华夏基金(香港)
ChinaAMC(HK)

2025
投资展望

目录

中国股票市场	• 2024中国股票市场回顾
	  • 市场回顾
	  • 偏离“历史经验”的市场表现
	  • 市场当前位置
	• 2025中国股票市场展望
	  • 经济展望
	  • 市场展望
	  • 配置策略和投资主题
		04

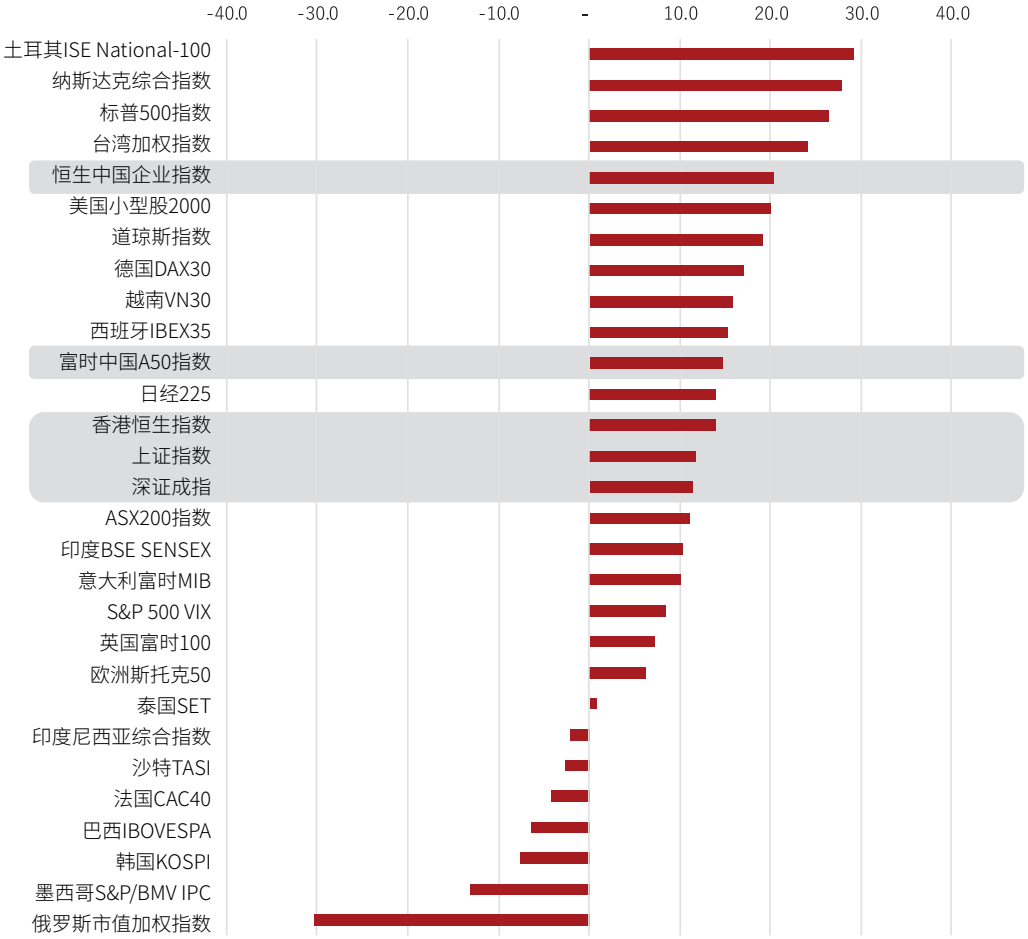
全球债券市场	• 2024全球债券市场回顾 • 2025宏观环境展望 • 2025全球信用市场展望	14
人民币	• 2024人民币回顾 • 2025人民币展望	18
虚拟资产	• 香港虚拟资产ETF与资产代币化的发展机遇	19
关于华夏基金(香港)	• 公司简介 • 奖项荣誉 • 关注我们	22

中国股票市场

2024市场回顾

截止2024年11月底，中国股票市场的表现显著优于过去三年。上证指数和恒生指数分别录得11.8%和13.9%的上涨，在全球主要股票市场中属于中等偏上位置。

图1：2024年初至今全球主要股指表现



资料来源：彭博，截至2024年11月30日。

2024年中国股票市场的表现跟随中国的政策方向(图2)，大致可以划分为四个阶段。

图2：2024中国的主要政策

政策方向	时间	具体内容
财政政策	9/26/2024	926政治局会议，财政方面提出“保证必要的财政支出”等。
	10/12/2024	财政部表示增量财政政策将聚焦化债、银行、地产、民生等四个方面。
	11/4-8/ 2024	通过了增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案，直接增加地方化债资源10万亿元。
货币政策	9/27/2024	央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，同时将公开市场7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点。
	10/18/2024	央行行长潘功胜表示预计年底前视市场流动性情况，择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点。
	10/21/2024	央行宣布对1年期和5年期以上LPR双双下降25个基点。
地产	9/24/2024	新闻发布会提出下调存量房贷利率；统一首套房和二套房的房贷最低首付比例；优化保障性住房再贷款政策。
	9/26/2024	中央政治局会议对地产表述积极，提出“促进房地产市场止跌回稳”。
	10/17/2024	住建部部长宣布将通过货币化安置房方式新增实施100万套城中村改造、危旧房改造。
资本市场	9/24/2024	证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，鼓励上市公司加强产业整合。
	9/26/2024	《关于推动中长期资金入市的指导意见》提出建设培育鼓励长期投资的资本市场生态。
	10/18/2024	央行启动证券、基金、保险公司互换便利操作；央行正式设立首期额度为3000亿元的股票回购增持再贷款。

资料来源：海通证券，华夏基金(香港)，截至2024年10月31日。

第一阶段 1月至4月中旬的震荡期

2023年四季度国内降息预期落空，与此同时中国经济继续边际走弱，而美国股市在美联储结束加息后转为上涨，外资流出中国，市场下跌至2024年初水平；央行在一季度意外地降准降息，证监会态度较为积极，市场反弹后转为震荡。

第二阶段 4月下旬至5月中旬的快速反弹期

市场进入快速反弹的阶段，核心驱动因素是中国政府推出一系列地产相关政策，包括减少购房限制、收储等，投资者认为该政策方向能够更好地应对经济当前所面临的问题；并且国家公布将于7月份召开“三中全会”，市场对于中长期改革开始有所期待；在资本市场方面，推出了维护香港市场金融中心地位的多项政策。政策推动了市场自4月19日至5月20日的快速反弹，期间外资出现了短暂的流入。

第三阶段 5月下旬至9月中旬的震荡下跌期

5月19日之后，中国台湾地区新的领导人上台，其错误言论引发了投资者对外部环境的担忧。更为重要的是，中国财政再次转为收缩，中国经济基本面持续走弱。市场的持续下跌引发投资者止损、砍仓，从而令市场继续下跌，陷入负循环。同期中国行业监管政策较为严格，投资者负面情绪被放大，市场成交量也持续萎缩。

第四阶段 9月下旬至今市场转向后的震荡期

9月24日后，中国政府推出了一系列的稳定地产和资本市场、促进消费的政策措施。政策的转向驱动了市场的快速反弹，交易量创出历史新高。进入10月国庆假期之后，中国股票市场，尤其A股保持了非常高的交易活跃度，而投资者对政策保持了较高的期待，然而政策推出、落地以及体现在经济数据上需要一定的时间，期间美国总统大选后投资者开始担忧中美关系再次恶化，令市场再次进入震荡。该期间行业快速轮动、主题型炒作是当前市场的主要特点。

偏离“历史经验”的市场表现

自2021年下半年至今，在这三年多的时间内，中国市场整体较为低迷，股市持续下跌。尤其是自2023年四季度以来，过去一些用来判定市场底部的方法论在近三年似乎失效了。比如在2010年至2022年期间，市场底部的一些判断指标（图3），一直有个相对稳定的底部数值，并且当市场触及历史底部时，一般会出现反弹，但近两年该指标失效。

图3：市场底部判断指标

资料来源：万得、华夏基金(香港)，截至2024年11月19日。

与此同时2023年年中之后，中美股票市场之间走势也开始背离历史规律。在2023年10月之前，除了沪深300指数波幅更大之外，沪深300指数与标普500指数的长期复合收益率是接近的，符合发展中新兴经济体股票市场的特点。而在2023年10月之后，直到2024年9月下旬，两个指数持续背离。

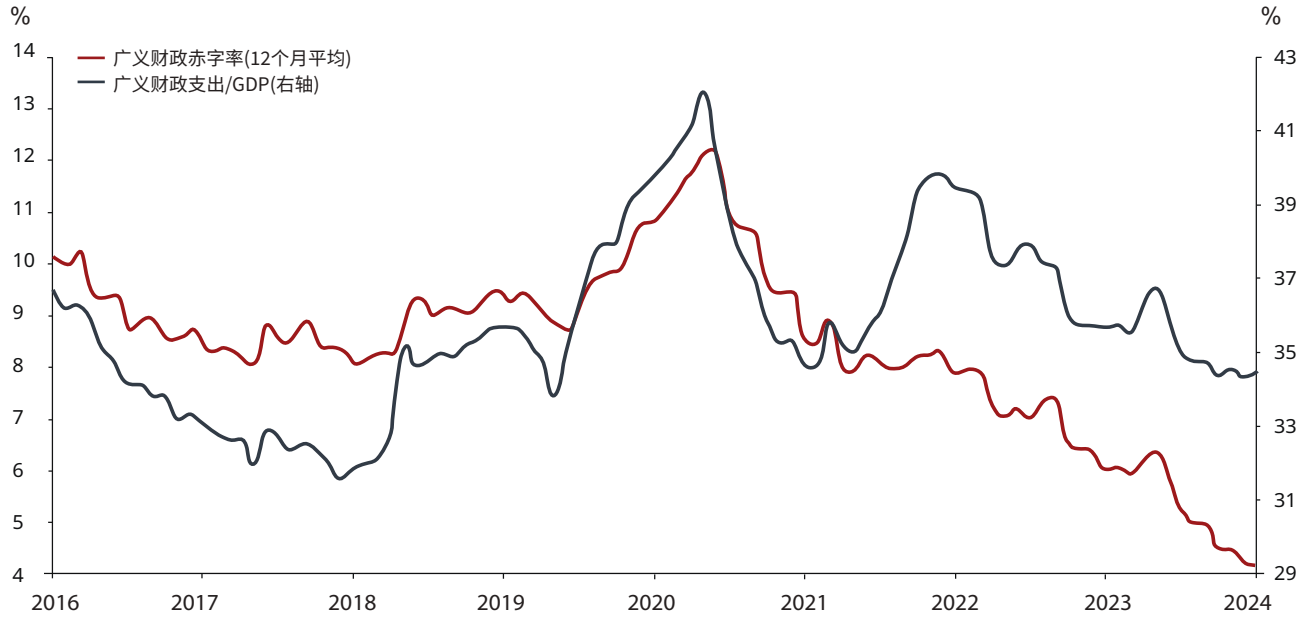
中国市场的低迷，叠加和国外股票市场的背离，让投资者对中国股市的预期愈发悲观。对于导致市场持续偏弱的原因，不同投资者拥有较大差异。一部分投资者认为外资离开中国市场是主要原因，一部分投资者则认为中国经济中短期难以解决地产和地方政府的债务压力是主要问题，还有一部分投资者认为是中国较为严格的行业监管政策导致了市场的下跌，甚至有一部分投资者认为中国政府并不清楚应该出台什么政策而导致了市场的下跌。

2024年的两轮反弹，分别是4月下旬到5月中旬，以及9月下旬至10月上旬，中国股市的表现超过全球其他主要股票市场。但在反弹期间，外资总体仍处于持续流出的状态，说明在当前环境下，国际投资者的态度并不是中国市场走向的决定因素。

4月和9月的市场反弹，主要贡献因子是“风险溢价”的下降。中国政府在4月和9月推出了地产、金融、资本市场以及民生相关的政策，说明中国政府对于经济所面临的问题有清晰的认知且有对应的解决方案，令投资者对未来的担忧下降，驱动了市场的反弹。后续市场在5月份转跌的核心原因是财政未能持续对经济形成支撑。

我们认为导致中国市场偏离历史规律的原因是中国广义财政在2022年下半年以及之后的持续收缩。一方面中国政府更多关注经济的长期结构性问题，阶段性重点强调“高质量”和“安全”，摸底地产和地方政府的债务问题；另一方面外部经济体处于持续加息的状态，限制了中国内部的政策空间。而在2024年9月中，海外开启降息，中国政府推出了一系列政策措施，从而驱动了市场的反弹。

图4：中国财政状况



资料来源：海通国际，截至2024年9月。

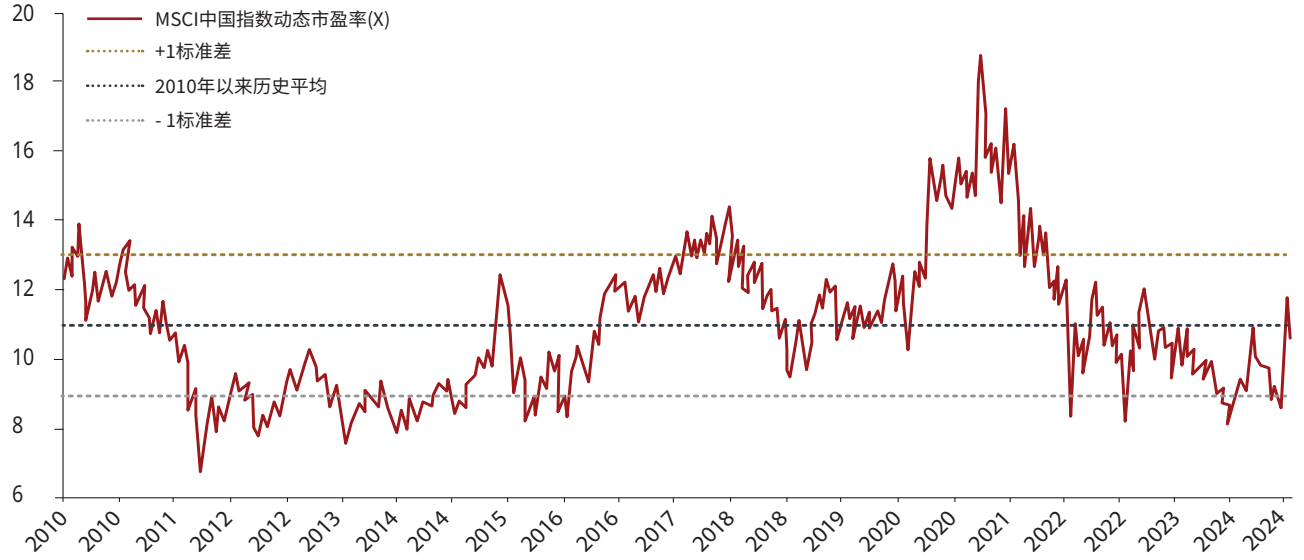
市场当前位置

目前中国股票市场的市盈率（包括A股和港股），略低于2010年以来历史平均水平。历史上，市场持续处于该平均线以上主要出现在2010年、2016至2018年、2019至2021年。这三个时期，中国经济都处于在边际向好的阶段，其中财政起到了较为积极的作用。

和过去三年相比，在中国9月份政策转向之后，国际投资者并没有快速提升中国仓位，但是对中国的关注度明显增加。未来若中国经济数据好转，国际环境有所缓和，外资将会由低配转为增持中国。

在经历了11月份的调整后，恒生指数回到了9月26日的市场位置，沪深300指数则回到9月30日的市场位置，国庆假期期间所积累的不理性乐观预期已经得到充分消化。

图5：MSCI中国指数动态市盈率



资料来源：中金、华夏基金(香港)，截至2024年10月。

经济展望

依据IMF的预测，中国经济2025年GDP增速为4.5%，略高于发展中国家的增长水平。而根据摩根斯坦利、瑞银和高盛的预测，中国2025年GDP增速约为4%~4.5%，且通缩压力将略有缓解。国际投行普遍认为，美国总统特朗普上台之后的关税政策将给中国出口带来压力，对中国政府的内部政策形成对冲。人民币或会贬值到7.6，贬值幅度约为5%左右。

图6：全球经济增速预测

	预测		
地区	**2023**	**2024**	**2025**
全球	3.3	3.2	3.2
发达经济体	1.7	1.8	1.8
美国	2.9	2.8	2.2
欧元区	0.4	0.8	1.2
日本	1.7	0.3	1.1
英国	0.3	1.1	1.5
发展中国家	4.4	4.2	4.2
中国	**5.2**	**4.8**	**4.5**
印度	8.2	7.0	6.5
俄罗斯	3.6	3.6	1.3
巴西	2.9	3.0	2.2
墨西哥	3.2	1.5	1.3
奈及利亚	2.9	2.9	3.2
南非	0.7	1.1	1.5

资料来源：IMF，截至2024年10月。

图7：投行对中国经济分析及预测

	Morgan Stanley	UBS	Goldman Sachs
GDP增速	4%	4%	4.5%
通胀	GDP平减指数<0 / 核心CPI >0	CPI，0.1%	CPI达到0.8%
汇率	人民币贬值到7.6	人民币贬值到7.6	
经济	内需不足，且出口面临压力	财政支持经济企稳，但是出口压力提升	房地产持续去杠杆，且美国关税导致出口大幅放缓，中国消费贡献将提升
内部政策	• 政府实施3万亿温和财政刺激，仅1/3支持需求 • 央行政策宽松，流动性工具支持市场	• 广义财政赤字率提升2个百分点；财政加码支持地方政府和基建，并推动房地产企稳 • 央行降息30~40bp	• 政府扩大财政赤字至GDP的1.8个百分点，如果能投入8万亿收储，则地产高端市场价格企稳 • 央行下调政策利率40bp
外部环境	美国进一步加征关税	2025年9月开始美国加征关税	美国加征关税
大势判断	沪深300目标点位4200，上行空间7.2%		沪深300目标点位4600，上行空间17.4%
结构判断	• 跑赢：防御性板块（电信、公用事业）、银行、医疗保健 • 跑输：消费、房地产		跑赢：消费、医疗、科技、新基建

资料来源：Morgan Stanley、UBS、Goldman Sachs，截止2024年11月。

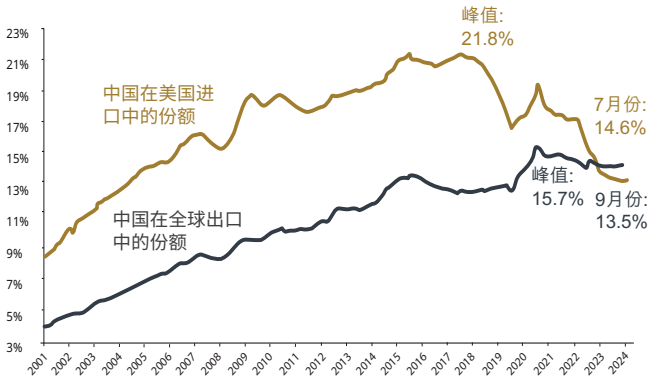
对于中国经济自身的压力，一部分投资者认为，地方政府化债并未减少地方政府的债务总额，因此对经济的拉动作用有限；也有投资者认为中国当前的财政政策直接作用于消费的比重较少，对消费的刺激作用可能较弱；还有一些投资者认为中国房地产销售会阶段性好转，但不能彻底解决地产库存偏高的问题，库存如果不能消化，影响后续新的投资，经济企稳的难度较大。

首先，出口方面，自2018年以来，美国从中国进口份额占比从峰值21.8%下降到了13.5%，关税政策的确带来了影响。但中国出口占全球的份额并未下降。在产业链进行充分转移之前，关税中短期的影响应该是可控的。

其次，中国政府的“化债”可以理解为地方政府的一次“债务重组”，将隐性债务“显性化”、“长期化”和“低利率化”。中国的消费增速减缓，居民端的收入预期下降是一部分原因，但由中国地方政府债务压力导致的政府消费增速放缓也是其中重要的原因。当地方政府化债后，政府将会有更多的资源进行基建投入。

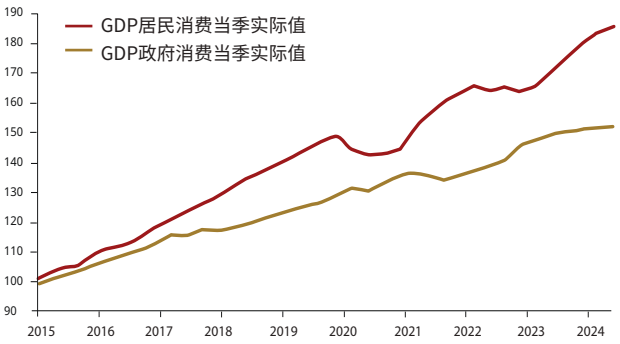
再次，消费品以旧换新政策已经对消费有所拉动，依据中金公司的估算，2024年预计财政补贴在1500亿左右。而政府政策记者会披露，2025年财政补贴会增加并且会增加品类，预计对2025年社零增速可能提供至少1个点左右的拉动。

图8：中国出口在全球的占比



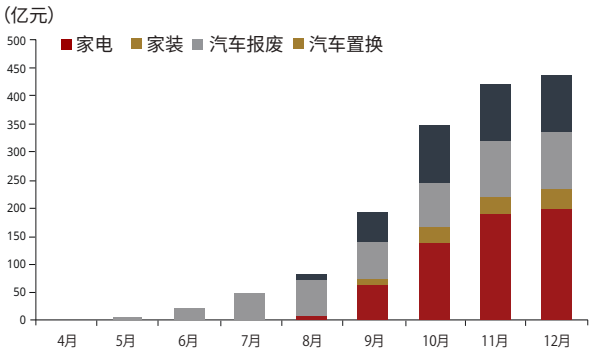
资料来源：Morgan Stanley，截至2024年9月。

图9：中国居民与政府实际消费走势



资料来源：中金，截至2024年9月。

图10：2024消费品以旧换新补贴金额



资料来源：中金，截至2024年11月。

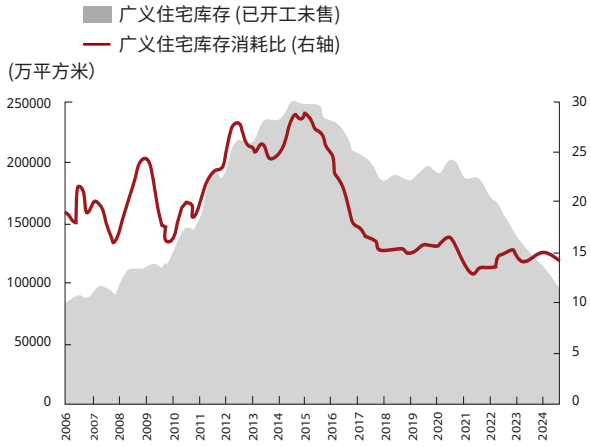
图11：不同财政补贴力度对零售额的拉动

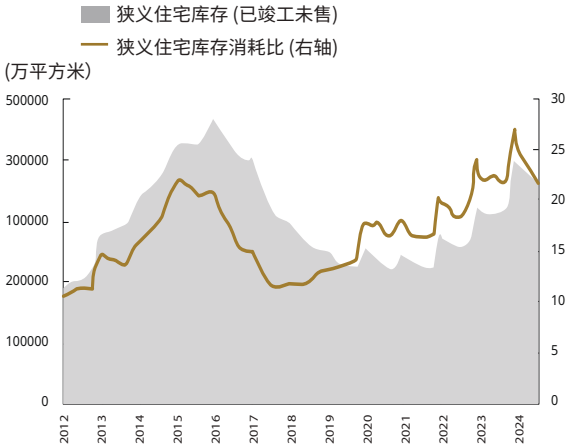
2025补贴规模	拉动零售额	拉动社零增速
亿元	亿元	百分点
1500	3901	0.8
2000	5201	1.1
2500	6502	1.3
3000	7802	1.6
4000	10403	2.1
5000	13003	2.7

资料来源：中金，截至2024年11月。

最后，对于地产，一线城市的商品房成交面积在政策转向后提升较大，但已竣工未出售的住宅去库存周期还需要20个月，导致一些投资者认为中国房地产积重难返。但我们认为，地产销售能否持续以及能否顺利传导到新开工还需要观察，但经历了过去三年地产投资的下降，已开工未出售的住宅库存已经降低很多。依据日本和美国的经验，中国的房地产新开工走势已经接近底部位置。因此只要财政等支持政策能够持续，经济没有持续恶化，房地产库存就有可能在未来快速下降。

图12：中国住宅库存与销售状况





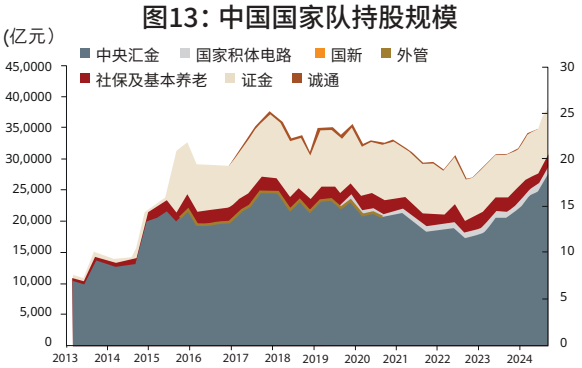
资料来源：万得，光大证券，截至2024 年9 月。

总而言之，我们认为财政政策能够对消费、地产等投资者担忧的板块形成支撑，随着政府政策的持续，我们预计经济数据将会边际持续好转。

市场展望

我们对中国股票市场，包括A股和港股总体保持乐观，市场下降空间有限，大势震荡向上。反弹的节奏则受到中国政策推出、国际环境变化、经济数据修复节奏等多方面的影响。

图13：中国国家队持股规模

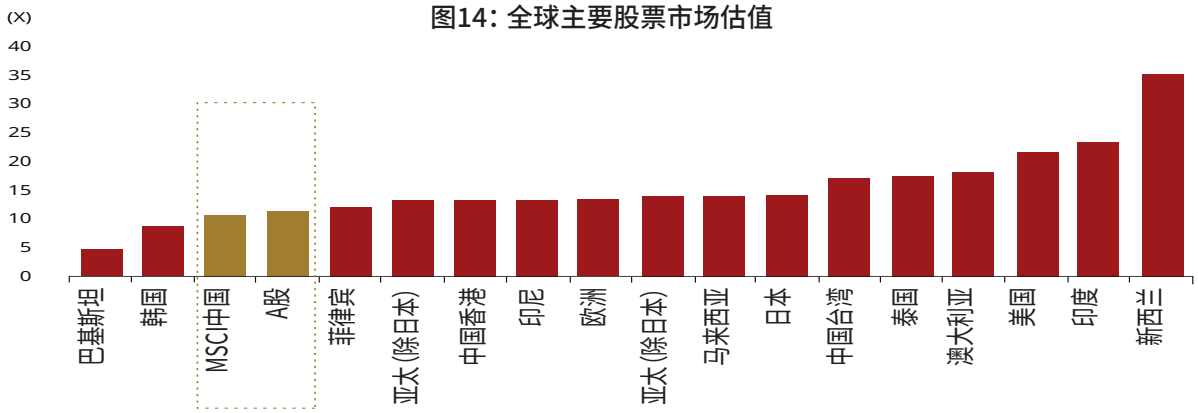


资料来源：中银证券，截至2024年10月。

首先，中国股票市场，尤其A股，我们认为下行空间有限。目前中央汇金等国家稳定市场资金的持股规模已经接近4万亿，并且整体呈现低位入场的特征。叠加金融监管机构出台的稳定资本市场的工具，当市场短期下行时会有较为充分的资金入场支撑。这也是A股的表现总体强于港股的原因。

其次，A股和港股的估值与全球主要股票市场相比仍然偏低。在经济能够好转的前提下，低估值可以构成买入的理由。从历史水平来看，虽然中国股市平均估值处于过去十多年的平均水平，然而中国无风险利率已经有较大幅度的下降，股市的估值及股息率和无风险收益率相比依然处在历史最低位附近。这都说明中国股票市场整体估值偏低，只要经济能够好转，估值将可能会转化为投资吸引力。

图14：全球主要股票市场估值



资料来源：FactSet，中金，截至2024 年11 月6 日。

图15：A股股息率

资料来源：海通证券，截至2024年11月。

最后，2025年依旧是国内外政治事件较为密集的时间，美国总统特朗普上台之后的内外政策、地缘政治事件的演变、以及中国内部政策的出台和应对，可能都会对市场带来节奏的影响。我们需要密切关注中国内部重要的政治和政府会议。

图16：全球重要政治事件

时间	事件	主体	重点关注
2024年四季度			
11月中下旬	2024年三季度货币政策执行报告	中国人民银行	关注三大新增货币工具执行效果
12/19/2024	美联储、日本央行、英国央行议息会议	多国央行	关注降息持续性
12月中上旬	**2024年中央经济工作会议**	**中共中央政治局**	**关注经济现状的描述措辞**
12月	**中共中央政治局会议**	**中共中央政治局**	**关注经济政策的连续性和创新性**
12月下旬	2024全国财政工作会议	财政部	关注化债进度和力度
2025年			
1月	中央一号文件发布	中共中央、国务院	关注“三农”问题
1月	**地方两会**	**各地人大、政协**	**关注重点地方政策导向**
1月中旬	世界经济论坛2025年会（达沃斯）	WEF	关注全球主要领袖发言
20/1/2024	**第47任美国总统就职典礼日**	**-**	**关注地缘政治、关税、产业政策**
28/1/2024	美联储FMOC议息会议	美国联邦储备局	关注降息持续性
2月	2024年四季度货币政策执行报告	中国人民银行	关注上一周期货币政策执行情况及后续部署
3月左右	2024中国财政政策执行情况报告	财政部	关注化债进度和力度
3月左右	**全国两会**	**全国人大、全国政协**	**关注“十四五”总结、“十五五”规划**
18/3/2024	美联储FOMC议息会议	美国联邦储备局	关注降息持续性
25/3/2024	博鳌亚洲论坛2025年会	-	关注领导人发言
6/5/2024	美联储FOMC议息会议	美国联邦储备局	关注对于全球流动性环境的影响
5月	2025年一季度货币政策执行报告	中国人民银行	关注上一周期货币政策执行情况及后续部署
17/6/2024	美联储FOMC议息会议	美国联邦储备局	关注对于全球流动性环境的影响
29/7/2024	美联储FOMC议息会议	美国联邦储备局	关注对于全球流动性环境的影响
8月	2025年二季度货币政策执行报告	中国人民银行	关注上一周期货币政策执行情况及后续部署
16/9/2024	美联储FOMC议息会议	美国联邦储备局	关注对于全球流动性环境的影响
28/10/2024	美联储FOMC议息会议	美国联邦储备局	关注对于全球流动性环境的影响
11月	2025年三季度货币政策执行报告	中国人民银行	关注上一周期货币政策执行情况及后续部署
11月	G20南非峰会	-	关注峰会议题及相关行业
9/12/2024	美联储FOMC议息会议	美国联邦储备局	关注对于全球流动性环境的影响
2025年底	海南全岛封关	海关总署等	关注贸易政策、居民消费、台海关系

资料来源：中金，截至2024年11月。

配置策略和投资主题

在经济边际好转、流动性相对充裕的阶段，成长股的表现总体要好于价值股。但如前分析，我们认为外部环境的不确定性依旧较高，内部政策会逐步推出，政策落地后对消费、地产起效也需要一定时间，因此市场可能会呈现风格和行业持续轮动的状态。成长股、主题股和高股息类的价值股都会有所表现。

我们会采取相对均衡的配置策略，以应对市场波动和把握不同机会：

- 总体提升成长股配置比重，重点关注芯片半导体、消费电子、新能源等科技板块。
- 生物医药会有较多的个股机会，我们会在其中重点挖掘阿尔法机会。
- 消费板块目前市场预期很低，我们认为下半年消费板块会随着经济好转而迎来修复。
- 对于高股息价值板块，我们持续关注产能出清、竞争减缓后现金流持续好转，且更加注重股东回报的企业的投资机会。

同时，我们也密切关注未来的一些主要风险，如中国政策持续性低于预期、中美关系恶化超预期。

全球债券市场

2025市场回顾

2024年，全球固定收益市场在波动中维持着相对良好的情绪。在美国经济强于预期，美联储开启降息，特朗普再度当选的背景下，整体呈现股票跑赢债券跑赢大宗商品。

债券资产内部，美国国债利率继续在高位区间波动，信用利差则不断收窄至过去10年最低水平。呈现信用债跑赢利率债，短久期跑赢长久期，高收益跑赢投资级的特征，截至11月底，彭博全球投资级债券指数上涨0.46%，摩根大通亚洲信用债核心指数上涨7.14%。

图17：全球债券市场表现

指数	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年10月以來	2024 年初以來
中资美元高收益	9.4%	-33.3%	-33.3%	-20.5%	0.0%	20.2%
亚洲高收益债券	6.2%	-17.5%	-21.8%	4.8%	0.5%	16.7%
美国高收益债券	6.2%	5.4%	-11.2%	13.4%	1.6%	9.2%
欧洲投资级债券	7.8%	-1.9%	-14.8%	7.9%	0.7%	7.2%
中资美元投资级	6.9%	-3.6%	-18.8%	10.9%	1.2%	6.7%
新兴市场公司债	7.1%	-3.1%	-12.6%	7.2%	0.6%	5.9%
亚洲美元债	6.6%	-0.2%	-9.9%	6.8%	0.6%	5.9%
欧洲高收益债券	2.8%	-0.8%	-16.4%	8.3%	2.3%	5.4%
新兴市场主权债	9.5%	-1.6%	-18.3%	16.4%	-1.2%	4.9%
美国投资级公司债	9.8%	-1.0%	-15.4%	8.4%	1.2%	4.6%
美国国债	8.2%	-2.4%	-12.9%	3.9%	0.5%	1.9%
发达市场主权债	9.3%	-6.9%	-18.0%	3.6%	-0.2%	-2.0%

资料来源：彭博，截至2024年12月。

回首2024年，宏观环境的进程或多或少超出了投资者年初的预期。美国方面，经济再度实现了2.5%以上的GDP增长，美联储首次降息时点从年初预期的三月推后至九月，特朗普和共和党以压倒性的优势赢得美国大选。

发达市场方面，除日央行外，普遍跟随美联储开始降息，但欧洲政局和财政的突发不确定性令欧洲的增长相对疲弱。

新兴市场而言，虽然整体经济增速数据较好，多国大选结果在预期之内，但市场期待的中国经济触底回升并未出现。好消息是，全球通胀的回落和降息潮的启动令大部分投资人相信美国和全球能够以软著陆甚至不着陆的姿态跨越本轮经济周期。但全球正在历经的变革令明年宏观环境很难一片坦途。

2025年展望

展望2025年，经济金融市场面临更高的不确定性。特朗普执政后新一轮的关税政策预计会对全球通胀和增长带来较大的挑战，全球尤其是欧美民众意识形态的转变令政治风险大幅提高，中国经济也会在新的一年中面临更大的内外部压力。在去全球化的大背景下，市场波动和尾部风险相比今年会有所增加。

美国经济与政策

美国2024年整体经济得益于生产率的提升以及消费的韧性表现强于市场预期。未来两个季度，美国经济仍有机会为应对特朗普移民政策而出现大量劳动力囤积，以及为应对加关税提前累积库存，从而维持强势。

整体上我们认为2025年美国经济增速可能相比今年有所放缓，但仍能实现1-2%的经济增长。特朗普放松监管和减税的政策预计能部分抵消移民政策以及关税对于经济的负面影响，投资增速可能有所放缓。

就业市场方面，失业率预计缓慢上升，但目前呈现低裁员、低招工的特征，在此背景下出现短期大幅恶化的概率不大。

通胀而言，我们认为基准情形下美国会在明年中开始对中国实施40%-60%的关税，从而对供给端产生一定冲击，因此明年大概率还会出现对于再通涨的反复性交易。

美国政策方面，我们预计美联储会延续独立性并密切关注就业和金融市场表现，基准情形下会逐步放缓降息节奏，2025年底降息至3.74~4%。考虑到短端流动性在三季度末已有紧张迹象，美联储预计在2季度退出缩表。

财政方面，新提名财长背景和TCJA的到期日使得2025年整体赤字率相对可控，预计美债供给短期内不会出现大幅提高。

图18：全球利率政策

	墨西哥	智利	匈牙利	波兰	韩国	印度	印度尼西亚	泰国	巴西
当前政策立场	削减	削减	削减	削减	削减	暂停	削减	削减	提高
当前政策利率(%)	10.25	5.25	6.5	5.75	3.25	6.5	6	2.25	12.25
利率削减次数	4	10	11	2	1	0	1	1	3
本周期内最高政策利率	11.25	11.25	13	6.75	3.5	6.5	6.25	2.5	10.5
年末政策利率(%)	10	5	6.25	5.75	3.25	6.5	5.8	2.25	12.25
今年剩余的利率削减(bp)	25	25	25	0	0	0	20	0	0
2024年预测的实际GDP年率(%)	1.5	2.4	0.7	2.8	2.2	6.8	5	2.6	3.1

	加拿大	欧元区	英国	澳大利亚	美国	日本
当前政策立场	削减	削减	削减	暂停	削减	提高
当前政策利率(%)	3.25	3.15	4.75	4.35	4.75	0.25
利率削减次数	5	3	2	0	2	2
本周期内最高政策利率	5	4.5	5.25	4.35	5.5	-0.1
年末政策利率(%)	3.25	3.15	4.75	4.35	4.5	0.4
今年剩余的利率削减(bp)	0	0	0	0	25	-15
2024年预测的实际GDP年率(%)	1.1	0.8	1	1.2	2.6	-0.2

资料来源：彭博，截至2024年12月。

美债市场

美债预计仍会在2025维持较大的波动。美债利率是“特朗普交易”定价相对充分的资产，随着预期的兑现，收益率可能短期回调。中长期看，随着美联储开始降息，2年期美债利率回落至4%以下的确定性也较强，并会制约美债的上行幅度，但目前美联储、大型银行和外国政府机构持有的美债市场份额降至1997年以来的最低水平，投资者结构逐步向价格敏感性投资者转变。我们预计该趋势在2025年仍将持续，结合更高的长期通胀预期，有机会令中长期国债维持在较高水平，整体曲线波动走陡仍是大趋势所在。

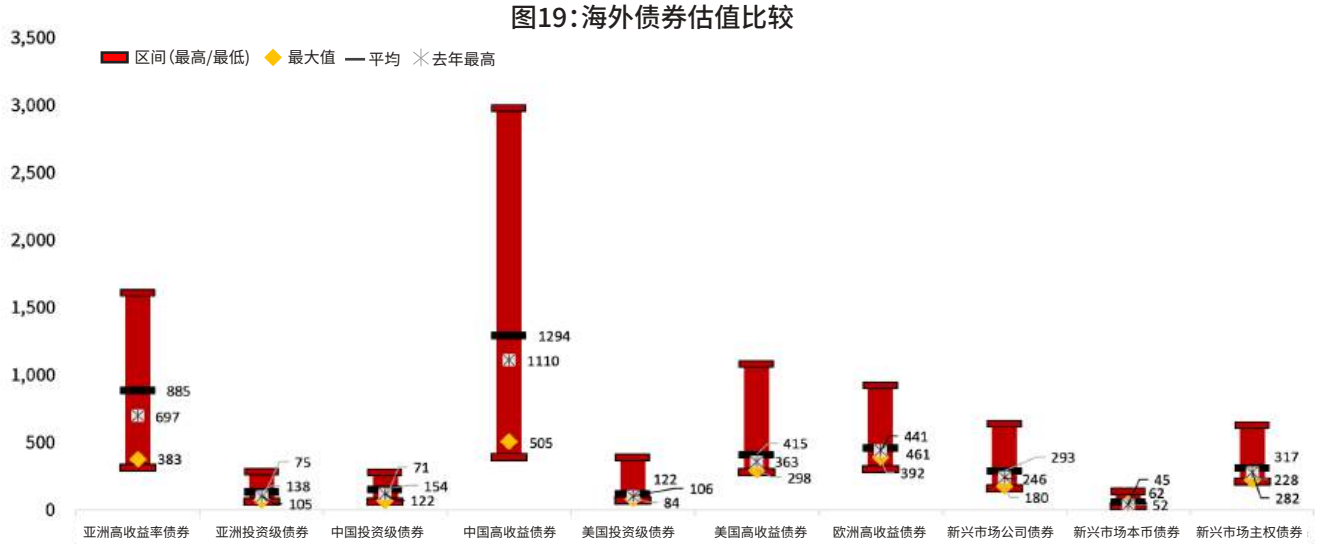
美国优先的大背景下非美经济体在2025年面临更多的挑战，多数发达和新兴市场国家已经先于美国进入降息周期，但强美元或制约进一步降息的空间，财政赤字和政府债务高企是目前新兴市场国家宏观风险的主要来源。欧洲方面，预计在明年仍面临较大的内外挑战，美国或利用关税作为谈判手段迫使欧洲增加军费支出，令财政整顿计划雪上加霜，推升主权信用利差，尽管重现欧债危机的可能性不大，但欧央行预期会维持较快的降息节奏预防风险。此外，右翼政府的上台也对欧盟各国的合作以及政治稳定带来一定不确定因素

信用债

信用债在2024年继续跑赢利率债，大部分板块信用利差相比年初明显收窄，当下接近过往10年估值最贵水平，但从收益率维度，仍具有较好的吸引力，也是驱动利差不断收窄的核心因素。

供需方面看，尽管2024年美国新发债券规模同比大幅提升，但强劲的基金流入和海外投资者的增持令供给被市场完全消化。2025年技术面逻辑或仍会延续，到期量的提升使得净供给量相比今年有所回落，收益率曲线的形态恢复也会助力资金的流入。短期我们认为信用利差仍会在低位波动。但从中期来看，我们预计认为2025年信用利差的波动幅度相比今年可能会有明显增高，一旦长端利率进一步快速攀升，金融和信贷环境迅速紧缩或者出现黑天鹅事件将导致利率快速回落，均有可能引发信用利差尤其是高β板块出现阶段性的大幅走宽，将会带来债券价格的下跌。

图19：海外债券估值比较



资料来源：彭博，截至2024年12月。

国别配置角度，中资投资级债券尽管目前估值较贵，但具有相对独立的交易逻辑和技术面支撑，在2025年宏观风险预计仍将处于高位的市场环境中，我们寻求中高配中资风险敞口，降低组合波动。

美国投资级企业杠杆仍处于相对健康的水平，盈利水平也企稳回升，2025年需提防部分周期性行业加杠杆以及收并购的风险，对于美国投资级债券采取中性配置的建议。

欧洲国家经济基本面相对较弱，且欧洲银行债券整体相对美国银行债券的价值回落，整体中性偏低配。

新兴市场2024年表现优异，但预计2025年风险有所上升，倘若明年及全球贸易紧张局势和地缘政治冲突加剧，有机会降低新兴市场国家明年抵御冲击的能力，但不同国家资源禀赋和内需分化较大。我们对于非中资新兴市场持有谨慎态度，相对看好中东和拉美受益于商品供应链重塑的国家。

行业配置角度，金融板块在全球各国收紧监管的过程中基本面持续改善，且估值相较于非金融板块仍有一定溢价。由于市场对特朗普放松监管存在预期，预计金融板块仍可贡献相对稳定并具有吸引力的回报。但需谨慎低重置票息，中长久期AT1等利率敏感债券在利率走高过程中的价格大幅波动。非金融板块中，更看好防御属性强的公用事业、基建工程、本土能源等。

整体而言，考虑到宏观风险和当前信用利差对静态收益率的贡献占比不足20%，我们并不追求下沉信用，博弈债券信用利差继续收窄带来的额外资本回报，仅倾向于配置部分久期较短的高收益债券用于提高建仓收益率。

我们对于久期相对中性，在10年期A评级债券收益率向上突破5.5%时可适当拉长久期，向下突破4.7%时可适当缩短久期，从而进行波段操作。

我们预计票息仍会是明年回报的主要来源，在确保组合流动性和分散化足够的前提下，尽力捕捉利率波动以及板块结构性行情下的潜在投资机会。

风险提示：地缘冲突恶化，美国再通胀风险，去全球化进程超预期

人民币市场

2024年回顾

今年人民币利率曲线呈现牛陡，即国债和掉期利率双双下行且趋于陡峭。与去年的牛平不同，今年短端下行更为顺畅，而长端利率下行则受到央行下场交易和对农商行、城商行窗口指导的影响。2024年利率曲线的走势主要受宽松货币政策和弱经济基本面的驱动，而财政发债供应未造成阻力。

今年央行继续进行有序降准降息，相比去年，短端repo基本持平，而中长端MLF和LPR下调力度更大，一部分原因是和市场交易利率匹配。经济继续处于通缩状态，通胀数据企稳，进出口稳中稍增，整体数据没有出现趋势性转折，对市场的影响有限。

2025年预期

我们预期明年货币政策继续维持稳健宽松，但如果有需要降准降息力度甚至将会加倍。相较于MLF，基准利率和资金面已成为新的利率曲线锚定。

财政政策方面，需要重点关注一些重要会议上有关特别国债和消费刺激的政策，如今年12月的政治局会议和中央经济工作会议，和2025年三月的两会。

我们预期明年依然是债牛的一年，利率曲线呈现牛陡 。明年一季度特朗普上台和两会之前，市场会非常不明朗，波动加剧。中美之间的关税和政策博弈，如美联储降息节奏和中国财政发力程度，将成为明年市场的主题。

中国国债利率，特别是五年期以内利率，将大概率维持下行的大趋势。我们预期截至2025年底10年期国债利率或维持在1.7-1.9%区间，下降空间与降息幅度接近。若2025上半年财政超预期发力和下半年经济数据实际好转时，中国或会出现利率上行机会，但依然可以作为买入国债的上车和加仓机会。

境外点心债市场，长端利率下行幅度和境内债基本一致，但利率水平整体高30-40bps，因此在明年降息环境下，境外点心债的收益率更具有吸引力。而且当市场反弹时上行更多，从而提供了更好的加仓机会。

2024年美元/离岸人民币掉期和即期走势高度吻合且波动较大。1年期对冲成本大约在1.7-2.7%区间，波动约为1%。3个月对冲成本大约在1-3.8%区间，波动接近3%。四月下旬、十月、十一月期间，掉期拉升，主要原因是央行抽紧资金流动性防止套利行为，以及市场上特别是对冲基金在过去两年已经通过现货和期权提前布局即期和掉期上行的仓位。参考去年八九月，即期波动现已成为掉期的主要影响因素，中美利差因素显著减弱乃至基本失效，甚至出现相反行情。

今年美元/离岸人民币即期汇率的波动较大，由开年的7.1260，升至7.3070，又回落至6.9730，波幅高达3350pips。和去年一样，人民币兑一篮子货币出现升值，甚至人民币和美元指数都呈现上行走势，说明今年行情更多是由美元单边带动。虽然中国股市九月、十月出现反弹，但对汇率的影响并不大，从时间和点位来说美元利率和美元指数的影响较大。人民币在亚洲货币中具有韧性，远好于日元、韩元和台币。

明年将是中美博弈的一年。中国的不确定性包括特别国债发行量、消费刺激力度、中央特殊再融资债、政策后经济数据表现。美国的不确定性在于美联储降息节奏、特朗普上台后的对华政策、潜在地缘政治风险。

外资对美元/离岸人民币即期汇率的预期较为悲观，大部分预期为7.5，主要的风险点还是特朗普上台后的对华关税政策。我们相对乐观，预期约为7.15，主要是因为美元会进入降息周期，中国有可能对应发力。

预计美元/离岸人民币掉期会紧随即期出现波动，由于中美都进入了同顺周期降息，因此中美利差将不再是掉期的主要影响因素。即使考虑中美利差，波动应该在30bps左右，折合一年期300pips以内，比资金面带来的影响更小。

虚拟资产ETF与资产代币化的发展机遇

2025年虚拟资产领域可能将迎来新的发展阶段。香港以活跃的金融生态系统和领先的监管框架著称，引领虚拟资产ETF和资产代币化（RWA）的发展。随着比特币跻身全球第八大资产，代币化重塑传统金融格局，香港目前正身处机遇与创新的洪流之中。本章节将深入探讨这些发展会如何塑造香港金融行业的未来，分析其中的机遇、挑战和实际应用。

比特币的全球地位与市场领导力

比特币在全球金融资产中的地位转变，证明了其在金融市场中日益增长的主流认可度和成熟度。如下图所示，比特币市值达到1. 76万亿港元，在全球资产中排名第八，超越了传统商品白银，这一趋势标志着比特币正在由投机资产转变为广泛认可的数字资产。

图20：全球资产市值排行

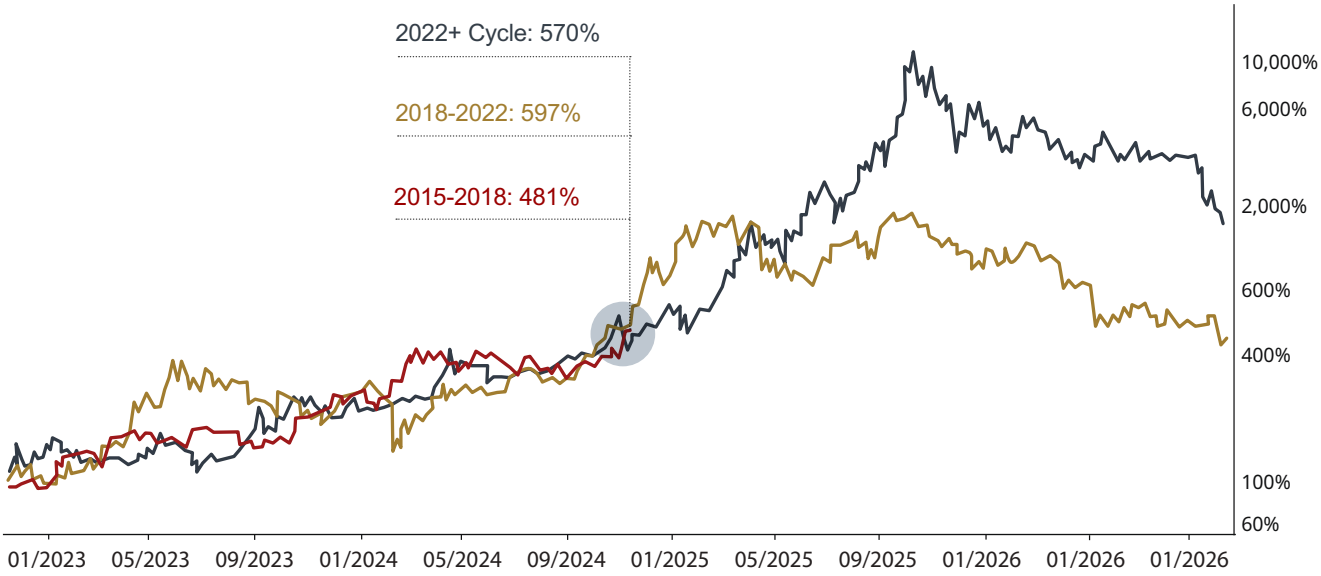
	Name	Market Cap	Price	Today	Country
1	黄金	HK$17.530T	HK$2.610	-0.28%	
2	英伟达	HK$3.563T	HK$145.26	-1.61%	USA
3	苹果	HK$3.389T	HK$224.23	-1.20%	USA
4	微软	HK$3.107T	HK$418.01	-1.07%	USA
5	Alphabet (谷歌)	HK$2.216T	HK$181.97	1.17%	USA
6	亚马逊	HK$2.174T	HK$206.84	-0.64%	USA
7	沙特国家石油公司	HK$1.797T	HK$7.43	-0.53%	S. Arabia
8	比特币	HK$1.760T	HK$88.901	9.61%	
9	白银	HK$1.716T	HK$30.50	-0.3%	

资料来源：Companies Market Cap，截至2024年11月。

1) 周期性表现

比特币价格具有周期性波动的市场特性。按照过往历史经验，比特币呈现以四年为周期的走势，2015-2018年和2018-2022年期间分别录得481%和597%的最大涨幅，目前仍处在新一轮的周期内。随着宏观经济环境日渐稳定和对比特币配置的提升，过往历史经验支撑了比特币在2025年将可能出现的增长潜力。

图 21: 比特币价格走势周期



资料来源：Glassnode，截至2024年12月。

2) 机构投资者的参与

2024年比特币现货ETF的推出，增强了其在传统金融领域的地位。此类产品为机构投资者提供了一个受监管和高效的途径来配置比特币，不仅增强了其流动性，同时提升了其作为宏观经济不确定性对冲工具的信心。

3) 香港的发展机遇

香港积极的监管框架令香港市场在虚拟资产ETF领域处于全球领先地位。在香港证监会的明确指导下，作为亚洲首批现货加密资产ETF发行人的华夏基金（香港），充分利用比特币和以太币等加密货币的市场潜力，持续吸引零售和机构投资者的配置。

资产代币化：创新的转型机遇

资产代币化作为一种金融创新，允许房地产、绿色债券和私募股权等资产在区块链上进行数字化，解锁了新的流动性和获取途径。

1) 背景与全球趋势

全球资产代币化是由区块链技术的进步和机构投资者日益增长的需求共同推动。2023年，香港发行了世界上首个代币化绿色债券，展示了区块链在简化结算流程、降低成本和提高透明度等方面的潜力。证监会和金管局等监管机构的支持进一步令资产代币化合法化。

2) 对香港金融生态系统的贡献

- **流动性：**代币化允许资产被分割成更小的、可交易的单位，投资更加方便快捷，特别是更有利于养老基金和零售投资者的配置。
- **透明度：**区块链记录不可篡改的特性，保证了资产表现和风险可见性的透明度，增强投资者信心，降低不确定性。
- **投资组合多样化：**允许投资者进行多元化资产配置，比如之前仅供机构投资者参与的另类投资。

虚拟资产的机构参与趋势

现货比特币和以太币ETF，资产代币化RWA的出现，使虚拟资产逐步走入主流金融市场的视野。

1) 提高市场流动性

虚拟资产现货ETF降低了机构和零售参与的门槛，提高了流动性并增强了市场稳定性。资产代币化RWA为机构投资者提供了替代资产的配置机遇，同时也能享受区块链的高效优势。

2) 与传统金融体系的融合

香港的交易所和托管机构，包括证监会许可的平台，正在将虚拟资产融入传统金融体系。这种整合促进了跨区域合作，使香港成为全球虚拟资产生态系统中的关键参与者。

3) 美国特朗普的政策支持

美国候任总统特朗普提议建立比特币储备，未来五年每年购买20万枚比特币，由联邦储备出售黄金提供资金。考虑到每年比特币供应量约为164,425比特币（按每天450枚比特币x365天计算），该计划可能会吸收每年全部的新供应量。由于市场供应量的减少，这可能在中长期为比特币的价格提供正面支撑。

技术创新推动增长

技术进步正在解决可扩展性、互操作性和用户体验等关键挑战，确保虚拟资产生态系统与市场需求的同步发展。

1) 以太坊和区块链扩展解决方案

以太坊的Layer-2扩展解决方案（如Arbitrum），正在降低交易成本并提高交易速度，这对于扩大去中心化金融（DeFi）的应用至关重要。这些改进也促进了资产代币化RWA的发展，加强了以太坊在区块链创新中的基础作用。

2) 跨链互操作性

互操作性解决方案使得代币化资产能够在不同的区块链网络之间无缝移动。以太坊广泛采用ERC-20这样的标准，确保与其他链的兼容性，促进合作和创新。

3) 实时结算能力

区块链能够实现实时结算，降低对手方风险并提高效率，特别是在代币化RWA市场中。这种能力对机构投资者具有吸引力，为他们提供了更高的控制力和透明度。

虚拟资产面临的挑战

未来的道路并非没有挑战，解决这些挑战对于持续增长至关重要。

1) 市场波动性

比特币的价格波动性仍是一些投资者的主要担忧。多元化投资于有稳定收益的代币化资产有助于减轻这些担忧，并吸引更广泛的受众群。

2) 监管的不确定性

全球监管的碎片化可能阻碍虚拟资产的跨区域配置。香港市场领先的监管和指导可以为其他市场树立标杆。

3) 可持续性问题

比特币挖矿机制因其环境影响受到批评。更大范围地采用可再生能源和共识算法的创新对于长期可行性至关重要。

2025年的机遇

随着虚拟资产生态系统的日渐成熟，香港市场拥有以下重要机遇：

- **混合产品开发：**将资产代币化RWA与虚拟资产ETF结合，创造出满足不同投资者需求的创新产品。
- **机构配置的增长：**比特币ETF和RWA的日益结合弥补了传统金融和区块链相关资产之间的差距。
- **区域性领先：**香港的基础设施及前瞻性政策使香港成为亚太地区虚拟资产创新的领先地区。

结论

虚拟资产ETF和资产代币化RWA的整合为香港数字金融的发展提供机遇。凭借其成熟的监管框架、健全的金融基础设施和市场专业知识，香港市场不断创新，对机构投资者的吸引力日益增强，从而令香港成为虚拟资产增长的领先地区。

展望2025年，预计这种融合有潜力重塑金融生态系统，为广泛投资者提供便捷、高效的潜在配置机遇。

关于华夏基金(香港)

华夏基金(香港)是香港市场领先的资产管理公司，作为华夏基金的海外子公司，我们成立于2008年9月，是首批出海的中资资产管理公司。我们的母公司华夏基金是中国规模最大的基金公司之一，拥有26年资产管理经验，截至2024年第三季度，总资产管理规模超过2.36万亿人民币。

华夏基金(香港)扎根香港，放眼全球，经过16年的发展，建立起实力雄厚的本土化投研团队，为客户提供长仓股票基金、全球债券基金、对冲基金、交易所买卖基金(ETF)、杠杆及反向产品、加密资产基金、专户、投顾、模型投资组合等多元化产品线，并且致力于金融领域创新，积极探索 Web 3.0 领域的投资机遇，务求为香港、大中华区、亚太区、以至欧洲、美国等地的个人及机构投资者提供一站式的投资解决方案和服务。

产品策略

主动策略		
中国股票	**全球债券**	**货币市场**
• 中国聚焦基金 • 新视野中国A股基金 • 中国机会基金 • 精选大中华科技基金	• 全球投资级别债券基金 • 固定收益配置基金 • 亚洲债券基金 • 亚洲ESG债券基金 • 人民币投资级别收益基金 • 人民币债券基金	• 港元货币基金 • 美元货币基金 • 人民币货币ETF (非上市份额)
全球多元		
• 全球多元收益基金		

全球ETF系列		
大中华股票	**亚洲股票**	**欧美股票**
• 沪深300 ETF • MSCI中国A50互联互通 ETF • 恒指ESG ETF • 恒生科技指数 ETF • 恒生生物科技 ETF	• MSCI印度ETF • 日本股票(美元对冲) ETF • 亚洲高息股票 ETF • 亚洲美元投资级别债券 ETF	• 纳斯达克100 ETF • 欧洲股票(美元对冲) ETF
债券及货币市场	**杠杆及反向**	**加密资产**
• 20年以上美国国债ETF • 亚洲美元投资级别债券ETF • 人民币货币ETF	• 纳斯达克100 每日杠杆(2X) 产品 • 纳斯达克100 每日反向(-2X) 产品	• 比特币ETF (现货) • 以太币ETF (现货)

享誉业界
100+ 奖项

近期重磅奖项

The Asset财资
3A可持续投资大奖2024 & 2023
- 年度最佳中国境外基金公司
- 年度最佳中国境外基金公司

LESG
理柏基金香港年奖2024
- 香港地区最佳亚太高收益债券基金(5年期)

Asia Asset Management 亚洲资产管理
Best of the Best 年度大奖2024
- 年度最佳中国基金公司 - 香港地区
- 全球综合债券(3年)

Insigths&Mandate 投资洞见与委托
2024年专业投资大奖
- 市场表现大奖 - 香港地区最佳中资基金公司
- 市场表现大奖 - 香港地区最佳人民币基金经理人
- 投资表现奖 - 中国A股基金(3年)
- 投资表现奖 - 全球综合债券(3年)
- 投资表现奖 - 大中华多空股票策略对冲基金(10年)

中国证券报
第八届海外基金金牛奖
- 一年期中国债券基金

Fund Selector Asia
2024年度基金大奖
- 年度最佳ETF公司
- 香港地区大中华股票 – 白金奖

彭博商业周刊
领先基金大奖2023
- 人民币债券基金(一年) - 杰出大奖
- 中国股票基金(五年) - 卓越大奖
- ETF - 最佳追踪(一年期) - 科技基金 - 杰出大奖

Benchmark
2024年度基金大奖
- 共同基金 - 另类投资 - 长短仓 - 同级最佳
- ETF - 最佳中国股票ETF发行商 - 杰出表现
- 年度中国A股ETF - 同级最佳
- 年度全球固定收益基金 - 同级最佳

China Securities Journal 中国证券报 第八届海外基金金牛奖：中国证券报，截至2024年12月5日。The Asset财资 3A可持续投资大奖2024: The Asset财资, 截至2024年5月2日; 理柏基金香港年奖2024: LSEG, 截至2024年5月10日; 投资洞见与委托2024年专业投资大奖: 投资洞见与委托, 截至2024年3月1日; 亚洲资产管理Best of the Best 年度大奖2024: Asia Asset Management, 截至2024年1月30日; Fund Selector Asia 2024年度基金大奖(香港) : Fund Selector Asia, 截至2024年1月30日; 彭博商业周刊领先基金大奖2023: 彭博商业周刊, 截至2024年3月27日; Benchmark年度基金大奖2023: BlueOnion, 截至2024年1月20日。

免责声明:

本数据仅供指定收件人之信息及参考之用，并不构成投资于任何证券的邀约。本资料有关基金内容（如有）不适用于在限制该内容之发布的区域居住之人士。任何人士均不得视本资料为构成购买或认购参与基金股份的要约或邀请，也不得在任何情况下使用基金认购协议，除非在相关司法管辖区内该邀约和分发是合法的。非香港投资者有责任遵守其相关司法管辖区的所有适用法律法规，然后继续阅读本数据所包含的信息。

本数据所载之信息仅反映现时市场状况及华夏基金（香港）有限公司（「本公司」）于编制资料当日的判断，并不代表对个券 或市场走势的准确预测，而判断亦可随时因应个券或市场情况变化而更改，恕不另行通知。于制作本数据时，本公司依赖及假设公共媒介提供的数据的正确性及完整性。本公司认为本文件所载资料为可靠的；然而，本公司并不保证该数据的完整性及准确性。本公司或其联营公司、董事及雇员概不对于本数据内所提供之信息的任何错误或遗漏负上任何责任，且本公司不应就任何人士因依赖或使用该等数据而招致的任何损失负责。

投资涉及风险。基金单位可升亦可跌，过往业绩并不表示将来基金回报，未来回报不能被保证。阁下亦可能损失所投资之本金。本资料并不构成对于任何证券或基金的买卖或进行任何交易之邀约或任何投资建议。本文件只供阁下参考之用，阁下不应倚赖本文件作任何投资决定。本文所载之部份资料或数据是从非关联之服务商取得的，我们合理地相信该等资料或数据是准确，完整及至所示日期为最新的；华夏基金(香港)有限公司确保准确地再制作该等数据或资料，但并不保证该非关联之第三方所提供之资料或数据的准确性及完整性。华夏基金(香港)有限公司所做出的任何预测性建议或者意见并不代表未来市场实际情况，所有建议或意见可在未有进一步通知的情况下改变。有关指数供应商的详情(包括免责声明)，请参阅基金章程的相关披露。阁下应细阅基金销售文件，包括风险因素。如有需要，应咨询独立专业意见。本资料之发行人为华夏基金(香港)有限公司。此资料并未被香港证券及期货事务监察委员会所审阅。

发布人：华夏基金(香港)有限公司。在未经华夏基金(香港)有限公司同意前，不得复印，分发或复制本数据或本数据内任何部份内容给予预定收件人以外的任何人士。

华夏基金(香港)
ChinaAMC(HK)

www.chinaamc.com.hk

华夏基金（香港）有限公司
香港花园道1号中银大厦37楼

产品查询及客户服务
电话: (852) 3406 8686
电邮: hkservice@chinaamc.com

关注我们
华夏基金香港 China Asset Management (HK)

微信 Linkedin 富途