

6月中旬以来，商品市场出现普遍下挫，今年前期风头无两的CTA（管理期货）策略也出现了普遍回撤。从数据来看，今年前五个月CTA策略收益率位居私募八大策略之首，是取得正收益的仅有的两类策略之一，远超股票策略的收益率。然而，6月13日至24日两周内，CTA产品平均收益率跌入负值，不到一半的产品实现正收益。

近期的回调也导致CTA策略受到市场的质疑。业内人士认为，CTA策略最重要的是其在资产组合中的配置价值，不能因阶段性表现而否定其投资价值。CTA投资资产与股市低相关、可多空交易等特点，使其能有效分散股市的风险，平抑整体投资的波动性。

### 商品市场普跌 CTA策略走势反转出现普遍回撤

在全球货币宽松叠加地缘政治因素的影响下，今年前五个月商品市场保持了较为强劲的走势，南华商品指数涨幅超26%，CTA策略也成为私募市场的一抹亮色。

今年前五个月，私募基金八大策略中，CTA策略收益率位居榜首。私募排排网数据显示，今年前五个月，成立满5个月且有业绩记录的29008只私募证券投资基金年内的平均收益率为-5.99%。其中，纳入统计的2103只CTA策略私募基金的平均收益率为4.26%，居八大策略之首，并且是今年前五个月仅有的保持正收益两类策略之一，相较之下，股票策略的平均收益率仅-13.90%。

然而，自6月中旬开始，受到美联储大幅度加息及衰退预期加剧的影响，商品市场走势转向，6月13日至6月24日的两周时间内，南华商品期货指数累计下跌超10%，能源、金属、农产品等不同期货品种都出现了不同程度的下跌。

CTA策略产品也出现普遍回撤。据私募排排网数据，6月13日至24日两周内，有业绩记录的1325只CTA产品整体收益为-0.23%，其中不到一半的产品实现正收益，仅652只。部分产品在两周时间内回撤幅度超15%，部分中长周期CTA产品基本回吐今年前期趋势行情下积累的近一半收益。

以今年前五个月CTA策略业绩排名第一的洛书投资为例，其有业绩披露的五只CTA产品前五个月平均收益率为21.56%，在管理规模超过50亿元的私募管理人中居首位。而在6月13日至24日的两周时间内，洛书投资的五只CTA产品净值下跌幅度均在16%以上。其代表产品洛书尊享CTA拾壹号今年前五个月收益率达到22.50%，在6月13日至24日两周内回撤幅度超17%。其今年1月27日新成立的产品洛书管理期货拾壹号，截至5月底的收益率为10.81%，而6月13日至24日两周内跌16.47%，使得该产品今年以来的收益率跌入负值。

尽管今年前期国际油价的一路攀升，投资原油期货的CTA产品还是未能独善其身。例如，宁水资本的宁水原油宝1号追踪的正是原油，在今年前五个月中，该产品收益率一度达到40%，在主观CTA私募产品中业绩领先，但其在6月13日至24日跌了6.93%，使其今年以来截至6月24日的收益率降至33.89%。

量化CTA同样未能幸免，量化私募较为有代表性的机构均成资产的均成CTA18号，今年前五个月收益率超44%，6月13日至24日跌约8.5%。

私募排排网旗下融智投资FOF基金经理胡泊对新京报贝壳财经记者表示，近期在美国通胀达到高点和美联储迅速加息的背景下，大宗商品经历了一轮快速而深度的回调，导致CTA策略尤其是中低频的CTA策略，因为没能及时做出反应而经历了比较大的回撤。

大宗商品市场或已到达拐点 是否影响CTA基金业绩？

CTA(Commodity Trading Advisors)策略在国内一般被称为管理期货策略，通俗来说，CTA策略就是投资于期货市场的策略，投资标的不限于商品期货，还包括金融期货、外汇期货与期权。CTA策略在国外已有七十余年历史，国内则是在2010年首只股指期货推出后逐步发展起来，并在2020年进入快速扩张阶段，成为私募基金新势力。

从投资策略区分，CTA策略主要分为趋势跟踪策略、基本面策略、套利策略和复合策略，其中趋势跟踪策略是最主要的类型，指的是从市场趋势的持续性发展中获利，在上涨趋势开始时做多，在下跌趋势初现时做空。从交易方式区分可以分为主观CTA策略和量化CTA策略。

紫金天风期货研究员贾瑞斌指出，2020年疫情暴发以来，在全球宽松的大背景下，权益市场与商品市场的资产价格都飞速上涨，CTA基金借此机会得以快速发展。而进入2022年，在其他资产普遍弱势的情况下，CTA基金就得到了更多的关注。从其投资价值来看，自2014年起，中国期货市场已经经历了两轮牛熊市转换，但期货多空双向交易的特点使得CTA策略存在穿越牛熊的能力。

对于大宗商品的下半年走势，目前较多机构认为目前大宗商品市场或已到达拐点，下半年面临一定压力。国泰君安期货指出，宏观经济的下行压力由需求端传导至价格，商品价格出现逐渐见顶的走势，交易逻辑在下半年大概率从供应逻辑向需求逻辑转变。但同时需要注意的是，部分商品如能源和农产品的需求刚性较强，宏观弱势对需求的影响或许无法在这些商品供应端仍存在问题的時候大幅改善其基本面的供需结构，进而可能导致价格无法趋势下行逐渐转为长期的宽幅震荡。从长期来看大宗商品的重心或维持相对高位。

新纪元期货认为，在西方对抗通胀、激进升息抑制需求的背景下，大宗商品价格指数或已见牛市拐点，镍、锡、铜、铝等金属在3月7日前后见顶，而原油和农产品序列在5月至6月迄今疑似见顶。预计下半年大宗商品有望轮动完成去泡沫过程。

商品市场的下行压力是否会拖累CTA基金的业绩？需要注意的是，CTA策略的底层资产是期货合约，可以多空交易，如果能正确判断期货价格涨跌方向，CTA策略就能在此过程中赚钱。贾瑞斌认为，下半年CTA策略表现仍可期，经历了二季度的高位宽幅震荡后，大宗商品市场较大可能出现向下的趋势性行情，有助于CTA策略在三、四季度获得可观的收益。

CTA是否具有“危机阿尔法”？重点在于配置价值

近期的回撤也让业内对于CTA策略是否具有“危机阿尔法”产生争论。

一般认为，CTA策略主要交易标的与股票、债券等主流资产低相关，并具有多空投资与分散化投资的特点，因此在突发事件导致股市、债市行情单向波动时，CTA策略往往能取得正收益，即所谓的“危机阿尔法”。有观点认为，近期的回调显示CTA策略并没有“危机阿尔法”。

艾方资产对此进行了统计论证。国外所说的“危机阿尔法”，指的都是CTA中的趋势跟踪策略，从国外的数据来看，在标普500指数大跌的情境下，趋势跟踪策略往往能贡献显著的正收益。由于国内的CTA产品都是混合策略产品，因此选取中证500作为股票市场的代表来构造国内版本的中长线趋势跟踪策略，统计2008-2019年数据，得出的结论是趋势跟踪策略和股票收益呈显著负相关，危机程度越大，负相关越明显。因此，CTA的趋势跟踪策略，具备统计上显著的“危机阿尔法”效应。

艾方资产提出，CTA对冲股市下跌的能力成立具有一定前提，必须是意外的宏观事件冲击导致价格的非理性波动，典型的包括2008年金融危机、2018年贸易战、2020年新冠疫情、2022年地缘政治。如果股市的下跌仅仅是因为股票自身内生风险导致，那么股票和商品是独立的市场，很难发生协同作用。

中金公司分析师宋唯实等统计了国内与全球的CTA趋势策略在各资产危机期内的表现，也发现CTA趋势策略具有较为显著的“危机阿尔法”，可以有效对冲单一市场危机对组合收益的影响。

也有业内人士认为，评判CTA策略的重点应是其在资产组合中的配置价值，而不在于CTA策略本身是否能赚取高收益。

林道资产合伙人赵林认为，从对冲风险的手段来看，长期对冲要通过大类资产配置

，包括配置CTA；对于短期不可预见的黑天鹅事件，资产配置可能失效，也包括CTA，因为短期风险取决于杠杆和流动性，跟资产的内在价值关系不大。只能通过尾部风险对冲化解，其他都不可靠。他认为，CTA的配置价值显而易见，但要有正确的CTA收益分布预期。

胡泊表示，商品市场与股市有较大的差异，而CTA策略更多还是做多商品市场的波动率，所以相较股票多头策略有很大的差异，跟股市是低相关甚至是负相关，所以从整体资产配置角度来看，CTA策略是非常重要的一大类资产，可以有效分散股市的风险，平抑整体投资的波动性，并不能因为近期CTA策略的回撤就对它的配置价值进行否定。从长期来看，整体CTA策略会呈现出一定的周期性，因此，在回调的时候对CTA策略进行配置是比较好的选择点。

宏锡基金表示，CTA策略是否具有“危机阿尔法”效应是样本数据统计的结果。市场并没有完美的策略，任何策略的产品都无法避免遭受变化莫测的市场带来的残酷冲击，在这个过程中，投资者所需要关注的是策略的迭代、适应能力和未来可持续发展的能力，不建议因冲击导致策略阶段性表现不如预期而彻底否定其投资的价值和意义。

新京报贝壳财经记者 顾志娟 编辑 陈莉 岳彩周 校对 柳宝庆