

期货宏观及期权私募基金 8 月业绩

私募基金投资策略 报告

证券研究报告

回顾及投资前瞻

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

中长周期 CTA 持续上涨，期权策略面对挑战

第一部分：2023 年 8 月宏观经济和期货期权市场回顾：经济持续回暖，商品继续上行

2023 年 8 月，商品市场整体保持了前期的上涨趋势，但由于月初的调整，长周期时序指标有小幅弱化，截面仍然保持较友好的市场环境。然而市场波动率的反弹并不强，部分品种短期流动性较差，对短周期 CTA 友好度一般。期权市场的隐波持续上升，跳空开盘现象频发，尤其印花税下降当日跳开严重，给卖权策略带来显著风险。

第二部分：8 月期货宏观及期权策略私募表现总结：中长周期 CTA 涨势放缓

根据我们统计的全部 2946 个期货宏观策略私募基金产品数据显示，2023 年 8 月，该策略大类平均收益-1.02%，其中 1934 个量化期货期权策略产品 8 月平均收益-0.41%，1012 个主观期货和宏观策略产品平均收益-2.19%。期货宏观策略整体回撤，主要拖累项是主观 CTA 和宏观策略受股票市场偏弱的拖累，但与此同时量化 CTA 也暂缓了反弹的态势，8 月小幅回撤。

8 月的市场环境对 CTA 仍然是偏友好的，但月初的回调大幅影响了 CTA 整体业绩。具体来看，中周期趋势策略对于此类行情的捕获的能力弱于长周期策略。而短周期策略近期面临了较大风险调整，主要原因是短周期 CTA 容易将仓位集中于少量高波动品种，然而近期部分品种的波动太过剧烈，日 k 线上甚至出现大量接近涨跌停的反转，容易给短周期策略带来回撤。

第三部分：市场展望及期货宏观类私募配置建置：商品上涨趋势存风险，CTA 短期不宜追高

全球宏观方面，美国 CPI 同比已连续第二个月反弹，但市场对美通胀反应较平淡，商品市场同样保持了较低波动。国内 8 月高温天气逐步退场，经济持续回暖。但相对目前商品市场的上涨速率来看，复苏速度仍有所不及，需高度关注 9 月的需求复苏情况，以防商品回落可能给中长周期 CTA 带来的回撤。

近期期货宏观策略大类中，中长周期 CTA 策略仍然是商品上涨趋势行情中收益最大的子策略，截止 9 月初，这类策略仍然保持着较好的收益情况。但由于我们对商品市场上涨趋势的持续性仍然存在担忧，且一旦需求不及预期，可能会出现回调，因此我们认为 CTA 反弹的持续性可能也有待进一步观察，短期内不宜追高。

中期来看，我们建议可以标配 CTA，国内定价品种的波动率已恢复正常，甚至从市场情绪层面来看，可以说是中性偏热情的情绪。而国外定价品种虽然仍处于低波动状态，但美联储高利率状态已经接近尾声，未来对市场波动率的影响以边际改善的可能性较大。

本期报告介绍海南半鞅私募基金管理合伙企业(有限合伙)的短周期 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 8 月宏观经济和期货期权市场回顾.....	3
宏观经济环境：经济持续回暖.....	3
期货市场回顾：商品持续上涨，长周期时序略有弱化.....	3
第二部分：2023 年 7 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：商品回暖下，期货宏观策略整体反弹.....	7
期货宏观策略各标签风格近期表现：中长周期 CTA 领涨期货宏观策略.....	7
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
市场环境预期：商品上涨趋势存风险，关注需求复苏数据.....	10
CTA 配置观点：中期维持中性预期，但短期不宜追高.....	10
海南半鞅私募基金管理合伙企业(有限合伙)：高分散度的短周期 CTA.....	11
风险提示.....	11

图表目录

图表 1：CPI 当月同比和环比（截止 2023/8）.....	3
图表 2：PPI 当月同比和环比（截止 2023/8）.....	3
图表 3：PMI 生产和需求（截止 2023/8）.....	3
图表 4：PMI 库存和价格（截止 2023/8）.....	3
图表 5：南华商品指数对数收益率（截止 2023/8/31）.....	4
图表 6：商品期货市场 20 日加权波动率（截止 2023/8/31）.....	4
图表 7：商品期货各板块近期收益（截止 2023/8/31）.....	5
图表 8：商品期货各品种指数 2023 年 8 月收益率和振幅.....	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（2023/8/31）.....	6
图表 10：三大股指期货近期行情（截止 2023/8/31）.....	6
图表 11：股指期货近月基差（截止 2023/8/31）.....	6
图表 12：50ETF 期权隐含波动率（截止 2023/8/31）.....	7
图表 13：300ETF 期权隐含波动率（截止 2023/8/31）.....	7
图表 14：近期期货宏观策略产品平均表现（截止 2023/8/31）.....	7
图表 15：部分期货宏观策略产品业绩表现（截止 2023/8/25）.....	8
图表 16：期货宏观策略各子策略 2023 年 8 月平均表现.....	9
图表 17：部分期权策略私募产品业绩表现（截止 2023/8/25）.....	10
图表 18：半鞅 CTA 进取 1 号净值表现（截止 2023/9/16）.....	11

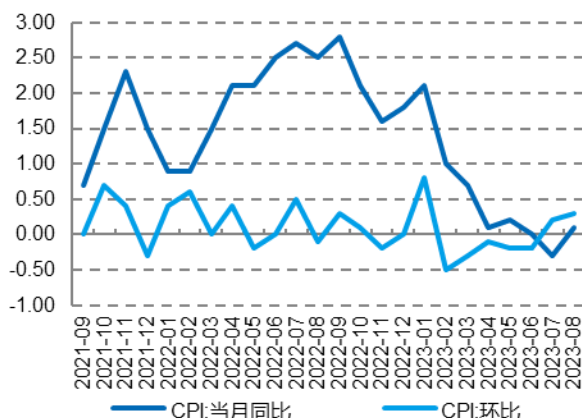
第一部分：2023 年 8 月宏观经济和期货期权市场回顾

宏观经济环境：经济持续回暖

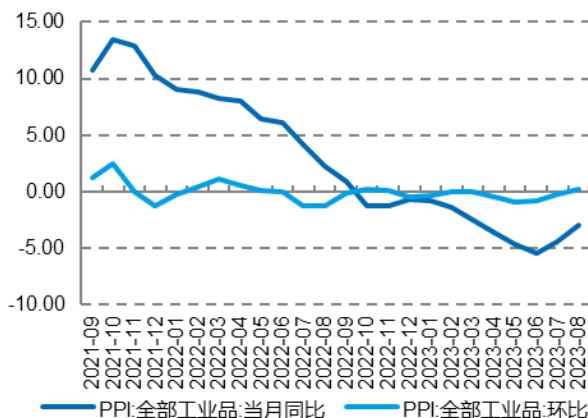
2023 年 8 月，我国 CPI 同比上涨 0.4 个百分点至 0.10%，环比回升 0.1 个百分点至 0.30%。分项来看，食品项同比持平，环比上升 0.5 个百分点，非食品项则是同比上升 0.5 个百分点，核心 CPI 同比上涨 0.8%，与上月持平。

PPI 同比回暖 1.4 个百分点至-3.00%，环比上涨 0.4 个百分点至 0.20%。分项来看，同比增速上，能源开采和加工产业链上行速度较快，一方面与高基数效应的消退有关，另一方面也与近期商品价格上涨有关。

图表 1: CPI 当月同比和环比 (截止 2023/8)



图表 2: PPI 当月同比和环比 (截止 2023/8)

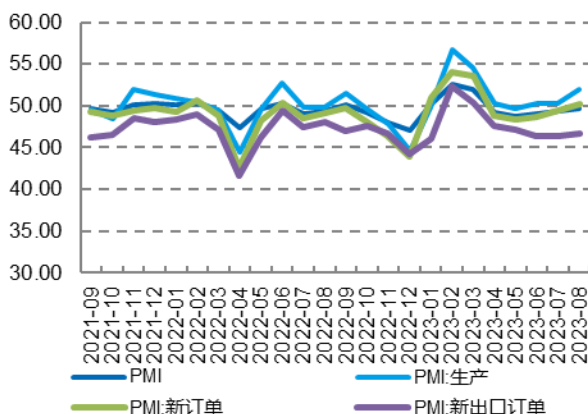


来源: Wind, 国金证券研究所

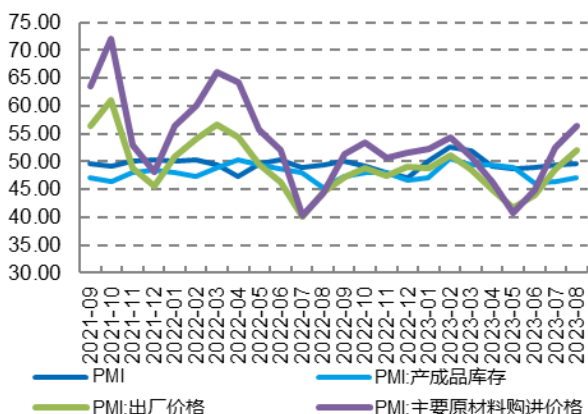
来源: Wind, 国金证券研究所

2023 年 8 月，制造业 PMI 录得 49.70，较 7 月继续回升 0.4 个百分点，已是第三个月持续回暖，但仍在荣枯线下方。从供需来看，生产指数和新订单指数分别上升 0.7 和 1.7 个百分点至 50.20 和 51.90，新出口订单也小幅回暖 0.4 至 46.70。受商品价格上涨的影响，PMI 原材料购进价格和出厂价格分别大幅反弹 4.1 和 3.4 个百分点，至 56.60 和 52.00。从全球的角度看，在中美欧日韩中，我国 PMI 制造业指数是唯一持续边际回暖的经济体。

图表 3: PMI 生产和需求 (截止 2023/8)



图表 4: PMI 库存和价格 (截止 2023/8)



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：商品持续上涨，长周期时序略有弱化

2023 年 8 月，商品在月初发生小幅回调，但整体仍然延续了上涨趋势。南华商品指数继续月度收涨 4.37%，6.48%。从指数的状态来看，趋势的流畅度降低，但下半月的波动幅度加大。

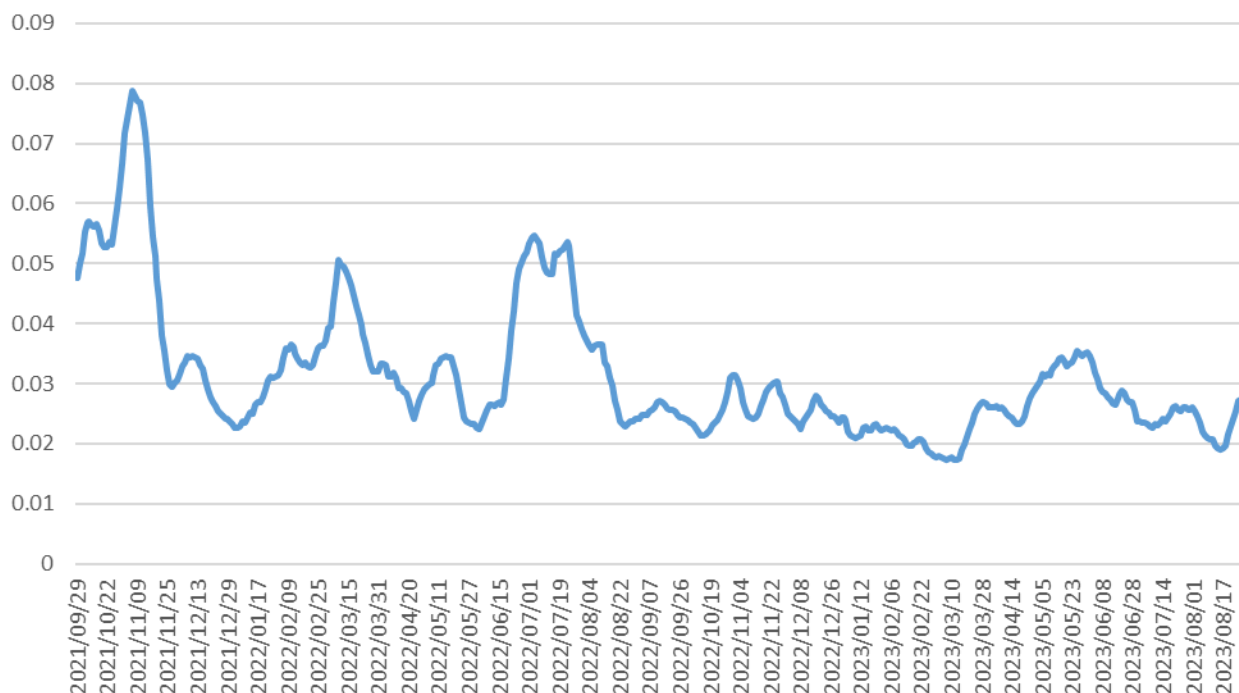
图表5: 南华商品指数对数收益率 (截止 2023/8/31)



来源: iFind, 国金证券研究所

商品市场的波动率再次出现快速的爬升, 上升的斜率较大, 但幅度有限, 主要原因是贡献波动的品种并非成交额较大的主流品种, 因此全市场加权波动率仍然处于相对低位。具体来看, 部分国内定价品种, 仍然在加权波动率中贡献较大, 包括铁矿石、纯碱、尿素等, 而成交额权重较大的原油、沪金等品种, 8月波动略有下降。

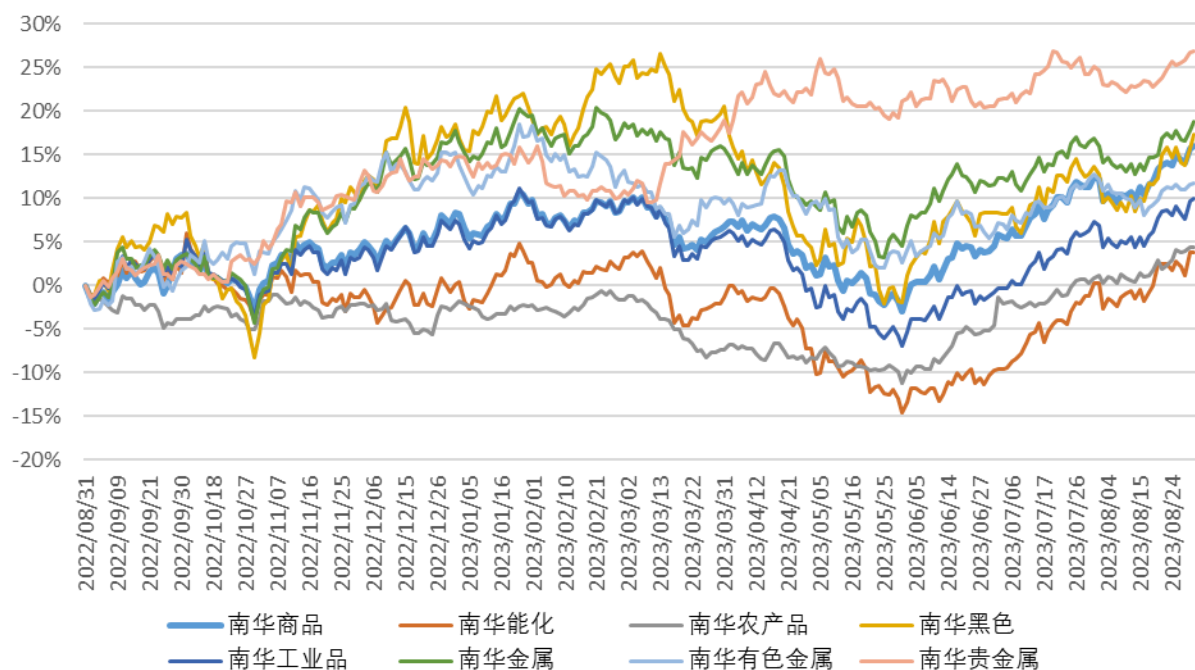
图表6: 商品期货市场 20 日加权波动率 (截止 2023/8/31)



来源: iFind, 国金证券研究所

分板块来看, 大部分商品板块在 7 月均保持为上涨态势。具体来看, 南华能化板块、农产品板块上涨幅度较大, 月度收益分别为 5.05%和 4.12%, 振幅分别为 6.85%和 5.17%。前期上涨幅度领先的工业品板块, 上涨动能边际下降。国际定价属性较强的贵金属和有色金属板块收益率较低, 仅有 2.11%和-0.37%。

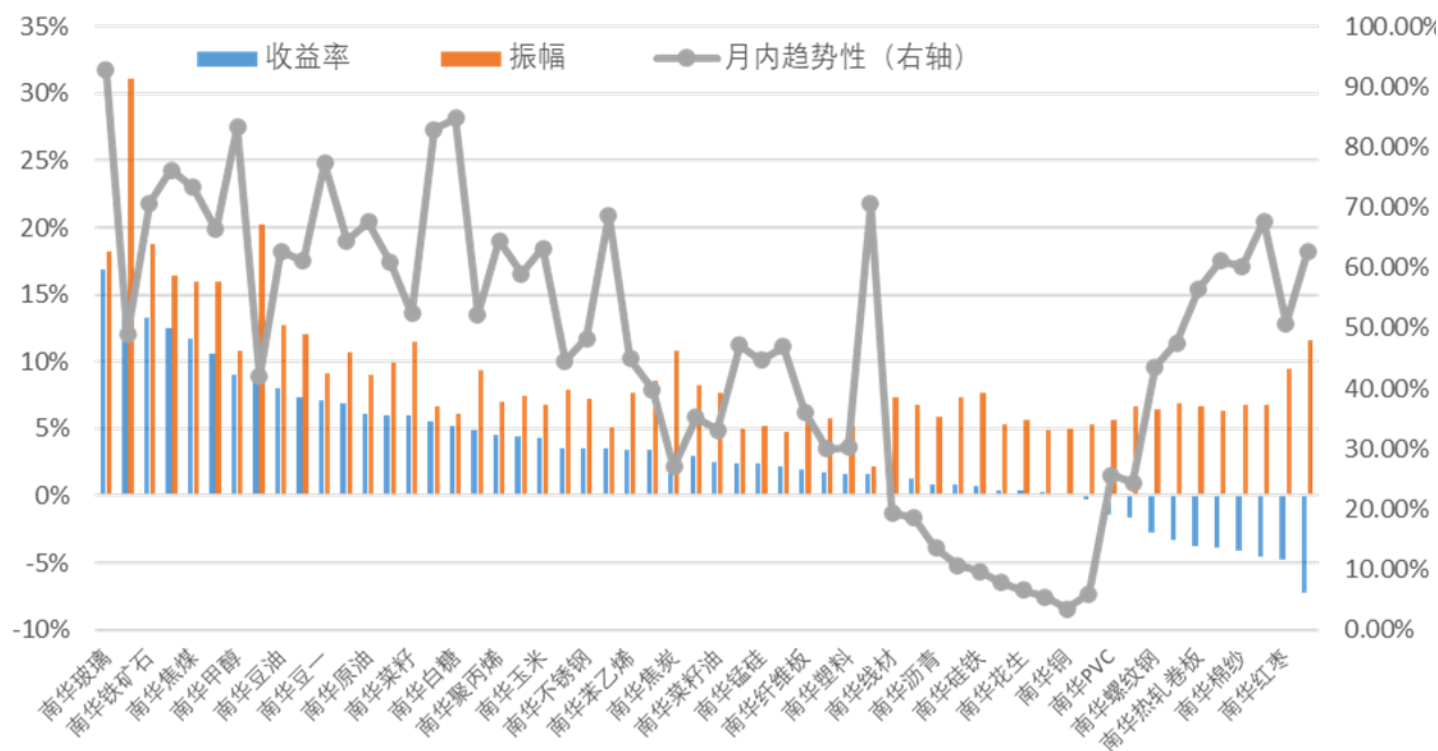
图表7：商品期货各板块近期收益（截止 2023/8/31）



来源：Wind，国金证券研究所

从品种指数的角度来看，8月涨幅领先的品种包括玻璃、纯碱、铁矿石、豆二、焦煤，月度涨幅分别为16.85%、15.20%、13.25%、12.53%、11.68%，振幅分别为18.17%、31.11%、18.74%、16.45%、15.92%。其中玻璃因其极高的月度收益率，和非常顺畅的上涨趋势，在市场中备受瞩目。

图表8：商品期货各品种指数 2023 年 8 月收益率和振幅

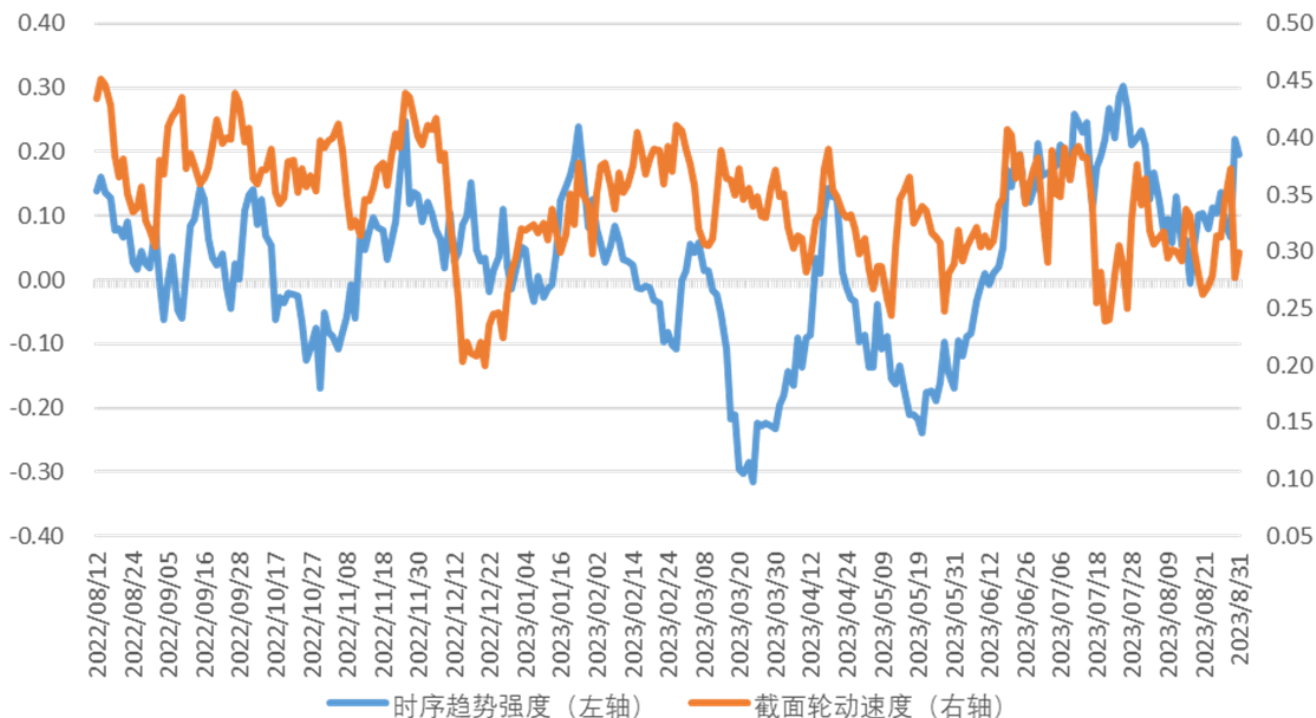


来源：Wind，国金证券研究所

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。虽然从商品市场指数的走势来看，趋势性机会是比较强的，但从我们全市场所有品种的趋势性机会测算中发现，时序趋势强度在 8 月初明显下降，虽整体维持高位，但即便在 8 月下旬快速上涨的市场中，也并未能将时序强度拉升至前期高点。截面轮动速度指标则在震荡中维持在中低水平。

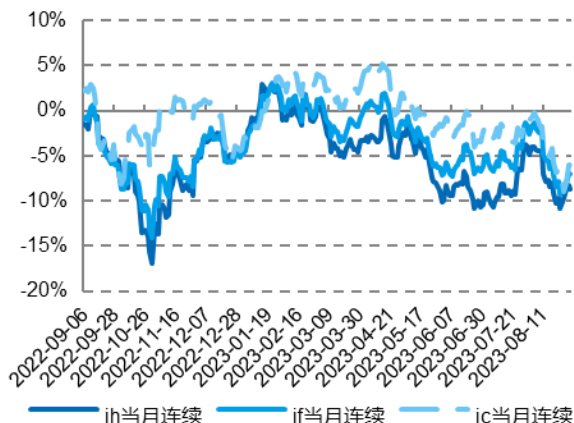
图表9：商品市场时间序列动量强度和横截面强弱轮动速度（2023/8/31）



来源：Wind，国金证券研究所

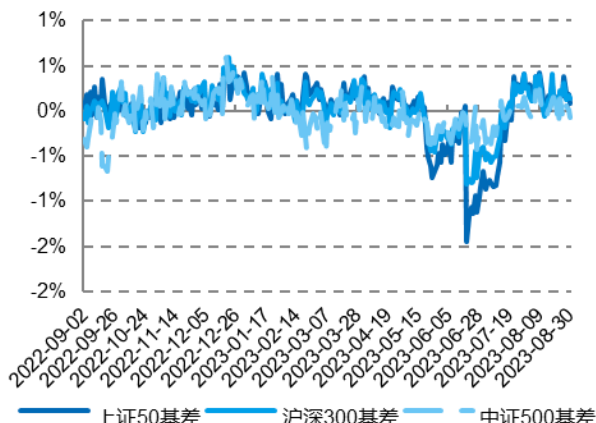
2023 年 8 月，股票市场震荡下跌，上证 50、沪深 300、中证 500 分别下跌-5.39%、-6.21%、-5.73%，振幅分别为 8.34%、9.05%、9.92%。从行情特点来看，虽然月度级别上形成了明显的下跌，但趋势的流畅性非常差，由于密集出台的刺激政策，导致很多时候市场在一周内，甚至 2-3 天便会形成一次幅度偏大的涨跌往复。对大多数非日内级别的股指期货 CTA 来说，风险大于机会。

图表10：三大股指期货近期行情（截止 2023/8/31）



来源：Wind，国金证券研究所

图表11：股指期货近月基差（截止 2023/8/31）

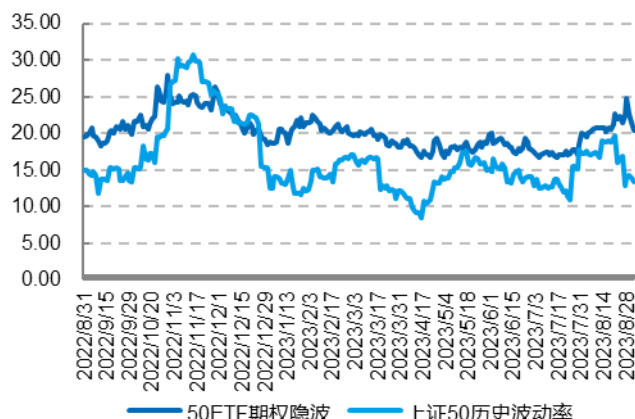


来源：Wind，国金证券研究所

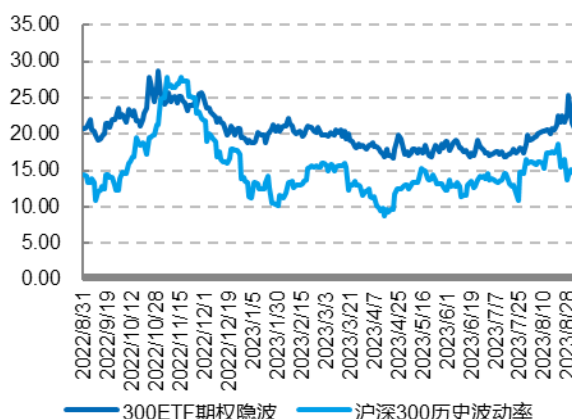
近期股票市场波动率出现较大波动。7 月 24 日，中共中央政治局会议召开，分析研究当前经济形势，会议中提出要活跃资本市场，提振投资者信息，A 股市场跳空高开，并于 7 月 28 日再度大幅上涨，历史波动率大幅上涨，但同期隐含波动率反弹幅度有限。进入 8 月后，市场情绪再度转冷，8 月 11 日 A 股市场大幅回调，市场实际波动率下降，但隐波逐渐加速上涨。8 月 27 日，财政部、税务总局发布公告，自 28 日起下调印花税率，28 日 A

股市场大幅高开，部分主要指数高开幅度达到 7%，隐含波动率跳空高开，给部分在 vega 或 gamma 上留有敞口的管理人带来较大风险。

图表 12: 50ETF 期权隐含波动率 (截止 2023/8/31)



图表 13: 300ETF 期权隐含波动率 (截止 2023/8/31)



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

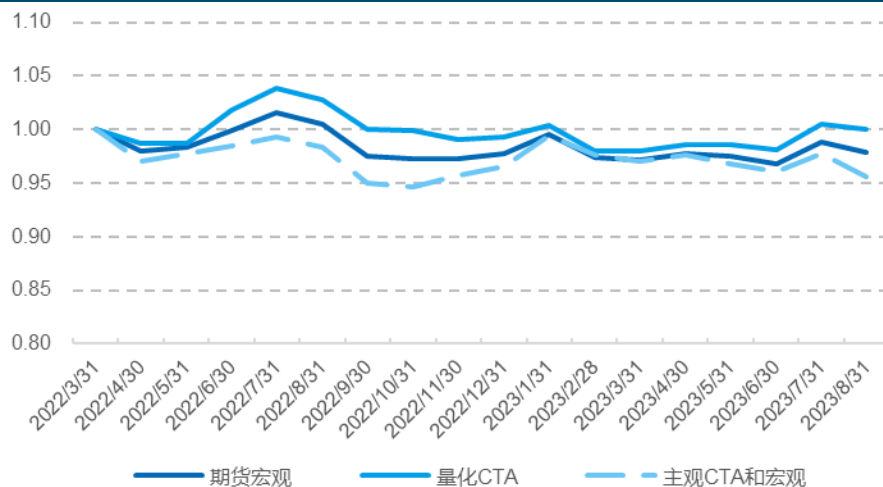
综合来看，2023 年 8 月，商品市场整体保持了前期的上涨趋势，但由于月初的调整，长周期时序指标有小幅弱化，截面仍然保持较友好的市场环境。然而市场波动率的反弹并不强，部分品种短期流畅性较差，对短周期 CTA 友好度一般。期权市场的隐波持续上升，跳空开盘现象频发，尤其印花税下降当日跳开严重，给卖权策略带来显著风险。

第二部分：2023 年 7 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：商品回暖下，期货宏观策略整体反弹

根据我们统计的全部 2946 个期货宏观策略私募基金产品数据显示，2023 年 8 月，该策略大类平均收益-1.02%，其中正收益产品数量 1381 个，正收益产品数量占比 46.88%，负收益产品数量 1565 个，负收益产品数量占比 53.12%。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，1934 个量化期货期权策略产品 8 月平均收益-0.41%，其中 1004 个产品获得正收益，正收益产品数量占比 51.91%；1012 个主观期货和宏观策略产品平均收益-2.19%，其中 377 个产品获得正收益，正收益产品数量占比 37.25%。期货宏观策略整体回撤，主要拖累项是主观 CTA 和宏观策略受股票市场偏弱的拖累，但与此同时量化 CTA 也暂缓了反弹的态势，8 月小幅回撤。

图表 14: 近期期货宏观策略产品平均表现 (截止 2023/8/31)



来源: 朝阳永续、国金证券研究所

期货宏观策略各标签风格近期表现：中长周期 CTA 领涨期货宏观策略

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 年上半年，我们观察池的 61 个期货宏观策略私募基金产品平均收益率 0.40%，整体暂缓了前两个月的涨势。其中 41 个产品获得正收益，大多数获得正收益的产品均为中长周期量化 CTA 策略。大多数宏观策略整体表现偏弱。

图表15：部分期货宏观策略产品业绩表现（截止 2023/8/25）

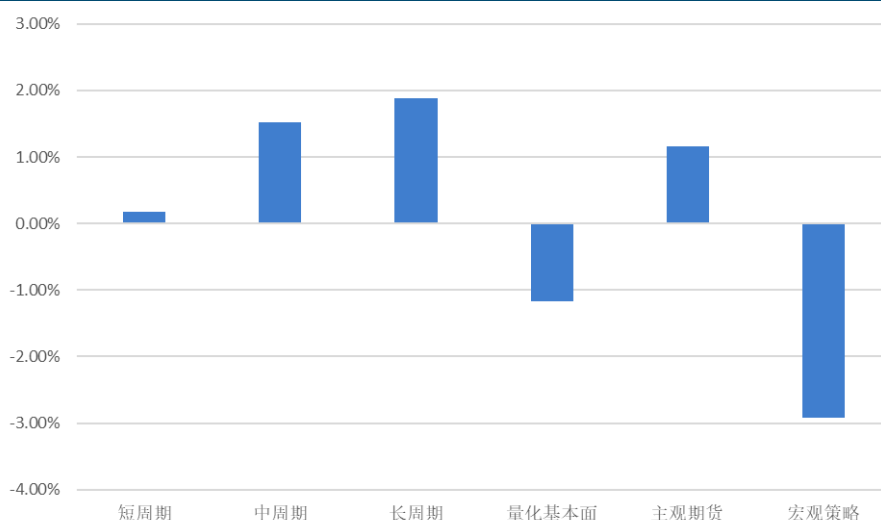
产品简称	管理人	近一月	近三月	近六月	近一年	最大回撤	主要策略
均成 CTA1 号	均成资产	8.53%	20.72%	11.80%	5.34%	22.47%	中周期
衍盛量化 CTA 乌锦春 1 号	衍盛私募	5.44%	13.29%	6.46%	--	15.03%	中周期
从石 1 号	从石私募	5.40%	7.05%	-4.40%	1.90%	16.25%	主观期货
量信量化 2 期	量信投资	4.61%	7.13%	7.92%	-11.71%	32.67%	长周期
洛书尊享 CTA 拾壹号	洛书投资	4.11%	10.74%	-2.93%	-9.52%	33.40%	长周期
黑翼 CTA 二号	黑翼资产	3.97%	8.97%	14.34%	7.22%	9.41%	长周期
量道 CTA 精选 1 号	量道投资	3.01%	9.06%	0.59%	-22.90%	36.56%	长周期
领容商品珏金	领容投资	3.00%	7.77%	--	--	1.66%	主观期货
思颀投资-思新四十七号	思颀投资	3.00%	8.21%	7.57%	5.98%	12.56%	中周期
宣夜投资 CTA 稳流一期	宣夜投资	2.44%	3.97%	1.64%	1.54%	7.48%	中周期
半鞅 CTA 均衡 1 号	海南半鞅	2.40%	7.41%	10.19%	--	3.49%	短周期
富励业长江 1 号宏观量化	富励业私募	2.36%	3.68%	2.76%	-8.43%	12.47%	长周期
弘量弘盈量化 CTA	弘量投资	2.35%	8.02%	3.51%	-0.37%	16.23%	长周期
皓邦尊享 CTA1 号	德贝私募	1.73%	2.65%	1.15%	-4.40%	14.31%	中周期
SAP 智龙 3 号	智龙资本	1.72%	6.77%	10.00%	3.05%	13.51%	短周期
珞容翔宇 CTA2 号	珞容资产	1.69%	5.10%	1.25%	-8.08%	23.61%	长周期
宁水多策略	厦门宁水	1.53%	7.64%	10.96%	20.45%	14.70%	宏观策略
慕途基本面量化 1 号	上海慕途	1.52%	3.84%	8.45%	18.70%	1.55%	主观期货
会世元丰 CTA1 号	会世资产	1.51%	4.37%	-1.24%	-8.96%	17.56%	中周期
鸣熙夸克二号	鸣熙资产	1.44%	5.20%	0.92%	1.34%	13.85%	短周期
信弘磐宜 1 号	信宏天禾资产	1.39%	5.60%	0.63%	5.28%	8.83%	短周期
毓颜言商 1 号	毓颜投资	1.28%	4.61%	15.45%	10.93%	11.76%	中周期
思博量道十五号	思颀投资	1.15%	4.15%	4.36%	12.81%	6.91%	短周期
乐瑞宏观配置基金	乐瑞资产	1.06%	-5.14%	-6.70%	-3.77%	32.49%	宏观策略
凯丰宏观策略 9 号	凯丰投资	0.98%	2.23%	-7.43%	-17.11%	27.65%	宏观策略
明得浩伦 CTA 一号	明得浩伦投资	0.97%	2.56%	3.59%	-7.95%	15.27%	长周期
盛冠达 CTA 基本面量化 1 号	盛冠达资产	0.80%	1.25%	-2.53%	-5.80%	17.50%	量化基本面
汇艾资产-稳健 1 号基金	汇艾资产	0.65%	1.69%	5.16%	7.69%	2.13%	主观期货
芷瀚量化 CTA 激进一号	芷瀚资产	0.64%	-2.43%	3.53%	-2.17%	7.83%	中周期
千象 1 期	千象资产	0.41%	0.84%	1.28%	-7.17%	13.78%	长周期
中电投先融鸿升量化 CTA1 号	先融资产	0.40%	-2.04%	7.54%	2.22%	11.88%	主观期货
杉阳云杉量化 1 号	杉阳投资	0.39%	1.36%	3.88%	6.57%	5.72%	主观期货
宽投常晴	宽投资产	0.38%	2.50%	4.38%	6.19%	4.56%	中周期
众壹资产进取套利 1 号	众壹资产	0.30%	2.47%	6.64%	10.17%	8.82%	主观期货
蒙玺纯达二期	蒙玺投资	0.29%	2.77%	-0.07%	-8.15%	13.67%	短周期
九坤量化 CTA 私募 1 号	九坤投资	0.26%	-1.06%	4.06%	4.50%	8.88%	短周期
阳泽泽丰另类量化 1 号	阳泽投资	0.19%	3.01%	0.19%	-7.52%	11.42%	量化基本面
泽源清源 CTA 一号	泽源投资	0.12%	1.18%	-0.61%	-5.30%	15.45%	量化基本面
鼎一兑弈量化	鼎一私募	0.10%	-0.75%	1.75%	-3.38%	9.99%	短周期
致远 CTA 精选 2 期	富善投资	0.09%	5.63%	1.80%	-9.31%	16.51%	中周期
傲创铂林 3 号	傲创资产	0.00%	0.70%	0.40%	2.98%	3.39%	短周期

宏锡 2 号	宏锡基金	-0.09%	-1.56%	9.56%	3.67%	15.66%	中周期
本利达利磐期货量化壹号	本利达资产	-0.19%	-3.24%	-5.99%	1.81%	10.08%	短周期
景上源 1 号	景上源投资	-0.26%	-4.48%	-2.16%	-1.65%	12.68%	主观期货
旭诺 CTA 一号	旭诺资产	-0.29%	2.35%	8.78%	10.48%	12.33%	中周期
涵德盈冲量化 CTA2 号	涵德投资	-0.73%	0.10%	-5.67%	-2.83%	9.93%	短周期
浙江白鹭量化 CTA 一号	白鹭资管	-0.74%	-0.37%	-3.94%	-13.48%	18.15%	长周期
旌安 2 号	旌安投资	-0.91%	-0.43%	2.05%	8.26%	6.64%	主观期货
久熙 CTA 锐进 1 期	久熙资产	-1.36%	-0.98%	5.13%	2.71%	29.40%	短周期
道微乘风破浪量化进取 1 号	道微投资	-1.36%	-11.42%	-1.78%	-6.29%	14.44%	短周期
量客中字一号	量客投资	-1.55%	-2.26%	-1.84%	-10.48%	17.39%	中周期
中舍钱江一号 CTA	中舍资产	-1.75%	-0.83%	0.26%	-0.51%	2.71%	中周期
鑫岚龙腾 1 号	鑫岚投资	-1.90%	-3.18%	-6.25%	-11.93%	16.18%	宏观策略
珏朔朴道量化 CTA 稳健一号	珏朔资产	-2.02%	-1.60%	-2.32%	-4.48%	9.05%	长周期
衍盛量化 CTA 二号	衍盛私募	-2.62%	-5.03%	-6.15%	-9.53%	15.61%	短周期
元葵天时	元葵资产	-3.48%	0.37%	-0.43%	-6.13%	18.63%	宏观策略
半夏宏观对冲	半夏投资	-3.93%	-2.98%	-11.60%	-7.60%	13.72%	宏观策略
厚方宏观对冲三号	厚方投资	-5.59%	4.16%	6.40%	9.20%	6.42%	宏观策略
鸿凯进取 5 号	鸿凯投资	-5.67%	0.00%	-12.21%	-9.01%	25.88%	宏观策略
白鹭商品价值投资 1 号	白鹭资管	-5.76%	-9.09%	-14.61%	-23.47%	28.51%	量化基本面
泓湖稳宏宏观策略	泓湖投资	-9.27%	-1.69%	-2.30%	-4.67%	20.63%	宏观策略

来源：国金证券研究所，朝阳永续

8 月的市场环境对 CTA 仍然是偏友好的，但月初的回调大幅影响了 CTA 整体业绩。具体来看，中周期趋势策略对于此类行情的捕获的能力弱于长周期策略。而短周期策略近期面临了较大风险调整，主要原因是短周期 CTA 容易将仓位集中于少量高波动品种，然而近期部分品种的波动太过剧烈，日 k 线上甚至出现大量接近涨跌停的反转，容易给短周期策略带来回撤。

图表 16：期货宏观策略各子策略 2023 年 8 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 8 月，我们观察池中的期权策略产品平均收益-0.29%。8 月股票市场波动率以中等速率持续上升，卖权类策略会在不断动态对冲的过程中损失付出对冲成本，结合连续

出现的跳空开盘，8月市场对权益期权卖权类策略较为不利。8月28日印花税下调的政策更是刺激了股票市场发生7%左右的大幅跳空高开，给卖权策略带来巨大风险，对应的期权策略产品业绩包含在9月1日的业绩中，将在下期月报中具体表现。

图表17：部分期权策略私募产品业绩表现（截止 2023/8/25）

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
鲸睿聚能三号	鲸睿资产	3.22%	4.25%	6.53%	11.37%	8.15%	商品期权
君宜共达	深圳君宜	0.74%	1.91%	2.13%	7.71%	1.48%	商品期权
君信荣耀一号	福建君信	0.39%	1.72%	2.75%	7.14%	5.95%	商品期权
古木艳阳 1 号商品期权	古木投资	0.37%	1.32%	2.76%	8.19%	3.09%	商品期权
红锚价值 2 号	上海红锚	0.30%	0.49%	1.96%	8.00%	2.06%	权益期权
佳岳-量权 2 号	海南佳岳	0.06%	2.27%	3.90%	7.54%	0.94%	权益期权
跃威顺鑫一号	上海跃威	0.00%	1.45%	2.45%	5.68%	2.37%	权益期权
希塔山峦 1 号	上海希塔	-0.20%	0.38%	1.45%	5.53%	0.20%	权益期权
鼎森汇临期权量化 1 号	鼎森投资	-0.37%	4.10%	4.14%	10.30%	7.62%	权益期权
正赢权智 1 号	正赢资产	-0.55%	1.16%	1.86%	6.01%	2.56%	权益期权
泓倍期权套利 1 号	上海泓倍	-1.51%	-0.32%	0.35%	2.82%	4.57%	权益期权
厦门言起权王泰森 1 号	言起投资	-1.91%	-0.39%	2.12%	0.44%	19.84%	权益期权
平石 U3 期权对冲	平石资产	-4.37%	-2.36%	-3.45%	0.87%	8.72%	权益期权

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

市场环境预期：商品上涨趋势存风险，关注需求复苏数据

全球宏观方面，美国 CPI 同比已连续第二个月反弹，主要原因是能源价格上升以及低基数效应，核心通胀继续回落。此次 CPI 数据公布后，美债收益率略有下行，Fed Watch 对 9 月加息的概率不升反降，市场对美通胀反应较平淡，商品市场同样保持了较低波动。

从国内的环境来看，8 月高温天气逐步退场，叠加一揽子政策持续出台，工业增加值、制造业 PMI 等指标，均持续回暖。但相对目前商品市场的上涨速率来看，复苏速度仍有所不及。商品整体的低库存效应很有可能是放大上涨波动的主要原因之一，但核心驱动仍是需求预期带来的补库预期，需高度关注 9 月的需求复苏情况，以防商品回落可能给中长周期 CTA 带来的回撤。

CTA 配置观点：中期维持中性预期，但短期不宜追高

近期期货宏观策略大类中，中长周期 CTA 策略仍然是商品上涨趋势行情中收益最大的子策略，截止 9 月初，这类策略仍然保持着较好的收益情况。但由于我们对商品市场上涨趋势的持续性仍然存在担忧，且一旦需求不及预期，可能会出现回调，因此我们认为 CTA 反弹的持续性可能也有待进一步观察，短期内不宜追高。对于短周期策略来说，近期部分持仓时间在 2-3 天的短周期策略发生了一定回撤，主要原因是部分板块在这个频率上的震荡特点较明显，给策略带来较大来回磨损。

中期来看，我们建议可以标配 CTA，国内定价品种的波动率已恢复正常，甚至从市场情绪层面来看，可以说是中性偏热情的情绪。而国外定价品种虽然仍处于低波动状态，但美联储高利率状态已经接近尾声，未来对市场波动率的影响以边际改善的可能性较大。

分子策略来看，低风险偏好的投资者仍可以在 CTA 组合中适当多配置优秀的短周期 CTA，当前市场波动率相较 5-6 月已有回落，一旦未来出现需求不及预期导致的下跌行情，短周期 CTA 相较中长周期 CTA 可能会存在超额。另一类可能跑出超额的子策略是主观 CTA 策略，当前活跃度较高的品种主要为国内定价品种，无论其交易逻辑是预期炒作还是需求改善，抑或其他产业逻辑，主观 CTA 在国内定价品种上的优势都将由更好的体现。

本期报告介绍海南半鞅私募基金管理合伙企业(有限合伙)的短周期 CTA 策略。

海南半鞅私募基金管理合伙企业(有限合伙)：高分散度的短周期CTA

1. 公司简介与核心团队

海南半鞅私募基金管理合伙企业(有限合伙)成立于2021年9月3日，协会备案时间为2021年12月25日，共计注册资本1000万元，实缴资本1000万元(信息来源：协会官网)。目前公司总资产管理规模约9.5亿，其中CTA策略管理规模超过1亿。

海南半鞅的投研团队目前共有8人，其中5人负责股票类策略，3人负责CTA。王芹，投资总监，实控人，曾任太平资产高级量化投资经理(国内最早2018年将机器学习运用于量化选股的团队之一)，曾独立管理数十亿人民币实盘，业绩优异；周东，研究总监，曾任微软亚洲研究院机器学习组金融方向研究员，设计开发了业界第一个开源的AI量化研究平台Qlib(开源之前的主要人员)；仇伟，技术总监，曾任阿里巴巴达摩院算法专家。

2. 投资策略

半鞅的CTA策略中共包含120个子策略，分为10大类，主要包括趋势跟踪策略、期限结构策略、基本面策略、反转策略、量价协同策略、宏观因子策略、日历效应策略、期权相关策略、事件驱动策略、技术类策略。120个子策略中，约60%为日内策略，40%预测周期为3-5天。所有策略之间，使用风险评价作为主要思路进行策略配置。在投资品种方面，覆盖国内所有流动性符合要求的期货合约，共60种，包括商品期货、股指期货、国债期货，单品种上限不超过保证金的5%。

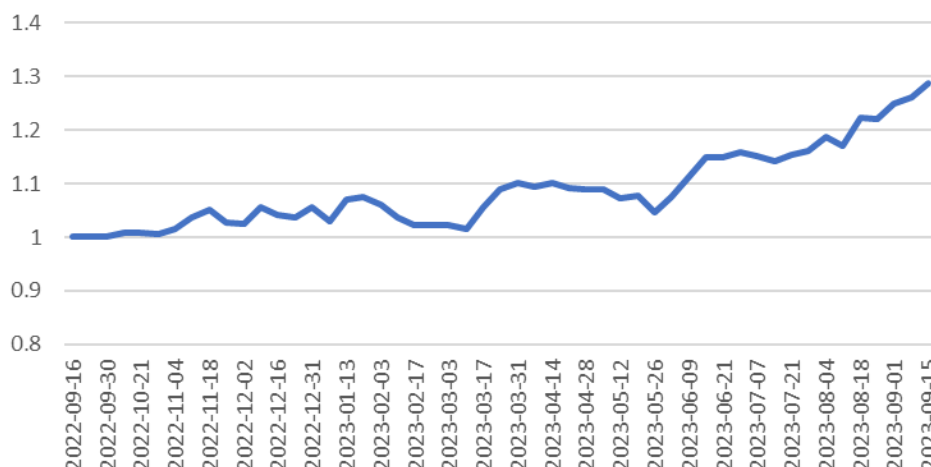
3. 代表产品业绩

半鞅CTA进取1号是海南半鞅的CTA策略产品中，公开历史业绩最长的产品，我们以该产品为代表对半鞅的CTA策略特点进行展示。该产品为高杠杆产品，产品杠杆率约4倍，且已封盘，后续产品将以2.5倍杠杆产品为主。本文在进行业绩分析时，将不对该产品的收益率作任何等波动处理，但半鞅发行的后续2.5倍杠杆CTA产品，在收益和风险等方面，都将小于该产品。

半鞅的CTA策略产品平均持仓周期约在1-2天，在与市场其他类似频率的CTA产品对比中，半鞅在子策略丰富度、持仓品种数量上，均更为分散。从结果上来，主要表现为产品的净值波动具有更高风险回报比。

具体来看，在市场波动率小幅回升的3-5月，半鞅CTA整体表现平稳，在震荡中小幅上涨约10%。而在市场开始逐渐走出上涨趋势的行情中，半鞅逐渐表现出了较强的收益能力，在近三个月获得了15.57%的收益，且主要收益来源并非中长周期的趋势跟踪，而是更短频率上的反转策略，表现出与其他在同期获得较高收益的中长周期CTA策略在获利逻辑上的差异性。

图表18：半鞅CTA进取1号净值表现(截止2023/9/16)



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 and 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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806