

冲突叙事或已接近尾声

——5月资产配置观察

核心观点

美以伊冲突虽未平息，但其主导的宏观叙事逻辑或已接近尾声，风偏修复逻辑有望持续演绎。展望5月，权益市场或可保持乐观看多状态，债市低收益低风险新格局下重点博弈波段交易机会，黄金长线配置价值或仍高于短线交易价值。

□ 月度宏观交易主线

1) 2026年4月，美伊以冲突由前期军事对抗逐步转为后期谈判拉扯，未来路径走向仍尚不明朗。站在宏观叙事角度来看，美伊以冲突或已由宏观交易的主导因素变为偶发因素，风偏修复构成主旋律。

2) 地缘政治风险已较3月高峰期显著回落。根据美国《战争权利法》，总统在首次通知国会动用军事力量后应在60天内决定停止该军事行动或者寻求国会授权继续作战，该期限至5月1日正式到期，考虑美国内部对本次伊朗军事行动较为强烈的反对力度，特朗普政府或难以获得国会授权，也就意味着美伊冲突再度烈化的可能性相对偏低。

3) 美方表面施压、实际息事宁人的态度或值得特别关注。特朗普于5月3日宣布将于中东时间5月4日启动“自由计划”，5月4日当天伊朗向试图通过霍尔木兹海峡的美国军舰进行警告性射击，一度引起地区紧张情绪加剧。事后美方却紧急灭火，表示停火协议并未结束，伊朗的攻击并未达到美方重启重大作战行动的门槛，特朗普也于5月5日宣布暂停“自由计划”行动。我们认为，美国在伊朗问题上或更多表现为“色厉内荏”状态，在外部军事行动进展有限、内部反对浪潮迭起等因素共振下，特朗普政府或也不希望再生事端。

4) 国内支持率持续走低或构成特朗普政府对外谨慎行事的重要制约。本轮特朗普政府悍然挑起与伊朗的军事冲突，或也带有希望通过对外军事胜利强化胜利叙事成果、拉动国内支持率的政治意图，但现实结果却事与愿违，截至5月5日其民调支持率仅40.4%，为其第二任期以来最低水平。

5) 能源价格飙升所引发的生存成本问题或构成拖累特朗普支持率的主要问题。4月下旬，AP-NORC就特朗普支持率及主要热点问题展开民调，结果显示其民调支持率仅33%，主要拖累集中在生活成本议题方面，仅23%的受访民众认可其处理生活成本问题的方式。2026年以来生活成本问题日渐成为美国民众关注的焦点问题之一，伴随美伊以冲突爆发导致霍尔木兹海峡运输中断，油价飙升成为抬高居民生活成本的核心驱动，截至5月4日美国国内汽油平均价格已达到4.45美元/加仑，仅低于2022年所创下的5.01美元/加仑的阶段高点。我们认为，在生活成本问题驱动下，特朗普政府具有相对迫切的压低油价意愿，或也在一定程度上扩大美国在伊朗问题上的谈判让步空间。

6) 投资者或已逐步形成对后续冲突演进的合理预期。在经历一个多月的激烈冲突后，投资者或已逐步形成对本轮美伊以冲突的合理预期，伴随4月上旬美伊双方正式停火，全球市场所面临的不确定性得到较大程度缓解。即便当前美伊之间仍未达成正式停战协议，但从宏观叙事角度理解，美伊以冲突主导的叙事逻辑或已接近尾声，虽不排除伴随冲突反复仍将全球市场产生冲击，但该冲击或更多呈现为偶发冲击，而非此前的主线逻辑。

7) “不冲突、不停战”的僵持局面或足够支撑市场风偏持续修复。当前美伊之间呈现出相对微妙的僵持局面，一方面冲突烈度整体可控，美伊双方均表现出较大程度克制，再度爆发激烈冲突的可能性相对有限，另一方面双方谈判进展并不顺利，霍尔木兹海峡封锁、伊朗核问题等事项仍悬而未决，正式达成停战协议或仍

分析师：崔正阳
 执业证书号：S1230524020004
 cuizhengyang@stocke.com.cn

分析师：章恒豪
 执业证书号：S1230525110003
 zhanghenghao@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《估值回归高位，均衡配置为宜》 2026.05.10
- 2 《学习理解货币政策“前瞻性灵活性针对性”》 2026.05.09
- 3 《2025银行业：信贷难投、金市扩张、息差触底、风险暗涌》 2026.05.09

需要一定时间。我们认为，此种状态虽无法完全排除后续不确定性，但或已足够推动市场形成相对一致的基准预期，并在此基础上持续演绎风偏修复逻辑。

□ 月度资产表现复盘

1) 2026年4月，全球大类资产整体呈现权益普涨、债市分化、商品走强、美元指数转弱的行情特征。

2) 风偏提振叠加业绩支撑，双轮驱动权益市场全面走强。一方面，美伊达成暂时停火协议，对市场风偏起到较强提振作用，构成利好权益市场的宏观环境；另一方面，科技股龙头公司纷纷贡献超预期业绩表现，为股价上涨提供坚实基本面支撑，两者共振成为驱动权益市场走强的核心因素。

3) 美欧日英央行普遍释放偏鹰信号，海外长债收益率高位震荡。美伊以冲突虽呈现一定缓和迹象，但霍尔木兹海峡仍呈现封锁状态，全球原油供需矛盾依然较为尖锐。日本央行在最新议息会议上以 6:3 的投票结果维持利率不变，三位委员提议将政策利率由 0.75% 上调至 1.0%。美联储连续三次会议保持政策利率不变，但 3 位票委对会议声明中仍保留宽松暗示表示反对，鹰派声音进一步放大。欧洲央行宣布维持现有利率水平不变，但欧央行行长拉加德暗示 6 月或考虑加息。英国央行以 8:1 的投票结果维持基准利率不变，但表示若能能源价格持续高企，不排除在近期会议上支持加息。全球主要央行基于对潜在通胀升温的预期而纷纷释放偏鹰信号，成为导致海外长债收益率居高不下的主要原因。

4) 多空因素交织，黄金价格仍面临一定压制。我们此前曾指出，黄金或已成为某种意义上的“风险资产”，美伊以冲突缓和所带来的风偏回升对黄金价格能够产生一定提振作用，但相较于权益市场风偏与业绩双轮驱动，黄金所面临的多空因素较为复杂。一方面，市场风偏提振对黄金构成短期利好，4月8日美伊暂时停火后黄金价格一度冲高至 4857.55 美元/盎司；另一方面，全球央行释放鹰派信号对黄金底层定价产生较大冲击，同时受美伊以冲突导致霍尔木兹海峡封锁、原油出口锐减、美元需求上升等因素影响，波兰、俄罗斯、土耳其等多个国家开始主动卖出黄金，构成黄金交易性抛售压力。

5) 美元指数回落，日本出手干预汇率。3月在避险与原油贸易结算需求双重利多因素加持下美元指数显著走强，4月则出现趋势逆转，中东局势降温导致避险资金重新回流风险资产，伴随原油价格下跌，美元指数同步走低。此外更为值得关注的点在于，日本于4月末美元兑日元升破 160 关口之际正式出手干预日元汇率，4月30日美元兑日元汇率大幅走低。

□ 月度资产配置建议

1) 权益市场或可保持乐观看多，冲突叙事逐步结束后，风偏修复的宏观背景或对权益市场行情构成有力支撑，叠加内外部利好因素共振，或有望驱动上证指数向年内新高发起挑战。

2) 债券市场或呈现低收益、低风险的新生态格局，下方收益率空间有限，但整体下跌风险也相对可控，债市行情或仍呈现中性偏多，交易重点在于把握波段交易机会，调整时敢于买入，上涨时灵活卖出。

3) 当前黄金或面临长期逻辑与短期行情的短暂冲突，长期看多与短期利空因素交织，其配置价值仍较为突出，但交易价值或有所弱化。

□ 风险提示

宏观经济政策或发生超预期变化；海外地缘政治或发生超预期变化；各国央行货币政策或发生超预期变化；黄金白银等贵金属价格波动放大或可能导致价格超预期变化。

正文目录

1 月度宏观交易主线	5
2 月度资产表现复盘	7
3 月度资产配置建议	10
4 风险提示	12

图表目录

图 1: 2026 年 2 月以来地缘政治风险指数变化.....	5
图 2: 特朗普民调支持率持续走低.....	6
图 3: 4 月民调显示选民对特朗普处理生活成本问题的方式最为不满.....	6
图 4: 近期美国国内汽油价格出现大幅攀升.....	7
图 5: 4 月全球权益市场行情.....	8
图 6: 4 月全球债商汇市场行情.....	8
图 7: 代表性科技指数 4 月行情表现.....	8
图 8: 4 月海外长债表现.....	9
图 9: 伦敦黄金现货价格走势.....	9
图 10: 黄金主要需求方结构.....	9
图 11: 4 月美元指数及美元兑日元行情.....	10
表 1: 月度资产配置建议及核心逻辑.....	10

1 月度宏观交易主线

2026 年 4 月，美伊以冲突由前期军事对抗逐步转为后期谈判拉扯，未来路径走向仍尚不明朗，但站在宏观叙事角度来看，美伊以冲突或已由宏观交易的主导因素变为偶发因素，风偏修复构成主旋律。

地缘政治风险已较 3 月高峰期显著回落。4 月 8 日美伊正式停火后，短期虽仍有反复，但两者均保持相对较高的克制力度，使得停火协议得以顺利进行。根据美国《战争权利法》，总统在首次通知国会动用军事力量后应在 60 天内决定停止该军事行动或者寻求国会授权继续作战，该期限至 5 月 1 日正式到期，美国国防部长赫格塞思在 4 月 30 日国会作证时也明确表示，伴随停火协议生效，特朗普政府当前无需就对伊朗军事行动寻求国会授权。考虑美国内部对本次伊朗军事行动较为强烈的反对力度，特朗普政府或难以获得国会授权，也就意味着美伊冲突再度烈化的可能性相对偏低。从 GPR 指数来看，4 月中旬以来 GPR 指数中枢出现系统性下移迹象，或也佐证地缘政治风险已较 3 月高峰期显著回落。

图1：2026 年 2 月以来地缘政治风险指数变化



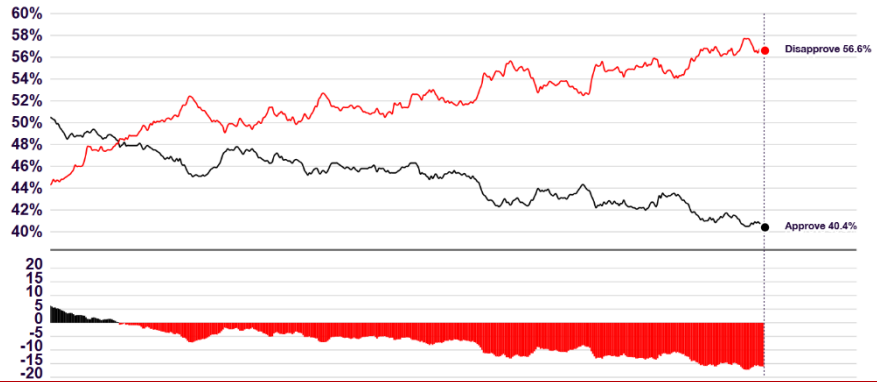
资料来源：Geopolitical Risk Index，浙商证券研究所

美方表面施压、实际息事宁人的态度或值得特别关注。美国和伊朗双方各自态度对冲突后续走向具有直接影响，尤其美国作为冲突的挑起者与军事实力更强的一方，其态度或更为关键。表观来看，美国当前仍保持一定高压威胁态势，通过海上封锁等方式向伊朗政府极限施压，但实际来看，我们认为美方息事宁人的态度或已相对明显。

特朗普于 5 月 3 日宣布将于中东时间 5 月 4 日启动“自由计划”，旨在疏通霍尔木兹海峡航运，引导被困船只驶离该区域。5 月 4 日当天，伊朗向试图通过霍尔木兹海峡的美国军舰进行警告性射击，一度引起地区紧张情绪加剧，但事后美方却紧急灭火，表示停火协议并未结束，伊朗的攻击并未达到美方重启重大作战行动的门槛，特朗普也含糊地表示“伊朗知道不该做什么”，或暗示伊朗有关行动并未触及美国底线，并于 5 月 5 日宣布暂停“自由计划”行动。我们认为，美国在伊朗问题上或更多表现为“色厉内荏”状态，在外部军事行动进展有限、内部反对浪潮迭起等因素共振下，特朗普政府或也不希望再生事端。

国内支持率持续走低或构成特朗普政府对外谨慎行事的重要制约。我们此前曾指出，美国中期选举或是贯穿全年的底层宏观逻辑，本轮特朗普政府悍然挑起与伊朗的军事冲突，或也带有希望通过对外军事胜利强化胜利叙事成果、拉动国内支持率的政治意图，但现实结果却事与愿违。据 RCP 民调数据显示，自 2 月下旬美伊以冲突爆发以来，特朗普民调支持率除在初期有小幅上升外，伴随战事演进整体呈现震荡走低状态。截至 5 月 5 日其民调支持率仅 40.4%，为其第二任期以来最低水平。

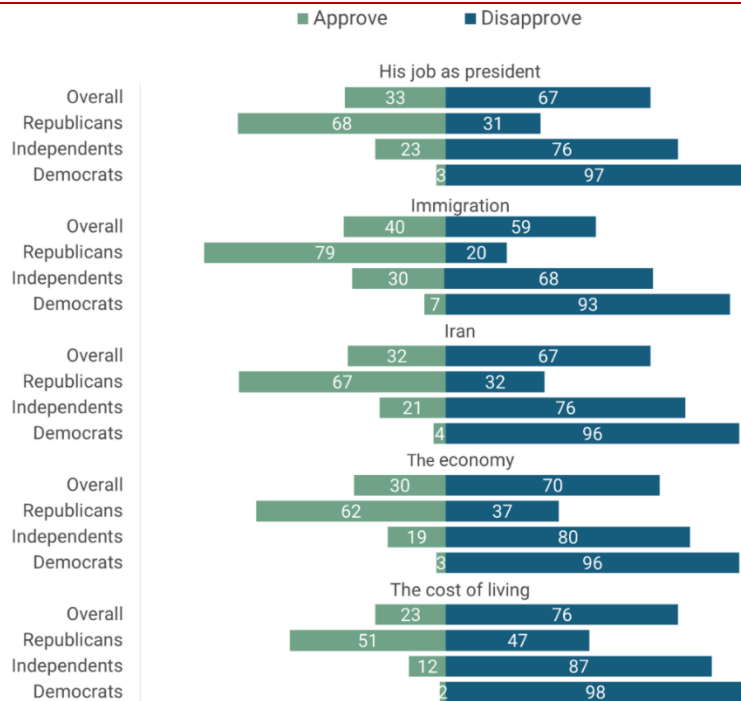
图2: 特朗普民调支持率持续走低



资料来源: RCP, 浙商证券研究所

能源价格飙升所引发的生存成本问题或构成拖累特朗普支持率的主要问题。4月下旬, AP-NORC 就特朗普支持率及主要热点问题展开民调, 结果显示其民调支持率仅 33%, 较 3 月的 38% 出现进一步下滑, 主要拖累集中在生活成本议题方面, 仅 23% 的受访民众认可其处理生活成本问题的方式, 高达 76% 的受访民众在这一问题上投出反对票。2026 年以来生活成本问题日渐成为美国民众关注的焦点问题之一, 特朗普政府也试图通过让科技公司自建电厂压低电价等方式回应选民诉求, 但伴随美伊以冲突爆发导致霍尔木兹海峡运输中断, 油价飙升成为抬高居民生活成本的核心驱动。EIA 数据显示, 截至 5 月 4 日美国国内汽油平均价格已达到 4.45 美元/加仑, 仅低于 2022 年所创下的 5.01 美元/加仑的阶段高点。我们认为, 在生活成本问题驱动下, 特朗普政府具有相对迫切的压低油价意愿, 或也在一定程度上扩大美国在伊朗问题上的谈判让步空间。

图3: 4 月民调显示选民对特朗普处理生活成本问题的方式最为不满



资料来源: AP-NORC, 浙商证券研究所

图4：近期美国国内汽油价格出现大幅攀升



资料来源：EIA，浙商证券研究所

投资者或已逐步形成对后续冲突演进的合理预期。3月美伊以冲突爆发伊始，投资者对冲突潜在持续时间与影响广度均难以形成合理预期，尤其在伊朗超预期宣布全面封锁霍尔木兹海峡后，投资者面临极端不确定性环境，在此背景下，任何风吹草动都可能对黄金、原油、股市等大类资产价格产生较大影响。在经历一个多月的激烈冲突后，投资者或已逐步形成对本轮美伊以冲突的合理预期，伴随4月上旬美伊双方正式停火，全球市场所面临的不确定性得到较大程度缓解。即便当前美伊之间仍未达成正式停战协议，但从宏观叙事角度理解，美伊以冲突主导的叙事逻辑或已接近尾声，虽不排除伴随冲突反复仍将对全球市场产生冲击，但该冲击或更多呈现为偶发冲击，而非此前的主线逻辑。

“不冲突、不停战”的僵持局面或足够支撑市场风偏持续修复。当前美伊之间呈现出相对微妙的僵持局面，一方面冲突烈度整体可控，美伊双方均表现出较大程度克制，再度爆发激烈冲突的可能性相对有限，另一方面双方谈判进展并不顺利，霍尔木兹海峡封锁、伊朗核问题等事项仍悬而未决，正式达成停战协议或仍需要一定时间。我们认为，此种状态虽无法完全排除后续不确定性，但或已足够推动市场形成相对一致的基准预期，并在此基础上持续演绎风偏修复逻辑。

2 月度资产表现复盘

2026年4月，全球大类资产整体呈现权益普涨、债市分化、商品走强、美元指数转弱的行情特征。权益方面，美伊暂时停火驱动市场风偏出现显著修复，全球主要权益市场大幅走强，日经225指数、韩国综合指数、纳斯达克指数等主要股指均已完全修复本轮跌幅并先后创下历史新高。国内权益呈普涨迹象，上证指数重新站上4100点，深证成指则已刷新年内新高。

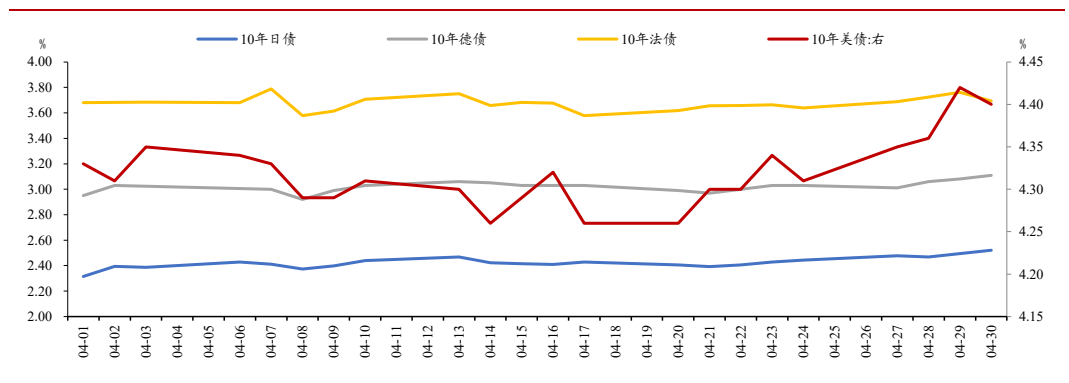
债券方面，海内外债市行情相对分化，通胀预期升温主导海外债市行情，美债、日债等主要国家债券收益率仍呈小幅上行迹象。国内债市呈现由短及长的行情传导过程，10年期国债收益率单月下行6.98BP，完全逆转3月跌幅。

商品方面，需求逻辑强于风偏修复逻辑，引致有色表现强于贵金属，伦铜单月上涨5.54%，显著跑赢黄金与白银，伦铝则额外受到产能受损所带来的供给扰动影响。原油价格在3月飙升后出现回落迹象，布油单月下跌3.24%，WTI原油则小幅上涨。

期间或不可避免承担能源价格上行所带来的潜在通胀压力，成为影响各国央行决策的重要不确定性因素。

日本央行在最新议息会议上以 6:3 的投票结果维持利率不变，三位委员提议将政策利率由 0.75% 上调至 1.0%，同时大幅上调通胀预期、下调经济增长预期，日本央行行长植田和男也在新闻发布会上表示，若经济未出现大幅放缓，加息具有现实可能。美联储连续三次会议保持政策利率不变，但 3 位票委对会议声明中仍保留宽松暗示表示反对，鹰派声音进一步放大。欧洲央行宣布维持现有利率水平不变，但欧央行行长拉加德暗示 6 月或考虑加息，指出欧元区经济正偏离欧洲央行的基准情景。英国央行以 8:1 的投票结果维持基准利率不变，但表示若能源价格持续高企，不排除在近期会议上支持加息。全球主要央行基于对潜在通胀升温的预期而纷纷释放偏鹰信号，成为导致海外长债收益率居高不下的主要原因。

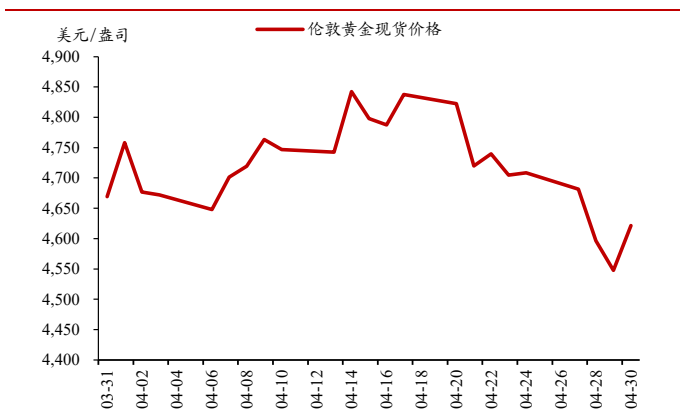
图8：4月海外长债表现



资料来源：Wind，浙商证券研究所

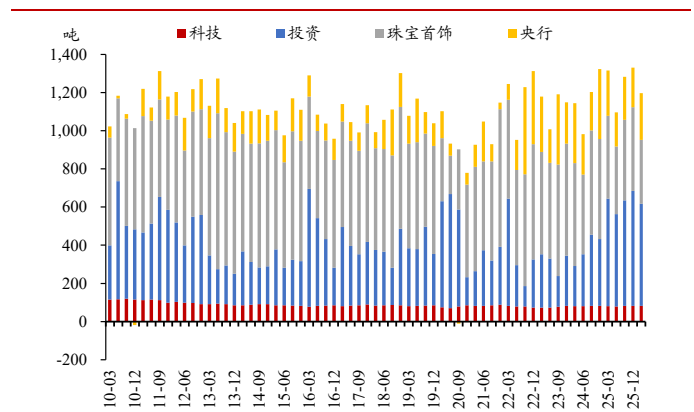
多空因素交织，黄金价格仍面临一定压制。我们此前曾指出，黄金或已成为某种意义上的“风险资产”，美伊以冲突缓和所带来的风偏回升对黄金价格能够产生一定提振作用，但相较于权益市场风偏与业绩双轮驱动，黄金所面临的多空因素较为复杂。一方面，市场风偏提振对黄金构成短期利好，4月8日美伊暂时停火后黄金价格一度冲高至 4857.55 美元/盎司；另一方面，全球央行释放鹰派信号对黄金底层定价产生较大冲击，同时受美伊以冲突导致霍尔木兹海峡封锁、原油出口锐减、美元需求上升等因素影响，波兰、俄罗斯、土耳其等多个国家开始主动卖出黄金，构成黄金交易性抛售压力。

图9：伦敦黄金现货价格走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

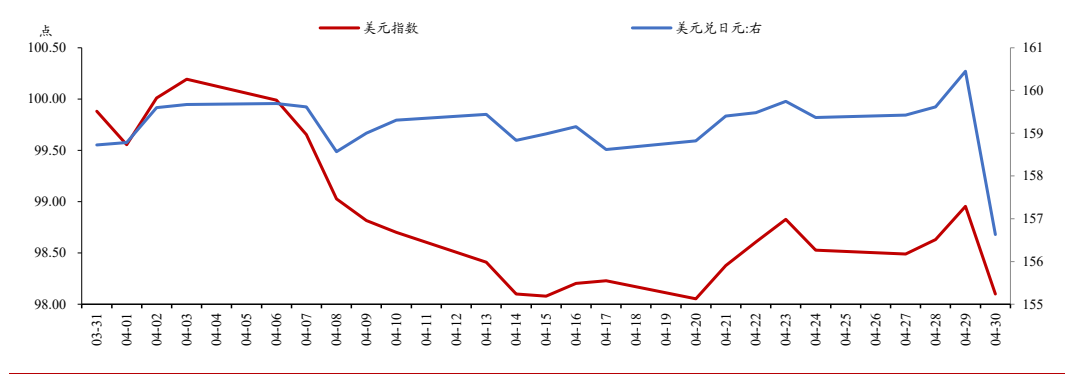
图10：黄金主要需求方结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

美元指数回落，日本出手干预汇率。3月在避险与原油贸易结算需求双重利多因素加持下美元指数显著走强，4月则出现趋势逆转，中东局势降温导致避险资金重新回流风险资产，伴随原油价格下跌，美元指数同步走低。此外更为值得关注的点在于，日本于4月末美元兑日元升破160关口之际正式出手干预日元汇率，4月30日美元兑日元汇率大幅走低。

图11: 4月美元指数及美元兑日元行情



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 月度资产配置建议

风险平价 (Risk Parity) 的本质是剥离资产标签，重塑风险预算。鉴于传统“60/40”组合在系统性冲击下的脆弱性，以及标准风险平价在低利率环境下被迫“被动加债”的效率损耗，我们在2026年1月28日的债市专题研究《宽松改进下的风险平价：从本土化到全球化——资产配置方法论系列二》引入宽松风险平价 (RRP) 框架。宽松风险平价模型将风险均衡的“硬约束”松弛为具备容错空间的“软约束”，即在保持风险分散内核的前提下，允许模型在风险结构可控的范围内有纪律性的战术性偏离。当避险资产性价比显著下降时，模型能自动释放风险预算至权益或商品端，从而在有效前沿上通过牺牲微小的分散度，换取显著的收益弹性提升。这使得组合既保留了风险平价的跨周期稳健性，又能在市场环境变化时通过主动暴露风险获取增强收益。

在执行层面，本策略通过月度动态调仓来应对市场环境的切换，模型实时捕捉各类资产的风险结构与性价比变化，在不预设宏观场景的前提下，自动调整风险预算的分布，确保组合结构的跨周期稳健性。底层资产池实现了对全球核心风险因子的全面覆盖，覆盖三大类资产：权益（红利ETF、上证指数、沪深300、科创50、中证1000、恒生、恒生科技、纳指、标普）、债券（2年、10年、30年国债期货、信用债指数、美债指数）与商品（黄金、有色金属）。通过引入权重分层机制，将量化结果标准化为“超配至低配”的五级评价体系。这不仅规避了过度拟合带来的频繁微调，更在交易层面形成了明确的配置梯度与操作指引。

表1: 月度资产配置建议及核心逻辑

资产类别	配置等级	核心逻辑
权益		
A股	☆☆☆ 中高配	伴随美以伊冲突在波折中逐步走向缓和，后续路径虽仍不明朗，但或已不再是宏观叙事主线，风偏修复的宏观背景或将对权益市场行情形成有力支撑。当前权益市场看涨情绪相对浓厚，特朗普即将访华或也构成外部利好，加之国内稳增长政策、流动性呵护和资本市场支持信号仍在持续释放，或有望形成利多因素共振，驱动上证指数向年内新高发起挑战。结构方面，以科技为代表的中小盘或仍将扮演领涨角色，大盘上涨幅度及节奏
红利	☆☆ 中低配	
成长	☆☆☆ 中高配	

大盘	★★★中高配	或仍存在一定不确定因素,但考虑诸多科技股涨幅已相对较高,或反方向对行情相对偏弱的周期、红利等板块形成外溢性拉动作用。
小盘	★★★中高配	
美股	★★★中高配	宏观层面,美国利率路径和通胀预期仍存在扰动,估值较高的长久期成长资产短期难免受到美债收益率波动影响;但从微观层面来看,头部科技公司盈利质量、现金流能力和资本开支趋势仍然较强, AI 算力、云服务和半导体链条仍是全球权益市场最清晰的产业主线。整体来看,美股后续行情仍相对乐观,但应警惕利率反复、估值拥挤和政策扰动带来的阶段性回撤。
纳指	★★★中高配	
标普	★★中低配	
港股	★★中低配	一方面,港股经过前期调整后估值处于相对低位,若国内政策预期改善或海外流动性压力缓和,确实具备较强的反弹弹性;另一方面,港股对美元利率、海外资金风险偏好和国内基本面预期高度敏感,一旦外部利率环境反复或企业盈利兑现不足,估值修复容易停留在交易层面。整体上,港股当前更适合保持观察和适度参与,不宜在趋势尚未确认前大幅上调仓位。
恒生	★★中低配	
恒科	★低配	
日股	★★★中高配	日本企业治理改善、通胀温和回归、居民和机构资产再配置,以及上市公司提高股东回报的趋势,仍然为日股估值中枢提供支撑。与此同时,日股在海外权益中与美股科技主线并不完全同源,能够在组合中提供一定区域分散价值。需要注意的是,日央行政策正常化节奏、日元汇率波动以及外资交易拥挤度,都会对短期市场形成扰动,若汇率快速升值,出口企业盈利预期也可能受到压制。
债券		
中债-纯债	★★★中高配	当前债市或呈现低收益、低风险的新生态格局,一方面,当前债券整体处在弱势资产地位,在经历 2025 年债券看涨情绪退潮、由单边牛市转为震荡市后,长债收益率的潜在下行空间或面临显著收窄,10 年国债收益率在 1.70%-1.75%之间面临较大阻力,2025 年创下的 1.60%阶段性低点或更难企及,潜在收益空间较为有限。另一方面,因为票息的存在,债券投资者可以选择采取持有至到期的投资策略,买入到期收益率相对较高的债券持有到期即可,而票息策略与久期策略之间又存在相互转化关系,若票息策略的底层逻辑不发生显著动摇,或可对债市行情产生一定兜底效果,债市风险相对可控。在此背景下,考虑流动性相对充裕的环境并未改变、适度宽松的货币政策仍在延续、债市交易结构相对健康,债市行情或仍呈现中性偏多,交易重点在于把握波段交易机会,调整时敢于买入,上涨时灵活卖出。
短利率债	★★★中高配	
中利率债	★★★中高配	
长利率债	★★中低配	
信用债	★★★中高配	
中债-转债	★低配	转债理论上兼具债底保护和正股上涨弹性,但在权益市场波动较高、转股溢价率不低、资金偏好防御的阶段,其风险收益比往往并不占优。一方面,若正股趋势不够明确,转债向上弹性难以充分释放;另一方面,在估值安全边际不足时,转债的下跌保护也会明显弱化,容易出现涨幅受限而回撤不小的状态,建议等待估值回落、正股趋势更清晰或风险偏好更稳定后再考虑提高仓位。

美债	★★中低配	通胀升温预期影响下，美联储4月议息会议连续第三次按兵不动，其中3位票委投票反对在会议声明中保留宽松预期，米兰依旧投票要求降息，凸显美联储内部分歧之严重。最新非农就业数据显示美国劳动力市场仍较为坚挺，或变相堵死美联储可能的降息路径，即便沃什顺利出任新任美联储主席，若要强行推动降息或仍将面临较大内外部阻力。在此背景下，美债或维持高位震荡状态。
商品		
黄金	★★中低配	当前黄金或面临长期逻辑与短期行情的短暂冲突。长期来看，地缘冲突、全球政策不确定性和美元信用扰动，仍为黄金价格稳步上行提供坚实基础。短期来看，美伊以冲突所带来的油价中枢趋势性抬升或短期无法证伪，通胀压力下美联储等主要央行纷纷转鹰，降息预期消退而加息预期升温，加之部分央行卖出黄金以弥补出口下滑缺口，多个交易性因素共振对黄金价格形成一定压制。整体来看，黄金配置价值仍较为突出，但当前的交易价值或有所弱化。
铜	★★★中高配	一方面，国内稳增长、基建投资和制造业补库若出现边际改善，将直接支撑工业金属需求；另一方面，新能源、电网改造、数据中心和AI相关电力基础设施扩张，使铜在中长期维度具备较强的战略资源属性。供给端来看，矿山资本开支和扰动因素也容易放大价格弹性。
外汇		
美元指数	★★中低配	美伊以冲突逐步降温，石油美元支撑或有削弱，美元冲高后或维持低位震荡状态，后续路径有赖于中东局势及美联储政策信号。
人民币	★★★中高配	政策端再度重申“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，当前国内宏观经济环境或并不支持人民币汇率快速升值，但驱动人民币贬值的动能或也相对较弱，大概率维持温和偏强状态。

资料来源：浙商证券研究所；备注：1星代表低配；2星代表中低配；3星代表中高配；4星代表高配；5星代表超配。美元指数、人民币未纳入风险平价模型，量化配置等级为主观判断结果。

4 风险提示

- 宏观经济政策或发生超预期变化，可能导致资产定价逻辑发生改变；
- 海外地缘政治或发生超预期变化，可能导致资产定价逻辑发生改变；
- 各国央行货币政策或发生超预期变化，可能导致资产定价逻辑发生改变；
- 近期黄金白银等贵金属价格波动放大，可能导致资产价格出现超预期变化。

债券投资评级说明

利率债：以报告日后的3个月内利率债净价涨跌幅为评级标准，定义如下：

- 1.增 持：利率风险下降，净价存在上涨空间；
- 2.中 性：利率风险平稳，净价存在小幅波动；
- 3.减 持：利率风险上升，净价存在下跌空间。

信用债：以报告日后的3个月内信用债净价涨跌幅为评级标准，定义如下：

- 1.增 持：信用风险下降，净价存在上涨空间；
- 2.中 性：信用风险平稳，净价存在小幅波动；
- 3.减 持：信用风险上升，净价存在下跌空间。

可转债：以报告日后的3个月内转债价格相对于中证转债指数涨跌幅为评级标准，定义如下：

- 1.增 持：转债表现强于中证转债指数；
- 2.中 性：转债表现与中证转债指数持平；
- 3.减 持：转债表现弱于中证转债指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。建议：投资者买入或卖出相关债券取决于机构/个人的实际情况及相应策略需求，如当前持仓结构、资金流动性需求等其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级进行单一决策。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>