

期货宏观和期权策略私募基金

2024年4月业绩回顾和投资前瞻

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

商品持续上涨，带动量化CTA反弹

2024年4月宏观经济和期货期权市场回顾

2024年4月，商品市场部分板块出现剧烈反弹，时间序列上出现中周期趋势性机会，但长周期来看则表现为前期下跌趋势的反转。股票市场波动率逐渐平稳，不同期权品种的隐波走势出现分化。

2024年4月期货宏观及期权策略私募表现总结：中周期CTA受益于动量效应复苏

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4月，我们观察池的80个产品平均收益率为0.37%。观察池的产品的4月的收益分化程度相对低于3月，且大多数产品的月度收益率分布在-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。4月CTA收益率的离散度明显上升，即便相同子策略分类下，产品的业绩差异性也较大。

分子策略来看，期货宏观策略大类的7类子策略中，仅短周期、主观CTA和量化基本面策略为负向收益，平均月度收益分别为-0.66%、-1.37%和-3.79%。宏观策略同时受益于权益市场回暖和黑色和有色品种领涨的驱动，业绩强势反弹，平均月度收益为1.16%。中周期CTA和长周期CTA策略受益于行情的动量效应提升，业绩均有明显好转，但本轮上涨行情可以视为3月下跌行情的反转，因此中周期CTA表现略胜于长周期策略，平均月度收益分别为2.22%和1.45%。

市场环境展望及期货宏观类私募配置观点：行情持续性有待验证，结构性关注截面策略

商品期货行情持续性有待验证，后期行情的主要影响因素仍存明显政策性。国内方面，随着4月库存的快速去化，以及后续出台的提产刺激政策，黑色板块快速反弹，但本轮上涨是否能得到扎实的需求支持，仍需进一步观察，但较低库存水平下，未来黑色板块波动可能很容易受到政策带动而冲高。海外方面，美国通胀数据回落速度较慢，核心CPI同比数据仍然较高，而PMI数据则回落至荣枯线下方。美国降息预期逐渐回温，结合地缘政治的冲突加剧，贵金属在小幅调整后再度攀升，有色板块也随之大幅上涨。但由于未看到需求数据有明显的好转，仓单同时冲高，有色板块的持续性同样令人担忧。

整体来看，当前中美经济数据均无法支持商品市场整体继续上行，后续行情可能转为震荡或回调，因此宏观视角下的CTA右侧机会尚未得到验证，且短期内时序类策略可能存在波动风险。而由于不同板块之间的主要驱动因素存在差异，包括国内外政策的驱动、不同的库存水平、不同的相对估值，可能使未来几个月行情出现结构分化，因此在CTA子策略内，我们相对看好截面类策略。另一方面，展期策略2月以来发生一定回撤，并在4月暂缓回撤，由于期限结构的存在一定收敛性，可以关注期限结构类策略占比较高的产品在近期投资机会。

本期报告介绍奕睿私募的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。

基金相关信息及数据仅作为研究使用，不作为募集材料或者宣传材料。

本文涉及所有基金历史业绩均不代表未来表现。



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
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：期货宏观整体反弹，产品业绩分化加剧.....	8
期货宏观和期权策略二级分类表现：中周期 CTA 受益于动量效应复苏.....	11
第三部分：市场环境展望及期货宏观类私募配置观点.....	11
市场展望和 CTA 配置观点：行情持续性有待验证，结构性关注截面策略.....	11
风险提示.....	14

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：南华商品指数快速上涨.....	4
图表 6：黑色、有色、贵金属等板块快速上涨.....	4
图表 7：商品期货各品种指数 2024 年 4 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：商品市场动量水平快速攀升.....	6
图表 10：品种趋势仍然保持较为流畅.....	6
图表 11：板块轮动速度维持较低水平.....	7
图表 12：全市场商品期货展期收益均值和展期多空策略表现.....	7
图表 13：IH、IF、IC 当月连续合约近期行情.....	8
图表 14：IH、IF、IC 近月基差.....	8
图表 15：50ETF 期权隐含波动率.....	8
图表 16：300ETF 期权隐含波动率.....	8
图表 17：部分期货宏观策略产品业绩表现.....	8
图表 18：期货宏观和期权策略观察池产品 4 月收益率分布.....	11
图表 19：期货宏观和期权策略各子策略平均表现.....	11
图表 20：部分黑色板块品种库存回落.....	12
图表 21：美国通胀数据回落缓慢.....	12
图表 22：美国 PMI 数据维持坚挺.....	12
图表 23：奕睿 CTA 一期业绩表现.....	13
图表 24：奕睿 CTA 一期业绩指标.....	13



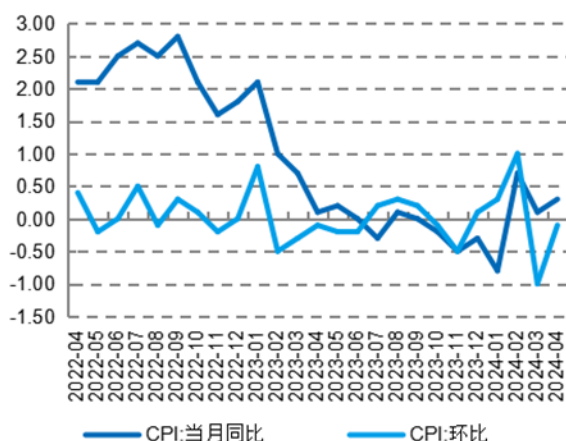
第一部分：宏观经济和期货期权市场回顾

宏观经济环境：生产端和外需端共同带动景气度修复

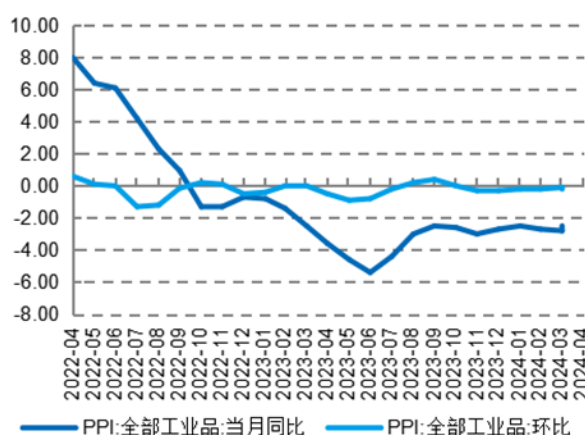
2024 年 4 月，我国 CPI 同比扩大 0.2 个百分点至 0.30%，环比由负转正，上涨 1.1 个百分点至 0.10%。分项来看，食品项环比降幅收窄 2.2 个百分点至-1.00%，非食品项回归季节性上行趋势，并且受国际金价和油价上行影响等，环比由负转正，上升 0.8 个百分点至-0.30%。

PPI 同比回升 0.3 个百分点至-2.50%，环比降幅扩大 0.1 个百分点至-0.20%。分项来看，生产资料环比扩大 0.1 个百分点至-0.20%，生活资料环比降幅与上月持平至-0.10%。近几个月来，受国际原油、有色金属等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、电煤等价格有所回落。

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: %)

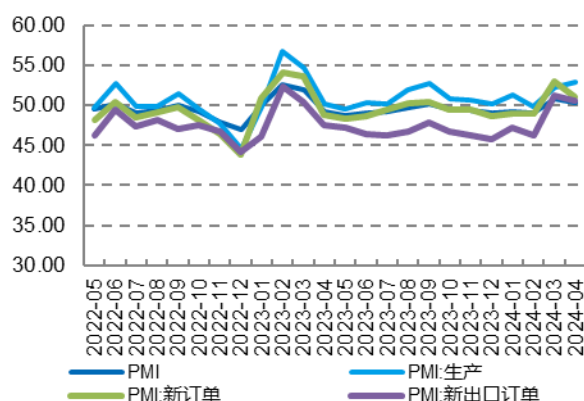


来源: Wind, 国金证券研究所; 时间截止: 2024/4

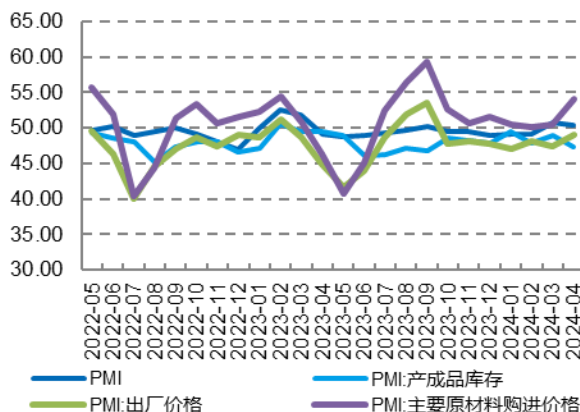
来源: Wind, 国金证券研究所; 时间截止: 2024/4

2024 年 4 月，我国制造业 PMI 录得 50.40，比上月下降 0.4 个百分点，连续两个月位于扩张区间。从供需的角度看，PMI 生产指数回升 0.7 个百分点至 52.90，为 2023 年 4 月以来最高，制造业企业生产扩张有所加快。价格指数方面，主要原材料购进指数大幅回暖 3.5 百分点至 50.40%，出厂价格指数也大幅回升 1.7 个百分点至 49.10%，而产成品库存指数则大幅回落 1.6 个百分点至 47.30%。

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: 2024/4

来源: Wind、国金证券研究所; 时间截止: 2024/4

期货期权市场回顾：时序和截面指标好转

2024 年 4 月，商品市场大幅上涨，南华商品指数大幅上涨 5.83%，振幅 7.40%，上涨的斜率与 2023 年下半年相仿。



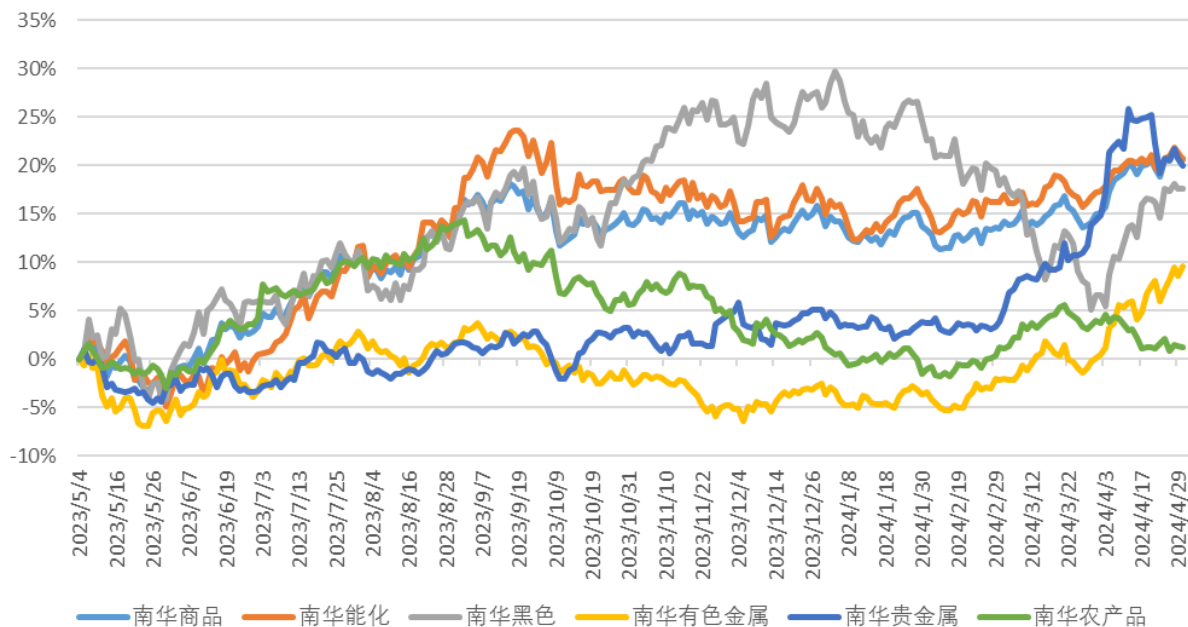
图表5：南华商品指数快速上涨



来源：iFind，国金证券研究所；统计区间：2023/4/30-2024/4/30

分板块来看，月度涨幅较大的商品板块包括南华黑色、南华有色、南华贵金属，月度收益率分别为 11.83%、9.94%、5.39%，振幅分别为 15.05%、11.11%、11.63%。贵金属板块在 4 月中上旬延续了 3 月的快速上涨行情，但在 4 月下旬，随着伊朗以较为克制的方式对以色列进行了反击，并且以色列没有再对伊朗展开进一步的军事行动后，贵金属板块整体开始回调。在贵金属的带动下，商品市场投资者情绪高涨，前期跌幅较大的黑色板块快速反弹。

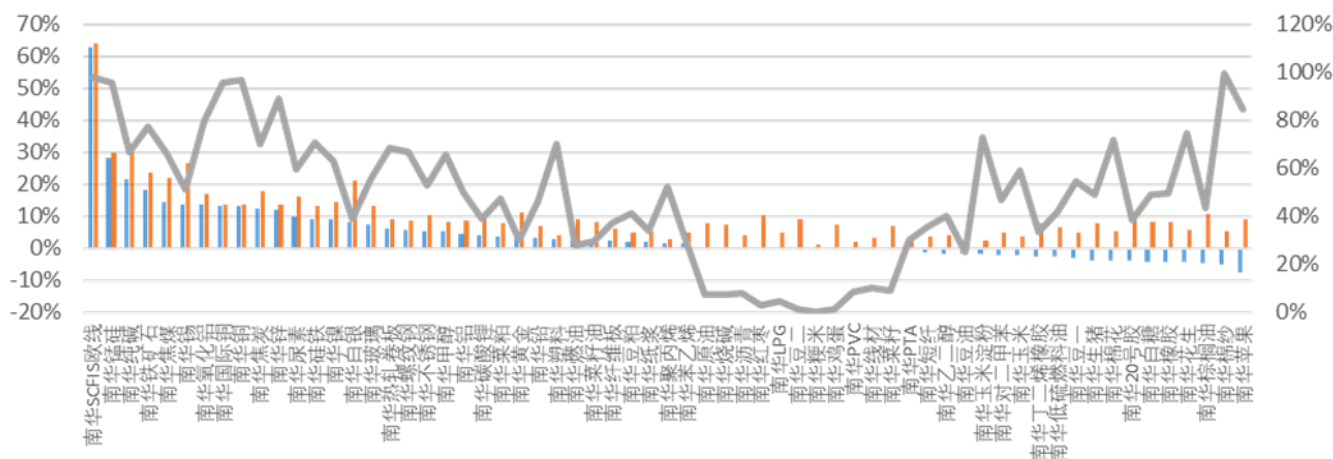
图表6：黑色、有色、贵金属等板块快速上涨



来源：iFind，国金证券研究所；统计区间：2023/4/30-2024/4/30

从品种指数的角度来看，共有 11 个南华商品品种指数月度涨幅超过 10%，其中南华欧线集运、南华锰硅、南华纯碱、南华铁矿石月度涨幅超过 15%，分别为 62.66%、28.38%、21.63%、18.25%，振幅分别为 63.97%、29.72%、32.36%、23.59%。随红海地区地缘冲突持续激化，南华欧线集运指数加速上涨。而其他涨幅较大的品种均与黑色板块有关，黑色板块当前处于旺季，下游补库需求和复产预期，结合较为积极的投资者情绪，带来黑色板块的快速反弹。

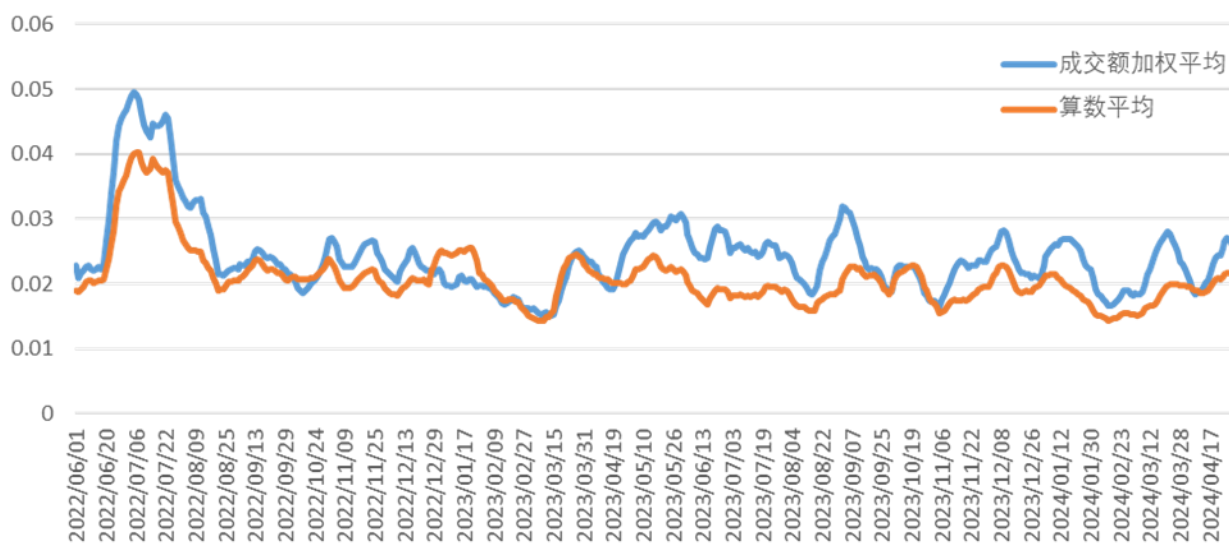
图表7: 商品期货各品种指数 2024 年 4 月收益率



来源：iFind，国金证券研究所；统计区间：2023/4/30-2024/4/30

波动率方面,成交额加权平均成交额有小幅反弹,但整体波动中枢仍然处于较低位置,而算数平均波动则有明显的反弹,逐步离开历史低位。从品种来看,欧线集运指数在较高波动的基础上进一步上升,除此之外,纯碱和锰硅对波动率的边际贡献较大。

图表8: 商品市场加权波动水平不见起色

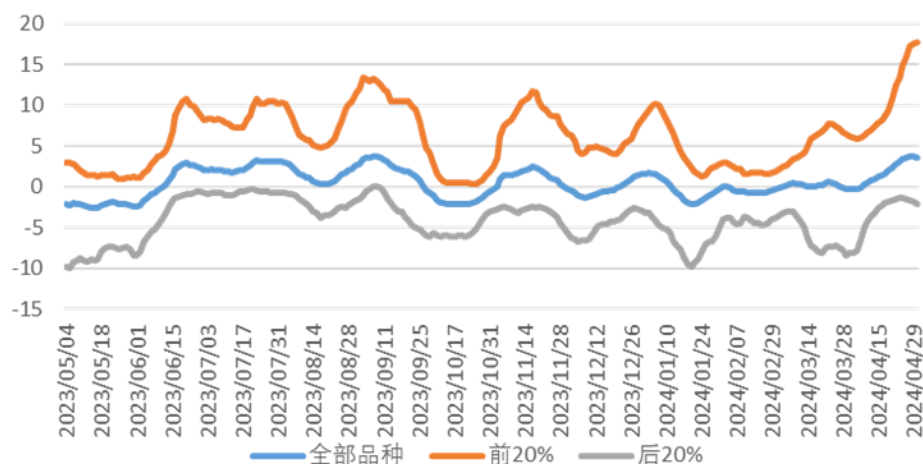


来源：iFind，国金证券研究所；统计区间：2022/4/30-2024/4/30

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在4月大幅走强，尤其动量排名靠前的20%品种的动量突破近一年最高点。市场动量效应显著。



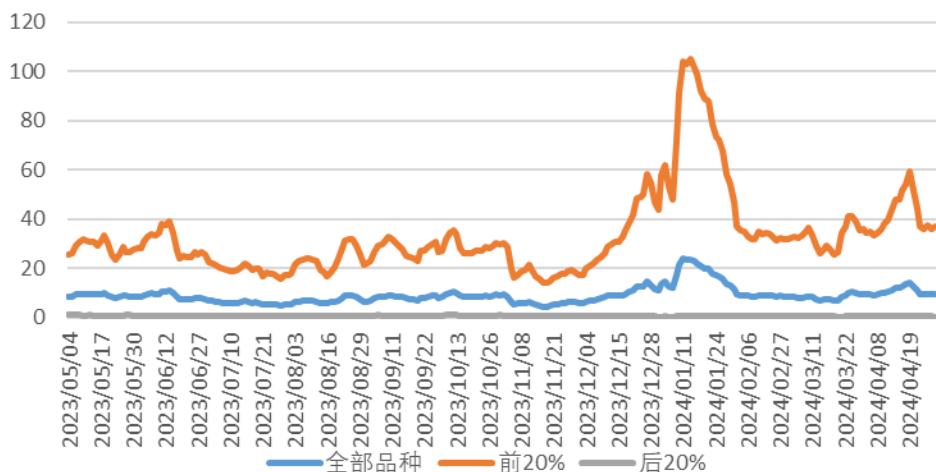
图表9：商品市场动量水平快速攀升



来源：iFind，国金证券研究所；统计区间：2023/4/30-2024/4/30

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，指标数据较低的品种趋势流畅度较好。从具体指标来看，指标在4月中旬迅速下降，表现出4月初的趋势性发生了一定转折。

图表10：品种趋势仍然保持较为流畅

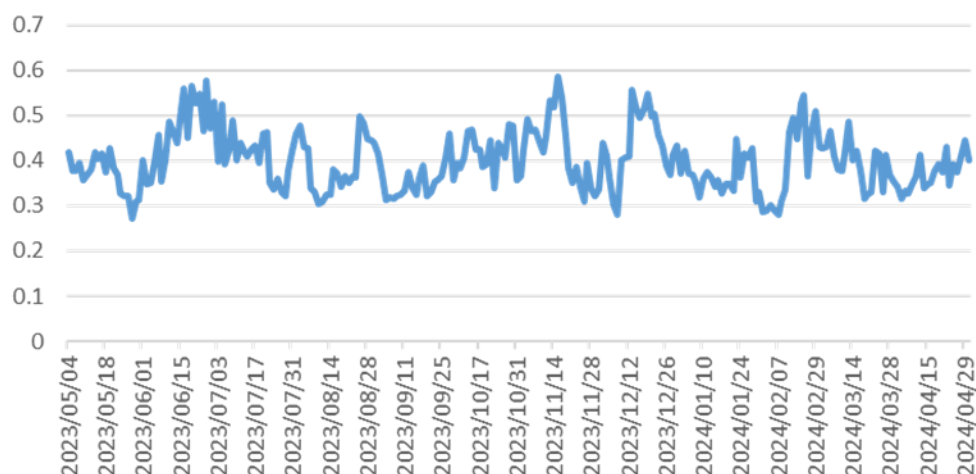


来源：iFind，国金证券研究所；统计区间：2023/4/30-2024/4/30

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4月小幅上升，但整体仍然保持在中等水平。



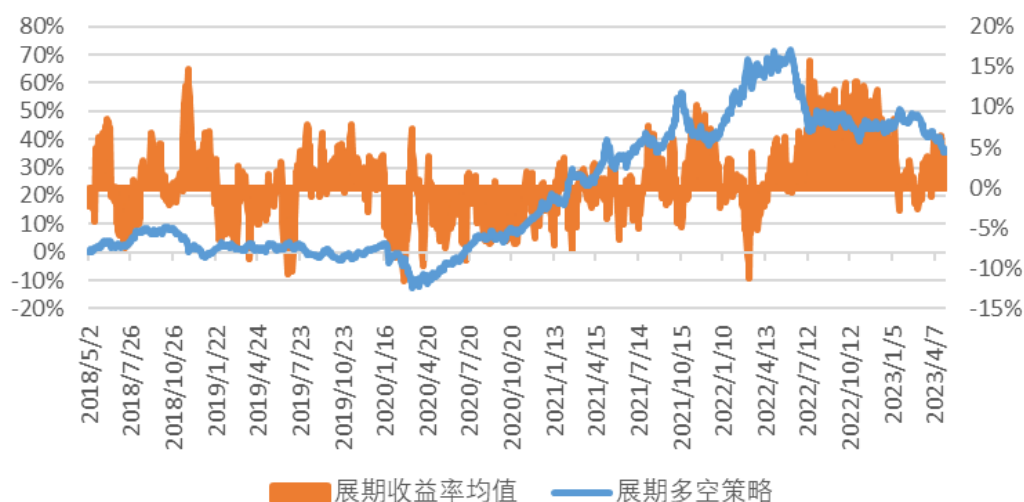
图表11: 板块轮动速度维持较低水平



来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2023/4/30-2024/4/30

4月展期类策略发生了较大波动,展期收益已经不是当前商品市场行情的主要推动因素。宏观、事件、情绪等因素推动了本轮行情,尤其在有色金属方面,包括展期收益策略在内的,其他库存、仓单类的策略也难以有好的表现。

图表12: 全市场商品期货展期收益均值和展期多空策略表现

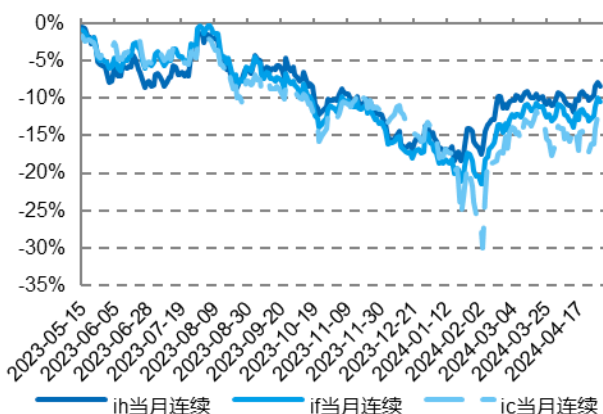


来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2018/5/2-2024/4/30

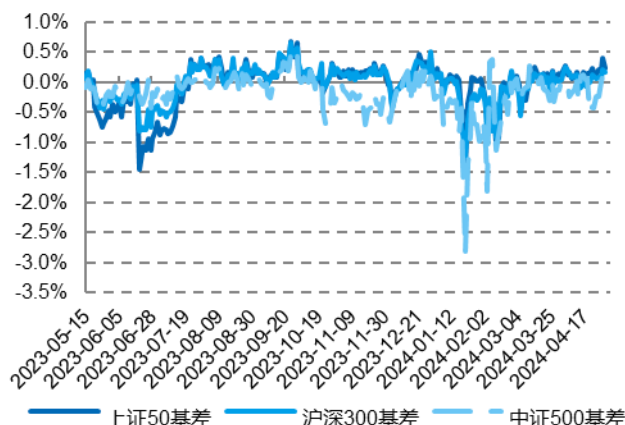
权益市场在2024年4月小幅震荡上涨,上证50、沪市300、中证500、中证1000月度收益率分别为2.04%、1.89%、2.93%、1.03%,月度振幅分别为5.18%、4.97%、5.76%、9.11%。行情保持较低波动,IM基差在4月下旬大幅波动,IH出现一定幅度升水。



图表13: IH、IF、IC 当月连续合约近期行情



图表14: IH、IF、IC 近月基差

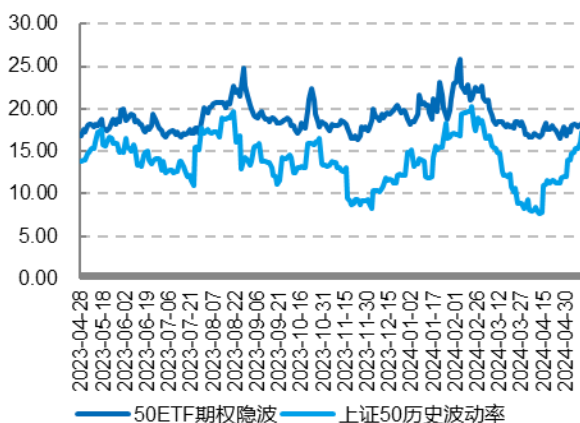


来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截止: 2024/4/30

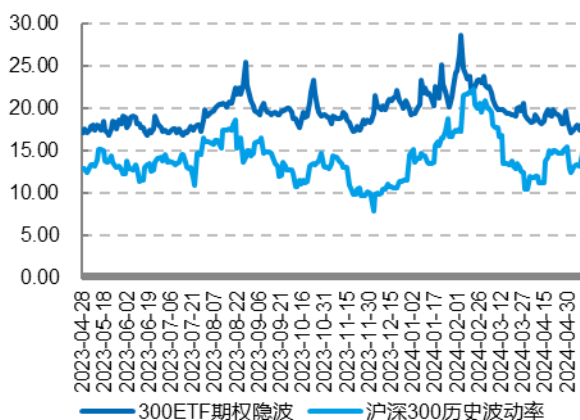
来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截止: 2024/4/30

期权市场方面, 权益期权的隐波在 2-3 月快速下降之后, 逐渐在 4 月恢复平稳, 但由于股票市场市值风格的波动和切换, 期权隐波也因标的品种不同而出现分化节奏。偏大市值的期权隐波已经开始走平, 而偏小市值的期权隐波仍有一定波动。

图表15: 50ETF 期权隐含波动率



图表16: 300ETF 期权隐含波动率



来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截止: 2024/4/30

来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截止: 2024/4/30

综合来看, 2024 年 4 月, 商品市场部分板块出现剧烈反弹, 时间序列上出现中期趋势性机会, 但长周期来看则表现为前期下跌趋势的反转。股票市场波动率逐渐平稳, 不同期权品种的隐波走势出现分化。

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: 期货宏观整体反弹, 产品业绩分化加剧

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 4 月, 我们观察池的 80 个产品平均收益率为 0.37%, 其中量化 CTA 的平均收益为 0.55%。

图表17: 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
乐瑞宏观配置基金	乐瑞资产	7.21%	19.31%	21.27%	-4.39%	35.62%	宏观策略
明得浩伦 CTA 一号	明得浩伦投资	6.06%	2.32%	4.25%	-0.41%	16.04%	长周期
泉智水星 CTA 加 1 号	晋江泉智	5.81%	-0.45%	-2.54%	-0.67%	11.72%	长周期



鸿凯进取 5 号	鸿凯投资	5.55%	10.32%	12.81%	-6.63%	26.15%	宏观策略
致远 CTA 精选 2 期	富善投资	5.34%	4.93%	6.32%	-1.03%	16.51%	中周期
衍盛量化 CTA 乌锦春 1 号	衍盛私募	4.98%	7.54%	2.32%	-4.04%	15.03%	中周期
鲸睿聚能三号	鲸睿资产	4.62%	8.72%	11.97%	9.91%	8.15%	期权策略
艾方 CTA 一号	艾方资产	4.55%	5.56%	12.77%	-0.47%	22.64%	长周期
厚方宏观对冲三号	厚方投资	4.30%	7.19%	0.00%	3.02%	12.22%	宏观策略
泓湖稳宏宏观策略	泓湖投资	4.17%	29.73%	65.10%	-0.87%	31.07%	宏观策略
珞容翔宇 CTA2 号	珞容资产	3.92%	1.65%	-0.78%	-5.21%	23.70%	长周期
量盈量化 CTA 一号	量盈投资	3.62%	8.49%	12.26%	10.24%	19.03%	短周期
芷瀚量化 CTA 激进一号	芷瀚资产	3.43%	2.12%	-4.27%	1.38%	9.17%	中周期
毓颜言商 1 号	毓颜投资	3.34%	1.88%	-4.34%	9.67%	16.66%	中周期
平石 U3 期权对冲	平石资产	3.04%	3.31%	2.85%	-1.41%	8.72%	期权策略
黑翼 CTA 二号	黑翼资产	2.47%	3.48%	8.33%	18.59%	11.21%	长周期
洛书尊享 CTA 拾壹号	洛书投资	2.31%	7.43%	14.32%	-3.67%	33.40%	长周期
鼎一兑弈量化	鼎一私募	2.17%	1.89%	7.71%	7.90%	9.99%	短周期
中舍钱江一号 CTA	中舍资产	2.15%	2.23%	2.05%	1.13%	3.57%	中周期
量道 CTA 精选 1 号	量道投资	2.09%	-2.17%	1.23%	-8.47%	36.56%	长周期
众壹量合乾坤一号	众壹资产	1.80%	8.04%	1.81%	-7.59%	25.17%	中周期
正定成长 CTA1 号	北京正定	1.76%	4.46%	3.26%	0.68%	12.00%	短周期
半夏宏观对冲	半夏投资	1.73%	2.33%	-7.15%	-14.70%	26.11%	宏观策略
衍盛量化 CTA 二号	衍盛私募	1.72%	0.61%	0.18%	-7.34%	16.48%	短周期
量客中字一号	量客投资	1.64%	1.53%	1.23%	-3.61%	19.25%	中周期
会世元丰 CTA1 号	会世资产	1.62%	3.64%	6.69%	-1.83%	17.56%	中周期
鑫岚龙腾 1 号	鑫岚投资	1.59%	1.95%	4.01%	-2.08%	17.42%	宏观策略
皓邦尊享 CTA1 号	德贝私募	1.42%	0.65%	0.95%	-3.34%	14.31%	中周期
均成 CTA1 号	均成资产	1.30%	1.59%	5.32%	14.64%	22.47%	中周期
元葵天时	元葵资产	1.30%	1.72%	6.78%	9.31%	18.63%	宏观策略
佳岳-量权 2 号	海南佳岳	1.27%	0.88%	-0.18%	5.29%	3.46%	期权策略
宏锡 2 号	宏锡基金	1.20%	3.94%	1.42%	4.15%	15.66%	中周期
泓倍期权套利 1 号	上海泓倍	1.12%	2.73%	2.70%	0.60%	4.57%	期权策略
鼎森汇临期权量化 1 号	鼎森投资	1.06%	2.21%	2.56%	8.54%	7.62%	期权策略
慕途基本面量化 1 号	上海慕途	0.95%	1.47%	3.84%	13.15%	1.55%	主观期货
量客长阳一号	量客投资	0.87%	1.38%	3.13%	7.60%	2.35%	期权策略
跃威佳成一号	上海跃威	0.81%	0.65%	1.21%	6.96%	2.82%	期权策略
鸣熙夸克二号	鸣熙资产	0.80%	0.97%	5.66%	--	3.23%	短周期
厦门言起权王泰森 1 号	言起投资	0.75%	1.47%	2.05%	0.77%	19.84%	期权策略
旭诺 CTA 一号	旭诺资产	0.70%	8.40%	7.10%	13.52%	12.33%	中周期
正瀛权智 1 号	正瀛资产	0.56%	2.71%	5.96%	5.20%	3.04%	期权策略
君信荣耀一号	福建君信	0.54%	4.02%	7.03%	8.01%	5.95%	期权策略



傲创铂林 3 号	傲创资产	0.47%	1.53%	3.02%	4.00%	3.39%	短周期
希塔山峦 1 号	上海希塔	0.41%	0.81%	0.16%	5.44%	2.11%	期权策略
汇艾资产-稳健 1 号基金	汇艾资产	0.40%	-0.20%	-0.49%	7.04%	2.13%	主观期货
远澜云杉期货基金	上海远澜	0.36%	-1.28%	0.33%	3.95%	14.59%	长周期
涵德盈冲量化 CTA2 号	涵德投资	0.26%	2.71%	-11.89%	-18.22%	9.93%	短周期
慕途稳健 1 号	慕途资产	0.23%	1.66%	3.79%	6.44%	0.83%	期权策略
蒙玺纯达二期	蒙玺投资	0.07%	-0.66%	-1.59%	-6.98%	14.05%	短周期
宽投常晴	宽投资产	-0.06%	-0.06%	1.13%	5.08%	4.56%	中周期
红锚价值 2 号	上海红锚	-0.13%	2.30%	3.78%	5.66%	2.06%	期权策略
九坤量化 CTA 私募 1 号	九坤投资	-0.25%	1.69%	5.94%	10.01%	8.88%	短周期
君宜共达	深圳君宜	-0.29%	0.14%	1.84%	5.52%	1.48%	期权策略
慧衍锐锋 1 号 A	上海慧衍	-0.40%	0.03%	1.18%	11.32%	3.35%	主观期货
久熙 CTA 锐进 1 期	久熙资产	-0.47%	1.09%	-3.08%	-2.93%	29.40%	短周期
众壹资产进取套利 1 号	众壹资产	-0.49%	-1.82%	-4.40%	9.81%	8.82%	主观期货
富励业长江 1 号宏观量化	富励业私募	-0.70%	-0.50%	-1.98%	-3.29%	13.88%	长周期
御澜矿世 CTA1 号	御澜投资	-0.83%	-1.93%	-3.54%	5.94%	5.45%	短周期
旌安 2 号	旌安投资	-0.91%	2.90%	4.92%	5.06%	6.64%	主观期货
古木艳阳 1 号商品期权	古木投资	-1.06%	0.69%	2.02%	4.49%	3.09%	期权策略
景上源 1 号	景上源投资	-1.06%	-1.25%	-6.26%	-4.67%	12.68%	主观期货
佑维 CTA 平衡一号	佑维投资	-1.20%	2.94%	10.35%	17.34%	8.38%	短周期
道微乘风破浪量化进取 1 号	道微投资	-1.27%	3.81%	12.00%	1.88%	15.01%	短周期
杉阳云杉量化 1 号	杉阳投资	-1.32%	-1.49%	-0.95%	4.86%	5.72%	主观期货
宁水多策略	厦门宁水	-1.92%	8.13%	13.29%	12.44%	14.73%	宏观策略
弘量弘盈量化 CTA	弘量投资	-2.20%	-2.01%	-0.72%	5.74%	16.23%	长周期
弘量弘盈量化 CTA	弘量投资	-2.20%	-2.01%	-0.72%	5.74%	16.23%	长周期
珏朔朴道量化 CTA 稳健一号	珏朔资产	-2.49%	-0.91%	-3.42%	-5.50%	12.87%	长周期
千象 1 期	千象资产	-2.74%	-0.87%	-0.99%	-3.22%	14.87%	长周期
量信量化 2 期	量信投资	-3.20%	0.68%	9.74%	8.67%	32.67%	长周期
阳泽泽丰另类量化 1 号	阳泽投资	-3.62%	-5.38%	-2.83%	0.28%	15.56%	量化基本面
SAP 智龙 3 号	智龙资本	-3.92%	-6.62%	-2.19%	11.17%	13.51%	短周期
盛冠达 CTA 基本面量化 1 号	盛冠达资产	-3.96%	-11.38%	-12.44%	-4.28%	25.51%	量化基本面
中量投 CTA 进取一号 A 类	中量投资产	-4.87%	-8.57%	-6.16%	8.13%	17.77%	短周期
信弘磐宜 1 号	信宏天禾资产	-5.29%	-8.15%	-0.12%	14.67%	10.51%	短周期
本利达利磐期货量化壹号	本利达资产	-5.30%	-5.39%	-4.29%	-3.75%	12.77%	短周期
半鞅 CTA 均衡 1 号	海南半鞅	-5.72%	-5.02%	-8.20%	5.45%	8.59%	短周期
从石 1 号	从石私募	-9.07%	-3.37%	-6.93%	-10.18%	19.53%	主观期货
凯丰宏观策略 9 号	凯丰投资	-13.49%	12.57%	-4.52%	-26.58%	40.40%	宏观策略

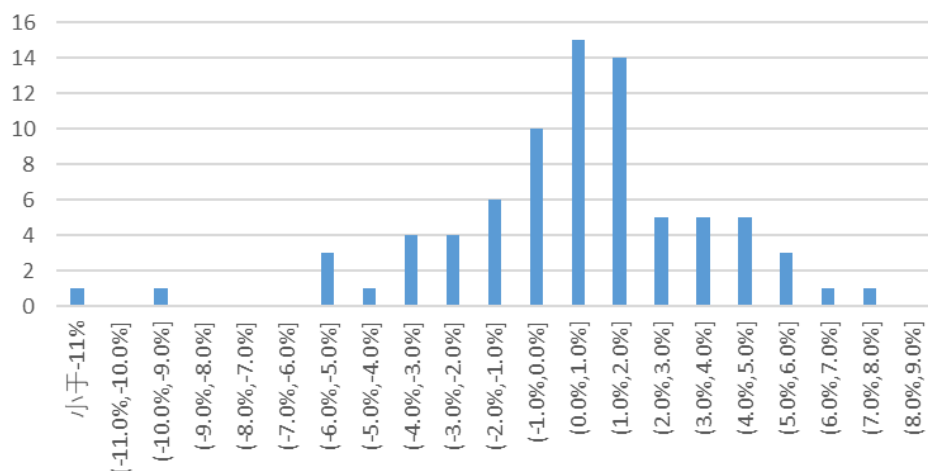
来源：朝阳永续，国金证券研究所；数据截止：2024/4/26

观察池的产品 4 月的收益分化程度加剧，即便相同子策略分类下，产品的业绩差异性



也较大。主要原因是行情不同维度下的环境差异较大，中长周期时序动量优于中长周期截面动量，优于短周期各类环境，优于展期结构，不同产品的子策略配置逻辑对产品业绩影响较大。

图表 18：期货宏观和期权策略观察池产品 4 月收益率分布

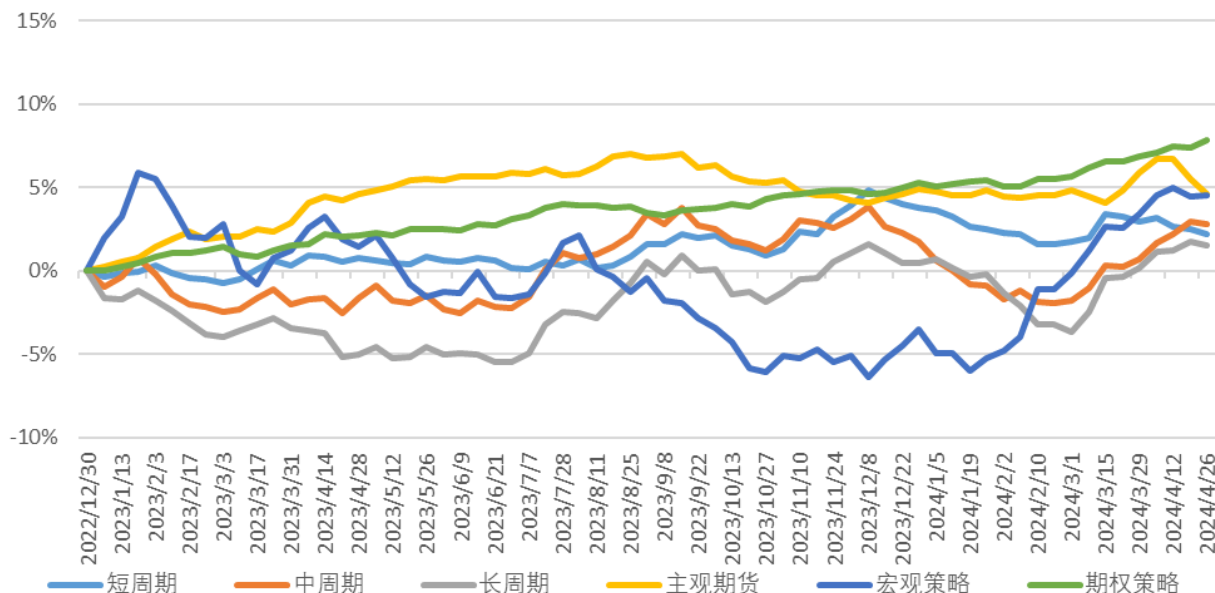


来源：国金证券研究所，朝阳永续

期货宏观和期权策略二级分类表现：中周期 CTA 受益于动量效应复苏

分子策略来看，期货宏观策略大类的 7 类子策略中，仅短周期、主观 CTA 和量化基本面策略为负向收益，平均月度收益分别为-0.66%、-1.37%和-3.79%。宏观策略同时受益于权益市场回暖和黑色和有色品种领涨的驱动，业绩强势反弹，平均月度收益为 1.16%。中周期 CTA 和长周期 CTA 策略受益于行情的动量效应提升，业绩均有明显好转，但本轮上涨行情可以视为 3 月下跌行情的反转，因此中周期 CTA 表现略胜于长周期策略，平均月度收益分别为 2.22%和 1.45%。

图表 19：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：2024/4/26

第三部分：市场环境展望及期货宏观类私募配置观点

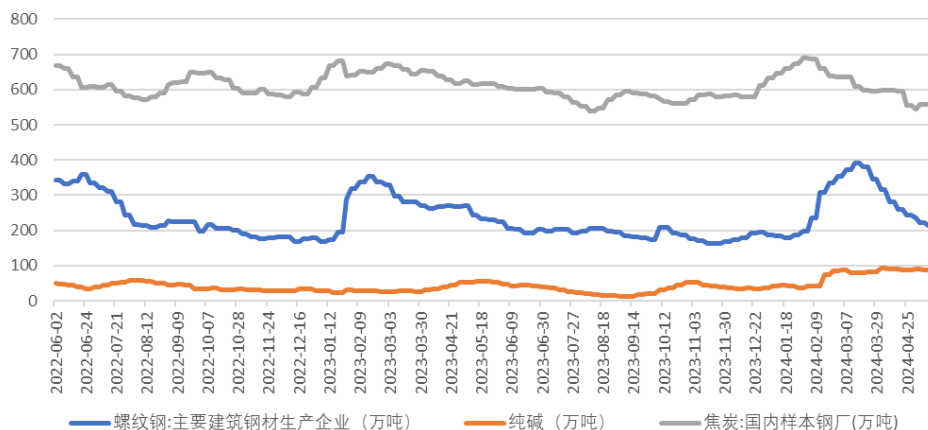
市场展望和 CTA 配置观点：行情持续性有待验证，结构性关注截面策略

国内定价品种方面，黑色板块在 4 月一反 2-3 月的下跌，部分品种快速反弹，纯碱、



铁矿石等品种反弹至2月下跌前位置附近，螺纹钢、焦煤等品种也有一定上涨。从基本面的数据来看，2月以来钢材库存的大幅变化可能是引起行情波动的主要原因之一。在3-4月传统旺季开始之前，成材库存的大幅累积，令原本情绪就偏悲观的市场对即将到来的传统旺季持有“旺季不旺”的担忧，从而造成了市场的下跌，然而随着4月库存的快速去化，以及后续出台的提产刺激政策，黑色板块快速反弹。在库存和产能处于低位的情况下，黑色板块存在一定底部支撑，但上涨行情仍与地产政策和实际需求相关。本轮上涨的持续性或存疑，但未来黑色板块波动可能逐渐回升。

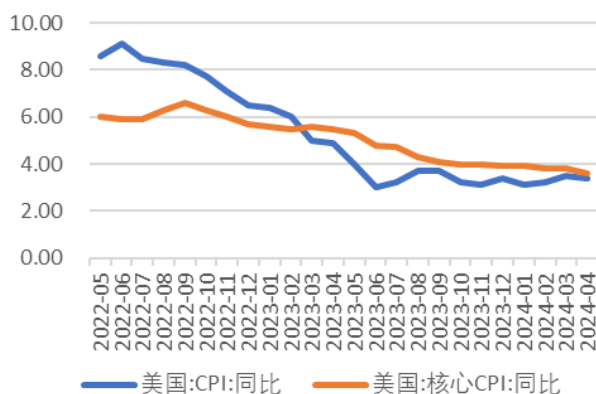
图表20：部分黑色板块品种库存回落



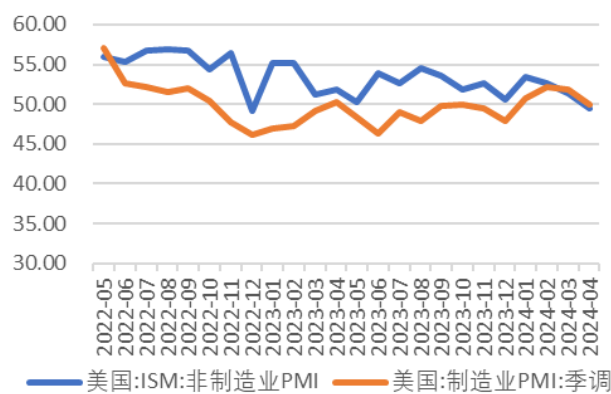
来源：Wind，国金证券研究所；数据截止：2024/4/30

海外品种方面，美国通胀数据回落速度较为缓慢，核心CPI同比数据仍然较高，而PMI数据则回落至荣枯线下方。美国降息预期逐渐回温，结合地缘政治的冲突加剧，贵金属在小幅调整后再度攀升，而有色板块也随之大幅上涨。

图表21：美国通胀数据回落缓慢



图表22：美国PMI数据维持坚挺



来源：国金证券研究所，Wind；数据截止：2024年4月

来源：国金证券研究所，Wind；数据截止：2024年4月

然而有色板块反弹的持续性同样令人担忧，首先是需求方面，包括中美在内的全球主要经济体，并没有看到数据上明显的好转。而仓单方面，LME铜仓单快速回落，沪铜则冲高至较高水平。短期内LME铜存在资金博弈的可能性，而过度的冲高后可能会伴随快速回调的风险，但更长期来看，供给端的支撑，以及新能源相关和AI相关产业对铜的需求，都有可能使有色板块整体表现强于黑色板块。

整体来看，当前中美经济数据均表现出需求无法支撑商品市场整体继续上行，后续行情可能转为震荡或回调。而由于不同板块之间的主要驱动因素存在差异，包括国内外政策的驱动、不同的库存水平、不同的相对估值，可能使未来几个月行情出现结构分化。

根据上文中对商品市场行情的判断，首先行情的持续性有待验证，后期行情的主要影响因素仍存明显政策性，因此宏观视角下的CTA右侧机会尚未得到验证。而在CTA子策略内，由于不同板块间的影响因素的差异性，我们对截面CTA持有增持观点。另一方面，展期策略2月以来发生一定回撤，并在4月暂缓回撤，由于期限结构的存在一定收敛性，可关注期限结构类策略占比较高的产品在近期投资机会。



奕睿私募基金管理（上海）有限公司：追求胜率的长周期截面策略管理人

1. 公司简介与核心团队

奕睿私募基金管理（上海）有限公司成立于 2021 年 2 月 1 日，协会登记时间为 2021 年 12 月 3 日，注册资本 1000 万元，实缴资本 500 万元（信息来源：证券投资基金业协会官网）。目前公司管理规模约 2.5 亿元。

李岸隆先生，公司总经理、基金经理，毕业于清华大学和美国北卡罗来纳大学教堂山分校，持有奕睿 90% 股权。李岸隆先生曾任证券自营衍生品部门资深投资经理，并担任了金融衍生品决策委员会委员、量化投资委员会委员等；2018 年任职于证券自营现货子公司时基于现货和基本面数据，开发了目前的多空均衡型 CTA 策略，CTA 策略到目前已经运行及迭代超过 5 年。

2. 投资策略

奕睿的 CTA 策略整体包括三个主要策略类别，包括展期收益策略、基本面与另类数据策略、趋势策略，其中趋势策略可以进一步分为长周期趋势跟踪和中周期趋势跟踪策略。

展期策略主要为做多或做空一系列期货折溢价幅度高的期货合约；基本面和另类数据策略使用行业和产业类数据，包括供需、库存等，做多库存低的品种，做空库存高的品种；截面跟踪策略，主要做多或做空过去一段时间内上涨/下跌的品种，从商品的库存周期、宏观经济政策周期、个人投资者非理性行为和高波动带来的阶段性趋势获得收益。因子方面，通过 200+ 个长周期因子和 200+ 个短周期因子的组合和分散配置，追求均衡的 CTA 收益。持仓方面，主要为 50 个左右高流动性国内期货交易所品种的主力合约，并且约 1/3 配置在持仓 2 天左右的中短周期，2/3 配置在 3-60 的长周期策略。

风控方面，除了不同产品线对保证金的控制、在投资品种和投资策略的分散以及风险的可归性外，奕睿对多空对冲的风险有独特的思考。除了市值敞口外，奕睿高度关注多空头寸在波动率风险上的匹配，并且为了增加多头和空头头寸的对冲效果，奕睿在策略组合层面加入了部分板块内或高相关品种间的多空策略，多空持仓价值接近，受市场整体单边行情影响相对较小。

3. 代表产品业绩

奕睿 CTA 一期是奕睿存续 CTA 策略产品中业绩较长的一个产品，保证金使用比例约 25%，是奕睿的中波动产品线。该产品成立于 2021 年 12 月 23 日，于 2022 年 1 月开始投资运作。我们以该产品为代表，对奕睿的 CTA 策略进行业绩分析。该产品运作以来共获得收益 19.68%，对应年化收益率约 7.93%。在 22-23 年非常不利于中长周期策略 CTA 的市场环境中，连续两年持续获取绝对收益。产品的最大回撤发生在 2023 年上半年，展期策略贡献了主要回撤，期间市场逐渐开始交易经济衰退预期，商品套保需求大幅上升，使原本已经处于贴水状态的期货品种进一步持续加深贴水，带来较大展期策略的回撤。但随着市场情绪的好转以及经济的逐步企稳，贴水收敛使产品在下半年快速修复回撤并创出新高。而在大量 CTA 策略发生较大回撤的 2022 年 6-7 月，产品虽在基本面策略和展期策略上同样有一定回撤，但短周期趋势策略在顺畅的下跌趋势中获得了较高收益，起到了良好的净值平滑效果。

图表23：奕睿 CTA 一期业绩表现



图表24：奕睿 CTA 一期业绩指标

	收益率	最大回撤	夏普比率
近一月	2.38%	-0.91%	4.26
近三月	-1.31%	-4.04%	-0.87
2023 年	8.44%	-13.14%	0.48
2022 年	19.22%	-7.47%	1.32
成立以来	19.68%	-14.61%	0.48

来源：国金证券研究所，朝阳永续；数据截止：2024/4/30

来源：国金证券研究所，朝阳永续；数据截止：2024/4



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。

基金相关信息及数据仅作为研究使用，不作为募集材料或者宣传材料。

本文涉及所有基金历史业绩均不代表未来表现。



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