

全天候策略研究：基于境内 ETF 的多资产配置实践

大类资产策略研究（二）

研报摘要

● 在全球宏观环境不确定性加剧、地缘冲突频发、大类资产价格波动显著放大的市场背景下，投资者对能够穿越经济周期、对冲极端风险的稳健型配置策略需求持续提升。本研究基于中国境内可投资 ETF 及其跟踪指数，对桥水基金经典全天候策略进行本土化落地与回测验证，策略核心目标是通过底层资产和宏观风险的分散配置，实现穿越周期的稳健收益。

● 全天候策略核心方法以全天候四象限宏观情景框架为基础，分别在四个宏观组合内部持仓资产间、宏观组合之间，进行两次风险平价权重优化。策略通过令各宏观组合对整体组合的风险贡献相等，将风险均衡分配至经济增长上行/下行、通胀上行/下行四大宏观情景对应的大类资产中，构建呈现“固收+”特征的多资产组合；组合每月最后一个交易日调整权重，通过大类资产间及资产内部的边际轮动，实现对各类宏观风险的有效对冲。

● 业绩表现上：

- ◆ 在 201501-202602 回测区间内，策略月度绝对收益胜率 73.88%，年度绝对收益胜率 100%，逐年实现正向回报；历史最大回撤约-4.82%，低于同期对底层资产（ETF 及跟踪指数）直接做风险平价的策略结果；
- ◆ 在 202103-202602 的近 5 年回测区间内，策略年化收益率约 7.21%，年化波动率仅 2.62%；策略夏普比率达 2.18，高于所用的底层资产；最大回撤约-1.88%，回撤幅度小于同期各类底层资产；
- ◆ 2026 年 1-2 月，策略累计收益率约 2.32%；期间，黄金市场发生震荡调整，2 月 2 日，境内黄金 ETF 跟踪覆盖的 SGE 黄金 9999 价格和上海金现货价格单日跌幅分别达到 11.51% 和 12.88%。在持仓资产出现极端震荡的情况下，策略 2 月最大回撤约-1.52%，仍保持在较窄幅度。

● 综上所述，报告基于境内 ETF 和可投资指数对全天候策略方法进行落地实现，取得了较为稳健的策略结果。展望未来，我们可从细化宏观情景划分、拓展底层资产覆盖范围、深化细分赛道 Alpha 挖掘等 3 个方面，对策略进行进一步优化。

● 风险提示：本报告中，策略历史回测结果不代表未来收益，历史持仓信息仅供用于模型理解，不构成主观投资建议。请关注模型风险、市场风险、流动性风险和 ETF 跟踪误差风险。

证券分析师

张一 13641343933

S0670524030001

zhangyi@jrjzq.com.cn

联系人

柯岩 13683364770

S0670124060001

keyan@jrjzq.com.cn

目录

一、全天候配置方法与要素概览.....	4
(一) 全天候策略目标：充分分散风险，穿越宏观周期.....	4
(二) 全天候策略方法：风险平价模型与风险分散.....	5
(三) 全天候策略要素：优化模型、资产选择与周期调整.....	5
二、基于 ETF 的风险平价模型实践.....	6
(一) 资产选择：相关性较低、代表性较高的大类资产 ETF 和指数.....	6
(二) 风险平价模型回测结果：对组合风险实现有效分散.....	7
三、全天候 ETF-FOF 策略设计与实践.....	8
(一) 宏观组合构建：中国宏观情景划分与可投资指数匹配.....	8
(二) 全天候策略实践：采用风险平价模型分散宏观风险.....	10
四、全天候策略研究展望.....	14
五、风险提示.....	15

图表目录

图 1: 桥水全天候策略宏观场景划分与资产映射	4
图 2: 大类资产指数日收益率相关性 (201501-202602)	7
图 3: 大类资产指数日收益率相关性 (202103-202602)	7
图 4: 风险平价组合累计净值 (201501-202602)	7
图 5: 风险平价策略历年收益统计 (201501-202602)	8
图 6: 风险平价策略动态回撤跟踪 (201501-202602)	8
图 7: 全天候策略宏观情景划分与中国资产匹配	9
图 8: 全天候策略宏观组合净值跟踪 (201401-202602)	9
图 9: 全天候策略组合累计净值 (201501-202602)	10
图 10: 全天候策略逐月收益统计 (201501-202602)	10
图 11: 全天候策略历年收益统计 (201501-202602)	11
图 12: 全天候策略动态回撤跟踪 (201501-202602)	11
图 13: 全天候策略历史持仓分析	12
图 14: 全天候策略组合累计净值 (202103-202602)	13
图 15: 全天候策略 2026 年 3 月逐日收益跟踪	14
表 1: 全天候策略目标、要素与优化方法	5
表 2: 有 ETF 跟踪覆盖的大类资产指数信息一览	6
表 3: 风险平价策略业绩统计	7
表 4: 全天候策略业绩统计	10
表 5: 各大类资产指数近 5 年风险收益特征统计	12
表 6: 全天候策略业绩统计	13
表 7: 全天候策略近 5 年分年度业绩统计	13
表 8: 全天候策略 2026 年 3 月持仓与收益跟踪	14

一、全天候配置方法与要素概览

(一) 全天候策略目标：充分分散风险，穿越宏观周期

“全天候策略”由桥水基金首先提出，是当前全球主权基金、养老金等长期机构资金的核心配置范式之一。

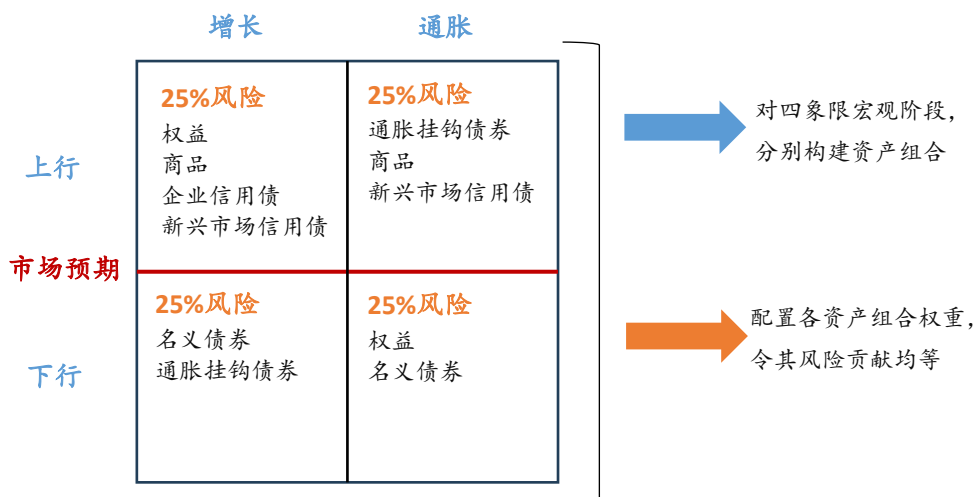
1987年，桥水基金提出组合投资收益可以被拆解为无风险收益、大类资产 beta 收益和管理人 alpha 收益，并认为“beta 是少数在长期尺度可确定的、跑赢现金的收益来源”。1990年，桥水在为美国大型养老机构 CIO Rusty Olson 提供咨询时，提出**各类资产都具有其适配的宏观环境，传统股债恒定组合（60-40 组合）是对“经济超预期增长”的单一押注**；为真正分散风险，应以风险调整后的资产等价性为原则调整资产权重。1996年，全天候策略在达里奥家族信托落地；2000年、2008年两次股市震荡期间，全天候策略凭借稳健收益获得投资者广泛认可。

诞生之初，策略体现了其创始人雷·达里奥对宏观经济与资产定价的思考，“资产价格的波动本质上是宏观环境相对于市场预期的‘意外调整’，而所有经济事件和与之相关的市场波动，都是由相同底层要素驱动的，并将在不同环境下重复上演”。

全天候策略以获取**“长期稳健回报”**为核心目标。考虑到前文所述的，未来经济状态无法被精准预测，但经济事件与资产价格波动之间存在可外推的相关性，我们在构建策略时可从时间序列、截面持仓两个维度分散风险：

- 1) **在时间序列维度**，充分考虑宏观环境对资产风险收益的影响，构建不同宏观阶段下适宜配置的多资产组合。以图 1 为例，桥水基金将实际宏观阶段划分为“增长上行”“增长下行”“通胀上行”“通胀下行”四个象限，并给出每个象限下的可配资产；
- 2) **在截面持仓维度**，不押注于某单一宏观场景（如经济增长超预期上行）的兑现，而是让组合中不同资产类别、不同宏观环境敞口的风险贡献均等化。如在图 1 中，通过调整资产权重，使得四个象限组合的风险贡献各占 25%，以实现真正意义上的风险分散。

图 1：桥水全天候策略宏观场景划分与资产映射



资料来源：金融街证券研究所整理，信息引自 The All Weather Story（2012，桥水基金发布）

（二）全天候策略方法：风险平价模型与风险分散

在构建全天候策略过程中，我们为实现风险充分分散，会在组合权重分配时令各宏观资产组合的风险贡献相同。以此为目标的权重优化方法，即**风险平价（Risk Parity）方法**。

风险平价方法的一种主流形式是**风险等权（Equal Risk Contribution）模型¹**，从算法角度，可以表述为，对于给定的风险资产，求解一组权重，令任意持仓资产对投资组合的风险贡献相同：

$$RC_i = w_i \frac{\partial \sigma(\bar{w})}{\partial w_i}$$

$$RC_i = RC_j$$

其中，对于任意资产 i (i 可以是一个大类资产组合、指数、个券等)， w_i 为资产 i 在组合中的权重； $\sigma(\bar{w})$ 为给定权重下的组合风险指标，通常为波动率（组合收益率标准差）； RC_i 为资产 i 对组合风险贡献程度。

与其他常见的“均值-方差”结构风险分散模型相比，风险平价模型不依赖于对底层资产收益率的估算。通常，各类资产的风险特征（如年化波动率）在时间序列上比收益特征（如年化收益率）更为稳健，因此模型具有较好的样本外有效性。同时，结合目标公式，模型求解出的权重往往会分散于各个风险资产上，较少出现某个可选资产权重为 0 的情况。

当各风险资产相关性为 0 时，风险等权模型的权重结果与波动率倒数加权一致；当各风险资产两两相关性一致，且期望波动率相同时，风险等权模型的权重结果与等权组合一致。

（三）全天候策略要素：优化模型、资产选择与周期调整

伴随我国资本市场全面深化改革的持续推进，财富管理资金从非标准化债权类资产逐步转向在公开市场交易、符合监管认定标准的标准化资产。在此过程中，能以指数化投资工具为载体，通过大类资产配置分散风险、获取稳健收益表现的全天候策略，在国内市场得到了广泛关注和本土化实践。

在实践中，**底层资产配置、宏观风险敞口调整、资产类别内的 Alpha 挖掘和收益增厚**，是影响全天候策略业绩表现和持有体验的关键要素。

表 1：全天候策略目标、要素与优化方法

策略目标		风险分散	穿越周期	业绩增厚
策略要素		底层资产筛选配置	宏观风险敞口调整	多策略收益增强
优化方向	风险端	准确估算资产类别间、资产内的协方差矩阵	识别资产风险表现的关键要素，划分宏观阶段	通过交易信号止盈/止损，进一步控制风险
	收益端	充分纳入持仓期内，具有配置价值的可投资资产	对于确定性宏观机会，动态调整风险敞口	通过指数增强等方法，获取稳健 Alpha 收益

资料来源：金融街证券研究所整理，蓝色标出要素为经典全天候策略做法，黄色标出要素为业界探索方向

¹ 风险等权方法也可用于全天候以外的策略构建场景，详见金融街证券研究所外发策略报告《构建攻守兼备的多策略 ETF 组合：风险平价模型下的高景气度和红利低波策略配置》（20250903）。

二、基于 ETF 的风险平价模型实践

(一) 资产选择：相关性较低、代表性较高的大类资产 ETF 和指数

在构建全天候策略过程中，我们首先要筛选出一组可用的资产池。在筛选时，我们考量以下因素：

- 1) **可投资性**：以标准化的公募产品为载体，确保交易流动性和策略结果可复现；在本文中，我们将投资对象限定为规模 2 亿元以上的境内 ETF 及其跟踪指数²；
- 2) **代表性强**：标的能对核心资产类别进行有效覆盖，具有较为广泛的市场代表性；
- 3) **特征稳定**：标的风险收益特征稳健，便于构建协方差矩阵等统计指标并外推预测；
- 4) **价值资产**：标的定价具有较坚实的、可捕捉的基本面逻辑，排除纯粹的投机性资产；
- 5) **相关性低**：资产之间收益率相关性较低，在构建组合时能实现有效的风险分散。

基于上述逻辑，我们筛选出一组有 ETF 产品覆盖的可投指数，如表 2 所示。

表 2：有 ETF 跟踪覆盖的大类资产指数信息一览³

资产属性	指数代码	指数名称	ETF 规模 (亿元)	ETF 数量 (个)	指数简介
大盘	000300.SH	沪深 300	6,486.09	53	A 股上市，自由流通市值较大、流动性较好的 300 只股票
中盘	000905.SH	中证 500	1,417.30	30	A 股上市，自由流通市值规模居中的，排名约在 300-800 名的股票
小盘	000852.SH	中证 1000	559.90	17	A 股上市，自由流通市值规模较小的，排名约在 800-1800 名的股票
创业板	399006.SZ	创业板指	948.20	24	创业板中市值较大、流动性较好的 100 只证券
科创板	000688.SH	科创 50	1,523.54	32	科创板中市值较大、流动性较好的 50 只证券
港股	HSI.HI	恒生指数	1,543.78	12	度量并反映市值最大、成交最活跃的香港上市公司表现
港股科技	HSTECH.HI	恒生科技	3,403.60	35	筛选与科技主题（网络、金融科技、云端、电子商贸、数码业务）高度相关的 30 家较大的香港上市公司
利率债	H01077.SH	上证 10 年国债（净）	150.72	1	由剩余期限介于 6.5 年以上 10.25 年以下、且在上交所挂牌的国债组成，考虑票息收益
黄金	Au9999.SGE	SGE 黄金 9999	2,971.33	7	人民币计价的 SGE 黄金 9999 现货价格走势
有色	IMCI.SHF	上期有色金属指数	81.72	1	上海期货交易所发布，选取铜、铝、锌、铅、锡、镍六个期货品种作为成份商品，采用历史 5 年月均持仓额确定权重
能化	000201.CZC	易盛能化 A	22.07	1	郑州商品交易所发布，反映能源化工市场整体价格走势，主要包括 PTA、甲醇、动力煤和平板玻璃等期货品种
豆粕	DCESMFI.DCE	大商所豆粕期货价格指数	27.57	1	大连商品交易所发布，跟踪豆粕期货价格，选取主力合约 5 日展期

资料来源：wind，指数编制方案，金融街证券研究所整理，数据截至 2026 年 2 月 28 日

² 考虑到我国 ETF 市场起步较晚，2018 年以前产品数量及规模有限；结合 ETF 以被动策略为主、多跟踪复制指数的特征，在报告中我们将使用指数历史风险收益特征进行建模和回测；

³ 考虑到票息收益是利率债投资回报的重要组成部分，后文模型测试均采用上证 10 年国债全价指数（H11077.SH）作为底层资产；除跟踪 SGE 黄金 9999 现货价格指数的 ETF 外，另有 7 个 ETF 产品跟踪上海金价格指数的商品 ETF，规模合计约 343.18 亿元。

我们分别以 2015 年以来和近 5 年为样本区间，对 A 股大盘（以沪深 300 为代表）、港股宽基（以恒生指数为代表）、利率债和各类商品指数的日频收益率相关性进行统计。结果如图 2、图 3 所示，各大类资产指数在中长期相关系数处于较低水平，为构建风险分散组合提供了一组可用工具。

图 2：大类资产指数日收益率相关性（201501-202602）

指数属性	黄金	能化	有色	豆粕	利率债	大盘	港股
黄金	1.00						
能化	0.08	1.00					
有色	0.22	0.49	1.00				
豆粕	0.05	0.20	0.22	1.00			
利率债	0.08	-0.10	-0.12	0.00	1.00		
大盘	0.01	0.23	0.30	0.05	-0.14	1.00	
港股	0.02	0.25	0.36	0.07	-0.15	0.60	1.00

资料来源：wind，金融街证券研究所
数据区间为 20150101-20260228

图 3：大类资产指数日收益率相关性（202103-202602）

指数属性	黄金	能化	有色	豆粕	利率债	大盘	港股
黄金	1.00						
能化	0.10	1.00					
有色	0.34	0.49	1.00				
豆粕	0.05	0.19	0.21	1.00			
利率债	0.04	-0.14	-0.15	-0.01	1.00		
大盘	0.08	0.23	0.32	0.08	-0.22	1.00	
港股	0.09	0.21	0.35	0.09	-0.21	0.66	1.00

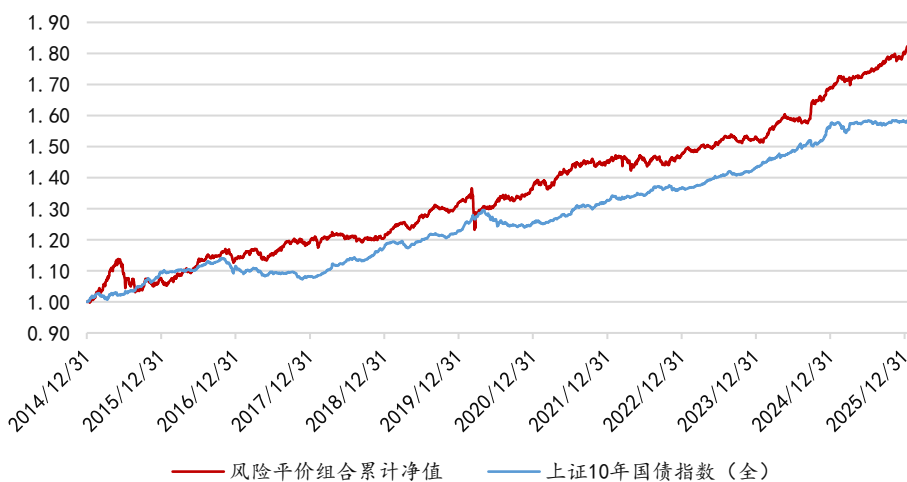
资料来源：wind，金融街证券研究所
数据区间为 20210301-20260228

（二）风险平价模型回测结果：对组合风险实现有效分散

风险平价模型是全天候策略用到的主要权重优化方法。在实战中，也有部分投资研究团队，将基于底层资产（ETF 或跟踪指数）的风险平价模型作为一种配置方案。

我们采用表 2 中列出的、有 ETF 跟踪的指数作为标的，以滚动 12 个月收益率标准差为风险指标，构建基于底层资产的风险平价组合，模型回测结果如图 4、表 3 所示。

图 4：风险平价组合累计净值（201501-202602）



资料来源：wind，金融街证券研究所，数据区间为 20150101-20260228

表 3：风险平价策略业绩统计

业绩指标	201501-202602
年化收益率	5.84%
年化波动率	4.46%
夏普比率 ⁴	0.97
月度胜率	69.40%
年度胜率	100.00%
最大回撤值	-9.85%
回撤起点	2020-03-05
回撤终点	2020-03-19

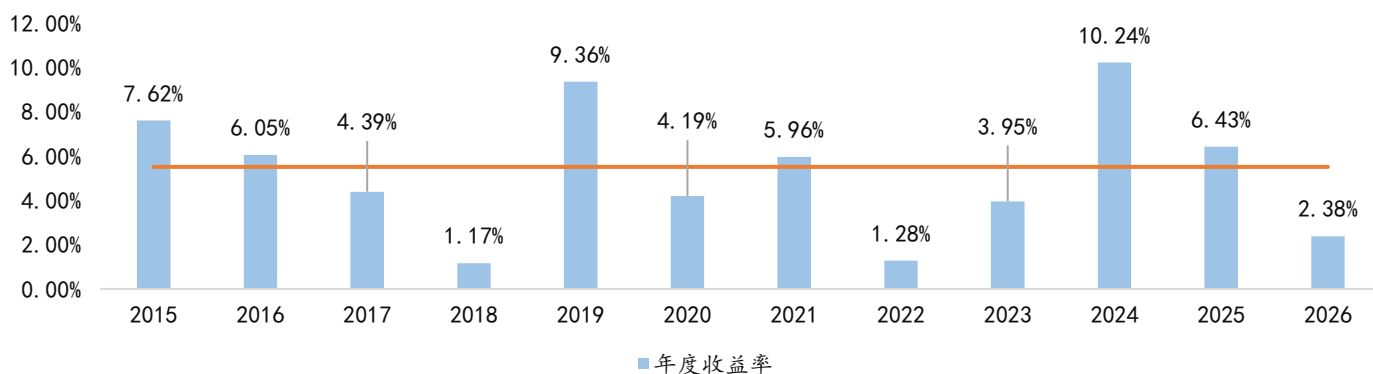
资料来源：wind，金融街证券研究所，数据截至 20260228

⁴ 无风险收益率 1.5%，下同

在各大类资产间进行风险分散后，风险平价组合 2015 年至今年化收益率约 5.84%，年化波动率约 4.46%，夏普比率约 0.97。在年化波动率保持在 5% 以内的情况下，策略相对于单一持有 10 年期利率债的方案实现了收益增厚，体现出风险平价方法在多资产低波策略中具有一定的有效性。

2015 年至今，风险平价组合的月度绝对收益胜率 69.40%，年度绝对收益胜率 100%，即逐年取得正向回报。截至 2 月末，组合 2026 年累计收益率约 2.38%。

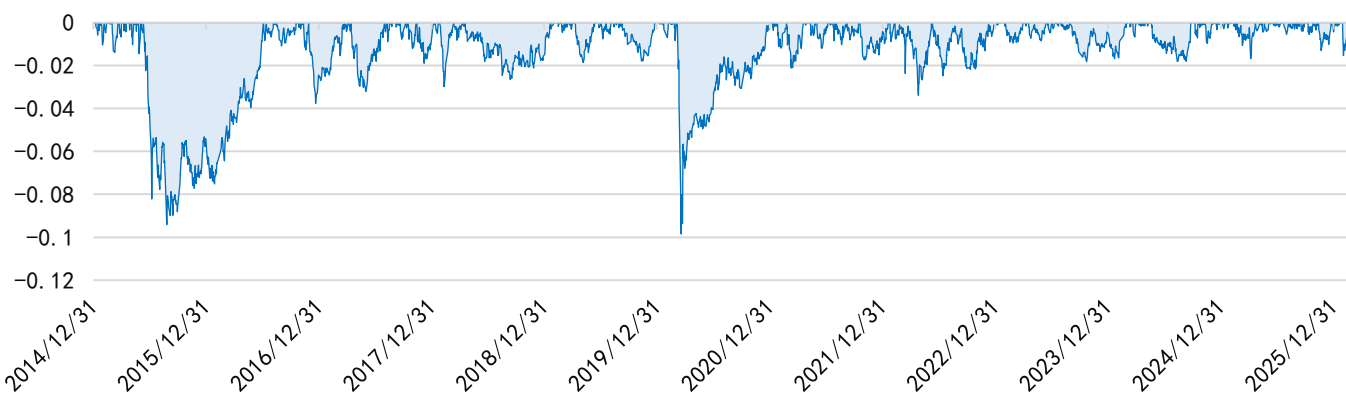
图 5：风险平价策略历年收益统计（201501-202602）



资料来源：wind，金融街证券研究所，数据截至 20260228

从动态回撤来看，组合最大回撤发生在 2020 年 3 月 5 日至 2020 年 3 月 19 日期间，幅度约 -9.85%。2020 年内，策略取得约 4.19% 的正收益。

图 6：风险平价策略动态回撤跟踪（201501-202602）



资料来源：wind，金融街证券研究所，数据截至 20260228

三、全天候 ETF-FOF 策略设计与实践

（一）宏观组合构建：中国宏观情景划分与可投资指数匹配

我们结合指数编制方案和资产特征，将图 1 中的宏观情景与表 2 中的可投资资产相匹配，构建中国四象限背景下的宏观资产组合。结果如图 7 所示。

图 7：全天候策略宏观情景划分与中国资产匹配

		增长	通胀
市场预期	上行	25%风险 沪深 300、中证 500、中证 1000、 科创 50、创业板指 恒生指数、恒生科技 SGE 黄金 9999、易盛能化 A、上期 有色金属、大商所豆粕期货价格	25%风险 SGE 黄金 9999、易盛能化 A、上期 有色金属、大商所豆粕期货价格
	下行	25%风险 上证 10 年国债（全价） SGE 黄金 9999	25%风险 沪深 300 上证 10 年国债（全价）

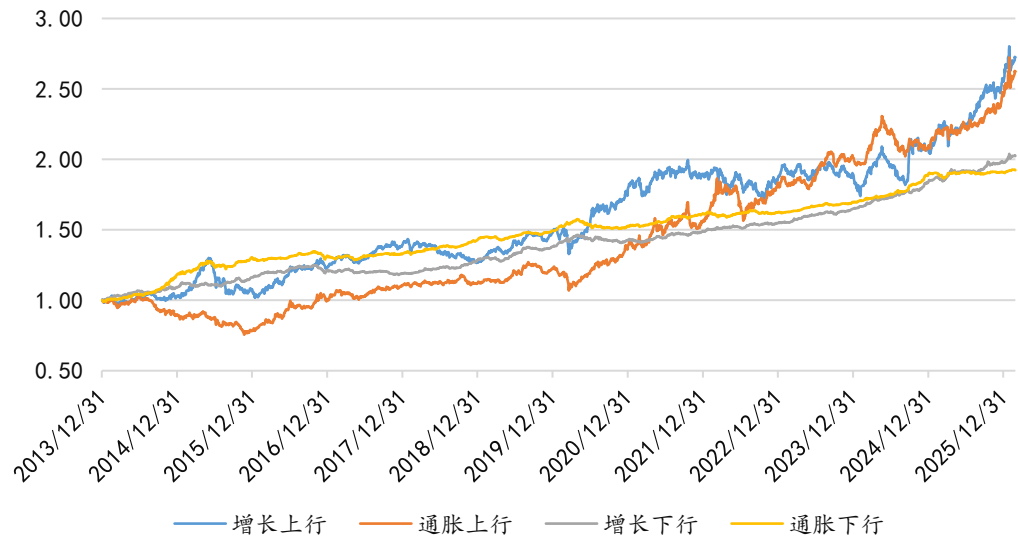
资料来源：金融街证券研究所整理

我们基于上述宏观资产组合复现桥水全天候策略。复现具体分为两个步骤：

首先，是基于各象限内资产，构建基于底层资产（ETF 和跟踪指数）的风险平价组合，我们采用第二章中介绍的方法构建四个多资产组合（不含空头或杠杆仓位）。结果如图 8 所示，四条净值曲线分别对应四种宏观环境。

在此基础上，我们将在三（二）章中，以各宏观资产组合为底层资产，采用风险平价方法对各个组合分配权重，形成穿越周期的全天候策略。

图 8：全天候策略宏观组合净值跟踪（201401-202602）



资料来源：wind，金融街证券研究所，数据截至 20260228

(二) 全天候策略实践：采用风险平价模型分散宏观风险

1. 全天候 ETF-FOF 策略业绩回测

我们基于四象限对应的宏观组合，再次采用风险平价算法进行组合权重分配。在每月最后一个交易日，基于各组合过去 12 个月的风险收益特征进行权重优化，令各宏观组合对全天候策略组合的风险贡献相等。

如图 9、表 4 所示，全天候策略组合 2015 年至今年化收益率约 6.10%，年化波动率约 2.97%，夏普比率约 1.54。与图 4、表 3 汇报的风险平价模型相比，组合夏普比率得到较大水平改善，历史回测结果更符合穿越周期、取得稳健收益的策略目标。

图 9：全天候策略组合累计净值（201501-202602）

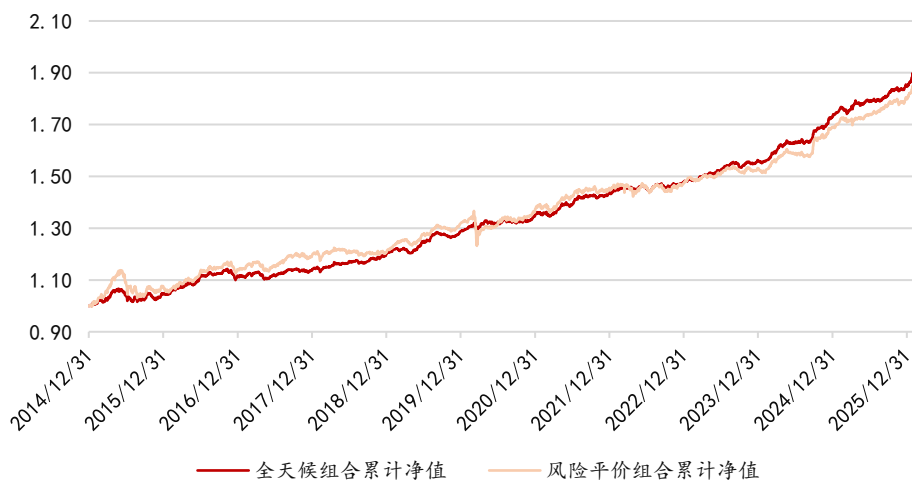


表 4：全天候策略业绩统计

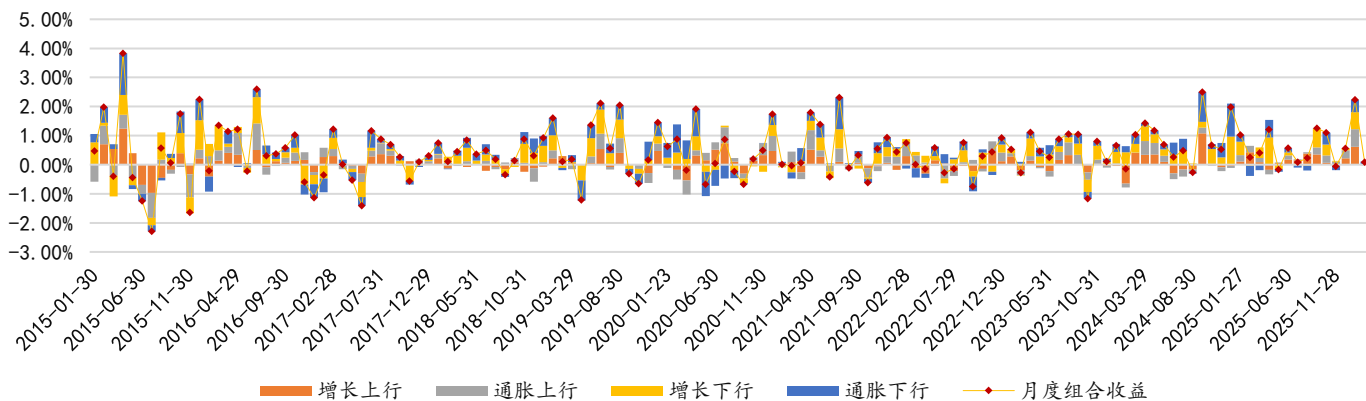
业绩指标	201501-202602
年化收益率	6.10%
年化波动率	2.97%
夏普比率	1.54
月度胜率	73.88%
年度胜率	100.00%
最大回撤值	-4.82%
回撤起点	2015-05-26
回撤终点	2015-08-26

资料来源：wind，金融街证券研究所，数据截至 20260228

资料来源：wind，金融街证券研究所，数据截至 20260228

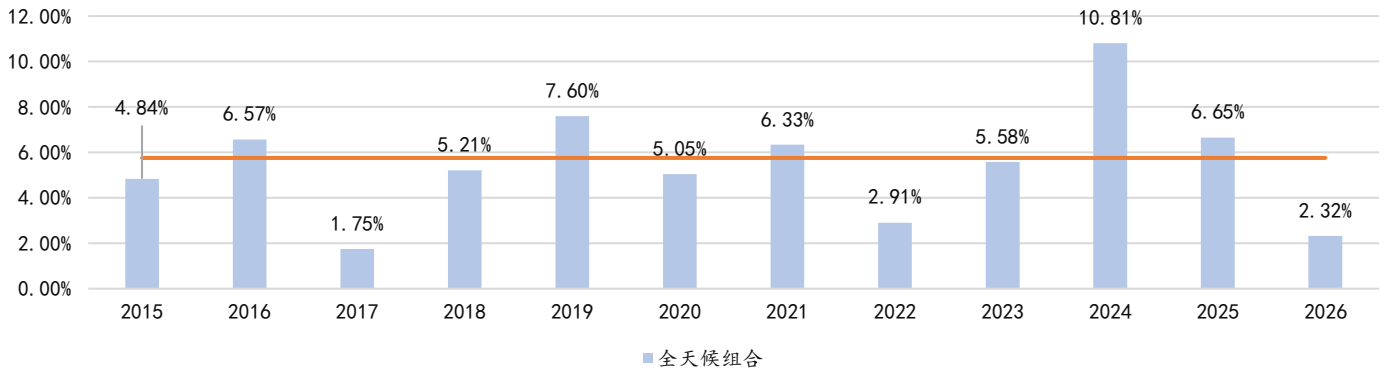
如图 10 所示，2015 年至今，全天候策略组合的月度绝对收益胜率 73.88%，在不同月份各宏观组合收益贡献存在轮动特征。如图 11 所示，策略年度绝对收益胜率 100%，逐年取得正向回报。截至 2 月末，组合 2026 年累计收益率约 2.32%。

图 10：全天候策略逐月收益统计（201501-202602）



资料来源：wind，金融街证券研究所，数据截至 20260228

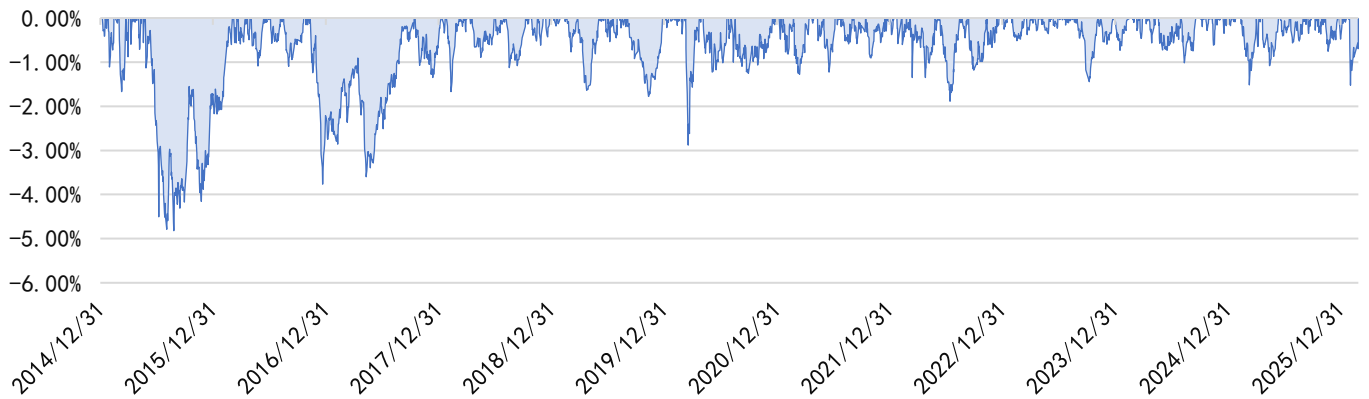
图 11：全天候策略历年收益统计（201501-202602）



资料来源：wind，金融街证券研究所，数据截至 20260228

从动态回撤来看，全天候策略组合最大回撤发生在 2015 年 5 月 26 日至 2015 年 8 月 26 日期间，回撤幅度约-4.82%。2015 年内，全天候策略取得了约 4.84%的正收益。对比图 6 和图 12 结果可得，在风险平价组合发生最大回撤（-9.85%）的 2020 年 3 月，全天候策略动态回撤水平始终保持在 3%以内。与基于底层资产的风险平价模型相比，全天候策略进一步分散了宏观风险，能取得更为稳健的收益表现。

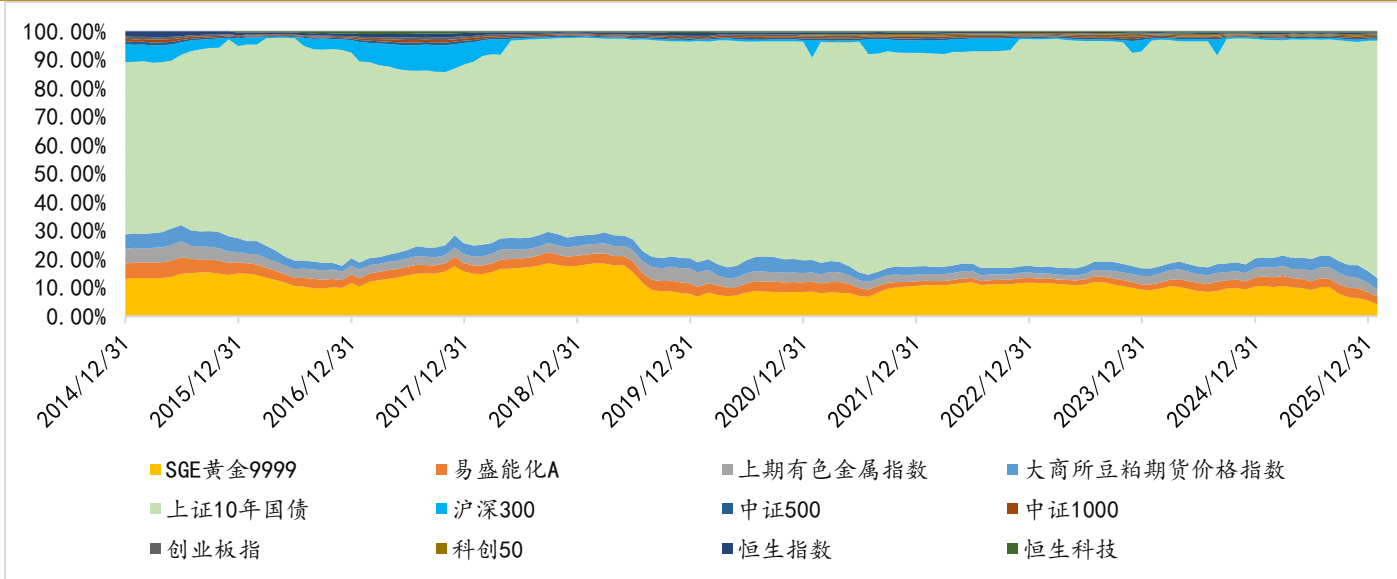
图 12：全天候策略动态回撤跟踪（201501-202602）



资料来源：wind，金融街证券研究所，数据截至 20260228

我们基于两次风险平价的权重优化结果，将全天候策略组合各期权重还原到表 2 中介绍的一揽子可投资指数上。结果如图 13 所示，组合持仓整体呈现“固收+”特征，分散持有各类风险资产，并在各资产之间、资产类别内部进行边际轮动。

图 13：全天候策略历史持仓分析



资料来源：金融街证券研究所测算，权重优化结果截至 20260131，对应 2026 年 2 月持仓

2. 全天候 ETF-FOF 策略近 5 年业绩分析

我们以近 5 年为窗口，对全天候策略组合的风险收益特征做进一步观察。

如表 5 所示，近 5 年以来，各类资产指数夏普比率分布在 -0.32（恒生科技）至 1.99（上证 10 年国债全价指数）之间。包括权益、固收、商品在内的各类资产指数均出现趋势反转和一定幅度的净值回撤；其中，权益指数回撤幅度均超过 40%，商品指数回撤幅度均超过 15%，历史波动率较低的上证 10 年国债（全价）指数最大回撤幅度也在 2% 以上。

表 5：各大类资产指数近 5 年风险收益特征统计

资产属性	指数代码	指数名称	年化收益率	年化波动率	夏普比率	最大回撤
大盘	000300.SH	沪深 300	-2.56%	17.75%	-0.23	-42.06%
中盘	000905.SH	中证 500	6.62%	20.83%	0.25	-41.81%
小盘	000852.SH	中证 1000	6.50%	23.93%	0.21	-46.71%
创业板	399006.SZ	创业板指	2.69%	29.04%	0.04	-57.05%
科创板	000688.SH	科创 50	2.43%	29.36%	0.03	-60.08%
港股	HSI.HI	恒生指数	-1.74%	24.33%	-0.13	-50.85%
港股科技	HSTECH.HI	恒生科技	-10.92%	38.70%	-0.32	-70.09%
利率债	H11077.SH	上证 10 年国债（全价）	5.16%	1.84%	1.99	-2.14%
黄金	Au9999.SGE	SGE 黄金 9999	26.58%	15.52%	1.62	-17.14%
有色	IMCI.SHF	上期有色金属指数	8.26%	17.32%	0.39	-31.69%
能化	000201.CZC	易盛能化 A	1.16%	23.45%	-0.01	-50.08%
豆粕	DCESMFI.DCE	大商所豆粕期货价格指数	8.58%	18.95%	0.37	-27.59%

资料来源：wind，金融街证券研究所，数据区间为 20210301-20260228

同期，如图 14、表 6 所示，全天候策略组合近 5 年的年化收益率约 7.21%，年化波动率约

2.62%。全天候策略组合近5年夏普比率约2.18，高于各类底层资产指数；全天候策略的最大回撤约-1.88%，回撤幅度小于各类底层资产指数，较好实现了低波目标。

图 14：全天候策略组合累计净值（202103-202602）



表 6：全天候策略业绩统计

业绩指标	近5年
年化收益率	7.21%
年化波动率	2.62%
夏普比率	2.18
月度胜率	78.33%
年度胜率	100.00%
最大回撤值	-1.88%
回撤起点	2022-06-10
回撤终点	2022-07-15

资料来源：wind，金融街证券研究所，数据截至 20260228

资料来源：wind，金融街证券研究所，数据截至 20260228

我们逐年拆解全天候策略组合的业绩表现，结果如表 7 所。策略近 5 年最大回撤(-1.88%)发生在 2022 年，当年策略取得正收益约 2.91%。2026 年 1-2 月，策略累计收益率约 2.32%；期间，黄金市场发生震荡调整，2 月 2 日，境内黄金 ETF 跟踪覆盖的 SGE 黄金 9999 价格和上海金现货价格单日跌幅分别达到 11.51%和 12.88%。在持仓资产出现极端震荡的情况下，策略 2 月最大回撤约-1.52%，仍保持在较窄幅度。

表 7：全天候策略近 5 年分年度业绩统计

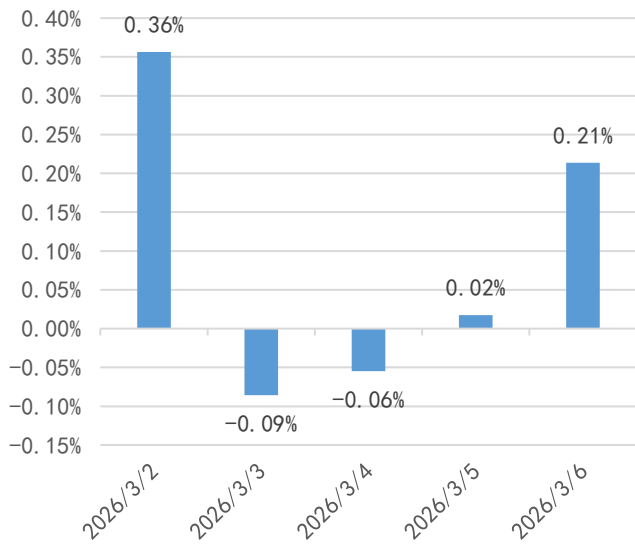
业绩指标	2021 (3月起)	2022	2023	2024	2025	2026 (2月止)
累计收益率	6.35%	2.91%	5.58%	10.81%	6.65%	2.32%
年化波动率	2.53%	3.01%	1.75%	2.61%	2.68%	4.38%
区间回撤	-1.22%	-1.88%	-1.44%	-1.02%	-1.51%	-1.53%

资料来源：wind，金融街证券研究所，数据截至 20260228

2026 年 2 月 28 日，美国、以色列对伊朗发动联合空袭，同日伊朗最高领袖哈梅内伊遇袭身亡，美以伊冲突升级。伴随国际形势动荡、资本市场避险情绪上升，2026 年 3 月第一周，国际大宗商品市场和境内资本市场经历剧烈波动。期间，全天候策略组合通过分散配置各类资产，取得约 0.44%周度正收益，对事件冲击表现出一定收益韧性。

按照调仓规则，全天候策略组合在 2 月末进行月度再平衡，2026 年 3 月第一周持仓明细和各指数涨跌幅如表 8 所示；当周，组合的日度收益率如图 15 所示，单日跌幅不超过 0.1%。

图 15：全天候策略 2026 年 3 月逐日收益跟踪



资料来源:wind, 金融街证券研究所, 数据区间为 20260302-20260306

表 8：全天候策略 2026 年 3 月持仓与收益跟踪

指数名称	2 月末权重	3 月涨跌幅 (0302-0306)
沪深 300	0.64%	-1.07%
中证 500	0.46%	-3.44%
中证 1000	0.46%	-3.64%
创业板指	0.36%	-2.45%
科创 50	0.40%	-4.95%
恒生指数	0.47%	-3.28%
恒生科技	0.34%	-3.70%
上证 10 年国债 (全价)	85.41%	0.14%
SGE 黄金 9999	3.03%	-0.49%
上期有色金属指数	1.92%	-2.85%
易盛能化 A	2.36%	15.47%
大商所豆粕期货价格指数	4.13%	2.89%
合计	100.00%	0.44%

资料来源: wind, 金融街证券研究所, 数据区间为 20260302-20260306

四、全天候策略研究展望

报告采用中国境内可投资的 ETF 及其跟踪指数, 对桥水基金提出的全天候策略方法进行落地复现。策略在近 5 年、2015 年至今的回测窗口均取得了较为稳健的业绩表现, 较好地实现了策略目标。

在未来研究和实战中, 结合一(三)章表 1 中提出的策略要素, 我们仍可从以下方面对策略进行优化:

- 1) **细化宏观情景划分体系。**在经典的四象限框架基础上, 纳入流动性、信用周期等中国核心宏观要素, 对更多关键宏观风险因子进行考量和约束; 对于确定性宏观事件和前瞻信号, 可在风险平价的底层逻辑上, 做适当的动态风险敞口调整;
- 2) **拓展底层资产覆盖范围。**在实战中, 结合产品要素和资金属性, 可将具有配置价值的衍生品工具、杠杆类资产、境外资产等纳入模型和组合, 进一步实现分散风险、降低组合波动率的目标;
- 3) **深化细分赛道的 Alpha 挖掘, 以实现收益增厚。**如表 2 所示, 报告构建的全天候策略以具有代表性的可投资 ETF 和跟踪指数为底层资产, 着眼于大类资产 beta 配置; 未来, 可通过权益中的细分主题或风格 ETF 轮动、固收中的利率债久期轮动、商品中的交易信号择时、ETF 套利交易等方法, 在大类资产内部捕捉超额收益, 构建“beta 打底, Alpha 增强”的策略结构, 进一步打开策略收益空间。

五、风险提示

本报告中，策略历史回测结果不代表未来收益，历史持仓信息仅供用于模型理解，不构成主观投资建议。策略可能面临以下主要风险：

- 1) 模型风险：模型基于历史数据构建，历史回测结果表现不代表未来业绩；
- 2) 市场风险：宏观经济、政策变化等因素可能导致资产价格大幅波动，影响投资收益；
- 3) 流动性风险：在极端情况下，部分 ETF 或面临买卖价差扩大或流动性不足的问题；
- 4) 跟踪误差风险：由于管理费用、交易成本等因素，ETF 可能无法完全跟踪标的指数的表现。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此声明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

法律主体声明

本报告隶属于金融街证券股份有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可登录 www.jrjq.com.cn 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露

评级说明

公司评级	买入--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 20%以上 增持--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 10%~20% 持有--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%~10% 卖出--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%以下
行业评级	强于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅 5%以上 中性--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%-5% 弱于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%以下

相关证券市场代表性指数说明 本报告采用的基准指数--沪深 300 指数（简称基准）

免责声明

金融街证券股份有限公司具有证券投资咨询资格，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

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将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关法律责任的权利。

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。