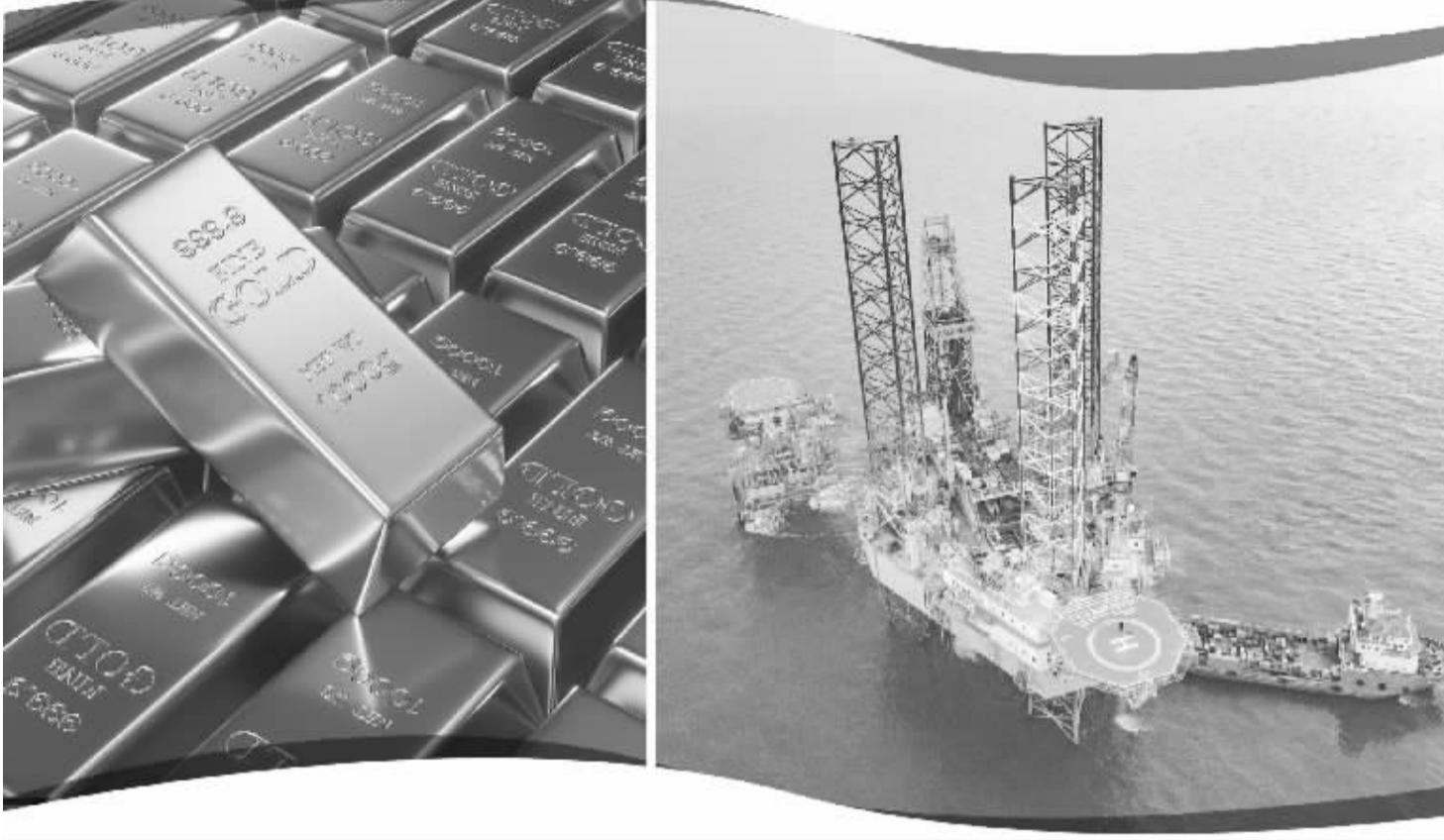


“客户反复追问策略容量和风控细节”

# 私募CTA策略边打胜仗边进化

第三方机构最新数据显示,国内私募CTA策略在2025年交出了亮眼的成绩单。根据私募排排网监测,2025年度有业绩记录的1305只CTA策略产品平均收益率为17.09%,其中85.06%的产品实现正收益,两项数据较2024年的12.31%、78.71%,均有显著提升。得益于市场的结构性趋势性行情及宏观高波动环境,CTA策略在2025年迎来了业绩与关注度的双重提升。业内人士表示,部分品种价格已处于历史高位,商品作为资产配置“稳定器”的价值,在复杂宏观背景下愈发凸显。另外,随着行业的持续进化与分化,更系统的专业能力成为长期致胜关键。

●本报记者 王辉



视觉中国图片

有震荡,但趋势的强度和持续性多年未见。”这为他管理的产品贡献了主要的收益来源。然而,“市场的馈赠”并非毫无代价。回顾2025全年,陈默坦言,在“反内卷”政策影响下,部分工业品行情节奏被扰动,尤其是碳酸锂等个别品种出现的“V型”走势,对其基于基本面的趋势模型造成显著冲击。“价格在触及底部时的单边趋势性反转‘几乎毫无征兆’,这要求策略必须具备极强的适应能力,或者风控必须足够果断。”

这种机遇与挑战并存的市况,在业绩数据上得到了印证。上海富钜私募首席投资官唐弢提供的数据揭示了两大类CTA策略间的差异:根据该机构跟踪到的不完全统计数据,2025年私募行业主观CTA策略与量化CTA策略平均收益率分别达34.55%和20.21%。其中,主观策略在趋势捕捉上表现出了更高的弹性,尤其是在农产品和贵金属领域;而量化策略则凭借纪律性和广度,业绩分布更为集中,展现了更好的回撤控制能力。

## 拓展能力边界应对非线性挑战

业绩的背后,是CTA策略为适应日益复杂的市场环境所进行的持续迭代与进化。2025年的市场不仅给予了机会,也对CTA策略的实盘运作带来了严峻挑战。业内人士称,这主要集中在“反内卷”政策带来的非线性市场特征,以及策略同质化加剧导致的拥挤交易风险方面。据了解,为应对这些挑战,一些头部机构正从技术、数据、资产类别等多个维度,系统性拓展策略的能力边界。

象限资产相关负责人将“反内卷”政策带来的非线性冲击视为2025年商品

市场的核心挑战之一。“通常传统线性趋势模型在政策干预下会频繁失效,价格触及政策底线时的‘V型’反转风险,对策略的自适应能力提出极高要求。”对此,作为以机器学习为核心竞争力的机构,象限资产持续升级其自主研发的自适应机器学习框架,旨在提升策略对非线性波动的适应能力。同时,该机构也大力拓展另类数据应用,如图像、产业链、舆情等非结构化数据源,构建三维数据体系,以提升对短期定价分歧机会的识别精度。

策略的多元化与复合化已成为行业共识。艾慧介绍,会世资产的多元策略框架旨在系统性捕捉多资产价格趋势,并有效管理双向风险。在趋势行情中,长中短各频段趋势跟踪策略均可能有所斩获;在市场波动率偏高时,基于供需矛盾的基本面类策略能提供重要的收益补充。唐弢也表示,国内的CTA策略研究需向多资产拓展,“要从商品期货向股指、国债期货等资产延伸,提升组合的风险分散效果。”通过将中长期逻辑驱动与短期套利策略相结合,并精细控制杠杆与波动率,更好地覆盖不同风险偏好的需求。

对于陈默这样的主观交易者而言,2025年是一场对交易纪律和风控体系的极限压力测试。在碳酸锂的反转行情中,他因未能及时离场而回吐了绝大部分盈利。这次经历让他更加坚信,在当下这个多因子驱动的市场中,无论策略逻辑多么坚实,严格的风控条款都是第一原则。

## 关注“稳定器”价值

步入2026年,尽管部分商品价格已处于历史高位,但头部私募对CTA策略

的前景并未转向谨慎,反而认为商品作为资产配置“稳定器”的价值,有望在宏观高波动的环境下继续凸显。

李林认为,在全球宏观环境复杂多变、美联储处于降息周期的背景下,大宗商品持续在中高位震荡是大概率事件。在洛书投资看来,CTA策略覆盖黑色、有色、能化、贵金属、金融、农产品等板块,大幅增加了投资的广度,是二级市场投资相对较好的分散配置工具。从横向比较来看,中国期货市场是“量化CTA策略较好的投资土壤”,量化CTA策略预计会继续成为资产配置组合中的重要“稳定器”。

这一判断与多家机构不谋而合。象限资产认为,2026年CTA策略机会大于风险,市场核心驱动力来自多重宏观变量共振,包括全球增长放缓、主要央行降息、地缘局势以及国内“反内卷”政策下的供给约束等,这些因素都可能加剧大宗商品价格的趋势性波动。

对于未来的募资前景,业内整体“谨慎乐观”。一方面,经历了2025年的业绩验证,CTA策略的配置价值被更多投资者所认可;另一方面,业绩分化也在加剧,资金正进一步向头部和有策略特色的中型机构集中。艾慧认为,资金将更集中于具备清晰逻辑、稳定表现和持续创新能力的头部管理人与策略。

对此,陈默对此深有体会,他感受到渠道和客户的问题变得更加专业和深入,“他们不再只关心过去的收益率,而是反复追问策略的容量、风控的细节,以及在极端政策市下的历史表现和应对预案。”这也预示着行业正从粗放式的规模增长,走向以专业能力和长期稳健为导向的新阶段。

## 基金经理瞄准顺周期方向

●本报记者 王鹤静

2026开年以来,有色板块凭借强劲势头,成为A股市场的“当红炸子鸡”。不仅有色主题ETF掀起“吸金”热潮,景顺长城基金邹立虎、万家基金叶勇等多位深耕有色板块投资的主动权益基金经理人气飙升。从2025年基金四季报披露的调仓动向来看,2025年四季度,上述基金经理不仅调整了有色板块的持仓,还在煤炭、油气、交运等相对估值更具性价比的顺周期板块做补充配置,以平衡持仓结构。

近期市场对有色板块估值展开热议。部分基金经理认为,当下有色板块表现的确已反映过去两年的业绩高增长态势,但从估值水平看,有色金属核心品种并未享受明显的估值溢价。同时,多位基金经理都在关注接下来国内PPI数据回升这一重要的趋势变化。随着政策继续加码,有观点认为,国内基本面可能在未来半年迎来温和修复,“反内卷”政策可能会加速大部分传统行业的格局优化。

## 配置有色板块成共识

2026开年以来,A股有色金属板块表现抢眼。Wind数据显示,截至1月27日,有色金属成为2026开年以来涨幅最大的申万一级行业,跟踪有色矿业、工业有色、中证有色、国证有色、有色金属、细分有色指数的ETF集体涨超20%。

与此同时,有色金属板块吸引了众多资金的目光。截至1月26日,上述有色主题ETF今年以来合计净流入超340亿元,其中龙头产品南方中证申万有色金属ETF、华夏中证细分有色金属产业ETF分别吸引超130亿元、90亿元资金净流入。目前有色主题ETF总规模已突破900亿元。

不仅是被动产品业绩与规模双双增长,多位深耕有色板块投资的主动权益基金经理近期的市场关注度显著提升。

2025年,景顺长城基金邹立虎的公募产品管理规模增长超三倍,2025年末管理规模已达667.83亿元;万家基金叶勇的公募产品管理规模也在2025年实现翻倍,2025年末已扩张至72.45亿元。截至1月26日,叶勇管理的部分公募产品近一年收益率已翻倍。

从2025年基金四季报最新披露的持仓来看,有色金属板块依然是上述基金经理的核心持仓。以邹立虎管理的景顺长城周期优选为例,在2025年四季度产品规模迅速增长的过程中,该基金对有色板块持仓进行了调整,一方面新进重仓山东黄金、株冶集团,同时大比例增持金诚信、紫金矿业、中金黄金、洛阳钼业;另一方面,铜陵有色、中国铝业退出重仓股序列。叶勇管理的万家双引擎同样在2025年四季度迎来规模扩容,其增持比例较大的有色板块个股包括中金黄金、盛达资源、华友钴业等;铜陵有色则在2025年四季度退出了该基金的前十大重仓股榜单。

## 投资拓宽至顺周期板块

除了调整有色板块内部持仓之外,中国证券报记者注意到,上述主动权益基金经理还在持仓中纳入化工、油气、煤炭、交运、非银金融等相对估值更具性价比的顺周期板块个股,以平衡组合的持仓结构。

2025年四季度,景顺长城周期优选新进重仓中煤能源,同时大比例增持兖矿能源。邹立虎在2025年四季报中表示,该基金组合主要围绕上游行业投资,目前重点配置贵金属、铜铝和部分小金属方向,其他配置方向包括基本面一般但受益于高股息的能源以及存在景气度部分改善的钢铁和化工。

万家双引擎2025年四季度新进重仓中国神华、中国石油,并且增持招商轮船、中远海能。叶勇在2025年四季报中表示,四季度该基金组合维持工业金属、贵金属、油运、化工为主的配置,同时使用净申购所致的空余仓位逐步逢低加仓部分煤炭、原油龙头股。

另外值得注意的是,大成基金韩创、中欧基金蓝小康等知名价值风格基金经理,2025年四季度同样在有色板块出现调仓动作。韩创管理的大成新锐产业四季度减持锡业股份、兴业银锡、中金黄金,同时增持中国太保、海南橡胶,并且新进重仓中国东航;蓝小康管理的中欧价值回报2025年四季度减持紫金矿业、中国黄金国际,同时增持中国人寿、宁波银行、中国重汽、新华保险。

蓝小康在2025年四季报中表示,2026年最为关注的是国内“反内卷”政策推进以及消费复苏,同时需警惕调整风险。虽然2026年整体对A股和港股市场持乐观看法,但防范波动将是构建组合的重要出发点,方向上看好资源品、大金融等,同时计划增加对于“反内卷”受益品种和消费股的配置。

## 重点关注PPI数据

尽管2025年有色板块已实现较大涨幅,但叶勇认为,该板块在2026年的投资中可能依然是不错的选择。2026年有望成为物价走势的变局之年,巨大的边际变化一旦发生,既意味着调整已五年的大部分顺周期板块迎来翻身,同时意味着利率触底反弹,也意味着高估值的科技股或迎来分母端的风格和估值压制。

叶勇认为,要以市场大风格切换为指挥棒,战略性配置顺周期风格,优先选择需求刚性、估值低位、股价低位的行业龙头。行业配置策略可按重要性排列成三大方阵:一是工业有色、小金属;二是化工、保险、钢铁、煤炭、建材、轻工等顺周期行业以及机械设备等出口导向的资源品;三是通用机械、餐饮、酒店、食品饮料、纺织服装、地产等顺周期行业。

邹立虎同样看好未来两至三年PPI数据回升的大趋势。在他看来,全球货币财政双宽松叠加国内“反内卷”政策,将会从需求和供应两方面显著改善顺周期行业的景气格局。随着政策继续加码,基本面可能在未来半年迎来温和修复。“反内卷”政策可能会加速大部分传统行业的格局优化,包括钢铁、煤炭、化工等。这些行业的龙头企业非常具有全球竞争力,未来存在很大的重估空间。

# FOF业绩谁执牛耳 重仓资源品种成“胜负手”

●本报记者 魏昭宇

以资产配置和基金投资为看家本领的基金中基金(FOF)被许多投资者称为“专业基金”。近日,随着公募基金2025年四季报披露完毕,公募FOF的最新持仓动向浮出水面。

值得注意的是,华安黄金ETF在2025年的前三个季度一直是获FOF重仓数量最多的基金。到了2025年四季度末,这一“王冠”由海富通中证短融ETF承接。此外,鹏扬中债-30年期国债ETF、平安中债-中高等级公司债利差因子ETF、海富通上证城投债ETF、富国中债7-10年政策性金融债ETF、博时上证30年期国债ETF等多只债券ETF。

对比2025年三季度末,华安黄金ETF在2025年四季度末获FOF重仓的数量有所减少。从持仓变动上看,FOF整体对华安黄金ETF的持有份额亦在2025年四季度有所下滑。

但值得注意的是,多只黄金股ETF被越来越多的FOF所青睐。Wind数据显示,对比2025年三季度末,FOF在2025年四季度对永赢中证沪深深港黄金产业股票ETF的持有份额增长了超5000万份,对华夏中证沪深深港黄金产业股票ETF的持有份额增长了超2400万份,对国泰中证沪深深港黄金产业股票ETF的持有份额增长了超1900万份。

## 资源类基金受青睐

复盘2025年四季度FOF的整体表现,中国证券报记者发现,多只在这一时间段业绩表现出色的FOF对黄金、有色、周期等主题的基金进行了重点布局。

建投睿选6个月持有混合(FOF)区间涨幅居FOF市场首位,达6.41%。公开资料显示,截至2025年四季度末,该FOF重仓了华安黄金ETF、博时黄金ETF、国泰黄金ETF、景顺长城周期优选混合C、嘉实标普石油天然气勘探及生产精选行业ETF(ODII)、前海开源金银珠宝混合C、万家中证工业有色金属主题ETF等重仓资源赛道的基金产品。

无独有偶,另一只2025年四季度涨幅靠前的FOF——易方达优势回报混合(FOF-LOF)在2025年四季度末亦重仓了易方达资源行业混合、嘉实中证稀有金属主题ETF、嘉实中证稀有金属主题ETF等多只资源类基金。

此外,在2025年三季度末,南方中证万有色金属ETF还是上银恒睿养老目标日期2045三年持有混合发起式(FOF)的第六大重仓基金,到了2025年四季度末,该ETF就跃升为第一大重仓基金。同时,万家中证工业有色金属主题ETF也成为了该FOF的第二大重仓基金。

## 基金经理追求确定性

国泰行业轮动股票型基金中基金(FOF-LOF)基金经理曾辉表示,对股市走势较为乐观,上半年或高位小幅震荡,下半年有望再上新台阶,市场风格倾向于价

值和蓝筹,其代表是资源上游品种。

在策略方面,渤海汇金优选进取6个月持有混合发起(FOF)基金经理叶萌表示,将继续保持“哑铃与再平衡”策略:对前期涨幅较大的资产及时获利了结,锁定收益;重点布局受益于人工智能时代下,需求爆发带动的半导体、芯片等科技资产,为同时兼顾组合波动下的投资体验,继续坚守部分高股息红利类资产以应对科技板块细分领域轮动所带来的波动。

谈及2026年一季度的布局思路,曾辉表示,更加倾向于确定性相对较高的行业:继续看好金银价格大涨之后的金银股乃至有色股的补涨潜力,同时看好长期格局向好且短期调整到位的稀土行业,前期超跌且近期反转的旅游(包含航空和免税等)行业也值得关注。

展望后市,叶萌认为,全球流动性宽松与地缘博弈交织的宏观环境未变,将延续“三主线叠加一缓冲”的资产配置框架:主线一是港股市场的互联网龙头与金融品种;主线二是A股中的新质生产力(半导体、大模型应用、人形机器人等AI产业链资产)与高股息红利品种;主线三是美股中的科技前沿品种;黄金则作为核心缓冲资产,以应对地缘冲突等事件。战术层面,团队还将通过定期再平衡动态调整各类资产敞口,并预留部分现金储备以捕捉突发波动中的逆向机会。

## 债券ETF成“压舱石”

数据显示,截至2025年四季度末,海富通中证短融ETF成为全市场获FOF重仓数量最多的基金,共计获119只FOF重仓持有,持仓市值共计59.80亿元。