

疫情行情下，CTA 体现危机 alpha

第一部分：宏观经济和期货市场回顾

- 2020年1月，我国CPI同比增长5.4%，较前月上升了0.9个百分点，环比增速1.4%同样高于历史同期。PPI同比增速0.1%，上升0.6个百分点，持续半年负增长后首次转正。制造业PMI录得50.0，较前值下降了0.2个百分点。
- 1月Wind商品指数月度涨跌幅为-2.35%，振幅3.26%，主要由于疫情影响下最后一个节前最后一个交易日的大跌，实际整月振幅相对较小。波动率方面，绝大多数长期成交额较大的品种，近期维持较低的波动，导致了期货市场整体加权波动率维持低位。

第二部分：期货宏观策略1月表现回顾

- 根据我们统计的1288个期货宏观策略私募基金产品数据显示，2020年1月，该策略大类产品平均收益为0.62%，低于12月2.28%的数据。其中正收益产品数量774个，正收益产品数量占比60.09%（前值64.15%），514个产品获得负收益，负收益产品数量占比39.91%（前值35.85%）。
- 从我们持续关注的一部分优秀期货宏观策略私募基金的业绩表现来看，节前部分私募大幅减仓，叠加低波动行情的影响，产品整体收益率偏低，分策略来看，仍然是短周期策略业绩略靠前，主要原因是1月中旬开始的下跌持续时间尚短，没有给长周期策略足够长的趋势获利。

第三部分：疫情背景下的市场环境和CTA表现

- 新冠肺炎病毒疫情在今年春节前开始发酵，并在春节期间爆发，对股票市场和商品市场都产生了非常大的影响。但回顾春节前后的行情，我们发现，行情的波动是因投资者情绪从一开始的恐慌，到逐渐恢复理性的过程中，导致股票市场和商品市场的行情先大幅快速下跌，之后逐渐反弹。
- CTA策略在节前第一周整体表现较好。长周期策略较容易在节后第一天大幅盈利（盈利幅度受到节前是否减仓影响），但在之后的几天小幅回吐利润。短周期策略则在节后第一天的低开和后续的大幅反弹中均有较好机会。CTA策略在面对疫情行情时，体现出了“危机alpha”的特点。

风险提示： 市场流动性风险、极端市场波动风险

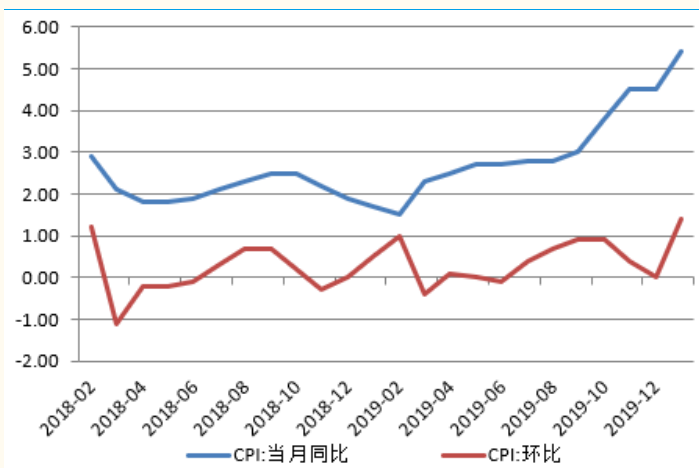
洪洋 分析师 SAC 执业编号：S1130518100001
(8621)60935569
hongyang@gjzq.com.cn

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

第一部分：宏观经济和期货市场回顾

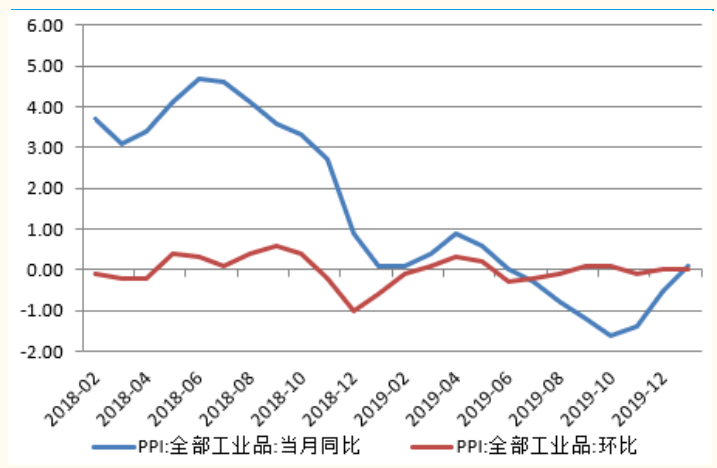
- 2020年1月，我国CPI同比增长5.4%，较前月上升了0.9个百分点，环比增速1.4%同样高于历史同期。分项来看，食品仍然是CPI上涨的最大贡献项，CPI食品同比增长20.6%，环比4.4%，主要原因是临近春节和疫情引发的抢购囤货。另一方面春节错期与低基数也导致了同比增幅较大。
- 1月PPI同比增速0.1%，上升0.6个百分点，持续半年负增长后首次转正。分项来看，能源价格涨幅较高，有色价格回暖则体现了经济整体有企稳迹象。但突发的疫情对工业生产和交通运输打击较大，进而产生对工业品价格的影响，经济的企稳的节奏可能被打断。

图表 1: CPI 当月同比和环比



来源：国金证券研究所，Wind

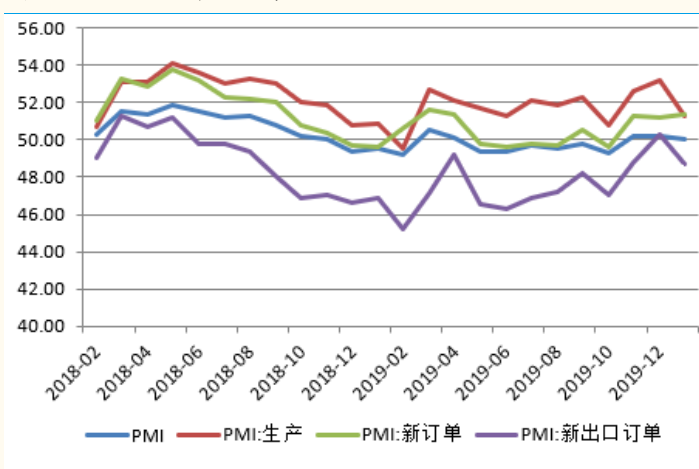
图表 2: PPI 当月同比和环比



来源：国金证券研究所，Wind

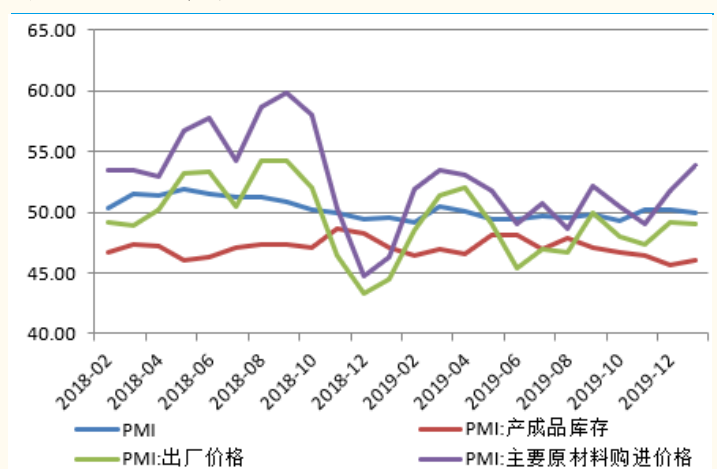
- 2020年1月，我国制造业PMI录得50.0，较前值下降了0.2个百分点。受到春节因素带来的季节性影响，1月PMI生产指数下降1.9个百分点至51.3，圣诞节海外需求短期因素消退后，新出口订单指数也大幅下降至48.7。出厂价格指数环比小幅下降0.2个百分点至49.0，连续第9个月处于收缩状态。

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

- 商品市场方面，1月 Wind 商品指数月度涨跌幅为-2.35%，振幅 3.26%，月度振幅实际上并不大，振幅很大一部分的贡献来自于节前最后一个交易日的大幅度下跌。波动率方面，绝大多数长期成交额较大的品种，近期维持较低的波动，导致了期货市场整体加权波动率维持低位。

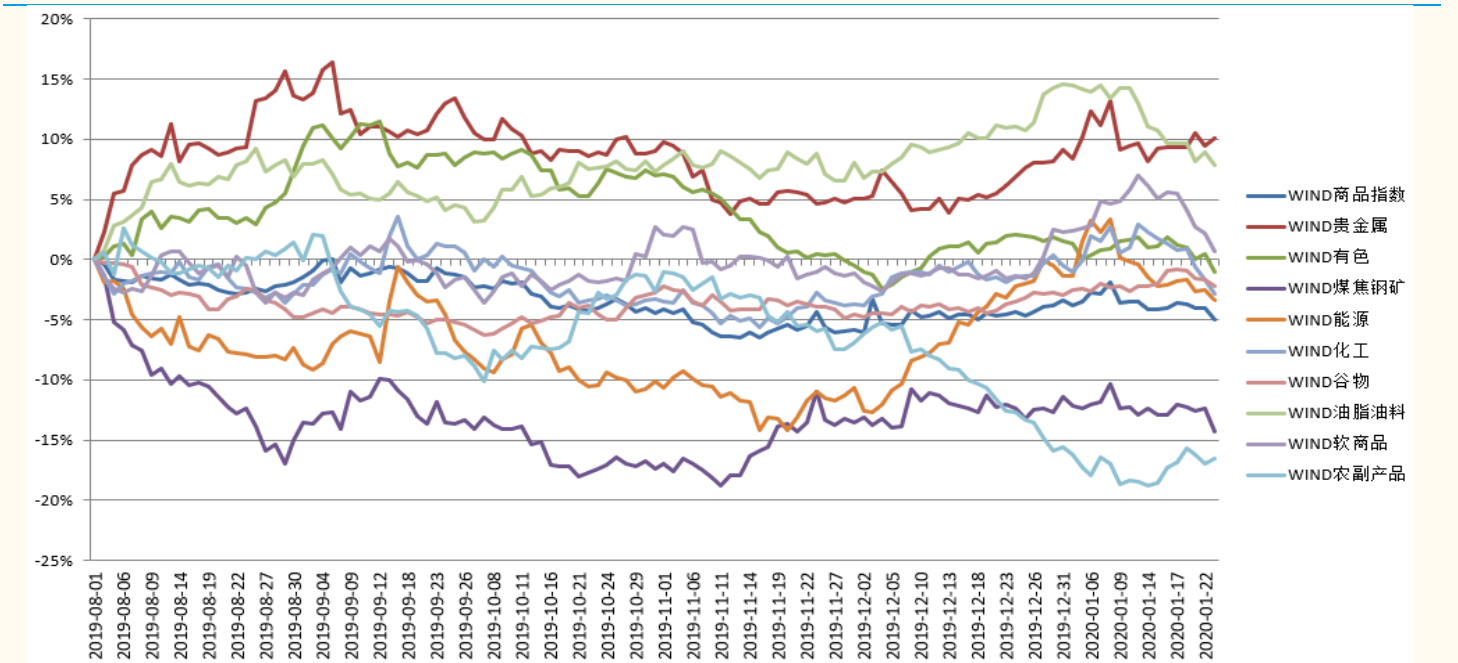
图表 5：商品期货市场加权波动率



来源：国金证券研究所，Wind

- 分板块来看，Wind 能源板块和 Wind 油脂油料板均结束了 12 月的上涨趋势，转为下跌，1 月跌幅分别为-6.48%、-5.33%，振幅分别为 7.04%、6.31%。化工板块受到原油的带动，1 月下跌-4.75%，振幅 6.01%。有色和煤焦钢矿板块的波动则较低，月度收益率分别为-1.30%和-2.61%，振幅分别为 2.86%和 4.58%。

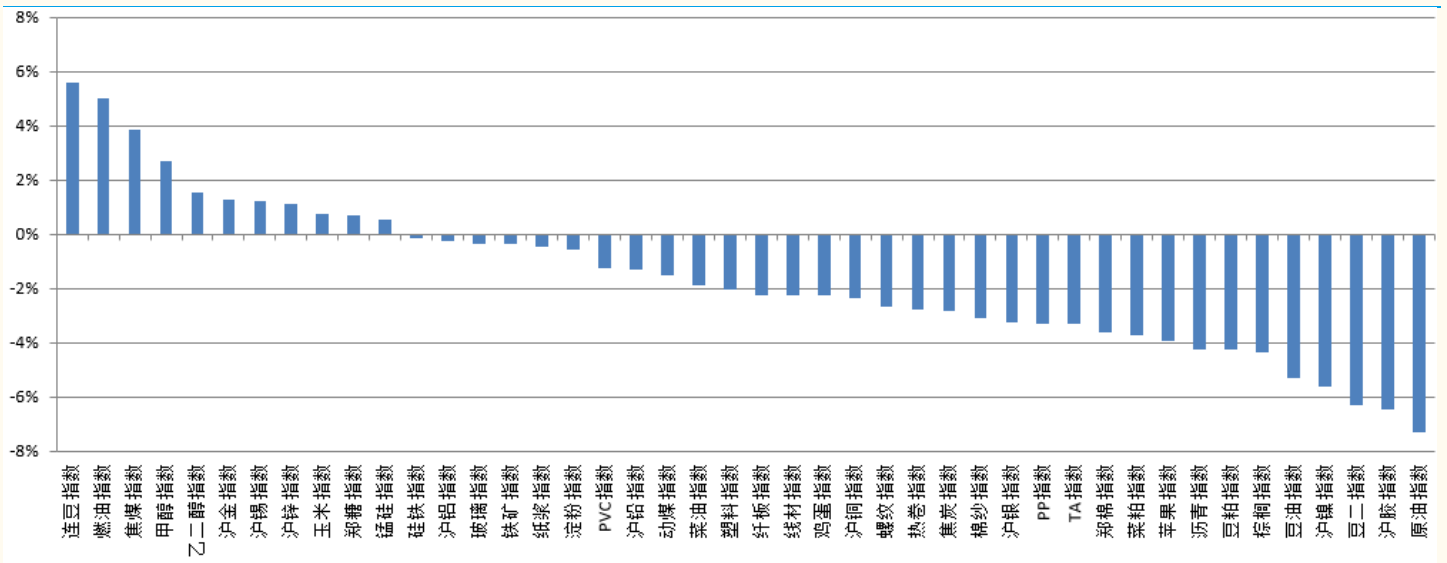
图表 6：商品期货各板块近期行情



来源：国金证券研究所，Wind

- 分品种来看，可以看到 1 月没有品种指数涨跌幅绝对值超过 10%，市场整体横截面波动率较低。1 月涨跌幅的绝对值较大的品种包括 Wind 原油指数、Wind 沪胶指数、Wind 沪镍指数，涨跌幅分别为-7.31%、-6.48%、-5.62%。振幅较大的品种包括原油、燃油、沥青，振幅分别为 14.88%、13.81%和 10.81%。
- 美国总统下令袭击并导致伊朗高级军官卡西姆·苏莱曼尼身亡，让美伊关系骤然紧张，国际油价也因此出现了较大波动。但随着随后双方比较克制的反应，油价也迅速回落终归基本面。从目前的供需情况来看，OPEC 减产已基本被市场消化，中美第一阶段贸易协议落地，油价缺乏大幅上涨的动力。1 月的答复震荡基本是之前事件性影响的后续，在没有新的突发事件的情况下，大幅波动不会持续。
- 沪胶在 1 月的跌幅较大，主要是因为受到疫情影响，各地区轮胎厂开工推迟，叠加 2019 年汽车销量同比下滑 8.2%，需求不及预期，且市场存在悲观情绪，市场风险偏好较低。但供给方面，泰国主产区出现干旱天气，部分地区停割，原料收购价格坚挺，因此随着疫情过后的复工，沪胶可能不会继续大幅下跌。
- 受累于偏弱的需求，春节前镍铁、不锈钢都开始减产，但需求的减少量大于供应的减少量，导致镍价依然走低。且因为春节不锈钢库存将会持续累积，镍铁价格短期可能还会受到一些压制。但长期来看，印尼禁矿的缺口仍然无法弥补，而菲律宾中低品位镍矿也会增加国内不锈钢厂的成本，长期来看镍可能会出现多头行情。

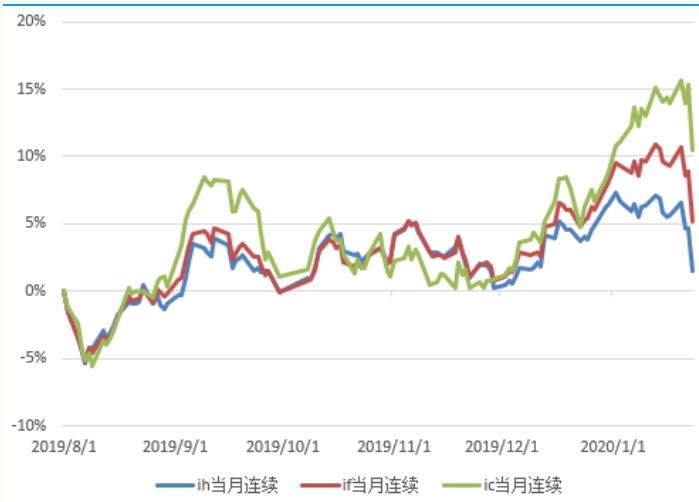
图表 7：商品期货各品种指数月度收益率



来源：国金证券研究所，Wind

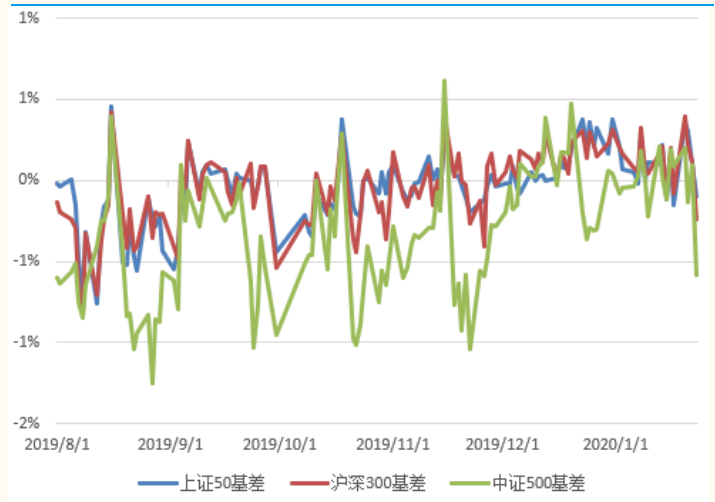
- 价差行情方面，由于油脂油料板块中部分品种在 1 月初结束了前期的上涨趋势转而下跌，导致板块内各品种间的价格价差和价比波动增大，豆油豆粕、菜油棕榈油等常用套利组合均存在机会。化工板块，塑料和聚丙烯的价差在 1 月逐渐扩大，而甲醇和聚丙烯的价差则逐渐收窄，均给套利策略提供了交易机会。
- 1 月，上证 50 和沪深 300 横盘震荡后下跌，中证 500 震荡上涨后与节前最后一日回调，三大指数月度收益率分别为-4.27%、-2.26%和 2.09%，振幅分别为 5.40%、5.00%和 6.07%。三大股指的振幅相较之前有所增加，但实际上整月的波动都非常低，节前最后一个交易日受到疫情信息影响，三大股指均大幅下跌，才增加了月度振幅。基差近期由正转负，使股票中性策略产品净值得到一定修复。

图表 8：股指期货近期行情



来源：国金证券研究所，Wind

图表 9：股指期货近期贴水情况



来源：国金证券研究所，Wind

- 总体来看，2020 年 1 月，临近春节，商品期货市场和股指期货市场波动均维持低位，但受到疫情影响，包括股指期货在内的不少期货品种在节前最后一个交易日出现了明显的下跌。

第二部分：期货宏观策略 1 月表现回顾

- 根据我们统计的 1288 个期货宏观策略私募基金产品数据显示，2020 年 1 月，该策略大类产品平均收益为 0.62%，低于 12 月 2.28% 的数据。其中正收益产品数量 774 个，正收益产品数量占比 60.09%（前值 64.15%），514 个产品获得负收益，负收益产品数量占比 39.91%（前值 35.85%）。我们按照主观和量化对 1288 个期货宏观策略大类产品进行分类，543 个主观 CTA 和宏观策略产品平均月度收益 0.23%，其中 306 个产品获得正收益（占比 56.35%），237 个产品获得负收益（占比 43.65%）；745 个量化 CTA 产品平均月度收益 0.90%，其中 468 个产品获得正收益（占比 62.82%），277 个产品获得负收益（占比 37.18%）。
- 我们持续跟踪部分优秀期货宏观策略私募基金的业绩表现，以他们为代表观察各类细分策略近期业绩变化。整体来看，节前部分私募大幅减仓，叠加低波动行情的影响，产品整体收益率偏低，分策略来看，仍然是短周期策略业绩略靠前，主要原因是 1 月中旬开始的下跌持续时间尚短，没有给长周期策略足够长的趋势获利。

图表 10：部分优秀私募近期业绩表现（截止 2020 年 1 月 23 日）

产品	私募	近一月	近三月	近六月	近一年	主要策略
元葵复利 3 号	元葵资产	6.16%	4.96%	5.87%	4.89%	宏观对冲
宽投量化三号	宽投资产	3.07%	5.14%	6.15%	16.25%	短周期趋势+套利
洛书尊享 CTA 拾伍号	洛书投资	2.17%	2.09%	-5.64%	2.60%	中长周期混合策略
思博量道十五号	思纛投资	1.91%	1.24%	1.31%	10.66%	短周期趋势
象限 1 号	象限资产	1.79%	5.77%	7.10%	10.68%	复合策略
黑翼 CTA 二号	黑翼资产	1.14%	5.04%	4.11%	18.71%	中周期趋势

永隆精选 A	呈瑞投资	1.13%	2.64%	-1.10%	2.82%	长周期趋势
涵德盈冲量化 CTA2 号	涵德投资	0.96%	2.65%	3.66%	16.08%	短周期趋势
明得浩伦 CTA 一号	明得浩伦投资	-0.54%	-0.59%	-7.86%	-3.42%	长周期趋势
弈泰 CTA 二号	弈泰资产	-0.97%	0.53%	8.49%	42.67%	短周期复合策略
明泓精选 CTA	明泓资产	-1.09%	0.45%	1.83%	18.51%	复合策略
千象 3 期	千象资产	-1.37%	0.18%	-3.94%	1.08%	长周期趋势
凯丰对冲三号	凯丰资产	-2.34%	7.03%	5.21%	29.74%	宏观对冲
嘉翼商品对冲	嘉理资产	-3.24%	-9.34%	-12.11%	6.15%	多因子强弱对冲

来源：国金证券研究所

第三部分：疫情背景下的市场环境和 CTA 表现

- 上文中的数据截止时间均为 1 月 23 日，即春节前。由于春节期间和春节后新冠疫情引人注目，并对市场带来了明显的影响，因此本部分将对疫情期间，即春节前后的市场和 CTA 表现进行回顾。
- 新冠肺炎病毒疫情在今年春节前开始发酵，并在春节期间爆发，对股票市场和商品市场都产生了非常大的影响。但回顾春节前后的行情，我们发现，行情的波动是因投资者情绪从一开始的恐慌，到逐渐恢复理性的过程中，导致股票市场和商品市场的行情先大幅快速下跌，之后逐渐反弹。

图表 11：投资情绪主导了春节前后各大股票和商品板块的行情

	春节前最后一个交易日收益率	春节后第一个交易日收益率	春节后第一周振幅
上证 50	-2.83%	-7.00%	6.57%
沪深 300	-3.10%	-7.88%	6.87%
中证 500	-3.55%	-8.68%	11.03%
Wind 煤焦钢矿	-2.19%	-6.10%	3.67%
Wind 化工	-1.26%	-6.90%	5.33%
Wind 有色	-1.41%	-4.80%	2.57%
Wind 油脂油料	-1.02%	-4.87%	4.89%

来源：国金证券研究所，Wind

- 这样的行情对 CTA 策略私募基金产品产生了一定的影响。影响主要来自两个阶段，第一个阶段是春节前，股票市场从 1 月中旬开始的下跌，以及春节后第一天的大幅低开；第二个阶段是低开后的持续超过一周的反弹。来回反复的大幅涨跌带来了较高的波动，对不同周期的 CTA 策略产生了不同的影响。
- 对于中长周期策略来说，类似股指期货和能源化工板块商品期货这样在 1 月已经开始了半个月左右下跌趋势的板块和品种，在春节前通常就已经开了空单，那么春节后首日的大幅度低开将会立刻产生较高的收益。而春节

后的反弹则会使中长周期策略出现回撤，回吐部分收益。由于几个主要品种和板块的下跌幅度均明显大于反弹幅度，因此疫情行情给中长周期 CTA 策略产品带来的影响并不算坏。另一方面，为了避免春节长假期间国内外可能出现的风险事件，不少私募机构会在春节前主动降低仓位，这也降低了整个疫情行情对中长周期策略产品带来的影响。

- 对于短周期策略来说，同样在节前已经把股指期货和其他版块商品期货上的头寸调整为空头，节后第一天的跳空低开有益无害，但因为春节前期货市场交易量迅速降低，不少短周期策略产品早已降低了仓位，叠加长假的不确定因素，不少短周期策略产品已经把保证金降低到了 10% 左右甚至更低，因此大多数短周期策略产品从首日低开获得的收益比较有限。更多的收益是在之后持续一周的反弹过程中，通过快速扭转为多头的头寸获得。

图表 12：部分优秀私募春节后第一周业绩表现（截止 2020 年 2 月 7 日）

私募	产品	春节后第一周	主要策略
思懿投资	思博量道十五号	4.88%	短周期趋势
黑翼资产	黑翼 CTA 二号	3.65%	中周期趋势
千象资产	千象 3 期	2.84%	长周期趋势
明泓资产	明泓精选 CTA	2.76%	复合策略
宽投资产	宽投量化三号	2.37%	短周期趋势+套利
弈泰资产	弈泰 CTA 二号	1.81%	短周期复合策略
涵德投资	涵德盈冲量化 CTA2 号	0.69%	短周期趋势
象限资产	象限 1 号	0.50%	复合策略
汇艾资产	汇艾资产-稳健 1 号	0.38%	主观套利
蒙玺投资	圭源蒙玺 CTA 启航	0.00%	短周期趋势
呈瑞投资	永隆精选 A	-0.09%	长周期趋势
嘉理资产	嘉翼商品对冲	-0.49%	多因子强弱对冲
元葵资产	元葵复利 3 号	-0.63%	宏观对冲
凯丰资产	凯丰对冲三号	-1.36%	宏观对冲
明得浩伦投资	明得浩伦 CTA 一号	-1.52%	长周期趋势
洛书投资	洛书尊享 CTA 拾伍号	-2.37%	中长周期混合策略

来源：国金证券研究所

- 总的来说，CTA 策略在节前第一周整体表现较好。长周期策略较容易在节后第一天大幅盈利（盈利幅度受到节前是否减仓影响），但在之后的几天小幅回吐利润。短周期策略则在节后第一天的低开和后续的大幅反弹中均有较好机会。CTA 策略在面对疫情行情时，体现出了“危机 alpha 的特点”。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH