

## 市场波动剧烈，CTA 风控面临考验

### 第一部分：宏观经济和期货期权市场回顾

- 2021年10月，我国CPI同比上涨1.50%，较上月上升0.8个百分点，环比增速0.70%，较上月上升0.7个百分点。我国PPI同比和环比又创新高，同比增速13.50%，较上月增长3.2个百分点，环比增速2.50%，较上月增长1.3个百分点。我国制造业PMI继续回落，录得49.20，较上月下滑0.4个百分点。
- 市场方面，10月严格的价格监管和交易规则调整，对商品市场产生了巨大影响，部分品种快速上涨后迅速下跌，波动比较极端，给CTA策略带来明显风险。股票市场波动率持续下降，对股指期货CTA策略和期权波动率套利策略不利，期权卖方策略收益空间有所增加。

### 第二部分：期货宏观策略私募和期权策略私募表现回顾

- 根据我们统计的1803个期货宏观策略私募基金产品数据显示，2021年10月，该策略大类产品平均收益0.24%。其中1073个量化产品10月平均收益0.46%，730个主观CTA和宏观策略产品10月平均收益-0.07%。
- 分子策略来看，由于商品市场月初快速上行，月末快速下跌，且品种和板块间相关性较高，仅有农产品走出独立行情。因此中短和中长周期策略均表现为先涨后跌，大多数产品只是在月末回吐收益的周期和幅度不同。月中行情转折时，短周期策略更快的调整策略头寸，可以减少整体回撤幅度。然而部分商品合约连续跌停，对策略的交易会产生一定影响，因此各周期趋势策略业绩的相似性较高。对于量化基本面策略来说，近期情绪过热的追涨行情和监管严控的政策市，都对量化基本面策略比较不利。

### 第三部分：市场环境展望和投资建议

- 近期发改委和交易所对商品价格的监管力度比较强，使市场迅速从过热的情绪中降温。同时，各种保供限价政策不断加码，全国煤炭产量持续回升，使前期上涨的煤炭和高耗能工业品种快速下跌。然而冬季用煤高峰即将到来，恰逢今年冬天较大概率出现拉尼娜事件，极端寒潮可能性较大，可能会给煤炭带来较大需求压力。
- 高强度保供限产政策和冬季用煤高峰的互相作用，给商品市场带来较大不确定因素，可能会出现震荡行情，对于CTA来说风险仍存。从中长期的角度来看，能源供需缺口终将改善，同时美联储Taper临近，商品市场下行概率较大。国内方面，钢材需求偏弱，黑色系也走出下跌趋势。风险方面，若全球需求复苏超预期，可能会给商品带来一定支撑，使商品出现震荡行情。综合来看，商品市场整体震荡下行的可能性较大。
- 具体配置方面，短期市场风险有待进一步释放，之后可考虑超配CTA。具体配置子策略方面，建议配置复合度较高的CTA策略，高风险偏好投资者可待全球宏观方向更加清晰时，考虑中长周期趋势类CTA策略或主观策略产品。
- 本期报告介绍弈泰资产的CTA策略产品，弈泰资产的CTA策略产品子策略符合程度较高，今年以来风险控制较好。

风险提示：流动性风险、低波动风险

洪洋 分析师 SAC 执业编号：S1130518100001  
(8621)60935569  
hongyang@gjzq.com.cn

张剑辉 分析师 SAC 执业编号：S1130519100003  
(8610)66211648  
zhangjh@gjzq.com.cn

## 第一部分：宏观经济和期货期权市场回顾

### 宏观经济环境

- 2021年10月，我国CPI同比上涨1.50%，较上月上升0.8个百分点，环比增速0.70%，较上月上升0.7个百分点。
- 10月，我国PPI同比和环比又创新高，同比增速13.50%，较上月增长3.2个百分点，环比增速2.50%，较上月增长1.3个百分点。

图表 1: CPI 当月同比和环比 (%)



来源：国金证券研究所，Wind

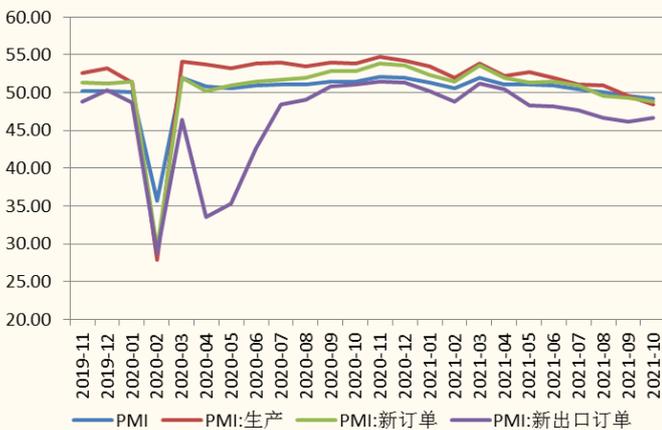
图表 2: PPI 当月同比和环比 (%)



来源：国金证券研究所，Wind

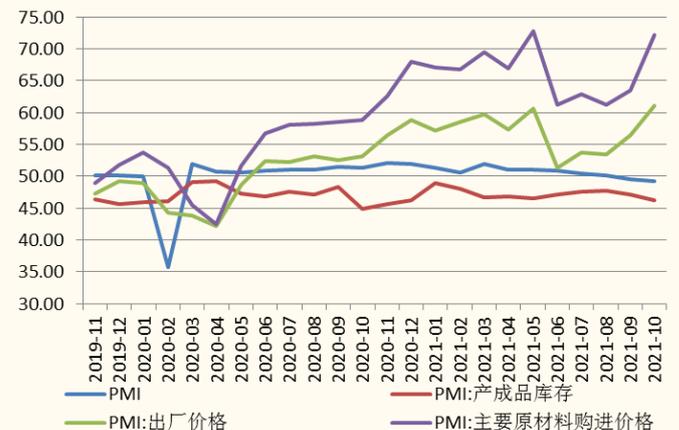
- 10月，我国制造业PMI继续回落，录得49.20，较上月下滑0.4个百分点。分项来看，PMI新订单指数持续4个月下滑，本月下滑0.5个百分点，新出口订单则小幅反弹0.4个百分点。同时生产指数也持续第6个月下滑。经济整体景气程度较低。

图表 3: PMI 生产和需求 (%)



来源：国金证券研究所，Wind

图表 4: PMI 库存和价格 (%)



来源：国金证券研究所，Wind

### 期货市场回顾

- 10月，商品市场波动剧烈，上半月快速上涨，上涨的斜率更甚于9月，然而却在下半月快速下跌，转折的突然性、下跌的速度，堪比2016年底的行情。Wind商品指数月度收益率-14.07%，月度振幅25.64%。商品期货市场加权波动率从9月开始反弹，10月中下旬到达高点，之后有小幅回落。

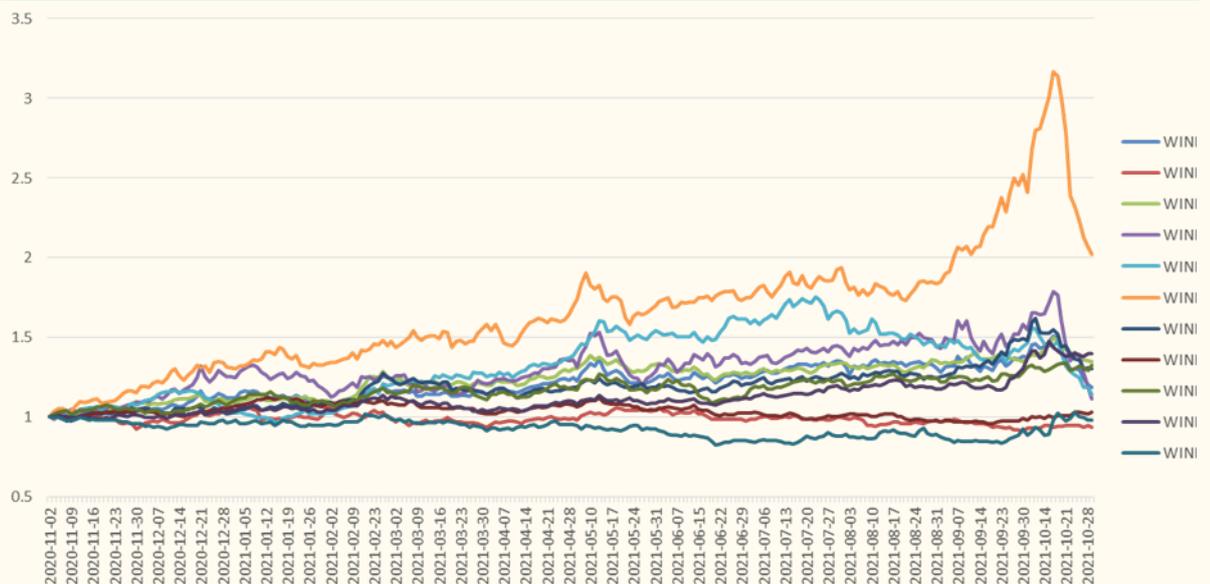
图表 5: 商品期货市场 20 日加权波动率 (截止 2021 年 10 月 31 日)



来源: 国金证券研究所, Wind

- 分板块来看, 各版块波动相较 9 月进一步放大。几个主要商品板块半月快速上涨, 并在下半月以更快速度下跌, Wind 能源、Wind 煤焦钢矿、Wind 非金属建材、Wind 化工指数的月度振幅分别为 54.11%、46.05%、31.12%、25.68%, 月度收益分别为 -19.80%、-29.53%、-20.83%、-12.89%。

图表 6: 商品期货各板块近期收益 (截止 2021 年 10 月 31 日)



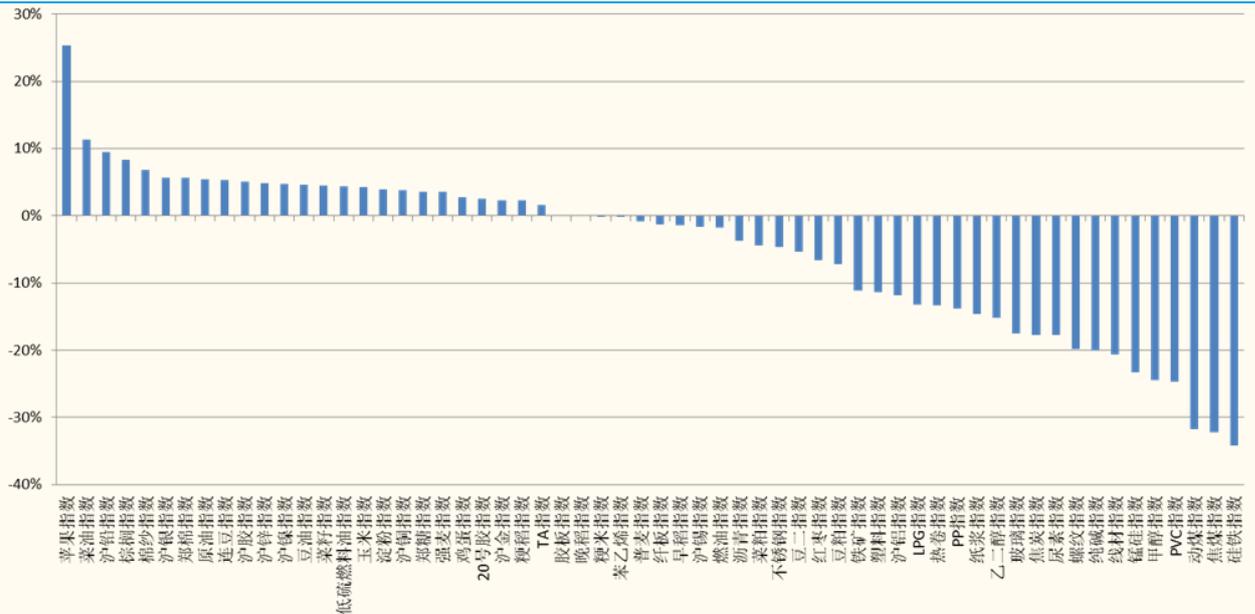
来源: 国金证券研究所, Wind

- 分品种来看, 10 月涨跌幅绝对值超过 20% 的品种指数共有 9 个, 超过 15% 的品种指数共有 5 个。而从振幅的角度看, 动力煤指数波动剧烈, 月度振幅达到 72.93%, 其他月度振幅较高的品种指数包括焦煤、焦炭、硅铁、甲醇、PVC、苹果等, 振幅分别为 51.36%、46.29%、46.21%、42.43%、37.39%、36.22%。回顾 10 月的商品市场行情, 影响市场的核心因素是由于煤炭供需缺口导致的能源紧缺, 我们以煤为核心, 对此次剧烈波动行情进行回顾:
  - 快速发酵的上涨行情。能源短缺的问题在 9 月开始发酵, 直至 10 月初, 市场情绪持续升温, Wind 动力煤指数在 9 月初到 10 月 19

日的一个半月内，从 876.42 上涨至 1924.35，涨幅超过 119%，同期内，动力煤秦皇岛港现货市场价从 1127.50 元上涨至 2592.50 元，涨幅超过 129%。在这一阶段内，动力煤价格快速上涨带动了其他高耗能品种行情，能源、黑色、化工、有色均大幅上涨。

- ◆ 强势的监管和行情转折点。2021 年 10 月 19 日，国家发展改革委组织召开煤电油气运重点企业保供稳价座谈会。发改委强调，加强期现货市场联动监管，着力排查异常交易和恶意炒作行为，并将依法对煤炭价格实行干预措施。同日，榆林市召开了四季度煤炭保供专题会议，会上传达了 19 日上午韩正副总理调研国家发改委指示精神，要求从 19 日开始晋陕蒙主要产煤区市场煤价格在现有基础上下调 100 元/吨。会上榆林市市长张胜利提出 19 日 18 点前所有在榆国有企业带头降价 100 元/吨，已签订长协保供企业价格不得超过 1200 元/吨，民营企业不得超过 1500 元/吨。对拒不执行者停止在榆国有企业的所有手续，同时将由发改委、能源局、公安局等相关单位联动采取行政措施。于是在 19 日夜盘，能源相关品种，以及大量高耗能工业品种，纷纷跳水，动力煤 12 个合约均跌停，其他也有大量期货品种大幅下跌，部分合约跌停。10 月 19 日为本次行情的转折点。
- ◆ 快速下跌流动性下降。近期，郑商所频繁调整动力煤期货合约的涨跌停限制、交易手续费、保证金比例、每日开仓最大手数。截止 2021 年 10 月 27 日晚夜盘，动力煤期货的最新交易规则是，2201 及之前的合约交易保证金标准为 40%（10 月 27 日夜盘起），交易手续费为 120 元/手（10 月 26 日夜盘起），单日开仓交易最大数量 50 手（10 月 21 日夜盘起），涨跌停幅度 14%（22 日夜盘起，直至合约不出现单边市恢复至 10%）。限制交易手数，提高保证金比例和交易手续费，极大的降低了市场热度和流动性，减少了投机交易者，同时放宽涨跌停幅度，促进了价格快速到位。截止 10 月底，Wind 动力煤指数从最高位 1924.35 快速下跌至 938.14，9 个交易日的跌幅高达 48.75%，期间动力煤 2111 和 2112 合约各出现 4 次跌停。同期，动力煤秦皇岛港现货市场价从 2592.50 下跌至 1500 元，跌幅 57.86%。
- ◆ 国庆节后保供限价政策力度大增。10 月 26 日，晋陕蒙新疆 35 处煤矿新产能释放，预计释放永久产能 7800 万吨。10 月 27 日能蒙古能源局、鄂尔多斯市召开煤炭保供稳价工作会议，要求管辖煤炭企业 5500 大卡煤炭价格不得高于 1200 元/吨。11 月 2 日，多家企业主动下调 5500 大卡动力煤坑口售价至 1000 元/吨以下。11 月 3 日，发改委要求明年电厂 100%签长协，以保持碳中和的发展方向 and 各方收益平衡。11 月 3 日，山西、陕西、内蒙对辖区内存煤场全面摸排，分类加强监管和清理整顿。11 月 1 日-5 日，煤炭日均调度产量达到 1166 万吨，煤炭单日最高产量达到 1193 万吨，创近年来新高。

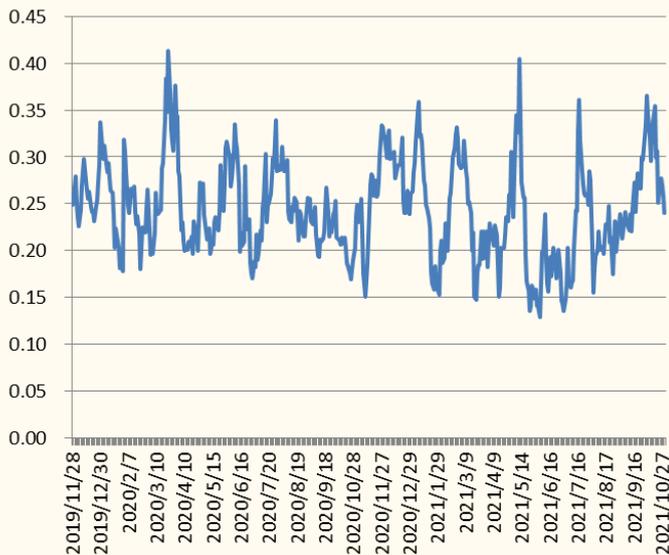
图表 7: 商品期货各品种指数 2020 年 10 月收益率



来源: 国金证券研究所, Wind

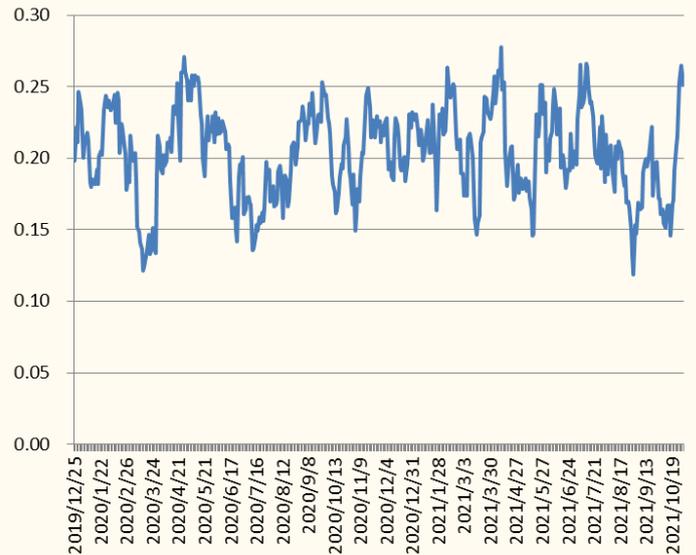
- 为了更直观的观测商品市场对趋势策略和强弱对冲策略的友好程度, 我们分别设计了两个指标。时间序列动量强度指标为各品种 20 日收益率的绝对值, 与同期每日收率绝对值的和的比值, 用来衡量近期市场对趋势策略的友好程度, 该指标数值越高, 对趋势策略友好度越高。品种横截面强弱轮动速度为品种最近 20 日收益率排名的变化情况, 该指标数值越低, 对强弱对冲策略友好度越高。从指标的表现来看, 时间序列动量快速上升, 并在 10 月中旬快速下降。与时序动量类似的, 横截面轮动速度指标也在 10 月中下旬快速上升。总的来看, 对于中长周期趋势策略, 或中长周期趋势和对冲策略的混合策略, 10 月下旬的市场环境都是非常不友好的, 剧烈的市场风格转变可能会给策略带来明显回撤。

图表 8: 时间序列动量强度



来源: 国金证券研究所

图表 9: 品种横截面强弱轮动速度

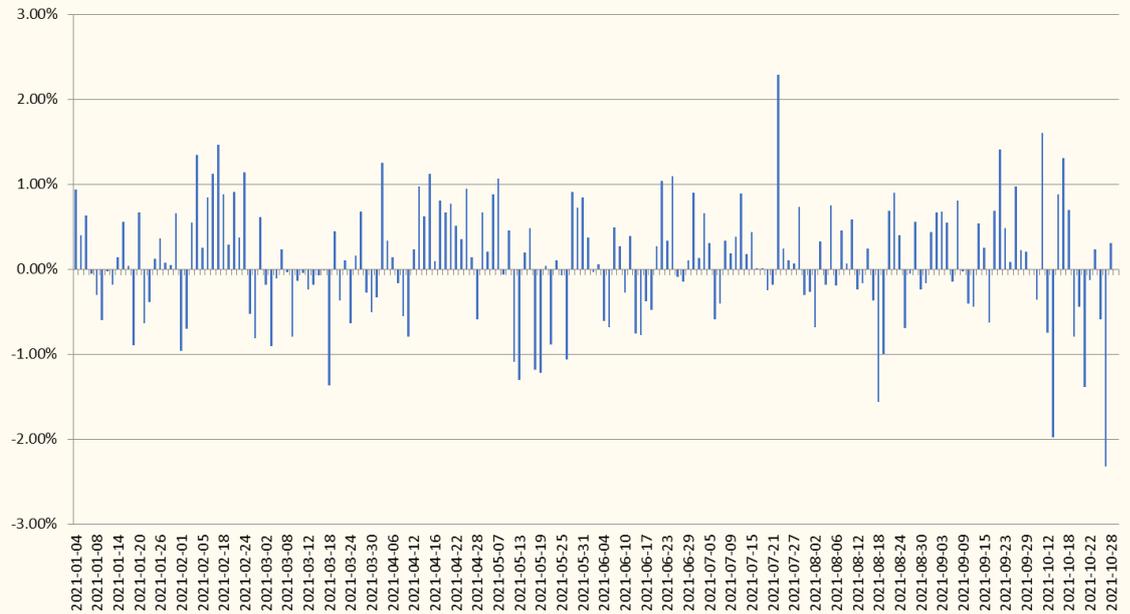


来源: 国金证券研究所

- 展期类策略主要通过展期结构来决定持仓方向, 基本面量化 CTA 策略通常也会将展期结构作为重要因子。我们基于各品种展期收益率在横截面上的

相对强弱构建多空策略，通过策略的收益率来观察当前市场对展期类策略的友好程度。从策略表现来看，10月中下旬出现了连续的大幅回撤，说明此类策略有效性近期承受了较大压力。

图表 10: 展期多空对冲策略收益率



来源: 国金证券研究所, Wind

- 10月，A股市场波动下降，上证50、沪深300、中证500的月度收益率分别为2.20%、0.87%、-1.14%，月度振幅分别为3.86%、3.32%、4.39%。中证500自9月中旬回调之后，在10月开启了横盘震荡模式，波动较小，同时沪深300和上证50也持续横盘。同时，近期三大股指期货基差都维持较小贴水，甚至IH和IF出现了多次升水，我们认为和近期打新收益不佳有关，部分打新产品降低仓位的同时，平仓了股指期货空单，导致基差收敛。

图表 11: 三大股指期货近期行情



来源: 国金证券研究所

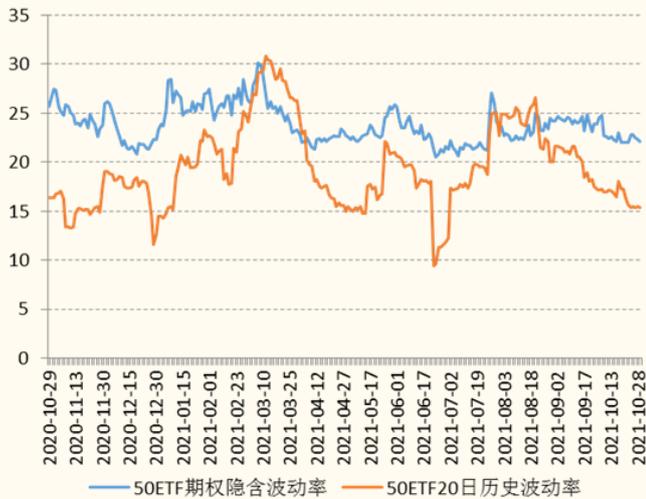
图表 12: 股指期货近月连续合约基差



来源: 国金证券研究所

- 期权市场方面，上证50和沪深300的实际波动率继续下行，隐波和实际波动率的差值持续扩大，利好卖出波动率策略。

图表 13: 50ETF 期权隐含波动率和历史波动率



来源: 国金证券研究所, Wind

图表 14: 300ETF 期权隐含波动率和历史波动率



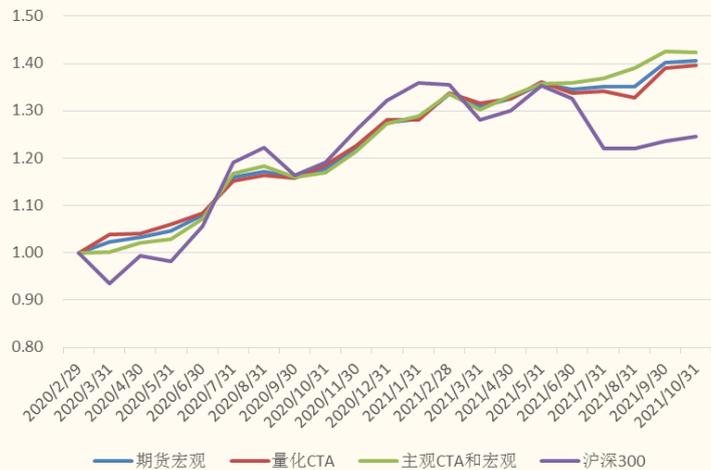
来源: 国金证券研究所, Wind

- 综合来看, 严格的价格监管和交易规则调整, 对商品市场产生了巨大影响, 给 CTA 策略带来明显风险。股票指数波动率持续下降, 对股指期货 CTA 策略和期权波动率套利策略不利, 期权卖方策略收益空间有所增加。

## 第二部分: 期货宏观策略私募和期权策略私募近期表现回顾

- 根据我们统计的全部 1803 个期货宏观策略私募基金产品数据显示, 2021 年 10 月, 该策略大类产品平均收益 0.24%。其中正收益产品数量 946 个, 正收益产品数量占比 52.47%, 负收益产品数量 857 个, 负收益产品数量占比 47.53%。我们按照主观和量化对全部 1803 个期货宏观策略私募基金产品进行分类, 1073 个量化产品 10 月平均收益 0.46%, 其中 559 个产品获得正收益, 正收益产品数量占比 52.10%; 730 个主观 CTA 和宏观策略产品 10 月平均收益-0.07%, 其中 387 个产品获得正收益, 正收益产品数量占比 53.01%。

图表 15: 近期期货宏观策略产品平均表现



来源: 国金证券研究所, 通联数据

- 我们持续关注跟踪部分期货宏观策略私募基金的业绩表现，以他们为代表观察各细分策略近期业绩变化。在观察池的 45 产品，10 月平均收益 0.43%，其中 35 个产品的月度收益率分布在-2%~4%的范围内，大多数产品从月度业绩的角度看，并没有太大回撤。尤其部分头部 CTA 策略私募基金管理人在 5-6 月陆续接到监管问询在部分品种上的持仓，敏感性较强的管理人减仓甚至清仓了部分品种，虽然失去了 9 月的收益，但也回避了 10 月的大幅波动。

**图表 16：近期部分期货宏观策略产品业绩表现（数据截止 2021/10/31）**

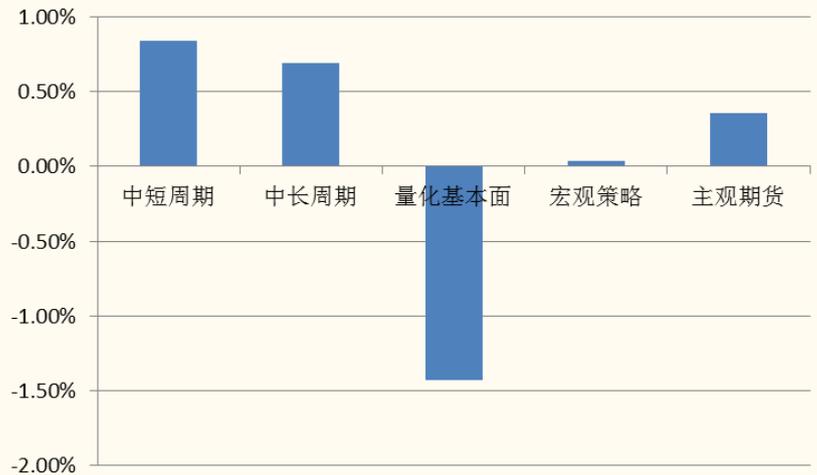
| 产品            | 私募     | 近一月    | 近三月    | 近六月    | 今年以来   | 最大回撤   | 主要策略  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 明泓精选 CTA      | 明泓投资   | 6.51%  | 20.84% | 20.64% | 25.13% | 7.59%  | 中长周期  |
| 天马一号          | 量游资产   | 6.13%  | 2.73%  | 8.42%  | 7.26%  | 5.62%  | 中短周期  |
| 鑫岚龙腾 1 号      | 鑫岚投资   | 5.89%  | 6.89%  | 9.79%  | 20.71% | 18.41% | 宏观策略  |
| 瑞凯量化 1 号      | 瑞锐投资   | 4.62%  | 13.73% | 27.25% | 48.46% | 10.37% | 中长周期  |
| 旭诺 CTA 一号     | 旭诺资产   | 3.75%  | 10.23% | 10.78% | 20.42% | 12.33% | 中短周期  |
| 乐瑞宏观配置        | 乐瑞资产   | 3.32%  | -7.03% | -5.16% | 4.29%  | 19.00% | 宏观策略  |
| 蒙奎纯达二期        | 蒙奎投资   | 2.86%  | 4.36%  | 6.53%  | 3.83%  | 7.46%  | 中短周期  |
| 华杉致远          | 华杉投资   | 2.66%  | 7.03%  | 11.04% | 20.80% | 3.26%  | 宏观策略  |
| 象限 1 号        | 象限资产   | 2.43%  | 2.48%  | 3.76%  | 8.78%  | 5.87%  | 中长周期  |
| 芷瀚量化 CTA 激进一号 | 芷瀚资产   | 2.31%  | 8.17%  | 7.41%  | 11.90% | 7.22%  | 中短周期  |
| 汇艾资产-稳健 1 号   | 汇艾资产   | 2.30%  | 4.72%  | 8.55%  | 12.57% | 5.92%  | 主观期货  |
| 洛书尊享 CTA 拾壹号  | 洛书投资   | 2.12%  | 7.30%  | 18.74% | 14.35% | 14.04% | 中长周期  |
| 思博量道十五号       | 思颀投资   | 1.49%  | 0.63%  | -0.67% | 4.02%  | 5.58%  | 中短周期  |
| 华澄 1 期        | 华澄投资   | 1.47%  | 10.24% | 4.49%  | 0.38%  | 13.50% | 中短周期  |
| 浙江白鹭量化 CTA 一号 | 白鹭资管   | 1.46%  | 1.00%  | 3.91%  | 8.82%  | 7.83%  | 中长周期  |
| 凯丰宏观策略 9 号    | 凯丰投资   | 1.22%  | 4.81%  | 10.90% | 18.35% | 19.75% | 宏观策略  |
| 旌安 2 号        | 旌安投资   | 1.17%  | 10.20% | 15.66% | 20.71% | 6.04%  | 主观期货  |
| 黑翼 CTA 二号     | 黑翼资产   | 0.98%  | 3.38%  | 5.00%  | 7.63%  | 9.41%  | 中长周期  |
| 众壹资产铁树套利 1 号  | 众壹资产   | 0.64%  | 7.43%  | 9.19%  | 11.50% | 6.19%  | 主观期货  |
| 固禾翡翠一号        | 固禾资产   | 0.52%  | -1.13% | -2.82% | -0.82% | 6.22%  | 中长周期  |
| 明得浩伦 CTA 一号   | 明得浩伦投资 | 0.37%  | 13.73% | 19.20% | 20.33% | 10.43% | 中长周期  |
| 君拙玉泉二号        | 君拙投资   | 0.21%  | -2.74% | -0.97% | -4.10% | 9.81%  | 量化基本面 |
| 会世元丰 CTA1 号   | 会世资产   | 0.03%  | 4.19%  | 4.27%  | 8.73%  | 7.13%  | 中长周期  |
| 展弘贵金属套利 1 号   | 展宏资产   | -0.08% | 6.51%  | 8.65%  | 10.49% | 2.08%  | 主观期货  |
| 景上源 1 号       | 景上源投资  | -0.12% | 12.09% | 23.03% | 38.49% | 12.94% | 主观期货  |
| 均成 CTA1 号     | 均成资产   | -0.26% | 4.28%  | -4.56% | 8.82%  | 26.66% | 中短周期  |
| 致远 CTA 精选 2 期 | 富善投资   | -0.38% | 7.82%  | 12.31% | 13.77% | 8.23%  | 中长周期  |
| 涵德盈冲量化 CTA1 号 | 涵德投资   | -0.42% | 10.00% | 14.70% | 18.55% | 7.44%  | 中短周期  |
| 永隆精选 A        | 呈瑞投资   | -0.59% | -0.59% | -2.62% | 2.36%  | 7.55%  | 中长周期  |
| 量信量化 2 期      | 量信投资   | -0.60% | 12.00% | 16.26% | 19.00% | 16.33% | 中长周期  |
| 厚方宏观对冲二号      | 厚方投资   | -0.70% | -2.58% | 2.43%  | 23.81% | 8.41%  | 宏观策略  |
| SAP 智龙 3 号    | 智龙资本   | -0.73% | 0.05%  | 2.94%  | 10.49% | 2.85%  | 中短周期  |
| 毓颜言商 1 号      | 毓颜投资   | -1.04% | -0.16% | -4.85% | -0.08% | 11.76% | 中长周期  |
| 元葵复利 3 号      | 元葵资产   | -1.06% | -1.27% | 0.39%  | 7.57%  | 18.98% | 宏观策略  |
| 衍盛量化 CTA 二号   | 衍盛资产   | -1.08% | 0.40%  | 5.60%  | -4.05% | 15.61% | 中短周期  |
| 半夏宏观对冲        | 半夏投资   | -1.12% | 25.47% | 50.73% | 47.21% | 12.95% | 宏观策略  |
| 阳泽泽丰另类量化 1 号  | 阳泽投资   | -1.49% | 5.49%  | 10.91% | 6.44%  | 8.24%  | 量化基本面 |
| 千象 1 期        | 千象资产   | -1.50% | 6.81%  | 7.56%  | 10.32% | 7.81%  | 中长周期  |

|               |        |        |        |        |        |        |       |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 宽投量化三号        | 宽投资产   | -1.50% | 1.28%  | 1.07%  | 4.17%  | 4.77%  | 中短周期  |
| 宏锡2号          | 宏锡基金   | -1.72% | -1.88% | -4.88% | 2.05%  | 15.66% | 中长周期  |
| 瑞达期货-瑞智无忧共赢7号 | 瑞达期货资管 | -1.78% | 6.22%  | 5.15%  | 7.79%  | 6.90%  | 主观期货  |
| 量道CTA精选1号     | 量道投资   | -2.17% | 7.95%  | 12.25% | 12.70% | 16.95% | 中长周期  |
| 盛冠达CTA基本面量化1号 | 盛冠达资产  | -3.01% | 2.69%  | 8.68%  | 9.63%  | 6.66%  | 量化基本面 |
| 九坤量化CTA1号     | 九坤投资   | -4.00% | 1.50%  | 8.56%  | 16.32% | 5.10%  | 中短周期  |
| 泓湖稳宏          | 泓湖投资   | -9.90% | 13.88% | 48.78% | 73.15% | 15.81% | 宏观策略  |

来源：国金证券研究所

- 分子策略来看，由于商品市场月初快速上行，月末快速下跌，且品种和板块间相关性较高，仅有农产品走出独立行情。因此中短和长周期策略均表现为先涨后跌，大多数产品只是在月末回吐收益的周期和幅度不同。月中行情转折时，短周期策略更快的调整策略头寸，可以减少整体回撤幅度。然而部分商品合约连续跌停，对策略的交易会产生一定影响，因此各周期趋势策略业绩的相似性较高。对于量化基本面策略来说，近期情绪过热的追涨行情和监管严控的政策市，都对量化基本面策略比较不利。

图表 17: 期货宏观策略各子策略 2021 年 10 月平均表现



来源：国金证券研究所

- 我们持续跟踪部分期权策略私募基金产品，以他们为代表观察期权策略私募的整体业绩。2021 年 10 月，我们关注的期权策略产品平均月度收益为 0.61%，13 个产品中，仅有 2 个产品月度收益为负。期权策略整体表现平稳。

图表 18: 近期部分期权策略私募产品业绩表现 (数据截止 2021/10/31)

| 产品         | 私募    | 近一月   | 近三月   | 近六月    | 今年以来   | 历史最大回撤 |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 塑造者 1 号    | 合绎投资  | 2.32% | 5.40% | 11.73% | 22.40% | 6.94%  |
| 平石 U3 期权对冲 | 平石资产  | 1.72% | 1.32% | 5.29%  | 8.83%  | 2.72%  |
| 联海量化期权 1 号 | 星鹏联海  | 1.06% | 2.94% | 4.90%  | 5.00%  | 7.35%  |
| 厦门言起泰森 2 号 | 言起投资  | 0.82% | 1.24% | -0.36% | 4.57%  | 13.84% |
| 小黑妞满天星 1 号 | 小黑妞资管 | 0.70% | 1.81% | 0.78%  | 1.57%  | 3.67%  |
| 量游檀雅一号     | 量游资产  | 0.69% | 0.59% | 2.75%  | 3.73%  | 3.97%  |
| 正赢权智 1 号   | 正赢投资  | 0.61% | 0.46% | 1.33%  | 3.29%  | 2.23%  |
| 泓倍期权套利 1 号 | 泓倍投资  | 0.50% | 1.96% | 3.12%  | 3.46%  | 2.31%  |

|             |        |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 海狮期权伽玛一期    | 海狮资产   | 0.38%  | -0.29% | 2.57%  | 3.80%  | 2.79%  |
| 时代复兴微观一号    | 元贞铭至   | 0.34%  | 0.52%  | 1.12%  | 7.15%  | 5.61%  |
| 申毅格物 5 号    | 申毅投资   | 0.00%  | 1.21%  | 3.64%  | 7.80%  | 3.07%  |
| 淘利量化对冲 15 号 | 淘利资产   | -0.35% | 0.11%  | 2.25%  | 9.21%  | 10.65% |
| 蓝色天际-宽宏 1 号 | 蓝色天际投资 | -0.86% | 1.68%  | -0.59% | -0.20% | 5.71%  |

来源：国金证券研究所

### 第三部分：近期市场环境展望与投资建议

- 发改委对商品价格的监管力度比较强，使市场迅速从过热的情绪中降温。同时，各种保供限价政策不断加码，全国煤炭产量持续回升，使前期上涨的煤炭和高耗能工业品种快速下跌。然而冬季用煤高峰即将到来，恰逢今年冬天较大概率出现拉尼娜事件，极端寒潮可能性较大，可能会给煤炭带来较大需求压力。
- 高强度保供限产政策和冬季用煤高峰的互相作用，给商品市场带来较大不确定因素，可能会出现震荡行情，对于 CTA 来说风险仍存。从中长期的角度来看，能源供需缺口终将改善，同时美联储 Taper 临近，商品市场下行概率较大。国内方面，钢材需求偏弱，黑色系也走出下跌趋势。风险方面，若全球需求复苏超预期，可能会给商品带来一定支撑，使商品出现震荡行情。综合来看，商品市场整体震荡下行的可能性较大。
- 具体配置方面，短期市场风险有待进一步释放，之后可考虑超配 CTA。具体配置子策略方面，建议配置复合度较高的 CTA 策略，高风险偏好投资者可待全球宏观方向更加清晰时，考虑中长周期趋势类 CTA 策略或主观策略产品。

#### 上海弈泰资产管理有限公司

##### 1、公司简介与核心团队

- 上海弈泰资产管理有限公司（以下简称“弈泰资产”）成立于 2012 年 8 月 9 日，协会登记于 2014 年 4 月 17 日，注册资本 1000 万元，实缴资本 1000 万元。目前公司团队共 42 人，其中投研 36 人，管理资金规模共 49 亿，其中 CTA 策略 16 亿。
- 弈泰资产董事长樊炜先生，华中科技大学数量经济学硕士、香港中文大学高级会计学硕士、中南财经政法大学金融学专业硕士生导师（兼职）。曾就职于君安证券、国泰君安证券、华联安基金、华泰联合证券，华电资本等大型金融机构，拥有近 20 年金融市场投资经验。
- 弈泰资产首席投资官胡志刚先生，普林斯顿大学电子工程学博士、中科院自动化所人工智能实验室硕士（师从戴汝为院士），中科大自动化系学士，拥有 15 项美国发明专利，拥有 8 年人工智能及自动控制研究经历，9 年计算机芯片研究及设计经验。2009 年在美国创立 E Tiger Capital Management 担任基金经理，拥有 10 年海外量化交易策略和系统开发经验。

## 2、CTA 产品投资策略

- 弈泰资产 CTA 策略产品使用了复合度较高的 CTA 子策略，包括趋势跟踪策略、趋势反转策略、截面多空对冲策略、跨品种套利策略、股指期货策略五大子策略。其中趋势跟踪策略为复合周期趋势跟踪，虽然 60%以上使用平均持仓时间在 5 天以上的中长周期策略，但也会有部分日内和隔夜的短周期策略；截面多空对冲策略主要使用量价数据，对全品种进行对冲交易，平均持仓时间 5 天左右；跨品种套利策略主要为农产品板块跨品种统计套利，平均持仓时间在半月以上；股指期货策略为 2 天左右的短周期趋势策略。
- 策略整体表现出的平均持仓时间在 5-10 天，属于中长周期，但由于趋势策略在其中的占比较小，策略整体复合度较高，因此相对市场上其他一些以趋势策略为主的中长周期策略 CTA 产品来说，弈泰的 CTA 会表现出更平稳的波动特征。

## 3、代表产品业绩

- 弈泰 CTA7 号的子策略配置使用弈泰资产最常规的 CTA 策略产品配置方法（非客户个性化定制），且历史业绩较长，我们以该产品作为代表对弈泰资产的历史业绩和投资能力进行分析。
- 该产品成立于 2019 年 8 月，产品保证金使用比例为 20%左右，其中趋势类策略约 4%，套利策略约 6%，截面多空策略约 5-6%，股指期货策略约 3%，剩余资金除现金管理外还会进行一些低风险期现套利策略投资。
- 该产品成立以来表现出了较高的风险收益比，夏普比率达到 2.03，在同类策略中较高。在 2021 年高波动的商品市场环境中，产品的回撤控制非常优秀，最大回撤仅有 3.36%，远低于同类平均。在中长周期 CTA 策略容易出现较大波动的 1-3 月，以及中短周期 CTA 容易出现较大回撤的 5-8 月，产品的波动率都比较低，这主要得益于产品子策略的高度复合性。2021 年 10 月，由于能源短缺和针对能源的政策影响，工业品种商品期货行情出现了比较极端的波动，而弈泰 CTA7 号则依靠其农产品套利策略获得较高收益，较好的平滑了净值。

图表 19：弈泰 CTA7 号复权净值（2021/10/31）



来源：国金证券研究所

图表 20：弈泰 CTA7 号业绩指标（2021/10/31）

|      | 收益率    | 最大回撤  | 夏普比  |
|------|--------|-------|------|
| 近六月  | 3.46%  | 3.36% | 0.91 |
| 近一年  | 12.25% | 3.36% | 1.60 |
| 近两年  | 53.22% | 6.02% | 2.40 |
| 成立以来 | 51.55% | 6.02% | 2.03 |

来源：国金证券研究所

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402