

会世资产：高复合度 CTA，凸显配置意义

公司概况

- 杭州会世资产管理有限公司（以下简称“会世资产”），成立于 2018 年 2 月 8 日，协会登记时间为 2018 年 6 月 19 日，注册资本 1000 万元，实缴资本 1000 万元（数据来源：证券基金业协会）。公司自成立以来，使用管理期货策略进行投资，管理规模持续上升，截止 2022 年 3 月底，公司管理规模共计约 45 亿元，管理产品数量超过 40 只。

投资策略：高复合度的 CTA 策略

- 会世资产的 CTA 投资策略共包含 5 个主要模块，分别为趋势追踪类策略、统计套利类策略、基本面量化策略、股指期货策略、商品中高频策略。该策略在投资的商品品种和板块、投资策略的持仓周期以及投资策略的基础逻辑等方面，都做到了较高的分散化、复合化，这也是产品控制净值波动的主要方式之一。同时，在风控方面，会世资产对单品种、单板块的市值暴露，产品净值波动率等，都有严格的控制。

业绩分析：资产配置意义较强，具有“危机 alpha”特点

- 会世元丰 CTA1 号成立于 2018 年 7 月，在会世资产存续的产品中历史业绩较长，我们将该产品的表现与其他同类策略（期货宏观策略大类）产品进行比较。从收益的角度来看，该产品今年以来收益率排名分位数在市场前 15%左右，长期收益也基本维持在市场前 30%左右。从风险角度看，产品在近一年的最大回撤指标排名在市场前 12%分位，而三年最大回撤则在市场前 6-7%分位，三年夏普比的排名则达到市场 5%分为左右。整体来说，会世在同类策略产品中，收益能力较好，回撤控制能力优秀。
- 在 A 股市场因 2019 年中美贸易战、2020 年新冠疫情爆发、2021 年新能源芯片等赛道股下跌、2022 年 Q1 俄乌冲突而出现几次大幅下跌的时段内，该产品均获得一定正收益，体现了 CTA 的资产配置意义，以及“危机 alpha”的特点。

风险提示：国际关系引发极端波动，流动性风险。

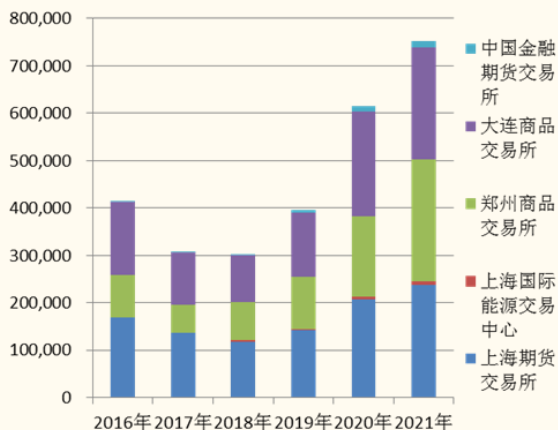
洪洋 分析师 SAC 执业编号：S1130518100001
(8621)60935569
hongyang@gjzq.com.cn

张剑辉 分析师 SAC 执业编号：S1130519100003
(8610)66211648
zhangjh@gjzq.com.cn

CTA 是资产配置中的重要组成部分

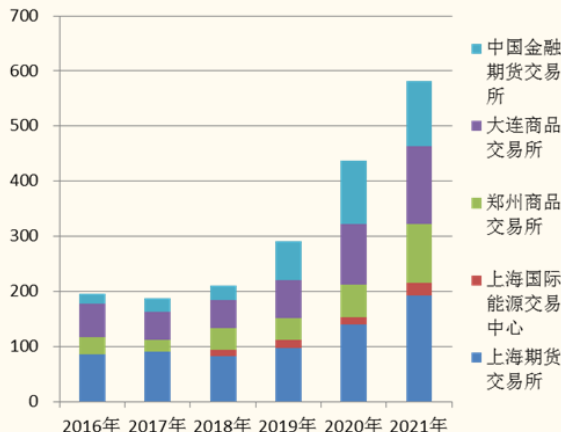
- CTA (Commodity Trading Advisors, 商品交易顾问), 也被称为管理期货基金, 其主要交易对象是期货合约, 包括商品期货、股指期货、国债期货等, 通过捕捉期货市场的波动来获取收益。
- 目前我国共有期货交易所 5 家, 分别为上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、中国金融期货交易所以及上海国际能源交易中心, 全市场共有 70 个可交易期货品种 (未包括期权品种), 涵盖黑色金属、有色金属、贵金属、农产品、能源化工以及金融等各种行业和板块, 为 CTA 提供了丰富的交易标的。

图表 1: 各期货交易所年度成交量 (万手)



来源: 中国期货业协会, 国金证券研究所

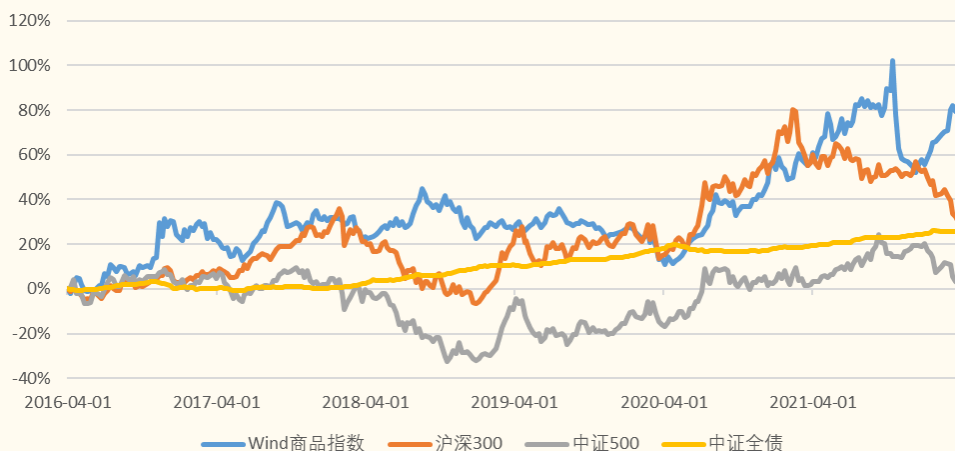
图表 2: 各期货交易所年度成交额 (万亿元)



来源: 中国期货业协会, 国金证券研究所

- 期货具有既可以做多, 也可以做空的特点, 因此并不依赖特定的上涨或下跌的市场环境, 只需要市场出现一定波动, CTA 便有可能获得投资机会。这些机会可以是产业面供需不平衡带来的某些品种或板块的涨跌机会, 也可以是震荡中的交易性机会, 也可能是产业链上下游或单个品种远近月的套利机会。同时, CTA 在市场出现重大波动时, 更能够体现出其重要的配置意义。举例来说, 2020 年初疫情爆发、2022 年初俄乌冲突, 分别使商品期货市场出现了大幅下跌和大幅上涨的行情, 均使 CTA 策略私募基金产品获得了不错的表现。这也使 CTA 策略获得了“危机 alpha”的称号。

图表 3: 商品期货市场与股票、债券市场相关性较低 (截止 2022/3/31)

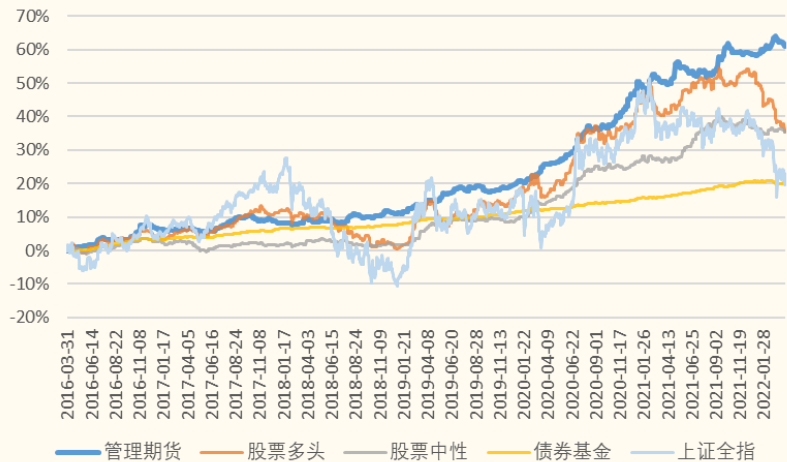


来源: Wind, 国金证券研究所

- 在 CTA 的主要交易标的中, 商品期货是占比较大的标的类型, 而商品期货的市场波动, 与股票、债券资产存在低相关性。因此 CTA 策略的业绩表现, 也与股票、债券的存在了低相关的特点, 非常适合在投资组合中进行

配置，在保持甚至增加产品预期收益的同时，适度降低投资组合的整体波动。

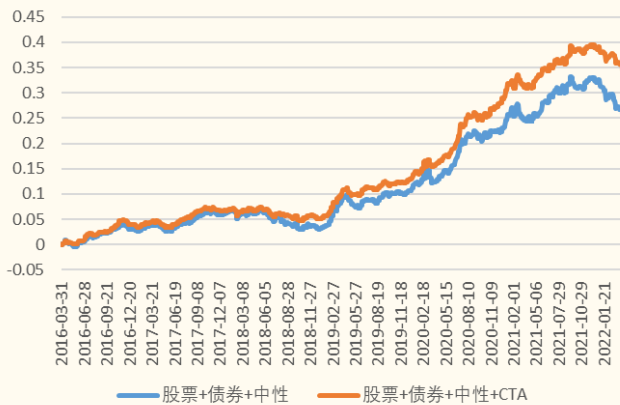
图表 4: CTA 策略指数与其他策略私募指数具有低相关特点 (16/3/31-22/3/31)



来源：朝阳永续，国金证券研究所

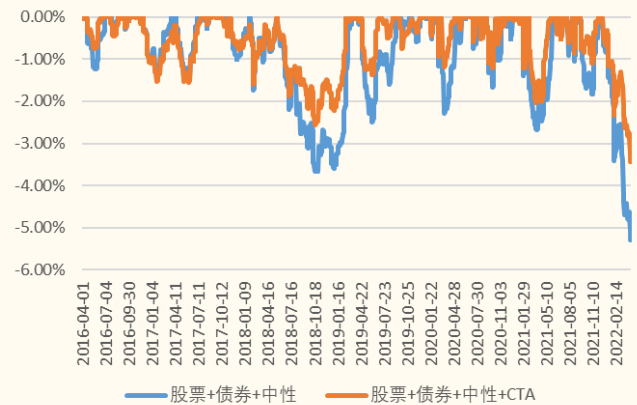
- 我们使用股票多头、股票市场中性、债券这三个私募指数，以及股票多头、股票市场中性、债券、管理期货这四个私募指数，分别用等权的方式构建两个模拟组合。从模拟组合的表现来看，在组合中加入 CTA 指数后，不仅组合的长期收益率有增强，同时组合的回撤幅度有所减少。具体来看，2018 年下半年，股票市场持续下跌导致了股票多头策略的回撤，而 CTA 策略同期震荡上涨，平滑了组合波动；2022 年初，股票市场快速下跌，CTA 策略因俄乌冲突带来的商品市场大幅波动而获得收益，部分平滑了组合波动。

图表 5: 模拟组合回测业绩对比 (16/3/31-22/3/31)



来源：朝阳永续，国金证券研究所

图表 6: 模拟组合回测回撤对比 (16/3/31-22/3/31)



来源：朝阳永续，国金证券研究所

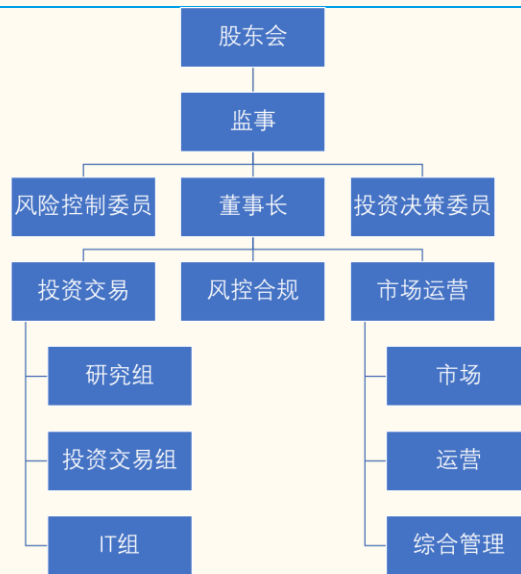
- 总的来说，由于期货市场与股债市场的低相关，使主要投资于期货的 CTA 策略基金的业绩也与股票基金、债券基金的业绩相关性较低，在组合中配置部分 CTA 策略产品，可以优化组合的风险收益特征。同时，CTA 策略基金具有“危机 Alpha”的特点，在发生危机时，有机会为整体组合提供一定回撤保护。

杭州会世资产管理有限公司及其投资策略介绍

公司概况

- 杭州会世资产管理有限公司（以下简称“会世资产”），成立于 2018 年 2 月 8 日，协会登记时间为 2018 年 6 月 19 日，注册资本 1000 万元，实缴资本 1000 万元（数据来源：证券基金业协会）。公司自成立以来，使用 CTA 策略进行投资，管理规模持续上升，截止 2022 年 3 月底，公司管理规模共计约 45 亿元，管理产品数量超过 40 只。
- 公司股权结构较清晰、稳定。创始人投研总监张议夫先生持有 90% 股权，10% 股权用作核心员工股权激励。公司组织架构设置完整，职能分工清晰，分为投资交易、风控合规、市场及运营三大模块。

图表 7：会世资产公司组织架构



来源：会世资产，国金证券研究所

- 公司团队整体比较稳定，共有员工 14 人，其中投研人员共 7 人，自公司成立以来，核心投研团队无员工离职。公司投研总监张议夫先生，南京大学物理学基地班学士，南京大学理论物理博士，师从中科院数学学部院士。美国 Center for Computation and Technology、路易斯安娜州立大学博士后，曾就职于国内某大型私募基金负责投研工作。

会世资产 CTA 投资策略

- 投资理念方面，会世投资通过对大量数据的提取挖掘，以定量研究为导向，坚持量化交易投资理念，通过多远分散化的模型及标的，力争为投资人赚取绝对收益。
- 会世资产的投资策略分为 5 个模块，分别为趋势追踪类策略、统计套利类策略、基本面量化策略、股指期货策略、商品中高频策略。
 - 趋势追踪类策略以量价类信号触发，对市场中超过 40 个品种的商品期货进行趋势跟踪策略投资，主要捕捉日线级别的趋势行情，偏右侧交易，平均持仓周期 3-5 天。
 - 统计套利类策略包含对冲交易和套利交易，每个交易信号均为多空配对，同时有价差或价比的扩散类策略和收敛类策略，策略逻辑主要依赖统计特征、产业链逻辑、季节性、宏观因素等，平均持仓时间为 3-5 天。
 - 量化基本面策略完全使用基本面数据决定头寸，使用的数据包括供需、上游价格、下游利润、替代品、期限结构、宏观数据等，数据频率以

日频为主，同时也使用少量周频数据，交易方式以单边策略为主，截面策略为辅，平均持仓时间 8-10 天。

- 股指期货策略分为日内策略和隔夜策略，两者均为右侧交易型策略，区别在于，日内策略完全使用量价数据，并会在尾盘平仓，隔夜策略同时使用量价数据和非量价数据，收盘前会根据风控模型调整隔夜敞口，持仓周期至多 2 日。
- 商品中高频策略目前在产品中的使用比例较低，策略依靠分钟级或 tick 级数据触发交易信号，主要交易流动性较好的约 30 个品种，平均持仓周期 2 天左右。
- 会世资产的 5 大策略模块，日常持仓品种数量可达到 50 个左右，在投资的商品品种和板块、投资策略的持仓周期以及投资策略的基础逻辑等方面，都做到了较高的分散化、复合化，这也是产品控制净值波动的主要手段之一。同时，在风控方面，会世资产严格限制了单品种保证金占比不得超过 1.5%，来避免仓位集中风险，同时限制了最大保证金比例，并会根据市场波动大小来调节保证金使用，从而控制产品净值波动。

会世资产业绩分析

代表产品业绩分析

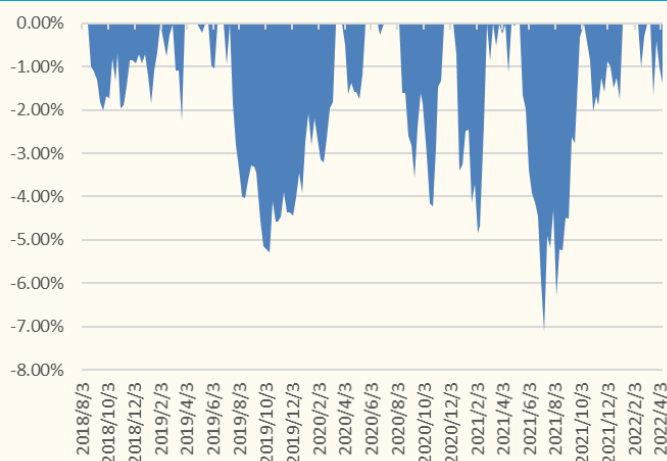
- 会世元丰 CTA1 号成立于 2018 年 7 月，在会世资产存续的产品中历史业绩较长，我们以该产品作为代表，对会世资产的历史业绩和投资能力进行分析。
- 从收益的角度来看，该产品成立之初使用较低仓位运作，直至 2018 年 12 月底开始以常规仓位进行投资运作，从 2019 年 3 月至 2022 年 3 月底这三年时间中，产品共获得收益 76.06%，年化收益超过 20%。且在 2019-2021 的三个自然年度中，产品均获得了一定正收益，分别为 9.05%、30.16%、13.80%。产品收益能力较强，且收益比较稳定，净值创新高周期较短。

图表 8：会世元丰 CTA 一号复权净值（截止 22/4/8）



来源：朝阳永续，国金证券研究所

图表 9：会世元丰 CTA 一号业绩指标（截止 22/4/8）



来源：朝阳永续，国金证券研究所

- 产品的最大回撤为-7.13%，发生在 2021 年 5-8 月。该时间区间内，商品波动率持续下降，部分品种和板块受到较严重的政策干扰，中周期频率上出现较多反转，对会世资产的策略运行非常不利，也确实使产品出现了历史最大回撤。但是随着市场环境的好转，产品在开始回撤之后的第 21 周创出新高。整体来说，会世资产具有良好的回撤控制能力和回撤修复能力。

图表 10: 会世元丰 CTA 一号业绩指标 (周频指标, 截止 2022 年 3 月底)

| | 收益率 | 年化收益率 | 最大回撤 | 夏普比率 |
|--------|--------|--------|--------|------|
| 今年以来 | 12.68% | 61.24% | -1.65% | 5.89 |
| 2021 年 | 9.05% | 9.05% | -7.13% | 0.86 |
| 2020 年 | 30.16% | 30.16% | -4.22% | 2.99 |
| 2019 年 | 13.80% | 13.80% | -5.29% | 1.50 |
| 近一年 | 18.09% | 18.09% | -7.13% | 1.77 |
| 近两年 | 47.14% | 21.30% | -7.13% | 2.10 |
| 近三年 | 76.06% | 20.75% | -7.13% | 2.14 |
| 成立以来 | 82.29% | 17.79% | -7.13% | 1.89 |

来源: 朝阳永续, 国金证券研究所

市场同类策略比较

- 我们将会世元丰 CTA1 号的表现与与其他同类策略 (期货宏观策略大类) 产品进行比较。从收益的角度来看, 该产品今年以来收益率排名分位数在市场前 15%左右, 长期收益也基本维持在市场前 30%左右。从风险角度看, 产品在近一年的最大回撤指标排名在市场前 12%分位, 而三年最大回撤则在市场前 6-7%分位, 三年夏普比的排名则达到市场 5%分为左右。整体来说, 会世在同类策略产品中, 收益能力较好, 回撤控制能力优秀。

图表 11: 会世元丰 CTA1 号同类业绩排名 (月频指标, 截止 2022 年 3 月底)

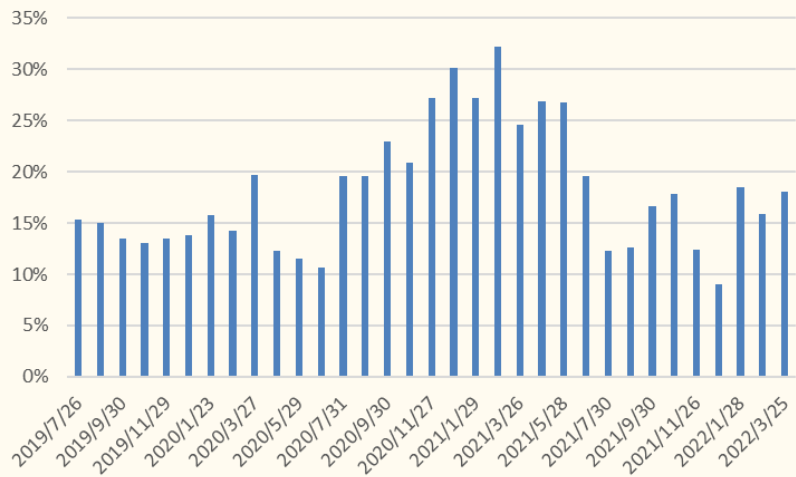
| 名称 | 今年以来 收益率 | 近一年 | | | 近两年 | | | 近三年 | | |
|-------------|-------------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|--------|--------|
| | | 收益率 | 夏普比率 | 最大回撤 | 收益率 | 夏普比率 | 最大回撤 | 收益率 | 夏普比率 | 最大回撤 |
| 会世元丰 CTA1 号 | 12.68% | 18.09% | 1.65 | 2.57% | 47.14% | 1.99 | 2.57% | 76.06% | 1.98 | 3.67% |
| 排名 | 419/2666 | 531/1898 | 305/1898 | 227/1898 | 355/1066 | 96/1066 | 67/1066 | 240/692 | 37/692 | 42/692 |
| 分位数 | 15.72% | 27.98% | 16.07% | 11.96% | 33.30% | 9.01% | 6.29% | 34.68% | 5.35% | 6.07% |

来源: 朝阳永续, 国金证券研究所

产品配置意义分析

- 如前文分析, 会世元丰 CTA 一号净值波动比较稳定, 回撤后创新高周期较短, 产品整体夏普比率较高, 使该产品的长期持有体验较好。我们统计了从不同时点连续持有该产品一年后, 产品的业绩表现。产品一年期滚动持有的平均收益为 18.15%, 最低收益为 2020 年 12 月-2021 年 12 月的持有区间, 一年期收益为 9.05%, 最高收益为 2020 年 2 月至 2021 年 2 月的持有区间, 一年期收益为 32.21%。

图表 12: 会世元丰 CTA 一号持有一年收益率统计 (截至 2022 年 3 月底)



来源: 朝阳永续, 国金证券研究所

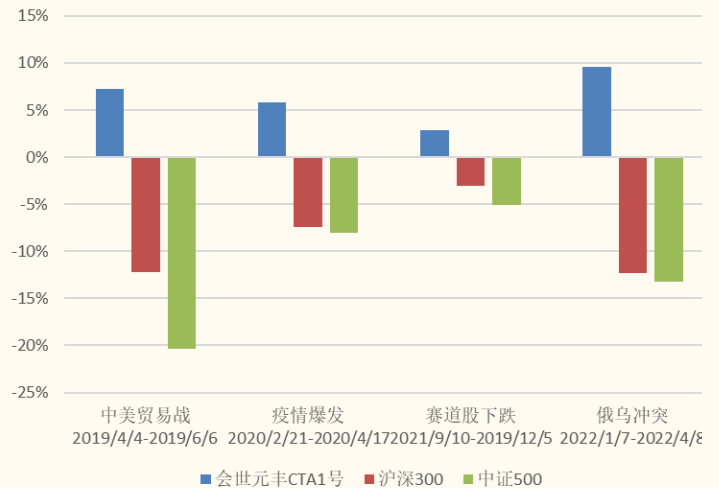
- 在过去 A 股市场的几次大幅下跌行情中, 会世元丰 CTA1 号比较合理的体现了 CTA 产品的资产配置意义, 以及“危机 alpha”效果。在 2019 年中美贸易谈判恶化, 以及 2021 年 9-12 月新能源、芯片等“赛道股”大幅回撤的时段内, 产品借助商品市场与股票市场的低相关性, 并未受到太多影响, 反而获得了一定正收益。在 2020 年初疫情爆发阶段, 全球和商品市场大幅下跌, 会世元丰 CTA1 号在大幅升高的商品市场波动率中获得明显收益。2022 年初, 股票市场大幅下跌, 商品市场由于俄乌冲突导致市场对部分品种供给的担忧而大幅上涨, 会世元丰 CTA1 号获得较高收益。疫情和地缘政治冲突的两次行情均显著体现了该产品的“危机 alpha”特点。

图表 13: 产品业绩与股票指数 (18/7/30-22/4/15)



来源: 朝阳永续, 国金证券研究所

图表 14: 产品的资产配置意义和“危机 alpha”特点

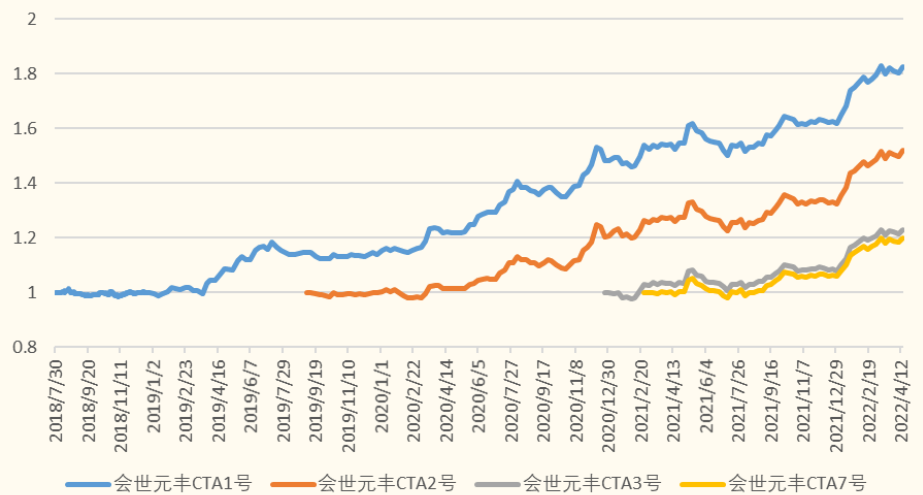


来源: 朝阳永续, 国金证券研究所

会世资产旗下产品业绩一致性分析

- 会世资产拥有自主开发的系统, 分别进行投资决策、交易管理、风险管理, 以保证对所有旗下产品的公平交易。从公司标准化产品复权净值来看, 产品的走势一致性较强, 四只产品在 2021 年 2 月 26 日至 2022 年 4 月 15 日区间内的周收益率相关系数均超过 98%, 具有较强的业绩一致性。

图表 15: 会世资产标准化产品净值走势



来源: 朝阳永续, 国金证券研究所

风险提示

- **国际关系引发极端波动。** 各国谈判情况以及相关国家和地区的贸易政策, 都将对商品市场造成直接冲击, 期货市场的反复大幅震荡可能引起 CTA 策略私募基金的净值波动风险。尤其贸易政策可能会对部分农产品、有色金属、能源板块品种带来较大波动。
- **流动性风险。** 若期货市场波动过大, 交易所可能通过抬高保证金占比、调整交易手续费、调整涨跌停幅度等方式, 降低投资者过热或过度恐慌的情绪。可能使部分期货品种流动性下降, 减少可交易品种数量, 从而增加 CTA 策略私募基金的投资风险。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402