

宏观对冲策略 25 年 H1 回顾与展望

---2025 年宏观对冲策略半年报

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:

我们的观点: 2025 年初至今, 受内外部政策不确定性影响, 股、债、商三类资产出现三杀的次数较多, 资产相关性较去年年底升高、分散化效果减弱。中美贸易、地缘政治及流动性预期波动加剧市场轮动, 避险资产对冲效果不及预期, 因此对宏观对冲策略尤其是风险平价类构成实质挑战, 且短期内政策不确定性与利率波动仍将主导市场。展望 2025 年, 我们建议对宏观对冲策略的收益预期保持谨慎, 尤其是风险平价类策略。

我们的逻辑: 今年上半年, 由于宏观波动率较大以及全球宏观不确定因素, 风险平价指数的回撤与波动都大于资产轮动。清明之后的两种策略的净值分化尤其明显, 即在全球范围内股债商价格齐跌的情况下, 配置资产空头的资产轮动类管理人的回撤明显小于股债商净多头的风险平价类管理人, 甚至有部分管理人的空头部分实现盈利, 而风险平价管理人普遍面临较大亏损。同时, 相较于去年年底, 可以明显观测到 2025 年资产之间的相关性在提升, 对风险平价类策略影响较大, 利好降低。

投资展望: 展望下半年, 宏观对冲策略特别是风险平价类策略面临挑战, 收益预期需下调, 甚至可能录得负值, 波动率与回撤风险亦上升。我们建议降低对风险平价管理人的配置比例, 重点考察管理人应对尾部风险的能力, 以及是否具备动态调整仓位与引入空头、保护型工具的能力。同时关注在特定资产上具备优势的轮动策略, 以提升组合灵活性与韧性。

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更新	3
1.1 一级标签：“风险平价” VS. “资产轮动”	3
1.1.1 “风险平价”型管理人	3
1.1.2 “资产轮动”型管理人	4
1.2 二级标签：主观 VS. 量化	5
1.3 2025 年上半年宏观对冲策略表现回顾	5
2. 2025 年上半年宏观对冲策略与市场行情回顾	7
2.1 国内宏观对冲策略	7
2.1.1 宏观对冲策略与大类资产相关性分析	7
2.1.2 宏观对冲策略与权益资产回顾	8
2.1.3 宏观对冲策略与国债资产回顾	9
2.1.4 宏观对冲策略与大宗商品资产回顾	10
2.1.5 宏观对冲策略与黄金 ETF 资产回顾	11
2.2 海外宏观对冲策略	12
2.2.1 海外宏观对冲策略与大类资产相关性分析	12
2.2.2 海外宏观对冲策略与美国各类资产回顾	13
3. 结论与投资展望	14
3.1 2025 年下半年宏观对冲策略判断	14
3.2 投资展望	14

1. 宏观对冲策略表现回顾以及标签划分更新

广义而言，宏观策略是一类覆盖多资产、跨标的、跨地域、复合策略的资产配置方式。此类策略通常以利率趋势、国际贸易与收支平衡、政治格局、政府政策、国际关系等系统性宏观变量为核心分析框架。在全球范围内，宏观策略依然是对冲基金行业的主流选择：在管理规模排名前 30 的对冲基金中，桥水

(Bridgewater)、AQR、英仕曼 (Man Group)、城堡 (Citadel)、千禧 (Millennium) 等均以系统化宏观策略见长。

在国内，“宏观对冲”策略的真正兴起始于 2023 年年底。当时海外市场整体表现强劲，市场上流行“Anything but China”的观点。资方开始寻求借助资产配置的方式，提升对海外资产的敞口；然而，对于普通投资者而言，使用互换等工具获取海外敞口的成本偏高。在此背景下，天然包含海外资产暴露的宏观对冲策略开始受到关注，并逐步进入主流视野。

回顾 2024 年，宏观对冲无疑成为市场的明星策略。在股债商品“三牛共振”的市场环境下，主流宏观管理人普遍录得年化收益率 20% 以上，策略表现亮眼，也促使该类产品规模快速扩张。据我们尽调了解，部分管理人在 2024 年第四季度尚处于 5.5 亿元的规模水平，进入 2025 年第一季度已迅速增长至 30 亿元以上；另一家机构的管理规模则在一个季度内由 30 亿元增长至百亿以上。也有部分管理人开始对高波动策略进行封盘，体现出对 2024 年“超额表现”不可线性外推的冷静认知。

伴随着资方认知的提升，我们也对宏观策略的研究框架与标签体系进行了迭代。目前我们认为，市场上的宏观对冲策略可大致分为两类底层逻辑：“风险平价型”与“资产轮动型”；进一步而言，每类策略又可按交易方式细分为“主观”或“量化”两种操作路径。因此，我们建议将宏观策略标签设置为两级：一级标签区分策略逻辑，二级标签区分交易方式，以更准确地反映不同管理人产品的核心特征。

1.1 一级标签：“风险平价” vs. “资产轮动”

从一级策略标签的角度出发，我们当前的研究框架将宏观对冲策略按底层逻辑进行划分，主要分为两大类：“风险平价”型与“资产轮动”型。本文首先聚焦于风险平价宏观对冲策略的讨论。

1.1.1 “风险平价”型管理人

风险平价宏观对冲策略，也常被称为“全天候策略”，其方法论源自桥水基金的全天候资产配置体系。该策略将宏观市场环境划分为四种象限：经济增长上升、经济增长下降、通胀上升、通胀下降，并在每一类环境中均衡配置资产风险，力求构建一个在各类宏观环境中均能稳健表现的资产组合。其本质是以资产的“风险贡献”作为配置基准，而非以资本金额进行配置。因此，在操作层面上，这类策略会根据各类资产的历史波动率与相关性进行调整，通常更偏好于波动率较低的资产，或通过提升这类资产的仓位和杠杆率来匹配组合中其他高波动资产的风险暴露，最终实现风险层面的平衡与分散。

由于策略本身追求的是风险的等权配置而非对宏观周期的主动判断，因此风险平价策略通常不涉及主观预测，呈现出高度“风险平价”的特征。其模型往往设定一个目标波动率，并据此动态调整各类资产仓位。这也意味着，在市场整体波动率上升时，策略需被动减仓以维持目标波动率，而在波动率下降时则会加仓。这种波动率驱动的再平衡机制，是其运作的核心逻辑。

桥水的全天候策略自 1996 年推出以来，已被全球市场广泛认知，并长期展现出较强的配置稳健性。2025 年 3 月 5 日，道富环球与桥水联合推出了 SPDR® Bridgewater® All Weather® ETF，将桥水策略中风险平价部分以 ETF 形式剥离并上市，进一步降低了策略复制门槛。然而，正因其逻辑清晰、易于复制，且理论上具有较高的资产容量上限，风险平价策略的 alpha 潜力也逐步被市场所稀释。在当前环境下，若希望实现宏观对冲策略的持续超额收益，管理人往往需要在风险平价基础上进行收益 alpha 增强的设计，或通过其他策略模块对风险平价模型的短板进行对冲与补强。

基于风险平价模型的特性，我们也尝试对国内这类充分利用“风险平价”作为底层逻辑的宏观对冲策略的收益来源进行结构化拆解。我们将其收益表示为： $r = \text{cash} + \beta + \alpha$ 。其中， β 代表通过风险平价模型本身获取的市场收益，主要来自于大类资产自身的长期增长趋势、各国货币与财政政策的宏观定调、以及股债商品之间较低的相关性和不同的收益生成机制。由于策略核心是配置广泛的宽基资产，其收益的主要构成实质上是捕捉全球范围内的 beta 溢价。

从实际配置维度看，风险平价型宏观管理人通常采用多板块、多标的、多地区的广覆盖方式，以获取各类资产的系统性收益。在权益资产方面，国内常见配置包括沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 等宽基指数，海外则覆盖纳斯达克、标普 500、日经 225 及新兴市场指数等；债券方面则多采用国债期货、美债、德债等主权债标的，并以利率债为主；商品配置方面则偏向具备流动性强、国际定价属性明确的品种，如黄金、白银、铜、原油与铁矿。部分管理人出于对抗通胀的考虑也会配置生猪这类商品。

我们同时观察到，在商品配置上，这类策略通常会回避以国内市场定价为主、易受单一市场政策扰动的品种（如化工与黑色板块），以确保策略对全球商品 beta 的纯粹暴露，并降低局部市场事件对组合波动的影响。同时，由于风险平价策略强调规模与稳定性，其管理人普遍更青睐流动性好、容量大的交易品种，以支撑策略的大规模部署与再平衡效率。

1.1.2 “资产轮动”型管理人

相比偏向桥水全天候风险平价框架的“风险平价”策略，“资产轮动”型宏观对冲策略在方法论上更接近在大类资产之间进行资产轮动的交易方式。这类策略强调在动态变化的经济环境中，识别不同阶段和地区的市场矛盾，通过主动交易表达对经济事件、资产走势的判断，以及对未来行情的预测。

通过与管理人的深入沟通与尽调，我们发现该类策略通常以美林时钟理论作为基本框架。美林时钟将宏观经济周期划分为复苏、过热、滞胀与衰退四个阶段，策略管理人会在不同阶段配置相应表现较佳的资产，例如在复苏阶段重配股票，在过热阶段增持商品等。基于该逻辑，资产轮动策略要求管理人具备对当前经济周期的明确判断，同时也需对未来的周期演变路径有前瞻性的预期，从而实现“当下最优配置”与“未来预期布局”的兼顾。这种策略模式对管理人的宏观研究能力、交易能力与择时能力提出了更高要求。

与风险平价策略中的“股债商品三类资产均衡配置”不同，资产轮动策略并不追求资产类别的配置稳定性。管理人会根据对市场的主观判断动态调整资产权重，在某一类资产缺乏机会时，甚至会选择空仓回避，而风险平价策略则几乎不会出现资产类别完全空仓的情况。

此外，资产轮动策略的投资标的更具集中性与策略灵活性。在特定阶段，管理人可能会集中持有少数具有高胜率预期的标的，甚至会将投资范围下沉至个股、可转债或部分流动性较低的商品品种，以获取信息认知差所带来的超额收益。在此过程中，策略对市场 beta 的依赖度较低，更倾向于通过主动判断获取纯 alpha。

综上所述，我们认为资产轮动型宏观策略的收益结构更接近纯 alpha 模型，可表示为： $r = \text{cash} + \alpha$ 。

1.2 二级标签：主观 vs. 量化

从二级标签交易方式上来说，我们选择从“主观”交易和“量化”交易入手。其中要区分的是，二级标签的主观和量化只针对 **alpha** 策略进行分组，即“风险平价”管理人的 **alpha** 增强部分，和“资产轮动”管理人的策略本身。

整体来看，无论是“资产轮动”类管理人，或者“风险平价”管理人的策略增强 **alpha** 部分，目前市场上仍以主观交易为主，这不仅是因为宏观策略本身的交易周期普遍较长，更是由其所依托的分析体系所决定的。宏观研究天然带有高度复杂性，它既与政治经济学密不可分，也深受行为经济学和社会心理学的影响，而经济基本面的构成与演变本身又极其繁复。因此，主观宏观策略更依赖于交易者自身的认知体系与逻辑能力，经验在其中扮演着关键角色。主观交易往往围绕宏观事件驱动进行，如货币政策的变化、地缘政治风险的演化、产业周期与行业政策的更替等。同时，在资产层面上，这类策略也常通过行业或板块的轮动、风格因子的切换，以及中长期经济逻辑的研判，去寻找具有穿越周期能力的资产组合表达方式。

相比之下，量化宏观策略则更强调模型驱动和系统化执行。这类策略多基于数据、算法和计算逻辑，试图通过量化方式捕捉宏观经济与市场的内在关联。在风险平价中，较为常见的量化 **alpha** 增强包括对风险平价模型叠加一个基于技术面趋势跟踪的量化 CTA 模型做 **alpha** 增强、用识别经济周期拐点的宏观预测系统调整风险平价的资产波动率权重、围绕市场情绪与波动率变化建立的波动性交易框架（如 VIX 期限结构建模），以及在组合构建中进行因子择时、权重优化、动态风险敞口调整等体系化管理工具。

不过，近年来随着人工智能技术的加速发展，也逐步涌现出一类真正意义上的、以 AI 为核心的纯量化“资产轮动”宏观交易体系。代表性的如部分机构采用的资产定价机器学习框架，通过自然语言处理、因果推断、深度学习等工具，将结构性经济数据与金融变量纳入模型，不仅增强了对宏观环境的理解与预测能力，也实现了算法自我演进、不断迭代优化的可能。

从更高的视角来看，无论是主观策略还是量化策略，其长期表现的核心仍然取决于“认知”本身——无论这种认知来自人的经验与直觉，还是源于技术与模型的演绎能力。无论管理人是选择用被动的“风险平价”框架去应对风险，或者以“资产轮动”视角去预判周期，真正具备持续穿越周期能力的宏观策略，往往要求管理者在时间和空间的多维度中进行逻辑推演与风险管理，并最终将这一系列认知沉淀落实在具体的资产配置与头寸表达中。

1.3 2025 年上半年宏观对冲策略表现回顾

我们将观察池中的国内宏观对冲管理人 2025 年的净值按一级标签拟合并年初归一成一条等权净值线，从而获得“风险平价”宏观对冲管理人的净值指数，以及“资产轮动”管理人的净值指数。目前样本内被定义为“风险平价”的宏观管理人有 10 家私募管理人，11 支不同产品，被定义为“资产轮动”的有 14 家私募管理人，15 支不同产品。

从 2025 年的收益情况分析，截止 2025 年 5 月 16 日，宏观对冲“风险平价”指数的净值为 0.989，处于轻微亏损的状态。按照周度收益分析，从 2025 年 1 月 3 日到 2025 年 5 月 16 日，风险平价宏观对冲指数的周度平均收益是 -0.05%，周度波动率为 1.27%，周度波动率线性外推到年化的波动率为 9.17%。上半年的净值来看，风险平价指数的累计最大回撤为 -4.09%，底部在清明节后 4 月 11 日的那一周。

相对应的，“资产轮动”的指数净值为 1.013。资产轮动宏观对冲指数的周度平均收益是 0.07%，周度波动

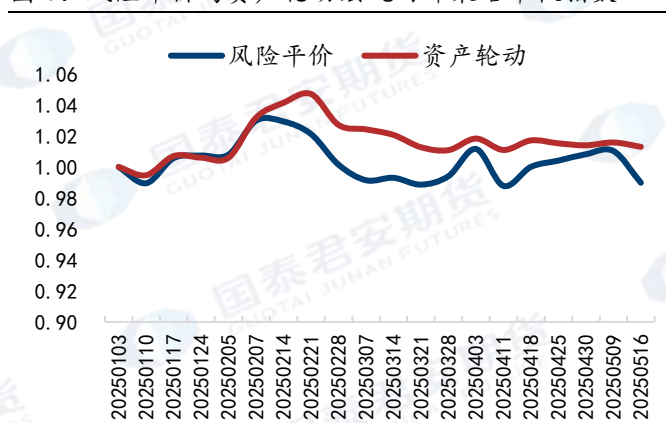
率为 0.93%，线性外推的年化波动率对应为 6.70%。资产轮动的指数净值的累计最大回撤为 -3.46%，底部在 3 月 28 日。从收益和波动率上来看，可以得到的结论是在 2025 上半年，风险平价宏观对冲的表现不如资产轮动策略，且波动率也大于资产轮动策略。

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，我们发现对于风险平价宏观对冲管理人，在 2025 年 1 月 3 日至 2025 年 5 月 16 日的 20 周中，风险平价宏观对冲管理人的平均周度收益为正数的有 12 周，收益为负数的有 8 周。风险平价指数的最高单周收益为 2.17%，发生在 2 月初年后，而最大单周回撤为 -2.35%，发生在 4 月 11 清明节后。对于资产轮动宏观对冲管理人，周度收益为正数的有 9 周，负数 11 周，单周最高收益为 2.57%，同样发生于 2 月春节后，最大单周回撤为 -1.90%，发生在 2 月 28 那一周。

今年上半年的两类策略的收益表现与往年不同。今年上半年，由于宏观波动率较大以及全球宏观因素导致的不确定性上升，可以观察到风险平价管理人的回撤与波动都大于资产轮动类管理人。清明之后的两种策略的净值分化尤其明显，即在全球范围内股债商价格齐跌的情况下，配置资产空头的资产轮动类管理人的回撤明显小于股债商净多头的风险平价类管理人，甚至有部分管理人的空头部分实现盈利，而风险平价管理人普遍面临较大亏损。

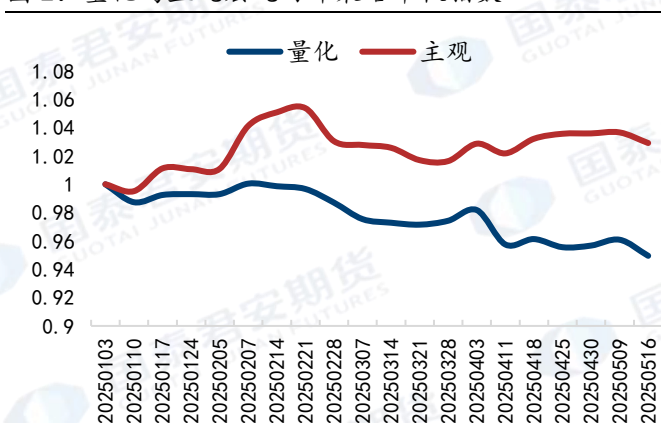
我们可以进一步根据二级标签分析将宏观对冲管理人拟合为“主观”和“量化”，并在不考虑一级标签的情况下将他们拟合为主观指数以及量化指数来验证我们上述的观察。从净值上看，量化宏观对冲指数截止 2025 年 5 月 16 日的累计净值为 0.949，主观宏观对冲指数的累计净值为 1.029。量化宏观指数的平均周度收益为 -0.27%，周度波动率为 0.83%，换算成年化波动率为 6.00%。主观宏观指数的平均周度收益为 0.16%，周度波动率为 1.10%，换算成年化波动率为 7.90%。从收益和回撤情况来看，量化宏观对冲指数的单周最大收益为 0.77%，为清明前 4 月 3 号那一周，最大单周回撤为清明后 4 月 11 那周，回撤幅度达到 -2.47%，最大回撤时间与风险平价指数一致。相比之下，主观宏观对冲指数的最大单周收益为 3.00%，发生在 2 月 7 号那一周，最大回撤为 -2.21%，发生在 2 月 28，最大回撤时间与资产轮动指数一致。因此，从结果可以看出今年的收益回撤情况同往年不同，即量化策略的最大波动率大于主观策略。同时，从收益情况来看，在今年的市场行情中主观宏观对冲的收益情况明显好于量化宏观对冲策略。

图 1：风险平价与资产轮动宏观对冲策略平权指数



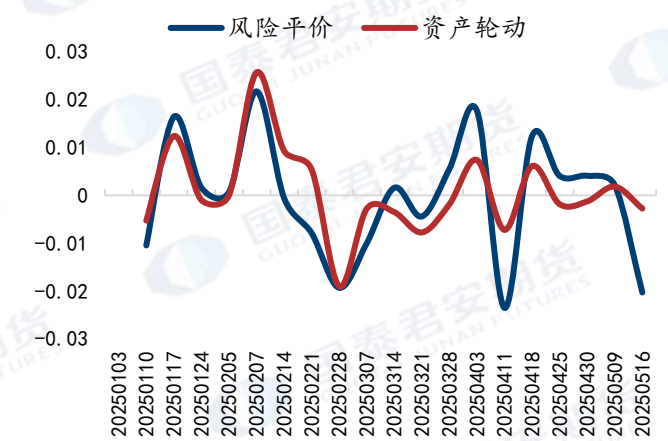
资料来源：国泰君安期货研究

图 2：量化与主观宏观对冲策略平权指数



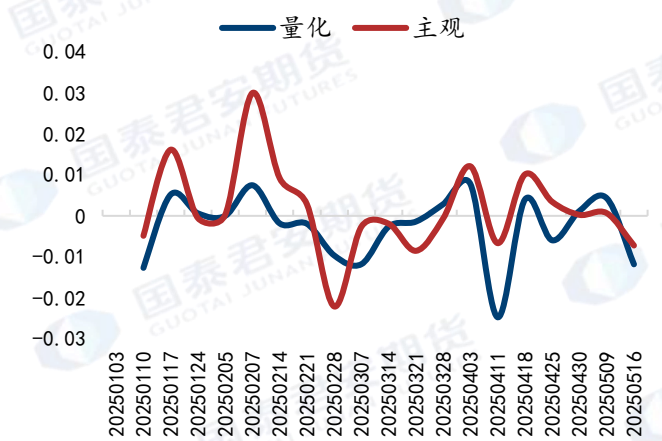
资料来源：国泰君安期货研究

图 3: 风险平价与资产轮动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: 量化与主观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. 2025 年上半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

从客观层面, 我们首先就宏观对冲策略与各类资产之间的相关性展开分析。为了保证选择的资产标的具有对该资产的代表性, 我们以沪深 300、中证 1000、国债指数 (并做出五倍收益杠杆的调整)、中证商品指数以及黄金 ETF 作为比较标的, 数据使用 2025 年 1 月 3 日至 5 月 16 日的周度收益。

从相关性上可以看出, 2025 年上半年, 国债与权益指数依旧呈负相关关系, 但强度相较于去年年底有所减弱 (去年年底相关性与沪深 300 为 -0.588 与中证 1000 为 -0.518)。商品与股指呈正相关, 而黄金与国债同为避险资产, 相关性相较于股指要更高, 且与中证商品指数收益率相关性较低。相较于去年年底, 黄金与权益资产的相关性由负转正, 与国债的相关性提升较多 (去年年底为 0.071)。总体而言, 相较于去年年底, 可以明显观测到 2025 年资产之间的相关性在提升。

从我们的宏观对冲策略指数, 可以看出风险平价指数的周度收益与中证商品指数收益的相关性最高, 达到 0.607, 其次是中证 1000 与黄金 ETF 指数, 达到 0.506 和 0.503。相比之下, 资产轮动指数与中证 1000 的相关性最高, 达到 0.675, 且与沪深 300 的相关性高于风险平价类策略。两类策略对国债的暴露都为 0.3 以上, 较为类似。同时, 风险平价指数和资产轮动指数的相关性为 0.758, 相较于去年年底的 0.647 有所提升, 意味着风险平价和资产轮动的宏观对冲策略今年的收益更为类似。

从相关上做分析, 风险平价宏观对冲指数在 2025 年的收益对几类资产都相对平均, 而资产轮动宏观对冲策略的 2025 年度收益更依赖于权益类资产。

基于相关性分析, 我们后续将股指、国债、中证商品指数、以及黄金 ETF 分别于风险平价和资产轮动指数进行比较分析, 并结合 2025 年上半年的主要宏观事件, 归因宏观对冲策略的收益来源以及业绩表现。

图 5：2025 年上半年宏观对冲策略与大类资产收益相关性

	沪深300	中证1000	国债指数（五倍杠杆）	中证商品	黄金ETF	风险平价	资产轮动
沪深300	1						
中证1000	0.876	1					
国债指数	-0.301	-0.265	1				
中证商品	0.674	0.644	-0.253	1			
黄金ETF	0.037	0.026	0.417	0.024	1.000		
风险平价	0.446	0.506	0.387	0.607	0.503	1.000	
资产轮动	0.629	0.675	0.318	0.549	0.420	0.758	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，风险平价策略与沪深 300 的相关性为 0.446，与中证 1000 为 0.506，而资产轮动策略与沪深 300 与中证 1000 的相关性分别为 0.629 与 0.675，因此今年资产轮动的收益较风险平价更依赖股票。

2025 年 A 股市场整体的走势为先跌后涨。从指数表现来看，自 2025 年 1 月 3 日截至 2025 年 5 月 16 日，各大宽基指数较年初均有所上涨，其中中证 1000 指数涨幅大于沪深 300，年初归一后净值为 1.079，而沪深 300 为 1.030。从目前半年的走势来看，沪深 300 指数的周度平均收益率为 0.17%，波动率为 1.54%，对应年化波动率 11.12%，周度平均收益与波动率都较去年年底有所下降，中证 1000 的周度平均收益率为 0.44%，波动率为 2.83%，对应年化波动率 20.40%，周度平均收益率较去年有所提升，波动率有所下降。

从整年按月度进行走势分析，一月期指先抑后扬，全月小幅收跌。月初因年底降准降息预期落空、政策面真空，加上特朗普即将上台带来外部不确定性，指数回落至 3100 点附近。春节临近及政策托底预期重燃，加之特朗普关税谈判进展不及预期，推动行情反弹。对于宏观对冲策略来说，一月风险平价与资产轮动指数都获得了正收益，指数收益分别为 0.82% 和 0.61%。

二月以来，贸易摩擦缓和超预期，DeepSeek 推出成为行情主因。民营经济座谈会和信贷开门红等利好提振市场情绪，风险偏好上升，成长板块表现强劲，中证 1000 涨幅超 10%。但二月风险平价和资产轮动的净值情况出现分歧，风险平价指数回撤 -0.61%，而资产轮动指数收益 2.13%。风险平价指数普遍受到债券以及商品的拖累，且在月底年后遭遇了今年第一次股债商三杀。

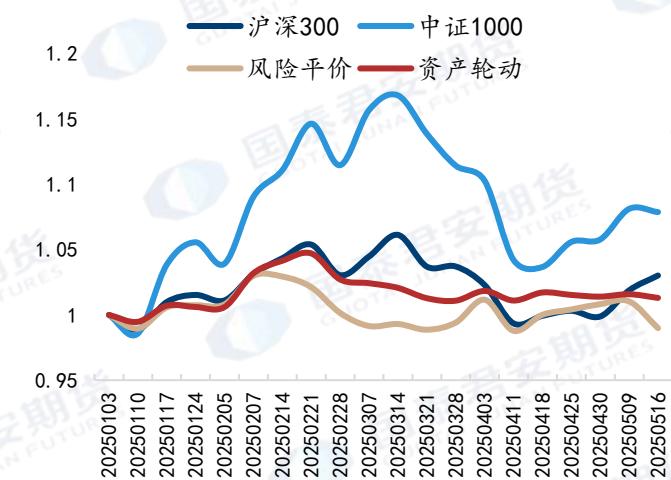
三月期指小幅上涨 2%-5%，整月偏震荡。两会政策符合预期，无政策退坡利空，且释放后续可能加力政策信号，提振市场预期。市场看好“东升西落”和 AI 科技崛起，权益市场风险偏好明显，但月底还是出现明显回撤。三月风险平价和资产轮动指数都出现回撤，其中风险平价指数回撤 -0.73%，资产轮动指数回撤 -1.59%。两类策略在三月底经历了第二次股债商三杀。

四月行情转弱，IF、IM 主力分别跌 3.88%、6.73%。特朗普加征关税力度超预期，中美贸易基本停滞，经济预期大幅回落，消息首日股指期货集体跌停。随后市场意识到最激烈阶段已过，期待国内宽松政策，行情有所反弹收窄跌幅。四月同样，两类宏观策略都在清明后经历了较大回撤并在月底修复部分，风险平价指数收益 1.47%，资产轮动指数回撤 -0.31%，收益主要来源为商品和债券。

五月沪指一度突破 3400 点，受贸易协议达成和央行 5 月 7 日宣布 10 项宽松政策推动。但指数缺乏持续上

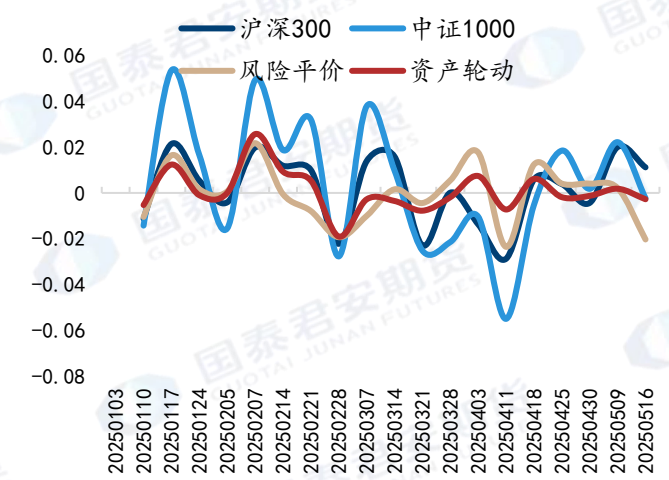
行动力，加之中美 90 天关税谈判引发出口需求前置透支担忧，股价突破后出现回调。风险平价指数在五月的
前两周回撤-1.82%，资产轮动策略回撤-0.09%，但回撤主要来源于黄金配置。

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

从国债资产上，我们对 10 年国债进行了五倍杠杆的处理，因为在大部分宏观策略中债类资产权重往往较高。可以看出，风险平价策略与 10 年国债期货的相关性为 0.387，而资产轮动策略与 10 年国债期货的相关性为 0.318，因此今年风险平价的收益较风险平价更依赖国债，但两种策略相差不多，但相关性相较去年年底明显提升。

2025 年初，央行阶段性暂停公开市场买入国债，引导市场对一季度货币政策释放节奏预期降温。在此之前，通过逆回购与买债等操作释放流动性，推动收益率快速下行，市场配置情绪较为极端，利率回调风险加大。年初以来，国债收益率下破 1.6%，市场对政策预期提前定价。由于年末配置行情“抢跑”叠加“开门红”效应，利率已充分反映宽松预期，触底震荡格局逐步显现。总体而言，与管理人交流发现大部分宏观策略，特别是风险平价策略，在一月都相应有一些债券的减仓动作，以及降低目标波动率的调整。

二月起债市调整加剧，国债期货普遍下破 60 日均线，受资金面偏紧、政策预期兑现与经济数据回暖等因素影响，收益率超预期上行。长端合约出现较大幅度调整，债市空头情绪浓厚，跨期价差快速走阔。二月部分宏观对冲管理人也在债券上面临了回撤，五倍杠杆的 10 年国债月度回撤为-1.11%。

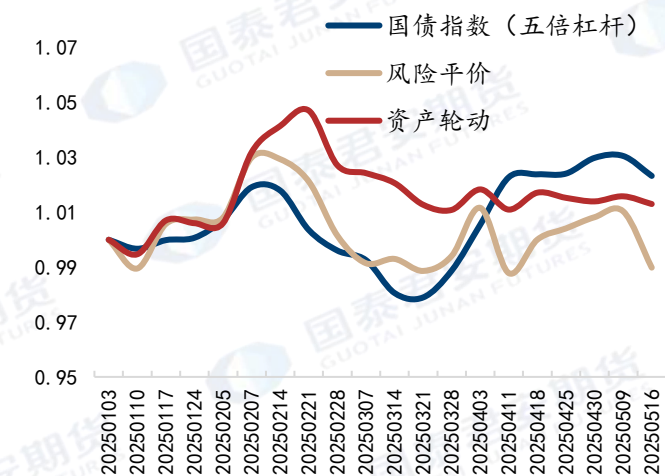
三月债市延续调整走势，两会政策基本符合预期，降准降息落空压制市场情绪。现券市场受赎回压力与资金面制约，抛售明显，债市风险偏好下降，市场对政策宽松预期转为谨慎。宏观对冲管理人依旧在债券面临一定亏损。

四月债市高位震荡。月初避险情绪短暂推低利率，随后受 50 年超长债再发行、地产政策及“双降”预期扰动，国债期货再度调整。中美关税谈判暂无实质进展，市场对二季度经济回落形成共识，刺激政策预期升温，因此在清明节的关税谈判后国债和黄金成为了大部分宏观管理人正收益的主要来源，但风险平价策略中国债和黄金的收益并没有抵销权益和商品配置产生的亏损，因此清明节后风险平价管理人仍然回撤较大。

五月利率震荡整理，长假后“双降”政策落地，人民币走强为宽松操作打开空间。当前政策预期再度趋稳，收益率曲线趋于平坦。考虑到美联储延后降息，三季度国内是否进一步放松流动性仍有不确定性，债市短

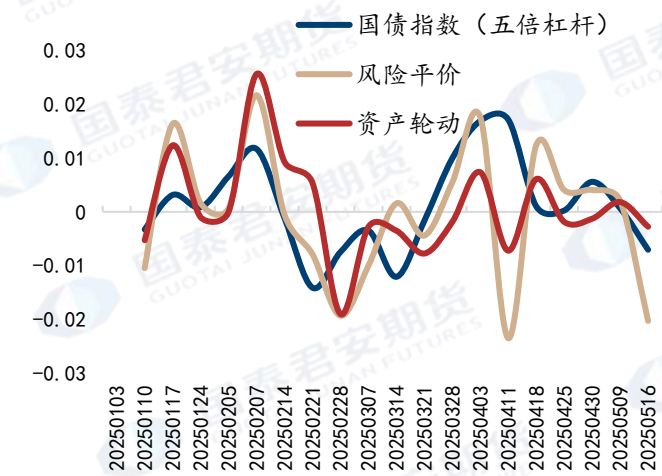
期或维持震荡，风险平价管理人普遍在国债上有些亏损。

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

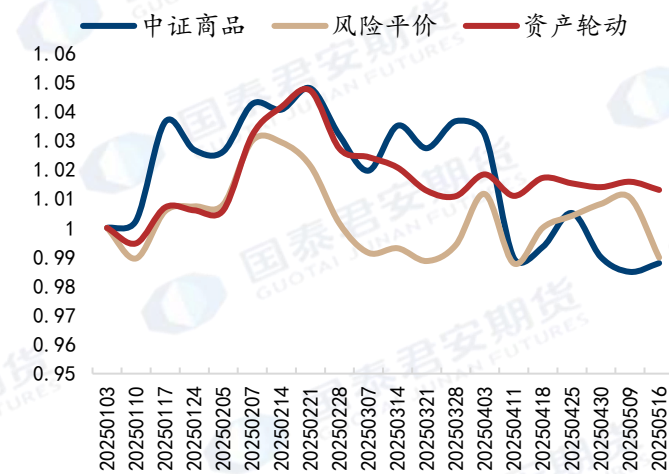
2.1.4 宏观对冲策略与大宗商品资产回顾

从商品整体上，风险平价指数与中证商品指数的收益相关性为 0.607 ，而资产轮动策略与中证商品指数的相关性为 0.549 ，因此今年商品对风险平价类策略的影响要大于资产轮动类策略。与去年年底相比，两类宏观对冲策略对商品指数收益的相关性都有较高提升，但也必须指出我们去年年底采用南华商品指数，因此可能相关性计算中会有些许影响。

2025 年上半年，商品指数整体呈震荡走弱态势。受中美贸易摩擦影响，市场不确定性上升，商品波动率明显放大。年初至 3 月，贵金属与有色金属在避险情绪带动下延续涨势，贵金属与有色金属指数上涨较多，而国内需求主导的黑色、化工板块则承压下行。此阶段，市场中偏空配置的管理人受益较多，尤其是在工业品板块，通过空头布局获取一定收益，因此我们观察到资产轮动类的管理人相较于净多头的风险评价类管理人表现更好。

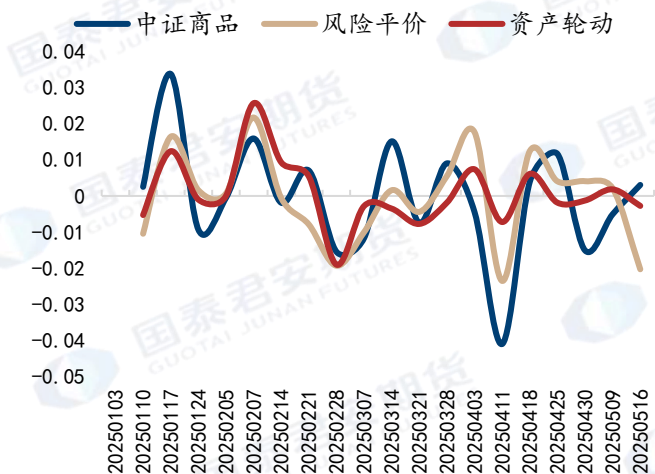
4 至 5 月，随着中美关系再度紧张，市场出现股债商“三杀”，波动率进一步抬升。煤炭进入季节性需求淡季，价格下跌引发工业品成本坍塌，带动商品价格整体回落。同期，部分管理人通过前期已建立的工业品空头仓位实现收益扩大。部分资产轮动以及风险平价类管理人中以主观交易方式作为 α 收益增强的管理人表象更为突出，部分风险平价管理人由于 α 增强部分参与了商品空头，因此在大部分风险平价类策略回撤较大的清明节后股商齐跌的行情中，实现了正收益。

图 10：宏观对冲策略指数对比中证商品指数净值



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中证商品指数周度收益



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

我们认为黄金在一定程度上具有较强的货币属性，因此还是将黄金单独从商品中提出，单独对黄金进行分析。从黄金这类资产与策略的相关性上，风险平价策略与黄金 ETF 的收益相关性为 0.503 ，而资产轮动策略与黄金 ETF 的相关性为 0.420 ，因此今年黄金对风险平价类策略的影响要大于资产轮动类策略。同时，与去年年底相比，两类宏观对冲策略对黄金 ETF 的相关性都有所提高。

2025 年上半年，黄金走势震荡走强，期间多次创出历史新高，背后逻辑经历了由预期主导向现实支撑的阶段性切换。年初，特朗普当选带来的政策不确定性一度推升市场避险情绪，加之通胀预期回升和人民币贬值压力，黄金快速冲高。然而，随着特朗普推迟关税政策实施、通胀和人民币走势趋稳，以及伦敦-纽约价差修复、黄金租赁利率大幅下行，前期推涨黄金的三大逻辑开始边际减弱，金价上涨动能趋于放缓。从一月和二月来看，风险平价和资产轮动的收益先前提到过，主要还是来源于权益和部分商品，因此黄金对宏观策略收益有贡献，但因大部分策略仓位较低，因此收益有限，且在黄金回调的时候遇到了股债商三杀的情况，使得大部分风险平价类策略基于波动率考虑对黄金进行降仓。

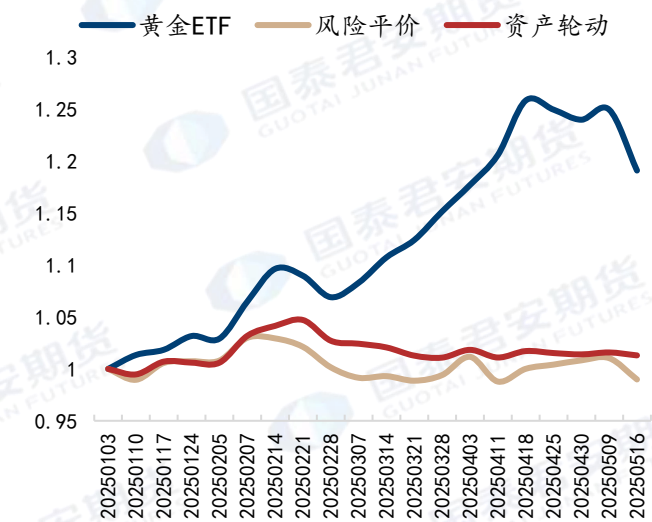
进入二季度后，三月美国经济数据开始显著走弱，成为黄金新的支撑来源。美国服务业 PMI、消费者信心指数以及成屋销售数据均低于预期，叠加 DOGE 部门财政收紧与裁员影响，带动失业初请人数与房价回落，市场对美国经济前景担忧加剧，推动美债收益率回落。与此同时，黄金 ETF 持仓出现持续性增仓，显示资金避险需求回流，黄金价格获得阶段性支撑。

四月下旬以来，地缘政治风险成为黄金上行的重要催化剂，尤其是台海局势趋紧，引发避险情绪集中释放，推动黄金突破 3000 美元/盎司关键关口，随后价格进入技术性趋势强化阶段。极端关税政策削弱全球对美元的信心，加快去美元化趋势，央行购金意愿和范围持续扩张，黄金作为超主权资产的配置价值进一步凸显。其次，美债作为传统避险资产的地位受损，尤其在 30 年期收益率突破 4.9% 后，风险资产与美债同步承压，避险资金转向黄金。最后，随着美联储年内降息预期上调至 100 个基点，实际利率回落预期增强，为金价提供进一步上行空间。三月四月的黄金收益也为宏观对冲策略提供了显著的收益，但由于权益和商品回撤较大，因此对冲掉了黄金的收益。

五月以来，随着中美贸易谈判取得进展，关税大幅下调超出市场预期，黄金此前的主要上涨逻辑出现反转，金价随之回落。目前调整仍属预期范围内。资金方面，黄金多头持续减仓，VIX 波动率回落，显示市场情

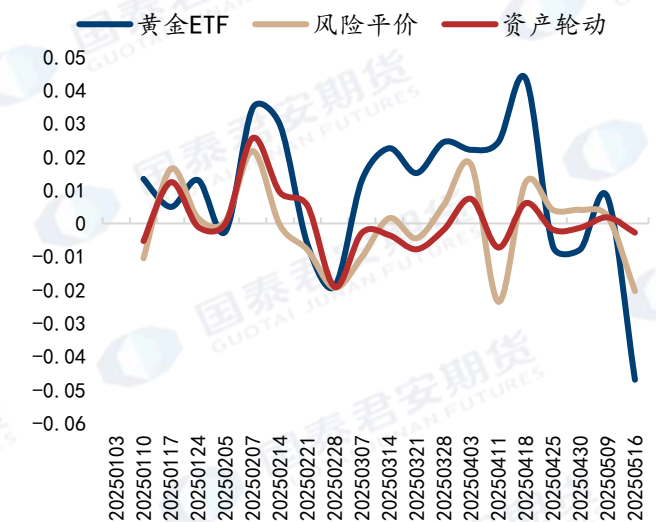
绪趋于平稳。基本上，关税缓解、地缘风险降温以及美国经济数据展现出一定韧性，共同对金价构成压力。五月宏观对冲策略亏损较大，且风险平价类策略因对黄金这类资产拥有长期的配置需求，因此面临相应较大的净值回撤，回撤显著大于资产轮动类策略。

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

针对海外的宏观对冲策略我们依旧用巴克莱对冲提供的海外对冲基金数据进行分析。标签依旧以巴克莱对冲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）。

2.2.1 海外宏观对冲策略与大类资产相关性分析

因海外宏观对冲策略的数据目前较少，我们主要以大类资产策略之间的日度收益率相关性来分析海外资产在 2025 年的总体表现。

从相关性上可以看出，2025 年年初至 5 月 16 日，标普 500 和 GSCI 大宗商品指数收益率相关性较高与美国国债指数成负相关关系，即股债“跷跷板”效应依然存在。美国国债指数与商品指数一样负相关。黄金的日度收益率与股债商三类都较低，与标准普尔 500 指数收益相关性接近 0。

图 14：2025 年上半年海外大类资产相关性

	标准普尔500指数	标准普尔美国国债指数	标准普尔GSCI指数	纽约金
标准普尔500指数	1.000			
标准普尔美国国债指	-0.151	1.000		
标准普尔GSCI指数	0.506	-0.240	1.000	
纽约金	0.000	0.046	0.067	1.000

资料来源：S&P Global、同花顺 iFind、国泰君安期货研究

2.2.2 海外宏观对冲策略与美国各类资产回顾

从海外市场来看，尽管 2025 年初市场情绪乐观，各国投资者寄望于人工智能突破、新一届政府的亲商政策及强劲的经济动能，但实际情况未达预期。美国政策焦点偏离减税和监管宽松，转而聚焦不确定性极高的关税措施，打压市场信心，引发对增长放缓、通胀上行与尾部风险的担忧。

贸易政策成为市场核心变量。美国关税立场反复，使得贸易不确定性指数升至历史高位，叠加美国 PMI 与信心指标回落，加剧衰退预期。同时，美联储在第一季度维持利率不变，尽管未采取行动，但《经济预测摘要》下调了增长预期，并上调通胀与失业率预期。受避险情绪带动，美国国债表现强劲，标普美国国债指数 Q1 上涨 2.8%。

美国股市方面，美股估值高企、利率预期反复与贸易不确定性共同压制市场，标普 500 Q1 下跌 4.3%，为两年来最差季度表现。“Magnificent 7” 领跌，成长股跑输价值股。相较之下，除美国之外的市场，尤其国内，在财政刺激与 AI 驱动下大幅跑赢，超额收益创 15 年新高。

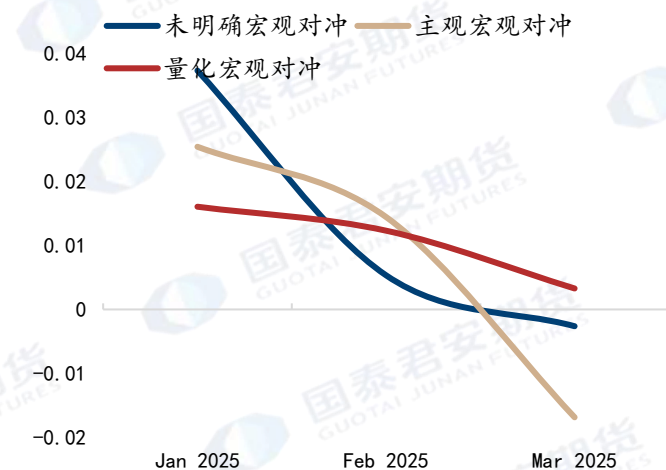
在资产表现上，大宗商品脱颖而出。铜价因预期关税生效而上涨 24%，黄金受央行购金潮推动上涨 19%；而加密货币未能承担避险角色，比特币回吐前期涨幅，下跌 12%。

基于以上的市场环境，我们进一步分析海外宏观对冲策略在 2025 年 Q1 的表现。我们将所有指数都在 2025 年年初归一，但巴克莱对冲的数据只停留在三月，因此分析周期为 2025 年 Q1。具体而言，在 2025 年 1 月到 3 月，未明确宏观对冲策略指数的收益率为 4.01%，波动率为 2.11%，换算成年化则对应 7.31% 的波动率。主观宏观对冲指数收益率为 2.27%，月度波动率为 2.19%，对应年化 7.59% 的波动率。量化宏观对冲指数收益率为 3.19%，波动率为 0.66%，对应 2.27% 的年化波动率。

从月度收益来看，2025 年一月，依托市场相对乐观的情绪，三类策略指数都呈现正收益，未明确、主观、量化分别获得 3.73%、2.54% 以及 1.60% 的月度收益。后续二月和三月，三类策略的收益和回撤开始分化，各不相同，其中二月未明确、主观、量化宏观对冲指数的收益分别为 0.53%、1.44% 和 1.23%，收益相较一月明显下滑。由于宏观以及关税政策的反复以及美国股市的严重下跌，三月未明确宏观对冲指数与主观宏观对冲指数分别回撤 -0.26% 和 -1.68%，但量化宏观对冲指数获得了 0.33% 的收益。

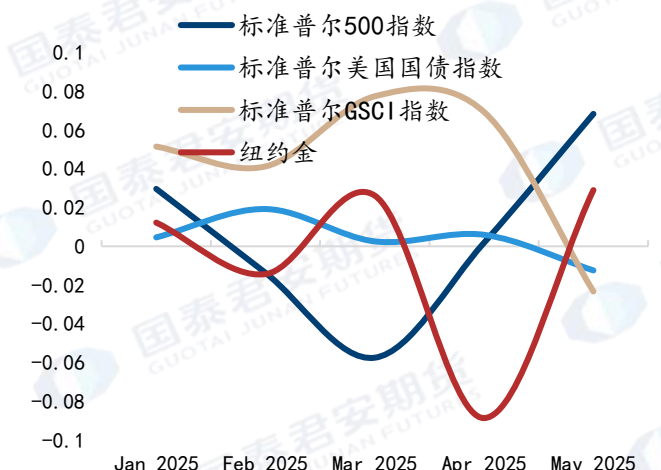
展望未来，政策不确定性与利率波动仍将主导市场，因此海外资金也在重新评估资产配置，适当向全球市场及非传统资产配置倾斜，以增强应对不确定性的能力。

图 15：海外宏观对冲策略月度收益



资料来源：S&P Global、同花顺 iFind、国泰君安期货研究

图 16：海外大类资产月度收益



资料来源：S&P Global、同花顺 iFind、国泰君安期货研究

3. 结论与投资展望

3.1 2025 年下半年宏观对冲策略判断

从以上分析以来，一条明显的主线即当前市场环境呈现出较去年年底更高的资产间相关性。年初以来，受内外部政策不确定性影响，权益、债券及商品三大类资产表现同步，阶段性均出现回调，形成数次“股债商三杀”的局面。这一现象在历史上较为罕见，反映出市场定价对宏观变量高度敏感，资产配置间的分散化效果明显减弱。

影响背后主要逻辑在于，首先，中美贸易摩擦虽有缓解迹象但后续进展未知，地缘政治及外部政策扰动持续，市场风险偏好与避险情绪频繁切换，使得资产轮动加剧，传统的避险资产如黄金与利率债也无法稳定完全对冲权益下行风险。其次，与管理人交流下来认为资本流动敏感性增强，边际宽松难度加大。同时，国内财政与地产政策虽有支持意图，但节奏与幅度仍偏谨慎，整体经济修复路径有待观察。

从宏观资产配置视角看，2025 年市场的不确定性及其共振风险有所抬升，尤其在经济预期、政策空间、外部扰动与市场情绪四大变量之间的反馈机制下，资产表现易受多重扰动因素联动影响。资产之间的协同回撤趋势强化，对以“分散风险、均衡配置”为核心的宏观对冲策略，特别是风险平价类策略，构成挑战。

3.2 投资展望

展望下半年，我们建议对宏观对冲策略的收益预期保持谨慎，尤其是风险平价类策略。在当前权益、债券与商品资产间相关性显著上升的背景下，策略核心的风险分散能力受到削弱，导致整体配置效率下降。传统风险预算模型在高相关性环境下面临挑战。宏观对冲管理人在 2024 年股债商三类资产同涨的环境下取得的高收益不应该被线性外推，因此今年对收益率的预期因有所下调，部分情形下甚至可能录得负值。受波动率回升及政策不确定性影响，策略回撤风险和收益波动水平预计上升。

因此，我们建议适度下调该类策略在组合中的配置比例，将其作为低配资产对待，且重点评估管理人应对尾部风险的能力。策略层面，应结合市场节奏调整资产暴露，考察管理人是否适当引入战术性空头仓位或期权型保护工具等 alpha 收益增强部分，以应对尾部风险，并对波动率等关键风险因子如何进行动态管理。此外，

部分资产轮动策略可能在阶段性市场中展现出较强的超额收益能力，建议在策略配置中关注具备某一类资产上获得超额收益能力、可捕捉强势资产相对优势的管理人（如在权益、国债、商品、黄金等单资产板块突出），以增强整体组合的灵活性与收益弹性。

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。