



招商银行

CHINA MERCHANTS BANK

因 您 而 变

私人银行季度投资观点

二零二五年 第二季度





回顾2025年一季度，海内外宏观与政策环境的变化高度不一，这使得全球大类资产交易呈现出高波动的特征，新的震荡格局逐渐形成。境外方面，特朗普政策引发二次通胀担忧，降息预期边际收敛，宏观经济有可能陷入“滞胀”状态。境内方面，政策基调积极，经济基本面温和复苏，经济内生动能缓慢修复，市场风险偏好有望缓步上行。

境内外宏观经济如何演变？政策如何调整？又如何影响资本市场？各大类资产分别蕴含哪些风险与机会？带着这些思考，与您分享我们对2025年二季度的资本市场展望。

助您家业长青 是我们的份内事

了解更多招商银行私人银行服务，敬请垂询。



扫码了解更多



Private Banking
私人银行



40066-95555

微信服务号：招商银行私人银行

► 2025年一季度大类资产表现回顾：境内股涨债跌，境外股跌债涨

回顾2025年一季度，境内外市场整体呈现出震荡趋势。主要围绕美国“滞涨”预期和“中国资产重估”进行了集中交易。境外市场方面，黄金、美债大幅走强，美股、美元指数走弱。境内市场方面，由DeepSeek引发的科技股爆发带动春季行情上演，偏股混合基金指数上涨，小盘股更为活跃，受股债跷跷板效应影响，中债利率上行，债券市场波动加大。

表1：2025年一季度市场回顾

大类资产		现 价	今年以来	近6个月	近1个月	
境内	A股	上证指数	3336	-0.48%	-0.02%	0.45%
		沪深300	3887	-1.21%	-3.25%	-0.07%
		中证500	5858	2.31%	1.99%	-0.04%
		中证1000	6227	4.51%	9.07%	-0.70%
		创业板指数	2104	-1.77%	-3.28%	-3.07%
		科创50	1023	3.42%	17.23%	-5.20%
	港股	中证红利	5408	-3.11%	-5.11%	1.81%
		恒生指数	23120	15.25%	9.40%	0.78%
		恒生科技	5395	20.74%	13.53%	-3.11%
	债券	港股高股息	5041	-0.12%	3.72%	1.31%
		10Y国债	1.82%	20.09BP	-37.35BP	9.12BP
		中证国债	243	-0.97%	2.92%	-0.67%
中证信用债		211	-0.15%	1.96%	0.09%	
境外	美欧	中证转债	428	3.13%	8.85%	-0.55%
		道琼斯工业指数	42002	-1.28%	-0.78%	-4.20%
		标准普尔500指数	5612	-4.59%	-2.61%	-5.75%
		纳斯达克指数	17299	-10.42%	-4.89%	-8.21%
	亚太	欧洲STOXX50	5248	7.20%	4.96%	-3.94%
		日经225	35618	-10.72%	-6.07%	-4.14%
		印度SENSEX30	77415	-0.93%	-8.17%	5.76%
		MSCI越南	429	5.09%	-3.56%	2.20%
美债	美国10Y利率	4.23%	-34BP	49BP	7BP	
	QDII债券基金	1325	2.09%	1.30%	0.28%	
汇率		美元指数	104.19	-3.95%	3.41%	-3.14%
		美元兑人民币	7.25	-0.62%	3.38%	0.00%
另类	伦敦金	3122.91	19.01%	18.55%	9.31%	
	上海金	729.80	18.34%	22.32%	8.11%	
	布伦特原油	74.71	0.09%	4.20%	2.61%	
	LEM铜	9710	10.74%	-1.21%	3.76%	
	CME比特币期货	82650	-12.19%	29.66%	-2.36%	

数据来源：Wind，截至2025年3月31日

► 2025年二季度大类资产配置展望： 美国不再“例外”，境内持续改善

对于2025年二季度的大类资产配置逻辑，境外境内分别阐述如下：

境外：美国“滞胀”担忧继续发酵。美国经济内生动能有所修复，但中期看形势依然严峻。修复主要表现为企业部门投资活动扩张，可能反映了长端利率见顶回落的影响，居民部门消费仍然疲弱，“滞胀”乌云不散。随着4月初关税大棒落定，负面情绪或进一步发酵，经济减速可能从居民部门传导至企业部门。前瞻地看，美联储或在坚持“通胀暂时论”的基础上拖延行动，等待更多数据以评估经济不确定性。

境内：经济平稳开局，政策有望“更加积极”。中国经济在政策支持下实现平稳开局，呈现内需好于外需、供给好于需求、资产价格修复先于商品价格三个特征。一季度GDP实际增速或在5%左右，为全年经济增速达标打好基础。“两会”闭幕后，各项工作部署加速落地，扩张性的总量政策与提振消费举措落地生效值得期待。中国宏观政策积极有为，增强合力。财政政策“更加积极”总体力度大致符合市场预期同时留有余地，年内仍有进一步加力的可能。“货币政策适度宽松”，重提“择机降准降息”，操作方面更注重结构性政策工具，以稳住楼市股市并做好“五篇大文章”。

根据市场研判与分析，我们对未来6个月的大类资产配置做如下建议（见表2）：

表2：各类资产前瞻汇总

资产类别		市场前瞻
权益	A股	二季度进入季报及年报发布期，市场焦点逐渐回归基本面。随着财报披露，机构开始向绩优股调仓转换，叠加外围扰动仍在，A股仍存在阶段性调整的可能性。中期看，A股估值调整至合理水平，政策拐点明确，中期上涨趋势不改。策略上维持中高配，重点关注科技成长、红利价值和大消费方向。
	港股	港股前期的快速上涨得益于AI带动的外资和南下资金的流入，但关税影响下，资金流向有待进一步观察，市场进一步上行需要有境内基本面和稳定国际环境的支持，短期港股弱势整理，中长期配置价值仍在，重点布局科技与红利方向。
	美股	美股估值压力部分释放，但仍面临不利局面，后续仍有调整可能。中期关注美国经济韧性、关税及货币政策变化，暂维持对美股的标配建议。
固收	国内固收	债市机会与风险并存，后续走势或以震荡为主，不宜追高。建议维持当前配置比例，关注固收+品种的配置机会。
	美元债	美元债市场正面临多空交织的局面，利率将呈现宽幅震荡走势。综合考虑预期收益和持有体验，当前建议配置中短久期美债。
另类	黄金	金价大概率维持高位震荡，购入时需考虑下行风险，策略上建议标配。

表3：各类产品策略具体建议汇总

资产分类	投资策略	配置建议（未来6个月）	策略建议
现金	现金	—	银行间资金利率从上行转为震荡，现金类产品投资收益趋稳。但从中长期看，降准降息概率较大，现金和存款利率仍在趋势性下行中。
固收	存款	—	
	纯债	中低配	短债策略有配置价值，中长债机会和风险均不突出。
	固收+	标配	权益市场长期受益于政策托底，短期转为震荡，可通过固收加有限度地参与权益市场。
权益	主观多头	中高配	估值处于合理水平，政策拐点明确，内生动能边际改善，中期上涨趋势不改。策略上维持中高配，结构上均衡配置消费+科技+红利。
	量化多头	标配	市场环境整体依然有利于量化选股类策略获取超额收益。但近期市场活跃度明显下降，配置性价比略有降低。
另类	黄金	标配	黄金价格新高后安全边际进一步压缩，预计后市波动加大，建议标配。
	市场中性	标配	虽然近期市场活跃度有所下降，但成交额依然处于历史相对高位水平，依然建议股票中性策略为标配。
	多策略	标配	CTA类策略整体规模适中，地缘政治及贸易冲突或将提升商品市场的波动性和趋势性，因此CTA策略维持标配。维持CTA类策略标配。
	结构化	标配	当前挂钩A股的结构化产品报价有所改善，是参与市场的有效工具。

定稿日期：2025/04/01

招商银行私人银行部、招商银行研究院联合出版

正文目录

2025年二季度主题：
境外交易“滞胀”担忧，境内交易预期改善

- 境外：美国“滞胀”担忧继续发酵 5
- 境内：经济平稳开局，政策有望“更加积极” 6
- 境内固收：趋于震荡 7
 - （一）利率债：回归基本面 7
 - （二）信用债：关注短期波动 8
 - （三）固收投资建议：可择机增配短债产品 9
- 境内股票：逐渐回归基本面，中期上涨趋势未改 10
 - （一）A股大盘：中性偏乐观 10
 - （二）A股结构：构建攻守兼备的组合 10
 - （三）港股展望：转为震荡 12
 - （四）策略建议：中高配A股权益产品 12
- 美股：运行承压 13
- 美元债：宽幅震荡 14
- 汇率：关注关税 15
- 商品：黄金过热 16

大类资产配置策略：股债均衡

2025年二季度主题： 境外交易“滞胀”担忧，境内交易预期改善

► 境外：美国“滞胀”担忧继续发酵

美国经济内生动能有所修复，但中期看形势依然严峻。修复主要表现为企业部门投资活动扩张，可能反映了长端利率见顶回落的影响，居民部门消费仍然疲弱，“滞胀”乌云不散。随着4月初关税大棒落定，负面情绪或进一步发酵，经济减速可能从居民部门传导至企业部门。

前瞻地看，美联储或在坚持“通胀暂时论”的基础上拖延行动，等待更多数据以评估经济不确定性。

考虑到当前市场环境建立在年内2次以上降息的预期之上，即使美联储试图安抚市场，但若再通胀收敛降息预期，或将导致金融条件再度收紧，冲击全球经济金融形势。

雪上加霜的是，美国财政即将步入阶段性紧缩期，进一步加剧了经济压力。受拜登政府离任前突击花钱影响，3-9月美国仅剩\$7,200亿赤字额度，较上年同期低28.4%。

图1：3-9月美国财政赤字仅剩\$7,200亿额度

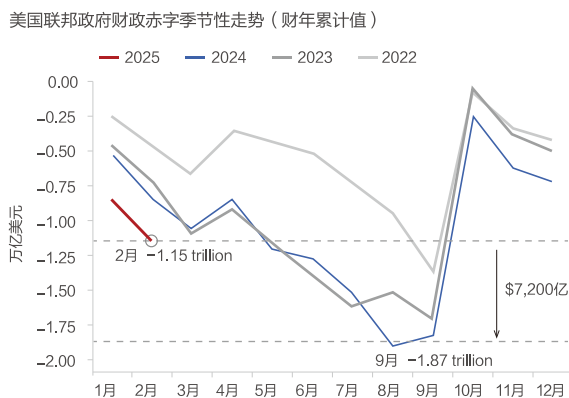
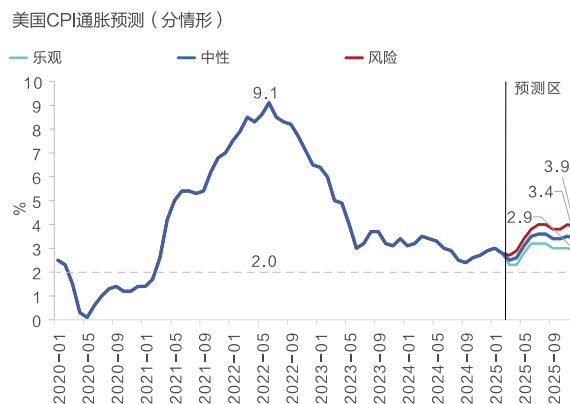


图2：关税或于年中引发“二次通胀”



► 境内：经济平稳开局，政策有望“更加积极”

政策支持下，1-2月我国经济实现平稳开局，呈现三个特征。一是内需修复好于外需，1-2月投资和消费增速高于出口。二是供给端修复好于需求端。1-2月工业生产保持较快增长，全国规模以上工业增加值增长较2024年全年加快，增速高于投资和消费。三是资产价格修复先于商品价格。部分城市住房价格止跌回稳迹象明显，但当前商品价格修复相对滞后，1-2月CPI、PPI累计同比分别为-0.1%、-2.2%。

前瞻地看，政策支撑下，我国经济有望继续稳健修复。一季度GDP实际增速或在5%左右，为全年经济增速达标打好基础。“两会”顺利闭幕后，各项工作部署加速落地，扩张性的总量政策与提振消费举措落地生效值得期待。

2025年《政府工作报告》将GDP增速目标继续锚定5%左右，通胀目标由3%左右下调至2%左右，这既考虑了我国当前所面临的通胀形势，也表明物价水平在宏观决策中的权重将明显上升。此外，要求宏观政策执行节奏早、力度足、畅通传导机制。

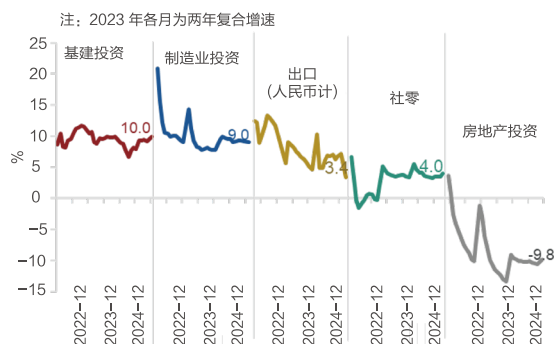
财政靠前发力，政策有望更加积极，总体上力度大致符合市场预期，同时留有余地，年内仍有进一步加力的可能。

前瞻地看，短期内财政收入仍将承压，债务融资将对支出形成有力支撑，预计二季度将加快发行超长期特别国债。但收入企稳回升、结构优化是后续财政持续扩张、保障支出强度的关键。**下半年财政可能视经济运行状况相机加力，增量工具或来自三个方面。**一是动用地方债务限额空间，补充地方综合财力。二是政策性银行增加债券发行融资。三是增加超长期特别国债发行规模。

货币政策将适度宽松。政策立场上，再度重申“择机降准降息”。自去年末中央经济工作会议以来，货币政策立场转向“适度宽松”。政策操作上，降低金融机构融资成本，明确支持科创与股市。金融形势方面，以1-2月累计情况观察，“开门红”规模可喜。

图3：1-2月外需增速放缓，内需增速提升

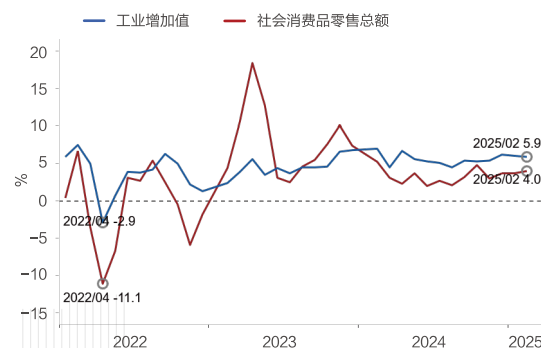
出口、投资和消费累计同比（2025年2月）



数据来源：Wind，招商银行研究院

图4：工业生产增长快于社零

中国生产消费当月同比增速



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

► 境内固收：趋于震荡

(一) 利率债：回归基本面

基于债券利率的三因素分析框架（名义GDP、货币信贷和银行间资金），利率债市场未来受到银行间流动性利多、信贷扩张中性、经济基本面中性的影响。**整体而言，利率回调压力已释放，决定中期走势的是基本面，基本面暂时还未有明显改善，因此预计利率以震荡为主。**分三方面看：

银行间流动性方面，央行宽松的货币政策基调不变，在短期对流动性预期进行纠偏之后，央行无意再抬升资金利率。因此，预计银行间流动性对债券影响中性。信贷市场方面，2月社融同比出现改善，但是信贷改善不明显，尤其是居民端信贷依然偏弱，或跟三四线地产仍然偏弱有关。预计信贷投放对债市影响仍然是中性。经济增长方面，1-2月经济总量表现小幅好于预期，结构上生产回落、投资偏强、社零持平。市场对经济的悲观预期有所收敛，但向上预期还不足够强。因此，我们判断经济对债市影响中性。

利率是否调整到位？首先，市场对货币宽松的预期已经调整到位，对利率的影响不再明显。我们在1月份曾提示市场透支了货币宽松的空间（预期降息40-50bp），央行会进行干预调节，经历了2-3月份调整之后，我们认为当前的利率点位定价1-2次降息空间（10-20bp）已在合理状态。在保持适度宽松的货币政策基调下，央行继续收紧流动性的动能不强。同时，央行继续大幅宽松的可能性也较低，因为基本面已出现企稳迹象。因此，预计流动性或货币市场预期在短期内无法给予债市新的向上或向下的动能。

其次，基本面对利率的影响还存在一定的不确定性。市场对基本面的担忧有所下降，同时在政策的提振下，对基本面的预期有所上升。因此，利率上行或还有推动因素。但受到中长期预期偏弱的限制，基本面向上的弹性并不大，因此利率向上的空间也受到限制。

图5：2025年3月同业存单利率上行趋缓



数据来源：Wind，招商银行研究院

图6：2025年3月债券利率震荡上行



数据来源：Wind，招商银行研究院

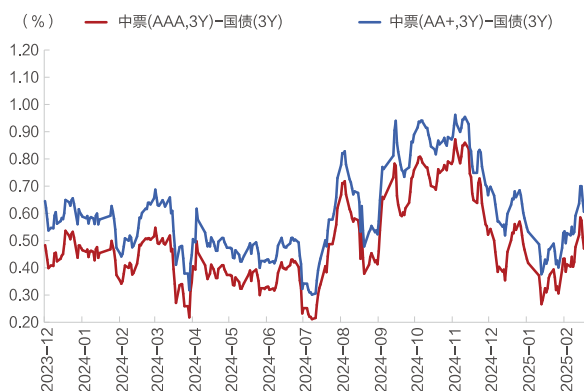
展望二季度，我们判断10年期国债利率在1.8–2.0%水平上震荡，2.0%以上需要基本面好转的助推，目前还未有足够的信号。

债券策略上，利率暂时看不到大幅下行的推动因素，因此不建议激进操作，不在此时大幅增加债券仓位及拉长久期。考虑到已经经历了不小幅度的调整，建议可以适度增加纯债配置，优先增加短债仓位配置。等到基本面情况确定后，再考虑是否增加长债配置。从债券品种配置上，年初以来看好转债的机会，但目前行情或已逐步进入到中后期，转债性价比已有所下降，建议可适度减少偏股转债的配置。

（二）信用债：关注短期波动

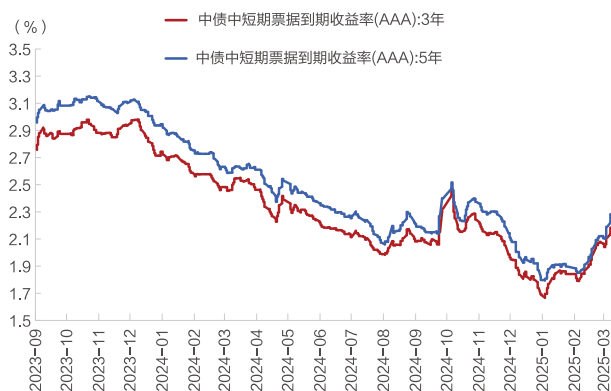
信用债收益率震荡上行，整体偏稳，信用利差小幅压缩。展望未来，我们认为信用债收益率震荡为主，信用利差或继续向下压缩，信用债投资性价比高于利率债，信用债票息继续为投资机构提供稳定回报，机构配置仍会比较积极。策略上，继续持有，适度增配中短久期信用债。

图7：2025年3月信用利差小幅压缩



数据来源：Wind，招商银行研究院

图8：2025年3月中票利率上行趋缓



数据来源：Wind，招商银行研究院

（三）固收策略建议：可择机增配短债产品

1、对于需要满足流动性管理需求的投资者，可继续持有现金类产品，增加稳健低波理财、短债基金或理财

短期资金利率不低，现金类产品收益仍有保证。但从长期来看，现金类产品收益仍在下降趋势之中，更多现金类产品收益或下降至1%以下。投资者可考虑保持当下现金类产品的配置仓位，适度增加存款打底的稳健低波理财、短债基金或理财。

2、对于稳健型投资者，继续持有纯债类产品，短期考虑暂停增加配置

债市进入回调后期，价格仍有小幅波动。回调时机较好的位置是10年期国债在2.0%以上，可以考虑增加纯债仓位或增配中长期纯债产品。对于有一定波动承受能力的投资者，届时可以选择久期两年以上的中长期债券基金。

3、对于稳健进阶投资者，可积极增配固收+产品

资本市场风险偏好在逐步上升，转债和权益资产收益提高，成为固收+产品获取更高收益的助力器。不过考虑到近期偏股型转债性价比已明显下降，可以考虑暂时停止增配激进型转债产品，可适度配置防守型转债类产品。建议稳健进阶投资者持有固收+理财、QDII理财。对于固收+理财，可以考虑的策略包括：+量化中性策略、+指数增强、结构化、+多资产/多策略（境内外债券/权益/衍生品）等。

► 境内股票：逐渐回归基本面，中期上涨趋势未改

（一）A股大盘：中性偏乐观

一季度大盘走势较为平稳，个股行情极为活跃，整体表现与传统春季行情颇为相似。上证指数先抑后扬，累计涨幅近乎持平；与此同时，结构性机会层出不穷，科技股与小盘股表现尤为突出，成为市场焦点。在此背景下，万得全A等权指数累计涨幅高达近10%，偏股基金指数累计涨幅则约为6%。

两会释放积极政策信号，赤字率和特别国债规模符合较乐观预期，楼市和股市呵护态度增强，市场给予正面回应。

二季度进入季报及年报发布期，焦点逐渐回归基本面。随着财报披露，机构开始向绩优股调仓转换，叠加外围波动加剧，**A股仍存在阶段性调整的可能性**。往后看，A股估值处于合理水平，政策拐点明确，**中期上涨趋势不改**。

中期趋势判断主要依赖于对业绩、资金和估值三大核心因子的把握。业绩层面，企业去杠杆趋势未改，居民去杠杆，房地产、消费、基建投资边际略有改善，经济全面复苏仍需要时间。**资金层面**则迎来诸多政策利好，稳住股市已被明确纳入2025年我国政府工作的重要任务之一，两会报告着重强调要强化战略性力量储备以及稳市机制建设；中央金融办牵头联合6部门积极推动中长期资金入市，预计年内将有近万亿资金入市；此外，产品端理财对于股票有配置需求，投资者的存量资金风险偏好上升。**估值层面**，横向来看，A股估值低于美股、印度股市；纵向来看，A股的估值仍处于偏低水平，具备长期配置价值。**综合来看，A股大盘年内可能以震荡为主，向上有业绩预期的压力，向下则有政策层面的稳定力量**。我们坚信，我国政府具备实现稳住股市目标的强烈意愿和坚实能力，大涨大跌均与稳住股市的政策意图背道而驰，预计全年A股大盘将以稳为主。

基于对大盘整体以稳为主的判断，二季度A股市场将更多回归基本面，虽然短期仍有扰动，但是中期上涨趋势不改，于是我们**建议维持A股中高配**。

从长期来看，资本市场制度正从以往的扩容型发展逐步向投融资并重模式过渡，**A股市场的分红率和股东回报机制已显著优化，A股长期向好的格局正在逐步形成**。

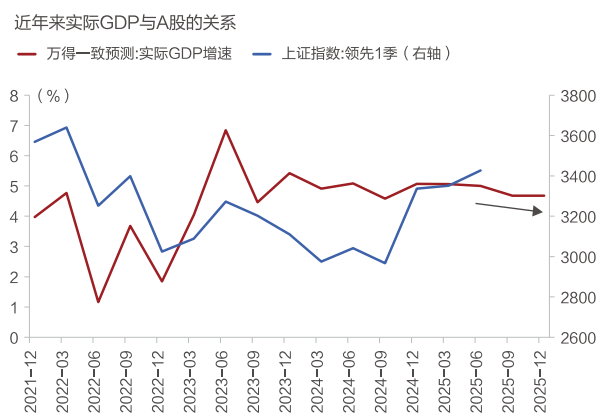
（二）A股结构：构建攻守兼备的组合

今年以来，小盘成长风格表现更好，这与我们年度和一季度的观点一致。此前我们认为流动性宽松背景下，成长仍有优势，上半年风险偏好提升更有利于小盘股。板块方面，科技表现最强，主要受DeepSeek带动中国科技资产价值重估，消费表现中等，而红利表现较弱。

展望未来的市场风格，成长占优的风格局面仍将延续。流动性宽松的趋势并未发生根本性的变化，成长仍有优势，不过，由于美联储降息预期进一步收窄，成长的优势变小。市场风险偏好提升较快，导致科技和小盘股当前热度已高，因此短期需注意波折和震荡调整。

板块方面，科技或成为长期主线，但短期存在过热风险，建议科技、消费、红利均衡配置。科技板块是今年A股的投资主线，是时代的BETA。AI竞争格局的改变，为中国科技股带来了前所未有的发展机遇，中国科技股有望在这一结构性变化中获得相对优势。需要注意科技板块短期交易过热，TMT（电子、计算机、通信、传媒4个行业）成交额占A股比例超过40%，根据历史经验，成交额占比大幅上升通常代表阶段性过热。**消费板块具备潜力**，促进消费政策不断出台，**顶层政策的相关板块未来一年大概率有超额**，并且消费板块处于估值底部，安全性较高。在经济增速换挡背景下，高端消费受限。而白酒作为高端消费的代表，在A股消费板块中占比较高，因此消费板块整体表现可能一般。可以重点关注具有潜力的方向，一是服务消费，二是新兴消费，三是消费平替。**红利风格配置价值凸显**，红利风格目前成交额占比处于2011年以来低位；同时超额收益收缩至2023年水平。**当前红利板块的股息率在6%以上**，对于低风险偏好的长期资金有持续的吸引力，在景气度一般时可作为底仓，进行中长期配置。

图9：A股业绩面临压力



数据来源：Wind，招商银行研究院

图10：稳住股市上升为政治任务



数据来源：Wind，招商银行研究院

（三）港股展望：转为震荡

一季度以来，恒生指数上涨超15%，恒生科技指数上涨约20%。主要原因是DeepSeek点燃了科技股行情，重塑了市场对中国科技股的信心，而科技股是港股的权重板块，在恒生指数中的权重高达41%；次要原因是美元指数年初以来走弱，有利于港股的资金面。

展望未来，关税将影响港股资金流入，市场进一步上行需要有境内基本面和稳定国际环境的支持，短期港股弱势整理，中长期配置价值仍在。

港股结构方面，短期资金或从科技股流向红利股，但从长期看科技与红利资产仍可维持均衡布局。对于科技股而言，AI有望在未来数年成为重要的核心赛道，但目前短期热度较高，从主题驱动向业绩驱动的转变仍需时间。对于红利股，自一季度以来与科技股呈现出此消彼长的走势，其相对强势阶段通常出现在景气行业稀缺之时；撇开短期波动，随着中国经济从高速发展向高质量发展过渡，以传统行业为主的低估值红利资产仍将有望获取超额收益。基于以上分析和展望，我们建议港股维持标配，重点关注恒生科技和红利。

图11：恒生指数和中国经济走势高相关



图12：强势美元不利于港股表现



（四）策略建议：中高配A股权益产品

主观多头：中高配主观多头产品，与A股大盘一致。结构上均衡配置均衡配置红利+价值+成长。

量化多头：标配量化多头产品。近期市场活跃度明显下降，配置性价比略有降低。

► 美股：运行承压

今年以来，美股整体小幅下跌，尤其是近一个月，标普500指数已从高点下行近10%。原因主要包括对美国经济和贸易政策的担忧、此前过高的估值和来自中国的AI竞争压力。

展望未来，我们认为**美股估值已经回落，但美股仍面临不利局面**。滞胀是基准情景，美国经济走向严重衰退的概率不高，标普500从高点已调整近10%，未来还将继续调整，但是下行空间不超过10%。

首先，经济预期和企业盈利预期持续下降，对美股支持力度减弱。美国经济领先指标持续回落，分析师预测也呈现回落趋势，2025年标普500净利润增速也从年初的12.5%下降到3月的10.2%。

其次，贸易政策的不确定性仍未解除。通胀是特朗普2.0政策框架中最为鲜明的主题，加征关税所带来的通胀压力，导致美联储降息空间受限。

最后，AI从垄断走向竞争，对美国大型科技股不利。以DeepSeek为代表的中国AI企业技术实力迅速赶上，并采取开源策略，大幅降低了使用成本，打破了美股科技巨头对AI领域的垄断。DeepSeek本身有一定的偶然性，然而，全球AI竞争格局的改变却有必然性。技术扩散是不可阻挡的历史趋势，尤其在开源社区活跃的AI领域。中国具备基础设施、数据资源、人才和应用场景等必要条件。更为关键的是，中国制造业的规模效应和成本优势，能够以更低成本实现AI技术产业化。因此，行业竞争加剧必然导致盈利水平下降，使美股大型科技股的估值支撑和长期盈利能力面临实质性挑战。

策略上，维持对美股的标配建议。科技股长期创新驱动趋势未变，但面临竞争压力。建议采取均衡配置策略，降低投资组合波动性，并密切关注经济指标变化。

图13：美国经济预期回落

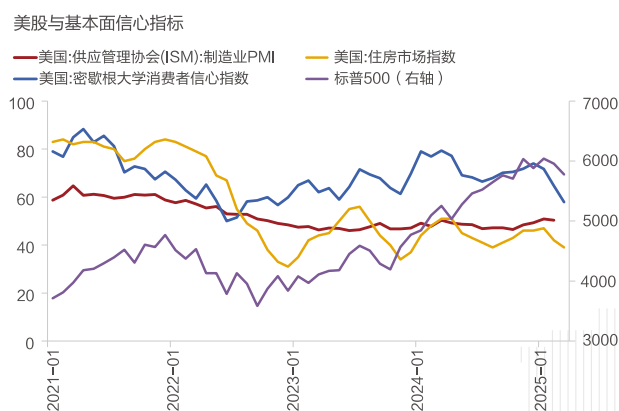
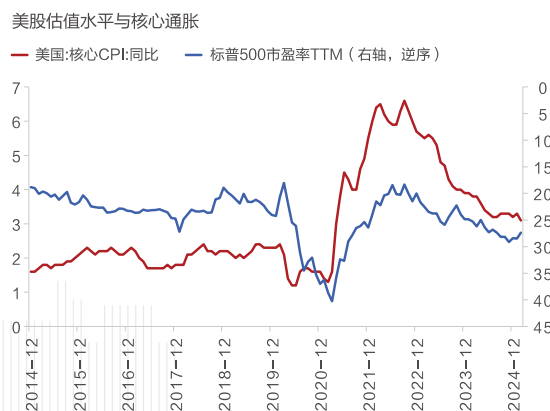


图14：美股估值受通胀影响



► 美元债：宽幅震荡

尽管美国经济内生动能存在小幅放缓可能，但是考虑到关税带来的通胀压力，美债利率预计为宽幅震荡走势。策略上，考虑到高票息优势，美债仍然是高确定性策略，建议优选中短久期美债。

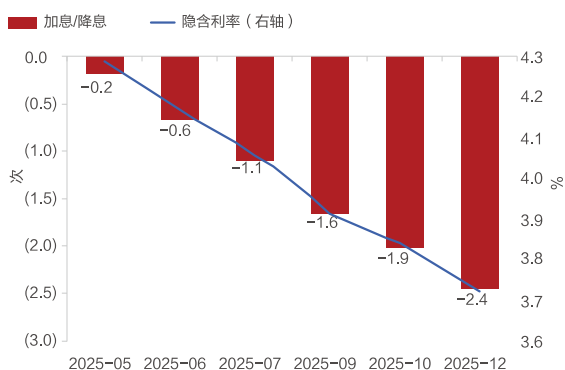
美国国债方面，市场正面临多空交织的局面，利率或落入宽幅震荡形态。一方面，美国经济动能存在小幅放缓可能，对美债利多。另一方面，在特朗普政府的关税大棒下，通胀将限制美联储的降息空间。短期来说，由于市场已经计入2-3次左右的降息预期，美债对利多钝化，叠加二季度特朗普可能会推动关税组合拳，通胀预期的回升或重回市场视野，美债存在调整可能。

美元信用债方面，中短久期投资级债券拥有更高的确定性。对于高收益债来说，美国经济可能面临减速压力，不过陷入实质性衰退的概率仍然较低，高收益债可部分配置但需控制比例。

中资美元债方面，中短久期的投资级债券确定性更强。板块上，我们建议关注金融、城投债和部分头部科技企业、以及石油行业的央国企所发行的美元债，安全性相对较高。

图15：市场预期美联储2025年降息2-3次

联邦基金期货隐含降息预期

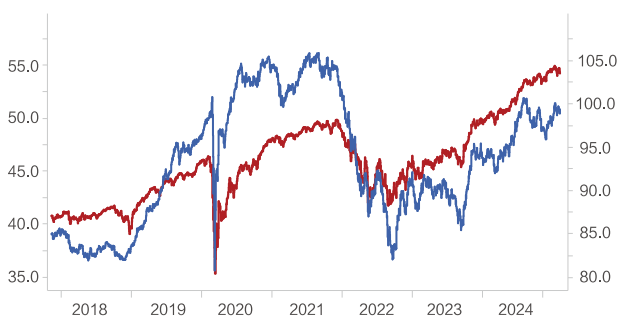


数据来源：Wind，招商银行研究院

图16：美国投资级VS高收益债ETF走势

美国投资级信用债和高收益信用债走势

— 投资级企业债ETF总回报（右轴） — 高收益企业债ETF总回报



数据来源：Wind，招商银行研究院

► 美元：难以趋势走弱

美元难以落入趋势性走弱通道，关注后续超跌反弹的可能。一方面，尽管德国财政立场由保守转为扩张导致“美强欧弱”叙事遭到了一定挑战，但是考虑到德国的财政开支从落地转为实际需求仍需要时间，起码在2025年度带来的实质性改善较小，美欧之间也难以在短期内实现经济差异的弥合，美元的下跌空间有限。另一方面，特朗普关税政策对美元有支撑，不过需要关注预期差情况。进入二季度，特朗普的对等关税、部分行业关税政策可能会逐步落地，在贸易政策不确定性上升的背景下，对美元利多。不过，若关税政策再次出现“延期”、“豁免”等不及预期的情况，不排除美元指数维持低位徘徊的可能。

图17：“美强欧弱”遭遇挑战



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

图18：贸易政策不确定性往往推升美元



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

► 商品：黄金过热

黄金：当前市场出现过热迹象，投资的安全边际正在降低，建议维持标配。

一是黄金估值已经逼近历史最高。自2022年底开始，黄金的上涨已经持续2年以上，市场出现过热迹象。招商银行研究院黄金估值模型显示金价已经上涨至历史99.7%分位数水平，距离历史最高（石油危机时期）仅一步之遥，我们认为当前全球环境不可比拟石油危机时期，危机倒逼金价上涨的条件不充分。我们相信朴素的投资逻辑是，当资产价格变得昂贵时，买入需要格外小心，这一逻辑在历史上多次被验证。当然，估值高并非是市场下跌的理由，但是黄金继续上涨的安全边际正在下降。

二是部分不利因素尚未定价。一方面，2022年爆发的俄乌冲突改变了央行购金趋势，地缘政治风险的上升也助力了黄金的上涨。但是在特朗普的推动下，俄乌冲突或有可能结束，对黄金构成利空。另一方面，基准情形下美国衰退论略有夸大，若后续出现预期修正，同样对黄金不利。

不过，需要留意的是，如果美国经济比我们预期中更差，甚至落入衰退周期，降息逻辑将主导市场，金价可继续看高一线，后续建议关注美国经济的变化情况。

图19：黄金估值逼近历史最高



图20：黄金VS美债实际利率



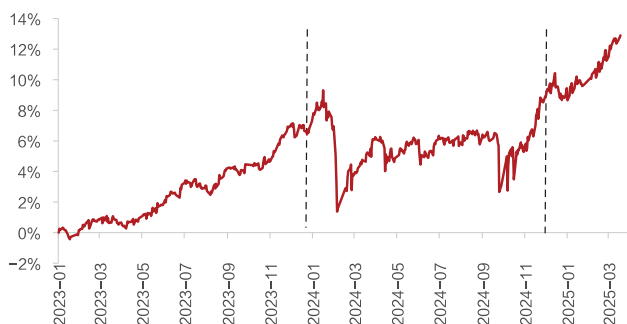
CTA：二季度全球大宗商品或维持高波动特征。近一个月，CTA类策略整体表现较好，主要受益于有色板块的趋势性上涨行情以及多数产品中的股票中性策略。综合考虑CTA类策略近两年的规模萎缩，以及当前地缘格局和美国政策的不稳定性都可能加大商品市场的供需矛盾，从而提升商品市场的波动性和趋势性，因此**CTA类策略依然处于可以正常配置的市场环境。**

市场中性：处于可配置环境。由于近一个月量化选股模型的超额收益较为明显，且基差无大幅收敛，股票中性类策略整体在近一个月取得较好的收益。虽然近期市场活跃度有所下降，但成交额依然处于历史相对高位水平，我们依然建议股票中性策略为标配。

图21：开年以来市场中性产品业绩平稳上行

中性产品2023年至今累计收益

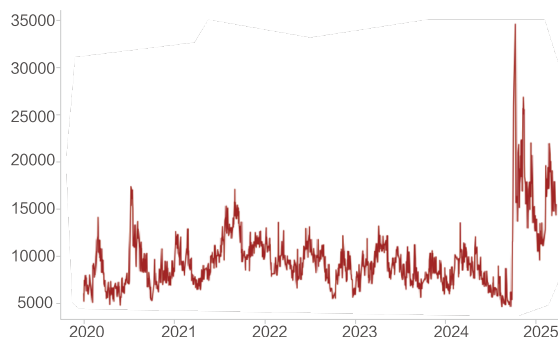
— 国泰君安C端市场中性指数



数据来源：Wind，招商银行研究院

图22：市场活跃度下行但仍处于相对高位

— 两市成交额（亿）



数据来源：Wind，招商银行研究院



重要免责声明

理财非存款，市场有风险，投资须谨慎。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，本公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我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担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司以往报告及本报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。

招商银行有权在法律法规和监管规定允许的范围内对本报告予以解释。



招商银行私人银行持续创新，打造极致的金融服务体验，以全球化视野和本土化洞察，
整合招行内外部资源，搭建“人-家-企-社”综合服务体系，
为您个人、家族和企业提供财富管理、家业传承、企业投融资、慈善公益等优质服务。

更多信息，请致电 **40066-95555** 微信服务号：招商银行私人银行



了解更多私行服务
敬请垂询



招商銀行
CHINA MERCHANTS BANK

Private Banking
私人銀行



更多信息，请致电 95555，或登录 cmbchina.com