

商品期货市场申报费交易新规落地

量化私募CTA策略“玩法”生变

□本报记者 王辉

近期国内商品期货市场持续宽幅震荡，但全市场的“交易规则”却已悄然生变。在前期动力煤、焦煤等品种限仓（期货交易为了防止市场风险过度集中于少数交易者和防范操纵市场行为，对会员和客户的持仓数量进行限制）后，相关交易所再度定于11月26日起对于原油、铁矿石、棕榈油等品种的“超过一定手数的交易下单申报”，额外收取交易下单的“申报费”。对此，国内一线量化私募在CTA策略（管理期货策略）的应对上均做出了一定调整，以适应市场新变化。

普遍缩减敏感品种及权重

针对近期多个交易所的“交易调控”，思眸投资投资总监杨少芬称，交易所限仓可能在一定程度上降低期货市场的活跃度，新的不确定因素出现，可能导致市场行情走势和历史统计规律出现短期不一致的扰动。长期来看，思眸以中低频为主的投资策略模型会根据这部分新的信息进行自适应调整，目前该机构的总体量化CTA策略逻辑尚未受到明显影响。

宽桥金融首席投资官唐弢表示，10月以来管理部门对大宗商品的“逆周期调节”，对动力煤等品种影响较大。从市场反馈而言，动力煤、黑色系等多个品种的持仓量和成交量均大幅萎缩，波动幅度也较前期明显收敛。机构前期根据对宏观经济政策和市场的深刻理解，大幅削减了动力煤、焦煤等部分敏感品种的仓位，并从风控角度迅速调整了策略和模



视觉中国图片

型，保证了策略交易的顺畅。念空投资向中国证券报记者表示，10月以来，交易所限仓对量化CTA策略最直接的影响是使机构投资者减少了交易手数，日内和隔夜交易费率大幅提升，也造成了不少中高频CTA策略由于潜在量化策略收益可能低于交易手续费，在相关品种上“无法交易”。“就我们公司而言，由于策略交易频率相对较高，原先30多个交易品种的策略模型，到目前为止已经陆续减少了5个左右交易品种。”念空投资相关负责人表示。

对即将开始实施的“交易申报费”，唐弢表示，该政策可能主要针对高频交易机构，特别是防止一些机构投资者利用程序算法和巨量交易，出现操作期货合约价格的可能，这也是全球金融市场需要监管的方向，该政策对中低频量化策略机构影响不大。念空投资则认为，商品期货申报费从无到有，收费相对较低，目前来

看其对量化CTA策略的运行预计影响较小。

CTA产品长期配置价值未变

今年，尤其是第四季度以来国内商品期货市场波幅加剧、交易规则也出现阶段性改变的背景下，对于CTA策略产品能否适应复杂的市场环境，继续展现出另类策略的配置价值，目前量化行业内从业机构，整体仍持积极预期。

念空投资称，近几个月商品市场的高波动特征在过去几年的期货市场历史中较罕见。量化策略之所以会阶段性失效，底层原因还是量化策略在以往的统计和训练的数据样本中对新行情“知之甚少”。中国的量化行业较年轻，新的复杂的市场环境将促进行业成长。即便是头部优秀机构的量化策略，也不可能适应全部的市场行情表现，优秀的投资机构应在策略层面更注重核心的投资逻辑、更关注模型的稳健性。

从近期国内量化CTA策略产品的整体业绩表现来看，来自朝阳永续等多家第三方机构的数据显示，10月以来，尽管有少数CTA产品出现超预期的业绩亏损情况，全行业仍有超过六成的CTA策略产品，取得阶段性正收益。

杨少芬指出，从资产配置的角度来说，CTA策略基金作为一种和传统权益类基金相关性较低的投资产品，其特有的“危机Alpha”属性，是帮助客户实现投资组合长期稳健表现和穿越牛熊的重要工具。在目前市场环境下，基金管理人对于风控合规的理解和把控非常重要，建议投资者更多关注收益与风险特征长期稳健、产品净值表现经得起考验的CTA策略产品。

唐弢表示，优秀的量化CTA策略基金与权益类资产、债权类资产有很好的互补性，值得长期配置。在国内严监管的市场环境下，建议投资者增加对中低频策略产品的关注。

信弘天禾铁文龙：

精细化配置 寻找长胜“玩家”

□本报记者 张凌之
见习记者 杨皖玉

北京信弘天禾资产管理中心铁文龙近日表示，私募基金管理人拥有十八般武艺，作为FOF投资总监的他所要做的，便是找到不同类型玩家中“长期稳定盈利的高手”。

“我们最终希望他们能在整个市场中起到正向作用，在获取利润的同时助推市场变得更加成熟。”铁文龙如是说。

集中发力FOF产品

作为国内最早一批私募基金FOF机构，信弘天禾在母基金投研领域有着近十年的实践经验。中国证券投资基金业协会数据显示，截至10月底，全市场私募基金产品数量接近12万只。如何在浩如烟海的产品中选出“常胜将军”，信弘天禾走过了一条化零为整的道路，如今拥有一套完备的投研体系和投后管理体系。

“过去我们发了很多只产品，但最后我们化零为整，集中精力去提高单只产品的规模和质量。”铁文龙告诉记者，在多年的实践中，他和团队经手过100多只不同类型的产品，调研过2000余家私募，一路摸爬滚打过来，他们



决定将业务攥成一个拳头。

2018年信弘天禾开始集中发力FOF产品，铁文龙表示，团队致力于通过自上而下的投资管理体系，主动甄别大类资产机会、确定策略配置、筛选不同投资策略下的最优投顾、确定最终投资方案，从而为投资者带来持续稳健的收益。同时，针对配置模型中的每个环节都实现投后监控和调整机制，保障产品获取持续、稳健收益。

“我们一直寻找的是贝塔和阿尔法。”这是铁文龙和团队的目标所在。在铁文龙看来，具有贝塔

的产品关键在于其收益来源具有差异性，“一种是资源型的，比如需要一定资质牌照才能做的策略。一种是技术壁垒型的，需要很高的技术门槛，本身具有别人难以复制的获利策略；还有一种是价值观类型的，行业属于蓝海，尚未被市场大规模开拓。”阿尔法则是在成熟的策略领域寻找头部的管理者和对应产品，这里的关键在于根据宏观市场找到细分领域能力最强的人，把钱配置给他们。

投后管理也是信弘天禾FOF管理的重要一环，“我们慢慢地开发出自己的FOF系统，主要为了做归因分析。”铁文龙表示，他们的投后管理系统通过业绩来源分析、不同市场环境分析、同业比较分析、仓位监控、波动率分析等定量与定性分析相结合的监控与分析手段，及时更新评估系统和调整策略配置。

定性定量遴选高手

在铁文龙看来，FOF最大的好处在于投资相对分散，能够将风险降到合理位置。而他和团队所要做的便是精细化管理，寻找细分领域的“常胜将军”。

“这里面的私募基金管理人十八般武艺，他们所做的策略都是不

一样的，玩法不一样，每个人的功力也不一样。”铁文龙表示，FOF管理就是找到行业规律，在市场中寻找长期稳定盈利的高手，将资金分配给他们。

铁文龙认为，与公募基金多维度刻画不同，私募基金的评价更多聚焦管理人层面，主要因为私募基金多数由核心基金经理管理，其投资理念与核心基金经理较接近，同一管理人旗下的同策略产品趋同性强，业绩差异更多由资金属性差异、投资范围和比例差异、风控条款差异、新老产品差异等其他因素导致。

对于私募管理人的遴选过程包括定性研究和定量预测两个方面。“定量预测最终告诉我们哪些是能投的，而定性研究是告诉我们哪些不能投”。定性研究主要是指参考不同策略指数和经济数据研报，分别从管理团队、投资理念、投研团队、投研流程、风控方法五个角度对各类资产的投资价值进行评估；定量预测则是通过分析市场资金在各策略的资金流变化，以及各个策略未来总体盈利水平，寻找配置阻力最小的方向，重点关注超额收益、最大回撤、收益持续性、绝对收益性四个主要指标。

巨头齐抢滩 互联网下一站

□本报记者 王宇露 见习记者 杨皖玉

资本巨头对虚拟经济的热情被再度点燃，一众以AR（增强现实）、VR（虚拟现实）为主营业务的企业吸金能力骤增，成为众多PE、VC和产业资本眼中的“香饽饽”。近日，国内唯一具备侵入式技术能力的脑机接口平台Neura Matrix宣布完成亿元人民币A轮融资，字节跳动关联公司量子跃动入股VR与AR体感互动技术公司梦途科技。

业内人士认为，AR、VR技术可以被看作通往虚拟经济关键接口，其与虚拟经济的关系或如手机之于互联网。

AR、VR企业融资大增

近日，一众以AR、VR为主营业务的公司吸金能力不断提升。11月25日，聚焦体感、AR、VR等IT技术的梦途科技获得量子跃动的新增对外投资，投资比例15%，量子跃动为字节跳动的关联公司。11月23日，国内唯一具备侵入式技术能力的脑机接口平台Neura Matrix宣布完成亿元人民币A轮融资，华盖资本领投，Prosperity7 Ventures、经纬中国跟投。11月19日，相芯科技（FaceUnity）宣布完成新一轮7000万元人民币融资，赛智伯乐领投。

近年来，国内涉及AR、VR领域的多起投资阵营堪称豪华，高瓴资本、红杉资本等私募股权投资机构纷纷入局，字节跳动、快手、爱奇艺等互联网大厂的身影也在其中。

今年5月，社交软件Snapchat宣布用5亿美元收购AR光学模组厂商Wave Optics。8月字节跳动斥资90亿元收购国内头部VR（虚拟现实）设备厂商Pico。9月AR创业公司Nreal宣布完成C轮融资，金额超1亿美元，红杉中国、蔚来资本等机构现身其投资阵营。10月阿里巴巴在2021年的云栖大会上宣布成立XR实验室，称实验室将主要进行AR、VR相关的技术研究。

东方证券称，国内外科技企业对AR、VR的参与打开了更大成长空间，一方面，北美科技巨头即将入局，产品形态和应用领域的创新有望推动产业向着更多元化方向发展；另一方面，国内以字节跳动收购VR硬件品牌Pico为代表的产业合作有望打造国内VR产业生态，打开国内具备广阔潜力的市场。

Nreal创始人兼CEO徐驰在一场公开直播时曾预测：“手机依然会存在，但2030年会有10亿台AR眼镜戴在消费者头上。”

落地尚存争议

对于一些投资机构来说，虚拟经济是移动互联网的未来，当下加码以AR、VR为代表的企业无疑是抢滩未来的必选项，也有投资者认为，AR、VR技术尚未成熟，这些行业的商业模式、应用模式也尚未明晰，虚拟经济概念不宜过度热炒。

早在2016年，阿里巴巴便领投了最早入局AR眼镜Magic Leap的C轮融资，此轮融资共计8亿美元，随着2018年Magic Leap推出的第一款产品半年销量仅有6000台左右，资本对于AR、VR相关企业的投资热情逐渐退却。

今年以来，Snapchat、字节跳动、高瓴资本等头部机构纷纷对AR、VR相关公司注资，资本对虚拟经济的热情被再度点燃。东方证券表示，全球AR、VR生态圈逐渐完善，社交、办公、媒体、娱乐等多属性有机结合，应用场景拓展到C、toB等多个领域，应用内容逐渐实现跨平台、跨硬件互联互通，使AR、VR产品逐渐成为日常工作生活中的重要组成部分，市场空间巨大。

但在Magic Leap的前车之鉴下，也有业内人士表示，随着技术和体验的完善，虚拟经济能够形成怎样的应用和商业模式还不可完全知晓，可能会像马克·扎克伯格说的那样“十年内不会盈利”。