



期货宏观和期权策略私募基金

2024年3月业绩回顾及投资前瞻

基金投资策略报告

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

黄金带动商品上涨，等待 CTA 右侧配置机会

2024年3月宏观经济和期货期权市场回顾

2024年3月，商品市场贵金属板块走强，黑色板块走弱，小幅带动了市场时序和截面上环境的好转，但商品市场整体仍然处于低波动震荡的环境中。股票市场的波动率大幅回落，期权隐含波动率同样的走弱。

2024年3月期货宏观及期权策略私募表现总结

我们观察池的82个产品平均收益率为2.23%，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2.06%。关注池的产品收益率的分布状态明显较2月有右移，大多数产品的月度收益率移动至-1%至2%的区间内，同时有少量产品的月度收益到达5%以上的水平。

分子策略来看，期货宏观策略大类的7类子策略中，所有子策略3月均获得正收益，其中量化基本面CTA、期权策略、主观CTA平均月度收益分别为0.38%、1.26%和1.26%，3月表现偏弱。而部分宏观策略，同时受益于权益市场回暖和贵金属领涨，业绩强势反弹，平均月度收益高达4.57%，并且，中周期CTA和长周期CTA策略也受地缘冲突等影响，市场环境有所改善，存在一定的趋势性行情，在3月中普遍迎来较好的反弹，平均月度收益分别为2.68%和3.53%。

市场展望及期货宏观类私募配置建议：黄金带动商品大幅上涨

近期市场的主要影响因素具有事件性和政策性的特点。尤其在美联储3月CPI较强的情况下，黄金仍然保持上涨，可见地缘政治冲突对金价的短期影响较强，包括全球央行购金行为可能也已经开始以预期的形式透支未来的影响力。一旦地缘政治冲突环境发生变化，导致市场避险情绪的边际走弱，可能会影响市场情绪，从而带来行情波动。另一方面，偏强的美国经济数据和较高的商品价格，对美国通胀数据的支撑将持续影响美联储货币政策。

虽然近期商品市场波动有所上升，有利于CTA策略的表现，CTA策略整体表现也有所回暖，但宏观环境、政策环境、事件影响，仍然具有较强的不确定性，右侧的机会要等到宏观环境进一步明确，在地缘政治冲突不持续恶化的假设下，标志性的特征就是美联储降息。该因素对市场的影响不会太过急促，而且通常降息周期的展开可能会带来持续时间较长的大周期，因此右侧配置的时点有比较大容错率，完全可以在政策落地后逐步进行对应的CTA策略产品配置。

具体看商品市场，实际上机会最好的品种仍是黄金。建议FOF类机构关注以黄金为基准的被动投资工具，包括上海黄金交易所的Au99.99和AuT+D合约、上海期货交易所的黄金期货合约，以及公募基金中的黄金现货ETF等。私募基金市场中，也有个别管理人能够提供具有较强被动属性的产品，类似三倍杠杆黄金期货产品（仅收取低管理费，无后端业绩报酬），以及可以定制黄金指数增强策略产品等。

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：生产端和外需端共同带动景气度修复.....	3
期货期权市场回顾：时序和截面指标好转.....	3
期货宏观及期权策略私募表现回顾.....	7
样本池产品近期表现：黄金等个别品种的上涨并未使CTA大幅受益.....	7
期货宏观和期权策略二级分类表现：宏观策略大幅上涨.....	10
市场环境展望及期货宏观类私募配置观点.....	11
黄金带动商品大幅上涨.....	11
CTA配置策略：等待右侧时点.....	12
风险提示.....	12

图表目录

图表 1：CPI 当月同比和环比（单位：%）.....	3
图表 2：PPI 当月同比和环比（单位：%）.....	3
图表 3：PMI 生产和需求（单位：%）.....	3
图表 4：PMI 库存和价格（单位：%）.....	3
图表 5：南华商品指数持续震荡.....	4
图表 6：贵金属和黑色板块走出极致分化.....	4
图表 7：商品期货各品种指数 2024 年 3 月收益率.....	5
图表 8：商品市场加权波动水平不见起色.....	5
图表 9：商品市场动量水平出现分化.....	6
图表 10：品种趋势仍然保持较为流畅.....	6
图表 11：板块轮动速度下降意味着截面上量价稳定性上升.....	6
图表 12：三大股指期货近期行情.....	7
图表 13：股指期货近月基差.....	7
图表 14：50ETF 期权隐含波动率.....	7
图表 15：300ETF 期权隐含波动率.....	7
图表 16：部分期货宏观策略产品业绩表现.....	7
图表 17：期货宏观和期权策略关注池产品 3 月收益率分布.....	10
图表 18：期货宏观和期权策略各子策略平均表现.....	10
图表 19：美国通胀数据环比反弹.....	11
图表 20：美国 PMI 数据保持韧性.....	11
图表 21：各国家和地区黄金储备（亿美元）.....	11
图表 22：国内外黄金行情持续上涨.....	11
图表 23：黄金的大幅上涨带动商品市场情绪.....	12



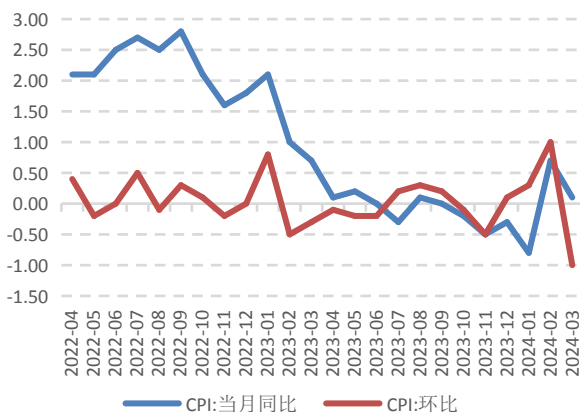
第一部分：宏观经济和期货期权市场回顾

宏观经济环境：生产端和外需端共同带动景气度修复

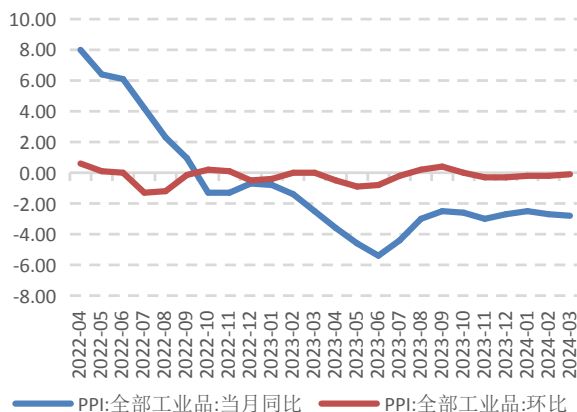
2024年3月，我国CPI同比下降0.6个百分点至0.10%，环比由正转负，同样回落2.0个百分点至-1.00%。分项来看，食品项环比下降6.5个百分点，春节后消费受季节性需求回落影响，且市场供应总体充足，非食品项环比由正转负，下降1.0个百分点至-0.50%。

PPI同比下降0.1个百分点至-2.80%，环比降幅收窄0.1个百分点至-0.10%。分项来看，生产资料环比收窄0.2个百分点至-0.10%，生活资料降幅与上月持平至-0.10%。近几个月来，受国际大宗商品价格上涨等因素影响，国内部分工业品价格回升，但整体走势有所分化，黑色、非金属矿等价格有所回落。

图表1: CPI 当月同比和环比 (单位: %)



图表2: PPI 当月同比和环比 (单位: %)

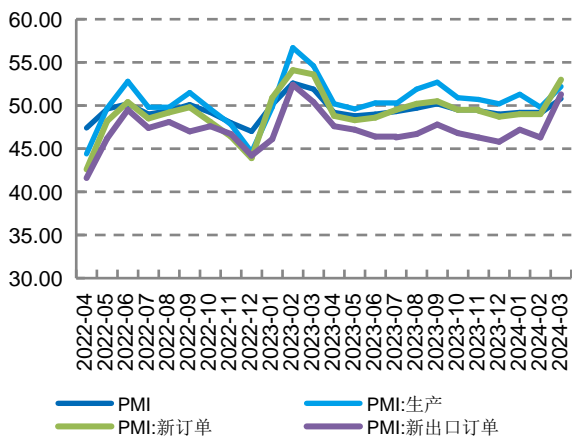


来源: Wind, 国金证券研究所; 时间截止: 2024/3

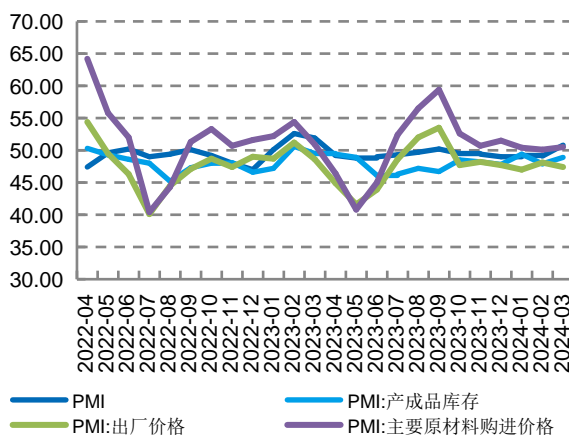
来源: Wind, 国金证券研究所; 时间截止: 2024/3

2024年3月，我国制造业PMI录得50.80，比上月上升1.7个百分点，时隔6个月首次站上荣枯平衡线，创下近一年新高。从供需的角度看，PMI生产指数大幅回升2.4个百分点至52.20，这可能是受节后员工大规模返岗推动，及在市场需求回暖的背景下，企业生产活动显著加快。价格指数方面，主要原材料购进指数小幅回暖0.4个百分点至50.50%，产成品库存指数大幅回升1.0个百分点至48.90%，而出厂价格指数则大幅回落-0.7个百分点至47.40%。

图表3: PMI 生产和需求 (单位: %)



图表4: PMI 库存和价格 (单位: %)



来源: Wind、国金证券研究所; 时间截止: 2024/3

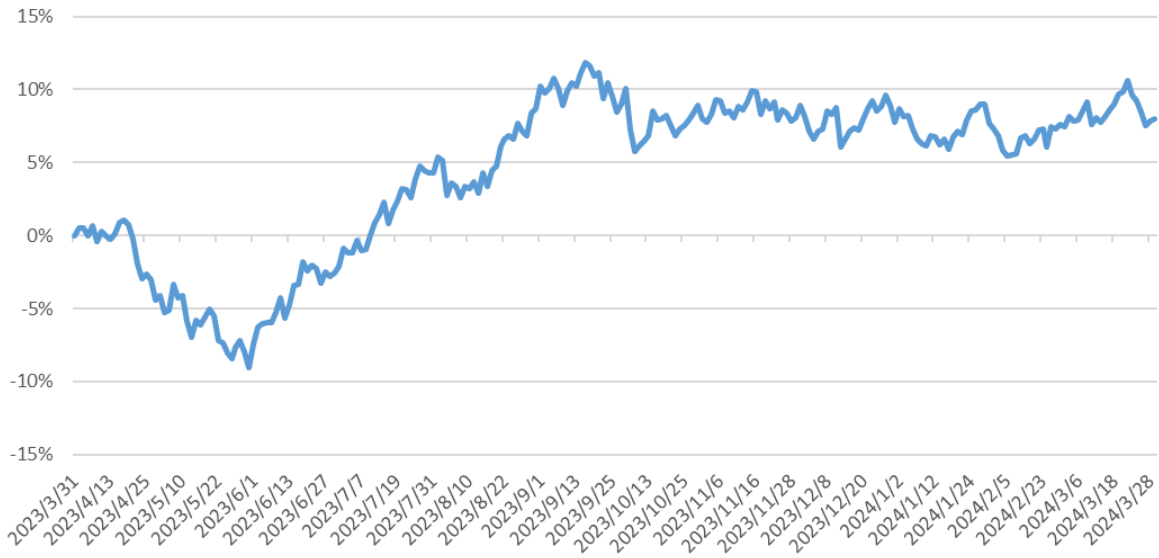
来源: Wind、国金证券研究所; 时间截止: 2024/3

期货期权市场回顾：时序和截面指标好转

2024年3月，商品市场维持震荡，但回看指数表现，曾一度出现从2月初至3月中下旬的小段低波动趋势。南华商品指数月度收益率仅0.38%，振幅仅3.36%，两项指标较2月均有小幅放大。



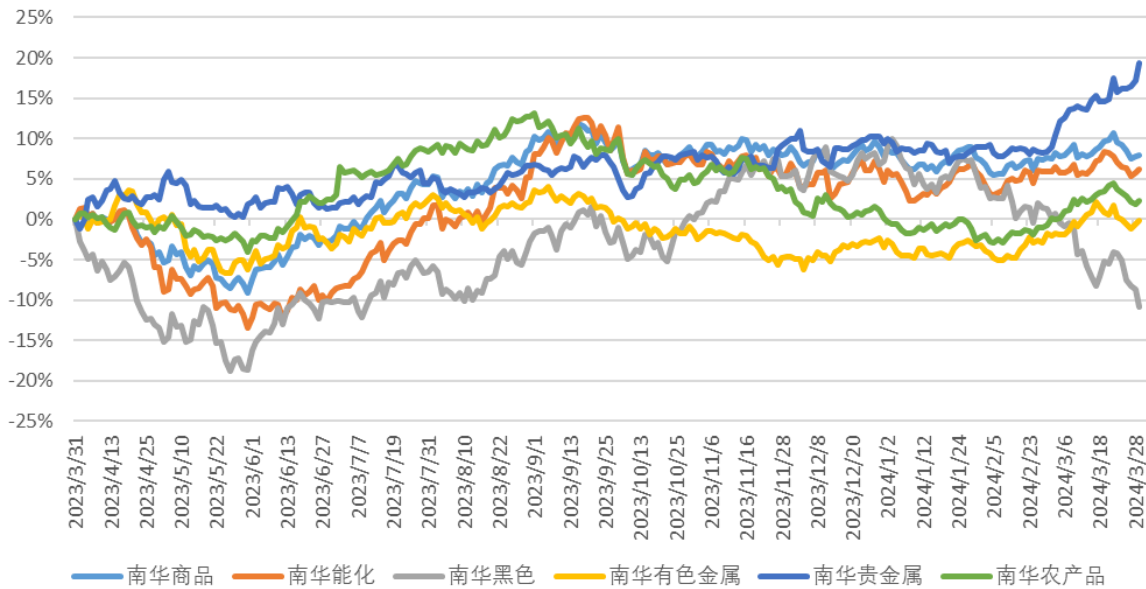
图表5: 南华商品指数持续震荡



来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2023/3/31-2024/3/31

分板块来看, 黑色板块在 3 月加速下跌, 南华黑色指数月度收益率达到-12.02%, 振幅 13.23%, 但在月中出现过一次幅度较大的反弹转折, 动量强度较高, 但流畅度一般。另一方面, 国际地缘政治、各国央行购金等因素, 贵金属大幅上涨, 南华贵金属指数月度收益率 10.14%, 振幅 10.59%, 趋势流畅性较好。快速上涨的贵金属和大幅下跌的黑色系形成鲜明反差。

图表6: 贵金属和黑色板块走出极致分化

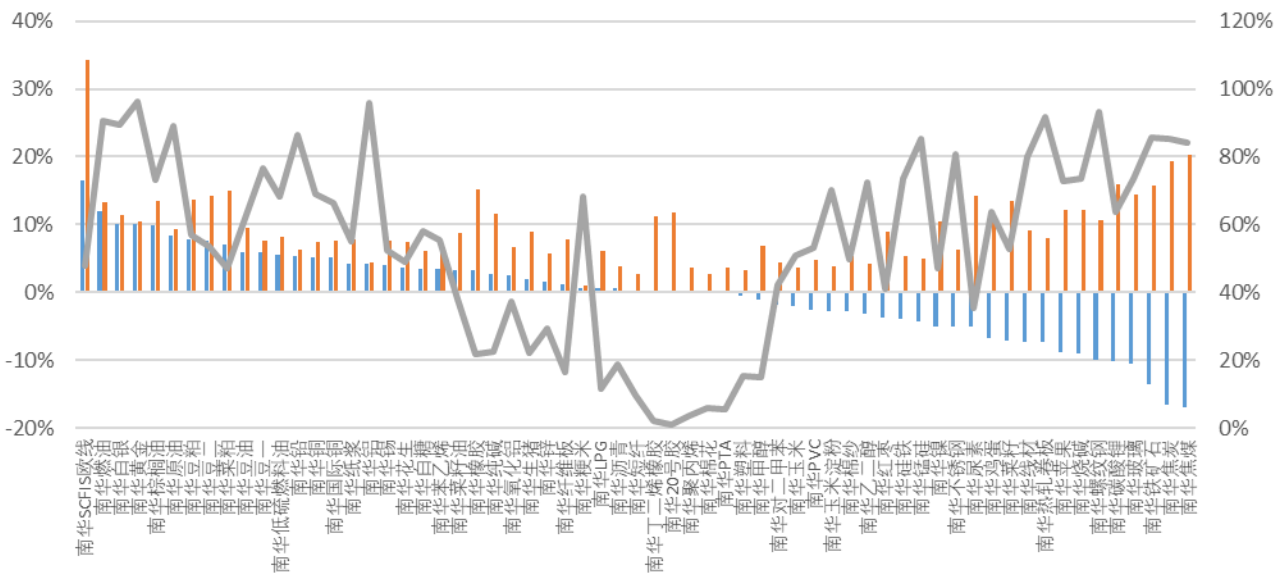


来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2023/3/31-2024/3/31

从品种指数的角度来看, 欧线指数随地缘冲突加剧再次上涨, 但伴随着较大波动, 导致趋势性较差。其他涨幅较大的品种包括燃油、白银、黄金, 月度收益率分别为 11.96%, 10.16%、10.10%, 另一边, 跌幅较大的品种包括焦煤、焦炭、铁矿石、玻璃、碳酸锂, 这些品种的南华品种指数分别为-16.97%、-16.44%、-13.51%、-10.58%、-10.19%。黑色系产业链内的品种均大幅下跌, 同时趋势性较强。但绝大多数品种的波动幅度仍然较弱, 市场各品种波动幅度两极分化严重。



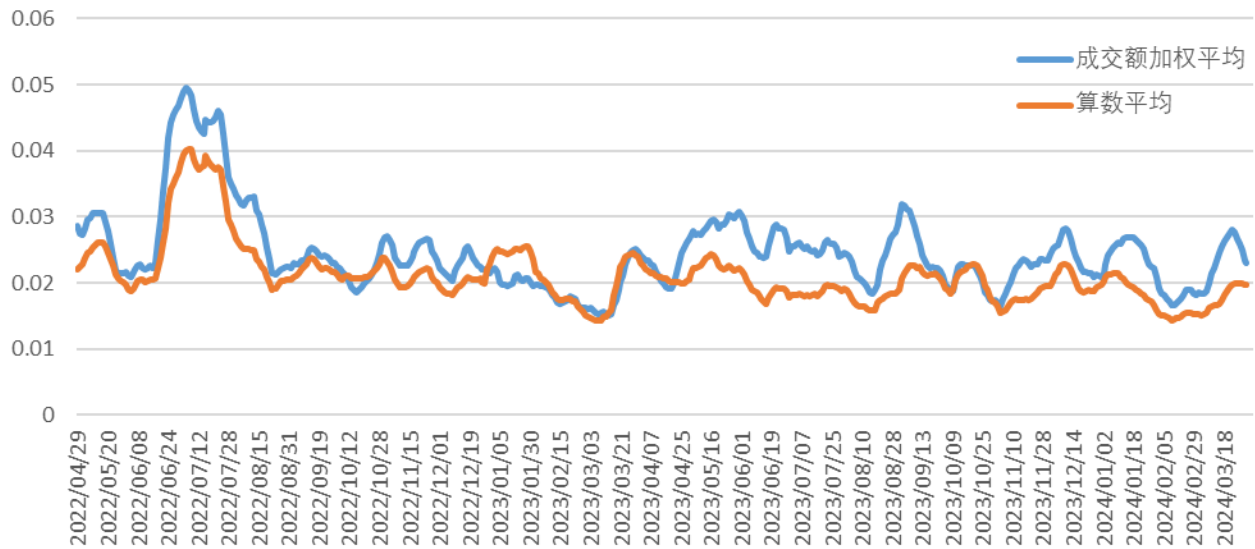
图表7: 商品期货各品种指数 2024 年 3 月收益率



来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2023/3/31-2024/3/31

虽然部分商品板块波动有明显放大,但商品市场加权波动率水平仍然维持在历史低位附近。从品种来看,欧线指数波动仍然较高,但对全市场边际影响较小,碳酸锂指数明显下滑,尿素、焦炭、苹果的波动均有放大。但叠加成交额加权后,对波动率贡献较大的品种分别是,豆粕、铁矿石、菜粕。

图表8: 商品市场加权波动水平不见起色

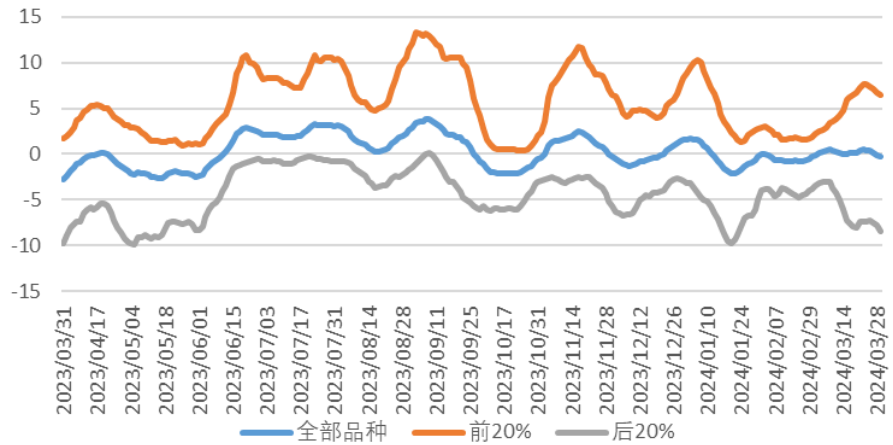


来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2022/4/29-2024/3/31

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。全市场所有期货品种的平均滚动斜率继续走平,但前 20%的上涨品种还是后 20%的下跌品种动量水平走强,品种行情分化加剧,部分品种出现较强动量机会。



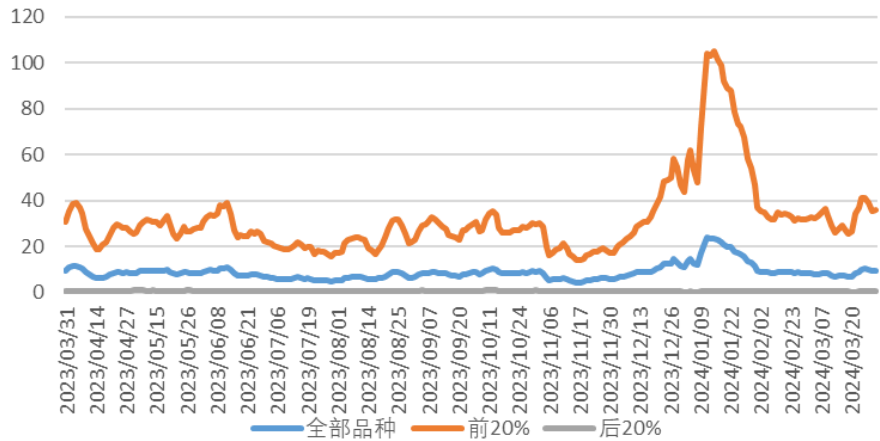
图表9: 商品市场动量水平出现分化



来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2023/3/31-2024/3/31

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,指数数据较低的品种趋势流畅度较好。从具体指标来看,流畅度指标维持在中等水平。

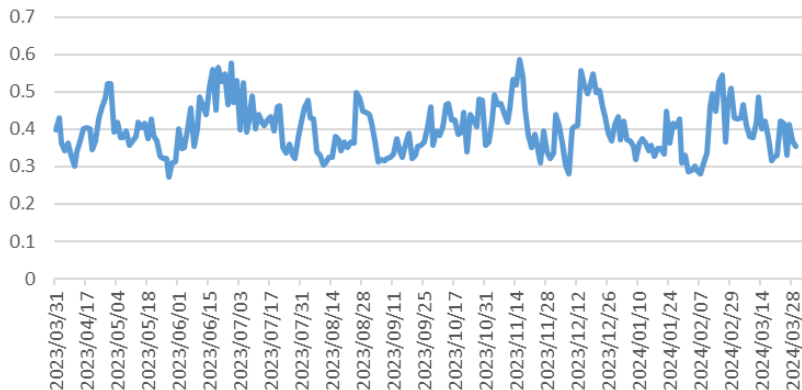
图表10: 品种趋势仍然保持较为流畅



来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2023/3/31-2024/3/31

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3月有小幅下降,主要原因是贵金属、农产品保持强势,同时黑色保持弱势。

图表11: 板块轮动速度下降意味着截面上量价稳定性上升



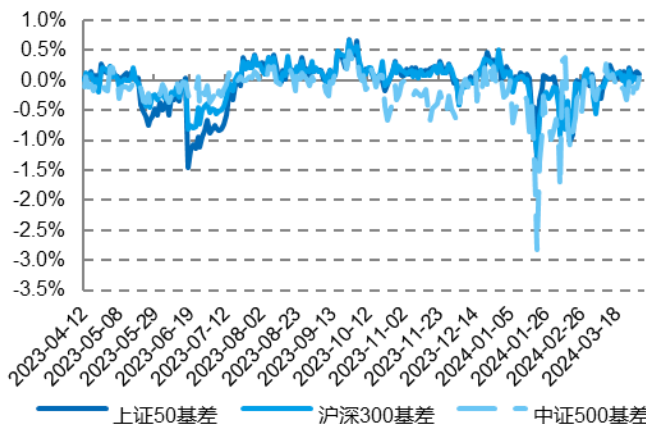
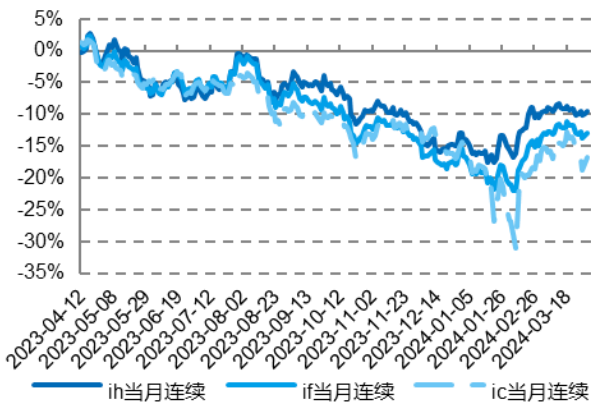
来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2023/3/31-2024/3/31



权益市场在 2024 年 3 月横盘震荡，上证 50、沪市 300、中证 500、中证 1000 月度收益率分别为 0.07%、0.61%、-1.13%、1.81%，月度振幅分别为 3.01%、3.45%、7.05%、8.01%。行情波动迅速下降。

图表12: 三大股指期货近期行情

图表13: 股指期货近月基差



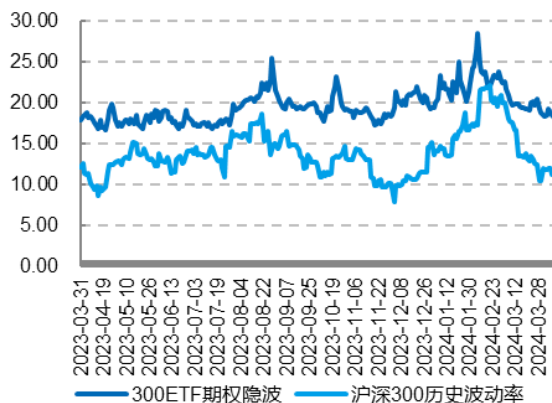
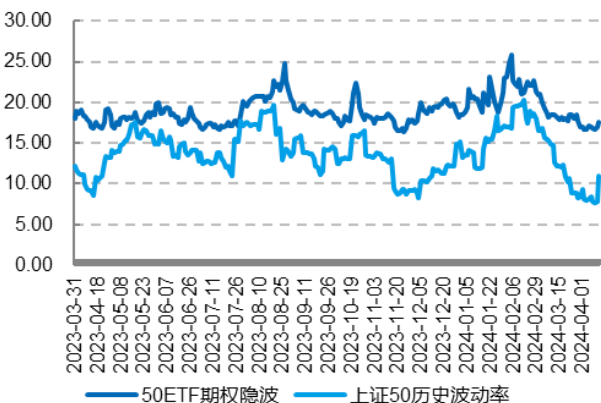
来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截止: 2024/3/31

来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截止: 2024/3/31

期权市场方面，在春节前后的大幅波动行情后，无论是股票市场的实际波动率，还是期权市场的隐含波动率，均有非常大幅度的回落，该过程非常有利于期权卖权策略的运作。4月16日，市场对最新的监管文件进行了热情激烈的反应，上证50和沪深300均大幅上涨，带动实际波动率快速上升。

图表14: 50ETF 期权隐含波动率

图表15: 300ETF 期权隐含波动率



来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截止: 2024/4/16

来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截止: 2024/4/16

综合来看，2024年3月，商品市场贵金属板块走强，黑色板块走弱，小幅带动了市场的趋势性和截面上的特征，但商品市场整体仍然处于低波动震荡的环境中。股票市场的波动率大幅回落，也带动了期权隐含波动率的回落。

期货宏观及期权策略私募表现回顾

样本池产品近期表现：黄金等个别品种的上涨并未使CTA大幅受益

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3月，我们观察池的82个产品平均收益率为2.23%，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2.06%。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

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
------	-----	-----	-----	-----	-------	------	------



凯丰宏观策略 9 号	凯丰投资	17.32%	24.05%	3.36%	-26.58%	40.40%	宏观策略
涵德盈冲量化 CTA2 号	涵德投资	16.51%	17.61%	17.26%	-5.47%	9.93%	短周期
洛书尊享 CTA 拾壹号	洛书投资	10.54%	3.39%	6.73%	-3.67%	33.40%	长周期
乐瑞宏观配置基金	乐瑞资产	8.68%	11.29%	10.90%	-4.39%	35.62%	宏观策略
黑翼 CTA 二号	黑翼资产	8.55%	-2.94%	3.95%	18.59%	11.21%	长周期
旭诺 CTA 一号	旭诺资产	7.69%	7.65%	8.42%	13.52%	12.33%	中周期
宏锡 2 号	宏锡基金	6.77%	-0.66%	-0.99%	4.15%	15.66%	中周期
从石 1 号	从石私募	6.77%	3.75%	-3.38%	-10.18%	17.99%	主观期货
千象 1 期	千象资产	5.97%	1.24%	1.36%	-3.22%	14.87%	长周期
艾方 CTA 一号	艾方资产	5.63%	1.13%	7.47%	-0.47%	22.64%	长周期
泓湖稳宏宏观策略	泓湖投资	5.57%	32.61%	42.83%	-0.87%	31.07%	宏观策略
宁水多策略	厦门宁水	5.47%	10.85%	11.34%	12.44%	14.73%	宏观策略
道微乘风破浪量化进取 1 号	道微投资	5.26%	4.61%	11.10%	1.88%	15.01%	短周期
量客中字一号	量客投资	5.04%	-0.92%	-0.53%	-3.61%	19.25%	中周期
量盈量化 CTA 一号	量盈投资	4.89%	0.15%	4.34%	10.24%	19.03%	短周期
衍盛量化 CTA 乌锦春 1 号	衍盛私募	4.41%	-2.63%	-4.94%	-4.04%	15.03%	中周期
量信量化 2 期	量信投资	4.21%	5.44%	10.47%	8.67%	32.67%	长周期
会世元丰 CTA1 号	会世资产	4.12%	0.23%	3.90%	-1.83%	17.56%	中周期
众壹量合乾坤一号	众壹资产	4.03%	1.22%	-1.93%	-7.59%	25.17%	中周期
鲸睿聚能三号	鲸睿资产	3.41%	3.71%	6.31%	9.91%	8.15%	期权策略
均成 CTA1 号	均成资产	3.01%	-2.67%	-0.43%	14.64%	22.47%	中周期
信弘磐宜 1 号	信宏天禾资产	2.98%	-2.31%	4.09%	14.67%	8.83%	短周期
佑维 CTA 平衡一号	佑维投资	2.90%	4.34%	12.54%	17.34%	8.38%	短周期
厚方宏观对冲三号	厚方投资	2.77%	-0.50%	-4.76%	3.02%	12.22%	宏观策略
弘量弘盈量化 CTA	弘量投资	2.56%	-2.73%	0.19%	5.74%	16.23%	长周期
弘量弘盈量化 CTA	弘量投资	2.56%	-2.73%	0.19%	5.74%	16.23%	长周期
古木艳阳 1 号商品期权	古木投资	2.47%	2.27%	4.07%	4.49%	3.09%	期权策略
旌安 2 号	旌安投资	2.32%	4.55%	5.48%	5.06%	6.64%	主观期货
鼎森汇临期权量化 1 号	鼎森投资	2.32%	0.47%	2.34%	8.54%	7.62%	期权策略
珏朔朴道量化 CTA 稳健一号	珏朔资产	2.29%	1.23%	-1.94%	-5.50%	12.87%	长周期
明得浩伦 CTA 一号	明得浩伦投资	1.99%	-4.02%	-4.62%	-0.41%	16.04%	长周期
久熙 CTA 锐进 1 期	久熙资产	1.91%	0.26%	-2.76%	-2.93%	29.40%	短周期
正定成长 CTA1 号	北京正定	1.86%	3.65%	0.34%	0.68%	12.00%	短周期
半鞅 CTA 均衡 1 号	海南半鞅	1.82%	-1.33%	-6.05%	5.45%	8.59%	短周期
泓倍期权套利 1 号	上海泓倍	1.75%	1.17%	1.71%	0.60%	4.57%	期权策略
致远 CTA 精选 2 期	富善投资	1.60%	-2.01%	-1.84%	-1.03%	16.51%	中周期
慕途基本面量化 1 号	上海慕途	1.54%	0.40%	2.99%	13.15%	1.55%	主观期货
富励业长江 1 号宏观量化	富励业私募	1.53%	-0.20%	-5.58%	-3.29%	13.88%	长周期
正瀛权智 1 号	正瀛资产	1.46%	4.13%	6.49%	5.20%	3.04%	期权策略



元葵天时	元葵资产	1.44%	-5.04%	7.69%	9.31%	18.63%	宏观策略
领容商品珏金	领容投资	1.39%	2.61%	1.98%	--	5.06%	主观期货
跃威佳成一号	上海跃威	1.31%	-0.46%	1.29%	6.96%	2.82%	期权策略
红锚价值 2 号	上海红锚	1.30%	2.61%	4.90%	5.66%	2.06%	期权策略
君信荣耀一号	福建君信	1.28%	5.44%	8.23%	8.01%	5.95%	期权策略
阳泽泽丰另类量化 1 号	阳泽投资	1.26%	-4.25%	-3.72%	0.28%	11.47%	量化基本面
慧衍锐锋 1 号 A	上海慧衍	1.24%	1.92%	1.03%	11.32%	3.35%	主观期货
厦门言起权王泰森 1 号	言起投资	1.14%	2.77%	1.86%	0.77%	19.84%	期权策略
希塔山峦 1 号	上海希塔	1.12%	-1.01%	-0.16%	5.44%	2.11%	期权策略
鼎一兑弈量化	鼎一私募	1.10%	-0.45%	5.53%	7.90%	9.99%	短周期
鸿凯进取 5 号	鸿凯投资	1.01%	3.21%	6.75%	-6.63%	26.15%	宏观策略
九坤量化 CTA 私募 1 号	九坤投资	0.99%	2.06%	3.99%	10.01%	8.88%	短周期
中量投 CTA 进取一号 A 类	中量投资	0.90%	-9.38%	-2.86%	8.13%	17.77%	短周期
皓邦尊享 CTA1 号	德贝私募	0.85%	-2.17%	-2.33%	-3.34%	14.31%	中周期
鑫岚龙腾 1 号	鑫岚投资	0.75%	-1.48%	1.79%	-2.08%	17.42%	宏观策略
本利达利磐期货量化壹号	本利达资产	0.62%	-1.16%	0.25%	-3.75%	10.08%	短周期
中舍钱江一号 CTA	中舍资产	0.53%	-0.79%	-0.72%	1.13%	3.57%	中周期
远澜云杉期货基金	上海远澜	0.51%	-1.92%	-1.36%	3.95%	14.59%	长周期
慕途稳健 1 号	慕途资产	0.49%	2.69%	4.33%	6.44%	0.83%	期权策略
君宜共达	深圳君宜	0.44%	0.88%	2.24%	5.52%	1.48%	期权策略
佳岳-量权 2 号	海南佳岳	0.37%	-1.12%	-2.26%	5.29%	3.46%	期权策略
芷瀚量化 CTA 激进一号	芷瀚资产	0.33%	-3.24%	-7.79%	1.38%	9.17%	中周期
傲创铂林 3 号	傲创资产	0.28%	1.25%	2.73%	4.00%	3.39%	短周期
珺容翔宇 CTA2 号	珺容资产	0.25%	-2.08%	-7.09%	-5.21%	23.71%	长周期
鸣熙夸克二号	鸣熙资产	0.13%	-0.17%	2.83%	--	3.23%	短周期
宽投常晴	宽投资	0.06%	0.00%	0.88%	5.08%	4.56%	中周期
量客长阳一号	量客投资	0.00%	1.86%	3.34%	7.60%	2.35%	期权策略
平石 U3 期权对冲	平石资产	-0.01%	-3.08%	-0.29%	-1.41%	8.72%	期权策略
杉阳云杉量化 1 号	杉阳投资	-0.01%	-0.73%	-0.71%	4.86%	5.72%	主观期货
宣夜投资 CTA 稳流一期	宣夜投资	-0.10%	4.08%	6.01%	-0.34%	7.44%	中周期
泉智水星 CTA 加 1 号	晋江泉智	-0.28%	-7.32%	-11.32%	-0.67%	11.72%	长周期
量道 CTA 精选 1 号	量道投资	-0.48%	-5.48%	-2.13%	-8.47%	36.56%	长周期
盛冠达 CTA 基本面量化 1 号	盛冠达资产	-0.50%	-8.67%	-11.79%	-4.28%	25.51%	量化基本面
景上源 1 号	景上源投资	-0.53%	0.51%	-4.32%	-4.67%	12.68%	主观期货
汇艾资产-稳健 1 号基金	汇艾资产	-0.60%	-0.69%	-0.69%	7.04%	2.13%	主观期货
蒙玺纯达二期	蒙玺投资	-0.66%	-1.88%	-2.02%	-6.98%	13.83%	短周期
众壹资产进取套利 1 号	众壹资产	-0.72%	-3.34%	-4.35%	9.86%	8.82%	主观期货
毓颜言商 1 号	毓颜投资	-0.78%	-9.53%	-10.65%	9.67%	16.66%	中周期
御澜矿世 CTA1 号	御澜投资	-1.23%	-2.14%	-2.77%	5.94%	5.45%	短周期

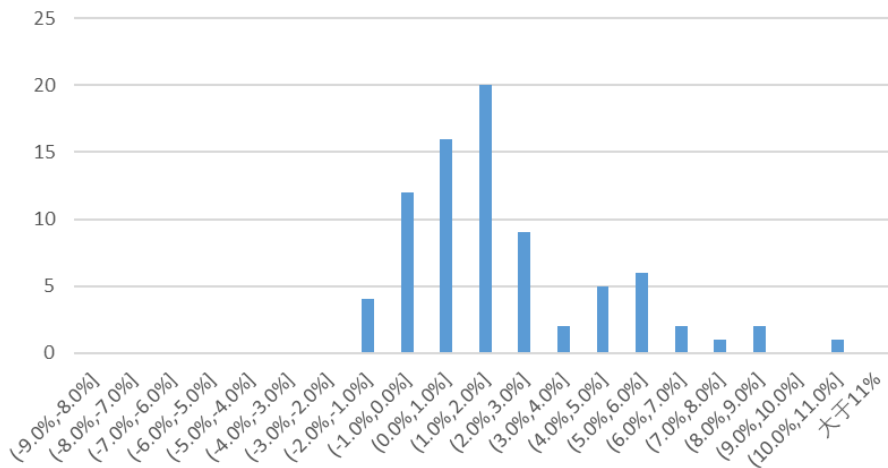


SAP 智龙 3 号	智龙资本	-1.23%	-5.16%	0.00%	11.17%	13.51%	短周期
衍盛量化 CTA 二号	衍盛私募	-1.24%	-0.99%	-1.96%	-7.34%	16.48%	短周期
信伟达辰星量化 1 号	信伟达资产	-1.55%	-5.23%	-1.78%	9.43%	19.94%	短周期
半夏宏观对冲	半夏投资	-1.88%	-6.31%	-11.55%	-14.70%	26.11%	宏观策略

来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截止: 2024/3/31

关注池的产品收益率的分布状态明显较 2 月有右移, 大多数产品的月度收益率移动至 -1%至 2%的区间内, 同时有少量产品的月度收益到达 5%以上的水平。

图表 17: 期货宏观和期权策略关注池产品 3 月收益率分布

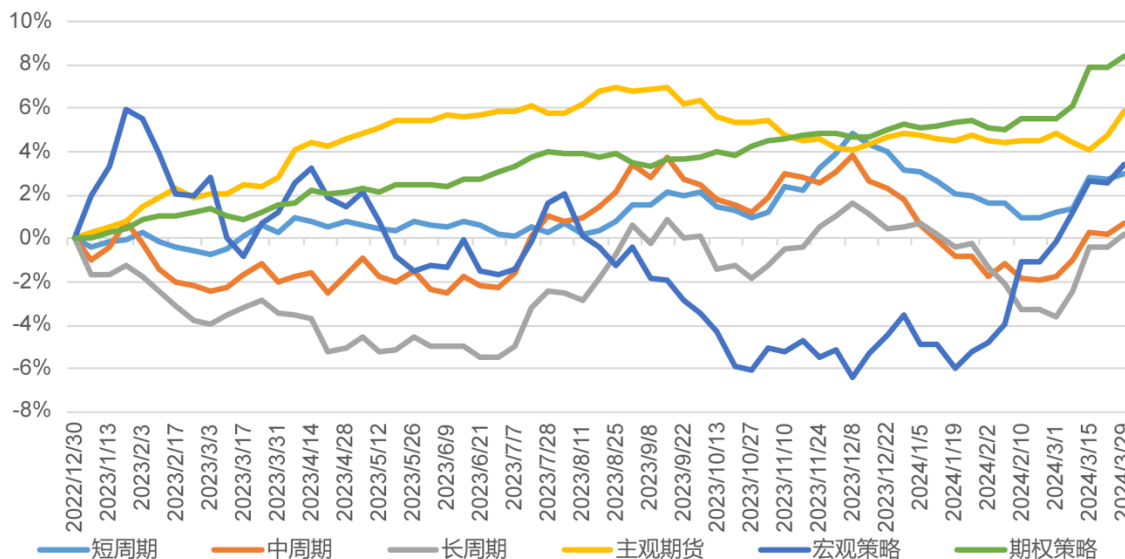


来源: 国金证券研究所, 朝阳永续

期货宏观和期权策略二级分类表现: 宏观策略大幅上涨

分子策略来看, 期货宏观策略大类的 7 类子策略中, 所有子策略 3 月均获得正收益, 其中量化基本面 CTA、期权策略、主观 CTA 平均月度收益分别为 0.38%、1.26%和 1.26%, 3 月表现偏弱。而部分宏观策略, 同时受益于权益市场回暖和贵金属领涨的驱动, 业绩强势反弹, 平均月度收益高达 4.57%, 并且, 中周期 CTA 和长周期 CTA 策略也受地缘冲突等影响, 市场环境有所改善, 存在一定的趋势性行情, 在 3 月中普遍迎来较好的反弹, 平均月度收益分别为 2.68%和 3.53%。

图表 18: 期货宏观和期权策略各子策略平均表现



来源: 朝阳永续、国金证券研究所; 数据截止: 2024/3/31

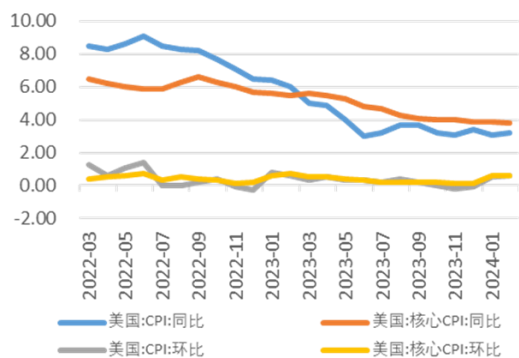


市场环境展望及期货宏观类私募配置观点

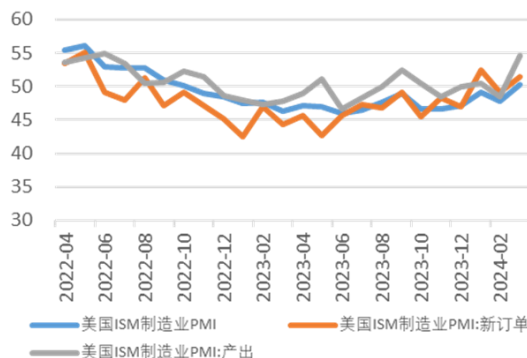
黄金带动商品大幅上涨

近期黄金带动商品大幅上涨。黄金的主要定价因素包括：美联储货币政策、各国央行购金、人民币汇率、投资者避险情绪等。

图表19: 美国通胀数据环比反弹



图表20: 美国 PMI 数据保持韧性

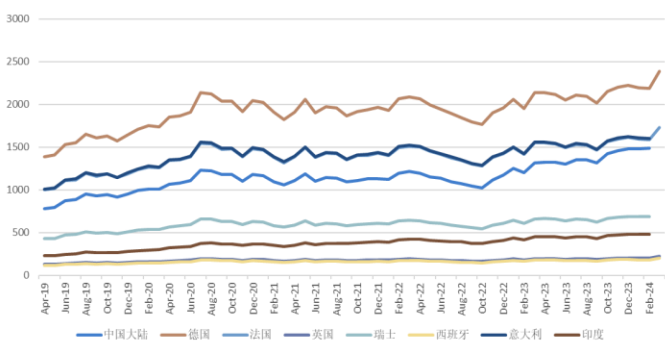


来源：国金证券研究所，Wind；数据截止：2024/3

来源：国金证券研究所，Wind；数据截止：2024/3

美国 CPI 连续两个月维持较高水平，同时 PMI 等数据也表现强劲，给市场带来美联储降息延后的预期。然而由于各国央行黄金储备的增加，以及地缘政治冲突带来的避险情绪上升，导致黄金带动贵金属板块持续上涨。

图表21: 各国家和地区黄金储备 (亿美元)



图表22: 国内外黄金行情持续上涨



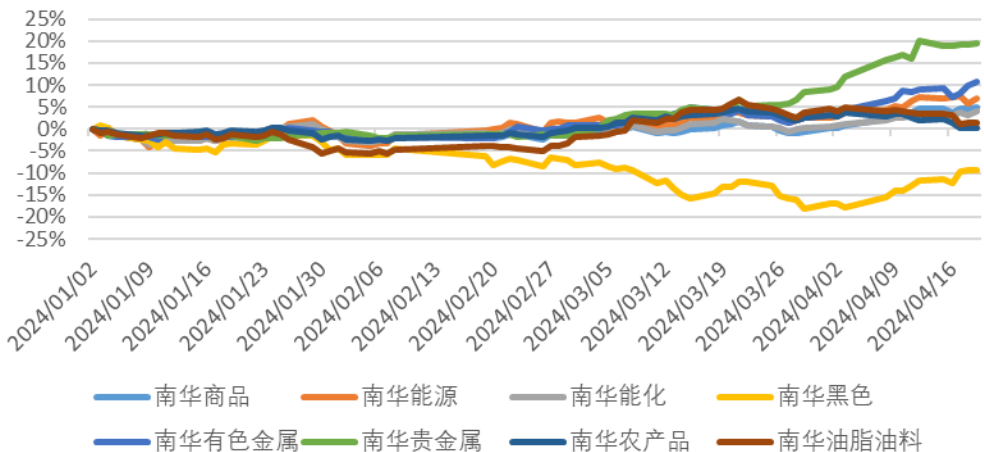
来源：国金证券研究所，Wind；数据截止：2024/2

来源：国金证券研究所，Wind；数据截止：2024/3/31

黄金的上涨大幅带动了商品市场的投资者情绪，原油的上涨也对投资者情绪有进一步的带动作用。4月以来，国内商品市场的黑色板块、农产品板块、能源板块等，均开始走强。



图表23: 黄金的大幅上涨带动商品市场情绪



来源: 国金证券研究所, iFind; 统计区间: 2024/1/2-2024/4/19

CTA 配置策略: 等待右侧时点

近期市场的主要影响因素具有事件性和政策性的特点。尤其在美联储 3 月 CPI 较强的情况下, 黄金仍然保持上涨, 可见地缘政治冲突对金价的短期影响较强, 包括全球央行购金行为可能也已经开始以预期的形式透支未来的影响力。一旦地缘政治冲突环境发生变化, 导致市场避险情绪的边际走弱, 可能会影响市场整体投资情绪, 从而带来行情波动。另一方面, 偏强的美国经济数据和较高的商品价格, 对美国通胀数据的支撑将持续影响美联储货币政策。

因此, 虽然近期商品市场波动有所上升, 有利于 CTA 策略的表现, CTA 策略整体表现也有所回暖, 但宏观环境、政策环境、事件影响, 仍然具有较强的不确定性, 仍不能说现在是配置 CTA 策略的右侧时点。

右侧的机会要等到宏观环境进一步明确, 在地缘政治冲突不持续恶化的假设下, 标志性的特征就是美联储降息。该因素对市场的影响不会太过急促, 而且通常降息周期的展开可能会带来比较长周期的大周期, 因此右侧配置的时点有较大容错率, 对于全球货币政策转向带来的商品上涨推动力和需求推动, 完全可以在政策落地后逐步进行对应的 CTA 策略产品配置。

具体看商品市场, 实际上机会最好的品种仍是黄金。然而对于量化 CTA 来说, 高度分散化的投资品种和投资策略, 并不会使 CTA 策略的业绩很大程度上受益于黄金这一单一品种的上漲。因此建议 FOF 类机构关注以黄金为基准的被动投资工具, 包括上海黄金交易所的 Au99.99 和 AuT+D 合约、上海期货交易所的黄金期货合约, 以及公募基金中的黄金现货 ETF 等。私募基金市场中, 也有个别管理人能够提供具有较强被动属性的产品, 类似三倍杠杆黄金期货产品 (仅收取低管理费, 无后端业绩报酬), 以及可以定制黄金指数增强策略产品等。

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的贸易政策、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。

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
电话: 021-80234211
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话: 010-85950438
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100005
地址: 北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话: 0755-86695353
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
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