

CTA 策略的前世今生

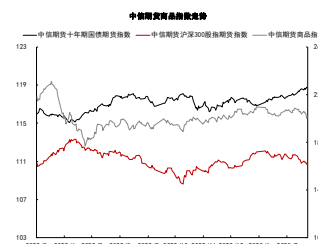
——FOF 配置 CTA 策略系列报告之一

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

报告要点

本文是 CTA 策略系列专题的开篇之作，旨在对 CTA 策略基金进行综述。本文首先系统性回顾了海内外 CTA 策略基金的发展历史，随后对比了海内外 CTA 策略基金在投资者结构、市场集中度和策略分布方面的异同。最后，本文分析了 CTA 策略基金的三大收益特征。



摘要：

CTA 基金发展史：海外 CTA 基金起步较早，自 20 世纪 70 年代起，CTA 策略在海外逐渐兴起并发展壮大，经历了 5 个阶段的发展后，截止到 2022 年第三季度，CTA 策略基金规模已扩展到 4049 亿美元。国内 CTA 策略基金起步于 2010 年，在 13 年间随着期货市场迅速发展，目前已发展成为投资者的重要配置策略之一。

CTA 基金市场现状：投资者结构方面，近年来国内期货市场机构资金占比逐渐上升，市场服务实体产业、民营和中小微企业的特色较为明显，市场愈发成熟。市场集中度方面，受到基金行业的马太效应与期货市场容量的限制，海内外 CTA 策略管理人规模均较小。策略分布方面，海外与国内 CTA 策略基金在总资产占比仍然较小，海外 CTA 基金主流为量化 CTA 策略。

CTA 策略特征：CTA 策略基金具有的特征有 1) 收益来源独特，与主流资产相关性低；2) 收益特征正偏显著，胜率高回撤小；3) 预期收益不明，缺乏有效的业绩比较标准。

风险提示：代理指标不准确，经验总结不全面

FOF 配置团队

研究员：

张菁

021-80401729

从业资格号 F3022617

投资咨询号 Z0013604

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、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、CTA 基金发展史	4
(一) 海外 CTA 基金发展	4
(二) 国内 CTA 策略基金发展	7
二、CTA 基金市场现状	15
(一) 投资者结构	15
(二) 市场集中度	15
(三) 策略分布	16
三、CTA 策略特征	17
(一) 收益来源独特, 与主流资产相关性低	17
(二) 收益正偏显著, 胜率高回撤小	18
(三) 预期收益不明, 缺乏有效业绩比较标准	19
四、风险提示	19
免责声明	20

图表目录

图表 1：1981-2022 年全球 CTA 基金规模与走势	4
图表 2：1981-2022 年巴克莱 CTA 指数、SG CTA 趋势指数与全球部分指数走势	4
图表 3：海外 CTA 基金发展历史	6
图表 4：2015 年股指期货市场重要时点与股指期货政策	8
图表 5：沪深 300 股指期货成交量与价格（2014-2015）	8
图表 6：南华综合指数波动率与 CTA 策略走势及涨跌区间（2016）	9
图表 7：南华综合指数波动率与 CTA 策略走势及涨跌区间（2017-2018）	10
图表 8：2017-2018 年管理期货宽基指数、招商私募指数 CTA 与万得全 A 年化收益率	10
图表 9：南华综合指数波动率与 CTA 策略走势及涨跌区间（2019-2020）	12
图表 10：2017-2019 年股指期货松绑政策	12
图表 11：南华商品指数不同板块走势（2021）	13
图表 12：CTA 策略基金发行情况（2019-2021）	13
图表 13：南华综合指数波动率与 CTA 策略走势及涨跌区间（2021）	13
图表 14：南华综合指数波动率与 CTA 策略走势及涨跌区间（2022）	14
图表 15：美国期货市场单边持仓资金分布（2023/1/31）	15
图表 16：国内期货市场客户权益分布（2022/09）	15
图表 17：国内私募 CTA 基金规模分布（单位：人民币）（2022）	16
图表 18：全球 CTA 量化主观基金规模（2022Q3）	16
图表 19：全球 CTA 基金交易品种规模（2022Q3）	16
图表 20：全球 CTA 量化主观基金规模变化（1990-2022Q3）	17
图表 21：国内私募一级策略分类数量分布（2022）	17
图表 22：国内主要策略相关性	17
图表 23：万得全 A、中债-综合财富（总值）、招商私募指数 CTA 滚动 25 周相关性	18
图表 24：2015-2022 年各策略年化收益	18
图表 25：招商私募指数 CTA 周度收益分布（2016-2023/1）	19

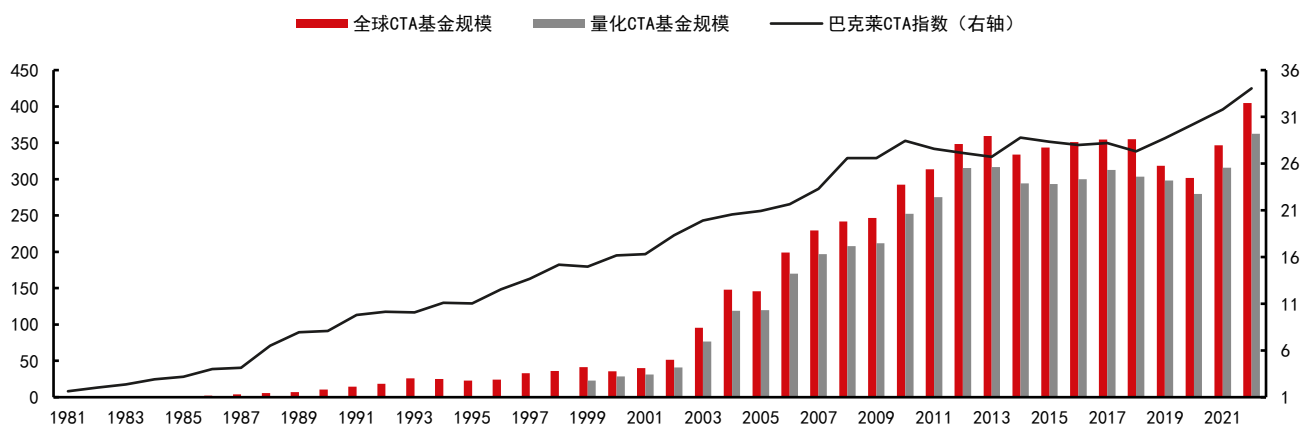
一、CTA 基金发展史

CTA 全称是 commodity trading advisor，即商品交易顾问，是提供有关期货合约、期货期权和零售场外外汇合约或掉期买卖个性化建议的个人或公司。CTA 基金，通常也称作管理期货基金，是投资于全球期货市场，以获取收益并收取相应的管理费和分红的一种基金组织形式。随着全球期货市场的发展，CTA 基金逐渐将其投资领域从商品期货扩展到包括利率期货、股指期货、外汇期货在内的几乎所有期货品种。

（一）海外 CTA 基金发展

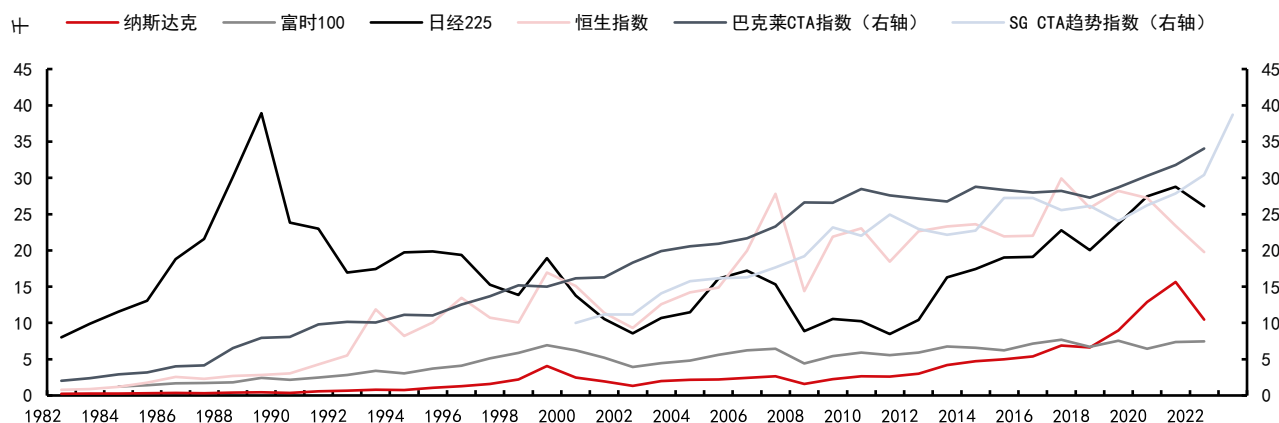
自 20 世纪 70 年代起，CTA 作为一种新兴的投资策略逐渐兴起并发展壮大。截至 2022 年，根据巴克莱基金数据，全球 CTA 基金规模达到 4050 亿美元左右，其中欧美市场占据绝大部分规模。随着技术的进步和市场的变化，CTA 策略也在不断演化和更新，主要包括趋势、统计套利、主观等策略。其中量化 CTA 基金从 20 世纪末开始爆发式增长，逐渐成为主流。

图表 1：1981-2022 年全球 CTA 基金规模与走势



资料来源：Barclays Hedge 中信期货研究所

图表 2：1981-2022 年巴克莱 CTA 指数、SG CTA 趋势指数与全球部分指数走势



资料来源：Barclays Hedge, Societe Generale Prime Services, 中信期货研究所

海外 CTA 的发展主要分成五个阶段：

1. 1987 年之前，探索期

期货交易起源于 19 世纪中期美国芝加哥，为了缓解由于交通不便和信息落后导致的谷物商品价格波动，1848 年谷物商成立芝加哥交易所 CBOT（Chicago Board of Trade），允许谷物在交割前以规定的价格卖出。随着商品期货交易的活跃，1921 年，美国国会颁布了第一部与期货交易相关的法律《期货交易法》，商品期货投资市场日益规范化。1949 年，美国海登斯通证券公司的经纪人 Richard Donchian 建立了第一个公开发售的期货基金（Managed corn-commodity Fund Futures Inc.），并首创性地将移动平均概念应用于期货交易中。1965 年，Dunn 和 Hargitt 作为商品交易顾问建立了第一个管理期货账户代客户进行商品交易投资，并于 1967 年首次将计算机交易系统用于期货交易。1971 年，美国管理期货行业协会（Managed Futures Association, MFA）正式建立，标志着 CTA 策略已成为衍生品市场的一种重要投资策略。在这一阶段，CTA 基金发展平稳，管理规模缓慢爬升，截止 1986 年底达到 20 亿美元，然而这一阶段管理人主要利用技术分析主观判断大宗商品的趋势进行交易。因此，初期 CTA 策略被看做纯粹的投机策略，并没有得到投资者的重视。直到 1983 年约翰·林特纳（John Lintner）教授在多伦多金融分析师协会上提出股票和债券组合中引入 CTA 策略可以显著降低投资组合的风险，投资者开始认识到 CTA 策略的资产配置价值。

2. 1987-2000 年，高速发展阶段

1987-2000 年，CTA 策略基金进入第一次爆发期。得益于计算机技术的发展与电子交易的普及，量化 CTA 基金出现并逐渐成为行业主流策略。CTA 基金的管理规模 14 年时间内增长了 17 倍，截止 2000 年末达到 355 亿美元。与此同时，CTA 策略基金在 1987 年股灾全球资产下跌的大环境下，仍获得了 60% 收益的表现让投资者开始认识到 CTA 策略“危机 Alpha”的作用。

3. 2001-2012 年，进入成熟阶段

2001-2012 年，CTA 策略基金进入第二次爆发阶段，截止 2012 年末管理规模增长到 3485 亿美元，增长了 9.8 倍。在此期间 CTA 基金的策略模式逐渐成熟，交易的品种已经扩展到商品、股指、债券、货币、外汇等多个领域。受益于衍生品创新不断深化，期货期权市场交易量显著抬升，以及 CTA 策略在 2000 年互联网泡沫和 2008 年金融危机期间的优异收益，机构投资者如私募基金、信托基金、银行、家族办公室等开始使用 CTA 策略基金进行资产配置，以分散组合风险。

4. 2013-2019 年，进入瓶颈期

2013-2019 年，CTA 策略基金迎来了发展瓶颈，规模增长基本停止，CTA 基金出现多年回撤。这主要源于期货市场波动性大幅减弱、资产相关性提升以及市场饱和度提高。CTA 管理人因此开始对策略进行多样化和精细化改造。虽然在此期间海外 CTA 策略基金整体表现欠佳，但由于 CTA 策略基金具有资产配置价值，其

规模并未大幅收缩，整体规模保持稳定。

5. 2020-2022 年，再次爆发

2020-2022 年，CTA 策略基金进入第三次爆发阶段。2020 年全球疫情的爆发，美国大选的落定给能源、农产品板块在年初与年末都带来了阶段性行情。2021-2022 年，受疫情复苏，全球供应紧张，全球政府积极财政政策和极其宽松的货币政策等因素的影响，由美国带领的全球性通货膨胀成为此区间的主流基调。高通胀的环境给商品期货带来了许多的机会，因此 2021-2022 年，CTA 策略再次出现爆发式增长。2021-2022 年，巴克莱 CTA 指数上涨了 12.5%，SG 趋势指数上涨了 38.81%，而同期纳斯达克指数跌幅达 17.79%。

图表 3：海外 CTA 基金发展历史

1848年谷物商成立芝加哥交易所
1921年，美国国会颁布了第一部与期货交易相关法律《期货交易法》
1949年，美国海登斯通证券公司的 Richard Donchian建立了第一个公开发售的期货基金（Managed corn-commodity Fund Futures Inc.）
1971 年美国全国期货协会（MFA）成立

1848-1987，期货交易探索期

1987-2000年CTA策略基金管理规模增长了17倍，截止2000年末达到了355亿美元
随着计算机技术的发展，电子交易的普及，量化CTA基金开始出现并逐渐成为行业主流策略

1987-2000，CTA基金高速发展

2001-2012年CTA策略基金管理规模增长了9.8倍，截止2000年末达到了3485亿美元
以多种商品为交易标的量化趋势策略成为市场主流

2001-2012，CTA基金进入成熟的阶段

2013年至今，规模增长基本停止
CTA策略管理人开始寻求策略进行多样化和精细化改造

2013-2019，CTA基金进入瓶颈

2020年，全球疫情的爆发带来了阶段性行情
2021-2022年，全球性通货膨胀下，CTA基金，尤其是趋势策略爆发式增长。

2020-2022，CTA基金再次爆发

资料来源：中信期货研究所

（二）国内 CTA 策略基金发展

因为投资品种限制，国内 CTA 策略基金主要由灵活度更高的私募基金发行，起步较晚，主要可以分为以下几个阶段：

1. 2010–2014 年，起步阶段

2008 年国务院在《国务院关于当前金融促进经济发展的若干意见》中提出“推动期货市场稳步发展”的理念，CTA 策略基金因此开始试点，此时 CTA 策略基金主要以私募专户基金形式存在。2012 年 9 月 26 日，中国证券监督管理委员会发布《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》，将商品期货纳入了专户产品的投资范围，首次允许基金公司参与证券市场以外的投资品种。次年 1 月 30 日，国投瑞银基金旗下国投瑞银鸿瑞 4 号期货套利资产管理计划获批，成为上海期货交易所首家参与商品期货合约交易的机构客户，也是国内第一只商品期货基金专户产品。2015 年 8 月 6 日，国投瑞银发行了国内首只商品期货基金——国投瑞银白银期货。该基金采用被动管理形式，无杠杆，主要投资上海期货交易所白银期货合约。

自 2010 年 4 月起，随着沪深 300 股指期货的推出，量化 CTA 基金逐步进入国内，蓬勃发展，股指期货为此期间量化 CTA 策略的主要交易标的。

2. 2015 年，股指期货受限，遭受重创

以股指期货为主要标的的量化 CTA 基金在 2015 年遭到重创。始于 2014 年第四季度的“疯牛”行情在 2015 年前两个季度延续，监管机构为了防止部分机构利用制度漏洞以牟利，维护金融市场的健康发展，开始清理内外配资，去杠杆。无强基本面支撑的 A 股市场随之从高点一路暴跌，引发连锁踩踏。紧接着，市场迎来了一系列的救市政策：7 月，证监会限制 24 家投资机构的交易账户；8 月，中金所急发三道金牌，提高了股指期货保证金比率和平今仓手续费、限制了非套保单日开仓限额；9 月，上交所、深交所、中金所出台指数熔断机制，进一步抑制或有风险；10 月初，证监会出台《证券期货市场程序化交易管理办法》，国内七大交易所紧随其后出台配套措施。

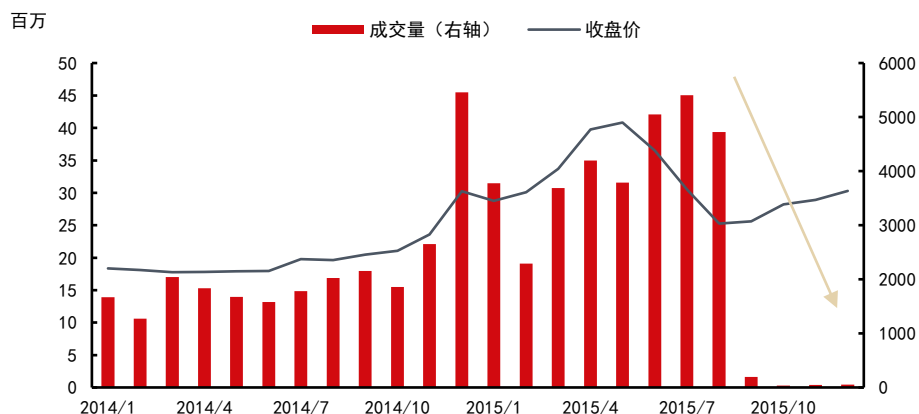
这一系列举措限制了股指期货的交易机会，从而对量化 CTA 策略的发展产生了不小的冲击。2015 年上半年的数据显示，1–6 月金融期货市场的累计成交额已超过 2014 年全年。下半年股指期货受到限制，金融期货市场降温，以沪深 300 股指期货为例，2015 年 8 月成交量约为 3937 万手，而 9 月成交量缩水至 162 万手，10 月份低至 31 万手，资金从股指期货大量逃离，流向商品或国债期货。

图表 4：2015 年股指期货市场重要时点与股指期货政策



资料来源：中信期货研究所

图表 5：沪深 300 股指期货成交量与价格（2014-2015）



资料来源：Wind 中信期货研究所

3. 2016 年，供给侧改革机会下蓬勃发展

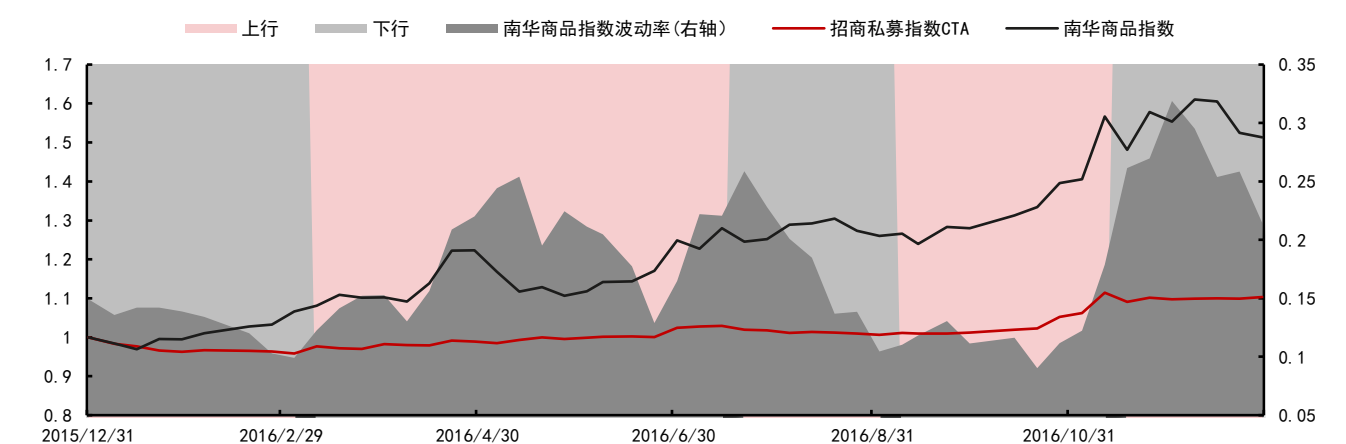
2016 年，在世界经济逐渐复苏、货币政策持续宽松的大背景下，中国经济结构调整进一步深化。持续发力的经济稳增长政策在需求端的拉动效应与深化供给侧改革政策在供应端的抑制效应共同作用，供给出现错配，引发商品市场呈现普涨行情。大量资金从股债市场涌入商品期货市场，CTA 策略基金尤其是 CTA 趋势策略基金在 2016 年迎来一轮牛市。

2016 年 CTA 策略的上行区间主要有两段，分别是 3-7 月与 9-11 月，主力均为能化板块和金属板块。能化方面，中国作为全球最主要的煤炭生产国和消费国，受到需求上涨和供给侧去产能的影响，煤炭价格快速上涨。金属方面，为保持宏观经济的中高速增长态势，国家加大了基础设施建设在内的固定资产投资力度，中国钢铁行业出现井喷式上涨局面，由此带动上游原料市场跟涨。能化板块和金属板块价格的快速攀升，导致通胀预期升温，农产品价格因此共振上涨。商品市场的普涨使得波动率迅速提高，持续的趋势也为 CTA 策略创造了良好的盈利环境。10-11 月，黑色板块在游资的炒作下再度暴涨，价格泡沫化程度急剧放大。

为了稳定大宗商品价格，三大期货交易所 11 月 8 日出台调整商品合约手续费、保证金、涨跌停板幅度等 8 道监管令，却未阻止大宗商品持续走高。11 月 11 日夜盘开盘后半个小时，多个期货品种出现涨停转闪崩，继而发生踩踏。突发反转行情使得大多数 CTA 基金迅速出现回撤。12 月 8 日，特朗普当选美国总统，不稳定因素的叠加，引发市场避险情绪增厚，波动率开始回落。

此外，随着私募基金规模不断扩大，私募行业也在不断规范化。2016 年 2 月，中国基金业协会颁布了《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》，标志着私募行业进入严监管的时代，2016 年因未满足基金业协会要求而注销的私募基金管理人达 11249 家。然而，CTA 基金的发行速度并未放缓。根据朝阳永续数据，2016 年 CTA 基金发行数量大幅增长到 2558 个，同比增长了 50.77%。

图表 6：南华综合指数波动率与 CTA 策略走势及涨跌区间（2016）



资料来源：Wind 中信期货研究所

4. 2017-2018 年，震荡行情下规范发展

2017-2018 年，商品期货市场进入宽幅震荡行情，市场波动率下降，趋势延续性较差，单品种或单板块的阶段性趋势行情机会成为 CTA 策略基金的主要盈利来源，但宽幅震荡的行情也对 CTA 基金带来不小的挑战。

2017 年 1-6 月，市场无法把握金融去杠杆政策、房地产调控与供给侧改革的执行力度，供给与需求的不确定性较强，导致上半年商品市场普跌，却无明显行情趋势，波动率也在低位震荡，CTA 策略普遍回撤。6-10 月的反弹主要有两方面原因，一方面，6 月底的房地产和工业数据表现均超出市场预期，另一方面，在供给侧改革的推动下，环保限产的执行力度较强，以铁矿石、双焦、螺纹钢等为代表的黑色系品种出现持续上涨行情，其中螺纹钢价格创出近四年新高。

2018 年 CTA 策略表现以年中为界，上半年的主导因素是中美贸易战对市场情绪以及农产品板块的直接影响，市场波动幅度大，但持续时间短。下半年事件冲击影响减弱，原油化工及黑色板块产业供求关系成为主要影响因素，基于成本变动或库存矛盾所产生的趋势更温和，持续时间更长。

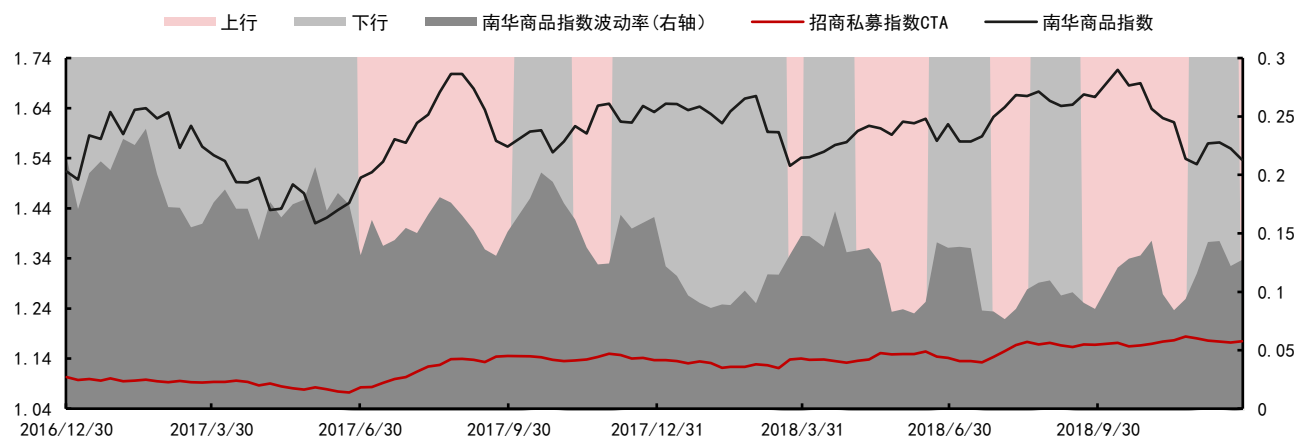
2018 年初，特朗普宣布准备对中国加征关税，中美贸易矛盾继续激化，黑色

系出现暴跌行情，波动率迅速下滑。3 月，受到中美贸易矛盾影响较大的大豆、豆油、豆粕、菜粕等农产品成交量大幅上涨，出现一波上涨行情。4 月，随着宏观事件冲击的消散，持续低迷的需求成为主导因素，多数品种快速下跌。

2018 年下半年的震荡行情主要受产业供求关系影响。7-8 月 CTA 策略上涨的原因有两方面，一方面是黑色板块从 4 月开始，随着库存的消化，价格稳步回升。其中，伴随央行降准、环保限产和基建需求上升等因素，焦钢矿在 7-8 月份出现一波明显上涨趋势。另一方面，7 月中下旬 PTA 库存降至低位，下游需求旺盛，上游 PX 价格大幅上涨，成本端和供需端共振，推动 PTA 期价大幅上涨，仅 1 个半月 PTA 指数上涨了 39%。8-9 月，能化板块以 PTA 为代表，短时间的快速上涨透支了需求预期，同时造成下游亏损加剧，企业减产，PTA 供需转弱，期现货价格大跌，CTA 策略收益回落。9 月开始的 CTA 策略上涨行情是由多板块共振下跌带来的。一方面原油在第四季度，伴随着 EIA、IEA 下调全球原油需求增速、美国原油商业库存上升、美国对伊朗制裁予以多国豁免、全球资本市场大跌等一系列国际事件发生，原油经历了持续三个月的暴跌；另一方面，PTA 从 8 月 29 日开始一路下跌，进入 10 月，原油的回落进一步加速了 PTA 等化工板块品种下跌。

虽然 2018 年 CTA 策略表现较为震荡，但面对 2018 年全球性股灾，CTA 策略在国内市场展示出了“危机 alpha”属性。相比万得全 A 指数 23.97% 的跌幅，招商私募指数 CTA 与朝阳永续管理期货宽基指数在 2018 年仍有 3.3% 与 4.21% 的收益。

图表 7：南华综合指数波动率与 CTA 策略走势及涨跌区间（2017-2018）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 8：2017-2018 年管理期货宽基指数、招商私募指数 CTA 与万得全 A 年化收益率

	招商私募指数 CTA	管理期货宽基指数	万得全 A
2018 年收益率	3.30%	4.21%	-23.97%
2017 年收益率	0.8%	2.2%	6.58%

资料来源：Wind 朝阳永续 中信期货研究所

5. 2019–2020 年，趋势行情下脱颖而出

流畅的趋势行情是 2019–2020 年 CTA 策略优异表现的主要驱动力。叠加了较高的波动率，2020 年 CTA 策略收益更是从众多策略中脱颖而出，招商私募指数 CTA 在 2019、2020 年年化收益分别达到 14.7% 和 27.1%。

2019–2020 年主要有 3 段较为持续的趋势行情：

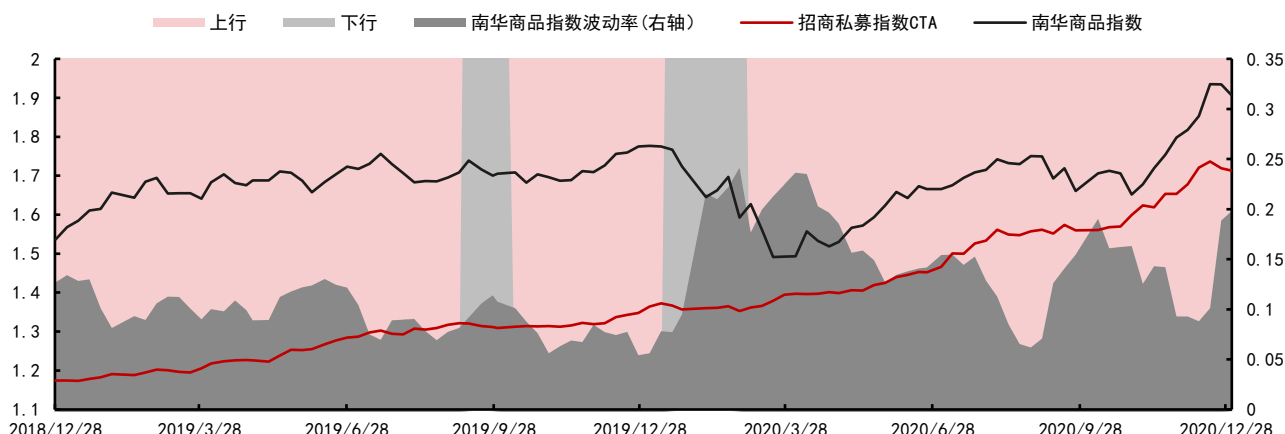
1) 2019 年 1–7 月，以铁矿石为主的工业品因淡水河谷发生严重溃坝事故走出一波上涨行情且持续时间较长，带动黑色板块一路上涨到年中，CTA 策略持续上涨。而到了 7 月，淡水河谷 3000 万吨产能复产叠加钢材季节性累库超预期，导致趋势行情结束，黑色板块快速回落。

2) 2019 年 10–12 月，CTA 策略上涨主要源于农产品板块带来的趋势。豆制品方面，10 月美国公布 USDA 季度供需报告，下调了单产和期末库存；暴风雪侵袭美国主产区，影响收割；中美就贸易关系达成第一阶段协议，三者共同带来了持续的上涨趋势。棕榈油方面，一方面马来 B20 计划的实施使得需求力度加大，另一方面三季度以来受干旱天气影响，棕榈油产量远远不达预期，双重因素共振下，棕榈油持续上涨。

3) 2020 年 3 月–2021 年 3 月，事件驱动与全球经济复苏是支持这段趋势的主要动力。3 月，在全球新冠疫情爆发和原油暴跌的多重作用下，南华商品指数的波动率到达年内的高峰，多数 CTA 策略管理人取得正向收益。5–7 月，南华商品指数稳定上涨，各板块品种的趋势行情处于强力状态，羊群效应使得趋势得到延续，而中美贸易战、全球范围内的疫情反复和地缘政治摩擦等多种因素，也使得整个市场的波动再次加剧。2020 年 11 月至次年 3 月，商品市场迎来了新一轮趋势行情。在国内基建投资反弹、房地产需求持续超预期与海外辉瑞新冠疫苗研制成功、疫情后美国财政刺激经济恢复预期、补库周期开启出口需求大幅增长的背景下，黑色和有色两个板块迅速拉升，11 月份的低波动率也在 12 月中旬开始向上抬升，CTA 策略迎来新一波行情。

2019 年股指期货交易开始恢复常态化（调整了保证金和限仓的约束），到了 12 月底，中国期货市场上市品种数量已有 75 个（含期权），初步形成商品金融、期货期权、境内境外协同发展的局面。在商品市场不断完善与宏观市场环境不断变化的背景下，国内 CTA 策略管理人也在不断丰富自身策略。部分 CTA 策略管理人从原来集中在比较单一的纯趋势策略，逐步扩展至研究多策略、多周期等更丰富的子策略。除了趋势跟踪以获取 Beta 收益之外，很多量化 CTA 策略基金开始不断丰富模型因子库，运用大量趋势类和非趋势类指标预测未来的价格走势以获取 Alpha。此外，2017 年起，主观 CTA 策略也迅速发展，其中以“杭州帮”的管理人为代表。此类 CTA 策略管理人主要交易黑色和化工板块，利用江浙地区为黑色和化工品种现货交易商主要聚集地的信息优势，基于估值加驱动的投研逻辑，从供需产业链矛盾中发现机会进行套利。在宏观环境较为稳定，市场成熟度与拥挤度较小的时期，此类主观 CTA 策略管理人取得了较为优异的收益。

图表 9：南华综合指数波动率与 CTA 策略走势及涨跌区间（2019-2020）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 10：2017-2019 年股指期货松绑政策

	保证金比率	非套保单日开仓限额	平今仓手续费
第一次松绑 2017/2/17	IF、IH :20% IC:投机 30%、套保 20%	20 手	万分之 9.2
第二次松绑 2017/9/18	IF、IH :15% IC:投机 30%、套保 20%	20 手	万分之 6.9
第三次松绑 2018/12/3	IF、IH :10% IC :15%	50 手	万分之 4.6
第四次松绑 2019/4/19	IF、IH :10% IC :112%	500 手	万分之 3.45

资料来源：中国金融期货交易所 中信期货研究所

6. 2021 年，宏观冲击下迎来全新挑战

伴随着 2020 年 CTA 策略基金的优异表现及对 2021 年行情的乐观预期，2021 年上半年，CTA 策略成为投资者热捧的策略，期货市场权益规模历史性地突破了万亿。然而，行情方面，受政策、事件冲击和投资者的一致预期的影响，21 年期货市场行情总体呈现宽幅震荡上行，伴随着极大的波动，行情连贯性不佳，许多 CTA 策略基金突破了过往最大回撤。

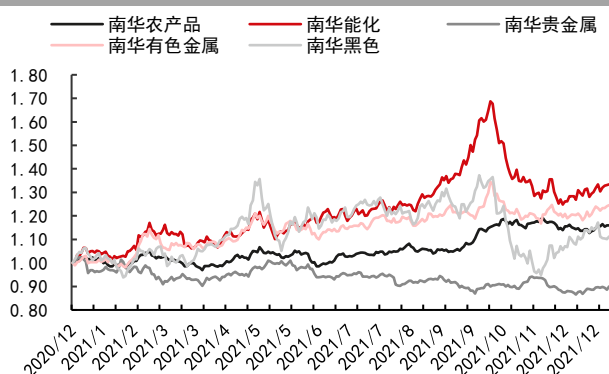
1 月，黑色、能化、油脂等前期强势的板块先后震荡回落。春节后，在海外市场复苏的背景下，有色、黑色、能化等工业品板块出现一轮较为强劲的短期反弹，但在 3 月初出现了快速回调。4 月起，国内节后复产复工，需求超预期恢复，外加美国新一轮经济刺激政策落地与其他发达国家疫情持续好转，通胀预期再次升高，海外大宗商品价格不断攀升，驱动国内商品期货，特别是黑色板块快速上行，CTA 策略上涨。5 月中旬，一方面，国常会分别于 5 月 12 日、19 日及 26 日发声，要求做好大宗商品的稳价工作，另一方面，海外市场经济复苏情况并不乐观，国内商品期货的快速上涨停滞，期货价格急速大幅反转，CTA 策略下跌。7-10 月，商品市场多数板块普涨，CTA 策略有一波较大行情。黑色板块在能源危机叠加能耗双控政策、双碳政策、各省压减粗钢产量政策开始逐步落地的背景下震荡上行。

化工板块受美国原油供给因飓风和疫情受损严重及国内碳中和、能耗双控政策影响，下游供给受限，也呈现上涨行情。农产品板块因为美国种植面积大幅低于市场预期，在豆粕带领下价格走高。10月中旬，针对煤炭过度炒作的一系列政策组合迅速落地，煤化工产业链和其他黑色板块品种价格断崖式下跌，商品期货市场整体窄幅震荡，波动率下跌，CTA策略回落。

纵观2021年行情，CTA策略面临了3大全新的挑战：1) CTA策略盈利的窗口期非常短，趋势行情结束后急速反转与波动率的快速下降，导致CTA策略获取收益以后难以锁住收益。2) 行情的波动性更为极端，除了贵金属板块外，其余板块多数时间波动率均高于往年同期的波动率。3) 全年市场风格变化的非常快，不同时期，不同板块驱动因素不尽相同。

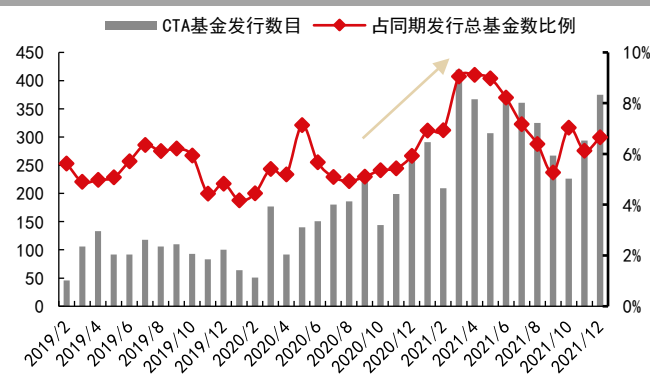
在这样的挑战下，许多量化CTA策略管理人因为价格的无序宽幅波动，模型不停给出滞后开、平仓信号，亏损不停地累积，纷纷出现了最大周度回撤；而主观CTA策略管理人因为对突发政策的处理速度和效率都相对更高，在2021年整体表现更优。此外，2020年CTA策略的优异表现吸引了大规模资金涌入量化CTA基金之中，然而受限于商品市场的流动性，许多短周期或高频CTA策略管理人获得收益的难度增加，开始增加中长周期策略。

图表 11：南华商品指数不同板块走势（2021）



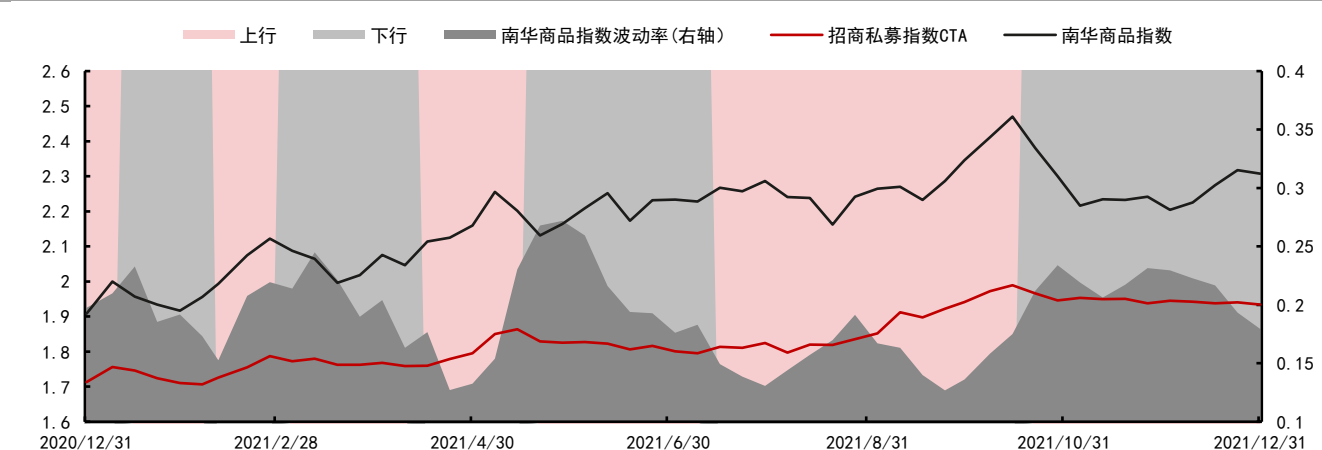
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12：CTA 策略基金发行情况（2019-2021）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 13：南华综合指数波动率与 CTA 策略走势及涨跌区间（2021）



资料来源：Wind 中信期货研究所

7. 2022 年，低波动少行情较为低迷

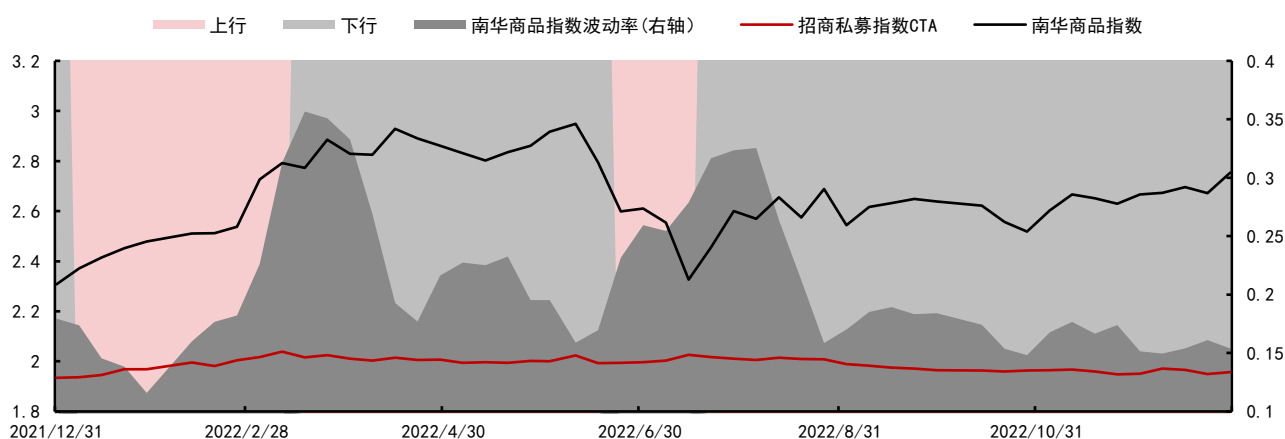
跟 2021 年相反，2022 年 CTA 基金最大的挑战是较少阶段性行情与持续的低波动。除了 3 月与 6 月的大行情外，2022 年大多数时间商品期货市场都处于区间震荡的态势。

1-3 月中旬，俄乌冲突引发了供给端的担忧，造成商品期货价格呈现单边的连续上涨行情，波动率也出现了比较明显的抬升，CTA 策略上涨。6 月中旬-7 月中旬，美国通胀持续高位，美联储加息节奏超预期，与国内以地产为主的高频宏观数据改善不达预期共同作用，商品期货价格骤跌。由于这轮趋势以宏观要素为主导，外加持续时间较短，部分趋势类策略管理人未及时调整多头仓位，反而出现了较大的回撤。

其余时间，商品期货均呈现出窄幅震荡行情，波动率也处于低位波动。尤其是 7 月中旬-12 月末，一方面稳增长政策不断加码，另一方面，需求端的相关高频数据始终未得到改善，市场缺乏多空明确主线，商品期货价格因此连续出现了近 6 个月的低波动、低位窄幅震荡的态势，创下 2020 年以来最长时间窗口。

在少阶段性行情与低波动率的环境下，除了少部分 CTA 套利策略能够捕捉到机会取得微薄收益，大多数 CTA 策略基金 2022 年收益较少，招商私募指数 CTA 的 2022 年收益仅有 1.21%。

图表 14：南华综合指数波动率与 CTA 策略走势及涨跌区间（2022）



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、CTA 基金市场现状

（一）投资者结构

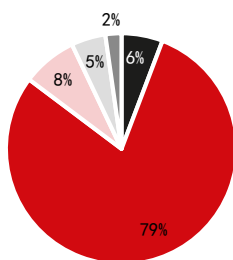
根据美国商品期货交易委员会（CFTC）的 2023 年 1 月 31 日的报告，在美国期货市场单边持仓资金分布中，大约 89%的头寸是由包括现货商、掉期交易商、管理基金等机构资金占有，只有 11%的头寸是由小规模散户资金占有。

根据中国期货业协会党委委员、秘书长吴亚军在第十三届期货机构投资者年会上的发言，截止 2022 年 9 月，中国期货市场客户权益约 1.44 万亿元，其中机构投资者占比约 77.5%，比 2021 年同期上涨了约 7%。其中，74%的机构投资者年营业收入在 1 亿元以下，期货市场服务实体产业、民营和中小微企业的特色较为明显。

由此可见，近年来国内期货市场投资者结构变化较大，机构资金占比逐渐上升，向美国期货市场靠近，期货市场逐步成熟。

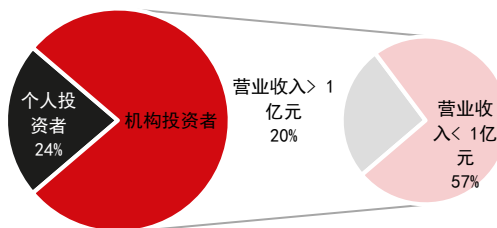
图表 15：美国期货市场单边持仓资金分布（2023/1/31）

• 现货商 • 掉期交易商 • 管理基金 • 其他机构 • 散户



图表 16：国内期货市场客户权益分布（2022/9）

• 个人投资者 • 营业收入 > 1 亿元 • 营业收入 < 1 亿元



资料来源：美国商品期货交易委员会 中信期货研究所

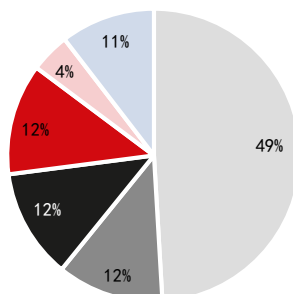
资料来源：中国期货业协会 中信期货研究所

（二）市场集中度

从 CTA 基金管理人规模分布上看，海内外 CTA 管理人规模均较小。其中，国内 CTA 基金管理人主要集中在 5 亿人民币以下，占比接近一半。这主要是因为，一方面，私募基金市场马太效应明显，募集资金集中于头部管理人，大部分私募基金规模较小，因此 0-5 亿元区间范围内的私募管理人数量较多；另一方面，相比股票市场，期货市场容量较小，CTA 策略的资金容量也相对有限。

图表 17：国内私募 CTA 基金规模分布（单位：人民币）（2022）

5亿以下 5-10亿 10-20亿 20-50亿 50-100亿 100亿以上



资料来源：中国证券投资基金业协会 朝阳永续 中信期货研究所

（三）策略分布

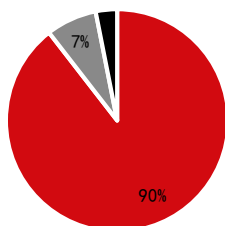
根据巴克莱基金数据，从总体规模上看，从 1980 年到 2022 年第三季度，全球 CTA 基金规模从 3.8 亿美元增长到了 4049 亿美元规模。其中量化 CTA 基金的规模以年化 12.8% 的速度扩大，是主观 CTA 基金的增长速度（5.8%）的 2.2 倍。截止 2022 年第三季度，**量化 CTA 基金规模占 CTA 基金总规模 90%**，达 3624 亿美元。按交易品种划分，**复合品种交易规模占比最大，达 66%**，其次为金融或金属期货，占比达 27%。

根据期货业协会统计，截止 2022 年末，中国各类资管计划投资期货及衍生品（场内外）规模大约 5000 亿元，其中私募基金大约 4400 亿元。资管计划中投资期货及衍生品的策略主要有市场中性策略与 CTA 策略，按 50%:50% 估算，国内 CTA 策略私募基金规模大约 2200 亿元。根据朝阳永续统计，正在运作的 89640 只私募基金中，一级策略分类为管理期货的私募产品占 8%。

对比海内外 CTA 策略分布，可以看出无论海外还是国内，CTA 策略基金在总资产的占比仍然较小，海外量化 CTA 基金为主流策略。

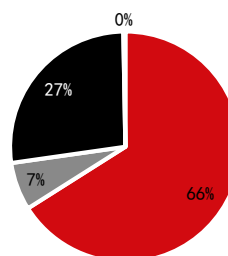
图表 18：全球 CTA 量化主观基金规模（2022Q3）

量化CTA基金 主观CTA基金 其他



图表 19：全球 CTA 基金交易品种规模（2022Q3）

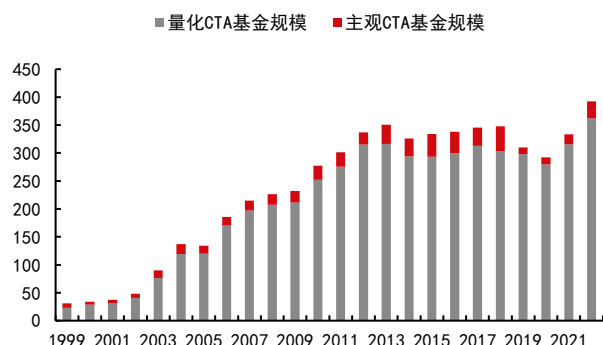
复合 外汇 金融/金属 农产品



资料来源：Barclay Hedge 中信期货研究所

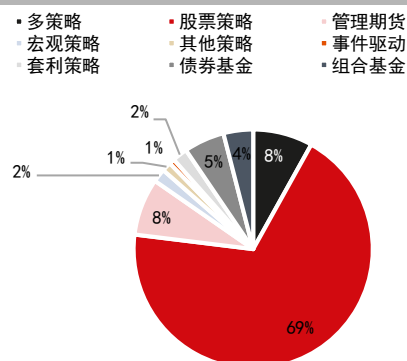
资料来源：Barclay Hedge 中信期货研究所

图表 20：全球 CTA 量化主观基金规模变化（1990-2022Q3）



资料来源：Barclay Hedge 中信期货研究所

图表 21：国内私募一级策略分类数量分布（2022）



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

三、CTA 策略特征

（一）收益来源独特，与主流资产相关性低

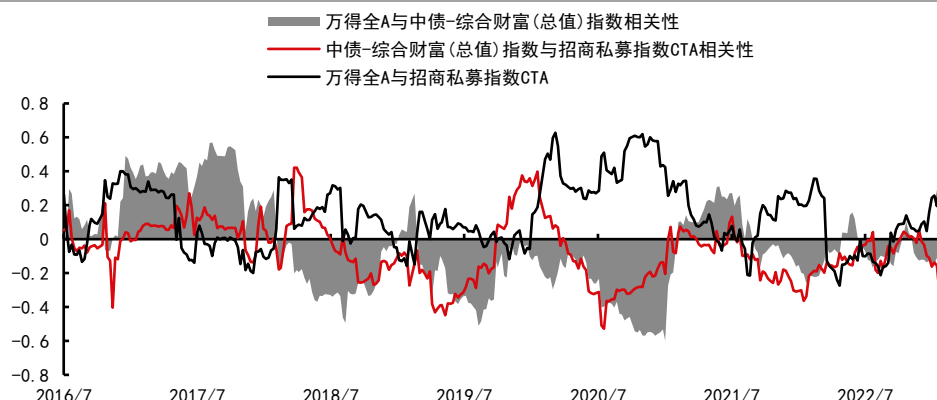
CTA 策略基金投资标的是期货市场，与传统的股票和债券市场相关性不高。通过将 CTA 策略基金加入组合之中，投资者可以分散资金于多个市场，从而降低整体投资组合风险，提高风险调整后回报。从 2016-2022 年朝阳永续各策略指数周度收益率相关性可以看出，管理期货策略与其他策略相关性最低，平均在 0.36。因此，早在 1991 年 Lintner 和 Scheinkman 便提出 CTA 策略具有“危机 Alpha”的特性，指 CTA 在市场压力时期，如经济衰退或金融危机，利用市场的低效率和趋势，产生正收益的能力，而此特性在国内外多次金融危机中也不断得以验证。

图表 22：国内主要策略相关性

	股票多头	管理期货	套利策略	宏观策略	债券策略	多策略	市场中性
股票多头	1.00	0.31	0.81	0.85	0.80	0.96	0.52
管理期货	0.31	1.00	0.39	0.46	0.34	0.42	0.21
套利策略	0.81	0.39	1.00	0.74	0.72	0.81	0.61
宏观策略	0.85	0.46	0.74	1.00	0.75	0.84	0.45
债券策略	0.80	0.34	0.72	0.75	1.00	0.81	0.51
多策略	0.96	0.42	0.81	0.84	0.81	1.00	0.55
市场中性	0.52	0.21	0.61	0.45	0.51	0.55	1.00

资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表 23：万得全 A、中债-综合财富（总值）、招商私募指数 CTA 滚动 25 周相关性



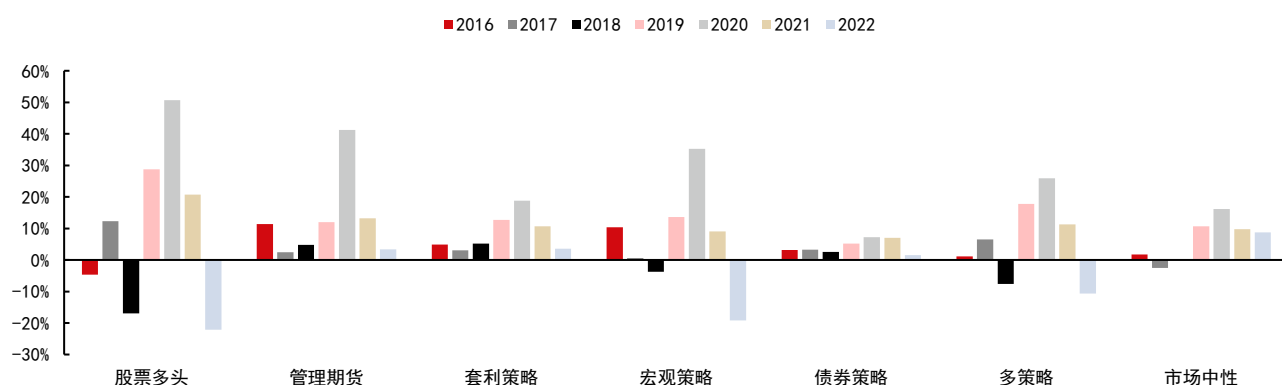
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）收益正偏显著，胜率高回撤小

长期来看，CTA 策略的收益较为可观且平稳。EDHEC 风险研究所发现，CTA 策略在牛市和熊市中都能产生正收益，尤其是趋势跟踪型 CTA 策略，它能够抓住一系列资产类别的不同趋势，从而在牛熊市都带来正收益。从朝阳永续不同策略指数年度收益可以看出 2016-2022 年期间，只有管理期货与套利策略 7 年均有正向年化收益，其中管理期货的收益远高于套利策略。

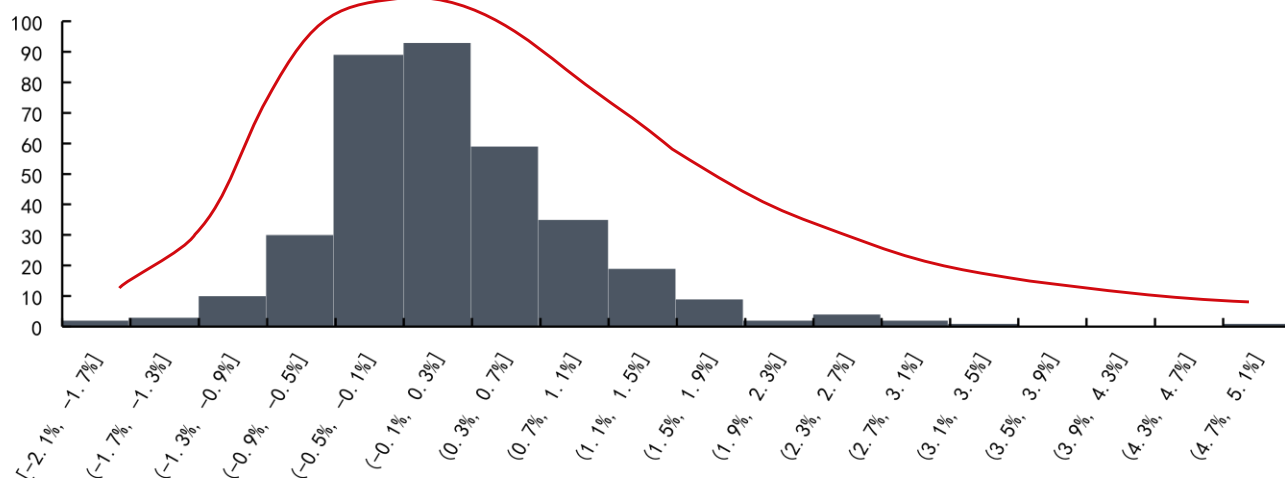
而从招商私募指数 CTA 的 2016-2023 年 1 月周度收益分布图中可以看出，CTA 策略基金周度收益率具有正偏性，即其正收益极值较大，而周度最大亏损较小。这也说明 CTA 策略收益较为平稳，出现短期大幅度回撤的可能性较低。

图表 24：2016-2022 年各策略年化收益



资料来源：朝阳永续 中信期货研究所

图表 25：招商私募指数 CTA 周度收益分布（2016-2023/1）



资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）预期收益不明，缺乏有效业绩比较标准

由于不同商品的属性往往相差较大，不同 CTA 子策略的策略逻辑与模型往往相差较大，不同 CTA 策略管理人之间收益相关性也往往不高。目前市场缺乏对 CTA 策略基金权威性的分类方法与子策略对标指数，这使得 CTA 策略基金缺乏清晰的业绩比较标准，预期收益不明朗，投资者难以准确评估与投资 CTA 相关的风险和潜在回报。

四、风险提示

（一）代理指标不准确

分析选取的代理指标不适当，对分析结果产生影响。

（二）经验总结不全面

经验总结考虑的角度不全面，对分析结果产生影响。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司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有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司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，或者中信期货有限公司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，且中信期货有限公司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，但中信期货有限公司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，且中信期货有限公司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有限公司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有限公司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>