

多元资产配置专题

资产走势趋同的终局思维

核心观点

我们用中国定价和海外定价的同类资产，在过去一段时间内的相关性来衡量全球大类资产的协同性，2023年以来再度冲高。全球大类资产的共振性的逻辑背后是康波萧条期尾声，乌克兰危机、全球贸易摩擦等宏大语境下，人工智能浪潮带来AI叙事和美元公信力不足驱动追逐避险资产的“科技股+贵金属”双重组合，特别是商品和股票的相关性同时新高，债券背后的中美货币周期也在由背离走向同步演绎，全球资产一致性的背景下通过跨资产分散风险和降低波动率也变得尤为困难。

过去20年间全球大类资产曾经有两次到过当前的高相关区间。第一次是2013年中，第二次是2020年一季度全球新冠疫情暴发带来的美元现金为王。2013年中的资产高相关源于美联储政策转向预期引发的全球流动性拐点恐慌即缩减恐慌（Taper Tantrum），其核心逻辑是作为全球资产定价锚的10年期美债收益率在短时间内剧烈重估。2013年5月伯南克暗示将缩减QE规模，引发市场对于廉价美元时代终结的担忧，导致全球资本迅速从新兴市场回流美国。数据上，10年期美债收益率在短短四个月内从1.63%飙升至3.0%附近，升幅近140个基点。这种分母端的剧烈抬升对所有长久期资产形成了估值压制，导致黄金、美债、新兴市场股票及债券出现罕见的同步下跌。此时的高相关性并非基本面共振，而是对于流动性收紧预期的系统性折价，市场处于从充裕流动性向货币正常化过渡的剧烈阵痛期。

2020年一季度的全资产同向波动则是极端风险厌恶下美元流动性危机的直接体现。这一阶段的特征是现金为王，资产相关性走高由卖空一切以换取美元流动性的交易行为主导。新冠疫情暴发初期，市场经历了从基本面衰退担忧到金融市场流动性枯竭的转变。3月中旬，恐慌指数VIX一度飙升至85.47的历史高位，美股在两周内四次熔断。关键转折点在于避险资产失效，黄金在3月9日至18日期间跌幅超过10%，甚至美国国债也因由于机构抛售以追加保证金而出现价格下跌。此时全球大类资产的相关性极高，是因为所有资产都被迫充当了流动性变现的工具，基本面逻辑暂时让位于微观资金面结构性的去杠杆压力，直至美联储推出无限量QE才打破这一正相关链条。

风险提示：资产相关性现象少见，过去的历史分析不代表未来

资产配置研究·总量报告

证券分析师：王开
 021-60933132
 wangkai8@guosen.com.cn
 S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	8447.99/-1.69
创业板/月涨跌幅(%)	3236.46/-2.50
AH股价差指数	119.44
A股总/流通市值(万亿元)	100.96/92.41

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《策略专题研究-26年A股业绩亮点有哪些？——2026年牛市展望系列4》——2026-02-05
- 《大类资产配置双周观点 - 资产配置的双A主线：AI+Au》——2026-02-01
- 《25Q4公募基金配置港股的亮点》——2026-01-31
- 《策略专题研究-哪些领域“反内卷”更值得期待？——2026年牛市展望系列3》——2026-01-29
- 《AI赋能资产配置（三十六）-更高、更快、更强！AI技术分析进化论》——2026-01-28

内容目录

AI 叙事和美元信用折损推动资产趋同	4
风险提示	7

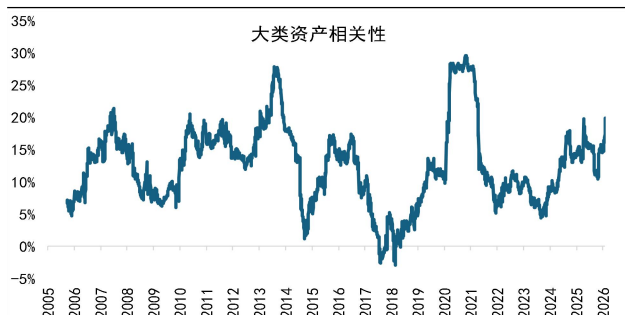
图表目录

图 1: 大类资产相关性自在过去三年内走强	4
图 2: 背后是全球商品和股市的系统性同步共振	4
图 3: 2007 年至 2014 年美联储资产负债表规模变化	4
图 4: 2013 年的上海人民币隔夜拆放利率走势	4
图 5: 13 年美元资产累计收益率走势	5
图 6: 13 年人民币资产累计收益率走势	5
图 7: 2020 年美元资产的累计收益率走势	6
图 8: 2020 年人民币资产累计收益率走势	6

AI 叙事和美元信用折损推动资产趋同

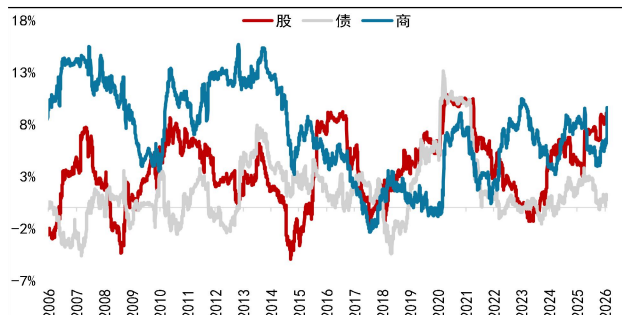
全球资产跨领域的相关性和趋同性在不断走强, 给多资产投资分散风险带来巨大挑战。我们用国内定价和海外定价的同类资产, 在过去一段时间内的相关性来衡量全球大类资产的协同性, 计算得到的全球大类资产相关性约为 15%到 20%。可以发现自 2023 年开始全球大类资产的共振性就在走高, 背后是康波萧条期尾声, 乌克兰危机、全球贸易摩擦等宏大语境下, 人工智能浪潮带来 AI 叙事和美元公信力不足驱动追逐避险资产的“科技股+贵金属”双重组合, 特别是商品和股票的相关性同时新高, 债券背后的中美货币周期也在由背离走向同步演绎, 全球资产一致性的背景下通过跨资产分散风险和降低波动率也变得尤为困难。

图1: 大类资产相关性自在过去三年内走强



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理注: 分别计算中/美股市、中/美债市、南华/黄金价格在过去 250 个交易日日内度回报率滚动相关性, 最后求取均值

图2: 背后是全球商品和股市的系统性同步共振



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

过去 20 年间全球大类资产曾经有两次到过当前的高相关区间。第一次全球大类资产相关性跃升发生在 2013 年年中。大类资产相关性从年初的 15%迅速提升至接近 30%的历史高位。美元资产方面, 2013 年 5 月 22 日, 时任美联储主席本·伯南克在国会作证时意外表示, 如果经济数据持续改善, 美联储可能在未来的会议上开始 Taper 每月购买债券的规模。市场此前早已习惯了 2008 年金融危机后 QE 带来的无限量流动性供应, 这一表态让投资者意识到便宜钱的时代即将终结。美联储作为全球流动性之源, 当流动性边际预期收紧时, 所有依赖流动性溢价的资产, 包括美股、美债、黄金等均迎来大幅抛售。图 3 展示了美联储资产负债表总规模自从 2008 年三次 QE 以来的规模激增, 虽然伯南克的发言结束后, 美联储并未缩减购债规模, 市场流动性依旧在发言后上升, 此次的发言是在连续几年的流动性宽松预期的背景下产生, 因此对市场的边际冲击主要由市场情绪的主导。

图3: 2007 年至 2014 年美联储资产负债表规模变化



资料来源: FED, 国信证券经济研究所整理注: 2008 年至 2014 年, 美联储进行了三次大规模的扩表活动, QE12008. 11-2010. 03, QE22010. 11-2011. 06, QE32012. 09-2014. 10

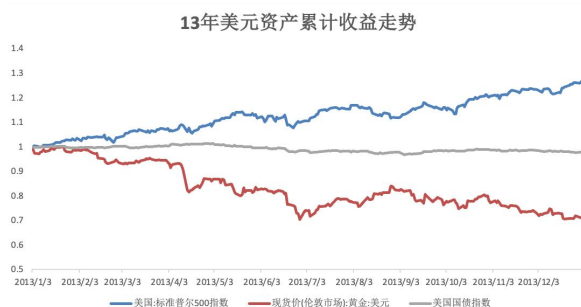
图4: 2013 年的上海人民币隔夜拆放利率走势



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

人民币资产方面，在 Taper 信号之前，由于人民币升值预期和中美利差，大量热钱通过贸易渠道套利流入。伯南克讲话后，美元走强预期抬头，套利资金开始平仓并准备撤出。2013 年 6 月，中国新增外汇占款近乎断崖下跌，直接导致基础货币投放的被动收缩。当时国内正值半年末考核，叠加外汇占款减少，银行间市场流动性极度紧张，人民币隔夜拆放利率在 2013 年 6 月 20 日一度冲高至 13.4%。在这种流动性危机的影响下，人民币股、债、商三类资产呈现出罕见的高度一致性下跌：债市方面，由于机构被迫抛售资产以换取现金，10 年期国债收益率短期内从 3.4% 附近飙升至 4.0% 以上，信用利差大幅走阔；股市方面，上证综指在 6 月 24 日大跌 5.3% 并于次日跌至 1849 点的历史低位；国内商品市场则受融资成本上升、贸易商被迫去库存及美元走强压制，黑色系与黄金价格同步走弱。

图5：13 年美元资产累计收益率走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理，为直观展示不同价格尺度的资产的收益走势，计算资产的日频收益率并得到累计收益收益率

图6：13 年人民币资产累计收益率走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理，为直观展示不同价格尺度的资产的收益走势，计算资产的日频收益率并得到累计收益收益率

第二次大类资产相关性的显著飙升发生在 2020 年一季度，其核心逻辑在于全球新冠疫情大流行引发的美元流动性黑洞。在疫情快速扩散导致全球经济陷入停摆的极端预期下，市场经历了从避险模式向踩踏模式的惨烈切换，资产间的相关性迅速冲向 30% 左右的历史极点。

从基本面来看，疫情的突然暴发形成了史无前例的冲击。全球供应链的中断与经济活动的强制性暂停，彻底摧毁了此前对于经济复苏的增长预期。美股在短短 10 个交易日触发了 4 次熔断，这种极端的波动彻底击碎了权益资产的估值逻辑。与此同时，原油市场在 2020 年 3 月暴发了激烈的增产价格战，WTI 原油期货价格在 4 月甚至一度跌至负价格的历史奇观。需求崩溃叠加供应激增，使得大宗商品价格极速坠落。基本面极度悲观的共识，取消了资产间原有的差异，驱动各类资产在衰退定价中步调一致地向下寻底。

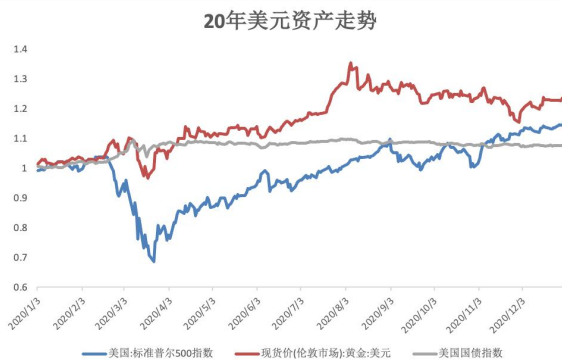
从情绪面来看，市场经历了从极度恐慌的认知冲击。代表市场恐慌情绪的 VIX 指数在 3 月 18 日飙升至 85.47 的历史峰值，超过了 2008 年金融危机时期的水平。这种极端的风险厌恶情绪使得投资者不再关注任何资产的长期价值，而是单纯基于流动性安全进行非理性平仓。在这种现金为王的非理性共识下，原本具有不同风险属性的资产被统一归类为待处理的风险资产，导致全球资产走势呈现出高度的协同性共振。

从资金面来看，市场陷入了抛售一切以换取现金的流动性螺旋。由于金融市场波动率剧增。这直接触发了大量量化对冲基金与风险平价策略的被动清仓阈值。TED 利差一度飙升至 140 个基点以上，反映出银行间信用市场的极度紧张。在初始跌幅导致保证金压力激增的背景下，投资者不得不抛售流动性最好的黄金、美债等避险资产。

在3月9日至3月19日期间，现货黄金不仅未发挥避险功能，反而从1700美元/盎司附近暴跌至1450美元/盎司左右，跌幅近15%。10年期美债收益率在3月中旬一度因抛售而出现异常回升。这种流动性挤兑导致了美股、美债、黄金与大宗商品在3月中旬出现了罕见的全线下跌。美联储作为全球最后贷款人尚未完全介入前的真空期，使得美元指数迅速冲破102关口，成为唯一的安全堡垒。

不同于美联储初期的被动，中国央行在2月初便通过公开市场操作投放了万亿级的流动性，并引导LPR下行，有效防止了国内出现类似的流动性问题。但值得注意的是，随着3月中旬全球现金为王逻辑的暴发，北向资金出现了大幅净流出，这种外部流动性抽水一度打破了国内资产的内生平衡，驱动A股与全球风险资产在3月中旬短暂地同步探底。值得注意的是，中国十年期国债在流动性黑洞期间并未出现美债的下跌，依旧扮演了避风港资产的功能。

图7: 2020年美元资产的累计收益率走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理，为直观展示不同价格尺度的资产的收益走势，计算资产的日频收益率并得到累计收益收益率

图8: 2020年人民币资产累计收益率走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理，为直观展示不同价格尺度的资产的收益走势，计算资产的日频收益率并得到累计收益收益率

风险提示

资产相关性现象少见，过去的历史分析不代表未来

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032