



管理期货——最“分散”的对冲基金策略

2013 年 8 月 28 日

融智评级研究中心

“管理期货”(Managed Futures)一词也许在两年前对于国内的投资者还是比较陌生的,但在 2013 年期货资管放行,期货私募的快速发展的背景下,大家越来越多会接触它,谈论它,可能一些投资者已经参与到期货基金的投资中来了。那究竟什么是管理期货基金,本文主要是参考海外管理期货基金的资料和大家一起走进管理期货基金领域,让大家对这一策略和领域有一个基础的认识。

之所以将管理期货称之为最“分散”的策略,是由于基于管理期货基金本身的特性,其可以提供多元化的投资机会,交易顾问可以参与 150 多个全球市场,从商品,黄金,到货币和股票指数等。另外,很多基金还可以通过采用不同交易模式的交易顾问来实现进一步的多元化。因此某种程度上,管理期货基金可以实现与传统的投资品种保持较低的相关性,来达到充分分散整体投资组合风险的目标。由于管理期货基金在整个资产管理行业的重要性及特殊性,海外也有基金研究机构把金管理期货单独划分为一个子行业进行研究。

一、管理期货介绍

海外广义的管理期货基金主要包括三类:公募的期货投资基金(Public Funds)、私募的期货投资基金(Private Pools)和个人管理期货账户(Individual Accounts)。

(1) 公募的期货投资基金由于参与者众多,监管严密,运作规范,成本较高,操作上也并没有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。

(2) 私募的期货投资基金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)。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) 投资者还可以选择一个商品交易顾问(CTA)来管理他们的资金,开立个人管理期货账户。这种方法只能被较高收入的投资人所使用。一些大型机构投资者,诸如养老基金、公益基

金、投资银行、信托基金、保险基金往往采用这种形式，而非购买公募或私募基金份额的形式来参与期货，以优化他们的投资组合。投资者直接把钱投资于 CTA 的方式，实际上相当于购买了 CTA 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 账户往往都是机构投资者投资组合中的一部分。

商品交易顾问（Commodity Trading Advisor，简称 CTA）的定义来自美国商品期货交易委员会（CFTC）制定的商品交易法案。具体地说，CTA 是指在 CFTC 注册的，通过给客户提供期权、期货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。在海外，CTA 一般受聘于某个期货投资基金的商品基金经理（CPO）。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。

传统上 CTA 基金的投资品种仅局限于商品期货，但随着近年来全球期货市场的发展，CTA 基金逐渐将其投资领域扩展到包括利率期货、股指期货、外汇期货在内的几乎所有期货品种。根据投资方向、交易策略和投资风格等方面的不同，可以将 CTA 分为不同的类型。

首先，根据投资方向的不同，CTA 基金可以分为分散型 CTA 基金和专业化 CTA 基金。分散型 CTA 基金投资的期货品种较多，分散投资往往会使其风险较低；而专业化的 CTA 基金则专注于投资某类市场，对特定市场高度熟悉有助于这类基金在该市场上取得超额收益。后者往往可以通过基金的名称看出，例如货币、商品、债券、股票等专业化的 CTA 基金。

其次，按照交易策略的不同，CTA 基金可分为系统化交易的 CTA 基金和相机交易的 CTA 基金。前者主要通过预先设定的交易模型决定交易策略，CTA 的任务主要是建立数量模型或调整模型参数，将基本或技术分析的思想导入模型中，并根据模型运算的结果进行投资决策。对相机交易 CTA 基金来说，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，因此经验对于管理该类型基金的 CTA 来说显得至关重要，这也是相机交易的 CTA 基金往往是前一分类中专业化基金的重要原因，它们一般只专注于某个熟悉的领域。

最后，从投资风格来看，CTA 基金可分为趋势交易和非趋势交易两类。趋势交易 CTA 基金占了绝大多数，几乎所有系统化交易的 CTA 基金都属于这一类。它们通过大量的指标排除市场噪音，判断当前市场趋势，然后建立头寸。根据所关注趋势时间的长短，还可细分为短线交易者、

中线交易者和长线交易者。而非趋势交易型 CTA 基金通常运用头肩形态、突破形态、交易量等指标来寻找趋势发生反转的信号，然后建立头寸。

二、管理期货的发展历史

（1）初始和起步阶段（1949 年-20 世纪 70 年代）

1949 年，美国人理查德·道前（Richard Donchian）建立了第一个公开发售的期货基金。1965 年唐（Dunn）和哈哥特（Hargitt）作为商品交易顾问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应用于期货交易，并创建了第一个期货商品价格数据库。

与期货投资基金相关的监管机构为 1975 年成立的美国商品期货交易委员会（CFTC），证券交易委员会（SEC）和全国期货业协会（NFA）。比较著名的行业协会是管理期货协会（Managed Futures Association）和期货行业协会（Futures Industry Association）。

1971 年，管理期货行业协会（Managed Futures Association）建立，标志着管理期货行业的形成，总部在美国华盛顿，是全球期货投资基金业最大、最权威的行业组织，它有超过 650 个会员，大多是业内最知名实力最雄厚的企业，可以基本代表美国甚至全球的管理期货和对冲基金行业（Alternative Investment Industry）。会员管理的纯期货投资基金资产目前超过 350 亿美元，对冲基金和其他商品及金融资产超过 3000 亿美元。

（2）平稳发展的时期（20 世纪 70 年代-21 世纪初）

20 世纪 80 年代，期货品种由农产品发展到债券、货币、指数等金融领域，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。随着现代投资组合理论的诞生和投资技术的不断变化，期货投资基金规模迅速扩大。由于期货投资基金在 1987 年美国股市大跌期间所表现的高收益特征，期货投资基金日益受到金融界的重视和大众投资者的欢迎，管理期货 CTA 也正是在这个时候在全球范围中兴起。

根据美国期货交易委员会(CFTC)的资料，至 2000 年 9 月，美国共有基金经理(CPO)1416 个，交易顾问(CTA)935 个。目前，美国期货投资基金不仅成为期货市场上的主要投资工具，而且已成为机构投资者组合中不可缺少的部分，在繁荣美国期货市场及促进美国资本市场发展方面发挥着重要作用。

（3）黄金发展阶段（21 世纪初至今）

进入 21 世纪以来，世界经济发展并不平稳，其中 2003 年股市出现的“网络泡沫”以及 2007 年以来的次级债危机，都导致投资者对未来的经济发展信心不足。而管理期货基金由于与股票、债券等传统投资的关联性极低，是投资者列入投资组合，降低投资风险的不二选择。目前全球最大的期货 CTA 基金都在欧美，其中又以美国和英国为主，像英国的 Winton Capital Management Ltd 管理的期货基金其规模就达到 280 亿美元，美国的期货基金 Man AHL 规模也将近 200 亿美元。

三、管理期货的作用

根据海外的管理期货运作经验，期货投资基金在资产的风险管理和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、保险金、银行都大量采用期货投资基金作为他们投资组合的重要组成部分，以达到优化组合、分散风险的目的，并取得良好的效果。

期货投资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。1983 年，多伦多金融分析家联盟年会上，哈佛大学博士 John Lintner 在他的一项具有里程碑意义的论文《管理期货——金融期货账户（基金）在股票与债券的组合中的潜在作用》中写道：“如果在一项组合投资中加入期货基金，可以减少组合的波动并提高收益，这样的组合在任何可能的收益水平上都比股票或股票加债券的组合投资的风险要小得多。”

期货基金之所以有这样的功能是因为期货投资具有典型的高回报性以及同其他金融资产的低相关性。根据诺贝尔经济学奖获得者 Harry M•Markowitz 的现代投资组合理论，用相关性很低、甚至具有负的相关性的投资工具作组合能够有效地降低投资组合的整体风险，使投资组合做到充分的分散化，并且资产之间的相关性越低，投资组合的风险水平也越低。来自管理期货报告组织（MAR）的相关研究表明：20%的期货基金、20%的债券和 60%的股票所组成的投资组合，在风险最低的情况下回报最高。

期货投资由于其特殊的保证金交易制度具有风险放大机制，因而在普通投资者眼里是一种比股票和债券投资风险高得多的投资方式，由此人们往往认为期货投资基金比证券投资基金有更高的风险性，这的确是一种误解。国外有学者对期货投资基金行业进行了长期跟踪的研究，在实证分析的基础上得出了这样的结论：虽然期货市场比证券市场有更高的风险性，但期货投资基金在

同等回报率下的风险并不比在证券市场高。

四、国内管理期货概况

相比于海外成熟的管理期货经验，我国的期货基金从还处于发展的初级阶段。随着期货资管业务的放开以及期货私募的发展，管理期货基金也将迎来历史性的发展机遇。目前国内的管理期货主要有以下几种形式：

（1）**单账户期货产品**，这种模式目前还处于非阳光化的状态，产品规模由 100 万至 5000 万不等。该类产品主要以个人或者理财工作室形式运作居多，公司制管理的形式较少，基金经理一般是经验丰富的操盘手。目前通过私募排排网进行单账户期货业绩展示的产品数量已达两百只。

（2）**基金专户产品**，据不完全统计，截至 2013 年 8 月，通过基金专户发行的期货产品数量已经达到 50 只以上，主要以结构化产品为主。目前国内期货私募阳光化之路任重道远，普遍投资者对期货基金的印象还停留于高风险高收益的神话，因此初期还需要一个市场培育的阶段，虽然目前仍以结构化产品为主，但管理型期货产品也逐渐被市场接受和认可。

（3）**有限合伙形式产品**，由于前期监管层对信托公司参与期货设限较多，不仅不能参与商品期货，在期指投资方面也规定只能套保和套利，不能投机，因此也有部分期货产品通过有限合伙的形式进行阳光化，但由于税收，行政服务等多方面的原因，此种模式也并未普及。

从海外管理期货发展的经验来看，CTA 的发展不仅为个人投资者减少期货投资风险提供了途径，而且也成为银行、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。在国内期货市场上，相对来说，如果能引入 CTA，为个人投资者提供期货交易建议或直接管理个人投资者的期货投资账户也许更为容易些。某种程度上，我们认为，CTA 的引入可以进一步丰富国内的期货市场机构，解决机构投资者缺乏的问题。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述相关产品购买的依据。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。