

油价高位回落，风险平价策略业绩承压

专题报告

——全球多资产跟踪月报 2026.06

- **要点：** 本文跟踪全球大类资产及多资产指数表现，并归类海外机构全球多资产配置产品，进行收益持仓分析。近期美股波动放大走出“V”型行情，科技板块涨幅收窄，新兴市场债券维持正收益，日本十年国债 YTM 持续上行，油价从高位快速回落，贵金属持续震荡，商品市场整体下跌。多资产指数中风险平价与风险预算均为负收益，趋势指数转跌，资产配置业绩整体一般，仅主观多策略型实现平均正收益。
- **大类资产表现：** 1) **权益：** 全球权益市场近期大幅震荡，整体维持上涨；信息科技收益保持领先但涨幅收窄，能源板块回撤幅度扩大。2) **固收：** 全球债券市场指数上行，新兴市场收益相对更高；5 月日本国债收益率再度大幅上调，英国则出现显著降低；美债短端利率上行，超长端利率基本维持，期限利差小幅收窄，实际利率上升。3) **商品：** 贵金属持续震荡下行，原油大幅回撤，商品指数整体下跌；铝在持续 3 个月贴水后转为升水，但幅度较小。
- **多资产指数：** 为跟踪常见的量化多资产策略的表现，我们选择风险平价、风险预算、风险溢价三类指数。1) **风险平价：** 最近一个月目标波动 10% 与 15% 的风险平价指数收益分别为 -2.54%、-3.51%，由上涨转为下跌，我们认为源于债券与商品的共同压力，高通胀预期下美债 10 年 YTM 上行至 4.5% 附近，同时中东局势缓和导致油价从高位快速回落，商品板块整体贡献负收益。2) **风险预算：** 近一个月平均同为负收益，近年突发地缘性、政治性事件扰动较多，使得通过宏观因子进行动态风险控制的风险预算策略相对落后。3) **风险溢价：** 表现分化，趋势指数转跌，Carry 指数则有显著正收益。最近一个月油价、金价、美股反复变化，资产价格的频繁反转使趋势因子短期失效。Carry 赚取的是风险补偿，虽然市场出现波动，但美国利率仍维持高位，最近一个月仍有 0.61% 的正收益。
- **全球配置产品：** 筛选海外机构旗下的主动型全球多资产配置基金，归类为主观型、混合型（主观量化结合）、量化型三种。1) **表现：** 产品业绩整体一般，仅主观多策略型实现平均正收益。主观多策略型产品权益仓位基本在 60% 以上，且主要为美股，同时偏好于信息技术行业，因此在近期具有相对优势，同时基金经理的灵活择时也可以规避大幅波动下的回撤；而有一定商品仓位的风险平价产品收益承压，以及使用宏观因子框架的混合型产品在震荡行情下可能受到扰动，表现不佳。2) **持仓：** 截至 05/31，相对两个月前，主观多策略型产品权益仓位有显著增加，板块上增配科技，现金与固收仓位均降低；生息策略产品权益仓位下降，板块中金融的权重显著降低，部分转移到信息技术与能源板块，因此近期能源板块的回撤一定程度上拖累了产品的业绩；由于股票市场波动放大，风险平价产品降低权益仓位，增加固收仓位，商品仓位未做显著调整。

风险提示： 本报告基于对历史数据的分析，仅进行客观描述，不构成投资建议。

王武蕾 S1090519080001
wangwulei@cmschina.com.cn
江雨航 S1090525070014
jiangyuhang1@cmschina.com.cn

正文目录

一、全球多资产表现..... 5

1.1. 权益..... 5

1.2. 固定收益..... 8

1.3. 商品..... 10

二、海外多资产指数及全球配置产品跟踪 11

2.1. 全球多资产指数..... 11

2.2. 全球配置产品梳理..... 12

2.3. 全球配置产品表现..... 14

图表目录

图表 1. 多资产间相关性均值（截至 26/06/15）	5
图表 2. MSCI 全球与 MSCI 新兴市场指数走势	5
图表 3. MSCI 地区指数走势	5
图表 4. MSCI 一级行业指数走势	6
图表 5. MSCI 一级行业指数走势	6
图表 6. MSCI 股票指数近期表现统计 (截至 26/06/15)	6
图表 7. 美股指数走势	6
图表 8. A 股指数走势	6
图表 9. 港股概念指数走势	7
图表 10. 港股行业指数走势	7
图表 11. 美股/港股/A 股指数近期表现统计(截至 26/06/15)	7
图表 12. 美股/港股/A 股指数估值水平 (截至 26/06/15)	7
图表 13. 彭博全球与新兴市场综合债券指数走势	8
图表 14. 彭博国家综合债券指数走势	8
图表 15. 彭博美国国债与 TIPS 债券指数走势	8
图表 16. 彭博美国公司债与高收益公司债指数走势	8
图表 17. 彭博债券指数近期表现统计(截至 26/06/15) & 主要国家 10Y 国债收益率月度变化(截至 26/05/31)	9
图表 18. 主要国家 10Y 国债收益率走势（截至 26/05/31）	9
图表 19. 美债国债到期收益率月度变化	9
图表 20. 美债国债实际收益率（截至 26/05）	9
图表 21. 标普高盛商品指数走势	10
图表 22. 标普高盛商品细分指数走势	10
图表 23. 金价与原油走势	10
图表 24. LME 铝、LME 铜现货价格走势	10
图表 25. 标普高盛商品指数&商品现货近期表现统计（截至 26/06/15）	10
图表 26. LME 铝、LME 铜升贴水	11
图表 27. LME 铝、LME 铜库存	11
图表 28. 全球多资产指数净值 1	12
图表 29. 全球多资产指数净值 2	12
图表 30. 全球多资产指数近期表现统计（截至 26/06/15）	12

图表 31. 海外机构全球配置策略产品信息.....	13
图表 32. 海外机构全球配置策略产品规模（截至 26/05/31）.....	14
图表 33. 海外机构全球配置策略产品收益相关性.....	14
图表 34. 海外主观多策略全球配置产品净值.....	14
图表 35. 海外生息策略全球配置产品净值.....	14
图表 36. 海外混合型策略全球配置产品净值.....	15
图表 37. 海外量化型策略全球配置产品净值.....	15
图表 38. 全球配置策略产品近期表现统计（截至 26/06/15）.....	15
图表 39. 全球配置产品大类资产持仓变化（截至 26/05/31,%）.....	16
图表 40.全球配置产品板块持仓（26/05/31,%）.....	16
图表 41. 全球配置产品板块持仓变动（%）.....	16



一、全球多资产表现

近期美股波动放大走出“V”型行情，科技板块涨幅收窄，新兴市场债券维持正收益，日本十年国债 YTM 持续上行，霍尔木兹海峡开放使油价从高位快速回落，贵金属持续震荡，商品市场整体下跌。

观察多资产间滚动半年日收益相关性，整体均值最近一个月小幅上调，由 0.21 至 0.22。细分角度，股、债、贵金属之间的相关性仍显著为正，呈现出一定的同涨同跌趋势，与之相对的，能源与这三类资产维持负相关，截至 26/06/15，SPGS 能源与 MSCI 全球、彭博全球综合债、SPGS 贵金属相关性分别为-0.56、-0.63、-0.19。

图表 1. 多资产间相关性均值（截至 26/06/15）



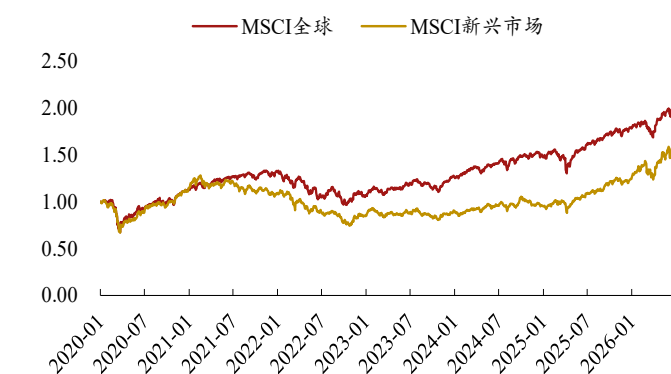
资料来源：招商证券，Wind 资讯

1.1. 权益

全球权益市场近期大幅震荡，整体维持上涨。过去 1 个月，MSCI 新兴市场收益 2.75%，MSCI 全球收益 1.36%。拉长区间看，过去 1 年，新兴市场表现仍相对强势，MSCI 新兴市场收益 46.66%，高于 MSCI 全球（25.75%）。

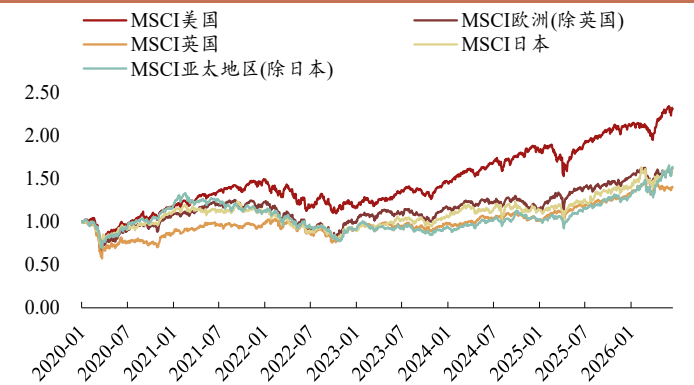
发达市场股市中欧洲、日本涨幅显著，英国持续小幅下跌。MSCI 美国、MSCI 欧洲（除英国）、MSCI 英国、MSCI 日本、过去 1 个月收益分别为 0.78%、3.33%、-0.12%、3.29%，过去 1 年收益分别为 24.59%、15.34%、16.41%、31.81%，收益波动比 1.95、0.96、1.16、1.48。

图表 2. MSCI 全球与 MSCI 新兴市场指数走势



资料来源：招商证券，Wind 资讯

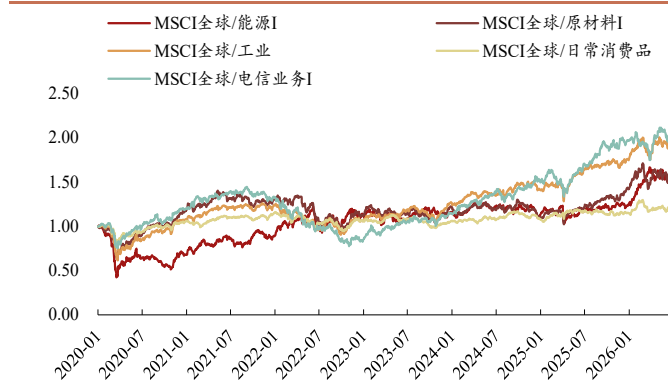
图表 3. MSCI 地区指数走势



资料来源：招商证券，Wind 资讯

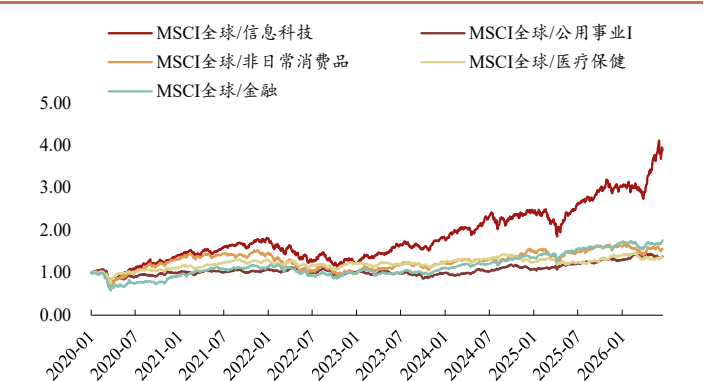
MSCI 一级行业中，信息科技收益保持领先但涨幅收窄，金融其次，能源板块回撤幅度扩大。过去 1 个月 MSCI 信息科技、MSCI 金融、MSCI 能源 I 收益分别为 4.66%、4.06%、-5.18%，过去 1 年收益分别为 58.28%、14.56%、26.97%，收益波动比 2.89、1.21、1.65。

图表 4. MSCI 一级行业指数走势



资料来源：招商证券, Wind 资讯

图表 5. MSCI 一级行业指数走势



资料来源：招商证券, Wind 资讯

汇总 MSCI 股票指数近期表现，如下表：

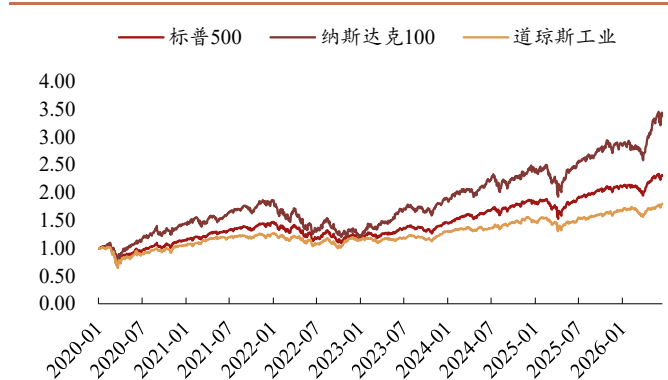
图表 6. MSCI 股票指数近期表现统计 (截至 26/06/15)

		最近1个月收益	最近3个月收益	最近半年收益	今年以来收益	过去一年收益	过去一年波动	过去一年收益/波动
MSCI地域	MSCI全球	1.36%	12.21%	11.43%	11.50%	25.75%	11.29%	2.28
	MSCI新兴市场	2.75%	19.24%	28.13%	25.60%	46.66%	19.98%	2.34
	MSCI美国	0.78%	12.82%	9.20%	10.17%	24.59%	12.64%	1.95
	MSCI欧洲(除英国)	3.33%	8.67%	7.78%	6.31%	15.34%	16.04%	0.96
	MSCI英国	-0.12%	1.73%	7.65%	5.02%	16.41%	14.10%	1.16
	MSCI日本	3.29%	12.25%	17.11%	16.80%	31.81%	21.50%	1.48
	MSCI亚太(除日本)	2.69%	18.86%	28.31%	25.57%	43.25%	20.32%	2.13
MSCI行业	MSCI全球/能源 I	-5.18%	-4.21%	19.62%	20.53%	26.97%	16.34%	1.65
	MSCI全球/原材料 I	-1.69%	5.69%	15.45%	12.87%	32.14%	18.98%	1.69
	MSCI全球/工业	0.03%	6.38%	12.07%	12.74%	22.60%	14.50%	1.56
	MSCI全球/日常消费品	-0.90%	-0.92%	5.03%	5.33%	2.23%	11.08%	0.20
	MSCI全球/电信业务 I	-4.75%	4.98%	2.67%	2.18%	22.10%	16.00%	1.38
	MSCI全球/信息科技	4.66%	33.52%	28.83%	30.68%	58.28%	20.13%	2.89
	MSCI全球/公用事业 I	-1.31%	-3.44%	6.93%	6.11%	13.43%	11.51%	1.17
	MSCI全球/非日常消费品	-1.67%	4.94%	-3.18%	-3.10%	6.28%	15.65%	0.40
	MSCI全球/医疗保健	2.41%	0.12%	-2.21%	-2.99%	7.19%	13.37%	0.54
	MSCI全球/金融	4.06%	9.74%	3.81%	2.47%	14.56%	12.03%	1.21

资料来源：招商证券, Wind 资讯

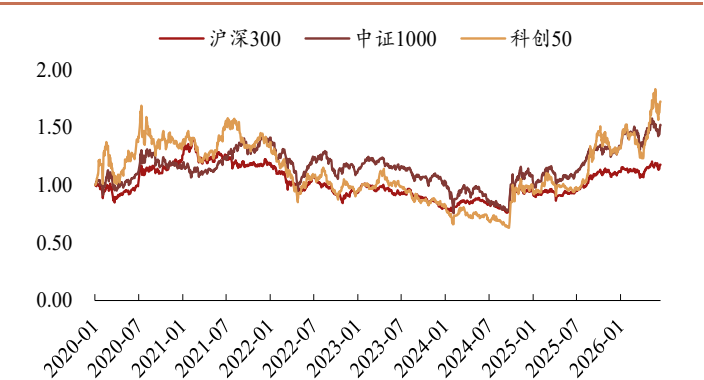
美股 6 月出现“V”型行情，振幅放大，收益相对降低。标普 500、纳斯达克 100、道指过去一个月收益分别为 0.71%、3.26%、3.21%，过去一年收益分别为 24.96%、39.39%、20.26%，收益波动比 2.00、2.25、1.61。

图表 7. 美股指数走势



资料来源：招商证券, Wind 资讯

图表 8. A 股指数走势

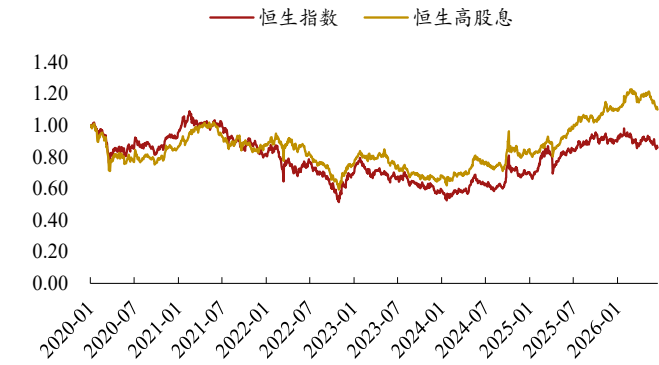


资料来源：招商证券, Wind 资讯

A 股小盘强于大盘，港股整体收益偏弱：近期 A 股大盘下行，小盘指数实现正收益，科创 50、创业板指过去一个月收益分别为 1.35%、2.09%；港股整体

转跌，恒生指数、恒生科技过去 1 个月收益分别为-5.86%、-6.12%，过去 1 年收益分别为 3.36%、-10.61%。

图表 9. 港股概念指数走势



资料来源：招商证券，Wind 资讯

图表 10. 港股行业指数走势



资料来源：招商证券，Wind 资讯

汇总美股/港股/A 股指数近期表现，如下表：

图表 11. 美股/港股/A 股指数近期表现统计(截至 26/06/15)

		最近1个月收益	最近3个月收益	最近半年收益	今年以来收益	过去一年收益	过去一年波动	过去一年收益/波动
美股	标普500	0.71%	12.76%	9.47%	10.35%	24.96%	12.47%	2.00
	纳斯达克100	3.26%	23.88%	18.91%	20.97%	39.39%	17.54%	2.25
	道琼斯工业平均	3.21%	10.06%	6.09%	7.51%	20.26%	12.60%	1.61
港股	恒生指数	-5.86%	-3.84%	-2.69%	-3.07%	3.36%	18.19%	0.18
	恒生高股息率	-7.44%	-6.87%	1.92%	2.25%	15.66%	13.31%	1.18
	恒生科技	-6.12%	-6.77%	-13.89%	-13.60%	-10.61%	26.43%	-0.40
	恒生医疗保健	-13.45%	-15.76%	-19.29%	-14.79%	-14.81%	31.55%	-0.47
	恒生消费	-3.24%	-8.90%	-5.79%	-4.96%	-9.23%	17.72%	-0.52
A股	上证指数	-1.95%	0.29%	5.76%	3.22%	20.39%	12.62%	1.62
	沪深300	-0.47%	4.71%	7.46%	5.65%	25.68%	15.11%	1.70
	中证500	-3.04%	2.71%	18.69%	12.61%	44.95%	21.61%	2.08
	中证1000	-2.93%	3.77%	16.54%	12.19%	37.61%	21.09%	1.78
	科创50	1.35%	26.23%	31.87%	30.06%	78.77%	33.72%	2.34
	创业板指	2.09%	20.15%	27.50%	25.92%	95.13%	28.75%	3.31

资料来源：招商证券，Wind 资讯

计算美股/港股/A 股指数 P/E TTM 及 P/B 的滚动三年分位数如下表：A 股各指数估值水平仍处于较高位置，三年分位数均超过 95%；美股中标普 500、纳斯达克 100 的 P/E 小幅下降，处于过去三年 79.89%、50.40%分位数水平，剩余空间放宽；港股整体估值水平较高，但板块间差异显著，存在结构性低估，恒生高股息 P/E 倍数 7.90，处于过去三年的 87.96%分位数，而恒生消费的 P/E 分位数则为 5.03%，显著被低估。

图表 12. 美股/港股/A 股指数估值水平 (截至 26/06/15)

		最新P/E(TTM)	P/E分位数	最新P/B	P/B分位数
美股	标普500	28.86	79.89%	5.80	98.81%
	纳斯达克100	35.24	50.40%	10.34	96.16%
	道琼斯工业平均	28.04	47.75%	8.49	67.06%
港股	恒生指数	12.13	87.70%	1.21	78.57%
	恒生高股息率	7.90	87.96%	0.66	75.79%
	恒生科技	22.99	66.40%	2.58	51.72%
	恒生医疗保健	28.30	11.64%	2.44	66.40%
	恒生消费	15.17	5.03%	2.55	24.60%
A股	上证指数	17.24	95.24%	1.51	88.62%
	沪深300	14.79	99.47%	1.49	92.33%
	中证500	39.44	99.87%	2.63	98.28%
	中证1000	51.31	94.84%	2.71	93.78%
	科创50	206.75	99.87%	8.65	99.87%
	创业板指	50.90	99.87%	6.82	99.87%

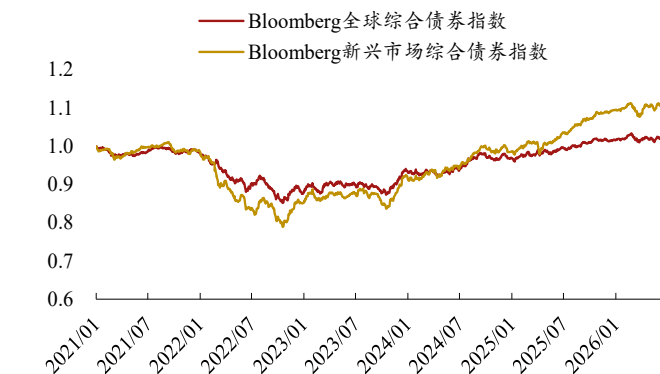
资料来源：招商证券，Wind 资讯

1.2. 固定收益

近期全球债券市场指数上行，新兴市场收益相对更高。彭博新兴市场综合债指数、彭博全球综合债指数，过去 1 个月收益分别为 1.74%、1.29%，过去 1 年收益分别为 8.53%、3.12%。

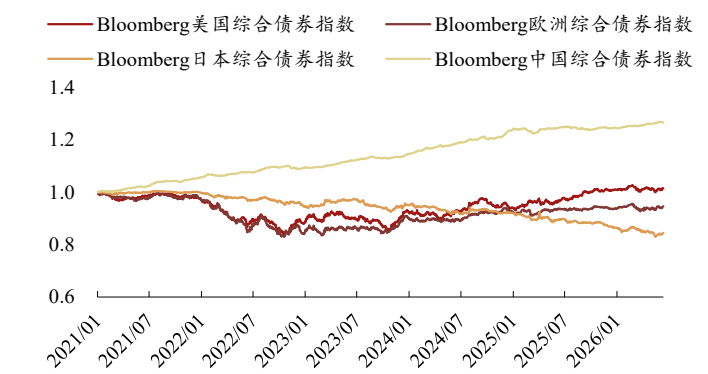
主要国家债券中，美债指数转为上行，欧洲、日本同样具有显著正收益。彭博美国、欧洲、日本、中国综合债指数，过去 1 个月收益分别为 1.19%、1.40%、1.20%、0.29%，过去 1 年收益分别为 4.07%、1.18%、-5.88%、1.47%。

图表 13. 彭博全球与新兴市场综合债券指数走势



资料来源：招商证券, Bloomberg

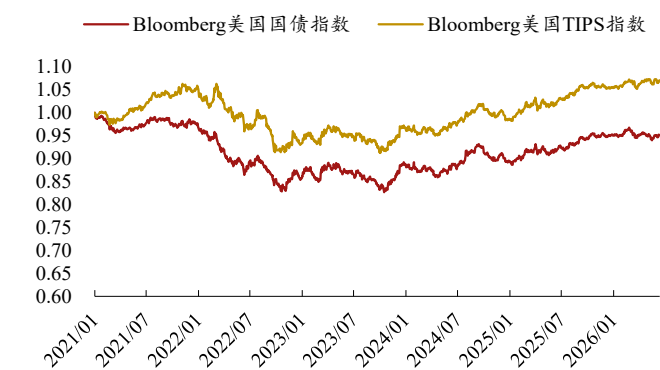
图表 14. 彭博国家综合债券指数走势



资料来源：招商证券, Bloomberg

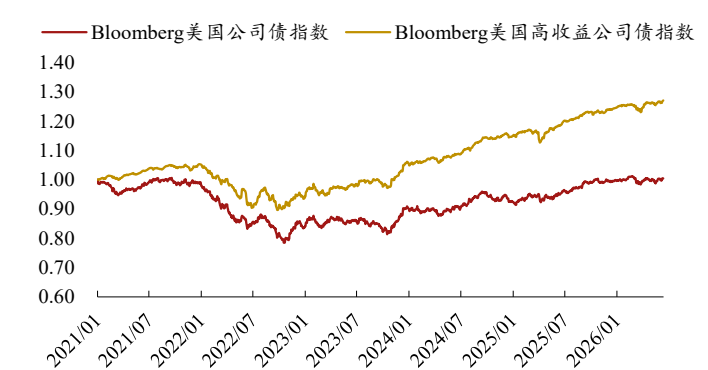
近期美债指数均实现正收益，其中公司债最高。彭博美国国债、TIPS 债券、公司债、高收益公司债指数，过去 1 个月收益分别为 1.02%、0.49%、1.36%、1.08%，过去 1 年收益分别为 2.86%、4.11%、4.80%、6.44%。

图表 15. 彭博美国国债与 TIPS 债券指数走势



资料来源：招商证券, Bloomberg

图表 16. 彭博美国公司债与高收益公司债指数走势



资料来源：招商证券, Bloomberg

汇总彭博债券指数近期表现、主要国家 10Y 国债收益率月度变化，如下表：

图表 17. 彭博债券指数近期表现统计(截至 26/06/15) & 主要国家 10Y 国债收益率月度变化(截至 26/05/31)

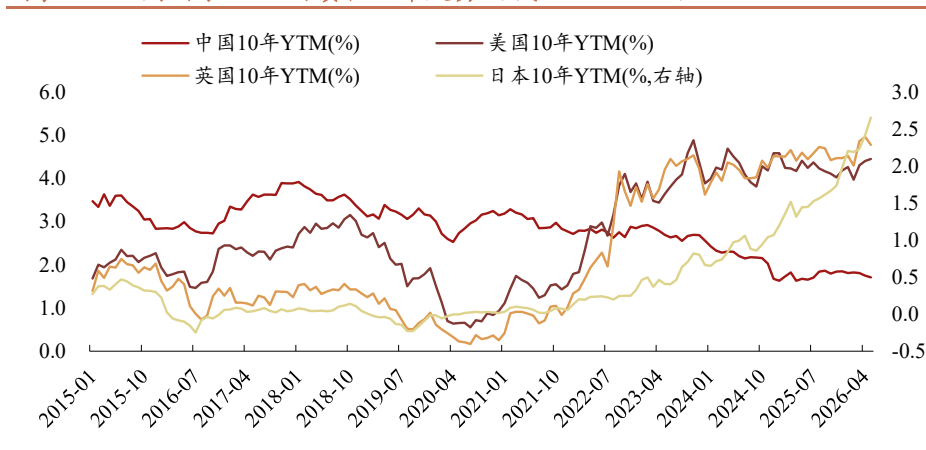
Bloomberg 债券指数	最近1个月收益	最近3个月收益	最近半年收益	今年以来收益	过去一年收益
Bloomberg全球综合债券指数	1.29%	0.75%	0.96%	0.89%	3.12%
Bloomberg新兴市场综合债券指数	1.74%	2.45%	2.23%	2.06%	8.53%
Bloomberg美国综合债券指数	1.19%	0.43%	0.51%	0.47%	4.07%
Bloomberg欧洲综合债券指数	1.40%	0.86%	0.90%	0.78%	1.18%
Bloomberg日本综合债券指数	1.20%	-1.68%	-2.66%	-2.19%	-5.88%
Bloomberg中国综合债券指数	0.29%	1.07%	1.76%	1.73%	1.47%
Bloomberg美国国债指数	1.02%	-0.03%	0.03%	0.06%	2.86%
Bloomberg美国TIPS指数	0.49%	0.33%	1.41%	1.43%	4.11%
Bloomberg美国公司债指数	1.36%	1.27%	0.86%	0.75%	4.80%
Bloomberg美国高收益公司债指数	1.08%	2.19%	2.40%	1.97%	6.44%

国债到期收益率	月末水平(%)	最近1个月变化(bp)	最近3个月变化(bp)	最近半年变化(bp)	三年分位数(%)
中国10年YTM	1.71	-4.16	-10.97	-13.39	16.7%
美国10年YTM	4.45	5.00	48.00	43.00	83.3%
英国10年YTM	4.78	-18.49	48.25	30.57	94.4%
日本10年YTM	2.65	23.90	46.53	91.92	100.0%

资料来源：招商证券，Bloomberg，Wind 资讯

5 月日本国债收益率再度大幅上调，英国则出现显著降低。截至 26/05/31，日本、英国国债 10 年 YTM 分别为 2.65%、4.78%，相较一个月前上升 24bp、下降 19bp，均处于过去三年极高位置。

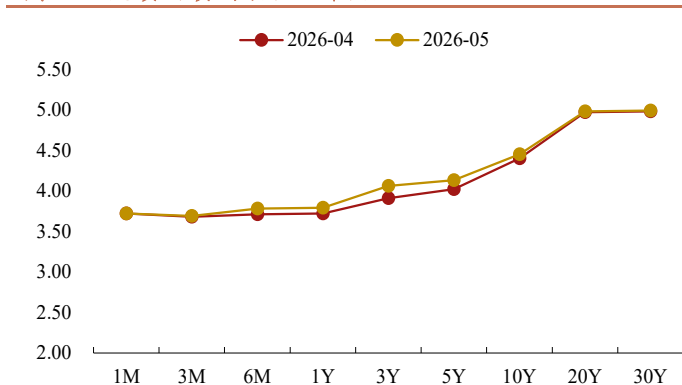
图表 18. 主要国家 10Y 国债收益率走势 (截至 26/05/31)



资料来源：招商证券，Wind 资讯

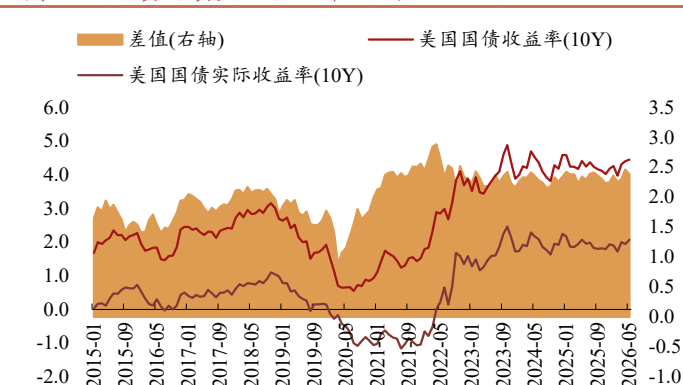
美债短端利率上行，超长端利率基本维持，期限利差小幅收窄，实际利率上升。截至 26/05/31，美债短端 3M/6M/1Y 的 YTM 分别相较上月末上升 1bp/7bp/7bp，长端的 3Y/5Y/10Y/30Y 分别相较上月末上升 15bp/11bp/5bp/1bp，10Y-1Y 的期限利差由 0.68%下降至 0.62%，实际利率由 1.94%上升至 2.07%。

图表 19. 美债国债到期收益率月度变化



资料来源：招商证券，Wind 资讯

图表 20. 美债国债实际收益率 (截至 26/05)



资料来源：招商证券，Wind 资讯

1.3. 商品

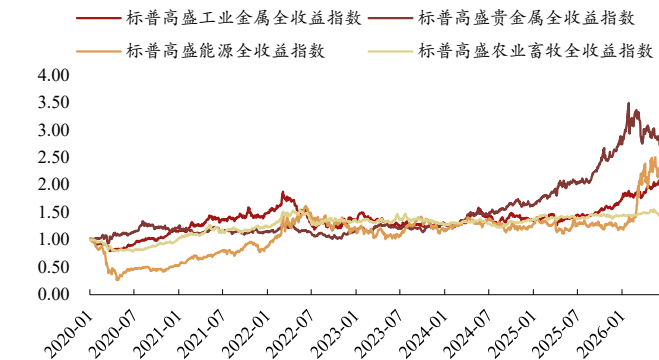
商品类别中，贵金属持续震荡下行，原油大幅回撤，商品指数整体下跌。标普高盛商品指数、贵金属指数、工业金属指数、能源指数、农业指数，过去 1 个月收益分别为-11.07%、-8.77%、-3.78%、-15.28%、-5.96%，过去 1 年收益分别为 35.80%，31.95%，38.85%，57.07%，0.89%。

图表 21. 标普高盛商品指数走势



资料来源：招商证券，Wind 资讯

图表 22. 标普高盛商品细分指数走势



资料来源：招商证券，Wind 资讯

截至 26/06/15，伦敦金现、IPE 布油、LME 铝、LME 铜过去 1 个月收益分别为-5.06%、-23.88%、-5.93%、1.18%，黄金与原油三年分位数分别由 90%以上降至 83.22%、71.11%。

图表 23. 金价与原油走势



资料来源：招商证券，Wind 资讯

图表 24. LME 铝、LME 铜现货价格走势



资料来源：招商证券，Wind 资讯

汇总标普高盛商品指数及商品现货近期表现如下表：

图表 25. 标普高盛商品指数&商品现货近期表现统计（截至 26/06/15）

标普高盛指数	最近1个月收益	最近3个月收益	最近半年收益	今年以来收益	过去一年收益
标普高盛商品全收益指数	-11.07%	-1.64%	30.64%	30.79%	35.80%
标普高盛工业金属全收益指数	-3.78%	4.81%	17.17%	12.42%	38.85%
标普高盛贵金属全收益指数	-8.77%	-13.42%	1.44%	-0.33%	31.95%
标普高盛能源全收益指数	-15.28%	-1.00%	62.36%	64.35%	57.07%
标普高盛农业畜牧全收益指数	-5.96%	-1.90%	-1.13%	0.11%	0.89%

商品价格	截止日水平	最近1个月涨跌	最近3个月涨跌	最近半年涨跌	三年分位数
伦敦金现(美元/盎司)	4309.56	-5.06%	-14.12%	0.13%	83.22%
LME 铝(美元/吨)	3419.50	-5.93%	-2.86%	20.36%	92.01%
LME 铜(美元/吨)	13714.00	1.18%	7.49%	16.47%	98.67%
IPE 布油(美元/桶)	83.17	-23.88%	-19.36%	37.33%	71.11%

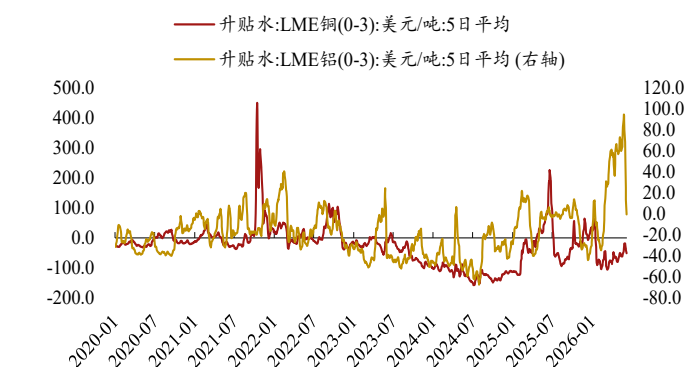
资料来源：招商证券，Wind 资讯

铝在持续 3 个月贴水后转为升水，但幅度较小，铜和铝库存持续减少。截至

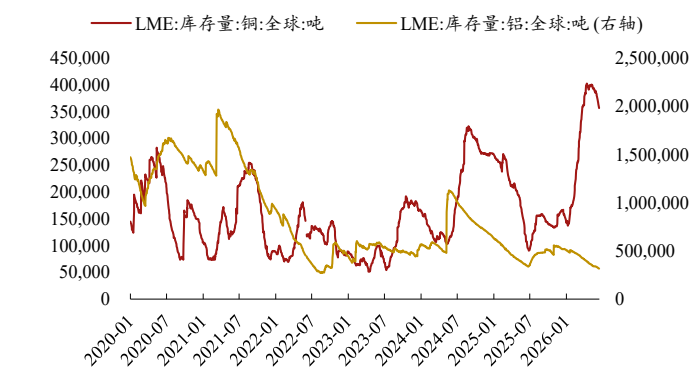
26/06/15, LME 铜、LME 铝升贴水 (0-3) 分别为-50.69、-0.40 美元/吨, 库存量分别为 35.70、31.80 万吨, 相对 21 交易日前减少 3.64、2.38 万吨。

图表 26. LME 铝、LME 铜升贴水

图表 27. LME 铝、LME 铜库存



资料来源: 招商证券, Wind 资讯



资料来源: 招商证券, Wind 资讯

二、海外多资产指数及全球配置产品跟踪

2.1. 全球多资产指数

为跟踪常见的量化多资产策略的表现, 我们寻找对应的指数, 包括风险平价、风险预算、风险溢价三类。

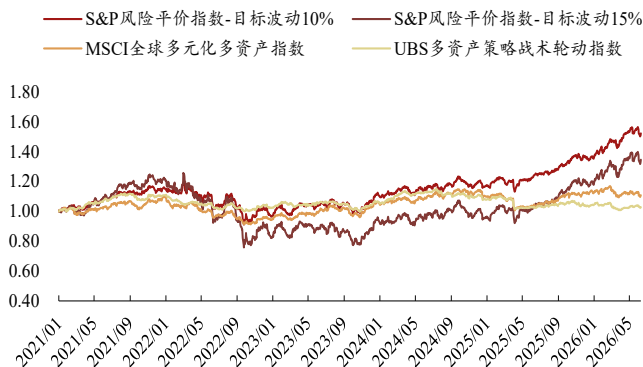
风险平价: 标普风险平价指数系列, 选取目标年化波动 10%和 15%两种。该指数资产池包括权益、固收以及商品, 以风险平价策略为核心, 设定目标波动并引入杠杆, 其中 15%版本在整个风险平价指数系列中属于最高风险档次, 其杠杆倍数和权益类资产的实际敞口均高于 10%版本。

风险预算: 1) MSCI 全球多元化多资产指数, 旨在全球股票长期增长的基础上, 通过资产分散、黄金配置以及动态波动率控制机制, 构建一个“风险控制增强型”的多资产组合。该指数底层资产包括美国权益、国际权益、美国国债以及黄金, 通过风险控制引擎全天候追踪各成分资产的隐含波动率与历史波动率, 根据市场状态对各资产的敞口进行动态调整, 使组合能够适应不同宏观环境。2) UBS 多资产策略战术轮动指数, 是一种基于宏观环境与市场趋势进行动态资产轮动的多资产指数, 结合趋势、波动率和宏观风险信号, 在股票、债券、商品等资产之间动态调整权重, 在风险偏好上升时提高风险资产暴露, 在市场波动或经济放缓时期转向防御资产。

风险溢价: 彭博跨资产趋势/价值/Carry 指数, 代表了三类最核心的宏观风险溢价来源。Value 指数通过做多相对低估、做空相对高估的资产, 捕捉资产价格长期均值回归的收益, 底层资产主要为债券与外汇; Carry 指数则通过持有收益率、利差或展期收益更高的资产, 赚取承担风险所获得的“风险补偿”, 例如在外汇市场中, Carry 体现为高息货币与低息货币之间的利差收益, 在固收市场中则体现为持有较长期限债券相对于短期债券的期限溢价; Trend 指数属于动量策略, 底层资产涵盖股票、债券、商品与外汇, 通过跟随市场的中长期趋势, 在上涨资产中做多、下跌资产中做空, 因此在趋势明显时期表现较强。

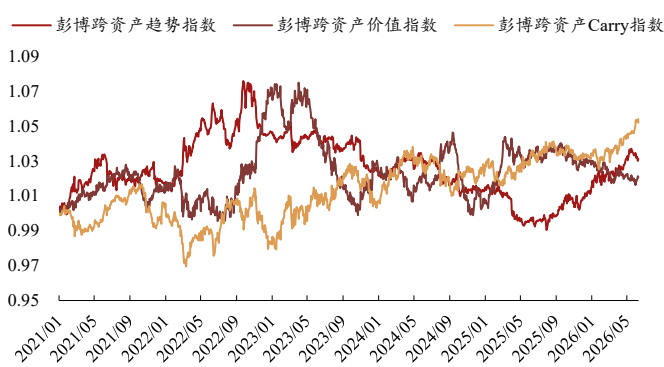
多资产指数净值走势如下:

图表 28. 全球多资产指数净值 1



资料来源：招商证券, Bloomberg

图表 29. 全球多资产指数净值 2



资料来源：招商证券, Bloomberg

策略层面，近期风险平价与风险预算均为负收益，最近一个月目标波动 10% 与 15% 的风险平价指数收益分别为 -2.54%、-3.51%，由上涨转为下跌，同时风险预算策略的收益持续偏弱。我们认为这主要源于债券与商品的共同压力，一方面高通胀预期下美债 10 年 YTM 上行至 4.5% 附近，另一方面中东局势缓和导致油价从高位快速回落，贵金属持续震荡，商品板块整体贡献负收益，而风险平价组合同时依赖债券和商品提供分散化收益，因此近期表现不佳。

风险溢价因子近期表现分化，趋势指数转跌，Carry 指数则有显著正收益。最近一个月油价、金价和地缘政治预期反复变化，美股也进入高位盘整阶段，资产价格的频繁反转使得趋势因子短期失效。Carry 本质上赚取的是风险补偿，虽然市场出现波动，但美国利率仍维持高位，因此最近一个月仍有 0.61% 的正收益。过去一年价值回归的逻辑持续承压，因为主要经济体央行利率路径分化，利率与基本面、汇率走势持续背离，美国利率和美国资产长期维持高估值状态，而近期在震荡阶段市场开始调整极端定价，价值指数收益修复，近一个月收益 0.17%。

图表 30. 全球多资产指数近期表现统计（截至 26/06/15）

策略类型	指数名称	最近1个月收益	最近3个月收益	最近半年收益	今年以来收益	过去1年收益	过去1年波动	最近3个月最大回撤	最近半年最大回撤	过去1年最大回撤	过去1年收益/波动	过去1年收益/最大回撤
风险平价	S&P 风险平价指数-目标波动10%	-2.54%	4.22%	12.28%	12.25%	23.03%	8.92%	3.99%	4.06%	4.06%	2.58	5.68
	S&P 风险平价指数-目标波动15%	-3.51%	4.95%	13.24%	13.41%	30.57%	13.50%	5.86%	8.16%	8.16%	2.27	3.75
风险预算	MSCI 全球多元化多资产指数	-1.96%	-1.02%	-1.45%	-1.18%	6.64%	8.55%	3.33%	6.43%	6.43%	0.78	1.03
	UBS 多资产策略战术轮动指数	-0.73%	0.77%	-0.80%	-1.34%	0.02%	5.64%	1.76%	4.80%	5.83%	0.00	0.00
风险溢价	彭博跨资产趋势指数	-0.55%	0.74%	2.14%	1.84%	3.39%	2.37%	0.67%	0.85%	0.89%	1.43	3.81
	彭博跨资产价值指数	0.17%	0.16%	-0.59%	-0.93%	-1.21%	2.16%	0.89%	1.49%	2.31%	-0.56	-0.52
	彭博跨资产 Carry 指数	0.61%	1.72%	1.75%	1.81%	1.67%	2.29%	0.47%	1.11%	1.53%	0.73	1.09

资料来源：招商证券, Bloomberg

2.2. 全球配置产品梳理

我们梳理了 Blackrock、JPM、Fidelity 等具有代表性的海外机构旗下的全球多资产配置基金，除去固定比例、指数型等被动型产品，其他主动型策略产品可归类为主观型、混合型（主观量化结合）、量化型三种，最终筛选基金如下表：

图表 31. 海外机构全球配置策略产品信息

策略类型	基金名称	基金代码	总资产规模 (26/03/31, 百万美元)	Morningstar 分类	2023-2025 年化波动(%)	策略说明
主观型	BlackRock Global Allocation Fund	MALOX	16318.25	Global Moderate Allocation	9.20%	主观多策略，以 PM 决策为主。
	Fidelity Balanced Fund	FBALX	59403.24	Moderate Allocation	10.08%	
	Vanguard Global Wellington Fund	VGWLX	2929.54	Global Moderate Allocation	7.79%	
	Invesco Global Allocation Fund	QVGLX	989.93	Global Moderate Allocation	9.06%	
	JPMorgan Global Allocation Fund	GAOAX	2590.97	Global Moderate Allocation	9.71%	
	Blackrock Dynamic High Income Fund	BDHIX	1470.36	Global Moderate Allocation	7.50%	生息策略，主投具有高收益的资产或子策略。
	Blackrock Multi-Asset Income Fund	BIICX	10261.93	Global Moderately Conservative Allocation	5.76%	
	Fidelity Multi-Asset Income Fund	FMSDX	3407.76	Moderately Conservative Allocation	9.26%	
	JPMorgan Income Builder Fund	JNBAX	8430.61	Global Moderately Conservative Allocation	6.92%	
	PIMCO Dividend and Income	PQIIX	269.42	Global Moderate Allocation	7.05%	
混合型	Blackrock Tactical Opportunities Fund	PBAIX	4471.93	Macro Trading	6.22%	量化框架+主观判断，其中量化以宏观、基本面为主。
	PIMCO All Asset Fund	PAAIX	9950.60	Tactical Allocation	6.35%	
	PIMCO Global Core Asset Allocation Fund	PGAIX	308.73	Global Moderate Allocation	8.10%	
量化型	Fidelity Risk Parity Fund	FAPSX	15.23	Tactical Allocation	10.08%	以风险平价/风险预算模型为主要决策工具。
	Invesco Balanced-Risk Allocation Fund	ABRZX	924.94	Tactical Allocation	12.05%	

资料来源：招商证券，Bloomberg

主观型策略中，拆分成了主观多策略与生息策略。主观多策略产品主要以基金经理和投委会决策为主，涉及到团队对中长期宏观市场环境展望、以及短期观点，在权重范围内进行增减配，通常为自上而下的框架。以 JPMorgan Global Allocation Fund 为例，首先依据团队对于未来 6-18 个月包括经济增长、通胀、利率、政治事件等在内的展望，决定大类资产配置比例，在考虑基金风险与回报目标的前提下，选择具体的证券、基金或衍生品等工具实施策略，持续监控组合风险与权重，并根据短期市场观点进行调整、再平衡等操作。

相对而言，生息策略产品的投资理念较为透明，以获取稳定现金流为主要目标，通过股息、利息等方式获得定期收入，适合寻求稳定性的投资者。主要子策略包括三种：投资于高股息股票；投资于高收益债券；通过持有股票现货+出售看涨期权，形成 covered call 策略组合，在捕捉部分股票 beta 收益的同时，额外获取权利金收入。

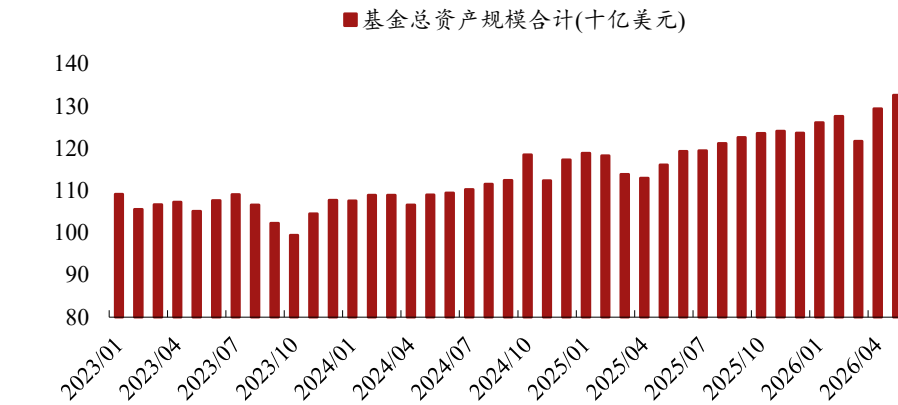
混合型策略即以量化框架定下基础权重，并根据主观判断的机会进行调整。我们选择的三个产品使用的量化数据包括了宏观、基本面、另类数据等：Blackrock Tactical Opportunities Fund 主要从宏观角度分析，使用的数据除了传统的 GDP、通胀、就业等外，还包括气候变化、央行会议等另类数据，使用自然语言处理等方式转换为信号；PIMCO 则在宏观数据外，还会引入对应资产类别的基本面指标，例如债券的到期收益率、信用风险，股票的盈利增长、估值水平等，搭建多因子框架。

量化型策略主要决策工具即为量化模型，这类产品策略中风险平价、风险预算被广泛使用。Fidelity 与 Invesco 均提到使用基于风险因子的风险平价框架，Fidelity 因子包括增长、通胀、利率、流动性，Invesco 则选择了增长、防御、实际收益，分别通过投资于股票、债券、商品及对应衍生品实现。

从 Morningstar 分类及基金历史年化波动看，生息策略产品风险等级较低，多为保守型，混合型产品也较为稳健，二者年化波动多数处于 8% 以内，而主观多策略产品属于中等风险，年化波动基本在 8-10% 之间，量化型策略产品波动则相对最高，均达到 10%。

5 月全球配置产品规模持续上升。加总筛选出的基金资产规模，截至 26/05/31 合计约 1326 亿美元，环比 4 月增加 32 亿元。

图表 32. 海外机构全球配置策略产品规模（截至 26/05/31）



资料来源：招商证券，Bloomberg

2.3. 全球配置产品表现

计算所有产品日收益的相关性：主观型策略产品内部相关性较高，均在 0.7 以上；混合型与量化型策略产品中，Blackrock Tactical Opportunities Fund 及 Invesco Balanced-Risk Allocation Fund 与所有产品相关性均在 0.5 以下，但与同类产品或同一机构下产品关联相对显著，推断源于各机构间量化模型框架构建及使用方式的差异。

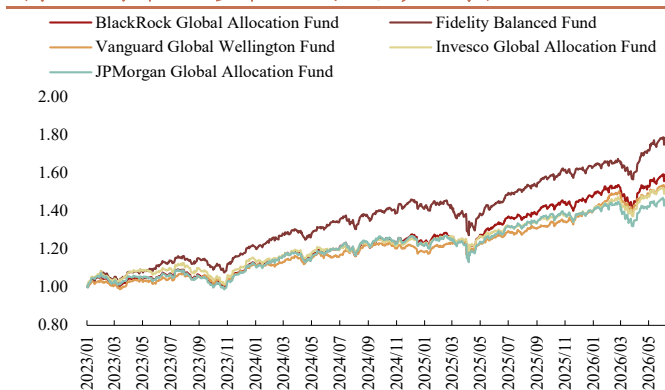
图表 33. 海外机构全球配置策略产品收益相关性

		主观多策略					生息策略					混合型			量化型	
		MALOX	FBALX	VGWLX	QVGIX	GAOAX	BDHIX	BIICX	FMSDX	JNBAX	PQIIX	PBAIX	PAAIX	PGAIX	FAPSX	ABRZX
主观多策略	MALOX	1.00	0.93	0.86	0.92	0.98	0.87	0.81	0.85	0.90	0.85	0.36	0.72	0.93	0.88	0.42
	FBALX	0.93	1.00	0.82	0.90	0.94	0.88	0.79	0.88	0.86	0.77	0.31	0.64	0.90	0.80	0.34
	VGWLX	0.86	0.82	1.00	0.87	0.89	0.87	0.86	0.77	0.90	0.93	0.31	0.80	0.86	0.87	0.41
	QVGIX	0.92	0.90	0.87	1.00	0.94	0.87	0.86	0.83	0.93	0.87	0.25	0.78	0.90	0.89	0.44
	GAOAX	0.98	0.94	0.89	0.94	1.00	0.88	0.84	0.85	0.93	0.87	0.32	0.77	0.95	0.90	0.43
生息策略	BDHIX	0.87	0.88	0.87	0.87	0.88	1.00	0.92	0.85	0.87	0.83	0.33	0.72	0.87	0.81	0.40
	BIICX	0.81	0.79	0.86	0.86	0.84	0.92	1.00	0.81	0.90	0.86	0.22	0.83	0.83	0.85	0.45
	FMSDX	0.85	0.88	0.77	0.83	0.85	0.85	0.81	1.00	0.84	0.74	0.26	0.68	0.82	0.82	0.40
	JNBAX	0.90	0.86	0.90	0.93	0.93	0.87	0.90	0.84	1.00	0.92	0.26	0.87	0.91	0.93	0.45
	PQIIX	0.85	0.77	0.93	0.87	0.87	0.83	0.86	0.74	0.92	1.00	0.27	0.87	0.86	0.90	0.44
混合型	PBAIX	0.36	0.31	0.31	0.25	0.32	0.33	0.22	0.26	0.26	0.27	1.00	0.12	0.32	0.25	0.11
	PAAIX	0.72	0.64	0.80	0.78	0.77	0.72	0.83	0.68	0.87	0.87	0.12	1.00	0.80	0.87	0.51
	PGAIX	0.93	0.90	0.86	0.90	0.95	0.87	0.83	0.82	0.91	0.86	0.32	0.80	1.00	0.86	0.47
量化型	FAPSX	0.88	0.80	0.87	0.89	0.90	0.81	0.85	0.82	0.93	0.90	0.25	0.87	0.86	1.00	0.50
	ABRZX	0.42	0.34	0.41	0.44	0.43	0.40	0.45	0.40	0.45	0.44	0.11	0.51	0.47	0.50	1.00

资料来源：招商证券，Bloomberg

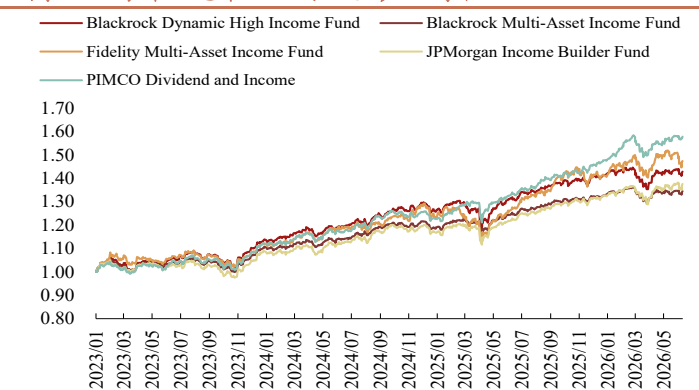
海外全球配置产品的净值整体均为上行趋势，同时与美股较为相关，在美股回撤的阶段均受到不同程度的影响：

图表 34. 海外主观多策略全球配置产品净值



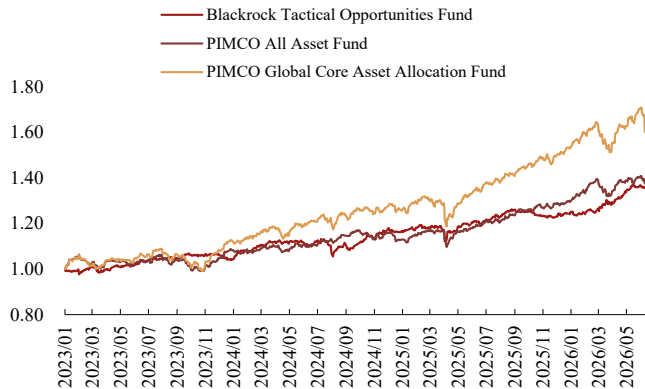
资料来源：招商证券，Bloomberg

图表 35. 海外生息策略全球配置产品净值



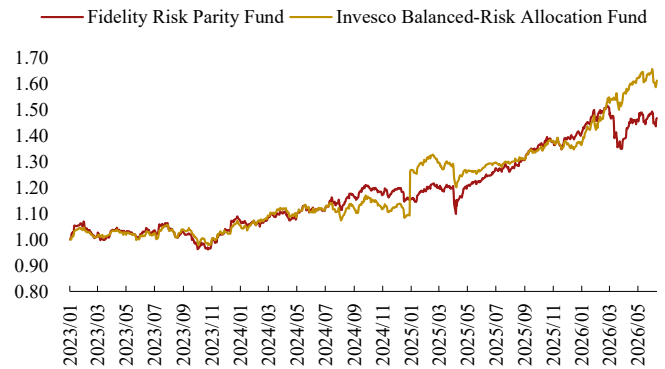
资料来源：招商证券，Bloomberg

图表 36. 海外混合型策略全球配置产品净值



资料来源：招商证券, Bloomberg

图表 37. 海外量化型策略全球配置产品净值



资料来源：招商证券, Bloomberg

过去一年全部基金均取得了显著的正回报，显示出分散化投资的优势。其中 Fidelity Balanced Fund 和 Invesco Balanced-Risk Allocation Fund 收益领先，分别为 21.99%、25.42%。主观型策略整体在绝对收益上弱于量化型产品，但优势在于相对更低的回撤与波动。

图表 38. 全球配置策略产品近期表现统计（截至 26/06/15）

策略类型	基金名称	最近1个月收益	最近3个月收益	最近半年收益	今年以来收益	过去1年收益	过去1年波动	最近3个月最大回撤	最近半年最大回撤	过去1年最大回撤	过去1年收益/波动	过去1年收益/最大回撤
主观多策略型	BlackRock Global Allocation Fund	1.06%	9.00%	7.98%	7.40%	18.50%	10.14%	4.22%	8.31%	8.31%	1.82	2.23
	Fidelity Balanced Fund	0.17%	9.71%	8.45%	8.62%	21.99%	9.04%	3.88%	6.47%	6.47%	2.43	3.40
	Vanguard Global Wellington Fund	1.51%	7.09%	10.25%	9.77%	20.11%	8.38%	3.32%	7.27%	7.27%	2.40	2.77
	Invesco Global Allocation Fund	0.09%	7.39%	7.97%	7.97%	16.08%	8.87%	3.64%	6.94%	6.94%	1.81	2.32
	JPMorgan Global Allocation Fund	-0.18%	6.51%	3.89%	3.69%	12.26%	10.26%	4.36%	8.95%	8.95%	1.20	1.37
生息策略型	BlackRock Dynamic High Income Fund	-0.11%	3.20%	1.35%	0.78%	8.66%	7.10%	3.06%	6.46%	6.46%	1.22	1.34
	BlackRock Multi-Asset Income Fund	0.28%	2.20%	1.71%	1.04%	7.77%	5.46%	2.37%	4.99%	4.99%	1.42	1.56
	Fidelity Multi-Asset Income Fund	-2.46%	3.05%	3.24%	4.84%	16.25%	10.35%	4.84%	6.47%	6.47%	1.57	2.51
	JPMorgan Income Builder Fund	0.65%	4.11%	4.31%	4.02%	12.28%	7.07%	3.60%	5.82%	5.82%	1.74	2.11
	PIMCO Dividend and Income	0.52%	4.27%	7.94%	7.03%	18.32%	6.48%	2.55%	5.90%	5.90%	2.83	3.11
混合型	BlackRock Tactical Opportunities Fund	-0.35%	5.74%	9.41%	9.55%	12.47%	5.73%	1.69%	1.69%	2.99%	2.18	4.18
	PIMCO All Asset Fund	-0.81%	3.48%	7.68%	6.83%	15.97%	6.29%	2.33%	5.44%	5.44%	2.54	2.93
	PIMCO Global Core Asset Allocation Fund	-2.80%	4.37%	7.04%	5.69%	19.40%	9.24%	6.27%	7.96%	7.96%	2.10	2.44
量化型	Fidelity Risk Parity Fund	-0.94%	5.58%	4.90%	4.90%	17.86%	11.85%	4.59%	10.99%	10.99%	1.51	1.62
	Invesco Balanced-Risk Allocation Fund	-2.04%	4.68%	18.91%	17.89%	25.42%	9.25%	4.25%	4.25%	4.25%	2.75	5.99

资料来源：招商证券, Bloomberg

美股大幅波动、原油回撤的行情下，产品业绩整体一般，主观多策略型收益相对领先。最近一个月，主观多策略型产品收益平均为 0.53%，其中 Vanguard Global Wellington Fund 收益最高（1.51%），其次为 BlackRock Global Allocation Fund（1.06%），而混合型、量化型产品均为负收益。主观多策略型产品权益仓位基本在 60%以上，且主要为美股，同时偏好于信息技术行业，因此在近期具有相对优势，同时基金经理的灵活择时也可以规避大幅波动下的回撤。相对而言，有一定商品仓位的风险平价产品收益承压，以及使用宏观因子框架的混合型产品在震荡行情下可能受到扰动，表现不佳。

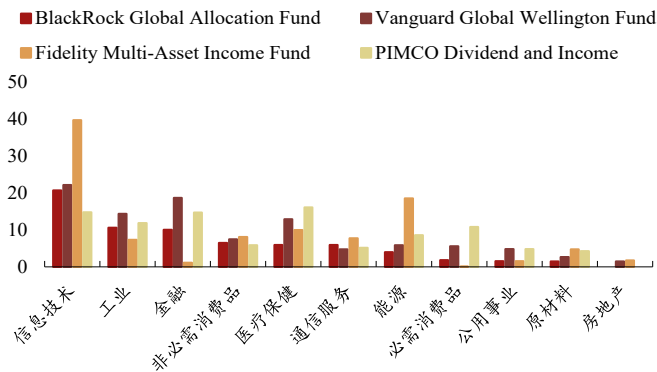
我们选取部分长期绩优产品，观察大类资产及板块的最新配置（26/05/31）与变动（相对 26/03/31）如下：

图表 39. 全球配置产品大类资产持仓变化（截至 26/05/31, %）

基金名称	权益类	固收类	商品类	现金及其他
BlackRock Global Allocation	68.6	23.3	2.4	5.7
Vanguard Global Wellington	65.8	31.2	0.0	3.0
Fidelity Multi-Asset Income	50.5	47.5	0.0	2.0
PIMCO Dividend and Income	51.5	66.0	0.0	17.5
PIMCO Global Core Asset Allocation	67.5	82.3	0.2	50.0
Fidelity Risk Parity	45.0	102.6	21.5	69.0
相对 26/03/31 变化				
基金名称	权益类	固收类	商品类	现金及其他
BlackRock Global Allocation	7.7	1.8	0.0	5.9
Vanguard Global Wellington	1.1	-0.3	0.0	0.8
Fidelity Multi-Asset Income	-4.0	3.6	0.0	0.4
PIMCO Dividend and Income	0.2	1.8	0.0	2.0
PIMCO Global Core Asset Allocation	0.5	0.4	-0.1	0.8
Fidelity Risk Parity	-3.4	3.3	1.6	1.6

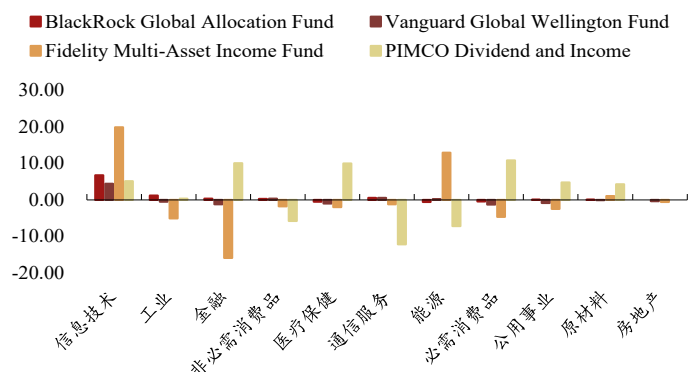
资料来源：招商证券，Bloomberg

图表 40. 全球配置产品板块持仓（26/05/31, %）



资料来源：招商证券，Bloomberg

图表 41. 全球配置产品板块持仓变动（%）



资料来源：招商证券，Bloomberg

主观多策略型产品权益资产的权重较高，股债比例接近 70/30，且以多头仓位为主，生息策略产品的股债仓位则较接近，且有衍生品上的空头暴露。混合型与量化型产品，在重仓债券的同时灵活运用杠杆、衍生品进行收益增强。

从板块分布看，主观多策略产品偏好于信息技术、金融、工业、非必需消费、医疗保健板块，在成长型及价值型股票上均有暴露。生息策略则相对更侧重于价值型，在金融、医疗、能源等高股息行业中配置较多，为使用 covered call 策略捕捉股票涨幅，也在信息技术、通信等行业有一定持仓。

截至 05/31，相对两个月前，主观多策略型产品权益仓位有显著增加，BlackRock Global Allocation Fund 增加 7.7%，板块上增配科技，现金与固收仓位均降低。生息策略产品 Fidelity Multi-Asset Income Fund 权益仓位下降 4.0%，板块分布中金融的权重显著降低，部分转移到信息技术与能源板块，因此近期能源板块的回撤一定程度上拖累了产品的业绩（最近一个月-2.46%）。在股市波动放大的阶段，风险平价产品降低权益仓位，增加固收仓位，但商品仓位未做显著调整。

综合而言，近期在美股波动放大、商品市场回撤的背景下，多资产配置产品整体业绩一般，相对而言具有更高美股仓位且可以灵活择时的主观多策略型产品收益领先，而有商品仓位的风险平价产品收益不佳。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。