



张馨元：股市筑底阶段关注 CTA（管理期货）投资



意见领袖 | 张馨元 (京华世家私募基金管理公司副总经理)、付唯 (京华世家私募基金管理公司 CTA 研究员)

2022 年初以来, A 股市场先后出现了 4 轮脉冲式快速下跌, 大多数核心指数跌幅超过 20%, 各类权益投资策略出现下探共振, 绝大多数股票型公募基金与私募基金的跌幅和回撤均创历史记录, 知名基金经理纷纷路演“道歉”, 股市单边下跌、债市先扬后抑、汇率贬值震荡之下的其他资管产品——雪球、债券基金、银行理财产品、“固收+”产品亦不幸免。与此同时, 另外一类策略在国内外通胀升温的市场环境下, 悄然成为今年以来业绩最为亮眼的投资策略, 有效分散了来自股票市场投资的波动风险, 但却由于在国内市场起步相对较晚而未能被更多投资者所熟知, 这就是底层以期货市场为投资标的的管理期货策略, 简称 CTA 策略。

今年以来, 南华商品指数在大宗商品供给冲击、俄乌战争冲突等一系列事件的影响下, 涨幅一度超 20%, 带动 CTA 产品获得较好收益, 尤其是量化 CTA 在商品市场较流畅的上涨趋势中前期收益可观。

展望后市, 我们认为 CTA 产品仍然具备较好的配置价值。对于量化 CTA 而言, 目前净值确实处于阶段性高位, 对于尚未配置 CTA 策略的投资者来说, 可以密切关注行情发展, 从中长期配置角度出发择机进行分批布局。就主观 CTA 而言, 虽然年初以来也实现了一定正收益, 但由于年初以来的行情更多以国际市场矛盾的输入为主, 不属于主观管理人擅长的国内定价矛盾, 因此多数主观管理人在此期间操作相对谨慎, 产品前期表现略

逊于量化 CTA，年内收益尚未到达其长期平均年化收益率水平；我们认为下一阶段国内商品市场的主导力量将由国际库存冲击、战争冲击，转为国内弱现实与强预期之间的反复均衡，而这也是更有利于主观 CTA 管理人的市场环境，可以预期主观 CTA 此后的表现可期，目前是性价比较高的配置时点。



Q1：什么是 CTA 策略？

CTA 英文全称为 Commodity Trading Advisor（商品交易顾问），在国内也被称作管理期货，是指由专业的资金管理人运用客户委托的资金投资于期货市场以追求盈利为目的的一种基金管理形式。1949 年，美国证券经纪人 Richard Donchuan 设立了第一个公开发售的期货基金，标志着

CTA 基金的诞生。近 30 多年来，采用 CTA 策略的基金管理规模在全球呈现爆发式增长，国内 CTA 基金起步较晚，并主要以私募基金的形式存在，管理人投资品种多数以大宗商品期货为主，金融期货为辅。

图 1：CTA 基金主要交易标的

商品期货	大连商品交易所	豆粕、豆油、豆一、豆二、棕榈油、玉米、玉米淀粉、鸡蛋、胶合板、纤维板、塑料、PVC、聚丙烯、乙二醇、焦炭、焦煤、铁矿石、粳米、苯乙烯、LPG、生猪
	郑州商品交易所	白糖、棉花、动力煤、玻璃、PTA、甲醇、强麦、普麦、早籼稻、晚籼稻、粳稻、油菜籽、菜油、菜籽粕、硅铁、锰硅、棉纱、苹果、红枣、尿素、纯碱、涤纶短纤
	上海期货交易所	铜、铝、锌、铅、镍、锡、黄金、白银、螺纹钢、线材、热轧卷板、燃油、石油沥青、橡胶、纸浆、不锈钢
	上海国际能源交易中心	原油、20号胶、低硫燃料油、国际铜
金融期货	中国金融期货交易所	沪深300指数期货、上证50指数期货、中证500指数期货、2年期国债期货、5年期国债期货、10年期国债期货

目前，国内期货的可交易品种已较为丰富，覆盖了国民经济各个领域的大宗商品。近期广州期货交易所也披露了中国证监会所新批准上市的 16 个期货品种，未来期货市场交易标的将持续丰富。

Q2：为什么 CTA 能有效分散股票投资风险？

伴随低相关性的平滑波动作用。CTA 策略作为一种主要投向期货品种的策略，通常以商品期货为主、金融期货为辅，因此与股票、债券等资产的策略存在低相关性，这意味着 CTA 产品的涨跌相对独立于股票、债券等传统资产的涨跌，在其大跌期间能够保持自身涨跌逻辑的独立性。根据基金数据平台朝阳永续的统计显示，无论从短期的六个月还是长期的三年时

间来看，CTA 策略与其他策略的相关性均维持在较低的水平。因此当资产配置组合中加入 CTA 策略后，能够有效分散风险，起到平滑投资者收益波动的效果，这在股票策略剧烈下行出现尾部风险的期间尤为重要。

图 2：各策略近六个月相关性

私募精选指数相关性（近六个月，统计日期：2022-04-15）							
	股票策略精选	债券基金精选	市场中性精选	CTA趋势精选	套利策略精选	宏观策略精选	事件驱动精选
股票策略精选	1.0000						
债券基金精选	0.5577	1.0000					
市场中性精选	0.1916	-0.0965	1.0000				
CTA趋势精选	-0.1122	0.0442	-0.1282	1.0000			
套利策略精选	0.5769	0.4573	0.0693	0.3247	1.0000		
宏观策略精选	0.6955	0.2885	0.3723	0.0918	0.4093	1.0000	
事件驱动精选	0.7634	0.2292	0.2627	-0.0950	0.4633	0.4576	1.0000

图 3：各策略近三年相关性

私募精选指数相关性（近三年，统计日期：2022-04-15）							
	股票策略精选	债券基金精选	市场中性精选	CTA趋势精选	套利策略精选	宏观策略精选	事件驱动精选
股票策略精选	1.0000						
债券基金精选	0.6668	1.0000					
市场中性精选	0.4724	0.3420	1.0000				
CTA趋势精选	0.2519	0.1886	0.0768	1.0000			
套利策略精选	0.5981	0.5241	0.3721	0.3855	1.0000		
宏观策略精选	0.7411	0.4994	0.3525	0.4623	0.5863	1.0000	
事件驱动精选	0.6634	0.5064	0.3352	0.0701	0.4798	0.5303	1.0000

伴随多空双向交易的危机阿尔法作用。期货市场在交易制度上存在可多空双向交易、T+0 交易等优势，使得 CTA 策略能够快速捕捉市场变化所带来的机遇。同时，当股票、债券市场甚至期货市场本身出现剧烈下行波动，CTA 策略能够通过做空相关品种获取收益，这就是市场通常所说的“危机阿尔法”。从国内外的历史数据来看，在权益市场大跌的行情下，CTA 基金通常能保持逆势上扬的收益曲线，防御性突出。

图 4：海外历次危机 CTA 策略表现

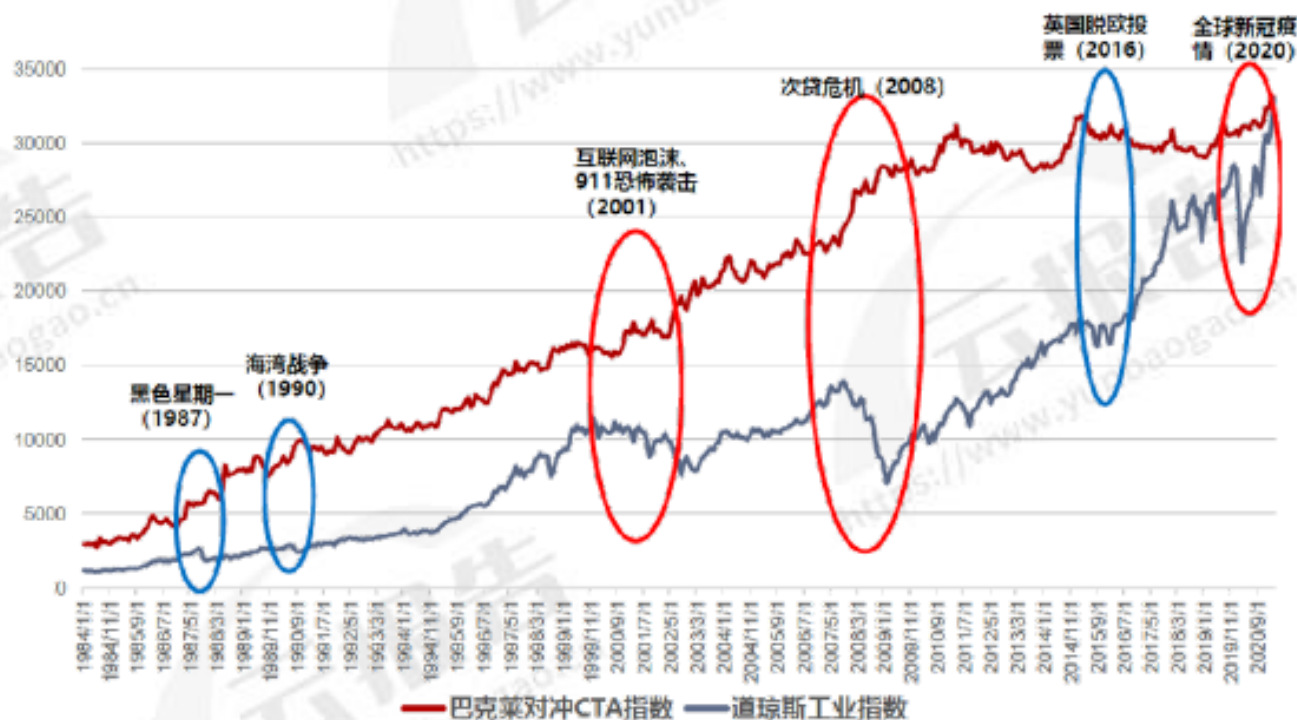


图 5：国内历次危机 CTA 策略表现



此外，根据朝阳永续统计的各策略近十年来的策略指数，CTA 是唯一一个每年均能实现正收益的策略。

图 6：各策略近十年收益正负情况

朝阳永续各策略绝对收益率统计，统计日期截至2022.4.22										
分类	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
股票多头	-	+	+	+	-	+	-	+	+	+
股票市场中性	-	+	+	+	+	+	-	+	+	+
股票多空	-	+	+	+	-	+	-	+	+	+
债券基金	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+
管理期货	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
套利策略	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+
宏观策略	-	+	+	+	-	+	+	+	+	+
组合基金	-	+	+	+	-	+	-	+	+	+
定向增发	-	+	+	+	-	+	-	+	+	+
新三板	-	+	+	+	-	-	-	+		
多策略	-	+	+	+	-	+	-	+	+	+
其他	-	+	+	+	-	+	+	+	+	+

Q3：CTA 的运作逻辑是什么？

CTA 策略可以细分为量化 CTA 和主观 CTA。量化 CTA 基于机器的判断，基金管理人通过分析建立数量化的交易策略模型，由模型产生的买卖信号进行投资决策；主观 CTA 基于基金经理对市场基本面的研究和经验，主观判断走势，进行交易操作。

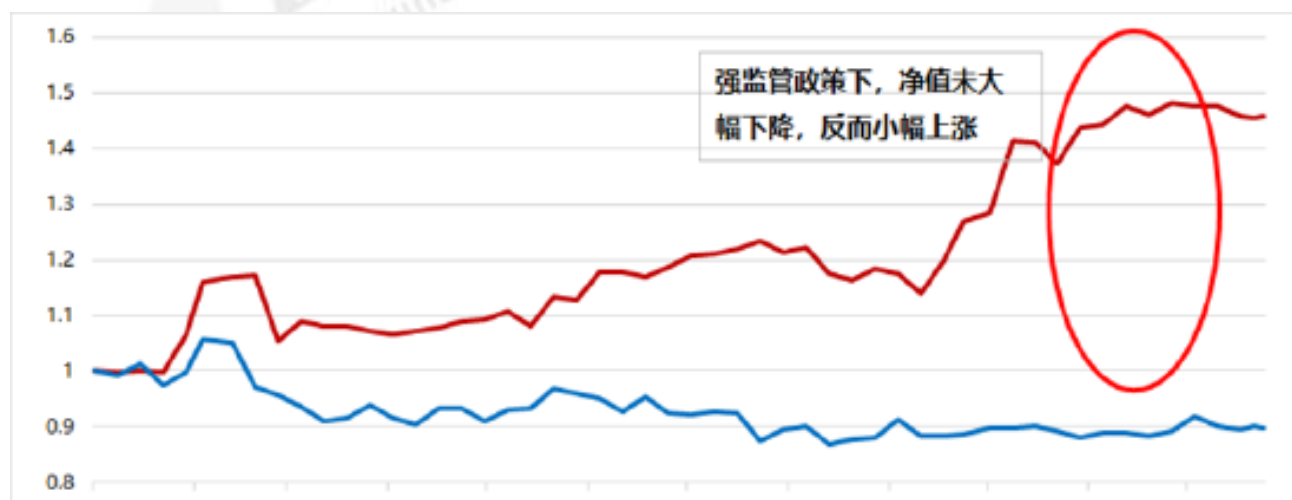
两类策略并没有高低之分，无论是主观 CTA 还是量化 CTA，各自都涌现出很多优秀的基金管理人，在不同的市场各有千秋。很多主观 CTA 在使用量化手段来精细化解决建仓时机选取、仓位控制、横盘识别等问题；量化 CTA 也在不断吸收主观 CTA 的思想开发新策略。对于投资者而言，二者各有优势，适应不同的市场环境，可以分散配置、实现互补。

量化 CTA 在高波动和行情趋势连续性较强的市场环境比较容易获利，优点是较易在中长期获取稳定的市场平均收益，缺点是在政策干预市中会由于难以适应而出现阶段性波动。2021 年度商品波动率处于高位时期，量

化 CTA 的表现却跌宕起伏最终收益平平，主要在于政策的多轮干预导致商品市场行情出现极端反转，未出现连贯性的行情趋势。

主观 CTA 的优势在于其信息获取速度和对政策的快速解读与把握，当下国内宏观经济环境复杂性加强，政策干预较以往相对频繁，在此市场中主观 CTA 适应性强，能够快速进行反应，及时做出应对。2021 年 10 月煤炭三兄弟遭遇强监管，市场行情在短时间内快速反转，冲击量化 CTA，但多数优秀的主观 CTA 管理人在这一关键时刻及时解读政策，迅速调整持仓，保住了前期胜利的果实，2021 年取得了亮眼的表现。

图 7：2021 年强监管下主观 CTA 表现



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_41416

