

2025 年 10 月 23 日

宏观对冲研究系列报告(三):海外宏观对冲基金发展历史以及海外资方的配置方式

金韬 投资咨询从业资格号: Z0002982 jintao3@gtht.com

WU YU CHEN (联系人) 期货从业资格号: F03133175 wuyuchen@gtht.com

报告导读:

■ 摘要:

本文主要探讨了宏观对冲基金的历史发展以及海外资方对宏观对冲策略的配置方式。总结的结论如下: 1、海外宏观对冲策略的发展与国内相似, 往往伴随市场主流策略的收益平平、投资者偏好与资金需求的交替波动而被带动; 2、桥水最初以投资咨询业务为起点, 后续凭借系统化的宏观研究和风险管理理念成为如今领先的宏观对冲基金, 是策略由经验驱动转向模型化、制度化管理的标志性样本; 3、海外资方投资宏观对冲基金源于对宏观策略在风险调整后回报与组合分散化方面的认可。

本文首先阐述了海外宏观对冲策略的发展历史。全球宏观策略的形成与发展经历了从银行自营交易到独立对冲基金管理的转型。20 世纪 90 年代以前, 宏观策略主要由大型银行及投行自营部门主导, 依托庞大的资产负债表和复杂的风险管理体系。1990 年代中后期起, 随着金融机构逐步削减自营业务, 众多顶级交易员脱离银行体系创立独立基金, 推动欧洲对冲基金产业兴起, 并促进了宏观策略在机构化、系统化与技术层面的成熟。

本文其次阐述了世界著名对冲基金桥水的发展历史。桥水基金最初以投资咨询顾问起步, 累计了相应宏观研究的基础, 后续凭借系统化的宏观研究和风险管理理念, 逐步构建出以“风险平价”“全天候策略”为核心的产品体系。桥水穿越了历史上多次行情的跌宕起伏, 成为全球宏观策略由经验驱动转向模型化、制度化管理的标志性样本, 也为后续机构投资者的策略配置提供了实践范式。

本文最后探讨了海外资方目前对于宏观对冲策略的配置考量。以新泽西州主权财富基金为例, 其投资 Laurion 源于对宏观策略在风险调整后回报与组合分散化方面的认可。Laurion 长期保持稳健业绩, 展现出卓越的抗风险能力与低相关性特征。

本文的结论有几点参考价值: 1、对基金投资者而言: 在资产配置中适当加入宏观对冲类策略可以提高组合的整体收益贡献, 并享受分散化与低相关的效益; 2、对基金管理者而言: 了解海外宏观对冲策略的发展始末, 以及海外资方对于此类基金的配置思考, 有助于基金管理者更好定位自己具有优势的策略与产品。

■ 风险提示:

本文结论基于历史数据与海外文献进行总结; 不构成任何投资建议。

目录

1. 文献与研究框架	3
1.1 文献来源	3
1.2 研究框架	3
2. 海外宏观对冲策略的发展历史	3
2.1 从自营交易到对冲基金管理	3
2.2 风险事件后宏观对冲如何再次进入公众视野	4
3. 海外著名宏观对冲管理人历史-桥水	4
4. 海外资方对宏观对冲策略的配置方式	6
4.1 海外宏观对冲基金的资金结构	6
4.2 海外资方对宏观对冲策略的配置方式	7
5. 结论	8
6. 风险提示	9

(正文)

1. 文献与研究框架

1.1 文献来源

Schmidt, J. H. (2003). The return of global macro - why investors should be wary of irrational expectations. SSRN Electronic Journal.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.3926370>

1.2 研究框架

2000 年初，随着 1998 年长期资本管理公司（LTCM）的崩溃，宏观对冲策略在市场中的声誉遭受重创。彼时，许多高杠杆化的对冲基金导致投资者与交易对手蒙受重大损失，市场一度濒临系统性风险边缘，监管机构不得不紧急介入救助。此后，宏观对冲基金一度失去市场青睐。2000 年，索罗斯与罗伯逊相继退出宏观对冲领域，调整其投资方向。宏观对冲策略似乎将逐渐式微，成为被股票多空等其他策略取代的“小众策略”。然而，2002 年宏观对冲策略因表现强劲（CSFB Tremont 子指数上涨 14%），重新引起投资者关注。市场情绪由此回暖，众多机构纷纷设立新基金，以把握这一策略复苏带来的机遇。

因此，基于海外宏观对冲策略发展的进程，本文将分析宏观对冲策略的历史，并探讨其对投资者可能带来的收益与风险。本文还将探讨世界著名宏观对冲基金桥水的发展历史，侧面反应出宏观对冲策略经历过的周期和起伏。同时，站在当下的视角，本文将分析海外资方现在对宏观对冲类策略的配置逻辑和思考。

2. 海外宏观对冲策略的发展历史

2.1 从自营交易到对冲基金管理

尽管许多投资者和市场参与者普遍将全球宏观策略视为“典型”的对冲基金策略，但实际上二者在起源与理念上存在显著差异。Alfred Winslow Jones 所创立的早期对冲基金模式，核心在于通过股票多空组合与杠杆操作来对冲市场风险，从而在控制波动的前提下获取超额收益。而全球宏观策略则是一个更为广泛的概念，它通常指在流动性极高的市场中采取积极的多头或空头头寸，或在全球范围内进行跨资产类别的套利与相对价值交易。

在很长一段时间里，全球宏观策略主要是大型银行或投资银行自营交易部门的专属领域，用以创造交易收益。这些部门既为客户提供做市流动性，也利用自有资金进行投机性或方向性操作。由于宏观交易通常需要庞大的资产负债表、严格对手方授信额度，以及复杂的定价与风险管理系统，普通投资机构难以胜任。直到 1992 年乔治·索罗斯（George Soros）在外汇市场大举做空英镑并成功获利后，公众才首次广泛认识到“全球宏观对冲基金”这一概念。

进入 2000 年前后，随着金融机构逐渐转向更加稳健的经营模式，偏好可预测的服务性收入而非高波动的交易收益，银行业的自营交易活动显著减少。大量经验丰富的交易员因此选择离开银行体系，独立设立对冲基金，以延续他们在宏观策略方面的专业优势。这一转型潮流始于 20 世纪 90 年代中期，当时花旗银行率先削减自营交易业务，随后所罗门兄弟等投行也采取了类似行动。由此，欧洲对冲基金产业逐渐形成，其文化基因与风格正是源自这些银行和投资银行的自营交易部门。

这种传承主要体现在全球宏观、主观交易、可转债套利、并购套利等策略领域上，而非多空股票策略，后者的基金经理多来自传统股票投资背景，与银行交易文化关联相对较弱。同时，自营交易向对冲基金管理的转型，也在风险管理理念上带来了重大进步。例如，“风险价值”（Value at Risk, VaR）这一风险控制方法，最早源自银行内部的自营交易体系，后被广泛引入对冲基金的风险监控中。

在许多情况下，银行还主动协助前交易员设立或孵化新的宏观基金，为他们提供启动资金、技术系统及运营支持。因此，市场上不少知名全球宏观基金的创始人皆出身于大型金融机构。例如 BlueCrest、Endeavour 等知名基金的管理者，多为前摩根大通、所罗门兄弟等机构的顶尖交易员。其中一些基金甚至至今仍与其原所属银行位于同一栋或相邻的办公大楼内，延续着金融机构的专业文化与交易传统。

然而，从当时的观察来看，全球宏观基金的下一轮增长动力，可能更多来自传统资产管理公司以及小型精品型对冲基金平台。随着多空股票基金的成熟，传统资管机构也开始探索向其他策略领域多元化发展，而较小的对冲基金平台则在考虑是否招聘具备宏观背景的交易员，以建立新的投资部门或基金产品。

2.2 风险事件后宏观对冲如何再次进入公众视野

1998 年长期资本管理公司（Long-Term Capital Management, 简称 LTCM）的崩溃对宏观对冲策略造成了沉重打击。彼时高度杠杆化的对冲基金令投资者和交易对手蒙受重大损失，市场几近动荡，监管部门不得不紧急介入救助。宏观对冲策略的市场认可度急剧下降，一些重要基金经理（如索罗斯与罗伯逊）也在 2000 年先后退出宏观对冲业务，转向其他投资领域。至此，宏观对冲策略一度被视为小众，并逐渐式微，被股票多空等权益策略所掩盖。

宏观对冲策略的表现使其再度回归投资者视野是 2002 年。在 2000 至 2001 年期间，市场上新成立了大量多空股票及其他股票相关对冲基金，但整体业绩参差不齐。根据 CSFB Tremont 子指数，当年宏观对冲策略录得 14% 的涨幅，而同期其他策略（尤其是此前被寄予厚望的股票多空基金）表现相对平淡甚至令人失望。这一强劲回报吸引了投资者的重新配置需求，推动大量新基金设立，也使宏观对冲策略再度进入主流配置范围。2003 年该策略的新基金设立比例将显著上升，这不仅反映出市场情绪的转变，也说明投资者开始重视宏观策略在风险分散与收益增强方面的战略价值。

由此可见，海外该类策略的发展与国内相似，往往伴随市场主流策略的收益平平、投资者偏好与资金需求的交替波动而被带动。

3. 海外著名宏观对冲管理人历史-桥水

在全球范围内，管理规模排名前 20 的对冲基金中，桥水（Bridgewater）、AQR、英仕曼（Man Group）、城堡（Citadel）、千禧（Millennium）等知名对冲基金均以系统化宏观策略见长。本文将聚焦世界头部对冲基金桥水，来进一步分析此类策略的发展历史。

桥水基金（Bridgewater Associates）由 Ray Dalio 于 1975 年创立，总部位于美国康涅狄格州韦斯特波特，是目前全球管理规模最大的对冲基金之一，资产管理规模超 1,250 亿美元，雇员超过 1,500 人。Dalio 毕业于长岛大学和哈佛大学商学院（MBA），在金融市场具有深厚的研究与实务背景。桥水的核心投资策略属于全球宏观对冲，聚焦于宏观经济趋势的系统性研究与配置，涵盖通货膨胀、货币汇率、利率以及美国 GDP 等关键变量。

在 1975 年至 1990 年的早期阶段，桥水并不是一家对冲基金。当时桥水的主要业务是为机构客户提供咨询，管理国内外的货币与利率风险，并逐渐扩展至向企业（如麦当劳和 Nabisco）及金融机构提供经济研究与咨询服务。《Daily Observations》研究报告的推出，使得桥水获得了包括麦当劳及美国中部银行（Banks of Mid-America）在内的重要客户，其中美国中部银行的财务部门主管 Bob Prince 也加入了桥水，并在后来担任桥水的联席首席投资官(CIO)。1987 年，桥水获得世界银行 500 万美元的委托投资，这是其首笔正式的代客投资业务。1990 年，桥水以柯达（Kodak）和洛斯（Loews）的资金启动对冲基金组合，正式推出面向客户的货币叠加产品。

在 1991 至 2006 年这一时期，桥水逐渐形成系统性的投资框架并确立行业地位。1991 年推出的 Pure Alpha 基金为其旗舰产品，以可转移 α 和多元化组合理念为核心，在 2000 - 2003 年市场下行期间展现了优异抗风险能力。公司同时在 1990 年代开发了通胀指数债券、货币交叉盘、新兴市场债务及超长期债券等创新策略，并开创了“ α 与 β 分离”及“ α 叠加”方法，提升了收益分散化。1996 年，桥水创立了其最著名的 All Weather 基金并提出“风险平价”的投资方法论，成为资产配置领域的重要创新。在此阶段，桥水资产管理规模从 50 亿美元快速增长至 2003 年的 380 亿美元。2006 年，因策略容量限制，公司开始对 Pure Alpha 基金返还资金，并将客户逐步引导至 All Weather 及 Pure Alpha Major Markets 等替代产品。

在 2007 年至 2022 年期间，桥水基金经历了显著的扩张与波动。2007 年，其管理资产已增至 500 亿美元，Ray Dalio 率先对全球金融体系中过度杠杆化的风险提出预警，研究团队估算主要金融机构潜在损失高达 8390 亿美元，并将这一结论直接汇报至美国财政部及白宫经济顾问。在 2008 年全球股市崩盘中，桥水的 Pure Alpha 基金有效对冲了风险，保护了投资者的资金安全，显示出其宏观对冲策略的独到价值。然而，这一策略在 2009 年表现欠佳，仅录得 2% 至 4% 的收益，远低于市场整体表现，也弱于其长期平均水平，凸显了在经济复苏超预期时模型的局限性。

2010 年，桥水在美国 GDP 疲软背景下凭借国债与其他证券投资获得显著回报，并成立了 100 亿美元的 Pure Alpha Major Markets 基金，使总资产突破 1000 亿美元，进一步巩固了其在机构投资者中的地位。至 2012 年，其管理资产已增至 1200 亿美元，吸引了德州教师退休系统等大型养老金投资。然而，2014 年至 2016 年间，加州大学理事会因对未来领导层稳定性的担忧而撤回资金，反映出外部投资者对治理结构的隐忧。

2017 年 Dalio 卸任联席 CEO，并推动进入中国市场，2018 年又完成了向合伙企业的结构转型，进一步吸引了全球大型机构投资者。尽管如此，2020 年疫情期间，桥水遭遇重大挫折，Pure Alpha II 基金全年亏损 18.6%，损失规模达 121 亿美元，管理资产一度下滑至 1410 亿美元，成为其历史上最艰难的阶段之一。随后，桥水逐步恢复，2021 年录得 7.8% 的年度回报，为 2018 年以来最佳表现，2022 年上半年在全球熊市中实现 32% 的收益，再次彰显其危机中获利的能力。至 2023 年初，桥水管理资产达到 1235 亿美元，位居全球第二。由此可见，桥水在此阶段既展现出其宏观对冲策略在危机应对中的独特优势，也暴露出在市场超预期反弹和内部治理层面所面临的挑战。

总体而言，桥水基金自最初的投资咨询顾问起步累计宏观研究的基础，后续凭借系统化的宏观研究和风险管理理念，逐步构建出以“风险平价”的“全天候策略”为核心的产品体系，不断拓展产品与客户基础，成长为全球领先的对冲基金。桥水穿越了历史上多次行情的跌宕起伏，成为全球宏观策略由经验驱动转向模型化、制度化管理的标志性样本，也为后续机构投资者的策略配置提供了实践范式。

表 1：全球前 20 对冲基金规模

排名	全球 Top 20 对冲基金	总部	管理规模，2024 年 6 月（亿美元）
1	Bridgewater Associates（桥水）	康涅狄格州，美国	\$896
2	Man Group（英仕曼）	伦敦，英国	\$775
3	Elliott Investment Management（艾略特投资管理）	纽约州，美国	\$697
4	Millennium Management, LLC（千禧年）	纽约州，美国	\$679
5	Citadel LLC（城堡）	佛罗里达州，美国	\$634
6	The Children's Investment Fund Management（儿童投资基金）	伦敦，英国	\$630
7	D. E. Shaw & Co.（德劭投资）	纽约州，美国	\$537
8	Two Sigma（腾胜）	纽约州，美国	\$443
9	Goldman Sachs Asset Management（高盛资产管理）	纽约州，美国	\$420
10	Farallon Capital（法拉龙资本）	加州，美国	\$403
11	Renaissance Technologies（文艺复兴）	纽约州，美国	\$392
12	AQR Capital（AQR 资本）	康涅狄格州，美国	\$388
13	Davidson Kempner Capital Management（戴维森·肯普纳资本管理）	纽约州，美国	\$370
14	Point72 Asset Management（Point72 资产管理）	康涅狄格州，美国	\$352
15	Marshall Wace（马歇尔·韦斯）	伦敦，英国	\$352
16	Brevan Howard（霍华德资产）	伦敦，英国	\$310
17	Wellington Management Company（威灵顿管理）	马萨诸塞州，美国	\$278
18	PIMCO（太平洋投资管理）	加州，美国	\$270
19	Ruffer	伦敦，英国	\$269
20	Anchorage Capital Group（安克雷奇资本）	纽约州，美国	\$268

资料来源：国泰君安期货研究

4. 海外资方对宏观对冲策略的配置方式

当下海外宏观对冲类基金的市场现状与发展，我们可以从海外的实际案例为例，理解海外资方对于宏观对冲策略的配置诉求。

关于参与宏观对冲类策略的方式，海外资方还是以另类资产（Alternative Assets）的配置为主。海外较大的资方对于另类资产的配置主要分为对冲基金、私募风投、房地产、大宗商品、基础设施、银行贷款等，且往往采用 FOF 配置外部管理人的方式来落地。在另类资产的配置中则有部分主权财富管理基金会投资宏观对冲策略，且其分类往往在“绝对收益”、“多策略”等板块下。

4.1 海外宏观对冲基金的资金结构

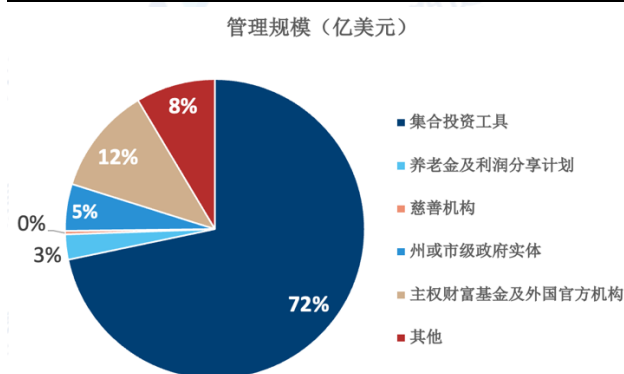
以桥水举例，因桥水不会给高净值客户做资产配置，因此，根据 AUM13F，桥水的资方以集合投资工具 979 亿、养老金及利润分享计划 37 亿、慈善机构 5 亿、州或市级政府实体 69 亿、主权财富基金及外国官方机构 158 亿以及 117 亿其他为主。

另一家规模较大的宏观对冲管理人 Schroder 则有着截然不同的资金结构，体现为个人高净 9 亿、投资公司 856 亿、集合投资工具 123 亿、养老金及利润分享计划 111 亿、慈善机构 10 亿、州或市级政府实体 131 亿、其他投资顾问 17 亿、保险公司 82 亿、主权财富基金及具体投资宏观策略的资方，如州或市级政府实体或者主权财富基金等。

根据 AUM13F 给出的数据，桥水的公开 LP 包括休斯敦警察退休金体系、洛杉矶消防与警察退休金体系、缅因州公共雇员退休体系、马里兰州退休与养老金体系、密苏里州公立学校退休体系、纽约州及地方退休体系、俄亥俄州警察与消防员退休体系、橙县雇员退休体系、俄勒冈州公共雇员退休基金、宾夕法尼亚州公立学校雇员退休体系、圣迭戈县雇员退休协会、南卡罗来纳州公共雇员福利局、南达科他州投资委员会、佛罗里达州行政委员会（退休金管理）、伊利诺伊州教师退休保障体系、德克萨斯大学/德州农工大学投资公司、弗吉尼亚州退休体系等主权财富管理基金或者州养老金等。其中，纽约州及地方退休体系、

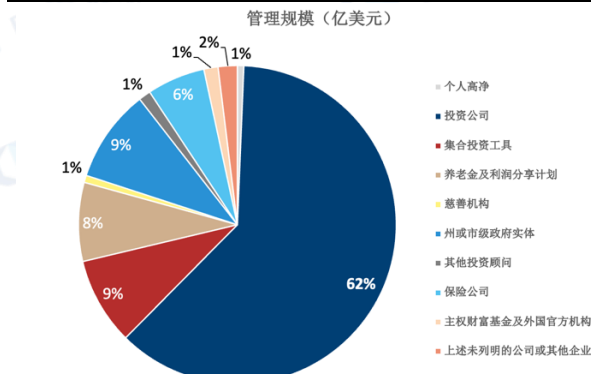
橙县雇员退休体系、俄勒冈州公共雇员退休基金、宾夕法尼亚州公立学校雇员退休体系、伊利诺伊州教师退休保障体系也同时投资了 Schroder。

图 1：桥水的资方属性及规模



资料来源：AUM13F、国泰君安期货研究

图 2：Schroder 的资方属性及规模



资料来源：AUM13F、国泰君安期货研究

4.2 海外资方对宏观对冲策略的配置方式

为了更好地理解海外资方对于宏观对冲策略的配置，我们以新泽西州主权财富管理基金的公开投资备忘录举例，参考其为何在 2015 年投资一家名为 Laurion Capital 旗下的两只宏观基金：Laurion Capital, LP 和 Laurion Capital Global Markets Fund Ltd，投资总额 1 亿美金，策略标签为“多策略（Multi-Strategy）”。新泽西主权财富管理基金总规模 932 亿美金。

新泽西州主权财富管理基金对添加 Laurion Capital 到现有投资组合的考虑如下：

Laurion Capital Management 是一家总部位于纽约的对冲基金管理公司，投资范围涵盖主要发达市场和新兴市场的股票、固定收益、货币及利率。其 Capital Fund 是一只多策略基金，专注于波动率套利和相对价值策略，投资范围覆盖广泛的市场和时间框架，重点集中于三个月或以内的投资期限。Global Markets Fund 是 Capital Fund 的延伸，最初通过分离 Capital Fund 的特定子策略来采用更具方向性的投资方法，从而实现更高的回报潜力和更高的波动率。

新泽西州主权财富管理基金推荐此项投资的原因如下：

自 2005 年 9 月成立至 2015 年 4 月，Capital Fund 实现了年化收益率 13.86%，标准差为 5.75%。由此得到的夏普比率为 2.0，使得该基金在 HFRI 相对价值类指数的自成立以来的风险调整后回报中位列第四百分位，同时在 HFRI 全体基金指数中位列第一百分位。Capital Fund 在其历史记录中从未出现负收益年度，即便在如 2008 年这样的困难市场环境下，该基金依然实现了+32.79%的优异回报，而当年 HFRI 全体基金加权指数的跌幅为-19.03%。

尽管 Global Markets Fund 相对较新，但该基金的核心策略是 Capital Fund 中经过验证的子策略。策略用于识别更具方向性的交易机会，且不受 Capital Fund 的约束条件的限制。自 2012 年 3 月成立至 2015 年 4 月，Global Markets Fund 实现了年化收益率 7.68%，标准差为 6.57%。其夏普比率为 1.12，使得该基金自成立以来在 HFRI 宏观类指数中的风险调整后回报位列第十二百分位，在三年期比较中位列第十一个百分位。

同时，该基金具有差异化的回报特征：Capital Fund 的回报表现几乎不带有股市 Beta。自成立以

来，其与 MSCI ACWI 的相关系数和 Beta 值分别为 0.14 和 0.05。其持续稳定的回报，加之对各类市场的低 Beta 敞口（Russell 3000 指数 0.00、巴克莱高收益债指数-0.27）以及与其他对冲基金的低相关性（与 HFRI 相对价值指数相关系数 0.04、与 HFRI 全体基金加权指数相关系数 0.04），使得 Capital Fund 独具特色，并且能够补充养老金基金当前投资组合。

Global Markets Fund 的回报表现则呈现低至负的股市 Beta。自成立以来，其与 MSCI ACWI 的相关系数和 Beta 值分别为 0.13 和 0.08。其稳定的回报，加之对各类市场的低 Beta 敞口（Russell 3000 指数-0.50、巴克莱高收益债指数 0.36、道琼斯 UBS 商品指数-0.25）以及与其他对冲基金的低相关性（与 HFRI 相对价值指数相关系数 0.00、与 HFRI 全体基金加权指数相关系数 0.00），使得 Global Markets Fund 同样具有独特性，并能够补充养老金基金当前投资组合。

此外，对 Capital Fund 和 Global Markets Fund 的投资有助于解决新泽西州主权财富管理基金当时在绝对回报类别上的低配问题。当时，新泽西州主权财富管理基金的风险对冲板块中的所有对冲基金要么完全依赖系统化策略，要么完全依赖主观策略。与之不同，Laurion 实施独特的策略融合方法，既通过模型驱动的交易策略，也通过基于主观判断的交易策略，在广泛的金融工具中进行投资。这种混合方法使团队能够识别并执行同业可能忽视的独特机会。

总体而言，新泽西州主权财富管理基金对 Laurion 的配置源自于其卓越的风险调整后回报和强大抗风险能力，自 2005 年以来长期稳居同类前列，以及其与其他资产低相关性的特征为组合提供优质分散化，且基于验证策略延伸的 Global Markets Fund 则带来更高回报潜力。同时，凭借“系统化+主观判断”的独特方法论，投资 Laurion 将优化新泽西州主权财富管理基金的绝对回报配置并增强整体组合稳健性。

5. 结论

全球宏观策略的形成与发展经历了从银行自营交易到独立对冲基金管理的转型。其核心理念以宏观经济与全球资金流动为基础，通过在不同资产与市场间建立多头或空头头寸获取超额收益。20 世纪 90 年代以前，宏观策略主要由大型银行及投行自营部门主导，依托庞大的资产负债表和复杂的风险管理体系。1990 年代中后期起，随着金融机构逐步削减自营业务，众多顶级交易员脱离银行体系创立独立基金，推动欧洲对冲基金产业兴起，并促进了宏观策略在机构化、系统化与技术层面的成熟。

桥水基金的发展历程正是宏观对冲策略体系化演进的典型代表。其最初以投资咨询业务为起点，凭借深厚的宏观研究基础与系统化的风险管理框架，逐步构建出以“风险平价”的“全天候策略”，成为核心的产品体系。桥水在多次市场周期与危机中展现出强大的适应能力与稳健的风险控制，成为全球宏观策略由经验驱动转向模型化、制度化管理的标志性样本，也为后续机构投资者的策略配置提供了实践范式。

站在今日，海外大型资方对宏观对冲策略的配置逻辑亦逐渐成熟。以新泽西州主权财富基金为例，其投资 Laurion 源于对宏观策略在风险调整后回报与组合分散化方面的认可。Laurion 自 2005 年成立以来长期保持稳健业绩，夏普比率高，并在市场极端波动时期仍能实现正收益，展现出卓越的抗风险能力与低相关性特征。此外，其以“系统化 + 主观判断”相结合的投资框架，能够在动态市场环境中捕捉结构性机会，进一步优化机构投资者的绝对回报配置。

综上，全球宏观策略的发展既体现了从个体经验到体系化模型的演进，也反映了机构投资者对分散化与风险收益平衡的长期追求。从桥水到 Laurion 的案例，均说明成熟的宏观对冲策略在多元化配置体系中具有非常重要的核心价值。

6. 风险提示

本文结论基于历史数据与海外文献进行总结，不构成任何投资建议。

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。