

鲜为人知的“香饽饽” 揭开CTA产品神秘面纱

● 本报记者 马爽 张利静

2020年下半年以来，随着商品市场走强，主要投资于商品期货及其他衍生品的CTA（商品交易顾问）产品悄然成了“香饽饽”。即使春节过后A股市场震荡调整，CTA基金经理依然凭着稳定向上的收益气定神闲。多位私募人士表示，2021年CTA产品配置价值突出。

虽然CTA市场不断扩容，但与股票基金经理相比，CTA基金经理格外低调。中国证券报记者近日采访多位CTA基金经理，揭开这一投资群体的神秘面纱。

人气火爆

CTA即“商品交易顾问”，也称作管理期货，是指由专业管理人运用客户委托的资金投资于期货期权市场，并收取一定费用的产品形式。CTA产品使用的投资策略主要包括主观CTA策略、量化CTA策略、CTA套利策略等。

“去年下半年以来，总体感觉就是CTA投资需求旺盛，资金不停涌入。我们多次判断要调整了，但实际上并没有，资金还是不断进入。”某CTA基金经理苗士说。

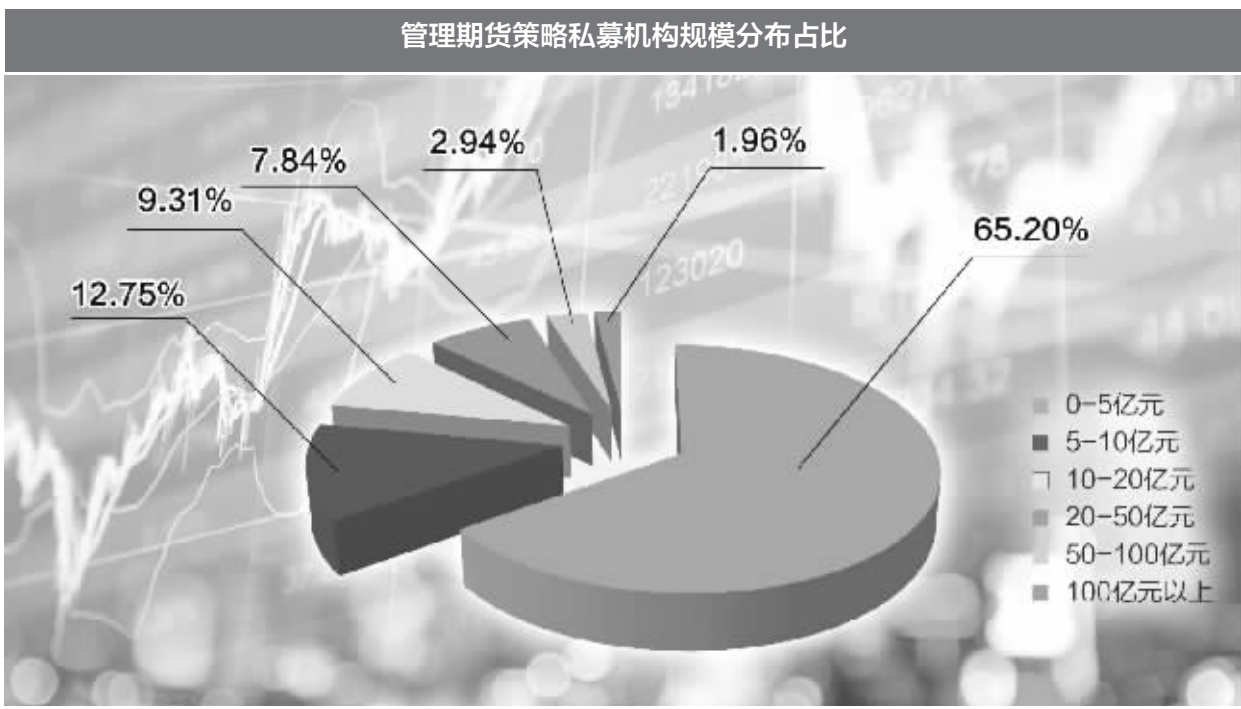
“近年来，由于CTA产品规范化程度和接受度提升，市场规模逐年递增。”从事期货投资近20年的信达诚睿系负责人许武庆告诉中国证券报记者，他从2015年开始管理CTA基金产品，目前管理规模在7亿元左右，其中约有4亿元是去年以来增加的。

谈起从事这个行业的初衷，几位受访的私募人士不约而同地表示是出于个人爱好。许武庆说：“主要是因为感兴趣。目前的心态比入行时沉稳多了，无论顺境逆境，心态都不会有太大起伏。”

国内CTA产品起步较晚，CTA基金经理多是在期货市场长期交易中成长起来的较成熟投资者。他们能对一定规模资金进行配置运用，通过与期货公司或其他机构合作，以产品形式对资金进行管理，走出“野生”状态，在行业管理框架下运行。这决定了CTA基金经理与股票基金经理在很多方面存在差异。

许武庆表示：“股市与CTA品种关联度不大，在研究标的、范围、交易模式和心态、交易团队组建运行等方面都有本质区别。”

“做CTA交易永远要将风险控制摆在第一位，要时刻如履薄冰。”2013年开始从事CTA产品管理、有期货分析师背景的芷水投资总经理韩晓说。



视觉中国图片 注：截至2月底 数据来源/私募排排网 制图/王建华

“期货市场天然的杠杆制度，会对CTA交易者风险控制和仓位管理有较高要求。CTA交易者可能会更关心盘面上‘点’的问题，股票交易者可能会更关心‘面’的问题。”上海富唐资产管理有限公司董事长李忠航对中国证券报记者说。

能否走向大众理财

近几年，CTA行业发展越来越好。对此，几位接受采访的私募人士深有感触。在2014年“新国九条”出台后，期货资管正式突围。“那时，期货公司营业部的人几乎天天登门，之后也陆续有人来开发我做他们的客户。”一位期货私募人士告诉中国证券报记者。

尽管市场规模不断扩张，但距离大众理财市场，CTA产品还有很长的路要走。

私募排排网数据显示，截至2021年2月底，国内CTA策略私募的管理规模在10亿元以下的有159家，占比77.95%；规模在10亿至20亿元、20亿至50亿元的分别为19家、16家，占比9.31%、7.84%；规模在50亿元以上的有10家，其中50亿至100亿元的为6家，100亿元以上的有4家。

河北谷子投资管理有限公司基金经理陈舒婷对中国证券报记者表示，了解CTA产品的投资者可以感受到，这类产品因有对冲工具，稳定性较好，跟权益类产品相关性较低，是大类资产配置的重要组成部分。

“目前，在国内参与股票交易的普通投资者基数远大于商品市场，所以

从选择基金层面看，股票基金更容易接受一些。”韩骁表示。许武庆认为，商品期货期权市场的小众性，导致CTA市场容量有限。

“国内理财市场更倾向于风格稳健、低波动理财产品，从根本来说确实不太符合整体理财市场需求。”李忠航表示，CTA产品会逐步提升在理财市场中的额度，更适合有风险承受能力的专业投资机构或个人。

从规模看，在许武庆看来，CTA产品会走向大众理财市场，由于本身市场容量的关系，不太可能超越股票基金产品。他说：“CTA产品可能会成为私人银行高净值客户、家族信托管理、投资类专业私募公司、上市公司、企业等专业投资者重要理财选择。”

不熟不惑

曾经有着期货交易经验的黄先生告诉中国证券报记者：“期货的波动太大，还是交给专业人士打理更省心。”

“如果说股票投资是操控家庭轿车，那么期货交易就是在操控赛车。不是所有会开车的人都适合当赛车手。”黄先生说。

某期货私募人士介绍，自己的客户是通过早期在朋友中的口碑一点点积累起来的，很多高净值人士慕名而来。“大家的合作关系比较固定，时间比较长，不像股票基金赎回那么频繁。这些投资者对期货风险特点有充分了解，一些不能接受亏损或对期货交易机制不理解、质疑操作过程的客

户，我们也都慢慢放弃了。在期货资管产品化后，会根据自己的能力接受一些机构过来的资金。”他解释，很多期货交易员都有自己的规模“瓶颈”，反而做不好超过自己操作能力的资金规模。

“期货不是一般人能做的，我一直劝身边不专业的投资者或亲朋好友不要做。”许武庆说，期货操作只适合于专业人士。

“去年很多人打招呼说要把亲友介绍过来学习期货交易。对此，我一直都是反对的。”从事期货交易近30年的老崔在微信朋友圈中说。

对普通投资者如何选择CTA产品，韩骁建议，要根据自己的风险承受能力来匹配，重点可参考产品的最大回撤、盈利率等指标。“选择CTA产品，应重点关注风控逻辑和盈利逻辑。”陈舒婷说。

李忠航建议，投资者在挑选CTA产品时应向专业人员咨询大宗商品在未来一年内的宏观预期和行业预期。然后，再酌情考虑配置CTA产品策略的资金规模。如果偏向于高收益CTA产品策略的话，应尽可能挑选有产业背景的资管团队。

许武庆表示：“选购CTA产品，除对盈利、净值等基本面数据做仔细对比外，还要了解各类CTA产品运作模式策略，盈利方式是否是自己可以接受的或喜欢的。对CTA基金经理的从业风格、交易经历等也应有所了解。不管是横向还是纵向，都要做细致入微的比较，选出自己更偏好的产品类型并跟踪一段时间后再购买。”

衡问题逐渐凸显。在内外环境面临较多不确定性的情况下，财政“紧平衡”可能持续较长时间，而像去年那样通过发行特别国债和大规模发行专项债弥补财政减收的做法不宜固化为常态。减税降费既要保证力度，让企业有足够的获得感，又要避免“用力过猛”，影响财政收支平衡，进而影响涉及民生的公共服务和重大项目支出。在这样的情况下，把减税降费减到“燕子”上就显得尤为重。可以预期，在做实做细做好制度性减税降费的同时，一些阶段性举措可能适时退出，减税降费将更加注重精准施策、提质增效。

减税降费是为了让市场更有活力，但增强市场活力并非仅靠减税降费就可以做到。持续优化营商环境、营造公平的竞争氛围同样不能缺位。

减税降费更“精”更“实”



● 本报记者 赵白执南

日前，国务院常务会议确定了进一步支持小微企业、个体工商户和先进制造业的税收优惠政策。分析人士认为，近期围绕小微企业和先进制造业出台的一系列减税降费举措更加注重精准施策，体现出保持政策的连续性、稳定性和可持续性取向。

首先，近期一系列减税降费政策体现了对实体经济的持续支持。当前，宏观经济正在稳步恢复，不少数据透

露出经济持续向好态势，但一些市场主体尤其是小微企业等还面临一些困难。国家统计局数据显示，3月大中型企业制造业采购经理指数（PMI）分别为52.7%、51.6%、50.4%。其中，中、小型企业PMI双双回到临界点以上，表明市场主体活力正在不断改善，但不同规模企业恢复的速度仍存在明显差异。规模较小企业恢复得更缓慢，需相关政策继续予以支持，帮一把“之后再扶一程”。此次国务院常务会议专门对小微企业等确定税收优惠政策，体现了对实体经济的支持。另外，对小微企业、个体工商户的减税降费政策集中在所得税、增值税等方面，对先进制造业业务基本没有影响，涉及中小板的相关指数须进行适应性调整。目前不会对指数编制方法做实质性变更，不会导致跟踪相关指数的基金产品投资标的调整。

中证指数公司于3月17日做出相应调整，即中证创业成长指数、中证创业价值指数的指数样本空间中“中小板”调整为“原中小板”，中华交易服务指数系列的指数样本空间中删除“中小企业板”表述，编制方案其余部分保持不变。“此次合并应该对交易和投资的影响都比较大。”光大证券董事总经理、首席宏观经济学家高瑞东表示，此次合并不会改变证券代码和证券简称，只是对部分业务规则、技术系统和

其次，一系列减税降费措施也体现了结构调整的思路。此次减税降费政策的针对性较强，有助于增强相关市场主体活力，将在稳增长稳就业方面发挥重要作用。小微企业是支撑就业的主体，也是市场创新的主力军，从长远看，把小微企业作为重要的政策扶持对象，有助于形成更强大的国内市场，也有助于培育出更多创新型企业。对相关先进制造业企业的税收优惠，更有助于经济转型升级，让企业更有余力投入创新、产业链供应链升级等方面，有助于构建新发展格局。

最后，近期一系列减税降费措施还充分考虑到宏观政策可持续性。持续进行高强度、大规模的减税降费面临财力约束，也不利于市场“优胜劣汰”功能发挥。去年以来，财政收支平

发行上市安排等进行适应性调整，对市场运行和投资者交易影响较小。

高瑞东认为，虽然两板之间的平均市盈率有所不同，但主要是行业因素导致的，深市主板上市公司以食品饮料、房地产、家用电器等传统行业为主，中小板上市公司以电子、医药生物、计算机等新兴行业为主。同时，我国金融市场已日趋成熟，机构投资者占比也越来越高，两板合并后对个股估值的影响相对有限。

不意味着市场会加速扩容

两板合并后，深市主板将恢复上市功能，但这并不意味着市场会加速扩容。

“合并后主板仍然实行核准制，没有降低上市门槛，也没有新增上市通道，不会直接导致市场短期内加速扩容。”南开大学金融研究院院长田利辉



水务环保REITs扬帆起航 助力行业高质量发展

● 首创股份 闵立 中联基金 李金荣

“十三五”伊始，生态环保被赋予极高的定位。建设完善城镇污水处理事业是大力推进生态文明建设，贯彻绿水青山就是金山银山”、统筹经济高质量发展和生态环境高水平保护重要举措。2020年，国家加大逆周期调节力度，环保产业受益，稳健恢复，预计“十四五”相关规划将陆续出台，政策环境持续向好。2021年，污水处理REITs的推出，将助力水务环保行业进入行稳致远的高质量发展阶段，既带来对优质水务资产及其所处行业价值重估的契机，也将为投资者带来长期、稳健分红回报的机会。

助力水务环保业进入高质量发展阶段

盘活存量水务基础设施项目，提升企业再投资能力。当前，在水务基建扩张过程中，我国已沉淀不少优质存量资产。污水处理基础设施REITs有助于企业盘活存量资产，释放前期投资资金和收益，改善水务企业现金流和负债结构，提高资产周转率，提升资金使用效率。地方主管部门及水务企业，可根据需要设定合理投入调节机制，通过公募REITs将基础设施项目长期回收资金转换为一次性收回的资本金，用于投资新的基础设施项目，大大提升企业再投资能力，促进水务行业长期稳定发展。

拓宽水务企业融资渠道，促进水务环保产业升级转型。目前，水务类基础设施项目融资方式主要包括银行贷款、专项政府债券、PPP等。与前述各类融资方式相比，基础设施REITs模式是直接融资工具，也是权益性融资工具，可以公开募集资金，有效降低水务行业杠杆率，系统性改善企业财务状况，优化企业报表结构，使更多资源用于实施补短板强弱项，促进水务企业及大型水务工程完成“募—投—建—退”的良性循环，实现水务环保产业升级转型。

提升水务基础设施资产流动性和水务项目公司运营管理能力。基础设施公募REITs具有股权融资、流动性较高等特点。对于特许经营权类资产，因资产转让需经过主管部门审批同意等原因，流动性相对较低。基础设施REITs允许原始权益人以其享有特许经营权的基础设施项目作为底层资产装入，获得流动性资金并实现收益，实现资本市场流通，提升资产流动性。

基础设施REITs上市，有利于吸引具有出色的运营能力、运营经验丰富、技术积累充足、专业的头部水务企业参与水务项目运营管理，提高投资建设和项目运营效率。REITs对基础设施资产运营能力的高要求，将倒

基建消费齐发力 二季度经济向好可期

（上接A01版）统计数据显示，3月服务业PMI环比大幅回升4.4个百分点至55.2%，其中受疫情影响较大的餐饮业、文体娱乐等行业活动有较为明显的回升，相关行业的商务活动指数和新订单指数较上月均有较大幅度上升。

财信国际经济研究院宏观经济研究中心资深研究员胡文艳预计，二季度服务业有望加速回暖，带动消费修复明显提速。

为进一步促进消费，近期多部委及地方政府纷纷推出促消费举措，从加快培育新型消费到开展新一轮新能源汽车下乡，再到开展各类促消费活动、发放消费券等，涉及汽车消费、跨境电商和新型消费等多个消费领域。

电塔证券首席经济学家李奇霖认为，随着疫情对经济的影响逐步减弱，叠加扩内需促消费政策形成合力，部分线下消费和可选消费将迎来确定的景气提升。

“下一步，随着疫情防控形势平稳向好，市场供给不断优化，各项政策

逼基础设施运营管理机构建立精细化、市场化和长期化的经营管理机制，助力基础设施项目公司在新形势下打造核心竞争力。

为投资人带来长期、稳健分红回报的投资机会

污水处理公募REITs底层资产具有抗经济周期性波动、区域垄断性特征。污水处理业是关系国计民生的公共服务行业，市政生活污水处理水务行业周期性特征不明显，受经济波动影响小。居民生活用水属刚需，日常生活用水量 and 排水量相对稳定，产品或服务需求弹性小，日常水费支出在居民家庭日常总支出中占比较低，具有防御性行业的特点，受经济周期波动影响较小。

此外，污水处理行业的区域性较为明显，具有区域垄断特征。由于历史上水务设施的规划、建设、运营多为当地政府主导，同一区域内通常不会重复建设，居民也不能自由选择服务提供方，污水处理企业在污水收集管网覆盖范围内开展业务。

污水处理公募REITs底层资产商业模式确定，现金流来源持续性及稳定性较强。污水处理REITs底层资产具有清晰的商业模式，污水处理费包含在居民自来水费中，遵循“污染者付费”原则，属排污者支付的使用者付费，现金流来源充足，持续性及稳定性较强。

项目公司开展污水处理业务属市政公用事业范畴，市政公用产品和服务价格由政府审定和监管，在充分考虑资源配置和保证社会公共利益前提下，遵循市场经营规律，根据行业平均成本并兼顾企业合理利润确定市政公用产品或服务收费标准。

REITs通过受让项目公司股权，取得基础设施项目完全经营权利。项目公司就污水处理特许经营权、污水处理服务收费等问题与地方政府签署相关协议，约定20年至30年不等的特许经营授权期限，在协议中明确设计产能、处理水量、处理单价、付费方式、付费周期、调价机制等，由项目公司承担污水处理厂运营维护责任。政府根据特许经营合同约定向项目公司支付污水处理服务费，对保底处理水量安排进行约定，在发生提标改造、原材料价格上涨等经营成本增加等情况下可申请调价，进一步保障项目稳定回报的可行性，有利于污水处理REITs派息稳定。

为解决城镇生活污水收集处理发展不平衡、不充分的矛盾，政策层面应加快补齐设施短板，完善生活污水收集处理设施体系，满足人民日益增长的优美生态环境需要。水务环保领域公募REITs市场空间广阔，监管部门可进一步出台REITs相关配套行业政策，在税务、会计处理方面给予指导意见，以支持公募REITs长远发展。

经济保持恢复态势

“在消费、制造业投资需求加快改善，出口、房地产、基建不弱的共同影响下，预计二季度经济热度不减。”胡文艳预计，今年二季度GDP将同比增长8.4%左右。

经济保持恢复态势已成共识。中国银行研究院近日发布《2021年二季度经济金融展望报告》认为，在一季度有效统筹疫情防控与经济社会发展背景下，我国经济总体延续了去年二季度以来的稳定复苏态势，预计一季度GDP同比增长16.7%左右。

报告认为，随着全球经济复苏总体加快。我国经济将保持持续恢复态势，预计二季度GDP同比增长8.2%左右。

专家指出，从拉动经济增长的动力看，二季度消费对经济拉动作用有望更明显。