



报告日期：2025年06月03日

分析师：池云飞 CFA  
执业证书编号：S0870521090001  
Tel：021-53686397  
邮箱：[chiyunfei@shzq.com](mailto:chiyunfei@shzq.com)

#### 相关报告：

《5月基金投资策略：警惕海外风险，立足国内基本面改善》-2025  
《4月基金投资策略：海外估值向下修正，国内资产性价比提高》-2025  
《3月基金投资策略：创新发力，主动回归》-2025  
《12月基金投资策略：咬定“信心”不放松，立根原在“价值”中》-2024  
《11月基金投资策略：保持定力，坚守价值》-2024  
《10月基金投资策略：政策全力托底，市场信心上台阶》-2024  
《9月基金投资策略：关注美联储货币政策转变下的新投资逻辑》-2024

#### 核心观点：

当前全球经济面临着多重挑战，在美国政策的不确定性下，全球经济逐渐表现出其脆弱的一面。区域主义、通胀、债务压力、资产估值结构化风险等问题正在逐步重塑全球金融市场。美、日等国国债发行遇冷，反映出投资者对海外主权国家长期以来过于激进的货币政策的担忧，黄金等贵金属资产的大幅上涨，实质上揭示了市场对海外债券和权益资产信心的下降。应对当前市场环境，我们应该更加立足确定性，寻找安全垫高的资产。

2025年6月的基金配置，可以关注以下三核心维度：1) 海外通胀、债务压力与资产结构化风险的加深；2) 收支弥合、科技创新，国内经济基本盘企稳；3) 避险情绪升温下，另类资产风险与机会的再平衡。

#### 配置方向：

- 权益基金：**海外经济周期见顶、债务压力、政策不确定性、估值结构风险加大下，国内权益资产估值性价比相对较高，仍然值得长期配置。1) **核心配置：**稳健为主，仍然关注业绩确定性高、利润高、分红高，或估值提升空间相对较大的主题方向，如红利、大盘风格的基金，以及聚焦核心资产的基金品种。2) **机会配置：**在聚焦政策落地、信心驱动和科技赋能三个方向的同时，可以适当利用主动权益基金的风格特征优势，关注中、大盘成长风格的机会；主题上，关注消费基本面改善带来的机会，另外继续关注芯片、AI、新能源等方向。
- 固收基金：**降低预期，稳健中找收益。1) **久期：**中短久期品种性价比更高。市场过度追逐长久期利率债，导致该品种收益率不断突破历史新低，一定程度透支了未来的投资回报空间。拉久期带来的风险收益性价比逐渐降低，因此，短期内，中短久期品种基金的性价比可能更高。2) **品种：**以金融债、利率债为主的品种仍然兼具收益和稳健，是稳健型投资者的首选。另外，随着国内经济环境持续改善，市场信心增强，信用利差走阔的概率降低，同时相对较高的票息对基础利率的波动也有一定缓冲作用，在风险承受力允许的情况下，适当信用下沉仍

---

是提高组合收益的不错选择。

- **QDII 基金：**1) **权益 QDII：**警惕估值结构化风险，估值相对便宜，或市场政策环境更有利的资产，比如低 PB 的价值股，或者欧洲、香港市场的股票，可能会有更稳健的表现。2) **原油 QDII：**要更加谨慎，OPEC+增产、全球原油需求预期下降，可能打破现有的供需结构，推动油价继续震荡下行。3) **黄金 QDII：**中长期来看，孤立主义盛行下，本币安全仍是全球央行的诉求，此外主权债务风险上升下，投资者避险情绪也不会快速消退，将继续推动黄金的表现。但持续走高的金价，会加大市场对短期因素的敏感性，如果地缘冲突、市场悲观情绪缓解，不排除黄金波动继续加大。

## 目录

一、市场回顾 .....	1
二、市场展望 .....	3
2.1 海外通胀、债务压力与资产结构化问题 .....	3
2.2 收支弥合、科技创新，国内经济基本盘稳健 .....	5
2.3 避险情绪下，另类资产风险与机会的再平衡 .....	9
三、大类资产配置 .....	13
3.1 权益基金：把握确定性，立足性价比 .....	13
3.2 固定收益基金：降低预期，稳健中找收益 .....	14
3.3 QDII 基金：警惕估值结构化风险 .....	14
风险提示： .....	16

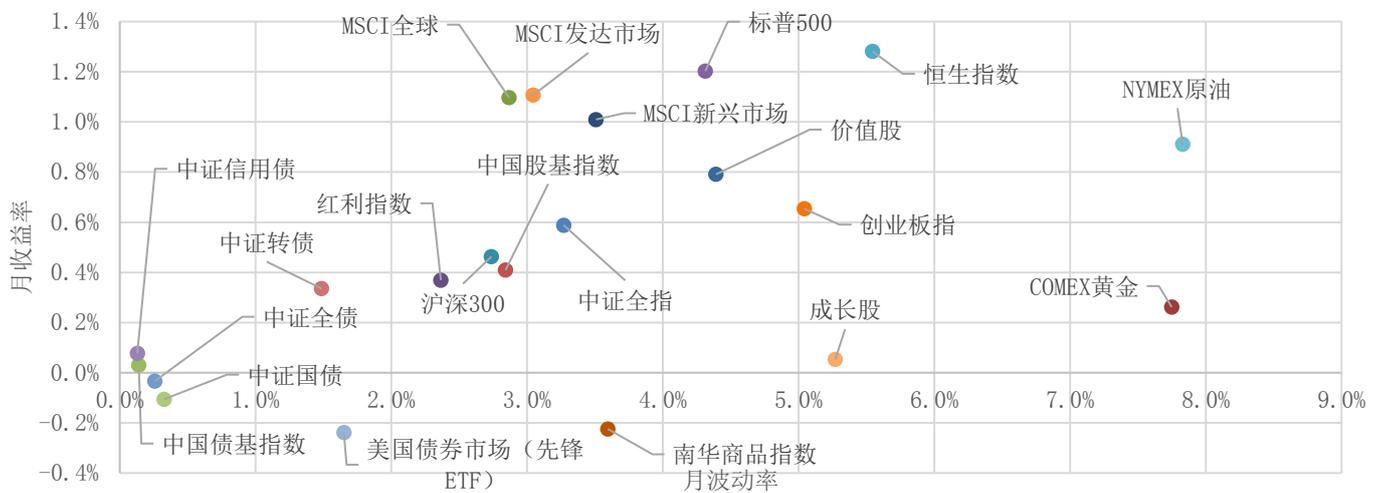
## 图表目录

图 1 2025 年 5 月主要资产指数表现 .....	1
图 2 2025 年主要资产指数表现 .....	1
图 3 2025 年 5 月各行业指数涨跌幅（申万一级） .....	2
图 4 海外主要国家及地区 CPI .....	4
图 5 海外主要国家及地区 PPI .....	4
图 6 “三驾马车”对 GDP 累计同比的拉动 .....	5
图 7 CPI 与 PPI 走势与市场预期 .....	6
图 8 社会零售品总额累计同比 .....	6
图 9 人均可支配收入与支出增速 .....	6
图 10 城乡收入支出结构 .....	6
图 11 社融与货币供应变化 .....	7
图 12 ERP（股债收益比） .....	8
图 13 近 10 年各行业历史市盈率对比目前市盈率（TTM） .....	8
图 14 美债利率与 COMEX 黄金价格 .....	10
图 15 全球央行对黄金的需求 .....	11
图 16 原油运输价格指数与原油价格（单位：右-美元/桶） .....	11
图 17 地缘政治风险影响原油价格（单位：右-美元/桶） .....	11
图 18 原油消费国 PMI 与原油价格（单位：右-美元/桶） .....	12
图 19 成品油-原油价差收窄（单位：美元/加仑） .....	12
图 20 大类资产配置建议 .....	13
表 1 全球主要经济体经济基本面变化 .....	3
表 2 2025-3 至 2025-4 国内主要经济数据表现 .....	5
表 3 A 股主要指数 PE 分位数 .....	8
表 4 近 10 年原油、黄金与其他大类资产指数相关性较低，且两者之间相关性也较低 .....	9

### 一、市场回顾

截至 2025 年 5 月 29 日，5 月份，全球权益资产表现整体有不错表现，MSCI 全球收益率为 1.1%，中证全指收益率为 0.6%，A 股中，价值股表现优于成长股。虽然近几个月来利率债波动加大，但国内债券资产表现仍然稳健，近半年来，中证全债累计涨 0.44%，其中，信用债表现优于利率债。商品类资产，受地缘政治、海外政策调整、避险情绪缓解、需求回落等因素影响，黄金、原油资产波动加大。

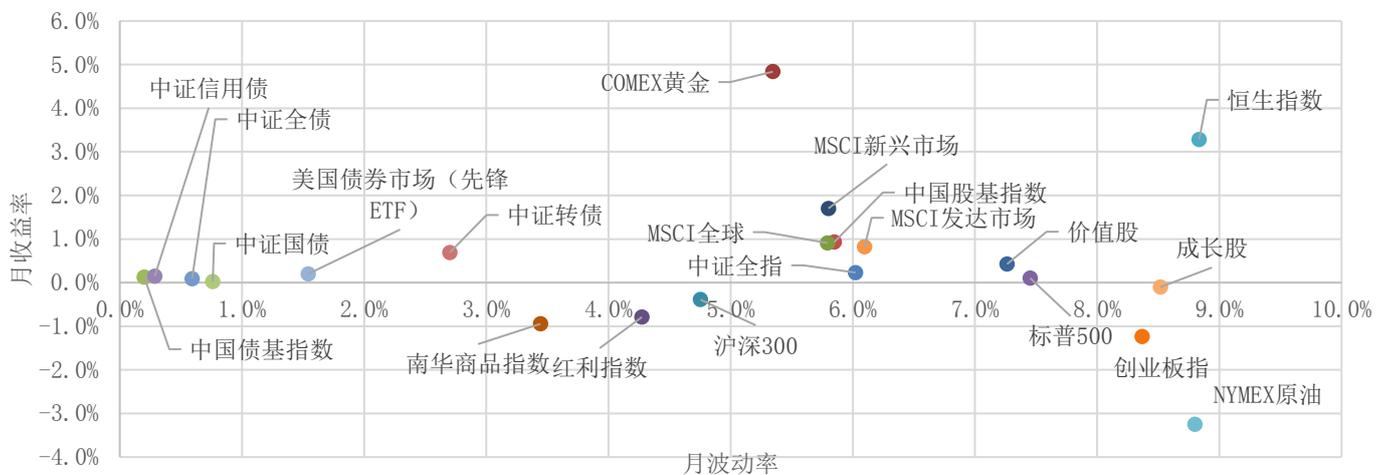
图 1 2025 年 5 月主要资产指数表现



数据来源：Wind、上海证券基金评价研究中心；数据区间：2025.5.01-2024.5.29

注：月波动率由日频数据计算

图 2 2025 年主要资产指数表现

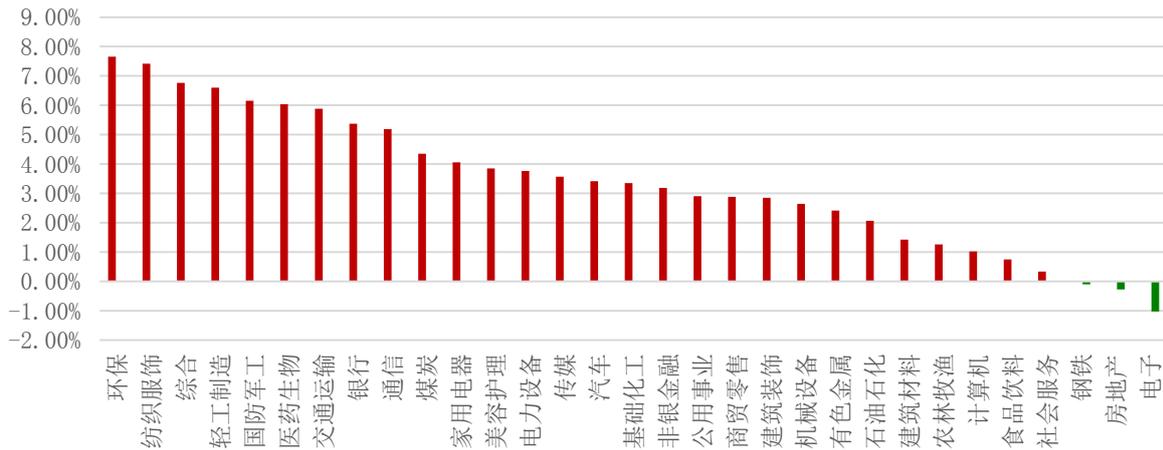


数据来源：Wind、上海证券基金评价研究中心；数据区间：2025.01.01-2025.5.29

注：月波动率由日频数据计算

5月（截至2025年5月29日），国内权益市场整体表现较强。大部分行业录得正收益，其中，环保涨幅最大，随后是纺织服饰、综合、轻工制造、国防军工等板块。电子、房地产、钢铁板块表现相对较差。

图3 2025年5月各行业指数涨跌幅（申万一级）



数据来源：Wind、上海证券基金评价研究中心；数据区间：2025.5.01-2025.5.29

注：行业由涨幅从高向低排列

## 二、市场展望

当前全球经济面临着多重挑战，在美国政策的不确定性下，全球经济逐渐表现出其脆弱的一面。区域主义、通胀、债务压力、资产估值结构化风险等问题正在逐步重塑全球金融市场。美、日等国国债发行遇冷，反映出投资者对海外主权国家长期以来过于激进的货币政策的担忧，黄金等贵金属资产的大幅上涨，实质上揭示了市场对海外债券和权益资产信心的下降。应对当前市场环境，我们应该更加立足确定性，寻找安全垫高的资产。

2025年6月的基金配置，可以关注以下三核心维度：1) 海外通胀、债务压力与资产结构化风险的加深；2) 消费企稳、科技创新，国内经济基本盘企稳；3) 避险情绪升温下，另类资产风险与机会的再平衡。

### 2.1 海外通胀、债务压力与资产结构化问题

去年末以来，欧、日等国的制造业仍然存在较大压力，这些地区或国家的Market制造业PMI已经持续10个月低于荣枯线。从周期的角度，2025年全球经济本身面临诸多挑战，又处在上升期的尾部，短期经济前景并不乐观。

表1 全球主要经济体经济基本面变化

指标名称	国家	2025-5	2025-4	2025-3	2025-2	2025-1	2024-12	2024-11	2024-10	2024-9	2024-8
制造业 PMI	美国	52.3	50.2	50.2	52.7	51.2	49.4	49.7	48.5	47.3	47.9
	欧元区	49.4	49.0	48.6	47.6	46.6	45.1	45.2	46.0	45.0	45.8
	日本	49.0	48.7	48.4	49.0	48.7	49.6	49.0	49.2	49.7	49.8
	中国		49.0	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1
	印度	58.3	58.2	58.1	56.3	57.7	56.4	56.5	57.5	56.5	57.5
	东南亚(平均)		48.7	50.2	50.8	50.3	51.1	50.7	50.6	50.0	50.8
服务业 PMI	美国	52.3	50.8	54.4	51.0	52.9	56.8	56.1	55.0	55.2	55.7
	欧元区	48.9	50.1	51.0	50.2	51.3	51.6	49.5	51.6	51.4	52.9
	日本	50.8	52.4	50.0	53.7	53.0	50.9	50.5	49.7	53.1	53.7
	中国		50.1	50.3	50.0	50.3	52.0	50.1	50.1	49.9	50.2
	印度	61.2	58.7	58.5	59.0	56.5	59.3	59.2	58.5	57.7	60.9
花旗经济意外指数	十国集团	10.2	-5.1	8.0	7.5	3.9	-8.2	-3.9	13.1	-23.7	-24.6
	新兴市场	35.5	18.8	8.0	5.0	3.7	-2.2	2.0	-4.3	-4.7	-11.4
	美国	11.9	-8.6	-4.4	-16.5	12.4	-1.7	27.8	38.6	-0.8	-24.2
	中国	43.6	43.9	1.6	-8.0	-0.3	22.3	20.0	-3.0	-41.2	-38.0

数据来源：Wind、上海证券基金评价研究中心；数据截至：2025.5.29

美国的区域保护主义和孤立主义，正在破坏全球经济增长节奏，关税问题正在导致商品价格结构性上涨，逐步引发新的通胀问题。虽然在高基数和油价下行的作用下，4月份，美国的CPI同比增速较上月回落0.1%至2.3%，但家具、家电等商品已开始反映出关税的影响，市场对当前CPI水平的可持续性产生怀疑。另外，海外一些地区的通胀正在失控，比如日本4月CPI同比增长3.6%，核心通胀再创新高。

图4 海外主要国家及地区 CPI

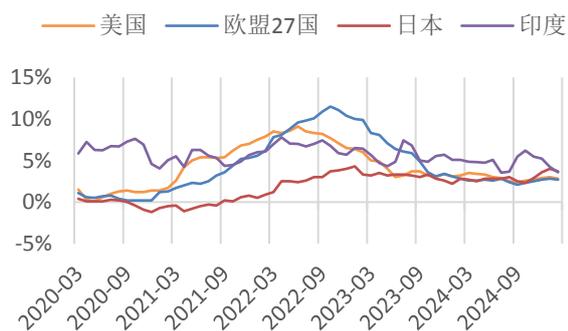
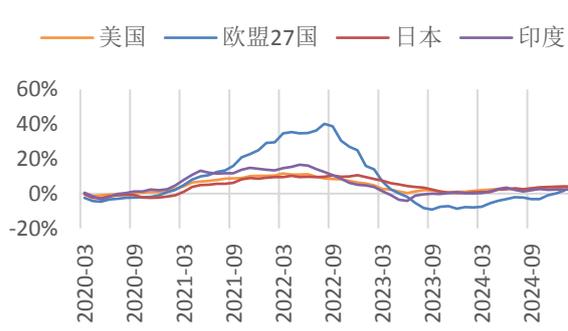


图5 海外主要国家及地区 PPI



数据来源：Wind、上海证券基金评价研究中；数据截至：2025.5.29

通胀问题与债务问题正在给许多海外经济体的金融稳定性带来冲击。近期，美债和日债市场拍卖遇冷，这些国家长期国债的收益率不断走高，实质上是对通胀问题，以及这些国家财政赤字不断扩大，短债滚动压力持续加剧，未来的偿债能力与财政可持续性的悲观反映。

这样的背景下，美联储和日本央行一样，在货币政策上似乎难以有所建树，因为市场正在通过长期利率束缚政策利率。一旦政策利率脱离市场，不仅可能会失去调节作用，甚至可能引发本币贬值和通胀失控。这也是为什么日本央行在不断地加息，美联储不断推迟降息的重要原因。

落脚到资产上，则反映出全球资产估值结构性风险在加剧。一方面，海外长期国债在需求萎缩与高利率背景下，面临价值下杀与抛售风险。养老金、银行、保险等机构因为历史原因持有大量的低息国债，随着长债收益率不断上升，浮亏加重压力下，部分机构可能会被迫抛售这些资产，甚至可能会给市场带来流动性危机。另一方面，海外权益市场如美股虽受AI创新、回购等因素拉高估值，但也导致了经营杠杆提高、PB大幅提升，企业抗风险能力弱化的问题，未来一旦经济周期下行或金融动荡，估值结构性回调的风险极大。所以，我们看到全球资金配置转向防御，黄金等贵金属品种成为避险替代。

## 2.2 收支弥合、科技创新，国内经济基本盘稳健

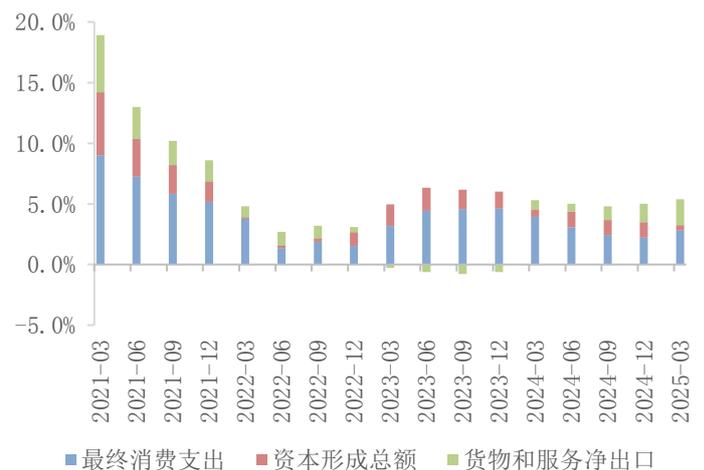
与海外不同，国内经济面对的是新旧动能转换、高速向高质发展过程带来的问题。年初以来，国内经济总体持续稳中向好，在消费政策、科技创新双重发力下，居民收支弥合，内需恢复与结构升级成为主导动力，内循环发展路径进一步巩固深化。

2025 年一季度，GDP 增长 5.4%，消费和出口拉动大幅增加。虽然国际能源价格下行对国内 CPI 形成压制，但 4 月 CPI 仍保持稳健，环比由降转涨，其中，食品、出行服务价格回升。同样，受国际大宗商品和能源价格影响，PPI 同比降幅略扩大，但装备制造、高技术产业等领域价格继续上涨，显示新动能持续释放。制造业和服务业 PMI 继续稳定在荣枯线上方，预示经济扩张态势稳定。

表 2 2025-3 至 2025-4 国内主要经济数据表现

主要经济数据	当期	上期	趋势方向
工业增加值（当月）	6.10	7.70	↓
固定资产投资（累计值）	4.00	4.20	↓
PMI（当月）	49.00	50.50	↓
社会消费品零售（当月）	5.10	5.90	↓
CPI（当月）	-0.10	-0.10	→
PPI（当月）	-2.70	-2.50	↓
准货币（当月）	-8.14	-10.01	↑
M1（当月）	1.50	1.60	↓
M2（当月）	8.00	7.00	↑
M1-M2（当月）	-6.50	-5.40	↓

图 6 “三驾马车”对 GDP 累计同比的拉动

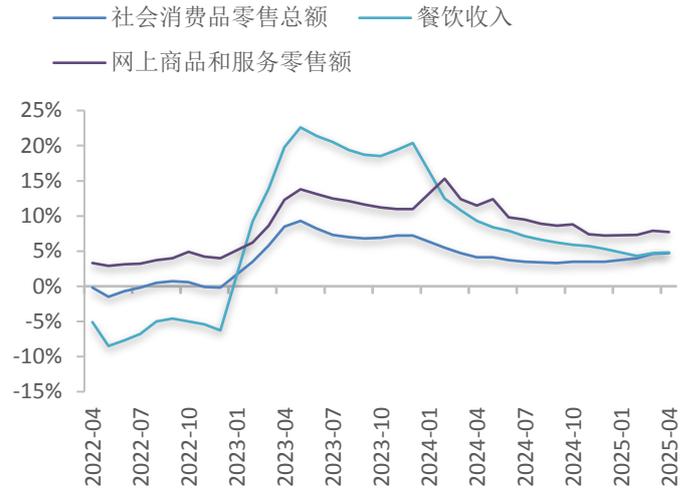
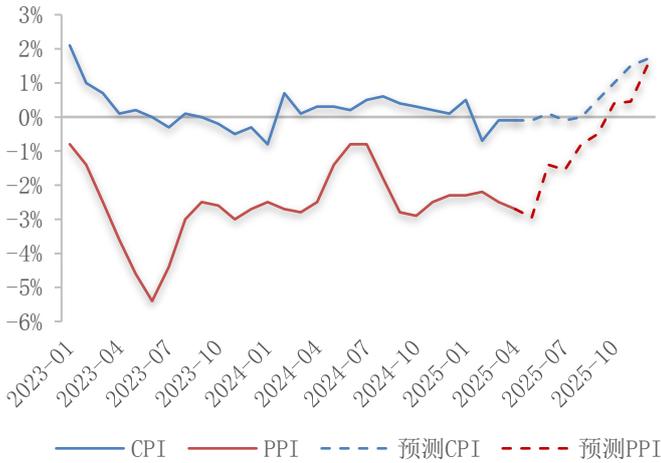


数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心；数据日期：2025.5.29

2022 年 3 季度以来，我国人均可支配收入增速持续回升，不断逼近疫情以前水平。人均消费性支出在经历过疫情的动荡后也逐步企稳，近来与可支配收入增速逐渐持平并反超，这个变化意味着国内的消费基础在慢慢地改善。消费补贴政策带动居民消费意愿明显增强，推动黄金珠宝、家电音像、体育娱乐等品类销售持续高增长，网上零售额增速保持 7.7%。4 月份，社会消费品零售总额同比增长 5.1%，剔除汽车后增速 5.6%，必选消费品增速稳定，可选消费品和新兴消费品表现突出，反映出消费市场稳步复苏。

图7 CPI与PPI走势与市场预期

图8 社会零售品总额累计同比

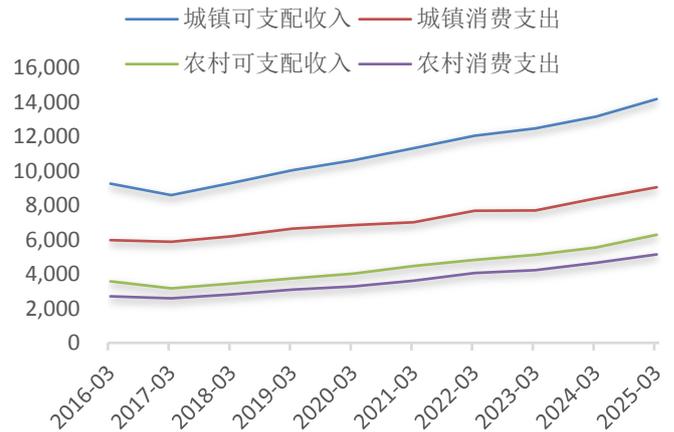
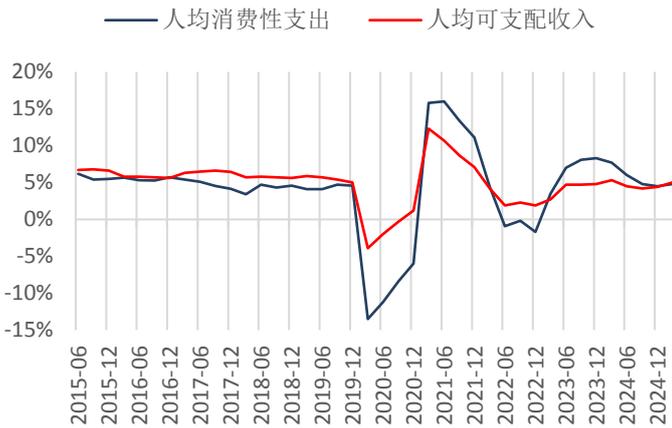


数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心；数据日期：2025.5.29

当然，长期看，我们的消费基础仍未稳固，网上零售实际上受国补刺激最为显著。目前，城乡收入的结构性差异仍然有待改善，短期内仍可能会制约消费经济快速反弹，但也意味着消费支持性政策仍可能持续。总的来说，国内消费基本面在明显改善，短期内政策逆周期托底见效，中长期看消费市场潜力巨大。

图9 人均可支配收入与支出增速

图10 城乡收入支出结构

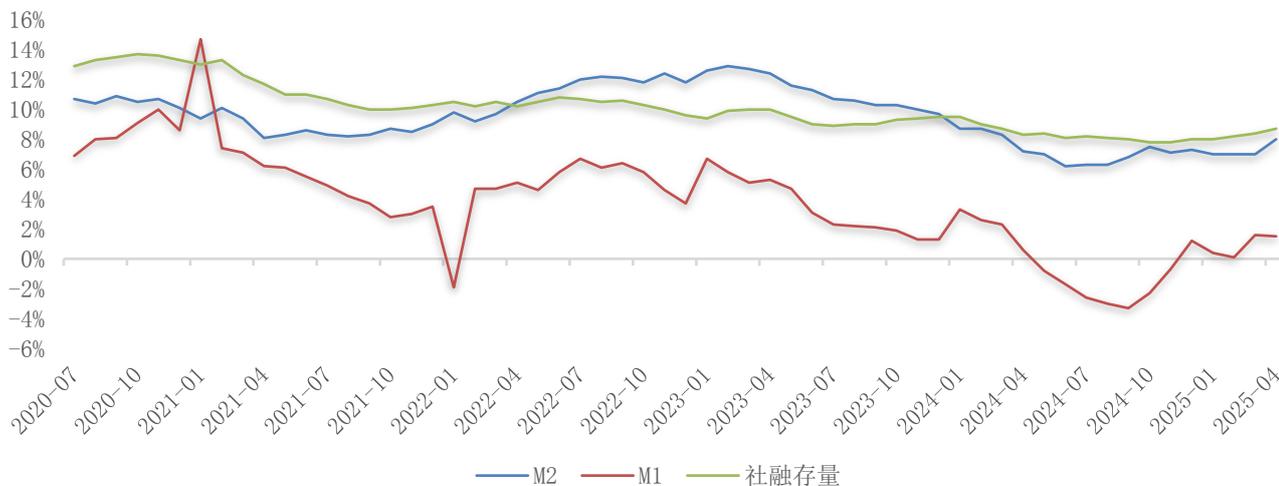


数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心；数据日期：2025.5.29

年初以来，金融与信贷政策持续加力。1-4月份，社融存量同比增长8.7%，增速较1-3月份升高0.3个百分点，其中，政府债券净融资同比增长20.9%，多增3.58万亿元，为社融扩张的主要推动力。另外，对实体经济发放的人民币贷款余额为265.7

万亿元，同比多增 10.06 万亿元，信贷结构持续优化，企业中长期贷款增加 5.83 万亿元，反映实体经济对中长期融资需求不断增长。居民贷款有一定分化，短期贷款减少，而中长期贷款增加，与消费贷利率上涨，房地产市场的“小阳春”有一定关系。货币政策继续维持适度宽松，央行通过逆回购、降准降息等组合拳，结构性工具利率下调，确保市场流动性充裕。财政端加大逆周期调节，超长期特别国债、专项债投放持续，重点支持科技、基建、教育、医疗和绿色产业。

图 11 社融与货币供应变化



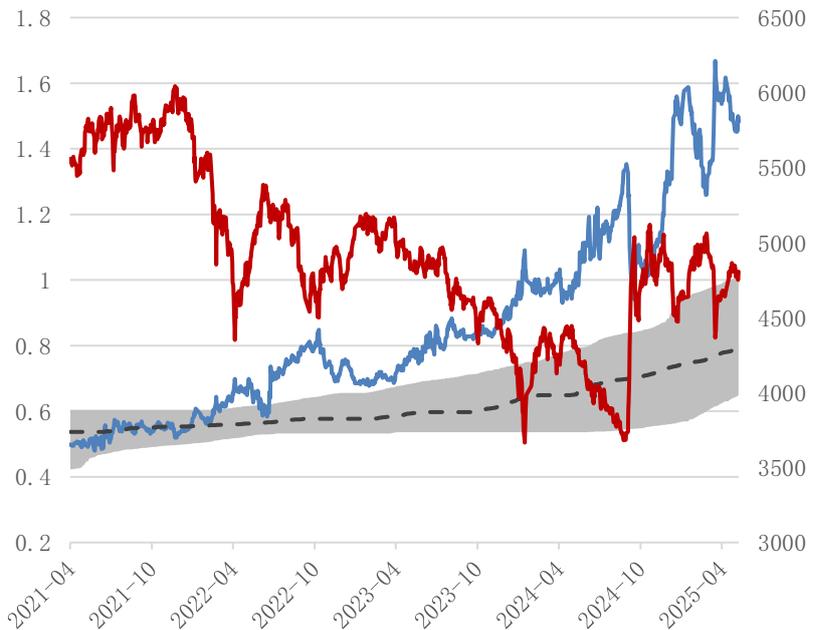
数据来源：Wind、上海证券基金评价研究中心；数据截至：2025.5.29

从配置的角度看，国内权益市场在经历了 2023 年全年和 2024 年上半年的风险释放后，许多优质标的估值大幅回落。同时，我们看到国内创新科技的研发和落地并不亚于海外任何一个国家或地区，横向对比，估值上表现出更高的吸引力。纵向对比，当前股债收益比仍处于高位，也意味着 A 股的安全边际和长期性价比仍然较高。

表 3 A 股主要指数 PE 分位数

指数简称	PE (TTM)	PE 分位数 (十年)
上证指数	14.54	67.02%
深证成指	25.03	36.11%
创业板指	30.53	15.03%
沪深 300	12.49	51.87%
中证 500	28.88	66.90%
中证 800	13.99	50.47%
中证 2000	136.85	98.38%
大盘成长	17.55	31.70%
大盘价值	8.42	53.81%
中盘成长	24.47	56.40%
中盘价值	13.00	63.32%
小盘成长	31.01	68.30%
小盘价值	16.59	62.33%

图 12 ERP (股债收益比)

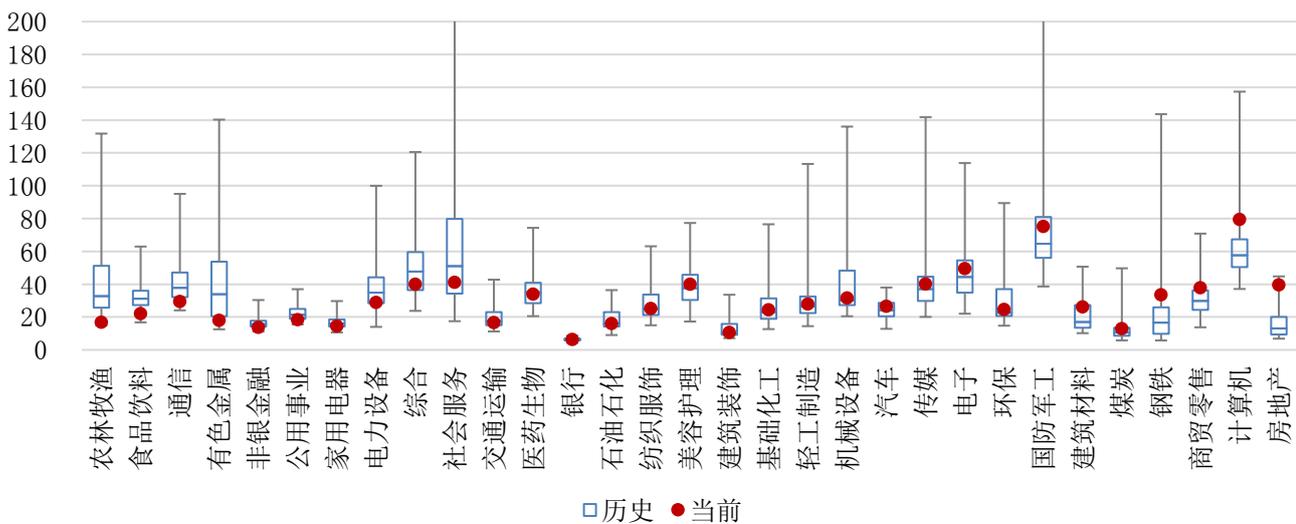


数据来源: Wind, 上海证券基金评价研究中心; 数据截至: 2025. 5. 29

注: 股债收益比: 股票市场收益率/10 年期国债收益率

此外,从行业或板块的估值角度看,截至 2025 年 5 月 29 日,绝大多数板块的股票估值处于历史低位。虽然,国内经济面临诸多挑战,但是足够的安全垫叠加投资信心改善,也给拥有一定风险承受力的投资者带来了不错的长期配置机会。

图 13 近 10 年各行业历史市盈率对比目前市盈率 (TTM)



数据来源: Wind、上海证券基金评价研究中心; 数据区间: 2015. 5. 01-2025. 5. 29

总体而言，国内经济虽然仍面临转型期的局部压力，但政策托底与市场信心不断增强，内需驱动下的高质量发展前景进一步巩固。企业投资、居民消费、科技创新成为新一轮增长的核心动力，内外部环境的差异也将推动资产配置向结构性机会倾斜。

首先，银行及红利资产估值性价比高。在海外长期利率高企、金融风险暴露的背景下，国内银行资产以低估值、高分红和稳定现金表现出较高的安全边际，是提升组合收益和稳定性的不错选择。

其次，随着全球科技供应链重构与自主可控战略推进，国内科技行业加速国产替代，半导体、高端制造、人工智能等领域龙头企业成长空间广阔。政策支持和资金加持下，科技板块具备长期成长与配置性价比优势。

此外，伴随消费升级、补贴和数字经济发展，必需品与可选消费、线上零售等子行业增长前景持续改善，国内消费企业业绩也将持续向好。

### 2.3 避险情绪下，另类资产风险与机会的再平衡

长期看，黄金、原油等资产与国内权益及债券资产的相关性较低，多元大类资产配置策略能有效提升组合的风险收益比。2025 年以来，全球避险情绪不断升温，市场对黄金和原油的定价逻辑发生变化，因此，要把握相关的机会与风险。

**表 4 近 10 年原油、黄金与其他大类资产指数相关性较低，且两者之间相关性也较低**

	中证全指	中证转债	中证全债	恒生指数	标普 500	原油	黄金
中证全指	--	72.94%	-15.78%	55.72%	27.99%	13.54%	7.40%
中证转债	72.94%	--	1.35%	37.58%	15.82%	2.64%	3.25%
中证全债	-15.78%	1.35%	--	-16.59%	-2.00%	-13.76%	7.44%
恒生指数	55.72%	37.58%	-16.59%	--	40.79%	21.03%	13.53%
标普 500	27.99%	15.82%	-2.00%	40.79%	--	28.98%	13.81%
原油	13.54%	2.64%	-13.76%	21.03%	28.98%	--	11.13%
黄金	7.40%	3.25%	7.44%	13.53%	13.81%	11.13%	--

数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心；数据日期截至：2025.5.29

注：原油为 NYMEX WTI 原油连续；黄金为 COMEX 黄金连续

#### 2.3.1 黄金

黄金方面，从传统的黄金定价逻辑看，黄金可以看作一种抗通胀的无息资产。假设供需不变，市场的隐含通胀补偿实际上就是黄金价格增长的内在动力。市场的无风险利率决定黄金未来的

折现程度。从套利模型看，无风险利率高，意味着黄金的折现高，随着利率走低，折现会降低，价格需要走高；相反，无风险利率低，意味着未来价格需要走低。所以，我们看到美国的无风险利率与 COMEX 黄金价格走势呈现较为明显的负相关性。

图 14 美债利率与 COMEX 黄金价格



数据来源：WIND，上海证券基金评价研究中心

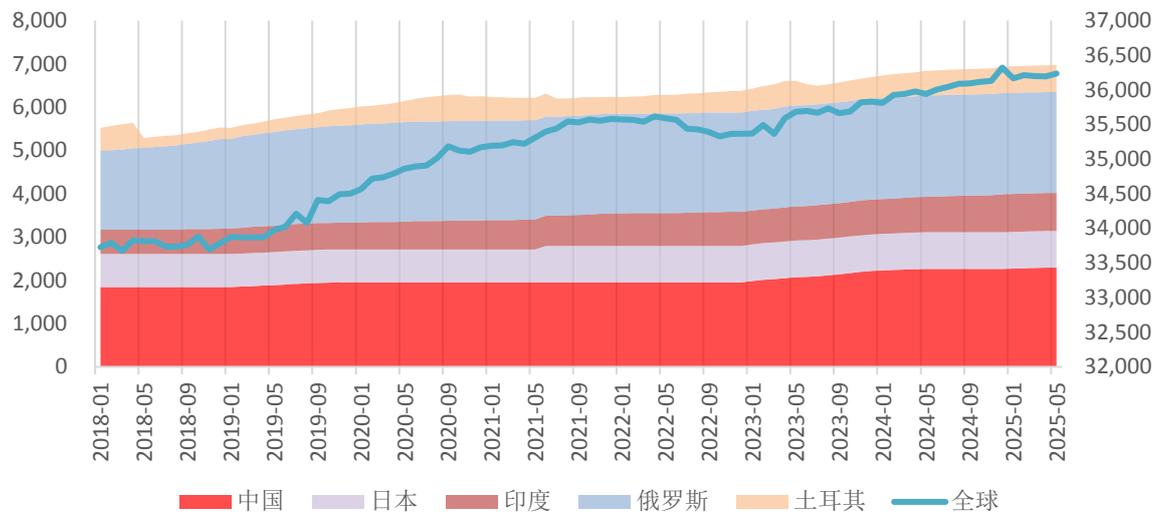
数据时间截至：2025. 5. 29

近一段时间来，受美国关税政策带来的通胀预期素影响，黄金定价的分子端，又开始对黄金价格产生正面作用。这也是为什么，利率没有下跌黄仍有上涨的动力。

中长期看，受海外国家债务压力加剧，主权信用下降影响，海外权益估值风险不断走高，市场对全球金融市场的稳定产生担忧，全球避险情绪也在不断升温。黄金的保值和避险属性在定价中的作用越来越显著。我们看到普通投资者和主权资金都在持续购入黄金资产。这些因素将继续支撑黄金资产的中长期配置价值。

不过，短期事件驱动式的影响，比如美国的政策变化带来的 risk off 和 risk on，以及交易层面带来的黄金价格快速上涨意味着市场情绪的不稳定，我们也要警惕追高带来的风险。

图 15 全球央行对黄金的需求



数据来源：WIND，上海证券基金评价研究中心

数据时间截至：2025. 5. 29

### 2.3.2 原油

原油方面，短期内原油定价逻辑仍然会受地缘政治影响。俄乌问题的解决过程可能会比市场预期的更长，但双方冲突扩大的可能性较低，短期内影响偏中性。另一方面，美国贸易政策的不确定性，正在促使越来越多的人对全球经济前景产生担忧，预期改变下，可能导致原油需求进一步回落。

图 16 原油运输价格指数与原油价格（单位：右-美元/桶）



图 17 地缘政治风险影响原油价格（单位：右-美元/桶）



数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心；数据日期：2025. 5. 29

供给端看，在沙特和俄罗斯主导下，OPEC+自2025年4月起已日均增产54.9万桶，近期宣布将在6月起再增产41.1万桶，同时，市场预期可能会继续在7月增产41.1万桶，以夺回美国页岩油的市场份额。需求端看，全球经济增长仍然面临挑战，主要原油消费国PMI数据仍不理想，说明未来全球原油需求增长相对乏力。零售端看，2024年5月以来，美国汽油售价持续下滑，成品油与原油间的利润空间持续下降，需求端带来的价格压力非常大。供需两端带来的压力，叠加美国政府关税政策可能导致全球经济走弱，市场对未来原油需求信心可能进一步受到打压。

图 18 原油消费国 PMI 与原油价格（单位：右-美元/桶）

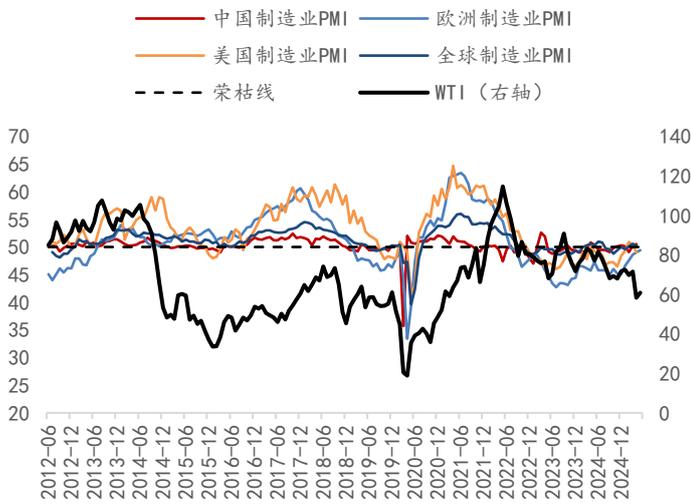


图 19 成品油-原油价差收窄（单位：美元/加仑）



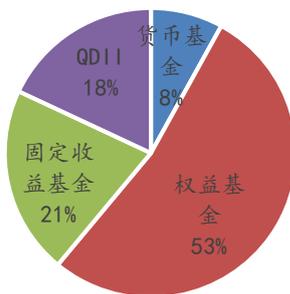
数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心；数据日期：2025.5.29

### 三、大类资产配置

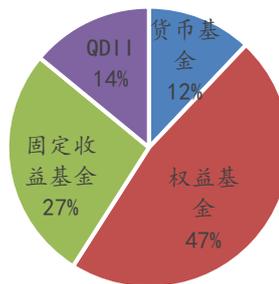
资产配置是理性长期投资者的重要方法，多元化配置在任何时候也不过时。对于普通投资者而言，以平衡的多元配置结构应对多变的未来不失为上策。短期内，国际流动性、地缘关系、国内经济转型进展、宏观政策落地等仍是影响市场情绪的关键。

图 20 大类资产配置建议

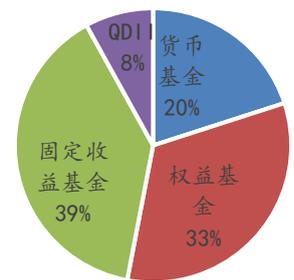
积极型投资者配置比例



平衡型投资者配置比例



稳健型投资者配置比例



数据来源：上海证券基金评价研究中心

注：以上积极型、平衡型、稳健型配置不代表风险等级，仅代表资产配置策略上的偏好。配置比例基于上海证券基金研究中心大资产配置模型。QDII 产品包括海外权益、债券、商品类基金。

#### 3.1 权益基金：把握确定性，立足性价比

在海外经济、政策不确定性不断增加的背景下，国内政策持续发力，经济基本面稳中向好，资本市场信心也在逐步改善。相比海外权益资产，国内权益资产的估值，无论是横向，还是纵向都非常具有性价比，我们应该把握好全球市场的这种结构性差异，保持信心，坚持长期投资。

##### 配置建议：

- 1) **核心配置：**稳健为主，仍然关注业绩确定性高、利润高、分红高，或估值提升空间相对较大的主题方向，如红利、大盘风格的基金，以及聚焦核心资产的基金品种。
- 2) **机会配置：**在聚焦政策落地、信心驱动和科技赋能三个方向的同时，可以适当利用主动权益基金的风格特征优势，关注中、大盘成长风格的机会；主题上，关注消费基本面改善带来的机会，另外继续关注芯片、AI、新能源等方向。

### 3.2 固定收益基金：降低预期，稳健中找收益

从外部环境看，债务、关税、通胀等问题，正在推高美、日等国的长端利率，也不利于美、日等国的政策利率下行，可能会约束我国央行的货币政策。当前，国内长久期利率债收益率处在历史低位，从海外的经验教训看，长期国债估值过高并不利于本国金融的长期稳定，因此，监管也并不鼓励市场过度压降长期利率，所以，降预期，稳健中找收益，是未来固收配置的主要思路。当然，保持更为积极的货币环境仍然是今年的政策方向，利率中枢大幅上行的可能性不大，债市整体有望继续受到支撑。

#### 配置建议：

- 1) **久期：中短久期品种性价比更高。**去年末以来，市场过度追逐长久期利率债，导致该品种收益率不断突破历史新低，一定程度透支了未来的投资回报空间。拉久期带来的风险收益性价比逐渐降低，因此，短期内，中短久期品种基金的性价比可能更高。
- 2) **品种：金融债、利率债为主的品种仍然兼具收益和稳健，是稳健型投资者的首选。**另外，随着国内经济环境持续改善，市场信心增强，信用利差走阔的概率降低，同时相对较高的票息对基础利率的波动也有一定缓冲作用，在风险承受力允许的情况下，适当信用下沉仍是提高组合收益的不错选择。

### 3.3 QDII 基金：警惕估值结构化风险

外部环境复杂度的提高，给海外资产配置带来更多的不确定性，因此，在借助 QDII 基金丰富组合的收益来源的同时，也要警惕估值结构化风险。

#### 配置建议：

- 1) **权益 QDII：**经济周期见顶、债务压力加剧、政策不确定性，正在逐步加大海外投资者对全球经济前景的担忧。AI、回购等因素推动下，以美国科技股为代表的资产估值不断走高，但借贷成本上升、经营杠杆提升，企业抗风险能力正在下降，配置性价比下降。相较而言，估值相对便宜，或市场政策环境更有利的资产，比如低 PB 的价值股，或者欧洲、香港市场的股票，可能会有更稳健的表现。
- 2) **商品 QDII：**政策、情绪、供需等因素将继续影响资产定价。对原油 QDII 基金的配置，要更加谨慎，OPEC+增产、原油需求衰减等因素，可能打破现有的供需结构，推动油价震荡下行，交易时要更全面思考。对黄金 QDII 基金的配置，仍然关注国际需求及定价分母端带来的影响。中长期来看，孤立主义盛行下，本币安全仍是全球央行的诉求，此外主权债务

风险上升下，投资者避险情绪也不会快速消退，将继续推动黄金的表现。但持续走高的金价，会加大市场对短期因素的敏感性，如果地缘冲突、市场悲观情绪等因素缓解，避险需求进一步降低带来的供需变化，可能会进一步加大黄金波动。此外，以原油为代表的商品 QDII 以挖掘价格错配为主，不宜采用买入并持有的长期策略，要兼顾上涨动能及移仓成本的把握。

### 风险提示：

- 1、海外主权债务危机，引发全球性金融危机；
- 2、美国政策制约全球经济发展，推升全球通胀，限制美联储降息节奏，或导致美联储政策转向，从而促使全球货币政策紧缩，资产价格继续缩水；
- 3、区域主义、保护主义加剧，地缘政治冲突下，加剧地缘经济冲突和全球能源及供应链短缺问题，加重全球通胀，物价、工资螺旋上升；
- 4、人民币汇率超预期承压，政府负债压力回升，“稳增长”政策施展空间受限；
- 5、外需超预期走弱，内需提振不及预期，企业经营更加困难，居民收入增长放缓，中国经济修复不达预期；
- 6、市场信心大幅回落，资金流出，成交量回落；市场情绪失控，资产定价失常，优质资产被廉价抛售；
- 7、部分产业政策、稳经济政策落地受限，部分产业转型不达预期；
- 8、AI 等新技术发展遇到瓶颈，创新科技落地困难，预期差导致市场波动加大；
- 9、市场避险情绪超预期切换，造成资产价格波动加大。发给你发给。

## 分析师承诺

分析师 池云飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

## 风险提示

本报告中的信息均来源于已公开的资料与第三方数据，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。报告中对样本数据的抽样方法和结论，本公司保有最终解释权。本报告中的信息仅供参考，不构成任何投资建议和承诺。我公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。评价结果并不是对未来表现的预测，也不应视作投资基金的建议。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。