



报告日期：2025年11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：

《10月基金投资策略：聚焦核心竞争力，不惧市场估值“验证”》-2025

《9月基金投资策略：保持乐观谨慎，切勿“追涨杀跌”》-2025

《8月基金投资策略：服务业表现强劲，有望带动经济需求扩张》-2025

《7月基金投资策略：美元走弱、市场重塑，如何做资产配置》-2025

《6月基金投资策略：海外债务困局下的全球资产配置思考》-2025

《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

### 核心观点：

近几个月来，市场风险偏好持续上升，全球风险资产估值持续抬高。但是，区域主义、通胀、债务压力、资产估值结构化风险等问题依然存在。大涨之下，市场仍有可能再度聚焦估值“验证”，资产配置时，要保持乐观谨慎，聚焦公司长期核心竞争力，关注风险与收益的均衡。

2025年11月的基金配置，可以关注以下方向：1) 海外，制造业扩张仍然缓慢，降息节奏是重要变量；2) 国内，“十五五”规划纲要出台，做好长期布局准备；3) 商品方面，关注市场情绪变化带来的影响。

### 配置方向：

- **权益基金**：继续采用核心+机会的哑铃策略，兼顾安全和收益；另外，可借助主动管理产品投研能力，精选拥有核心竞争力的企业。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“红利稳定”配置，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**：聚焦“科技成长”+“绿色转型”两个方向。主题上，关注芯片、AI、新能源等高新技术高成长方向的长期配置机会，但要警惕波动风险。
- **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，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**：关注需求、政策、预期三者的相互影响。1) **权益 QDII**：AI 为代表的新经济动力正在加速推动经济需求增长，

---

短期内市场可能会延续乐观情绪，但是，一旦 AI 的溢出效应被“证伪”，市场可能会再次步入震荡，配置时仍要谨慎，不宜追高。2) 原油 QDII：旺季临近叠加原油期货库存低于历史同期，有望支撑油价走高。3) 黄金 QDII：区域主义、地缘冲突、美国债务风险上升等因素共同作用下，投资者仍然有长期配置黄金的需求。短期内，美联储降息落地，市场风险偏好走高，不利于黄金定价，未来，继续关注经济前景，如果海外经济前景低于预期，将再次推金价。

### 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、AI 等技术发展超预期，带动经济需求扩张超预期，市场避险情绪超预期切换，造成资产价格波动加大；
- 10、风险资产快速上涨，企业业绩不及预期，投资者落袋为安，导致阶段性波动加大。

## 目录

一、市场回顾 .....	1
二、市场展望 .....	3
2.1 海外：AI 扩散效应与降息节奏是重要变量 .....	3
2.2 国内：“十五五”规划纲要出台，做好长期布局准备 .....	4
2.3 商品：关注市场预期变化带来的影响 .....	9
三、大类资产配置 .....	12
3.1 权益基金：聚焦“十五五”，把握长期配置机遇 .....	12
3.2 固定收益基金：降低预期，稳健中找收益 .....	12
3.3 QDII 基金：关注预期变化下的配置机会 .....	13
风险提示： .....	14

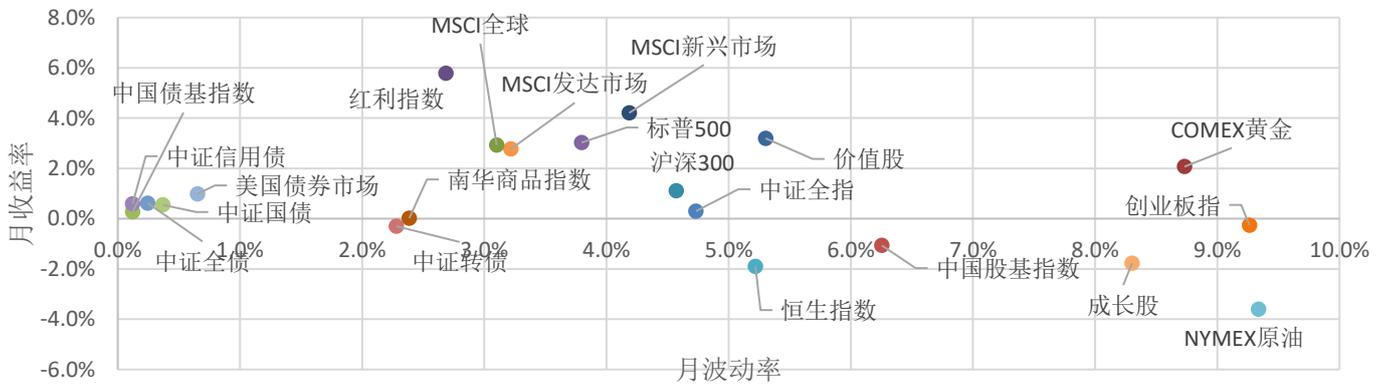
## 图表目录

图 1 2025 年 10 月主要资产指数表现 .....	1
图 2 近一年主要资产指数表现 .....	1
图 3 2025 年 10 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 固定资产投资及房地产开发投资完成额累计同比 .....	6
图 10 固定资产投资完成额累计同比（分行业） .....	6
图 11 社融与货币供应变化 .....	7
图 12 ERP（股债收益比） .....	7
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 全球央行对黄金储备变化（单位：吨） .....	10
图 16 美国炼厂开工率（单位：%） .....	11
图 17 成品油-原油价差收窄（单位：美元/加仑） .....	11
图 18 原油运输价格指数与原油价格（单位：右-美元/桶） .....	11
图 19 地缘政治风险影响原油价格（单位：右-美元/桶） .....	11
表 1 全球主要经济体经济基本面变化 .....	3
表 2 生产相关经济数据 .....	5
表 3 A 股主要指数 PE 分位数 .....	7
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10月28日，10月份，全球权益资产整体表现较好，MSCI全球收益率为2.93%，新兴市场达到4.21%，表现明显好于发达市场；国内市场延续上涨，中证全指收益率为0.30%，创业板表现优异，涨9.26%。近一年来，受经济信心提振、股债跷跷板效应等因素影响，国内债券资产略有承压，但表现仍然稳健，中证全债年收益为2.05%，且波动率明显低于美国债券市场，受益于权益市场强势表现，可转债有较好表现。商品类资产方面，原油价格受淡季临近、炼厂开工下降，OPEC+供给提高等因素影响，价格持续震荡；受降息落地、避险情绪回落影响，月末黄金价格震荡加剧。

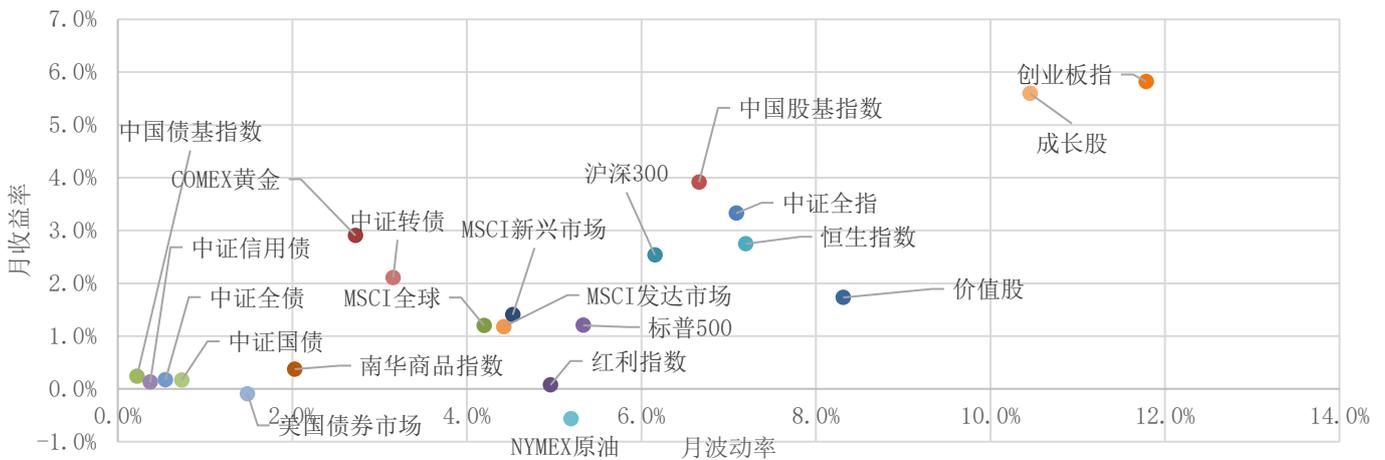
图1 2025年10月主要资产指数表现



数据来源：Wind、上海证券基金评价研究中心；数据区间：2025.10.1-2025.10.28

注：月波动率由日频数据计算；美国债券市场属于为先锋ETF数据

图2 近一年主要资产指数表现

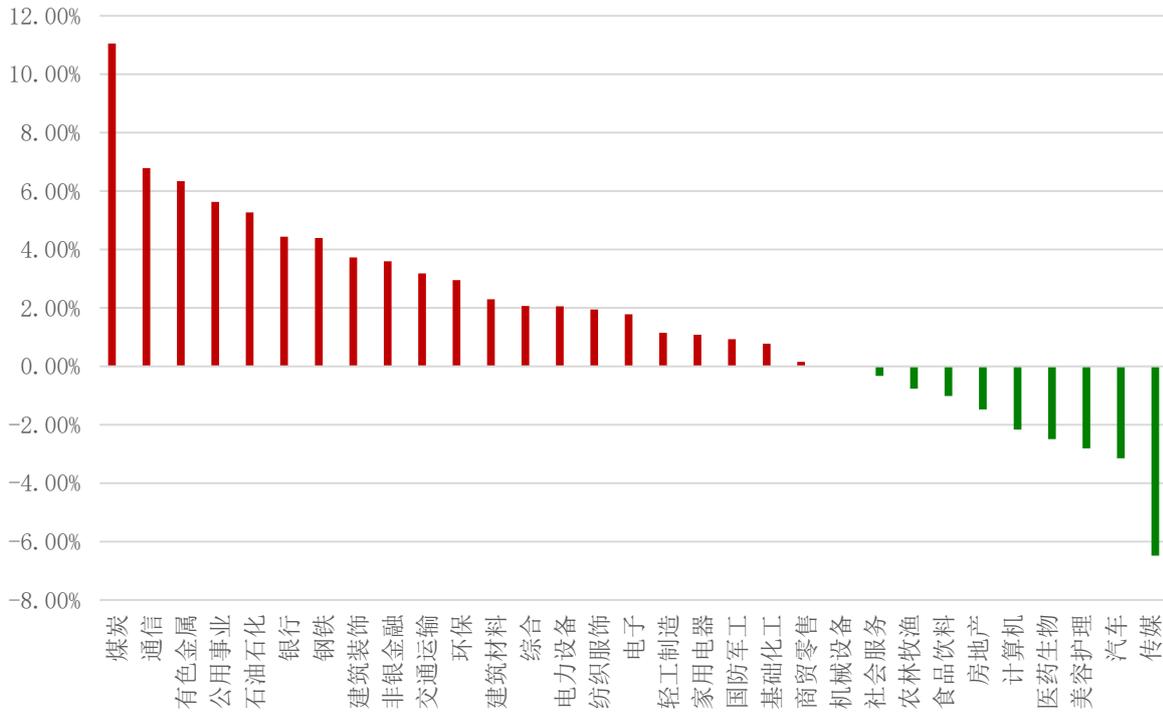


数据来源：Wind、上海证券基金评价研究中心；数据区间：2025.1.1-2025.10.28

注：月波动率由日频数据计算；美国债券市场属于为先锋ETF数据

10月(截至2025年10月28日),国内权益市场持续向好。大部分行业仍录得正收益,其中,煤炭涨幅最大,随后是通信、有色金属、公用事业、石油石化、银行等板块。传媒、汽车、美容护理、医药生物等表现相对较差。

图3 2025年10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: 2025.10.1-2025.10.28

注: 行业由涨幅从高向低排列

## 二、市场展望

近几个月来，市场风险偏好持续上升，全球风险资产估值持续抬高。但是，区域主义、通胀、债务压力、资产估值结构化风险等问题依然存在。大涨之下，市场仍有可能再度聚焦估值“验证”，资产配置时，要保持乐观谨慎，聚焦公司长期核心竞争力，关注风险与收益的均衡。

2025年11月的基金配置，可以关注以下方向：1) 海外，制造业扩张仍然缓慢，降息节奏是重要变量；2) 国内，“十五五”规划纲要出台，做好长期布局准备；3) 商品方面，关注市场情绪变化带来的影响。

### 2.1 海外：AI 扩散效应与降息节奏是重要变量

10月份，美国、欧洲等地区的制造业PMI扩张较9月有一定改善，但是日本仍然继续回落，仍处在收缩区间。此外，日本的服务业PMI也较9月有一定回落。这也侧面反映AI带来的市场需求拉动仍然集中在行业上下游，还未有效扩散。对传统制造业的溢出效应仍然有待检验。

表1 全球主要经济体经济基本面变化

指标名称	国家	2025-10	2025-9	2025-8	2025-7	2025-6	2025-5	2025-4	2025-3	2025-2	2025-1
制造业 PMI	美国	52.2	52.0	53.0	49.8	52.9	52.0	50.2	50.2	52.7	51.2
	欧元区	50.0	49.8	50.7	49.8	49.5	49.4	49.0	48.6	47.6	46.6
	日本	48.3	48.5	49.7	48.9	50.1	49.4	48.7	48.4	49.0	48.7
	中国		49.8	49.4	49.3	49.7	49.5	49.0	50.5	50.2	49.1
	印度		57.7	59.3	59.1	58.4	57.6	58.2	58.1	56.3	57.7
	东南亚 (平均)		51.0	51.1	50.8	49.5	49.5	48.7	50.2	50.8	50.3
服务业 PMI	美国	55.2	54.2	54.5	55.7	52.9	53.7	50.8	54.4	51.0	52.9
	欧元区	52.6	51.3	50.5	51.0	50.5	49.7	50.1	51.0	50.2	51.3
	日本	52.4	53.3	53.1	53.6	51.7	51.0	52.4	50.0	53.7	53.0
	中国		50.1	50.5	50.0	50.1	50.2	50.1	50.3	50.0	50.3
	印度		60.9	62.9	60.5	60.4	58.8	58.7	58.5	59.0	56.5
花旗经济意外指数	十国集团	9.2	14.7	24.4	23.2	1.9	10.7	-5.1	8.0	7.5	3.9
	新兴市场	17.8	2.6	7.2	11.7	26.6	39.0	18.8	8.0	5.0	3.7
	美国	12.4	22.8	26.2	14.7	-11.4	11.5	-8.6	-4.4	-16.5	12.4
	中国	-8.9	-26.1	-13.5	0.6	23.5	43.0	43.9	1.6	-8.0	-0.3

数据来源：Wind、上海证券基金评价研究中心；数据截至：2025.10.28

目前，全球市场受 AI 应用前景推动，估值不断走高。如果，本轮 AI 对全球经济需求的拉动远低于预期，那么，市场对全球经济周期见顶的担忧就会加大；再叠加以美国为代表的部分海外主要经济体内部政策动荡、债务问题不断加重等因素影响，海外权益市场可能再次面临估值“证伪”的风险。

10 月份，美联储继续降息 25BP，市场预期年末还有一次 25BP 降息。美联储降息节奏是另一个重要变量，将与 AI 的影响相互作用。如果，AI 扩散效应不及预期，全球经济增速放缓，通胀压力较低，美联储货币政策会相对宽松，市场估值压力相对较轻。若 AI 扩散效应高于预期，通胀压力又小，美联储的货币政策会相对谨慎，但市场估值压力不会很大。最坏的情况是，AI 扩散效应不及预期，通胀压力又大，美联储的货币政策收到制约，则市场估值的压力会很大。

图 4 海外主要国家及地区 CPI

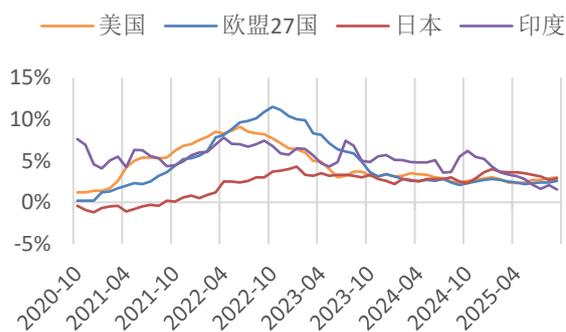


图 5 海外主要国家及地区 PPI



数据来源：Wind、上海证券基金评价研究中；数据截至：2025.10.28

## 2.2 国内：“十五五”规划纲要出台，做好长期布局准备

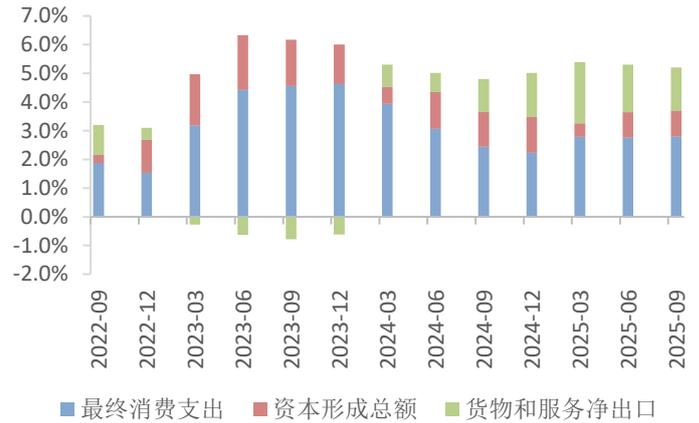
今年是“十四五”收官之年。五年来，中国经济保持中高速增长，现代化产业体系基本形成，科技创新实现从“跟跑”到“并跑”“领跑”的跨越，制造业核心竞争力显著提升，高技术制造业占比持续上升，数字经济与实体经济深度融合，绿色低碳转型全面推进。期间，国家在科技创新、产业升级、区域协调与民生改善等方面取得重大成果，GDP 稳居世界第二，能源结构优化、区域发展格局完善、居民收入差距持续缩小，公共服务体系不断健全。

生产端，前三季度，工业增加值同比增长 6.2%，结构性亮点突出，装备制造业增加值同比增长 9.7%，高技术制造业增加值增长 9.6%，增速持续高于采矿业及制造业；服务业保持平稳增长，服务业增加值同比增长 5.4%。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，批发和零售业增加值分别增长 11.2%、9.2%、5.8%、5.6%。

表 2 生产相关经济数据

主要经济数据	当期	上期	趋势
工业增加值（1-9月）	6.20	6.20	→
高技术产业增加值（1-9月）	9.60	9.50	↑
制造业增加值（1-9月）	6.80	6.80	→
装备制造业增加值（1-9月）	9.70	-	-
采矿业增加值（1-9月）	5.80	5.70	↑
电力、燃气及水供应增加值（1-9月）	2.00	2.20	↓
服务业生产指数（1-9月）	5.90	5.90	→
制造业 PMI（9月）	49.80	49.40	↑
服务业 PMI（9月）	50.10	50.50	↓

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：2025.10.28

需求端看，销售增长保持平稳，前三季度，社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 4.5%。农村消费需求增长加快，乡村消费品零售额增长 4.6%，快于城镇。基本生活类和部分升级类商品销售也保持良好增势，1-9 月，限额以上单位日用品类、粮油食品类、体育娱乐用品类商品零售额分别增长 10.4%、19.6%、11.5%；限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类、通讯器材类、文化办公用品类商品零售额分别增长 25.3%、21.3%、20.5%、19.9%。另外，服务零售也保持较快增长，1-9 月份，服务零售额同比增长 5.2%。

图7 CPI与PPI走势与市场预期

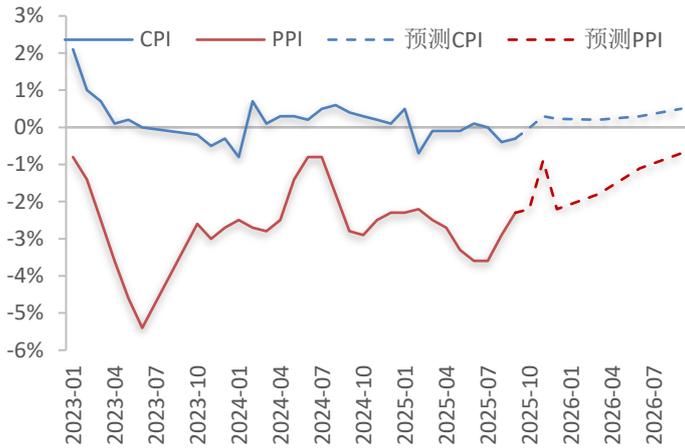
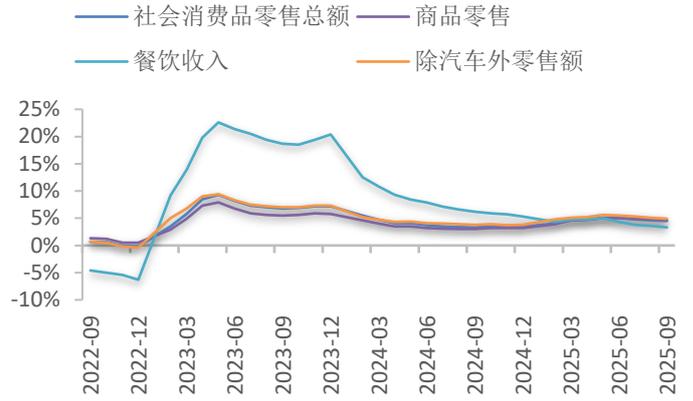


图8 社会零售品总额累计同比



数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心；数据日期：2025.10.28

投资端看，前三季度，全国固定资产投资（不含农户）37.2万亿元，同比下降0.5%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长3.0%。高技术产业固定资产投资增速依然较高，其中，信息服务业，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资同比分别增长33.1%、20.6%、7.4%。总体看，固定资产投资保持增长，高技术产业、制造业投资增长相对更快。

图9 固定资产投资及房地产开发投资完成额累计同比

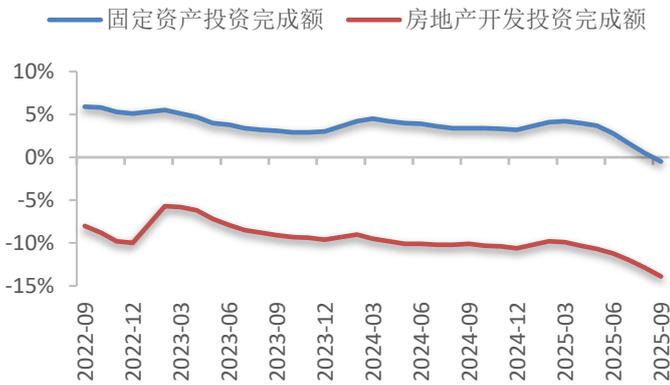
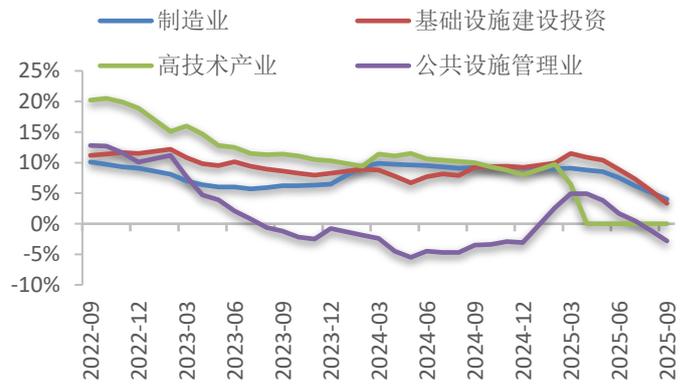


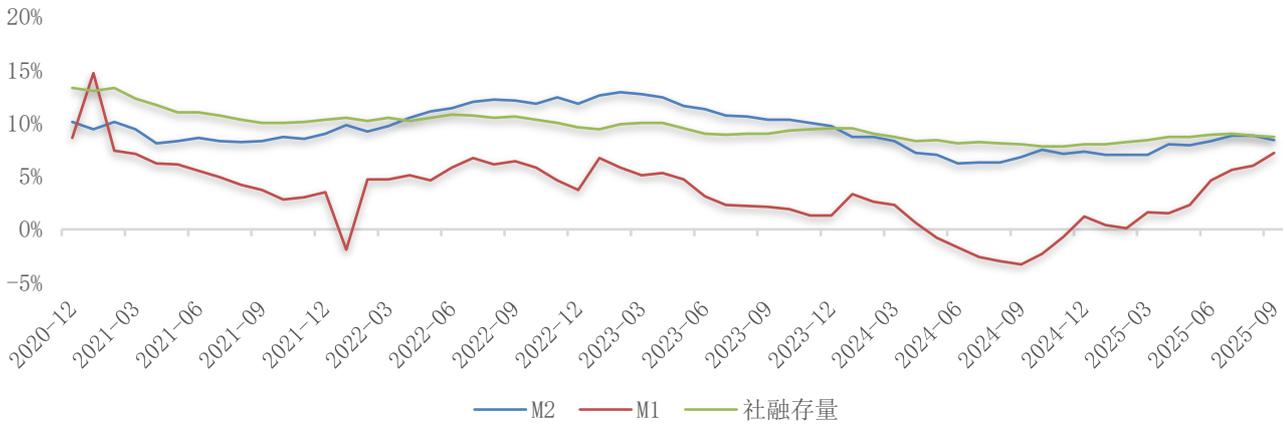
图10 固定资产投资完成额累计同比（分行业）



数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心；数据日期：2025.10.28

资金面看，整体社会融资规模增长稳健，三季度末，金融机构人民币各项贷款余额270.39万亿元，同比增长6.6%，前三季度人民币贷款增加14.75万亿元。货币供应量方面，M2持续平稳，M1继续大幅回升，同比增长7.2%，比前值高1.2%。表明企业和居民的资金活跃度也在逐步提高。

图 11 社融与货币供应变化



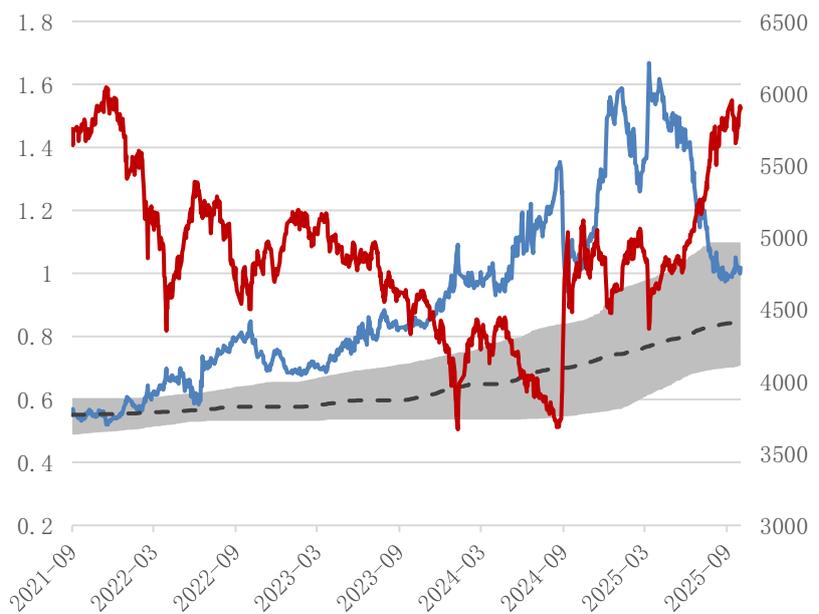
数据来源：Wind、上海证券基金评价研究中心；数据截至：2025. 10. 28

进出口情况展现韧性和活力，前三季度，进货物进出口总额 33.6 万亿元，同比增长 4.0%。其中，出口 19.9 万亿元，增长 7.1%；进口 13.7 万亿元，下降 0.2%。外贸多元化成效继续显现，对共建“一带一路”国家进出口增长 6.2%。机电产品出口增长 9.6%，占出口总额的比重为 60.5%。

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	17.00	99.96%
深证成指	30.96	83.00%
创业板指	43.93	50.95%
沪深 300	14.62	91.98%
中证 500	34.03	81.69%
中证 800	16.52	93.62%
中证 2000	156.39	94.18%
大盘成长	20.69	57.41%
大盘价值	9.08	78.81%
中盘成长	25.75	62.67%
中盘价值	14.21	71.36%
小盘成长	32.48	77.28%
小盘价值	17.88	71.81%

图 12 ERP (股债收益比)



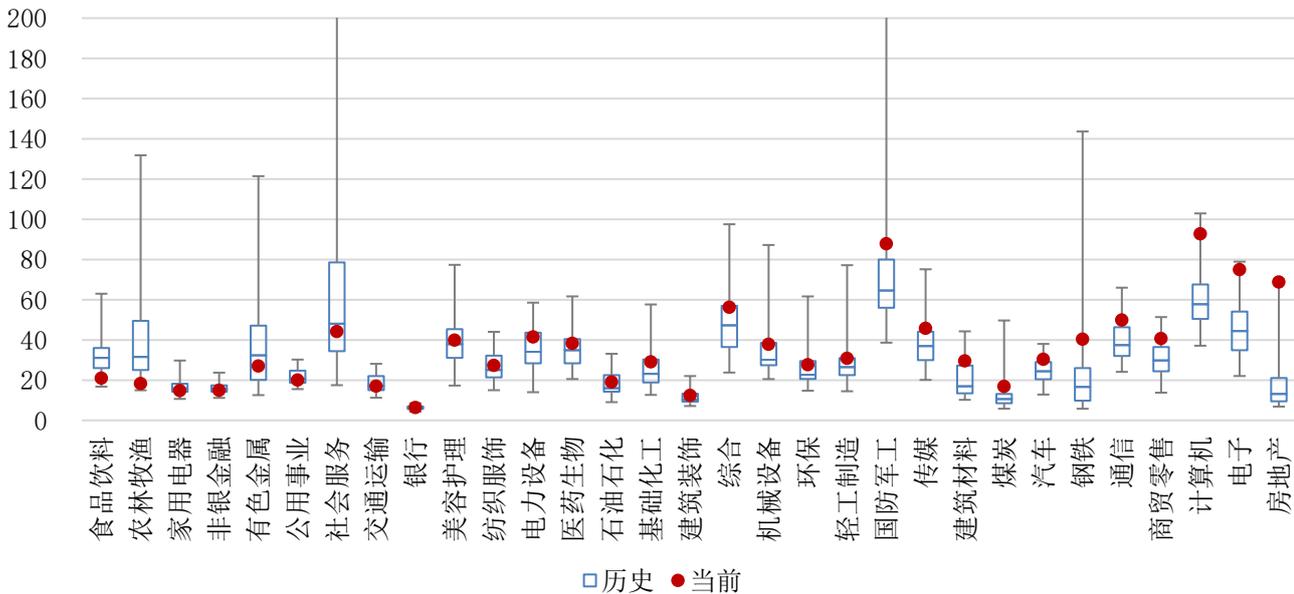
数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心；数据截至：2025. 10. 28

注：股债收益比：股票市场收益率/10 年期国债收益率

总体而言，国内经济持续向好，政策支持也在持续发力。宏观环境对风险资产估值抬升非常有利，所以，我们看到投资者的信心在大幅抬升。但从估值看，随着市场信心提升，权益资产价格也有明显抬升，一些指数或板块的估值也逼近十年来的相对高位。

从行业或板块看，市场估值分化依然存在。科技板块估值相对较高，不过，这是由于该板块的高景气度推动。从中报数据看，TMT 板块持续高速增长，比如电子、计算机行业的营收分别增长 19.02%和 11.74%，净利润分别增长 31.15%和 40.80%。估值相对温和的板块，比如有色金属、设备制造、金融、电器、农林牧渔等，在营收和净利润增长上都有不同程度的增长。医药、能源、地产板等块略有承压，营收和归母净利润都有下降。

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：2015.10.1-2025.10.28

从当前市场估值和中报业绩表现看，行业分化明显，未来不排除出现结构性行情的可能。下一阶段，我们应更加关注资产的长期投资价值。“十五五”规划明确指出，高质量发展阶段的核心在于构建现代化产业体系、提升科技创新能力、扩大内需和深化绿色转型。下阶段资产配置的方向应更注重结构性机遇与长期成长空间的平衡。

首先，应重点关注科技创新与高端制造领域的投资机会。规划提出要加强关键核心技术攻关，推动人工智能、集成电路、新材料、新能源、航空航天、生物医药等战略性新兴产业发展，这些领域不仅具备政策红利，也蕴含长期成长潜力。其

次，绿色经济与能源转型将成为中长期投资的重要主线。围绕“碳达峰、碳中和”目标，新能源、储能、氢能、节能环保设备及循环经济产业链均有望受益。第三，消费升级与内需扩张将持续驱动经济增长，医疗健康、养老服务、体育休闲、智能家居、文化旅游等行业有望成为稳定的投资方向。此外，随着资本市场改革深化与分红政策优化，银行、保险、能源、电信等红利资产在当前估值水平下具备较高安全边际，配置价值也将持续凸显。

### 2.3 商品：关注市场预期变化带来的影响

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。

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	--	73.27%	-18.92%	59.20%	29.23%	15.45%	8.81%
中证转债	73.27%	--	0.84%	46.72%	20.68%	2.93%	7.14%
中证全债	-18.92%	0.84%	--	-17.44%	-2.34%	-12.22%	7.26%
恒生指数	59.20%	46.72%	-17.44%	--	40.07%	19.76%	10.62%
标普 500	29.23%	20.68%	-2.34%	40.07%	--	27.36%	8.68%
原油	15.45%	2.93%	-12.22%	19.76%	27.36%	--	11.59%
黄金	8.81%	7.14%	7.26%	10.62%	8.68%	11.59%	--

数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心；数据日期截至：2025.10.28

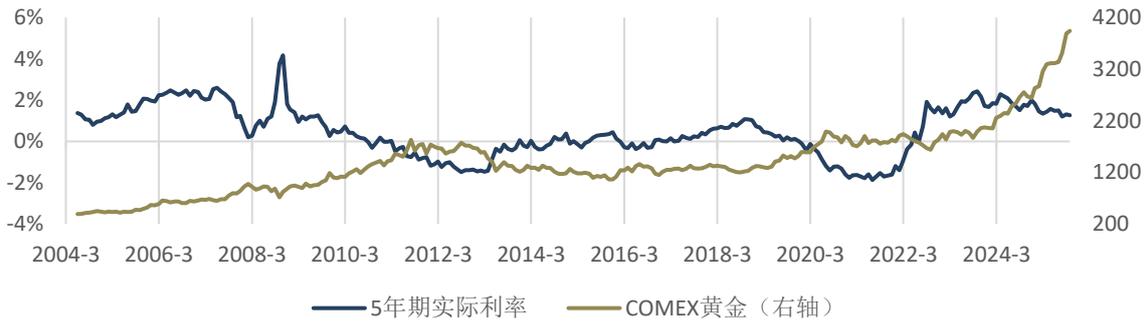
注：原油为 NYMEX WTI 原油连续；黄金为 COMEX 黄金连续

#### 2.3.1 黄金

前段时间，市场比较关注黄金的避险和抗通胀属性。下阶段，如果全球经济表现符合或者高于市场预期，比如 AI 带来的经济效应持续扩大，可能会给持续走高的金价带来压力。

另外，黄金价格与国际利率负相关。美联储降息预期下，有利于黄金资产定价。不过，市场定价基于预期，降息阶段性落地意味着利好尽出，也会加大黄金价格的短期波动。

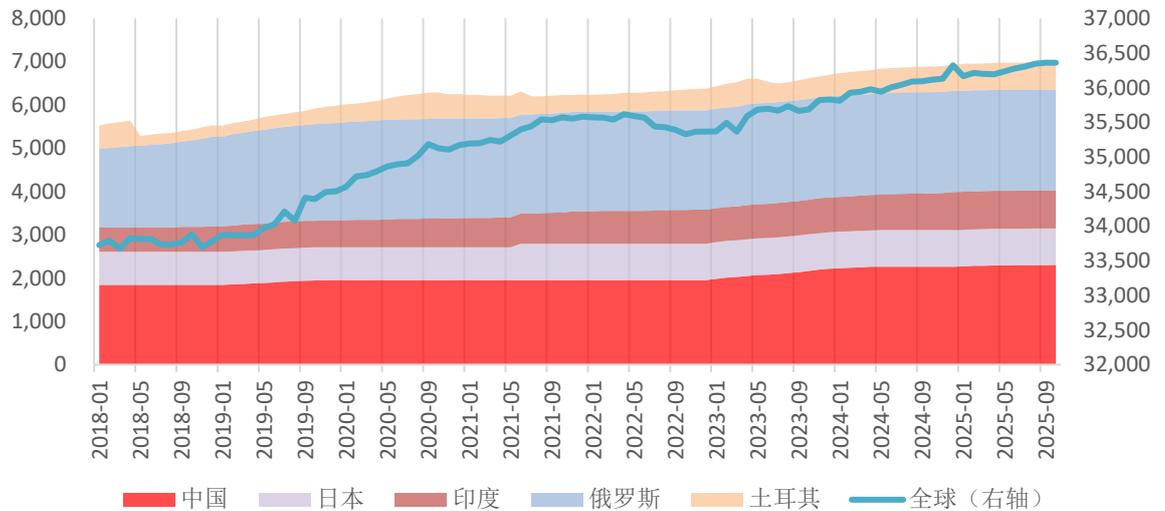
图 14 美债利率与 COMEX 黄金价格



数据来源：WIND，上海证券基金评价研究中心；数据时间截至：2025. 10. 28

长期看，欧美等国家债务压力有继续扩大的风险，而海外权益估值风险也在不断加剧，股债两市场存在的巨大风险，将继续给黄金资产带来巨大的市场配置需求。

图 15 全球央行对黄金储备变化（单位：吨）



数据来源：WIND，上海证券基金评价研究中心；数据时间截至：2025. 10. 28

### 2.3.2 原油

要关注需求增长的稳定性能否消化 OPEC+ 的增产。8 月以来，随着原油需求回落，炼厂逐渐步入淡季，开工下降，10 月尤其明显，原油价格持续回落。不过，11-12 月是原油需求旺季，有望对原油价格形成支撑。

图 16 美国炼厂开工率（单位：%）

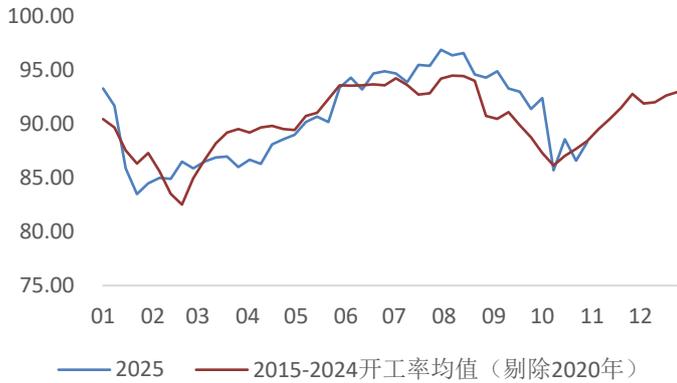
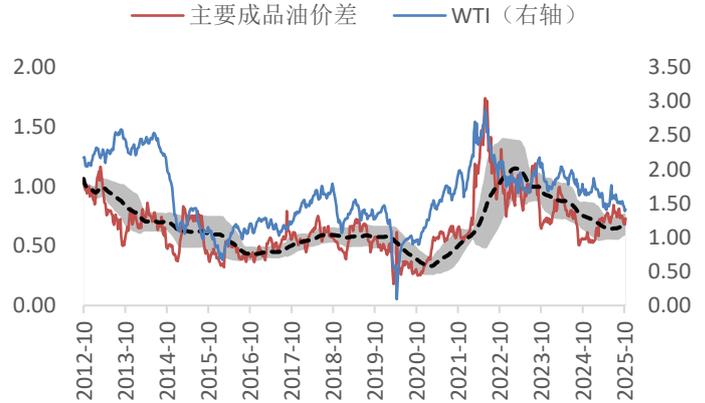


图 17 成品油-原油价差收窄（单位：美元/加仑）



数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心；数据日期：2025.10.28

另一方面，OPEC+成员国继续同意增产，将11月石油日产量提高13.7万桶。会议期间，俄罗斯和沙特阿拉伯对增产量有一定分歧，后者拥有较多闲置产能希望增产更多，不过从结果上看，维持市场稳定仍是两者的共识。

图 18 原油运输价格指数与原油价格（单位：右-美元/桶）



图 19 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：2025.10.28

### 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，全球流动性、地缘关系、国内经济转型进展、宏观政策落地等因素仍是影响市场情绪的关键。

#### 3.1 权益基金：聚焦“十五五”，把握长期配置机遇

经济基本面稳中向好，资本市场信心也在逐步改善，“十五五”纲要落地，要把握好长期配置机遇。当然，国内经济仍处在新旧动能转换阶段，经济结构性问题依然存在，因此也会催生结构性及轮动化的市场行情。

综合来看，下一阶段的资产配置应以“科技成长+绿色转型+红利稳定”为核心框架，动态平衡成长性与防御性，通过长期布局把握中国经济结构升级与产业转型带来的新机遇。另外，资产价格短期快速上涨，容易透支企业的长期增长预期，可能使部分投资者选择“落袋为安”。只有那些具备长期核心竞争力，经营业绩能匹配市场预期的公司才能赢得市场的长期信任，因此，配置时要把握好业绩与预期的平衡。可以适当利用主动权益基金的投研优势，精选具有核心竞争力的公司。

##### 配置策略：

- 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“红利稳定”配置，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**：聚焦“科技成长”+“绿色转型”两个方向。主题上，关注芯片、AI、新能源等高新技术高成长方向的长期配置机会，但要警惕波动风险。

#### 3.2 固定收益基金：降低预期，稳健中找收益

去年以来利率债收益率一路走低，长久期债券空间被透支，5月基础利率回升后市场波动加剧，显露出长久期品种高度脆弱性。另外，债务、关税、通胀等问题导致美国利率维持高位，对国内货币政策仍有一定约束，利率中枢像以往那样大幅下行的可能性不大。年末，债市整体仍会保持稳健，但是要降低收益预期。

**配置策略：**

- 1) **久期：中短久期品种性价比更高。**去年以来，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，未来随着经济的复苏，利率中枢仍有继续回升的风险。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：关注预期变化下的配置机会

外部环境持续变化，给海外资产配置带来更多的不确定性，因此，在借助 QDII 基金丰富组合收益来源的同时，要关注经济需求、国际政策、市场预期的边际变化带来的资产配置机会。

**配置策略：**

- 1) **权益 QDII：**AI 创新正在持续推动全球经济增长，为企业长期扩张带来动力，短期内市场可能会延续乐观情绪。不过，美国等市场的权益资产估值不断走高，企业抗风险能力下降仍未改变，一旦 AI 的溢出效应被“证伪”，市场可能会再次步入震荡，配置时仍要谨慎，不宜追高。
- 2) **商品 QDII：**供需变化，以及美联储降息落地等因素将影响商品价格走势。原油 QDII 基金方面，旺季临近叠加原油期货库存低于历史同期，有望支撑油价走高，此外，以原油为代表的商品 QDII 以挖掘价格错配为主，要兼顾价格趋势和移仓成本。黄金 QDII 基金方面，区域主义、地缘冲突、美国债务风险上升等因素共同作用下，投资者仍然有长期配置黄金的需求。短期内，美联储降息落地，市场风险偏好走高，不利于黄金定价，未来，继续关注经济前景，如果海外经济前景低于预期，将再次推金价。

### 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、AI 等技术发展超预期，带动经济需求扩张超预期，市场避险情绪超预期切换，造成资产价格波动加大；
- 10、风险资产快速上涨，企业业绩不及预期，投资者落袋为安，导致阶段性波动加大。

## 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”。