

危机下的 CTA 策略——会议纪要

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

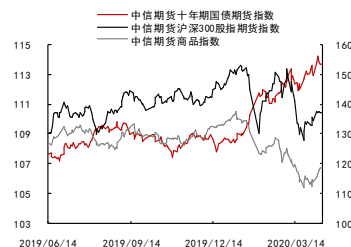
报告要点

全球能源危机下，欧洲“缺气”，中、印“缺煤”，多国因能源紧张出现电力供应短缺，多种能源产品内外价格同涨，全球通胀压力大，欧美就业好转，美国 taper 预期较强，多空交织下商品未来将如何演绎？此背景下，我们邀请行业资深专家，谈谈对近期商品交易逻辑和 CTA 策略的特征，供大家参考。

摘要：

此轮全球新冠疫情拐点确认，欧美就业市场持续好转，全球经济不断恢复，但仍面临较大不确定性，供应端约束仍在持续，全球能源危机推升通胀预期，美联储 Taper 将至，金融环境或将利空商品市场，美元、美债收益率能否持续走强？近期商品市场存在哪些投资逻辑？今年以来 CTA 市场具有哪些特征？量化 CTA 策略表现如何？

今天我们邀请到了中信期货研究部商品 CTA 组负责人刘高超，西部证券宏观首席分析师，执行董事张静静，明晟东诚投资研究部副总裁王旭，中信期货研究部商品 CTA 研究员唐运，来谈谈对近期商品交易逻辑和 CTA 策略的特征，供大家参考！



商品基本面 CTA 团队

研究员：

刘高超

010-57762988

从业资格号 F3011329

投资咨询号 Z0012689

联系人：

唐运

010-58135957

从业资格号 F1024390

投资咨询号 Z0015916

目录

摘要：	1
一、近期商品市场的投资逻辑（刘高超 中信期货研究部商品 CTA 组负责人）	3
二、美元、美债收益率后市展望（张静静 西部证券宏观首席分析师，执行董事）	4
三、CTA 市场特征及未来展望（王旭 明晟东诚投资研究部副总裁）	5
四、产业链跨品种套利策略简析（唐运 中信期货研究部商品 CTA 研究员）	7
免责声明	9

一、近期商品市场的投资逻辑（刘高超 中信期货研究部商品 CTA 组负责人）

1.1 近期商品市场的投资逻辑

全球能源危机下，欧洲“缺气”，中、印“缺煤”，多国因能源紧张出现电力供应短缺，多种能源产品内外价格同涨，全球通胀压力大，欧美就业好转，美国 taper 预期较强。

1.2 能源危机的成因及展望

2020 年疫情冲击全球能源、电力消费，能源消费下降更加明显，而电力存在刚性需求。今年能源、电力消费增加。地区结构上看，亚洲、北美、欧洲占据前三，欧洲能源短缺很快波及全球。

欧洲天然气紧张原因：1. 全球经济恢复，能源及电力需求回升；2. 美国、巴西干旱，水电产量下降，欧洲风电产量降低；3. 飓风影响下，美国对欧洲天然气出口下降；4. 俄罗斯北溪 2 号尚未供气，对欧洲供气计划尚未上调；5. 欧洲天然气进口量、库存处于近年同期最低水平。

欧洲天然气供需展望：1. 未来欧洲风电产量将回升，但无法弥补欧洲能源电力缺口；2. 虽然北溪 2 号已经完工，但俄罗斯表态当前不会增加对欧洲的供气；3. 美国对欧洲天然气供应会逐步回升，但需求也会进入旺季，供需紧张改善需要时间。

1.3 重点商品供需和投资机会展望

煤炭：印度用电需求增加，水电量下降，煤炭需求增加，进而导致印度煤炭进口大幅增加。国内煤炭进口受限，国内产能预计逐步释放，但焦煤存在结构性问题，依然依赖进口。印尼出口量下降，加剧全球煤炭供应紧张。全球煤炭供应仍偏紧。

原油：从原油供需来看仍具备上涨的基础。潜在风险在于高油价下主要产油国增产速度是否超预期，通胀压力下美国是否将伊朗原油释放出来，及近日美国原油库存的增加。另外，今年冬季拉尼娜发生概率 70%-87%，12-2 月北美、亚洲东北部低温概率高，冷冬的故事对能源市场仍有效。

油脂油料：大豆供应回升，棕油产量低于预期，油脂低库存，而豆粕需求预期走弱，美豆价格的下跌更多体现在豆粕上，近期油强粕弱、棕强豆弱的格局或维持。不确定性在于马来、印尼劳工问题，拉尼娜导致南美豆减产。

生猪：价格仍处于下跌周期。7、8 月能繁母猪存栏下降，2022 年 6 月可能存在生猪存栏下降。二元能繁母猪价格高点对应 13 个月后生猪价格的低点，预计春节前猪价会有阶段性反弹，春节后再度下跌概率大。本轮猪周期起点在 10 元/kg 左右，当现货价格跌至 10 元/kg 附近时，再去做空猪价的风险收益比不合适，近期关注猪价反弹风险。

棉花：前期棉价上涨的主要动力在国内籽棉收购价持续上涨和 USDA9 月供需报告下调全球棉花库存，近期以上两个因素均发生了微妙变化。国庆节后国内籽棉收购价上涨动力明显减弱，甚至出现回落，预计随着新棉上市进入中后期，籽棉价格回落概率较大。另一方面，USDA10 月供需报告上调全球棉花产量至 2618.8 万吨，下调消费量至 2686.8 万吨，期末库存上调至 1897.1 万吨。如果后期全球流动性收紧，而疫情持续，全球经济恢复放缓，棉花终端产品需求走弱或将拖累棉价。此外，政策端国储棉的抛售也利空棉价。因此，在高籽棉价格和原油强势背景下，近期棉价下方支撑或较强，而后期籽棉价格回落及终端消费走弱的预期将利空棉价。

1.4 总结

政策、疫情、天气等因素导致今年的能源荒，天然气、煤炭、原油领涨商品市场。中下游生产成本增加，企业易出现减产停产风险。另一方面能源荒导致高通胀，同时美国就业恢复，taper 预期强，金融环境利空商品市场。美元、美债收益率、黄金面临高通胀与流动性收紧的博弈，美元、美债收益率上涨趋势不变，黄金下跌趋势不变，但波动增强。铜下跌趋势不变，但短期在低库存、供应停产影响下铜价或偏强。化工品仍为成本逻辑主导。生猪处于产能扩张周期，价格处于下跌趋势，但 11、12 月猪价面临反弹风险。棉花抢收逻辑、原油强势背景下棉价下方支撑或仍较强，但未来下行风险增大。

二、美元、美债收益率后市展望（张静静 西部证券宏观首席分析师，执行董事）

2.1 原油：

原油是通胀的创造者，美债受到通胀影响较大，因此原油和美债存在正相关。

短期内原油价格存在波动的风险，受制于美国是否会在 11 月放出库存及增产，但明年原油价格上涨是大概率事件，未来三年油价将重回 100 美元/桶。2021 年全球处于疫情之后进一步恢复阶段，交通运输恢复，而原油六成受交通运输影响。目前原油需求已接近疫情前水平，预期明年需求会超过疫情前。现在的情况

可对标 2008、2009 年。明年需求将有 2-3% 的增长。

供给方面，OPEC 按照疫情前水平恢复生产，不是无限扩张，可对标 2019 年。美国原油供给减少，由于拜登上台，更多做新能源部署，抑制传统能源，因此预期美国明年原油供应只会比今年高一点，同时伊朗无法弥补美国供给的 200 万桶缺口，因此明年仍然是去库存。以库存作为标尺，现在的库存约等于 2018 年的低位，因此现在油价也接近 2018 年 9 月到 10 月水平。如果明年继续去库存，原油库存回归到 2014 年水平，则油价未来三年之内会回归到 100 美元/桶以上。

2.2 美元指数

三个因素不利于欧元，导致今年美元指数反弹：1. 德国大选，结束了默克尔 16 年的执政。欧洲政治具有不确定性，利空欧元，反向利多美元。2. 货币政策结构，美国率先货币正常化。3. 美元具有避险功能，疫情之后的全球不确定性高于美国。

预计明年美国贬值概率大。基本面方面，美国贸易差仍在扩大，且明年美国中期选举，欧洲政治更稳定。预期明年美联储货币政策基调大概率偏鸽；明年疫情会得到进一步控制，全球不确定性降低；英国超预期加息。预期美元指数明年贬值到 85 以下。

2.3 美债收益率

预计 2022 年美债收益率呈现 V 型走势。考虑到政治因素，今年释放 Taper 利空影响、2023 年首次加息符合政治诉求。明年 Q2-Q3 中期选举临近，预期美联储货币政策转鸽，不会加息，10Y 美债收益率有望小幅回落。因此，2022 年 10Y 美债收益率高点或出现在 Q1，有望突破 2%，Q2-Q3 期间小幅下调，中期选举后再度反弹。明年 2-3 月份国内的货币政策会有更多的空间，我们国内的资产价格受到外部的约束变小。

三、CTA 市场特征及未来展望（王旭 明晟东诚投资研究部副总裁）

3.1 CTA 市场特征

CTA 策略 2019 年之前年化只有 7% 左右，近两年在通胀的背景下，有着很好的表现，受到广泛关注，今年 5 月之前也有很好的收益。CTA 分类从交易方式上分为：1. 量化——按照既定的规则进行交易，总结过去历史经验，属于归纳法，统计过去发生的概率较大的事件 2. 主观——偏向于演绎法，分析库存、极差驱

动等，通过主观经验进行交易。主观交易集中在跨期、跨产业链套利，风控也比较严格。昨天黑色商品下跌带动能化农产品下跌，做长期量价的影响会稍微大一些，影响在 1%-2%，而做主观的受到的影响比较小，基本上在 0.5% 以内。按照交易频率、持仓周期可以分为：低频（1 周及以上），中频（2 到 5 天），高频（1 天之内）。低频交易中很大一部分是做趋势跟踪，特征就是追涨杀跌，5 月-8 月低频趋势跟踪收益较差，8 月之后取得了比较好的收益。多因子策略有两种做法，一种是偏向于截面的策略，另一种是单一因子做多策略组合。单一因子包括动量，期限结构，基本面等等。动量和趋势跟踪本质是同源的。我们把收益划分成 beta 和 alpha，beta 就是我们刚刚提到的动量、期限结构、基本面等，配置的时候更多的通过底层的 beta 因子进行组合投资，并选择优秀的管理人获得更高的 alpha。CTA 策略显著受到管理规模制约。一般管理人规模不超过三四十亿。随着规模增长，收益一般会逐渐下降。

3.2 CTA 市场表现回归及展望

今年 CTA 策略结果可以分为三个阶段：第一阶段 1-5 月——疫苗接种加速，人们对经济预期增强，带动商品价格上涨，接近 5 月时，商品价格的上涨已经脱离了基本面，这段时间基本面策略没有很多收益，而中频 CTA、低频偏量价的策略表现都不错，因子层面短期因子表现比较抢眼，动量先跌后涨，这个阶段长期动量优于短期动量，基本面因子带来回撤。第二阶段 5-8 月——前期涨幅回落。受 delta 病毒出现影响，人们对未来经济预期出现担忧，国内大宗商品抛储，还有一些政策影响。这个阶段短期因子表现不错，动量因子带来大幅回撤，基本面因子有一定复苏。第三阶段 8 月至今——主要驱动因素是美元供给。国内碳中和政策，欧洲天然气不足，能源化工板块显著领涨整个市场，10 月之后有色板块有很好的表现。短期因子震荡，动量因子强势。

回顾过去的行情可以发现，每个阶段都有一个主要因子提供收益，一个因子

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28037

