

宏观对冲策略 24 年回顾与 25 年展望

---2025 年宏观对冲策略年报

金韬

投资咨询从业资格号：Z0002982

jintao013139@gtjas.com

WU YU CHEN (联系人) 期货从业资格号：F03133175

wuyuchen028987@gtjas.com

报告导读：

我们的观点：截止 2024 年 11 月 15 日，宏观对冲“被动配置”指数的净值为 1.2260，“主动管理”指数为 1.1821。从收益和波动率上来看，2024 年，“被动配置”宏观对冲的收益高于“主动管理”宏观对冲，且波动率也小于“主动管理”策略。因此，结合 2025 年的宏观展望，我们比较偏向“被动配置”类的宏观管理人作为资产组合中的宏观对冲策略配置。

我们的逻辑：“被动配置”宏观对冲基金会使用的风险评价机制，即从控制波动率的目的出发，在不同的商品之间分配波动率，而“主动管理”宏观对冲管理人更偏向使用事件驱动的策略，在短时间内把握相对确定的交易逻辑。从相关上做分析，“被动配置”宏观对冲指数在 2024 年的收益更依赖黄金，而“主动管理”宏观对冲策略更依赖于沪深 300。结合 2024 年的市场行情回顾，宏观对冲指数中的管理人也符合上述的描述。但由于管理人与各资产的相关性都不高，因此宏观对冲依旧是个很好的分散性策略。

投资展望：以海外宏观对冲策略在 2018 年的表现为参考，我们认为宏观对冲策略的多资产配置能够在未来波动和未确定性较强的情况下提供风险的分散以及收益韧性。从管理人的选择上，我们比较偏向“被动配置”的宏观管理人，同时比较偏向有能力参与海外资产的管理人，如参与美股美债等，在 2025 年宏观较为不确定的环境下对冲国内国外可能发生的市场风险。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

1. 宏观对冲策略表现回顾以及标签划分	3
1.1 一级标签：宏观配置 vs. 宏观对冲真实波幅	3
1.2 二级标签：主观 vs. 量化	3
1.3 2024 年宏观对冲表现回顾	4
2. 2024 年宏观对冲策略与市场行情回顾	5
2.1 国内宏观对冲策略	5
2.1.1 宏观对冲策略与大类资产相关性分析	5
2.1.2 宏观对冲策略与权益资产回顾	6
2.1.3 宏观对冲策略与国债资产回顾	7
2.1.4 宏观对冲策略与大宗商品资产回顾	7
2.1.5 宏观对冲策略与黄金 ETF 资产回顾	8
2.2 海外宏观对冲策略	9
2.2.1 海外宏观对冲策略与大类资产相关性分析	9
2.2.2 海外宏观对冲策略与美国权益资产回顾	10
2.2.3 海外宏观对冲策略与美国国债资产回顾	11
2.2.4 海外宏观对冲策略与大宗商品资产回顾	12
2.2.5 海外宏观对冲策略与黄金价格回顾	13
3. 宏观对冲策略 2025 展望	14
3.1 宏观对冲策略什么时候会回撤较大？	14
3.2 2025 年是否应该配置宏观对冲策略	15
3.2.1 2025 年海外宏观展望	15
3.2.2 2018 年贸易摩擦行情回顾	16
4. 结论与投资展望	19
4.1 2025 年宏观对冲策略判断	19
4.2 投资展望	19

1. 宏观对冲策略表现回顾以及标签划分

广义上的宏观策略，可以理解作为一种基于宏观经济环境分析、全球市场趋势预测来进行资产配置和交易的策略，目标在于寻求能够跨越不同的市场周期和环境下的最优配置组合。放眼全球，管理规模在前 30 大的对冲基金里大部分均以宏观策略为主，如我们所熟知的桥水基金、城堡基金、千禧基金、德劭基金等均闻名于其系统化宏观策略产品。普遍来说，宏观策略因具有全球化的投资范围、广泛的可选标的资产类别、众多的交易参与者等特性而天然具有较大的策略容量，然而截至 2024 年 8 月，我国本土的宏观策略产品规模仅占整个市场的 1% 左右（数据来自私募排排网），仍然属于相对小众的赛道；也正因如此，对于渴求新的绝对收益来源的资方来说体现出了一定稀缺性，特别是在当前不同类别和地域的资产价格走势分化持续扩大的 2024 年受到了更多资金的瞩目。

在我国，“宏观对冲”策略更多时候是一种约定俗成的统称，代表了宏观策略的上述广义定义。如果从策略类型细分上来细化其狭义定义，我们认为可以大致分为“被动配置”宏观对冲和“主动管理”宏观对冲两种。也由此，我们认为可以将策略进一步分为两级标签：一级标签按策略划分为“被动配置”或“主动管理”，二级标签按交易方式划分为“主观”或“量化”。

1.1 一级标签：宏观配置 vs. 宏观对冲真实波幅

就一级标签而言，我们以“被动配置”和“主动管理”两种类型的宏观对冲策略展开讨论。被动配置宏观对冲（或又被称为全天候策略）在方法论上更偏向被动配置，更多体现在多资产的分散配置上，会在不同的市场环境基于一定的经济逻辑进行资产轮动或基于配置模型调整资产权重，主要追求对于各个经济体基本面或各类资产 β 的右侧趋势跟随，而不会过多强调主动预测未来资产价格趋势。主动管理宏观对冲在方法论上则更接近主动管理，更加强调在动态变化的经济环境中把握各个阶段和区域的市场矛盾，主动交易对于某些经济事件和资产走势的观点，在每个阶段里投资标的可能更聚焦、头寸集中度相对更高，主要追求赚取认知差的 α ，与各类资产的 β 趋近于 0。

1.2 二级标签：主观 vs. 量化

从二级标签交易方式上来说，大部分宏观策略还是以主观研判和交易为主，这或许是因为宏观策略的交易周期普遍偏长、宏观研究天然与政治经济学密不可分、经济基本面的构成和演变结构复杂、行为经济学对于经济周期产生的影响等多种因素所导致的，使得宏观策略与“人的经验”息息相关；而量化模型更多则是作为一种辅助手段，起到系统性跟踪宏观基本面边际趋势、在组合构建中优化权重配置、科学管理头寸盈亏和风险敞口、技术面上辅助趋势追踪或交易增厚等作用。然而，随着人工智能技术的发展，也涌现出了一类崭新的、技术门槛极高的纯量化宏观策略赛道，即以时代复兴为代表的资产定价机器学习模型，通过 AI 技术赋予模型多维度的量化基本面思考能力、实现高维数据的理解与预测，再以技术反哺人的思考，根据市场变化不断自我优化更迭算法的同时对人的主观经验判断进行客观与理性的修正。

整体来说，宏观策略的长期表现优劣在根源上还是取决于认知（无论是人或团队的认知还是技术手段人工智能的认知），这既要求在纷杂的社会现象之间发现深刻内在关联的独立思考能力，也要求在不断推进变化的大小经济周期里强有力的逻辑推演能力，在时间、空间及高维维度里对于经济乃至人类发展进程进行把握，并最终落实在各个资产领域的头寸表达里，方可实现宏观策略穿越经济周期不同市场环境的绝对收益目标。而经济社会里，唯一不变的就是改变，即使是类似的经济周期阶段也会在不同的社会背景下以不同的形式展开具体演

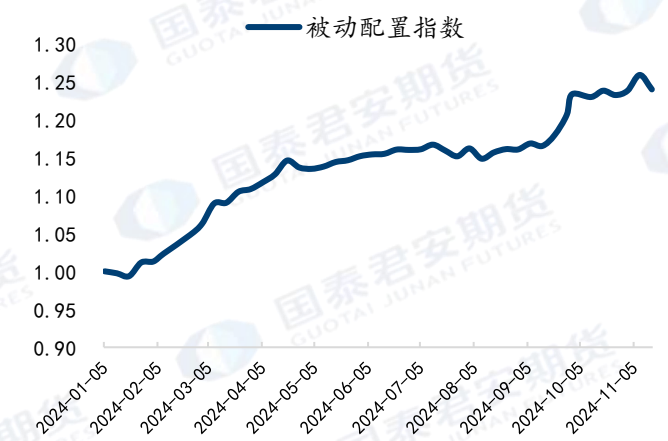
绎，可以说宏观策略不存在万金油式的永恒标准答案和一成不变的范式，市场会一直以大浪淘沙般的姿态，惩罚停留在倒视镜中、固步自封的人，也会奖励不断溯溪而上、更新认知的人。

1.3 2024 年宏观对冲表现回顾

我们将观察池中的国内宏观对冲管理人 2024 年的净值按一级标签拟合并在年初归一成一条等权净值线，从而获得“被动配置”宏观对冲管理人的净值指数，以及“主动管理”管理人的净值指数。目前样本内被定义为“被动配置”的宏观管理人有 8 家，被定义为“主动管理”的有 11 家。从 2024 年的收益情况分析，截止 2024 年 11 月 15 日，宏观对冲“被动配置”指数的净值为 1.2260，“主动管理”指数为 1.1821。按照周度收益分析，从 2024 年 1 月 5 日到 2024 年 11 月 15 日，“被动配置”宏观对冲指数的周度平均收益是 0.49%，周度波动率为 0.92%。周度收益线性外推到复利年化 28.83% 的年化收益率和 6.63% 的年化波动率。“主动管理”宏观对冲指数的周度平均收益是 0.42%，周度波动率为 1.04%，线性外推的复利年化 24.32% 的年化收益率和 7.52% 的年化波动率。从收益和波动率上来看，可以得到的结论是在 2024 年，“被动配置”宏观对冲的收益高于“主动管理”宏观对冲，且波动率也小于“主动管理”策略。

按周度收益率进一步结合宏观对冲管理人的表现与市场行情，我们发现对于“被动配置”宏观对冲管理人，在 2024 年 1 月 5 日至 2024 年 11 月 15 日的 44 周中，“被动配置”宏观对冲管理人的平均周度收益为正数的有 31 周，收益为负数的有 13 周。“被动配置”的最高单周收益为 2.5%，发生在 3 月 4 日至 8 日的那一周，而最大单周回撤为 -1.45%，发生在 11 月 11 日至 15 日的那一周。对于“主动管理”宏观对冲管理人，周度收益为正数的有 30 周，负数 14 周，单周最高收益为 4.15%，发生在 9 月 23 日至 27 日那一周，最大单周回撤为 -1.04%，发生在 1 月 29 日至 2 月 2 日那一周。从周度收益率层面，可以看到“被动配置”宏观对冲策略 2024 年整年的波动率相对统一波动率较高的时间为 2024 年 1 月至 4 月，8 月至 11 月。相比较下，“主动管理”宏观对冲策略的周度收益在全年大部分时间波动率都表现得较小，收益波动率集中在 2024 年 1 月至 3 月，以及 9 月到 11 月较高。这样的收益表现也符合目前市场上大多数“被动配置”宏观对冲基金会使用的风险评价机制，即从控制波动率的目的出发，在不同的商品之间分配波动率，以保证资产组合波动率的稳定。相比之下，“主动管理”宏观对冲管理人更偏向使用事件驱动的策略，在短时间内把握相对确定的交易逻辑，从而达到产品的收益目标。

图 1：被动配置宏观对冲策略平权指数



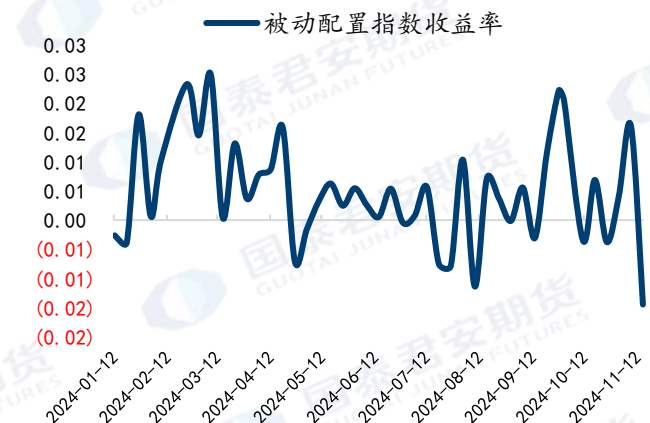
资料来源：国泰君安期货研究

图 2：主动管理宏观对冲策略平权指数



资料来源：国泰君安期货研究

图 3：被动配置宏观对冲策略平权指数周度收益



资料来源：国泰君安期货研究

图 4：主动管理宏观对冲策略平权指数周度收益



资料来源：国泰君安期货研究

2. 2024 年宏观对冲策略与市场行情回顾

2.1 国内宏观对冲策略

2.1.1 宏观对冲策略与大类资产相关性分析

针对国内的宏观对冲策略，从全年资产的相关性做进一步分析，由于一些境内外资产使用的差异，我们选择以沪深 300、中证 1000、国债指数、南华商品指数作为比较标的，数据使用 2024 年整年的周度收益。从相关性上可以看出，2024 年年初至 11 月，沪深 300 和中证 1000 指数收益率相关性较高，国债与股指成负相关关系，而商品与股指的相关性显著大于与国债指数的相关性。从我们的宏观对冲策略指数，可以看出“被动配置”指数的周度收益与黄金 ETF 的相关性最高，达到 0.399，其次是南华商品指数，达到 0.244。相比之下，“主动管理”指数与沪深 300 的相关性最高，达到 0.324，和南华商品指数的相关性和“被动配置”指数类似，为 0.257。“主动管理”指数与国债指数的收益率呈现负相关。同时，“被动配置”指数和“主动管理指数”的相关性为 0.647，意味着“被动配置”和“主动管理”的宏观对冲策略并不是强正相关。

从相关上做分析，“被动配置”宏观对冲指数在 2024 年的收益更依赖黄金，而“主动管理”宏观对冲策略的 2024 年度收益更依赖于沪深 300。

基于相关性分析，我们后续将股指、国债、南华商品指数、以及黄金 ETF 分别于“被动配置”和“主动管理”指数进行比较分析，并结合 2024 年整年的主要宏观事件，归因宏观对冲策略的收益来源。

图 5：2024 年宏观对冲策略与大类资产相关性

	沪深300收益率	中证1000收益率	国债指数收益率	南华商品收益率	黄金ETF	被动配置指数周度收益率	主动管理指数周度收益率
沪深300收益率	1						
中证1000收益率	0.863	1					
国债指数收益率	-0.558	-0.518	1				
南华商品收益率	0.537	0.498	-0.116	1			
黄金ETF	-0.146	-0.040	0.071	-0.081	1.000		
被动配置指数周度收益率	0.105	0.063	0.042	0.244	0.399	1.000	
主动管理指数周度收益率	0.324	0.125	-0.006	0.257	0.109	0.647	1.000

资料来源：同花顺 iFind、国泰君安期货研究

2.1.2 宏观对冲策略与权益资产回顾

从股指权益资产上，今年A股市场整体的走势为先跌后涨。从指数表现来看，自2024年1月5日截至2024年11月15日，各大宽基指数较年初均有所上涨，其中沪深300指数涨幅最大，上涨19.6%，中证500上涨14.6%，中证1000上涨9.1%。从全年来看，沪深300指数的周度平均收益率为0.46%，波动率为3.42%，中证1000的周度平均收益率为0.31%，波动率为4.76%。

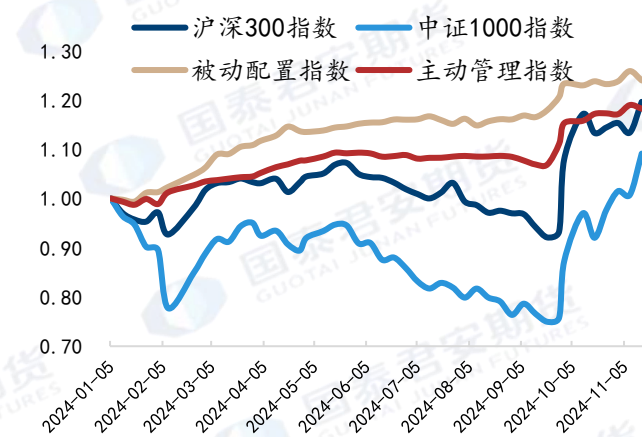
从整年按季度进行走势分析，第一季度一月份，受朝鲜半岛局部冲突升级的负面影响，再加上市场对中国经济和上市公司业绩下滑的担忧，A股市场呈现阴跌趋势，在中证1000中尤为明显。二月初，大量量化机构持有小微盘股票。随着中证500和中证1000指数持续下跌，雪球产品触发敲入事件，导致中性产品多头部分集中卖出，小票出现急速回撤，引发小微盘股踩踏，中性策略和DMA产品遭遇大幅回撤，中证1000单周跌幅超过10%。2月8日，汇金开始买入2000ETF使得市场的强平行为逐渐结束。市场短期风险得到释放引导基差修复，中证1000才逐渐起稳。春节后至三月底，A股市场展开了阶段性反弹，上涨行情持续至三月底仍未结束。在第一季度的行情中，“被动配置”和“主动管理”策略都在1月出现了小幅回撤。但在后续二月初的行情中，“被动配置”策略并没有出现回撤，而“主动管理”策略在1月29日至2月2日那一周出现了2024年的最大单周回撤，回撤-1.04%，指数内有管理人回撤达到8%。三月初“被动配置”策略指数收益达到了全年单周最高的2.5%，指数内个别管理人单周收益超过4%。

第二季度从四月份开始，新“国九条”出台，围绕资本市场的上市、退市和分红三个方面进行重点布局。其中，退市意见的出台对小盘股形成了压力。五月份，地产利好政策密集出台，提振了市场对地产链条的信心。然而，随着5月底市场对中美关系及两岸关系的担忧升温，再加上基本面修复不及预期，投资者情绪进一步转为悲观，权益指数震荡回落。第二季度的宏观对冲策略表现也相对平稳，维持震荡。

第三季度，八月底，随着上市公司半年报披露完毕，营收及盈利增速转为负值，实体经济修复进程仍显缓慢，市场整体呈下行态势。然而，美联储降息周期的开启叠加人民币汇率升值，在内外因素共同作用下，推动国内稳增长货币政策的超预期出台。9月24日，国新办召开发布会，投资者信心得到极大提振，A股市场开启放量上行行情，大、中、小盘各类指数普遍涨幅较大。其中沪深300在9月20日至10月11日期间涨幅为25.5%，中证1000为27.09%。同期，“被动配置”宏观对冲策略收益为4.25%，管理人普遍单周收益在5%以内，个别有超过7%的收益。“主动管理”策略收益为8.30%，其中权益仓位较大的管理人收益单周在10%上下，大部分管理人收益在2%-5%。此次行情为宏观对冲策略提供了较为丰厚的收益，在“主动管理”策略中尤为明显。

第四季度国庆节后，上证指数在3300点附近盘整，普涨行情逐渐转向结构性板块轮动，市场情绪以担心踏空为主导。11月初为市场带来了许多宏观扰动：特朗普赢得美国大选，美联储在11月如期降息25个基点，全国人大常委会会议推出大力度化债政策等。受这些宏观事件提振，A股表现强劲，上证指数一度突破3500点。然而，一些列政策落地后，美债利率上行、降息节奏放缓，可能限制国内货币政策的宽松空间。此外，重要会议结束后，市场进入政策空窗期，部分资金因担心利好出尽而减仓，市场情绪略有回调。在第四季度中，“被动配置”指数在大选过后的11月11日至15日当周经历了2024年最大单周回撤，回撤1.45%，指数内管理人普遍出现回撤，且有管理人回撤达到4.5%左右。“主动管理”指数也面临一些回撤，个别管理人回撤达到6.5%左右，但也有个别管理人收益达到6.11%，表现较为分化。

图 6：宏观对冲策略指数对比权益指数净值



资料来源：同花顺 iFind、国泰君安期货研究

图 7：宏观对冲策略指数对比权益指数周度收益

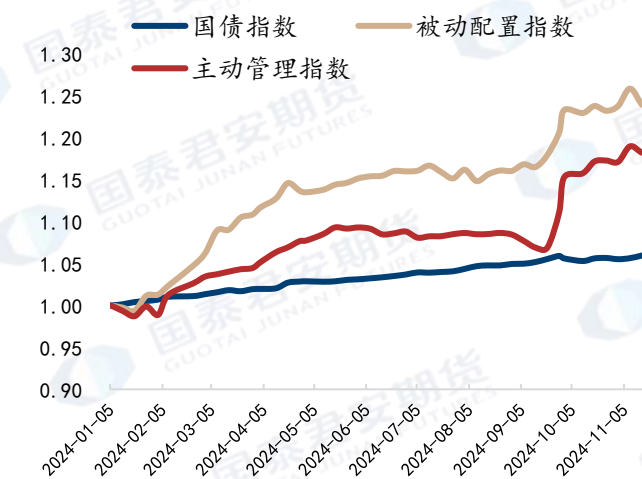


资料来源：同花顺 iFind、国泰君安期货研究

2.1.3 宏观对冲策略与国债资产回顾

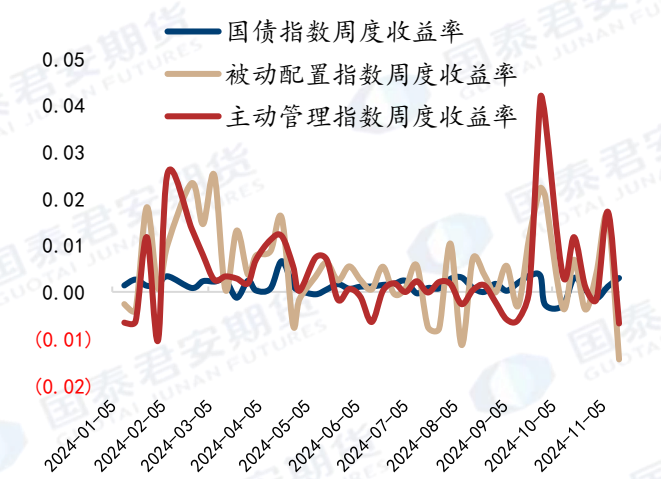
从 2024 年全年来看，“被动配置”和“主动管理”宏观对冲策略与国债指数收益的相关性并不高，为 0.042 和 -0.006。因此收益率和净值来看，宏观对冲策略和国债指数的走势并不是很一致。从 2024 年全年来看，截止 2024 年 11 月 15 日，国债指数收益率为 5.9%，平均周度收益为 0.13%，波动率为 0.17%。国债指数收益最高的单周为 4 月 15 日至 19 日，收益为 0.66%，单周最高回撤为 10 月 8 日至 11 日，回撤为 0.29%。从今年和宏观管理人交流下来发现，国债今年主要是承担了一个收益增厚的作用。

图 8：宏观对冲策略指数对比国债指数净值



资料来源：同花顺 iFind、国泰君安期货研究

图 9：宏观对冲策略指数对比国债指数周度收益



资料来源：同花顺 iFind、国泰君安期货研究

2.1.4 宏观对冲策略与大宗商品资产回顾

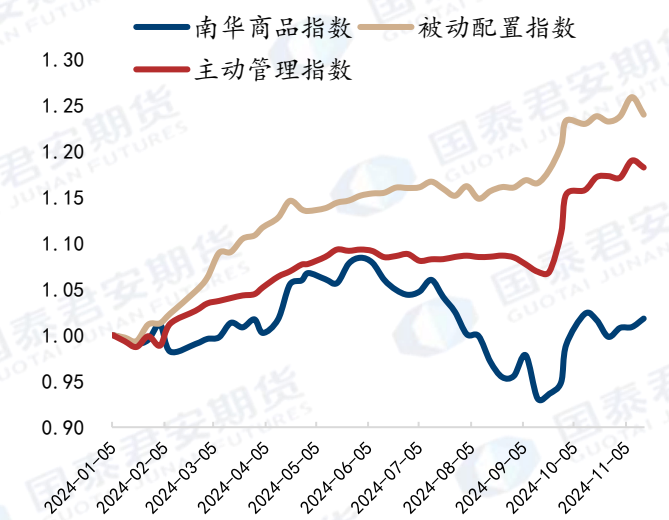
“被动配置”和“主动管理”指数收益和南华商品指数的相关性分别为 0.244 和 0.257，相对较高，意味着两种宏观对冲策略的收益都与商品的收益有一定的相关性。从 2024 年全年来看，南华商品指数收益率为 1.8%，周度平均收益为 0.06%，波动率为 1.77%。南华商品指数收益最高的一周为 9 月 30 日那一周，涨幅 4.28%，最大回撤则为 9 月 9 日至 13 日的那一周，回撤为 -4.79%。2024 年南华商品指数全年宽幅震荡，整体可以分为 3 个阶段：

2024 年 1-5 月，以再通胀为核心驱动，贵金属、有色金属价格大幅上涨，带动南华商品指数整体上行。2024 年 1-5 月南华贵金属指数上涨 22%，南华有色金属指数上涨 17%。因此宏观对冲策略上半年的收益也来自于贵金属板块。

2024 年 6-9 月，随着再通胀交易接近尾声，特别是 7 月中央三中全会结束后，市场对于政策端大规模刺激的预期落空，黑色、化工板块面临国内弱需求的真实压力，国内工业品代表的黑色、化工板块商品价格出现回落。从 6 月高点到 9 月低点，南华黑色指数下跌 19.5%，南华化工指数下跌 16.9%。在此期间，宏观对冲策略也较为平整震荡。

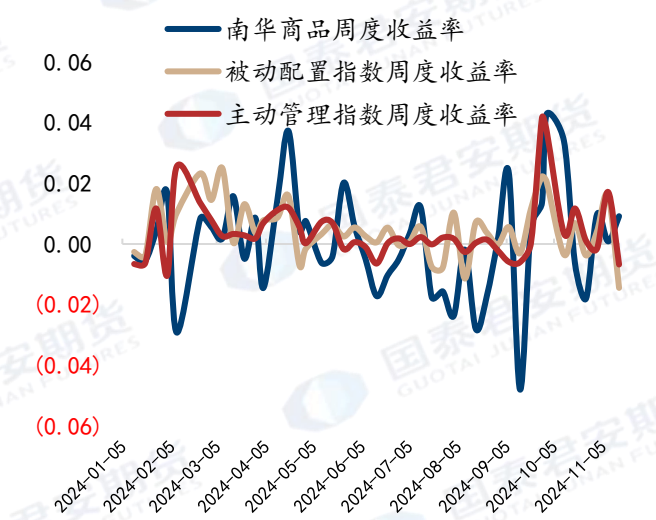
2024 年 9 月 24 日至 12 月。9 月 24 日之后，国家对于托底经济的决心表态明确，股指期货、国内工业品指数大幅上行，也带动了南华商品指数从 9 月底至今的快速拉升，月底看见了 4.28% 的涨幅，同期“被动配置”指数涨幅 2.05%，“主动管理”指数涨幅 3.74%。

图 10：宏观对冲策略指数对比南华商品指数净值



资料来源：同花顺 iFind、国泰君安期货研究

图 11：宏观对冲策略指数对比南华商品指数周度收益



资料来源：同花顺 iFind、国泰君安期货研究

2.1.5 宏观对冲策略与黄金 ETF 资产回顾

“被动配置”和“主动管理”指数收益和黄金 ETF 指数的相关性分别为 0.399 和 0.109。“被动配置”宏观对冲策略今年的收益与黄金较为相关，黄金也是各家“被动配置”宏观对冲策略中较为重要的一类资产。从黄金 ETF 在 2024 年的表现来看，黄金 ETF 的周度平均收益为 0.48%，波动率为 2.21%。黄金 ETF 收益最高的一周为 3 月 4 日至 8 日，单周收益率 5.00%，最大回撤为 7 月 22 日至 26 日，回撤为 -4.32%。

2024 年，贵金属价格表现强劲，自 3 月初进入上行通道，5 月底达到相对高点。此后市场震荡回落，8 月初在宏观环境变化的推动下再次反弹，并于 10 月底创下年度新高。上半年，工业制造业周期的触底回升为贵金属的上涨奠定了基础。2023 年 ISM 制造业 PMI 在触底后，于 2024 年 3 月回归至 50 荣枯线以上，美国耐用品库存和各环节库存同比缓慢回升超过一个季度，资本品和制造业订单的磨底迹象清晰显现。其背后的支撑逻辑来自金融条件指数的持续扩张、美国信贷周期的转强以及企业盈利的韧性。这些因素共同为一季度后的“再通胀交易”提供了基础，尤其是 3 月 Markit 制造业 PMI 终值录得 52.2 后，贵金属和有色金属板块迎来强劲上涨。黄金 ETF 全能收益最高的单周收益率 5.00% 也发生在这个时期。同期，“被动配置”宏观对冲策略也收货了全年最高的单周收益 2.50%，而“主动管理”策略收益为 0.26%。

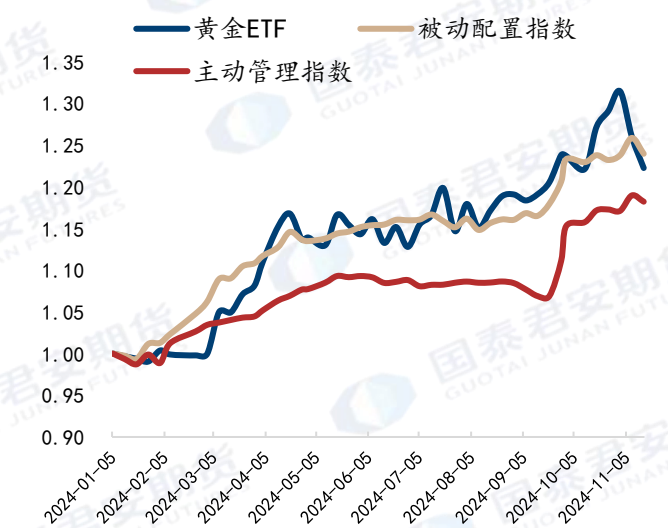
年中开始，美国通胀水平持续回落，同时美联储降息预期逐步增强，进一步助推金价稳健上涨。9 月，美

请务必阅读正文之后的免责条款部分

联储宣布 50 个基点的预防性降息，市场情绪达到高点。然而，11 月特朗普胜选带来的政策不确定性，令市场情绪出现波动，导致金价在高位有所回调。

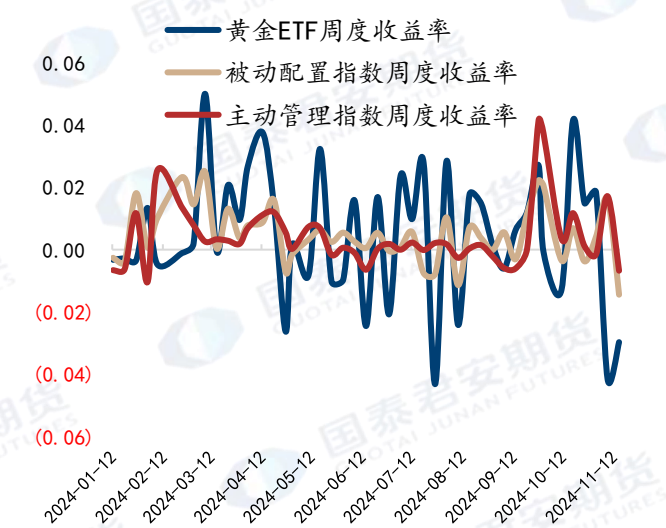
从全年周度收益率来看，“被动配置”宏观对冲策略的收益波动与黄金的价格波动基本匹配，意味着“被动配置”策略的黄金仓位为其贡献了部分收益，特别是在权益资产在区间内震荡的 5 月至 8 月。在黄金 ETF 回撤最大的 7 月 22 日至 26 日期间，“被动配置”指数回撤-0.78%，且指数内除了一家管理人之外都有不同程度的回撤。反观“主动管理”指数在这一周的收益率为 0.21%，回撤的管理人数量不到半数。

图 12：宏观对冲策略指数对比黄金 ETF 指数净值



资料来源：同花顺 iFind、国泰君安期货研究

图 13：宏观对冲策略指数对比黄金 ETF 指数周度收益



资料来源：同花顺 iFind、国泰君安期货研究

2.2 海外宏观对冲策略

后续我们将针对海外宏观以及海外的各资产收益分析海外宏观对冲策略在 2024 年的表现。我们将使用巴克莱对冲数据库中的基金信息进行分析。巴克莱对冲将他们数据库内宏观对冲类的基金标签分为三种：1、未明确标注是量化还是主观的宏观对冲策略（Macro）；2、明确表达是主观宏观对冲的交易策略（Macro-Discretionary）；3、明确表达是量化宏观对冲的交易策略（Macro-Quantitative）。我们将所有指数都在 2024 年年初归一，来体现今年的走势，且因为巴克莱对冲的数据只停留在 10 月，因此所有的数据都取 2024 年 1 月至 10 月。具体来看，在此期间，未明确宏观对冲策略 2024 年的平均月收益率为 0.57%，波动率为 1.69%，换算成年化则对应 7.03% 复利收益和 5.84% 的年化波动率。主观宏观对冲的月度平均收益率为 0.85%，月度波动率为 1.85%，对应年化 10.69% 的收益和 6.39% 的波动率。量化宏观对冲月度平均收益率为 0.66%，波动率为 1.83%，对应 8.20% 的年化收益和 6.33% 的年化波动率。

2.2.1 海外宏观对冲策略与大类资产相关性分析

从相关性上可以看出，2024 年年初至 2024 年 10 月，标普 500 和美国国债指数收益率相关性较高，与 GSCI 大宗商品指数成负相关关系，而美国国债指数与商品指数一样负相关。因为贵金属在 GSCI 指数中占比不高，因此我们把黄金单作为一个资产类别来看，黄金价格和标普 500 相关性几乎为零，与美国国债有一些正相关，与商品相关性最高。从巴克莱对冲的宏观对冲策略指数，可以看出“未明确宏观对冲”指数的周度收益与美国国债指数的相关性最高，达到 0.689，其次为黄金的 0.621，并与 GSCI 商品指数收益相关性最小，只有 0.039。相比之下，“主观宏观对冲”策略指数和“量化宏观对冲”策略指数与标普 500 的相关性最高，分别达

到 0.593 和 0.822，也意味着“量化宏观对冲”策略与权益指数收益的相关性非常高。同时，“主观宏观对冲”指数与“量化宏观对冲”指数与美国国债指数、GSCI 商品指数以及黄金的收益率呈现正相关，意味着两种策略中大概率都包含了美国国债、大宗商品资产以及黄金。值得注意的是，“未明确宏观对冲”策略与商品的相关性较低，但与黄金价格的相关性较高，意味着相较于大宗商品，黄金的价格与此类策略更相关。

三种宏观对冲策略的相关性由 0.670 到 0.736 不等，相关性上与国内的“被动配置”策略和“主动管理”策略之间的相关性较为相似。

图 14：2024 年宏观对冲策略与大类资产相关性

	标普500指数月度收益	标普美国国债指数月度收益	标普GSCI指数月度收益	黄金价格月度收益	未明确宏观对冲月度收益	主观宏观对冲月度收益	量化宏观对冲月度收益
标普500指数月度收益	1						
标普美国国债指数月度收益	0.551	1					
标普GSCI指数月度收益	-0.022	-0.475	1				
黄金价格月度收益	0.050	0.214	0.438	1			
未明确宏观对冲月度收益	0.504	0.689	0.039	0.621	1		
主观宏观对冲月度收益	0.593	0.302	0.270	0.370	0.670	1	
量化宏观对冲月度收益	0.822	0.302	0.413	0.326	0.675	0.736	1

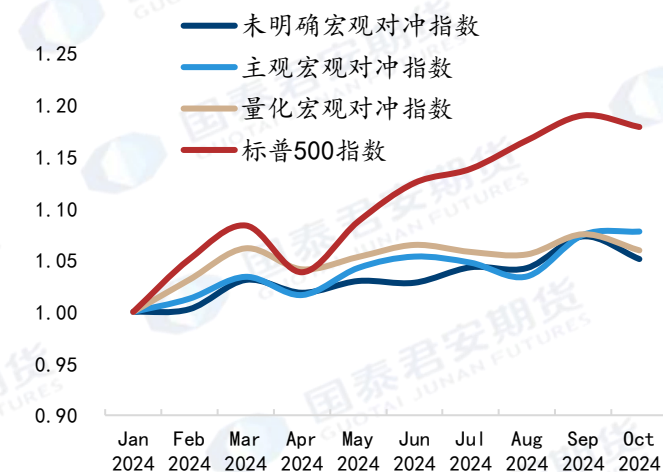
资料来源：S&P Global、World Gold Council、国泰君安期货研究

2.2.2 海外宏观对冲策略与美国权益资产回顾

权益上，我们以标普 500 为基准，标普 500 全年的月平均收益率为 1.88%，月波动率 2.91%，换算成年化为 25.09% 的年化收益和 10.08% 的年化波动率。从权益上分析，上半年纳斯达克指数以 18.96% YTD 涨幅冠绝全球，日经指数 14.80%、标普 500 指数 14.75% 紧随其后。泛欧地区近期承受政治不确定性风险，但欧洲斯托克 50 指数、英国富时 100 指数上半年 YTD 仍录得 7.95% 和 5.25% 的涨幅。亚太地区恒生指数和沪深 300 指数 YTD 录 4.98% 和 3.34%，在主要市场表现较弱。南美新兴市场在通胀的政治扰动下年初至今承压下跌。从美股内部结构看，AI 半导体引领的新经济拉动效应和内需消费韧性的支持清晰可见。以英伟达为代表的 AI 基础建设投资周期标的股票成为不二的“牛市旗手”，大幅超涨“Magnificent 7”科技公司，而头部科技公司、大盘成长型股票超涨整体指数，若扣除“Magnificent 7”之后的标普指数，年初到半年的维度涨幅仅为 6.98%，绝对表现不俗但相对表现低于美国宽基指数。

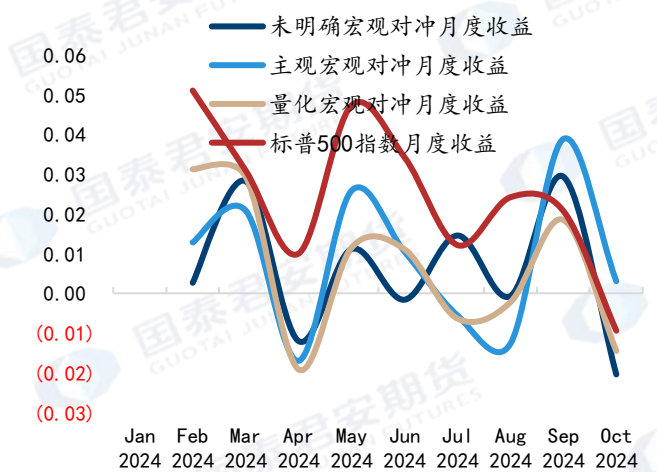
从三个宏观对冲策略指数以及标普 500 的指数可以看出，2024 年 1 月至 3 月收益呈现稳步上涨的情况。然而，4 月迎来了多资产普跌的行情，其中标普 500 指数在 4 月底较上月下跌 4.17%，道琼斯工业平均指数当月下跌 5.0%，小盘股指数罗素 2000 下跌 7.1%。地缘政治、政府债券收益率上升、高于预期的通胀以及对美国货币政策的担忧是 4 月下跌的主要原因。同月，未明确宏观对冲策略回撤 1.20%，主观宏观对冲策略回撤 1.70%，量化宏观对冲策略回撤 1.92%。5 月至 9 月，标普 500 指数回升，并在 10 月临近美国大选不确定性较高的情况下再次出现 0.94% 的回调。此前的历史新高是基于当时市场主要受到以下预期的支撑：美联储将继续下调基准利率，以及美国经济有望避免衰退。尽管这些因素仍然存在，但主导标普 500 权重的大型科技公司公布的业绩未能达到投资者预期，导致包括 Meta Platforms Inc.、NVIDIA Corp. 和 Microsoft Corp. 在内的公司股价下跌。同月，未明确宏观对冲策略回撤 2.04%，主观宏观对冲策略收益 0.3%，量化宏观对冲策略回撤 1.45%。

图 15：海外宏观对冲策略指数对比权益指数净值



资料来源：S&P Global、国泰君安期货研究

图 16：海外宏观对冲策略指数对比权益指数月度收益



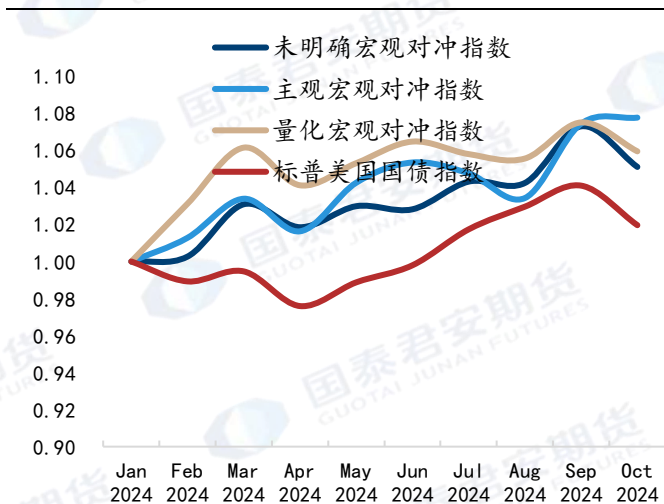
资料来源：S&P Global、国泰君安期货研究

2.2.3 海外宏观对冲策略与美国国债资产回顾

债券上，我们以标普美国国债指数为基准，标普美国国债指数全年的月平均收益率为 0.23%，月波动率 1.49%，换算成年化为 2.75% 的年化收益和 5.17% 的年化波动率。从债券市场看，2024 年初，由于预计美联储将开始下调联邦基金利率，收益率几乎全线下降。整体收益率较 2024 年初创下的峰值普遍有所回落。联邦基金目标利率的上限为 5.50%，为历史高位，自 2023 年中期以来一直保持稳定。上半年长端利率债整体较为稳定，10 年期收益率一季度上行二季度回落，均值在 4.3% 附近，定价较为均衡。上半年，对美联储年内降息节点后置、降息幅度预期缩小，货币政策预期较年初明显转鹰，点阵图锚定的年内降息预期从 3 月份 75bp 缩减至 6 月份 25bp。美债超短久期 ETF 与超长期 ETF 相对强弱在去年四季度从高位显著回落后，在 2024 年上半年回升，但久期策略二季度较一季度有所改善。债券市场也呈现出较为显著的上风险配置情绪，公司债、信用债表现好于利率债，10 年期、2 年期美债收益率和 10 年期 tips 收益率较去年仍有上行，利率债仍旧承压；但公司债年度维持涨势，且市场仍愿意追随信用评级下移，高收益公司债表现更为强势。从策略上看，第一季度的债券收益率下跌并没有影响宏观对冲的收益率。4 月的市场预期也与债券的走势较为一致。

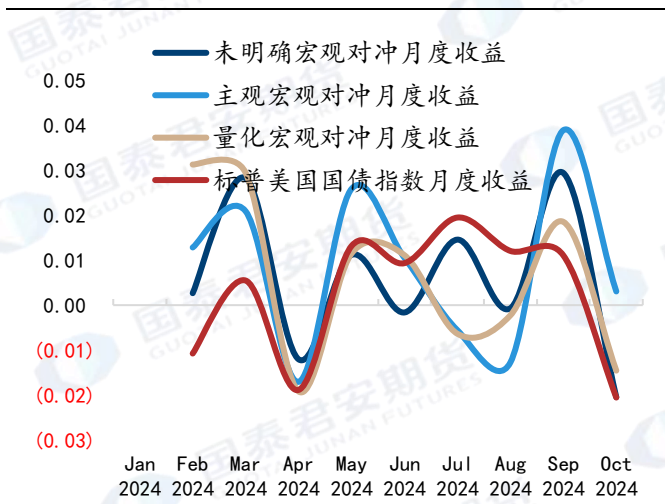
美联储于 9 月份实施了 0.50% 的降息，并在 11 月份再次下调 0.25%。然而，自 9 月中旬以来，长期债券收益率呈上升趋势。美国 10 年期国债收益率从 9 月 16 日的 3.63% 上升至两个月后的 4.44%。10 月的收益率降低也一部分源自市场对未来预期的不确定性。标普美国国债指数下跌 2.05% 而未明确宏观对冲以及量化宏观对冲也出现了一定回撤。

图 17：海外宏观对冲策略指数对比美国国债指数净值



资料来源：S&P Global、国泰君安期货研究

图 18：海外宏观对冲策略指数对比美国国债指数月度收益



资料来源：S&P Global、国泰君安期货研究

2.2.4 海外宏观对冲策略与大宗商品资产回顾

大宗商品上，我们以标普 GSCI 指数为基准，标普美 GSCI 指数全年的月平均收益率为-0.32%，月波动率 2.59%，换算成年化为-3.78%的年化收益和 8.96%的年化波动率。2024 年大宗商品市场波动率相对股票、债券和汇市都更高，整体呈现一季度偏强，二季度偏弱。从宏观背景和大宗商品价格的映射上，呈现出宏观低波、商品高波的特征，上半年部分商品价格剧烈波动背后交易性因素大于经济趋势驱动。上半年美国数据的波动和反复，符合我们一直以来的定性——美国经济趋势性并不显著，既无出现经济整体失速、也无出现新的周期扩张，故而边际变化成为宏观情绪和配置范式变化的关注点。从中长期看，并不需要过度放大短期宏观数据显示出的矛盾或者边际变化的波动。部分大宗商品对于宏观数据边际变化反映较为剧烈(如贵金属、有色金属等)，交易性情绪意义大于基本面趋势意义。

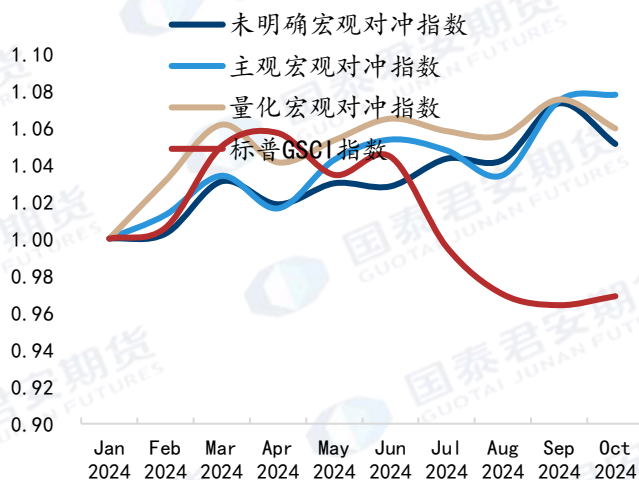
从上半年节奏上看，一季度大宗商品主要处在“高增长、高通胀、高利率”格局，且处在地缘冲突-供给扰动-通胀冲击的模式下。一季度看，中美基本面环境皆相对友好：中国财政发力和地产供给端政策频出，全球工业、制造业周期有所反弹，叠加美联储基于核心通胀仍旧下行的判断，给予更为温和货币政策预期，再叠加近端主要宏观商品仍旧受供给因素扰动。宏观和微观上，大宗商品处于多头的舒适期。而在二季度，“高增长、高通胀、高利率”以“高增长”边际松动打破均衡，并带动通胀预期快速回落，驱动宏观逻辑和配置范式从利率防御性板块转为利率敏感型板块，这意味商品配置舒适期的终结。二季度，大宗商品价格整体回落，一季度涨幅较多的如贵金属、有色金属陷入回调，同时伴随着通胀预期回落，商品内部相对强弱有所转变，如估值敏感资产如贵金属强于有色金属，金银比、金铜比反弹。从上半年的 GSCI 指数可以看出，上半年整体增长，5 月稍微有回调。即便是宏观对冲策略普跌的 4 月，GSCI 指数也获得了 0.68%的收益。

7 月对全球商品来说是波动较大的一个月。美国政治局势动荡，特朗普遭遇暗杀未遂，随后拜登总统宣布不寻求连任，而是将接力棒交给副总统卡马拉·哈里斯。与此同时，国内 7 月中旬的中共二十届中央委员会第三次全体会议不及预期。在经济数据持续回调的背景下，市场不得不下调对关键商品需求的预期，从原油到铜等工业金属都受到影响。

同月，美国股市失去动能，投资者开始从今年表现突出的板块中撤资，特别是科技股，同时波动性飙升加剧了风险偏好的普遍下降，导致关键商品价格下跌。另一方面，美国经济数据越来越显示出放缓迹象，消费者

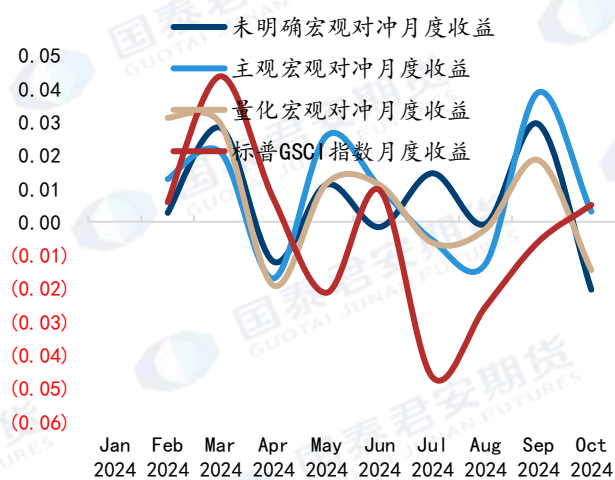
信心下降，而通胀则持续向美联储长期目标约 2% 的水平回落。这些因素促使市场预期美联储首次降息 25 个基点的时机提前至 9 月，并在接下来的三次会议中继续降息。加上持续的地缘政治担忧，黄金价格创下新高，而其他依赖增长和需求的行业则受到冲击，7 月 GSCI 指数下跌 4.68%。同期，未明确宏观对冲策略收益 1.45%，主观宏观对冲策略回撤 0.56%，量化宏观对冲策略回撤 0.64%，也可以看出在此时期，商品对宏观对冲策略的收益影响并不大。

图 19：海外宏观对冲策略指数对比标普 GSCI 指数净值



资料来源：S&P Global、国泰君安期货研究

图 20：海外宏观对冲策略指数对比标普 GSCI 指数月度收益

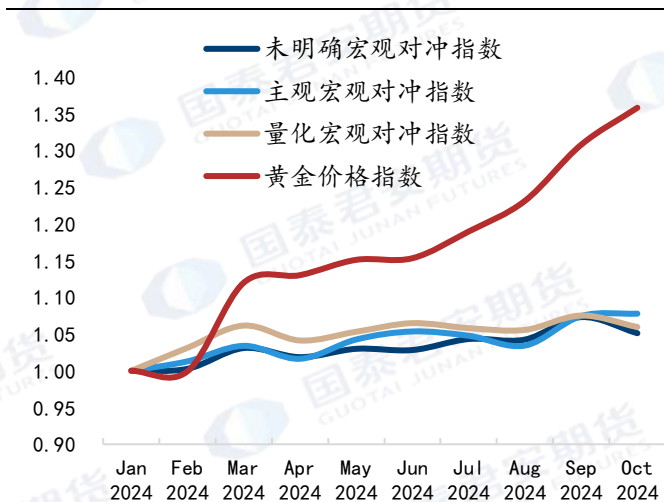


资料来源：S&P Global、国泰君安期货研究

2.2.5 海外宏观对冲策略与黄金价格回顾

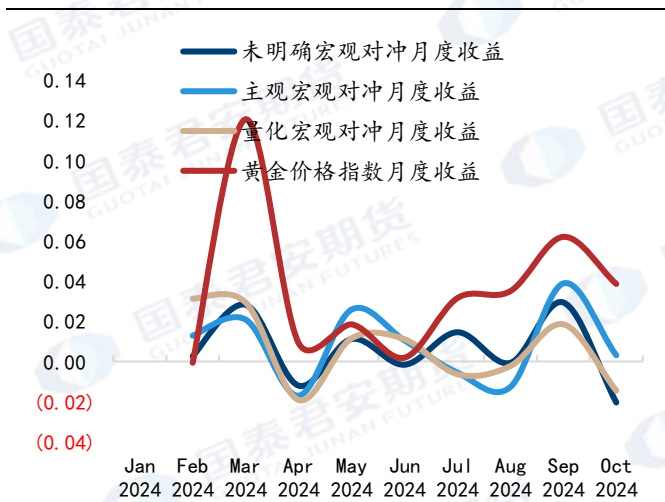
最后，我们回顾一下黄金价格在 2024 年的走势。黄金价格指数全年的月平均收益率为 3.52%，月波动率 3.77%，换算成年化为 51.41% 的年化收益和 13.06% 的年化波动率。在 2024 年的宏观环境中，黄金绝对是高波动高收益的资产类别。世界黄金协会的金价数据显示，黄金在 3 月的收益为 12.05%，而同期的“未明确宏观对冲”策略收益为 2.82%，“主观宏观对冲”为 2.08%，“量化宏观对冲”为 2.94%，在相关性都较高的情况下，可以理解为黄金或许对此类资产提供了部分收益。

图 21：海外宏观对冲策略指数对比黄金价格指数净值



资料来源：World Gold Council、国泰君安期货研究

图 22：海外宏观对冲策略指数对比黄金价格指数月度收益



资料来源：World Gold Council、国泰君安期货研究

3. 宏观对冲策略 2025 展望

3.1 宏观对冲策略什么时候会回撤较大？

回顾历史行情，我们可以通过历史上重要金融事件的分析来进一步对比宏观对冲策略的收益情况。从 1994 年起，第一件对经济影响较大的事件为 1998 年 7 月到 8 月的亚洲金融危机以及长期资本管理公司（LTCM）的巨额亏损。1998 年 8 月标普 500 的月度亏损为 -15.28%，而未明确宏观对冲策略的亏损为 -1.81%，量化宏观对冲反而盈利 10.99%。在 2000 年 9 月至 2001 年 4 月的互联网泡沫破裂阶段，标普 500 的累计亏损为 -17.56%，而未明确宏观对冲策略在这段时间内盈利 9.36%，量化宏观对冲策略盈利 25.19%。在互联网泡沫破裂后随之而来的 2002 年的经济衰退中，在 2002 年 3 月至 7 月之间，标普 500 的累计亏损为 -18.03%，而未明确宏观对冲策略的亏损为 -0.26%，主观宏观对冲策略盈利 4.06%，量化宏观对冲策略盈利 17.56%。后续 2008 年的金融危机中，2008 年 8 月至 2009 年 3 月期间，标普 500 的亏损为 -37.06%，而未明确宏观对冲、主观宏观对冲以及量化宏观对冲的盈亏分别为 -2.02%、6.91%和 3.77%。

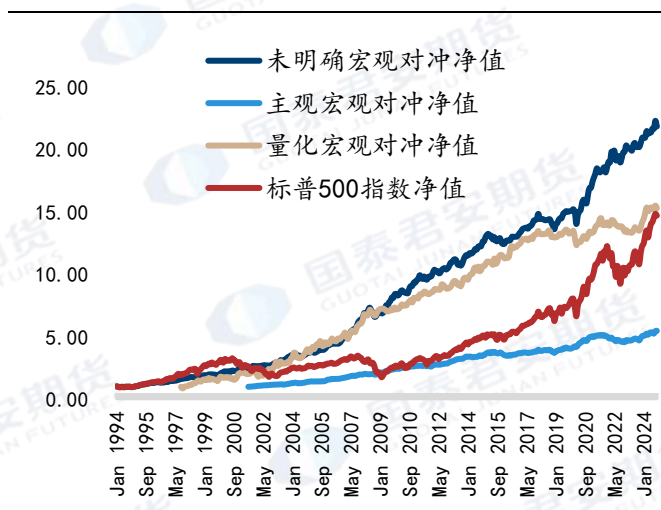
近年来看，2018 年的中美贸易摩擦中，2018 年 9 月至 12 月，标普 500 亏损 -13.90%，未明确宏观对冲亏损 -5.60%，主观宏观对冲亏损 -6.18%，量化宏观对冲亏损 -4.15%。2020 年 1 月至 3 月全球公共卫生事件较严重，市场较恐慌的时间段内，标普 500 的亏损为 -18.31%，未明确宏观对冲亏损 -7.23%，主观宏观对冲盈利 2.37%，量化宏观对冲亏损 -7.30%。在 2020 年后续的市场反弹中，2020 年全年标普 500 的收益为 21.05%，未明确宏观对冲的收益为 11.89%，主观宏观对冲为 19.69%，但量化宏观对冲仅为 1.11%。

国内宏观策略起步较晚。从年度收益来看，国内宏观对冲策略净值持续回撤的一年是 2022 年。观察池中的宏观对冲策略累计净值从 2021 年 11 月 19 的 1.507 降至 2022 年 12 月 23 的 1.223，一年累计回撤 -18.8%。另一端持续回撤的时间则是从 2023 年 7 月 28 的 1.324 回撤到 2023 年 10 月 20 的 1.209，累计回撤 -8.7%（数据来源排排网）。

我们认为，2022 年造成国内宏观对冲类管理人大幅回撤的原因可能是：1、2022 年年初爆发了俄乌地缘冲突，这是自第二次世界大战以来欧洲最大的武装冲突。2、国内疫情带来的上海等地的封控。这两类情况在过去 10 年的维度里极少出现，造成了宏观对冲管理人在交易上的困难。值得提出的是，国内能够配置到海外资产的

宏观管理人目前较少，配置主要还是以国内多资产配置为主，因此海外宏观事件需要在国内资产上产生传导，对具体管理人的业绩影响也可能需要一对一讨论更为恰当。

图 23:1994 年至 2024 年宏观对冲策略与标普 500 净值



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 24：私募排排网宏观对冲策略净值（截止 24 年 5 月）



资料来源：私募排排网、国泰君安期货研究

3.2 2025 年是否应该配置宏观对冲策略

3.2.1 2025 年海外宏观展望

展望 2025 年，必须要讨论的核心问题就是美国的经济以及以特朗普为首的共和党政府的一些列政策变化。

第一，特朗普的关税调整将大幅提高对中国进口商品的关税，平均提升幅度为 20 个百分点。其中消费品的加税幅度较低，而非消费品的加税幅度可能高达 60 个百分点，并对汽车进口征收额外关税。特朗普政府可能优先延续其第一任期内制定的关税清单，并且能较快落地。特朗普也提出了对所有进口商品征收 10%-20% “普遍关税” 建议。一些列的关税措施预计将 2025 年核心 PCE 通胀率预计将升至 2.4%。国际货币基金组织（IMF）2024 年 10 月的《世界经济展望》研究了 2025 年可能的贸易摩擦情景。假设美国对所有进口商品征收 10% 的关税，同时欧洲和中国实施对等报复性关税，中国和欧盟之间也实施类似关税。在这种情况下，全球 GDP 增长将仅下降 0.1 个百分点至 3.1%，而美国增长将下降 0.4 个百分点，对中国和欧洲的影响则可以忽略不计。这表明，尽管贸易摩擦存在不确定性，但其经济影响可能有限。

第二，移民政策变化，即净移民规模将减少至每年 75 万。疫情前，美国的年均净移民大约为 100 万人，2023 年增至约 300 万人，而最近降至约 175 万人/年。这可能对劳动力市场的增长构成一定制约。

第三，税收政策修订作为 2017 年《减税与就业法案》（TCJA）的延续，主要内容包括将企业税率从 21% 进一步降低至 15%、免除社会保障所得税、将小费从所得税中免除，并使 TCJA 中的个人部分变为永久性。根据美国税收基金会的测算，特朗普的税收政策可能在 2025 年起的 10 年内减少约 3 万亿美元的常规税收收入，并可能使减税净额达到约 6 万亿美元。同时，美国国会预算办公室预测，全面实行这一政策将使美国未来十年增加 7.75 万亿美元的债务。

3.2.2 2018 年贸易摩擦行情回顾

在这样的背景下，我们将尝试使用 2018 年贸易摩擦时期的策略表现作为 2025 年宏观对冲策略的表现做出预期参考。基于当时国内宏观对冲策略还处于初期，我们将用当时的标普 500 指数表现、标普美国国债指数表现、标普 GSCI 指数表现与当时巴克莱对冲中的海外宏观对冲策略拟合指数进行分析。

从收益上，2018 全年，“未明确宏观对冲”策略回撤 8.31%，“主观宏观对冲”策略回撤 6.50%，“量化宏观对冲”回撤最小，只有 3.93%。相较之下，标普 500 全年回撤 10.83%，标普美国国债指数收益 2.23%，标普 GSCI 指数回撤 18.03%。从波动率上看，“量化宏观对冲”策略的月度波动率为 1.43%，“主观宏观对冲”月度波动率为 1.85%，“量化宏观对冲”月度波动率为 1.34%。相较之下，标普 500 月度波动率为 4.41%，标普美国国债指数波动率为 0.88%，标普 GSCI 月度波动率为 5.19%。但从收益和波动率可以看出，宏观对冲策略在 2018 年相较权益和商品指数回撤较小，同时波动率较低，体现了当年宏观对冲策略较好的市场风险的分散和抵御能力。

从相关性上可以看出，2018 年整年，美股和美债呈现负相关，商品和美债也呈现负相关，但和商品呈现正相关。从我们的宏观对冲策略指数，可以看出“未明确宏观对冲”指数的收益与标普 500 的相关性最高，达到 0.752，其次是 GSCI 指数，达到 0.655。“主观宏观对冲”指数是三种策略中与标普 500 相关性最高的，达到 0.871，其次是 GSCI 指数，达到 0.631。“量化宏观对冲”是唯一一个与美国国债指数收益成正相关的，代表此策略在债的配置上应该超过“未明确宏观对冲”和“主观宏观对冲”。在 2018 年值得注意的是，黄金价格跟宏观对冲策略的相关性都为负，且和“未明确宏观对冲”策略的相关性最接近零。

策略之间可以看出，“量化宏观对冲”与“未明确宏观对冲”的相关性是三种策略中最小的，但三种策略的收益相关性都比较大。

图 25：2018 年宏观对冲策略与大类资产相关性

	标普500指数月度收益	标普美国国债指数月度收益	标普GSCI指数月度收益	黄金价格指数月度收益	未明确宏观对冲月度收益	主观宏观对冲月度收益	量化宏观对冲月度收益
标普500指数月度收益	1						
标普美国国债指数月度收益	-0.406	1					
标普GSCI指数月度收益	0.416	-0.467	1				
黄金价格指数月度收益	-0.449	0.235	-0.344	1			
未明确宏观对冲月度收益	0.752	-0.428	0.655	-0.095	1		
主观宏观对冲月度收益	0.871	-0.371	0.631	-0.213	0.864	1	
量化宏观对冲月度收益	0.794	0.052	0.353	-0.243	0.731	0.824	1

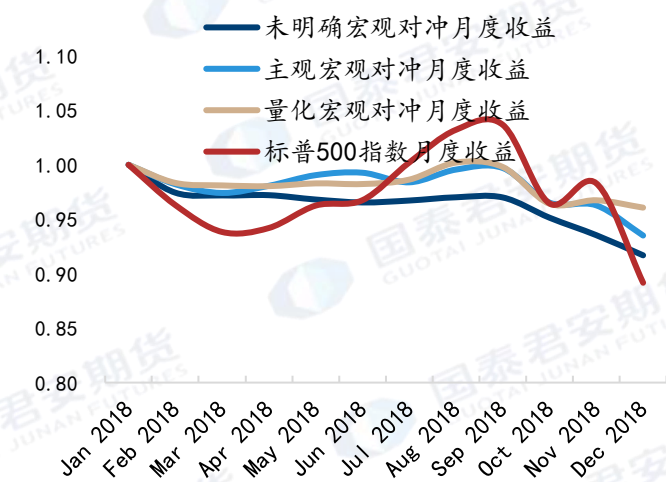
资料来源：S&P Global、World Gold Council、国泰君安期货研究

从行情回顾上，2018 年全球金融市场以自 08 年金融危机以来对投资者造成最严重回撤的局面收尾。随着持续十年的宽松货币政策开始逆转，贸易摩擦给全球经济增添了阻力，美国和欧洲的政治不确定性进一步加剧了市场前景的黯淡。这一结果是大多数主要资产类别都出现了亏损，标普 500 指数自 2008 年以来的首次年度下跌。只有政府债券等最安全的避险资产提供了正回报的避风港。

2018 年年初，特朗普宣布了第一轮对华贸易摩擦。2018 年 2 月，标普 500 指数回撤 3.70%，“未明确宏观对冲”策略下跌 2.56%，“主观宏观对冲”策略下跌 1.79%，“量化宏观对冲”策略下跌 1.66%。2018 年第四季度行情则急转直下。标普 500 指数在 9 月创下历史新高后，到年底深陷回调区域。同时，小盘股也进入了熊市。美国股市的下跌伴随着波动性的显著增加。在第四季度，标普 500 指数有 28 个交易日的涨跌幅超过 1%，而前三个季度的这一数字仅为 36 天。此外，2018 年最后三个月内，标普 500 指数涨跌幅达到或超过 2% 的交易

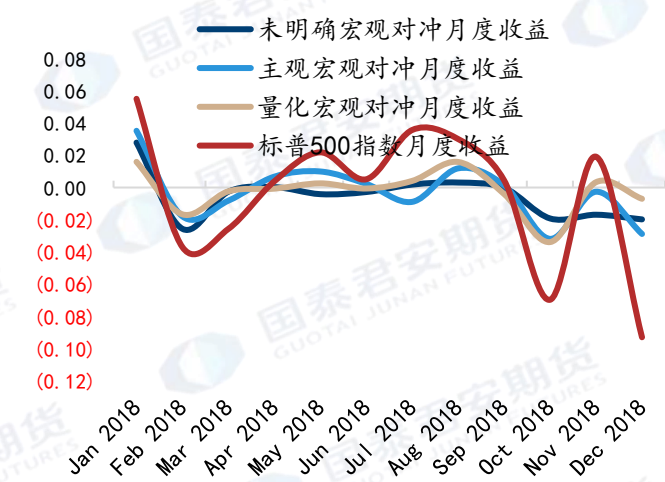
日多达 12 天，而前三季度仅为 8 天。从收益率来看，2018 年 10 月，标普 500 指数下跌 6.96%，同期，“未明确宏观对冲”策略下跌 1.92%，“主观宏观对冲”策略下跌 3.19%，“量化宏观对冲”策略下跌 3.38%。2018 年 12 月，标普 500 指数下跌 9.29%，同期，“未明确宏观对冲”策略下跌 1.98%，“主观宏观对冲”策略下跌 2.88%，“量化宏观对冲”策略下跌 0.70%。从而可以看出，即便是与宏观对冲策略相关性最高的标普 500 美国权益，在权益下跌幅度较大的时候宏观对冲策略也呈现了一定的韧性。

图 26：2018 年海外宏观对冲策略指数对比权益指数净值



资料来源：S&P Global、国泰君安期货研究

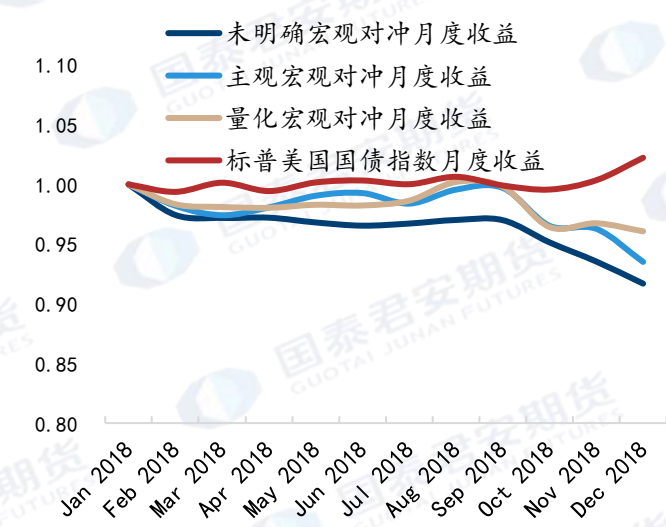
图 27：2018 年海外宏观对冲策略指数对比权益指数月度收益



资料来源：S&P Global、国泰君安期货研究

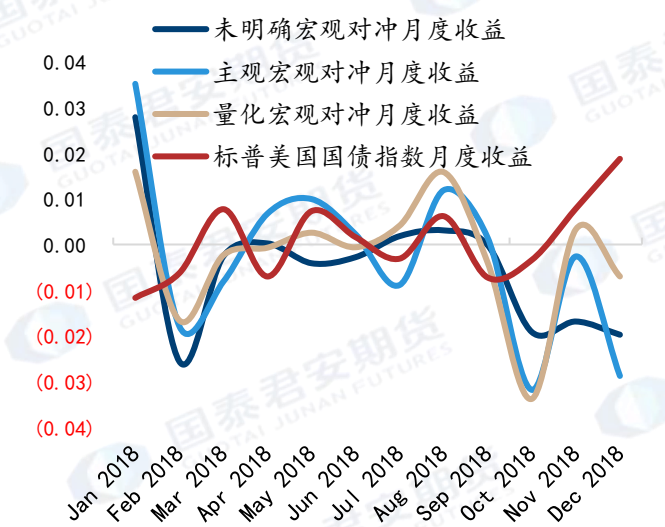
推动市场下跌的主要因素之一是美联储加大力度将利率从金融危机以来的历史低点提高。美联储在 2018 年四次上调联邦基金利率，并暗示 2019 年将进一步加息。年末，因对未来经济增长的担忧，投资者推动长期利率走低，导致收益率曲线大幅趋平。倒挂的收益率曲线（短期利率高于长期利率）历来被视为经济衰退的前兆，这一迹象进一步引发了一些投资者的不安。但同时，美国国债作为一个避险资产，收益较好。但由于三种策略与国债指数的相关性较低，因此收益影响较小。

图 28：2018 年海外宏观对冲策略指数对比国债指数净值



资料来源：S&P Global、国泰君安期货研究

图 29：2018 年海外宏观对冲策略指数对比国债指数月度收益

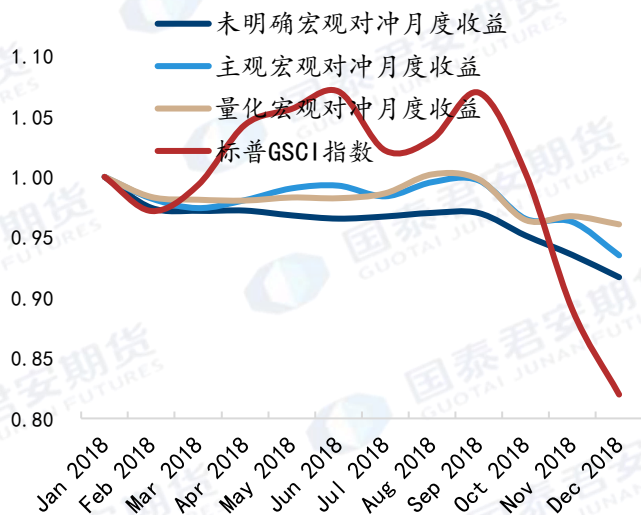


资料来源：S&P Global、国泰君安期货研究

2018 年，大宗商品市场整体下行，且受贸易摩擦及其他因素影响显著。原油市场因美国页岩油产量创纪录

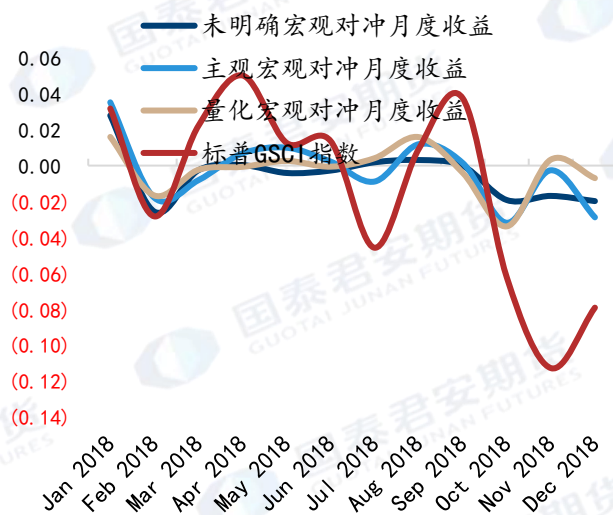
和中美贸易争端承压，WTI 和布伦特原油期货价格较去年高点下跌近 40%。农产品方面，大豆因中美贸易冲突成为焦点，中国转向巴西采购大豆，而美国农民未见明显改善。金属市场中，铝因美国对俄铝制裁短期大涨，但随着制裁解除，价格回落。因此，标普 GSCI 指数下跌幅度较大，在 2018 年 11 月回撤 11.27%。同期，“未明确宏观对冲”策略下跌 1.69%，“主观宏观对冲”策略下跌 0.26%，“量化宏观对冲”策略反而收益 0.33%。在宏观策略和标普 GSCI 相关性不算低的情况下，宏观对冲收益的分散性还不错。

图 30：2018 年海外宏观对冲策略指数对比标普 GSCI 指数净值



资料来源：S&P Global、国泰君安期货研究

图 31：2018 年海外宏观对冲策略指数对比标普 GSCI 指数月度收益

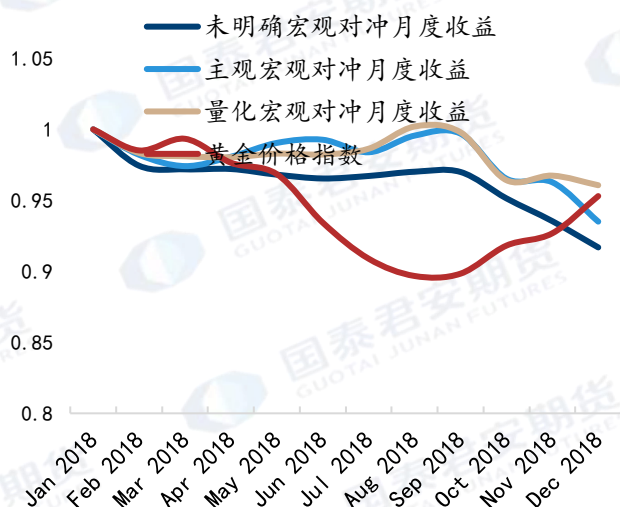


资料来源：S&P Global、国泰君安期货研究

2018 年黄金表现强差人意。多数观点认为，金价下跌的主要原因是美元走强。衡量美元兑六大主要贸易伙伴货币（欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗和瑞士法郎）价值的美元指数近期攀升至 2017 年 6 月以来的高位。尤其是在第二季度美元大幅走强的背景下，以美元计价的黄金对于非美国投资者而言变得愈发昂贵，这迫使他们减少对黄金的需求。

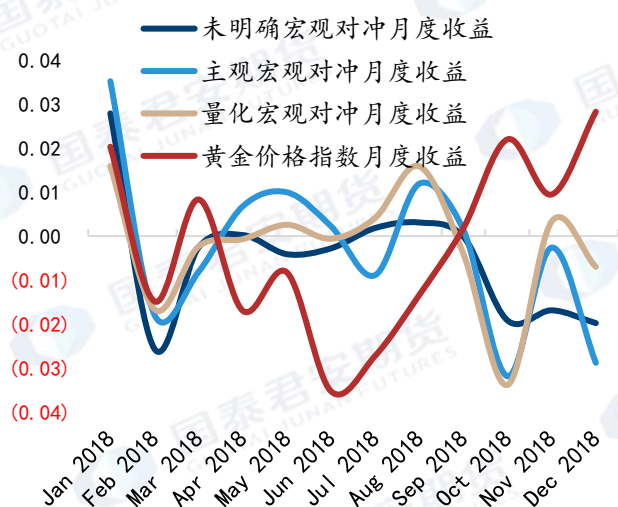
根据世界黄金协会（World Gold Council）的数据，金价疲软的主要原因是全球黄金 ETF（交易所交易基金）持仓量下降。8 月份，全球黄金 ETF 持仓连续第三个月减少，下降 40 吨至 2,353 吨，导致总管理资产较 7 月水平下跌约 3%。世界黄金协会将这一抛售归因于北美市场，该地区抛售了价值 16.5 亿美元的黄金多头头寸，部分原因是美国投资者在经济扩张背景下的“风险偏好”上升。黄金价格也从 6 月开始连续三个月出现跌幅，其中 6 月的跌幅达到 3.53%。同期，“未明确宏观对冲”策略回撤 0.28%，“主观宏观对冲”策略收益 0.22%，“量化宏观对冲”策略回撤 0.06%。

图 32: 2018 年海外宏观对冲策略指数对比黄金价格指数净值



资料来源: World Gold Council、国泰君安期货研究

图 33: 2018 年海外宏观对冲策略指数对比黄金价格指数月度收益



资料来源: World Gold Council、国泰君安期货研究

4. 结论与投资展望

4.1 2025 年宏观对冲策略判断

基于 2018 年的行情回顾以及对特朗普 2.0 政策的预期, 我们预计 2025 年上半年美国经济将实现软着陆, 并关注下半年特朗普政策的实施情况。美联储可能仍有两次降息的空间, 但通胀预期的回落正在缩小降息幅度和节奏。美联储将根据经济数据灵活调整政策。前政策制定者梅斯特于 11 月 12 日表示, 如果特朗普的全球关税政策实施, 美联储可能会减少原先预期的降息次数。鲍威尔则指出, 如果经济保持强劲但通胀率未能稳定向 2% 迈进, 政策收紧的放松步伐可能会更缓慢; 而如果劳动力市场意外走弱或通胀下降快于预期, 政策调整可能会加速。

4.2 投资展望

以海外宏观对冲策略在 2018 年的表现为参考, 我们认为宏观对冲策略的多资产配置能够在未来波动和不确定性较强的情况下提供风险的分散以及收益韧性。未来不仅要考虑海外的政策和地缘政治、特朗普政府的各项贸易、税收和移民政策、以及国内相应的反制政策等, 多资产的宏观对冲配置能够更好的对冲平滑部分事件驱动的风险。从管理人的选择上, 我们比较偏向“被动配置”, 不那么依赖事件驱动的宏观管理人, 因为事件驱动相对来说面临着更大的不确定性以及对宏观对冲管理人有更高的择时要求。我们同时比较偏向有能力参与海外资产的管理人, 如参与美股美债等, 可使用资产工具较多的管理人, 以对冲国内国外可能发生的市场风险。

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。