

期货宏观及期权策略私募基金

私募基金投资策略
报告

2023年4月业回顾及投资前瞻

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

短周期反弹钝化，CTA 或将继续走弱

2023年4月宏观经济和期货期权市场回顾

2023年4月，商品市场震荡下跌，波动率小幅回升，已经出现一定短周期趋势机会，但长周期的维度上，无论时序还是截面，市场环境仍然较差。股票市场波动率也有所上升，有利于短周期股指期货 CTA 的表现，但隐波并未与市场波动率同步上升，期权类策略交易环境一般。

2023年4月期货宏观及期权策略私募表现总结

根据我们统计的全部 2613 个期货宏观策略私募基金产品数据显示，2023 年 4 月，该策略大类平均收益 0.60%。其中 1699 个量化 CTA 策略产品平均月度收益 0.52%，928 个主观期货和宏观策略产品平均收益 0.72%。期货宏观策略整体小幅反弹，主观 CTA 表现仍优于量化 CTA。

2023 年 4 月和市场环境与 3 月较为类似，市场波动率震荡走高，中短周期 CTA 表现明显优于其他量化 CTA 策略，然而短周期 CTA 较大的差异性使这一特点在子策略平均表现中不显眼，同时我们关注到 5 月初以来，短周期管理人的反弹也逐渐钝化；而更长周期维度上市场在 4 月再次发生的反转使偏长周期的产品表现不佳。主观期货策略，受益于黑色、化工、软商品等国内定价品种均在基本面逻辑推动下走出较大行情，存在较好投资机会，部分管理人利用相较量化 CTA 更高的仓位集中度，获得了较好的业绩表现。

市场环境展望及期货宏观类私募配置建置

展望未来，国内定价品种在完成此轮经济复苏预期引发的行情波动后，后续行情还需观察需求进一步的复苏情况。海外方面，频发的银行风险是美联储进一步加息的约束条件，然而政策风险仍然对部分商品品种的行情存在极强影响力，目前美债务上限问题再陷僵局，商品行情仍需关注相关政策出台情况。

综合来看，商品市场的震荡行情或将延续，对 CTA 的预期仍偏谨慎。CTA 运行环境是否会好转，需要观察国内经济复苏情况和需求增速，以及海外政策方向及是否有更明确的走向衰退的指征。分子策略来看，震荡行情仍未结束，中长周期策略 CTA 仍处于左侧；对国内经济复苏预期的博弈即将告一段落，波动率有可能回落，短周期 CTA 的行情延续性有待观察，同时主观 CTA 也需关注下一波交易机会。因此当前对 CTA 的配置应重回更加保守的方针，以复合策略为主，同时配置短周期和套利策略优化组合波动。

本期报告介绍中电投先融（上海）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：2023 年 4 月宏观经济和期货期权市场回顾.....	3
宏观经济环境.....	3
期货市场回顾.....	3
第二部分：2023 年 4 月期货宏观及期权策略私募表现总结.....	7
期货宏观策略大类整体表现.....	7
部分期货宏观策略代表性产品近期表现.....	7
期货宏观策略各子策略平均表现.....	9
部分期权策略代表性产品近期表现.....	9
第三部分：市场环境展望及期货宏观类私募配置建议.....	10
中电投先融（上海）资产管理有限公司.....	10
风险提示.....	11

图表目录

图表 1：CPI 当月同比和环比（截止 2023/4）.....	3
图表 2：PPI 当月同比和环比（截止 2023/4）.....	3
图表 3：PMI 生产和需求（截止 2023/4）.....	3
图表 4：PMI 库存和价格（截止 2023/4）.....	3
图表 5：南华商品指数对数收益率（截止 2023/4/30）.....	4
图表 6：商品期货市场 20 日加权波动率（截止 2023/4/30）.....	4
图表 7：商品期货各板块近期收益（截止 2023/4/30）.....	5
图表 8：商品期货各品种指数 2023 年 4 月收益率、振幅和趋势性.....	5
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（2023/4/30）.....	6
图表 10：三大股指期货近期行情（截止 2023/4/30）.....	6
图表 11：股指期货近月基差（截止 2023/4/30）.....	6
图表 12：50ETF 期权隐含波动率（截止 2023/4/30）.....	7
图表 13：300ETF 期权隐含波动率（截止 2023/4/30）.....	7
图表 14：近期期货宏观策略产品平均表现（截止 2023/4/30）.....	7
图表 15：近期部分期货宏观策略产品业绩表现（截止 2023/4/30）.....	8
图表 16：期货宏观策略各子策略 2023 年 4 月平均表现.....	9
图表 17：近期部分期权策略私募产品业绩表现（截止 2023/4/30）.....	10
图表 18：中电投先融鸿升量化 CTA1 号业绩表现（截止 2023/4/28）.....	11
图表 19：图表 19：中电投先融鸿升量化 CTA1 号业绩指标（2023/4/28）.....	11

第一部分：2023年4月宏观经济和期货期权市场回顾

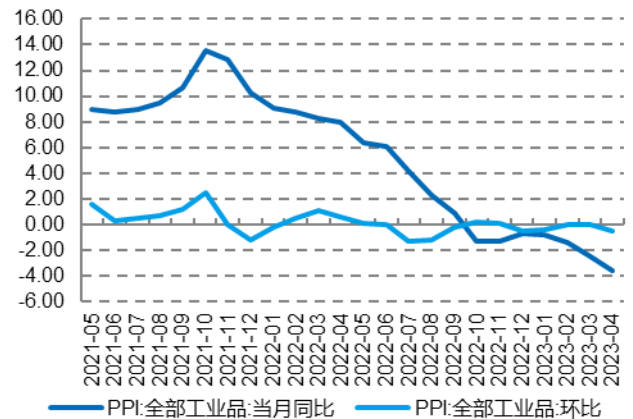
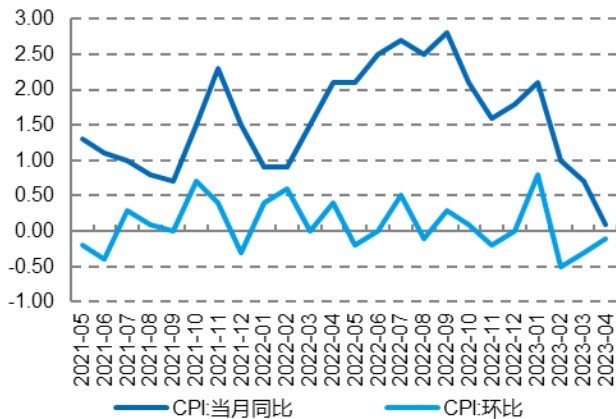
宏观经济环境

2023年4月，我国CPI指数同比回落-0.6个百分点至0.10%，环比回升0.2个百分点至-0.10%。4月CPI同比回落的主要原因是食品价格增速明显放缓，以及2022年同期较高的基数效应。环比来看，CPI有小幅回升，核心CPI同样也小幅回升0.1个百分点至0.1%，处于相对平稳的状态。

PPI下降1.1个百分点至-3.60%，环比下滑0.5个百分点至-0.50%。PPI同比的大幅回落主要原因是国际大宗商品价格的回落和2022年同期的高基数效应。环比方面，在原油价格回落的背景下，石油煤炭加工、化工环比分别为-2.3%和-1.1%，贡献较大。

图表1: CPI 当月同比和环比 (截止 2023/4)

图表2: PPI 当月同比和环比 (截止 2023/4)



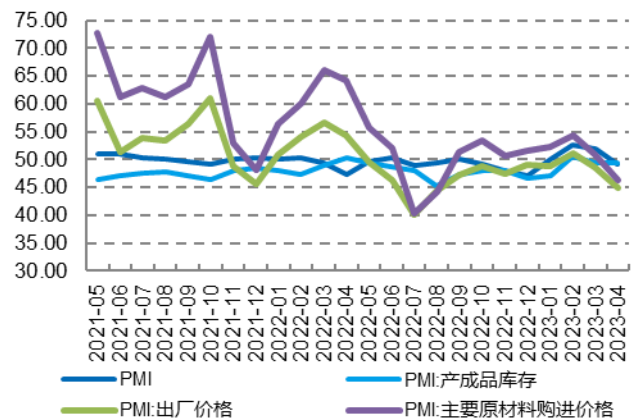
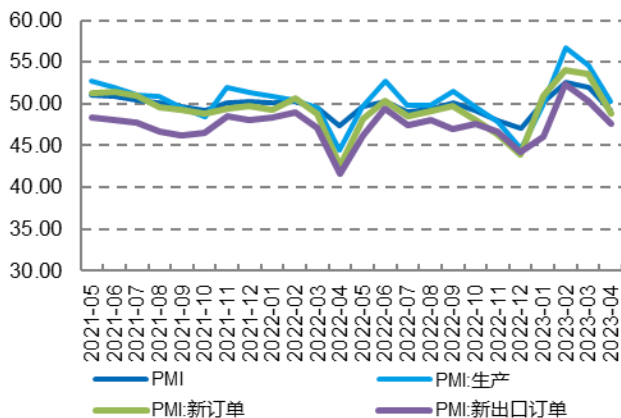
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

2023年4月，制造业PMI录得49.20，较3月大幅下降2.7个百分点，重回收缩区间。生产和需求角度来看，PMI生产指数和新订单指数分别下滑4.4和4.8个百分点至50.20和48.80，下滑幅度明显，且新订单指数跌破荣枯线。产成品库存指数继续下滑-0.1至49.40。整体来看，经济复苏速度明显放缓，3-4月生产和需求双双下滑，库存持续去化。

图表3: PMI 生产和需求 (截止 2023/4)

图表4: PMI 库存和价格 (截止 2023/4)



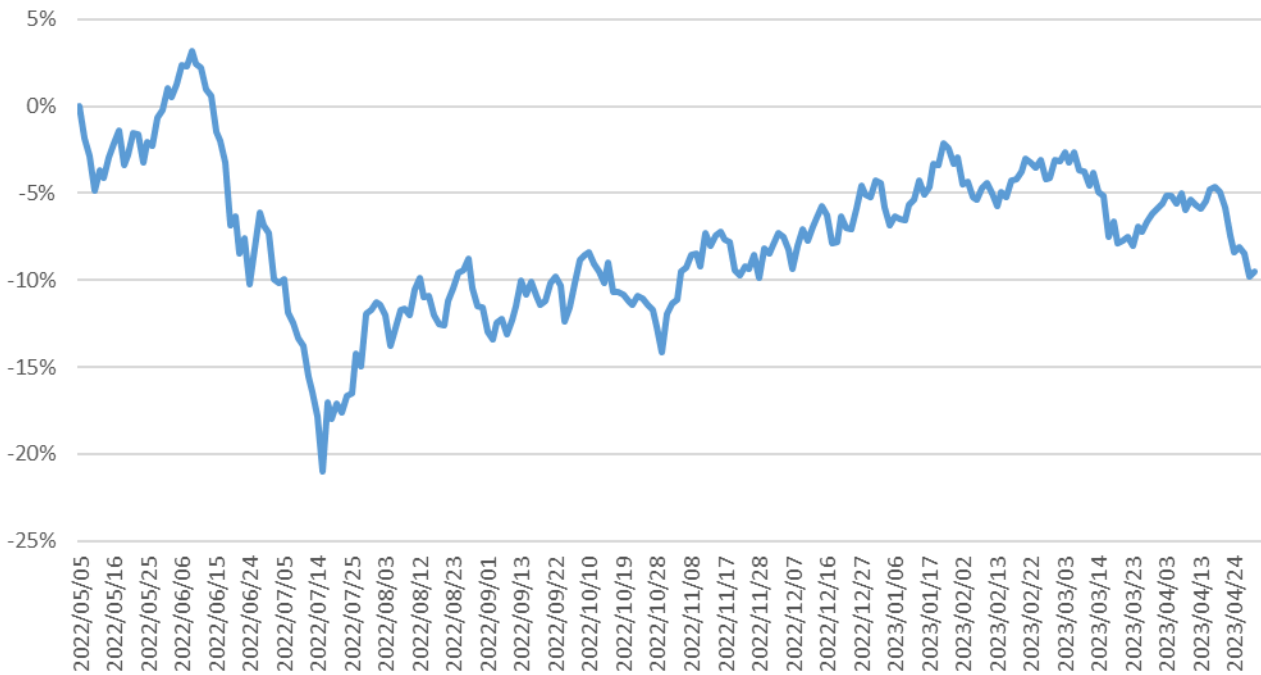
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

期货市场回顾

2023年4月，南华商品指数月度收益率-4.11%，振幅6.29%，月初先是微弱的延续了3月底的反弹，而4月下旬，随着衰退预期的逐渐升温，商品市场开始加速下跌，南华商品指数自4月18日至4月底共回调-5.11%。

图表5: 南华商品指数对数收益率 (截止 2023/4/30)



来源: iFind, 国金证券研究所

商品指数的加速下跌明显提振了市场波动率, 市场加权波动率自 3 月下旬开始小幅反弹, 整体波动水平虽仍处低位, 但波动率的上行对部分短周期 CTA 已经产生了较好的影响。从波动率的贡献来看, 玻璃、铁矿石、螺纹钢、纯碱、豆粕在 4 月贡献了较大波动率。

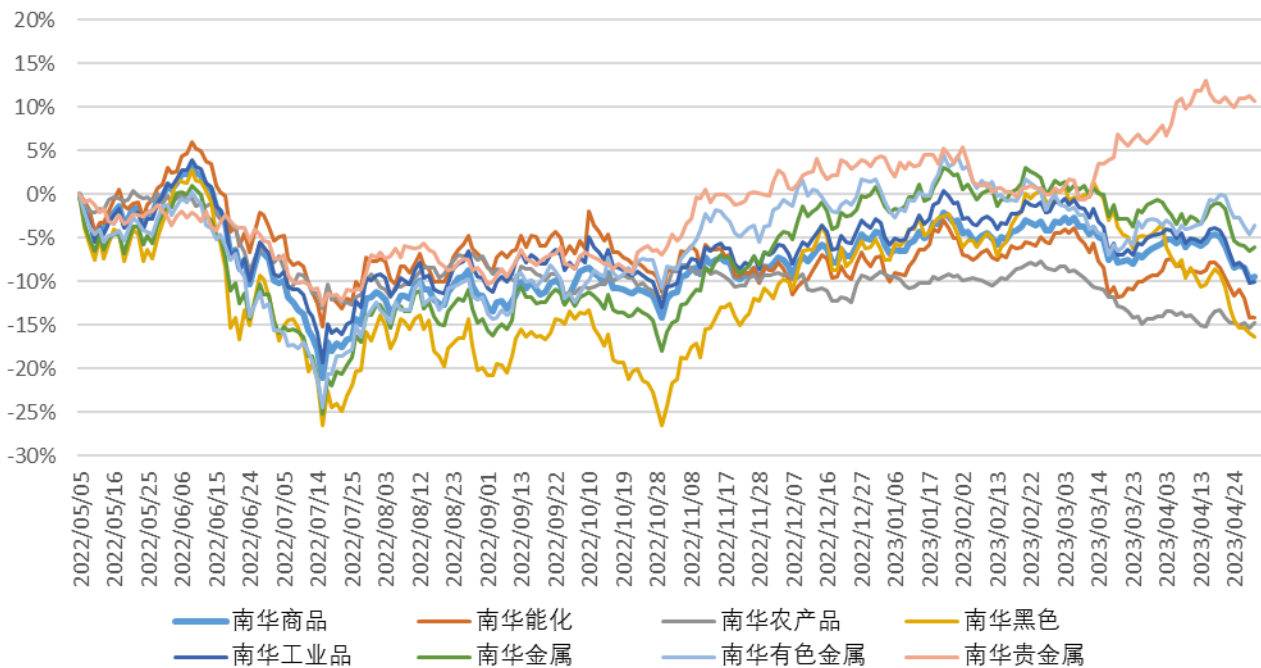
图表6: 商品期货市场 20 日加权波动率 (截止 2023/4/30)



来源: iFind, 国金证券研究所

分板块来看, 商品市场在 4 月仍然延续了贵金属板块偏强, 其他大多板块偏弱的市场环境。具体来看, 南华贵金属板块月度收益 2.51%, 振幅 6.53%, 走势在 4 月中旬见顶后开始回调和震荡, 趋势性较差。南华黑色、能化、工业品跌幅较大, 月度收益分别为-13.45%、-5.94%、-5.87%, 振幅分别为 13.82%、9.13%、8.01%, 4 月下半月存在较短周期上的趋势。

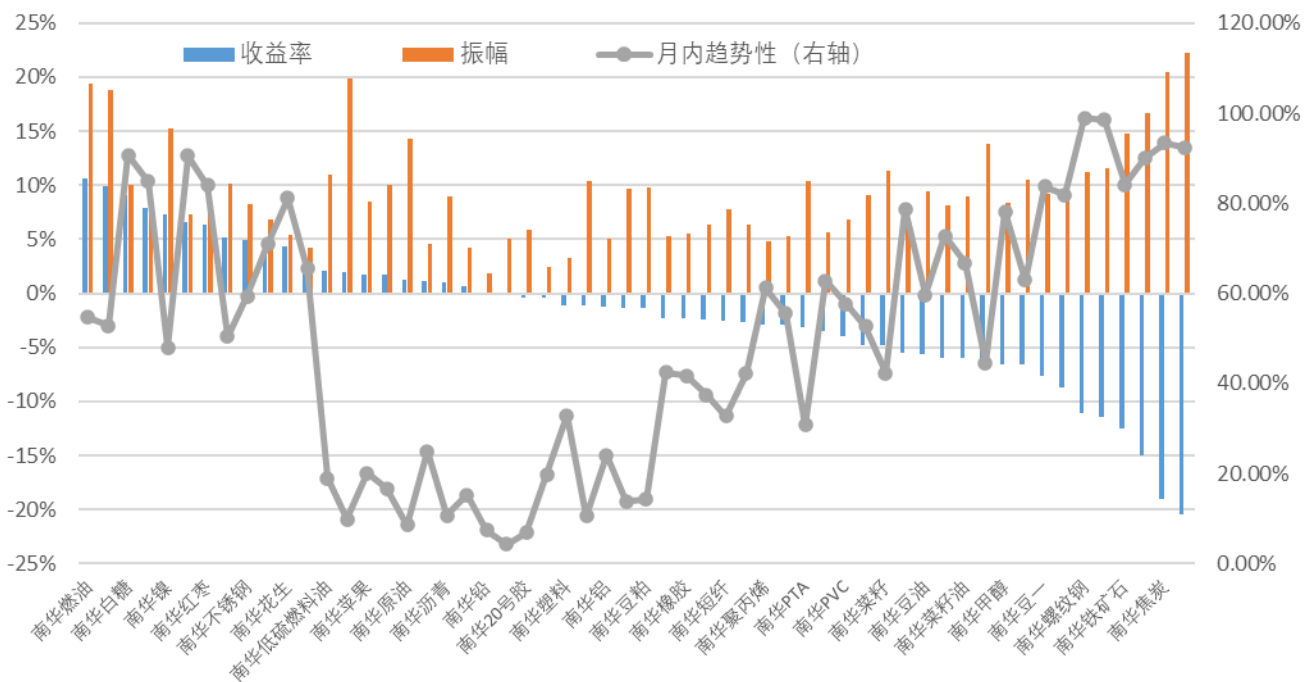
图表7: 商品期货各板块近期收益 (截止 2023/4/30)



来源: Wind, 国金证券研究所

从品种指数的角度来看, 4月趋势性机会较好的品种数量有所上升。收益率绝对值大于10%的品种包括南华焦煤指数、焦炭指数、纯碱指数、铁矿石指数、热卷指数、螺纹钢指数、燃油指数, 月度收益率分别为-20.5%、-19.06%、-14.98%、-12.46%、-11.39%、-11.03%、10.61%。其中趋势性较强的品种主要集中在螺纹钢、热卷、焦炭、焦煤这类黑色板块品种上, 月内行情连续性较强, 走出了相对流畅的下跌趋势。

图表8: 商品期货各品种指数 2023年4月收益率、振幅和趋势性

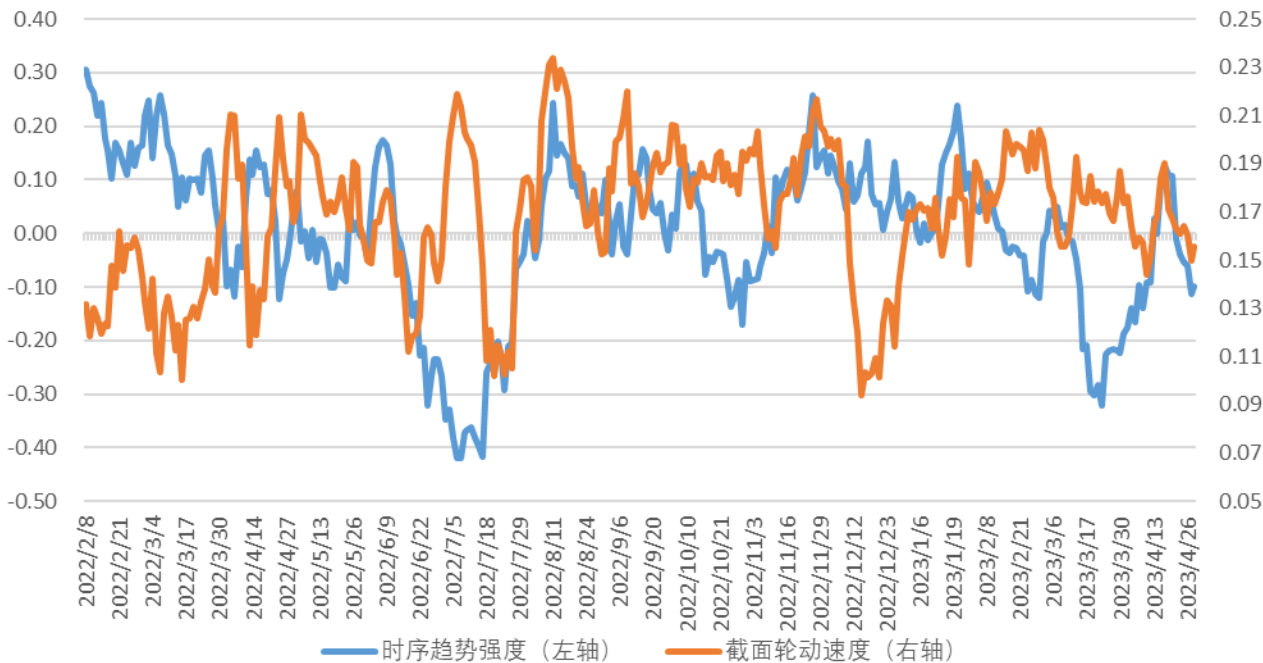


来源: Wind, 国金证券研究所

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, 与同期每日收益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，截面轮动速度在近期出现了比较稳定的下降趋势，中长周期对冲类策略的运行环境有小幅好转。时序趋势强度在4月中旬的上升后，又快速下跌，主要原因是市场分别在3月下旬和4月下旬快速下跌，而其间的4月上旬，大多数板块都有明显反弹，导致趋势转折，破坏了中长期趋势的连续性。

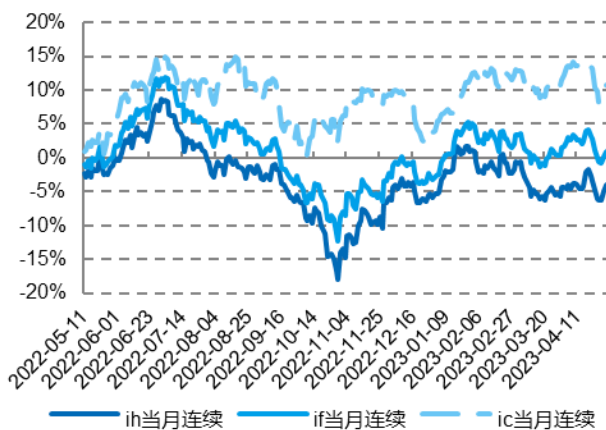
图表9: 商品市场时间序列动量强度和横截面强弱轮动速度 (2023/4/30)



来源: Wind, 国金证券研究所

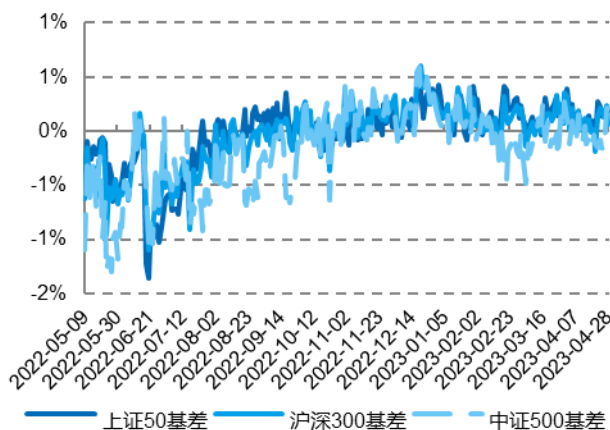
2023年4月，上证50、沪深300、中证500的月度收益率分别为0.59%、-0.54%、-1.55%，振幅分别为5.91%、6.03%、6.84%。股票市场波动在4有所放大，月中出现了较宽幅的震荡，波动率触底回升，贴水幅度仍然保持在极小的幅度上。

图表10: 三大股指期货近期行情 (截止 2023/4/30)



来源: Wind, 国金证券研究所

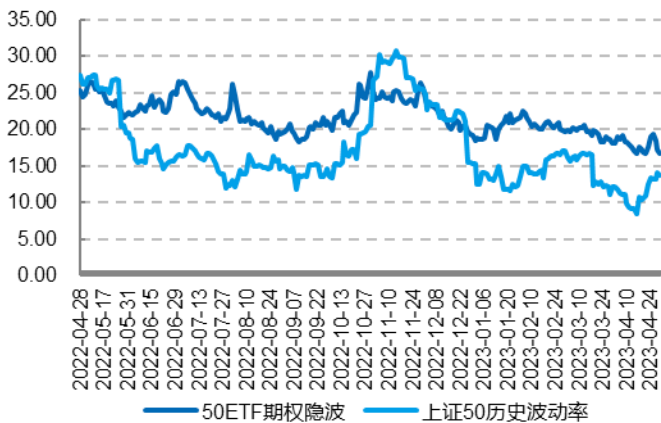
图表11: 股指期货近月基差 (截止 2023/4/30)



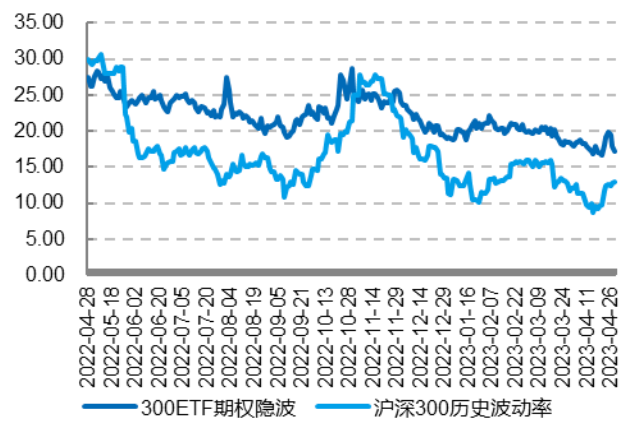
来源: Wind, 国金证券研究所

在市场波动率反弹的情况下，期权市场的隐含波动率也出现了小幅波动，但整体仍然处于极低位置，并没有和市场波动同步反弹。期权卖方策略在近期的收益空间已经出现了明显下滑，尤其4月底隐波反弹的一周容易发生小幅回撤。

图表12: 50ETF 期权隐含波动率 (截止 2023/4/30)



图表13: 300ETF 期权隐含波动率 (截止 2023/4/30)



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

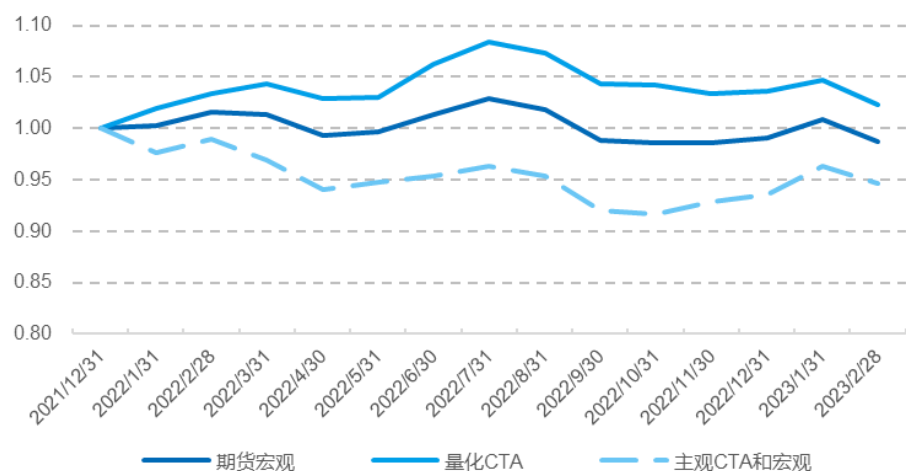
综合来看, 2023 年 4 月, 商品市场震荡下跌, 波动率小幅回升, 已经出现一定短周期趋势机会, 但长周期的维度上, 无论时序还是截面, 市场环境仍然较差。股票市场波动率也有所上升, 有利于短周期股指期货 CTA 的表现, 但隐波并未与市场波动率同步上升, 期权类策略交易环境一般。

第二部分: 2023 年 4 月期货宏观及期权策略私募表现总结

期货宏观策略大类整体表现

根据我们统计的全部 2613 个期货宏观策略私募基金产品数据显示, 2023 年 4 月, 该策略大类平均收益 0.60%。其中正收益产品数量 1408 个, 正收益产品数量占比 53.88%, 负收益产品数量 1205 个, 负收益产品数量占比 46.12%。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, 1699 个量化 CTA 策略产品平均月度收益 0.52%, 其中 868 个产品获得正收益, 正收益产品数量占比 51.09%; 928 个主观期货和宏观策略产品平均收益 0.72%, 其中 549 个产品获得正收益, 正收益产品数量占比 59.16%。期货宏观策略整体小幅反弹, 主观 CTA 表现仍优于量化 CTA。

图表14: 近期期货宏观策略产品平均表现 (截止 2023/4/30)



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 4 月, 我们观察池的期货宏观策略平均收益率-0.22%, 但各不同产品之间的业绩差异较大, 观察池的 61 个产品中有 28 个月度收益为负, 33 个月度收益为正。

图表 15: 近期部分期货宏观策略产品业绩表现 (截止 2023/4/30)

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
中电投先融鸿升量化 CTA1 号	先融资产	6.47%	3.33%	0.35%	1.47%	19.92%	11.88%	主观期货
旭诺 CTA 一号	旭诺资产	6.20%	4.67%	14.39%	11.22%	17.92%	12.33%	中周期
宏锡 2 号	宏锡基金	5.77%	0.91%	3.48%	10.71%	11.37%	15.66%	中周期
道微乘风破浪量化进取 1 号	道微投资	5.11%	3.73%	3.52%	11.66%	17.78%	8.43%	短周期
毓颜言商 1 号	毓颜投资	4.41%	4.60%	6.20%	8.91%	5.80%	11.76%	中周期
半夏宏观对冲	半夏投资	3.66%	-0.37%	10.47%	16.09%	74.19%	12.95%	宏观策略
厚方宏观对冲三号	厚方投资	3.57%	1.26%	6.22%	9.12%	12.31%	6.42%	宏观策略
白石复利 2 号基金	白石资产	3.52%	7.77%	-1.26%	10.64%	2.60%	16.60%	主观期货
宁水多策略	厦门宁水	3.25%	4.51%	14.79%	18.25%	8.16%	14.70%	宏观策略
久熙 CTA 锐进 1 期	久熙资产	3.13%	-3.14%	-1.20%	20.98%	63.47%	29.40%	短周期
慕途基本面量化 1 号	上海慕途	2.12%	4.03%	11.20%	--	--	1.55%	主观期货
旌安 2 号	旌安投资	1.89%	1.41%	3.15%	12.45%	24.98%	6.64%	主观期货
凯丰宏观策略 9 号	凯丰投资	1.78%	-6.58%	-7.31%	4.44%	-3.24%	22.92%	宏观策略
宣夜投资 CTA 稳流一期	宣夜投资	1.27%	-3.44%	-1.44%	-4.34%	5.74%	6.98%	中周期
鼎一兑弈量化	鼎一私募	1.24%	1.51%	-2.15%	4.98%	36.63%	9.99%	短周期
量客中字一号	量客投资	1.18%	-4.71%	-1.93%	-14.67%	--	17.39%	中周期
汇艾资产-稳健 1 号基金	汇艾资产	1.15%	4.04%	4.87%	6.29%	19.03%	2.13%	主观期货
中舍钱江一号 CTA	中舍资产	0.91%	1.87%	1.43%	1.41%	16.74%	2.71%	中周期
思博量道十五号	思颀投资	0.91%	-1.89%	7.99%	8.22%	8.96%	6.91%	短周期
衍盛量化 CTA 二号	衍盛私募	0.73%	-2.30%	-2.97%	-5.34%	-4.84%	15.61%	短周期
芷瀚量化 CTA 激进一号	芷瀚资产	0.69%	2.41%	2.11%	4.22%	25.38%	7.83%	中周期
杉阳云杉量化 1 号	杉阳投资	0.56%	1.56%	2.28%	8.83%	23.94%	5.72%	主观期货
九坤量化 CTA 私募 1 号	九坤投资	0.40%	6.16%	7.35%	1.65%	12.92%	8.88%	短周期
SAP 智龙 3 号	智龙资本	0.39%	1.17%	-4.39%	-4.70%	-6.63%	13.51%	短周期
泽源清源 CTA 一号	泽源投资	0.32%	-3.89%	-4.40%	-6.61%	--	15.32%	量化基本面
泓湖稳宏宏观策略	泓湖投资	0.20%	-5.03%	-2.70%	-4.06%	39.53%	19.19%	宏观策略
宽投常晴	宽投资产	0.06%	1.70%	1.77%	2.31%	8.54%	4.56%	中周期
傲创铂林 3 号	傲创资产	0.00%	-0.20%	3.32%	3.98%	55.70%	3.39%	短周期
珏朔朴道量化 CTA 稳健一号	珏朔资产	-0.25%	-0.98%	-2.30%	-5.15%	9.15%	7.74%	长周期
黑翼 CTA 二号	黑翼资产	-0.26%	0.47%	0.29%	-2.23%	13.17%	9.39%	长周期
千象 1 期	千象资产	-0.27%	-3.06%	-3.80%	-10.37%	5.53%	11.96%	长周期
景上源 1 号	景上源投资	-0.31%	2.45%	4.17%	2.58%	28.83%	12.68%	主观期货
君拙玉泉二号	君拙投资	-0.35%	-1.60%	-3.07%	-9.30%	-7.71%	12.91%	量化基本面
盈迈 CTA 剡溪一号	盈迈资产	-0.69%	-4.18%	-3.99%	-5.69%	12.84%	8.58%	中周期
明得浩伦 CTA 一号	明得浩伦投资	-0.90%	-4.26%	-8.85%	-9.38%	14.09%	15.27%	长周期
思颀投资-思新四十七号	思颀投资	-0.99%	-1.76%	-0.99%	2.85%	22.67%	12.56%	中周期
珺容翔宇 CTA2 号	珺容资产	-1.26%	-6.85%	-8.48%	-23.09%	-5.48%	23.46%	长周期
盛冠达 CTA 基本面量化 1 号	盛冠达资产	-1.33%	-0.21%	-4.48%	-11.56%	-4.18%	16.69%	量化基本面
皓邦尊享 CTA1 号	德贝私募	-1.34%	-5.60%	-6.21%	-12.96%	5.47%	13.05%	中周期
阳泽泽丰另类量化 1 号	阳泽投资	-1.56%	-2.36%	-2.89%	-5.12%	12.90%	11.16%	量化基本面
弘量弘盈量化 CTA	弘量投资	-1.64%	-2.39%	-6.91%	-9.46%	--	15.23%	长周期
信弘懿宜 1 号	信宏天禾资产	-1.91%	-0.35%	2.46%	-0.78%	8.58%	8.83%	短周期
鑫岚龙腾 1 号	鑫岚投资	-1.93%	-6.31%	-4.94%	-5.30%	-4.15%	16.18%	宏观策略

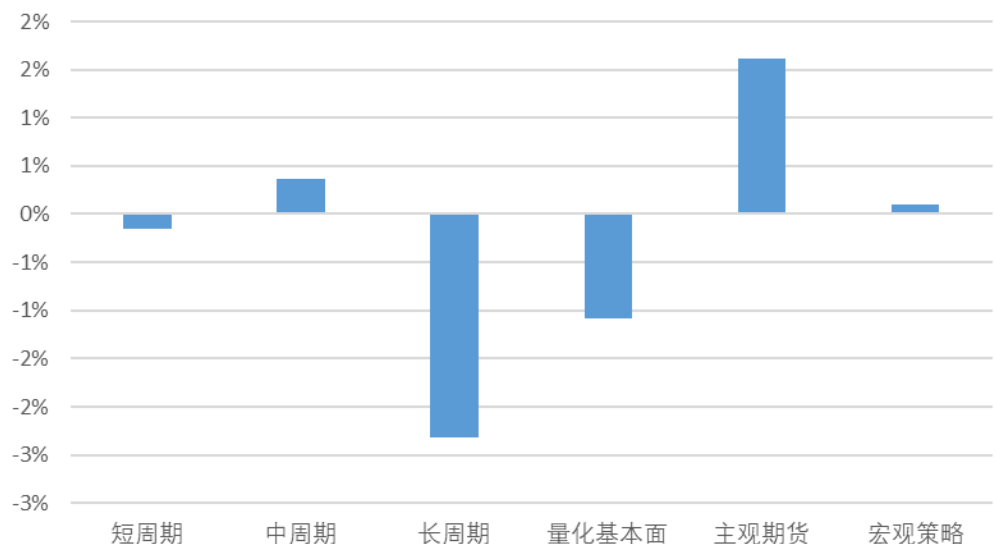
富励业长江 1 号宏观量化	富励业私募	-1.94%	-1.85%	-10.86%	-5.61%	14.92%	11.68%	长周期
致远 CTA 精选 2 期	富善投资	-1.96%	-6.47%	-10.28%	-9.33%	5.77%	14.95%	中周期
衍盛量化 CTA 乌锦春 1 号	衍盛私募	-1.97%	-7.04%	-10.20%	--	--	11.79%	中周期
鸣熙夸克二号	鸣熙资产	-2.12%	-4.17%	-0.65%	-7.51%	-1.95%	13.47%	短周期
浙江白鹭量化 CTA 一号	白鹭资管	-2.24%	-11.01%	-9.77%	-14.37%	-2.26%	17.10%	长周期
本利达利睿期货量化壹号	本利达资产	-2.40%	-0.95%	0.09%	19.05%	24.68%	10.08%	短周期
从石 1 号	从石私募	-2.52%	-5.58%	-7.49%	2.82%	22.35%	16.25%	主观期货
白鹭商品价值投资 1 号	白鹭资管	-2.53%	-15.22%	-10.05%	-19.44%	--	19.68%	量化基本面
元葵天时	元葵资产	-2.55%	-8.44%	1.77%	-0.25%	-9.93%	18.63%	宏观策略
会世元丰 CTA1 号	会世资产	-2.77%	-9.31%	-8.77%	-15.93%	-0.43%	16.97%	中周期
鸿凯进取 5 号	鸿凯投资	-3.36%	-14.88%	-1.66%	-1.98%	-18.78%	24.84%	宏观策略
乐瑞宏观配置基金	乐瑞资产	-3.68%	-3.20%	3.99%	-5.19%	-18.53%	32.49%	宏观策略
蒙玺纯达二期	蒙玺投资	-3.69%	-8.31%	-9.82%	-13.39%	0.74%	13.61%	短周期
涵德盈冲量化 CTA2 号	涵德投资	-3.75%	0.29%	0.88%	-5.86%	18.01%	8.55%	短周期
量信量化 2 期	量信投资	-4.08%	-0.46%	-14.32%	-31.69%	-12.86%	32.04%	长周期
洛书尊享 CTA 拾壹号	洛书投资	-4.89%	-16.42%	-14.92%	-31.19%	1.91%	32.83%	长周期
均成 CTA1 号	均成资产	-5.22%	-5.76%	-4.53%	-10.99%	14.88%	22.47%	中周期
量道 CTA 精选 1 号	量道投资	-7.81%	-15.86%	-23.39%	-35.91%	-12.99%	36.56%	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 4 月和市场环境与 3 月较为类似，市场波动率震荡走高，中短周期 CTA 表现明显优于其他量化 CTA 策略，然而短周期 CTA 较大的差异性使这一特点在子策略平均表现中不显眼，同时我们关注到 5 月初以来，短周期管理人的反弹也逐渐钝化；而更长周期维度上市场在 4 月再次发生的反转使偏长周期的产品表现不佳。主观期货策略，受益于黑色、化工、软商品等国内定价品种均在基本面逻辑推动下走出较大行情，存在较好投资机会，部分管理人利用相较量化 CTA 更高的仓位集中度，获得了较好的业绩表现。

图表 16：期货宏观策略各子策略 2023 年 4 月平均表现



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 4 月，我们观察池的产品平均收益率 0.56%，整体小幅上涨，绝大多数产品月度收益集中在 -0.4% 至 1.4% 范围内，16 个观察产品中 13 个获得正收益。股票市场波

动小幅反弹，隐波持续震荡走弱，期权策略整体表现仍较平稳，但收益环境较差。

图表 17: 近期部分期权策略私募产品业绩表现 (截止 2023/4/30)

产品简称	管理人	近一月	近三月	近六月	近一年	最大回撤	主要策略
厦门言起权王泰森 1 号	言起投资	2.74%	4.48%	7.23%	4.37%	19.84%	股票期权
鲸睿聚能三号	鲸睿资产	1.41%	1.47%	4.83%	11.54%	8.15%	商品期权
红锚价值 2 号	上海红锚	1.28%	2.48%	4.81%	14.58%	2.06%	股票期权
君信荣耀一号	福建君信	1.18%	2.87%	6.22%	6.53%	5.95%	股票期权
正瀛权智 1 号	正瀛资产	1.16%	1.78%	7.05%	8.82%	2.56%	股票期权
古木艳阳 1 号商品期权	古木投资	0.86%	0.76%	3.22%	11.54%	3.09%	商品期权
淘利量化 9 号	淘利资产	0.85%	1.59%	2.69%	4.18%	5.77%	股票期权
跃威顺鑫一号	上海跃威	0.68%	1.78%	4.05%	7.80%	2.37%	股票期权
申毅格物 5 号	申毅投资	0.49%	0.98%	-1.11%	2.72%	3.87%	多策略
泓倍期权套利 1 号	上海泓倍	0.40%	0.87%	2.62%	5.92%	4.57%	股票期权
希塔山峦 1 号	上海希塔	0.39%	2.07%	3.60%	--	0.20%	股票期权
君宜共达	深圳君宜	0.27%	1.13%	4.02%	11.31%	1.48%	商品期权
跃威瑞鑫二号	上海跃威	0.04%	0.75%	2.94%	--	0.45%	股票期权
牧鑫多策略 0 号	上海牧鑫	-0.19%	2.34%	9.23%	5.27%	10.37%	多策略
量魁期权量化一号	量魁资产	-0.38%	3.67%	7.20%	--	1.11%	股票期权
平石 U3 期权对冲	平石资产	-2.23%	-2.57%	1.82%	9.40%	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

自 2022 年 3 月起，CTA 整体的回撤已经持续了超过一年，即便对于部分趋势类策略，可能在 2022 年 6-7 月创出净值新高，至今已过去 10 个月。回顾过去的市场环境，主要特点是全球宏观政策主导了市场，并因政策预期的摇摆不定导致市场持续反复震荡，波动维持在较低水平，趋势性行情和大幅波动行情较少。这样的市场环境对各类 CTA 策略比较不利。自 2022 年底国内疫情防控放松后，国内定价品种先是走出强预期行情，之后经济复苏低于预期，又走出一波下跌行情，给主观 CTA 带来了不错的交易机会，同时上升的波动率也给短周期趋势类 CTA 带来了一波反弹，然而随着大。然而国际定价品种今年以来仍处于横盘震荡的格局中，对 CTA 比较不友好。

展望未来，国内定价品种在完成此轮经济复苏预期引发的行情波动后，后续行情还需观察需求进一步的复苏情况。海外方面，频发的银行风险是美联储进一步加息的约束条件，然而政策风险仍然对部分商品品种的行情存在极强影响力，目前美债务上限问题再陷僵局，商品行情仍需关注相关政策出台情况。

综合来看，商品市场的震荡行情或将延续，对 CTA 的预期仍偏谨慎。CTA 运行环境是否会好转，需要观察国内经济复苏情况和需求增速，以及海外政策方向及是否有更明确的走向衰退的指征。

分子策略来看，震荡行情仍未结束，中长周期策略 CTA 仍处于左侧；对国内经济复苏预期的博弈即将告一段落，波动率有可能回落，短周期 CTA 的行情延续性有待观察，同时主观 CTA 也需关注下一波交易机会。因此当前对 CTA 的配置应重回更加保守的方针，以复合策略为主，同时配置短周期和套利策略优化组合波动。

本期报告介绍中电投先融（上海）资产管理有限公司的主观 CTA 策略。

中电投先融（上海）资产管理有限公司

1. 公司简介与核心团队

中电投先融（上海）资产管理有限公司（简称“先融资管”）成立于 2015 年 10 月，初始注册资本 1000 万元，现公司注册资本已增至 3.5 亿元人民币。先融资管是中电投先

融期货股份有限公司的全资子公司，是隶属于国家电力投资集团公司（简称“国家电投”）的专业化资产管理公司。

公司首席策略管、投资经理，王晓光先生，美国普渡大学统计学博士，山东大学数学系本科，曾于上海知名量化私募担任投资总监，具有十年金融从业与投资经历，专注于量化投资，擅长量化多因子选股，包括高频因子与中低频因子、量化择时、量化CTA多周期多策略组合，以及大宗商品基本面量化。

2. 投资策略

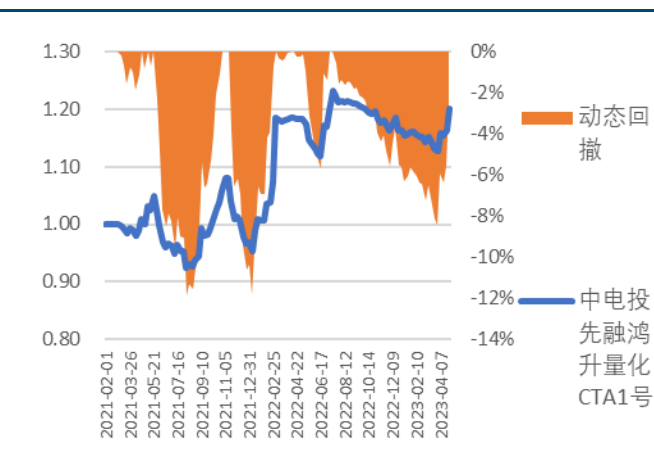
先融资管的CTA策略具有三大类子策略，包括商品时序策略、商品截面策，以及股指期货趋势策略。其中，商品时序策略主要包括趋势类策略和反转类策略，覆盖40余个商品品种，策略的运行主要通过量化模型完成，但也会通过宏观和产业上的主观分析，适度调整各品种权重，以优化策略表现。在策略组合比例方面，产品整体保证金水平一般保持在20%左右，极端行情下不超过40%，其中股指策略占比20-30%，截面策略占比20-40%，其余部分为时序类策略。

先融资管在投资过程中采用了反脆弱性设计，独创策略开关管理体系，及时发现并自动化屏蔽掉回撤或失效的策略，大幅提高策略胜率，有效保护系统整体鲁棒性。

3. 代表产品业绩

中电投先融鸿升量化CTA1号成立于2021年2月，在先融资管存续的CTA策略产品中运作时间较长，我们以该产品为代表，分析展示先融资管CTA策略的业绩特点。从收益的角度来看，截止2023年4月底，产品共获得收益20.00%，对应年化收益8.50%，主要的收益来源于2022年上半年，这段时间中，全球延续了2021年的高通胀，同时由于俄乌冲突的爆发，导致商品价格进一步上涨。在2022年6-7月美联储加息导致的商品市场暴跌行情中，产品迅速调整了头寸，在小幅回撤后再创新高。从回撤的角度来看，产品共发生过3次较大幅度的回撤，其一是2021年5-8月商品市场宽幅震荡，产品创出历史最大回撤约11.88%，其二是2021年10-12月，在动力煤现货和期货均出台相应政策调控价格后，商品整体发生快速下跌，并低波动震荡，期间产品回撤幅度约11.77%。产品的回撤控制在2022年表现较为出色，在2022年6-7月市场大部分头部CTA管理人发生较大回撤的阶段中，产品头寸调整迅速，在小幅回撤后再创新高，而在全市场CTA均发生较大回撤的2022年7月至2023年4月，产品回撤幅度仅8.44%，并且在2023年3-4月大幅反弹，净值接近历史高位。

图表18：中电投先融鸿升量化CTA1号业绩表现（截止2023/4/28）



来源：朝阳永续、国金证券研究所

图表19：中电投先融鸿升量化CTA1号业绩指标（2023/4/28）

	收益率	最大回撤	夏普比率
近六月	0.36%	-5.75%	0.09
近一年	1.49%	-8.44%	0.15
成立以来	20.00%	-11.88%	0.66

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。

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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806