

摘要

CTA（Commodity Trading Advisor，商品交易顾问；策略层面常称"管理期货"Managed Futures）是全球另类投资中历史最久、实证最充分、也最容易被误读的一个品类。它不是"期货投机"，也不是"商品指数"，而是一种以期货、期权等保证金衍生品为工具，以趋势/动量、期限结构、套利等系统性信号为收益来源，以与传统股债低相关为配置价值的绝对收益资产。

截至2026年，全球CTA管理资产规模已超过4000亿美元，其中趋势跟踪类占据约75%、管理规模逾3000亿美元。而在中国，CTA类产品在整体资管市场中的占比仍不足0.2%，对比海外成熟市场超过5%的配置渗透率，差距本身就是空间。

本报告的核心判断是：CTA从来不是一个"买了就赚"的资产，它是一份需要持续支付保费的保险——在均值回归的市场里它反复止损、让人失去耐心，而在真正的危机和大型周期里，它往往是组合中唯一还在工作的那一块。理解这一点，比理解任何一个技术细节都重要。

同时，2025—2026年出现了两条足以改写行业叙事的变化，本报告将重点论述：

- 其一，主观压倒量化。2025年Barclay主观交易者指数录得+8.72%，同期系统性指数仅+1.66%；2026年1—8月国内主观CTA平均收益7.98%，量化CTA为5.89%，截至9月11日两者分别为+12.58%与+8.97%。在由政策单点冲击主导的市场里，价格信号的滞后正在被逻辑推理的前瞻性击败。
- 其二，拥挤成为系统性变量。2026年7月末，CTA在美债期货上建立了129万张净空头合约，为史上最高；据瑞银测算，10年期美债收益率每变动1个基点，CTA群体的盈亏敞口约3亿美元，是其自1990年编制该数据以来的最大值。策略的自我强化正在从"收益来源"变成"风险来源"。

第一部分 | 定义：CTA到底是什么

1.1 一个被严重混用的概念

在中文语境里，"CTA"至少被当成四种东西在使用：一个法律身份、一种策略、一个资产类别、一类产品。这四个层面的混淆，是绝大多数配置决策失误的起点。

| 层面 | 准确含义 | 常见误用 |

| --- | --- | --- |

| 法律身份 | 美国《商品交易法》（CEA）下的"商品交易顾问"，需在CFTC注册并成为NFA会员，受《1940年投资顾问法》部分豁免约束 | 把任何做期货的机构都叫CTA |

| 策略称谓 | Managed Futures（管理期货）：以系统性规则在期货/期权市场进行多空双向交易 | 把CTA等同于"趋势跟踪"（趋势只是其中最大一类） |

| 资产类别 | 与传统股债低相关的绝对收益风险溢价来源 | 把它当成"固收替代"或"年年正收益"的产品 |

产品形态	离岸基金、UCITS、'40 Act共同基金、ETF、私募基金专户	忽略同一策略在不同载体下的费率与容量差异
------	-----------------------------------	----------------------

本报告采用的定义：CTA（管理期货）是指以商品期货、金融期货（股指、国债）、外汇远期、利率衍生品为主要交易标的，以保证金交易为杠杆形式，以多空双向、系统化或半系统化规则为主要决策方式，以获取与传统资产低相关的绝对收益为目标的投资策略集合。

1.2 三个必须分清的邻居

国内投资者最容易把以下三者混为一谈，而它们的风险收益结构完全不同：

- | 维度 | CTA / 管理期货 | 商品指数基金 | 股票中性/套利 |
- | ---|---|---|---|
- | 收益来源 | 趋势、期限结构、套利、波动率（主动信号） | 商品市场Beta（被动持有） | 股票市场内部相对定价偏差 |
- | 仓位 | 多空双向、动态 | 单边做多、静态 | 多空对冲、近似市值为零 |
- | 是否需要趋势 | 是，没有趋势就反复止损 | 否，只需要Beta上行 | 否，依赖价差收敛 |
- | 杠杆 | 由保证金与波动率目标决定，通常1—4倍名义敞口 | 无杠杆或融资 | 由券源与保证金决定 |
- | 与股票相关性 | 长期低相关（0.1—0.3区间，不稳定） | 中等偏高 | 低（但受整体beta影响） |

波动特征	事件驱动、右偏	单边暴露、回撤深	平稳、但易拥挤
------	---------	----------	---------

这里有一条关键的业内共识：商品指数主要暴露于商品市场Beta，波动性高、回撤大，要求配置者具备较强的择时能力；而CTA依赖趋势捕捉与策略优化提供绝对收益，历史收益曲线更平稳持续，风险调整后收益更具吸引力。把两者混为一谈，是散户配置CTA最常见的入口错误。

1.3 中国语境下的特殊之处

在国内，CTA并非法定称谓，而是私募基金行业分类习惯中的"期货及衍生品策略"。不同数据机构的分类口径略有差异（有的称"管理期货"，有的纳入"期货及衍生品策略"），但通常在二级策略层面分为：

- 主观CTA：依赖投研人员对产业逻辑、供需平衡表、宏观政策的判断
- 量化CTA：以系统化信号为主，可按周期进一步分为短周期（持有1—5日）、中周期（5—20日）、长周期（1—6个月）
- 期权策略：以波动率交易、备兑、双卖等为主，常被归入广义CTA体系

需要特别指出的是，中国CTA的可交易标的与海外存在结构性差异。海外CTA的核心敞口高度集中于金融期货（利率、股指、外汇），而国内金融期货品种仅8个（沪深300 IF、上证50 IH、中证500 IC、中证1000 IM，以及国债2/5/10/30年期），商品期货82个。这意味着国内CTA在利率与外汇敞口上的缺失，使其分散化能力天然弱于全球同行，也导致国内CTA的收益来源更加集中于黑色、能化、有色、农产品这几条彼此相关性不低的产业链。

1.4 收益的四笔账：CTA到底靠什么赚钱

CTA的收益并非来自单一来源，而是四笔账的加总。理解这四笔账，是理解CTA业绩归因的前提：

第一笔：趋势/动量溢价（核心，贡献约60%—75%的波动贡献）即时间序列动量效应——资产过去12个月的正收益，预示着未来1个月仍有正收益。这不是玄学，而是被Moskowitz、Ooi、Pedersen（2012）在58种流动性期货合约上系统验证的现象（详见第四部分）。

第二笔：展期收益/现货溢价（Roll Yield）当期货曲线处于现货升水（backwardation）时，做多近月、滚动持有远期可以获得正的展期收益。这在实物商品（尤其能源、部分农产品）上是长期存在的结构性收益。反过来，在contango（期货升水）结构下，展期是持续的成本。

第三笔：相对价值与套利 跨期套利（同一品种不同月份）、跨品种套利（产业链上下游，如钢厂利润=螺纹钢-铁矿石-焦炭）、跨市场套利（境内外同品种，如沪金/伦金、沪油/布伦特）。这类收益与市场方向无关

，但容量极小，且随着参与者增多迅速衰减。

第四笔：波动率溢价 部分CTA通过卖出期权或做空波动率获取时间价值收益。这类收益曲线极其平滑，但尾部风险极大（"捡钢镚 Preferred Ice Skate"），需要极严格的风险预算。

一个容易被忽略的事实：在这四笔账里，第一笔贡献了绝大部分的收益弹性，但也贡献了绝大部分的回撤；第二、三笔贡献稳定性，但容量受限；第四笔提供现金流，但承担尾部风险。优秀的CTA管理人本质上是在这四笔账之间做风险预算的最优配置，而不是单纯追求某一笔的极值。

1.5 策略谱系：一张完整的地图

按四个正交维度刻画，CTA的全貌才不会失真。

维度一：按决策方式

- | 类型 | 决策依据 | 优势 | 劣势 |
- | ---|---|---|---|
- | 量化CTA | 价格、成交量、持仓、基本面数据 → 规则 | 纪律性强、可复制、容量大、不受情绪干扰 | 对结构性断点反应滞后；参数易过拟合 |
- | 主观CTA | 产业调研、供需平衡表、宏观推演 → 判断 | 前瞻性强、能处理样本外事件、单笔赔率高 | 不可复制到大规模；管理人风险集中 |

混合型	量化定仓位、主观定方向（或反之）	兼顾纪律与前瞻	权责边界模糊，容易两边都不占优
-----	------------------	---------	-----------------

维度二：按持仓周期

- | 周期 | 典型持有时 | 双边换手成本敏感度 | 容量 | 2026年国内表现特征 |
- | ---|---|---|---|---|
- | 隔夜/短周期 | 1—5个交易日 | 极高 | 小 | 极度依赖日内流动性，滑点是生死线 |
- | 中周期 | 5—20个交易日 | 高 | 中等 | 最拥挤的赛道，同质化严重 |

长周期	1—6个月	中	大	最能吃到"大趋势"，也最容易在反转时不肯认错
-----	-------	---	---	------------------------

维度三：按信号源

- | 信号类型 | 核心逻辑 | 适用环境 |
- | ---|---|---|
- | 时间序列趋势 | 跟随自身涨/跌方向做多/做空 | 宏观驱动的单边行情 |
- | 反趋势/均值回归 | 超涨超跌后回归 | 震荡区间，且需严格止损 |
- | 截面动量/多空 | 品种间强弱排序，做多强、做空弱 | 板块分化期 |
- | 期限结构 | 依据升贴水结构定多空 | 现货驱动的商品市场 |
- | 基本面量化 | 库存、开工率、盘面利润、基差 | 供给端扰动驱动的行市 |

套利	价差收敛	容量小，与方向无关
----	------	-----------

维度四：按交易标的分层 商品（能源、金属、农产品、黑色、能化）→ 金融期货（股指、国债）→ 外汇 → 利率 → 加密资产 → 天气/航运指数/碳排放（新兴品类）。境外CTA通常在四大类中均衡配置（约各占20%—30%），而国内CTA高度集中于商品端。

第二部分 | 历史：七十年，四条主线

2.1 萌芽期（1948—1969）：一个人和一张手绘价格图

CTA行业公认的起点在1948年（部分资料记为1949年）。亚美尼亚裔美国人理查德·达武德·唐奇安（Richard Davoud Donchian）在这一年创立了Futures, Inc.，这是美国第一只公开发售的、基于预设买卖规则运作的商品基金。

唐奇安的经历本身就是一个关于耐心的故事：他1905年9月生于康涅狄格州哈特福德，1928年从耶鲁大学经济学系毕业后进入家族地毯生意，因读到《股票作手回忆录》而对金融市场产生兴趣，并在1929年大崩盘中遭受亏损后转向技术分析研究。二战期间他参与了西西里岛登陆，并在五角大楼担任空军统计控制官；战后重回投资领域。

从1930年代开始画图，到动作产生实质性回报，中间隔了42年。唐奇安66岁时（约1970年代初），他的系统才开始产出他一直坚信的结果；到1982年《福布斯》报道他时，他在Shearson/American Express管理着约2700万美元，每年收取近100万美元的管理与佣金收入。他于1993年4月24日去世。

唐奇安留给行业的方法论遗产是具体的、至今仍在使用的：唐奇安通道（Donchian Channels）——价格突破近N期高点做多、跌破近N期低点做空；以移动平均线作为出场判据；以及最根本的一条原则——不要预测价格将走向何方，而是识别已经在运行的趋势并上它；让规则而不是情绪决定进出场。

这一时期的关键词是"手工作业"。没有计算机、没有电子表格，交易者靠纸带手工绘制价格图、识别信号、再打电话给经纪人下单。

2.2 英雄时代（1970—1989）：布雷顿森林瓦解与海龟赌局

1971年布雷顿森林体系瓦解，固定汇率转向浮动汇率；1973年与1979年两次石油危机引发商品大通胀。这两件事共同创造了CTA生存的第一片沃土：波动率上升 + 单向趋势 + 跨境定价割裂。

这一时期涌现的先驱者构成了CTA行业的奠基谱系：

| 人物/机构 | 时间 | 贡献 |

| --- | --- | --- |

| Bill Dunn（Dunn Capital Management） | 1974 | 行业内历史最悠久的系统化趋势跟踪机构之一 |

| John W. Henry（John W. Henry & Co.） | 1981 |

纯系统化多资产趋势跟踪；后成为波士顿红袜队与利物浦足球俱乐部主要股东 |

| Larry Hite（Mint Investment Management） | 1981 |

提出"斩断亏损、让利润奔跑"的纪律化本金管理；1980年代复合回报率业内顶尖 |

| Ed Seykota | 1970年代 | Trendtrack系统；将计算机引入商品交易的早期实践者 |

Louis Bacon（Moore Capital）	1989	从期货趋势向全球宏观扩展的代表
----------------------------	------	-----------------

海龟实验（1983—1987）是这一时代最重要的公共事件。期货交易员Richard

Dennis认为交易可以被教授，其合伙人William Eckhardt认为更多依赖天赋，两人打赌验证。1983年底至1984

年初，他们在《华尔街日报》刊登招募广告，上千人应聘，80人到芝加哥面试，最终选定约二十余名背景各异的学员进行两周培训，每人授予一个10万美元的真实账户。

结果支持了Dennis：在四年训练期内，绝大多数实现盈利，年均复合回报率约在翻倍量级，最成功者四年为Dennis赚取约3150万美元。实验真正证明的不是某一套指标有效，而是三条更本质的东西：

1. 明确的规则优于临场判断
2. 资金管理（仓位与止损）贡献了绝大部分成功
3. 一致性执行是系统能否兑现的唯一变量

1987年10月的"黑色星期一"是CTA第一次向机构世界展示"危机阿尔法"。当全球股票市场崩塌时，持有多头头寸的股票基金血流成河，而做空股指期货、做多债券的CTA录得两位数正收益。这次演示奠定了CTA此后三十年在机构组合中的合法地位。

2.3 机构化与黄金时代（1990—2013）：三条暗线的合流

这一时期CTA从"一群传奇交易员"变成"一个成熟资产类别"，背后是三条暗线的合流。

第一条暗线：欧洲量化派的崛起。1977年成立的AHL（名称取自三位创始人姓氏首字母）代表了比美国同行更彻底的工程师文化。一家英国上市资产管理集团于1989年与其建立合资关系，并在2000年完成全面收购，由此开启了CTA的机构化时代。此后，AHL的创始团队成员又分别在1997年前后另行创立了若干家至今仍是行业标杆的趋势跟踪机构。这批机构把CTA从"交易系统"升级为"风险工厂"——波动率目标、多周期组合、跨品种分散成为标准配置。

第二条暗线：交易执行的电子化。1997年CME推出E-mini标普500期货并在Globex电子平台交易，彻底绕开公开喊价大厅。这意味着一个系统不仅能算出订单应该放在哪里，还能在无人介入的情况下把订单直接发送到交易所。这是系统化交易在现代意义上完成全自动的时刻。

第三条暗线：两次危机验证了配置价值。2000—2002年科网泡沫破灭期间CTA逆势获利；2008年金融危机期间，在几乎所有资产类别（甚至包括大多数对冲基金策略）同步崩塌的环境下，CTA是极少数录得正收益的策略。这两次事件驱动管理资产规模从千亿美元级别跃升至2013年前后的约3500亿美元峰值区间。

2.4 寒冬、重生与当下（2014—2026）：十年轮回

2014—2019是CTA的低谷。量化宽松、极低的波动率环境、央行频繁的政策干预，共同制造了"趋势永远被打断"的市场。CTA在这一时期经历长期零收益到负收益：2018年Barclay CTA指数录得-3.17%，为近十年的显著负收益年份之一。资金大规模赎回，多家头部机构裁员、转型，整个行业的叙事从"危机阿尔法"变成"已被量化吞噬"。

2020年疫情提供了教科书式的双向演示。3月流动性危机中，风险资产无差别抛售，此前建立的趋势头寸被巨幅止损，CTA短期严重亏损；随后系统迅速翻转至做空并在随后的暴跌中获利。全年Barclay CTA指数仍录得+5.43%。这一年的教训极其珍贵：CTA不是股票的镜像，它是"已经确立的趋势"的镜像——在趋势确立之前的那一段，它和股票一起亏钱。

2021—2022：通胀回归让趋势跟踪重生。2022年是CTA名副其实的史诗年份，俄乌冲突、能源转型、供应链重构、四十年来最猛烈的通胀，共同创造了跨资产的持续单向行情。Barclay CTA指数全年录得+7.13%。需要留意的是，指数口径（等权、包含大量中小管理人）显著低估了头部趋势基金的当年表现，不同指数与不同管理人组合之间的分化极为悬殊。

2023—2024：又一次平台期。2023年Barclay CTA指数录得-0.39%，2024年回升至+3.45%。

2025：政策断点主导的"弹簧市"。2025年4月，美国关税政策导致权益、能源、金属、债券市场剧烈反转，出现历史上罕见的低相关性资产短期联动（股/债/汇/商多类别同向波动），导致量化CTA赖以生存的跨资产分散化失效。SG CTA指数截至8月22日累计下跌6.26%，更纯粹的SG Trend Index同期下跌7.77%。但下半年市场重新走出趋势，指数连续五个月上涨，最终Barclay CTA指数全年收盘在+3.10%。

2026：拥挤与通胀粘性。2026年5月，10年期美债收益率一度升至4.6%以上，创一年多高位；30年期美债收益率维持在5.25%附近，为2007年以来最高水平。到7月末，趋势跟踪基金与杠杆投资者在美国国债期货上建立了129万张净空头合约，为史上最高规模，空头分布于收益率曲线多个到期段。据瑞银策略师测算，10年期美债收益率每变动1个基点，CTA群体的盈亏敞口约3亿美元，是瑞银自1990年开始追踪该数据以来的最高水平。

瑞银美国利率策略主管的表述点出了当前的核心风险："进一步增加空头仓位的空间已经不大，风险显然是不对称的。"

第三部分 | 中国CTA：从零到一的十年

3.1 五个阶段

阶段	时间	关键事件	CTA生态特征
破土	2010—2013	沪深300股指期货（IF）2010年4月上市	金融期货单腿起步，参与者以券商、期货公司自营为主
立牌	2014—2015	私募基金管理人登记备案制度落地；上证50(IH)、中证500(IC)股指期货上市	私募成为CTA第一大载体，量化私募开始涌现
受挫	2015—2018	2015年股灾后股指期货交易受限	股指CTA被迫熄火，资金大规模转向商品CTA，形成独特的"单腿走路"格局
爆发	2019—2022	股指期货逐步恢复正常化；商品超级周期；《期货和衍生品法》立法推进	CTA成为私募行业现象级产品，头部量化私募管理规模快速扩张

分化	2023至今	2023—2024震荡平台期；2025—2026政策与地缘驱动回暖	主观与量化分野加剧，机构资金开始成为增量主力
----	--------	-----------------------------------	------------------------

2015年之后股指期货受限这一段历史，是理解中国CTA独特性的钥匙。由于失去了最重要的金融期货敞口，中国CTA被迫在商品领域做深做透，反而发展出海外同行不具备的能力：对产业链细节、现货基差、库存周期、区域升贴水的深度建模。这与海外CTA以宏观/价格信号为主、较少触及产业细节的形态形成了鲜明对比。如今，这一"被迫积累的能力"正成为中国本土CTA难以被外资复制的竞争壁垒。

3.2 基础设施：三千年未有之工具供给

截至2026年9月10日，中国期货市场已上市的期货、期权品种共达171个：

分类	期货	期权	小计
商品类	82	68	150

| 金融类 | 8 | 12 | 20 |

| 指数类 | 1 (集运指数 (欧线) 期货) | — | 1 |

合计	91	80	171
----	----	----	-----

(注：不同机构统计口径存在细微差异，另有"全市场170个品种，其中期货91个、期权79个"的口径。)

其他关键基础设施指标：

- 双覆盖深化：已有68个品种实现"期货+期权"双覆盖，风险管理的精细化程度大幅提升
- 成交规模：2025年全市场成交量91亿手，成交额766万亿元；自2009年起商品期货成交量连续多年位居世界第一
- 机构参与度：2026年上半年大商所期货期权累计成交16.8亿手，同比增长35.8%；日均持仓量1944万手，同比增长11.6%；机构客户成交、持仓占比双双突破20%
- 期权提速：2026年上半年大商所期权日均成交282万手，同比增长68%，占标的期货成交量的25%
- 对外开放：合格境外投资者可交易品种扩容至27个（大商所口径）
- 法治框架：已形成以《中华人民共和国期货和衍生品法》（2022年8月1日施行）为统领，以《期货交易管理条例》及规章规范性文件为具体规范，以交易所与行业协会自律规则为补充的法规体系；2026年5月发布《衍生品交易监督管理办法（试行）》，进一步明晰了证券公司等机构开展衍生品业务的合规边界

3.3 中外对照：0.2% 对 5%

| 指标 | 中国 | 海外成熟市场 |

| --- | --- | --- |

| CTA占资管市场比重 | 不足0.2% | 约5%以上 |

| CTA总体管理规模 | 数千亿元人民币量级 | 约3600亿美元（CTA口径） / 超4000亿美元（宽口径） |

| 场外衍生品、期权等工具的丰富度 | 相对不足 | 高度丰富 |

| 可交易资产敞口 | 商品为主、金融期货有限、外汇基本缺失 | 商品、利率、股指、外汇全覆盖 |

| 单一管理人规模上限 | 数百亿元人民币量级 | 百亿至千亿美元级别 |

资金来源	高净值个人为主，机构资金占比上升中	养老金、捐赠基金、主权财富基金主导
------	-------------------	-------------------

这组对照就是中国CTA未来十年最实在的空间。但把0.2%变成5%的障碍并不在需求端，而在供给端：品种与工具不足、机构资金参与的制度限制、以及单品种容量对策略规模的天花板约束。

3.4 当下表现：2026年是CTA的"回归年"

2026年下半年的国内CTA表现极为亮眼。私募排排网数据显示：

| 指标 | 数据 | 时点 | 状态 |

| --- | --- | --- | --- |

| 期货及衍生品策略年内平均收益 | 5.95%，居私募五大策略首位 | 2026年1—8月 | |

| 主观CTA年内平均收益 | 7.98%，居子策略首位 | 2026年1—8月 | |

| 量化CTA年内平均收益 | 5.89%，正收益占比72.56% | 2026年1—8月 | |

| 主观CTA年内收益 | 12.58%，居所有二级策略第一 | 截至2026年9月11日 |

| 量化CTA年内收益 | 8.97%，居所有二级策略第四 | 截至2026年9月11日 |

量化CTA回撤	约9%，低于主观CTA	2026年内	
---------	-------------	--------	--

分品种看，7月中旬以来除股指期货表现稍逊外，贵金属、原油、农产品多个品种同时走出趋势，且定价驱动因素明显分散。持仓百分位数据揭示了这一轮行情的广度：贵金属从2.29%的低位升至100%，有色从19.43%升至74.86%，农产品最新也达100%，能化、工业品、黑色分布在70%—90%之间。

市场的叙事由此从上半年的"少数品种里反复止损"，切换到了下半年的"多个品种同时有趋势可做"。

但也必须给出风险提示：持仓百分位上升一方面改善了流动性与交易深度，为策略提供了更充裕的轮动空间；另一方面也意味着部分品种年内的交易拥挤度显著抬升，短期波动与回撤风险不可忽视。

长期视角：量化CTA策略过去10年的年化收益率约为11.43%，与传统股债资产保持低相关性，在组合中持续发挥着配置分散化与风险对冲价值。

第四部分 | 理论基石：CTA凭什么能赚钱

如果说前三个部分是现象，这一部分回答的是"为什么"。CTA的学术基础在过去十五年得到了前所未有的夯实，其证据链条之完整，在整个量化投资领域都属罕见。

4.1 时间序列动量：一切的起点

Moskowitz, Ooi & Pedersen (2012), 《Time Series Momentum》, Journal of Financial Economics

这是CTA最重要的理论文献。三位作者检验了58种流动性期货合约（覆盖股票指数、债券、货币、商品四大类），样本期为1985—2009年，核心发现如下：

- 信号形式：过去12个月收益为正则做多，为负则做空或空仓（通常跳过最近1个月以避免微观结构噪声）
- 组合夏普比率约1.28，显著高于同期同宇宙买入持有的0.38
- 在几乎每一个资产类别上都取得统计显著的正收益，且这种效应独立于传统的截面动量
- 在1987、1998、2008等市场危机中表现尤为突出——这是"危机阿尔法"的统计学证据

关键之处不在于"追涨杀跌"这个现象本身（这早已是交易常识），而在于：这种收益无法被标准的资产定价因子解释，它被证明是一个独立的风险溢价来源，而不是某种未被发现的因子暴露。

4.2 一个世纪的证据：效应不会消失

Hurst, Ooi & Pedersen (2017), 《A Century of Evidence on Trend-Following Investing》, Journal of Portfolio Management

如果说Moskowitz的回答是"动量存在"，那么Hurst等人的回答是"动量一直存在"。

- 数据回溯至1880年，覆盖67个市场、137年
- 跨越衰退期，每一个十年都为正收益，包括大萧条、二战、布雷顿森林体系时代、1970年代滞胀、科网泡沫、全球金融危机
- 对趋势的各种定义方式（不同回看窗口、不同资产权重）都保持稳健

这条证据的经济含义极其重要：如果一个策略能在这137年的每一个十年中都赚钱，那么把它归因为"样本内巧合"或"特定制度环境"就不成立了。趋势溢价看起来是市场如何处理信息、机构约束如何塑造价格动态的

深层结构特征。

更进一步，Lemperiere等人（2014，法国CFM）把证据推到了两个世纪、横跨多个大陆与资产类别，同样确认了盈利性。

4.3 危机阿尔法：一个被过度消费的术语

"危机阿尔法"（Crisis Alpha）由Fung & Hsieh（2001）在《Review of Financial Studies》上提出，用以描述管理期货在股票市场极端下跌时期仍能产生正收益的属性。

这个概念在2008年被彻底神化，但需要在当下做三点重要的降噪：

- 1. 它不是"股票下跌就赚钱"，而是"已经确立的下跌趋势中赚钱"。
2020年3月、2025年4月都出现过"股票崩了、CTA也亏"的情形 —— 因为趋势信号的形成需要时间，而危机往往从一天的跳空开始。
- 2. 它的价值不在于危机当月赚多少，而在于危机后不需要先填坑再出发。
股票基金从回撤中恢复需要先涨回前高，CTA若在危机中持平或小赚，复利差异巨大。
- 3. 它是有成本的。在非危机的震荡年份里反复止损，就是为这份保险支付的保费。2014—2019、2023—2024都属于典型付费期。

这里给一组可信的决策依据：趋势跟踪策略在1980年以来的十次主要市场危机中，有八次录得正收益。8/10 —— 这个比例的说服力在于它足够好但不完美，正好符合保险的隐喻。

4.4 反面证据：什么时候CTA一定亏钱

学术界对CTA失效条件的研究同样充分，这部分更值得配置者下功夫：

| 失效环境 | 机理 | 典型案例 |

| ---|---|---|

| 均值回归市场 | 价格涨一点就回落、跌一点就反弹，趋势信号反复止损 | 2014—2019；2023—2024；2025上半年 |

| 政策断点 | 单点政策消息改变价格逻辑，历史价格失去预测力 | 2025年4月关税冲击 |

| 跨资产相关性失效 | 分散化的前提是资产不同向；all-correlated环境下组合不再平滑 | 2025年4月股债汇商同向 |

| 动量崩塌 | Daniel & Moskowitz（2016）指出截面动量最差月份集中在市场拐点，因坏资产（被做空的一方）剧烈反弹 —— 2009年多空组合数月内亏损约73% | 2009年 |

拥挤平仓	同质化头寸自我强化到极值后，反向波动触发踩踏	2026年美债空头（风险正在累积）
------	------------------------	-------------------

一个在本轮周期中被反复验证的核心洞察：

趋势跟踪在由"现金流新闻"（cash-flow news，即基本面缓慢兑现）驱动的市场中有效，在被"贴现率新闻"（discount-rate news，即央行表态、政策转向）主导的市场中失效。

原因在于：现金流驱动的价格变化是渐进的、有惯性的；政策与贴现率驱动的价格变化是跳跃的、均值回归的。2025年上半年的困境，本质上就是特朗普关税政策把整个市场改造成了"一句话决定方向"的跳跃式市

场。

4.5 为什么配它：组合层面的数学

CTA在组合中的价值不能单看收益率，要看它对组合有效前沿的改善：

- 相关性：时间序列动量与传统资产类别的相关性从低到负
- 不稳定性：这种相关性并非常数——在股票长期牛市且与股票低相关的阶段收益有限，在危机中相关性为负且收益显著。配置者要买的是这条"相关性随时可变"的非线性，而不是一个恒定的负相关。
- 配置比例：业内常见的战术配置区间在组合的5%—20%（取决于是否已有债券、黄金等其他分散源），过度配置会放大付费期的痛苦

一个务实的判断框架：如果你的组合是60/40，CTA的边际贡献主要来自危机保护；如果你的组合已经高度分散（含黄金、crypto、REITs等），CTA的边际贡献会显著下降。

配置价值取决于你缺什么，而不是CTA本身有多好。

第五部分 | 主流格局：今天的钱怎么投

5.1 规模与结构

| 指标 | 数值 | 口径/时点 |

| --- | --- | --- |

| 全球CTA管理资产规模 | 超过4000亿美元 | 2026年，市场估算 |

| 其中趋势跟踪 | 约3000亿美元以上 | 约占CTA程序的75% |

| 另一口径 | 约3600亿美元、占资管市场超5% | 2026年国内期货公司半年报引用 |

Barclay CTA指数成分	356个CTA程序	2025年，等权、年初再平衡
-----------------	-----------	----------------

口径说明：CTA的行业规模统计长期存在"母基金 vs 子基金"、"是否含 '40 Act 基金/ETF'"、"是否含管理费放款"等多种分歧，不同来源相差可达20%—30%。引用时应以口径优先，避免跨口径比较。

5.2 玩家分层

第一梯队：欧洲系量化巨头 以若干家成立于上世纪九十年代前后、实盘历史超过二十年的欧洲系机构为代表。其特征是把CTA从"交易系统"升级为"风险工厂"——客户以养老金与主权财富基金为主，规模效应使得马太效应已经高度固化。

第二梯队：美国跨界量化 特征是学术能力强、产品线横跨股票与期货，且往往是趋势跟踪领域核心理论文献的产出方。时间序列动量与百年证据这两篇关键论文的作者均主要出自这一群体。

第三梯队：专业精品店 管理规模不大但单一策略锐度高，在特定年份常能出现在行业榜单前列。这类机构的收益分布极度右偏，可持续性整体弱于制度化平台。

第四梯队：产品化载体 共同基金与交易所交易基金（ETF）的快速扩张，正在改写行业形态。

说明：本节对不同梯队的特征描述仅为理解行业结构之用，不构成对任何具体管理人的评价或推荐。

中国参与者呈三分格局：

- 期货公司资管：部分坚持"无通道、纯自主管理"路线的机构已积累十年以上的CTA自主策略实盘业绩，其资管规模在2026年上半年录得四成以上的半年增幅，构成行业内难以短期复制的能力壁垒
- 量化私募（策略迭代快、产品线全，是当前国内CTA的主要供给者）
- 券商自营/FICC与资管配置（增量最快的一支）

5.3 最重要的结构性变化：产品形态的革命

过去五年，CTA行业最大的变化不在策略本身，而在载体。传统上CTA只以离岸私募基金形式存在（2/20费率、月度赎回、百万美元起投），而现在：

| 载体 | 投资门槛 | 费率区间 | 可获得性 |

| --- | --- | --- | --- |

| 离岸私募基金 | 通常百万美元起 | 传统风格费率，压缩趋势明显 | 面向合格机构与高净值投资者 |

| '40 Act 共同基金 | 通常数千美元 | 毛费率约2%—3.4%，合约补偿后约1.5% | 面向零售合格投资者 |

| 交易所交易基金（ETF） | 一份份额起 | 约0.65%—0.85% | 门槛最低、可日内交易 |

UCITS 基金	视发售国而定	通常低于离岸私募	面向欧洲及其他非美投资者
----------	--------	----------	--------------

头部管理期货ETF的单只规模已达数十亿美元量级，头部共同基金亦处于十亿至数十亿美元区间。

关键数据：截至2026年年中，管理期货ETF在美国所有另类ETF品类中，无论是总管理规模还是三个月资金流，均位列第一。

这意味着什么？三条推论：

1. 费率崩塌不可逆。
从2/20到0.75%的管理费，中间隔着整整一个数量级。传统CTA管理人的定价能力正在被结构性削弱。
2. Beta化与Alpha分离。ETF提供的是"趋势跟踪Beta"（通常是复制头寸或被动跟踪），而Alpha留存在私募端。这会逐渐形成"便宜的Beta给散户、昂贵的Alpha给机构"的分层。
3. 拥挤度上升。更多同质化的钱追同一批信号，趋势的自我强化会更猛烈，随之而来的反转也更惨烈。这与第六部分要讲的2026年美债空头风险直接相关。

值得注意的是分化的另一面：截至2026年中，同一品类的不同ETF产品在近一年回报上出现了显著分化，部分产品的年内收益甚至录得负值。同一品类内部，不同实现方式的短期结果可以截然不同——这提醒投资者：即使是透明度最高的ETF，其底层依旧是策略Beta，而非宽基指数。

第六部分 | 技术演进：策略的工程学

业界有一句被反复验证的话：在CTA里，仓位管理比信号重要，交易成本比仓位管理更重要。一个平庸的信号配上优秀的仓位管理，长期大概率活下来；一个优秀的信号配上糟糕的成本控制，任何回撤都能致命。

6.1 仓位管理：真正的护城河

波动率目标（Volatility Targeting）这是现代CTA最核心的技术。核心公式是：

目标仓位

 $\propto$

目标风险预算

 $\div$

资产近期波动率

具体实施上，用真实波幅（True Range）、ATR或EWMA协方差估计波动率，再据此反向调整合约数。它的意义在于：让每一个头寸对组合贡献大致相等的风险，避免某个高波动品种（如纯碱、碳酸锂）或某个低波动品种（如玉米、国债）主导组合的风险。

多时间尺度组合 专业CTA从不运行单一参数的系统，而是同时运行1个月、3个月、6个月、12个月等多个回看窗口的参数族，再做加权平均。这样做的效果是：任何一个参数组合在特定市场中的失效都不会摧毁组合。

组合层的分散架构

- 品种层：单一品种暴露上限（通常不超过组合风险的2%—5%）
- 板块层：能源、金属、农产品、金融期货的预算分配（通常按等风险而非等资金）
- 因子层：用PCA等方法提取跨品种的隐含风险因子（如"全球增长"、"美元流动性"、"中国地产"），并在因子层做分散

6.2 交易成本工程

这是区分"回测好看"与"实盘能赚"的分水岭。

- 成本模型内置：把每笔交易的手续费、滑点、冲击成本计入信号本身的盈亏计算
 - 交易执行的节律控制：避免在同一交易日集中调整大量品种
 - 执行算法：TWAP/VWAP/冰山单，以及针对国内盘口特点的自定义算法
 - 容量与交易的矛盾：规模上升 -> 单笔冲击成本上升 -> 必须延长持有时 -> 容量受限于波动率而非资金
- 一个被严重低估的事实：国内CTA的容量天花板很大程度上不是策略能力，而是品种深度。
- 当一个管理人在螺纹钢上的持仓占到该品种持仓的百分之几时，它的进出场就不再是"执行"，而是"事件"。

6.3 机器学习：落地在哪里才有效

过去十年，行业对ML的态度经历了"崇拜 -> 幻灭 -> 务实"三阶段：

应用方向 有效性 说明
--- --- ---
用ML预测收益 低 信噪比极低（金融数据信噪比普遍低于0.1），极易过拟合到历史噪声
用ML做特征/状态识别 中 例如识别当前处于"趋势态"还是"震荡态"，用于动态切换参数
用ML做组合与权重 高 高维协方差估计、层次风险平价、非线性相关性建模

用ML做执行	高	强化学习做订单拆分与择时，效果实在且可度量
--------	---	-----------------------

国内实证：2025年机器学习预测类策略的夏普比率约1.18，为组合带来了独特的收益贡献。这个数字值得肯定，但也要放在"预测类策略本身波动大、且高度依赖特征工程"的语境下看待。

一个务实的判断原则：凡是能用简单规则解释的部分，就用简单规则；把ML留给它真正有比较优势的地方——高维非线性结构。

6.4 数据维度：从价格到基本面量化

国内CTA在数据源上的演进，是过去五年最具中国特色的部分：

- 传统量价：价格、成交量、持仓量、基差（最拥挤，衰减最快）
- 产业链数据：开工率、库存、产量、进口量、下游订单（中等拥挤）
- 另类数据：卫星影像（港口、油田、园区夜光）、船舶AIS轨迹、招聘数据、税务发票（低拥挤，但成本高）
- 文本与事件：政策文件、新闻、交易所公告的情绪打分

2025年的国内实证很有参考价值：基本面策略结束了近两年的净值蛰伏，夏普比率与卡玛比率双双超过1；期限基差（期限结构）策略净值稳健，仍是CTA策略的重要组成部分。这两类非纯量价信号的回归，本质上是在为纯量价信号日益拥挤买单。

6.5 风控：三层刹车

优秀的CTA管理人有明确的三层刹车机制：

1. 信号层：止损（如ATR止损、百分比止损、时间止损）
2. 组合层：总杠杆上限、单板块风险预算、净值回撤触发的仓位缩减（"回撤刹车"）
3. 极端层：基于波动率突变/政策事件的快速降仓，以及针对流动性枯竭的应急预案

第二层的"回撤刹车"是最容易被忽视、也最能决定生死的环节：它在低位减少敞口（可能踏空反弹），但在高位保护了本金——长期看，它换来的是策略在下一个大趋势来临时还活着。

第七部分 | 发展趋势：未来五年的八条线索

趋势一：叙事正从"危机阿尔法"转向"全天候收益"

"危机阿尔法"这个营销概念正在被重新审视。2020年3月、2025年4月的两次事件都证明了它并不无条件成立。新的、更准确的叙事是：CTA是一份针对"大型趋势"的保险——它为每一次大型趋势付费参与，并在趋势不出现时持续支付小额保费。

这会改变配置者的行为方式：从"危机来了就有救"的侥幸心理，转向"我需要定期支付这笔费用"的预算思维。

趋势二：主观与量化的再平衡（当前最值得关注的一条）

这是近两年最重要、也最反直觉的变化。

| 指标 | 主观 | 量化 | 差距 |

| --- | --- | --- | --- |

| 2025年 Barclay指数（海外） | Discretionary +8.72% | Systematic +1.66% | 主观领先7个百分点 |

| 2026年1—8月（国内） | 主观CTA 7.98% | 量化CTA 5.89% | 主观领先2个百分点 |

2026年截至9月11日（国内）	主观CTA +12.58%（二级策略第1）	量化CTA +8.97%（第4）	主观领先3.6个百分点
------------------	--------------------------	------------------	-------------

虽然海外仅凭一年数据还不足以推翻二十年的长期格局，但国内2026年1—8月与1—9月两个时点均显示主观领先，加上海外2025年的同一方向，这不是随机噪声。

背后的机制是清晰的：

在由"现金流新闻"驱动的市场（需求、供给、库存缓慢变化）里，价格信号滞后但有效，量化占优；在由"政策单点冲击"驱动的市场（关税、战争、限产、突发事件）里，价格的预测力被摧毁，而逻辑推演的前瞻性胜出，主观占优。

2026年下半年的国内市场正是典型案例：7月底以来的黄金（美元走弱）、能化（地缘冲突）、农产品（减产预期），都是"逻辑先清晰、价格后跟上"。主观管理人靠基本面研究找确定性，能在趋势被价格信号确认之前提前布局——这在纯价格信号体系下是做不到的。

同时不应忽略代价：主观CTA今年7月、9月以来的调整也更剧烈（均值分别为-4.27%、-2.14%），且有业绩展示的主观CTA产品仅215只——主观CTA极度依赖管理人能力，可复制性与规模天花板都远弱于量化。

判断：未来五年最可能的形态不是主观取代量化，而是混合化——用主观判断约束方向，用量化系统管理仓位与止损；以及产品线层面的分化：机构资金倾向"量化打底+主观增强"的组合配置。

趋势三：ETF化、零售化与费率崩塌

管理期货ETF已成美国另类ETF中规模与三个月资金流双料第一（截至2026年年中）。三大后果：

1. 费率不可逆下行：从2/20到0.65%—0.85%，且主流共同基金也在把毛费率通过合同约定补偿到1.5%左右；
2. 策略Beta与Alpha分离：ETF卖的是趋势Beta，私募留的是Alpha，两者长期走势会显著分化；
3. 散户化带来的顺周期性：零售资金比机构资金更追涨杀跌，这会放大CTA本身的业绩周期波动——在好年份推高规模（从而压低未来收益），在差年份加速赎回（迫使管理人在最差的时点平仓）。

这是一条对投资者既是机会也是陷阱的趋势：机会在于门槛与费率大幅下降；陷阱在于，最容易买到的东西往往是最拥挤的东西。

趋势四：拥挤度成为系统性风险变量

2026年7月末的数据已经把这个问题摆到台面上：

- CTA与杠杆投资者在美债期货上持有129万张净空头合约，为史上最高
- 空头分布在收益率曲线的多个到期段，而非集中单一期限
- 瑞银测算：10年期美债收益率每变动1个基点，CTA群体盈亏约3亿美元，为1990年有数据以来最大敞口

这构成了一个自我强化的负反馈环：价格上涨/下跌 → 信号强化 → 更多同向资金 → 价格进一步同向 → 信号进一步强化。当足够多的钱追随同一套信号时，CTA从"趋势的发现者"变成了"趋势的制造者"——而这正是反转风险的来源。

瑞银的判断直白而准确："进一步增加空头仓位的空间已经不大，风险显然是不对称的。"

拥挤度指标（持仓百分位、拥挤度评分、CFTC持仓结构）正在从"辅助参考"升级为"核心风控变量"。

国内数据显示，2026年7月中旬以来贵金属持仓百分位已从2.29%升至100%，农产品也达100%——这类信号需要被纳为主动减仓的触发条件，而非事后解释。

趋势五：多资产融合与策略边界模糊

CTA与以下领域的边界正在快速消融：

- CTA + 期权：用期权替代期货表达方向性观点，同时卖出波动率增强收益
- CTA + 股票多头：同一套趋势信号同时作用于期货与个股/ETF，形成"全天候多头"

- CTA + 加密资产：BTC/ETH期货提供高波动、24小时连续交易的新趋势源（注意：Barclay加密货币交易者指数2025年录得-12.32%，波动极大）
- CTA + 波动率策略：把VIX类产品的趋势信号纳入统一框架

趋势六：AI与另类数据的务实化落地

LLM/大模型在CTA中最有前景的落点不是"预测价格"，而是：

- 从政策文本、新闻、公告中结构化提取事件因子（远比情感打分有效）
- 把研报、电话会等非结构化信息转成可回测的量化特征
- 加速研究员的信息处理半径，把主观判断的效率提升一个数量级

诚实的边界：任何引入ML的环节，都必须通过"样本外 + 交易成本 + 参数敏感性"三重检验，否则只是在优雅地过拟合。

趋势七：中国市场的三重未兑现空间

| 空间 | 现状 | 增长点 | 判断 |

| --- | --- | --- | --- |

| 品种工具 | 171个品种，68个实现期现双覆盖 |

期权加速上市（2026年9月单月新增4个）；系列期权实现"月月有到期" | 持续改善 |

| 机构参与 | 大商所机构成交/持仓占比刚突破20% |

券商自营、保险、养老金入市；《衍生品交易监督管理办法（试行）》明确合规定界 | 增量主力 |

配置渗透	CTA占资管市场不足0.2%，海外超5%	银行理财、FOF、家办的标准化配置需求	最大空间
------	----------------------	---------------------	------

同时必须看清约束：缺少成熟的外汇与离岸利率敞口、单品种深度有限、以及国内品种高度集中于工业品——这三点是国内CTA短期内难以追赶海外同行的结构性短板。

趋势八：能源转型重构商品的beta结构

这是一个更长周期的变量：绿色转型正在把商品市场的重心从"周期性需求"（地产、基建）转向"结构性需求"（电网、电池、光伏组件）。具体到CTA层面：

- 受益品种：铜、铝、锂、镍、白银等绿色金属；电力相关品种
- 衰落品种：与化石燃料高度绑定的部分品种长期需求曲线走平
- 新趋势源：碳排放权、电力期货、绿色溢价基差

这意味着商品之间的相关性矩阵将发生结构性变化，历史协方差的预测力下降——对于依赖风险平价的CTA而言，这是需要持续重估的底层假设。

第八部分 | 给配置者的实践清单

8.1 尽调的七个维度

| # | 维度 | 关键问题 | 红旗信号 |

|---|---|---|---|

| 1 | 实盘年限 | 是否跨越至少一个完整的"好/坏周期"（建议 ≥ 5 年实盘，且包含2018、2023这类困难年份） | 只有2021—2022的漂亮净值 |

| 2 | 规模与容量的匹配 | AUM占可交易品种持仓的比例；单品种容量测算 | AUM快速增长但策略未调整持有时期 |

| 3 | 集中度 | 单品种/单板块/单信号源的最大风险贡献占比 | 收益高度依赖1—2个品种 |

| 4 | 磨损 | 年化换手、手续费占毛收益比例、实际滑点 vs 模型假设 | 回测假设滑点低于现实一个数量级 |

| 5 | 极端月份表现 | 在2015年、2020年3月、2025年4月这些时点的表现 | 只在顺周期赚钱 |

| 6 | 团队稳定性 | 核心投研是否在岗，策略所有权归属 | 核心人物离职后净值风格突变 |

7	风控机制	波动率目标、回撤刹车、极端预案的具体参数与触发条件	只说"我们有严格止损"，说不出规则
---	------	---------------------------	-------------------

8.2 五个必须避开的误区

| 误区 | 真相 |

|---|---|

| 把CTA当"年年正收益"的固收替代 |

CTA有明显的付费期（2014—2019、2023—2024均为佐证），其价值体现在周期而非年度 |

| 把商品指数当CTA |

前者是Beta，后者是主动信号；前者旧车免检但回撤深，后者摩擦大但曲线平。两者收益来源根本不同 |

| 只看近一年业绩追高 | CTA的年度收益波动极大，追高往往买在周期顶部、卖在底部 |

| 认为CTA与股票必然负相关 | 相关性是不稳定的：牛市低位相关、危机中可能先同步下跌再分化 |

忽略费率与容量	0.75%与2/20的差距在长期复利下是数量级差异；规模超过容量后收益必然衰减
---------	---

8.3 关键评价指标

不要只看年化收益与最大回撤。建议同时考察：

- Calmar比率（年化收益/最大回撤）：衡量"每单位痛苦换来多少回报"
- Sortino比率：只惩罚下行波动，更符合CTA右偏的收益分布
- 与60/40组合的相关性：这才是配置价值的直接度量
- 危机月份的收益：列出历史上股票大幅下跌月份中该策略的表现
- 恢复时间：从最大回撤到创新高的天数（CTA最被低估的痛点）

结语：一份需要耐心才能兑现的保险

回望七十七年前，唐奇安在纸带上手工绘制价格图时，他可能想不到这套方法会在2026年被数千亿美元的资金自动化执行，并在美国国债期货上堆积出129万张的净空头。

CTA的历史，本质上是一部关于耐心与适度的教科书：

- 1949年至今，它的方法论内核从未改变——识别趋势、控制风险、保持纪律；
- 137年的实证（1880至今）表明，趋势溢价不是运气而是结构；
- 而每一代参与者都要重新学习同一课：它的盈利来自长尾分布，它的痛苦来自漫长的等待。在均值回归的市场里重复止损，是参与这场游戏的入场费，而不是策略失效的证据。

当下的2026年，CTA正处在三个张力的交汇点：主观与量化的再平衡、机构化与拥挤的双刃剑、以及中国市场从0.2%到5%的漫长爬坡。

对于配置者而言，最务实的姿态或许是：降低对CTA"危机救世主"的期待，提高对其"组合结构性补位"的认知；用它来应对你组合中最缺的那块风险敞口，而不是期待它单独创造奇迹。

CTA不会让你在牛市里更富有，它让你在最艰难的年份里还留在牌桌上。

附录

附录A：Barclay CTA指数年度收益率

年份	收益率	环境注记
---	---	---
2017	+0.70%	低波动、趋势稀缺
2018	-3.17%	关税与政策扰动，趋势反复
2019	+5.17%	央行宽松，股债双牛
2020	+5.43%	疫情：3月巨亏后做空获利，教科书式双向演示
2021	+5.03%	复苏交易，商品上行
2022	+7.13%	通胀回归 + 俄乌冲突，史诗级趋势年
2023	-0.39%	均值回归，付费期
2024	+3.45%	温和修复
2025	+3.10%	上半年关税冲击深亏，下半年连续五个月上涨翻红

2026 YTD	+5.18%	截至2026年5月4日的估算值
----------	--------	-----------------

数据来源：BarclayHedge官网（Barclay CTA Index，等权、年初再平衡，2025年含356个程序）。

附录B：2026年国内CTA表现速览

指标	数值	时点
---	---	---
期货及衍生品策略年内平均收益	+5.95%（私募五大策略第一）	2026年1—8月
主观CTA年内平均收益	+7.98%（子策略第一）	2026年1—8月
量化CTA年内平均收益	+5.89%，正收益占比72.56%	2026年1—8月
主观CTA年内收益	+12.58%（二级策略第一）	截至2026年9月11日
量化CTA年内收益	+8.97%（二级策略第四），回撤约9%	截至2026年9月11日

量化CTA过去10年年化收益率	约11.43%	长期口径
-----------------	---------	------

数据来源：私募排排网、火富牛。

关于业绩数据的说明：本报告所引用的各类收益率、管理规模与持仓数据，均来自第三方指数机构、行业协会、交易所及公开研究资料的统计口径，用于说明策略族群的周期性特征，不代表任何单一产品、单一管理人或本公司的业绩表现；不同口径之间存在显著差异，引用时请以原始来源的口径定义为准。

附录C：核心文献与数据来源

学术文献

1. Moskowitz, Ooi & Pedersen (2012), *Time Series Momentum*, Journal of Financial Economics
2. Hurst, Ooi & Pedersen (2017), *A Century of Evidence on Trend-Following Investing*, Journal of Portfolio Management
3. Asness, Moskowitz & Pedersen (2013), *Value and Momentum Everywhere*, Journal of Finance
4. Fung & Hsieh (2001), *The Risk in Hedge Fund Strategies: Theory and Evidence from Trend Followers*, Review of Financial Studies ("危机阿尔法"概念出处)
5. Daniel & Moskowitz (2016), *Momentum Crashes*, Journal of Financial Economics
6. Lemperiere et al. (2014), *Two Centuries of Trend Following*, Capital Fund Management

数据来源

- BarclayHedge (Barclay CTA Index / BTOP50 / Discretionary / Systematic 子指数)
- Société Générale (SG CTA Index / SG Trend Index)
- 私募排排网、火富牛 (国内CTA业绩)
- 中国期货市场监控中心、期货日报 (品种数量与成交数据)
- 大连商品交易所 (机构参与与市场运行数据)
- 上市公司公开半年报 (期货公司资管业务数据)

免责声明

本报告基于公开信息与学术文献整理撰写，仅供研究与学习交流之用，不构成任何投资建议、要约或招揽。报告中的所有历史业绩数据均不代表未来表现。CTA策略具有高波动、可使用杠杆、存在大幅回撤风险的显著特征，并不适合所有投资者。涉及具体机构、产品的数据均来自公开渠道，本报告不对其准确性、完整性作任何明示或暗示的保证。

数据统计口径存在多样性，不同来源之间可能存在显著差异，引用时请以原始来源的口径定义为准。任何依据本报告内容做出的投资决策，其风险与后果由投资者自行承担。