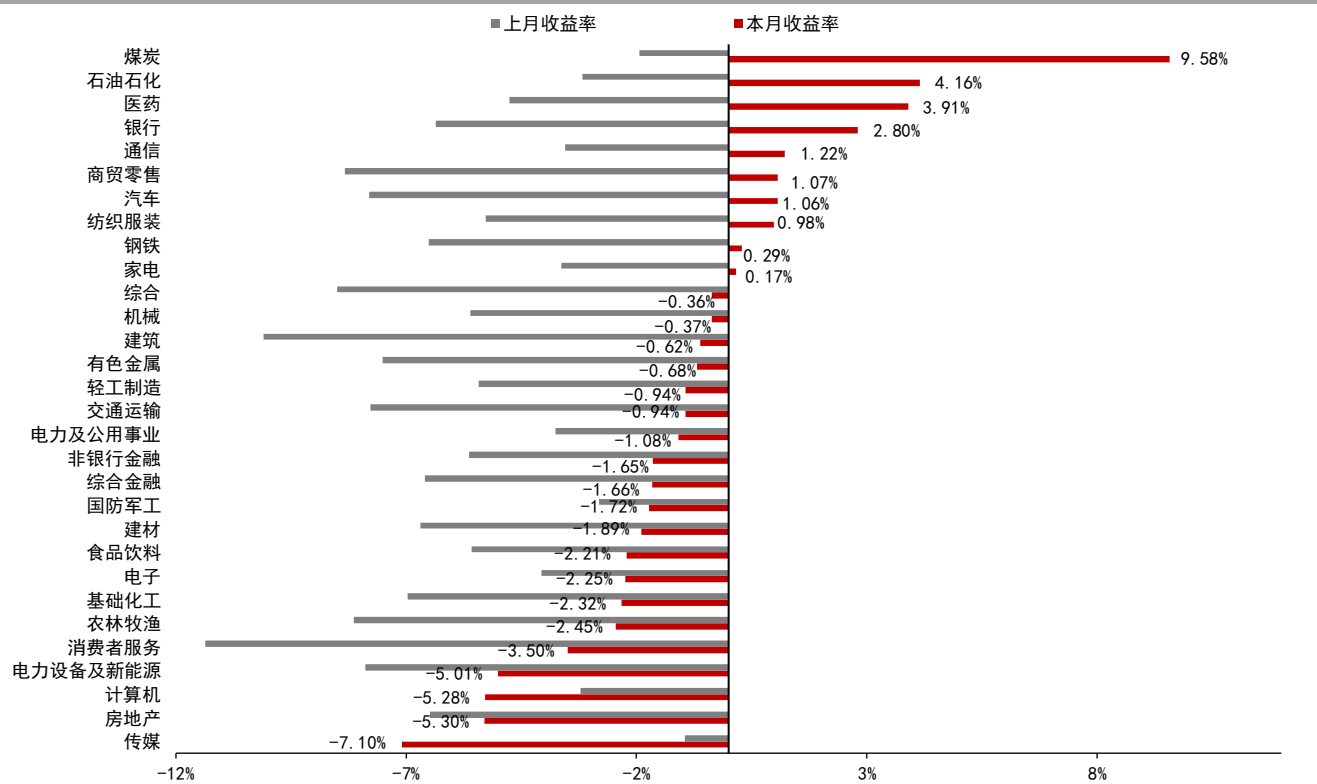
## 五、市场数据跟踪

图表 38：新发基金情况



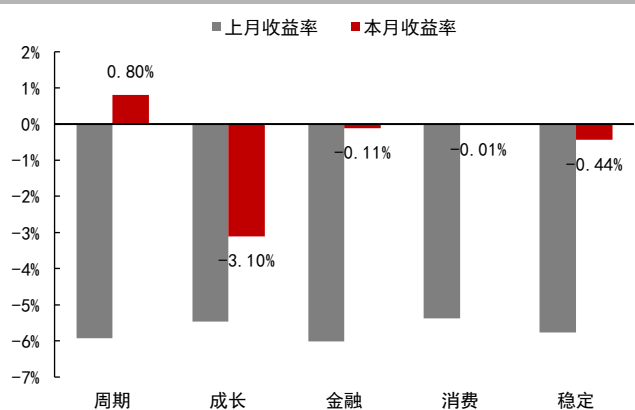
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 39：中信一级行业指数表现



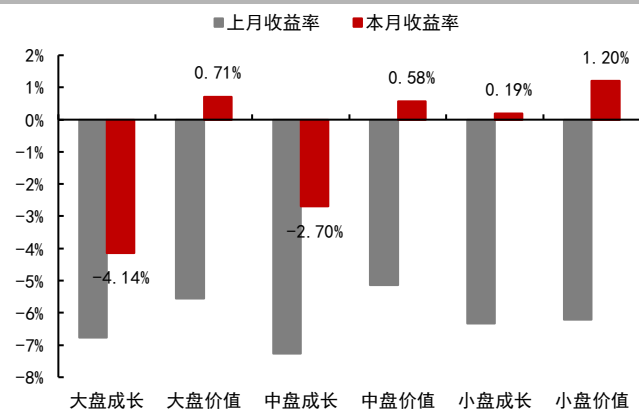
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 40：中信风格指数表现



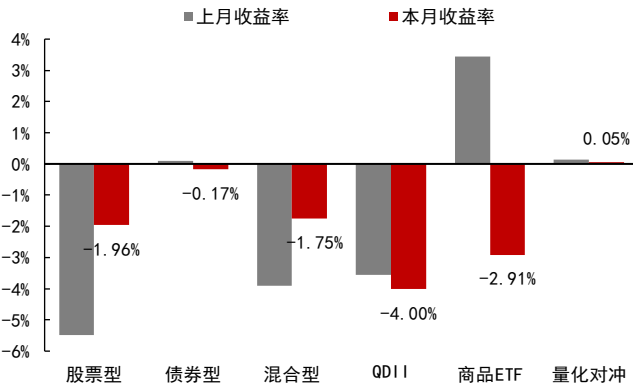
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 41：市场风格指数表现

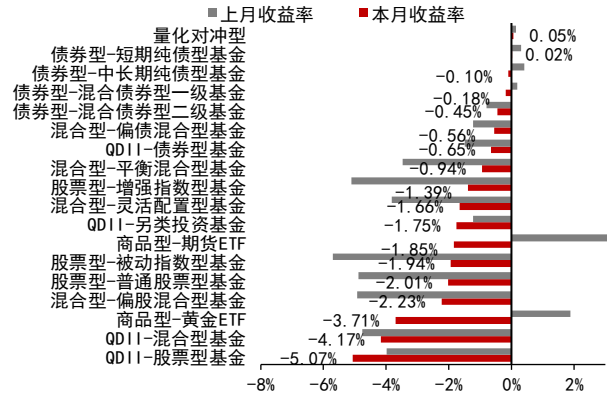


资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 42：公募基金一级分类业绩表现



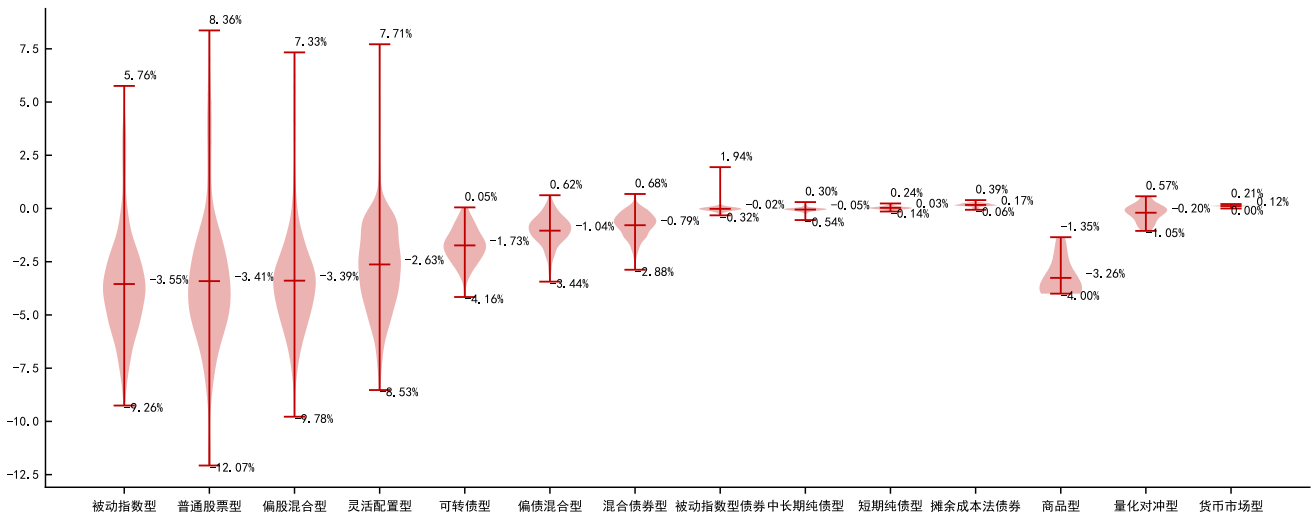
图表 43：公募基金二级分类业绩表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

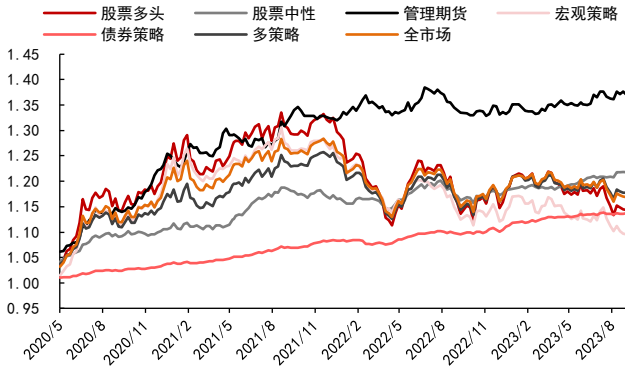
图表 44：分类型公募基金收益分布（2023 年 9 月 1 日至 2023 年 9 月 28 日）



资料来源：Wind 中信期货研究所

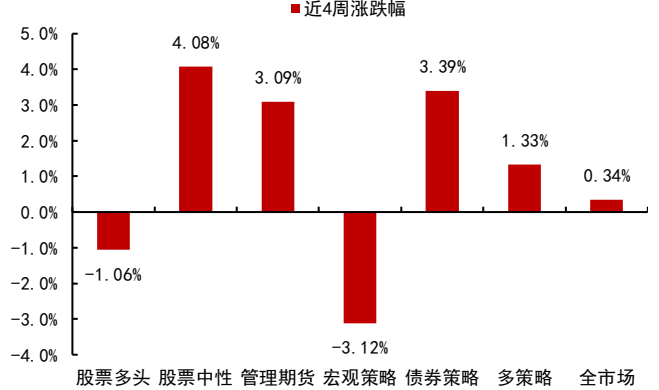
注：缩尾处理首尾合计 1%的极端值

图表 45: 朝阳永续主要私募指数业绩表现



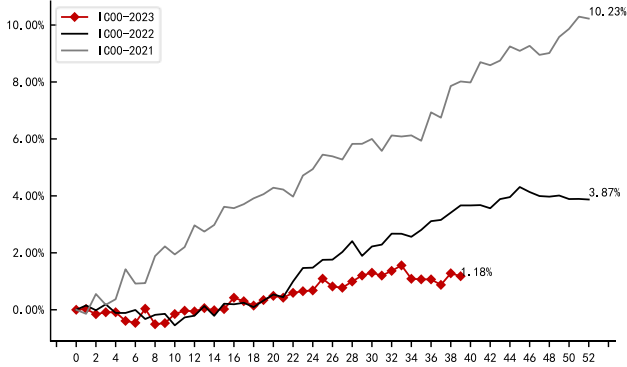
资料来源: 朝阳永续 中信期货研究所

图表 46: 朝阳永续主要私募指数区间收益率



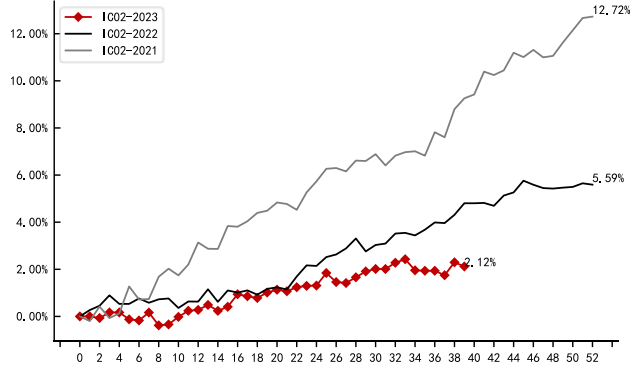
资料来源: 朝阳永续 中信期货研究所

图表 47: IC 当月合约历年累计对冲成本



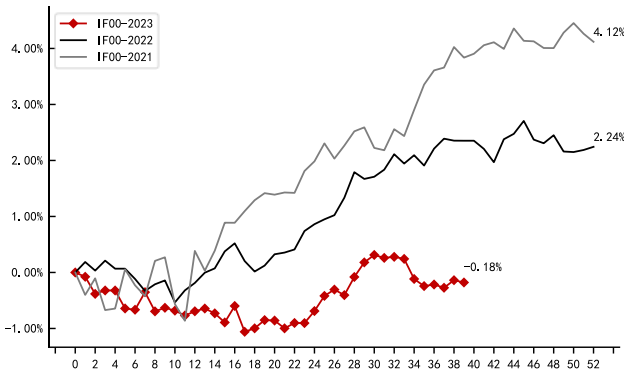
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 48: IC 当季合约历年累计对冲成本



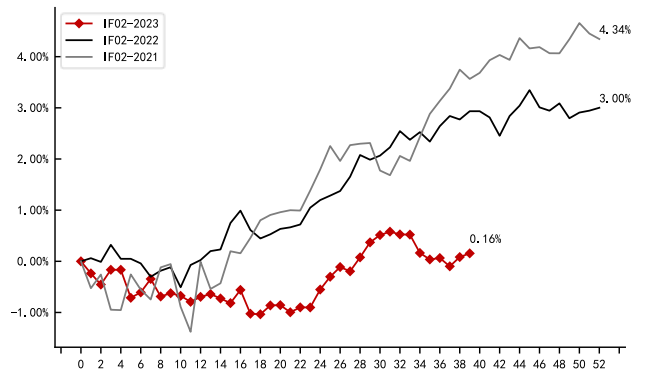
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 49: 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

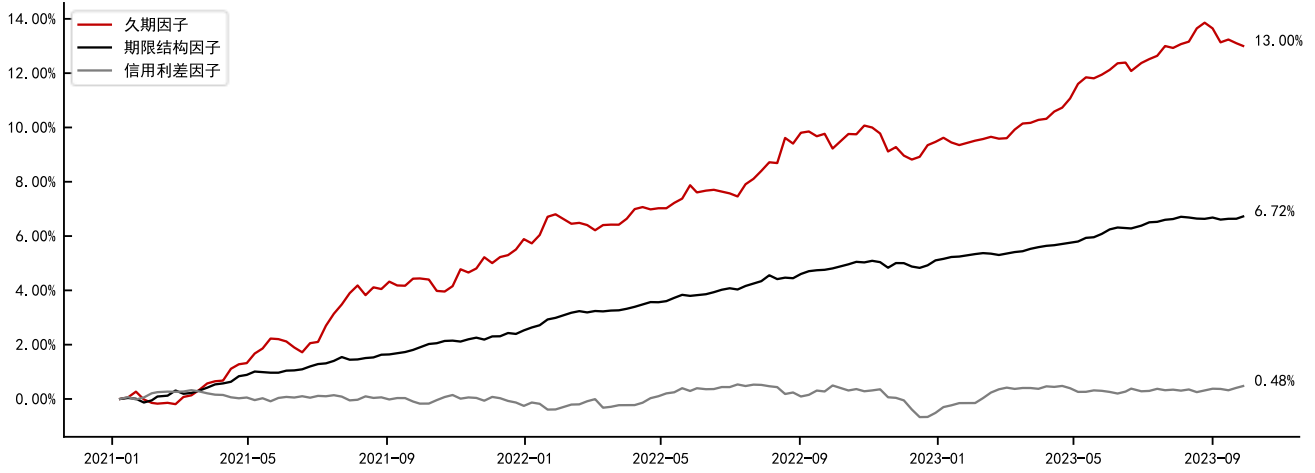
图表 50: IF 当季合约历年累计对冲成本



资料来源: Wind 中信期货研究所



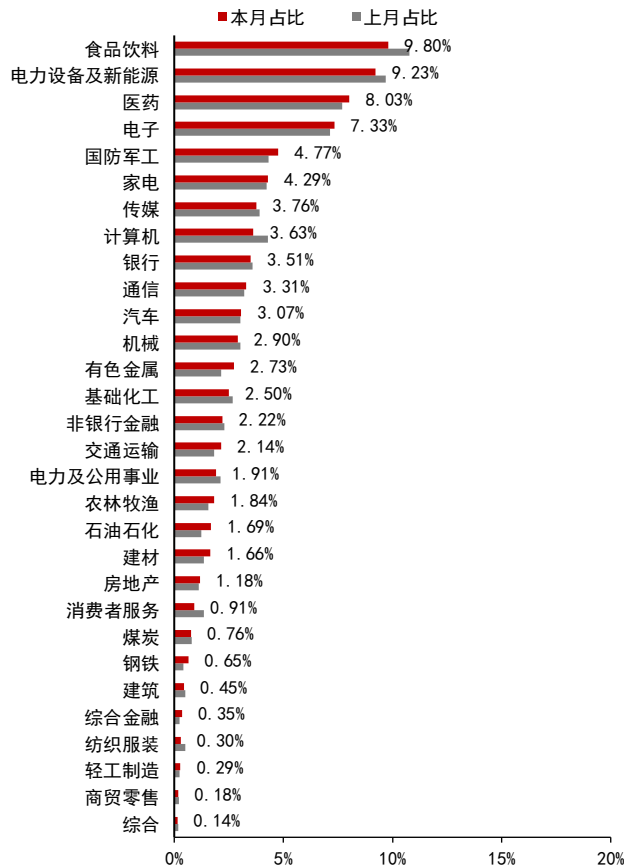
图表 51: 久期因子(Level)、期限结构因子(Slope)、信用利差因子(Credit)周度表现



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。

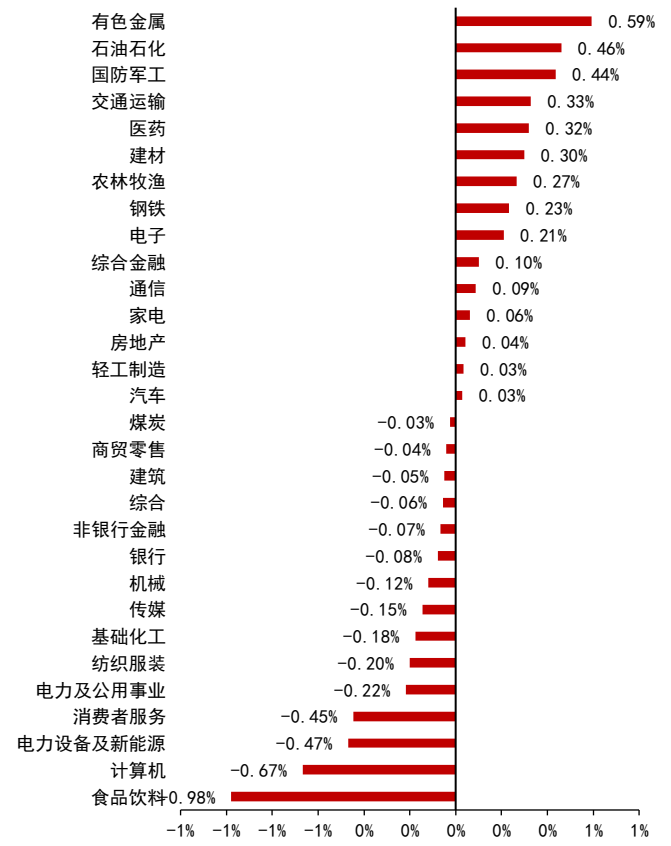
图表 52: 公募基金配置中信一级行业占比



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

图表 53: 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

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。

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）美联储超预期加息

美联储超预期加息，全球市场受流动性冲击。

### （三）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>