

策略深度研究

宏观对冲基金逆势投资寻踪

核心观点

宏观对冲基金抗跌能力强，在美股大跌期间录得较优回报：本文选取六只代表性主打宏观对冲策略基金产品，并计算其在2022年6-9月美股大跌期间的回报，结果显示代表性宏观对冲基金产品均优于股票大盘。此外，本文选取1998年以来美股走势最差和走势最好的五个季度，比较在此阶段全球宏观对冲基金与美股的收益。在美股极端走低时，宏观对冲指数在多数季度甚至可以录得正回报，说明宏观对冲策略抗跌能力较强；在美股表现最好的五个季度，宏观对冲指数收益虽然不及美股，但也没有出现大幅损失，即宏观对冲基金指数无论在牛市还是熊市表现都很稳定，抗跌能力尤其突出。

为了寻找2022年极端的“债股双杀”行情下穿越周期的投资经验，本文筛选出代表性的宏观对冲基金产品：（1）本文汇总分析了2022年全球排名前20的对冲基金经理代表性宏观对冲产品，根据其投资策略与宏观因素的相关性，筛选出Aristeia Capital、Arosa Capital Management、Electron Capital Partners、Impactive Capital Lp、Peconic Partners、SIR Capital Management、SRS Investment Management等七家基金作为泛宏观对冲策略代表性基金。（2）宏观对冲基金覆盖资产多元化，录得高于基准指数的回报，在经济下行环境下具有极大韧性；（3）以Wellington Management、AQR Capital Management和Man Group为例，基金持仓行业集中度不高，且自成立以来持仓结构稳定，投资组合极具多元化。

基于投资方向，本文筛选出七家投资理念与宏观对冲策略相关性较强的基金公司，并对基金经理和代表性基金产品进行了梳理分析：（1）经济下行环境下，多数基金产品在极端行情下录得正回报；（2）多数基金的持仓敞口较为分散；（3）2022年下半年，泛宏观对冲基金调仓胜率较高，半数调仓胜率超过70%；（4）七家泛宏观对冲基金的Top20重仓股的加权3年累计回报率均超过70%，Top50重仓股的加权5年累计回报率均超过50%。综合来看，泛宏观对冲基金的中长期回报较优。

本文对代表性宏观对冲基金公司和产品策略框架进行了梳理，通过对代表性泛宏观对冲基金的投资框架进行分析，本文总结出泛宏观对冲基金将宏观因素纳入资产配置流程的三种方式：（1）根据宏观经济的周期运行框架，采用风险平价等策略对冲不同经济情况下的收益风险；（2）采用定量分析方法，利用大量的数据、分析和技术工具来进行投资决策的同时，将一系列的宏观指标纳入分析过程，或通过主观裁量的定性方法将宏观趋势因素纳入投资组合的构建流程中；（3）采用多策略或多元投资方法，在全球范围内广泛构建投资，借助各类资产及地域发展的异质性，将宏观因素带来的风险分散化。

风险提示：海外地缘冲突问题尚未缓解，美联储货币政策不确定性等。

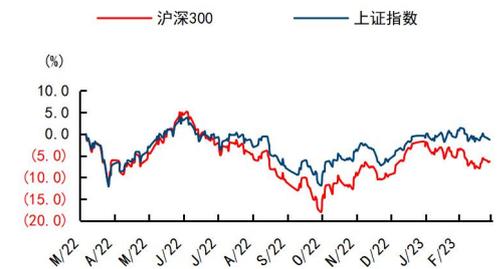
策略研究 · 策略深度

证券分析师：王开 联系人：占易
021-60933132 021-60375433
wangkai8@guosen.com.cn zhanyi@guosen.com.cn
S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	7659.75/-0.48
创业板/月涨跌幅 (%)	2371.19/-2.38
AH 股价差指数	137.09
A 股总/流通市值 (万亿元)	77.40/67.68

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《策略深度研究-2月A股估值微升，分化度下降意味着什么？》——2023-03-10
- 《产业链ESG系列研究（一）-制造业ESG评级情况与实践案例》——2023-03-10
- 《策略深度研究-资产配置框架变迁史》——2023-03-09
- 《策略深度研究-聚焦高质量发展：专精特新企业投资框架》——2023-02-24
- 《产业链系列研究（二）-新兴产业动态景气判断框架》——2023-02-16

内容目录

一、 引言：打破内卷，拓展多资产对冲外延	5
（一）宏观趋势预测：海外市场机构的资本市场假设	5
（二）宏观对冲代表性产品 2022 年经济疲软期表现	6
（三）宏观对冲基金指数与 SPX 指数走势对比	7
（四）宏观策略与股票的相关性更小	7
二、 规模前 20 大的对冲基金列举	8
（一）全球主要对冲基金公司和策略分类	8
（二）代表性宏观对冲策略产品及其表现总览	10
三、 代表性对冲基金的基金经理列举	11
（一）代表性对冲基金基金经理及其所在公司策略分类	11
（二）自上而下：投资理念与宏观对冲相关的基金经理所在公司持仓及表现总览	12
四、 自上而下：代表性宏观对冲基金公司和产品策略框架	18
（一）AQR 资本管理公司投资框架	18
（二）Man Group 公司投资框架	20
（三）D. E. Shaw Group 公司投资框架	23
（四）Brevan Howard 公司投资框架	24
（五）Marshall Wace 公司投资框架	25
（六）Bridgewater Associates 公司投资框架	27
（七）Wellington Management 公司投资框架	30
五、 宏观对冲框架综述	33

图表目录

图 1: AQR 2023 年度资本市场的主要资产长期假设	5
图 2: 部分海外资管机构股票回报长期预测基本方法	6
图 3: 2022 年第三季度代表性宏观对冲基金表现	7
图 4: SPX 指数走势最差季度与 HFRI 收益对比	7
图 5: SPX 指数走势最好季度与 HFRI 收益对比	7
图 6: 美国“股债双杀”的 2022 年, 宏观对冲策略明显占优	8
图 7: 2008 年以来各对冲策略的股债相关性	8
图 8: 2022 年全球排名前 20 对冲基金公司资产规模	9
图 9: 2022 年各公司代表性基金产品累计净值变化	10
图 10: Multi-Asset High Income Fund 持仓行业分布	11
图 11: AQR Macro Opportunities Fund 持仓行业分布	11
图 12: M&G Global Macro Bond Fund 持仓行业分布	11
图 13: 2022Q4 基金 TOP50 持仓集中度	12
图 14: 2022 年各代表性基金公司调仓成功率	13
图 15: 2022Q4 各基金 TOP5 大型交易盈利情况	13
图 16: Aristeia Capital 持仓行业分布的变化	14
图 17: Arosa Capital Management 持仓行业分布的变化	14
图 18: Electron Capital Partners 持仓行业分布的变化	15
图 19: Impactive Capital 持仓行业分布的变化	15
图 20: Peconic Partners 持仓行业分布的变化	16
图 21: SIR Capital Management 持仓行业分布的变化	16
图 22: SRS Investment Management 持仓行业分布的变化	17
图 23: AQR 策略选择和股票投资方法汇总	18
图 24: 全球股债相关性变化 (以十年为窗口期)	19
图 25: 在股债正相关时在组合加入替代资产将收获更高回报	19
图 26: AQR Macro Opportunities Fund 投资关注信号	20
图 27: Man Group 公司 ESG 整合过程	21
图 28: Man Group 公司旗下各基金中各资产类别 ESG 得分	21
图 29: Man Group 公司管理人认为的潜在投资机会	22
图 30: D. E. Shaw Group 公司层面投资策略框架	23
图 31: Brevan Howard 三大宏观核心专业知识	24
图 32: BH Macro Fund 投资框架	24
图 33: BH Macro Fund 滚动季度收益	25
图 34: MW TOPS 主要投资策略	26
图 35: MW Systematic Alpha UCITS Fund 投资框架	26
图 36: MW Systematic Alpha UCITS Fund 投资敞口区域分布	27
图 37: MW Systematic Alpha UCITS Fund 市值敞口分布	27

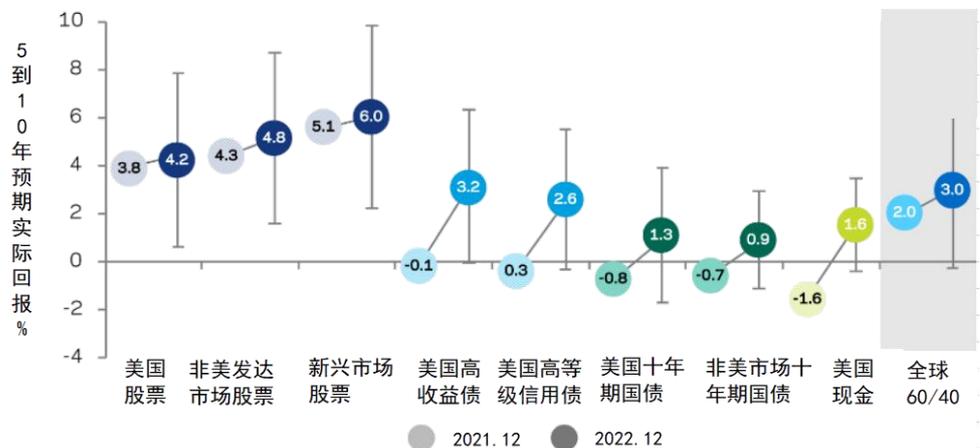
图 38: 20 世纪美国实际人均 GDP 增长趋势	28
图 39: 短债务周期六阶段框架图	28
图 40: 投资组合回报的拆解思维	29
图 41: Bridgewater Pure Alpha Strategy 12% Fund 月度收益情况	30
图 42: 惠灵顿基金管理模式	30
图 43: 公司为 2023 年及以后宏观制度重新制定战略	31
图 44: 公司考虑气候变化的投资解决方案	32
图 45: Multi-Asset High Income Fund 投资方法整理	32
图 46: Multi-Asset High Income Fund 月度收益情况	33
表 1: 2022 年美国加息情况一览	6
表 2: 对冲基金公司代表性宏观对冲策略产品总览	9
表 3: 2022 年全球排名前 20 对冲基金经理代表性宏观对冲产品汇总	12
表 4: 2022 年全球排名前 20 对冲基金经理代表性宏观对冲产品汇总	17
表 5: M&G Global Macro Bond Fund 历史收益情况	23
表 6: BH Macro Fund 历史收益情况	25
表 7: MW Systematic Alpha UCITS Fund 历史收益情况	27
表 8: 各公司宏观对冲框架综述	34

一、引言：打破内卷，拓展多资产对冲外延

（一）宏观趋势预测：海外市场机构的资本市场假设

资本市场假设（Capital Market Assumptions）是投资者进行战略资产配置的重要环节。它是投资者对各资产类别的风险和回报前景的预期，资产类别可以是广义的，比如股票、债券，也可以是狭义的，比如债券可以具体到政府债、高等级信用债、高收益信用债、通胀挂钩债券等，也可以分类到不同的地域或国家。多数海外大型资管机构会定期发布资本市场长期假设，以 AQR 为例，在 2022 年底，对未来全球海外股票市场和债券市场中长期实际回报的预期均有所上升。不过，不同机构采取的预测方法各异，预测资本市场回报最常用的工具包括统计学方法、现金流折现模型和风险溢价模型，针对不同资产类别和市场也要进行特定的调整，例如新兴市场股票和债券预期需要考虑更脆弱的经济、不稳定的政策框架等因素。

图1：AQR 2023 年度资本市场的主要资产长期假设



资料来源：AQR (2023)，《2023 Capital Market Assumptions for Major Asset Classes》，国信证券经济研究所整理。

图2：部分海外资管机构股票回报长期预测基本方法

机构	股票长期回报基本方法
贝莱德	将股权风险溢价（ERP）的估计作为回报预期方法的核心。使用隐含资本成本的方法来计算股权风险溢价（Li et al, 2013）。使用贴现现金流模型，并基于今天的市场价格和对未来的股息和增长以及利率的预期来得出隐含的股权风险溢价。股票价值的变化是由预期现金流（收益和红利）和ERP共同驱动的。贝莱德认为，只看估值（通常是市盈率）来形成预期回报，可能会错过全貌。把对未来利率的预期和ERP联系起来，比仅仅试图寻找市盈率的公平价值更能说明问题。这使我们能够对利率的结构性驱动因素的看法纳入预期的股票回报及其他资产类别回报。贝莱德还使用自下而上的分析师盈利预测和利润率与经济周期之间的关系来制定我们的盈利预期。企业利润率不仅向长期平均水平靠拢，而且在经济达到满负荷运转时以更快的速度进行。
GMO	GMO的预测内核类似于周期性调整的市盈率，但试图以某种不同的方式来解释盈利的周期性。GMO追踪市盈率并对利润率进行调整，关注经济资本回报率的多代理变量。GMO假设，无论今天的市盈率和利润率处于什么水平，在七年结束时，它们将恢复到平衡水平。这并不是说在七年后期期望一切都恢复正常；相反，考虑到很难看到七年后的未来，假设恢复正常是一个相当好的起点。在此基础上，将盈利增长和股权所有者获得的收入（股息和回购）考虑在内。
摩根大通	<p>将股票收益分为不同的组成部分。首先，通过考虑收入增长、利润率和股份数，预测每股收益。然后预测市盈率以建立价格回报预测。最后，预测股息来创建一个总回报预期。</p> 
先锋集团	预测基于Vanguard资本市场模型，其理论和经验基础是各种资产类别的回报反映了投资者为承担不同类型的系统性风险（ β ）所需的补偿。该模型的核心是对风险因素和资产收益之间的动态统计关系的估计，这些估计是基于早在1960年就有了的月度金融和经济数据的统计分析。使用一个估计方程系统，该模型应用蒙特卡洛模拟方法来预测风险因素和资产类别之间的估计相互关系，以及随着时间推移的不确定性和随机性。
AQR	AQR对股票的预期基于是现金流折现模型（DDM），在这个模型下，预期的实际回报大约是红利收益率（DY）、实际红利或每股收益（EPS）的预期趋势增长（g）和估值的预期变化（ Δv ）之和，即： $E(r) \approx DY + g + \Delta v$ 。AQR假设估值没有变化，即没有从当期（大部分处于较高水平）的估值向历史平均水平的平均回归。

资料来源：贝莱德、GMO、摩根大通、先锋集团、AQR 公司官网，国信证券经济研究所整理。

（二）宏观对冲代表性产品 2022 年经济疲软期表现

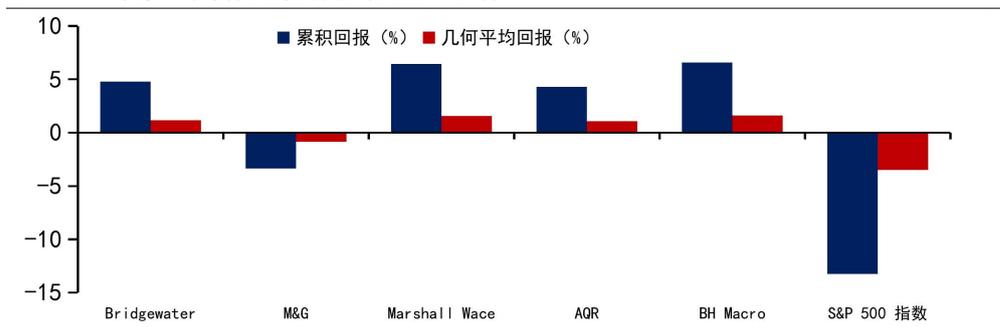
基于宏观趋势走势进行投资组合构建的宏观对冲代表性产品在 2022 年经济疲软期表现较好。由于美国通胀并未得到有效控制，2022 年美联储将联邦基金利率目标范围从年初的 0.00%~0.25%上调至 4.25~4.50，累计加息超过 425 个基点，其中在 6 月、7 月、9 月和 11 月的连续四次 FOMC 会议上均加息 75 个基点。在此情况下，基准利率大幅上升会导致全社会利率上升，从而对金融市场产生重大不利影响，尤其股市遭遇大面积受挫。根据测算，在 2022 年 6 月至 9 月 SPX 指数大跌期间，Bridgewater Pure Alpha Strategy 12% fund、MW Systematic Alpha UCITS Fund、AQR Macro Opportunities Fund 和 BH Macro Fund 等宏观对冲基金表现出较好的抗压能力。

表1：2022 年美国加息情况一览

加息时间	加息
1 月	不变
3 月	加息 25 个基点
5 月	加息 50 个基点
6 月	加息 75 个基点
7 月	加息 75 个基点
9 月	加息 75 个基点
11 月	加息 75 个基点
12 月	加息 50 个基点

资料来源：FOMC 官网，国信证券经济研究所整理

图3: 2022年第三季度代表性宏观对冲基金表现

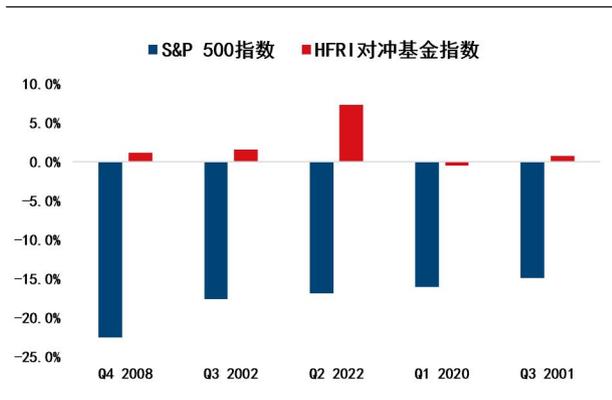


资料来源: 各基金公司官网, 国信证券经济研究所整理

(三) 宏观对冲基金指数与 SPX 指数走势对比

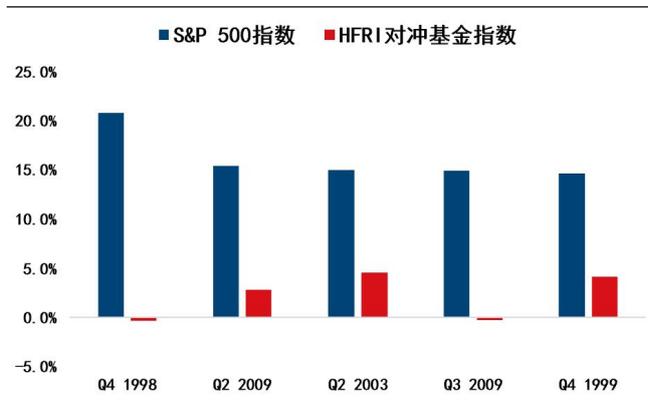
本文选取 1998 年以来 SPX 指数走势最差和走势最好的五个季度, 并比较在此阶段 HFR1 全球宏观对冲基金指数与 SPX 指数的收益。可以发现, 在 SPX 指数极端走低时, HFR1 指数在多数季度甚至可以录得正回报, 说明宏观对冲策略抗跌能力较强; 在 SPX 指数表现最好的五个季度, HFR1 指数收益虽然不及 SPX 指数, 但也没有出现大幅损失, 即宏观对冲基金指数无论在牛市还是熊市表现都很稳定, 抗跌能力尤其突出。

图4: SPX 指数走势最差季度与 HFR1 收益对比



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

图5: SPX 指数走势最好季度与 HFR1 收益对比



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

(四) 宏观策略与股票的相关性更小

如图 6 折线图所示, 宏观对冲基金指数自 1998 年以来的累计收益率与 SPX 指数相当, 但在“股债双杀”的 2022 年, 宏观对冲基金指数录得了比 SPX 指数高 29.1% 的相对正回报, 表现出极强的抗跌特性。此外, 综合来看, 宏观对冲基金指数的波动率也明显小于基准股票指数, 说明宏观对冲策略能够为投资者创造更为稳定的收益。

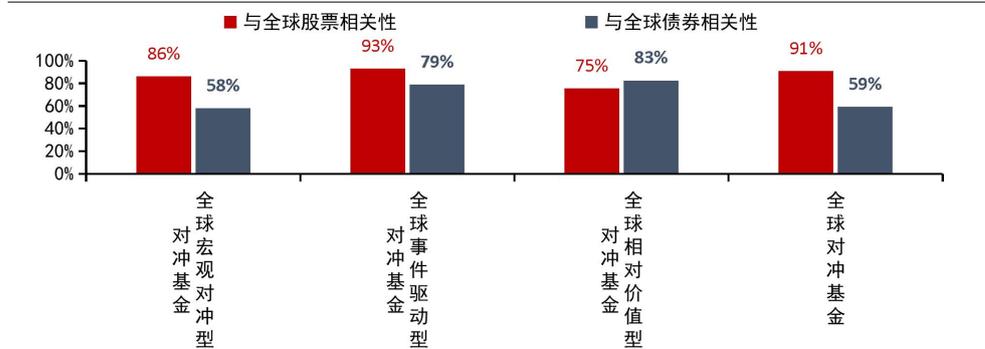
图6：美国“股债双杀”的2022年，宏观对冲策略明显占优



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

宏观对冲策略的基础是各类资产的相关性较低。如图7所示，与其他对冲基金策略相比，宏观策略与股票的相关性最小，与债券相关性也不大。下图显示了从2008年至2023年3月期间，全球股票指数、全球债券指数与全球对冲基金总指数的相关性分别为91%和59%；与全球相对价值型对冲基金指数的相关性分别为75%和83%；与全球事件驱动型对冲基金指数的相关性分别为93%和79%；而与全球宏观对冲型对冲基金指数的相关性为86%和58%。因此，宏观对冲策略作为市场相对中立的策略，能够在2022年“股债双杀”的大背景下脱颖而出，成为主要传统金融资产遭受大面积下跌时的占优策略选择。

图7：2008年以来各对冲策略的股债相关性



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

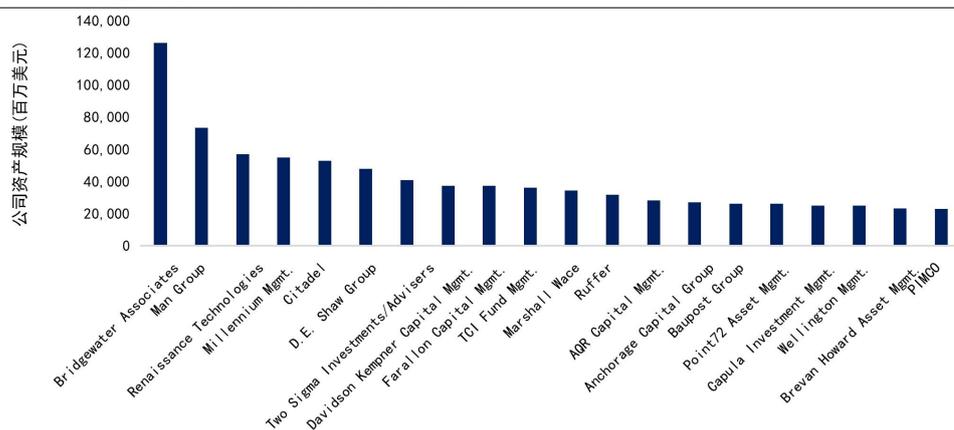
二、规模前20大的对冲基金列举

（一）全球主要对冲基金公司和策略分类

截至2022年，全球排名前20的对冲基金公司主要有 Bridgewater Associates、Man Group、Renaissance Technologies、Millennium Management、Citadel 等（全部名单如图8所示），前五大规模公司AUM分别为183.2、278.5、730.6、891.3和863.8千亿美元。排名前20家对冲基金中，核心主打或部分涉猎宏观对冲策略的有 Bridgewater Associates、Man Group、D.E. Shaw Group、Marshall Wace、AQR Capital Management、Wellington Management、Brevan Howard Asset Management 七家。除此之外，Man Group、Millennium Management、Marshall Wace、

AQR Capital Management、Point72 Asset Management 和 Capula Investment Management 公司主打量化交易，致力于使用定量投资策略寻求市场收益。Renaissance Technologies、Citadel、Davidson Kempner Capital Management、Ruffer 和 Baupost Group 则主打多策略、多元化的长期投资，Farallon Capital Management、TCI Fund Management、Anchorage Capital Group 和 PIMCO 主要在全球范围内寻找高质量的投资机会来实现长期稳定的资本增值，Two Sigma Investments/Advisers 主要聚焦于科技行业投资。

图8: 2022 年全球排名前 20 对冲基金公司资产规模



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

表2: 对冲基金公司代表性宏观对冲策略产品总览

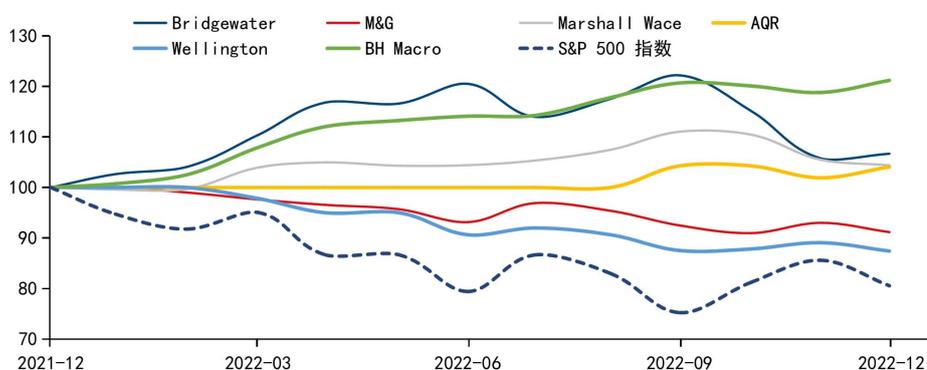
基金名称	代表性宏观对冲基金产品名称	宏观对冲基金产品简介 (投资原则或理念等)	产品规模	产品目前持仓主要行业/个股
Bridgewater Associates	Bridgewater Pure Alpha Strategy 12%	以宏观对冲为主要投资策略, 旨在通过对全球宏观经济和金融市场的分析和预测, 来制定投资决策和管理投资组合。投资理念主要包括以下三个方面: (1) 完整的宏观经济理论体系——“世界观” (2) 以风险平价模型为主的量化对冲——风险管理 (3) 在资产配置、期货和期权交易等方面寻找机会——寻找长期价值投资	672 亿美元	—
Man Group	M&G Global Macro Bond Fund	在全球宏观经济和金融市场中, 通过投资各类债券和货币市场工具, 利用利率、汇率和信用风险的波动获得投资回报	6 亿欧元	美国国库券期货、美国国债、欧洲燕麦期货等各种全球宏观资产, 包括大宗商品、货币、股票指数和利率, 以及相关的固定收益产品和期货
D. E. Shaw Group	DE Shaw Oculus International Fund	采用系统化交易、多策略投资、风险管理、长期投资和全球化投资等策略, 旨在获得多元化的投资回报并控制风险。	70 亿美元	材料、资本货物、软件与服务、零售、银行、能源、纺织、制药与生物技术、媒体与娱乐、金融
Marshall Wace	MW Systematic Alpha UCITS Fund	全球市场中立基金, 旨在产生一致的绝对回报, 与股票的相关性较低, 波动性目标范围为 4-6%。本基金系统地投资于根据马歇尔·韦斯 (Marshall Wace) 专有算法产生的投资决策选择的证券, 该算法利用广泛的数据来模拟股票回报和阿尔法。输入包括 (但不限于) 公司基本面数据、投资者定位和流量、情绪和新闻流。本基金亦可根据 MW 在非系统基础上确定的投资政策, 利用额外的投资机会。	14 亿美元	能源、金融、非日常生活消费品
AQR Capital Management	AQR Macro Opportunities Fund	基金奉行宏观机会投资策略, 在约 100 个国家的 30 多个独立市场进行交易。基金对各种资产类别进行头寸, 包括货币、商品、股票和固定收益。基金长期保持市场中性, 但短期内可采取方向性观点。基金倾向于购买宏观经济基本面相对或绝对改善的资产, 以及宏观经济基本面恶化的空头资产。利用定量和酌情投入, 从多个维度评估宏观经济趋势。	1.69 亿美元	信息技术、公用事业、金融、医疗保健、工业
Wellington Management	Multi-Asset High Income Fund	一个以结果为导向、积极管理的基金, 旨在通过投资于广泛的全球资产 (包括股票、主权、公司和通胀挂钩债券) 来提供有吸引力的定期收入, 同时随着时间的推移寻求资本增长。	19.82 亿美元	—
Brevan Howard Asset Management	BH Macro Fund	结合了定向、相对价值和衍生品交易策略, 旨在在广泛的投资解决方案中提供正交但互补的回报。	12.97 亿美元	—

资料来源: 各对冲基金公司官网, 彭博, 晨星, 国信证券经济研究所整理; 注: 基金产品规模截至 2022 年底。

（二）代表性宏观对冲策略产品及其表现总览

本文在上市对冲基金中，筛选出具有代表性的宏观对冲策略类产品，来寻找 2022 年极端股债双杀行情下穿越周期的投资经验。首先将 2022 年的月度收益与 SPX 指数进行比较可以发现所有代表性产品的几何平均回报均高于 SPX 指数，且通过绘制以 100 为初始基准的各基金累计净值变化图可以看到，投资于代表性基金产品的财富积累始终高于 SPX 指数，体现出宏观对冲策略通过对宏观经济周期变动的把握，覆盖了多元资产，拓展了有效前沿，确实提供了比基准指数更具吸引力的回报。此外，即使是在 2022 年通胀居高不下，地缘政治紧张局势持续，全球市场动荡不安和浅衰退的大背景下，BH Macro Fund、AQR Macro Opportunities Fund、Bridgewater Pure Alpha Strategy 12% fund 和 MW Systematic Alpha UCITS Fund 也分别录得正几何平均月度回报，展现了基金在经济下行情况下强大的韧劲。

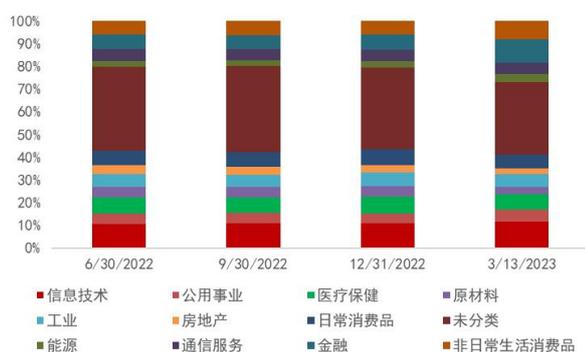
图9：2022 年各公司代表性基金产品累计净值变化



资料来源：彭博，各基金官网，国信证券经济研究所整理；注：2021 年 12 月底资产标准化净值设为 100。

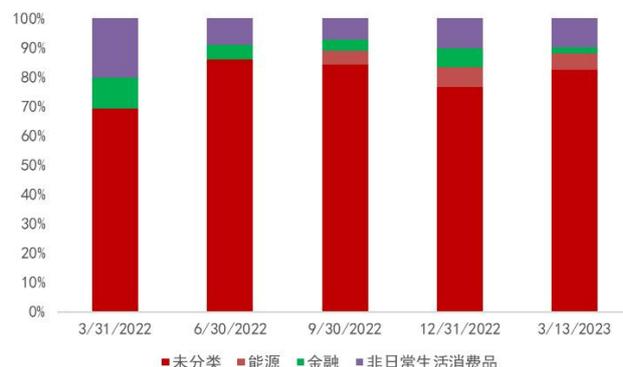
此处以 Wellington Management、AQR Capital Management 和 Man Group 为例，对这三支代表性宏观对冲产品的持仓演变进行分析。Wellington Management 的 Multi-Asset High Income Fund 持仓主要集中在信息技术、金融、医疗保健、日常消费品、非日常生活消费品等领域，行业集中度不高，自成立以来的持仓结构变动不大。AQR Capital Management 的 AQR Macro Opportunities Fund 持仓行业主要为能源、金融和非日常生活消费品，总体来看在过去一年，基金对于能源的敞口有所提升，而对非日常生活消费品的敞口有所减少。Man Group 的 M&G Global Macro Bond Fund 可获得的分行业持仓数据仍有限，从可得数据来看，基金在金融行业一直保持着约 10-15% 的敞口，同时在信息技术、公用事业、医疗保健、房地产、能源、通信服务、消费品方面——上述基金公司也保持着少量敞口，宏观对冲策略基金投资极具多元化。

图10: Multi-Asset High Income Fund 持仓行业分布



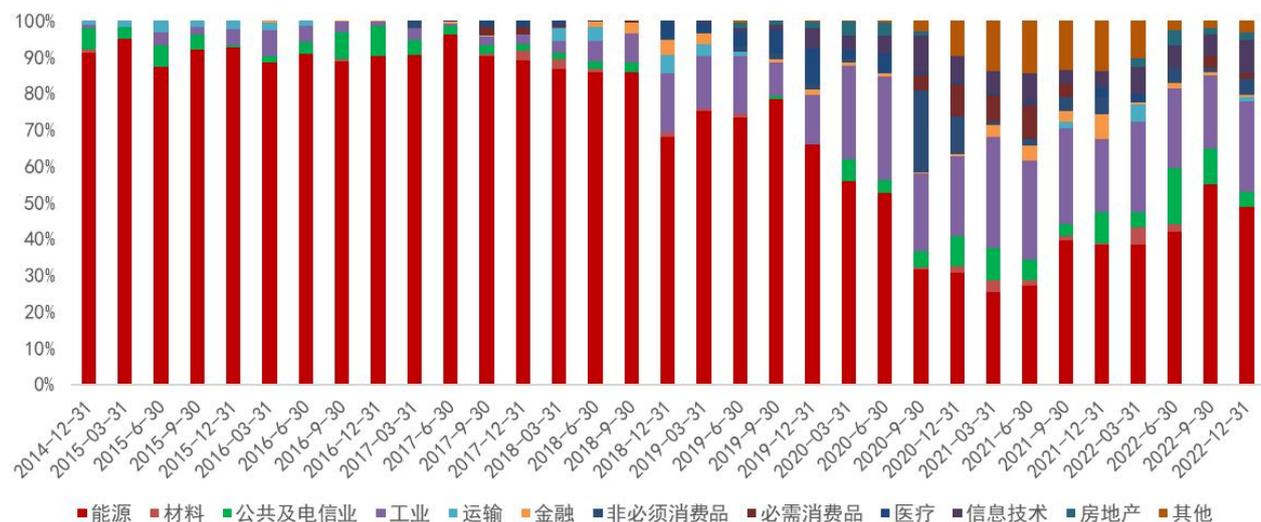
资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

图11: AQR Macro Opportunities Fund 持仓行业分布



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

图12: M&G Global Macro Bond Fund 持仓行业分布



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

三、代表性对冲基金的基金经理列举

(一) 代表性对冲基金基金经理及其所在公司策略分类

上文从基金管理规模出发, 筛选分析出资金管理规模较高的对冲基金公司, 并对其代表性的宏观对冲主题基金产品进行分析。本节则将过去3年间回报排名靠前的基金经理及其所在基金公司进行列举和分析。截至2022年底, 全球业绩排名前20的基金经理主要有Robert Lynch、Michael Burry、William Harnisch、Jason Wild、Vince Maddi等。根据各基金经理及其所在公司的投资理念信息, 基于公司投资方向, 本文筛选出七家投资理念与宏观对冲策略有一定联系的基金公司(含面向泛周期类的投资策略)。

表3: 2022 年全球排名前 20 对冲基金经理代表性宏观对冲产品汇总

基金名称	所属基金公司	公司投资方法或方向
Robert Lynch	Aristeia Capital	相对价值投资、宏观对冲
Michael Burry	Scion Asset Management	长期投资、价值投资
William Harnisch	Peconic Partners	宏观对冲、主题投资
Jason Wild	JW Asset Management	主控制药公司的私募股权
Vince Maddi	SIR Capital Management	主投能源公司
Murray Stahl	Horizon Kinetics Asset Management	长期价值投资
Bruce Berkowitz	Fairholme Capital Management	价值投资、投资严重被低估的小公司股票
Robert Adelman	Avoro Capital Advisors	投资生物制药
Karthik Sarma	SRS Investment Management	主投房地产
Jos Shaver	Electron Capital Partners	全球基础设施和公用事业
Eric Bannasch	Cadian Capital Management	投资于技术, 媒体, 电信, 医疗保健, 工业, 零售, 消费和其他相关行业、基本面选股、长期投资
Ed Bosek	Beaconlight Capital	多空投资股票、基本面选股
Bob Robotti	Robotti Robert	长期投资
Lauren Wolfe & Christian A	Impactive Capital Lp	考虑 ESG 因素的价值投资
Clinton Murray	Lodge Hill Capital	多头/空头股票策略
Till Bechtolsheimer	Arosa Capital Management	专注于传统和替代能源及相关行业投资
Arne Alsin	Worm Capital Llc	专注于高增长的科技型企业
Patrick Degorce	Theleme Partners	对看好的近年来回报低的股票进行集中押注
Gregory Bylinsky	Bandera Partners	专注于不良资产和价值投资
David Kim	Ghost Tree Capital	以医疗保健为导向

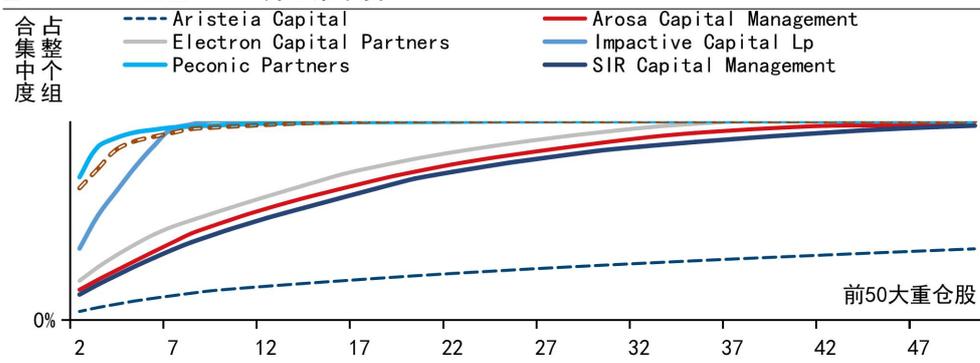
资料来源: 各基金公司官网, 国信证券经济研究所整理; 注: 灰底色为宏观对冲策略和周期主题相关基金和 ESG 主题基金。

(二) 自上而下: 投资理念与宏观对冲相关的基金经理所在公司持仓及表现总览

1. 代表性基金公司持仓 TOP50 集中度情况

本文将投资理念含泛宏观对冲的七位基金经理所在基金公司的 TOP50 累计持仓集中度构建分布图, 各家基金重仓股的权重存在明显差异。其中, SRS Investment Management 和 Peconic Partners 投资集中度较高, 前者投资 Avis Budget Group (汽车租赁的大型跨国企业) 占比 54.63%, 后者投资 Quanta Svcs Inc (电脑服务公司) 占比 51.62%, 其余五家公司的投资都相对分散, Aristeia Capital 敞口尤为分散, TOP50 持仓累计只占比 35.83%。

图13: 2022Q4 基金 TOP50 持仓集中度

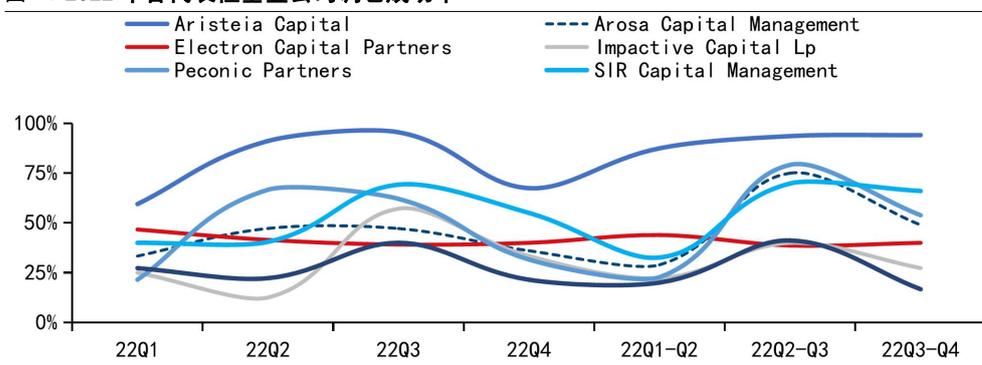


资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

2. 代表性基金公司交易成功率情况分析

为分析泛宏观对冲基金经理每次调仓变动的成功率情况，本文针对 2022 年每季度、每半年和一年的 TOP 50 持仓调仓数据进行分析。若在对应时间段内买入上涨的资产或者卖出下跌的资产，则视调仓为成功的交易；若在对应时间段内卖出上涨的资产或者买入下跌的资产，则视调仓为失败的交易，最后计算出成功的交易次数占调仓总次数的比例作为基金公司调仓的成功率，得到的结果如下图所示。可以看到，Aristeia Capital 的调仓成功率多数时期都在 90%以上，说明 Robert Lynch 经理及其团队的买卖择时能力很强。综合来看，即使是在乌克兰危机、美联储激进加息、疫情反复冲击等多重因素的影响下，2022 年后半年，所有泛宏观对冲策略的基金经理调仓后胜率都达到了几乎 40%以上，其中超半数基金经理调仓胜率超过 70%，也说明了宏观对冲策略在危机时期具有较大吸引力。

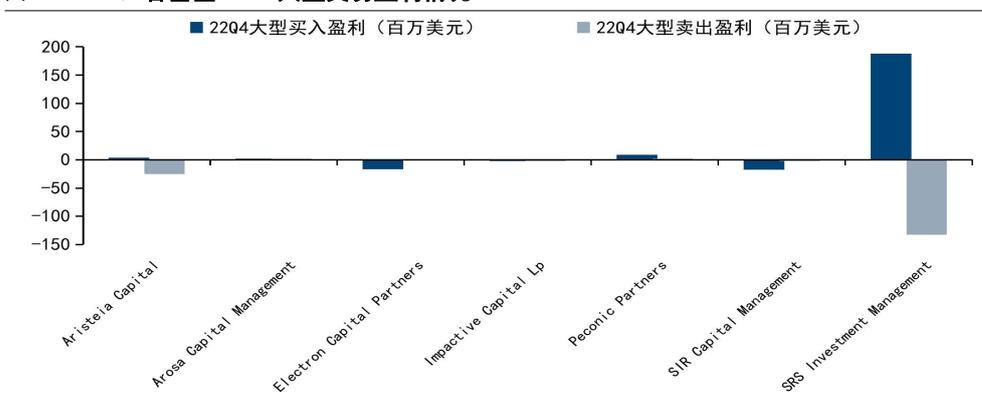
图14: 2022 年各代表性基金公司调仓成功率



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

同时，针对 2022 年 Q4 每家公司的 TOP5 大型买入和卖出交易，本文也计算出各家公司大型买入和卖出交易的盈利情况。相较而言，SRS Investment Management 以 128.01 美元每股的价格买入 211 万股 Meta Platforms Inc (原名 Facebook，推出“元宇宙”模式，在互联网社交媒体领域的知名公司) 的公司股票，成功抄底并在该季度创造了高达 160.93 百万美元的收益，是所有大型交易中最为成功的交易；同时该基金公司以 30.83 美元每股的价格卖出正在崛起的全球电商龙头 Shopify Inc 股票 10.47 百万股，这笔交易为基金公司带来了 156.63 百万美元的相对价值亏损，是七家基金公司 2022Q4 以来较为失败的大型交易。泛宏观对冲的基金经理所在基金公司的大型交易基本都集中在面向全球的大型企业。

图15: 2022Q4 各基金 TOP5 大型交易盈利情况



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

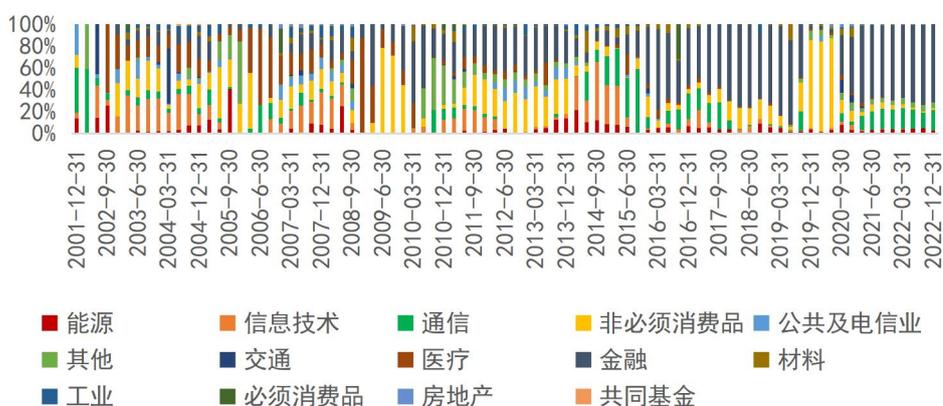
3. 代表性基金公司资产的行业配置及演变情况

本文针对所有投资理念与宏观对冲有联系的基金经理所在基金公司的整体持仓情况分析如下。

3.1 Aristeia Capital 持仓分析

Aristeia Capital 的持仓比较丰富，自成立以来，主要覆盖的行业达到 13 个，其重仓行业经历了通信、信息技术、交通、医疗、非必需消费品、金融、非必需消费品、信息技术、金融、非必需消费品、金融的变化路径。近两年来，Aristeia 主要重仓行业为金融，持仓比例平均为 69%。其在各个时期均有明显的重仓迹象，虽然重仓的行业有别，但是平均重仓的比例达到了 70%以上。

图16: Aristeia Capital 持仓行业分布的变化

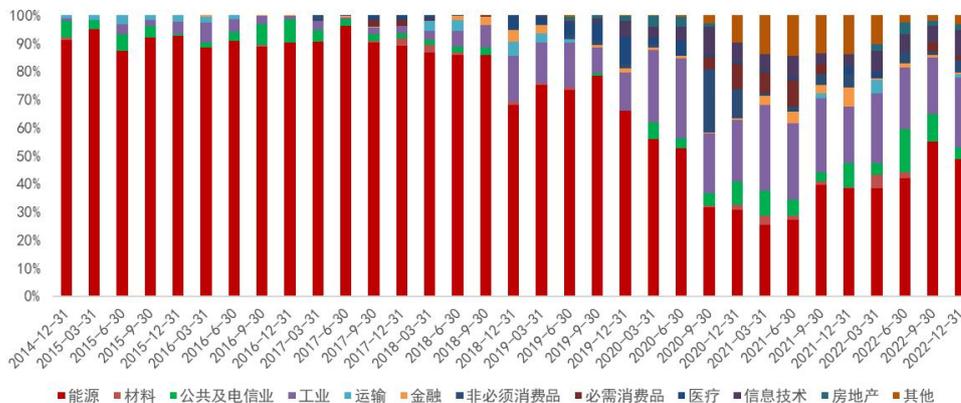


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

3.2 Arosa Capital Management 持仓分析

Arosa Capital Management 专注于能源行业的投资，自成立以来，能源行业的持仓比例平均为 69.3%。在 2018 年及之前，Arosa 持有能源行业的资产比例平均达到了 88.7%。2018 年四季度后，Arosa 开始下调其能源行业持仓比例，一度调低至 2021 年一季度的 25.29%，近两年平均持仓比例为 39.36%。Arosa 的持仓结构呈多元化的变化趋势，投资的行业越来越丰富，重仓行业的权重日趋稳定。

图17: Arosa Capital Management 持仓行业分布的变化

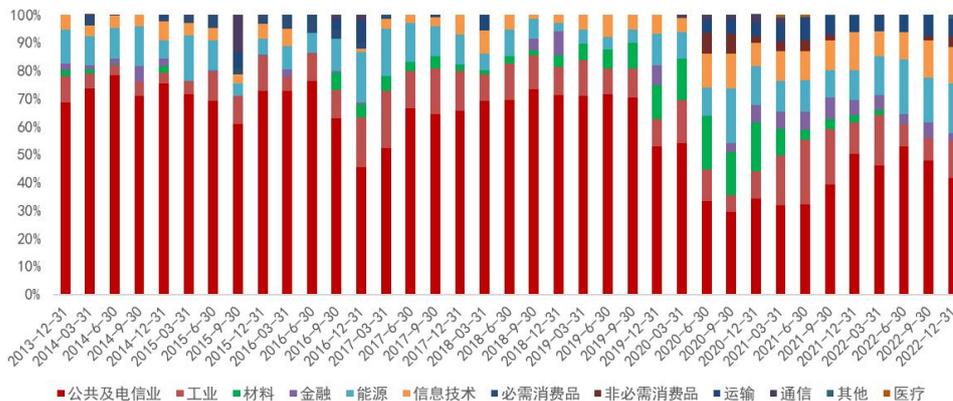


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

3.3 Electron Capital Partners 持仓分析

Electron Capital Partners 的持仓结构变化趋势类同于 Arosa Capital Management，只不过 Electron 的重仓行业为公共及电信业。近五年，Electron 在公共及电信业的持仓比例平均为 52.08%，从 2019 年三季度前的 70% 一度调低至 2020 年三季度的 29.6%，近两年则维持在 40% 左右。

图18: Electron Capital Partners 持仓行业分布的变化

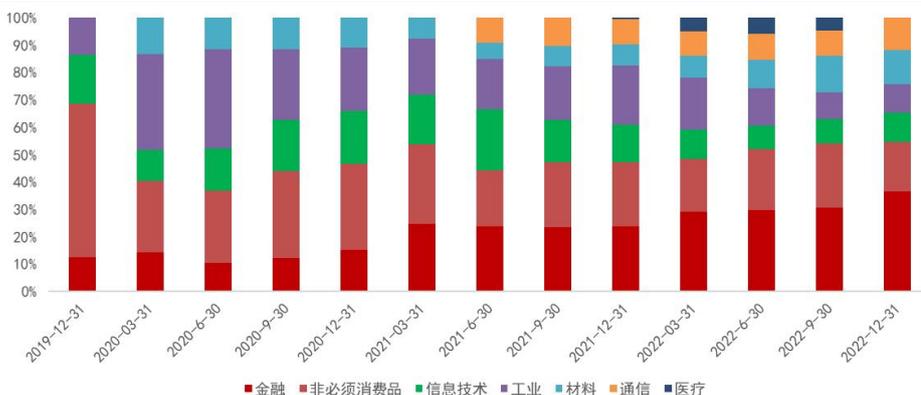


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

3.4 Impactive Capital LP 持仓分析

Imaptive Capital LP 的持仓结构比较稳定，自成立起，主要投资的行业为金融、非必需消费品、信息技术、工业、材料和通信，各行业的持仓比例也趋于稳定，没有绝对的重仓行业。

图19: Impactive Capital 持仓行业分布的变化

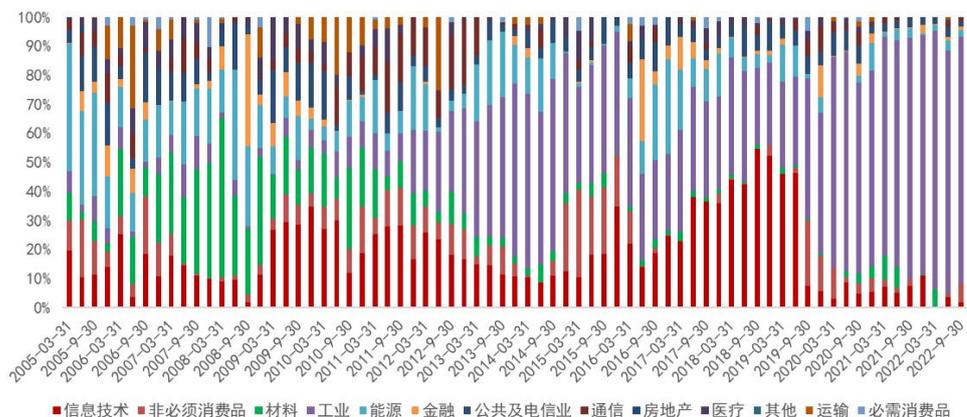


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

3.5 Peconic Partners 持仓分析

Peconic Partners 的持仓结构则呈现与前述基金相反的趋势，其持仓行业种类越来越集中。2019 年以来，Peconic 大幅加仓工业标的，持仓比例从 2019 年一季度的 29.43% 跃升至 2020 年一季度的 72.56%，并在此后继续小幅加仓，2022 年四季度，其工业标的仓位达到了 87.36%。而 2019 年以前，Peconic 除重仓工业股以外，还重仓信息技术行业。

图20: Peconic Partners 持仓行业分布的变化

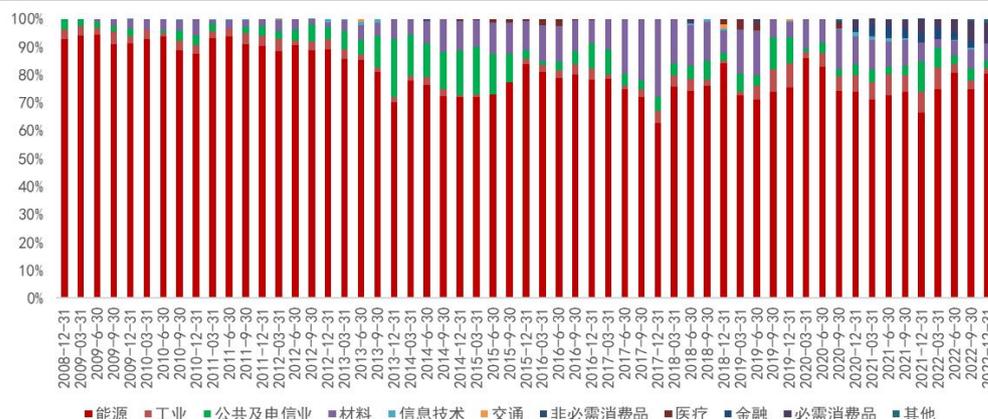


资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

3.6 SIR Capital Management 持仓分析

SIR Capital Management 持仓结构自 2008 年以来没有发生重大的调整, 始终坚持重仓能源行业, 平均仓位为 80.69%, 近三年平均仓位为 75.75。SIR 在 2013 年前, 能源行业仓位保持 90%以上, 之后调低至 75%左右, 并保持稳定。

图21: SIR Capital Management 持仓行业分布的变化

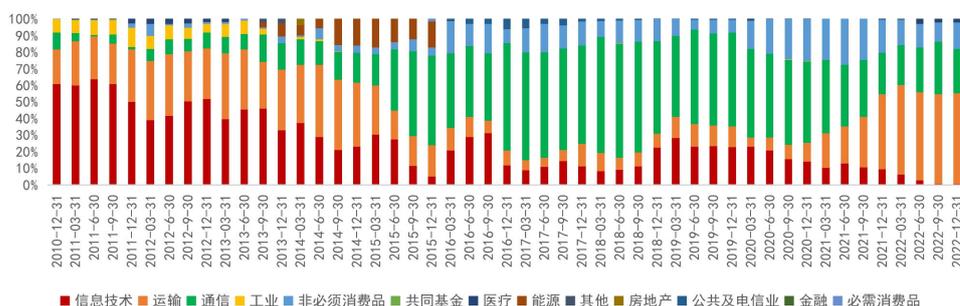


资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

3.7 SRS Investment Management 持仓分析

SRS Investment Management 持仓行业种类保持稳定, 近五年主要持仓的行业有运输、通信、非必需消费品和信息技术。其每年都会动态调整各行业的持仓比例, 但是主要持仓行业保持稳定, 2021 年以前重仓行业为通信, 之后重仓行业调整为运输, 并且持仓比例有逐渐增加的趋势。

图22: SRS Investment Management 持仓行业分布的变化



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

4. 代表性基金公司持仓回报及标准分位数

本文将泛宏观对冲基金经理所在基金公司 TOP 20 和 TOP 50 持仓股票 3 年的年化及累计回报率和在同类基金中的排名情况梳理如下。从 TOP 20 重仓股加权回报及排名来看, 七家基金公司的 3 年累计年化回报率都 70% 以上, 超越了几乎所有同类基金; 从 TOP50 重仓股加权回报及排名来看, 七家基金公司的 3 年累计年化回报率也均在 50% 以上, 排名均位列 TOP1%; Aristeia Capital 表现尤其突出, TOP20 重仓股三年加权年化回报率达到 51.95%, TOP50 重仓股三年加权年化回报率 55.06%。综合来看, 在泛宏观对冲理念指引下的基金经理所在公司达到的中长期回报较为突出。

表4: 2022 年全球排名前 20 对冲基金经理代表性宏观对冲产品汇总

基金名称	业绩表现	3 年-年化回报率	3 年-累计回报率	同类基金中排名分位
Aristeia Capital	前 20 大重仓股 (按权重计)	51.95	250.83	100
	前 20 大重仓股 (未按权重计)	18.19	65.10	99
	前 50 大重仓股 (按权重计)	55.06	272.82	100
	前 50 大重仓股 (未按权重计)	19.16	69.20	100
Arosa Capital Management	前 20 大重仓股 (按权重计)	20.25	73.88	100
	前 20 大重仓股 (未按权重计)	20.19	73.62	100
	前 50 大重仓股 (按权重计)	14.73	51.02	98
Electron Capital Partners	前 50 大重仓股 (未按权重计)	7.15	23.02	84
	前 20 大重仓股 (按权重计)	24.54	93.16	100
	前 20 大重仓股 (未按权重计)	22.55	84.05	100
Impactive Capital Lp	前 50 大重仓股 (按权重计)	22.57	84.14	100
	前 50 大重仓股 (未按权重计)	14.78	51.22	99
	前 20 大重仓股 (按权重计)	22.42	83.47	99
Peconic Partners	前 20 大重仓股 (未按权重计)	21.11	77.64	100
	前 50 大重仓股 (按权重计)	22.42	83.47	99
	前 50 大重仓股 (未按权重计)	21.11	77.64	100
SIR Capital Management	前 20 大重仓股 (按权重计)	40.3	176.17	100
	前 20 大重仓股 (未按权重计)	26.85	104.11	100
	前 50 大重仓股 (按权重计)	39.44	171.12	100
SRS Investment Management	前 50 大重仓股 (未按权重计)	8.5	27.73	91
	前 20 大重仓股 (按权重计)	31.26	126.15	100
	前 20 大重仓股 (未按权重计)	27.79	108.68	100
SRS Investment Management	前 50 大重仓股 (按权重计)	26.29	101.42	100
	前 50 大重仓股 (未按权重计)	21.05	77.38	100
	前 20 大重仓股 (按权重计)	25.19	96.20	100
SRS Investment Management	前 20 大重仓股 (未按权重计)	4.33	13.56	67
	前 50 大重仓股 (按权重计)	25.29	96.68	100
	前 50 大重仓股 (未按权重计)	3.36	10.42	61

资料来源: HedgeFollow, 国信证券经济研究所整理

四、自上而下：代表性宏观对冲基金公司产品策略框架

（一）AQR 资本管理公司投资框架

1. 公司层面的投资原则与理念

公司强调技术、数据和行为金融学交叉领域的投资创新，投资理念基于三个核心原则，建立在数十年的研究和经验之上。三个原则分别为**基本面投资**、**系统应用**和**精心设计**，强调定性定量的细节分析和长期可持续的回报。

公司的总体目标一直是在**风险可控的范围内**，建立引人注目且可重复持续的投资，这些投资由高度多样化的信号构建，并广泛分布在各地区。股票投资方面，公司提供单策略投资、多样式投资、增强型投资、3-阿尔法投资等多种系统化策略，致力于挖掘多元化的潜在回报。在策略选择方面，通过投资多头和空头，并平衡对因子和资产类别的敞口，旨在寻求无论是市场上涨还是下跌情况下的稳定回报。公司提供绝对回报策略和总回报策略，前者以传统市场零敞口为目标，后者则追求高总回报并保持对传统市场的一定敞口，具体策略见下图所示。ESG 投资方面，公司 80% 的产品都融入了 ESG 因素，公司采用负面筛选和积极倾斜的可持续战略，与客户定制的投资组合，以解决特定的 ESG 优先事项，并且支持《巴黎协定》目标的投资组合以大幅减少碳排放。

图23: AQR 策略选择和股票投资方法汇总

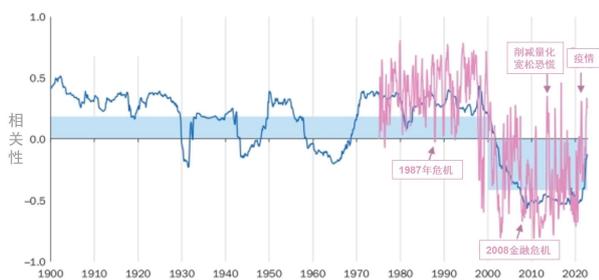


资料来源：AQR 官网，国信证券经济研究所整理

公司主打具有广度的多元投资，该观点源于不断变化的股债相关性。股票和债券收益之间的关系是传统投资组合风险的基本决定因素。在 21 世纪的前 20 年，股票与债券的相关性一直是负的，当股票抛售时，投资者基本上可以依靠债券投资来获得保护。但上个世纪的情况并非如此，而宏观经济的变化，如通胀的不确定性加剧，可能会导致 20 世纪 70 年代~90 年代股票与债券之间正相关关系的重现。这将对投资者产生广泛的影响，使得投资者要么增加投资组合风险，要么降低预期回报。因此，在股票与债券正相关的世界中，选择替代性的多元化资产显得尤

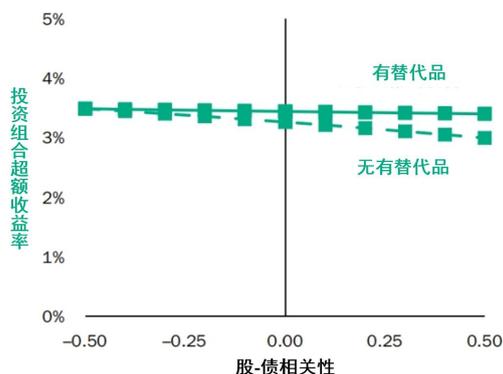
其重要。平均而言，大宗商品与股票和债券的相关性较低，在通胀不确定性时期提供了更强的多元化，因为股票和债券对通胀消息都表现出负面敏感性，而大宗商品却表现出强烈的正面敏感性。此外，多空策略和多资产替代风险溢价策略使用做空和杠杆等金融工具，也能够提供与股票和债券不相关的回报；趋势和宏观等动态策略在任何时间点都具有方向性，但从长期来看，它们与市场的相关性很低。这些策略往往在宏观经济波动的情况下蓬勃发展，例如，在上涨和下跌的通货膨胀冲击中表现出色。

图24: 全球股债相关性变化（以十年为窗口期）



资料来源: AQR (2023), 《A Changing Stock - Bond Correlation》, 国信证券经济研究所整理

图25: 在股债正相关时在组合加入替代资产将收获更高回报



资料来源: AQR 官网, 国信证券经济研究所整理; 注: 假设股票、债券和替代品的夏普比率为 0.3。假设股票波动率为 15%, 债券波动率为 4%, 替代品波动率为 10%, 替代品与股票和债券的相关性为零。虚线和实线分别代表有无替代资产加入情况下的超额收益变化。

2. AQR 资本管理公司 AQR Macro Opportunities Fund 投资框架

2.1 基金的特点与优势

(1) 投资组合多样化

该基金根据对经济基本面趋势的详细评估，广泛地投资于多个地区的资产。基金力求产生与传统资产类别无关的回报。这可以增加投资者投资组合的多样化，减少依赖股价上涨来产生回报的需要。

(2) 提供在熊市中跑赢大盘的机会

在市场出现重大回撤之前，往往伴随着经济状况的恶化。由于基金仔细监测宏观经济基本面，因此在股市下跌期间，它往往具备战略优势。

(3) 综合投资策略

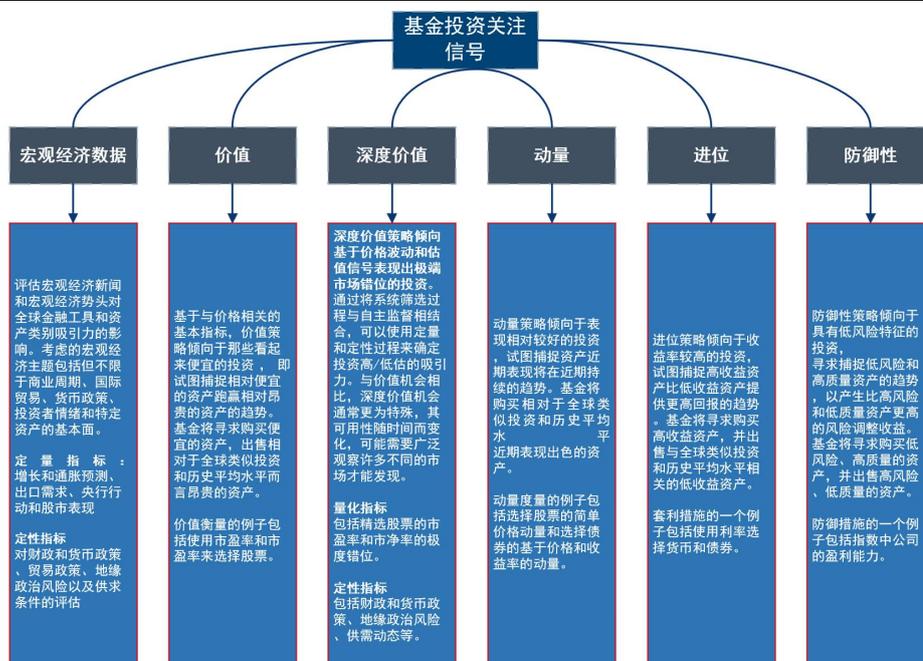
基金的投资过程结合了一套经过深入研究的定量信号和以定性信息（如政治新闻和中央银行通讯）为依据的酌情观点。基金采用宏观经济指标衡量增长、通货膨胀、货币政策、国际贸易和宏观情绪的趋势。该基金策略还采用了额外的定量信号，包括价值衡量、深度价值、价格动量、利差和防御性策略等。

2.2 基金投资策略框架

基金通过在全球范围内投资各种资产类别（包括股票、固定收益、货币和大宗商品）来实现其投资目标，并可在每种资产类别或工具中持有多头和空头头寸。根

据基金经理对资产类别和市场（包括新兴市场）相对吸引力的评估，基金可灵活调整其配置。基金经理采用自下而上的流程，在确定是否在工具或资产类别中持有多头和/或空头头寸时考虑几个主要吸引力指标：宏观经济数据、价值、深度价值、动量、套利和防御性。基金经理也可以在这些广泛的主题之外，利用更独特的吸引力指标。

图26: AQR Macro Opportunities Fund 投资关注信号



资料来源：AQR 官网，国信证券经济研究所整理

2.3 基金历史业绩表现

基金自 2014 年 8 月发行，属于小市值对冲基金，收益数据可获得性有限。最近 1 年、3 年和 5 年的年化收益率分别为 28.17%、10.61%、6.85%，最近 1 年表现显著优于大盘。

（二）Man Group 公司投资框架

1. 公司层面

公司主打以可持续发展为重点的多资产投资策略，主要推出 planet+ 系列基金，该系列基金可以被主要归类为 ESG 增强型、可持续型和影响力型基金。作为多元资产投资者，公司的目标是根据风险和回报特征跨资产类别配置资本，同时考虑当前的宏观经济趋势。经济活动、人口统计、货币和财政政策是公司所处的宏观经济背景的一些关键决定因素。同时，ESG 因素已经成为可以改变经济信念的主流特征，是塑造投资风险和回报的重要因素。因此，公司致力于融合 ESG 风险和机遇的多资产类别投资。

图27: Man Group 公司 ESG 整合过程

多元资产ESG融合

ESG融合投资过程与结果



资料来源: M&G 官网, 国信证券经济研究所整理

2. 将 ESG 整合至多资产投资流程

(1) **资产配置:** 公司考虑财务上重要的 ESG 因素以及资产类别层面的其他投资标准。例如, 在投资新兴市场主权国家时, 本文考虑到 ESG 风险可能高于发达市场主权国家的事实。这与其他投资标准一起, 可能会导致更高的波动性, 但也会导致更高的预期回报。

(2) **投资组合构建:** 在构建投资组合时, 公司的目标是评估和管理特定的财务重大 ESG 风险。例如, 公司会观察投资组合的整体 ESG 得分, 并确定投资组合中 ESG 风险特别高的领域。

(3) **策略实施:** 在实施资产配置观点时, 公司将 ESG 因素与其他投资标准一起纳入。有趣的是, 随着 ESG 综合指数和相关工具 (ETF) 的可用性不断增加, 公司也能够未来通过这些工具实现 ESG 融合的目标。

(4) **投资组合分析:** 公司的目标是在整体投资组合层面识别和监控 ESG 风险和机遇。例如, 一些基金投资于可再生能源基础设施, 这可以成为可靠的收入来源。公司还致力于把握积极参与气候和多样性相关问题的机会。

图28: Man Group 公司旗下各基金中各资产类别 ESG 得分

	基金1	基金2	基金3	基金4	基金5	基金6	基金7	基金8
总体	4.54	4.88	5.4	5.54	5.62	5.83	6.01	6.49
股票	6.44	5.69	5.83	6.23	6	6.77	6.14	7.13
政府债券	4.49	4.65	5.07	4.71	4.83	5.47	5.83	5.58
欧洲						5.5	4.95	5.5
美国	6.1	4.65	5	4.64	6.1	6.1	6.1	6.1
新兴市场	3.81	4.65	4.06	4.05	3.73	4.49	3.48	4.39
公司债券	5.24	6.04	5.73	5.82	6.09	4.55		8.18

资料来源: M&G 官网, 国信证券经济研究所整理;注: 得分为 MSCI ESG 调整后得分 (0 至 10)

各国央行正面临强劲而持久的通胀, 这毋庸置疑会对经济产生较大影响。结合当前经济环境, 公司的三位管理人也对通胀长期走势和未来投资机会进行了分析。三位管理人一致认为, 通胀不太可能很快回到危机前的水平。能源可能是通货膨胀的主导因素。费德利指出, 欧洲天然气价格的上行压力已经造成了通货膨胀问

题，能源安全问题需要“转向清洁能源”。虽然大西洋两岸对可再生能源的大规模公共投资可能会在短期内进一步助长通货膨胀，但供应多样化和建设可再生能源基础设施可能会在长期内逐步降低可再生能源的价格，加强能源安全，并抵消本文今天看到的通胀压力。当前市场环境下，一切资产都变得更加便宜，这种环境可能会创造新的回报。下图是公司管理人认为的一些潜在投资增长点。

图29: Man Group 公司管理人认为的潜在投资机会

当下潜在投资机遇	
债券市场	股票市场
<p>信用风险会带来很好的回报：</p> <ul style="list-style-type: none"> 在美国高收益债券市场，面对收益率本身已经上升的主权债券，收益率利差再次达到五百个基点。 尽管违约风险有限，但某些新兴市场地区的回报率似乎非常高。 与美国通胀挂钩的细分市场也可能是防范某些风险的细分市场之一，他们现在提供正的实际回报，即1年期或1年期债券的收益率比通胀率高出5%甚至10.30%。 	<p>不认为这是一个大行业或风格看涨的市场</p> <ul style="list-style-type: none"> 虽然股票市场总体上看起来并不特别有吸引力，但公司在那些不受消费者疲软影响，但在企业、云和数据服务等增长领域运营的科技公司中发现了有趣的机会。 美国银行可能是一个有利的行业，因为它们通常直接受益于高利率的环境。 公司喜欢能够承受当前市场背景独立性的长期主题，并将从进一步的投资中受益。特别是可再生能源（包括使用低碳技术提高效率的供应商和公司），以及基础设施公司（许多公司的收入与通货膨胀挂钩，并提供更高且不断增长的股息）。

资料来源：M&G 官网，国信证券经济研究所整理

3. Man Group 公司 M&G Global Macro Bond Fund 投资框架

3.1 投资理念总体概述

基金在全球范围内对来自不同行业和地区的一系列债务证券进行多元化投资。基金的投资方法基于这样一个原则，即债券市场的回报是由宏观经济、资产类别、行业、地理和股票水平因素的组合驱动的。由于不同的因素在经济周期的不同阶段主导着回报，基金经理采用了高度灵活的投资方法，改变了投资组合中不同类型债券的期限、信贷和分配的组合，以适当地对其进行加权。基金经理还寻求通过积极管理基金的货币敞口来增加价值。

3.2 投资产品类型

(1) 基金至少 80%直接或间接通过衍生品投资于债务证券和资产支持证券。这些证券可以由世界各地的政府及其机构、公共当局、准主权国家、超国家机构和公司（包括新兴市场）发行或担保。这些证券可以任何货币计价。

(2) 其他投资可能包括直接或通过集体投资计划（包括 M&G 管理的基金）进行的其他可转让证券、现金和接近现金。

(3) 基金持有的债务证券没有信用质量限制。

(4) 衍生工具可用于投资目的、高效投资组合管理和对冲。

3.3 基金历史业绩表现

基金历史业绩并不算亮眼，但在极端冲击下获得平稳收益。基金 2022 年收益率为-7.85%，过去一年由于通胀大幅攀升，债券收益率急剧上升导致资产价格波动加剧，只有现金、美元敞口和复苏的能源行业为投资者提供了有意义的缓冲，

而基金作为固定收益类产品，表现较差。但基金主打宏观对冲策略，将其月度收益与所有策略的对冲基金、中等市值对冲基金对比仍然可以发现，基金的波动率明显小于其余策略基金，基金维持相对平稳收益的能力较强。

表5: M&G Global Macro Bond Fund 历史收益情况

	年化收益 (%)	夏普比率	波动率 (%)
1年	-7.85	-1.34	7.37
2年	-2.67	-0.77	6.08
3年	-2.75	-0.84	5.63

资料来源: M&G 官网, 国信证券经济研究所整理

(三) D. E. Shaw Group 公司投资框架

1. 公司层面投资框架和策略

公司通过寻求风险和回报的最佳平衡来管理其资产。公司是量化投资的先驱，同时在自由裁定的主观分析和基本面分析领域也有深厚的经验积累，善于结合定量和定性工具，全球公共和私人市场上发现独立的、难以找到的回报来源。公司主打另类投资和长期投资战略，前者聚焦于提供绝对回报，通常与股票等传统资产的目标相关性较低；后者侧重于主要的可交易资产类别，旨在为全球资产类别提供多样化的敞口，以及其他精选的阿尔法机会。

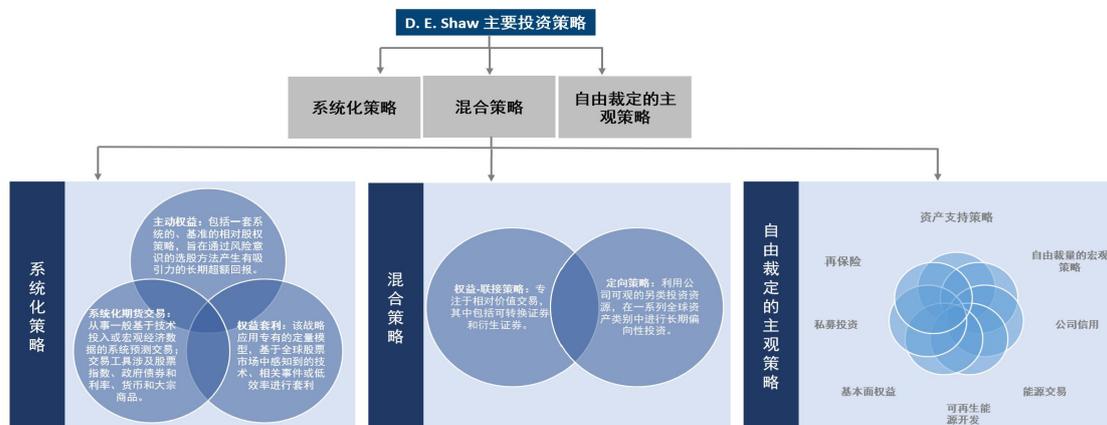
公司投资策略主要可以分为三类：基于复杂算法和数学模型的系统化策略、基于人工分析的自由裁量主观策略和结合两者的混合策略。

(1) **系统化策略**：主要用于发现市场价格错定、管理多种形式的组合风险，以及利用金融工具降低交易成本。系统化策略基于计算机软件中的量化模型，主要包括主动权益、权益套利和系统化期货交易策略。

(2) **自由裁定的主观策略**：由相关专业人员基于特定的公司、行业、宏观经济的基本面分析来筛选资产进行投资。该策略涉猎资产支持证券、私募投资、私募投资等八个细分领域。

(3) **混合策略**：是上述两种策略的结合，两者互为补充。如采用基本面观点对量化结果进行验证，同时也可以主观考虑不寻常事件的影响，对量化预测结果矫正。

图30: D. E. Shaw Group 公司层面投资策略框架



资料来源: D. E. Shaw Group 官网, 国信证券经济研究所整理

2. D. E. Shaw Group 公司 DE Shaw Oculus International Fund 投资框架

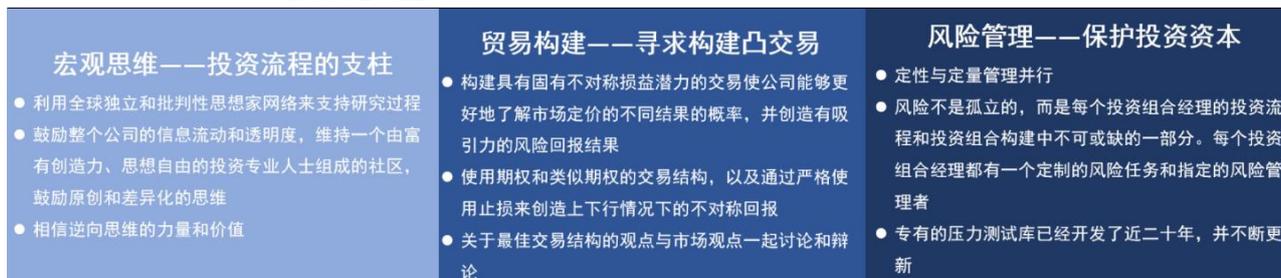
该基金为封闭式基金，投资于各种全球宏观资产，包括大宗商品、货币、股票指数和利率，以及相关的固定收益产品和期货。基金为两个联接基金的主联接基金，采用混合策略自上而下进行投资。作为公司的代表性产品，基金核心投资策略囊括系统化交易、多策略投资、风险管理、长期投资和全球化投资等方面。

（四）Brevan Howard 公司投资框架

1. 公司层面投资框架和思路

公司是全球领先的另类投资管理平台，专门从事全球宏观和数字资产配置，它管理全球机构投资者的资产，包括主权财富基金、企业和公共养老金计划、基金会和捐赠基金。公司的投资方法结合了方向性、相对价值和衍生品交易策略，旨在通过广泛的投资解决方案提供正交但互补的回报。公司通过宏观思维、贸易结构和风险管理方面的三大核心专业知识来区分投资流程。公司的投资策略满足广泛的投资组合需求，积极投资并寻求全球各种资产类别、工具和地区的机会。

图31: Brevan Howard 三大宏观核心专业知识

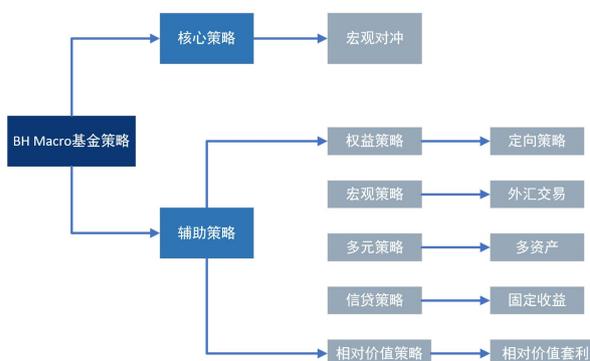


资料来源：Brevan Howard 官网，国信证券经济研究所整理

2. Brevan Howard 公司 BH Macro Fund 投资框架

基金成立于 2013 年 4 月，是一家位于开曼群岛的对冲基金，其主要采用宏观策略，并使用由上至下的方法筛选资产，广泛地投资于全球公司。

图32: BH Macro Fund 投资框架

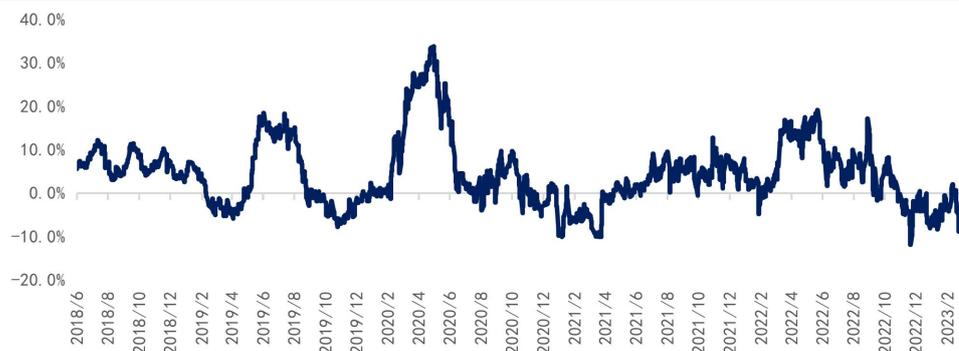


资料来源：Brevan Howard 官网，国信证券经济研究所整理

3. 基金历史业绩表现

基金历史业绩较好，过去一年年化收益达到 21.20%，夏普比率为 3.02，风险回报水平优秀。作为全球顶级宏观对冲公司的代表性产品，将基金月度收益与所有策略的对冲基金、小市值对冲基金对比可以发现，基金的月度收益在多数月份领先同类型产品，表现突出。

图33: BH Macro Fund 滚动季度收益



资料来源：Brevan Howard 官网，国信证券经济研究所整理

表6: BH Macro Fund 历史收益情况

	年化收益 (%)	夏普比率	波动率 (%)
1 年	21.20	3.02	6.36
2 年	11.55	1.79	5.33
3 年	17.05	1.30	11.62
5 年	14.90	1.27	10.13
成立以来	9.69	0.94	8.14

资料来源：Brevan Howard 官网，国信证券经济研究所整理

（五）Marshall Wace 公司投资框架

1. 对冲基金公司基本情况介绍

公司主要管理定量、系统和基本面策略，专注于全球范围内的多空股票投资。技术和数据一直是公司业务的核心，2002 年公司就推出了世界上第一个“阿尔法捕获”应用程序——MW TOPS，该系统旨在通过使用算法和高速数据处理技术来捕捉和执行交易，以帮助投资者实现更高的交易效率和收益，TOPS 策略包含多种交易策略，一些常见策略见下图所示。

此外，可持续投资作为公司的重点，也被融入到基本面和系统策略中。公司主要通过 ESG 融合、主题投资和负面筛选这三个途径将 ESG 因素纳入考量，并将 ESG 因素用于创意产生、主题机会识别和风险评估。

图34: MW TOPS 主要投资策略

Tops主要策略	策略说明
Alpha Capture 阿尔法捕获	利用算法和自动化交易工具来发现并捕捉市场中的Alpha信号，以获得高收益。
Risk Arbitrage 风险套利	通过买入被并购公司的股票和卖空收购方的股票来进行风险套利交易，从而获得收益。
Statistical Arbitrage 统计套利	利用统计学和计量经济学方法来发现市场中的价格差异，然后利用这些差异进行交易。
Sector Rotation 风格轮动	根据经济和市场趋势对不同行业或板块的股票进行配置和调整，以实现长期的收益。
Momentum Trading 动量交易	根据股票价格和交易量的动态变化来捕捉市场趋势，进行交易。

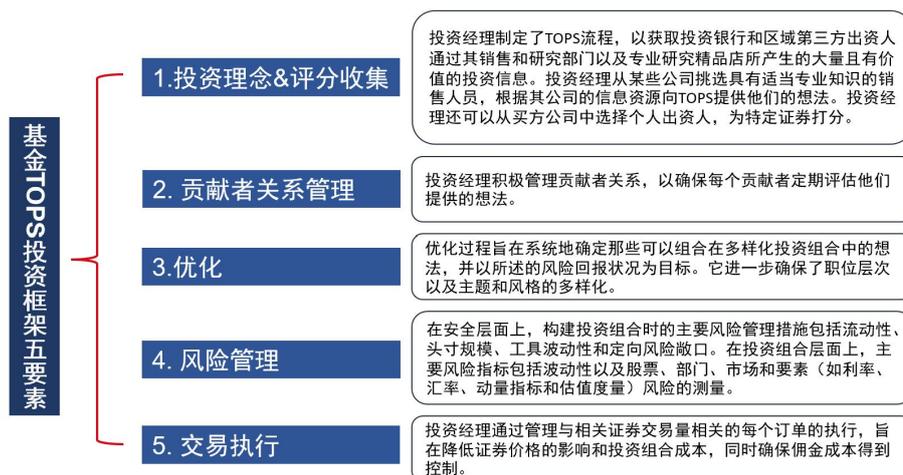
资料来源: Marshall Wace 官网, 国信证券经济研究所整理

2. Marshall Wace 公司 MW Systematic Alpha UCITS Fund 投资框架

基金属于全球市场均衡型基金，旨在产生一致的绝对回报，与股票的相关性较低，波动率目标范围为 4-6%。基金系统地投资于根据专有算法产生的投资决策选择的证券，该算法利用广泛的数据来模拟股票回报和阿尔法，输入包括（但不限于）公司基本面数据、投资者定位和流量、情绪和新闻流。此外，基金也可以在系统算法的基础之外，利用其余的投资机会。

基金 TOPS 投资过程：TOPS 投资过程包括一个专有应用程序和模型框架，旨在捕获、评估、优化第三方贡献者和其他信息来源提供的投资理念和评分，并根据这些理念和评分采取行动，并在动态投资组合构建过程中进行汇总。框架涉及五个关键要素：投资理念或评分收集、贡献者关系管理、优化、风险管理和交易执行。

图35: MW Systematic Alpha UCITS Fund 投资框架



资料来源: Marshall Wace 官网, 国信证券经济研究所整理

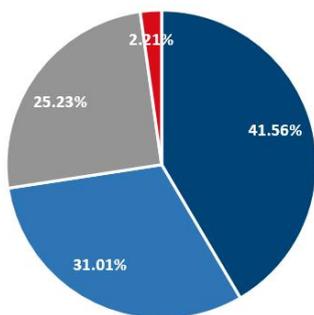
3. 基金历史业绩表现

基金作为市场中性基金，业绩尚佳，自成立以来的年化回报率为 3.26%，年化波

动率为 4.43%，最大回撤为-8.63%。可以发现，基金业绩波动并不大，这与其投资理念相契合。基金广泛地投资于全球范围内的资产，美洲、欧洲、亚洲的平均区域敞口占比分别为 41.56%、31.01%、25.23%；此外，基金投资敞口多集中在大市值公司，投资风格偏向稳健。

图36: MW Systematic Alpha UCITS Fund 投资敞口区域分布

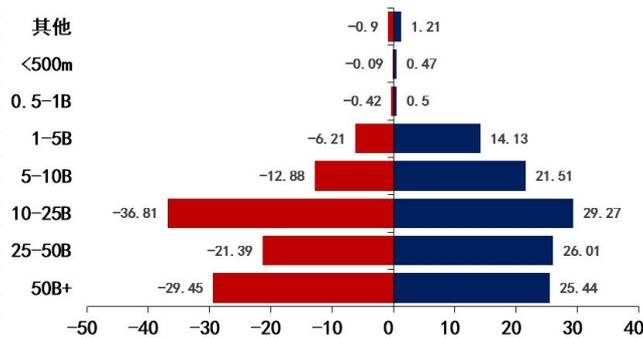
■ 美洲 ■ 欧洲 ■ 亚洲 ■ 其他



资料来源: Lumyna, Marshall Wace 官网, 国信证券经济研究所整理

图37: MW Systematic Alpha UCITS Fund 市值敞口分布

■ 空头 ■ 多头



资料来源: Lumyna, Marshall Wace 官网, 国信证券经济研究所整理

表7: MW Systematic Alpha UCITS Fund 历史收益情况

	年化收益 (%)	累计收益 (%)
1 年	3.4	3.4
2 年	3.3	6.8
3 年	5.3	16.9
5 年	3.2	16.9
成立以来	-	23.2

资料来源: Lumyna, Marshall Wace 官网, 国信证券经济研究所整理

(六) Bridgewater Associates 公司投资框架

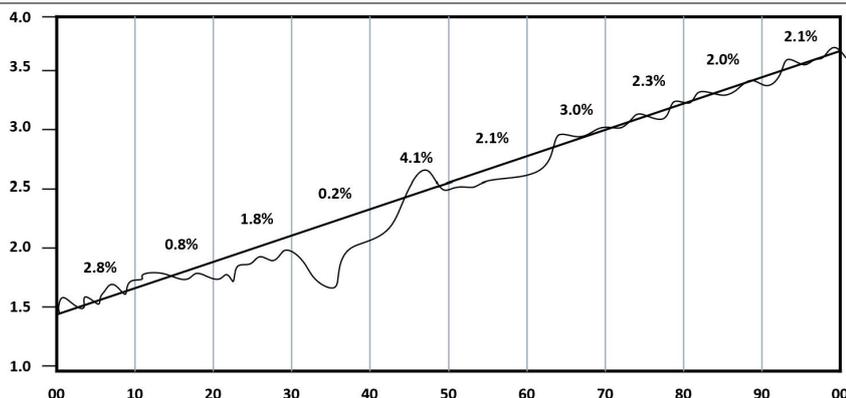
桥水在国内市场知名度较高，是一个拥有基本、系统和多元化的投资研究和投资组合构建方法的全球宏观投资者。公司采取多元化的方法，投资涵盖 150 多个不同的市场，旨在在任何经济环境中为客户提供价值。公司一直专注于建立对全球经济和市场的最佳理解，下文将着重从经济框架如何运作、平衡贝塔投资下的全天候策略以及回报拆分三方面介绍公司的宏观对冲投资框架。

1. 公司内部宏观框架——经济周期是怎样运行的

公司创始人 Ray Dalio 认为经济运行的驱动力主要来自：1) **生产率的趋势性增长**；2) **长期债务周期**；3) **短期债务周期，也即商业周期**。

生产率的趋势性增长：以美国为例，在过去的一个世纪中，每单位资本产生的实际国内生产总值（GDP）的平均增长率保持在略低于 2% 的水平，并且变化不大。这种情况主要归因于知识的不断积累，推动了生产率的提高和生活水平的提升。从长期趋势来看，生产率波动非常小，即使是在 20 世纪 30 年代的大萧条时期。因此，时间将会把经济重新带回到正确的轨道上。背离趋势线的波动最主要是由于信贷的扩张以及收缩，也就是下面所说的信贷周期。

图38: 20世纪美国实际人均GDP增长趋势



资料来源: Bridgewater Associates 官网, 国信证券经济研究所整理

长期债务周期: 在现实生活中借款时往往并没有考虑太多, 当借款者借钱来消费, 营造富有的假象, 贷方会认为借方的信用很好从而愿意借贷, 而不会太多考虑将来的还款情形。因此, 当债务和支出的增长速度高于货币和收入时, 这种现象具有自我强化的趋势。更大规模的支出带来的是收入和个人净资产的增长, 进而促进了借贷能力的提高, 并刺激了更多的消费支出。然而, 债务不可能一直增长下去, 当债务不能继续增加时, 这个自我强化的过程就会反过来。这就是一个动态的长期债务周期。

短期债务周期: 持续 3-5 年, 主要由央行政策控制。央行政策主要包含以下两种: (1) 紧缩政策, 应用于一些指标过热 (如 GDP 缺口、资源可利用容量、失业率等) 使得通货膨胀上升得太高时; (2) 宽松政策, 应用于上述情况的相反情景。周期包含四个扩张阶段和两个衰退阶段。

图39: 短债务周期六阶段框架图



资料来源: Bridgewater Associates 官网, 国信证券经济研究所整理

将长债务周期与短债务周期结合起来, 将其加入到生产趋势线理解, 就可以更好地理解宏观经济和资本市场的运作, 并判断所处阶段和未来即将到来的阶段。

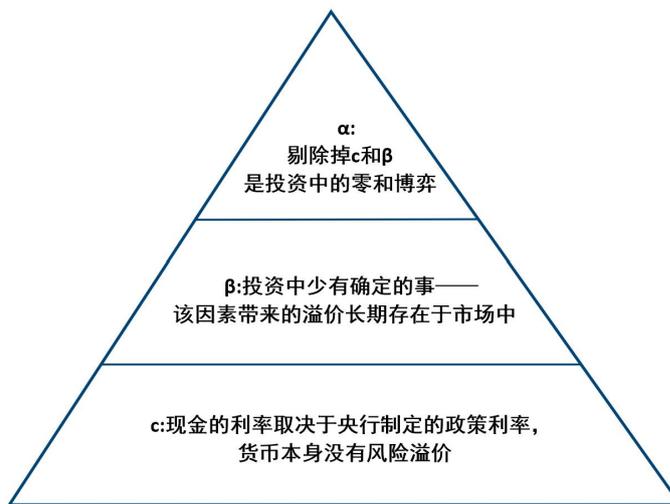
2. 全天候策略（宏观经济分析+风险平价）

全天候策略包括了基于经济周期的投资策略，如通货膨胀周期和信贷周期等。公司的基金产品可以在不同市场情况下调整其投资组合，以实现最佳的收益和风险管理。该策略可以由经典四宫格呈现，在对经济环境进行四分的前提下，全天候策略将资产类别与其适应的市场环境一一对应：(1)在经济上升期，股票、商品、公司信用债、新兴市场债券将有较好表现；(2)在经济下降期，普通债券和通胀联系债券表现较好；(3)在通胀上升期，通胀联系债券、商品、新兴市场债券表现较好；(4)在通胀下降期，股票、普通债券表现较好。公司给每种经济环境分配了相等的风险权重，期望通过将风险等量分布于四种经济环境来达到组合的分散和平衡。公司认为，在这种情况下，经济环境暴露将被完全抵消从而只保留风险溢价收益。

3. 投资组合回报拆分和 pure alpha 策略

Pure Alpha 策略是一种基于风险因子方法的全球市场投资策略，这种策略源于资产的收益可以被分解为几个子成分。例如公司债券的风险收益率可以被分解为发行人的信用风险和利率，利率又由久期和通货膨胀水平决定，是没有信用风险的政府债券能够获得的回报。基于此，公司创始人 Dalio 认为一个投资组合的回报可以被拆分成三部分： c （现金的回报率）+ β （整个市场的超额收益）+ α （特定资产的超额收益）。

图40: 投资组合回报的拆解思维



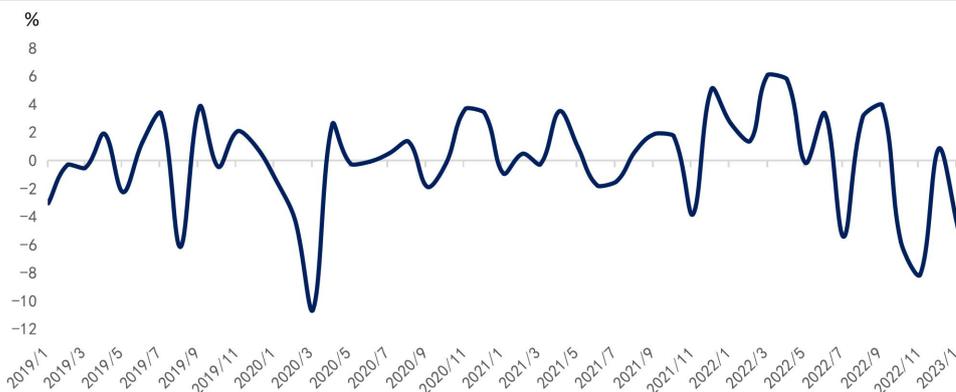
资料来源: Bridgewater Associates 官网, 国信证券经济研究所整理

大多数投资者的投资组合的风险主要由 β 决定，普遍而言 β 的风险大致占到投资组合总体风险的 95%，而来源于 α 的风险仅约 5%。相较于传统的投资组合，桥水可以通过平衡 β 和 α 的风险，同时更加分散 β 和 α 的风险来源，构建更加有效的投资组合。

4. 基金历史业绩表现

基金历史业绩表现较好，自 1999 年成立到 2022 年的 24 年间，仅有 3 年平均回报为负（算术平均），自成立以来平均月度收益率为 0.51%，即使是在 2008 年每股股灾时，基金的平均月度收益率也为正，这也与桥水公司使用的宏观策略本身是收益偏低回测也偏低的特点相契合。

图41: Bridgewater Pure Alpha Strategy 12% Fund 月度收益情况



资料来源: Bridgewater Associates 官网, 国信证券经济研究所整理

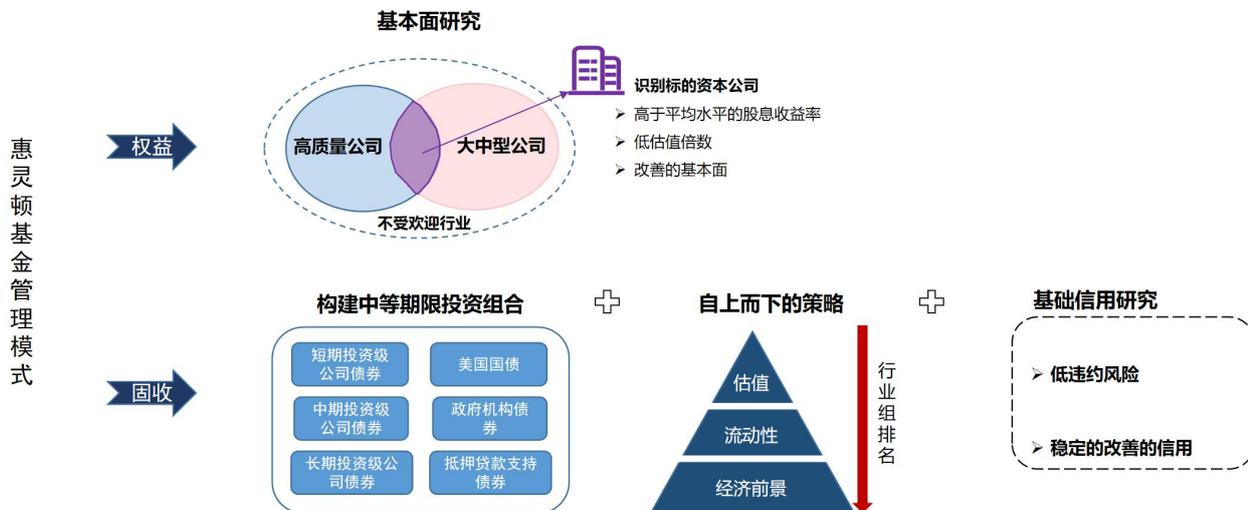
(七) Wellington Management 公司投资框架

1. 公司层面投资框架体系

公司有着一套完整的投资生态系统, 包括投资组合管理、投资研究、可持续投资、投资策略、投资科学和风险管理共六个组成部分, 其投资覆盖全球市场和多种资产类别。股票方面, 公司拥有多元化策略, 涵盖不同地域、行业、投资风格和市值; 固定收益方面, 公司利用宏观、信贷和货币专家的专业知识, 进行全方位的投资; 同时公司也有多资产团队专家专注于创建平衡的解决方案, 以满足收入需求。公司认为稳健灵活的股票、固定收益和多资产投资策略可以让投资者在当今动荡、不确定的市场格局中抓住被忽视的收入和回报机会。

此处以公司管理的先锋惠灵顿基金为缩影, 简述公司如何构建基金投资框架。惠灵顿基金的重要属性: 广泛的多元化——投资于所有经济部门的股票和债券。因为个别股票不应该对基金产生相当大的影响。希望增长并愿意接受股市波动的长期投资者可能希望将其视为其投资组合的核心持股。

图42: 惠灵顿基金管理模式



资料来源: Wellington Management 官网, Vanguard 官网, 国信证券经济研究所整理

2023 年及以后公司多资产团队提出的基于宏观经济的四个关键任务投资：

(1) 在更具挑战、更高通胀的环境中，专注于高质量增长和通胀防御

虽然今年出现的一些全球挑战是由于暂时的短期因素（例如经济衰退风险、俄罗斯/乌克兰冲突），但公司认为其他挑战是宏观和投资制度急剧演变的早期指标。资本市场不是在真空中运作的。因此，其今年的表现至少部分反映了当今更广泛的宏观经济和地缘政治背景——这种背景正在被未来可能持续甚至加剧的强大力量重塑。例如，去全球化应导致各国和各区域之间的差距更大，货币市场更加动荡，增长与通货膨胀之间的权衡恶化。说到这一点，未来 10 年全球通胀可能比过去 10 年更难控制，因此防御通胀应该是许多投资者的首要任务。因此，新制度很可能使借贷成本更高、流动性收紧、经济周期更不可预测、消费者和企业支出变化更大。从积极的投资角度来看，这可能会转化为优质增长公司（运营良好的公司，具有有效的债务和成本管理以及健康的收入和收益）与其他商业模式更脆弱、债务负担更重、收入和收益弹性较差的公司的不同结果。

图43：公司为 2023 年及以后宏观制度重新制定战略

考虑专注于以下方面的投资解决方案：



通胀对冲资产或寻求提供通胀保护的资产



能够在低流动性环境中航行的优质公司



自下而上、基本面研究和个人选股

资料来源：Wellington Management 官网，国信证券经济研究所整理

(2) 加紧寻找可靠的收入。寻找灵活和多样化的短期和长期投资收入来源。

2022 年最大的宏观经济意外是通胀上升得更高，并且比预期更具“粘性”，这导致许多全球央行加息以努力降温经济，从而降低通胀。鉴于进一步加息的威胁，以及全球经济增长放缓和总体经济不确定性，2023 年可能会对寻求收入的投资者构成持续的阻力。因此，公司相信积极的投资组合管理将是产生可靠、持续投资收益的关键。公司将致力于寻找灵活、多元化的收入策略，旨在提供有利的风险调整后回报。

(3) 投资于持久的结构性变革。利用主题配置来利用未来的全球趋势。

公司认为，投资于未来的全球趋势需要专门配置旨在“发挥”长期结构转型的主题策略，例如医疗创新和教育。就像构造板块的移动一样，这些变化在短期内可能很小且难以察觉，但在多年的时间范围内可能是真正重要的。

(4) 适应气候变化和可持续性。寻找机会追求有吸引力的投资组合回报。

全球发生的最深刻的结构变化之一是气候变化。虽然气候变化是一个复杂的数十年现象，但它对全球经济和市场的实质性影响已经显现出来。气候变化也提供了有吸引力的回报机会，资本仍然可以被引导到为世界“做一些好事”上。

图44: 公司考虑气候变化的投资解决方案

考虑专注于以下方面的投资解决方案:



关于气候变化物理风险的科学见解



了解气候变化的转型风险



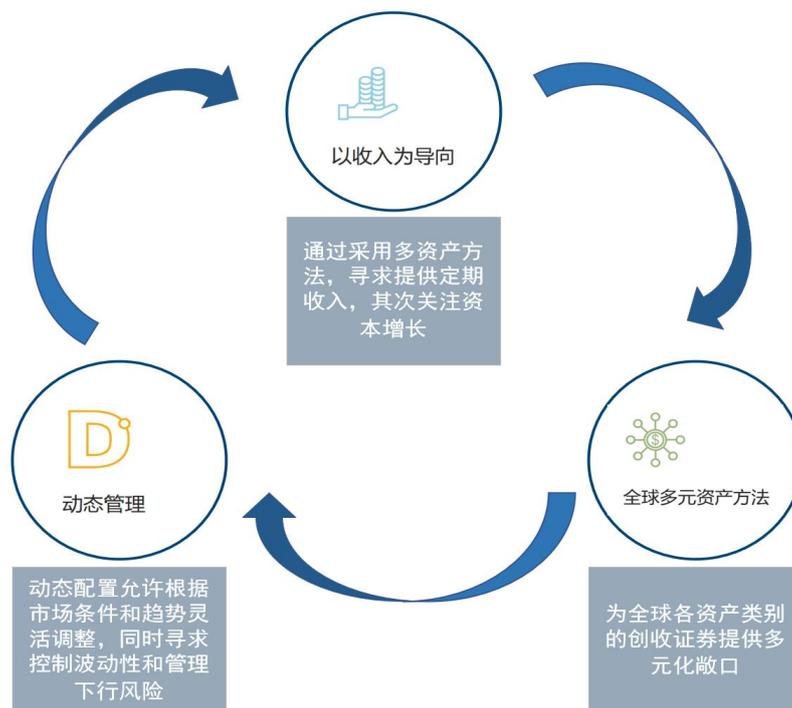
公司做出重大的、可衡量的影响, 以解决未满足的需求

资料来源: Wellington Management 官网, 国信证券经济研究所整理

2. Wellington Management 公司的 Multi-Asset High Income Fund 投资框架

基金是一个以结果为导向、积极管理的基金, 旨在通过投资于广泛的全球资产(包括股票、主权、公司和通胀挂钩债券)来提供有吸引力的定期收入, 同时随着时间的推移寻求资本增长。基金寻求深入稳定的收入, 采用以收入为导向的动态管理方法以期为全球各资产类别的证券提供多元化敞口。

图45: Multi-Asset High Income Fund 投资方法整理

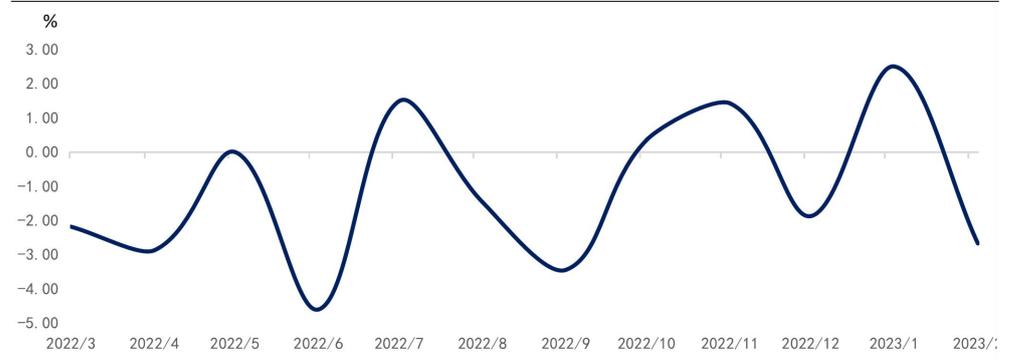


资料来源: Wellington Management 官网, 国信证券经济研究所整理

3. 基金历史业绩表现

Multi-Asset High Income Fund 基金于 2022 年 2 月成立，自成立以来累计回报为-10.2%，同期 SPX 指数的累计回报为-15.0%，在市场普遍颓势的情况下表现尚佳。

图46: Multi-Asset High Income Fund 月度收益情况



资料来源: Wellington Management 官网, 国信证券经济研究所整理

五、宏观对冲框架综述

本文主要分析了七家排名靠前的基金公司及其代表性基金产品的投资框架，将基金公司框架中涉及宏观对冲的产品和框架进行梳理和对比。总体来看，公司主要通过以下三种方式将宏观因素纳入资产配置流程：

- (1) 根据宏观经济的周期运行框架，采用风险平价等策略对冲不同经济情况下的收益风险，从而获得不论市场上行还是下行的市场中立回报。
- (2) 采用定量分析方法，利用大量的数据、分析和技术工具来进行投资决策的同时，将一系列宏观指标（如 GDP 缺口、人口、货币财政政策、市场情绪）等纳入分析，或是通过主观裁量的定性方法将对宏观经济的趋势看法加入到投资组合构建流程中。
- (3) 采用多策略及多元投资方法，在全球范围内广泛构建投资，借助各类资产及地域发展的异质性将宏观因素带来的风险分散化。

在极端风险冲击下，宏观对冲策略基金成为对冲股市下跌极端风险的重要手段，在 2022 年美国股债双杀、2021-2022 连续两年商品占优的市场中，成为获得正向收益的重要抓手。在国内股市极致“内卷化”的今天，打破赛道和主题内卷、拥抱多资产和宏观对冲策略的外延，无论对于应对极端情景下投资风险还是赚取超额回报都具有深远意义。

表8: 各公司宏观对冲框架综述

基金公司	宏观对冲投资框架简述	代表宏观对冲产品	2022 累计回报率 (%)
Bridgewater Associates	公司是一个拥有基本、系统和多元化的投资研究和投资组合构建方法的全球宏观投资者，主要宏观对冲框架包括全天候投资和基于回报拆分 pure alpha 策略。	Bridgewater Pure Alpha Strategy 12% fund	6.68
Man Group	公司主打以可持续发展为重点的多资产投资策略，其根据经济活动、人口统计、货币和财政政策等关键指标考虑当前宏观经济趋势，并基于此同时参考风险和回报特征跨资产类别配置资本。	M&G Global Macro Bond Fund	-8.83
D. E. Shaw Group	公司是量化投资的先驱，同时在自由裁定的主观分析和基本面分析领域也有深厚的经验积累，善于结合定量和定性工具，全球公共和私人市场上发现独立的、难以找到的回报来源。公司主要通过自由裁定的主观策略将宏观经济因素纳入投资分析	DE Shaw Oculus International Fund	—
Marshall Wace	公司主要管理定量、系统和基本面策略，专注于全球范围内的多空股票投资，其推出了 MW TOPS 策略框架，在用算法产生决策时，将宏观信息（如投资者情绪、新闻流）等纳入其中。	MW Systematic Alpha UCITS Fund	4.40
AQR Capital Management	公司主打具有广度的多元投资和多策略投资，强调技术、数据和行为金融学交叉领域的投资创新，强调定性定量的细节分析和长期可持续的回报。	AQR Macro Opportunities Fund	4.08
Wellington Management	公司有着一套完整的投资生态系统，紧跟经济趋势，旨在在当今动荡、不确定的市场格局中通过稳健灵活的股票、固定收益和多资产投资策略抓住被忽视的收入和回报机会。	Multi-Asset High Income Fund	-12.58
Breva Howard Asset Management	公司的投资方法结合了方向性、相对价值和衍生品交易策略，旨在通过广泛的投资解决方案提供正交但互补的回报，其通过宏观思维、贸易结构和风险管理方面的三大核心专业知识来区分投资流程。	BH Macro Fund	21.20

资料来源：各基金公司官网，国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032