

期货宏观及期权私募基金 10 月业

私募基金投资策略
报告

证券研究报告

绩回顾及投资前瞻

国金证券金融产品研究

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

市场震荡走弱，CTA 全面回调

2023 年 10 月宏观经济和期货期权市场回顾：需求有待提振，商品震荡走弱

综合来看，2023 年 10 月，商品市场结束了前期上涨趋势，转入偏弱震荡，长周期时序指标接近历史低点，截面指标小幅弱化，波动率重归低点，商品期货市场对 CTA 策略的友好度大幅转弱。期权市场隐含波动率出现一定波动，波动率曲面策略获得一定交易机会。

10 月期货宏观及期权策略私募表现总结：CTA 二级分类均回撤，仅期权策略小幅盈利

根据我们统计的全部 2905 个期货宏观策略私募基金产品数据显示，2023 年 10 月，该策略大类平均收益-1.75%，其中 1890 个量化期货期权策略产品 10 月平均收益-1.46%；1015 个主观期货和宏观策略产品平均收益-2.30%。商品市场的震荡环境和股票市场的下跌共振，导致了期货宏观策略整体回撤，其中主观 CTA 和宏观策略平均回撤幅度略大于量化 CTA。

10 月的市场环境对于大多数 CTA 策略来说友好度较低。对于中长周期策略来说，市场结束了持续超过 2 个月的上涨趋势行情，转为震荡下跌，前期的多头持仓遭遇回撤；对于短周期策略来说，再次回到冰点的市场波动率非常不利于交易型策略获取收益，甚至有部分短周期策略在 8 月以来刷新了历史最大回撤。宏观策略则极大的受到了股票市场快速下跌的影响，整体表现不佳。

市场展望及期货宏观类私募配置建置：标配 CTA 等待机会

商品市场对美联储高息状态的反应已经非常充分，且大多在 22 年第三季度便已兑现，加息力度的退潮或有助于商品市场整体波动率中枢的回升。国内金九银十的传统旺季已过，但经济复苏强度弱于市场预期。未来市场行情的真正推动力仍然需要关注需求的扶苏

中长周期 CTA 的上涨行情在 10 月震荡回调的市场中被中止，我们预期未来继续走出 6-8 月上涨趋势的可能性极低，CTA 可能重回震荡格局，短期内 CTA 的投资机会并没有太高弹性。从风险的角度来说，当前主要风险因素均已大幅兑现。包括美联储政策预期变化带来的政策性行情，加息预期已逐渐清晰并步入尾声，地缘政治冲突带来的事件性行情，也已重构全球供应链。当前市场环境对于 CTA 最大的不利影响便是长期低波动，可能导致净值的小幅波动或阴跌，却难以出现类似 22 年 6 月或 23 年 Q1 的大幅快速下跌。

因此目前我们对 CTA 策略的投资思路是标配，并等待机会。具体子策略来看，在收益弹性有限的情况下，通过丰富的子策略类型配置去进一步降低风险是 CTA 投资策略的首选。

本期报告介绍上海富犇投资管理有限公司。

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 10 月宏观经济和期货期权市场回顾.....	3
宏观经济环境：需求有待提振.....	3
期货市场回顾：上涨趋势暂缓，商品偏弱震荡.....	3
第二部分：2023 年 10 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：量化主观回撤共振.....	7
样本池产品近期表现：CTA 涨势暂缓，10 月震荡回撤.....	7
期货宏观和期权策略二级分类表现：仅期权策略保持微涨.....	10
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：美联储加息减弱，国内需求待验证.....	10
CTA 配置观点：标配 CTA，等待机会.....	11
上海富彝投资管理有限公司：风格稳健的套利策略主观 CTA.....	11
风险提示.....	12

图表目录

图表 1：CPI 当月同比和环比（截止 2023/10）.....	3
图表 2：PPI 当月同比和环比（截止 2023/10）.....	3
图表 3：PMI 生产和需求（截止 2023/10）.....	3
图表 4：PMI 库存和价格（截止 2023/10）.....	3
图表 5：南华商品指数对数收益率（截止 2023/10/31）.....	4
图表 6：商品期货市场 20 日加权波动率（截止 2023/10/31）.....	4
图表 7：商品期货各板块近期收益（截止 2023/10/31）.....	5
图表 8：商品期货各品种指数 2023 年 10 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（2023/10/31）.....	6
图表 10：三大股指期货近期行情（截止 2023/10/31）.....	6
图表 11：股指期货近月基差（截止 2023/10/31）.....	6
图表 12：50ETF 期权隐含波动率（截止 2023/10/31）.....	7
图表 13：300ETF 期权隐含波动率（截止 2023/10/31）.....	7
图表 14：近期期货宏观策略产品平均表现（截止 2023/10/31）.....	7
图表 15：部分期货宏观策略产品业绩表现（截止 2023/10/27）.....	8
图表 16：部分期权策略私募产品业绩表现（截止 2023/10/27）.....	10
图表 17：期货宏观策略各子策略 2023 年 10 月平均表现.....	10
图表 18：富彝-得宝 2 号业绩表现（2023/11/10）.....	12
图表 19：富彝-得宝 2 号业绩指标（2023/10/27）.....	12

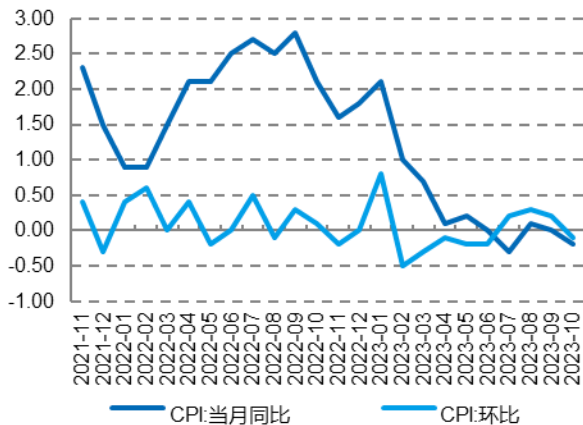
第一部分：2023年10月宏观经济和期货期权市场回顾

宏观经济环境：需求有待提振

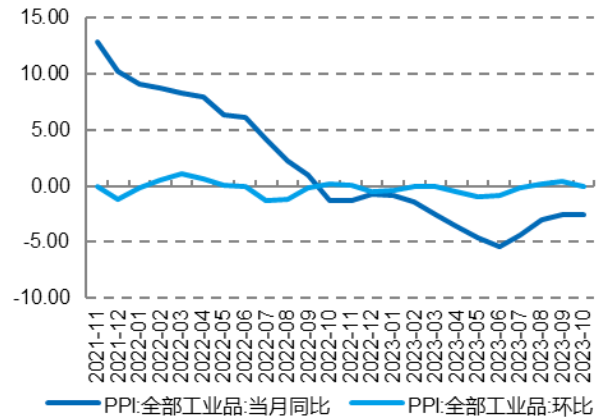
2023年10月，我国CPI同比下跌0.2个百分点至-0.20%，环比回落-0.3个百分点至-0.10%。分项来看，CPI同比转负，主要贡献项是猪肉价格同比大幅下跌，食品项同比跌幅较9月有进一步扩大。而核心CPI同比较前值收窄0.2个百分点至0.6%，环比回落0.1个百分点至0%。居民需求动能相对不足，消费信心有待提振。

PPI同比下跌-0.1个百分点至-2.60%，环比回落0.4个百分点至0.00%。分项来看，生产资料价格同比增速与上月持平在-3.0%，生活资料同比回落0.6个百分点至-0.9%，

图表1：CPI 当月同比和环比（截止 2023/10）



图表2：PPI 当月同比和环比（截止 2023/10）

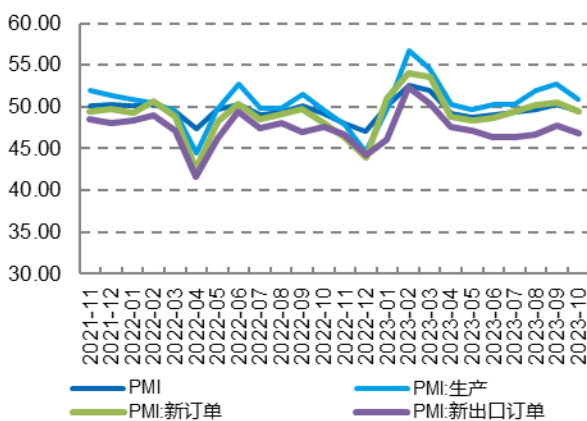


来源：Wind，国金证券研究所

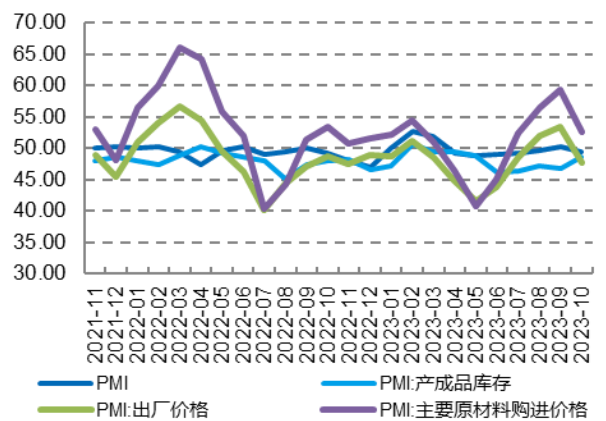
来源：Wind，国金证券研究所

2023年10月，制造业PMI录得49.50，相较于9月回落0.7个百分点，在9月冲上荣枯线后，再度落回荣枯线下方。供需方面来看，PMI生产指数大幅回落1.8个百分点至50.90，仍处于荣枯线下方，但PMI新订单指数回落1个百分点至49.50，回到荣枯线下方，同时新出口订单也回落1个百分点至46.80，内外需求均回落。库存方面，PMI产成品库存指数大幅上涨1.8个百分点至48.50，虽仍处于较低位置，但需求偏弱的环境下已经出现了累库的情况。

图表3：PMI 生产和需求（截止 2023/10）



图表4：PMI 库存和价格（截止 2023/10）



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：上涨趋势暂缓，商品偏弱震荡

2023年10月，商品市场在经历了国庆小长假后，先是快速的补跌，之后便是在横盘震荡。南华商品指数月度收益率-1.95%，振幅3.98%。整体波动较小，月度表现为偏弱震荡，结束了前期持续超过2个月的上涨趋势。

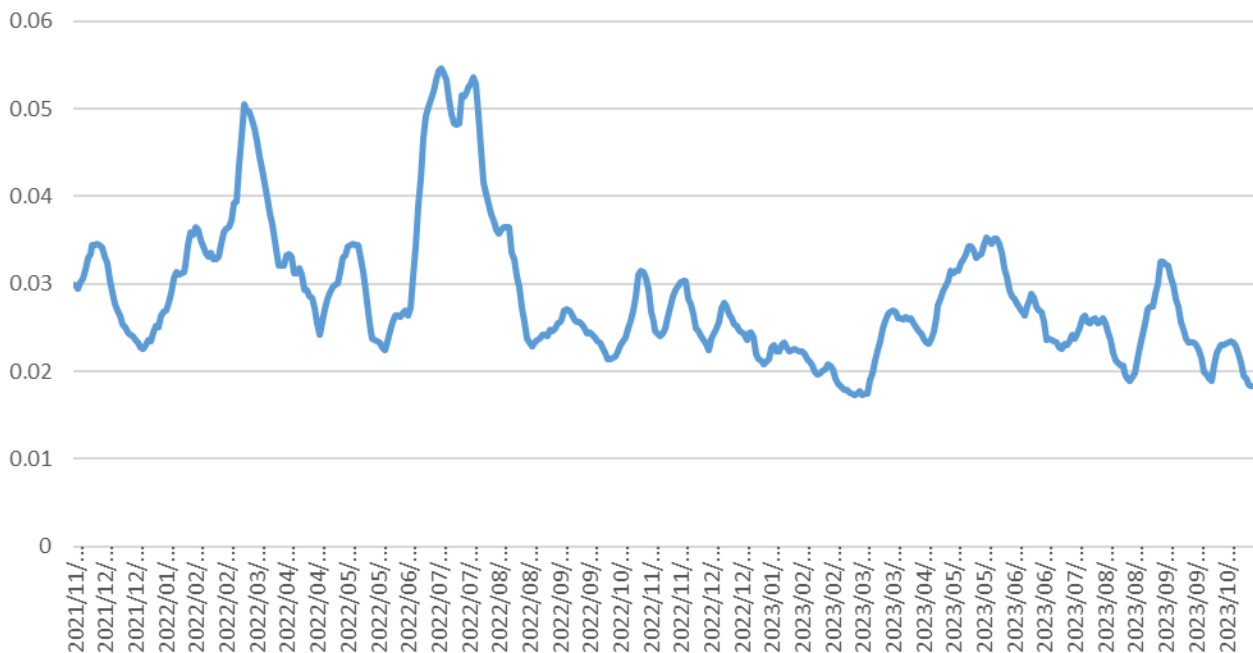
图表5: 南华商品指数对数收益率 (截止 2023/10/31)



来源: iFind, 国金证券研究所

随着商品市场进入震荡行情,市场波动率持续下降,回到近两年最低点附近。具体来看,原本加权波动率贡献较高的尿素、玻璃、铁矿石、豆粕等品种,波动幅度均有所下降,交易所对部分波动较为剧烈的品种进行了交易规则的调整,也一定程度加剧了成交加权波动率的下降。

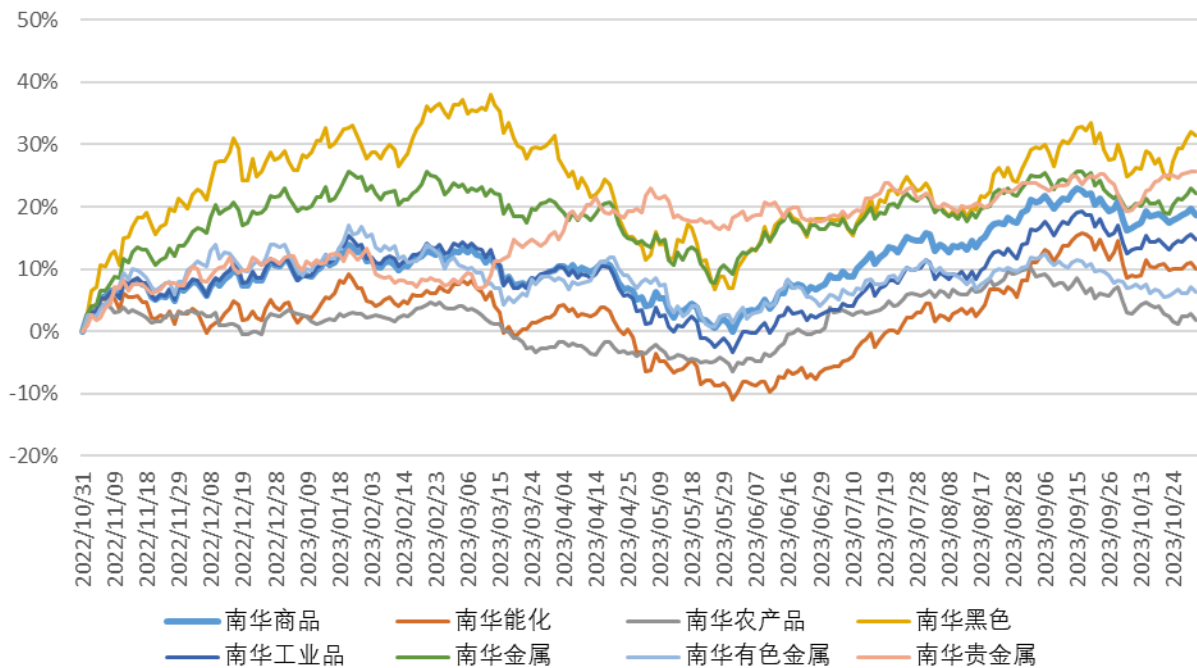
图表6: 商品期货市场 20 日加权波动率 (截止 2023/10/31)



来源: iFind, 国金证券研究所

分板块来看,10月分化最大的两个板块是贵金属和农产品,南华贵金属和南华农产品板块指数月度收益率分别为3.12%和-5.04%,振幅分别为6.10%和5.57%,是10月波动最大的两个板块。前者主要受到巴以战争的影响,以色列在10月下旬持续炮击加沙地带,不断加剧市场避险情绪,导致了10月黄金快速冲高。

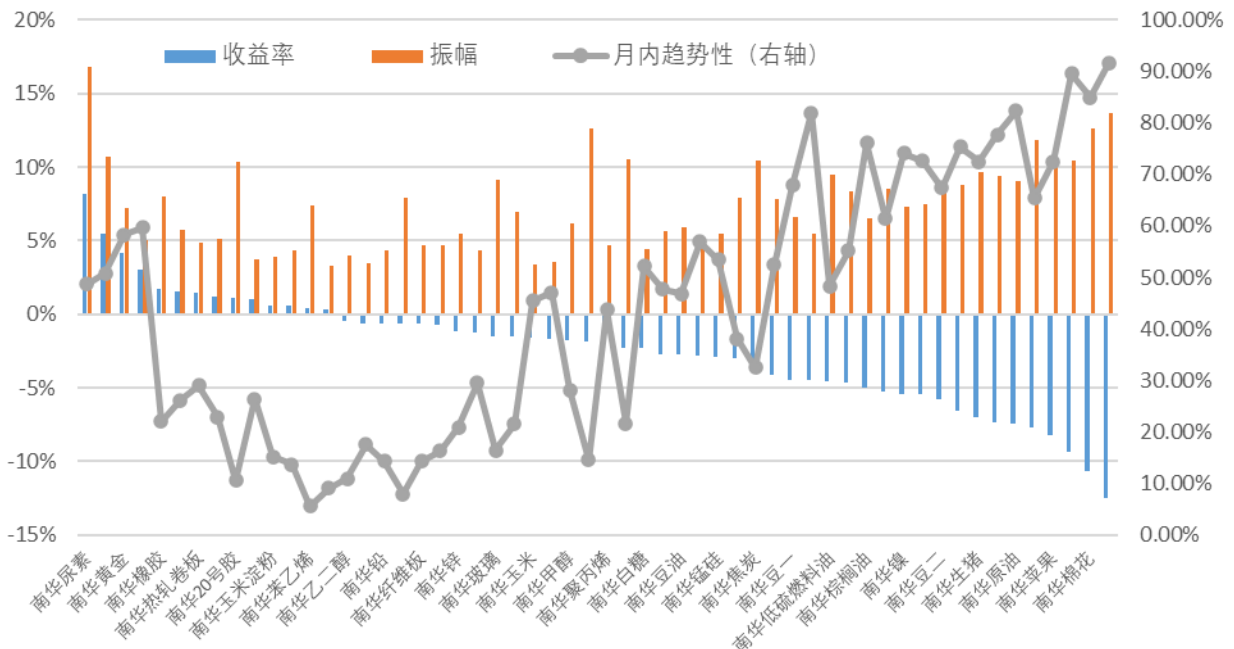
图表7: 商品期货各板块近期收益 (截止 2023/10/31)



来源: Wind, 国金证券研究所

从品种指数的角度来看, 10月大幅波动的品种数量较小, 月度收益率最高的尿素指数、铁矿石指数仅分别上涨 8.20%和 5.46%, 振幅分别达到 16.82%和 10.74%, 收益率最低的品种包括南华燃油指数、棉花指数、苹果指数, 月度收益率分别为-12.48%、-10.69%、-8.25%, 振幅分别为 13.64%、12.59%、11.39%。原先快速上涨的品种开始在高位大幅波动, 而部分品种出现了一定下跌趋势。

图表8: 商品期货各品种指数 2023年10月收益率和振幅

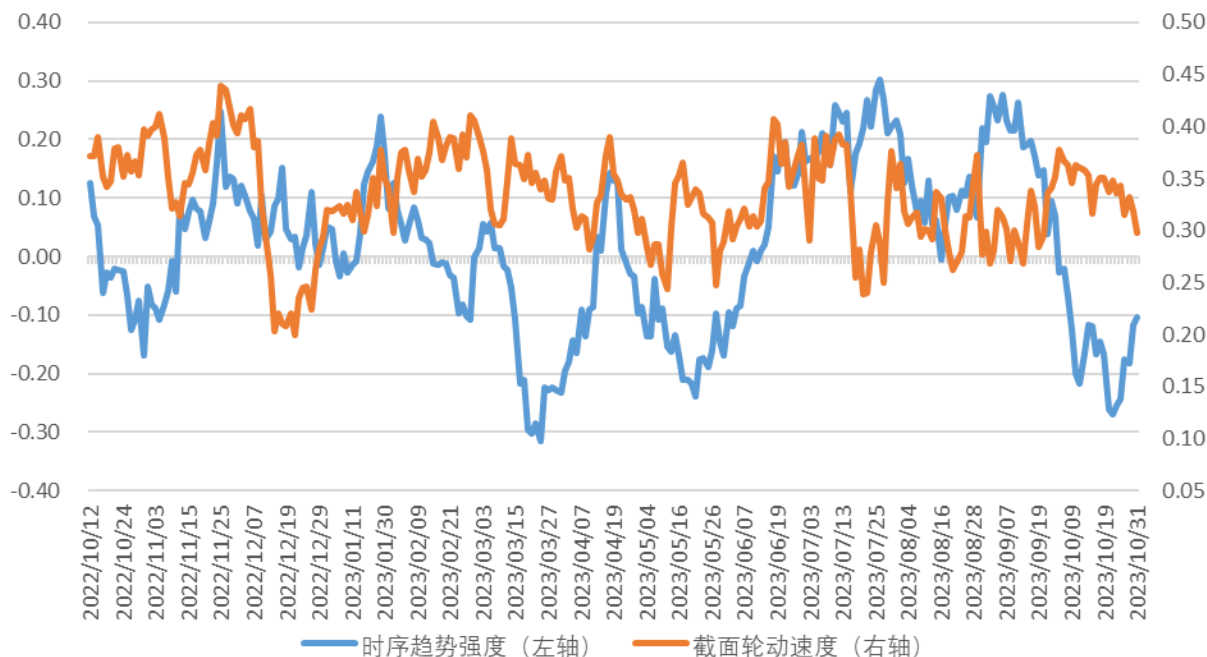


来源: Wind, 国金证券研究所

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。从指标的表现来看, 时序趋势强度指标在 9月下旬开始迅速下降, 并在 10月维持在历史低位附近, 表明市场环境对中长周期趋势类策略

较为不利。而截面轮动速度指标则在9月底的反弹后，在10月略有下降，市场环境对截面对冲类策略中性偏差。

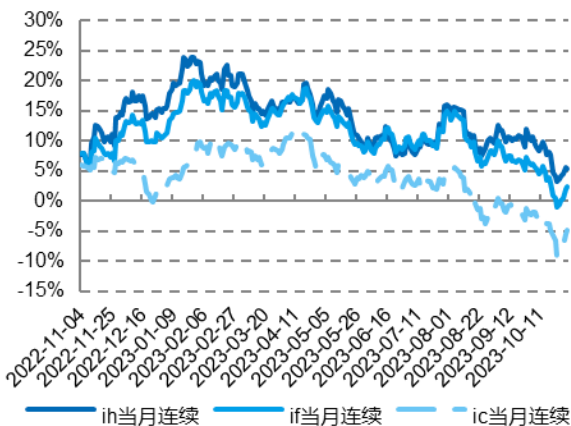
图表9: 商品市场时间序列动量强度和横截面强弱轮动速度 (2023/10/31)



来源: Wind, 国金证券研究所

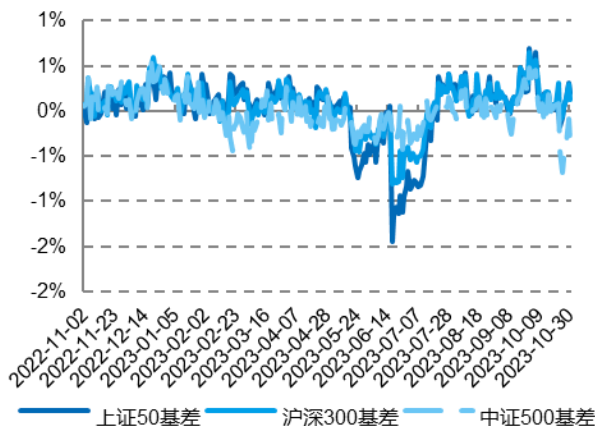
2023年10月，股票市场继续震荡下行，并在月底小幅反弹。上证50、沪深300、中证500的月度收益率分别为-3.81%、-3.17%、-2.86%。10月上旬市场下跌的趋势较为顺畅，波动率也略有增加，对股指期货CTA策略存在一定利好。

图表10: 三大股指期货近期行情 (截止 2023/10/31)



来源: Wind, 国金证券研究所

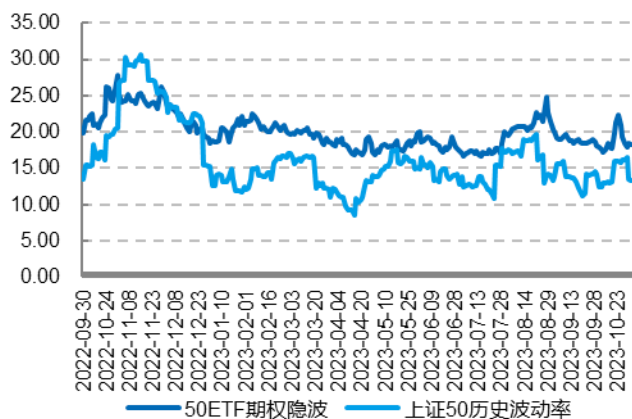
图表11: 股指期货近月基差 (截止 2023/10/31)



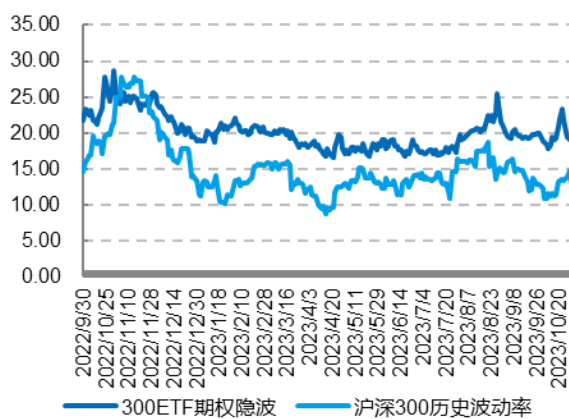
来源: Wind, 国金证券研究所

10月，已处于较低位置的股票市场再次大幅回调，给期权市场的隐含波动率带来明显提振。对于期权卖方策略来说，隐波的快速上升通常不利于策略的表现，但本轮隐波上涨的行情连续性较强，不存在大幅跳空开盘的情况，因此并不会给期权卖方策略带来太大的风险挑战。而隐波的上涨以及迅速的回落，会给曲面套利策略带来一定交易机会。

图表 12: 50ETF 期权隐含波动率 (截止 2023/10/31)



图表 13: 300ETF 期权隐含波动率 (截止 2023/10/31)



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

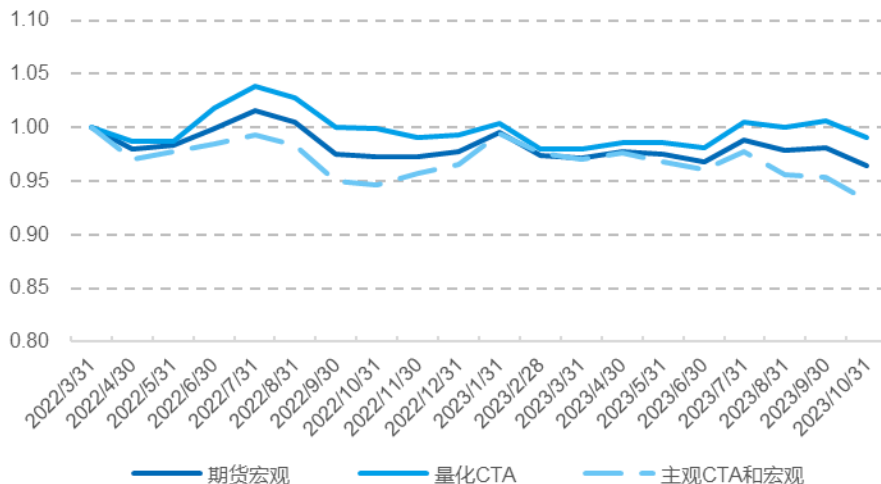
综合来看, 2023 年 10 月, 商品市场结束了前期上涨趋势, 转入偏弱震荡, 长周期时序指标接近历史低点, 截面指标小幅弱化, 波动率重归低点, 商品期货市场对于 CTA 策略的友好度大幅转弱。期权市场隐含波动率出现一定波动, 波动率曲面策略获得一定交易机会。

第二部分: 2023 年 10 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: 量化主观回撤共振

根据我们统计的全部 2905 个期货宏观策略私募基金产品数据显示, 2023 年 10 月, 该策略大类平均收益-1.75%, 其中正收益产品数量 850 个, 正收益产品数量占比 29.26%, 负收益产品数量 2055 个, 负收益产品数量占比 70.74%。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, 1890 个量化期货期权策略产品 10 月平均收益-1.46%, 其中 548 个产品获得正收益, 正收益产品数量占比 28.99%; 1015 个主观期货和宏观策略产品平均收益-2.30%, 其中 302 个产品获得正收益, 正收益产品数量占比 29.75%。商品市场的震荡环境和股票市场的下跌共振, 导致了期货宏观策略整体回撤, 其中主观 CTA 和宏观策略平均回撤幅度略大于量化 CTA。

图表 14: 近期期货宏观策略产品平均表现 (截止 2023/10/31)



来源: 朝阳永续、国金证券研究所

样本池产品近期表现: CTA 涨势暂缓, 10 月震荡回撤

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 10 月, 我们观察池的 64 个期货宏观策略私募基金产品平均收益率-1.63%, 基本结束了第三季度上涨的态势。所有产品中, 共 54 个产品月度收益率为负, 获得正收益的 10 个产品以短周期策略和主观套利类策略为主, 个别宏观策略产品回撤幅度较大。

图表15：部分期货宏观策略产品业绩表现（截止 2023/10/27）

产品简称	管理人	近一月	近三月	近六月	近一年	近一年最大回撤	主要策略
元葵天时	元葵资产	2.16%	-3.54%	0.06%	1.84%	10.60%	宏观策略
旭诺 CTA 一号	旭诺资产	1.94%	0.96%	3.99%	18.96%	2.78%	中周期
景上源 1 号	景上源投资	0.99%	2.19%	-1.88%	2.22%	6.88%	主观期货
佑维 CTA 平衡一号	佑维投资	0.77%	7.64%	12.27%	9.36%	4.25%	短周期
宣夜投资 CTA 稳流一期	宣夜投资	0.46%	-0.51%	0.19%	-1.25%	5.21%	中周期
思博量道十五号	思懿投资	0.24%	2.29%	4.86%	13.24%	6.91%	短周期
汇艾资产-稳健 1 号基金	汇艾资产	0.20%	0.95%	2.77%	7.89%	0.50%	主观期货
傲创铂林 3 号	傲创资产	0.19%	1.78%	2.49%	5.90%	0.61%	短周期
慕途基本面量化 1 号	上海慕途	0.12%	1.60%	5.35%	17.15%	1.22%	主观期货
鼎一兑弈量化	鼎一私募	0.09%	0.77%	0.18%	-1.97%	4.73%	短周期
御澜矿世 CTA1 号	御澜资产	-0.04%	-1.37%	-0.75%	8.32%	2.93%	短周期
鸿凯进取 5 号	鸿凯投资	-0.12%	-6.23%	-5.60%	-7.16%	19.64%	宏观策略
涵德盈冲量化 CTA2 号	涵德投资	-0.12%	-0.53%	-2.91%	-2.05%	7.57%	短周期
量客中字一号	量客投资	-0.13%	0.68%	1.40%	-0.55%	7.13%	中周期
久熙 CTA 锐进 1 期	久熙资产	-0.15%	-1.75%	2.24%	1.01%	6.41%	短周期
宽投常晴	宽投资产	-0.31%	0.25%	2.84%	4.66%	1.17%	中周期
蒙玺纯达二期	蒙玺投资	-0.36%	-1.50%	1.77%	-8.23%	10.42%	短周期
芷瀚量化 CTA 激进一号	芷瀚资产	-0.37%	4.30%	2.05%	4.21%	5.43%	中周期
旌安 2 号	旌安投资	-0.38%	-1.37%	-0.09%	3.07%	3.84%	主观期货
千象 1 期	千象资产	-0.44%	-0.59%	0.53%	-3.29%	7.48%	长周期
衍盛量化 CTA 二号	衍盛私募	-0.45%	-2.48%	-4.71%	-7.53%	8.07%	短周期
众壹资产进取套利 1 号	众壹资产	-0.47%	0.06%	4.78%	11.03%	2.38%	主观期货
慧衍锐锋 1 号 A	上海慧衍	-0.55%	-0.76%	0.10%	14.38%	2.40%	主观期货
鑫岚龙腾 1 号	鑫岚投资	-0.58%	-2.08%	-3.19%	-7.97%	11.17%	宏观策略
中舍钱江一号 CTA	中舍资产	-0.63%	-2.71%	-1.93%	-0.52%	2.96%	中周期
领容商品珏金	领容投资	-0.65%	0.31%	--	--	--	主观期货
厚方宏观对冲三号	厚方投资	-0.67%	-5.81%	3.29%	10.27%	6.53%	宏观策略
本利达利磐期货量化壹号	本利达资产	-0.81%	0.72%	-2.88%	-2.78%	9.17%	短周期
思懿投资-思新四十七号	思懿投资	-0.84%	3.56%	9.37%	8.30%	4.45%	中周期
珏朔朴道量化 CTA 稳健一号	珏朔资产	-1.00%	-3.19%	-2.53%	-4.76%	5.84%	长周期
会世元丰 CTA1 号	会世资产	-1.03%	0.96%	4.89%	-4.67%	10.94%	中周期
杉阳云杉量化 1 号	杉阳投资	-1.08%	-1.35%	0.75%	3.06%	2.14%	主观期货
宏锡 2 号	宏锡基金	-1.20%	-0.27%	1.03%	4.55%	9.27%	中周期
信弘馨宜 1 号	信宏天禾资产	-1.30%	3.30%	7.00%	9.63%	6.45%	短周期
量道 CTA 精选 1 号	量道投资	-1.30%	0.60%	7.05%	-17.98%	24.16%	长周期
弘量弘盈量化 CTA	弘量投资	-1.31%	3.41%	8.29%	0.13%	9.08%	长周期
浙江白鹭量化 CTA 一号	白鹭资管	-1.40%	-0.82%	-1.33%	-10.96%	13.60%	长周期

泽源清源 CTA 一号	泽源投资	-1.42%	-2.72%	-2.37%	-6.66%	7.21%	量化基本面
黑翼 CTA 二号	黑翼资产	-1.67%	3.60%	9.06%	9.38%	6.29%	长周期
SAP 智龙 3 号	智龙资本	-1.77%	1.68%	7.33%	2.63%	6.79%	短周期
皓邦尊享 CTA1 号	德贝私募	-1.88%	-0.24%	1.21%	-5.06%	8.20%	中周期
鸣熙夸克二号	鸣熙资产	-1.90%	0.00%	2.13%	1.46%	7.38%	短周期
乐瑞宏观配置基金	乐瑞资产	-1.96%	-6.04%	-12.34%	-8.84%	17.41%	宏观策略
道微乘风破浪量化进取 1 号	道微投资	-2.07%	-5.36%	-12.45%	-9.37%	15.01%	短周期
九坤量化 CTA 私募 1 号	九坤投资	-2.09%	0.47%	-1.14%	6.13%	3.12%	短周期
衍盛量化 CTA 乌锦春 1 号	衍盛私募	-2.47%	1.07%	5.57%	-5.20%	15.03%	中周期
量信量化 2 期	量信投资	-2.57%	4.17%	7.96%	-6.59%	17.89%	长周期
珺容翔宇 CTA2 号	珺容资产	-2.69%	1.09%	4.71%	-4.16%	9.56%	长周期
中电投先融鸿升量化 CTA1 号	先融资产	-2.72%	-4.36%	-1.65%	-1.30%	7.05%	主观期货
致远 CTA 精选 2 期	富善投资	-2.75%	-0.52%	3.84%	-6.83%	12.23%	中周期
明得浩伦 CTA 一号	明得浩伦投资	-3.08%	-3.04%	0.17%	-8.69%	9.50%	长周期
半夏宏观对冲	半夏投资	-3.09%	-8.48%	-16.44%	-7.69%	18.74%	宏观策略
盛冠达 CTA 基本面量化 1 号	盛冠达资产	-3.25%	-1.53%	-2.04%	-6.42%	6.65%	量化基本面
毓颜言商 1 号	毓颜投资	-3.48%	-5.42%	0.77%	7.02%	9.43%	中周期
半鞅 CTA 均衡 1 号	海南半鞅	-3.51%	2.15%	5.15%	--	--	短周期
宁水多策略	厦门宁水	-3.61%	-6.53%	-2.31%	12.94%	8.65%	宏观策略
均成 CTA1 号	均成资产	-4.22%	6.43%	12.58%	7.49%	11.89%	中周期
富励业长江 1 号宏观量化	富励业私募	-4.35%	-0.58%	0.20%	-10.67%	12.09%	长周期
洛书尊享 CTA 拾壹号	洛书投资	-4.49%	-0.40%	5.50%	-10.23%	17.12%	长周期
阳泽泽丰另类量化 1 号	阳泽投资	-4.51%	-2.93%	-0.47%	-4.34%	5.97%	量化基本面
从石 1 号	从石私募	-5.60%	-1.54%	-4.08%	-11.25%	14.22%	主观期货
白鹭商品价值投资 1 号	白鹭资管	-6.20%	-8.06%	-12.46%	-21.26%	25.78%	量化基本面
凯丰宏观策略 9 号	凯丰投资	-6.35%	-8.44%	-15.49%	-21.66%	26.34%	宏观策略
泓湖稳宏宏观策略	泓湖投资	-9.88%	-21.20%	-14.92%	-17.22%	21.67%	宏观策略

来源：国金证券研究所，朝阳永续

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 10 月，我们观察池中的 15 个期权策略产品平均收益 0.50%，其中 12 个产品获得正收益。10 月大幅下跌的行情给隐波带来了一次上冲，但由于行情连续性较强，对期权卖方策略并没有形成太大风险，而隐波的波动也给其他曲面类策略带来了机会。

图表 16: 部分期权策略私募产品业绩表现 (截止 2023/10/27)

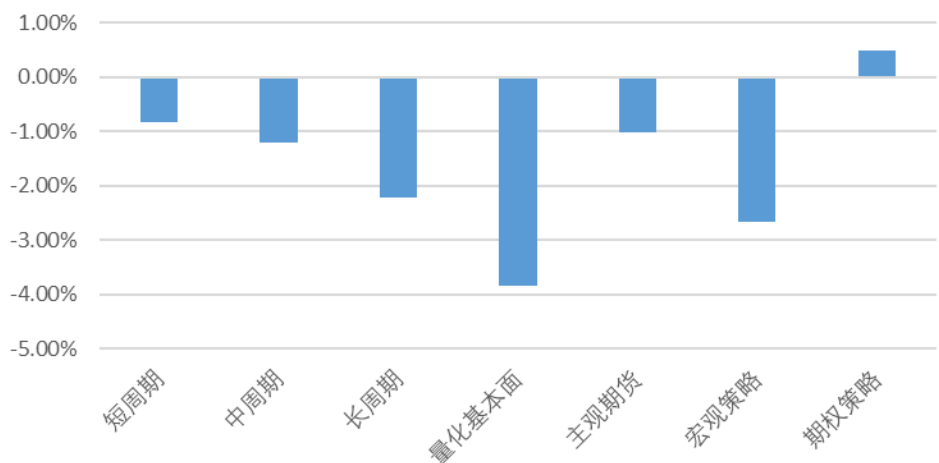
产品简称	管理人	近一月	近三月	近六月	近一年	最大回撤	主要策略
君信荣耀一号	福建君信	1.67%	1.67%	1.14%	7.44%	5.95%	商品期权
量客长阳一号	量客投资	1.07%	3.48%	4.70%	5.03%	2.35%	权益期权
正瀛权智 1 号	正瀛资产	1.06%	-0.78%	-0.60%	6.41%	3.04%	权益期权
红锚价值 2 号	上海红锚	0.96%	1.50%	0.91%	5.76%	2.06%	权益期权
古木艳阳 1 号商品期权	古木投资	0.93%	0.93%	1.51%	4.78%	3.09%	商品期权
跃威顺鑫一号	上海跃威	0.85%	1.91%	2.82%	6.99%	2.37%	权益期权
鼎森汇临期权量化 1 号	鼎森投资	0.85%	-0.06%	3.98%	9.06%	7.62%	混合期权
慕途稳健 1 号	慕途资产	0.74%	1.70%	2.46%	6.61%	0.40%	权益期权
厦门言起权王泰森 1 号	言起投资	0.56%	-3.99%	-3.27%	3.73%	19.84%	权益期权
泓倍期权套利 1 号	上海泓倍	0.15%	-2.81%	-1.53%	1.06%	4.57%	权益期权
君宜共达	深圳君宜	0.10%	1.48%	2.50%	6.62%	1.48%	商品期权
希塔山峦 1 号	上海希塔	0.09%	0.95%	2.12%	5.80%	0.20%	权益期权
平石 U3 期权对冲	平石资产	-0.11%	-4.00%	-0.76%	1.04%	8.72%	权益期权
鲸睿聚能三号	鲸睿资产	-0.67%	2.06%	4.57%	9.62%	8.15%	商品期权
佳岳-量权 2 号	海南佳岳	-0.83%	-0.37%	3.85%	7.99%	0.94%	权益期权

来源: 朝阳永续、国金证券研究所

期货宏观和期权策略二级分类表现: 仅期权策略保持微涨

10 月的市场环境对于大多数 GTA 策略来说友好度较低。对于中长周期策略来说, 市场结束了持续超过 2 个月的上涨趋势行情, 转为震荡下跌, 前期的多头持仓自然遭遇回撤; 对于短周期策略来说, 再次回到冰点的市场波动率非常不利于交易型策略获取收益, 甚至有部分短周期策略在 8 月以来刷新了历史最大回撤。宏观策略则极大的受到了股票市场快速下跌的影响, 整体表现不佳。

图表 17: 期货宏观策略各子策略 2023 年 10 月平均表现



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: 美联储加息减弱, 国内需求待验证

全球方面, 今年初以来, 美联储多次传达了利率更高更久的信号, 11 月初, 美联储多位官员发表鹰派言论, 美联储主席鲍威尔在国际货币基金组织举办的专家小组会议上也表示美联储将“继续谨慎行动”, “不确定我们已经达到了实现 2% 通胀的立场”等鹰派言论,

但 11 月 2 日美联储议息会议却暂停了加息。市场对美联储的高息预期有退坡效应，市场预期的重点已经转移到了 24 年降息的时点。商品市场对美联储高息状态的反应已经非常充分，且大多在 22 年第三季度便已兑现，后续美联储的持续加息和维持高息均压制了商品市场的波动，加息力度的退潮或有助于商品市场整体波动率中枢的回升。

从国内的环境来看，金九银十的传统旺季已过，但经济复苏强度弱于市场预期，政策方面虽有密集出台，但大多是对证券交易方面的刺激政策，对经济的政策力度弱于市场预期，导致权益和商品市场双双走弱，而部分原本处于库存低位的品种也开始出现累库。未来市场行情的真正推动力仍然需要关注需求的扶苏。

CTA 配置观点：标配 CTA，等待机会

中长周期 CTA 的上涨行情在 10 月震荡回调的市场中被中止，我们预期未来继续走出 6-8 月上漲趋势的可能性极低，CTA 可能重回震荡格局，短期内 CTA 的投资机会并没有太高弹性。从风险的角度来说，当前主要风险因素均已大幅兑现。包括美联储政策预期变化带来的政策性行情，加息预期已逐渐清晰并步入尾声，地缘政治冲突带来的事件性行情，也已重构全球供应链。当前市场环境对于 CTA 最大的不利影响便是长期低波动，可能导致净值的小幅波动或阴跌，却难以出现类似 22 年 6 月或 23 年 Q1 的大幅快速下跌。

因此目前我们对 CTA 策略的投资思路是标配，并等待机会。具体子策略来看，在收益弹性有限的情况下，通过丰富的子策略类型配置去进一步降低风险是 CTA 投资策略的首选。

本期报告介绍上海富犇投资管理有限公司。

上海富犇投资管理有限公司：风格稳健的套利策略主观 CTA

1. 公司简介与核心团队

上海富犇投资管理有限公司成立于 2015 年 8 月 12 日，协会注册时间为 2015 年 10 月 22 日，注册资本 1000 万元，实缴资本 1000 万元（信息来源：证券投资基金业协会官网）。目前公司共有管理规模超过 4 亿元。

李传乙总，公司投资总监、基金经理，2010 年进入期货行业，专业从事期货套利交易，具有多年实盘套利经验。对套利的理解比较全面，熟练运用跨期、跨品种强弱对冲、基差套利、产业利润等套利逻辑，对农产品基本面有多年研究经验，熟悉期货品种的季节性规律、产业逻辑。

2. 投资策略

富犇投资的 CTA 对冲套利产品线使用 80% 的常规套利以及 20% 的强弱对冲策略构成。常规套利主要包括相同品种的跨期套利，包括正向跨期套利、反向跨期套利、蝶式套利等；同板块不同品种间的跨品种套利，例如豆棕价差、螺卷价差、L-PP 等；同板块上下游跨品种套利，例如 MTO 利润、压榨利润、油粕比、原油裂解价差等。强弱对冲策略主要为不同品种之间的相对强弱交易，不同于套利逻辑更多表现为价差的回归，对冲策略仅关注相对强弱的变化。

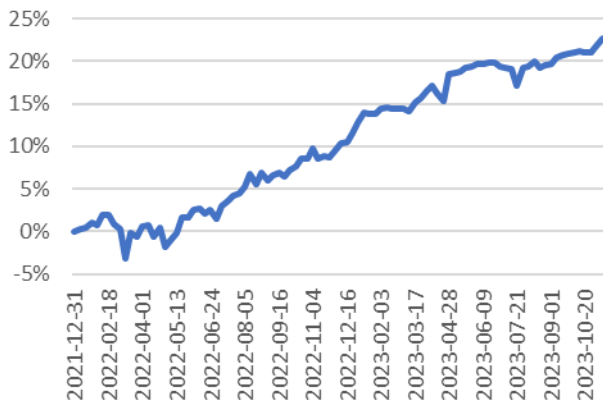
在风控方面，富犇对保证金的使用比例通常维持在 20% 左右，控制产品最大杠杆比例。并同时配置 8-15 个套利对，通过分散投资的方式降低风险。对于每一对套利交易，均以产品总资产的 1% 作为止损线，谨防产品净值出现大幅波动。

3. 代表产品业绩

富犇的代表产品是富犇-得宝 2 号，该产品成立于 2018 年 6 月，但于 2021 年 12 月更换投资策略，并沿用至今，因此我们使用该产品 2021 年 12 月 31 日之后的业绩表现来进行业绩分析。

该策略运作以来共获得收益 22.67%，年化收益率约 11.60%，业绩曲线较平稳。产品最大回撤发生在 2022 年初，最大回撤幅度 5.03%，主要原因是豆油和棕榈油的价差发生了历史罕见的剧烈波动。在发生最大回撤会，产品在 3 个月左右净值回到新高，且 22 年全年的收益为 12.74%，整体受利于商品市场的大幅波动。2023 年以来，截止 11 月 27 日，产品收益率 7.31%，最大回撤仅有 2.29%。综合来看，产品表现出了套利策略所具有的高夏普的特点，净值曲线比较平滑，业绩风格较为稳健。

图表18: 富彝-得宝2号业绩表现 (2023/11/10)



来源: 国金证券研究所, 朝阳永续

图表19: 富彝-得宝2号业绩指标 (2023/10/27)

	收益率	最大回撤	夏普比率
近三月	1.47%	0.63%	2.15
近六月	4.92%	2.29%	1.57
近一年	11.51%	2.29%	2.05
今年以来	7.31%	2.29%	1.54
2022年	12.74%	5.03%	1.52

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：021-80234211	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
