

全球权益看 A 股，黄金向上趋势延续

ETF 资产配置月报(2026 年 1 月)

研究结论

- 本报告根据市场环境捕捉全球多资产的投资机会（覆盖 A 股、债券、黄金等国内资产，以及海外美股、日股、印股等权益资产），并根据常见的投资情景，设计相应的配置方案。组合均可通过相应的 ETF/LOF 产品实现跟踪。
- **2026 年 1 月配置建议：**（1）**A 股：**经济景气度与通胀温和回升，支撑股市中长期走势，指数短期动量效应或相对强势，也需关注情绪过热之后可能的波动风险。行业主题方面，可关注化工为首的周期中盘蓝筹，以及国产 AI、卫星与半导体等。（2）**国内债市：**权益上涨的风险偏好叠加通胀温和回升的预期，债券整体偏中性，长端利率相对平稳、短端利率下行，可继续关注短端品种。（3）**美股：**美国经济韧性仍存，但降息预期下修与估值相对高位，美股短期或维持中性震荡格局。（4）**日股：**良性的“工资-价格螺旋”助力日本经济温和复苏，但外资资金边际小幅净流出，日股短期或偏中性震荡。（5）**印股：**经济景气高位回落叠加外资边际净流出，印股短期或偏弱震荡格局。（6）**黄金：**地缘紧张局势推动黄金再创新高，黄金短期或维持强势，但也需警惕波动放大风险，中长期配置价值仍然显著。
- 本报告介绍了一种基于“组合保险+风险预算”两阶段稳健型多资产组合设计方法：第一阶段，采用组合保险方法，将单个风险资产通过 CPPI（风险资产/安全资产）组合的形式，优化风险资产的夏普比；第二阶段：基于各子组合的风险特征，构建风险预算投资组合。该方法基于风险特征的决策，不依赖资产收益的预测，具有很好的稳健性，同时能兼顾收益弹性与风险控制。
- **股债目标中枢风险预算策略：**采用融合股债目标中枢的风险预算设计方法，分别构建股债目标配置中枢 1:9、2:8、3:7 三类中枢组合，可以将股债配置中枢达到预期的水平，同时相比于固定中枢的股债组合，其长期收益风险比相对更优。
- **低波动“固收+”策略：**基于国内股票、债券、黄金资产，构建配置中枢为股:黄:债=1:1:4 的“组合保险（CPPI）+风险预算（RB）”投资组合。回测区间内（2015/01/01-2025/12/31）年化收益率 7.08%，年化波动率 3.47%，最大回撤-4.92%。2025 年录得 9.47%，年内最大回撤-1.62%。
- **全球大类资产配置策略 I：**基于 A 股、债券、黄金与美股四类资产，采用“组合保险（CPPI）+风险平价(RP)”两阶段法构建投资组合。回测区间内（2014/01/01-2025/12/31），策略年化收益率 11.85%，年化波动率 5.94%，最大回撤-7.97%。2025 年录得 20.94%，年内最大回撤-3.48%。
- **全球大类资产配置策略 II：**在 I 策略基础上，增加日股、印股两类资产。回测区间内（2014/01/01-2025/12/31），策略年化收益率为 10.25%，年化波动率 5.09%，最大回撤-9.97%，夏普比率 1.94，卡玛比率 1.03。2025 年录得 13.56%，年内最大回撤-3.00%。

风险提示

本报告结论完全基于公开的历史数据进行计算，分析结论并不预示其未来表现，也不能保证未来的可持续性，亦不构成投资收益的保证或投资建议。

报告发布日期

2026 年 01 月 15 日

证券分析师

张斌 执业证书编号：S0860525110004
zhangbin1@orientsec.com.cn
王继恒 执业证书编号：S0860525090004
wangjiheng@orientsec.com.cn
0755-82819271

相关报告

“资源品+军工制造”可能继续演绎，中盘成长风格或占优：ETF 投资月报（2026 年第 1 期） 2026-01-13
周期热度持续，关注化工主题基金：2026 年 01 月主动权益基金配置月观点 2026-01-08
中盘蓝筹风起，主动权益基金优势凸显：市场有效性研究与主、被动基金配置建议 2026-01-06

目录

1.	市场回顾与配置展望.....	6
1.1	市场回顾：2025 年黄金表现亮眼，全球权益表现分化，债券相对低迷.....	6
1.2	资产配置展望：全球权益看 A 股，黄金向上趋势延续.....	7
2.	稳健型组合设计思路：“组合保险+风险预算”两阶段法.....	11
2.1	资产配置模型在国内投资应用的困境.....	11
2.2	优化思路 1：利用组合保险方法优化高风险资产的夏普比.....	13
2.3	优化思路 2：融合目标配置中枢风险预算策略.....	14
2.4	“组合保险+风险预算”：兼顾收益弹性与风险控制.....	15
3.	股债目标配置中枢风险预算组合.....	16
3.1	投资情景与方案设计.....	16
3.2	组合业绩分析.....	16
3.3	配置权重与边际变化.....	17
4.	低波动“固收+”组合.....	18
4.1	投资情景与方案设计.....	18
4.2	组合业绩分析：2025 年录得 9.47%.....	19
4.3	配置权重与边际变化.....	20
4.4	策略落地：基于 ETF 资产实现跟踪.....	21
5.	全球大类资产配置组合.....	22
5.1	投资情景与方案设计.....	22
5.2	全球多资产配置策略 I：A 股+债券+黄金+美股.....	23
5.2.1	业绩表现:2025 年录得 20.94%.....	23
5.2.2	配置权重与边际变化.....	24
5.2.3	策略落地：基于 ETF 资产实现跟踪.....	26
5.3	全球多资产配置策略 II：A 股+债券+黄金+跨境权益 s.....	27
5.3.1	业绩表现：2025 年录得 13.56%.....	27
5.3.2	配置权重与边际变化.....	28
5.3.3	策略落地：基于 ETF 资产实现跟踪.....	30
	风险提示.....	31

附录 A-1: 组合保险策略简介	31
附录 A-2: 风险预算模型简介	32

图表目录

图 1: 中国制造业 PMI: 时隔 8 个月再回扩张区域	8
图 2: 中国通胀: 2015 年 12 月边际温和回升	8
图 3: 中债利率: 2025Q4 长端利率相对平稳, 短端利率下行趋势	8
图 4: 美国经济意外指数 2025 年下半年多数持续为正	9
图 5: 2025Q4 以来市场对标普 500 的 2026 年盈利预期持续上修	9
图 6: 美联储 2026 年 1 月暂停降息概率高达 95%	9
图 7: 美债利率: 整体下行趋势, 2025 年 12 月底边际上行	9
图 8: 日本“工资-价格螺旋”良性循环持续正反馈	10
图 9: 日本股市 2025 年度外资净流入, 12 月月度边际净流出	10
图 10: 印度股市外资资金流: 2025 年度外资净流出, 12 月边际净流出	10
图 11: 官方黄金储备排名前 20: 中国央行黄金储蓄空间较大	11
图 12: 中国央行从 2024 年 11 月以来连续 14 个月增持黄金	11
图 13: 黄金与白银期权隐含波动率指数相对偏高	11
图 14: 美股美债长期的夏普比相对接近, A 股夏普比远低于中债	12
图 15: 均值方差最优化 (MVO) 与风险平价 (RP) 的几何直观理解	12
图 16: CPPI 组合净值曲线: CPPI 策略可有效优化 A 股的长期收益风险比	13
图 17: “组合保险+风险预算”: 兼顾收益弹性与风险控制	15
图 18: 不同类型股债配置中枢策略历史净值曲线	16
图 19: 低波动“固收+”策略: 净值曲线	19
图 20: 低波动“固收+”策略: 资产配置权重变化	21
图 21: 阶段 1: 2 个 CPPI 子组合内风险资产权重变化	21
图 22: 阶段 2: 2 个 CPPI 组合+债券的风险预算权重	21
图 23: 低波动“固收+”策略以及 FOF_of ETFs 累计收益率曲线 (2023 年以来)	22
图 24: 全球大类资产配置策略 I: 净值曲线	23
图 25: 全球大类资产配置策略 I: 资产配置权重变化	25
图 26: 阶段 1: 3 个 CPPI 子组合内风险资产权重变化	25
图 27: 阶段 2: 3 个 CPPI 子组合的风险平价权重	25
图 28: 全球大类资产配置策略 I 以及 FOF_of ETFs 累计收益率曲线 (2023 年以来)	26
图 29: 全球大类资产配置策略 II: 净值曲线	27
图 30: 全球大类资产配置策略 II: 资产配置权重变化	29
图 31: 阶段 1: 5 个 CPPI 子组合内风险资产权重变化	29
图 32: 阶段 2: 5 个 CPPI 子组合的风险平价权重	29
图 33: 全球大类资产配置策略 II 以及 FOF_of ETFs 累计收益率曲线 (2023 年以来)	30

表 1: 底层资产及其表征指数	6
表 2: 本报告策略可跟踪 ETF/LOF 产品池	6
表 3: 底层资产月度收益: 2025 年黄金表现亮眼, 权益表现分化, 债券相对弱市	7
表 4: CPPI 组合与股票及股债等权组合历史业绩对比	13
表 5: 不同类型股债配置中枢策略历史风险收益统计	17
表 6: 股债目标配置中枢风险预算组合: 最新权重与边际变化	18
表 7: 股债目标配置中枢“CPPI+RB”组合: 最新权重与边际变化	18
表 8: 低波动“固收+”策略: 历史月度收益率	19
表 9: 低波动“固收+”策略: 历史业绩统计	20
表 10: 低波动“固收+”策略: 最新穿透权重与边际变化	20
表 11: 固收+”策略可由 ETF 资产实现跟踪 (2023 年以来)	22
表 12: 全球大类资产配置策略 I: 历史月度收益率	24
表 13: 全球大类资产配置策略 I: 历史业绩统计	24
表 14: 全球大类资产配置策略 I: 最新穿透权重与边际变化	25
表 15: 全球大类资产配置策略 I 由 ETF 跟踪效果 (2023 年以来)	26
表 16: 全球大类资产配置策略 II: 历史月度收益率	27
表 17: 全球大类资产配置策略 II: 历史业绩统计	28
表 18: 全球大类资产配置策略 II: 最新穿透权重与边际变化	29
表 19: 全球大类资产配置策略 II 由 ETF 跟踪效果 (2023 年以来)	30

1. 市场回顾与配置展望

资产配置通过资产间的低相关性，可以优化组合的收益风险比，并构建满足投资者特定风险偏好需求的投资组合。本报告以资产的可投资性和代表性角度，选取了几类典型的全球多资产，并根据几种常见的投资情景，给出相应的组合设计方案。所有方案均可通过 ETF/LOF 产品实现跟踪。

资产选取上，本报告覆盖 A 股权益、债券、黄金等国内资产，以及海外美股、日股、印股等权益资产。其中，A 股以中证 800 指数表征，美股以纳指 100 指数表征，日股以日经 225 指数表征，印股以孟买 30 指数表征，黄金以 SGE 黄金 9999 表征，债券资产选取中债 7-10 年政金债财富指数，以及短融债指数。注，跨境资产均经汇率调整，以人民币计价。

表 1：底层资产及其表征指数

序号	板块	资产选取	标的指数	指数基日
1	A 股	中证 800	H00906.CSI	2004-12-31
2	跨境股票	纳指 100	NDX.GI	1985-02-01
3	跨境股票	日经 225	N225.GI	1950-09-07
4	跨境股票	孟买 30	SENSEX.BO	1979-04-03
5	黄金	SGE 黄金 9999	Au9999.SGE	—
6	债券	政金债 7-10 财富	CBA08201.CS	2011-12-31
7	债券	短融债	H11014.CSI	2007-01-31

数据来源：东方证券研究所。注：跨境资产均经汇率调整，以人民币计价。

表 2：本报告策略可跟踪 ETF/LOF 产品池

板块	细分	ETF 代码	ETF 简称	管理人	ETF 成立日期	标的指数	指数基日	ETF 规模 (亿元)
A 股	中证 800	515800.SH	中证 800ETF	汇添富基金	2019/10/8	000906.SH	2004/12/31	53.70
	中证 800	159800.SZ	中证 800ETF	鹏华基金	2024/6/27	000906.SH	2004/12/31	0.37
美股	美股科技	513100.SH	纳指 100ETF	国泰基金	2013/4/25	NDX.GI	1985/2/1	167.88
	美股科技	159632.SZ	纳指 100ETF	华安基金	2022/7/21	NDX.GI	1985/2/1	97.80
日股	日经 225	513880.SH	日经 225ETF	华安基金	2019/6/12	N225.GI	1950/9/7	19.93
	东证指数	513800.SH	东证指数 ETF	南方基金	2019/6/12	TPX.GI	1968/1/4	15.95
印股	孟买 30	164824.SZ	印度基金 LOF	工银瑞信基金	2018/6/15	—	—	22.39
黄金	黄金	518880.SH	黄金 ETF	华安基金	2013/7/18	Au9999.SGE	—	939.85
债券	政金债	511520.SH	政金债 7-10 年	富国基金	2022/8/19	CBA08203.CS	2011/12/31	407.05
	短融	511360.SH	短融 ETF	海富通基金	2020/8/03	h11014.CSI	2007-01-31	702.23

数据来源：Wind, 东方证券研究所, 统计截至 2025.12.31.

1.1 市场回顾：2025 年黄金表现亮眼，全球权益表现分化，债券相对低迷

2025 年，黄金资产表现异常亮眼，全球权益资产表现分化，其中 A 股、日股与美股表现强势，印股小幅回落，债市相对低迷。从基础资产的收益表现看：2025 年，黄金（58.57%）>中证 800（23.91%）>日经 225（22.26%）>纳指 100（17.50%）>短融（1.78%）>政金债 7-10 年（0.22%）>孟买 30（-0.40%）。注：跨境资产均经汇率调整，以人民币计价。

表 3：底层资产月度收益：2025 年黄金表现亮眼，权益表现分化，债券相对弱市

区间	A 股	美股	日股	印股	黄金	债券	短融
2025 年 1 月	-2.67%	0.29%	-0.66%	-4.79%	4.60%	0.52%	0.06%
2025 年 2 月	2.66%	-1.09%	-1.99%	-3.65%	4.30%	-1.09%	0.10%
2025 年 3 月	-0.06%	-7.63%	-4.10%	7.46%	8.95%	-0.31%	0.24%
2025 年 4 月	-3.11%	1.85%	6.47%	4.23%	6.76%	1.39%	0.20%
2025 年 5 月	1.75%	8.79%	3.23%	0.19%	-1.46%	-0.08%	0.17%
2025 年 6 月	3.74%	5.88%	6.07%	2.27%	-0.57%	0.38%	0.15%
2025 年 7 月	4.60%	2.25%	-1.81%	-5.06%	0.38%	-0.25%	0.15%
2025 年 8 月	11.23%	0.20%	4.93%	-2.40%	1.87%	-0.61%	0.14%
2025 年 9 月	3.87%	5.44%	3.95%	-0.90%	11.53%	-0.43%	0.12%
2025 年 10 月	-0.14%	4.52%	12.37%	4.59%	5.69%	0.91%	0.17%
2025 年 11 月	-2.83%	-1.76%	-5.80%	0.79%	2.89%	-0.12%	0.12%
2025 年 12 月	3.46%	-1.43%	-0.93%	-2.27%	2.82%	-0.06%	0.15%
2025 年	23.91%	17.50%	22.26%	-0.40%	58.57%	0.22%	1.78%
年化收益率	24.90%	18.20%	23.18%	-0.41%	61.30%	0.23%	1.85%
年化波动率	16.24%	23.87%	21.99%	13.74%	18.08%	2.02%	0.13%
最大回撤	-11.31%	-22.57%	-17.03%	-10.62%	-10.89%	-2.43%	-0.04%
夏普比率	1.45	0.82	1.06	0.04	2.74	0.12	14.05
卡玛比率	2.20	0.81	1.36	-0.04	5.63	0.09	49.54

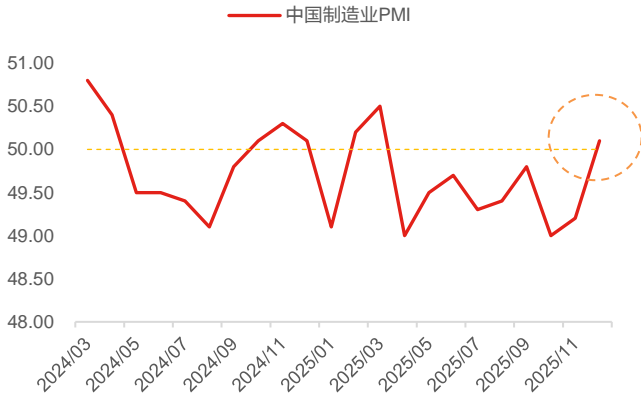
数据来源：Wind，东方证券研究所，注：跨境资产均经汇率调整，以人民币计价。

1.2 资产配置展望：全球权益看 A 股，黄金向上趋势延续

现阶段对主要大类资产的配置观点：

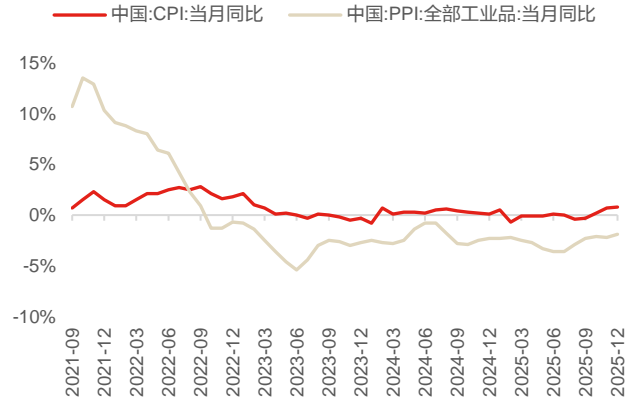
（1）A 股：经济景气度与通胀温和回升，支撑股市中长期走势，但市场情绪高涨，关注短期可能的回调风险。经济数据方面，国内 2025 年 12 月制造业 PMI 为 50.1，环比上升 0.9%，时隔 8 个月再回扩张区域，综合 PMI 为 50.7，环比上升 1%，通胀方面，12 月 CPI 与 PPI 环比同步实现正增长，物价底部温和回升。经济企稳为股市的中长期慢牛结构提供了有力支撑。但短期看，2026 年 1 月 12 日，风险偏好提升驱动的春季躁动，推动大盘指数 17 连阳，指数续创 10 年新高，单日全市场成交超 3.6 万亿刷新纪录，市场情绪高涨。整体来看，短期指数动量效应或相对强势，但也关注可能的回调风险；经济景气度与通胀温和回升，支撑股市中长期走势。行业主题上，可关注化工为首的周期中盘蓝筹，以及国产 AI、卫星与半导体等。

图 1：中国制造业 PMI：时隔 8 个月再回扩张区域



数据来源：Wind, 东方证券研究所，统计截至 2025.12.31.

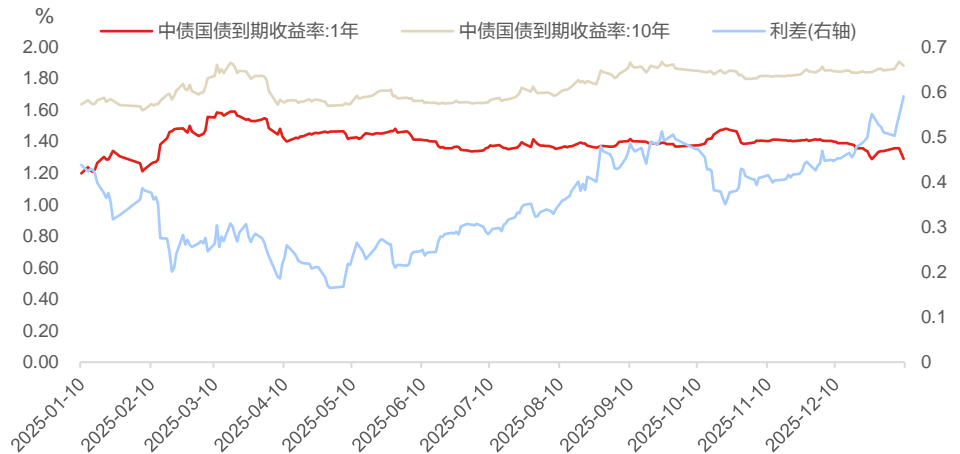
图 2：中国通胀：2015 年 12 月边际温和回升



数据来源：Wind, 东方证券研究所，统计截至 2025.12.31.

(2) 国内债市：权益上涨的风险偏好叠加通胀温和回升的预期，债券整体偏中性，债券内部继续关注短端品种。一方面，2026 年年初以来权益上涨的风险偏好叠加通胀温和回升的预期，推动债券利率上行，但经济仍是相对弱复苏态势，利率并不会形成上行趋势。另一方面，长端利率相对平稳，短端利率下行，可继续关注短端品种。

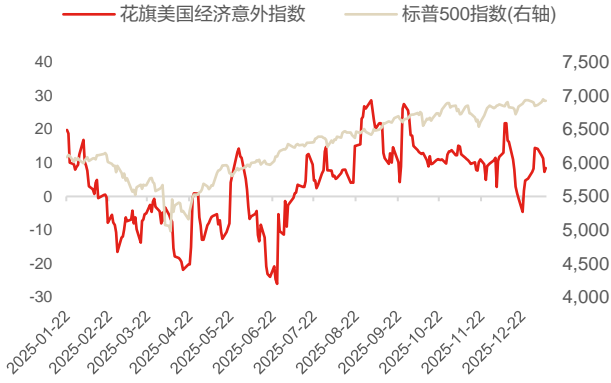
图 3：中债利率：2025Q4 长端利率相对平稳，短端利率下行趋势



数据来源：Wind, 东方证券研究所，统计截至 2026.01.09.

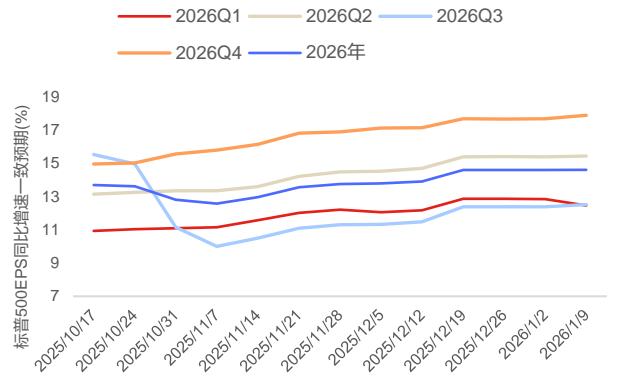
(3) 美股：经济韧性叠加降息预期下修，美股短期或偏中性震荡。分子端看，美国经济韧性仍在。美国 12 月制造业 PMI 为 47.9，环比下降 0.3%，而非制造业 PMI 为 54.4%，环比上升 1.8%。同时，2025 年 Q4 以来，市场对美股 2026 年的盈利预期持续上修。分母端看，就业市场韧性，使得 2026 年 1 月美联储降温预期降息，美债利率边际上行；同时标普 500 估值位于近 10 年历史的 90% 历史分位数，也相对压制美股表现。整体上，美股短期或维持中性震荡格局。

图 4：美国经济意外指数 2025 年下半年多数持续为正



数据来源：Wind, 东方证券研究所，统计截至 2026.01.05.

图 5：2025Q4 以来市场对标普 500 的 2026 年盈利预期持续上修



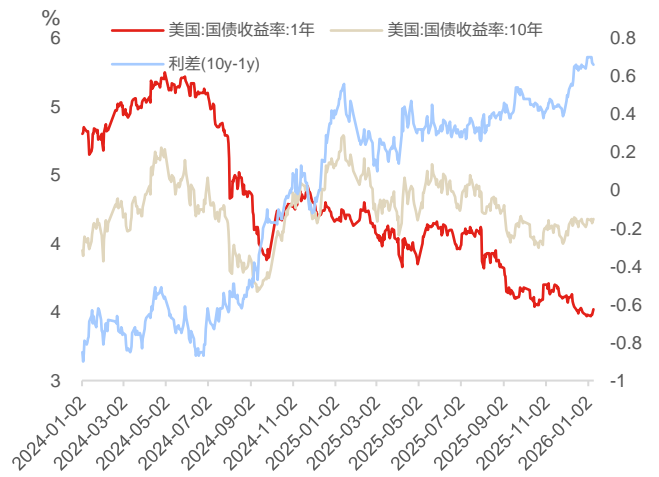
数据来源：Bloomberg, 东方证券研究所，统计截至 2026.01.09.

图 6：美联储 2026 年 1 月暂停降息概率高达 95%

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/1/28		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	95.0%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	26.1%	72.7%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.3%	33.8%	60.7%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.1%	2.7%	19.6%	47.3%	30.3%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.9%	7.8%	27.9%	42.2%	21.2%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.4%	3.7%	16.0%	33.7%	33.6%	12.6%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.1%	6.4%	19.9%	33.7%	29.0%	9.8%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.3%	2.3%	9.4%	23.0%	32.6%	24.7%	7.6%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.4%	2.6%	10.1%	23.4%	32.3%	23.9%	7.2%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.4%	2.7%	10.2%	23.6%	32.2%	23.7%	7.1%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.4%	2.6%	9.9%	23.0%	31.8%	24.0%	7.9%	0.3%	0.0%
2027/6/9	0.4%	2.5%	9.6%	22.4%	31.4%	24.4%	8.5%	0.6%	0.0%
2027/7/28	0.4%	2.4%	9.0%	21.3%	30.6%	25.0%	9.9%	1.3%	0.1%
2027/9/15	0.4%	2.3%	8.9%	21.1%	30.5%	25.1%	10.2%	1.5%	0.1%
2027/10/27	0.3%	2.1%	8.3%	20.0%	29.6%	25.6%	11.6%	2.3%	0.2%
2027/12/8	0.3%	2.0%	7.9%	19.3%	29.1%	25.8%	12.3%	2.8%	0.3%

数据来源：芝商所 FedWatch 工具, 东方证券研究所，统计截至 2026.01.13.

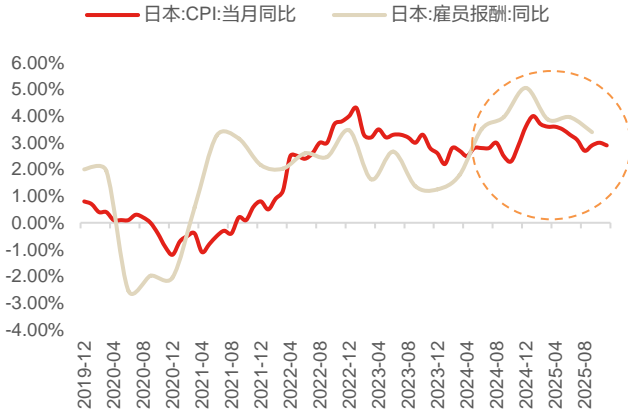
图 7：美债利率：整体下行趋势，2025 年 12 月底边际上行



数据来源：Wind, 东方证券研究所，统计截至 2026.01.09.

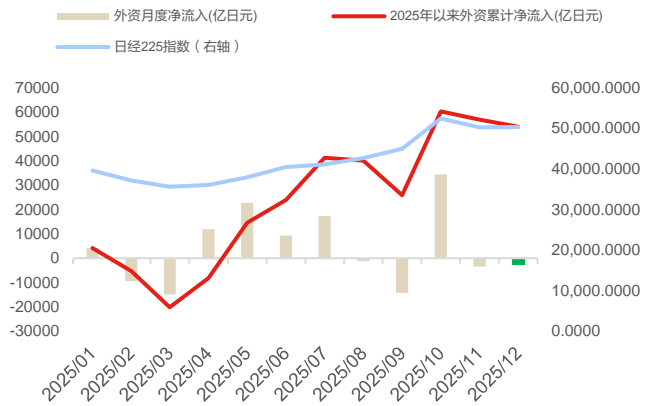
(4) 日股：日本经济温和复苏，外资资金边际小幅净流出，日股短期或偏中性震荡。经济数据方面，日本经济温和复苏，通胀边际降温。日本 2025 年 12 月制造业 PMI 为 50，环比上升 1.3%，服务业 PMI 为 51.1，环比下降 0.9%，其中制造业 PMI 为 2025 年 6 月以来重回扩张区间；日本 11 月 CPI 同比 2.9%、PPI 同比 2.73%，月度均小幅回落。整体看 2025 年以来通胀趋势边际降温。从 2024 年 6 月，日本的薪酬增持持续高于通胀水平，整体上日本经济维持良性的“工资-价格螺旋”轨道。从外资资金流看，2025 年日本股市外资净流入 5.41 万亿日元，但 11 月与 12 月小幅净流出。整体上，日本经济步入良性的“工资-价格螺旋”轨道，日本经济温和复苏，叠加外资持续资金边际小幅净流出，日股短期或偏中性震荡。

图 8：日本“工资-价格螺旋”良性循环持续正反馈



数据来源：Wind, 东方证券研究所，统计截至 2025.11.30

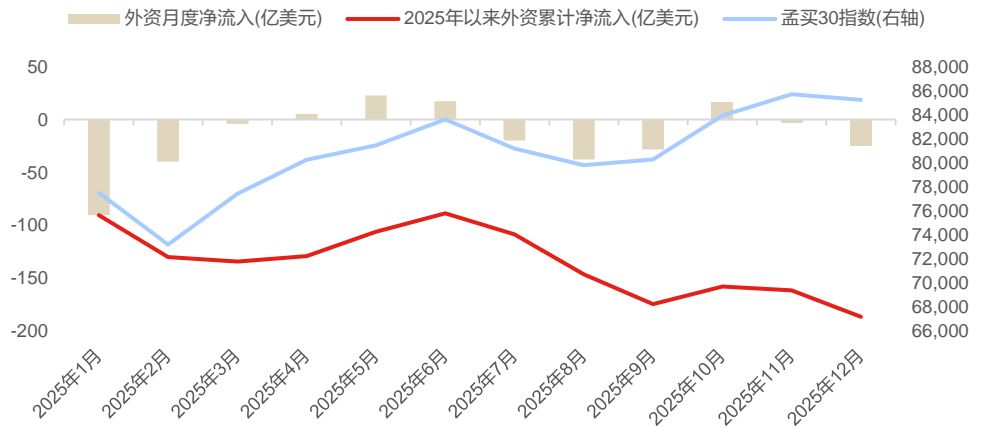
图 9：日本股市 2025 年度外资净流入，12 月月度边际净流出



数据来源：日本东证交易所，东方证券研究所，统计截至 2025.12.30.

(5) 印股：经济景气高位回落叠加 12 月外资边际净流出，印股短期或偏弱震荡格局。经济数据上，印度经济景气高位回落，2025 年 12 月印度制造业 PMI 为 55，环比下降 1.6%，创 2022 年 6 月份以来新低，服务业 PMI 为 58，环比下降 1.8%。从印度股市外资资金流看，印度股市受外资资金流影响较为显著。2025 年外资净流出 186.52 亿美元，12 月边际净流出 25.01 亿美元。

图 10：印度股市外资资金流：2025 年度外资净流出，12 月边际净流出

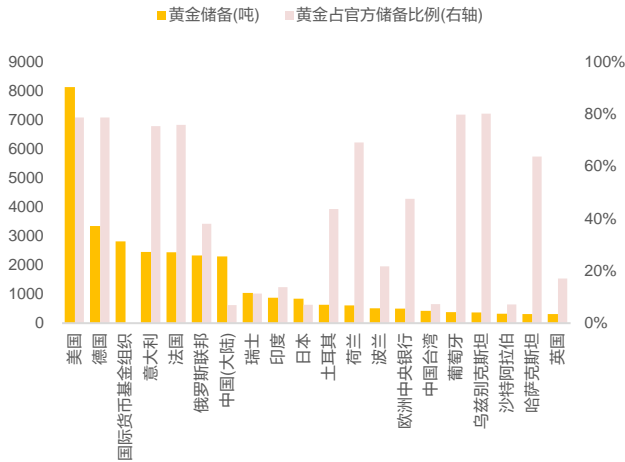


数据来源：Wind, 印度国家证券存管公司(NSDL), 东方证券研究所，统计截至 2025.12.31.

(6) 黄金：地缘紧张局势推动黄金再创新高，短期警惕波动放大风险，中长期配置价值仍然显著。2025 年，在特朗普关税政策、地缘风险以及美联储降息等多重因素推动下，黄金表现异常亮眼，沪金年度涨幅高达 58.57%。2026 年 1 月初，美国闪击委内瑞拉，点名伊朗、格陵兰岛，以及计划增加军费开支，加剧了局势紧张，截至 1 月 13 日黄金再创新高。但创新高后资金获利止盈，叠加美联储 1 月降息概率大幅下行，黄金短期波动风险放大。中长期看，黄金向上逻辑依然清晰：黄金的货币价值凸显，去美元化的进程持续、黄金对美元信用对冲的价值，全球地缘政治风险持续，以及全球央行的持续购金需求等，这些因素都支撑了黄金的长期走势。整体上，黄金短期或维持强势，但也需警惕短期波动放大风险，中长期配置价值仍然显著。

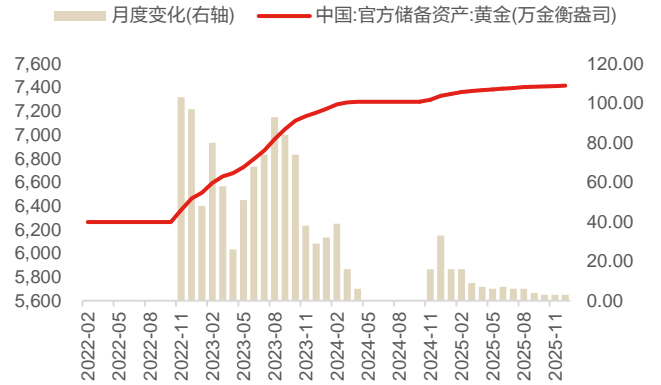
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 11: 官方黄金储备排名前 20: 中国央行黄金储蓄空间较大



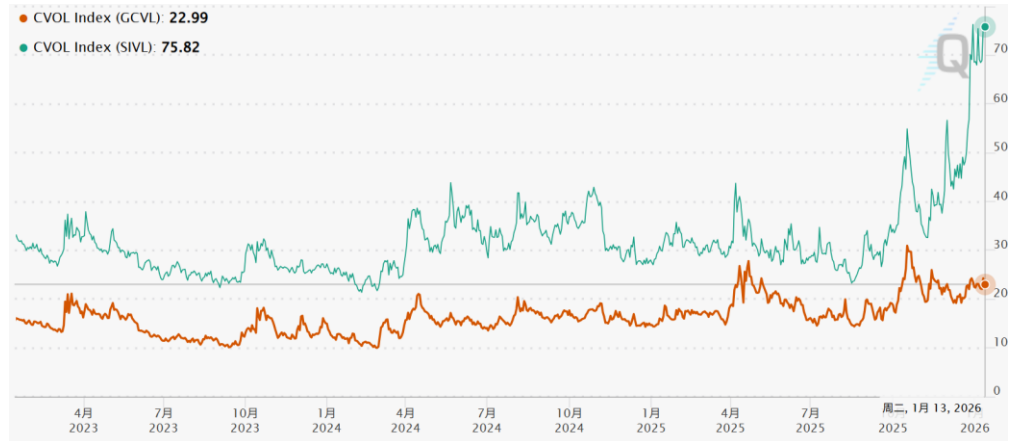
数据来源: 世界黄金协会, 东方证券研究所, 统计截至 2025.12.31

图 12: 中国央行从 2024 年 11 月以来连续 14 个月增持黄金



数据来源: Wind, 东方证券研究所, 统计截至 2025.12.31.

图 13: 黄金与白银期权隐含波动率指数相对偏高



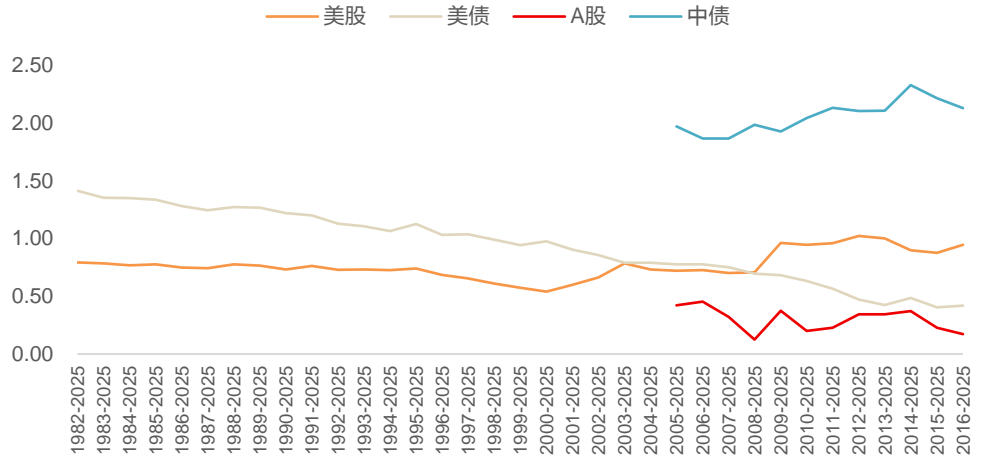
数据来源: 芝商所, 东方证券研究所, 统计截至 2026.01.13.

2. 稳健型组合设计思路：“组合保险+风险预算”两阶段法

2.1. 资产配置模型在国内投资应用的困境

多资产组合管理有两套经典的方法，一类是均值-方差最优化 (Mean-Variance Optimization, MVO) 及其衍生模型 (如 BL 模型)，另一类是基于风险预算的模型 (Risk Budgeting, RB)，典型代表如风险平价模型 (Risk Parity, RP)。在国内投资应用中，这两类模型都存在各自的局限型。首先，MVO 确定的有效前沿组合，对收益与风险都高度敏感，任何微小的变化都会导致投资组合权重发生大幅变化。其次，风险平价模型放弃对收益率的预测，从风险的维度，提供了更具稳健性的次优解。但是在国内投资应用中，由于 A 股的中长期夏普比率远低于债券资产，导致直接运用风险平价模型，投资组合中权益资产的占比过低，组合收益水平不尽人意。

图 14: 美股美债长期的夏普比相对接近, A 股夏普比远低于中债

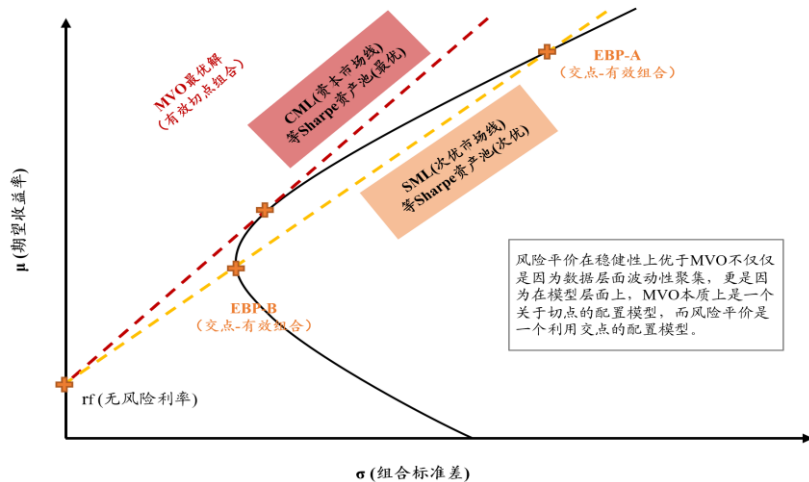


数据来源: 彭博, Wind, 东方证券研究所。注: A 股取中证 800; 中债选取中债-综合财富(总值)指数, 美股选取 MSCI US Net Total Return Index, 美债选取 Bloomberg US Agg Index, 月度收益率计算。

从风险平价模型的逻辑出现, 虽然风险平价模型的思想很简单, 即各类资产的风险贡献相同, 但严格说来却忽视了该模型能够有效实施的一个重要前提。Qian (2005) 对风险平价做了一个总结: “风险平价组合 (Risk Parity Portfolio, RPP) 是一组包含股票、债券、商品等有效 beta 投资组合 (Efficient Beta Portfolio, EBP), 并且在不同资产类别上拥有相等的市场风险配置的投资组合。”换句话说, 风险平价本质上是一个两阶段的策略: 在第一阶段, 投资者需要找到有效 beta 投资组合 (EBP), 在第二阶段, 然后才是在各个有效 beta 投资组合之间做出风险均等的配置。从实证的角度来看, 第一阶段的缺失, 即缺乏有效的 beta 投资组合, 往往是风险平价后效果不及预期的根本原因。

相对均值方差最优化 (MVO) 模型, 人们往往认为风险平价 (RP) 与 MVO 是两套互不隶属的方法。因为两者的差异是显而易见的, 风险平价模型不需要考虑收益, 仅基于风险进行资产配置决策, 而 MVO 是需要同时考虑风险与收益的。但是, 在一定的条件下风险平价模型与 MVO 是等价的, 此时需要满足两个条件: 其一, 各资产的夏普比率相等; 其二, 各类资产之间的相关性相等。

图 15: 均值方差最优化 (MVO) 与风险平价 (RP) 的几何直观理解



数据来源: 东方证券研究所, Roncalli (2013)。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2.2 优化思路 1: 利用组合保险方法优化高风险资产的夏普比

前文提到了由于国内 A 股资产的长期夏普比，远低于债券资产的夏普比，导致直接应用风险平价策略的收益效果不佳。其中 A 股资产历史中表现出的最主要特征就是，波动很高、收益不足，导致组合夏普比率不高。利用组合保险策略（策略简介可参考附录 A-1）通过对高波动的股票资产进行滤波，可一定程度上约束损失下限，同时又把握资产上涨的机会。从实践效果看，组合保险方法能在中长期有效优化高波动资产的收益风险比。

以国内股债 CPPI 组合为例，A 股选取中证 800、债券选取中债综合财富总值指数，分别构建两组股债 CPPI 组合。其中，CPPI1 实现收益与股票资产相当，CPPI2 组合实现收益与股债等权组合相当，但两组 CPPI 组合的风险均优于对应的组合。

图 16: CPPI 组合净值曲线: CPPI 策略可有效优化 A 股的长期收益风险比



数据来源: Wind, 东方证券研究所; 数据统计区间: 2009.01.01-2025.12.31。

表 4: CPPI 组合与股票及股债等权组合历史业绩对比

	中证 800	中债综合	股债等权组合	CPPPI1	CPPPI2
2009	103.65%	-0.32%	42.81%	50.79%	35.04%
2010	-7.32%	2.05%	-1.91%	-2.65%	-1.09%
2011	-27.38%	5.29%	-12.08%	-4.54%	-2.18%
2012	5.81%	3.63%	5.52%	1.70%	3.08%
2013	-2.14%	-0.47%	-0.67%	-3.83%	-1.95%
2014	48.28%	10.34%	28.73%	31.88%	26.26%
2015	14.91%	8.15%	13.16%	9.49%	8.41%
2016	-13.27%	1.83%	-4.93%	-5.62%	-2.94%
2017	15.16%	0.23%	7.50%	6.16%	3.97%
2018	-27.38%	8.21%	-10.97%	-3.99%	-1.18%
2019	33.71%	4.64%	18.87%	18.41%	13.04%
2020	25.79%	2.98%	14.35%	12.20%	9.28%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2021	-0.76%	5.09%	2.27%	2.49%	3.46%
2022	-21.32%	3.29%	-9.26%	-5.14%	-2.93%
2023	-10.37%	4.76%	-2.89%	-1.11%	0.70%
2024	12.20%	7.64%	10.75%	7.44%	8.31%
2025	20.89%	0.65%	10.61%	8.59%	5.83%
全样本	180.05%	93.31%	156.72%	183.66%	158.09%
年化收益率	6.49%	4.10%	5.92%	6.57%	5.96%
年化波动率	22.69%	1.21%	11.28%	9.98%	7.11%
最大回撤	-50.91%	-3.55%	-25.42%	-27.60%	-20.06%
夏普比率	0.39	3.33	0.57	0.69	0.85
卡玛比率	0.13	1.15	0.23	0.24	0.30
月胜率	52.94%	73.04%	57.84%	59.31%	63.24%

数据来源：Wind, 东方证券研究所; 数据区间：2009.01.01-2025.12.31.

2.3 优化思路 2：融合目标配置中枢风险预算策略

股债风险平价模型会过度配置债券资产，而低配股票资产。提高股票的配置比例，常见的有两种方法。第一种，对债券资产增加杠杆，然后再与股票资产做风险平价组合。但受限于资金成本，通过对债券加杠杆的方式降低债券的权重在国内也难于应用；第二种方法，采用风险预算模型。通过增加股票资产的风险预算比例，从而适当提高股票资产的配置权重。

但对于固定风险预算比例的组合，由于股债的波动率长期并不稳定，导致股债仓位的变化也相对较大。且由于风险预算到最后配置权重之间的映射关系并非十分明确，对于不同类型股债资产搭配的股债组合，风险预算比例参数也需要不断尝试调整。如何合理的设计风险预算比例，从而将股债配置中枢达到预期的水平？

我们通过对风险预算的拆解，从而实现将目标股债配置中枢融入到股债风险预算配置模型中（风险预算模型简介参考附录 A-2）。当各资产间的相关系数等于 0，于是资产的风险预算比等于：

$$\frac{b_i}{b_j} = \frac{w_i^2 \sigma_i^2}{w_j^2 \sigma_j^2}$$

反过来说，当我们根据 $w_i^2 \sigma_i^2$ 比例对资产 i 做风险预算时，资产 i 的风险预算的解即为 w_i 。

于是，我们可以将风险预算拆解成两部分。第一部分：目标股债配置中枢的平方。股债配置中枢可以根据我们投资目标等确定。第二部分：股债波动率之比的平方。需要注意的是，此处计算作为风险预算参数的股债波动率之比的数据区间，与给定风险预算之后，求解风险预算投资组合权重时，计算股债协方差矩阵 Σ 时的数据区间应避免完全一致。操作上，建议前者偏中长期，后者偏短期化。这样可以避免模型的结果退化为目标配置中枢，同时可以更加动态的根据资产的风险变化做出配置。对于股债二元的风险预算拆解如下：

$$b_{\text{股}} : b_{\text{债}} = \left(\frac{w_{\text{股}}}{w_{\text{债}}} \right)^2 \times \left(\frac{\sigma_{\text{股}}}{\sigma_{\text{债}}} \right)^2$$

也即，**股债风险预算之比 = 目标股债配置中枢² * 波动率之比²**。

于是，融合目标配置中枢的风险预算设计，同时根据资产波动率在横截面与时间序列两个维度上的变化，动态调整配置权重。横截面上，如果资产 A 的短期波动与截面其他资产的短期波动相比，

相对降低，那么资产 A 的权重会边际增加。其次，如果资产 A 的短期波动与自身时间序列上中长期的波动相比，相对降低，资产 A 的权重也会边际增加。

2.4 “组合保险+风险预算”：兼顾收益弹性与风险控制

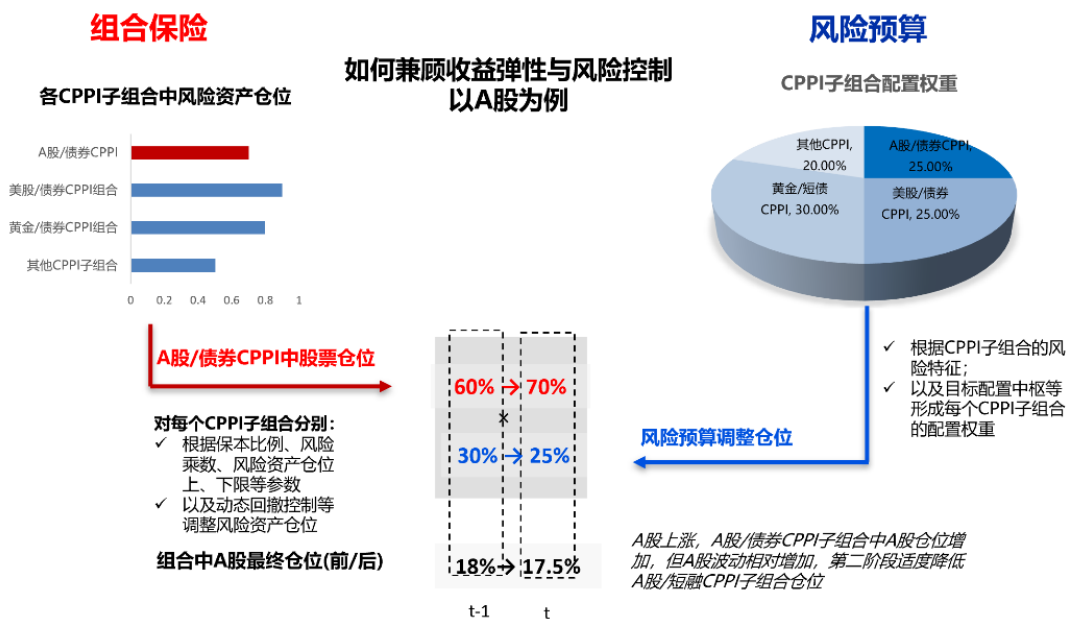
从资产池的有效性出发，前文组合保险策略的实证结果也体现出组合保险策略能优化风险资产的收益风险比，基于以上思路，我们提出一种多资产组合设计的新思路（“组合保险+风险预算”）：第一阶段，我们采用 CPPI（类保本策略）的思想，将单个风险资产通过 CPPI（风险资产/安全资产）组合的形式，提高组合夏普比，使得风险资产变得“有效”，同时保留部分该风险资产自身的波动属性；第二阶段：基于各子组合的风险特征，进行风险预算投资组合。此外，本文提出的“组合保险+风险预算”两阶段组合设计方法仍然是完全基于风险特征的决策，不依赖资产收益的预测，具有很好的稳健性。

“组合保险+风险预算”两阶段方法的典型特征有：

（1）收益弹性与风险控制的有效结合：在牛市中把握上涨机会，熊市中有效规避下行风险。收益弹性来体现在第一阶段组合保险策略，比如 CPPI 策略本身是一种在控制最大损失的基础上，追求收益弹性的动量型的策略，能捕捉收益上涨的机会。风险控制来自于三个层次：层次一，构建组合保险子组合时，可以根据保本比例、风险乘数、风险资产仓位上、下限等，约束每个子组合在每个保本期的最大损失；层次二、可以针对每个 CPPI 子组合构建的时候增加动态回撤控制，以规避所有风险资产同时下跌时的极端下行风险。层次三，第二阶段依据每个 CPPI 组合风险特征，进行风险预算配置，可以进一步分散风险。

（2）多元化配置：可股票、债券、商品与海外权益等结合，资产搭配自由化程度高。同时，可以根据参数个性化设计，满足不同风险偏好的需求。

图 17：“组合保险+风险预算”：兼顾收益弹性与风险控制



数据来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3. 股债目标配置中枢风险预算组合

3.1 投资情景与方案设计

投资情景：在低利率环境下，固收加策略通过“债券打底+权益增强”的组合模式，可缓解纯债资产收益下滑的问题。投资需求上，聚焦国内股票、债券两类资产，战略配置上股债配置中枢分别为常见的 1:9、2:8、3:7 的股债配置，业绩目标相对股债固定比例投资组合具有一定优势。

配置方案设计：采用融合股债目标配置中枢的动态风险预算方法设计股债投资组合。该方法可将股债配置中枢达到预期的水平，同时相比于固定配置中枢的股债组合，其长期收益风险比相对更优。

策略 1：股债目标配置中枢风险预算策略（股债 RB）：

底层资产：A 股（中证 800）、债券（政金债 7-10 年财富）。

组合构建方法：月末调仓，利用滚动 3 年数据计算中长期波动率，近 252 个交易日数据计算短期动态波动率（指数加权移动平均法）。并分别构建股债目标配置为 1: 9、2: 8、3:7 三类配置中枢组合。

策略 2：“CPPI+RB”两阶段股债目标配置中枢策略（股债 CPPI_RB）

底层资产：A 股（中证 800）、债券（政金债 7-10 年财富）、短融。

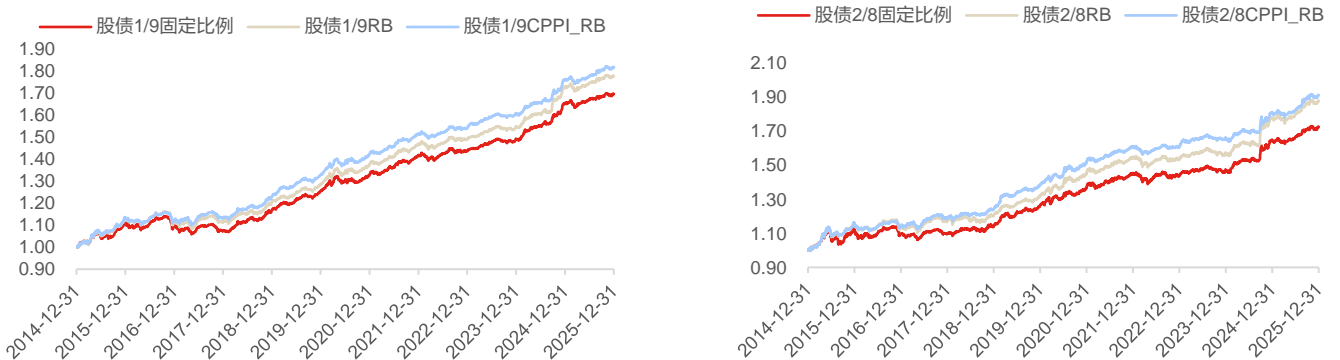
组合构建方法：采用“组合保险（CPPI）+风险预算(RB)”两阶段法组合设计方法。第一阶段（CPPI）：将中证 800 与短融资产构建中证 800/短融 CPPI 组合。月末调仓。第二阶段（RB）：采用融合目标配置中枢的风险预算方法，将中证 800/短融 CPPI 与债券资产，基于风险特征进行配置。月末调仓。并分别构建股债配置比为 1: 9、2: 8、3:7 三类配置中枢组合。

基准组合：股债固定目标中枢组合，月度再平衡。

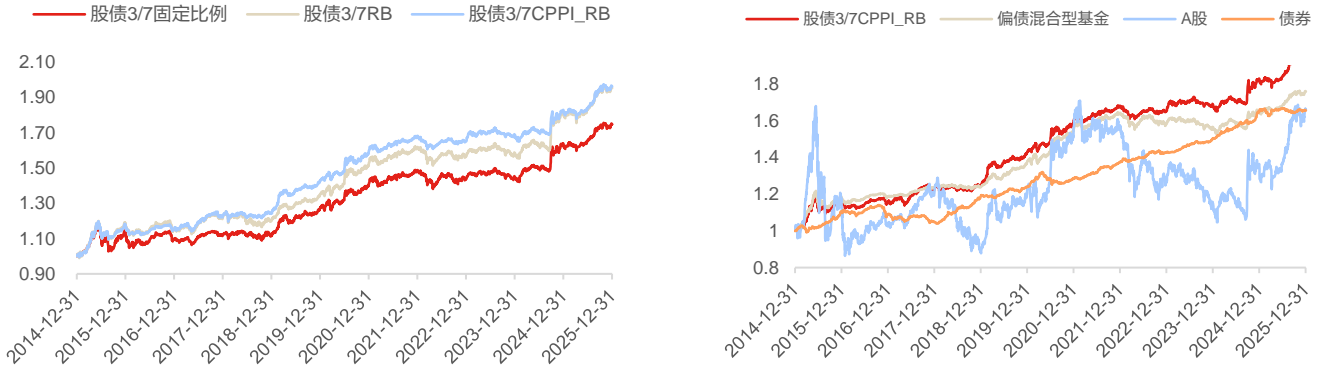
3.2 组合业绩分析

整体而言，回测区间内（2015/01/05–2025/12/31），在相同股债配置中枢下：融合股债目标配置中枢风险预算策略的业绩优于固定配置中枢的股债组合，其中，两阶段的股债 CPPI_RB 组合优于股债 RB 组合。从风险角度看，股债 CPPI_RB 优于股债 RB 组合，优于股债固定中枢组合。

图 18：不同类型股债配置中枢策略历史净值曲线



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：Wind, 东方证券研究所；数据区间：2015.01.01–2025.12.31。

表 5：不同类型股债配置中枢策略历史风险收益统计

区间	股债固定配置中枢组合			股债配置中枢的 RB 组合			股债配置中枢 CPPI_RB 组合			A 股	债券
	股债 1/9	股债 2/8	股债 3/7	股债 1/9 RB	股债 2/8 RB	股债 3/7 RB	股债 1/9 CPPI_RB	股债 2/8 CPPI_RB	股债 3/7 CPPI_RB		
2015	11.62%	12.70%	13.65%	13.32%	16.08%	18.55%	13.49%	15.88%	17.71%	16.34%	10.41%
2016	-1.84%	-2.64%	-3.52%	-1.63%	-2.30%	-2.99%	-1.21%	-1.58%	-2.19%	-11.70%	-1.12%
2017	-1.95%	0.03%	2.04%	0.01%	3.23%	5.93%	1.07%	4.21%	6.47%	17.11%	-3.90%
2018	8.41%	4.08%	-0.12%	7.79%	3.05%	-1.30%	8.20%	4.51%	1.59%	-25.95%	12.88%
2019	7.66%	10.72%	13.82%	6.92%	9.53%	12.21%	8.28%	11.66%	14.66%	36.49%	4.63%
2020	6.26%	8.69%	11.12%	7.25%	10.42%	13.42%	7.34%	9.95%	12.03%	28.14%	3.84%
2021	6.39%	5.81%	5.23%	6.60%	6.23%	5.80%	6.35%	5.70%	5.08%	0.93%	6.95%
2022	1.30%	-1.06%	-3.41%	1.37%	-1.01%	-3.31%	1.53%	-0.30%	-1.84%	-19.62%	3.66%
2023	3.85%	2.49%	1.14%	3.92%	2.64%	1.36%	4.50%	3.56%	2.48%	-8.32%	5.20%
2024	10.80%	11.58%	12.28%	11.57%	12.94%	14.00%	9.41%	8.71%	7.76%	15.40%	9.96%
2025	2.49%	4.77%	7.09%	2.78%	5.42%	7.93%	3.09%	5.55%	7.67%	23.91%	0.22%
累计收益率	69.30%	72.43%	74.71%	77.45%	87.54%	95.24%	81.38%	90.97%	96.19%	65.71%	65.37%
年化收益率	5.09%	5.27%	5.40%	5.55%	6.11%	6.51%	5.77%	6.29%	6.56%	4.87%	4.85%
年化波动率	2.82%	4.48%	6.50%	2.74%	4.29%	6.12%	2.58%	3.82%	5.22%	21.98%	2.41%
最大回撤	-7.28%	-8.63%	-13.75%	-6.98%	-6.40%	-8.79%	-5.20%	-5.07%	-8.70%	-48.53%	-8.85%
夏普比率	1.77	1.17	0.84	1.99	1.40	1.06	2.19	1.61	1.24	0.33	1.98
卡玛比率	0.70	0.61	0.39	0.80	0.95	0.74	1.11	1.24	0.75	0.10	0.55
月胜率	70.45%	63.64%	61.36%	75.00%	64.39%	62.12%	75.00%	67.42%	64.39%	52.27%	68.94%

数据来源：Wind, 东方证券研究所，数据区间：2015.01.01–2025.12.31。注：A 股为中证 800 全收益指数，债券资产为政金债 7-10 年财富指数。

3.3 配置权重与边际变化

从股债历史平均配置仓位必看，三类配置中枢组合中，股债配置均满足目标配置中枢的要求。2025 年 12 月底股债配置：股债配置中枢的 RB 组合中，适度增持 A 股权重，债券内部增持长债、降低短债。

表 6：股债目标配置中枢风险预算组合：最新权重与边际变化

	股债目标中枢 1/9RB		股债目标中枢 2/8RB		股债目标中枢 3/7RB	
	股票权重	债券权重	股票权重	债券权重	股票权重	债券权重
最新配置权重	8.62%	91.38%	18.11%	81.89%	27.40%	72.60%
月度变化	0.58%	-0.58%	1.00%	-1.00%	1.37%	-1.37%
季度变化	-1.73%	1.73%	-3.02%	3.02%	-4.29%	4.29%
历史平均数	10.33%	89.67%	20.49%	79.51%	30.22%	69.78%
历史中位数	9.51%	90.49%	19.41%	80.59%	29.19%	70.81%
历史最小值	3.84%	74.53%	8.48%	56.31%	13.80%	42.85%
历史最大值	25.47%	96.16%	43.69%	91.52%	57.15%	86.20%

数据来源：Wind, 东方证券研究所；数据区间：2015.01.01–2025.12.31.

表 7：股债目标配置中枢“CPPI+RB”组合：最新权重与边际变化

	股债目标中枢 1/9 CPPI_RB			股债目标中枢 2/8CPPI_RB			股债目标中枢 3/7CPPI_RB		
	股票	债券	短融	股票	债券	短融	股票	债券	短融
最新配置权重	6.81%	89.88%	3.31%	13.65%	79.72%	6.63%	20.31%	69.83%	9.86%
月度变化	-1.63%	-0.74%	2.37%	-3.73%	-0.97%	4.70%	-5.85%	-1.11%	6.96%
季度变化	-4.98%	2.98%	2.00%	-8.97%	4.85%	4.12%	-12.67%	6.47%	6.20%
历史平均数	9.67%	83.77%	6.56%	17.80%	70.21%	11.99%	24.84%	58.56%	16.60%
历史中位数	8.26%	84.66%	6.24%	15.61%	70.75%	11.76%	23.10%	58.37%	16.55%
历史最小值	2.16%	50.14%	0.50%	4.67%	30.80%	1.12%	7.49%	20.69%	1.77%
历史最大值	33.56%	95.95%	21.70%	47.03%	90.50%	35.31%	56.15%	84.73%	44.57%

数据来源：Wind, 东方证券研究所；数据区间：2015.01.01–2025.12.31.

4. 低波动“固收+”组合

4.1 投资情景与方案设计

投资情景：面对“股债双杀”极端行情时，股债组合不可避免的出现大幅下行风险。通过适度加入商品（黄金）资产，降低股债双杀时组合的波动风险。投资需求上，聚焦国内股票、债券、黄金资产，追求长期稳健的投资收益，战略配置上，股票：黄金：债券的配置中枢约为 1:1:4，同时满足高风险资产（A 股+黄金）的仓位不超过 40%。

配置方案设计：

采用“组合保险（CPPI）+风险预算(RB)”两阶段法的组合设计思路（以下简称 CPPI_RB）。第一阶段：用类保本策略（CPPI）方法，将风险资产（A 股、黄金）与安全资产（短融）打包，优化风险资产。第二阶段：采用融合目标配置中枢的风险预算方法（RB），对各打包后的资产组合 CPPI（风险资产 i，短融资产）与债券资产，基于风险特征进行配置，形成最终的 FOF 组合方案。

底层标的资产选择：A 股资产（中证 800）、黄金资产（SGE 黄金 9999）、债券（中债 7-10 年政金债财富指数）、中证短融。

组合构建方法：第一步（CPPI 调仓）：月末调仓，在每个月末根据安全垫和风险乘数对投资组合再平衡；第二步（RB 调仓）：月末调仓，利用滚动 3 年数据计算中长期波动率，近 252 个交易日

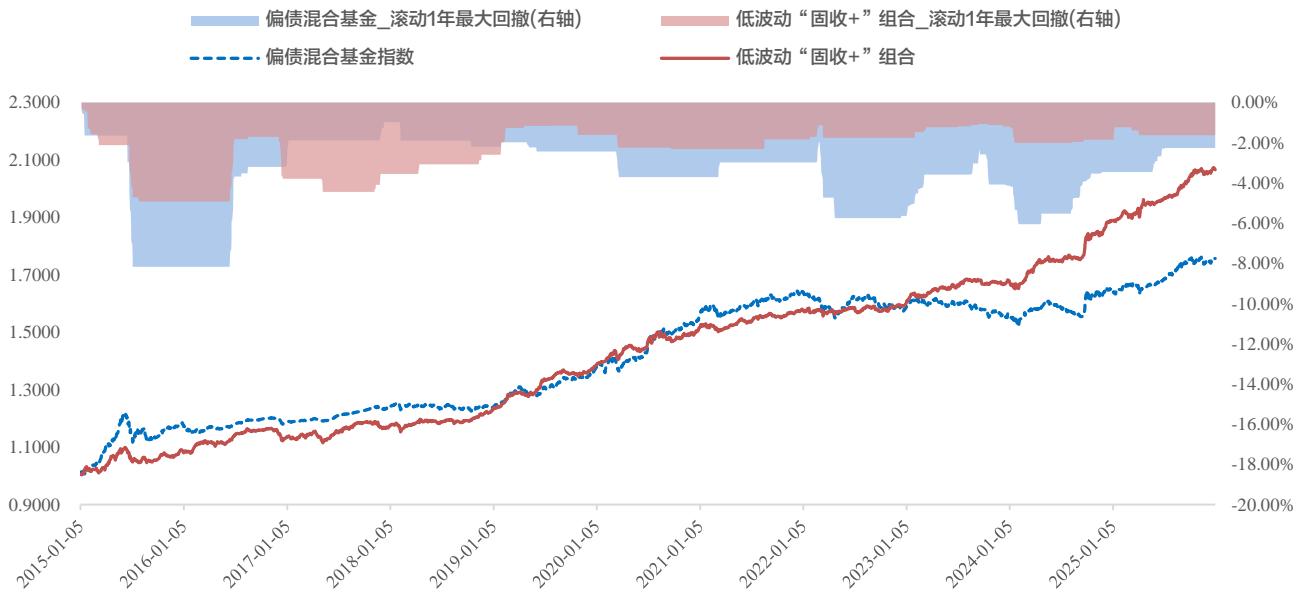
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

日数据计算短期动态波动率（指数加权移动平均法）。其中，A 股：黄金：债券的目标配置中枢=1: 1: 4。此外，对各资产权重进行约束限制，A 股权重 $\in [0.05, 0.4]$ ，黄金权重 $\in [0.05, 0.4]$ 。债券资产权重 $\in [0.4, 1]$ 。

4.2 组合业绩分析：2025 年录得 9.47%

整体而言，回测区间内（2015/01/01–2025/12/31），低波动“固收+”策略年化收益率为 7.08%，年化波动率 3.47%，最大回撤-4.92%，夏普比率 1.99，卡玛比率 1.44。此外，策略净值曲线走势平稳，持有体验较好：月度胜率 72.73%，自 2015 年以来，从任一时刻开始，锁定 6 个月后，收益为正的的概率为 90.90%，锁定 12 个月后，收益为正的的概率 99.92%。

图 19：低波动“固收+”策略：净值曲线



数据来源：Wind, 东方证券研究所；数据区间：2015.01.01–2025.12.31。

表 8：低波动“固收+”策略：历史月度收益率

区间	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	1.90%	0.46%	-0.30%	4.73%	1.06%	-1.15%	-2.10%	0.77%	0.15%	1.84%	-0.93%	2.13%
2016	-0.62%	2.80%	0.44%	-0.31%	0.13%	2.15%	0.99%	0.60%	0.28%	0.34%	-0.52%	-2.14%
2017	-0.09%	1.20%	-0.11%	-0.52%	-0.60%	2.15%	1.22%	0.74%	0.62%	-0.21%	-1.17%	0.10%
2018	0.55%	-0.38%	0.84%	0.57%	0.31%	-0.34%	0.71%	-0.50%	0.24%	0.66%	1.19%	1.00%
2019	1.31%	2.80%	0.84%	-0.48%	0.55%	3.03%	0.97%	1.20%	-0.31%	-0.34%	0.70%	1.86%
2020	0.89%	1.71%	0.28%	2.17%	-1.12%	0.87%	2.59%	0.25%	-1.56%	0.60%	0.86%	1.65%
2021	0.09%	-0.45%	0.12%	0.92%	1.35%	-0.56%	0.99%	0.39%	-0.34%	0.19%	0.55%	0.98%
2022	-0.85%	0.56%	-0.46%	0.22%	0.42%	0.48%	-0.52%	0.47%	-0.79%	0.00%	1.06%	0.35%
2023	2.20%	-0.42%	1.10%	0.46%	0.08%	0.52%	1.43%	0.02%	-0.93%	0.41%	-0.04%	0.52%
2024	-1.63%	1.96%	2.05%	1.23%	0.30%	0.09%	1.02%	-0.45%	3.95%	0.72%	0.41%	2.02%
2025	0.49%	0.17%	1.11%	1.27%	0.06%	0.74%	0.54%	1.69%	1.59%	1.21%	-0.30%	0.55%

数据来源：Wind, 东方证券研究所；数据区间：2015.01.01–2025.12.31。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 9：低波动“固收+”策略：历史业绩统计

区间	累计收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡玛比率	月胜率
2015	8.73%	9.03%	5.11%	-4.92%	1.72	1.84	66.67%
2016	4.14%	4.28%	3.53%	-3.80%	1.20	1.13	66.67%
2017	3.32%	3.43%	3.59%	-3.56%	0.96	0.96	50.00%
2018	4.93%	5.12%	2.76%	-2.60%	1.82	1.97	75.00%
2019	12.73%	13.18%	3.00%	-1.62%	4.15	8.16	75.00%
2020	9.51%	9.88%	4.01%	-2.31%	2.37	4.28	83.33%
2021	4.29%	4.45%	2.44%	-1.83%	1.80	2.43	75.00%
2022	0.95%	0.99%	2.78%	-1.76%	0.37	0.56	58.33%
2023	5.44%	5.68%	2.55%	-1.19%	2.18	4.76	75.00%
2024	12.20%	12.74%	3.89%	-1.84%	3.10	6.93	83.33%
2025	9.47%	9.84%	3.58%	-1.62%	2.64	6.07	91.67%
年度平均值	6.88%	7.15%	3.39%	-2.46%	2.03	3.55	72.73%
近 10 年	90.04%	6.89%	3.26%	-4.45%	2.06	1.55	73.33%
近 7 年	68.33%	8.03%	3.24%	-2.31%	2.40	3.48	77.38%
近 5 年	36.35%	6.66%	3.11%	-2.01%	2.09	3.32	76.67%
近 3 年	29.51%	9.38%	3.39%	-2.01%	2.66	4.67	83.33%
近 1 年	9.47%	9.84%	3.58%	-1.62%	2.64	6.07	91.67%
近 1 月	0.55%	6.19%	2.55%	-0.46%	2.36	13.42	100.00%
全样本	106.63%	7.08%	3.47%	-4.92%	1.99	1.44	72.73%

数据来源：Wind, 东方证券研究所; 数据区间：2015.01.01-2025.12.31。

4.3 配置权重与边际变化

低波动“固收+”策略完全依据各类资产的历史风险特征，设计各类资产的配置权重。截至 2025 年 12 月 31 日，模型最新权重为：中证 800（10.78%）、黄金（5.99%）、政金债 7-10 年（75.09%）、短融（8.14%）。**边际上**，策略 2025 年 12 月底边际增持短融（+6.11%），降低政金债 7-10 年（-4.58%）、中证 800（-1.25%）、黄金（-0.28%）的配置权重。

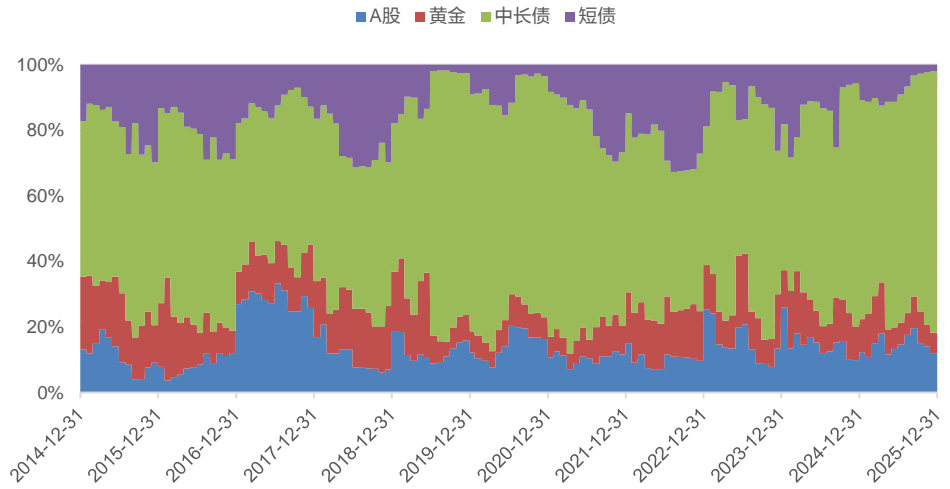
策略两阶段配置权重拆解：（1）第一阶段（CPPI）：2025 年 12 月底为 2026 年保本期初，再平衡后各子组合内部降低 A 股（-22.69%）、黄金（-22.69%）的配置权重。（2）第二阶段（RB）：根据风险预算策略，第二阶段增加 A 股/短融 CPPI 子组合（+2.65%）、黄金/短融 CPPI 子组合（+1.95%）的权重，降低政金债（-4.58%）的权重。

表 10：低波动“固收+”策略：最新穿透权重与边际变化

	A 股权重	黄金权重	债券权重	短融权重
最新配置权重	10.78%	5.99%	75.09%	8.14%
月度变化	-1.25%	-0.28%	-4.58%	6.11%
季度变化	-4.07%	-3.84%	2.51%	5.40%
历史平均数	13.80%	12.64%	58.11%	15.45%
历史中位数	12.03%	12.52%	57.21%	13.29%
历史最小值	3.65%	4.50%	40.00%	1.73%
历史最大值	33.27%	31.42%	82.73%	32.69%

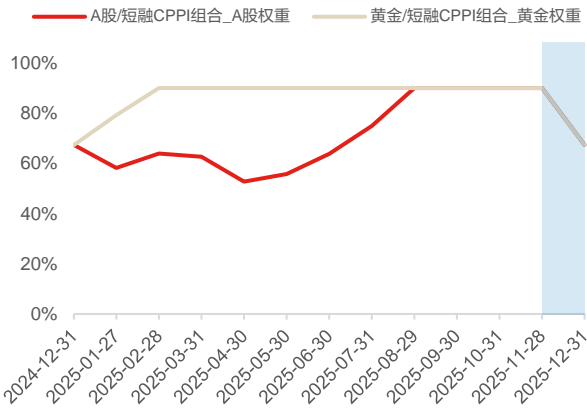
数据来源：Wind, 东方证券研究所; 数据区间：2014.12.31-2025.12.31。

图 20：低波动“固收+”策略：资产配置权重变化



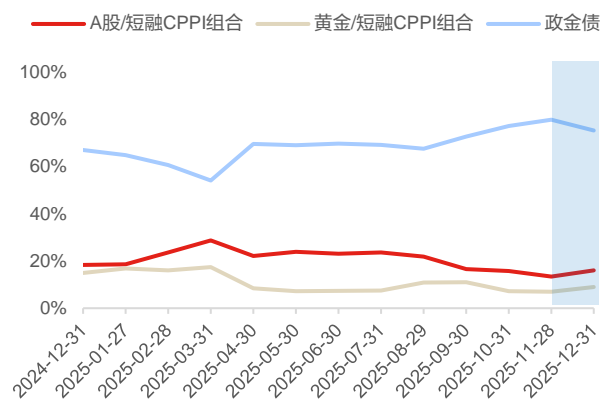
数据来源：Wind, 东方证券研究所; 数据区间: 2014.12.31-2025.12.31。

图 21：阶段 1：2 个 CPPI 子组合内风险资产权重变化



数据来源：Wind, 东方证券研究所，数据统计区间：2024.12.31-2025.12.31。

图 22：阶段 2：2 个 CPPI 组合+债券的风险预算权重



数据来源：Wind, 东方证券研究所，数据统计区间：2024.12.31-2025.12.31。

4.4 策略落地：基于 ETF 资产实现跟踪

从策略落地的角度看，本报告构建的低波动“固收+”策略，可以很好的由对应的 ETF 资产实现跟踪。整体而言，低波动“固收+”策略可跟踪性较为优异，近乎“所见即所得”。

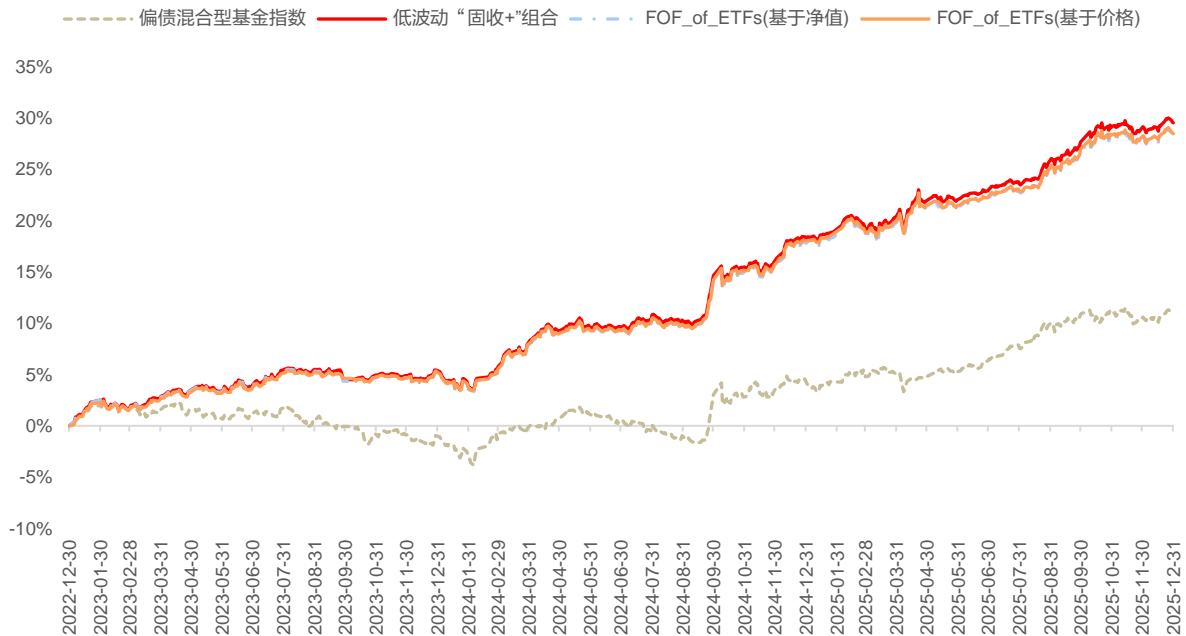
截至 2025 年 12 月 31 日，2023 年以来低波动“固收+”策略年化收益 9.38%。基于 ETF 资产构建的组合（FOF_of ETFs）：（1）以 ETF 净值为基准，FOF_of ETFs 组合（基于净值）2023 年以来年化收益率 9.05%；（2）以场内价格为基准，FOF_of ETFs（基于价格）2023 年以来年化收益率 9.07%。

表 11：低波动“固收+”策略可由 ETF 资产实现跟踪（2023 年以来）

	偏债混合基金指数	低波动固收加组合	FOF_of ETFs (基于净值)	FOF_of ETFs (基于价格)
累计收益率	11.14%	29.51%	28.39%	28.46%
年化收益率	3.73%	9.38%	9.05%	9.07%
年化波动率	3.92%	3.39%	3.40%	3.53%
最大回撤	-6.05%	-2.01%	-2.10%	-1.81%
夏普比率	0.95	2.66	2.56	2.47
卡玛比率	0.62	4.67	4.31	5.01
月胜率	55.56%	83.33%	80.56%	80.56%

数据来源：Wind, 东方证券研究所, 数据统计区间：2022.12.31–2025.12.31。

图 23：低波动“固收+”策略以及 FOF_of ETFs 累计收益率曲线（2023 年以来）



数据来源：Wind, 东方证券研究所, 数据统计区间：2022.12.31–2025.12.31。

5. 全球大类资产配置组合

5.1 投资情景与方案设计

投资情景：当今全球局势动态多变，大国政策变动（如贸易战、税收调整）、地缘冲突（如俄乌战争）或自然灾害（如疫情）都可能对本地市场造成重大冲击。从全球角度看，跨地区资产间的相关性比单一市场内部资产间的相关性显著较低，通过全球资产配置，可以寻找到尽可能多的低相关性资产，从而有效分散风险，提升组合收益风险比。投资需求上，根据市场环境捕捉跨市场、多资产类别机会（A 股权益、债券、黄金等国内资产，以及海外权益等资产），以寻求长期稳健的类绝对收益目标。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

配置方案设计：采用“组合保险（CPPI）+风险平价（RP）”两阶段法的 FOF 组合设计思路（以下简称 CPPI_RP）。第一阶段：用类保本策略（CPPI）的方法，将风险资产（如，A 股、黄金、美股等）与安全资产（债券）打包，提升风险资产的夏普比，同时保留各风险资产自身的波动属性。第二阶段：利用风险平价方法（RP），对各打包后的资产组合 CPPI（风险资产 i，债券资产），基于风险特征进行配置，形成最终的 FOF 组合方案。

5.2 全球多资产配置策略 I：A 股+债券+黄金+美股

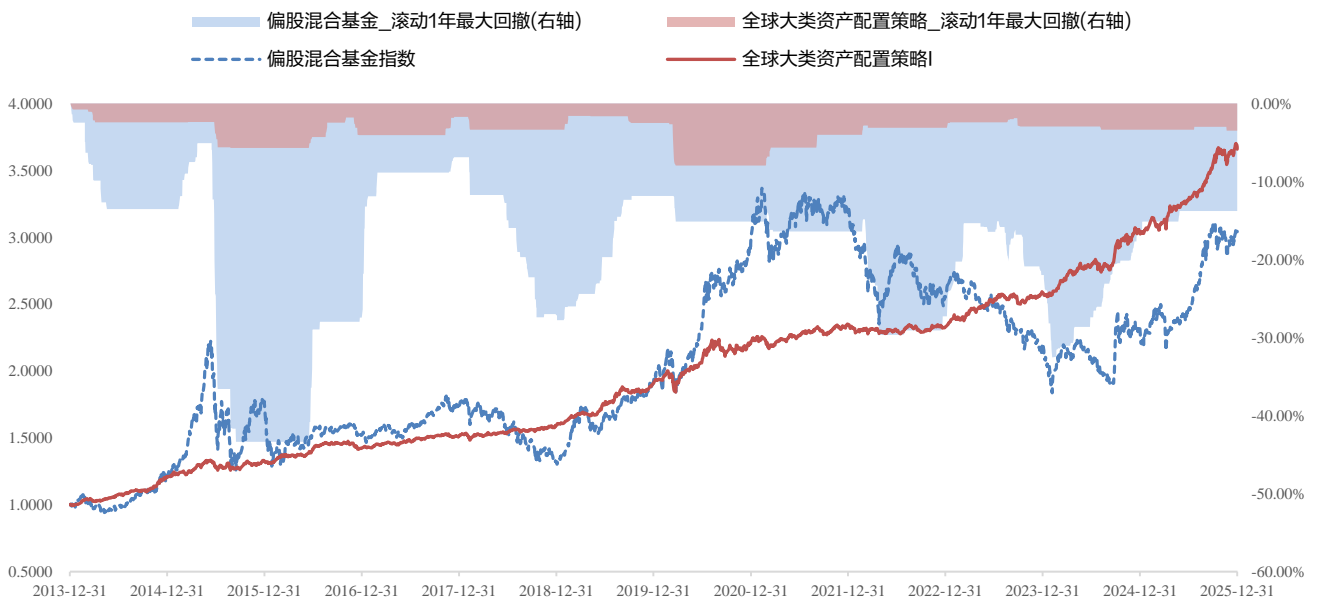
资产选择：选取国内 A 股（中证 800）、债券资产（中债 7-10 年政金债财富指数）、黄金（SGE 黄金 9999 指数）以及美股（纳指 100 指数）共四类资产。其中，跨境资产经过汇率调整，以人民币计价。

组合构建方法：第一步（CPPI 调仓）：月末调仓，在每个月末根据安全垫和风险乘数对投资组合再平衡；第二步（RP 调仓）：月末调仓，利用该时点前 252 个交易日计算资产波动率（指数加权移动平均法，半衰期 60 天）。

5.2.1 业绩表现:2025 年录得 20.94%

回溯区间内（2014/01/01–2025/12/31），全球大类资产配置策略 I：年化收益率为 11.85%，年化波动率 5.94%，最大回撤-7.97%，夏普比率 1.91，卡玛比率 1.49。此外，策略净值曲线走势平稳，持有体验较好：月度胜率 76.39%，自 2014 年以来，从任一时点开始，锁定 6 个月后，收益为正的的概率为 92.03%，锁定 12 个月后，收益为正的的概率 98.36%。2025 年录得 20.94%。

图 24：全球大类资产配置策略 I：净值曲线



数据来源：Wind, 东方证券研究所；数据区间：2014.01.01–2025.12.31。

表 12: 全球大类资产配置策略 I: 历史月度收益率

区间	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	0.48%	3.76%	-1.66%	0.83%	1.72%	2.12%	1.17%	1.65%	0.45%	0.99%	4.53%	3.23%
2015	1.25%	1.80%	-0.50%	4.45%	1.43%	-1.71%	-1.24%	0.32%	-0.79%	3.63%	-1.56%	2.26%
2016	-0.62%	2.83%	0.76%	0.21%	0.09%	3.36%	2.28%	0.53%	0.65%	-0.13%	-0.77%	-1.90%
2017	0.53%	1.77%	0.34%	0.25%	0.22%	0.57%	1.51%	0.50%	0.51%	0.64%	-0.77%	-0.07%
2018	0.91%	-0.51%	0.07%	0.52%	0.89%	0.23%	1.40%	-0.07%	0.09%	0.19%	0.96%	0.72%
2019	1.55%	2.51%	0.94%	0.14%	0.00%	4.49%	1.44%	4.23%	-0.69%	0.48%	0.10%	3.20%
2020	1.40%	0.70%	-1.45%	4.33%	0.96%	2.54%	5.55%	1.43%	-3.61%	-0.62%	1.03%	3.33%
2021	-0.06%	-0.97%	-0.24%	1.91%	1.52%	-0.29%	1.25%	1.10%	-1.87%	1.35%	0.74%	1.28%
2022	-2.58%	0.83%	0.09%	-0.50%	0.21%	-0.03%	0.39%	0.46%	-1.42%	0.57%	1.55%	-0.35%
2023	2.62%	-0.22%	2.77%	0.41%	1.08%	1.71%	1.72%	-0.45%	-2.31%	0.98%	1.09%	1.31%
2024	-0.95%	2.65%	2.66%	0.85%	1.35%	0.69%	0.74%	-0.32%	4.90%	1.72%	0.59%	0.90%
2025	1.02%	0.82%	1.37%	2.43%	0.87%	1.55%	1.22%	2.49%	4.42%	2.63%	-0.67%	1.10%

数据来源: Wind, 东方证券研究所; 数据区间: 2014.01.01–2025.12.31。

表 13: 全球大类资产配置策略 I: 历史业绩统计

区间	累计收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡玛比率	月胜率
2014	20.90%	21.55%	5.70%	-2.41%	3.45	8.93	91.67%
2015	9.51%	9.84%	7.25%	-5.70%	1.33	1.73	58.33%
2016	7.39%	7.64%	5.40%	-4.05%	1.39	1.88	66.67%
2017	6.14%	6.35%	3.53%	-1.74%	1.76	3.65	83.33%
2018	5.53%	5.74%	4.11%	-3.36%	1.38	1.71	83.33%
2019	19.84%	20.56%	5.58%	-2.51%	3.38	8.19	91.67%
2020	16.36%	17.02%	9.45%	-7.97%	1.71	2.14	75.00%
2021	5.80%	6.02%	4.83%	-4.04%	1.24	1.49	58.33%
2022	-0.85%	-0.88%	4.27%	-3.13%	-0.19	-0.28	58.33%
2023	11.12%	11.60%	4.63%	-2.94%	2.39	3.95	75.00%
2024	16.82%	17.57%	6.68%	-3.36%	2.46	5.23	83.33%
2025	20.94%	21.79%	7.18%	-3.48%	2.78	6.26	91.67%
年度平均值	11.63%	12.07%	5.72%	-3.72%	1.92	3.74	76.39%
近 10 年	176.25%	11.11%	5.82%	-7.97%	1.84	1.39	76.67%
近 7 年	129.67%	13.13%	6.33%	-7.97%	1.98	1.65	76.19%
近 5 年	64.69%	10.93%	5.65%	-4.04%	1.86	2.71	73.33%
近 3 年	56.98%	16.92%	6.26%	-3.48%	2.53	4.86	83.33%
近 1 年	20.94%	21.79%	7.18%	-3.48%	2.78	6.26	91.67%
近 1 月	1.10%	12.77%	5.38%	-1.17%	2.26	10.95	100.00%
全样本	265.75%	11.85%	5.94%	-7.97%	1.91	1.49	76.39%

数据来源: Wind, 东方证券研究所; 数据区间: 2014.01.01–2025.12.31。

5.2.2 配置权重与边际变化

全球大类资产配置策略 I 完全依据各类资产的历史风险特征，设计各类资产的配置权重。截至 2025 年 12 月 31 日，模型配置权重为：中证 800（18.98%）、纳指 100（17.84%）、黄金（13.66%）、政金债 7-10 年（49.51%）。边际上，全球大类资产配置策略 I 2025 年 12 月底边际增持政金债 7-10 年（+19.51%），减持中证 800（-7.60%）、纳指 100（-6.26%）、黄金（-5.66%）。

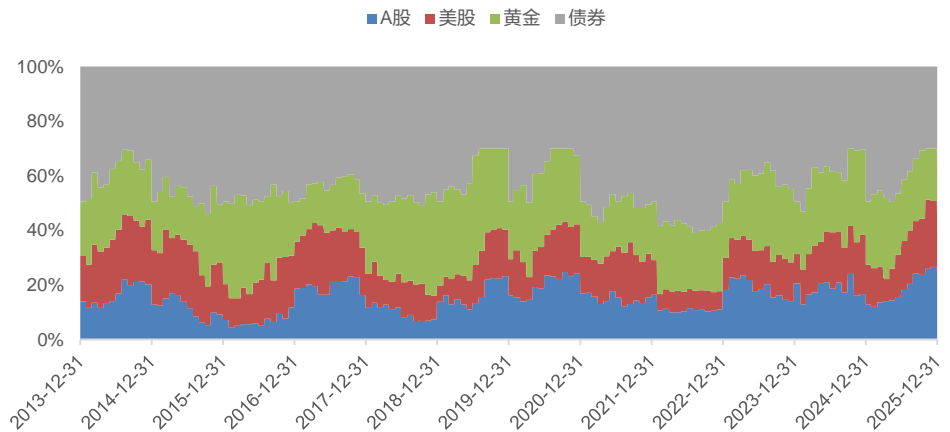
模型两阶段权重拆解：（1）第一阶段（CPPI）：2026 年保本期初，子组合内风险资产仓位再平衡为初始 50.49%。（2）第二阶段（RP）：对子组合进行风险均衡的配置，增加美股/债券 CPPI 子组合（+0.91%）的权重，降低黄金/债券 CPPI 子组合（-0.54%）、A 股/债券 CPPI 子组合（-0.37%）的权重。

表 14：全球大类资产配置策略 I：最新穿透权重与边际变化

	A 股	美股	黄金	债券
最新配置权重	18.98%	17.84%	13.66%	49.51%
月度变化	-7.60%	-6.26%	-5.66%	19.51%
季度变化	-4.70%	-2.79%	-11.24%	18.74%
历史平均数	15.22%	15.84%	24.72%	44.22%
历史中位数	14.93%	15.57%	24.42%	45.37%
历史最小值	4.29%	5.92%	13.52%	30.00%
历史最大值	26.58%	25.71%	40.00%	60.96%

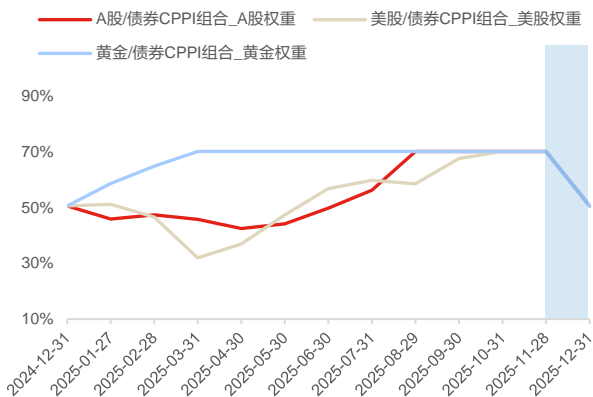
数据来源：Wind，东方证券研究所；数据统计日期：2013.12.31–2025.12.31。

图 25：全球大类资产配置策略 I：资产配置权重变化



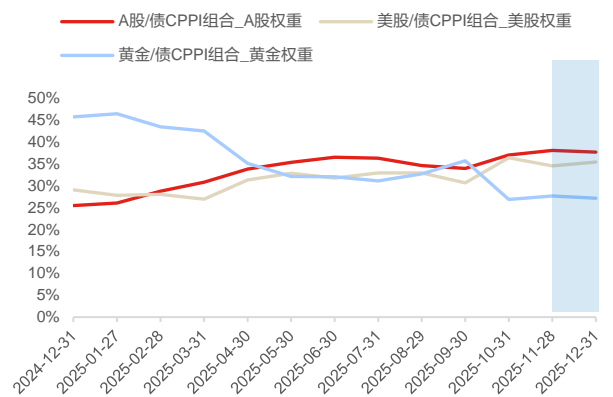
数据来源：Wind，东方证券研究所；数据区间：2014.12.31–2025.12.31。

图 26：阶段 1：3 个 CPPI 子组合内风险资产权重变化



数据来源：Wind，东方证券研究所，数据统计区间：2024.12.31–2025.12.31。

图 27：阶段 2：3 个 CPPI 子组合的风险平价权重



数据来源：Wind，东方证券研究所，数据统计区间：2024.12.31–2025.12.31。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

5.2.3 策略落地：基于 ETF 资产实现跟踪

从策略落地的角度看，本报告构建的全球大类资产配置策略 I，可以很好的由对应的 ETF/LOF 资产实现跟踪。

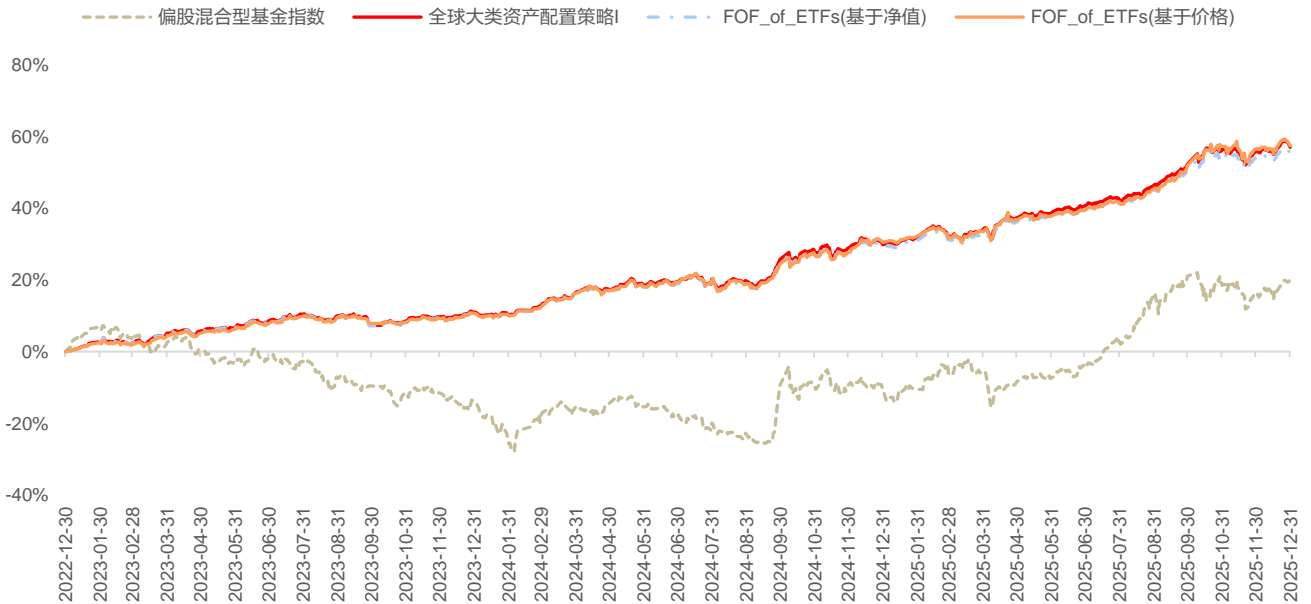
截至 2025 年 12 月 31 日，2023 年以来全球大类资产配置策略 I 年化收益 16.92%。基于 ETF 资产构建的组合（FOF_of ETFs）：（1）以 ETF 净值为基准，FOF_of ETFs 组合（基于净值）2023 年以来年化收益率 16.53%；（2）以场内价格为基准，FOF_of ETFs（基于价格）2023 年以来年化收益率 17.04%。

表 15：全球大类资产配置策略 I 由 ETF 跟踪效果（2023 年以来）

	偏股混合基金指数	全球大类资产配置策略 I	FOF_of ETFs (基于净值)	FOF_of ETFs (基于价格)
累计收益率	19.15%	56.98%	55.50%	57.44%
年化收益率	6.26%	16.92%	16.53%	17.04%
年化波动率	18.25%	6.26%	6.26%	6.74%
最大回撤	-32.82%	-3.48%	-3.60%	-4.21%
夏普比率	0.42	2.53	2.48	2.37
卡玛比率	0.19	4.86	4.59	4.04
月胜率	47.22%	83.33%	83.33%	80.56%

数据来源：Wind, 东方证券研究所, 数据统计区间：2022.12.31-2025.12.31。

图 28：全球大类资产配置策略 I 以及 FOF_of ETFs 累计收益率曲线（2023 年以来）



数据来源：Wind, 东方证券研究所, 数据统计区间：2022.12.31-2025.12.31。

5.3 全球多资产配置策略 II：A 股+债券+黄金+跨境权益 S

全球大类资产配置策略 II 在全球大类资产配置策略 I 的基础上，增加了日本、印度权益资产的覆盖，策略原理上，也采用“组合保险 (CPPI)+风险平价(RP)”两阶段法的组合设计思路。

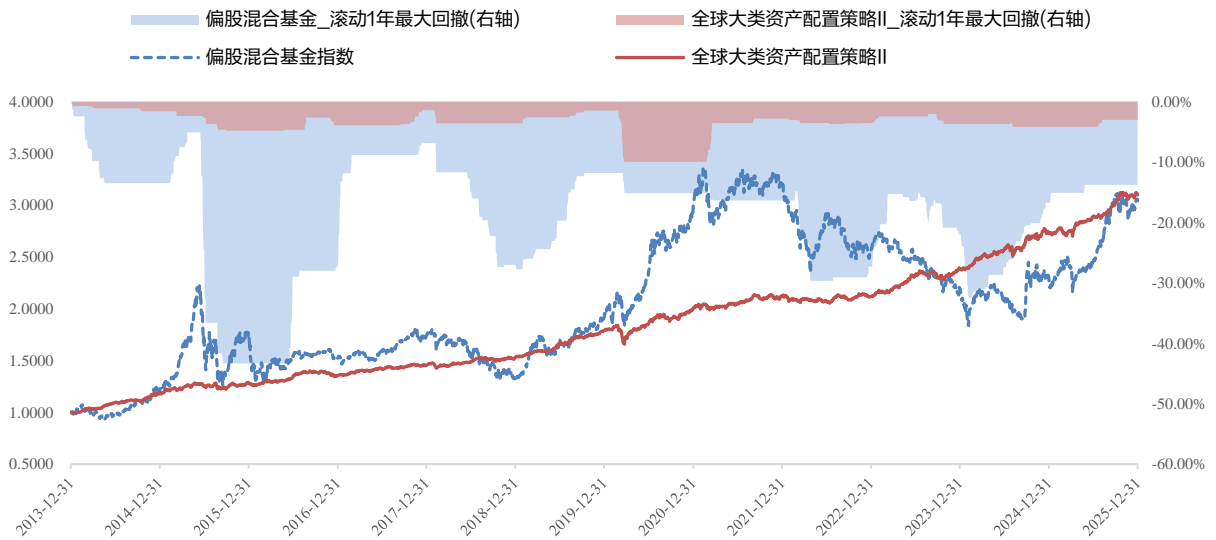
资产选择：A 股（中证 800 全收益）、美股（纳指 100）、日股（日经 225）、印股（孟买 30）、黄金（SGE 黄金 9999）、债券资产（中债 7-10 年政金债财富指数）。其中，跨境资产（美股、日股、印股）均经过汇率调整，以人民币计价。

组合构建方法：第一步（CPPI 调仓）：月末调仓，在每个月末根据安全垫和风险乘数对投资组合再平衡；第二步（RP 调仓）：月末调仓，利用该时点前 252 个交易日计算资产波动率（指数加权移动平均法，半衰期 60 天）。

5.3.1 业绩表现：2025 年录得 13.56%

回溯区间内（2014/01/01–2025/12/31），全球大类资产配置策略 II：年化收益率为 10.25%，年化波动率 5.09%，最大回撤-9.97%，夏普比率 1.94，卡玛比率 1.03。此外，策略净值曲线走势平稳，持有体验较好：月度胜率 71.53%，自 2014 年以来，从任一时点开始，锁定 6 个月后，收益为正的的概率为 92.39%，锁定 12 个月后，收益为正的的概率 98.28%。2025 年录得 13.56%，年内最大回撤-3.00%。

图 29：全球大类资产配置策略 II：净值曲线



数据来源：Wind, 东方证券研究所; 数据区间: 2014.01.01–2025.12.31。

表 16：全球大类资产配置策略 II：历史月度收益率

区间	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	-0.11%	3.61%	-0.19%	0.61%	2.93%	2.15%	0.86%	1.21%	0.22%	1.48%	3.32%	1.02%
2015	2.34%	1.84%	-1.26%	3.00%	1.29%	-1.08%	-0.52%	-0.49%	-1.16%	3.42%	-1.13%	2.12%
2016	-1.33%	0.94%	1.38%	0.22%	0.73%	2.58%	2.33%	0.83%	0.14%	0.41%	-1.47%	-1.36%
2017	0.62%	1.68%	1.00%	0.51%	0.47%	0.22%	1.64%	-0.65%	0.35%	1.52%	-0.31%	-0.02%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2018	0.88%	-0.94%	-0.14%	1.18%	0.79%	0.84%	2.32%	0.11%	-0.55%	-0.79%	1.62%	-0.10%
2019	1.00%	1.38%	1.31%	0.23%	0.53%	3.56%	0.59%	2.93%	0.60%	1.09%	0.41%	2.17%
2020	0.85%	-0.89%	-3.18%	4.47%	0.78%	1.82%	3.28%	1.33%	-2.28%	-0.17%	2.85%	3.14%
2021	-0.65%	0.41%	0.06%	0.68%	1.57%	-0.15%	0.83%	2.30%	-0.70%	0.13%	-0.19%	1.49%
2022	-2.27%	0.26%	0.43%	-0.32%	0.17%	-0.95%	1.23%	1.01%	-1.63%	1.41%	1.47%	-1.14%
2023	1.88%	-0.19%	2.17%	1.11%	1.80%	2.68%	1.39%	-0.67%	-1.88%	-0.08%	1.66%	2.45%
2024	-0.21%	2.59%	2.14%	0.10%	0.79%	1.66%	1.32%	-0.17%	3.58%	0.15%	0.73%	0.54%
2025	0.03%	-0.16%	1.01%	2.46%	0.76%	1.77%	-0.20%	1.50%	3.03%	3.37%	-0.76%	0.08%

数据来源：Wind, 东方证券研究所; 数据区间: 2014.01.01-2025.12.31。

表 17：全球大类资产配置策略 II：历史业绩统计

区间	累计收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡玛比率	月胜率
2014	18.40%	18.97%	4.82%	-1.59%	3.63	11.94	83.33%
2015	8.50%	8.79%	6.54%	-4.80%	1.32	1.83	50.00%
2016	5.44%	5.63%	4.54%	-3.92%	1.23	1.44	75.00%
2017	7.23%	7.48%	3.23%	-1.45%	2.25	5.14	75.00%
2018	5.28%	5.48%	3.90%	-3.61%	1.39	1.52	58.33%
2019	16.94%	17.54%	4.26%	-1.49%	3.81	11.77	100.00%
2020	12.35%	12.84%	7.66%	-9.97%	1.62	1.29	66.67%
2021	5.90%	6.12%	4.61%	-2.83%	1.31	2.17	66.67%
2022	-0.43%	-0.45%	4.04%	-3.53%	-0.09	-0.13	58.33%
2023	12.93%	13.50%	4.31%	-3.70%	2.96	3.65	66.67%
2024	13.96%	14.58%	5.93%	-4.19%	2.33	3.48	83.33%
2025	13.56%	14.09%	5.51%	-3.00%	2.42	4.70	75.00%
年度平均值	10.01%	10.38%	4.95%	-3.67%	2.01	4.07	71.53%
近 10 年	141.02%	9.55%	4.95%	-9.97%	1.87	0.96	72.50%
近 7 年	102.47%	11.03%	5.33%	-9.97%	1.99	1.11	73.81%
近 5 年	54.11%	9.41%	4.94%	-4.19%	1.85	2.25	70.00%
近 3 年	46.15%	14.06%	5.29%	-4.19%	2.52	3.36	75.00%
近 1 年	13.56%	14.09%	5.51%	-3.00%	2.42	4.70	75.00%
近 1 月	0.08%	0.91%	4.02%	-0.97%	0.25	0.95	100.00%
全样本	209.63%	10.25%	5.09%	-9.97%	1.94	1.03	71.53%

数据来源：Wind, 东方证券研究所; 数据区间: 2014.01.01-2025.12.31。

5.3.2 配置权重与边际变化

全球大类资产配置策略 II 完全依据各类资产的历史风险特征，设计各类资产的配置权重。截至 2025 年 12 月 31 日，模型配置权重为：中证 800（9.63%）、纳指 100（9.65%）、日经 225（6.17%）、孟买 30（17.87%）、黄金（7.16%）、政金债 7-10 年（49.51%）。边际上，全球大类资产配置策略 II 2025 年 12 月底边际增持孟买 30（+2.80%）、政金债 7-10 年（+7.15%），减持纳指 100（-2.81%）、中证 800（-2.66%）、日经 225（-1.88%）、黄金（-2.60%）。

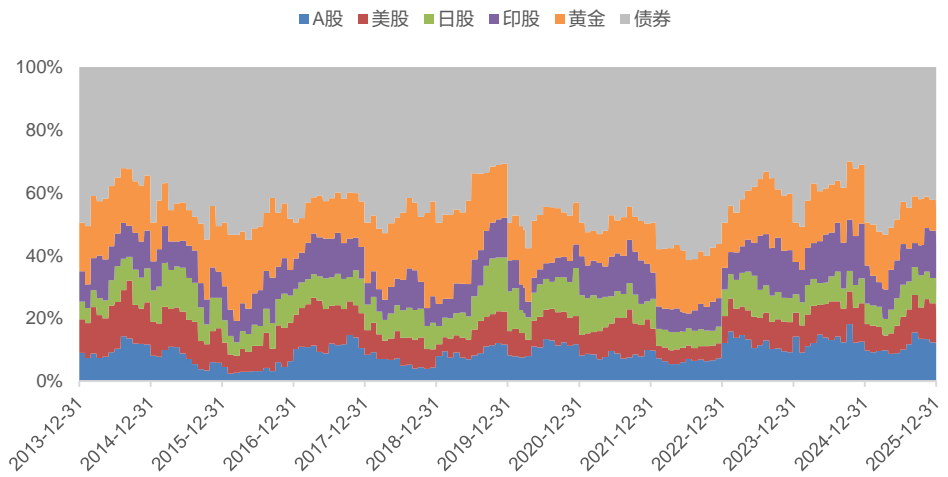
策略权重两阶段拆解：（1）第一阶段（CPPI）：2026 年保本期初 CPPI 子组合内部再平衡。（2）第二阶段（RP）：对子组合进行风险均衡的配置，增加 A 股/债券 CPPI 子组合（+1.51%）、美股/债券 CPPI 子组合（+1.32%）、日股/债券 CPPI 子组合（+0.72%）、黄金/债券 CPPI 子组合（+0.23%）的权重，降低印股/债券 CPPI 子组合（-3.78%）的配置权重。

表 18：全球大类资产配置策略 II：最新穿透权重与边际变化

	A 股	美股	日股	印股	黄金	债券
最新配置权重	9.63%	9.65%	6.17%	17.87%	7.16%	49.51%
月度变化	-2.66%	-2.81%	-1.88%	2.80%	-2.60%	7.15%
季度变化	-3.78%	-0.35%	-4.00%	8.29%	-7.56%	7.40%
历史平均	9.14%	9.55%	8.76%	10.34%	16.89%	45.32%
历史中位数	9.03%	9.52%	8.37%	10.24%	17.13%	45.62%
历史最小值	2.39%	3.78%	4.32%	4.69%	7.16%	30.13%
历史最大值	18.14%	18.53%	17.73%	17.87%	30.22%	61.51%

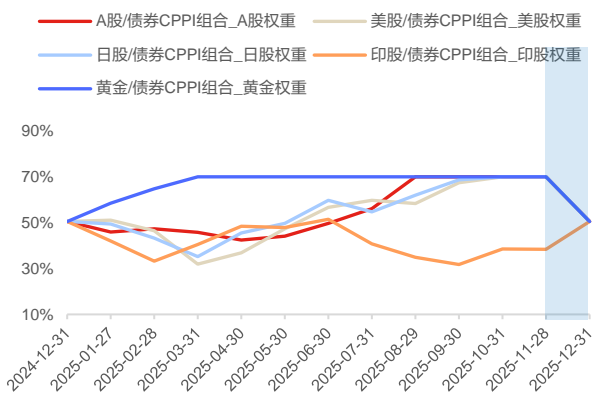
数据来源：Wind，东方证券研究所；数据统计日期：2013.12.31–2025.12.31。

图 30：全球大类资产配置策略 II：资产配置权重变化



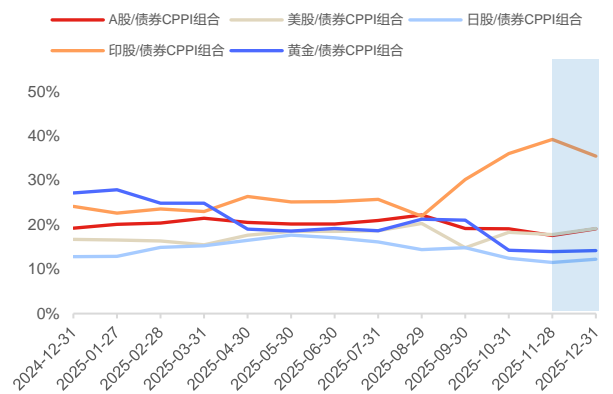
数据来源：Wind，东方证券研究所；数据区间：2014.12.31–2025.12.31。

图 31：阶段 1：5 个 CPPI 子组合内风险资产权重变化



数据来源：Wind，东方证券研究所，数据统计区间：2024.12.31–2025.12.31。

图 32：阶段 2：5 个 CPPI 子组合的风险平价权重



数据来源：Wind，东方证券研究所，数据统计区间：2024.12.31–2025.12.31。

5.3.3 策略落地：基于 ETF 资产实现跟踪

从策略落地的角度看，本报告构建的全球大类资产配置策略 II，可以很好的由对应的 ETF/LOF 资产实现跟踪。

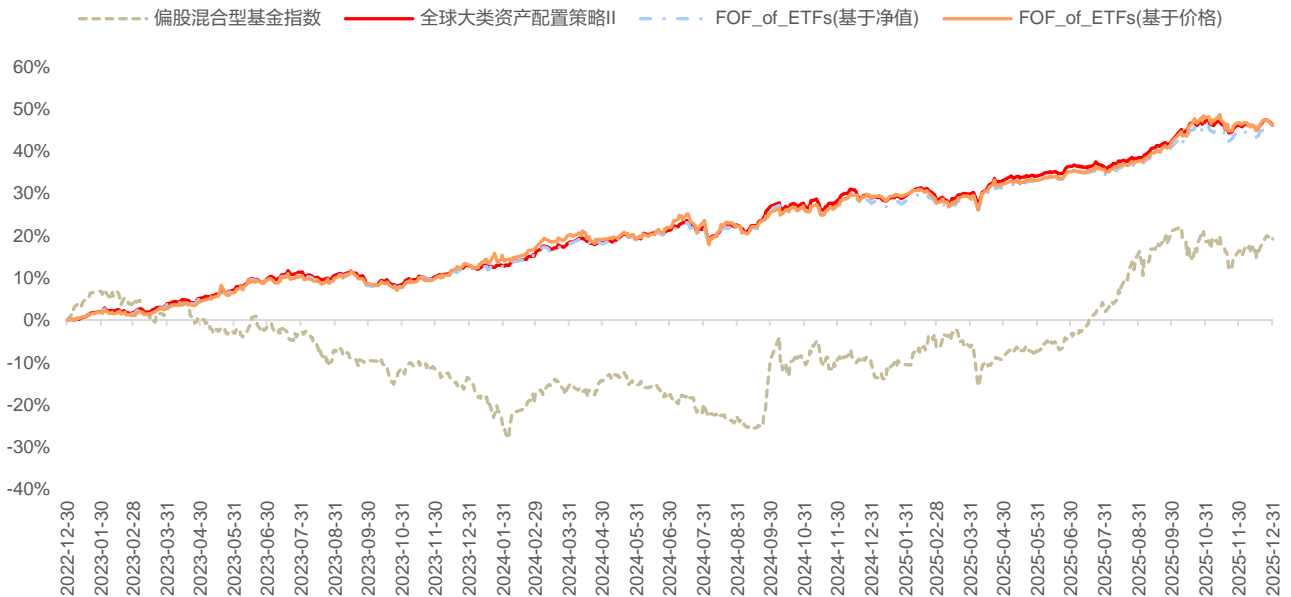
截至 2025 年 12 月 31 日，2023 年以来全球大类资产配置策略 II 年化收益 14.06%。基于 ETF 资产构建的组合（FOF_of ETFs）：（1）以 ETF 净值为基准，FOF_of ETFs 组合（基于净值）2023 年以来年化收益率 13.60%；（2）以场内价格为基准，FOF_of ETFs（基于价格）2023 年以来年化收益率 14.06%。

表 19：全球大类资产配置策略 II 由 ETF 跟踪效果（2023 年以来）

	偏股混合 基金指数	全球大类资产 配置策略 II	FOF_of ETFs (基于净值)	FOF_of ETFs (基于价格)
累计收益率	19.15%	46.15%	44.48%	46.14%
年化收益率	6.26%	14.06%	13.60%	14.06%
年化波动率	18.25%	5.29%	5.19%	6.74%
最大回撤	-32.82%	-4.19%	-4.01%	-5.78%
夏普比率	0.42	2.52	2.48	1.98
卡玛比率	0.19	3.36	3.39	2.43
月胜率	47.22%	75.00%	75.00%	75.00%

数据来源：Wind, 东方证券研究所, 数据统计区间：2022.12.31-2025.12.31。

图 33：全球大类资产配置策略 II 以及 FOF_of ETFs 累计收益率曲线（2023 年以来）



数据来源：Wind, 东方证券研究所, 数据统计区间：2022.12.31-2025.12.31。

风险提示

本报告结论完全基于公开的历史数据进行计算，对基金产品和基金管理人的研究分析结论并不预示其未来表现，也不能保证未来的可持续性，亦不构成投资收益的保证或投资建议。本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金产品的推荐，亦不涉及对任何指数样本股的推荐。模型假设风险；模型估测不准确风险。

附录 A-1: 组合保险策略简介

20 世纪 80 年代，美国养老金的资产配置需求与日俱增，基于风险预算的模型应用而生。早期主要有固定比例投资组合保险策略(Constant Proportion Portfolio Insurance, CPPI)和时间不变性投资组合保险策略(Time Invariant Portfolio Protection, TIPP)，其共同点在于给与投资者一个安全的资产份额，从而控制风险。

(1) 固定比例投资组合保险策略(CPPI)

1987 年 Black & Jones 提出了可以应用于股票投资市场的 CPPI 策略¹。CPPI 策略的目标是双重的，一方面，通过投资风险资产，从而获取风险资产的上涨潜力；另一方面，通过投资必要比例的无风险资产，以确保组合的在到期日的价值 V_T 高于要保本金额 G ($V_T \geq G$)。保本金额 G 等于组合初始净值 V_0 乘以保本比例 λ 。要实现这两个目标，需要在风险资产以及无风险资产之间进行动态分配。

CPPI 策略的一般构建步骤：

期初：投资者根据自身风险偏好和风险承受能力，首先确定期末的风险下限，即要保金额 $G = V_0 \times \lambda$ 。其次，利用无风险资产的预期收益率 r 进行贴现，确定 t 期时实现保值目标应投资于无风险资产的最低金额 F_t ，也之为价值底线。顾名思义，只要组合 t 期的净值不低于 t 期的价值底线，就可以简单采取将全部资产投资无风险资产的方式，利用无风险资产的收益增长也能满足期末保本金额的要求。

$$F_t = G * e^{-r(T-t)}$$

然后，计算安全垫 C_t 。令 t 期末组合的净值为 V_t ，则安全垫 $C_t = V_t - F_t$ ，若安全垫的放大倍数，即风险乘数为 m ，则 t 期时投资于风险资产的金额 E_t 为：

$$E_t = \max\{\min\{m(V_t - F_t), bV_t\}, 0\}$$

这里， bV_t 为给风险资产投资额 E_t 增加上限约束。典型的 CPPI 组合中，是不容许增加杠杆的，也即 $b \leq 1$ 。

最后，剩下的 $(V_t - E_t)$ 资金投资于无风险资产 B_t ，

$$B_t = V_t - E_t$$

¹ [1] Black, F. and Jones, R., 1987, "Simplifying Portfolio Insurance", Journal of Portfolio Management, 14(1): 48.

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

归纳来看，CPPI 策略构建的核心要素：1) 风险资产与无风险资产的选取；2) 保本比例；3) 风险乘数；4) 投资期限；5) 再平衡频率等。保本比率 λ 设定得越高，投资组合的受保护比例就越高，风险资产的配置也相应越少；无风险资产预期收益率 r 越高，安全垫自然越大，风险资产的配置也越多；风险乘数 m 越大，即投资者的风险偏好程度越高，组合中风险资产的配置也越多。

(2) 时间不变性投资组合保险策略(TIPP)

1988 年 Estep & Kritzman 提出时间不变性投资组合保险策略(TIPP)²。在 CPPI 的基础上，认为当组合的价值上涨时，投资者不仅希望保有初始资金而且希望保有得到的盈利，因此提出 TIPP 策略，与 CPPI 相比 TIPP 有两点重要的调整，其一、TIPP 策略把保险额度从固定改为可变，将保险额度和资产净值挂钩；其二、保险额度为保本初期至当前组合资产净值最高值的一个固定比例。这一特征就使得保本额度只会呈现呈现梯度上升的情况。整体而言，相同参数下，TIPP 策略相比 CPPI 策略的更加保守。

TIPP 策略模型如下：

$$V_t = E_t + B_t$$

$$E_t = \max\{0, m(V_t - F_t)\}$$

$$F_t = \max\{F_{t-1}, V_t \lambda e^{-r(T-t)}\}$$

其中，参数含义与 CPPI 一致。

附录 A-2: 风险预算模型简介

首先，风险平价模型的一般数学表达如下：

假设存在 N 种资产，组合内各资产的权重向量为 $w = [w_1, w_2, \dots, w_N]^T$ ，则投资组合的整体波动率可以定义为：

$$\sigma_p = \sqrt{w^T \Sigma w}$$

其中， σ_p 表示组合的整体波动率，衡量组合的整体风险； Σ 表示投资组合收益率的协方差矩阵。于是资产对组合的边际风险贡献定义为组合整体波动率对权重的偏导数：

$$MC_i = \frac{\partial \sigma_p}{\partial w_i} = \frac{(\Sigma w)_i}{\sqrt{w^T \Sigma w}}$$

由此，我们可以定义每个资产对投资组合的风险贡献(Risk Contribution, RC)为该资产权重与其边际风险贡献的乘积：

$$RC_i = w_i \frac{\partial \sigma_p}{\partial w_i} = w_i \frac{(\Sigma w)_i}{\sqrt{w^T \Sigma w}} = \frac{w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{j \neq i} w_i w_j \sigma_{i,j}}{\sigma_p}$$

因此，组合的总体风险贡献 TRC 为：

² Estep, T. and Kritzman, M., 1988, "Tipp: Insurance without Complexity", Journal of Portfolio Management, 14(4): 38.

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

$$TRC = \sum_{i=1}^N RC_i = \sum_{i=1}^N w_i \frac{(\Sigma w)_i}{\sqrt{w^T \Sigma w}} = \sqrt{w^T \Sigma w} = \sigma_p$$

于是，确定风险平价投资组合权重的目标函数：

$$\arg \min_w \sum_{i=1}^N \left[w_i \frac{(\Sigma w)_i}{\sqrt{w^T \Sigma w}} - \frac{\sqrt{w^T \Sigma w}}{N} \right]^2$$

$$s. t. \sum w_i = 1, 0 \leq w_i \leq 1$$

当不考虑资产间的相关性时(假设各资产的相关系数为 0)，也即朴素风险平价 (Naive Risk Parity) 模型，此时组合的风险：

$$\sigma_p = \sqrt{w^T \Sigma w} = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + \dots + w_N^2 \sigma_N^2}$$

资产 i 的风险贡献：

$$RC_i = \frac{w_i^2 \sigma_i^2}{\sqrt{w^T \Sigma w}}$$

风险平价等价于：

$$RC_i = \frac{w_i^2 \sigma_i^2}{\sqrt{w^T \Sigma w}} = \frac{w_j^2 \sigma_j^2}{\sqrt{w^T \Sigma w}} = RC_j$$

我们可以得到：

$$\frac{w_i}{w_j} = \frac{\sigma_j}{\sigma_i}$$

此时，风险平价组合的条件变为资产权重比等于波动率倒数比，也即波动率平价方法。波动率平价模型本质上是风险平价模型的一个特例。也可以看出，对于两类资产而言，风险平价模型的解与相关性无关。

相比于风险平价模型，风险预算模型(Risk Budgeting, RB)在风险分配上具有更高的灵活性。我们采用前文的定义，同时定义 $b = [b_1, b_2, \dots, b_N]^T$ 为各资产的风险预算比例，第 i 个资产的风险预算 b_i 等于其风险贡献 RC_i 在组合风险 σ_p 中所占的比例：

$$b_i = \frac{RC_i}{TRC} = w_i \frac{(\Sigma w)_i}{w^T \Sigma w}$$

于是，给定风险预算 $b = [b_1, b_2, \dots, b_N]^T$ 下，求解风险预算投资组合权重的目标函数：

$$\arg \min_w \sum_{i=1}^N \left[w_i \frac{(\Sigma w)_i}{\sqrt{w^T \Sigma w}} - b_i \sqrt{w^T \Sigma w} \right]^2$$

$$s. t. \sum w_i = 1, 0 \leq w_i \leq 1$$

$$\sum b_i = 1, 0 \leq b_i \leq 1$$

最后，当我们基于股票/存单 CPPI 组合与债券资产构建风险预算组合时，我们依然可以通过调节 CPPI 组合与债券组合的风险预算，来控制最终组合中股票与债券资产的配置权重。

接下来，我们进行简要说明：

设定由股票/短融构建的 CPPI 组合，波动率平方为 σ_{CPPI}^2 。CPPI 组合中股票资产的权重为 $x_{股}$ ，短融资产的权重为 $x_{短融}$ 。假设股票权重变化相对稳定，同时股票与短融的相关系数相对较低时。那么 CPPI 组合波动率的平方近似等于：

$$\sigma_{CPPI}^2 \approx x_{股}^2 \sigma_{股}^2 + x_{短融}^2 \sigma_{短融}^2$$

同时考虑到，股票波动率平方的量级远高于存单波动率平方的量级，短融的波动项可以忽略不计。

于是，CPPI 组合的波动率平方近似等于：

$$\sigma_{CPPI}^2 \approx x_{股}^2 \sigma_{股}^2$$

带入到股债风险预算的拆解公式中，有

$$\begin{aligned} b_{CPPI}: b_{债} &= \left(\frac{w_{CPPI}}{w_{债}} \right)^2 \times \frac{x_{股}^2 \sigma_{股}^2}{\sigma_{债}^2} = \left(\frac{w_{CPPI} * x_{股}}{w_{债}} \right)^2 \times \left(\frac{\sigma_{股}}{\sigma_{债}} \right)^2 \\ &= \left(\frac{w_{股}}{w_{债}} \right)^2 \times \left(\frac{\sigma_{股}}{\sigma_{债}} \right)^2 \end{aligned}$$

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。