

全球大类资产配置年度报告

水无定势，见可而进——2025年海外市场展望

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
BOT313
WEIWEI170@pingan.com.cn

周畅 投资咨询资格编号
S1060522080004
ZHOUCHANG115@pingan.com.cn

研究助理

校星 一般从业资格编号
S1060123120037
XIAOXING407@pingan.com.cn



平安观点：

- **2024年回顾：美国经济循环顺畅，韧性持续显现。**24年美国在高利率环境下依然维持较强韧性，从结构上看，韧性主要来源于居民消费。尽管超额储蓄于今年一季度已耗尽，但“居民超额储蓄—消费—企业盈利—收入”的传导链条正逐步形成“收入—消费—企业盈利—收入”的正向循环，支撑美国经济持续上行，其中高收入家庭或为循环的主要推手。
- **2025年展望：美国经济软着陆、再通胀、缓降息，海外政策转向及流动性变化是最大变量，不确定性加剧**

展望2025年，我们认为美国经济基准情形为软着陆、再通胀、缓降息，政策组合维持“宽财政”+“宽货币”：1) 宽财政为基准情形，将延续高债务长期化趋势，但宽松程度或有限，关键在于特朗普政策实施节奏以及削减财政支出措施的效果；2) 预计美联储24年12月再降息25BP，25年上半年或还有2-3次降息，下半年受再通胀等风险的影响将停止降息。

三大宏观主线：

一是全球右翼势力崛起，政策预期转向是最大的变量之一，不确定性加剧。美国方面，预计特朗普执政2.0“逆全球化”、“做多赤字”、“做高通胀”效果或更强，同时地缘政治风险加大。短期视角下，市场风险偏好抬升，“特朗普交易”或延续到其正式上任。中期视角下，特朗普系列政策或推动非美货币贬值及资本流出的压力加大，资金倾向于流入美国，同时强美元+高利率将进一步增强资金流入美国的趋势，或将形成“特朗普大循环”，但循环程度或相对有限。长期视角下，制造业回流持续，全球供应链重构，部分经济体与美国供应链关系或将更紧密，将有所利好，同时中国中端产业出海、高端产业自主可控或迎来结构性机会。欧洲方面，政策连续性以及经济增长下行风险或加剧，避险情绪抬升。

二是全球央行或持续降息+“逆行者”日本央行继续加息，全球流动性或最大的预期差。在本轮降息周期结束前海外市场可能提前交易反转，即美债利率、美元反弹时间或早于持续降息的时间，则海外流动性未必会在明年出现持续宽松。

三是AI科技创新仍为全球主要增长点。24年AI Agent百花齐放，25年或迎来商用的爆发，将成为下一轮投资热点板块，延续AI投资的火热。

- **配置建议：特朗普执政2.0时期，强美元+高利率或是大概率事件，美国经济仍将维持强劲，美元偏强运行，美股偏积极，关注信息科技、顺周期板块；日本经济增长可能性加大，或彻底走出通缩，同时通胀与薪资的正向循环或正在形成，日股或维持上涨。**
- **风险提示：1) 海外经济衰退风险变化超预期；2) 海外货币政策变化超预期；3) 国际地缘形势变化超预期；4) 历史经验不代表未来。**

正文目录

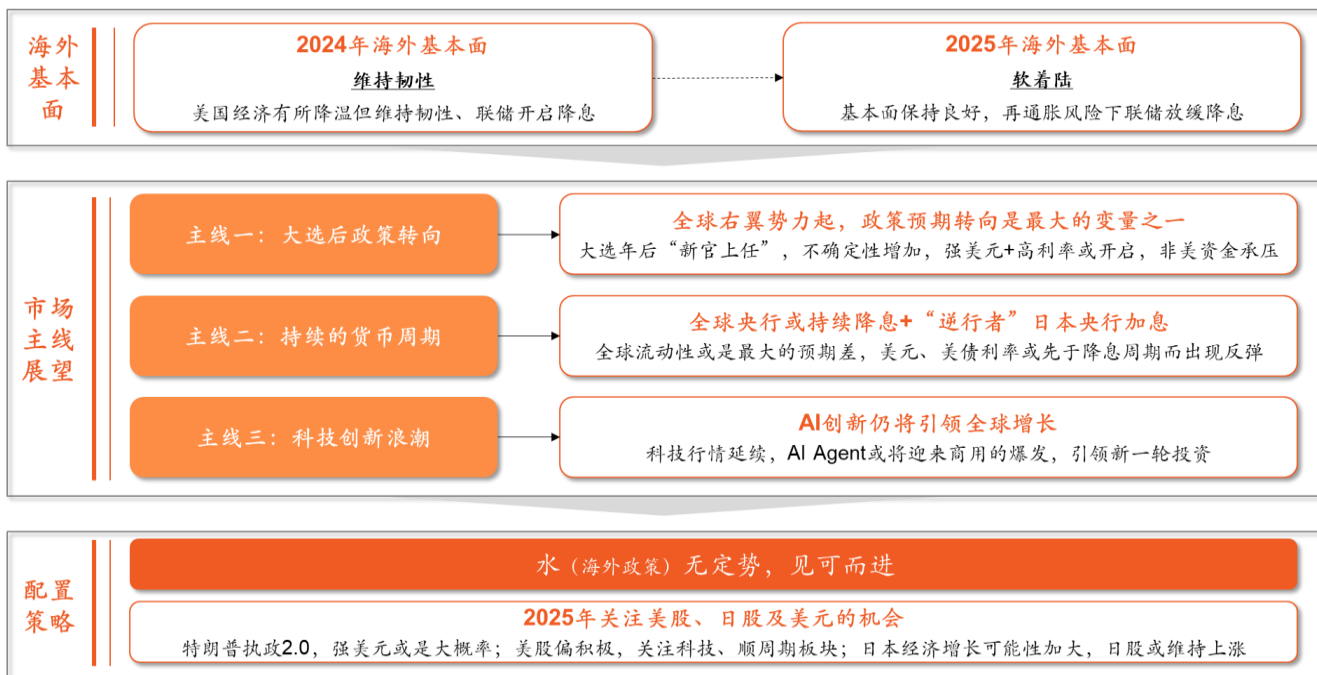
一、 2024 年回顾：预期与现实的摇摆	6
1.1 2024 年全球市场主线：美国经济循环顺畅，韧性持续显现	6
1.2 2024 年全球资产四大阶段	10
1.3 2024 年全球资产价格回顾：股市上涨，债市、商品分化	11
二、 2025 年展望：政策转向及流动性变化是最大变量，不确定性加剧	12
2.1 基准判断：2025 年美国软着陆、再通胀、缓降息，政策组合为宽财政+宽货币	12
2.2 主线一：全球右翼势力崛起，政策预期转向是最大的变量之一，不确定性加剧	13
2.3 主线二：全球央行或持续降息+“逆行者”日本央行继续加息，全球流动性或是最大的预期差	16
2.4 主线三：AI Agent 百花齐放，将成为下一轮投资热点板块	20
三、 资产配置建议：2025 年关注美股、日股、美元的机会	21
3.1 美股：偏积极，指数上涨或更多依靠盈利的增长，关注科技及顺周期板块	21
3.2 欧股：经济温和复苏，基本面相对疲软，欧股偏震荡	22
3.3 日股：经济持续增长的可能性加大，预期日股或将维持上涨趋势	24
3.4 港股：反弹易，或以震荡为主，短期关注互联网、出海、自主可控板块，同时红利仍有长期配置价值	26
3.5 美债：短期美债有交易机会，但幅度或有限，中期受发行规模及特朗普政策影响中枢或抬升	29
3.6 原油：油价中长期有下行的风险	30
3.7 黄金：黄金交易逻辑持续，短期或有所波动，中长期看好	31
3.8 外汇：美元更多将偏强运行，人民币承压，但仍有一定韧性，波动幅度加大	33
3.9 资产配置建议：2025 年建议关注美股、日股、美元的布局机会	35
四、 风险提示	35

图表目录

图表 1	全球市场展望框架.....	5
图表 2	今年“收入—消费—企业盈利—收入”的正向循环支撑美国经济持续上行.....	6
图表 3	从各分项对美国实际 GDP 环比折年率的贡献看，美国经济保持韧性的来源在于居民消费表现强劲（%）..	6
图表 4	2024 年一季度疫情前超额储蓄已消耗殆尽.....	7
图表 5	近两年居民消费主要由收入提供资金来源（%）.....	7
图表 6	目前劳动力市场依然供小于求（单位：千人）.....	8
图表 7	海外劳动力快速增长（单位：千人）.....	8
图表 8	资本开支、企业利润增速稳健.....	8
图表 9	经年龄、性别调整后的“黄金年龄就业率”正处于历史高位（%）.....	8
图表 10	2023 年上半年起美国居民薪资增速超过通胀率.....	9
图表 11	按家庭收入划分的平均零售支出增速（经季节以及通胀调整）.....	9
图表 12	最低 80%收入家庭的信用卡拖欠率以及流动资产情况.....	10
图表 13	最高 20%收入家庭的信用卡拖欠率以及流动资产情况.....	10
图表 14	疫后伴随利率上行，高收入家庭加大对货币市场基金的投资以获取高收益.....	10
图表 15	2019-2020 年间不同收入家庭的收入细分项变动情况（%）.....	10
图表 16	2024 年至今的全球市场大体可分为 4 个阶段.....	11
图表 17	截至 2024 年底，全球大类资产表现上股市、债市上涨，商品分化.....	12
图表 18	今年以来薪资增速始终跑赢通胀增速.....	13
图表 19	美国家庭财富效应有韧性（万亿美元）.....	13
图表 20	目前市场定价明年 2 次共 50BP 的降息.....	13
图表 21	短期通胀压力仍在，服务项通胀仍具粘性（%）.....	13
图表 22	2024 年全球大选情况统计.....	14
图表 23	以美欧为首的西方政坛，以及部分亚洲国家中右翼和极右翼势力进一步崛起.....	14
图表 24	特朗普执政前后 296 家公司的有效企业税率（按行业）显示多数行业有效企业税率低于 15%目标.....	15
图表 25	中右翼人民党党团(EPP)仍为第一大党团.....	16
图表 26	席位变动显示欧洲议会出现“右转”.....	16
图表 27	日本自民党所在的执政联盟未拿下过半席位，未来执政难度或加大，政治不确定性加剧.....	16
图表 28	2024 年全球央行步入“降息之年”，同时日本央行启动加息（%）.....	17
图表 29	货币政策紧缩冲击对制造业的影响大于服务业（%）.....	17
图表 30	货币政策冲击对制造业活动实际影响大于服务业（%）.....	17
图表 31	从制造业 PMI 看，相较于德法，部分南欧国家复苏较为强劲.....	18
图表 32	近期欧元区信贷增速出现企稳（%）.....	18
图表 33	日本 CPI 走势向好（%）.....	19
图表 34	2025 年“春斗”目标为所有产业至少加薪 5%，指向薪资走势亦向好.....	19
图表 35	1995 年降息期间美元、美债利率提前触底反弹（%）.....	19
图表 36	2019 年降息期间美元、美债利率提前触底反弹（%）.....	19

图表 37	TMT 巨头合计资本开支同比增速边际提升	20
图表 38	以微软近期发布的 10 款 AI Agent 产品为例，其功能已出现扩展	20
图表 39	标普 500 指数估值略高于均值+1 倍标准差	21
图表 40	道琼斯指数估值明显高于均值+1 倍标准差	21
图表 41	纳斯达克 100 指数估值高于均值+1 倍标准差	22
图表 42	市场对 2025 年盈利预期略有下调，指向预期美股盈利仍有一定韧性	22
图表 43	今年欧股呈现先高后震荡的走势	22
图表 44	企业投资温和修复，但需求仍处于低位水平（%）	23
图表 45	随着 24 年降息开启，企业借贷利率下行（%）	23
图表 46	就业市场韧性较强，失业率保持稳定（%）	24
图表 47	居民超额储蓄更倾向于流入金融资产（%）	24
图表 48	今年日本股市一波三折，受日元套息逆转的影响一度出现大幅回调，目前仍在修复	24
图表 49	同一阶段的美日两条主线重叠，背后是此前全球“抱团”交易—日元套息交易的逆转	25
图表 50	2024 年日股金融、工业领涨	26
图表 51	2024 年前三季度海外收入已占 GDP11%	26
图表 52	日企海外收入占比、生产占比均持续提升	26
图表 53	本轮日股上涨更多来自于盈利的贡献	26
图表 54	受益于全球资金再平衡和国内政策，今年港股出现两波较大行情，目前再度转向震荡	27
图表 55	AH 溢价较年初有所回落，但仍在历史高位（%）	28
图表 56	港股股债性价比属于历史高位水平	28
图表 57	目前港股卖空成交额处于 2021 年以来历史分位数水平低位，指向风险偏好较高	29
图表 58	预计在利息支付滚动下美债发行规模占比将持续增长（占 GDP 比重）（%）	30
图表 59	2023 年 6 月后短债发行规模快速上行（亿美元）	30
图表 60	2024 年油价以震荡为主	30
图表 61	美国原油增产量仍难以弥补 OPEC+ 及俄罗斯的减产量	31
图表 62	今年金价屡破新高，背后主要有三大推力	32
图表 63	黄金定价框架发生变化	32
图表 64	全球央行持续购金对金价形成一定支撑	33
图表 65	中国及日本疫后持有美债规模下降	33
图表 66	美元指数在 2024 年呈现宽幅震荡的走势	34
图表 67	2018 年特朗普关税下，人民币出现大幅贬值	34
图表 68	2025 年全球大类资产配置建议	35

图表1 全球市场展望框架



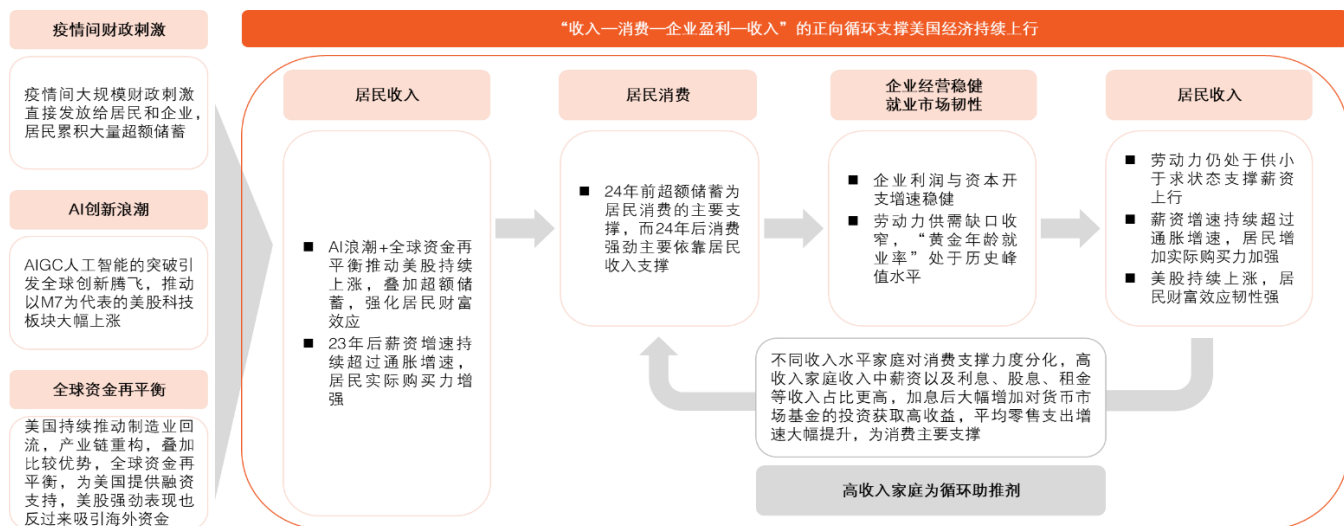
资料来源：平安证券研究所

一、2024 年回顾：预期与现实的摇摆

1.1 2024 年全球市场主线：美国经济循环顺畅，韧性持续显现

2024 年在较高利率环境下美国经济依然维持较强韧性，从结构上看，经济韧性主要来源于居民消费。尽管超额储蓄于今年一季度已耗尽，但“居民超额储蓄—消费—企业盈利—收入”的传导链条或形成“收入—消费—企业盈利—收入”的正向循环，支撑美国经济持续上行，其中高收入家庭或为循环的主要推手。

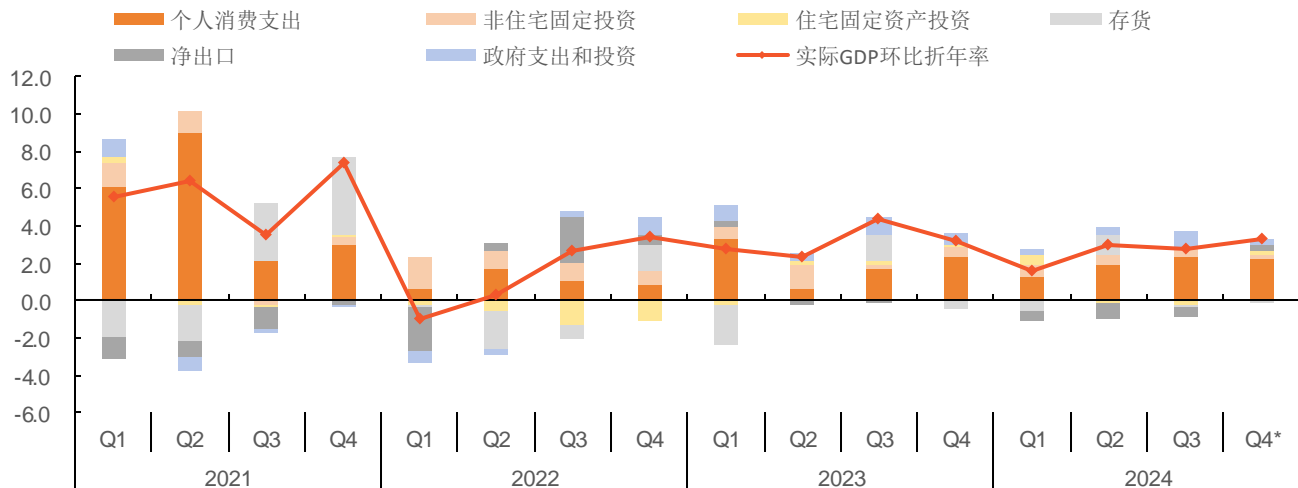
图表2 今年“收入—消费—企业盈利—收入”的正向循环支撑美国经济持续上行



资料来源：平安证券研究所

从各分项对美国实际 GDP 环比折年率的贡献看，美国经济保持韧性的来源在于居民消费（占美国 GDP 近七成）表现强劲。2024 年前三季度美国实际 GDP 环比折年率分别为 1.6%、3.0%、2.8%，其中个人消费支出分别贡献了其中的 1.3%、1.9%、2.4%，为主要贡献项。据 GDPNow 数据，截至 12 月 9 日，预计四季度实际 GDP 环比折年率为 3.3%，个人消费支出贡献为 2.2%。2024 年以来个人消费支出增速呈明显上升趋势，显示居民消费表现强劲。除消费外的其他分项中，前三季度私人投资对实际 GDP 环比折年率的贡献均为正，但较消费明显偏弱，GDP Now 数据显示四季度私人投资贡献为 0.4%（前值 0.2%），指向降息对投资的拉动效果或难在短期内显现；政府支出和投资在高利率环境下仍维持较高水平，支撑经济韧性；前三季度净出口贡献均为负，表现疲弱，为经济主要拖累，GDP Now 数据显示四季度净出口贡献转正，为 0.3%。

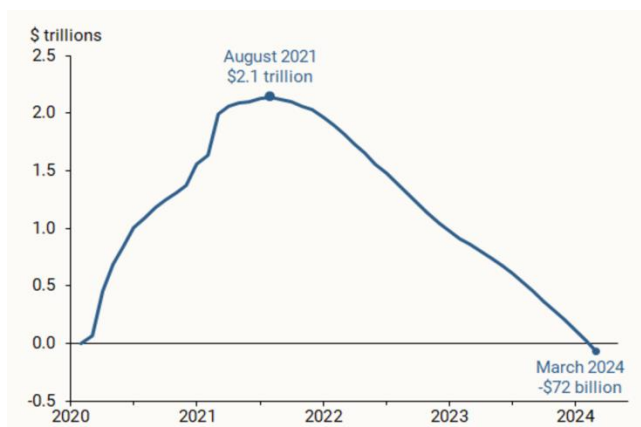
图表3 从各分项对美国实际 GDP 环比折年率的贡献看，美国经济保持韧性的来源在于居民消费表现强劲（%）



资料来源：BEA, Federal Reserve Bank of Atlanta GDP Now, 平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 9 日；注：*表示预测值

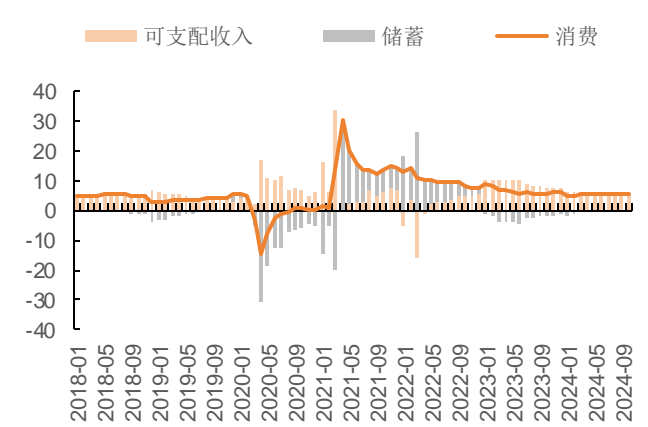
通过进一步拆分美国居民消费来源，2023 年以来消费强劲主要依靠居民收入支撑。疫情以来大规模财政刺激导致美国居民增加了约 2.1 万亿美元的超额储蓄，相当于美国 GDP 的 10% 左右。超额储蓄弥补了疫情间居民收入的下滑以及通胀背景下生活成本的抬升，并在疫后一段时间内支撑居民消费。据旧金山联储数据，居民超额储蓄在 2021 年 8 月达到峰值的 2.1 万亿美元后开始回落，直至 2024 年一季度已消耗殆尽。同时，AI 创新浪潮+ 全球资金再平衡，美股持续上涨，强化居民财富效应。相应地，拆分美国居民消费折年数的同比增速，从 2023 年以来居民可支配收入开始接替储蓄成为支撑居民消费的主力，一直持续至今。

图表4 2024 年一季度疫情前超额储蓄已消耗殆尽



资料来源：Federal Reserve Bank of San Francisco

图表5 近两年居民消费主要由收入提供资金来源（%）

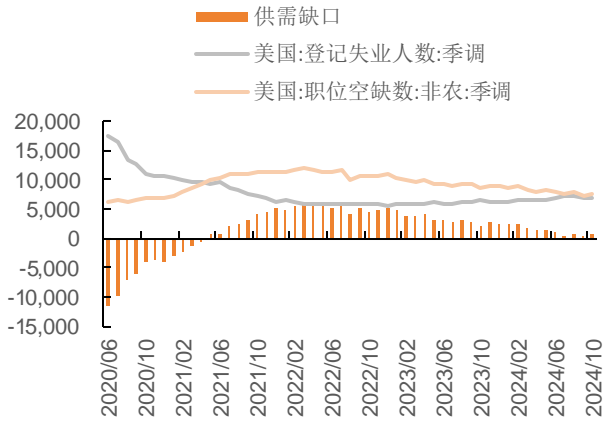


资料来源：Wind, 平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 9 日；注：负值的储蓄表示储蓄被存起来而不是被消费

居民收入增长受益于具有韧性的就业市场，在劳动力依然供小于求以及私营部门“黄金年龄就业率”处于历史高位的背景下，薪资增速超过通胀率增加了居民实际收入。自 2022 年二季度以来美国劳动力供需缺口开始收窄，截至今年 10 月数据，劳动力供需缺口从 2022 年峰值的 619 万人缩窄至 76 万人。同时结合企业利润以及非金融企业的资本开支情况，二者增速均保持稳健，因此劳动力供需缺口收窄并非企业缩减规模而大幅裁员导致，主要系劳动力供给快速修复，尤其是海外移民劳工对供给端的支撑的背景下，企业招聘需求逐渐得以满足。2024 年劳动力供需缺口延续收窄，目前仍处于供小于求的状态，薪资增速斜率有所放缓，但上行趋势仍有一定支撑。此外，据美国进步中心（Center for American Progress）数据，虽然 16 岁以上就业人口占比低于疫情前水平，但考虑到老龄化背景下退休人口增多，就业存在性别差异，经过年龄和性别调整后的“黄金年龄就业率”处于历史峰值水平。在美国劳动力市场具有韧性的背景下，居民薪资增速跑赢通胀率，使得居民实际收入增加。

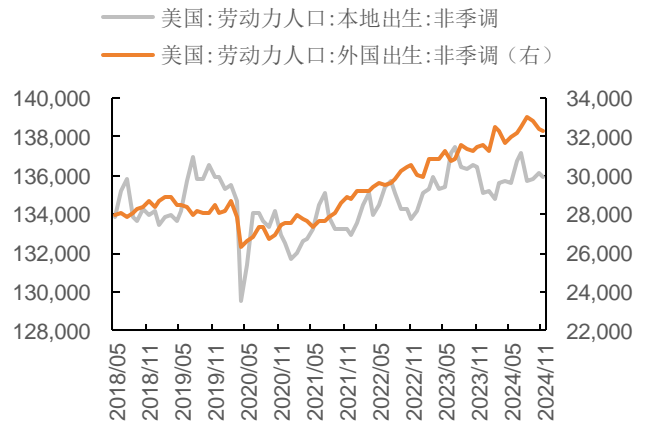
整体来看，疫后“居民超额储蓄—消费—企业盈利—收入”的传导链条或形成“收入—消费—企业盈利—收入”的正向循环，支撑美国经济持续上行。

图表6 目前劳动力市场依然供小于求(单位:千人)



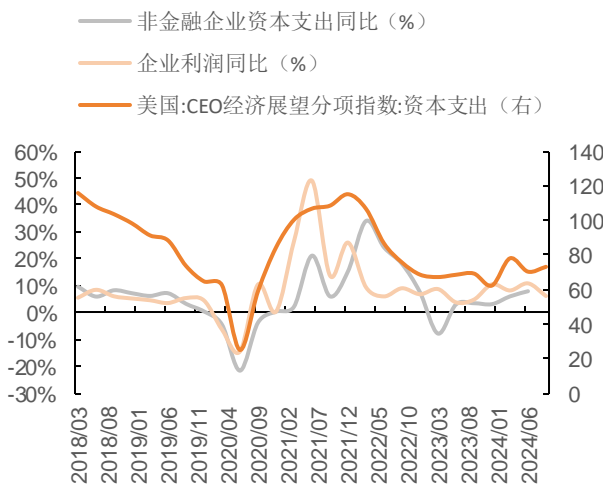
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2024年12月9日

图表7 海外劳动力快速增长(单位:千人)



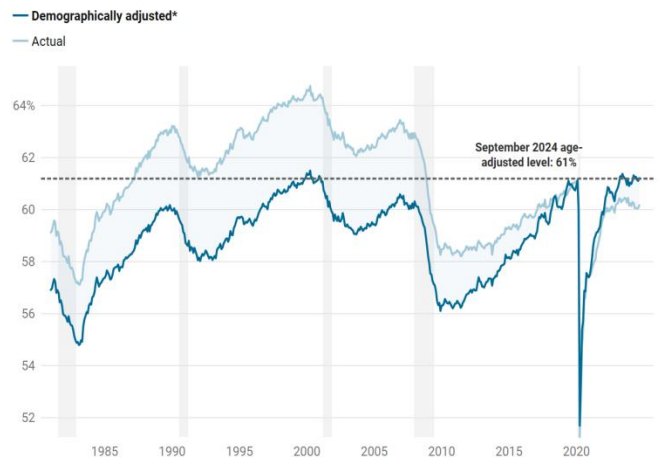
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2024年12月9日

图表8 资本开支、企业利润增速稳健



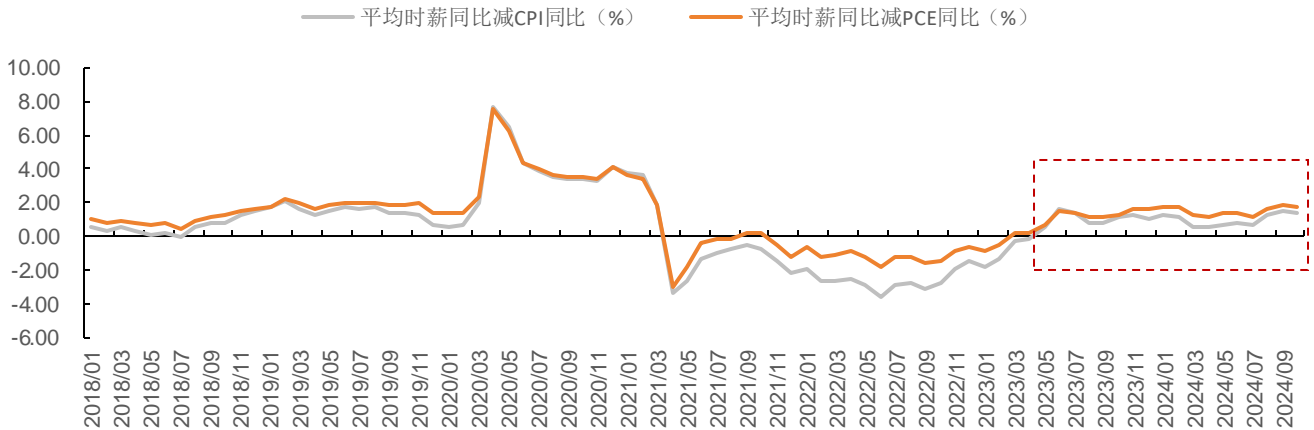
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2024年12月9日

图表9 经年龄、性别调整后的“黄金年龄就业率”正处于历史高位(%)



资料来源: Center for American Progress, 平安证券研究所; 注: 浅蓝色线代表16岁以上就业人口占比, 深蓝色线为经性别调整后的25-54岁就业人口占比, 即“黄金年龄就业率”

图表10 2023年上半年起美国居民薪资增速超过通胀率



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2024年12月6日

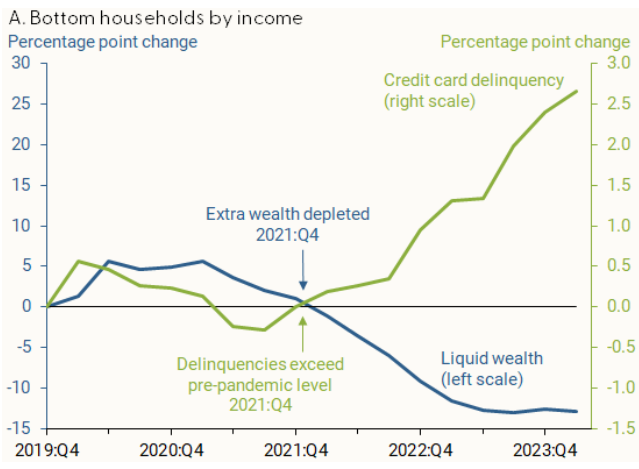
在上述美国疫情后形成的经济正循环中，高收入家庭或为主要推手。根据美联储于10月11日公布的研究报告，通过划分不同高（年收入高于10万美元）、中（年收入位于6-10万美元之间）、低（年收入低于6万美元）收入的家庭平均零售支出，发现高收入家庭的平均零售支出增速持续提升，为疫情后零售商品需求的主要推手，而低收入家庭的平均零售支出增速基本保持稳定，与高收入家庭间的差距也在逐渐拉大。有关背后原因，或主要与家庭的收入结构以及应对疫情的行为有关。通常高收入家庭中薪资以及利息、股息、租金等收入占比更高，而低收入家庭中政府保障收入占比更高。在此背景下，据旧金山联储于8月12日发布的研究报告显示，最低80%收入家庭更早地消耗完疫情时期的超额储蓄，相应地，信用卡拖欠率于2021年四季度超过疫情前水平，早于最高20%收入家庭四个季度，因此低收入家庭的“居民超额储蓄—消费—企业盈利—收入”传导链条或结束较早。此外，为应对疫情冲击，最高20%收入家庭从2022年美联储加息以来，大幅增加对货币市场基金的投资以获取高收益，截至2024年2月，最高20%收入家庭的货币市场基金持有量较未出现疫情的参考情形提升了超30%，而最低80%收入家庭的货币市场基金持有量无明显上涨。从疫情后不同收入家庭的收入细分项变动情况来看，据CBO数据显示，相较于2019年，2020年最高20%收入家庭的资本收益、劳动收入出现较明显增长，其中最高1%收入家庭增长最为明显；而低收入家庭除社会保险出现明显增长外，其余收入分项更多是负增，尤其是劳动收入拖累显著。因此，“收入—消费—企业盈利—收入”的正向循环在低收入家庭中的强度或较弱。

图表11 按家庭收入划分的平均零售支出增速（经季节以及通胀调整）



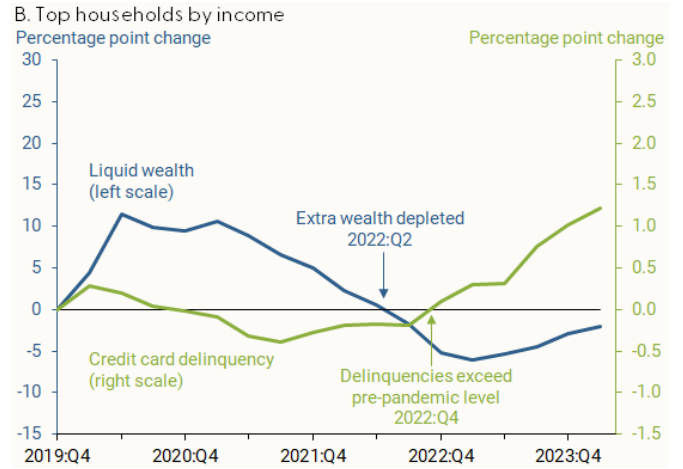
资料来源: 美联储

图表12 最低 80%收入家庭的信用卡拖欠率以及流动资产情况



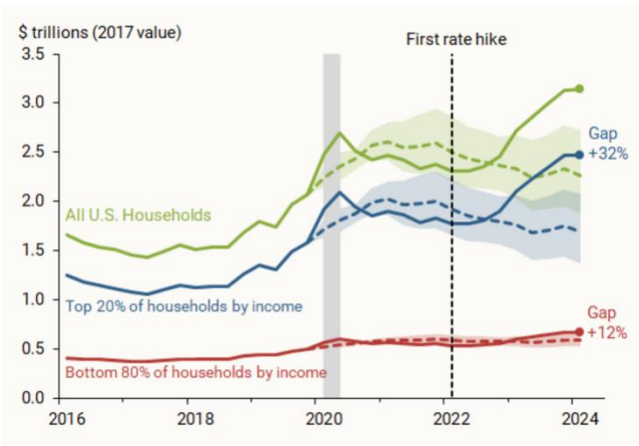
资料来源：旧金山联储

图表13 最高 20%收入家庭的信用卡拖欠率以及流动资产情况



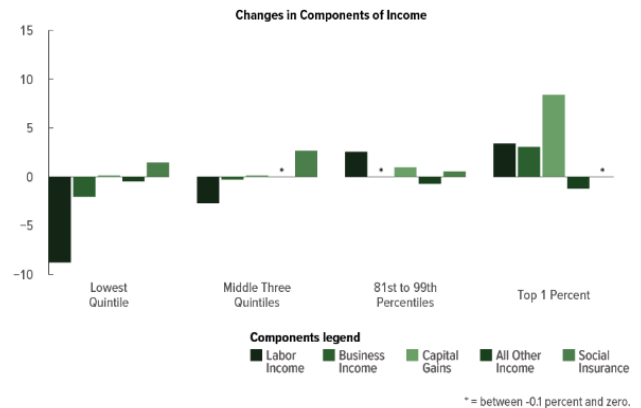
资料来源：旧金山联储

图表14 疫后伴随利率上行，高收入家庭加大对货币市场基金的投资以获取高收益



资料来源：旧金山联储；注：虚线表示无疫情下的估计数

图表15 2019-2020 年间不同收入家庭的收入细分项变动情况 (%)



资料来源：CBO

1.2 2024 年全球资产四大阶段

第一阶段 (2024 年 1 月~2024 年 4 月)：一季度通胀持续超预期，降息预期回落，美债利率、美元走高；美股更多受 AI 产业驱动，科技股屡创新高。美联储自 2023 年 9 月 FOMC 会议开始暂停加息，市场开始过度抢跑降息交易。随后 2024 年一季度美国 CPI 同比接连超预期，市场降息预期持续降温。在此背景下，美债利率、美元持续走高。美股则更受 AI 产业驱动，Open AI 发布模型 Sora 指向 AI 应用端开始有所落地，以及英伟达一季度业绩超预期，AI 浪潮持续，推动美股上行。

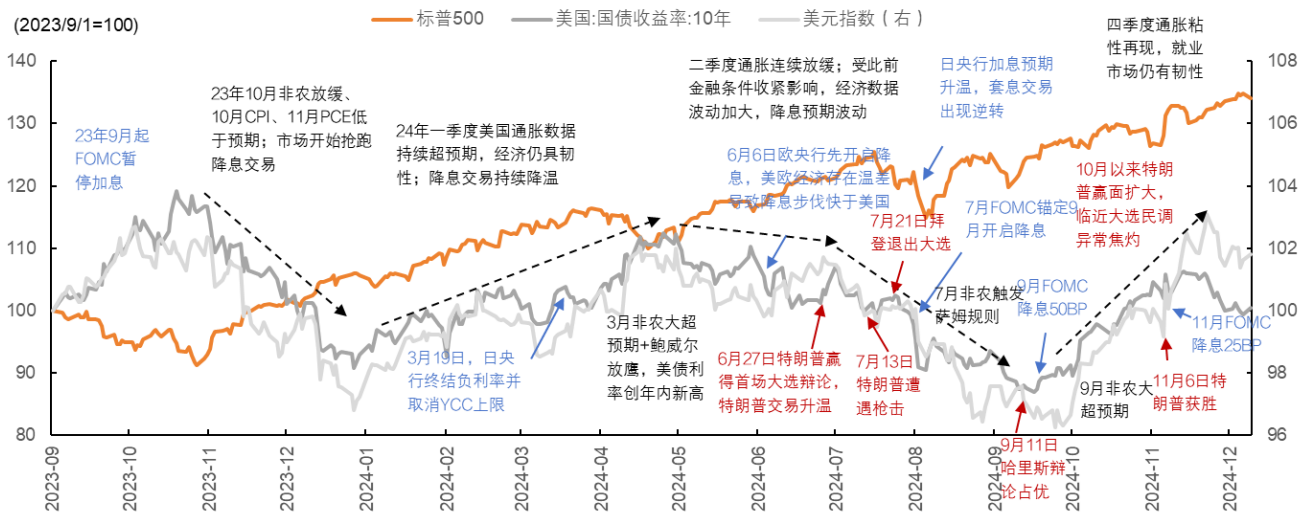
第二阶段 (2023 年 5 月~6 月)：二季度起通胀数据放缓，受此前金融条件收紧影响，经济数据波动加大，导致降息预期波动，美债利率、美元震荡；美股在盈利支撑下呈上行趋势。二季度以来美国 CPI 同比增速转向下行，同时受到此前利率再度回到高位影响，金融条件收紧的背景下经济数据波动加大，数据内部出现分化，如就业市场偏稳健，而 ISM 制造业 PMI 转为下行。在此背景下，降息预期出现波动，美债利率、美元维持震荡。美股则在一季报超预期的盈利支撑下呈上行趋势。

第三阶段 (2023 年 7 月~9 月)：衰退预期、日元套息交易逆转、降息交易、以及大选、财报扰动多线索交织，资产轮动加快，美债利率、美元下行，美股震荡加剧。7 月以来经济数据 (6 月 ISM 制造业、服务业 PMI、非农，7 月美欧 PMI、非农) 出现扎堆放缓，市场经济衰退预期逐渐抬头，尤其是在 7 月非农走弱并触发萨姆规则后，市场加剧美国经济衰退预期，

叠加日央行于7月底会议加息15BP且植田和男表态鹰派，在衰退预期+日元套息交易逆转两条主线作用下，资金出现踩踏，美股、美元、美债利率均快速下行。随后极端情绪消散，8月6日起美元资产止跌回稳。在此期间，7月13日特朗普枪击事件引发阶段性特朗普交易，美股则还受科技龙头二季报不及预期影响，有所拖累，加剧资产扰动。8月下旬起市场更多围绕9月降息预期博弈，8月23日鲍威尔在Jackson Hole会议上明确给出9月降息指引后，市场快速消化利好信息并开始寻找降息50BP的可能性，美元、美债利率震荡下行，随后9月FOMC降息50BP，符合市场预期，美元资产重回震荡。

第四阶段（9月FOMC起至今）：美国进入降息周期，通胀粘性再现，同时特朗普赢得大选，降息预期弱化叠加特朗普交易，美债利率、美元强势反弹，美股更多受风险偏好提振重回上行趋势。一，9月以来部分经济数据超预期，市场“软着陆”预期增强，美元、美债利率转为上行；10月起服务通胀粘性显现，指向通胀虽然下行但“最后一英里”问题仍存，市场降息预期弱化。二，10月以来民调数据显示特朗普赢面扩大，特朗普交易回归，尤其是11月特朗普胜选，形成“三权统一”格局并快速组阁，在其“做高通胀”、“做多赤字”的政策预期下，美元、美债利率大幅上行，美元指数一度向上突破107点位。美股在大选落地后，受风险偏好提振，重回上行趋势。

图表16 2024年至今的全球市场大体可分为4个阶段



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2024年12月9日；注：黑色为基本面相关事件；红色为大选相关事件；蓝色为全球央行相关事件

1.3 2024年全球资产价格回顾：股市上涨，债市、商品分化

今年年初至今，全球大部分经济体股市上涨，全球降息背景下中美债市分化，商品中贵金属大幅上涨，而原油下跌：

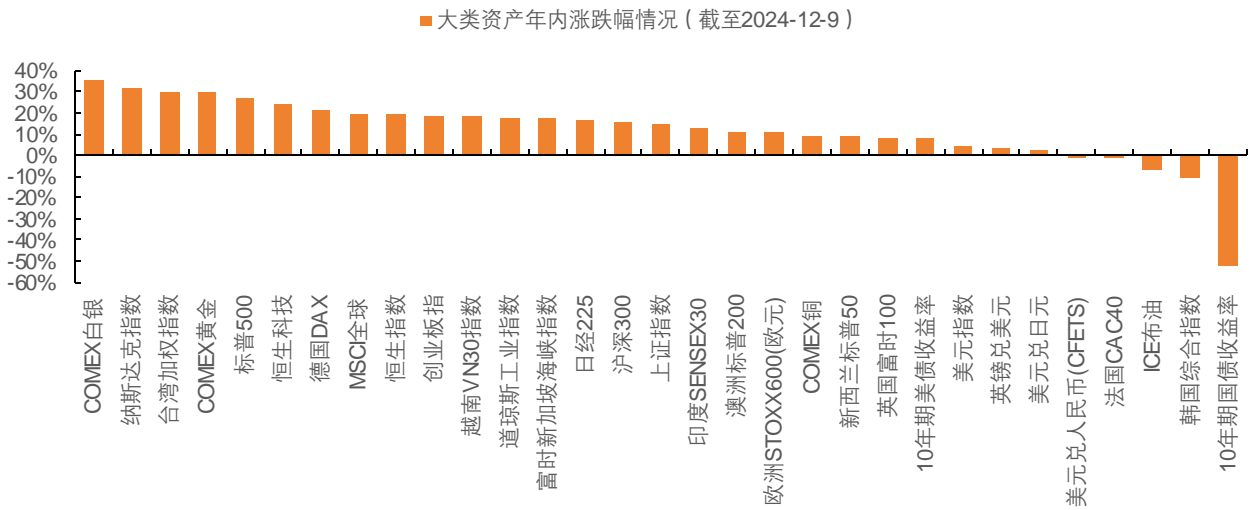
1.权益市场：美股、台湾股市领涨全球，A股、港股在国内政策发力以及外围流动性缓和背景下同样出现明显上行，其中港股弹性相较A股更大。结构上，美股、日股为普涨的全面牛市，其他均结构牛市，其中欧股以医疗保健、科技、金融业涨幅为主。

2.债券市场：今年以来降息预期摇摆导致海外债市震荡加剧，美国经济仍有韧性+特朗普交易持续背景下，9月降息周期开启，但利率下行拐点仍未至，2年、10年期美债利率仍维持在4.2%的高位；国债更多受国内基本面复苏相对缓慢影响，年内利率出现明显下行。

3.大宗商品：全球央行购金+地缘政治风险不断+美元信用风险影响下，黄金突破高利率强美元压制实现大幅上涨，年内持续上行，直至年底小幅回调；原油则更多受需求端拖累，整体承压。

4.外汇市场：美元受美债利率波动影响同样表现震荡，但四季度以来受美国基本面韧性较强+特朗普交易+欧洲地缘政治风险加大等因素影响，出现大幅上行，一度突破107点位。人民币上半年受国内基本面偏弱影响持续贬值，三季度受美元走弱以及稳汇率预期影响走强，四季度则更多受强美元影响有所走弱。

图表17 截至2024年底，全球大类资产表现上股市、债市上涨，商品分化



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2024年12月9日; 注: 债券数据单位为BP

二、2025年展望：政策转向及流动性变化是最大变量，不确定性加剧

2.1 基准判断：2025年美国软着陆、再通胀、缓降息，政策组合为宽财政+宽货币

展望2025年，我们预计基准情形是美国经济实现软着陆，上半年或因为利率走高而出现走弱，下半年宏观数据或将见好：

首先，居民资产负债表仍较健康，消费有望企稳回升。根据美国经济分析局数据，三季度居民实际消费支出环比折年从一季度的1.9%上升至3.7%，指向消费维持较强韧性。如前述，此前市场担忧随着超额储蓄耗尽消费将出现大幅下滑，但今年美国通胀回落下居民实际购买能力的增加较好地弥补了这部分缺口：美国11月时薪同比增速4.0%，与10月持平，高于9月的3.9%，指向薪资增长维持韧性，而通胀持续降温，薪资增长高于通胀增速，意味着居民实际收入购买能力将高于2021-2022年。同时，受益于疫后财政刺激政策及AI浪潮，美国居民净资产持续提升。往后看，本轮美联储持续降息，叠加特朗普对内减税等政策落地，美股维持上涨趋势，同时房贷利率的逐步回落或将带来地产市场新一轮上行周期，美国财富效应仍有韧性，消费将有所支撑。

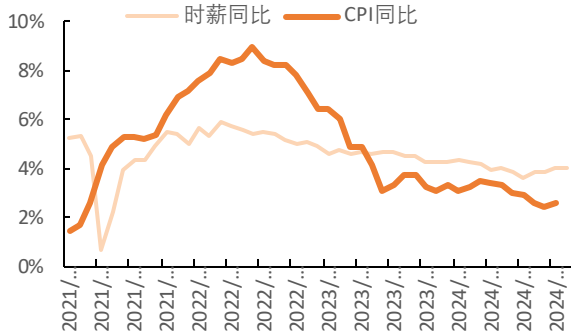
其次，居民、企业信用出现积极恢复迹象。回顾2023年，当时货币紧缩及倒挂的利率曲线实际未有效传导至美国信用环境上，信用周期出现快速紧缩，除了工商业贷款以外，其余贷款规模仍保持增长，同时除对商业地产贷款有所收紧以外，银行对企业工商业贷款、信用卡贷款等各类贷款均在边际放松。步入2024年，随着降息落地，居民贷款、企业贷款/发债显示积极恢复迹象，同时银行贷款条件仍保持边际放松：1) 根据美国经济分析局数据，10月美国消费者信贷总额激增192亿美元，较前一个月的60亿美元增长加速，超过市场预期的100亿美元增幅，显示出消费信贷的恢复；2) 根据美联储调查报告，大中型和小型企业的信贷需求净比例已转正，指向企业对贷款的兴趣正在上升。

同时，AI相关投资保持增长。今年以来，AI相关投资保持强劲，信息处理设备和软件同比增速自2023年9月以来持续抬升，带动信息处理设备、软件以及研究开发等无形资产投资占整体非住宅投资的一半以上。往后看，微观层面，Alphabet、苹果、Meta、微软、英伟达、亚马逊等公司均宣布2025年继续增加AI相关的资本支出，意味着AI投资仍将为经济增长的重要支撑。

再者，财政或维持宽松，但幅度或有限。复盘特朗普执政1.0时期，关税带来的收入无力抵消新冠救济、减税法案、预算法案增加的债务，根据CRFB数据，1.0时期共增加约8.5万亿十年期债务。本轮执政2.0期，收入端，特朗普仍主张加征关税以增加收入，支出端则主张通过新财长及政府效率部门来大幅削减财政开支，但同时仍涉及多项扩大支出举措，包括减税法案永久化、主张扩大新房建设以降低住房成本、回归基建投资以及强调国防安全等，整体或倾向于宽财政，延续高

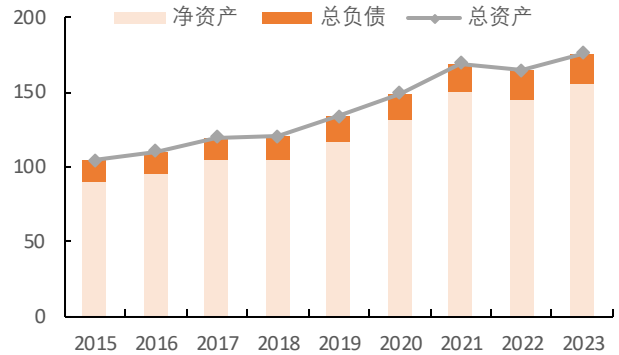
债务长期化趋势，重点关注削减开支举措的实际效果。同时，复盘 1984 年以来 10 次大选情况，第一年财政更多时候为紧缩，或在于新任总统财政政策落地需要一定时间。整体来看，我们预期 2025 年美国仍维持宽财政，但宽松幅度或有限，难以成为推动经济的直接因素。

图表18 今年以来薪资增速始终跑赢通胀增速



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 10 日

图表19 美国家庭财富效应有韧性（万亿美元）



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 10 日

回归基础看联储，失业率或维持低位+再通胀风险起，联储降息节奏放缓速度或大于市场预期，预计今年 12 月再降息一次，明年或还有 2-3 次降息，下半年或将停止降息。根据 CME 数据，目前市场定价今年 12 月降息之后，明年还有 2 次（3 月及 9 月）共计 50BP 的降息。考虑到软着陆情形下，失业率上升幅度不高，但目前通胀黏性仍较强，且特朗普政策对通胀的效果具有不确定性，我们认为联储降息节奏放缓速度或大于市场预期。就业方面，如前述，软着陆基准情形下，失业率通常上升幅度并不高，目前彭博一致预期未来失业率将维持在 4.3% 附近。通胀方面，根据美国劳工部数据，今年美国核心 CPI 整体呈波动中放缓的趋势，核心 CPI 同比从 1 月的 3.9% 下行至 11 月的 3.3%。从分项来看，短期通胀压力仍在，考虑到特朗普政策强调控制油价，市场并不太担心 11 月能源项通胀再反弹，主要担心还是在服务项通胀仍具粘性，成为抗通胀“最后一公里”的最大阻碍，主要或在于劳动力和住房供给仍存在缺口。考虑到美国经济平稳放缓仍是大概率，通胀回落节奏或更缓慢，叠加通胀基数走低将支撑同比，我们预计通胀或持续到明年 1 月，后续转为下行，并在 2025 年年中触底回升，关键在于特朗普政策的节奏和效果，可能将是决定明年通胀趋势的主线。展望 2025 年美联储货币政策，我们预计失业率将维持低位，且再通胀仍有风险，我们倾向于认为 12 月再降息一次，明年或还有 2-3 次降息，下半年或将逐步停止降息。

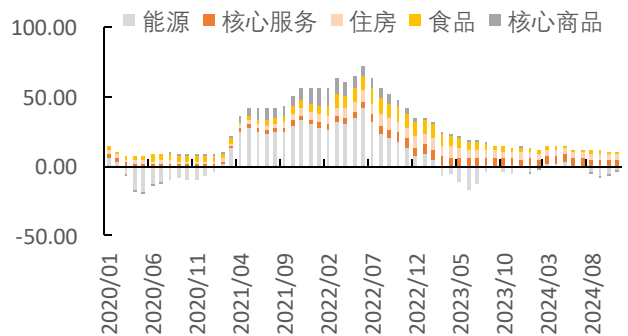
综合而看，我们认为 2025 年美国基准情形为软着陆、再通胀、缓降息，政策组合维持“宽财政”+“宽货币”：1) 财政政策方面，宽财政为基准情形，将延续高债务长期化趋势，但宽松程度或相对有限，关键在于特朗普政策实施节奏以及新财长+政府效率部门削减财政支出措施的效果；2) 货币政策方面，今年 12 月再降息一次，明年上半年或还有 2-3 次降息，下半年受再通胀等风险的影响或将停止降息。

图表20 目前市场定价明年 2 次共 50BP 的降息

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	96.0%	4.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.5%	78.3%	3.2%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	52.0%	36.3%	1.4%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	19.7%	48.5%	28.5%	1.1%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.9%	9.1%	30.9%	40.6%	17.8%	0.7%
2025/7/30	0.0%	0.1%	2.3%	12.7%	32.5%	36.9%	14.9%	0.6%
2025/9/17	0.0%	0.6%	4.7%	17.3%	33.5%	31.8%	11.6%	0.4%
2025/10/29	0.1%	1.2%	6.6%	19.7%	33.3%	28.8%	9.9%	0.4%
2025/12/10	0.3%	1.9%	8.1%	21.3%	32.7%	26.6%	8.8%	0.3%

资料来源：CME，平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 15 日

图表21 短期通胀压力仍在，服务项通胀仍具粘性（%）

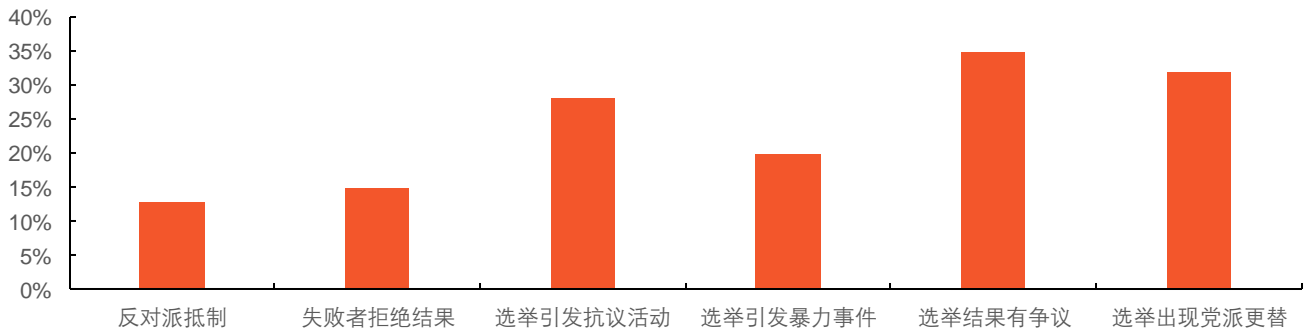


资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 15 日

2.2 主线一：全球右翼势力崛起，政策预期转向是最大的变量之一，不确定性加剧

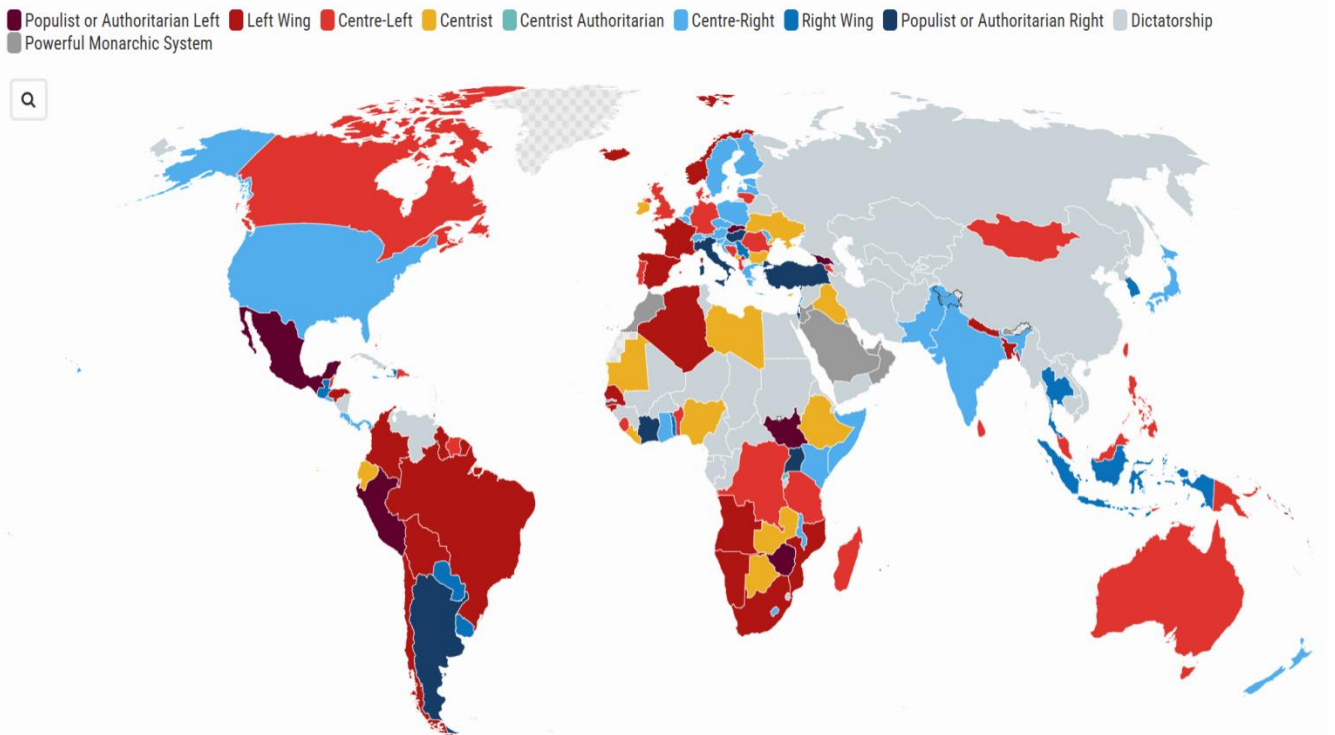
2024 年全球大选年，右翼势力崛起。2024 年全球大选年，不少国家传统执政大党遭遇挫折，而以美欧为首的西方政坛及部分亚洲国家的中右翼、极右翼势力进一步崛起，加剧社会撕裂与民意分化。从大选结果来看，一方面，许多传统执政大党在选举中遭遇挫折，政治力量分化重组与党派更替加剧国际政治不稳定性。据 IDEA 统计，2024 年以来截至 11 月 5 日，全球大选中约 32% 的大选出现政权更替，对结果有争议的大选占比约 35%。同时，28% 的大选出现选举相关抗议活动，20% 的大选出现大选相关暴力事件。另一方面，以美国为首的西方政坛，以及部分亚洲国家中右翼和极右翼势力进一步崛起，影响着对应国家或地区甚至全球后续的长期政策，加剧社会撕裂与民意分化，将给各国政局和全球治理带来更多不确定性。

图表 22 2024 年全球大选情况统计



资料来源：IDEA，平安证券研究所；数据截至 2024 年 11 月 5 日

图表 23 以美欧为首的西方政坛，以及部分亚洲国家中右翼和极右翼势力进一步崛起



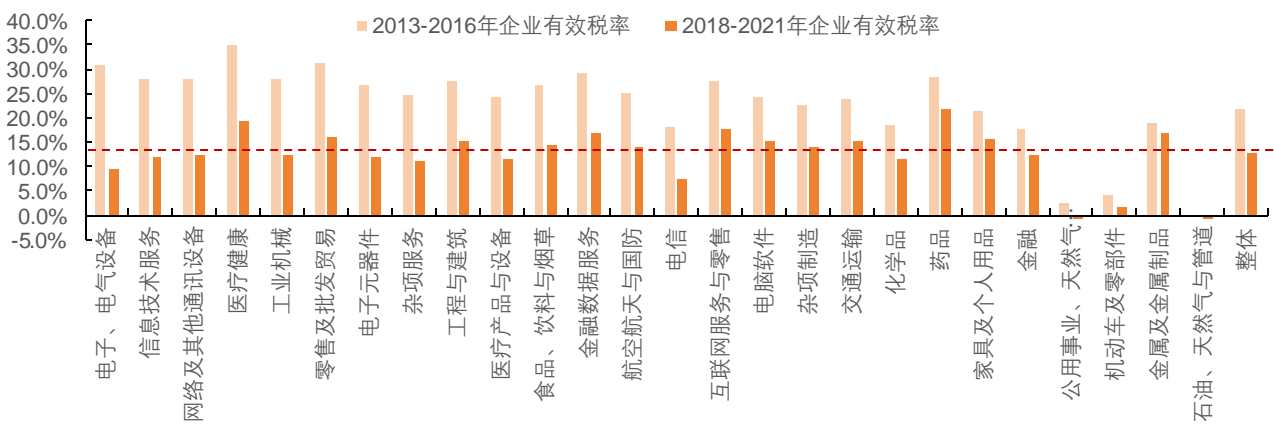
资料来源：Arden Strategies；数据截至 2024 年 12 月 9 日

展望 2025 年，“新官上任三把火”，主要经济体政策转向，全球格局或出现变动，不确定性加剧；

美国方面，从特朗普政策主张来看，预计特朗普执政 2.0 背景下“逆全球化”、“做多赤字”、“做多通胀”的效果或将更强，

同时地缘政治风险或加大。具体来看，财政收支方面，特朗普 2.0 时期的执政思路依然是通过减少国内税收、增加对外关税，同时减少政府开支，以达到在控制财政赤字的同时，吸引海外资金以及制造业回流的目的。考虑到本轮企业减税幅度较小，行业整体有效税率为 12.8%，低于 15% 的目标，预计整体对经济、股价的正向影响预计不及上轮。此外，尽管特朗普主张通过马斯克领导的政府效率部门大幅削减政府开支以缓解债务压力，但考虑到刚性支出占比较大，预计可供削减的支出占比或难超 10%，同时特朗普其他主张仍涉及多项扩大支出举措，包括减税法案永久化、主张扩大新房建设以降低住房成本、回归基建投资以及强调国防安全等，整体或倾向于宽财政，延续高债务长期化趋势，但宽松程度或有限。货币政策方面，特朗普 2.0 时期仍倾向于宽松的货币政策，并维持弱美元+低利率主张，但弱美元主张实则与 MAGA 存在一定背离，落地有一定难度。关税政策方面，共和党纲领主张取消部分国家的最惠国待遇，并对全球加征基础关税，将进一步加剧逆全球化，并对通胀带来扰动。外交政策方面，再度回归“孤立主义”外交政策，弱化目前美国的盟友关系，加剧大国的竞争及地区局势的动荡，并可能再度破坏国际多边治理机制，全球地缘政治风险或进一步抬升。

图表 24 特朗普执政前后 296 家公司的有效企业税率（按行业）显示多数行业有效企业税率低于 15% 目标



资料来源：ITEP，平安证券研究所

从本轮特朗普执政对大类资产的影响来看：

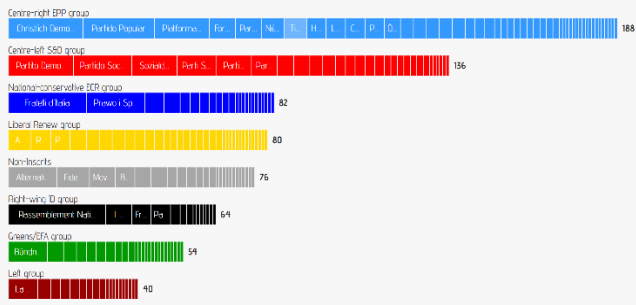
- 1) 短期看市场情绪：虽然新任政府的政策仍存在较多变数，但短期只要是大选结果顺利落地，都是偏积极的，风险偏好或有所提升。同时，短时间内特朗普新政变数仍较多，后续仍需关注新任政府表态及组阁动向，在此背景下“特朗普交易”或仍将延续，直到其正式上任。
- 2) 中期视角看政策效果：从“里根大循环”看本轮特朗普执政时期政策效果，特朗普系列政策或推动非美货币贬值及资本流出的压力加大，资金倾向于流入美国，同时强美元+高利率将进一步加强资金流入美国的趋势，或将形成“特朗普大循环”。但从效果来看，“特朗普大循环”程度及时长取决于政策实际效果，考虑到减税政策、削减开支效果有限，且再通胀风险加大可能影响资金回流，目前来看“特朗普大循环”或较弱。同时，“孤立主义”外交政策或加剧地缘局势的动荡，美国抽身后更多利益体或加剧争夺美国离开后的空位，且中东冲突、俄乌战争本身利益体系复杂，协调难度高，预期短期内停火概率并不高，全球避险情绪或持续，且加速资金回流至美国。
- 3) 长期视角看战略方向：制造业回流为两党共识，根本为维护美国产业安全，目标在于把握核心技术、降低对外“依赖度”，或将持续推动制造业回流。整体来看，2009 年至今美国制造业衰退趋势有所扭转，回流取得成效，但空心化等问题仍较严重，且对华依赖度仍较高。从细分行业来看，高端制造回流明显，其优先级别最高，也与回流政策要求相吻合，其中电子、柔性制造、信息及通信等板块回流效果尤其显著；低端制造更多通过进口来源地多元化降低“单一依赖度”，中端制造回流效果一般，部分产品进口增速持续高于美国国内出货增速。往后看，全球供应链重构，部分经济体与美国供应链关系或将更紧密，将有所利好，同时中国中端产业出海、高端产业自主可控或迎来结构性机会。

欧洲方面，从欧洲议会选举结果来看，本届出现明显“右转”，右翼民粹政党力量上升，或导致欧洲议会投票凝聚力下降，增加政策不确定性。议席变动方面，中右翼人民党党团议席较上届增加 10 个，仍为第一大党团，拥有议会大部分议程设置

权；中左翼社会民主党党团议席较上届减少 4 个，仍保持第二大党团。虽然议席分布上尚未出现压倒性“右转”局面，但右翼保守党党团、极右翼认同与民主党团议席分别较上届增加 10、25 个，右翼民粹政党力量上升。竞选纲领的优先事项方面，第一大党团中右翼人民党将安全和防务作为优先事项，包括继续致力于支持乌克兰、扩大防务工业基础、改革欧盟机构等。右翼政党议席增加、政治影响力提升，或导致欧洲议会投票凝聚力下降，增加政策不确定性。

从欧洲国内选举来看，11 月以来德国、法国先后面临政治停摆风险，欧洲国家国内政策连续性以及经济增长下行风险或加剧。在欧洲议会选举中，法国、德国两个最重要的欧盟成员国的执政党均已遭遇惨败。从历史规律看，由于欧洲选民认为欧洲议会选举不如国内选举重要，因此议会选举中更倾向于情绪性投票而非理性投票，将欧洲议会选举视为表达不满的机会，德、法执政党遭惨败或指向欧洲国家内部社会撕裂加剧。11 月 6 日，德国社民党、自民党、绿党组成的“红绿灯”联盟就明年预算问题陷入争执，最终联盟破碎，明年 2 月或提前举行联邦议院选举。12 月 4 日法国米歇尔·巴尼耶政府因为不信任动议通过而垮台，2025 年预算案也未通过。鉴于马克龙作为总统每年只能解散议会一次，下次议会选举最早也要到明年 7 月才能举行，在此之前法国议会分裂格局或持续。在此背景下，德国、法国政策连续性以及经济增长下行风险或加剧。

图表 25 中右翼人民党党团(EPP)仍为第一大党团



资料来源: Europe Election

图表 26 席位变动显示欧洲议会出现“右转”

Group	Projected 2024 composition †	2019 result	Change
1 Centre-right EPP group	188	178	10
2 Centre-left S&D group	136	140	-4
3 National-conservative ECR group	82	72	10
4 Liberal Renew group	80	105	-25
5 Non-inscrits	76	92	-16
6 Right-wing ID group	64	39	25
7 Greens/EFA group	54	73	-19
8 Left group	40	31	9

资料来源: Europe Election

亚太方面，日本自民党石破茂当选首相但执政党未能获得众议院过半席位，韩国总统尹锡悦面临在野党弹劾危机，东亚国家同样面临较大政治不确定性风险。11 月 11 日，日本自民党石破茂再度获选，当选第 103 任首相。但众议院选举中，自民党获得 191 个席位，公明党获得 24 个席位，两党组成的执政联盟共获得 215 个席位，未达到众议院过半席位 (233 个)，只能组成少数派内阁，自公执政联盟执政难度或增大，政治不确定性加剧。这也是 2012 年以来自民党第一次失去众议院多数党地位。韩国总统尹锡悦执政期内受在野党控制的国会施加阻力，政策出台掣肘，于 12 月 3 日宣布戒严后遭党内以及在野党紧急投票否决，目前面临在野党弹劾危机，韩国政局动荡加剧。

图表 27 日本自民党所在的执政联盟未拿下过半席位，未来执政难度或加大，政治不确定性加剧

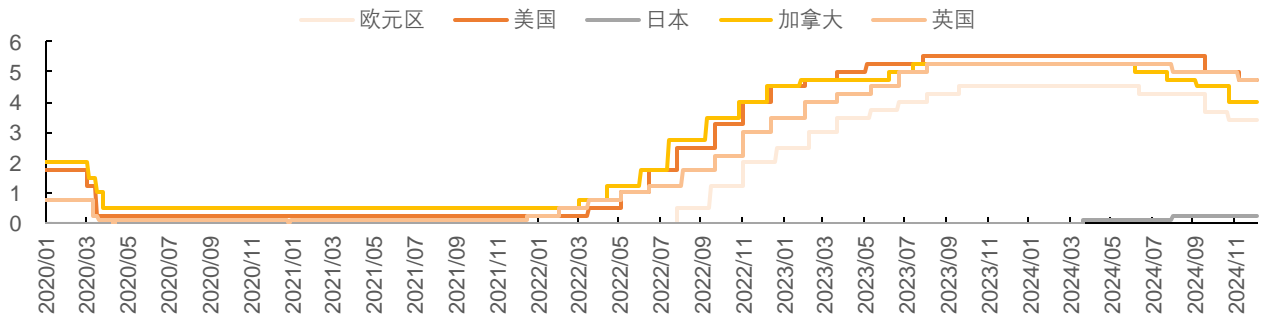


资料来源: NHK

2.3 主线二：全球央行或持续降息+“逆行者”日本央行继续加息，全球流动性或是最大的预期差

2024 年全球央行步入“降息之年”，同时日本央行启动加息。2022 年起，全球央行受迫于通胀的快速走高，开启新一轮加息周期，并于 2023 年下半年停止。步入 2024 年，高利率对经济的压制效果逐步显现，欧央行受制于经济持续疲软，在 6 月先于美联储启动降息，年内已降息 3 次共计 85BP。美联储今年仍维持“边走边看”的原则，更多依赖数据，而今年以来美国经济数据受金融条件的松紧影响，呈现波动性的走弱或走强，美联储降息预期来回摇摆，成为今年海外市场主线之一。6 月起美国经济数据再度扎堆走弱，7 月非农数据大幅走弱引发市场启动交易美国经济衰退。在就业走弱+通胀温和回落情形下，美联储于 9 月开启本轮降息，年内已降息两次，共计 75BP。同时，受益于通胀温和回暖+薪资上涨，3 月日本央行正式推出负利率政策，并于 7 月加息 15BP，持续推进货币正常化。

图表 28 2024 年全球央行步入“降息之年”，同时日本央行启动加息（%）



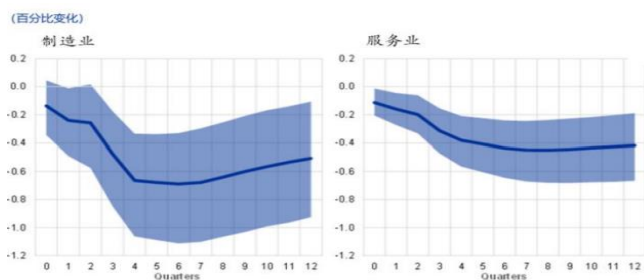
资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 10 日

展望 2025 年，我们预计全球央行仍将继续降息，同时日本将持续加息，但受制于再通胀等影响，与上一轮周期相比，全球央行最终利率和期限溢价或均更高，这将是更广泛的全球现象，全球各国之间有较多相互的推动力：

美国方面，如前述，我们认为，2025 年失业率或维持低位+再通胀风险起，美联储降息节奏放缓速度或大于市场预期，预计今年 12 月再降息一次，明年或还有 2-3 次降息，下半年或将停止降息。

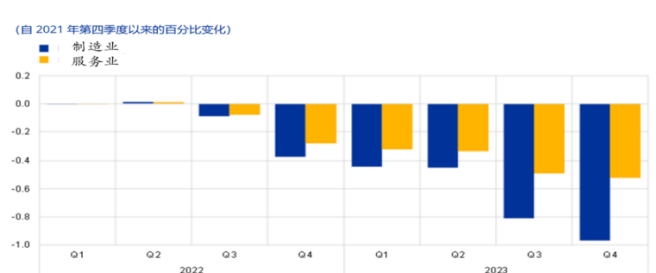
欧洲方面，今年复苏进程较为缓慢，制造业低迷，服务业虽有所复苏，但无法对冲制造业下行的拖累。回顾 2024 年，欧洲经济基本面出现复苏迹象，主要来源于服务业的回暖，制造业仍持续低迷，拖累整体经济，欧洲复苏仍较为缓慢。为什么是服务业先复苏？需求方面，一则年初以来通胀温和回落，而薪资整体保持稳定，工资到价格传导到需求端更强；二则，超额储蓄更多集中于富人家庭，其更愿意进行密集型服务消费。供给方面，相比于制造业，服务业由于受货币政策收紧的影响相对更小，或有助于其更快复苏。根据欧央行的经济公告分析（2023 年第 8 期），高利率对资本密集型行业影响更大，贝叶斯结构向量自回归（BSVAR）模型显示：货币政策冲击对制造业的影响几乎是其对服务业影响的两倍。2022 年随着加息周期开始，利率持续上升，货币紧缩对欧元区的负面影响在 2023 年上半年加剧，制造业受到的影响速度更快，程度也比服务业更大，后续恢复难度或更大于服务业。

图表 29 货币政策紧缩冲击对制造业的影响大于服务业（%）



资料来源：欧央行，平安证券研究所

图表 30 货币政策冲击对制造业活动实际影响大于服务业（%）



资料来源：欧央行，平安证券研究所

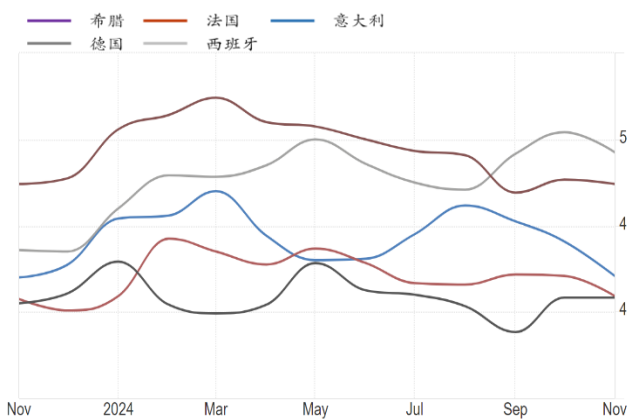
成员国之间温差加大，等部分南欧国家在今年以来表现好于德法等核心国家。主要在于：一则，这部分国家更容易解决俄气断供的问题，如西班牙、葡萄牙大部分天然气分别从阿尔及利亚和尼日利亚进口，而意大利已由依赖俄罗斯切换至向阿

尔及利亚、阿塞拜疆等国，南欧国家受到此前能源危机等带来的负面冲击较小，整体也推动了南欧通货膨胀率下降得更快；二则，相比于财政政策谨慎节约的其他欧元区国家，西班牙、意大利等国家对经济恢复的财政支撑更加积极，同时意大利、西班牙也是 7500 亿欧元欧盟复苏基金（NGEU）的最大受益国。

往后看，欧元区或温和复苏，但仍较曲折。一方面，欧央行持续降息下，居民消费、企业投资等此前受到的高压压力将会有所缓解，近期欧元区信贷增速出现企稳，且信贷需求在各部门均有所提高，其中对利率最为敏感的住房贷款复苏态势最为强劲。另一方面，欧元区的能源转型仍在路上，叠加近年来大宗商品推动的原材料价格上涨，对于欧洲企业，尤其是制造业企业而言，成本问题仍将会是制约。同时，来自财政赤字的相关助力将遇到一定阻力，4 月欧洲议会批准了由 27 个欧盟国家设计的一套新的财政规则，规则要求各国政府恢复低于 1.5% 的任意“结构性”赤字和低于 60% 的债务与 GDP 比率，受益于大规模财政支持的南欧经济或难以持续。整体来看，明年欧元区经济或温和复苏，但仍较曲折。

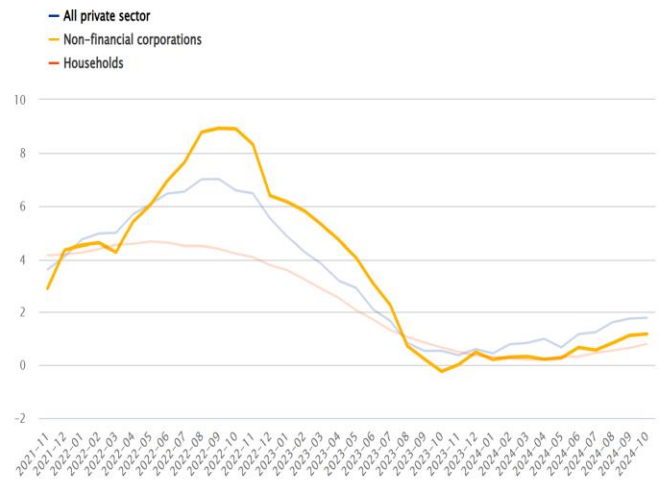
相对于美联储，欧央行或有更大的降息空间，更多在于支撑其缓慢的经济复苏及特朗普关税政策可能带来的负面冲击。如前述，受制于需求较弱、经济结构性挑战、地缘政治风险加大等因素，我们预计未来欧洲经济复苏仍将较为缓慢，自然利率或低于美国。同时，美欧贸易摩擦或加大，美国目前为欧洲地区最大的出口目的地，根据 Trade Map 数据，2023 年欧元区对美出口总额达 5771 亿美元，占欧元区当年 GDP 的 3.7%。2025 年美国进入特朗普执政 2.0 时期，其主张推行全球加关税政策，利空欧洲出口。**整体来看，相对于美联储，欧央行在 2025 年或有更大的降息空间，我们预期明年上半年或仍将持续降息，直到年中政策利率降到 2%。**

图表31 从制造业 PMI 看，相较于德法，部分南欧国家复苏较为强劲



资料来源：Trading Economics，平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 10 日

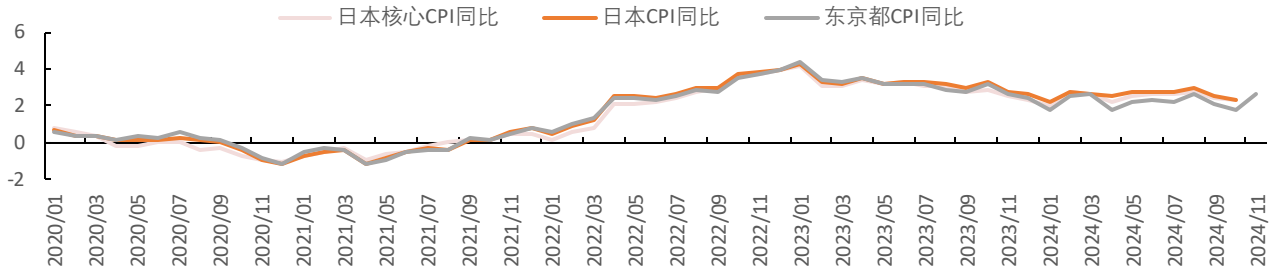
图表32 近期欧元区信贷增速出现企稳（%）



资料来源：欧央行，平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 10 日

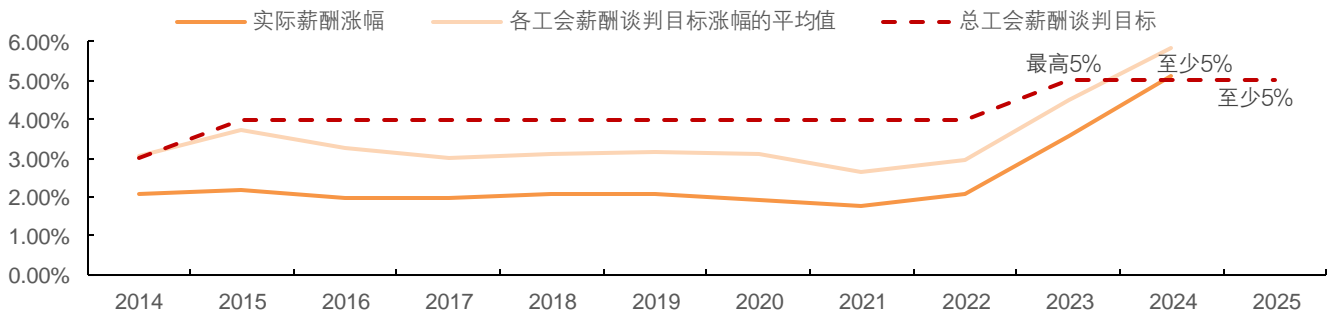
日本方面，不管是经济层面还是政策层面，均支持日央行进一步加息。基本面方面，日本通胀及薪资形势均向好，10 月日本核心 CPI（剔除新鲜食品和能源）为 2.3%，小幅超过彭博一致预期的 2.2%，领先指标东京 CPI 在 10 月跌回 2% 以内后，再度在 11 月回弹至 2.6%，指向或已走出通缩状态。同时根据日本工会总联合会的主张，明年“春斗”目标为所有产业至少加薪 5%，其中小型企业加薪 6%。根据日本工会总联合会披露的数据，今年“春斗”的企业平均薪资涨幅为 5.1%，300 人以下小型企业加薪 4.45%，创下 33 年以来的最高记录。而日本首相石破茂近期也呼吁日企在明年“春斗”中继续为员工大幅加薪，并重申日本政府将薪资调升视为公共政策的首要任务。二则，政策层面，近期日央行行长植田和男对外表态均偏鹰，12 月初植田和男再度表态“随着通胀和经济趋势的发展符合央行预测”，暗示 12 月或明年 1 月或将加息。**整体来看，我们预期日本“涨薪涨价正循环”正在形成，预计日央行或在 12 月或明年 1 月加息 25BP，并在明年年内持续加息。**

图表33 日本 CPI 走势向好 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2024 年 12 月 10 日

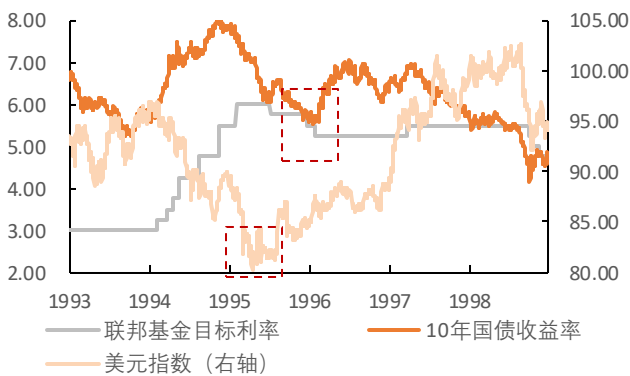
图表34 2025 年“春斗”目标为所有产业至少加薪 5%，指向薪资走势亦向好



资料来源: Rengo, 平安证券研究所; 数据截至 2024 年 12 月 10 日

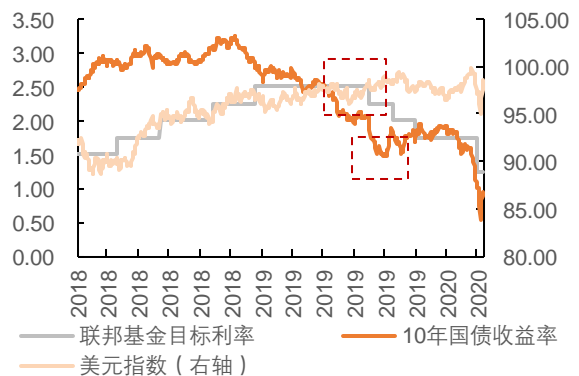
海外流动性提前收缩，或是明年最大的预期差。对比同为预防式降息周期的 1995 年和 2019 年，10 年美债利率和美元均在降息周期中途触底反弹：1) 1995 年 2 月美联储在美国经济动能走弱背景下结束最后一次加息，后续经济出现一定“软着陆”迹象，但二季度起基本面出现恶化迹象。7 月联储开始降息，同时 8 月微软推出 Win95，后者带动私人投资抬升，美国 GDP 增速于下半年见底。对应的，当时美元指数和 10 年期美债利率均在美联储降息周期内提前见底反弹，美元反弹早于美债。2) 2019 年伴随中美贸易摩擦升级背景下的全球经济下行，美联储于 7 月启动降息，当时美国经济增长动能虽已放缓，但仍强于其他国家，2020 年初全球新冠疫情爆发，美联储再度开启大幅降息。但在新冠疫情爆发前的预防式降息周期中，当时美元指数和 10 年期美债利率已提前见底反弹，仍为美元更早反弹。对比当前情况，市场更多预测明年美国经济的基准情形仍是软着陆，意味着本轮降息周期结束前海外市场可能或提前交易反转，即美债利率、美元反弹时间或早于持续降息的时间，则海外流动性未必会在明年出现持续宽松。

图表35 1995 年降息期间美元、美债利率提前触底反弹 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表36 2019 年降息期间美元、美债利率提前触底反弹 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.4 主线三：AI Agent 百花齐放，将成为下一轮投资热点板块

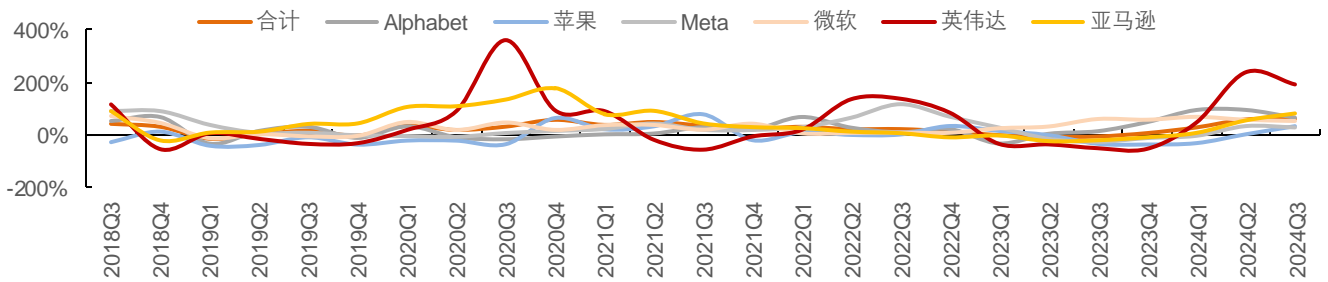
AI 仍为美股今年核心投资领域之一。截至 12 月 9 日，M7 分别贡献了纳指、标普 500 年度涨幅的 68%、77%，同时英伟达取代英特尔，于 11 月纳入道指，指向科技板块仍为今年美股市场核心主线，背后仍或主要来自于对 AI 的乐观预期。

AI 营收增速保持稳健，资本开支维持高位。收入方面，AI 带动云计算收入和盈利增速均有所提升，2024Q3 谷歌 GCP、微软智能云、亚马逊 AWS 分别实现营收 114 亿美元、389 亿美元、275 亿美元，同比分别增长 35%、22%、19%，三者营收增速均高于 Q2。资本开支方面，资本开支在 Q2 高速增长的基础上进一步提升，Alphabet、苹果、Meta、微软、英伟达、亚马逊这六家公司 Q3 资本支出合计约 626 亿美元，较 Q2 增长 66 亿美元，同比增速为 58.7%，在 Q2 56.0% 高速增长的基础上进一步提升，指向 AI 仍维持高景气。

AI Agent 多点开花，未来或将迎来商用的爆发。作为 AI 领域目前重要的发展趋势之一，AI Agent 具备独立思考、自主决策和反思迭代的能力，可在复杂的工作情景中提供精准的业务支持。2024 年全球 AI 技术竞赛加速下，Agentic AI 不断渗透各大行业，在手机、PC、眼镜、无人驾驶、机器人等多个应用端领域实现突破。根据 Gartner 的预测，Agentic AI 位于 2025 年十大战略技术趋势的首位，到 2028 年，将有 15% 的日常决策由 AI Agent 自主完成，Agentic AI 或将成为下一个颠覆性科技浪潮。今年 9 月以来，海外市场微软、谷歌等多家大模型大厂推出其 AI Agent 产品，AI Agent 本身 ROI 较容易量化，叠加 AI 板块资本开支维持高位，明年其商业化普及速度或将加速，迎来 AI Agent 商用的爆发。

AI 投资有望从此前的基础层向 Agent 扩散。作为当前备受关注的 AI 应用形态，近期 AI Agent 备受资本市场的关注度。伴随着 9 月以来海外多家大厂推出 AI Agent 产品，市场对 AI Agent 发展保持乐观预期，叠加美股 Q3 季报显示 AI 营收稳健，软件服务板块自 9 月起至 12 月 13 日的总市值加权平均涨幅已超 23%，AI Agent 有望成为下一轮 AI 投资领域的核心线索。

图表 37 TMT 巨头合计资本开支同比增速边际提升



资料来源：Factset，平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 10 日

图表 38 以微软近期发布的 10 款 AI Agent 产品为例，其功能已出现扩展

领域		功能	领域		功能
销售	销售资格 Agent	分析和研究潜在客户，确定哪些销售机会应该被优先关注和跟进，并通过个性化邮件和回复引导客户沟通	运营	时间与费用 Agent	自主管理时间录入、费用跟踪和审批流程，快速向客户开具发票，防止收入流失，并确保项目按计划进行且保持在预算范围内
	销售订单 Agent	通过与客户互动，捕捉客户偏好，自动化从订单输入到确认的整个订单接收流程		客户服务案例管理 Agent	自动化整个案例生命周期的关键任务——包括创建、解决、跟进和关闭，减少处理时间，减轻服务代表的工作负担
运营	供应商沟通 Agent	自主跟踪供应商表现，检测供应链延迟并做出响应，帮助企业优化供应链，摆脱耗时的手动监控，减少供应链中断带来的额外成本	服务	客户意图 Agent	发现新的客户意图，支持持续的无人工自助服务，将问题与对应的解决方案进行映射，并由 Agent 在一个知识库中维护
	财务对账 Agent	帮助清理用于财务报告和在对账过程中的原始数据，并准备和整理结构化、标准化的数据集，为财务报告奠定基础		现场服务调度操作 Agent	使调度员能够为技术人员提供优化的日程安排，即使在工作日内的情况发生变化时也能应对，如处理交通延误等
	账户对账 Agent	自动匹配和清除分账和总账之间的交易，帮助加速财务关账，增强现金流的可见性，并有助于更快速做出		客户知识管理 Agent	通过分析人工辅助案件中的案例笔记、对话记录、摘要和其他文档，帮助确保知

推动业务表现的决策

识库始终保持最新状态

资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2024 年 12 月 10 日

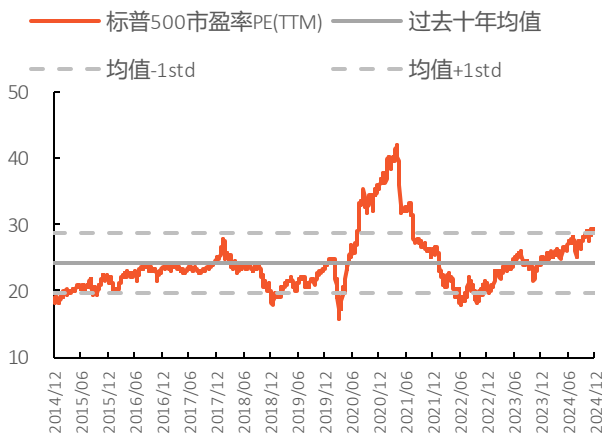
三、资产配置建议：2025 年关注美股、日股、美元的机会

3.1 美股：偏积极，指数上涨或更多依靠盈利的增长，关注科技及顺周期板块

美国基本面有所支撑下，美股偏积极，指数上涨或更多依靠盈利的增长。如前述，特朗普对外增加关税或推进贸易赤字，对内大幅减税或增加财政赤字，整体或利于增加私人部门盈余，叠加目前美国经济仍较健康，中期美国经济或将得以提振，基本面稳健下美股仍有一定支撑，更多或偏积极运行。盈利方面，根据 Factset 的一致预期，标普 500 指数 2025 年全年 EPS 预期略下调，从 6 月 30 日的 15.66% 微调至 11 月 21 日的 14.68%，指向市场预期美股明年盈利仍有一定支撑。明年预计特朗普对内大规模减税、产业政策等将陆续落地，整体将利好美股盈利。从估值和盈利角度来看，目前美股估值已处于历史高位，后续风险溢价改善预计有限的情况下，估值进一步抬升幅度也将受限，指数上涨或更多依靠盈利的增长。

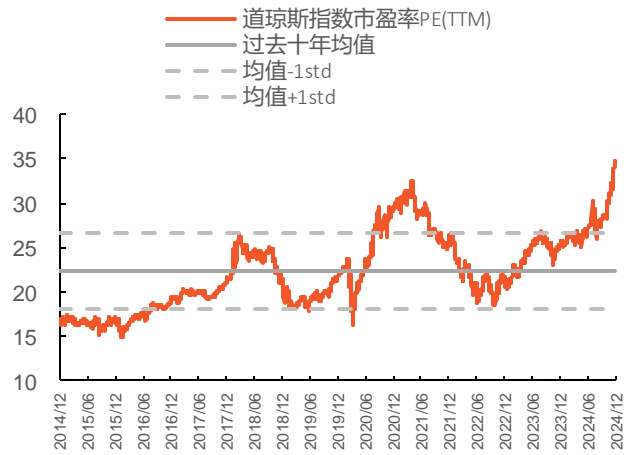
建议关注科技及顺周期板块。科技板块方面，Q3 财报指向 TMT 板块业绩整体仍具韧性，云业务表现较为强劲，且广告、电商、订阅等业务处于稳健增长，同时二级市场对 AI 等业务表现出较强耐心，相关 AI 板块估值亦有提升。往后看，科技板块财报指引明年盈利仍有一定空间，叠加加密货币、AI 等板块亦为特朗普产业政策利好板块，科技股盈利增速或仍保持稳健。顺周期板块方面，本轮美联储降息仍在进行中，预计将于明年上半年结束，在上半年降息兑现下，市场将逐步从仅受益于分母端的资产转向分子端将迎来盈利修复的资产，顺周期板块或将有改善。同时特朗普政策更倾向于支持传统行业，包括扩大基建等，随着其政策在明年逐步推进，中期来看顺周期板块盈利或将有所改善。对标同为预防式降息的 1995 年和 2019 年，对利率敏感的地产板块最先反应，随后才到消费和投资。

图表39 标普 500 指数估值略高于均值+1 倍标准差



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2024 年 12 月 9 日

图表40 道琼斯指数估值明显高于均值+1 倍标准差



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2024 年 12 月 9 日

图表41 纳斯达克100指数估值高于均值+1倍标准差



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2024年12月9日

图表42 市场对2025年盈利预期略有下调, 指向预期美股盈利仍有一定韧性

行业	2025全年业绩同比增速		
	6月30日预期 (%)	11月21日预期 (%)	变动 (百分点)
标普500	15.7	14.7	↓ -1.0
通讯服务	11.3	15.2	↑ 3.9
可选消费	13.1	12.3	↓ -0.8
必需消费	8.1	5.6	↓ -2.5
能源	30.1	5.6	↓ -24.6
金融	6.9	8.4	↑ 1.5
医疗健康	22.3	20.9	↓ -1.5
工业	22.9	18.4	↓ -4.5
信息技术	19.8	22.5	↑ 2.7
原材料	25.1	18.6	↓ -6.5
房地产	5.5	4.5	↓ -1.0
公共事业	7.9	8.6	↑ 0.6

资料来源: Factset, 平安证券研究所; 数据截至2024年11月21日

3.2 欧股: 经济温和复苏, 基本面相对疲软, 欧股偏震荡

今年欧股呈现先高后低的走势, 目前已跌至较为便宜的水平。年初受益于降息预期升温及部分国家经济数据转好, 欧股一度出现反弹, 后随着降息落地, 欧股进入震荡行情, 截至12月9日, STOXX600指数年初以来累计上涨8.81%。从绝对水平看, STOXX600当前动态P/E为15.2倍, 仍低于过去5年均值, 其中德国DAX指数市盈率在11-12倍, 法国指数在10倍左右, 远低于美股。相较美股而言, 欧股已跌至较为便宜的水平, 更具有性价比。

图表43 今年欧股呈现先高后震荡的走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2024年12月9日

展望2025年, 经济复苏或温和复苏, 基本面相对疲软, 且利率随降息预期而快速下行的阶段已过, 后续欧股更多或偏震荡, 关注俄乌局势的进展, 冲突的缓和或对欧股有所利好:

企业投资温和修复, 但仍处于低位。2022年欧央行开启加息周期后, 欧元区企业借贷利率一路上行, 从2022年9月的2.4%上升至2023年10月高点的5.28%, 2024年随着欧央行降息有所回调, 但10月仍在4.68%的高点, 高利率也抑制了企业投资需求。根据欧央行的银行贷款调查, 2024年欧元区企业对贷款的净需求在Q1出现大幅下降, 企业贷款净需求之差一度低至-28%, 主要在于积压订单持续消耗、新订单减少, 同时地缘政治的不确定性也带来外部订单的波动, 指向欧元区整体经济活动的疲弱以及高利率货币政策在经济中较为强烈的传导效果。随着6月欧央行启动降息, 企业贷款需求逐步修复, 企业贷款净需求之差上行至Q3的4%, 为2022年Q3以来首次净需求温和增长, 但也存在较大差异性: 德国、法国、西班牙三国的银行贷款需求出现增加, 而意大利等8个国家银行贷款需求仍在下行。

就业市场韧性较强，失业率保持稳定。根据欧盟统计局数据，三季度欧盟 27 国整体就业人数同比录得 0.7%，增速有所放缓，但失业率保持稳定，三季度欧盟 27 国失业率维持在 5.9%，2023 年以来持续在 6.0%-6.1% 之间波动。整体来看，整体就业市场仍较为稳健。

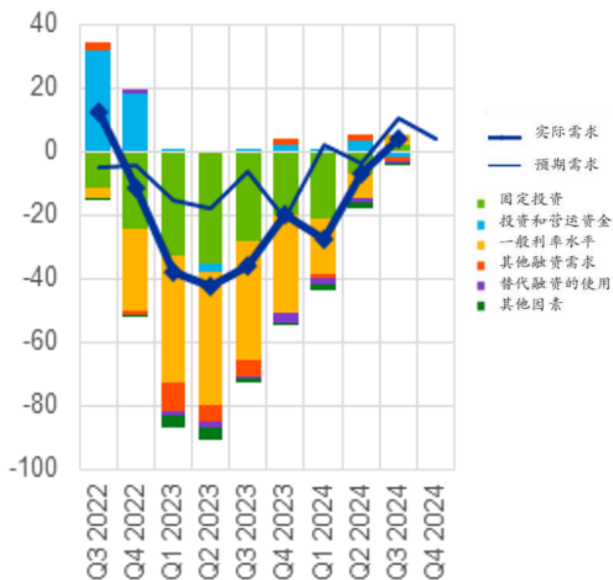
居民超额储蓄消耗停滞，同时储蓄流向发现改变，更倾向于投资金融资产，欧股仍有一定支撑。超额储蓄分布方面，根据欧央行披露的数据，欧元区内收入前 20% 的家庭获得了 49% 比例的超额储蓄，而最低收入的 20% 家庭仅获取到 9% 比例的超额储蓄，或指向欧元区的超额储蓄更集中于富人家庭。超额储蓄变动方面，自 2023 年以来，欧元区超额储蓄在 4% 以内波动，整体变动不大，消耗较为停滞。同时，疫情爆发后的初期，欧元区居民更倾向于将超额储蓄放置在现金存款上，而随着后续利率的上升，居民倾向于减少现金和存款，而去购买高收益金融资产以及非流动性资产。

今年年初的欧股反弹或难以复刻。今年年初欧股出现持续上行，其中德国股市最为突出，尽管当时德国经济复苏仍较为缓慢，但德国 DAX 指数屡破新高。背后主要原因在于年初时欧洲部分国家出现亮眼表现，市场对欧元区复苏的定价较为乐观，同时市场抢跑欧央行降息。而对比年初，未来宏观环境差异较大，一则虽仍在降息周期，但欧洲利率随降息预期而出现快速下行的阶段已过，二则部分国家因财政刺激而出现经济数据走强，后续受 4 月欧洲议会要求控制财政支出的新规影响，经济数据在年度再度回到收缩区间。降息交易已大幅抢跑+财政支出受限，后续欧股或难以重演今年年初欧股持续反弹的现象。

关注俄乌局势的进展，冲突的缓和或对欧股有所利好。虽然特朗普多次声称“上台 24 小时内结束俄乌冲突”，并特设“俄乌问题特使”来加快解决的速度，但考虑到俄乌问题利益体系复杂，协调难度较高，预期短期内俄乌冲突或将有缓和，但停火概率并不高，更多将上演“边打边谈”的情形。往后看，俄乌冲突的缓和或对欧股更多影响在于政治不确定性及能源成本的双重降低，整体利好欧股：一则，当前受制较大的俄罗斯能源出口或将有所改善，对降低欧洲能源价格有所助力，但能源贸易来往进一步恢复到冲突之前的难度较大，能源价格更多为短期下行，中期恢复；二则，有助于降低欧洲政治的不确定性，金融市场风险偏好或将有所抬升。

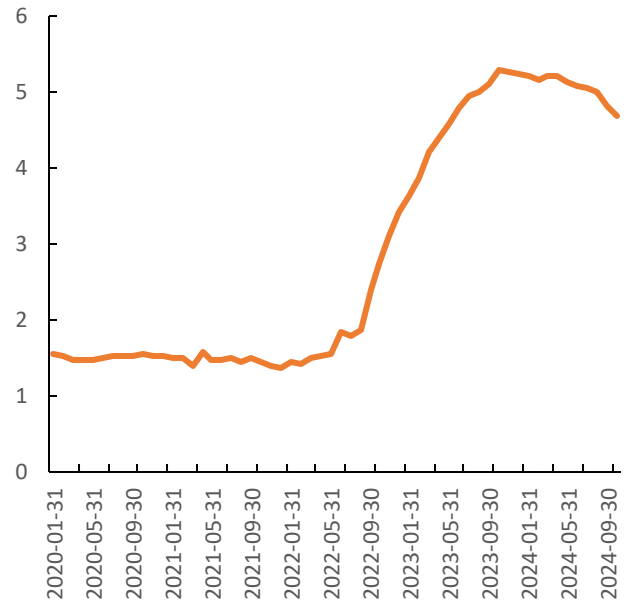
展望后市，欧元区将温和复苏，但基本面仍相对疲软，企业盈利或受拖累，经济面临的结构性挑战或仍使权益市场承压，欧股更偏震荡，大盘回升需等待经济基本面趋势性好转等因素催化。

图表 44 企业投资温和修复，但需求仍处于低位水平 (%)



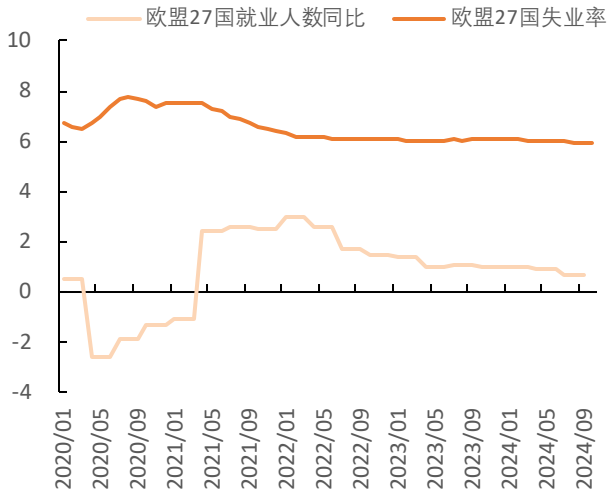
资料来源：欧央行，平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 10 日

图表 45 随着 24 年降息开启，企业借贷利率下行 (%)



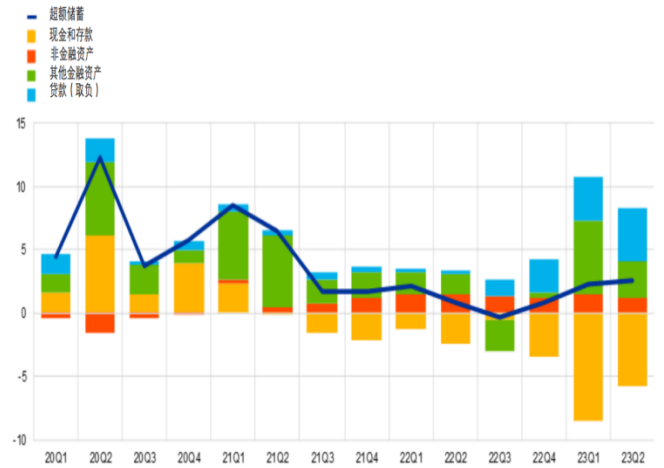
资料来源：欧央行，平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 10 日

图表46 就业市场韧性较强，失业率保持稳定(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2024年12月10日

图表47 居民超额储蓄更倾向于流入金融资产(%)

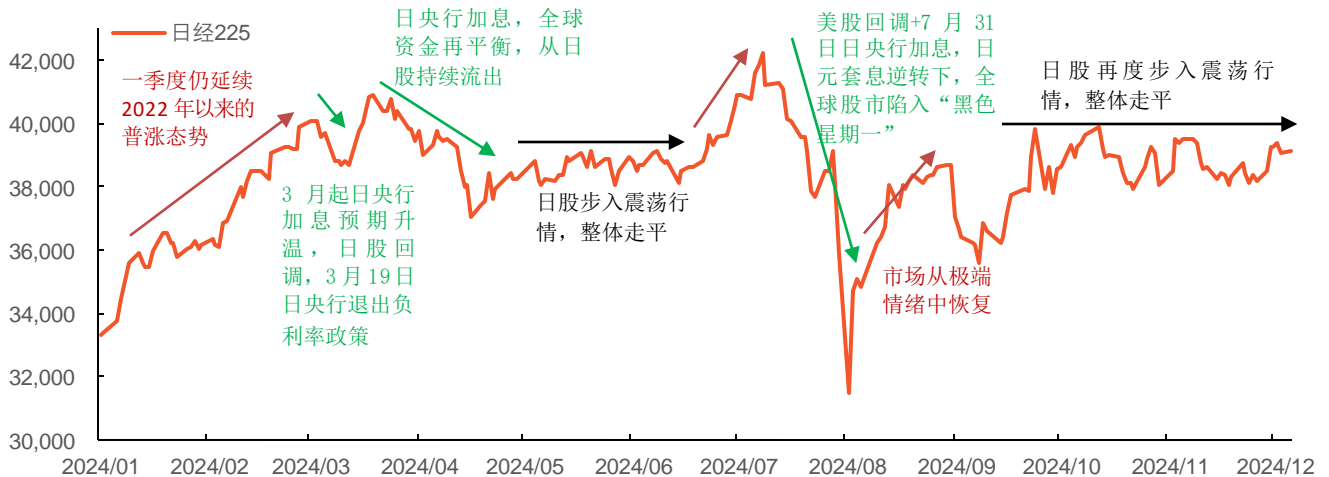


资料来源: 欧央行, 平安证券研究所

3.3 日股：经济持续增长的可能性加大，预期日股或将维持上涨趋势

2024年日本股市一波三折，受日元套息逆转的影响一度出现大幅回调，目前仍在修复，全年维持上行趋势。截至12月9日，日经225年内涨幅达17.02%，为普涨，根据Wind日股行业二级分类，金融（50.36%）、工业（33.83%）板块领涨，材料（4.73%）、房地产（4.90%）板块涨幅较小。从全年走势来看，今年日股可谓“一波三折”，一季度延续2022年以来的普涨态势，3月盘中一度突破历史新高，后日央行加息预期升温的影响，资金流出日股，出现了阶段性回调，后续日央行加息落地后，日股又重拾上涨动能，到了7月，受美股持续回调+日央行再度加息的影响，日元套息交易发生逆转，大量外资流出日股。目前日股仍在修复阶段，已维持近半年的走平走势。

图表48 今年日本股市一波三折，受日元套息逆转的影响一度出现大幅回调，目前仍在修复

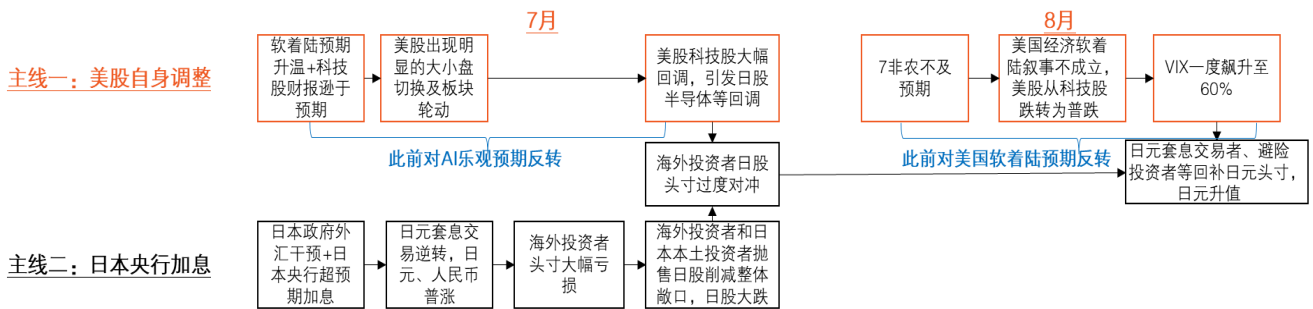


资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2024年12月9日

复盘8月初的全球股市“黑色星期一”，表面为同一阶段美日两条主线同时发生而引发的，实则其背后更多的是此前全球“抱团”交易-日元套息交易的逆转。2023年AI技术革命爆发，美股再次诞生到新的长期投资领域，M7表现强劲，且使得美股集中度快速提升，根据Wind数据，截至6月底，M7市值占标普500总市值的33%，而同时波动率也持续下行，2024年上半年VIX持续稳定在12%-13%的历史底部。在此情形下，日元套息交易活跃，日元长期作为低息货币，叠加近年来美股、日股的持续上行，近年借日元买日股（如巴菲特）、借日元换美元并买入美股、美债（如抱团M7）等操作较为

活跃，套息交易提供了稳定且客观的收益。今年7月，美股二季度财报显示原盈利增速领先的通讯服务、信息技术EPS同比增速均出现显著下降，尤其在谷歌、特斯拉财报发布后，大型科技股出现大幅回调，引发关系紧密的日股半导体板块出现回调，而同时6月以来美国经济数据扎堆走弱，7月非农数据进一步加剧了市场悲观情绪，市场从“降息交易”快速切换到“衰退交易”。而7月底日本央行超预期加息，息差减少+收益端的美股与日股本就在回调，日元套息交易极速逆转，成为此次市场震荡的突出表现之一，并再度放大了市场下跌幅度。

图表49 同一阶段的美日两条主线重叠，背后是此前全球“抱团”交易—日元套息交易的逆转



资料来源：平安证券研究所

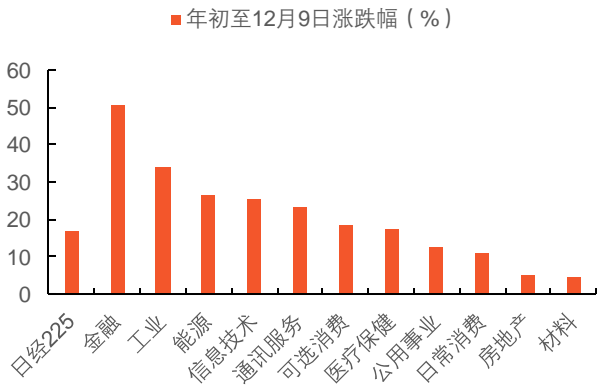
展望2025年，日本经济持续增长的可能性加大，日股表现更依赖于盈利恢复，预期日股或将维持上涨趋势：

一则是，在明年全年经济增长较为稳定的情形下，日企盈利或保持一定增长，支撑日股维持向上趋势，负面压力主要来自于日元升值对海外收入的稀释。对于日企而言，其大部分收入与盈利均来自于海外，而非日本。根据日本国际协作银行的调查，日企海外收入占比从2001年的27.9%提升至2023年的39.1%，且海外生产占比从2001年的24.6%提升至2023年的37%。映射到股价表现上，2022年以来日股持续上涨，其背后更多来自于盈利的提升：2020-2023年日经225涨幅41.46%，其中估值涨幅4.55%，盈利涨幅42.83%，截至12月9日，2024年日经涨幅17.02%，其中估值涨幅-6.45%，盈利涨幅21.54%。展望明年，IMF预计全球、美国、日本2025年GDP实际增长为3.2%、2.2%、1.13%（2024年为3.2%、2.8%、0.3%），在全球及美国经济仍维持稳健、日本经济有较强增长的情景下，我们预计日企海外收入仍有一定支撑，盈利仍能保持一定增长，支撑日股或维持向上趋势，负面压力或主要来自于日元升值对海外收入的稀释。

二则是，受益于日本贸易结构的特殊性，特朗普全球加税政策对日本影响有限。如前述，本轮特朗普主张恢复对全球加关税政策，表态将对所有出口至美国的产品征收10%的基础关税。若该政策落地，对日本出口有所利空，但程度或相对有限，主要还是在于日本企业长期以来积极出海，在海外生产比例逐年上涨，而留在日本本土生产的产品更多为技术含量高的高端制造业产品，这部分产品对价格并不敏感。

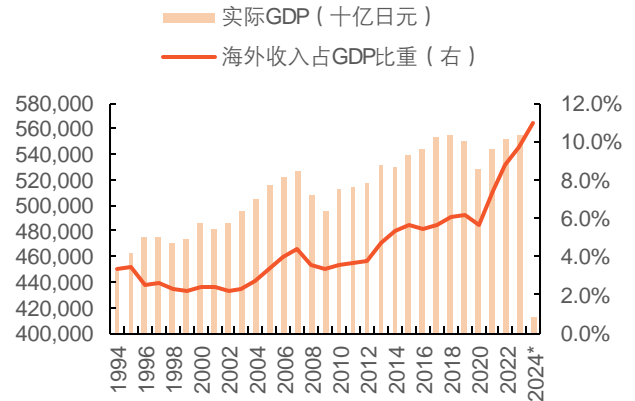
板块配置方面，建议关注日本内需板块，如零售、银行、电力等，同时特朗普执政下美债利率中枢或有所抬升，或将带动日债利率上行，在此情形下，建议关注对利率敏感型且受益的板块，如银行、保险等。

图表50 2024 年日股金融、工业领涨



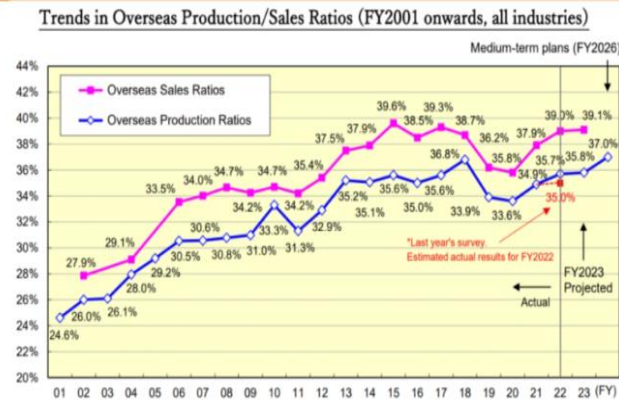
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2024 年 12 月 9 日

图表51 2024 年前三季度海外收入已占 GDP11%



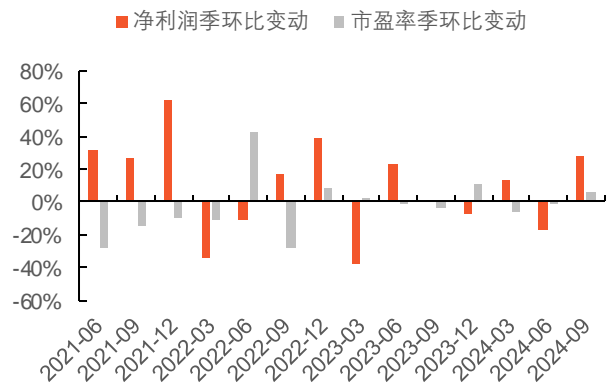
资料来源: 日本内阁府, 平安证券研究所; 数据截至 2024 年 12 月 9 日; 注: *表示 2024 年仅计算前三季度累计情况

图表52 日企海外收入占比、生产占比均持续提升



资料来源: 日本国际协作银行, 平安证券研究所

图表53 本轮日股上涨更多来自于盈利的贡献



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至 2024 年 12 月 9 日

3.4 港股：反弹易，或以震荡为主，短期关注互联网、出海、自主可控板块，同时红利仍有长期配置价值

回顾 2024 年，港股受益于全球资金再平衡和国内政策，出现了两波较大行情。截至 12 月 13 日，根据 Wind 数据，恒生指数、恒生科技、恒生国企分别年内上涨 17.15%、19.00%、24.58%。全年来看，国内政策的预期与转向及全球资金再平衡，推动了今年港股两波大行情，后续市场情绪透支及国内政策跟进低于市场预期，两波涨势均难以为继，港股再度步入震荡行情：

第一阶段（2023 年 10 月~2024 年 1 月）：受国内经济修复斜率偏缓、万亿元国债实施速度不及预期以及 A 股微盘股流动性危机的影响，港股市场信心相对低迷，恒生指数延续此前的震荡下行趋势，1 月 22 日跌至 2023 年以来新低。板块表现上，1 月各板块普跌，仅走高分红策略的能源板块出现上行。

第二阶段（2024 年 2 月~5 月中旬）：2-3 月随着国内稳增长政策持续加码和两会预期提振投资者情绪，同时港股产业资本加码回购，港股市场整体上行。4 月起，美股、日股持续回调，全球资金再平衡，资金流入处于估值底部的港股，港股市场整体呈现上涨态势，五项资本市场对港合作措施与房地产政策边际变化助推港股市场的脉冲行情。在此阶段，板块出现普涨行情，其中原材料、地产、消费等板块领涨，前者受益于上半年大宗商品价格的上涨，后两者则直接受益于国内政策。

第三阶段（2024 年 5 月中旬~9 月中旬）：5 月中下旬起，市场乐观情绪出现透支，外资获利了结，港股随后再度进入震荡

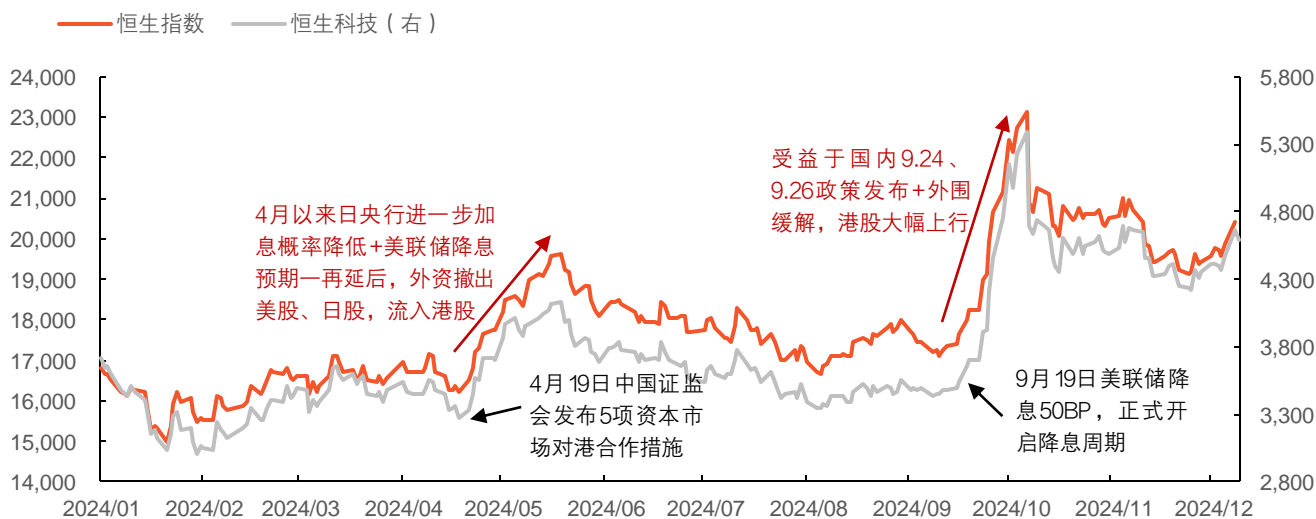
行情。7月起，国内系列经济数据显示经济动能或仍承压，社零三年平均增速继续下行，生产及投资增速下降，房地产销售低迷，国内基本面较弱。受此影响，港股持续走弱，一度接近4月反弹前的低点。板块表现上，地产板块抹平此前的涨幅，走高分红策略的金融、电讯板块领涨。

第四阶段（2024年9月中旬~10月上旬）：9月起，受益于美联储9月降息预期抬升，港股较A股先走出震荡行情，出现持续上涨趋势。9月底，国内政策大幅打开，港股情绪出现快速修复，外资转为流入，市场大幅上涨。板块表现上，直接受益于政策的地产、金融、消费板块及受益于资金大幅流入的互联网板块均出现大幅上涨。

第五阶段（2024年10月中旬至今）：10月中旬，本轮市场情绪透支，叠加国内政策，尤其是财政政策，未达市场预期，港股回调并再度转向震荡。在此阶段，板块再度出现普跌，高分红的能源、金融板块保持较大抗压性。

风格呈现大盘股持续占优的局面。全年来看，港股大盘股持续占优，与A股风格出现分化，我们认为主要原因或在于AH两个市场主导资金的差异，港股是机构资金占主导，而A股在924政策出台以后更多为散户主导。同时，港股外资波动性更大，下半年美债利率上行、美元指数上行对非美股小市值的负面影响更大。

图54 受益于全球资金再平衡和国内政策，今年港股出现两波较大行情，目前再度转向震荡



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2024年12月9日

展望 2025 年，预期港股或仍以震荡为主，反弹较易，企业盈利的好转仍待更多国内政策支持：

风险溢价及无风险利率回落空间或均有限，明年或仍以震荡为主。风险溢价方面，9月底港股大幅反弹以后，港股风险溢价已从反弹前的9.64%快速下行，最低降至6.92%。截至12月9日，风险溢价回调至9.11%，距离2024年最高点仍有一定距离，但空间已相对有限。无风险利率方面，截至12月9日，10年中债、美债利率分别为1.92%、4.20%，其中中债受市场情绪等影响，12月初再度出现利率下行，往后看，受银行净息差、稳汇率等因素制约，中债利率进一步下行空间有限；美债此前受特朗普交易影响，出现利率大幅上行，步入12月后进入回调，但仍处于4.1%-4.2%的高位区间，短期内仍有一定下行空间，但受后续长端美债发行规模上行、特朗普2.0政策等的影响，美债利率中枢或将出现抬升，预期3.8%-4.1%是相对合理的10年美债中枢，短期下行空间已有限。

多项指标显示当下的港股仍处于估值便宜区域，较A股更有性价比，反弹较易。截至12月9日，一是最新AH溢价指数为150.1，即港股相对A股的折价率达到50.1%，高于均值+1倍标准差，处于2014年以来86.7%分位；二是当前港股恒生指数过去12个月的股息率达到3.88%，显著高于10年期中债收益率1.92%，两者的比值处于2014年以来98.4%分位。

配置建议方面，2025 年建议关注三大主线：

一是供给出清后需求再度回升且盈利趋势平稳的互联网板块。2022年3月互联网政策见底，平台监管常态化，监管环境中性化。经过此阶段后，板块出清效果逐步显现，盈利重拾上涨态势。从盈利预期来看，根据彭博一致预期，今年8月以来

市场持续上修 2024 年、2025 年港股及中资股的盈利（分别上修 5.8%、4.3%），其中美团、携程、腾讯、京东等盈利预期加大，指向港股整体盈利或仍将上行。此外，互联网巨头年内持续回购，提升股东回报，如腾讯、阿里、美团等公司，今年上半年回购金额已超 2023 年全年。

二是继续关注政策支持和产业转型方向，包括中端制造业出海、高端制造业自主可控板块。通过对内减税+对外加关税的政策持续、大力推进制造业回流仍是特朗普执政 2.0 时期大概率事件。从目前回流效果来看，整体呈现出高端制造业回流显著、中端效果较差、低端更多采取进口地多元化的特点。对于港股资产而言，中端制造业有优势的中国企业有望抓住出海机会，利用全球竞争力开拓海外市场。同时，随着中国持续支持产业链自主可控能力提升，加大对科技创新、关键核心技术攻关的支持力度，高端产业自主可控领域亦将迎来结构性机会。目前我国在引导各类资源向新质生产力集聚，今年以来证监会已先后发布“科创十六条”、“科创板八条”、等政策支持科技创新培育，长期关注高端制造业自主可控领域的机会。

三是红利板块。中长期来看，红利板块作为应对长期整体趋势下行的稳定收益资产，仍有配置价值，同时如前述，中长期美债利率中枢或进一步抬升，红利板块本身对美元流动性敏感度较低，或有超额收益的机会。如明年财政政策发力，红利板块中的大金融板块或机会更突出，尤其是可能受益于国内利率曲线陡峭化的保险板块。

图表55 AH 溢价较年初有所回落，但仍在历史高位 (%)



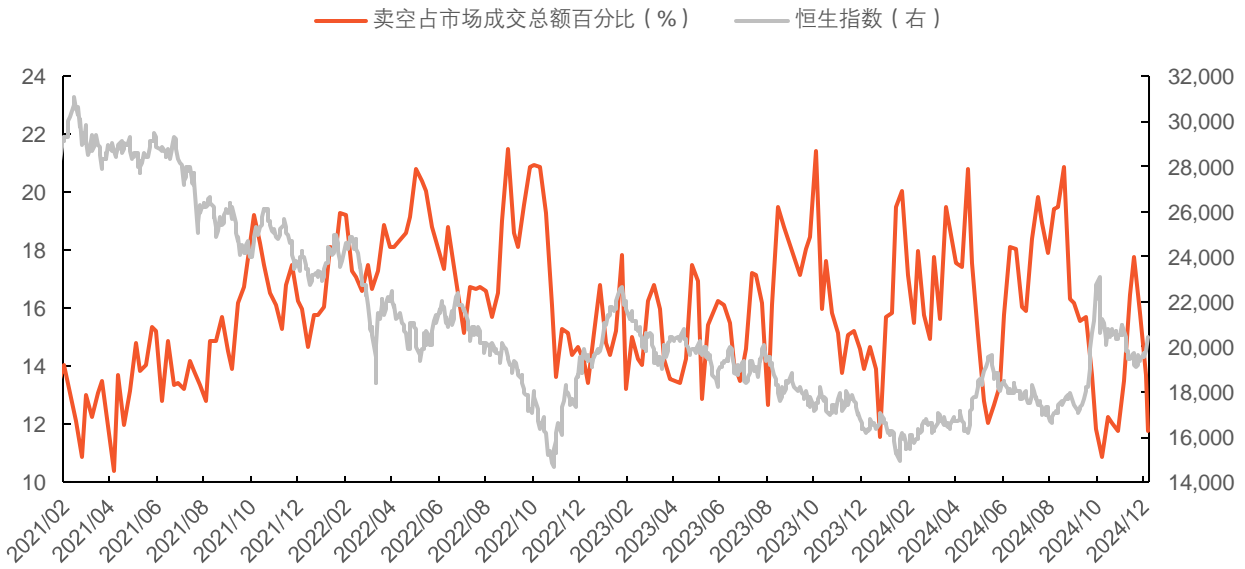
资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 9 日

图表56 港股股债性价比属于历史高位水平



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 9 日

图表57 目前港股卖空成交额处于2021年以来历史分位数水平低位，指向风险偏好较高



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2024年12月9日

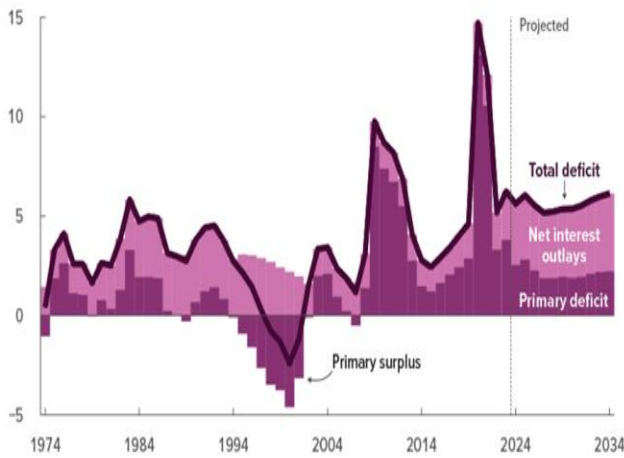
3.5 美债：短期美债有交易机会，但幅度或有限，中期受发行规模及特朗普政策影响中枢或抬升

近期美债波动加剧，11月美债利率出现大幅上行，12月初有所回调，12月9日起再度恢复上行趋势。本轮大幅上行更多受再通胀风险加大+特朗普交易反复+年末流动性欠缺的影响。前者为宏观基本面维度，11月CPI符合预期但PPI略超预期，市场调低对明年美联储降息的预期，本来就透支的降息交易或将提前结束。后两者更多为交易层面的扰动：1)“特朗普交易”更多受特朗普政策及其及新任政府成员陆续发言的影响，也指出了特朗普执政2.0时期美债的方向，即受特朗普政策“做高通胀”、“做多赤字”效果的影响，长端美债利率更多将中枢抬升，同时美债利率陡峭化，而12月9日至13日，美元指数上涨0.92%，亦为“特朗普交易”持续的佐证；2)年末进入节假日，市场流动性通常相对欠缺，根据美国金融监管局的数据，12月以来10年及以上期限美债的交易量出现逐步下行，市场流动性的欠缺可能将放大机构调整头寸时对利率的影响。

供给方面，持续长端债务增长难以快速改变，且明年中长期美债发行占比或将有所提升。根据CBO测算，2024年美国财政部利息支出达8700亿美元，占财政赤字比重超55%，且预测在存量债务驱动下，利息支出仍会快速增长，预计2034年利息支出占比将达64%，推动美债供给持续增加。同时，中长期美债发行占比或将有所提升。2023年6月美国国会临时取消财政部债务上限，即从2023年春季到2025年1月1日暂停了债务上限，随后美国财政部发行了大规模短期国债T-Bills来融资，主要在于在利率高位滚动发行T-Bills可以减少财政部长期利息支出。后续随着降息开启，中长期美债发行规模恢复。而近期获特朗普提名的新财长贝森特公开批评了过度依赖短期国债来融资的方式。我们预期明年随着美联储持续降息及新政府上任，美国中长期美债发行规模及占比将有所扩大，或推动美债期限利差上行。

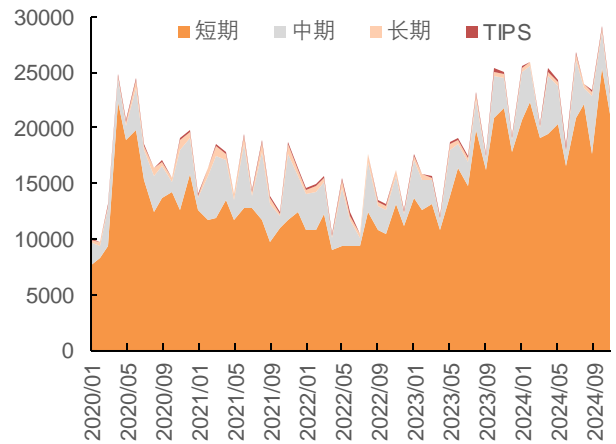
短期来看，美债短期冲高之后，仍有一定交易机会，但空间相对有限，我们预计3.8%-4.1%是相对合理的10年美债中枢。中期来看，长端美债利率受美债发行规模上行及特朗普2.0政策的影响，中枢或将出现抬升。

图表58 预计在利息支付滚动下美债发行规模占比将持续增长(占GDP比重)(%)



资料来源: CBO, 平安证券研究所

图表59 2023年6月后短债发行规模快速上行(亿美元)

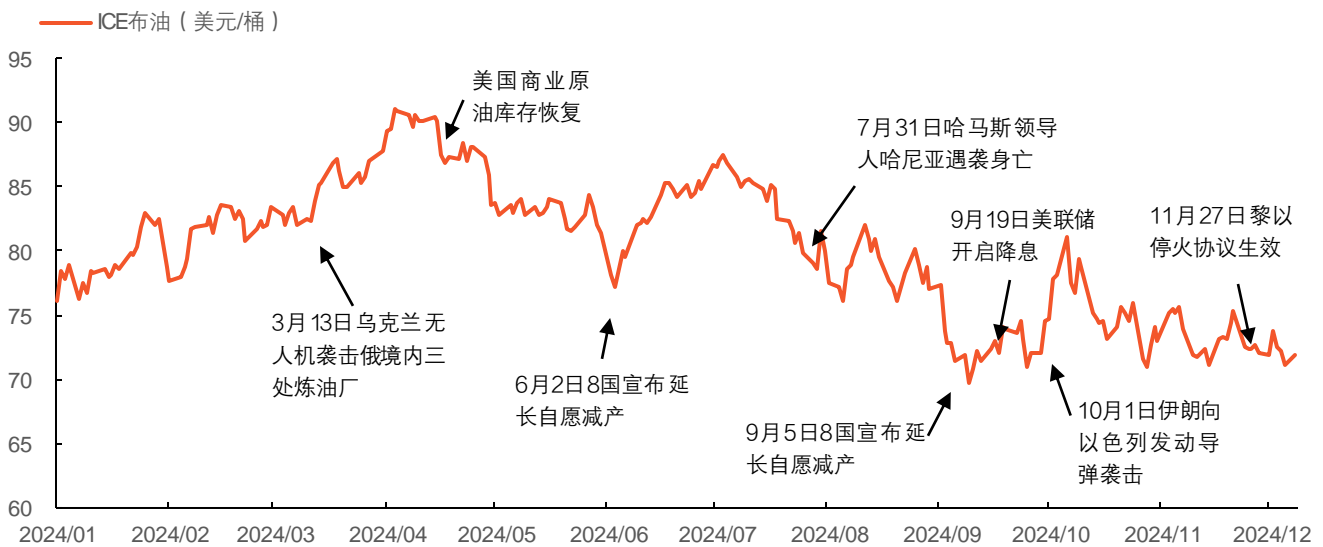


资料来源: 美国财政部, 平安证券研究所; 数据截至2024年11月30日

3.6 原油: 油价中长期有下行的风险

回顾2024年, 油价震荡下行, 核心原因或在于供需宽松。截至12月10日, 布伦特原油期货价格为71美元/桶, 较年初的76美元/桶出现下行, 背后或主要在于供需较为宽松, 今年OPEC+、美国等主要供给国的供给总量稳定增长, 但中国等主要需求国需求增长降速。此外, 地缘冲突对油价影响有限, 更多表现是脉冲式上涨后回落。

图表60 2024年油价以震荡为主



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2024年12月9日

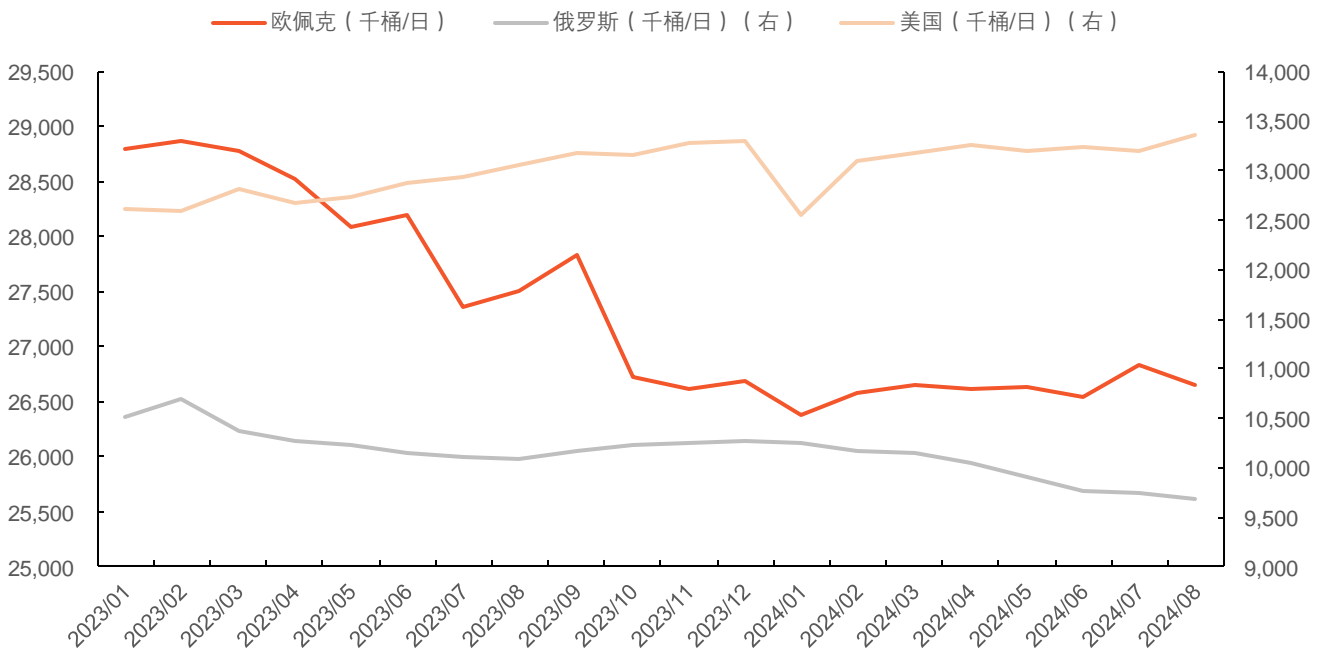
展望2025年, 供需关系或仍将主导2025年油价走向, OPEC+挺油价意愿强烈, 油价仍有一定支撑:

OPEC+减产挺价意愿仍较为强烈。复盘近几年油价走势, 当油价跌至70美元/桶以下时, OPEC+扩大减产的概率较大, 而今年9月以来, 油价持续在70美元/桶上下波动, 接近部分产油国盈亏线。受此影响, 12月初OPEC+宣布将维持目前的减产活动至2025年4月, 同时集体性减产+部分国家的自愿减产行动推迟至2026年底, 向市场传递出控制原油总量空间和维持长期供应偏紧的信号。

特朗普执政 2.0 时期虽仍推行原油增持的政策，但效果或弱于 1.0 时期。与民主党支持新能源、大力推动环保行业发展的立场相反，共和党是传统能源支持者，同时特朗普本人视低油价为降低通胀的主要手段之一。复盘特朗普 1.0 时期，油价中枢相对更低但整体处于中位水平：剔除 2020 年疫情导致原油需求下滑、油价大跌以外，2016 年 11 月-2021 年 1 月布伦特油价均价在 63 美元/桶左右，且 1.0 时期仅有两个月油价超过 80 美元/桶，大多数时间在 60-70 美元/桶震荡。展望特朗普执政 2.0 时期，其能源政策的重心仍是倡导石油等传统能源开发、反对拜登的新能源相关政策、主张减轻能源行业监管，同时面对竞选期间的高通胀，特朗普再度强调将“降低油价”作为降通胀的主要手段之一。但对比 1.0 时期，2.0 时期宏观环境及原油行业情况发生较大变化，特朗普推动原油增产的效果或较为有限：一则，宏观环境方面，相较于 1.0 时期全球经济处于上行、美联储持续加息，本轮全球经济整体处于下行期、美联储持续降息，美国经济增长放缓，对应的原油需求偏弱；二则，美国页岩油品质恶化程度加深，且开采成本不断抬升，对全球供给影响减弱。

关注地缘事件可能的转向对油价的影响。如前述，特朗普重新执政下，美国的全球战略布局或较拜登时期有较大变化，关注俄乌战争、中东冲突等地缘事件的走向，或可能出现事件的转向，对油价将造成影响，如俄乌冲突缓解下，此前受限的俄罗斯能源出口或有所缓解，将带动油价下行。

图表 61 美国原油增产量仍难以弥补 OPEC+ 及俄罗斯的减产量



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 9 日

3.7 黄金：黄金交易逻辑持续，短期或有所波动，中长期看好

2024 年金价屡破新高。截至 12 月 10 日，Comex 黄金年内已上行 30%，不断突破历史新高。背后主要有三大推力：

一则，货币属性方面，美国债务高企，财政赤字恶化，两党极化导致治理有效性降低，美元信用减弱，叠加美国频繁实施金融制裁，美元信用或长期走弱下，全球货币体系正经历长期重建过程，去法币化趋势凸显。此情景下，全球央行增持黄金减持美债。

二则，避险属性方面，2024 年地缘政治冲突多点升级，黄金避险属性持续凸显。

三则，商品属性方面，金价抬升刺激投资需求，黄金需求规模增长有望加速，而金矿产量及回收规模近年来波动较小，供给较需求端表现相对刚性，需求规模加速提升下，黄金供需格局或将加速收紧。相对其他工业金属而言，黄金一直以来供求变化不大，商品属性定价权重较小。本轮黄金增量需求加速释放后，供需格局有望重塑。

图表62 今年金价屡破新高，背后主要有三大推力



资料来源：平安证券研究所；数据截至2024年12月9日

本轮金价走势中，以往相关的宏观关系出现明显变化。整体来看，2021年以前金价最主要的定价逻辑为实际利率框架，对应黄金的金融属性，而2022年以来，实际利率走高的同时金价中概现持续抬升，美国及欧洲央行疫后大幅扩表，流动性超发下美元等主权货币信用降低，同时俄乌冲突等地缘政治风险放大，全球央行大幅提升黄金储备以提升储备资产安全性，货币属性成为黄金主要定价逻辑。分拆来看：

一则，黄金与实际利率方面，2007-2021年间，在全球低利率背景下，黄金与实际利率呈现较为显著的负向关系。2022年后，伴随低利率时代结束，黄金与实际利率的关系发生断裂。整体来看，低利率下二者呈现较强负相关性，高利率下二者关系不显著，以往二者负相关性定价逻辑在当前的高利率环境下适用度减弱。

二则，黄金与美元指数方面，通常金价与美元指数呈现负向关系，自2018年下半年起两者关系发生背离。

图表63 黄金定价框架发生变化



资料来源：平安证券研究所

展望 2025 年，黄金交易逻辑持续，短期或有所波动，中长期看好：

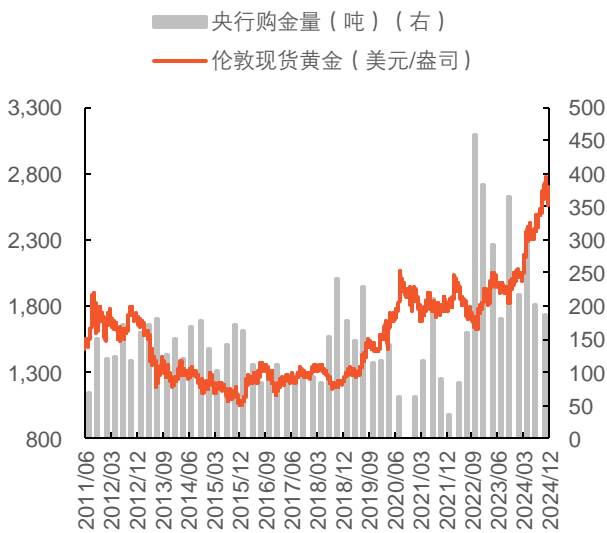
短期看，美联储降息节奏或变缓慢，对金价利好程度减弱。降息利好金价的背后是实际利率的下行，如前述，进入2025年美联储降息节奏或受再通胀等风险的影响而出现放缓，降息预期降温，对金价利好程度减弱。

中长期看，地缘不确定性仍对金价有一定支撑。如前述，特朗普政府的“孤立主义”外交政策下，现有的美国全球战略格局将出现较大转向，较大冲击美国现有盟友关系，加剧大国的竞争及地区局势的动荡，并且破坏国际多边治理机制，同时其全球加税政策仍有可能推升避险情绪。整体来看，明年避险需求仍将对金价有一定支撑。

同时，美元信用或长期走弱，全球央行增持黄金趋势不变。一则，美国财政赤字前景仍不乐观，如前述，新财长及马斯克领导的政府效率部门在削减财政开支方面预计效果有限，美国债务压力仍将持续放大，削弱美元信用。二则，近年来美国频繁实施金融制裁，去法币化趋势凸显。2022 年俄乌冲突爆发后，美国禁止俄罗斯部分银行使用 SWIFT 系统，并针对俄罗斯实施一系列金融制裁，将货币武器化，引发各国央行担忧，此后多国尤其是新兴市场国家尝试脱离美元霸权，积极开展多元化贸易结算工具。虽然今年下半年起，全球央行购金节奏放缓，但预期在美元信用走弱背景下，全球货币体系仍处于长期重建过程中，黄金作为底层储备，各国央行配置需求将持续抬升，金价长期向好。

再者，需求规模提升，黄金供需格局或将加速收紧，助力金价抬升。央行购金持续，金价抬升刺激投资需求，黄金需求规模增长有望加速。金矿产量及回收规模近年来波动较小，供给较需求端表现相对刚性，需求规模加速提升下，黄金供需格局或将加速收紧。从季度平衡情况来看，22 年下半年全球黄金呈现紧缺格局，23 年下半年以来呈现过剩收窄趋势。但相对于其他工业金属而言，黄金一直以来供求变化不大，商品属性定价权重较小。本轮黄金增量需求加速释放后，供需格局有望重塑，商品属性或为黄金定价的核心驱动之一，支撑金价抬升。

图 64 全球央行持续购金对金价形成一定支撑



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 9 日

图 65 中国及日本疫后持有美债规模下降



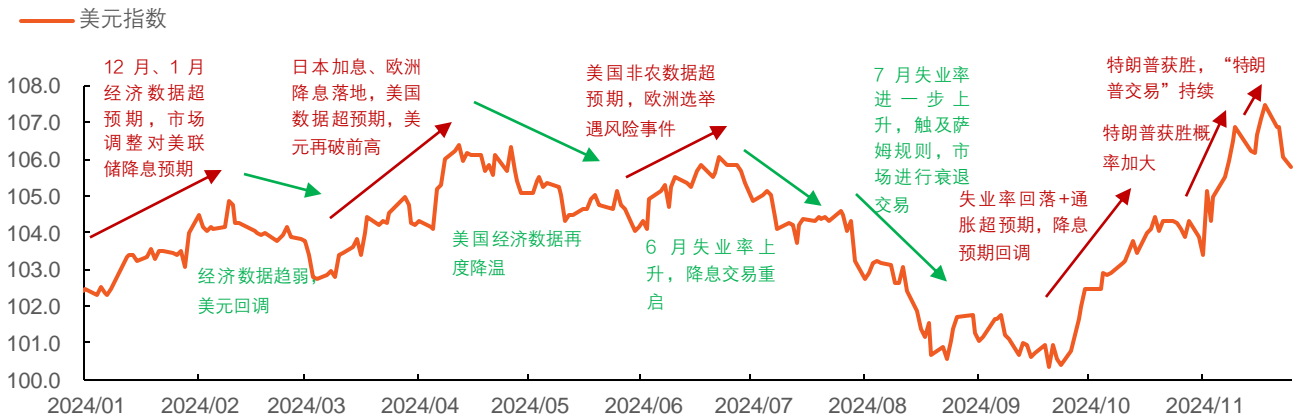
资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2024 年 12 月 9 日

3.8 外汇：美元更多将偏强运行，人民币承压，但仍有一定韧性，波动幅度加大

中长期来看美元更多将偏强运行，中枢或将抬升，重点关注特朗普执政 2.0 时期实施美元干预政策的可能性。近期美元持续上行，更多在于经济数据超预期走强及“特朗普交易”，其中经济数据显示美国经济仍保持一定韧性，美国经济衰退仍言之过早。往后看，美元仍有较多支撑：一则，不管是对内减税还是对外加关税，均会导致资金倾向于流出非美国国家，离岸美元流动性收紧，美元走强；二则，目前美国经济较健康，后续对外加关税或推进贸易赤字，对内减税或增加财政赤字，整体或利于增加私人部门盈余，中期美国经济或将得以提振，基本面稳健下美元仍有支撑；三则，金融市场存在反身性，美债高利率、强美元+美观偏积极本身也可能进一步推动资金回流，但部分资金为投资性“热钱”，但美元资产出现风险时，这类资金也“来得快去得也快”。整体来看，中长期来看美元更多将偏强运行，中枢或将抬升，重点关注特朗普执政 2.0 时期实施美元干预政策的可能性，目前来看市场讨论较多的弱美元政策实施难度均较大。

展望 2025 年，美元或将呈现先跌后涨的趋势。展望 2025 年，利率和风险偏好仍将是美元走向的两大影响因素，其中美联储货币政策变动将会是主要影响因素。虽近期通胀情况或将促使美联储放慢本轮降息节奏，但预计就业等数据仍将支持美联储明年上半年继续降息，新一轮降息交易或带动美元在目前水平进一步下行。到了明年下半年，降息将逐步对通胀、就业等数据起效，尤其是近期数据显示存在再通胀风险下，美联储或将逐步结束本轮降息，美元指数此时开始触底反弹。整体来看，明年美元利率或将呈现先低后高的走势。

图表66 美元指数在 2024 年呈现宽幅震荡的走势



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2024年12月3日

人民币或因特朗普关税等政策而承压将加大。特朗普执政 2.0 下，人民币更多风险来自于其关税政策及中美利差。复盘特朗普执政 1.0 时期，2018 年其激进的关税政策曾压制人民币一度从 6.3 跌至接近 7.0，年内贬值 5.4%。本轮特朗普提议对华征税 60%，并取消最惠国待遇，人民币承压将加大。但我们预计受影响程度或小于 2018 年：一则，对比 18 年关税时期美联储处于加息阶段，且当年 12 月利率才到达高点，本轮美联储处于降息阶段，且明年上半年预计仍将持续降息，基准利率的下调或带动美元利率进一步走低，对人民币有所支撑；二则，我们已有应对经验且做好充足的准备，如今年以来人民币在央行稳汇率政策下保持整体稳定，从政策来看，快速贬值和快速升值都不是政策当局希望看到的。如果出现非理性贬值，政策当局有充足的工具维持外汇市场平稳。同时，本轮关税预计将分批加征，节奏反复，且中美或举行多轮磋商，人民币单边贬值概率不大。

人民币虽承压加大，但保持较大韧性。从基本面来看，国内的宏观经济政策自 9 月底已经全面转向稳增长，本轮稳增长政策的三大切入点点是地产、消费、广义融资（降准降息刺激信贷、财政更加积极），均是当前经济的关键短板。10 月和 11 月制造业 PMI 连续回升，重回荣枯线以上，说明稳增长的政策正在促进经济止跌回稳。从交易面来看，9 月份和 10 月份银行代客结售汇数据转为顺差，这说明外汇市场在逢低结汇，此前一致的贬值预期有所分化。

展望 2025 年，人民币将宽幅震荡，波动幅度加大。一则，中美利差方面，如前述，美联储更多将在明年上半年完成本轮降息，受此影响，中美利差在明年或将经历先收窄后扩大的过程；二则，关税政策方面，考虑到政策的权威性及本轮共和党横扫国会，特朗普 2.0 时期关税政策或更多通过国会立法形式，而非总统紧急行政令形式，则需到明年下半年政策才会有所行动。整体来看，明年上半年人民币或存在反弹机会，下半年随着关税政策落地、中美利差或再度扩大，人民币贬值压力增加，汇率的波动幅度加大。

图表67 2018 年特朗普关税下，人民币出现大幅贬值



资料来源：PIIE，Wind，平安证券研究所

3.9 资产配置建议：2025 年建议关注美股、日股、美元的布局机会

图表68 2025 年全球大类资产配置建议

资产类别	低配	标配	超配
美股		●	
欧股	●		
日股		●	
港股		●	
美国国债	●		
原油	●		
黄金		●	
美元			●
人民币	●		

资料来源：平安证券研究所

四、风险提示

- 1、海外经济衰退风险变化超预期：欧美未来经济节奏具有不确定性，将对全球相关资产价格走势形成影响；
- 2、海外货币政策变化超预期：通胀仍较顽固，短期内宏观变量对海外货币政策干扰仍存，欧美日等货币政策具有不确定性；
- 3、国际地缘形势变化超预期：地缘政治局势变化将对市场交易情绪等造成较大影响；
- 4、历史经验不代表未来：过往历史资产价格由当时宏观环境、市场交易行为等多重因素决定，历史不会简单地重复，因此过往资产价格走势仅供参考。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号 平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼 丽泽平安金融中心 B 座 25 层