

期货宏观及期权策略私募一季度业绩

私募基金投资策略
报告

绩回顾及投资前瞻

证券研究报告

国金证券研究所

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

CTA 左侧布局时点何时现？

宏观经济和期货期权市场一季度回顾

2023 年第一季度，商品市场在前两个月横盘震荡，波动率持续下行，3 月，全球金融风险的爆发大幅影响了市场情绪，并使市场对美联储后续货币政策预期产生较大影响，商品市场波动率陡然上升，但趋势性极差，大量品种发生趋势反转，对大多数商品期货 CTA 非常不利。股票市场在 1 月结束了上涨，之后偏弱震荡，波动率同样持续走低，市场波动率维持低位，对股指期货 CTA 策略友好度一般，较低的波动率和隐含波动率对期权策略来说也机会平平。

期货宏观及期权策略私募一季度表现总结

根据我们统计的全部 2581 个期货宏观策略私募基金产品数据显示，2023 年第一季度，该策略大类平均收益-0.68%。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，1667 个量化 CTA 策略产品平均收益-1.31%，914 个主观期货和宏观策略产品平均收益 0.49%。期货宏观策略整体在 2023 年 Q1 持续回撤，主观 CTA 表现优于量化 CTA。

2023 年第一季度，市场结束了因疫情防控放松带来的上涨行情，而是因强预期弱现实，使行情回到偏弱震荡的状态，3 月海外银行暴雷引发的恐慌性行情，市场宽幅震荡，波动率上升，但趋势性反而进一步恶化。分子策略来看，短周期策略分类下产品表现离散度较大，但短周期策略整体受制于市场整体极低的波动率和较低的成交活跃度，表现较弱。中周期和长周期策略对趋势性的依赖更强，1-2 月的低波动，以及 3 月的宽幅震荡，都使中长周期 CTA 表现较差。量化基本面策略同样在宏观因素和政策因素主导的市场环境中表现不佳。主观 CTA 今年以来逐渐开始发力，主要原因是主观 CTA 策略交易的标的以国内定价品种为主，包括黑色板块和化工板块的部分品种，这些品种的行情更多受到了国内疫情防控放松后的供需变化影响，行情主导因素回到基本面逻辑上，主观期货管理人可以用相对集中的仓位，来捕捉少量品种上的交易机会。宏观策略的表现更多的受到股票市场的影响，1 月大幅上涨，2 月略有回调。

市场环境展望及期货宏观类私募配置建议

当前商品市场受到两条主要逻辑线的影响，其一仍是美联储的货币政策预期；其二是国内的经济复苏。

国际方面，因为银行业逐渐显露的风险，使市场对美国衰退、以及美联储货币政策的预期有所变化。我们认为美国很难在 6 月转向降息，但与此同时，持续加息的概率已经大幅下降。当前的市场环境宏观风险较大，政策预期对市场影响较大，市场对宏观环境的预期变化较快，对商品价格的波动率将有所提振，但趋势的持续性仍不乐观。

国内方面，经济复苏的脚步坚定不移。但自从疫情防控政策放松以来，PMI 生产指数的回暖速度远大于 PMI 新订单指数，指向生产的复苏快于需求复苏，而市场的热情过于旺盛，一旦发现需求复苏速度不及预期时，国内定价的商品品种便也走出了偏弱震荡的行情，结束了前期 CTA 的反弹，后续行情的推动仍需整体经济环境复苏的进一步支撑。

综合来看，我们对 CTA 未来的表现仍然偏谨慎，但可能持续回撤的情况不会持续太久，变化的时点需要密切关注海外宏观环境和国内需求强度。因此 CTA 方面在当前时点不宜大幅减仓，但若处于较低仓位下，也尚未到加仓时点。在具体策略和产品的选择上，仍建议以中性偏谨慎的态度面对 CTA 的配置选择，同时可适度增加短周期趋势类策略，增强组合对高波动机会的捕获能力。另一方面，经济复苏的大背景下，国内定价的商品期货品种的主要逻辑重回基本面，部分主观 CTA 策略管理人有望获得优于量化 CTA 管理人的表现。

本期报告介绍杭州中柏资产管理有限公司的主观 CTA 策略。

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。

内容目录

第一部分：宏观经济和期货期权市场一季度回顾	3
宏观经济环境	3
期货市场回顾	3
第二部分：期货宏观及期权策略私募一季度表现总结	8
期货宏观策略大类整体表现	8
部分期货宏观策略代表性产品近期表现	8
期货宏观策略各子策略平均表现	10
部分期权策略代表性产品近期表现	10
第三部分：市场环境展望及期货宏观类私募配置建议	11
杭州中柏资产管理有限公司	12
风险提示	12

图表目录

图表 1：CPI 当月同比和环比（截止 2023/3）	3
图表 2：PPI 当月同比和环比（截止 2023/3）	3
图表 3：PMI 生产和需求（截止 2023/3）	3
图表 4：PMI 库存和价格（截止 2023/3）	3
图表 5：南华商品指数对数收益率（截止 2023/3/31）	4
图表 6：商品期货市场 20 日加权波动率（截止 2023/3/31）	4
图表 7：商品期货各板块近期收益（截止 2023/3/31）	5
图表 8：商品期货各品种指数 2023 年 3 月收益率、振幅和趋势性	6
图表 9：商品市场时间序列动量强度和横截面强弱轮动速度（2023/3/31）	6
图表 10：展期因子近期表现（截止 2023/3/31）	7
图表 11：三大股指期货近期行情（截止 2023/3/31）	7
图表 12：股指期货近月基差（截止 2023/3/31）	7
图表 13：50ETF 期权隐含波动率（截止 2023/3/31）	8
图表 14：300ETF 期权隐含波动率（截止 2023/3/31）	8
图表 15：近期期货宏观策略产品平均表现（截止 2023/3/31）	8
图表 16：近期部分期货宏观策略产品业绩表现（截止 2023/3/31）	9
图表 17：期货宏观策略各子策略 2023 年第一季度平均表现	10
图表 18：近期部分期权策略私募产品业绩表现（截止 2023/3/31）	11
图表 19：柏跃一号业绩表现（截止 2023/3/31）	12
图表 20：柏跃一号业绩指标（2023/3/31）	12

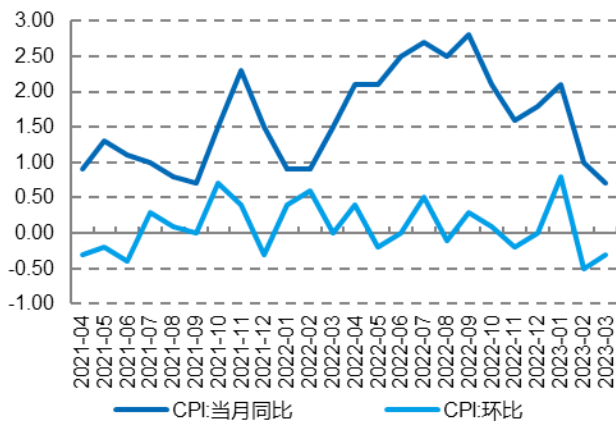
第一部分：宏观经济和期货期权市场—季度回顾

宏观经济环境

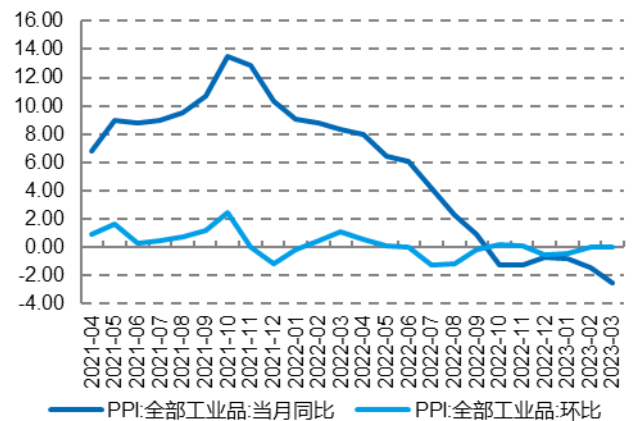
2023年3月，我国CPI指数同比回落0.3个百分点至0.70%，环比回升0.2个百分点至-0.30%。分项来看，鲜菜和猪肉环比回落7.2%和4.2%，使食品项成为CPI的主要拖累。核心CPI同比涨幅0.7%，环比持平，仍保持在近两年低位。

PPI同比受高基数影响，下降1.1个百分点至-2.50%，环比则持平，仍为0.00%。分项来看，受国外输入性影响较大的石油开采、石油加工环比由正转负分别降至-0.9%和-0.4%，有色冶炼环比降至-0.3%，而国内需求相关的黑色矿采、黑色冶炼环比延续上涨，分别为2.4%和1.3%。

图表1: CPI 当月同比和环比 (截止 2023/3)



图表2: PPI 当月同比和环比 (截止 2023/3)

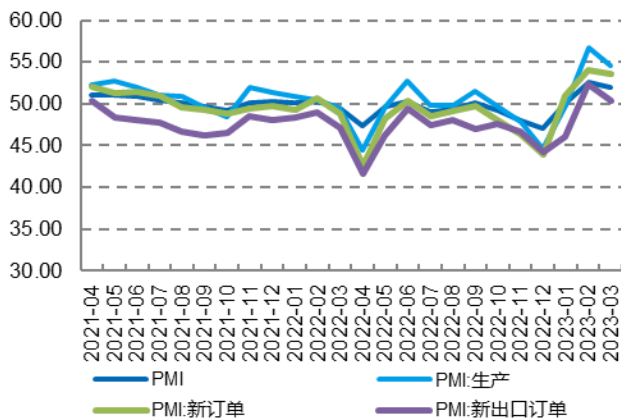


来源: Wind, 国金证券研究所

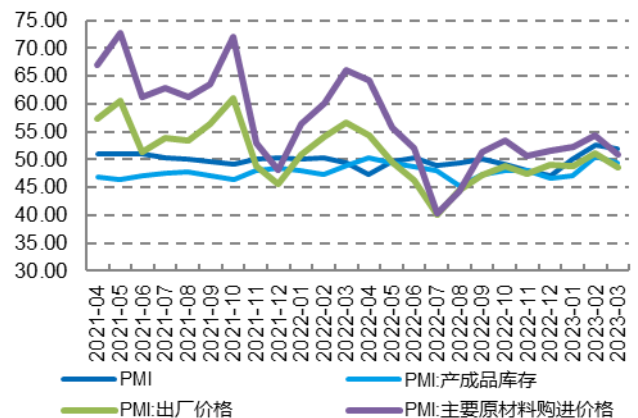
来源: Wind, 国金证券研究所

2023年3月，制造业PMI录得51.90，较2月下降0.7个百分点，但仍处于近两年来较高水平。生产和需求角度来看，PMI生产指数和新订单指数分别下滑2.1和0.5个百分点至54.60和53.60，虽有一定下滑，但仍处于扩张区间内，且需求下滑幅度较小。产成品库存指数下滑1.1至49.50，类库问题逐渐得到解决。

图表3: PMI 生产和需求 (截止 2023/3)



图表4: PMI 库存和价格 (截止 2023/3)



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

期货市场回顾

2023年第一季度，商品市场先是延续22年底疫情防控放松带来的基于乐观预期的上涨行情，但随着经济数据逐渐指向强预期弱现实的矛盾，商品市场逐渐走平，开始宽幅震荡。3月初，由于美国利率倒挂严重，导致硅谷银行因期限错配而引发账面浮亏，并进一步引发挤兑和破产。紧接着在3月中旬，瑞士信贷也爆出重大风险。全球金融系统接连发生的重大风险引发了市场风险偏好的迅速下降，黄金大幅上涨，而其他商品品种都快速下行，直至3月下旬，一方面瑞士信贷被瑞银收购并得到大量流动性援助，另一方面暂时没

有更多银行发生风险的爆发，商品市场有所反弹。南华商品指数整月收跌-1.58%，振幅6.09%。指数振幅较大，月内出现两次反转，月初的反转结束前期的偏强震荡，上半月大幅下跌，月中的反转则是开启了新一轮反弹。市场整体波动较大，但趋势性极差。

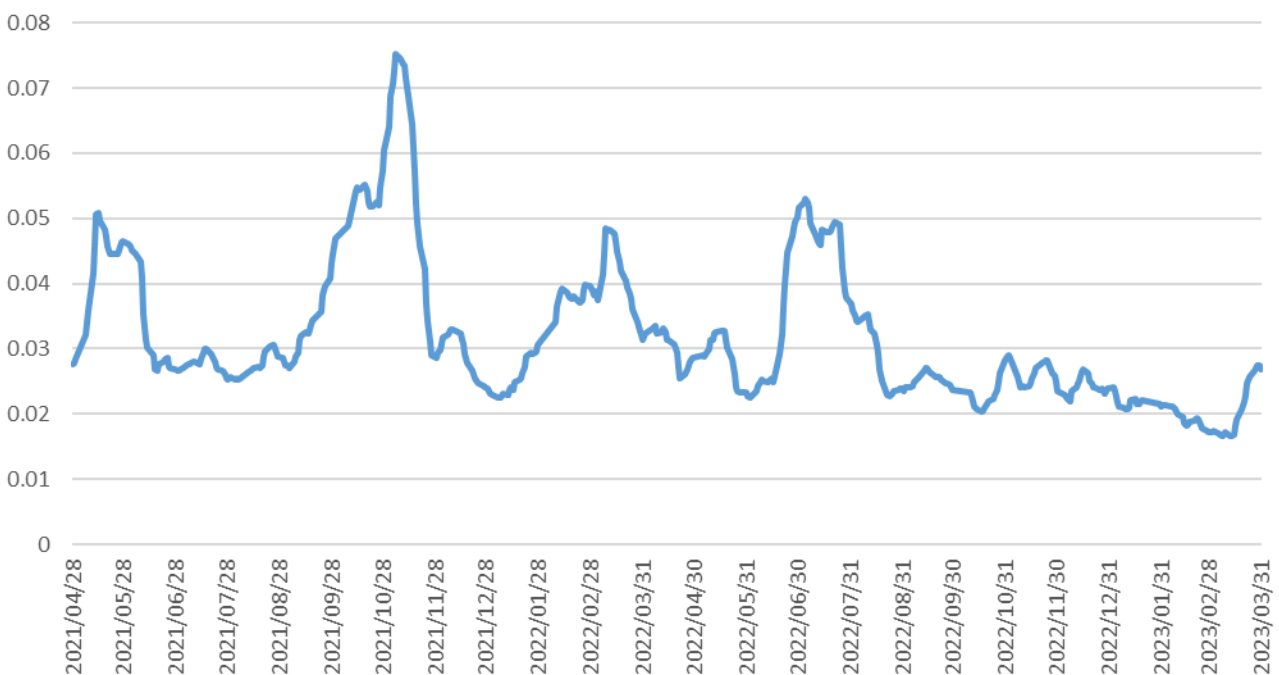
图表5: 南华商品指数对数收益率 (截止 2023/3/31)



来源: iFind, 国金证券研究所

在过去的1-2年中，部分商品品种的成交额发生了大幅长期的变化，因此我们重新调整了商品市场加权波动率的编制方式，将原本使用长期成交额占比作为权重的方式，改为使用短期成交额占比作为权重。编制方式的调整并不影响最近几个月以来市场波动率的整体状态——长期维持极低波动率。3月市场发生了两次较大幅度的反转，小幅提升了市场波动率，但这种从极低波动率向较低波动率的变化，价格行情还表现为反转，带给CTA的只有伤害。

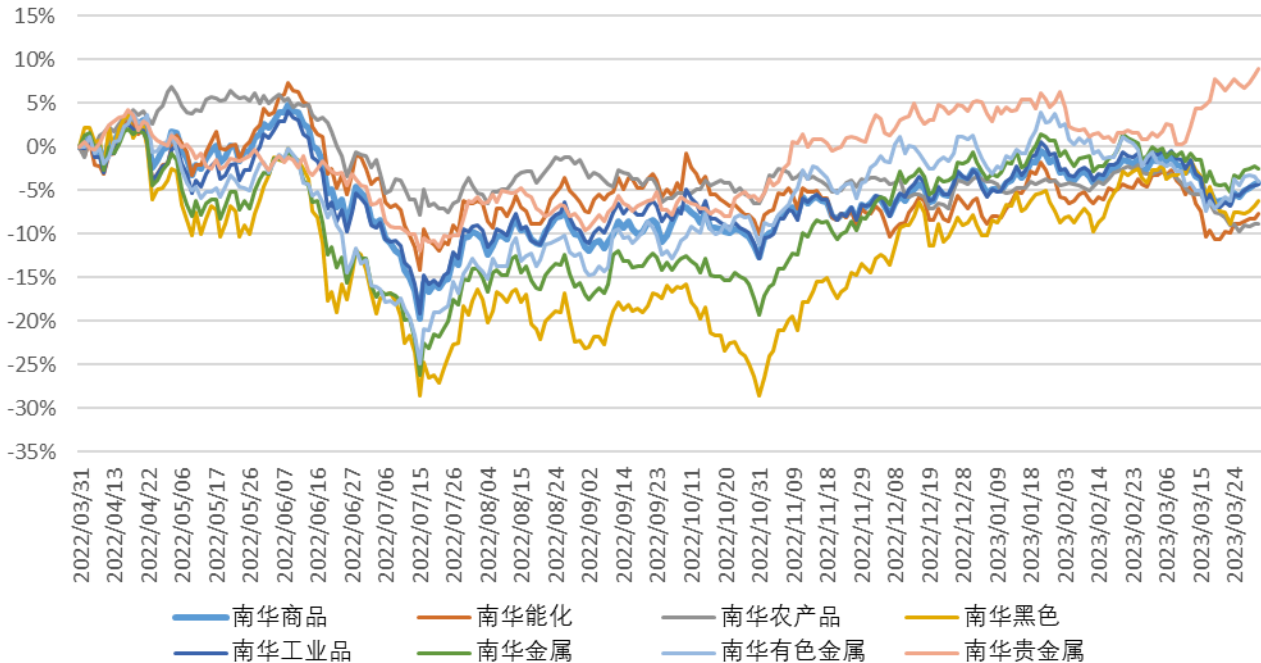
图表6: 商品期货市场 20 日加权波动率 (截止 2023/3/31)



来源: iFind, 国金证券研究所

2023年3月，除贵金属板块外，商品市场各板块走出相似行情，均为快速下跌后小幅反弹。从整月的情况来看，南华贵金属指数月度收益7.94%，振幅8.78%，趋势性较强，南华农产品、南华能化、南华有色金属月度收益率分别为-5.91%、-3.27%、-2.78%，振幅分别为7.66%、9.31%、7.11%，仅有色金属的转折性较弱，其他波动较大的板块均在月内存在较大反转。3月主导商品市场行情的主要因素是又全球金融风险带来的避险情绪，具有较强宏观属性和事件属性。

图表7：商品期货各板块近期收益（截止2023/3/31）

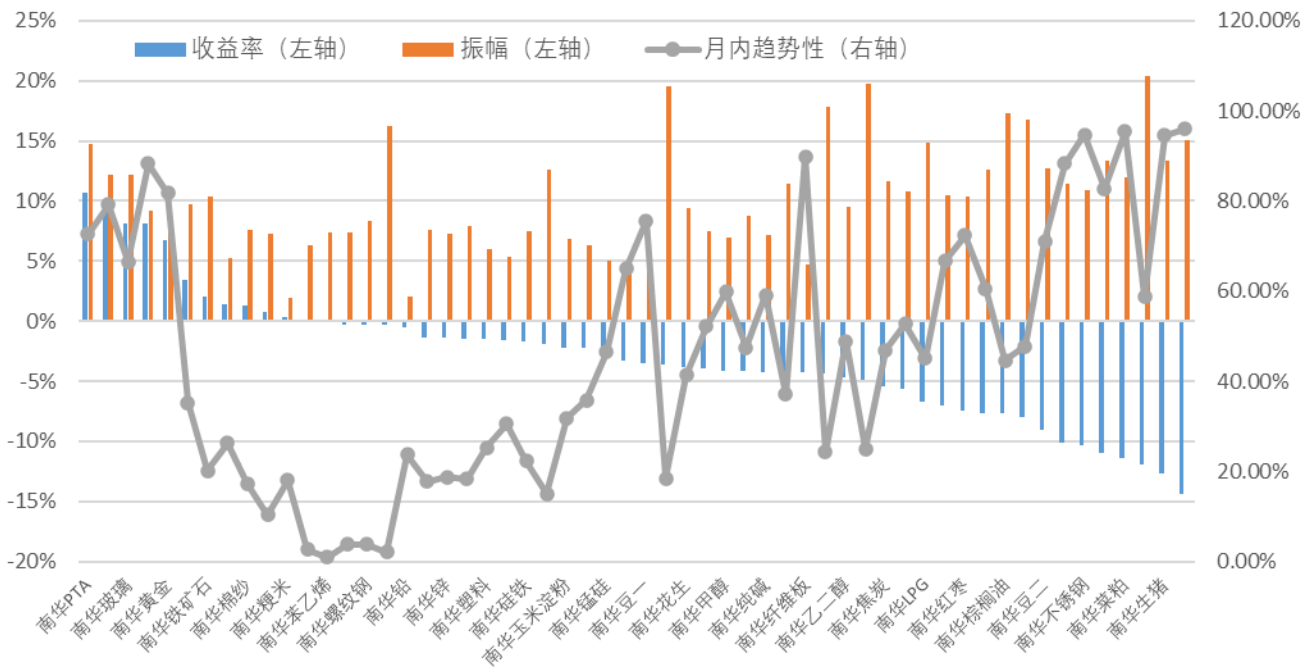


来源：Wind，国金证券研究所

从品种指数的角度来看，3月涨幅较大的品种包括PTA、白银、玻璃，收益率分别为10.72%、9.62%、8.09%，振幅分别为14.74%、12.14%、12.17%，其中PTA在基本面偏强的情况下，市场交投活跃度极高，可能存在资金博弈，近期波动率可能较大。

1月收益率波动较大品种指数仍然较少，涨跌幅超过10%的品种指数仅有沪锡指数和沪镍指数，收益率分别为-10.54%和-11.04%，振幅分别为14.23%和14.39%，月内存在一定趋势性，但更长周期来看都是对前期持续反弹的反转，主要原因都是前期炒作较多的需求复苏，实际上不及预期（镍为前期产能投放较大和下游新能源车电池需求失速，锡为消费电子行业的需求低于预期）。大部分品种的波动较小，趋势性基差，同时部分波动较大的品种均表现为对前期反弹行情的下挫。

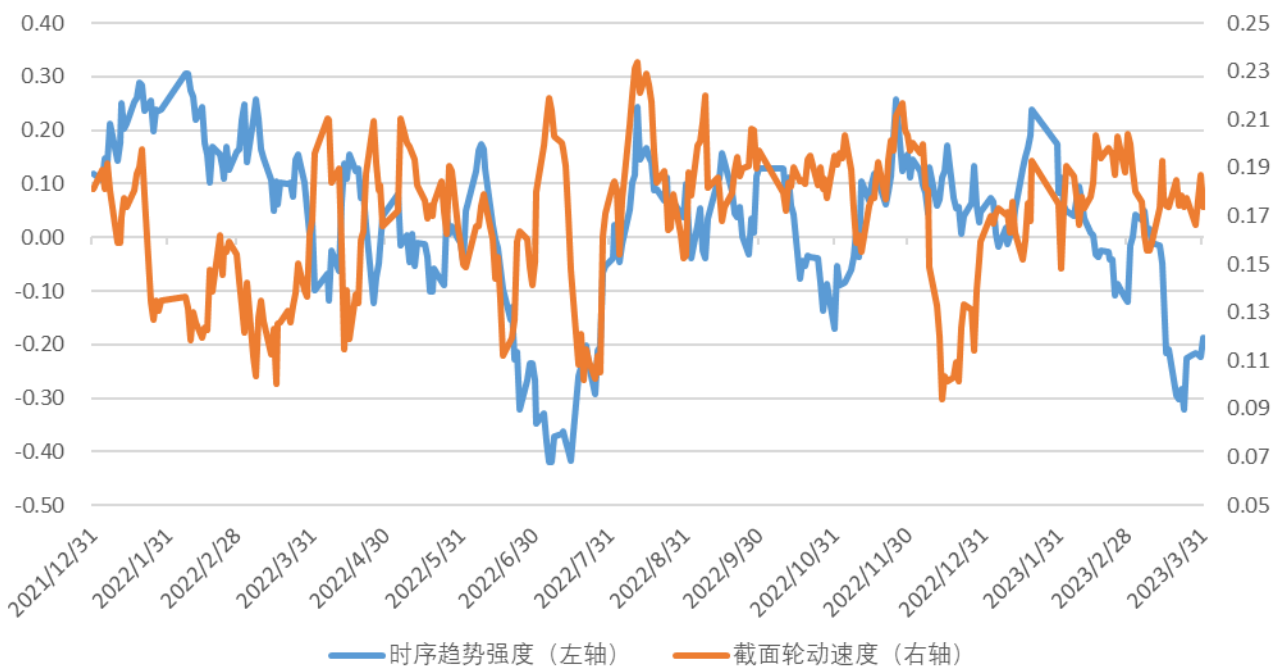
图表8: 商品期货各品种指数 2023 年 3 月收益率、振幅和趋势性



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,与同期每日收率绝对值的和的比值,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,时序动量强度持续恶化,仅次于 2022 年 6-7 月的低点。截面轮动速度则维持在相对中高的水平上。整体来看,3 月的行情对长周期时序类策略非常不利,对截面策略同样不算友好。

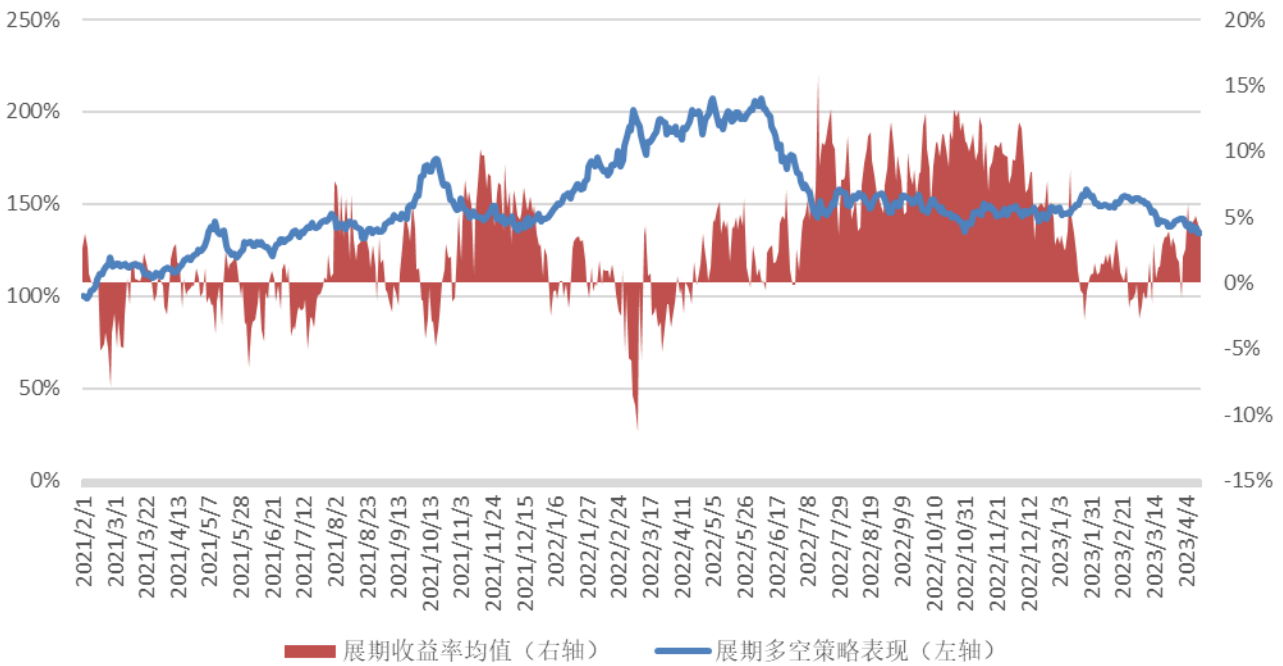
图表9: 商品市场时间序列动量强度和横截面强弱轮动速度 (2023/3/31)



来源: Wind, 国金证券研究所

期现结构方面,由于 3 月金融市场风险带动的情绪化行情波动,导致近月合约波动较大,市场平均展期结构再次转向。截面上的展期策略 3 月持续回撤。

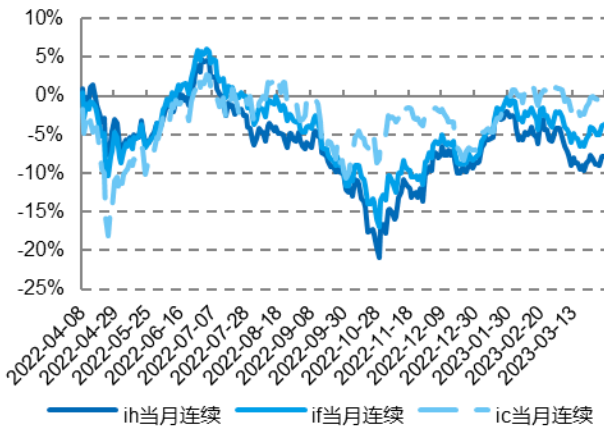
图表10: 展期因子近期表现 (截止 2023/3/31)



来源: Wind, 国金证券研究所

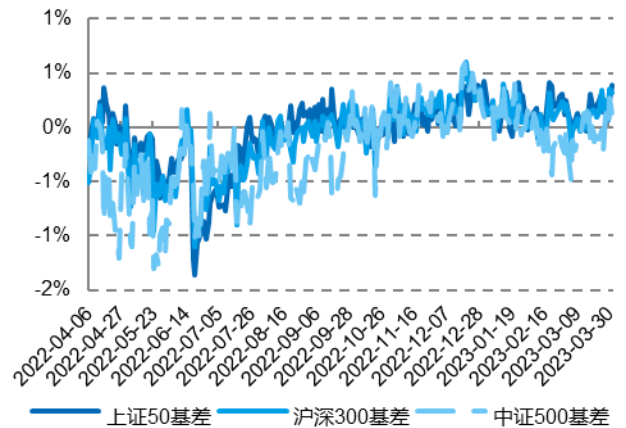
2023年3月, 上证50、沪深300、中证500的月度收益率分别为-2.75%、-0.46%、-0.28%, 振幅分别为6.21%、4.97%、4.45%。3月股指期货行情波动略有上升, 对短周期股指期货CTA策略较为友好。而基差方面, 主连合约在2月小幅贴水后, 3月重回升水状态。

图表11: 三大股指期货近期行情 (截止 2023/3/31)



来源: Wind, 国金证券研究所

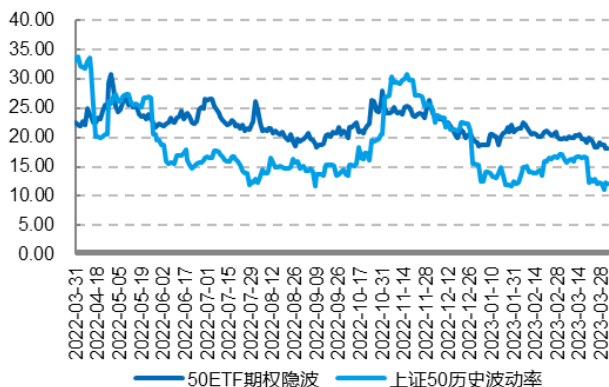
图表12: 股指期货近月基差 (截止 2023/3/31)



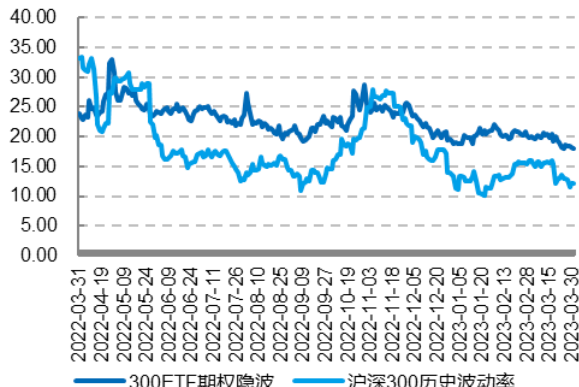
来源: Wind, 国金证券研究所

期权市场的隐含波动率在3月持续低波动下行, 波动率曲面套利策略收益空间仍然较为有限。市场历史波动率同样也出现了一定跌幅, 隐波策略风险较为可控。市场环境对于期权策略来说保持平淡。

图表 13: 50ETF 期权隐含波动率 (截止 2023/3/31)



图表 14: 300ETF 期权隐含波动率 (截止 2023/3/31)



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

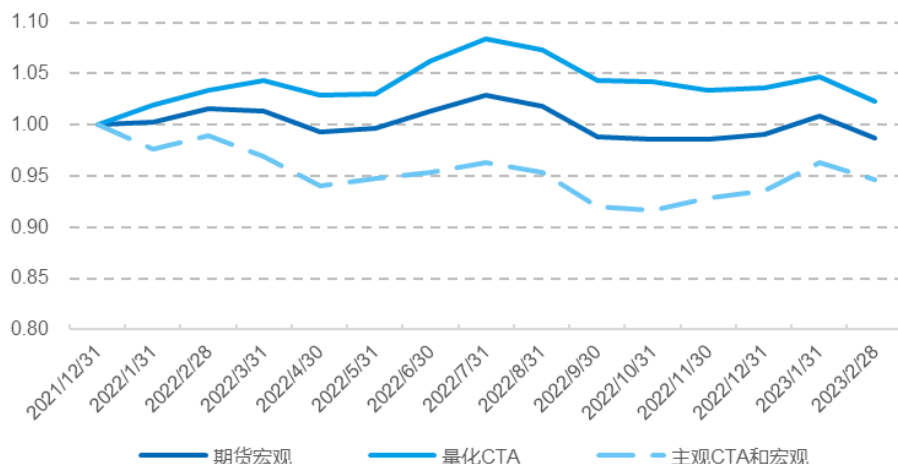
综合来看, 2023 年第一季度, 商品市场在前两个月横盘震荡, 波动率持续下行, 3 月, 全球金融风险的爆发大幅影响了市场情绪, 并使市场对美联储后续货币政策预期产生较大影响。商品市场波动率陡然上升, 但趋势性极差, 大量品种发生趋势反转, 对大多数商品期货 CTA 非常不利。股票市场在 1 月结束了上涨, 之后偏弱震荡, 波动率同样持续走低, 市场波动率维持低位, 对股指期货 CTA 策略友好度一般, 较低的波动率和隐含波动率对期权策略来说也机会平平。

第二部分：期货宏观及期权策略私募一季度表现总结

期货宏观策略大类整体表现

根据我们统计的全部 2581 个期货宏观策略私募基金产品数据显示, 2023 年第一季度, 该策略大类平均收益-0.68%。其中正收益产品数量 1160 个, 正收益产品数量占比 44.94%, 负收益产品数量 1421 个, 负收益产品数量占比 55.06%。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, 1667 个量化 CTA 策略产品平均收益-1.31%, 其中 713 个产品获得正收益, 正收益产品数量占比 42.77%; 914 个主观期货和宏观策略产品平均收益 0.49%, 其中 447 个产品获得正收益, 正收益产品数量占比 48.91%。期货宏观策略整体在 2023 年第一季度持续回撤, 主观 CTA 表现优于量化 CTA。

图表 15: 近期期货宏观策略产品平均表现 (截止 2023/3/31)



来源: 朝阳永续、国金证券研究所

部分期货宏观策略代表性产品近期表现

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。2023 年第一季度, 市场在持续受到美联储加息预期影响之后, 还经历了银行暴雷风险带来的宽幅震荡行情。我们的样本池平均季度收益-1.30%, 62 个样本共有 25 个上涨, 38 个下跌。其中大量量化 CTA 策略产品仍在持续刷新产品历史最大回撤。

图表16：近期部分期货宏观策略产品业绩表现（截止 2023/3/31）

产品简称	管理人	近一月	近三月	近六月	近一年	近两年	最大回撤	主要策略
XXXXX	LR	2.72%	11.40%	5.67%	-7.10%	-14.42%	29.33%	宏观策略
XXXXX	NS	0.54%	6.66%	13.56%	14.88%	0.93%	14.10%	宏观策略
XXXXX	JK	5.06%	6.50%	7.16%	5.41%	19.23%	8.88%	短周期
XXXXX	XN	-0.28%	4.03%	3.34%	5.02%	8.08%	11.82%	中周期
XXXXX	JSY	2.48%	3.38%	4.31%	4.30%	40.73%	3.72%	主观期货
XXXXX	ZH	4.42%	3.13%	-0.13%	0.79%	23.89%	7.83%	中周期
XXXXX	HA	1.36%	3.06%	2.86%	5.38%	18.31%	1.48%	主观期货
XXXXX	ZY	-0.81%	3.02%	3.19%	5.08%	28.32%	8.82%	主观期货
XXXXX	SY	0.74%	2.36%	1.86%	8.71%	27.36%	2.14%	主观期货
XXXXX	DW	2.41%	2.08%	-2.69%	7.94%	17.26%	8.43%	短周期
XXXXX	JA	-0.23%	1.89%	3.66%	9.50%	26.18%	6.64%	主观期货
XXXXX	YY	2.46%	1.85%	-0.59%	4.06%	-0.08%	11.76%	中周期
XXXXX	ZS	0.31%	1.47%	0.41%	0.99%	18.42%	2.64%	中周期
XXXXX	ZLT	1.14%	1.34%	12.95%	-0.40%	13.89%	17.77%	短周期
XXXXX	HD	1.13%	1.32%	4.80%	-2.56%	27.01%	7.46%	短周期
XXXXX	XHTH	-2.32%	1.20%	6.68%	-1.04%	14.57%	8.83%	短周期
XXXXX	BX	-2.78%	1.08%	5.65%	8.55%	69.69%	9.48%	宏观策略
XXXXX	YK	2.04%	0.98%	0.54%	2.04%	-4.91%	18.63%	宏观策略
XXXXX	BS	3.71%	0.94%	0.93%	4.53%	-8.05%	16.20%	主观期货
XXXXX	KT	1.30%	0.91%	2.24%	3.61%	9.62%	4.56%	中周期
XXXXX	AC	-0.30%	0.59%	2.61%	8.06%	70.85%	2.15%	短周期
XXXXX	JC	2.74%	0.58%	0.96%	-5.43%	19.01%	22.47%	中周期
XXXXX	DY	0.98%	0.44%	-3.28%	4.57%	32.03%	9.99%	短周期
XXXXX	HY	4.74%	0.09%	1.37%	-1.40%	14.85%	8.62%	长周期
XXXXX	BLD	0.08%	-0.49%	7.48%	20.88%	27.38%	10.08%	短周期
XXXXX	FLY	1.56%	-0.50%	-8.94%	-3.62%	17.77%	11.68%	长周期
XXXXX	RR	-2.29%	-0.55%	-4.79%	2.03%	38.85%	10.08%	多策略
XXXXX	JS	-0.74%	-0.68%	-1.94%	-5.31%	9.20%	7.46%	长周期
XXXXX	XL	-1.44%	-0.77%	-3.52%	-6.12%	2.90%	12.44%	宏观策略
XXXXX	SGD	-1.51%	-0.81%	-3.38%	-11.15%	-2.82%	16.14%	量化基本面
XXXXX	HK	-4.35%	-1.18%	-0.76%	-3.05%	-15.41%	22.43%	宏观策略
XXXXX	ZY	-0.90%	-1.71%	-2.85%	-2.13%	22.79%	11.43%	主观期货
XXXXX	HF	-1.29%	-1.84%	2.77%	3.87%	14.48%	6.42%	宏观策略
XXXXX	SX	-0.14%	-1.99%	-0.40%	10.54%	24.28%	12.56%	中周期
XXXXX	LX	2.77%	-2.48%	-10.59%	-27.71%	-5.32%	31.37%	长周期
XXXXX	YZ	0.09%	-2.59%	-3.19%	-5.86%	15.90%	8.98%	量化基本面
XXXXX	JZ	0.12%	-2.60%	-3.88%	-11.11%	-7.28%	12.78%	量化基本面
XXXXX	CS	-4.50%	-2.65%	3.23%	4.39%	35.06%	9.19%	主观期货
XXXXX	HH	-0.48%	-2.70%	-1.61%	-4.86%	34.62%	19.19%	宏观策略
XXXXX	YS	-2.09%	-2.97%	-3.96%	-5.27%	-6.21%	11.67%	短周期
XXXXX	XY	-2.72%	-3.14%	-2.98%	-5.57%	5.01%	6.93%	中周期
XXXXX	HX	2.33%	-3.40%	-0.06%	3.54%	3.97%	15.66%	中周期
XXXXX	HL	-1.14%	-3.43%	-3.79%	-9.48%	--	--	长周期

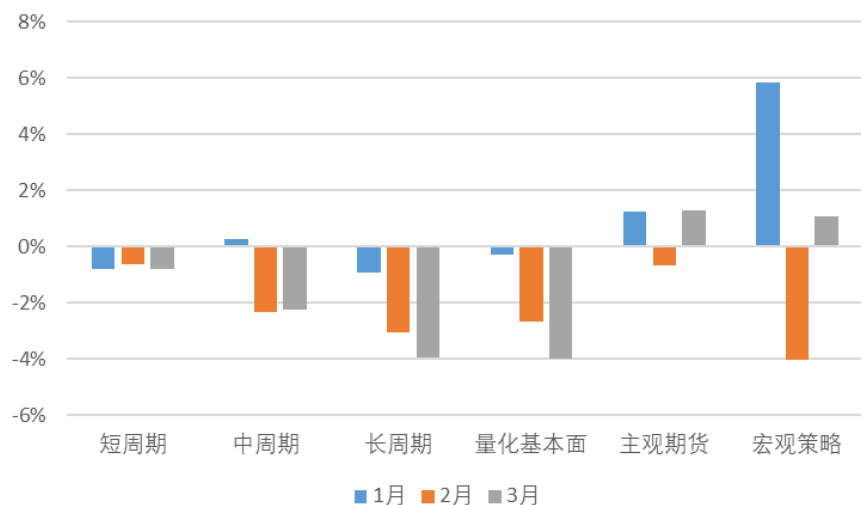
XXXXX	SX	-0.27%	-3.44%	5.41%	6.80%	8.37%	6.91%	短周期
XXXXX	MDHL	0.18%	-3.44%	-8.13%	-10.60%	13.76%	14.14%	长周期
XXXXX	ZY	-1.41%	-3.57%	-5.36%	-11.98%	--	--	量化基本面
XXXXX	MX	-0.49%	-3.69%	0.48%	-6.11%	1.51%	12.20%	短周期
XXXXX	ZL	2.04%	-3.89%	-3.19%	-5.37%	-6.09%	13.51%	短周期
XXXXX	QX	0.01%	-4.01%	-4.16%	-10.27%	7.90%	11.50%	长周期
XXXXX	KF	-2.43%	-4.07%	-8.33%	-4.71%	1.64%	22.92%	宏观策略
XXXXX	DB	-0.67%	-4.87%	-5.31%	-10.42%	6.80%	11.87%	中周期
XXXXX	YM	-3.60%	-4.95%	-2.50%	-1.84%	11.23%	5.65%	中周期
XXXXX	JX	-0.69%	-5.22%	-5.37%	17.23%	59.37%	29.40%	短周期
XXXXX	MX	0.14%	-5.30%	-4.73%	-9.09%	1.65%	10.68%	短周期
XXXXX	FS	-0.64%	-5.64%	-9.04%	-9.56%	8.24%	12.96%	中周期
XXXXX	JR	-2.66%	-5.99%	-8.01%	-22.19%	-2.92%	22.65%	长周期
XXXXX	LK	-2.17%	-6.55%	-4.76%	-15.65%	--	--	中周期
XXXXX	YS	-1.40%	-7.39%	-8.40%	--	--	--	中周期
XXXXX	HS	-3.32%	-7.77%	-7.72%	-13.11%	2.62%	14.61%	中周期
XXXXX	BL	-0.51%	-8.08%	-7.47%	-11.62%	-1.13%	14.31%	长周期

来源：朝阳永续、国金证券研究所

期货宏观策略各子策略平均表现

2023年第一季度，市场结束了因疫情防控放松带来的上涨行情，而是因强预期弱现实将行情重新带入偏弱震荡的行情中，3月海外银行暴雷引发的恐慌性行情，市场宽幅震荡，波动率上升，但趋势性反而进一步恶化。我们的短周期策略分类下，各家管理人在频率和策略逻辑上差异较大，产品表现的离散度更大，但短周期策略整体受制于市场整体极低的波动率和较低的交易活跃度，整体表现较弱。中周期和长周期策略更依赖市场的中长周期趋势，1-2月的低波动，以及3月的宽幅震荡，都使中长周期CTA表现较差。量化基本面策略同样在宏观因素和政策因素主导的市场环境中表现不佳。主观CTA今年以来逐渐开始发力，主要原因是主观CTA策略交易的标的以国内定价品种为主，包括黑色板块和化工板块的部分品种，这些品种的行情更多受到了国内疫情防控放松后的供需变化影响，行情主导因素回到基本面逻辑上，主观期货管理人可以用相对集中的仓位，来捕捉少量品种上的交易机会。宏观策略的表现更多的受到股票市场的影响，1月大幅上涨，2月略有回调。

图表17：期货宏观策略各子策略2023年第一季度平均表现



来源：朝阳永续、国金证券研究所

部分期权策略代表性产品近期表现

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。2023 年第一季度，股票市场波动率持续走低，期权策略整体虽表现平稳，其中期权卖方策略占比高的产品收益略高于波动率套利策略，商品市场整体波动已处于低位，商品期权策略收益环境一般。

图表 18：近期部分期权策略私募产品业绩表现（截止 2023/3/31）

产品简称	机构简称	近一月	近三月	近六月	近一年	最大回撤	主要策略
XXXXX	MX	-0.08%	6.02%	8.10%	6.41%	10.37%	多策略
XXXXX	LK	1.89%	4.66%	7.60%	--	1.03%	股票期权
XXXXX	JX	1.01%	2.81%	4.47%	6.19%	5.95%	股票期权
XXXXX	ZY	0.14%	2.29%	4.22%	5.71%	2.56%	股票期权
XXXXX	YQ	2.04%	2.29%	0.86%	0.67%	19.84%	股票期权
XXXXX	XT	0.87%	1.97%	3.20%	--	0.20%	股票期权
XXXXX	YW	0.78%	1.79%	2.38%	7.07%	2.37%	股票期权
XXXXX	TL	-0.02%	1.62%	2.67%	3.96%	5.77%	股票期权
XXXXX	JY	-0.23%	1.31%	4.69%	12.71%	1.48%	商品期权
XXXXX	YW	0.43%	1.23%	2.90%	--	0.35%	股票期权
XXXXX	HB	0.13%	1.20%	2.33%	4.46%	4.57%	股票期权
XXXXX	HM	0.38%	1.11%	5.32%	17.02%	2.06%	股票期权
XXXXX	JR	-0.38%	1.11%	3.90%	13.55%	8.15%	商品期权
XXXXX	SY	-0.07%	0.49%	-1.73%	0.21%	3.87%	多策略
XXXXX	GM	-0.67%	0.28%	3.85%	15.77%	3.09%	商品期权
XXXXX	SDFX	-0.19%	0.00%	0.83%	1.40%	4.01%	股票期权
XXXXX	PS	-1.30%	-1.23%	3.31%	12.35%	8.72%	股票期权

来源：朝阳永续、国金证券研究所

第三部分：市场环境展望及期货宏观类私募配置建议

当前商品市场受到两条主要逻辑线的影响，其一仍是美联储的货币政策预期；其二是国内的经济复苏。

国际方面，由于美长短利率倒挂现象严重，导致接连出现银行“暴雷”风险，引发市场避险情绪，推高了黄金，但市场风险偏好的变化也使大多数商品价格出现下跌。另一方面，也正是因为银行业逐渐显露的风险，使市场对美国衰退、以及美联储货币政策的预期有所变化。全球宏观流动性方面，我们认为美国很难在 6 月转向降息，但与此同时，持续加息的概率已经大幅下降。当前的市场环境宏观风险较大，政策预期对市场影响较大，市场对宏观环境的预期变化较快，对商品价格的波动率将有所提振，但趋势的持续性仍不乐观。

国内方面，经济复苏的脚步坚定不移。但自从疫情防控政策放松以来，PMI 生产指数的回暖速度远大于 PMI 新订单指数，指向生产的复苏快于需求复苏，而市场的热情过于旺盛，一旦发现需求复苏速度不及预期时，国内定价的商品品种便也走出了偏弱震荡的行情，结束了前期 CTA 的反弹，后续行情的推动仍需整体经济环境复苏的进一步支撑。

综合来看，我们对 CTA 未来的表现仍然偏谨慎，但可能持续回撤的情况不会持续太久，变化的时点需要密切关注海外宏观环境和国内需求强度。因此 CTA 方面在当前时点不宜大幅减仓，但若处于较低仓位下，也尚未到加仓时点。同时，在具体策略和产品的选择上，仍建议以中性偏谨慎的态度面对 CTA 的配置选择，在 CTA 组合的选择中，与之前低波动环境下增加套利类策略的观点不同，我们建议当前可适度增加短周期趋势类策略，防止套利类策略在政策转向时可能发生的回撤，同时增强组合对高波动机会的捕获能力。另一方面，经济复苏的大背景下，国内定价的商品期货品种的主要逻辑重回基本面，擅长黑色和化工板块的部分主观 CTA 策略管理人，有望做出超过量化 CTA 策略管理人的表现。

本期报告介绍杭州中柏资产管理有限公司的主观 CTA 策略。

杭州中柏资产管理有限公司

1. 公司简介与核心团队

杭州中柏资产管理有限公司成立于2018年5月，协会登记时间为2020年10月，公司注册资本1000万元，实缴资本500万元（信息来源：协会官网）。目前公司管理规模超过3亿元，管理产品数量共4只。

中柏资产目前公司人员共16人，其中投研团队8人，分别负责宏观、黑色板块、农产品板块、能化板块、金属板块研究等，中后台运营人员共8人。公司基金经理、投研总监方宇先生，浙江大学化学工程说是研究生，曾任职于物产化工、朗润资产、仕悦实业、煜淳贸易，长期在产业和贸易公司进行化工和黑色产业研究；公司基金经理殷一雷先生，毕业于美国纽约大学，曾就职于中石化、三圆石化、远大物产等产业公司，长期管理现货、期货等外盘交易；基金经理潘懿雯先生，伦敦卡斯商学院航运金融学硕士，曾任某现货公司研究员、风控管理等职位。

2. 投资策略

中柏资产的投资策略，以商品库存理论和演绎法作为核心研究理论基础，推导出安全边际和核心驱动结合的理念，在驱动上强化了平衡表在大周期维度中发挥的作用。基于投资理念，深入不同商品的特性，以基本面逻辑为基础，主要关注库存、船运、检修等微观数据，通过现货和平衡表的推演，发现并捕捉交易机会。

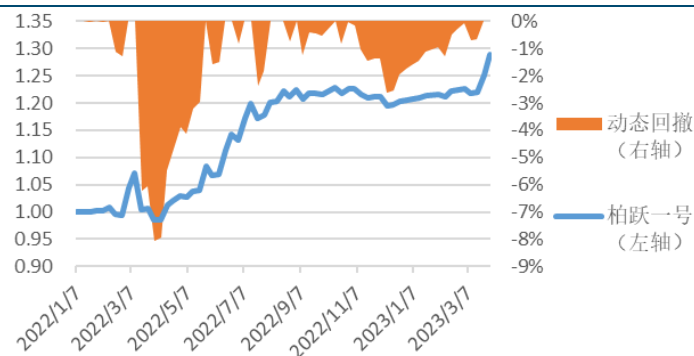
中柏资产拥有严格的风控体系，在产品的设计方面，中柏在板块、单品种、单策略等方面均有严格的保证金使用限制，避免投资过度集中。整体保证金使用占比限制在20%以内，长期维持在15%左右。

3. 代表产品业绩

在中柏资产的公开CTA产品中，柏跃一号成立于2021年12月16日，运作时间较长，我们以该产品为代表，分析展示柏跃一号的业绩特点。从收益的角度来看，截止2023年4月中旬，产品的主要收益来源于两个时段。其一是2022年第二季度，中柏资产并未受到美联储加息的影响，而是扎根国内产业数据，通过做空部分房地产相关的品种获得了主要收益；其二是2023年第一季度，中柏资产发现化工产业中的供需矛盾，在PTA大幅波动的行情中获得收益。从风险的角度看，柏跃一号目前出现过两次主要回撤，其一是2022年3月，当时中柏通过船运等微观数据发现了热卷的投资机会并进行了交易，但3月上海因疫情封城，导致商品市场受到恐慌性情绪影响，发生较大波动，导致了产品成立以来的最大回撤-8.08%；第二次明显的回撤发生于2022年底，当时产品在原油和PTA上有一些仓位，但宏观因素扰动使原油波动较大，因此产品在春节长假来临前大幅降低仓位，避免节后净值过大波动。

整体来看，中在过去一年多的历史业绩中，产品并未过多受到全球宏观环境剧烈波动的影响，而是聚焦国内定价属性较强的黑色板块和部分化工品种，通过微观数据的动态变化，从基本面和产业逻辑触发，捕捉交易机会，获取了较好的风险收益比。

图表19：柏跃一号业绩表现（截止2023/3/31）



来源：朝阳永续、国金证券研究所

图表20：柏跃一号业绩指标（2023/3/31）

	收益率	最大回撤	夏普比率
近三月	6.88%	-0.62%	3.69
近六月	4.99%	-2.61%	1.51
近一年	22.62%	-2.61%	1.84
成立以来	28.95%	-8.08%	1.44

来源：朝阳永续、国金证券研究所

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。

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