

疫情推升波动率，CTA策略大幅上涨

第一部分：宏观经济和期货市场回顾

- 2020年2月，我国CPI当月同比增长5.20%，相较前值下降了0.2个百分点，环比增长0.80%，相较前值下降0.6个百分点。PPI同比增长-0.40%，较前值下降0.5个百分点，环比增长-0.50%，较前值下降0.5个百分点。中国制造业采购经理人指数录得35.7，创该指数成立以来的最低记录。
- 商品期货方面，受到国内疫情冲击，春节后第一个交易日，商品期货全部板块大幅低开，而油脂油料、能源化工、有色金属等板块在2月下旬持续大幅下跌，导致2月Wind商品指数月度收益率为-3.43%，振幅4.61%，波动率大幅提高。分板块来看，Wind能源板块、Wind化工板块、Wind有色板块、Wind油脂油料板块，2月跌幅分别达到-12.91%、-8.59%、-7.60%和-7.60%，对应振幅分别为14.82%、9.39%、8.23%和8.23%。这些板块指数均在年后第一个交易日大幅低开，并在之后的一周内发生了不同幅度的反弹，并在2月余下的交易日中持续下跌，波动剧烈。

第二部分：期货宏观策略整体表现

- 根据我们统计的1265个期货宏观策略私募基金产品数据显示，2020年2月，该策略大类产品平均收益为1.31%，高于1月0.63%的数据。其中正收益产品数量742个，正收益产品数量占比58.66%（前值60.09%），523个产品获得负收益，负收益产品数量占比41.34%（前值39.91%）。
- 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。从产品的表现来看，中短周期策略普遍取得了较好的收益，这类策略在节后第一周的反弹行情中明显获利，随后又迅速调整头寸，在月末的下跌中继续大幅获利。中长周期策略同样在大幅波动的市场中获得收益，但2月下旬的行情转折，使中长周期策略小幅回撤，侵蚀了部分收益。

第三部分：不同周期CTA策略在疫情行情下的表现

- 我们分别选取了4个中长周期CTA策略代表产品和4个中短周期CTA策略代表产品，以其周净值详细观察不同周期策略在疫情行情下的表现。长周期策略主要获得收益的环境是2月开盘第一天的低开，以及之后反弹行情的后半段。中短周期策略获得较多收益的环境则是在反弹最为剧烈的节后第一周，以及2月末化工等板块的大幅下跌。
- 国内疫情已经得到较好控制，但在国外却依然持续蔓延，疫情对全球经济带来的冲击仍将使市场波动率居高不下。另一方面，在全球经济不景气和疫情的双重打击下，国际关系变得格外复杂，OPEC+未能达成协议，各产油国不再受减产协议限制，使原油价格一落千丈，继续带动商品市场的波动。目前的市场环境整体利好CTA策略。

风险提示：市场流动性枯竭、政策或国际关系快速反复

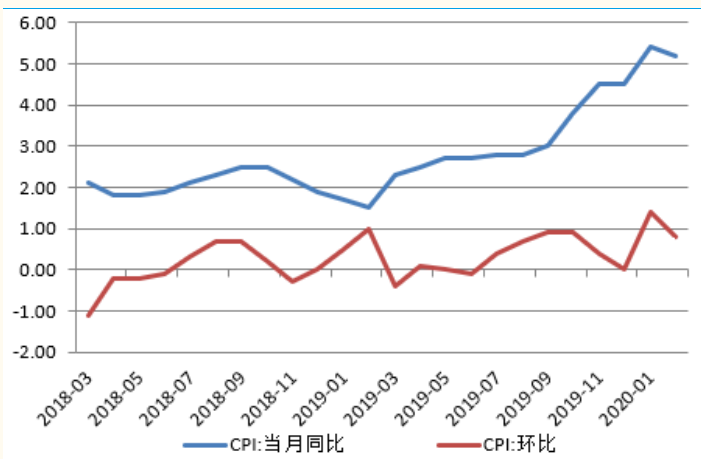
洪洋 分析师 SAC 执业编号：S1130518100001
(8621)60935569
hongyang@gjzq.com.cn

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

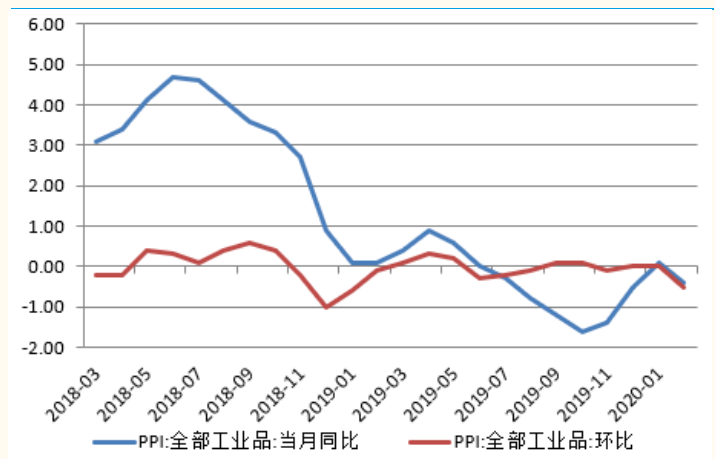
- 2020年2月，我国CPI当月同比增长5.20%，相较前值下降了0.2个百分点，环比增长0.80%，相较前值下降0.6个百分点。同比分项来看，收到春节和疫情的双重影响，食品项同比上涨21.90%，较前值有所增加，仍然是CPI上升的主要贡献项。非食品项整体有所回落，其中交通、通讯、旅游分项下降明显。
- 2月，我国PPI同比增长-0.40%，较前值下降0.5个百分点，环比增长-0.50%，较前值下降0.5个百分点。分项来看，对负增长贡献较大的是生产资料，同比下滑1.0%，生活资料仍然处于上涨趋势，同比增长1.4%。这些主要是由疫情影响导致复工延迟、需求减弱所带来的影响。

图表 1: CPI 当月同比和环比



来源：国金证券研究所，Wind

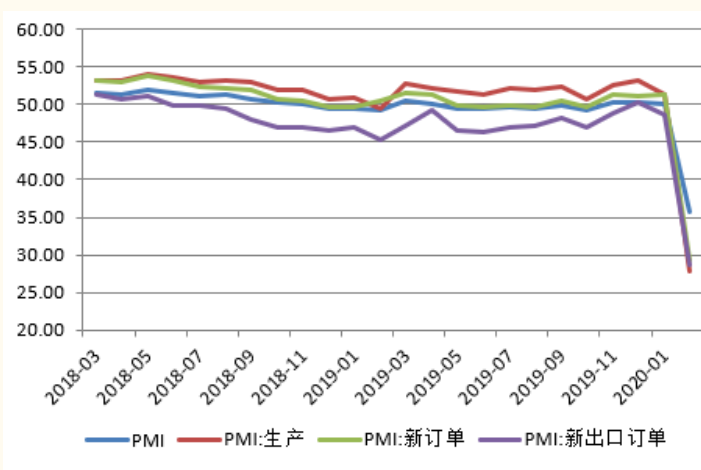
图表 2: PPI 当月同比和环比



来源：国金证券研究所，Wind

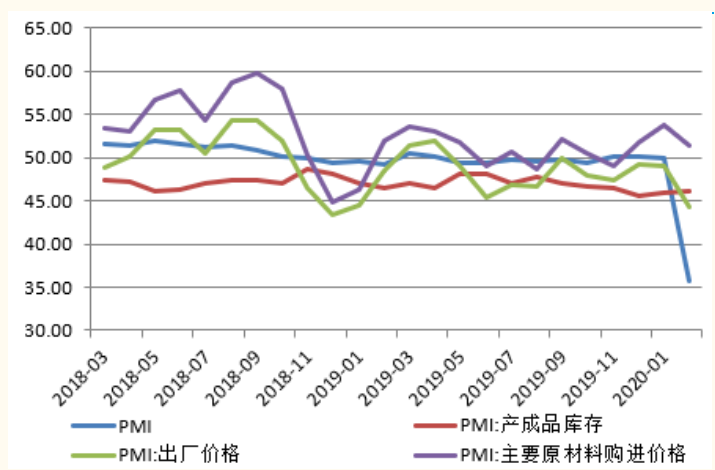
- 2月，中国制造业采购经理人指数录得35.7，创该指数成立以来的最低记录。分行业来看，化学纤维、通用设备、专用设备、汽车等行业PMI均落至30.0以下，而与民生高度相关的农副食品加工、食品及饮料等相关行业PMI均保持在40.0以上。从另一个角度来看，新订单指数下降幅度小于生产指数，分别为29.3和27.8。

图表 3: PMI 生产和需求



来源：国金证券研究所，Wind

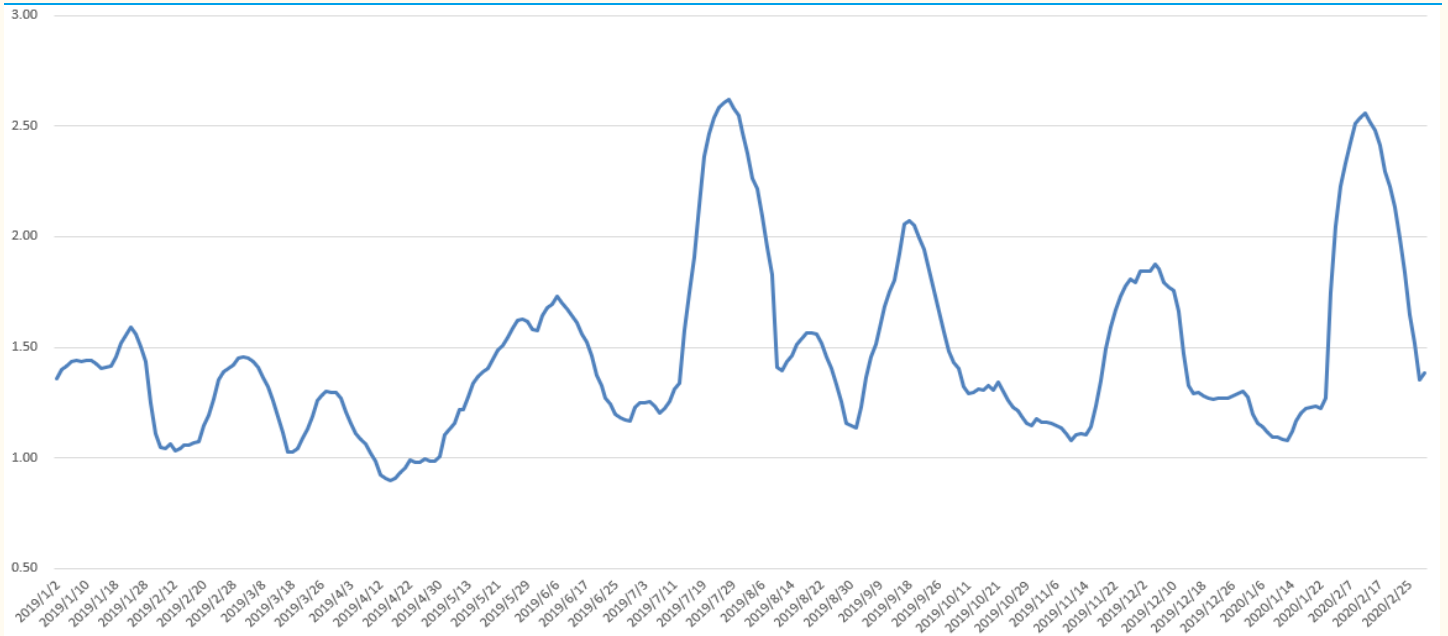
图表 4: PMI 库存和价格



来源：国金证券研究所，Wind

- 商品期货方面，受到国内疫情冲击，春节后第一个交易日，商品期货全部板块大幅低开，而油脂油料、能源化工、有色金属等板块在 2 月下旬持续大幅下跌，导致 2 月 Wind 商品指数月度收益率为-3.43%，振幅 4.61%，波动率大幅提高。

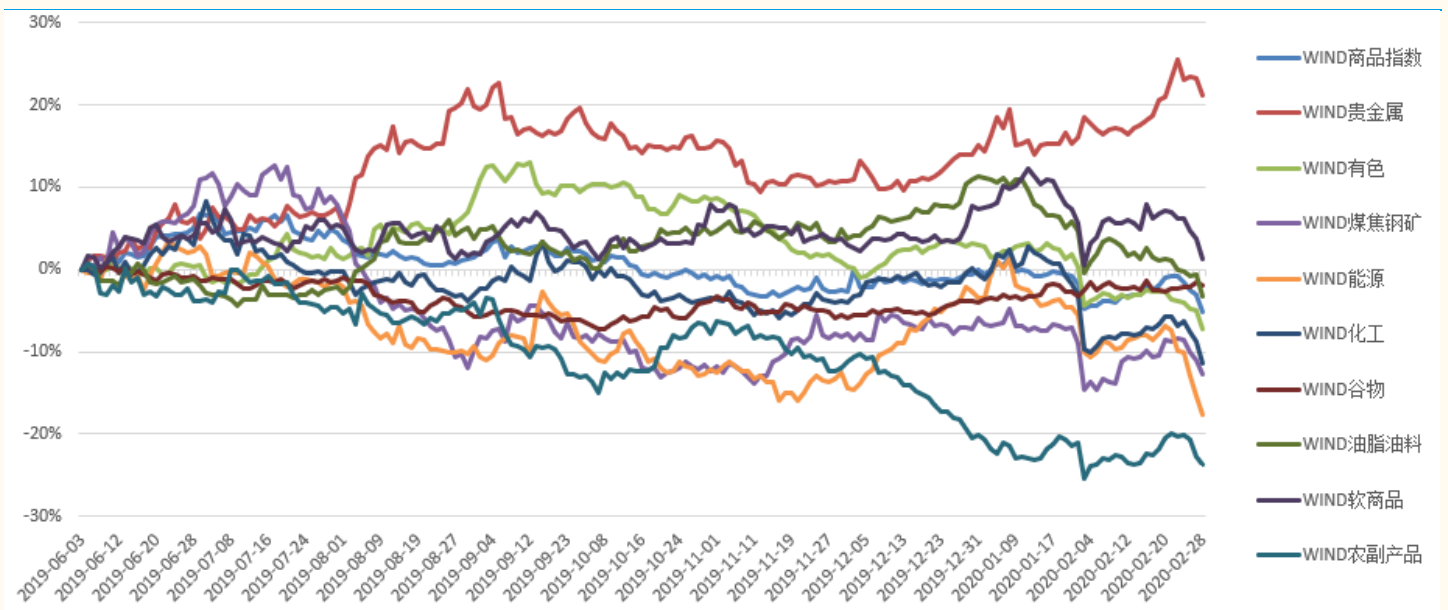
图表 5：商品期货市场加权波动率



来源：国金证券研究所，Wind

- 分板块来看，Wind 能源板块、Wind 化工板块、Wind 有色板块、Wind 油脂油料板块，2 月跌幅分别达到-12.91%、-8.59%、-7.60%和-7.60%，对应振幅分别为 14.82%、9.39%、8.23%和 8.23%。这些板块指数均在年后第一个交易日大幅低开，并在之后的一周内发生了不同幅度的反弹，并在 2 月余下的交易日中持续下跌，波动剧烈。

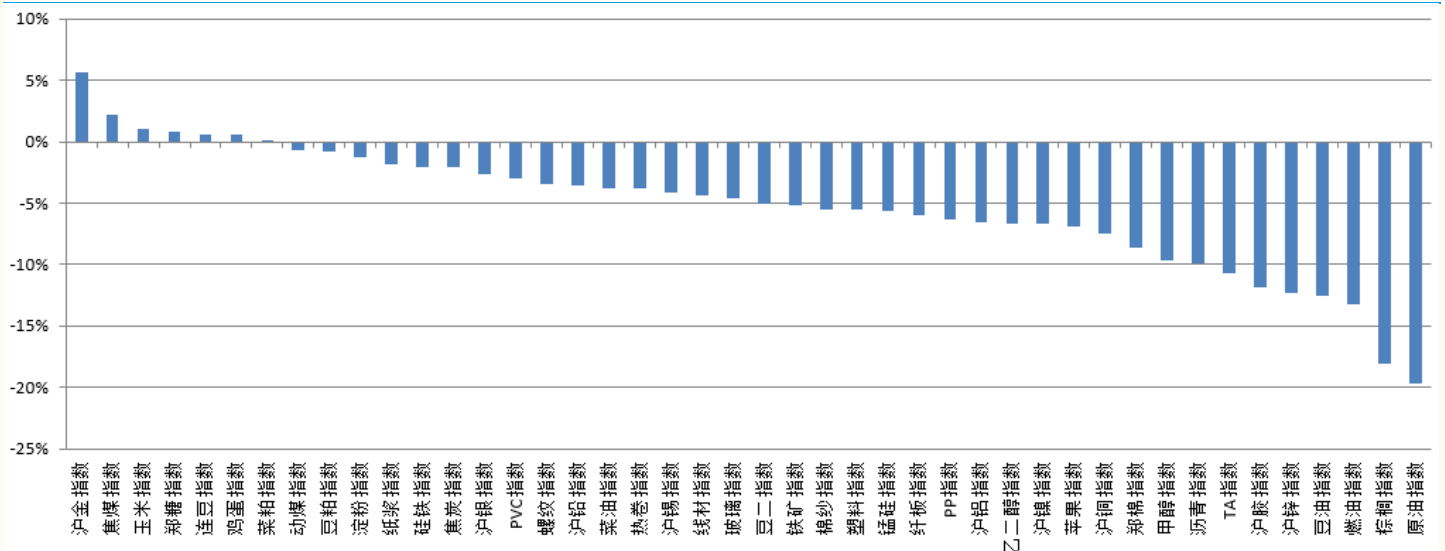
图表 6：商品期货各板块近期行情



来源：国金证券研究所，Wind

- 分品种来看，2 月共有 7 个商品期货品种指数的涨跌幅绝对值超过 10%，其中两个品种指数涨跌幅绝对值超过 15%，振幅超过 10%的品种指数共有 12 个，其中 2 个品种指数振幅超过 20%。原油以-19.73%的收益率和 24.76%的振幅，成为 2 月波动最大的品种。其他波动较大的品种包括棕榈油、燃油、铁矿石，他们的收益率分别为-18.02%、-13.26%、-5.15%，振幅分别为 21.99%、17.75%、15.94%。
- 美国原油产量在 2 月居高不下，从供给端便对原油价格形成明显压制，恰逢新冠疫情从 2 月下旬开始逐渐在包括日本、韩国、意大利等国发酵，导致全球市场担忧疫情导致全球经济下滑，原油需求缩减，造成了原油连续的大跌。原油的下跌则直接对化工品种产生压制，比如 PTA 指数 2 月收益率-10.74。
- 棕榈油在春节后第一天不仅受到国内疫情的冲击，同时受到马盘大跌 11.8% 的影响，连续两日大跌。之后由于 MPOA 数据偏多，以及菜油收储的消息提振，反弹 3 日。然而 MPOB 在 2 月中旬的报告并没有市场预期的利多因素，导致盘面回落，叠加目前较高的库存和基差的影响，棕榈油大幅下跌。
- 铁矿石在所有商品品种中，除了贵金属，可以算是比较强势了，在节后低开之后迅速上涨至节前高点附近，在月末有所回落。主要原因除了情绪面的影响外，还有其自身基本面的走强。供给方面，受到热带气旋影响，力拓宣布下调皮尔巴拉地区全年发运量，需求方面，成才累积，而钢厂产量和高炉开工率的下降速度在二月下旬有明显减缓，部分钢厂已经开始对铁矿石进行采购，港口库存开始下降。

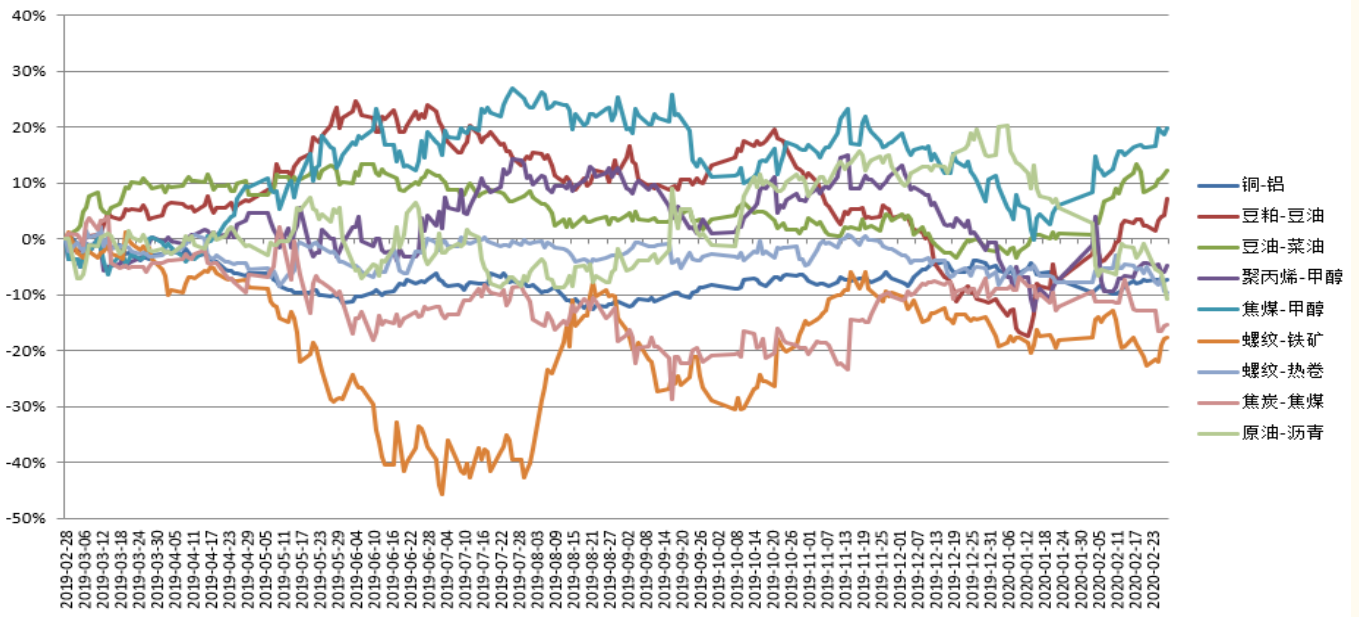
图表 7: 商品期货各品种指数月度收益率



来源: 国金证券研究所, Wind

- 品种价差方面，农产品板块波动剧烈，豆油豆粕、豆油菜油价差，均在 2 月迅速拉高，来到了近一年价差波动的边界附近，价差不断拉开的过程可能会对统计类的均值回归策略造成一定损失，但较大的价差也意味着未来可能存在的大幅度价差收敛。由于原油暴跌的带动，化工板块整体快速下跌，但由于较长的化工产业链中各环节基本面的差异，下跌的传导效率不同，导致 PVC、塑料、PP 等化工品跌幅差异较大，同样也带来较大的价差波动。

图表 8：部分常见套利对近期价差行情



来源：国金证券研究所，Wind

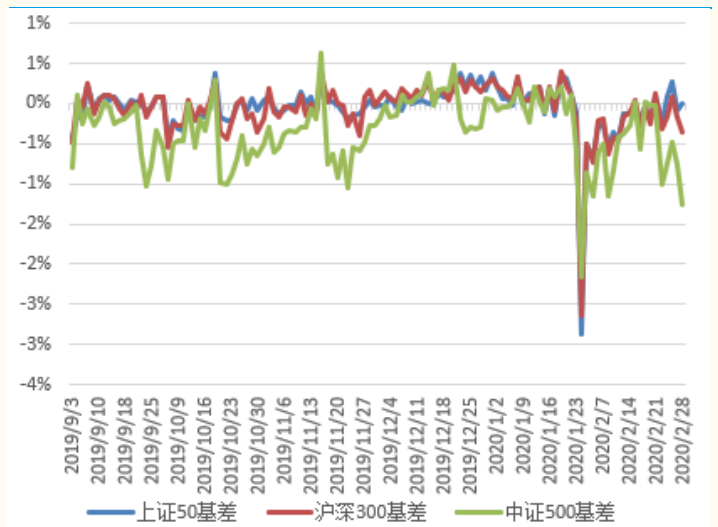
- 受到疫情影响，三大股指期货 2 月出现了大幅度波动，从节前第一天的大幅度低开，到之后的连续上涨至节前高点，到 2 月的最后一个交易日又一次大幅度低开。上证 50、沪深 300、中证 500 在 2 月的收益率分别为-3.80%、-1.59%、1.37%，振幅分别高达 9.21%、12.50%、20.09%。极大的振幅给股指期货 CTA 策略带来了非常有利的行情。贴水方面，由于市场情绪的恐慌，股指期货合约的跌幅远大于指数本身的跌幅，造成了节前第一天的深度贴水，有利于完全对冲的市场中性策略，不仅在市场大幅下跌时对冲了 β 风险，同时在对冲头寸上还获得了额外的基差收益。

图表 9：三大股指期货近期行情



来源：国金证券研究所，Wind

图表 10：三大股指期货近期贴水幅度



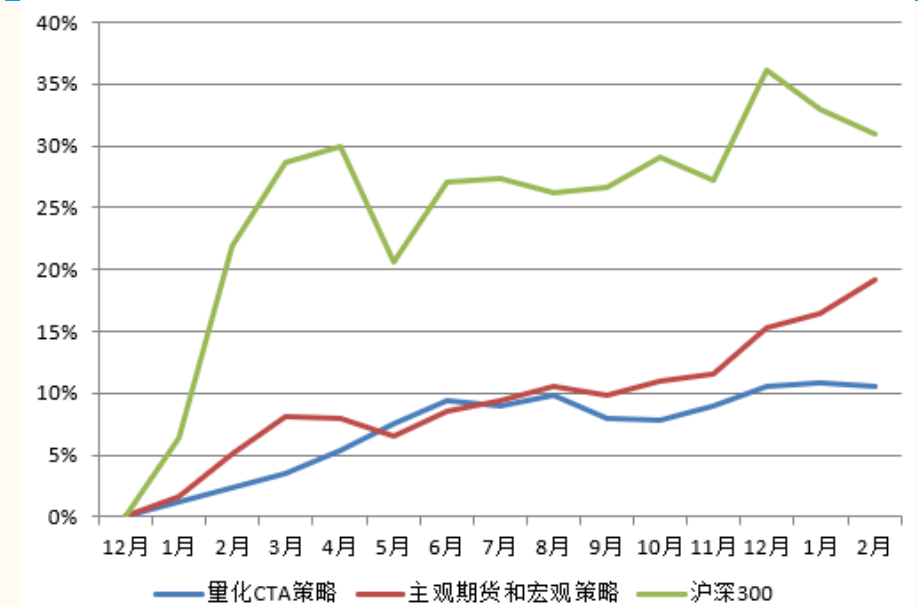
来源：国金证券研究所，Wind

- 综合来看 2 月的期货市场。受到疫情的冲击，股指期货、商品期货，均在 2 月 3 日大幅低开，之后便是相对比较同步的反弹和回调，整体波动极大，利于 CTA 策略获取收益。

第二部分：期货宏观策略 2 月表现回顾

- 根据我们统计的 1265 个期货宏观策略私募基金产品数据显示，2020 年 2 月，该策略大类产品平均收益为 1.31%，高于 1 月 0.63% 的数据。其中正收益产品数量 742 个，正收益产品数量占比 58.66%（前值 60.09%），523 个产品获得负收益，负收益产品数量占比 41.34%（前值 39.91%）。我们按照主观和量化对 1265 个期货宏观策略私募基金产品进行分类，510 个主观 CTA 和宏观策略产品平均月度收益-0.33%，其中 232 个产品获得正收益（占比 45.49%），278 个产品获得负收益（占比 54.51%）；755 个量化 CTA 产品平均月度收益 2.42%，其中 510 个产品获得正收益（占比 67.55%），245 个产品获得负收益（32.45%）。

图表 11：近期量化 CTA 与主观期货和宏观策略整体表现



来源：国金证券研究所，Wind

- 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。从产品的表现来看，中短周期策略普遍取得了较好的收益，这类策略在节后第一周的反弹行情中明显获利，随后又迅速调整头寸，在月末的下跌中继续大幅获利。中长周期策略同样在大幅波动的市场中获得收益，但 2 月下旬的行情转折，使中长周期策略小幅回撤，侵蚀了部分收益。但从表中可以看到，千象和明得浩伦的产品虽然分类为长周期趋势策略，2 月收益却比较高。主要原因是千象资产在 2019 年三四季度的回撤后，调整了策略组合，增加了短周期策略占比，并上线了新的日内策略，2 月长周期策略虽然也有收益，但短周期策略贡献较大。明得浩伦投资，长周期策略在商品期货上获得一定收益，同时由于明得浩伦 CTA 一号在金融期货上占比达到 30-40%，国债期货在 2 月贡献了较多收益。

图表 12：部分优秀期货宏观策略私募基金代表产品近期表现

私募	产品	近一月	近三月	近半年	近一年	主要策略
思懿投资	思博量道十五号	7.19%	6.76%	8.72%	17.88%	短周期趋势
思晔投资	象限 1 号	6.54%	11.11%	8.92%	16.09%	复合策略
黑翼资产	黑翼 CTA 二号	5.07%	7.99%	9.58%	23.37%	中周期趋势
明得浩伦投资	明得浩伦 CTA 一号	3.99%	4.93%	-3.19%	-0.30%	长周期趋势
千象资产	千象 3 期	3.53%	2.57%	-0.55%	3.78%	复合策略
元葵资产	元葵复利 3 号	2.96%	11.62%	7.93%	4.61%	宏观对冲

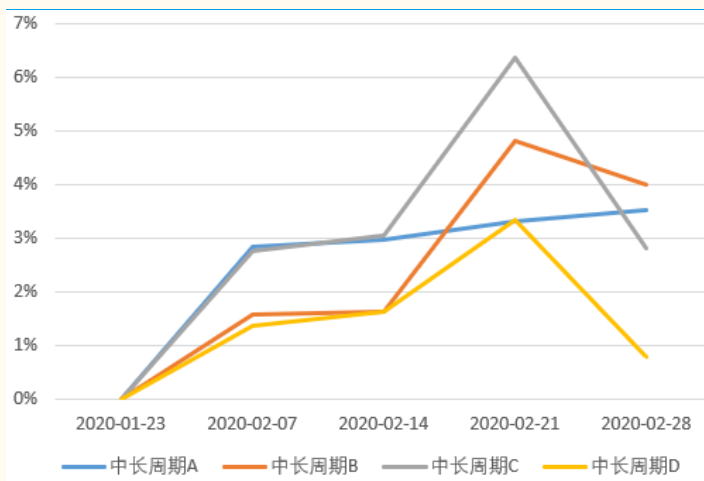
宽投资产	宽投量化三号	2.86%	6.85%	8.68%	19.44%	短周期趋势+套利
涵得投资	涵德盈冲量化 CTA2 号	2.84%	5.56%	12.73%	59.57%	短周期趋势
明法投资	明法精选 CTA	2.81%	2.66%	-2.79%	18.50%	复合策略
汇艾资产	汇艾资产-稳健 1 号	1.13%	2.66%	6.20%	11.57%	主观套利
呈瑞投资	永隆精选 A	0.77%	2.53%	1.99%	3.98%	中长周期趋势
嘉理资产	嘉翼商品对冲	-0.06%	-10.88%	-12.17%	7.26%	多因子强弱对冲
洛书投资	洛书尊享 CTA 拾伍号	-1.06%	0.50%	-3.51%	-0.74%	中长周期混合策略
凯丰资产	凯丰对冲三号	-4.82%	1.69%	1.24%	13.21%	宏观对冲

来源：国金证券研究所

第三部分：不同周期 CTA 策略在疫情行情下的表现

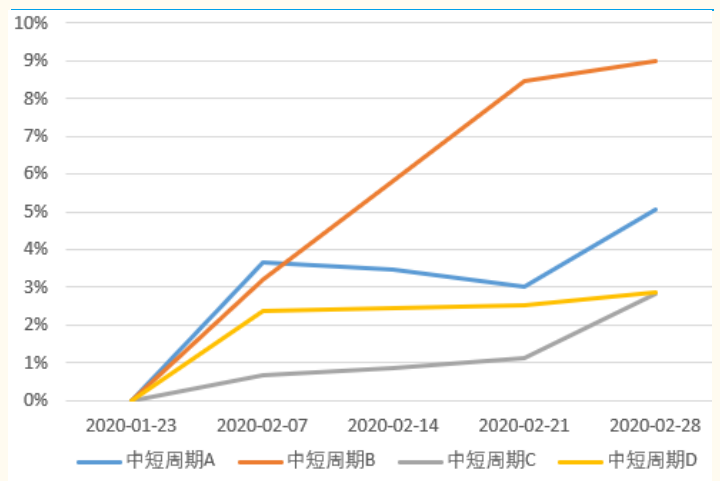
- 2 月，受到新冠肺炎疫情的影响，商品期货市场 2 月份出现大跌。年后第一个交易日，受到国内疫情影响，大部分品种跳空低开，随后市场恐慌情绪逐渐得到缓解，以及国内经济生产恢复逐渐恢复，行情明显反弹。之后，各板块和品种先后继续下挫，在 2 月的最后一周中，受疫情在全球范围扩散及美国市场等海外市场的剧烈动荡，国内商品期货市场再次出现大面积下跌。在这样的行情中，CTA 大幅获益。
- 我们选取 2 个周期较长的 CTA 和两个周期较短的 CTA，取其周净值，对他们在 2 月这样大幅波动的市场中的表现进行业绩分析，以展示不同周期 CTA 的主要特点。

图表 13：中长周期 CTA 策略代表 2 月业绩



来源：国金证券研究所

图表 14：中短周期 CTA 策略代表 2 月业绩



来源：国金证券研究所

- 图表 12 中，我们选取了 4 个中长周期 CTA 策略代表产品，可以明显看到他们获得收益的主要时间是 2 月的第一周以及第三周，而在第四周发生了明显的回撤。由于 1 月的商品期货市场主要呈现出下跌的态势，长周期策略在 2 月的第一个交易日仍然保持了之前的空头仓位，因此在节后的低开中大幅获益，但在第一周的反弹中回吐小幅利润，并开始调整头寸。2 月的第二周和第三周中，商品期货商场整体表现为反弹，尤其是贵金属板块大幅上涨，让中长周期策略逐渐调整为多头的头寸开始获得收益。而 2 月第四周，多个商品期货板块迅速大幅下跌，导致持有多头头寸的中长周期 CTA 发生回撤。

- 图表 13 中，我们选取了 4 个中短周期 CTA 策略代表产品，其中蓝色的中短周期 A 相较其他三个产品周期更长。短周期策略产品在 2 月第一周的主要收益并非来自于开盘第一天的大幅低开，而是来自于之后的反弹上涨，因此短周期策略产品普遍在 2 月上旬保持了上涨的态势。而在 2 月第四周的转折中，中短周期策略（平均持仓时间通常在 5 天左右或更低），通常在 1-2 天内即可完成头寸的转换，因此在行情调头下跌后迅速切换为空头，并利用迅速下跌的趋势获利。
- 国内疫情已经得到较好控制，但在国外却依然持续蔓延，疫情对全球经济带来的冲击仍将使市场波动率居高不下。另一方面，在全球经济不景气和疫情的双重打击下，国际关系变得格外复杂，OPEC+ 未能达成协议，各产油国不再受减产协议限制，使原油价格一落千丈，继续带动商品市场的波动。目前的市场环境整体利好 CTA 策略。

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