

2025 年 06 月 27 日

证券研究报告 | 策略专题报告

在波动中筑盾，于机遇处执矛

跨国多元化配置探析系列之一

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

分析师：刘芳

分析师登记编码：S0890524100002

电话：021-20321091

邮箱：liufang@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《2025 年美债到期压力有多大？——
海外市场观察系列之一》2025-05-22

投资要点

④ 本文我们以沪深 300 全收益指数代表 A 股，标普 500 全收益指数（以人民币计价）作为海外资产的代表，发现无论是 2025 年以来，还是近五年累计来看，在组合中纳入美股有效提升了整体组合的绝对收益水平，同时也降低了组合的整体波动率，大幅提高持有胜率。

④ 以年度表现划分，2017 年以来 A 股与美股的表现主要呈现出五种组合：①两者同涨（三次）；②两者同跌（两次）；③A 股跌、美股涨（两次）；④A 股涨、美股跌（一次，2020 年）。历史数据表明，于 A 股组合中加入海外资产，普遍能有效降低组合波动率与最大回撤，提升风险调整后收益（夏普比率）；且在大部分年份中，还能进一步提升绝对收益。

④ 我们认为当前时点仍是配置海外资产的好时机；其一，全球化配置可以帮助投资者在低利率时代捕捉全球增长红利以及其他国家的增长机会，减少对本土市场的单一依赖，从而增加收益来源。其二，跨国的多元化配置有效分散了单一市场风险，组合的年化波动率呈现系统性下降，投资过程更为平稳，风险控制能力实质性增强。其三，美股、日股等主流海外资产在 2025 年仍然具有较好的投资前景。

④ **风险提示：**经济修复不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，地缘风险，海外经济衰退风险，外部政策不确定性风险。

内容目录

1. 近几年跨国组合为何持续跑赢单一市场？	3
2. 牛市稳波，熊市增益.....	4
3. 当前是配置海外资产的时点吗？	6
4. 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 2025 年增配海外资产的组合跑赢单一 A 股资产.....	3
图 2： 2025 年增配海外资产的组合实现了更高的风险收益比.....	3
图 3： 2017 年以来，包含 A 股与海外资产的组合胜率更高， 风险收益比更优.....	4
图 4： 2017 年以来 A 股和美股的走势变化.....	5
图 5： A 股与美股同涨时， 增配美股， 有助于降低波动率和最大回撤.....	5
图 6： 当 A 股与美股同跌时， 增配美股， 有助于增强收益率的同时降低波动率和回撤.....	6
图 7： 当美国经济放缓时， 只要不陷入衰退， 美股往往仍能维持上涨.....	7

中美日内瓦协议后，A股市场虽成功收复失地，但随后多空博弈加剧，指数陷入震荡反复格局，当前市场观望氛围明显加重。尽管在中央汇金托底的背景下，大盘下行空间有限，但政策敏感度提升，使得捕捉波段机会的难度加大。另一方面，2025年特朗普关税政策反复无常，叠加国际形势复杂多变与地缘冲突频发，未来A股仍面临外部环境的高度不确定性。

此时，A股投资者该如何突破这一局面呢？事实上，若我们将目光投向更广阔的全球市场，会发现引入海外资产是一项有力对策。在不确定性加剧的市场中，将部分资产投向海外，既能分散单一市场的风险，也有助于增加收益动能。近五年数据显示，加入以美股为代表的海外资产，对A股投资组合有显著的优化作用，不仅将滚动一年的胜率从35%提升至70%，更推动夏普比率跃升，显示了跨国资产组合的实证优势。

1. 近几年跨国组合为何持续跑赢单一市场？

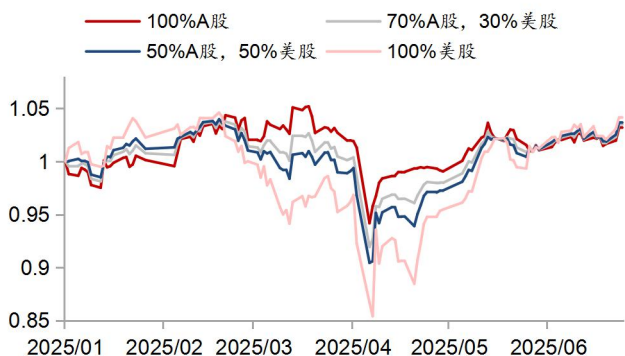
本文我们以沪深300全收益指数代表A股，标普500全收益指数（以人民币计价）作为海外资产的代表，通过在A股资产中加入一定比例的美股来观察跨国投资组合的表现。是否能够优于仅投资A股这一单一资产。

从市场表现看，2025年美股收益优于A股，但年内遭遇显著波动，最高回撤达18.37%，年化波动率升至8.97%，其风险调整后的收益比率（夏普比率）也仅为0.2993。反观A股，尽管截至目前（2025年6月25日）的年化收益率低于美股，但市场波动相对缓和，夏普比率达到0.3411。

虽然2025年海外资产自身承压，但若将其纳入以A股为主的投资组合（无论是30%还是50%的配置比例），仍在有效提升了整体组合的绝对收益水平的同时，也降低了组合的整体波动率。组合的夏普比率跃升至0.38-0.39区间，风险收益比显著优化。

究其原因，其核心逻辑在于分散化的力量：美股与A股并非总是同向波动。两类资产如果相关性低于1，他们就可能成为有效的风险对冲工具。从宏观视角出发，当某一市场因特定冲击（如剧烈的政策变动）陷入低迷时，另一市场的相对稳定或反向表现便能有效平衡损失，大幅增强投资组合抵御单一风险的能力与长期韧性。

图1：2025年增配海外资产的组合跑赢单一A股资产



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，数据截至2025年6月25日

图2：2025年增配海外资产的组合实现了更高的风险收益比

	100%A股	70%A股 30%美股	50%A股 50%美股	100%美股
总收益率	3.20%	3.49%	3.69%	4.18%
年化收益率	6.84%	7.47%	7.90%	8.97%
年化波动率	15.64%	14.94%	16.42%	24.95%
夏普比率 (无风险利率=1.5%)	0.3411	0.3998	0.3897	0.2993
最大回撤	10.48%	11.41%	13.04%	18.37%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，数据截至2025年6月25日

这一优势长期来看同样存在，包含A股与海外资产的多元化组合表现，持续优于单独持有A股。时间拉长至近五年，在A股组合中加入美股配置后，其滚动一年期取得正收益的胜率从不足35%大幅提升至接近70%。这意味着组合在绝大多数年份都能为投资者创造正回报，

投资体验大幅提升。在 50%A 股+50%美股的组合中，夏普比率从极低的 0.0173 跃升至 0.64。

图 3：2017 年以来，包含 A 股与海外资产的组合胜率更高，风险收益比更优

	近5年			2017年以来		
	100%A股	70%A股 30%美股	50%A股 50%美股	100%A股	70%A股 30%美股	50%A股 50%美股
年化收益率	1.18%	6.94%	10.18%	4.18%	8.23%	10.42%
年化波动率	18.80%	14.10%	13.55%	18.84%	14.76%	14.55%
夏普比率 (无风险利率=1.5%)	0.0173	0.3856	0.6408	0.1421	0.4563	0.6129
最大回撤	41.56%	23.93%	18.98%	41.56%	24.05%	24.60%
滚动一年胜率	34.69%	67.35%	71.43%	52.22%	74.44%	80%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，数据截至 2025 年 6 月 25 日

很多人会说，在增加海外资产配置后，组合投资的风险收益特征得到显著优化很大程度上源于美股近几年持续强势表现。

事实上若以年度维度来观察，美股并非总是稳步攀升，在面临经济衰退和高通胀危机时，也会经历长时间的深度调整，其阶段性回撤幅度可能超过 A 股。而 A 股在政策红利释放时期，往往能高歌猛进，跑赢以美股为代表的海外资产。

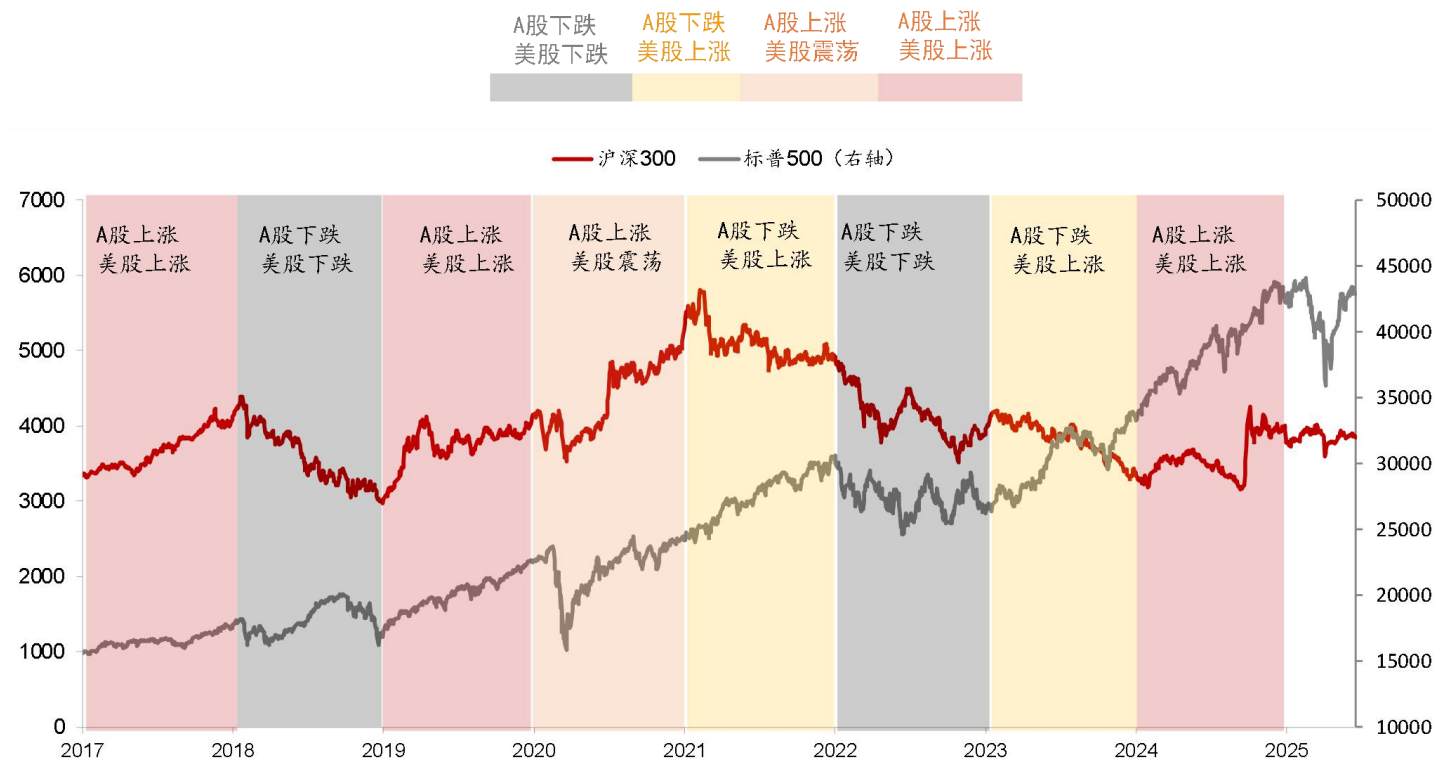
那么，加入海外资产后，对组合优化的规律是否总能奏效？是否可以适用于所有时间段？在不同的市场情形下，多元化配置是否仍能持续创造价值？

2. 牛市稳波，熊市增益

若以年度表现划分，2017 年以来 A 股与美股的表现主要呈现出四种组合：①两者同涨（三次）；②两者同跌（两次）；③A 股跌、美股涨（两次）；④A 股涨、美股跌（一次，2020 年）。

2021 年和 2023 年都是 A 股跌同时美股涨的年份。这种情形下增配美股的优势不言而喻：既能显著提升组合收益率、又能平抑波动，从而大幅改善投资体验和收益风险比。对此本文不做赘述。另外两种常见的情形是 A 股与美股同涨或同跌。历史数据表明，于 A 股组合中加入海外资产，普遍能有效降低组合波动率与最大回撤，提升风险调整后收益（夏普比率）；且在大部分年份中，还能进一步提升绝对收益。

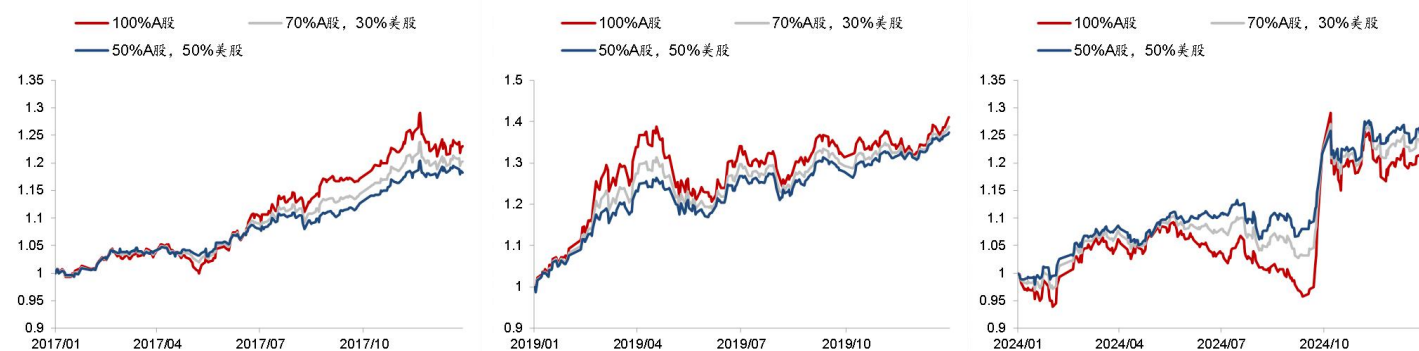
图 4：2017 年以来 A 股和美股的走势变化



资料来源：Wind，不同颜色背景对应 A 股和美股不同的表现组合，华宝证券研究创新部

当美股与 A 股同涨时（如 2017 年、2019 年、2024 年），增配海外资产并非总能提升组合的绝对收益率，但能够显著优化波动管理。得益于美股更低的波动性，增配美股能有效降低组合整体波动率及最大回撤。2017 年，若在组合中提高美股仓位到 30% 及 50%，组合波动率从 10% 降低至 6-7%，最大回撤从 6% 降至 2.6%-4%，夏普比率从 2.16 提高至 2.46 和 2.57。2024 年，增配美股不仅实现了更优的风险调整后收益（即更高的夏普比率），同时增加贡献了超额收益，助力组合表现跑赢纯 A 股配置。

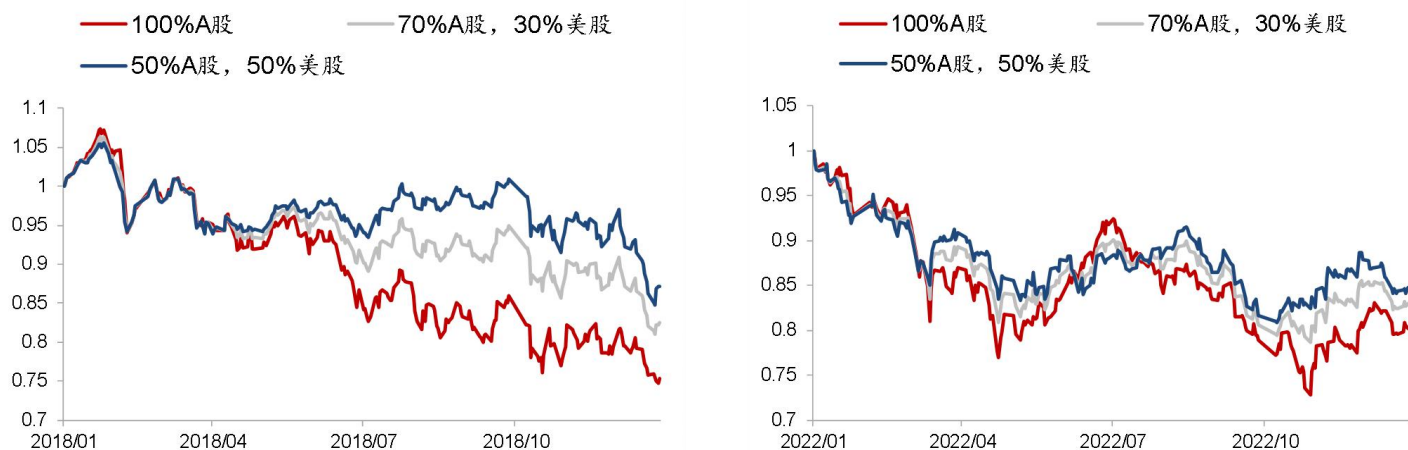
图 5：A 股与美股同涨时，增配美股，有助于降低波动率和最大回撤



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

当 A 股与美股同跌时（如 2018 年、2022 年），增配海外资产，不但能减少整体亏损，还能有效降低组合的波动幅度。这是因为跨国资产配置同样可以帮助投资者灵活应对全球经济的变化，抵御特定市场或全球性危机的风险。历史上来看，在遭受同一宏观因素冲击时，美股的最大回调幅度往往小于 A 股，例如 2018 年中美贸易博弈和 2022 年俄乌冲突引发全球高通胀，彰显其抗压韧性。

图 6：当 A 股与美股同跌时，增配美股，有助于增强收益率的同时降低波动率和回撤



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回顾 2017 年以来的情况，也出现过 A 股上涨而美股下跌的情形（如 2020 年）。此时增配美股会拖累组合表现，在增加波动的同时降低收益率，导致衡量风险收益的夏普比率下降。不过，当时背景是疫情冲击导致美国经济衰退，而中国经济修复进度领先，从而使得 A 股在全球资产中领涨。

3. 当前是配置海外资产的时点吗？

我们认为当前时点仍是配置海外资产的好时机。

其一，全球化配置可以帮助投资者在低利率时代捕捉全球增长红利以及其他国家的成长机会，减少对本土市场的单一依赖，从而增加收益来源。近年来看，A 股上涨行情持续时间较短，2019 年和 2024 年呈现急升的脉冲式行情，对此投资者很难精准把握入场时机，从而错失最佳上涨机会。但增配海外资产后能显著平滑波动，使投资者摆脱单一市场的震荡和择时焦虑，提升持有胜率和容错率：即无论全年何时入场，都大概率取得正向收益。

其二，跨国的多元化配置有效分散了单一市场风险，组合的年化波动率呈现系统性下降，投资过程更为平稳，风险控制能力实质性增强。从前文分析来看，即使 A 股与海外资产同时下跌，但如果风险资产中拥有部分海外资产持仓，也可有效压缩组合回撤幅度，显著平抑整体波动率，甚至逆向创造收益增厚机会。当前全球经济形势复杂多变，关税贸易政策、地缘政治事件等都可能对国内市场造成深远影响。而国家之间的经济和政策周期错位，也会导致资产价格变动的方向分化，从而产生对冲及投资机会。

其三，美股、日股等主流海外资产在 2025 年仍然具有较好的投资前景。

首先从美股来看，美国经济今年陷入衰退的概率较低且可控，美股仍具投资价值。国际货币基金组织（IMF）4 月最新评估指出，美国 2025 年衰退的概率为 37%。据此可推测出美国今年实现经济软着陆仍是大概率事件。回溯 1990 年以来的历史规律可见：美股显著回调几乎均与经济衰退直接相关（如 1990 年信贷危机、2001 年互联网泡沫、2008 年次贷危机），唯一例外是 2022 年俄乌冲突引发的高通胀冲击。而反观其他非衰退时期——即使面临经济边际放缓，美股凭借盈利韧性与流动性支撑往往能延续上涨趋势。

图 7：当美国经济放缓时，只要不陷入衰退，美股往往仍能维持上涨



资料来源：NBER, Wind, 华宝证券研究创新部

另外将日股纳入多元资产组合也具有显著的价值。当前日本经济正形成“工资+物价”良性循环，2025 年 5 月通胀率达 3.5%，预计未来仍将温和上升。虽然通胀持续走高，但面对美国关税政策的不确定性，日本央行近期仍维持了宽松立场。这种“通胀温和上行+央行谨慎加息”的组合环境，有利于提升日本企业整体盈利。同时，央行加息的审慎态度也使日元保持相对弱势，进一步支撑了依赖出口的日本企业盈利表现。最后，日本政府积极推进公司治理改革和股东回报改善，也为日股长期向好提供了重要支撑。

随着国内资本市场深化开放与金融产品供给扩容（尤其跨境品类），中国投资者的多元化配置路径显著扩宽。伴随全球资产配置认知的普及，投资者对跨国组合的需求持续攀升。历史数据证明，跨国多元化配置下资产周期错位的互补性，恰是长期组合穿越牛熊的底层密码。在 2025 年市场分化加剧的变局中，主动拥抱分散化，方能在波动中筑盾，于机遇处执矛。

4. 风险提示

本报告根据历史公开数据整理，历史规律总结并非因果关系的阐述，不代表未来；报告数据统计及结论基于一定的数据假设，可能不具备代表性；经济修复不及预期的风险；政策效果不及预期的风险；地缘风险；海外经济衰退风险；外部政策不确定性风险。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

★华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。

★市场有风险，投资须谨慎。

★本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

★本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

★根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。