

# 期货宏观和期权策略私募基金

## 2024年2月业绩回顾及投资前瞻

 基金投资策略报告  
 证券研究报告


国金证券研究所

分析师：洪洋（执业 S1130518100001）

hongyang@gjzq.com.cn

分析师：张剑辉（执业 S1130519100003）

zhangjh@gjzq.com.cn

### 指数波动叠加基差，利好股指期货 CTA

#### 2024年2月宏观经济和期货期权市场回顾

2024年2月，商品市场延续震荡行情，波动率继续探底，市场对CTA策略的友好度较低。股指期货CTA策略在不断提升的实际波动率中仍然有较好的投资机会，期权策略则在回落的隐波中归于平淡。

#### 2024年2月期货宏观及期权策略私募表现总结：CTA整体回撤

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。2024年2月，我们观察池的82个产品平均收益率为-0.29%，但除去宏观策略和期权策略后，剩余的全部CTA各类策略平均月度收益率为-1.12%。持续的低波动对CTA仍然较为不利，关注池的大多数产品月度收益率分布在-1%至0%的范围内，各类CTA策略在低波动市场环境下，继续保持净值的低波动小幅回落。个别宏观策略产品因部分股票仓位受益于权益市场大幅反弹，月度收益超过10%。

分子策略来看，期货宏观策略大类的7类子策略中，仅有宏观策略和期权策略2月获得正收益，其中宏观策略整体受益于权益市场反弹，平均月度收益为4.49%，而期权策略在整体高波动的环境下，平均月度收益仅有0.05%。其余5类子策略均为CTA策略，月度收益均为负，其中长周期CTA和量化基本面CTA平均月度收益分别为-3.02%和-5.16%，2月表现偏弱。

#### 市场展望及期货宏观类私募配置建议：商品CTA仍处左侧，股指CTA迎来机会

商品期货行情仍保持低波动横盘，宏观层面缺乏驱动因素。国内方面，行情提振有待进一步经济刺激政策出台和需求变化；国外方面，美国2月通胀仍然保持高位，市场继续围绕降息预期进行博弈。3月上旬，部分产品和板块因为一些事件性的因素带来的波动率的提升，包括国际上的地缘冲突，以及国内供给侧的政策变化，给趋势类CTA带来了阶段性的行情。我们预期中长期CTA仍然处于左侧区间，但愈发动荡的全球局势，以及确定性较强且逐渐来临的美联储降息，均有可能提升商品市场整体波动率，给CTA带来投资机会。

近几年宏观和政策对商品价格的影响力较强，导致行情长期低波动震荡，或出现突发性的急涨急跌，影响CTA对行情的捕获效率。股指期货CTA策略方面，则可能迎来投资机会，由于2024年1月股票市场快速下跌，大多数雪球产品敲入，导致股指期货进入“后雪球时代”，股指期货市场失去平抑波动的重要力量，基差将更多体现市场情绪，从而加剧股指期货的波动中枢。此外，央国企行情、大市值风格等行情特征均由指数成分股带动，有利于股票指数的波动上升。现货波动上升，贴水变化与指数涨跌同向，从而放大期货波动，对于偏好高波动市场的股指期货CTA来说是重大利好。

本期报告介绍睦洋投资的股指期货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回顾 .....	3
宏观经济环境：生产端带动景气度修复 .....	3
衍生品市场行情回顾：持续横盘震荡，波动不见起色 .....	4
第二部分：期货宏观及期权策略私募表现回顾 .....	8
样本池产品近期表现：低波动市场下 CTA 整体萎靡 .....	8
期货宏观和期权策略二级分类表现：仅期权策略小幅上涨 .....	10
第三部分：市场环境展望及期货宏观类私募配置建议 .....	11
宏观层面缺乏驱动因素 .....	11
CTA 配置策略：关注股指期货 CTA 投资机会 .....	12
上海睦洋投资管理有限公司：股指期货 CTA 策略 .....	12
风险提示 .....	13

## 图表目录

图表 1：CPI 当月同比和环比（截止 2024/2，单位：%） .....	3
图表 2：PPI 当月同比和环比（截止 2024/2，单位：%） .....	3
图表 3：PMI 生产和需求（截止 2024/2，单位：%） .....	3
图表 4：PMI 库存和价格（截止 2024/2，单位：%） .....	3
图表 5：南华商品指数持续震荡（截止 2024 年 2 月 29 日） .....	4
图表 6：商品期货市场 20 日加权波动率（截止 2024/2/29） .....	4
图表 7：商品期货各板块近期收益（截止 2024/2/29） .....	5
图表 8：商品期货各品种指数 2024 年 2 月收益率 .....	5
图表 9：2023 年商品市场整体趋势性较差（截止 2024/2/29） .....	6
图表 10：2023 年商品市场趋势流畅性变化（截止 2024/2/29） .....	6
图表 11：2023 年商品市场各品种截面轮动速度（截止 2024/2/29） .....	7
图表 12：三大股指期货近期行情（截止 2024/2/29） .....	7
图表 13：股指期货近月基差（非年化、截止 2024/2/29） .....	7
图表 14：50ETF 期权隐含波动率（截止 2024/2/29） .....	8
图表 15：300ETF 期权隐含波动率（截止 2024/2/29） .....	8
图表 16：部分期货宏观策略产品业绩表现（截止 2024/2/23） .....	8
图表 17：期货宏观和期权策略关注池产品 2 月收益率分布（单位：个） .....	10
图表 18：期货宏观和期权策略各子策略平均表现（数据截止 2024/2/23） .....	11
图表 19：全国螺纹钢月度产量（单位：万吨） .....	11
图表 20：睦洋一号业绩表现（数据截止 24/2/23） .....	12
图表 21：睦洋一号业绩指标（数据截止 24/2/23） .....	12



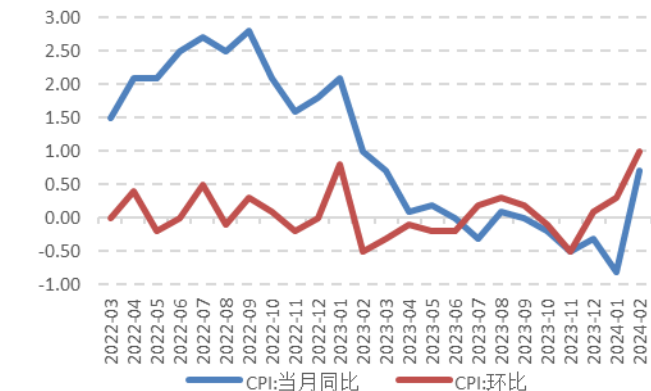
## 第一部分：宏观经济和期货期权市场回顾

### 宏观经济环境：生产端带动景气度修复

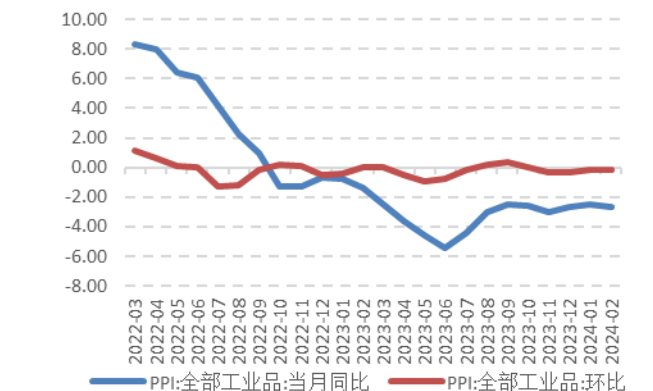
2024年1月，我国CPI同比大幅回暖1.5个百分点至0.70%，环比同样回暖0.7个百分点至1.00%。分项来看，食品项环比涨幅上涨2.9个百分点，春节因素影响较显著，非食品项涨幅环比扩大0.3个百分点至0.5%。

PPI同比下降0.2个百分点至-2.70%，环比持平于-0.20%。分项来看，生产资料环比降幅扩大0.1个百分点至-0.30%，为PPI环比数据的主要拖累项。近几个月来大宗商品价格走平，波动也不断收窄，PPI也受其影响走平。

图表1: CPI 当月同比和环比 (截止 2024/2, 单位: %)



图表2: PPI 当月同比和环比 (截止 2024/2, 单位: %)

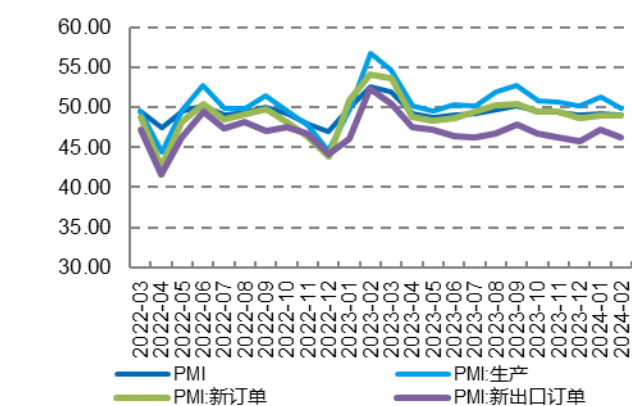


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

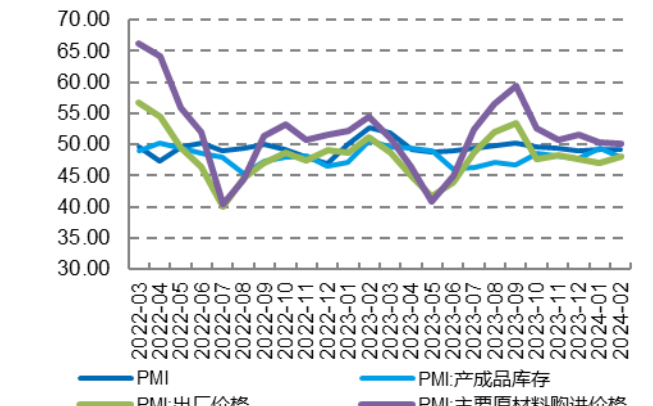
2024年2月，我国制造业PMI录得49.10，较11月下滑0.1个百分点，第五个月处于荣枯线下方。从供需的角度看，PMI生产指数大幅回落-1.5个百分点至49.80，这可能与春节日历因素有关，制造业处于传统生产淡季导致生产指数的回落。价格指数方面，主要原材料购进指数小幅回落-0.3个百分点至50.10%，出厂价格指数大幅回暖1.1个百分点至48.10%，而产成品库存指数则大幅回落-1.5个百分点至47.90%。结合持平于49.00的新订单指数来看，生产端的季节性走弱起到了一定去库存的效果，但需求仍然没有明显起色。

图表3: PMI 生产和需求 (截止 2024/2, 单位: %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: PMI 库存和价格 (截止 2024/2, 单位: %)



来源: Wind, 国金证券研究所



衍生品市场行情回顾：持续横盘震荡，波动不见起色

2024年2月，商品市场继续横盘震荡，波动幅度极低。南华商品指数月度收益率仅0.25%，振幅仅2.44%。

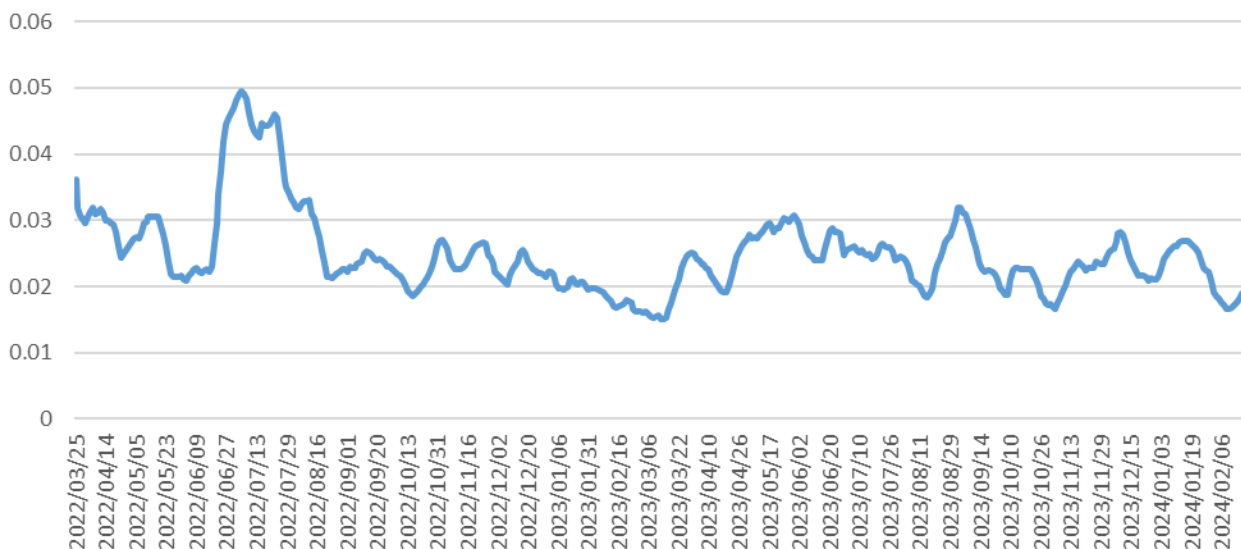
图表5：南华商品指数持续震荡（截止2024年2月29日）



来源：iFind，国金证券研究所

在横盘震荡的市场环境下，商品市场加权波动率再次探底。从品种的波动来看，前期波动剧烈的欧线期货波动快速下降，豆粕的波动也逐渐弱化，而部分黑色品种波动有小幅上升。

图表6：商品期货市场20日加权波动率（截止2024/2/29）



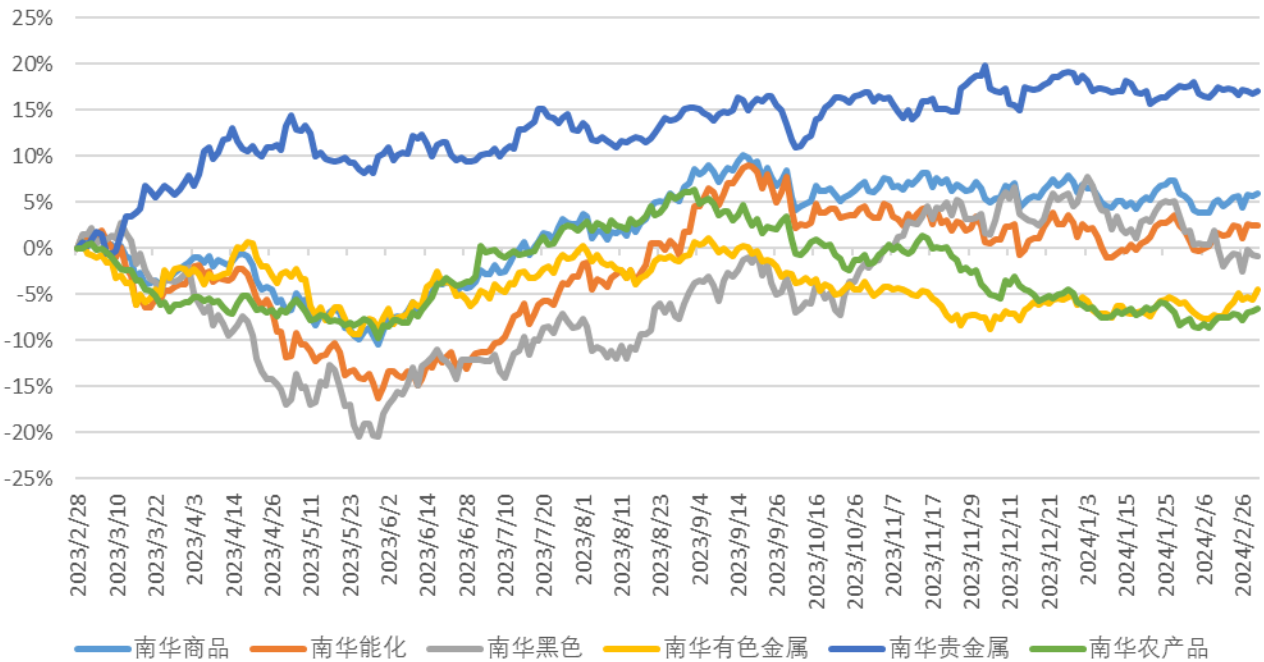
来源：iFind，国金证券研究所

分板块来看，黑色板块在2月继续震荡下跌，南华黑色指数月度收益率为-2.50%，振幅为5.74%，长期行情下跌，但日频的观察上仍然有大量反复。南华农产品指数和南华有色金属指数涨幅在各板块中较为领先，月度收益分别为1.49%和1.43%，振幅分别为2.70%和3.92%。





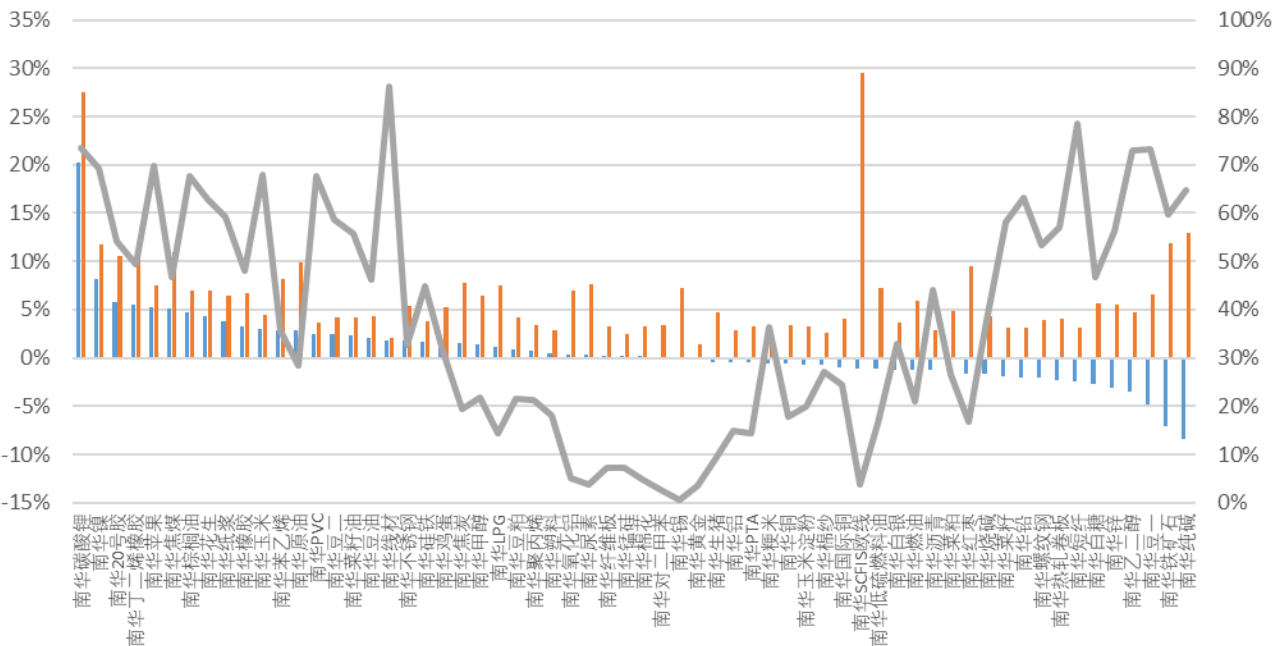
图表7: 商品期货各板块近期收益 (截止 2024/2/29)



来源: iFind, 国金证券研究所

从品种指数的角度来看, 欧线指数波动虽已大幅下降, 但红海地区局势变化仍然使欧线指数先涨后跌, 月内振幅接近 30%。碳酸锂指数大幅上涨 20.22%, 其原因包括国内环保督察扰动、海外矿山下调产量、旺季需求预期, 多重利多共振导致了碳酸锂指数出现较大趋势行情。然而近期波动较大的品种, 包括欧线和碳酸锂, 均为新上市品种, 大多数 CTA 并不会重仓, 因此对 CTA 的利好非常有限。

图表8: 商品期货各品种指数 2024 年 2 月收益率

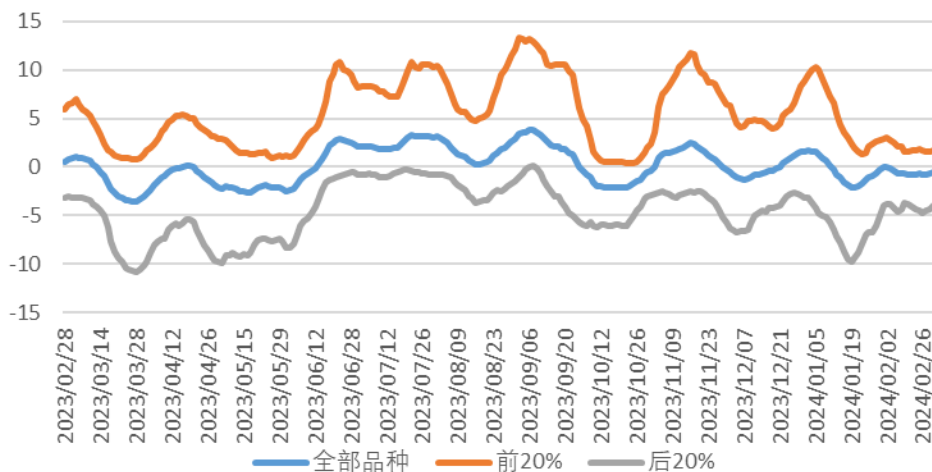


来源: Wind, 国金证券研究所

为了描述商品市场各品种的趋势强度, 我们通过对商品价格序列进行自回归, 并取其斜率的方式, 观察各品种的动量强度。从全市场所有期货品种的平均滚动斜率大幅走平, 无论是前 20% 的上涨品种还是后 20% 的下跌品种, 均向 0 附近收敛, 全市场品种动量效应甚差。



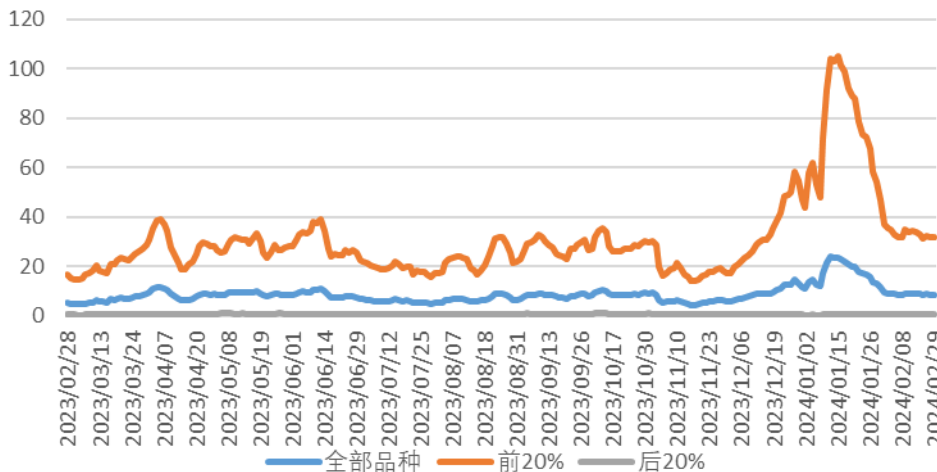
图表9：2023年商品市场整体趋势性较差（截止2024/2/29）



来源：国金证券研究所，Wind

为了描述商品各品种的趋势流畅性，我们将线性回归后的误差平方和（SSE）进行统计，并将之除以对应品种对应周期的平均价格，使各品种误差项回到统一尺度下。从具体指标来看，流畅度指标虽有明显好转，但主要原因是市场趋势的大幅弱化，此类极低波动和极弱动量的指标组合，意味着即便趋势策略会出现不断磨损，其磨损幅度也不会太大。

图表10：2023年商品市场趋势流畅性变化（截止2024/2/29）

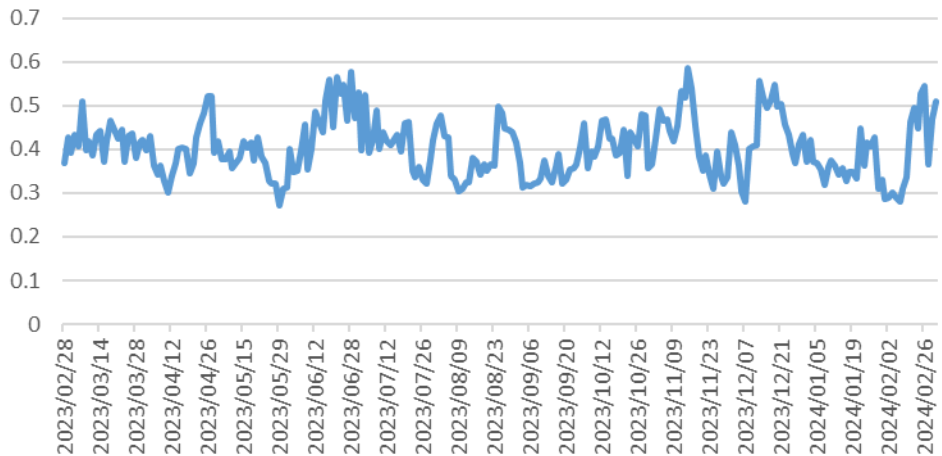


来源：国金证券研究所，Wind

从截面的角度来看，我们主要通过观察品种间强弱轮动速度来关注市场对截面类策略的友好度。从指标的情况来看，截面轮动速度在2024年2月快速上行，但与趋势类指标类似的是，虽然截面特征轮动较快，不利于截面类策略获取收益，但因为市场整体波动极低，截面CTA亦不会出现太大回撤。



图表11: 2023年商品市场各品种截面轮动速度 (截止 2024/2/29)

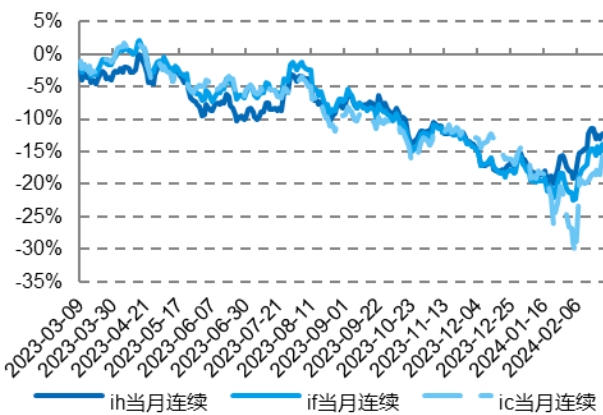


来源: 国金证券研究所, Wind

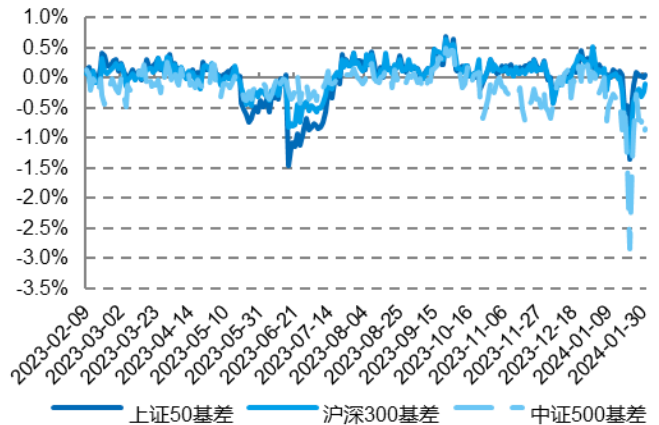
权益市场在 2024 年 2 月春节后快速反弹, 上证 50、沪市 300、中证 500、中证 1000 月度收益率分别为 7.05%、9.35%、13.83%、11.69%, 月度振幅分别为 11.67%、12.85%、23.46%、27.17%。行情波动剧烈, 尤其是市值偏小的中证 1000 指数, 反弹力度强劲。

从贴水的角度来看, 2 月贴水快速收敛, 随后 300 和 500 股指期货保持低贴水波动, 但 1000 股指期货贴水波动仍然较大。在雪球对股指期货的边际影响弱化后, 股指期货更多地开始反映市场情绪和投资者对市场方向的预期。

图表12: 三大股指期货近期行情 (截止 2024/2/29)



图表13: 股指期货近月基差 (非年化、截止 2024/2/29)



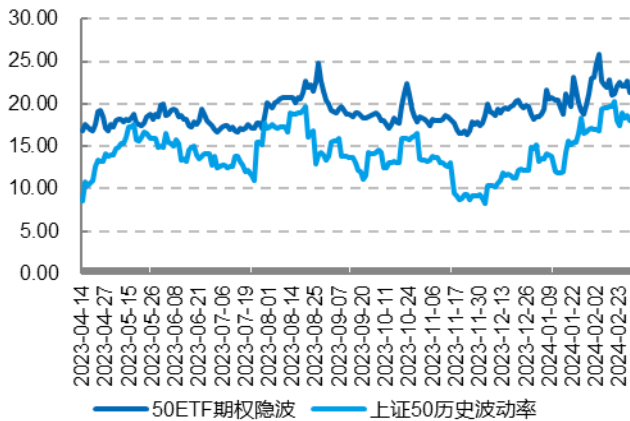
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

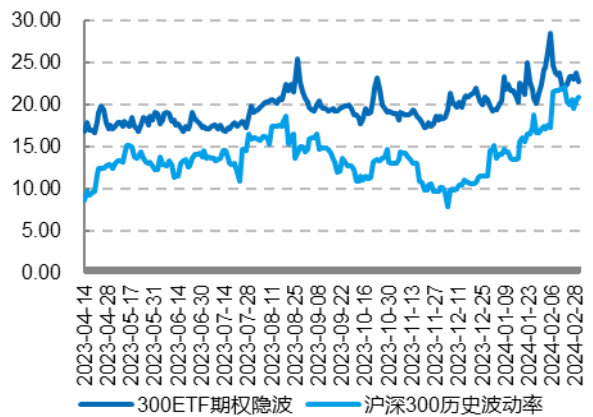
期权市场方面, 股票市场 2 月快速反弹, 实际波动率大幅上升, 而隐含波动率则在市场企稳后略有回落。期权市场各维度的波动均逐渐向常规环境收敛。



图表 14: 50ETF 期权隐含波动率 (截止 2024/2/29)



图表 15: 300ETF 期权隐含波动率 (截止 2024/2/29)



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

综合来看, 2024 年 2 月, 商品市场延续震荡行情, 波动率继续探底, 市场对 CTA 策略的友好度较低。股指期货 CTA 策略在不断提升的实际波动率中仍然有较好的投资机会, 期权策略则在回落的隐波中归于平淡。

## 第二部分: 期货宏观及期权策略私募表现回顾

### 样本池产品近期表现: 低波动市场下 CTA 整体萎靡

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。2024 年 2 月, 我们观察池的 82 个产品平均收益率为-0.29%, 但除去宏观策略和期权策略后, 剩余的全部 CTA 各类策略平均月度收益率-1.12%。持续的低波动对 CTA 仍然较为不利。

图表 16: 部分期货宏观策略产品业绩表现 (截止 2024/2/23)

产品简称	管理人	近一月	近三月	近六月	2023 年	最大回撤	主要策略
泓湖稳宏宏观策略	泓湖投资	17.97%	38.74%	30.39%	-0.87%	31.07%	宏观策略
凯丰宏观策略 9 号	凯丰投资	10.91%	-0.16%	-14.70%	-26.58%	40.40%	宏观策略
宁水多策略	厦门宁水	4.52%	9.17%	0.03%	12.44%	14.70%	宏观策略
宣夜投资 CTA 稳流一期	宣夜投资	4.08%	6.45%	2.59%	-0.34%	7.48%	中周期
鸿凯进取 5 号	鸿凯投资	3.48%	5.69%	5.19%	-6.63%	26.15%	宏观策略
半夏宏观对冲	半夏投资	2.52%	-7.61%	-11.39%	-14.70%	26.11%	宏观策略
乐瑞宏观配置基金	乐瑞资产	2.39%	5.09%	-3.24%	-4.39%	35.62%	宏观策略
君信荣耀一号	福建君信	2.15%	4.60%	6.44%	8.01%	5.95%	期权策略
众壹量合乾坤一号	众壹资产	2.02%	-4.04%	-5.44%	-7.59%	25.17%	中周期
涵德盈冲量化 CTA2 号	涵德投资	1.61%	0.29%	0.97%	-5.47%	9.93%	短周期
旌安 2 号	旌安投资	1.49%	2.40%	2.99%	5.06%	6.64%	主观期货
佑维 CTA 平衡一号	佑维投资	1.25%	2.68%	12.58%	17.34%	8.38%	短周期
红锚价值 2 号	上海红锚	1.12%	2.66%	3.81%	5.66%	2.06%	期权策略
九坤量化 CTA 私募 1 号	九坤投资	0.94%	2.27%	5.40%	10.01%	8.88%	短周期
慕途稳健 1 号	慕途资产	0.94%	2.84%	4.41%	6.44%	0.83%	期权策略
正定成长 CTA1 号	北京正定	0.78%	-2.19%	1.58%	0.68%	12.00%	短周期
傲创铂林 3 号	傲创资产	0.77%	1.36%	4.07%	4.00%	3.39%	短周期
领容商品珏金	领容投资	0.71%	1.88%	-1.40%	#VALUE!	5.06%	主观期货
正瀛权智 1 号	正瀛资产	0.67%	3.66%	3.62%	5.20%	3.04%	期权策略
量客长阳一号	量客投资	0.50%	2.61%	4.17%	7.60%	2.35%	期权策略





鲸睿聚能三号	鲸睿资产	0.49%	0.96%	2.33%	9.91%	8.15%	期权策略
景上源1号	景上源投资	0.34%	2.59%	-2.41%	-4.67%	12.68%	主观期货
平石U3期权对冲	平石资产	0.27%	-3.61%	0.20%	-1.41%	8.72%	期权策略
衍盛量化CTA二号	衍盛私募	0.15%	0.21%	-0.12%	-7.34%	15.74%	短周期
御澜矿世CTA1号	御澜投资	0.11%	-1.24%	-1.89%	5.94%	4.38%	短周期
鸣熙夸克二号	鸣熙资产	0.03%	-0.83%	3.19%	#VALUE!	3.28%	短周期
厚方宏观对冲三号	厚方投资	0.00%	-3.94%	-6.92%	3.02%	12.22%	宏观策略
汇艾资产-稳健1号基金	汇艾资产	0.00%	0.10%	0.00%	7.04%	2.13%	主观期货
君宜共达	深圳君宜	-0.02%	1.13%	2.43%	5.52%	1.48%	期权策略
旭诺CTA一号	旭诺资产	-0.04%	-0.50%	0.00%	13.52%	12.33%	中周期
宽投常晴	宽投资产	-0.06%	0.69%	1.00%	5.08%	4.56%	中周期
蒙玺纯达二期	蒙玺投资	-0.07%	-1.44%	-2.77%	-6.98%	13.67%	短周期
道微乘风破浪量化进取1号	道微投资	-0.10%	1.89%	3.41%	1.88%	15.01%	短周期
泓信期权套利1号	上海泓倍	-0.15%	-0.75%	-1.51%	0.60%	4.57%	期权策略
杉阳云杉量化1号	杉阳投资	-0.16%	1.10%	-1.36%	4.86%	5.72%	主观期货
量盈量化CTA一号	量盈投资	-0.18%	-0.62%	6.87%	10.24%	19.03%	短周期
量信量化2期	量信投资	-0.19%	3.35%	8.34%	8.67%	32.67%	长周期
久熙CTA锐进1期	久熙资产	-0.34%	-4.47%	-4.82%	-2.93%	29.40%	短周期
鑫岚龙腾1号	鑫岚投资	-0.40%	-1.36%	1.44%	-2.08%	17.42%	宏观策略
厦门言起权王泰森1号	言起投资	-0.42%	2.05%	-1.98%	0.77%	19.84%	期权策略
中舍钱江一号CTA	中舍资产	-0.45%	-1.22%	-1.59%	1.13%	3.57%	中周期
从石1号	从石私募	-0.47%	-4.57%	-10.45%	-10.18%	17.99%	主观期货
众壹资产进取套利1号	众壹资产	-0.62%	-2.75%	-3.44%	9.86%	8.82%	主观期货
毓颜言商1号	毓颜投资	-0.63%	-7.82%	-12.86%	9.67%	15.49%	中周期
珏朔朴道量化CTA稳健一号	珏朔资产	-0.65%	-3.04%	-4.32%	-5.50%	12.87%	长周期
古木艳阳1号商品期权	古木投资	-0.69%	0.45%	1.19%	4.49%	3.09%	期权策略
本利达利磐期货量化壹号	本利达资产	-0.71%	-2.25%	1.36%	-3.75%	10.08%	短周期
希塔山峦1号	上海希塔	-0.71%	-1.64%	-0.23%	5.44%	2.11%	期权策略
佳岳-量权2号	海南佳岳	-0.75%	-1.46%	-2.22%	5.29%	3.46%	期权策略
慧衍锐锋1号A	上海慧衍	-0.81%	0.57%	-1.45%	11.32%	2.60%	主观期货
慕途基本面量化1号	上海慕途	-1.00%	0.30%	1.38%	13.15%	1.55%	主观期货
元葵天时	元葵资产	-1.01%	0.18%	3.86%	9.31%	18.63%	宏观策略
半鞅CTA均衡1号	海南半鞅	-1.06%	-3.09%	-4.60%	5.45%	7.75%	短周期
鼎森汇临期权量化1号	鼎森投资	-1.16%	-2.42%	-0.50%	8.54%	7.62%	期权策略
富励业长江1号宏观量化	富励业私募	-1.31%	-2.10%	-5.57%	-3.29%	13.88%	长周期
鼎一兑弈量化	鼎一私募	-1.35%	0.09%	4.98%	7.90%	9.99%	短周期
跃威佳成一号	上海跃威	-1.44%	-1.23%	1.29%	6.96%	2.82%	期权策略
芷瀚量化CTA激进一号	芷瀚资产	-1.59%	-5.38%	-4.39%	1.38%	9.17%	中周期
皓邦尊享CTA1号	德贝私募	-1.60%	-3.66%	-3.21%	-3.34%	14.31%	中周期
SAP智龙3号	智龙资本	-1.60%	-3.29%	3.04%	11.17%	13.51%	短周期
衍盛量化CTA乌锦春1号	衍盛私募	-1.88%	-8.76%	-10.52%	-4.04%	15.03%	中周期
致远CTA精选2期	富善投资	-1.96%	-2.24%	-1.27%	-1.03%	16.51%	中周期
会世元丰CTA1号	会世资产	-2.05%	-1.77%	0.30%	-1.83%	17.56%	中周期
远澜云杉期货基金	上海远澜	-2.14%	-2.62%	-1.96%	3.95%	14.59%	长周期
弘量弘盈量化CTA	弘量投资	-2.30%	-5.34%	0.02%	5.74%	16.23%	长周期

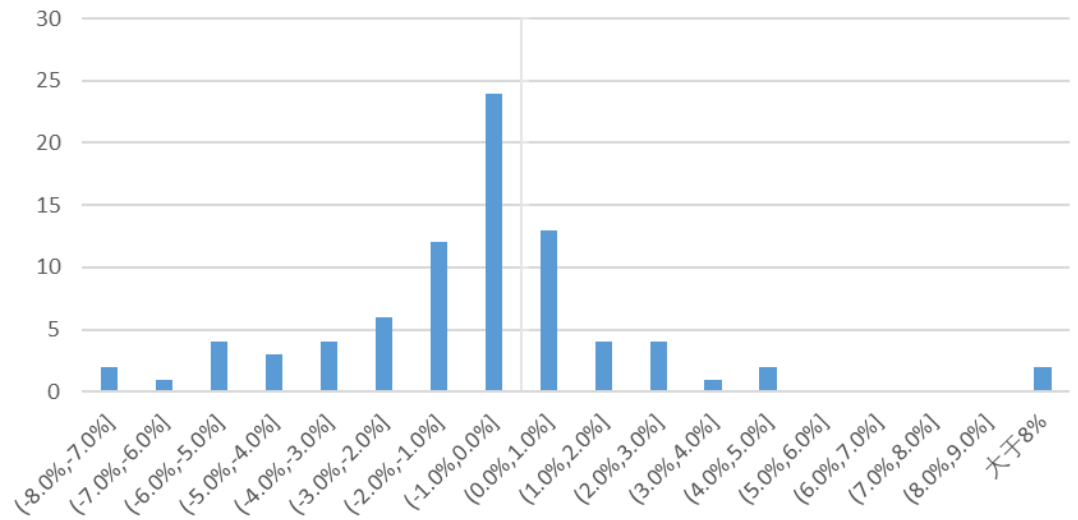


弘量弘盈量化 CTA	弘量投资	-2.30%	-5.34%	0.02%	5.74%	16.23%	长周期
珺容翔宇 CTA2 号	珺容资产	-2.43%	-3.20%	-5.33%	-5.21%	23.71%	长周期
均成 CTA1 号	均成资产	-2.65%	-3.84%	-1.03%	14.64%	22.47%	中周期
阳泽泽丰另类量化 1 号	阳泽投资	-3.05%	-2.73%	-3.53%	0.28%	11.47%	量化基本面
量道 CTA 精选 1 号	量道投资	-3.70%	-4.48%	-2.69%	-8.47%	36.56%	长周期
宏锡 2 号	宏锡基金	-3.81%	-8.35%	-6.31%	4.15%	15.66%	中周期
千象 1 期	千象资产	-3.82%	-5.50%	-4.89%	-3.22%	14.87%	长周期
艾方 CTA 一号	艾方资产	-4.42%	-5.08%	2.30%	-0.47%	22.64%	长周期
中量投 CTA 进取一号 A 类	中量投资	-4.75%	-7.13%	-5.25%	8.13%	17.77%	短周期
量客中宇一号	量客投资	-4.89%	-6.77%	-3.03%	-3.61%	19.25%	中周期
洛书尊享 CTA 拾壹号	洛书投资	-5.01%	-3.66%	-3.29%	-3.67%	33.40%	长周期
明得浩伦 CTA 一号	明得浩伦投资	-5.41%	-4.39%	-7.19%	-0.41%	16.04%	长周期
泉智水星 CTA 加 1 号	晋江泉智	-5.66%	-9.73%	-7.31%	-0.67%	11.72%	长周期
信弘馨宜 1 号	信宏天禾资产	-5.83%	-2.76%	4.34%	14.67%	8.83%	短周期
黑翼 CTA 二号	黑翼资产	-6.98%	-8.20%	-2.96%	18.59%	11.21%	长周期
盛冠达 CTA 基本面量化 1 号	盛冠达资产	-7.27%	-7.49%	-10.50%	-4.28%	24.89%	量化基本面
盛冠达 CTA 基本面量化 1 号	盛冠达资产	-7.27%	-7.49%	-10.50%	-4.28%	24.89%	量化基本面

来源：国金证券研究所，朝阳永续

关注池的大多数产品月度收益率分布在-1%至 0%的范围内，各类 CTA 策略在低波动市场环境下，继续保持净值的低波动小幅回落。个别宏观策略产品因部分股票仓位受益于权益市场大幅反弹，月度收益超过 10%。

图表 17: 期货宏观和期权策略关注池产品 2 月收益率分布 (单位: 个)



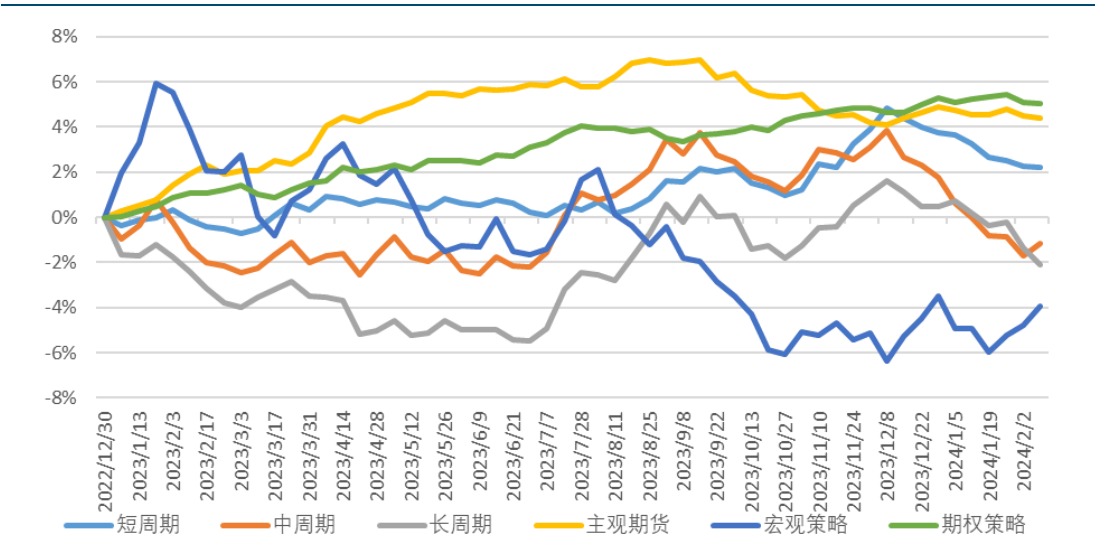
来源：国金证券研究所，朝阳永续

期货宏观和期权策略二级分类表现：仅期权策略小幅上涨

分子策略来看，期货宏观策略大类的 7 类子策略中，仅有宏观策略和期权策略 2 月获得正收益，其中宏观策略整体受益于权益市场反弹，平均月度收益为 4.49%，而期权策略在整体高波动的环境下，平均月度收益仅为 0.05%。其余 5 类子策略均为 CTA 策略，月度收益均为负，其中长周期 CTA 和量化基本面 CTA 平均月度收益分别为-3.02%和-5.16%，2 月表现偏弱。



图表 18: 期货宏观和期权策略各子策略平均表现 (数据截止 2024/2/23)



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

#### 宏观层面缺乏驱动因素

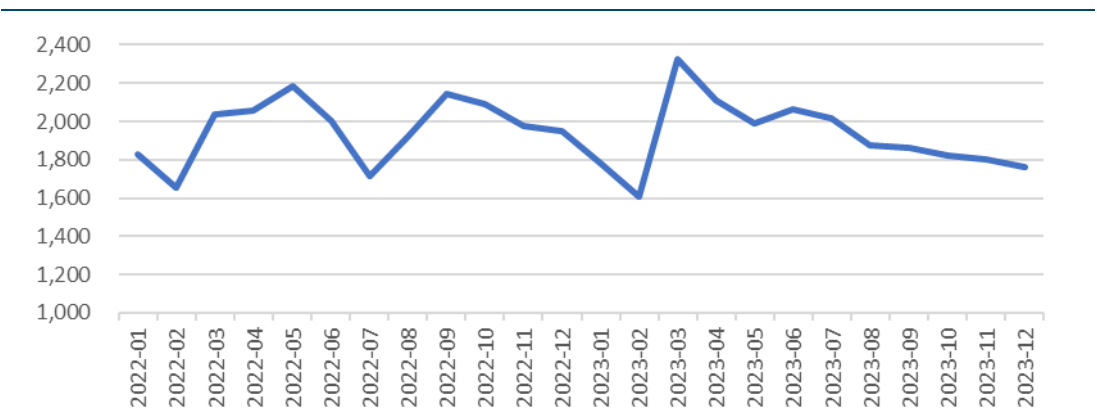
2024 年 2 月, 美国 CPI 同比增长 3.2% (前值 3.1%), 环比增长 0.6% (前值 0.5%), 核心 CPI 同比增长 3.8% (前值 3.9%), 环比增长 0.6% (前值 0.6%)。美国通胀数据仍然保持高位, 市场将继续围绕降息预期进行博弈, 但动荡的国际局势则在降息预期的基础上再增变数。

分品种和板块来看, 贵金属除了美联储政策博弈外, 近期较多受到地缘政治波动影响, 全球风险事件增加, 俄乌冲突和红海地区冲突不断加码, 导致贵金属行情高位震荡。

有色金属方面, 3 月 13 日中国有色金属工业协会在北京组织召开铜冶炼企业座谈会, 国内 19 家铜冶炼企业主要负责人到会, 对行业自律与产能治理问题进行了探讨, 在产能增长过快问题、新建项目准入门槛等方面达成共识, 市场因此出现了对供给的担忧, 导致铜价的大幅上涨, 其他有色金属虽然受到设备更新、消费品以旧换新等政策刺激, 但行情整体仍然保持低波动横盘, 长期行情有待进一步确认需求变化。

黑色品种方面, 地产、基建、出口等方面的需求弱化已经成为市场一致预期, 市场甚至在传统旺季 3-4 月到来之前, 就已放弃了对旺季需求的博弈, 黑色品种持续数月成为跌幅最大的商品品种。需求的走弱已经充分体现, 而供给端则仍然在持续收缩, 或在即将到来的旺季止住黑色板块跌势。

图表 19: 全国螺纹钢月度产量持续下降 (单位: 万吨)



来源: 国金证券研究所, Wind



### CTA 配置策略：关注股指期货 CTA 投资机会

近期商品市场仍然处于波动率持续下滑的状态中，直至 3 月上旬，部分产品和板块因为一些事件性的因素带来的波动率的提升，包括国际上的地缘冲突，以及国内供给侧的政策变化，给趋势类 CTA 带来了阶段性的行情。中长期来看，CTA 仍然处于左侧区间，但愈发动荡的全球局势，以及确定性较强且逐渐来临的美联储降息，均有可能提升商品市场整体波动率，给 CTA 带来投资机会。

从投资标的维度分类，量化 CTA 也可以分为商品期货 CTA 和股指期货 CTA。长久以来，商品期货 CTA 因策略容量较大，覆盖品种数量较多，与股票市场相关性极低等原因，长期被投资者关注，并已经成为资产配置中不可或缺的一部分，而股指期货 CTA 则并没有收到足够的关注。

在 2024 年 1 月快速下跌的股票市场中，大多数雪球产品敲入，导致雪球的发行机构不再需要对雪球的对冲端进行低买高卖的 delta 中性操作，使股指期货进入“后雪球时代”。当雪球尚未大范围敲入时，雪球的对冲端为了保持 delta 中性，在市场下跌时做多股指期货、市场上涨时做空股指期货，从而压制了股指期货波动率。而当雪球大范围敲入后，股指期货市场失去了这一平抑波动的重要力量，股指期货的基差将会更多地体现市场情绪，即市场下跌时，市场情绪悲观，贴水加深，反之亦然，从而可能加剧股指期货的波动中枢。另一方面，央国企行情、大市值风格等行情特征均由指数成分股带动，有利于股票指数的波动上升。现货波动上升，贴水变化使股指期货的波动更甚于现货波动，对于偏好高波动市场的股指期货 CTA 来说是重大利好。

### 上海睦沣投资管理有限公司：股指期货 CTA 策略

#### 1、公司简介与核心团队

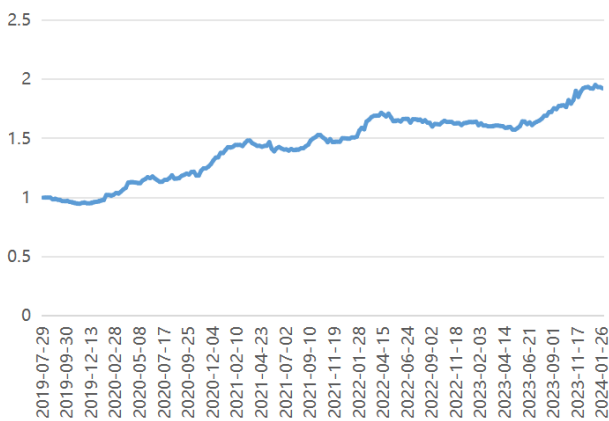
上海睦沣投资管理有限公司成立于 2016 年 2 月 2 日，协会登记时间为 2017 年 12 月 5 日，注册资本 1000 万元，实缴资本 250 万元（信息来源：证券投资基金业协会）。公司 2018 年 4 月发行第一只产品，并在 2020-2023 年陆续获得 FOF 机构、期货公司资管、证券公司自营、期货公司自营等机构资金的投资，目前公司管理规模约 1.5 亿。

公司目前共有 5 名成员，其中 3 人为投研人员。公司总经理、投资经理何建辉，上海财经大学经济学硕士，拥有复合学科背景，熟练使用多种编程语言，曾任东海证券程序化交易小组成员、东方财富证券研究所研究主管，早期参与 ETF 套利、期现套利、短线趋势交易等策略的研究和开发。

#### 2、投资策略

睦沣投资的股指期货 CTA 策略围绕机器学习构建量化投研体系，分析现货指数，使用股指期货进行交易。运用纯量价数据，筛选出 200+ 个因子进行实盘，并使用非线性模型对因子进行赋权。十组子模型中，神经网络占 60%，随机森林占 40%，两者结合可以使模型具有较好的抗过拟合能力，十组子模型最终等权投票，根据信号在收盘前完成交易，年化双边换手不超过 200 倍。此外，睦沣以风险控制为基础，着重控制极端行情和不利行情下的产品回撤，增加与指数对应的回撤算法和平滑降仓管理体系。

图表20：睦沣一号业绩表现（数据截止 24/2/23）



图表21：睦沣一号业绩指标（数据截止 24/2/23）

	收益率	最大回撤	夏普比率
2024 年以来	4.24%	-4.96%	1.71
2023 年	17.65%	-1.85%	2.85
2022 年	21.14%	-3.39%	1.75
近三年	37.73%	-11.37%	1.11
成立以来	88.25%	-17.43%	0.87

来源：国金证券研究所，朝阳永续

来源：国金证券研究所，朝阳永续





### 3、代表产品业绩

睦沅一号，该产品成立于2018年4月10日，2018年该产品纯股票交易，年底加入少量股指期货，直至2019年下半年，该产品完全使用股指期货CTA策略，产品业绩分析仅供参考。2021年底至今，产品使用迭代后的新策略，与先前相比，策略在低波动时会降低20%-30%的仓位，增加4个随机森林子模型，加强了小概率抗风险能力，并考虑不同指数间的相关性，补充二八行情分化数据，增加与指数对应的回撤算法与平滑降仓管理体系，来应对极端行情，整体风险控制能力较好，避免连续回撤。2023年，商品市场欲扬先抑，下半年波动较大，但睦沅一号仍获得17.65%的累计绝对收益，最大回撤仅为1.85%，大幅领先同策略平均水平。2024年以来，在长时间宽幅震荡的背景下产品获得4.24%的正收益，最大回撤仅为4.96%，回撤幅度相较同策略的平均水平较小，整体风险收益比优异。

### 风险提示

**国际关系引发较大波动。**俄乌局势、巴以冲突，无论是战事，还是相关地区和国家贸易政策、供应链稳定性，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。

**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



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究