

CTA 的近况和应对

- 2016 年底至今，国际政治进入动荡期，国内供给侧改革对商品供给的影响逐渐被市场反应，需求端也渐显疲态，供需弱平衡的状态下，商品期货市场波动剧增。双十一、双十二，连续两次剧烈波动，让部分 CTA 出现大幅度回撤，这些回撤在当时的收益情况下看，并没有引起足够的重视，但弱趋势下的宽幅震荡，却成为了 2017 年第一季度市场的主要表现。
- 根据国金数据库统计的管理期货策略以及宏观对冲策略的私募基金指数显示，自 2016 年 11 月 11 日至 2017 年 4 月底的这近 5 个月中，指数发生了幅度达到 6.27% 的连续回撤。这次 CTA 策略回撤的时间之长、幅度之大，均创出该指数历史新高。分策略来看，收到最大影响的是量化趋势策略，尤其是持仓周期在 1-2 周的趋势跟踪策略。
 - 对于交易不频繁，持仓时间较长的量化趋势策略来说，净值会出现大的波动，但净值的波动中枢，并不会仅因为行情震荡，出现大幅回撤。在上涨行情结束后的震荡中，长期趋势策略的交易模型由于无法发现新的趋势，只会调低仓位，并在之后的震荡上涨（下跌）中，不断建立小仓位的多头（空头）头寸。虽然这部分头寸在追涨杀跌，但是由于趋势不明显，策略给予的仓位较小，一般不会带来太大亏损。
 - 对于交易频率中等，平均持仓时间在 1 到 2 周左右的量化趋势策略来说，近期的市场几乎是有一种针对性的恶意。同样以螺纹钢作为例子，通过图表 4 可以看到，从 2017 年 1 月开始，螺纹钢当月主力合约的期价巨幅横盘震荡，一涨一跌的周期在一两周内即可完成一次，这样的行情对于持仓时间刚好在一至两周的量化趋势 CTA 来说是非常难受的，每次都是刚建了仓，就要止损。国内几家做 CTA 非常出色的机构，都因此遭遇了比较大的回撤。
 - 更短线的策略就显得没那么糟。平均持仓小于 2-3 天，甚至日内策略的趋势跟踪，有机会在振幅巨大的市场中不断获利，然而这样的策略终究存在资金容量的短板，不能成为市场上大多数管理期货策略私募基金的主要投资策略。
- 在大量 CTA 遭遇回撤的环境下，市场中的私募基金也对市场和策略展开了积极的研究，这里我们在长期趋势、中期趋势、主观交易中，各选取一个具有代表性的优秀私募，介绍其在当前市场环境下的境况和应对。
 - 易善的表现是非常典型的长期趋势策略，在横盘震荡的市场中，净值波动增加，且出现小幅亏损，较大的回撤一般会出现趋势调头的行情中。易善经过研究认为，策略本身没有出现问题，但确实不太适应当前市场环境，目前策略已经将仓位降至最低水平，等待市场环境发生转变。
 - 元量致世在 12 月和 1 月的表现符合其策略特征，与其他类似周期的 CTA 一样，出现了一定回撤。但是元量致世立刻对行情和策略进行研究改进，上线了新的风控模块、调整了策略配比，并在 4 月初步控制住了净值的进一步回撤，最回撤幅度明显小于其他类似周期的 CTA。
 - 依靠主观进行投资决策的元葵资产，在这波行情中净值波动加大，但并未遭受太大回撤，净值震荡上涨。

洪洋

联系人
(8621)60935569
hongyang@gjzq.com.cn

张慧

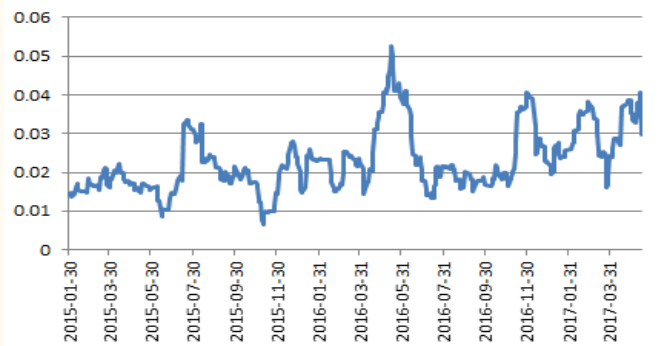
分析师 SAC 执业编号: S1130515080002
(8610)66216781
zhang_h@gjzq.com.cn

第一部分：市场环境

近期商品期货市场特征

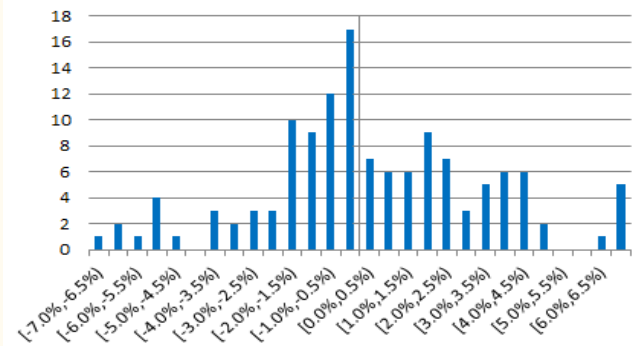
- 随着供给侧改革的推行，商品市场在 2015 年底结束了长达近四年的下跌趋势，转而上涨，且上涨的幅度越来越快。2016 年全年，wind 商品指数共上涨 28.79%，螺纹钢和铁矿石等热门品种，其当月连续合约涨幅高达 58%和 86%，以单边趋势交易为主的 CTA 策略收益颇丰，成为当年资产配置、策略配置的大热门，资金趋之若鹜。
- 2016 年底至今，国际政治进入动荡期，部分国际定价商品价格波动加剧。国内供给侧改革对商品供给的影响逐渐被市场反应，需求端也渐显疲态，供需弱平衡的状态下，国内定价商品的价格亦加大了震荡幅度。双十一、双十二，连续两次剧烈波动，让部分 CTA 出现大幅度回撤，这些回撤在当时的收益情况下看，并没有引起足够的重视，但弱趋势下的宽幅震荡，却成为了 2017 年第一季度市场的主要表现。
- 2016 年 11 月开始，商品市场的行情可以总结为：弱趋势，宽幅震荡，收益率分布峰度降低、尾部增厚。我们以螺纹钢来作为例子，取其当月连续合约每日收益率，并滚动计算连续 20 日的波动率。可以看到，收益率的波动率从 2016 年末开始至今，始终维持在高位。换一个角度来看，我们统计了 2016 年 11 月至今这半年来，螺纹钢的单日收益率分布，这个分布计算出的峰度约为 4.40。而从 2015 年初统计至今的话，峰度约为 5.41。可见，近半年来，螺纹钢的收益率分布峰度降低，肥尾的现象增加。然而，在这段剧烈波动的时间内，螺纹钢指数从 11 月至今，连续经历了 11 月至 12 月中旬的上涨、12 月下旬的快速下跌、17 年 1 月至 3 月的偏强震荡、以及 3 月下旬开始的震荡下跌。始终没有强势和长时间的趋势。

图表 1：螺纹钢当月连续合约日收益率 20 日波动率



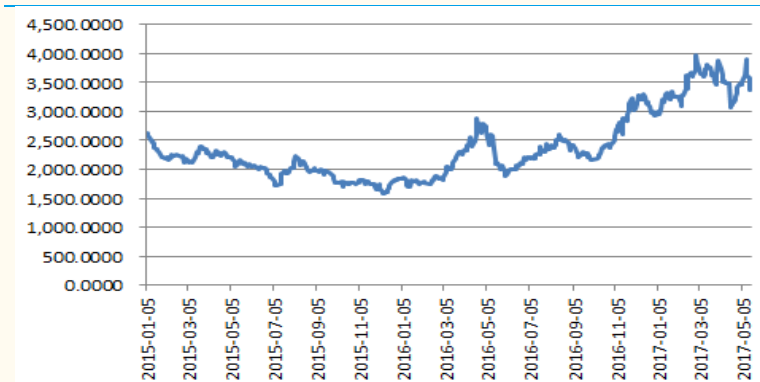
来源：国金证券研究所

图表 2：近半年螺纹钢单日收益率分布



来源：国金证券研究所

图表 3：螺纹钢当月连续合约走势



来源：国金证券研究所

CTA策略私募基金表现受到影响

- 图表 4 为我们统计的管理期货策略以及宏观对冲策略的私募基金指数，自 2016 年 11 月 11 日至 2017 年 4 月底的这近 6 个月中，指数发生了幅度达到 6.27% 的回撤。该回撤的时间之长、幅度之大，均创出该指数历史新高。大量过往业绩出色、管理规模较大的管理期货策略私募基金，出现了较大回撤。由于商品期货策略的特殊性，即便策略逻辑相同，不同周期的 CTA 也会有显著不同的表现，下文中将分类对部分 CTA 策略在当前行情下所受的影响做分别展示。

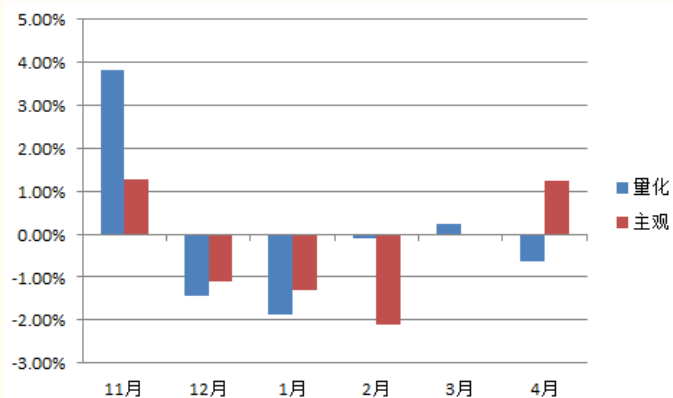
图表 4：期货宏观策略私募基金指数



来源：国金证券研究所

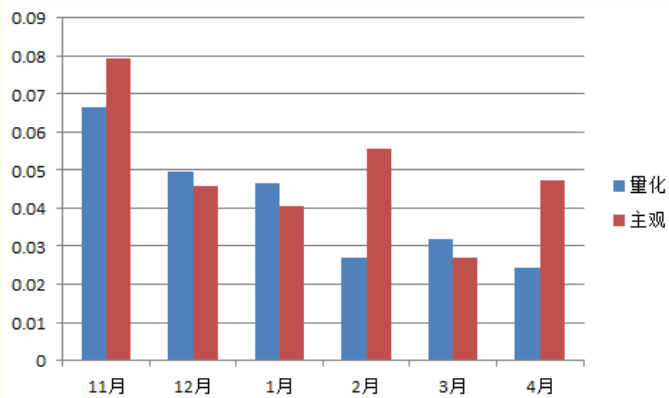
- 观察数据细节，我们发现，从去年 12 月至今，量化 CTA 普遍表现不佳，整体持续表现出负收益，并在 12 月、1 月、4 月有较大的回撤。从过往的经验来看，量化 CTA 由于其交易品种更多，策略更分散，整体平均回撤通常小于主观 CTA，然而今年的行情下却持续不及主观 CTA。量化 CTA 的月度收益标准差也不断下降，处于较低位置，说明近期量化 CTA 的萎靡并不是个别现象，而是整体情况。我们调研了部分私募基金，发现在这波行情下，首当其冲、受到最大负面影响的，是量化趋势跟踪策略，尤其是平均持仓时间在 1-2 周的量化趋势跟踪策略。这类策略基于历史统计的结果，进行趋势跟踪，且广泛投资于市场所有流动性较好的品种和合约，在这样大量品种普遍大幅波动的行情下，有些束手无策。主观交易者对当前特殊的行情可以采取更加灵活、有针对性的调整（当然调整也可能是错误的），如集中仓位重点投资于部分更有把握的品种合约，仍有可能获得正收益。

图表 5：主观 CTA 和量化 CTA 月度平均收益



来源：国金证券研究所

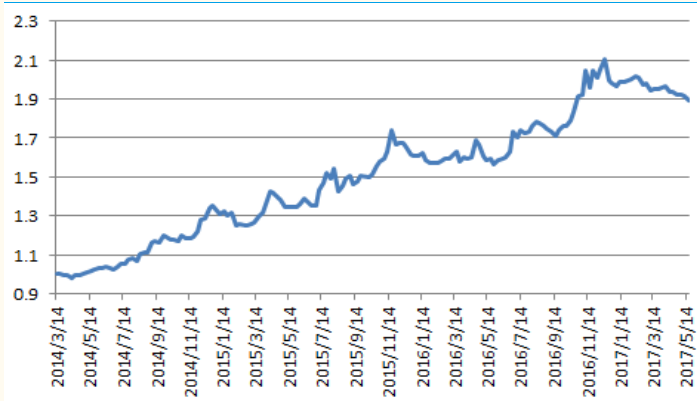
图表 6：主观 CTA 和量化 CTA 月度收益率标准差



来源：国金证券研究所

- 对于交易不频繁，持仓时间较长的量化趋势策略来说，净值会出现大的波动，但净值的波动中枢，并不会仅因为行情震荡，出现大幅下降。在上涨行情结束后的震荡中，长期趋势策略的交易模型由于无法发现新的趋势，往往会调低仓位，并在之后的震荡上涨（下跌）中，不断追随波动建立较小的多头（空头）头寸。虽然这部分头寸在追涨杀跌，但是由于趋势不明显，且策略给予的仓位较小，一般也不会带来过大的亏损。比如在国内市场管理超过 65 亿资金的元盛投资来说，他们在 2017 年的 1 月获得了正收益，2 月基本持平，3、4 两个月份虽然连续亏损 1.44% 和 1.73%，但连续亏损的幅度对于这样的长周期策略来说并不太大。图表 5 为另一家非常知名的量化长期趋势跟踪策略私募基金，其表现与元盛非常相似，结合对比商品指数来看，2016 年底的行情下，长期趋势跟踪策略的净值波动随市场波动一同加剧，并在市场趋势转向时发生亏损，这与该类策略的历史特征十分吻合。比如 2015 年上半年的大幅震荡，和 2016 年初的趋势转向，亦给长期趋势跟踪策略的净值带来了大幅波动和回撤。

图表 7：某家量化长期趋势跟踪策略净值表现



来源：国金证券研究所

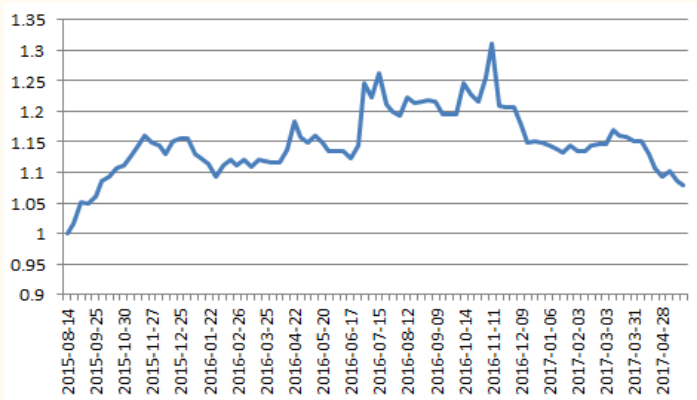
图表 8：同期 Wind 商品指数



来源：国金证券研究所

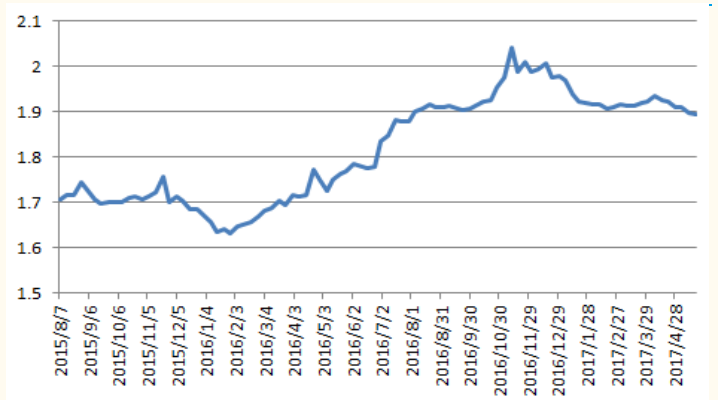
- 对于交易频率中等，平均持仓时间在 1 到 2 周左右的量化趋势策略来说，近期的市场似乎是有了一种针对性的恶意。从 2017 年 11 月中旬开始，大量商品期货品种都进入了巨幅横盘震荡的行情，一涨一跌的周期在一两周内即可完成一次，这样的行情对于持仓时间刚好在一至两周的量化趋势 CTA 来说是非常具有欺骗性的，因为大幅度的上涨或下跌，使策略模型将其判定为趋势并建仓，但刚建了仓，行情却迅速反转，模型只能承受亏损。国内大量做量化 CTA 的机构的持仓周期是处于这个范围内的，这类私募近期回撤较大，包括几家过往业绩较好，管理规模较大的知名机构，也未能幸免。图表 7 和图表 8 中展示了两家国内一线 CTA 的业绩，两家机构均于 11 月中旬开始回撤，期间几乎毫无起色，

图表 9：某中期趋势跟踪 CTA 净值表现



来源：国金证券研究所

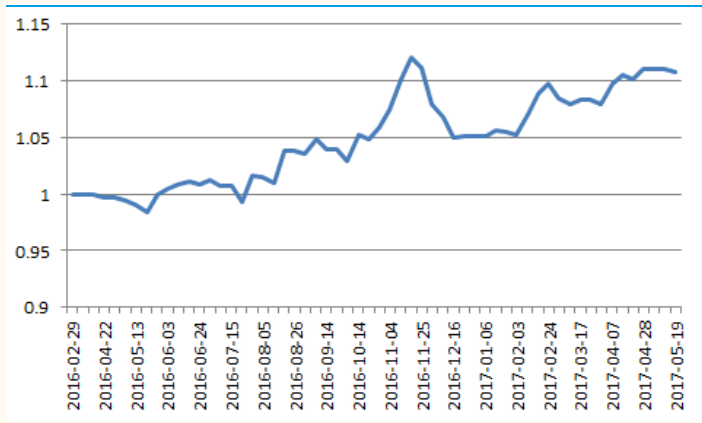
图表 10：某中期趋势跟踪 CTA 净值表现



来源：国金证券研究所

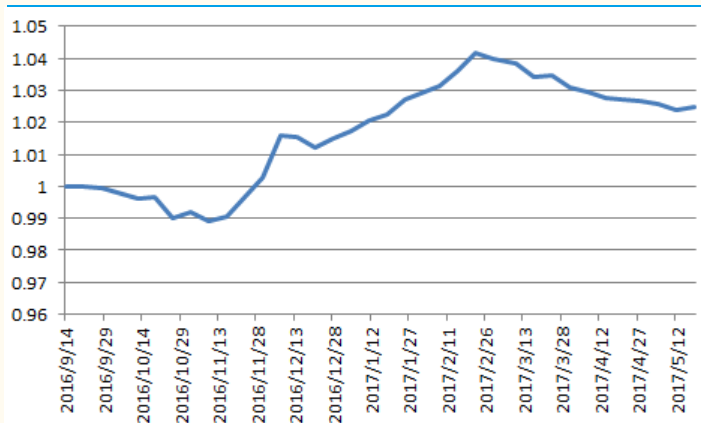
- 更短线的策略在这样的行情中就显得没那么糟。平均持仓小于 2-3 天，甚至日内策略的趋势跟踪，有机会在振幅巨大的市场中不断获利，但是市场太过频繁的剧烈波动仍然是个十分巨大的考验。另外，这样的策略终究存在资金容量的短板，注定不能成为市场上大多数管理期货策略私募基金的主要投资策略。图表 9 和图表 10 为两个较短周期的 CTA 表现，其净值特点与更长周期的 CTA 净值特点完全不同，在近期的表现虽然算不得太好，净值波动也变得更加距离，但还算有所收获。

图表 11：某频率较高的 CTA 净值表现



来源：国金证券研究所

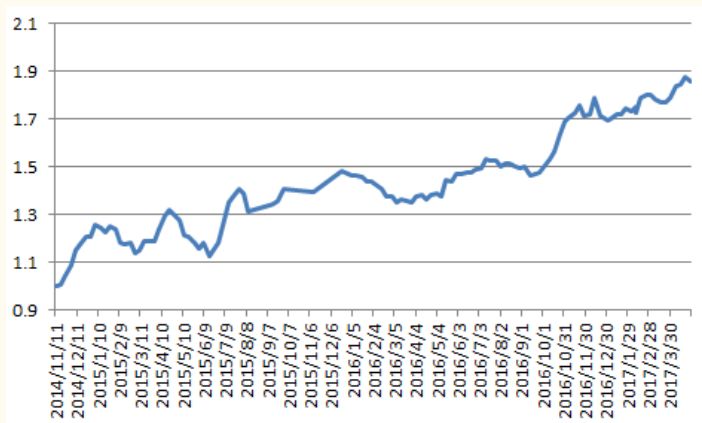
图表 12：某频率较高的 CTA 净值表现



来源：国金证券研究所

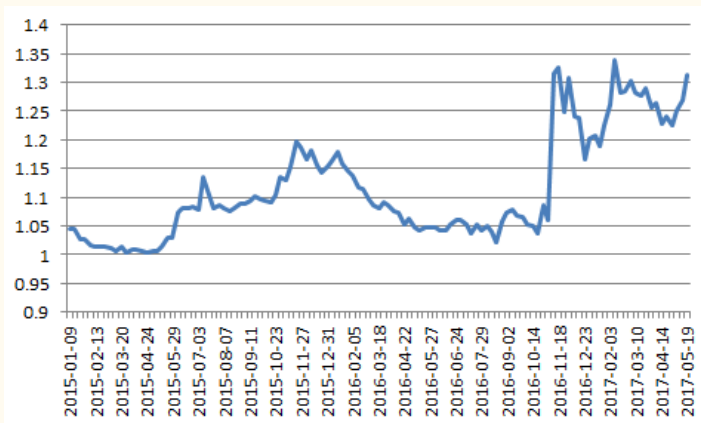
- 主观投资者在当前的行情下，也谈不上从容，但由于主观投资者往往对某些板块或品种格外熟悉，且持仓更加集中，仍有机会把握部分市场机会。比如需求端因素给黑色板块带来的影响逐渐显现，走出了震荡下降的行情，油脂板块供大于求的格局难以改变，部分油脂类品种自 3 月产生了明确趋势，化工板块和农产品板块也都有一些方向性机会。这些板块和品种的趋势中，都带有较大波动，这些波动噪音给量化模型带来了很大困扰，但并不会对主观投资者的基本面判断带来太大影响。因此，方向不明、波动巨大的市场，确实给主观 CTA 也带来了很大困难，但仍有部分优秀主观 CTA 可以获得正收益。

图表 13：某主观 CTA 净值表现



来源：国金证券研究所

图表 14：某主观 CTA 净值表现



来源：国金证券研究所

第二部分：部分代表性私募的情况和应对

- 在大量 CTA 遭遇回撤的环境下，市场中的私募也对市场和策略展开了积极的研究，这里我们在长期趋势、中期趋势、主观交易中，各选取一个具有代表性的优秀私募，介绍其在当前市场环境下的境况和应对。

■ 易善资产

易善资产成立于 2014 年 3 月，主要策略为量化趋势跟踪，持仓时间较长，换仓不频繁，因此横盘震荡仅会增加净值波动，并带来小幅亏损，趋势扭转时，才会出现较大回撤。因此在 2016 年末和 2017 年初，易善资产受影响并不大，甚至净值在 2 月份创出了新高。3 月和 4 月，市场中部分板块品种走出反转的行情，才使易善出现了一定回撤。

对于近期的市场，易善投资对策略做了很多分析，最终认为策略本身并没有出现问题，只是当下的市场确实对其策略非常不利，这次市场持续震荡和弱趋势性的特征持续时间太长，才使净值出现较大回撤。且目前净值的下跌情况，相比往常遇到不利行情时的回撤，并没有太糟，因此易善仍然坚持自己的策略，只是适当的调低了仓位，策略本身也在各板块进行了相对平衡的多空配置，等待真正的趋势的到来。此外，易善也在积极开发套利策略，目前仍在测试阶段，测试完成后，会考虑在未来上线。

图表 15：易善全天候多策略净值（高波动率产品）



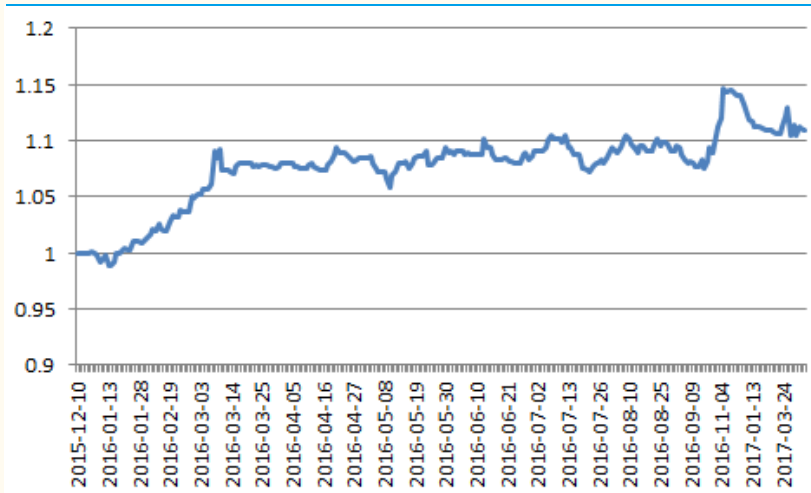
来源：国金证券研究所

■ 元量致世投资

元量致世投资成立于 2014 年 10 月，主要策略是量化趋势跟踪和跨品种统计套利。平均持仓时间 1-2 周，同时也有其他时间周期的策略辅助。元量致世的净值从 11 月中旬的高点至 2017 年 4 月底共回撤 3.35%。由于其主要交易频率和持仓时长，刚好受到行情震荡频率和时长的影响，市场常在策略追随趋势建仓后立刻发生转折，带来亏损。品种间的价格关系，也在近期极端行情下背离了历史统计规律，使跨品种套利也同时发生了回撤。

对比相似策略的 CTA，3.35% 的回撤幅度是非常小的，这和元量致世始终的稳健风格及其迅速上线的新风控模块密切相关。新的风控模块让模型在识别出市场处于这种宽幅震荡的行情时下调仓位。与此同时，元量致世也降低了 1-2 周的趋势策略在仓位中占的比例，增加了更短周期策略和更长周期策略的占比，以应对当前的市场环境。从目前的结果来看，在元量致世 3 月采取措施后，其 4 月的净值已有明显改善。

图表 16: 汇智圆通宏量远 1 号



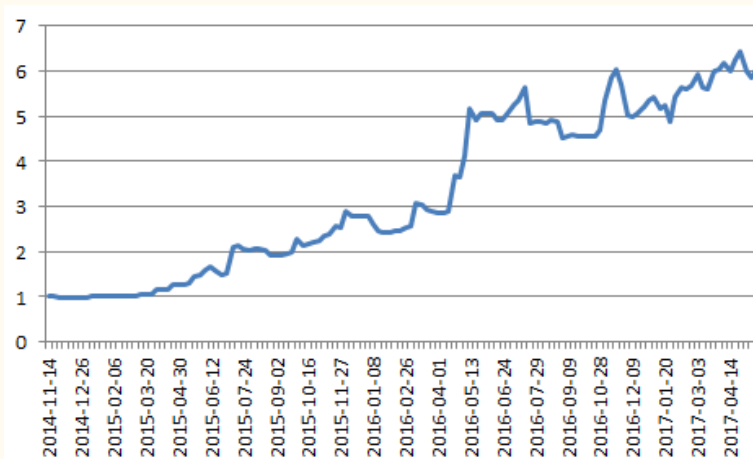
来源: 国金证券研究所

■ 元葵资产

元葵资产成立于 2013 年 1 月, 擅长宏观对冲策略, 自上而下把握长周期宏观经济带来的投资机会。以其代表产品元葵产业对冲基金为例, 产品净值波动在这波行情里明显加剧, 但是产品的整体走势仍然向上, 在 2017 年初的市场里, 元葵对黑色系的巨幅波动把握准确, 收益颇丰。

元葵认为, 今年大类资产很难出现趋势性行情, 在这样的环境下, 影响商品市场的核心矛盾是需求的变化, 主要关注的点还是中观行业改善的持续性, 比如汽车、家电、水泥等各个中观行业的利润走势。单品种的价格受制于利润和成本, 期货价格再叠加考虑基差修复等因素。

图表 17: 元葵产业对冲基金



来源: 国金证券研究所

- 近年来, CTA 市场不断发展壮大, 从 2014 年的股指期货策略, 到 2015 年 FOF 下的资产配置, 再到 2016 年, 商品期货市场触底反弹, 迅速上涨的猛烈趋势使 CTA 的净值扶摇而上, 也让 CTA 迅速成为配置热门。然而市场环境在 2016 年底急转直下, 宽幅震荡、弱趋势的特征给 CTA 带来了巨大的挑战。我国 CTA 领域, 尤其是量化 CTA 领域, 发展时间尚短, 并不十分成熟, 在变化莫测的市场环境下, 需要策略不断匹配适应。如今, 宽

幅波动的市场已经持续了半年，也许短期不会结束，未来可能还会有更艰苦的行情需要面对。面对这些挑战，国内涌现出一大批优秀的管理人，也有大量人才从海外成熟机构回国发展，CTA 市场正在进行一个从粗放式向精细化的蜕变。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD