

顺时依势，关注 CTA 和中性

——九月 FOF 配置月报

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

展望 9 月，我们对权益策略维持中性观点，短期主要博弈政策面刺激后的市场反弹，在市场探明底部位置后，机会大于风险；利率短期震荡，中期债券多头格局仍在；多项跟踪指标开始上行，超额环境回暖，指增和股票中性策略维持中性偏多；市场活跃度较好，各大板块共振上行，叠加政策支持，CTA 策略震荡向上。

摘要：

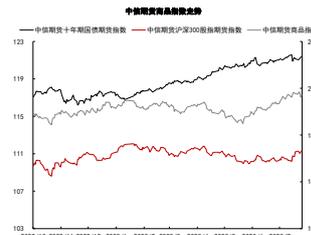
权益策略为中性观点：短期视角下市场仍处在磨底阶段。短期主要博弈政策面刺激后的市场反弹，但市场底往往对政策底有一定滞后性，市场或许再度确认底部位置。在市场探明底部位置后，机会大于风险。

债券策略为中性偏多观点：市场短期对于宽信用的预期或有所减弱，进而带动债市呈现明显走强。不过资金面扰动仍在延续，资金面反复收紧，或使得市场对资金面的担忧情绪加重。另外近期地产支持政策以及财政政策进一步出台，这也给债市带来一定的调整压力。

量化股票为中性偏多观点：多项跟踪指标回升至上行区间，超额环境逐步回暖，同期指增策略超额表现较好。此外，目前对冲成本处于较低水平，基差升水，对中性策略相对友好。

CTA 策略为偏多观点：目前，市场活跃度较好，成交额持续升温；各大板块品种间的相关性走势开始靠拢，基本均处于加速上扬的状态；叠加宏观政策支持，大宗商品或将是下一阶段的受益资产，中长周期 CTA 策略有望支撑 CTA 持续当前震荡上涨之势。

风险提示：国际地缘政治冲突加剧、美联储二次加息、国内政策变化超预期。



金融工程团队

研究员：
熊鹰
021-80401732
xiongying@citicsf.com
从业资格号 F3075662
投资咨询号 Z0018946

研究员：
周通
021-80401733
zhoutong@citicsf.com
从业资格号 F3078183
投资咨询号 Z0018055

研究员：
谢飞
xiefei2@citicsf.com
从业资格号 F3080201
投资咨询号 Z0019036

研究员：
蒋可欣 FRM
jiangkexin@citicsf.com
从业资格号 F03098078
投资咨询号 Z0018262

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

摘要:	1
一、九月配置观点	4
二、主观多头策略	8
三、指增/中性策略	10
(一) 指数增强策略	10
(二) 市场中性策略	12
四、CTA 策略	14
(一) 商品市场整体回顾	14
(二) CTA 策略基金整体表现	16
(三) CTA 策略近期展望	17
五、债券策略	20
六、市场数据跟踪	21
七、风险提示	25
免责声明	26

图表目录

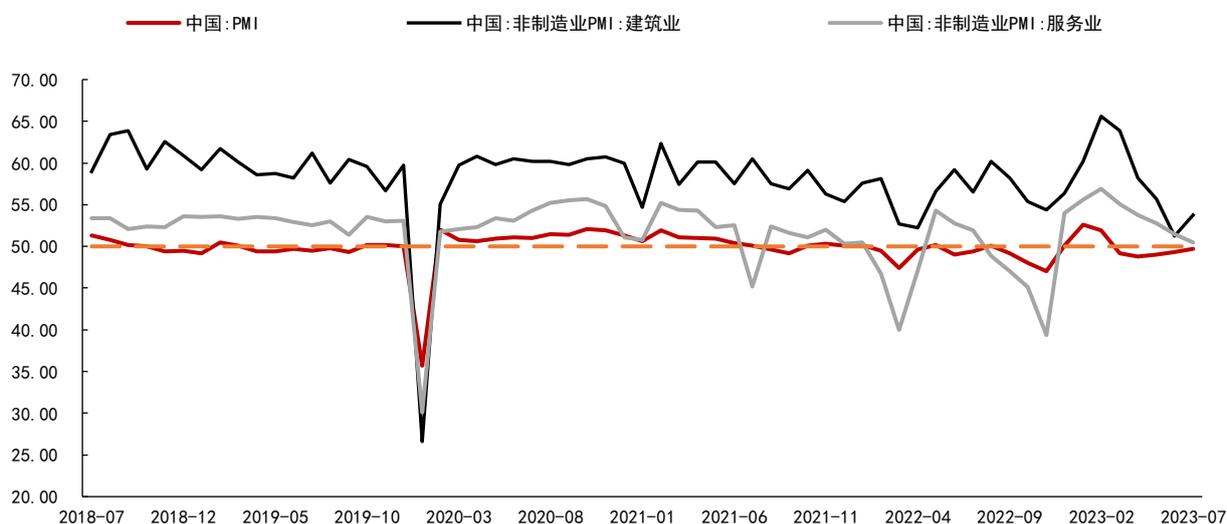
图表 1: PMI 有所回暖, 建筑业 PMI 明显回升	4
图表 2: 目前处在紧货币宽信用、厂商主动去库、通胀收缩下行周期	5
图表 3: 当下周期各策略胜率与赔率	6
图表 4: DR007 显示出宽货币倾向	6
图表 5: 企业信用扩张或面临阶段性转向	6
图表 6: 主动去库或接近尾声	7
图表 7: PPI 出现转向迹象	7
图表 8: 下一阶段各策略胜率与赔率	7
图表 9: 八月 A 股明显受挫	8
图表 10: 全 A 风险溢价位于上行一倍标准差	9
图表 11: 300 风险溢价位于上行一倍标准差	9
图表 12: 300 风险溢价位于三年中枢位置	9
图表 13: 1000 风险溢价偏低	9
图表 14: 公募指增产品平均业绩表现 (截至 20230901)	10
图表 15: 公募指增产品平均超额表现 (截至 20230901)	10
图表 16: 私募指增产品平均业绩表现 (截至 20230825)	10
图表 17: 私募指增产品平均超额表现 (截至 20230825)	10
图表 18: 成交额指标	11
图表 19: 个股收益分化度指标	11
图表 20: 大小盘相对强弱指标	12
图表 21: 价值成长相对强弱指标	12
图表 22: 行业轮动速度指标	12

图表 23: 因子稳定性指标	12
图表 24: 四象限指标运行轨迹 (截至 20230621)	12
图表 25: 跟踪指标共振强度 (截至 20230621)	12
图表 26: 公募市场中性产品平均业绩表现 (截至 20230901)	13
图表 27: 私募市场中性产品平均业绩表现 (截至 20230825)	13
图表 28: 股指期货 IF、IC、IH 年化成本 (截至 20230901)	13
图表 29: 中信期货各类指数净值走势.....	14
图表 30: 中信期货商品指数波动率变化.....	14
图表 31: 中信期货各类指数相关指标.....	15
图表 32: 各类因子净值变化	15
图表 33: 各类因子相关指标	16
图表 34: 聚类拟合产品指数的净值变化.....	16
图表 35: 聚类拟合产品指数收益率的相关指标.....	16
图表 36: 商品板块成交额与持仓合约价值.....	17
图表 37: 商品期货、股指期货和国债期货的成交额和持仓价格比率的变化.....	18
图表 38: 中信期货指数成分品种之间相关系数变化.....	18
图表 39: 中信期货各类指数成分品种之间相关系数变化.....	19
图表 40: 中债国债到期收益率	20
图表 41: 中长期纯债型基金指数表现.....	20
图表 42: 新发基金情况	21
图表 43: 中信一级行业指数表现.....	21
图表 44: 中信风格指数表现	22
图表 45: 市场风格指数表现	22
图表 46: 公募基金一级分类业绩表现.....	22
图表 47: 公募基金二级分类业绩表现.....	22
图表 48: 分类型公募基金收益分布 (2023 年 8 月 1 日至 2023 年 8 月 31 日)	22
图表 49: 朝阳永续主要私募指数业绩表现.....	23
图表 50: 朝阳永续主要私募指数区间收益率.....	23
图表 51: IC 当月合约历年累计对冲成本.....	23
图表 52: IC 当季合约历年累计对冲成本.....	23
图表 53: IF 当月合约历年累计对冲成本.....	23
图表 54: IF 当季合约历年累计对冲成本.....	23
图表 55: 久期因子 (Level)、期限结构因子 (Slope)、信用利差因子 (Credit) 周度表现	24
图表 56: 公募基金配置中信一级行业占比.....	24
图表 57: 公募基金配置中信一级行业较上月变化.....	24

一、九月配置观点

制造业 PMI 温和改善, 基建地产出现明显分化。8月中国制造业 PMI 为 49.7%, 前值 49.3%; 非制造业商务活动指数为 51.0%, 前值 51.5%。8月 PMI 数据显示制造业需求温和改善, 生产显著加快, 出厂价格企稳回升, 制造业趋于边际改善。8月基建进度加快, 但房屋建筑业仍偏弱, 服务业增长放缓。低迷的房地产拖累了建筑业增长, 也不利于服务业恢复。尽管近期部分一、二线城市进一步放松楼市政策, 但楼市预期的修复需要一些时间。总体来看, 稳经济力度的适当加大可能推动制造业继续边际改善, 但房地产投资偏弱可能继续制约经济恢复的力度。

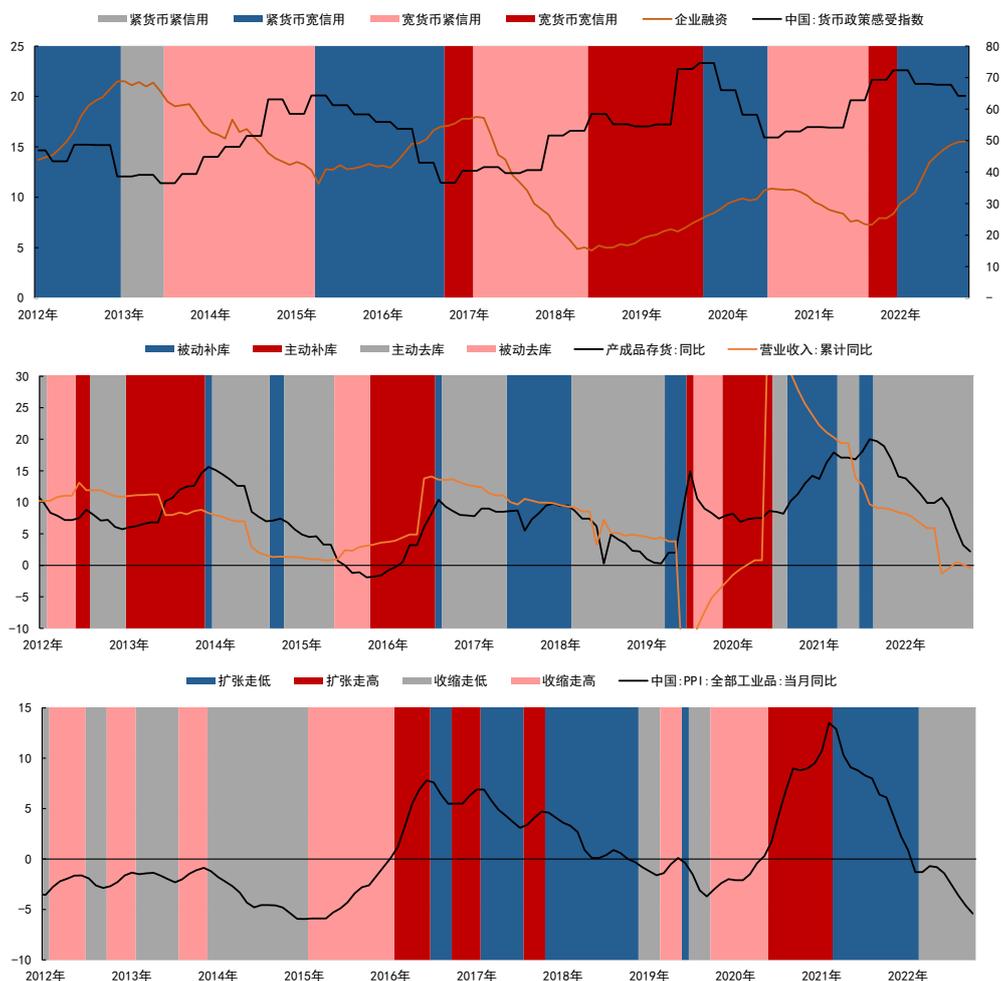
图表 1: PMI 有所回暖, 建筑业 PMI 明显回升



资料来源: 中信期货研究所

多维周期视角下, 我们处在紧货币宽信用、厂商主动去库、通胀收缩下行周期。我们构建了三重周期从不同视角刻画宏观经济, 有明显的分化。货币政策具有逆周期调节特征, 货币信用周期与库存周期、通胀周期的冷暖有明显错位。货币信用周期以金融视角刻画周期, 从货币供给条件与实体融资需求两个维度判断当下经济状况; 库存周期以企业生产经营视角刻画周期, 从工业企业产成品存货与工业企业营业收入两个维度判断当下经济状况; 通胀周期从价格视角刻画周期, 从商品价格走势反应经济供需两端的相对强弱变化。

图表 2：目前处在紧货币宽信用、厂商主动去库、通胀收缩下行周期



资料来源：中信期货研究所

当下阶段三周期模型一致推荐配置债券类策略，其中通胀周期给出显著高配债券类策略的信号。

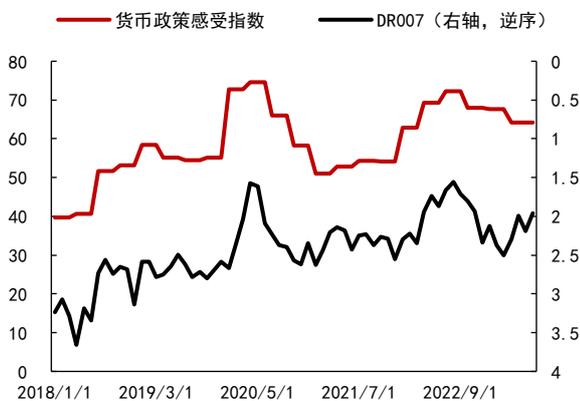
图表 3：当下周期各策略胜率与赔率

紧货币宽信用									
	月数	收益均值	收益中位数	标准差	上行月数	下行月数	胜率	收益排序	排序标准差
主观多头	24	0.16%	-0.65%	4.07%	11	13	46%	6.04	4.16
1000指增	24	0.42%	0.14%	3.02%	13	11	54%	5.54	3.37
500指增	24	0.02%	-0.07%	3.98%	12	12	50%	6.50	3.75
300指增	24	0.09%	-0.69%	3.71%	10	14	42%	7.04	3.53
趋势CTA	24	0.54%	0.35%	2.03%	14	10	58%	5.63	3.09
市场中性	24	0.16%	0.10%	1.13%	12	12	50%	5.79	2.30
转债	24	-0.31%	-0.25%	1.50%	11	13	46%	6.75	2.94
信用债	24	0.17%	0.20%	0.27%	20	4	83%	4.92	2.54
中长期纯债	24	0.12%	0.14%	0.25%	19	5	79%	6.04	3.04
短期纯债	24	0.16%	0.17%	0.14%	22	2	92%	5.75	2.54
货币市场	24	0.14%	0.14%	0.04%	24	0	100%	6.00	3.19
主动去库									
	月数	收益均值	收益中位数	标准差	上行月数	下行月数	胜率	收益排序	排序标准差
主观多头	41	0.41%	0.55%	3.71%	22	19	54%	5.85	3.63
1000指增	41	0.75%	0.41%	4.04%	23	18	56%	5.83	3.54
500指增	41	0.47%	0.49%	4.24%	23	18	56%	5.90	3.62
300指增	41	0.16%	-0.09%	4.18%	19	22	46%	6.51	3.55
趋势CTA	41	0.26%	0.30%	1.39%	23	18	56%	6.15	3.05
市场中性	41	0.22%	0.28%	0.87%	24	17	59%	5.95	2.54
转债	41	0.55%	0.78%	2.82%	24	17	59%	5.51	3.14
信用债	41	0.30%	0.29%	0.30%	37	4	90%	5.41	3.11
中长期纯债	41	0.27%	0.28%	0.26%	35	6	85%	5.78	2.91
短期纯债	41	0.22%	0.19%	0.15%	39	2	95%	6.12	2.55
货币市场	41	0.15%	0.16%	0.05%	41	0	100%	6.98	3.01
收缩走低									
	月数	收益均值	收益中位数	标准差	上行月数	下行月数	胜率	收益排序	排序标准差
主观多头	14	-0.50%	-1.79%	3.58%	6	8	43%	7.07	4.46
1000指增	14	-0.36%	-0.57%	2.56%	5	9	36%	6.93	2.92
500指增	14	-0.25%	-0.77%	2.63%	6	8	43%	6.64	3.59
300指增	14	-0.13%	-0.90%	2.40%	5	9	36%	6.71	3.27
趋势CTA	14	0.21%	0.31%	1.56%	8	6	57%	5.93	3.50
市场中性	14	0.11%	0.10%	0.53%	7	7	50%	5.29	2.84
转债	14	-0.44%	-0.43%	1.93%	5	9	36%	6.07	3.08
信用债	14	0.26%	0.29%	0.24%	13	1	93%	4.29	2.40
中长期纯债	14	0.24%	0.28%	0.26%	13	1	93%	5.00	2.80
短期纯债	14	0.20%	0.20%	0.15%	13	1	93%	5.50	2.50
货币市场	14	0.14%	0.14%	0.03%	14	0	100%	6.57	2.87

资料来源：中信期货研究所

后续有望进入宽货币紧信用、厂商被动去库、通胀收缩上行阶段。货币信用周期方面，目前处在紧货币宽信用阶段，后续若 DR007 反映出宽货币倾向及企业融资扩张放缓得到印证，将进入宽货币紧信用阶段。库存周期方面，目前处在主动去库阶段，后续参考以往经验，若交易拐点领先库存拐点，将进入被动去库阶段。通胀周期方面，至今年 6 月通胀周期处在收缩下行阶段，7 月数据有所转向，若能维持修复态势，将进入收缩上行阶段。

图表 4：DR007 显示宽货币倾向



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 5：企业信用扩张或面临阶段性转向



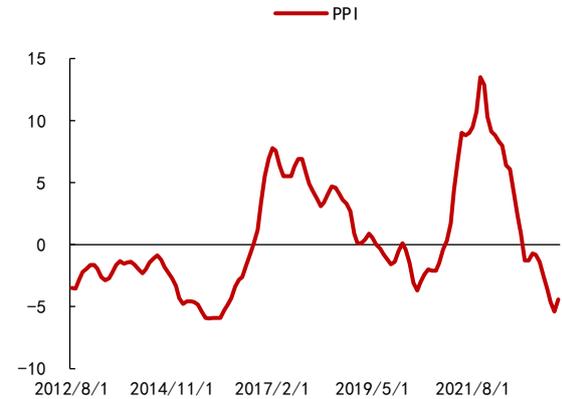
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 6：主动去库或接近尾声



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7：PPI 出现转向迹象



资料来源：Wind 中信期货研究所

后续若进入宽货币紧信用、厂商被动去库、通胀收缩上行阶段，货币信用周期与库存周期、通胀周期信号存在背离，综合考虑三周期信号共振和信号显著性，建议配置权益类策略和趋势 CTA 策略。风险偏好相对有限的情况下，建议配置中性策略和趋势 CTA 策略。

图表 8：下一阶段各策略胜率与赔率

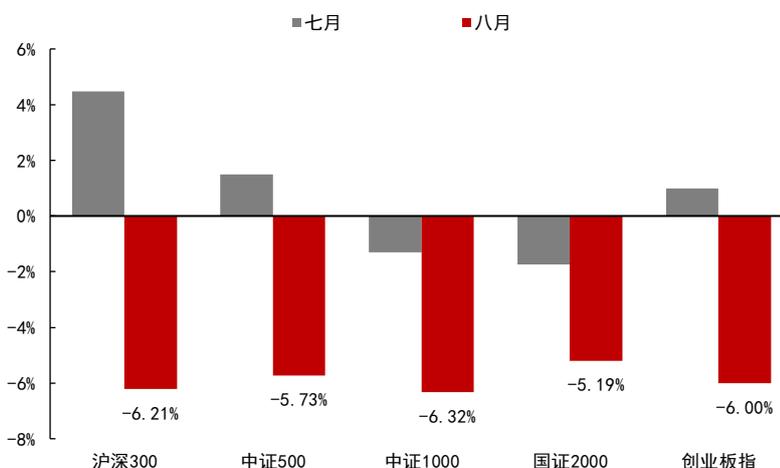
宽货币紧信用										
	月数	收益均值	收益中位数	标准差	上行月数	下行月数	胜率	收益排序	排序标准差	
主观多头	30	-0.54%	0.02%	3.42%	15	15	50%	6.60	3.54	
1000指增	30	-0.07%	0.05%	4.05%	15	15	50%	5.70	3.72	
500指增	30	-0.24%	-0.04%	4.10%	15	15	50%	6.23	3.52	
300指增	30	-0.46%	-0.43%	3.97%	13	17	43%	6.67	3.89	
趋势CTA	30	0.28%	-0.20%	1.45%	14	16	47%	6.03	3.20	
市场中性	30	0.10%	0.09%	0.82%	16	14	53%	6.17	1.93	
转债	30	0.16%	0.42%	2.39%	16	14	53%	5.73	3.30	
信用债	30	0.32%	0.29%	0.30%	27	3	90%	5.20	2.74	
中长期纯债	30	0.30%	0.29%	0.25%	26	4	87%	5.37	2.67	
短期纯债	30	0.25%	0.22%	0.15%	29	1	97%	5.83	2.78	
货币市场	30	0.17%	0.17%	0.05%	30	0	100%	6.47	3.01	
被动去库										
	月数	收益均值	收益中位数	标准差	上行月数	下行月数	胜率	收益排序	排序标准差	
主观多头	4	7.19%	6.76%	3.87%	4	0	100%	1.75	1.50	
1000指增	4	4.04%	3.54%	1.12%	4	0	100%	3.50	1.00	
500指增	4	6.38%	5.34%	3.44%	4	0	100%	1.75	0.50	
300指增	4	5.95%	4.90%	3.23%	4	0	100%	3.00	-	
趋势CTA	4	2.26%	1.46%	2.35%	4	0	100%	5.75	1.50	
市场中性	4	1.60%	0.97%	1.40%	4	0	100%	5.75	0.50	
转债	4	-0.19%	-0.00%	1.16%	2	2	50%	10.00	2.00	
信用债	4	0.10%	0.13%	0.34%	3	1	75%	7.50	1.29	
中长期纯债	4	-0.04%	0.04%	0.49%	3	1	75%	9.50	1.73	
短期纯债	4	0.06%	0.09%	0.23%	3	1	75%	8.75	0.96	
货币市场	4	0.12%	0.12%	0.02%	4	0	100%	8.75	1.26	
收缩走高										
	月数	收益均值	收益中位数	标准差	上行月数	下行月数	胜率	收益排序	排序标准差	
主观多头	11	2.82%	2.74%	4.53%	8	3	73%	3.91	3.33	
1000指增	11	2.41%	3.36%	2.75%	9	2	82%	3.82	3.09	
500指增	11	2.13%	2.00%	4.29%	8	3	73%	5.09	3.39	
300指增	11	1.99%	1.43%	4.26%	8	3	73%	5.82	4.00	
趋势CTA	11	1.93%	1.80%	1.74%	10	1	91%	4.36	1.63	
市场中性	11	0.64%	0.50%	1.32%	8	3	73%	6.45	1.37	
转债	11	0.52%	0.05%	1.68%	7	4	64%	7.00	3.49	
信用债	11	0.18%	0.13%	0.29%	9	2	82%	6.82	3.09	
中长期纯债	11	0.12%	0.06%	0.37%	8	3	73%	7.64	3.26	
短期纯债	11	0.13%	0.11%	0.20%	9	2	82%	7.45	2.38	
货币市场	11	0.14%	0.13%	0.03%	11	0	100%	7.64	2.46	

资料来源：中信期货研究所

二、主观多头策略

八月 A 股持续调整，经济运行指标持续偏弱，市场进一步悲观预期。八月市场受宏观经济指标偏弱、财报谨慎预期影响，持续走低。月末受政策面刺激，出现一轮反弹行情，但持续性偏弱。八月市场风格没有明显分化，大小盘维度与成长价值维度均出现了普遍下跌情况。行业分化上看，TMT 仍表现靠前，消费端行业拖累明显。

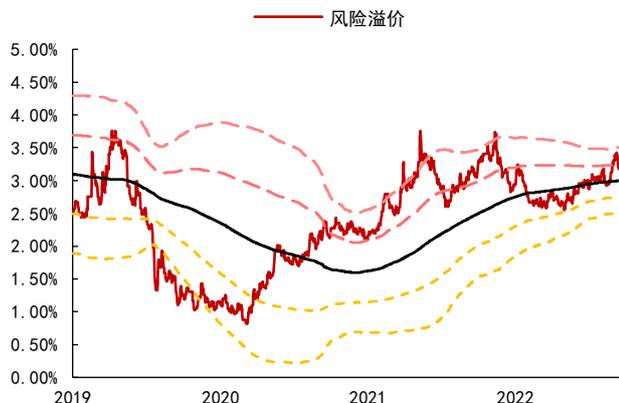
图表 9：八月 A 股明显受挫



资料来源：中信期货研究所

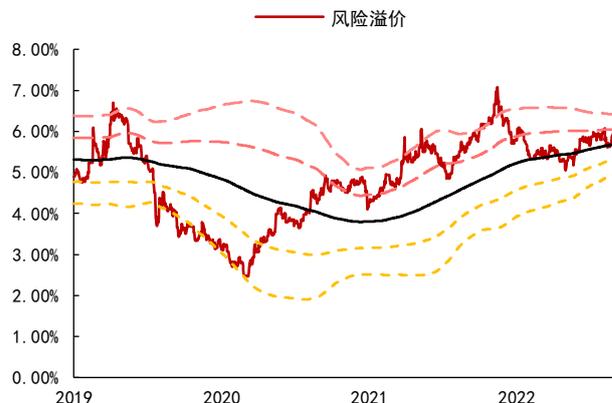
我们对主观多头维持中性观点，短期视角下市场仍处在磨底阶段。短期主要博弈政策面刺激后的市场反弹，但市场底往往对政策底有一定滞后性，市场或许再度确认底部位置。在市场探明底部位置后，机会大于风险。一方面，随着 PMI、PPI 企稳回升，我国经济将持续修复，我们的多维周期模型提示在此阶段权益往往有较好表现。另一方面，近日地产政策松绑、税收政策优化，市场对进一步刺激政策的预期将带动本轮回升。

图表 10：全 A 风险溢价位于上行一倍标准差



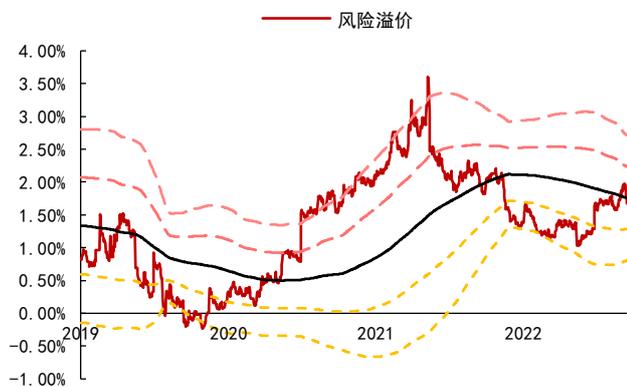
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 11：300 风险溢价位于上行一倍标准差



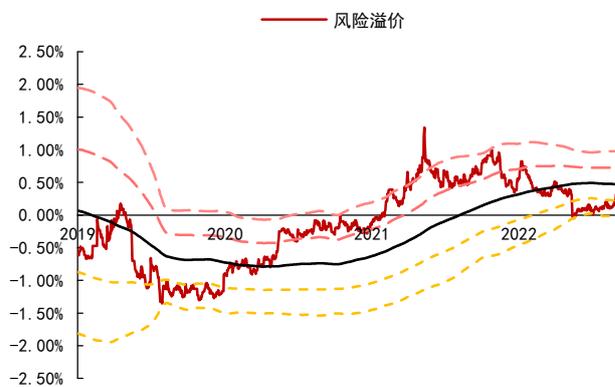
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12：300 风险溢价位于三年中枢位置



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 13：1000 风险溢价偏低



资料来源：Wind 中信期货研究所

三、指增/中性策略

(一) 指数增强策略

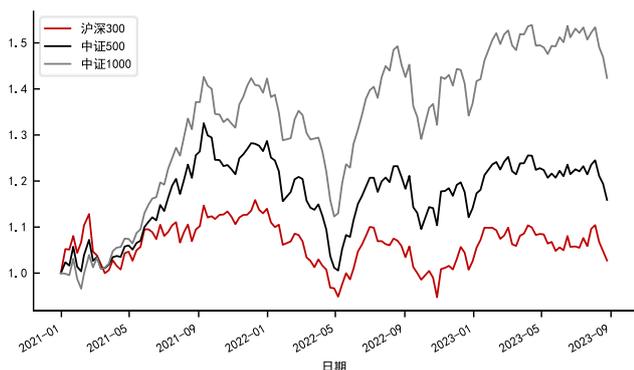
8月以来市场整体超额表现平平，公募较私募表现较好，其中1000指增弹性相对最强。公募方面，7月31日至9月1日，指增产品平均业绩表现先抑后仰，8月底开始，公募指增产品平均业绩均有所反弹。1000指增和500指增产品平均超额表现都较好，涨幅分别为1.57%和1.23%；300指增产品平均超额表现次之，涨幅为0.84%。私募方面，7月28日至8月25日，私募指增产品业绩整体表现不佳。1000指增产品平均超额表现最佳，涨幅为2.91%；500指增产品平均超额表现次之，涨幅为1.57%；300指增产品平均超额偏小，涨幅为0.89%。

图表 14：公募指增产品平均业绩表现（截至 20230901）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 16：私募指增产品平均业绩表现（截至 20230825）



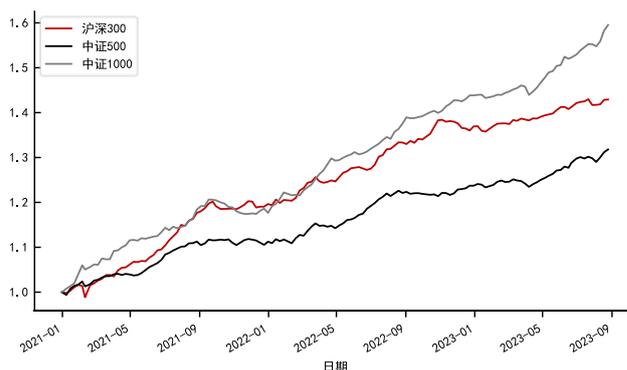
资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表 15：公募指增产品平均超额表现（截至 20230901）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 17：私募指增产品平均超额表现（截至 20230825）



资料来源：Wind 朝阳永续 中信期货研究所

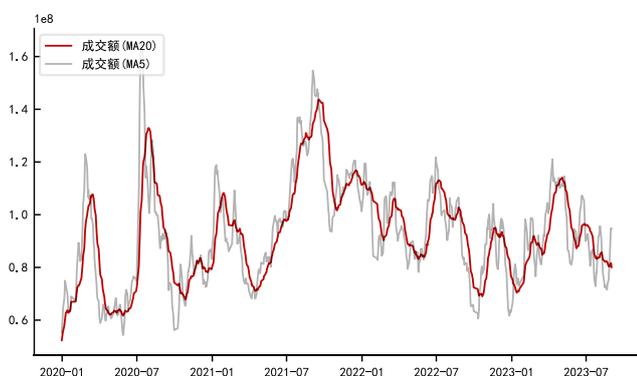
Alpha 端，我们以自建的超额环境评估模型作为参考依据（模型详见《超额环境评估模型：Alpha 显著性与稳定性——金融产品专题报告之八》）。回顾多项跟踪 8 月表现：**多项跟踪指标由偏弱位置小幅转强，市场超额环境逐渐回暖，稳定性和显著性均有所增强。**具体而言：1) **成交额持续震荡下行，总体处于相对偏弱水平，指标由年初低位震荡上行，4 月达到高点，5 月以来交投活跃度明显下**

降，6月底有所修复后，近期又震荡下行；2) 个股收益分化度高位回落，近期小幅上行，指标在3月后迎来强势触底反弹，5月初达到局部高点后回落至低点，8月中旬开始回升；3) 大小盘相对强弱指标震荡上行，小盘相对占优，指标由年初高位持续震荡回落，于8月初触底反弹，近期波动上行；4) 价值成长相对强弱指标震荡小幅走强，成长相对占优，指标在年初至三月底持续走强至高点，4月以来由高位回落，5月中下旬触底反弹，于7月回归高位，而后有所回落，近期震荡回暖；5) 行业轮动速度指标大幅上行，轮动速度逐步加快，3月以来指标呈震荡下行走势，轮动速度持续减缓，5月初达到低位之后，指标持续大幅震荡上行；6) 因子稳定性指标持续回落至低位，超额环境稳定性较好，指标于1月开始回落至低位，4月以来指标持续上行，不稳定因子数量迅速增加，行业、风格因子收益波动加剧，于6月到达高点，而后指标持续下行，目前处于低位，因子的稳定性偏强。

回顾8月，根据以上6项跟踪指标的表现来看，多数指标开始逐步回暖，跟踪指标共振强度从低位逐步走强；从四象限指标表现来看，目前指标仍处于显著性、稳定性偏弱的蓝色区域，但基于跟踪指标的回暖态势，稳定性指标走强态势明显，我们认为超额环境转好的可能性较大。

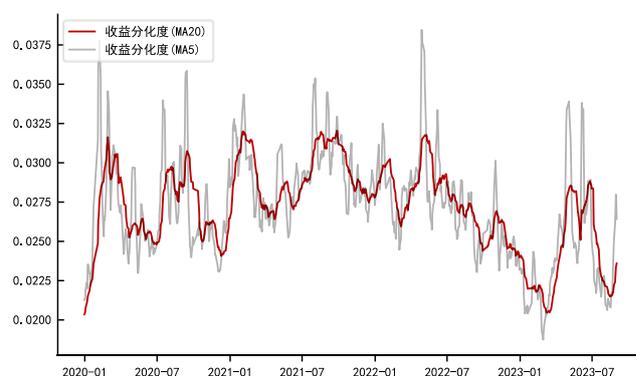
综合来看，我们对指数增强策略维持中性偏多观点。Alpha端，多项跟踪指标从下行区间回到上行区间，超额环境有所回暖；Beta端，8月PMI连续三月环比上升，叠加近期多项利好政策密集出台和落地，市场预期有望迎来提振，有利于市场风险偏好提升。中证500、1000指数仍是Alpha、Beta均衡的优质配置选择。

图表 18：成交额指标



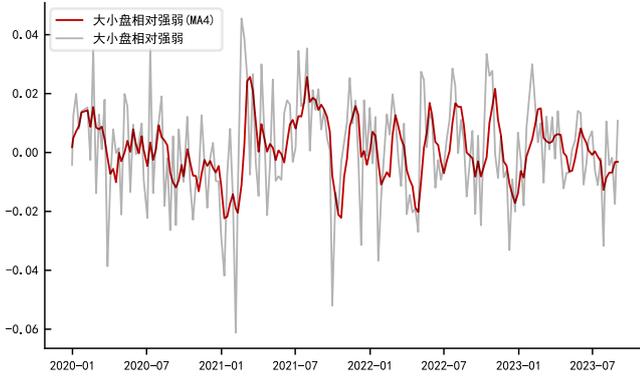
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 19：个股收益分化度指标



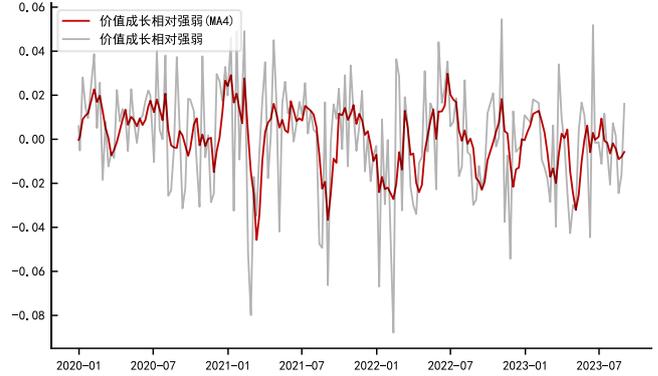
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 20: 大小盘相对强弱指标



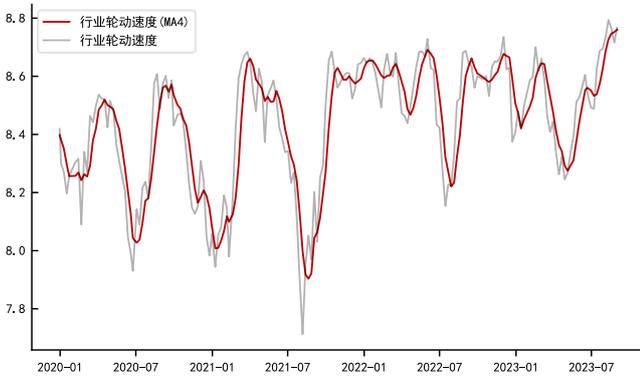
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 21: 价值成长相对强弱指标



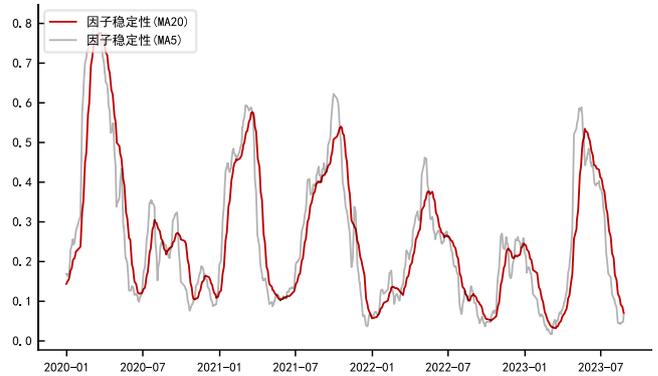
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 22: 行业轮动速度指标



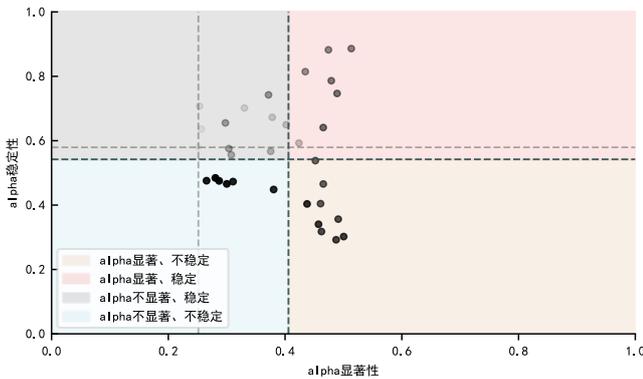
资料来源: Wind 同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表 23: 因子稳定性指标



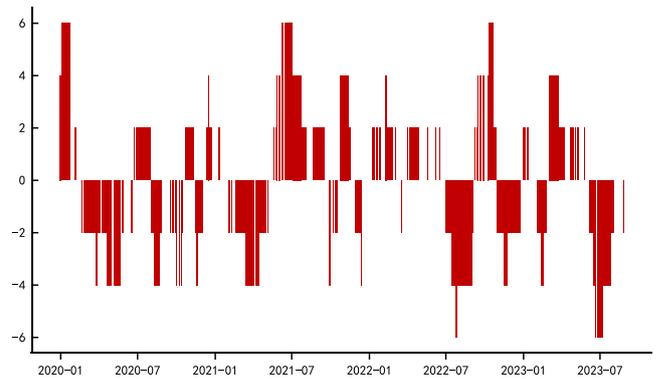
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 24: 四象限指标运行轨迹 (截至 20230901)



资料来源: Wind 中信期货研究所
注: 图中散点颜色越浅对应时间越早。

图表 25: 跟踪指标共振强度 (截至 20230901)



资料来源: 朝阳永续 中信期货研究所

(二) 市场中性策略

8 月以来, 公、私募市场中性策略平均业绩表现分化明显, 公募总体震荡走强, 私募除中规模管理人表现较好之外, 大规模和小规模管理人平均业绩表现不

佳。公募方面，7月31日至9月1日，市场中性产品的平均涨幅为0.33%；私募方面，7月28日至8月25日，市场中性产品表现较公募而言，相对偏弱。具体而言，中规模管理人表现最佳，涨幅为0.10%；大规模管理人和小规模管理人表现偏弱，跌幅分别为0.4%和1.11%

从对冲端来看，目前三大股指期货基差年化处于历史低位，中性加仓对冲成本优势明显。今年1月三大股指对冲成本均处于低位，一、二季度持续收敛，回归至水下，自6月底、7月以来，三大股指的基差持续震荡上行，基差升水。

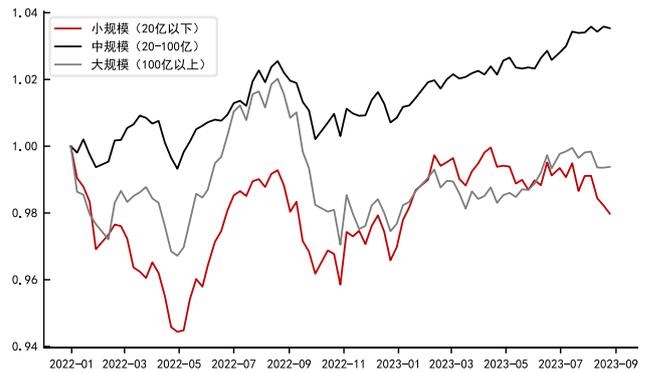
目前对冲成本处于较低水平，基差升水，对冲端优势较大。超额环境方面，相较于上个月，多项超额环境跟踪指标逐步回暖，超额环境整体有所好转，中性策略产品配置性价比高。但需留意日历效应，四季度持续观察跟踪指标的变化情况。

图表 26：公募市场中性产品平均业绩表现（截至 20230901）



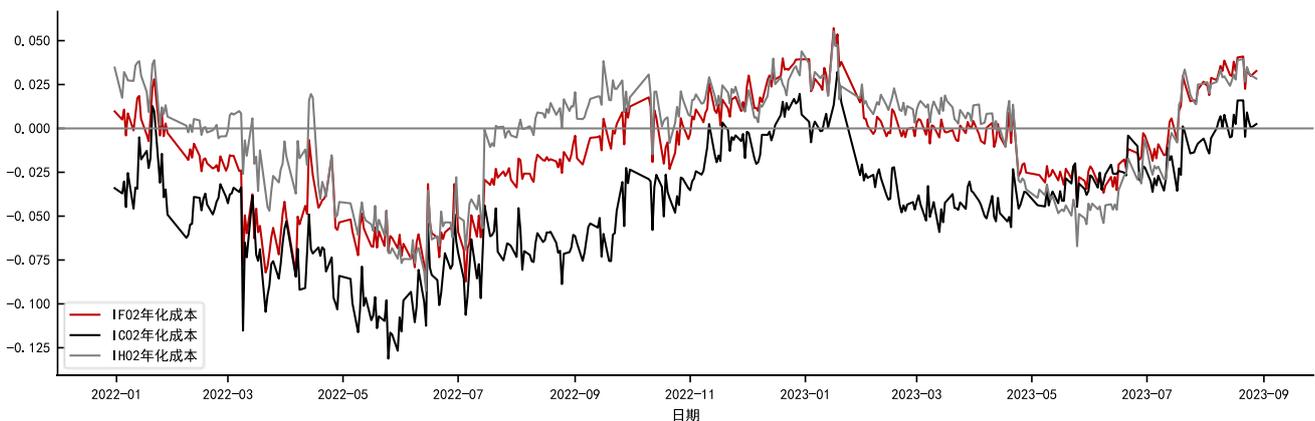
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 27：私募市场中性产品平均业绩表现（截至 20230825）



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表 28：股指期货 IF、IC、IH 年化成本（截至 20230901）



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

四、CTA 策略

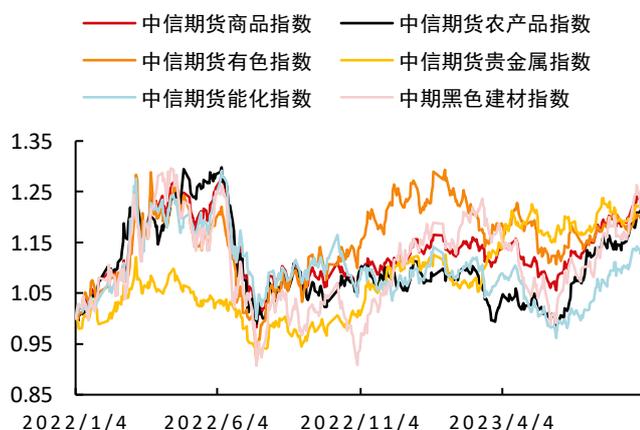
(一) 商品市场整体回顾

指数端回顾：8 月商品市场整体呈现出先抑后扬的状态，中信期货商品指数月度涨幅达到 6.08%。8 月初公布的各项数据如社融和 CPI 等不及预期，五大板块均出现了 1-2 周的调整阶段。但短暂调整后，在地产政策、供需紧张和美国加息预期减弱等因素的影响下，商品市场又被重新赋能，再次进入上涨区间，尤其是黑色建材、农产品和能源化工三大板块。

8 月，中信期货黑色建材、农产品和能源化工三大指数分别上涨 9.31%、8.63% 和 6.70%。其中，黑色建材方面，纯碱现货短缺、粗钢平控政策不及预期和人民币贬值等因素支撑纯碱、铁矿石和焦煤等品种拉涨整个板块，后续预计短期内纯碱供需缺口难以快速修复，叠加各地方政府落实‘认房不认贷’等政策的刺激，建材类品种将仍是黑色建材板块的有效支撑力；农产品方面，受美豆产区恶劣天气影响和豆油供应下降影响，豆粕、菜粕和豆油等品种轮番拉涨农产品板块，后续预计短期内油脂类品种维持震荡上涨之态；能源化工方面，产油国持续扩大主动减产，原油价格持续增长，从而带动整个板块，后续需关注原油库存走向，若库存持续走低，将支撑原油持续走强。

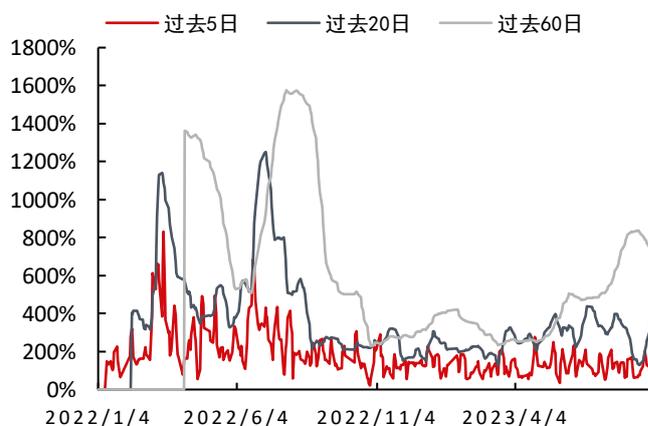
商品指数波动率方面，8 月短期波动率维持低位波动之态，短期策略需谨慎对待日内/日间反转的情况；中期波动率呈现 v 状；长期波动率反应迟缓，仍处下跌之态。

图表 29：中信期货各类指数净值走势



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表 30：中信期货商品指数波动率变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 31：中信期货各类指数相关指标

	最新点位	近一月涨跌幅	近一季涨跌幅	近一年涨跌幅	2022 年以来涨跌幅
中信期货商品指数	225.85	6.08%	20.04%	16.88%	25.59%
中信期货农产品指数	171.19	8.63%	24.67%	12.91%	22.21%
中信期货有色指数	312.41	-0.14%	9.95%	12.95%	20.66%
中信期货贵金属指数	156.82	2.80%	6.67%	27.80%	23.67%
中信期货能化指数	227.01	6.70%	19.95%	7.62%	16.13%
中信期货黑色指数	358.54	9.31%	28.40%	29.47%	27.62%

资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

因子端回顾：8 月，四大因子收益走势与商品指数走势相似，基本都在 8 月初经历了 1 周左右的调整。横向来看，期限结构因子和波动率因子本月收益最高，分别达到 3.84%和 2.33%；持仓因子和动量因子紧随其后，分别达到 0.90%和 0.47%。动量因子方面，虽然 8 月商品市场涨势强劲，但动量因子收益并不高，主要原因在于回测设置的是每日调仓，且该因子从时序角度构建，本月部分品种日间涨跌切换过快，中期因子难以捕捉切换节奏，从而造成较大收益磨损。**期限结构因子**方面，农产品和黑色建材部分品种供需紧张，现货价格飙升，现货收益为期限结构因子贡献较大收益。**波动率因子**方面，市场涨跌品种波动率差异较大，品种间强弱关系明显，为波动率因子收益上调提供支撑。**持仓因子**方面，持仓因子的核心在于认为持仓量多的机构客户存在信息优势，所以主动跟随这类投资者进行买卖操作，该因子收益并不抢眼，但近一年来收益较为稳定，8 月持续之前震荡上扬的状态。

图表 32：各类因子净值变化



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表 33：各类因子相关指标

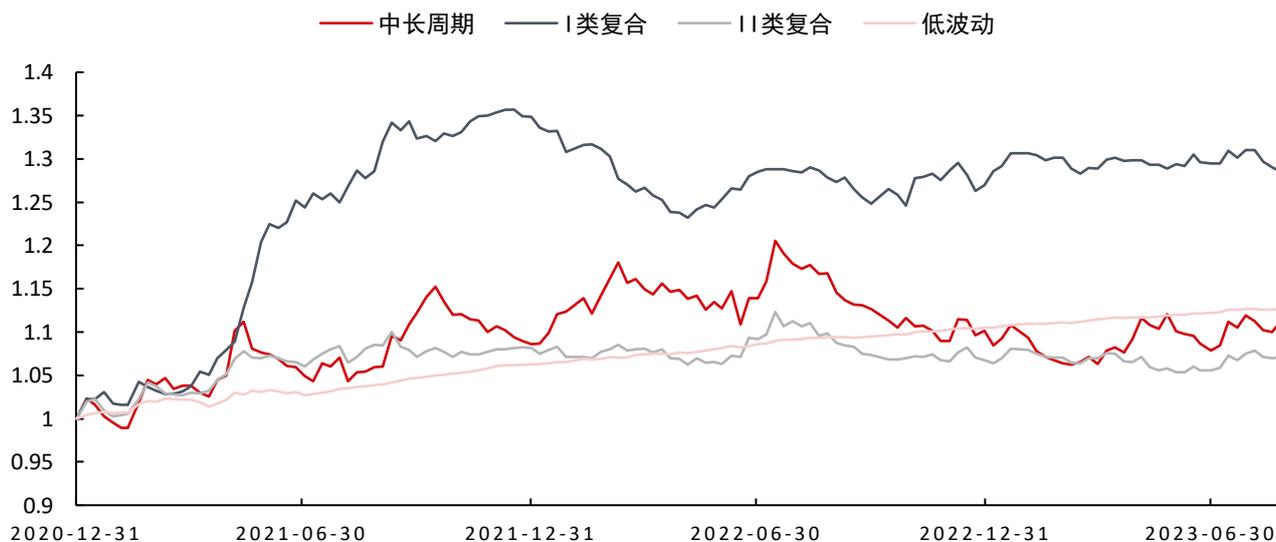
	近一月收益率	近一季收益率	近一年收益率	2022 年以来收益率
动量因子 (20)	0.47%	3.69%	4.87%	17.03%
期限结构因子	3.84%	13.00%	8.99%	11.16%
持仓因子	0.90%	1.88%	3.66%	5.55%
波动率因子 (20)	2.33%	9.22%	7.59%	8.99%

资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

(二) CTA 策略基金整体表现

8 月，各类 CTA 管理人收益差别较大。其中，I 类复合策略管理人的净值跌幅最大，达到-2.52%，这或许与上文提到的日间反转情况相关，时序上频繁反转，从而造成连续进出场，手续费和亏损连环叠加。其他三类策略产品的收益也不尽如人意，分别下调 0.72%、0.35%和 0.01%。

图表 34：聚类拟合产品指数的净值变化



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表 35：聚类拟合产品指数收益率的相关指标

	近一月收益率	近一个季度收益率	近一年收益率	2022 年以来年化收益率
中长周期	-0.72%	-0.81%	-5.52%	2.66%
I 类复合	-2.52%	-0.38%	0.62%	-6.37%
II 类复合	-0.35%	1.31%	-2.68%	-1.02%
低波动	-0.01%	0.77%	3.23%	6.40%

资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

(三) CTA 策略近期展望

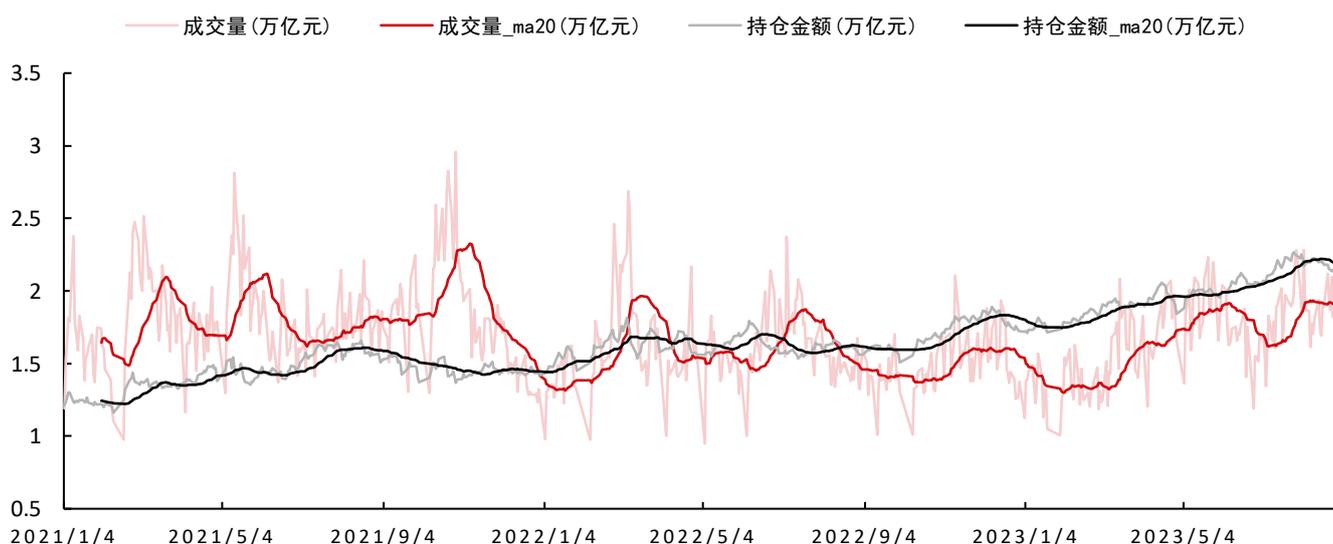
市场活跃度方面，6月初至7月初，商品成交额出现一波明显下调，但7月中后段再次开始回升，虽然8月初出现短暂反向跳跃，但很快修复到位，成交额持续升温。需要注意的是，8月初后商品持仓金额开始下降，因此商品成交持仓比持震荡上升之态，可以关注商品投资者结构是否发生调整。

品种分化方面，8月后，各大板块品种间的相关性走势开始靠拢，基本均处于加速上扬的状态；商品市场整体相关性也从4月中起，一直处在震荡上涨的状态中。这表明目前各品种走势已出现一定的一致性，8月中后的上涨行情受宏观政策刺激偏多，和6-7月的商品市场上涨行情原因相似。

宏观方面，刚公布的8月制造业PMI环比上升0.4%，涨幅略高于季节性素，虽受价格因素拉动较大，但供需改善也伴有拉动效应。8月，政策密集出台，大致形成了放宽房地产认购条件、提升居民可支配收入、加强金融支持实体经济的多维度组合拳，经济基本面有望得到改善。此外，海外方面，美国8月非农就业数据超预期，9月美联储不会加息的可能性升至93%，海外扰动有限。

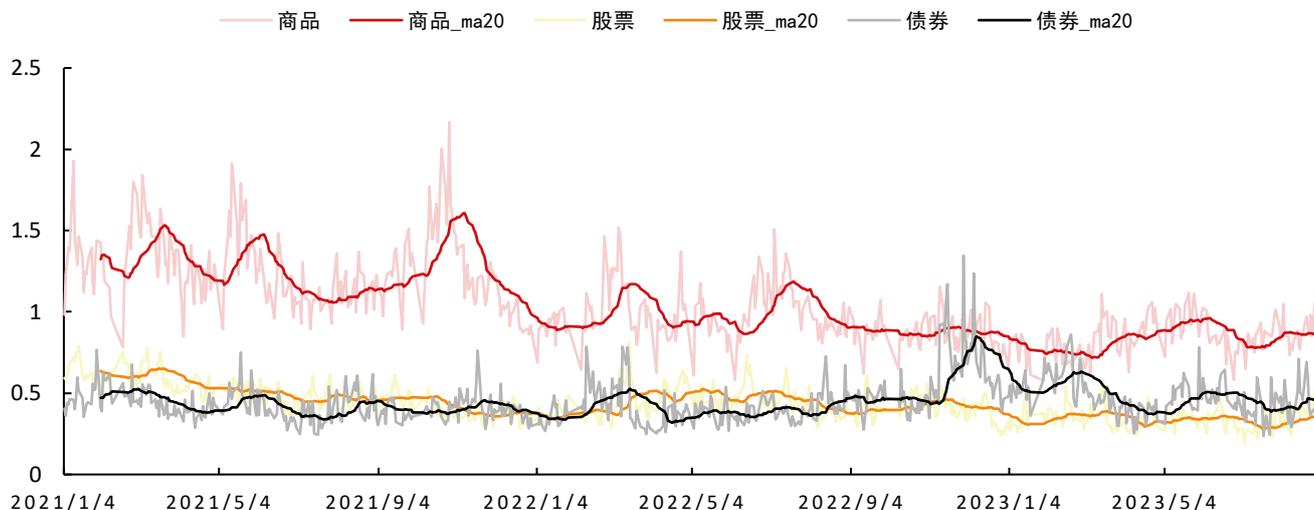
最终，叠加指数端的基本面分析和以上市场特征分析和宏观分析，我们认为大宗商品或将是下一阶段的受益资产，中长周期CTA策略有望支撑CTA策略和产品持续当前震荡上涨之势。

图表 36: 商品板块成交额与持仓合约价值



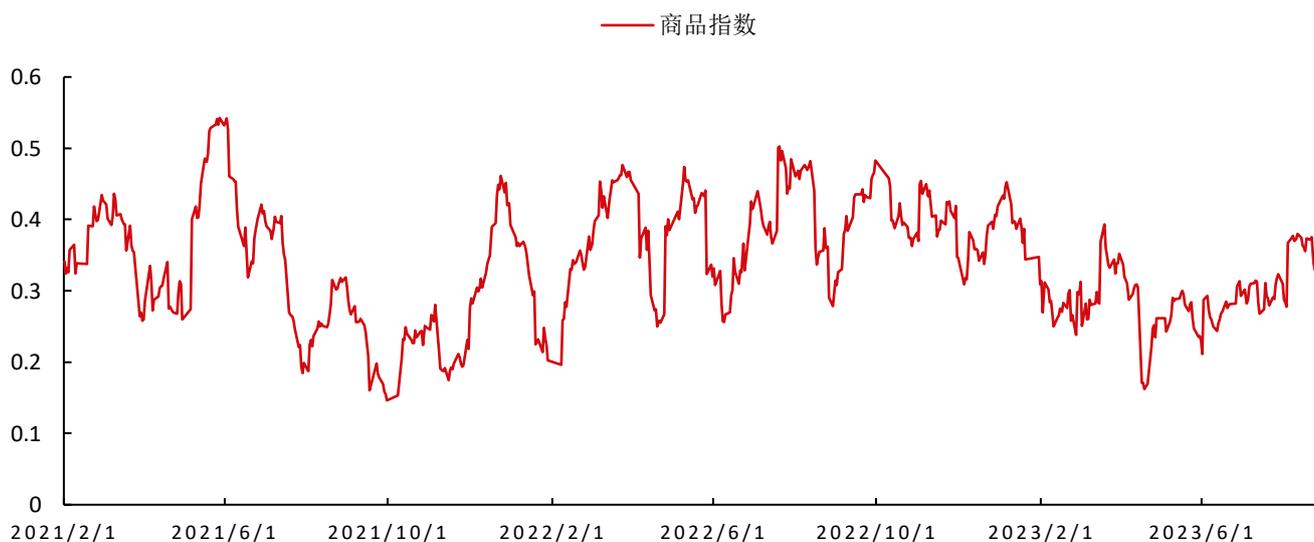
资料来源: 同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表 37: 商品期货、股指期货和国债期货的成交额和持仓价格比率的变化



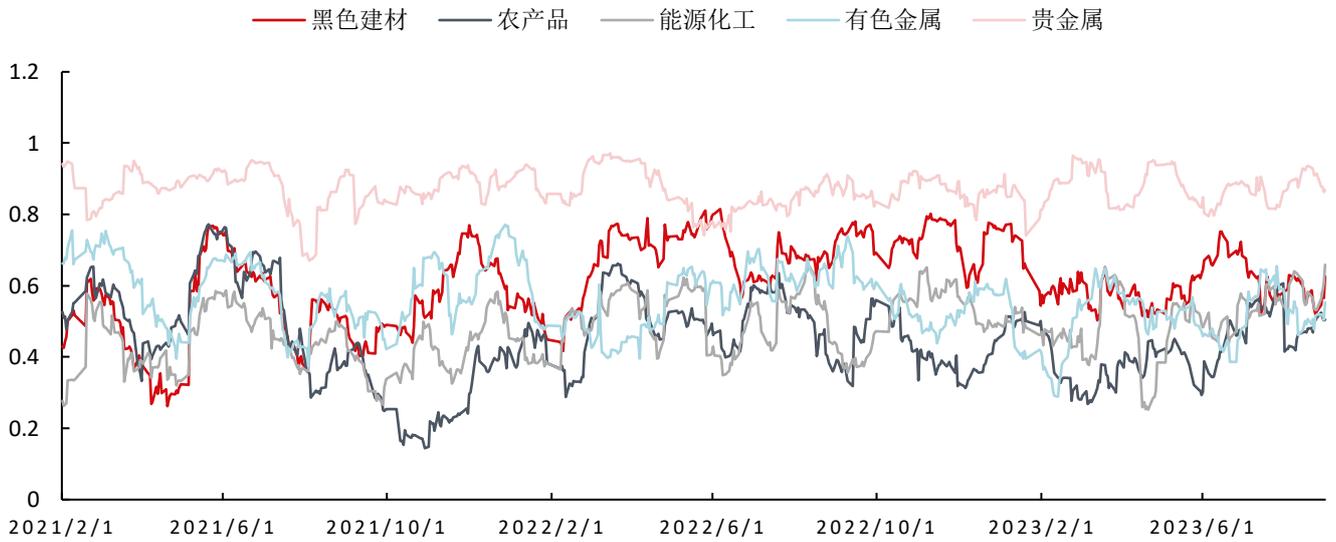
资料来源: 同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表 38: 中信期货指数成分品种之间相关系数变化



资料来源: 同花顺 iFinD 中信期货研究所

图表 39：中信期货各类指数成分品种之间相关系数变化



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

五、债券策略

我们认为国债收益率短期震荡，但中期仍有较强表现，对债券策略持中性偏多观点。

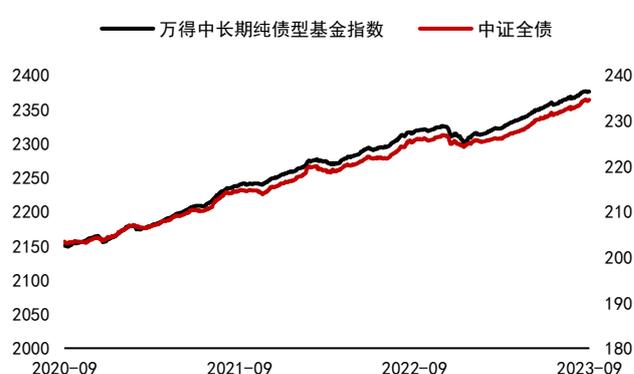
根据中信期货固定收益组观点，市场短期对于宽信用的预期或有所减弱，进而带动债市呈现明显走强。不过资金面扰动仍在延续，资金面反复收紧，或使得市场对资金面的担忧情绪加重。另外近期地产支持政策以及财政政策进一步出台，这也给债市带来一定的调整压力。整体上看，中期来说，债市多头格局或仍未转变，不过短期债市可能面临一定扰动，一方面稳增长或对应多项政策协调发力，另一方面资金面扰动也仍需关注。

图表 40：中债国债到期收益率



资料来源：Wind 中信期货研究所

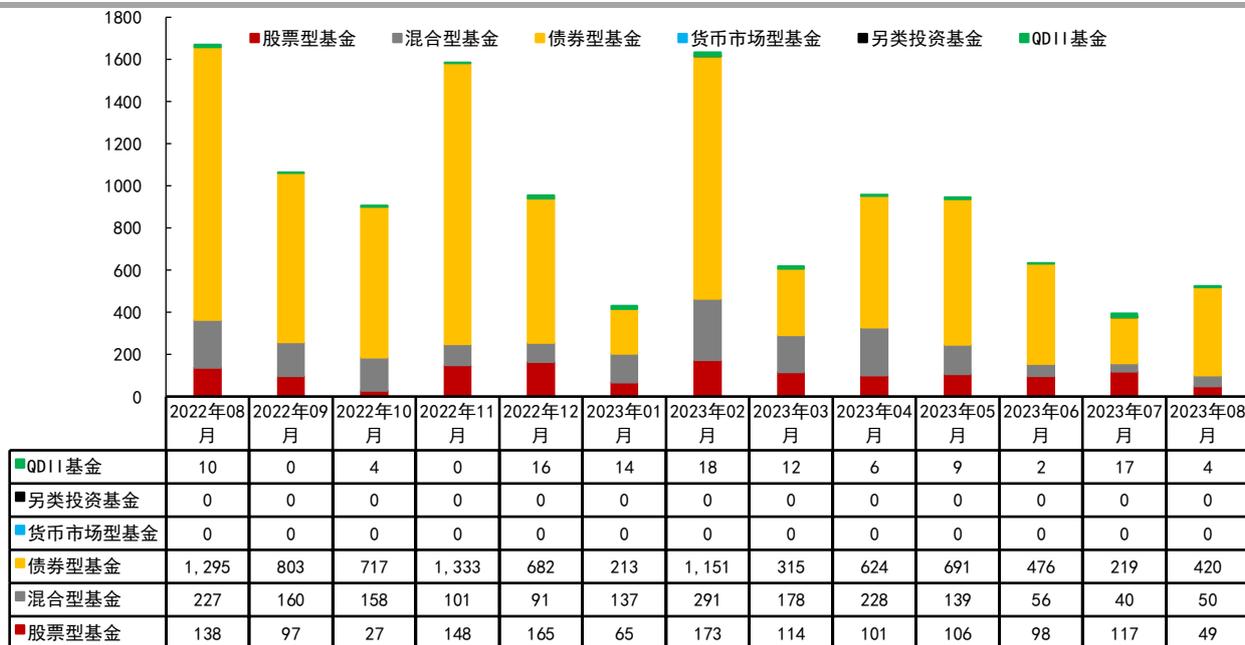
图表 41：中长期纯债型基金指数表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

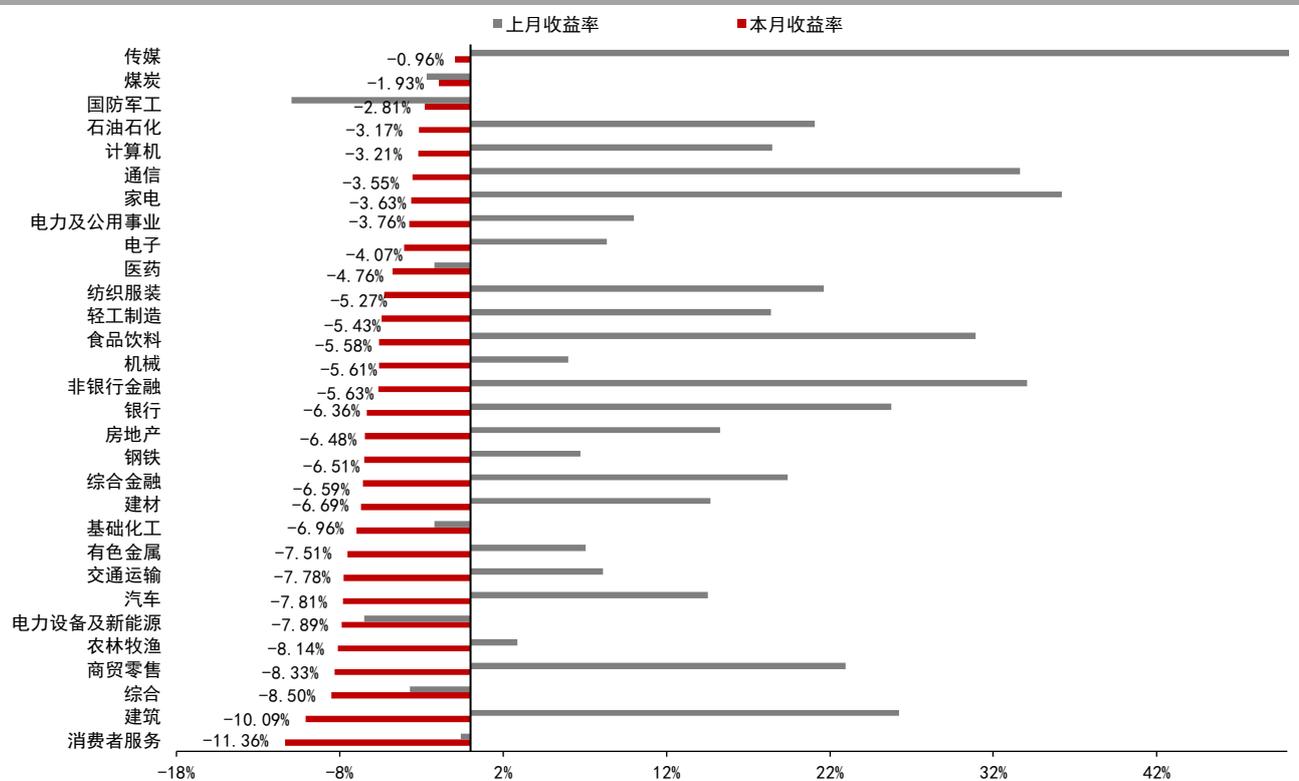
六、市场数据跟踪

图表 42：新发基金情况



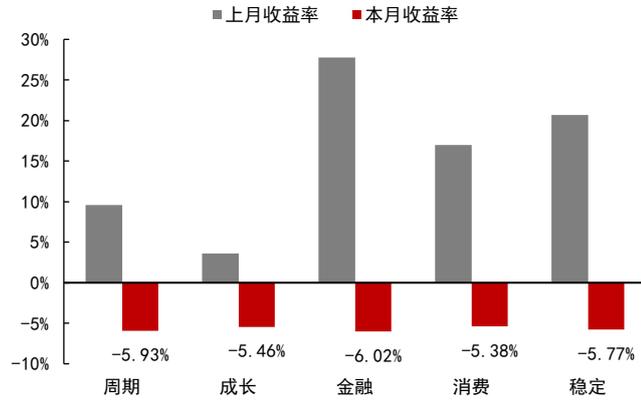
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 43：中信一级行业指数表现



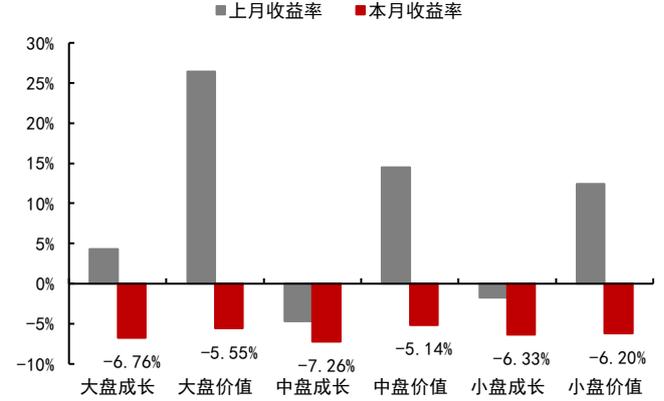
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 44: 中信风格指数表现



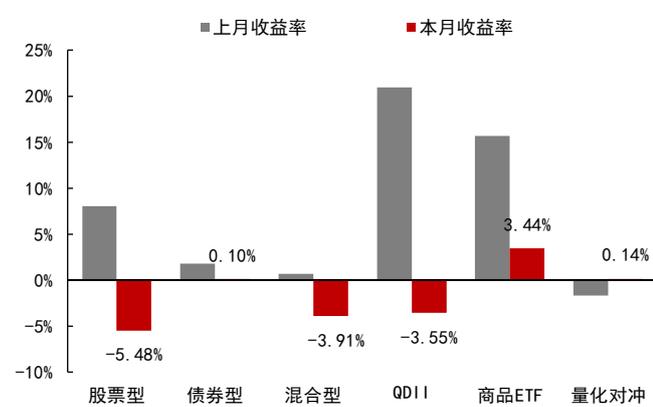
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 45: 市场风格指数表现



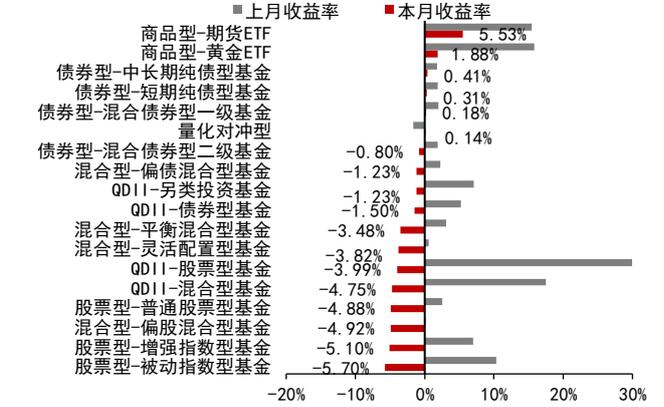
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 46: 公募基金一级分类业绩表现



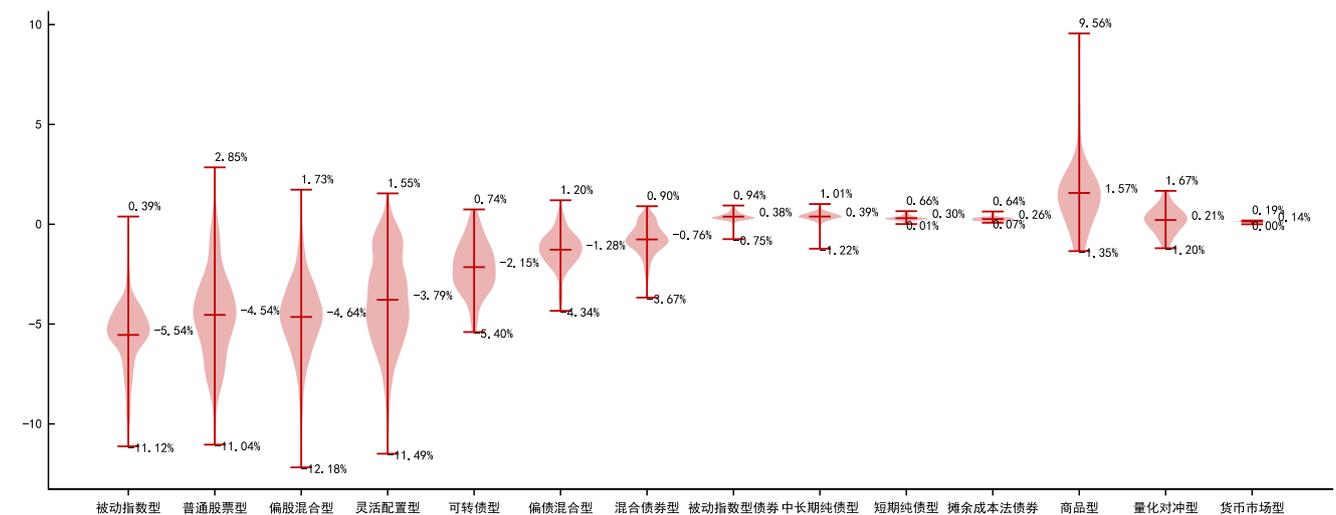
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 47: 公募基金二级分类业绩表现



资料来源: Wind 中信期货研究所

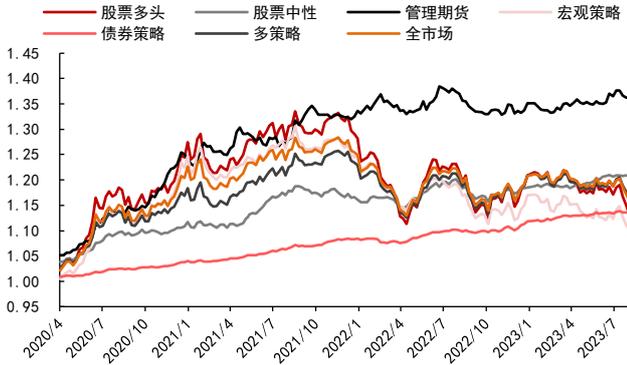
图表 48: 分类型公募基金收益分布 (2023年8月1日至2023年8月31日)



资料来源: Wind 中信期货研究所

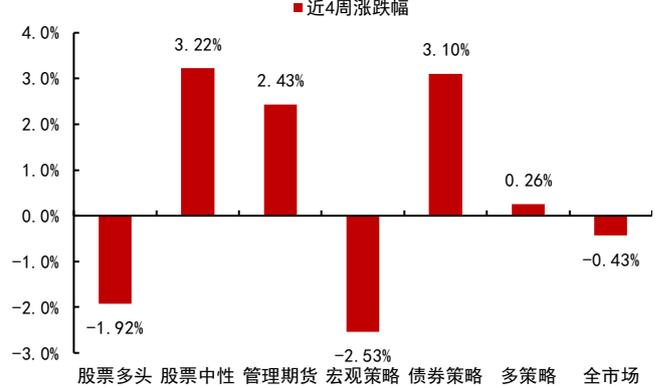
注: 缩尾处理首尾合计 1% 的极端值

图表 49：朝阳永续主要私募指数业绩表现



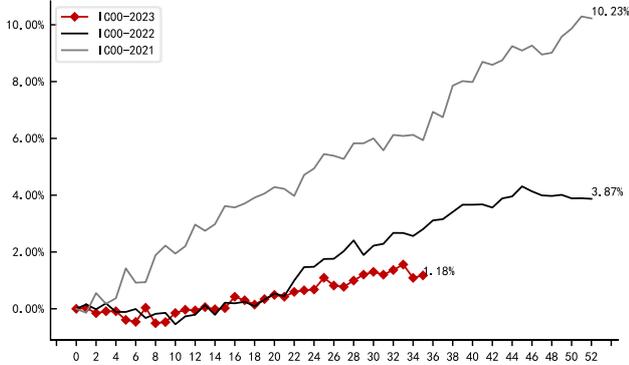
资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表 50：朝阳永续主要私募指数区间收益率



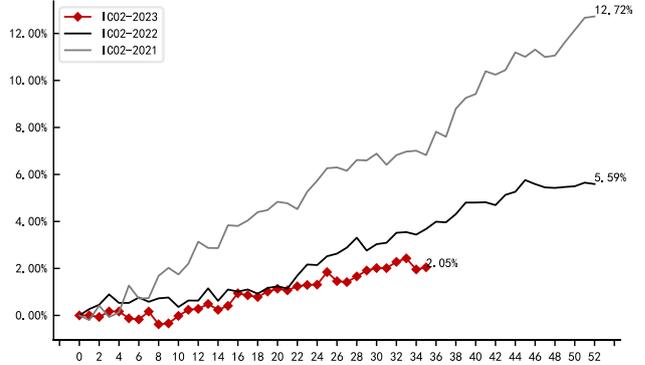
资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表 51：IC 当月合约历年累计对冲成本



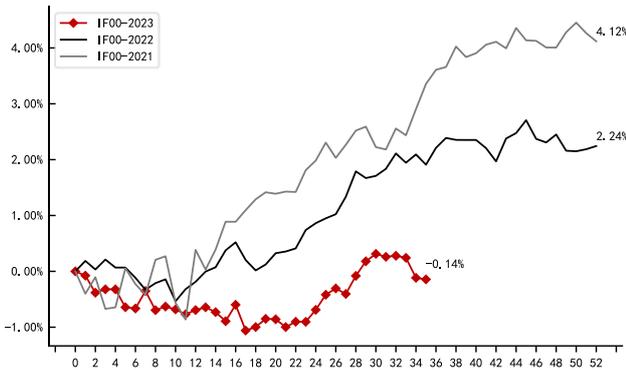
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 52：IC 当季合约历年累计对冲成本



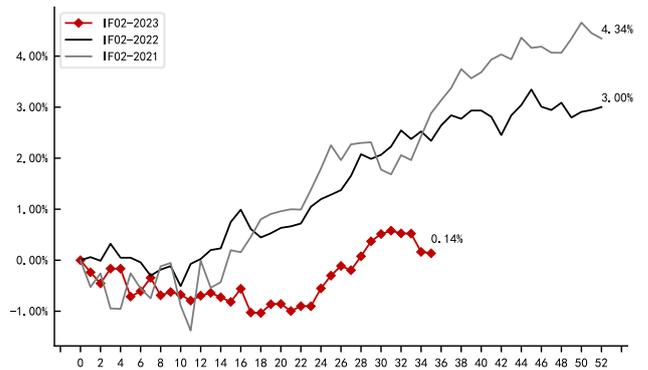
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 53：IF 当月合约历年累计对冲成本



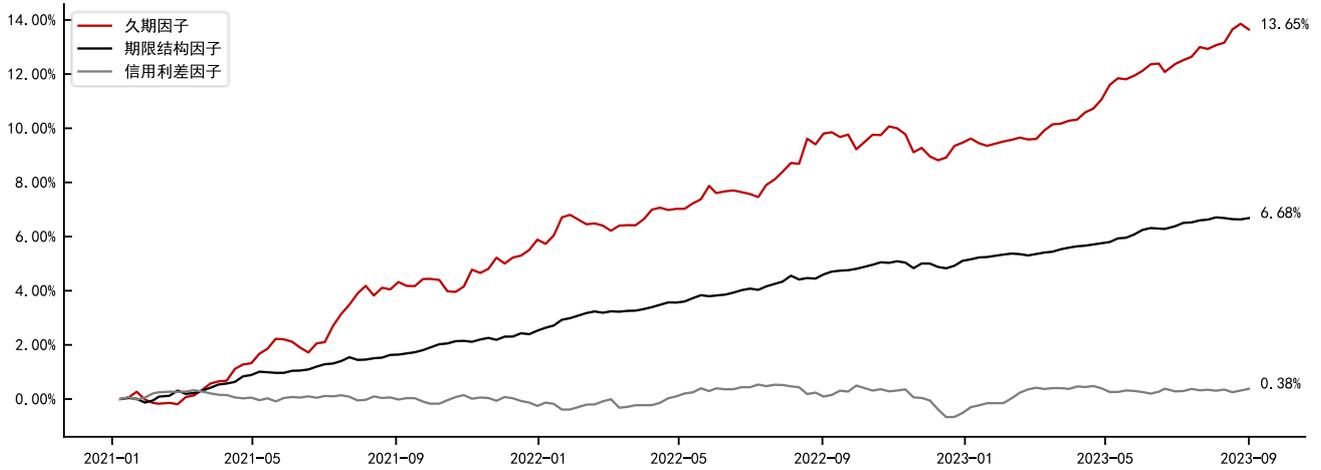
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 54：IF 当季合约历年累计对冲成本



资料来源：Wind 中信期货研究所

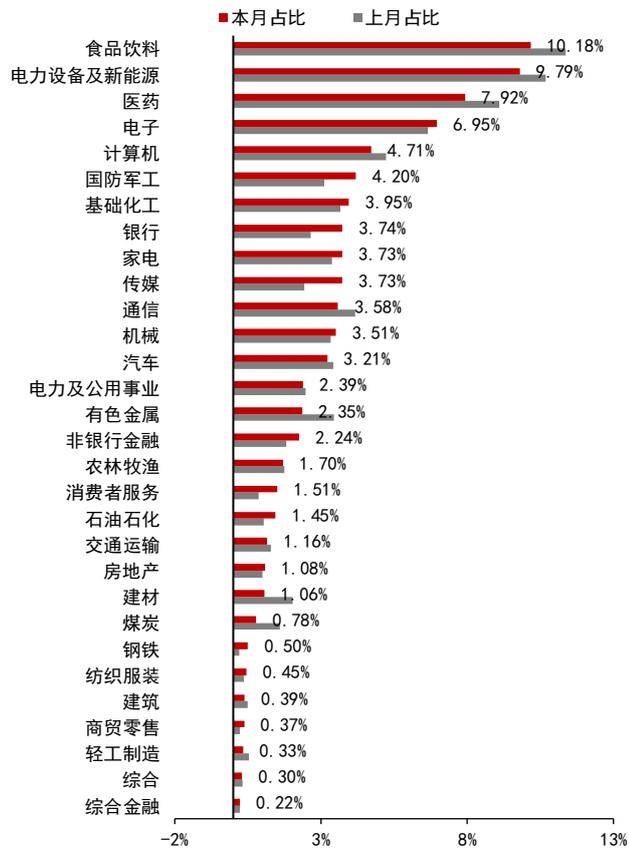
图表 55: 久期因子(Level)、期限结构因子(Slope)、信用利差因子(Credit)周度表现



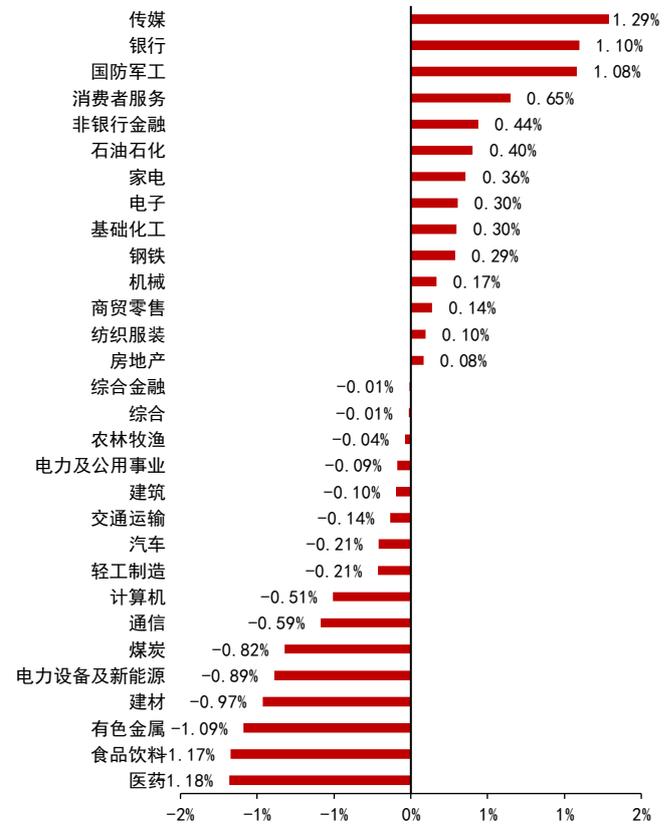
资料来源: Wind 中信期货研究所

注: 因子具体构造方法: (1) 久期因子(Level): 该因子直接为中债国债总财富指数周度收益率, 反映国债收益率曲线水平移动带来债券组合价值的变化; (2) 期限结构因子(Slope): 买入中债-国债总财富(1-3年)指数并卖出中债-国债总财富(7-10年)指数, 动态调整实现投资组合久期中性, 反映国债收益率曲线斜率变化带来债券组合价值变化; (3) 信用利差因子(Credit): 同比例买入中债-企业债AAA财富指数和卖出中债-国开行债券总财富指数, 反映信用利差波动带来债券组合价值变化。

图表 56: 公募基金配置中信一级行业占比



图表 57: 公募基金配置中信一级行业较上月变化



资料来源: Wind 中信期货研究所

资料来源: Wind 中信期货研究所

注: 样本筛选方法: (1) 根据中信产业板块分类, 若存在某一产业占比 $\geq 50\%$, 则将该基金分到对应的产业类别, 并剔除投资于某一特定产业领域的基金; (2) 剔除成立时间小于3个月的新发基金。行业占比测算方法: (1) 对筛选后的样本基金选取季度

级别的近 60 个交易日的净值数据做约束回归，约束条件为：①按照中信一级行业分类，各行业回归系数设置为 0~1 区间；②单个基金各行业回归系数 Beta 之和 ≤ 1 ；（2）最后根据基金的规模和各行业 Beta 值进行规模加权获得行业占比。

七、风险提示

（一）国际地缘政治冲突加剧

地缘冲突加剧，国际秩序不确定性增加。

（二）美联储二次加息

美联储超预期二次加息，全球市场受流动性冲击。

（三）国内政策变化超预期

国内财政支持力度不及预期，货币政策超预期收紧。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>