

期货宏观和期权策略私募基金

2024年上半年回顾和投资前瞻

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

长夜将尽，关注 CTA 配置机会

市场环境回顾：商品市场波动走强，趋势流畅度较弱

2024 年上半年，商品市场波动有所放大，个别品种出现了较大涨幅。单纯从趋势性机会来看，市场出现了中短周期较大幅度的趋势性机会，但趋势的转折同样较为剧烈，这也导致了截面的稳定性整体一般。期现结构特征也在上半年发生了大幅变化，但对行情的驱动力不足，展期结构类策略整体表现不佳。期权市场方面，股票市场的大幅波动给期权隐波带来了较为极端的行情，对波动率曲面套利非常有利，但对卖权类策略形成风险挑战，随着过激情绪的消退，隐波逐渐回归低位。

期货宏观策略私募基金上半年表现回顾：宏观策略领涨，量化 CTA 走平，产品间相关性较低

宏观策略在 2024 年以来表现尤为突出，主要原因是宏观策略大多进行了股票、商品、债券相对均衡的配置，尤其高波动产品会使用国债期货多头来增加债券类资产对组合的波动率贡献，受益于债市和黄金的走强，宏观类策略在今年上半年表现突出。量化 CTA 方面，中周期和长周期 CTA 的整体表现走势相仿，均为 3-4 月上涨，5 月小幅回调。中长周期 CTA 业绩波动节奏与我们上文中的时序类指标和截面类指标的波动节奏一致，量化 CTA 整体表现为横盘波动。

市场环境展望及期货宏观类私募配置观点：黎明降至，等待进一步确认

整体来看，近期国际定价品种仍然处于宏观因素主导的震荡行情中，国内定价品种则处于供需两若带来的低波动震荡中，市场风格近期仍然并不利于 CTA 获取较好收益。然而一旦宏观和政策对行情的影响力边际下降，同时美国降息周期和国内政策节奏共振，将可能为下半年 CTA 策略带来投资机会。具体策略方面，建议关注复合策略 CTA 的配置机会。

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

| | |
|---|----|
| 市场环境回顾：商品市场波动走强，趋势流畅度较弱..... | 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：宏观策略领涨..... | 7 |
| 期货宏观和期权策略二级分类表现：量化 CTA 整体走平，产品间相关性较低..... | 10 |
| 第三部分：市场环境展望及期货宏观类私募配置观点..... | 11 |
| 宏观环境展望：期待美联储降息和国内财政发力..... | 11 |
| CTA 配置机会展望：黎明降至，等待进一步确认..... | 12 |
| 风险提示..... | 13 |

图表目录

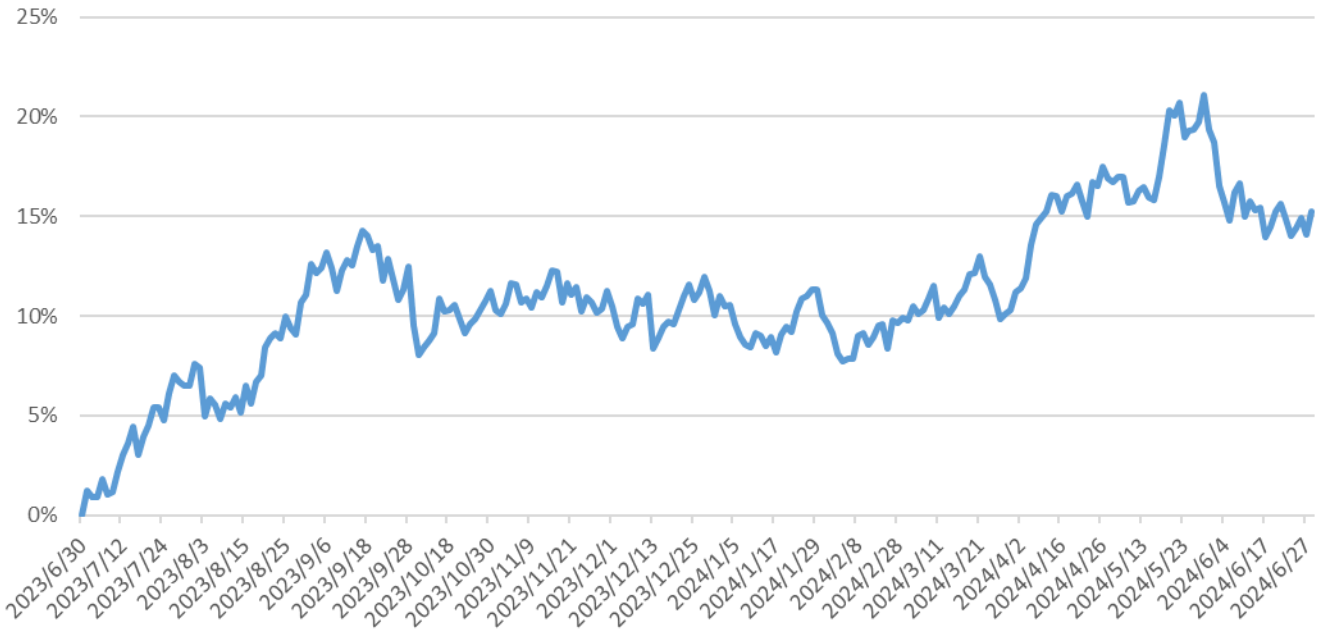
| | |
|--|----|
| 图表 1：南华商品指数上涨后小幅回调..... | 3 |
| 图表 2：贵金属指数延续强势，有色大幅波动..... | 3 |
| 图表 3：商品期货各品种指数 2024 年上半年收益率和趋势性..... | 4 |
| 图表 4：成交额加权波动率回暖..... | 4 |
| 图表 5：商品市场动量水平维持高位..... | 5 |
| 图表 6：品种趋势仍然保持较为流畅..... | 5 |
| 图表 7：板块轮动速度在 3-4 月维持相对较低水瓶..... | 6 |
| 图表 8：展期结构类策略表现平平..... | 6 |
| 图表 9：IH、IF、IC 当月连续合约近期行情..... | 7 |
| 图表 10：IH、IF、IC 近月基差..... | 7 |
| 图表 11：50ETF 期权隐含波动率..... | 7 |
| 图表 12：300ETF 期权隐含波动率..... | 7 |
| 图表 13：部分期货宏观策略产品业绩表现..... | 7 |
| 图表 14：期货宏观和期权策略观察池产品 2024 年上半年收益率分布..... | 10 |
| 图表 15：期货宏观和期权策略各子策略 2024 年上半年平均表现..... | 10 |
| 图表 16：部分量化 CTA 产品业绩相关性矩阵..... | 11 |
| 图表 17：美国 GDP 季度环比增速（单位：%）..... | 11 |
| 图表 18：失业率数据持续上升（单位：%）..... | 11 |
| 图表 19：PMI 指数生产和需求..... | 12 |
| 图表 20：PMI 指数库存和价格..... | 12 |
| 图表 21：基建投资和房地产投资并未形成持续支撑..... | 12 |



市场环境回顾：商品市场波动走强，趋势流畅度较弱

2024年上半年，南华商品指数收涨4.74%，振幅达到12.83%，最大上涨区间发生在2月初至5月底。随后南华商品指数开始回调，回吐了部分涨幅。南华商品指数明显出现了趋势性行情，并存在一定持续性，但5月底的趋势转折较为剧烈。

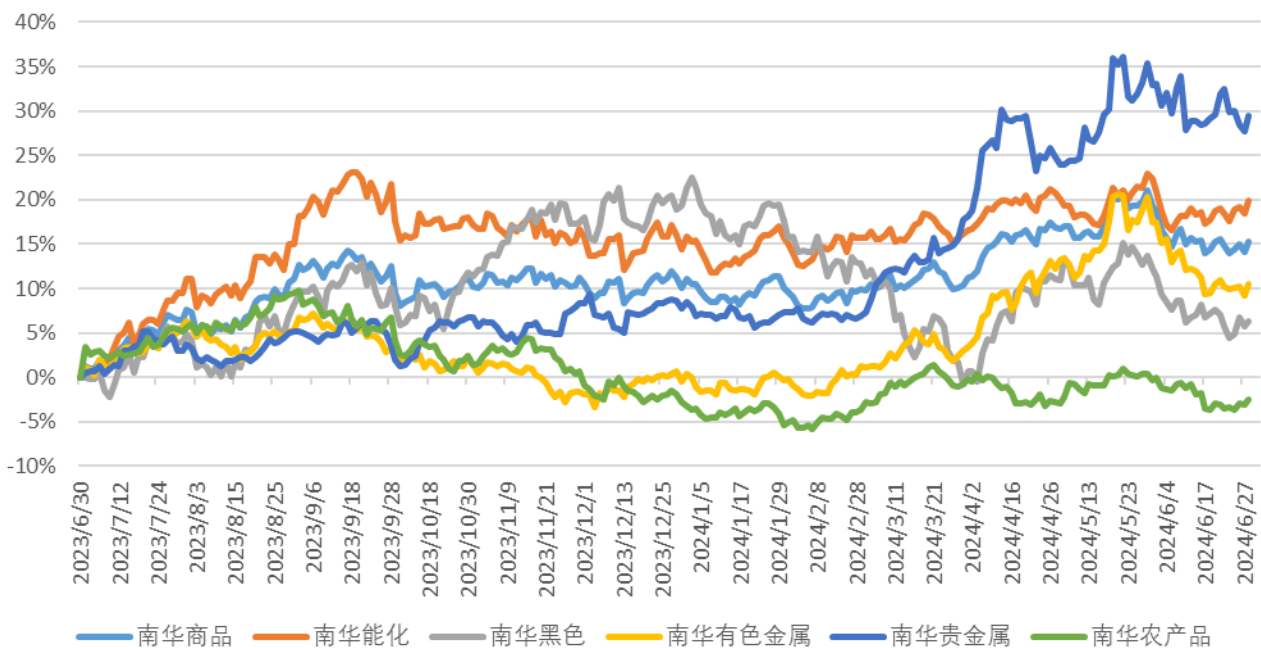
图表1：南华商品指数上涨后小幅回调



来源：iFind，国金证券研究所；统计区间：2023/6/30-2024/6/30

分板块来看，涨幅较大的板块包括南华贵金属、南华有色金属、南华能化，上半年涨幅分别为20.13%、10.94%、4.75%，振幅分别为31.08%、25.58%、10.81%。贵金属板块在央行购金、地缘冲突加剧、美国降息预期等因素的推动下，领涨众多商品板块。

图表2：贵金属指数延续强势，有色大幅波动

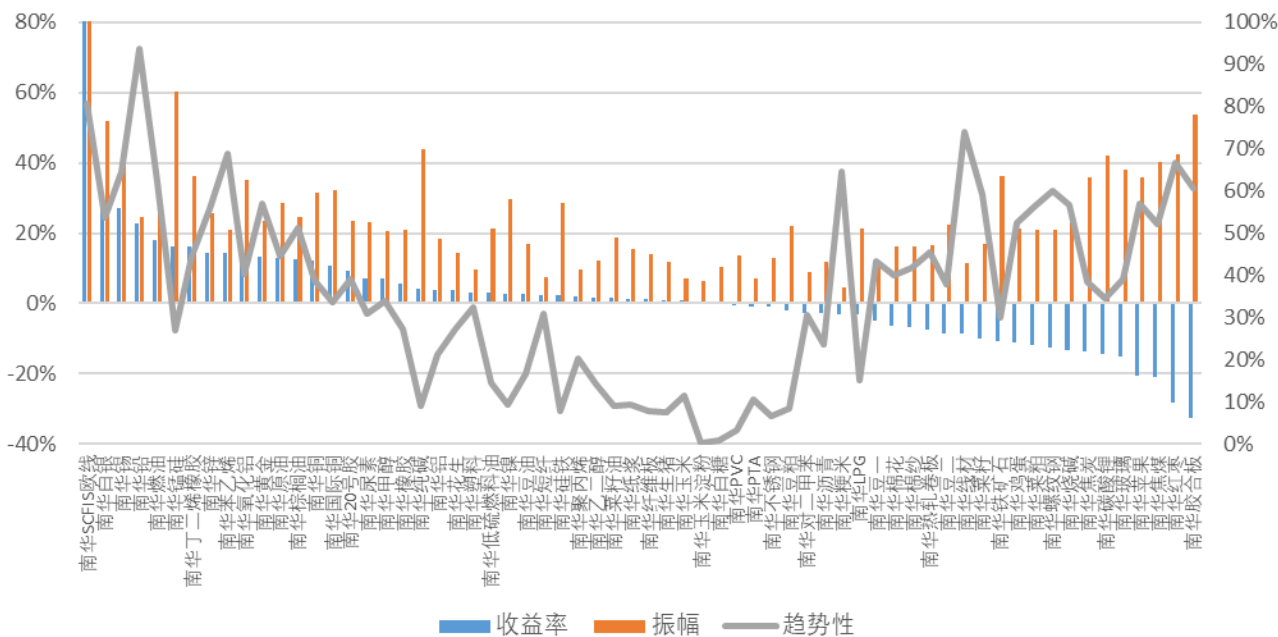


来源：iFind，国金证券研究所；统计区间：2023/6/30-2024/6/30



从品种指数的角度来看，2024年上半年，64个具有连续行情的商品期货指数平均收益率5.08%，其中欧线集运指数涨幅达到299.76%，振幅高达371.69%，该品种在地缘政治冲突影响下波动剧烈。白银、锡、铅收益率分别为27.72%、27.14%、22.92%，振幅分别为51.76%、42.05%、24.42%。年内引起较大关注度的黄金，指数收益率仅有13.27%，振幅23.31%。另一端，同样存在部分品种跌幅较大，包括胶合板、红枣、焦煤、苹果，上半年收益率分别为-32.66%、-28.20%、-20.95%、-20.54%，振幅分别为53.86%、42.28%、40.28%、35.98%。

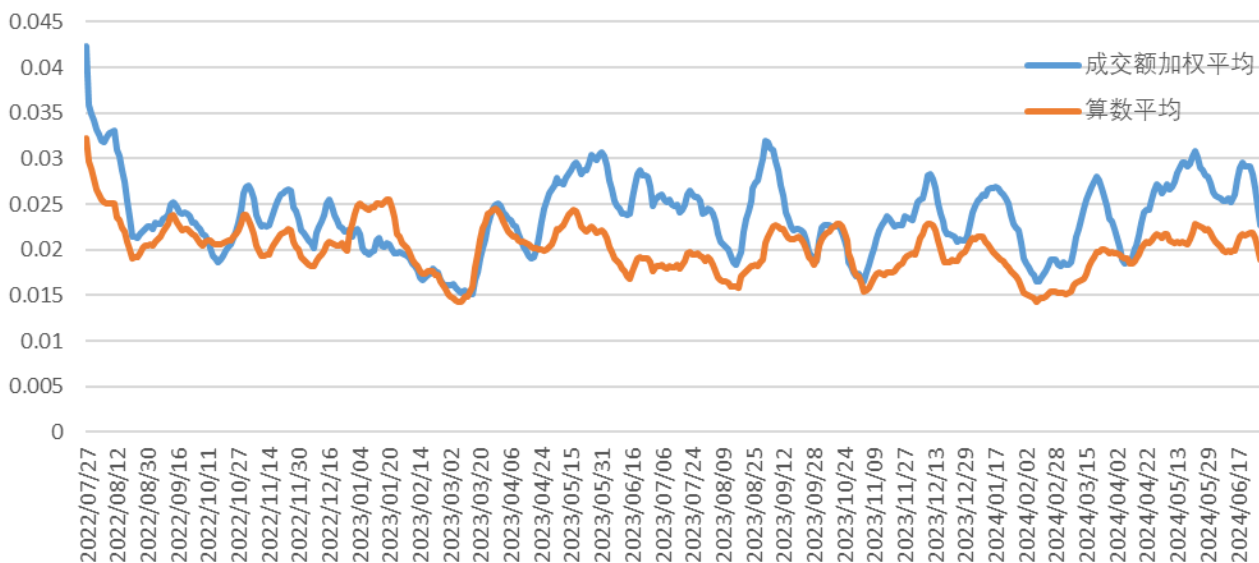
图表3：商品期货各品种指数2024年上半年收益率和趋势性



来源：iFind，国金证券研究所；统计区间：2023/12/31-2024/6/30

波动率方面，虽然市场波动明显上升，但变异系数并未出现大幅上涨，并一度在2-3月出现过持续低迷的情况。从具体贡献来看，锰硅、豆粕、纯碱、菜粕、铁矿石等，在波动方面贡献较大。

图表4：成交额加权波动率回暖

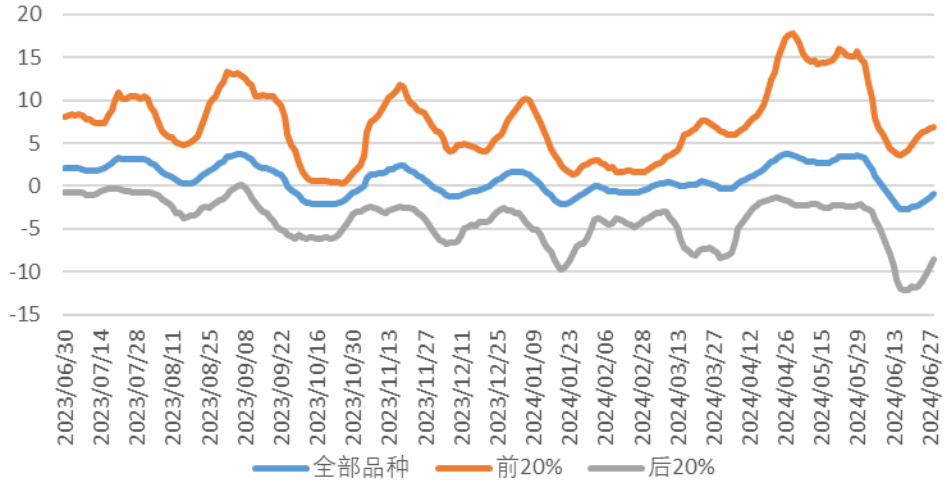


来源：iFind，国金证券研究所；统计区间：2022/6/30-2024/6/30



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月走出一定上涨，尤其斜率前20%的品种斜率大幅上升，并在高位维持了近2个月。仅从中长期栋梁的角度来看，上半年存在明显的投资机会。

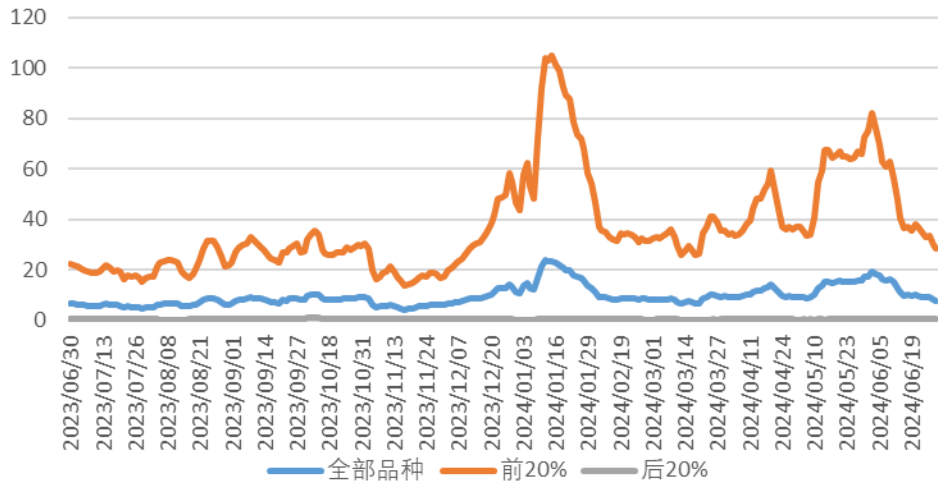
图表5: 商品市场动量水平维持高位



来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2023/6/30-2024/6/30

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。指标在5月快速走高，意味着市场出现了较多转折，中长周期时序类策略可能会面临一定回撤风险，而短周期时序类策略则更加考验对波动的把握能力，以及策略周期和市场波动周期的匹配性。

图表6: 品种趋势仍然保持较为流畅

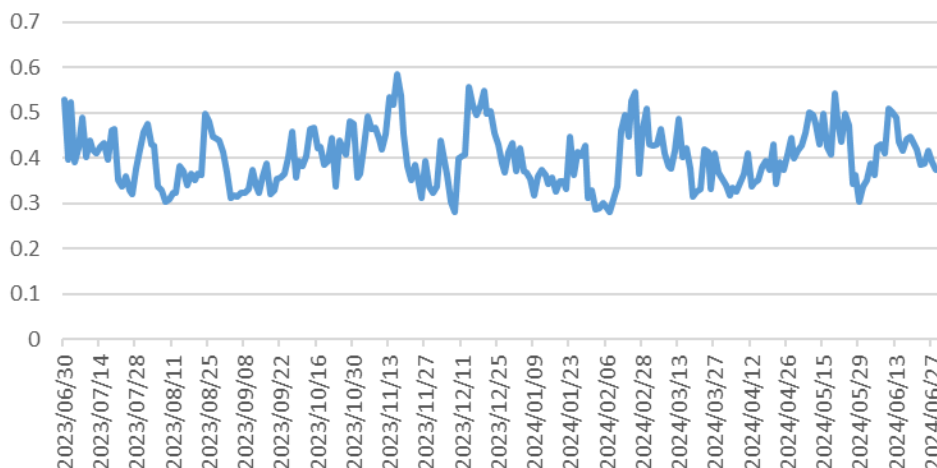


来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2023/6/30-2024/6/30

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3-4月保持了相对较低的水平，有利于对冲策略表现。单指标在2月和5月保持在较高水平，对应时间区间内市场截面稳定性较弱。



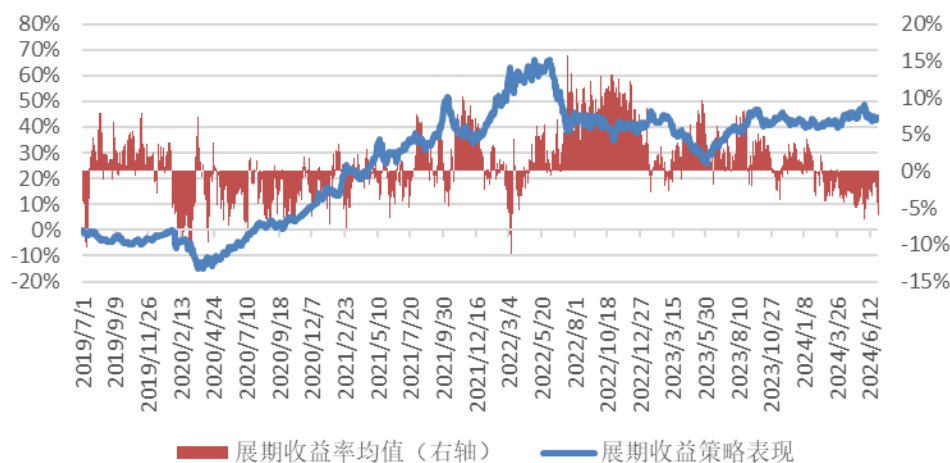
图表7: 板块轮动速度在 3-4 月维持相对较低水瓶



来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2023/6/30-2024/6/30

商品市场的期货跨期结构在 2024 年上半年出现了明显的变化, 市场整体的展期收益率从近高远低逐渐变为近低远高。然而展期结构的变化对行情的驱动力有限, 我们以展期收益作为逻辑编制的展期收益多空策略在 24 年上半年整体走平。

图表8: 展期结构类策略表现平平

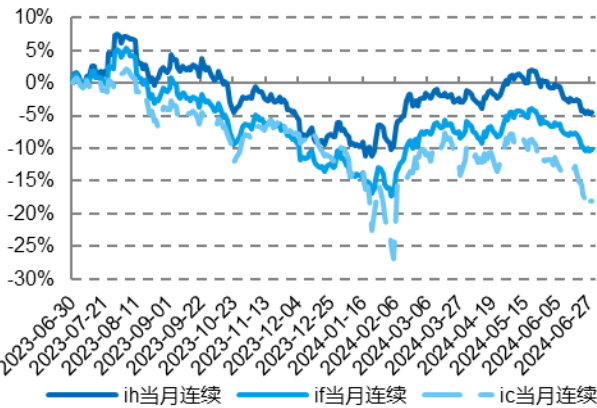


来源: iFind, 国金证券研究所; 统计区间: 2019/7/1-2024/6/30

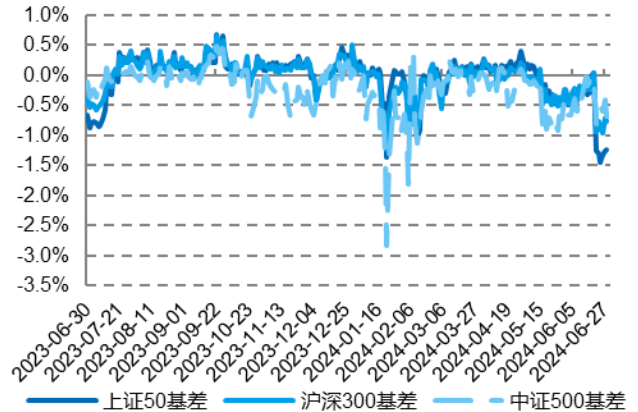
权益市场在 2024 年上半年经历了历史罕见的大幅波动, 于 2 月初达到近期低点后, 快速反弹, 最终上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 指数上半年收益率分别为 1.66%、-0.12%、-98.62%、-17.70%。不同市值风格的宽基指数表现高度分化。贴水方面, 由于 1 月底的波动造成了场外衍生品相对集中的对冲操作, 导致股指期货合约贴水快速加深, 第二季度随着分红季的到来, 贴水再度升高。



图表9: 1H、1F、1C 当月连续合约近期行情



图表10: 1H、1F、1C 近月基差

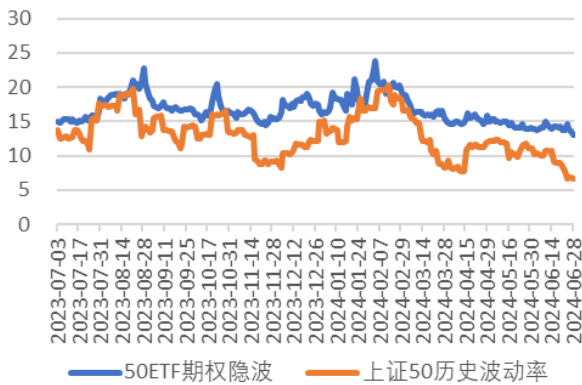


来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截止: 2024/6/30

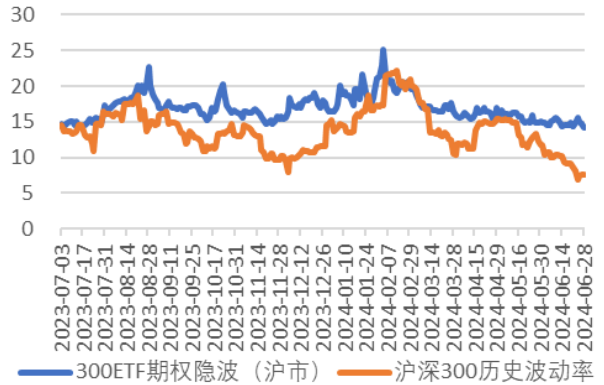
来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截止: 2024/6/30

期权市场方面, 市场的波动率和隐含波动率在 1-2 月快速上升之后, 又快速下跌。之后隐波持续在小幅波动中走低, 而历史波动率在 4 月小幅抬高后重新回落, 并在 6 月底突破近一年低点。

图表11: 50ETF 期权隐含波动率 (单位: %)



图表12: 300ETF 期权隐含波动率 (单位: %)



来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截止: 2024/6/30

来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截止: 2024/6/30

综合来看, 2024 年上半年, 商品市场波动有所放大, 个别品种出现了明显涨幅。单纯从趋势性机会来看, 市场出现了中短周期较大幅度的趋势性机会, 但趋势的转折同样较为剧烈, 这也导致了截面的稳定性整体一般。市场整体期现结构发生了大幅变化, 但对行情的驱动力不足, 展期结构类策略整体表现不佳。期权市场方面, 股票市场的大幅波动给期权隐波带来了较为极端的行情, 对波动率曲面套利非常有利, 但对卖权类策略形成风险挑战, 随着过激情绪的消退, 隐波逐渐回归低位。

期货宏观及期权策略私募表现回顾

样本池产品近期表现: 宏观策略领涨

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 年上半年, 我们观察池的 79 个产品平均收益率为 1.40%。收益率排在前 5 的产品均为宏观策略, 量化基本面策略产品收益率则排名靠后。

图表13: 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 | 2022 年 | 最大回撤 | 主要策略 |
|----------|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
| 泓湖稳宏宏观策略 | 泓湖投资 | 6.46% | 9.88% | 45.71% | -0.87% | -4.43% | 31.22% | 宏观策略 |
| 鸿凯进取 5 号 | 鸿凯投资 | 2.98% | 22.64% | 26.57% | -6.63% | -0.42% | 27.29% | 宏观策略 |



| | | | | | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|------|
| 乐瑞宏观配置基金 | 乐瑞资产 | 0.11% | 12.05% | 24.70% | -4.39% | -12.59% | 35.62% | 宏观策略 |
| 凯丰宏观策略 9 号 | 凯丰投资 | 6.15% | -8.45% | 13.57% | -26.58% | -10.89% | 40.79% | 宏观策略 |
| 宁水多策略 | 厦门宁水 | 1.48% | 2.21% | 13.30% | 12.44% | 3.36% | 14.73% | 宏观策略 |
| 正定成长 CTA1 号 | 北京正定 | 2.59% | 3.94% | 7.73% | 0.68% | -- | 12.49% | 短周期 |
| 君信荣耀一号 | 福建君信 | 0.45% | 1.81% | 7.35% | 8.01% | 4.70% | 5.95% | 期权策略 |
| 旭诺 CTA 一号 | 旭诺资产 | -2.91% | -0.43% | 7.19% | 13.52% | -2.72% | 12.33% | 中周期 |
| 正瀛权智 1 号 | 正瀛资产 | -0.04% | 2.22% | 6.44% | 5.20% | 5.43% | 3.04% | 期权策略 |
| 厦门言起权王泰森 1 号 | 言起投资 | 0.81% | 3.14% | 5.99% | 0.77% | -6.59% | 19.84% | 期权策略 |
| 艾方 CTA 一号 | 艾方资产 | 2.90% | 4.21% | 5.38% | -0.47% | 29.13% | 22.64% | 长周期 |
| 量派 CTA 七号 | 量派投资 | -0.80% | -0.45% | 5.34% | 21.82% | -- | 1.39% | 短周期 |
| 量客中字一号 | 量客投资 | 0.84% | 6.19% | 5.22% | -3.61% | 6.85% | 21.39% | 中周期 |
| 鼎森汇临期权量化 1 号 | 鼎森投资 | 1.00% | 4.56% | 5.06% | 8.54% | 4.20% | 8.25% | 期权策略 |
| 厚方宏观对冲三号 | 厚方投资 | -0.75% | 5.39% | 4.87% | 3.02% | 0.47% | 13.67% | 宏观策略 |
| 泓倍期权套利 1 号 | 上海泓倍 | 0.67% | 3.22% | 4.43% | 0.60% | -0.18% | 4.57% | 期权策略 |
| 明得浩伦 CTA 一号 | 明得浩伦投资 | -2.47% | 8.62% | 4.25% | -0.41% | -0.31% | 16.04% | 长周期 |
| 傲创铂林 3 号 | 傲创资产 | 1.69% | 2.66% | 3.94% | 4.00% | 28.75% | 3.39% | 短周期 |
| 旌安 2 号 | 旌安投资 | 2.54% | -0.82% | 3.69% | 5.06% | 3.75% | 6.66% | 主观期货 |
| 量盈量化 CTA 一号 | 量盈投资 | 2.29% | 3.53% | 3.68% | 10.24% | 7.68% | 19.03% | 短周期 |
| 慕途稳健 1 号 | 慕途资产 | 0.15% | 0.86% | 3.57% | 6.44% | -- | 0.83% | 期权策略 |
| 慕途基本面量化 1 号 | 上海慕途 | -0.19% | 2.87% | 3.28% | 13.15% | -- | 2.27% | 主观期货 |
| 会世元丰 CTA1 号 | 会世资产 | -2.20% | 2.98% | 3.21% | -1.83% | 6.16% | 17.56% | 中周期 |
| 红锚价值 2 号 | 上海红锚 | 1.32% | 0.20% | 2.82% | 5.66% | 17.38% | 2.06% | 期权策略 |
| 珺容翔宇 CTA2 号 | 珺容资产 | -0.53% | 5.00% | 2.82% | -5.21% | -1.56% | 23.76% | 长周期 |
| 洛书尊享 CTA 拾壹号 | 洛书投资 | -0.57% | -0.77% | 2.59% | -3.67% | -1.72% | 33.40% | 长周期 |
| 量客长阳一号 | 量客投资 | -0.12% | 0.67% | 2.54% | 7.60% | 7.99% | 2.35% | 期权策略 |
| 鲸睿聚能三号 | 鲸睿资产 | -1.95% | -1.49% | 2.17% | 9.91% | 17.60% | 8.22% | 期权策略 |
| 平石 U3 期权对冲 | 平石资产 | 0.42% | 5.23% | 1.99% | -1.41% | 6.29% | 8.72% | 期权策略 |
| 君宜共达 | 深圳君宜 | 0.84% | 1.10% | 1.99% | 5.52% | 13.60% | 1.80% | 期权策略 |
| 中舍钱江一号 CTA | 中舍资产 | -0.37% | 2.63% | 1.82% | 1.13% | 5.25% | 3.57% | 中周期 |
| 跃威佳成一号 | 上海跃威 | 0.58% | 2.27% | 1.80% | 6.96% | 8.41% | 2.82% | 期权策略 |
| 涵德盈冲量化 CTA2 号 | 涵德投资 | -0.25% | 0.02% | 1.79% | -18.22% | 5.42% | 9.93% | 短周期 |
| 鼎一兑弈量化 | 鼎一私募 | 0.98% | 2.08% | 1.62% | 7.90% | 14.20% | 9.99% | 短周期 |
| 量信量化 2 期 | 量信投资 | 6.81% | -3.90% | 1.32% | 8.67% | -16.75% | 33.03% | 长周期 |
| 汇艾资产-稳健 1 号基金 | 汇艾资产 | 1.60% | 1.60% | 0.89% | 7.04% | 4.12% | 2.92% | 主观期货 |
| 九坤量化 CTA 私募 1 号 | 九坤投资 | 1.00% | -1.22% | 0.82% | 10.01% | -0.79% | 8.88% | 短周期 |
| 道微乘风破浪量化进取 1 号 | 道微投资 | 0.00% | -3.62% | 0.82% | 1.88% | 7.80% | 15.01% | 短周期 |
| 佳岳-量权 2 号 | 海南佳岳 | 0.29% | 1.95% | 0.81% | 5.29% | 5.88% | 3.95% | 期权策略 |



| | | | | | | | | |
|------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|-------|
| 希塔山峦 1 号 | 上海希塔 | 0.79% | 1.82% | 0.79% | 5.44% | -- | 2.11% | 期权策略 |
| 衍盛量化 CTA 乌锦春 1 号 | 衍盛私募 | -4.11% | 3.46% | 0.74% | -4.04% | -- | 15.03% | 中周期 |
| 泉智水星 CTA 加 1 号 | 晋江泉智 | 2.39% | 8.51% | 0.56% | -0.67% | -- | 11.72% | 长周期 |
| 皓邦尊享 CTA1 号 | 德贝私募 | 1.52% | 2.65% | 0.42% | -3.34% | 5.34% | 14.31% | 中周期 |
| 致远 CTA 精选 2 期 | 富善投资 | -3.91% | 2.39% | 0.33% | -1.03% | 1.91% | 16.51% | 中周期 |
| 黑翼 CTA 二号 | 黑翼资产 | -0.66% | 3.30% | 0.26% | 18.59% | 10.01% | 11.21% | 长周期 |
| 元葵天时 | 元葵资产 | 1.83% | 5.19% | -0.11% | 9.31% | -11.16% | 18.63% | 宏观策略 |
| 千象 1 期 | 千象资产 | 0.09% | -1.36% | -0.14% | -3.22% | 4.53% | 14.87% | 长周期 |
| 众壹量合乾坤一号 | 众壹资产 | -3.31% | -1.40% | -0.20% | -7.59% | 8.98% | 25.17% | 中周期 |
| 御澜矿世 CTA1 号 | 御澜投资 | 0.34% | 1.93% | -0.25% | 5.94% | -- | 5.52% | 短周期 |
| 久熙 CTA 锐进 1 期 | 久熙资产 | -0.60% | -0.60% | -0.35% | -2.93% | 17.50% | 29.45% | 短周期 |
| 鸣熙夸克二号 | 鸣熙资产 | -0.84% | -0.39% | -0.57% | -- | -- | 3.45% | 短周期 |
| 远澜云杉期货基金 | 上海远澜 | 1.49% | 1.23% | -0.71% | 3.95% | 2.38% | 14.59% | 长周期 |
| 宽投常晴 | 宽投资产 | 0.31% | -0.81% | -0.81% | 5.08% | 6.75% | 6.26% | 中周期 |
| 衍盛量化 CTA 二号 | 衍盛私募 | -2.50% | 0.07% | -0.92% | -7.34% | -1.65% | 16.48% | 短周期 |
| 古木艳阳 1 号商品期权 | 古木投资 | -1.66% | -3.18% | -0.98% | 4.49% | 17.63% | 4.74% | 期权策略 |
| 富励业长江 1 号宏观量化 | 富励业私募 | -0.50% | -1.00% | -1.20% | -3.29% | 11.66% | 14.23% | 长周期 |
| 均成 CTA1 号 | 均成资产 | 1.91% | 1.27% | -1.43% | 14.64% | 27.08% | 26.66% | 中周期 |
| 景上源 1 号 | 景上源投资 | -0.35% | -1.97% | -1.46% | -4.67% | 0.16% | 12.94% | 主观期货 |
| 珏朔朴道量化 CTA 稳健一号 | 珏朔资产 | 0.00% | -2.68% | -1.49% | -5.50% | 0.49% | 13.26% | 长周期 |
| 芷瀚量化 CTA 激进一号 | 芷瀚资产 | -3.16% | 1.79% | -1.51% | 1.38% | 12.63% | 9.17% | 中周期 |
| 宏锡 2 号 | 宏锡基金 | -1.11% | -1.08% | -1.74% | 4.15% | 17.88% | 15.66% | 中周期 |
| 鑫岚龙腾 1 号 | 鑫岚投资 | -0.57% | -0.31% | -1.78% | -2.08% | -8.09% | 18.41% | 宏观策略 |
| 杉阳云杉量化 1 号 | 杉阳投资 | 0.69% | -1.83% | -2.55% | 4.86% | 7.22% | 5.72% | 主观期货 |
| SAP 智龙 3 号 | 智龙资本 | 4.23% | 2.72% | -2.58% | 11.17% | -0.34% | 13.51% | 短周期 |
| 半夏宏观对冲 | 半夏投资 | -0.42% | 3.83% | -2.72% | -14.70% | 1.34% | 26.11% | 宏观策略 |
| 慧衍锐锋 1 号 A | 上海慧衍 | 0.25% | -4.65% | -2.82% | 11.32% | -- | 3.35% | 主观期货 |
| 半鞅 CTA 均衡 1 号 | 海南半鞅 | 3.78% | -1.61% | -2.92% | 5.45% | -- | 8.59% | 短周期 |
| 佑维 CTA 平衡一号 | 佑维投资 | -2.96% | -7.62% | -3.60% | 17.34% | 9.10% | 8.38% | 短周期 |
| 量道 CTA 精选 1 号 | 量道投资 | -1.35% | 1.34% | -4.21% | -8.47% | -4.30% | 36.56% | 长周期 |
| 从石 1 号 | 从石私募 | -0.24% | -8.85% | -5.44% | -10.18% | 3.43% | 23.42% | 主观期货 |
| 众壹资产进取套利 1 号 | 众壹资产 | -1.02% | -2.49% | -5.75% | 9.81% | 7.20% | 8.82% | 主观期货 |
| 信伟达辰星量化 1 号 | 信伟达资产 | -1.93% | -0.86% | -6.05% | 9.43% | -13.61% | 19.94% | 短周期 |
| 阳泽泽丰另类量化 1 号 | 阳泽投资 | 1.41% | -3.93% | -8.01% | 0.28% | 1.55% | 15.56% | 量化基本面 |
| 本利达利磐期货量化壹号 | 本利达资产 | -0.96% | -7.76% | -8.83% | -3.75% | 22.96% | 14.41% | 短周期 |
| 信弘磐宜 1 号 | 信宏天禾资产 | -1.78% | -7.47% | -9.61% | 14.67% | 5.91% | 12.43% | 短周期 |
| 毓颜言商 1 号 | 毓颜投资 | -0.38% | -0.45% | -9.94% | 9.67% | 5.16% | 16.66% | 中周期 |

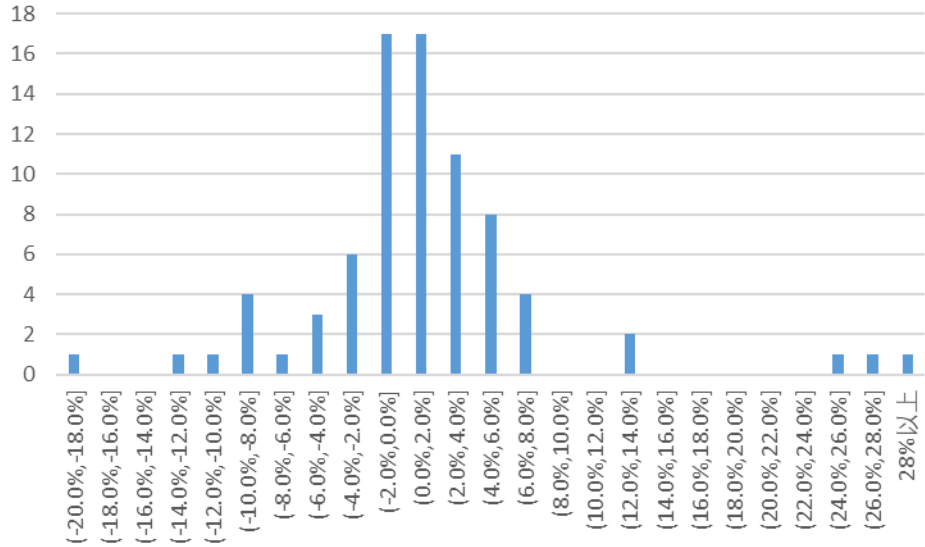


| | | | | | | | | |
|-------------------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|-------|
| 弘量弘盈量化 CTA | 弘量投资 | -2.76% | -8.40% | -10.90% | 5.74% | -2.33% | 17.68% | 长周期 |
| 中量投 CTA 进取一号 A 类 | 中量投资资产 | 5.24% | -4.94% | -13.86% | 8.13% | 17.17% | 19.10% | 短周期 |
| 盛冠达 CTA 基本面量化 1 号 | 盛冠达资产 | -5.87% | -12.21% | -19.82% | -4.28% | -8.99% | 27.74% | 量化基本面 |

来源：朝阳永续，国金证券研究所；数据截止：2024/6/30

股票市场、权益市场、债券市场不同的衍生品均存在一定幅度波动，给期货宏观策略大类带来了一定业绩分化。观察池的产品大多数收益率集中在-2%至 2%区间内，但同时收益率分布具有一定肥尾效应，共有三个产品近半年收益率超过 24%。

图表 14：期货宏观和期权策略观察池产品 2024 年上半年收益率分布

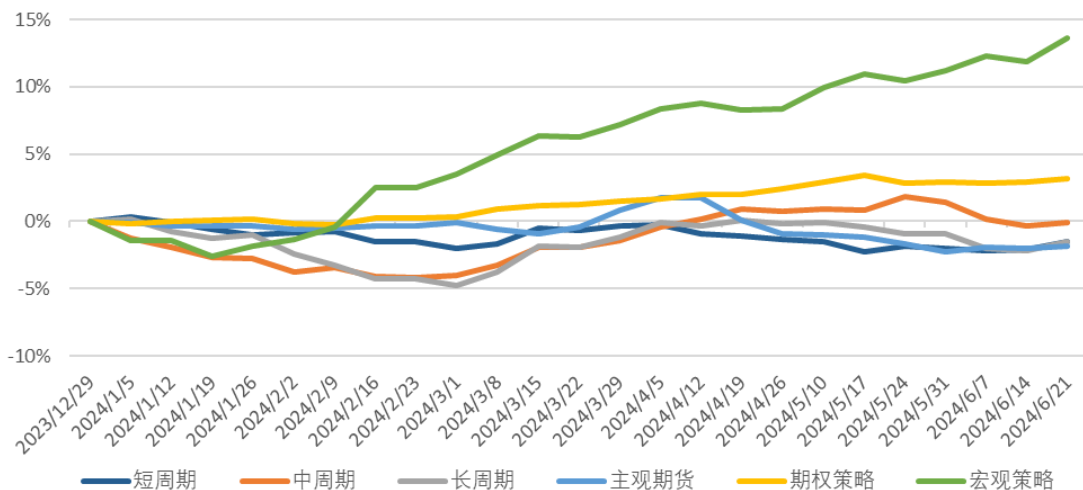


来源：国金证券研究所，朝阳永续

期货宏观和期权策略二级分类表现：量化 CTA 整体走平，产品间相关性较低

分子策略来看，宏观策略在 2024 年以来表现尤为突出，主要原因是宏观策略大多进行了股票、商品、债券相对均衡的配置，尤其高波动产品会使用国债期货多头来增加债券类资产对组合的波动率贡献，受益于债市和黄金的走强，宏观类策略在今年上半年表现突出。量化 CTA 方面，中周期和长周期 CTA 的整体表现走势相仿，均为 3-4 月上涨，5 月小幅回调。整体波动节奏与我们上文中的时序类指标和截面类指标的波动节奏一致。整体表现依赖市场的趋势性行情和截面上相对稳定的强弱关系，但量化 CTA 整体波动较小。

图表 15：期货宏观和期权策略各子策略 2024 年上半年平均表现



来源：朝阳永续，国金证券研究所；数据截止：2024/6/21



在上半年部分品种波动加剧，但市场整体波动率上升不明显的环境中，由于不同管理人子策略配置、平均持仓周期、品种集中度、是否涵盖金融衍生品等方面的差异，造成量化CTA之间的业绩差异较大。我们关注池中的量化CTA产品，2024年上半年周度收益率的平均相关系数仅有0.18。进一步区分子策略来看，短周期CTA策略之间的相关性极低，仅有0.13，而长周期CTA策略之间的相关性稍高，约为0.33。

图表16：部分量化CTA产品业绩相关性矩阵

Table with columns for product names (e.g., 天图, 天图, 天图) and correlation coefficients between them.

来源：朝阳永续、国金证券研究所；数据截止：2024/6/30

第三部分：市场环境展望及期货宏观类私募配置观点

宏观环境展望：期待美联储降息和国内财政发力

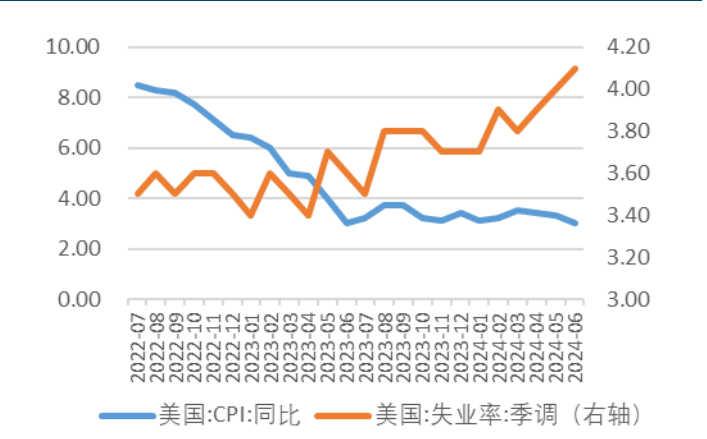
美国二季度GDP环比增速2.8%，高于第一季度的1.40%，小幅弱于过去四个季度的均值3.13%。反应出美国经济仍然具有较强韧性。然而另一方面，美国失业率数据在2024年以来持续走高，截止6月已经来到4.10%。市场对美国未来经济走向分歧，在于是否出现较强衰退周期，而是否衰退的走向对于商品市场存在重大影响。因此，近期商品市场将根据经济数据的更新而震荡，难以出现大幅度的趋势性行情，仍然不利于CTA的表现。

图表17：美国GDP季度环比增速（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所；统计截止：2024/6

图表18：失业率数据持续上升（单位：%）

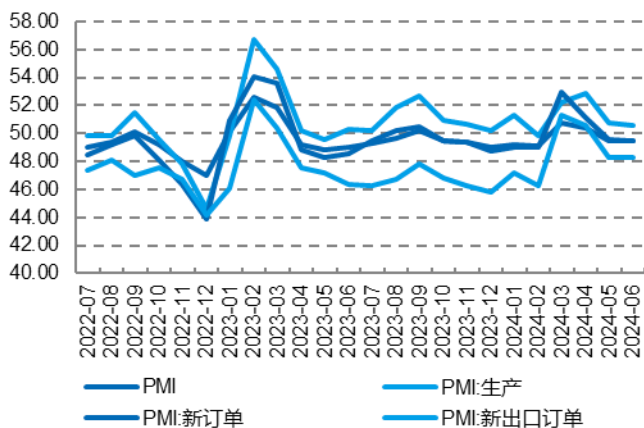


来源：Wind，国金证券研究所；统计截止：2024/6

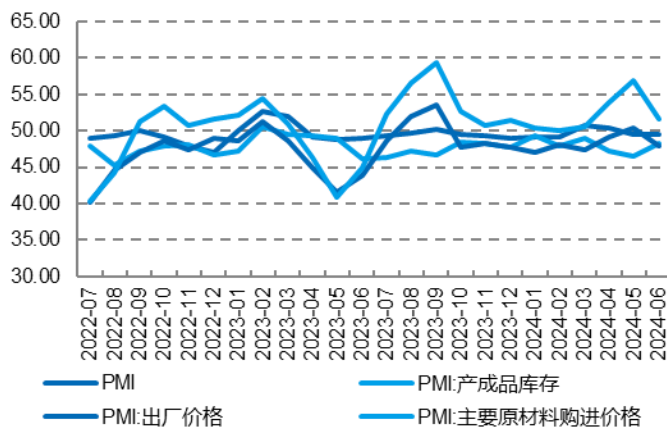
国内制造业PMI指数在上半年先涨后跌，并在2-3月维持在50以上水平，却在5月开始又落回荣枯线下方。具体来看，2-3月PMI新订单指数和PMI新出口订单指数复苏显著，分别上升至53.00、51.10和51.30、50.60，然而PMI生产指数涨幅一般，仅为52.20和52.90，产成品库存则明显走弱，分别为48.90和47.30，主要库存去化。而在随后几个月中，PMI各分项均回落，制造业整体景气度有待提高。



图表19: PMI 指数生产和需求



图表20: PMI 指数库存和价格

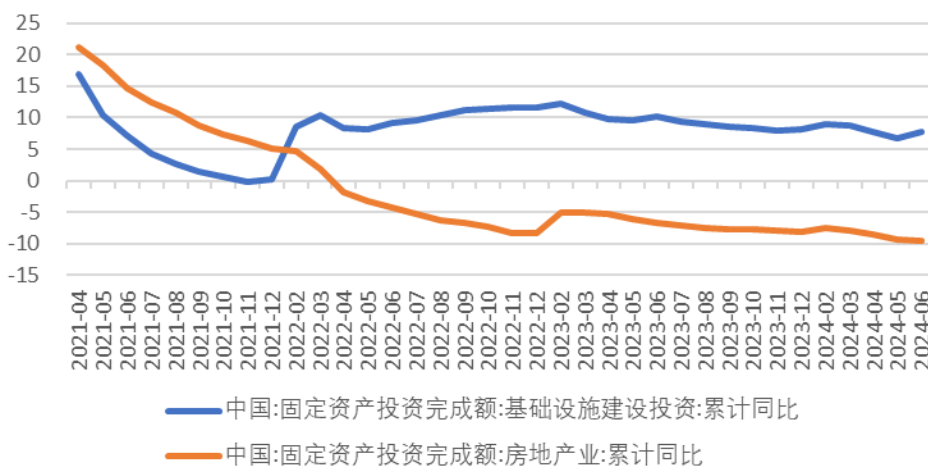


来源: Wind, 国金证券研究所; 统计截止: 2024/6

来源: Wind, 国金证券研究所; 统计截止: 2024/6

黑色系品种的主要需求来自于基建和房地产行业,其中基金涉事建设投资累计同比增速自23年Q1开始持续下行,但在2024年初有过阶段性的小幅回升,而房地产累积同比增速则持续保持萎缩。

图表21: 基建投资和房地产投资并未形成持续支撑(单位: %)



来源: Wind, 国金证券研究所; 统计截止: 2024/6

CTA 配置机会展望: 黎明降至, 等待进一步确认

中期来看,美国大选年背景下,控制通胀和失业率的重要性较强,美联储仍有可能于9月开启降息周期,带动商品反弹。而国内方面,政策在“两重”(国家重大战略实施和重点领域安全能力建设)、“双新”(推动大规模设备更新和消费品以旧换新)方面不断发力,截止7月5日,财政部已发行了7期次超长期特别国债,发行规模合计3080亿元;设备更新、消费品以旧换新、循环利用、标准提升等4个方面的方案也不断出台,或将刺激下半年国内商品需求。

整体来看,近期国际定价品种仍然处于宏观因素主导的震荡行情中,国内定价品种则处于供需两若带来的低波动震荡中,市场风格近期仍然并不利于CTA获取较好收益。然而一旦宏观和政策对行情的影响力边际下降,同时美国降息周期和国内政策力度节奏共振,将可能为下半年CTA策略带来投资机会。

具体策略方面,倘若市场仍然较大程度的受到宏观因素影响,那么时序量价类的策略将表现较好,量化基本面策略的表现可能面对较大波动。倘若我们预期的中期假设能够实现(包括美联储降息和国内财政发力),那么CTA或将迎来最近几年来难得一遇的投资机会,具体子策略方面,中长周期的时序和截面策略、量化基本面策略,可能均会有不俗的表现。因此从配置策略方面,建议在两个重要假设确认后,配置复合策略CTA。



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。

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