

投资 CTA 产品需要择时吗？

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

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

黄冯英

☎ 0755-23887993

✉ huangfengying@htfc.com

从业资格号：F03107113

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

摘要

在基金投资领域，个人投资者的收益由三部分构成：时代馈赠下的 Beta 收益，优秀基金产品带来的 Alpha 收益以及投资者投资行为所产生的 Gamma 收益。其中，Alpha 和 Beta 的收益并不受投资者所控制，因此投资者真正能掌控的是通过合理投资带来的 Gamma 收益。本文从 CTA 基金持有周期，收益特性两方面阐述了 CTA 基金择时的必要性。

持有周期

我们计算了 CTA 基金以及股票型基金在不同持有周期下的收益分化情况，结果表明，CTA 基金与股票型基金的收益分化情况呈现出了相似的规律性，收益分化程度都是在持有 3 年左右时达到最高点，随后才开始逐渐回落。考虑到目前投资者的持基时间普遍在 3 年以内，买入时点的选择对于后续收益影响较大，选择合适的入场时机很重要。

收益特性

CTA 基金“脉冲式收益”的特点使得投资者不能忽略择时。CTA 基金净值的脉冲式上涨主要来源于期货市场流畅的单边行情，而这样的趋势行情并不经常出现，其余时间 CTA 基金的净值会处于横盘震荡或者回撤阶段，需要投资者耐心持有等待。如果投资者在市场情绪高昂，净值连续上涨之后入场，则很可能需要承受长时间大幅度的震荡或回撤，十分影响 CTA 基金持有体验。因此，我们更建议在 CTA 基金净值平稳或回撤时期“守株待兔”，等待下一次趋势行情的到来。

为了更好地说明追高行为对于 CTA 持有体验的影响，我们计算了 CTA 基金在不同投资时点下的收益差异。从结果上看，平稳或回撤时期的 CTA 比较具备配置价值，而大涨时期的 CTA 未来收益表现不佳。

目录

摘要	1
基金择时简述	3
CTA 基金的持有周期决定了需要适当择时	4
■ 股票型基金	4
■ CTA 基金	5
CTA 基金特性决定了不能情绪化投资	6
■ CTA 基金的收益特点	6
■ 投资 CTA 基金应警惕追高风险	7
总结	10

图表

图 1: 股票基金的收益分化程度在 3 年左右时达到最高点 单位: %	4
图 2: CTA 基金的分化程度同样在持有 3 年左右达到顶峰 单位: %	5
图 3: CTA 基金收益率分布曲线呈现尖峰、肥尾和右偏 单位: 无	6
图 4: CTA 基金的脉冲式收益 单位: 点	7
图 5: 2021 年以来, CTA 基金波动加剧, 回撤幅度加大 单位: 点	7
图 6: 不同时期下的 CTA 未来平均收益 (N=15) 单位: %	9
图 7: 不同时期下的 CTA 未来平均收益 (N=20) 单位: %	9
图 8: 不同时期下的 CTA 未来平均收益 (N=40) 单位: %	9
图 9: 不同时期下的 CTA 未来平均收益 (N=60) 单位: %	9
表 1: 私募 CTA 指数历史回撤情况 (按回撤持续时间降序排序) 单位: 无	10

基金择时简述

择时是投资中永恒的话题。在基金投资领域，个人投资者的收益由三部分构成：时代馈赠下的 Beta 收益，优秀基金产品带来的 Alpha 收益以及投资者投资行为所产生的 Gamma 收益。

Beta 收益由市场的周期决定，但牛熊的转换规律难以把握，预测难度较大。而 Alpha 收益则由基金管理人的主动管理能力决定，包括基金经理的资产配置、波动率控制、仓位管理等能力。不难看出，Alpha 和 Beta 的收益并不受投资者所控制，因此投资者真正能掌控的是通过合理投资带来的 Gamma 收益。

在进一步讨论择时的必要性之前，我们需要首先明确基金的择时与其他资产的择时所存在的差异。**基金的择时不是通过频繁地短线操作来赚取价差收益，而是通过分析市场情绪、估值水平等因素，寻找潜在的入场机会，或者警惕市场过热的风险。**

频繁买卖基金并不值得推荐，较高的短期交易成本会吞噬掉投资者通过择时带来的价差收益，且基金的申赎存在一定的延时，也会加大投资者的时间成本和机会成本。

因此，基金的择时更应该的是通过对宏观经济，估值水平，资金流向，市场情绪等因素的判断，在一个性价比较高的点位入场并耐心持有较长的时间（通常大于 1 年），或是在性价比较低时止盈出场或谨慎入场。其中，避免在市场因情绪化导致的高点入场是基金择时的基本原则，我们在后文会作进一步的论述。

CTA 基金的持有周期决定了需要适当择时

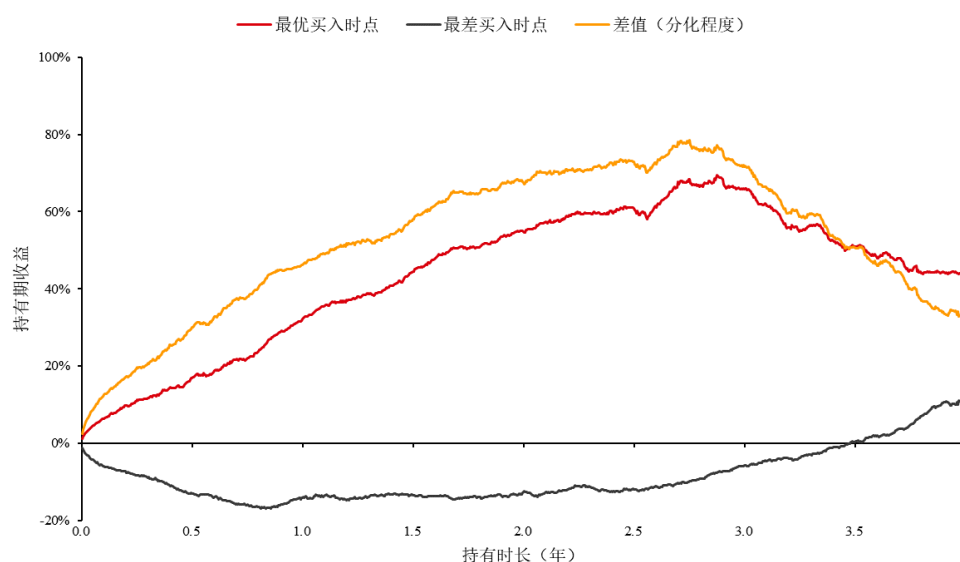
■ 股票型基金

从持有期限上看，投资股票型基金不能完全忽视择时。在基金投资领域，无论是监管层，基金公司还是销售机构，在市场下跌时都鼓励投资者长期持有，淡化择时，强调价值投资，长期投资的重要性。那么，对于股票型基金投资者而言，多长的投资期限才能让收益趋于稳定，从而可以淡化择时呢？

为了回答这个问题，我们选用招商私募股票多头指数作为股票型基金的代理指标，统计了在 2016 至 2022 这 6 年间，任意一天买入股票型基金，并分别持有不同期限的收益情况。以持有期限 1 年为例，对于每个交易日，我们都能计算出未来 1 年的收益率。随后，我们求出该收益率序列前 10%分位数所对应的收益率，将其视为最优买入时点下的收益率；同理，我们求出该收益率序列后 10%分位数所对应的收益率，将其视为最差买入时点下的收益率。最后，我们用两个收益率的差值来衡量收益的分化程度。

从统计结果上看，随着持有期限的拉长，投资收益的分化程度在不断加大，并在 3 年左右时达到顶峰，随后分化程度才开始逐渐降低。考虑到目前基民的平均持基时间普遍在 3 年以内，买入时点的选择对于后续收益影响较大，我们不建议投资者完全忽视择时。

图 1：股票基金的收益分化程度在 3 年左右时达到最高点 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

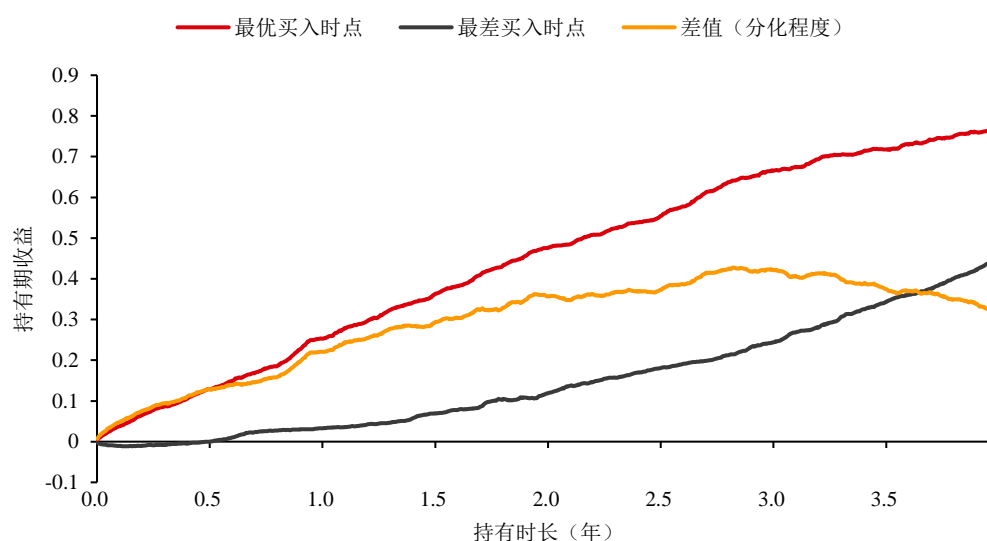
■ CTA 基金

尽管 CTA 基金的收益比股票基金更稳健，但投资 CTA 同样需要进行适当的择时。我们选用招商私募 CTA 指数作为 CTA 基金的代理指标，用和前文同样的方法统计了其收益率分化的情况。

从结果上看，CTA 基金的收益相对更稳健，股票基金需要持有 3.5 年才能较稳定地获取正收益，而 CTA 基金只需要半年。尽管如此，CTA 基金的收益分化情况和股票型基金呈现出了相似的规律性，收益分化程度都是在持有 3 年左右时达到最高点，随后才开始逐渐回落。因此，从收益分化的情况上看，投资 CTA 基金同样需要进行一定的择时。

值得再次强调的是，此处的择时并不是指精准地买在市场的最低点，卖在市场的最高点，而是要对市场底部区间或情绪高昂区间能有大致的判断，具备“逆向投资”的思维。

图 2：CTA 基金的分化程度同样在持有 3 年左右达到顶峰 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

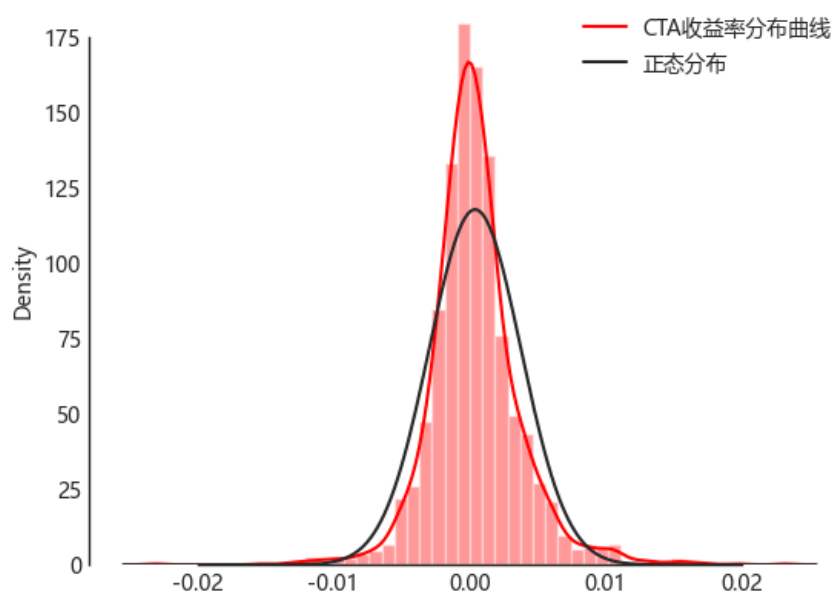
CTA 基金特性决定了不能情绪化投资

■ CTA 基金的收益特点

CTA 基金收益率分布曲线具有尖峰、肥尾和右偏的特点。观察私募 CTA 指数的收益率分布曲线，可以发现其呈现出尖峰、肥尾及右偏的特征。收益率曲线的尖峰特点表明 CTA 基金大部分时间处于窄幅震荡的行情，收益率绝对值较小；右偏和肥尾则意味着极端行情发生的概率较高，且正极值发生的概率大于负极值发生的概率。

CTA 基金“脉冲式收益”的特点是其收益率分布曲线呈现尖峰、肥尾及右偏的主要成因。CTA 中的主流策略为趋势跟踪策略，其收益来源于商品的趋势性行情。商品与股票的一个很重要的不同点在于，其价格一旦形成趋势，通常比股票更持久、涨跌幅也更大，原因是商品价格主要受供需影响，而影响供需的库存、产量、消费等因素在短期内难以改变，导致了商品价格的强趋势性。因此一旦 CTA 基金成功捕捉趋势行情，其净值将出现“脉冲式上涨”，在短时间内获得很可观的收益，也就导致了 CTA 收益的右偏肥尾。此外，由于大宗商品供需错配的机会不多，因此 CTA 净值大部分时间都是横盘震荡，这就使得收益率曲线呈现尖峰态势。

图 3：CTA 基金收益率分布曲线呈现尖峰、肥尾和右偏 | 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

CTA 基金“脉冲式收益”的特点使得投资者不能忽略择时。如前文所述，CTA 基金净值的脉冲式上涨主要来源于期货市场流畅的单边行情，而这样的趋势行情并不经常出现，其余时间 CTA 基金的净值会处于横盘震荡或者回撤阶段，需要投资者耐心持有等

待。如果投资者在市场情绪高昂，净值连续上涨之后入场，则很可能需要承受长时间大幅度的震荡或回撤，十分影响 CTA 基金持有体验。因此，我们更建议在 CTA 基金净值平稳或回撤时期“守株待兔”，等待下一次趋势行情的到来。

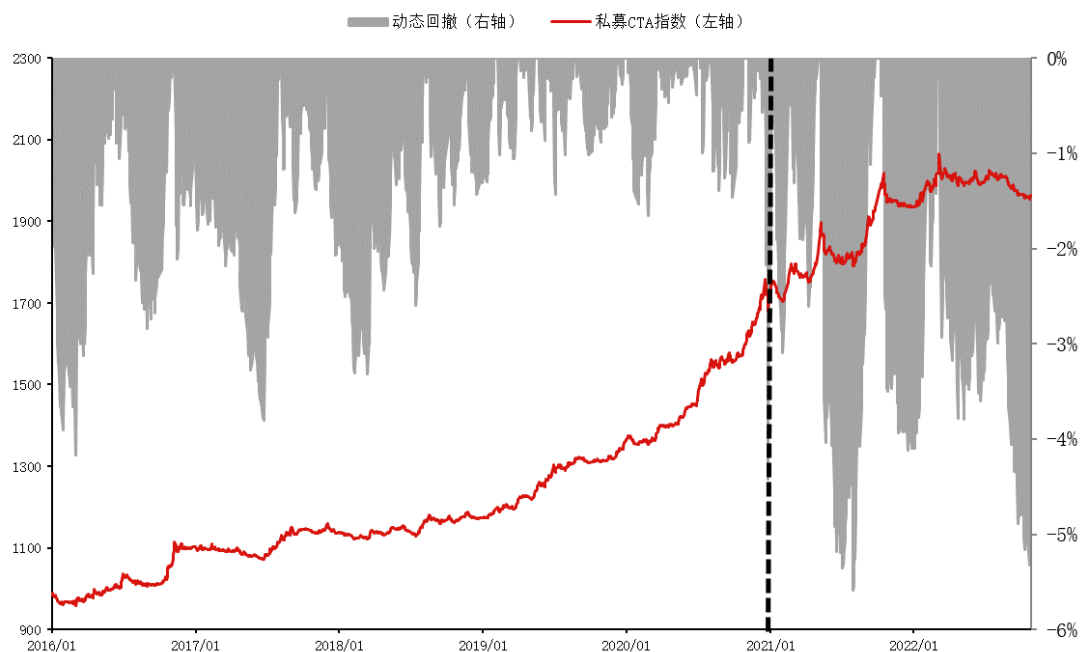
图 4：CTA 基金的脉冲式收益 | 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

■ 投资 CTA 基金应警惕追高风险

图 5：2021 年以来，CTA 基金波动加剧，回撤幅度加大 | 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

2021 年以来，CTA 基金净值波动加剧，追高风险与日俱增。在 2021 年之前（尤其是 2020 年的商品牛市），CTA 净值波动较小，大致呈现“上涨-震荡-上涨”的走势。在这个阶段，即便投资者追高入场，也不会承受太大幅度的回撤；但在 2021 年之后，商品市场没有延续 2020 年的流畅上行趋势，受地缘政治、监管政策、流动性宽松等因素影响，行情不断反转，导致以趋势策略为主的 CTA 净值波动加剧，整体呈现“上涨-回撤-上涨”的走势。如果投资者追高入场，则大概率会承受较大幅度的回撤。

为了更好地说明追高行为对于 CTA 持有体验的影响，我们分析了 CTA 基金在不同投资时点下的收益差异。设计如下：

时间范围选取。由于 2021 年以来 CTA 波动加剧，净值走势与 2021 年之前存在较大差异，且近期数据更具代表性，因此时间范围选取为 2021 年 1 月至 2022 年 11 月。

划分投资时点。滚动计算私募 CTA 指数近 n 个交易日的收益率，并根据其在历史数据中的分位数水平来判断当天所处的状态。

如果过去 n 日收益率位于历史数据里的前 20%，则判断当前时点为大涨时期。

如果过去 n 日收益率位于历史数据里的后 20%，则判断当前时点为回撤时期。

如果过去 n 日收益率位于历史数据里的 40%-60% 之间，则判断当前时点为平稳时期。

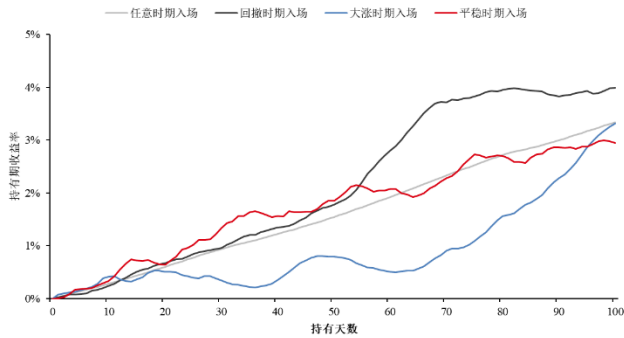
为了后续对比基金自身的收益率，将所有时点视为任意时期。

此外，为了**确保参数的稳健性**，我们分别测试了 $n=15$ 、 $n=20$ 、 $n=40$ 、 $n=60$ 四种情况。

计算收益差异。我们分别计算了回撤时期、大涨时期、平稳时期、任意时期四种情形下，未来 0 到 100 个交易日持有期收益率的均值。

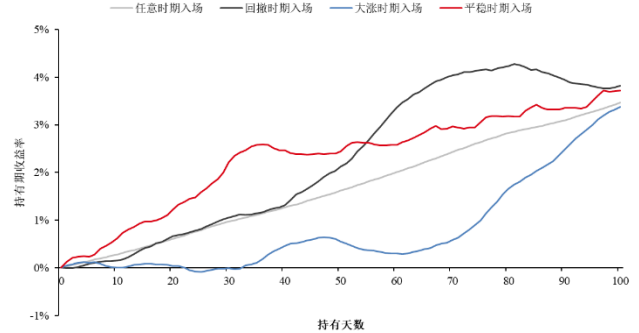
平稳或回撤时期的 CTA 比较具备配置价值，而大涨时期的 CTA 未来收益表现不佳。我们按照上述步骤，计算了不同投资时点后续的收益差异。结果上看，在四组不同的参数下，平稳或回撤时期的 CTA 后续收益在绝大多数时候都高于任意时期入场的收益率，说明平稳或回撤时期的 CTA 具备一定的配置价值；而大涨时期的 CTA 后续收益低于任意时期入场的收益率，验证了追高入场会影响持有体验的观点，投资者应警惕追高风险。

图 6：不同时期下的 CTA 未来平均收益（n=15） | 单位：%



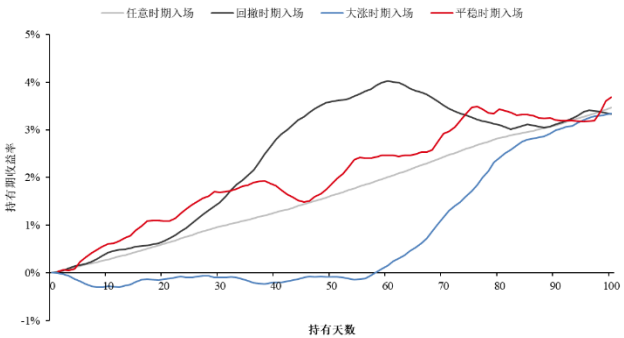
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：不同时期下的 CTA 未来平均收益（n=20） | 单位：%



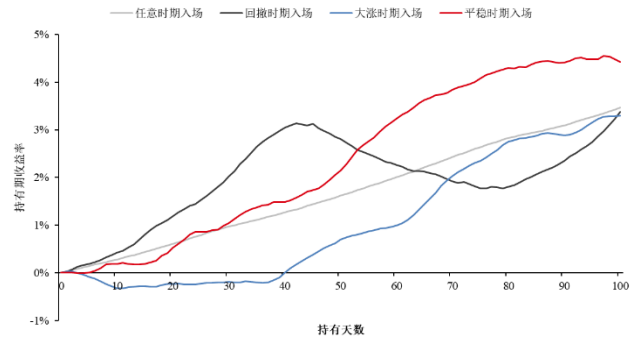
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：不同时期下的 CTA 未来平均收益（n=40） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：不同时期下的 CTA 未来平均收益（n=60） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

前文提到，个人投资者的收益由三部分构成：时代馈赠下的 Beta 收益，优秀基金产品带来的 Alpha 收益以及投资者投资行为所产生的 Gamma 收益。上图中灰色的“任意时期入场”曲线其实可以看作基金自身的收益率，即 Alpha 收益和 Beta 收益的加总。如果投资者选择在大涨时期入场，最终获得的收益会低于基金自身的收益率，体现出了负的 Gamma 属性。但如果投资者选择在平稳或回撤时期入场，将会有较大概率获得正的 Gamma 收益。

从最新收益率及回撤情况来看，当前时点是 CTA 基金较好的入场时机。截止至 2022 年 11 月 14 日，CTA 指数近 15 日、20 日、40 日、60 日收益率在历史数据中的分位数分别为 58.85%、43.70%、14.11%、19.88%，短期上看属于平稳时期，长期上看属于回撤时期。当前时点在历史上是较好的投资时机，即便后续收益不达预期，也起码不用面临追高的风险。从回撤情况上看，CTA 净值从 2022 年 3 月 9 日回撤至今，回撤持续天数（交易日）达 166 天，接近历史上的最大回撤天数 179 天，且期间最大回撤 5.32% 也接近历史上的最大回撤水平 5.59%，后续净值重回上升通道的概率较大。综合以上两点，我们认为当前时点是 CTA 基金较好的入场时机。当然，收益率与回撤情况只是影

响 CTA 基金是否值得投资的部分因素，在后续报告中我们会从更多维度上对 CTA 择时做出更加全面的判断。

表 1: 私募 CTA 指数历史回撤情况（按回撤持续时间降序排序） | 单位：无

开始日期	结束日期	持续时间（交易日）	期间最大回撤
2016/11/11	2017/8/4	179	-3.81%
2022/3/9	2022/11/14	166	-5.32%
2017/12/5	2018/8/3	162	-3.32%
2015/12/31	2016/5/20	93	-4.17%
2021/10/19	2022/3/2	90	-4.11%
2021/5/12	2021/9/8	84	-5.59%
2016/7/4	2016/10/24	73	-2.84%
2018/8/20	2018/11/20	60	-1.76%
2017/9/4	2017/12/1	59	-1.62%
2019/9/5	2019/11/19	47	-1.01%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

总结

择时是投资中永恒的话题。本文从 CTA 基金持有周期，收益特性两方面阐述了 CTA 基金择时的必要性。

持有周期

我们计算了 CTA 基金以及股票型基金在不同持有周期下的收益分化情况，结果表明，CTA 基金与股票型基金的收益分化情况呈现出了相似的规律性，收益分化程度都是在持有 3 年左右时达到最高点，随后才开始逐渐回落。考虑到目前投资者的持基时间普遍在 3 年以内，买入时点的选择对于后续收益影响较大，选择合适的入场时机很重要。

收益特性

CTA 基金“脉冲式收益”的特点使得投资者不能忽略择时。CTA 基金净值的脉冲式上涨

主要来源于期货市场流畅的单边行情，而这样的趋势行情并不经常出现，其余时间 CTA 基金的净值会处于横盘震荡或者回撤阶段，需要投资者耐心持有等待。如果投资者在市场情绪高昂，净值连续上涨之后入场，则很可能需要承受长时间大幅度的震荡或回撤，十分影响 CTA 基金持有体验。因此，我们更建议在 CTA 基金净值平稳或回撤时期“守株待兔”，等待下一次趋势行情的到来。

为了更好地说明追高行为对于 CTA 持有体验的影响，我们计算了 CTA 基金在不同投资时点下的收益差异。从结果上看，平稳或回撤时期的 CTA 比较具备配置价值，而大涨时期的 CTA 未来收益表现不佳。

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