



## 宏观策略——最“广泛”的对冲基金策略

2013 年 8 月 23 日

融智评级研究中心

说到对冲基金策略，名声最大的还是要数宏观策略。使用该策略的明星基金包括如罗伯逊的老虎基金、索罗斯的量子基金等。这些基金在市场上一度风光无限，也成就了宏观策略对冲基金发展的鼎盛与辉煌。那么宏观策略对冲基金到底运用了什么样的操作手法可以在市场上掀起如此大的巨浪，甚至足以影响到一个国家金融体系的发展呢？

### 一、宏观策略介绍

宏观策略对冲基金是指利用宏观经济的基本原理来识别金融资产价格的失衡错配现象，在世界范围内，在外汇、股票、债券、期货及期权上进行杠杆性押注，以期获得高额收益的一类基金。

宏观策略对冲基金一般从宏观经济趋势中获利，根据全球宏观经济制定投资策略，投资于股票、债券、外汇、货币、商品等不同的资产类别，在世界各国的资本市场中，进行做多或做空的杠杆投资交易。具体来说，全球宏观对冲基金首先会根据各项经济指标判断当前经济所处的周期以及大致持续的时间，然后根据经济周期选择相应的投资品种。全球宏观对冲基金主要通过对大类资产的选择获取收益。在经济复苏阶段，会选择股票进行投资，在经济过热阶段投资大宗商品，在经济滞涨阶段会持有现金，在经济衰退阶段会投资债券。

全球宏观策略可能是对冲基金中投资范围最广的一类基金，几乎在所有的主要市场中都会出现该类对冲基金的身影，且其会在全世界范围内扫描投资机会。大名鼎鼎全球宏观策略基金如：索罗斯的量子基金和罗伯逊的老虎基金。从这些全球宏观对冲基金的一系列轰动整个金融市场的操作我们可以窥探出该类型基金的一些特征：通常来说该类基金会利用做多或者做空资产价格变动方向进行下注，例如 1997 年量子基金做空泰铢。这种方向性的判断要求基金经理对全球的宏观经济形式要有极高的敏感性，对宏观分析的要求性非常之高。另一个显著特点是当这些基金对某一个趋势变化进行方向性投资时，通常会利用杠杆。一旦判断准确，投资者可以获得巨额利润。当然面临的风险也被放大了。

---

## 二、宏观策略对冲基金发展历史

●全球宏观对冲基金起源于 20 世纪 80 年代几只成功的股市多空对冲基金——如乔治·索罗斯的量子基金（Quantum Fund）出现的风格漂移。股市多空对冲基金会受到其基本股票组合流动性的限制。随着这些多空对冲基金的规模不断扩大，它们需要寻找规模更大、流动性更好的市场（如货币市场）来配置手中的大量管理资产，这就标志着全球宏观策略的开始。

●20 世纪 80 年代中期至 20 世纪末是宏观策略对冲基金的黄金发展时期。该时期大量的全球宏观对冲基金公司如雨后春笋般相继成立，特别是以索罗斯的量子基金和罗伯逊的老虎基金为代表发展到了鼎盛时期；

80 年代末到 90 年代初，全球宏观对冲基金因连连收获丰厚回报而广为流行。1992 年，以索罗斯的量子基金为代表的对冲基金一举击垮了英格兰银行迫使英国、意大利退出欧盟组织，并直接导致英镑和意大利里拉的大幅贬值，使得对冲基金创造了以一个人的力量击垮一国中央银行、创造了一夜净赚 10 亿英镑的神话。而全球宏观对冲基金热也随之进入高潮，投资者甚至在二级市场上以很高的溢价购买量子基金的股票。在这个时期，全球宏观对冲基金几乎占对冲基金行业总资产的一半。其后，斯坦哈特的斯坦哈特-范-博考维奇公司、罗伯逊的老虎基金以及威玛创立的商品期货公司的卓越不凡表现使得对冲基金进入了全球宏观对冲时代，进入了鼎盛时期。

这些对冲基金的成功导致他们管理的对冲基金资产急剧的增大了起来，使得他们在市场操作时会影响到市场价格的短暂波动，全球宏观投资策略使得他们可以运用流动性非常好的货币市场工具、大宗商品以及国库券市场，这样他们就不用再担心市场容量的问题，例如，货币市场每天的估算交易量有 1.2 万亿美元左右，是一个流动性非常好的市场，足以容纳他们愈加庞大的管理规模。

●随后的一些宏观对冲基金的惨败教训使得全球宏观投资策略再一次进入低谷期。投资者也认识到，虽然利润潜力巨大，但由于宏观对冲基金交易组合的集中性，一旦政府政策突然逆转就容易出现大幅回挫。索罗斯的量子基金兵败香港折戟俄罗斯卢布、长期资本管理公司的破产接管以及老虎基金的清算等案例代表着全球宏观对冲基金进入快速发展后的一个调整阶段。全球宏观对冲基金的资产管理规模在整个对冲基金中占比迅速下降到 2004 年的不足 10%。

●全球宏观在 2000-2002 年的异军突起和 2008 年的全球金融危机下，全球市场整体跌幅达

20%，所有策略都是负增长，只有宏观对冲基金上涨了 4.83%。宏观策略的优异表现再次引起广大投资者尤其是机构投资者的青睐。2008 年后，全球宏观对冲基金再次进入成熟发展期。

### 三、宏观策略特点与优劣势

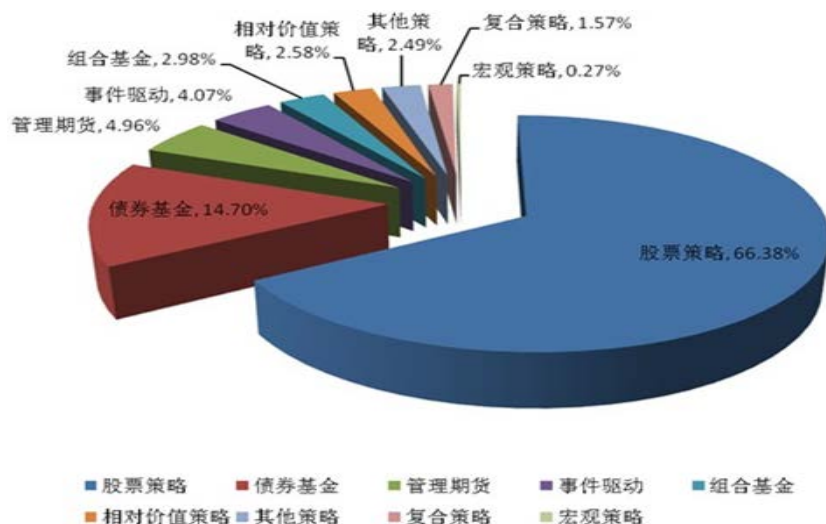
宏观策略最明显的一个特点就是投资范围非常广泛，可以说他是对冲基金中投资范围最广的一类基金，几乎在所有的主要市场中(股票、债券、货币、商品市场等)都会出现该类对冲基金的身影。另外宏观策略对冲基金会利用做多或者多空对资产价格变动方向进行下注，多为方向性的投资。而且在进行方向性投资的同时，宏观策略对冲基金通常会利用杠杆将受益和风险放大。

全球宏观策略的优势也非常明显，由于其投资的灵活度和广泛度，其投资收益高于普通投资工具，而且高于大多数对冲基金策略。但他的劣势也很突出，由于他的方向性和杠杆操作，该策略基金整体波动较大，而且风险管理的难度也很大。

### 四、国内宏观策略基金状况

由于诸多投资上的限制，目前中国的宏观策略基金与海外相比仍然有很大差异，还算不上是真正的全球宏观。中国的宏观策略基金投资基本上仍然以国内市场投资为主。根据私募排排网的统计，截至 2013 年 6 月，共有 10 个宏观策略基金存在，占比仅为 0.27%。

图 1：国内各策略产品占比情况



资料来源：私募排排网数据中心

如下表 1，截至 2013 年 6 月底国内宏观策略基金共有 10 个。首先我们看到一个比较明显的

特征是，所有的宏观策略基金都以有限合伙的模式运行。重要的一个原因是在于与其他形式相比，有限合伙可以充分保证产品在投资范围上的灵活度。而其他形式却限制较多，无法充分发挥宏观策略的优势。另外目前中国的宏观策略基金投资基本是集中在国内市场。以泓湖重域为例，其选择的投资范围锁定于国内金融市场，包括国内各交易所上市的股票、债券、基金、商品期货、股指期货，以及国内银行间市场的各类利率工具。梵基一号投资的品种主要包括股票、商品期货、股指期货、债券、利率及相关产品、融资融券等，主要的投资区域还是集中在国内金融市场。向量 ETF 创新稳增一期不直接参与股票，利用宏观研究优势，仅宏观性趋势性投资 ETF 指数基金，追求低风险下的较高收益和平稳增长。。

表 1：国内宏观策略对冲基金产品

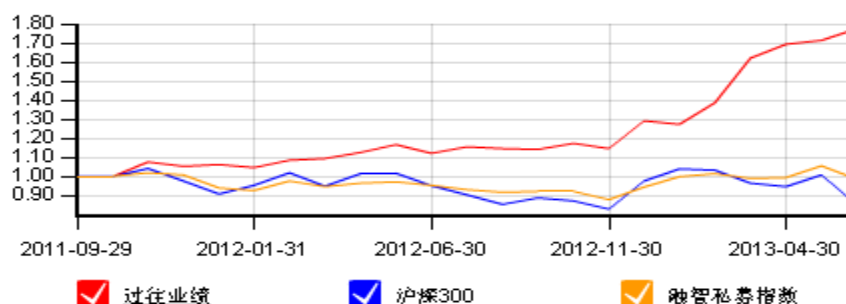
基金简称	投资顾问	基金经理	成立日期	产品类型
盈冲一号	尊嘉资产	宋炳山	2011-11-22	有限合伙
泓湖重域	泓湖投资	梁文涛	2011-09-29	有限合伙
颀昂-商品对冲一期	颀昂投资	周亚东	2011-09-23	有限合伙
颀昂-商品对冲二期	颀昂投资	周亚东	2012-07-24	有限合伙
颀昂-商品对冲三期	颀昂投资	周亚东	2012-11-08	有限合伙
梵基一号	梵基投资	张 巍	2011-04-01	有限合伙
山东信托-向量 ETF 创新稳增一期	向量多维	侯玉成	2012-06-08	非结构化
银河对冲 1 号	银河证券	吴春龙	2013-03-21	券商集合理财
凯丰对冲一号	凯丰投资	吴星	2013-02-05	有限合伙
凯丰对冲二号	凯丰投资	吴星	2013-06-20	公募一对多专户

资料来源：私募排排网数据中心

#### 四、宏观策略案例分享

泓湖重域基金成立于 2011 年 9 月 29 日，如下图 2 所示，该产品自成立以来截止 2013 年 6 月 28 日，累计净值 1.775，成立以来收益 77.50%，同期沪深 300 指数收益率为-14.97%，产品收益率大幅度超越市场。产品成立以来的年化收益率达 38.8%。

图 2：泓湖重域基金成立以来净值走势图



资料来源：融智评级研究中心，截止 2013 年 7 月

---

该基金的投资目标主要是基于内部深入前瞻的研究,判断大类资产中期走势,综合运用做多、做空、对冲等手段,追求在控制净值向下波动幅度的前提下实现绝对收益。产品的投资范围包括:国内各交易所上市的股票、债券、基金、商品期货、股指期货;以及国内银行间市场的各类利率工具。

### 免责条款

本报告信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述相关产品购买的依据。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。