



现代期货前沿译丛
FRONTIERS ON MODERN FUTURES

商品交易顾问

——风险、业绩分析与选择

Commodity
Trading
Advisors

[美] 格雷格·格雷戈里乌 等著
(Greg Gregoriou)
田晓军 主译



上海财经大学出版社

 广发期货 · 现代期货前沿译丛
GF FUTURES · FRONTIERS ON MODERN FUTURES

商品交易顾问

——风险、业绩分析与选择

[美] 格雷格·格雷戈里乌 等 著
(Greg Gregoriou)

田晓军 主译

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

商品交易顾问:风险、业绩分析与选择/(美)格雷戈里乌(Gregoriou, G.)等著;田晓军主译. —上海:上海财经大学出版社,2007.8

(广发期货·现代期货前沿译丛)

书名原文:Commodity Trading Advisors: Risk, Performance Analysis, and Selection

ISBN 978-7-81098-848-3/F·793

I. 商… II. ①格… ②田… III. 期货交易-研究 IV. F713.35

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 004185 号

☐ 责任编辑 史亚仙
☐ 封面设计 未 名
☐ 版式设计 孙国义

SHANGPIN JIAOYI GUWEN

商 品 交 易 顾 问

——风险、业绩分析与选择

[美] 格雷格·格雷戈里乌等 著
(Greg Gregoriou)

田晓军 主译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海市印刷七厂一分厂印刷

上海远大印务发展有限公司装订

2007 年 8 月第 1 版 2007 年 8 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 29.5 印张(插页:1) 383 千字

印数:0 001—4 000 定价:49.00 元

“广发期货·现代期货前沿译丛”

编委会

主任

肖成

副主任

田晓军

骆玉鼎

金德环

委员

郭晓利 郭树华

罗孝玲 戴天柱

罗满生 胡天存

策划

黄磊

袁敏

总 序

经过数年的清理整顿,中国期货市场自 2003 年起已经进入强劲复苏和规范发展的新阶段,期货品种的波动已经与国际市场同步,投资理念也受国外成熟市场的熏陶而逐渐发生变化,中国期货行业更是基本摆脱了持续多年的生存困境,尤其是以股指期货为先导的金融期货的推出,必将引起中国期货市场发生革命性的变更,中国的期货市场必将迎来蓬勃发展的新时代。

在中国期货市场步入规范化、市场化和国际化的发展快车道之际,无论是期货管理层、期货业者,还是期货投资者都迫切需要了解西方先进期货市场所积累的理论精髓和实践真谛。尽管市场对该领域的知识的需求非常迫切,但国内出版市场上相关内容的高质量图书总体上还是相当匮乏。

2007 年 3 月,广发期货公司取得中国证券监督管理委员会和中国香港地区证券期货监管部门的批准,成为中国期货业第一家以全资独立的形式设立香港分支机构的期货公司,迈出了期货业务的国际化步伐。同时,以“诚信、专业、创新、图强”为理念的广发

期货人也力图在吸收国外先进的期货投资理念方面做出自己的贡献,值得欣慰的是,经过一年多的辛勤工作,我们为市场奉献出了这套“广发期货·现代期货前沿译丛”。这套丛书内容前沿,选材颇具前瞻性,主题涵盖期货交易战略、资金管理策略、商品交易顾问和期货期权创新,反映了国际期货业发展的最新动态。本套丛书的引进和翻译出版对于国内期货市场而言无疑是恰逢其时。

需要指出的是,本套丛书不仅内容丰富,而且分析透彻,数据资料详实,或是具有很强的投资操作性,或是具有系统的理论探讨,或是投资领域的经典著作,或是期货业界最新认识的结晶,均是相关主题的上乘之作,在内容上也填补了国内同类图书的空白。尤其值得一提的是,丛书的作者普遍是美国期货界的资深专家、教授和商品交易顾问,丛书的译者也是以广发期货研究团队为主体的高级研究人员和国内著名高校学者。这套丛书的翻译出版,可以说是国际视野与本土智慧的一次有机结合,更是倾注了广发期货人对中国期货市场的高度历史责任感,如果能够满足业界和学界的需求,取得良好的社会效益,也算实现了我们的心愿。

广发期货公司总经理

肖成

2007年8月

前沿译丛



Frontiers
on Modern
Futures

译者前言

商品交易顾问(commodity trading advisor, CTA)是一个历史称谓,最初代指交易商品期货的投资顾问和商品投资基金(commodity pool);而今在期货投资领域,已经全面代指交易商品,或(和)交易金融衍生产品的投资顾问(trading advisor, TA)以及以商品期货或(和)金融衍生产品为投资对象的期货投资基金(futures fund),亦即管理型期货(managed futures)。因此,尽管本书的书名为《商品交易顾问——风险、业绩分析与选择》,但《期货投资基金——风险、业绩分析与选择》一名也许更能让广大中国读者明了其全面宗旨和真实内涵。

期货投资基金的兴起也许是进入 21 世纪以来最有影响意义的金融现象之一。传统上被归于“另类投资”的期货投资基金,在日益进入主流机构投资者的资产配置序列之际,也越来越多地受到主流研究方法的检验,其神秘面纱正在揭去。《商品交易顾问——风险、业绩分析与选择》正是一本为我们廓清期货投资基金关键认识的权威论文集。本书的高度在于,用主流研究方法和大

量的数据,检验了期货投资基金领域许多颇具争议的议题,对期货投资基金的实践与管理进行了诸多理论精炼和总结。对于尚处于起步阶段的中国期货界的管理者和投资者而言,本书尤其为我们提供了宽阔的视野和深邃的思路,值得我们仔细研读。

本书由广发证券公司投资自营部的田晓军主持翻译,第一章至第七章由上海证监局期货处的欧阳琛博士译出初稿,第八章至第十一章由汇添富基金管理公司的钱慧小姐译出初稿,第十二章至第十四章由广发证券公司研发中心的余晓宜小姐译出初稿,第十五章至第二十三章由中诚期货公司的覃扬眉小姐译出初稿,全书由田晓军多次通审校正,总纂定稿。尽管我们在翻译中已经尽己所能,但时间和水平所限,其中错误定然难免,因此恳请广大专业人士谅解。我们也将以此书的翻译为起点,把期货投资基金的研究更深入地向前探索!

田晓军

2007年8月于广州

前沿译丛



Frontiers
on Modern
Futures

序

本书的问世,是因为我们意识到,将一些定性或定量分析商品交易顾问(commodity trading advisors,CTAs)的管理型期货文章选编成集可能大有裨益,而且对该主题的现有书籍也是一个受欢迎的补充。此后的章节向读者介绍了许多有关正确选择和监管CTA的管理型期货范畴的重要问题。这些问题包括:管理型期货投资的业绩评估、基准和风险管理,管理型期货计划的评价和设计,CTA的管理和激励佣金,以及监管需要考虑的因素等。

本书所有章节由另类投资(alternative investment)领域的优秀学者和业者撰写。尽管一些章节本质上很技术化,但我们还是要求作者重点分析结果对管理型期货投资的影响所在,而不是纠缠于技术性问题本身。

因此,我们相信本书能够为有意在传统股票和债券组合之外加入CTAs的机构投资者、基金经理和高资产净值个人起到指导作用。

序

前言

诺贝尔经济学奖获得者 Harry Markowitz 于 1953 年提出的现代资产组合理论的关键结论之一是,通过在具有负的或低相关关系的各种资产类别之间进行分散化,能够产生更多的有效组合。各种资产类别的业绩贡献是相互独立的,不具有高度相关性。商品交易顾问(CTAs)一般与股票和债券市场显示出低的和负的相关性,有助于在波动的和下跌的市场中提供下跌保护。CTAs 利用私有的交易程序,在全球的期权和期货市场上买卖商品和金融期货,来完成管理型期货的交易。

什么使得 CTAs 与众不同? 他们有别于对冲基金和只做多的组合经理是因为,他们并不在股票或债券市场上追随趋势,而是力图抓住各种商品和金融期货市场上的机会。许多合格的投资者今天已经理解到了把 CTAs 纳入退休基金和机构资产组合的分散化益处。

近来的学术研究已经考察了把 CTAs 加入传统股票和债券组合的好处,认为 CTAs 能够降低组合的标准差,增加组合的风险调整后收益。不仅如此,在股票市场表现不佳期间,CTAs 常常取得

正的收益,为这些下跌时期提供了一个缓冲器。

无论股票市场上涨或下跌,CTAs 在两种环境下都能够提供正的收益。学术研究也证明了 CTAs 在下跌市场中的表现优于对冲基金。这一点至关重要,因为在过去的几年里,股票市场的波动性非常高,单靠对冲基金来寻求保护不可能产生最优的投资组合。



前沿译丛



Frontiers
on Modern
Futures



致 谢

感谢拉普特资产配置系统(Laporte Asset Allocation System, www.laportesoft.com)的 Richard E. Oberuc 和巴克莱交易集团(Barclay Trading Group, www.barclaygrp.com)的 Sol Waksman 为本书提供数据和软件。感谢 www.alternative.com 网站为本书提供 Extreme Metrics 和 HF Optimizer 软件。感谢机构投资者杂志公司的 Allison Adams 允许我们再版他们的一篇文章(第十八章)。也感谢专家集团(Peritus Group, www.peritus.ca)的 Chris Bonnet 先生和施内魏斯合伙公司(Schneeweis Partners)中的每个人。

此外,感谢约翰威利出版公司的高级金融编辑 Bill Falloon 和助理编辑 Liam Kuhn,没有他们的热情支持和建设性意见,本书不可能迅速出版。约翰威利出版公司的高级出版编辑 Alexia Meyers 给予了出色的编辑支持和严谨的书稿校审,我们也表示诚挚和热切的感谢。

致
谢

目 录

总序	1
译者前言	1
序	1
前言	1
致谢	1

第一篇 业 绩

第一章 管理型期货和对冲基金：天作之合	5
引言	5
管理型期货	7
数据	8

股票、债券,加对冲基金或者管理型期货	10
对冲基金加上管理型期货	12
股票、债券、对冲基金和管理型期货	13
管理型期货造成的偏度下降	17
结论	19

第二章 基准化 CTAs 业绩	20
处理 CTA 指数的异质性	21
CTA 业绩简要观察	24
资产配置过程中的管理型期货:收益增进者、风险降低者, 还是两者兼备	27
CTAs 关键性业绩驱动因素概述	29
结论	33

第三章 管理型期货业绩:持续性和收益来源	34
引言	34
数据	35
业绩持续性回归检验	36
蒙特卡罗研究	38
作为后来收益指标的历史业绩	41
业绩持续性和 CTA 的特征值	44
收益相对于滞后收益的回归分析	50
投资于失败者有道理吗	51
应用含义	52
结论	53

第四章 CTA 业绩、存活性偏误和解散频率	55
介绍和文献回顾	55
数据库	57



存活性偏误	62
研究方法	66
业绩分析	68
业绩的持续性	77
解散频率	85
结论	88
 第五章 运用数据包络分析的 CTA 业绩评价	 91
介绍	92
风险测量和业绩评价	94
数据描述	100
方法	107
结果	111
结论	116
 第六章 市场条件变化中的 CTAs 业绩	 118
引言	119
数据和样本时期	120
解释 CTA 收益	125
业绩测量	138
结论	142
 第七章 使用数据包络分析的 CTAs 单一效率和交叉效率	 143
引言	143
方法	146
数据	152
实证结果	153
结论	158

第二篇 风险和管理型期货投资

第八章 大型对冲基金和 CTA 交易对期货市场波动率的影响	163
引言	164
数据	167
结论	196
第九章 测度管理型期货的买入波动率策略	198
引言	198
管理型期货业的简要回顾	199
一个买入波动率策略的阐释	201
拟合回归曲线	204
模拟投资组合	207
管理型期货的风险价值	211
运用买入波动率策略进行风险管理	213
结论	217
第十章 管理型期货风险测度方法之间的相互依赖性	218
文献的介绍和回顾	218
方法	220
数据	221
实证结果	222
结论	244
第十一章 使用三种另类资产管理收益分布中的下跌风险	245
引言	245



对下跌风险的描述	247
使用对冲基金管理下跌风险	249
使用商品期货管理下跌风险	253
结论	256

第三篇 管理型期货：投资、佣金与监管

第十二章 管理型期货的投资	259
引言	259
监管问题	264
套期保值者与投机者	266
风险管理	269
时间考虑	270
结论	273

第十三章 管理和激励佣金对 CTA 业绩的影响：一个注解	274
引言	274
CTA 的薪酬结构	275
数据	278
CTA 的薪酬变量和业绩表现	279
结论	284

第十四章 管理型期货基金以及其他信托产品：澳大利亚 监管模式	285
引言	285
信托期货产品和管理型投资计划	290
结论	299