

曙光乍现，万象更新

——2025大类资产配置年度策略报告

2025年1月2日

证券分析师: 朱定豪

SAC执业资格证书编码:S0020521120002

邮箱: zhudinghao@gyzq.com.cn

电话: 021-51097188

证券分析师: 房倩倩

SAC执业资格证书编码:S0020520040001

邮箱: fangqianqian@gyzq.com.cn

电话: 021-51097188

联系人: 黄雯瑜

邮箱: huangwenyu@gyzq.com.cn

联系人: 陈兆祥

邮箱: chenzhaoxiang@gyzq.com.cn

● 2024年全球风险资产占优，国内股债双牛

2024年全球大类资产表现分化，权益市场普遍上涨，贵金属持续走强。美股在科技板块和AI热潮推动下领涨全球，日股创历史新高，欧洲股市表现分化，A股和港股先抑后扬，全年收益转正。商品市场走势分化，黄金价格受美联储降息和地缘冲突支撑，原油价格震荡下行。国内债市全年走牛，长端利率跌破2%，美债收益率高位震荡，中美利差扩大。A股市场触底反弹，政策催化下赚钱效应恢复，924新政后市场放量上涨。政策基调在9月发生转变，财政和货币政策更加积极，强调逆周期调节和房地产稳定。

● 政策定调积极有为，市场慢牛行情可期

2024年资本市场改革持续推进，促进资本市场高质量发展。24年A股投融资环境改善，ETF规模持续扩张，成为重磅机构和居民资金入市的重要通道。924新政后市场赚钱效应恢复，交易活跃度大幅提升，杠杆资金主导市场风格。当前A股配置性价比较高，资本市场改革和宽松政策支持下，A股核心资产重估，港股估值优势明显但受美元流动性压制。2025年策略关注三大主线：1、低利率环境，高股息策略具备长期配置价值；2、“扩内需”下盈利修复弹性方向，兼顾处置效应下的重仓股的交易压力，智能家居、消费电子及服务消费（如冰雪经济、银发经济、首发经济）有望成为增长亮点；3、题材聚焦TMT+机械，政策利好的人工智能、机器人等新质生产力可能会有持续政策催化。2025年股市的赚钱效应可能会比过去几年更为显著，下半年或见到成长向大盘成长的风格切换。目前市场增量资金主要来自于杠杆资金，25年建议关注基本面催化下，机构资金的边际变化。

● 过去一年债市迎盛宴，或将转向交易性机会

2024年，利率曲线牛陡，收益率整体下行，1年期国债下行超100BP，10年期和30年期分别下行超80BP，仅在4月、8月和9月出现短期回调。利率债强于信用债，超长债和长久期债占优。资产荒行情加剧，地方债发行推迟、信用供给收缩，存款流出非银，导致资金供给大幅超出资产供给，低风险资产增速高于社融。展望2025年，低利率环境延续，但2024年末的涨幅透支25年空间，债市或面临震荡。债券市场机会从配置性转向交易性，建议一季度提高组合久期，二季度及后逐步降低。信用债方面，信用利差仍有收窄空间，建议关注高等级二永债和短久期中高资质城投债。

● 商品市场底部调整，黄金中长期上涨动力充足

商品市场处于底部调整，国内定价商品受房地产拖累，黄金创历史新高，有色金属次之。展望2025年，特朗普政策加剧美国供需矛盾，短期美元走强压制黄金，但中长期地缘政治风险和央行需求支撑金价。铜和铝受益新能源转型，铜供给缓解但需求疲软，铝因产能限制供需错配。原油受供给过剩和需求放缓影响，油价或将延续承压。

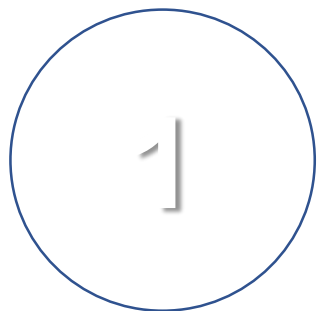
● 海外韧性增长动能尚存，风险因素趋升

展望2025年，海外宏观总体将呈现两大“韧性”，一是总体经济将继续保持温和增长的“韧性”态势，二是所面临的风险因素呈现“韧性”上升趋势，包括货币政策、贸易以及地缘冲突等多个领域。为降低对外贸易依赖、保障供应链安全、投资新技术以及增强军事准备，主要经济体预计将继续推行宽松的财政政策。多数地区（除日本）将保持降息的步伐，不过斜率将有所分化，美联储或只降息2次，日本有望进一步加息。

资产配置方面，在强劲的经济基本面推动下，美股依然是全球市场中的占优资产。美债收益率上行的空间并不大，有阶段性交易机会，短端优于长端。汇率方面，美元指数可能会呈现先强后弱的走势。从估值和股债风险溢价的角度来看，日本股市依然具备一定的性价比优势。而欧洲制造业景气度低迷和潜在关税冲击可能拖累基本面表现，关注权益市场潜在风险。

● 风险提示

国内宏观经济政策不及预期，财政支持规模不达预期，刺激政策落地效果不及预期；
流动性收紧超预期，资本市场监管政策超预期变化；
地缘冲突加剧的风险；
美国通胀超预期的风险；特朗普政府政策影响超预期；
全球经济增长放缓，经济运行不及预期的风险。



**2024年全球风险资产
占优，国内股债双牛**

1.1 2024年大类资产：海内外多数资产上涨，节奏略有不同

- 全球权益市场普遍上涨，但区域表现分化显著；国内先抑后扬，海外震荡上行。24年美股在科技板块强劲盈利和AI热潮推动下表现亮眼，标普500和纳斯达克指数涨幅均超20%；日本稳步走出通缩，日经225年内涨幅超过20%，在企业盈利强劲和日元贬值支撑下创历史新高；欧洲股市表现分化，得益于软件巨头SAP、西门子能源等权重股的上涨，德国DAX指数全年上涨近20%，英国富时100小幅上涨不到6%，高位震荡调整；A股和港股先抑后扬，9月底政策转向，一揽子增量政策释放，中国资产重估，指数全面反弹。
- 商品走势分化，贵金属延续强势，原油震荡下行。24年上半年美联储降息预期由弱转强，9月底正式开启降息周期，加上地缘冲突多发以及央行购金，黄金价格得到支撑。原油价格受地缘政治、供需变化及全球经济复苏不确定性影响，24年仍呈现震荡下行趋势。

表：2024年大类资产表现 (%)

指数代码	指数简称	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024年	2023年全年
000001.SH	上证指数	2.23	-2.43	12.44	1.91	14.29	-3.70
399001.SZ	深证成指	-1.30	-5.87	19.00	1.24	11.92	-13.54
000905.SH	中证500	-2.64	-6.50	16.19	2.72	8.66	-7.42
000300.SH	沪深300	3.10	-2.14	16.07	-0.92	16.03	-11.38
000852.SH	中证1000	-7.58	-10.02	16.60	8.11	4.83	-6.28
932000.CSI	中证2000	-11.05	-13.75	17.67	12.99	2.00	5.57
399006.SZ	创业板指	-3.87	-7.41	29.21	1.37	16.58	-19.41
000688.SH	科创50	-10.48	-6.64	22.51	16.76	19.55	-11.24
000922.SH	中证红利	8.27	-0.48	6.43	-2.70	11.59	0.89
930890.CSI	主动股基	-3.59	-2.61	11.93	-1.54	3.48	-14.10
HSI.HI	恒生指数	-2.97	7.12	19.27	-4.94	17.85	-13.82
HSTECH.HI	恒生科技指数	-7.62	2.21	33.69	-4.49	20.57	-8.83
IXIC.GI	纳斯达克	9.11	8.26	2.57	8.43	31.38	43.42
SPX.GI	标普500	10.16	3.92	5.53	3.62	25.18	24.23
N225.GI	日经225	20.63	-1.95	-4.20	6.23	20.37	28.24
GDAXI.GI	德国DAX	10.39	-1.39	5.97	3.41	19.30	20.31
FTSE.GI	英国富时100	2.84	2.66	0.89	-1.06	5.39	3.78
CRB.GI	路透CRB商品指数	10.03	0.06	-1.90	2.31	10.50	-5.01
GC00Y.CMX	COMEX黄金当月连续	8.83	4.40	13.54	-0.86	27.26	13.45
SI00Y.CMX	COMEX白银当月连续	4.21	18.14	6.31	-4.71	24.45	-0.06
BOOY.ICE	布伦特原油当月连续	13.02	-2.48	-15.29	2.68	-4.44	-10.28
H11009.CSI	中证综合债	2.09	1.74	1.14	2.59	7.77	4.81
H11006.CSI	中证国债	2.52	1.87	1.11	3.77	9.57	5.17
000923.CSI	公司债指	1.47	1.49	1.14	0.88	5.08	3.67
H11008.CSI	中证企业债	1.74	1.88	0.23	1.99	5.96	5.66
TU00Y.CBT	2年期美国国债当月连续	-0.71	-0.20	1.99	-1.40	-0.28	0.39
TY00Y.CBT	10年期美国国债当月连续	-1.92	-1.04	4.01	-5.17	-4.00	0.35

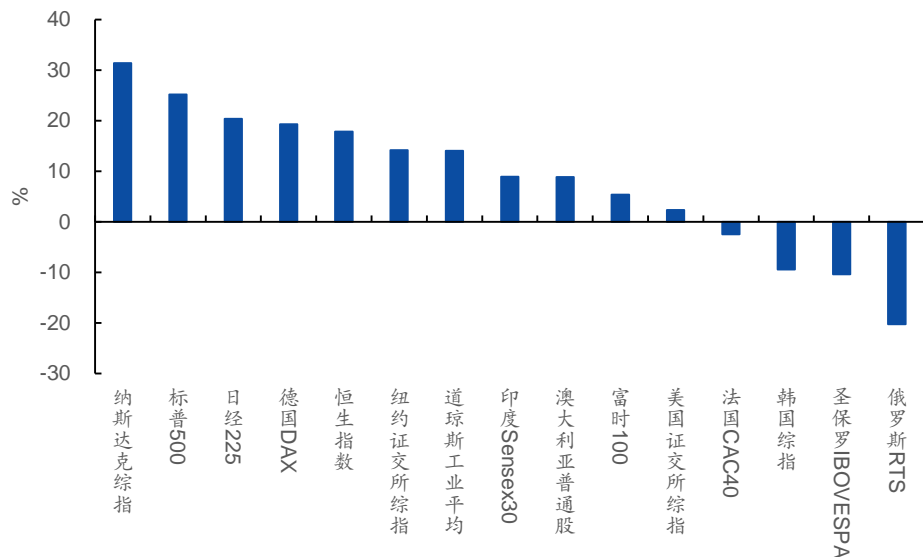
资料来源：iFind、国元证券研究所

注：2024年数据截至2024.12.27

1.2 2024年海外市场表现回顾：风险资产整体表现占优

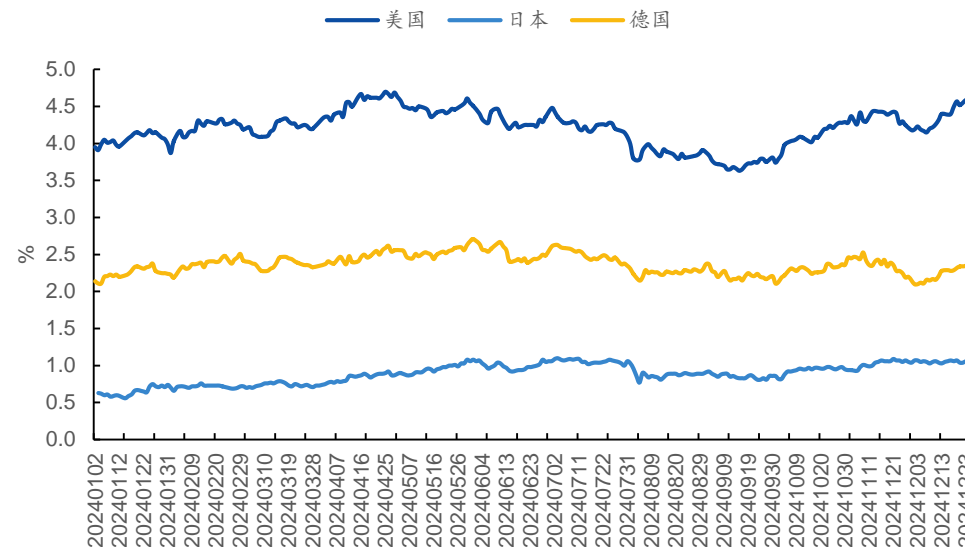
- 回顾2024年海外权益市场，走势波动显著，呈现出明显的分化态势。全球视角来看，发达经济体中美股领涨，在美联储降息、AI热潮的推动下，弹性较高的科技板块表现突出。纳指与标普多次在年内创下历史新高。欧洲市场表现较为分化，德国DAX指数领涨，英国富时100涨幅温和，法国CAC40微跌约2.5%。新兴市场主要指数涨跌不一，印度Sensex30表现良好，阿根廷梅瓦尔指数涨幅超170%，成为海外表现最佳的权益市场之一，而韩国、巴西、俄罗斯股市全年震荡下行。
- 回顾2024年主要国家的国债收益率走势，反映了各自经济背景和货币政策的差异。美债收益率全年震荡上行，受经济韧性强劲、通胀压力持续以及美联储政策调整的推动，市场对长期通胀的担忧推高了收益率水平。日本的收益率温和上升，整体水平较低，受通胀和加息因素，推动收益率略微抬升。德国收益率波动较为平稳，在欧央行结束加息周期和欧元区通胀缓解的背景下，市场对未来经济和政策路径的预期保持谨慎。

图：2024年全球主要股市表现



资料来源：iFind、国元证券研究所；数据截止至2024年12月27日

图：2024年美、日、德10年期国债收益率走势

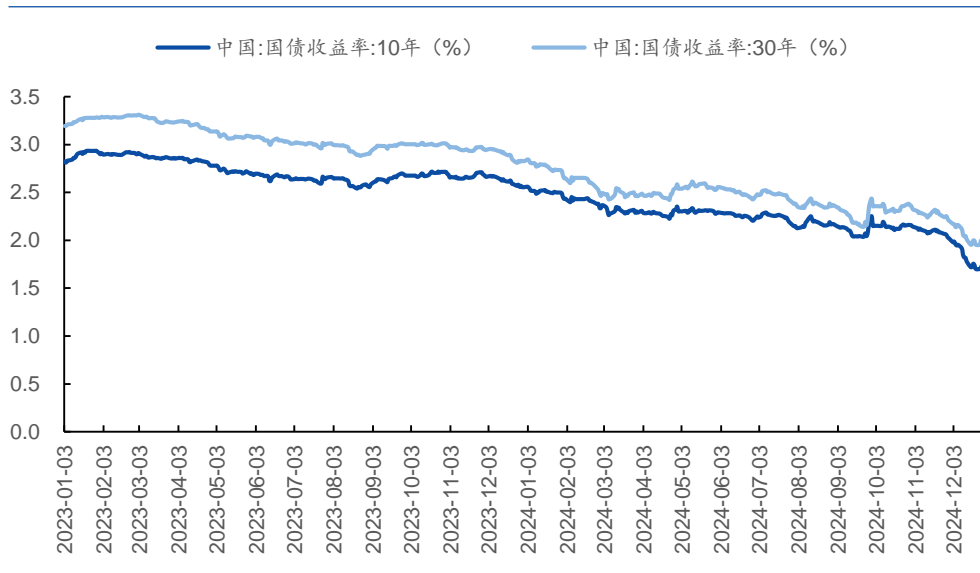


资料来源：iFind、国元证券研究所；数据截止至2024年12月27日

1.3 2024年债市表现：国内债市走牛，美债收益率高位震荡

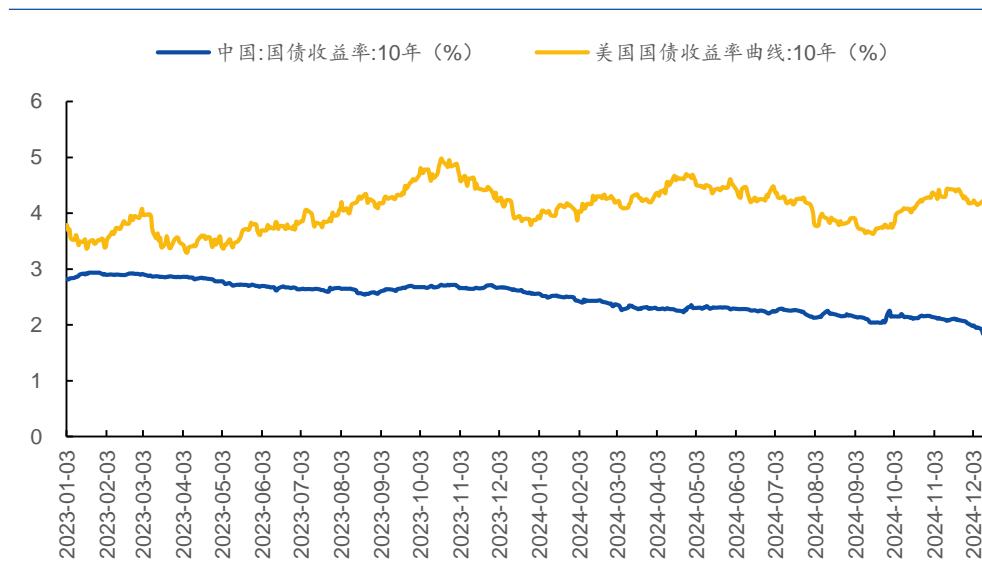
- 债市震荡走牛，长端利率进入“1字头”。2024年国内利率震荡下行，十年期国债收益率从年初的2.6%一路跌破2%关口，下降超87bp，30年期国债收益率由2.8%下降至1.95%，债市走牛。2024年国内经济基本面整体偏弱，央行货币政策较为宽松，加上资产荒背景下，机构配置需求强劲，推动国债收益率不断走低。尽管在一系列政策刺激、央行强监管操作下，收益率中途有过短暂回升，但仍不改下行趋势。
- 美债收益率全年高位震荡，中美利差扩大。2024年美国保持较强韧性，美联储9月底才开启降息周期，特朗普上台后美国降息不确定性上升，美债收益率随之上行，中美利差大幅扩大，汇率压力增加。

图：长端利率进入“1字头”



资料来源：iFind、国元证券研究所
注：数据截至2024.12.27

图：中美利差大幅扩大



资料来源：iFind、国元证券研究所
注：数据截至2024.12.27

1.4 2024年A股表现：市场触底反弹，政策催化下赚钱效应上升

➤ 2024年A股触底反弹，全年震荡上行，924新政后市场放量上涨。春节前上证指数在跌破3000点后，经过两次探底，最低点到2635.09，之后随着流动性改善，以及新“国九条”、稳地产等政策陆续出台，市场迎来近3个月的反弹，上证指数重回3000点之上。然而市场整体情绪仍偏谨慎，受经济基本面数据等扰动因素影响，上涨趋势难以为继，进入震荡下行。直到国庆前，在924政策组合拳的推动下，市场快速放量上涨，赚钱效应恢复，资金活跃度提升。国庆假期后，虽然市场开始震荡调整，但是市场仍保持活跃态势，日成交额仍保持在万亿以上。

图：2024年以来上证指数走势



1.5 2024年重要政策回顾：9月以来政策基调发生转变

- 9月24日一揽子增量政策释放强化逆周期的信号后，9月26日政治局会议进一步定调政策积极发力，把财政排在经济部署的首位，重点强调逆周期调节和特别国债及专项债；并且强调要降低存款准备金率，实施有力度的降息，释放货币政策更加宽松的信号；明确要求“促进房地产止跌回稳”，控量稳价。
- 中央经济工作会议从风格来看延续了三季度末以来积极定调，政策实施与预期管理协同推进；会议对25年的宏观政策整体取向定调，要实施“更加积极有为的宏观政策”，要实施更加积极的财政政策，包括提高财政赤字率、增加发行超长期特别国债、地方政府专项债券发行使用；要实施适度宽松的货币政策、适时降准降息。
- 将大力提振消费、提高投资效益和全方位扩大国内需求置于25年重点任务首位。

表：历年经济工作会议来分析研究次年工作的政策基调表述

年份	财政政策	货币政策
2005	稳健的财政政策	稳健的货币政策
2006	稳健的财政政策	稳健的货币政策
2007	稳健的财政政策	从紧的货币政策
2008	积极的财政政策	适度宽松的货币政策
2009	积极的财政政策	适度宽松的货币政策
2010	积极的财政政策	稳健的货币政策
2011	积极的财政政策	稳健的货币政策
2012	积极的财政政策	稳健的货币政策
2013	积极的财政政策	稳健的货币政策
2014	积极的财政政策要加力提效	稳健的货币政策要更加注重松紧适度
2015	积极的财政政策要加大力度	稳健的货币政策要灵活适度
2016	积极的财政政策	货币政策要保持稳健中性
2017	积极的财政政策	稳健的货币政策要保持中性
2018	积极的财政政策要加力提效	稳健的货币政策松紧适度
2019	积极的财政政策要大力提质增效	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕
2020	积极的财政政策提质增效、更可持续	稳健的货币政策灵活精准、合理适度
2021	积极的财政政策提升效能	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕
2022	积极的财政政策要加力提效	稳健的货币政策要精准有力
2023	积极的财政政策适度加力、提质增效	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效
2024	更加积极的财政政策	适度宽松的货币政策

表：近十年经济工作会议首要关注事项

年份	首要关注事项
2015	积极稳妥化解产能过剩
2016	深入推进“三去一降一补”
2017	深化供给侧结构性改革
2018	推动制造业高质量发展
2019	坚定不移贯彻新发展理念
2020	强化国家战略科技力量
2021	宏观政策要稳健有效
2022	着力扩大国内需求。要把恢复和扩大消费摆在优先位置
2023	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效
2024	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求

资料来源：Wind、中国政府网、人民日报、新华网、共产党员网、国元证券研究所

资料来源：Wind、人民日报、新华网、人民政府网、共产党员网、凤凰财经、中华人民共和国史网、中国人民银行、央视网、国元证券研究所

1.5 2024年重要政策回顾：9月以来政策基调发生转变

表：2023年VS2024年经济工作会议表述对比

	2024年中央经济工作会议	2023年中央经济工作会议
总体形势判断	当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，同时必须看到我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，我们要正视困难，坚定信心，努力把各方面积极因素转化为发展实绩。	1) 进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。 2) 综合起来看，我国发展面临的有利条件强于不利因素，经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变，要增强信心和底气。
次年经济政策原则	1) 坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全。 2) 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，保持社会和谐稳定。 3) 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。 4) 明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，充实完善政策工具箱，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。	1) 明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向好的基础。 2) 要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。
财政政策	要实施更加积极的财政政策： 1) 提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。 2) 加大财政支出强度，加强重点领域保障。 具体来看： 第一，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。 第二，增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。 第三，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。	积极的财政政策要适度加力、提质增效 1) 要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果； 2) 优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障； 3) 合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围； 4) 落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展； 5) 严格转移支付资金监管，严肃财经纪律。 6) 增强财政可持续性，兜牢基层“三保”底线。严控一般性支出。党政机关要习惯过紧日子。
货币政策	要实施适度宽松的货币政策： 1) 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。 2) 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效： 1) 保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配； 2) 发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
次年重点工作	一是大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求 二是以科技创新引领新质生产力发展 三是发挥经济体制改革牵引作用 四是扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资 五是有效防范化解重点领域风险 六是统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展 七是加大区域战略实施力度，增强区域发展活力 八是协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型 九是加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感	一是以科技创新引领现代化产业体系建设。 二是着力扩大国内需求。 三是深化重点领域改革。 四是扩大高水平对外开放。 五是持续有效防范化解重点领域风险。 六是坚持不懈抓好“三农”工作。 七是推动城乡融合、区域协调发展。 八是深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。 九是切实保障和改善民生。
其他工作重点	五个必须统筹好： 第一，必须统筹好有效市场和有为政府的关系，形成既放得活又管得住的经济秩序； 第二，必须统筹好总供给和总需求的关系，畅通国民经济循环； 第三，必须统筹好培育新动能和更新旧动能的关系，因地制宜发展新质生产力； 第四，必须统筹好做优增量和盘活存量的关系，全面提高资源配置效率 第五，必须统筹好提升质量和做大总量的关系，夯实中国式现代化的物质基础。	

2

政策定调积极有
为，市场慢牛行情
可期

2.1 资本市场改革起东风，新“国九条”促高质量发展

- 4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称“新‘国九条’”），系资本市场的关键指导纲领性文件，这是继2004年、2014年两个“国九条”之后，又时隔10年，国务院再次出台的资本市场指导性文件。新“国九条”分阶段提出了未来5年、2035年和本世纪中叶的资本市场发展目标，从投资者保护、上市公司质量、行业机构发展、监管能力和治理体系建设等方面勾画了发展蓝图。

表：三次“国九条”对比

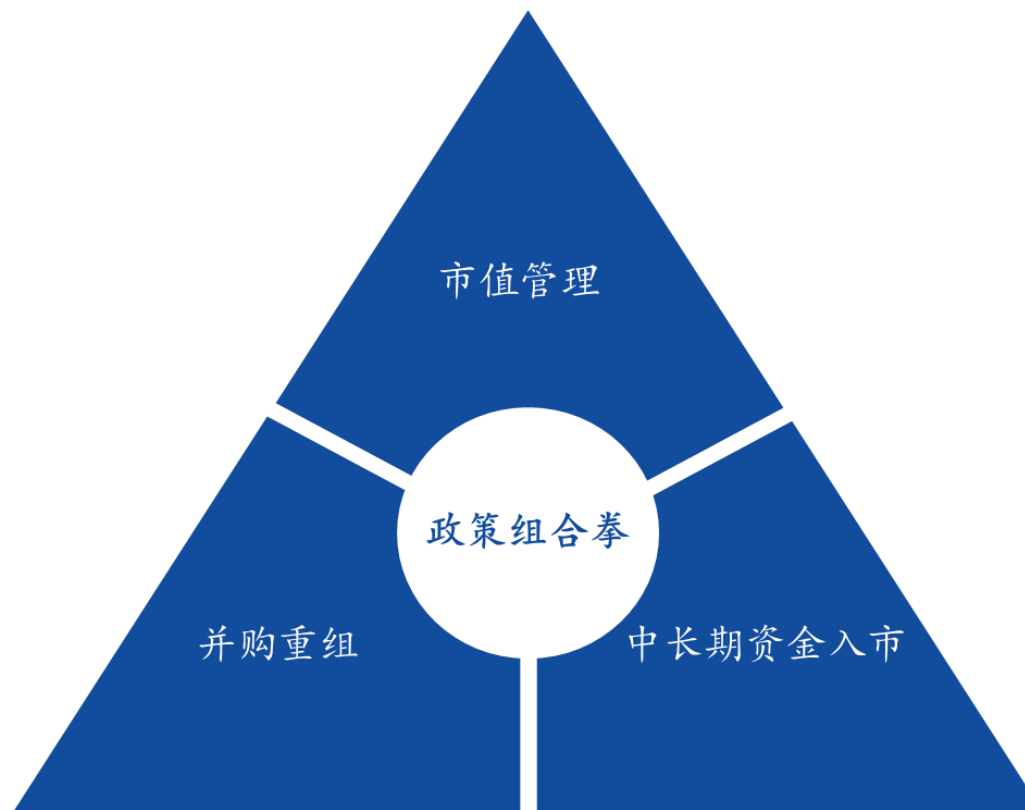
2024年	2014年	2004年
《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》
一、总体要求：坚守资本市场工作的政治性、人民性，以强监管、防风险、促高质量发展为主线。分阶段提出了未来5年、2035年和本世纪中叶资本市场发展目标。	一、总体要求：到2020年，基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系。	一、充分认识大力发展资本市场的重要意义。
二、严把发行上市准入关。	二、发展多层次股票市场。	二、推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务。
三、严格上市公司持续监管。	三、规范发展债券市场。	三、进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展。
四、加大退市监管力度。	四、培育私募市场。	四、健全资本市场体系，丰富证券投资品种。
五、加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强。	五、推进期货市场建设。	五、进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作。
六、加强交易监管，增强资本市场内在稳定性。	六、提高证券期货服务业竞争力。	六、促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平。
七、大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量。	七、扩大资本市场开放。便利境内外主体跨境投融资：逐步提高证券期货行业对外开放水平；加强跨境监管合作。	七、加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平。
八、进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展。	八、防范和化解金融风险。	八、加强协调配合，防范和化解市场风险。
九、推动形成促进资本市场高质量发展的合力。	九、营造资本市场良好发展环境。	九、认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放。

资料来源：中国政府网、国元证券研究所

2.1 资本市场改革起东风，一揽子政策组合拳推出

- 新“国九条”发布之后，证监会又陆续发布了一系列政策，政策主要涉及市值管理、并购重组、引导长期资金入市等方面的具体措施，资本市场基础制度建设加快完善。

图：一揽子政策组合拳



2.1 资本市场改革起东风，一揽子政策组合拳推出

表：一揽子政策组合拳

时间	政策	具体内容
2024年11月15日	《上市公司监管指引第10号—市值管理》	上市公司应当聚焦主业，提升经营效率和盈利能力，同时可以结合自身情况，综合运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量。明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关主体责任义务。对主要指数成份股公司和长期破净公司作出专门要求。
2024年10月18日	《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》	设立股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。其中提到，鼓励中央企业发挥带头作用。
2024年9月26日	《关于推动中长期资金入市的指导意见》	1) 是建设培育鼓励长期投资的资本市场生态，提高上市公司质量，鼓励具备条件的上市公司回购增持，打击资本市场各类违法行为，持续塑造健康的市场生态。2) 大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展，引导基金公司从规模导向向投资者回报导向转变，努力为投资者创造长期稳定收益，丰富公募基金可投资产类别，建立ETF指数基金快速审批通道，持续提高权益类基金规模和占比。3) 着力完善各类中长期资金入市配套政策制度，建立健全商业保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制，推动树立长期业绩导向。
2024年9月24日	创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展	创设证券、基金、保险公司互换便利，允许这些机构以债券、股票ETF、沪深300成份股为抵押，从央行调入高流动性资产，增强资金获取和股票增持能力，首期规模5000亿元。创设股票回购和增持专项再贷款，支持商业银行向上市公司及主要股东提供贷款，促进股票回购和增持。央行提供1.75%的再贷款利率，商业银行以2.25%利率放贷，首期规模3000亿元。
2024年9月24日	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”）	1) 支持上市公司向新质生产力方向转型升级。证监会将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组。 2) 鼓励上市公司加强产业整合。资本市场在支持新兴行业发展的同时，将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。 3) 进一步提高监管包容度。顺应产业发展规律，适当提高对并购重组形成的同业竞争和关联交易的包容度。 4) 提升重组市场交易效率。支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资。同时，建立重组简易程序审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。 5) 提升中介机构服务水平。将引导证券公司等机构提高服务能力，充分发挥交易撮合和专业服务作用，助力上市公司实施高质量并购重组。 6) 依法加强监管。引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务，打击各类违法违规行，切实维护重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。
2024年9月24日	《上市公司监管指引第10号—市值管理(征求意见稿)》	1) 要求上市公司以提高上市公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值提升。 2) 明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关方的责任，并对主要指数成份股公司披露市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。 3) 明确禁止上市公司以市值管理为名实施违法违规行为。 更大力度支持并购重组：1) 支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应。
2024年6月19日	《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（“科创板八条”）	2) 适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性，支持科创板上市公司着眼于增强持续经营能力，收购优质未盈利“硬科技”企业。 3) 丰富支付工具，鼓励综合运用股份、现金、定向可转债等方式实施并购重组，开展股份对价分期支付研究。 4) 支持科创板上市公司聚焦做优做强主业开展吸收合并。 5) 鼓励证券公司积极开展并购重组业务，提升专业服务能力。

资料来源：中国政府网、证监会、国元证券研究所

2.2 结构性行情为主，行业轮动显著

- 回看2024年的中信一级行业表现，银行、非银、通信、家电和商贸零售等涨幅较大；而消费者服务、食品饮料、农林牧渔、医药以及综合行业则跌幅较大。分季度来看，前两个季度领涨的行业主要是银行、煤炭、石油石化、电力及公共事业等偏防御板块，而后两个季度市场风险偏好明显上升，非银、综合金融、商贸零售、电子、传媒、计算机等行业涨幅较大。整体市场依旧以结构性行情为主，各行业轮动显著。

表：2024年中信一级行业表现 (%)

中信一级行业	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024年
银行	10.77	7.63	13.28	10.60	42.72
非银行金融	-3.33	-4.69	43.81	14.42	37.54
通信	4.72	-0.14	14.72	24.14	34.22
家电	10.78	0.01	19.94	7.15	33.21
商贸零售	-6.25	-16.23	25.90	35.27	23.06
综合金融	-7.61	-10.50	42.62	17.39	22.94
电子	-10.19	0.68	14.67	33.70	22.87
汽车	0.38	-3.62	16.94	17.30	21.82
交通运输	2.90	2.71	12.40	8.03	19.89
电力及公用事业	4.47	5.22	5.94	5.89	15.47
计算机	-8.79	-14.05	24.92	33.75	15.29
建筑	-0.56	-4.92	11.68	16.91	13.54
国防军工	-7.68	-3.26	15.63	21.14	12.85
石油石化	12.05	-0.62	2.45	4.27	10.69
有色金属	9.46	-3.37	11.43	0.70	10.28
电力设备及新能源	-2.34	-10.00	23.71	12.40	9.82
传媒	-2.05	-19.80	23.94	23.67	8.34
煤炭	10.23	2.33	4.55	-3.47	7.31
机械	-4.00	-7.62	12.76	17.74	6.29
钢铁	-0.17	-7.86	13.42	9.92	5.10
房地产	-9.44	-11.51	36.78	3.86	4.16
纺织服装	-6.63	-9.57	11.30	15.80	0.37
建材	-5.51	-7.88	13.87	9.62	-0.19
基础化工	-7.90	-5.94	14.01	10.53	-0.81
轻工制造	-6.34	-13.78	15.48	15.28	-1.17
消费者服务	-4.41	-20.38	26.48	10.16	-4.33
食品饮料	-1.05	-12.76	19.29	0.47	-4.46
农林牧渔	-5.66	-7.50	9.39	6.45	-6.89
医药	-11.85	-9.26	18.14	4.97	-10.75
综合	-15.71	-25.43	23.93	17.76	-15.92

资料来源：iFind、国元证券研究所

注：数据截至2024.12.27

2.2 大盘价值切换为小盘成长，全年风格趋于均衡

- 2024年市场风格相较于2023年有明显的变化，如果用国证成长指数、国证价值指数代表市场的成长价值风格，巨潮大盘、巨潮小盘指数代表市场的大小盘风格，可以看到2024年1-8月市场风格由小盘切换至大盘，小盘股年初先是遭遇流动性危机，随后出台的新“国九条”对于退市的严格执行，让市场对小微盘股的担忧情绪持续上升，小盘股经历多次大幅下跌。5月下旬至8月底，市场震荡回调行情下，大小盘股剧烈分化，小盘股跌幅也明显大于大盘股。与此同时，在存量市场博弈的情况下，保险、养老、社保为代表的低风险偏好长期资金成为市场的主导力量，市场价值风格得以延续，偏价值的红利策略和高股息板块持续受到市场关注。2024年9月以来，随着一系列政策组合拳的出台，市场情绪明显回升，赚钱效应凸显，资金交易活跃，小盘、成长风格弹性更大，市场风格有所切换。展望25年，我们预计伴随着政策实施落地，基本面逐渐改善，在流动性宽松的环境下，把握由均衡向成长切换的节奏可能是提升赚钱效应的一个关键点。

图：2011年以来市场风格变化



资料来源：Choice、国元证券研究所
注：数据截至2024.12.27

2.3 A股投融资改革显成效，市场供需情况改善

- **2024年A股市场投融资环境明显改善。**23年监管针对投融资不平衡的问题，陆续出台相关政策，完善二级市场的逆周期调节机制，如“阶段性收紧IPO”、“审慎再融资”、“规范减持行为”等。目前来看，投融资动态调节机制效果明显，IPO、再融资和减持规模有明显改善。随着政策对企业分红和回购的鼓励、支持和引导，以及上市公司质量逐年提升，A股上市公司的盈利能力和回馈市场意愿同步加强，能够真金白银回馈给投资者，A股长期投资价值凸显。

表：2024年A股市场投融资环境明显改善（单位：亿元）

年份	总市值	IPO	再融资			减持	企业回馈		汇总：企业净资金流入
		IPO	增发	配股	可转债	大股东净增持	分红	回购	
2019	473,153.4	2,532.5	6,856.3	168.1	2,702.2	3,145.0	10,112.7	1,008.2	-4,283.2
2020	634,858.8	4,805.5	8,367.2	626.7	2,781.3	5,864.0	11,425.1	677.1	-10,342.5
2021	743,857.8	5,426.4	9,358.7	345.3	2,828.5	4,135.4	13,164.7	1,208.2	-7,721.4
2022	658,889.2	5,868.9	7,243.5	633.8	2,200.7	1,842.7	16,230.7	1,020.2	-538.8
2023	673,648.3	3,565.4	6,263.1	132.0	1,423.0	1,195.5	17,017.6	913.3	5,352.0
2024	790,473.3	668.1	1,722.2	--	383.7	-582.4	19,327.1	1,657.4	18,793.0

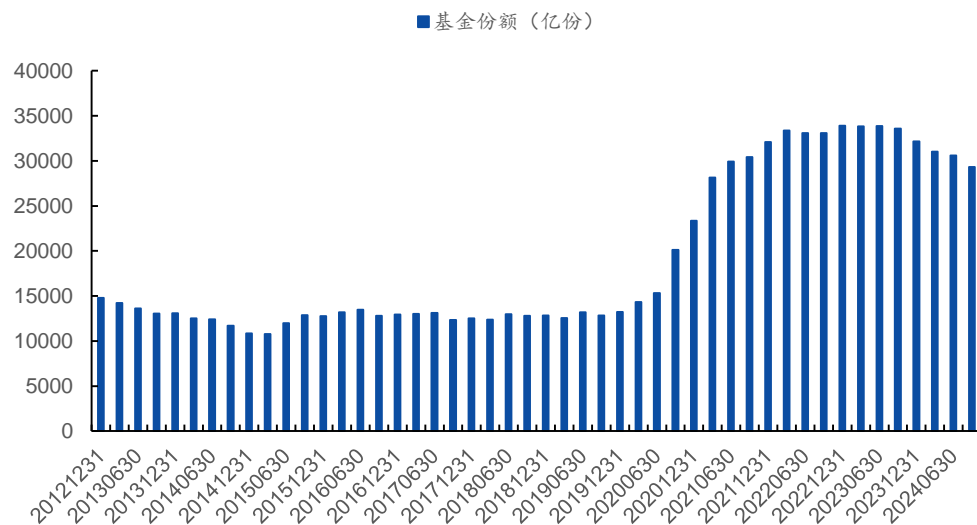
资料来源：iFind、Wind、国元证券研究所

注：数据截至2024.12.27

2.3 冰火两重天，被动投资势不可挡，主动股基遭遇赎回潮

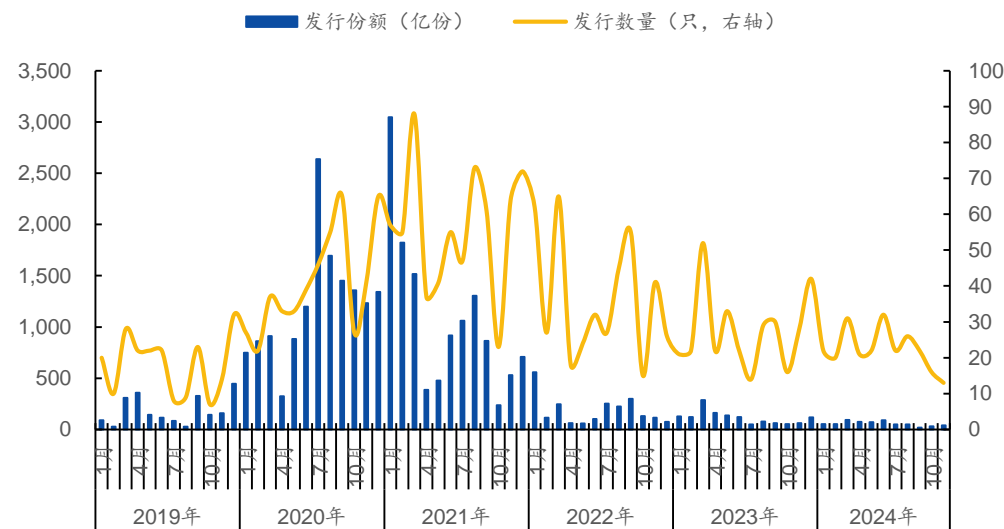
- 与被动股票ETF的火热相反，主动股基存量基金赎回压力大，新发基金遇冷。主动权益基金从2023年3季度开始就不断有份额赎回，进入2024年以来赎回压力一直存在，截至9月底，主动权益基金年内已被净赎回超2800亿份。2022年以来主动权益基金始终发行冷清，24年基金发行情况更是达到历史冰点，平均每月发行份额不到60亿份，单只基金平均发行份额不到2.6亿份。

图：主动权益基金份额变化



资料来源：Wind、国元证券研究所

图：主动权益基金每月发行情况

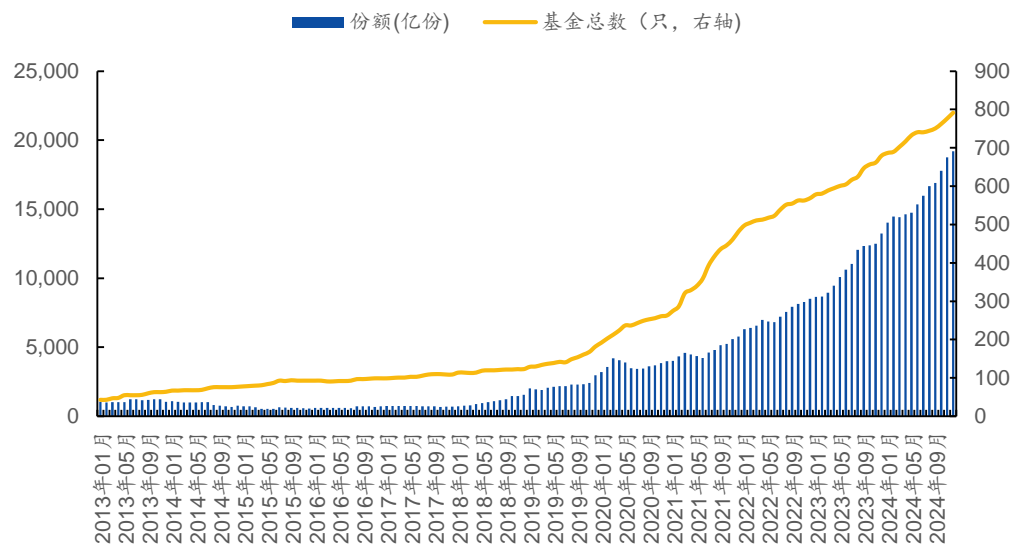


资料来源：iFind、国元证券研究所
注：数据截至2024.12.22

2.3 冰火两重天，被动投资势不可挡，主动股基遭遇赎回潮

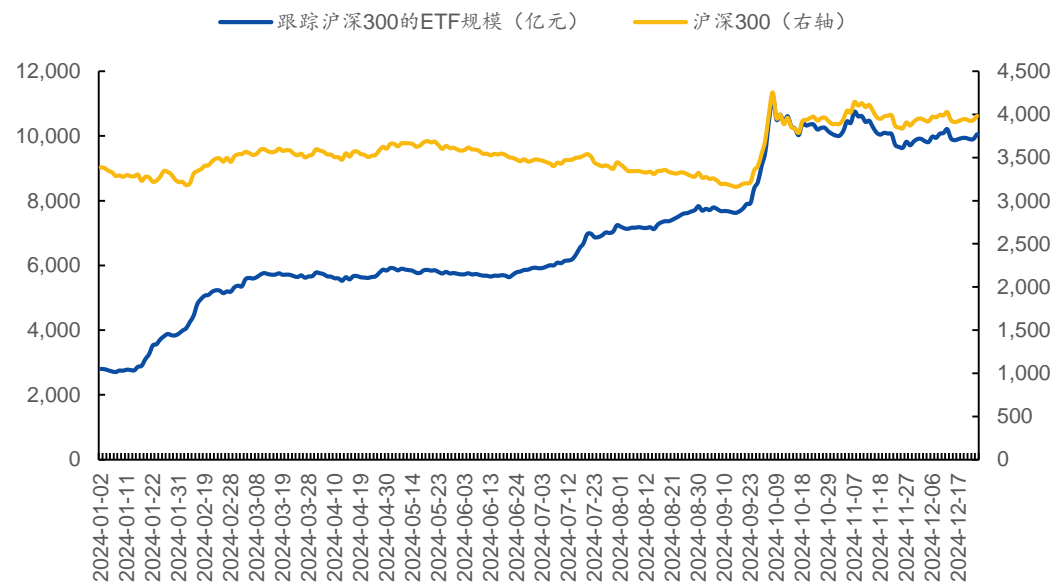
- ETF规模持续扩张，被动投资势不可挡。2022年以来公募权益产品由主动转被动的趋势持续，被动股票型ETF规模持续增长，股票型ETF总份额已接近2万亿份，对应资产净值为2.9万亿元，占全部A股自由流通市值的比例为3.7%。结构上跟踪主要宽基指数的ETF持续净申购，尤其是沪深300ETF成为机构投资者申购的主力军。2023年8月以来ETF成为A股主力增量资金，作为中央汇金等重磅机构资金入市的工具，在市场大幅下行阶段逆势净买入以维护市场稳定，跟踪沪深300指数的ETF总规模24年扩张尤为明显。

图：被动股票型ETF份额变化



资料来源：Choice、国元证券研究所
注：数据截至2024.12.26

图：2024年跟踪沪深300的ETF规模变化

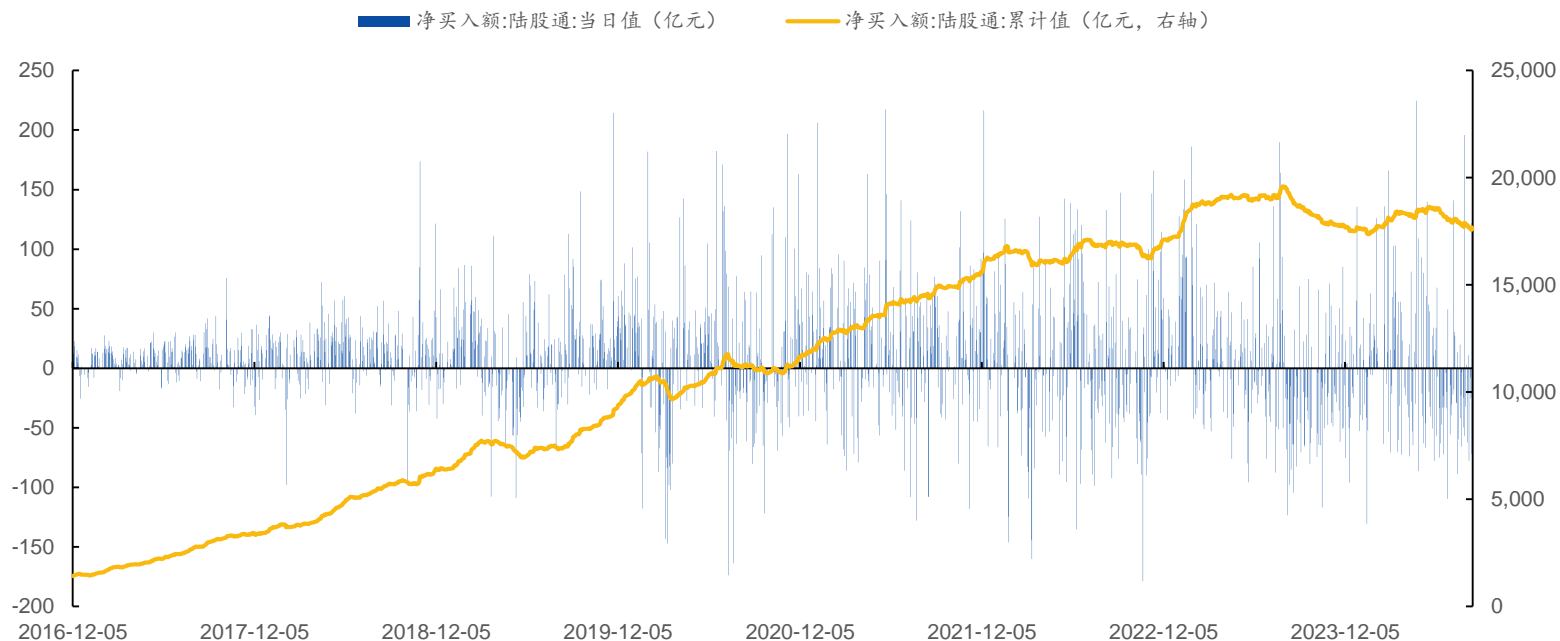


资料来源：iFind、国元证券研究所
注：数据截至2024.12.24

2.3 外资投资中国信心有望恢复

- 北向资金净流出，924后外资投资信心提升。受地缘政治风险、汇率贬值压力、美国加息周期以及国内基本面预期偏弱等因素影响，2023年8月以来北向资金持续净流出，截至北向资金数据停止发布，2024年1-8月北向资金呈现出净流出态势。924新政后，外资机构对于投资中国的信心有所增加，不少机构表示尽管面临挑战，中国市场仍有巨大的潜力，对中国的长期投资前景持乐观态度。

图：2024年1-8月北向资金先流入再流出

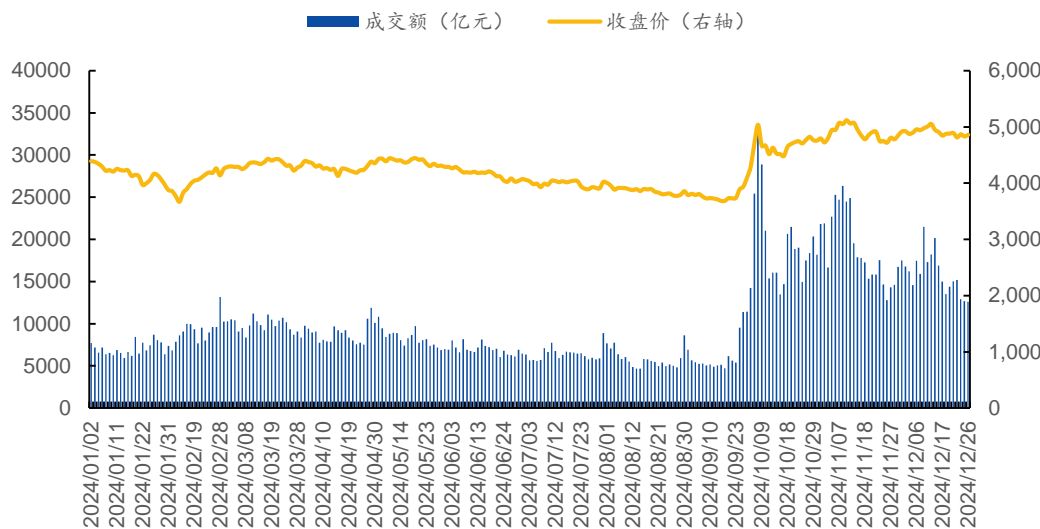


资料来源：iFind、国元证券研究所
注：数据截至2024.08.16

2.3 924后市场活跃度明显提升，杠杆资金主导市场风格

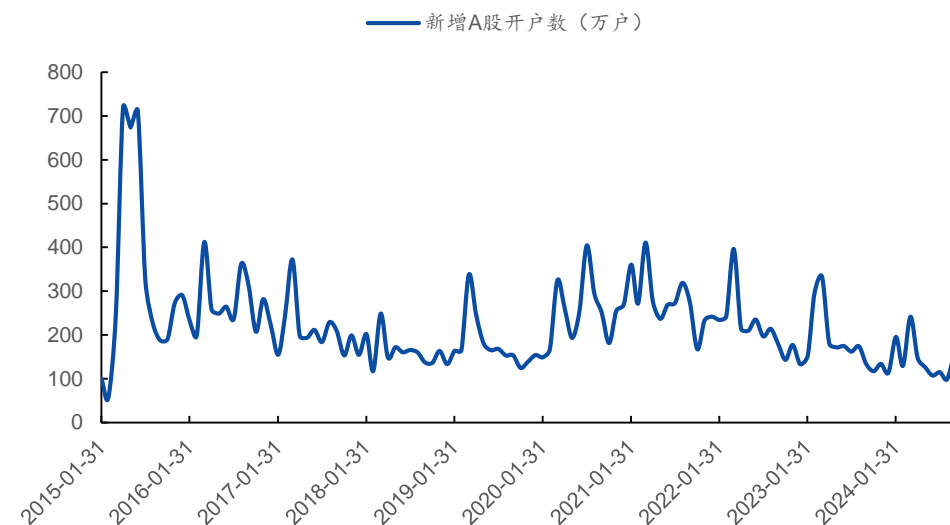
- 924新政后市场大幅上涨，交易活跃度也明显提升。9月末以来最高单日成交额超过3万亿，平均日均成交额近2万亿。散户、游资、私募等活跃资金纷纷入场，10月份A股个人投资者新开户数达到684.68万户，创下2015年6月以来的新高。

图：2024年中证全指走势和成交额变化



资料来源：iFind、国元证券研究所
注：数据截至2024. 12. 26

图：2015年以来A股每月新增开户数

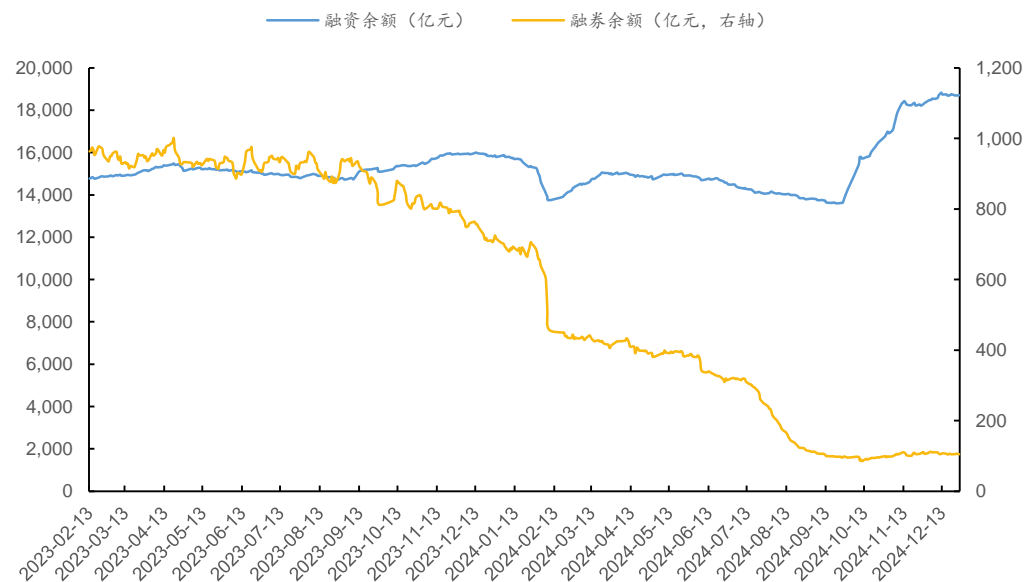


资料来源：Choice、国元证券研究所
注：数据截至2024. 11. 30

2.3 924后市场活跃度明显提升，杠杆资金主导市场风格

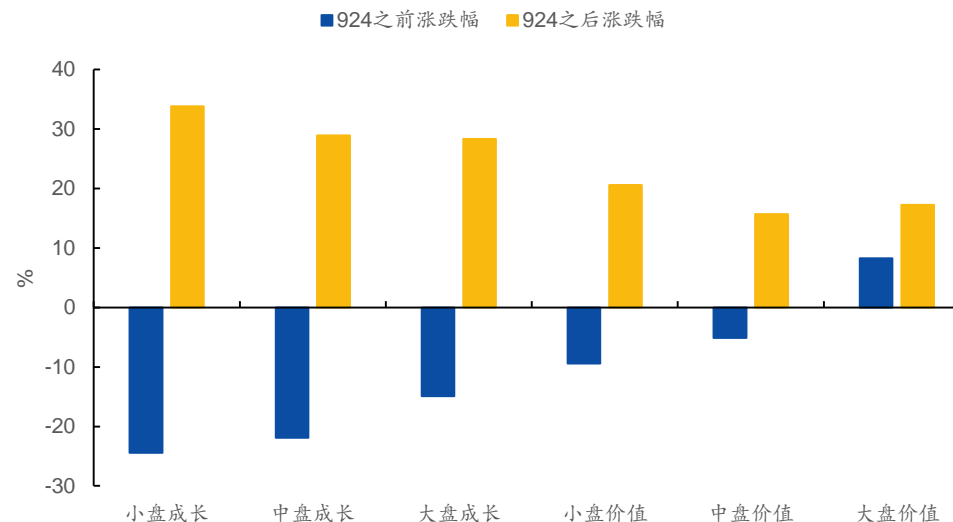
- 融资余额快速攀升，市场风格发生转变。924行情以来，A股融资余额一路攀升，从9月24日的1.36万亿元快速增长至目前的1.87万亿元，上涨37%。超过2021年融资高点1.76万亿元，仅次于2015年高峰期，创逾9年新高。融资资金的投机性更强，风险偏好更高，因此更加偏好成长性高的板块，924之后市场风格发生较大反转，小盘、成长风格表现更好。

图：A股两融余额变化



资料来源：iFind、国元证券研究所
注：数据截至2024.12.26

图：924前后市场风格发生改变

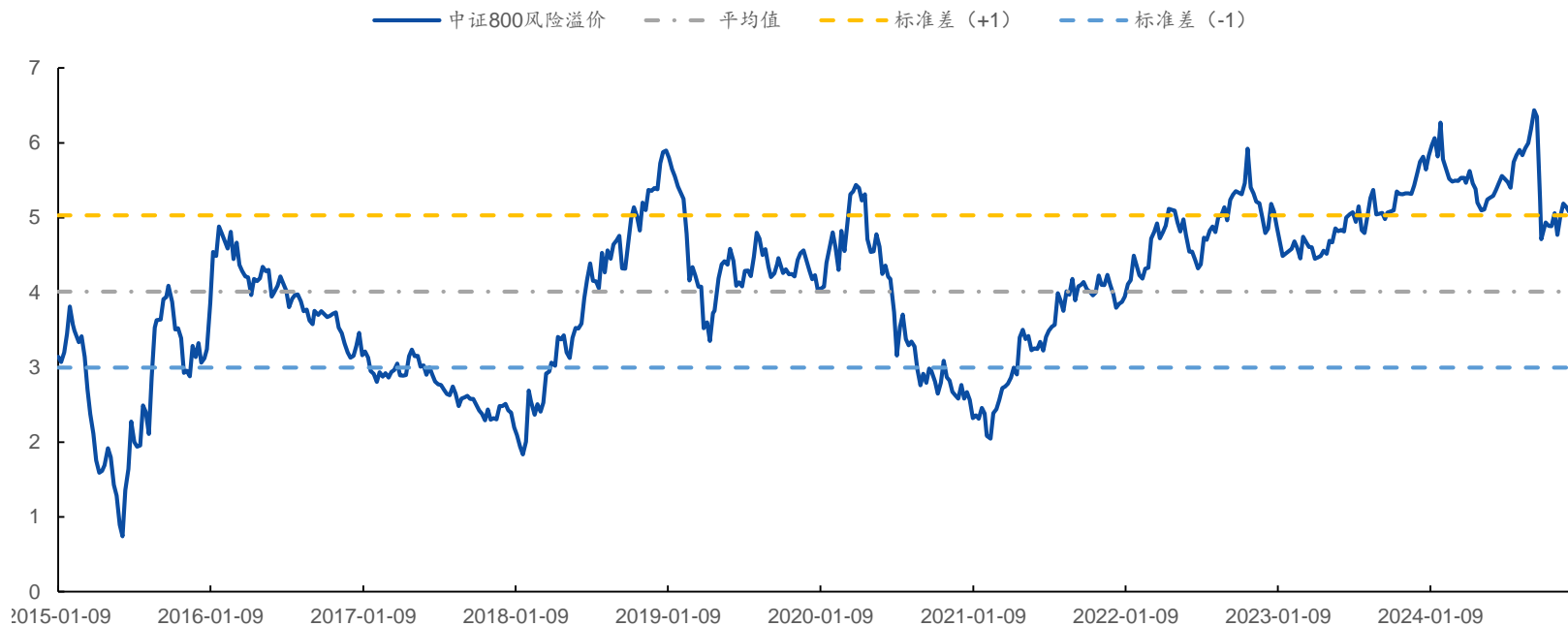


资料来源：iFind、国元证券研究所
注：数据截至2024.12.26

2.4 市场仍有上升空间，A股配置性价比较高

- 股债ERP显示股票配置性价比仍在。股权风险溢价（股债ERP = 1/权益市盈率 - 十年期国债收益率），常用来表示衡量股票和债券市场的性价比，值越高表示股票潜在收益高于债券；尽管924之后股债性价比有所回落，但当前中证800股权风险溢价仍处于历史高位，高于平均值+1倍标准差。

图：中证800的风险溢价水平

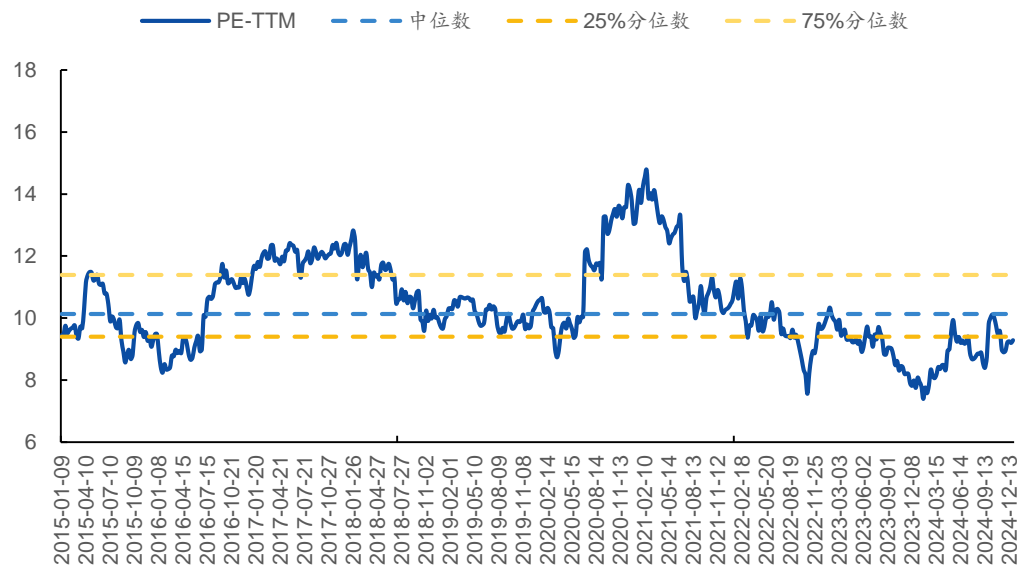


资料来源：Choice、国元证券研究所
注：数据截至2024.12.27

2.4 港股估值性价比高，美元流动性压制港股估值提升

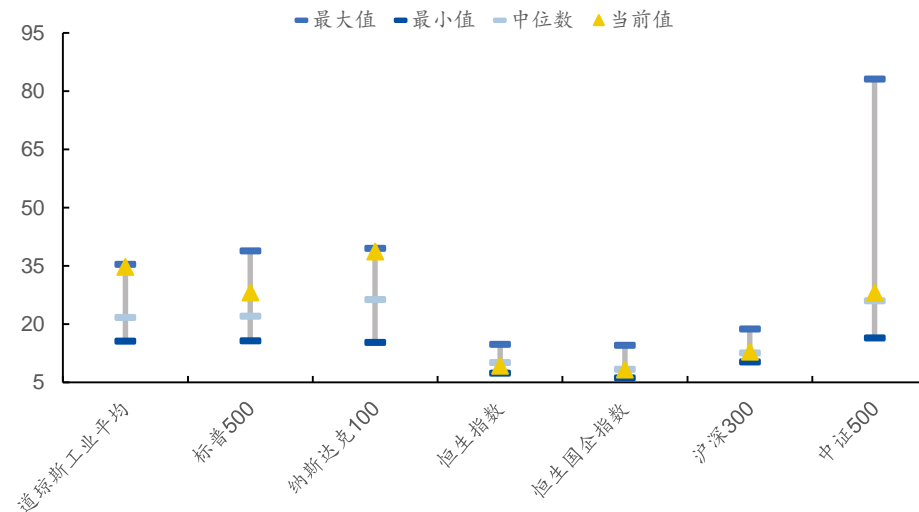
- 港股投资性价比凸显，但是由于美联储未来降息不确定性上升，受美元流动性影响较大的港股可能维持震荡走势。与A股、美股相比，当下港股市场各类指数整体估值水平要更低，投资性价比逐步凸显。截止2024年12月27日，恒生指数的PE（TTM）为9.67，恒生中国企业指数的PE(TTM)为8.69，明显低于沪深300（13.07）和中证500（28.47），同时也显著低于纳斯达克100与标普500等美股指数。港股估值与整体A股、美股市场各类宽基指数相比，均处于较低水平，具备较大的上涨空间。但是港股受到美元流动性影响较大，美联储的鹰派降息导致美债利率与美元指数快速攀升，港股的估值会受到压制。

图：恒生指数的估值水平



资料来源：Choice、国元证券研究所
注：数据截至2024.12.27

图：主要A股、港股和美股的估值水平

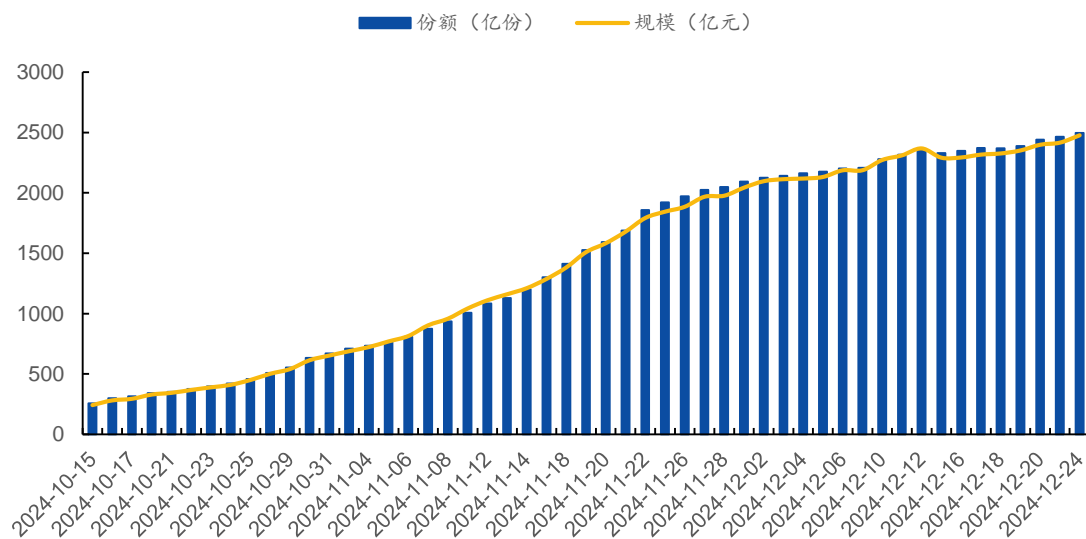


资料来源：Choice、国元证券研究所
注：数据截至2024.12.27

2.4 A股核心资产迎来资产负债表修复和预期重构

- 随着新“国九条”的实施，市场将更加注重公司质量，市值管理监管指引也对指数成分股的市值提升提出了特别关注，以沪深300指数、中证A500为代表的优质核心资产将更受市场青睐。
- 12月12日证监会优化个人养老金产品供给，将首批85只权益类指数基金纳入个人养老金投资产品目录。这些指数基金主要跟踪的指数也多是代表A股核心资产的宽基指数和部分红利策略类指数。
- 与此同时，货币政策和财政政策也双双发力，共同巩固实体经济向好发展的基础。适度宽松的货币政策和更加积极的财政政策将为资本市场提供了强有力的支持，宏观政策取向一致，我国资本市场信心和流动性逐步恢复，A股核心资产正迎来资产负债表修复和预期重构。

图：中证A500ETF产品规模和份额变化



资料来源：iFind、国元证券研究所

注：数据截至2024.12.24

表：新纳入个人养老金产品名录的指数基金所跟踪指数分布情况

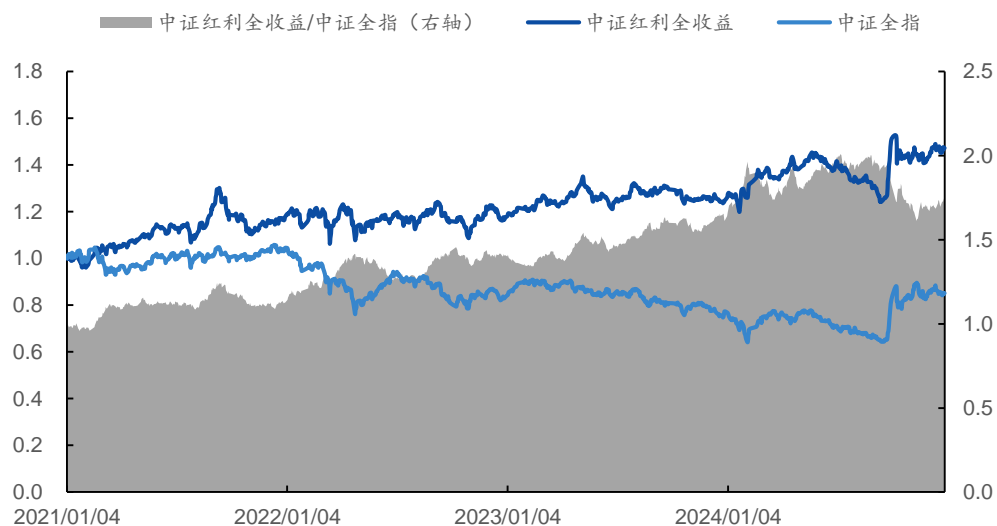
跟踪指数	跟踪产品数量	其中：ETF联接基金	其中：场外非联接基金
沪深300	20	7	13
中证A500	19	18	1
中证500	14	6	8
创业板指	6	6	0
科创50	4	4	0
科创创业50	4	4	0
创业板50	3	1	2
中证红利	3	1	2
上证50	3	2	1
中证A50	2	2	0
红利低波	2	1	1
300红利低波	1	1	0
深证100	1	1	0
中证800	1	0	1
中证A100	1	1	0
红利低波100	1	1	0
合计	85	56	29

资料来源：iFind、证监会、国元证券研究所

2.5 主线策略一：高股息资产“类债价值”凸显

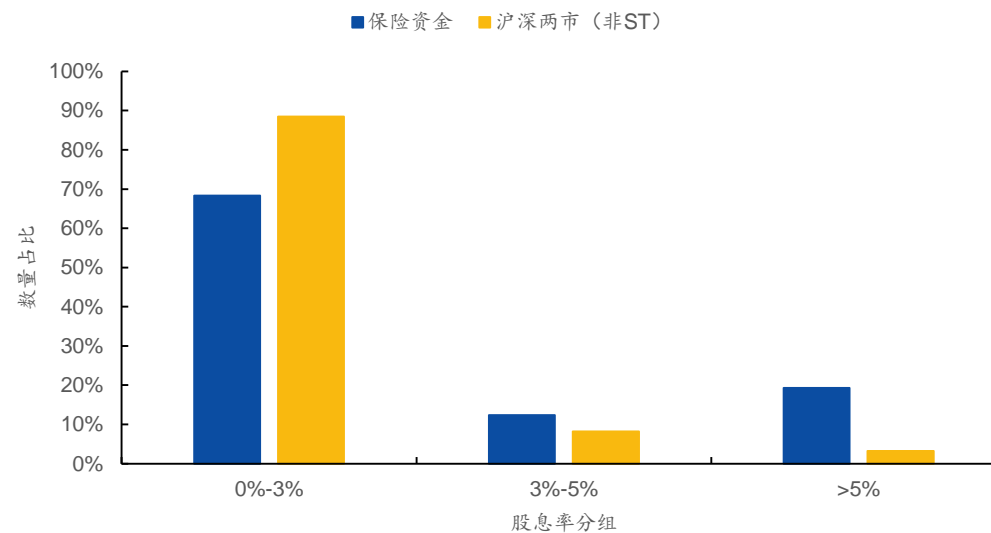
- 资产荒背景下，高股息资产“类债价值”凸显。2021年以来10年期国债收益率震荡中枢从3.2%下滑至2%以下，叠加2021年以来房地产和地方债务两大高票息固收资产的规模收缩，以及存款利率的下调，无风险利率有效回落，凸显了高股息资产的“类债价值”。
- 政策推动中长期资金入市，高股息增量资金空间较大。中长期资金通常需要稳定的投资回报，风险偏好不高，更偏向配置大市值、低估值、分红多的股票，价值蓝筹、高股息方向潜在的增量空间比较大。

图：2021年以来中证全收益指数与中证全指的市场表现



资料来源：iFind、国元证券研究所
注：数据截至2024.12.27

图：保险等长期资金更偏向持有高股息资产

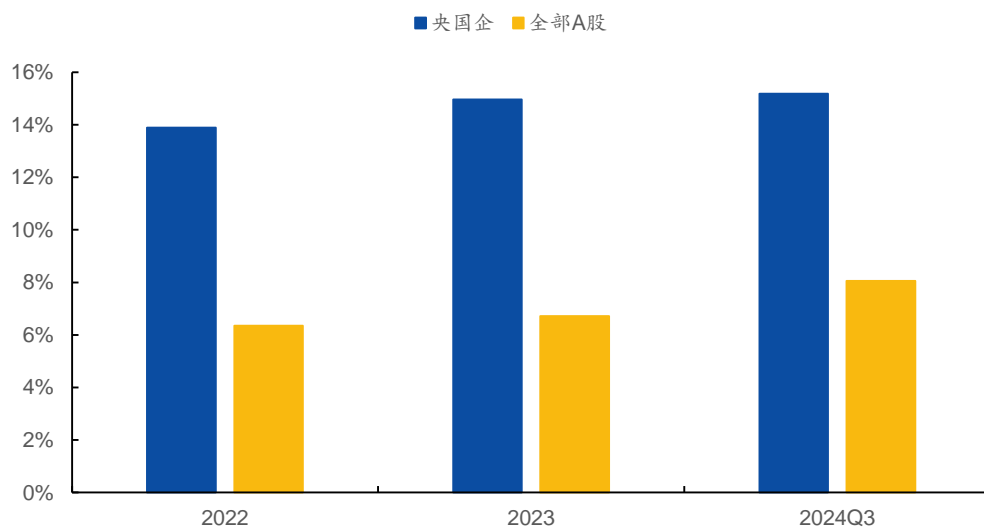


资料来源：iFind、国元证券研究所
注：股息率为23年度数据

2.5 主线策略一：关注高股息+央企

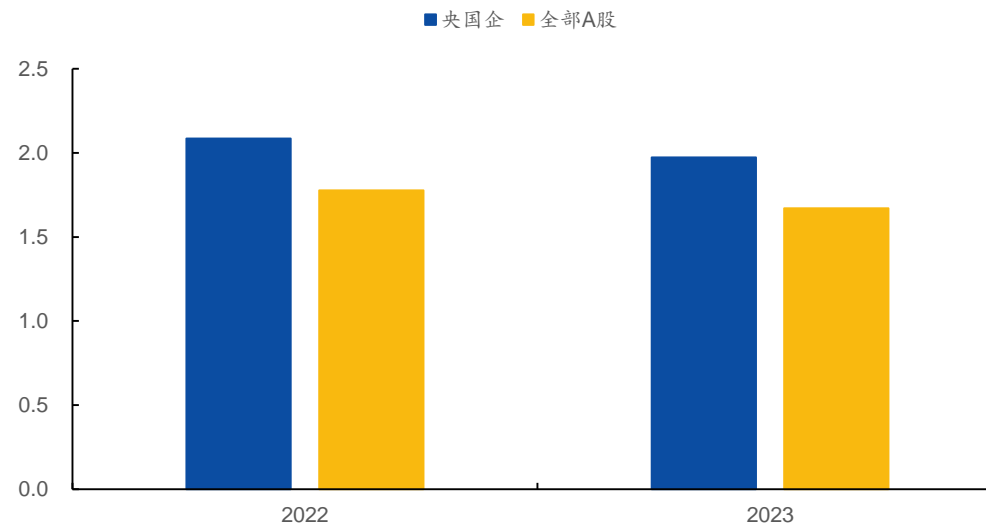
- 国企改革措施进一步深化，央企上市公司有望实现价值重估。国企改革着力于优化央企的资源配置，提升企业管理和经营效率，夯实企业的内在价值。央企上市公司已经逐渐成为并购重组市场的主力军，并购重组能够有效地帮助企业实现资源整合和产业升级。从估值来看，央企的估值普遍偏低，存在不少破净股，央企中破净股的占比在10%以上，明显要高于全部A股平均水平。而央企的股息率平均在2%左右，分红力度要大于全部A股平均。市值管理工作的深入开展，有助于实现央企上市公司价值的重新评估。

图：2022-2024年Q3 A股和上市央企破净企业比重



资料来源：iFind、国元证券研究所

图：2022-2023年A股和上市央企平均股息率 (%)

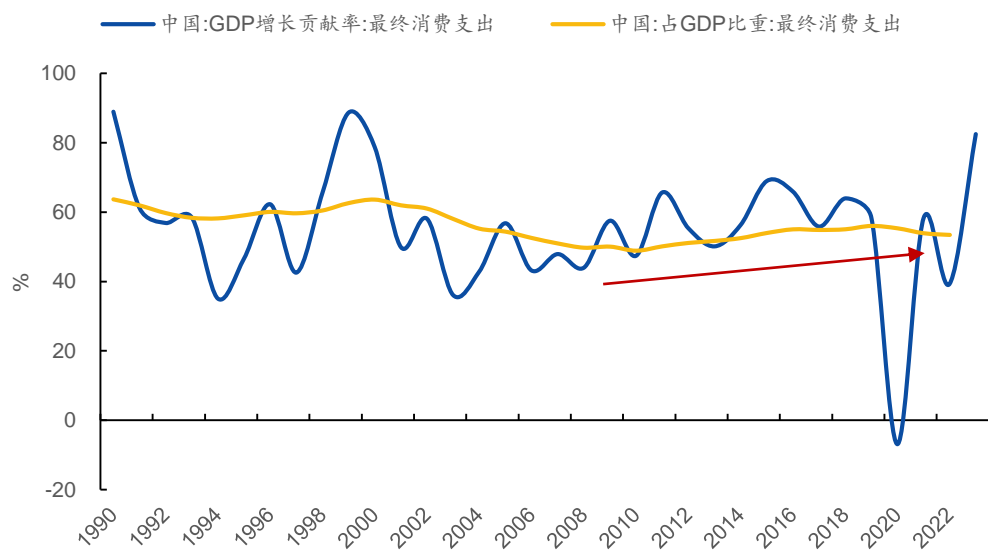


资料来源：iFind、国元证券研究所

2.5 主线策略二：“扩内需”下盈利修复弹性方向

- 我国经济的发展模式已从投资型向需求型转变，在外需环境不确定性增加的情况下，扩大内需重要性不言而喻。2023年我国固定资产投资增速仅为3%，远低于GDP增速，2023年社会消费品零售总额增长7.2%，这表明投资驱动模式的效用逐渐衰退，消费已成为拉动经济增长的主力军。
- “以旧换新”等内需政策成效显著，25年政策的支持力度有望继续扩大。2024年9月加大力度实施以旧换新政策以来，社零同比增速明显改善。25年内需政策或将继续加码，政策补贴力度有望扩大，同时品类有望进一步扩容至家居、电子、文娱类耐用消费品领域，建议关注智能家居、消费电子行业的估值修复机会。
- 2024年12月中央经济工作会议将扩大内需作为25年经济工作的首要任务，提出加力扩围实施“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。建议关注服务消费，特别是会议提到的首发经济、冰雪经济、银发经济等新型消费领域有望受益。

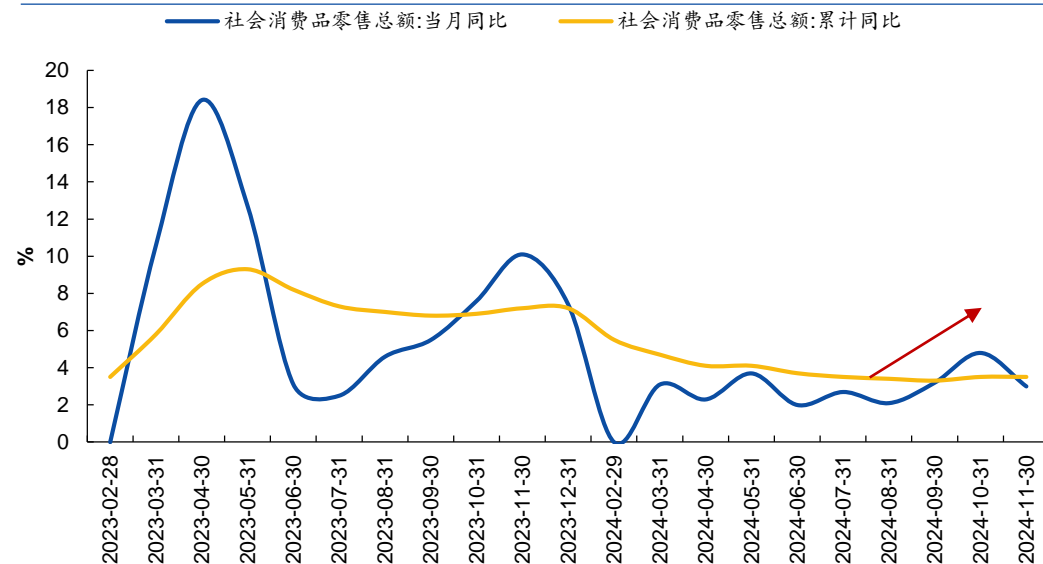
图：我国经济发展模式已从投资型向需求型转变



资料来源：Wind、国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：“以旧换新”政策成效显著



资料来源：Choice、国元证券研究所

2.5 主线策略三：政策催化的新质生产力方向

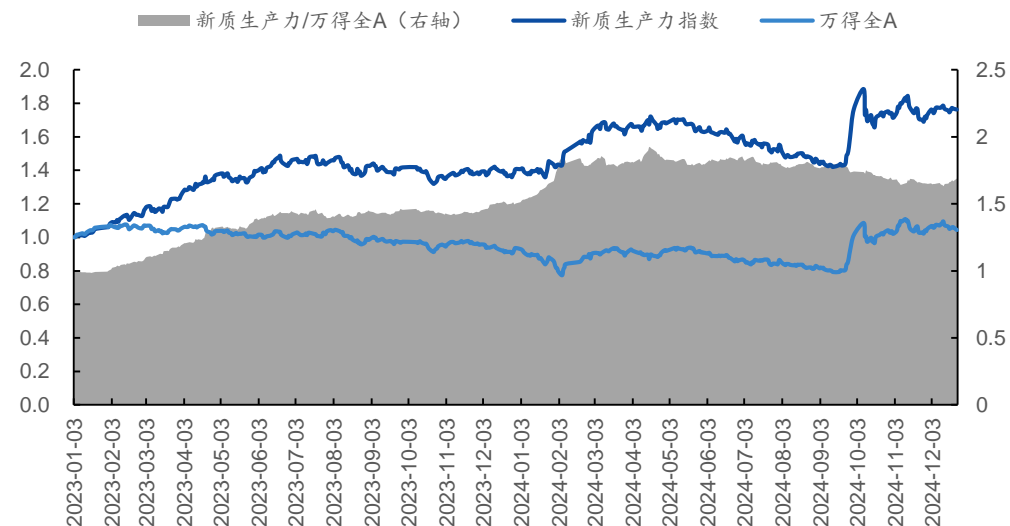
- 我国经济发展已进入高质量发展阶段，由要素投入驱动转为创新驱动，通过全要素生产率的提高实现经济发展，在GDP增长放缓的背景下，代表新质生产力的产业发展方向有望获得超出传统行业的利润和附加值。
- 行业政策驱动新质生产力相关产业发展，如产业数字化转型、低空经济、人工智能+、智能驾驶、量子科技、机器人等产业。

表：新质生产力所包含的产业领域

产业领域	细分方向
新一代信息技术	第五代移动通信(5G)、电子信息制造、软件、新兴数字领域等
新能源	新能源发电、新能源并网、新能源关键设备等
新材料	先进石化化工材料、先进钢铁材料、先进有色金属及稀土材料、先进无机非金属材料、高性能纤维及制品和高性能纤维复合材料、前沿新材料等
八大新兴产业	工业机器人、高端数控机床、农机装备、工程机械、医疗装备、智能检测装备、增材制造装备等
新能源汽车	新能源汽车整车、关键部件系统、核心元器件、智能网联技术、充换电基础设施等
绿色环保	碳达峰碳中和、绿色制造、工业节能、工业节水、工业环保、工业资源综合利用等
民用航空	航空器、发动机、机载系统、通用基础与运营支持等
船舶与海洋工程装备	高技术船舶、海洋工程装备等
元宇宙	工业元宇宙、城市元宇宙、商业元宇宙、文娱元宇宙等
脑机接口	脑信息读取与写入等输入输出接口、脑信息编解码算法
量子信息	量子计算、量子通信、量子测量
人形机器人	人形机器人专用结构零部件、驱动部件、机电系统零部件、控制器、高性能计算芯片及模组、能源供给组件等
九大未来产业	应用平台、数据接入、服务质量及应用可信等
生物制造	生物制造食品、药品、精细化学品等
未来显示	量子点显示、全息显示、视网膜显示、Micro-LED显示、激光显示、印刷显示等
未来网络	确定性网络、数字孪生网络、算网融合/算力网络、自智网络、网络内生安全等
新型储能	锂离子电池、钠离子电池、氢储能/氢燃料电池、固态电池等

资料来源：中国政府网、国元证券研究所

图：新质生产力指数表现



资料来源：Wind、国元证券研究所

注：数据截至2024.12.24

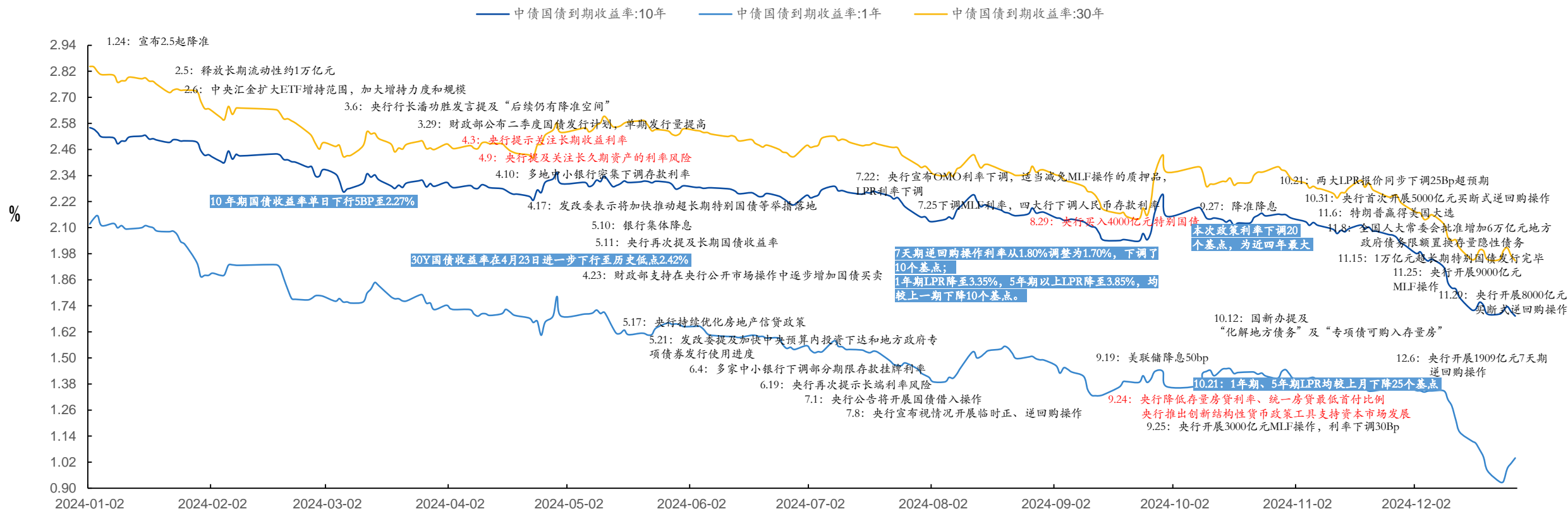
3

过去一年债市迎盛
宴，或将转向交易性
机会

3.1 2024年“狂飙”的债市

➤ 2024年利率曲线牛陡，收益率整体呈现波动下行走势，各期限利率向下突破历史新低，1Y国债利率下行超100BP，10Y和30Y国债利率均下行超80BP，仅在4月、8月和9月出现了短期回调，4月回调源于快速下行后的调整以及央行警示长债风险的影响；8月回调是因为央行公告并开展国债借入操作等政策调整；9月回调则是由于一揽子增量政策密集出台。

图：2024年债市走势及主要事件



资料来源：Wind、中国政府网、人民网、央广网、中国人大网、新华社、中国人民银行、央视网、国新办，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3.2 复盘债券策略表现

- 2024年，利率债强于信用债，超长债+长债（长久期）明显占优，30Y国债回报超20%，3-4月受到央行提示长债风险出现短暂回调；
- 信用债中，高等级占优，化债背景下催生超长久期信用行情，8-10月受政策预期及股债跷跷板效应出现调整，低评级、长久期信用债调整较大；转债下半年随着权益市场转暖有所反弹。

图：2019-2024各年度债券主要策略收益表现比较

类别	利率债					信用债						可转债	
	综合	久期				综合	久期			资质			综合
		中债总财富指数	1-5年政金债指数	7-10年政金债指数	10-20年国开债指数		30年国债指数	中债信用债总财富指数	中债短融总财富指数	中债中期票据总财富指数	中债市场隐含评级AAA信用债财富指数	中债市场隐含评级AA+信用债财富指数	
日期	中债总财富指数	1-5年政金债指数	7-10年政金债指数	10-20年国开债指数	30年国债指数	中债信用债总财富指数	中债短融总财富指数	中债中期票据总财富指数	中债市场隐含评级AAA信用债财富指数	中债市场隐含评级AA+信用债财富指数	中债市场隐含评级AA信用债财富指数	中证转债指数	
2024/12/27	8.19%	4.44%	9.76%	13.45%	20.46%	4.37%	2.58%	4.59%	4.54%	4.19%	4.24%	6.77%	
2023/12/31	4.67%	3.28%	5.24%	8.56%	9.86%	4.69%	3.56%	5.12%	3.95%	4.49%	5.91%	-0.47%	
2022/12/31	3.37%	2.88%	3.66%	4.21%	5.69%	2.52%	2.75%	2.83%	2.61%	2.36%	2.75%	-10.02%	
2021/12/31	5.69%	4.22%	6.95%	8.49%	10.03%	4.30%	3.46%	5.09%	4.51%	4.78%	5.36%	18.48%	
2020/12/31	3.07%	3.00%	3.84%	3.58%	3.14%	3.32%	3.00%	3.42%	3.53%	3.34%	3.59%	5.25%	

资料来源：Wind、国元证券研究所，截止2024年12月27日

图：2024年各月债券主要策略收益比较

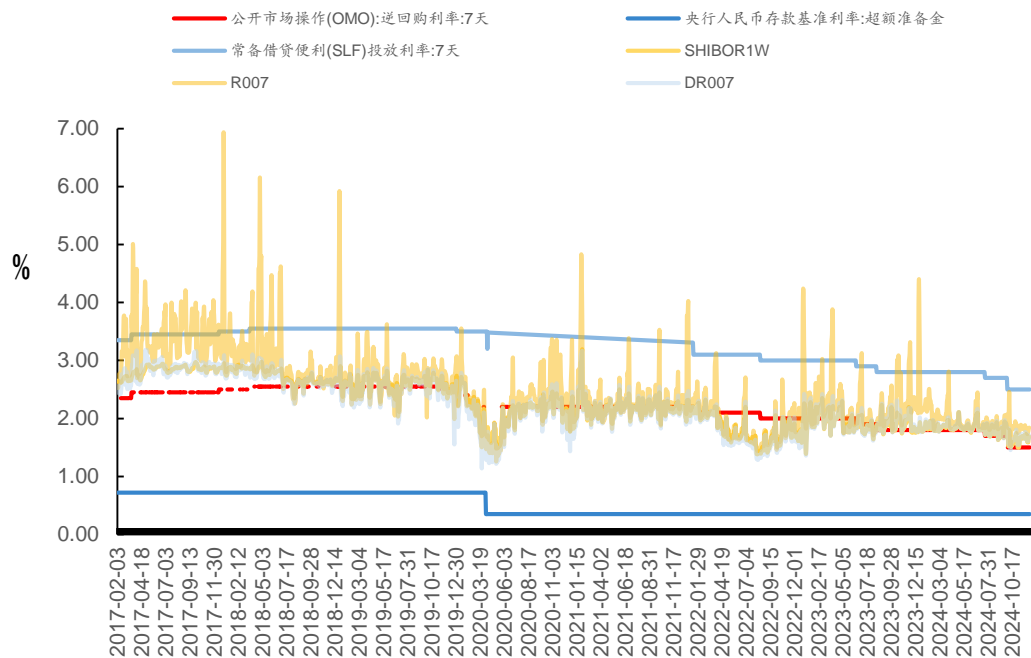
类别	利率债					信用债						可转债	
	综合	久期				综合	久期			资质			综合
		中债总财富指数	1-5年政金债指数	7-10年政金债指数	10-20年国开债指数		30年国债指数	中债信用债总财富指数	中债短融总财富指数	中债中期票据总财富指数	中债市场隐含评级AAA信用债财富指数	中债市场隐含评级AA+信用债财富指数	
日期	中债总财富指数	1-5年政金债指数	7-10年政金债指数	10-20年国开债指数	30年国债指数	中债信用债总财富指数	中债短融总财富指数	中债中期票据总财富指数	中债市场隐含评级AAA信用债财富指数	中债市场隐含评级AA+信用债财富指数	中债市场隐含评级AA信用债财富指数	中证转债指数	
2024/12/27	1.88%	0.93%	2.58%	3.33%	4.42%	0.61%	0.22%	0.69%	0.77%	0.55%	0.50%	2.15%	
2024/11/29	0.94%	0.39%	1.14%	1.35%	2.39%	0.60%	0.23%	0.70%	0.69%	0.64%	0.60%	2.43%	
2024/10/31	0.27%	0.19%	0.22%	0.22%	0.58%	0.17%	0.21%	0.12%	0.17%	0.14%	0.13%	1.52%	
2024/9/30	0.20%	0.22%	0.14%	0.17%	0.26%	-0.10%	0.12%	-0.17%	-0.12%	-0.11%	-0.14%	5.78%	
2024/8/30	0.04%	0.02%	-0.25%	0.00%	0.50%	-0.10%	0.13%	-0.16%	-0.17%	-0.15%	-0.07%	-2.45%	
2024/7/31	0.81%	0.40%	1.14%	1.19%	1.69%	0.48%	0.21%	0.55%	0.54%	0.51%	0.46%	-2.54%	
2024/6/28	0.94%	0.44%	1.05%	1.70%	2.78%	0.40%	0.18%	0.44%	0.45%	0.42%	0.36%	-2.68%	
2024/5/31	0.43%	0.39%	0.42%	0.30%	0.19%	0.52%	0.22%	0.58%	0.48%	0.64%	0.49%	1.62%	
2024/4/30	0.37%	0.31%	0.54%	0.67%	-0.07%	0.45%	0.26%	0.47%	0.47%	0.41%	0.49%	1.87%	
2024/3/29	0.21%	0.24%	0.34%	0.16%	-0.46%	0.17%	0.19%	0.15%	0.13%	0.04%	0.20%	0.55%	
2024/2/29	0.82%	0.46%	1.10%	1.77%	2.75%	0.51%	0.27%	0.52%	0.51%	0.46%	0.50%	2.73%	
2024/1/31	1.00%	0.36%	0.94%	1.88%	3.88%	0.57%	0.29%	0.61%	0.54%	0.56%	0.64%	-3.97%	

资料来源：Wind、国元证券研究所，截止2024年12月27日

3.3 利率债展望

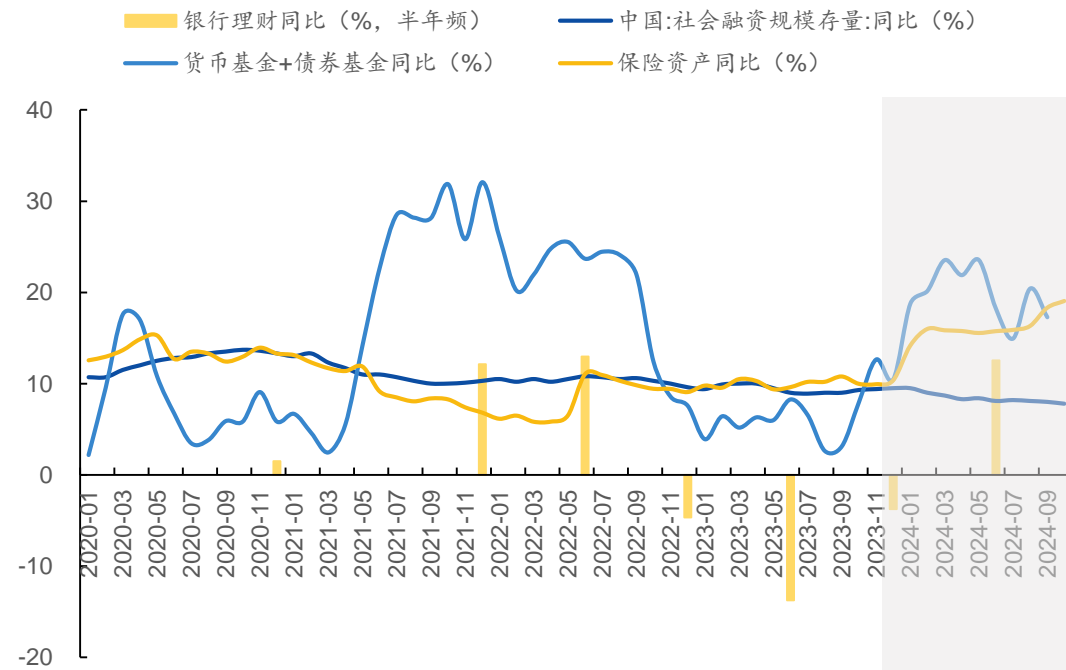
- 24年资产荒行情演绎更为极致，地方政府债发行节奏后置，信用供给收缩，而存款出表流向非银，导致债市资金供给远大于资产供给，表现为低风险偏好的资产供给增速显著高于社融，2025年低利率环境大概率将延续，但2024年底的大涨相对透支了25年的债券空间，25年可能震荡加剧。
- 展望25年，低票息环境下，债券市场由配置性机会转向交易性机会。在政策验证期，叠加较充裕流动性（债券资产荒持续，居民储蓄搬家），债券收益率下行可能性较大，建议一季度适当提高组合久期；紧跟基本面变化，企稳信号初现，二季度及后可适当降低组合久期。

图：政策利率下行带动广谱利率下行



资料来源：Wind、国元证券研究所

图：资产荒（资产供给对比资金供给）



资料来源：Wind、国元证券研究所

3.4 信用债展望

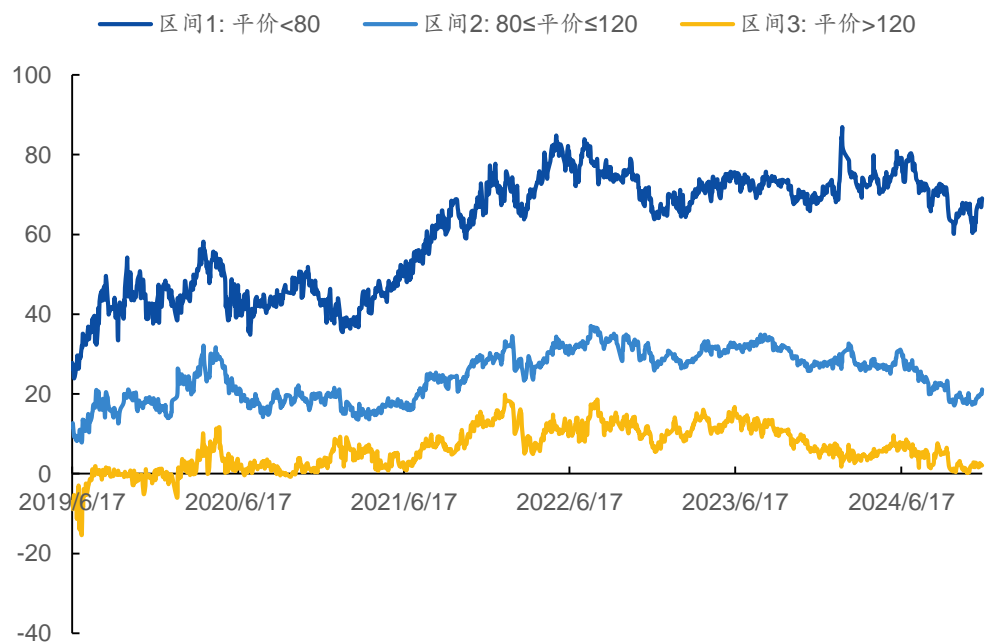
- 未来大概率会进入信用债市场波幅加大的时期，将受到城投债净融资规模或仍维持低位、银行SPV压降、股债跷跷板等因素扰动。整体上相比利率债，信用利差仍有压缩空间，建议关注后续信用债补涨机会
- 高等级二永债：**交易活跃且呈现利率放大器特征，当前（2024/12/27）与国开债利差所处1年期分位数为90%以上，可关注波段交易策略
- 城投债：**政策利好下中短久期城投债违约风险较低，可适当下沉资质。从利差来看，当前（2024/12/27）2-4年期利差水平具有性价比，可进行择机操作
- 产业债：**不建议过度下沉，以防御类行业为主

图：信用品种比价

2024/12/27	二級資本債			永续債			中票			城投債		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
当前利率水平	1.6953	1.7094	1.8194	1.7750	1.7850	1.9250	1.7093	1.8143	1.8843	1.8310	1.9396	2.0220
1年期	1.7811	1.8156	1.9556	1.8193	1.8392	1.9992	1.7613	1.9013	1.9713	1.8823	1.9887	2.1343
2年期	1.8308	1.8715	2.0315	1.8832	1.9131	2.0931	1.8005	1.9555	2.0955	1.9487	2.0733	2.2153
3年期	1.9205	1.9496	2.1096	1.9686	1.9986	2.1986	1.9173	2.0723	2.2423	2.0182	2.1713	2.3113
4年期	1.9381	2.0267	2.1867	2.0039	2.0339	2.2339	1.9201	2.0731	2.3451	2.0513	2.2134	2.3655
5年期	75.80	69.90	72.60	73.20	65.20	52.60	95.40	92.20	86.30	77.10	76.60	63.20
与国开债利差所处分位数(3年)	71.20	68.40	65.50	49.90	48.40	50.70	91.90	88.80	61.60	62.50	55.40	47.60
1年期	48.10	48.10	51.00	43.70	43.60	43.40	85.10	72.20	49.50	50.80	46.30	34.80
2年期	41.20	38.90	40.80	37.30	36.50	35.30	88.00	72.80	29.20	34.80	32.70	26.10
3年期	34.70	37.40	37.50	33.60	31.40	28.80	56.30	36.20	29.50	24.20	25.70	23.70
4年期	85.70	85.70	93.40	91.80	90.60	98.30	97.50	96.70	94.70	97.90	100.00	99.10
5年期	94.30	94.30	97.10	93.00	93.00	97.10	94.30	94.30	87.80	98.30	98.30	97.50
与国开债利差所处分位数(1年)	93.90	94.70	96.70	93.40	94.70	97.10	96.30	97.50	94.30	98.30	98.70	90.20
1年期	93.00	89.80	90.60	91.80	92.60	97.50	94.70	93.40	88.60	93.90	97.90	79.20
2年期	91.80	93.90	92.60	92.60	90.60	87.30	93.90	91.00	89.40	73.50	78.00	71.90
3年期												
4年期												
5年期												
	企业債			可续期产业債			非公开产业債			普通金融債		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
当前利率水平	1.7179	1.8261	1.8937	1.8189	1.9088	1.9993	1.8023	1.9078	1.9683	1.5501	1.6301	1.7901
1年期	1.7765	1.8929	1.9667	1.8702	1.9827	2.0858	1.8445	1.9988	2.0536	1.6338	1.7538	1.9138
2年期	1.8023	1.9334	2.0828	1.9037	2.0534	2.2050	1.8829	2.0499	2.1769	1.6443	1.7843	1.9643
3年期	1.9197	2.0378	2.2526	2.0182	2.1722	2.3469	1.9971	2.1645	2.3195	1.7294	1.8794	2.0894
4年期	1.9217	2.0671	2.3453	2.0225	2.1740	2.4401	2.0045	2.1652	2.4205	1.8348	1.9848	2.2248
5年期	94.60	90.70	83.80	86.30	82.20	41.20	83.20	64.00	41.70	82.10	84.10	90.30
与国开债利差所处分位数(3年)	93.80	88.70	59.50	61.70	57.40	31.60	58.10	51.00	28.90	92.70	96.50	92.30
1年期	82.60	66.00	47.20	52.20	46.80	31.10	41.80	28.50	29.60	83.30	94.60	87.30
2年期	87.90	60.90	29.70	47.10	31.60	25.10	32.60	23.70	20.60	89.50	93.10	91.00
3年期	57.40	37.40	29.60	35.50	28.90	23.60	22.10	19.10	20.60	87.60	92.30	89.10
4年期	95.10	95.10	94.30	90.20	97.10	95.10	89.80	87.30	86.90	84.10	85.70	97.90
5年期	96.70	94.70	88.60	95.10	94.70	88.60	93.40	94.70	84.50	95.10	98.30	99.50
与国开债利差所处分位数(1年)	97.10	96.30	93.40	95.50	97.50	94.30	92.20	84.90	89.80	93.00	98.70	99.10
1年期	94.70	91.80	90.20	96.70	93.40	76.00	82.90	71.90	62.60	90.60	97.50	98.30
2年期	93.90	92.60	89.80	92.20	87.80	71.50	65.80	58.10	62.60	97.10	99.10	98.30
3年期												
4年期												
5年期												

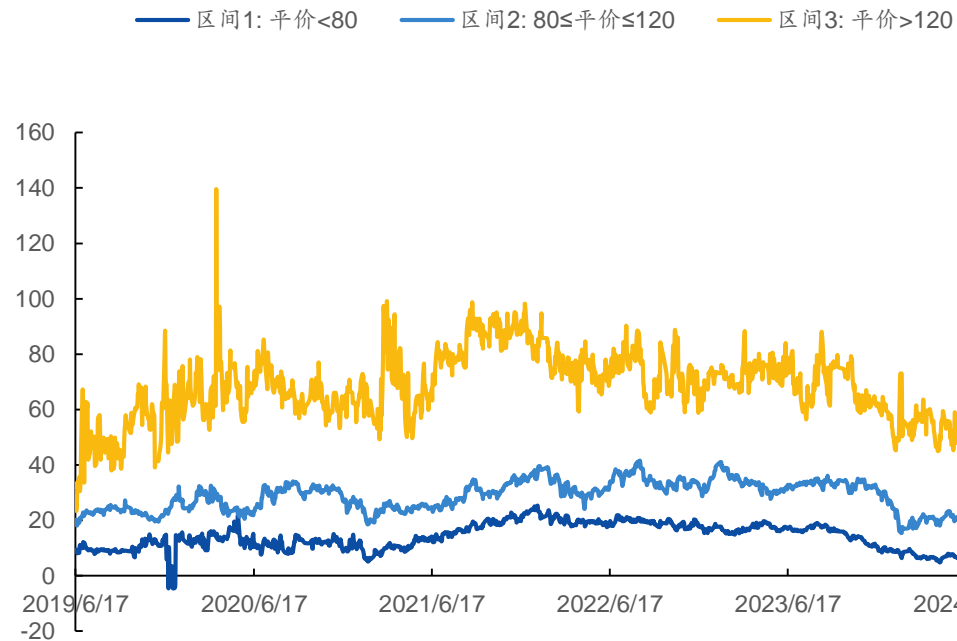
➤ 转债的估值大概率处在持续修复的趋势中，纯债利率预计继续保持低位，转债面临的机会成本仍很低。

图：转股溢价率 (%)



资料来源：Wind、国元证券研究所，根据明细测算，截止2024年12月11日

图：纯债溢价率 (%)



资料来源：Wind、国元证券研究所，根据明细测算，截止2024年12月11日

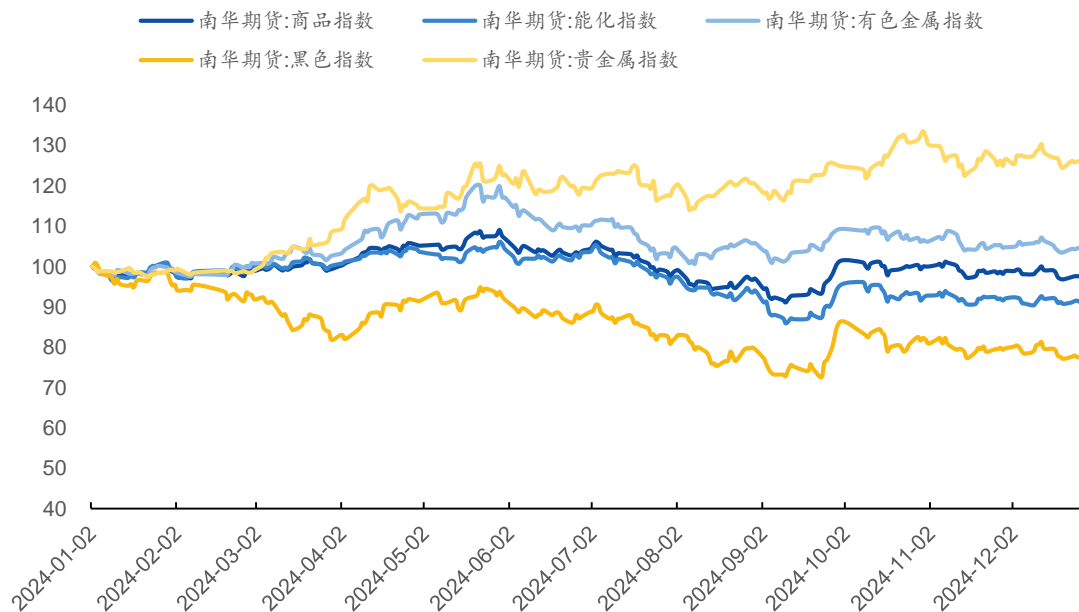


商品市场底部调整，
黄金中长期上涨动力充足

4.1 复盘2024年商品市场表现

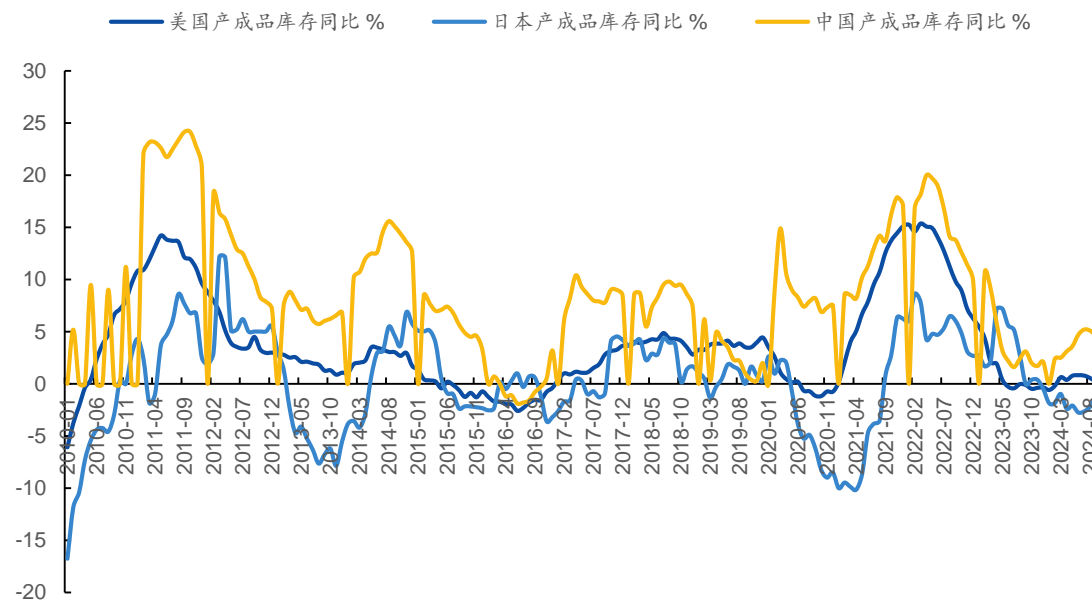
- 商品市场整体处于大周期底部的调整阶段，国内定价商品（黑色、地产后端商品玻璃等）受房地产周期拖累，制造业局部亮点可能难以带动需求总量向上，贵金属表现最为突出，黄金价格创下历史新高，有色金属表现其次。
- 中国作为全球大宗商品需求的核心，内需疲软对整体价格产生重要影响。

图：2024年商品期货市场表现



资料来源：Wind、国元证券研究所，以2024年初作为基期，截止2024年12月29日

图：主要经济体库存周期

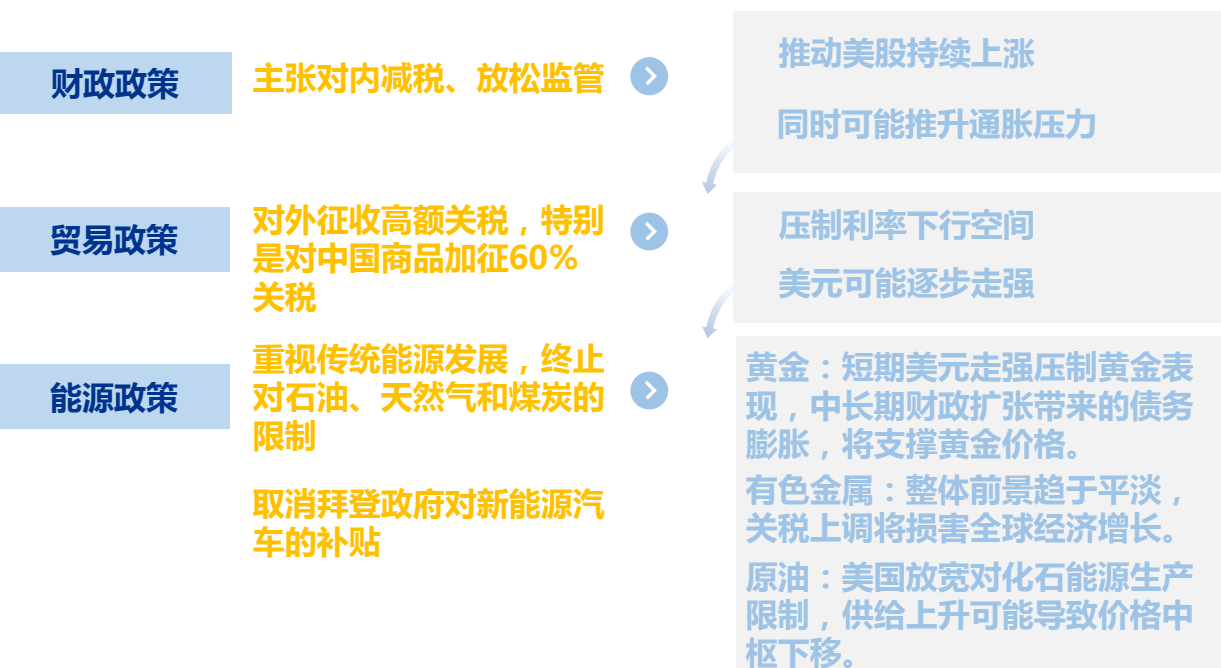


资料来源：Wind、国元证券研究所

4.2 预期通胀上行，特朗普交易持续

- ▶ 特朗普政策对大宗商品市场的影响主要在于显著提升美国国内“再通胀”预期，其对内减税、加征关税，叠加收紧移民政策将进一步放大美国的供需矛盾，而贸易保护和关税等政策将可能使美国之外的全球经济会失速。

图：特朗普主要政策与资产价格表现



资料来源：财联社，国元证券研究所

图：美元指数走强对非美元计价商品的压制（以黄金为例）

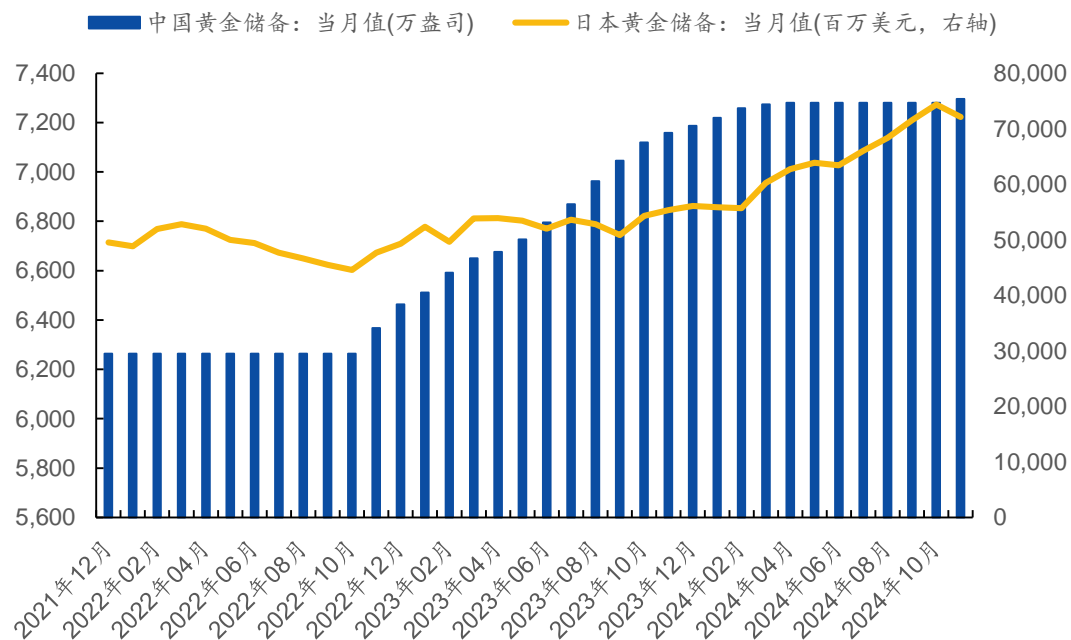


资料来源：iFind、国元证券研究所

4.3 黄金（贵金属）

- 短期内，美元走强和利率下行的难度可能对黄金价格形成压制，因为强势美元削弱了黄金的吸引力，而高利率提高了持有黄金的机会成本。然而，中长期来看，财政扩张引发的债务膨胀和地缘政治风险将成为支撑黄金价格的关键因素。结构性驱动来自于全球央行对黄金需求的持续增长，尤其是在外汇储备多样化的背景下，央行购买黄金将为金价提供底部支撑；而周期性驱动则来自于美联储降息预期，降息可能削弱美元并降低实际利率，从而提升黄金的吸引力。整体而言，尽管短期黄金价格受到抑制，但中长期上涨的动力依然充足。

图：中长期央行购金需求



资料来源：choice、国元证券研究所

图：黄金抗债务通胀功能（黄金与政府赤字）

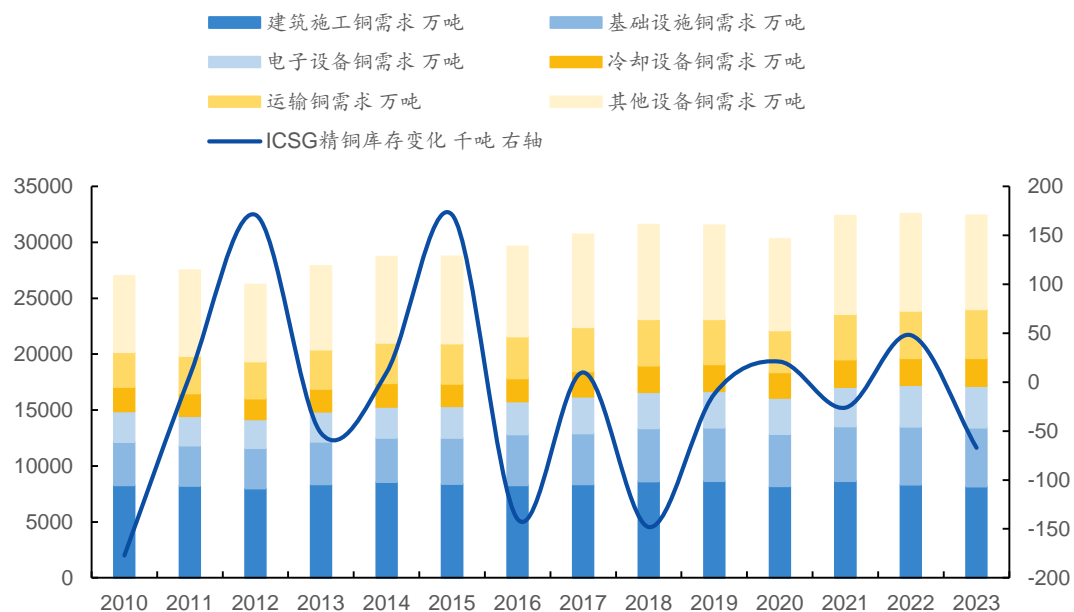


资料来源：choice、国元证券研究所

4.4 铜铝（基本金属）

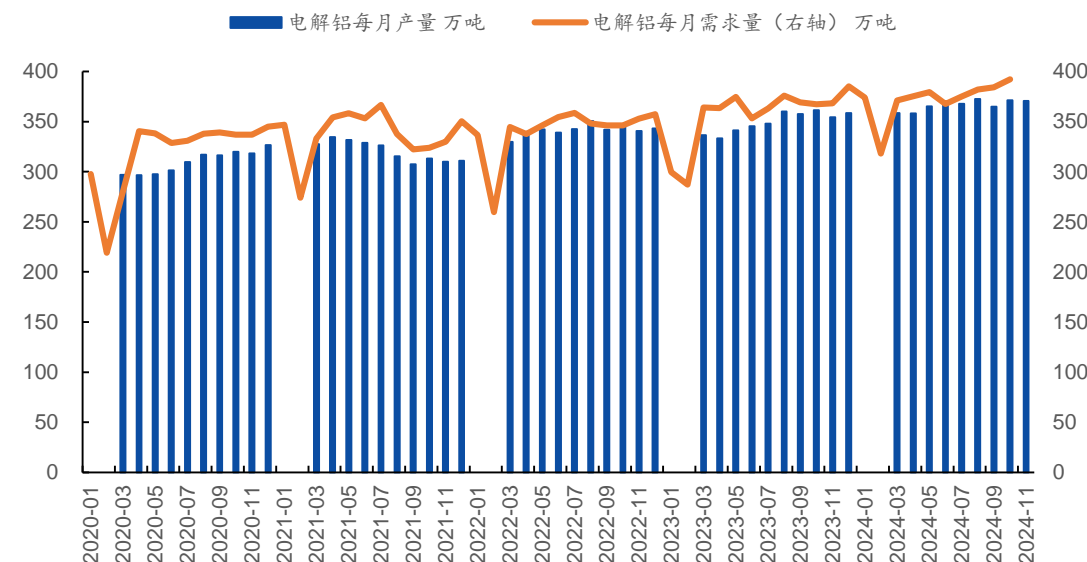
- ▶ 铜和铝均受益于新能源转型。对于铜而言，2024年铜精矿库存的去库将缓解供给端压力，对价格形成一定支撑。然而，需求疲软的风险可能压制铜价上行，特别是在全球经济增速放缓的背景下，工业需求或难以实现显著回暖。
- ▶ 对于铝，虽然整体产能和需求都在增长，但国内电解铝产能受制于政策和资源限制，存在刚性上限，这可能导致供给端难以跟上需求的快速扩张。

图：铜下游需求和库存变化



资料来源：iFind、国元证券研究所

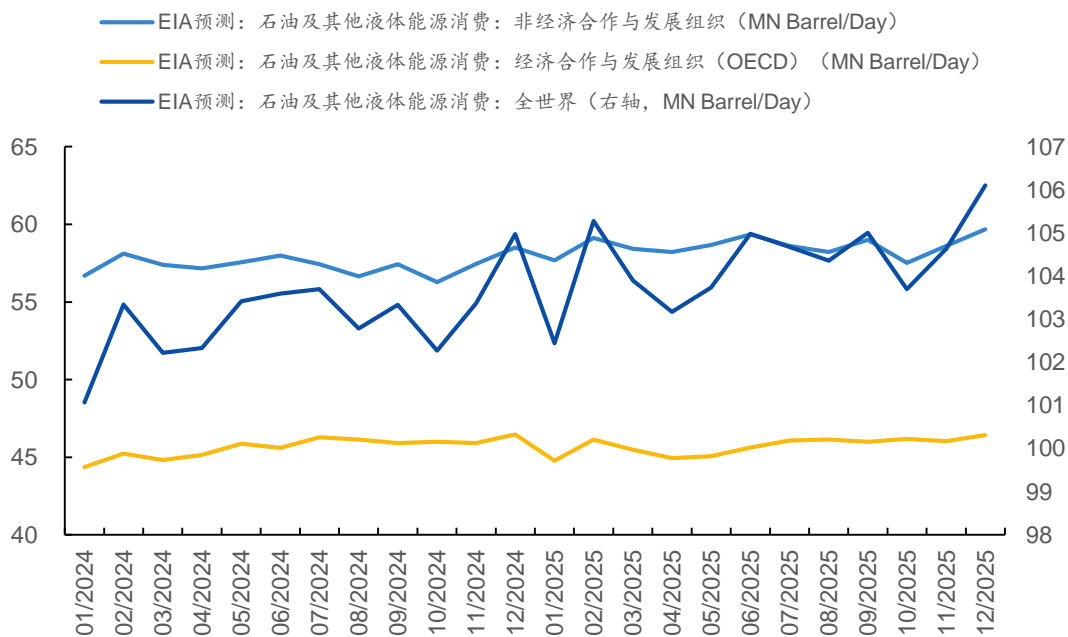
图：铝产能情况和需求



资料来源：iFind、国元证券研究所

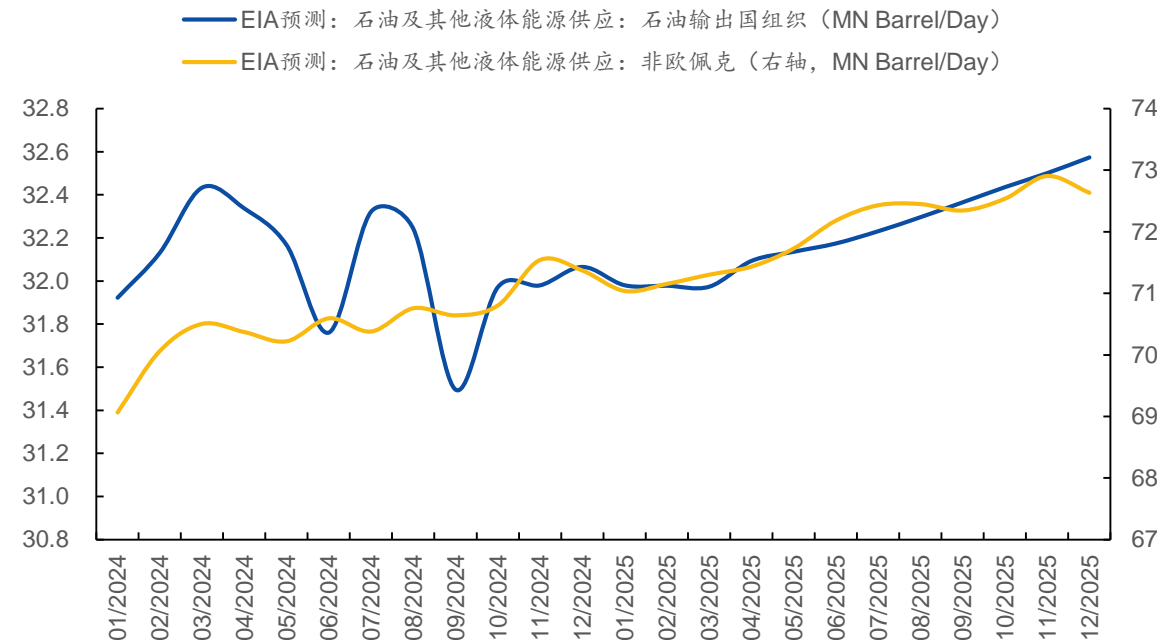
- 目前全球原油供需呈现弱平衡状态。受非OPEC国家产能增加、地缘政治扰动及金融属性压力的共同影响，原油市场面临供给过剩的压力。
- 需求端，全球经济放缓、美元走强等因素引发需求下调，OPEC连续五个月下调石油需求预期。
- 供应端，非OPEC国家产能增加，供应过剩的悲观预期可能会限制油价表现。

图：能源需求瓶颈（单位：百万桶/天，MNB/d）



资料来源：OECD、EIA、国元证券研究所

图：能源供应还在增加（单位：百万桶/天，MNB/d）



资料来源：OECD、EIA、国元证券研究所

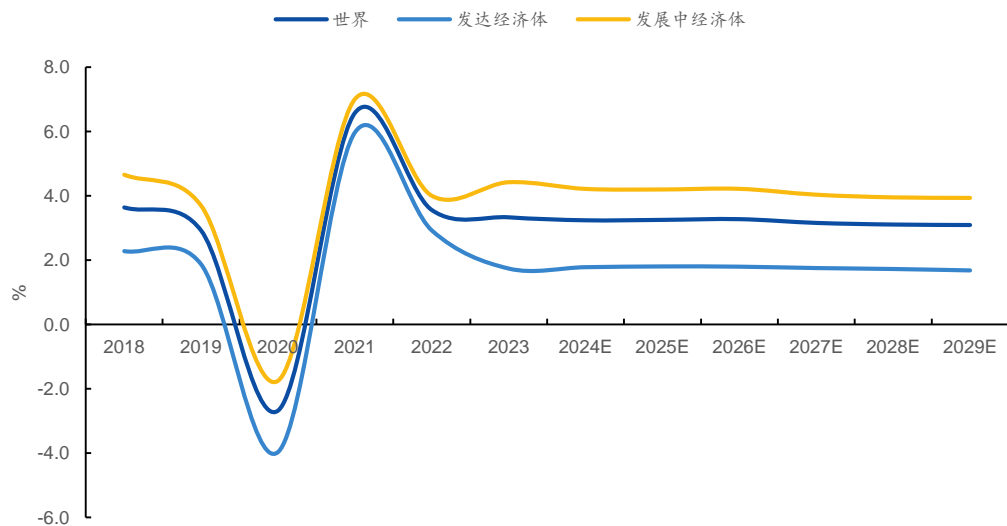
5

海外韧性增长动能尚
存，风险因素趋升

5.1 2025年海外宏观总体将呈现两大“韧性”

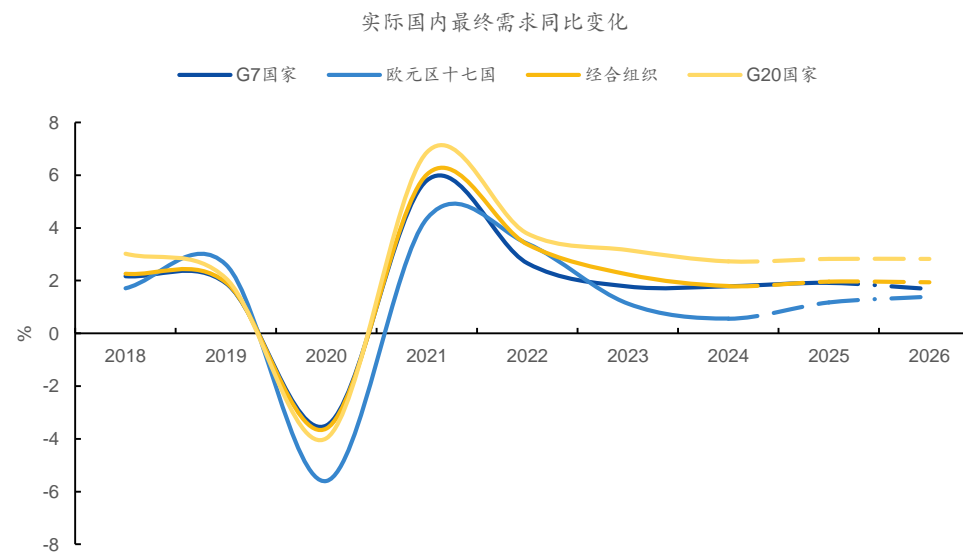
- 一是全球经济将继续保持温和增长的“韧性”态势。随着大多数地区逐步进入稳定的去通胀通道，劳动力市场趋于稳定，工资增长为家庭实际收入和消费提供了有力支撑。展望25年，多数主要央行的降息预期将在一定程度上推动全球经济实现平稳增长。
- 二是全球经济所面临的风险因素呈现“韧性”上升趋势。2024年，全球70多个国家和地区完成政府换届选举后，将面临更高的政策不确定性，涵盖贸易、财政以及货币政策等多个领域。此外，持续的地缘冲突所带来的风险可能在相当长的一段时间内持续存在。

图：全球经济预期将继续保持温和的增长



资料来源：IMF《2024年10月世界经济展望》、国元证券研究所；以GDP不变价计算，预测年份为23-29年。

图：主流发达经济体内需将出现边际回暖

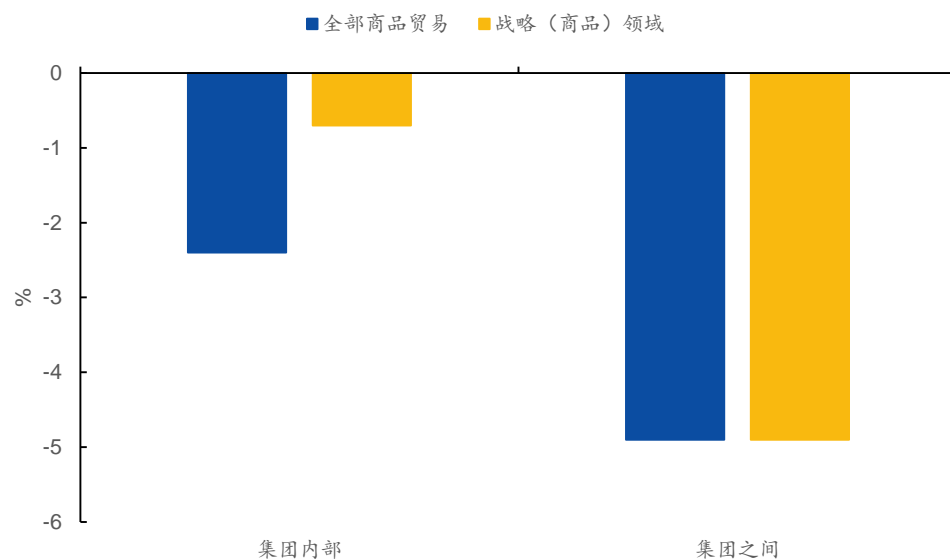


资料来源：OECD、国元证券研究所；虚线为预测值

5.1 持续的地缘冲突和贸易保护主义或将是主流

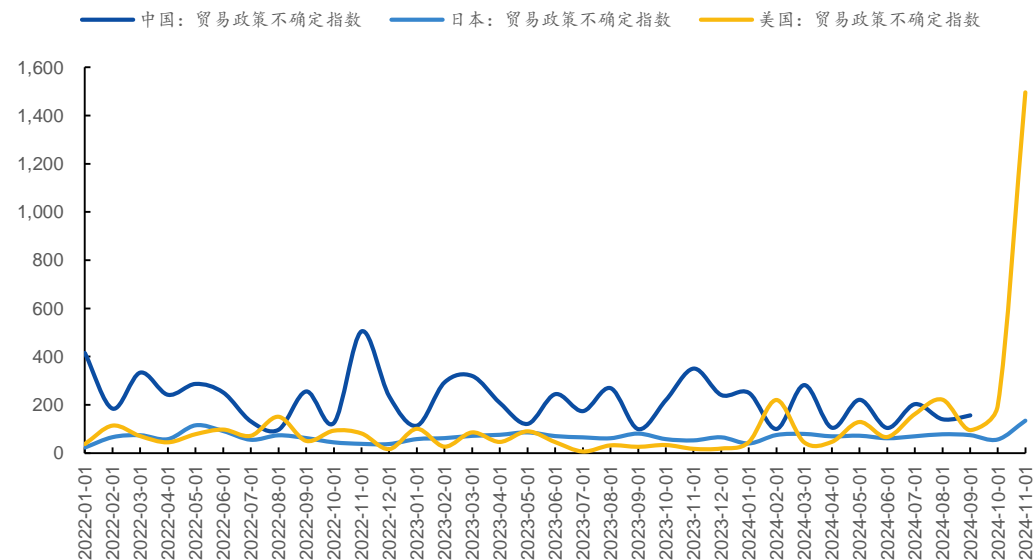
- ▶ 持续的地缘冲突和日益抬头的贸易保护主义预计将是2025年的主要趋势之一。为保护本土产业，欧美预计将采取更加激进的贸易保护措施，试图通过限制外来竞争强化自身经济利益。
- ▶ 欧盟对中国新能源车关税的惩罚性关税政策是这一趋势的典型体现，2024年10月29日，欧盟委员会决定对从中国进口的电动汽车（BEV）征收为期五年的最终反补贴税。这一措施旨在保护欧洲本土汽车制造商的市场份额，但同时也加剧了中欧之间的紧张关系，并可能对全球汽车供应链造成冲击。此外，随着特朗普将于2025年1月重新上台，美国的贸易保护主义或将进一步升级。特朗普政府可能继续利用关税作为工具，通过惩罚性措施保护美国的制造业和关键产业，进一步加剧全球贸易体系的分裂和不确定性。

图：地缘冲突正在影响贸易（俄乌战争爆发前后贸易额的变化）



资料来源：Trade Data Monitor、IMF、国元证券研究所；集团定义基于一个由澳大利亚、欧洲等地和美国组成的假想集团，以及一个在2022年3月2日联合国大会就俄乌战争进行投票时站在俄罗斯一边的国家的假想集团。

图：特朗普上台之后加剧了美国贸易政策的不确定性

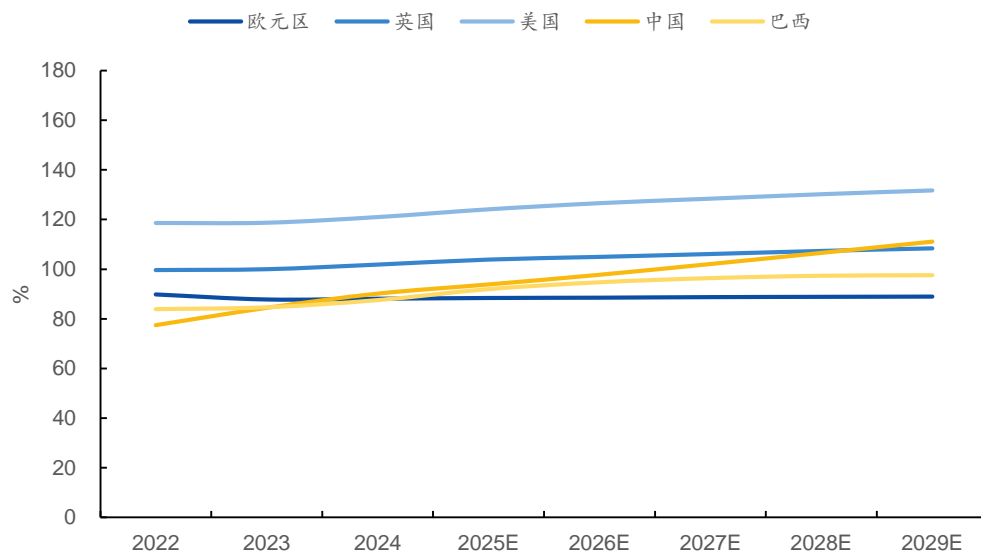


资料来源：CEIC、国元证券研究所

5.1 财政或有进一步扩张的可能性

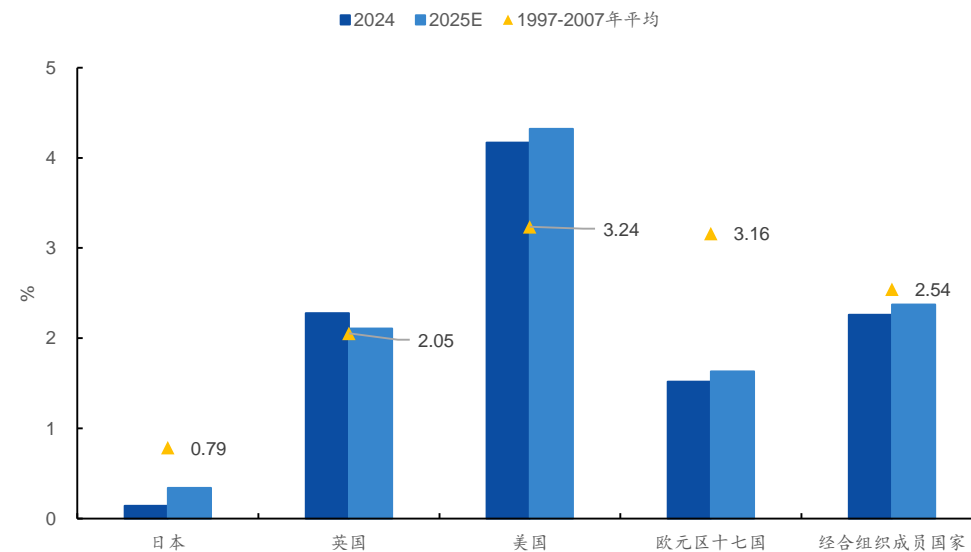
- 主要经济体预计将继续推行宽松的财政政策。为降低对外贸易依赖并应对军事安全风险，各国政府将着力保障供应链安全、投资新技术以及增强军事准备。以美国为例，特朗普政府提出了一项以债务融资为基础的大规模国家投资计划，其中包括扩大对家庭和企业的税收减免、加强军事建设以及促进住房贷款。根据美国尽责联邦预算委员会的测算，预计到2035年，这些措施的累计借款总额中位数介于7-8万亿美元之间。日本在2024年10月宣布了一项新的经济刺激计划，规模略小于美国。

图：各地区广义债务率趋于上行



资料来源：IMF、国元证券研究所

图：各地区净利息支出占比仍有上升的空间

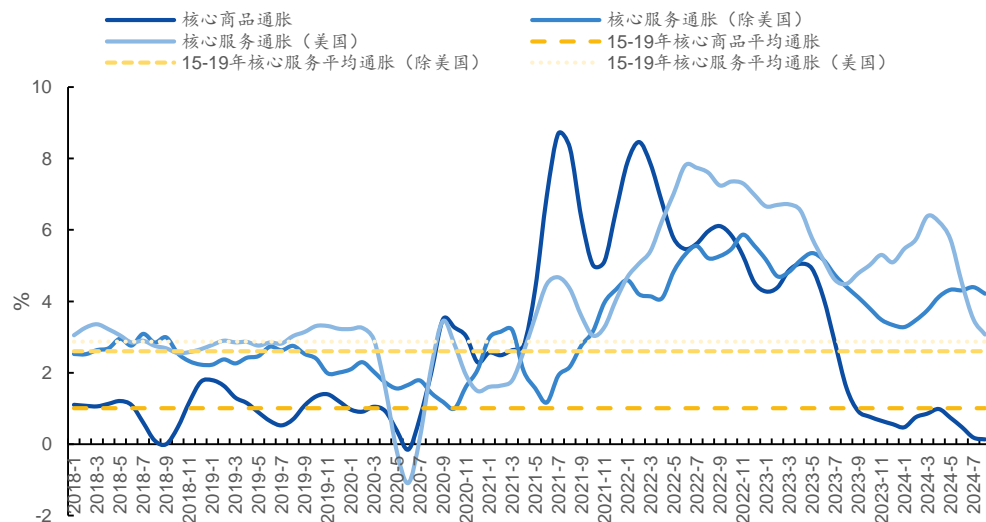


资料来源：OECD、国元证券研究所

5.1 海外去通胀进程持续，但仍面临一定曲折

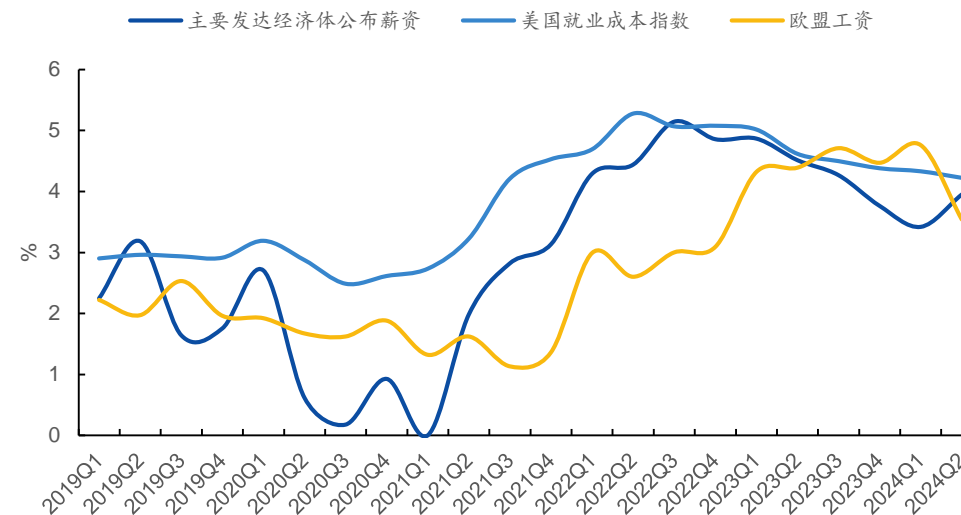
- 多数地区通胀水平已经进入下降通道，尽管在2024年上半年通胀出现一定反复，但核心商品价格水平持续保持稳定下降的趋势。服务业通胀水平仍保持一定的黏性，并是各地区通胀难以重返目标区间的主要驱动力。这一点也反映在各国服务业的工资增长速度中，服务业的黏性通胀迫使部分央行不得不放慢降息的步伐。

图：核心服务通胀具有相当程度的黏性



资料来源：IMF、国元证券研究所；注：样本国家为11个发达经济体和9个发展中经济体，数据为购买力平价加权平均所得。

图：主要经济体工资增速仍处高位

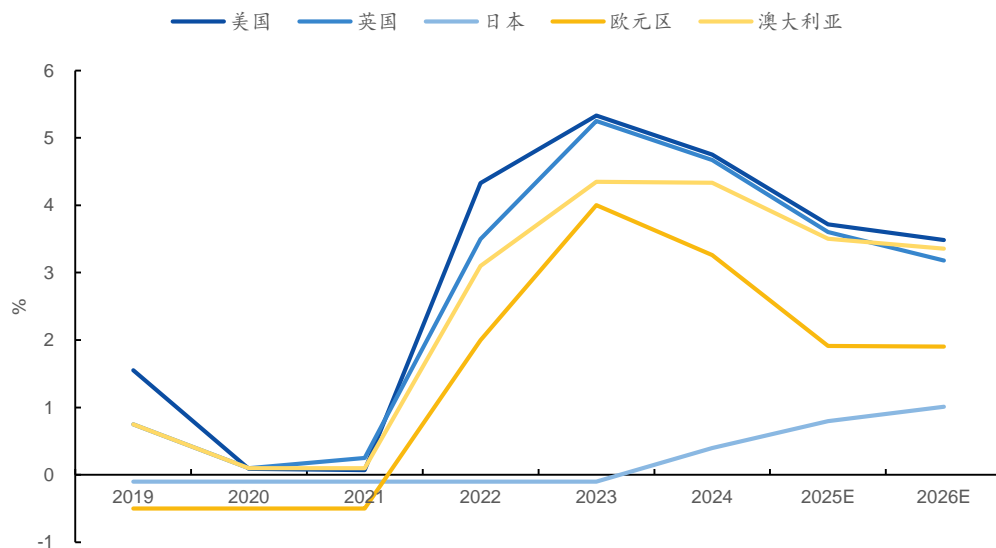


资料来源：IMF、国元证券研究所

5.1 主要发达经济体延续降息路径，日本可能是例外

- 多数地区将保持降息的步伐，不过斜率将有所分化。随着通胀逐渐趋于2%的目标，在欧元区，预计到2025年通胀将逐步接近央行设定的2%目标。预计欧央行可能会将存款利率从当前的3%降至2%，而日本央行为了控制通胀在合理范围内，则采取不同的货币政策路径，可能会将关键利率从现在的0.25%逐步提高至0.75%。
- 在美国，由于需求强劲和扩张性的财政政策，实际通胀水平可能会在高于美联储目标的水平上停滞，这将促使美联储更为谨慎地下调联邦基金利率，根据点阵图，25年可能只有2次降息，中枢位在3.75%附近。

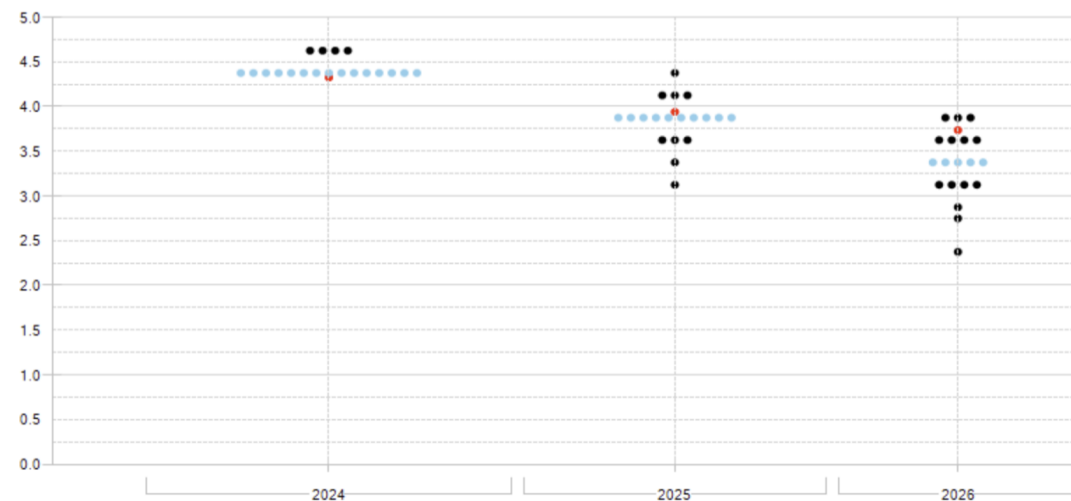
图：降息或将持续到2025年下半年



资料来源：CEIC、国元证券研究所；数据取用各国12月的平均政策利率

图：点阵图显示25年或仅有2次降息

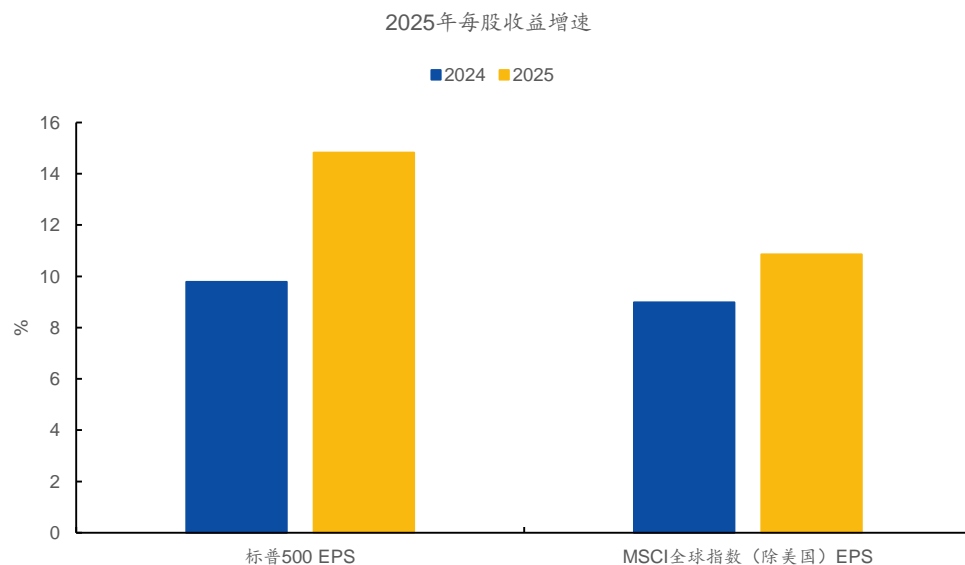
FOMC PARTICIPANTS' ASSESSMENTS OF APPROPRIATE MONETARY POLICY : "DOT-PLOT"



资料来源：CME Group、国元证券研究所；截止至12月18日

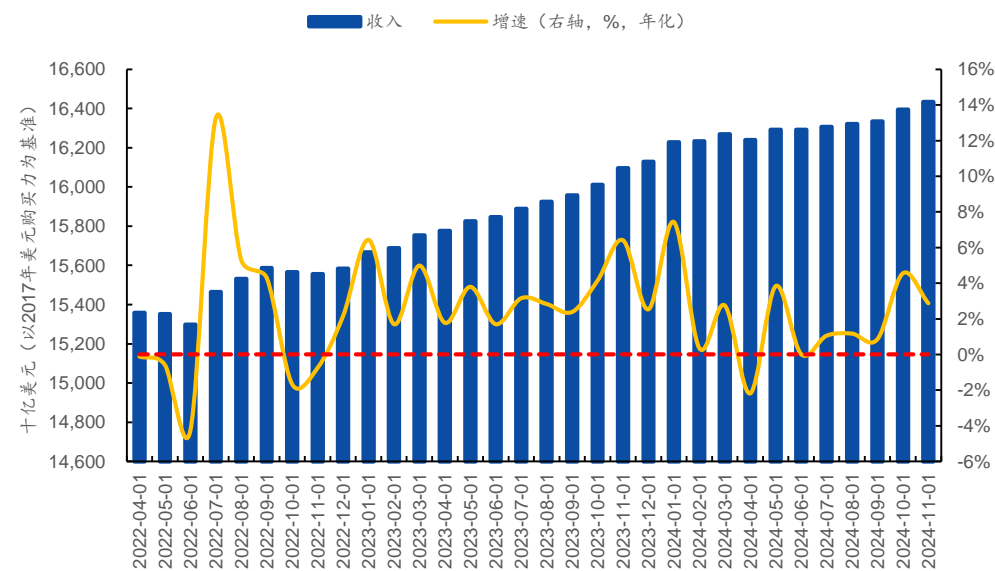
- 在强劲的经济基本面推动下，美股依然是全球市场中的占优资产。标普500的2025年每股收益增速预计将领先于MSCI全球（除美国）的水平。
- 首先，美国经济的韧性在通胀趋缓的背景下表现突出，消费需求持续强劲，就业市场稳健，这为美股提供了坚实的基本面支撑。此外，扩张性财政政策和科技创新的持续投入，进一步强化了企业盈利的增长潜力。

图：美股盈利预期仍然保持强势



资料来源：标普、MSCI、道富、国元证券研究所；数据截止至10月8日

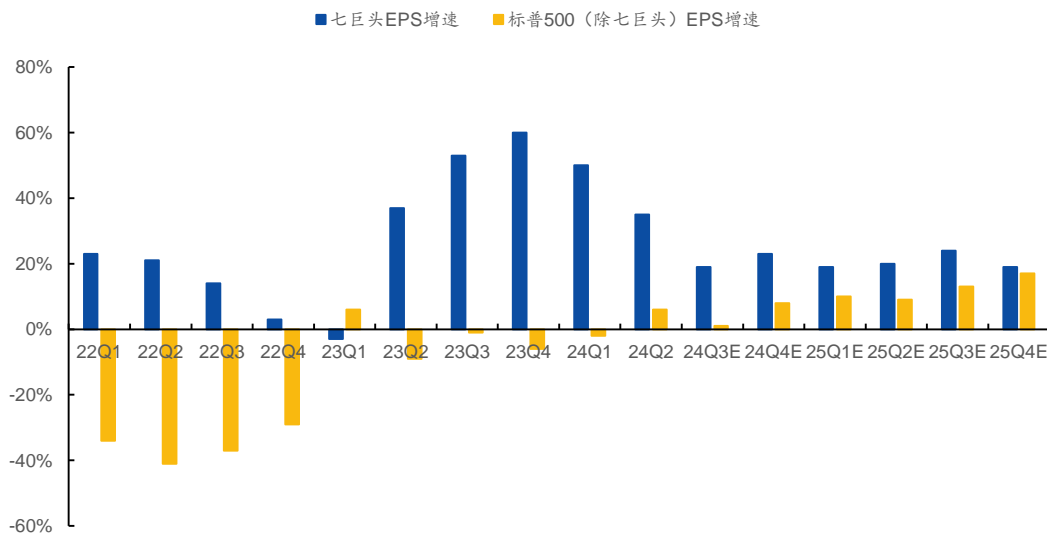
图：美国个人收入（除去转账）持续增长



资料来源：FRED、BEA、国元证券研究所

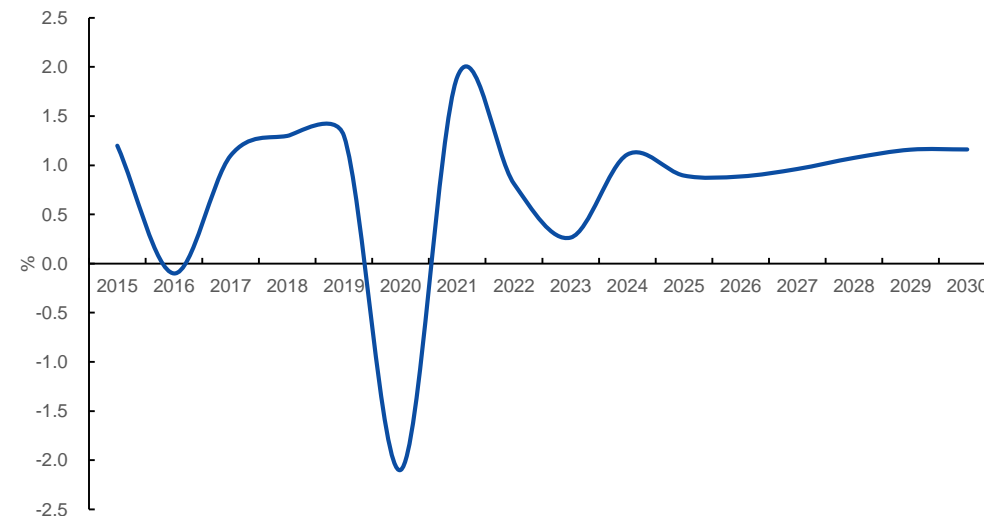
- 其次，AI叙事为市场注入了强大的增长预期。人工智能技术的快速发展，不仅催生了新的产业机会，还推动了现有企业生产效率的提升和商业模式的转型。在全球经济增长放缓和地缘政治不确定性增加的背景下，美国凭借其稳定的经济增长预期和技术创新优势，预计美股将继续在全球资产配置中占据主导地位。
- 然而需要值得关注的是，目前美股的估值较高，股权风险溢价较低，短期看有一定的高位风险。另外，市场对于“再通胀”与美联储暂缓降息的担忧与也会升高美股的不确定性。

图：七巨头是美股叙事的重心



资料来源：Factset、J.P Morgan、国元证券研究所；预期数据截止日期为2024年11月15日；七巨头为“苹果”、“亚马逊”、“谷歌”、“Meta”、“微软”、“英伟达”、“特斯拉”七家公司

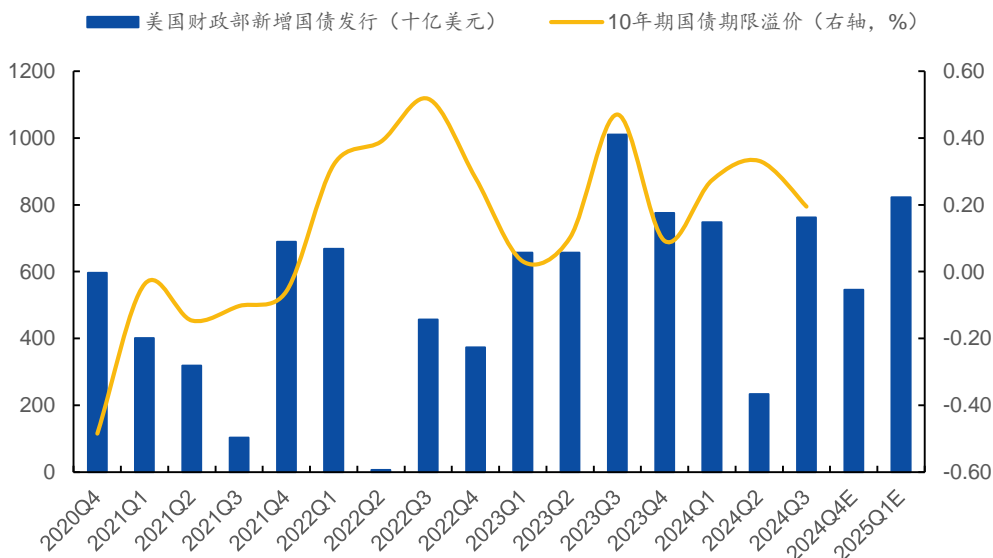
图：美国全要素生产率预计保持稳定增长



资料来源：CEIC、CBO、国元证券研究所

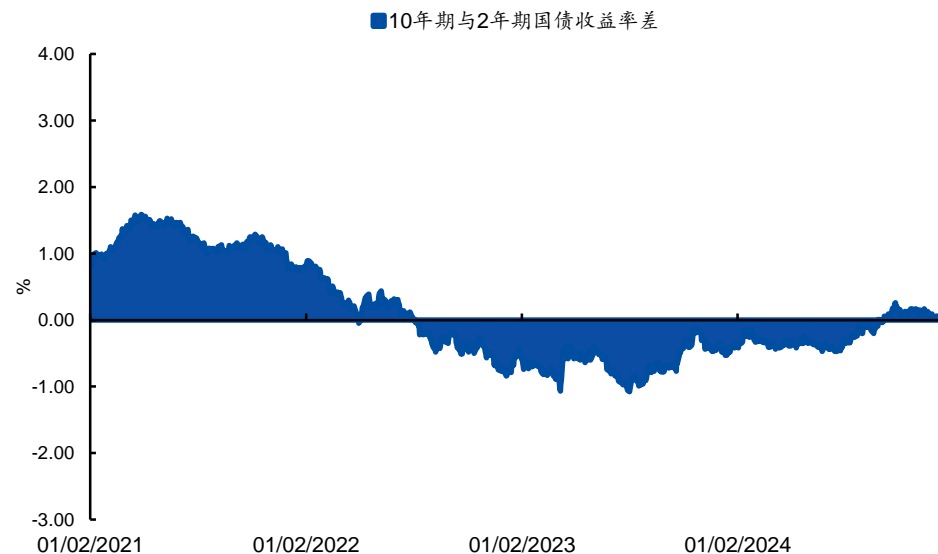
- ▶ 当下市场充分定价“鹰派降息”与“再通胀”预期。根据旧金山联储的数据，目前一年期收益率所蕴含的预期利率在4.2%左右，略高于25年预期利率中枢。供应方面，25年一季度财政部预计将略增美债的发行数量，是2023年4季度以来的新高。结合当下对“再通胀”的预期升温，预计美债收益率仍有小幅上行的风险，但是空间不会太大。
- ▶ 总体来看，预计通胀和劳动力市场的降温会使美债收益率曲线陡峭化，收益率波动较大，短端表现或将优于长端，注意把握阶段性交易机会。

图：美债或在25年初有更多供应



资料来源：FRED、美国财政部、国元证券研究所

图：10年期与2年期利差持续走阔



资料来源：CEIC、国元证券研究所

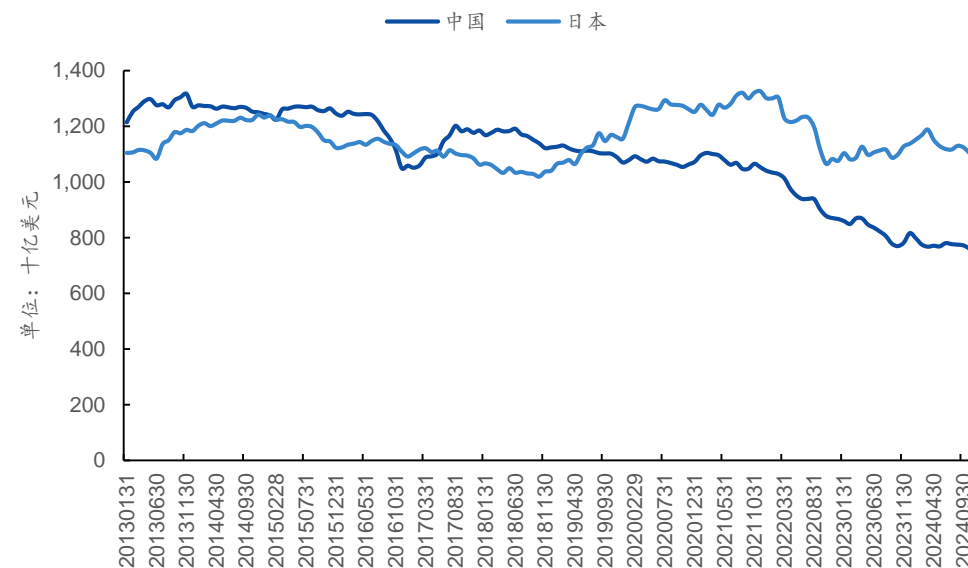
- ▶ 11月特朗普大选获胜以来，美元指数一路走强。特朗普主张的减税政策和关税工具是推动美元走强的主要原因之一，这些措施可能会导致美国通胀持续保持黏性。因此，美联储在25年的预期降息次数也从4次降至2次。如果美国的降息步伐放缓，将导致与多数地区（含中国）利率差进一步扩大，从而提升美元的吸引力。此外，美国强劲的经济基本面也为美元走强托底。
- ▶ 值得注意的是，随着特朗普上台，各国政府可能通过抛售美债来干预汇率，以维持本国货币对美元在合理区间内的波动。此外，美国的财政赤字和政府债务上限问题也可能影响投资者对美元相关资产的信心。展望25年，美元指数或将呈现出先强后弱的走势。

图：进入四季度以来，美元一路走强



资料来源：iFind、国元证券研究所

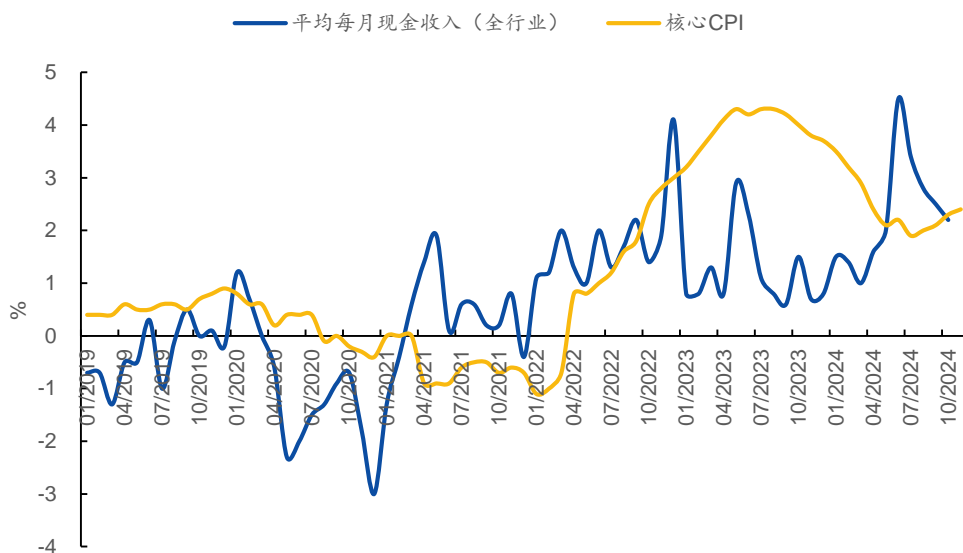
图：中国、日本均在10月持续减持美债



资料来源：iFind、美国财政部、国元证券研究所

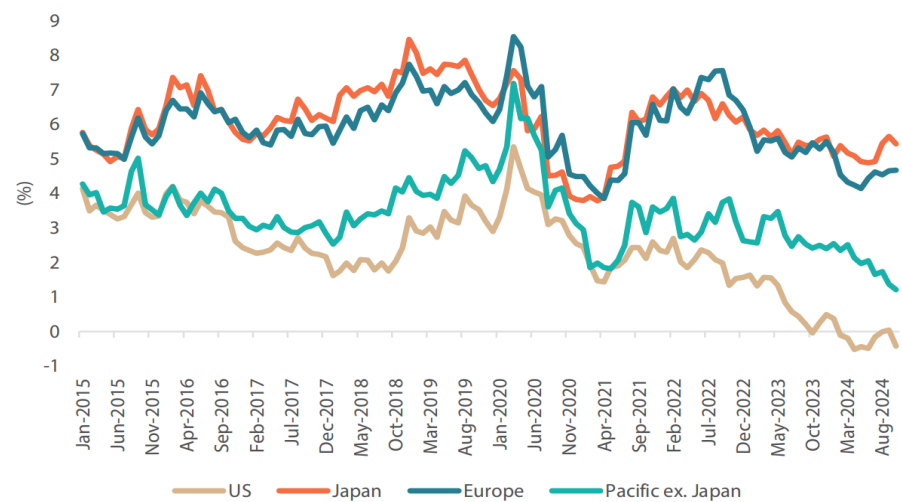
- 展望25年，我们预计日本经济将延续温和增长趋势，居民工资增速和通胀水平保持稳定。同时，日本政府2025财年的年度预算支出规模预计将创历史新高，在扩大资本支出的同时，为企业盈利预期提供一定支撑。
- 在资产配置方面，从估值和股债风险溢价的角度来看，日本股市依然具备一定的性价比优势。

图：日本逐渐走出通缩，居民收入保持正增长



资料来源：厚生劳动省、CEIC、国元证券研究所

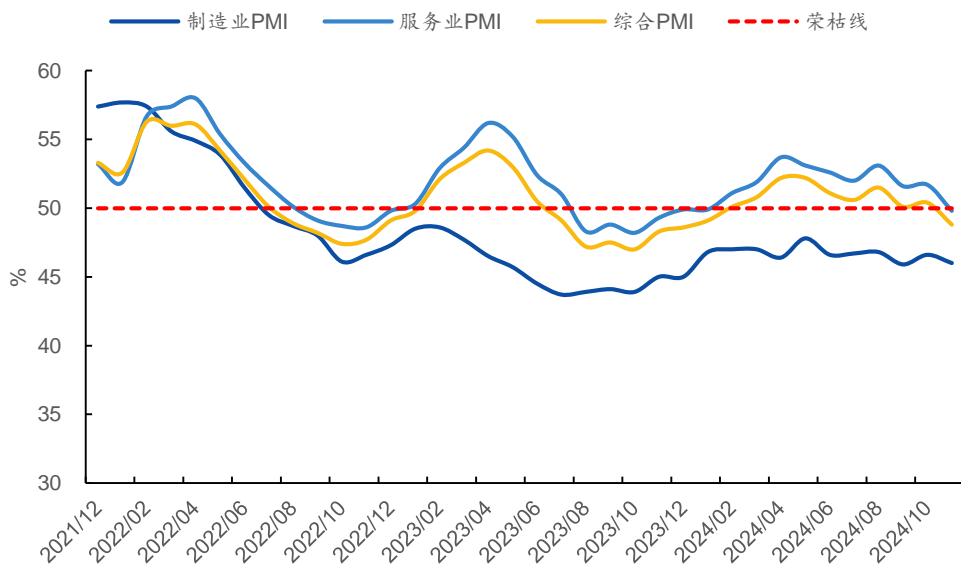
图：日本股市股债风险溢价性价比较高（ERP=指数收益率-国债收益率）



资料来源：Nikko、国元证券研究所；注：美国、日本、欧洲、太平洋（除日本）所选股指分别为标普500，东证指数，MSCI欧洲指数、MSCI太平洋（除日本）指数；国债则选取日本、美国10年期国债收益率，欧洲为德国10年期国债，太平洋（除日本）为澳大利亚10年期国债。

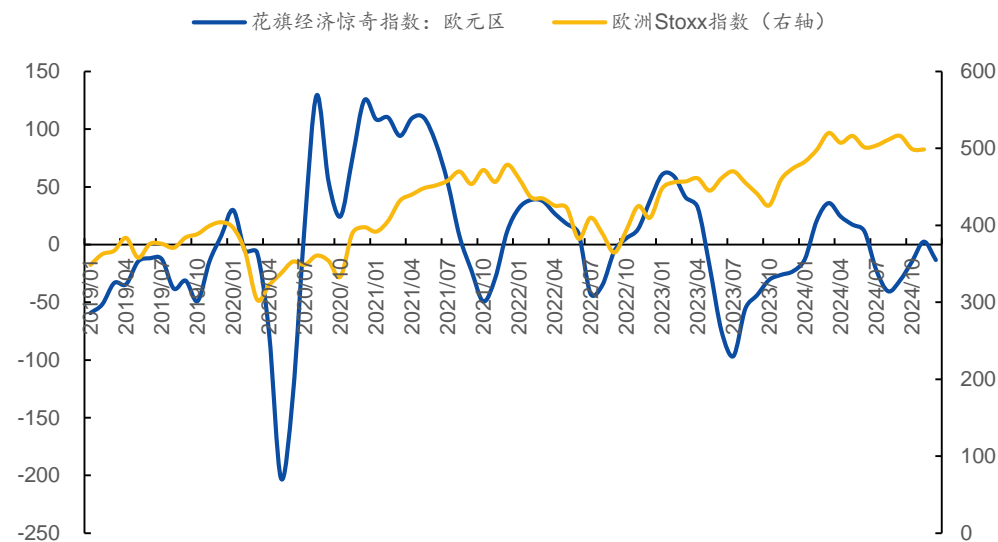
- ▶ 展望25年，欧洲总体经济继续保持温和的“弱”复苏，其中主要受制造业景气度较低和以及私人部门消费疲软的拖累。另外，地缘冲突持续、外部需求放缓以及特朗普的潜在关税威胁也显著增加了欧洲基本面的不确定性。

图：欧洲制造业仍持续较弱运行，收缩压力较大



资料来源：CEIC、国元证券研究所

图：欧洲经济景气度较为低迷



资料来源：CEIC、国元证券研究所



大类资产观点总结

- **大势研判：**2025全球处于宽松周期，前瞻指标指向经济温和回升，海外去通胀进程持续，美国经济韧性依旧；但风险因素可能不降反升，持续的地缘冲突和贸易摩擦带来的扰动持续存在。9月底以来国内政策转向，总需求不足的问题得到重视，25年财政货币同时发力，政策托底下经济有望企稳回升，全A盈利在酝酿同比回升。利率下台阶，A股再定价，25年投资范式可能发生变化。
- **中债：**顺势而为，把握波段交易机会。适度宽松的货币政策为经济复苏保驾护航，环境整体对债市有利。但25年单边行情难现，2024年底长端利率快速下行大幅透支了25年的空间，整体或震荡加剧。债券市场机会从配置性转向交易性，建议一季度提高组合久期，二季度及后逐步降低。信用债方面，信用利差仍有收窄空间，建议关注高等级二永债和短久期中高资质城投债。
- **A股：**9月底政治局会议以来，政策定调积极，市场风险偏好系统性回升，10月以来的股市中枢可能是中长期维度的重要底部。增量政策的持续释放，通胀能否温和回升、基本面数据改善、全A盈利同比回升是25年的重要看点，每一次回暖信号都可能引发交易性机会，股市有望延续震荡上行格局。策略主线：1、低利率环境，高股息策略具备长期配置价值；2、“扩内需”下盈利修复弹性方向，兼顾处置效应下的重仓股的交易压力；3、题材聚焦TMT+机械，政策利好的人工智能、机器人等新质生产力可能会有持续政策催化。2025年股市的赚钱效应可能会比过去几年更为显著，下半年或见到成长向大盘成长的风格切换。目前市场增量资金主要来自于杠杆资金，25年建议关注基本面催化下，机构资金的边际变化。
- **海外：**1) **美元：**25年美元走势预计将在经济基本面向好、美联储降息路径拉长和特朗普政策的支撑下保持一定强势，同时美国财政赤字及政府债务上限增加带来下行压力；2) **美债：**当下对“再通胀”的预期升温，压制美债收益率下行空间。展望25年，预计通胀和劳动力市场的降温会使美债收益率曲线陡峭化，收益率波动加大，短端表现或将优于长端，注意把握阶段性交易机会；3) **美股：**在强劲的经济基本面推动下，美股依然是全球市场中的占优资产，不过当下估值偏高，需注意交易拥挤度上升；4) **欧洲：**制造业景气度低迷和潜在关税冲击可能拖累基本面表现；5) **日股：**日本居民收入和消费共振上行，利于盈利回升支撑估值。
- **商品：**1) **贵金属（黄金）：**美元走强和利率下行的难度可能对黄金价格形成短期压制。然而，中长期财政扩张引发的债务膨胀和地缘政治形成有力支撑，全球信用货币体系的可信度持续下降是黄金长期走强的底层逻辑。2) **基本金属：**铜和铝均受益于新能源转型，从而推高价格中枢，但全球经济增速放缓，工业整体需求或难以显著回暖；3) **原油：**目前全球原油供需呈现弱平衡状态。受非OPEC国家产能增加、地缘政治扰动及金融属性压力的共同影响，原油市场面临供给过剩的压力；

- 国内宏观经济政策不及预期，财政支持规模不达预期，刺激政策落地效果不及预期；
- 流动性收紧超预期，资本市场监管政策超预期变化；
- 地缘冲突加剧的风险；
- 美国通胀超预期的风险；特朗普政府政策影响超预期；
- 全球经济增长放缓，经济运行不及预期的风险。

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中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指数或纳斯达克指数，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。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027