

期货宏观和期权策略私募基金

2024年5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

宏观因素主导市场，基本面类策略回撤

2024年5月宏观经济和期货期权市场回顾：各维度市场环境指标弱化

2024年5月，宏观经济环境景气度再次回落，我国CPI同比增速与前月持平于0.30%，环比则再次回落至负数，PPI同比回升1.1个百分点至-1.40%。2024年5月，商品市场持续上涨，时序上的动量效应仍然较强，而趋势的顺畅程度已经开始快速恶化，截面上的行情特征在5月中下旬逐渐弱化。期权市场方面，隐波整体维持低位小幅震荡，市场机会较少。

2024年5月期货宏观及期权策略私募表现总结：基本面逻辑策略折戟于宏观市场

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5月，我们观察池的81个产品平均收益率为0.13%。观察池的产品5月的收益分化程度继续加剧，相较4月，月度收益率落在-3%至-1%的产品数量有明显上升。

分子策略来看，期货宏观策略大类的7类子策略中，宏观策略受益于股票市场的反弹，月度平均年收益约为2.96%。量化CTA中各周期策略的月度收益率均分布在0%附近。而两类更偏向基本面逻辑的策略，量化基本面和主观CTA，5月回撤较大，平均月度收益分别为-2.29%和-1.19%。

市场环境展望及期货宏观类私募配置观点：继续观望可能于Q3到来的配置机会

在缺乏产业基本面支撑的情况下，宏观因素在事件和政策的影响下给商品行情带来了非常多脉冲式的行情。全球宏观方面，美联储货币政策表态整体态度为中性偏谨慎，且4月以来，东欧和中东地区冲突烈度暂无大幅变化，商品市场整体小幅回落，商品的回调更大程度上的原因是前期过热情绪的消退。从国内方面，PMI整体回落至荣枯线下方，夏季作为淡季将更难给黑色板块提供上涨的推动力，后期行情的展望可能需要等到7-8月观察市场是否会提前发酵旺季的补库预期，短期并不具备非常好的投资机会。

整体上，短期来看，过热情绪的消退可能会带来行情、波动率、流动性三个维度上的下降，整体不利于CTA策略。中长期来看，关注7月会议是否能够出台国内经济刺激政策，以及第三季度美国经济数据是否能够继续支持年内降息预期，CTA的中长期配置机会或出现在今年第三季度。

本期报告介绍谦信投资的期货+期权的商品衍生品复合策略。

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
商品市场展望：宏观和事件因素主导下的大幅波动.....	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：南华商品指数上涨趋势暂缓.....	4
图表 6：贵金属指数延续强势，有色、黑色上涨斜率放缓.....	4
图表 7：商品期货各品种指数 2024 年 5 月收益率和月内趋势性.....	5
图表 8：部分货船改道绕行好望角，大幅增加航运成本.....	5
图表 9：成交额加权波动率回暖.....	6
图表 10：商品市场动量水平维持高位.....	6
图表 11：品种趋势仍然保持较为流畅.....	7
图表 12：板块轮动速度触及高位.....	7
图表 13：IH、IF、IC 当月连续合约近期行情.....	7
图表 14：IH、IF、IC 近月基差.....	7
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 5 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：FOMC 点阵图显示 2024 年降息一次可能性较大.....	12
图表 21：美国通胀数据持续下行.....	12
图表 22：美国失业率数据到达 4%.....	12
图表 23：COMEX 非商业净多头开始下行（单位：张）.....	13
图表 24：谦信潮汐六号 A 业绩表现.....	14
图表 25：谦信潮汐六号 A 业绩指标.....	14



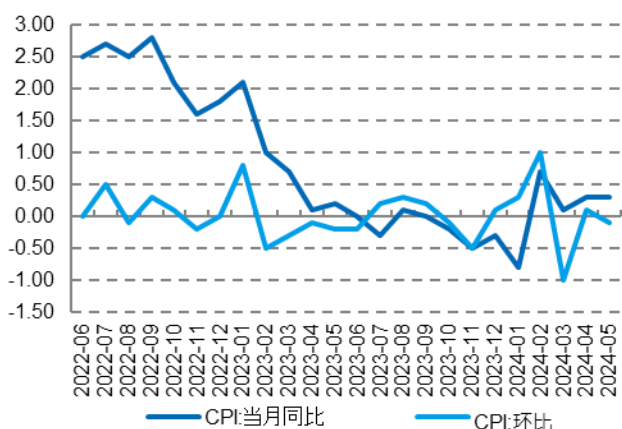
第一部分：宏观经济和期货期权市场回顾

宏观经济环境：景气度再次回落

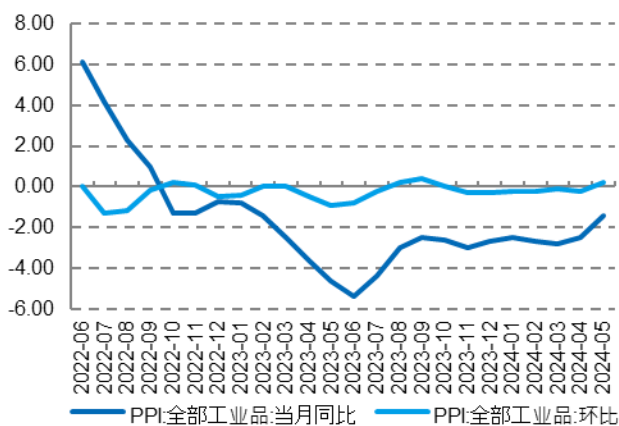
2024年5月，我国CPI同比增速与前月持平于0.30%，环比则再次回落至负数，下跌0.2个百分点至-0.10%。分项来看，食品项边际回升，环比由上月的-1.00%转为持平，主要原因和南方暴雨天气以及生猪产能波动有关，非食品方面，环比下降约0.5个百分点至-0.20%，主要由于小长假后出行热度季节性消退，以及国际油价下跌，这也是CPI涨幅较弱的主要拖累项

PPI同比回升1.1个百分点至-1.40%，环比回升0.4个百分点至0.20%。分项来看，生产资料环比由负转正，上升0.6个百分点至0.40%，生活资料环比降幅与上月持平至-0.10%。从近几个月来，主要受部分国际大宗商品价格上行带动，环比数据7个月来首次转正，同比降幅大幅收窄。

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：%）

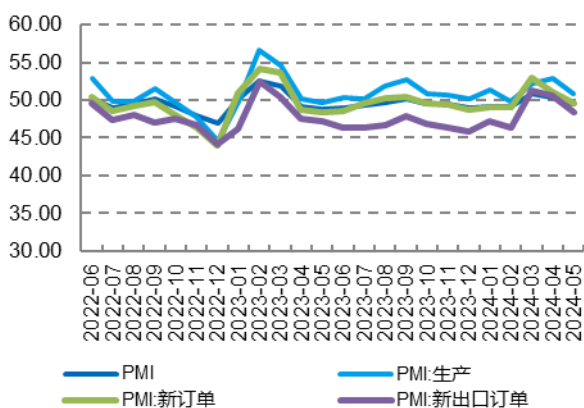


来源：Wind，国金证券研究所；时间截止：2024/5

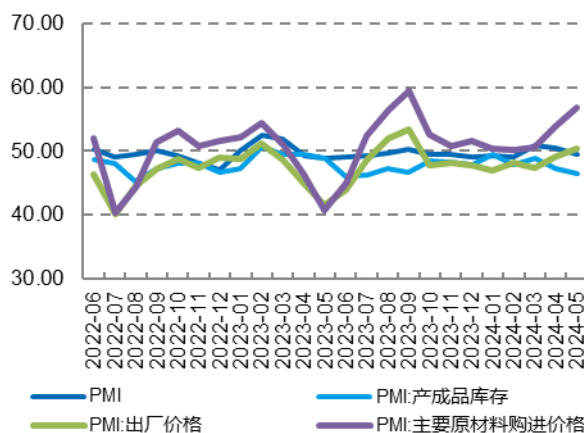
来源：Wind，国金证券研究所；时间截止：2024/5

2024年5月，我国制造业PMI录得49.50，较上月回落0.9个百分点，重回收缩区间。从供需的角度来看，PMI生产指数和PMI新订单指数分别下降2.1个-1.5个百分点至50.80和49.60，PMI新出口订单同样大幅回落-2.3个百分点至48.30%。库存和价格方面，产成品库存存在低位继续下降-0.8个百分点至46.50，原材料购进价格大幅上升2.9个百分点至56.90%。整体来看，经济供需强度偏弱，但原材料成本较高，高价或向产成品端转移。

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

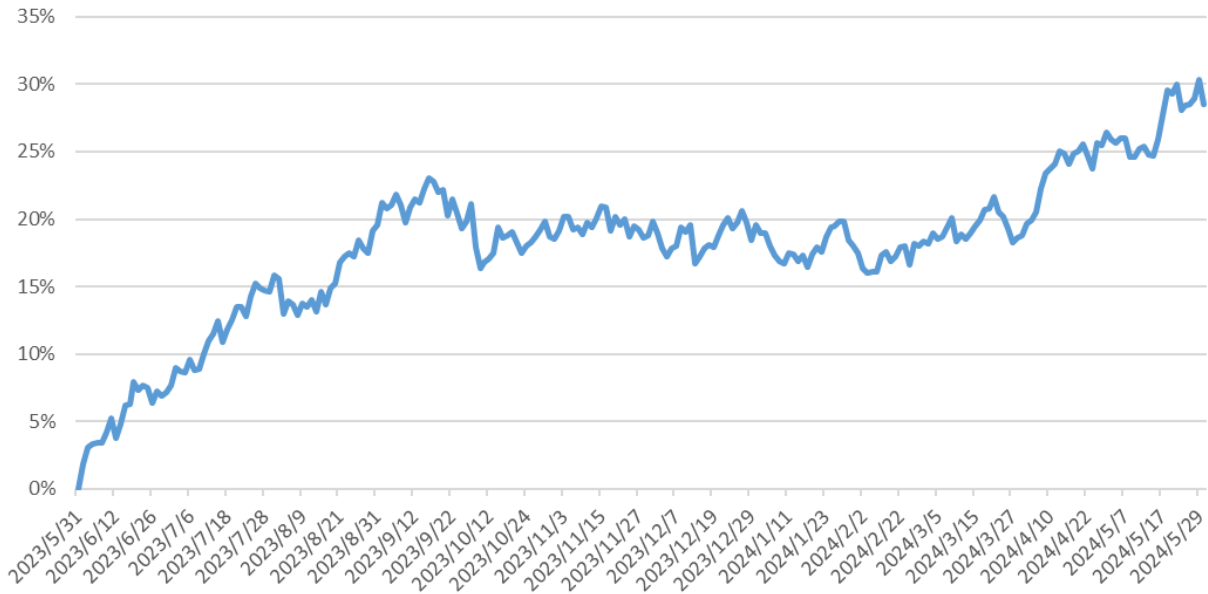
期货期权市场回顾：时序和截面指标好转

2024年5月，南华商品指数上涨1.68%，振幅5.33%。商品市场在整月几乎较好地维



持了4月开始上涨趋势，但在5月的最后两个交易日开始回调，两个交易日下跌-1.96%，暂时宣告了本轮商品反弹告一段落。

图表5: 南华商品指数上涨趋势暂缓

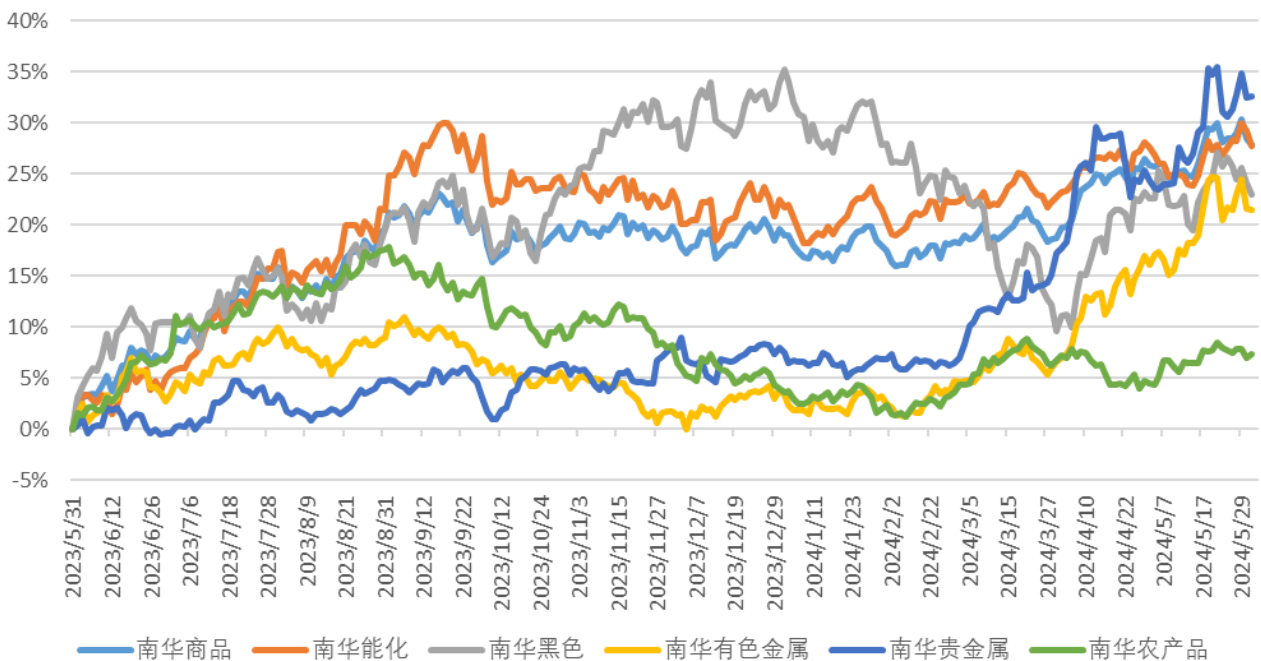


来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2023/5/31-2024/5/31

分板块来看，月度涨幅较大的商品板块包括南华贵金属、南华有色金属、南华农产品月度收益率分别为7.34%、3.72%、2.94%，月度振幅分别为12.84%、10.09%、4.04%。

贵金属板块在5月美国通胀数据回落的刺激下继续上涨，然而5月下旬美联储议息会议发言偏鹰，再度压制了黄金价格，有色板块的行情节奏与贵金属相仿。农产品方面，北半球开始油籽种植，天气对行情的影响力逐渐上升。

图表6: 贵金属指数延续强势，有色、黑色上涨斜率放缓

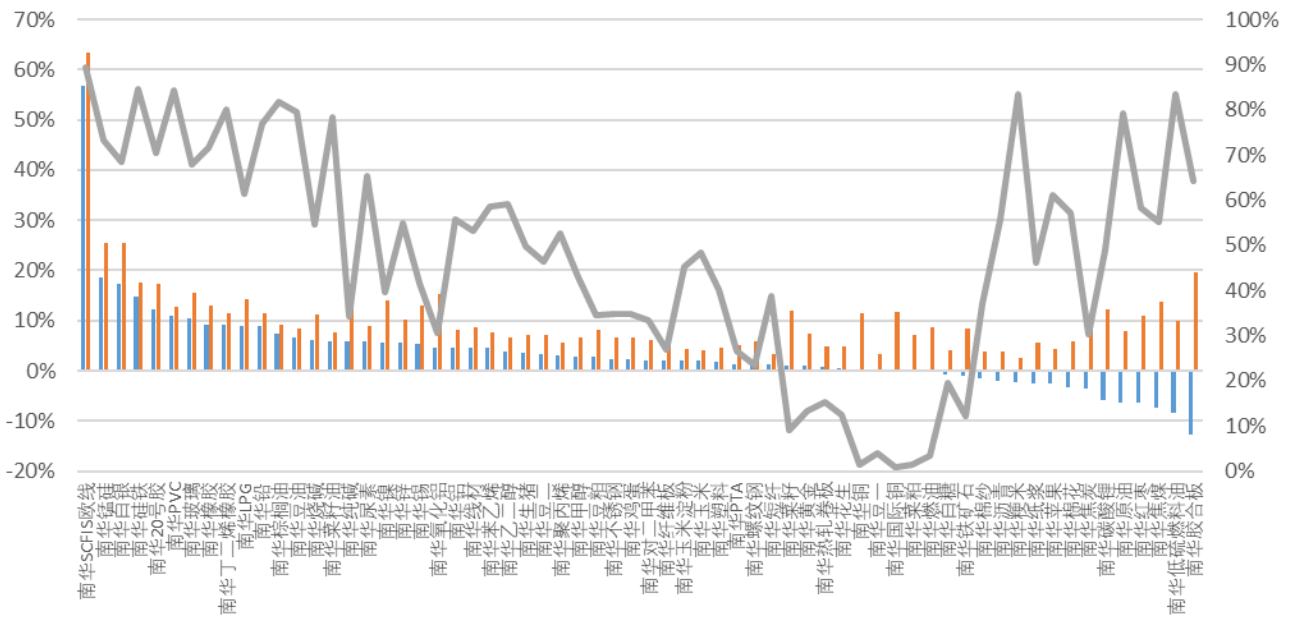


来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2023/5/31-2024/5/31

从品种指数的角度来看，共有7个南华商品品种指数月度涨幅超过10%（少于4月11个），其中南华欧线集运、南华锰硅、南华白银涨幅月度超过15%，分别为56.75%、18.57%、17.44%，振幅分别为89.44%、73.13%、68.34%。



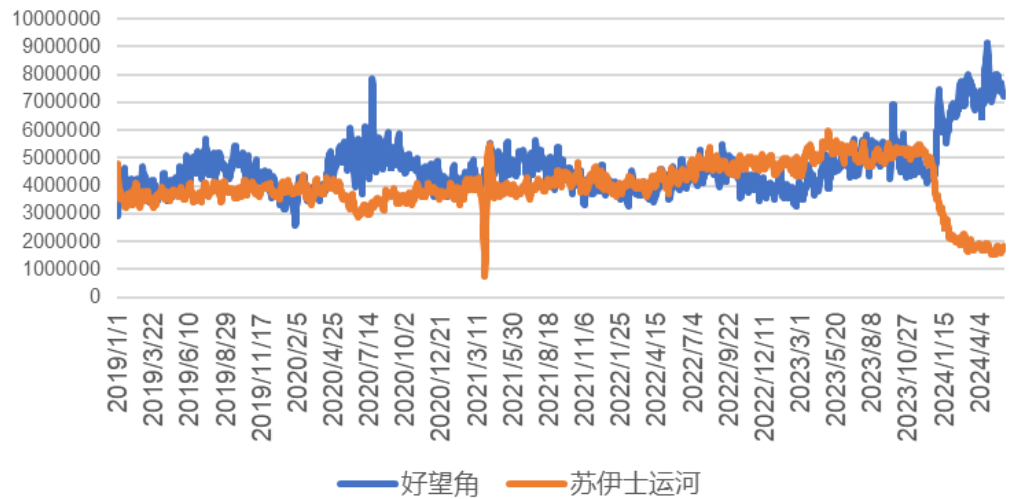
图表7: 商品期货各品种指数 2024 年 5 月收益率和月内趋势性



来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2024/4/30-2024/5/31

欧线集运这一期货品种主要反映的是中国/亚洲出口到西北欧的集装箱运输的实际结算成本, 具体航线从亚洲出发, 通过马六甲海峡, 进入印度洋、亚丁湾, 到达红海并通过苏伊士运河, 并继续向西航行, 通过直布罗陀海峡, 向北穿过英吉利海峡, 抵达西北欧沿海港口。自从 2023 年底, 胡赛武装开始袭击红海附近商船后, 部分商船绕行好望角, 造成运输成本大幅上升, 不断推升欧线集运行情。

图表8: 部分货船改道绕行好望角, 大幅增加航运成本

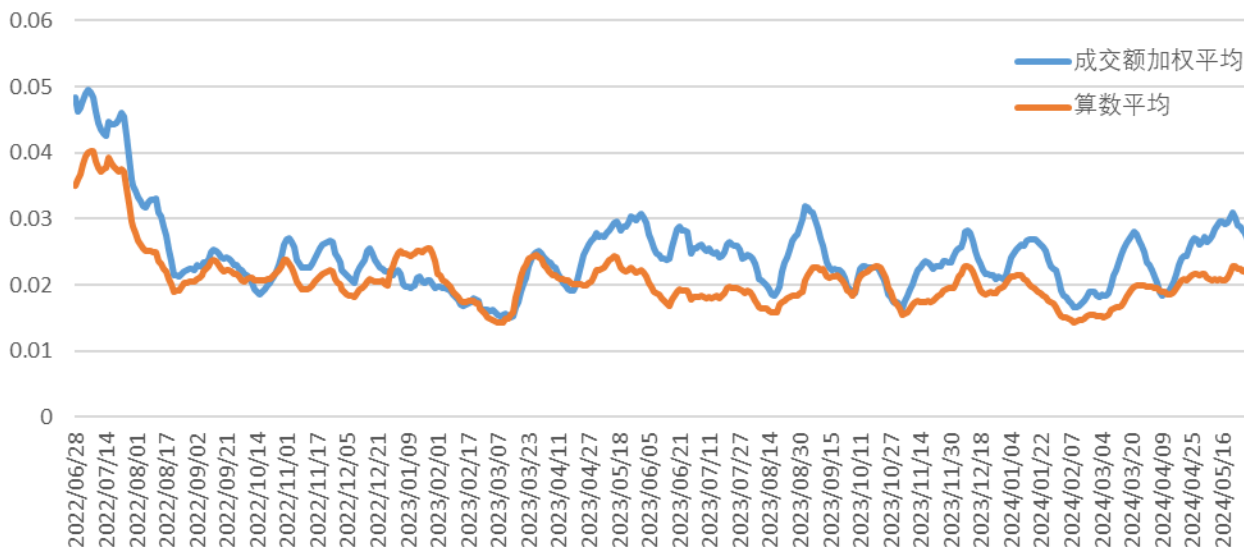


来源: 国金证券研究所, PortWatch; 统计区间: 2019/1/1-2024/5/28

波动率方面持续回升。成交额加权波动率自带更高波动, 震荡上行中来到了近期最高点附近, 而算术平均波动率虽未达到近一年高点, 但在今年以来不断创新高。从具体品种来看, 锰硅无论在算数平均还是在加权平均中都是最大贡献项, 其他波动贡献较高的品种包括豆粕和欧线集运等。



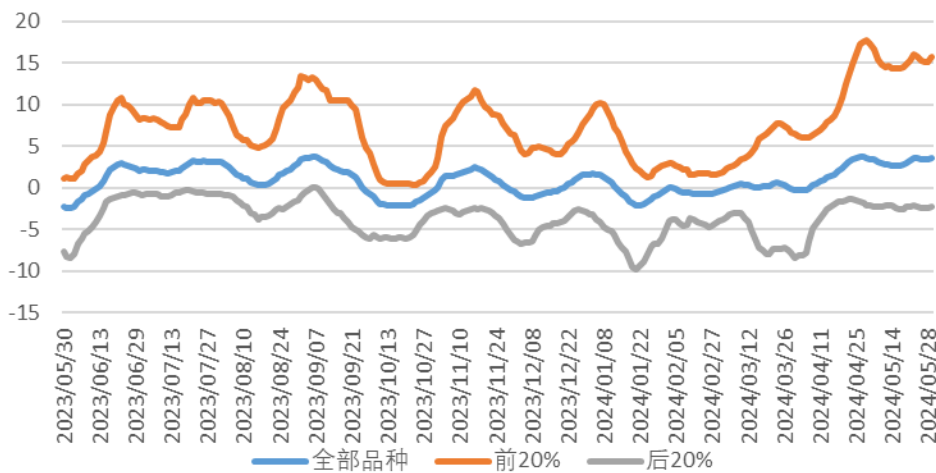
图表9：成交额加权波动率回暖



来源：iFind, 国金证券研究所；统计区间：2022/5/31-2024/5/31

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在5月维持高位，市场仍然保持了极强的动量效应。

图表10：商品市场动量水平维持高位

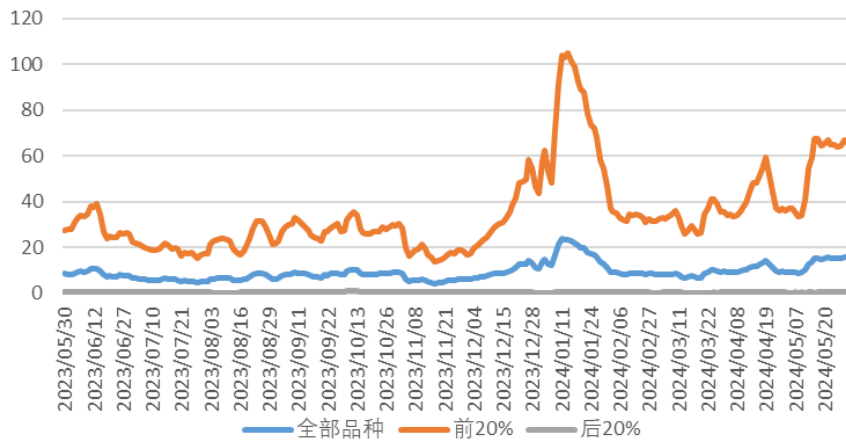


来源：iFind, 国金证券研究所；统计区间：2023/5/30-2024/5/31

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5月快速攀升，市场的趋势流畅性发生了较大扰动。从具体品种来看，对SSE贡献较大的品种包括欧线集运、锰硅、纯碱等，除欧线集运外，锰硅和纯碱在5月都在大幅震荡中收涨。



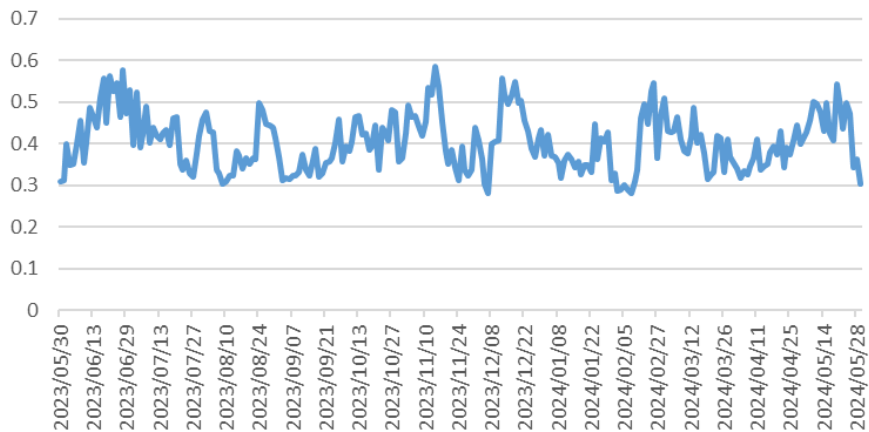
图表11: 品种趋势仍然保持较为流畅



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。

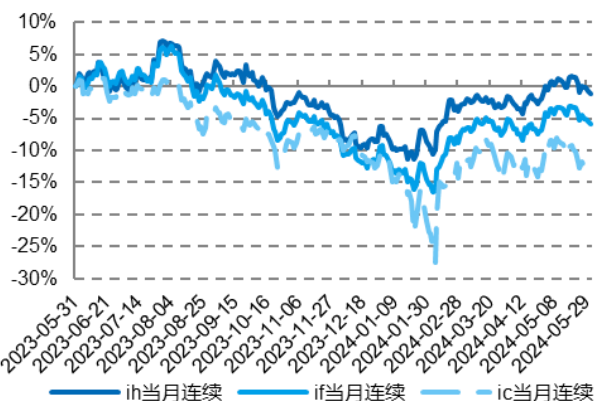
图表12: 板块轮动速度触及高位



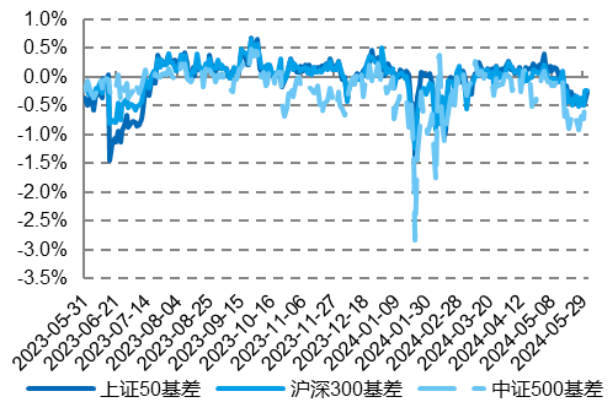
来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2023/4/30-2024/4/30

权益市场在2024年5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-0.08%、-0.68%、-2.44%、-2.59%,月度振幅分别为3.34%、3.42%、5.26%、6.31%。

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



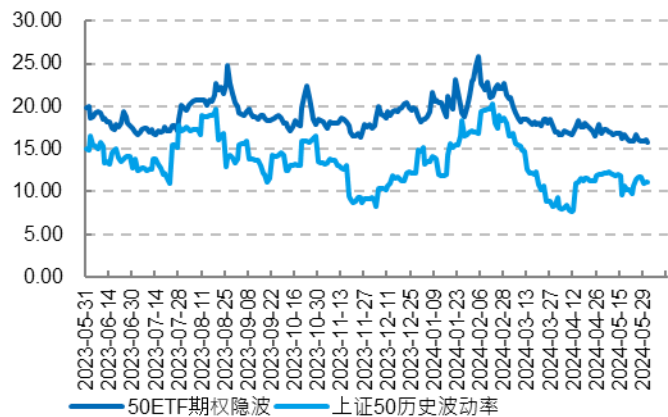
来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截止: 2024/5/31

来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截止: 2024/5/31

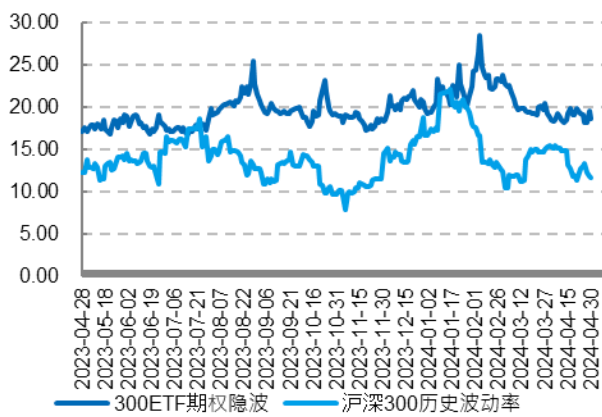


期权市场方面，50ETF 和 300ETF 的隐含波动率整体偏弱，市场历史波动率同样处于低位，沪深 300 历史波动率接近历史低位。

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 5 月，商品市场持续上涨，时序上的动量效应仍然较强，但是趋势的顺畅程度已经开始快速恶化，截面上的行情特征在 5 月中下旬逐渐恶化，但在月底快速回到较优水平。期权市场方面，隐波整体维持低位小幅震荡，市场机会较少。

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：CTA 反弹暂缓

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 5 月，我们观察池的 81 个产品平均收益率为 0.13%。

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
鸿凯进取 5 号	鸿凯投资	12.83%	20.29%	27.13%	-6.63%	27.29%	宏观策略
霄昇启明星四号	霄昇资产	5.36%	16.15%	9.21%	9.87%	20.06%	长周期
明得浩伦 CTA 一号	明得浩伦投资	5.00%	13.58%	8.59%	-0.41%	16.04%	长周期
乐瑞宏观配置基金	乐瑞资产	4.39%	21.63%	27.83%	-4.39%	35.62%	宏观策略
会世元丰 CTA1 号	会世资产	3.61%	9.62%	7.68%	-1.83%	17.56%	中周期
量客中字一号	量客投资	3.61%	10.61%	3.12%	-3.61%	19.25%	中周期
衍盛量化 CTA 乌锦春 1 号	衍盛私募	2.78%	12.66%	2.78%	-4.04%	15.03%	中周期
宁水多策略	厦门宁水	2.70%	6.24%	15.99%	12.44%	15.79%	宏观策略
SAP 智龙 3 号	智龙资本	2.58%	-2.65%	-5.85%	11.17%	13.51%	短周期
半夏宏观对冲	半夏投资	2.50%	2.31%	-5.47%	-14.70%	26.11%	宏观策略
鼎森汇临期权量化 1 号	鼎森投资	2.44%	5.93%	3.37%	8.54%	7.62%	期权策略
御澜矿世 CTA1 号	御澜投资	2.43%	0.34%	-0.91%	5.94%	5.45%	短周期
慕途基本面量化 1 号	上海慕途	2.10%	4.65%	4.96%	13.15%	1.55%	主观期货
元葵天时	元葵资产	1.98%	4.79%	4.98%	9.31%	18.63%	宏观策略
信伟达辰星量化 1 号	信伟达资产	1.97%	-0.47%	-3.94%	9.43%	19.94%	短周期



旭诺 CTA 一号	旭诺资产	1.85%	10.45%	9.90%	13.52%	12.33%	中周期
厚方宏观对冲三号	厚方投资	1.82%	9.14%	4.83%	3.02%	13.67%	宏观策略
平石 U3 期权对冲	平石资产	1.70%	4.78%	1.00%	-1.41%	8.72%	期权策略
正瀛权智 1 号	正瀛资产	1.69%	3.76%	7.56%	5.20%	3.04%	期权策略
芷瀚量化 CTA 激进一号	芷瀚资产	1.63%	5.46%	-0.22%	1.38%	9.17%	中周期
珺容翔宇 CTA2 号	珺容资产	1.57%	5.83%	2.44%	-5.21%	23.70%	长周期
厦门言起权王泰森 1 号	言起投资	1.55%	3.47%	5.59%	0.77%	19.84%	期权策略
黑翼 CTA 二号	黑翼资产	1.48%	12.88%	3.62%	18.59%	11.21%	长周期
泓倍期权套利 1 号	上海泓倍	1.39%	4.32%	3.55%	0.60%	4.57%	期权策略
千象 1 期	千象资产	1.33%	4.44%	-1.31%	-3.22%	14.87%	长周期
致远 CTA 精选 2 期	富善投资	1.16%	8.26%	5.84%	-1.03%	16.51%	中周期
跃威佳成一号	上海跃威	0.87%	3.01%	1.74%	6.96%	2.82%	期权策略
中舍钱江一号 CTA	中舍资产	0.85%	3.56%	2.30%	1.13%	3.57%	中周期
君信荣耀一号	福建君信	0.81%	2.66%	7.38%	8.01%	5.95%	期权策略
量道 CTA 精选 1 号	量道投资	0.63%	2.23%	-2.34%	-8.47%	36.56%	长周期
希塔山峦 1 号	上海希塔	0.60%	2.15%	0.47%	5.44%	2.11%	期权策略
半鞅 CTA 均衡 1 号	海南半鞅	0.55%	-3.47%	-6.46%	5.45%	8.59%	短周期
君宜共达	深圳君宜	0.55%	0.70%	1.84%	5.52%	1.48%	期权策略
慕途稳健 1 号	慕途资产	0.49%	1.21%	4.08%	6.44%	0.83%	期权策略
从石 1 号	从石私募	0.48%	-2.45%	-6.91%	-10.18%	19.73%	主观期货
傲创铂林 3 号	傲创资产	0.48%	1.24%	2.61%	4.00%	3.39%	短周期
久熙 CTA 锐进 1 期	久熙资产	0.47%	1.91%	-2.64%	-2.93%	29.40%	短周期
佳岳-量权 2 号	海南佳岳	0.38%	2.03%	0.54%	5.29%	3.46%	期权策略
富励业长江 1 号宏观量化	富励业私募	0.20%	1.02%	-1.10%	-3.29%	13.88%	长周期
众壹量合乾坤一号	众壹资产	0.17%	6.08%	1.80%	-7.59%	25.17%	中周期
泉智水星 CTA 加 1 号	晋江泉智	0.16%	5.68%	-4.60%	-0.67%	11.72%	长周期
涵德盈冲量化 CTA2 号	涵德投资	0.01%	1.09%	1.38%	-18.22%	9.93%	短周期
量客长阳一号	量客投资	-0.07%	0.80%	3.43%	7.60%	2.35%	期权策略
量派 CTA 七号	量派投资	-0.15%	3.27%	12.21%	21.82%	1.39%	短周期
珺朔朴道量化 CTA 稳健一号	珺朔资产	-0.20%	-0.46%	-3.49%	-5.50%	12.87%	长周期
皓邦尊享 CTA1 号	德贝私募	-0.30%	1.98%	-1.75%	-3.34%	14.31%	中周期
凯丰宏观策略 9 号	凯丰投资	-0.31%	1.18%	1.02%	-26.58%	40.79%	宏观策略
鸣熙夸克二号	鸣熙资产	-0.35%	0.58%	-0.25%	#VALUE!	3.23%	短周期
汇艾资产-稳健 1 号基金	汇艾资产	-0.40%	-0.60%	-0.49%	7.04%	2.92%	主观期货
正定成长 CTA1 号	北京正定	-0.44%	3.20%	0.93%	0.68%	12.00%	短周期
古木艳阳 1 号商品期权	古木投资	-0.49%	0.89%	1.34%	4.49%	4.37%	期权策略
信弘磐宜 1 号	信宏天禾资产	-0.54%	-3.00%	-5.67%	14.67%	11.63%	短周期



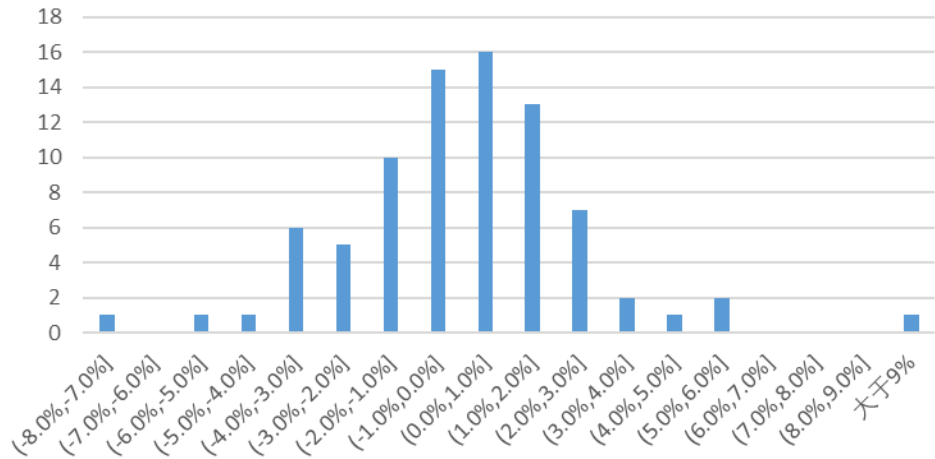
景上源 1 号	景上源投资	-0.57%	-2.14%	0.39%	-4.67%	12.94%	主观期货
远澜云杉期货基金	上海远澜	-0.61%	0.25%	-2.37%	3.95%	14.59%	长周期
泓湖稳宏宏观策略	泓湖投资	-0.92%	8.96%	51.16%	-0.87%	31.22%	宏观策略
红锚价值 2 号	上海红锚	-0.98%	0.18%	2.85%	5.66%	2.06%	期权策略
众壹资产进取套利 1 号	众壹资产	-1.01%	-2.20%	-4.88%	9.81%	8.82%	主观期货
宽投常晴	宽投资产	-1.05%	-1.05%	-0.37%	5.08%	6.26%	中周期
鼎一兑弈量化	鼎一私募	-1.06%	2.19%	2.28%	7.90%	9.99%	短周期
宏锡 2 号	宏锡基金	-1.16%	6.80%	-2.12%	4.15%	15.66%	中周期
杉阳云杉量化 1 号	杉阳投资	-1.21%	-2.52%	-1.44%	4.86%	5.72%	主观期货
鑫岚龙腾 1 号	鑫岚投资	-1.30%	1.02%	-0.35%	-2.08%	18.41%	宏观策略
本利达利磐期货量化壹号	本利达资产	-1.66%	-6.30%	-8.40%	-3.75%	12.82%	短周期
阳泽泽丰另类量化 1 号	阳泽投资	-1.71%	-4.08%	-6.69%	0.28%	15.56%	量化基本面
均成 CTA1 号	均成资产	-1.91%	2.36%	-1.57%	14.64%	26.66%	中周期
九坤量化 CTA 私募 1 号	九坤投资	-1.95%	-1.23%	1.01%	10.01%	8.88%	短周期
量盈量化 CTA 一号	量盈投资	-2.32%	6.16%	5.50%	10.24%	19.03%	短周期
旌安 2 号	旌安投资	-2.37%	-1.01%	1.37%	5.06%	6.64%	主观期货
道微乘风破浪量化进取 1 号	道微投资	-2.38%	1.44%	3.36%	1.88%	15.01%	短周期
洛书尊享 CTA 拾壹号	洛书投资	-2.46%	10.31%	6.28%	-3.67%	33.40%	长周期
盛冠达 CTA 基本面量化 1 号	盛冠达资产	-2.89%	-7.20%	-14.14%	-4.28%	28.65%	量化基本面
艾方 CTA 一号	艾方资产	-3.14%	6.98%	1.55%	-0.47%	22.64%	长周期
毓颜言商 1 号	毓颜投资	-3.30%	-0.86%	-8.60%	9.67%	16.66%	中周期
佑维 CTA 平衡一号	佑维投资	-3.64%	-2.03%	0.60%	17.34%	8.38%	短周期
弘量弘盈量化 CTA	弘量投资	-3.68%	-3.39%	-8.55%	5.74%	16.23%	长周期
弘量弘盈量化 CTA	弘量投资	-3.68%	-3.39%	-8.55%	5.74%	16.23%	长周期
鲸睿聚能三号	鲸睿资产	-3.97%	3.89%	4.89%	9.91%	8.15%	期权策略
慧衍锐锋 1 号 A	上海慧衍	-4.51%	-3.70%	-3.15%	11.32%	3.35%	主观期货
中量投 CTA 进取一号 A 类	中量投资产	-5.05%	-8.86%	-15.36%	8.13%	19.10%	短周期

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 5 月的收益分化程度继续加剧，相较 4 月，月度收益率落在-3%至-1%的产品数量有明显上升。



图表 18: 期货宏观和期权策略观察池产品 5 月收益率分布

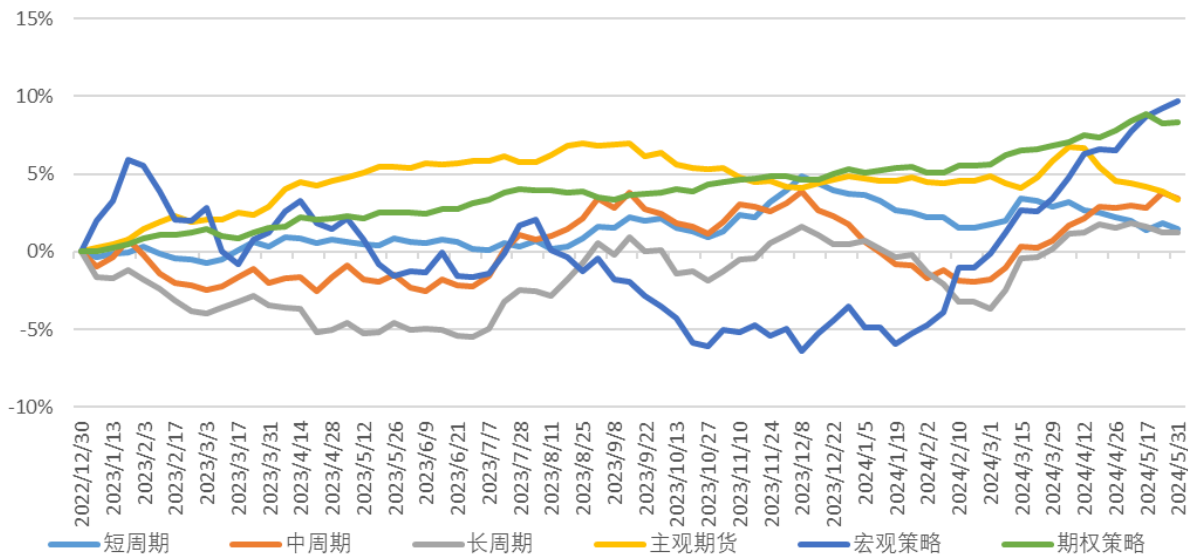


来源: 国金证券研究所, 朝阳永续

期货宏观和期权策略二级分类表现: 基本面逻辑折戟于宏观市场

分子策略来看, 期货宏观策略大类的 7 类子策略中, 宏观策略受益于股票市场的反弹, 月度平均年收益约为 2.96%。量化 CTA 中各周期策略的月度收益率均分布在 0% 附近。而两类更偏向基本面逻辑的策略, 量化基本面和主观 CTA, 5 月回撤较大, 平均月度收益分别为 -2.29% 和 -1.19%。

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

商品市场展望: 宏观和事件因素主导下的大幅波动

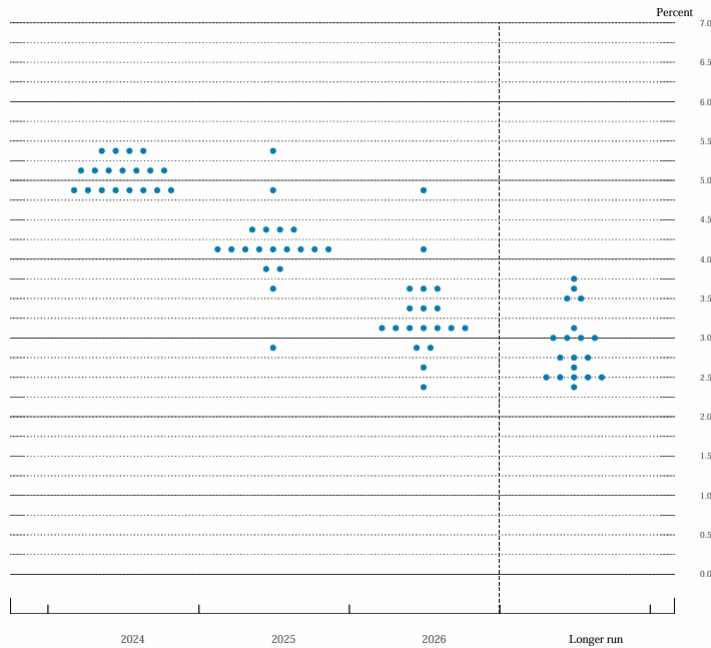
商品指数在贵金属和有色的带动下, 5 月快速冲高后开始回落, 在缺乏产业基本面支撑的情况下, 宏观因素在事件和政策的影响下给商品行情带来了非常多脉冲式的行情。

全球宏观方面, 美东时间 6 月 12 日, 美联储在货币政策委员会 FOMC 宣布, 联邦基金利率的目标区间仍为 5.25% 至 5.50%, 仍未开启降息, 但此次会议后的 FOMC 点阵图显示年内降息次数可能只会有一次。这样的表态整体态度中性偏谨慎, 主要原因仍与美国通胀和经济数据有关。



图表20: FOMC点阵图显示2024年降息一次可能性较大

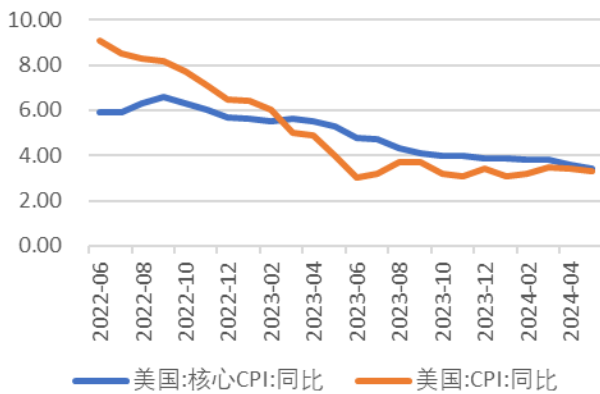
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



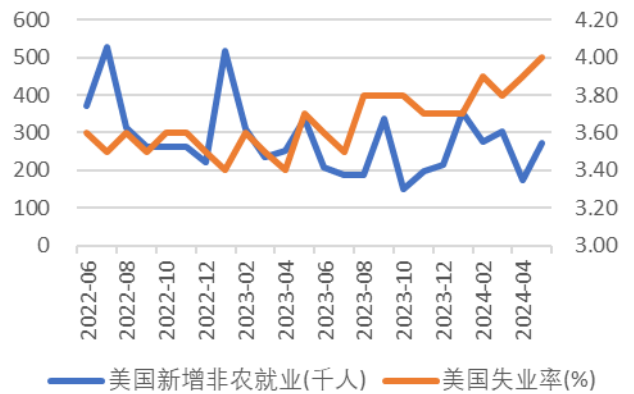
来源: 国金证券研究所, FED; 时间截止: 2024/6

2024年5月美国CPI和核心CPI同比分别为3.40%和3.30%，较4月分别下降0.2个百分点和0.1个百分点。整体来看通胀仍然处于下行通道内，但与3.00%的目标还有一定距离，按当前通胀下行趋势，9月前后CPI数据有望下降至3%左右，该节奏与点阵图显示的年内一次降息整体匹配。

图表21: 美国通胀数据持续下行



图表22: 美国失业率数据到达4%



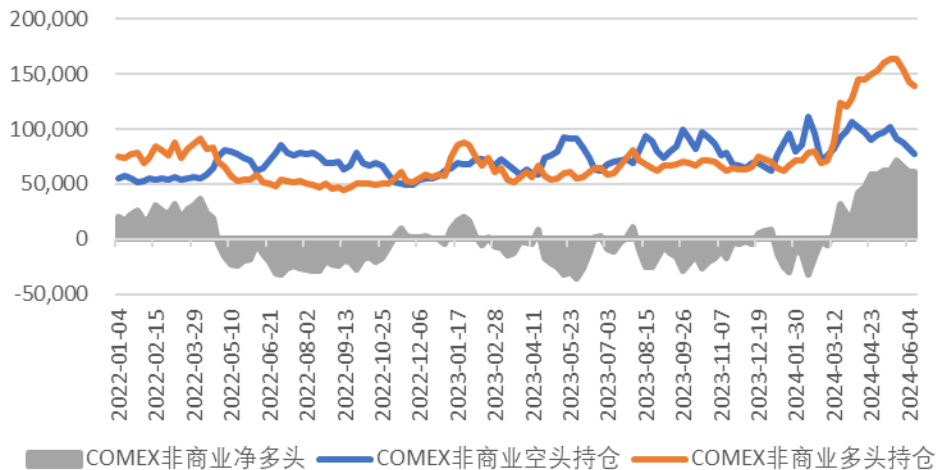
来源: 国金证券研究所, Wind; 数据截止: 2024/5

来源: 国金证券研究所, Wind; 数据截止: 2024/5

近期商品市场的高价，在很大程度上是由事件性因素推动的，包括东欧和中东地区的冲突事件等。但4月以来，各地区冲突烈度暂无大幅变化，因此并未继续推高黄金等品种的价格。因此随着本次议息会议传出的中性偏谨慎的货币政策态度，商品市场整体小幅回落。



图表23: COMEX 非商业净多头开始下行 (单位: 张)



来源: 国金证券研究所, Wind; 数据截止: 2024/6/14

商品的回调更大程度上的原因是前期过热情绪的消退。以前期上涨幅度较大的铜为例, 从 COMEX 非商业持仓数据中可以看到, 前期金融机构在 COMEX 多头持仓方面贡献较大, 而 5 月下旬开始出现明显回落。

从国内方面, 上文中提及 PMI 整体回落至荣枯线下方。而随着夏季的到来, 传统淡季将更难给黑色板块提供上涨的推动力, 后期行情的展望可能需要等到 7-8 月观察市场是否会提前发酵旺季的补库预期。因此短期也并不具备非常好的投资机会。

短期来看, 过热情绪的消退可能会带来行情、波动率、流动性三个维度上的下降, 整体不利于 CTA 策略。中长期来看, 我们主要关注 7 月会议是否能够出台国内经济刺激政策, 以及第三季度美国经济数据是否能够继续支持年内降息预期。CTA 的中长期配置机会或许会出现在今年第三季度。

杭州谦信投资管理合伙企业(有限合伙): 期货+期权的商品衍生品复合策略

1. 公司简介与核心团队

杭州谦信投资管理合伙企业(有限合伙)成立于 2017 年 9 月 7 日, 协会登记时间为 2018 年 2 月 1 日, 注册资本 1000 万元, 实缴资本 1000 万元, 管理规模约 0-5 亿(信息来源: 证券投资基金业协会官网)。

赵轩筱, CEO&CIO, 毕业于英国牛津大学金融工程, 曾任职于瑞士信贷 Credit Suisse 与英国巴克莱资本 Barclays Capital, 担任股票衍生品全球交易部交易员, 负责管理公司 Eurostoxx50 股指期货及 Vstoxx 波动性衍生品头寸, 任职期间连年盈利, 做市产品市场占有率达欧洲第一, 目前主要负责衍生品交易; 林旭, COO&CTO, 毕业于上海交通大学计算机专业, 曾任职于微软, 加入谦信后主导并完成了自动化交易软件操作界面开发、量化策略配套交易系统开发及实盘交易环境搭建; 周光宇, 毕业于瑞士苏黎世理工大学信息系统专业, 曾任职瑞士银行 UBS 总部信息安全部门, 加入谦信后先后主导并完成了公司自有数据库搭建、IT 架构搭建及自动化交易体系开发。

2. 投资策略

谦信的商品复合策略, 也称 CTA+商品期权策略, 有三个主要策略类别, 包括 CTA 多周期趋势策略、产业链套利策略、波动率方向性套利, 其中 CTA 多周期趋势策略主要偏中长期趋势跟踪策略。

多周期趋势策略主要盈利来源是单个商品、板块或指数的动量效应, 根据信号强度、波动率、基差等因素调整仓位, 平均持仓时间在 2-3 周左右; 产业链套利策略主要选择符合上下游关系的品种对, 根据价差的波动区间进行交易, 整体偏均值回归, 开仓信号比较严格; 波动率方向性套利预测的波动率与市场隐含波动率的偏差, 买入便宜的合约, 卖出偏贵的合约, 只交易主力合约, 不交易远月合约。交易品种方面, CTA 策略持有 30-45 个商品期货品种主力合约; 商品期权策略持有 30+ 个商品期权品种对应合约, 覆盖所有商品板块, 包括黑色金属、有色金属、化工、农产品等。

风控方面, 在 CTA 策略大涨后期, 不会全部降仓, 而利用商品期权建立保险属性仓位, 进行尾部风险保护。商品期权策略, 结合压力情景测试, 根据组合整体暴露进行希腊字母

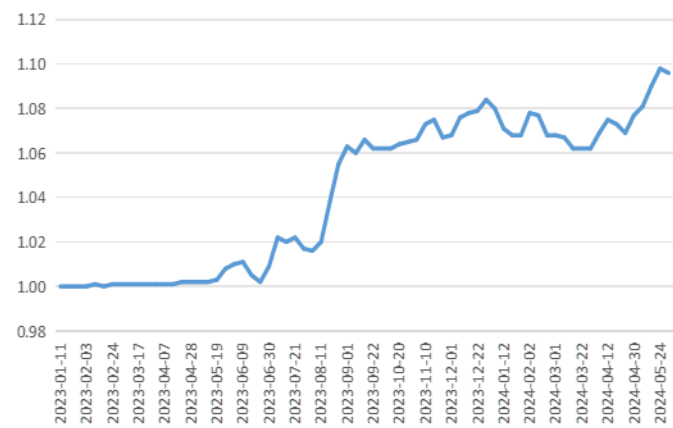


敞口的控制，其中 delta 盘中实时对冲，隔夜保持中性敞口。

3. 代表产品业绩

谦信潮汐六号 A 是谦信投资商品复合策略的代表产品，该产品成立于 2023 年 1 月 11 日，保证金使用比例不超过 45%。我们以该产品为代表，对谦信投资的商品复合策略进行业绩分析。该产品运作以来共获得收益 9.60%，对应年化收益率约 6.84%。在 23 年上半年不利于 CTA 趋势策略的市场环境中，套利策略和商品期权策略持续盈利，产品净值大幅上升。而在 23 年三季度商品市场小阳春的环境中，谦信投资提高 CTA 趋势类策略比例，降低商品期权策略仓位，从而趋势类策略回暖盈利，套利策略小幅盈利。在 23 年底至 24 年一季度，市场清淡，预期收敛，波动率低位徘徊的环境下，策略同样有一定回撤，但整体回撤较小仅为 -2.03%。

图表24：谦信潮汐六号 A 业绩表现



图表25：谦信潮汐六号 A 业绩指标

	收益率	最大回撤	夏普比率
近一月	1.76%	-0.18%	7.87
近三月	2.62%	-0.56%	2.44
近六月	2.72%	-2.03%	1.05
2023 年	8.40%	-0.89%	2.13
成立以来	9.60%	-2.03%	1.52

来源：国金证券研究所，朝阳永续；数据截止：2024/5/31

来源：国金证券研究所，朝阳永续；数据截止：2024/5/31

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。

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。

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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
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	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