



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 第一季度





春意渐浓

回顾2024年，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。四季度，尽管国内外诸多不确定性逐渐落地，新的震荡格局逐渐形成。对于境外市场，特朗普交易可能会逐渐从预期转为现实，美联储12月如期降息，但是却释放了较多鹰派信号，偏鹰的政策预期对境内外资本市场的影响，可能还会在2025年一季度持续。对于境内市场，政策宽松方向比较明确，基本面全面复苏仍需时间，市场风险偏好有望缓步上行。

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年一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



Private Banking
私人银行

☎ 40066-95555 微信服务号：招商银行私人银行

► 2024年四季度大类资产表现回顾：境内利率下行，境外利率上行

回顾2024年四季度，境内外市场整体呈现出震荡趋势。主要围绕美联储两轮降息动作和“特朗普2.0”进行了集中交易，特别在岁末年关各大类资产震荡格局加速。境外市场方面，美债利率、美元上升，非美货币、黄金走弱。境内市场方面，2024年12月以来，股债资产均计入较多的宽货币预期，尤其是债券利率大幅下行，定价2025年至少30-40bp的降息空间。

表1：2024年以来市场回顾

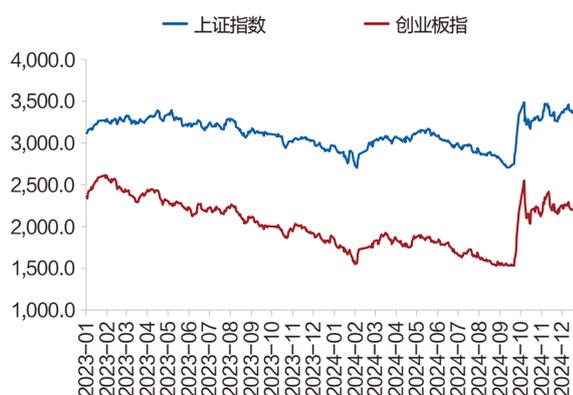
大类资产		现价	2024年	近6个月	近1个月	
美股	道琼斯工业平均指数	43326	15.0%	6.1%	-3.5%	
	标准普尔500指数	6038	26.6%	9.3%	0.1%	
	纳斯达克综合指数	20020	33.4%	13.8%	4.2%	
美债	美国10Y利率	4.58%	70BP	49BP	40BP	
货币	美元指数	108.09	6.6%	3.9%	2.2%	
	人民币兑美元	7.3 (美元兑人民币)	-2.8%	-1.0%	-0.9%	
黄金	伦敦金	2633	27.6%	7.6%	-0.7%	
A股	上证指数	3398	14.2%	15.6%	2.2%	
	沪深300	3987	16.2%	15.8%	1.8%	
	上证50	2703	16.2%	13.8%	3.0%	
	中证500	5887	8.4%	20.5%	0.6%	
	创业板指数	2210	16.8%	30.9%	-0.6%	
	偏股混合型基金指数	9142	5.4%	13.8%	1.0%	
	金融(风格.中信)	8338	35.1%	26.1%	1.8%	
	周期(风格.中信)	4540	9.0%	13.0%	0.0%	
	消费(风格.中信)	10124	-0.9%	15.3%	-0.8%	
	成长(风格.中信)	6302	11.4%	30.2%	0.3%	
	稳定(风格.中信)	2984	17.6%	5.9%	2.6%	
	中债	中证红利全收益	11010	17.7%	8.9%	2.7%
		中国10Y利率	1.71%	-84BP	-44BP	-31BP
长期纯债型基金		2501	4.4%	1.5%	0.9%	
短期纯债型基金		1833	2.9%	0.9%	0.4%	
混合债券型二级基金		4888	5.0%	3.7%	1.0%	
中证转债		416	6.5%	4%	1.9%	

数据来源：Wind，招商银行研究院，截至2024年12月26日

境外资产方面，12月美元指数走强，美债利率上涨，黄金震荡，美股震荡。美元指数、美债、黄金的走势共同反映出降息预期收窄。美股整体震荡，科技股表现更好，主要受三季度企业盈利增长推动。

境内资产方面，12月A股震荡、中国国债利率下行，人民币汇率小幅下行，可转债小幅上涨。股债汇的表现共同反映出货币政策宽松，政策空间扩大。从A股结构来看，宽基指数中上证50表现较好，风格和行业板块方面红利、稳定、金融表现更突出，一方面反映出市场在年末更加偏好稳健，另一方面反映出在利率明显下行后，红利资产优势进一步扩大。

图1：A股市场震荡



数据来源：Wind，招商银行研究院

图2：美债利率上行



数据来源：Wind，招商银行研究院

► 2025年一季度大类资产配置展望： 境外资产交易再通胀，境内资产交易宽货币

对于2025年一季度的大类资产配置逻辑，境外境内分别阐述如下：

境外：美国再通胀风险将是境外资产2025年交易的核心线索。由于特朗普多项政策具备通胀属性，美联储实际降息幅度可能有限，这将令美债利率维持高位，美元偏强，非美货币走弱，黄金转为高位震荡形态。自2024年11月特朗普胜选后，市场已在快速定价上述特朗普交易：美债利率、美元上升，非美货币、黄金走弱。展望未来，特朗普交易可能会逐渐从预期转为现实，偏鹰的政策影响可能还会在2025年一季度持续。

境内：近期股债资产均计入较多的宽货币预期，尤其是债券利率大幅下行，定价2025年至少30-40bp的降息空间。2025年一季度，宽货币政策有望落地，降准降息可期。不过需要关注到目前市场定价较为充分，政策落地或对市场影响较小。在比较确定的宽货币政策的背景下，有两大因素成为市场的关注焦点，一是宽货币是否能转为宽信用，首要观察一季度的信贷投放情况，不仅要看M2和社融同比能否稳中有升，还要看结构能否好于前期。若是信贷开门红好于预期，则风险偏好有望缓步上升。二是3月召开的两会是否释放更多的政策。市场期待2025年经济增速保持在5%，同时期待更多的财政和消费政策，落地政策要能好于市场预期，则市场风险偏好也能缓步上升。

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

大类资产	月度趋势	配置建议（未来6个月）					配置变化
		高配	中高配	标配	中低配	低配	
固收	中国国债	震荡			●		
	中国信用债	震荡			●		
	可转债	震荡			●		
	美元债	偏强震荡	●				
权益	A股	震荡		●			
	-消费	震荡			●		
	-周期	震荡			●		
	-成长	震荡			●		
	-高股息	偏强震荡		●			
	港股-科技	震荡			●		
	美股	震荡			●		
	-纳斯达克	震荡			●		
另类	黄金	偏强震荡			●		下调

► 2025年一季度配置策略

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）					配置变化
		高配	中高配	标配	中低配	低配	
现金	现金	—	—	—	—	—	—
固收	存款	—	—	—	—	—	—
	纯债			●			
	固收+			●			
权益	主观多头		●				
	量化多头		●				
另类	黄金			●			
	市场中性			●			
	多策略			●			

定稿日期：2025/01/03

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年一季度主题： 境外交易货币政策偏鹰，境内交易货币政策偏鸽

● 境外：偏鹰的政策影响或将延续	5
● 境内：货币政策空间已打开，年初信贷投放和财政空间将决定风险偏好是否继续向上	6
● 境内固收：中期低位震荡，短期波动上升，曲线陡峭化	7
（一）现金和存款：资金和存款利率将继续下行	7
（二）利率债：利率低位震荡，但需关注短期反弹	7
（三）信用债：信用利差震荡向下，短期注意波动	8
（四）固收投资建议：继续持有纯债产品，逢低增配固收+	9
● 境内股票：向上蓄力，均衡配置	10
（一）A股大盘：春季行情可期	10
（二）A股结构：消费+红利+科技，均衡配置	11
（三）港股展望：整固蓄势，关注港股科技和红利	11
（四）策略建议：维持中高配A股权益产品	12
● 美股：震荡上行，关注通胀风险	12
● 美元债：资本利得空间收窄，优选中短久期	13
● 汇率：外汇市场延续“偏强美元”叙事	14
● 另类：黄金高位震荡，标配市场中性	16

大类资产配置策略：股债均衡

2025年一季度主题： 境外交易货币政策偏鹰，境内交易货币政策偏鸽

► 境外：偏鹰的政策影响或将延续

美国再通胀风险将是境外资产2025年交易的核心线索。由于特朗普多项政策具备通胀属性，美联储实际降息幅度可能有限，这将令美债利率维持高位，美元偏强，非美走弱，黄金转为高位震荡形态。

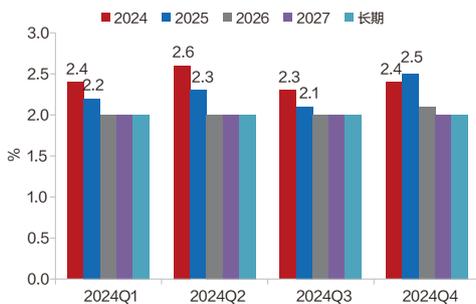
自2024年11月特朗普胜选后，市场已在快速定价上述特朗普交易：美债利率、美元上升，非美货币、黄金走弱。展望未来，特朗普交易可能会逐渐从预期转为现实，偏鹰的政策影响可能还会在2025年一季度持续。

一方面，特朗普新政落地节奏可能偏快，政策影响或将延续。特朗普2.0组阁速度相较上一任期更快，提名成员基本都是特朗普的忠实支持者，高度认同特朗普的政策主张。当前特朗普对白宫和国会都拥有主导权，将着力推动在两年后国会中期选举前落实其主要施政纲领。如此一来，特朗普2.0政策落地的节奏将更快，政策影响或将延续。

另一方面，美联储释放了偏鹰信号，且囊括了对于再通胀风险的考虑。尽管美联储12月如期降息，但是却释放了较多鹰派信号，包括上调了经济、通胀的预测，下调了2025年关于降息的指引（从降息100BP收窄为50BP），同时在表述上也暗示未来的降息步伐可能会有所放缓。不过需要留意的是，衍生品市场对2025年的降息预期已经收敛至1次，表明市场对此的定价已经相对合理或者说是充分，部分资产例如美债也出现了较好的短期交易机会。

图3：美联储调升2025年通胀预期

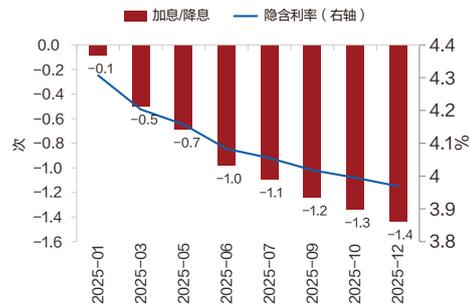
美联储对美国PCE通胀的季度预测



数据来源：Fed，招商银行研究院

图4：衍生品市场隐含2025年降息预期仅1次

联邦基金期货隐含降息预期



数据来源：RealClearPolitics，招商银行研究院

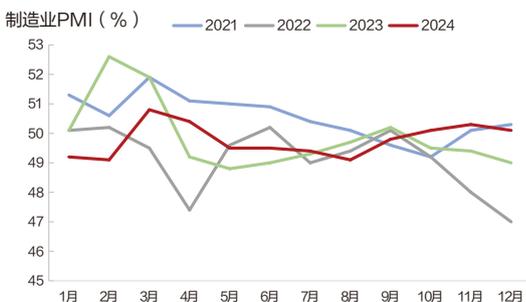
► 境内：货币政策空间已打开，年初信贷投放和财政空间将决定风险偏好是否继续向上

2024年12月以来，股债资产均计入较多的宽货币预期，尤其是债券利率大幅下行，定价2025年至少30-40bp的降息空间。2025年一季度，宽货币政策有望落地，降准降息可期。不过需要关注到目前市场定价较为充分，政策落地或对市场影响较小。

在比较确定的宽货币政策的背景下，有两大因素成为市场的关注焦点，一是宽货币是否能转为宽信用，首要观察一季度的信贷投放情况，不仅要看M2和社融同比能稳中有升，还要看结构好于前期。若是信贷开门红好于预期，则风险偏好有望缓步上升。**二是3月召开的两会是否释放更多的政策**。市场期待2025年经济增速保持在5%，同时期待更多的财政和消费政策，落地政策要能好于市场预期，则市场风险偏好也能缓步上升。

基于以上分析，预计两种情形概率较大：一是信贷投放表现偏中性，但两会政策或高于预期；二是信贷投放好于预期，两会政策持平于预期，**市场风险偏好缓步上行的概率较高**。对于股债而言，债券方面，需要关注利率大幅下行后，即使降准降息政策落地，可能会出现利多出尽的情形，机构止盈意愿较高，利率出现低位反弹。权益方面，春节前是信贷数据和政策的空窗期，股票资产或以震荡调整为主。春节后，经济和信贷数据将陆续公布，叠加政策预期上升，股票资产有望走出春季行情。

图5：四季度中国制造业PMI高于季节性



数据来源：Wind，招商银行研究院

图6：四季度地产一二手房复苏指数边际修复



数据来源：Wind，华泰证券，招商银行研究院

► 境内固收：中期低位震荡，短期波动上升，曲线陡峭化

（一）现金和存款：资金和存款利率将继续下行

四季度降息后，银行间资金利率整体下移。考虑到2025年一季度仍有降息和降准落地，因此银行间资金利率整体或继续下移，后期现金类产品预期收益和存款利率还将出现10-20bp左右的下行。

（二）利率债：利率低位震荡，但需关注短期反弹

基于债券利率的三因素分析框架（名义GDP、货币信贷和银行间资金），利率债市场未来受到银行间流动性利多、信贷扩张中性、经济基本面中性的影响。整体而言，利率仍在震荡下行趋势当中，但是考虑到利率已快速下行，短期需要关注回调的风险。分三方面来看：

银行间流动性方面，央行降准和降息将有助于资金利率下行，同业存单利率也将出现下行；信贷市场方面，在政策助力下，2025年一季度信贷或边际好转，但幅度或有限，开门红成色还需被检验，预计信贷投放对债市影响中性；经济增长方面，在政策托举下，2024年四季度经济出现边际小幅改善，力度偏弱，经济表现对债券中性。

2024年12月政治局会议和中央经济工作会议后，债券利率加速下行，10年期国债利率已下行至1.61%。推动利率下行的主要因素在于货币政策基调改为“适度宽松”，市场对于国内货币政策的宽松预期大幅上升，目前债券利率已计入至少40bp的降息空间。

对此，我们认为“适度宽松”的基调指明了货币政策宽松的方向，意味着利率是往下的。不过对于降息幅度和节奏，投资者仍有一些分歧。当前市场对全年降息空间做了一次性计价，这样的预期不免有些过高，因为降息的节奏应该是跟随政策组合的节奏，难以一次性释放，因此后续预计降息预期会有阶段性回落。

此外，还需注意两点市场行为的变化，一是央行加强了预期管理，不仅对部分金融机构进行约谈，提示市场机构要重视利率风险，提高投研能力，债券要稳健投资，而且在年末，央行对今年有违规行为的金融机构开出天价罚单。二是从交易层面来看，年底前市场集中抢跑，在跨年后，机构或有止盈的行为，这可能会加大利率回调的风险。

展望一季度，我们认为利率整体在低位震荡状态，10年期国债利率运行在1.6–2.0%的低位区间。不过，在经历2024年末的大幅下行后，要关注利率短期回调的可能。

短债方面，预计短债利率快速下行后小幅反弹，但整体平稳，宽货币给予短债足够的安全边际。

长债方面，预计长债利率波动会增多，短期有回调的可能。一方面因为投资者计入较多的降息空间，短期或有下滑的可能；另一方面四季度经济数据环比有所改善，并不足以支撑利率大幅下行。

超长债方面，预计超长债波动也会增多，短期有回调可能。不过考虑到超长债和长债利差较前期有所扩大，预计超长债调整幅度不会大幅高于长债。

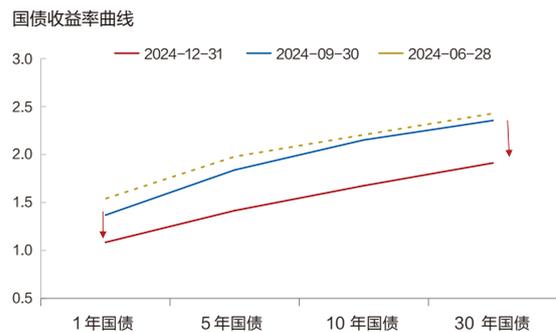
债券策略上，继续持有债券和固收产品，增加配置时可以继续优先考虑短债和货币类资产，兼顾安全性和流动性。若出现扩张性财政政策，长债和超长利率反弹后，再增加长债和超长债配置。

图7：2024年四季度债券利率再次大幅下行



数据来源：Wind，招商银行研究院

图8：2024年12月末利率中枢整体下移



数据来源：Wind，招商银行研究院

（三）信用债：信用利差震荡向下，短期注意波动

年末信用债收益率继续下行，信用利差宽幅震荡。展望未来，我们认为信用债收益率震荡为主，信用利差或继续向下压缩。信用债票息继续为投资机构提供稳定回报，机构配置仍会比较积极。策略上，仍可以持有信用债。

（四）固收投资建议：继续持有纯债产品，逢低增配固收+

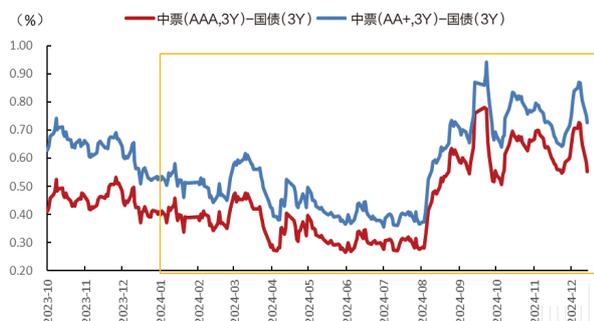
中短期维度看，利率快速下行，短期或有回调。但是从长期方向来看，利率中枢下移的方向还未改变。期间，以长期持有思维持债，逢债市回调，都是增加配置或者调整产品配置结构的机会。结构上，短债产品和中长债产品各有优势。短债产品适合防御性投资，波动性较低。中长债产品在债券牛市中更容易捕捉市场机会，但波动也更大，适合中长期持有。股债性价比方面，性价比提升，固收+配置价值较前期显著改善，不过股市从普涨转向结构分化，优选产品的重要性提高。配置可以关注以下三种思路：

1、对于满足流动性管理需求的投资者，根据资金的风险偏好选择产品策略进行配置，由低往高依次为：现金管理类资产、存款打底的稳健低波理财、短债基金或理财。在利率快速向下过程中，现金理财和货币基金收益率会进一步下行。部分货基的收益低于1%，预期未来更多的货基收益也将低于1%，现金类产品性价比逐步下降。

2、对于稳健型投资者，在经历快速上涨之后，债市预计将进入到一段震荡期，价格波动对净值造成的影响或将减弱，建议锁定票息收益，关注债市回调后的中长期票息策略纯债产品的配置。产品类型和策略上，关注期限匹配策略、采用类成本法、投向优先股平滑净值的固收型理财。另外，有一定波动承受能力的投资者，可选择久期两年以上的中长期债券基金。

3、对于稳健进阶投资者，建议配置固收+理财、QDII基金和QDII理财，发挥大类资产配置的优势。对于固收+理财，选择“+”确定性较高的资产和策略，通过多资产、多策略实现收益增强。可以关注的策略包括：+高股息策略、+量化中性策略、+指数增强、结构化、+多资产/多策略（境内外债券/权益/衍生品）等，持续挖掘资产套利、REITs等投资机会。

图9：2024年四季度信用利差宽幅震荡



数据来源：Wind，招商银行研究院

图10：2024年四季度中票利率大幅下行



数据来源：Wind，招商银行研究院

► 境内股票：向上蓄力，均衡配置

(一) A股大盘：春季行情可期

2024年四季度，大盘横向震荡，略微强于我们的预期。此前我们预判四季度进入基本面的冷静期，大盘或震荡调整，但市场实际走势是震荡而未调整。**这一现象背后原因是政策的支撑和流动性的宽松。**中央政治局会议和中央经济工作会议均释放出更加积极有为的政策信号。央行于12月16日召开党委会议强调要适时实施降息降准操作。12月18日陈雨露在中央党校的报刊《学习时报》上强调，“2025年应继续实施有力度的降准降息，继续对居民房贷实施较大力度定向降息，引导降低存量房贷利率，从而在总量上保障流动性更加充裕”。

展望未来，2025年传统春季行情或继续出现，时间跨度预计在春节至两会期间。2025年上半年，我们的基准预期是国内政策持续宽松，而经济基本面仍待观察，A股的节奏将更多受到政策驱动的影响。2025年3月5日的两会政府工作报告将成为我们观察政策动向的重要节点，**我们预计春节到两会期间A股将迎来上升期。**借鉴历史，春节到两会期间属于政策预期的强交易时间，过去15年中有14年Wind全A指数实现了上涨，而1月份下跌的概率相对较大。两会之后，A股的节奏取决于进一步的政策和基本面信号，若信号积极则有望迎来进一步上升；反之，则可能陷入震荡调整。

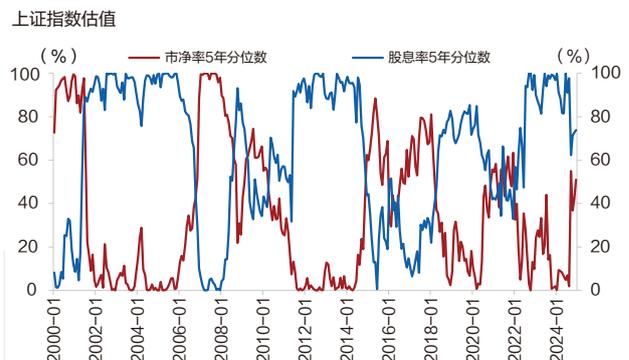
1月份市场若出现调整，或将成为布局春季行情的良机。近期人民币汇率、大宗商品和国债利率的震荡调整，以及A股红利板块的相对强势，均反映出市场对中国经济基本面的担忧。同时，企业中长期贷款增速持续下行，也表明当前企业基本面的改善仍需进一步观察。尽管M1增速有所好转，主要得益于政策放松后地产销售的边际修复，导致资金活跃度增强，但1月份国内基本面仍存在隐忧。此外，1月20日特朗普正式上任，对市场预期或许也有一定负面影响，因此，1月市场若有调整也属正常现象。然而，若市场能够充分消化震荡，那么在流动性和政策预期的助推下，1月份将成为布局春季行情的有利时机。此前我们预期2024年9月到2025年上半年大盘或呈N字走势，这第三阶段或始于春季行情。

图11：基本面Q1有隐忧Q2或小幅改善



数据来源：Wind，招商银行研究院

图12：上证PB处中等水平但股息率仍高



数据来源：Wind，招商银行研究院

（二）A股结构：消费+红利+科技，均衡配置

近期小盘成长风格为何没有延续？ 9-10月大涨之后，市场进入震荡阶段，市场情绪逐步回落，而美联储降息预期收窄，因此小盘成长风格未能延续。相反，由于国内利率下行，高股息股票的优势放大，叠加市场对未来企业盈利增长的担忧，大盘和红利风格表现相对较强。

对于未来市场风格，积极的宏观政策是核心驱动力，一季度中小成长占优的风格局面仍将延续。 流动性宽松背景下，成长仍有优势，由于美联储降息预期收窄，成长的优势变小。2025年上半年政策发力的阶段市场有望走强，风险偏好提升更有利于小盘股。

后续A股结构如何配置？ 建议消费、红利、科技均衡配置。**消费板块具备优势**，因外部挑战和内需政策刺激，消费的政策重要性明显提升，并且消费板块当前的估值处于市场洼地。其中，随着经济增速换挡，高端消费发展受限，消费平替方向更值得关注。**红利板块长期稳健**，在景气度一般时可作底仓中长期配置。新国九条推动分红提升，银行股和央国企等带动红利股受关注。**科技板块分化加大**，关注自主可控和新兴产业，部分领域具有较长期的投资潜力。但是当前成长风格优势变小，且科技板块前期涨幅大估值高，整体业绩受脱钩影响不确定性较高。

（三）港股展望：整固蓄势，关注港股科技和红利

近期港股走势与A股较为接近，呈现震荡调整的态势。**展望未来**，港股在调整到位后或有上升行情，但其表现或不及A股。强势美元或导致国际资本流出港股等新兴市场，对港股构成一定压力。

港股配置上，科技和红利可适当均衡配置。港股的恒生科技，其权重股以互联网平台企业为主，与A股科技股有较大差别，兼具科技属性和消费属性。目前财报业绩已有改善，且市场预期随着中国政策发力，业绩仍有进一步改善的空间，此外这些公司还普遍实施了大规模的回购计划。港股的红利资产，逻辑同A股的红利资产，也可作为中长期高胜率资产进行配置。

图13：恒生指数和中国经济走势高相关



数据来源：Wind，招商银行研究院

图14：强势美元不利于港股表现



数据来源：Wind，招商银行研究院

（四）策略建议：维持中高配A股权益产品

主观多头：春季行情可期，继续中高配主观多头产品。结构上均衡配置成长型基金、红利类基金和消费类基金。

量化多头：春季行情可期，继续中高配量化多头产品。结构上沪深300等大盘价值风格相对稳健，中证500和中证1000等小盘风格在当前流动性宽松阶段也可均衡配置。

► 美股：震荡上行，关注通胀风险

中期而言，美股政策与经济韧性将支撑市场。但更长期而言估值压力与通胀风险或将带来调整压力。

美国经济的韧性为市场提供支撑。减税政策和降息预期推动企业盈利增长。根据分析师的预测，2025年标普500净利润增速预计为12.7%，纳斯达克的增速则达到18.4%，增速与今年基本相当。然而，值得注意的是，“M7”核心科技公司的增速预计将出现放缓，这一变化表明市场的增长结构正在逐步调整，大型科技股对整体市场的驱动力可能弱于过去。

一季度，降息预期仍是主导因素，只是降息幅度收窄，因此我们判断美股仍将震荡上行。然而，从更长期的视角来看，需要关注美股面临的通胀风险。尤其是在当前美股估值处于历史高位，其调整的空间较大。通胀上行将导致货币紧缩和利率上行，压缩美股的估值水平。

结构方面，AI的短期发展也面临一定的挑战，主要体现在性能提升放缓，也就意味着商业化过程的放缓。过往AI模型的突破，主要依赖于“AI扩展定律”，即通过扩大算力和数据量来提升模型性能。然而，近年来这种方法的边际收益递减愈发明显，且有效数据也面临不足。行业对AI性能提升的理解正在发生根本性转变，不再依赖单一的规模扩张，而是更加注重模型的效率和推理能力的提升。

策略上，维持对美股的标配。制造业和能源等板块由于估值较低且受益于产业政策支持，具备较高的配置吸引力。同时，科技股长期的创新驱动趋势依然未变，但面临估值过高和短期发展放缓的压力。建议采取均衡配置策略，降低投资组合的整体波动性。

图15：美国经济基本面平稳



图16：美股估值受通胀影响



► 美元债：资本利得空间收窄，优选中短久期

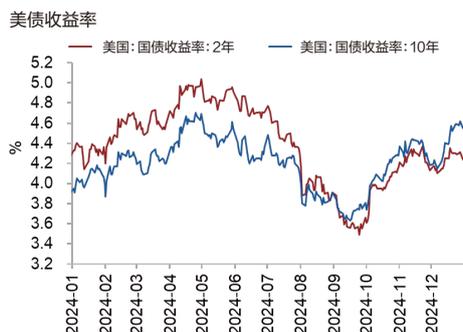
美债利率高位震荡，资本利得空间收窄，但考虑到高票息优势，我们认为美债仍然是高确定性策略，建议优选中短久期美债。

美国国债方面，趋势上，我们认为美债利率将维持区间震荡行情，10Y利率中枢为4.1%，波动区间在3.3-4.8%之间。但是从短期视角来看，年末4.6%的美债值得介入，一方面利率已经在区间高位，另一方面美联储降息预期也已经收敛至相对合理的水平。考虑到波动性，建议优选中短久期美债。

美元信用债方面，投资级债券拥有更高的确定性。对于高收益债来说，我们认为美国经济大概率将在特朗普政策支撑下保持韧性，经济增速将继续高于2%，高收益债可以部分配置。对于风险偏好较高的投资者来说，甚至可以抬高配置比例。

中资美元债方面，投资级确定性更强。高收益债方面，目前地产基本面并未看到趋势性的好转，投资高收益债面临的市场风险仍然存在，建议回避。板块上，我们建议关注金融、城投债，中低等级地产债则需相对谨慎。另外，我们也建议关注部分头部科技企业、以及石油行业的央国企所发行的美元债，安全性相对较高。

图17：美债利率再次反弹至区间高位



数据来源：Wind，招商银行研究院

图18：中资美元债2024年以来表现较好



数据来源：Wind，招商银行研究院

► 汇率：外汇市场延续“偏强美元”叙事

美元：强美元叙事延续，预计美指的核心波动区间将上移至105-115之间。无论是美国通胀、经济增长还是特朗普所主张的贸易保护主义，均对美元利多。一是特朗普主张的高关税、减税、收紧移民等政策呈现明显的通胀属性，美联储降息难度加大，这将对美元构成支撑。二是“美强欧弱”的经济分化正在持续，美国经济保持稳步扩张，欧洲经济则趋于失速，特朗普上台在短期内会继续强化这一格局，给美元带来支撑。三是特朗普推行贸易保护主义，或将降低美国进口，有利于贸易赤字的收缩，对美元偏利好。另外，随着贸易摩擦风险的升高，避险情绪上升也同样利好美元。

人民币：强势美元、中美利差倒挂、贸易摩擦风险可能会令人民币承压，稳汇率诉求或进一步上升。第一，强美元压力强化。第二，从中美利差的角度来看，美债利率中枢将维持高位。反观国内，货币政策将继续维持宽松，中债利率不断下行。在此背景下，中美利差将延续深度倒挂形态，市场持汇意愿偏强，金融账户也将持续面临压力。第三，关注特朗普的关税政策。特朗普将于2025年1月正式任职，我们认为加征关税作为其核心政策主张将于2025年上半年落地，令人民币承压，届时需要关注政策层面的稳汇率力度是否会进一步上升。

欧元：美强欧弱的逻辑进一步加深，政治和地缘风险也对欧元不利。预计欧元表现仍然偏弱。

欧洲央行政策立场更加鸽派。由于经济下行压力增加，通胀表现相对稳定，欧洲央行12月会议展现了鸽派立场，其阶段性任务从“将通胀及时恢复到2%”，转变为“将通胀可持续地稳定在2%”；政策立场也从“保持充分限制性”，转为“确定适当的货币政策立场”。市场预期明年欧洲央行将在上半年连续降息4次。与之相比，美联储基于经济就业表现良好但通胀回落缓慢，传递降息将会放缓的信号，市场目前仅完全定价2025年下半年降息一次。美欧利差拉大对欧元产生下行压力。

日元：由于日本央行加息的推迟，美日利差压力下，日元仍然面临阶段性的贬值压力，关注3月薪资数据和“特朗普冲击”是否支持日本央行加息。

日本央行进一步延迟加息。日本央行12月会议维持利率不变，主要原因是仍然在对工资趋势、海外经济的不确定性和下一届美国政府政策进行评估。多重因素下，日本央行加息时点可能延迟到3月及以后。如果要更为稳妥地观察工资变化，2025年3月春斗谈判时期或许是更好的选择。而对于美国下一届政府的政策，也不太可能在1月特朗普就任之后就立刻清晰。2025年日本央行一季度只有1月和3月两次会议，如果日本央行真的如同植田和男所说，“需要相当长一段时间衡量形势，无论是工资还是特朗普政府”，那么下次加息的可能时点最早也要2025年3月。

英镑：美元指数上行仍会对英镑施加压力，但利差逻辑和受贸易战冲击较小的逻辑会令英镑相对于其他欧系货币表现更佳。

服务业通胀压力仍高。目前英国的服务业通胀粘性在英、美、欧三经济体中最为严重，英国剔除红利的薪资数据在连续五个月降温后也重新开始反弹，英国央行仍然忌惮二次通胀的风险，对降息比较谨慎。在美联储12月降息25个基点、英国央行12月维持利率不变之后，英国成为发达经济体中利率最高的国家。

英国预计在贸易战中所受冲击较小。从2023年英国对美国的贸易数据来看，英国对美国整体保持贸易逆差，且对美出口大概有2/3是服务，这些因素意味着在美国的贸易战中，英国所受冲击相对较小。从规避贸易战的逻辑来说，英镑表现或在欧系货币中相对占优。

图19：美欧利差带动美指走强



数据来源：Wind，招商银行研究院

图20：掉期隐含中美利差再度负向走阔



数据来源：Wind，招商银行研究院

► 另类：黄金高位震荡，标配市场中性

黄金：高位震荡，波动区间预计在2,300–3,000美金之间。不过考虑到汇率因素，预计上海金表现会强于伦敦金。

第一，地缘政治风险有降温趋势。若乌克兰、中东等地区的地缘政治风险出现边际下降，对黄金的利多将弱化。

第二，美联储降息空间收窄。特朗普主张的各项政策呈现明显的通胀属性，美联储降息空间收窄，美债实际利率居高不下，对应美元走势偏强。因此，“降息叙事”对黄金的影响将趋于中性。

第三，央行购金出现放缓迹象。2024年以来，我们观察到央行购金行动仍在继续，但是出现了环比回落的迹象。全球央行Q1–Q3的总购金量达到近700吨，与2022年相当，但是不及2023年同期水平。展望未来，若地缘政治风险出现阶段性下降，储备再平衡的逻辑弱化，叠加金价仍处高位，央行购金行动可能会进一步放缓，对黄金也将从利多转为中性。

图21：黄金vs美债实际利率

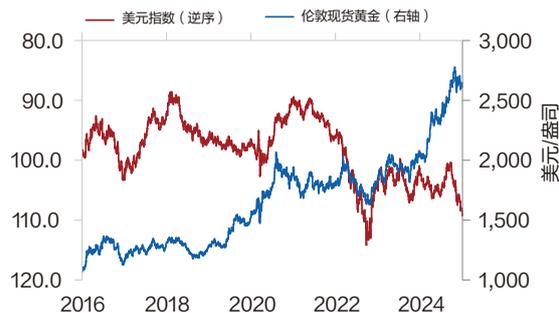
美债实际利率vs伦敦金走势



数据来源：Wind，招商银行研究院

图22：黄金vs美元指数

黄金vs美元指数



数据来源：Wind，招商银行研究院

原油：油价或继续震荡，但波动将有所放大。美欧炼能淘汰、挪威JC油田投产等构成利空，但特朗普上台对伊朗供应收紧影响构成利多，油价波动率放大，但尚未进入下行趋势。建议继续观望，等待中美经济、贸易政策更加明确的信号。需要注意的是，市场目前看空预期过于一致，需留意阶段性反弹（5-8美元/桶级别）的可能。

铜：2025年Q1铜价可能震荡回升，但波动加大。从基本面来看，进入2025年后，铜精矿长单将执行新的加工费，冶炼厂普遍进入亏损状况，冶炼厂减产压力将不断增强。从2025年1月开始，下游和终端企业开始逐步补库为生产旺季做准备。同时，我们看好2025年上半年的消费旺季，认为库存在春假后可能出现快速去化。但是特朗普将于1月宣誓就职美国总统，其实施的政策可能提高风险资产的价格波动，这一点风险需要留意。

CTA：趋势类CTA依旧可期，但仍需警惕回调。商品市场的波动率仍旧处于历史偏低的位置，当商品市场波动率显著放大的时候，趋势类CTA往往会出现一定的业绩回暖。上半年市场或仍然处于政策预期博弈阶段，市场不确定性仍然较大。趋势CTA的盈利环境将取决于震荡的幅度以及市场对于宏观的预期是否反复。

市场中性：2025年小幅上行，或略好于2024年。2024年市场中性产品于年初和10月份两度波动加大，全年平均收益约2.0%。展望2025年，随着宏观政策发力，流动性将较为宽松，市场成交额相比2024年将上一台阶，超额收益获取难度或有降低。12月份对冲成本回归常态化水平，中证500和中证1000的对冲成本不低于5%，上证50和沪深300的对冲成本在0附近。我们认为2025年市场中性产品仍可适当配置。

图23：2024年市场中性产品业绩波动较大



数据来源：Wind，招商银行研究院

图24：中证500和1000对冲成本高于5个点



数据来源：Wind，招商银行研究院

大类资产配置策略：股债均衡

根据市场研判与分析，我们对未来6个月大类资产的配置做如下建议：**高配：美元债。中高配：A股、A股高股息策略。标配：黄金、中国国债、信用债、美股、美股纳斯达克、美元、人民币、日元、欧元、英镑、港股科技股、可转债、A股的周期风格、A股的成长风格、A股的消费风格。**

根据大类资产表现，投资策略配置建议如下：**中高配：主观多头、量化多头；标配：黄金、纯债、固收+、市场中性、多策略。**



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



了解更多私行服务
敬请垂询



Private Banking
私人银行



更多信息，請致電 95555，或登錄 cmbchina.com