

2013.06.26

CTA：海外绝对收益之路

——程序化交易系列研究之七

	杨喆 (分析师)	耿帅军 (研究助理)	刘富兵 (分析师)
	021-38676442	010-59312753	021-38676673
	yangzhe@gtjas.com	gengshuaijun@gtjas.com	liufubing008481@gtjas.com
证书编号	S0880511010020	S08801111010128	S0880511010017

本报告导读：

CTA 基金优势、CTA 基金业绩、知名 CTA 基金公司及产品

摘要：

海外 CTA 基金规模迅猛发展

- CTA 全称是 Commodity Trading Advisor, 即商品交易顾问, 是通过给客户提供期货期权方面的交易建议或者直接通过受管理的期货账户参与实际交易来获得收益的机构或个人。CTA 的主要交易对象是期货及期权合约。
- 随着近年来保险基金、养老基金等对另类投资工具的关注度大幅提升, CTA 基金的规模也出现迅猛增长。2012 年末, CTA 基金的总体规模达到了 3296 亿美元, 而在 2000 年末, CTA 基金的规模为 379 亿美元, 十一年间规模翻了 10 倍。尤其值得注意的是, 在股票市场出现大幅下跌的 2008 年, 对冲基金的规模下降了 31.7%, 而 CTA 基金的规模几乎没有变化。

CTA 基金业绩表现优异并能降低组合风险

- CTA 基金有降低投资组合整体风险、提供高收益率机会、把握遍布全球的多样化投资机会等优势。CTA 基金与大多数传统资产的相关性很低, 在股票与债券市场表现不佳的时候通常都有较好的表现。海外研究资料显示, 组合中加入 CTA 基金, 能显著提升收益并降低组合风险。
- 从海外 CTA 指数的长期表现来看, 表现十分抢眼。1980-2012 年巴克莱 CTA 指数累计净值 17.7, 是同期标普 500 指数的 1.7 倍。并且在 2000-2002 年全球股票熊市以及 2007-2008 年全球次贷危机时期, CTA 指数不仅没有出现下跌, 还实现了正收益, 抗风险能力显著。

海外知名 CTA 基金管理公司

- 根据 Altegris 2013 年最新的 CTA 公司规模排名, Winton Capital、Aspect Capital、Transtrend B.V. 等公司的规模目前排在前三位, 规模分别为 255 亿美金、69.7 亿美金和 68.1 亿美金。
- 根据近三年业绩排名, SHARPE+SIGNA、Emil Van Essen、Covenant Capital Management 等公司的产品名列前茅, 三年年化收益率分别为 40.2%、24.1% 和 21.3%。
- Winton、Cantab、Covenant 等公司的核心人物、投资策略、投资范围以及代表性 CTA 产品业绩研究。
- CTA 基金在国内具有广阔发展空间, 为国内资产管理机构提供崭新的模式, 也为投资者提供了提升收益并能降低组合风险的产品。

金融工程团队：

刘富兵：(分析师)
电话：021-38676673
邮箱：liufubing008481@gtjas.com
证书编号：S0880511010017

何苗：(分析师)
电话：010-59312710
邮箱：hemiao@gtjas.com
证书编号：S0880511010049

杨喆：(分析师)
电话：021-38676442
邮箱：yangzhe@gtjas.com
证书编号：S0880511010020

严佳炜：(分析师)
电话：021-38674812
邮箱：yanjiawei008776@gtjas.com
证书编号：S0880512110001

耿帅军：(研究助理)
电话：010-59312753
邮箱：gengshuaijun@gtjas.com
证书编号：S08801111010128

徐康：(研究助理)
电话：021-38674939
邮箱：xukang010849@gtjas.com
证书编号：S0880111090058

陈睿：(研究助理)
电话：021-38675861
邮箱：chenrui012896@gtjas.com
证书编号：S0880112120012

刘正捷：(研究助理)
电话：021-38675860
邮箱：liuzhengjie012509@gtjas.com
证书编号：S0880112080087

相关报告

《R-Breaker 模型后续测试及优化——程序化交易系列研究之六》2012.06.26
《全球顶尖程序化交易模型研究——程序化交易系列研究之五》2012.02.01
《股指期货量价结合交易策略探索——程序化交易系列研究之四》2010.08.06
《股指期货改进布林交易模型 (IBTM)——程序化交易系列研究之三》2010.04.27
《股指期货即日交易模型 (DTM)——程序化交易系列研究之二》2010.03.17
《程序化交易的模型和应用——程序化交易系列研究之一》2010.03.15

目 录

1. 海外 CTA 基金的发展	3
1.1. CTA 基金的规模.....	3
1.2. CTA 基金的优势	4
2. CTA 基金的分类和业绩	7
2.1. CTA 基金的分类	7
2.2. CTA 基金的业绩	8
3. 海外知名 CTA 基金管理公司	11
3.1. 规模与业绩排名	11
3.2. Winton Capital Management	13
3.3. Cantab Capital Partners.....	15
3.4. Covenant Capital Management.....	17
4. CTA 基金在我国的发展机遇	19

1. 海外 CTA 基金的发展

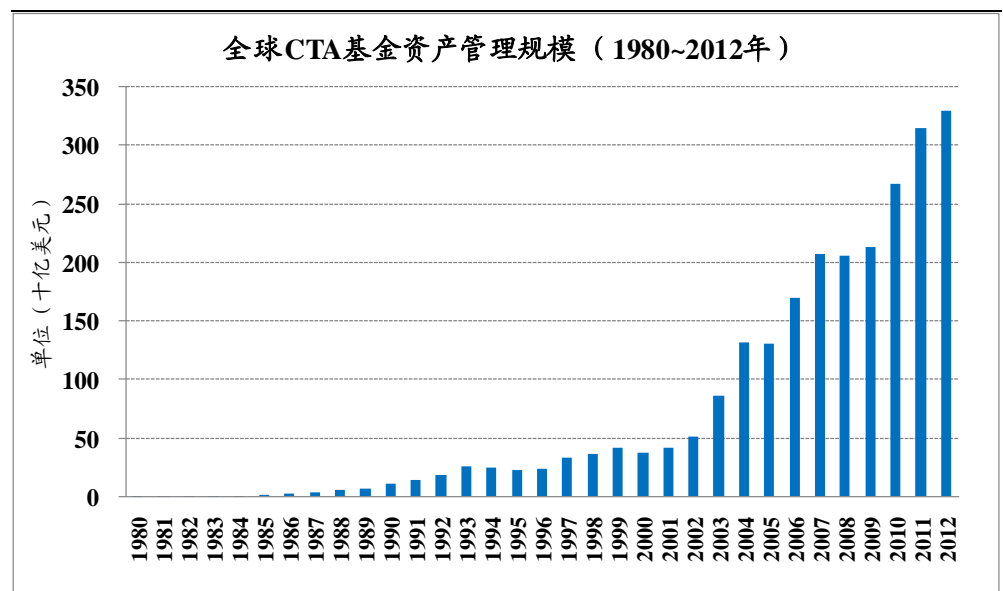
1.1. CTA 基金的规模

CTA 全称是 Commodity Trading Advisor, 即商品交易顾问, 是通过给客户 提供期货期权方面的交易建议或者直接通过受管理的期货账户参与 实际交易来获得收益的机构或个人。在美国, CTA 必须在 NFA (美国期 货业协会) 和 CFTC (商品期货交易委员会) 登记注册, 并接受监管。

商品交易顾问 (CTA) 的主要交易对象是期货及期权合约, 而一般基金 经理的交易对象是传统投资工具, 诸如股票和债券等。因此, CTA 基金 也称为管理期货 (Managed Futures) 基金。CTA 基金是由专业的资金管 理人运用客户委托的资金投资于期货市场和期权市场, 并且收取相应管 理费用的一种基金组织形式, 而 CTA 则受雇于该基金, 进行投资交易或 投资咨询。

在国外, CTA 基金是一种区别于传统投资方式的另类投资基金。随着近 年来保险基金、养老基金等对另类投资工具的关注度大幅提升, CTA 基 金的规模也出现迅猛增长。2012 年末, CTA 基金的总体规模达到了 3296 亿美元, 而在 2000 年末, CTA 基金的规模为 379 亿美元, 十一年间规 模翻了 10 倍。2010 年-2012 年 CTA 基金规模分别同比增长 25.3%、17.6% 和 4.8%。

图 1 全球 CTA 基金资产管理规模近年来出现迅猛增长

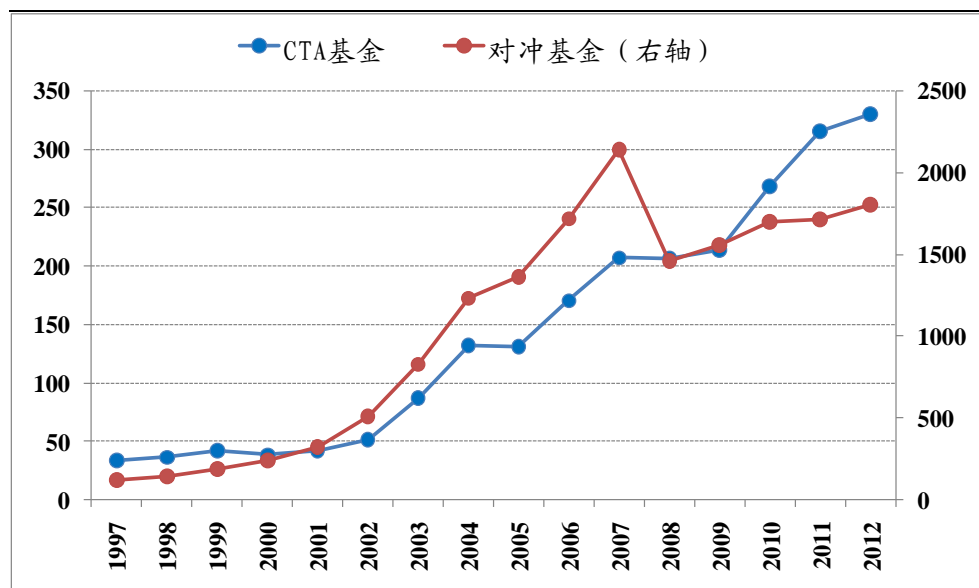


数据来源: Barclayhedge

尤其值得注意的是, 在股票市场出现大幅下跌的 2008 年, 对冲基金的 规模下降了 31.7%, 而 CTA 基金的规模几乎没有变化。近 5 年来, CTA 基金占对冲基金规模的比重从 9.6% 上升到 18.3%。这源于 CTA 基金长 期以来具有防范股票市场风险的能力和分散系统性风险的能力。当投资 于传统投资工具的共同基金表现不佳时, CTA 基金由于主要投资于期货

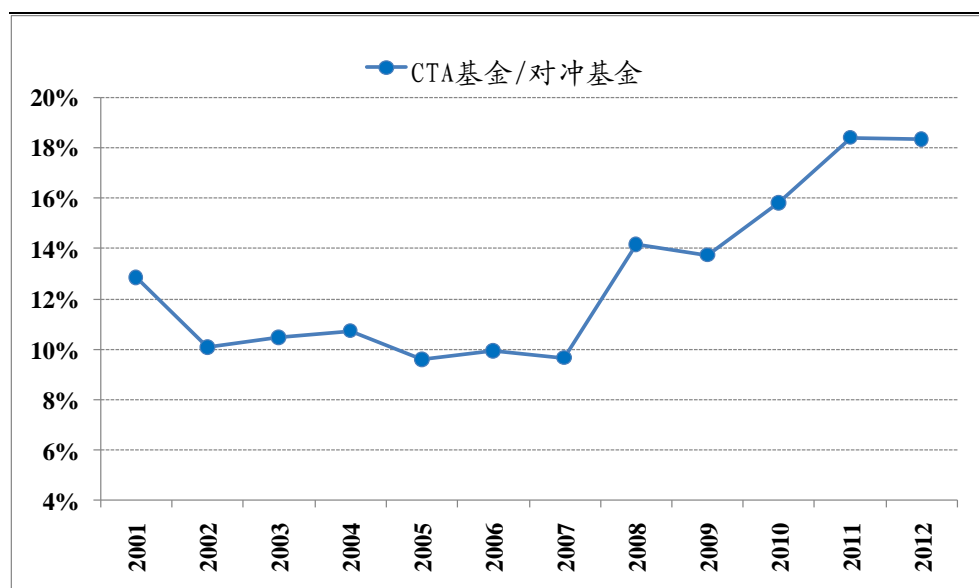
期权市场, 并且投资策略和投资于股票债券品种的基金差异极大, 最终起到了分散市场风险的作用。

图 2 CTA 基金和对冲基金资产管理规模对比



数据来源: Barclayhedge

图 3 CTA 基金占对冲基金规模的比重近五年来出现明显上升



数据来源: Barclayhedge

1.2. CTA 基金的优势

CTA 基金能在海外蓬勃发展, 得益于其本身特有的优势, 机构投资者不断在自己的投资组合中增加 CTA 基金的份额来提高分散化程度。另外由于期货与期权本身可以做多和做空的特性, CTA 基金无论在牛市还是熊市中都可能获得收益。并且, CTA 基金几乎与传统投资品种没有相关性, 这使它能够在增加投资组合收益的同时还能降低整体波动性。一个 CTA 基金可以参与全球超过 150 个市场的交易, 从商品到外汇到股指, 提供

了多品种、多地区的参与机会。我们对 CTA 基金的优势进行了总结，主要有三个方面，降低投资组合整体风险、提供高收益率机会、把握遍布全球的多样化投资机会。

1) 降低投资组合整体风险

在风险管理方面 CTA 基金为投资者提供了降低投资组合波动性的机会，因为 CTA 基金与大多数传统资产的相关性很低，在股票与债券市场表现不佳的时候通常都有较好的表现。所以这对于包含股票与债券的投资组合来说意味着能提供优异的下跌保护。

表 1 CTA 指数和其他指数相关性

相关系数	巴克莱 CTA 指数
标普 500 指数	-0.14
道琼斯全球指数	-0.05
标普商品全收益指数	0.25
美国债券全收益指数	0.22

数据来源：bloomberg。注：指标统计区间 1999/12/31-2012/12/31，频率为月度。

表 2 各指数收益风险指标比较

指标\指数	巴克莱 CTA 指数	标普 500 指数	道琼斯全球指数	标普商品全收益指数
平均每月收益	0.40%	0.09%	0.16%	0.61%
最佳月份收益	6.45%	10.77%	11.77%	19.67%
最差月份收益	-4.62%	-16.94%	-19.96%	-28.20%
平均月标准差	2.01%	4.60%	4.94%	6.99%
平均年标准差	6.97%	15.95%	17.11%	24.23%
夏普比率	0.33	-0.12	-0.06	0.18

数据来源：bloomberg。注：指标统计区间 1999/12/31-2012/12/31，频率为月度。

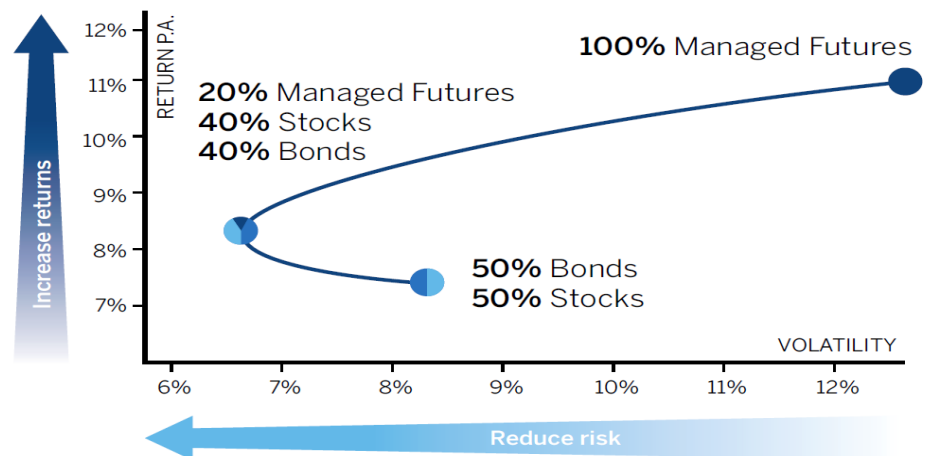
2) 提升潜在收益空间

CTA 基金在为投资者降低组合风险的同时，也提供了增强整体收益的机会。广泛的学术研究成果也支持了这一结论。诺贝尔奖得主 Markowitz 的现代资产组合理论表明通过相关性较低甚至负相关的资产可以组合出更有效的投资组合。而在 1983 年，哈佛大学的 John Lintner 博士更具体地在一篇论文中提到“在由股票与债券构成的投资组合中加入带杠杆的管理期货基金可以在各期望收益水平下相对单独的股票债券组合都表现出了更低的风险。”

芝加哥商品交易所的研究报告《Managed Futures: Portfolio Diversification Opportunities》中也做了一项模拟，在原始组合（50%股票+50%债券）中加入管理期货，形成的新组合（40%股票+40%债券+20%管理期货），新组合的收益率高于原始组合，并且波动性大幅低于原始组合，也就是说加入管理期货后，组合收益风险特性更优了。

图 4 组合中加入管理期货基金能优化收益风险特性

OPTIMUM PORTFOLIO MIX (01/1987 – 02/2008)*



*1) Managed futures: CASAM CISDM CTA Equal Weighted;
 2) Stocks: MSCI World;
 3) Bonds: JP Morgan Government Bond Global;
 Source: Bloomberg

数据来源：芝加哥商品交易所

3) 把握遍布全球的多样化投资机会

目前全球范围内有众多规范化的金融与商品期货交易市场，CTA 基金可以把握全球市场中任何一个或多个市场间所存在的投资机会。并且期货市场还在继续发展以满足市场对更多新期货品种的需求，近几年，以酒精、水甚至天气为基础资产的期货合约都成功上市交易。这将为期货投资顾问带来大量的投资与风险对冲的机会，天气或政治动荡等特定的风险因素都将能通过期货市场的交易得到管理。

图 5 多样化的全球期货市场

DIVERSIFICATION OF FUTURES MARKETS

FX (4%)

Australian Dollar
 Brazilian Real
 British Pound
 Canadian Dollar
 Chinese Renminbi
 Euro FX
 Japanese Yen
 Korean Won
 Mexican Peso
 New Zealand Dollar
 Swiss Franc

Metals (4%)

Copper
 Palladium
 Platinum

Energy (6%)

Ethanol
 Crude Oil
 Natural Gas

Commodities (9%)

Corn
 Oat
 Soybean
 Wheat
 Rough Rice
 Random Length Lumber
 Wood Pulp
 Butter
 Frozen Pork Bellies
 Lean Hogs
 S&P-GSCI
 Livestock

Interest Rates (44%)

1-Month LIBOR
 30-Day Federal Funds
 Eurodollar
 Euroyen
 10-Year U.S. Treasury Note
 30-Year U.S. Treasury Bond
 CME 10-Year Swap Rate Futures

Individual Equity (9%)

Deutsche Telekom
 Allianz
 SAP
 Deutsche Bank
 Munchener Ruckversicherung
 Banco Comercial Portugues Stock Futures
 Brisa Autoestradas de Portugal Stock Futures

Equities (24%)

Bovespa
 CAC 40
 Dax
 Dow
 euro stoxx50
 Hang Seng
 MSCI EAFE
 MSCI Emerging Markets
 S&P MidCap 400
 S&P 500
 S&P SmallCap 600

The above list is only a partial list of the futures products currently available around the world. Source: FIA 2007

数据来源：芝加哥商品交易所

2. CTA 基金的分类和业绩

2.1. CTA 基金的分类

从全球期货市场来看，目前的品种十分丰富，除了传统的商品期货以外，还有股指期货、债券期货、外汇期货、利率期货等等。因此，根据投资领域的专属性来区分，CTA 基金可以分为**多元化投资基金**和**专业化投资基金**。多元化投资基金的投资领域更广，可以同时投资于多个市场的期货品种，有时可同时交易于几百个期货合约上。而专业化投资基金则专注于某一领域，比如农产品、贵金属、能源、股指、外汇等市场，或某些相关品种。据 Barclayhedge 统计，2012 年底多元化投资基金的规模为 1894.5 亿美金。

根据交易模式的不同，CTA 基金又可分为自由式交易模式（Discretionary Traders）和程序化交易模式（Systematic Traders），

自由式投资模式的 CTA 基金，一般采用基本面、技术面数据分析和经验作为投资决策的依据。期货市场不乏存在某些具有特殊天赋的交易者，或是异常勤奋的交易者，通过经验的积累在交易中获得利润。他们的交易是不自动化和程序化的，投资决策具有人为的随意性，交易纪律是人为设定的。程序化交易模式的 CTA 基金则是通过计算机系统的构建、依托计算机信号来进行交易，不添加人为的交易情绪在里面，所有人的思维已转化为计算机语言，再由计算机发出信号直接下单交易。通过系统交易的方式，避免了投资的随意性，这在期货投资中是至关重要的，能够有效防范风险，果决、迅速地执行指令。

程序化交易模式是目前期货 CTA 基金的主流模式，据 Barclayhedge 统计，2012 年底有超过 90% 的期货 CTA 基金是采取程序化交易的方式进行交易，而这个比例在本世纪初是 73.6%，呈现明显上升趋势。此类 CTA 按照一个通常由计算机系统产生的系统信号来做出交易决策，这种交易决策在一定程度上避免了决策的随意性。如果系统长期运作正常，会产生比较稳定的收益。

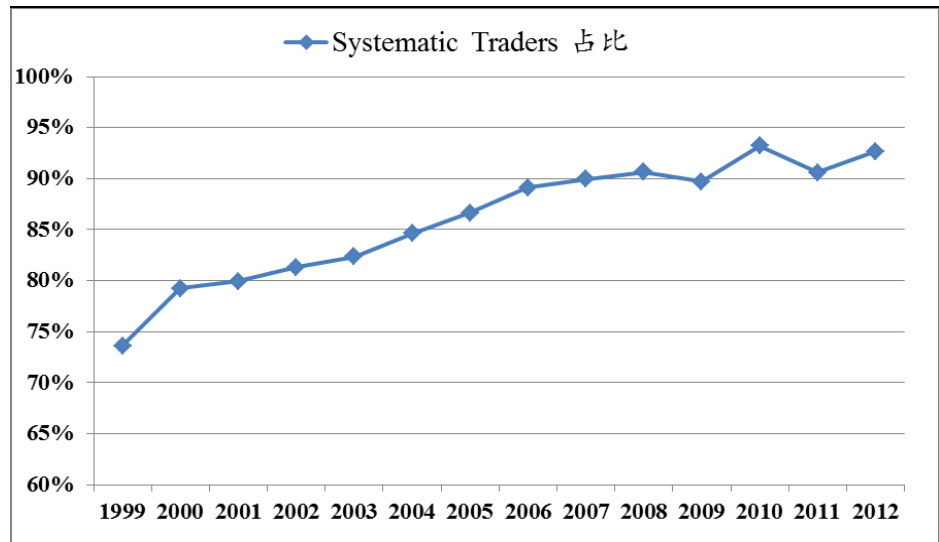
表 3 程序化交易模式和自由式交易模式 CTA 基金规模

Year	Systematic Traders(\$ billions)	Discretionary Traders(\$ billions)
1999	22.92	8.22
2000	19.63	5.14
2001	23.94	6.02
2002	31.03	7.12
2003	59.72	12.78
2004	96.20	17.49
2005	88.22	13.58
2006	119.44	14.57

2007	137.40	15.37
2008	163.50	16.90
2009	169.78	19.46
2010	226.29	16.51
2011	259.88	26.98
2012	266.28	21.00

数据来源：Barclayhedge

图 6 程序化交易模式的 CTA 基金占比呈现上升趋势

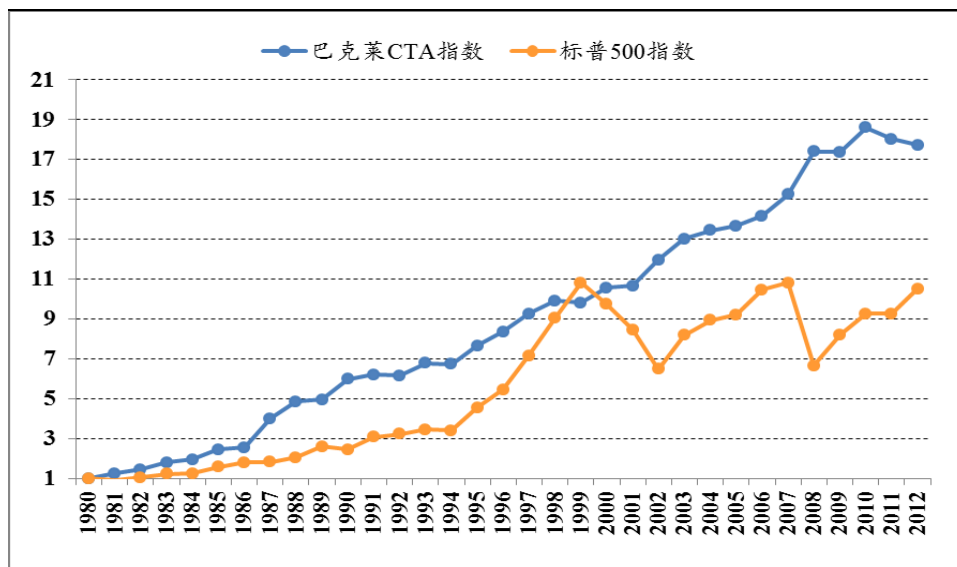


数据来源：Barclayhedge

2.2. CTA 基金的业绩

从海外 CTA 指数的长期表现来看，其业绩显著优于标普 500 指数，表现十分抢眼。1980-2012 年巴克莱 CTA 指数的累计净值是 17.7，也是标普 500 指数的 1.7 倍。并且在 2000-2002 年全球股票熊市以及 2007-2008 年全球次贷危机时期，CTA 指数不仅没有出现下跌，还实现了正收益，抗风险能力显著。过去二十二年间，CTA 指数出现负收益的仅有六年。不过近两年来，CTA 基金的业绩却有所下降，随着程序化交易模式的比例不断提升，模型同质性过高是造成其业绩下降的因素之一。今年以来 CTA 基金已实现收益 2.15%（截至 5 月 18 日），业绩有所恢复。

图 7 CTA 指数累计净值 1980-2012 年



数据来源: Barclayhedge

表 4 CTA 指数年度收益

年份	CTA 指数	标普指数
1981	23.9%	-9.7%
1982	16.7%	14.8%
1983	23.7%	17.3%
1984	8.7%	1.4%
1985	25.5%	26.3%
1986	3.8%	14.6%
1987	57.3%	2.0%
1988	21.8%	12.4%
1989	1.8%	27.3%
1990	21.0%	-6.6%
1991	3.7%	26.3%
1992	-0.9%	4.5%
1993	10.4%	7.1%
1994	-0.7%	-1.5%
1995	13.6%	34.1%
1996	9.1%	20.3%
1997	10.9%	31.0%
1998	7.0%	26.7%
1999	-1.2%	19.5%
2000	7.9%	-10.1%
2001	0.8%	-13.0%
2002	12.4%	-23.4%
2003	8.7%	26.4%
2004	3.3%	9.0%
2005	1.7%	3.0%
2006	3.5%	13.6%

2007	7.6%	3.5%
2008	14.1%	-38.5%
2009	-0.1%	23.5%
2010	7.0%	12.8%
2011	-3.1%	0.0%
2012	-1.7%	13.4%
平均	10%	9%

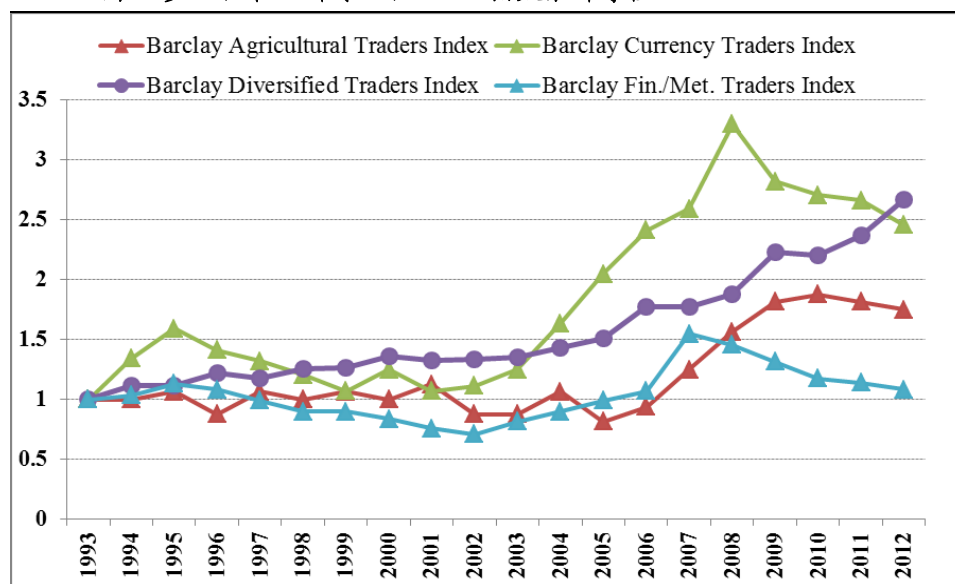
数据来源：Barclayhedge

下面我们通过对不同类型 CTA 基金业绩的比较，来更深入的了解这类基金的表现。

多元化CTA基金的表现相对于专业化的CTA基金更加稳健，专业化CTA基金的业绩更容易出现阶段性状况。比如农产品 CTA 基金在 2007-2010 年期间出现了大幅业绩提升，而货币 CTA 基金则在 2003-2008 年表现优异，之后又出现了净值大幅回落。从图中来看，不论是农产品、货币还是金属 CTA 基金近几年均出现了不同程度的净值回调，而多元化 CTA 基金则一直保持业绩稳定，净值稳步增长。

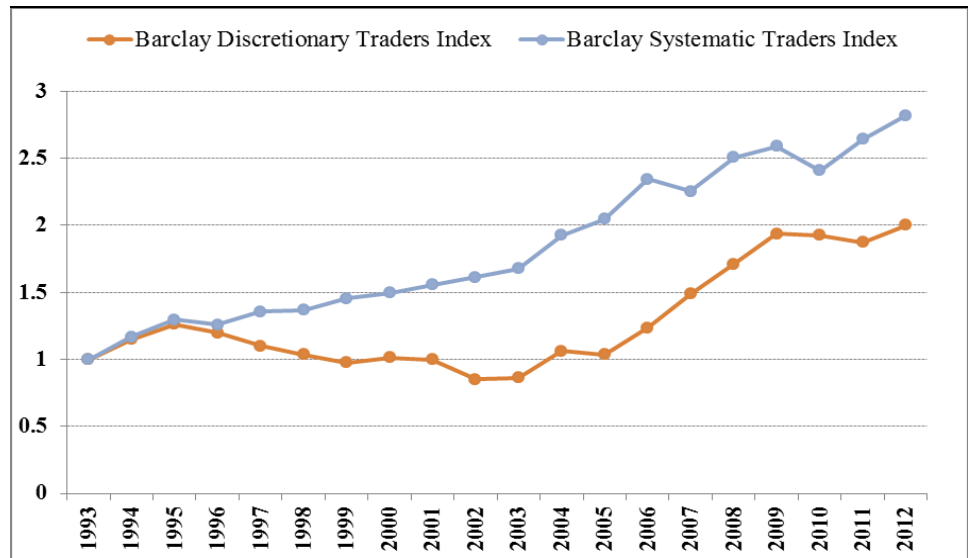
程序化交易 CTA 基金长期表现优于自由式交易 CTA 基金，1993-2012 年，程序化交易 CTA 基金的累计净值显著高于自由式交易 CTA 基金。不过在某些特殊年份，两类基金的表现可能相反，也有自由式交易模式基金表现较优的年份，例如 2007 年、2010 年。

图 8 多元化和三种专业化 CTA 指数累计净值



数据来源：Barclayhedge

图 9 程序化交易模式和自由式交易模式 CTA 指数累计净值



数据来源: Barclayhedge

3. 海外知名 CTA 基金管理公司

3.1. 规模与业绩排名

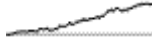

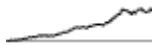

根据 Altegris 数据库 2013 年最新的 CTA 公司规模排名, Winton Capital、Aspect Capital、Transtrend B.V.等公司的规模目前排在前三位, 规模分别为 255 亿美金、69.7 亿美金和 68.1 亿美金。







根据近五年业绩排名, Esulep、Emil Van Essen、FORT LP 等公司的产品名列前茅, 五年年化收益率分别为 18.8%、18.2%和 13.5%。

根据近三年业绩排名, SHARPE+SIGNA、Emil Van Essen、Covenant Capital Management 等公司的产品名列前茅, 三年年化收益率分别为 40.2%、24.1%和 21.3%。

我们在后续章节对包括 Winton、Cantab、Covenant 等公司的核心人物、投资策略、投资范围以及代表性 CTA 产品业绩进行研究分析。

表 5 CTA 基金公司按规模排名











	Program	Inception	Snapshot	AROR	YTD	WDD	AUM (\$M)
1	Winton Capital Management Ltd: Diversified Trading Program *CLSD*	10/1997		13.68%	6.79%	-25.73%	25,500
2	Aspect Capital Limited: Aspect Diversified Program *QEP*	12/1998		8.76%	5.60%	-21.53%	6,974
3	Transtrend B.V.: Diversified Trend Program - Enhanced Risk USD	01/1995		14.11%	3.93%	-15.15%	6,816
4	Quantitative Investment Management, LLC: Global Program *QEP*	10/2003		10.62%	-6.71%	-11.74%	3,253

	Program	Inception	Snapshot	AROR	YTD	WDD	AUM (\$M)
5	Campbell & Company, Inc.: Financial Metal & Energy - Large Fund	04/1983		11.12%	13.09%	-41.92%	1,900
6	Millburn Corporation: Diversified Program	02/1977		16.01%	5.22%	-25.57%	1,099
7	Amplitude Capital AG: Amplitude Dynamic Trading Fund *QEP* *CLSD*	06/2005		9.30%	3.97%	-20.06%	984
8	ISAM - International Standard Asset Management: ISAM Systematic USD CLASS A *FRN* *PROP*	06/2001		12.49%	2.39%	-24.42%	840
9	Altis Partners (Jersey) Limited: Global Futures Portfolio *QEP* (Composite)	07/2001		11.60%	4.33%	-34.96%	779.7
10	Quality Capital Management Ltd: Global Diversified Programme *QEP*	12/1995		11.80%	3.06%	-26.49%	708

数据来源: Altegris

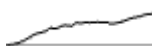


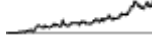






注: 规模截止至 2013 年 4 月。Inception: Date of Program Inception; AROR: Annualized Rate of Return; YTD: Year to Date Performance; WDD: Worst Peak-to-Valley Drawdown as represented by the program's largest percentage decline during a specific period; AUM: Assets Under Management as represented by notional value., 下同

表 6 CTA 基金按近五年收益排名 (2008/5-2013/4)

	Program	Inception	Snapshot	AROR	YTD	WDD	AUM (\$M)
1	Esulep LLC: Permo Investment Program*QEP*	04/2008		18.83%	3.65%	-12.74%	56.3
2	Emil Van Essen, LLC: Emil van Essen Spread Trading Program *QEP*	12/2006		18.16%	-3.69%	-15.28%	363
3	FORT LP: FORT Global Contrarian *QEP*	10/2002		13.50%	4.57%	-12.61%	424.3
4	Mulvaney Capital Management Ltd: Global Diversified Program *QEP*	05/1999		12.42%	42.26%	-45.04%	187
5	DUNN Capital Management, Inc.: World Monetary Assets System *QEP*	11/1984		11.79%	33.01%	-27.49%	343
6	Covenant Capital Management, LLC: CCM Aggressive Program	02/2004		11.50%	3.43%	-14.66%	105.8
7	ISAM - International Standard Asset Management: ISAM Systematic USD CLASS A *FRN* *PROP*	06/2001		10.97%	2.39%	-24.42%	840
8	Tactical Investment Management Corp.: Institutional Commodity Program *QEP*	04/1993		10.90%	-6.60%	-36.52%	82
9	Red Oak Commodity Advisors, Inc.: Fundamental Trading Program	12/1989		10.65%	4.59%	-13.12%	144
10	Covenant Capital Management, LLC: CCM Original Program	09/1999		9.95%	5.03%	-12.21%	54

数据来源: Altegris

表 7 CTA 基金接近三年收益排名 (2010/5-2013/4)

	Program	Inception	Snapshot	AROR	YTD	WDD	AUM (\$M)
1	SHARPE+SIGNA LLC: SHARPE+SIGNA Managed Currency Series *QEP*	06/2010		40.24%	7.77%	-4.12%	102.00
2	Emil Van Essen, LLC: Emil van Essen Spread Trading Program *QEP*	12/2006		24.07%	-3.69%	-36.21%	363.00
3	Covenant Capital Management, LLC: CCM Aggressive Program	02/2004		21.31%	3.43%	-20.41%	105.80
4	EMC Capital Management, Inc.: Classic Program *QEP*	01/1985		21.16%	7.20%	-45.13%	97.45
5	Hawksbill Capital Management: Global Diversified Program	11/1988		20.07%	1.24%	-61.78%	102.10
6	Eckhardt Trading Company: Standard Plus Program	10/1991		19.79%	3.95%	-40.39%	178.70
7	Mark J. Walsh & Company: Standard Program	09/1985		19.66%	-1.49%	-43.04%	107.40
8	Saxon Investment Corporation: Aggressive Diversified Program	11/1993		19.26%	-1.31%	-65.86%	138.60
9	Global Sigma Group, LLC: Global Sigma Plus Program *QEP*	11/2009		19.00%	4.06%	-1.55%	63.00
10	Esulep LLC: Permo Investment Program*QEP*	04/2008		18.63%	3.65%	-12.74%	56.25

数据来源: Altegris

3.2. Winton Capital Management

Winton Capital Management (WCM)是英国一家著名的 CTA 公司,由对冲基金 Man AHL 的创始人之一 David Harding 建立,1997 年开始运作的旗舰基金目前管理的资产超过 250 亿美元。规模往往是也业绩的杀手,而该基金却依然能获得 13.68% 的年化收益 (97/09-13/04),远超过同期标普 500 指数和 Altegris 40 期货基金指数的表现。

大卫·哈丁(David Winton Harding)是 Winton 资产管理公司的创始人和主席,同时也是一个非常成功的投资经理和企业家,并且是科学教育与物理学研究的坚定倡导者。哈丁先生创办过两家世界顶尖的另类投资公司。Winton 资产管理公司是他于 1997 年创办的,是在金融市场中运用金融数学与科学研究的全球领导者,同样也是英国最成功的私人公司之一。哈丁先生还是创办于 1987 年的 AHL 公司联合创始人,这是一家欧洲顶尖的系统化趋势跟踪 CTA 基金,后来被曼氏集团(MAN Group)收购。哈丁先生曾在剑桥大学理论物理专业学习,并于 1982 年获得自然科学学士学位,他非常热衷于在欧洲推广科学与教育。在 2010 年 11 月他曾资助剑桥大学卡文迪许实验室的物理学研究和科学与公共政策中心,后来又为马克思普朗克研究所的人类学研究捐款。Winton 很少招聘金融或经济学专业的学生,公司里更多的是科学专业的毕业生。

1997 年公司创立时, Winton 仅仅管理着 200 万美元。公司的投资完全根据研究员事先在电脑中编好的程序,自动监控全球市场并挖掘机会进行交易。经过 15 年时间, Winton 的资产规模翻了一万 multiple。

Winton Diversified Trading Program 是一支分散化、趋势跟踪的期货投资基金。统计研究构成了 **Winton** 投资哲学的基础, 基金管理人员运用高度量化的方法分析历史价格行为并预测期货价格的趋势。投资标的包括超过 120 个期货市场中的股指、利率、外汇和全球商品市场。交易行为灵活并且无论在上涨还是下跌行情中都可以获取巨大利润。

图 10 Winton Diversified 基金业绩大幅跑赢标普 500 指数和 Altegris 40 期货基金



数据来源: Altegris

注: Altegris40 指数的组成成分是 40 只领先的管理期货基金,下同。

表 8 Winton Diversified 基金业绩指标比较 (1997/9-2013/4)

	Winton Div. Program	标普 500 指数	Altegris 40 期货 基金指数
总收益率	637.08%	135.77%	161.34%
年化收益率	13.68%	5.63%	6.32%
年化标准差	17.15%	16.03%	10.33%
相关系数	-	-0.04	0.77
夏普比率	0.65	0.20	0.37
月最低收益率	-12.97%	-16.80%	-7.77%
月最低收益率出现时间	10/1997	10/2008	11/2001
最大回撤	-25.73%	-50.95%	-13.24%
最大回撤出现时间	10/01 - 2/02	10/07 - 2/09	2/04 - 8/04

数据来源: Altegris

表 9 Winton Diversified 基金各年收益 (1997/9-2013/4)

年度收益 (%)	Winton Div. Program	标普 500 指数	Altegris 40 期货 基金指数
1997	3.68	2.87	3.47

1998	53.26	28.57	12.61
1999	13.24	21.03	0.87
2000	9.72	-9.09	10.63
2001	5.56	-11.88	5.39
2002	12.86	-22.11	15.22
2003	25.52	28.69	15.99
2004	20.31	10.87	2.57
2005	7.65	4.89	4.51
2006	15.83	15.79	6.70
2007	16.13	5.50	7.18
2008	20.25	-37.00	15.47
2009	-5.38	26.45	-7.98
2010	14.27	15.06	11.33
2011	6.68	2.12	-3.23
2012	-3.24	15.98	-4.75
2013	9.79	12.74	5.42

数据来源：Altegris

表 10 Winton Diversified 基金投资参数

投资方法		期货交易品种		交易市场		持仓期限	
Technical	Yes	Stock Indexes	Yes	Developed Only	Yes	Short Term	Yes
Trend Following	Yes	Interest Rates	Yes	United States	Yes	Intra-Week	Yes
Systematic	100%	Currencies	No	Europe	Yes	Intra-Day	Yes
Discretionary	No	Metals	Yes	Japan	Yes		
Diversified	Yes	Energies	Yes	Asia	Yes		
Sector pecialist	No	Softs	Yes				
Counter-trend	Yes	Grains	Yes				
Mean-reversion	Yes	Meats	No				
		Forex	Yes				

数据来源：Altegris

3.3. Cantab Capital Partners

Cantab Capital Partners (CCP)是一家位于英国剑桥的系统化全球宏观对冲基金，通过先进的分析系统在各种期货市场上交易，旗下产品 Aristarchus Program 获得 2012 年 Annual European Single Manager Awards 最佳期货管理基金奖和 EuroHedge Awards 2012 年最佳期货管理基金提名。

尤恩·柯克(Ewan Kirk)博士是 CCP 公司的首席投资官。尤恩在公司负责公司的研究、模型开发以及风险管理，并管理量化团队。他同时具有了丰富的市场与技术经验，对数量金融学的理论与实践都有深刻的理

解。之前他在欧洲负责高盛银行的量化技术，运行着 120 Strong Goldman Sachs 策略小组。尤恩拥有英国南安普顿大学的数学博士学位（研究方向为广义相对论）和英国格拉斯哥大学的自然哲学与天文学学士学位。

Cantab Aristarchus Program 是一个分散化投资的多模型系统交易期货基金。Cantab 在其投资的各步骤中都采用了高度数量化的方法，策略选择、投资组合的构建、交易执行和风险管理都是由算法系统驱动的。该基金的交易模型由三类相关性较弱的策略集组成，包括动量、价值和短线策略集，用以在全球一百个以上的具有高度流动性的期货和外汇市场。这些交易模型的持仓周期大致在 2 到 100 天之间，平均持仓期 40 天。在各模型与各市场间的资金管理实时通过一个先进的资产配置算法完成。风险管理作为交易的重要组成部分，由系统实时监控并将风险敞口维持在一个固定水平上。

图 11 Cantab Aristarchus 基金净值在六年时间实现翻倍



数据来源：Altegris

表 11 Cantab Aristarchus 基金业绩指标比较（2007/2-2013/4）

	Cantab Arist. Program	标普 500 指数	Altegris 40 期货 基金指数
总收益率	111.59%	27.20%	18.09%
年化收益率	12.92%	3.92%	2.73%
年化标准差	14.12%	17.46%	9.43%
相关系数	-	-0.07	0.73
夏普比率	0.74	0.08	0.02
月最低收益率	-7.48%	-16.80%	-4.59%
月最低收益率出现时间	08/2007	10/2008	07/2008
最大回撤	-17.89%	-50.95%	-10.87%
最大回撤出现时间	2/2009 - 2/2010	10/2007 - 2/2009	4/2011 - 10/2012

数据来源：Altegris

表 12 Cantab Aristarchus 基金各年收益（2007/2-2013/4）

年度收益（%）	Cantab Arist. Program	标普 500 指数	Altegris 40 期货基金指数
2007	14.06	6.01	9.49
2008	48.68	-37.00	15.47
2009	-9.22	26.45	-7.98
2010	2.50	15.06	11.33
2011	12.84	2.12	-3.23
2012	15.33	15.98	-4.75
2013	3.23	12.74	5.42

数据来源：Altegris

表 13 Cantab Aristarchus 基金投资参数

投资方法		期货交易品种		交易市场		持仓期限	
Technical	Yes	Stock Indexes	Yes	Global	Yes	Long Term	Yes
Systematic	100%	Interest Rates	Yes	United States	Yes	Medium Term	Yes
Diversified	Yes	Currencies	Yes	Canada	Yes	Short Term	Yes
Quantitative Analysis	Yes	Metals	Yes	Europe	Yes	Intra-Week	Yes
		Energies	Yes	Japan	Yes		
		Softs	Yes	Asia	Yes		
		Grains	Yes				
		Meats	Yes				

数据来源：Altegris

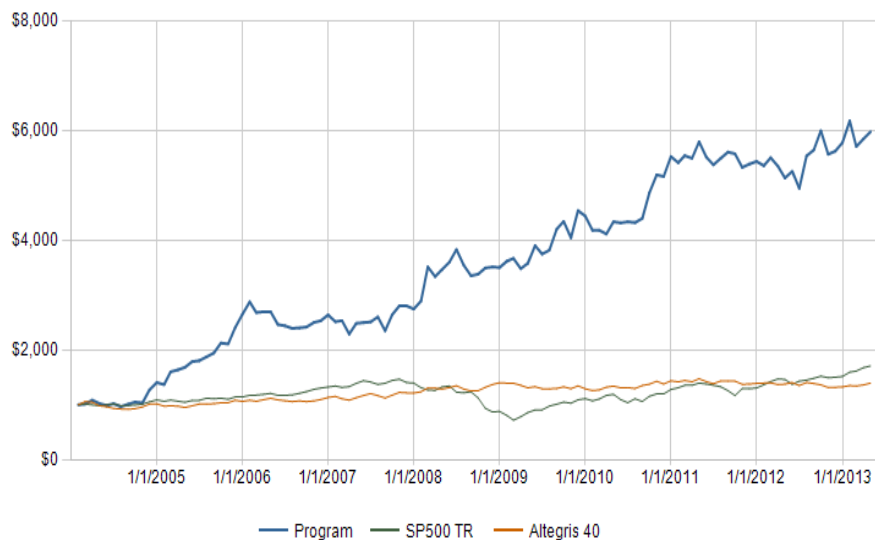
3.4. Covenant Capital Management

Covenant Capital Management (CCM)成立于 1999 年，是一家专注于另类投资的资产管理公司，2012 年底公司管理规模为 2.75 亿美金。它也是美国 CFTC 的注册 CTA 会员。它目前主要投资领域是全球 45 个不同的期货市场，包括股票指数、固定收益、外汇、农产品、金属、软商品和能源等。CCM 的投资策略严格坚守量化和系统交易，从金融市场的非正态分布中去获得利润，尤其是那些尖峰厚尾现象。CCM 不预测趋势的出现、持续时间和持续强度。它唯一预测的是趋势会继续出现。目标是捕获这些大型、超预期的价格波动。最后提供有竞争力的风险调整后收益，这个时间长度至少是五年。

斯科特.比林顿(Scot Billington)是公司主要负责人，拥有公司 45.05%的股权。他开发了公司整个交易系统，也是交易团队的负责人，他积极参与公司商业和交易业务。此前比林顿先生 1993-1999 年曾在一家期货经纪商担任交易员，给客户提供咨询、帮助执行指令以及开发系统。2002 年 4 月开始比林顿先生还在一家期权交易公司任职，为芝加哥期权交易所的期权品种做市。

CCM 公司的管理规模虽然不大, 但产品业绩名列前茅, **Covenant Aggressive Program** 产品近五年收益率排在 CTA 基金第六名, 年化收益率 11.5%, 近三年收益年化 21.3%排在第三名。该产品是公司 2004 年 1 月开始交易的一个产品, 和以往的产品采用完全相同的交易信号。和前期产品相比, 该项目持有的头寸更大, 大概是之前的 1.75 倍。

图 12 Covenant Aggressive 基金在九年间实现 497%的收益率



数据来源: Altegris

表 14 Covenant Aggressive 基金业绩指标比较 (2004/1-2013/4)

	Covenant Aggr. Program	标普 500 指数	Altegris 40 期货 基金指数
总收益率	497.12%	73.87%	40.92%
年化收益率	21.31%	6.11%	3.74%
年化标准差	20.57%	14.82%	9.28%
相关系数	-	0.15	0.60
夏普比率	0.91	0.24	0.13
月最低收益率	-9.69%	-16.80%	-6.22%
月最低收益率出现时间	03/2007	10/2008	04/2004
最大回撤	-20.41%	-50.95%	-13.24%
最大回撤出现时间	1/06 - 3/07	10/07 - 2/09	2/04 - 8/04

数据来源: Altegris

表 15 Covenant Aggressive 基金各年收益 (2004/1-2013/4)

年度收益 (%)	Covenant Aggr. Program	标普 500 指数	Altegris 40 期货 基金指数
2004	40.5	8.87	1.6
2005	88.52	4.89	4.51
2006	-0.48	15.79	6.7
2007	4.09	5.5	7.18

2008	27.55	-37	15.47
2009	26.75	26.45	-7.98
2010	24.45	15.06	11.33
2011	-1.64	2.12	-3.23
2012	6.32	15.98	-4.75
2013	3.43	12.74	5.42

数据来源: Altegris

表 16 Covenant Aggressive 基金投资参数

投资方法		期货交易品种		交易市场		持仓期限	
Technical	75%	Stock Indexes	5%	Global	Yes	Long Term	50%
Trend Following	100%	Interest Rates	5%	Developed Only	Yes	Medium Term	25%
Systematic	100%	Currencies	25%	Emerging Markets	No	Short Term	25%
Discretionary	No	Metals	10%	United States	62%		
Diversified	Yes	Energies	15%	Europe	25%		
Sector Specialist	No	Softs	15%	Japan	8%		
Volatility Trading	25%	Grains	20%	Asia	5%		
		Meats	5%				

数据来源: Altegris

4. CTA 基金在我国的发展机遇

国内衍生品市场的大发展为 CTA 投资提供不断丰富的投资标的和投资机会。随着国内期货市场的不断发展, 股指期货、国债期货、商品期货的新品种正在陆续推出, 期权市场也在逐步推进中, 股指期权、股票期权在酝酿过程中。这意味着 CTA 在国内可以投资的标的在不断增多, 潜在的获利机会也会相应增加。国内期货期权市场还有大发展的机会, 这为 CTA 业务的发展提供了极好的空间。相反, CTA 业务也会推进国内期货期权市场的发展, 大部分 CTA 的交易模式是系统交易, 有的甚至是高频模式, 这为市场提供了很好的流动性, 提升了市场的广度和深度。

国内投资者需要更广泛的投资理财产品, 尤其是能提升收益创造绝对收益的产品。海外 CTA 指数和股票、债券等品种的表现相关性较低, 投资者可以通过配置 CTA 产品来降低组合风险并提升收益。普通投资者或是已有的期货市场参与者, 也可以通过投资于 CTA 基金来变相参与期货市场的投资。对于保险资金、养老资金、企业年金等追求绝对收益的资金, 可以通过 CTA 基金的投资, 来分散已有组合的风险, 并增强收益空间。CTA 基金为这些大型机构投资资金提供了一种有别于传统投资工具的另类投资渠道。

CTA 为国内资产管理机构提供崭新的模式。CTA 基金区别于传统的股

票、债券型基金，它是一种另类投资工具。国内目前已有部分私募、公募专户开始推出 CTA 产品，一些欧美、日韩的 CTA 投资机构，通过在国内发行 CTA 产品，也开始参与国内的股指期货及商品期货市场。随着期货公司资产管理业务的放开，期货公司也可以成为 CTA 基金的发行和管理者。《期货公司资产管理业务试点办法》已经 2012 年 5 月 22 日中国证监会审议通过，并于 2012 年 9 月 1 日起施行，首批已有 18 家期货公司获得期货资产管理业务资格。根据《试点办法》的规定，**期货公司资产管理业务的投资范围包括：可投资期货、期权及其他金融衍生品；股票、债券、证券投资基金、集合资产管理计划、央行票据、短期融资券、资产支持证券以及中国证监会认可的其他投资品种。**期货公司资产管理业务的投资范围非常的广，这很适于开展 CTA 业务，通过发行 CTA 基金来管理客户资产。同时，期货公司可以为广大的 CTA 管理团队提供平台，为客户提供优质的 CTA 团队信息。期货公司通过开展资产管理业务实现业务模式多样化。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		