

**证券研究报告—深度报告**
**金融工程**
**数量化投资**
**管理期货专题研究**

2012年09月03日

**专题报告**
**相关研究报告:**

《国信交易性数据选股策略回顾(PPT)》——2012-08-30  
 《金融工程专题研究: 夏普比率最高 100 牛股特征分析》——2012-08-29  
 《金融工程研究: ETF 做市业务研究与探讨》——2012-08-27  
 《金融工程研究: 行业 ETF 和跨境 ETF 在国内发展探讨》——2012-08-23  
 《金融工程专题研究: 夏普比率最高 100 牛股》——2012-08-21

**证券分析师: 秦国文**

电话: 0755-82133528

E-MAIL: qingw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511080001

**证券分析师: 戴军**

电话: 0755-82133129

E-MAIL: daijun@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120064

**联系人: 张璐楠**

电话: 0755-82130833-1379

E-MAIL: zhanglun@guosen.com.cn

# CTA 发展脉络及其在中国的启示

## ● CTA 基金简介

从国外资本市场运行的经验来看, 股票市场在经历每一轮牛熊交替周期后, 期货资产管理业务凭借牛市跟随市场熊市显著战胜市场的特点, 其规模和市场关注程度都有大幅提升。基于对上述现象的前瞻思考与定位, 证监会已开始倡导培育期货行业的机构投资者, 并探讨开展 CTA 业务的可行性, 最快有望在今年内推行首批试点。我们认为, 期货资产管理业务即国外俗称的 CTA 基金作为一种非主流投资工具, 其分散市场风险和防范资本市场系统性风险的能力应该得到传统意义上投资股票和债券市场投资者的重视。国外 CTA 基金的发展表明, CTA 业务迎合了金融业发展的内在规律, 并适应了各层次投资者不同的投资和避险需求, 其在促进国外金融体系完备和健康发展中发挥了重要作用。

## ● CTA 基金的国际比较

我们分别对美国 and 亚洲的 CTA 基金从组织形式、规模和相关监管做了分析和比较。从规模来看, 现在期货投资基金业已经成为全球发展最快的投资领域之一, 国际范围内的 CTA 基金规模已从 1980 年的不足 4 亿美元, 增长到 2011 年底 3140 亿美元的规模。美国 CTA 基金快速发展的原因主要有: 1、传统投资基金在经历股灾时的业绩压力和规避市场风险的需求; 2、期货市场的创新和变革, 大量的参与者和高流动性给大规模期货基金的运作创造了条件; 3、经济全球化和全球新兴金融市场的出现; 4、美国国债市场的成熟以及灵活的期货保证金制度。日本 CTA 基金规模占期货市场投资资金的比例非常小, 主要受监管和政策约束。台湾 CTA 基金 2010 年的市场规模近 4000 亿元 (新台币), 而台湾 2009 年的投信总资产规模约 2 万亿元 (新台币), 台湾信托业中期货 CTA 业务所占比重相当可观 (约 20%)。

## ● CTA 基金的风险相关事项

CTA 基金实际上是分散风险的投资利器。由于目标市场具有双向交易机制和高倍杠杆作用, 并且由于 CTA 基金与股票和债券组合的低相关性, 使 CTA 基金拥有丰富的投资策略设计、组合和运用的空间, 且不易受市场波动影响。据巴克莱统计, 过去 31 年里, 真正的出现负收益率的情况只有六年, 出现的负值的收益率也是非常小, 最高只有 2011 年的负 3.09%, 基本在以前的 31 年的时间里都保持了比较稳定的正收益。而在 1987 年的股灾、1997 年亚洲金融危机、2001-2002 年因 911 引起股市动荡、2007-2008 年因次贷危机引起的金融风暴等时间段, CTA 基金保持了良好的回报率。然而需要注意的是, 期货交易具有的保证金制度、T+0 机制、双向交易机制、每日结算制度等特点, 使其能够成为一种规避市场价格波动风险的有力工具的同时, 操作运行过程中不可避免地蕴含了巨大的风险。

## ● CTA 基金案例分析

在案例分析中重点研究了在 CTA 业界享有盛名, 全球最大的资产管理公司之一的元盛资产管理。元盛自诩为一个“现代化投资管理公司”, 并使用了管理期货交易策略, 其中包括依靠数据分析以及设计模型来追踪全球商品/金融期货市场的变化趋势。我们从其背景、业务产品与投资策略等方面进行了研究和讨论, 希望能借鉴其长期发展的经验, 合理运用到我国 CTA 专业管理团队的整合中。

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 内容目录

<b>CTA 基金简介</b>	<b>4</b>
CTA 起源	4
CTA 业务分布	4
CTA 基金的特点	5
CTA 基金的分类	5
CTA 基金的运作流程	6
<b>CTA 基金的国际比较</b>	<b>7</b>
美国 CTA 基金	7
亚洲 CTA 基金	12
<b>CTA 基金的风险相关事项</b>	<b>15</b>
CTA 基金的风险分散能力	15
CTA 基金的自身风险	17
CTA 期货的风险管理	18
<b>CTA 基金案例分析</b>	<b>20</b>
元盛资产管理公司（Winton Capital Management）	20
<b>我国 CTA 基金的相关建议</b>	<b>23</b>
<b>国信证券投资评级</b>	<b>24</b>
<b>分析师承诺</b>	<b>24</b>
<b>风险提示</b>	<b>24</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 主要几类 CTA 基金的市场份额 .....	6
图 2: 公募 CTA 基金基本组织结构 .....	8
图 3: 个人管理账户基本组织结构 .....	9
图 4: 国际 CTA 基金的规模 (单位: \$ billions on Dec. 31) .....	10
图 5: 近三十年巴克莱 CTA 基金指数表现 .....	15
图 6: 对冲基金与 CTA 基金年回报对比 .....	16
图 7: MSCI 世界指数与 CTA 基金年回报对比 .....	16
图 8: 元盛资产管理公司年回报率 .....	20
表 1: 全球五大 CTA 基金资产及其 2008 年回报 .....	17
表 2: 2012 年 3 月底元盛持有总额前 10 位的证券 .....	22

## CTA 基金简介

由于期货资产管理业务尚未受到监管机构认可等原因，我国的期货市场现以中小散户投资者为主，相对缺乏专业的投资机构参与。从国外资本市场运行的经验来看，股票市场在经历每一轮牛熊交替周期后，期货资产管理业务凭借牛市跟随市场熊市显著战胜市场的特点，其规模和市场关注程度都大幅提升。基于对上述问题的前瞻思考与定位，证监会已开始倡导培育期货行业的机构投资者，并探讨开展 CTA 业务的可行性，最快有望在今年内推行首批试点。

我们认为，期货资产管理业务即国外俗称的 CTA 基金作为一种非主流投资工具，其分散市场风险和防范资本市场系统性风险的能力应该得到传统意义上投资股票和债券市场投资者的重视。国外 CTA 基金的发展表明，CTA 业务迎合了金融业发展的内在规律，并适应了各层次投资者不同的投资和避险需求，其在促进国外金融体系完备和健康发展中发挥了重要作用。我国 CTA 业务目前处于探索和即将起步阶段，因此，本综述为系列报告的首篇，从国际比较、风险管理、案例分析和策略研发几个部分，结合理论与实际开展对 CTA 业务的全方位研究。

## CTA 起源

CTA 一词起源于美国，全称为商品交易顾问（Commodity Trading Advisor），是侧重于期货行业的投资经理人。这一称呼原来专指美国农产品期货交易顾问，但是随着其他种类期货的增多，尤其 20 世纪 70 年代金融期货的大规模发展，使得 CTA 业务范围扩大，而让原来由套期保值者与投资者构成的期货市场二元结构转变为三元结构。

在美国，除非有特殊的赦免，否则所有的 CTA 必须在美国商品期货交易委员会注册（CFTC – Commodity Futures Trading Commission），并必须被美国国家期货协会（NFA – National Futures Association）认定。所以 CTA 是受 CFTC 和 NFA 双重监管，根据法案的要求，必须提供充足的信息给客户，同时 CTA 必须定期向 CFTC 与 NFA 提交账户报告，提供交易记录，进行信息披露。

一般情况下，CTA 使用自己的专利交易系统或其他任意的方式来管理客户的资产，其中尤其涉及对商品期货（如金属期货，农产品期货）以及金融期货（如股指期货，外汇期货）的买卖。

对于美国等成熟金融期货市场来说，随着市场结构的不断多元化，更多的个人投资者会将期货投资委托 CTA 等专业机构操作，使市场不成熟所造成的交易风险被大大降低；而 CTA 也是机构投资者参与期货交易的重要方式，近年来，养老基金、保险基金、捐赠基金、慈善基金等对非主流投资工具表现出浓厚的投资兴趣，使 CTA 的规模随之急剧膨胀。为此，CTA 在全球期货和期权市场中的作用和影响也日渐显现。

## CTA 业务分布

CTA 的主要业务包括根据自身专业优势为客户提供差异化的咨询服务，例如期货期权的买卖建议和研究报告等，或者直接代理客户进行期货期权买卖交易，从而使受托资产增值。部分 CTA 根据账户获利成绩收取其利润的 15% 到 30% 作为报酬，其他 CTA 则通过在每次账户交易时收取交易费来获得报酬，而大部分 CTA 同时每年也收取账户总额 1% 到 2% 的管理费。CTA 个人不能公开发行基金份额，而且必须严格地向投资者揭示风险，并要将管理账户的业绩定期上

报监管机构供检查并公布。

除了上述业务，CTA 也可开展介绍经纪人（IB）的相关业务。在期货市场发达的美国，期货中介机构主要包括 FCM、IB、AP、CPO 和 CTA 等几种类型，其中 CTA 为投资咨询业务的主体，通过直接或间接的形式为他人提供期货交易建议，也可以直接接受客户委托，代替客户做出交易决定等。

CTA 一般受聘于某个期货投资基金（CTA 基金）的商品基金经理（CPO）或某个企业和个人投资者在内的客户。CTA 对 CTA 基金做具体交易操作，决定具体期货投资策略，基本职能是对其他人就买卖期货合同或者期货期权合同的可行性或盈利性进行指导。

从美国市场的经验看，CTA 与期货市场上的个人投资者相比具有三大特点：第一，CTA 都具有明确的、长期的投资策略，以及具有资金管理和风险控制体系。第二，CTA 会持续不断地监控市场，分析市场的价格变化所带来的风险与机会，从而在相对恰当的时机调整风险头寸。第三，CTA 有着严格的交易纪律，可以避免投资者心理波动对交易策略效果的影响。

### CTA 基金的特点

从国际上看，管理期货（managed futures）是指广义的期货投资基金，是由专业的资金管理人运用客户委托的资金自主决定投资于全球期货期权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。而其基金管理人一般是 CTA（Commodity Trading Advisor），所以管理期货或期货投资基金又称 CTA 基金。

CTA 基金与对冲基金（Hedge Fund）等同属于非主流投资工具（Alternative Investment），是国际期货市场的主要机构投资者。CTA 基金除了一般意义的基金专家管理、组合投资规模效应等优势以外，还有低交易成本、低市场冲击成本、杠杆交易的运用和市场流动性好等特点。

可将 CTA 基金与其他类型的投资基金做一个对比。共同基金（Mutual Fund）主要投资于传统的股票、债券和货币市场的一类基金，采取“买入并持有”的策略，通常不主动持有空头头寸；对冲基金（Hedge Fund），除了传统的股票、债券和货币市场以外，还大量投资于金融衍生品期货与期权市场，大量使用做空机制，往往采用私募的形式。CTA 基金在操作方法上与对冲基金相类似，但与对冲基金的区别主要在两个方面，其一是不投资于传统的股票、债券和货币市场，其二是往往采用公募的形式。

从国际期货市场发展经验看，CTA 基金所采取的模式通常有公募基金、私募基金和个人管理期货账户三种基本类型。各模式细节以及投资体系会在美国 CTA 基金组织形式中详细介绍。

### CTA 基金的分类

根据投资方向、交易策略和投资风格等方面的不同，又可以将 CTA 基金大致分为以下不同的类型。

#### 1、根据投资方向的不同

CTA 基金可以分为多元化投资基金和专业化投资基金。多元化 CTA 基金投资的期货品种较多；而专业化的 CTA 基金则专注于投资某类市场。

#### 2、根据交易策略的不同



CTA 基金可以分为系统化投资模式和非系统化投资模式。前者主要通过预先设定的交易模型决定交易策略,纯粹的系统化交易是依赖于计算机的复杂、快速、有效的运算而完成的,这种交易决策在一定程度上避免了决策的随意性;后者又称自由式投资模式,其投资策略一般建立在基本分析或者关键经济数据分析的基础上,并一般只专注于某个熟悉的特殊或相关市场领域。

### 3、根据投资风格的不同

CTA 基金可以分为趋势交易型和非趋势交易型两类。趋势交易型的 CTA 基金为多数,其根据关注趋势时间的长短,还可分为短线交易者、中线交易者和长线交易者;而非趋势交易型 CTA 基金通常运用突破形态、头肩形态、交易量等指标来寻找趋势反转的信号,然后建立头寸。

综合来说,CTA 基金的差异化很大,除了以上三种分类外,还有在基本面分析和技术面分析上的权衡差异,以及在主要投资市场上侧重差异等等。

图 1: 主要几类 CTA 基金的市场份额

CTA Industry - Assets Under Management

Assets Under Management	1st Qtr 12	4th Qtr 11	3rd Qtr 11
<u>Managed Futures</u>	\$328.3B	\$314.3B	\$320.3B
<b>Sectors</b>			
<u>Agricultural Traders</u>	\$1.15B	\$1.09B	\$1.38B
<u>Currency Traders</u>	\$26.11B	\$27.28B	\$28.09B
<u>Diversified Traders</u>	\$181.87B	\$181.91B	\$186.59B
<u>Financial/Metal Traders</u>	\$80.11B	\$81.64B	\$86.84B
<u>Discretionary Traders</u>	\$26.02B	\$26.98B	\$27.57B
<u>Systematic Traders</u>	\$260.24B	\$259.88B	\$269.33B

资料来源: 国信证券经济研究所, 巴克莱对冲

### CTA 基金的运作流程

CTA 基金的运作包括以下几个部分:

#### 1) 确定投资目标

投资目标的核心就是基金资本增值,而 CTA 基金的主要目标就是利用全球期货及衍生品市场中各种投资工具,实现投资收益最大化。因此,CTA 基金首先要说明其主要的投资市场和投资品种,大多数基金往往强调于投资目标之后面,以免因市场变动使基金投资亏损而带来纠纷。

#### 2) 制定合适的投资策略

按照不同的交易特点,CTA 基金的投资策略也非常丰富,既可在投资分析面的上进行选择,也可在短期、中期和长期等投资策略中进行组合。此外,目前 CTA 基金使用最多的投资方式是程序化投资方式,通过计算机建模辅助投资决策,基金可尽量避免由于管理者主观偏见所造成的决策失误。所以,拥有先进的投资决策系统模型已成为 CTA 的核心竞争力所在。

#### 3) 投资组合的选择

CTA 基金为了实现最大投资分散化,通常会选择大部分全球各种期货市场及其衍生品市场作为其投资组合的选择范围,然后通过同时监控全球期货市场中的

多种期货合约以及衍生工具的市场行情变动和交易状况，根据相关数据分析圈定自己的投资组合范围。目前欧美业绩排名前 50 的 CTA 基金的投资组合范围包括以下几类：利率、股指、货币、金属能源、农产品、汇率等期货期权产品。

#### 4) 实际交易过程

CTA 在确定投资范围后，根据其投资理念，应用一定的投资技术和手段进行投资工具的具体搭配和调整，然后实施其已确定的投资组合。在实施的过程中，还需要完成一些必要的步骤：完成所有当事人的法律协议；调查并确定经纪公司等交易代理；开立交易账户，完成剩余资金管理安排；讨论并确定管理费；风险管理等。

#### 5) 报告制度

CTA 将投资策略实施以后，将要定期向监管部门提供基金运作的报告，其中需要包括的内容有：市场行情回顾；交易行为总览；对风险因素的监督和审查；已交割和未交割的头寸；交易集中度；对组合的评估等。

## CTA 基金的国际比较

### 美国 CTA 基金

#### 美国 CTA 基金组织形式

按照组织形式分类，美国 CTA 基金所采取的模式通常有公募基金、私募基金和个人管理账户三种基本类型。无论采用哪种组织形式，CTA 基金一般都会构建一个完整的投资体系，其主要参与者有商品基金经理（CPO）、交易经理（TM）、商品交易顾问（CTA）、期货佣金商（FCM）、托管者和投资者。各参与者的职责明确，各司其职进行分工协作。

其中需要注意的是商品基金经理（CPO）这一概念。在美国，CPO 的主要任务是组建并管理公募基金和私募基金，CPO 直接聘用一个或多个 CTA，或者聘用 TM，让其来挑选 CTA，由 CTA 进行每日的市场具体交易，但 CTA 的交易会受到 TM 的监控，以控制其风险。此外，CTA 还需要寻找托管机构，组织基金的营销活动和后台行政管理。上述的运作模式，有时也会有同一个主体兼具不同的功能，例如，FCM 可以作为 CPO 发起期货投资基金，同时也可以履行 CTA 和 TM 的职责，并提供投资业绩报告。

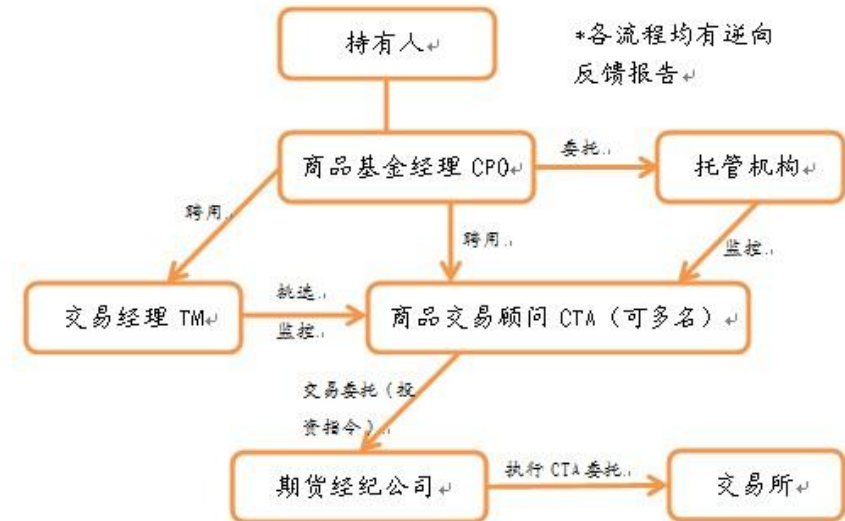
比照国内情况来说，CPO 不等同于国内的基金经理，若就相似性而言，CPO 与国内的基金公司更类似，CTA 与国内的基金经理相类似，但各自也有区别。美国的 CTA 虽然也受雇于 CPO，但他们并不相互隶属，且各自独立，每一个 CTA 都有自己独特的投资理念、投资风格、投资领域、投资组合、投资程序和风控方针，CPO 会根据自己的投资目标、投资策略，选择与自己投资理念相近、投资业绩良好的 CTA 具体执行 CTA 基金的投资业务，CPO 和 CTA 有不同的分工，属于各自独立的群体。

#### 1) 公募 CTA 基金

公募的 CTA 基金在组织形式上与期货市场上与股票市场中的共同基金相似，往往采用开放式公司型基金的组织形式，投资者可以购买基金公司的股份，与购买股票或债券共同基金的股份一样，只是 CTA 基金投资的是期货和期权合约而非股票和债券。需要注意的是公募 CTA 基金仅在组织形式上与共同基金相似，CTA 基金在操作策略上却是与对冲基金非常类似。

由于公募基金参与者众多，运作规范，监管严密，成本较高，操作上也缺乏私募基金和个人管理账户灵活，从美国实际情况来看，其投资回报率在三者中最低。

图 2：公募 CTA 基金基本组织结构



资料来源：国信证券经济研究所

## 2) 私募 CTA 基金

私募的 CTA 基金是指有限个投资者委托被聚积起来的私人集资方式，其往往采用有限合伙的形式，分一般合伙人（General Partner）和有限合伙人（Limited Partner）。一般合伙人就是发起组织基金的个人或机构，也是控制基金全部交易活动和日常事务的管理者。有限合伙人是为基金提供大部分资金的投资者，但不参与基金的具体交易与日常管理，只按照协议收取资本利润，并以自己的出资为限承担有限责任。私募期货基金组织结构与公募期货基金类似，可参考公募基金的组织结构图，不同点在于资金来源和信息披露。

私募基金适合于高收入的个人或机构投资者，投资者人数和最低出资额受到严格限制。例如，美国规定每个私募基金的投资者总人数不超过 499 个，每个投资者至少 100 万美元的净资产，或至少连续两年不低于 20 万美元的年收入。私募基金操作灵活，费用低，其市场表现优于公募基金。但其运作透明度低，风险大于公募基金。

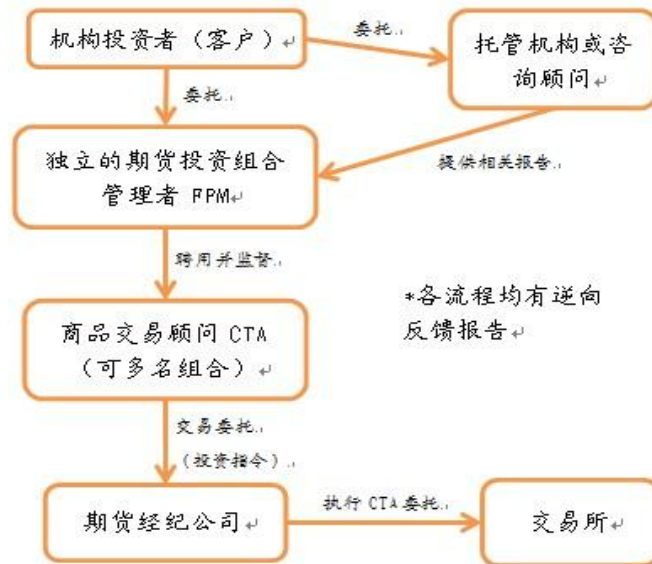
## 3) 个人管理账户

指在存款性银行开户交由期货交易顾问（CTA）自行管理的账户。个人管理账户一般只能被较高收入的投资者所使用，例如一些大型的机构投资者，诸如养老基金、公益基金、投资银行、保险基金，往往采取这种形式来参与期货，以优化他们的投资组合，而非直接购买公募或私募基金份额。投资者将部分资金委托给独立的期货投资组合管理者（FPM – Futures Portfolio Manager，可以是 CPO、CTA 或其他）进行管理，而 FPM 为机构投资者设计、构造和实施其 CTA 基金投资策略。一般而言，FPM 可以雇用多个 CTA 共同运作这部分资金进行投资。



投资者直接把钱投资于 FPM 与 CTA 的方式，实际上相当于购买了 CTA 等投资参与者的交易技能，其好处在于免去公募基金和私募基金的管理费，但投资者自己必须选择合适的 CTA 并承担评估 CTA 表现的责任，这就要求投资者自己具有投资的专业技能和判断挑选能力。实际上也只有专业的机构投资者能做到这一点，很多 CTA 基金账户往往都是机构投资者投资组合中的一部分。

图 3: 个人管理账户基本组织结构



资料来源：国信证券经济研究所

### 美国 CTA 基金的发展规模变化

全球期货 CTA 起源于 1949 年，美国海登斯通证券公司的经纪人理查德·道前（Richard Donchian）建立了第一个公开发售的期货基金（Managed Commodity Fund Futures Inc.），道前还发展了期货投资及其资金管理的系统方法，其中包括把移动平均概念应用于期货交易系统之中。此后，于 1965 年，唐（Dunn）和哈哥特（Hargitt）作为商品交易顾问 CTA 建立了第一个著名的管理期货账户，1967 年两人第一次把计算机交易系统试用于期货交易。到了 1969 年，人们开始将商业化的交易系统大量应用于美国期货市场的投机交易中。当时期货投资基金开始引起人们的兴趣，但投资者主要是小额资金客户。进入 20 世纪 70 年代，CTA 基金业迎来了它发展历史上的一个重要时期。1972 年 5 月芝加哥商业交易所开始了金融期货交易。从此，以农产品交易为主的期货市场开始转向以金融期货交易为主，为货币和资本市场提供避险工具。这个变化扩大了期货市场的规模和参与群体。美国政府在金融期货推出初期做过一项调查研究，结果发现期货市场个人投资者的亏损比例高达 90%，这使得他们非常疑惑。经具体研究后发现，其原因主要是由于在金融期货推出初期，参与的大多数投资者都是传统的股票与债券投资者，由于这类人还没有真正弄清证券与期货的差别，因而造成了这类客户大面积的亏损。期货实行保证金交易，并且不限制卖空机制，具有高杠杆性以及交易策略的多样化等特点。许多股票投资者根据固有的思维方式长期持有一个期货合约，结果导致爆仓。因此，股票投资者在进行期货交易前必须具备一定的专业知识和操作技巧，而这种专业性又不是短时间就可以建立起来的，因此期货 CTA 这种专业的商品交易顾问逐

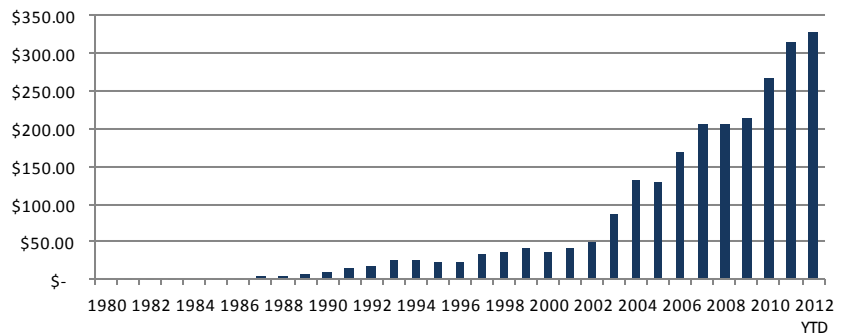
渐盛行。

1971 年管理期货行业协会（Managed Futures Association）建立，标志着 CTA 基金行业的形成；1975 年美国商品期货交易委员会（CFTC）成立，对商品交易顾问（CTA）和商品基金经理（CPO）的行为进行监管。

进入 20 世纪 90 年代后，CTA 基金迎来了高速发展的时期。全球特别是美国的商品期货市场和金融期货市场得到了充分发展，同时全球新兴的金融市场不断涌现，CTA 基金也逐渐将其投资领域扩展到利率期货、债券期货、股指期货、外汇期货、金属期货、能源期货等等几乎所有期货品种。而随着计算机技术的日益发达，美国的金融电子化交易应用，使得 CTA 基金更容易参与到全球期货市场，也使得 CTA 基金能建立复杂的投资模型来管理旗下产品。随着现代投资组合理论的诞生和投资技术的不断变化，CTA 基金在资产的风险管理与运作方面的作用日趋重要，很多机构投资者诸如养老金、信托基金、银行等都开始大量采用期货投资基金作为他们投资组合中的重要部分以达到优化组合分散风险的目的，并且取得了良好的效果。

现在，期货投资基金业已经成为全球发展最快的投资领域之一，国际范围内的 CTA 基金规模已从 1980 年的不足 4 亿美元，增长到 2011 年底 3140 亿美元的规模。

图 4：国际 CTA 基金的规模（单位：\$ billions on Dec. 31）



资料来源：国信证券经济研究所，巴克莱对冲网站

美国 CTA 基金快速发展的原因主要由以下几点：

### 1) 传统投资基金的业绩压力和规避市场风险的需要

1987 年十月的美国股灾使许多投资者开始对 CTA 基金等非主流投资工具的分散市场风险能力表现很大关注。而 2001 年来美国股票市场走势低迷，又使得股票和债券持仓较重的投资组合的业绩变得十分黯淡，而 CTA 基金基本不受市场涨跌影响，在投资组合中加入管理期货课分散风险，因而大批资金从传统投资领域涌入管理期货行业，客观上促进了 CTA 基金的发展。

### 2) 期货市场的变革

80 年代金融期货发展迅速，交易品种扩散到指数、货币、利率等各个品种，交易金额和参与人数远超商品期货。由于金融期货的发展开拓了期货市场的广度与深度，大量的参与者和高流动性给大规模期货基金的运作创造了条件。

### 3) 经济全球化和全球新型金融市场的出现

资本跨国界在全球范围内大规模流动，新的通讯技术和网络技术将全球金融市场统一，从而拓宽了 CTA 基金的投资渠道、对象和范围，使 CTA 基金有更多投资组合、分散风险、寻求获利的机会。

#### 4) 美国国债市场的成熟以及灵活的期货保证金制度

在美国，国债可以充当期货交易的保证金，使得期货基金可以以持有国债的形式持有现金，而持有国债可以获得稳定的收益而且可以随时变现，由此获得的收益可以大大降低 CTA 基金的运作成本。在美国债券市场上，联邦政府债券是发行量最大、流通性最好的市场品种，这为 CTA 基金利用国债进行现金管理提供良好的市场基础。同时，美国的期货保证金实现的是净额保证金制度，即只对持有合约多头和空头的经头寸缴纳保证金，大大降低了 CTA 基金的资金占有率，使得 CTA 基金通过现金管理弥补高昂的管理成本，成为期货基金发展的一个有利因素。

#### 美国 CTA 基金的相关监管

欧美期货 CTA 实行政府部门、行业协会及交易所等市场主体的三级监管模式，但在不同国家，这三级监管主体的作用有所不同。如美国是基于法律约束下的基金自律监管模式，英国是基于基金行业自律监管的模式。其中英国模式有利于保护投资基金的长期稳定和规范，但这种模式需要该国基金管理者和投资者有很高的职业道德素质。法律约束下的基金自律监管的美国模式正成为基金业监管的典范，许多国家纷纷效仿。

在当前全球经济和金融环境下，CTA 基金的一个吸引人之处在于，与对冲基金等其他另类投资基金相比，它不仅投资作风相对稳健，期货 CTA 基金还受到法律约束必须接受政府指定部门的监管。这使得美国投资者在经历了 Madoff 事件后，显然对于受到法律监管和约束的 CTA 基金更愿意信任和投入资金。

美国所有的衍生品交易必须受到商品期货交易委员会 (CFTC) 的管理，其中也包括期货投资基金，而且对于不同形式的 CTA 基金，其监管亦有所不同。美国对公募 CTA 基金的监管更侧重于政府和法律方面的约束，而对私募 CTA 基金的监管则更多的是依靠行业协会 NFA 等市场手段。对公募 CTA 基金而言，由于持有的人数众多，涉及到广大投资者的利益，因而其发起设立及运作都较为规范，披露的信息量最大，所受到的监管也较私募多很多，运作透明度较高。对于私募 CTA 基金，其对象往往是一些高收入的个人或机构投资者，并且在投资者资格与最低出资额上受到严格的限制，因此，其所受监管较少，运作的透明度相对偏低。

在美国，由于 CTA 基金中 CTA 的行为可能涉及公众利益，为了保护投资者的权益、强化主管机关和社会公众的监督，要求 CTA “尽最大的善意或诚意，仅为受托人的利益行事”，因此，对 CTA 的监管措施更为严厉。从法律监管的层面来讲，主要体现如下特征：

#### CTA 基金的批准流程严格

根据美国《商品交易法案》，CTA 基金的成立必须到美国商品期货交易委员会进行注册，达到并符合一定条件后才能被批准。比如，必须在过去 12 个月中为 15 个或 15 以上的客户提供过投资建议；不能向公众或投资者隐瞒自己的 CTA 身份；必须符合《商品交易法案》对其身份的规定或另有其他法律允许；提供的投资建议必须与自己的业务相符；CTA 基金注册成立后还要遵守风险揭示和信

息披露的规章，并保存相应的历史交易记录等。

此外，在 CTA 基金的设立上，要求投资公司至少拥有 10 万美元的净资产，也就是说，基金进行基金份额募集的最小额度是 10 万美元，超过募集期限，未达到 10 万美元的则视为基金募集失败，不予注册。即使达到在此资产规模底限，还要求此规模在成立后持续保持 90 天。其次，美国还对投资人的数量进行了硬性的规定，它要求期货 CTA 基金的投资人或股东不得少于 25 个。此外，CTA 基金在 SEC 注册时还需向 SEC 提供和披露一些必要的文件和信息，这包括基金的形式、投资范围、投资组合的状况、投资风格和相关从业人员的资料等等。

#### 信息披露的严格

美国证券交易委员会（SEC）和商品期货交易委员会（CFTC）在基金运作的各个环节都要求严格，对 CPO 和 CTA 在信息披露的周期、频率、内容、时效上，都做了详细规定，确保市场的公开、公平、公正，确保投资者享有知情权，保护投资者不应受到虚假和不详信息的误导。依照美国的法案规定，每一位注册的 CTA 都必须将其自身所有可能对投资决策产生影响的相关信息定期或不定期地向有关部门报告、接受监督，并向社会公开，以使投资者对其有充分的了解，而且还对信息的具体要求进行了详细描述。

#### 双重监管的特征

CTA 的监管机构主要是：两个联邦机构——SEC 和 CFTC；两个行业自律性组织——全国期货行业协会（NFA）和全国证券商协会（NASD）。可见，CTA 既受到证券业的监管，也受到期货业的监管，尤其以 CFTC 和 NFA 的监管最直接。

#### 禁止欺诈行为和虚假陈述

美国的《投资顾问法》、《商品期货交易委员会法》和《商品期货现代化法》中都对此做出了明确、细致的规定。

#### 法律责任的严格

美国对违反相关规定的 CTA 将给予非常严厉的处罚，以保证客户资金的安全。如果 CTA 的行为违反了相关法律法规，将要承担相应的行政责任、民事责任、经济责任，甚至是刑事责任。

### 亚洲 CTA 基金

亚洲部分国家的期货 CTA 基金的规模、法律法规以及运作方式都与美国市场稍有不同，但由于地域相近，对我国的 CTA 基金在某种程度上来说更有参考意义。

#### 1、日本 CTA 基金

由于 CTA 基金在 1987 年美国股市大跌期间所表现的高收益特征，CTA 基金日益受到金融界的重视和大众投资者的欢迎。日本正是在这一背景下引入了 CTA 基金，此后 CTA 基金在日本获得了迅速发展，同时法律法规不断地跟进从而查漏补缺，最终于 2000 年 12 月由 JCFA（Japan Commodities Fund Association）正式将多年来不断完善的日本商品基金法编印成册，成为指导和规范商品基金市场的行为准则，以使商品期货基金市场向着有序竞争的方向健康地发展。

##### 1) 组织形式

日本 CTA 基金的组织形式主要有三种：有限合伙制、匿名组合型和信托型。



有限合伙制：由有限合伙人和一般合伙人构成有限合伙制公司从事期货基金管理和投资的一种形式。有限合伙人以其出资以及由此获得的收益承担有限责任，不参与合伙制公司的经营管理活动；一般合伙人对有限合伙制公司无限负责，同时，负责合伙制公司的日常运营和管理。

匿名组合型：依据日本商法组成的一种契约型态。参与期货基金的投资者与期货基金管理者之间签订匿名组合契约后，投资者成为匿名组合员，并且分享来自期货基金运用所产生的收益。投资者与期货基金管理者之间是债权与债务的关系，投资者以其出资以及由此获得的收益承担有限责任，期货基金管理者负责期货基金的管理和运用。

信托型：这是指投资者将资金委托给信托银行，由信托银行对基金进行管理和运用，基金收益返还给投资者的一种形式。一般来说，有两种方式来实现这种信托型 CTA 基金。其一是基金募集人成为委托人兼最初受益人，并从信托银行取得期货投资信托受益权，成为最终受益人。其二是投资者直接从信托银行取得期货投资信托收益权而成为委托人兼受益人。投资者与受托者之间发生债权与债务的关系。

## 2) 规模

因监督股票和商品 CTA 的管辖部门不一样，所以在日本虽然有很多运营股票和债券的公司，但运营 CTA 业务的公司极少。目前日本信托基金总资产约 80 万亿日元，而 CTA 业务的规模却几乎可以被忽视。2003 年末，日本 CTA 基金总额为 5906.2 亿日元，而按照全球范围 CTA 基金增长规模计算（图 2），现在日本 CTA 基金规模约为 2 万亿日元，比例非常小。

日本 CTA 基金占有期货市场投资资金的比例也不高，并由政府调控它的权重，而且基金不能向金融机构融资，只能使用募集来的资金，因此与欧美的期货 CTA 基金动辄上亿乃至上百亿美元的规模比起来相对较小，即使是较大的期货 CTA 基金规模也不足 1 亿美元。据了解，日本商品期货市场上期货投资者以个体投资者为主，约占 90% 左右的交易份额，CTA 基金占 7% 至 8%，剩余 2% 至 3% 为海外订单。

目前，日本 CTA 基金最低募集单位的规模不等，主要以 5 千万和 1 亿日元为主，其中商品期货基金多数以百万日元为发售单位，最低为 10 万日元。这表明日本 CTA 基金主要销售对象为机构投资者与富裕的个体投资者。

## 3) 相关监管

现在，日本期货的主管机构因期货商品的性质不同而分属不同的主管机构监管，商品期货的主管机关是经济产业省和农林水产省；金融期货的主管机关是金融厅。日本期货法规也因标的不同（商品/金融）而有不同的法律依据。

在信息披露方面，参照日本“商品投资事业法”第 16 条、第 17 条及第 18 条的规定，CPO/CTA 等在客户开户前、开户时及开户后都应给投资者相关书面文件，并落实信息揭露原则。

## 2、台湾 CTA 基金

台湾自 1986 年 6 月 1 日开始实行期货交易法后，市场体系建设已经日趋完善。目前，台湾期货市场保证金将近 300 亿元人民币。期货市场建制之初，除开放期货经纪商与期货自营商外，为了便利证券投资人参与期货市场，监管部门参



考美国期货中介商（IB）制度，开放由证券经纪商经营期货交易辅助业务，以转介交易功能，增加交易管道以便顺畅交易。由于期货交易具有高度的专业性，随着市场的发展，自 1989 年底起，为积极引导期货交易者从事理性的期货交易、提高各种机构资金及法人参与期货交易的意愿，改善期货市场结构，台湾开始开放期货经理事业，即期货 CTA。

台湾于 1991 年 11 月 8 日依据期货交易法规定发布“期货经理事业设置标准”及“期货经理事业管理规则”，其后陆续发布期货经理事业接受委托交易资金的最低限额及委托交易资金总金额的最高倍数等规定，且于 1992 年 7 月 10 日核定“期货经理事业经营全权委托期货交易业务操作办法”。至此，期货经理事业经营全权委托期货交易业务的运作流程与规范大致完成。台湾第一个期货信托基金（即 CPO）于 2009 年正式批准运行。

### 1)组织形式

台湾的 CTA 代表期货经理事业，其并不进行通常人们称之为全权委托或代客操作的业务，而只进行委任资产的管理，执行交易或投资业务。因而其组织形式与美国的个人管理期货账户相类似，但又有不同。

台湾对期货服务业采取一种特殊的划分方式予以区分，并采取限制专营方式。现在依据台湾《期货交易法》可分为期货信托事业、期货经理事业、期货顾问事业及期货交易辅助人四大类，而四者在 CTA 基金的运作中各司其职：

#### 期货信托事业（CPO）

募集期货信托基金发行受益凭证，并运用期货信托基金从事期货交易。

#### 期货经理事业（CTA）

从事全权委托期货交易，也可从事向非特定人募集资金从事期货交易。其与期货信托的区别在于：期货信托以发行受益凭证方式募集资金从事期货交易，而期货经理则不发行受益凭证，其采取类似信托业将信托基金以集合管理运用的观念和方式进行期货交易。

#### 期货顾问事业

为接受委托，对期货交易有关事务提供研究分析意见或建议、发行有关交易的出版物、举办有关期货交易的讲座。

#### 期货交易辅助人（IB）

接受期货经纪商的委托，从事招揽、代理期货商接受交易人开户、接受交易人的委托单并交付期货商执行。

### 2)规模

2010 年台湾的 CTA 基金市场规模近 4000 亿元（新台币），而台湾 2009 年的投信总资产规模约 2 万亿元（新台币），可见台湾信托业中期货 CTA 业务所占比重相当可观（约 20%）。

### 3)相关监管

台湾期货 CTA 有明确的法律法规监管体系，台湾的期货交易法第 82 条、第 87 条、第 88 条及其中第 82 条第三项明确规定：期货服务事业的设置标准及管理规则，由主管机关制定。台湾证期会制定发布“期货经理事业设置标准”及“期货经理事业管理规则”，并参考证券投资顾问和投资信托等管理办法，拟订“期货经理事业经营全权委托期货交易业务操作办法”等自律规章，提升自律机能。为了加强对 CTA 业务的监管，期货经理事业管理规则规定，全权委托期货交易

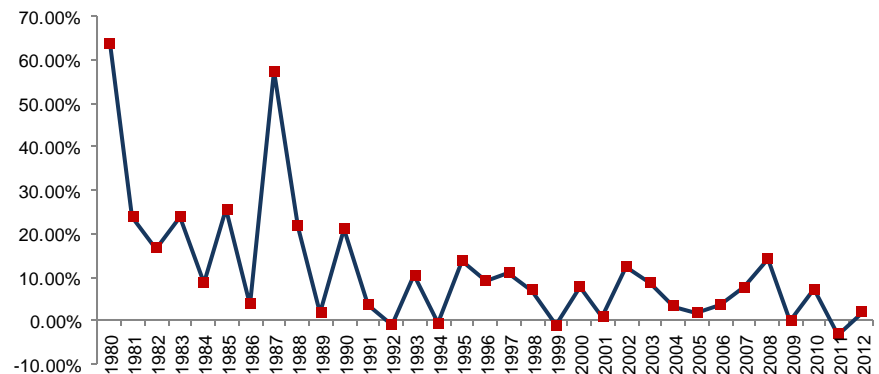
的主要当事人除期货交易者（委任人）及期货经理事业外，还包括保管机构（符合台湾证期会核准或认可之信用评级达到一定标准的银行等），由保管机构负责办理委任人期货交易账户的开户、保证金与权利金的缴纳、结算交割、帐务处理及其它有关事项。台湾证期会考虑若由期货经理事业同时负责全权委托交易资金的运用与保管比较容易发生舞弊行为，且不设置保管机构，而将所有委托资金全数存入期货公司的客户保证金专户可能产生风险。

## CTA 基金的风险相关事项

### CTA 基金的风险分散能力

CTA 基金实际上是分散风险的投资利器。由于目标市场具有双向交易机制和高倍杠杆作用，并且由于 CTA 基金与股票和债券组合的低相关性，使 CTA 基金拥有丰富的投资策略设计、组合和运用的空间，且不易受市场波动影响。尤其当股票市场处于熊市时，在资产组合中加入 CTA 基金等非主流投资工具改善和优化投资组合，不但可以使资产防御风险，还能提高收益。过去 29 年，由 CTA 管理的期货资产的表现超过几乎所有的其他资产类型的表现。据巴克莱统计，过去 31 年里，真正的出现负收益率的情况只有六年，出现的负值的收益率也是非常小，最高只有 2011 年的负 3.09%，基本在以前的 31 年的时间里都保持了比较稳定的正收益。而在 1987 年的股灾、1997 年亚洲金融危机、2001-2002 年因 911 引起股市动荡、2007-2008 年因次贷危机引起的金融风暴等时间段，CTA 基金保持了良好的回报率。

图 5：近三十年巴克莱 CTA 基金指数表现



资料来源：国信证券经济研究所，巴克莱对冲网站

CTA 基金兼具期货交易与对冲基金的双重特征，因此综合了期货市场的套期保值和对冲基金的买空卖空，发挥了双重的避险作用。同时，CTA 基金也继承了期货交易透明、流动性充足的优势，以及与传统投资资产关联度较弱的特性。事实上，与对冲基金相比，CTA 基金的防范市场系统风险能力对投资者更具吸引力：一旦发生金融危机，期货市场充足的流动性让投资者也能够最短的时间内赎回资金，保障投资的安全性。

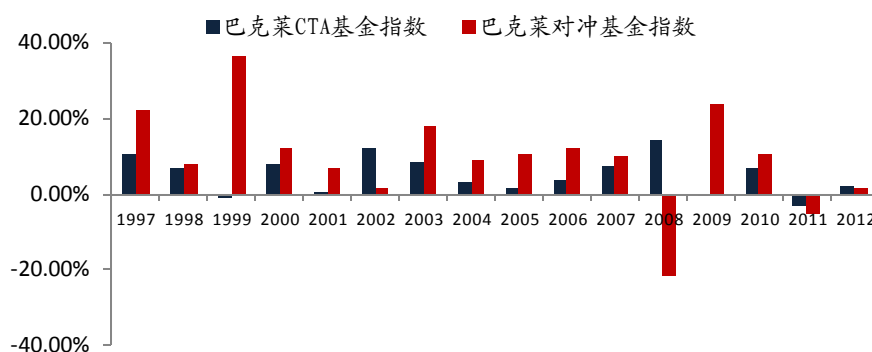
由于 CTA 基金的经理人（商品交易顾问，CTA）的投资对象同时囊括了商品期货市场和金融期货市场，所以 CTA 可以从 150 多个国际金融市场中配置区域不同、资产类别不同的标的，在跨度极大的范围内寻找降低风险、提高回报率的机会。并且，这些投资标的本身相互之间的关联度也较低，确保了其分散风险

的功能。

此外,由于目前绝大多数的 CTA 基金都运用计算机系统化的程序捕捉市场机会,采取计量模式,因此可以对市场变化做出更为迅速的反应,避免交易员反应较慢、追高杀低等人为风险。一旦市场逆转下行的趋势确立,该程序会按照之前设立好的指标自动止损,因此 CTA 基金并不惧怕市场的剧烈波动或是深度下跌,反而最怕市场趋势不明朗。2008 年债券、货币以及能源价格的巨幅波动也就让管理期货基金尝到了甜头。

典型的例子是在 2008 年的金融风暴之下,对冲基金的收益平均下滑了 22 个百分点,而 CTA 基金却逆市上扬了 14.09%,成为除定存、债券之外少数能创造正收益的投资工具。

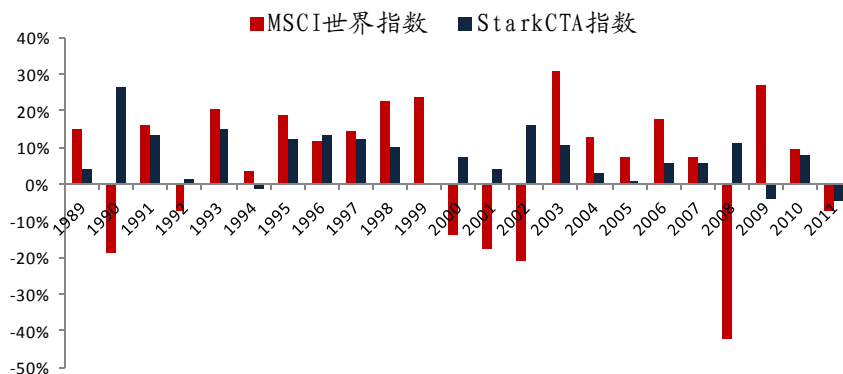
图 6: 对冲基金与 CTA 基金年回报对比



资料来源: 国信证券经济研究所, 巴克莱对冲网站

事实上,除了眼下的这场金融风暴,在 1990 年海湾战争爆发和 2000 年互联网泡沫引发的经济不景气中,CTA 基金的表现同样亮眼。2000 年首季度,互联网泡沫破灭导致 MSCI 世界指数下滑了 14%,同期 Stark CTA 指数 (Stark CTA Index) 却上扬了 10%。此后,再加上“911 事件”引起的恐慌,MSCI 世界指数在接下来的 3 年里累计下滑 44%有余,而 CTA 基金却抓住了货币、债券以及能源价格大幅波动的机会,指数逆市攀升了 30.2%。同样的情形也出现在 2008 年,尽管金融风暴以摧枯拉朽之势对全球经济带来严重打击,但全球五大 CTA 基金旗下资产的都依然取得了正回报,而整体 CTA 基金更是跑赢全球股指逾 40 个百分点。

图 7: MSCI 世界指数与 CTA 基金年回报对比



资料来源: 国信证券经济研究所, Stark 网站

**表 1: 全球五大 CTA 基金资产及其 2008 年回报**

机构	国家	总资产规模	CTA 基金资产规模	2008 年 CTA 基金回报
Bridgewater Associates	美国	720 亿美元	400 亿美元	8.7%
Man AHL	英国	247 亿美元	247 亿美元	33%
Winton	英国	130 亿美元	130 亿美元	21%
Transtrend	荷兰	79 亿美元	79 亿美元	29.4%
FX Concepts	美国	116 亿美元	70 亿美元	11.5%

资料来源：国信证券经济研究所整理，新财富

然而，管理期货基金并不是万灵丹，如果市场在长期向好之时出现急转直下，管理期货基金在短期内同样会出现亏损，因为它通常还需要 1 至 2 周的时间来调整持仓。不过，一旦熊市时间持续超过几个月，管理期货基金就能通过做空而获得回报，正如它在 2008 年金融风暴中的表现一样。当然，管理期货基金可以通过在其他市场做空来尽量弥补个别市场急转弯所带来的损失。事实上，在市场真正开始崩盘之前，计算机程序往往已经进入危机模式，并提前发出做空指令。

因此，综合来看，CTA 基金的长期回报表现也相当出色。参照图 4 与图 6 中可看出，巴克莱 CTA 指数以及 Stark CTA 指数都长期维持了正回报率。因此专家认为，投资 CTA 基金最好不要短于三年，毕竟类似 2008 年这样的极端局面只是极个别的偶发现象，长期持有利于平滑可能出现的业绩波动。

### CTA 基金的自身风险

然而需要注意的是，期货交易具有的保证金制度、T+0 机制、双向交易机制、每日结算制度等特点，使其能够成为一种规避市场价格波动风险的有力工具。不过，期货交易又因其独特的交易方式，在操作运行过程中不可避免地蕴含了巨大的风险。因此，较之其他市场风险，期货市场的风险更为复杂多变，且风险级别更高。实际上期货保证金交易的杠杆原理使得其风险和收益的波动程度要大大高于其他投资品种，CTA 基金的风险控制也就相应具有同样的特性。一般来说，CTA 基金的风险类型可以分为：市场风险、信用风险、操作风险、法律风险等。

#### 市场风险

市场风险是指引起市场波动有关的任何风险因素，比如政治或者经济的政策变动。而 CTA 基金的市场风险主要表现在：

##### 1) 期货市场过度投机的风险

尽管期货推出的初衷是适应风险管理的需要，以期在一定程度上抑制市场的过度投机，但在短期内难以改变交易者的投机心理和行为。换句话说，期货对交易者的吸引力主要来源于其损益的放大效应，而一定程度上，期货工具的引进可能是相当于又引进了一种投机性更强的工具，因此有可能进一步扩大市场的投机气氛。

##### 2) 期货市场运行效率方面的风险

市场效率理论认为，如果市场价格完全反映了所有当前可得的信息，那么这个市场就是高效的强势市场；如果少数人相比广大投资者拥有信息优势并以此获取暴利，那么这个市场就是低效的弱势市场。而目前在我国期货市场发展初期，市场化程度还不够高，弱势市场在所难免。

### 3)期货市场流动性风险

如果由于期货合约设计不当，致使交投不活，就会造成有行无市的窘境。所有品种的市场化程度，是否方便交割，以及合约价值的高低，是直接影响期货市场流动性的重要因素。

### 信用风险

是指由于 CTA 基金受托人的信用存在不确定性而给投资委托人可能造成损失的风险。引起风险的原因主要是由于双方信息不对称所表现出来的道德风险和逆向选择，如违规恶意操作资金、经理人为自己牟利等。

### 操作风险

是指在期货交易和结算过程中，由于交易员的不同交易理念和价格判断、或内部控制系统的完善或者电脑网络系统的突发性故障而导致的风险。这类风险主要是由于管理不善造成的，发生的概率不高，不过一旦发生，造成的损失都是非常大的，有时甚至是致命的，难以弥补的。

### 法律风险

是指由于 CTA 基金的日常运行与规定的法律、法规相抵触而不得不改变投资的策略，而使投资者遭受损失的可能性风险。

## CTA期货的风险管理

由于期货投资是资本市场中的一个特殊组成部分，其保证金交易的杠杆原理使其风险和收益的波动程度大大高于其他投资品种，因而期货投资具有较高的风险性，所以 CTA 基金的风险控制是基金运作管理中的重要内容。甚至可以说收益是以风险为代价的，而 CTA 基金的管理者 CPO 以及实际运作着 CTA 就是根据其对风险的偏好，运用各种投资工具，在风险和收益间进行权衡，寻找一个平衡点。

### 1、风险测量

CTA 基金的 CTA 和 CPO 在投资之前要对所面临的风险进行测量。这里我们可将风险定义为：在投资时，发生的可能结果概率的分布离散程度。常常用贝塔（ $\beta$ ）系数和标准差两个指标来测量投资风险。

#### $\beta$ 系数

它是度量某种投资工具的收益相对于同一时期市场的评价波动程度，它所比较的对象是市场的波动程度，其公式为：

$$\beta = (\text{投资工具的预期收益} - \text{其非风险部分}) / (\text{市场的预期收益} - \text{其非风险部分})$$

当  $\beta = 1$  时，说明投资工具的风险与市场整体水平相当；类似地， $\beta > 1$  时，风险较高； $\beta < 1$  时，风险较低。

#### 标准差

它是度量投资工具在各个不同的投资时期收益的变动程度，其比较的基础是投资工具不同时期的平局收益率。投资工具的预期收益率的变动性是由于各种不确定性造成的，不确定性越大，则投资工具的收益率的变动性就越大，反之就越小。而收益率的变动可以用收益率的标准差来衡量。因而，计算标准差这一指标就可以反映出投资工具所面临的风险大小。



## 2、风险控制的基本原则

风险控制的基本原则包括：回避、减少、留置、共担、转移。

回避风险指预测到风险发生的可能性，分析和判断风险产生的条件和因素，在投资过程中设法对其回避。

减少风险指 CTA 在已经了解投资工具投资风险的情况下，通过各种技术手段来分析发生可能性并减少风险发生所带来的损失。

留置风险指风险已经发生或已经无法避免和转移的情况下，为长远利益将风险承担并尽量降低损失。

共担/分散风险是指牺牲收益率而降低投资组合风险水平。

转移风险是指运用技术手段将所面临的风险转移给其他的投资者或投资机构。

## 3、风险控制方法

有了风险测量方法和分线控制基本原则后，就可以指定具体的风险控制计划方案。CTA 基金的投资风险控制计划大致包括以下两个方面：现金管理和风险管理。

现金管理要根据投资风险的大小，实现基金管理的资产收益最大化，其中最主要的管理技术就是入市资金量控制。由于期货投资采取保证金交易的形式，因而会产生风险和收益放大的杠杆效应，所以期货交易是一种典型的以小博大的投资方式。因此，CTA 基金管理的资产只能有部分作为交易金入市交易。对入市资金量的控制，也就实现了对 CTA 交易杠杆的控制。所以现金管理有时又被称作杠杆管理。而该种管理常常通过 VaR 等风控模型计算来达成。

入市资金量控制包括：（1）用作保证金的资产比率控制，一般来说，基金资产中用作保证金的比率在 10%到 30%间，杠杆程度更到的也可能 50%；（2）投资单个市场的资产比率控制；（3）对作为保证金的资产形式做出限制，如不能使用尚未获得实际利润的期货合约作为其他期货合约的保证金。用于保证金之外的其余资金主要发挥以下作用：（1）作为保证金的准备金，随时准备弥补保证金账户的不足，期货价格变化不定，保证金账户随时可能成为限制开户账户或需追加保证金账户，若未能及时补充，期货公司就会对该账户进行强行平仓，给投资者带来损失；（2）作为后续投资的准备金。由于投资过程的延续性，CTA 可以通过一系列具有延续性的投资手法，如金字塔式操作、摊平成本操作等，来对市场的变化做出及时反映，调整基金的风险/收益特性，保证金的投资在市场上处于有利位置，从而增加了投资操作和管理的灵活性；（3）以银行存款的形式预留一部分资金，能够确保稳定地获得部分收益。从以上三个方面来看，确定合理的入市资金量，留存一定数量的资金和选择留存资产的形式构成了现金管理的主要内容，也是 CTA 基金投资风险管理的重要组成部分。

其次是风险管理。其重点在于如何将风险控制在合理的限度内。即对不同规模的投资账户，匹配相应的投资风险。CTA 在进行投资时，所面临的风险主要有系统性风险和非系统性风险。前者可以运用指数交易来进行控制和回避，而后者可以通过投资组合分散化和多 CTA 策略来进行控制和回避。分散化的含义有两个方面，即投资工具的分散化和投资管理人的分散化，前者指尽可能在相关度较低的市场和品种间进行交易，有时又称作市场分散化（market diversification），后者是指通过选择具有不同理念、擅长不同投资领域的 CTA

进行分散化投资，有时又称系统分散化。分散化是期货投资风险管理最为基本的风险管理手段，也是 CTA 基金会对投资人的初始投资规模做出限制的原因。

## CTA 基金案例分析

### 元盛资产管理公司（Winton Capital Management）

#### 背景

元盛资产管理公司（Winton Capital Management (WCM)）是全球最大的资产管理公司之一，而 CTA 正是其业务核心。元盛由大卫·哈丁（David Harding）于 1997 年十月成立，并以其旗下的元盛期货基金（Winton Futures Fund）作为标志性基金产品。元盛至今有雇员 200 余名，管理资产已超过 250 亿美元，而元盛期货基金大约管理 70 亿美元资产。

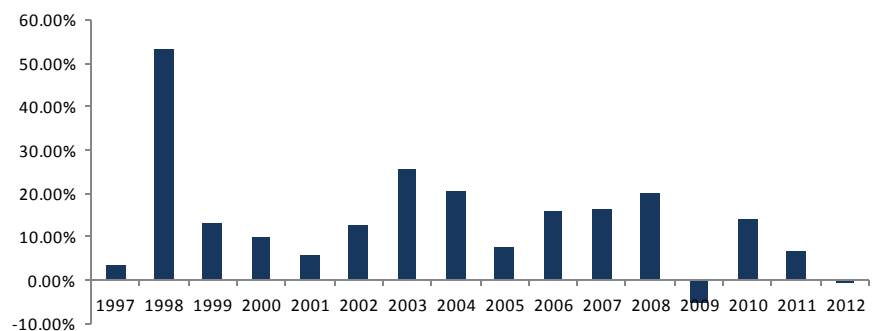
元盛成立之初的初衷，就是因为当时期货公司有很多在数据分析方面的业务诉求，但是这些业务诉求没有专业的公司来接管，因此元盛应这些业务需求而成立为一个期货投资顾问公司。

2005 年元盛发起了元盛发展基金（Winton Evolution Fund），其依靠混合多种投资策略进行套利交易并投资于多品种金融工具和有价证券。该基金的发行标志了元盛的投资目标从单一的期货市场转变为多元化投资，也使得元盛朝向一般性投资公司发展。

在 2008 年的全球金融危机中，元盛仍然获得了 20.25% 的回报，其中 CTA 基金功不可没。同年，元盛在香港开设了其英国外的第一个分部。

除了 2009 年遭受负 5.49% 的资产损失，元盛从 1997 年至 2011 年都维持了正回报率，年平均回报率为 17%。

图 8：元盛资产管理公司年回报率



资料来源：国信证券经济研究所，巴克莱对冲网站

#### 业务与基金产品

元盛资产 CTA 业务主要包括了基金和管理账户两种方式，其中基金的操作由元盛全权执行，而管理账户方式则是由公司代理客户操作其自己的账户，可以应客户需求采取一些个性化的策略，但管理佣金也会相应地提高。无论采取哪种资产管理形式，元盛的主要目标客户都是机构，如养老基金等，而非较小的投资人。

元盛旗下的主要产品：

1) 元盛多样化规划：该项目由元盛管理的个体账户和元盛期货基金组成，

并利用不同的策略模型在全球超过 100 个期货市场中进行交易。

**2) 元盛期货基金：**作为元盛的旗舰，元盛期货基金是其运作历史最久的基金。该基金正是 CTA 基金（管理期货基金），于爱尔兰证券交易所进行交易，采用的是注重长期市场趋势的趋势化交易策略。

**3) 元盛发展基金：**元盛于 2005 年 9 月发起的第二支基金，采用的是多元化交易策略，在委任投资种类上并无限制。

**4) 元盛全球证券基金：**被设计为使用元盛数学分析法来投资于一个种类的资产，在 2010 年被 UCITS 给与了规范性批准。

### 投资策略

从开始起，元盛资产管理公司就作为一个 CTA 在市场上交易。元盛自诩为一个“现代化投资管理公司”，并使用了管理期货交易策略，其中包括依靠数据分析以及设计模型来追踪全球商品/金融期货市场的变化趋势。在设立元盛发展基金和元盛全球证券基金后，元盛开始提供多元化交易策略以及证券投资项目。

元盛的投资策略可以概括为系统化趋势跟踪策略。目前国外最大的一些 CTA，包括前几名（Man AHL 等）用的大部分都是这种策略，或者是以这种策略为理论基础衍生的一些其他策略。

系统化趋势跟踪策略需要大量的数据研究支持，而元盛正是将统计研究作为其投资理念的根基。因此，元盛 200 余名总雇员中，研究人员所占超过一半，而这个团队并无多少经济/金融学背景，而是由具有数学、计算机学、统计学甚至物理学等数理化专业背景的人士组成。研究人员每天分析并提供了大量的高效数据，让元盛的资产管理者能准确地把握市场。

该策略有三个要点：（1）趋势跟踪；（2）分散化；（3）系统化。

#### 1、趋势跟踪

跟踪市场趋势，无论上涨或是下跌，只要是明显的趋势，这种策略就有可能在市场中获利。因此，市场逆转会对这个策略不利，尤其是突然性逆转，不过缓慢的逆转可有充分的时间调整仓位，从而降低损失。由于驱动期货利润的因素是市场趋势，不是股市、债市的资产增值，因此无论经济好坏，市场走势越强则对该策略越有益。

元盛通过调查研究和数据资料分析来确定市场的趋势，而其对调查研究的偏重也让元盛从同行中脱颖而出。公司依靠持续性科学研究手段来收集数据资料，从而用统计学工具来鉴定市场的走势规律，根据结果来研发将利润最大化的交易模型，并将其应用于旗下的投资业务。

趋势跟踪的第一步是一个数据采集的过程。好的研究模型基础是一个优质的数据库，因此数据采集关键在于清理不良数据，再根据已经清理过的精良数据进行科学分析。

数据采集并清理之后进行第二步的检测变量。市场上的各种数据，对于市场的走势可以起到预测的作用，而通过检测变量也可以看出市场的波动情况以及风险大小。例如元盛的风险控制优先于回报，按照锁定 10% 的风险来调整投资组合的仓位，便可预测市场的回报。

元盛的研究团队依照数据以进行充分的测试研究、同业审核、以及自营技术的模拟分析，接着确定不同的变量和因素上面的权重，从而推广并预测未来的价格趋势，让账户/基金管理者合理地做出多空的操作决策。

## 2、分散化

系统化趋势跟踪策略在某个单一市场操作难以获得较好的回报，因为判断的市场走势错误率较高，而将其策略分散运用于多元化的市场时，在不同的时候都可以找到一些价格趋势，因此无论市场表现上升或下降都可盈利。

元盛在全球投资 120 多个市场，每个市场与其他市场都有一定的关联，但关联度并不高，由此可以让趋势跟踪在每个市场都发挥一定的优势，最后再将这些市场组合起来，使得其投资组合模型相当有利。因此，元盛的基金保持了资产的长远低关联度。

表 2：2012 年 3 月底元盛持有总额前 10 位的证券

排名	证券名	Ticker	持有份	总额(x \$1000)	资产组合所占率	行业
1	Lilly Eli & Co	LLY	561,500	\$22,609	1.25%	制药
2	Consolidated Edison Inc	ED	345,200	\$20,167	1.11%	油、电供给服务
3	Ameren Corp	AEE	563,638	\$18,363	1.01%	公用能源
4	Verizon Communication Inc	VZ	438,400	\$16,760	0.92%	电子通信
5	Integrus Energy Group Inc	TEG	308,440	\$16,344	0.90%	能源
6	Forest Lab Inc	FRX	407,600	\$14,140	0.78%	制药
7	Conagra Inc	CAG	517,300	\$13,584	0.75%	食品
8	Humana Inc	HUM	140,700	\$13,012	0.72%	健康保险
9	Dr Pepper Snapple Group Inc	DPS	322,200	\$12,956	0.71%	无酒精饮料
10	L 3 Communications Hldgs Inc	LLL	179,013	\$12,669	0.70%	军/民用电子机械

资料来源：国信证券经济研究所整理，www.insidermonkey.com

元盛的趋势理论基础就是在呈现出不同走势格局的多个市场同时持有期货合同，无论是做多还是做空，根据交易信号的强弱每天调整仓位。当然，决定仓位调整的因素不只有交易信号，但其作为主要手段，目标是力求避免大幅波动，并达到经过风险调节的一个较好的回报。

## 3、系统化

高效的系统化趋势跟踪策略要求在关联度低的分散市场中找出价格变化趋势，其数据处理量相当庞大。而元盛则使用了其研究人员开发的高度自动化和系统化的电脑算法程序进行数据处理，从而得以跟踪市场价格变化趋势，并为交易操作决策服务。

元盛的中国业务发展主管田野在演讲时曾举例，元盛可能有最齐全的世界各地天气数据库。公司在全球近 200 个地点收集天气资料，每半小时收集一次，包括温度、湿度等共 36 个数据。最直接的一种联系就是当气温变低，油的消费增加，油价可能上涨，因而对其他农作物的产量带来影响。人脑很难通过天气数据捕捉这些商品期货市场间的规律，并且把这种规律运用到交易中去，尤其对于只有 200 名雇员的元盛更不可能；但是用电脑模型大量的统计分析就可以找出这种规律，并且把它有效应用。而数据不只天气一种，其他的只要能够搜集到的，比如全球的航运数据，各地人口增长数据，都可以通过系统化的模型分析来找出市场规律的蛛丝马迹。

除了数据分析模型，元盛的交易模型同样高度电子化与算法化。依靠研发团队自主开发的算法交易模型，很多仓位都是根据科学研究数据的基础进行自动的仓位调整。而执行团队规模的稳定，通过开发不同的交易模型，同时也避免了过多的换手而拉高成本。

## 我国 CTA 基金的相关建议

期货 CTA 业务在国内处于发展的萌芽阶段，尚未受到监管机构的认可，主要是依靠优秀的交易团队进行统一管理，实现受托资产的持续稳定增值。随着国民经济的高速发展及投资渠道与品种的稀缺，个人投资者对专业投资的需求越来越明显，期货 CTA 业务具有宽广的增长空间。根据我国期货行业实际发展状况，狭义的期货 CTA 指特定客户资产管理业务。期货公司可参照证券公司的经营模式，通过设立子公司或者相关投资部门的方式，为投资者提供期货账户管理服务，并收取一定的管理费用作为酬劳。

鉴于我国 CTA 业务目前处于探索和即将起步阶段，因此有必要研究国外 CTA 基金的先进经验，并加以借鉴。积极稳妥地发展我国的期货投资基金不但能优化我国期货市场的投资者结构，也能促进我国期货市场的健康发展。随着更多金融期货品种的即将推出，国内期货 IB 的开展将不仅仅局限于证券机构和基金公司。IB 介绍经纪人的职责是寻求或接受投资者指令，进行商品期货或金融期货买卖交易，但不收取投资者的钱财或其他资产。这一业务模式的推出，对于在我国更有效地普及期货知识，开展期货业务大有帮助。由于市场参与主体的转变及相关金融机构不得混业经营的限制，期货 CTA、期货经营机构、证券机构和基金公司等多方业务主体之间的客户资源共享，也将成为今后发展的趋势。

CTA 业务在实施层面的核心还将会是如何对特定的资产进行合理的管理，并对资产起到保值增值的效果。因此，我们认为团队管理、交易策略及风险控制和资金管理将会是运作层面需关注的重点。我们将围绕以上几点在系列报告中展开进一步深入的探讨和研究。



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	侯慧梯	021-60875161	黄学军	021-60933142
崔 嵘	021-60933159	赵 婧	021-60875168	林丽梅	021-60933157
张 嫒	0755-82133259			技术分析	
李智能				闫 莉	010-88005316
沈 瑞	0755-82132998-3171				
<b>交通运输</b>		<b>机械</b>		<b>商业贸易</b>	
郑 武	0755-82130422	郑 武	0755-82130422	孙菲菲	0755-82130722
陈建生	0755-82133766	陈 玲	021-60875162	常 伟	0755-82131528
岳 鑫	0755-82130432	杨 森	0755-82133343		
糜怀清	021-60933167	后立尧	010-88005327		
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁及新材料</b>		<b>房地产</b>	
左 涛	021-60933164	郑 东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678
		陈 健	010-88005308	黄道立	0755-82133397
				刘 宏	0755-22940109
<b>基础化工及石化</b>		<b>医药</b>		<b>计算机及电子元器件</b>	
刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396	段迎晟	0755-82130761
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82139908	高耀华	010-88005321
吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473	刘 翔	021-60875160
朱振坤	010-88005317	胡博新	0755-82133263	欧阳仕华	0755-82151833
		刘 勍	0755-82133400		
<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>		<b>电力及公共事业</b>	
陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909	谢达成	021-60933161
刘 明	010-88005319	龙 飞	0755-82133920		
		徐张红	0755-22940289		
<b>非银行金融</b>		<b>轻工</b>		<b>建筑工程及建材</b>	
邵子钦	0755-82130468	李世新	0755-82130565	邱 波	0755-82133390
田 良	0755-82130470	邵 达	0755-82130706	刘 萍	0755-82130678
童成墩	0755-82130513			马 彦	010-88005304
<b>家电及通信</b>		<b>电力设备与新能源</b>		<b>食品饮料</b>	
王念春	0755-82130407	杨敬梅	021-60933160	黄 茂	0755-82138922
		张 弢	010-88005311		
<b>旅游</b>		<b>农业</b>		<b>金融工程</b>	
曾 光	0755-82150809	杨天明	021-60875165	戴 军	0755-82133129
钟 潇	0755-82132098			林晓明	0755-82136165
				秦国文	0755-82133528
				张璐楠	0755-82130833-1379
				周 琦	0755-82133568
				郑亚斌	021-60933150
				陈志岗	0755-82136165
				马璞清	0755-22940643
				吴子昱	0755-22940607
<b>基金评价与研究</b>					
杨 涛	0755-82133339				
康 亢	010-66026337				
李 腾	010-88005310				
刘 洋	0755-82150566				
潘小果	0755-82130843				
蔡乐祥	0755-82130833-1368				
钱 晶	0755-82130833-1367				

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com	
甄 艺	010-66020272 18611847166		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn	
杨 柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn		崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn		颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
王耀宇	18601123617		李 佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn		赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
陈孜譞	18901140709		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn		梁 丹	15107552991	
			梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn				