

1月商品市场反弹，CTA策略获益；

第一部分：宏观环境与市场行情

- 2019年1月，由于主要受到猪肉和燃油等价格回落的影响，1月CPI同比增速下滑0.2%、环比增速上升0.5%。1月的PPI同比增速增加0.1%，环比降低0.6%。主要是受到上游原材料价格和中游加工品价格的下降影响，其中原油相关产业对PPI的影响较大。
- 1月，制造业PMI录得49.5（前值49.4），小幅上行，但仍然处于荣枯线以下，其中生产指数上升（50.9，前值50.8），新订单指数（49.6，前值49.7）下降，表明制造业生产小幅回升，但需求依然走弱。主要原材料购进价格指数（46.3，前值44.8）和出厂价格指数（44.5，43.3）都在荣枯线之下上行，表明生产有所回升，但是需求和价格仍然较弱，制造业的景气度不佳。
- 商品期货市场，商品指数1月涨跌幅为5.04%，整体上涨。分板块来看，能源板块从月初开始上涨，最高涨幅11.91%，并在月末略有回调。煤焦钢矿板块和化工板块的走势也与能源板块类似，在1月下旬分别达到过8.25%和8.94%的涨幅，并在月底略有回调，整月收益率分别为7.45%和6.14%。而其他的贵金属、农产品和有色金属等板块，均保持低波动微涨的行情。
- 分品种来看，部分品种的动量非常强，存在较好的趋势性机会。1月收益率最高的沥青上涨了20.29%，铁矿石和PTA分别上涨17.4%和15.7%。下跌的品种中，只有纤板跌幅较大，达到-23.12%，但该品种流动性较差，对CTA影响不大。
- 主要套利品种价差方面，近期主要套利对的波动较小，仅有黑色板块出现了较大幅度的价格关系变化。近期市场给套利策略的机会并不是很多。

第二部分：CTA近期表现

- 据我们统计的全部633个期货宏观策略产品显示，1月该类策略产品平均收益1.41%，其中449（占比70.93%）个产品获得正收益，剩余184个产品获得负收益。在全部宏观期货策略产品汇总，全部211个量化CTA收益1.17%，其中正收益产品150个（占比71.09%）；其余宏观策略和主观期货策略产品共422个，平均收益为1.66%，其中正收益产品299个（占比70.85%）。从统计结果来看，1月份主观策略平均收益方面胜过量化策略，但量化策略在正收益产品占比方面略有优势。

第三部分：部分代表性CTA

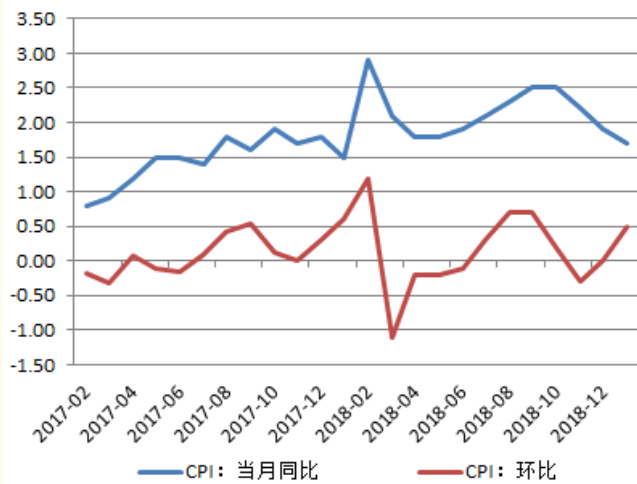
- 2017年，商品期货市场大幅横盘震荡，对当时主流的中周期趋势跟踪策略带来了非常长时间的持续回撤，给国内CTA策略投资机构敲响了警钟。为了防止类似的情况再次发生，各家投资机构均发展出了自己的对策，其中一种便是在策略中加入基本面因子，或形成基本面策略。从结果上来看，几家在产品中实盘了基本面策略的CTA均在2018年获得了较好的表现。本次报告选取的代表私募有：明得浩伦、明法、泓信以及博道基金。

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

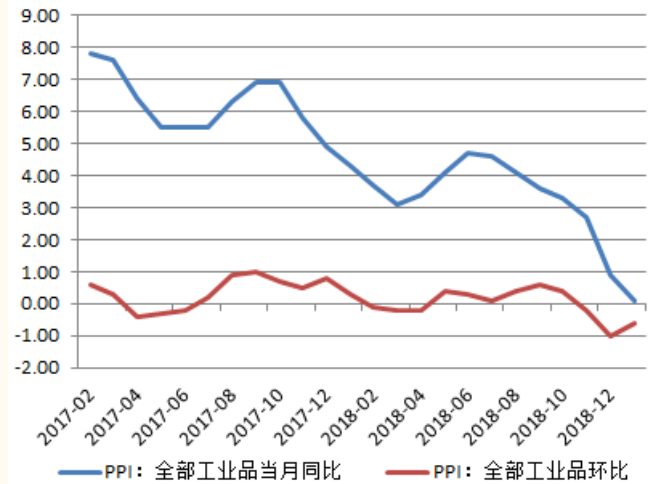
第一部分：宏观环境与市场行情

- 2019年1月，由于主要受到猪肉和燃油等价格回落的影响，1月CPI同比增速下滑0.2%、环比增速上升0.5%。1月猪肉CPI环比下降1%，对CPI产生了比较大的影响，短期内，东北地区毛猪解禁导致大量压栏毛猪供给，压制了猪肉价格，但中期来看猪肉供给不存在持续强势的因素，因此未来CPI增速可能不会继续回落。而1月的PPI同比增速增加0.1%，环比降低0.6%。主要是受到上游原材料价格和中游加工品价格的下降影响，其中原油相关产业对PPI的影响较大。消费品和工业品价格增速低迷的根本原因是需求端的疲弱。无论CPI还是PPI，大部分的分项或行业整体均表现出增速下降的趋势，背后的核心原因是经济增速的放缓，和生产预期的下调。

图表 1: CPI 同比增速略有下降



图表 2: PPI 同比增速继续下降

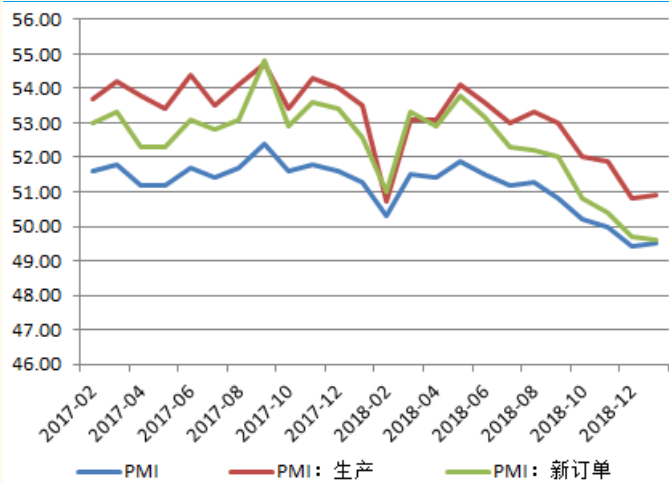


来源：国金证券研究所

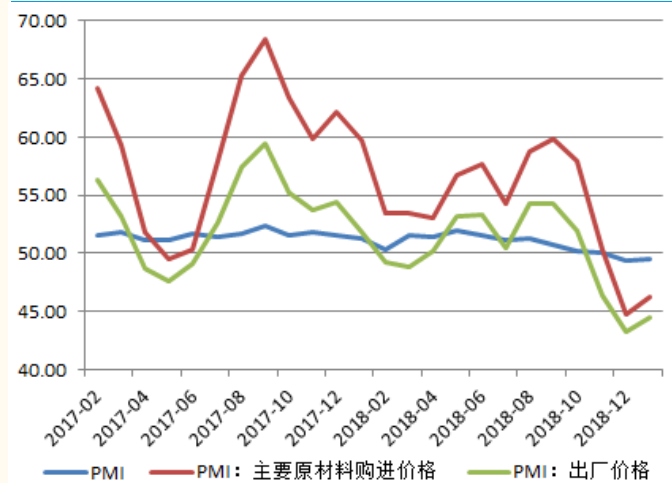
来源：国金证券研究所

- 1月，制造业PMI录得49.5（前值49.4），小幅上行，但仍然处于荣枯线以下，其中生产指数上升（50.9，前值50.8），新订单指数下降（49.6，前值49.7），表明制造业生产小幅回升，但需求依然走弱。主要原材料购进价格指数（46.3，前值44.8）和出厂价格指数（44.5，43.3）都在荣枯线之下上行，表明生产有所回升，但是需求和价格仍然较弱，制造业的景气度不佳。

图表 3: PMI: 生产和新订单



图表 4: PMI: 主要原材料购进价格和出厂价格

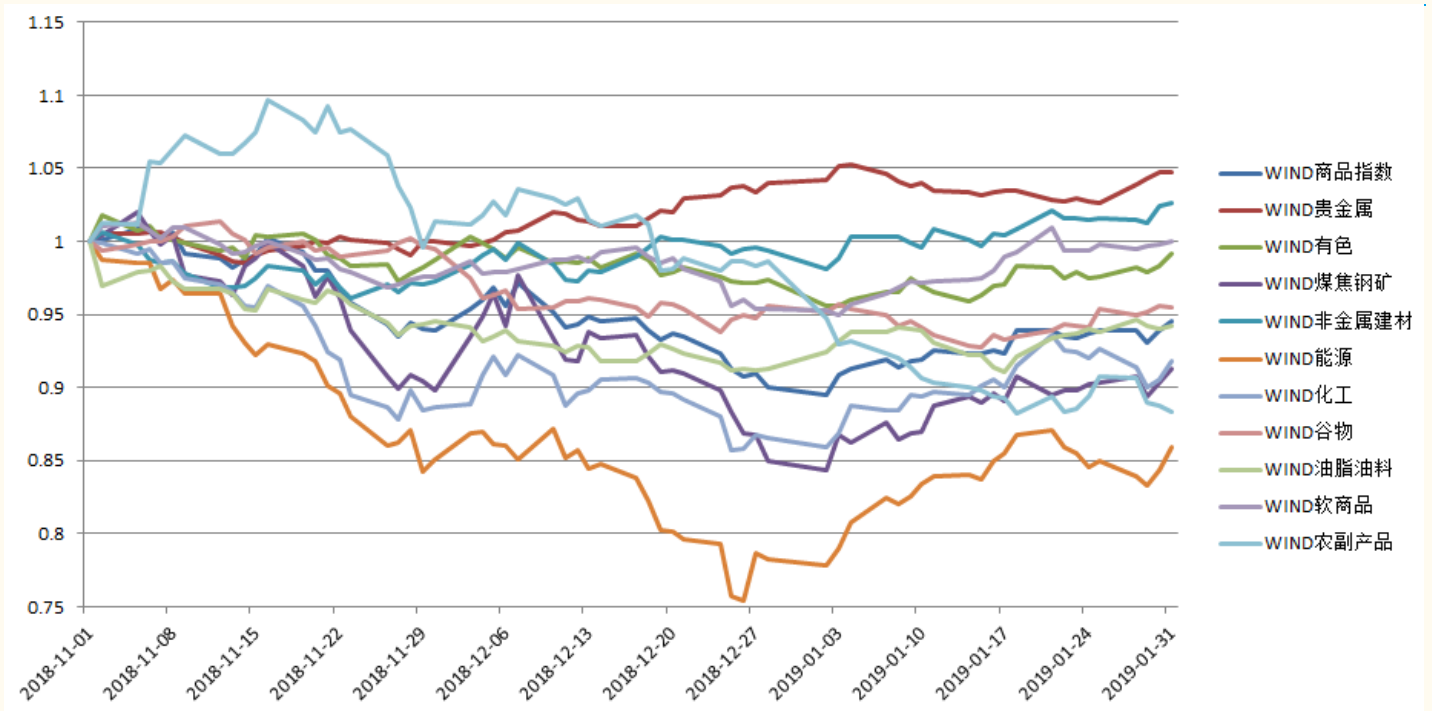


来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

- 商品期货市场，商品指数 1 月涨跌幅为 5.04%，整体上涨。分板块来看，能源板块从月初开始上涨，最高涨幅 11.91%，并在月末略有回调。煤焦钢矿板块和化工板块的走势也与能源板块类似，在 1 月下旬分别达到过 8.25%和 8.94%的涨幅，并在月底略有回调，整月收益率分别为 7.45%和 6.14%。而其他的贵金属、农产品和有色金属等板块，均保持低波动微涨的行情。

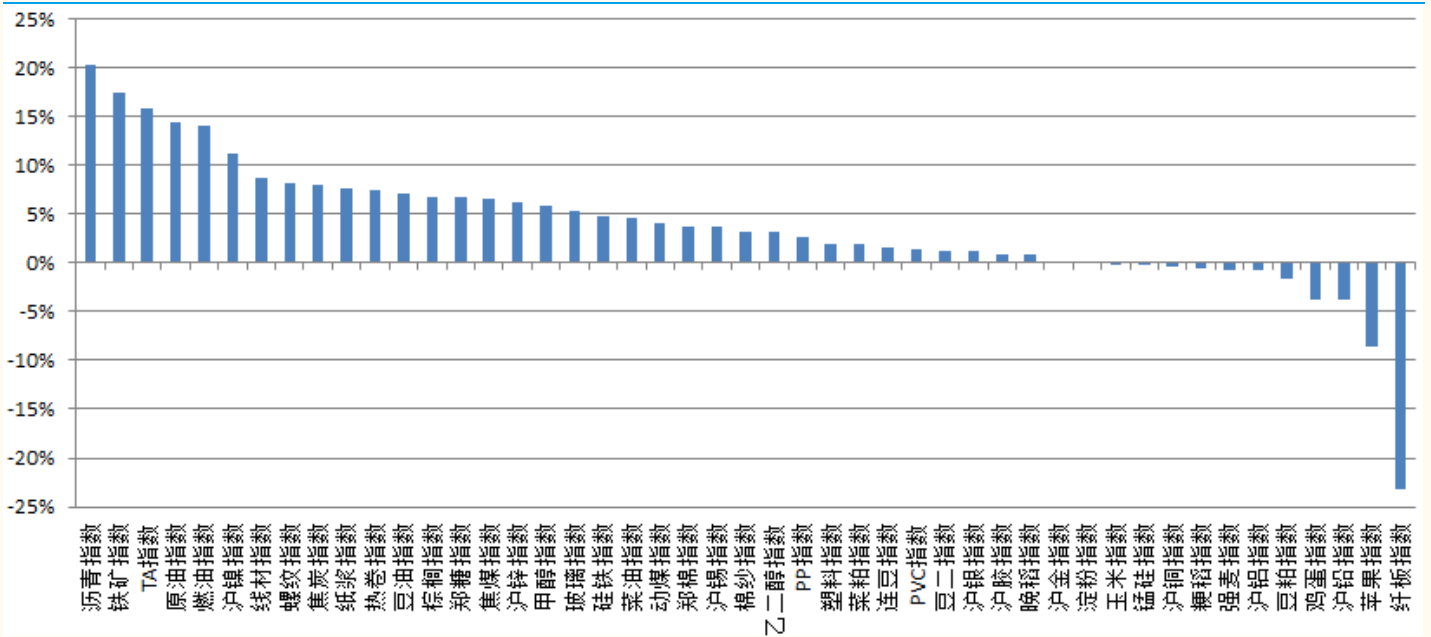
图表 5：商品大类板块行情



来源：国金证券研究所

- 分品种来看，部分品种的动量非常强，存在较好的趋势性机会。1 月收益率最高的沥青上涨了 20.29%，铁矿石和 PTA 分别上涨 17.4%和 15.7%。下跌的品种中，只有纤板跌幅较大，达到-23.12%，但该品种流动性较差，对 CTA 影响不大。
 - 沥青在 1 月份库存水平较低、开工率较低，且产量与去年同期相比也略有下降，整体供给紧张，仓单数量也持续下降至 2017 年以来的最低位。基本面紧张、需求好转，叠加委内瑞拉制裁风险对油价的刺激，导致沥青大幅度上涨。
 - 铁矿石的供需比较平稳，1 月初平滑年上涨，但是 1 月下旬淡水河谷发生尾矿坝决堤事故，导致全球铁矿石供给缩小，国内铁矿石行情也迅速攀升，并拉动了黑色板块其他品种，这样的行情给趋势跟随类策略带来了非常好的建仓和获益机会。
 - PTA 与沥青一样受到原料端的推涨，又受到下游聚酯市场备货行情的带动，1 月上漲幅度较大。
 - 原油指数在 1 月上漲 14.32%，对化工板块的提振比较明显。

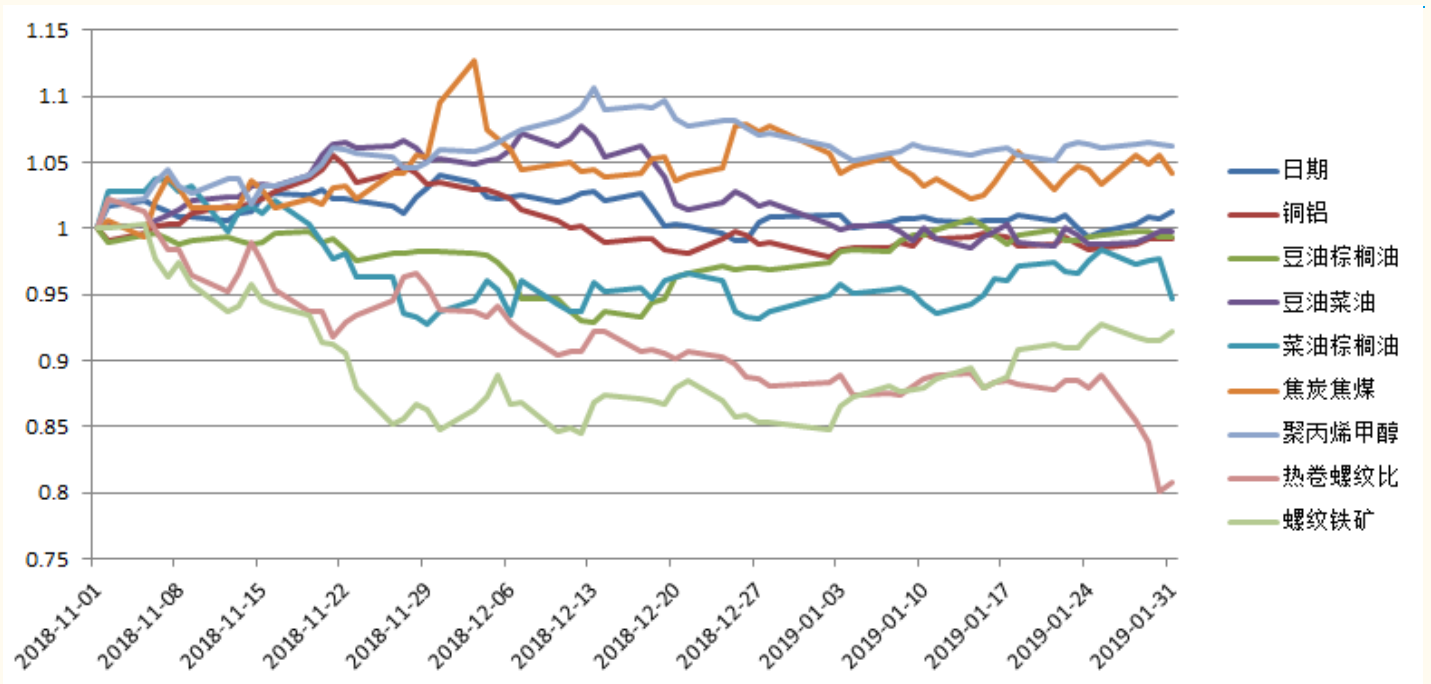
图表 6：商品期货各品种指数 1 月涨跌幅



来源：国金证券研究所

- CTA 策略同样会在品种间价差或价比中寻找投资机会。我们统计了一些常见的套利组合，来观察跨品种套利策略的市场环境。从结果来看，近期主要套利的波动较小，仅有黑色板块出现了较大幅度的价格关系变化。近期市场给套利策略的机会并不是很多。黑色板块的价差异动，一方面由于铁矿石遇到天灾影响了影响了行情，另一方面是汽车销量持续下滑导致热卷行情偏弱。

图表 7：部分常见跨品种套利组合近期行情

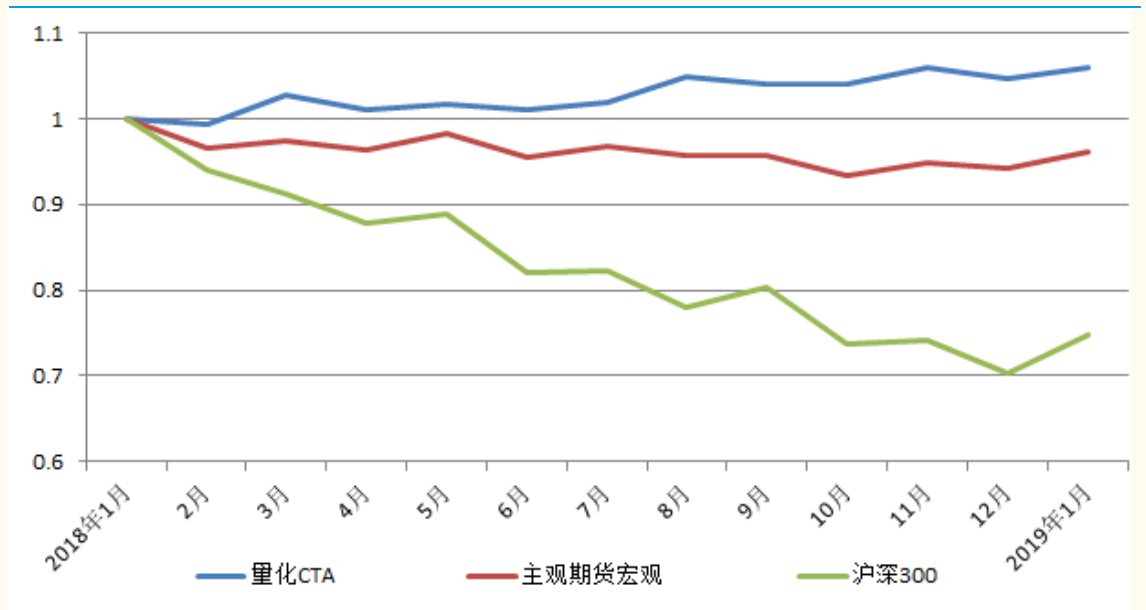


来源：国金证券研究所

第二部分：CTA 近期表现

- 据我们统计的全部 633 个期货宏观策略产品显示，1 月该类策略产品平均收益 1.41%，其中 449（占比 70.93%）个产品获得正收益，剩余 184 个产品获得负收益。在全部宏观期货策略产品汇总，全部 211 个量化 CTA 收益 1.17%，其中正收益产品 150 个（占比 71.09%）；其余宏观策略和主观期货策略产品共 422 个，平均收益为 1.66%，其中正收益产品 299 个（占比 70.85%）。从统计结果来看，1 月份主观策略平均收益方面胜过量化策略，但量化策略在正收益产品占比方面略有优势。

图表 8：近期期货宏观策略整体表现



来源：国金证券研究所

- 从 1 月的行情特点来看，趋势类策略的表现应优于套利类策略的表现。1 月涨跌幅绝对值超过 10% 的品种指数共 7 个，其中不乏铁矿石、PTA、原油等流动性排在前列的品种；涨跌幅绝对值超过 5% 的品种共 13 个，同样覆盖了大量高流动性的品种和板块。趋势类策略在这样的环境下不难获得正收益。反观套利类策略，不少常见的跨品种套利对价差波动较小，带来的交易机会收益空间并不大，而由铁矿石的突发意外带来的价格波动，带来机会的同时也可能是风险，尤其跨品种套利中价差不必然收敛，极端的价差波动可能会带来亏损。
- 从部分优秀产品的表现来看，也吻合从行情推断得出的信息。以趋势类策略为主的产品均获得了较好的月度收益，部分加入套利策略、或以套利策略为主的产品，在 1 月的收益情况则略逊一筹。泓信投资的复合策略包括趋势跟踪策略、量化基本面策略、和市场博弈类策略。洛书投资混合使用趋势策略、跨期套利、跨品种套利，并根据市场行情调整仓位占比，其趋势策略在 1 月贡献了较高收益。明得浩伦投资 2018 年 7 月在产品中加入了量化基本面策略，近期表现不俗。而明法投资的 CTA 产品中，基本面策略和趋势策略均在近期表现良好，因此产品净值不断攀升。

图表 9：部分优秀私募近期业绩表现（截止 1 月底）

私募	产品	近一月收益	近三月收益	近半年收益	主要策略
泓信投资	泓信量化 CTA 一号	6.26%	11.71%	40.54%	复合策略
洛书投资	洛书尊享 CTA 拾伍号	4.79%	6.25%	13.65%	套利+中短趋势
明得浩伦	明得浩伦 CTA 一号	4.70%	9.45%	11.60%	长周期趋势
明法投资	明法 CTA 一号	4.09%	16.25%	33.28%	复合策略

呈瑞投资	永隆精选 A 基金	4.05%	4.55%	10.38%	量化中周期趋势
双隆资产	隆富 3 号	3.84%	2.90%	15.11%	复合趋势
黑翼资产	黑翼 CTA 二号	2.24%	4.19%	7.29%	量化中短周期
千象资产	千象 1 期	2.08%	4.71%	9.63%	复合趋势
思懿投资	常瑞一号	-1.17%	2.52%	5.28%	中周期趋势
宽投资资产	宽投量化三号	-1.34%	-0.82%	4.05%	套利+中短趋势
汇艾资产	汇艾稳健 3 号	-1.58%	3.77%	6.67%	主观套利

来源：国金证券研究所

第三部分：部分代表性 CTA

- 2017 年，商品期货市场大幅横盘震荡，对当时主流的中周期趋势跟踪策略带来了非常长时间的持续回撤，给国内 CTA 策略投资机构敲响了警钟。为了防止类似的情况再次发生，各家投资机构均发展出了自己的对策，其中一种便是在策略中加入基本面因子，或形成基本面策略。从结果上来看，几家在产品中实盘了基本面策略的 CTA 均在 2018 年获得了较好的表现。
- 明得浩伦投资一直以来坚持长周期趋势跟踪策略，可以说是国内长周期趋势策略的标杆之一，2018 年 7 月 1 日，明得浩伦在原本的策略基础上，进一步加入了量化基本面策略，产品中占比约 20%，新策略的加入对明得浩伦的业绩有一定优化。单纯的长周期趋势跟踪策略，在 2018 年第三季度的下跌趋势中，通常会逐渐将仓位转变为空头，那么在 1 月的反弹中难免会产生一定回撤。通过明得浩伦的净值表现来看，会发现其净值在 10 月开始的下跌趋势中，和 1 月开始的反弹行情中，均保持上涨，这主要来自于量化基本面策略在 2018 年 10 月之后的不俗表现，尤其在 1 月贡献了较多收益。目前，明得浩伦仍然以长周期趋势策略为主（占比 80%），基本面策略的加入主要目的是降低策略波动并走后收益。

图表 10：明得浩伦 CTA 一号



来源：国金证券研究所

图表 11：明法 CTA 一号

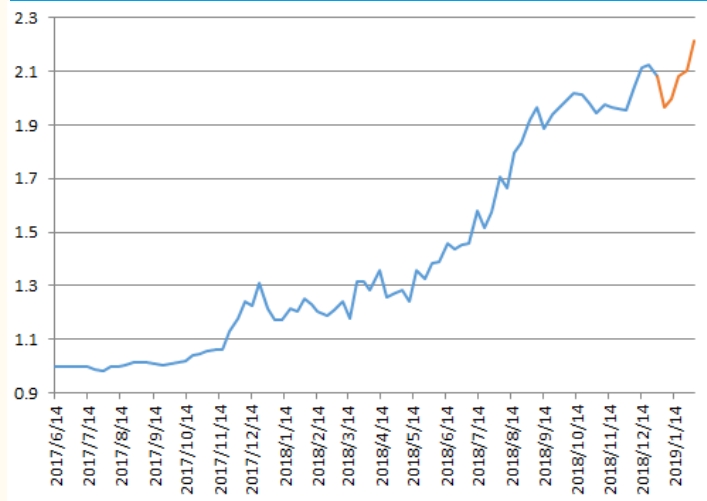


来源：国金证券研究所

- 明法投资的 CTA 策略也加入了基本面层面的策略。目前明法 CTA 使用主观和量化结合的基本面套利策略，针对商品期货跨期和跨品种套利的机会进行投资，该策略在 2018 年贡献了较高收益。从净值上可以明显看出 2018 年以来明法的净值风格产生了变化，主要原因是 2018 年后，明法重新进行了策略组合的配置，目前的策略配置为日内 CTA、趋势跟踪、和基本面套利的组合，并用剩余的闲置资金进行股票市场中性策略和少量指数

增强策略的投资。2019年1月，趋势策略和基本面策略共同发力的情况下，明法CTA的业绩继续攀升，股票策略也贡献了一定收益。

图表 12：泓信量化CTA一号



来源：国金证券研究所

- 泓信投资也是一个在国内很早就开始使用量化基本面策略的私募基金。泓信的CTA策略主要分为趋势跟踪策略、商品价值策略、和市场博弈策略。其中，商品价值策略即为使用模型对基本面信息的分析，对商品的价格波动进行投资的策略。而市场博弈策略，也不同于传统的量价因子策略，而是通过对资金流向的分析和判断寻找投资机会。
- 同样使用量化基本面策略的CTA产品还有博道基金的一个专户产品。与市场上大多数CTA策略的子策略复合的架构不同，博道基金借鉴了最新的学术研究成果，在CTA策略中使用多因子模型结构，并在其中使用了大量基本面因子。该策略于2017年下半年开始实盘使用在博道的CTA专户产品中，截止2018年1月底，新策略的实盘夏普比超过2。

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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，而不应对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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH