

CTA 产品持有体验



华泰期货
HUATAI FUTURES

研究院 量化组

研究员

高天越

☎ 0755-23887993

✉ gaotianyue@htfc.com

从业资格号: F3055799

投资咨询号: Z0016156

陈辰

☎ 0755-23887993

✉ chenchen@htfc.com

从业资格号: F3024056

投资咨询号: Z0014257

联系人

黄冯英

☎ 0755-23887993

✉ huangfengying@htfc.com

从业资格号: F03107113

李光庭

☎ 0755-23887993

✉ liguangting@htfc.com

从业资格号: F03108562

李逸资

☎ 0755-23887993

✉ liyizi@htfc.com

从业资格号: F03105861

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

摘要

近年来 CTA 市场快速发展并受到了广泛的关注,这背后离不开投资者对 CTA 过往业绩的认可,然而目前 CTA 市场仍处于规范发展阶段,站在当下的时间节点,投资 CTA 定不能刻舟求剑,本文将分别从四个不同的视角来探讨 CTA 的投资体验,开启 CTA 投资中庸之道的首站旅程。

核心观点

从 CTA 对比权益基金的视角来看,如果投资者投资 CTA 时想要获得投资股票时的各类丰富信息、或者期望 CTA 能够长期为股票提供危机保护,那么投资体验不一定能满足预期,但是 CTA 作为一类低相关的策略,确实具有很高的长期配置价值。

从 CTA 对比商品的视角来看,CTA 能够把握住商品的上行收益,同时在商品价格下跌时也能够回避风险,相比直接交易商品期货或者投资纯多头的商品 ETF,显然 CTA 产品会是长期更为正确的选择。

从境内外 CTA 对比的视角来看,相比起国外的成熟期阶段,目前国内 CTA 产品处于规范发展的阶段,规模稳步上升,业绩表现较好,但区别之处在于,国内 CTA 产品业绩分化,对投资人的选基能力有所要求。

从 CTA 不同策略产品对比的视角来看,在牛市下五个策略都能盈利,复合策略、基本面量化策略以及量化趋势三大策略盈利能力最强,但熊市下三大策略亏损,基本面量化策略亏损幅度最大,统计套利策略在熊市下夏普最高,主观趋势策略在熊市下仍能保持正向收益。CTA 不同策略的产品业绩有所分化,对投资者的选基能力提出了一定的要求。

目录

摘要	1
核心观点	1
■ 近年来 CTA 市场受到广泛关注，四个视角探讨 CTA 的投资体验	4
■ CTA 与权益基金	4
■ CTA 与商品期货	7
■ 境内外 CTA	9
■ 不同策略类型的 CTA	11
■ 小结	13

图表

图 1: 2016-2022 年 CTA 与股票表现 单位: 无	4
图 2: 2016-2022 分年度 CTA 与权益表现 单位: %	5
图 3: CTA 风险收益属性领先权益 单位: %	5
图 4: CTA 百度资讯指数 单位: 无	5
图 5: CTA 与股票不同窗口期相关性 单位: %	6
图 6: 2016-2022 年 CTA 与商品期货规模 单位: 亿元	7
图 7: 2010-2022 年 CTA 与商品表现 单位: %	8
图 8: 2016-2022 分年度 CTA 与商品表现 单位: %	8
图 9: 海外 CTA 规模 单位: 十亿美元	9
图 10: 海外 CTA 表现 单位: %	9
图 11: 2000-2022 年境内 CTA 基金与境外 CTA 基金对比 单位: 亿元	10
图 12: 风险等权配置下各策略表现 单位: 无	11
图 13: 各策略的平均年化收益率 单位: 无	12
图 14: 各策略的夏普 (不考虑无风险收益) 单位: 无	12
图 15: 套利策略基金滚动胜率 单位: 无	12
图 16: 量化趋势跟踪策略基金滚动胜率 单位: 无	12
表 1: CTA 收益更多来源于商品期货的价格上涨 单位: %	8
表 2: 风险等权配置下策略统计指标表现 单位: 无	11

■ 近年来 CTA 市场受到广泛关注，四个视角探讨 CTA 的投资体验

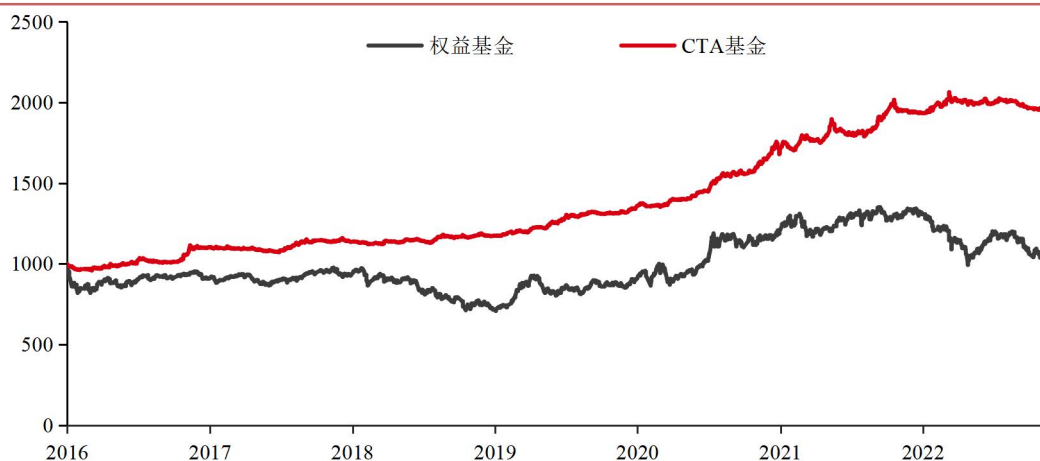
CTA 产品表现独立于传统权益与债券资产，同时境内市场中各管理人近年来的实践也普遍获得成功，给投资者带来了非常优质的投资产品。不管是在期货业界还是在财富管理领域，CTA 都成为讨论热度非常高的“当红炸子鸡”。

CTA 产品的快速发展和受到的广泛关注，离不开投资者对 CTA 过往业绩的认可，然而目前 CTA 市场仍处于野蛮发展阶段，站在当下的时间节点，投资 CTA 定不能刻舟求剑，因此本文尝试从四个不同的视角来探讨 CTA 的投资体验。

■ CTA 与权益基金

尽管近年来国内 CTA 市场发展迅速，但存量规模仍处在千亿以下，相比权益资产与债券资产依旧属于小众赛道，但规模虽小，表现却更为优秀。

图 1: 2016-2022 年 CTA 与股票表现 | 单位：无

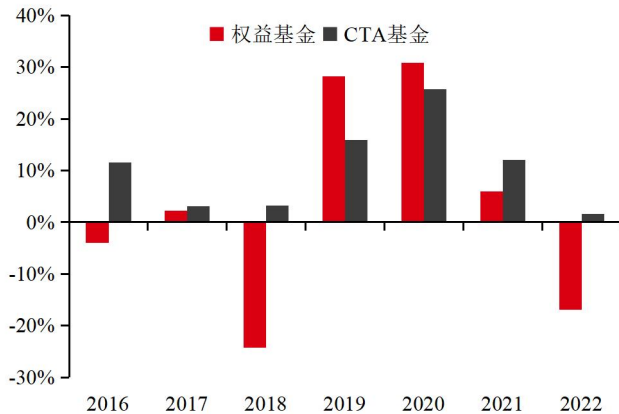


数据来源: Wind 华泰期货研究院

2016 年至今，CTA 相比于权益资产，表现更为稳健。在权益基金表现过山车时，CTA 能够提供连续 7 年的正收益，在收益获取以及波动控制两个方面都遥遥领先权益基金。

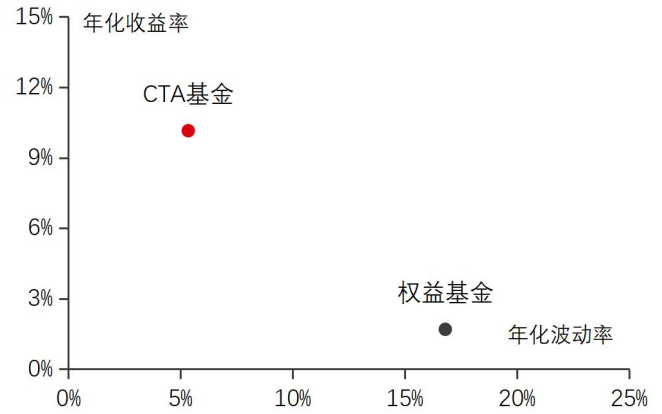
然而，我们也需要注意到国内的股票市场已经经历了几十年的发展，权益基金也快速发展了二十余年，整个市场的运行机制透明清晰，而国内的 CTA 市场目前仍是新兴行业。

图 2: 2016-2022 分年度 CTA 与权益表现 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: CTA 风险收益属性领先权益 | 单位: %

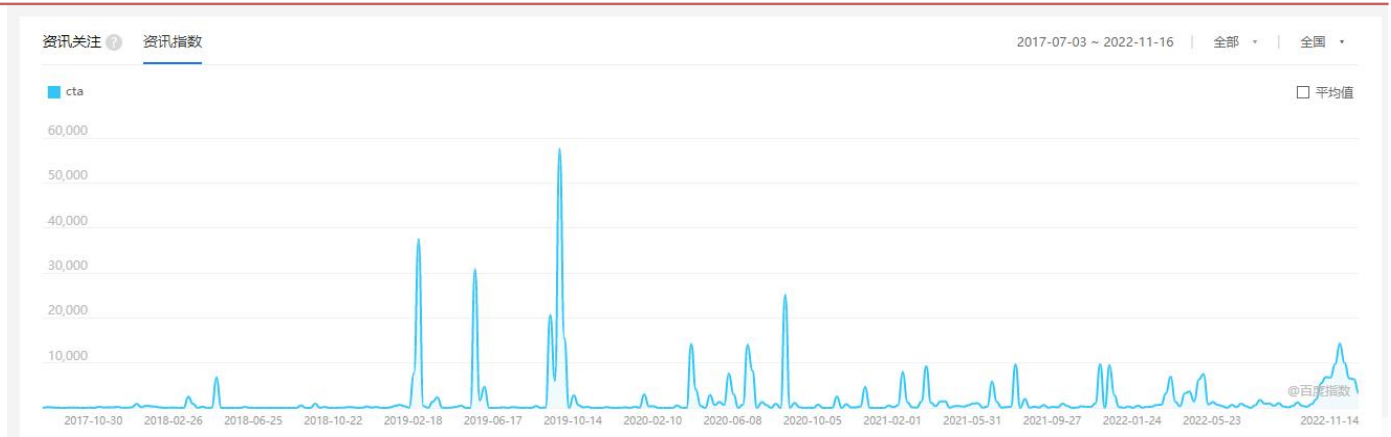


数据来源: Wind 华泰期货研究院

从产品层面看,目前投资 CTA 主要渠道仍是私募,缺乏面向一般投资者的产品;从市场认知看,CTA 缺乏股票市场多元化的认知手段,投资者很难把握 CTA 的市场凉热;从投资体验看,正是由于以上两点,投资 CTA 往往并不能获得预期中的理想收益。信息的不透明以及不完善,使得投资者在投资 CTA 产品时面临着大量的未知,而未知和不确定性就意味着风险。

除此以外,投资者也时常提及 CTA 的“危机 alpha”属性,特别是在股票市场大幅回撤时,渠道端以及产品端有意无意的渲染,使得 CTA 成为贩卖焦虑的工具。

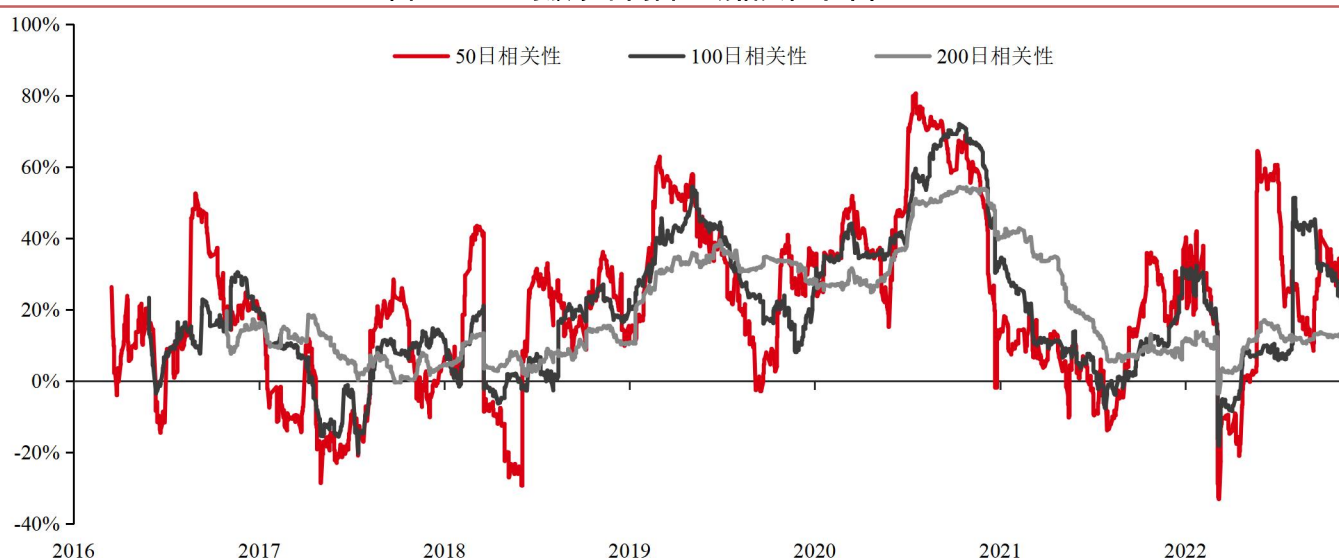
图 4: CTA 百度资讯指数 | 单位: 无



数据来源: 百度指数 华泰期货研究院

然而,所谓危机 alpha 并不必然。在不同窗口期的相关性上,CTA 与股票都为较弱的正相关或者低相关,并没有呈现出特别强的负相关。

图 5: CTA 与股票不同窗口期相关性 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

确实存在以下两种原因使得在部分行情中股票下跌时 CTA 能够提供保护, 一是部分 CTA 产品会用一定的仓位对股指期货进行趋势跟踪, 那么在权益市场流畅下跌时, 这部分的策略头寸就会起到保护作用; 二是如果股票下跌的因素同样能影响到商品市场, 那么针对商品的趋势策略也能通过做空商品获得收益。

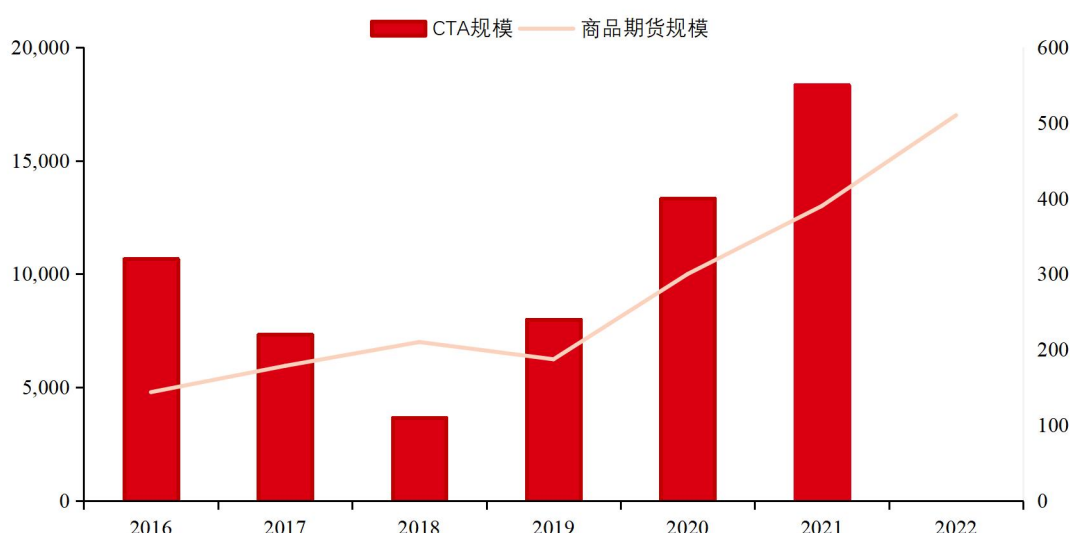
因此在其他环境中, CTA 就没有理由也确实不能起到危机 alpha 的作用, 例如 2016 年的熔断期间以及 2022 年的 8 月、9 月等等。

从 CTA 对比权益基金的视角总结来看, 如果投资者投资 CTA 时想要获得投资股票时的各类丰富信息、或者期望 CTA 能够长期为股票提供危机保护, 那么投资体验不一定能满足预期, 但是 CTA 作为一类低相关的策略, 确实具有很高的长期配置价值。

■ CTA 与商品期货

CTA 近年来的快速发展最根本的原因是商品期货市场的交投活跃度上升，特别是 2019 年以来商品期货市场规模迅速扩大，CTA 产品也逐步成为财富管理市场重要的产品线。

图 6: 2016-2022 年 CTA 与商品期货规模 | 单位: 亿元



数据来源: 私募排排 华泰期货研究院

目前境内参与商品市场的主流方法主要包括:

1. 在期货市场自行交易商品期货
2. 投资交易所商品期货 ETF
3. 投资 CTA 产品

2019 年 8 月 27 日，首批商品期货 ETF，包括华夏饲料豆粕期货 ETF、大成有色金属期货 ETF 以及建信易盛能源化工期货 ETF 获批，降低了自然人投资者参与商品期货市场的门槛，简化了投资操作；对于金融机构则提供了分散风险、优化组合的资产配置工具；同时产业机构也获得了套期保值的新渠道。

其中大成有色金属期货 ETF 跟踪上海期货交易所所有有色金属期货价格指数，指数包含铜、铝、锌、铅、锡、镍六个期货品种；建信易盛能源化工期货 ETF 跟踪易盛郑商所能源化工指数 A，指数包含甲醇、PTA、动力煤、平板玻璃四个期货品种；华夏饲料豆粕期货 ETF 跟踪大商所豆粕期货价格指数，指数为豆粕期货单品种。

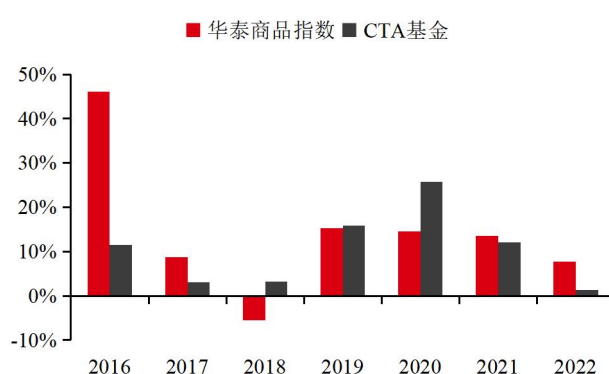
然而，不管是直接交易商品期货合约还是投资商品期货 ETF，都对投资者的投资能力提出了一定的要求。在过去的十几年间，商品本身经历了由熊转牛的大周期，期间波动非常大，不过与此同时，CTA 却表现较好。

图 7: 2010-2022 年 CTA 与商品表现 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院 注: 华泰商品指数可以理解为公司市场整体表现

图 8: 2016-2022 分年度 CTA 与商品表现 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

分年度来看, 2016 年的供给侧改革使得商品由熊转牛, CTA 尽管没有跑赢商品但也获得 10% 以上的绝对收益; 2017 年~2018 年, 商品转为震荡, CTA 大致获得了类固收的收益水平; 2019 年~2022 年, 商品受到宏观周期的影响下再度走牛, CTA 也获得不菲收益。

进一步统计在商品期货的不同涨跌表现时, CTA 的表现如下:

表 1: CTA 收益更多来源于商品期货的价格上涨 | 单位: %

	上涨	下跌
CTA	0.14%	-0.07%
商品指数	0.68%	-0.67%

数据来源: Wind 华泰期货研究院

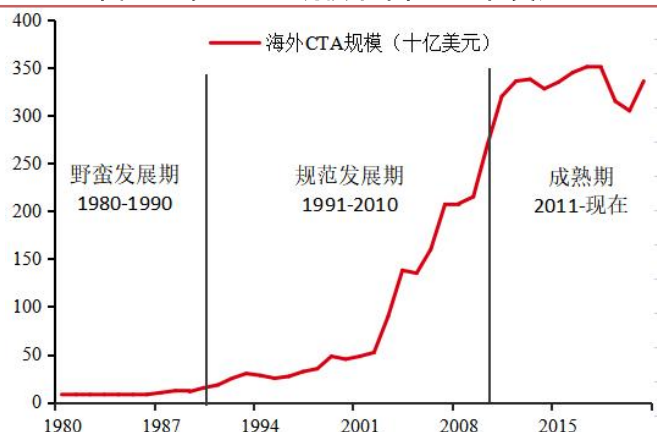
可以发现, CTA 的收益主要来源于商品的价格上涨, 但在商品价格下跌时, CTA 尽管平均来看也处于回撤, 但相比商品本身下跌减缓非常多。

从 CTA 对比商品的视角总结来看, CTA 能够把握住商品的上行收益, 同时在商品价格下跌时也能够回避风险, 相比直接交易商品期货或者投资纯多头的商品 ETF, 显然 CTA 产品会是长期更为正确的选择。

■ 境内外 CTA

视角切换到国外，尽管在境内 CTA 的迅速发展仅在最近几年，但是在境外市场，CTA 已然处于成熟阶段。如果从规模以及业绩两方面考虑，海外 CTA 的发展大致可以分为三个阶段：

图 9：海外 CTA 规模 | 单位：十亿美元



数据来源：BarclayHedge 华泰期货研究院

图 10：海外 CTA 表现 | 单位：%



数据来源：BarclayHedge 华泰期货研究院

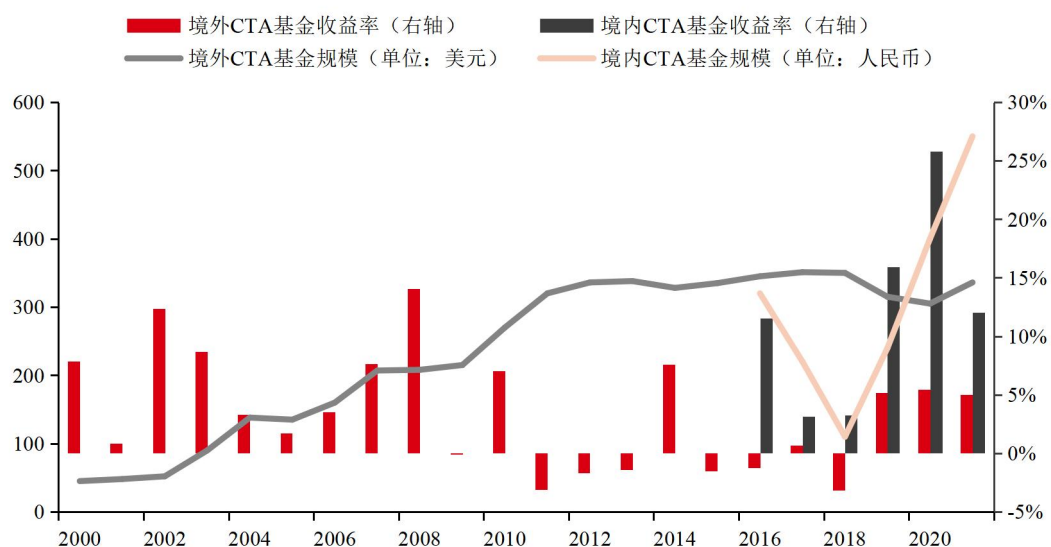
野蛮发展期（1980-1990）：CTA 基金的规模增长缓慢，年化收益率表现却相当亮眼，此时持有 CTA 基金的投资者可以享受到第一批“吃螃蟹”的红利。在该阶段，快速发展的计算机技术被逐步应用到商业中，**量化 CTA 策略成为 CTA 策略的主流**，CTA 基金的整体业绩有所提高。1987 年 10 月，美国股市爆发了历史上最大的一次崩盘，此时反而逆市上扬的 CTA 策略获得了投资者的青睐，CTA 基金的规模小幅增长。

规范发展期（1991-2010）：CTA 基金的规模迎来了大幅度的增长，年化收益率保持稳定的收益水平。2000 年美国互联网泡沫破裂，股市低迷，此时处于贴水商品市场的 CTA 基金业绩不俗，吸引了投资者们的注意。在此期间，CTA 基金的规模扩大了整整 8 倍以上。随着衍生品市场规模的扩大和交易品种的丰富，CTA 基金获得了进一步发展的空间。

成熟期（2011 至今）：CTA 的基金规模趋向稳定，年化收益率不尽如人意，甚至出现亏损的情况。2010 年，国外商品市场由贴水转为升水，CTA 基金开始表现不佳，但基于 CTA 基金与其他投资资产的低相关性，其仍然具有一定的配置价值，因此规模维持在较为稳定的水平。但近两年来，CTA 产品收益再次走强。

与此相比，国内仍处于规范发展的阶段。近几年来，国内 CTA 基金的规模快速扩张，根据私募排排的最新数据，截止到 2022 年，市场上的 CTA 基金存量规模达到 581.13 亿元，在 2020 年初这一数据只有 238.52 亿元。与此同时，除 2017 年和 2018 年商品市场动荡外，近几年国内 CTA 基金均能获得 10% 以上的年化收益率。

图 11: 2000-2022 年境内 CTA 基金与境外 CTA 基金对比 | 单位: 亿元



数据来源：私募排排 BarclayHedge 华泰期货研究院

值得注意的是，国内 CTA 基金还有一些较为特殊之处，使得国内 CTA 表现有所分化。

(1) **品种定价方面**，国外大部分商品品种通过全球定价，已经形成一条比较完整和清晰的逻辑链条，而国内有部分品种以国内的产销定价，会进一步增加投资者投资 CTA 产品的难度。

(2) **策略方面**，国外 CTA 基金管理人大部分是量化机构，以**量化 CTA 为主流**，CTA 产品的收益趋同，而国内目前有部分主观 CTA 基金管理人基于产业链来构建策略，CTA 产品**业绩分化较大**。

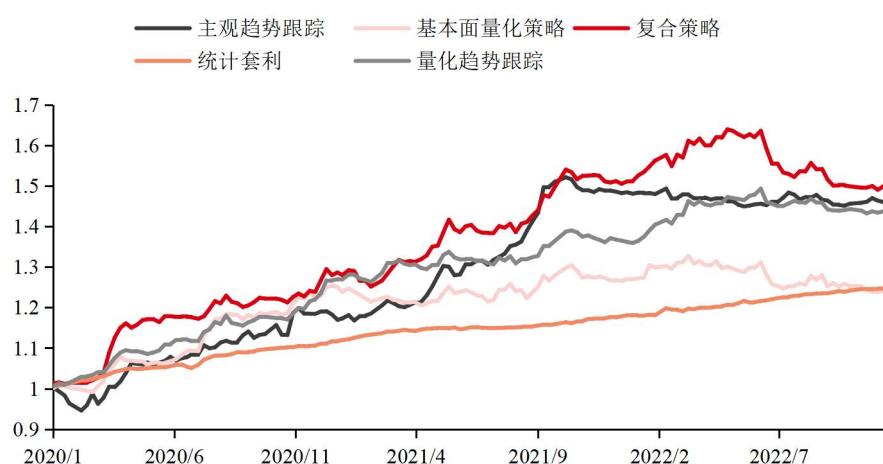
从境内外 CTA 对比的视角总结来看，相比起国外的成熟期阶段，目前国内 CTA 产品处于规范发展的阶段，规模稳步上升，业绩表现较好，但区别之处在于，国内 CTA 产品业绩分化，对投资人的选基能力有所要求。

■ 不同策略类型的 CTA

之前的视角均停留在 CTA 产品的外部, 进一步我们把视角深入到 CTA 产品的内部。尽管 CTA 产品是一个比较小众的市场, 但并不意味它是一个简单的市场, 不同类型的 CTA 产品的业绩也有所分化, 而这对投资者的投资能力提出进一步的要求。

按照策略类型, CTA 产品可以分为量化趋势跟踪、主观趋势跟踪、基本面量化、统计套利以及复合策略。按照挑选出上市时间较长、市场代表性较高基金的原则, 每种策略挑选出代表性基金来构建代表策略表现的私募指数。由于期货是杠杆交易, 比起使用的杠杆比例, 我们更关注 CTA 产品策略本身的特性, 因此我们选取**风险等权**的配置方法。

图 12: 风险等权配置下各策略表现 | 单位: 无



数据来源: 朝阳永续 华泰期货研究院

风险等权配置后, 可以看到不同策略类型的 CTA 基金业绩表现有所分化, 具有相对优势和劣势。从**盈利水平**看, 复合策略、主观趋势策略与量化趋势策略处在第一梯队; 从**稳健水平**看, 复合策略和基本面量化策略波动水平较高, 最大回撤较高, 统计套利则较为稳健; 从**综合水平**看, 主观趋势跟踪与量化趋势跟踪表现性价比高, 盈利水平与稳健性都比较不错。

表 2: 风险等权配置下策略统计指标表现 | 单位: 无

基金名称	年化收益率 (%)	年化波动率 (%)	Sharpe	Calmar	最大回撤 (%)	Alpha	Beta
复合策略	17.56	8.13	1.97	2.56	7.34	13.61	0.13
主观趋势跟踪	16.25	5.24	2.82	6.83	2.55	13.47	0.03
量化趋势跟踪	15.14	5.57	2.45	5.95	2.71	11.53	0.10
统计套利	8.28	1.86	3.64	10.11	0.85	5.97	-0.01
基本面量化策略	9.54	6.80	1.18	1.64	5.94	5.33	0.15

资料来源: 朝阳永续 私募排排 华泰期货研究院

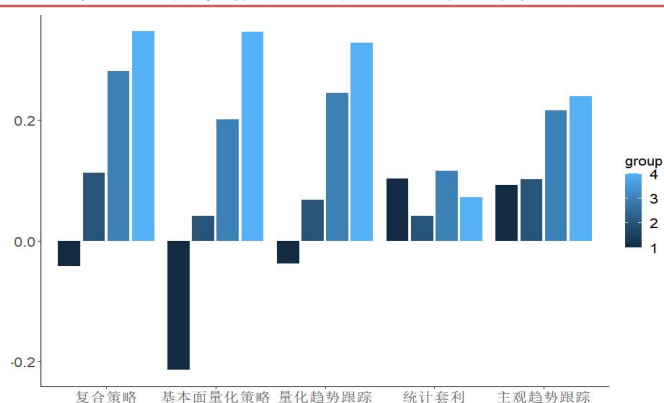
不同策略类型的 CTA 产品在不同时期的表现也有一定的分化。对 2020 年以来，商品市场的周度收益率分组，从小到大分为 1~4 组，第 1 组代表市场表现最差的时间（熊市），第四组代表市场表现最好的时间（牛市）。

当市场处于**牛市阶段**时，无论是持有哪个策略的 CTA 产品，投资者们都能获得正向的收益，其中持有收益最好的是复合策略、基本面量化策略以及量化趋势三大策略，但与之相对应的是收益与风险是呈正相关。

当处于**熊市阶段**时，持有这三个收益表现最好的策略产品将要承担亏损的风险，其中又以基本面策略亏损的幅度最大。对于追求稳健的投资者而言，投资主观趋势策略是一个不错的选择，因为无论是熊市还是牛市，它仍然能保持正向收益。

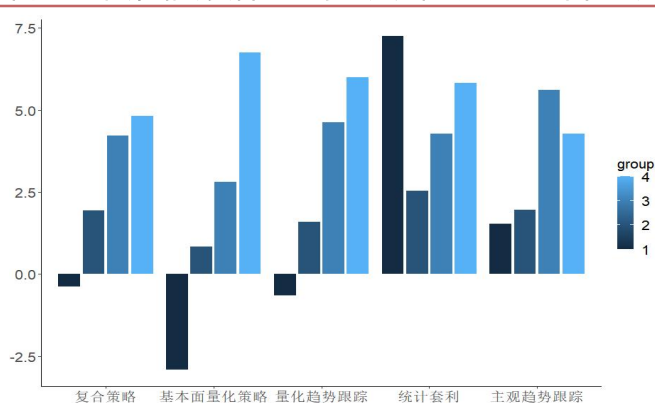
我们可以认为，三大策略的盈利主要来源是**市场的景气**，而市场表现不佳时，套利策略会迎来盈利机会。

图 13: 各策略的平均年化收益率 | 单位: 无



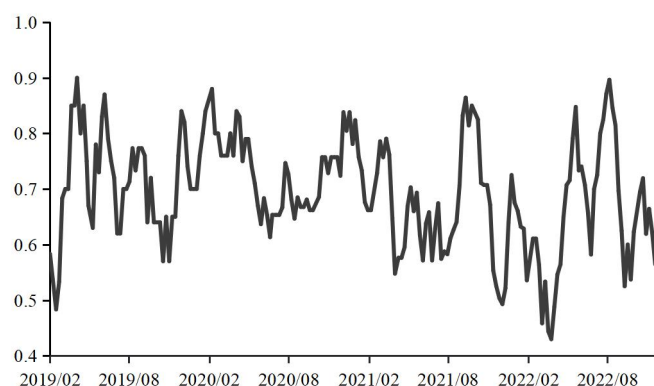
数据来源: 朝阳永续 私募排排 华泰期货研究院

图 14: 各策略的夏普 (不考虑无风险收益) | 单位: 无



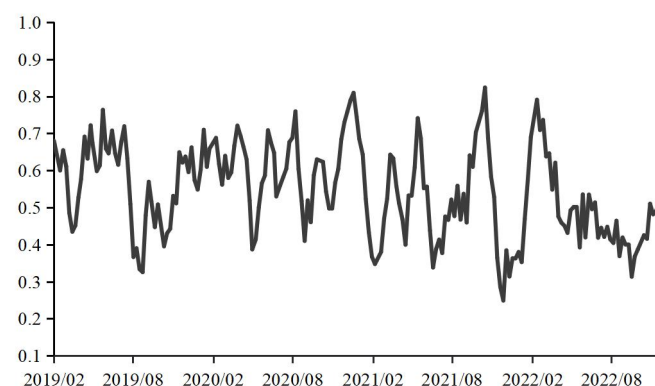
数据来源: 朝阳永续 私募排排 华泰期货研究院

图 15: 套利策略基金滚动胜率 | 单位: 无



数据来源: 朝阳永续 私募排排 华泰期货研究院

图 16: 量化趋势跟踪策略基金滚动胜率 | 单位: 无



数据来源: 朝阳永续 私募排排 华泰期货研究院

从 CTA 不同策略产品对比的视角总结来看，在牛市下五个策略都能盈利，复合策略、基本面量化策略以及量化趋势三大策略盈利能力最强，但熊市下三大策略亏损，基本面量化策略亏损幅度最大，统计套利策略在熊市下夏普最高，主观趋势策略在熊市下仍能保持正向收益。CTA 不同策略的产品业绩有所分化，对投资者的选基能力提出了一定的要求。

■ 小结

近年来 CTA 市场受到广泛的关注，上文从四个视角探讨了投资者持有 CTA 基金的投资体验：

从 CTA 对比权益基金的视角总结来看，如果投资者投资 CTA 时想要获得投资股票时的各类丰富信息、或者期望 CTA 能够长期为股票提供危机保护，那么投资体验不一定能满足预期，但是 CTA 作为一类低相关的策略，确实具有很高的长期配置价值。

从 CTA 对比商品的视角总结来看，CTA 能够把握住商品的上行收益，同时在商品价格下跌时也能够回避风险，相比直接交易商品期货或者投资纯多头的商品 ETF，显然 CTA 产品会是长期更为正确的选择。

从境内外 CTA 对比的视角总结来看，相比起国外的成熟期阶段，目前国内 CTA 产品处于规范发展的阶段，规模稳步上升，业绩表现较好，但区别之处在于，国内 CTA 产品业绩分化，对投资人的选基能力有所要求。

从 CTA 不同策略产品对比的视角总结来看，在牛市下五个策略都能盈利，复合策略、基本面量化策略以及量化趋势三大策略盈利能力最强，但熊市下三大策略亏损，基本面量化策略亏损幅度最大，统计套利策略在熊市下夏普最高，主观趋势策略在熊市下仍能保持正向收益。CTA 不同策略的产品业绩有所分化，对投资者的选基能力提出了一定的要求。

综上所述，虽然 CTA 是一种优质的资产类别，但投资 CTA 并不是一个简单的东西。要提高 CTA 的持有体验，需要投资者了解 CTA 与其他资产的区别，并且对 CTA 基金有一个全面和深刻的认识。后续报告将围绕择时和选基两部分来展开，进一步探讨如何更好地对 CTA 基金进行投资。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com