

疫情冲击逐渐平稳，CTA 上涨暂告段落

第一部分：宏观经济和期货市场回顾

- 2020年4月，我国CPI当月同比增长3.30%，较前月下降1个百分点，环比增速为-0.90%，较前月下降0.3个百分点。我国PPI当月同比增速-3.10%，较前月下降1.6个百分点，环比增速-1.30%，较前月下降0.3个百分点。制造业采购经理人指数PMI录得50.80，小于前月的52.00，但仍高于荣枯线。
- 商品期货方面，Wind商品指数结束了3月的大幅下跌，4月反弹后回落，最终整月收益率-0.11%，振幅4.47%，商品市场波动率明显下降，但目前的波动率水平仍然处于较高的位置。
- A股在4月持续反弹，上证50、沪深300、中证500分别上涨6.42%、6.14%、6.20%，振幅分别为6.70%、6.46%、7.34%。50ETF期权隐含波动率自4月以来有明显下降，但实际波动率在月内的大部分时间仍然处于较高的水平。
- 综合来看，疫情对市场的冲击已趋于平稳，商品市场和股票市场的波动率均大幅下降，但仍然保持在中等偏高的水平上。统计套利类策略的表现逐渐恢复正常，趋势类策略则在反转行情中出现小幅回撤。期权策略方面，随着市场波动率的波动情况逐渐恢复正常，期权波动率套利策略将逐渐恢复正常运行。

第二部分：期货宏观策略私募和期权策略私募4月表现回顾

- 根据我们统计的全部1275个期货宏观策略私募基金产品数据显示，2020年4月，该策略大类平均收益1.02%，相较3月2.27%的平均收益有明显下降。其中正收益产品数量742个，数量占比58.20%（前值58.81%），回撤产品数量533个，数量占比41.80%（前值41.19%）。4月期货宏观策略产品业绩分化比较大，有大幅盈利的产品，也有发生回撤的产品。主要原因是震荡上涨的股市使宏观策略的产品明显获益，而连续大幅反转的期货市场则使趋势类CTA策略发生回撤。
- 我们跟踪的18个期权策略私募基金代表产品4月的平均收益为1.58%，相较于2月和3月的连续回撤，期权策略的收益水平在4月回归正常水平。这主要是由于前期市场波动率大幅跳开的行情不再出现，市场波动率水平也在4月较快的回归了常态。

第三部分：近期策略推荐和优秀私募推荐

- 目前，疫情对全球市场的短期冲击已基本过去。各国开始在适当防控的基础上，逐步复工复产，恢复正常的经济生产活动，对铜和原油等国际定价期货品种会有长期的正面作用，国内基建加速恢复也对黑色系和建材板块有拉升效果。因此未来的工业品市场可能会走出一段整体向上的行情，市场出现长期小幅横盘波动的可能性较小，整体环境对于CTA策略来说仍然是友善的。然而疫情可能会出现反复、地缘政治引起的行情剧烈震荡等。这些潜在的事件可能会给期货市场带来短期内的大幅波动，对周期偏长的CTA策略来说影响更大，因此比较推荐中短周期CTA策略产品。同时，使用套利等辅助策略也会分散趋势类策略在极端行情中的风险。

优秀私募推荐：白鹭资管（白鹭量化CTA一号）、宽投资产（宽投量化三号）

风险提示：流动性风险、极端波动行情

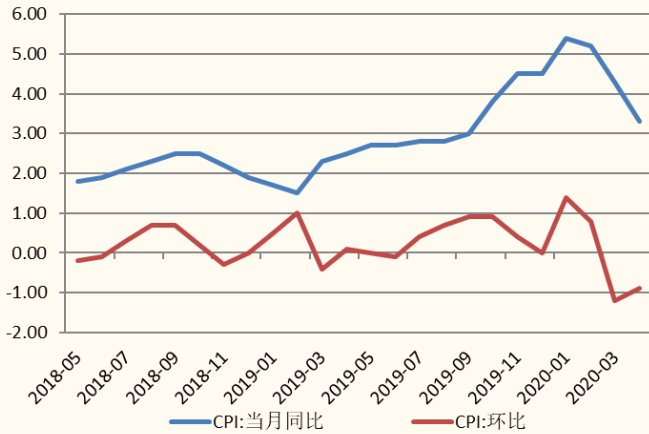
洪洋 分析师 SAC 执业编号：S1130518100001
(8621)60935569
hongyang@gjzq.com.cn

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

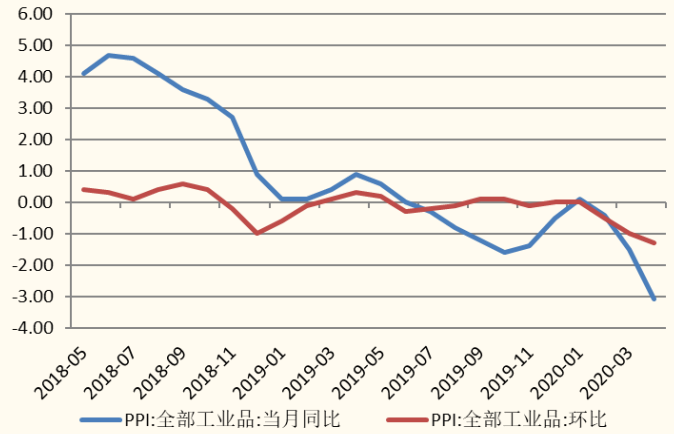
第一部分：宏观经济和期货市场回顾

- 2020年4月，我国CPI当月同比增长3.30%，较前月下降1个百分点，环比增速为-0.90%，较前月下降0.3个百分点。分项来看，食品同比收于14.8%，较前月下降3.5个百分点，是4月CPI下降的主要原因。由于供给恢复加快，需求改善迟缓，伴随猪肉价格的下降，未来CPI会继续下行。

图表 1: CPI 当月同比和环比



图表 2: PPI 当月同比和环比

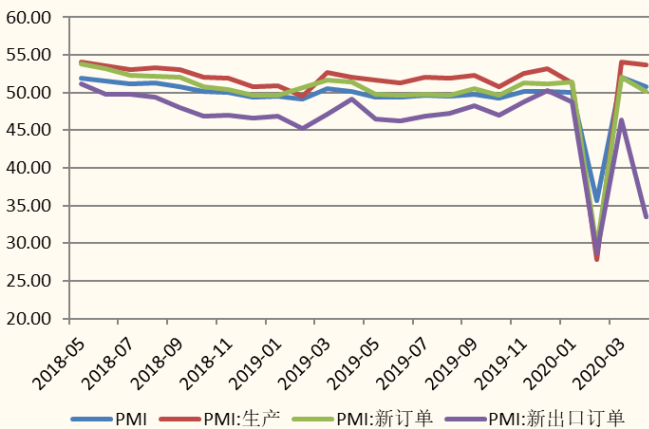


来源：国金证券研究所，Wind

来源：国金证券研究所，Wind

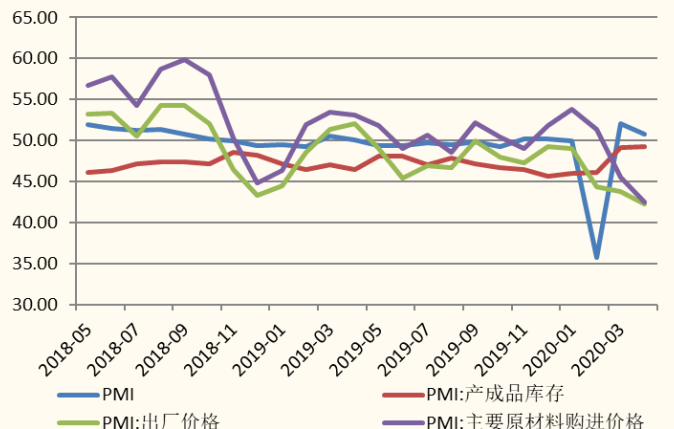
- 4月，我国PPI当月同比增速-3.10%，较前月下降1.6个百分点，环比增速-1.30%，较前月下降0.3个百分点。PPI通缩的主要原因是原油的暴跌，原油作为燃油、塑料、橡胶、纺织品等众多产业的原材料，带来了各下游产业成本的下降，从而引起价格下行。
- 4月，我国制造业采购经理人指数PMI录得50.80，小于前月的52.00，但仍高于荣枯线。分项来看，新订单、新出口订单分别为50.20和33.50，分别下行1.80和12.90个百分点。继2月之后，新出口订单再次断崖式下跌，表明外需在疫情的冲击下非常不乐观，并对4月新订单形成明显拖累。

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

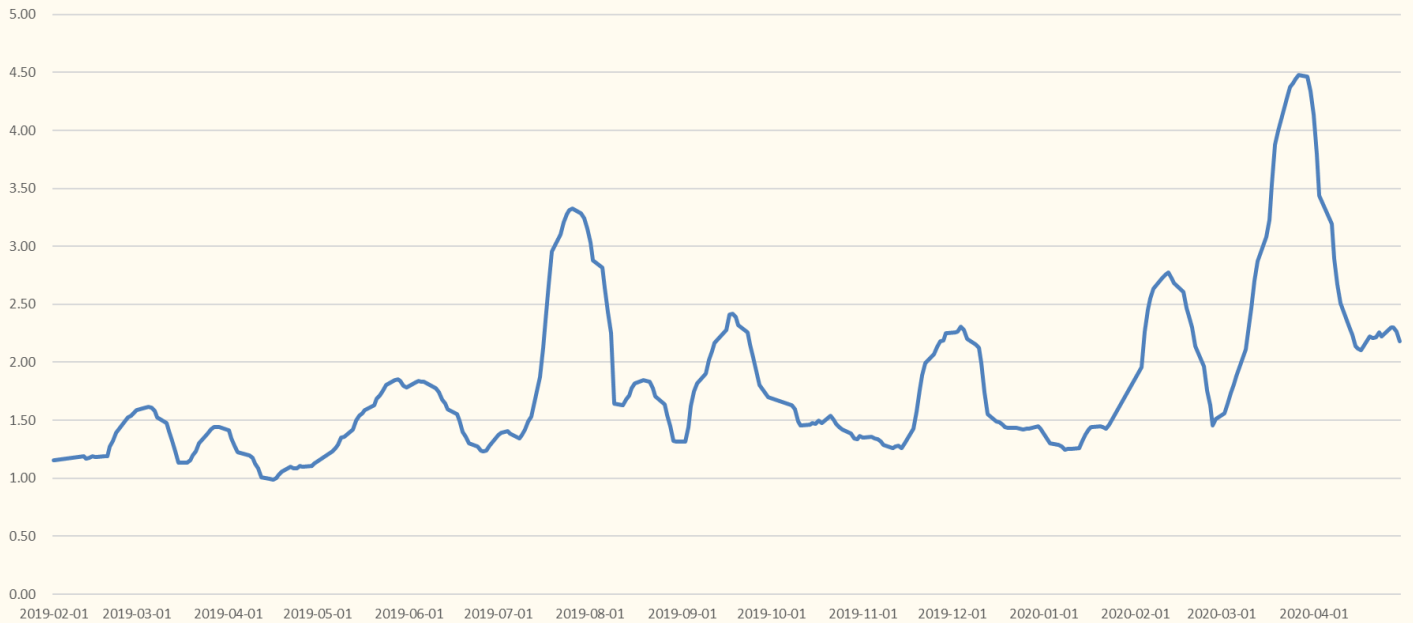


来源：国金证券研究所，Wind

- 商品期货方面，随着各国疫情逐渐得到控制，商品行情也恢复了平稳，Wind商品指数结束了3月的大幅下跌，4月反弹后回落，最终整月收益率-0.11%，振幅4.47%，较2-3月有大幅回落。从商品市场加权波动率也可

以看到，商品市场的整体波动发生了明显下降，但目前的波动率水平仍然处于较高的位置。

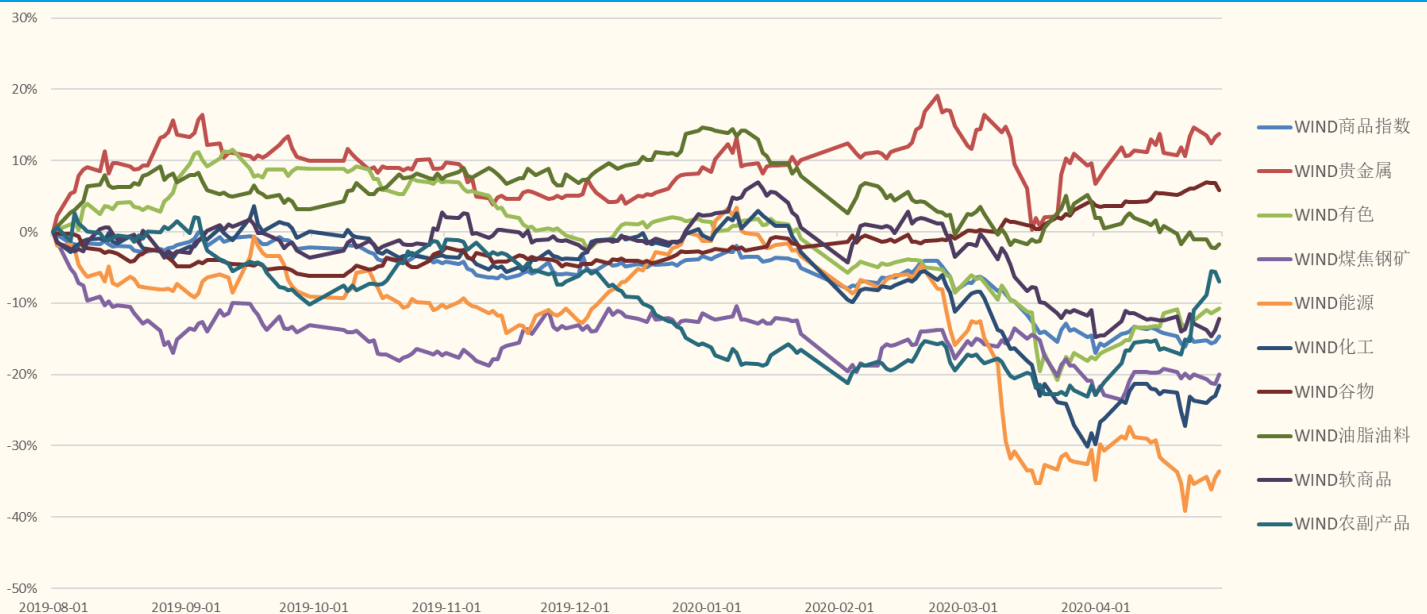
图表 5：商品期货市场 20 日加权波动率



来源：国金证券研究所，Wind

- 分板块来看，Wind 化工、Wind 有色、wind 油脂油料在 4 月分别上涨 9.24%、8.17%、下跌-5.65%，振幅分别为 12.07%、8.63%、6.62%，是本月振幅和收益较大的三个板块。同时，贵金属板块仍然维持了较大的振幅，4 月收益率 3.79%，振幅 7.38%。

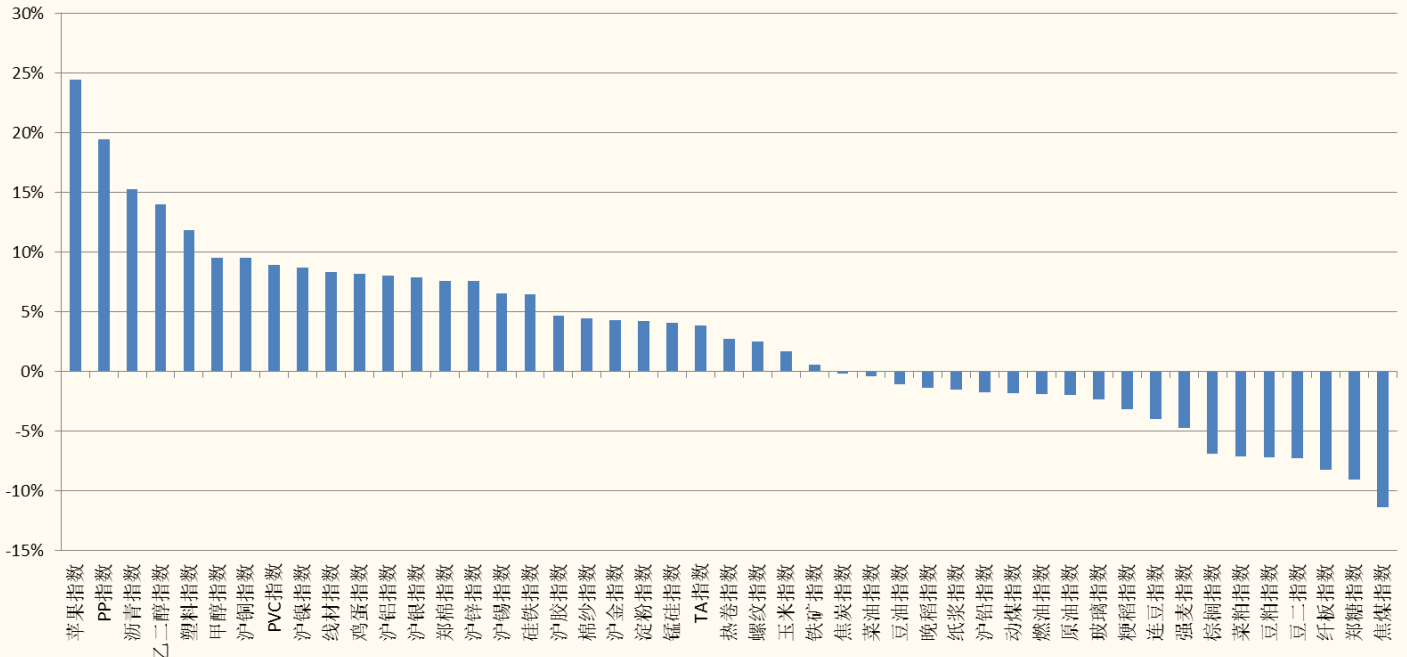
图表 6：商品期货各版块近期收益



来源：国金证券研究所，Wind

- 分品种来看，4月收益率绝对值较大的品种指数包括苹果指数、PP指数、沥青指数、乙二醇指数、焦煤指数，他们的收益率分别是24.42%、19.46%、15.23%、14.02%、11.85%、11.36%。振幅较大的品种包括原油指数、苹果指数、PP指数、燃油指数，他们的振幅分别为33.32%、28.18%、25.92%、21.81%。由于原油的大幅震荡，不少化工产业链上的品种均产生较大波动。

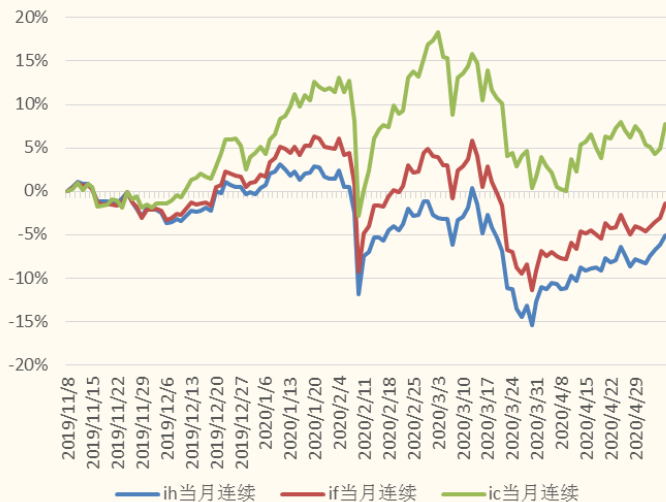
图表 7：商品期货各品种板块 4 月收益率



来源：国金证券研究所，Wind

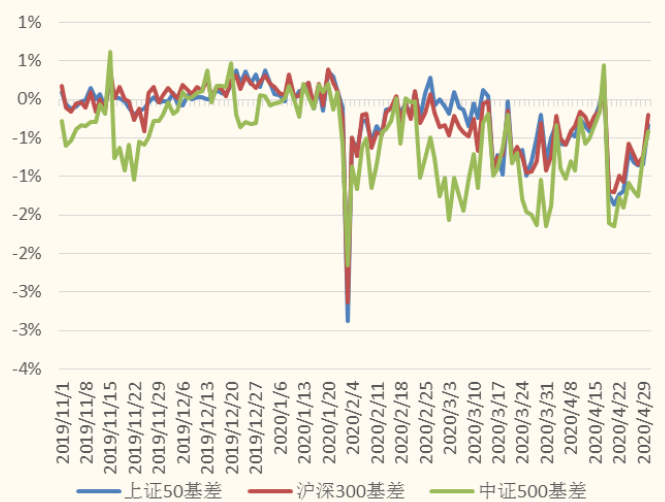
- 股市方面，A股在4月持续反弹，上证50、沪深300、中证500分别上涨6.42%、6.14%、6.20%，振幅分别为6.70%、6.46%、7.34%。但是上涨过程中持续小幅震荡，对股指期货策略不利。基差方面，近期股指期货的贴水逐渐加深，中性策略的对冲成本略有增加。

图表 8：近期三大股指期货行情



来源：国金证券研究所，Wind

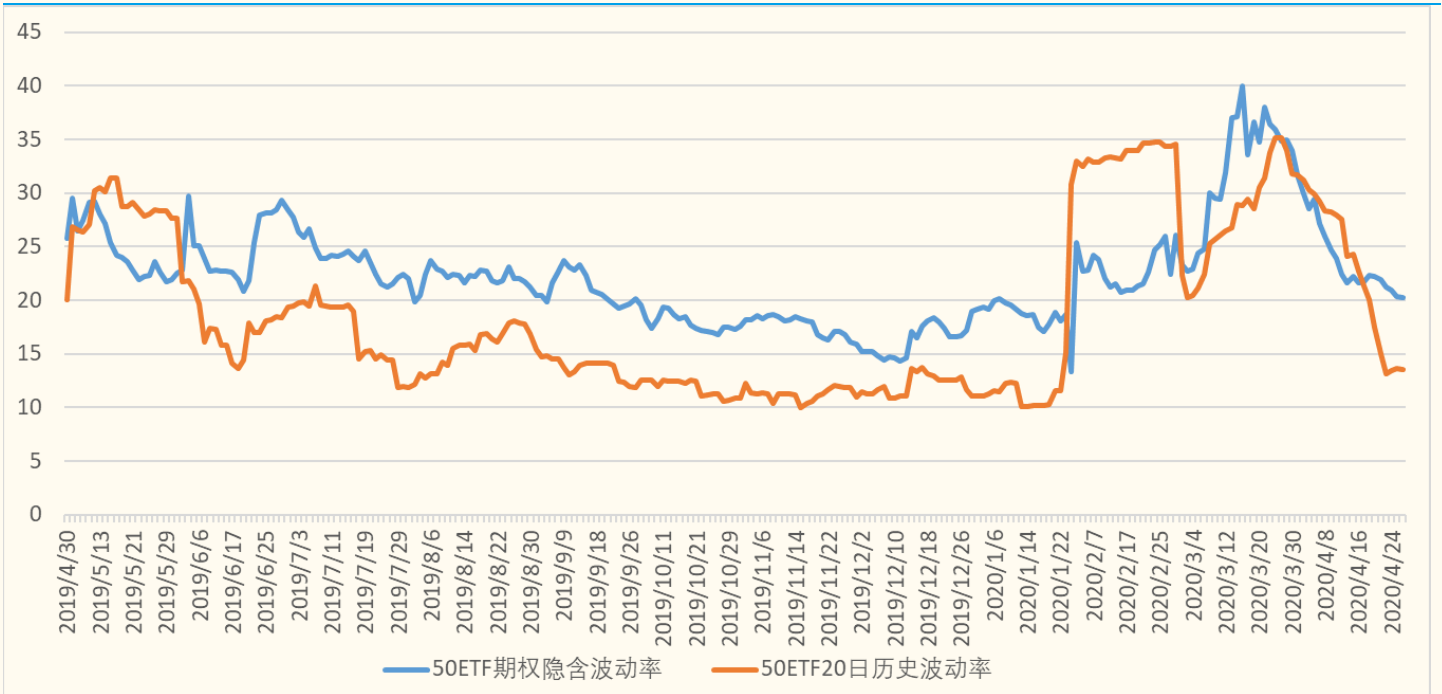
图表 9：近期三大股指期货贴水情况



来源：国金证券研究所，Wind

- 股票市场隐含波动率自 4 月以来有明显下降，但实际波动率在月内的大部分时间仍然处于较高的水平，使卖空期权波动率的策略盈利空间有限。月末，历史波动率逐渐回到较低水平，预计未来卖空波动率策略将逐渐回到平稳盈利的状态。

图表 10: 50ETF 期权隐含波动率和 50ETF 历史波动率



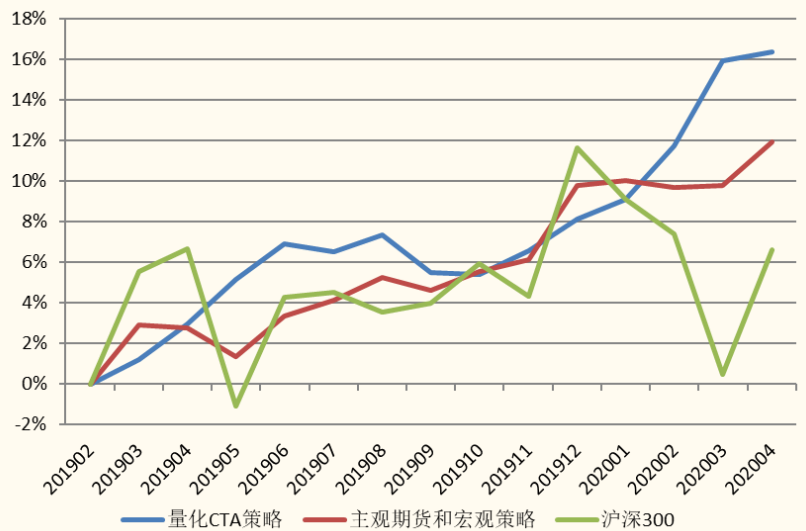
来源：国金证券研究所，Wind

- 综合来看，在各国疫情逐渐得到控制的情况下，商品市场的波动率大幅下降，但仍然保持在中等偏高的水平上。统计套利类策略的表现逐渐恢复正常，趋势类策略则在反转行情中出现小幅回撤。期权方面，随着市场波动率的波动情况逐渐恢复正常，期权波动率套利策略将逐渐恢复正常运行。

第二部分：期货宏观策略私募和期权策略私募 4 月表现回顾

- 根据我们统计的全部 1275 个期货宏观策略私募基金产品数据显示，2020 年 4 月，该策略大类平均收益 1.02%，相较 3 月 2.27% 的平均收益有明显下降。其中正收益产品数量 742 个，正收益产品数量占比 58.20%（前值 58.81%），回撤产品数量 533 个，回撤产品数量占比 41.80%（前值 41.19%）。我们按照主观和量化对全部 1275 个期货宏观策略产品进行分类，519 个主观 CTA 和宏观策略产品平均月度收益 1.96%，其中 355 个产品获得正收益，正收益产品数量占比 68.40%，164 个产品获得负收益，负收益产品数量占比 31.60%；756 个量化 CTA 产品平均月度收益 0.37%，其中 387 个产品获得正收益，占比 51.19%，369 个产品获得负收益，占比 48.81%。

图表 11：近期期货宏观策略表现



来源：国金证券研究所，Wind

- 我们持续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类细分策略近期业绩变化。从产品的业绩表现来看，4月的业绩分化比较大，有大幅盈利的产品，也有发生回撤的产品。主要原因是震荡上涨的股市使宏观策略的产品明显获益，而连续大幅反转的期货市场则使趋势类CTA策略发生回撤。

图表 12：近期部分CTA策略产品业绩表现

私募	产品	近一月	近三月	近六月	近一年	历史最大回撤	主要策略
凯丰投资	凯丰对冲三号	7.06%	-7.25%	-0.73%	-0.42%	19.91%	宏观对冲
明法投资	明法精选CTA	5.15%	15.00%	15.52%	23.16%	5.87%	复合策略
涵德投资	涵德盈冲量化CTA1号	5.01%	13.42%	22.07%	46.47%	6.69%	短周期趋势
元葵资产	元葵长青18号	3.84%	1.74%	8.66%	4.46%	9.48%	宏观对冲
洛书投资	洛书尊享CTA拾伍号	2.86%	8.76%	11.03%	4.15%	12.38%	中长周期复合策略
富善投资	富善致远CTA七期	2.34%	6.11%	11.38%	4.55%	12.21%	中长周期趋势
汇艾资产	汇艾资产-稳健1号	1.94%	4.02%	6.20%	11.29%	3.03%	主观套利
淘利资产	淘利多策略对冲1号基金	1.09%	3.26%	6.90%	14.50%	6.78%	短周期趋势+套利
思懿投资	思博量道十五号	0.95%	9.06%	10.17%	9.40%	5.58%	短周期趋势
明得浩伦投资	明得浩伦CTA一号	0.81%	15.11%	14.42%	11.23%	10.43%	长周期趋势
宽投资资产	宽投量化三号	0.49%	3.67%	9.00%	17.27%	2.66%	短周期趋势+套利
念空数据科技	念空彗星CTA	0.23%	6.57%	8.26%	18.97%	11.96%	短周期趋势
嘉理资产	嘉翼商品对冲	-0.39%	8.11%	-1.99%	2.96%	14.85%	强弱对冲
白鹭资管	浙江白鹭量化CTA一号	-0.75%	18.55%	30.73%	33.10%	5.19%	中短周期趋势
黑翼投资	黑翼CTA二号	-1.43%	10.89%	16.48%	22.02%	9.39%	中短周期趋势
君拙投资	君拙玉泉二号	-1.82%	3.76%	6.37%	18.01%	2.88%	量化基本面
千象资产	千象1期	-2.15%	6.01%	5.69%	3.76%	7.81%	复合策略
呈瑞投资	永隆精选A	-2.41%	-2.80%	-0.41%	-1.39%	6.52%	中长周期趋势
弈泰资产	弈泰CTA二号	-4.37%	12.40%	20.31%	44.48%	12.32%	中短周期趋势

来源：国金证券研究所，通联数据

- 进一步对各类策略产品的周净值进行分析，不难发现很多CTA产品发生回撤的时间窗口非常类似，均为4月的第一周和最后一周。在4月的第一个交易日，wind能源板块和wind化工板块同时在前期下跌趋势非常顺畅的情况下，分别大幅反弹7.66%和4.47%，之后数天继续反弹。4月23日，

这两个板块再次在连续的下跌行情后，大幅反弹 7.90%和 5.64%。这两次趋势后的大幅反转也直接导致了趋势策略的回撤。

- 我们跟踪的 18 个期权策略私募基金代表产品 4 月的平均收益为 1.58%，相较于 2 月和 3 月的连续回撤，期权策略的收益水平在 4 月回归正常水平。这主要是由于前期市场波动率大幅跳开的行情不再出现，市场波动率水平也在 4 月较快的回归了常态。回看过去几个月的行情，这样级别的波动率的波动在国内期权市场诞生以来都是极为少见的，但仍有部分优秀管理人在回撤控制方面做的非常出色。在目前的市场环境下，跨资产套利类策略和波动率套利策略仍然是各期权策略私募的主流选择，波动方向性的投资机会目前仍存较大风险。

图表 13：近期部分期权策略产品业绩表现

私募	产品	近一月	近三月	近六月	近一年	最大回撤
衍盛投资	衍盛期权一期	8.97%	5.10%	5.71%	9.30%	6.25%
合绎投资	塑造者 1 号	3.13%	18.62%	29.95%	35.68%	6.94%
正瀛资产	正瀛权智 1 号	2.23%	7.26%	7.59%	10.75%	2.14%
联海资产	联海量化期权 1 号	1.95%	-3.48%	-2.76%	0.31%	7.35%
申毅投资	申毅格物 5 号	1.78%	0.17%	2.92%	5.54%	3.07%
淘利资产	淘利量化 9 号	1.76%	2.12%	2.62%	2.90%	4.18%
小强投资	小强期权套利	1.65%	-0.19%	0.23%	0.60%	4.18%
言起投资	厦门言起泰森 2 号	1.60%	-5.46%	-	-	13.84%
海狮资产	海狮期权伽玛一期	1.56%	2.31%	3.85%	5.93%	2.69%
泓倍资产	泓倍期权套利 1 号	1.40%	3.01%	3.43%	4.85%	1.21%
汇智融达	汇融期权 3 号	1.24%	5.00%	7.44%	11.20%	3.76%
时代复兴	时代复兴微观一号	1.06%	3.08%	3.96%	4.86%	1.12%
世纪盛元	弘金世纪 5 号	0.71%	1.76%	2.58%	3.16%	1.56%
蓝色天际投资	蓝色天际期权 1 号	0.47%	-4.13%	-2.39%	5.19%	22.61%
量金资产	量金期权一期	0.22%	-6.77%	-6.68%	-8.71%	9.54%
牧鑫资产	牧鑫多策略 0 号	-0.14%	11.15%	12.44%	18.22%	10.37%
丰衍财富	丰衍财富与日聚金一号	-0.24%	4.69%	5.21%	5.03%	0.90%
和元达量化	和元达元五号期权量化	-0.92%	6.00%	8.58%	10.75%	3.70%

来源：国金证券研究所，通联数据

第三部分：近期策略推荐和优秀私募推荐

近期期货宏观和期权策略私募配置策略建议

- 目前，疫情对全球市场的短期恐慌性影响，以及对全球经济的短期打击已经过去。各国开始在适当防控、防止疫情反复的基础上，逐步复工复产，恢复正常的经济生产活动，对铜和原油等国际定价期货品种会有长期的正面作用，国内基建加速恢复也对黑色系和建材板块有拉升效果。因此未来的工业品市场可能会走出一段整体向上的行情，市场出现长期小幅横盘波动的可能性较小，整体环境对于 CTA 策略来说仍然是友善的。
- 然而在向上的行情中，仍然可能出现一些波动。比如疫情可能会出现的反复、地缘政治引起的行情剧烈震荡等。这些潜在的事件可能会给期货市场带来短期内的大幅波动，对于周期偏长的 CTA 策略来说影响更大，因此比较推荐中短周期 CTA 策略产品。同时，为了减少可能出现的极端波动对趋势类策略的影响，适当使用多策略对趋势策略进行平滑，会起到一定风控的作用。
- 期权策略方面，疫情带来的波动率的大幅震荡已经过去，但 A 股市场仍然难言平稳，中美关系可能会给 A 股带来大幅跳开的可能性。因此短期内并

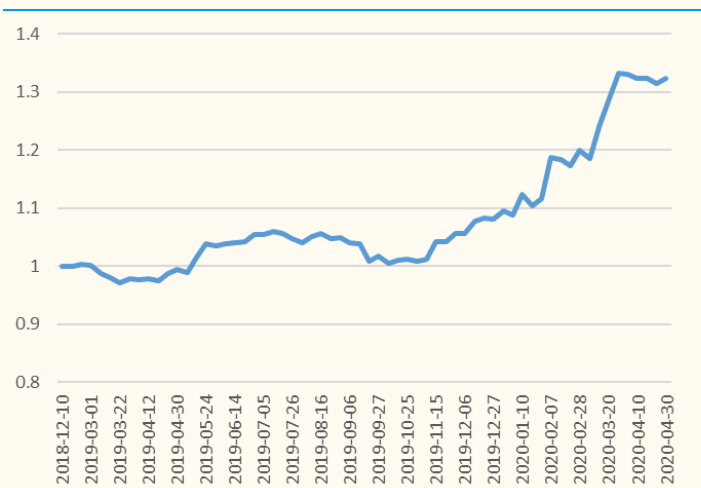
不太建议对期权策略产品进行超配。但从另一方面来说，近期风险频发的期权市场，对于期权策略私募基金管理人来说，也是一次很好的考验，投资者可以借这次期权策略产品的表现，来观察期权策略管理人的风控能力。

本期优秀私募推荐：白鹭、宽投

结合上文中推荐的中短周期 CTA 策略、以及复合策略，我们推荐两只比较具有代表性的优秀私募基金产品。

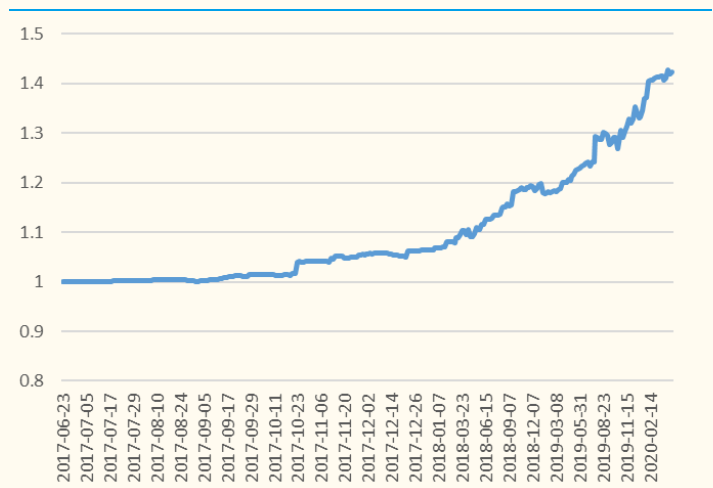
- 浙江白鹭资产管理股份有限公司成立于 2015 年 12 月，其 CTA 策略代表产品浙江白鹭量化 CTA 一号成立于 2019 年 1 月。策略主要以中短周期的趋势策略为主，平均持仓时间 2-3 天左右，辅以中长周期的量化基本面策略，以及日内级别的微观市场策略，起到平滑净值的作用。该产品的趋势策略在近期高波动的行情中受益明显，2020 年 1-4 月共获得收益 20.71%，而在 2019 年 9-10 月的极端波动行情中，回撤幅度-5.19%，在同类策略中表现靠前。
- 上海宽投资产管理有限公司成立于 2014 年 12 月，CTA 策略代表产品宽投量化三号成立于 2017 年 6 月，产品策略为 1-3 天的中短周期趋势策略，以及市场比较微观层面的套利策略，各占产品仓位的 50%左右。由于两个策略的相关性低于 0.3，且策略在产品中占比相当，因此净值的平滑效果比较好。从净值表现来看，该产品波动非常平稳，历史最大回撤发生在 2019 年 9-10 月，幅度仅有-2.66%。但低波动的特点同样会限制产品的收益能力，2020 年 1-4 月，产品收益率 6.84%，净值上升的斜率和过往年份相似。

图表 14：浙江白鹭量化 CTA 一号净值



来源：国金证券研究所

图表 15：宽投量化三号净值表现



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@gjq.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@gjq.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@gjq.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