

# 大华银行 2025 年第 1 季度投资观察

2025 年 1 月 9 日 (星期一)

团队

环球经济与市场研究部

私人银行部

## 全球宏观形势

2025 年的前景在很大程度上取决于特朗普再次当选美国总统、其一系列政策以及该政策对美国和其他国家和地区的影响。总而言之，特朗普的各项政策可能会引发通胀，对经济增长具有好坏参半的影响。对于世界而言，最受关注且可能是最具影响的是特朗普的贸易关税政策，我们预计美国最早在 2025 年第 2 季度开始渐进实施关税政策，并在 2026 年上半年全面实施完成。

## 资产配置

对于我们的资产配置，由于在利率下滑的同时企业盈利良好，我们对股市维持增配观点。我们对固定收益资产维持中性观点，并关注逢低买入的机会。由于另类资产彼此之间相关性较低，有助于风险分散化，因此我们对另类资产维持增配观点。由于温和的宏观经济环境利好于风险资产，因此我们对现金资产维持减配观点。

## 股票

由于美国经济增长受益于良好的基本面、周期性利好以及政策转向等因素，因此我们将美股的配置观点从减配上调为中性。由于经济停滞反映出欧洲持续存在内部和外部利空因素，因此我们对欧洲股市维持中性观点。由于日本受益于经济正常化、工资增长以及企业改革等利好因素，我们对日本股市维持增配观点。由于亚洲地区（除日本）在面临结构化困难的同时，经济前景喜忧参半，我们对其持谨慎乐观态度，因此我们将新兴市场亚洲股市的配置观点从增配下调为中性。

## 固定收益

对于发达市场国家，由于资产质量溢价仍是主要关注点，因此我们对发达市场国家投资级债券维持增配观点，并偏好具有良好信用状况的低 beta 债券发行人。我们对发达市场国家美元高收益债券维持减配观点，并对信用陷阱保持警惕。我们对新兴市场投资级债券维持增配观点，倾向于东盟国家部分表现优秀的债券、战略主权债券以及防御型消费行业的知名发行人。

## 大宗商品

由于地缘政治风险进一步上升以及特朗普 2.0 时期政策带来的经济风险，长期资金避险需求可能会保持强劲，因此我们对黄金维持积极观点。我们预测黄金价格到 2025 年第 4 季度升至 3,000 美元/盎司。另一方面，我们认为特朗普 2.0 时期关税政策带来的负面影响会对中国及全球能源需求形成进一步的下行风险，因此我们对布伦特原油持负面观点，预计 2025 年上半年布伦特原油价格在 75 美元/桶，2025 年下半年在 70 美元/桶。

## 外汇和利率

我们预计在 2025 年上半年，由于关税方面的不确定性占据主导地位，美元对大部分主要国家货币汇率将继续走强。到 2025 年下半年，随着与特朗普关税政策（基本场景）相关的重定价大部分已完成，我们所预测的美元利率下行将会开始对美元汇率施加下行压力，因

此美元的强势可能开始减弱。对于前端利率，我们预计三个月复合有担保隔夜融资利率（SOFR）和新加坡元隔夜平均利率（SORA）在 2025 年分别走低，到 2025 年第 4 季度分别跌至 3.61%和 2.27%，这与我们认为美联储（Fed）在 2025 年第 3 季度进一步降息 75 个基点的预期保持一致。

## 全球宏观形势及市场策略

### 等待特朗普及其即将出台的贸易关税政策

#### “关税侠”回来了，还不止如此……

在退位四年之后，唐纳德·特朗普（Donald Trump）再度登上了美国这一世界上最强大国家中身负重任的总统宝座。随着美国共和党大获全胜控制美国参议院和众议院，这意味着特朗普实施政策的阻力会更小一些。就我们对 2025 年的经济展望而言，我们现在需要着重考虑特朗普为美国规划的大量政策及其对世界上其他国家和地区的影响。我们承认，特朗普宣扬的许多政策措施（包括其作出的各项宣布、威胁和/或预测）在目前这个时点具有高度投机性和不可预测性，一旦特朗普在明年（2025 年）1 月 20 日正式就任美国总统，这些政策可能会发生重大变更。

我们大致强调了特朗普在竞选美国总统期间鼓吹的在我们看来会对美国及全球产生重大宏观经济影响的一些政策措施，包括减税、放松管制、关税、移民政策（大规模遣返无证移民和加强边境安全）、美国联邦储备委员会（Fed，下称“美联储”）的独立性、绿色环保政策（退出）以及外交政策等。总而言之，特朗普的各种政策可能会引发通货膨胀，同时可能对经济增长产生好坏参半的影响。

对于美国经济而言，延长现有减税政策的期限、出台新的减税政策并叠加放松管制可能会重新激发“动物精神”、提振商业信心以及投资氛围，因此会促进美国经济增长和提高生产力，但也可能会加大通货膨胀压力和加剧美国联邦政府的财政赤字。虽说如此，财政政策问题需要花费时间，这些问题可能只有到 2025 年下半年才会进入美国国会的议程。特朗普强硬的移民政策提案是另一个引起关注的领域，相比财政问题可能会来得更快，预计其将对美国国内生产总值（GDP）增速产生负面影响。该等提案对通货膨胀的影响较为不明朗，因为大规模遣返移民可能会减少劳动力数量并提高剩余劳动人口的需求，从而引起工资上涨和通货膨胀率上升。但与此同时，劳动力数量减少可能会导致美国国内消费减少，并产生通货紧缩效应。

从绿色环保政策方面来说，预计特朗普将会延续过去的行动，例如退出《巴黎协定》（Paris Agreement）、废除支持清洁能源项目及电动车的《通货膨胀削减法案》（Inflation Reduction Act）、放松环境法规以及颁布那些有利于常规化石燃料开采的政策。这可能会提高美国原油和天然气产量，并导致美国无法实现碳中和承诺。从外交政策方面来说，如果特朗普真的兑现其关于终结一切战争的承诺，那么其中一个影响将会是导致 2025 年大宗商品（黄金除外）价格下降。

对每项指标的影响	税收	关税	移民	美联储	绿色政策	外交政策
实际 GDP	+	--	---	+/-	+	+
通胀	+	+++	+/-	+	-	-
联邦基金	+	+++	--	--	-	-
其他影响	财政赤字恶化	遭到中国和其他国家的报复	对国内消费支出不利	美债收益率上行风险、资本外流	美国石油和天然气产量增加	大宗商品价格下降

来源：大华银行环球经济与市场研究部

+/- 轻微影响  
 +++/-- 适度影响  
 +++/--- 重大影响

**特朗普 2.0 版关税可能引发的场景—基本场景：对中国商品加征 25%关税，并对部分受益于中国贸易转移的国家加征 10%关税，不实施统一关税税率。**

## 特朗普 2.0 时期

### 2025 年可能发生的与关税相关的场景

可能发生的场景	乐观	基本	悲观
发生的概率			
特朗普 1.0 版关税	<ul style="list-style-type: none"> <li>在 2018-2019 年期间针对价值约 3700 亿美元的中国进口商品加征最高达 25% 的关税</li> </ul>		
特朗普 2.0 时期拟出台的关税政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>基本场景，针对全部进口商品征收 10%-20% 关税，针对中国进口商品征收最高达 60% 的关税</li> <li>针对墨西哥生产商品征收 25% 或甚至 100% 关税，以及针对墨西哥进口汽车产品征收 200% 或 500% 关税</li> <li>针对那些企图停止使用美元的国家征收 100% 关税</li> <li>针对全部墨西哥和加拿大进口商品征收 25% “禁毒” 关税，以及针对全部中国进口商品（加）征 10% “禁毒” 关税</li> <li>特朗普可能会追究中国将贸易对象变成东盟而进行贸易转移以规避关税的行为，但目前这个阶段细节尚不明朗</li> </ul>		
在不同场景下可能实施的关税措施	如中国承诺大幅增加从美国采购的固定金额并打击毒品犯罪，则美国可能取消针对全部中国商品加征的 10% “禁毒” 关税；针对那些影响美国进口商品数额较小的中国境内战略性行业有针对性地增加关税	针对中国进口商品加征（25% 而非在进行调查之后征收 60%）关税，以及对那些由于中国贸易转移而增加对美贸易顺差的经济体征收 10% 关税。收紧与中国境内技术转移和高科技行业相关的关税措施。不对全部进口商品征收（10%）统一税率。假定中国会将针对美国商品征收类似的关税作为报复性措施，而其他经济体的报复性措施较为有限。	“禁毒” 关税：针对全部中国进口商品加征 10% “禁毒” 关税，针对全部墨西哥和加拿大进口商品征收 25% “禁毒” 关税，针对墨西哥汽车进口商品征收 200% 关税。随后，针对全部进口商品征收 10-20% 关税，针对中国进口商品征收 60% 关税。针对那些被视为受益于中国贸易转移的经济体（包括东盟）的进口商品增加关税（20%）。收紧与技术转移和中国高科技产业相关的关税措施。假定中国及其他受关税影响的经济体对美国采取以牙还牙式的报复性措施。
关税政策实施时间表	最早从 2025 年第 2 季度开始实施	从 2025 年第 2 季度开始渐进实施，可能会先从“清单 4b（大多数为消费品）”开始。相关调查可能会耗时六个月到一年。到 2026 年上半年全面实施完成。	最早从 2025 年 1 月份开始针对全部中国进口商品加征 10% “禁毒” 关税，在 2025 年第 2 季度针对一半的中国商品征收进一步关税（包括清单 4b 和 4a）。中间品和资本品可能会先达到 60% 加征关税率，而消费品达到这个关税率需要更长时间。在 2026 年上半年全面实施完成。特朗普可能会提前实施关税政策。
全球经济前景	随着美国审视其新的贸易协定的进展情况，贸易紧张局势减少。经济增长好于之前预测，贸易强劲回升。	经济增长仍保持为正，但由于美国施加的措施，经济增速略微降低。由于各经济体之间的关税变化不一致和有所区别，因此各经济体的复苏不均衡，不同行业的结果存在差异，美国国内通胀率略微回升。	全球经济增速全年低于标准水平，重新发生某种程度的供应链中断和需求破坏现象。美国国内通胀率在 2025 年下半年至 2026 年上半年期间经历一次性的飙升。
2025 年经济增速			
全球经济	3.5%	3.1%	2.5%
美国	2.2%	1.8%	1.3%
中国	4.6%	4.3%	3.5%
联邦基金利率	<ul style="list-style-type: none"> <li>2024 年 12 月-25 个基点</li> <li>2025 年-100 个基点</li> <li>2026 年第 1 季度-25 个基点（终端利率达到 3.25%）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2024 年 12 月-25 个基点</li> <li>2025 年-75 个基点（终端利率在 2025 年第 3 季度达到 3.75%）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2024 年 12 月-25 个基点</li> <li>2025 年初-25 个基点</li> <li>由于存在经济增速方面的担忧，2026 年恢复降息，但由于发生一次性通胀率飙升和通胀率预期升高，降息力度仅限于两次分别降息 25 个基点（终端利率在 2026 年第 1 季度达到 4%）</li> </ul>

利率观点	美联储的货币政策宽松周期结束时，10年期美债收益率大约为 3.80%。期限风险溢价略微上行。	在美联储的货币政策宽松周期结束时，10年期美债收益率大约为 4.10%左右（如期限溢价的重定价提前进行，则收益率可能会达到 4.50%）。由于美联储降息路线的不确定性升高并且存在通胀上行风险，因此期限风险溢价会发生适度上升。	美联储的货币政策宽松周期结束时，10年期美债收益率大约为 4.50%（如期限溢价的重定价提前进行，则收益率可能会达到 4.90%）。由于美联储降息路线的不确定性，期限风险溢价将会发生显著的上行风险。
汇率观点	随着市场消化掉与关税相关的溢价，并重新关注美联储的降息计划，美元重新开始走弱。	在 2025 年上半年，美元对大多数十国集团（G-10）国家货币走强，之后在 2025 年下半年走弱。美元指数（DXY）在 2025 年年中升至 111.1，之后在 2025 年底跌至 107.6。2025 年前三个季度亚洲地区外汇走弱，之后在 2025 年第 4 季度回升。美元/人民币汇率在 2025 年第 1 季度测试 7.35 关口，并在第 3 季度走高至 7.60。美元/新加坡元汇率在 2025 年第 3 季度适当升至 1.38，之后在第 4 季度回撤至 1.36。	美元对大多数 G-10 国家货币大幅升值。美元指数可能会挑战 2022 年的高位（接近 115）。由于可能发生投资组合外流，亚洲货币对美元大幅贬值。美元/人民币汇率可能会测试 8.00 的心理关口，但预计中国货币当局会采取逆周期调节政策来防止人民币汇率的单向投机性变动。美元/新加坡元汇率可能会突破 1.40。

来源：大华银行环球经济与市场研究部

“关税侠”卷土重来。公正地说，其实拜登（Biden）政府并不回避关税，因为其保留了第一届特朗普政府出台的各项关税政策，并在此基础上加入了其自身的一些针对性关税政策。拜登政府与特朗普政府的显著差异可能在于特朗普宣告关税消息/威胁的那种哗众取宠的方式。特朗普于今年 11 月 26 日正式承诺将在其就任美国总统后第一天（即 2025 年 1 月 20 日）签署的总统令中，以毒品（芬太尼）及边境安全问题为由针对源自加拿大及墨西哥的全部进口商品征收 25%关税，并针对源自中国的全部进口商品征收 10%关税（在现有额外关税的基础上加征），从而再次挑衅地挥舞他作为“关税侠”的金字招牌。

通过援引《国际紧急状态经济权力法案》（International Emergency Powers Act，于 1977 年签署成为法律）第 232 条，特朗普可以行使行政权力，以对美国国家安全、外交政策或美国经济造成“不寻常及极其严重的威胁”为由征收关税。特朗普在其第一个总体任期内的确行使了这一权力并威胁了相关国家（包括墨西哥）。但同样重要的是，一旦相关国家同意他的条款，即表明特朗普从未真正行使该权力来征收关税。

那么我们对于 2025 年的美国贸易政策能够抱有什么期望呢？简单来说，会有更多的关税和贸易摩擦。虽说如此，在目前这个时点难以判断美国会针对哪些国家征收什么类型的关税，以及关税的规模有多大。其中的原因是特朗普自 2023 年 9 月正式启动总统竞选以来就鼓吹过各种各样的关税提案，包括对全部进口商品征收 10%-20%关税、对源自中国的进口商品征收高达 60%关税，或者甚至对产自墨西哥的商品征收高达 100%关税，以及对那些想要弃用美元的国家征收 100%关税。特朗普已经为其经济团队提名了可信的人选（美国财政部部长和国家经济委员会主任），其中包括提名贾米森·格里尔（Jamieson Greer）为美国贸易代表。格里尔早前曾担任罗伯特·莱特希泽（Robert Lighthizer）的幕僚长，而莱特希泽是特朗普整个四年总统任期的贸易代表，其负责监督实施规模以数十亿美元计的关税。格里尔长期以来被看作莱特希泽的门徒，其将被委以“控制美国大规模贸易逆差、保护美国制造业、农业和服务业以及在全球各地开拓出口市场”的重任。我们也认为特朗普会将关税威胁作为讨价还价的筹码或谈判手段，以此最终迫使中国和主要贸易伙伴让步，而不会将关税作为立即付诸实施的政策行动。

对于特朗普的关税实施，根据其迄今为止鼓吹的各种关税提案以及我们估计的关税实施时间表，我们预测会有三种场景。这三种场景对美国、中国以及世界的宏观经济前景具有不同的影响，并在外汇和利率方面产生不同的前景。

对于基本场景（我们划分的概率：55%），我们认为美国在实施关税方面会更加节制（即，对中国商品加征 25%关税，而不是其声称的 60%，并针对那些因为中国贸易转移而增加对美贸易顺差的经济体加征 10%关税，并且不对所有美国进口商品实施统一关税率），关税实施的节奏较为渐进，最早从 2025 年第 2 季度开始实施，最终在 2026 年上半年全面实施完成。在关税实施之前，市场上存在一种共识观点，即认为，美国进口商可能会在 2025 年初提前采购，因此相关国家的经济增速（特别是出口型经济体）可

能上升。但这种提前发生的增速加快预计会很短暂，全球经济最终会经历轻微的增速放缓，2025 年增速放缓至 3.1%（国际货币基金组织（IMF）预计增速为 3.2%），但那些受关税影响的不同行业以及不同国家之间的经济复苏存在不均衡。关税上调可能影响美国 GDP 增速，预计美国 2025 年 GDP 增速降低至 1.8%（2024 年预计增长 2.7%），关税还可能会在 2025 和 2026 年将美国通胀率推高至超出美联储设定的 2% 目标。

### 美联储政策路线修正：2025 年降息次数减少，终端利率变得更高

随着 2024 年 12 月份的降息即将到来，我们目前预计美联储会在 2025 年 1 月份举行的美国联邦公开市场委员会（FOMC）会议上暂停降息，这是因为届时美联储退出“重校准阶段”并评估在新一届特朗普政府治理下的通胀水平以及经济增长前景。虽说如此，我们继续认为美联储会在 2025 年下调联邦基金目标利率。我们将 2025 年的降息预测从之前预计的累计 100 个基点下调为累计降息 75 个基点（即共降息三次，2025 年第 1 季度、2025 年第 2 季度和 2025 年第 3 季度分别降息一次，每次降息 25 个基点），并且降息周期结束时终端利率降至 3.75%（联邦基金目标利率的上限）。降息次数减少反映了美国当局在 2025 年后半段实施关税导致通胀压力上升。我们强调指出，2025 年面临的风险是，由于关税方面的不确定性，降息次数减少。然而我们认为，目前改变我们的预测为时尚早，因此我们维持当前的 2025 年共降息三次的观点，直到 2025 年初特朗普总统的政策变得明朗为止。

值得注意的是，我们所认为的悲观场景（我们划分的概率：高达 40%）体现了我们的以下观点，即：这次美国的贸易政策更倾向于提高关税这种不利结果（即如其所声称那样对中国商品加征 60% 关税），并对美国的全部进口商品实施统一关税税率（10-20%），并且关税实施时间表的期限会提前和缩短，即在特朗普就任美国总统后第一天（2025 年 1 月 20 日）开始实施，并在 2026 年上半年全面实施完成。这种场景带来的影响将是经济增长前景更加疲软，伴随着通货膨胀率走高，这意味着美联储在 2025 年降息次数甚至更少。虽然我们也纳入了乐观场景（我们划分的概率：5%），我们认为，出现以下良性结果的可能性极小：特朗普改变心意并决定征收针对性关税，从而导致中美之间贸易摩擦风险大幅下降。

**中国会如何应对呢？**与 2018 年的时期相似，在美国实际实施关税之前，中国不可能会对美国采取先发制人的行动。与此同时，中国可能会以相应的措施进行报复，可能会引起中美两国之间贸易紧张局势升级（正如 2018 年中美贸易战早期所发生的那样）。我们也指出，自 2018 年中美贸易战以来，美国对中国出口大幅上涨（2023 年美国对中国出口规模从 1203 亿美元提升 23% 至 1480 亿美元）。这种美国对贸易依赖性上升表明，如果中美两国之间发生针锋相对的贸易冲突，则会有更多的美国产业容易受到中国针对美国所实施关税而采取的报复性措施的影响。

### 中国---当局出台的经济刺激措施不足以显著扭转局面，而特朗普将会给中国经济增长加大下行压力

将 2018 年中美贸易战（即特朗普 1.0 时期）与即将到来的特朗普 2.0 时期相比，对中国而言的一个主要不同之处在于，在特朗普 1.0 时期，中国当时处于强势地位，然而，目前中国面临着国内重大利空以及内需疲软问题。

回顾 2024 年 9 月，当时中国当局出台的经济刺激措施涉及的“新增政府实际开支”非常少，而且大部分经济刺激方式是货币措施，例如降息、放宽住房限购以及地方政府债务置换等。虽然中国当局公布的经济刺激措施金额看似重大，但实际上仅占 GDP 约 10%（主要由数额为 10 万亿元的债务置换构成），而 2008 年中国的经济刺激方案的金额相当于当年 GDP 的 12.5%，因此相对来说比较小。特别是，中国当局没有出台旨在直接促消费的新增支出项目，而其中专用于解决地方政府债务的部分看起来极度不足。

中国房地产市场仍是困难重重，当前的住房库存量可能需要耗时数年才能出清。由于房地产活动对经济的贡献缺位，在接下来几年可能会将中国的 GDP 增速限制在 5% 以下（穆迪估算 2022 年房地产行业对中国 GDP 的贡献率大约为 25%，到 2030 年，房地产行业对中国经济的贡献率可能减少至大约在 18%）。虽然发达经济体已经控制住通货膨胀，但中国面临着相反的问题，通货紧缩仍然是一项主要威胁，消费者和企业信心仍然低迷。考虑到上述情况，在中国国内经济基本面疲软的情况下叠加特朗普关税政策带来的额外负担，我们将 2025 年中国 GDP 增速预测从之前的 4.6% 下调至 4.3%。

中共中央政治局在 2024 年 12 月初宣布货币政策立场从“审慎”转变为“适度宽松”。这意味着，中国人民银行在今年会继续下调基准利率和金融机构存款准备金率（RRR）以便稳住经济。因此，我们预计中国货币当局在 2025 年会下调金融机构存款准备金率

50-100 个基点，以及下调基准 7 天逆回购利率 30 个基点（贷款市场报价利率下调 30 个基点）。由于人民币汇率承受越来越大的贬值压力，因此中国货币当局近期的重点可能是通过下调金融机构存款准备金率来维持货币宽松政策。

对于即将实施的特朗普 2.0 版关税，东盟地区对此的担忧日益增加，认为美国当局很可能会针对那些与其存在大额贸易顺差的经济体征收贸易关税。就基本场景而言，东盟地区在 2025 年的出口前景可能会减弱，可能重现 2018 和 2019 年期间特朗普 1.0 时期（即首次对中国商品加征关税）的疲软情形。进入 2025 年后，根据各种指标来看，越南、泰国和马来西亚等东盟经济体看似对美国存在大额贸易顺差，并且似乎是自第一届特朗普政府（即特朗普 1.0）时期以来“中国+1”供应链重构背景下的中国贸易转移的最大受益者。欲知更多关于上述风险分析的详情，请参阅日期为 2024 年 12 月 30 日的[《宏观经济备忘录-新加坡：2025 年 1 月 MPS 预览-特朗普 2.0 时期的关税风险》](#)。

为免我们过度担忧美国即将实施的关税对东盟地区贸易出口的负面影响，应指出我们所在地区还存在许多其他值得强调的积极因素。首先，从东盟经济体的角度来看，可以将中国经济持续减速视为一个积极因素，因为这会促进全球外商直接投资（FDI）流入东盟地区。由于中国企业需要在国内经济减速的背景下从中国之外寻找新的增长机会，因此它们需要更多地投资于东盟地区。

其次，在世界局势变得更不明朗的背景下，东盟地区显然是一个避险经济区。与东盟之外的地区间贸易相比，东盟存在规模可观的且重要性日益上升的跨地区贸易。东盟同时也是一个主要的旅游中心并且内需支出强劲。在贸易关税来的又快又狠并引发经济减速的情况下，与欧盟的有限政策选项相比，东盟地区的财政和货币政策选项要相对丰富得多。对于马来西亚和新加坡等主要东盟国家而言，由于 2024 年下半年 GDP 增速强劲，因此进入 2025 年后其会获得积极的溢出效应。最后，东盟地区的外汇储备目前已回到新冠疫情之前的高位，从而能够在美元强势以及贸易减速的背景下为对冲国内货币汇率进一步走弱风险提供重要的缓冲器。

#### 外汇策略：美元在 2025 年大幅上涨和进一步走强

美元指数处于接近 109 水平的两年高位，市场已经对美国在 2025 年针对贸易伙伴国实施的某种形式关税进行了计价。我们重申我们所认为的基本场景（我们划分的概率：55%），即美国针对中国进口商品加征 25% 关税，并针对那些由于中国贸易转移而扩大对美贸易顺差的经济体统一征收 10% 关税。

2025 年，与美联储相比，我们认为欧洲中央银行(ECB)、澳洲储备银行(RBA)以及新西兰储备银行(RBNZ)会有更多降息举措。这种息差扩大对美元有利，因此可能导致美元强势在 2025 年上半年得到进一步巩固。

在 2025 年下半年，由于市场针对特朗普所实施关税的重计价大部分已完成，并且预期中的美元利率下行可能开始对美元汇率施加下行压力，因此美元的强势可能会开始减弱。简而言之，我们预计美元指数会在 2025 年年中升至 111.9，之后在 2025 年底降至 107.90。随着投资者消化即将出现的与关税相关的重大新闻以及美联储随之而来的反应，预计外汇波动性维持较高。

我们认为美元对主要国家货币汇率的峰值可能在 2025 年中出现，到 2025 年第 2 季度，欧元/美元、英镑/美元、澳元/美元以及新西兰元/美元汇率分别跌至 0.99、1.20、0.59 和 0.53。同时，美元/日元汇率很可能会测试 160 关口，但日本银行(BOJ)可能在今年 3 月或 4 月份举行的货币政策会议上继续加息，这可能限制日元汇率进一步走弱。

我们重申以下观点，即，在 2025 年的前三个季度，大多数亚洲地区外汇可能跟随人民币一同走弱，而后在 2025 年第 4 季度反弹。如发生我们所预测的悲观场景，即美国针对中国对美出口商品加征 60%（而非基本场景下的 25%）关税，则与基本场景相比，其对于亚洲地区外汇的影响可能会大得多。

根据我们的基本场景分析，我们认为美元/人民币、美元/韩元、美元/泰铢、美元/林吉特、美元/印尼盾、美元/越南盾以及美元/新加坡元汇率可能在 2025 年第 3 季度达到高位，分别在 7.65、1,530、35.40、4.65、16,800、26,200 和 1.40。根据我们的悲观场景观点，美元/人民币汇率甚至可能测试 8.00 的心理关口，虽然预计中国货币当局会出台逆周期调节政策来防止人民币汇率的单方面投机性变动。美元/新加坡元汇率也可能突破 1.40。

### 利率策略：货币政策宽松周期将延续到 2025 年

虽然预计 2025 年美元利率将逐渐下滑，但重大不确定性可能会改变这种预测，从而影响利率水平和收益率曲线的形状。这些不确定性来源于相互关联的宏观经济因素以及政策决定。利率的变动路径充满了不确定性，这使得最经验老到的分析师也会倍感焦虑。

虽然我们的利率观点是以货币政策宽松被普遍认为持续到 2025 年这一情况作为前提，但风险天平倾向于美国减少降息次数。一连串已知的未知因素有待解决，这些因素会对货币政策决定产生影响。我们预计 3 个月复合 SOFR 在 2025 年下跌，到 2025 年第 4 季度跌至 3.61%，这与我们认为美联储到 2025 年第 3 季度累计降息 75 个基点的预期保持一致。与之相似，到 2025 年第 4 季度时，3 个月期复合 SORA 可能跌至 2.27%。

类似地，对于我们对 10 年期美债收益率的基本场景预测，我们认为 10 年期美债收益率到 2025 年第 4 季度会从 2025 年第 1 季度的 4.30% 跌至 4.10%。虽然目前的情况表明 10 年期美债收益率在 2025 年适度下滑，但某些情况可能会扰乱这种轨迹，并推动收益率走向 5%。就目前的情况来看，分析师们共识预测的结果分布并未考虑到美联储转向加息的情况。如因通胀徘徊不去、经济增速出乎意料上升，或出现积极财政政策因素等导致上述情况发生变化，则当然有可能出现 10 年期美债收益率在 2025 年达到 5% 的情况。

### 大宗商品策略：在特朗普 2.0 时期引起经济不确定性的背景下，黄金的避险需求维持强劲

**黄金：**在特朗普 2.0 时期即将来临之前，利好黄金的避险需求因素维持不变。从长期角度来看，新兴市场国家和亚洲央行持续配置黄金资产，并且来自零售业的实物黄金和金饰需求仍维持强劲。值得指出的是，各国央行以及零售业对于黄金的长期积极需求具有共同点，促成这两种需求的因素均是地缘政治风险上升以及即将实施的特朗普 2.0 版破坏性贸易和财政政策引起美元不确定性而形成的资金避险需求。具体而言，零售行业对黄金的强劲需求受到印尼盾、离岸人民币和越南盾等货币持续大幅贬值所驱动，这些货币贬值放大了以本币计价的黄金价格涨幅。总体而言，我们对黄金维持积极观点，这是因为地缘政治风险进一步上升以及特朗普 2.0 时期政策引起的经济风险，可能会使长期避险需求维持强劲。我们对 2025 年黄金价格的预测为 2025 年第 1 季度在 2,700 美元/盎司，2025 年第 2 季度到 2,800 美元/盎司，2025 年第 3 季度到 2,900 美元/盎司，2025 年第 4 季度到 3,000 美元/盎司。

**布伦特原油：**特朗普关税版 2.0 可能会将油价打压在 70 美元/桶左右。困扰油价的一个主要因素是在 2025 年可能到来的特朗普 2.0 时期大规模加征关税后，围绕全球经济增长以及中国经济复苏的诸多不确定性。2025 年关税卷土重来引起经济增速进一步下降的风险似乎正在抵消俄罗斯-乌克兰战争持续所带来的任何地缘政治风险上升影响。简而言之，虽然诸如全球需求下滑等大多数负面因素在目前已变得明朗，我们认为特朗普 2.0 版关税对中国及全球能源需求的负面影响会引起进一步下行风险。因此，我们目前对布伦特原油持负面观点，预计油价在 2025 年上半年在 75 美元/桶，2025 年下半年到 70 美元/桶。如全球贸易冲突形势恶化，则在 2025 年后半部分不能排除油价遭遇进一步抛售被打压到 70 美元/桶以下。

**伦铜：**由于特朗普 2.0 版关税即将实施，伦铜价格预测进一步下调至负面。从长期角度来看，铜矿山不断老化引起的铜供应进一步中断风险仍是一个主要的担忧因素。然而，这种供应风险在目前已完全被 2025 年后半部分即将实施的特朗普 2.0 版关税引起的全球贸易萎缩和制造业下滑风险等更为迫切的问题所超越。由于特朗普 2.0 关税所带来的风险，我们的宏观经济团队已将中国 2025 年经济增速的基础预测下调至 4.3%。取决于即将实施的特朗普 2.0 版关税的实施力度和节奏，有可能中国、亚洲乃至世界上其他国家和地区都会在 2025 年以及 2026 年遭遇另一轮的贸易出口萎缩。这一情况可能会打压伦铜价格。由于即将实施的特朗普 2.0 版关税对全球贸易和生产形成的迫切风险，我们将伦铜价格观点从中性进一步下调至负面。最新铜价预测为 2025 年上半年在 8,000 美元/公吨，2025 年下半年到 7,500 美元/公吨。



## 资产配置

### 2025 年第 1 季度资产大类概述

下文所列资产大类是基于“均衡型”风险概况

资产大类	减配	中性	增配	备注
<b>股票</b>				<b>在利率下滑的背景下，企业盈利良好，因此维持增配。</b>
美股				从减配上调为中性。美国经济增长受良好基本面、周期性利好以及政策转向等因素支撑。
欧洲股市				维持中性观点。欧洲面临经济增速放缓以及地缘政治方面的不确定性。
日本股市				维持增配观点。虽然日元汇率遭遇利空，但因为受益于企业改革，日本股市的中期走势具有吸引力。
新兴市场亚洲股市				从增配下调至中性。中国出台的增量式需求支持措施过于保守。
<b>固定收益</b>				<b>维持中性，关注逢低买入机会。</b>
发达市场投资级债券				维持增配。信用质量溢价仍是关键。
发达市场高收益债券				维持减配。风险回报不对称，债券息差扩大是主要风险。
新兴市场投资级债券				维持增配。保持防御态势。
新兴市场高收益债券				维持中性。选择性是规避信用陷阱的关键所在。
<b>另类资产</b>				<b>维持增配，因为相关性较低的另类资产有助于风险分散化。</b>
对冲基金				维持增配。精选的对冲基金能够跑赢公开市场。
私募市场				维持中性。精选的私募市场基金具有久经考验的良好业绩记录。
原油				维持中性。原油价格近期可能在区间交易。
基础金属				维持减配。不利的供求关系和潜在的全球贸易萎缩可能打压价格。
贵金属				维持增配。利率下滑的同时黄金表现良好，央行买入黄金也会继续支撑黄金价格。
<b>货币市场</b>				<b>维持减配，因为温和的宏观经济环境有利于风险资产。</b>
减配               中性               增配               当前季度所处位置               上季度所处位置				

注：上文所示资产大类概述是基于“均衡型”风险概况。

在标题栏中，“U/W”是指“减配”，“N”是指“中性”，“O/W”是指“增配”。

表中每个黑色圆点表示当前季度所处位置，而每个空心圆点（如有）表示上季度所处位置。

资产大类	极度保守型			保守型			均衡型			成长型			激进型			备注
	当前	对比	变动	当前	对比	变动	当前	对比	变动	当前	对比	变动	当前	对比	变动	
<b>股票</b>				<b>30.0%</b>			<b>50.0%</b>			<b>70.0%</b>			<b>80.0%</b>			
美股				18.6%	3.6%		31.0%	6.0%		43.4%	8.4%		49.6%	9.6%		
欧洲股市				4.5%			7.5%			10.5%			12.0%			
日本股市				3.0%			5.0%			7.0%			8.0%			
新兴市场（亚洲）				3.9%	-3.6%		6.5%	-6.0%		9.1%	-8.4%		10.4%	-9.6%		
<b>固定收益</b>	<b>90.0%</b>			<b>60.0%</b>			<b>35.0%</b>			<b>10.0%</b>						
发达市场国家投资级债券	45.0%			25.5%			14.9%			4.3%						平均 久期： 4 ~5 年
发达市场国家高收益债券				4.5%			2.6%			0.8%						
新兴市场投资级债券	45.0%			24.0%			14.0%			4.0%						
新兴市场高收益债券				6.0%			3.5%			1.0%						
<b>另类资产</b>				<b>10.0%</b>			<b>15.0%</b>			<b>20.0%</b>			<b>20.0%</b>			
<b>货币市场基金</b>	<b>10.0%</b>			<b>0.0%</b>			<b>0.0%</b>			<b>0.0%</b>			<b>0.0%</b>			

注：

“变动”是指与上季度相比资产配置的变化。如有发生变动，这些变化会有相应体现（绿色表示正变动，红色表示负变动）。

由于四舍五入到小数点后一位，因此表中数据相加不一定与总数相同。

总体而言，我们预计市场在 2025 年将维持表现良好。然而，考虑到估值相对较高且投资者仓位已较大，再加上政策相关的不确定性，投资者应准备迎接几轮波动时期。虽然大盘指数的回报应该会上升，但回报潜力不可能达到过去两年那样相同程度的强劲水平。此外，我们预计股市回报会更加分散，但这也可能意味着投资者有机会获得丰厚回报。虽然短期修正风险正在上升，但目前的市况仍然适合投资者逢低买入。

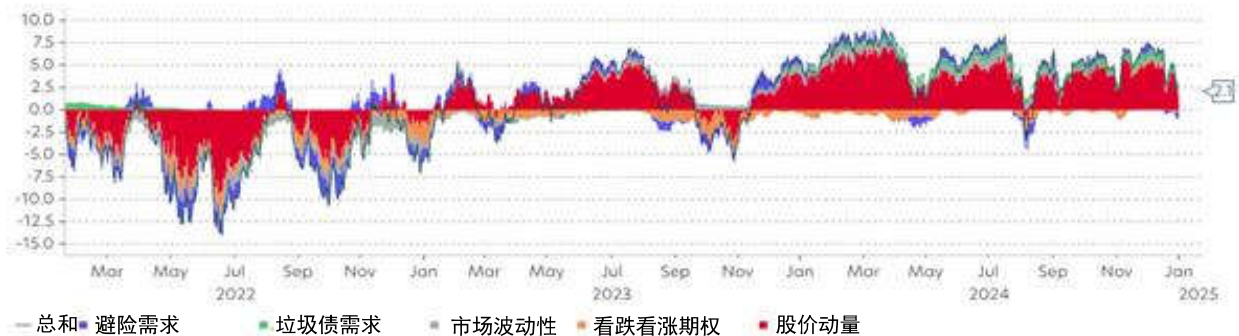
受益于降息的房地产股票、高股息收益以及小市值股票可以表现上佳---市场短期内处于超买状态

来源：彭博、大华银行私人银行部

### 恐惧与贪婪指数：Z-分数模型

基于每个成分的 Z-分数，单个成分的分数的加总

来源：标普全球、芝加哥期权交易所、美联储



来源：Macrobond、大华银行私人银行部门、标普全球、芝加哥期权交易所、美联储

## 股票

### 美股：前景乐观---预计股市回报分散化并存在间歇性波动

因受到良好基本面因素、周期性利好以及政策转向等因素推动，美股在 2025 年的前景维持相对乐观。由于受企业盈利增长、利差扩大以及货币宽松等因素支撑，市场预测标普 500 指数将走向 6,500-7,000 水平。

虽然在 2025 年股市可能维持稳固，但考虑到当前估值相对较高的背景下存在政策相关不确定性，投资者应准备好迎接波动时期。回报潜力不可能重现 2023 和 2024 年水平。决定美股前景的主要因素包括以下内容：

**盈利增长：**由于目前处于美国商业周期扩张阶段，受益于人工智能驱动资本支出以及通胀放缓等因素，市场预计标普 500 指数成分股在 2025 年的盈利增长最高可达 10-12%。展望未来，特朗普 2.0 时期以及美国共和党全盘控制美国参议院和众议院将导致美国股市持续跑赢世界其他国家和地区。那些已投资于大市值股票的投资者可考虑投资其他股票以便获得更高回报；这些股票的估值较低，并且其股价对于周期性改善更加敏感。美股七巨头之外的其他股票的近期盈利也经历了上修。

**政策动态：**特朗普 2.0 时期的新增减税、放松管制以及关税有可能是一把双刃剑。放松管制和降低企业税率能够促进国内增长，特别是对于美国制造业和工业而言，而范围更广的关税会引起通胀和全球贸易风险。

**人工智能和生产力：**人工智能热潮仍是一个中心主题，它推动了数据中心、半导体以及能源基础设施等领域的大规模投资。展望未来，人工智能的焦点可能会转向商业化变现以及应用层的机会。工业以及公用事业等对于人工智能物理基础设施的多年建设具有关键作用的行业也能够迎来强劲的销售。

**货币宽松：**基于当前的联邦基金利率定价（截至 2025 年 1 月 9 日），美联储预计到 2025 年底前降息 25-50 个基点至 4.00%，从而形成一个良好的流动性环境。虽然利率降低会促进资本市场活动，但美联储降息速度放慢或降息次数减少可能会引起间歇性市场波动。

**风险：**地缘政治局势紧张、贸易冲突以及政策相关不确定性将会引起数轮市场波动。虽说如此，考虑到美国出色的经济表现以及可替代美股者有限，因此美股可能保持为全球股市领导者。

总体而言，投资者应考虑以扩大市场广度为目标进行建仓，尤其是着眼于美股七巨头之外的投资机会。

**首席投资官（CIO）建议：**我们将美股配置观点从减配上调为中性。已投资于大市值股票的投资者可考虑标普 500 等权重指数，其具有较高的国内敞口，以及工业、公用事业和金融行业等板块。

## 股市表现

来源：Macrobond、大华银行私人银行部门



### 欧洲股市：前景坎坷---经济增长面临利空的背景下应保持防御态势和选择性

到 2025 年底欧洲股市可能会产生略偏负的总回报。这种停滞现象反映了欧洲面临持续的内部和外部利空，其导致盈利增长乏力以及利差收窄。盈利可能发生年同比个位数下滑，而股市估值预计维持稳定。

值得注意的是，不同行业之间的盈利分散现象可能会持续。公用事业、可再生能源以及消费必需品等防御型行业可能表现优于能源和奢侈品等周期性行业。与此同时，那些迎合结构化增长趋势（例如人工智能、电气化和国防行业）的股票可能继续表现良好。决定欧洲股市前景的主要因素包括以下内容：

**地缘政治：**特朗普 2.0 时期背景下保护主义政策的延续将会带来关税增加和贸易中断的风险。这种环境可能会影响欧洲出口行业以及银行和工业等周期性行业。除了俄罗斯-乌克兰战争之外，特朗普 2.0 时期带来的压力可能会继续提振国防支出，从而利好较长周期的欧洲国防股。

**中国经济减速：**欧洲对中国具有巨大的贸易敞口，尤其是奢侈品、汽车和工业等最容易受到影响的领域。中国经济持续减速及其带来的竞争压力预计会继续对欧洲上述行业产生压力。

**货币和财政政策：**欧洲中央银行预计会在 2025 年底前将利率从当前的 3.15% 降至 2%，这会使得经济略微加速。然而，法国和意大利等欧洲主要经济体进行的财政整顿可能会对欧洲整体经济增长形成拖累。

**机遇和风险：**欧洲境内的结构化改革加快或者政策转向可能会释放增长潜力，而利率下滑带来的消费支出回升可能形成利好因素。从另一方面来说，地缘政治紧张局势持续、财政政策紧缩以及弱于预期的全球经济增长可能会增加市场压力。

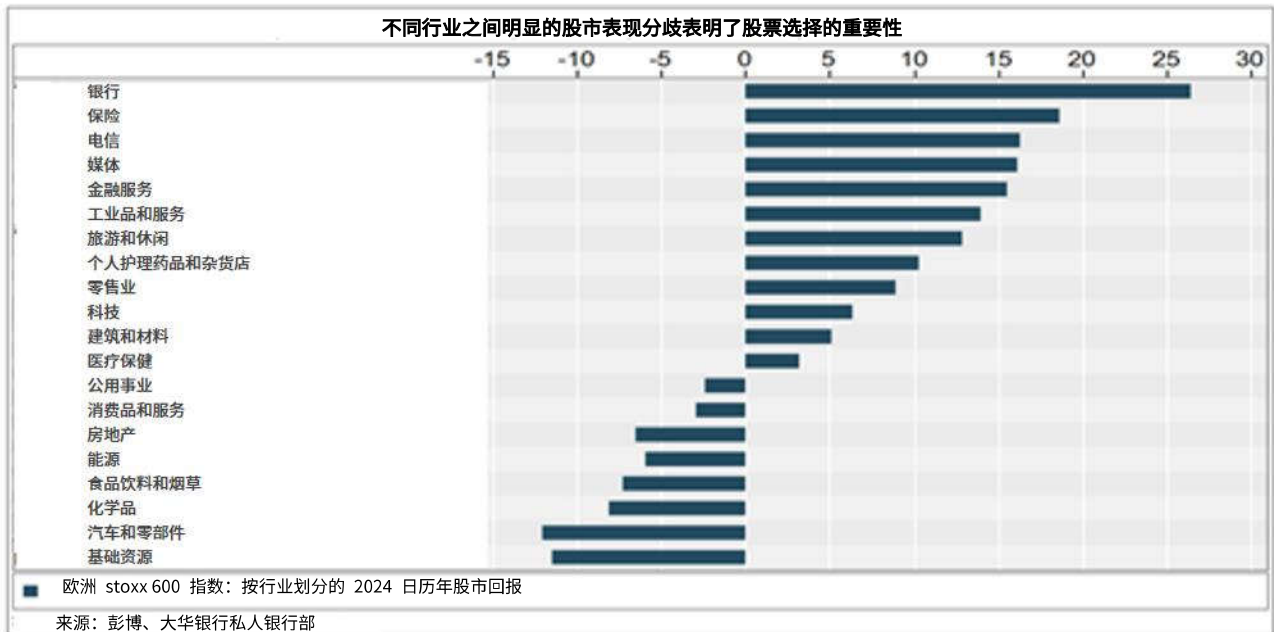
总体而言，投资者应当对那些严重依赖于中国以及对美国政策转向敏感的行业保持谨慎，包括汽车和奢侈品行业。由于美国可能对中国施加进一步的出口限制，因此投资者在对先进半导体行业建立敞口时应具有选择性。

展望未来，欧洲股市在 2025 年将面临重大考验，包括增速放缓、地缘政治方面的不确定性以及行业分歧。建立防御性仓位以及有选择性地针对结构化增长概念建立敞口将至关重要。

**首席投资官建议：**我们对欧洲股市维持中性观点。与周期性行业相比，投资者应偏好公用事业等防御型股票，以及人工智能、可再生能源和国防等领域的优质成长型股票。

## 不同行业板块的股市表现分歧

来源：Macrobond、大华银行私人银行部



### 新兴市场亚洲：前景好坏参半——在面临近期利空的背景下，较低的股市估值能够提供缓冲

在面临结构化困难、中国即将出台的刺激措施以及市场重新校准的背景下，新兴市场亚洲股市的前景喜忧参半，但偏谨慎乐观。虽然中国股价可能在面临近期利空的情况下继续盘整，但若干关键因素能够在 2025 年为中国股市提供下行保护和向好的潜力。我们继续偏好印度和东盟，投资者可考虑通过基金和/或交易所交易基金（ETF）来建立分散化敞口。

**近期面临的挑战和利空：**中国股市面临着各种挑战，包括地缘政治方面的不确定性、全球经济放缓以及国内房地产行业相关问题，这些问题导致消费者信心疲软。美国加征关税、不明朗的政治态势以及疲软的外需是其面临的主要风险，就这方面而言，大型机械设备、科技硬件以及汽车零部件等严重依赖出口的行业可能极容易受到影响。

**政策和经济支持：**虽然存在上述利空因素，中国当局的财政政策和结构性改革预计将会缓解部分风险。中国房地产行业出现了某些企稳迹象，住房价格下滑有所缓解而财政刺激力度有所加大。与此同时，在节制资本支出的环境下，由于低基数，企业盈利将会有所改善；在未来，中国企业的利润率应该会有所上升。

**股市估值和市场情绪：**中国股市估值相对较低，反映出投资者信心低迷。与此同时，值得注意的是，部分大市值企业正在通过股份回购和分派股息来增加股东回报。由于中国当局即将出台的刺激措施引起股市上行以及市场参与度增加，从风险回报角度来看，部分中国股票仍具有吸引力。

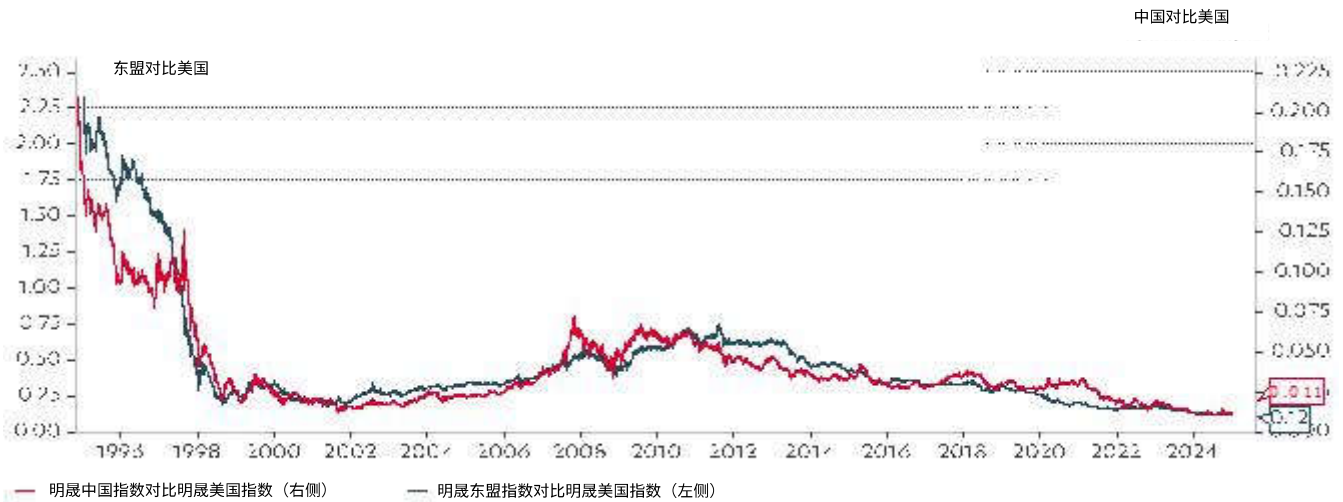
**宏观形势预测：**对于中国，由于预计美国将在 2025 年第 2 季度开始将针对中国进口商品加征的关税逐步增加到 25%，我们预测中国 GDP 增速相对较低，为 4.3%。地缘政治风险（包括美国可能加征关税这一情况）仍是中国面临的主要不确定性。虽然存在上述困难，我们认为，对于中国股市而言最差的时期已经过去，由于存在政策支持和行业特有因素，中国股市存在选择性投资机会。

总体而言，中国股市的主要投资概念包括国内消费复苏、数字化转型以及受益于中国财政刺激的企业。在创新驱动型经济增长的背景下，部分科技企业也可能表现良好。投资者应专注于那些在战略上与国内增长和政府政策支持保持一致的周期性较弱以及资本回报率高的行业。

**首席投资官建议：我们将新兴市场亚洲股市配置观点从增配下调至中性。为了规避地缘政治不确定性，投资者应考虑那些对中国政府具有战略重要性的、周期性较弱的以及具备高股息特征的行业。对于东盟国家股市而言，投资者应专注于那些高收益的优质银行股。**

**新兴市场亚洲：以区间盘整为主，伴随间歇性的“承压后反弹”**

来源：彭博、大华银行私人银行部门



**日本：前景乐观——关注受益于企业改革的行业以及人工智能引领的增长**

由于受到国内经济振兴、结构性改革以及全球形势不断变化的影响，日本股市在 2025 年的前景为适度乐观。因受到工资增长、内需以及企业治理改革等因素驱动，我们可以预计日本会实现适度经济增长。包括工业、科技行业以及消费必需品在内的行业可能会受益于上述趋势。

日本经济正从停滞的几十年中走出，预计日本名义 GDP 增速在 2%和 3%之间。工资增长率突破 3%是一个积极信号，但人口下滑以及政府债务高企等结构性困难仍存在。由于受到财政政策支持并且国内消费具有韧性，我们预计日本 2025 年实际 GDP 增速会在 1.0%。决定日本股市的主要因素包括以下内容：

**工资增长和通胀：**工资增长和通胀压力预计会推动消费支出增加。值得注意的是，自 2023 年初以来，日本的消费者信心一直稳定回升。通货再膨胀的环境也有利于增加国内资本支出，从而形成一个生产和支出的正向反馈循环，这会支撑该国的 GDP 增长。

**企业改革：**企业重组和资本效率提升是日本股市的两大主题。公司治理的改善（包括股份回购和股息增加）将会增加股东价值。在这一方面，投资机会可能会存在于那些为了提高盈利能力而实施战略性股份减持以及重组的企业。迎合环境、社会和公司治理（ESG）趋势以及展现出经营效率的企业可能表现上佳。企业改革有助于缩小日本企业与全球企业之间的业绩差距。

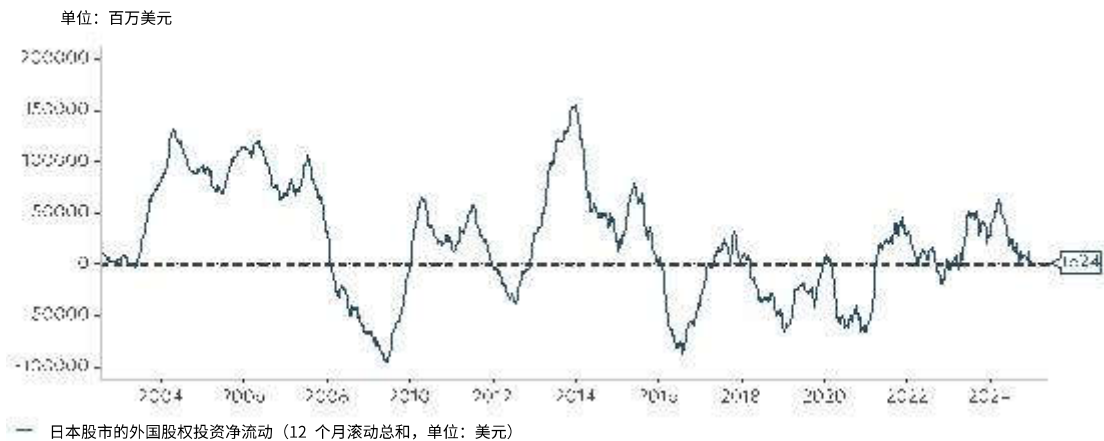
**风险和挑战：**日本面临着来自全球经济不确定性的风险，尤其是美国的贸易政策及其可能实施的关税。日本国内政治不稳定可能会阻碍改革和经济增长。此外，因日本银行比预期弱的鹰派政策立场而形成的任何汇率压力可能会降低“经汇率调整的股市回报”。我们预计日本银行在 2025 年第 1 季度加息 25 个基点，将终端利率上调至 0.50%。

总体而言，日本股市前景取决于经济正常化、工资增长以及企业改革。虽然全球不确定性会带来风险，但日本国内需求和结构性改革能够为日本股市提供坚实的基础，从而使其表现良好。投资者可考虑那些受益于企业治理改善以改善股本回报率和股东回报为目标的行业。因受到人工智能转型的推动，科技行业仍然是关键的增长点。

首席投资官建议：我们对日本股市维持增配观点。投资者应偏好那些受益于公司治理改革以及人工智能转型的行业。工业、科技业以及消费必需品行业将能够与那些对利率敏感的行业一同表现良好。

### 亚太贸易集团中的马来西亚和越南

来源：大华银行私人银行部



## 固定收益

### 发达市场国家投资级债券：信用质量溢价仍是关注焦点

2024 年初迄今为止（截至 2024 年 12 月 20 日），以美国企业投资级指数（即彭博美国企业债券指数）为代表的发达市场国家投资级债券产生了大约+2.1%的总回报。2024 年的特点是债券息差收缩到十年来的最小水平，但综合收益率仍较高。这是由于美国国债收益率高企对债券价格形成压力所致。

我们大华银行环球经济与市场研究团队预计美联储在 2025 年共降息三次（每季度降息分别 25 个基点），从而将美元终端利率下调至 3.75%。考虑到美联储有可能会放缓降息节奏并且降息幅度较浅，我们认为美国与世界上其他国家和地区之间可能会发生宏观经济路线的分歧。即将就位的特朗普政府在财政政策路线方面的变化也进一步巩固了我们的观点。我们认为，在 2025 年，超额回报将取决于规避信用陷阱。因此，我们保持专注于那些具备高质量和长期稳定业务的领域以便对抗经济不确定性。

考虑到债券息差目前处于十年以来的最小水平，我们认为 2025 年大幅信用紧缩不会成为债券回报的来源。相应地，我们认为息差套利交易和来自寻求在较长期限内锁定收益的投资者的需求驱动型流入将会成为巩固 2025 年投资级债券回报率表现的因素。

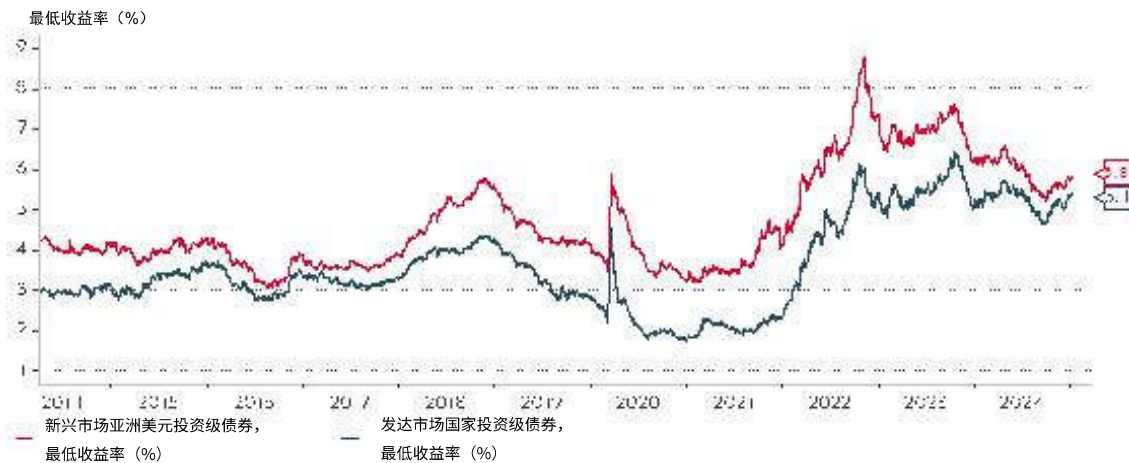
简而言之，我们继续认为综合收益率具有吸引力。然而，我们强调在债券选择和久期方面应采用自下而上的方法。通过稳健的债券选择以便在较长期限内获得收益至关重要。

我们偏好的行业为具有良好基本面和久经考验的业绩记录的金融行业。

总体而言，我们对发达市场国家美元投资级债券维持增配观点，并偏向于那些具有良好信用状况的低 beta 债券发行人。

### 固定收益资产年初迄今为止的表现—投资级债券收益率仍相对具有吸引力

来源：彭博、Macrobond、大华银行私人银行部



### 发达市场国家高收益债券：不对称的风险回报，债券息差走阔是主要风险

市场人士对于 2025 年全球宏观经济形势一致预测的基本场景是假定全球经济增长具有相对的韧性，并且通胀徘徊不去，这种情况可能会导致美联储降息幅度更浅。对于美国经济而言，进一步减税叠加更多地放松管制可能会提振企业信心和投资情绪，但可能导致通胀压力和使预算赤字恶化。这些情况有可能会限制货币政策宽松的力度并使得利率维持略高，相比投资级债券而言，这可能会更多影响高收益债券的资本市场准入。这一情况叠加估值收缩，导致我们对发达市场国家高收益债券持减配观点。

考虑到当前息差较窄，我们认为债券息差走阔是高收益债券在 2025 年面临的显著风险。借贷成本上升以及融资渠道减少的滞后效应可能会对实力较弱公司的财务灵活性造成负面影响，而融资条件以及流动性形势方面也会遭遇困难。我们认为，在高收益债券领域，

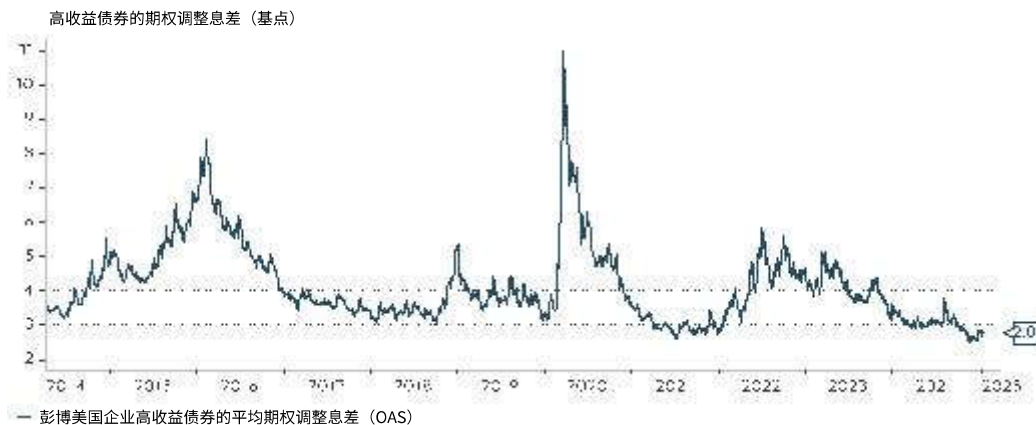


债券选择对于规避重大信用陷阱而言至关重要。投资者应降低信用风险，在高收益债券领域，为了获得更好的信用防御能力，投资者应寻求信用评级较高和更为成熟的“BB”级债券，而非较低评级的债券。

**总体而言，我们对发达市场国家美元高收益债券维持减配观点，并对信用陷阱保持警惕。**

### 债券息差已大幅收窄

来源：彭博、Macrobond、大华银行私人银行部



### 新兴市场投资级债券：保持防御态势

2024 年（截至 12 月 20 日），以彭博新兴市场亚洲美元债券指数作为基准的新兴市场亚洲投资级债券产生+5.09%的可观总回报。

2024 年，与自身的历史区间相比以及与其他债券市场相比，新兴市场亚洲投资级债券息差进一步收窄。与我们对发达市场国家投资级债券的观点类似，我们认为 2025 年新兴市场亚洲投资级债券息差大幅压缩的空间变小了。同时，我们预计息差套利交易日益成为收益型投资的重点。

进入 2025 年后，地缘政治风险升高，美国总统的过渡对全球经济形成最显著的风险。美国例外论例外主义将会给新兴市场带来宏观风险因素，而这些因素在 2024 年大体上较为温和。美国可能对中国进口商品增加关税这一问题挥之不去，即使中国当局持续出台刺激措施，这仍可能使中国经济增长承压，而由于其他亚洲国家与中国之间存在紧密经济联系，中国经济减速转会影响这些亚洲国家。

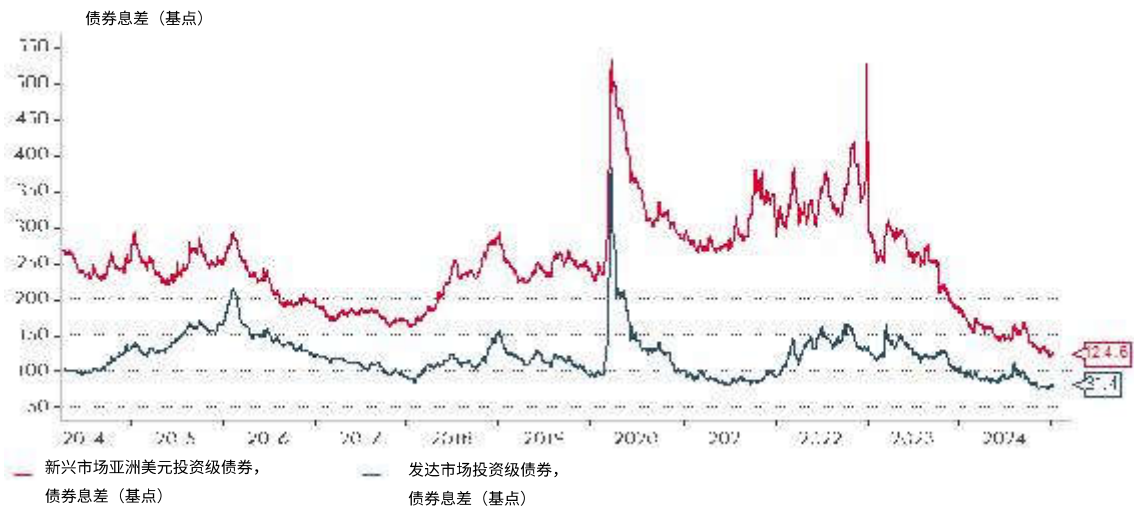
因此，宏观经济冲击和特殊冲击可能对新兴市场亚洲投资级债券原本已较窄的债券息差产生压力。尽管如此，考虑到总体而言，新兴市场亚洲投资级债券在最初的基本面因素略强一些，我们预计任何债券息差走阔的幅度都会比较适度 and 可控。我们还预计债券净发行供应量仍然会对美元利率敏感，并且能够被亚洲地区内部的强劲需求所消化。

在新兴市场亚洲投资级债券板块内部，我们偏好亚洲金融行业、部分专注亚洲的发行人、准主权债券、战略国有企业以及防御消费型企业。我们还强调通过有节制的久期管理来管理分散化资产组合的重要性。

**总体而言，我们对新兴市场亚洲投资级债券维持增配观点。在这一领域，我们偏好部分东盟地区表现最佳的债券、战略准主权债券以及防御消费型企业。**

## 债券息差处于历史最窄水平

来源：Macrobond、大华银行私人银行部



## 外汇、利率和大宗商品预测

汇率	2025 年 1 月 2 日	2025 年第 1 季度 预测	2025 年第 2 季度 预测	2025 年第 3 季度 预测	2025 年第 4 季度 预测
美元兑日元	157	159	160	157	154
欧元兑美元	1.03	1.01	0.99	1.01	1.03
英镑兑美元	1.24	1.22	1.20	1.23	1.25
澳元兑美元	0.62	0.61	0.59	0.61	0.63
新西兰元兑美元	0.56	0.55	0.53	0.55	0.57
美元指数	109.2	110.3	109.9	109.9	107.9

美元兑人民币	7.30	7.40	7.55	7.65	7.50
美元兑港元	7.78	7.80	7.80	7.80	7.80
美元兑新台币	32.89	33.20	33.60	34.00	33.50
美元兑韩元	1,466	1,490	1,510	1,530	1,510
美元兑菲律宾比索	58.18	59.50	60.00	60.50	60.00

美元兑马来西亚林吉特	4.49	4.53	4.60	4.65	4.55
美元兑印尼盾	16,223	16,400	16,600	16,800	16,500
美元兑泰铢	34.43	34.80	35.20	35.40	35.00
美元兑越南盾	25,457	25,800	26,000	26,200	26,000
美元兑印度卢比	85.76	86.50	87.00	87.50	87.00

美元兑新加坡元	1.37	1.38	1.39	1.40	1.38
欧元兑新加坡元	1.40	1.39	1.38	1.41	1.42
英镑兑新加坡元	1.69	1.68	1.67	1.72	1.73
澳元兑新加坡元	0.85	0.84	0.82	0.85	0.87
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.28	3.28	3.31	3.32	3.30
新加坡元兑人民币	5.34	5.36	5.43	5.46	5.43
日元兑新加坡元 X100	0.87	0.87	0.87	0.89	0.90

政策利率	2025 年 1 月 2 日	2025 年第 1 季度 预测	2025 年第 2 季度 预测	2025 年第 3 季度 预测	2025 年第 4 季度 预测
美元联邦基金利率	4.50	4.25	4.00	3.75	3.75
日元政策利率	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50
欧元再融资利率	3.15	2.65	2.15	2.15	2.15
英镑回购利率	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75
澳元官方现金利率	4.35	4.00	3.75	3.50	3.25
新西兰元官方现金利率	4.25	4.00	3.50	3.00	3.00

人民币 1 年期贷款市场 报价利率	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80
港元基准利率	4.75	4.50	4.25	4.00	4.00
新台币官方贴现率	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
韩元基准利率	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50
菲律宾比索隔夜逆回购 利率	5.75	5.50	5.00	5.00	5.00
林吉特隔夜政策利率	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
印尼盾 7 天逆回购利率	6.00	6.00	6.00	5.75	5.50
泰铢 1 天回购利率	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00
越南盾再融资利率	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
印度卢比回购利率	6.50	6.25	5.75	5.75	5.75

利率	2025 年 1 月 2 日	2025 年第 1 季度 预测	2025 年第 2 季度 预测	2025 年第 3 季度 预测	2025 年第 4 季度 预测
美元 3 个月 SOFR (复合)	4.68	4.34	3.99	3.74	3.61
新加坡元 3 个月 SORA (复合)	3.02	2.71	2.51	2.34	2.27
10 年期美债收益率	4.56	4.30	4.20	4.10	4.10
10 年期新加坡政府债 券收益率	2.87	2.90	2.80	2.70	2.70

大宗商品	2025 年 1 月 2 日	2025 年第 1 季度 预测	2025 年第 2 季度 预测	2025 年第 3 季度预 测	2025 年第 4 季 度预测
黄金 (美元/盎司)	2,659	2,700	2,800	2,900	3,000
布伦特原油 (美元/桶)	76	75	75	70	70
伦敦金属交易所铜 (美 元/吨)	8,803	8,000	8,000	7,500	7,500

更新于 2025 年 1 月 3 日

\*预测是基于 2024 年 9 月 20 日的报告更新

来源：大华银行全球经济与市场研究部

## 免责声明

本文件来源于大华全球经济与市场研究部（“研究部”），2025年第一季度。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。

本文件仅供一般参考之用，研究部和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于研究部所获得的且认为可以依赖之信息（研究部和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，研究部和本行不作任何陈述或保证。研究部和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。研究部和本行不对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行行销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。另，本文原文以英文书写，中文版本为翻译版本且仅供参考。

大华银行有限公司注册登记号：193500026Z