

宏觀經濟

FICC 系列研究之一——海內外 CTA 基金的發展與現狀

本篇報告作為 FICC 系列報告的第一篇，全面系統地介紹了海內外 CTA 基金的發展和現狀，以及 CTA 策略的分類和應用。

海外 CTA 基金規模持續增長。CTA 基金作為海外十分流行的另類投資基金，其資產管理規模增長迅猛。截至 2016 年末，CTA 基金的總管理規模已高達 3375 億美元。全球衍生品市場的飛速發展為 CTA 基金提供了廣闊的發展空間，2015 年全球交易所合約成交量為 247.8 億手，相比 2014 年增加 13.48%，為 2010 年以來最高增長率。

海外 CTA 基金業績表現。和規模同時上升的是 CTA 基金的業績，自 1979 年末至 2016 年末，Barclay CTA 基金指數累積收益高達 28.95 倍，年化收益率為 9.59%，夏普比率為 0.37，最大回撤為 15.66%。除了穩定優異的業績表現之外，CTA 基金和其他投資品種保持著極低的相關性。Barclay CTA 基金指數與標普 500 指數的相關係數僅為 0.01，和美國國債的相關係數也只有 0.14。

海外 CTA 基金的分類。經過半個多世紀的發展，CTA 基金不論是投資品種還是投資方式都極為豐富。根據交易模式的不同，將市場上的 CTA 基金分為自由式和系統式兩類，隨著電腦性能與技術的高速發展，投資者逐漸擯棄了自由式的交易方法，紛紛使用程式化的系統式交易，其管理規模占整個 CTA 基金行業的比重也從 2000 年初的 50% 上升至 2016 年的接近 90%。根據交易的品種不同，CTA 策略又可以分為專一型和多元化兩種。

國內 CTA 基金的發展。2010 年，CTA 基金逐步進入國內，並主要以私募基金形式存在。2012 年 12 月，國投瑞銀鴻瑞 4 號期貨套利資產管理計畫成為國內第一隻商品期貨基金專戶產品。2015 年 8 月，國投瑞銀髮行了白銀基金，成為首只商品期貨公募基金。截至 2017 年 2 月，共有 1978 只已在基金業協會備案的尚在存續期的 CTA 基金，發行規模總計 397.33 億元。

國內 CTA 基金業績表現。從朝陽永續對沖基金指數的歷史表現來看，管理期貨策略指數年化收益率為 19.66%，僅次於宏觀策略的 32.70%，年化夏普比率高達 1.83，位居首位。從全市場平均表現來看，CTA 基金每年都能獲取超過 10% 的正收益，其中 2014-2015 年化收益率超過 30%。而量化 CTA 產品表現更為出色，無論是夏普比率還是最大回撤均超過 CTA 產品的平均水準，2013-2015 連續三年取得了超過 1 的平均夏普比率。

CTA 基金的主要交易策略。CTA 基金的策略總體可以分為趨勢策略和套利策略兩大類，趨勢策略包括短線日內策略和中長線日間策略，套利策略主要包括期現套利、跨期套利、跨品種套利和跨市場套利等。基於商品期貨時間序列動量效應構建的多品種日間趨勢策略可以取得 23.58% 的年化收益率，收益風險比和 calmar 比率分別為 1.15 和 0.96。

CTA 基金在資產配路中具有重要作用。在投資組合中加入 CTA 基金，可以降低投資組合風險，有機會提高投資組合的收益，提供分散化的投資機會，並在各種市場環境中都能獲得收益。

風險提示：市場系統性風險、政策性風險。

海外通脹誰之過？都是油價惹的禍

近期海外主要經濟體通脹均出現較大幅度的回升，那麼通脹回升背後的原因是什麼？回升能否持續？是否會導致全球貨幣政策的變化呢？

美國：能源短期走高，通脹短升長降。油價上漲推動，通脹近期回升。近兩月美國總體 CPI 回升速度開始加快，17 年 1 月再度跳升至 2.5%。全球油價回升推動交通類和居住類分項走高是主因。美國 1 月 2.5% 的 CPI 同比中，0.8 個百分點是能源價格貢獻的，而總體 CPI 相比去年 12 月提升的 0.4 個百分點，全部來自能源類價格回升。通脹短升長降，加息無須過急。儘管 OPEC 減產超預期，但油價難以擺脫美國葉岩油的威脅，今年要突破 60 美元/桶還需更高條件。在油價達到 55、60、65 美元/桶三種情形下，美國 CPI 同比在下半年有降至 1.5% 以下的可能。估算 1 月核心 PCE 同比或仍在 1.7% 上下徘徊，美聯儲加息決策需要更多資料支援。

歐元區：油價亦是主因，年內面臨回落。能源驅動通脹，核心依然偏低。17 年 1 月歐元區調和 CPI 同比大幅跳升至 1.8%，但核心通脹卻未有明顯改善，通脹回升主要還是體現在能源價格相關的電力燃料和交通運輸領域。能源類在 HICP 中權重高達 9.7%，歐元區 1 月通脹同比上漲的 1.8% 中，能源項的貢獻達到了 0.8%，非能源項只貢獻了 1%。油價因素趨降，通脹或將回落。如果油價在 2017 年維持在 55 美元/桶，假定油價以外的其它消費價格保持季節性增長，17 年歐元區的 HICP 最高也不會超過 1 月的水準，而且在下半年可能會大幅回落到 1.3% 甚至更低。歐央行 1 月繼續維持利率不變，並且認為寬鬆貨幣政策依然必要。

日本：CPI 短期轉正，通縮風險未消。CPI 年底轉正，核心項目仍負。日本通脹從去年 10 月開始轉正，但仍在 0.3% 的偏低水準，且核心 CPI 依然為負，說明漲價主要與非核心項目有關。長期問題難解，通脹回升乏力。日本寬鬆貨幣政策增加的貨幣並未大量流入實體，長期陷入流動性陷阱，政府債務率高企，財政空間有限，通脹改善之路依然多艱。

其它：通脹分化加劇，油價影響有限。高通脹國家整體回落。巴西、俄羅斯前期因貨幣貶值嚴重，通脹高企，當前仍在經歷從高通脹逐步回落的過程。印度的通脹水準也比較高，但其總體通脹主要

由食品價格主導，近期食品價格回落導致通脹也大幅下降。通脹偏低的國家反而有所回升。例如韓國的CPI 同比回升主要也是原油漲價導致。菲律賓、泰國主要受食品價格推動，通脹低位回升。墨西哥受貨幣短期貶值影響通脹繼續沖高。油價雖然對其它經濟體通脹亦有推動，但影響總體有限。

綜合來看，油價短期回升、疊加低基數是本輪海外通脹短期回升的主要原因，核心通脹並無太大變化，而隨著油價上行乏力、基數走高，未來總體通脹水準或將逐步回落。

大市導航

傳媒：傳媒板塊異動，推薦長城影視

傳媒板塊近期在異動，2016 年傳媒行情一直在跌，我們預期 2017 年形勢會變好，強週期弱消費的趨勢也在慢慢發生改變。

推薦的傳媒板塊的標的是長城影視。

首先長城影視屬於高彈性個股，是影視製作全產業鏈公司。市值小估值低毛利率高，總市值 65 億，年初收購的公司首映時代和德納影業，預計將於年中在證監會過會，此次收購將增強上市公司在電影內容、後期製作及放映管道等多方位實力，公司將正式開始打開外延並購的局面。我們測算 2017 年備考利潤是 4 億多，估值在 20 倍以上。

其次現在長城影視也有一些網劇精品 IP 的儲備，有可能出爆款。17 年預計片單有《女人明白要趁早》和聊齋主題的電影，旗下首映時代的 17 年規劃包括：偏年輕題材的小說改編作品《飛火流星》和國內一線明星主演電影《暗暗喜歡的男孩》等，預計今年會有 1 至 2 部電影和 1 至 2 部電視劇。公司專案穩定，作品產量高。

風險提示：大盤下跌風險。

農業：泰國食糖補貼年內取消，國際糖價再提振

2017 年 2 月 21 日，泰國農業部官員宣佈，泰國將在年底前停止糖生產補貼和國內食糖價格管控。2015/16 榨季，根據 USDA 資料，泰國食糖產量 974 萬噸，出口 780 萬噸，占全球出口總量約 15%。我們認為取消補貼若如實落地，會大幅降低泰國制糖行業盈利水準，減少種植戶和壓榨廠的制糖積極性，為全球中長期食糖價格上行增添動力。

短期供需形勢向緊：國際、國內供需缺口仍存，印度新榨季或將由出口國變為進口國。農業部 2 月供需平衡表預測，我國 2016/17 榨季食糖產量為 990 萬噸，食糖消費 1500 萬噸，進口食糖仍將作為最重要的供應補充。根據印度官方預測，2016/17 年度印度食糖產量或將降至 2200 萬噸，印度政府可能提升國內糖價並促使重新允許免稅進口糖。ISO 最新預計 2016/17 榨季全球食糖庫存消費比將抵達 2010/11 年度以來最低位，國際食糖短期供需形勢趨緊。

商務部食糖貿易救濟調查持續醞釀，食糖進口稅率大概率將提高。2016 年 9 月 22 日，商務部啟動針對食糖行業的貿易救濟調查，按照調查程式，將於 2017 年 3 月 22 日前公告調查結果，若有特殊情況，可延後 2 個月。我們認為屆時食糖進口關稅將大概率將上調，或將大幅推高國內食糖價格中樞。

糖價上漲利好制糖板塊，南寧糖業和中糧糖業是主要受益標的。南寧糖業是制糖業務最單純的 A 股上市標的，具備最佳價格彈性。2015 年南糖食糖產量 50 萬噸，旗下並購基金近期收購英糖在廣西境內的 4 家糖廠，未來這部分資產也存在注入上市公司預期，注入完成後可實現整體食糖產量翻番。中糧糖業是中糧集團旗下的糖業整合平台，自 2013 年以來對集團糖業資產進行了一系列整合。近期，我們看到公司動作頻頻，對外收購糖廠，對內公司推出了股權激勵方案。中糧集團將公司作為集團糖業資產的整合平臺，未來或存在中糧集團海外糖廠注入和公司冗餘資產剝離的可能，業績釋放將更有保證。

風險提示：國內外政策面臨不確定性，食糖價格上漲不達預期。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮 閣

下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。