



中信建投证券
CHINA SECURITIES

CHINA SECURITIES RESEARCH

证券研究报告·行业动态

CTA 推出在即，期货业迎来结构性变化

行业动态信息

近日，有关期货公司特定客户资产管理业务（CTA）试点办法已于近期召开的证监会主席办公会议上获得通过并将在今日下午对外发布的消息，在业内流传。依此推断，CTA 业务将领先此前更被看好的境外期货经纪业务试点，作为年内第一项期货公司创新业务率先推出。

近年来 CTA 基金发展迅猛

CTA 基金(商品交易顾问基金)，它是指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，是国际期货市场的主要机构投资者。

近年来养老基金、保险基金等对其也表现出浓厚的投资兴趣，CTA 的规模也随之急剧膨胀，CTA 基金在全球期货期权市场中的作用和影响也日渐显现。全球期货 CTA 基金近 20 年得到十分快速的发展规模也从 1980 年的 3.1 亿美金急剧扩大到 2011 年的 3143 亿美金。

防御系统风险，优化投资组合

CTA 基金或对冲基金与股票和债券等资产的相关性为零甚至为负，正是由于 CTA 基金与股票和债券组合有明显的不相关性，在股票市场处于熊市的状态下，投资者可以通过在资产组合中加入 CTA 基金、对冲基金等非主流投资工具。这样一来，不但起到了防御风险的作用，降低了组合的总体风险，有时候还能提高收益。

我国需要引入 CTA 基金

原因大致有三：一. 有助于改善期货市场投资者结构；二. 有助于丰富期货公司盈利模式；三. 有助于改善投资组合，降低总体风险。

投资建议

CTA 的引入对我国期货市场意义重大，行业结构的改变，投资者结构的改变，专业化程度的改变，期货公司盈利模式的改变随之而来。据悉，CTA 业务准入门槛：评级在 BB 以上、净资产 5 亿元以上的期货公司。未来实力强，资本多的大期货公司优势明显，我们继续推荐参股优质期货公司的上市公司：弘业股份、浙江东方、物产中大和新黄浦。

请参阅最后一页的重要声明

非银行金融

维持

买入

魏涛

weitao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440510120041

发布日期：2012 年 6 月 13 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|--|
| 12.04.25 | 期货业：白银期货获批，期货业迎来高速发展 |
| 12.04.23 | 坐看云起·金融创新和制度变革系列之（四）：期货业：否极泰来，业绩拐点与制度红利双助力 |
| 12.04.13 | 坐看云起·金融创新和制度变革系列之（一）：脱胎换骨，而非昙花一现 |

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)

CTA 的内涵及其发展历史

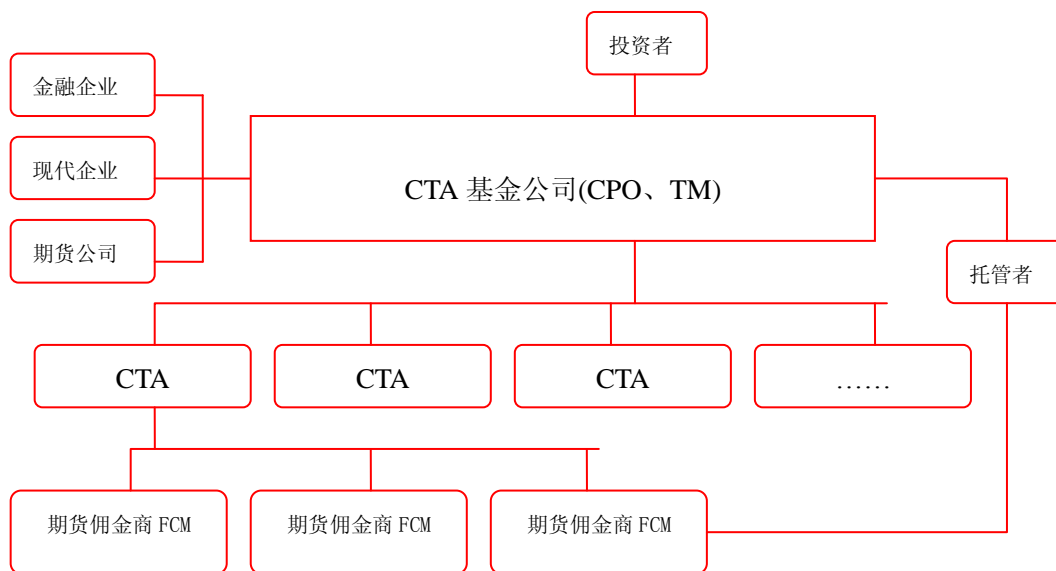
CTA 和 CTA 基金的基本介绍

美国《商品交易法案》对 CTA(Commodity Trading Advisors)给出了这样的定义：CTA 是指通过出版物、著作或电子媒体等手段向客户提供本法案授权下的期权期货方面的交易建议，或者直接通过接受管理的期货账户参与实际交易，以获得收益为目的的机构或个人。

CTA 一般受聘于某个期货投资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 对期货投资基金进行具体交易操作，决定具体期货投资的策略。CTA 的基本职能是对其他人就买卖期货合约或期货期权合约的可行性或盈利性进行指导。

CTA 基金(商品交易顾问基金),即期货投资基金，或者说管理期货（Managed Futures）基金，它是指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。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。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，CTA 的规模也随之急剧膨胀，CTA 基金在全球期货期权市场中的作用和影响也日渐显现。

图 1：CTA 基金各主体关系



资料来源：中信建投研发部

表 1：期货行业基金的组织结构

类别	具体描述
商品基金经理 CPO	CPO 是基金的主要管理机构，是基金的设计者和运作的决策者，负责资金的筹集，选择交易经理及合适的 CTA 进行交易，决定基金投资方向等



商品交易顾问 CTA	CTA 受聘与 CPO，对期货投资基金进行具体的交易操作，决定投资的策略等。
交易经理 TM	TM 受雇于 CPO，主要负责帮助 CPO 选择合适的 CTA，监视 CTA 的交易活动，控制风险及在不同 CTA 之间的资金调配。
托管人	CPO 通常委托一个有资格的机构，负责保管基金资产和监督基金运作，托管人一般是商业银行、大型投资公司设立的金融机构。主要负责记录、报告并监督基金期货期权市场上的所有交易，保管基金资产、办理有关交易的交割事项等。

资料来源：中信建投研发部

美国 CTA 的历史发展过程

现代意义的期货交易起源于 19 世纪中期的美国。在期货市场发展初期，农产品期货交易是市场的主流，农场主为了防止价格不利变化带来的损失而参与期货套期保值交易，投机商为了利用保证金交易方式下的杠杆机制获取益而参与投机活动，但当时的市场总体容量较小。随着金属期货、能源期货、金融期货等新品种的相继出现，期货交易参与者的范围不断扩大，大量金融资本也进入期货市场，同时由于金融创新的不断深化，金融风险空前增加，金融衍生品交易也日趋复杂，参与期货交易专业性进一步增强对专家理财的需求不断增加，期货投资基金迎来了良好的发展机遇。

(一) 20 世纪 70 年代行业正式起步

20 世纪 70 年代，期货投资基金业迎来了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。同时原来仅为“商品”交易顾问的 CTA 也扩展到金融期货领域。相关行业协会和监管组织也在这一时期开始建立，1971 年管理期货行业协会建立 (Managed Futures Association)，标志着管理期货行业的形成；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。学术机构同实际交易者也在不断地进行交流，并把他们的研究成果不断应用到 CTA 的投资管理实践中。

(二) 80 年代迎来高速发展

进入 20 世纪 80 年代，期货投资基金迎来了高速发展的时期。期货交易的品种扩展到债券、货币、指数等各个领域，同时全球新兴的金融市场不断涌现。随着现代投资组合理论的诞生和投资技术的不断变化，期货投资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。

(三) 90 年代进入调整

90 年代，尤其是 1993 年之后，期货市场品种结构趋于稳定。CTA 行业的发展走入调整期，在此期间有更多的现代投资组合理论出现，投资技术也得到不断优化。

(四) 21 世纪新腾飞

进入新世纪后，又遇上了难得一见的商品大牛市，CTA 行业迎来了一个新的发展机遇期，CTA 管理的资产也一路冲高。期货市场完善的风控机制和双向获利机制，再加上 CTA 群体极强的专业性和敏锐的市场嗅



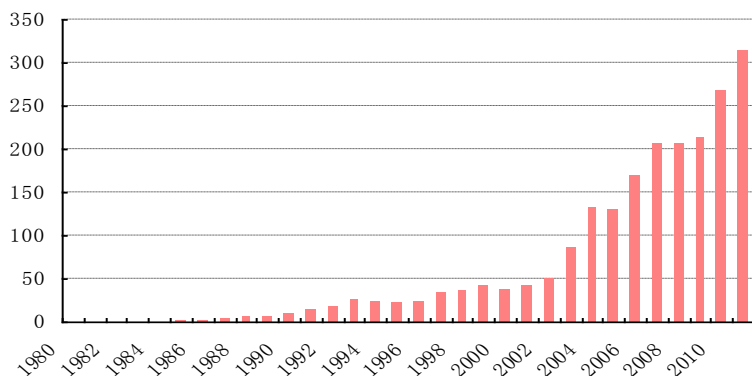
觉，即使在次贷危机集中爆发的 2008 年还是奇迹般地获得了 14.5% 的平均收益。

为何 CTA 迅猛发展

任何一个投资形式的兴起必然是由这个投资工具自身的性质，以及资本市场的一些需求引起的，CTA 基金也同样如此。全球期货 CTA 基金在近 20 年得到十分快速的发展，全球 CTA 基金的规模也从 1980 年的 3.1 亿美金急剧扩大到 2011 年的 3143 亿美金，根据最新数据显示，2012 年一季度 CTA 基金的规模已经达到了 3283 亿美金。欧洲、日本、澳大利亚、香港、新加坡等国家和地区也在快速发展，尤其是在过去几年来，亚洲的期货投资基金规模发展也十分迅猛。

图 2：全球 CTA 基金管理资产规模

单位：十亿美金



资料来源：中信建投证券研究发展部

原因是多方面的，现在我们仅从 CTA 基金的自身特点和资本市场的发展需求两个最主要的方面来阐述 CTA 基金管理规模膨胀迅速的原因：

一、防范股票市场系统性风险 优化投资组合

与股票和债券等资产的相关性为零甚至为负：CTA 基金、对冲基金等非主流投资工具不同于共同基金，这是因为他们可以运用动态交易策略、衍生品交易、买空或卖空、杠杆交易等来扩大它们的赢利，所以可以做到尽可能的不受到市场涨跌走势的影响。这一特性的重要原因是 CTA 基金或对冲基金与股票和债券等资产的相关性为零甚至为负，这对投资者相当重要，因为马可维茨（1952）的投资组合理论认为投资者可以通过在其投资组合中加入相关性较低的资产来降低投资组合的风险。

表 2：股票、债券与 CTA 基金的相关性矩阵

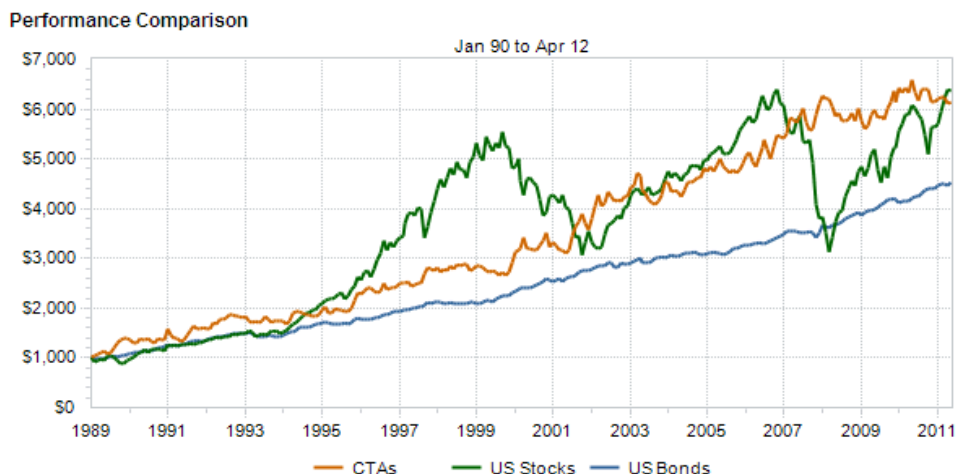
	US Stocks	CTAs	US Bonds
US Stocks	1	-0.12	0.13
CTAs		1	0.22
US Bonds			1

资料来源：altegris，中信建投证券研究发展部



优化投资组合 防范系统性风险：正是由于 CTA 基金与股票和债券组合有明显的不相关性，在股票市场处于熊市的状态下，投资者可以通过在资产组合中加入 CTA 基金、对冲基金等非主流投资工具。这样一来，不但起到了防御风险的作用，降低了组合的总体风险，有时候还能提高收益。根据有关报告，在传统的股票和债券投资组合中加入 15% 或更多的 CTA 基金可以显著降低投资组合的风险和提高投资组合的收益。

图 3：股票型、债券型和 CTA 基金的历史收益率对比图



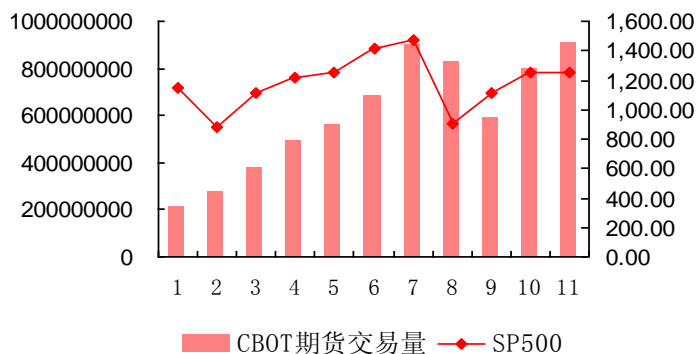
资料来源: altegris, 中信建投证券研究发展部

二．期货市场的快速发展和成熟

从 70 年代金融期货的诞生，电子交易技术的不断更新换代，新的通讯技术和网络技术的发展，将全球金融市场连接成为一个统一的大市场，现在金融资本已经可以在全球资本市场实现 24 小时连续交易。经济全球化大大扩展了 CTA 基金的投资渠道、对象和范围，使得 CTA 基金可以在全球几十个金融市场，上千个品种中进行交易，寻求获利机会，交易金额和参与人数的增多，流动性的增强等因素给大规模期货 CTA 基金的运作创造了必要条件。

图 4：美国 CBOT 历年交易量

单位：合约



资料来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部



我国需要引入 CTA 基金

大陆期货市场已经经历了 20 年的实践探索，取得了长足的进步，我国期货市场在全世界范围内已初具规模。从下表中我们看到：在全球排名前 20 的农产品期货和期权成交量排名中，国内期货品种占据近半壁江山。郑商所的棉花期货排名居首。郑商所的白糖期货、上期所的橡胶期货则分别位居第 2、3 位。大商所的豆油期货、豆粕期货、玉米期货、棕榈油期货、黄大豆 1 号期货分别位居第 5、7、8、13 和 14 位。郑商所的强麦期货成为此次排名中杀出的“黑马”，成交量同比剧增 1059.8%，成为全球农产品期货与期权成交量中增速最大的品种，同时强麦期货也首次挤进前 20 名，位居第 18 位。在全球前 20 的金属期货和期权成交量排名中，上海期货交易所的螺纹钢、锌、铜期货位居第 2 位、第 4 位、第 13 位。这表明中国大陆期货市场已经在国际上有一定的影响，而在国际市场大行其道的一类比较特别的投资者——CTA 基金，在中国却不见踪影，这种情形急需得到改善。

表 3： 2011 年世界农作物期货期权合约交易量前 20 中的中国期货品种，截止到 9 月

Rank	Contract	Contract Size	Jan-Jun 2010	Jan-Jun 2011
1	Cotton No. 1 Futures, ZCE	5 tonnes	16,751,685	103,279,560
2	White Sugar Futures, ZCE	10 tonnes	179,571,600	57,275,902
3	Rubber Futures, SHFE	5 tons	87,681,046	47,730,375
5	Soy Oil Futures, DCE	10 tonnes	31,510,863	28,623,584
7	Soy Meal Futures, DCE	10 tonnes	48,593,907	21,392,478
8	Corn Futures, DCE	10 tonnes	7,476,845	15,523,481
13	Palm Oil Futures, DCE	10 tonnes	20,804,172	11,203,148
14	No. 1 Soybean Futures, DCE	10 tonnes	15,526,278	10,942,155
18	Strong Gluten Wheat Futures, ZCE	10 tonnes	512,263	5,941,048

资料来源：FIA，中信建投证券研究发展部

表 4： 2011 年世界金属期货期权合约交易量前 20 中的中国期货品种，截止到 9 月

Rank	Contract	Contract Size	Jan-Jun 2010	Jan-Jun 2011
2	Steel Rebar Futures, SHFE	10 tonnes	111,608,968	36,501,970
4	Zinc Futures, SHFE	5 tonnes	55,657,255	26,818,783
13	Copper Futures, SHFE	5 tonnes	28,041,569	11,896,560

资料来源：FIA，中信建投证券研究发展部

一. CTA 基金有助改善我国期货市场投资者结构

从构成上看，受困于相关规定限制，我国期货市场合法的机构投资者仅限于现货企业，投资方向也仅限于套期保值和套利。私募基金是期货市场的积极参与者，但是私募期货基金仍处于地下状态，没有得到我国监管机构和相关期货法规的明确认可，其生存和发展都受到很多的限制。对冲基金、养老基金、共同基金、企业年金、QFII 等在国际期货市场中翻云覆雨，但在我国期货市场却都没有合法进入通道。我国目前已是全球第二大商品期货市场，这种投资者结构不符合我国现有市场地位，也不能适应期货市场长远发展的需要。

在成熟的期货市场上，机构投资者的交易占据主要地位。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。

国内的情况则相反：期货市场上个人投资者的比例超过 90%，且贡献了近 80% 的交易量，而许多从事现货业务的企业仍缺乏参与期货市场的意识，投机交易的过度活跃削弱了期货市场的价格发现功能。CTA 基金的推出将使非现货交易的机构投资者成为期货市场中的重要力量，而相关的宣传也有助于吸引更多的个人和机构投资者入场，对增强市场的深度和广度，完善市场功能具有重要作用。

CTA 的最初发展是为了个人投资者减少期货投资风险提供了途径，之后也成为银行、对冲基金、共同基金及养老保险等机构投资者分散风险、扩展投资组合有效边界的工具。相应的，对于美国金融期货市场来说，随着市场结构的不断多元化，部分个人投资者将期货投资委托 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。

二. CTA 有助丰富期货公司盈利模式

由于我国期货市场上只有股指期货单一的金融期货品种，使得在国际上占期货公司收入大半以上的金融期货业务在我国无法开展。同时，如专户理财业务、代理境外期货交易业务、CTA 基金、自营业务等创新业务在我国受到限制或禁止，使得期货公司的收入结构比较简单，大数上 1/3 的手续费收入，1/3 保证金利差收入以及 1/3 交易所返佣。加之中国期货市场上有限的机构投资者与大量的散户投机者，一旦大宗商品牛市不再，则期货公司结构简单的盈利模式将难以为继。因此，期货公司的盈利模式创新迫在眉睫。

图 5：2011 年中国期货市场分类占比

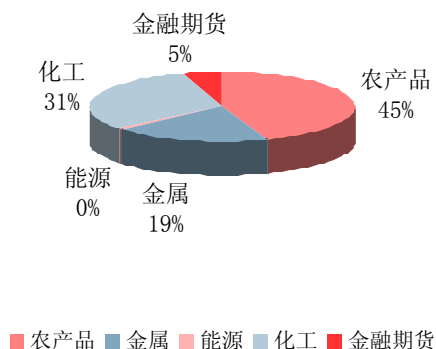
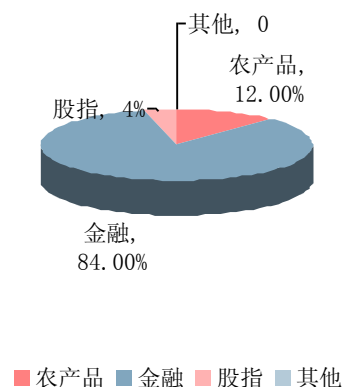


图 6：2011 年 CBOT 期货市场分类占比



资料来源：中国期货业协会，中信建投证券研究发展部

就目前市场规模而言，我国的期货公司数量偏多，并且同质化竞争严重。有的期货公司自此选择了降低手续费的恶性竞争手段，从而伤人害己；其他大多数则选择细分客户群，选择专业化竞争手段，通过提供专业化服务提高客户盈利来维护或开拓市场。

而 CTA 的推出就可以改变目前同质竞争，盈利模式单一的状况。CTA 的咨询费、资产管理费和相应的激励费用可以帮助期货公司与客户共同盈利。针对客户的不同条件，CTA 还可以提供全程咨询、集合理财和专户理财三种服务方式，满足不同交易需求的客户。这就有助于期货公司走良性发展的专业化道路，拓展盈利渠道。



三. CTA 基金有助改善投资组合，降低总体风险

实际上，前两条都是就我国期货市场而言的，CTA 的推出应该可以大大改善前面提到的问题。而改善投资组合，这一点不论是在哪个国家都是由 CTA 本身的特点决定的。在报告前面论述为何 CTA 会迅猛发展的时候就已经提到：从投资者的角度来看，由于期货市场的收益与股票、债券市场的相关性很弱，甚至有一定程度的负相关，因此在资产组合中加入期货的投资，有利于在保持收益大致相当的情况下，降低组合的总体风险。以去年为例，A 股市场的一路下跌和房地产市场的大幅回落使许多投资者损失惨重，此时如果其投资组合中有部分期货头寸，损失很可能会得到一定的补偿。



分析师介绍

魏涛：2011年新财富最佳分析师非银行金融业第3名，中信建投非银行金融业首席分析师，金融组组长。北京大学管理学博士，CPA，12年经济工作经验，5年证券研究经验。致力于在大金融视野内研究各细分子行业，曾覆盖银行保险业，较早从事信托业和租赁业的相关研究，拓展和引领了资本市场对金融业、特别是新型金融业（信托业、租赁业等）的认识广度和深度。此外，对国内外投资银行和证券经纪业发展历程和未来趋势也有深入研究。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

王芳群 020-38816536 wangfangqun@csc.com.cn

机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫒 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010