

海外市场多资产基金指数化发展思考

2024年6月3日

摘要

- 多资产基金诞生于对资产配置理念的实践与探索，并在国际金融危机后获得了长足的发展。多资产基金是一种将资金投资于多个资产类别的基金，包括股票、债券、货币、商品、房地产、甚至是期权等多类资产以及衍生品，旨在通过多元化的投资组合，在降低风险的同时提升组合的回报潜力。多资产基金指数化历程的开启，推动了多资产指数的百花齐放，其主要发展方向包括股债平衡、目标风险、目标日期、风险平价、宏观轮动策略等。
- 当前多资产指数的发展方向有以下四个维度：（1）股债平衡家族不断壮大，创新性加入数字资产；（2）参考海外经验，以目标日期、目标风险为代表的一站式养老解决方案成为多资产指数的布局重点；（3）引入杠杆与对冲成为海外风险平价指数的改进方向；（4）以通胀驱动的宏观轮动策略多资产指数尚处发展初期，极具布局潜力。
- 多资产指数产品化应用主要有以下两个方向：一方面，多资产指数可以作为多资产基金的业绩基准，方便投资者更好的评价和选择相关产品；另一方面，“顶层规则战略设计+底层资产战术配置”的多资产基金均可实现向指数化的转变，多资产基金的指数化率提升空间广阔。

风险提示：本报告对于海外产品、海外指数的研究分析均基于公司，可能受分析样本不同而产生一定偏差；指数产品表现受指数波动影响，基金产品历史业绩不代表未来；指数未来表现受宏观环境、市场波动、风格转换等多重因素影响，存在波动风险；本报告不涉及对基金产品的推荐。

目录

1. 海外多资产基金市场概述.....	4
1.1 多资产基金的定义与意义.....	4
1.2 多资产基金进入稳定发展阶段.....	5
1.3 多资产基金指数化历程开启，推动多资产指数百花齐放.....	6
2. 多资产指数类型与案例分析.....	7
2.1 类型一：股债平衡型.....	7
2.2 类型二：目标风险型.....	8
2.3 类型三：目标日期型.....	9
2.4 类型四：风险平价型（风险策略）.....	10
2.5 类型五：宏观轮动策略.....	12
3. 多资产指数在基金产品层面的应用.....	13
3.1 多资产指数作为多资产基金的业绩基准.....	13
3.2 多资产基金的指数化：“顶层规则战略设计+底层资产战术配置”.....	15

图表目录

图表 1: S&P 投资于美国市场的多资产指数夏普率高于股票、短期国债、商品指数.....	5
图表 2: 1929 至今美国多资产共同基金与 ETF 数量变化.....	6
图表 3: 股债平衡指数案例总结.....	8
图表 4: 目标风险指数案例总结.....	9
图表 5: 目标日期指数案例总结.....	10
图表 6: 风险平均/风险预算指数案例总结.....	11
图表 7: 不同类型多资产指数走势集合.....	13
图表 8: 目标日期基金市场规模结构.....	14
图表 9: Vanguard Target Retirement 2045 基准对比.....	14
图表 10: Vanguard Target Retirement 2055 基准对比.....	14

报告正文

1. 海外多资产基金市场概述

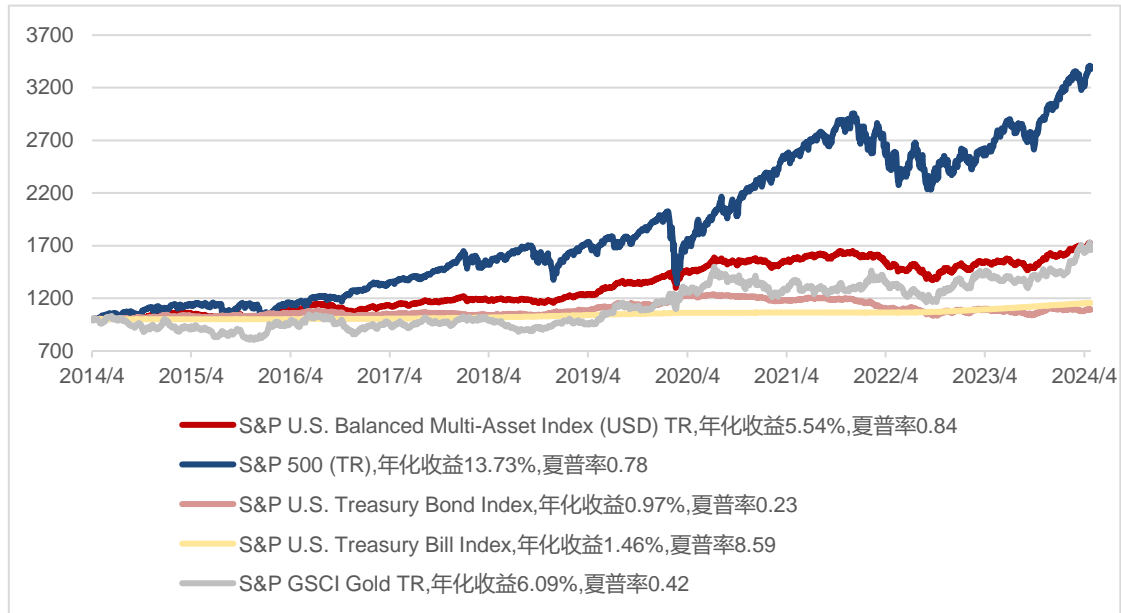
1.1 多资产基金的定义与意义

多资产基金（Multi-Asset Fund 或 Portfolio Fund）是一种将资金投资于多个资产类别的基金产品，投资对象包括了股票、债券、货币、商品、房地产、甚至是期权等多类资产以及衍生品。多资产基金旨在通过多元化的投资组合，在降低风险的同时提升组合的预期回报。

不同于“存在一定随机性”的单一资产投资，例如“高风险高回报”的权益投资、“风险相对较低，收益稳健”的债券投资，多资产基金强调在不同资产类别之间进行分散化的配置，以期望能够降低投资风险并提高整个组合的稳定性。多资产基金的优势可以从以下四个方面来理解：

- 1) 多元化的资产配置可以有效分散风险。通过宏观分析、风险管理等顶层策略设计，多资产基金在不同资产类别之间进行分散投资，这可以有效降低单一资产波动对整体投资组合的影响，从而降低投资组合的风险水平。
- 2) 多元化的资产配置更有利于实现稳定的预期收益。多资产基金通过配置多种大类资产，能够有效穿越单一资产的牛熊市，从而帮助投资者熨平中短期波动，获得更为稳健的长期收益。
- 3) 多元化的资产配置便于投资者有效把握全球增长机会。在全球范围内进行多资产配置，可以利用不同国家和地区的增长机会，获取更广泛的市场暴露和潜在回报。
- 4) 多元化的资产配置有利于发挥配置策略的灵活性，可根据资金偏好进行定制化设计，实现最优的风险收益。目前，多资产配置的典型策略包括股债平衡、目标日期、目标风险、波动率控制等。

图表 1: S&P 投资于美国市场的多资产指数夏普率高于股票、短期国债、商品指数



资料来源: S&P 官网, 华证指数整理

截至 2024 年 5 月 24 日

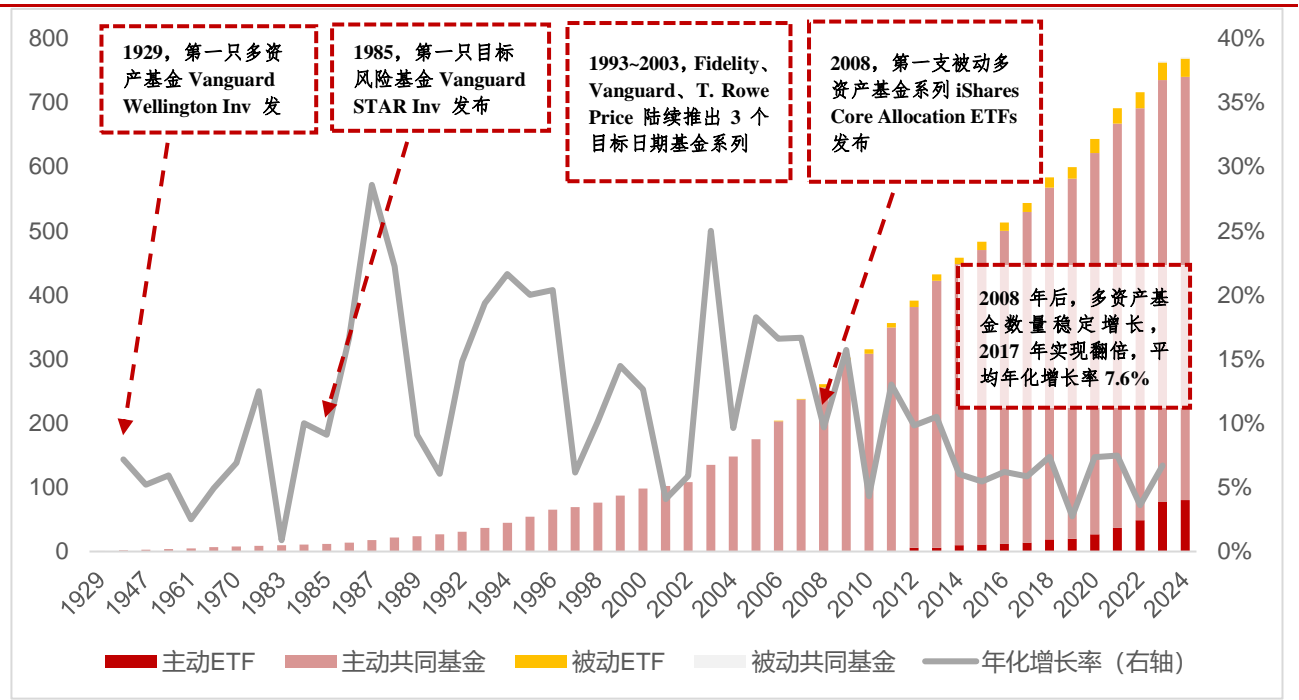
1.2 多资产基金进入稳定发展阶段

资产配置理念的早期实践和探索为多资产基金的诞生奠定了基础。1929 年, 第一只多资产基金 Vanguard Wellington Inv 发布。1985 年, 60/40 股债平衡策略的经典案例——Vanguard Star Fund 成立。在 1988 年前, 多资产基金数量还不足 20 只, 处于小规模发展阶段。1993 年, 巴克莱全球投资者公司 (Barclays Global Investors) 在美国市场推出第一只目标日期基金(BGI 2000 Fund), 为投资者提供从当下到退休全时段的一站式养老投资方案。之后, 包括 Fidelity、Vanguard、T. Rowe Price 在内的大批基金公司纷纷跟进布局目标日期基金。1994 年, 先锋生活策略系列基金 (Vanguard Life Strategy Funds) 发布, 它将基金产品依据风险划分为四个类别, 允许投资者根据自己的风险偏好选择相应的基金, 是一个著名的目标风险基金案例。到了 1996 年, 桥水全天候基金 (Bridgewater All Weather Fund) 发布, 构成了风险平价策略的雏形。

21 世纪初, 多资产基金数量平均年增速达到 13.6% (2000 年至 2007 年), 整体处于快速成长阶段。在这一时期, 以先锋集团 (Vanguard) 为代表的老玩家不断丰富多资产基金产品矩阵, 同时也有一批新玩家首次布局多资产基金赛道。

2008 年金融危机后，多资产基金的发展进入了一个相对稳定的时期。一方面，金融危机后，市场环境和投资者预期发生了变化，而多资产基金能够通过灵活的资产配置策略适应不断变化的市场条件，从而捕捉不同市场和资产类别的投资机会。另一方面，多资产基金为投资者提供了一种方便、简单的方式来实现分散化投资，而无需投资者自身进行多资产的配置和调整，顺应了投资者的投资心理和投资需求。根据 Morningstar 的数据，多资产共同基金及 ETF 的资产规模已从 2008 年的 1 万亿美元增长至 2023 年年底的 4 万亿美元，其中美国地区的产品数量实现翻倍。截至 5 月 24 日，美国多资产共同基金与 ETF 数量已达到 770 只，其中主动型共同基金 660 只，被动型共同基金 2 只，主动型 ETF 80 只，被动型 ETF 28 只。

图表 2：1929 至今美国多资产共同基金与 ETF 数量变化



资料来源: Morningstar, Wind, 华证指数整理

截至 2024 年 5 月 24 日

1.3 多资产基金指数化历程开启，推动多资产指数百花齐放

根据 Morningstar 的数据，自 2006 年第一支多资产指数基金 Invesco Zacks Multi-Asset Income ETF 发布以来，美国市场已陆续发布 29 只多资产指数基金，合计规模 49 亿美元。在多资产指数基金的基础上，多资产指数又进一步发展，现已构成了丰富多样的家族体系，其中主要的指数提供商包括了 S&P、FTSE、NASDAQ 等。在接下来内容中，我们将主要

介绍其中的五大指数类型，具体包括：股债平衡、目标日期、目标风险、风险平价（风险预算）、宏观轮动策略。

2. 多资产指数类型与案例分析

2.1 类型一：股债平衡型

股债平衡家族不断壮大，创新性加入数字资产。马科维茨在现代投资组合理论（MPT）中提出：有效地分散投资组合中的资金，可以在给定风险水平下实现最优的预期回报。在股债恒定策略中，MPT的基本原则被运用到股票和债券这两种主要资产类别之间的动态配置中。

股债平衡是一种经典的资产配置策略，其目标是将投资组合中权益、债券的比例维持在事先设定水平上，典型应用包括 60/40 股债平衡、50/50 股债平衡等。股债平衡指数也是指数公司编制发布的多资产指数中数量最多的一种类型。

- 标普多资产指数（S&P Multi-Asset Indices）为若干个客户定制指数，它将现有的标普或道琼斯品牌的各种资产类别指数合并成一个单一指数，资产的类别也不仅仅限于传统金融资产，在此基础上还加入了数字货币，期权等金融产品。
- 标普股票和债券平衡指数系列（S&P Balanced Equity and Bond Indices）表征了全世界单一国家或跨市场的大类资产的股债组合走势。该系列指数由各个地区的指数家族构成，包括美国、澳大利亚、泛阿拉伯地区。
- 富时多资产组合指数系列（FTSE Multi-Asset Composite Index Series）均采用了股债平衡策略，其股债比被固定地设计为 80/20、70/30、60/40、50/50。若底层指数包含现金，那么现金的比例为 2%，股票、债券比例各自减少 1%。
- 纳斯达克美国多资产多元化收益指数（NASDAQ US Multi-Asset Diversified Income Index）由 5 个细分资产指数等比例构成，包括了权益、REITs、MLP（高股息、低波动的有限合伙制公司股票）、优选（高股息、低波动的股票）、高收益企业债。

图表 3：股债平衡指数案例总结

指数系列名称	特点	底层资产	加权方案（股债比）
S&P Multi-Asset Indices	创新性加入数字货币期权指数	股票指数、债券指数、比特币指数	75/25、50/50、30/70
S&P Balanced Equity and Bond Indices	经典股债平衡，表征不同区域市场走势	股票指数、债券指数	85/15、70/30、60/40、50/50、30/70、25/75
FTSE Multi-Asset Composite Index Series	经典股债平衡，若加入现金则其比例固定为 2%	股票指数、债券指数、货币指数	80/20、70/30、60/40、50/50
NASDAQ US Multi-Asset Diversified Income Index	权益资产细分为三类：普通权益、高股息低波动的有限合伙制公司股票 MLP、高股息低波动的优选股票	股票指数、债券指数、REITs	等权

资料来源：S&P 官网，FTSE 官网，NASDAQ 官网，华证指数整理

截至 2024 年 5 月 24 日

2.2 类型二：目标风险型

目标风险型多资产指数基于风险偏好而不是预期收益来构建投资组合。投资者首先确定自己愿意承受的总体风险水平，然后根据这一风险水平选择适当的投资组合。这种策略的优势在于它可以根据投资者的个人风险偏好进行定制，从而为投资者提供了更多的灵活性和个性化选择。目前，目标风险策略主要应用于权益、债券的组合配置。在已发布的目标日期指数中，往往直接使用多个股债恒定组合构建了目标风险指数系列。

- **标普的目标风险指数系列（S&P Target Risk Index Series）** 将风险水平划分为四层——保守、适度、增长和激进，并匹配了固定的股债权重——30/70、40/60、60/40、80/20。指数直接采用相应的 ETF 作为指数的底层资产，在底层资产层面使用非等权方法（类似市值加权）分配最终权重。
- **贝莱德 ESG 意识资产配置指数系列（BlackRock ESG Aware Asset Allocation Index Series）** 在设计上与上文的标普的目标风险指数系列类似，分别使用 30/70、40/60、60/40、80/20 恒定股债比例刻画保守、适度、增长和激进四个投资风格，最大的不同是加入了 ESG 的视角对资产进行遴选。

图表 4：目标风险指数案例总结

指数系列名称	特点	底层资产	加权方案（股债比）
S&P Target Risk Index Series	底层资产为股票 ETF、债券 ETF，并根据 ETF 所对应的指数动态地调整底层资产的权重	股票 ETF、债券 ETF	大类资产权重： 激进：80/20 成长：60/40 稳健：40/60 保守：30/70； 最终底层资产的权重还需根据参考指数进行动态调整
BlackRock ESG Aware Asset Allocation Index Series	将 ESG 加入资产考察视角	ESG 股票 ETF、ESG 债券 ETF	激进：80/20 成长：60/40 稳健：40/60 保守：30/70

资料来源：S&P 官网，BlackRock 官网，华证指数整理

截至 2024 年 5 月 24 日

2.3 类型三：目标日期型

目标日期型多资产指数，因其所代表的一站式养老解决方案成为多资产指数的布局重点。

目标日期型是所有多资产指数中资产类别最丰富的一类。目标日期策略中的“日期”指的是“预期退休日期”，该策略根据投资者的生命周期特征以及资产的金融特征，设计出递减的权益资产下滑曲线（Glide Path）。在早期阶段，投资人离退休日期较远时，有更长的投资时间来承受市场波动，因此可以通过高配权益资产追求更高的增长潜力。随着时间的推移，基金会逐渐减少股票的配比并增加债券和其他保守型资产的比例，以降低投资组合的波动性，并保护投资人的资产免受市场风险的影响。

- 道琼斯目标日期指数（Dow Jones Target Date Indices）把自己定义为‘目标日期或“生命周期”基金的市场风险敏感基准’。随着时间的推移，通过调整风险资产的敞口——目标日期的下滑曲线，逐渐下调资产配置的整体风险。道琼斯目标日期指数有三大主要资产类别（CMAC）：股票、固收和现金等价物。主要资产类别又由各个子资产类别的成分指数构成。道琼斯目标日期指数使用过去 36 个月权益指数部分的滚动半方差百分比来衡量市场风险水平，根据预先确定好的下滑曲线为各个 CMAC 分配特定的市场风险水平，月度平衡资产权重，一直持续至目标日期年。

➤ **标普目标日期指数系列 (S&P Target Date Index Series)** 包括两大家族指数，分别是 S&P Target Date Indices 以及 S&P Target Date Style Indices，而后者又会根据基金的下滑路径的不同分为“TO”和“THROUGH”两种风格。“TO”风格的基金会会在目标日期前积极配置权益资产，而在目标日期到来时大幅下调权益资产配置，适合希望在接近退休时迅速降低风险的投资者。“THROUGH”风格的基金在目标日期前后维持较为平衡的资产配置，意味着即使在目标日期之后，也会继续维持一定的风险水平，适合希望即使在退休后也能保持一定的增长潜力的投资者。相比于之前固定资产类型的道琼斯目标日期指数（股+债+货币），标普的目标日期指数动态地调整大类资产类别：当某资产类别被不低于 25% 的所考察目标日期基金采用时才可以保持其资格，而当某资产类别被不低于 30% 的所考察目标日期基金采用时即可成为新的资产类别。除此以外，标普的目标日期指数系列使用指数来追踪每个资产类别。

图表 5：目标日期指数案例总结

指数系列名称	特点	已发布日期系列	底层资产
Dow Jones Target Date Indices	基于过去 36 个月权益指数部分的滚动半方差百分比来衡量市场风险水平	全球系列：退休指数、2005~2065，时间间隔 5 年； 美国系列：2005~2065，时间间隔 5 年	股票指数、债券指数、货币指数
S&P Target Date Index Series	旗下 S&P Target Date Style Indices 分为“TO”和“THROUGH”两种风格；动态调整大类资产种类	退休指数、2010~2065、2065+，时间间隔 5 年	股票指数、债券指数、货币指数、REITs 指数、商品指数等

资料来源：S&P 官网，华证指数整理

截至 2024 年 5 月 24 日

2.4 类型四：风险平价型（风险策略）

引入杠杆与对冲成为海外风险平价指数的改进方向。风险平价、风险预算策略主要从波动率控制的角度实现资产配置。前面提到的三类配置策略关注的是“分别给各类资产配多少钱”，而风险平价策略、风险预算策略着眼于“分别给各类资产配多少风险”。通过构建风险配置更

加均衡的投资组合，期望产品能够穿越不同的经济周期，获得更加稳定一致的收益表现。在资产种类上，该策略下的指数更加聚焦于权益、固收、商品这三类资产的配置。

- **标普风险平价指数 (S&P Risk Parity Indices)** 采用风险平价策略，在控制总体波动率水平的条件下将波动率贡献平均分配给权益、固收、商品三类资产，并在大类资产下进一步将波动率贡献平均分配给各个底层子资产。
- **标普风险平价 2.0 指数 (S&P Risk Parity 2.0 Indices)** 对标普风险平价指数做出了优化，将固收大类拆分为通货膨胀保值债券 (TIPS) 以及名义债券，并为 TIPS 设定 15% 的风险暴露度，其余三类资产均分剩下的 85% 风险暴露度。为达成目标波动率，该指数允许使用杠杆。
- **标普多资产风险控制 5% 指数 (S&P MARC 5% Index)** 是一条超额收益指数，采用风险加权策略，根据股票、商品、固收各自的已实现波动率每日平衡成分指数的权重。该指数允许使用杠杆，是一条超额收益指数，即波动率和点位的计算均基于成份指数的超额收益版本。
- **标普多资产风险等贡献 5 (波动) 指数 (S&P MAESTRO 5 Index)** 采用风险平价策略，力求将风险平均分配在 7 个权益、固收、商品成分指数上。此外，该指数最大的特点是通过构建 S&P500 短期、中期波动率期货的曲率信号实现风险对冲。
- **PRISM™ 是一种基于指数的解决方案 (S&P PRISM Indices)**，主要是基于技术面以及基本面，通过对固收、股票和商品进行逆风险加权实现投资组合。该解决方案现已公布三条指数，分别是 S&P PRISM Index (2017)、S&P PRISM Factor Index (2018) 以及 S&P PRISM ETF Tracker Index (2022)。

图表 6：风险平均/风险预算指数案例总结

指数系列名称	特点	底层资产	加权方案
S&P Risk Parity Indices	为了将目标波动率分别控制在 8%、10%、12、15%，各个大类资产基于各自的历史实现波动率的倒数进行加权	股票指数、债券指数、商品指数	大类资产风险平价，底层资产风险平价
S&P Risk Parity 2.0 Indices	将固收大类拆分为通货膨胀保值债券 (TIPS) 以及名义债券，并为 TIPS 设定 15% 的风险暴露度，其余三类资产均分剩下的 85% 风险暴露度；允许使用杠杆。	股票指数、债券指数、商品指数	大类资产风险预算，底层资产中名义债券内部等权，其余类别风险平价
S&P MARC 5% Index	目标波动率 5%，采用风险加权策略，根据股票、商品、固收各自的现实波动率每日平衡成分指数的权重	股票指数、债券指数、商品指数	根据波动率半方差的倒数进行加权
S&P MAESTRO 5 Index	通过构建 S&P500 短期、中期波动率期货的曲率信号实现风险对冲	股票指数、债券指数、商品指数、波动率指数	最小化组合波动率
S&P PRISM Index	基于动量、估值和收益率曲线的对波动率标准化	股票指数、债券指数、商品指数	根据波动率的倒数进行加权
S&P PRISM Factor Index	底层权益资产选择风格类股票指数	股票指数、债券指数、商品指数	根据波动率的倒数进行加权
S&P PRISM ETF Tracker Index	底层资产选用 ETF	股票 ETF、债券 ETF、商品 ETF	根据波动率的倒数进行加权

资料来源：S&P 官网，华证指数整理

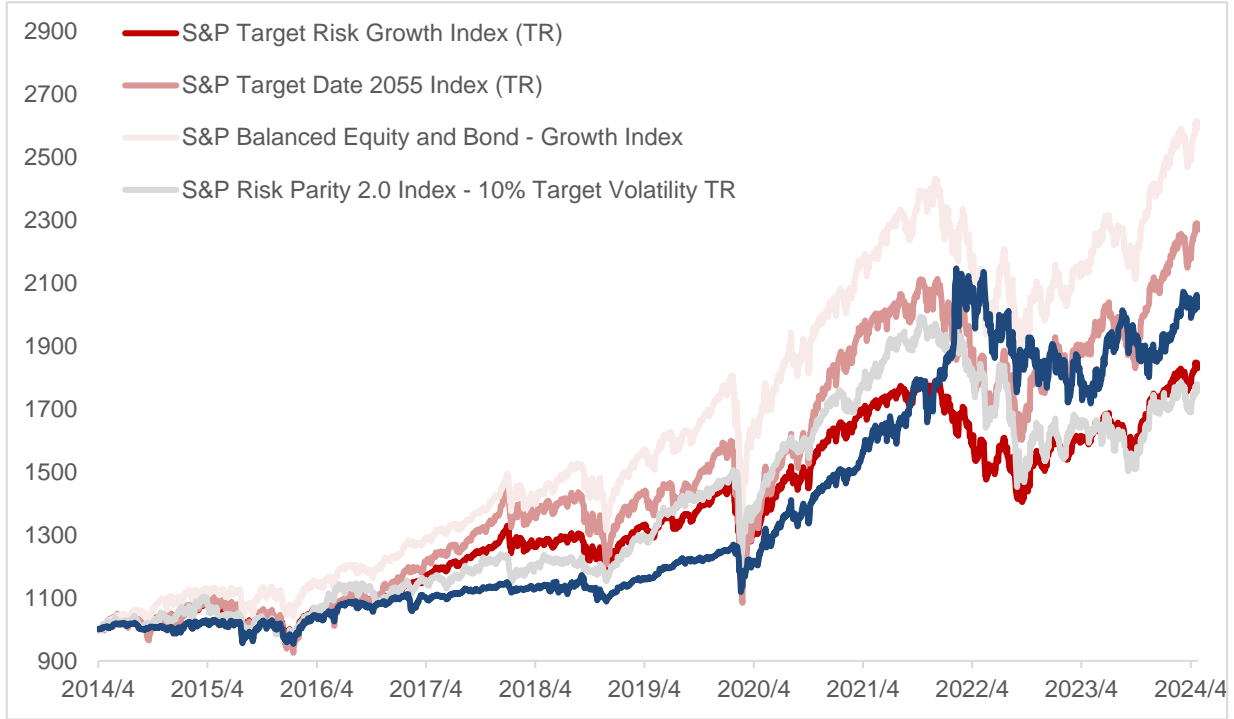
截至 2024 年 5 月 24 日

2.5 类型五：宏观轮动策略

以通胀驱动的宏观轮动策略多资产指数尚处发展初期，极具布局潜力。标普多资产动态通胀策略指数 (S&P Multi-Asset Dynamic Inflation Strategy Index (2021)) 基于美国月度的通胀状态 (CPI 同比) 预测，使用不同的策略对资产类别进行切换。例如，在低通胀状态下 (CPI 同比增速低于 1.5%)，该指数采用股债平衡 60/40 策略进行配置；在中等通胀状态下 (CPI 同比增速位于 1.5% 至 2.5% 之间)，该指数采用 VolWt 策略 (高配低波资产)；而在高通胀状态下

(CPI 同比增速高于 2.5%)，该指数采用 ProlB 策略（高配通胀敏感型资产）。目前 S&P 已发布一条该类型指数，其走势区别于其余 3 类关注于控制风险的多资产指数。

图表 7：不同类型多资产指数走势集合



资料来源：S&P 官网，华证指数整理

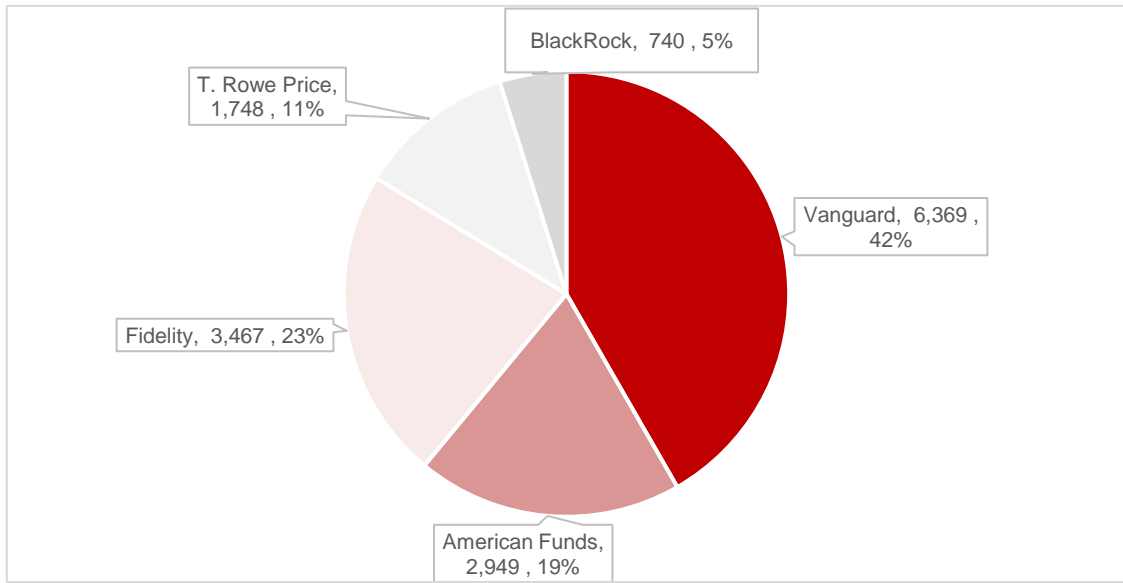
截至 2024 年 5 月 24 日

3. 多资产指数在基金产品层面的应用

3.1 多资产指数作为多资产基金的业绩基准

在多资产指数没有出现之前，多资产基金往往以类似“股债恒定”的做法，将权益指数与债券指数按一定比例组合成一个基金基准。但这个组合出来的基准并不符合基金本身的策略构架，更加无法反映基金的风险-收益特征。在目前多资产指数发展越来越多样化，覆盖面越来越广的背景下，选择一只使用相同或者近似策略的多资产指数显得更加合适。

图表 8：目标日期基金市场规模结构（亿美元）

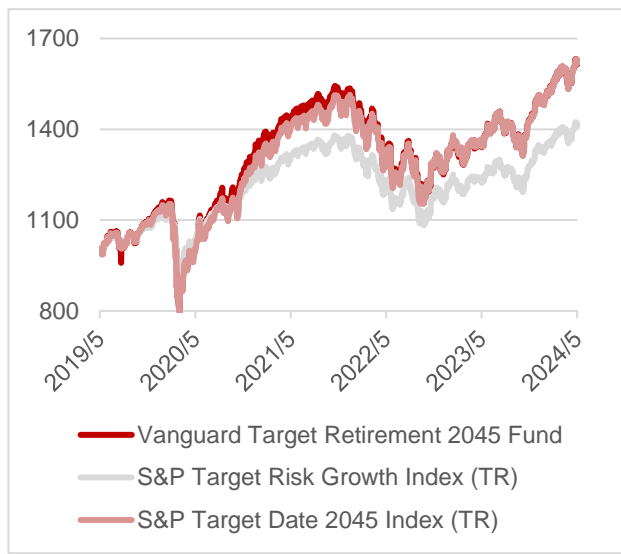


资料来源：Morningstar，华证指数整理

截至 2024 年 5 月 24 日

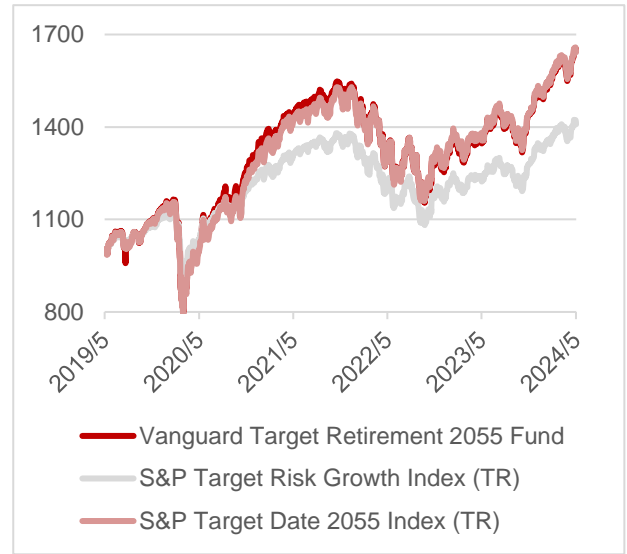
以目标日期基金为例，目前存续时间最长，规模最大的为先锋集团于 2003 年发布的 Vanguard Target Retirement 系列，合计管理规模达到 6369 亿美元，在目标日期基金中市占率 42%。这里分别使用目标日期指数与目标风险指数作为基金的比较基准，可以发现目标日期指数更接近基金走势，拥有更好的表征性。

图表 9：Vanguard Target Retirement 2045 基准对比



资料来源：wind，S&P 官网，华证指数整理 截至 2024 年 5 月 24 日

图表 10：Vanguard Target Retirement 2055 基准对比



资料来源：wind，S&P 官网，华证指数整理 截至 2024 年 5 月 24 日

3.2 多资产基金的指数化：“顶层规则战略设计+底层资产战术配置”

尽管目前市场上大部分多资产基金采取了主动管理模式（从规模来看，在美国市场多资产指数基金的管理规模占比仅为 0.17%），但我们认为，采用“顶层规则战略设计+底层资产战术配置”的方式，完全可以针对多资产基金进行被动化的产品设计，多资产指数基金具有广阔的发展前景。这里还是以 Vanguard Target Retirement 基金系列为例进行分析。

一方面，Vanguard Target Retirement 系列基金的投资策略高度规则化：先锋集团首先对美国人退休储蓄习惯进行年度调查，具体包括人口统计、风险承受能力、退休资金需求、储蓄率、预期退休年龄以及社会保障或固定福利养老金等保证收入来源等方面，进而构建了先锋资本市场模型（VCMM），并基于此开发出先锋生命周期投资模型（VCLM）。而后利用 VLCM，先锋设计出了适合具备以下特征的投资者的资产下滑曲线：（1）风险承受能力适度地保守；（2）储蓄速度相对平均；（3）想在 65 岁退休；（4）预计退休后每年可获得最后一年工资的 75% 到 80%。在这条下滑曲线中规定了各个年龄每项大类资产的权重，先锋集团根据预先的权重设置进行投资组合，但不会在市场波动时进行短期的战术调整。另一方面，Vanguard Target Retirement 系列的投资对象高度透明，均为大类资产的宽基 ETF，且费率低廉。

由于每个层面都呈现出较高的规则化特征，我们其实完全可以将上面提到的 Vanguard Target Retirement 系列进行被动化改造。展望未来，在指数化投资越来越深入人心的当下，我们相信多资产基金的指数化也必将是大势所趋。与此同时，华证指数也将在未来的指数研发中，围绕多资产这一重要领域研发出更多高质量的指数产品。