仅供内部参考，请勿外传

证券研究报告/策略研究 2026 年 10 月 23 日

从宏观状态到资产配置：宏观状态增强风险平价策略研究

宏观风险平价策略系列（二）

研报摘要

- **从宏观风险平衡出发，通过资产筛选与风险估计两项改进，提高组合的周期适应能力。**本研究借鉴全天候投资理念，围绕经济增长与通胀环境构建资产篮子，通过篮子内与篮子间的风险平价配置，形成宏观组合风险平价基准。在此基础上，延续前期报告的增长—通胀状态识别框架，从资产筛选与风险估计两个环节引入宏观状态信息：一方面，依据资产在不同周期内的风险收益表现筛选优势标的，减少对预设资产归属的依赖；另一方面，结合各宏观状态下的风险特征及历史发生频率，综合评估篮子间风险，降低配置对近期市场环境的依赖。由此构建宏观状态增强风险平价策略，在保留多资产分散与风险均衡原则的同时，力求提高组合的周期适应能力。
- **策略回测显示，宏观状态增强组合保持了较低的波动与回撤，配置比例随风险特征变化进行阶段性调整，风险调整后表现优于宏观组合基准。**回测同时考察 2017 年 5 月以来的历史表现，以及 2020 年 8 月末四类状态样本齐备后的配置效果，兼顾市场阶段覆盖与完整风险估计框架的检验：
  - 201705-202609 回测区间内，状态增强策略累计收益为 65.67%，年化收益为 5.76%，年化波动率为 2.18%，最大回撤为 1.95%，夏普比率为 1.90。2018 年 10 月和 2020 年 3 月，沪深 300 下跌 8.29%和 6.44%，策略同期收益分别为 0.50%和 0.36%。
  - 202008-202609 回测区间内，策略延续了长周期险收益特征，年化收益为 5.84%，略低于宏观组合基准的 6.14%；年化波动率由基准的 2.59%降至 2.23%，最大回撤由 1.67%收窄至 1.35%，夏普比率由 1.73 提升至 1.89。固定名单后的样本外 202401-202609 检验延续了风险调整后表现优于基准的结果。状态增强策略相较基准的优势主要体现为较低波动与回撤下的风险调整后收益改善。
- **组合以国债为底仓，多资产增强拓宽收益来源，风险预算驱动配置动态调整。**201705-202609 回测区间内，国债平均权重为 79.31%，商品、黄金、权益及可转债分别为 8.87%、5.72%、4.33%和 1.77%，国债、商品和黄金的配置比例分别在 68.81%-88.57%、5.74%-13.12%和 1.31%-10.56%之间变化。组合以国债为核心配置，通过多类资产拓展收益来源，并调整资产配置比例与国债期限结构，形成以稳健收益为目标、多元资产协同增强的“固收+”配置体系。
- **相较偏债混合基金指数，策略年内收益及回撤表现均占优。**2026 年前三季度，状态增强策略累计收益率为 3.98%，较偏债混合基金指数（807330）高出 2.57 个百分点；同期最大回撤为 1.34%，低于指数的 2.81%。策略在实现收益增厚的同时，有效控制净值回撤，呈现出较好的收益风险特征。
- **9 月多资产同步承压背景下，策略净值保持韧性，组合防御优势进一步显现。**2026 年 9 月，地缘局势紧张推升能源价格，通胀黏性与美联储加息共同推动美债收益率上行，全球主要资产面临估值调整压力。在此背景下，沪深 300、创业板指及黄金分别下跌 5.78%、8.82%和 5.68%，增强策略当月仍录得 0.02%的正收益，最大回撤仅 0.27%；同期偏债混合基金参照序列下跌 1.37%，最大回撤为 1.44%。9 月 28 日市场集中调整当日，创业板指与黄金分别下跌 4.53%和 2.71%，策略仅下跌 0.22%，损失控制主要依靠国债底仓与受控的风险资产敞口。

证券分析师

张一

S0670524030001

zhangyi@jrjzq.com.cn

柯岩

S0670526060002

keyan@jrjzq.com.cn

何修桐

S0670526060001

hexiutong@jrjzq.com.cn

联系人

相关研究：

《20260707-金融街证券-策略报告:构建宏观高频因子体系：宏观经济或由弱复苏向低通胀扩张过渡》

仅供内部参考，请勿外传

风险提示：本报告策略历史回测结果不代表未来收益，历史持仓信息仅用于理解模型，不构成投资建议。请关注模型风险、市场风险、流动性风险及 ETF 跟踪误差风险。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、宏观状态增强风险平价策略研究思路与构建方法 5
（一）宏观状态增强策略目标：从平衡宏观风险到提高周期适应能力 5
（二）宏观状态增强策略构建方法：两层风险平价配置 6
二、 宏观状态识别与周期优势资产筛选 7
三、宏观状态增强风险平价策略设计与实践 11
（一）宏观状态增强策略历史业绩与资产配置特征 11
（二）样本外表现与偏债混合基金对比 16
（三）极端压力情形下的策略表现（2026 年 9 月） 18
四、风险提示 20



仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 ： 基于增长—通胀框架的研究用映射分类 7
图表 2 ： 增长—通胀框架的研究用映射分类（201405-202609） 8
图表 3 ： 国债风险标准化周期收益增益期限选择（201405-202312） 9
图表 4 ： 非国债联合筛选（201405-202312） 9
图表 5 ： 资产池和周期对应（201405-202312） 10
图表 6 ： 四资产篮子代表性指数日收益率相关系数（202405-202609） 10
图表 7 ： 四周期篮子风险平价净值跟踪（201201-202609） 11
图表 8 ： 宏观状态增强策略全历史区间累计净值（201705-20260930） 12
图表 9 ： 宏观状态增强策略全历史区间回撤表现（201705-20260930） 12
图表 10 ： 宏观状态增强策略全历史区间资产配置权重变化（201705-20260930） 13
图表 11 ： 宏观状态增强策略逐月收益及篮子贡献（201705-202609） 13
图表 12 ： 宏观状态增强策略与宏观组合基准累计净值及回撤（202008-202609） 14
图表 13 ： 宏观状态增强策略历年收益统计（202008-202609） 14
图表 14 ： 宏观状态增强策略资产配置权重变化（202008-20260930） 15
图表 15 ： 宏观状态增强策略、宏观组合基准与代表性资产的风险收益比较（202008-2026009） 16
图表 16 ： 样本外宏观状态增强策略与宏观组合基准累计净值及回撤（202401-202609） 17
图表 17 ： 宏观状态增强策略样本外分年度业绩（202401-202609） 17
图表 18 ： 宏观状态增强策略与偏债混合基金指数（807330）累计净值走势（202601-202609） 18
图表 19 ： 2026 年 9 月宏观状态增强策略月初持仓与底层资产月度表现 19
图表 20 ： 2026 年 9 月宏观状态增强策略逐日收益率 19
图表 21 ： 2026 年 9 月宏观状态增强策略与偏债混合基金指数（807330）累计净值走势 20

仅供内部参考，请勿外传

一、宏观状态增强风险平价策略研究思路与构建方法

（一）宏观状态增强策略目标：从平衡宏观风险到提高周期适应能力

传统资产层面风险平价（ERC，等风险贡献）核心目标是让每一类资产对组合总风险贡献相等，不需要预测资产期望收益，仅依赖协方差矩阵估计，2008 年后被机构广泛采用。在资产风险均衡的基础上，桥水全天候策略更强调平衡宏观风险来源，通过对增长、通胀超预期/低于预期四类宏观情景分配均等风险预算，依靠资产对宏观情景的固有敏感性实现跨环境风险分散，不要求预判未来宏观走向[1]。

然而，资产对宏观环境的反应并非一成不变，资产收益、波动及相关性可能随市场状态变化。例如，国际股票市场在熊市中往往同时呈现较高的波动率与跨市场相关性[2]；货币政策框架和政策反应方式也会影响股票收益与通胀的关系[3]。风险平价本身并不要求这些关系长期不变，其实际效果却取决于风险估计能否覆盖组合可能面对的市场环境。如果仅使用近期样本，或将不同状态混合后直接估计风险，可能弱化状态之间的差异，使配置受到样本中某类环境的较大影响。Ielpo 等（2026）的研究指出，基于无条件风险特征构建的组合可能过度依赖对冲资产，因此提出分别构建各状态下的风险平价组合，再按状态的长期发生概率组合配置，为将多情景信息纳入战略配置提供了参考[4]。

宏观指标研究则为识别这些状态提供了依据。欧洲投资银行工作论文考察了利用经济与金融周期指标进行资产配置的可行性[5]；Kim 与 Kwon 研究利用增长和通胀趋势划分经济状态，并根据不同状态下的资产表现调整配置[6]。Oliveira 与 Costa（2025）提出，在统一 ETF 候选池中，根据各资产在不同周期内的风险调整后表现筛选标的，为分周期构建资产篮子提供了方法参考[7]。相关结果表明，在各自考察的市场与模型设定下，宏观信息能够改善部分配置方案的风险收益表现，为周期增强提供了经验支持，其效果取决于信号构建与策略设定。

沿着上述思路，本文在保留多资产分散与风险均衡约束的基础上，围绕资产筛选与风险估计两个环节，构建宏观状态增强风险平价策略：

---

[1] Bridgewater Associates. The All Weather Story[R]. January, 2012. 桥水全天候策略通过对增长、通胀超预期 / 低于预期四种宏观情景分配相等风险预算，依靠资产固有的宏观敏感性实现分散，策略本身不开展宏观择时调仓。本文对桥水相关投资理念及文献的介绍仅用于研究背景说明，文中回测结果不代表桥水任何产品或策略的实际业绩。

[2] Ang, A., & Bekaert, G. (2004). How Regimes Affect Asset Allocation. Financial Analysts Journal, 60 (2), 86-99. 该文实证发现，国际股票进入熊市阶段会同时出现波动率抬升、跨市场相关性上升，资产分散化收益存在明显的状态依赖性。

[3] Zhang, Z. (2021). Stock Returns and Inflation Redux: An Explanation from Monetary Policy in Advanced and Emerging Markets [R]. IMF Working Paper, No. 2021/219. 基于 71 个经济体的实证显示，股票-通胀的联动关系，会受到货币政策框架与政策反应模式的约束，宏观- 资产的映射关系并非恒定。

[4] Ielpo, F., Muhammetgulyyeva, S., & Royer, J. (2026). Building a Regime-Resilient ERC Portfolio. The Journal of Portfolio Management, 52(9). DOI: 10.3905/jpm.2026.030.该研究将各状态下的等风险贡献组合，按状态发生频率进行加权，构建兼顾多种状态的长期配置。

[5] Kollár, M., & Schmieder, C. (2019). Macro-based asset allocation: An empirical analysis. EIB Working Paper No. 2019/11, December 2019.该研究构建增长、通胀、信贷、金融稳定指数多维度宏观指标识别经济与金融周期；实证表明金融稳定指标驱动的宏观配置可以提升组合夏普比率，但绩效高度依赖信号与拐点识别质量，错误识别周期拐点会抵消策略带来的超额收益。

[6] Kim, M. J., & Kwon, D. (2023). Dynamic asset allocation strategy: an economic regime approach. Journal of Asset Management, 24, 136-147.该文使用 L1 趋势滤波处理宏观指标，基于增长-通胀动量划分四类经济状态；以风险平价作为 Black-Litterman 模型基准，将不同状态资产历史表现作为主观收益观点，实现配置权重动态调整；

[7] Oliveira, M., & Costa, G. (2025). Quantitative portfolio optimization framework with market regimes classification, probabilistic time series forecasting, and hidden Markov models. Digital Finance, 7, 553 – 603.该研究基于隐马尔可夫模型识别市场机制，提出在统一候选资产池中，依据不同周期下资产风险调整收益筛选标的，为分周期构建资产篮子提供方法学参考。

仅供内部参考，请勿外传

一是通过周期优势资产筛选，降低对固定资产归属的依赖。在统一候选池中，依据资产在不同宏观状态内的风险收益表现筛选优势标的，构建四个周期资产篮子，允许同一资产在多个周期入选。这一设计借鉴了按周期内风险调整后表现筛选资产的研究思路，并结合中国市场数据设置具体筛选指标与门槛，使篮子构成更贴合本土市场特征。

二是通过多情景风险估计，降低对近期市场环境的依赖。分别估计四个资产篮子在各宏观状态下的收益均值、波动与相关性，再依据截至配置时点各状态的历史月份占比，综合状态内风险与状态间的收益均值差异，形成综合风险矩阵，并据此进行篮子间的风险平价配置。

通过上述安排，宏观状态信息同时参与资产筛选与组合风险估计，篮子内部与篮子之间则继续遵循风险均衡的配置原则。策略旨在减少对固定资产映射和近期样本风险特征的依赖，提高组合对不同周期环境的适应能力，争取更平稳的收益积累与更好的回撤控制。

（二）宏观状态增强策略构建方法：两层风险平价配置

宏观状态增强策略采用篮子内与篮子间两层风险平价配置，逐步确定底层资产的最终权重。

在篮子内部，依据周期优势筛选结果构建风险平价子组合。各篮子的资产名单由样本内（截止 2023 年 12 月）筛选确定，并在样本外区间固定使用。每个月末，基于最近 252 个交易日的收益数据，对各篮子内的合格资产进行风险平价配置，形成四个周期优势资产子组合。

在篮子之间，引入历史状态分布，综合评估不同宏观环境下的风险。每次调仓时，以当期篮子内部权重对历史资产收益进行加权，合成四个篮子的历史日收益序列，用于评估当前配置结构在不同宏观状态下的风险特征。随后，分别选取四类宏观状态下最近 252 个共同有效交易日，估计四个篮子的日收益均值向量与协方差矩阵，并按照截至调仓时点的各状态的历史有效月份占比，合成综合风险矩阵：

$$\Sigma = 252\sum_{s=1}^{4} p_s\left[\Sigma_s + (\mu_s - \bar{\mu})(\mu_s - \bar{\mu})^{\mathrm{T}}\right]$$

$$\bar{\mu} = \sum_{s=1}^{4} p_s\,\mu_s$$

其中，p_s为状态s的历史月份占比，μ_s和Σ_s分别为该状态下四个篮子的日收益均值向量与协方差矩阵。共同有效交易日要求当期参与配置的资产均具有有效收益数据，各状态的样本可以跨越多个历史阶段，不要求在日历上连续。该方法同时考虑各状态内部的波动与相关性，以及不同状态之间平均收益差异形成的风险。

在综合风险矩阵的基础上，通过风险平价方法确定四个篮子的资金权重，使各篮子的目标风险贡献占比均为 25%：

$$\frac{w_i(\Sigma w)_i}{w^{\mathrm{T}}\Sigma w} = 25\% \qquad i = 1,2,3,4$$

其中，w_i为第i个篮子的资金权重，所有权重非负且合计为 1。最后，将篮子间资金比例与篮子内部资产权重相乘，得到底层资产的最终配置权重；同一资产在多个篮子入选时，合

仅供内部参考，请勿外传

并其配置比例：

$$W_j = \sum_{i=1}^{4} w_i u_{j,i}$$

其中，$u_{j,i}$为资产j在篮子i中的权重，未入选时取 0；W_j为该资产在总组合中的权重。策略在月末更新目标权重，下一交易日起由调整后的持仓承担收益。

为覆盖更多历史市场阶段，考察策略在不同环境下的收益、回撤及资产配置变化，本研究进一步开展长历史回测，作为四状态完备区间分析的补充。早期部分宏观状态尚未积累 252 个共同有效交易日，因此仅将满足条件的状态纳入风险估计，并对其历史月份占比重新归一化，四个投资篮子始终保留。待四类状态全部满足要求后，采用上述完整四状态框架。长历史回测主要用于拓展历史表现观察，完整框架的配置效果则重点在四状态完备区间内检验。

二、宏观状态识别与周期优势资产筛选

借鉴桥水全天候策略围绕经济增长与通胀变化分散宏观风险的配置理念，本文选取股票、国债、可转债、黄金及商品五类共 14 项资产，构建底层候选资产池。不同资产对增长、利率与通胀变化具有差异化响应，为跨宏观环境的风险分散提供基础。回测采用相关指数或价格序列衡量资产表现；在实际投资中，可结合产品可得性、流动性及跟踪偏离等因素选择相应的 ETF 等投资载体。

在此基础上，结合中国市场特征，按照增长与通胀的方向组合，将资产预先映射至复苏、过热、滞胀和衰退四类宏观环境，构建四个宏观资产篮子，具体分类见图表 1。该映射为本研究参考增长—通胀框架设定的研究方案，并非对桥水实际资产配置的复现。基于这一预设映射，本研究在篮子内部及篮子之间采用风险平价配置，构建宏观组合风险平价策略，作为后续宏观状态增强风险平价策略的比较基准。宏观态增强策略则依据样本内各资产在不同宏观状态下的表现筛选周期优势资产，其篮子构成不受上述预设宏观映射限制。

图表 1：基于增长—通胀框架的研究用映射分类

资产篮子	宏观环境	纳入资产	分类逻辑
复苏篮子（6 项）	增长↑通胀↓	沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指、恒生科技、中证转债及可交换债	增长改善支持企业盈利，通胀回落缓解成本和利率压力；转债兼具股性与债性，暂按权益弹性归入
过热篮子（3 项）	增长↑通胀↑	恒生指数、上期有色金属指数、易盛能化 A	有色、能化偏向需求扩张及商品涨价；恒生指数作为偏金融、价值的权益代理，归属相对较弱
滞胀篮子（2 项）	增长↓通胀↑	黄金 9999、豆粕价格指数	黄金提供一定避险与货币风险对冲；豆粕可能受益于农产品供给冲击
衰退篮子（3 项）	增长↓通胀↓	5 年国债、10 年国债、沪 30 年国债	通胀回落及利率下行通常利好名义国债；期限越长，通常对利率变化越敏感

资料来源：金融街证券研究所

宏观状态识别延续前期报告《构建宏观高频因子体系：宏观经济或由弱复苏向低通胀扩张过渡》的增长—通胀二维四象限框架。分别对增长与通胀因子的对数累计净值进行 63、

仅供内部参考，请勿外传

126 和 189 个交易日的时间趋势回归，以三个窗口斜率 t 值的中位数作为趋势分数，兼顾不同时间尺度，降低单一窗口扰动的影响。月末趋势分数高于 0.8 时确认上行，低于−0.8 时确认下行，介于两者之间则延续此前方向，以减少状态频繁切换。识别结果于次月生效，并在月内保持不变。

图表 2：增长—通胀框架的研究用映射分类（201405-202609）



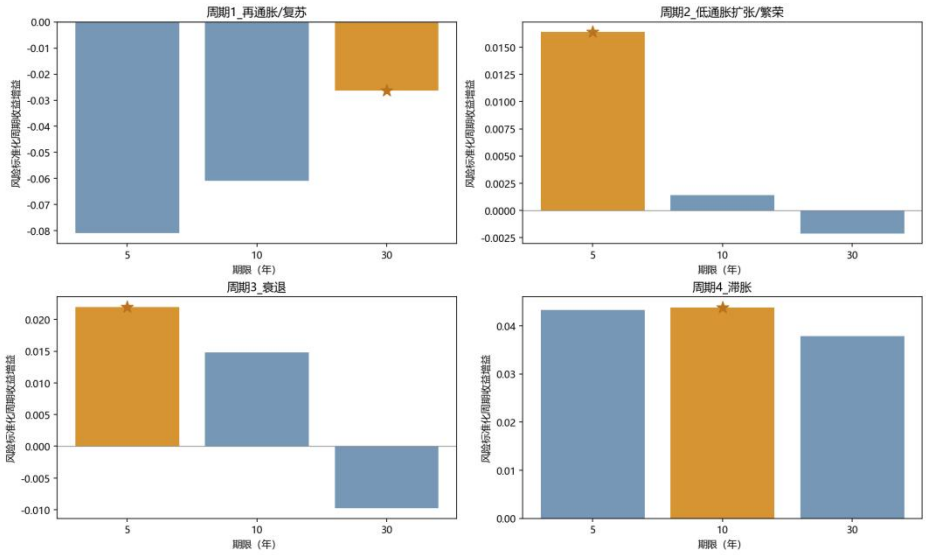
数据来源：iFinD，《构建宏观高频因子体系：宏观经济或由弱复苏向低通胀扩张过渡》，金融街证券研究所。

资产筛选使用截至 2023 年末的数据作为样本内，针对国债与非国债采用差异化规则。国债侧重比较不同期限的周期适应性。国债侧重比较不同期限的周期适应性，以目标周期与其余周期的月均收益之差，除以该期限在样本内共同有效月份的月收益标准差，衡量风险标准化后的周期收益增益。每个周期保留评分最高的期限。

非国债兼顾风险收益效率与相对周期优势，分别以目标周期的年化条件夏普和风险标准化状态增益衡量。状态增益为目标周期日均收益与其余三个周期合并计算的日均收益之差，除以该资产全部有效状态日收益的标准差。为降低样本不足造成的偶然性，目标周期须至少包含 60 个有效交易日、覆盖至少两个连续周期段，其余周期合计至少包含 60 个有效交易日。在样本合格且两项指标均可计算的候选池中，分别计算两项指标的中位数，仅保留两项指标均严格为正且分别严格高于各自中位数的资产。

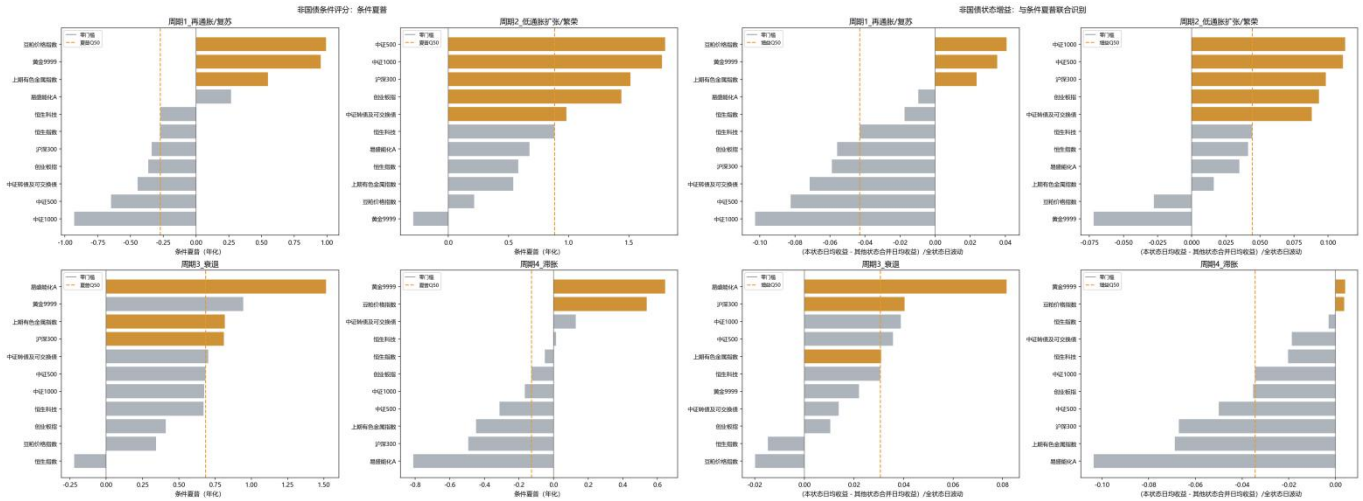
仅供内部参考，请勿外传

图表 3：国债风险标准化周期收益增益期限选择（201405-202312）



数据来源：iFinD，金融街证券研究所

图表 4：非国债联合筛选（201405-202312）



数据来源：iFinD，金融街证券研究所

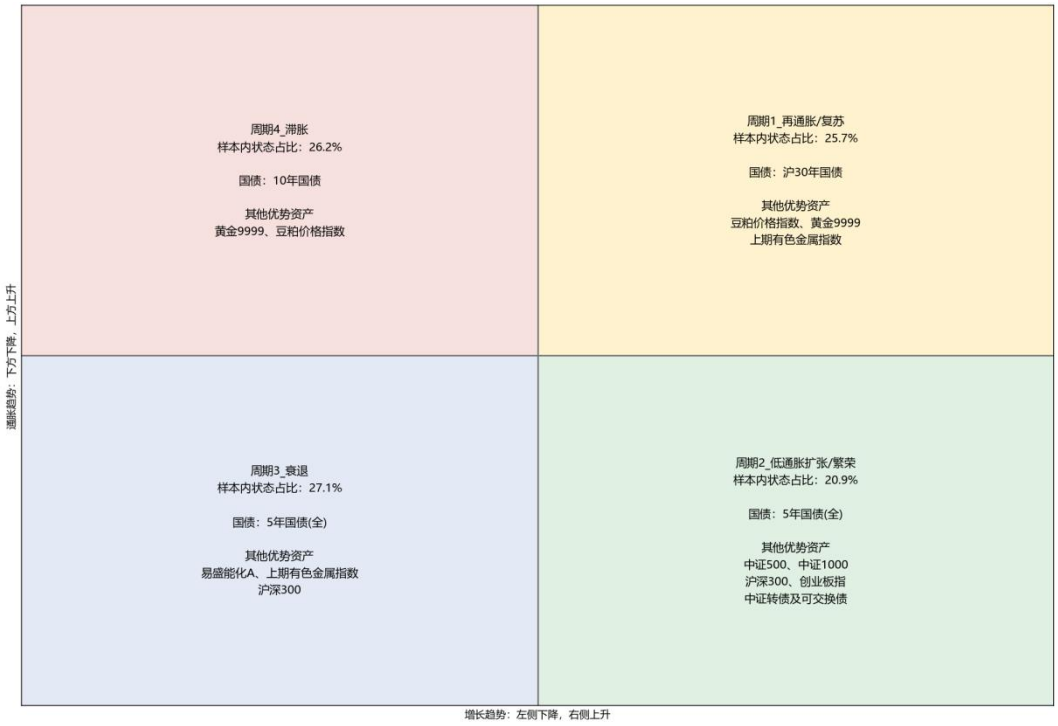
说明：首个有效宏观方向信号出现在 2014 年 4 月 30 日，按照月末确认次月生效的规则，用于周期优势筛选的有效样本区间为 2014 年 5 月至 2023 年 12 月；条件夏普无风险利率统一设为 0，仅用于衡量各周期内的收益波动比。

上述方法形成四个周期的优势资产篮子，其资产名单在 2024-2026 年样本外区间固定使用，作为后续宏观状态强化配置的基础。

对四周期篮子入选资产的日收益率进行相关性分析，其中国债以 10 年期国债指数为代表。不同资产类别之间具有一定的分散化特征：国债与权益资产整体呈负相关，豆粕、能化等商品与多数其他资产的相关性较低，为构建风险平价组合提供了基础。同时，权益资产内部、不同期限国债之间的相关性较高，表明风险分散更多依赖不同资产类别的搭配，仍需结合各资产的波动与相关性，通过风险平价配置平衡风险贡献。

仅供内部参考，请勿外传

图表 5：资产池和周期对应（201405-202312）



数据来源：iFinD，金融街证券研究所

图表 6：四资产篮子代表性指数日收益率相关系数（202405-202609）

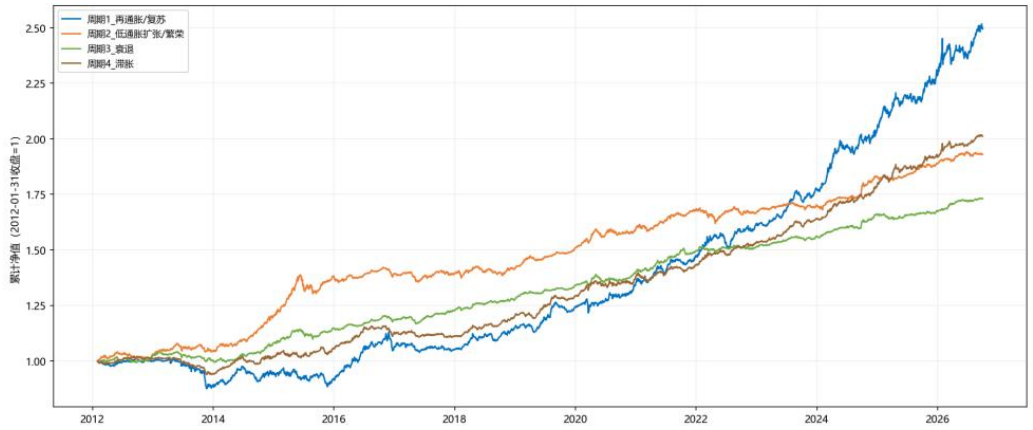
指数类别	豆粕价格指数	黄金9999	上期有色金属	10年国债	中证500	中证1000	沪深300	创业板指	中证转债及可交换债	易盛能化A
豆粕价格指数	1.00									
黄金9999	0.05	1.00								
上期有色金属	0.22	0.25	1.00							
10年国债	0.00	0.07	-0.10	1.00						
中证500	0.04	0.07	0.29	-0.11	1.00					
中证1000	0.02	0.06	0.26	-0.10	0.97	1.00				
沪深300	0.06	0.05	0.30	-0.12	0.85	0.77	1.00			
创业板指	0.03	0.03	0.22	-0.09	0.89	0.89	0.78	1.00		
中证转债及可交换债	0.03	0.06	0.21	-0.04	0.65	0.60	0.71	0.53	1.00	
易盛能化A	0.20	0.00	0.42	-0.09	0.15	0.13	0.17	0.12	0.12	1.00

数据来源：iFinD，金融街证券研究所

基于上述周期优势资产篮子，本研究利用过去 252 个交易日的收益数据滚动估计协方差矩阵，在各篮子内部采用风险平价方法配置资产，形成四个周期子组合。固定资产名单的历史回溯显示，各子组合在收益积累、净值波动及阶段性相对表现上存在差异，如图表 7 所示。

仅供内部参考，请勿外传

图表 7：四周期篮子风险平价净值跟踪（201201-202609）



数据来源：iFinD，金融街证券研究所

说明：各子组合采用截至 2023 年末筛选确定的固定资产名单进行历史回溯，篮子内权重按月滚动计算。

三、宏观状态增强风险平价策略设计与实践

（一）宏观状态增强策略历史业绩与资产配置特征

以四个周期子组合作为配置单元，宏观状态增强策略结合历史宏观状态分布估计综合风险矩阵，在各篮子目标风险贡献均为 25%的约束下确定资金权重，月末更新配置，下一交易日起由调整后的持仓承担收益。与采用预设资产宏观映射和近期 252 日风险估计的宏观组合基准相比，宏观状态增强策略同时引入周期优势资产筛选与状态混合风险估计，两者的比较反映整体配置方案的差异。

回测分别考察全历史区间（20170531-20260930）与四状态完备区间（20200831-20260930）。前者覆盖 2018 年权益市场调整、2020 年初市场冲击等更多历史阶段，用于观察策略的收益、回撤及资产配置变化；后者聚焦四类宏观状态均满足 252 个共同有效交易日要求后的表现，检验完整风险估计框架下的配置效果。

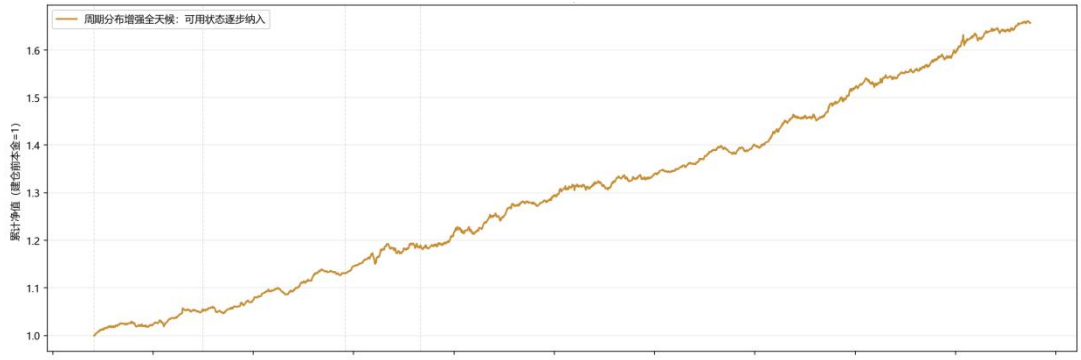
为延长历史观察区间，早期仅将满足样本要求的状态纳入风险估计，并对其历史月份占比重新归一化。四个投资篮子始终保留，逐步增加的是参与风险估计的历史状态。当仅有一个状态满足要求时，综合风险矩阵为该状态下四个篮子的年化协方差矩阵；随着其他状态纳入，再综合各状态内部风险及状态间收益均值差异。实际计算中，再通胀 / 复苏、衰退、滞胀和低通胀扩张状态分别自 2017 年 6 月、2018 年 7 月、2019 年 12 月和 2020 年 9 月起纳入持有期对应的风险估计。

全历史区间内，宏观状态增强策略累计收益为 65.67%，年化收益为 5.76%，年化波动率为 2.18%，最大回撤为 1.95%；按年化 1.5%的无风险利率计算，夏普比率为 1.90。策略最大回撤发生于 2020 年 3 月 10 日至 3 月 19 日，并于同年 4 月 7 日修复。2018 年 10 月和 2020 年 3 月，沪深 300 分别下跌 8.29%和 6.44%，策略同期月度收益分别为 0.50%和 0.36%，表

仅供内部参考，请勿外传

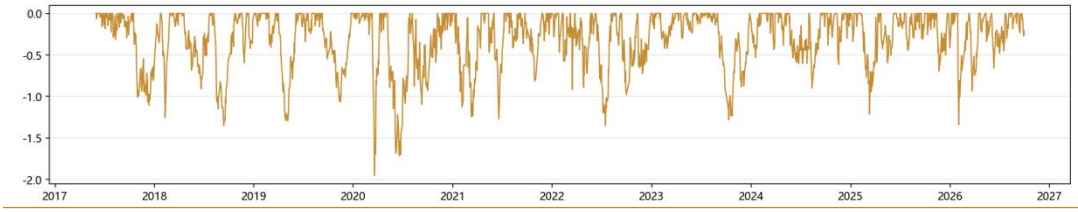
现出一定的防御能力。

图表 8：宏观状态增强策略全历史区间累计净值（201705-20260930）



数据来源：iFinD，金融街证券研究所

图表 9：宏观状态增强策略全历史区间回撤表现（201705-20260930）

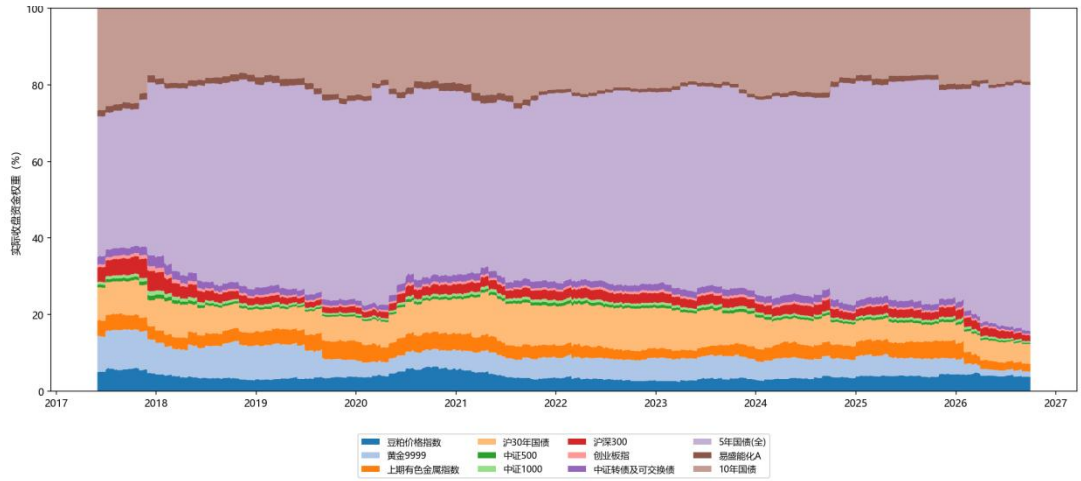


数据来源：iFinD，金融街证券研究所

从资产配置结构看，组合以国债为主体，并通过调整其他资产敞口和国债期限结构改变风险暴露。全历史区间内，国债平均权重为 79.31%，商品、黄金、权益及可转债分别为 8.87%、5.72%、4.33%和 1.77%，国债、商品和黄金的配置比例分别在 68.81%-88.57%、5.74%-13.12%和 1.31%-10.56%之间变化，呈现较明显的阶段性调整。商品平均权重由 2020 年的 11.31%降至 2023 年的 6.71%，随后回升至 2025 年的 9.74%；2026 年前三季度，国债平均权重升至 85.78%，黄金降至 1.99%；国债配置也逐步向较短期限切换，5 年期国债平均权重由 2021 年的 46.21%升至 2026 年前三季度的 61.29%，30 年期国债同期由 10.46%降至 5.19%。组合在维持国债底仓的同时，根据风险估计结果调整各类资产的配置比例与国债期限结构。

仅供内部参考，请勿外传

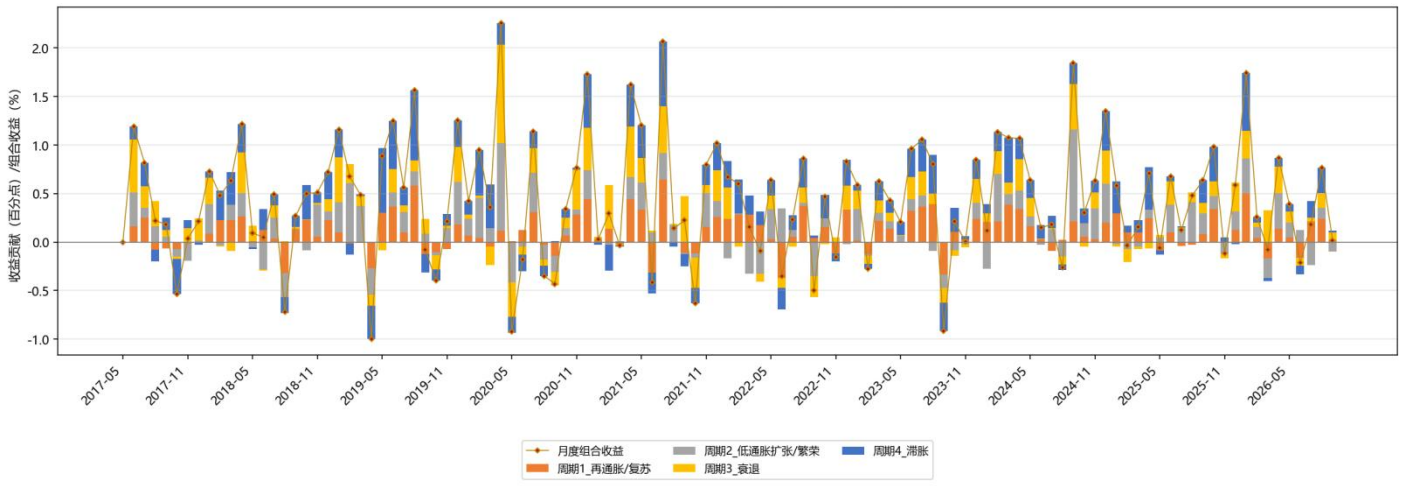
图表 10：宏观状态增强策略全历史区间资产配置权重变化（201705-20260930）



数据来源：iFinD，金融街证券研究所

从月度收益分布看，宏观状态增强策略的月度正收益比例为 78.57%，四个篮子的收益贡献随市场环境变化，呈现一定的阶段性互补特征。部分月份中，篮子间的正负贡献相互抵消，有助于缓冲组合损失。例如，2022 年 4 月，低通胀扩张与衰退篮子分别拖累组合约 0.32 和 0.08 个百分点，再通胀 / 复苏与滞胀篮子分别贡献约 0.17 和 0.14 个百分点，使当月组合跌幅收窄至 0.09%。

图表 11：宏观状态增强策略逐月收益及篮子贡献（201705-202609）



数据来源：iFinD，金融街证券研究所

随着四类状态的历史样本全部满足要求，策略自 2020 年 9 月起采用完整四状态风险估计框架。四状态完备区间内，宏观状态增强策略累计收益为 39.47%，年化收益为 5.84%，略低于宏观组合基准的 41.76%和 6.14%；年化波动率为 2.23%，低于基准的 2.59%，最大回撤为 1.35%，小于基准的 1.67%。按年化 1.5%的无风险利率计算，夏普比率由基准的 1.73 提升至 1.89。相较基准，宏观状态增强策略年化收益低约 0.29 个百分点，年化波动率和最大回撤幅度分别低约 0.36 和 0.32 个百分点，优势主要体现为波动与回撤的降低，以及

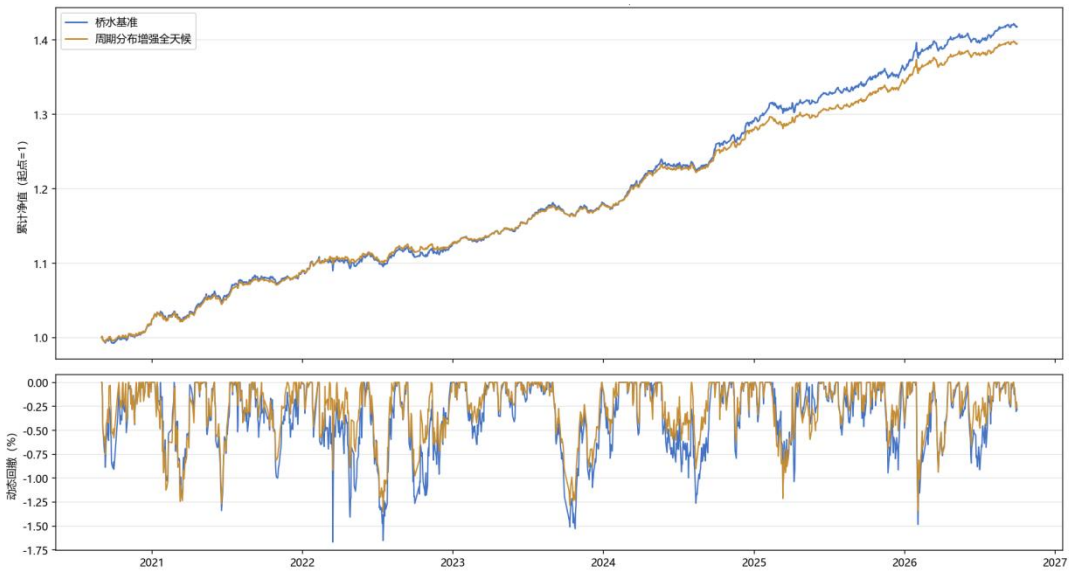
仅供内部参考，请勿外传

风险调整后收益的改善。

在权益市场明显调整的阶段，组合也表现出一定的防御能力。2022 年 4 月、2024 年 1 月和 2025 年 4 月，沪深 300 分别下跌 4.89%、6.29%和 3.00%，状态增强策略同期收益分别为−0.09%、0.12%和 0.71%，最大回撤分别为 0.83%、0.49%和 0.54%。区间最大回撤发生于 2022 年 6 月 10 日至 7 月 15 日，幅度为 1.35%，并于同年 8 月 11 日修复。

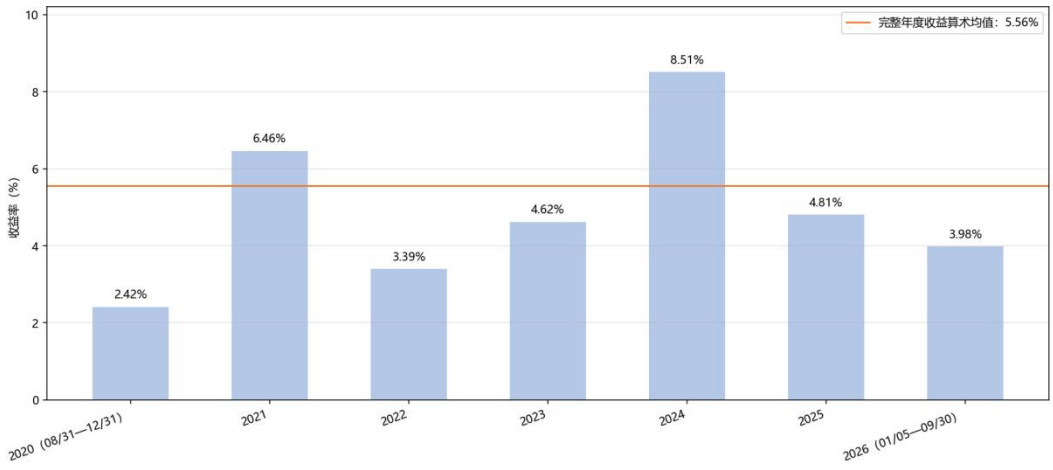
从年度收益分布看，宏观状态增强策略年度正收益比例为 100%，月度正收益比例为 78.08%。

图表 12：宏观状态增强策略与宏观组合基准累计净值及回撤（202008-202609）



数据来源：iFinD，金融街证券研究所

图表 13：宏观状态增强策略历年收益统计（202008-202609）

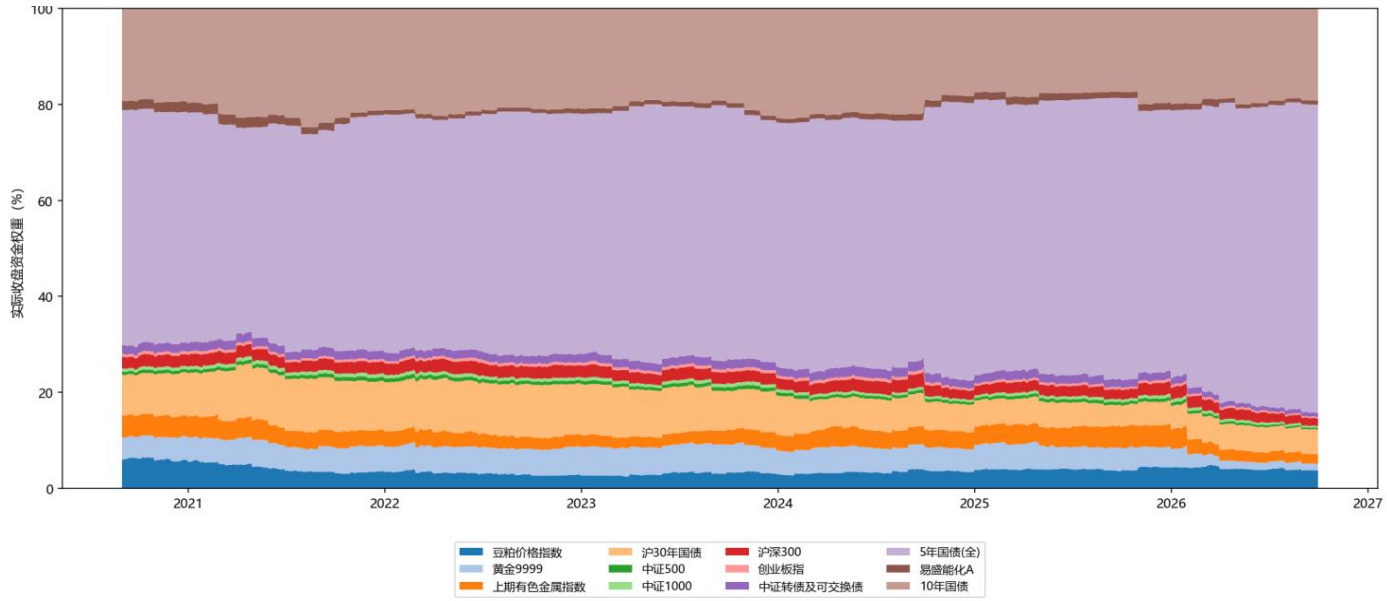


数据来源：iFinD，金融街证券研究所

组合延续了以国债为底仓、配置多元增强资产的“固收+”特征。四状态完备区间内，国债平均占比约 80.85%，商品、黄金、股票及可转债分别占 8.43%、4.83%、4.19%和 1.71%。与全历史区间相比，国债平均配置比例有所提高，黄金与商品平均占比有所下降。

仅供内部参考，请勿外传

图表 14：宏观状态增强策略资产配置权重变化（202008-20260930）



数据来源：iFinD，金融街证券研究所

说明：交易成本设为 0，未启用额外波动率减仓；2020 年和 2026 年为非完整年度。资产名单依据截至 2023 年末的数据确定，此前属于固定名单历史回溯，2024 年起为样本外检验区间。两策略同时存在资产篮子与风险估计方法差异，比较结果反映整体方案效果。

与单一资产相比，组合在四状态完备区间内的净值波动与回撤较低。2020 年 8 月底至 2026 年 9 月底，沪深 300、中证 500、中证 1000 及创业板指的最大回撤介于 41.81%-57.05%；恒生指数与恒生科技的最大回撤分别为 52.07%和 73.55%。黄金年化收益达到 14.10%，但最大回撤也达到 30.11%；有色、能化及豆粕的最大回撤分别为 31.69%、50.08%和 27.59%。国债的风险则随期限有所不同，30 年期国债最大回撤为 8.61%，高于 5 年期和 10 年期国债。同期组合净值波动与回撤较为可控，最大回撤为 1.35%。跨资产配置、国债底仓与风险平价配置共同发挥作用，较好的实现了平衡收益与风险、提升持有稳健性的配置目标。

仅供内部参考，请勿外传

图表 15：宏观状态增强策略、宏观组合基准与代表性资产的风险收益比较（202008-2026009）

类别	策略或资产	年化收益率	年化波动率	夏普比率	最大回撤
组合	**宏观状态增强策略**	**5.84%**	**2.23%**	**1.89**	**-1.35%**
组合	**宏观组合基准**	**6.14%**	**2.59%**	**1.73**	**-1.67%**
股票	沪深 300	-1.69%	18.08%	-0.09	-45.60%
股票	中证 500	1.88%	21.64%	0.12	-41.81%
股票	中证 1000	0.18%	24.35%	0.07	-46.71%
股票	创业板指	2.40%	30.11%	0.18	-57.05%
可转债	中证转债及可交换债	4.22%	9.34%	0.33	-15.60%
国债	5 年国债（全）	3.65%	1.27%	1.65	-1.43%
国债	10 年国债	4.70%	1.77%	1.76	-2.14%
国债	沪 30 年国债	8.04%	4.83%	1.31	-8.61%
黄金	黄金 9999	14.10%	17.11%	0.77	-30.11%
商品	上期有色金属指数	10.42%	17.01%	0.58	-31.69%
商品	易盛能化 A	10.78%	24.73%	0.48	-50.08%
商品	豆粕价格指数	12.76%	18.90%	0.65	-27.59%

数据来源：iFinD，金融街证券研究所

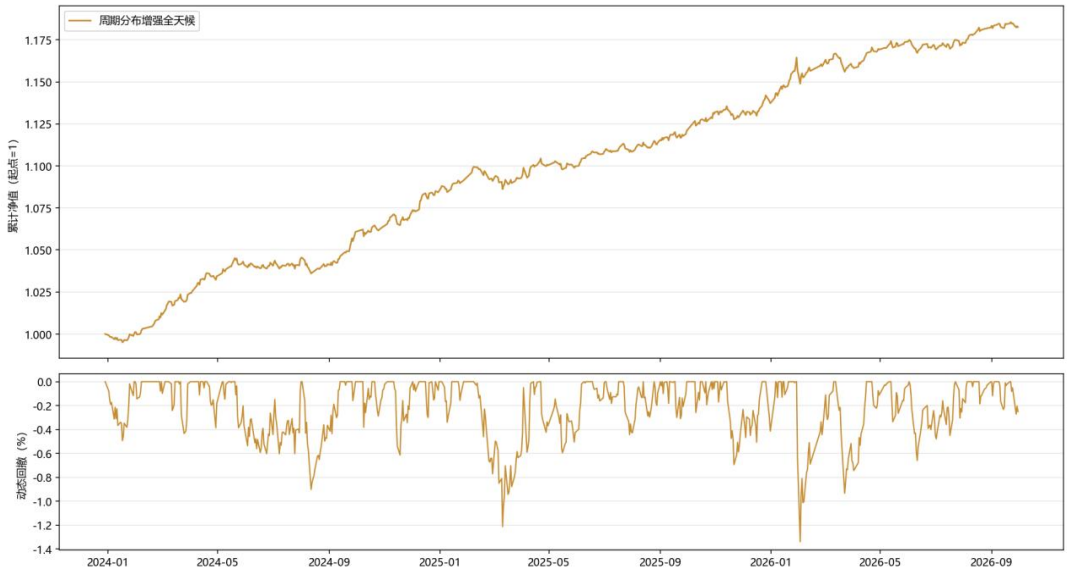
（二）样本外表现与偏债混合基金对比

资产名单依据截至 2023 年末的数据确定，2024 年 1 月至 2026 年 9 月作为固定名单后的样本外检验区间，用于考察宏观状态增强策略的收益与风险特征能否延续。

样本外期间，宏观状态增强策略累计收益为 18.26%，年化收益为 6.55%，年化波动率为 2.19%，最大回撤为 1.34%，按年化 1.5%的无风险利率计算，夏普比率为 2.31。同期，宏观组合基准累计收益为 20.00%，年化收益为 7.14%，年化波动率为 2.57%，最大回撤为 1.48%，夏普比率为 2.19。相较基准，宏观状态增强策略年化收益低约 0.59 个百分点，年化波动率与最大回撤幅度分别低约 0.38 和 0.14 个百分点，夏普比率提高 0.12。样本外结果延续了四状态完备区间的主要特征，策略优势仍主要体现为较低的波动与回撤，以及较高的风险调整后收益。

仅供内部参考，请勿外传

图表 16：样本外宏观状态增强策略与宏观组合基准累计净值及回撤（202401-202609）



数据来源：iFinD，金融街证券研究所

宏观状态增强策略在 2024 年、2025 年及 2026 年前三季度分别取得 8.51%、4.81%和 3.98%的收益，各期年化波动率均处于 2.1%-2.3%之间。样本外最大回撤发生于 2026 年 1 月 29 日至 2 月 2 日，幅度为 1.34%，并于同年 3 月 11 日修复，整体保持了较为平稳的收益积累。

图表 17：宏观状态增强策略样本外分年度业绩（202401-202609）

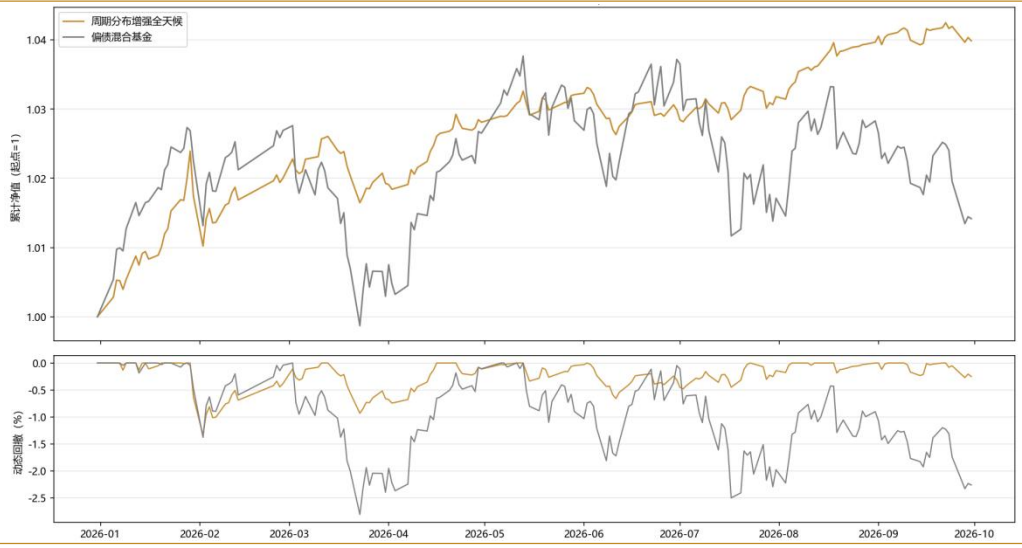
业绩指标	2024 年	2025 年	2026 年（截至 9 月）
累计收益率	8.51%	4.81%	3.98%
年化波动率	2.20%	2.11%	2.28%
区间最大回撤	-0.90%	-1.21%	-1.34%
夏普比率	3.36	1.65	1.80
年化收益率	8.88%	4.99%	5.59%
回撤起点	2024-08-02	2025-02-07	2026-01-29
回撤终点	2024-08-12	2025-03-11	2026-02-02

数据来源：iFinD，金融街证券研究所

作为“固收+”配置方案，增强策略相较偏债混合基金参照序列的近期优势更为直观。2026 前三季度，宏观状态增强策略收益为 3.98%，高于偏债混基指数（807330）的 1.42%，领先 2.57 个百分点；同期最大回撤为 1.34%，低于偏债混合基金指数的 2.81%。

仅供内部参考，请勿外传

图表 18：宏观状态增强策略与偏债混合基金指数（807330）累计净值走势（202601-202609）



数据来源：iFinD，金融街证券研究所

（三）极端压力情形下的策略表现（2026 年 9 月）

2026 年 9 月，地缘局势紧张推升能源价格，通胀黏性与美联储加息共同推动美债收益率上行，美联储于 9 月 16 日加息 25 个基点，联邦基金利率目标区间上调至 3.75%-4.00%；10 年期美债收益率月内累计上行至 5.3%，创下阶段新高。无风险利率抬升显著加大全球资产定价压力，权益、黄金及可转债同步调整，为本轮观察多资产组合在系统性利率冲击下的风控表现提供了典型样本。

沪深 300、创业板指和恒生科技当月分别下跌 5.78%、8.82%和 7.92%，黄金与可转债分别下跌 5.68%和 5.09%；同期国债保持正收益，能化与豆粕亦有所上涨，为组合提供了一定缓冲。宏观状态增强策略当月收益为 0.02%，月内最大回撤为 0.27%，净值整体保持平稳。

从月初配置看，5 年期、10 年期和 30 年期国债权重分别为 64.12%、19.14%和 5.08%，合计 88.34%。较高比例的低波动国债底仓，以及相对有限的权益、黄金等资产敞口，降低了相关资产调整对组合净值的冲击。9 月 28 日这一集中调整日，沪深 300、创业板指及黄金单日分别下跌 2.22%、4.53%和 2.71%，增强策略当日下跌 0.22%，损失控制主要依靠国债底仓与受控的风险资产敞口。

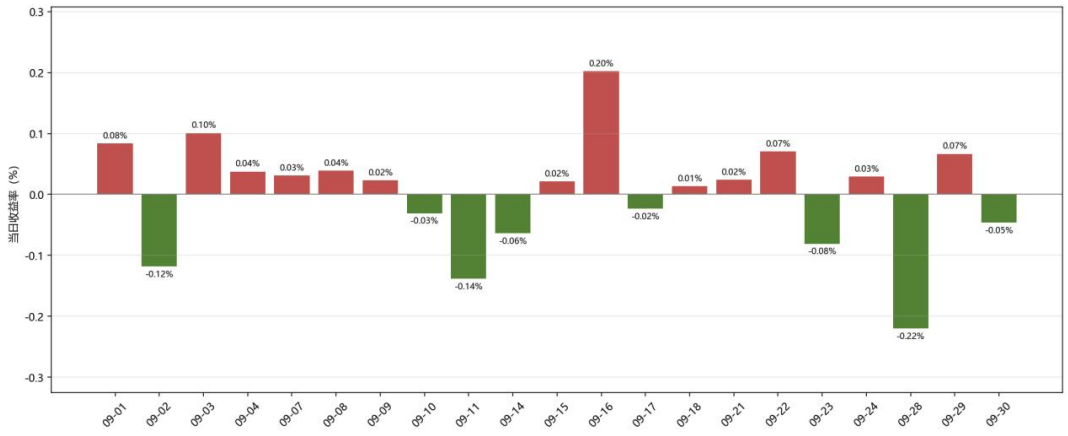
仅供内部参考，请勿外传

图表 19：2026 年 9 月宏观状态增强策略月初持仓与底层资产月度表现

资产类别	底层资产	8 月末调仓后权重	9 月涨跌幅
股票	沪深 300	1.67%	-5.78%
股票	中证 500	0.38%	-6.50%
股票	中证 1000	0.39%	-6.07%
股票	创业板指	0.30%	-8.82%
可转债	中证转债及可交换债	0.90%	-5.09%
国债	5 年国债（全）	64.12%	0.17%
国债	10 年国债	19.14%	0.27%
国债	沪 30 年国债	5.08%	1.09%
黄金	黄金 9999	1.40%	-5.68%
商品	上期有色金属指数	2.05%	-0.60%
商品	易盛能化 A	0.81%	11.23%
商品	豆粕价格指数	3.75%	0.66%
合计	—	**100.00%**	—

数据来源：iFinD，金融街证券研究所

图表 20：2026 年 9 月宏观状态增强策略逐日收益率

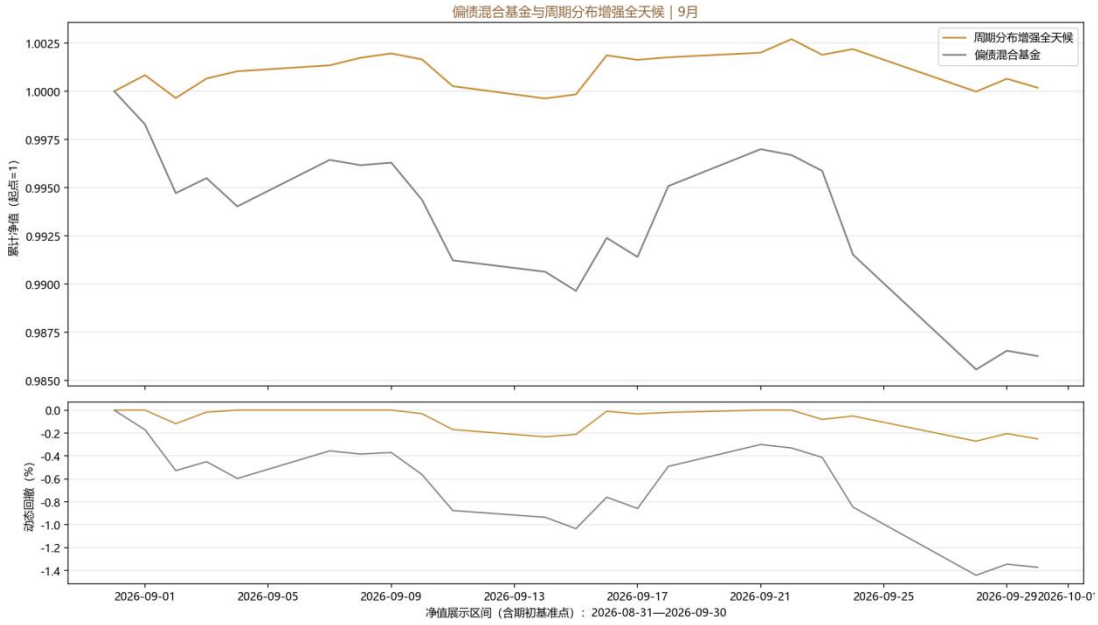


数据来源：iFinD，金融街证券研究所

9 月，偏债混合基金指数（807330）下跌 1.37%，月内最大回撤为 1.44%；状态增强策略微涨 0.02%，月内最大回撤为 0.27%，收益高出 1.39 个百分点，最大回撤幅度低 1.17 个百分点。月内累计净值显示，偏债混合基金指数（807330）在月初及月末出现较明显调整，状态增强策略则主要围绕月初净值窄幅波动。国债底仓与多元资产配置在当月共同发挥了缓冲作用，但防御效果仍取决于各类资产的实际表现及组合持仓结构。

仅供内部参考，请勿外传

图表 21：2026 年 9 月宏观状态增强策略与偏债混合基金指数（807330）累计净值走势



数据来源：iFinD，金融街证券研究所

四、风险提示

本报告策略历史回测结果不代表未来收益，历史持仓信息仅用于理解模型，不构成投资建议。请关注模型风险、市场风险、流动性风险及 ETF 跟踪误差风险。

仅供内部参考，请勿外传

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.jrjzq.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情范围内，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。

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方法律责任的权利。
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。