

大类资产配置

下半年策略

- **货币市场产品**：建议超配（配置比例 20%）。货币市场产品的流动性和安全性相对较高，主要用于现金/流动性管理，至少覆盖家庭 3~6 个月常规支出和未来 1 年特别支出（如购房、结婚、公益）。分币种来看，建议超配美元（配置比例 12.5%，高利率）、欧元（配置比例 4%，中利率+可能升值）和英镑（配置比例 1.5%，高利率+可能升值）产品，低配日元（配置比例 0%，低利率）产品，标配人民币（配置比例 1.2%，低利率）产品。
- **债券产品**：建议超配（配置比例 25%）。债券具有防御性，可以对冲经济下行风险对股票和商品的负面影响。美英通胀仍超过央行目标，债券收益率具有吸引力。建议超配美国（配置比例 12.5%）、英国（配置比例 1.5%）和新兴市场（配置比例 5%）债券，低配欧元区（配置比例 4.2%）和日本（配置比例 1%）债券。
- **股票产品**：建议标配股票产品（配置比例 30%）。股票长期收益在大类资产中领先，是分享经济持续发展、技术不断进步和企业永续增长而实现财富长期增值的核心工具。中期内，股票估值比固收产品更贵，建议固收配置比例超过股票。短期内，特朗普政策不稳定性和经济不确定性居高，美股估值较贵，建议股票配置结构更加平衡，低配美国（配置比例 17%）与日本（配置比例 1%），超配英国（配置比例 2%）、欧元区（配置比例 4.3%）与中国（配置比例 2.9%）。
- **另类产品**：建议低配（配置比例 25%）。另类资产的流动性低，与标准资产相关性低，潜在收益高，风险高，投资门槛高。由于特朗普政策不稳定、全球经济不确定和美元利率仍在高位，建议提高资产组合流动性与安全性，低配私募股权（配置比例 9%）、对冲基金（配置比例 4.5%）、私募信贷（配置比例 3.5%）与房产（配置比例 5.5%），标配黄金（配置比例 2%），少量配置数字资产（配置比例 0.5%），保持多元分散化，灵活调整策略，重视流动性，审慎评估风险。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

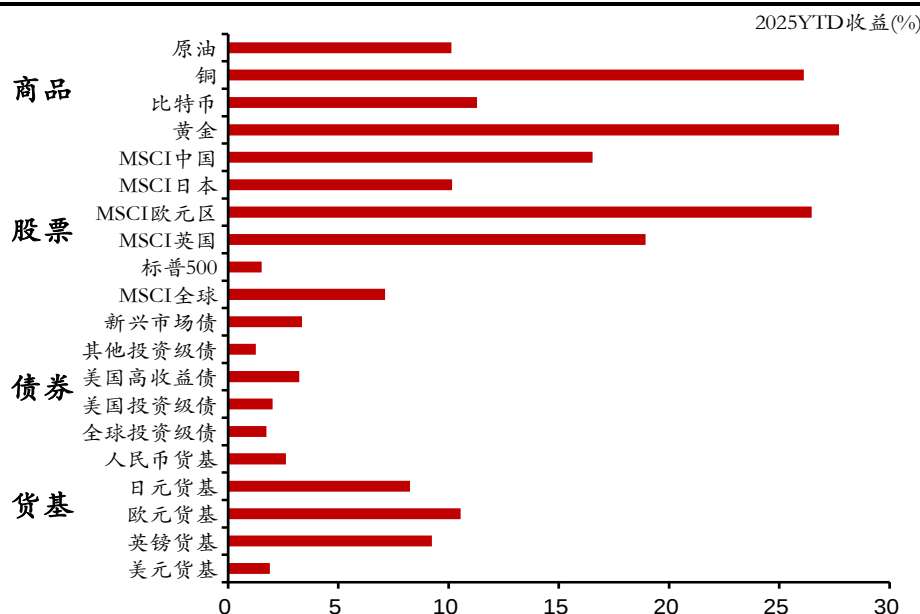
yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

年初以来各大类资产收益（以美元计价）



资料来源：彭博，招银国际环球市场

目录

货币..... 4

美元.....4

欧元.....4

英镑.....5

日元.....5

人民币.....6

债券..... 8

美国.....8

欧元区.....9

英国.....9

日本.....9

新兴市场.....10

股票.....13

美国.....13

欧元区.....13

英国.....14

日本.....14

中国.....15

另类资产.....17

私募股权.....17

对冲基金.....17

私募信贷.....17

黄金.....18

房产.....18

数字资产.....18

图 1: 资产配置建议

资产类别	建议比例	基准比例	核心观点
固收	45.0%	35.0%	超配：传统60/40股债组合中国收产品基准比例40%；“100减年龄”法则下股债组合中国收产品基准比例为“年龄%”；行业调查显示固收产品平均配置比例35%；大中华区股权投资文化更弱；固收产品估值比股票更有吸引力；特朗普政策不稳定与全球经济不确定，固收产品具有防御性
货币	20.0%	12.5%	超配：现金/流动性管理；至少覆盖家庭3~6个月常规支出和未来1年特别支出(如购房、结婚、公益)；行业调查显示货币市场产品平均配置比例12.5%；大中华区客户风险偏好相对更低；特朗普政策不稳定与经济不确定，资产组合流动性更加重要；美元、英镑等国际货币利率仍在高位
美元	12.5%	6.8%	超配：美元在国际支付中份额近50%、美国在全球货币市场基金中份额近60%；预测未来6个月美元货币市场产品收益率4%、美元指数贬值2%
欧元	4.0%	2.5%	超配：欧元在国际支付中份额22%、欧元区在全球货币市场基金中份额17.5%；预测未来6个月欧元货币市场产品收益率2%、欧元兑美元升值2%
英镑	1.5%	0.4%	超配：英镑在国际支付中份额6.7%、英国在全球货币市场基金中份额0.3%；预测未来6个月英镑货币市场产品收益率4%、英镑兑美元升值1%
日元	0.0%	0.3%	低配：日元在国际支付中份额3.8%、日本在全球货币市场基金中份额0.8%；预测未来6个月日元货币市场产品收益率0.6%、日元兑美元升值2%
人民币	1.2%	1.2%	标配：人民币在国际支付中份额3.9%、中国在全球货币市场基金中份额16.1%；预测未来6个月人民币离岸货币市场产品收益率1.7%、人民币兑美元升值0.5%
债券	25.0%	22.5%	超配：经济不确定性高，债券具有防御性；超配美国、英国与新兴市场，低配欧元区与日本
美国	12.5%	10.0%	超配：55%国债(2-10年期为主)+20%机构MBS+20%投资级企业债+5% TIPS
欧元区	4.2%	5.2%	低配：60%政府债(2-10年期为主)+20%政府相关机构债+20%投资级企业债
英国	1.5%	1.0%	超配：60%国债(2-10年期为主)+25%投资级金融企业债+15%其他投资级债券
日本	1.0%	2.1%	低配：85%政府债(2-5年期为主)+15%投资级企业债
新兴市场	5.0%	3.623%	超配：40%亚洲+30%美洲+15%中东、中亚与非洲+10%欧洲
股票	30.0%	30.0%	标配：低配美国与日本，超配英国、欧元区与中国
美国	17.0%	19.2%	低配：美股盈利很强ROE=18%，但估值偏贵PE=23。看好信息技术、金融、工业、医疗和通讯服务，看空可选消费、必选消费、能源与地产，对材料和公用事业看法中性
欧元区	4.3%	3.3%	超配：盈利中等ROE=10.6%，估值合理PE=15.3。看好金融、工业与公用事业，看空材料、能源与地产，对信息技术、可选消费、医疗与通讯服务看法中性
英国	2.0%	1.0%	超配：盈利中等ROE=10.5%，估值偏低PE=12.9。看好金融、工业、医疗与必选消费，看空通讯服务、能源、材料与地产，对信息技术与可选消费看法中性
日本	1.0%	1.5%	低配：盈利中等ROE=9.6%，估值合理PE=15.6。看好金融、工业、公用事业、通讯服务与地产，看空材料、必选消费与能源，对医疗、可选消费与信息技术看法中性
中国	2.9%	0.9%	超配：盈利中等ROE=11.7%，估值偏低PE=12。A股市场，看好银行、必选消费与可选消费，看空地产、能源与信息技术，对工业、通讯服务、医疗等看法中性；港股市场，看好必选消费、可选消费、金融、公用事业与能源，看空地产建筑与工业，对资讯科技、医疗等看法中性
另类	25.00%	35.0%	低配：特朗普政策、全球地缘政治与经济的不确定性较高，低流动性资产配置比例降低
私募股权	9.0%	13.0%	低配：今年下半年，随着美元利率下降和美国去监管政策，并购重组活动可能回升，私募股权交易可能更加活跃，重点关注AI+、机器人、生物医药、制造业转移等主题。
对冲基金	4.5%	8.0%	低配：地缘政治不确定性和利率汇率波动上升，建议关注全球宏观策略产品。在美元利率重新下降之后，全球并购活动将会回升，可以关注并购套利策略产品。
私募信贷	3.5%	5.0%	低配：私募信贷具有防御性，收益率较高，与债券、股票和汇率的相关性低，波动率较低，有助于提升资产组合的分散度，但流动性较低
黄金	2.0%	2.0%	标配：黄金具有避险、抗通胀和保值功能，可以对冲避险情绪上升引发股票动荡或通胀上升带来债券下跌，实物黄金可以应对战乱等极端风险。未来3个月，黄金可能处于3150~3450美元的区间震荡阶段，利空与利好相对平衡。未来12个月，黄金仍有进一步上涨空间，可能进入3600-3900区间
房产	5.5%	7.0%	低配：房产常被用来对冲长期通胀风险。房产收益与股票和债券的相关性较低，可以领资产组合更加分散。房产投资的平均收益通常介于股票和债券之间，但流动性不如金融资产
数字资产	0.5%	-	数字资产潜在收益较大，但投资风险也比较大，价格波动和监管风险高于其他风险资产。关注数字资产ETF、传统资产代币化和AI与区块链交叉领域创新

资料来源：彭博，招银国际环球市场

货币

建议超配货币市场产品（配置比例 20%）。货币市场产品的流动性和安全性相对较高，主要用于现金/流动性管理，至少覆盖家庭 3~6 个月常规支出和未来 1 年特别支出（如购房、结婚、公益）。行业调查显示家族办公室对货币市场产品平均配置比例 12.5%。建议超配原因：大中华区客户风险偏好相对更低；特朗普政策不稳定性与全球经济不确定性依然较高，资产组合流动性更加重要；主要国际货币发行国通胀依然高于央行目标，货币利率仍在高位具有吸引力。分币种来看，建议超配美元（高利率）、欧元（中利率+可能升值）和英镑（高利率+可能升值）货币市场产品，低配人民币（低利率）和日元（低利率）货币市场产品。

美元

建议超配（配置比例 12.5%）。美元货币市场收益率具有吸引力，预计未来 6 个月平均 4% 左右。美元是主导性国际货币，今年前 4 个月美元在国际支付中份额近 50%，去年末美国在全球货币市场基金中份额近 60%。未来 5 年美元在国际货币体系中份额可能下降，但仍将维持主导地位，因为美国在经济、科技、军事、金融等方面实力仍居第一，美国司法独立、产权保护和政策公信力仍好于大部分国家，国际货币具有网络效应和历史惯性，全球市场仍缺乏比美元更好的替代品。预计美元指数年末可能跌至 97 左右，但不确定美元是否会进入长期下行周期，这取决于未来美欧采取什么样的政策以及这些政策是否扭转过去十年美强欧弱的经济格局。

美国经济短期将小幅滞涨。预计美国 GDP 同比增速将从今年 1 季度 2.1% 降至第 2 季度 1.8%、第 3 季度 1.3% 和第 4 季度 1%，PCE 通胀从今年 1 季度 2.5% 升至第 3 季度 3% 和第 4 季度 2.9%；预计全年 GDP 增速从去年 2.8% 降至今年 1.5%，明年升至 1.8%，PCE 通胀从去年 2.5% 升至今年 2.7%，明年降至 2.5%。

美国政策可能先抑后扬。未来 3 个月美国政策环境仍不友好，美国与主要贸易伙伴可能在谈判中相互施压，通胀反弹令美联储无法很快降息。9 月以后美国政策环境可能改善。首先，美国与主要贸易伙伴可能在第 3 季度初步达成协议；其次，油价下跌和需求收缩将部分抵消关税对通胀的推升作用，PCE 通胀可能在 9 月前后见顶回落，美联储可能在 9-12 月降息两次，预计联邦基金实际利率从目前 4.33% 降至今年末 3.83%；最后，白宫政策重心将转向减税去监管以提振经济，为明年 11 月中期选举奠定基础。

美元指数可能先跌再涨。在贸易协定达成之前，特朗普政策不稳定性可能推动国际投资者持续降低美元资产超配程度，美元指数可能跌至 95 附近。在贸易协定达成之后，特朗普政策重心转向减税去监管和提振经济，美元指数可能小幅反弹，预计年末达到 97 左右。

欧元

建议超配（配置比例 4%）。欧元货币市场收益率中等，预计未来 6 个月平均 2% 左右；欧元兑美元可能升值 2%，以美元或港币计价将获得汇率收益。欧元是第二大国际货币，今年前 4 个月欧元在国际支付中份额 22%，去年末欧元区在全球货币市场基金中份额估计为 17.5%。欧元有望成为国际货币体系适度去美元化最大受益者，但欧元区缺乏统一的联邦主权、领先的科技创新和自主的军事霸权，欧元在未来 5 年无法替代美元主导地位。

欧元区经济增长和通胀将逐步放缓。预计欧元区 GDP 增速可能从今年第 1 季度 1.2% 降至第 2 季度 1.1%、第 3 季度 0.8% 和第 4 季度 0.7%，CPI 增速从第 1 季度 2.3% 降至第 2 季度 2.1% 和下半年 2%；预计全年 GDP 增速从去年 0.9% 降至今年 0.8%，明年回升至 1%，CPI 增速从去年 2.4% 降至今年 2.1% 和明年 1.9%。

欧央行将延续降息进程。关税冲击降低欧元区经济增速，由于需求收缩效应略超过成本推升作用，通胀小幅下降。2024 年以来欧央行已降息 8 次，主要再融资利率从 2023 年 9 月 4.5% 降至 6 月 4 日 2.15%，预计欧央行下半年可能降息一次，年末政策利率降至 1.9%。

欧元对美元仍有升值空间。预计欧元/美元汇率可能从目前 1.137 升至年末 1.16。由于特朗普政策不稳定性和弱美元偏好，国际投资者可能持续降低美元资产超配程度，欧元作为第二大国际货币将明显受益。过去十年国际投资者包括欧洲投资者对美元资产极度超配，仅欧洲资金从美国回流即可对欧元形成较强支撑。据 IMF 调查，爱尔兰、挪威与瑞典投资者的对外证券投资组合中美国证券占比分别从 2017 年 28.4%、31.6% 和 26.7% 升至 2024 年 6 月末 40.7%、40.6% 和 37.5%。据美国财政部统计，欧元区投资者持有美国长期证券（国债、机构债和股票）余额从今年 1 月末 8.29 万亿降至 3 月末的 8.09 万亿美元，仍相当于欧元区证券市值近 25%。欧美经济增速差距缩小和财政政策分化也对欧元形成一定支撑。

英镑

建议超配（配置比例 1.5%）。英镑货币市场收益率具有吸引力，预计未来 6 个月平均 4% 左右。英镑兑美元可能升值将贡献额外受益，预计未来 6 个月英镑对美元升值 1% 左右。英镑是仅次于欧元的第三大国际支付货币，今年前 4 个月英镑在国际支付中份额 6.7%。去年末英国在全球货币市场基金中份额 0.3%。在美国回归孤立主义和美欧经贸投资壁垒增加背景下，英国作为连接大西洋两岸的桥梁作用将更加突出，英国可以依靠相对低关税、国际金融中心和软实力同时加强与美欧的经贸投资联系。英国是美国特殊盟友，率先与美国达成贸易协定，政策不确定性下降，英国可以比大部分经济体更加自由地进入美国市场；同时，特朗普冲击促使英国和欧盟加快签署自由贸易协定，英国可以便利进入欧盟市场。英国作为离岸美元市场中心，可以承接从美国在岸市场分流的部分资金；英国作为服务欧洲大陆的离岸金融中心，将从欧洲财政政策扩张和自主防卫体系建设中获益。

英国经济受关税冲击影响相对较小。预计英国 GDP 增速从今年第 1 季度 1.3% 降至第 2、3 季度 1%，第 4 季度小幅升至 1.1%，CPI 增速从第 1 季度 2.8% 升至第 2、3 季度 3.3%，第 4 季度降至 2.8%；预计全年 GDP 增速从去年 1.1% 降至今年 1%，明年升至 1.2%，CPI 增速从去年 2.5% 升至今年 2.9%，明年降至 2.3%。第 4 季度英国经济增速有望企稳，预计 GDP 增速可能小幅升至 1.1%。

英国央行可能在 9-12 月降息两次。预计英镑政策利率从目前 4.25% 降至年末 3.75%。英镑兑美元可能小幅升值，预计英镑/美元汇率可能从目前 1.35 升至年末 1.36 左右。英国投资者持有的美国长期证券（国债、机构债和股票）余额从今年 1 月末 3.1 万亿美元降至 4 月末 3 万亿美元，仍相当于英国证券市值的 40%，相当于英国与欧元区证券总市值的 7.5% 左右。

日元

建议低配（配置比例 0%）。日元货币市场收益非常低，预计未来 6 个月平均 0.6% 左右，适合融资而非投资。日元可能对美元升值从而贡献汇率收益，但日元汇率波动风险相对较大，因为日本政府债务率远超美欧，日本央行政策公信力低于美欧。日元是第五大国际支付货币，今年前 4 个月日元在国际支付中份额 3.9%，去年末日本在全球货币市场基金中份额 0.8%。配置日元可以分散单一货币敞口，降低汇率波动对资产组合影响。日元是重要避险货币，在全球市场动荡时倾向于走强，是资金避险的选择之一。

日本经济增长和通胀将逐步下行。外需降温、制造业疲弱和食品通胀是经济下行的主要风险，但工资平稳增长和政府绿色与数字投资补贴对消费和企业投资具有一定提振，日本经济有望避免衰退。预计日本 GDP 增速可能从今年第 1 季度 1.7% 降至第 2 季度 1%、第 3 季度 0.7% 和第 4 季度 0.2%，全年 GDP 增速从去年 0.2% 升至今年 0.7%。今年上半年通胀居高，受大米等食品价格上涨影响较大。随着需求走弱、油价下跌和日元升值，通胀将逐

步回落。预计日本 CPI 增速从第 1 季度 3.8% 降至第 2 季度 3.3%、第 3 季度 2.6% 和第 4 季度 2.1%，预计全年 CPI 增速从去年 2.7% 升至今年 2.8%，明年降至 1.9%。

日本央行下半年可能暂停加息。通胀高于目标、工资持续增长和实际利率处于低位支持货币政策延续正常化，但关税冲击带来经济下行风险。日本央行对进一步加息更加谨慎，预计下半年可能保持政策利率在 0.5% 不变。在美国与主要贸易伙伴达成贸易协定之前，特朗普政策不稳定性可能持续推动国际投资者降低美元资产超配程度，日元可能受益而走强，预计美元/日元汇率可能从目前 144 降至年末 141。

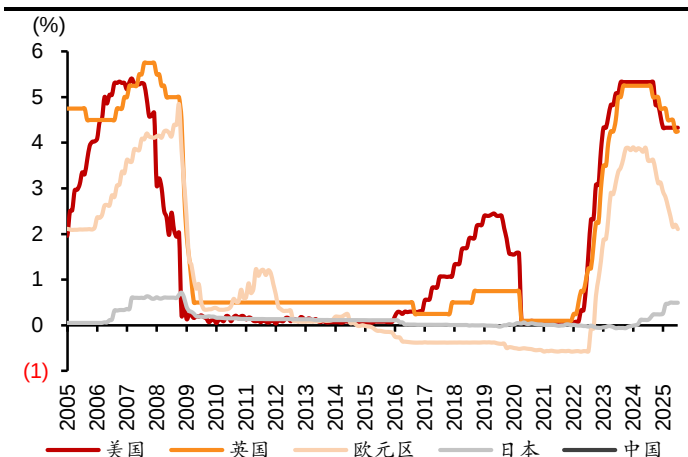
人民币

建议标配（配置比例 1.2%）。人民币货币市场收益率较低，预计未来 6 个月离岸货币市场平均收益 1.7% 左右。下半年人民币兑美元可能升值 0.5%，贡献汇率收益。今年前 4 个月人民币在国际支付中份额 3.9% 排名第四，去年末中国在全球货币市场基金中份额 16.1%。中国作为全球第二大经济体和最大的制造与商品贸易国，将支撑人民币成为重要国际货币，但人民币国际化仍受到资本管制和金融国际化落后等因素制约，未来 5 年人民币仍无法挑战美元和欧元的地位。

关税冲击之后，中国经济增速放缓，通缩压力加剧。中国经济高频活动指数从 3 月 1.27 降至 4 月 1.21 和 5 月 1.08，预计 GDP 增速可能从第一季度 5.4% 降至第二季度 4.9% 和下半年 4.7%。关税冲击通过信心渠道打击私人信心和资本支出，住房销量复苏势头减弱，制造业 PMI 库存指数延续收缩。中国通缩压力加剧，大宗商品价格下跌，制造业 PMI 中价格分项指数显示收缩幅度扩大，汽车业爆发新价格战。

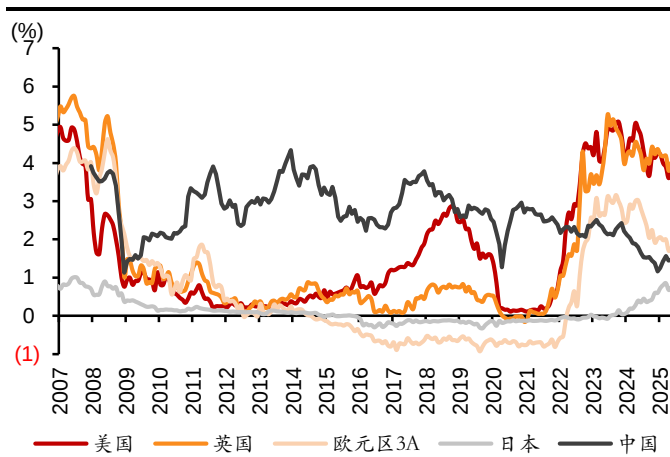
政策短期平稳，中期面临重构。6-7 月是中美经贸谈判窗口期，中国政策将保持平稳。股市和汇率稳定作为经济韧性体现是金融政策重要目标。央行将保持流动性和信贷条件宽松，促进房地产企稳向好。财政政策重点是加快原定预算支出进度，但不会上调预算赤字。在中美初步达成协定后，中国宏观政策可能迎来变化，经济再平衡框架下中国政策方向是多消费、少生产和财政扩张。由于同比基数上升和政策刺激效应递减，第 4 季度社会零售额增速将显著放缓。中国在 9 月或第 4 季度可能考虑扩大财政刺激与消费提振力度，央行可能进一步降息 10 个基点。在中美谈判窗口期内，人民币汇率可能双向波动；在双方初步达成协定迹象出现后，人民币可能迎来新一轮上涨。预计美元/人民币可能从目前 7.2 左右降至年末 7.15。

图 2: 主要经济体货币市场基准利率



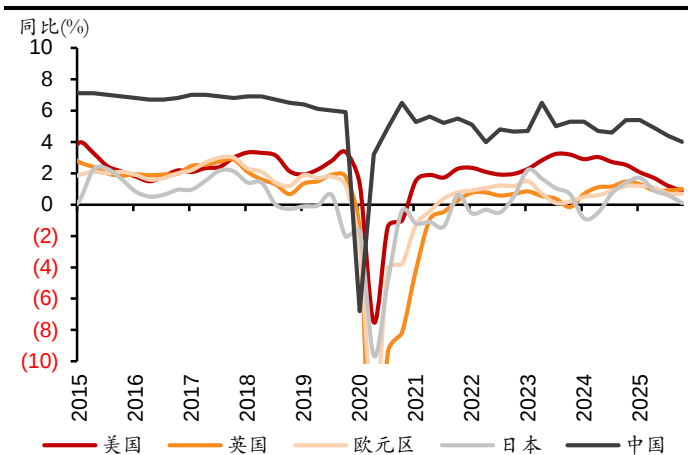
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 主要经济体 2 年期国债收益率



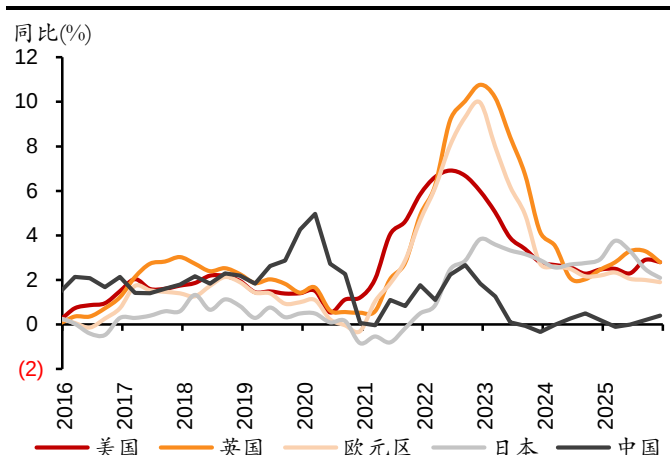
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 主要经济体 GDP 增速



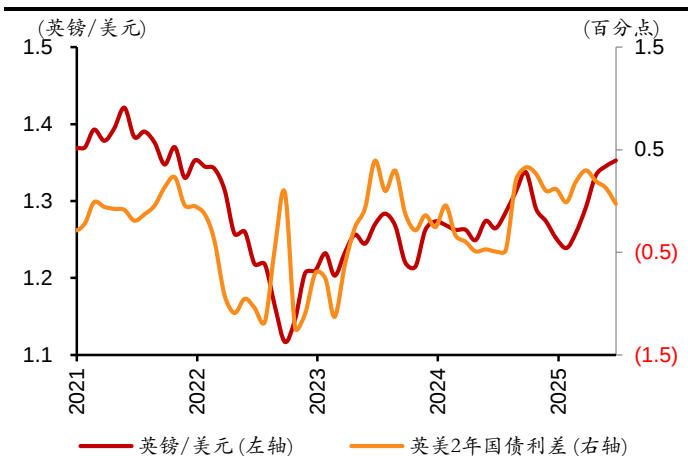
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 主要经济体通胀



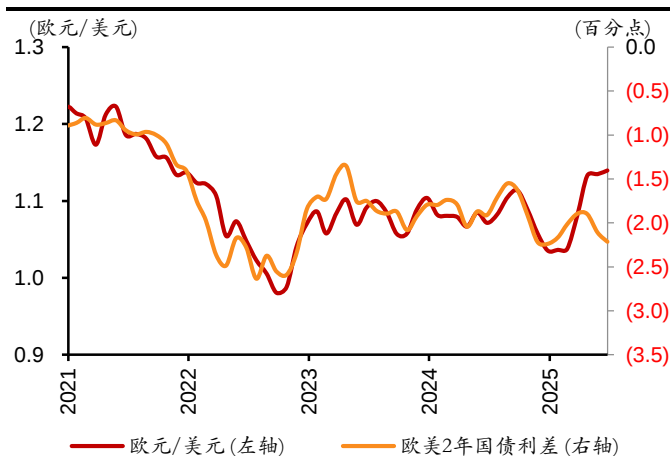
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 英镑兑美元汇率及英美 2 年期国债利差



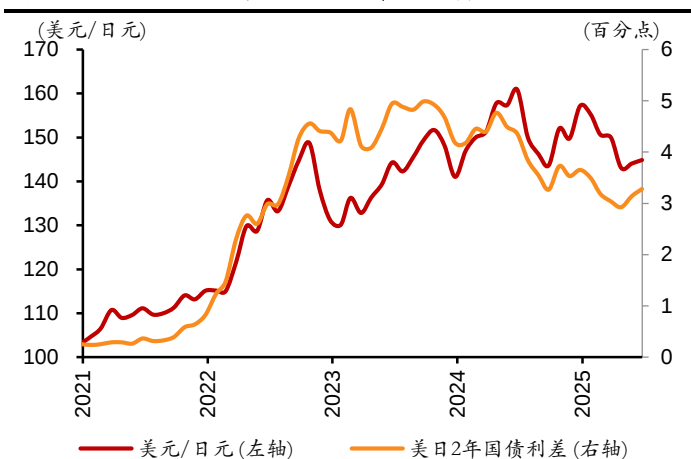
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 欧元兑美元汇率及欧美 2 年期国债利差



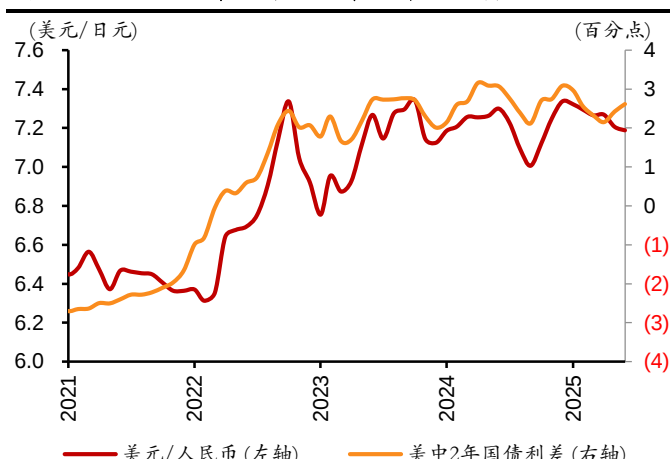
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 美元兑日元汇率及美日 2 年期国债利差



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 美元兑人民币汇率及美中 2 年期国债利差



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

债券

建议超配债券产品（配置比例 25%）。债券具有防御性，能够对冲经济下行风险对股票和商品的负面影响。由于美英通胀仍超过央行目标，债券收益仍在高位具有吸引力。建议超配美国、英国和新兴市场债券，低配欧元区和日本债券。

美国

建议超配（配置比例 12.5%），美国在彭博全球综合债券指数中最新权重约为 44.8%（对应美债基准配置比例 10%）。建议美债配置结构：55% 国债（2-10 年期为主）+ 20% 机构 MBS + 20% 投资级企业债 + 5% TIPS。

美债具有收益率高、流动性强和种类丰富优势。国债收益率可能先高后低，未来 3 个月优选短中期国债，因为关税推升通胀而减税推升财政赤字，国债收益率下降受阻，10 年国债收益率可能在 4.3%-4.5% 之间波动，9 月之后可以增配长期国债，因为需求收缩效应逐渐抵消成本推升作用，通胀可能见顶回落，预计 10 年国债收益率降至今年末 4.2% 和明年末 3.9%。市场依然担心美国财政赤字率高企和政府债务增长不可持续问题，在白宫没有下定决心解决该问题之前，减少持有 10 年以上超长期国债。

机构 MBS 具有信用风险低、流动性好、收益高于国债和分散组合风险等优势。机构 MBS 由联邦政府提供显性或隐性担保，信用风险低。MBS 是美国第二大债券市场，市值超过 8 万亿美元，日均成交超过 2000 亿美元，流动性好。低利率周期中，大量存量房贷借款人借新还旧和提前还款，MBS 久期 2-4 年；高利率周期中，较少存量房贷借款人借新还旧和提前还款，MBS 久期 4-7 年。过去 15 年彭博 MBS 指数收益比 10 年国债平均高 58 个基点，截至 6 月 3 日彭博 MBS 指数 ETF 有效久期为 5.5 年，到期收益率 5.3% 比 10 年国债高 80 个基点。机构 MBS 与股票、公司债相关性较低，可分散投资组合风险。MBS 的缺点是价格对利率变化非常敏感、提前还款风险令久期不确定等。

投资级企业债信用风险可控，可以增厚债券组合收益。美国投资级企业盈利延续增长，资产负债表强劲，企业部门债务/GDP 持续降至 2015-2016 年水平，信用风险较低。过去 20 年投资级企业债收益率比 10 年国债平均高 120-150 个基点。截至 6 月 3 日，某投资级企业债 ETF 的有效久期为 8 年，到期收益率 5.4%，比 10 年国债收益率高 100 个基点左右。

欧元区

建议低配（配置比例 4.2%），欧元区在彭博全球综合债券指数中最新权重约为 22.9%（对应欧元区债券基准配置比例 5.2%）。建议欧元区债配置结构：60%政府债（2-10 年期为主）+ 20%政府相关机构债 + 20%投资级企业债。

欧元区债券分为核心国公债、外国国公债、政府相关机构债、投资级企业债和其他债券。核心国公债由欧元区信用评级最高（AAA）国家如德国、法国和荷兰发行，以德国 10 年国债为基准，目前德国和法国 10 年国债收益率分别为 2.6%和 3.2%，适合避险与保值。外国国公债由信用评级略低的意大利（BBB）、西班牙（A-）和希腊（BBB-）等发行，目前 10 年国债收益率在 3.2%-3.8%之间，波动更大。政府相关机构债由政府支持的机构如欧洲投资银行、德国复兴信贷银行和欧盟发行，由政府或欧盟显性/隐性担保，信用评级达到 AAA，接近主权债券，收益率略高于核心国公债。投资级企业债主要由西门子（AA）、大众（A-）等大型企业发行，信用风险中低等，收益率比德国 10 年国债高 100-160 个基点，可以增厚债券组合收益。

欧元区政府债收益已降至低位，未来降幅有限。欧洲经济增速更低，通胀先行降至目标附近，欧央行比英美央行更大幅降息，近期欧洲资金从美债回流欧债进一步压低收益，目前德国 10 年公债收益率降至 2.6%，比英美低近 100 个基点。未来欧元区政府债收益率降幅有限。欧元区率先完成降通胀过程，通胀进一步降幅可能有限。面对关税冲击带来经济下行风险和美元撤出对欧洲防卫投入，欧元区国家正在计划扩大财政扩张力度，这将阻碍国债收益率下降。2025 年 2 月，欧盟提议激活《稳定与增长公约》“普遍豁免条款”，允许成员国将 2025-2028 年国防支出提升至 GDP 的 1.5%而不受规则限制。2025 年 3 月，欧盟提出“重新武装欧洲计划”加大国防投资。预计 2025-2026 年欧元区财政赤字率可能从之前计划 3%升至 3.5%，对欧元区经济增长贡献提升 0.25 个百分点左右，其中德国财政赤字率可能从之前计划 1.7%升至 3.1%，对经济增长贡献提升 0.7 个百分点。

英国

建议超配（配置比例 2%），英国在彭博全球综合债券指数中最新权重约为 3.4%（对应英国债券基准配置比例 1%）。建议英国债券配置结构：60%国债（2-10 年期为主）+ 25%投资级金融企业债 + 15%其他投资级债券。

英国债券收益率在发达国家中具有竞争力，债券收益率与美国相当，明显高于欧元区和日本。英国经济增速高于欧元区和日本，货币政策与金融监管的公信力较强。英国财政政策比美国更加审慎，工党政府吸取“迷你预算”引发金融动荡教训，希望中期内整固财政，预计英国财政赤字率可能从去年 4.5%降至今年 4.1%和明年 3.6%，这将利好债市。英国可能承接从美元资产流出的部分资金，英镑兑美元可能升值，为投资英国债券贡献汇率收益。

英国 2-10 年期国债流动性较好，可以更好平衡收益与利率风险。20-30 年国债对通胀预期和利率风险非常敏感，全球收益率曲线更加陡峭，市场对超长期国债的需求可能持续偏弱。英国投资级企业债以金融企业为主，金融业将受益于稳健监管、利率环境和英国作为美欧离岸金融中心角色的加强。英国绿色能源债券值得关注，因受政策支持（零碳目标）较大。

日本

建议低配（配置比例 1%），日本在彭博全球综合债券指数中最新权重约为 9.5%（对应日本债券的基准配置比例 2.1%）。建议日本债券配置结构：85%政府债（2-5 年期为主）+ 15%投资级企业债。

日本债券收益率很低，目前 10 年国债收益率仅为 1.5%，显著低于英美欧。关税冲击降低日本央行短期进一步加息可能性，但日本人口老龄化、劳工短缺和入境游火爆等结构性因素支持薪资持续增长和再通胀的中长期逻辑，远期加息预期较强，同时日本央行持有国债存量 50% 左右，在逐渐退出 QE，利空日本长期国债。日本财政赤字率很难下降，政府考虑加大对家庭财税支持，美国施压日本提高国防支出/GDP，利空日本长期国债。日本政府债务率超过 200%，近年来国债收益率显著上升可能引发财政风险。尽管日元可能对美元升值从而贡献汇率收益，但由于日本政府债务率远超美欧，日本央行政策公信力低于美欧，日元汇率波动风险相对较大。对于以日元资产为避险目的地或者寻求币种多元化的投资者而言，日本债券具有配置价值。但考虑到日本长期国债收益率上升风险，建议以 2-5 年期国债为主，辅以投资级企业债增厚收益。

新兴市场

建议超配（配置比例 5%），新兴市场在彭博全球综合债券指数中最新权重约为 16%（对应新兴市场债券基准配置比例 3.6%）。建议新兴市场债券配置结构：40% 亚洲 + 30% 美洲 + 20% 中东、中亚与非洲 + 10% 欧洲。

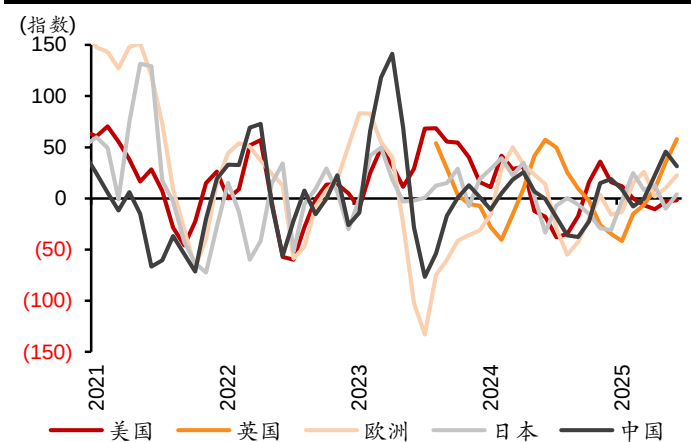
亚洲是地区新兴市场美元债重要供给者，美元债市场前景良好，相对看好印尼、中国、菲律宾、马来西亚等国美元债发展。目前亚洲在新兴市场美元债供给中份额 30%-35%。优势：经济体量大，亚洲在新兴市场 GDP 中份额超过 60%；经济增长快，IMF 预测 2025-2026 年亚洲发展中国家 GDP 增速有望达到 4.5% 左右，高于全部发展中国家 3.8% 左右的增速；印度、印尼、菲律宾和马来西亚与美国、中国、中东和欧洲经贸投资联系密切，有望成为跨国公司“中国+X”供应链战略的受益者和区域化替代全球化后的连接者；亚洲拥有香港、新加坡等国际金融中心，它们法治环境、金融监管、投资者保护与金融基础设施完善；美元债市场交易活跃，发行主体多元包括政府、金融、地产、工业、科技、能源等多个行业，收益率范围较广从 4% 到 10% 以上不等。劣势：亚洲国家储蓄率较高，金融体制以银行间接融资为主，企业融资更加依赖本币贷款与本币债券，大规模发行美元债历史较短，例如中国和印度在新兴市场 GDP 中份额分别达到 41% 和 8.6%，但在新兴市场美元债供应中占比分别仅为 6% 和 1%。

美洲新兴市场大规模发行美元债历史悠久，未来可能迎来新的发展，相对看好墨西哥、巴西、哥伦比亚、智利等国美元债前景。优势：大规模发行美元债历史悠久，国际投资者非常熟悉，收益率一般在 6%-8%；储蓄率较低，国内金融不发达，政府和企业美元债融资需求较大；特朗普计划构建以美国为中心、以加墨为两翼、以拉美近岸国家和英澳等友岸国家为支点更加自主可控的供应链体系，其中分层关税体系是重要工具，美国关税税率从中心国向外国逐步递增，而中国计划加强与东盟、日韩、中东、东欧和拉美等地区经贸投资联系，对冲美国关税压力和拓展全球经贸投资网络，墨西哥等美洲部分国家有望成为中美软脱钩时代重要连接者。劣势：美洲经济对美元利率、大宗商品等全球宏观冲击更加敏感；部分国家政治不稳、通胀高企和企业违约风险较高，风险事件可能通过情绪传染引发美洲美元债波动；香港市场对美洲新兴市场美元债的研究覆盖和交易活跃度低。

中东、中亚和非洲新兴市场美元债具有较大发展潜力，相对看好沙特、阿联酋等国美元债前景。优势：经济增长较快，IMF 预测 2025-2026 年中东与中亚 GDP 增速 3%-3.5%，撒哈拉非洲 GDP 增速 3.8%-4.2%，仅次于亚洲；中东国家加快基础设施建设、产业培育发展和经济多元化，美元债融资需求较大；沙特、阿联酋等中东国家主权美元债评级多为 A 级，违约风险较低；俄乌冲突之后，中东国家展示出地缘中立性，吸引部分资金流入，中东资金充裕，部分资金可能从美国市场回流，可能对本地美元债市场构成支撑。劣势：中东美元债发行主体基本面受油价波动影响较大，中东内部仍有冲突风险；非洲美元债信用评级较低，违约风险较高。

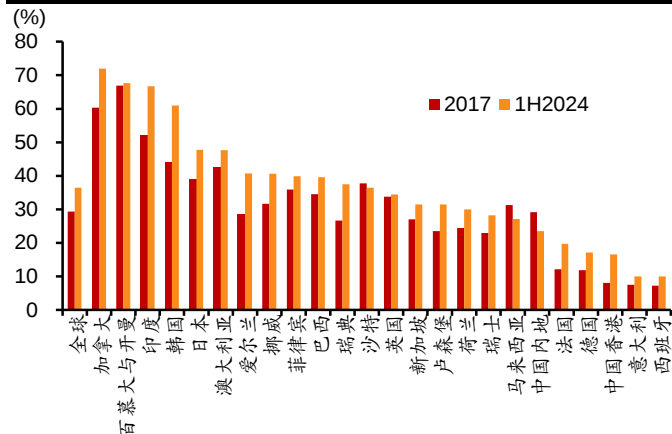
欧洲新兴市场美元债供应相对较少，波兰与匈牙利是主要发行者，主权美元债评级多为 BBB，收益率 4%-6%，风险和收益均低于拉美。据 IMF 预测，2025-2026 年欧洲发展中国家 GDP 增速可能达到 2.1%，其中波兰和匈牙利 GDP 增速可能分别达到 3%和 2%。波兰是欧盟成员和美国在中东欧重要盟友，成为美国和中东欧的连接者。匈牙利作为欧盟成员，通过加入“一带一路”和吸引中国投资，成为连接中国进入欧盟市场的桥梁。

图 10: 花旗经济意外指数



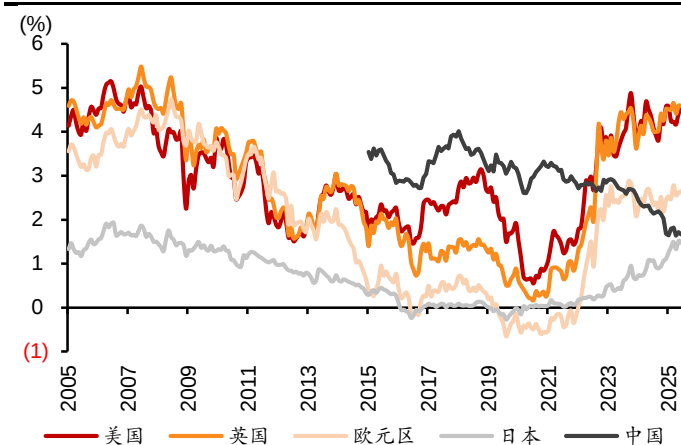
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 主要地区投资者对外证券投资中美国证券占比



资料来源: IMF, 招银国际环球市场

图 12: 主要经济体 10 年国债收益率



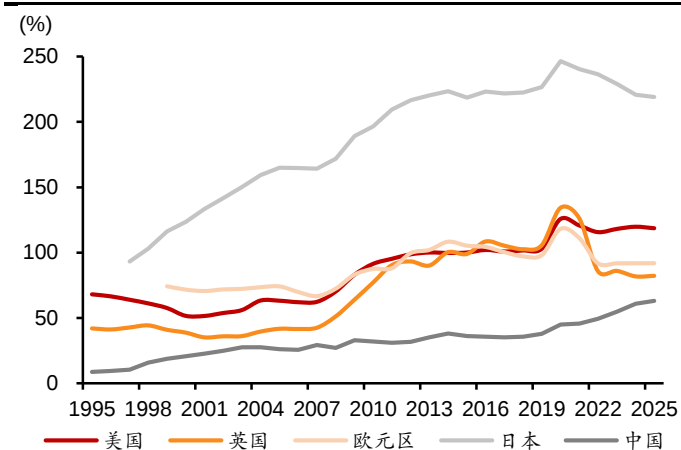
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 美国通胀预期



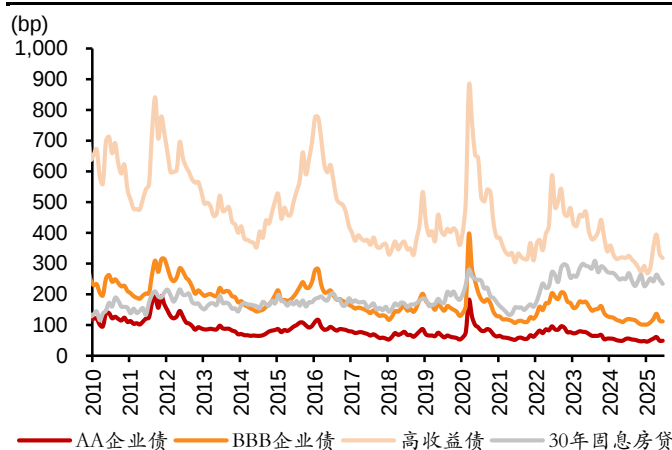
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 主要经济体政府债务率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 美国企业债和房贷利率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

股票

建议标配股票产品（配置比例 30%）。长期来看，股票收益在大类资产中领先，是分享经济持续发展、技术不断创新、企业永续增长和实现财富长期增值的核心工具。中期来看，股票估值比固收产品更贵，建议固收配置比例超过股票。短期来看，特朗普政策不稳定性 and 经济不确定性较高，美股估值较贵，美股和日股过去十年收益大幅超越历史均值和其他市场，建议股票配置结构更加平衡，低配美国与日本，超配英国、欧元区与中国。

美国

建议低配美股（配置比例 17%），美股在 MSCI 全球股指（MSCI All Country World Index）中最新权重约为 64%（对应美股基准配置比例 19.2%）。美股企业盈利能力非常强，2021-2024 年标普 500 指数 ROE 稳定在 18% 左右，显著高于过去 20 年 14% 的均值和其他股市水平，盈利增长强劲，预计 2025-2026 年标普 500 盈利年均增长 10.5%，高于过去 20 年 8.1% 的均值。美股估值较贵，目前标普 500 指数静态 PE 为 23.7 倍，显著高于过去 20 年 18.3 的均值，标普 500 指数过去 10 年年化收益 13%，大幅超越 50 年 9%-10% 的历史均值，存在均值回归的风险。短期内，美国经济可能小幅滞涨，特朗普政策不稳定性加剧美股波动，国际投资者可能降低对美股超配程度和美股估值预期。

建议在配置结构上更加均衡和提高防御性。信息技术、金融、医疗和可选消费在美股市场占比较高，在 MSCI 美国指数中权重分别为 30.2%、14.1%、10.9% 和 10.5%。看好信息技术（动态 PE=29.8，静态 ROE=28.3%，估值略贵，盈利增长强劲，风险是经济下行）、金融（动态 PE=17，ROE=13.5%，估值较贵，其中银行股估值合理，私人信贷增速回升、收益率曲线陡峭化和去监管政策带来利好，风险是经济下行）、工业（动态 PE=25.5，ROE=24%，估值略贵，减税、去监管和再工业化政策带来利好，风险是经济下行）、医疗（动态 PE=16.9，ROE=17.4%，估值合理，盈利稳定，具有防御性，风险是通胀和利率反弹）和通讯服务（动态 PE=20.1，ROE=21.9%，估值合理，盈利稳定，具有防御性）；看空可选消费（动态 PE=29.2，ROE=28.9%，估值略贵，高关税和高成本构成利空）、必选消费（动态 PE=23.3，ROE=24.1%，估值合理，高关税和高成本构成利空）、能源（动态 PE=16.1，ROE=12.4%，估值较贵，油价下跌和 OPEC+ 扩大市场份额导致盈利下滑）与地产（动态 PE=38.3，ROE=5.3%，估值贵，房价提前透支，高成本和移民政策构成利空）；对材料（动态 PE=21.4，ROE=10.1%，估值贵，减税、去监管和再工业化政策带来利好）和公用事业（动态 PE=18.9，ROE=10.9%，估值贵，盈利稳定，具有防御性，风险是通胀和利率反弹）看法中性。

欧元区

建议超配欧元区股票（配置比例 4.3%），欧元区股票在 MSCI 全球股指中最新权重约为 11%（对应欧元区股票基准配置比例 3.3%）。MSCI 欧元区指数过去 4 个季度 ROE=10.6%，略高于过去 20 年 10% 的均值，预计 2025-2026 年盈利年均增长 11.7%（以欧元计 6.5%），超过过去 5 年年均 4.3%（以欧元计 5.9%）的增速。欧元区股票估值合理，MSCI 欧元区指数静态 PE 为 15.3 倍，与过去 20 年均值 15 倍基本持平。欧元区经济短期放缓，但中期前景可能改善。油价大幅下跌，通胀跌破 2%，欧央行大幅降息，企业利润率可能改善。欧元区国家计划扩大财政政策力度，加快建设自主军事防卫体系，这将提振中期经济前景和企业盈利。

金融、工业、信息技术和可选消费在欧元区股市中占比较高，在 MSCI 欧元区指数中权重分别为 23.6%、19.1%、11.9% 和 11.8%。看好金融（动态 PE=10.5，ROE=12.7%，估值较低，财政扩张、贷款需求回升、收益率曲线陡峭化和资金从美国回流欧洲带来利好）、

工业（动态 PE=20.6，ROE=14.6%，估值较贵，能源价格下跌、财政扩张和自主防卫体系建设构成利好）与公用事业（动态 PE=13.9，ROE=13.3%，估值合理，具有防御性，能源价格下跌、AI 电力需求增长和可再生能源投资构成利好）；看空材料（动态 PE=18.2，ROE=4.9%，估值贵，盈利能力弱，高关税与全球需求走弱构成利空）、能源（动态 PE=8.1，ROE=9.1%，估值低，油价下跌与盈利下滑风险）与房地产（动态 PE=12.5，ROE=1.9%，估值贵，盈利能力弱，房价提前透支）；对信息技术（动态 PE=30.7，ROE=13%）、可选消费（动态 PE=15.3，ROE=6.8%）、通讯服务（动态 PE=19.4，ROE=11.5%）与医疗（动态 PE=14.9，ROE=4.4%）看法中性。

英国

建议超配英国股票（配置比例 2%），英国股票在 MSCI 全球股指中最新权重约为 3.4%（对应英国股票基准配置比例 1%）。MSCI 英国指数过去 4 个季度 ROE=10.5%，略低于过去 20 年 11.7% 的均值，预计 2025-2026 年盈利年均增长 6.4%（以英镑计 3.2%），高于过去 5 年年均 3.5%（以英镑计 4.4%）增速。英国股票估值较低，MSCI 英国指数静态 PE 为 12.9 倍，低于过去 20 年 13.7 的均值。英国经济和通胀可能放缓，英国央行可能进一步降息，企业利润率可能小幅改善，英国股市将吸引部分从美国回流的欧洲资金。

金融、必选消费、工业、医疗与能源材料在英国股市中占比较高，在 MSCI 英国指数中权重分别为 23.7%、17.2%、14.6%、13.9% 和 10.7%。看好金融（动态 PE=9.9，ROE=10.9%，估值略低，收益率曲线陡峭化、资本市场活跃和欧洲资金从美国回流构成利好）、工业（动态 PE=25.4，ROE=25%，估值合理，能源价格下跌、欧洲财政扩张与军费增加和美欧连接者作用增强构成利好）、医疗（动态 PE=13.9，ROE=16.6%，估值较低，盈利稳定，具有防御性）与必选消费（动态 PE=13.8，ROE=15.4%，估值较低，盈利稳定，具有防御性）；看空通讯服务（动态 PE=13.7，ROE=-1.8%，出现亏损）、能源（动态 PE=11.1，ROE=5.2%，估值比欧元区贵，但盈利能力弱，油价下跌构成风险）、原材料（动态 PE=13.5，ROE=4%，盈利能力弱，高关税和全球需求走弱构成利空）与房地产（动态 PE=15.8，ROE=5.6%，估值贵，盈利能力弱）；对信息技术（动态 PE=35.1，ROE=22.5%，估值贵）与可选消费（动态 PE=19.7，ROE=9.8%，估值贵）看法中性。

日本

建议低配日本股票（配置比例 1%），日本股票在 MSCI 全球股指中最新权重约为 4.9%（对应日本股票基准配置比例 1.5%）。MSCI 日本指数过去 4 个季度 ROE=9.6%，高于过去 20 年 7.5% 的均值，预计 2025-2026 年盈利年均增长 9%（以日元计 4.3%），高于过去 5 年年均 2.5%（以日元计 9.9%）增速。日本股票估值略贵，MSCI 日本指数静态 PE 为 15.6 倍，低于过去 20 年 17.9 的均值，但明显高于欧洲和中国。关税冲击和日元升值将降低日本企业盈利增速，国债收益率持续上升可能抑制日本股票估值，部分日本资金从美国回流则利好日股。

工业、可选消费、金融与信息技术在日本股市中占比较高，在 MSCI 日本指数中权重分别为 23.3%、18.5%、16% 和 13%。看好金融（动态 PE=12，ROE=9.4%，估值略贵，收益率曲线陡峭化和资本市场活跃构成利好）、工业（动态 PE=16，ROE=11.2%，估值略贵，能源价格下跌构成利好）、公用事业（动态 PE=7.6，ROE=8.9%，估值较低，盈利稳定，具有防御性，能源价格下跌是利好）、通讯服务（动态 PE=16.9，ROE=10.3%，估值略贵，盈利稳定）与地产（动态 PE=14，ROE=9.5%，比美欧估值低、盈利好）；看空材料（动态 PE=12.9，ROE=6.9%，估值贵，关税冲击与全球需求走弱是利空）、必选消费（动态 PE=22，ROE=6%，估值贵，食品通胀是利空）与能源（动态 PE=14.2，ROE=8%，估值

贵，能源价格下跌是利空）；对医疗（动态 PE=17.6，ROE=8.4%）、可选消费（动态 PE=16.8，ROE=9.8%）与信息技术（动态 PE=22.5，ROE=10.6%）看法中性。

工业（动态 PE=16，ROE=11.2%，估值略贵，能源价格下跌构成利好）、医疗（动态 PE=13.9，ROE=16.6%，估值较低，盈利稳定，具有防御性）与必选消费（动态 PE=13.8，ROE=15.4%，估值较低，盈利稳定，具有防御性），看空通讯服务（动态 PE=13.7，ROE=-1.8%，出现亏损）、能源（动态 PE=11.1，ROE=5.2%，估值比欧元区贵，但盈利能力弱，油价下跌构成风险）、原材料（动态 PE=13.5，ROE=4%，盈利能力弱，高关税和全球需求走弱构成利空）与房地产（动态 PE=15.8，ROE=5.6%，估值贵，盈利能力弱），对信息技术（动态 PE=35.1，ROE=22.5%，估值贵）与可选消费（动态 PE=19.7，ROE=9.8%，估值贵）看法中性。

中国

建议超配中国股票（配置比例 3%），中国股票在 MSCI 全球股指中最新权重约为 3.1%（对应中国股票基准配置比例 0.9%）。MSCI 中国指数过去 4 个季度 ROE=11.7%，低于过去 20 年 14% 的均值，预计 2025-2026 年盈利年均增长 12%，高于过去 5 年年均-0.5% 增速。中国股票估值便宜，MSCI 中国指数静态 PE 为 12 倍，低于过去 20 年 13.6 的均值。其中恒生指数动态 PE 只有 10.6，明显低于美欧日。关税冲击导致中国经济放缓和通缩加剧。在中美经贸谈判窗口期内，中国政策将保持平稳，股市和人民币汇率可能双向波动。在中美完成经贸谈判后，在经济再平衡框架下中国可能加大财政扩张和消费提振力度，人民币汇率和中国股市可能迎来新一轮上涨。

可选消费、通讯服务与金融在中国股市中占比较高，在 MSCI 中国指数中权重分别为 30.9%、22.2% 和 17.3%。MSCI 中国 A 股指数以金融（23.5%）、信息技术（16.4%）、工业（15.3%）与必选消费（12.2%）为主，恒生指数以金融（32.6%）、可选消费（26.6%）与信息技术（17.8%）为主。A 股市场，看好银行（动态 PE=6.5，ROE=9.8%，估值低）、必选消费（动态 PE=17.9，ROE=25%，估值较低，盈利能力强，具有防御性）与可选消费（动态 PE=14.9，ROE=15.8%，估值较低），看空地产（动态 PE=405，ROE=0.6%，地产复苏放缓，盈利不佳）、能源（动态 PE=11.6，ROE=11%，能源价格下跌与盈利恶化）与信息技术（动态 PE=29.2，ROE=9.1%，估值大幅高于盈利能力），对工业（动态 PE=15.5，ROE=9.1%）、通讯服务（动态 PE=18.1，ROE=10.9%）、医疗（动态 PE=23.9，ROE=14%）与材料（动态 PE=13.9，ROE=10.2%）看法中性；港股市场，看好必选消费（动态 PE=12.7，ROE=12.2%，估值较低，盈利稳定，具有防御性，股息收益率=5.2%，受益于可能的提振消费政策）、可选消费（动态 PE=14.7，ROE=12%，估值合理，受益于可能的提振消费政策）、金融（动态 PE=7.3，ROE=11.4%，估值较低，高股息）、公用事业（动态 PE=13.9，ROE=12.2%，股息收益率=5.2%）与能源（动态 PE=7.3，ROE=13.4%，估值较低，股息收益率=7%），看空地产建筑（动态 PE=10.4，ROE=3.6%，地产复苏放缓，盈利不佳）与工业（动态 PE=10，ROE=8.7%，盈利能力变差），对资讯科技（动态 PE=21，ROE=12.9%）、医疗（动态 PE=26.1，ROE=5.4%）和材料（动态 PE=9.8，ROE=11.2%）看法中性。

招银国际研究部对中国股市各板块观点：1) 硬件科技谨慎乐观。关税通过冲击信心和推升成本将抑制美国消费电子等可选消费；中国家电与消费电子受益于以旧换新补贴，但第四季度因基数上升和刺激效应递减可能显著放缓；寻找结构性机会，看好 AI 终端和智能驾驶产业链。2) 半导体谨慎乐观，看好国产替代和 AI 应用扩大两大主线。3) 互联网谨慎乐观，推荐具有防御属性的游戏与音乐板块和受益于 AI 应用扩大的互联网巨头。4) 软件及 IT 谨慎乐观，推荐云业务和 AI 变现龙头公司。5) 医药乐观，受益于创新药出海、医疗设备招

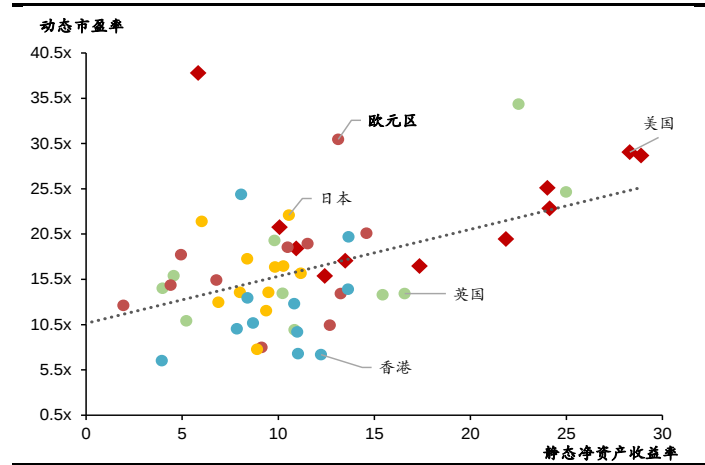
标复苏等，看好创新药龙头。6) 必选消费乐观，估值较低，看好性价比与情绪价值相关龙头、乳制品与美妆护肤国货替代和出海主题。7) 可选消费乐观。新消费龙头大涨后估值偏贵，面临一定获利回吐压力，但基本面依然不错，代表消费新方向，仍有较强支撑；最看好咖啡茶饮，其次是服装与体育用品，对家电看法中性，对餐饮看法谨慎。8) 汽车乐观，近期回调和去产能政策提供买入机会。9) 地产乐观，政策持续宽松，地产市场筑底，推荐商业地产运营、二手房市场和物业管理的龙头公司。10) 保险谨慎乐观，估值较低，人民币存款利率下调、权益市场回暖和保险价值率提升构成利好。11) 资本品乐观，看好挖掘机、人形机器人零部件、重卡发动机和数据中心发动机赛道公司。

图 16: 全球主要股指估值、EPS 增速、盈利能力和股息率

	目前静态 PE	过去20年 平均	2025-26年 EPS增速	过去20年 平均	目前静态 ROE	过去20年 平均	目前股息 率	过去20年 平均
MSCI 全球	20.2	16.7	10.0	7.7	14.2	12.2	1.9	2.5
MSCI 美国	23.7	18.3	10.5	8.1	18.2	14.3	1.3	1.9
MSCI 欧元区	15.3	15.0	11.7	9.7	10.6	10.0	3.1	3.4
MSCI 英国	12.9	13.7	6.4	8.5	10.5	11.7	3.6	4.2
MSCI 日本	15.6	17.9	9.0	(8.3)	9.6	7.5	2.4	2.0
MSCI 中国	12.0	13.6	12.0	7.9	11.7	14.0	2.5	2.4

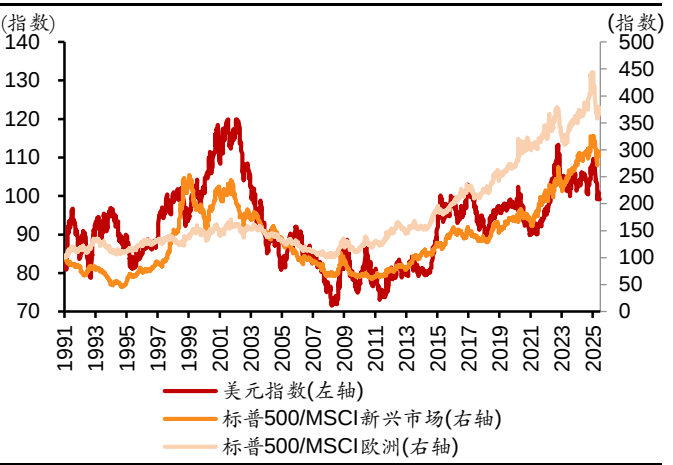
资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 17: 全球主要股市行业 PE 与 ROE



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 18: 美元指数与美股相对表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场

另类资产

建议低配（配置比例 25%）。行业调查显示家族办公室另类资产平均配置比例为 35%。另类资产特征包括流动性低、与标准资产相关性低、潜在收益高、风险高和投资门槛高等。由于特朗普政策不稳定、全球经济不确定和美元利率仍在高位，建议提高资产组合流动性与安全性，低配另类资产。另类资产的投资原则包括保持多元分散化、灵活调整、重视流动性和审慎评估风险。

私募股权

建议低配（配置比例 9%）。行业调查显示家族办公室对私募股权产品的平均配置比例为 13%。私募股权产品的风险收益特征：风险较高，流动性较低（锁定期 7-10 年）；潜在收益较高，Preqin 数据显示 2015-2024 年全球私募股权平均 IRR 为 10.5% 左右。私募股权产品收益与股票市场产品收益存在相关性，但加入组合仍能降低组合整体波动率。今年下半年，随着美元利率下降和美国去监管政策，并购重组活动可能回升，私募股权交易可能更加活跃，重点关注 AI+、机器人、生物医药、制造业转移等主题。

对冲基金

建议低配（配置比例 4.5%）。行业调查显示家族办公室对对冲基金产品的平均配置比例为 8%。2015-2024 年全球对冲基金整体（HFRI 资产加权综合指数）年均回报率约为 5.5%，整体波动性低于股票和私募基金，但不同策略不同基金的风险收益特征差别较大。股票多空策略依赖选股能力和市场波动，收益来自多空头寸价差，市场中性组合的波动较低，偏多或偏空组合仍面临市场波动风险，使用杠杆既会增加收益也会放大损失。全球宏观策略基于对重要宏观变量（通胀、利率、汇率、政策变化等）趋势判断对股票、债券、外汇、商品等多资产进行多空投资，在宏观变量大幅波动时判断正确的收益较大，但判断失误的损失也会较大。事件驱动策略利用公司特定事件（并购、重组、破产等）进行套利或投机，收益相对稳定，风险是公司事件失败可能导致投资亏损。量化策略是利用数学模型和算法进行投资，包括统计套利、CTA 等，本质是通过大数据分析和高频交易捕捉微小价差，长期收益比较稳定，但模型失效或市场异常时可能出现较大回撤。多策略是结合上述多种策略、动态调整以分散风险或优化收益，市场适应性强，但管理复杂性较高。近年来 AI 创新应用发展迅猛，建议关注量化策略产品。地缘政治不确定性和利率汇率波动上升，建议关注全球宏观策略产品。在美元利率重新下降之后，全球并购活动将会回升，可以关注并购套利策略产品。

私募信贷

建议低配（配置比例 3.5%）。行业调查显示家族办公室对私募信贷产品的平均配置比例为 5%。私募信贷是一种具有防御性的资产类别，与债券、股票和汇率的相关性低，波动率较低，有助于提升资产组合的分散度。私募信贷的收益率较高，据 Preqin 统计，2015-2024 年私募信贷年均回报率 8% 左右，高于投资级债券。私募信贷的流动性较低，一般有 3-7 年锁定期。私募信贷一般包含分级结构，按照优先级和风险水平分为高级债务、次级债务、夹层融资和股权层等，以满足不同风险偏好的投资者。2008 年金融危机后的强监管和近年来高利率令传统银行信贷门槛提高，为私募信贷发展创造了空间。

黄金

建议标配（配置比例 2%）。行业调查显示家族办公室对黄金的平均配置比例为 2%。黄金具有避险、抗通胀和保值功能，可以对冲避险情绪上升引发股票动荡或通胀上升带来债券下跌，实物黄金可以应对战乱等极端风险。黄金流动性较好，但价格波动较大。持有黄金没有现金流和 Carry 收益，在和平环境、低通胀与市场稳定时期相对收益不佳。据统计，2015-2024 年黄金年均回报 8.5% 左右，显著超越长期历史均值。地缘政治不确定性上升、国际货币发行国债务攀升、美元汇率走弱、各国央行黄金需求增加或美元利率下降均对金价构成利好，反之则是利空。未来 3 个月，黄金可能处于 3,150-3,450 美元的区间震荡阶段，利空与利好相对平衡。利空因素是特朗普在关税政策上妥协并开启贸易谈判，白宫政策极端化风险下降，而美联储不会很快降息，美元实际利率仍在高位；利好因素包括国际投资者降低美元资产超配程度推动美元走弱、关税冲击可能引发通胀短期反弹、地缘政治风险居高不下、各国央行储备资产多元化和增购黄金等。未来 12 个月，黄金仍有进一步上涨空间，可能进入 3,600-3,900 美元区间。特朗普 2.0 时代将冲击现有国际秩序，为全球经济金融体系注入不稳定性。这种不稳定性一方面将刺激投资者对安全资产的需求，另一方面又损害美元的传统安全资产角色，本质上减少安全资产供应，增加了黄金的稀缺性。

房产

建议低配（配置比例 5.5%）。行业调查显示家族办公室对房产的平均配置比例为 7%。房产收益来自租金或增值，驱动因素是经济增长和通货膨胀。房产常被用来对冲长期通胀风险。房产收益与股票和债券的相关性较低，可以令资产组合更加分散。房产投资的平均收益通常介于股票和债券之间，但流动性不如金融资产。根据美国房地产投资受托人委员会统计，2015-2024 年美国房产年均回报 6% 左右。2020-2021 年发达国家实施大规模货币放水 and 财政刺激，房价大幅上涨；2023 年剧烈加息后，房地产进入滞涨阶段；未来两年，随着利率下降，房地产市场可能温和复苏。中国房地产市场剧烈调整后，正在筑底，未来可能缓慢复苏。

数字资产

建议配置比例 0.5%。目前缺乏对数字资产配置比例的调查。数字资产潜在收益较大，但投资风险也比较大，价格波动和监管风险高于其他风险资产。据 CoinDesk 统计，2015-2024 年比特币年均涨幅达到 40% 左右。随着更多数字资产 ETF 被推出，投资者可以通过受监管渠道建立数字资产敞口。真实世界资产代币化（RWA）为将传统资产纳入区块链生态系统提供了新机遇。关注区块链与 AI 交叉领域创新和投资机会。

图 19: 四大经济体信贷增速与大宗商品涨幅

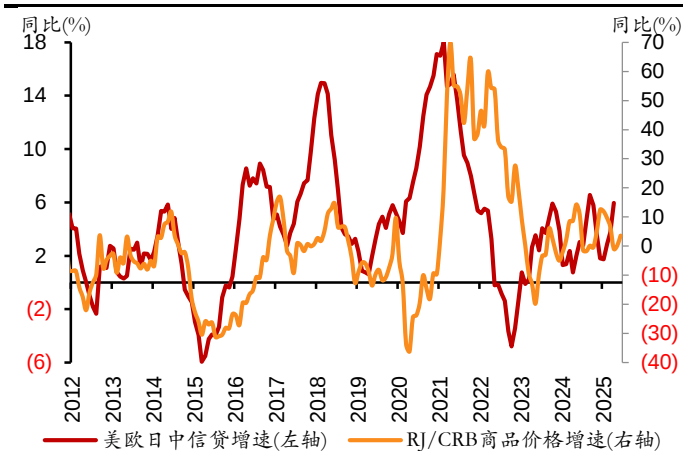


图 20: 中国股市与全球金属价格

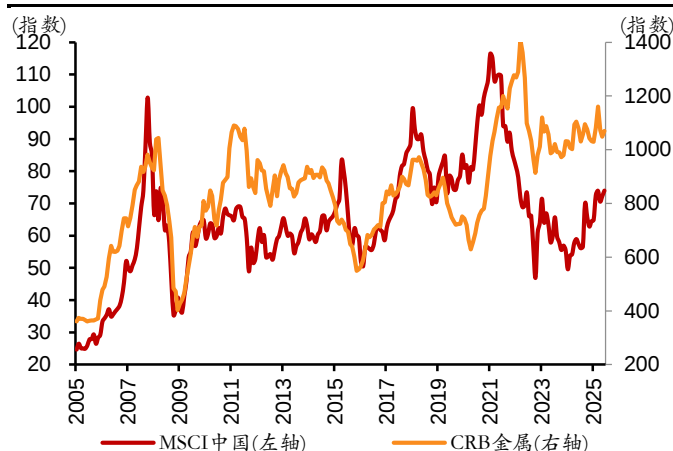


图 21: 金价与美元实际利率

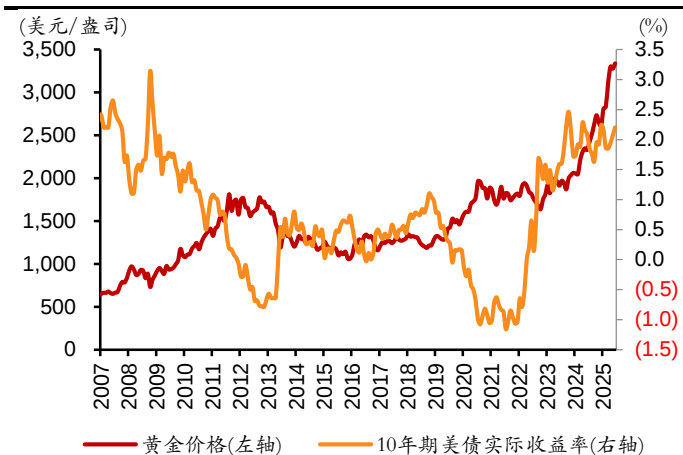
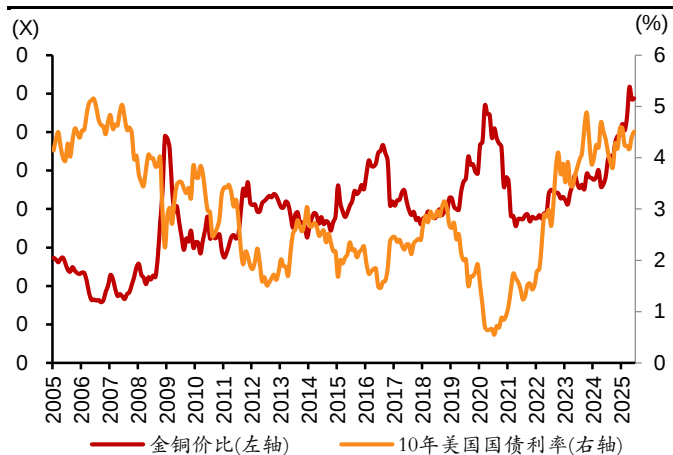


图 22: 金铜价比与 10 年美债收益率



免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。