



招商銀行

CHINA MERCHANTS BANK

因 您 而 变

私人银行季度投资观点

二零二五年 第三季度

PRIVATE
BANKING

助您家业常青
是我们的份内事



回顾2025年二季度，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，关税风波使得全球市场欲扬先抑，美联储降息预期虽边际收敛，美国经济依旧维持韧性。境内方面，中美经贸关系先紧后松，我国宏观政策一以贯之、及时加力，使得上半年经济平稳增长，外需高增，内需接棒，市场风险偏好有望进一步上行。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年三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



招商银行
CHINA MERCHANTS BANK

Private Banking
私人银行



40066-95555

微信服务号：招商银行私人银行

► 2025年二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年二季度，境内外市场整体呈现出震荡趋势。主要围绕全球经贸变局和“去美元化”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年上半年市场回顾

大类资产			现价	近1个月	今年以来
境内	A 股	上证指数	3444	2.90%	2.76%
		沪深 300	3936	2.50%	0.03%
		中证 500	5915	4.31%	3.31%
		中证 1000	6356	5.47%	6.69%
		创业板指数	2153	8.02%	0.53%
		科创 50	1003	2.70%	1.46%
		中证红利	5410	-0.65%	-3.07%
		万得大消费指数	2363	-1.95%	0.95%
	港股	恒生指数	24072	3.36%	20.00%
		恒生科技	5303	2.56%	18.68%
		港股高股息	5436	2.54%	7.70%
	中债	10Y 国债	1.65%	-2.28bp	3.51bp
		中证国债	248	0.57%	0.86%
中证信用债		213	0.44%	1.18%	
中证转债		444	3.34%	7.02%	
境外	美欧	道琼斯工业指数	44095	4.32%	3.64%
		标准普尔 500 指数	6205	4.96%	5.50%
		纳斯达克指数	20370	6.57%	5.48%
		欧洲 STOXX50	5303	-1.18%	8.32%
	亚太	日经 225	40487	6.64%	1.49%
		印度 SENSEX30	83606	2.65%	7.00%
		MSCI 越南	465	3.48%	14.04%
	美元债	美国 10Y 利率	4.24%	-17.00bp	-33.00bp
		QDII 债券基金	1338	0.86%	3.04%
汇率		美元指数	96.77	-2.68%	-10.79%
		美元兑人民币	7.25	0.00%	-0.62%
另类		伦敦金	3302.16	0.41%	25.84%
		上海金	767.58	-0.90%	23.09%
		布伦特原油	66.63	6.13%	-10.73%

数据来源：Wind，截至2025年6月30日

► 2025年三季度大类资产配置展望：
美国隐忧尚存，境内政策加力

对于2025年三季度的大类资产配置逻辑，境外境内分别阐述如下：

境外：美国从关税到财政。市场的滞胀预期并未兑现，美国经济仍在稳步扩张，通胀亦未显著上行。特朗普新政效果不及预期，财政赤字并未收敛，制造业回流阻力重重。未来美国的宏观主线，将由关税加征转向财政扩张，宏观治理或呈现“高赤字+小政府”特征。尽管关税冲击不及预期，但美国经济仍将在诸多不确定性下颠簸前行。财政扩张将支撑美国经济总量增长，但美联储利率居高难下，或加剧美国财政可持续性担忧，衍生金融风险。

境内：经济再平衡。上半年，我国经济直面关税逆风，实现平稳增长。关税冲击带来的外需收敛，或从企业部门向居民部门传导，加大我国供需再平衡的压力。面对需求不足、价格承压，宏观政策将锚定增长与通胀目标，加强逆周期调节，存量政策加紧实施，增量政策及时推出，畅通传导机制，增强政策实效。财政政策或由加速转向加力。货币政策将兼顾“四重平衡”，总量适度，结构宽松。在逆周期调节政策适时适度托举下，我国经济增长预计保持平稳。

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：大类资产配置建议表

资产类别		市场前瞻
权益	A股	关税冲突阶段性缓和，一揽子金融政策稳定市场信心，上市公司营收利润逐渐企稳回升，A股整体估值仍具优势。往后看，市场仍面临关税扰动和低通胀压力，短期大盘将在震荡中保持相对稳定，中期上涨趋势不改。结构上科技+红利+医药+消费均衡配置，阶段性关注业绩较优的板块机会。
	港股	港股在上市条件、已上市企业上具备结构性优势，但短期港股面临外围扰动和解禁压力，仍将波动。整体来看，预计港股偏强震荡，重点关注科技与红利板块，段性关注有业绩支撑的细分板块。
	美股	关税冲击最大的阶段已经过去，美股较大可能重启震荡上行趋势，动力来自企业盈利增长，但是估值难以提升，上行空间有限。
固收	国内固收	进一步宽松幅度有限，经济维持复苏态势，债券后市以震荡为主，配置上关注安全性，降低收益预期。
	美元债	预计美债利率维持高位震荡，10Y美债利率呈现宽幅震荡走势。
另类	黄金	短期避险情绪波动牵引金价波动，中长期具备配置价值，可耐心等待回调窗口逐步配置。

表3：投资策略配置建议表

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	—	资金利率转为震荡,年内仍有可能再次降准降息,存款利率还有一定的下调空间。
固收	存款	—	
	纯债	中低配	优先配置安全性更高的短债产品,中长债产品配置机会仍需等待。
	固收+	标配	权益市场中期上涨趋势未改,固收+产品可有限度地参与权益市场,具有较好的配置价值。
权益	主观多头	中高配	短期大盘将在震荡中保持相对稳定,中期上涨趋势不改。结构上科技+红利+医药+消费均衡配置,阶段性关注业绩较优的板块机会。
	量化多头	标配	目前各类市场风格整体走势较为平稳,成交额处于较高水平,有利于量化管理人获取超额收益,管理人在小市值因子上的暴露也明显下降,对量化多头类策略继续维持标配建议。
另类	黄金	标配	短期避险情绪波动牵引金价波动,中长期具备配置价值,可耐心等待回调窗口逐步配置。
	市场中性	标配	负基差逐步收敛至正常水平,对冲成本有所降低。中性策略潜在超额收益依然不低,维持标配建议,但配置时需降低收益预期。
	多策略	标配	当前不确定宏观环境下,可能会产生持续时间较长的供需矛盾,从而有利于CTA策略获取收益。当前CTA策略拥挤度较低,维持标配建议。
	结构化	标配	当前报价有所下降,建议选择更安全的结构进行配置。

定稿日期: 2025/07/02

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年三季度主题：
境外交易财政扩张隐忧，境内交易财政政策加力

- 境外：美国韧性依旧，隐忧尚存 5
- 境内：迎风搏浪，攻坚克难 6
- 境内固收：保持震荡 7
 - （一）利率债：利率低位波动，曲线温和转陡 7
 - （二）信用债：中枢偏强运行，利差扩张受限 8
 - （三）固收投资建议：收益中枢下移，多元策略主导 9
- 境内股票：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：均衡配置 10
 - （三）港股展望：牛市震荡，高配红利 12
 - （四）策略建议：中高配A股主观多头，标配量化多头 12
- 美股：震荡上行，均衡配置 13
- 美元债：持有中短久期，暂时回避长债 14
- 美元：中枢下移 15
- 另类：维持标配 16

2025年三季度主题： 境外交易财政扩张隐忧，境内交易财政政策加力

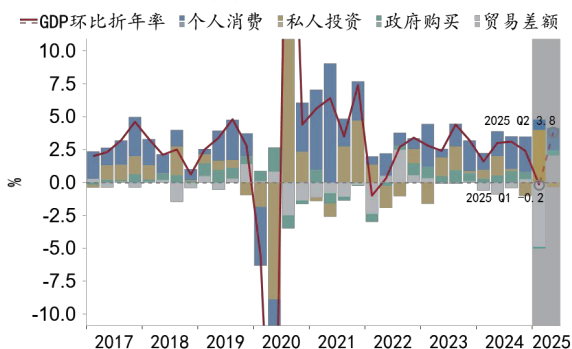
► 境外：美国韧性依旧，隐忧尚存

上半年，特朗普政府“削减政府开支+对等关税”组合拳扰动预期，市场一度担忧美国经济陷入衰退甚至滞胀，美联储将于年内降息5次（125bp）。随着财政政策重回扩张，颇具韧性的企业部门吸收了大部分关税成本，“衰退之虞”再次被击退，市场对美联储年内降息次数的预期回到2次（50bp）。

展望下半年，“财政宽松+去化监管”对经济的支撑仍在，去通胀进程大概率在关税与地缘冲突的双重影响下继续停滞，美联储降息空间非常有限。随着利率水平久居高位，美日主权债务或面临越来越大的可持续性压力，需警惕海外债市波动引发的全球金融冲击。三部门扩张对经济的支撑仍在，但长端利率的波动可能带来增长动能的颠簸。然而，特朗普政府反复无常、自相矛盾的政策，叠加美国经济的长期结构性问题，或令微观主体感受与宏观数据表现继续分化。

图1：25H1经济增速中枢或达2%

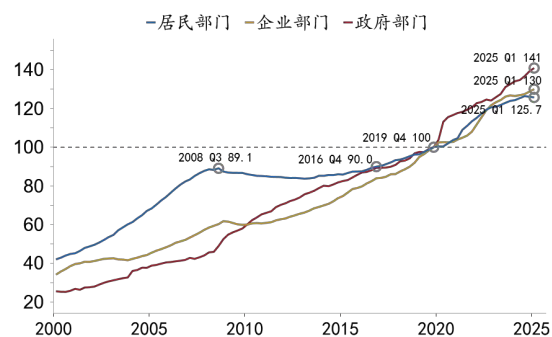
美国实际GDP环比折年率拆解(含GDPNOW预测)



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

图2：美国宏观三部门同步扩张

美国各宏观部门总负债(2019Q4=100)



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

► 境内：迎风搏浪，攻坚克难

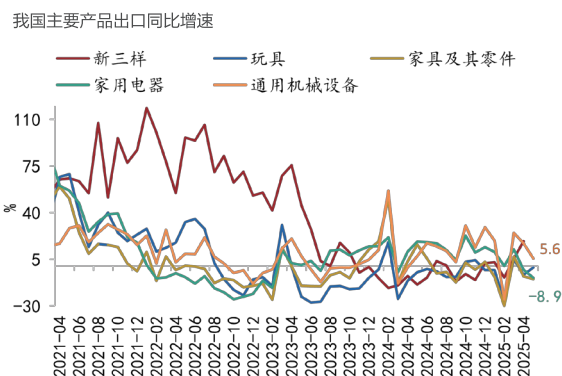
上半年，我国经济直面关税逆风，实现平稳增长。节奏上，2025Q1开局良好，实际GDP同比增长5.4%，高于市场预测中枢（5.2%）。政策托举、外需韧性、内需改善、生产加速四重因素合力实现经济数据“开门红”。4月以来，外需保持高增，内需积极接棒，新旧动能转换加速，以高质量增长的确定性积极应对关税变局的不确定性。但值得注意的是，当前我国供给强于需求的格局尚未实质性改善，物价低位运行压力仍然存在。

展望下半年，我国经济挑战与机遇并存。关税变局不断演变，外需支撑或显著减退，内需能否稳固支撑是决定经济动能变化的关键。其中，消费对经济增长的贡献或有增强，房地产投资的拖累或因体量收缩而边际减弱，基建投资维持高位，制造业投资温和放缓。企业生产平稳增长，利润温和修复、幅度受限。然而随着供强需弱的格局持续深化，商品价格修复道阻且长。基准情形下，预计全年实际GDP增长5%，GDP平减指数下探至-1%。

财政政策或由加速转向加量，在加快执行落地已有政策的基础上，年内仍有“空中加油”的必要。一是对冲关税冲击，托底经济增长。二是支持地方政府，推动地方财政重回扩张。7月中央政治局会议及8月下旬人大常委会或是财政加力的重要时间窗口期，预计财政将额外筹集5,000亿到1万亿增量资金。

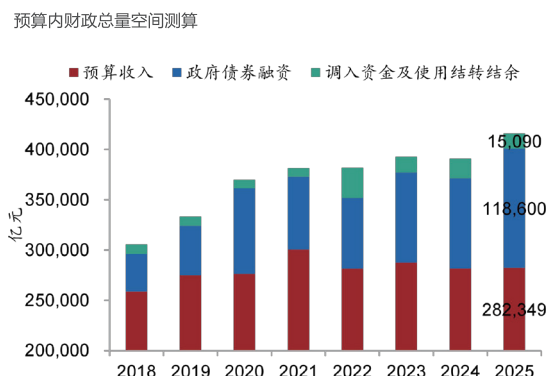
货币政策将保持“适度宽松”立场，总量适度，结构宽松，强化创新，畅通传导。**下半年或还有1次降息、幅度10bp，带动1Y、5YLPR同步下调至2.9%、3.4%。降准有望落地1次、共50bp，**并根据形势变化加大买断式逆回购与MLF资金投放力度，必要时重启国债买入。结构性政策工具加力落实，加快存量与新增结构性工具的使用，并推出新型政策性金融工具，用于促科创、扩消费等重点领域。

图3：通用机械设备和新三样出口加速



数据来源：Wind，招商银行研究院

图4：今年预算内财政空间达41.6万亿



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

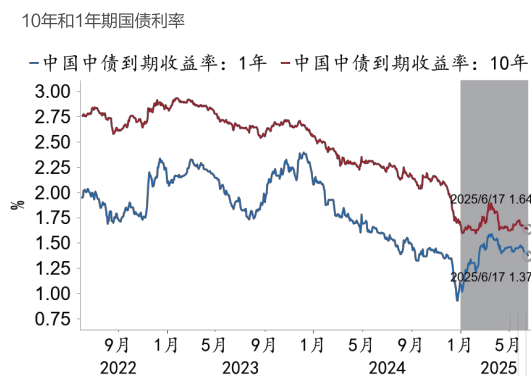
► 境内固收：震荡为主

（一）利率债：利率低位波动，曲线温和转陡

上半年，债券利率先升后降，节奏“快下慢上”，6月份10Y国债利率平均为1.65%，较1月小幅回升1.5bp。上半年驱动国债利率变动的因素主要来自资金面和情绪面：2025Q1资金利率大幅上升，DeepSeek破局带来市场风险偏好抬升，共同引致债市大幅回调；2025Q2对等关税冲击扰动市场避险情绪升温，资金面边际缓和，一度推动债市快速上涨。货币市场整体缓而不松，短端利率下行空间有限，经济基本面修复弹性不足，长端利率维持低位，导致收益率曲线进一步平坦。

展望下半年，基准情形下，预计债券市场利率低位波动，10Y国债利率中枢1.7%，主要运行区间1.5%–1.8%。策略上，下半年债市偏强波动，但考虑到利率水平已较低，后期下行空间不足，博取资本利得的空间相对有限。建议关注以下四点：一是考虑到债券利率向上动力不足，意味着回调风险可控，建议不轻易卖债，继续持债；二是预计收益率曲线或有一定概率温和转陡，债市震荡期间持有中短债性价比优于长债；三是国债利率快下慢上，意味着难以捕捉债市的涨势，等待利率回调后介入是更有效的策略，例如10Y国债收益率回升至1.7%–1.8%以上具备较好配置价值；四是利率低波震荡，单一的久期策略可能失效，进阶投资者可以通过交易增厚收益。

图5：2025H1国债收益率先上后下



数据来源：Wind，招商银行研究院

图6：实际利率仍然处于历史较高水平



数据来源：Wind，招商银行研究院

（二）信用债：中枢偏强运行，利差扩张受限

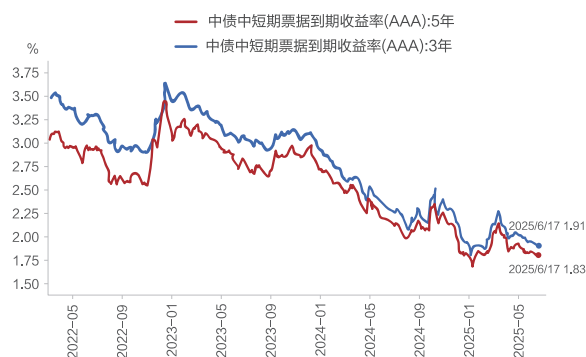
上半年，信用债净融资规模偏低，明显低于往年同期水平，发行期限以3年与5年为主，信用利差整体压缩，2025Q1利率债市场调整幅度大于信用债，信用利差被动收窄；5月后利率债整体呈震荡偏弱行情，中短期信用债凭借票息优势受到机构青睐，驱动信用利差压缩至历史低位。

展望下半年，基准情形下，预计信用债市场有望继续强于利率债，信用利差有望维持相对低位，大幅走阔概率不大。信用债净融资规模较上半年有望出现改善，但全年供给或不及2024年，发行期限或有所拉长。信用债票息为市场回调提供较厚的利率保护，依然可继续为投资机构提供稳定回报，机构配置仍会比较积极。**尤其是存款利率调降趋势下，或一定程度催化存款向理财、债基等转移，机构对信用债需求提高，利好信用债表现。**

策略方面，持有获得票息，对于高等级品种可考虑久期策略。**整体看，下半年基准情形下，预计信用债融资规模较上半年有所改善，流动性维持相对宽松，信用利差回升压力不大，信用债市场偏强运行。策略上，中短久期信用债打底，做好风险和收益的平衡。**

图7：2025H1信用债收益率先上后下

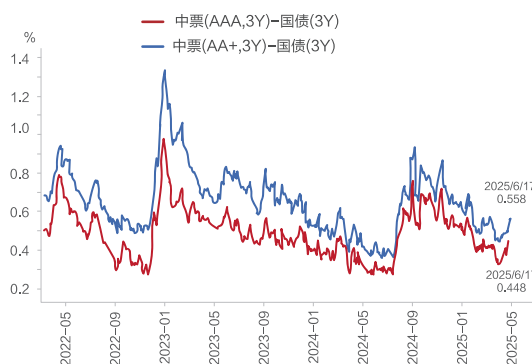
3年和5年中票到期收益率



数据来源：Wind，招商银行研究院

图8：2025H1信用利差整体压缩

AAA和AA+的3年期信用利差



数据来源：Wind，招商银行研究院

（三）固收策略建议：收益中枢下移，多元策略主导

展望下半年，基准情形下，流动性管理类产品收益预期需要继续下调，债市转为震荡，中短期纯债产品是较好的大类配置底仓品种。在底仓配置基础上，可增加对多资产和多元策略产品的配置。具体关注以下三点：

第一，对于流动性管理类产品，由于短端利率中枢有望下移，现金类产品年化收益或将进入低于1%的新阶段。

第二，对于纯债类理财产品，由于仍处于存款利率下调周期中，中短久期的稳健理财产品相较于存款仍具有比价优势，具有配置价值。

第三，对于“固收+”产品，由于资产荒格局持续演绎，叠加国内债市利率低位震荡，单一资产收益难免下降，理财产品从单一资产转向多元化策略和资产的趋势已经非常明确，应关注固收+产品。固收+可以考虑的策略包括：+量化中性策略、+权益指数增强、结构化、+多资产/多策略（境内外债券/权益/衍生品/大宗商品）等。

► 境内股票：中期上涨趋势未改

（一）A股大盘：中性偏乐观

上半年，A股市场呈现出一波三折的态势。初期，DeepSeek相关因素推动市场风险偏好阶段性上扬；随后，关税冲击导致市场出现调整；最终，在类平准基金托底以及关税缓和的双重作用下，市场迎来显著反弹。5月中美关税冲突阶段性缓和，我国推出一揽子金融政策稳定市场信心，A股小幅上扬。一季报发布结束，上市公司营收利润逐渐企稳回升，科技板块景气度回升，偏价值类的消费板块业绩有所改善。

展望下半年，关税扰动已基本被定价，后续将围绕基本面进行交易，大盘进入震荡期，绩优板块相对占优。中期来看，A股估值处于合理水平，上证指数市净率处于近5年38%分位，低于历史中枢水平；股息收益率攀升至95%历史高位区间，显著超越近年均值；股债风险溢价达到64%相对高位，凸显权益资产的相对估值优势；国际横向比较，A股相较于美股市场估值也存在较大优势。政策拐点明确，宏观流动性环境对A股有一定支撑，同时稳住股市是今年我国最为重要的政策目标之一，主要手段包括平准基金托底以及中长期资金入市等，伴随内生增长动力修复，**上涨趋势不改。**

（二）A股结构：均衡配置

结构上建议均衡配置红利+科技+消费，阶段性关注细分绩优板块机会（如创新药、新消费等）。

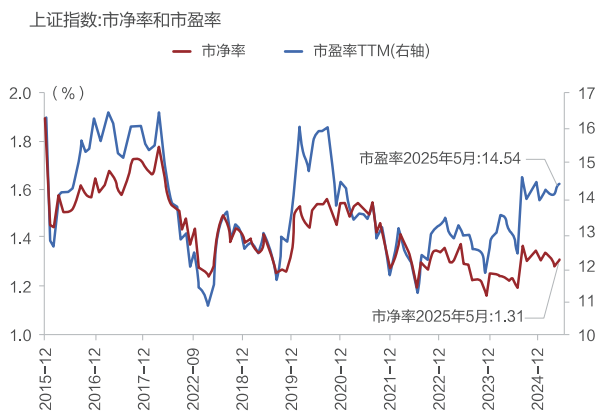
科技：一季度TMT板块财务指标改善数量最多，盈利增速及质量持续提升，需求边际转好。进入二季度后，因未出现持续性、趋势性的科技突破，叠加关税扰动，科技板块相应回落。往后看，科技板块兼具政策支持、产业趋势和景气度，仍是长期主线。

消费：一季度A股大消费板块财报整体平淡，传统消费整体疲弱，新消费值得关注。尽管新消费背后的逻辑并不相同，但其共性特征是均能实现快速的营收增长，新消费高增长的稀缺性在当前市场环境下尤为凸显，其投资价值值得关注。

医药：一季度板块整体财务指标改善数量最少，25年医药板块的业绩仍然面临比较大的压力。值得一提的是，创新药子板块相对于医药大板块和市场主要指数超额收益明显，主要得益于本土创新药受到海外认可，业绩陆续兑现，代表公司Q1业绩亮眼。

红利：长期资金入市和基金考核新规有助于提升红利板块的资金流入，当前接近6%的股息率对于稳健资金具有较强的吸引力和安全边际，具有较好的防御属性。

图9：市净率处于较低水平



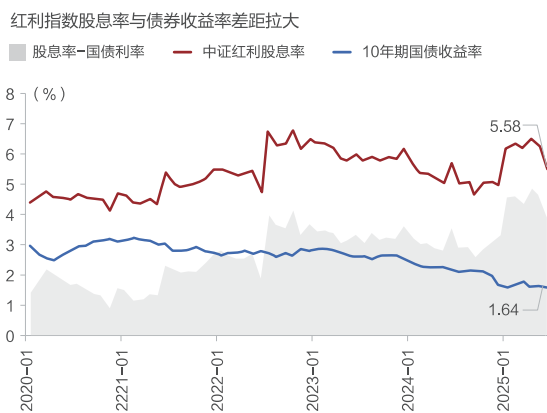
数据来源: Wind, 招商银行研究院

图10：政策呵护市场意图明显



数据来源: Wind, 招商银行研究院

图11：红利指数股息率与债券收益率差距拉大



数据来源: Wind, 招商银行研究院

（三）港股展望：牛市震荡，高配红利

上半年，港股市场呈现N字上行趋势。年初至3月18日，DeepSeek驱动市场风险偏好上升；3月19日至4月9日，关税政策冲击引发市场剧烈回调；4月10日以来，关税政策缓和，市场强势回升。

展望下半年，港股或处于牛市震荡期。业绩方面，预计中国基本面趋稳，向上缺乏弹性。流动性方面，美元趋弱有利于资金从发达地区流向港股等新兴市场。估值方面，恒生指数的市盈率和市净率都处于过往10年50%-60%的中等分位数水平。简而言之，流动性因素对港股更为有利，而基本面与估值表现则较为中性。

港股结构方面，建议下半年中高配红利股，标配科技股。港股红利今年虽未跑赢恒生指数，但仍上涨超7%，其波动性较低、股息率较高，可作为应对全球宏观不确定性的底仓配置。与A股高股息相比，港股股息率更高，但需征收至少20%的分红税，税后收益差异不大。恒生科技今年上涨超15%，兼具科技与消费属性，但当前科技行业缺乏爆款产品催化，消费者信心指数亦处于低位，后续可能震荡调整。

图12：业绩基本面相对平稳



数据来源：Wind，招商银行研究院

图13：美元走弱有利于资金流向港股



数据来源：Wind，招商银行研究院

（四）策略建议：中高配A股主观多头，标配量化多头

主观多头：中高配主观多头产品。中期来看，A股估值处于合理水平，政策拐点明确，伴随内生增长动力修复，上涨趋势不改。短期大盘将在震荡中保持相对稳定，维持中高配。结构上红利+科技+消费均衡配置，阶段性关注绩优板块机会。

量化多头：标配量化多头产品。市场活跃度虽有下降，但依然维持在较高水平，大部分风格因子整体表现平稳，市场环境对于量化选股类策略依然较为有利，单一因子暴露风险可控，维持指数增强策略标配建议。

► 美股：震荡上行，均衡配置

上半年，美股的核心逻辑先后围绕科技竞争与特朗普贸易政策展开，而美国经济与货币政策对美股影响有限。截至6月16日，标普500指数上涨2.6%，纳斯达克上涨2.0%，道琼斯指数下跌0.1%，美股整体震荡，各指数表现均衡，科技股领涨市场的局面未能延续。4月初对等关税升级，美股再度大幅下跌，标普500指数最大回撤接近19%。美股大幅下跌，触发了“特朗普看跌期权”（Trump Put），特朗普政府在股市大幅下跌后迅速调整了其贸易政策，包括启动关税谈判和暂停关税，随后市场触底反弹。

展望下半年，我们认为关税冲击最大的阶段已经过去，美股较大可能重启震荡上行趋势，上行动力来自企业盈利增长，但是估值难以提升，上行空间有限。策略上，**维持对美股的标配建议，结构上均衡配置。**

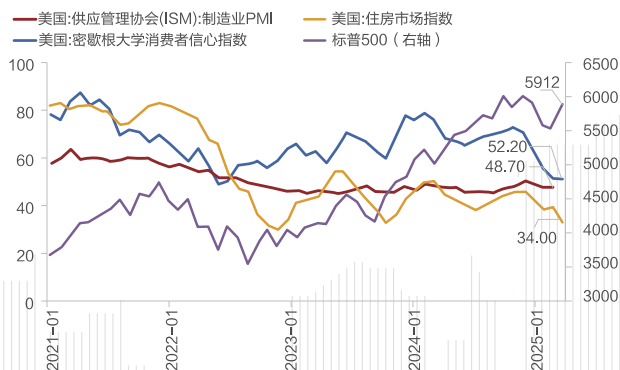
首先，企业盈利方面，美股表现出较强韧性。2025Q1在美国经济走弱和整体企业利润收缩的背景下，标普500EPS超预期，同比增长13.3%，高于5年平均（11.3%）和10年平均（8.9%），而美股营收同比与名义经济增速较为接近，为4.9%，低于5年平均（7.0%）和10年平均（5.2%）。**这表明美股企业盈利增长主要靠利润率提升，以及头部公司的盈利高增（Mag7 2025Q1利润增速27.7%）。**未来标普500EPS增速或也将跟随美国整体企业利润的趋势下降，分析师对2025年盈利预测也在不断下调，但当前预期EPS增速在7.5%，仍能实现盈利正增长，有望支撑美股韧性。

其次，美股估值偏高（图15），美联储宽松受限，美股估值难以提升。美联储当前仍采取“观望”姿态，政策制定面临两难，更可能是作为被动托底的角色，为市场提供“美联储看跌期权”（Fed Put）。尽管关税政策对市场的情绪冲击已经过去，但实际加征的关税对后续整体通胀水平的影响或将逐步显现，可能制约美联储货币政策宽松空间，对美股估值构成压力。此外，关税问题是长期深层次结构性矛盾，未来仍存在不确定性，或继续对美股形成压制。

科技方面，DeepSeek R1推出后，美股科技公司持续改进模型性能，在性能上仍保持一定的领先优势，且AI服务的价格呈现出明显下行的趋势。DeepSeek对AI产业的深远影响不仅局限于技术追赶，更关键的是显著加剧了AI服务的价格竞争。这种由技术平权带来的成本压力，正迫使行业参与者重新审视其定价策略与商业模式。这种由技术进步和市场竞争共同驱动的价格持续走低，将对全球AI产业的整体盈利能力构成制约。未来行业的盈利增长点或将更多地依赖于差异化的应用场景创新、垂直行业解决方案的深度整合，以及构建难以复制的生态系统壁垒。

图14：美国经济预期回落

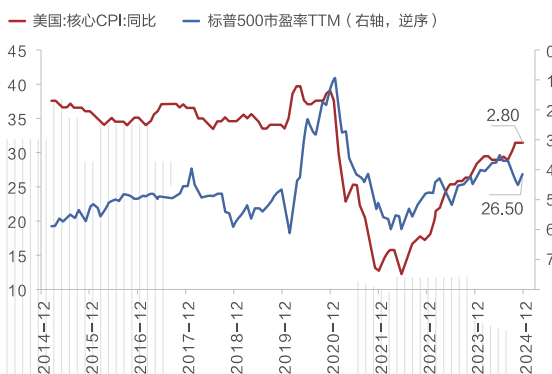
美股与基本信心指标



数据来源：Wind，招商银行研究院

图15：当前美股估值偏高

美股估值水平与核心通胀



数据来源：Wind，招商银行研究院

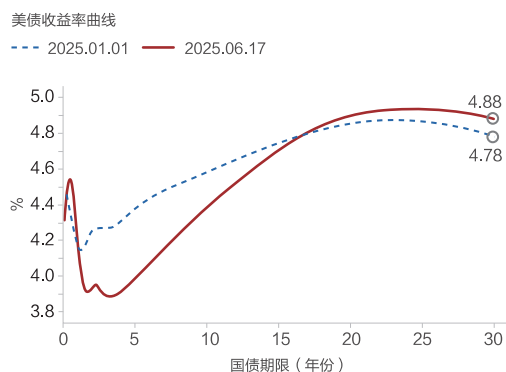
► 美元债：持有中短久期，暂时回避长债

上半年，美债市场的交易逻辑不断切换，从质疑“美国例外论”到交易美国滞胀预期，再到扩财政导致的债券供给预期上升，美债利率走势呈现高位震荡形态，收益率曲线走陡（图17），10Y美债利率中枢为4.4%。

展望下半年，预计美债利率将继续维持高位震荡，10Y美债利率中枢为4.3%，波动区间在3.5-5.0%之间。一是美国经济当前仍维持稳定，叠加通胀担忧，美联储陷入降息困境。在仅小幅降息的背景下，美债利率预计难有趋势性行情。二是美国债务压力加剧，对利率偏空。5月下旬，美国国会众议院以一票的优势通过了《大而美法案》，若最终落地可能会进一步加剧美国的债务问题，财政赤字将保持在6%上方，在此背景下，美债供给预期上升，将推动利率中枢维持高位。三是关税政策不确定性导致“卖出美国”的交易叙事仍在继续演绎（图18）。特朗普对等关税政策高调开场，市场不确定性飙升，导致美国市场多次出现股债汇三杀行情。尽管当前关税政策阶段性缓和，但后续政策不确定性仍然高企，“卖出美国”的交易叙事或将继续影响美债利率走势。

策略上，考虑到美债票息收益可观，建议维持中短久期美债的配置，以票息策略为主。对于长久期债券来说，考虑到通胀的关税压力，建议暂时回避。但若10Y美债利率上升至4.7%-5%的高水位区间，我们认为届时将是一个较好的配置窗口。

图16：美债收益率曲线走陡



数据来源：Wind，招商银行研究院

图17：美国债券型基金资金流向



数据来源：Wind，招商银行研究院

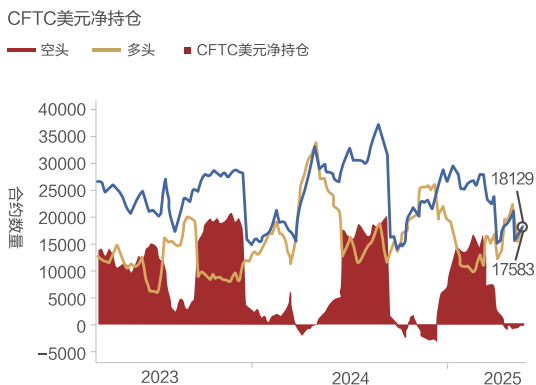
► 美元：中枢下移

上半年，外汇市场呈现美元贬值，非美货币升值的格局。特朗普对等关税政策大超预期，导致美国例外论动摇，资金对美元资产的信任也明显弱化，美元在此背景下明显走弱。

展望下半年，美元方面，预计将延续弱势行情，美元指数中枢为98，波动区间在95-103之间。一是市场对美国基本面的信心仍在下降。特朗普对等关税政策落地后，尽管美国硬数据维持稳健，但是代表预期的软数据大幅走弱，对美元不利，美元期货也早已从净多头转为了净空头（图19）。二是全球资金可能会从高配美元资产边际转向多元化配置，同样将削弱对于美元的支持。三是多数非美货币的套息交易正在逆转，对美元不利。当前虽然美元的利差优势仍在，但是多数非美货币的贬值预期早已逆转，导致套息交易性价比下降，日元、新台币等货币的套息交易已经出现反转趋势（图20），对美元的支撑正在边际回落。

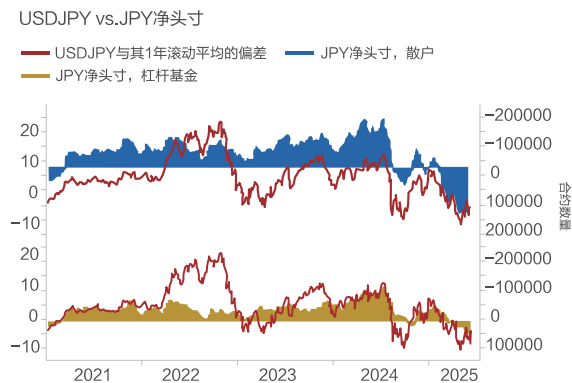
若全球资金对美元资产从超高配调降，不排除美元指数进一步向下回落。

图18：美元已转为净空头



数据来源：Wind，招商银行研究院

图19：日元套息交易逆转



数据来源：Wind，招商银行研究院

► 另类：维持标配

黄金：避险情绪牵引金价波动，可耐心等待回调后逐步配置，建议对黄金维持标配的配置思路，不应盲目追涨。

上半年，在关税担忧、地缘政治冲突以及央行购金的共同驱动下，伦敦金一路从\$2,600上涨至\$3,500，上海金从620元涨至近840元。

展望下半年，金价持续震荡，地缘和关税问题短期缓和但不确定性仍在，央行购金和投机盘止盈相互拉扯，**预计黄金价格依旧波动较大**。往后看，短期投机资金止盈后有所回升，关税暂缓期限临近、地缘冲突局势以及大而美法案变量仍酝酿较大不确定性，推动避险需求，央行购金、实际利率下行仍对金价构成中长期支撑。

策略上，短期避险情绪波动牵引金价波动，中长期战略性看多，可耐心等待回调窗口逐步配置。

CTA：各个期货市场波动整体下行至历史较低水平，未来有较高的反弹机会；在宏观环境高度不确定的情况下，商品市场未来有可能产生持续的供需矛盾，进而为CTA类策略，尤其是趋势类策略，创造获利机会。今年以来CTA类策略管理人的整体规模有小幅增长，暂未出现拥挤情况。整体来看，**对CTA类策略继续维持标配建议。**

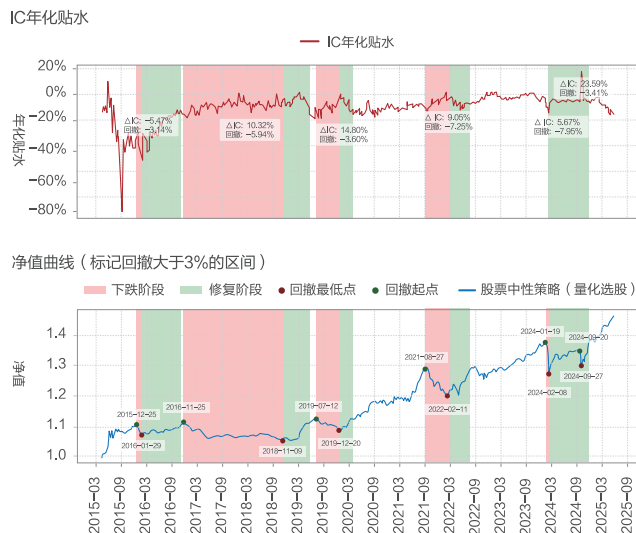
市场中性：虽然波动率有所下降，但市场成交额仍高于近几年的平均水平。随着负基差逐步收敛至正常水平，对冲成本有所降低。综合考虑潜在超额收益以及基差成本，**对股票中性策略继续维持标配建议。**

图20：黄金与美元呈显著负相关



数据来源：Wind，招商银行研究院

图21：开年以来市场中性产品业绩平稳上行



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





更多信息，請致電 95555，或登錄 cmbchina.com