

# 高波动成为“收益沃土” 量化CTA策略人气居高不下



近期，商品市场成为资金关注的焦点。黄金在历史高位震荡，碳酸锂经历“过山车”行情，有色金属板块内部强弱分明……多个市场人气品种波动率显著攀升，为擅于捕捉价格变动的量化CTA策略提供了施展身手的舞台。与此同时，今年量化CTA策略迎来显著业绩复苏。岁末将至，商品市场的高波动态势有望延续，量化CTA策略的应对之道、配置价值与发展趋势成为市场关注的核心。

●本报记者 王辉

“波动本身并非风险，失控的波动才是风险。”知名CTA策略私募象限资产相关负责人，向中国证券报记者揭示了当前市场环境下专业投资者的核心考量。近期商品市场并非呈现单一趋势性上涨或下跌，而是在多个人气品种上呈现出典型的高波动特征。这背后是宏观预期分歧、产业供需错配与资金驱动等多个维度的复杂博弈。

具体到品种，驱动逻辑各异。上海富钜私募首席投资官唐弢分析，黄金市场

中长期配置逻辑未变，这主要源于美联储降息周期与美元信用削弱等多个核心驱动因素，但因12月美联储降息预期降温，金价短期可能高位宽幅震荡。碳酸锂市场因政策面的影响而大幅波动；多晶硅行情则由“反内卷”政策预期驱动，在相关政策实质落地前，价格快速上涨的空间有限。

在此背景下，市场不确定性显著抬升，反而为擅长在波动中觅食的量化CTA策略创造了潜在机遇。象限资产认为，当

前多个品种持续的高波动状态，为量化CTA策略发挥其“波动率溢价捕获能力”提供了有利环境。无论是趋势跟踪、截面多空抑或套利策略，均有望在价格大幅变动中捕捉超额收益。

市场中确实不乏敏锐的波段机会捕手。上海一家以深度基本面研究见长的主观CTA私募近期调整了策略重心。该机构投资经理透露，公司近期加强了对碳酸锂和多晶硅产业的实地调研，紧密跟踪头部企业的排产计划和库存数据。

“部分产业政策干预改变了部分品种价格的运行轨迹，相关品种频频出现单边下跌和单边上涨行情，这恰恰创造了某些短期定价分歧的机会。我们基于对产业成本线和供需边际变化的判断，在碳酸锂等品种上进行了波段操作，并在多晶硅品种上构建了针对上下游企业的价差套利组合。”该投资经理表示，看好年底前的商品市场波动机会，资金调仓、政策预期兑现与季节性因素叠加，将催生结构性投资机遇。

面对复杂市况，一线私募机构如何应对？其策略表现又呈现出哪些新特征？

对此，唐弢将近期商品市场的运行特征概括为“宽幅震荡”与“结构分化”。在此之中，不同板块间强弱关系鲜明，有色和贵金属板块表现相对较强，化工系和黑色系则相对较弱。这种环境造就了两种显著的投资机会：一是部分商品的趋势行情；二是板块间的多空强弱交易。例如，在截面多空策略方面，由于

不同板块强弱关系稳定，例如有色、贵金属品种持续强于黑色、化工品种，这使得做多强势品种、做空弱势品种获得了很好的表现机会。

象限资产人士认为，在此环境下，精细化的风险管理体系格外重要。面对高波动市场，依托优化因子筛选、强化品种分散投资、动态调整模型仓位等手段，可以持续提升策略韧性。公司的核心目标是在有效控制风险敞口的前提下，精准捕捉市

场结构性机会，实现稳健收益。

前述主观CTA私募的投资经理也分享了他们的应对之策。他坦言，在高波动的环境中，单纯依赖历史经验的判断容易失效，因此强化了量化工具辅助决策，利用数据模型快速识别市场情绪的极值和潜在的拐点。“例如，在铝品种上，我们看到电网订单支撑铝线缆需求，但整体面临淡季累库压力。这种结构分化的格局下，我们更倾向于进行阶段性的做多，

以及跨期限及跨品种的对冲，而非简单的方向性博弈。”他认为，临近年末，这种板块和品种间的分化可能加剧，这对于无论是主观还是量化的多空策略都意味着机会。

此外，有私募业内人士进一步表示，为适应复杂的市场环境，今年以来国内私募机构的CTA策略整体不断细化。短周期策略和混合型策略被更多管理人采用，以提升在不稳定趋势环境中的适应性。

从大类资产配置的宏观视角审视，国内CTA策略正展现出其独特的价值与清晰的演进路径。

象限资产相关负责人认为，CTA策略的核心配置价值，深刻体现在其穿越经济周期、有效分散风险的特征，并在市场巨震中为投资者成功构筑“防护盾”，提供了宝贵的阿尔法。其与股债资产的低相关性，奠定了在多元化资产配置中不可或缺的地位。

“专业的财富管理组合中，CTA是不可替代的关键性配置。”该负责人说。

排队网集团旗下融智投资FOF基金经理李春瑜从FOF管理人的角度分析，

近期商品市场高人气品种的核心驱动因素既有宏观逻辑，也有产业逻辑，同时也是地缘局势、全球流动性预期与国内产业政策的复杂交织。对于FOF机构的配置而言，更需要关注类似当前市场环境为不同类型CTA策略提供的“肥沃收益土壤”。

李春瑜认为，CTA策略的核心价值在于其与传统股债资产的低相关性甚至负相关性，特别是CTA策略的收益来源与股债迥异，能有效平滑整个FOF组合的净值曲线，是组合中优秀的减震器。展望未来，国内CTA策略的发展正呈现出鲜

明趋势。

具体而言，第一，量化CTA已成为CTA策略的主流赛道，但头部效应加剧。头部量化机构在硬件投入、算法迭代、因子挖掘上建立起巨大壁垒，业绩分化会越来越明显。第二，主观CTA依靠基本面研究深度提升与量化CTA的差异化。顶尖的主观CTA团队通常聚焦于少数几个细分领域，拥有极深的产业背景和产业人脉，能获取超越市场共识的深度信息。第三，多策略与多周期融合，成为提升夏普比率和投资者体验的重要路径。

募资环境也随之出现变化。象限资产

方面透露，今年以来，伴随CTA策略业绩的显著复苏，市场认知度逐步提升，该策略的募资环境相较于前两年有所回暖。该机构将致力于模型迭代与策略多元化拓展，力求成为在投资者稳健财富组合中，继股票、债券之后的核心配置品种。

有业内人士进一步认为，对于投资者而言，未来配置CTA策略的关键是如何筛选出真正有阿尔法能力的优秀管理人。唐弢表示，近两年不少CTA私募都在拓展能力边界，向多策略转型，相关稳健的复合策略，能够利用不同市场、不同策略的低相关性平滑波动，同时增加收益来源。

## 北京公募基金行业高质量发展倡议书

北京辖区各公募基金管理人、基金销售机构、基金托管人、基金评价机构及相关行业机构：

中央金融工作会议为新时代金融发展指明方向，吹响了加快建设金融强国的奋进号角。《推动公募基金高质量发展行动方案》作为资本市场“1+N”政策体系的重要组成部分，为行业深化改革、提质增效提供了行动指南。为深入贯彻落实党中央决策部署和证监会工作要求，推动北京辖区公募基金业在新时代展现新作为，现向全行业发出如下倡议：

### 一、胸怀“国之大者”，强化使命担当

坚持和加强党对金融工作的全面领导，深刻把握金融工作的政治性、人民性。各机构要主动融入国家发展大局，将服务实体经济作为根本宗旨，把功能性摆在首要位置。聚焦科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，优化资源配置，完善产品布局。加强行业协同配合，构建良性互动、错位发展的市场格局，在服务国家战略中实现自身高质量发展。

### 二、践行金融为民，提升服务质量

牢固树立“以投资者为本”理念，加快从“重规模”向“重回报”转型。大力推进“平台式、一体化、多策略”投研体系建设，夯实投研核心能力。严格落实费率改革要求，完善浮动管理费率产品布局，强化与投资者利益绑定。加强投资者全程陪伴，健全长周期考核机制，切实提升投资者获得感。

### 三、加大权益投资，深化行业功能

全面提升权益投资能力，构建科学完善的权益资产配置体系。坚持长期投资、价值投资理念，加大权益类基金产品布局与创新，重点发展符合国家战略导向的行业主题基金、指数基金等产品。充分发挥机构投资者作用，积极参与上市公司治理，引导更多中长期资金入市。把握市场机遇，勇于逆周期布局，为资本市场健康发展注入稳定力量。

### 四、恪守合规底线，筑牢发展根基

坚持“合规创造价值”理念，完善公司

治理，强化内控管理。严格执行合规要求，筑牢业务发展与风险防控的平衡机制，严防内幕交易等违法违规行为。加强从业人员行为管理，切实防范道德风险。完善风险监测预警机制，提升风险识别与处置能力。建立健全应急处置机制，增强风险应对能力，为行业稳健发展提供坚实保障。

### 五、弘扬金融文化，涵养行业生态

深入践行“五要五不”中国特色金融文化，为行业行稳致远提供坚实保障。加强人才队伍建设，严把任职准人关，注重职业道德与专业能力并重，培养德才兼备的金融人才。持续推进廉洁从业建设，健全内部监督机制，营造风清气正的发展环境。积极履行社会责任，树立良好行业形象，不断提升行业公信力和社会认同度。

### 六、建设一流机构，提升核心竞争力

以建设现代一流投资机构为目标，完善公司治理结构，健全决策执行监督机制。加大人才培养力度，加快“平台式、一体化、多策略”投研体系建设。推动数字

治理，提升运营效率与风险管理水平。坚持差异化发展道路，培育特色业务优势，构建可持续商业模式，全面提升机构市场竞争力与行业影响力。

### 七、优化行业格局，凝聚发展合力

基金管理人要积极发挥行业引领作用，主动构建合作共赢的发展格局。基金销售机构要严格落实投资者适当性管理要求，加强销售行为规范性。基金托管人要充分发挥监督制衡作用，切实履行基金财产安全保管职责。基金评价机构要完善长周期评价体系，引导树立长期投资理念。媒体机构要加强正面宣传和舆论引导，传播行业正能量，凝聚市场信心。各机构要加强战略协作，构建良性互动、协同发展的行业新格局。

新征程呼唤新担当，新使命激励新作为。让我们更加紧密地团结在以习近平同志为核心的党中央周围，坚定不移走中国特色金融发展之路，携手推动北京公募基金业高质量发展，为加快建设金融强国和中国式现代化贡献行业力量！

北京证券业协会

## 持有期基金成清盘主力 流动性风险不可不防

●本报记者 王鹤静

今年以来，公募基金产品（不包含资产管理计划）清盘数量已接近200只。值得注意的是，定期开放及持有期类基金成为清盘主力，占清盘基金总数高达四成以上，涉及FOF、“固收+”基金、纯债基金以及主动权益基金等多种类型。并且，三季度持有期基金份额总数也出现了缩水迹象，主动权益类、纯债类持有期基金份额缩水更加明显。

持有期基金的设计初衷主要是希望通过限制赎回，减少投资者追涨杀跌带来的摩擦成本。业内机构认为，由于市面上大部分的偏股型持有期基金密集发行于此前的市场相对高点阶段，持有期基金的投资者不仅牺牲了流动性，也没有换来“相对好”的收益，投资体验也不可能很好。因此，投资持有期基金不仅需要明确流动性风险，还要综合评估基金管理人能力以及市场环境等多种因素。

### 持有期基金密集清盘

Wind数据显示，截至11月18日，今年以来已有近200只公募基金清盘，相比去年同期数量有所下降。

随着近年来国内指数投资迅速发展，主动权益基金的生存空间持续受到挤压，这种趋势在清盘的基金产品中有明显的体现。在今年以来清盘的近200只基金中，主动权益基金（包括偏股混合型、灵活配置型、普通股票型、平衡混合型基金）合计数量超过70只，占比接近四成。

其中，量化基金以及新能源、先进制造、医药、消费等昔日热门行业主题基金密集现身。例如，今年清盘的南方碳中和智选、申万菱信专精特新、华宝高端装备、鹏扬消费行业、申万菱信碳中和智选、申万菱信专精特新主题、安信新能源主题、富安达先进制造、富荣医药健康、万家新能源主题、宝盈新能源产业、金鹰品质消费等一批行业主题基金，均为2022年成立的发起式产品，由于三年后基金资产净值低于2亿元，触发基金合同终止情形。

值得注意的是，定期开放及持有期类基金成为清盘队伍的主力军，占今年以来清盘基金总数的四成以上。其中，清盘的30余只FOF产品均为定开或持有期类产品；遭遇清盘的固收类产品（包括纯债基金以及“固收+”基金）不乏从30天、60天、90天，到5个月、6个月、一年，甚至18个月、两年、30个月等多种期限的定开或持有期产品。

此外，被清盘的主动权益基金中同样有多只定开或持有期类产品，包括国泰海通科技创新精选三个月持有、国泰智享科技1个月滚动、长盛先进制造六个月持有、兴华消费精选6个月持有等行业主题基金以及景顺长城产业臻选一年持有、鹏华精选回报三年定期开放、国泰金福三个月定期开放、东方红鼎元3个月定开等全市场选股基金。

### 三季度持有期基金份额缩水

除了已清盘的产品之外，四季度以来，多只定开以及持有期类基金陆续拉响警报。

11月以来，富国基金、中欧基金、交银施罗德基金、华商基金、嘉实基金、南方基金、鹏扬基金旗下均有持有期类FOF产品宣布基金规模持续低于5000万元，另有多只6个月、一年等持有期的“固收+”基金近期也宣布基金规模持续低于5000万元，面临清盘风险。

今年三季度，持有期基金份额已经开始缩水。Wind数据显示，设有最短持有期的公募产品三季度基金份额总额减少近800亿份。

其中，偏股混合型持有期基金份额减少超600亿份，易方达品质动能三年持有减少超50亿份，富国兴远优选12个月持有、汇添富数字经济引领发展三年持有、摩根远见两年持有期、景顺长城成长龙头一年持有、兴业兴睿两年持有等三季度均减少15亿份以上。另外，纯债型基金、被动指数型债券基金合计减少超500亿份，汇添富稳健鼎120天滚动持有减少超40亿份，国泰海通稳健悦享90天持有也减少30亿份以上。

同时，三季度仅有“固收+”、FOF等类别的持有期基金份额保持增长，例如二级债基睿远稳健增长30天持有增长超130亿份，混合型FOF富国盈和臻选3个月持有增长超80亿份，广发智荟多元配置六个月持有、中欧盈选稳健6个月持有两只FOF产品均增长超40亿份，一级债基中欧稳健180天持有、汇添富稳健6个月持有、易方达安泽180天持有均新增超35亿份。

### “牺牲流动性”应慎重考虑

相比开放式基金，持有期基金在买入持有一段时间之后才能赎回，相当于牺牲了部分流动性，通过减少频繁申购、尽量长期持有来获取更好的收益。

晨星（中国）基金研究中心认为，设计持有期基金的初衷主要是希望通过赎回的限制，帮投资者“管住手”，减少追涨杀跌带来的摩擦成本，让到手的收益更贴近基金的实际收益。但由于市面上大部分的偏股型持有期基金密集发行于此前的市场相对高点阶段，在此期间，持有期基金的投资者不仅牺牲了流动性，也没有换来至少“相对好”的收益，即便投资者自己的摩擦成本再小，投资体验也不可能很好。

因此，晨星（中国）基金研究中心提示，投资持有期基金需要明确：一方面是流动性的问题，在持有期的设置下，基金申购可以随时发生，但却无法随时赎回，导致只限制“杀跌”、不限制追涨，赎回受限一定程度上增加了投资者的流动性风险，如果投资者希望有一定的操作灵活度，那么开放式基金可能是更好选择。

另一方面，尽管持有期基金从设计机制上保证投资者降低交易频率，减少交易摩擦对实际投资者收益的影响，但晨星（中国）基金研究中心提示，持有期基金并不能保证最终的投资收益，最终的投资收益仍然受市场环境、基金策略、基金经理投资能力等因素的影响，因此申购前需综合评估包括投研团队经验、投资流程、历史业绩、费率在内的基本面情况。同时，公募机构需要发挥机构投资者的专业性，在产品发行端不要“追涨杀跌”，控制好顺势扩张规模的冲动。