

CTA 行业方兴未艾，复合配置稳中求进

第一部分：期货市场及期货宏观策略私募行业发展情况

- **期货市场持续发展。**近几年来，期货市场愈发活跃，市场活跃度大幅度上升。2021年度成交总量超过75万手，较20年增长22%，年度成交额超过581万亿元，较20年增长33%。
- **CTA子策略丰富。**2017至2019年间，经历多轮市场挑战，CTA策略管理人不断推陈出新，各种周期、逻辑的CTA子策略不断加入实盘，使CTA行业的策略得到极大丰富。不同的CTA策略管理人，通常会通过不同的子策略组合来构建自己产品的投资策略，丰富的子策略带来更多排列组合后的复合策略类型，使市场上期货宏观策略产品相关性较低。
- **CTA策略加速扩容，管理规模尚未过度影响业绩。**2021年上半年，资金加速涌入CTA，然而由于下半年管理期货策略产品大多业绩波动较大，管理期货策略新产品成立数量在第四季度快速下滑。下半年CTA的回撤引起市场对策略拥挤的担忧，我们通过研究发现，2021年Q3的持续回撤，主要原因是市场波动的下降。与CTA管理人的沟通也得到相似结论，目前高频和日内频率的CTA策略是存在激烈机构间博弈的，但在日频或周频的策略上，交易层面并没有受到太多同质策略竞争压力。

第二部分：2021年期货市场和CTA策略表现回顾

- **2021年商品期货市场波动剧烈。**全年来看，Wind商品指数收益率仅有1.20%，年度振幅却高达41.88%。从Wind指数全年走势来看，前三季度主要表现为上涨，但在2月、5月均出现较大回调，并在8月出现宽幅横盘震荡，第四季度在10月快速下跌后，进入微弱震荡行情。
- **2021年期货宏观策略私募基金业绩分化明显。**根据我们统计的2467个期货宏观策略私募基金产品数据显示，该策略大类产品2021年平均收益9.90%，年度收益中低，但产品业绩波动较大。在2月、5月，期货宏观策略大产品的平均表现均出现明显回撤。分策略来看，主观期货和宏观策略年度平均收益较高，回撤幅度尚可，卡尔玛比率分别达到2.62和2.45。然而三类量化CTA策略均表现不佳，近一年平均收益率较低，同时最大回撤较大，卡尔玛比率均在1.00左右。量化基本面策略在2021年上半年表现一般，但随着行情逐渐回归基本面，该子策略在下半年表现明显好转。

第三部分：期货宏观策略行业发展方向和2022年投资策略

- **期货宏观策略私募基金发展趋势：**1) 高夏普策略份额稀缺，发展存在明显天花板。2) 长期来看，未来CTA行业面临整体降频。3) 量化基本面策略发展前景广阔。4) 多资产复合策略，是长期发展的主线，然而跨资产转型的难度较大。
- **2022年CTA持中性预期。**展望2022年，无论是全球流动性政策、疫情影响、国内双碳政策等，脉络均已清晰，影响市场的主要因素向各板块基本面转移。我们预期商品市场整体走出震荡下跌的行情，可能存在阶段性、结构性的趋势机会，但幅度和流畅度并不乐观。整体来看，市场对CTA的友好程度回归中性，收益空间不会太大，但极端风险出现的概率也较低。投资策略方面，我们首先推荐复合策略CTA，这类策略可以比较稳定的获得CTA策略的“beta”收益，起到多资产配置作用。其次，我们建议关注量化基本面策略，基本面驱动的市场将会对该子策略较为友好。

风险提示：部分品种交易规则调整、国内外政策性因素带来短期高波动行情

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

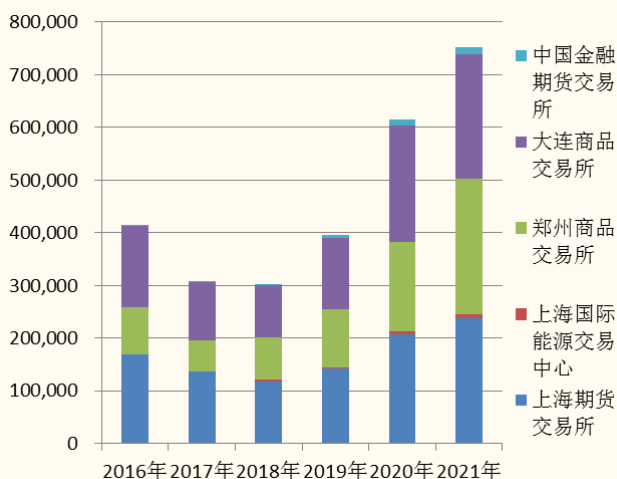
张剑辉 分析师 SAC 执业编号：S1130519100003
(8610)66211648
zhangjh@gjzq.com.cn

第一部分：期货市场及期货宏观策略私募行业发展情况

1.1 期货市场持续发展

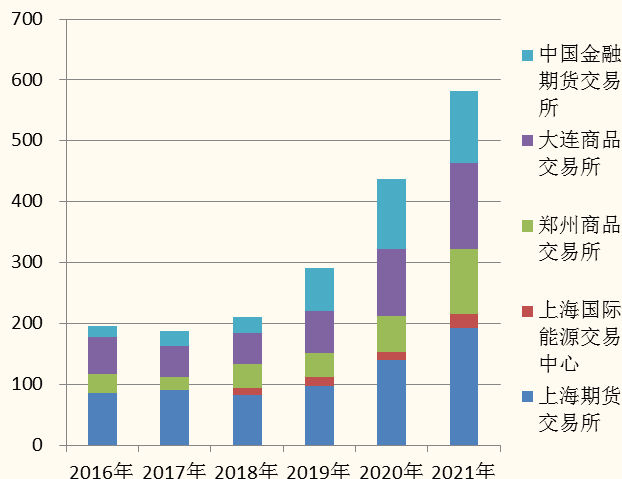
- 近几年来，期货市场愈发活跃，市场活跃度大幅度上升。2016年商品大牛市之后，2017年商品期货市场波动较小，成交活跃度有所下滑。2019年至2021年，商品期货市场成交活跃度持续大幅上升，2021年度成交总量超过75万手，较20年增长22%，年度成交额超过581万亿元，较20年增长33%。分交易所来看，随着股指期货交易规则的逐步放松，中国金融期货交易所成交额贡献显著提升，上海能源交易中心成交活跃度也有明显增长。总体来看，国内期货市场蓬勃发展，四大期货交易所平分天下，另有能源交易中心快速成长。

图表 1：各期货交易所年度成交量（万手）



来源：中国期货业协会，国金证券研究所

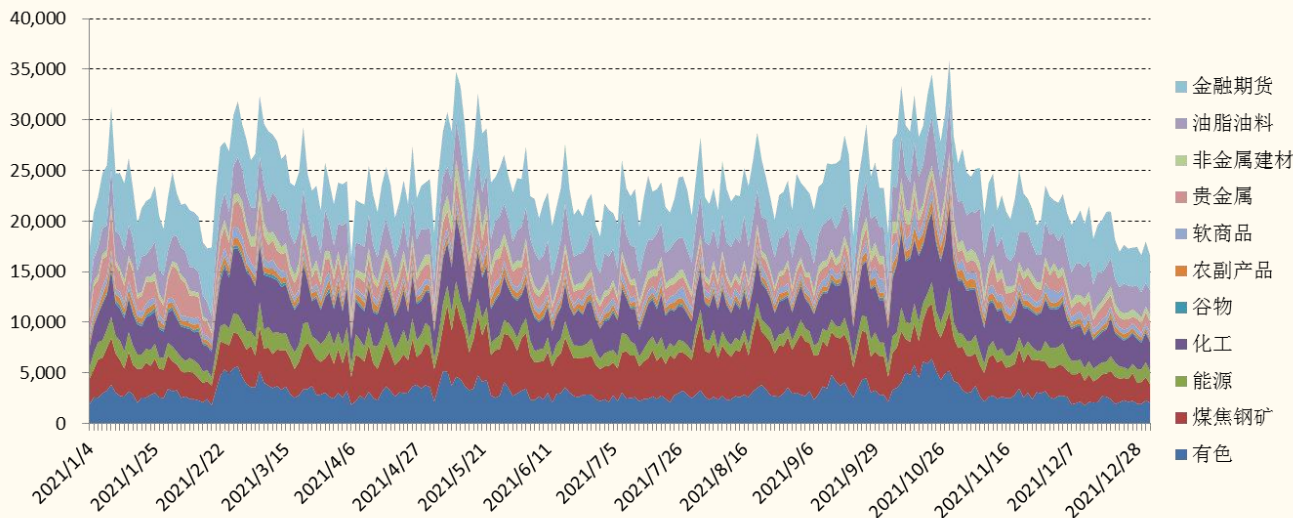
图表 2：各期货交易所年度成交额（万亿元）



来源：中国期货业协会，国金证券研究所

- 2021年，商品市场成交活跃度整体平稳，仅在2月春节前，以及11-12月市场波动较低时，成交额有一定下滑。从各板块成交额占比的角度来看，虽然年中部分品种和板块发生过较大波动，政策也有过多次调整，但实际上各版块之间的成交额占比并没有大幅变化，全年日均成交额占比中，金融期货、Wind化工板块、Wind煤焦钢矿板块排名靠前，分别占比20.06%、16.21%、16.04%。

图表 3：2021年期货市场各版块日成交额（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

1.2 期货宏观策略私募行业愈发成熟

1.2.1 期货宏观策略已发展出丰富的子策略

- CTA 策略正式踏入资管行业的视线，应是在 2015 年，在股指期货极高的市场活跃度以及常态化的升水市场中，股指期货 CTA、股指期货期限套利等策略，迎来绝佳的运行环境。随着股指期货交易规则的调整和限制，资金分流进入商品期货市场。当时 CTA 行业发展时间较短，管理人大多使用中长周期的量价类策略，恰逢 2016 年供给侧改革给商品带来一波牛市，使 CTA 行业在萌芽阶段获取了阶段性成功。
- 好景不长，2017 年商品各版块均出现供需两弱的格局，商品市场横盘震荡，原本主流的中长周期趋势跟踪策略 CTA 遭遇持续回撤。在随后的 2017 至 2019 年间，伴随着市场的跌宕起伏，CTA 策略管理人不断推陈出新，各种周期、各种逻辑的 CTA 子策略不断加入实盘，使 CTA 行业的策略得到极大的丰富。不同的 CTA 策略管理人，通常会通过不同的子策略组合来构建自己产品的投资策略，丰富的子策略带来更多排列组合后的复合策略类型，从而市场上期货宏观策略私募基金产品相关性较低。

图表 4：期货宏观策略产品之间相关性较低（2020/12/31-2021/12/31）

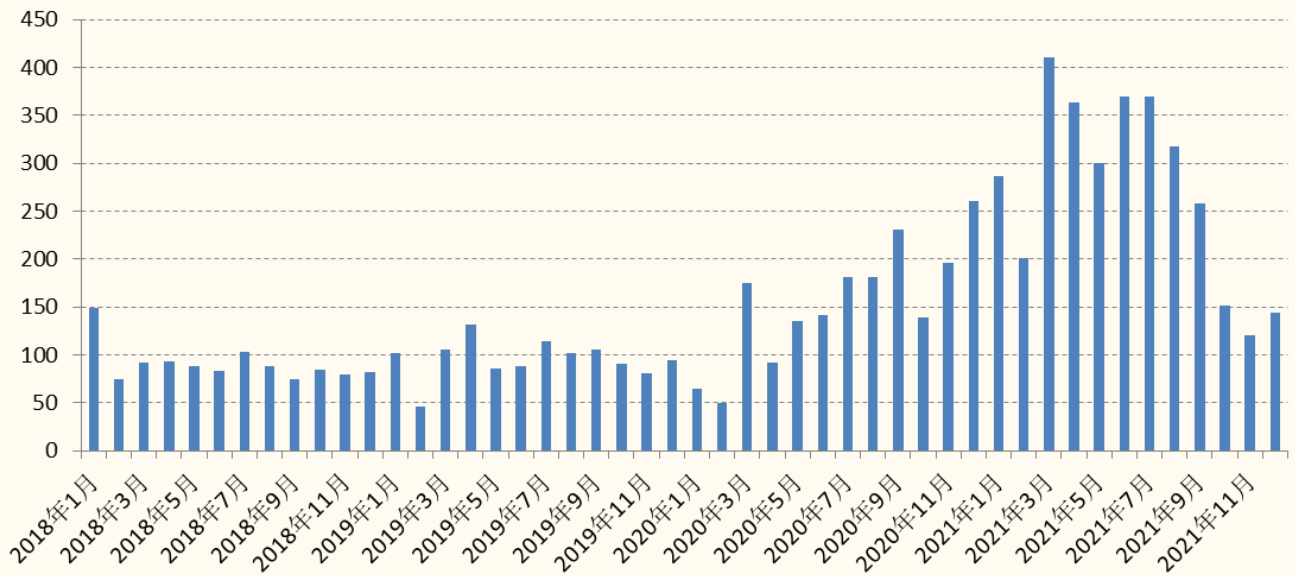
	涌德	芷翀	均成	智龙	宽投	思敏	蒙堡	衍盛	宜夜	千象	明远	明德浩伦	鼎信	量道	会世	瑞翔	白鸢	黑翼	洛书	阳泽	盛冠达	从石	景上源	众壹	泓湖	半夏	厚方	凯丰	鑫茂	元萃				
涌德																																		
芷翀	0.128																																	
均成	0.180	0.580																																
智龙	0.007	0.600	0.438																															
宽投	0.336	0.460	0.593	0.403																														
思敏	-0.165	0.032	0.157	0.062	-0.234																													
蒙堡	0.366	0.509	0.507	0.343	0.492	0.034																												
衍盛	0.087	0.124	0.100	0.195	0.285	-0.167	0.071																											
宜夜	0.009	0.287	0.252	0.441	0.182	-0.267	0.351	0.055																										
千象	0.271	0.661	0.693	0.604	0.693	-0.142	0.587	0.219	0.400																									
明远	0.105	0.457	0.161	0.213	0.428	-0.169	0.437	0.347	0.057	0.473																								
明德浩伦	0.302	0.664	0.566	0.545	0.638	-0.188	0.559	0.107	0.249	0.826	0.536																							
鼎信	0.400	0.329	0.437	0.479	0.628	-0.144	0.416	0.208	0.472	0.664	0.262	0.512																						
量道	0.511	0.299	0.511	0.342	0.662	-0.167	0.708	0.206	0.314	0.694	0.448	0.632	0.718																					
会世	0.255	0.591	0.665	0.493	0.580	-0.044	0.691	0.182	0.458	0.871	0.374	0.715	0.613	0.733																				
瑞翔	0.396	0.529	0.561	0.474	0.632	-0.183	0.612	0.233	0.274	0.750	0.416	0.755	0.497	0.659	0.702																			
白鸢	0.079	0.750	0.560	0.540	0.445	0.057	0.526	0.325	0.371	0.671	0.434	0.599	0.371	0.464	0.676	0.543																		
黑翼	0.397	0.468	0.419	0.425	0.581	-0.149	0.601	0.278	0.329	0.663	0.512	0.572	0.554	0.671	0.666	0.484	0.642																	
洛书	0.423	-0.038	0.119	0.071	0.401	-0.264	0.366	0.240	0.235	0.329	0.349	0.374	0.608	0.607	0.317	0.293	0.089	0.514																
阳泽	0.395	0.216	0.195	0.105	0.617	-0.442	0.488	0.162	0.170	0.593	0.543	0.617	0.474	0.643	0.534	0.604	0.195	0.545	0.559															
盛冠达	0.468	0.367	0.449	0.501	0.610	-0.276	0.545	0.241	0.140	0.658	0.467	0.723	0.570	0.709	0.608	0.637	0.370	0.662	0.611	0.664														
从石	0.408	0.253	0.105	0.268	0.204	-0.069	0.181	0.101	0.086	0.408	0.221	0.416	0.476	0.309	0.286	0.213	0.184	0.355	0.267	0.342	0.460													
景上源	0.157	-0.040	0.042	0.204	0.180	-0.025	0.023	-0.023	0.137	0.343	0.163	0.220	0.224	0.129	0.130	0.190	-0.006	0.146	0.151	0.211	0.217	0.360												
众壹	0.027	0.346	0.409	0.244	0.401	0.095	0.307	-0.065	0.214	0.343	0.180	0.440	0.468	0.384	0.330	0.201	0.148	0.200	0.304	0.229	0.288	0.299	-0.081											
泓湖	-0.053	0.218	0.142	0.408	0.092	-0.146	0.018	0.194	0.162	0.412	0.202	0.287	0.111	0.041	0.228	0.192	-0.108	0.151	0.071	0.202	0.319	0.235	0.423	0.089										
半夏	0.246	-0.090	-0.059	-0.094	0.232	-0.327	0.327	0.172	0.117	0.188	0.469	0.213	0.225	0.413	0.160	0.155	-0.008	0.421	0.524	0.626	0.422	0.297	0.123	0.138	0.192									
厚方	0.068	0.352	0.447	0.442	0.412	0.011	0.375	0.100	0.386	0.557	0.247	0.393	0.370	0.403	0.584	0.486	0.427	0.443	0.183	0.416	0.346	0.180	0.260	0.175	0.442	0.206								
凯丰	0.200	-0.179	-0.255	-0.095	0.069	-0.148	0.142	0.210	-0.006	-0.006	0.506	0.128	0.130	0.331	0.022	0.094	-0.016	0.350	0.398	0.340	0.225	0.155	-0.131	-0.099	0.495	0.079								
鑫茂	0.042	0.274	0.013	0.251	0.336	-0.132	0.151	0.255	0.149	0.269	0.673	0.477	0.142	0.214	0.143	0.307	0.257	0.294	0.186	0.378	0.300	0.212	0.284	0.092	0.108	0.285	0.286							
元萃	-0.007	-0.025	-0.228	-0.101	0.065	-0.216	-0.001	0.224	-0.329	-0.097	0.478	0.100	-0.109	0.116	-0.078	-0.053	0.074	0.160	0.100	0.221	0.139	0.170	-0.044	-0.056	-0.140	0.327	-0.023	0.709	0.595					

来源：朝阳永续，国金证券研究所

1.2.2 资金加速涌入 CTA 市场

- 2020 年，由于新冠疫情在年初爆发，全球经济遭受重大打击，各国纷纷推出货币宽松政策刺激经济复苏，商品市场因而接连走出通货膨胀和需求复苏推动的大牛市，部分 CTA 策略产品获得较高收益。随之而来的，是市场的高度关注，和资金的趋之若鹜。根据朝阳永续统计的数据，自 2020 年 4 月以来，管理期货策略私募基金月度新产品成立数量快速上升。从 2018 年以来，稳定在每月 90 只左右新产品成立的速度，上升至 2020 年 3 月至 2021 年 12 月，平均每月成立新产品 228 只。这个速度在 2021 年上半年达到高峰，2021 年 1-6 月，管理期货策略产品平均每月新成立产品数达到 322 只。然而由于 2021 年管理期货策略产品大多业绩波动较大，尤其部分策略在第三季度遭遇持续回撤，管理期货策略新产品成立数量在第四季度快速下滑。

图表 5: 管理期货策略私募新产品成立情况 (产品数量: 只)

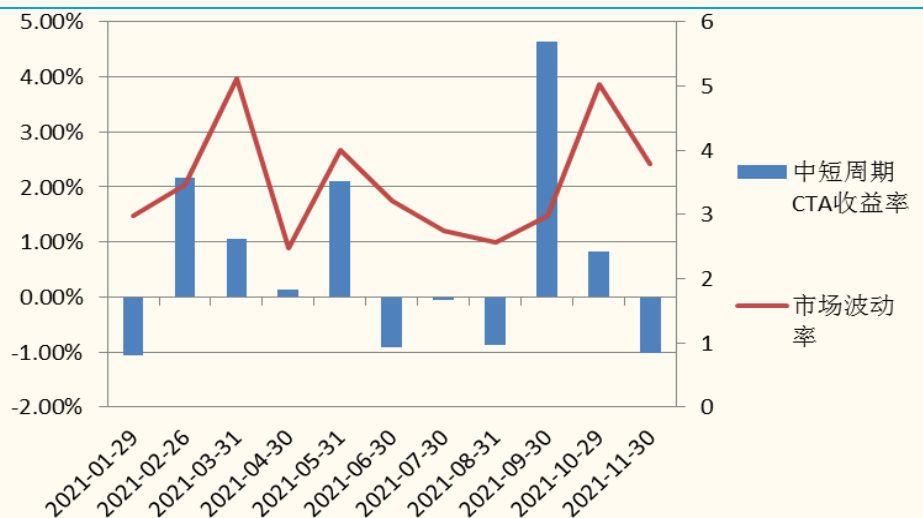


来源: 朝阳永续, 国金证券研究所整理

1.2.3 CTA 行业管理规模尚未过度影响业绩

- 2021 年以来, CTA 行业管理规模快速上升, 恰逢中短周期 CTA 在 2021 年第三季度持续回撤, 市场开始担忧期货市场交易拥挤的问题。实际上, 今年第三季度, 中短周期策略表现不佳的主要原因是由市场波动率快速下降, 并持续维持低位导致的, 行情受到全球宏观和国内政策影响, 各主要商品板块均横盘震荡, 行情存在一定特殊性。尽管在这期间, 中短周期 CTA 策略整体表现不佳, 但许多管理人仍未突破自身最大回撤, 尚不必因此过分担忧策略整体拥挤带来的业绩下滑。同时, 我们通过与管理人沟通获知, 大部分管理人确实也感受到 CTA 策略在中高频领域的竞争激烈程度正在上升, 主要集中在高频和日内的这个频段上。而对于资管行业比较多接触的日间频率、周频甚至更长的频率上, 交易层面并没有受到太多同质策略竞争压力。

图表 6: 中短周期 CTA 策略表现和市场波动率



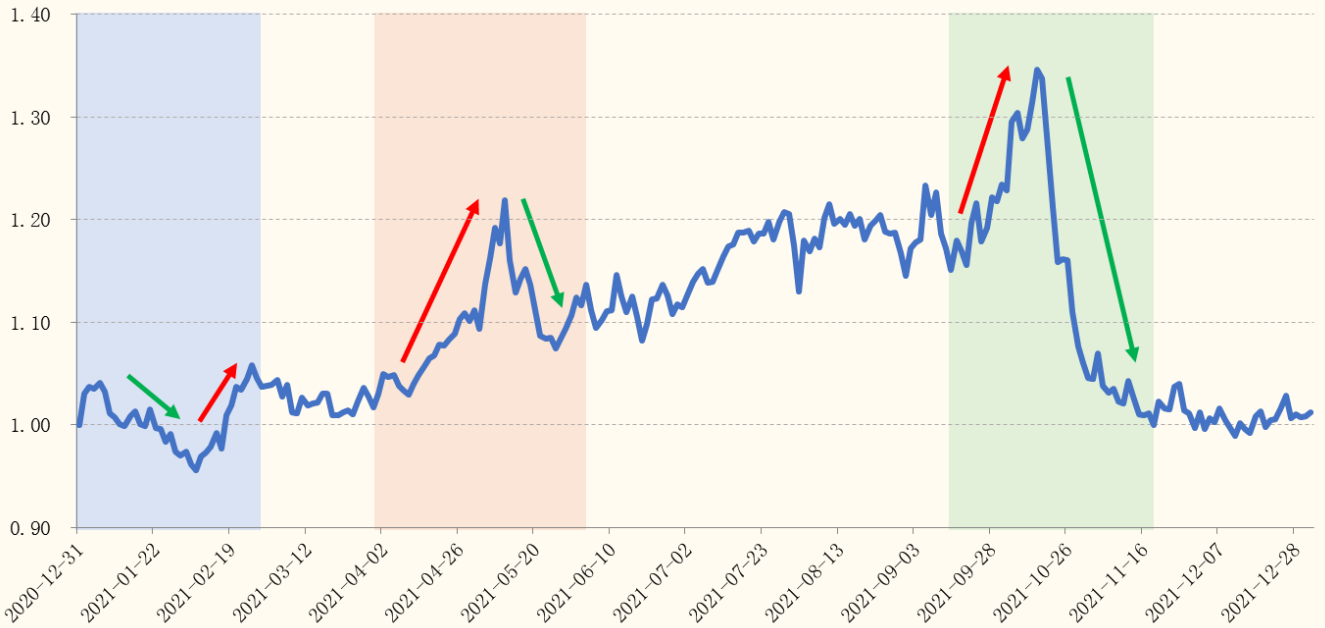
来源: Wind, 朝阳永续, 国金证券研究所

第二部分：2021年期货市场和CTA策略表现回顾

2.1 2021年期货市场波动剧烈

- 2021年商品期货市场波动非常剧烈。全年来看，Wind商品指数收益率仅有1.20%，年度振幅却高达41.88%。从Wind指数全年走势来看，前三季度主要表现为上涨，但在2月、5月均出现较大回调，并在8月出现宽幅横盘震荡，第四季度在10月快速下跌后，进入微弱震荡行情。

图表 7: Wind 商品指数 2021 年行情

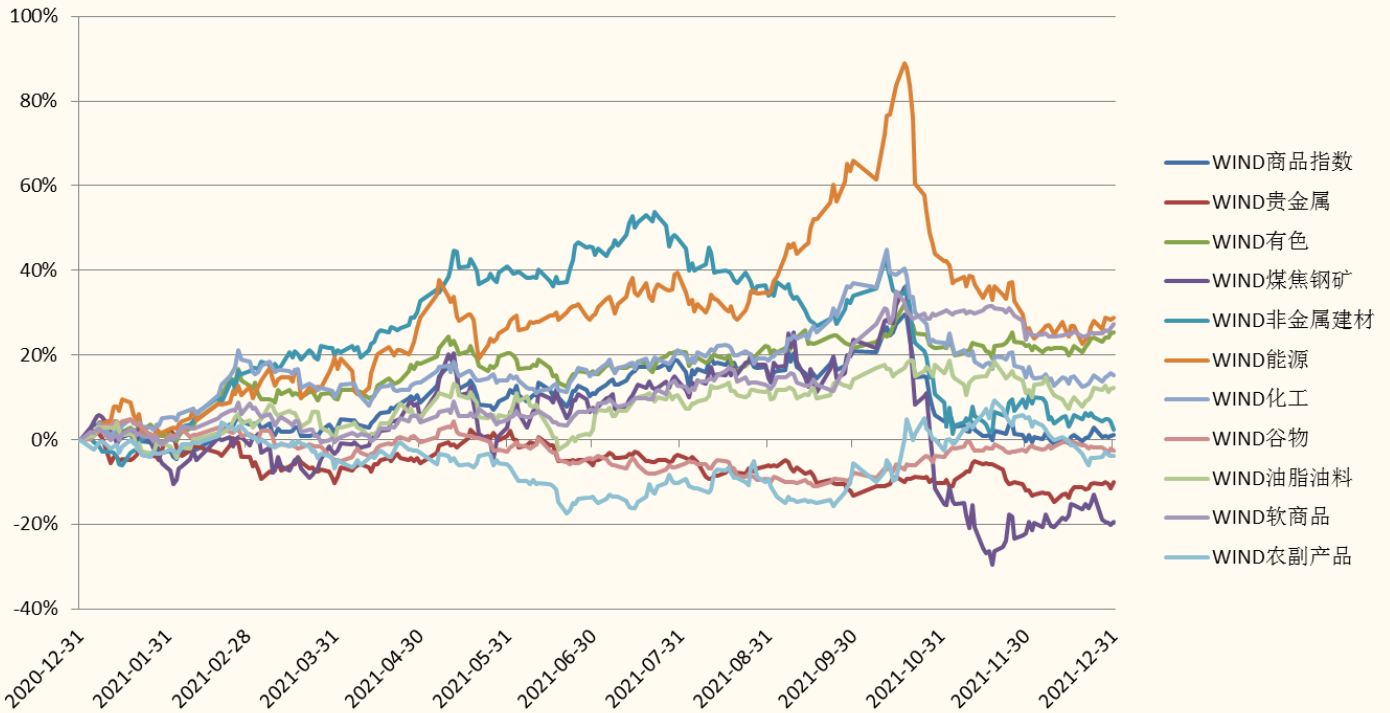


来源：Wind，国金证券研究所

- 从市场趋势性机会的角度来看，2021年商品期货市场出现了3次比较明显的波动，分别在1-2月、4-5月、9-10月。由于2020-2021年商品市场整体处于上涨周期，因此市场的快速回调通常会成为CTA策略，尤其是长周期趋势类策略的风险。我们分阶段来回顾一下这三个阶段的行情驱动因素：
 - 第一阶段（2021年1-3月）：2021年1月，商品整体延续了2020年的上涨趋势，但各品种和板块分化逐渐明显。煤焦钢矿板块1月快速回调，又迅速反弹，成为了当时商品指数波动的主要贡献来源，同时，2-3月由于全球需求复苏，而产能复苏较慢，导致供需错配，有色板块和化工板块大幅上涨。
 - 第二阶段（2021年4-5月）：由于我国节能减排政策的出台和逐渐加码，部分高污染落后产能受到控制，尤其煤焦钢矿板块成材产能受影响较大，导致了螺纹钢和热卷的大幅上涨。5月19日，监管层对于过热的钢价进行监管干预，随后黑色板块开始出现较大幅度的震荡。同期，有色和化工板块跟随黑色震荡，波动略小于黑色。
 - 第三阶段（2021年9-10月）：全球范围内出现了能源供给不足的情况，就国内来看，煤炭存在进口受限、国内产能不足的情况，同时风电和水电难以弥补火电不足的缺口，导致了部分地区拉闸限电。首当其冲受到影响的品种是火电的原材料动力煤，持续大幅上涨，其他高耗能品种受限电影响产量下降，同样持续上涨。10月19日，监管强势介入，对动力煤出台一系列保供限价政策，同时查处囤货、炒作等现象，交易所也对交易规则进行了调整，大幅提高了保证金比例和涨跌停板限制。10月中下旬，原本单边上涨的能源、有色、化工等板块，同步

快速下跌。

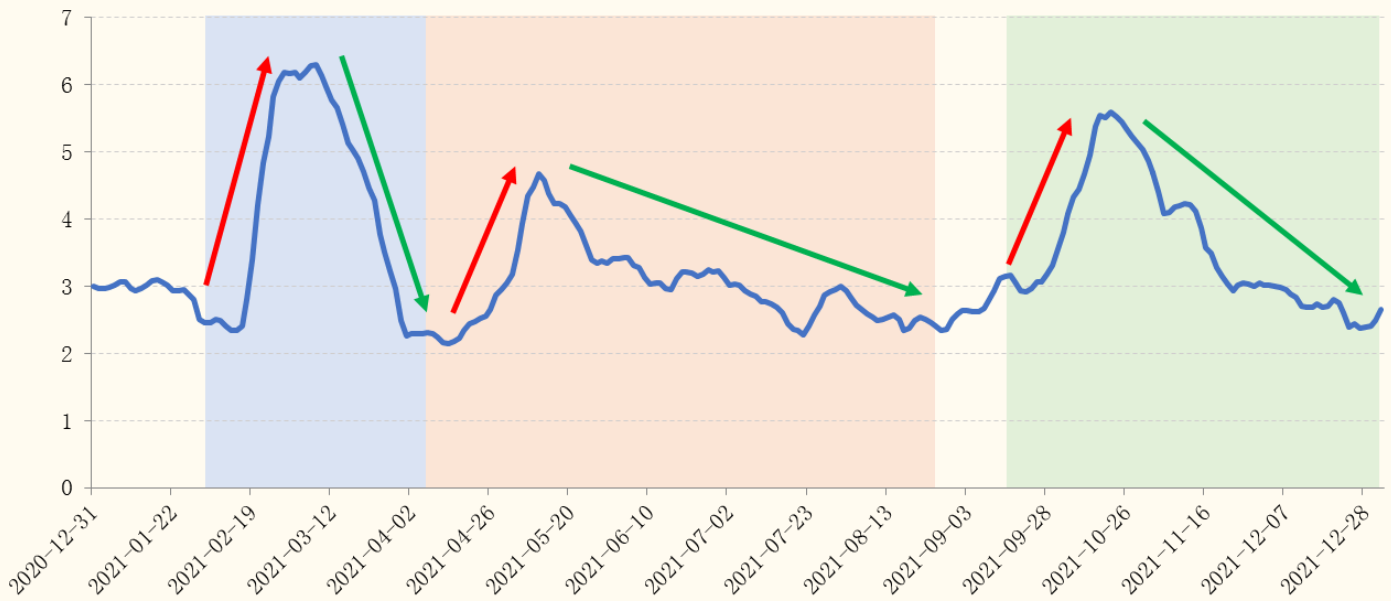
图表 8：商品期货各板块指数行情（对数收益率）



来源：Wind，国金证券研究所

- 分板块来看，2021 年波动较大的三个板块分别是 Wind 能源、Wind 煤焦钢矿、Wind 化工，振幅分别为 159.15%、79.80%、72.31%，年度收益率分别为 33.39%、2.37%、-17.59%。从全年的机会来看，煤焦钢矿板块的政策行情其实是整个商品市场波动的带动者，5 月和 10 月的剧烈波动，均为该板块，在政策的推动下启动，并且由政策终结。有色和化工更多的受到全球流动性充裕和需求复苏的支撑，虽受到行情带动，尤其化工受煤影响较大，但全年来看仍较强势。农产品板块则波动较低，受到拉尼娜现象带来的干旱天气影响，美豆价格坚挺，带动了油脂油料板块的上涨。
- 从波动率的角度来看，市场同样可以分为三个主要的行情周期，分别在 1-3 月，4-8 月，和 9-12 月。在这三个周期内，市场波动率分别完成了上行、下行，以及维持低波动率的状态切换。波动率快速上行或维持高位的市场环境，通常对于 CTA，尤其是短周期 CTA 较为有利，相对应的波动率下行或维持低位的市场环境，对短周期 CTA 策略较为不友善。从市场机会的角度来看，2021 年 2 月、5 月、10 月，共出现三次波动率高峰，然而 5-8 月、以及 10-12 月，波动率长期下行且维持低位，对于 CTA 来说则是非常艰难的两段时期。

图表 9：2021 年商品期货市场加权波动率



来源：Wind，国金证券研究所

- 为了观察展期因子的有效性，我们编制了一个展期收益因子，根据每个品种的展期结构在横截面上的强弱，进行商品期货的多空对冲来统计因子收益。从因子表现的结果来看，展期策略在 2021 年全年的表现较好，但 2021 年 10 月市场快速下跌的行情中，该因子收益率也出现了明显回撤，直至 12 月方才止住跌势。

图表 10：展期收益因子 2021 年表现

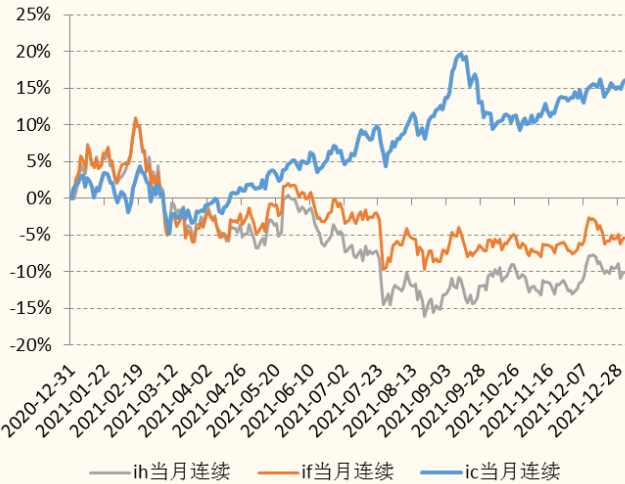


来源：Wind，国金证券研究所

- 金融衍生品方面，IF 和 IH 在第一季度白马股暴跌的行情中出现过一次较大的波动，除此之外全年市场波动率均较低。IC 虽然受益于中证 500 指数，全年有超过 15% 的涨幅，但整体波动率较低，仅有 3 月和 9 月出现过较大的波动。目前私募基金比较主流的股指期货 CTA 策略均为持仓周期在 2 日以内的短周期策略，在这样的低波动率环境下，收益难度上升。期权策略

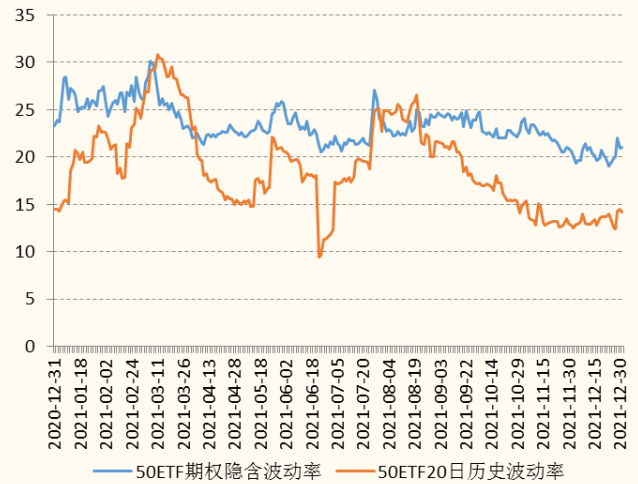
方面，由于全年指数波动率较低，对应期权实际波动率较低，卖空波动率策略具有较好的收益空间，尤其是在2021年第四季度以来，历史波动率持续下滑，对做空波动率策略比较有利。对于其他波动率曲面套利来说，由于隐含波动率的波动较低，曲面套利策略的交易机会会有明显弱化，相较2021年来说，收益出现明显下滑。但另一方面，由于市场低波动的特点，极端行情也非常少，期权策略私募基金面临的风控压力也较2020年有明显下降。

图表 11：三大股指期货 2021 年行情表现



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：50ETF 实际波动率和期权隐含波动率

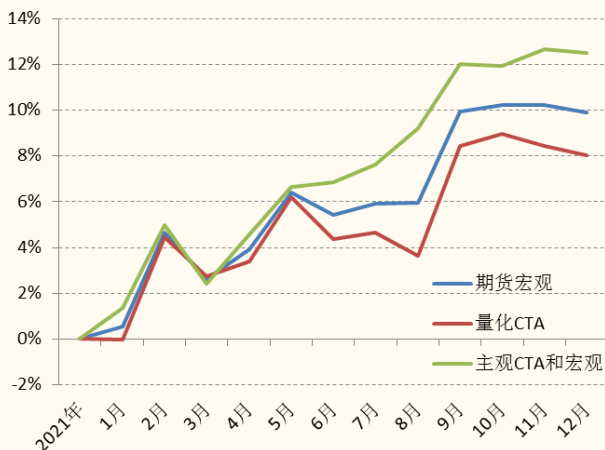


来源：Wind，国金证券研究所

2.2 2021 年期货宏观策略私募基金业绩分化明显

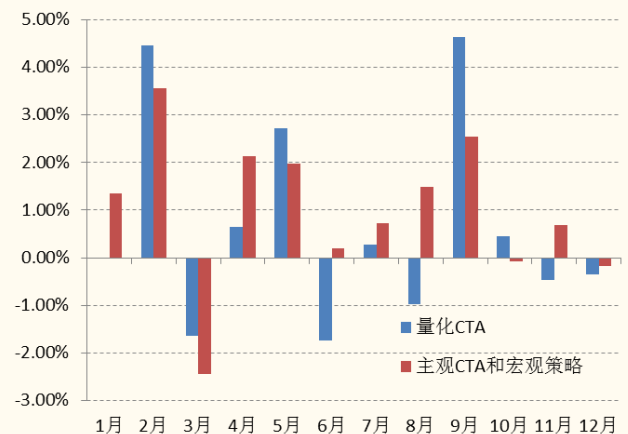
- 根据我们统计的全部 2467 个期货宏观策略私募基金产品数据显示，2021 年全年，该策略大类产品平均收益 9.90%，年度收益不算高，但年中产品业绩波动较大。在 2 月、5 月，期货宏观策略大产品的平均表现均出现明显回撤。我们将全部产品的策略做初步分类，区分为 1492 个量化 CTA 产品和 975 个主观 CTA 及宏观产品后发现，量化 CTA 策略产品表现明显弱于主观 CTA 和宏观策略产品，2 月策略大类发生回撤时，量化和非量化产品的平均业绩表现仍相仿，但在 5 月至 8 月期间，量化 CTA 产品平均业绩持续下跌，而主观 CTA 和宏观策略则持续上涨。这一方面是因为中短周期量化 CTA 策略对持续低波动行情的不适应，同时也有主观策略借助股票市场赛道股的持续上涨获利的原因。

图表 13：期货宏观策略 2021 年平均业绩



来源：Wind，朝阳永续，国金证券研究所

图表 14：量化和非量化期货宏观策略月度收益率



来源：朝阳永续，国金证券研究所

- 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 42 产品，2021 年平均收益率为 13.89%。其中，7 个产品年度收益为负。从风险的角度看，观察池中的在 2021 年内发生的平均最大回撤为 8.20%，整体波动较大，42 个产品中，共有 25 个产品突破了产品历史最大回撤，可见 2021 年对期货宏观策略来说，是风险比较大的一年。

图表 15：部分期货宏观策略产品 2021 年业绩表现（数据截止 2021/12/31）

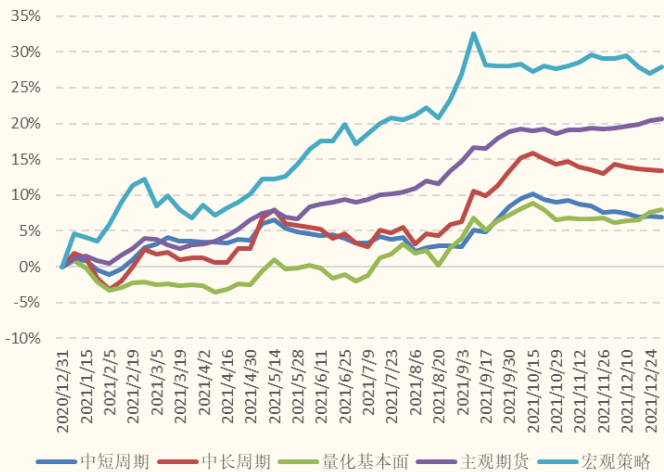
产品	管理人	近三月	近六月	近一年	近一年最大回撤	历史最大回撤	主要策略
泓湖稳宏宏观策略	泓湖投资	-9.32%	18.73%	74.26%	13.69%	15.81%	宏观策略
半夏宏观对冲	半夏投资	7.60%	40.48%	60.19%	9.48%	12.95%	宏观策略
从石 1 号	从石私募	0.62%	16.49%	40.45%	5.21%	23.42%	主观期货
星辰之景上源 1 号	景上源投资	0.23%	11.42%	34.12%	5.14%	15.80%	主观期货
明泓精选 CTA	明泓投资	10.66%	19.10%	26.91%	7.59%	7.59%	中长周期
厚方宏观对冲二号	厚方投资	1.44%	6.49%	26.49%	8.41%	8.41%	宏观策略
明得浩伦 CTA 一号	明得浩伦投资	3.07%	23.52%	23.57%	7.64%	10.43%	中长周期
涵德盈冲量化 CTA1 号	涵德投资	0.86%	12.01%	20.07%	5.00%	7.44%	中短周期
旭诺 CTA 一号	旭诺资产	2.75%	12.22%	19.26%	7.40%	7.40%	中短周期
凯丰宏观对冲 9 号	凯丰投资	1.49%	6.59%	18.67%	8.60%	19.76%	宏观策略
洛书尊享 CTA 拾壹号	洛书投资	5.10%	19.86%	18.21%	5.34%	14.04%	量化基本面
鑫岚龙腾 1 号	鑫岚投资	3.35%	1.91%	17.81%	11.42%	18.41%	宏观策略
众壹资产铁树套利 1 号	众壹资产	6.22%	14.78%	17.68%	6.19%	6.19%	主观期货
宣夜投资 CTA 稳流一期	宣夜投资	1.79%	4.71%	17.58%	3.39%	3.39%	中长周期
量信量化 2 期	量信投资	-3.46%	10.15%	15.57%	10.49%	17.99%	中长周期
杉阳云杉精选 1 号	杉阳资产	3.41%	8.60%	14.32%	1.16%	1.16%	主观期货
九坤量化 CTA 私募 1 号	九坤投资	-5.87%	2.90%	14.05%	6.90%	6.90%	中短周期
汇艾资产-稳健 1 号基金	汇艾资产	3.60%	7.39%	13.71%	2.92%	2.92%	主观期货
致远 CTA 精选 2 期	富善投资	-0.49%	7.37%	13.64%	4.63%	8.23%	中长周期
量道 CTA 精选 1 号	量道投资	-2.78%	12.00%	12.00%	15.21%	15.21%	中长周期
芷瀚量化 CTA 激进一号	芷瀚资产	2.10%	5.40%	11.66%	6.25%	6.25%	中短周期
阳泽泽丰另类量化 1 号	阳泽投资	2.14%	13.46%	10.37%	5.81%	8.24%	量化基本面
会世元丰 CTA1 号	会世资产	0.33%	4.68%	9.05%	7.13%	7.13%	中长周期
盛冠达 CTA 基本面量化 1 号	盛冠达资产	-4.01%	4.99%	8.50%	7.23%	7.23%	量化基本面
元葵复利 3 号	元葵资产	-0.42%	-4.05%	8.26%	7.82%	18.98%	宏观策略
千象 1 期	千象资产	-3.42%	4.49%	8.16%	6.52%	7.81%	中长周期
均成 CTA1 号	均成资产	-0.91%	0.88%	8.12%	22.47%	22.47%	中短周期
珏朔朴道量化 CTA 稳健一号	珏朔资产	0.49%	8.10%	6.47%	6.61%	6.61%	中长周期
浙江白鹭量化 CTA 一号	白鹭资管	-1.20%	-1.65%	5.97%	7.83%	7.83%	中长周期
黑翼 CTA 二号	黑翼资产	-0.90%	3.65%	5.62%	4.39%	9.39%	中长周期
瑞达期货-瑞智无忧共赢 7 号	瑞达期货资管	-3.93%	3.07%	5.42%	7.27%	7.27%	主观期货
SAP 智龙 3 号	智龙资本	-6.35%	-5.00%	4.23%	8.29%	8.29%	中短周期
宽投量化三号	宽投资产	-1.65%	2.54%	4.02%	5.26%	5.26%	中短周期
思博量道十五号	思颯投资	1.37%	-0.03%	3.90%	2.81%	5.58%	中短周期
蒙奎纯达二期	蒙奎投资	0.29%	2.49%	1.23%	7.46%	7.46%	中短周期
毓颜言商 1 号	毓颜投资	-1.62%	-5.54%	-0.66%	11.76%	11.76%	中长周期
宏锡 2 号	宏锡基金	-4.47%	-3.24%	-0.80%	15.66%	15.66%	中长周期
华澄 1 期	华澄投资	0.03%	6.44%	-1.04%	13.02%	13.50%	中短周期
淘利多策略 12 号基金	淘利资产	-2.40%	-1.43%	-1.24%	5.13%	5.13%	中短周期
衍盛量化 CTA 三号	衍盛资产	-6.63%	-5.78%	-3.32%	7.50%	7.50%	中短周期
乐瑞宏观配置基金	乐瑞资产	-5.38%	-16.84%	-4.48%	22.70%	22.70%	宏观策略
君拙玉泉二号	君拙投资	-0.26%	-0.76%	-4.55%	9.81%	9.81%	量化基本面

来源：朝阳永续，国金证券研究所

- 分策略来看，主观期货和宏观策略 2021 年平均收益较高，相较近一年平均最大回撤指标，卡尔玛比率分别达到 2.62 和 2.45。然而三类量化 CTA 策略均表现不佳，近一年平均收益率较低，同时最大回撤较大，卡尔玛比

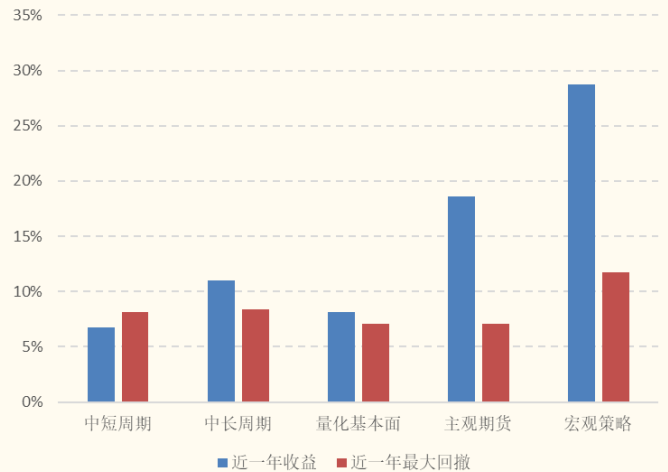
率均在 1.00 左右。市场上的 CTA 策略产品通常都在各个周期有所复合，根据我们的调研了解，在细分子策略中，平均持仓周期在 2 日或更短的短周期策略，过去长期保持较高夏普，但在 2021 年 10 月之后出现明显回撤；平均持仓时间在 3-5 日的中周期策略，主要发生回撤的时段是 2021 年 5-8 月；而持仓周期更长的策略，在 2 月、5 月、10 月的转折行情中容易发生回撤，但足够长周期的策略在全年整体保持多头，只要在 10 月能控制住回撤，2021 年收益便能超过更短周期策略。量化基本面策略在 2021 年上半年全球宏观影响较大的行情下表现一般，但随着基本面因子的影响力逐渐上升，该策略在 2021 年下半年表现明显好转。

图表 16：期货宏观策略私募各子策略平均表现



来源：朝阳永续，国金证券研究所

图表 17：各子策略 2021 年平均收益和回撤



来源：朝阳永续，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 年期权策略产品整体表现平稳，但由于年内上证 50ETF 和沪深 300ETF 实际波动率较低，导致期权策略平稳性尚可，而收益性略有不足。

图表 18：近期部分期权策略私募产品业绩表现（数据截止 2021/12/31）

产品	管理人	近三月	近六月	近一年	近一年最大回撤	历史最大回撤
君信荣耀一号	君信私募	2.73%	2.92%	14.38%	2.60%	5.95%
量客长阳一号	量客投资	2.22%	5.16%	13.45%	2.35%	2.35%
跃威稳进一号	跃威私募	3.97%	6.66%	12.10%	2.53%	2.53%
申毅格物 5 号	申毅投资	0.77%	2.79%	8.63%	2.14%	3.07%
聊塑投资期权 1 号	聊塑投资	2.03%	3.22%	8.52%	0.77%	1.41%
丰衍财富与日聚金	丰衍私募	0.38%	1.42%	6.64%	0.26%	0.85%
时代复兴微观三号	时代复兴投资	0.47%	0.10%	6.21%	0.75%	4.01%
泓倍期权套利 1 号	泓倍资产	2.43%	2.54%	5.45%	1.76%	2.31%
小黑妞满天星 1 号	小黑妞资产	4.43%	4.51%	5.33%	3.00%	3.21%
正瀛权智 1 号	正瀛资产	1.17%	0.91%	3.86%	0.61%	2.23%
牧鑫多策略 0 号	牧鑫资产	1.85%	2.84%	3.22%	9.63%	10.37%
林道波动率 1 期	林道资产	-1.62%	-1.34%	2.99%	1.81%	1.81%

来源：朝阳永续，国金证券研究所

第三部分：期货宏观策略行业发展方向和 2022 年投资策略

3.1 期货宏观策略行业发展方向

- 随着投资者对衍生品策略和对多资产配置理念的认可度上升，资金对期货宏观策略的投入是不断增加的。伴随着资金的涌入以及市场的波动，期货宏观策略私募管理人也不断发展成熟。回顾近些年来市场中存在的发展脉络，我们对期货宏观策略私募基金行业发展有如下观察：
 - 1) **高夏普策略份额稀缺，发展存在明显天花板。**传统的高夏普策略，包括日内高频策略、跨期套利等，一直是机构资金和 FOF 资金的重点关注策略，但这两类策略目前的发展已经接近天花板。对于高频策略来说，一方面受到市场流动性的限制，另一方面还存在愈发激烈的机构间博弈和军备竞赛，尤其海外成熟高频交易机构进入市场，进一步增加了市场竞争烈度。对于一个以期货宏观策略为主的私募基金，以目前期货市场流动性来看，总管理规模尚难以达到百亿级别，日内高频策略的容量可能更有限，乐观估计也不会超过 5 亿，愿意为这样一类发展空间有限的策略投入大量投研成本的管理人并不多。对于跨期套利策略来说，策略容量主要受到流动性较低的远月合约流动性深度限制，虽然市场整体成交额仍处于稳定的发展期，跨期套利策略容量的发展速度可能远不及资管行业和财富管理行业对高夏普策略的需求。
 - 2) **长期来看，未来 CTA 行业面临整体降频。**结合前一点，短周期高夏普策略份额难寻，资产配置需求持续上升，那么资金必然向更长周期的下沉。实际上，已有不少头部中周期或中长周期策略管理人的管理规模达到或接近策略容量限制，类似 2019-2021 年股票量化行业发生的整体降频，未来也必然会发生在 CTA 行业。
 - 3) **量化基本面策略发展前景广阔。**纯量价 CTA 策略经过国内外长期的投研开发，继续大力投入投研的边际效益已较低，越来越多的管理人将量化基本面策略加入投研的主要方向。目前来看，传统量化 CTA 和量化基本面策略的结合尚处于百花齐放的探索阶段，部分管理人将基本面逻辑单独开发为时间序列上的子策略，与传统量价策略组合为复合策略；也有部分管理人选择在横截面上结合基本面因子和量价因子，使用多因子体系进行投资。在参数方面，一些管理人的理念更偏向量化逻辑，追求鲁棒性较高的参数和因子，对全部期货品种和板块使用一样或相似的基本面因子和参数；另一些管理人的理念更偏向基本面研究，针对各品种基本面的不同，使用不同的因子类型、不同的因子权重和个性化参数。目前尚无定论哪个思路可能更加正确，或各种思路都有自己的优劣。从行业发展的角度，基本面因子在 CTA 行业的使用仍然较少，策略拥挤程度较低，同时基本面因子在交易频率上更适合与长周期策略结合，可以起到优化长周期策略净值波动的作用，结合未来长周期 CTA 策略的增长，可能会有更多管理人增加对量化基本面策略研发的投入。
 - 4) **多资产复合策略，是长期发展的主线，然而跨资产转型的难度较大。**由于期货市场和股票市场规模存在较大差距，期货类策略容量远低于股票类策略容量。无论是主观管理人还是量化管理人，在期货市场的发展遇到容量瓶颈时，自然而然会尝试向股票市场拓展，这种拓展会对投研团队形成极大的挑战。近几年，不乏优秀的量化 CTA 管理人向量化股票策略进军，然而能够在量化股票领域战胜传统量化股票头部管理人的屈指可数。从微观结构到长期投资逻辑，期货市场和股票市场都存在明显差异，投研人员由于存在路径依赖和学习成本，很难快速转型，如果期货管理人想要跨领域向股票市场发展，一个快速的、行之有效的方法便是增加新团队，然而这又会对公司治理提出新的挑战。

3.2 2022年期货宏观策略私募基金投资策略

- 对于 2022 年，无论是全球流动性政策、疫情影响、国内双碳政策等主要影响因素的脉络均已清晰，像 2021 年这样出现密集极端行情的可能性较低。影响市场的主要因素也逐渐从政策因素、流动性因素，向各板块基本面因素转移，预期商品整体会走出震荡下跌的行情，可能会出现阶段性、结构性的趋势性机会，但幅度可能不会太大。疫情仍有可能出现新的变种，带来短期的异常波动风险，但随着疫苗的普及和药物的研发，疫情带来的冲击将会弱化。整体来看，2022 年商品市场波动恢复正常，对 CTA 的友好程度回归中性，收益空间不会太大，但极端风险出现的概率也较低。
- 在 CTA 策略具体产品选择上，我们首先推荐复合策略产品，这类产品可以比较稳定的获得 CTA 策略的“beta”收益，在整个资产配置组合中起到分散投资的作用，同时面对各类风险事件也可以在子策略层面做到足够分散，对净值起到一定平滑作用。其次，我们推荐量化基本面策略，2022 年市场从“宏观驱动”、“政策驱动”回到“基本面驱动”，量化基本面策略的市场环境友好度上升，同时能够与传统量价 CTA 有一定业绩差异性。

风险提示

- **部分品种交易规则调整。**2021 年 10 月，部分商品品种的交易规则被大幅调整，直接影响了市场微观结构，对于短周期策略形成较大冲击。目前新交易规则已持续一段时间，相关策略正在逐渐适应新的市场环境，但未来交易规则有可能放松或出现其他调整，再次对市场微观结构产生冲击，关注相关策略表现。
- **国内政策性行情。**结合当前国内宏观环境，基建需求可能短期内有所上涨，带动黑色系需求，这样的需求上升存在明显政策性因素，无论未来政策向哪个方向变化，均有可能对市场形成事件性冲击，带来短期波动，对 CTA 策略存在风险。
- **国际政策性行情。**美、俄、中东的国际关系始终对国际原油供给存在较强影响，原油行情的大幅波动对整个化工板块有带动作用，关注相关政策性风险。

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