为什么还要研究这些新资产

26类资产与策略 · 实际结构、环境传导和失效条件

更多名称，不等于更多分散。

原永久投资组合用股票、长期国债、黄金和现金应对不同环境。本报告逐项检查2号提出的26个分支：它实际持有什么，谁支付收益，什么变化会让它受益，又会在什么情况下亏损。

值得先验证的补充

TIPS增加通胀挂钩现金流；管理期货增加多空趋势机制；商品期货增加供给冲击暴露。它们都存在失效条件。

需要识别的重复风险

海外股票、REIT、基础设施、中游能源仍多是股票风险；高收益债、企业贷款和优先股都可能在信用收缩时一起承压。

需要算清的保护成本

备兑、缓冲和尾部保护改变收益形态，不会免费创造回报。巨灾债的风险较独立，但不能用短历史掩盖灾害损失。

阅读路线：第2页讲判断方法；第3-6页看全表；第7-32页逐项深读；第33页是研究结论。PDF目录可跳转到各资产。

阅读方法

四种环境只是起点

表中方向为机制推论，不是历史胜率或未来预测。

繁荣增长

需求与企业盈利改善，假设通胀和融资压力暂时可控。若增长同时推高利率，股票和债券的表现仍会分化。

通胀上升

必须再分需求强劲与供给受阻。需求型通胀可能伴随盈利增长；滞胀则是成本涨、增长弱。两者对企业和商品并不相同。

通缩降息

物价压力下降、利率回落；若伴随衰退，企业信用和盈利同时变差。名义利率下降，不代表实际利率一定下降。

衰退紧缩

盈利转弱，同时融资或市场流动性紧张。即使央行降息，银行和资本市场也可能收紧信用；危机初期多类资产可以一起跌。

统一口径：以美元投资者的净值变化加分派来看收益，观察数月到一年内的传导；急跌风险另作压力考虑。基金分派率不等于总收益。非美元支出还需加上美元汇率风险。

方向用语：受益 = 存在有利传导；承压 = 存在不利传导；不定 = 相反力量无法事先比较；较稳 = 名义价格波动较小。都不代表保证正负收益。市场已经定价的好消息，也可能不再带来上涨。

通胀、趋势与实体资产

方向须与各资产的条件一起看；点击名称跳至详情。

繁荣 = 增长改善 通胀 = 物价压力上升
通缩 = 物价/利率回落 紧缩 = 衰退及融资紧张

资产 / 工具	繁荣	通胀	通缩	紧缩
01 通胀保值国债 TIP / VTIP	不定	有条件	不定	承压
02 管理期货 / 跨资产趋势 DBMF / KMLM	不定	有条件	有条件	不定
03 广义商品期货 PDBC / DBC	受益	有条件	承压	承压
04 美国以外股票宽基 VXUS	受益	不定	承压	承压
05 工业金属期货 DBB	受益	不定	承压	承压
06 农产品期货 DBA / PDBA	不定	有条件	不定	承压
07 上市房地产 VNQ / REET	受益	不定	不定	承压

如何解读

要点：TIPS看实际利率，趋势策略看持仓是否跟上，商品看供给与需求谁更强。海外股票只增加地域分散；工业金属不能照搬黄金的逻辑。

“有条件”和“不定”不是缺少结论：它们指出必须进一步核对的变量。具体传导、反例和一手来源均在后面的对应资产页。

实体股票与债券信用

方向须与各资产的条件一起看；点击名称跳至详情。

繁荣 = 增长改善 通胀 = 物价压力上升
通缩 = 物价/利率回落 紧缩 = 衰退及融资紧张

资产 / 工具	繁荣	通胀	通缩	紧缩
08 上市基础设施 IGF	受益	不定	不定	承压
09 能源管道 / 中游 MLPX / AMLP	受益	有条件	承压	承压
10 浮息美国国债 USFR	较稳	较稳	较稳	较稳
11 浮息企业贷款 BKLN	受益	不定	承压	承压
12 机构按揭证券 MBB	不定	承压	有条件	不定
13 投资级公司债 LQD	不定	承压	不定	承压
14 高收益公司债 HYG	受益	不定	承压	承压

如何解读

要点：现金流能否转嫁成本，比“实物资产”名称重要。USFR是国债，BKLN是企业信用；LQD与HYG都不能直接取代国债的避险角色。

“有条件”和“不定”不是缺少结论：它们指出必须进一步核对的变量。具体传导、反例和一手来源均在后面的对应资产页。

混合资本、国家与事件

方向须与各资产的条件一起看；点击名称跳至详情。

繁荣 = 增长改善 通胀 = 物价压力上升
通缩 = 物价/利率回落 紧缩 = 衰退及融资紧张

资产 / 工具	繁荣	通胀	通缩	紧缩
15 优先股 / 混合资本证券 PFF	有条件	承压	不定	承压
16 新兴市场美元债 EMB	有条件	不定	不定	承压
17 新兴市场本币债 EMLC	有条件	不定	不定	承压
18 并购套利 MNA	有条件	不定	承压	承压
19 巨灾保险债券 ILS	不定	不定	不定	不定
20 美元方向工具 UUP	不定	不定	不定	有条件

如何解读

要点：EMB和EMLC的汇率传导不同。并购套利怕交易失败，巨灾债怕灾害触发，UUP怕美元相对其篮子走弱；宏观方向不能包办这些判断。

“有条件”和“不定”不是缺少结论：它们指出必须进一步核对的变量。具体传导、反例和一手来源均在后面的对应资产页。

政策、数字资产与保护

方向须与各资产的条件一起看；点击名称跳至详情。

繁荣 = 增长改善 通胀 = 物价压力上升
通缩 = 物价/利率回落 紧缩 = 衰退及融资紧张

资产 / 工具	繁荣	通胀	通缩	紧缩
21 碳排放配额期货 KRBN	有条件	不定	承压	承压
22 比特币现货交易所产品 IBIT	有条件	不定	不定	承压
23 股票备兑 / 期权收入 JEPI	受益	不定	承压	承压
24 低贝塔多头 / 高贝塔空头 BTAL	承压	不定	有条件	有条件
25 尾部风险保护 TAIL	承压	不定	有条件	有条件
26 限定结果 / 缓冲期权基金 PJUN	受益	不定	缓冲	不定

如何解读

要点：碳配额由地区政策和排放需求驱动；比特币没有稳定现金流锚。JEPI、BTAL、TAIL、PJUN主要改变股票收益或保护方式，不能按名称算四种新资产。

“有条件”和“不定”不是缺少结论：它们指出必须进一步核对的变量。具体传导、反例和一手来源均在后面的对应资产页。

通胀保值国债

TIP / VTIP

保护通胀现金流，仍要承担实际利率风险。

实际结构：TIPS是本金随美国CPI调整的国债。TIP覆盖较广期限；VTIP仅持剩余期限不足五年的TIPS。单只国债的到期本金保护，不等于ETF净值保本。

收益传导：收益来自实际利息、通胀本金调整和价格变化。市场要求的实际收益率上升，现有债券价格下降；期限越长通常越敏感。通胀已经被价格预期到时，不会凭空产生超额收益。

繁荣增长 不定 | 增长推高实际利率，可能抵消票息。

通胀上升 条件受益 | 通胀补偿增加；实际利率大涨仍可亏损，VTIP较少受久期拖累。

通缩降息 不定 | 实际利率下降利好价格，通缩又会减少本金调整。

衰退紧缩 可能承压 | 流动性折价、实际利率上冲；短期限通常缓冲更多。

容易误判：“通胀高就买TIP”省略了实际利率。名义降息也不必然意味着实际利率下降。

组合角色：补充C6对通胀现金流的覆盖；VTIP可作保守候选，TIP需单列久期预算。

验证重点：实际利率、盈亏平衡通胀率、基金久期；与同期限名义国债及现金比较。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

美国财政部：TIPS条款

iShares：TIPS定价机制

Vanguard：VTIP事实表，2026-03

管理期货 / 跨资产趋势

DBMF / KMLM

新增的是可做空的交易机制，不是固定避险资产。

实际结构：DBMF用过去60天表现估计一组管理期货经理的风险暴露，可涉及股、债、汇、商品，并非复制经理逐笔持仓。KMLM按规则交易22个期货市场：11商品、6货币、5债券，不含股票期货。

收益传导：多空头寸从持续价格趋势获利，现金抵押品另有利息。持仓表中的国债往往是抵押品，不能据此判断基金主要风险；应看期货名义敞口和波动。

繁荣增长 不定｜上涨趋势可赚钱，横盘和轮动会反复止损。

通胀上升 条件受益｜若形成持久商品上涨、债券下跌趋势，且仓位已跟上。

通缩降息 条件受益｜能转向债券多头或风险资产空头；转仓存在滞后。

衰退紧缩 不定｜突发暴跌可能来不及；持续危机才有机会形成趋势。

容易误判：快速V形反转会同时伤害旧仓位和新信号；“历史低相关”不是永久负相关。

组合角色：优先验证分散增量。DBMF与KMLM不能当作相同产品，更不是项目AI预测能力的证据。

验证重点：净多空敞口、信号滞后、换手和费用；真实ETF历史与回填指数分开。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

SEC：DBMF说明书，2026-04-30

KraneShares：KMLM策略

广义商品期货

PDBC / DBC

可补商品供给冲击，但回报不等于现货涨幅。

实际结构：PDBC是主动管理的商品期货及相关工具组合；DBC是指数型商品工具。两者覆盖能源、金属、农业等，并持现金或短债作抵押品，不能直接视为同一篮子。

收益传导：总收益由期货价格变化、合约展期效果、抵押品利息及费用共同决定。远月价格较贵时，反复换仓可能拖累回报；优化展期只能改善条件，不能消除损失。

繁荣增长 可能受益｜需求扩张快于供给；若扩产更快则未必。

通胀上升 条件受益｜能源或原料短缺推高合约价格；需求崩塌可逆转涨势。

通缩降息 可能承压｜需求及通胀预期下降，库存上升。

衰退紧缩 可能承压｜去杠杆和美元走强；供给中断严重时例外。

容易误判：服务价格或工资通胀，不一定传导到商品篮子；高通胀数据公布时价格也可能已见顶。

组合角色：优先检验C6缺少的供给冲击暴露。能源、金属、农业须按风险贡献拆解。

验证重点：库存、期限曲线、供需缺口及能源权重；以含分派基金总收益比较。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

Invesco：PDBC结构

Invesco：DBC结构

美国以外股票宽基

VXUS

分散国家和估值来源，仍然承担股票风险。

实际结构：VXUS持有美国以外发达与新兴市场公司的大、中、小盘股票，跟踪FTSE Global All Cap ex US。美国上市和美元报价，不会消除底层外币敞口。

收益传导：企业盈利增长、分红、估值变化和汇率共同贡献美元回报。行业结构与美股不同，能降低美国单一市场集中；海外公司收入也可能依赖美国或全球需求。

繁荣增长 可能受益｜海外盈利增长；美元走弱可增加美元计价回报。

通胀上升 不定｜资源出口国可能受益，能源进口国和利润率受压行业可能受损。

通缩降息 可能承压｜全球衰退削弱盈利；单纯美国降息并不能拯救所有市场。

衰退紧缩 可能承压｜全球风险偏好下降；美元走强会放大外币资产损失。

容易误判：不同国家股票在危机时可能一起跌；低市盈率可能反映长期治理或盈利问题。

组合角色：优先作为股票预算内的地域分散研究，不能靠增加股票总比例冒充分散收益。

验证重点：国家和行业权重、盈利修正、估值与汇率贡献；比较等风险股票组合。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

Vanguard：VXUS目标与指数

工业金属期货

DBB

工业金属偏增长周期，不能借用黄金的避险逻辑。

实际结构：DBB买工业金属期货。2025-11指数调整后覆盖铝、锌、铅、镍及两类铜合约。2026-09-30两类铜合计49.34%，铝27.65%；这是季度快照，不是今日权重。

收益传导：终端制造、建设和电网投资影响需求；矿山产能、冶炼、电力和库存决定供给。铜有长期电气化需求，也可能被短期房地产走弱和库存释放压过。

繁荣增长 可能受益｜工业订单回升、库存下降。

通胀上升 不定｜供给短缺可涨；滞胀中的需求萎缩也可能令金属跌。

通缩降息 可能承压｜制造及投资减速、去库存。

衰退紧缩 可能承压｜融资收紧、美元走强和投机仓位平仓。

容易误判：“金属”不是统一风险：铜铝主要用于生产，黄金更多涉及储值与实际利率。

组合角色：先与广义商品比较；已持PDBC/DBC时增配DBB主要是加大工业和铜风险。

验证重点：制造业订单、库存、供给扰动、曲线与实际持仓；旧三金属历史不能冒充现策略。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

SEC：DBB季度报告，2026-09-30

农产品期货

DBA / PDBA

食物需求较稳定，价格却受天气和生产周期支配。

实际结构：DBA是农产品期货工具；2025-11方法变化后包括谷物、大豆及加工品、糖咖啡可可棉花、牲畜等。PDBA是主动No K-1策略，合约选择和基金结构有差别。

收益传导：干旱、病害、出口限制和库存不足会抬价；高价随后激励扩种、替代和供给恢复。农业链内部也不同：饲料涨价可能伤害养殖利润，终端食品价格不等于原料期货。

繁荣增长 不定｜收入增长作用有限，天气与库存常更重要。

通胀上升 条件受益｜粮食供应冲击有利；工资或服务通胀则关联较弱。

通缩降息 不定｜食品刚需提供缓冲，但丰收、美元走强仍可令价格下跌。

衰退紧缩 可能承压｜去杠杆可先压价，真实短缺又可能支撑部分品种。

容易误判：价格高不保证持续上涨，丰收季和合约展期能抵消现货逻辑；不是稳定收租资产。

组合角色：在商品预算内部观察差异化供给风险，不先假定农业比广义商品更有效。

验证重点：库存消费比、天气、播种面积、出口政策与展期；政策资料必须按当时可知信息测试。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

SEC：DBA季度报告，2026-09-30

Invesco：PDBA事实表，2026-03

上市房地产

VNQ / REET

买的是带债务的房地产公司，不是直接买房。

实际结构：VNQ侧重美国权益REIT及房地产公司；REET是全球上市REIT组合。物业可包括住宅、物流、零售、数据中心等，不能把它们统一理解为写字楼或住房。

收益传导：租金、出租率影响经营收入，维修和开发消耗资本；债务融资及估值贴现率影响股权价值。通胀能否传给租户，取决于租约更新速度、议价权和需求。

繁荣增长 可能受益｜出租率和租金提高；利率急升会抵消。

通胀上升 不定｜租金传导可补偿通胀，融资及维护成本也会上升。

通缩降息 不定｜降息利好估值，但空置、欠租及资产减值可能更大。

衰退紧缩 可能承压｜债务到期难续、资产被迫出售、股票市场去风险。

容易误判：“降息利好地产”必须分软着陆降息与衰退降息；高分派不等于高总收益。

组合角色：属于股票及融资风险预算的行业倾斜，不能替代TLT的国债信用。

验证重点：物业细分、同店净经营收入、资本开支、债务到期及浮息比例；REET还需看外汇。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

Vanguard：VNQ产品说明

iShares：REET产品说明

上市基础设施

IGF

基础设施需求稳定，不代表股东回报稳定。

实际结构：IGF持有上市基础设施公司股票。2026-11-11行业分布约40.34%公用事业、40.28%运输、18.92%能源；不是直接持有道路，也不是纯电力或AI建设基金。

收益传导：收费、公用事业监管回报和运量形成收入。收费随通胀调整可能有时滞或上限；建设开支、借款成本及股权增发，决定收入增长能否留给股东。

繁荣增长 可能受益｜交通量、能源输送和用电增长；过高估值会削弱收益。

通胀上升 不定｜收费传导有利，成本超支和加息不利。

通缩降息 不定｜公用事业需求较稳，交通量可能下降；降息只能改善部分压力。

衰退紧缩 可能承压｜高负债、资本开支刚性与股权风险溢价上升。

容易误判：有国家建设政策，不等于项目回报超过资本成本，更不等于上市公司盈利增加。

组合角色：作为防御性或实体现金流股票候选；仍与股票和利率风险重叠。

验证重点：监管允许回报、收费机制、运量、债务及资本开支；先与宽基和公用事业对照。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

iShares：IGF结构及行业权重

能源管道 / 中游

MLPX / AMLP

靠输送和处理收费，不是油价的一比一替身。

实际结构：MLPX和AMLP持中游能源企业权益。MLPX指数再平衡时MLP合计约24%，其余主要为公司；AMLP采用C公司税务结构，递延税负会影响净值，两者不能只比较分派率。

收益传导：输送量、处理量、收费合同和对手方偿付影响现金流。即使收费不直接随油价变化，油价长期过低也可能减少上游生产，伤害运量和客户信用。

繁荣增长 可能受益｜能源需求和运量增长、现金流改善。

通胀上升 条件受益｜量价和合同调价有利；加息及费用上涨可抵消。

通缩降息 可能承压｜运量、客户信用和估值受损，长期合同仅能缓冲。

衰退紧缩 可能承压｜再融资和股市流动性压力，不是现金替代。

容易误判：“收费公路模式”不等于无周期；高分派可能伴随低资本增值和基金层税负。

组合角色：计入能源股票与信用周期风险；不能用它替换直接商品供给暴露。

验证重点：合约量价条款、客户质量、维持资本开支、杠杆及基金税负；不作个人税务推断。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

Global X：MLPX指数结构

ALPS：AMLP结构与税负

浮息美国国债

USFR

短利率随行的国债工具，主要解决现金管理。

实际结构：USFR持美国财政部浮息国债。FRN原始期限两年，利率由13周国库券拍卖利率加固定利差组成，参考利率每周重设。两年到期不等于两年的利率久期。

收益传导：回报主要来自不断重设的利息，价格对利率变化较不敏感。短利率上升时收入逐步提高；降息后收入下降，几乎没有长债那样的价格上涨空间。

繁荣增长 较稳｜收取短利率收入，不分享企业增长。

通胀上升 较稳｜加息后利息提高；实际购买力未必保住。

通缩降息 较稳｜名义价格相对稳定，但后续利息减少。

衰退紧缩 较稳｜国债信用和低久期有缓冲；ETF仍有价差及流动性风险。

容易误判：浮息国债和浮息企业贷款不能混为一谈；其低波动也不代表固定高收益。

组合角色：作为BIL的实施对照，而非新增C8收益引擎或独立经济风险来源。

验证重点：净费用、交易价差、利率重设和实际购买力；同现金预算下比较。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

美国财政部：FRN利率规则

WisdomTree：USFR实际持仓

浮息企业贷款

BKLN

浮息降低久期，却把加息压力传给借款人。

实际结构：BKLN持较大型机构杠杆贷款，跟踪Morningstar LSTA US Leveraged Loan 100指数。底层多为信用质量偏低企业的高级有担保贷款，并非美国政府债。

收益传导：收入为浮动基准利率加信用利差。利率升高使投资者利息增加，同时使企业付息负担加重；若违约增加、回收率下降或信用利差扩大，资本损失会超过多收的利息。

繁荣增长 可能受益｜盈利改善、违约率下降，利差收窄。

通胀上升 不定｜温和加息可提高收入；滞胀导致信用恶化则承压。

通缩降息 可能承压｜票息下调加上违约风险；降息不自动带来明显久期收益。

衰退紧缩 可能承压｜贷款流动性及ETF折价压力扩大。

容易误判：“高级有担保”表示偿付顺位，不保证本金全额回收；低久期不是低风险。

组合角色：属于信用风险候选，与HYG同受经济周期影响；不放进现金或避险预算。

验证重点：利息覆盖倍数、违约及回收率、信用利差与贷款结算流动性。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

Invesco：BKLN产品与风险

SEC：BKLN摘要说明书

机构按揭证券

MBB

机构按揭债的核心难题，是提前还款和延期。

实际结构：MBB持美国机构按揭支持证券，不是次级房贷基金，也不是房地产股票。信用支持与利率风险应分开；2026-11-11有效久期5.69年，已经不是现金级久期。

收益传导：房贷还本付息带来现金流。降息时住户可能再融资、提前归还高息贷款，限制债券升值；加息时提前还款变少，资金被锁得更久，利率风险反而扩大。

繁荣增长 不定 | 收息为主，利率上行可能压价。

通胀上升 可能承压 | 加息并伴随久期延长。

通缩降息 条件受益 | 利率下降有利，但提前还款和利差扩大削弱涨幅。

衰退紧缩 不定 | 机构信用有缓冲，市场折价和利差冲击仍可亏损。

容易误判：这就是“负凸性”：利率朝两个方向变化，借款人选择权都可能使持有人处于不利位置。

组合角色：可作债券实施对照，不能直接承担TLT相同的衰退保护任务。

验证重点：有效久期、提前还款速度、按揭利差、利率波动和溢价买入风险。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

iShares：MBB结构及久期

NCUA：提前还款与延期机制

投资级公司债

LQD

投资级公司债同时押注利率和企业信用。

实际结构：LQD持美元投资级公司债，信用评级较高不等于国债。2026-11-11有效久期7.65年，说明其价格对收益率变化仍很敏感。

收益传导：收益来自票息、国债利率变化与信用利差变化。粗略而言：价格变化约等于负久期乘收益率变化，再考虑凸性等；加息、降级或违约均可能造成损失。

繁荣增长 不定｜盈利好可收窄利差，但国债利率上行可能抵消。

通胀上升 可能承压｜名义利率上升，高成本亦可能恶化信用。

通缩降息 不定｜国债降息利好，衰退扩大信用利差；谁更强决定结果。

衰退紧缩 可能承压｜抛售和信用溢价跳升，未必随国债上涨。

容易误判： “都是债券”掩盖风险差异。若久期约7.65、收益率平行上升1个百分点，价格一阶影响约-7.65%，并非基金回报预测。

组合角色：信用收益增强候选；替换TLT可能降低危机保护，不能只因票息较高就认定升级。

验证重点：久期、行业、评级迁移、信用利差及费用；用同久期国债分离信用贡献。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

iShares：LQD结构及久期，2026-11-11

高收益公司债

HYG

高票息是在补偿违约和危机损失。

实际结构：HYG持美元高收益公司债，主要为投资级以下信用。企业现金流不足时，债权人虽通常优先于股东，仍可能在重组中承担本金损失。

收益传导：回报由票息加价格变化减违约损失构成。经济改善时信用利差下降可带来资本收益；衰退时利差急升、违约增多，常与股票同向承压。

繁荣增长 可能受益｜盈利、偿债能力改善及利差收窄。

通胀上升 不定｜温和再通胀可能有利；滞胀压缩利润又提高融资成本。

通缩降息 可能承压｜降息好处可能被信用恶化盖过。

衰退紧缩 可能承压｜信用及流动性风险集中暴露。

容易误判：到期收益率、分派率都不是将实现的年化收益：前者受违约和再投资影响，后者也不包含净值损失。

组合角色：与股票共享明显增长和信用风险。可研究收益补偿，不能当作永久组合的防守长债。

验证重点：信用利差是否足够覆盖违约及回收损失、评级构成、再融资墙和压力期回撤。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

iShares：HYG基金结构与信用质量

优先股 / 混合资本证券

PFF

“优先”指偿付顺序，不代表比债券更安全。

实际结构：PFF持优先股、混合证券和次级债。2026-11-11金融机构占56.04%，有明显行业集中。部分证券期限很长或可被发行人赎回，条款也可能允许递延分派。

收益传导：投资者收较高分派，承担次级偿付、利率和发行人风险。利率下降时发行人可能赎回高息证券；利率上升时不赎回，投资者反而被锁在低息条款里。

繁荣增长 条件受益｜金融机构盈利改善且利率稳定。

通胀上升 可能承压｜长久期估值受压，企业融资负担上升。

通缩降息 不定｜利率下降利好，但金融信用风险或分派暂停可抵消。

衰退紧缩 可能承压｜银行或信用危机尤其不利。

容易误判：高分派并不是现金利息的安全替代；名称中的“优先”通常仍低于高级债权。

组合角色：归入金融信用及利率混合风险，不能因形式像债券就增加独立资产计数。

验证重点：固定/浮动条款、赎回日、清偿顺位、行业集中与资本充足情况。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

BlackRock：PFF结构及行业持仓

新兴市场美元债

EMB

美元计价消除了直接本币换算，却没有消除国家风险。

实际结构：EMB持新兴市场美元债，主要是主权及政府相关发行人。2026-11-10主权约87.28%、政府机构约12.63%；发行人为政府也不等于美国国债信用。

收益传导：美元票息加价格变化构成回报。美国利率、国家信用利差和债务重组决定价格；美元走强时，靠本币收税或经营的发行人偿还美元债可能更困难。

繁荣增长 条件受益 | 全球融资宽松、财政和出口收入改善。

通胀上升 不定 | 商品出口国可能改善，进口国恶化；美国加息压价。

通缩降息 不定 | 美国利率下降可支撑，但全球衰退会扩大国家利差。

衰退紧缩 可能承压 | 美元融资紧张、资本外流或债务重组。

容易误判：美元投资者通常没有底层债券的直接本币换算损益，却仍承担汇率引发的间接偿债压力。

组合角色：可扩展信用来源，但不是国债避险替代；与全球风险偏好和商品周期存在重叠。

验证重点：外汇储备、美元债到期、财政及出口结构、国家利差和重组条款。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

BlackRock：EMB结构及主权持仓

新兴市场本币债

EMLC

本币债券加外汇敞口，美元回报可以与票息相反。

实际结构：EMLC持新兴市场政府发行的本币债，跟踪J.P. Morgan GBI-EM Global Core指数。用美元买基金，底层仍是各国货币债务，不能按美元债分析。

收益传导：美元总回报取决于当地票息、当地利率和汇率。示例：本币资产赚8%，本币对美元跌10%，美元结果约为1.08×0.90-1=-2.8%；这是计算演示，不是预测。

繁荣增长 条件受益｜本地增长稳定、通胀可控且本币升值。

通胀上升 不定｜当地通胀和加息压债价；出口改善或利差吸引资金又可能支撑汇率。

通缩降息 不定｜本地降息利好债券，但全球避险可能令货币贬值。

衰退紧缩 可能承压｜资本外流可同时冲击债价与汇率。

容易误判：较高名义利息可能只是补偿通胀和贬值；美国降息不代表每个国家都能降息。

组合角色：新增本地利率与货币风险，需独立汇率预算；不能当作EMB的高息同款。

验证重点：当地实际利率、经常账户、财政、资本管制及汇率；本币与美元结果分别解释。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

VanEck：EMLC投资目标与指数

并购套利

MNA

赚收购完成价差，承担交易失败的跳跃损失。

实际结构：MNA持已宣布被收购的目标公司；换股交易还会做空预期收到的收购方股票。它跟踪并购套利指数，不是买入所有潜在并购传闻。

收益传导：目标股价低于报价，差额补偿等待、融资和失败风险。交易完成可赚价差；监管否决、融资断裂、股东拒绝或延迟，会令价差扩大，甚至跌回收购前水平。

繁荣增长 条件受益｜融资和审批顺畅，完成率高。

通胀上升 不定｜利率高可能扩大价差，也提高融资失败概率。

通缩降息 可能承压｜买方融资和目标经营恶化；已锁定融资的现金交易可较稳。

衰退紧缩 可能承压｜集体去杠杆与交易破裂可能同时出现。

容易误判：正常时期的小波动，可能隐藏少数大亏损；年化价差也取决于实际完成时间。

组合角色：事件风险与股票方向不同，但危机中未必独立；列条件观察，不能直接当短债。

验证重点：现金/换股占比、审批、融资承诺、成交期限及失败下跌空间。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

NYLIM：MNA投资机制

巨灾保险债券

ILS

风险来源更独立，但核心代价是灾害触发的本金损失。

实际结构：ILS于2025-04成立，正常至少80%投广义保险关联证券，包含再保险风险工具；其余可投其他债务。2026-04说明书列总费率2.65%、减免后1.58%，减免约定至2027-04-30并有排除项。

收益传导：投资者替保险/再保险方承担特定事件风险，获得保险风险补偿及抵押资产收益。达到合同约定的灾害或损失阈值时，本金可被减记；不同触发方式、区域及灾种不一样。

繁荣增长 不定｜经济增长不是主因，主要看承保定价和灾害。

通胀上升 不定｜浮息可能提高收入，但重建成本通胀也可能增大赔付。

通缩降息 不定｜无灾时可继续收息；降息会降低部分抵押品收入。

衰退紧缩 不定｜灾害与经济不同源，仍有折价、赎回和抵押品风险。

容易误判：历史净值平稳不能证明低风险；灾害模型低估、同区域集中和估值滞后可能隐藏尾部损失。

组合角色：机制上有新增分散价值，现阶段观察：基金历史短、费用高，不能据一年表现推十年收益。

验证重点：灾种/地区集中、触发与赔付条款、模型预期损失、流动性和费用后的风险补偿。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

Brookmont：ILS产品及费率

ILS说明书，2026-04及后续补充

美元方向工具

UUP

押注美元相对六种货币升值，不是持有美元现金。

实际结构：UUP主要做多ICE美元指数期货并持抵押品。货币篮子为欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗、瑞郎；指数基准权重中欧元57.6%，并非全球贸易加权美元。

收益传导：回报来自相对汇率、期货持有/展期及抵押品利息，扣除费用。美欧等地相对增长、相对利率和融资需求比单看美国经济更关键；篮子不直接涵盖人民币或台币。

繁荣增长 不定｜美国相对更强可利好，全球同步复苏也可能令美元走弱。

通胀上升 不定｜美国相对紧缩可利好，通胀侵蚀信用则不利。

通缩降息 不定｜美联储降息可能压美元，全球避险又可能推升美元。

衰退紧缩 条件受益｜全球争抢美元流动性；若是美国自身信用冲击则可能失效。

容易误判：美元账户本身不赚美元升值，UUP增加的是相对外币的方向仓位；对人民币支出也不是精确对冲。

组合角色：明确汇率风险需求后才研究，不作为长期无条件持有的收益来源。

验证重点：相对实际利率、货币篮子集中、美元融资压力及自身支出币种。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

SEC：UUP季度报告与币种权重，2026-09

ICE：美元指数期货合约

碳排放配额期货

KRBN

碳配额是政策限定供给的使用权，不是新能源股票。

实际结构：KRBN持强制碳排放交易体系的配额期货。当前官方列出欧盟、加州、RGGI、英国及华盛顿州市场；与自愿碳抵消项目不是一回事。各市场规则和价格不能互换。

收益传导：企业排放需要配额，政府总量、拍卖和储备机制控制供给；工业产量、能源替代和减排进度决定需求。配额更少不保证价格上涨，需求也可能下降得更快。

繁荣增长 条件受益｜工业和发电排放增加，且配额供给约束有效。

通胀上升 不定｜煤气替代可改变排放需求；物价上涨本身不是碳价上涨原因。

通缩降息 可能承压｜工业减产削弱配额需求；政策收紧可抵消。

衰退紧缩 可能承压｜去杠杆和政策干预；财政或能源压力可能改变拍卖安排。

容易误判：长期环保方向正确，不等于买入价格便宜；政策放松或额外供给会破坏稀缺逻辑。

组合角色：提供不同政策风险，但不能作通用通胀对冲；列专题候选，关注规则变化。

验证重点：分市场配额余额、拍卖、储备释放、能源结构及期货曲线；不混用不同地区政策。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

KraneShares：KRBN当前覆盖与机制

比特币现货交易所产品

IBIT

稀缺叙事不是稳定的宏观对冲机制。

实际结构：IBIT通过信托持有比特币，追踪价格而非挖矿企业盈利；是交易所产品，不是按1940年投资公司法注册的普通基金。产品自2024年开始，历史短。

收益传导：比特币没有债息或企业盈利现金流，回报取决于新增需求、采用程度、持有意愿和流动性。供给规则提供稀缺性，但不能确定需求，也不能给出稳定估值锚。

繁荣增长 条件受益｜流动性与风险偏好改善可能支持需求。

通胀上升 不定｜抗货币贬值叙事可吸引资金，实际利率上升又可打压估值。

通缩降息 不定｜后续宽松或有利，衰退初期去风险可先大跌。

衰退紧缩 可能承压｜杠杆平仓和流动性冲击；不能预设为黄金替身。

容易误判：高波动资产小额资金也可能贡献很大风险；比特币旧价格历史不等于IBIT的可实现基金历史。

组合角色：单列投机性风险候选，不承担C6防守功能；本报告不据上涨潜力给出配置比例。

验证重点：波动、尾部损失、托管和交易机制、杠杆及资金流；验证与股票危机的共同损失。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

iShares：IBIT事实表，2026-09-30

股票备兑 / 期权收入

JEPI

把一部分上涨空间换成当期收入，仍有股票下跌风险。

实际结构：JEPI持主动选择的美国大盘股，并通过股票挂钩票据等实施期权收入策略。ELN带有对手方和流动性风险，不能理解成简单无风险收租。

收益传导：股息与卖出期权的权利金形成分派。市场平稳或温和波动时权利金可缓冲；大涨时部分收益被让渡，大跌时权利金通常不足以覆盖股票损失。

繁荣增长 可能受益｜温和上涨可有收益；强牛市可能显著落后宽基。

通胀上升 不定｜看持股盈利及估值，期权收入不直接抵御通胀。

通缩降息 可能承压｜股价下跌；权利金只提供有限缓冲。

衰退紧缩 可能承压｜跳跌与对手方压力并存，仍是风险资产。

容易误判：高分派率不等于高总回报；股票组合与期权参考标的不同，还会产生对冲偏差。

组合角色：用于现金流和收益形态研究，不能把它当成新增独立资产或C8的免费增益。

验证重点：含分派净总收益、上涨参与率、下跌保护、期权敞口及ELN对手方。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

摩根资管：JEPI事实表，2026-09-30

低贝塔多头 / 高贝塔空头

BTAL

赚低贝塔股票相对高贝塔股票的表现差。

实际结构：BTAL在行业内做多低贝塔股、做空高贝塔股，金额大致中性，目标为负市场贝塔。2022-02-14起由被动跟踪改为主动规则策略，历史存在策略断点。

收益传导：只要低贝塔一侧相对表现更好，就可能获利；两侧都涨或都跌并不是关键。空头融资、借券、股息补偿及持仓调整会消耗收益。

繁荣增长 可能承压｜高贝塔股在风险偏好扩张时可能领涨。

通胀上升 不定｜取决于高低贝塔相对表现，不能按通胀方向推断。

通缩降息 条件受益｜若高贝塔股跌更多；防御股被抛售时也可能失败。

衰退紧缩 条件受益｜风险出清常打击高贝塔，但挤仓或突然反弹会亏损。

容易误判：金额中性不等于风险中性；负贝塔目标也不等于每次股灾都赚钱。

组合角色：属于股票风险对冲工具，须把保护效果和长期持有成本同时算入。

验证重点：净贝塔、行业中性程度、空头成本及反弹损失；2022年前后分段验证。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

AGF：BTAL事实表，2026-10-31

尾部风险保护

TAIL

为急跌买保险，保费和时点决定是否值得。

实际结构：TAIL持标普500价外看跌期权及美国国债。期权用于下跌保护，国债用于收入及潜在缓冲；它不是始终按固定倍数反向跟踪股票的基金。

收益传导：急跌和隐含波动率上升可提高看跌期权价值。未发生足够大下跌时，期权会随时间损耗；国债收入未必抵消保费，利率上升还可能伤害债券部分。

繁荣增长 可能承压｜股票上涨时期权耗损，持有保险有成本。

通胀上升 不定｜股灾可能使期权盈利，债券却可能因加息亏损。

通缩降息 条件受益｜股价跌、波动升、国债收益率降可能共同支持。

衰退紧缩 条件受益｜急跌且期权有效时；慢跌、到期错配或买得太贵可能无效。

容易误判：“看跌保护”必须看执行价、到期日、仓位和买入成本；不会赔付所有形态的下跌。

组合角色：列尾部保护工具，不要求其单独长期高收益；评价应看整个组合净效果。

验证重点：保费预算、期权期限/执行价、国债久期，以及危机盈利如何兑现和再平衡。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

Cambria：TAIL投资策略

限定结果 / 缓冲期权基金

PJUN

缓冲只在特定期间和持有条件下成立。

实际结构：PJUN通过SPY相关FLEX期权构造封顶收益和首15%跌幅缓冲。2026-06-01至2027-05-31期初收益上限13.79%、缓冲15%，均为费用前；每年重设。

收益传导：让渡上行空间换取一段下跌缓冲。若从期初持有到期末，标的跌25%，设计目标约亏10%再扣费；这是理想条款演示，不是保证，期间净值并不沿终点公式移动。

繁荣增长 可能受益｜上涨可参与，但超过当期上限的部分拿不到。

通胀上升 不定｜仍取决于股票，通胀没有独立的收益保护。

通缩降息 有限缓冲｜期限匹配时吸收部分跌幅；超过缓冲的损失仍承担。

衰退紧缩 不定｜中途价格受波动率、剩余期限及流动性影响，不能当场保证少跌15%。

容易误判：中途买入可能已有较少上行空间或不同剩余缓冲；15%不是账户永久止损线。

组合角色：属于股票回报形态改造，不是新增经济风险来源，也不保证长期8%。

验证重点：买入当天剩余上限/缓冲、到期日、费用、期权和结算风险。

结构事实来源 · 点击打开；核查于2026-11-13

Innovator：PJUN事实表，2026-09-30

研究结论

从名称清单变成风险地图

以下是研究优先级，不是买入名单或配置指令。

先验证机制补充

优先比较TIP/VTIP、DBMF/KMLM和广义商品；VXUS放在统一股票预算内研究。C6仍保留原四资产各25%、15/35再平衡规则。

防止“换名字”增加同一风险

REIT、基础设施、中游能源按股票和融资风险合并审视；LQD、HYG、BKLN、PFF、EMB等按信用、久期和流动性拆开统计。

专题工具单独验证

巨灾债看灾害尾部与费用；碳配额看地区政策；UUP看币种匹配；比特币看极端回撤。期权类和BTAL要把保护成本放回整个组合。

什么证据才能推进C8/C10

比较含分派、扣费用的真实基金表现，加入等现金比例、等股票风险或同久期对照；检验滚动窗口及压力期。不能把提高风险、缩短久期或回填指数的收益归给AI。

本次证据范围：26分支来自2号2026-11-12广筛；结构根据发行方、SEC及官方机制资料核查于2026-11-13。页面标明的较早日期就是资料期点，不代表最新持仓。经济环境方向及研究排序是机制推论。

尚未回答：当前价格是否便宜、每类合理仓位、样本外增量及个人税后回报。本次未新增回测，也没有证实任何资产能使组合达到8%或10%；2号与3号进行中的验证继续独立推进。