

第四季度策略

更加均衡

第四季度看多股票、商品和非美货币，看空债券和美元，建议资产组合和区域配置更加均衡。美国经济小幅滞胀，白宫对美联储干预和美联储降息令收益率曲线陡峭化，利空美元与美债，利好股票与商品。欧元区经济好于预期，通胀止跌走平，国债收益率回升。英国经济放缓，通胀居高，利率远期有下降空间。日本经济放缓，通胀回落，但加息可能延续。中国经济弱复苏，通缩可能改善，国债收益率回升。

- **货币**：建议超配（比例 20%）。货币市场产品流动性和安全性较高，可以用于管理流动性，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）。建议超配美元（比例 10.5%）、欧元（比例 4%）和英镑（比例 2.5%）产品，低配日元（比例 0%）产品，标配人民币（比例 1.2%）产品。
- **债券**：建议标配（比例 22.5%）。债券估值比股票更有吸引力，经济放缓构成利好，但通胀反弹和白宫对美联储干预构成利空。建议标配美债（比例 10%），低配欧元区债券（比例 3.5%）和日本债券（比例 0.5%），超配英国债券（比例 2%）和新兴市场债券（比例 5%）。
- **股票**：建议标配（比例 30%）。股票长期收益领先，是分享经济持续发展、技术不断进步和企业永续增长成果的核心工具。目前股票估值比固收产品更贵。建议低配美股（比例 17%）与日本股票（比例 1%），超配欧元区股票（比例 4.3%）、英国股票（比例 2.5%）与中国股票（比例 3.5%）。
- **另类**：建议低配（比例 27.5%）。另类资产与标准资产相关性低，潜在收益高，风险高，流动性差，投资门槛高。特朗普政策不稳定性和全球经济不确定性依然较高，需要提高资产组合流动性。建议低配另类资产，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

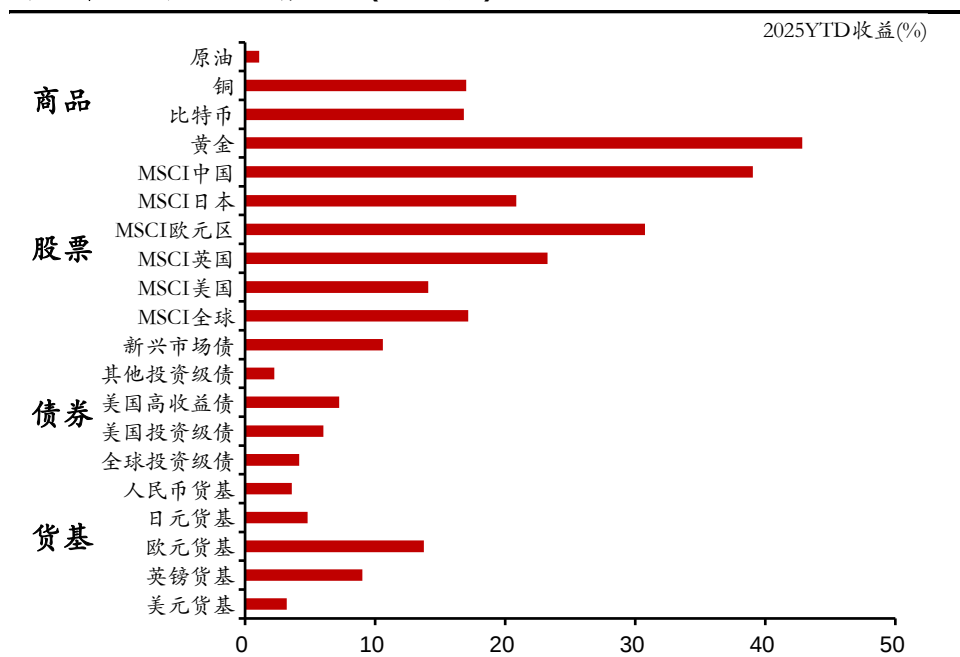
yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

图 1: 年初以来各大类资产收益(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..... 6

人民币..... 7

债券..... 9

美国..... 9

欧元区..... 9

英国..... 10

日本..... 10

新兴市场..... 11

股票市场..... 13

美国..... 13

欧元区..... 13

英国..... 14

日本..... 14

中国..... 14

另类资产..... 16

私募股权..... 16

对冲基金..... 16

私募信贷..... 16

黄金..... 17

房产..... 17

数字资产..... 17

图 2: 资产配置建议

资产类别	最新建议比例	上期建议比例	基准比例	核心观点
固收	42.5%	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; 目前固收产品估值比股票更有吸引力; 特朗普政策与全球经济不确定性高, 固收产品具有防御性
货币	20.0%	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; 特朗普政策与全球经济不确定性高, 资产组合流动性更加重要; 英镑与美元货币利率高于欧元区、日本和中国
美元	10.5%	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3个月美元货币市场产品平均收益率3.8%、美元指数贬值2%
欧元	4.0%	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3个月欧元货币市场产品平均收益率2%、欧元兑美元升值2%
英镑	2.5%	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3个月英镑货币市场产品收益率4%、英镑兑美元升值1.5%
日元	0.0%	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3个月日元货币市场产品收益率0.5%、日元兑美元升值2.5%
人民币	1.2%	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%; 预测未来3个月人民币离岸货币市场产品收益率1.8%、人民币兑美元升值0.5%
债券	22.5%	25.0%	22.5%	标配: 大幅降息之后, 收益率曲线陡峭化, 信贷增速和大宗商品价格回升; 超配英国与新兴市场, 低配美国、欧元区与日本
美国	10.0%	12.5%	10.0%	标配: 55%国债(1-10年期为主)+15%机构MBS+22.5%投资级企业债+7.5% TIPS
欧元区	3.5%	4.2%	5.2%	低配: 60%政府债(1-10年期为主)+20%政府相关机构债+20%投资级企业债
英国	2.0%	1.5%	1.0%	超配: 60%国债(1-10年期为主)+25%投资级金融企业债+15%其他投资级债券
日本	0.5%	1.0%	2.1%	低配: 85%政府债(1-5年期为主)+15%投资级企业债
新兴市场	5.0%	5.0%	3.6%	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%	30.0%	标配: 科技股泡沫化过程延续; 低配美国与日本, 超配英国、欧元区与中国
美国	17.0%	17.0%	19.2%	低配: 盈利能力很强ROE=19%, 但估值较贵PE=25倍。看好信息技术、通讯服务、医疗、必选消费、工业与原材料
欧元区	4.3%	4.3%	3.3%	超配: 盈利能力中等ROE=12.4%, 估值合理PE=16.3倍。看好金融、医疗与公用事业
英国	2.5%	2.0%	1.0%	超配: 盈利能力中等ROE=13.4%, 估值偏低PE=13.8倍。看好金融、工业、医疗与必选消费
日本	1.0%	1.0%	1.5%	低配: 盈利能力较弱ROE=9%, 估值偏贵PE=18倍。看好公用事业、房地产与工业
中国	3.5%	3.0%	1.0%	超配: 盈利能力中等ROE=11%, 估值偏低PE=14.5。看好AI基础设施与应用、互联网、医疗、必选消费、化工、机械等
另类	27.5%	25.0%	35.0%	低配: 特朗普政策、全球地缘政治与经济不确定性较高, 低流动性资产配置比例降低
私募股权	9.0%	9.0%	13.0%	低配: 美元利率下降, 风险偏好上升, 私募股权交易将更加活跃, 建议关注AI+、机器人、生物医疗、制造业转移等主题
对冲基金	5.0%	4.5%	8.0%	低配: 美元利率下降, 风险偏好上升, 科技股泡沫化过程延续, 建议关注全球宏观策略、并购套利策略等产品
私募信贷	4.0%	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	2.5%	2.0%	2.0%	超配: 未来3个月金价可能震荡上行, 因地缘风险居高、特朗普政策不稳定性与白宫干预美联储独立性
房产	5.5%	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, 可以令资产组合更加分散。房产投资平均收益介于股票和债券之间, 流动性不如金融资产
数字资产	1.0%	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资产。白宫干预美联储独立性利空美元, 利好数字资产

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（比例 20%）。货币市场产品的流动性和安全性相对较高，可以用来管理现金/流动性，一般至少覆盖家庭 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、全球地缘政治与经济不确定性较高，资产组合流动性更加重要；主要国际货币发行国通胀仍高于央行目标，货币市场利率仍在高位。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）产品，低配日元（低利率）产品，标配人民币（低利率）产品。

美元

建议超配（比例 10.5%）。美元货币市场收益率较高，预计未来 3 个月平均收益率 3.8%，高于欧元、日元和人民币。美元是主导性国际货币，今年前 7 个月美元在国际支付中份额近 50%，3 月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，但仍将保持主导地位，因为美国仍是全球经济、科技、军事、金融和软实力第一大国，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，全球市场缺乏比美元更好的替代品。

美国经济短期小幅滞涨。经济增速回落，预计 GDP 同比增速从上半年 2% 降至第三季度 1.7% 和第四季度 1.3%，全年 GDP 增速从 2024 年 2.8% 降至 2025 年 1.7% 和 2026 年 1.9%。就业市场走弱，8 月新增非农就业人数大幅低于市场预期，此前月份数据显著下修，企业劳工需求减少，劳工供应则受到移民政策影响。通胀可能短期反弹，预计 PCE 与核心 PCE 通胀可能从第二季度 2.4% 和 2.7% 升至第三季度 2.7% 和 3%，第四季度小幅降至 2.6% 和 2.8%，全年分别为 2.6% 和 2.8%，因基数效应导致能源价格跌幅收窄、关税对部分商品价格传递效应显现、大宗商品和劳动密集型服务业价格反弹等因素。

美联储可能进一步降息。预计美联储可能在 12 月再次降息，明年降息两次，政策利率今年末降至 3.75%-4%，明年末降至 3.25%-3.5%。美联储面临就业走弱、通胀反弹和白宫干预等多重压力，内部对未来降息路径分歧较大，降息节奏仍存在不确定性。目前就业走弱并非完全由需求放缓所致，也有移民政策减少劳工供应的作用，经济放缓过程依然温和。同时，美股屡创新高，信贷增速和大宗商品价格反弹，核心通胀见底回升，实际降息空间受到一些限制。但白宫持续向美联储施压，要求大幅降息，削弱了美联储独立性和公信力，影响到市场对降息预期。

美元可能延续走弱。预计美元指数年末降至 95 左右。美元指数反映美国经济相对强弱和市场风险偏好变化。美国经济相对走强或者非美地区风险上升，那么美元指数倾向于上升；美国经济相对走弱或者非美地区风险下降，那么美元指数倾向于下降。由于欧元/美元汇率在美元指数中权重近 60%，对美元指数具有决定性影响。未来两个季度，欧元兑美元可能小幅升值。第一，美欧利差可能缩小，因为美欧经济增速差将会缩小、美联储进一步降息而欧央行降息周期接近结束、欧元区财政赤字率可能扩大而美国财政赤字率可能小幅下降。第二，白宫可能持续干预美联储推动大幅降息，这将削弱市场对美元信心，加剧美元贬值压力。

欧元

建议超配（比例 4%）。欧元货币市场收益率中等，预计未来 3 个月平均收益率 2%；欧元兑美元可能升值 2%，以美元或港币计价将获得汇兑收益。根据 SWIFT 数据，欧元是第二大国际货币，今年前 7 个月欧元在国际支付中份额 22.7%，而 3 月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，但欧元区缺乏统一联邦主权、领先科技创新和自主军事霸权，未来 5 年欧元仍无法替代美元的主导地位。

欧元区经济好于预期，通胀止跌走平。预计欧元区 GDP 增速从 1Q25 的 1.5% 和 2Q25 的 1.4% 降至 3Q25 的 1% 和 4Q25 的 0.8%，全年增速从 2024 年 0.9% 升至 2025 年 1.2% 和 2026 年 1.1%。欧元区 9 月 PMI 升至 51.2% 创 2024 年 5 月以来最高，服务业延续扩张，但制造业重新进入收缩。欧元区通胀可能止跌走平，预计 CPI 增速将从 1Q 的 2.3% 和 2Q 的 2% 降至 3Q 的 2% 和 4Q 的 1.9%，全年增速从 2024 年 2.4% 降至 2025 年 2% 和 2026 年 1.9%，核心 CPI 增速将从 1Q 的 2.6% 和 2Q 的 2.4% 降至 3Q 的 2.3% 和 4Q 的 2.2%，全年增速从 2024 年 2.9% 降至 2025 年 2.4% 和 2026 年 2%。

欧央行降息周期接近结束。预计欧央行可能在今年第四季度降息一次，政策利率降至 1.9% 后降息周期结束。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%，预计今年年末降至 1.9%，进入欧央行估计的中性利率区间 1.75%-2.25%。2026 年欧元区经济增速基本走平且接近潜在增速，通胀可能在 2% 目标水平附近，政策利率适合保持在中性利率区间。除非经济和通胀进一步明显冷却，否则政策利率可能保持在 1.9% 左右不变。

欧元兑美元可能小幅升值。预计欧元/美元汇率可能从目前 1.17 升至年末 1.19。欧元/美元汇率与两种货币利差走势一致，反映美欧经济相对强弱和区域风险变化。当美国经济相对欧元区走强或者欧元区地缘政治和经济金融风险相对上升时，欧元兑美元倾向于走弱；否则欧元兑美元倾向于走强。未来两个季度，美国经济增速降幅超过欧元区，美欧经济增速差将会缩小，美联储延续降息而欧央行降息周期接近结束，美国财政赤字率可能小幅下降而欧元区财政赤字率可能上升，美欧利差将会缩小。同时，白宫对美联储干预和弱美元偏好可能降低国际投资者持有美元意愿，令美元进一步走弱。

英镑

建议超配（比例 2.5%）。英镑货币市场收益率很高，预计未来 3 个月平均收益率 4% 左右。英镑兑美元可能升值将贡献额外受益，预计未来 3 个月英镑对美元升值 1.5% 左右。英镑是仅次于欧元的第三大国际支付货币，今年前 7 个月英镑在国际支付中份额 7%，3 月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，可以比大部分经济体更加自由地进入美国市场；同时，特朗普冲击加快英国和欧盟签署自由贸易协定，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。

英国经济放缓，通胀见顶但仍在高位。预计英国 GDP 同比增速从今年第一季度 1.3% 和第二季度 1.2% 降至下半年 1% 左右，全年增速 1.1% 与 2024 年增速持平。今年上半年英国经济大超预期，GDP 环比增速超过其他 G7 国家。7 月以来英国经济放缓，就业市场走弱，失业率上升，家庭实际收入增速和消费者信心下降。9 月制造业 PMI 进一步降至 46.2 显示收缩幅度扩大，服务业 PMI 下降但仍处于扩张区间。英国通胀可能见顶但仍在高位，预计 CPI 与核心 CPI 同比增速从 1Q 的 2.8% 与 3.5% 和 2Q 的 3.5% 与 3.7% 升至 3Q 的 3.8% 和 3.9%，4Q 降至 3.5% 和 3.6%，全年分别为 3.4% 和 3.6%，2026 年降至 2.4% 和 2.7%。

英国央行可能适度降息。预计今年第四季度保持利率不变，明年降息两次，政策利率从目前 4% 降至明年末 3.5%。英国央行 9 月会议以 7 票赞成、2 票反对的投票结果维持政策利

率在 4% 不变，因为通胀依然较高，而经济增长好于预期，英国 8 月 CPI 同比增速达到 3.8% 大幅高于 2% 目标，9 月可能进一步上升，尽管工资增速放缓但仍处于较高水平，服务业通胀大致走平。但英国央行决定从 2025 年 10 月至 2026 年 9 月将 QT（出售英国国债）规模从每年 1000 亿英镑缩减至 700 亿英镑，使总持有量达到 4880 亿英镑，以减轻国债收益率上升压力。第四季度，英国通胀可能小幅回落但依然居高，英国央行可能保持利率不变。明年通胀可能逐步回落，英国央行可能降息两次。

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 1.37 左右。首先，英美利差可能小幅上升，英美经济增速差可能扩大，通胀差可能缩小。其次，特朗普政策不稳定性及对美联储干预将削弱国际投资者对美元信心，欧洲资金可能从美国持续回流，利空美元而利好英镑。

日元

建议低配（配置比例 0%）。日元货币市场收益率非常低，预计未来 3 个月平均收益率 0.5%，适合融资而非投资。日元可能对美元小幅升值从而贡献汇兑收益，但日元汇率波动风险较大，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。日元是第四大国际货币，今年前 7 个月日元在国际支付中份额 3.8%，3 月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逐步下降。预计 GDP 增速从 1Q25 的 1.7% 和 2Q25 的 1.2% 降至 3Q25 的 0.9% 和 4Q25 的 0.5%，全年增速从 2024 年 0.2% 升至 2025 年 1.1% 和 2026 年 0.7%。1Q25 日本经济放缓，GDP 环比增速降至 0%，但因低基数效应，同比增速升至 1.7%。2Q25 日本经济回升，GDP 环比增速升至 0.3%，同比增速降至 1.2%，其中个人消费环比年化增长 0.2%，企业工厂与设备投资环比增长 6.4%，显示 AI 技术革命和日企回流背景下投资需求强劲。下半年日本经济增速可能放缓，一方面通胀居高和利率上升，家庭不变价收入增速和消费者信心下降，消费可能走弱，另一方面美国关税和全球需求走弱将导致日本出口和企业投资增速放缓。日本通胀可能逐步回落，预计 CPI 增速从 1Q25 的 3.8% 和 2Q25 的 3.5% 降至 3Q 的 2.8% 和 4Q 的 2.3%，全年增速从 2024 年 2.7% 升至 2025 年 3.1%，2026 年降至 2%。

日本央行可能重启加息。日本央行 9 月会议维持利率不变，但通过启动 ETF 和 J-REITs 出售发出政策紧缩信号，会议投票出现两张主张加息的反对票，显示内部对通胀前景和政策利率路径存在分歧，鹰派力量在壮大。日本央行行长称货币政策正常化正在推进，但步伐审慎。7 月以来数据显示，工资保持较快增长，7 月名义工资同比增速 4.1% 超过 6 月的 3.1%，实际工资同比增速转正；关税对经济增长的影响小于预期，企业盈利增速和对未来预期降幅较小；通胀有所回落但仍在高位。经济数据支持日本央行 10 月再次加息 25 个基点，政策利率将从目前 0.5% 升至 0.75%。2026 年日本经济可能延续温和增长，通胀可能降至略高于目标水平，日本央行可能加息 1-2 次，政策利率进一步升至 1%-1.25%。

日元兑美元可能小幅升值。预计美元/日元汇率从 8 月 148.8 降至年末 145。第一，美日利差可能收窄，美联储可能进一步降息而日本央行可能延续加息和 QT，美国财政赤字率可能小幅下降而日本财政赤字率可能上升。第二，白宫对美联储干预将削弱国际投资者对美元信心，外国资金可能持续从美国回流母国或其他市场，美元可能走弱，日元可能走强。

人民币

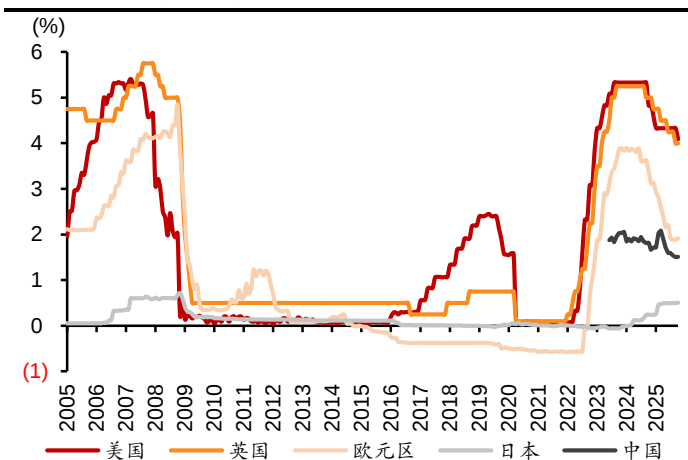
建议标配（比例 1.2%）。人民币货币市场收益率较低，预计未来 3 个月离岸货币市场平均收益 1.8% 左右，人民币兑美元可能升值 0.5% 贡献汇兑收益。今年前 7 个月人民币在国际支付中份额 3.5% 排名第五，3 月末中国在全球货币市场基金中份额 16%。中国作为全球第二大经济体和最大制造与商品贸易国，将支撑人民币成为重要区域货币，但人民币国际化仍受到资本管制和金融国际化落后等因素制约，未来 5 年人民币仍无法挑战美元和欧元的地位。

中国经济增长放缓，通缩延续但预期改善。预计 GDP 增速从第二季度 5.2% 降至第三季度 4.9% 和第四季度 4.6%，全年 5%。7 月社会零售、地产销售和固定资产投资明显降温。第四季度，因去年基数显著上升和政策刺激效应递减，社会零售与商品房销售增速可能大幅回落，经济增速可能明显下降，倒逼政策进一步宽松。通缩延续，但反内卷政策改善通缩预期。8 月 CPI 同比下降 0.4% 低于市场预期，但核心 CPI 同比增速升至 0.9% 为 2.5 年来新高，PPI 环比止跌而同比跌幅收窄。受反内卷政策影响，部分原材料和大宗商品价格反弹，预计 PPI 跌幅可能逐步收窄，CPI 同比增速可能在第四季度回升，全年 0.2% 与 2024 年持平。

货币政策可能延续宽松。预计第四季度将降准 50 个基点、降息 10 个基点。央行第二季度货币政策执行报告对目前经济定调为“经济运行稳中有进”，对物价表述从“物价持续低位运行”变为“物价水平温和回升积极因素增多”，显示反内卷和提振消费等政策的积极作用。货币政策继续保持“适度宽松”基调，但新增“防范资金空转”，落实银行业“反内卷”，显示第三季度政策将保持平稳。由于近期充裕流动性助推股票市场强劲表现，第三季度降准降息可能性较小。人民币稳中偏强可能是政策部门偏好，我们留意到很多时候人民币中间价跟涨不跟跌。第四季度，随着社会零售额和地产销量增速大幅下降，货币政策面临进一步宽松压力，中国央行可能再度降准降息。

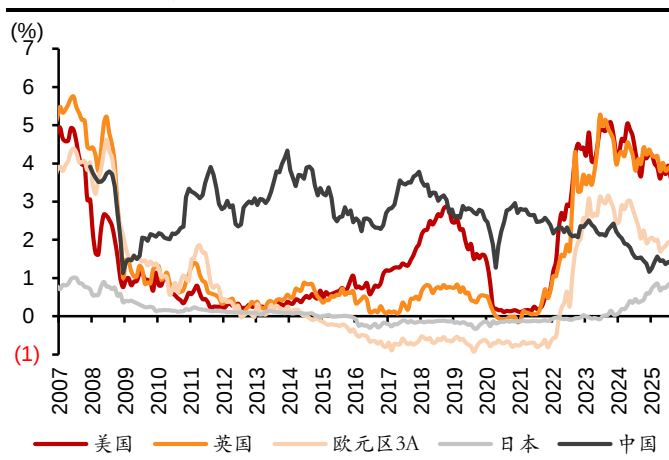
人民币兑美元可能走强。预计美元/人民币汇率可能从 9 月末 7.13 降至今年末 7.1 和明年末 7.05。第四季度美元可能延续弱势，因为特朗普对美联储干预和美联储降息将削弱国际投资者对美元信心。同时，中国可能扩大财政刺激，持续提振消费，加快反内卷政策落地，通缩预期有望改善，国债收益率可能进一步上升，人民币汇率可能反弹。

图 3: 主要经济体货币市场基准利率



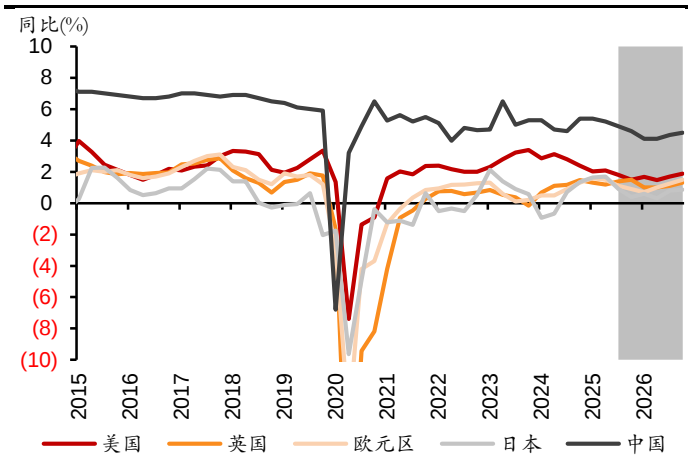
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 4: 主要经济体 2 年期国债收益率



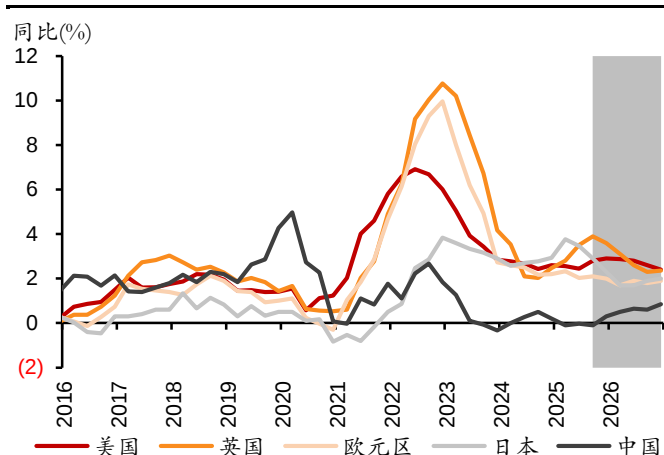
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 5: 主要经济体 GDP 增速



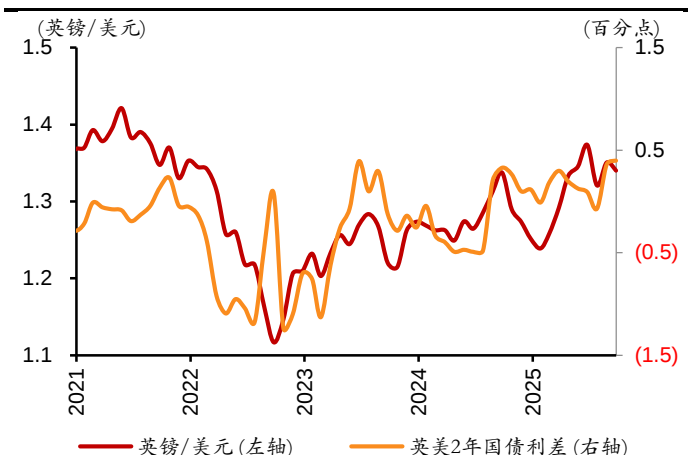
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 6: 主要经济体通胀



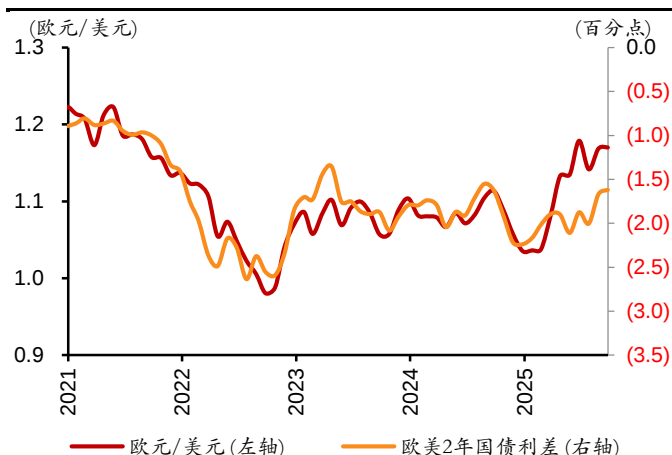
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 7: 英镑兑美元汇率及英美 2 年期国债利差



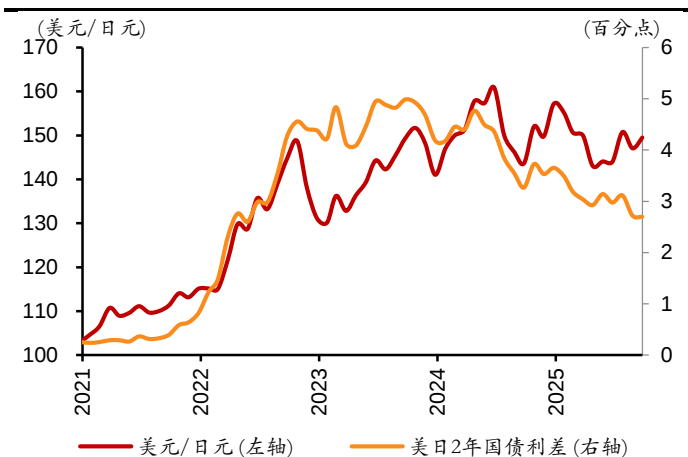
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 欧元兑美元汇率及欧美 2 年期国债利差



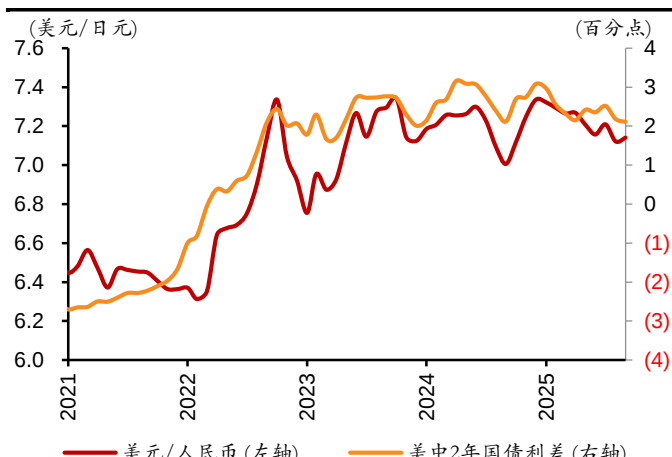
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 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 10: 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

債券

建议标配债券产品（配置比例 22.5%）。债券产品可以对冲经济下行风险对股票和商品的负面影响，但对通胀风险比较脆弱。主要发达国家目前通胀仍超过央行目标，债券收益率仍在高位，中长期来看债券估值比股票更有吸引力。短期风险因素主要包括降息周期后收益率曲线陡峭化、政府债务率高企和美国通胀可能反弹。建议超配英国和新兴市场债券，标配美国债券，低配欧元区和日本债券。

美国

建议标配（配置比例 10%），美国在彭博全球综合债券指数中权重约为 44.8%（对应基准配置比例 10%）。建议美债配置结构：55%国债（1-10 年期为主）+ 15%机构 MBS + 22.5%投资级企业债 + 7.5% TIPS。

美债收益率高，流动性强，品种丰富。预计未来 3 个月美国国债收益率可能走平，优选短中期国债。过去两个月 10 年国债收益率从 4.5%降至最低点 4%，充分反映市场对美联储大幅降息预期，近期随着就业数据又好于预期，10 年国债收益率又升至 4.15%-4.2%。第四季度，经济和就业走弱带来国债收益率下行压力，但通胀反弹和白宫对美联储干预带来国债收益率上行压力，多因素抵消后 10 年国债收益率可能震荡持平，年末达到 4.1%左右。2026 年经济增速小幅回升，通胀明显回落，10 年国债收益率可能小幅降至年末 3.9%左右。由于政府债务率高企、关税阻断供应链和白宫干预美联储等因素，超长期国债收益率很难明显下降。

机构 MBS 信用风险低，流动性好，收益高于国债，与股票、公司债相关性低，可分散投资组合风险。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，过去 15 年彭博 MBS 指数收益率比 10 年国债平均高 58 个基点。但机构 MBS 对中长期国债收益率变化非常敏感，因房贷提前还款而久期不确定。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。截止 9 月 24 日 iShares 彭博 MBS 指数 ETF 有效久期为 5.5 年，平均到期收益率 4.8%比 10 年国债高 63 个基点。

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。截止 9 月 24 日，iShares iBoxx 美元投资级企业债 ETF 的有效久期为 8.2 年，平均到期收益率 5%，比 10 年国债收益率高 83 个基点。

欧元区

建议低配（配置比例 3.5%），欧元区在彭博全球综合债券指数中权重约为 22.9%（对应基准配置比例 5.2%）。建议欧元区债券配置结构：60%政府债（1-10 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国债、外国国国债、政府相关机构债、投资级企业债和其他债券。核心国国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 2.8%和 3.6%。外国国国债由信用评级略低的意大利（BBB）、西班牙（A-）和希腊（BBB-）等发行，目前上述三国 10 年国债收益率分别为 3.6%、3.3%和 3.4%。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。

未来 3 个月欧元区政府债券收益率可能上升。预计德国 10 年国债收益率可能从目前 2.8% 升至今年末 2.9% 和明年末 3%。欧元区经济增长好于预期，通胀已降至 2% 目标左右可能开始走平。欧央行此轮降息周期接近结束，预计第四季度可能降息一次，明年可能保持利率不变。欧元区财政扩张力度可能增加，因关税壁垒上升和美国对欧洲安全防卫投入减少，欧元区国家计划加大财政对国防与基础设施投入。由于上述经济趋势和政策背景，欧元区政府债券收益率可能进入上升通道。

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权重 3.4%（对应基准配置比例 1%）。建议英国债券配置结构：60% 国债（1-10 年期为主）+ 25% 投资级金融企业债 + 15% 其他投资级债券。

英国国债收益率可能小幅回落。预计 10 年国债收益率从目前 4.77% 降至今年末 4.6% 和明年末 4.3%。目前英国国债收益率明显高于美国、欧元区和日本，在发达国家中极具吸引力。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。英国通胀自去年第四季度以来持续反弹，今年第三季度可能见顶，第四季度可能开始回落，对债券收益率的推升作用可能逐渐减弱。英国央行第四季度可能保持利率不变，但明年可能降息两次。英国财政赤字率可能小幅下降，因工党政府吸取“迷你预算”引发金融动荡教训，希望在整固财政与保持必要性财政支出之间寻求平衡。

英国 1-10 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波动非常敏感，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 0.5%），日本在彭博全球综合债券指数中权重 9.5%（对应基准配置比例 2.1%）。建议日本债券配置结构：85% 政府债（1-5 年期为主）+ 15% 投资级企业债。

日本国债收益率较低且处于上升周期。预计 10 年国债收益率从目前 1.6% 升至今年末 1.7% 和明年末 1.8%。由于人口老龄化、劳工短缺、入境游火爆和企业投资强劲等因素，日本薪资持续增长，通胀尽管见顶回落但仍显著超过目标，实际利率仍大幅为负，日本央行可能在 10 月再次加息，明年加息 1-2 次。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。日本民众对通胀治理不满是执政党在参院选举失利的重要原因，内阁政府可能增加通胀补贴或减税，这将增加财政赤字率和政府债务率，进一步推升国债收益率。日元可能对美元小幅升值从而贡献汇兑收益，但因日本政府债务率远超美欧，日本央行政策公信力低于美欧，日元汇率波动风险较大。考虑到日本长期国债收益率上升风险，建议日本债券配置以 1-5 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权重 16%（对应基准配置比例 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。

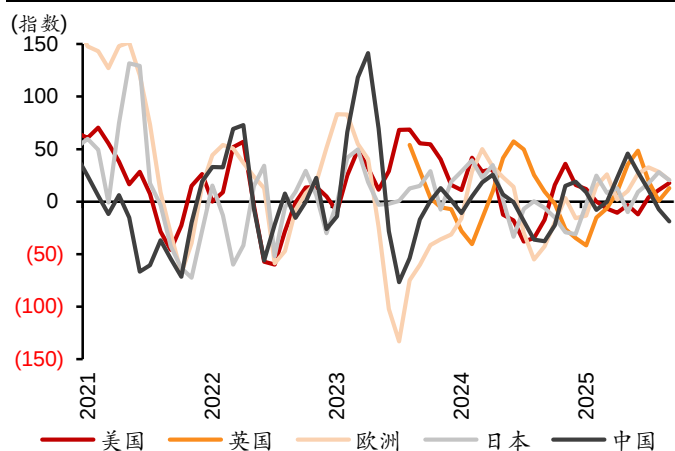
亚洲地区是新兴市场美元债重要供给者，美元债市场前景良好，相对看好印尼、中国、马来西亚等国美元债市场发展。目前亚洲在新兴市场美元债供给中份额 30%-35%。优势：经济体量大，亚洲在新兴市场 GDP 中份额超过 60%；经济增长快，IMF 预测 2025-2026 年亚洲发展中国家 GDP 增速 4.5% 左右，高于全部发展中国家 3.8% 的增速；印度、印尼和马来西亚与美国、中国、中东和欧洲经贸投资联系密切，有望成为跨国公司“中国+X”供应链战略的受益者和区域化替代全球化后的连接者；亚洲拥有香港、新加坡等国际金融中心，它们法治环境、金融监管、投资者保护与金融基础设施完善；美元债市场交易活跃，发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%。

美洲国家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 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围国逐步递增，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。

中东、中亚和非洲地区美元债市场具有较大发展潜力，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%，撒哈拉以南非洲 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，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，中东仍面临地缘冲突风险；非洲美元债信用评级较低，违约风险较高。

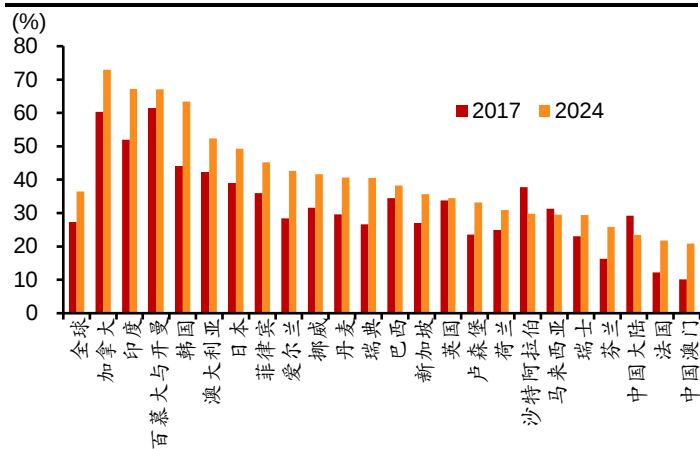
欧洲地区美元债供应相对较少，波兰与匈牙利是主要发行者，主权美元债评级多为 BBB，收益率 4%-6%，风险和收益均低于拉美。据 IMF 预测，2025-2026 年欧洲发展中国家 GDP 增速可能达到 2.1%，其中波兰和匈牙利 GDP 增速可能分别达到 3% 和 2%。波兰是欧盟成员和美国在中东欧重要盟友，成为美国和中东欧的连接者。匈牙利作为欧盟成员，通过加入“一带一路”和吸引中国投资，成为中国进入欧盟市场的桥梁。

图 11: 花旗经济意外指数



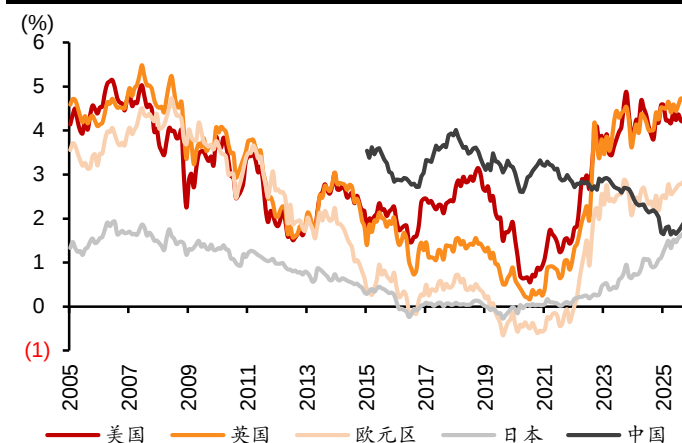
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 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 13: 主要经济体 10 年国债收益率



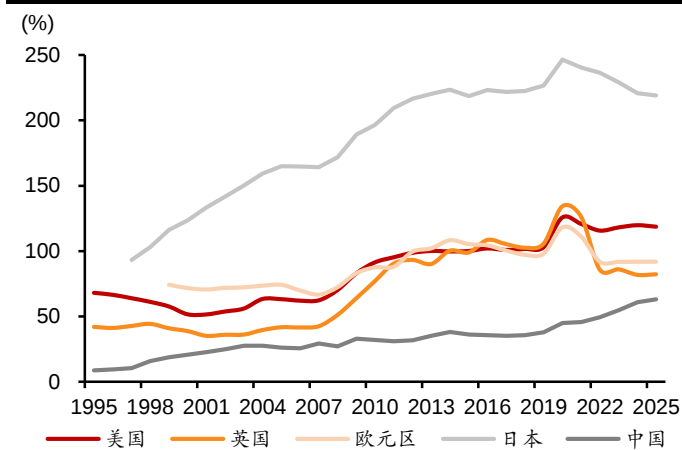
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国通胀预期



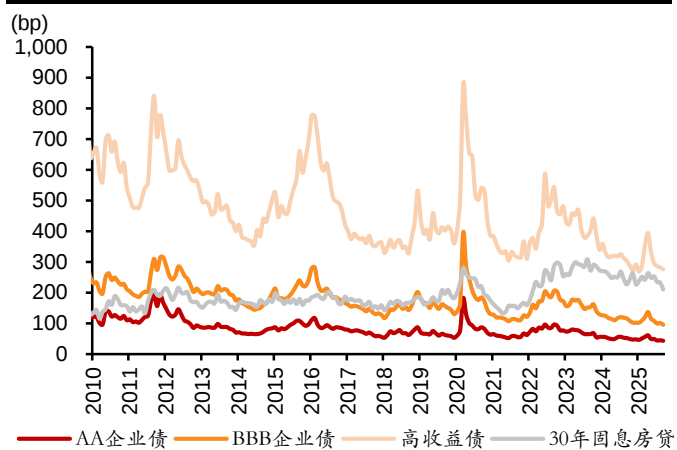
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 主要经济体政府债务率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 美国企业债和房贷利率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

股票市场

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 全球经济不确定性较高，美国和日本股票估值相对较贵，过去十年收益大幅超越历史均值和其他市场，欧元区、英国和中国股票估值合理或偏低，建议低配美国与日本股票，超配英国、欧元区与中国股票。

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）中权重 64%（对应基准配置比例 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% 的均值和其他市场，盈利增长强劲，预计 2025-2026 年标普 500 盈利年均增长 10% 左右高于过去 20 年 8% 的均值。但美股估值较贵，目前标普 500 指数今年动态 PE 为 24.6 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%，大幅超越过去 50 年 9% 的历史均值，存在均值回归风险。未来 3 个月，美国经济小幅滞涨，特朗普政策不稳定性将加剧美股波动，国际投资者持续降低对美股超配程度，美股可能持续跑输欧洲和中国股市。

建议对美股板块配置更加均衡和提高防御性。看好信息技术（动态 PE=36 倍，ROE=29.3%，估值较贵，盈利能力和盈利增长强劲）、通讯服务（动态 PE=18 倍，ROE=19.4%，估值较低，盈利稳定）、金融（动态 PE=18 倍，ROE=12.9%，估值较贵，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）、工业（动态 PE=27.3 倍，ROE=23.7%，估值较贵，减税、去监管和再工业化政策带来利好）、医疗（动态 PE=22 倍，ROE=24.1%，估值较低，具有防御性）与必选消费（动态 PE=22.6 倍，ROE=23.9%，估值较低，具有防御性）。

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 全球股指中权重 11%（对应基准配置比例 3.3%）。今年前 9 个月 MSCI 欧元区指数累计上涨超过 26.4%（包含欧元兑美元升值收益），欧元利率大幅下降和欧洲资金从美国回流推动欧元区股市估值提升。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。目前 MSCI 欧元区指数 2025 年动态 PE 为 16.3 倍，略高于过去 10 年均值（15 倍），指数 ROE 从 2024 年 11.5% 升至今年预期的 12.7%，预计 2025-2026 年指数以欧元计 EPS 年均复合增速接近 5%。

预计欧元区股指第四季度可能持续跑赢美股。相对看好金融（动态 PE=11.3 倍，ROE=12.9%，股息收益率=5%，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）、医疗（动态 PE=15.9 倍，ROE=17.2%，估值偏低，具有防御性）、必选消费（动态 PE=16.8 倍，ROE=16.6%，估值合理，具有防御性）和公用事业（动态 PE=13.4 倍，ROE=11.5%，股息收益率=5.4%，估值合理，具有防御性，AI 电力需求增长和可再生能源投资构成利好）。

英国

建议超配英国股票（配置比例 2%），英国股票在 MSCI 全球股指中权重 3.4%（对应基准配置比例 1%）。今年以来英国股市跑赢美国和欧元区，特朗普政策极端化和美元贬值风险推动资金回流欧洲，英国市场明显受益，英镑和英国股市走强。MSCI 英国指数 PE 从 2024 年末 11.9 倍升至今年 8 月末 13.9 倍，今年动态 PE 约为 13.8 倍，接近过去 10 年均值，相对美股和欧元区股票仍有明显折价。预计 MSCI 英国指数 ROE 从 2024 年 10% 升至今年 12.75%，预计 2025-2026 年盈利年均增长 6.4%，高于过去 5 年年均 3.5% 增速。

英国股市未来 3 个月仍可能跑赢美股，相对看好金融、工业、医疗与必选消费。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，英国股票目前估值/盈利能力性价比较好，预计未来 3 个月仍可能跑赢美股。相对看好金融（PE=10 倍，ROE=12.2%，收益率曲线陡峭化和欧洲资金从美国回流构成利好）、工业（PE=26.1 倍，ROE=24.2%，欧洲财政扩张、国防与基础设施建设、英国连接美欧的桥梁作用增强等构成利好）、医疗保健（PE=14.9 倍，ROE=16.8%，估值较低，盈利稳定，具有防御性）和必选消费（PE=14.8 倍，ROE=15.7%，估值较低，盈利稳定，具有防御性）。

日本

建议低配日本股票（配置比例 1%），日本股票在 MSCI 全球股指中权重 4.9%（对应基准配置比例 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。日本股票估值较贵，MSCI 日本指数今年动态 PE 为 18 倍，明显高于欧洲和中国。日元升值和关税带来降价可能对日本企业盈利产生负面影响，预计日经 225 指数 2025-2026 年 EPS 年均复合增速为 3.5%，高于 2020-2024 年的 -0.5%，但低于 2016-2019 年的 7.4%。相对看好公用事业（动态 PE=8.2 倍，ROE=9.7%，估值相对较低，AI 用电需求增加，盈利稳定，具有防御性）、房地产（动态 PE=14.3 倍，ROE=9.8%，估值/盈利能力性价比显著高于其他市场）和工业（动态 PE=17.6 倍，ROE=9.9%，工业价格见底回升）。

中国

建议超配中国股票（配置比例 3.5%），中国股票在 MSCI 全球股指中权重 3.1%（对应基准配置比例 1%）。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。中国股票估值不高，MSCI 中国指数动态 PE 为 14.5 倍，略高于过去 20 年 13.6 的均值，明显低于美欧日。第四季度，美元利率进一步下行，人民币流动性延续宽松，中国可能扩大财政扩张力度，实施新的刺激房地产与消费政策，中国股市和人民币汇率可能获得新的提振。

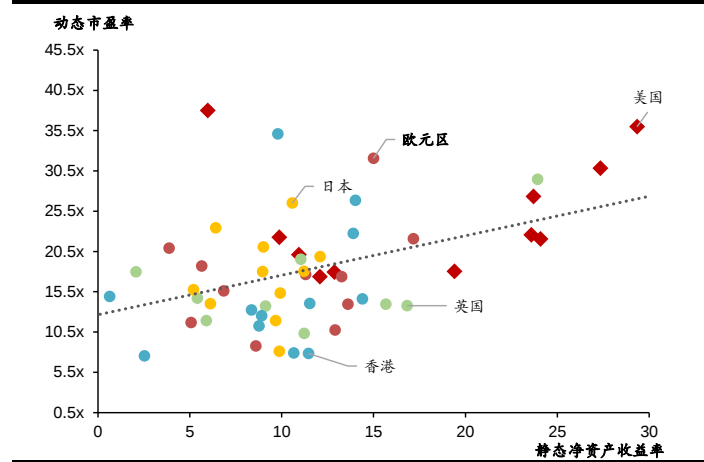
相对看好 AI 科技、互联网、医疗、工业、原材料、必选消费和高股息板块。AI 科技包括算力基础设施、半导体、机器人、AI 应用等，受益于 AI 技术革命与产业化浪潮，是目前全球经济和股票市场的亮点，由于中国房地产和消费复苏依然较弱，大量资金聚集在 AI 科技板块，但该板块估值已然较高，建议降低集中度令组合更加分散。互联网板块盈利前景改善，AI 应用提升估值，未来 3 个月仍有上涨空间。医疗板块过去 3 年累计下跌超过 50%，今年以来盈利前景逐渐改善，创新药板块率先上涨可能带动板块估值修复。工业和原材料板块受益于中国反内卷政策和通缩改善，尽管反内卷和去产能对短期经济增长影响负面，但对中期价格企稳回升和企业盈利改善具有积极意义，利好工业和原材料龙头企业。必选消费板块目前估值/盈利能力性价比较高，将受益于中国第四季度可能实施的新一轮刺激消费政策。高股息板块具有防御性，将受益于流动性宽松、存款利率下调和保险资金增长。

图 17: 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	21.5	16.7	10.6	5.5	14.5	12.2	1.7	2.5
MSCI 美国	25.9	18.3	12.9	6.9	18.5	14.3	1.2	1.9
MSCI 欧元区	13.9	15.0	2.9	5.7	10.4	11.7	3.4	4.2
MSCI 英国	16.1	13.7	5.8	4.2	11.0	10.0	3.1	3.4
MSCI 日本	18.0	17.9	4.4	6.3	9.6	7.5	2.1	2.0
MSCI 中国	14.3	13.6	7.8	6.0	11.9	14.0	2.0	2.4

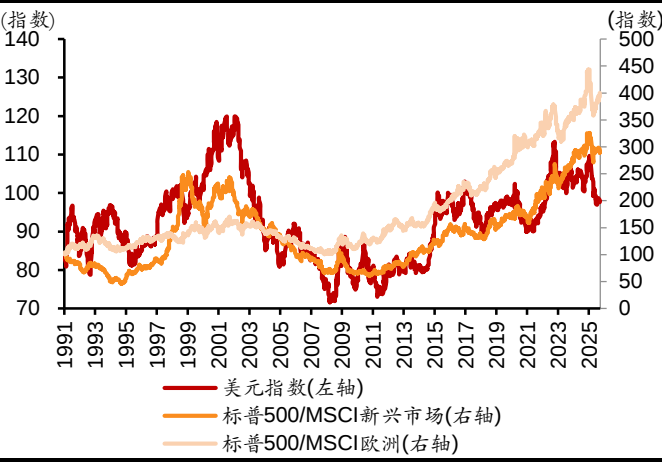
资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 18: 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 19: 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 27.5%）。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性和全球地缘政治与经济不确定性，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%。私募股权产品风险收益特征包括：风险较高，流动性较低（锁定期 7-10 年）；潜在收益较高，私募市场数据服务商 Preqin（睿勤）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，全球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 5%）。行业调查显示家族办公室对对冲基金产品平均配置比例为 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布局，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 4%）。行业调查显示家族办公室对私募信贷产品平均配置比例为 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

建议超配（配置比例 2.5%）。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。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、美元利率下降、美元走弱和各国央行黄金需求增加均对金价构成利好。未来 3 个月，黄金可能震荡上行，处于 3500-4000 美元区间。

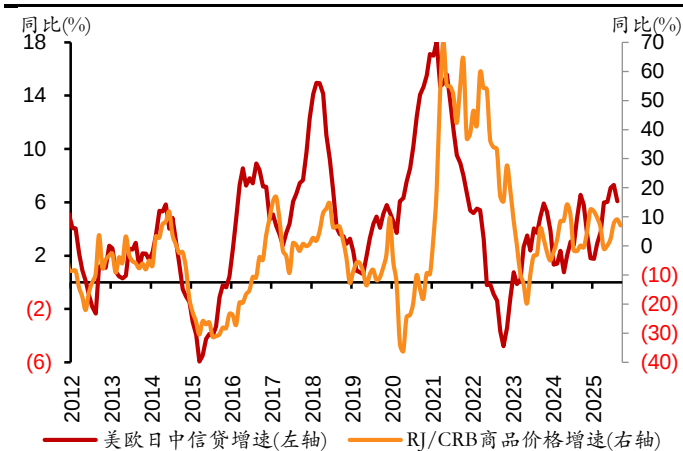
房产

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

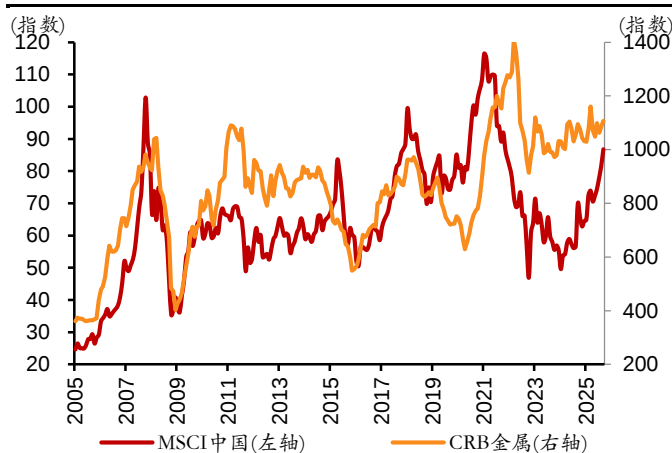
建议配置比例 1%。目前缺乏对数字资产配置比例的调查。数字资产潜在收益较大，但投资风险也比较大，价格波动和监管风险高于其他风险资产。据 CoinDesk 统计，2015-2024 年比特币年均涨幅达到 40% 左右。随着更多数字资产 ETF 被推出，投资者可以通过受监管渠道建立数字资产敞口。真实世界资产代币化（RWA）为将传统资产纳入区块链生态系统提供了新机遇。

图 20: 四大经济体信贷增速与大宗商品涨幅



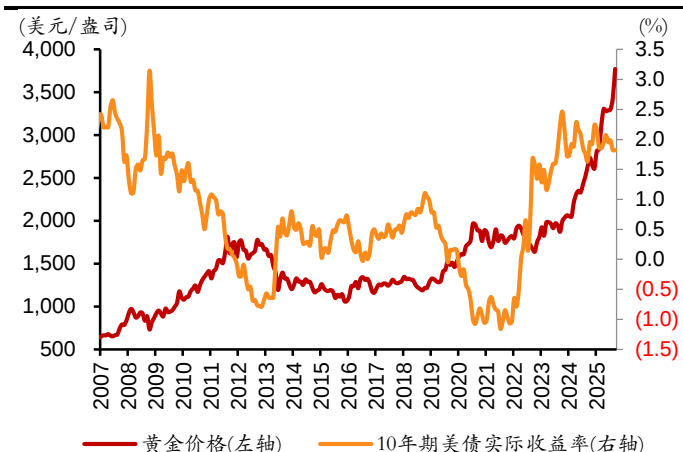
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 21: 中国股市与全球金属价格



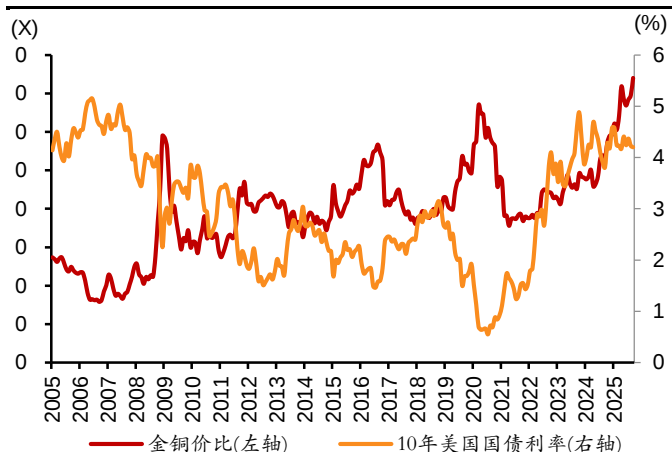
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 22: 金价与美元实际利率



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 23: 金铜价比与 10 年美债收益率



资料来源：Wind，招银国际环球市场

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或赔偿责任。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。