

全球宏观 对冲

【在世界经济
新格局中赢利】

〔美〕 Greg Gliner◎著
兴证期货有限公司◎译

Global Macro Trading: Profiting In a New World Economy

汇聚全球宏观对冲前沿思想
分享交易奇才宝贵经验



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

**全球宏观
对冲**
【在世界经济
新格局中赢利】

〔美〕Greg Gliner◎著
兴证期货有限公司◎译

Global Macro Trading:
Profiting In a
New World Economy



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

• 北 京 •

图书在版编目 (CIP) 数据

全球宏观对冲：在世界经济新格局中赢利/ 格雷格·格林纳 (Greg Gliner) 著，兴证期货有限公司译。

北京：中国经济出版社，2016. 1

ISBN 978 - 7 - 5136 - 3811 - 1

I. ①全… II. ①格…②兴… III. ①金融投资—研究 IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 099977 号

“Global Macro Trading: Profiting in a New World Economy” by Greg Gliner

ISBN: 978 - 1 - 118 - 36242 - 6

Copyright© 2014 by Greg Gliner.

All rights reserved. This translation published under license. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

北京市版权局著作权合同登记号 图字：01 - 2015 - 7492

责任编辑 赵静宜

责任审读 贺 静

责任印制 巢新强

封面设计 任燕飞

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京力信诚印刷有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 20. 5

字 数 322 千字

版 次 2016 年 1 月第 1 版

印 次 2016 年 1 月第 1 次

定 价 68. 00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68330607)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68355416 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 88386794

致 谢

我想感谢 Dave Abner，他是我在法国巴黎银行做分析师时认识的，那个时候他管理 ETF 业务。这么多年来，我们一直保持着联系。对我来说，Dave Abner 在个人魅力和专业方面都是我学习的榜样。他是《ETF 手册与 ETF 视觉引导》的作者，同时也是 ETF 方面畅销书的作者。当我有了写一本有关全球宏观交易的书的想法时，他给予了我极大的支持。他曾经帮我联系威利，并且在整个过程中不断给我打气，尤其是在我士气低落、自我怀疑时。他是我的导师，我非常感谢他，也十分钦佩他的才华，他是 ETF 市场上最优秀的人，是我所认识的人中最伟大的。

我想感谢 Amit Hampel，是他把我带入他在都铎投资公司的团队。Amit 是我身边最伟大的导师和老板。这本书能够成形，很大一部分归功于我为 Amit 工作时打下的基础。他总是第一个到办公室，他不屈不挠的毅力和追求完美的态度至今影响着我。现在每当我有一个投资想法时，我都会问自己 Amit 会做出怎样的回应。我很荣幸能为他工作，并能称他朋友、老兄和导师。

我很幸运能与一群很有才能且道德高尚的人工作，我能从他们身上学到很多东西。我想感谢每一个在我职业生涯中与之共事的人。我要感谢以前和现在的同事让我成为更好的人，感谢他们成为我的朋友。我想感谢 Mark Mitten、Todor Georgiev、Brian Martin、Donn Davis、Frank Leitner、Pat O' Brien、Beau Cummins 以及 Amit Hampel。这么多年来，他们一直是我的导师。

由于这本书涉及的内容很广泛，我非常感谢这些亲密的朋友和前同事们，在他们的帮助下，我最终完成这项工作。我很幸运能得到行业里资深专家们的反馈和建议：Dave Abner、Namik Immelback、Josh Smith、Frank Leitner、Ko-

bi Platt、Charley Powers、Ray Fischer、Jay Hammarstedt 以及 Brett Steenbarger。

威利团队在我这本书的出版过程中发挥着非常重要的作用。我要感谢 Pamela Van Giessen，是他帮我找到这个机会。我还要感谢 Evan Burton、Emilie Herman、Judy Howarth、Tula Batanchiev、Steve Kyritz 以及整个团队，是他们帮助我完成了从构思到最终出版成书的整个过程。另外，要感谢 Mary Barbour，她一直参与本书的编辑，感谢她的关心和照顾，她非常专业，感谢她所做的贡献。

最后，我想感谢我的家人，他们一直陪伴着我，当我想要放弃时，他们一直在我身边鼓励我。我很幸运有如此伟大的父母，他们牺牲了很多只为能让我拥有他们不曾有的生活。我爱他们，由衷地敬佩他们为我所做的一切。

前言

全球宏观对冲是最有趣、经常被使用的交易策略之一,同时,它也造就了一些最富传奇色彩的对冲基金经理。它也是最难,甚至是极少数人才能理解的策略。在加入都铎投资公司做分析师之前,我在伦敦做投资组合经理,我还清楚地记得我时常因为找不到可靠的参考资料而感到非常沮丧。幸运的是,我身边有很多才华横溢的人,他们给了我许多建议和帮助。在我不断进步的过程中,我发现越来越多研究其他对冲基金策略的朋友,对宏观对冲交易有很多的问题和困惑。我意识到,非常有必要全面地介绍一下宏观对冲策略,并解释一下宏观对冲策略的具体运用。早期经历的挫折以及察觉到大家对这方面的需求,促使我想写一本关于全球宏观对冲交易方面的书,它既可作为介绍此类策略的入门级书籍,也可作为成熟交易者的案头工具书。

本书分为两部分。第一部分就全球宏观交易作了全面概述,第二部分深入探讨了全球宏观交易的基础。第一部分涵盖第一章至第六章,第二部分涵盖第七章到第十二章。此外,在一些章节的末尾还附上了彭博快捷方式的使用表单,以帮助读者在使用彭博机时能快速定位特定的章节和主题。

第一部分

第一章探讨了全球宏观交易作为一类策略(资产类别),它的策略和收益大致是什么情况,并讨论资产管理者为什么要配置此类策略。第二章对交易过程、仓位大小和绩效评估等做了详细说明,包括不同类型策略的偏差、压力测试、风险度,以及其他风险管理工具的信息。第三章,我们解决了基本的回测、查询等问题,并为读者提供了交易评估的框架。第四章开始介绍四大资产类

别,它是宏观对冲交易的基础。第二部分对它们会有更详细的介绍。第五章提供了各种技术分析的细节,包括不同类型的图表、趋势、均线以及各种振荡器,比如艾略特波浪、斐波那契数列、拐点、周期以及从众心理等。第六章探讨了系统模型和交易的基本结构,以及一些常用的策略。

第二部分

第七章到第十章分别探讨了四大类资产:外汇、股票、固定收益和大宗商品。第七章讲外汇,第八章探讨股票。这些章节主要是为读者提供一些背景知识,学习如何从宏观层面审视各类资产。第九章深入研究了固定收益的各个方面。第十章探讨了大宗商品,包括能源、贵金属、农产品和工业品,它也可作为相关生产者和消费者的参考工具。第十一章探讨了中央银行,并着重了解一下美联储、欧洲央行以及近期一些在金融危机中诞生的救助计划,它们对全球宏观交易的重要性同中央银行一样。最后,第十二章着眼于重要数据公布之后宏观交易者的操作,这也可以作为一个参考工具。通过本书提供的信息,可以让读者很自信地去浏览全球宏观市场。

读完这本书,你会明白不同资产类别以及交易方法相关的基本概念,也可以作为了解各种制度和市场状况的参考指南,这些信息将赋予读者理解全球宏观交易的自信和能力。

目录

致谢

前言

第一部分 全球宏观经济概览

第一章 全球宏观对冲策略概览 003

全球宏观对冲策略的种类(003) 回报率和配置(006)

对冲基金和全球宏观对冲策略(008)

本章总结 008

第二章 投资的体系、规模和绩效的监测与评价 010

严格的交易过程(010) 客观与偏差(011) 承认损失(014)

仓位管理(015) 单位头寸(016) 波动性调整持仓大小(016)

风险回报比(017) 相关性(018) 跳空风险(018)

仓位管理表格(019) 主题投资(020) 夏普比率(021)

Sortino 比率(021) 回撤(022) 在险价值(VaR)(022)

风险利用(022) 压力测试(024) 投资绩效监测与评价(025)

趋势分析(028) 彭博快捷键(029)

本章总结 029

第三章 回测、查询和参照物	030
简单的回测和查询(030) 构建一个查询的例子(031)	
历史关联与参照物(036)	
本章总结	039
第四章 全球宏观交易品种的构成——股权、固定收益、外汇以及	
大宗商品交易在全球宏观交易中的重要性	040
四种交易类别(040) 资产的相关关系(045)	
本章总结	048
第五章 技术分析	049
技术分析的优缺点(049) 图表种类(050) 成交量和未平仓合约(057)	
CFTC 持仓(058) 趋势分析(060) 移动平均线(060) 布林带(061)	
反转形态(062) 头肩形(062) 趋势线(063) 三重顶、三重底(064)	
持续形态(064) 摆动指标(065) 艾略特波浪理论(068)	
拐点(074) 季节性因素(076) 周期性(077)	
从众心理和反向理论(078) 特许市场技术分析师(CMT)(081)	
彭博快捷键(081)	
本章总结	083

第六章 系统交易 084

系统交易的简单定义(084) 构建系统交易模型的框架(085)

资产或产品组(086) 策略(086) 因素(090)

风险因素(090) 风险溢价(091) 风险平价(092)

本章总结 095

第二部分 全球宏观经济交易基础

第七章 宏观经济中的外汇交易 099

美元的地位(099) 美元指数(100) 货币交易(101) 汇率制度(103)

频繁干预下的汇率浮动(107) 外汇的估值方法(110) 彭博快捷键(123)

本章总结 124

第八章 股票 125

股票指数概述(125) 股权衍生工具(128) 股票的估值方法(135)

彭博快捷键(145)

本章总结 147

第九章 固定收益 148

货币市场(148) 伦敦银行同业拆借利率(LIBOR)(155) 利率互换(156)

联邦基金(157) 隔夜指数掉期(OIS)(158) 远期利率协议(FRAs)(160)

美国固定收益期货(161) 策略类型(163) 主权信用(164)

主权曲线(165) 曲线倒挂(165) 信用违约掉期(CDS)(166)

交易型开放式指数基金(ETF)(171) 彭博快捷键(172)

本章总结 179

第十章 大宗商品 180

供给驱动(180) 需求驱动(182) 期末库存(182)

期货和现货溢价(183) 大宗商品研究部门指数(CRB)(184)

收益与波动(185) 能源(185) 天然气(203) 贵金属(208)

工业金属(217) 农业(221) 彭博快捷键(244)

本章总结 248

第十一章 中央银行在全球宏观经济背景下的角色 249

货币政策目标(249) 不可能三角/三元悖论(254) 货币基数(255)

货币供应(256) 外汇储备(256) 零利率下限和流动性陷阱(258)

量化宽松(258) 央行沟通的阐释(261) 央行(264)

彭博快捷键(286)

本章总结	287
附录:美联储在金融危机中实施的计划	287
第十二章 经济数据的公布与人口统计学	291
计算增长(291) 通货膨胀(292) 就业率和人口(293)	
国际收支平衡表(296) 政府指标(298) 消费指标(300)	
工业和服务业指标(302) 人口统计数据(304) 彭博快捷键(308)	
本章总结	309
参考文献	310

Chapter One

第一部分



全球宏观经济概览

第一章 全球宏观对冲策略概览

Global macro,是全球宏观对冲策略的缩写,泛指在全球范围内进行的大规模投资,其过程涉及对经济学原理的利用、对宏观经济环境有根据的推断和对地缘政治事件的挖掘。对全球投资者来说,无论是个人还是机构,这都是最为重要的策略之一,因为全球性事件对任何类型的投资都有着显著的影响。

由于涉及的交易品种和市场极为广泛,全球宏观对冲策略通常被认为是最具灵活性和投机性的对冲基金策略。其目标是通过严格的风险管理限制亏损,从而保护资产,同时通过买卖股票、货币、固定收益和商品来赚取利润。这些交易可以发生在世界任何地方,故称之为“全球宏观对冲策略”。

本章主要内容包括全球宏观对冲策略的基本类型、策略的历史表现以及机构选择配置此种策略的众多理由。

全球宏观对冲策略的种类

与其他对冲基金策略一样,全球宏观对冲策略也可以分为若干个子策略,其中最基础的四个分支是主观交易、系统交易、高频交易和商品交易顾问。

就主观交易和系统交易而言,这两者都拥有获取丰厚利润的潜力,是分析市场并决定投资的有效方法,也是最为常见的宏观对冲策略。因为四种策略通常是一起使用的,所以了解它们的原理非常重要。

主观交易

顾名思义,主观交易依赖于一个交易者的经验、智慧和知识,借此能够在不同的市场上赚取 Alpha 收益及最佳的风险补偿收益,而通常这样的决策是主观的并带有赌博性质。通过研究全球信息、经济数据及央行的有关动作,投资者可以建立一个自上而下的分析框架,从而在整体上对产业、行业、国家及宏观经

济形势带来的风险和机遇有一个独到的分析。

主观交易涉及的数据极为庞大,因此要求操作者具有很好的组织和处理技巧。对一个交易者而言,对不同市场数据的分析能力能够帮助他评估一个特定市场是否将所有因素完全纳入了全球资产价格体系。

主观交易策略是非常灵活的,即使在需要严格规避风险的市场中也能赚取 Alpha 收益。Paul Tudor Jones 对于 1987 年 10 月 19 日黑色星期一的准确预测是一个很好的例子。在那段时期,他观察到市场可能会经历一个灾难性的崩溃,所以他进行了卖空操作,并在黑色星期一日获得了巨大的回报。

全球宏观对冲经理能够在为数众多的市场上交易,并且在其他对冲基金和公共基金依然持多时,就逆势卖空。如此一来,当市场暴跌时,主观交易者就能赚取丰厚的利益,而股票经理却面临巨大的回撤。

主观交易者也会基于方向性及相对价值判断来进行交易,持有方向性交易头寸是交易者希望资产价格能朝着预测的方向变化。例如,当一个交易者对市场乐观时,他可以做多头以求抓取上涨段的利润。

相对价值交易者通过资产配对或是组合来获取不同资产之间的相对价值,并且从中获得盈利。回顾欧债危机,如果一个主观交易者认为德国国债会比意大利国债更稳定,那他就可以卖空意大利五年期国债并持有德国联邦债券的多头。如果欧洲的情况发生变化,那么意大利会承受更多的信用风险,相应的国债收益率就会上涨,而债券的价格将下行。

系统交易

全球宏观对冲策略的第二个主要分支是系统交易。系统交易者采用自上而下的模型把各种经济指标纳入考量。通过使用大量的定量数据,系统交易者通过捕捉其中的波动获取 Alpha 收益。系统宏观对冲基金通常会聘用许多博士将这些定量因素“系统化”,以求可以建立一个量化交易模型,避免受交易者主观情绪的影响。系统交易者自诩拥有严格的处理流程和强大的回测功能,能够完全执行定量分析,从而保证最大的利润回报(假设过去的风险补偿收益是可以预测的)。在很长一段时间内,几年或更长时间,系统交易相较于主观交易能产生更稳定的回报,但是,在市场波动率较高的时期,比如 2008 年,它们往往表现得不

如主观交易。系统交易的持有期可以从几天到几个月甚至更长时间。

系统宏观对冲基金已经大大改变了宏观对冲领域的资金分配格局。Cliff Asness 创立的 AQR 资本管理和 Ray Dalio 创立的 Bridgewater, 分别管理超过 800 亿美元和 1000 亿美元的资产, 他们使得系统交易有了革命性的变化。系统交易能够覆盖大量流动资产, 意味着资产管理公司可以同时管理大量的资产。正是由于股票、固定收益、商品和外汇市场具有最佳的流动性, 才使得这些基金的资产增长到了前所未有的程度。此外, 由于策略的不断回测和改进, 拥有大量资产要配置的大机构, 如养老基金、主权财富基金和慈善基金, 都非常喜欢利用计算机模拟来预测可能的亏损。这些机构大多都有上亿美元的最低配置, 所以, 在某种程度上, 其容量也吸引了更多的资本。

值得注意的是, 即使系统交易的规模可观, 可以用作大资金配置, 但更为明智的做法是将资金平均地分配到主观交易和系统交易上, 这将使得一个资产配置同时获得两种策略的优势并对冲其不足。主观交易在市场不好的时候具有负相关性, 因为主观交易者可以灵活地卖空, 所以即使当时的市场环境使得大多数人都是赔钱的, 他也能赚到钱。另外, 系统交易使得配置的安全性和可预见性有更多的保障。

关于这方面的书籍, 推荐 AQR 资本管理公司 Antti Ilmanen(前 Brevan Howard 对冲基金雇员)的作品 Expected Returns (John Wiley and Sons, 2011)。

高频交易

第三种类型的全球宏观对冲策略是高频交易。它是利用高尖端的计算机设备和技术抓取可能存在于市场中的短时间波动(毫秒级)的交易方式。高频交易的规模不如主观交易和系统交易, 其头寸持有期取决于具体的策略, 可以从几毫秒到几小时。在高频率交易中, 速度是确保能够获得收益的关键。

商品交易顾问

如美国全国期货协会所述, 商品交易顾问(CTAs)可以是个人或组织, 其主要工作是为他人提供估价和建议, 用以买卖期货、期货期权及单独的场外外汇合约。由于期货在全球大部分市场都有交易, 因此 CTAs 被认为是一种全球宏