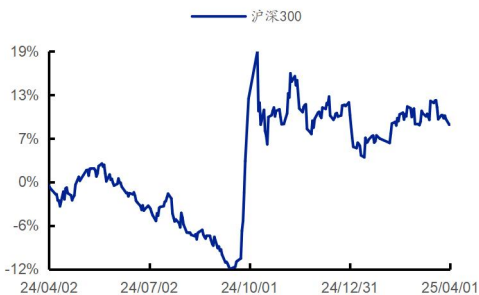


研究所:
证券分析师: 林加力 S0350524100005
linjl01@ghzq.com.cn
联系人: 袁雨琦 S0350125020008
yuanyq@ghzq.com.cn

消费驱动下的新范式

2025年4月大类资产配置月度报告

最近一年走势



相关报告

《资产配置动态报告: 政府债券放量支撑社融增速*林加力, 徐凝碧》——2025-03-16

《公募REITs投资策略: 从政策红利到配置价值*林加力》——2025-03-13

《资产配置点评报告: 1月企业信贷开门红带动社融超预期*林加力, 徐凝碧》——2025-02-15

《资产配置动态报告: 考核方式长期化、入市形式丰富化*林加力, 徐凝碧》——2025-01-24

《资产配置报告: 12月社零增速回升, 消费延续温和复苏*林加力, 徐凝碧》——2025-01-18

投资要点:

- **国内宏观:** 经济整体运行平稳, 1-2月生产、消费、投资指标均现边际改善, 其中社零同比增长4.0%, 餐饮收入维持4.3%高增速, 《提振消费专项行动方案》推动服务消费持续发力。
- **大类资产配置观点:** 经济从投资和信贷驱动转向消费和服务业驱动, 大消费、大金融、大制造领域存在机会, 消费板块受益于需求拉动逻辑率先修复, 金融板块或随CPI回升利差压力缓解, 制造业从下游往中游产业链传导逐步修复。固收方面, 当前面临短端利率低位、长端利率博弈空间收窄以及CPI上行风险的多重约束。建议采取缩短久期、配置通胀敏感型资产(如消费类REITs)以及利用利率互换工具构建浮动利率敞口等策略来应对利率波动风险。商品市场呈现结构性分化, 2025年初以来(截至2025年3月31日), 与终端消费关联度较高的农林牧渔、食品类商品表现相对较好, 而远离消费终端的黑色系商品相对疲弱。
- **大类资产配置量化模型:** 基于通胀-增长、货币-信用双维度及以中美VIX为代表的市场情绪指标, 动态分配风险预算, 优化风险调整后收益。本月风险预算权重: 权益(30%)、国债(5%)、商品(35%)、黄金(25%), 推荐配置比例为17.50%、27.14%、33.17%和22.21%。本次调整依据: 增长上行高配权益, 通胀上行高配商品, 通胀和增长同时上行时低配债券, 信用紧缩低配权益; 中美VIX指数本期未触发阈值时, 不涉及因为避险需求调整黄金风险权重。
- **风险提示:** 国内宏观经济政策不及预期; 海外经济衰退; 大宗商品价格波动; 美联储货币政策超预期; 实际数据与预期存在偏差; 模型失效风险。

内容目录

1、 大类资产配置建议表.....	4
2、 国内宏观：整体呈现平稳态势.....	4
3、 市场概览：全球市场呈现显著分化特征.....	8
4、 大类资产配置观点：消费驱动下的新范式.....	9
5、 基于宏观因子风险的大类资产配置量化模型.....	11
6、 风险提示.....	14

图表目录

图 1: 重点出口商品分项环比 (%)	5
图 2: 重点进口商品分项环比 (%)	5
图 3: 工业增加值及服务业生产指数当月同比 (1-2 月合并, %)	6
图 4: 社零环比数据 (%)	7
图 5: 商品零售分项同比 (%)	7
图 6: 70 个大中城市一二三线城市新建商品住宅价格指数环比 (%)	7
图 7: 大类资产近一月涨跌幅	8
图 8: 申万一级行业近一月及今年以来涨跌幅	9
图 9: 中美坏账率指标 (%) 第三次交叉拐点	10
图 10: 十年期国债收益率下破五大行负债成本	11
图 11: 风险预算的配置流程	12
图 12: 通胀-增长维度不同时期的配置调整	12
图 13: 信用-货币维度不同时期的配置调整	13
表 1: 大类资产配置建议表	4
表 2: 各类宏观因素的近期判断	13
表 3: 根据不同宏观因素调整的风险预算模型	14

1、大类资产配置建议表

表 1: 大类资产配置建议表

模型	资产类别	观点	说明
主观	权益	↑	经济正从投资和信贷驱动转向消费和服务业驱动，大消费、大金融、大制造领域存在机会，消费板块受益于需求拉动逻辑率先修复，金融板块或随 CPI 回升利差压力缓解，制造业从下游往中游产业链传导逐步修复。
	固收	→	当前面临短端利率低位、长端利率博弈空间收窄以及 CPI 上行风险的多重约束，建议采取缩短久期、配置通胀敏感型资产（如消费类 REITs）以及利用利率互换工具构建浮动利率敞口等策略来应对利率波动风险。
	商品	→	商品市场呈现结构性分化，2025 年初以来（截至 2025 年 3 月 31 日），与终端消费关联度较高的农林牧渔、食品类商品表现相对较好，而远离消费终端的黑色系商品相对疲弱。
量化	股债商及黄金	基于宏观风险的大类资产配置模型，本月风险预算权重分别为权益（30%）、国债（5%）、商品（35%）、黄金（25%），推荐配置比例为 17.50%、27.14%、33.17%和 22.21%。	

资料来源：WIND，证券市场周刊，上观新闻，国海证券研究所

2、国内宏观：整体呈现平稳态势

2025 年 1-2 月中国经济运行整体呈现平稳态势，生产、消费与投资指标均实现边际改善。1-2 月社会消费品零售总额同比增长 4%，较上年全年增速加快 0.5 个百分点，显示消费稳步回升，以旧换新政策对相关品类零售额增长起到积极作用。消费作为本轮政策发力点进一步成为共识，3 月 16 日中央发布《提振消费专项行动方案》，提出了八部分 30 条政策举措，该方案体现了政策重心向需求侧的转移，着眼于提高居民工资性和财产性收入，为消费增长提供根本动力。作为由中央和国务院办公厅联合发布、30 多个部门参与研究的纲领性文件，我们认为该方案预示着后续将有更细化的分领域配套政策落地。

2 月制造业 PMI 录得 50.2%，高于前值的 49.1%，重回扩张区间。分项指标显示量价皆有改善，其中新订单、新出口订单、在手订单相较上月分别上升 1.9 个百分点、2.2 个百分点、0.4 个百分点。价格方面延续回升，主要原材料购进价格、出厂价格分别较上月提高 1.3 个百分点和 1.1 个百分点。库存方面，原材料库存较上月下降 0.7 个百分点，产成品库存较上月上升 1.8 个百分点，预示着企业存在主动补库存的意愿。但值得注意的是，2 月中小型企业 PMI 较上月有所回落，反映出节后中小企业生产经营恢复相对滞后。

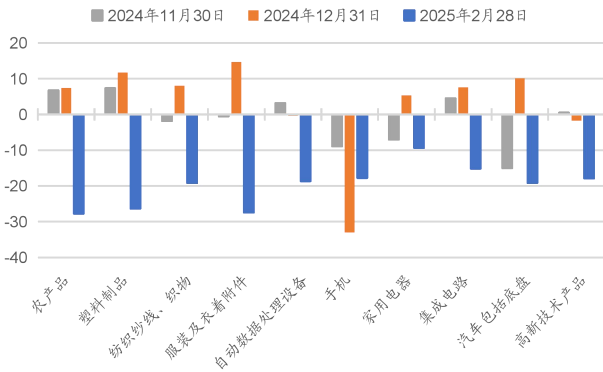
2 月非制造业 PMI 较上月小幅上升至 50.4%，前值 50.2%，其中服务业受春节后季节性因素影响回落至 50.0%，建筑业较上月回升 3.4 个百分点至 52.7%。受节前集中采购，节后假日效应消退等因素影响，与居民消费相关的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数回落较为明显。航空运输、邮政、电信广播电视及卫星

传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间。

进出口方面，1-2 月以美元计价的出口同比增长 2.3%，2024 年 12 月当月值 10.6%，1-2 月数据较上年 12 月明显回落，可能受到春节假期和今年 2 月工作日同比减少的影响。同比增速上，分地区来看，对美国、拉美、东盟的出口增速均出现大幅下滑，对日本和中国香港的出口增速有所回升。从产品结构看，劳动密集型产品如纺织纱线织物、服装、塑料制品、汽车、家电、农产品等出口增速同比普遍下降，手机和集成电路等高技术产品成为支撑。环比数据来看，今年 1-2 月出口金额环比-19.5%，降幅略好于 2015-2019 年同期均值-24.5%。

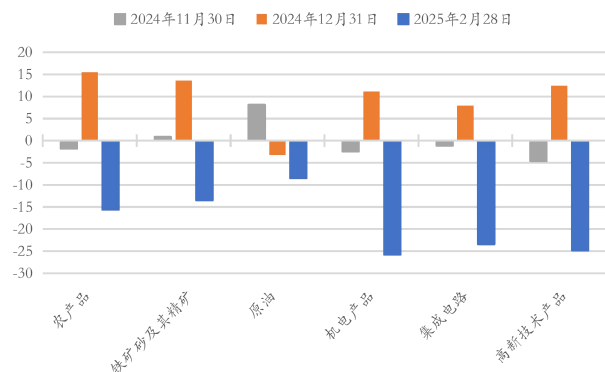
1-2 月美元计价的进口总额同比-8.4%，较前值大幅回落 9.4 个百分点。同比数据显示区域结构显示自韩国、日本及东盟进口金额降幅显著。原材料大宗类大幅回落，铁矿砂及其精矿 1-2 月同比较上年 12 月降幅 19.2 个百分点。1-2 月进口金额环比下降 20%，与 2015-2019 年同期均值 (-20.9%) 相差不大，显示进口动能仍处于周期性调整区间。1-2 月美元计价贸易顺差 1705 亿美元，同比扩张 36.8%。

图 1: 重点出口商品分项环比 (%)



资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 2: 重点进口商品分项环比 (%)



资料来源: WIND, 国海证券研究所

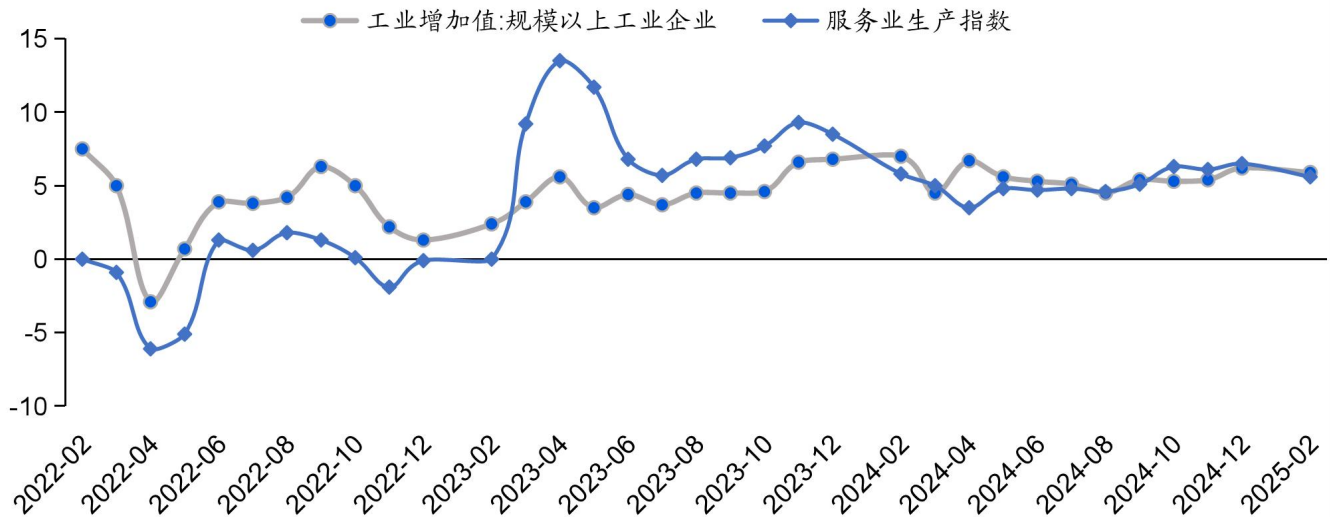
价格指数受春节错位影响参考意义有限。2 月 CPI 同比-0.7%，前值 0.5%，主要受春节错位导致的高基数效应及食品价格拖累，其中鲜菜价格同比增速 -12.6%，构成主要下拉因素。非食品项中，衣着同比增速+1.2%、居住同比增速 +0.1%、医疗保健同比增速+0.2%，其他用品及服务同比增速+6.5%，环比增速 +0.7%，结合金饰、家政服务 and 美发价格等细分领域价格上涨，或指向高端消费及服务性支出有所回暖。

2 月 PPI 同比-2.2%，前值-2.3%，降幅较前值略有收窄，释放工业领域边际回暖信号。同比数据来看，生产资料中采掘工业为拖累项，原材料工业及加工工业均较 1 月同比企稳回升。主要行业各分项来看，有色金属矿采选业同比显著回升，煤炭及黑色矿采选业同比跌幅较大，或受春节期间煤炭供应充足压制。生活资料中一般日用品同比增速+0.9%，较前值 (0.5%) 回升幅度较大，耐用消费品同比降幅缩窄 0.1%，需求边际改善。2 月 CPI-PPI 剪刀差缩窄至 1.5%，主要是 CPI 受高基数拖累转负，而 PPI 在部分行业需求回升的带动下降幅收窄。

金融数据显现结构性特征。2月M1同比增长0.1%，增速较1月继续放缓。M2同比增长7.0%，增速较1月持平。M1新纳入个人活期存款和非银支付备付金后，春节前数据被部分熨平，但春节后反弹力度或因此低于预期，结合央行披露的金融机构信贷收支统计，居民活期存款或转为定期和投资理财等。2月社融新增2.23万亿元，存量同比进一步上升至8.2%，政府债券同比多增1.1万亿元构成核心支撑。2025年1-2月人民币贷款增加6.14万亿元，同比少增2300亿元，其中居民端同比少增3347亿元，企业贷款同比多增3900亿元，或指向实体融资需求修复仍存约束。

生产端保持较强韧性。2025年1-2月工业增加值同比增长5.9%，较上年12月同比增速略有下滑，但较2024年年度增速（5.8%）维持高位。1-2月采矿业同比增速较去年12月提升1.9个百分点至4.3%，1-2月制造业同比增速较去年12月小幅回落0.5个百分点至6.9%，1-2月电热燃气行业同比增速1.1%，与去年12月持平。从主要行业数据来看，交运设备、金属制品、电气机械等中游行业同比增速较2024年12月同比数据边际改善较多，汽车、医药制造等较2024年12月边际走弱。2025年1-2月服务业生产指数较2024年12月回落0.9个百分点至5.6%，仍保持平稳增长态势。

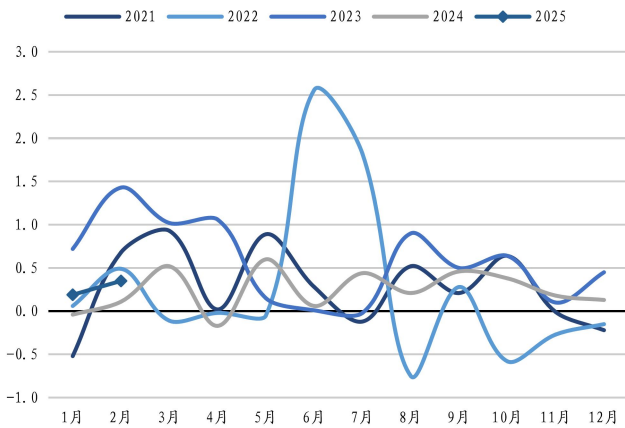
图3：工业增加值及服务业生产指数当月同比（1-2月合并，%）



资料来源：WIND，国海证券研究所，截至2025年2月28日

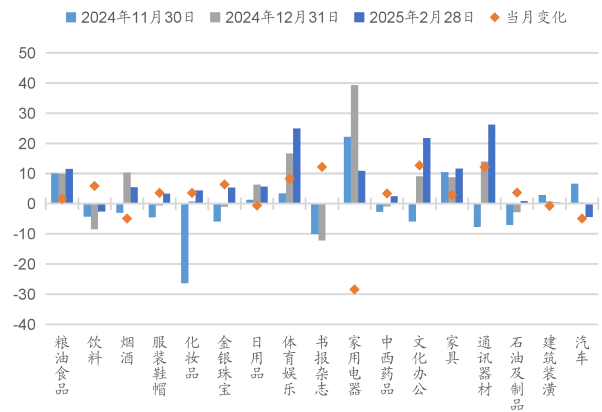
消费市场呈现复苏弹性。1-2月社零同比增长4.0%，增速较上年12月提升了0.3个百分点，与疫情前2015-2019年相比，今年1-2月份的增速提升幅度更大（同期均值-0.6%）。1-2月商品零售同比增速3.9%，其中以旧换新驱动的通讯器材、文化办公等同比增速较高（超过20%）。1-2月份，其他商品如粮油食品类同比增长11.5%，金银珠宝同比增长5.4%，化妆品同比增长4.4%。此外，部分品类1-2月同比增速下滑，其中饮料同比负增长2.6%，汽车同比增速放缓至-4.4%，家电同比增速较上年12月下滑28.4个百分点至10.9%，或部分反映补贴政策扩围后的过渡。1-2月餐饮收入同比增长4.3%，增速比去年12月加快1.6个百分点，为去年7月以来的最高水平，随着《提振消费专项行动方案》发布，服务消费有望持续发挥支撑作用。

图 4: 社零环比数据 (%)



资料来源: WIND, 国海证券研究所, 截至 2025 年 2 月 28 日

图 5: 商品零售分项同比 (%)

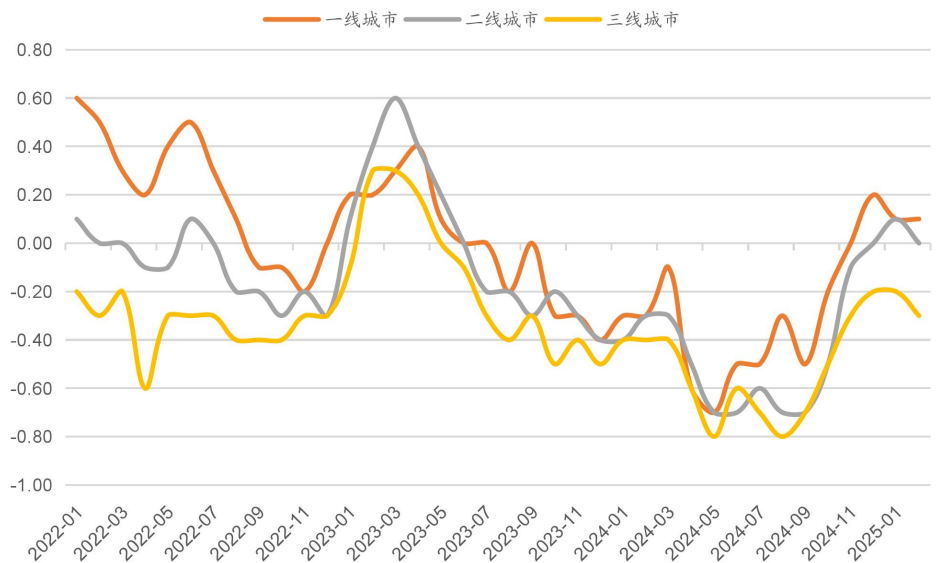


资料来源: WIND, 国海证券研究所

注: 当月变化为 2025 年 2 月较 2024 年 12 月变化的百分点

投资领域呈现积极信号。固定资产投资三大项皆有所改善, 从今年 2 月与去年 12 月同比增速的边际变化来看, 制造业投资同比增速提升 0.7 个百分点至 9.0%, 电力投资驱动下基建投资同比增速上行 2.5 个百分点至 9.9%, 房地产投资同比降幅收窄 3.7 个百分点至 -9.8%。地产分项数据整体较为中性, 竣工面积同比降幅大幅缩窄 10.3 个百分点至 -15.7%, 销售额同比 -2.9% 的表现优于销售面积。

图 6: 70 个大中城市一二三线城市新建商品住宅价格指数环比 (%)



资料来源: WIND, 国海证券研究所, 截至 2025 年 2 月 28 日

房价层面, 截至 2025 年 2 月末, 近三月 70 个大中城市新建商品住宅价格环比降幅稳定在 -0.1%, 一线城市连续三月实现环比正增长, 二三线城市分化特征延续。

就业市场或受季节性因素扰动, 2 月城镇调查失业率上升至 5.4%, 其中城镇调查外来户籍失业率 5%, 16-24 岁劳动力失业率 16.9%, 相较上年 12 月均有上

升。消费导向政策的持续发力强调着力改善就业与收入预期，后续需持续观察指标。

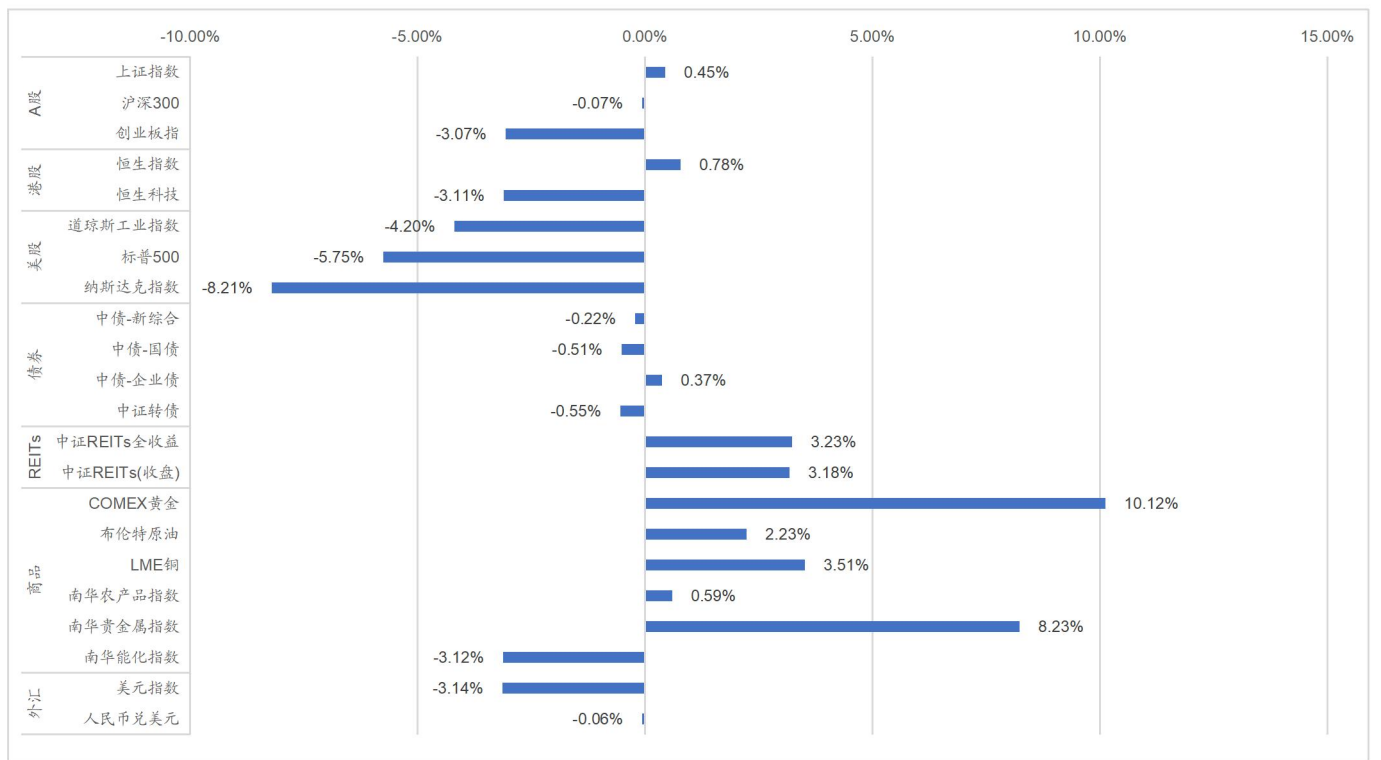
3、市场概览：全球市场呈现显著分化特征

截至 2025 年 3 月 31 日的近一月，全球主要金融市场呈现显著分化特征。股票市场方面，A 股呈现结构性行情，上证指数上涨 0.45%，创业板指与沪深 300 分别回调 3.07%和 0.07%。港股市场恒生指数上涨 0.78%，恒生科技下跌 3.11%。相比之下，美股三大指数普遍承压，道琼斯工业指数、标普 500 及纳斯达克指数分别下跌 4.20%、5.75%和 8.21%，其中科技股权重较高的纳斯达克指数领跌。

固定收益市场信用优于利率，中债新综合及国债指数分别下跌 0.22%、0.51%，企业债指数上涨 0.37%。此外，中证转债指数下跌 0.55%，中证 REITs 全收益指数与中证 REITs 收盘指数分别上涨 3.23%和 3.18%。

商品市场共振上涨，COMEX 黄金与 LME 铜分别上涨 10.12%和 3.51%，布伦特原油上涨 2.23%。汇率市场方面，美元指数下行 3.14%，人民币兑美元中间价略微下调 0.06%。

图 7：大类资产近一月涨跌幅

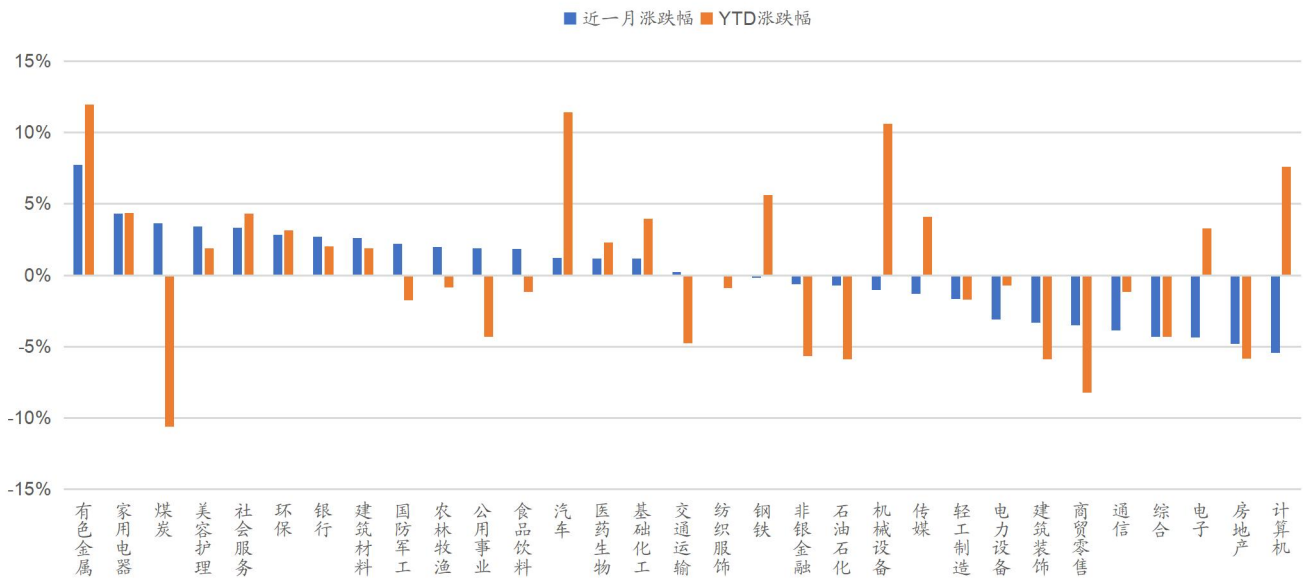


资料来源：WIND，国海证券研究所，数据截至 2025 年 3 月 31 日

截至 2025 年 3 月 31 日的近一月，从行业维度观察，31 个申万一级行业中，17 个行业上涨，其中有色金属（7.7%）、家用电器（4.3%）、煤炭（3.6%）涨幅居前，电子（-4.4%）、房地产（-4.8%）、计算机（-5.4%）回调幅度较大。今年以

来表现看，有色金属（12.0%）、汽车（11.4%）、机械设备（10.6%）涨幅突出，煤炭（-10.6%）跌幅居前。

图 8：申万一级行业近一月及今年以来涨跌幅



资料来源：WIND，国海证券研究所，数据截至 2025 年 3 月 31 日

4、大类资产配置观点：消费驱动下的新范式

当前中国经济正经历增长动能的转换，由传统的投资和信贷驱动模式向消费与服务就业驱动模式演进。这一背景下，权益类资产相较固定收益类资产展现出更优的配置价值。此外，债券市场可能对利率调整的反应存在滞后性，在消费主导的经济复苏周期中，即使投资信贷数据尚未显著修复，利率可能提前触底回升，投资者需动态调整跟踪指标体系以适应经济增长范式的转变。

在权益资产细分领域，基于前面所提到的增长动能转换，经济增长传导路径或从过去上游往下游的产业链传导，转变为下游往上游的需求拉动模式。消费板块如商贸零售、食品饮料等 2024 年 924 之后率先上涨，成为新经济范式下的顺周期板块，而煤炭等传统周期板块变成后周期属性。消费驱动逻辑下存在三类结构性机会：

其一，大消费领域，涵盖家电、汽车、食品饮料、农林牧渔、纺织服饰、商贸零售、旅游等子行业。

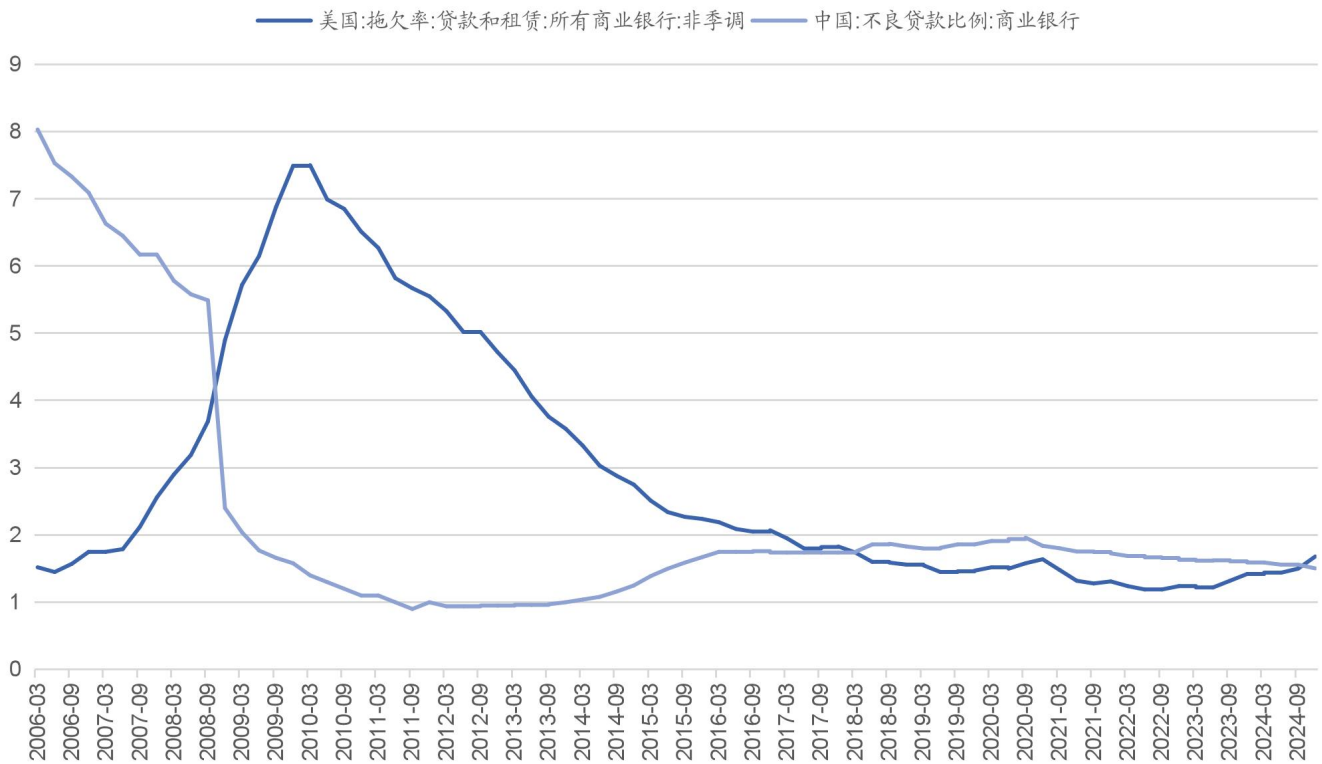
其二，大金融板块，伴随消费复苏推动 CPI 回升，银行及保险行业的利差压力将逐步缓解。从微观业务看，银行业务结构呈现出“三个三分之一”的特点，即约三分之一面向个人，三分之一面向实体企业，三分之一面向城投地产企业。无论是消费领域复苏、实体企业生产经营向好，还是开展投资活动，银行都能从中受益。保险业则受益于居民消费能力修复带来的保单需求提升。

其三，大制造领域，关注服务业与制造业的再平衡，消费回暖将带动下游制造企业库存去化与毛利修复，并沿产业链向中游机械、电新及化工等行业传导。下游制造企业修复较快，中游略有受益，上游原材料及地产建筑行业受益程度相对有限。

全球资产配置方面，境外投资者基于对消费驱动型经济模式的成熟认知框架，更易捕捉中国经济边际改善的信号，而境内投资者受传统投资和信贷分析范式的影响，对经济前景维持中性预期，因而港股对 A 股的带动效应显著。

此外，美国商业银行贷款拖欠率呈现持续攀升态势，2023Q1 至 2024Q4 逐季上行。2024 年第四季度全口径贷款拖欠率（非季调）已较 2022 年同期抬升 44 个基点至 1.68%，其中房地产贷款（+44bps 至 1.67%）、工商业贷款（+26bps 至 1.30%）及消费贷款（+73bps 至 2.93%）违约压力同步显现。在此背景下，中国权益资产在全球股票配置中具备相对优势，可适度增配中资上市公司。

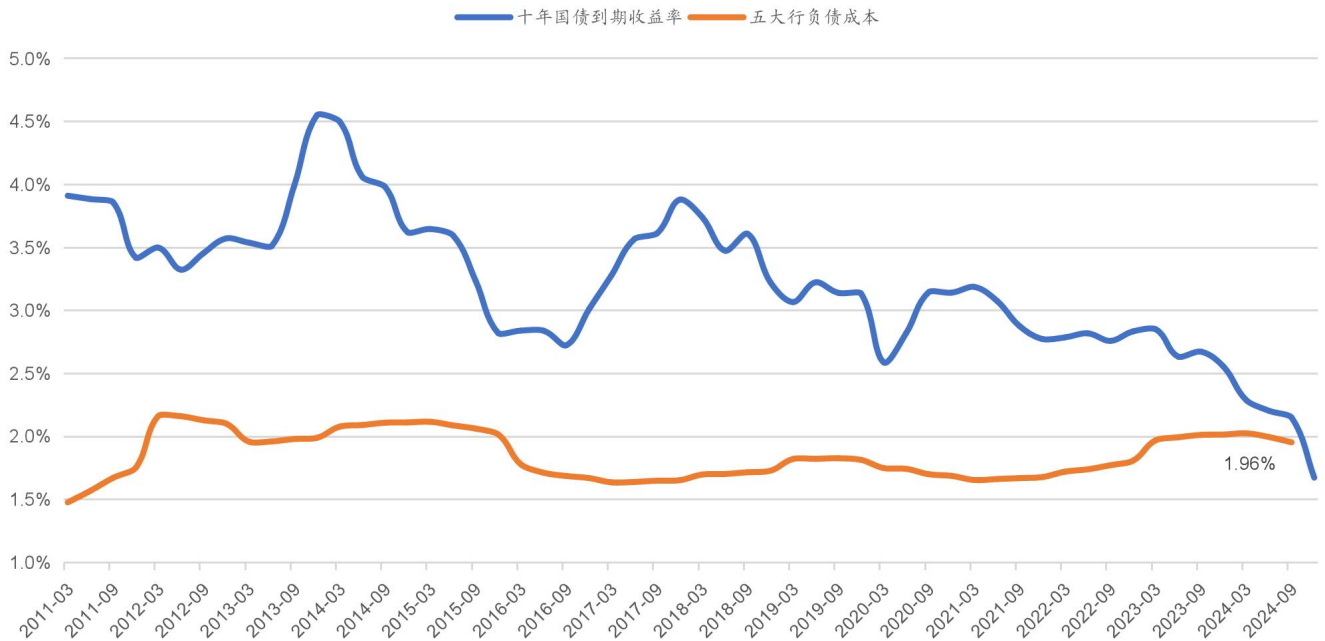
图 9：中美坏账率指标（%）第三次交叉拐点



资料来源：WIND，国海证券研究所，数据截至 2024 年 12 月 31 日

固定收益类资产当前面临多重约束，短端利率维持低位，叠加 CPI 上行风险，长端利率博弈空间收窄。配置策略建议沿三个维度展开：其一，通过缩短久期规避利率波动风险；其二，配置消费类 REITs 等通胀敏感型资产，CPI 上涨时，此类资产收入会随之增加，可类比为能跟随通胀调整票息的债券；其三，利用利率互换工具构建浮动利率敞口，通过固定利率资产与衍生品组合模拟浮动收益，以应对利率环境的不确定性。

图 10: 十年期国债收益率下破五大行负债成本



资料来源: WIND, 国海证券研究所, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

商品市场呈现结构性分化行情, 2025 年初以来 (截至 2025 年 3 月 31 日), 与终端消费关联度较高的农林牧渔、食品类商品表现相对较好, 远离消费终端的黑色系商品相对疲弱。

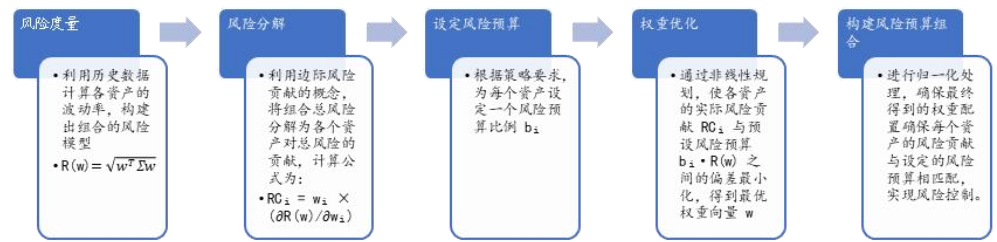
5、基于宏观因子风险的大类资产配置量化模型

我们的量化模型思路通过风险预算模型来配置风险, 而非简单配置资产比例。风险预算模型是风险平价模型的延伸, 其核心思想是将整个投资组合的风险“预算”分配到各个资产或资产类别上, 确保各部分风险贡献符合投资者的风险偏好和预期目标。风险平价模型要求所有资产在组合中贡献相同的风险, 而风险预算模型允许投资者预先设定不同的风险预算比例, 从而使得不同资产可以承担不同水平的风险贡献。

我们认为, 风险预算模型在实际应用中更灵活, 解决了风险平价模型在中国市场的实际操作中会出现对以债券为主的低波动资产配置比例过高的问题。风险预算模型不仅关注风险平衡, 还可以结合对资产预期收益等因素进行调整, 进而优化风险调整后收益。通过调整各资产风险预算达到更优的资产配置效果。

我们基于宏观情况对未来各类资产走势进行预判, 将预期上涨的资产赋予更高的风险权重, 给可能下跌的资产赋予更低的风险权重。

图 11: 风险预算的配置流程



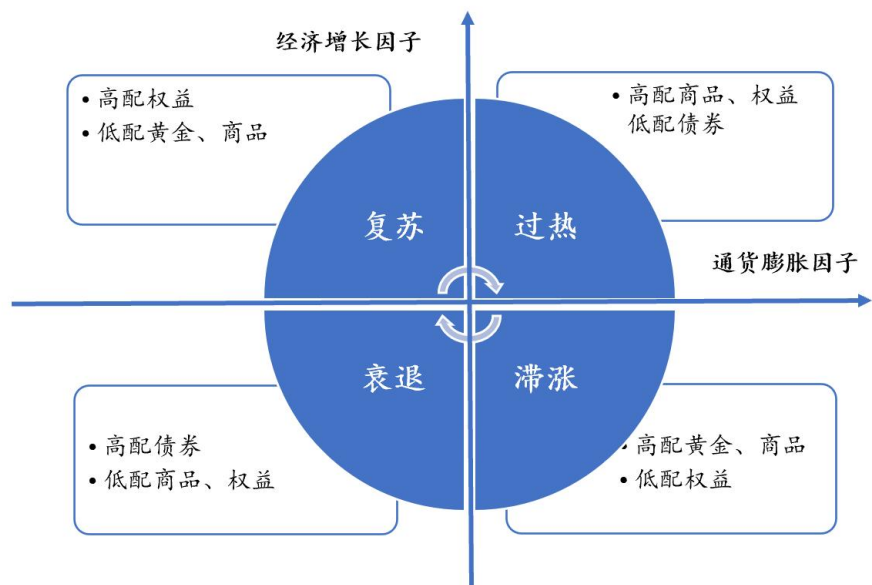
资料来源: 国海证券研究所

我们根据**通胀-增长、货币-信用**等宏观因素和市场情绪指标的判断, 对股票、债券、商品和黄金进行风险预算调整, 进而得到大类资产配置比例。

首先, 考虑通胀-增长视角对各类资产的影响, 比如, 当通胀上升而经济增长乏力时, 往往预示经济结构性风险增强, 此时股票市场可能面临较大波动, 风险收益不稳定, 而黄金可能因避险需求而受益。

我们在经过数据处理后得到通胀-增长维度不同情况下的资产配置调整思路: 权益资产和经济增长变化相关性较强, 增长上行时适当高配权益, 增长下行时适当低配权益; 债券同时受经济和通胀两个因素联动影响, 两者同时上行时低配债券, 两者同时下行时高配债券; 商品资产受通胀因素影响更多, 通胀上行时高配商品, 通胀下行时低配商品; 黄金在增长和通胀反方向变动时变化比较明显, 通胀上行增长下行时高配黄金, 通胀下行增长上行时低配黄金。

图 12: 通胀-增长维度不同时期的配置调整

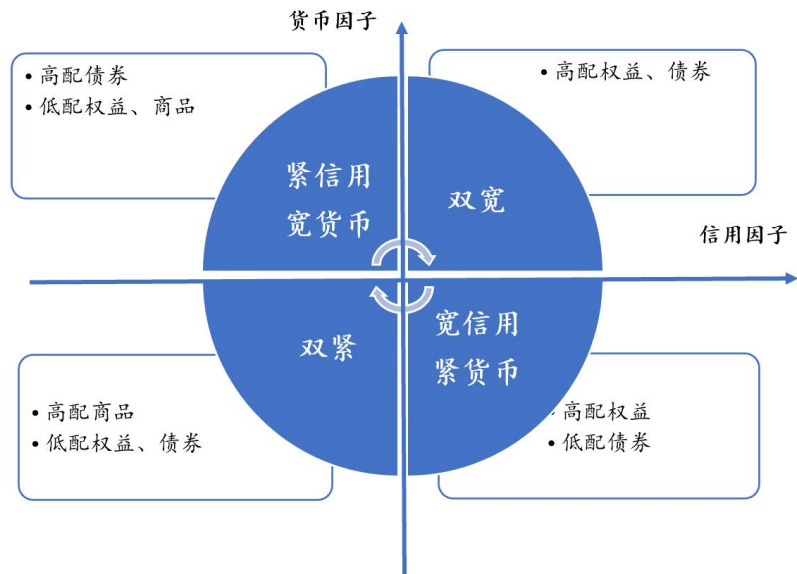


资料来源: 国海证券研究所

继续考虑信用-货币视角对各类资产的影响，比如，我们认为，降息、降准政策出台，R007等短期利率基准参考指标下行，或者央行货币投放量提升时，债券市场配置比例可以适当上调；当企业对未来经济增长预期乐观，愿意增加资本开支，融资需求提升，新增社融上行，信用扩张加速的时候，股票资产的风险预算可以适当提升。

我们在经过数据处理后得到以下结论：权益资产主要受信用因子影响，权益在信用宽松时表现较好；债券资产主要受货币因子影响，债券在货币宽松时表现较好；信用货币双紧的时候商品表现较好，信用紧缩货币宽松时商品走势较弱。

图 13：信用-货币维度不同时期的配置调整



资料来源：国海证券研究所

根据前文的分析，我们对各类宏观因素近期的判断是通胀上行、增长上行、信用紧缩和货币中性。

表 2：各类宏观因素的近期判断

宏观风险	观点	具体分析
通胀	↑	消费复苏推动 CPI 回升, PPI 在部分行业需求回升的带下降幅收窄, 需要提防 CPI 继续上行风险。
增长	↑	生产端保持较强韧性, 2 月工业增加值同比增长 5.9%, 较 2024 年年度增速 (5.8%) 维持高位; 2 月制造业 PMI 重回扩张区间, 分项指标显示量价皆有改善, 非制造业 PMI 小幅上升至 50.4%; 投资领域呈现积极信号。固定资产投资三大项皆有所改善。
信用	↓	2025 年 2 月 M1 同比增长 0.1%, 增速较 1 月继续放缓。M2 同比增长 7.0%, 增速较 1 月持平。M1 新纳入个人活期存款和非银支付备付金后, 春节前数据被部分熨平, 但春节后反弹力度或因此低于预期, 结合央行披露的金融机构信贷收支统计, 居民活期存款或转为定期和投资理财等。
货币	→	人行召开的会议上指出, 实施好适度宽松的货币政策。平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系。我们考虑到目前银行业净息差已经在低位, 央行在降息节奏上可能更为谨慎。

资料来源：WIND，中国基金报，国海证券研究所

此外，我们需要根据市场的情绪面考虑短期避险因素。比如，作为典型的避险资产，在美国或中国的 VIX 明显上升时，黄金往往因资金避险需求增加而走强。我们将中美的 VIX 指数阈值分别设置为最近一年的 70% 分位数和 25，当美国 VIX 上升至 25 时或当中国 VIX 达到近一年的 70% 时，上调黄金的风险预算，下调股票和商品的风险预算。

根据风险平价模型，每种资产的初始风险预算均为 25%，为了保证多资产均衡配置，每种资产的最低风险预算比例为 5%，最高比例为 50%。我们设置通胀-增长对受影响资产的风险权重变化为 10%，信用-货币对受影响资产的风险权重变化为 5%，VIX 触发阈值对受影响资产的风险权重变化为 5%。此外，由于债券的波动率明显小于其他资产，调整幅度设定为其他资产的两倍。

最终的风险配置模型和本月风险预算结果如下，本次权益、国债、商品和黄金分别的风险权重为 30%、5%、35% 和 25%。

表 3：根据不同宏观因素调整的风险预算模型

资产类别	跟踪指数	风险权重调整	4 月风险权重调整
权益	沪深 300 (000300.SH)	经济上行（下行）：+（-）10%	10%
		信用宽松（紧缩）：+（-）5%	-5%
		中美 VIX 触发阈值：-5%	0%
债券	5-10 年期国债 (931018.CSI)	货币宽松（紧缩）：+（-）10%	0%
		经济上行、通胀上行：-20%	-20%
		通胀上行（下行）：+（-）10%	10%
商品	南华商品指数 (NH0100.NHF)	信用紧缩，货币紧缩：+5%	0%
		信用紧缩，货币宽松：-5%	
		中美 VIX 触发阈值：-5%	0%
黄金	国内黄金现货价格 (AU9999.SGE)	经济和通胀反方向：+（-）10%	0%
		中美 VIX 触发阈值：+5%	0%

资料来源：国海证券研究所

按照上文的风险预算处理方式，本次对股票、债券、商品和黄金的推荐配置比例为 17.50%、27.14%、33.17% 和 22.21%。

6、风险提示

国内宏观经济政策不及预期；海外经济衰退；大宗商品价格波动；美联储货币政策超预期；实际数据与预期存在偏差；模型失效风险。

【银行&资产配置小组介绍】

林加力，国海证券研究所副所长、首席资产配置官、金融首席分析师。毕业于浙江大学、复旦大学，曾就职于海通证券、民生证券、浦发银行。2019-2023年连续上榜新财富最佳分析师评选，分别获得银行方向第五名、第四名、第三名、第三名、第四名。在境内其他分析师评选活动中也持续获得佳绩，擅长信用风险、监管政策、银行经营、资产负债管理等方面的研究。

徐凝碧，国海证券研究所银行&资产配置分析师。毕业于中国人民大学、北京国家会计学院，金融专业，2年证券从业经验，主要覆盖银行和机构资产配置方向。

袁雨琦，国海证券研究所银行&资产配置研究助理。毕业于新加坡国立大学量化金融和南开大学金融专业，1年证券从业经验，主要覆盖量化资产配置和金融产品研究方向。

【分析师承诺】

林加力，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。