

CTA：海外绝对收益之路

国泰君安2013年中期投资策略会

证券研究报告 2013年5月30日-31日

杨喆（分析师）

邮件： yangzhe@gtjas.com

电话： 021-38676442

证书编号： S0880511010020



投资要点



绝对收益的途径之一

- 自1980-2012年，巴克莱CTA指数的累计净值是17.7，也是标普500指数累计净值的1.7倍。
- 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。



高薪代名词

- CTA的目标是为客户实现绝对收益，因此在客户获得收益的同时，自己也可以获得相应的业绩回报。
- CTA的年薪通常高达上百万美元，明星CTA的年薪可高达数千万美元。索罗斯和罗杰斯也都是美国期货业协会的会员。所有涉足期货和金融衍生品的基金经理也都在美国期货业协会注册。



国内发展空间广阔

- 国内衍生品市场的大发展提供了不断丰富的投资标的和投资机会。
- 国内投资者需要更广泛的投资理财产品，尤其是能提升收益的产品。
- CTA为国内资产管理机构提供崭新的模式。

目录

海外CTA基金的规模

CTA基金的优势

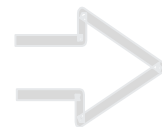
海外CTA基金的分类和业绩

全球顶尖CTA基金管理公司

CTA基金在我国的发展机遇

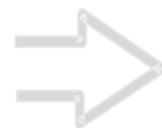
CTA概述

CTA(Commodity Trading Advisor),
即商品交易顾问



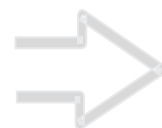
- 是通过给客户提供期货期权方面的交易建议或者直接通过受管理的期货账户参与实际交易来获得收益的机构或个人。在美国，CTA必须在NFA（美国期货业协会）和CFTC（商品期货交易委员会）登记注册，并接受监管。

CTA主要交易对象是期货及期权合约



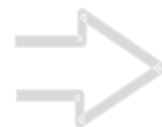
- 一般基金经理的交易对象是传统投资工具，诸如股票和债券等。

CTA基金也称管理期货(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。

另类投资的一种

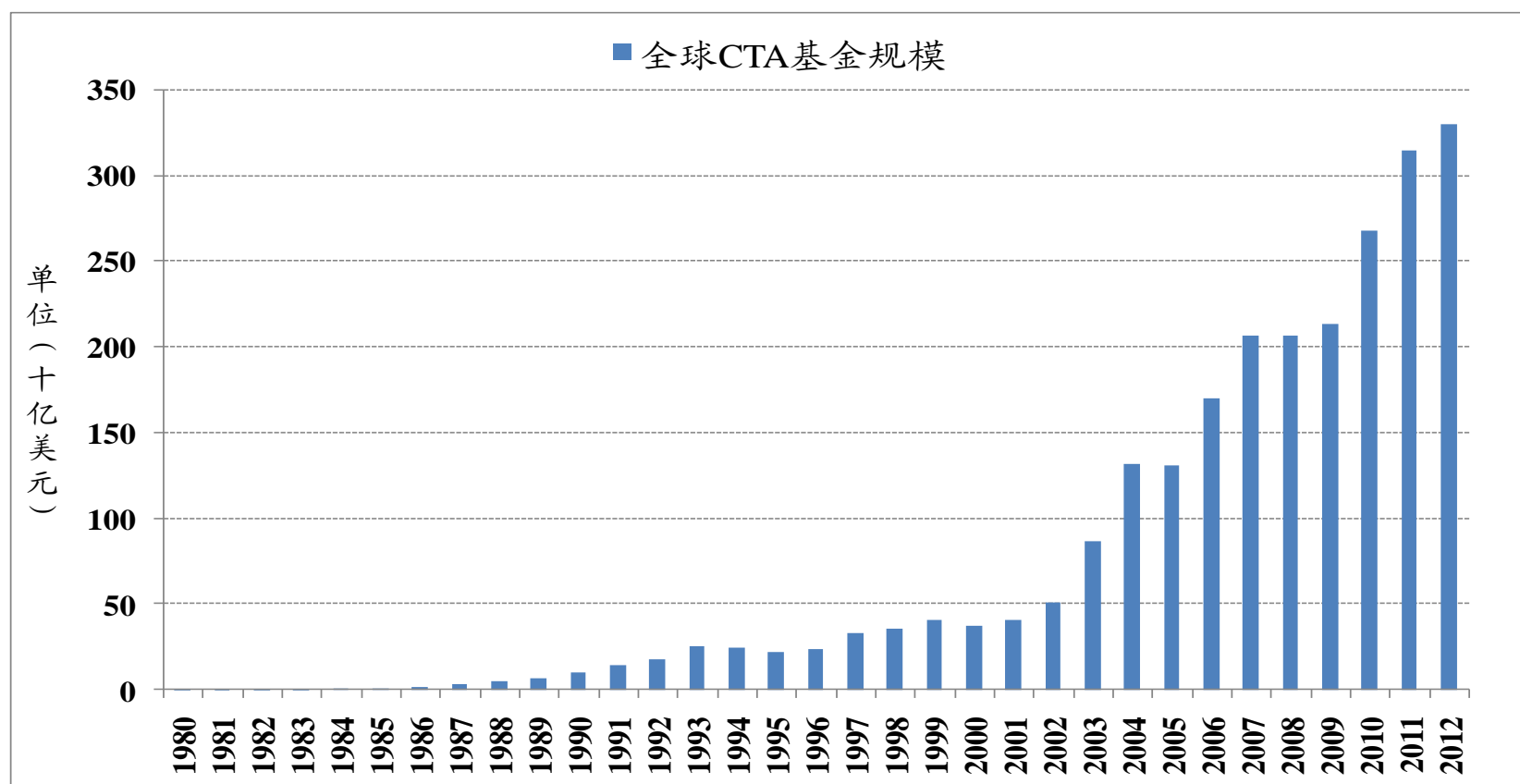


- 基金是一种区别于传统投资方式的另类投资基金。随着近年来保险基金、养老基金等对另类投资工具的关注度大幅提升，CTA基金的规模也出现迅猛增长。

全球CTA基金规模近年来出现迅猛增长

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，11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%。

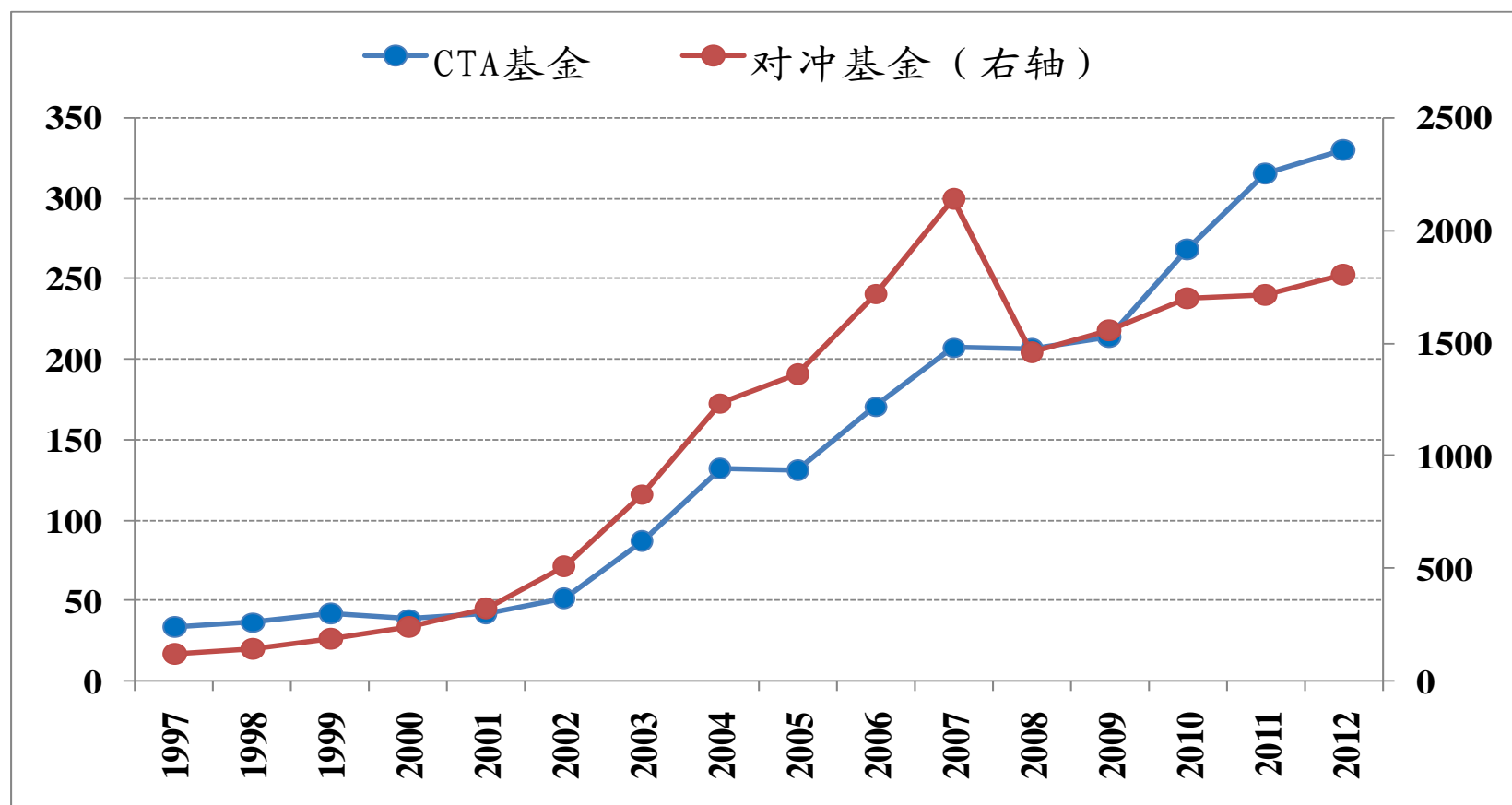
全球CTA基金资产管理规模（1980-2012年）



CTA基金与对冲基金规模对比

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。

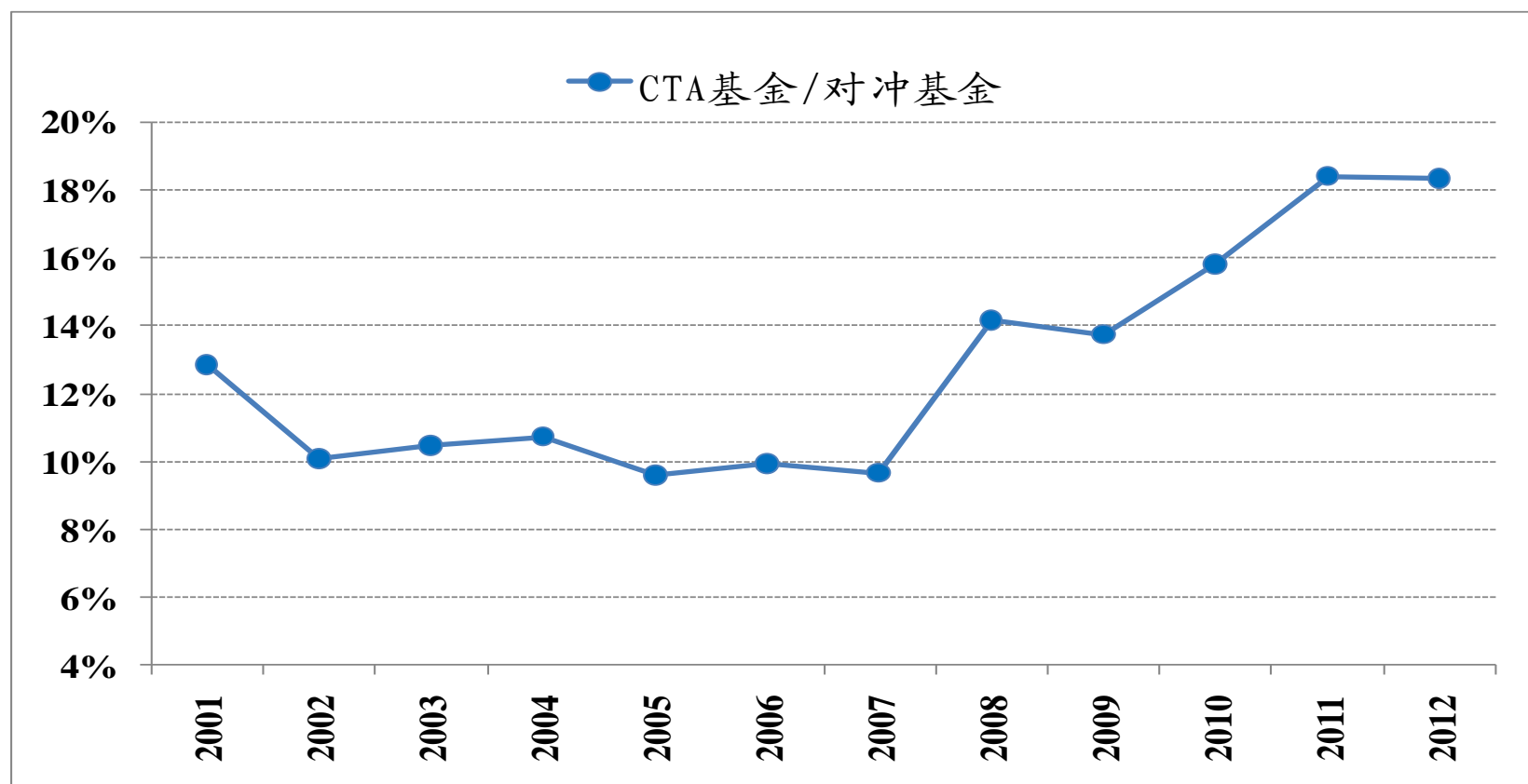
CTA基金与对冲基金规模



CTA基金规模占比不断提升

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%。

CTA基金占对冲基金规模比重



目录

海外CTA基金的规模

CTA基金的优势

海外CTA基金的分类和业绩

全球顶尖CTA基金管理公司

CTA基金在我国的发展机遇

CTA基金优势1: 降低投资组合整体风险

CTA基金与大多数传统资产几乎没有长期相关性，在股票与债券市场表现不佳的时间段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下跌保护。

CTA指数和其他指数的相关性

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

各指数收益风险指标比较

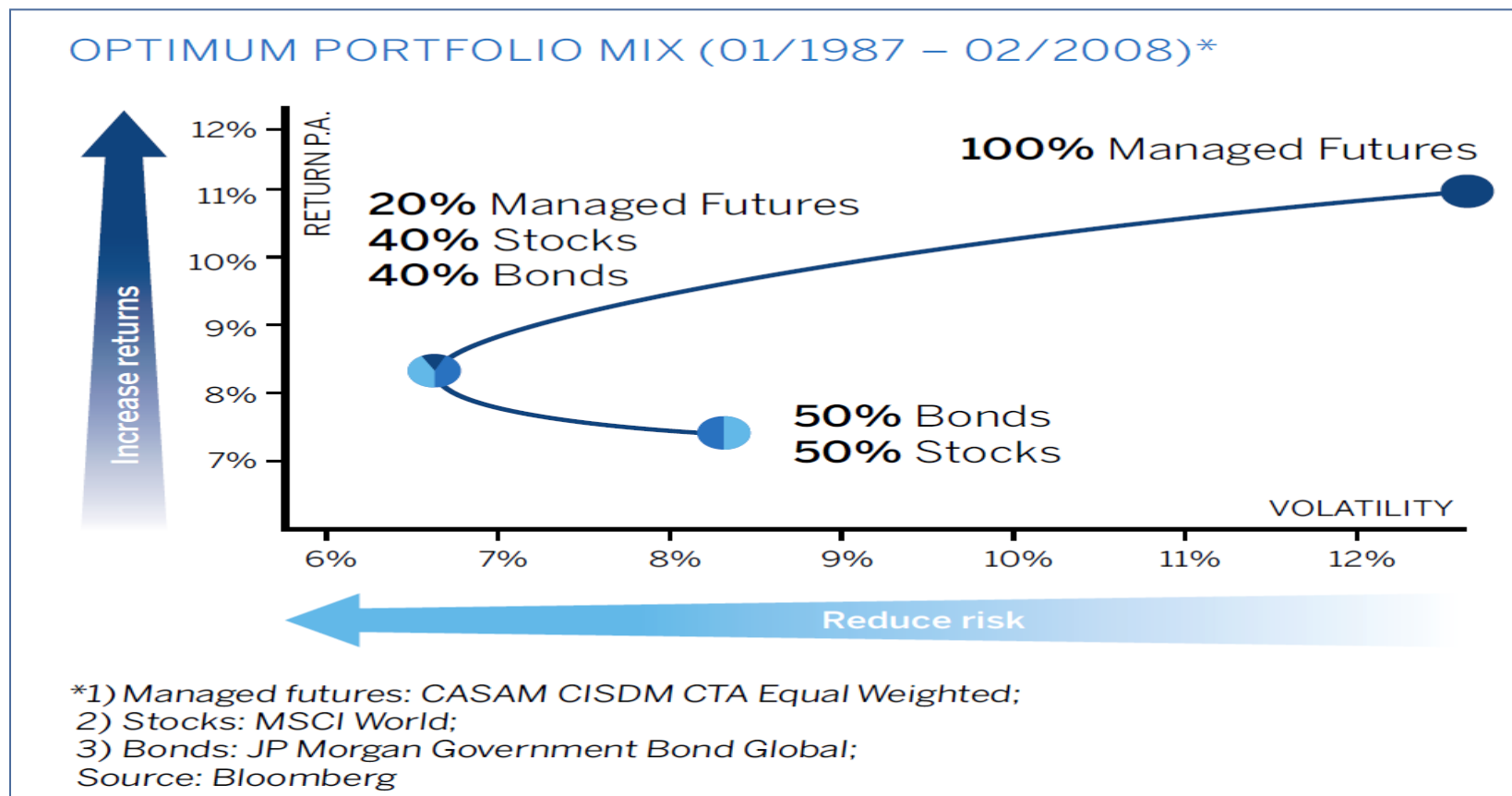
指标\指数	巴克莱CTA指数	标普500指数	道琼斯全球指数	标普商品全收益指数
平均每月收益	0.40%	0.09%	0.16%	0.61%
最佳月份收益	6.45%	10.77%	11.77%	19.67%
最差月份收益	-4.62%	-16.94%	-19.96%	-28.20%
平均月标准差	2.01%	4.60%	4.94%	6.99%
平均年标准差	6.97%	15.95%	17.11%	24.23%
夏普比率	0.33	-0.12	-0.06	0.18

资料来源: bloomberg, 国泰君安证券研究
注: 指标统计区间1999/12/31-2012/12/31, 频率为月度。

CTA基金优势2: 提升收益空间

芝加哥商品交易所的做过一项模拟，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）收益率高于原始组合，并且波动性大幅低于原始组合。

组合中加入管理期货基金能优化收益风险特性



CTA基金优势3: 把握全球多样化投资机会

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。

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%)

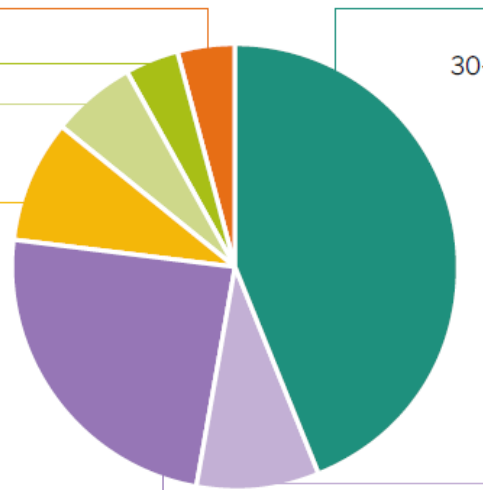
1-Month LIBOR
30-Day Federal Funds
Eurodollar
Euroyen
10-Year U.S. Treasury Note
30-Year U.S. Treasury Bond
CME 10-Year Swap Rate Futures

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

目录

海外CTA基金的规模

CTA基金的优势

海外CTA基金的分类和业绩

全球顶尖CTA基金管理公司

CTA基金在我国的发展机遇

CTA基金分类

根据不同维度的分类

根据投资领域区分

多元化投资基金

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。据barclayhedge统计，2012年底多元化投资基金的规模为1894.5亿美金。

专业化投资基金

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。

根据交易模式区分

程序化交易基金

通过计算机系统来进行交易，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%，

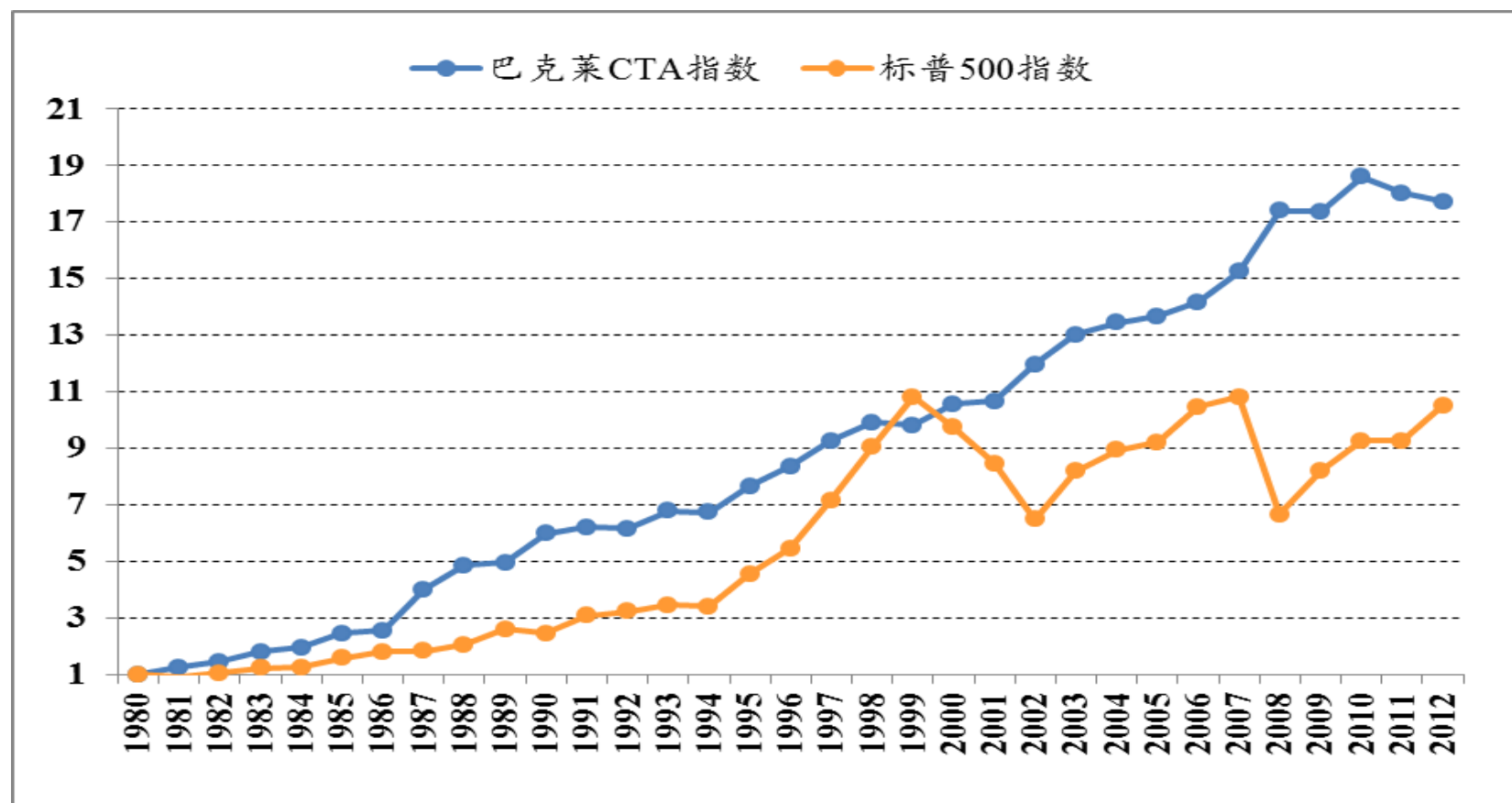
自由化交易基金

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。

CTA指数：收益高、回撤小

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。

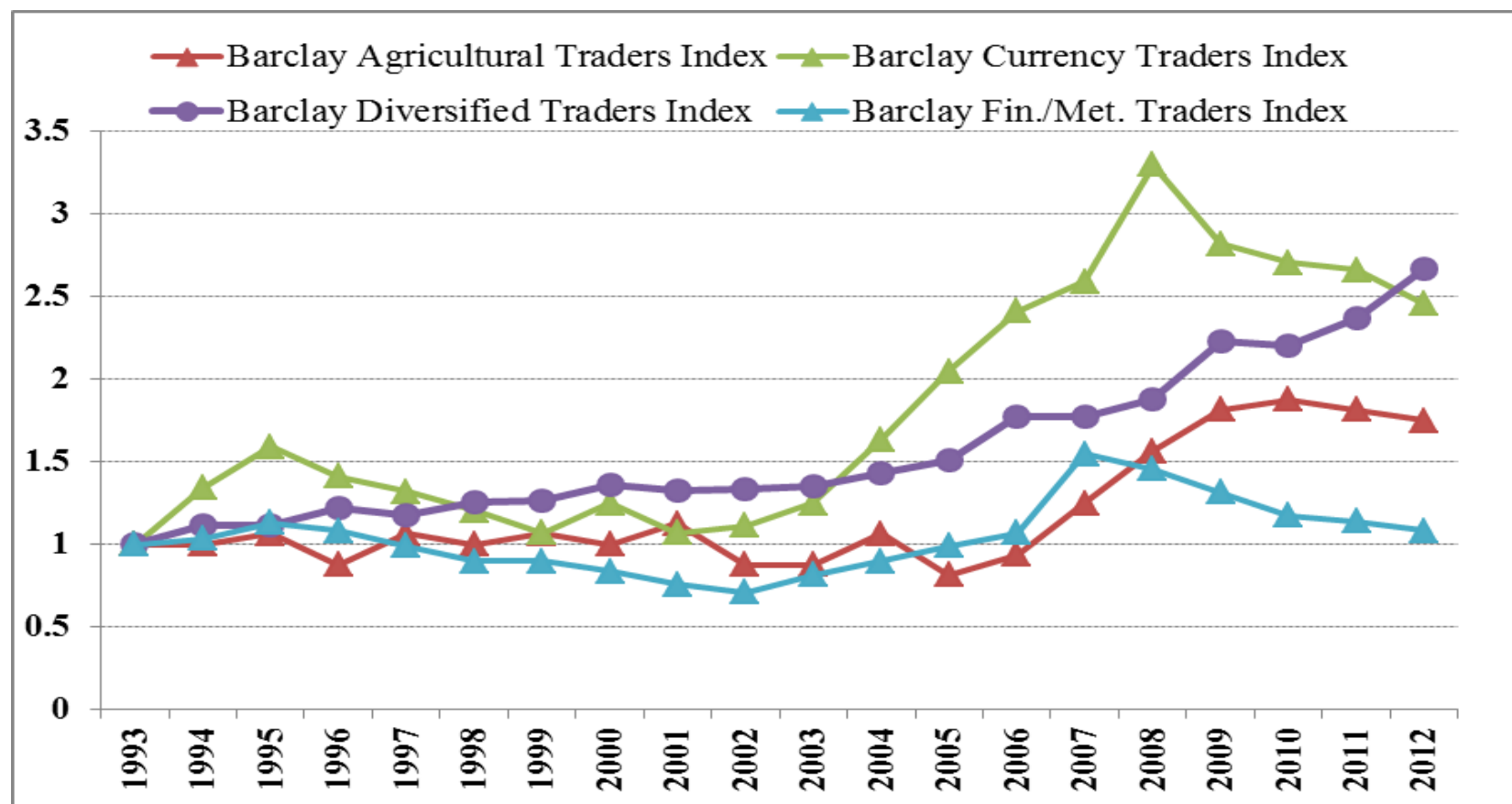
CTA指数累计净值1980-2012年



多元化CTA比专业化CTA表现更稳健

1993-2012年，多元化CTA指数净值稳步增长。而专业化CTA指数净值波动率大，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。

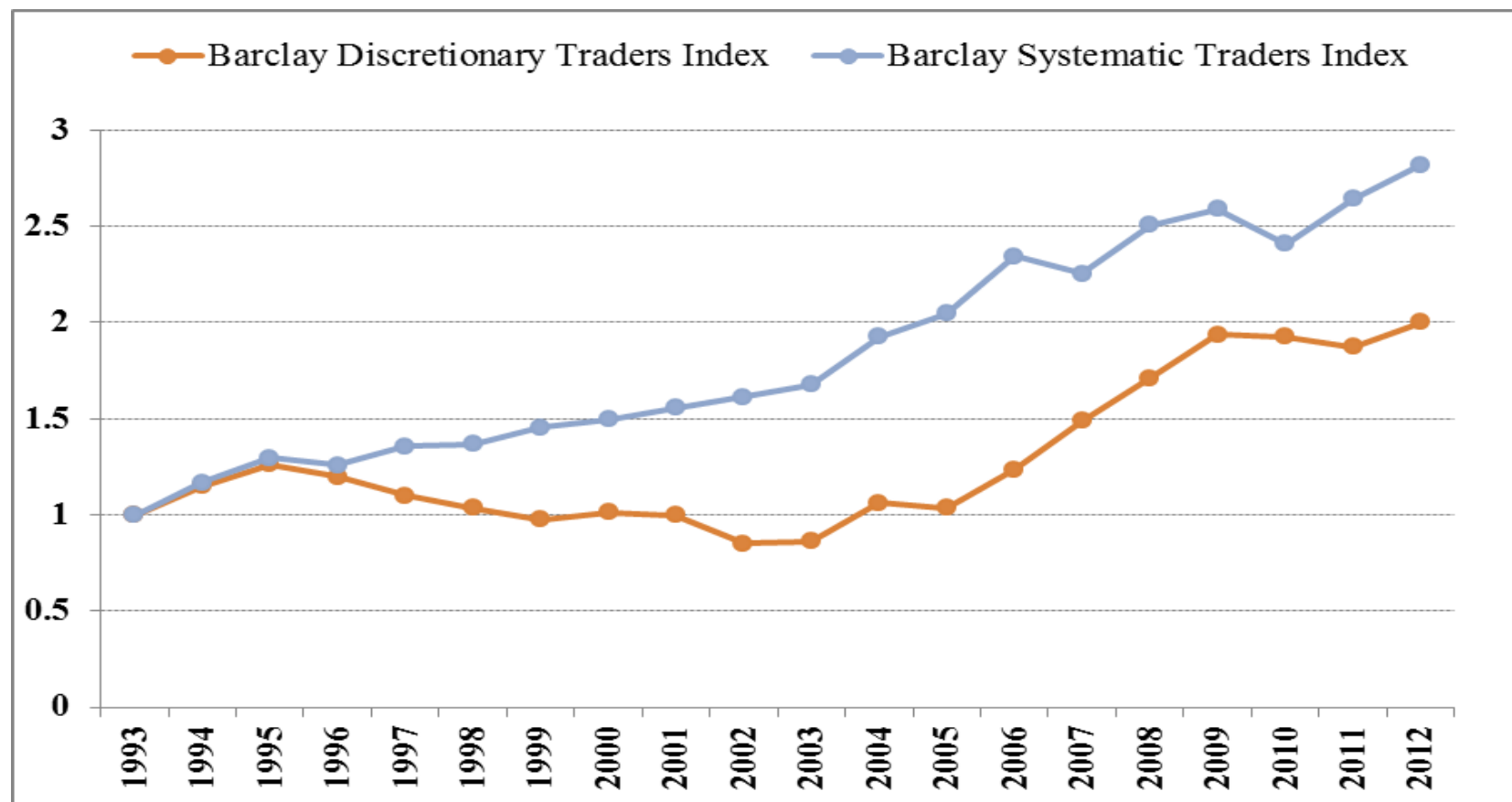
多元化和三种专业化CTA指数累计净值



程序化模式比自由式模式业绩更优

1993-2012年，程序化交易模式的CTA基金的累计净值显著高于自由式交易模式的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。

程序化交易模式和自由式交易模式CTA指数累计净值



目录

海外CTA基金的规模

CTA基金的优势

海外CTA基金的分类和业绩

全球顶尖CTA基金管理公司









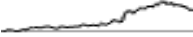

CTA基金在我国的发展机遇

CTA基金规模排名

[点击进入 http://www.hibor.com.cn](http://www.hibor.com.cn)

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。

CTA基金按规模排名（2013/4）


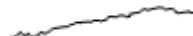








	Program	Inception	Snapshot	AROR	YTD	WDD	AUM (\$M)
1	Winton Capital Management Ltd: Diversified Trading Program *CLSD*	10/1997		13.68%	6.79%	-25.73%	25,500
2	Aspect Capital Limited: Aspect Diversified Program *QEP*	12/1998		8.76%	5.60%	-21.53%	6,974
3	Transtrend B.V.: Diversified Trend Program - Enhanced 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
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

CTA基金收益排名

[点击进入 http://www.hibor.com.cn](http://www.hibor.com.cn)

2013年最新近三年业绩排名，*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%。

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

Winton Capital Management

Winton Capital Management (WCM) 管理资产超过250亿美元, 是目前最大的CTA管理机构。它位于英国, 由对冲基金Man AHL的创始人之一David Harding建立。

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



资料来源: Altegris, 国泰君安证券研究

注: 统计区间: 1997/9-2013/4

Winton Capital Management

*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。

Winton Diversified基金业绩指标

	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

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 specialist	No	Softs	Yes				
Counter-trend	Yes	Grains	Yes				
Mean-reversion	Yes	Meats	No				
		Forex	Yes				

Cantab Capital Partners

Cantab Capital Partners (CCP) 是一家系统化全球宏观对冲基金，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。

Cantab Aristarchus 基金净值在六年时间实现翻倍



资料来源: Altegris, 国泰君安证券研究

注: 统计区间: 2007/2-2013/4

Cantab Capital Partners

*Cantab Aristarchus Program*是一个分散化投资的多模型系统交易期货基金。在其投资的各步骤中都采用了高度数量化的方法，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。

Cantab Aristarchus基金业绩指标

	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

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				

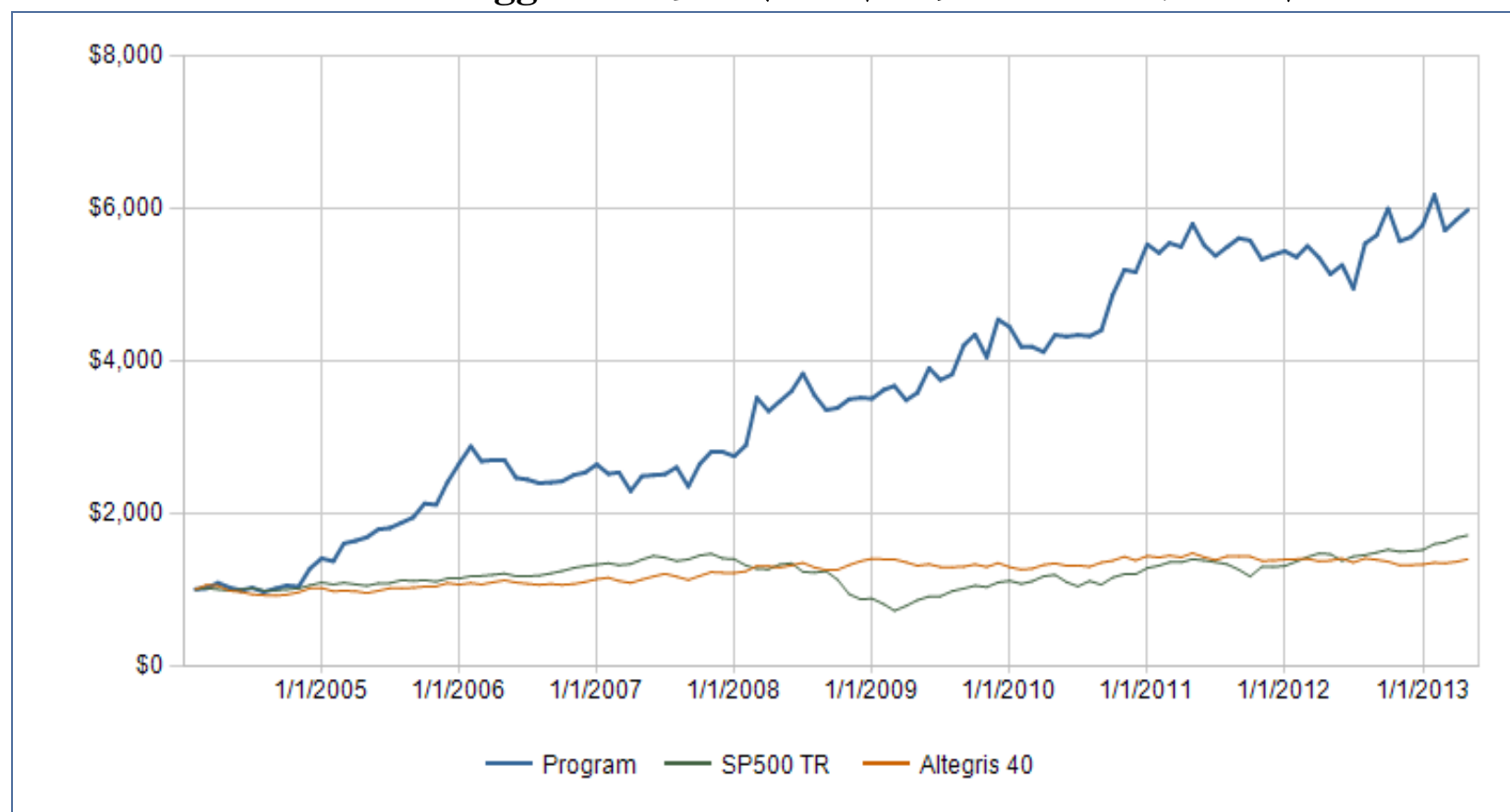
资料来源: Altegris, 国泰君安证券研究

注: 指标统计区间: 2007/2-2013/4

Covenant Capital Management

Covenant Capital Management (CCM) 成立于1999年, 是美国CFTC的注册CTA会员。*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, 主要投资领域是全球45个不同的期货市场。

Covenant Aggressive基金在九年间实现497%的收益率



资料来源: Altegris, 国泰君安证券研究

注: 统计区间: 2004/1-2013/4

Covenant Capital Management

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。

Covenant Aggressive基金业绩指标

	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

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%				

目录

海外CTA基金的规模

CTA基金的优势

海外CTA基金的分类和业绩

全球顶尖CTA基金管理公司

CTA基金在我国的发展机遇

CTA基金在国内的发展机遇

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



国内衍生品市场的大发展提供了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。

- 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。期货公司通过开展资产管理业务实现业务模式多样化。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。

风险提示

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。

诚信 亲和 专业 创新

国泰君安2013年中期投资策略会

证券研究报告 2013年5月30日-31日

杨喆（分析师）

邮件: yangzhe@gtjas.com

电话: 021-38676442

证书编号: S0880511010020

