

策略深度报告 20241218

2025 年海外策略展望：没有逆转（大类资产篇）

2024 年 12 月 18 日

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈梦

执业证书：S0600524090001
chenm@dwzq.com.cn

研究助理 葛晓媛

执业证书：S0600123040063
gexy@dwzq.com.cn

研究助理 武朔

执业证书：S0600124070017
wushuo@dwzq.com.cn

- **2025 年全球大类资产展望，基于两大核心假设：**一是，2025 年全球基本同步位于降息大周期，美联储上半年停止降息；二是，全球经济分化，美国或呈现“V”字走势。具体参考《2025 年海外策略展望：降息周期下的新一轮复苏（经济篇）》

相对确定的是：全球经济下行，美国经济或是“独一份”的超韧性存在；相对不确定的是：特朗普上台后政策发力情况尚不明朗，会对全球经济及资产产生扰动。

- **全球股市：**回顾 2024 年，有“循环往复”，预期与现实反复碰撞的主题，比如：“软着陆” vs “衰退”、“成长” vs “价值”、“特朗普交易” vs “哈里斯交易”；也有贯穿全年的主题，比如：AI 和并购重组概念。

2025 年，我们认为以上交易主线中，有望得到延续的是：“软着陆”、“成长”、“特朗普交易”及“AI 和并购重组概念”。

美股：预计全年呈现“V”字走势，二季度或是关键转折点。美国经济具备扩张动能，整体先降后升，美股跟随经济走势或呈现先下后上特征。关注：“AI”、“降息”、“便宜”以及“特朗普交易”。

欧股：预计整体回报偏弱，但德国或能“脱颖而出”。考虑到欧洲经济陷入停滞，未来宏观及政策不确定性较高，以及欧股已经不再便宜，我们认为 2025 年欧洲股市整体将继续疲软。

日股：仍具有投资价值。2025 年，我们认为日股在温和的通胀和复苏的经济前景下，叠加企业改革增厚日股 EPS，日本有继续投资价值。

印股：整体保持谨慎。2025 年，我们有三重顾虑：经济增长持续性减弱、谨慎的监管及收紧的财政政策、估值过高。

港股：将迎来进一步修复。2025 年年初国内政策空间打开，带来经济改善预期，市场风险偏好上升。叠加估值低位，港股预计进一步回升。

- **全球债市：全年震荡走熊。**2025 年在美、日经济加速修复复苏的背景下，美联储降息停滞时点前移，日央行加快货币正常化步伐，推动经济水平持续改善。债券市场全年围绕经济基本面与政策出台情况波动，预计收益率反复震荡走熊，2025 年美国、日本债券熊市行情持续。

美债：易上难下，全年呈“V 字走势”。2025 年上半年，经济偏缓+财政偏紧预期利好美债。2025 年下半年，考虑到全年经济稳增长及更高的通胀背景下，预计美债利率全年中枢在 4-4.5%。

日债：利率上行警告。日本通胀升温带领 BOJ 加息预期，软日元趋势持续给长端日债利率带来压力。

- **全球商品：黄金吸引力依旧，原油延续低位震荡。**

黄金：预计增速可能放缓，但仍具有较大吸引力。2025 年，情绪面将进一步推升黄金价格，但相较 2024 年影响会有所放缓。我们预计 2025 年黄金交易将更多地从情绪面交易向基本面交易切换。实际利率等基本面因素对黄金的影响逐步放大。如果明年上半年降息延续，实际利率向下，金价上涨的空间更大，下半年或结束降息，可能导致黄金价格增速放缓。

原油：延续低位震荡。在发达国家需求疲弱以及美国、加拿大等非欧佩克国家增产的影响下，原油市场供给相对过剩，油价预计延续低位震荡。

基本金属：价格温和修复。受益于全球通胀预期的回升以及中国宽财政政策对内需的刺激，价格逐步修复，其中铜、铝等有色金属价格修复弹性大于铁矿石等黑色金属。

相关研究

《指数基金纳入个人养老金，影响几何？——资金流跟踪系列（一）》

2024-12-16

《2025 年海外策略展望：降息周期下的新一轮复苏（经济篇）》

2024-12-16

■ **全球汇率：强美元依旧是核心线索。**

美元：仍将维持强势。在美国强劲的经济表现，较高的投资回报率以及关税政策的影响下，预计 2025 年美元仍然保持强势。节奏上，考虑到美联储降息进程和特朗普关税政策的实施进度，下半年美元或将强于上半年。

其余货币：强美元下各国汇率承压。但影响程度和节奏有所分化，从贬值程度上，预计欧元>人民币>日元。

1) 欧元：经济弱势以及宽松货币政策压制欧元上涨空间，贬值压力最大。

2) 人民币：上半年由于“两会”政策预期以及关税磋商谈判，人民币或小幅升值，但下半年随着关税的拖累或相对承压。

3) 日元：预计日元因内部因素略有升值，但相较美元依旧弱势。经济修复以及加息周期下，美日利差有望收窄，促日元略升值。关注通胀等数据的指引以暗示潜在的加息时点。

■ **风险提示：**地缘政治风险；美国经济衰退；黑天鹅事件突发；历史经验不代表未来等。

内容目录

1. 股市	8
1.1. 美股：预计全年呈现“V”字走势	8
1.2. 欧股：欧洲股市回报整体较弱，但或许德国能够“脱颖而出”	14
1.3. 日股：仍具有投资价值	17
1.4. 印股：整体保持谨慎	22
1.5. 港股：政策预期+估值低位，香港市场将迎来修复	24
2. 债券	27
2.1. 美债：易上难下，全年呈“V字走势”	27
2.2. 日债：上行警告	28
3. 商品	30
3.1. 原油：供给过剩下，油价延续低位震荡	30
3.2. 黄金：增速放缓，但仍具有较高吸引力	33
3.3. 基本金属：价格温和修复，有色大于黑色	36
4. 汇率	38
4.1. 美元：2025年美元保持相对强势	38
4.2. 其余货币：强美元下各国汇率承压，但影响程度和节奏分化	40
4.2.1. 欧元：经济疲弱叠加大幅降息下，贬值程度可能最大	40
4.2.2. 人民币：上半年预计小幅升值，下半年承压	42
4.2.3. 日元：货币政策正常化下，有一定升值空间	43
5. 风险提示	44

图表目录

图 1:	2024 年资产涨跌幅一览.....	8
图 2:	经济及政策的不确定性短期内对美股形成扰动.....	9
图 3:	实际单位时间收入是美股走势的领先指标.....	9
图 4:	市场对于美股明年下半年的盈利预测情绪乐观.....	10
图 5:	AI 目前仍是全球最拥挤的交易.....	10
图 6:	科技行业上涨, 盈利、估值贡献基本各半.....	10
图 7:	降息, 医药等成长股以及地产金融为代表的周期板块涨幅往往更优.....	11
图 8:	降息前后医药等成长股以及金融为代表的周期板块表现往往更优.....	11
图 9:	虽然生物科技的仓位开始回升, 但相较于信息科技, 其拥挤度依然较低.....	12
图 10:	材料行业目前很便宜.....	12
图 11:	分析师及市场预期, 对材料行业未来走势乐观.....	12
图 12:	分阶段, 上一任特朗普任期内, 市场交易情绪高涨时资产表现.....	13
图 13:	近期, 大部分特朗普相关概念交易回调.....	14
图 14:	今年以来, 欧洲股市表现逊色于美国.....	14
图 15:	欧洲和美国的政策不确定性出现了较大鸿沟.....	15
图 16:	买德国是买海外营收, 而非本国经济.....	16
图 17:	DAX 指数中, 德国本土公司比例较低, 仅有 18%, 但是跨国公司比例较高.....	16
图 18:	德国的政府债务水平较低, 这提供了更大的政策想象空间.....	16
图 19:	日本通胀温和复苏.....	17
图 20:	日本未来一年通胀预期稳定在 2% 以上.....	17
图 21:	日本国外入境旅游人数回到疫情前水平.....	18
图 22:	入境旅游带动消费服务业改善.....	18
图 23:	日本企业改革细则.....	18
图 24:	日本上市公司披露资金成本和股价管理的数量实现进一步上涨.....	19
图 25:	日本最具有盈利能力的 150 家上市公司的指数表现良好.....	19
图 26:	日本上市公司分红、回购规模不断上涨.....	20
图 27:	市场提高 2025 年日股盈利预测.....	20
图 28:	估值提升, 日股存在进一步上涨空间.....	20
图 29:	资金流入日本市场的情况.....	21
图 30:	NISA 账户数量逐步增长.....	21
图 31:	NISA 账户购买额不断上涨.....	21
图 32:	日本通胀温和复苏.....	22
图 33:	日本未来一年通胀预期稳定在 2% 以上.....	22
图 34:	2024 年, 印度股市相对新兴市场获得超额收益.....	22
图 35:	2024 年, 资金买入印度的力度明显强于往年.....	23
图 36:	2024 年, 是资金近 20 年来买入印度最多的一年.....	23
图 37:	2024 年印度经济增长增速不断下滑.....	23
图 38:	印度制造业等第二产业面临下滑风险.....	23
图 39:	印度股市目前偏贵.....	24
图 40:	港股估值较低.....	25
图 41:	一线城市地产成交面积已快速回升.....	25
图 42:	9 月以来消费端有所修复.....	25

图 43:	增量财政政策进一步拉动内需.....	26
图 44:	美联储降息有助于收窄美中利差, 减缓人民币贬值压力.....	26
图 45:	预计明年上半年经济偏缓.....	27
图 46:	财长贝森特“3-3-3”战略, 倾向于收紧财政.....	27
图 47:	美国更长期的通胀预期抬头.....	28
图 48:	美国财政赤字难以立马被约束, 财政政策偏扩张.....	28
图 49:	日本春斗薪资保持高增长.....	29
图 50:	2024 年三季度, 日本经济增速放缓.....	29
图 51:	IEA 对 2025 年原油供需预测.....	30
图 52:	EIA 对 2025 年原油供需预测.....	30
图 53:	全球制造业 PMI 逐步上行.....	31
图 54:	2025 年原油新增需求主要由非经合组织贡献.....	31
图 55:	中国、印度、美国等经济体对原油需求贡献大.....	31
图 56:	欧佩克过剩产能持续上升.....	32
图 57:	2025 年更大的供给压力来自非欧佩克国家.....	33
图 58:	美国、加拿大、巴西等美洲国家原油增产贡献大.....	33
图 59:	金价持续创新高.....	34
图 60:	2024 年金价与实际利率多次背离.....	34
图 61:	全球央行持续购金, 但增速有所放缓.....	35
图 62:	中国黄金储备增长放缓.....	35
图 63:	市场预期美联储上半年基本结束降息.....	36
图 64:	中国铜需求超过一半.....	37
图 65:	中国钢铁需求量大.....	37
图 66:	9 月以来汽车、家电消费明显回升.....	37
图 67:	中国制造业投资保持高增长.....	37
图 68:	中国房地产修复偏缓.....	38
图 69:	美国经济保持相对强劲.....	39
图 70:	美债收益率维持在较高水平.....	39
图 71:	贸易战 1.0 期间美元指数升值.....	40
图 72:	欧元区经济持续疲软.....	41
图 73:	欧元区薪资水平放缓, 影响消费.....	41
图 74:	欧元区财政空间受阻.....	41
图 75:	欧元区货币政策加码, 将进一步扩大美欧利差.....	41
图 76:	特朗普 1.0《中美经济贸易协议》, 中国对美国进口完成率一览.....	42
图 77:	中国对美贸易盈余较大, 受关税影响大.....	42
图 78:	中美贸易摩擦 1.0, 人民币贬值以对冲出口拖累.....	42
图 79:	日本劳动力市场火热助力薪资上升.....	43
图 80:	日本商业信心上升.....	43
图 81:	日本通胀预期稳定在 2% 以上.....	43
图 82:	日本货币政策正常化下, 美日利差收窄有望带动日元升值.....	43

2025 年全球大类资产，基于两大核心假设：一是，2025 年全球基本同步位于降息大周期，美联储上半年停止降息；二是，全球经济分化，美国或呈现“V”字走势。具体参考《2025 年海外策略展望：降息周期下的新一轮复苏（经济篇）》。

相对确定的是：全球经济下行，美国经济或是“独一份”的超韧性存在；相对不确定的是：特朗普上台后政策发力情况尚不明朗，会对全球经济及资产产生扰动。

1、股市上，预计 2025 年美股相较于其他市场继续“高歌猛进”。

1) 回顾 2024 年，有“循环往复”，预期与现实反复碰撞的主题，比如：“软着陆” vs “衰退”、“成长” vs “价值”、“特朗普交易” vs “哈里斯交易”；也有贯穿全年的主题，比如：AI 和并购重组概念。具体来看：

“软着陆” vs 衰退：2024 年 5 月-8 月，超预期的经济增长及通胀水平大幅不及预期：非农数据（触发萨姆法则）、负增的零售销售数据及 ISM 制造业 PMI 的继续疲软，叠加多项指标指示美国需求走弱，市场陷入衰退交易，日元套息交易的逆转进一步推波助澜，市场波动进入了流动性冲击阶段，衰退交易被放大。但 10 月以来，随着经济基本面并不支撑衰退交易，宏观情绪回暖后市场回归“软着陆”交易。

成长 vs 价值：上半年，全球成长领涨，全球价值追涨。下半年，尤其是 9 月美联储降息后，全球成长与全球价值分化。成长继续上涨，而价值普遍弱于成长。

“特朗普交易” vs “哈里斯交易”：市场经历“特朗普交易”→“哈里斯交易”→“特朗普交易”的波折切换。美国大选首辩后，特朗普的“全方位”碾压加大市场对其的胜选押注，催生美债利率上涨、比特币及黄金的上涨。民主党战术性替换候选人哈里斯，新人“蜜月期”导致哈里斯交易的热度升温。但是随着大选临近，枪击事件后，特朗普逆势再次扭转市场交易主线，放大市场对其政策前景和经济增长及通胀的提振效果，市场“用脚投票”特朗普胜选，与之相关的一系列资产出现上涨。

“AI、并购重组”：2024 年贯穿全年的主题投资就是 AI 和并购重组。AI 热点层出不穷：Sora、Kimi、AIPC 概念不断上演科技涨停接力赛，FAAMNG 涨幅位居全球大类资产的第一名，年迄今上涨 62.02%；2024 年，全球并购重组活动增加，市场总体交易量快速上涨。从 2023 年的 0.9 万亿美元上涨至 2024 年（截至 12 月）的 2.3 万亿美元，创历史新高。

2) 2025 年，我们认为以上交易主线中有望得到延续是：

“软着陆”：美国经济韧性十足，2025 全年将继续呈现增长态势；

“成长”：美联储明年继续在降息的环境之下，这有助于金融条件的继续宽松，抬升全球风险偏好。流动性扩张后，受益于其宽裕的风险资产将催生上涨机会。

“特朗普交易”：特朗普交易尚未结束。11 月大选结束后，特朗普概念相关回调的行

业，在政策确认期和推行期间可能再次出现上涨。

AI、并购重组：2025 年预计 AI 浪潮延续。全球 AI 产业趋势仍然明朗，在当前的市场下，AI 依然是下一阶段成长领域最有机会的领域。预计 2025 年 AI 应用层面会有更多突破性进展，继续推动股票价格上涨。

全球企业并购趋势愈发明显，美国、日本及中国并购重组的回暖趋势显著。例如 2024 年，以美国为例的并购重组概念篮子上涨近 16%。

2、债券上，美、日长端债券预计震荡走熊。2025 年在美、日经济加速修复复苏的背景下，美联储提前降息停滞时点，日央行加快货币正常化步伐，推动经济水平持续改善。债券市场全年围绕经济基本面与政策出台情况波动，预计收益率反复震荡走熊，2025 年全年，美国、日本债券熊市行情持续。

3、商品上，黄金吸引力依旧，原油延续低位震荡。

2024 年黄金持续创下新高，成为投资的首选之一。其上涨原因更多是出于面对众多不确定性下的避险情绪高增，无论是对地缘政治冲突、美国大选还是美国经济硬着陆的担忧等都使得投资者对未来的不确定性上升，不断推升金价。这种基于不确定的避险情绪一度超越了其他影响黄金的基本面因素，例如今年以来黄金走势与实际利率多次出现大幅背离。

2025 年，情绪面将进一步推升黄金价格，但相较 2024 年影响会有所放缓。我们预计 2025 年黄金交易将更多地从情绪面交易向基本面交易切换。实际利率等基本面因素对黄金的影响逐步放大。其中，上半年随着降息的延续，实际利率下调，金价上涨的空间更大，而下半年在特朗普政策下，经济保持韧性、通胀预期回升，美联储或结束降息，可能导致黄金价格增速放缓。

其他商品中，原油由于当前需求的疲弱以及潜在的供给过剩（尤其是美国等非欧佩克国的增产计划将极大增加原油供给压力），预计油价仍然低位震荡；对于基本金属来说，通胀预期的回升以及中国的内需刺激政策将有助于其价格修复，但受益于家电、新能源车消费，电力资本支出的铜、铝等有色金属价格修复弹性会明显大于地产复苏相对缓慢的铁矿石等黑色金属。

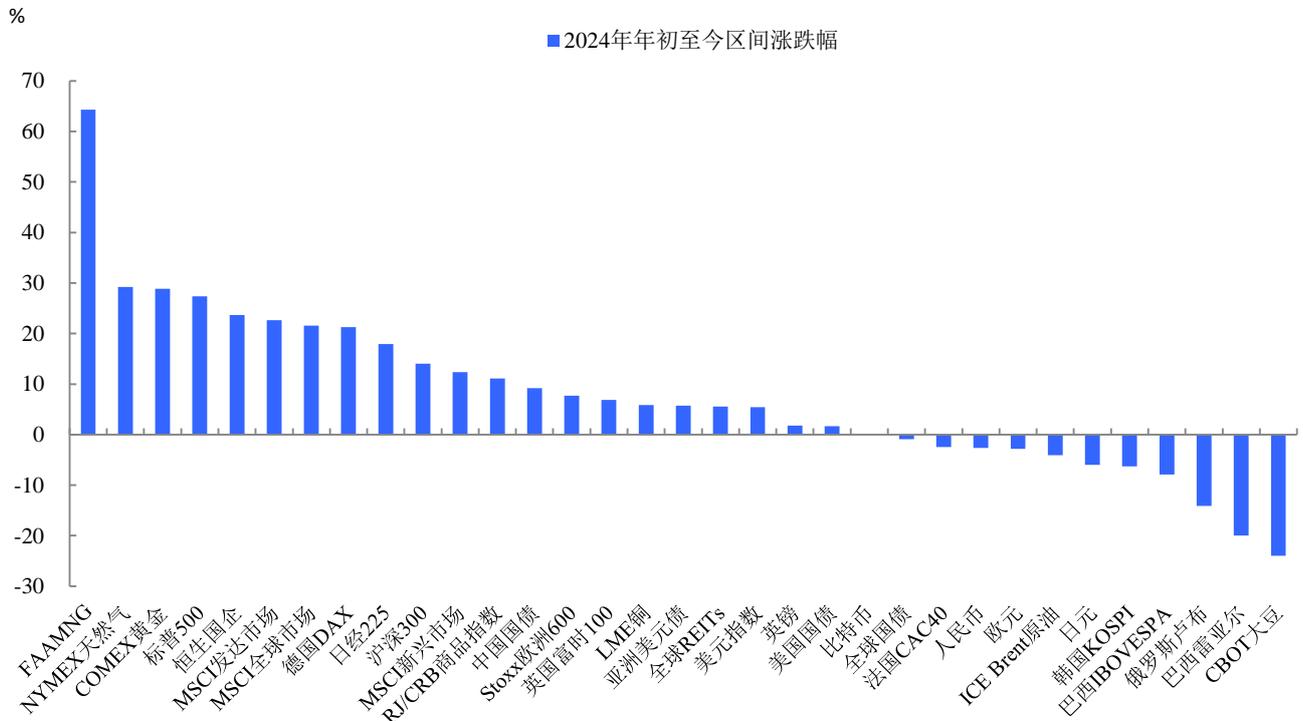
4、汇率上，预计强美元压制各国汇率。

在美国强劲的经济表现，较高的投资回报率以及关税政策的影响下，预计 2025 年美元仍然保持强势。但节奏可能有所不同，上半年随着美联储延续降息以及特朗普政策对经济和通胀的影响尚未完全显现，美元不会大幅升值，但预计仍维持在 100-105 的强势区间，下半年随着降息结束，通胀预期的回升以及关税的逐步落地，美元有进一步冲高的空间。

此外，在强势美元的影响下，各国货币预计普遍承压。节奏上，上半年在美联储降

息以及特朗普关税政策尚未全面落地的背景下，美元对各国货币的压制较下半年偏弱；从影响程度上（自大到小），预计欧元>人民币>日元。

图1：2024年资产涨跌幅一览



注：数据截止至2024年12月16日；
数据来源：Wind，东吴证券研究所

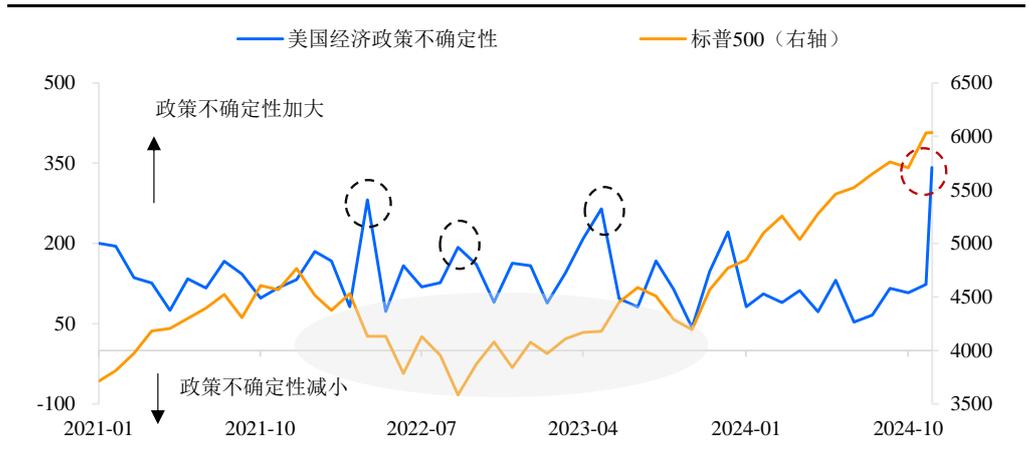
1. 股市

1.1. 美股：预计全年呈现“V”字走势

我们预计2025年美股整体将继续上涨，或先下后上。2025年，主要基于温和的财政扩张、企业减税以及企业情绪的好转等，预计美国经济将继续领涨全球。我们预计2025年美国全年底点会出现在上半年。美股表现也会随之有阶段性变化：

2025年上半年，美国面临两大不确定性，美股或将先降速。一是上半年特朗普政府仍在调整与适应阶段，政策的不确定性例如关税可能对美股造成短期的冲击；

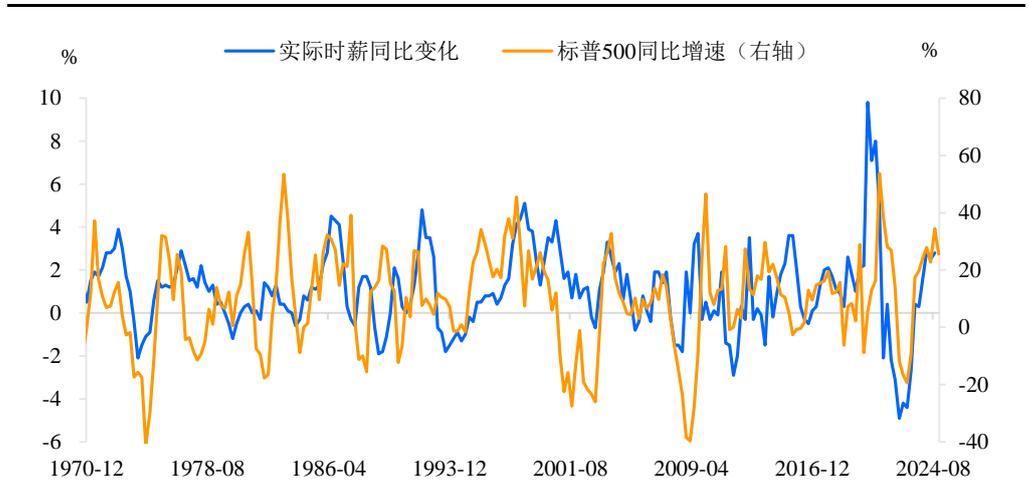
图2: 经济及政策的不确定性短期内对美股形成扰动



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

二是美股 2024 年的正循环,即强劲劳动力市场带动实际工资上涨,这一势头在 2025 年年初随着就业市场的再平衡继续+特朗普收紧移民政策将会阶段性减弱,短期内实际单位时间收入增速的回落,美股将阶段性回调。

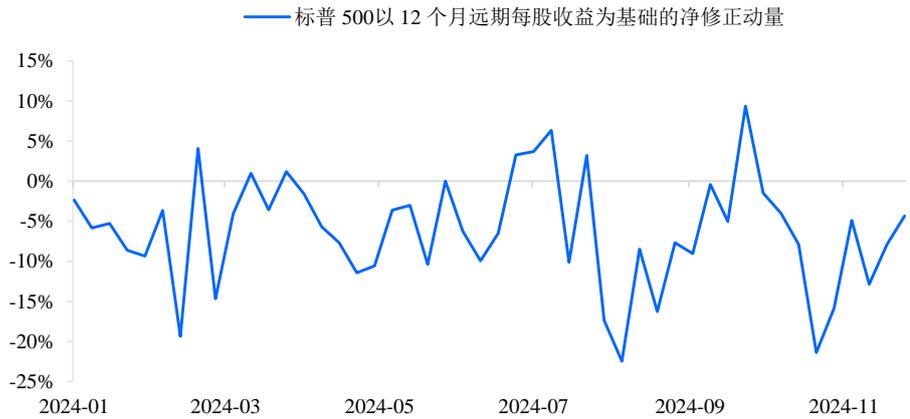
图3: 实际单位时间收入是美股走势的领先指标



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

2025 年下半年,盈利驱动下美股有望继续发力。美股未来上涨的空间取决于盈利。而随着明年下半年美国经济的回升,这将有效改善美国企业的盈利。且随着市场上调美股未来盈利增长的预测,可能会实现对美股的进一步支撑作用。

图4: 市场对于美股明年下半年的盈利预测情绪乐观

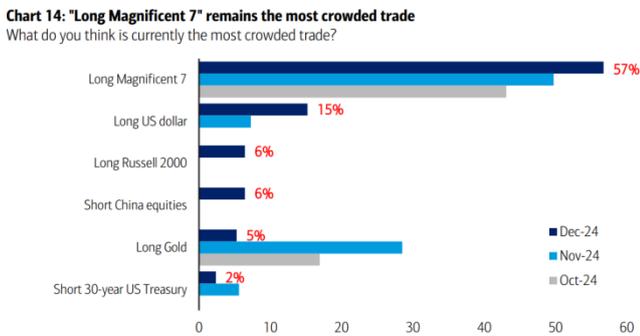


注: 净修正动量=(正修正-负修正)/总修正
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

我们认为 2025 年美股有四大交易主线: “AI”、“降息”、“便宜”、“特朗普”。

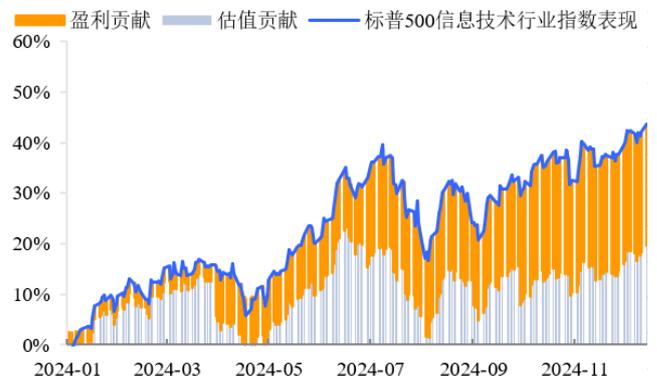
1) 最热的主题: AI。AI 的故事不仅局限在科技领域, 从制造业的智能化升级, 到医疗保健的精准治疗, 再到金融、教育、交通等领域的深刻变革, AI 已经在“滋养”各行各业, 成为经济发展的一大重要主题。特朗普“2.0”下 AI 发展有望继续甚至加速: 考虑到特朗普在竞选期间对人工智能的讨论不多, 他对人工智能的看法或更多受到周围人的影响。预计马斯克将在白宫发挥重要作用, 在放松科技 AI 监管上产生正向影响, 从而加速科技的上涨。虽然目前科技有点贵, 但相比于其他行业, 科技并非只有估值贡献上涨。盈利和估值平分推动行业上涨, 甚至盈利贡献更多, 因此单纯看空估值并不划算。

图5: AI 目前仍是全球最拥挤的交易



注: 数据来自 12 月美银基金经理调查
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 科技行业上涨, 盈利、估值贡献基本各半



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

2) 降息周期下的最佳选择: 金融+银行+地产+医药。尽管市场对降息预期次数反复, 但无论如何 2025 年美国仍是在降息的大背景下运行。受益于降息带来的流动性宽松, 利率敏感型的, 地产金融为代表的周期板块涨幅往往更优。

图7: 降息, 医药等成长股以及地产金融为代表的周期板块涨幅往往更优

历次降息周期资产表现 (区间涨跌幅, %)			
	1995/7-1996/1	1998/9-1998/11	2019/8-2019/10
	预防式降息	预防式降息	预防式降息
信息技术	0.0	10.4	4.1
金融	24.0	12.3	3.8
医疗保健	35.5	3.2	3.8
可选消费	4.3	13.0	0.9
电信服务	24.0	7.3	2.1
工业	15.0	9.2	2.9
必选消费	18.9	16.4	3.1
能源	10.4	-4.2	-5.6
公用事业	12.8	1.1	6.9
房地产			4.7
原材料	4.0	3.0	0.3

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

若要博弹性, 生物科技或是较好的选择: 一方面结合仓位来看, 生物科技仍处于较低分位水平, 具有有利的仓位结构; 另一方面, AI 与生物医药行业的落地应用或是短期内想象空间最大的。

图8: 降息前后医药等成长股以及金融为代表的周期板块表现往往更优

	1995年			1998年			2019年		
	降息前3月	降息后3月	降息后6月	降息前3月	降息后3月	降息后6月	降息前3月	降息后3月	降息后6月
标普500	9.5	5.1	11.3	-7.9	18.4	24.9	1.0	3.8	9.2
罗素2000	9.8	5.5	9.1	-19.4	12.0	9.2	-1.6	2.5	4.1
信息技术	28.9	-1.8	-6.1	2.1	32.5	48.5	2.3	5.3	18.7
金融	9.9	14.7	15.9	-19.1	18.7	27.5	-0.5	5.3	8.4
医疗保健	7.2	16.8	26.1	0.6	11.8	15.8	-2.4	4.0	9.4
可选消费	8.4	-1.2	2.9	-15.1	25.9	40.4	0.0	1.5	5.3
电信服务	4.9	12.3	24.5	7.7	27.7	30.6	1.2	2.9	8.6
工业	9.0	1.1	11.9	-11.4	14.1	19.3	-1.6	5.2	6.5
必选消费	7.2	8.7	16.2	-14.1	20.6	14.6	3.7	3.1	6.6
能源	4.0	0.9	13.3	-2.3	-0.9	5.0	-5.6	-3.2	-10.3
公用事业	5.8	3.8	11.9	3.5	2.1	-5.8	3.5	6.6	14.8
房地产							4.1	4.4	4.9
原材料	9.9	-3.6	0.2	-11.3	-1.4	0.5	2.9	1.8	-0.4

注: 生物科技及信息技术选自标普 500 中的行业指数

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

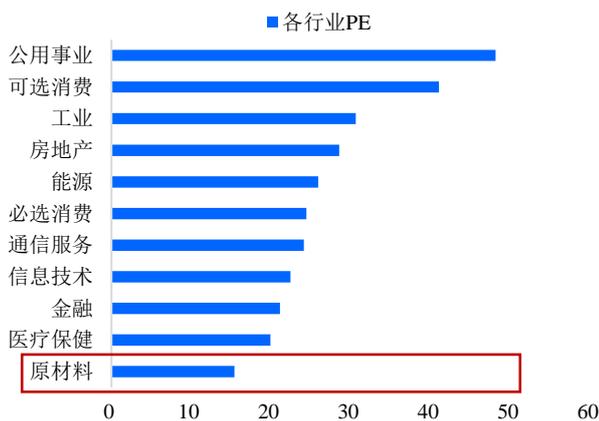
图9: 虽然生物科技的仓位开始回升, 但相较于信息科技, 其拥挤度依然较低



注: 生物科技及信息科技选自标普 500 中的行业指数
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

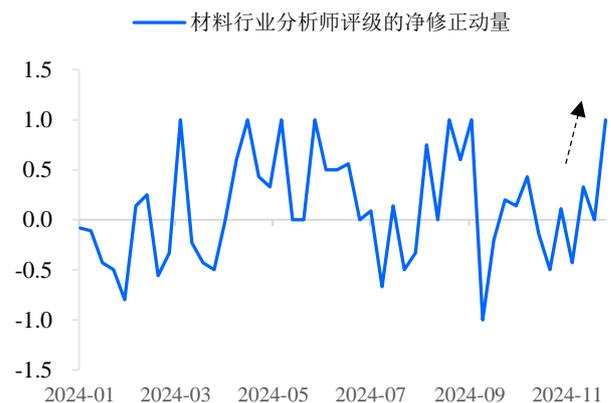
3) 还很便宜: 原材料。从美股内部结构来看, 70%的行业已经偏贵, 而材料是目前美股 11 个行业中最便宜的, 它处于历史 10 年 34%的分位水平上, 部分原因是市场对中国经济增长的担忧定价。但考虑到前期经济增长的担忧及悲观情绪已经被基本定价, 且 2025 年中国随着基建投资的复苏, 经济企稳的可能性也在逐步上升。市场的情绪向好, 无论是分析师对该行业的评级、还是预期 EPS 和收入, 预期都偏向乐观。

图10: 材料行业目前很便宜



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图11: 分析师及市场预期, 对材料行业未来走势乐观



注: 净修正动量 = (正修正 - 负修正) / 总修正
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

4) 特朗普交易尚未结束。2024, 特朗普交易比上一次来得更早(9月就开始定价), 目前阶段一(下述)已经交易结束。2025年, 特朗普交易有迹可循的是, 美股在阶段二(确认期)和阶段三(推行期)还可能进一步上涨, 通过历史复盘, “特朗普交易”可能

还有 10%左右的上涨空间:

阶段一：政策期待期。2016 年底-2017 年初，特朗普正式就职，美股区间年化收益率达到 32%左右。大选结果落地后，市场侧重点转向实际政策及现实。政策上，对减税实际力度和基础设施投资程度抱有强烈期待，美股在这一阶段继续上涨，尤其是在 2 月的“特朗普行情”中表现突出。

阶段二：政策确认期。2017 年底-2018 年初，税改法案推进及落地，美股区间年化收益率达到 11%左右。这个阶段遇到的是从预期到现实的切换。政策预期落地催生一波特朗普交易，考虑到这是自 1986 年以来最重大的一次税制改革，涉及降低个人所得税、企业税、引入“边界调整”（border adjustment），即对出口免税、对进口征税等其他税收减免，引发股市快速上涨。

阶段三：政策推行期。2018 年一季度后，中美贸易摩擦开始，美股区间年化收益率达到 16%左右。

图12：分阶段，上一任特朗普任期内，市场交易情绪高涨时资产表现

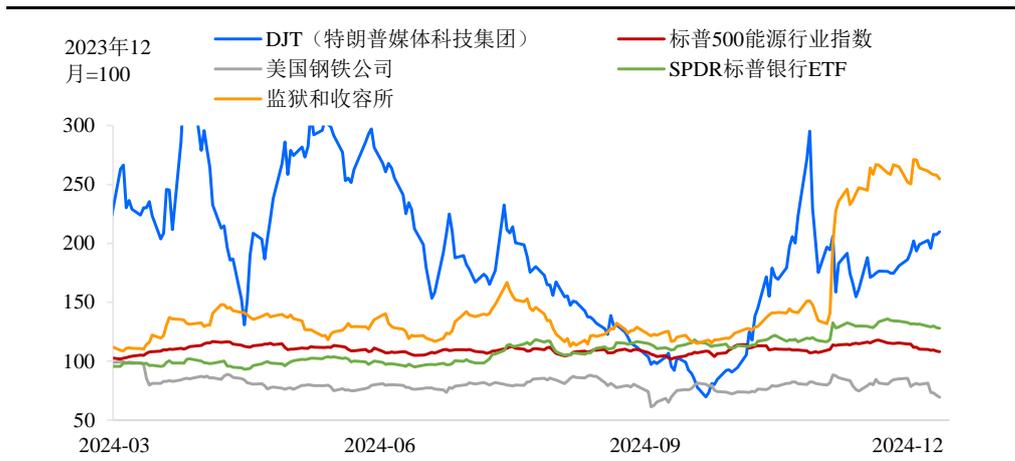
		上一轮市场交易特朗普政策情绪高涨时资产表现 (%)					
		标普500	原油	黄金	铜	美元	美国国债
特朗普1.0		69.6	1.1	54.9	40.0	-10.2	17.8
政策期待期	2016年11月						
	后1个月	4.5	17.2	-9.0	7.6	3.1	-1.9
	后2个月	4.9	18.5	-7.0	3.3	3.5	-1.1
	后3个月	6.7	20.0	-3.0	7.6	2.2	-1.0
政策确认期	2017年9月						
	后1个月	3.0	4.4	-1.2	6.1	1.7	-0.4
	后2个月	3.8	10.3	0.8	7.8	-0.5	0.2
	后3个月	7.0	14.7	0.2	12.5	-0.4	0.0
政策推行期	2018年1月						
	后1个月	5.5	4.2	2.7	-1.8	-3.9	-1.6
	后2个月	0.2	-4.5	-0.3	-4.5	-2.1	-1.8
	后3个月	-1.2	5.1	1.0	-7.4	-2.5	-1.2

注：美国国债选取全回报收益指数计算得出的收益率

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

特朗普概念交易，还有什么可以关注？11月大选结束后，特朗普概念相关回调的行业，在政策确认期和推行期间可能再次出现上涨。比如：1) 控有特朗普旗下的社交媒体 Truth Social，被认为是特朗普政治在市场上最直接的风向标的“DJT”；2) 特朗普反复强调重振美国的传统产业，能源与钢铁；3) 特朗普核心政策“去监管”利好的银行业；以及 4) 特朗普声称将在上任后加强打击犯罪，拘留及遣返非法移民，带火的监狱概念股。我们认为 2025 年，核心关注 2025 年一季度（政策确认期）、下半年（政策推行期），市场将再次基于特朗普敏感的概念进行“炒作”，有可能催生阶段性上涨的机会。

图13: 近期, 大部分特朗普相关概念交易回调

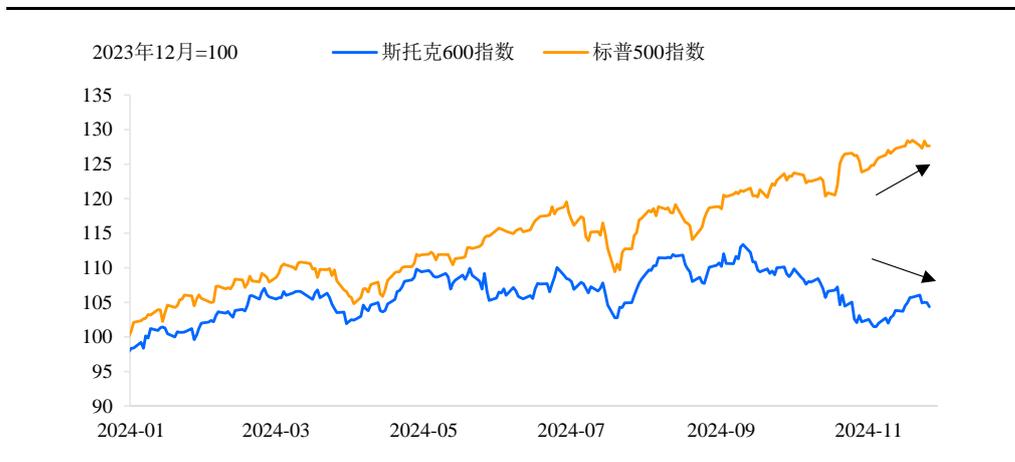


数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

1.2. 欧股: 欧洲股市回报整体较弱, 但或许德国能够“脱颖而出”

2024年, 欧洲的企业盈利及经济困境“绊脚石”, 让欧洲股市跑赢美股存在压力。欧洲代表性指数 SXXP (斯托克 600) YTD 8.35%, 该涨幅相较于标普 500 表现略显逊色。

图14: 今年以来, 欧洲股市表现逊色于美国



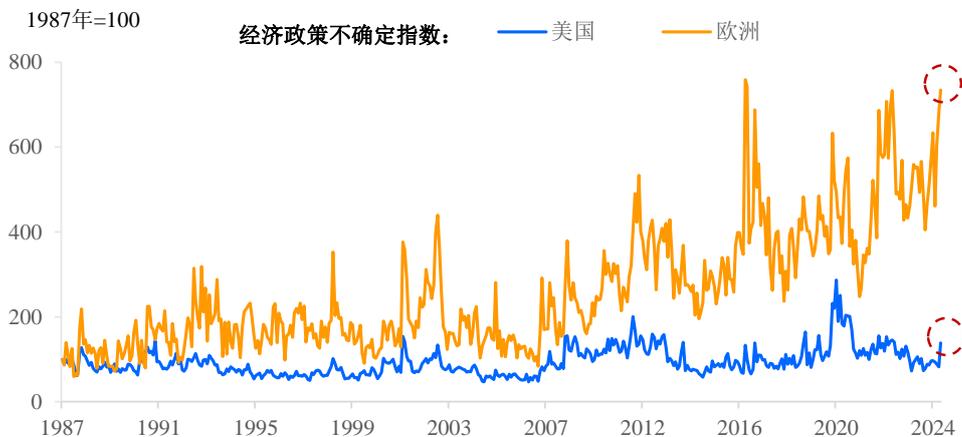
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

2025年, 欧洲股市可能还是“不太好过”, 主要基于:

一方面, 欧洲盈利增长缓慢, 未来经济及政策的不确定性较高。欧洲经济陷入停滞, 除了一场更广泛的贸易摩擦之外 (欧盟政策端“束手无策”), 在整个发达经济体, 支撑经济增速的主要增速来源—收入, 在欧洲出现下滑。考虑到工资是经济增长的“原动力”, 实际收入的下降拖累欧洲经济, 这一点在最新的零售销售数据中已经有所体现, 因此往

后看，欧洲 GDP 增速面临继续下行风险。

图15: 欧洲和美国的政策不确定性出现了较大鸿沟



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

另一方面，欧洲已经不再便宜。此前买欧洲的一个理由是它足够便宜，但现在已不再适用。一方面，SXXP（斯托克 600）的价格相较于 1 年前上涨了 11 倍，在没有盈利的支撑下（EPS 相较于 1 年前被削弱 13%），股市的上涨基本全部来自估值，已经与长期平均水平一致。

虽然我们预计欧洲整体疲软，但或许德国能够“脱颖而出”。

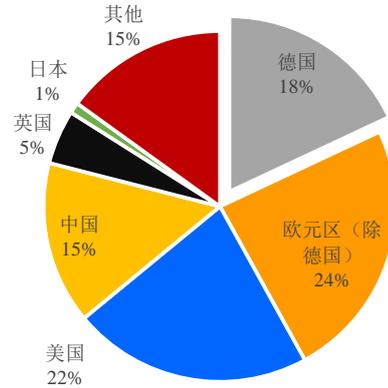
2024 年，主要欧元区国家股指中，年迄今涨幅中，德国股市表现“亮眼”，法国表现最为不佳。截至 2024 年 12 月，德国 DAX 指数上涨 22%。德国股市在制造业竞争力受到挑战及经济基本面走弱的压力下，反而创下新高。我们认为这背后的原因在于：买德国是买海外营收，而非本国经济。1) 更反映德国国内需求的股指（中型股指和小型股指）今年出现显著下跌；2) 跨国公司占比高，主要靠海外市场营收的 DAX 指数明显上涨，这一独特性也使得 DAX 拥有更独特的韧性，在德国经济疲软之际，保持亮眼表现。

图16: 买德国是买海外营收, 而非本国经济



注: 中型股指 (MDAX) 追踪 50 家中型企业, 小型股指 (SDAX) 指数追踪 70 家小型企业; SDAX 和 MDAX 成分股分别有约 50% 和 33% 的收入来自德国本土, 而 DAX 仅 18% 的收入依赖德国市场
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图17: DAX 指数中, 德国本土公司比例较低, 仅有 18%, 但是跨国公司比例较高



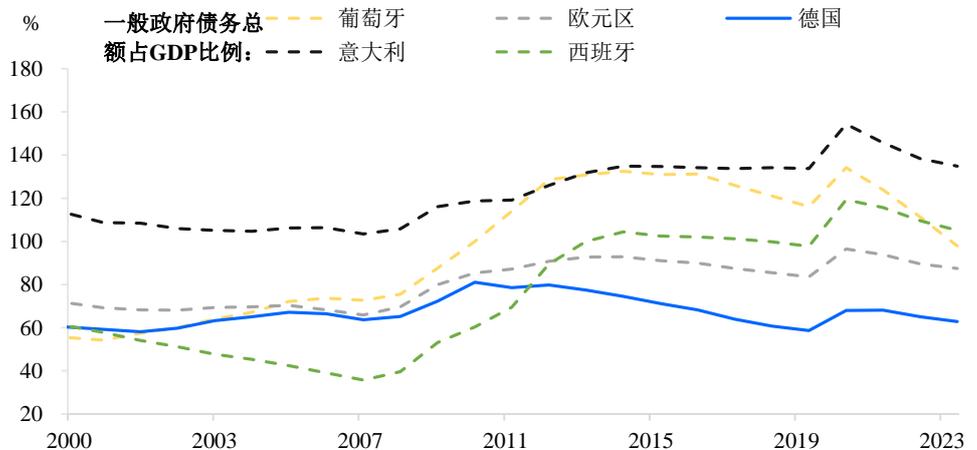
数据来源: Bloomberg, Stoxx, 东吴证券研究所

预计 2025 年德国股市继续上涨。首先, 虽然德国经济受到制造业低迷、服务业表现不佳、出口需求疲软的压力或拖累经济增速, 但考虑到能源供应问题的逐渐缓解以及政府在经济转型中的支持, 这为未来的经济复苏创造条件。

其次, 德国工业实力及技术仍保持全球领先水平, 是经济复苏的关键动力。

最后, 更大的财政政策空间预计有望支撑德国股市。一方面, 德国政府债务水平在欧洲内偏低; 另一方面, 德国央行行长, 公开支持放宽财政纪律, 打开了更大的财政想象空间。

图18: 德国的政府债务水平较低, 这提供了更大的政策想象空间



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 日股：仍具有投资价值

2025 年，我们认为日股在温和的通胀和复苏的经济前景下，叠加企业改革增厚日股 EPS，日本有继续投资价值。

第一，温和通胀依旧是主题。1) 日本 2025 年经济有望加快复苏。2024 年，日本春斗薪资调高至 5.1%，而当前日本通胀稳定在 2%~3% 水平，日本正在形成一个有助于锚定通胀预期的良性“工资-价格螺旋”。在实际工资上涨支持下，消费者信心有所恢复，从而形成消费继续逐步扩张的可能性，巩固日股上攻底气。

图19：日本通胀温和复苏



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20：日本未来一年通胀预期稳定在 2% 以上

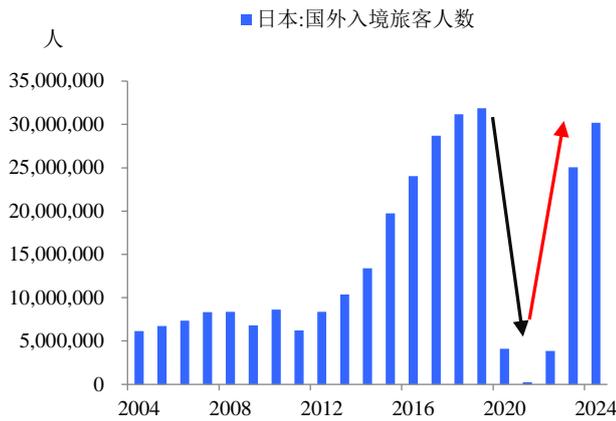


注：截至 2024 年第三季度；

数据来源：Wind，东吴证券研究所

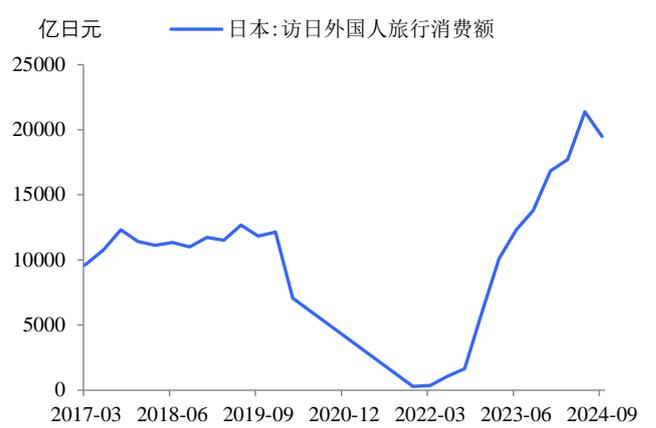
2) 日本外国游客数量上涨促进经济修复。疫情期间日本旅游业遭受重创，赴日旅游人数急速下滑，而经过了 2022—2023 年的修复，以及在弱势日元的影响下，2024 年 1-10 月累积赴日旅游人数已经回到了疫情前水平，预计这一水平在 2025 年会有进一步的提高，带动日本住宿、餐饮等服务业的改善。赴日的外国人旅行消费额创下新高，带动日本经济进一步复苏。

图21: 日本国外入境旅游人数回到疫情前水平



注: 2024 年为 1-10 月累计;
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 入境旅游带动消费服务业改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

第二, 企业治理改革会继续激发活力, 有望持续增厚日股 EPS。2024 年以来 (截至 2024 年 12 月 15 日), 日经 225 涨幅 18%, 日本股市是亚洲最受欢迎的市场, 其中三分之一的投资者偏好日本是因为日本公司治理的改善: 2023 年 3 月, 东京证券交易所宣布, 要求主要市场 (Prime) 和标准市场 (Standard) 的所有上市公司采取“实现意识到资金成本和股价管理措施” (Action to Implement Management That Is Conscious of Cost of Capital and Stock Price), 进一步从制度层面推进了日本股市估值改善预期。

图23: 日本企业改革细则

项目分类	主要内容
现状分析	分析和评估目前的情况和市场评价 准确了解公司的资本成本和资本收益率
制定计划并公开披露	通过董事会讨论和制定具体措施 向投资者清晰地披露相关内容
执行相关措施	推动以资本成本和股价为导向的经营 信息公开, 积极与投资者进行对话

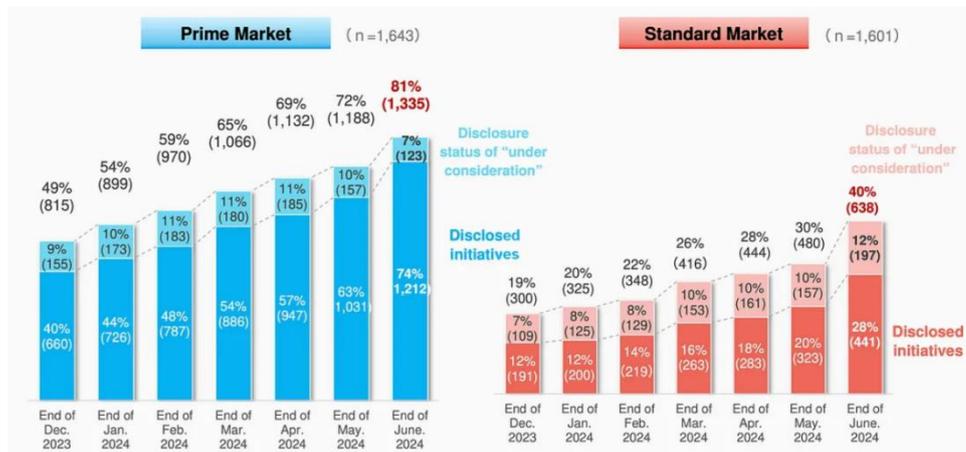
注: 细则源自“实现意识到资金成本和股价管理措施” (Action to Implement Management That Is Conscious of Cost of Capital and Stock Price)
数据来源: 东京证券交易所, 东吴证券研究所

日本企业改革已取得了一些效果, 未来预计效果能够延续:

更多的日本上市公司披露资金成本和股价信息。截至 2024 年 6 月 30 日, 81%

的 Prime Market 上市公司和 40% 的标准市场上市公司进行了资金成本和股价管理措施信息披露，从 2023 年年底的 49%和 19%实现进一步的上涨。

图24：日本上市公司披露资金成本和股价管理的数量实现进一步上涨

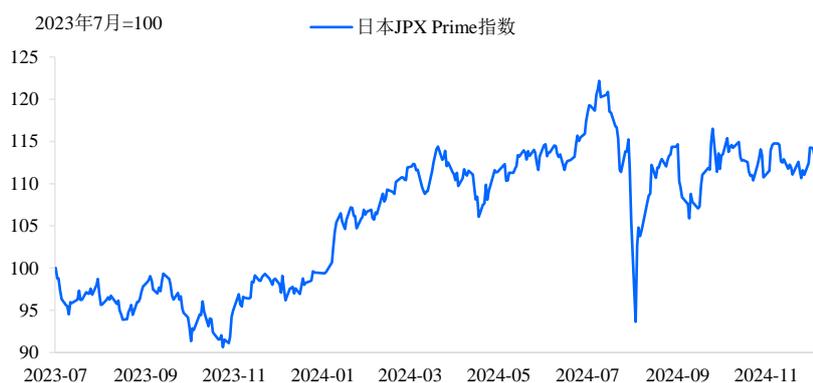


注：数据截至 2024 年 6 月底

数据来源：东京证券交易所，Medium，东吴证券研究所

这一有效性体现在日本股市上涨，尤其是代表企业盈利的 JPX Prime 150 上涨，年迄今上涨 11.4%。

图25：日本最具有盈利能力的 150 家上市公司的指数表现良好



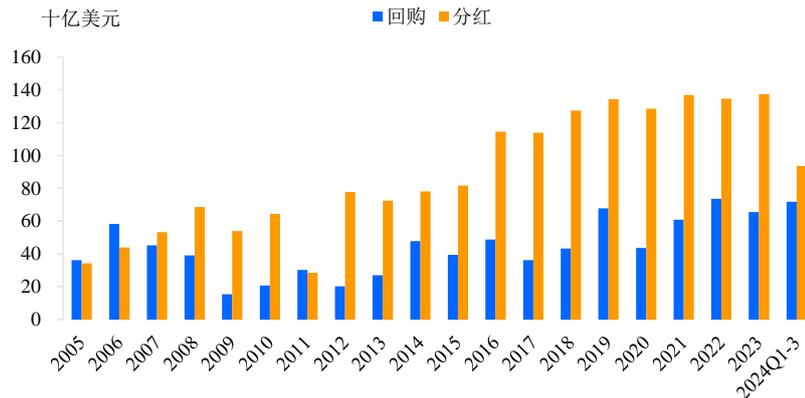
注：筛选标准 1) 对于市场估值，采用 PBR；2) 对于资本回报率使用股本利差，即股本回报率 (ROE) 与股本成本 (投资者的预期回报率) 之间的差额。

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

此外，分红和回购规模不断加大，明显增强了市场投资者信心。企业改革措施不仅

对公司范围内进行分析和评估，还针对每个业务细分部门计算投入资本回报率并与平均资金成本进行比较，及时对回报率不足的部门进行整改。因此公司更加注重投资回购和派息，大部分公司逐年提高了股票回购和分红派息。上市公司的分红保持平稳增长，增加了日本股市的吸引力，使得市场愿意给到日股更高的估值。

图26: 日本上市公司分红、回购规模不断上涨



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图27: 市场提高 2025 年日股盈利预测



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

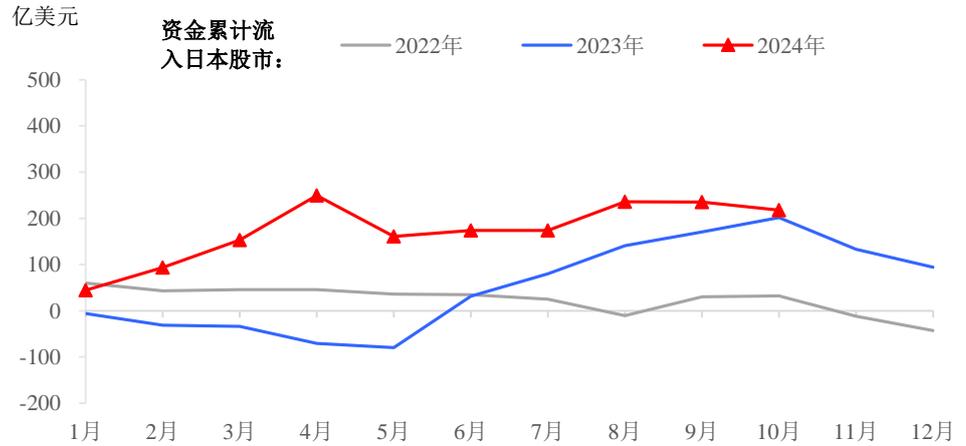
图28: 估值提升, 日股存在进一步上涨空间



注: 日经 225 目前估值 19.5x (倍), 24.6 为 1 年平均
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

2024 年, 日本吸引了全球资本眼球。2025 年, 我们认为还会有增量资金入场。一是日本基本面及企业盈利的好转, 海外投资者还有理由买入日本。

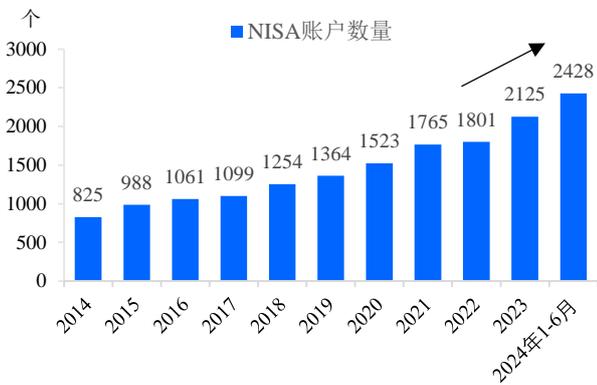
图29: 资金流入日本市场的情况



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

二是资产价格的上涨(股市+楼市)促使日本国内居民信心的加强,继续增加NISA的增量资金入场。2024年1-6月,NISA账户数量上升到2428万个,增加4.5%。累计买入额上涨9.5%至45万亿日元。

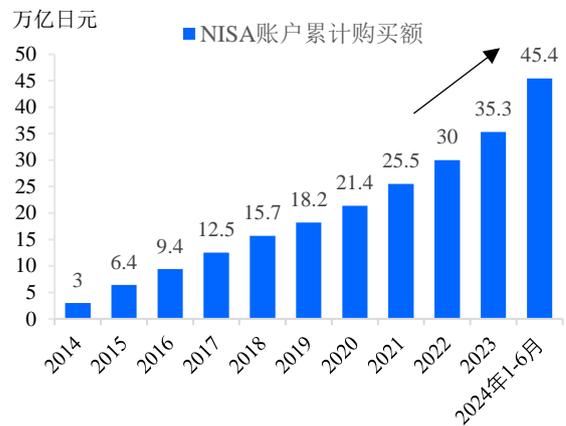
图30: NISA 账户数量逐步增长



注: 2024 年数据截至 6 月底

数据来源: 日本金融厅, 东吴证券研究所

图31: NISA 账户购买额不断上涨



注: 2024 年数据截至 6 月底

数据来源: 日本金融厅, 东吴证券研究所

但是市场也存在一些顾虑。其一,日本央行货币政策正常化,加息或致使日元从贬值转为小幅升值,日股可能存在短期压力。其二,新任首相石破茂偏好收紧财政政策,预计对企业和居民的收入形成压力,因此从经济总量和微观企业盈利来看,日股或都将受到影响。

图32: 日本通胀温和复苏



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图33: 日本未来一年通胀预期稳定在2%以上



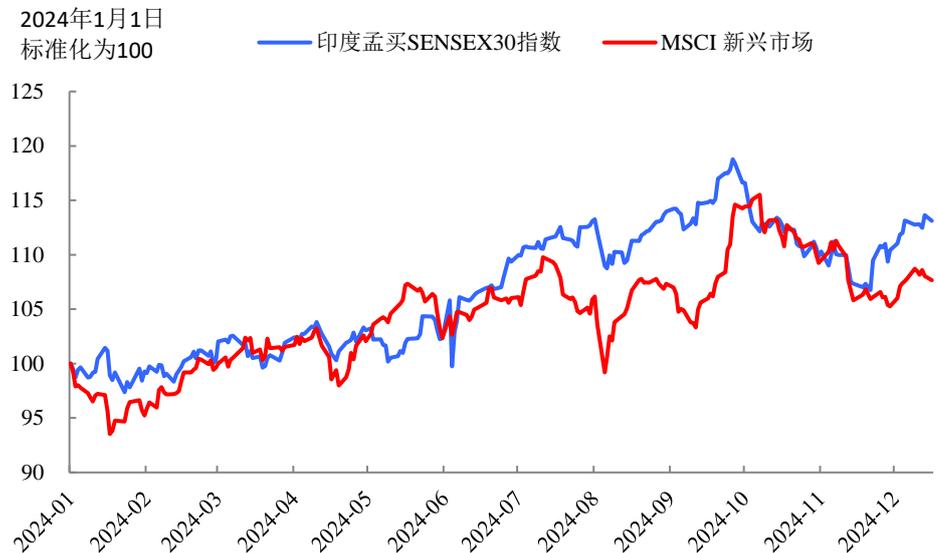
注: 截至 2024 年第三季度;

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.4. 印股: 整体保持谨慎

2024 年印度成为新兴市场的明星, 但是 2025 年我们对于印度股市整体保持谨慎。

图34: 2024 年, 印度股市相对新兴市场获得超额收益



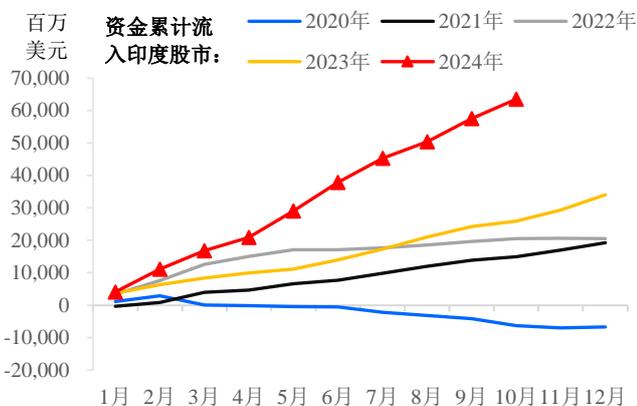
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

2024 年, 投资者买入印度的理由是: 1) 制造业的活跃表现及服务行业的显著贡献, 支撑印度经济强劲增长; 2) 印度积极的财政政策和灵活的货币政策以及 3) 金融市场改革的持续推进。

外资基于宏观经济基本面重回印度, 是推升印度股市持续反弹的关键因素。叠加印度在过去 20 年, 企业盈利增速有所提升, 2024 年, 截至 10 月, 外资净买入印度股票约

635 亿美元，相较于 2023 年底同比上涨超 86%，创下外资年度净买入额的新高。

图35：2024 年，资金买入印度的力度明显强于往年



注：2024 年数据截至 10 月

数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图36：2024 年，是资金近 20 年来买入印度最多的一年



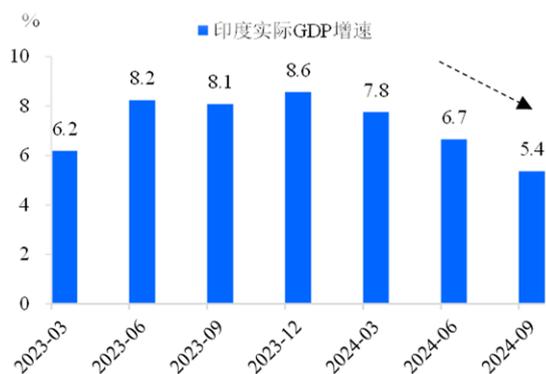
注：2024 年数据截至 10 月

数据来源：CEIC，东吴证券研究所

2025 年，我们对印度存在三大担忧：经济增长持续性减弱、谨慎的监管及收紧的财政政策、估值过高。具体来看：

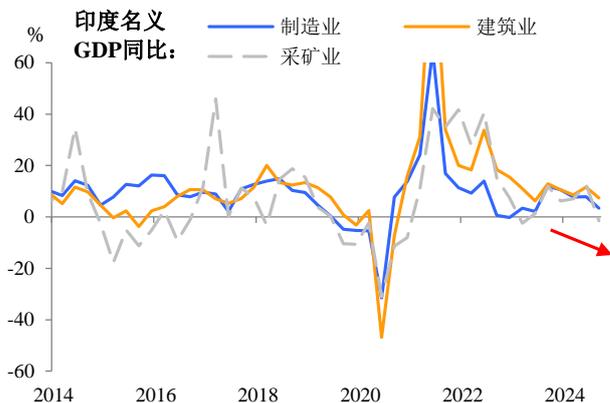
经济担忧：印度增长受到“内外夹击”的冲击，可能对基本面造成拖累。全球经济下行周期下，尤其是制造业周期持续偏弱，外部需求放缓拖累印度的制造业出口。此外，印度本身的制造业及工业都出现一定程度的放缓和疲态，进一步制约印度的经济增长。

图37：2024 年印度经济增长增速不断下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图38：印度制造业等第二产业面临下滑风险



注：截至 2024 年第三季度

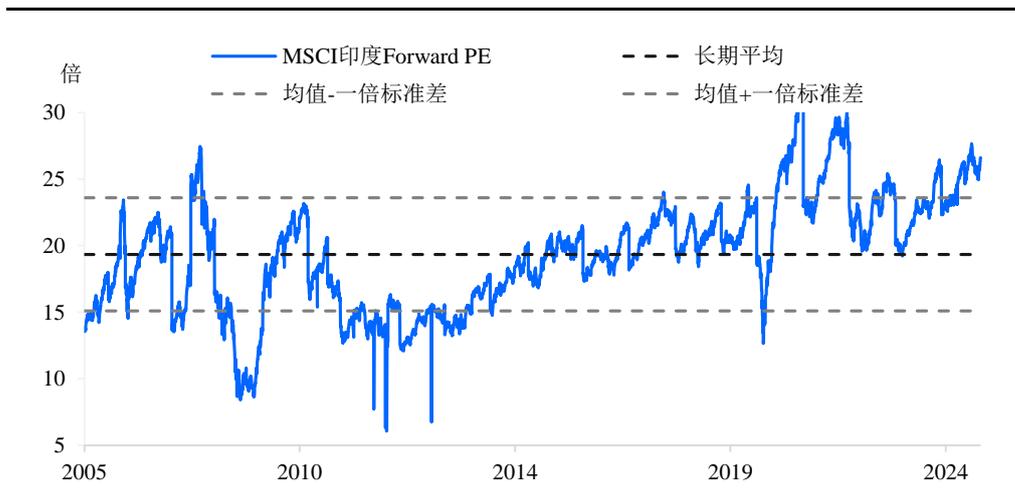
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

政策担忧：谨慎的监管及收紧的财政政策。莫迪新政府青睐控制赤字，首份预算案（2024/25 年财年）就下调财年赤字目标到 4.9%（疫情期间为 9.2%，此前 2024/25 财年的目标为 5.1%），财政脉冲作用缩小，料将对印度经济稳步前行造成一定阻碍。

估值担忧：印度太贵，盈利能否消化。印度市场估值高于历史平均，属于全球估值

最高的股票市场之一。MSCI 印度未来 12 个月的前向 PE 回到过去 20 年的历史高位、高出平均 37% 及 1 倍标准差 13%。此外印度股市中，股价创过去 1 年新高的个股数量占比提升至 72%（历史上该指标超过 75%，就会迎来一小波阶段性调整），需要盈利跟上来消化估值的上涨。

图39：印度股市目前偏贵



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

1.5. 港股：政策预期+估值低位，香港市场将迎来修复

我们认为 2025 年港股将进一步迎来修复。尤其是上半年受益于国内“两会”政策部署带来的基本面改善预期以及美联储的进一步降息，港股表现可能更好；而下半年美联储降息可能暂缓，且在特朗普关税逐步落地，国内经济将受到拖累，汇率存在较大贬值压力，港股也面临更多不确定性。

我们对于港股市场修复的判断主要基于以下几点理由：

首先，当前港股市场估值具有较高性价比。当前港股市场处于明显低估状态，香港市场估值低于历史平均，属于全球估值最低的股票市场之一。鉴于当前港股市场主要指数回落至较低水平，港股市场投资性价比上升。

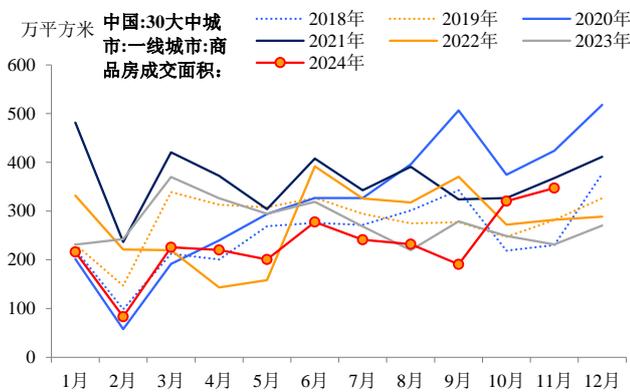
图40: 港股估值较低



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

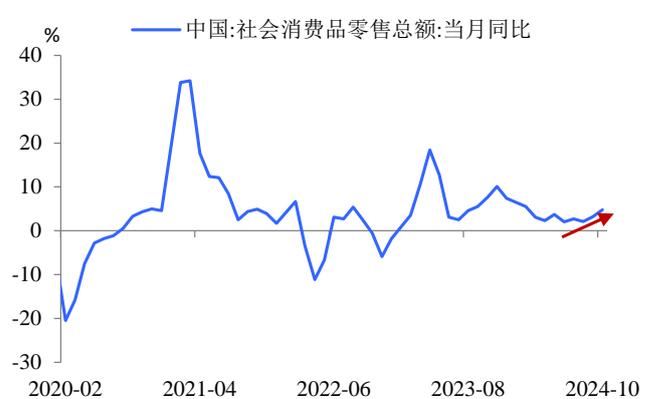
其次,9月以来的政策加码下宏观经济有所修复,微观实体经济感受也有初步改善,为港股上涨提供基本面支撑。9.26 政治局会议以来出台的一系列刺激政策,对于经济增长和企业盈利已经起到了一定的正面作用。宏观经济方面,部分经济指标开始好转,其中一线城市房地产成交量大幅回升,深圳、上海地区的二手房成交套数创出今年以来新高;消费也有所改善,社会零售总额同比增速回升;微观层面,部分地方政府财政反馈近期财力有明显提升;且部分电动车、快速消费品和新能源的企业的收入、利润指标,也在改善。

图41: 一线城市地产成交面积已快速回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图42: 9月以来消费端有所修复



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2025年，货币财政逆周期调节将进一步带动内需改善，关注明年“两会”后的政策部署带来的经济基本面预期改善。今年12月政治局会议、中央经济工作会议对2025年积极的政策定调进一步激发了投资者乐观预期。在外部环境面对压力的背景下，宽松政策将进一步推出，货币端将进一步降准降息，而财政端包括提高赤字率，提高新发专项债额度，增发超长期特别国债以带动“两重两新”等政策也将于明年两会推出，这将进一步带动内需增长和企业盈利改善，基本面向好趋势明显，为港股上涨提供基本面支撑。

图43: 增量财政政策进一步拉动内需

2024年中央经济工作会议内需发力方向	
项目	内容
总目标	1、 实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求 ，推动科技创新和产业创新融合发展， 稳住楼市股市 ，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平。 2、明年要保持经济稳定增长，保持就业、物价总体稳定，保持国际收支基本平衡， 促进居民收入增长和经济增长同步 。
货币	1、要实施适度宽松的货币政策。 2、发挥好货币政策工具总量和结构双重功能， 适时降准降息，保持流动性充裕 ，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。
财政	1、 要实施更加积极的财政政策 。 2、 提高财政赤字率 ，确保财政政策持续用力、更加给力。 3、加大财政支出强度，加强重点领域保障。 4、 增加发行超长期特别国债 ，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。 5、 增加地方政府专项债发行使用 ，扩大投向领域和用作项目资本金范围。 6、优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重 惠民生、促消费、增后劲 ，兜牢基层“三保”底线。
消费	1、 大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求 。 2、实施提振消费专项行动， 推动中低收入群体增收减负 ，提升消费能力和意愿和层级。 3、 适当提高退休人员基本养老金 ，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。 4、 加大扩围实施“两新”政策 ，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。 5、积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。
投资	1、加强自上而下组织协调， 更大力度支持“两重”项目 。 2、适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资。 3、及早谋划“十五五”重大项目。 4、大力实施城市更新。 5、实施降低全社会物流成本专项行动。

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

最后，美联储进一步降息有助于改善港股流动性。预计美联储于2025年上半年仍将延续降息进程，而港股对美联储的降息反应更为敏感，美联储降息有助于改善港股流动性状况，降低资金成本。

图44: 美联储降息有助于收窄美中利差，减缓人民币贬值压力



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 债券

2.1. 美债：易上难下，全年呈“V字走势”

2025年美债表现基于4个“更”。1) **更宽的通胀掉期**：财政和关税提升通胀；2) **更高的期限溢价**：在经济数据更好前，全面财政政策主导美债期限溢价；3) **更高的中性利率**：更具刺激性的财政政策应推动中性利率上升，存在进一步上行的可能。4) **更高的经济增长**：目前市场预期2025年名义GDP增速在4.5%，低于过去30年4.76%的平均水平。我们认为，明年美国名义经济增速将高于此，全年呈现“V”字走势意味着如果经济增长放缓的幅度没有超过共识，长期利率可能难以持续低于4%。

2025年，我们预期10年期美债利率中枢在4-4.5%。美债利率高点可能出现在年初及年末：1月份总统就职演说前后，特朗普“大财政”，以及一系列“美国优先”的政策，加大美债利率的波动，将是上半年长端美债利率的高点；下半年年末，经济有韧性上涨。如果名义经济增速超过4.5%，则美债利率可能突破1月的高点；如果名义经济增速低于4.5%，则美债利率或难以突破新高，但整体仍旧保持较高水平。

上半年，10年期美债利率向下。我们认为明年上半年，三大因素下美债市场存在短期利好。1) **经济偏缓**，预计2025年美国上半年增速弱于下半年，美债利率存在下行空间；2) **财政偏紧预期**，财长贝森特任命，在赤字、GDP、能源方面的“3-3-3”战略下，控制美国赤字，利好美债：他提到2028年将预算赤字降至GDP的3%；通过放松管制实现3%的GDP增长以及每日增产300万桶石油或等量能源。这一承诺下，市场预期贝森特将更遵循财政纪律，不至于令美国财政赤字再过度恶化。因此从抑制通胀、经济预期、降低供给压力等方面对美债产生直接的利好；3) **货币偏松**，美联储预期政策路径集中在上半年，且考虑到2025年H1，美联储开始讨论退出QT，这将对美债构成直接利好，推动美债利率的下行。

图45： 预计明年上半年经济偏缓



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图46： 财长贝森特“3-3-3”战略，倾向于收紧财政

	政策	内容
经济增长	减税+去监管	主张通过放松管制、扩大美国能源生产、控制通胀来实现3%的实际经济增长目标
赤字控制	国防开支与预算赤字	在任期结束前将赤字降至GDP的3%
贸易与关税	自由贸易与国际经济关系	将逐步实施关税政策，以减轻通胀的影响。同时试图淡化特朗普的贸易威胁，“特朗普的关税威胁是一种谈判策略，目的是从其他国家获取让步”

数据来源：公开新闻整理，东吴证券研究所

2025 年下半年，10 年期美债利率有上行风险。炒作预期需要现实配合，基本面才是资产价格的趋势性影响因素。市场目前考虑更全面的制度转变，预计较大的赤字削减法案通过的可能仍然较低，往后更可能回到全球金融危机前的高中性(利率)和高期限溢价，带来上行风险。叠加上述 4 个美债利率的特征，预计下半年美债利率将走高。

图47: 美国更长期的通胀预期抬头



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图48: 美国财政赤字难以立马被约束, 财政政策偏扩张



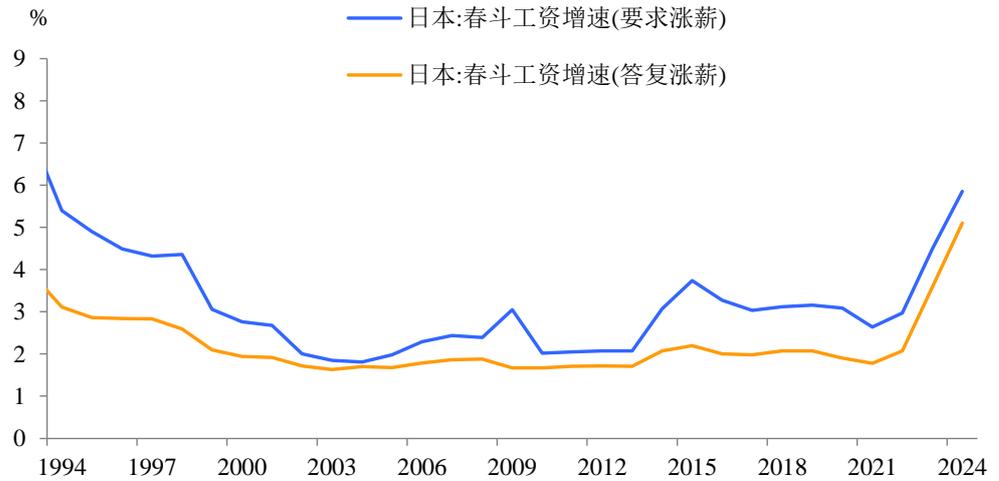
注: 赤字计算方式采用滚动计算方法, 采取美国财政赤字滚动求和/美国 GDP 折年的 4 个季度移动平均
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 日债: 上行警告

2025 年, 日本宏观经济加速复苏, “薪资-通胀”的良性循环稳步形成, 在通胀温和增长的背景下, 日央行预计延续货币政策正常化, 我们预计日本长期债券利率将继续呈现上行态势。

第一, 工资驱动日本通胀实现良性循环。“工资-价格螺旋”的良性循环逐步形成, 日央行加息底气更足。当前日本劳动力市场依然火热, 失业率持续保持在较低水平。而且日本有效求人倍率(有效需求人数与有效求职人数之比)当前仍处于历史较高的水平(且大于 1), 显示劳动力市场依然紧张。这有助于进一步提高日本劳动力的薪资水平, 带动消费回升, 也为通胀保持在 2% 的目标水平提供了强劲支撑, 日本“工资-价格螺旋”的良性循环逐步形成。

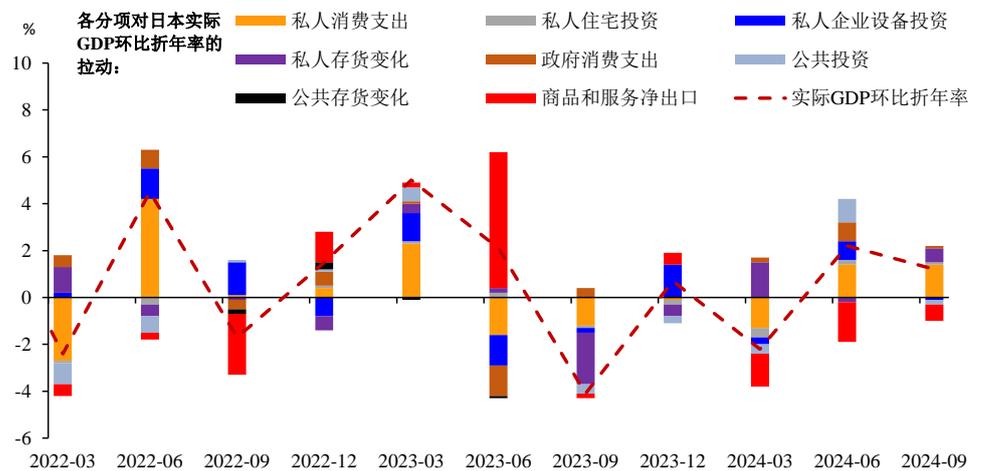
图49：日本春斗薪资保持高增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

第二，相对于美元，软日元继续。日元贬值趋势将持续，增加日本国债收益率的上行压力。由于日本第三季度经济数据相对于美国疲软，美元继续强势，日元贬值压力较大。往后看，考虑到日本新任首相石破茂在货币及财政政策上偏向“政治保守”，主张逐步收紧财政赤字，意味日元将继续具备疲软的条件。

图50：2024年三季度，日本经济增速放缓



注：截至2024年第三季度；

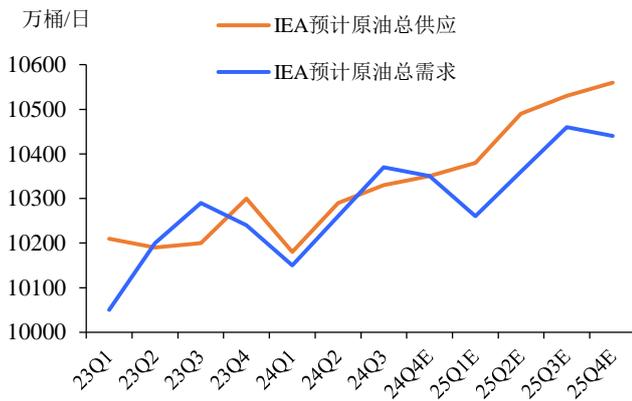
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 商品

3.1. 原油：供给过剩下，油价延续低位震荡

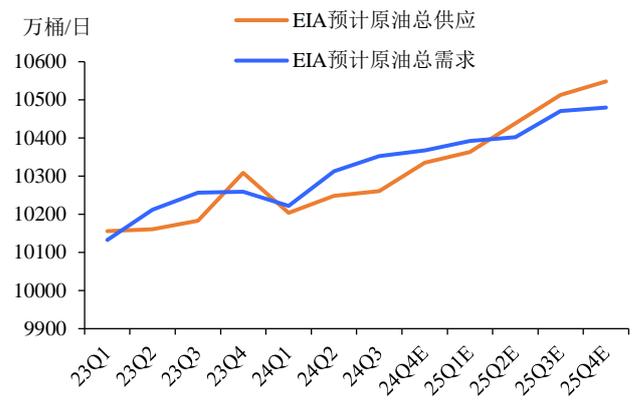
2025 年油价仍将面临较大压力，在需求增长缓慢，以及美国等非欧佩克国家的增产下，原油市场的供给过剩格局或将进一步强化。预计 2025 年原油价格仍将低位震荡，中枢维持在 70-80 美元/桶区间：

图51: IEA 对 2025 年原油供需预测



数据来源：Wind, IEA, 东吴证券研究所

图52: EIA 对 2025 年原油供需预测

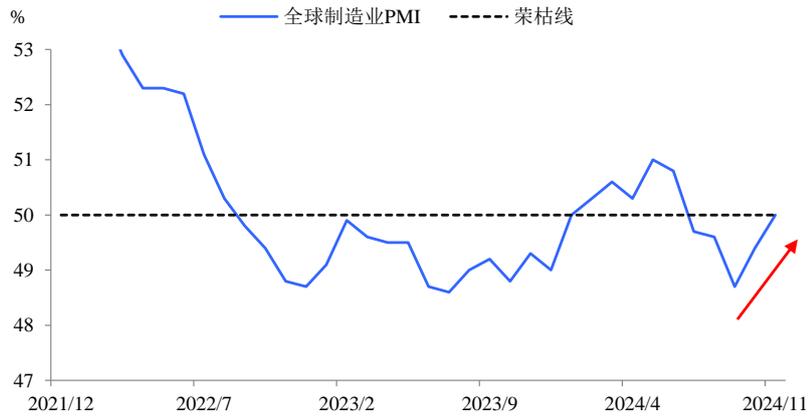


数据来源：Wind, EIA, 东吴证券研究所

需求端，2025 年在全球经济温和复苏的背景下，原油需求预计小幅回升。今年以来油价相对低迷，一方面，全球经济增速放缓，全球制造业 PMI 持续落入荣枯线之下，一定程度上遏制了对原油的需求，另一方面全球原油需求中枢也在下行，由于全球能源转型，新能源的发展，传统化石燃料需求正在逐步削弱。

2025 年在全球制造业 PMI 逐步回升，全球经济温和修复的背景下，原油需求预计小幅回升。根据 EIA 12 月短期能源展望，2025 年全球原油和其他液体消费量预计约上升 130 万桶/日至 104.32 百万桶/日。

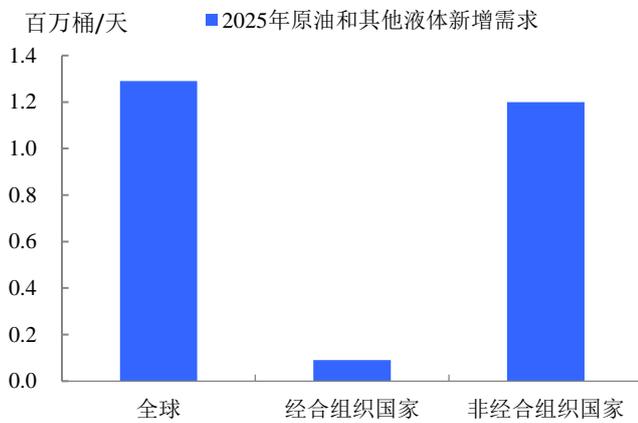
图53: 全球制造业 PMI 逐步上行



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

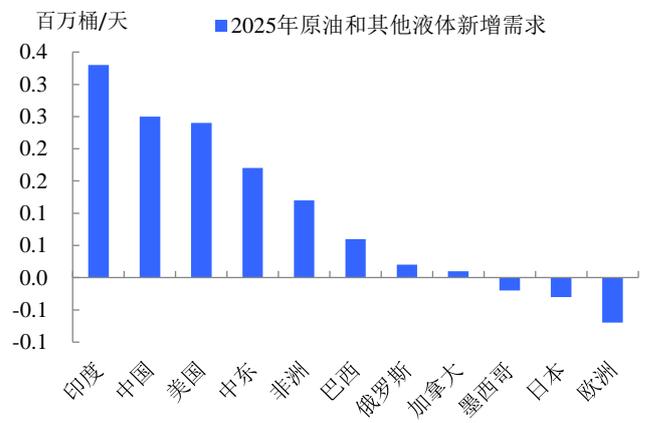
结构上, 原油需求的拉动更多来自新兴经济体。由于经济的高速增长, 新兴经济体对原油需求更加强烈, 以印度、中国、中东、非洲等为主的新兴国家仍然是 2025 年原油需求的主要拉动; 而发达国家中除了经济相对强劲的美国以外, 欧洲、日本等原油需求均有所下滑, 主要原因在于经济增速的缓慢增长。

图54: 2025 年原油新增需求主要由非经合组织贡献



数据来源: Wind, EIA, 东吴证券研究所

图55: 中国、印度、美国等经济体对原油需求贡献大



数据来源: Wind, EIA, 东吴证券研究所

相对于需求端的缓慢增长, 供给端对油价会产生更大压力。预计 2025 年原油供给将继续大幅上升, 核心原因在于美国等非欧佩克国家计划增产, 这将抵消欧佩克国家的减产努力:

对于欧佩克国家来说, 为了对冲需求下行对油价的影响, 欧佩克仍将继续延长减产。在 12 月欧佩克会议上, 其再次将今年年底到期的日均 220 万桶的自愿减产措施延长 3

个月，并将全面解除减产的时间推迟一年到 2026 年 12 月，以促进油价上行，当前欧佩克的闲置产能已经来到相对较高水平。

图56：欧佩克过剩产能持续上升



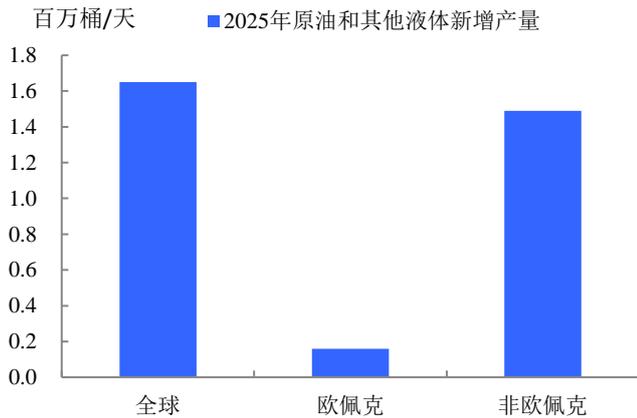
注：2024 年截至第四季度；

数据来源：Wind, EIA, 东吴证券研究所

但欧佩克的减产努力似乎难以改变全球原油供给过剩的格局，非欧佩克国家的增产计划将大幅增加原油供给的压力。根据 EIA 12 月短期能源展望，2025 年原油和其他液体新增产量约为 165 万桶/日，其中非欧佩克国家贡献约为 90%。而在非欧佩克国家中，增产主要由美国、巴西、加拿大、圭亚那等美洲国家拉动，四国合计约占非欧佩克新增产量的 77% 左右。

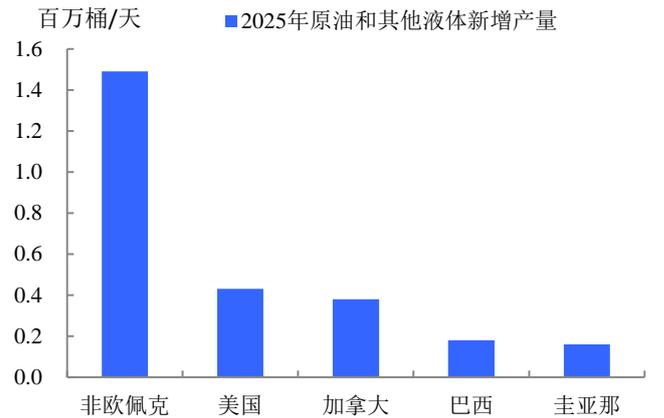
其中，尤其是对于美国来说，特朗普能源方案将对全球原油市场供应带来较大的扰动。特朗普上台后，通过放松对油气行业的监管、开放更多联邦土地和水域进行钻探、建设化石燃料基础设施，对传统能源提供减税等诸多政策将进一步支持传统能源开采，加大油气领域供给，也将导致原油供给压力进一步上升。

图57: 2025年更大的供给压力来自非欧佩克国家



数据来源: Wind, EIA, 东吴证券研究所

图58: 美国、加拿大、巴西等美洲国家原油增产贡献大



数据来源: Wind, EIA, 东吴证券研究所

但不排除短期油价冲高的可能, 导致油价快速上行的风险可能来自: 1、中东、俄乌冲突加大导致原油供给快速下降; 2、OPEC+提高减产执行力度; 3、美国等其他国家增产不及预期等因素带来的油价短期快速回升的风险, 可能会使得油价短期上涨至 90 美元/桶。

3.2. 黄金: 增速放缓, 但仍具有较高吸引力

2024 年黄金持续创下新高, 成为投资的首选之一, 在如此巨大的涨幅下, 对于 2025 年黄金是否还有投资空间? 我们认为 2025 年避险情绪、央行购金等因素仍将进一步推升黄金价格, 但影响会有所减弱。随着情绪放缓, 2025 年黄金价格将更多向基本面交易切换, 实际利率对黄金价格的影响或将放大, 导致黄金走势的节奏出现分化, 上半年随着美联储降息金价上涨的空间更大, 下半年金价增速可能放缓甚至出现回落。预计黄金价格整体上升至 2900-3000 美元/盎司之间。

图59: 金价持续创新高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

首先，2024 年黄金上涨更多是出于面对众多不确定性下的避险情绪高增，包括对地缘、美国大选的不确定，以及美国衰退的担忧等。今年以来，无论是地缘政治冲突、美国大选还是对美国经济硬着陆的预期等都使得投资者对未来的不确定性上升，不断推升金价。这种基于不确定的避险情绪一度超越了其他影响黄金的基本面因素，因此可以看到 2024 上半年黄金走势与实际利率一度出现大幅背离，二者齐升。同时也可以看到，随着 11 月以来美国大选的尘埃落定，对美国经济软着陆预期的升温以及地缘冲突的短暂平息，不确定性逐步回落，黄金价格也随之回调。

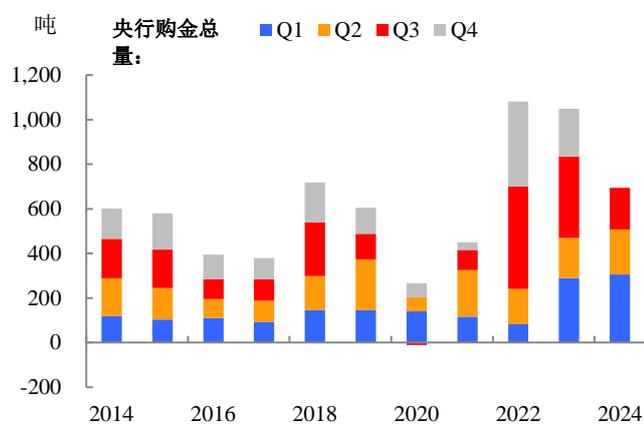
图60: 2024 年金价与实际利率多次背离



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

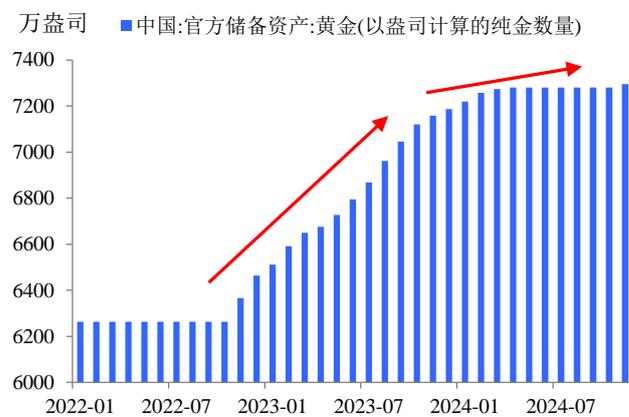
对于 2025 年，情绪面交易依然会支撑黄金价格走势，但对金价的影响相对减弱。中长期上，地缘政治冲突、全球债务的扩张以及美元信用的回落等正在使得全球经济增长面临更多不确定性，投资者的避险情绪包括央行持续的购金需求都在逐步推升金价中枢，这仍将是持续托底黄金回升的重要力量。但由于今年黄金透支了大量的情绪交易，随着美国大选的落地和美国衰退预期的降温，2025 年情绪面不会像今年那么强烈，且央行购金需求也受制于金价的高位和外汇储备的限制，因此对黄金的拉动放缓。

图61: 全球央行持续购金，但增速有所放缓



数据来源: 世界黄金协会, 东吴证券研究所

图62: 中国黄金储备增长放缓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

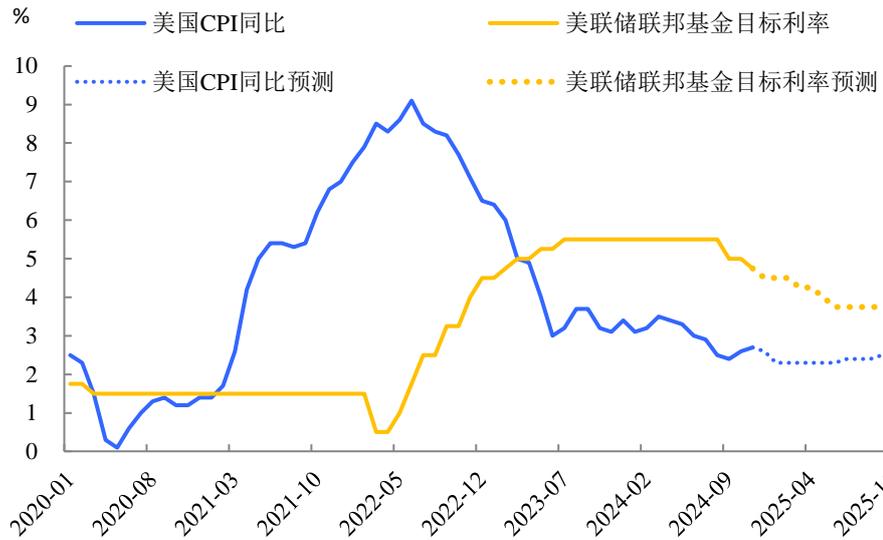
随着情绪放缓，黄金价格将更多向基本面交易切换，实际利率对黄金价格的影响或将放大。今年黄金价格由于情绪面的过度交易暂时掩盖了其他基本面因素的影响，金价一路上升，一度与实际利率背离。但这并不意味着实际利率等基本面因素对黄金的影响消失，2025 年随着情绪的暂缓，黄金定价将更多向基本面转变。

这可能导致金价上涨的节奏在上下半年有所不同：

1、上半年，随着美联储进一步降息，而通胀缓慢下行（美联储降息幅度大于通胀下行程度），实际利率将继续走低，金价会进一步回升。

2、但对于下半年黄金的走势，则需要分情形讨论：情形一，在特朗普政策下经济持续保持韧性，通胀预期上升，进而美联储可能结束降息，导致实际利率下行放缓甚至出现回升，相应地，金价增速也将放缓甚至出现平仓获利了结；情形二，如果美国经济出现衰退，美联储持续大幅降息，则有助于实际利率进一步走低，金价上涨。结合我们在《2025 年海外策略展望：降息周期下的新一轮复苏（经济篇）》对于明年下半年美国经济回升、美联储暂停降息的判断，我们认为第一种情形可能出现的概率更高。

图63: 市场预期美联储上半年基本结束降息



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

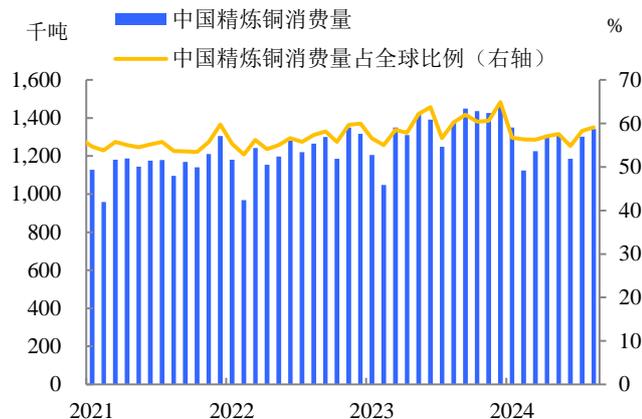
3.3. 基本金属: 价格温和修复, 有色大于黑色

2025 年受益于全球通胀预期的回升以及中国国内的宽财政政策对内需的刺激, 基本金属价格预计将逐步修复, 品种上, 铜、铝等有色金属价格上涨弹性大于铁矿石等黑色金属。

一方面, 全球通胀预期的上升将有助于原材料金属的价格回升。对于中、日、美在内的全球主要国家来说, 再通胀均是其 2025 年经济增长的主要叙事, 在通胀回升的背景下, 大宗商品价格有望迎来修复。

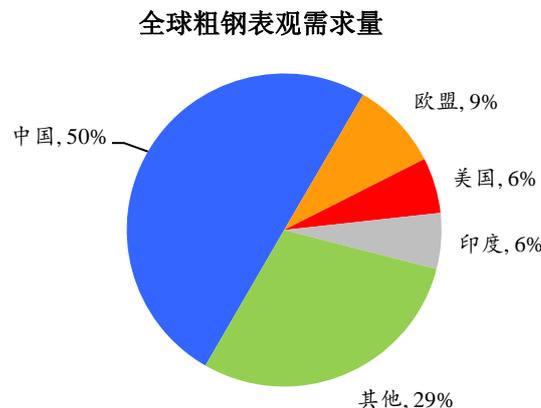
另一方面, 2025 年中国宽财政对于内需的提振将带动原材料金属价格上涨。中国作为全球最大的原材料金属需求国, 在铜、铝、铁矿石等产品上占有极高的市场份额, 影响全球需求格局。2025 年为了对冲关税影响, 中国国内更全面的财政刺激政策将展开, 也有助于内需的回升, 带动对原材料金属的需求。

图64: 中国铜需求超过一半



注: 截止至2024年8月;
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

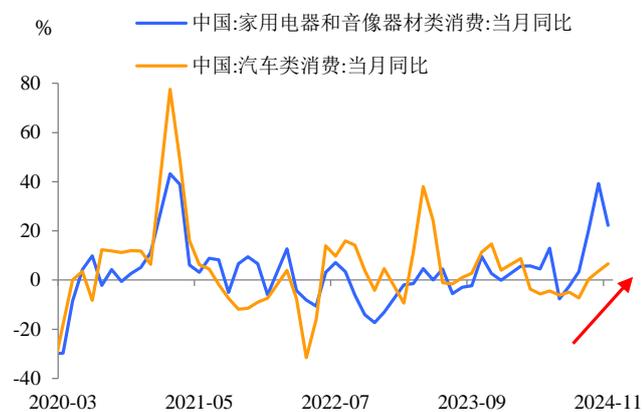
图65: 中国钢铁需求量大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

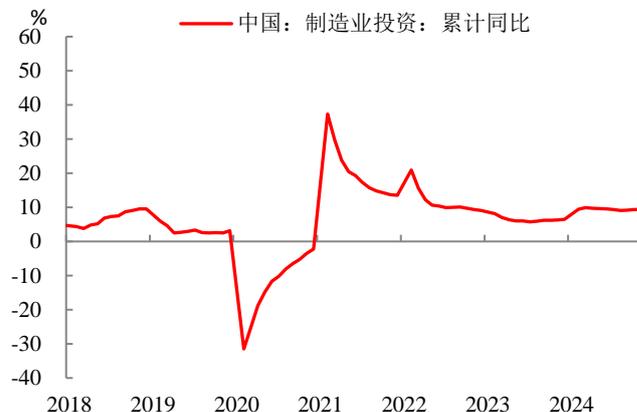
结构上, 有色金属价格上涨弹性更大。2025年中国宽财政计划预计更多倾向于“两重两新”方面, 在设备更新和消费品以旧换新的支持下, 家电、新能源汽车的需求将有更大幅度的改善, 这对于铜、铝等有色金属的价格将有更明显的利好, 电网资本支出刺激计划将进一步提振有色金属需求, 带来价格回升。

图66: 9月以来汽车、家电消费明显回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

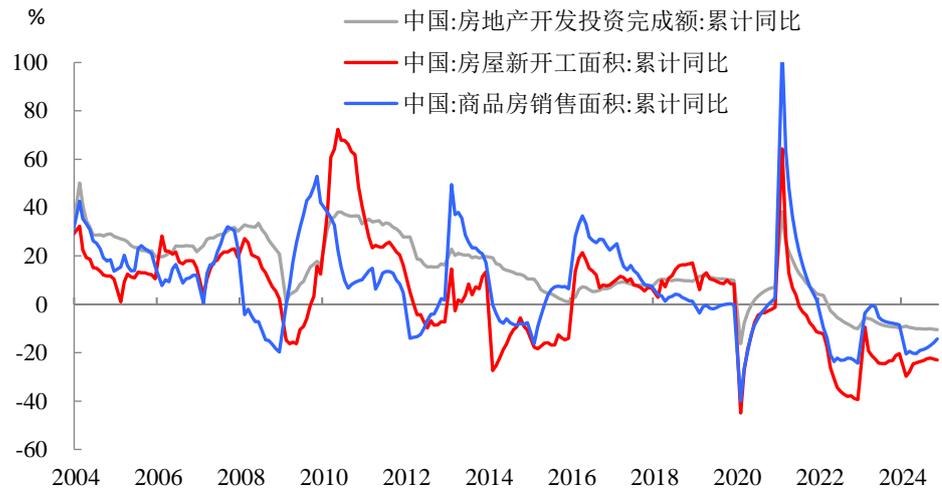
图67: 中国制造业投资保持高增长



注: 数据截止至2024年11月;
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

相比之下, 对于铁矿石等黑色金属而言, 价格回升弹性相对较小。当前国内地产仍面临相对较大的压力, 政策端对于地产的论调更多集中在促进地产市场止跌回稳而非传统的量价齐升, 因此后续政策部署可能更侧重于地产收储等去库存政策、稳定销售等, 而不是促进新开工, 因此对于铁矿石等黑色金属来说, 价格会有所回升, 但弹性不大。

图68: 中国房地产修复偏缓



注: 截止至 2024 年 11 月;

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

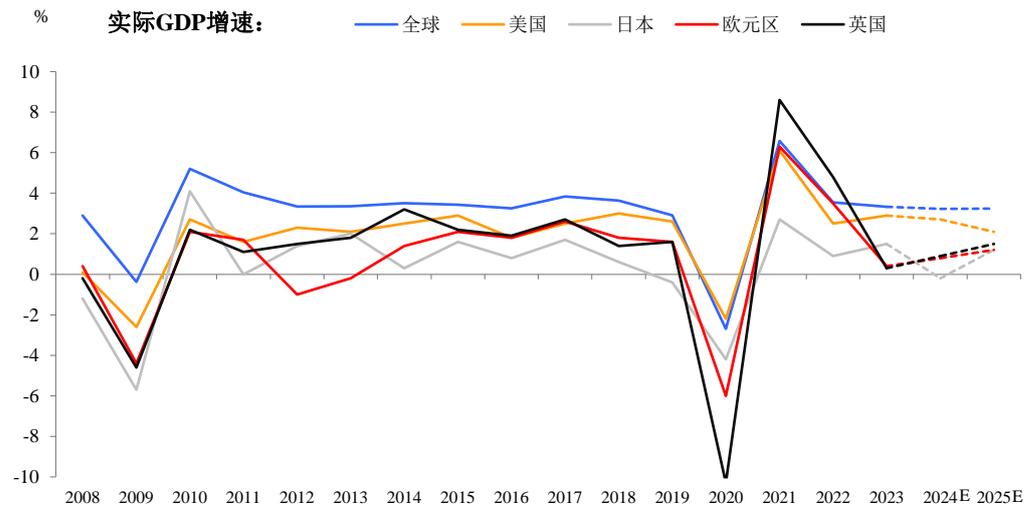
4. 汇率

4.1. 美元: 2025 年美元保持相对强势

在强劲的经济表现, 较高的投资回报率以及关税政策的影响下, 预计 2025 年美元仍然保持强势, 我们对于强势美元的判断主要基于以下理由:

其一, 美国经济相对其他国家经济体仍然保持相对强势。2025 年美国经济仍具有较强的增长潜力, 实际工资的回升以及消费信心的走强意味着明年消费仍然是经济的主要支撑力量, 而特朗普“去监管”+降税政策+资本投资激励措施也将提振企业投资信心, 带动投资端改善。因此美国经济仍将保持韧性, 而其余国家地区或多或少面对内外部环境的压力。因此强劲的经济增长前景以及较高的股市回报率下, 美国市场将吸引更多资本回流, 进一步巩固美元的强势表现。

图69: 美国经济保持相对强劲



数据来源: Wind, IMF, Bloomberg, 东吴证券研究所

其二, 美国相对其他国家的利差仍有明显优势。2025 年降息依旧是全球央行的主基调, 将带来各国债券收益率的下行。但特朗普强烈的宽财政政策将抬升通胀预期和经济增长前景, 导致美债长端收益率保持相对较高的水平, 相较于其他国家来说, 美债仍将各国保持相对较高的利差。为了寻求更高的回报率, 投资者会将资本更多回流美国, 强烈的资本流动会进一步强化美元的强势地位。

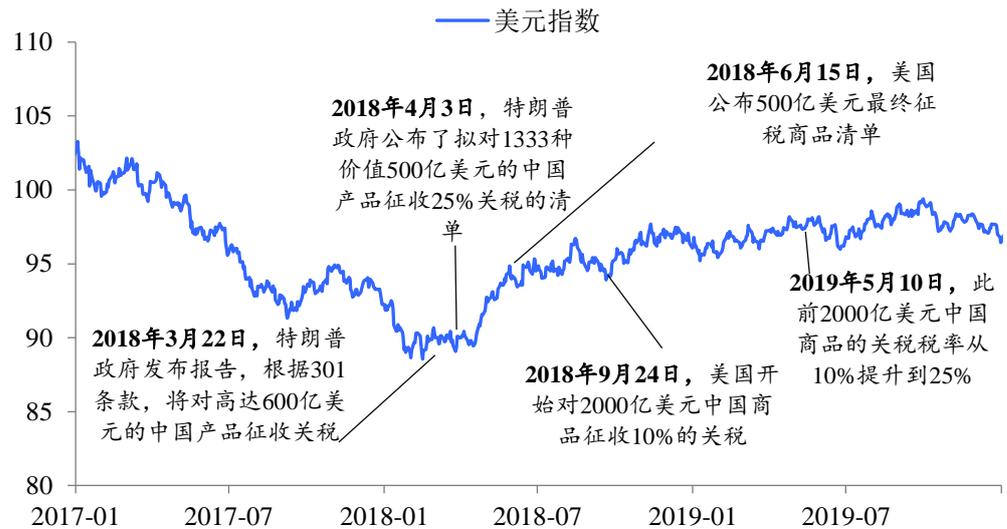
图70: 美债收益率维持在较高水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

其三，关税政策有助于进一步吸引资本回流，同时使得其余货币贬值，带动美元走高。2025年最大的不确定性在于特朗普的贸易政策，倘若特朗普实施大量关税，一方面会提高进口成本，有助于保护国内制造业发展，提高竞争力，带动资本回流，促进美元升值；另一方面各国为了对冲贸易制裁对于出口的不利影响，会被动进行汇率贬值，以促进出口，从而强化美元的强势地位。

图71：贸易战 1.0 期间美元指数升值



数据来源：Wind，东吴证券研究所

但美元上涨节奏在全年有所分化：上半年随着美联储降息以及特朗普相关政策尚未完全实行，美元不会大幅升值，但预计仍维持在 100-105 的强势区间，下半年随着降息结束，通胀预期的回升以及关税的逐步落地，美元有进一步冲高的空间。

同时，也要谨防欧洲、中国等经济快速复苏，对美利差相对收窄以及美国经济大幅下滑、美联储超额降息导致美元贬值的风险。

4.2. 其余货币：强美元下各国汇率承压，但影响程度和节奏分化

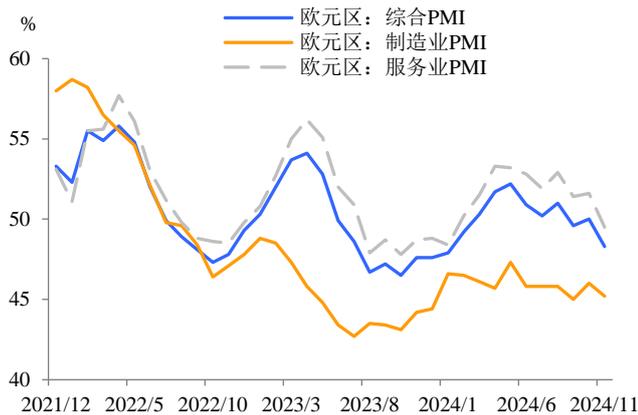
在强势美元的影响下，各国货币预计普遍承压。节奏上，由于上半年在美联储降息以及特朗普政策尚未全面实行的背景下，美元对各国货币的压制较下半年偏弱；从影响程度上（自大至小），预计欧元>人民币>日元。

4.2.1. 欧元：经济疲弱叠加大幅降息下，贬值程度可能最大

欧元当前无论是经济基本面还是政策面均不具备对强势美元的对冲作用。

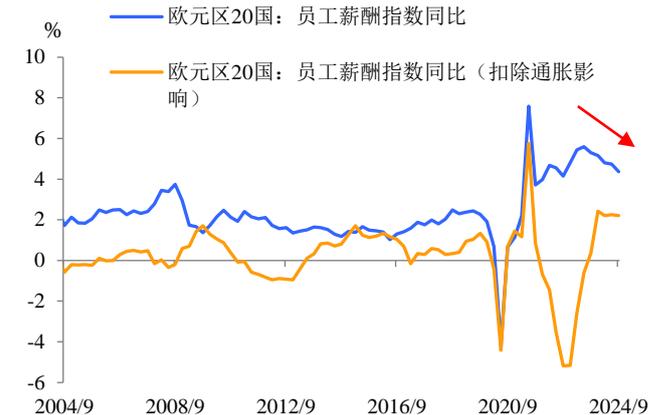
基本上，欧元区面临的内外部经济压力较大。当前欧洲制造业持续疲弱，主要欧洲国家制造业 PMI 持续落入荣枯线以下，服务业 PMI 也出现放缓，产业空心化逐步加重，此外，在劳动力市场供需修复以及制造业的压制下薪资增速放缓，不利于消费改善。外需层面，2025 年受到特朗普潜在的关税影响，恐将造成较大拖累。经济承压下，欧元难以出现明显改善。

图72: 欧元区经济持续疲软



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

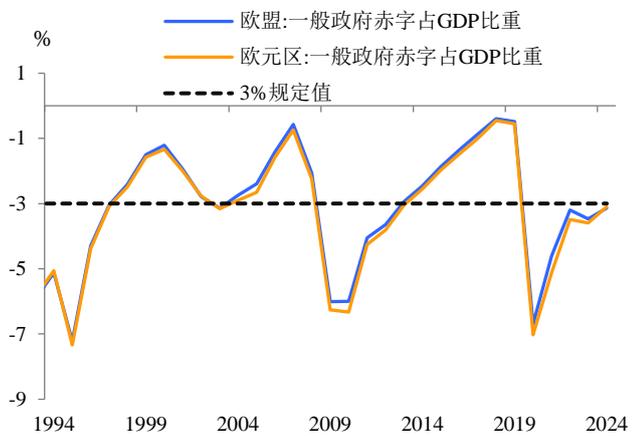
图73: 欧元区薪资水平放缓, 影响消费



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

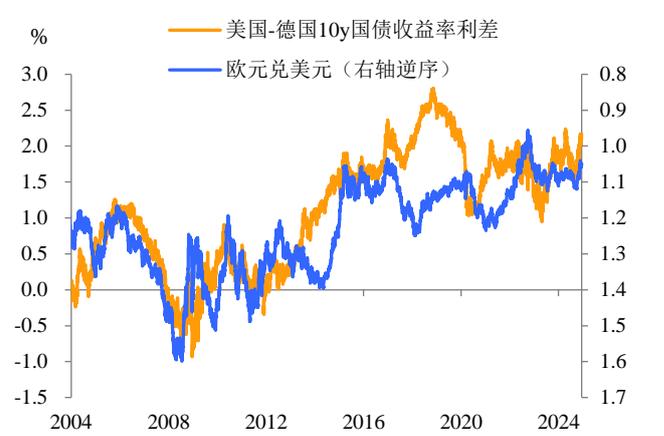
政策上，货币政策的大幅宽松可能进一步扩大欧美利差。由于负债的上升，以及《稳定与增长公约》3%赤字率的约束，欧洲国家财政发力空间受阻，难以对经济产生刺激。因此货币政策需要进一步发力，当前对于 2025 年市场预期欧元区至少降息 100bp，幅度远超美国。这将进一步扩大美欧利差，导致欧元贬值，而货币端对经济的传导当前偏缓慢，难以从基本面对欧元产生升值推动。

图74: 欧元区财政空间受阻



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图75: 欧元区货币政策加码, 将进一步扩大美欧利差



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2.2. 人民币：上半年预计小幅升值，下半年承压

上半年政策预期以及贸易谈判下，人民币预计小幅升值。随着两会展开，全年宽财政部署正式落地，包括提高赤字率，提高新发专项债额度，增发超长期特别国债以带动“两重两新”的增量政策等，这一定程度上会带来经济基本面改善预期，从而推升人民币升值。且上半年在贸易谈判和磋商下，如果中方愿意平衡贸易差额，那么既可以履约《中美经贸协议》中未完成美元进口，还可能推动人民币逐渐回升。人民币可能会战术性升值。预计在多重因素影响下，人民币或短暂回到 7.1-7.2 的区间内。

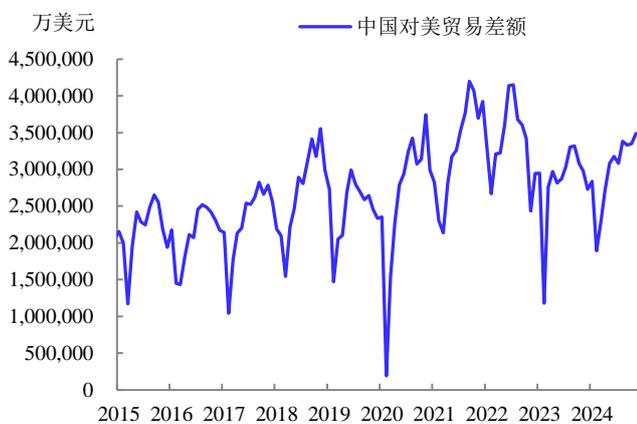
图76：特朗普 1.0 《中美经济贸易协议》，中国对美国进口完成率一览

	2017年基线 (十亿美元)	2020年				2021年				2020年-2021年合计			
		要求新增 (十亿美元)	要求总额 (十亿美元)	实际完成 (十亿美元)	完成率 (%)	要求新增 (十亿美元)	要求总额 (十亿美元)	实际完成 (十亿美元)	完成率 (%)	要求新增 (十亿美元)	要求总额 (十亿美元)	实际完成 (十亿美元)	完成率 (%)
农产品	24.5	12.5	37.0	24.1	65.0	19.5	44.0	39.4	89.6	32.0	81.0	63.5	78.3
能源品	6.8	18.5	25.3	9.9	39.1	33.9	40.7	21.2	52.2	52.4	66.0	31.1	47.2
制成品	78.5	32.9	111.4	67.8	60.9	44.8	123.3	78.9	63.9	77.7	234.8	146.7	62.5
合计	109.8	63.9	173.7	101.8	58.6	98.2	208.0	139.5	67.1	162.1	381.8	241.3	63.2

数据来源：Trade Map，东吴证券研究所

下半年受到关税拖累，人民币或将进一步贬值以对冲出口的下行。虽然上半年政策的推出会带来市场风险偏好的回升，但对于经济的改善不会立竿见影，财政政策更可能以一个循序渐进的方式推行，内需也将呈现缓慢复苏的特征。而下半年特朗普关税政策的落地对经济和人民币的影响可能更加直接，为了对冲出口对经济造成的拖累的影响，人民币可能仍将延续贬值。

图77：中国对美贸易盈余较大，受关税影响大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图78：中美贸易摩擦 1.0，人民币贬值以对冲出口拖累

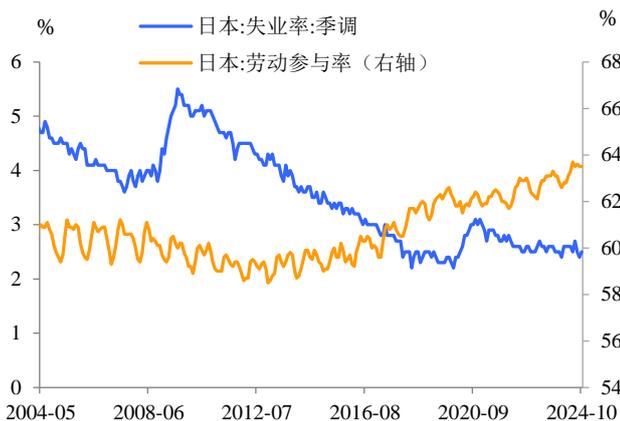


数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2.3. 日元：货币政策正常化下，有一定升值空间

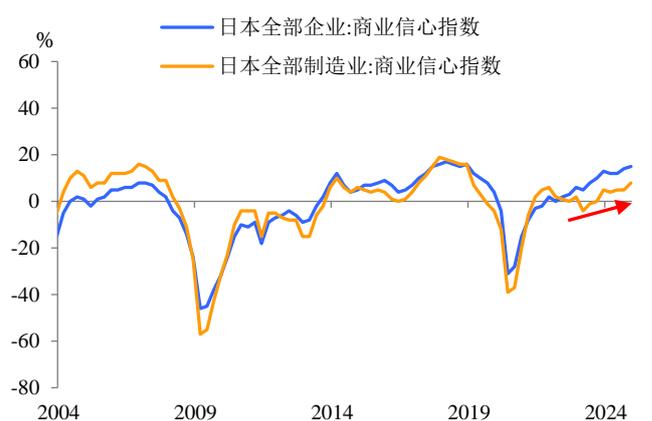
基本上，消费、投资将助力 2025 年日本经济将加快修复。当前日本“工资-通胀”的良性循环正在逐步形成，2025 年在劳动力市场火热，薪资继续高增的影响下，消费动能将进一步改善。而投资端，企业利润增厚有助于带动企业扩大资本支出，当前日本企业商业信心指数持续回升，情绪相对高涨。在经济复苏的影响下，日元有一定上涨空间。

图79：日本劳动力市场火热助力薪资上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

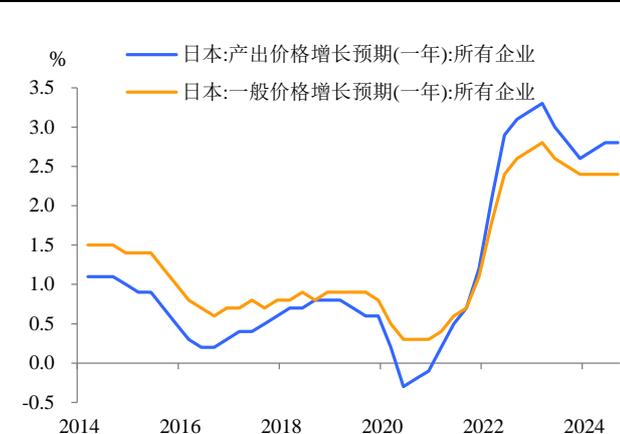
图80：日本商业信心上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

此外，日央行货币政策将延续正常化。在劳动力市场火热，通胀温和修复下，当前日本企业对未来1年一般价格的预期仍保持在2.4%的较高水平，大于日本央行2%的通胀目标。预计2025年日本通胀延续温和复苏，为日央行进一步加息提供支撑，预计全年加息50bp，有助于美日利差收窄，带动日元升值。

图81：日本通胀预期稳定在2%以上



注：截至2024年三季度；

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图82：日本货币政策正常化下，美日利差收窄有望带动日元升值



数据来源：Wind，东吴证券研究所

往后来看，通胀等数据的指引和日央行官员的表态对日元的走势尤其重要，以暗示可能存在的加息时点，对日元产生拉动。

但整体上，在美国较强的经济表现以及较高的利差影响下，日元并不具备大幅走高的条件，预计日元中枢仍维持在 140-150 附近。

5. 风险提示

- 1) **地缘政治风险**：如果全球地缘冲突再起，将影响全球贸易及全球经济增速；
- 2) **美国经济衰退**：导致美联储降息路径发生变化，全球降息进程受扰动；
- 3) **黑天鹅事件突发**：全球“黑天鹅”事件风险，将造成宏观冲击、政策影响和突发事件干扰；
- 4) **历史经验不代表未来**：历史会重演，但不会简单地重复。因宏观经济、政策等因素的变化，过往历史数据得出的经验可能在未来失效。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>