仅供内部参考，请勿外传



# 债券和权益波动率下行，波动率锚定法推升商品比例

## ——2026 年 10 月大类资产配置展望

**分析师：** 仇华
**证书编号：** S0500519120001
**Tel：** (8621) 50295323
**Email：** qh3062@xcsc.com

**地址：** 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

**核心要点：**

❑ **2026 年以来大类资产中，能源商品领跑**

截至 2026 年 9 月 28 日，美伊在中东冲突烈度趋缓，但谈判迟迟未果，对全球油价影响并没有消除，原油价格继续高位震荡；权益市场方面，美联储 9 月加息后，10 月继续加息概率维持在 50%以上，压制科技板块估值；黄金在年初快速上行后一度深度回调，近期受美联储加息影响，再次探底。2026 年以来的全球大类资产运行格局为：能源商品领跑、贵金属冲高后步入深度回调、权益市场极致分化、债券市场稳健上行。

❑ **全球视角，分化复苏是全球经济主基调**

从全球视角来看，未来分化复苏成为全球经济主基调，总体呈现 "新兴强于发达" 格局。IMF 在 7 月预测 2026 年全球 GDP 增速 1.70%，距离 2025 年的 1.90%，下调 0.2%。其中，中国 GDP 增速预计 4.60%，主要原因在于，2026 年是我国 "十五五" 开局之年，内需政策加码与产业升级形成有效支撑，且上半年 GDP 增速为 4.70%，落于 2026 年两会给出的 4.50-5.00%之间。

❑ **2026 年 9 月的债券、权益资产波动率继续下行**

传统大类资产配置普遍以预期收益率为核心锚点，但存在风险权重失衡问题。我们改用波动率锚定的配置方法，以资产波动率、风险贡献度为核心锚点，动态分配各类资产权重，让股票、债券、商品、货币对组合整体的风险贡献基本均衡。

就权益、债券、大宗商品等主要大类资产的波动率来看，债券资产的波动率 2026 年持续下滑，主要是国内利率一直保持低位，不过，由于美联储、日本、欧洲央行已于 9 月加息，削弱了国内降息预期，债券资产的收益继续下行空间有限。权益资产波动率，2026 年前 8 个月总体保持在相对区间震荡，但 9 月明显下行，应该受 9 月 24 日前，A 股多数时间横盘整理的影响。大宗商品的波动率，则在 2025 年大幅上升的基础上略有回落，但依然保持在相对高位。

就资产 9 月波动率横向比较，近 1 年的大类资产波动率最高的是大宗商品（15.35%），其次是权益资产（12.61%），债券（1.12%）则一直居于相对低位。在波动率锚定配置法下，债券和权益波动率下行，而资产组合的综合波动率稳定，最终推升大宗商品的比例。

❑ **投资建议**

综合而言，现阶段市场逐步告别此前的单边宽松、单边牛市状态，而逐步进入高波动、强分化、弱联动新阶段。而以波动率为锚的配置体系，不依赖牛市行情，通过风险动态平衡，能够在震荡市中实现稳健增值，完美适配商品领跑、权益分化、债市震荡的 2026 年大类资产格局，同时贴合居民存款搬家、资产从固收转向均衡配置的大趋势。

仅供内部参考，请勿外传



我们建议 10 月份的大类资产配置如下：保守型客户的配置状况是，债券市场 70%、权益资产 25%、大宗商品 0%、货币基金 5%；稳健型客户的配置状况是，债券市场 35%、权益资产 50%、大宗商品 10%、货币基金 5%；进取型客户的配置状况是，债券市场 5%、权益资产 70%、大宗商品 25%。

## ❑ 风险提示

国际方面：从长周期视角判断，中美竞争依然会持续；地缘冲突方面，俄乌战争、中东冲突，对全球的影响不确定性较大。

国内方面：中美在贸易领域冲突暂缓，但存在受其他因素影响被中断的风险；我国房地产领域的投资进一步下滑，将继续拖累固定资产投资增速；我国宏观杠杆率已连续 5 个季度突破 300%，制约了短期政策持续宽松的空间。

在大类资产配置方面，则要关注通胀粘性超预期，以及全球债务风险上升，尤其是美联储加息对美国债务问题的影响。

仅供内部参考，请勿外传



# 1 2026 年以来大类资产运行状况

我们梳理 2026 年以来大类资产的运行状况，并分析现阶段宏观环境特征，为进一步分析和展望大类资产配置奠定基础。

## 1.1 2026 年前九个月大类资产状况

我们着重分析权益、债券、大宗商品，而货币基金通常用于保持配置具有适当流动性。

**表 1 大类资产 2026 年以来状况（截至：2026 年 9 月 28 日）**

| 资产类别 | 年初至今收益率 | 表现特点 |
| --- | --- | --- |
| 大宗商品 | ICE 布油，+111.03%<br>WTI 原油 + 93.76%<br>COMEX 黄金 -6.67% | 能源商品领涨，贵金属冲高回落 |
| 全球股票 | 全球股票指数多数上涨 | 韩国综合指数（63.49%）领跑 |
| 中国权益 | 科创综指 +12.18%<br>上证指数 -3.66%<br>深证成指 -4.93% | 科技成长累计增长，主板蓝筹相对疲软 |
| 债券市场 | 中债新综合财富 + 3.14% | 中短久期高等级信用债表现较好 |

资料来源：Wind、湘财证券研究所

截至 2026 年 9 月 28 日，美伊在中东冲突烈度趋缓，但谈判迟迟未果，对全球油价影响并没有消除，原油价格继续高位震荡；权益市场方面，美联储 9 月加息后，10 月继续加息概率维持在 50%以上，压制科技板块估值；黄金在年初快速上行后一度深度回调，近期受美联储加息影响，再次探底。2026 年以来的全球大类资产运行格局为：能源商品领跑、贵金属冲高后步入深度回调、权益市场极致分化、债券市场稳健上行。

## 1.2 大类资产相关的宏观因子分解

从全球视角来看，未来分化复苏成为全球经济主基调，总体呈现 "新兴强于发达" 格局。IMF 在 7 月预测 2026 年全球 GDP 增速 1.70%，距离 2025 年的 1.90%，下调 0.2%。其中，中国 GDP 增速预计 4.60%，主要原因在于，2026 年是我国 "十五五" 开局之年，内需政策加码与产业升级形成有效支撑，且上半年 GDP 增速为 4.70%，落于 2026 年两会给出的 4.50-5.00%之间。我们预计中国 2026 年实际 GDP 增速与 IMF 预测大致相当。

IMF 对印度的预期增长为 6.40%，略低于 4 月预期，但绝对值依然领跑主要经济体。IMF 对美国经济预计增长 2.30%，比 2025 年的 2.10%上升 0.2

仅供内部参考，请勿外传



个百分点，主要是在美联储降息与财政刺激下的温和复苏。

IMF 预计欧元区总体经济增速从 2025 年的 1.40%下滑至 0.90%，显示 IMF 看空欧洲经济。

图 1 IMF 全球经济展望（2026 年 7 月）

| (Real GDP, annual percent change) | 2025 | PROJECTIONS 2026 | 2027 |
|---|---|---|---|
| **World Output** | **3.5** | **3.0** | **3.4** |
| **Advanced Economies** | **1.9** | **1.7** | **1.8** |
| United States | 2.1 | 2.3 | 2.2 |
| Euro Area | 1.4 | 0.9 | 1.2 |
| Germany | 0.2 | 0.7 | 1.0 |
| France | 0.9 | 0.6 | 0.9 |
| Italy | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Spain | 2.8 | 2.1 | 1.8 |
| Japan | 1.1 | 0.6 | 0.7 |
| United Kingdom | 1.4 | 1.0 | 1.3 |
| Canada | 1.9 | 1.1 | 1.7 |
| Other Advanced Economies | 3.0 | 2.8 | 2.3 |
| **Emerging Market and Developing Economies** | **4.5** | **3.8** | **4.5** |
| Emerging and Developing Asia | 5.6 | 5.0 | 4.8 |
| China | 5.0 | 4.6 | 4.1 |
| India | 7.7 | 6.4 | 6.7 |
| Emerging and Developing Europe | 2.0 | 1.9 | 2.1 |
| Russia | 1.0 | 1.1 | 1.1 |
| Latin America and the Caribbean | 2.4 | 2.4 | 2.7 |
| Brazil | 2.3 | 2.4 | 2.2 |
| Mexico | 0.5 | 1.2 | 1.9 |
| Middle East and Central Asia | 3.7 | 0.7 | 6.5 |
| Saudi Arabia | 4.6 | 1.7 | 5.5 |
| Sub-Saharan Africa | 4.5 | 4.3 | 4.5 |
| Nigeria | 4.0 | 4.1 | 4.3 |
| South Africa | 1.1 | 1.1 | 1.3 |
| ***Memorandum*** | | | |
| Emerging Market and Middle-Income Economies | 4.4 | 3.7 | 4.4 |
| Low-Income Developing Countries | 4.8 | 4.8 | 4.9 |

资料来源：IMF、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



此外，粘性通胀约束货币宽松空间，推动全球资金流动性转向收紧。IMF 预测 2026 年全球通胀 4.7%，与 2025 年的 4.10%相比，显著上升。根本驱动因素在于：一是中东冲突，导致的传统能源供给约束，全球供应链重构成本上升；二是美、欧、日三大主流经济体已于 9 月同步加息：欧洲央行 9 月 16 日加息 25BP，欧元区存款机制利率上调至 2.50%；美联储 9 月 17 日加息 25BP，联邦基金利率区间升至 3.75%－4.00%；日本央行 9 月 24 日加息 25BP，政策利率由 1.00%上调至 1.25%。随着全球货币政策边际收紧，将推动全球资产借贷成本趋势上行。

## 2 十月大类资产配置展望

传统大类资产配置普遍以预期收益率为核心锚点，采用固定比例配置，但该方式存在明显缺陷，风险权重严重失衡。股票波动率远高于债券，常规固定组合中 90%以上的组合波动、回撤风险均由权益资产主导。

我们改用波动率锚定的配置方法，以资产波动率、风险贡献度为核心锚点，遵循高波低配、低波高配、风险均等原则，动态分配各类资产权重，让股票、债券、商品、货币对组合整体的风险贡献基本均衡，从根源上规避单一资产风险集中现象。

### 2.1 单资产波动率权重测算

对于单资产波动率权重，我们使用简单的倒数波动率配权法。计算公式：

单类资产配置权重=1/资产年化波动率

权益资产方面，A 股大盘蓝筹、港股红利的波动率多数在 12%-15%，属于中等波动范畴，相应的配置比例在 6-8%附近；而 A 股科创/创业板、美股科技的波动率在 18%-22%附近，属于中高波动范畴，相应的理论比例在 4-6%。

债券方面，货币基金/短债的波动率极低，多少在 1%-2%，理论配置权重在 50%以上；对于保守型投资者，可以多配该资产。而中高等级信用债、利率债的波动率通常在 3%-5%，也属于低波动资产，相应理论比例可以达 20-35%。

大宗商品方面，原油、工业金属属于高波动商品，通常波动率在 25%-30%，相应的配置在 4-6%相对适宜；而黄金的波动率在 15%-18%，属于中高波动率范畴，通常配置比例在 6-8%，不过，近年黄金多数时间上涨，通常会将黄金比例定在 10%。

基础配置逻辑：低波动的债券、货币资产作为底仓托底，高波动的权益、

仅供内部参考，请勿外传



商品小幅配置，确保基础组合波动平稳，适合保守、稳健型配置需求。

## 2.2 十月的风险平价均衡模型

倒数波动率配权法只是基础模型，其核心痛点是未考虑资产联动性。我们在实际资产配置中，需要在单一资产波动率的基础上，纳入资产相关性、风险贡献度等因素，构建风险平价均衡模型。核心目标：每类资产对组合整体的风险贡献基本相等。

就 2026 年前 9 个月出现的地缘冲突、通胀波动下，股、商品联动上涨，若单独考虑股票和商品的波动率，测算的结果风险依然相对集中，而通过风险平价模型可有效规避该问题。

2026 年风险均衡后的配置标准权重范围：固收类（利率债+高等级信用债）：45%-50%（低波动，承担基础风险底仓）；权益类（A 股中小盘+港股科技+美股 AI 龙头）25%-30%（高波动，仓位严格约束）；商品类（黄金+工业金属+原油）：10%-15%（超高波动，小幅分散配置，对冲通胀）；现金类（REITs+货币基金）：5%-10%（平滑组合波动，保留流动性）。

但在实际配置过程中，还需要考虑投资者的风险偏好。根据当前国内基金投顾与财富管理行业主流量化参考口径，我们将投资者分为：保守型（目标年化波动≤4%）、稳健型（目标年化波动 8%-10%）、进取型（目标年化波动 12%-18%）。

就权益、债券、大宗商品等主要大类资产的波动率来看，债券资产的波动率 2026 年持续下滑，主要是国内利率一直保持低位，不过，由于美联储、日本、欧洲央行已于 9 月加息，削弱了国内降息预期，债券资产的收益继续下行空间有限。权益资产波动率，2026 年前 8 个月总体保持在相对区间震荡，但 9 月明显下行，应该受 9 月 24 日前，A 股多数时间横盘整理的影响。大宗商品的波动率，则在 2025 年大幅上升的基础上略有回落，但依然保持在相对高位。

就资产 9 月波动率横向比较，近 1 年的大类资产波动率最高的是大宗商品（15.35%），其次是权益资产（12.61%），债券（1.12%）则一直居于相对低位。在波动率锚定配置法下，债券和权益波动率下行，而资产组合的综合波动率稳定，最终推升大宗商品的比例。

仅供内部参考，请勿外传



图 2 近年债券资产年化波动率状况（截至：2026 年 9 月）



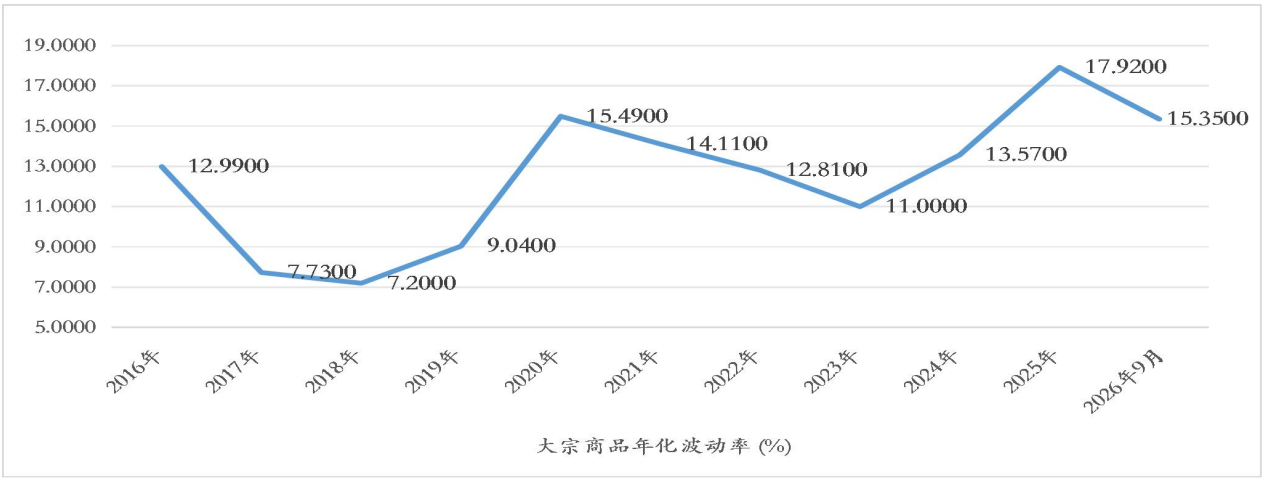

资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 近年权益资产年化波动率状况（截至：2026 年 9 月）




资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 近年大宗商品年化波动率状况（截至：2026 年 9 月）




资料来源：IMF、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



在具体配置资产方面，为了保持产品具有适当的流动性，我们适当保留了部分货币资金。其中，保守型和稳健型的配置都保留了 5%的比例。另，为了让组合的波动率达到客户资产配置需求，由于权益资产波动率在 9 月下滑，导致资产波动率最高值，没有超过进取型组合波动率（12-18%）的上限，我们适当提升了大宗商品的比例。

**表 2 大类资产 9 月配置状况（截至：2026 年 9 月 28 日）**

| 客户类型 | 资产类别 | 近1年波动率 | 配置比例 | 预期波动率 | 目标年化波动率 |
|---|---|---|---|---|---|
| 保守型 | 债券市场 | 1.1200% | 70% | 3.94% | ≤4% |
| | 权益资产 | 12.6100% | 25% | | |
| | 大宗商品 | 15.3500% | 0% | | |
| | 货币基金 | 0.0306% | 5% | | |
| 稳健型 | 债券市场 | 1.1200% | 35% | 8.23% | 8-10% |
| | 权益资产 | 12.6100% | 50% | | |
| | 大宗商品 | 15.3500% | 10% | | |
| | 货币基金 | 0.0306% | 5% | | |
| 进取型 | 债券市场 | 1.1200% | 5% | 12.72% | 12-18% |
| | 权益资产 | 12.6100% | 70% | | |
| | 大宗商品 | 15.3500% | 25% | | |
| | 货币基金 | 0.0306% | 0% | | |

资料来源：Wind、湘财证券研究所

最终，我们建议 10 月份的大类资产配置如下：保守型客户的配置状况是，债券市场 70%、权益资产 25%、大宗商品 0%、货币基金 5%；稳健型客户的配置状况是，债券市场 35%、权益资产 50%、大宗商品 10%、货币基金 5%；进取型客户的配置状况是，债券市场 5%、权益资产 70%、大宗商品 25%、货币基金 0%。

## 2.3 资产配置未来发展方向探讨

在资产配置方面，未来我们将继续针对传统风险平价失效问题，优化资产维度平价，适当增加宏观因子波动率平价，将所有资产映射为经济增长、通胀、流动性、地缘风险等四大风险因子，实现因子风险均等，并结合 AI 量化信号，实时迭代因子波动率，实现泛量化的动态调仓。

在宏观环境方面，目前全球流动性收紧趋势还在推进过程中，而通胀周期、盈利周期的上行将成为未来大类资产配置的主要影响因素。所以，配置上应关注盈利和通胀带来的高确定性，而美联储加息对黄金走势造成一定冲击，预期在 10 月议息会议后，黄金走势才会企稳；而原油方面，美伊冲突是主要影响因素，预期到美国中期选举后，方向才相对明朗。如何将宏观判断与模型有效融合，也是我们未来需要思考的重要方向。

仅供内部参考，请勿外传



## 3 投资建议

综合而言，现阶段市场逐步告别此前的单边宽松、单边牛市状态，而逐步进入高波动、强分化、弱联动新阶段。而以波动率为锚的配置体系，不依赖牛市行情，通过风险动态平衡，能够在震荡市中实现稳健增值，完美适配商品领跑、权益分化、债市震荡的 2026 年大类资产格局，同时贴合居民存款搬家、资产从固收转向均衡配置的大趋势。

我们建议 10 月份的大类资产配置如下：保守型客户的配置状况是，债券市场 70%、权益资产 25%、大宗商品 0%、货币基金 5%；稳健型客户的配置状况是，债券市场 35%、权益资产 50%、大宗商品 10%、货币基金 5%；进取型客户的配置状况是，债券市场 5%、权益资产 70%、大宗商品 25%。

## 4 风险提示

国际方面：从长周期视角判断，中美竞争依然会持续；地缘冲突方面，俄乌战争、中东冲突，对全球的影响不确定性较大。

国内方面：中美在贸易领域冲突暂缓，但存在受其他因素影响被中断的风险；我国房地产领域的投资进一步下滑，将继续拖累固定资产投资增速；我国宏观杠杆率已连续 5 个季度突破 300%，制约了短期政策持续宽松的空间。

在大类资产配置方面，则要关注通胀粘性超预期，以及全球债务风险上升，尤其是美联储加息对美国债务问题的影响。

仅供内部参考，请勿外传



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

**买入：** 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

**增持：** 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

**中性：** 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

**减持：** 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

**卖出：** 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限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。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。