

期货宏观及期权策略私募基金

证券投资类私募基金行业月报

2022 年度报告

证券研究报告

国金金融产品研究

分析师：洪洋（执业 S1130518100001） 分析师：张剑辉（执业 S1130519100003）

hongyang@gjzq.com.cn

zhangjh@gjzq.com.cn

风起青萍之末，浪成微澜之间

2022 年期货期权市场回顾

2022 年，衍生品市场出现了几次剧烈波动，包括第一季度俄乌冲突对商品期货的拉升、6-7 月美联储加息导致的商品期货快速下跌、3 月和 10 月由于股票市场剧烈反转造成股票期权隐波的暴涨。除了极端波动外，商品期货市场在 4-5 月和 8-11 月长时间维持低波动震荡行情。对于 CTA 策略来说，仅有第一季度的上涨行情较为友善，随后持续大半年的低波动行情中，穿插着政策带来的极端波动，市场环境友好度较差。期权市场隐波的剧烈波动同样给期权策略管理人带来了较大挑战，极易造成对全年收益的侵蚀。而股票市场全年的大幅下跌，对宏观策略也造成了较大拖累。总体来看，2022 年对于期货宏观策略大类下的各子策略，都是风险大于机会的一年。

期货宏观策略和期权策略私募基金 2022 年度业绩回顾

根据我们统计的全部 2303 个期货宏观策略私募基金产品数据显示，2022 年，该策略大类平均收益 1.41%。其中 1438 个量化 CTA 策略产品平均收益 3.81%；865 个主观期货和宏观策略产品平均收益-2.60%。

分子策略来看，量化 CTA 各子策略均在 2022 年第一季度快速上涨，仅有量化基本面策略在极端事件性行情下表现一般。从第二季度开始，各量化 CTA 子策略业绩出现明显分化，中周期和量化基本面策略震荡两个月后，从 6 月开始快速回撤，短周期策略持续小幅上涨，而长周期策略在 6 月大幅上涨。在第三和第四季度中，除短周期策略外的各量化 CTA 子策略均持续回撤，叠加 6-7 月的净值波动，部分管理人回撤的持续时间突破历史最大值。主观 CTA 和宏观策略同时受到了股票市场的影响，在 2022 年 1-4 月和 9-10 月出现明显回撤。

从产品角度来看，各 CTA 策略管理人代表产品业绩整体相关性较低。尤其短周期策略与其他各类 CTA 策略平均相关性仅 0.30 左右，且短周期分类下各家 CTA 管理人之间的相关性也极低。

期权策略方面，我们关注的股票期权策略管理人大部分在 3-4 月和 10 月出现了较大净值波动，主要原因是期间股票市场的剧烈转折造成了隐波的急促暴涨，该类策略平均年度收益 4.33%。商品期权方面，尽管商品市场在 3 月和 6 月同样出现了大幅波动，但我们关注的管理人波动控制良好，全年平均收益 16.28%。

2023 年市场环境展望及期货宏观类私募配置建议

展望 2023 年，商品市场将会摆脱 2022 年下半年的极低波动环境，使 CTA 运行环境有所好转。主要原因包括两个方面，其一，国外高通胀与紧缩的货币政策，将有可能随着通胀的控制或经济逐渐走向衰退而有所变化，使部分国际定价品种波动回升；其二，国内疫情防控政策的改变和稳经济的主要目标，也将大概率拉动黑色板块波动。商品期货市场有望摆脱 2022 年下半年持续低波动的市场，使 CTA 业绩获得反弹之机。然而，波动虽有上升，但趋势性机会仍不明朗，行情仍将受到国内外多重政策环境影响。综合来看，我们对 2023 年 CTA 整体表现持改善预期，存在阶段性投资机会，但强度及持续性尚待进一步观测。产品选择方面，复合度较高的策略仍然是配置的核心，应兼顾平均持仓时间不要过长，且对冲类策略应具有必要权重，同时也可适当另外增加短周期 CTA 策略的配置。具体管理人推荐包括：“beta”类 CTA 策略管理人上海德贝私募管理有限公司，中长周期差异化管理人上海富励业私募基金管理有限公司，中短周期差异化管理人北京市佑维投资管理有限公司、深圳市本利达资产管理有限公司、重庆道微投资管理有限公司。推荐管理人的具体情况介绍，请关注《2023 年度私募基金投资策略：红杏枝头春意闹，风物长宜放眼量》。

风险提示

地缘政治引发剧烈波动、低流动性风险、持续低波动风险。

第一部分：2022 年期货期权市场回顾

期货市场回顾：

2022 年，全年 Wind 商品指数收益率 3.17%，然而振幅达到 34.45%，商品期货市场波动剧烈。对于 CTA 来说，市场大幅波动的行情仅有第一季度由通货膨胀和俄乌冲突推动的持续上涨行情，和第二季度末美联储超预期加息带来的快速下跌行情，然而 6-7 月的市场下跌开始于一个上涨的转折，并且整段行情在一个月之内一步到位，对于周期偏长的 CTA 来说难以获得较好收益。第三、四季度，在俄乌冲突持续、美联储持续加息、全球经济衰退预期逐渐发酵背景下的横盘低波动震荡行情。

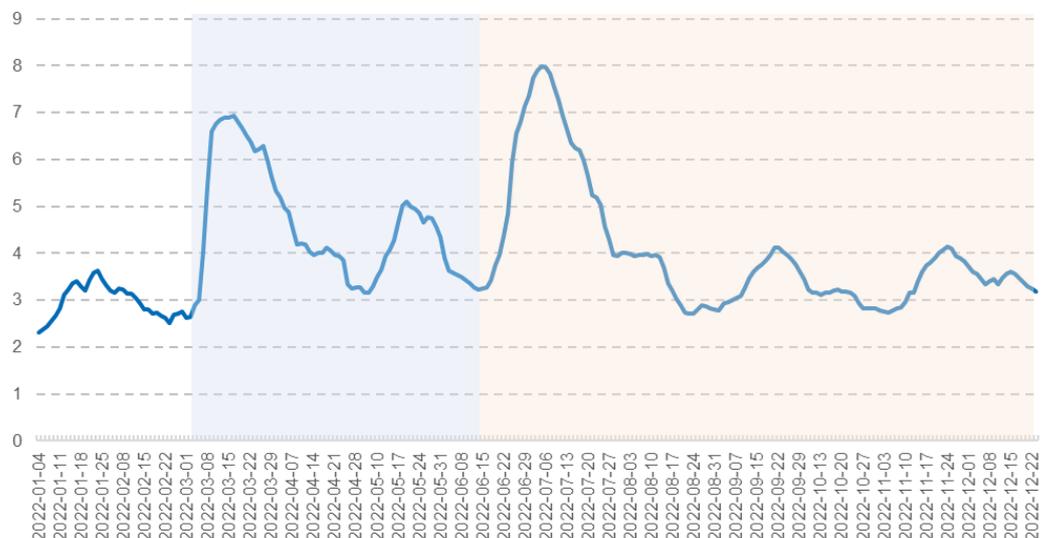
图表1: Wind 商品指数对数收益率 (截止 2022/12/31)



来源：Wind，国金证券研究所

商品市场加权波动率在 2022 年出现了两次比较极端的高峰。第一次是 2022 年 3 月，一方面俄乌冲突给商品市场带来的边际影响正处于高峰，另一方面发生了伦敦镍的逼仓事件，也带动沪镍行情连续发生正跌停，使商品期货市场波动率在短时间内快速冲高，而后持续回落。第二次是 2022 年 6 月中旬，美联储超预期加息，商品市场各品种和板块同时快速下跌，多品种多板块的共振放大了市场平均波动，导致市场加权波动率出现历史极值，而后便又回到长期的波动率下行市场中。在常规的理解中，CTA 是一种做多波动率的策略，然而 2022 年的升波行情均与事件性或政策性因素有关，且升波的过程异常短促和剧烈，使 CTA 策略难以及时抓住机会，而升波之后的降波和低波动行情则具有极强的持续性，导致了 22 年绝大多数时间中，市场对 CTA 的友好度是比较低的。

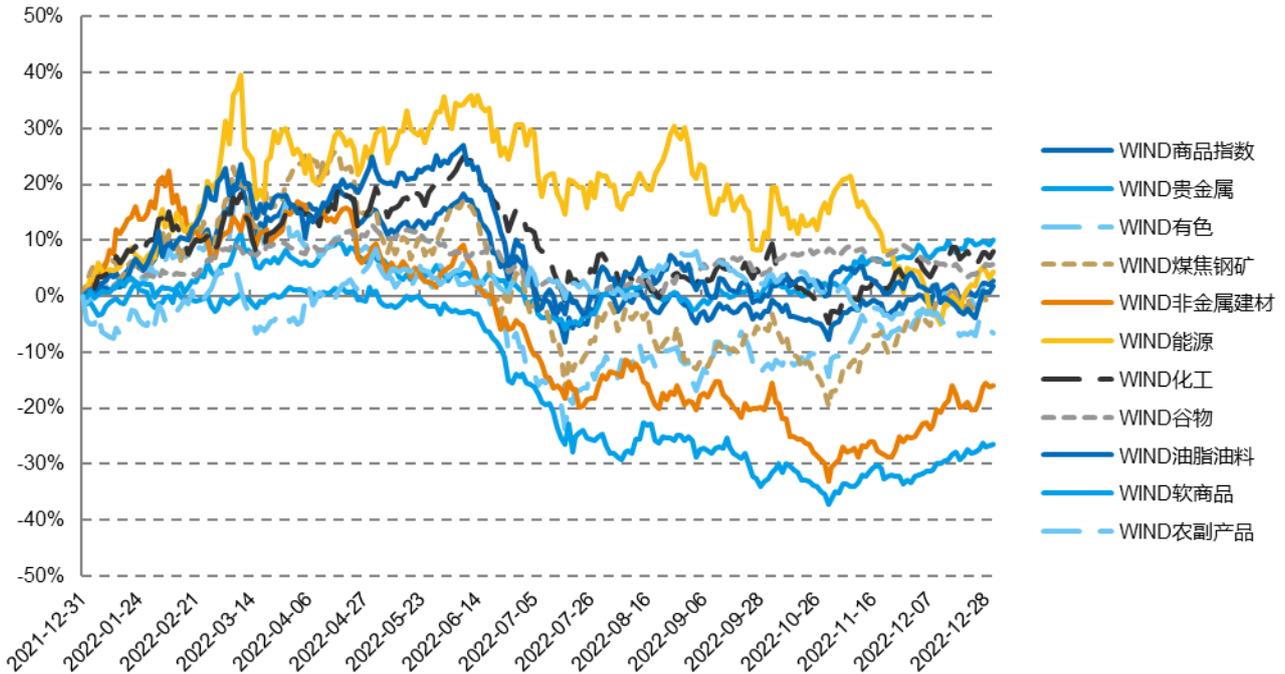
图表2: 商品期货加权波动率 (截止 2022/12/31)



来源：Wind，国金证券研究所

分板块来看，Wind 有色、Wind 贵金属、Wind 化工、Win 煤焦钢矿等主要商品期货板块在 2022 年走出了比较相似的行情特征，受俄乌冲突事件和美联储加息政策影响比较明显。Wind 能源板块走势在 2022 年前三季度强于其他板块，主要原因是供给端偏紧和全球对供应链的担忧。全年来看，收益率绝对值较大的板块分别是 Wind 软商品和 Wind 贵金属，年度收益率分别为 -22.44% 和 12.54%，年度振幅较大的板块分别是 Wind 能源、Wind 有色和 Wind 煤焦钢矿，振幅分别为 45.60%、329.20%、25.67%。振幅远大于收益率，商品市场年内趋势性较差，反转效应明显。

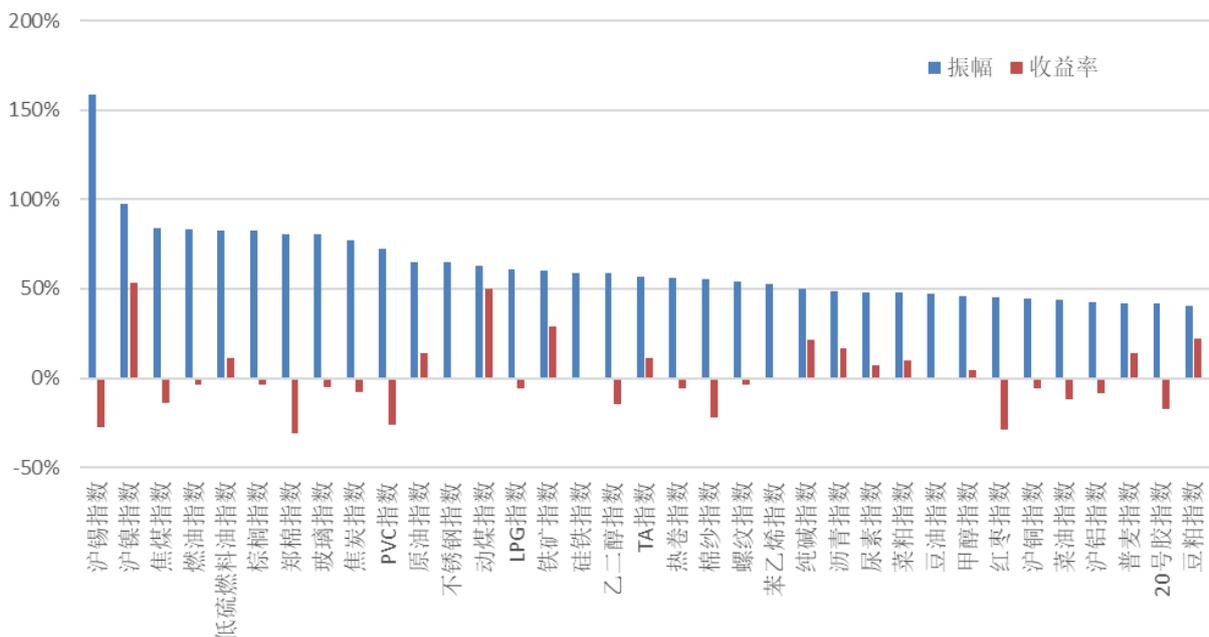
图表3: 商品期货各板块近期收益 (截止 2022/12/30)



来源: Wind, 国金证券研究所

从品种指数的角度来看，同样可以清晰的发现 2022 年跌宕起伏的震荡行情。绝大多数品种振幅极大，反转效应明显。

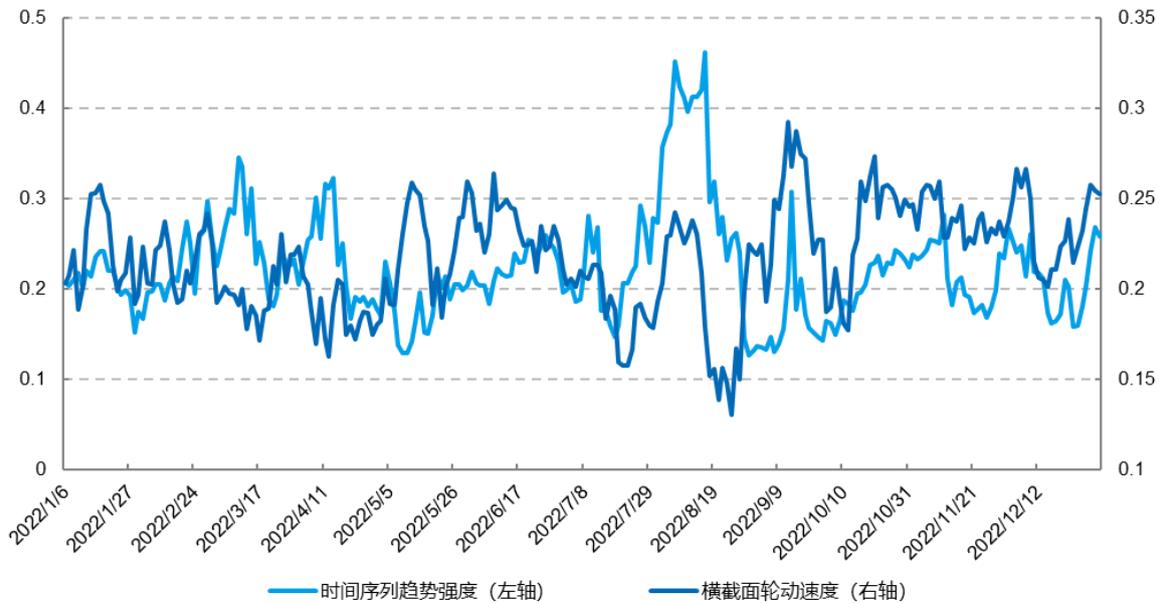
图表4: 部分振幅较大的商品期货板块指数与收益率对比 (2022 年)



来源: Wind, 国金证券研究所

为了更直观的观测商品市场对趋势策略和强弱对冲策略的友好程度，我们分别设计了两个指标。时间序列动量强度指标为各品种 20 日收益率的绝对值，与同期振幅的比值，用来衡量近期市场对趋势策略的友好程度，该指标数值越高，对趋势策略友好度越高。品种横截面强弱轮动速度为品种最近 20 日收益率排名的变化情况，该指标数值越低，对强弱对冲策略友好度越高。从指标的表现来看，时序上的趋势强度指标在 2-3 月维持了较高水平，7 月出现了快速的冲高，其余时间均处于较低水平，2022 年的长周期趋势性机会较差。截面角度，板块轮动速度在 2-4 月、6-7 月均维持了较低水平，对截面策略友好度较高，但在 8-12 月始终维持高位，截面策略同样经历了长期不利环境。

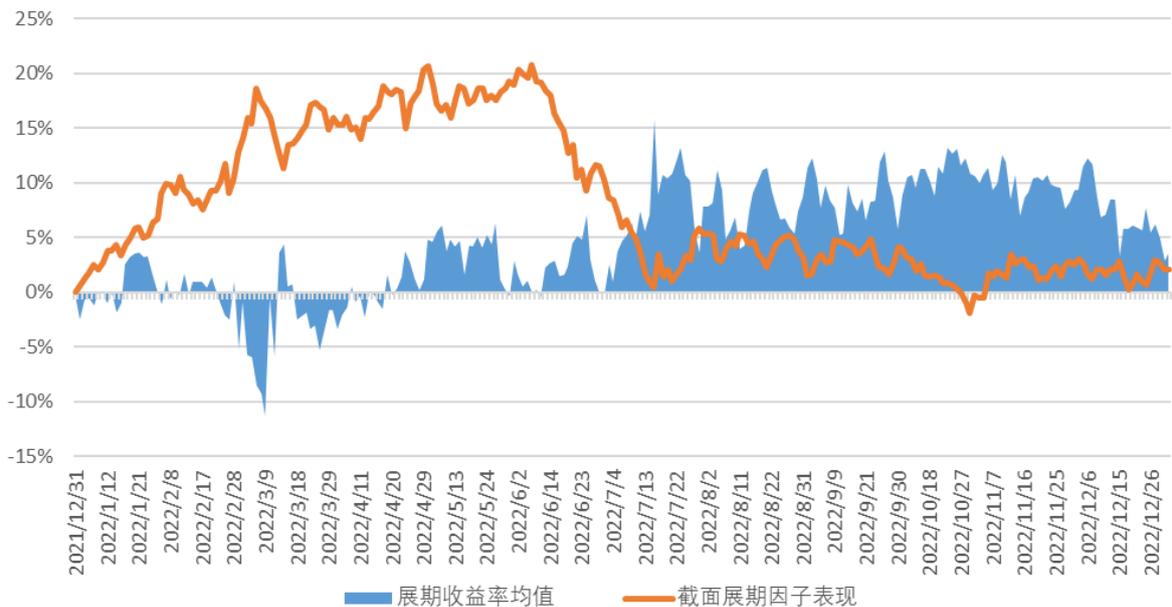
图表5: 商品市场时间序列动量强度和横截面强弱轮动速度 (2022/12/30)



来源: Wind, 国金证券研究所

商品期货市场展期结构在 2022 年发生了较大转变，年初的远月升水结构，到升水逐渐收敛，再到 6 月开始远月大幅贴水。市场展期结构的剧烈转变，使展期策略表现较差，尤其在 6-7 月回撤比较剧烈。

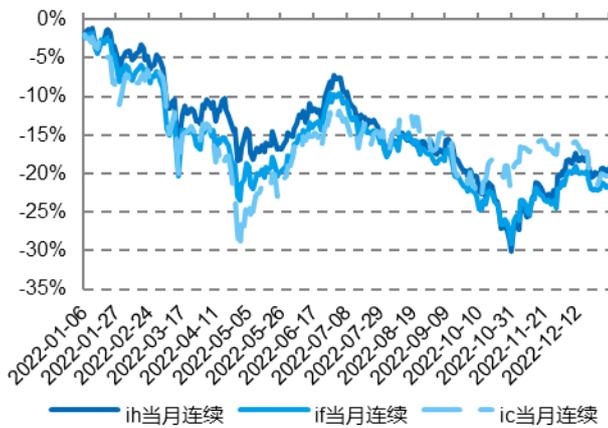
图表6: 展期因子近期表现 (截止 2022/12/31)



来源: Wind, 国金证券研究所

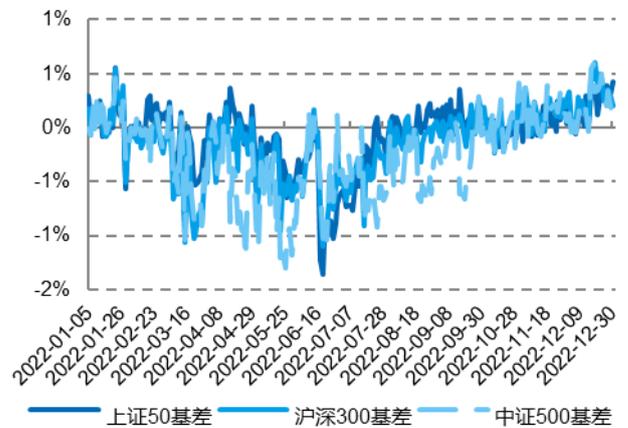
2022 年股指期货波动剧烈，三大股指期货走出多轮顺畅的趋势行情，包括第一、第三季度的下跌趋势，以及第二季度的上涨趋势。上证 50、沪深 300、中证 500 的年度收益率分别为-19.52%、-21.63%、-20.31%，振幅则分别为 43.76%、41.92%、43.30%。目前在产品中使用股指期货策略的 CTA 产品，大多为 1-2 日的短周期策略和 3-5 日的中周期策略，均可以受益于 2022 年大幅波动、出现多次趋势性机会的行情。

图表 7: 三大股指期货近期行情 (截止 2022/12/31)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 股指期货近月基差 (截止 2022/12/31)

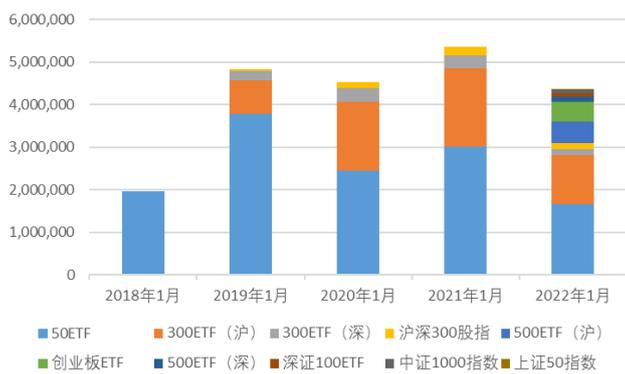


来源: Wind, 国金证券研究所

期权市场回顾:

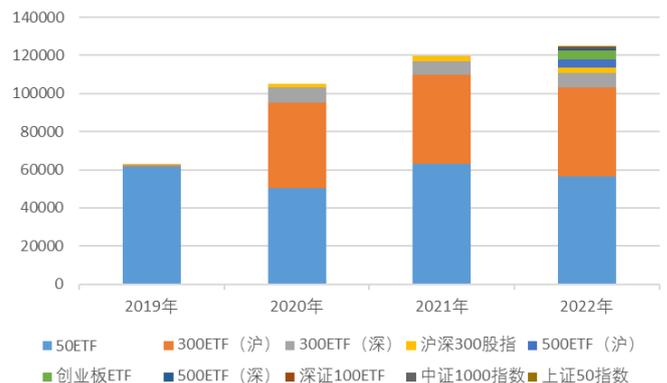
2022 年是股票期权市场发展非常迅猛的一年，仅在 2022 年内上市的新股票期权品种便有 6 个，分别为 500ETF 期权（沪），创业板 ETF 期权、500ETF 期权（深）、深证 100ETF、中证 1000 指数期权、上证 50 指数期权，使国内股票期权的总数达到 10 种。期权市场的成交活跃度同样稳步提升，2019 年的年度期权成交量仅 62435 万张，截止 2022 年底，全部 10 个期权合约品种的年度成交量已达到 124435 万张，成交量的年均增速高达 33.10%。丰富的期权品种，有利于私募基金管理人利用分散投资的方式，优化产品风险业绩表现，不断上升的市场成交量，也会降低期权投资的冲击成本，提高策略容量。

图表 9: 各期权品种近年年底持仓量 (张)



来源: 上交所、深交所、中金所、国金证券研究所

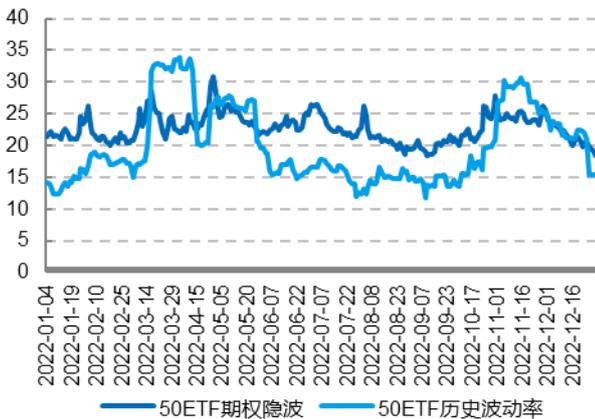
图表 10: 各期权品种年度成交量 (万张)



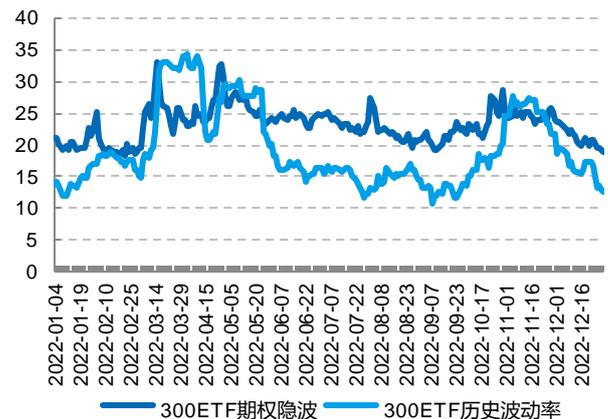
来源: 上交所、深交所、中金所、国金证券研究所

2022 年的股票市场波动较大，期权市场同样出现了几次比较极端的风险行情。2022 年 3 月 15 日，股票市场跳空低开后快速下跌，紧接着在 16 日大幅上涨，伴随着跳空开盘的大幅波动使期权隐含波动快速升高，类似的事情也发生在 2022 年 4 月 25 日，期权隐含波动率再次出现一个峰值。2022 年 5-9 月，股票市场宽幅震荡，期权市场同样略显平淡，隐波维持低位。2022 年 10 月，股票市场快速下跌，并在 11 月初伴随政策的转向而快速反弹，再次引发期权市场隐含波动率的快速升高，本次隐波的拉升并未伴随太过极端的跳空开盘，因此隐波的上升相较 3 月更具连续性，对期权策略私募基金的风险挑战相较温和。

图表 11: 50ETF 期权隐含波动率 (截止 2022/12/30)



图表 12: 300ETF 期权隐含波动率 (截止 2022/12/30)



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

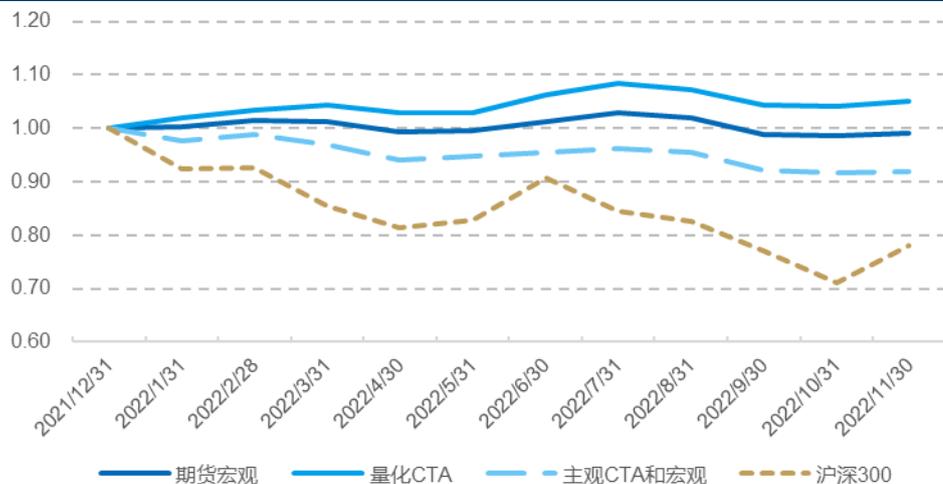
综合来看, 2022 年, 衍生品市场出现了几次剧烈波动, 包括第一季度俄乌冲突对商品期货的拉升、6-7 月美联储加息导致的商品期货快速下跌、3 月和 10 月由于股票市场剧烈反转造成股票期权隐波的暴涨。除了极端波动外, 商品期货市场在 4-5 月和 8-11 月长时间维持低波动震荡行情。对于 CTA 策略来说, 仅有第一季度的上涨行情较为友善, 随后持续大半年的低波动行情中, 穿插着政策带来的极端波动, 市场环境友好度较差。期权市场隐波的剧烈波动同样给期权策略管理人带来了较大挑战, 极易造成对全年收益的侵蚀。而股票市场全年的大幅下跌, 对宏观策略也造成了较大拖累。总体来看, 2022 年对于期货宏观策略大类下的各子策略, 都是风险大于机会的一年。

第二部分: 期货宏观策略和期权策略私募 2022 年度业绩回顾

期货宏观策略私募及各子策略 2022 年业绩回顾:

根据我们统计的全部 2303 个期货宏观策略私募基金产品数据显示, 2022 年, 该策略大类平均收益 1.41%。其中正收益产品数量 1201 个, 正收益产品数量占比 52.15%, 负收益产品数量 1102 个, 负收益产品数量占比 47.85%。我们按照主观和量化对全部期货宏观策略私募基金产品进行分类, 1438 个量化 CTA 策略产品平均收益 3.81%, 其中 844 个产品获得正收益, 正收益产品数量占比 58.69%; 865 个主观期货和宏观策略产品平均收益 -2.60%, 其中 357 个产品获得正收益, 正收益产品数量占比 41.27%。

图表 13: 近期期货宏观策略产品平均表现 (截止 2022/12/30)

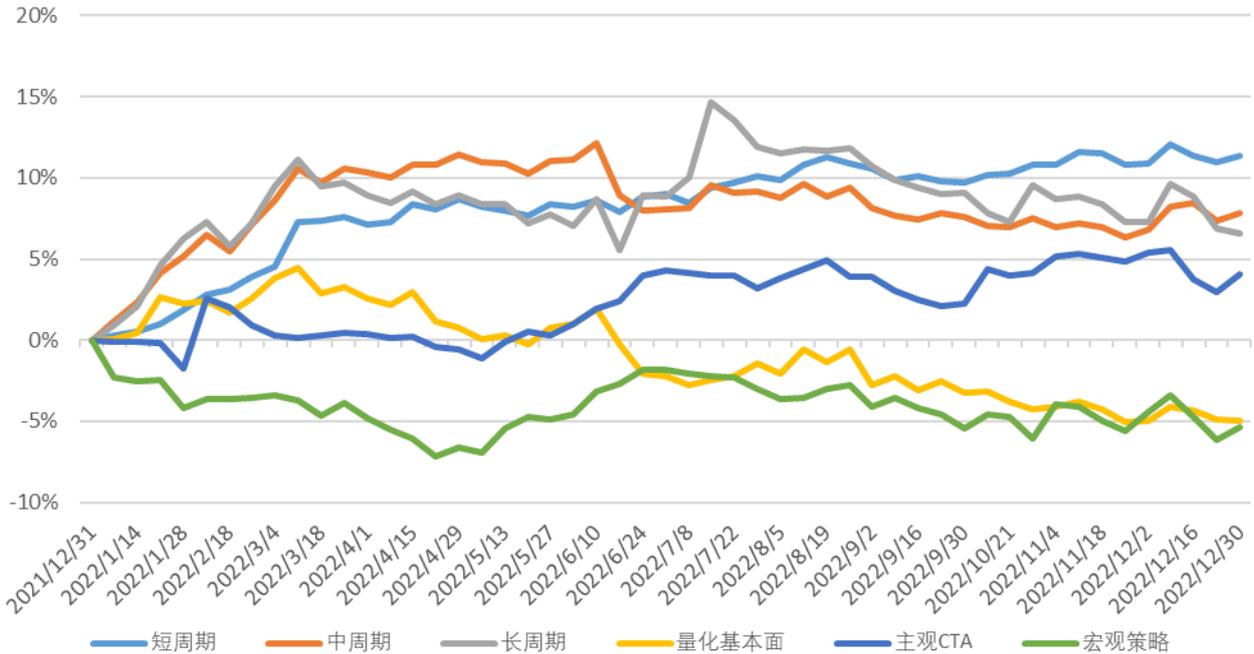


来源: 朝阳永续、国金证券研究所

分子策略来看, 量化 CTA 各子策略均在 2022 年第一季度快速上涨, 仅有量化基本面策略在极端事件性行情下表现一般。从第二季度开始, 各量化 CTA 子策略业绩出现明显分化, 中周期和量化基本面策略震荡两个月后, 从 6 月开始快速回撤, 短周期策略持续小幅上涨, 而长周期策略在 6 月小幅回撤后开始大幅上涨。而在随后的第三和第四季度中, 除

短周期策略外的各量化 CTA 子策略均持续回撤，回撤的持续时间突破过去几年最大值。主观 CTA 和宏观策略方面，明显同时受到了股票市场的影响，在 2022 年 1-4 月和 9-10 月出现明显回撤。对于主观 CTA 策略来说，市场过多的受到事件和政策影响，产业逻辑对行情影响力较弱，主观 CTA 整体仓位较低，全年波动较小。

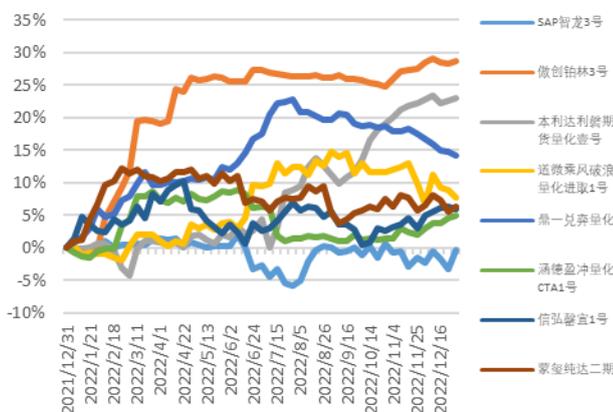
图表 14: 2022 年各期货宏观子策略 (标签) 周度平均表现



来源: 朝阳永续、国金证券研究所

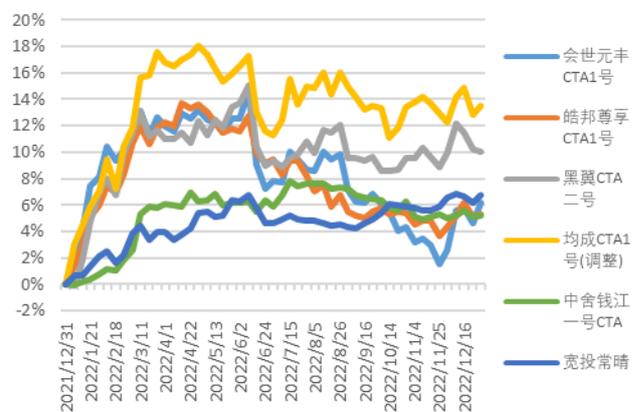
我们从各标签中选取一些具有代表性的优秀管理人，以他们为代表观察分析各类型 CTA 产品在 2022 年的表现特征。实际上绝大多数产品均在策略周期和策略逻辑上有非常丰富的子策略进行分散配置，为了方便分析展示，同时尽量展示产品的主要特征，我们在此仅以产品的平均持仓周期作为主要分类依据，对 CTA 策略产品进行如下分类:短周期(量价为主，平均持仓时间在 3 天左右或以下)，中周期(量价为主，平均持仓时间在 3-7 天)，长周期(量价为主，平均持仓时间在 7 天左右或以上)，量化基本面策略(策略逻辑中以量化基本面策略为主)。

图表 15: 部分短周期 CTA 策略代表产品 2022 年业绩



来源: 朝阳永续、国金证券研究所

图表 16: 部分中周期 CTA 策略代表产品 2022 年业绩



来源: 朝阳永续、国金证券研究所

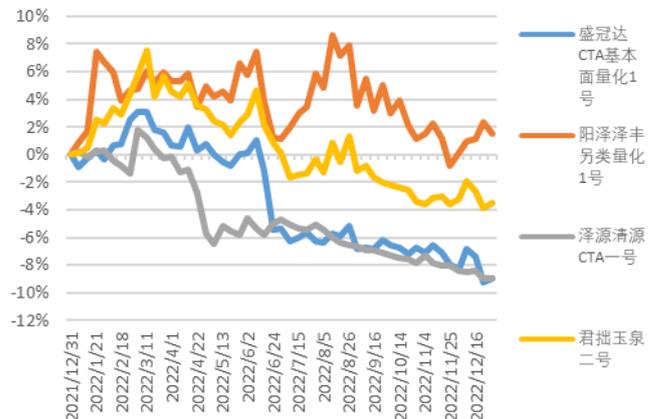
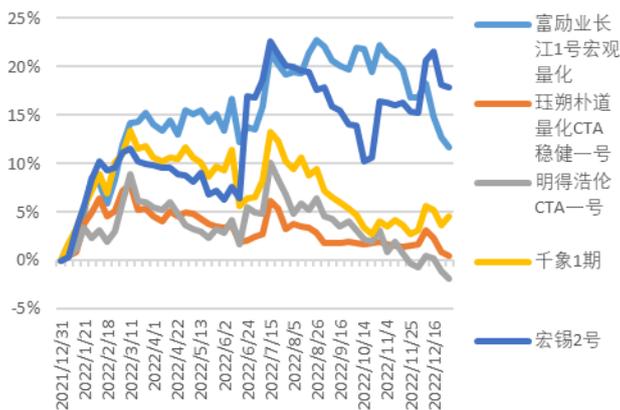
短周期策略中产品业绩分化巨大。主要原因是在 3 天以下平均持仓周期的这个分类体系下，包含诸如日内策略、隔夜策略、平均持仓周期 2-3 天的策略等，这些策略之间差异较大，而各家管理人对 CTA 产品的子策略组合方式和权重也各不相同，导致了短周期分类下的产品业绩差异较大。然而我们仍然可以从图中发现一些共性，基本上大多数短周期分类下的产品在 2022 年第一季度表现较好，6 月商品市场出现快速下跌时，产品业绩出现巨大分化，8-10 月商品市场波动率较低时各产品业绩均以横盘为主，11-12 月商品市场波

动率回升，大多数产品表现也有所回暖。整体来看，短周期策略仍然是受益于波动率上行的市场环境，然而在 6-7 月极端下跌的环境中，各管理人表现出明显差异性。

中周期分类下，我们选取了部分策略复合度极高的管理人，和个别业绩差异较大的管理人进行展示。部分管理规模较大、策略复合度较高的管理人，在 2022 年业绩走势具有一定相似性，他们在策略上兼顾了时序、截面、各持仓周期、量价、基本面等各维度，业绩均表现为第一季度大幅上涨，6-7 月快速下跌，8-10 月横盘震荡或低波动阴跌，11-12 月小幅反弹。个别相似周期下的管理人则在 6 月暴跌的商品市场中出现明显上涨，该管理人的策略主要有趋势和反转构成，另一家管理人在 6 月小幅下跌后，在 8-10 月净值稳定性较强，甚至在 10 月就已开始修复回撤，该管理人策略中统计套利类策略占比较大。（由于均成 CTA1 号使用高保证金策略，我们对其收益率进行了调整，以将之与其他产品放在相似杠杆水平下进行业绩比较）

图表 17：部分长周期 CTA 策略代表产品 2022 年业绩

图表 18：部分量化基本面 CTA 策略代表产品 2022 年业绩



来源：朝阳永续、国金证券研究所

来源：朝阳永续、国金证券研究所

长周期分类下，部分产品的平均持仓周期实际上与中周期有部分重叠，但这些管理人业绩表现出了非常清晰的与中周期（尤其是复合度极高的那部分）CTA 产品的差异，大部分长周期标签下的 CTA 产品在 6 月 10-17 日商品市场开始快速下跌的第一周表现出了明显的回撤，而在直至 7 月中旬的下跌环境中，净值表现出明显的上涨，可见大部分这类型的产品在大级别的动量行情下有明显的把握能力，且尽管持仓周期偏长，但均能够在 1 周之后迅速跟上趋势方向。然而在下半年的震荡行情中，部分长周期产品回撤较为明显，其中个别管理人受到国债期货回撤影响较大。

量化基本面策略方面，当前市场已有很多管理人在产品中使用了量化基本面类的因子或子策略，但使用比例均较低，普遍在 10-20% 范围内，我们选择基本面量化策略占比在 50% 以上的产品，对该类策略业绩表现进行观察。从业绩的共性上来看，虽然各样本在 2022 年第一季度整体表现良好，但整体明显弱于其他量化 CTA 策略的同期表现，主要原因是大多数商品品种和板块在 2022 年 Q1 的平衡表偏空，与俄乌冲突带来的多头市场相悖，难有较好表现。而 2022 年 6-7 月，由美联储政策调整带来的行情同样无法被基本面因素提前捕获，尤其是市场展期结构的剧烈变化使展期类策略回撤明显。随后在 2022 年下半年，市场环境波动较低，CTA 整体小幅下跌。整体来看，全年市场环境接连受到事件和政策冲击，基本面逻辑无法成为主导市场行情的主要因素，导致了量化基本面策略全年表现不及其他策略类型。

从具体产品的表现来看，观察池中的 54 个产品 2022 年的平均年度收益为 4.05%，其中 39 个产品的年度收益率分布在 -10% 至 10% 之间，CTA 策略整体赚钱效应较差。不同产品间的业绩差异较大，且在 49 个历史业绩超过两年的产品中，有 17 个产品在 2022 年突破了产品历史最大回撤，2022 年对 CTA 策略的挑战较大。

图表 19：部分期货宏观策略管理人近期收益（数据截止 2022/12/30）

产品	管理人	近六月	近一年	近两年	近三年	最大回撤	主要表现
傲创铂林 3 号	傲创资产	1.19%	28.75%	76.76%	-	3.39%	短周期
均成 CTA1 号	均成资产	3.19%	27.08%	37.40%	160.25%	22.47%	中周期
本利达利磐期货量化壹号	本利达资产	16.31%	22.97%	35.28%	-	12.38%	短周期
思颯投资-思新四十七号	思颯投资	-3.10%	20.91%	31.07%	54.10%	12.56%	中周期

图表 19: 部分期货宏观策略管理人近期收益 (数据截止 2022/12/30)

产品	管理人	近六月	近一年	近两年	近三年	最大回撤	主要表现
宏锡 2 号	宏锡基金	1.59%	17.88%	16.93%	58.39%	15.66%	长周期
久熙 CTA 锐进 1 期	久熙资产	22.02%	17.50%	57.38%	-	29.45%	短周期
鼎一兑弈量化	鼎一私募	-2.10%	14.20%	28.83%	62.44%	9.99%	短周期
白鹭商品价值投资 1 号	白鹭资管	-5.75%	13.89%	-	-	11.65%	量化基本面
芷瀚量化 CTA 激进一号	芷瀚资产	-0.19%	12.63%	25.77%	65.72%	7.05%	中周期
富励业长江 1 号宏观量化	富励业私募	-0.48%	11.66%	-	-	11.68%	长周期
黑翼 CTA 二号	黑翼资产	0.84%	10.01%	16.20%	53.17%	9.39%	中周期
众壹量合乾坤一号	众壹资产	-7.27%	8.98%	28.26%	49.11%	10.30%	主观期货
盈迈 CTA 荆溪一号	盈迈资产	2.78%	8.06%	28.53%	63.79%	7.40%	中周期
道微乘风破浪量化进取 1 号	道微投资	-1.78%	7.80%	18.33%	-	8.43%	短周期
浙江白鹭量化 CTA 一号	白鹭资管	-5.62%	7.48%	13.89%	78.31%	8.30%	长周期
鸣熙夸克二号	鸣熙资产	2.31%	7.24%	8.69%	10.67%	12.20%	短周期
杉阳云杉量化 1 号	杉阳投资	6.36%	7.22%	27.22%	-	5.72%	主观期货
量客中宇一号	量客投资	-4.07%	6.85%	-	-	15.97%	中周期
宽投常晴	宽投资产	2.06%	6.75%	7.64%	31.31%	6.26%	中周期
蒙玺纯达二期	蒙玺投资	-1.06%	6.35%	7.66%	25.42%	8.14%	短周期
会世元丰 CTA1 号	会世资产	-0.96%	6.16%	15.77%	50.69%	11.50%	中周期
信弘馨宜 1 号	信宏天禾资产	1.97%	5.91%	7.85%	29.71%	8.83%	短周期
皓邦尊享 CTA1 号	德贝私募	-3.49%	5.34%	18.58%	-	9.65%	中周期
中舍钱江一号 CTA	中舍资产	-0.57%	5.25%	18.86%	-	2.87%	中周期
毓颜言商 1 号	毓颜投资	-1.28%	5.16%	4.47%	90.71%	11.76%	中周期
涵德盈冲量化 CTA1 号	涵德投资	-1.10%	4.98%	26.05%	70.63%	7.44%	短周期
千象 1 期	千象资产	-1.75%	4.53%	13.06%	40.71%	9.43%	长周期
汇艾资产-稳健 1 号基金	汇艾资产	1.10%	4.12%	18.39%	35.36%	2.92%	主观期货
旌安 2 号	旌安投资	5.73%	3.75%	25.63%	85.22%	6.64%	主观期货
从石 1 号	从石私募	4.36%	3.43%	45.27%	167.49%	23.42%	主观期货
宁水多策略	厦门宁水	3.28%	3.36%	-1.62%	37.43%	15.29%	宏观策略
致远 CTA 精选 2 期	富善投资	-3.34%	1.91%	15.81%	85.73%	9.43%	中周期
阳泽泽丰另类量化 1 号	阳泽投资	0.90%	1.55%	12.08%	44.16%	8.73%	量化基本面
半夏宏观对冲	半夏投资	4.90%	1.34%	62.34%	165.08%	12.95%	宏观策略
珏朔朴道量化 CTA 稳健一号	珏朔资产	-1.56%	0.49%	7.00%	44.27%	6.83%	长周期
景上源 1 号	景上源投资	-0.69%	0.16%	40.70%	57.56%	12.94%	主观期货
SAP 智龙 3 号	智龙资本	2.92%	-0.34%	3.87%	15.81%	13.06%	短周期
鸿凯进取 5 号	鸿凯投资	0.64%	-0.42%	4.13%	67.30%	26.72%	宏观策略
九坤量化 CTA 私募 1 号	九坤投资	-1.04%	-0.79%	13.15%	28.65%	8.88%	短周期
宣夜投资 CTA 稳流一期	宣夜投资	0.33%	-1.46%	15.87%	-	5.27%	中周期
珺容翔宇 CTA2 号	珺容资产	-9.14%	-1.56%	6.92%	62.71%	19.61%	长周期
洛书尊享 CTA 拾壹号	洛书投资	-4.02%	-1.72%	16.17%	125.26%	21.83%	长周期
明得浩伦 CTA 一号	明得浩伦投资	-7.24%	-1.84%	19.61%	79.03%	14.31%	长周期
旭诺 CTA 一号	旭诺资产	-2.18%	-2.72%	16.02%	60.18%	12.33%	中周期
君拙玉泉二号	君拙投资	-4.38%	-3.52%	-7.91%	5.33%	11.64%	量化基本面
泓湖稳宏宏观策略	泓湖投资	0.44%	-4.43%	66.55%	205.22%	18.23%	宏观策略
华澄 1 期	华澄投资	-8.54%	-6.67%	-7.65%	14.65%	14.78%	短周期

图表 19: 部分期货宏观策略管理人近期收益 (数据截止 2022/12/30)

产品	管理人	近六月	近一年	近两年	近三年	最大回撤	主要表现
鑫岚龙腾 1 号	鑫岚投资	-6.96%	-8.09%	8.28%	67.24%	18.41%	宏观策略
泽源清源 CTA 一号	泽源投资	-4.23%	-8.97%	-	-	12.06%	量化基本面
盛冠达 CTA 基本面量化 1 号	盛冠达资产	-3.72%	-8.99%	-1.25%	30.69%	15.23%	量化基本面
凯丰宏观策略 9 号	凯丰投资	-7.20%	-10.89%	5.75%	27.11%	22.92%	宏观策略
元葵天时	元葵资产	-9.68%	-11.16%	-0.67%	73.86%	18.53%	宏观策略
乐瑞宏观配置基金	乐瑞资产	-13.68%	-12.59%	-16.51%	6.08%	32.49%	宏观策略
量信量化 2 期	量信投资	-10.10%	-16.75%	-3.79%	34.02%	28.16%	长周期

来源: 朝阳永续、国金证券研究所

从产品间相关性的角度来看,目前市场上 CTA 产品之间的相关性平均数仅 0.31,其中仍有大量产品之间的周度收益率序列相关性为负。具体来看,短周期标签下的各家管理人相关性最低,均值仅 0.08,长周期标签下的各家管理人相关性稍高,但 0.63 的平均值说明相关性并不高。不同标签下的各家管理人相关系数仅 0.30,其中短周期策略的各家管理人和其他三类策略的各家管理人平均相关系数仅有 0.21。投资者在选择 CTA 进行产品配置时,如果分散投资于不同类型的 CTA 产品,可以有效降低 CTA 组合的波动水平,若适度增加短周期策略 CTA 的占比,则分散效果可以进一步提高。

图表 20: 部分 CTA 策略管理人代表产品相关性矩阵

	智龙	傲创	本利达	道微	鼎一	通德	信弘天禾	蒙玺	会世	德贝	果翼	均成	中舍	宽投	富善	富勋业	珂期	明德洛伦	千象	宏锡	盛冠达	阳泽	泽源	君旭	白鹭
智龙	1.000	0.020	0.203	-0.105	-0.192	0.218	-0.272	0.392	0.503	0.261	0.430	0.354	0.034	0.378	0.401	0.319	0.291	0.189	0.355	-0.037	0.566	0.266	-0.113	0.359	0.213
傲创	0.020	1.000	0.135	0.244	0.139	0.488	0.122	0.254	0.255	0.342	0.236	0.306	0.451	0.175	0.202	0.181	0.241	0.317	0.254	0.114	0.228	0.041	-0.016	0.323	0.455
本利达	0.203	0.135	1.000	0.071	-0.044	-0.063	0.049	0.277	0.180	0.096	0.157	0.008	0.033	0.037	0.174	0.136	0.102	0.122	0.109	-0.018	0.145	0.190	-0.170	0.182	0.219
道微	-0.105	0.244	0.071	1.000	0.294	-0.161	0.048	-0.002	-0.012	-0.026	-0.015	0.129	0.239	-0.017	0.151	0.420	0.268	0.378	0.180	0.545	-0.197	-0.166	0.129	-0.033	0.121
鼎一	-0.192	0.139	-0.044	0.294	1.000	0.031	-0.063	0.113	0.013	0.055	0.172	0.162	0.414	0.046	0.308	0.437	0.129	0.280	0.305	0.306	-0.159	0.157	0.026	-0.062	0.130
通德	0.218	0.488	-0.063	-0.161	0.031	1.000	-0.117	0.197	0.219	0.238	0.416	0.262	0.116	0.354	-0.019	0.033	-0.084	-0.093	0.093	-0.274	0.418	0.249	-0.121	0.358	0.284
信弘天禾	-0.272	0.122	0.049	0.048	-0.063	-0.117	1.000	0.035	0.134	0.185	0.043	0.175	0.220	-0.175	0.023	-0.062	0.040	0.276	0.138	0.278	-0.149	-0.034	0.220	0.180	0.096
蒙玺	0.392	0.254	0.277	-0.002	0.113	0.197	0.035	1.000	0.765	0.662	0.745	0.549	0.280	0.375	0.630	0.522	0.524	0.507	0.710	0.351	0.551	0.509	-0.069	0.618	0.649
会世	0.503	0.255	0.180	-0.012	0.013	0.219	0.134	0.765	1.000	0.835	0.820	0.744	0.336	0.598	0.673	0.585	0.684	0.592	0.839	0.285	0.672	0.654	-0.006	0.730	0.753
德贝	0.261	0.342	0.096	-0.026	0.055	0.238	0.185	0.662	0.835	1.000	0.735	0.710	0.324	0.622	0.508	0.525	0.674	0.632	0.741	0.269	0.602	0.508	0.164	0.736	0.701
果翼	0.430	0.236	0.157	-0.015	0.172	0.416	0.043	0.745	0.820	0.735	1.000	0.665	0.259	0.603	0.562	0.580	0.597	0.504	0.755	0.251	0.703	0.692	0.078	0.774	0.632
均成	0.354	0.306	0.008	0.129	0.162	0.262	0.175	0.549	0.744	0.710	0.665	1.000	0.553	0.516	0.569	0.584	0.557	0.555	0.817	0.311	0.480	0.431	0.012	0.587	0.649
中舍	0.034	0.451	0.033	0.239	0.414	0.116	0.220	0.280	0.336	0.324	0.259	0.553	1.000	0.161	0.520	0.428	0.293	0.552	0.515	0.429	-0.026	0.048	0.119	0.174	0.397
宽投	0.378	0.175	0.037	-0.017	0.046	0.354	-0.175	0.375	0.598	0.622	0.603	0.516	0.161	1.000	0.316	0.511	0.602	0.288	0.519	-0.040	0.488	0.370	0.056	0.512	0.374
富善	0.401	0.202	0.174	0.151	0.308	-0.019	0.023	0.630	0.673	0.508	0.562	0.569	0.520	0.316	1.000	0.668	0.546	0.660	0.791	0.469	0.318	0.364	0.040	0.447	0.455
富勋业	0.319	0.181	0.136	0.420	0.437	0.033	-0.062	0.522	0.585	0.525	0.580	0.584	0.428	0.511	0.668	1.000	0.674	0.633	0.742	0.494	0.301	0.347	0.068	0.356	0.375
珂期	0.291	0.241	0.102	0.268	0.129	-0.084	0.040	0.524	0.684	0.674	0.597	0.557	0.293	0.602	0.546	0.674	1.000	0.703	0.751	0.469	0.417	0.340	0.202	0.494	0.470
明德洛伦	0.189	0.317	0.122	0.378	0.280	-0.093	0.276	0.507	0.592	0.632	0.504	0.555	0.552	0.288	0.660	0.633	0.703	1.000	0.745	0.608	0.255	0.372	0.269	0.539	0.460
千象	0.355	0.254	0.109	0.180	0.305	0.093	0.138	0.710	0.839	0.741	0.755	0.817	0.515	0.519	0.791	0.742	0.751	0.745	1.000	0.524	0.480	0.486	-0.023	0.590	0.627
宏锡	-0.037	0.114	-0.018	0.545	0.306	-0.274	0.278	0.351	0.285	0.269	0.251	0.311	0.429	-0.040	0.469	0.494	0.469	0.608	0.524	1.000	-0.141	-0.065	0.223	0.076	0.365
盛冠达	0.566	0.228	0.145	-0.197	-0.159	0.418	-0.149	0.551	0.672	0.602	0.703	0.480	-0.026	0.488	0.318	0.301	0.417	0.255	0.480	-0.141	1.000	0.508	-0.062	0.678	0.411
阳泽	0.266	0.041	0.190	-0.166	0.157	0.249	-0.034	0.509	0.654	0.508	0.692	0.431	0.048	0.370	0.364	0.347	0.340	0.372	0.486	-0.065	0.508	1.000	-0.026	0.661	0.479
泽源	-0.113	-0.016	-0.170	0.129	0.026	-0.121	0.220	-0.069	-0.006	0.164	0.078	0.012	0.119	0.056	0.040	0.068	0.202	0.269	-0.023	0.223	-0.062	-0.026	1.000	0.155	-0.076
君旭	0.359	0.323	0.182	-0.033	-0.062	0.358	0.180	0.618	0.730	0.736	0.774	0.587	0.174	0.512	0.447	0.356	0.494	0.539	0.590	0.076	0.678	0.661	0.155	1.000	0.588
白鹭	0.213	0.455	0.219	0.121	0.130	0.284	0.096	0.649	0.753	0.701	0.632	0.649	0.397	0.374	0.455	0.375	0.470	0.460	0.627	0.365	0.411	0.479	-0.076	0.588	1.000

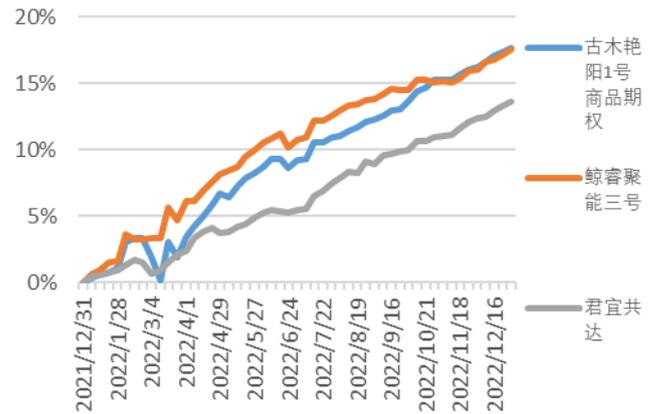
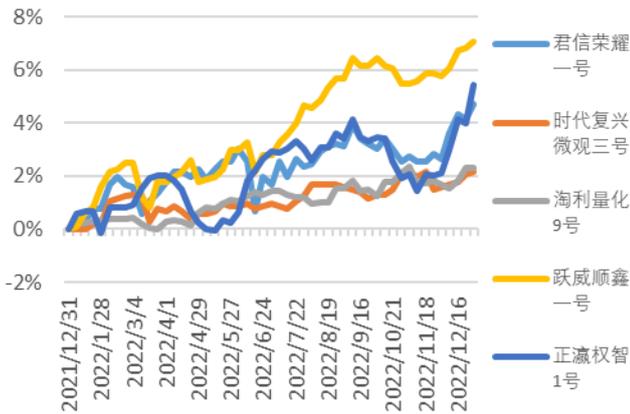
来源: 朝阳永续、国金证券研究所

期权策略私募基金 2022 年业绩回顾:

2022 年股票市场和商品市场都出现了比较极端的波动,容易给期权策略带来回撤。股票市场方面,3 月、4 月、10 月均出现了比较大幅度的快速下跌并紧跟着急促的反弹,尤其是 3 月 15-16 日,股票期权的隐含波动率爆发性上涨,容易给期权卖方头寸带来极大风险。从股票期权策略代表产品的业绩来看,大部分产品均在 3-4 月和 10 月出现了较大净值波动,使样本平均年度收益率仅有 4.33%。期货市场方面,3 月由于俄乌冲突带来的剧烈波动,以及 6 月由美联储加息带来的快速下跌,都给商品期权市场带来了明显的风险行情。目前我们主要接触的几家商品期权策略管理人主要以卖权策略为主,他们虽然在 3 月和 6 月出现了净值波动,但全年业绩仍然较好,年度平均收益约 16.28%。

图表21：部分股票期权策略代表产品 2022 年业绩

图表22：部分商品期权策略代表产品 2022 年业绩



来源：朝阳永续、国金证券研究所

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。2022 年，关注池期权策略私募基金产品平均收益 3.33%，整体小幅上涨，商品期权策略收益普遍高于股票期权策略。从回撤的角度来看，个别复合策略产品受到 CTA 类策略影响，因此历史回撤幅度较大，绝大多数产品经受住了 2022 年极端波动的市场环境，虽对全年收益造成了一定影响，但净值整体波动较小。

图表23：部分期权策略管理人近期收益（数据截止 2022/12/30）

产品	管理人	近六月收益	近一年收益	近两年收益	近三年收益	历史最大回撤	主要策略
古木艳阳 1 号商品期权	古木投资	8.35%	17.63%	-	-	3.09%	商品期权
鲸睿聚能三号	鲸睿资产	6.76%	17.60%	-	-	1.49%	商品期权
君宜共达	君宜私募	7.59%	13.60%	-	-	1.80%	商品期权
跃威顺鑫一号	跃威私募	4.18%	7.07%	-	-	1.93%	股票期权
正瀛权智 1 号	正瀛资产	2.24%	5.43%	9.50%	27.86%	2.61%	股票期权
君信荣耀一号	君信私募	2.70%	4.70%	19.76%	64.80%	5.95%	股票期权
淘利量化 9 号	淘利资产	0.98%	2.29%	8.74%	15.87%	4.18%	股票期权
时代复兴微观三号	时代复兴投资	1.22%	2.17%	8.51%	13.58%	4.01%	股票期权
泓倍期权套利 1 号	泓倍资产	2.06%	-0.18%	5.25%	15.88%	4.57%	股票期权
申毅格物 5 号	申毅投资	0.42%	-0.98%	7.57%	19.51%	3.87%	复合策略
牧鑫多策略 0 号	牧鑫资产	0.13%	-3.42%	-0.32%	52.14%	10.37%	复合策略

来源：朝阳永续、国金证券研究所

第三部分：2023 年市场环境展望及期货宏观类私募配置建议

2023 年，商品市场将会摆脱 2022 年下半年的极低波动环境，使 CTA 运行环境有所好转。主要原因包括两个方面，其一，国外高通胀与紧缩的货币政策，将有可能随着通胀的控制或经济逐渐走向衰退而有所变化，使部分国际定价品种因金融属性而带来的低波动行情有所松动；其二，国内疫情防控政策的改变和稳经济的主要目标，也将有望拉动国内商品需求，尤其以“稳增长”为目标从而可能出现的基建需求上升，或将拉动黑色板块波动。商品期货市场有望摆脱 2022 年下半年持续低波动的市场，使 CTA 业绩获得反弹之机。然而，从风险的角度看，波动虽有上升，但趋势性机会仍不明朗。原油仍将带有较强的政策属性，与地缘政治、国家博弈存在较强联系，黑色板块的下游需求存在政策性特点，往往使行情突发性强、持续性弱，而能源维持高价将始终为工业品种带来一定价格支撑。

我们对 2023 年 CTA 整体表现持改善预期，市场大概率会给出一些阶段性的投资机会，但强度和持续性尚待进一步观测。具体产品选择方面，复合度较高的策略仍然是配置的核心，在对复合策略产品进行筛选时，应兼顾平均持仓时间不要过长，且对冲类策略应具有

一定必要的权重。同时，由于大多数复合度较高的 CTA 策略管理人在短周期策略上给予的权重偏少，因此也可适当另外增加短周期 CTA 策略的配置。因此，2023 年度策略中我们减少“beta”类 CTA 策略管理人的推荐，更多的从差异化的角度推介一些可能可以为投资人现有 CTA 投资组合带来分散性配置意义的私募管理人，具体包括：“beta”类 CTA 策略管理人上海德贝私募管理有限公司，中长周期差异化管理人上海富励业私募基金管理有限公司，中短周期差异化管理人北京市佑维投资管理有限公司、深圳市本利达资产管理有限公司、重庆道微投资管理有限公司。推荐管理人的具体情况介绍，请关注《2023 年度私募基金投资策略：红杏枝头春意闹，风物长宜放眼量》。

图表 24：CTA 策略管理人推荐（月度数据，数据截止 2022 年 12 月）

名称	私募公司	近一年			近两年		
		收益率	夏普比率	最大回撤	收益率	夏普比率	最大回撤
皓邦尊享 CTA1 号	上海德贝	5.34%	46.95%	8.75%	--	--	--
富励业长江 1 号宏观量化	上海富励业	11.66%	75.96%	9.04%	--	--	--
道微乘风破浪量化进取 1 号	道微投资	7.80%	77.39%	4.67%	18.33%	84.31%	6.19%
佑维 CTA 平衡一号	佑维投资	9.10%	90.00%	4.89%	19.23%	85.13%	4.89%
本利达利磐期货量化壹号	本利达资产	22.72%	214.81%	3.68%	34.97%	172.95%	4.99%

来源：国金证券研究所，朝阳永续

风险提示

国际关系引发较大波动。俄乌局势难料，无论是战事，还是相关地区和国家的贸易政策，都将对商品市场造成直接冲击，引起期货策略私募基金的净值波动风险。尤其贸易政策可能会对部分农产品、有色金属、能源板块品种带来较大波动。

流动性风险。若期货市场波动过大，交易所可能通过抬高保证金占比、调整交易手续费、调整涨跌停幅度等方式，降低投资者过热或过度恐慌的情绪。可能使部分期货品种流动性下降，减少可交易品种数量，从而增加 CTA 策略私募基金的投资风险。

持续低波动风险。若经济复苏不及预期，同时通胀维持高位，商品价格可能继续维持高位震荡，CTA 将同样无法获得较高收益。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402