

2025 ▶▶

投資展望





目錄

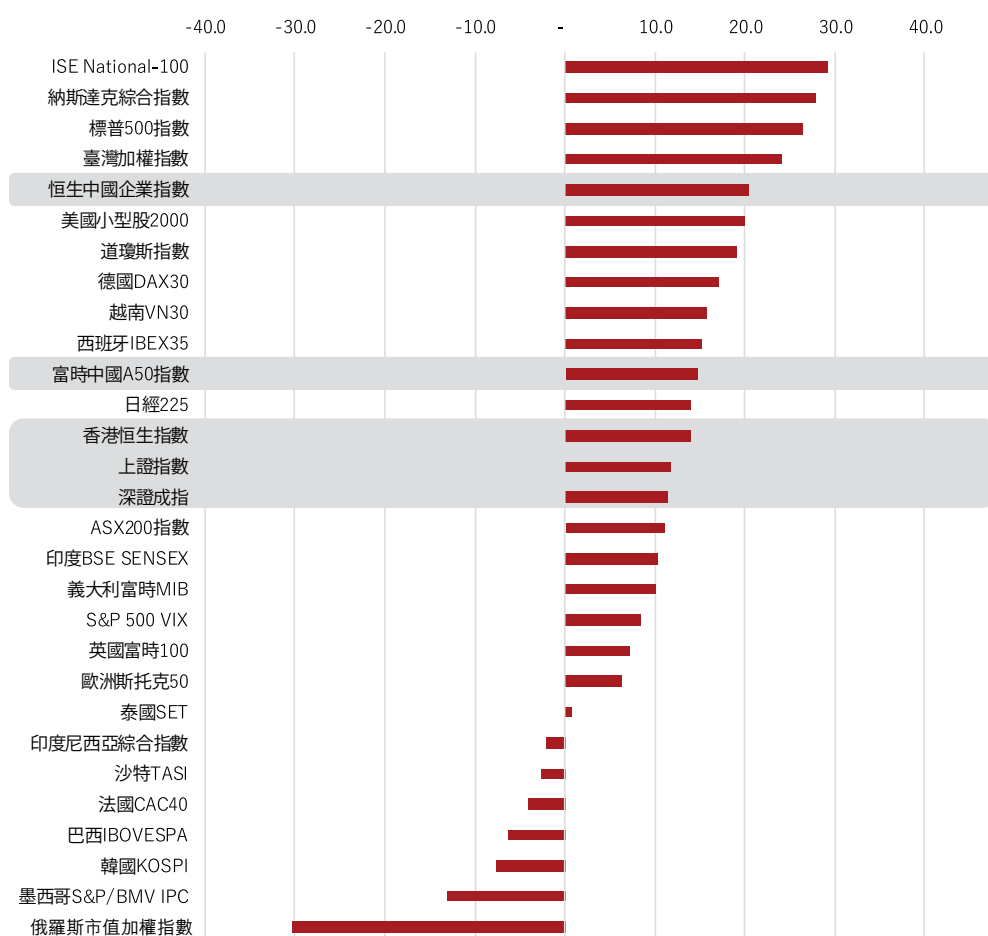
中國股票市場	<ul style="list-style-type: none">• 2024 中國股票市場回顧 04<ul style="list-style-type: none">• 市場回顧• 偏離“歷史經驗”的市場表現• 市場當前位置• 2025 中國股票市場展望<ul style="list-style-type: none">• 經濟展望• 市場展望• 配置策略和投資主題
全球債券市場	<ul style="list-style-type: none">• 2024 全球債券市場回顧 14• 2025 宏觀環境展望• 2025 全球信用市場展望
人民幣	<ul style="list-style-type: none">• 2024 人民幣回顧 18• 2025 人民幣展望
虛擬資產	<ul style="list-style-type: none">• 香港虛擬資產ETF與資產代幣化的發展機遇 19
關於華夏基金 (香港)	<ul style="list-style-type: none">• 公司簡介 22• 獎項榮譽• 關注我們

中國股票市場

2024市場回顧

截止2024年11月底，中國股票市場的表現顯著優於過去三年。上證指數和恒生指數分別錄得11.8%和13.9%的上漲，在全球主要股票市場中屬於中等偏上位置。

圖1：2024年初至今全球主要股指表現



資料來源：彭博，截至2024年11月30日。

2024年中國股票市場的表現跟隨中國的政策方向 (圖2)，大致可以劃分為四個階段：

圖2：2024中國的主要政策

政策方向	時間	具體內容
財政政策	9/26/2024	926政治局會議，財政方面提出“保證必要的財政支出”等。
	10/12/2024	財政部表示增量財政政策將聚焦化債、銀行、地產、民生等四個方面。
	11/4-8/2024	通過了增加地方政府債務限額置換存量隱性債務的議案，直接增加地方化債資源10萬億元。
貨幣政策	9/27/2024	央行下調金融機構存款準備金率0.5個百分點，同時將公開市場7天期逆回購操作利率下調0.2個百分點。
	10/18/2024	央行行長潘功勝表示預計年底前視市場流動性情況，擇機進一步下調存款準備金率0.25-0.5個百分點。
	10/21/2024	央行宣佈對1年期和5年期以上LPR雙雙下降25個基點。
地產	9/24/2024	新聞發佈會提出下調存量房貸利率；統一首套房和二套房的房貸最低首付比例；優化保障性住房再貸款政策。
	9/26/2024	中央政治局會議對地產表述積極，提出“促進房地產市場止跌回穩”。
	10/17/2024	住建部部長宣佈將通過貨幣化安置房方式新增實施100萬套城中村改造、危舊房改造。
資本市場	9/24/2024	證監會發佈《關於深化上市公司併購重組市場改革的意見》，鼓勵上市公司加強產業整合。
	9/26/2024	《關於推動中長期資金入市的指導意見》提出建設培育鼓勵長期投資的資本市場生態。
	10/18/2024	央行啟動證券、基金、保險公司互換便利操作；央行正式設立首期額度為3000億元的股票回購增持再貸款。

資料來源：海通證券，華夏基金(香港)，截至2024年10月31日。

第一階段

1月至4月中旬的震蕩期

2023年四季度國內降息預期落空，與此同時中國經濟繼續邊際走弱，而美國股市在美聯儲結束加息後轉為上漲，外資流出中國，市場下跌至2024年初水準；央行在一季度意外地降准降息，證監會態度較為積極，市場反彈後轉為震蕩。

第三階段

5月下旬至9月中旬的震蕩下跌期

5月19日之後，中國臺灣地區新的領導人上臺，其錯誤言論引發了投資者對外部環境的擔憂。更為重要的是，中國財政再次轉為收縮，中國經濟基本面持續走弱。市場的持續下跌引發投資者止損、砍倉，從而令市場繼續下跌，陷入負循環。同期中國行業監管政策較為嚴格，投資者負面情緒被放大，市場成交量也持續萎縮。

第二階段

4月下旬至5月中旬的快速反彈期

市場進入快速反彈的階段，核心驅動因素是中國政府推出一系列地產相關政策，包括減少購房限制、收儲等，投資者認為該政策方向能夠更好地應對經濟當前所面臨的問題；並且國家公佈將於7月份召開「三中全會」，市場對於中長期改革開始有所期待；在資本市場方面，推出了維護香港市場金融中心地位的多項政策。政策推動了市場自4月19日至5月20日的快速反彈，期間外資出現了短暫的流入。

第四階段

9月下旬至今市場轉向後的震蕩期

9月24日後，中國政府推出了一系列的穩定地產和資本市場、促進消費的政策措施。政策的轉向驅動了市場的快速反彈，交易量創出歷史新高。進入10月國慶假期之後，中國股票市場，尤其A股保持了非常高的交易活躍度，而投資者對政策保持了較高的期待，然而政策推出、落地以及體現在經濟數據上需要一定的時間，期間美國總統大選後投資者開始擔憂中美關係再次惡化，令市場再次進入震蕩。該期間行業快速輪動、主題型炒作是當前市場的主要特點。

偏離“歷史經驗”的市場表現

自2021年下半年至今，在這三年多的時間內，中國市場整體較為低迷，股市持續下跌。尤其是自2023年四季度以來，過去一些用來判定市場底部的方法論在近三年似乎失效

了。比如在2010年至2022年期間，市場底部的一些判斷指標(圖3)，一直有個相對穩定的底部數值，並且當市場觸及歷史底部時，一般會出現反彈，但近兩年該指標失效。

圖3：市場底部判斷指標



資料來源：萬得、華夏基金(香港)，截至2024年11月19日。

與此同時2023年年中之後，中美股票市場之間走勢也開始背離歷史規律。在2023年10月之前，除了滬深300指數波幅更大之外，滬深300指數與標普500指數的長期複合收益率是接近的，符合發展中新興經濟體股票市場的特點。而在2023年10月之後，直到2024年9月下旬，兩個指數持續背離。

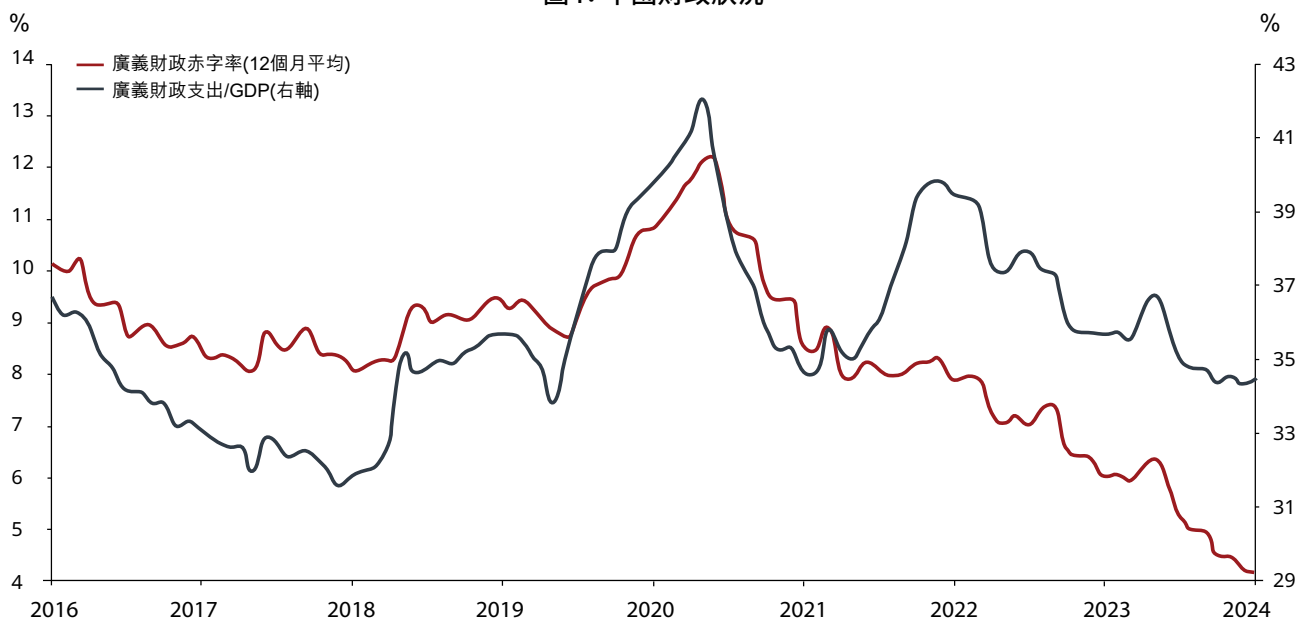
中國市場的低迷，疊加和國外股票市場的背離，讓投資者對中國股市的預期愈發悲觀。對於導致市場持續偏弱的原因，不同投資者擁有較大差異。一部分投資者認為外資離開中國市場是主要原因，一部分投資者則認為中國經濟中短期難以解決地產和地方政府的債務壓力是主要問題，還有一部分投資者認為是中國較為嚴格的行業監管政策導致了市場的下跌，甚至有一部分投資者認為中國政府並不清楚應該出台什麼政策而導致了市場的下跌。

2024年的兩輪反彈，分別是4月下旬到5月中旬，以及9月下旬至10月上旬，中國股市的表現超過全球其他主要股票市場。但在反彈期間，外資總體仍處於持續流出的狀態，說明在當前環境下，國際投資者的態度並不是中國市場走向的決定因素。

4月和9月的市場反彈，主要貢獻因子是「風險溢價」的下降。中國政府在4月和9月推出了地產、金融、資本市場以及民生相關的政策，說明中國政府對於經濟所面臨的問題有清晰的認知且有對應的解決方案，令投資者對未來的擔憂下降，驅動了市場的反彈。後續市場在5月份轉跌的核心原因是財政未能持續對經濟形成支撐。

我們認為導致中國市場偏離歷史規律的原因是中國廣義財政在2022年下半年以及之後的持續收縮。一方面中國政府更多關注經濟的長期結構性問題，階段性重點強調「高品質」和「安全」，摸底地產和地方政府的債務問題；另一方面外部經濟體處於持續加息的狀態，限制了中國內部的政策空間。而在2024年9月中，海外開啟降息，中國政府推出了一系列政策措施，從而驅動了市場的反彈。

圖4：中國財政狀況



資料來源：海通國際，截至2024年9月。

市場當前位置

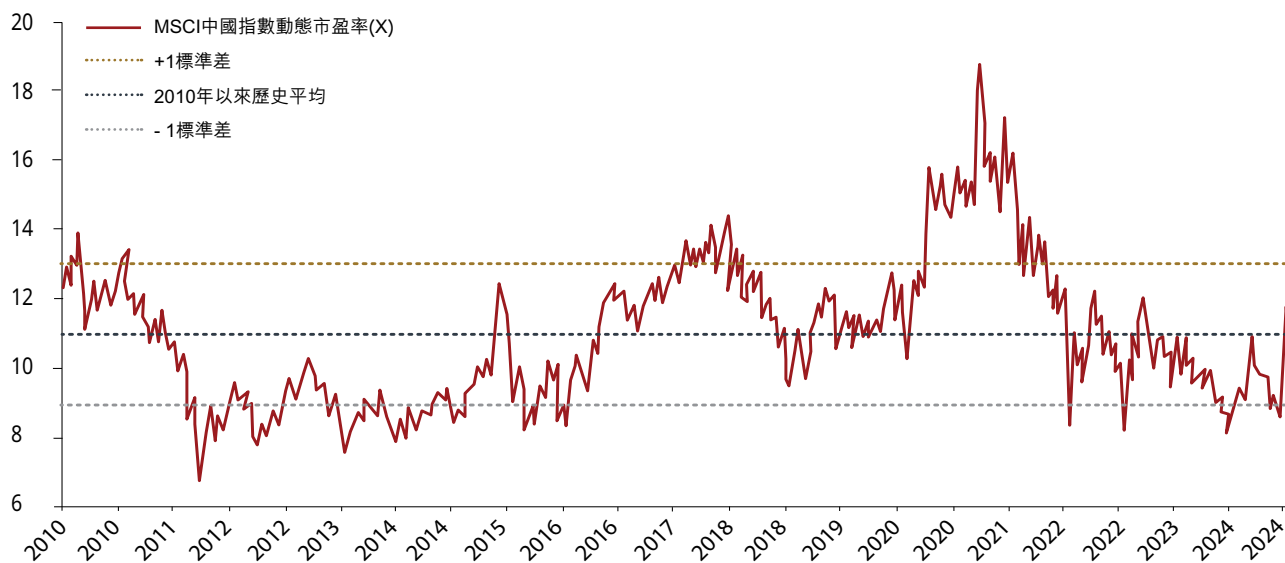
目前中國股票市場的市盈率 (包括A股和港股)，略低於2010年以來歷史平均水準。歷史上，市場持續處於該平均線以上主要出現在2010年、2016至2018年、2019至2021年。這三個時期，中國經濟都處於在邊際向好的階段，其中財政起到了較為積極的作用。

和過去三年相比，在中國9月份政策轉向之後，國際投資者並沒有快速提升中國倉位，但是對中國的關注度明顯增加。

未來若中國經濟數據好轉，國際環境有所緩和，外資將會由低配轉為增持中國。

在經歷了11月份的調整后，恒生指數回到了9月26日的市場位置，滬深300指數則回到9月30日的市場位置，國慶假期期間所積累的不理性樂觀預期已經得到充分消化。

圖5：MSCI中國指數動態市盈率



資料來源：中金、華夏基金(香港)，截至2024年10月。

2025年展望

經濟展望

依據IMF的預測，中國經濟2025年GDP增速為4.5%，略高於發展中國家的增長水準。而根據摩根士坦利、瑞銀和高盛的預測，中國2025年GDP增速約為4%~4.5%，且通縮壓力

將略有緩解。國際投行普遍認為，美國總統特朗普上台之後的關稅政策將給中國出口帶來壓力，對中國政府的內部政策形成對沖。人民幣或會貶值到7.6，貶值幅度約為5%左右。

圖6：全球經濟增速預測

地區	預測		
	2023	2024	2025
全球	3.3	3.2	3.2
發達經濟體	1.7	1.8	1.8
美國	2.9	2.8	2.2
歐元區	0.4	0.8	1.2
日本	1.7	0.3	1.1
英國	0.3	1.1	1.5
發展中國家	4.4	4.2	4.2
中國	5.2	4.8	4.5
印度	8.2	7.0	6.5
俄羅斯	3.6	3.6	1.3
巴西	2.9	3.0	2.2
墨西哥	3.2	1.5	1.3
奈及利亞	2.9	2.9	3.2
南非	0.7	1.1	1.5

資料來源：IMF，截至2024年10月。

圖7：投行對中國經濟分析及預測

	Morgan Stanley	UBS	Goldman Sachs
GDP增速	4%	4%	4.5%
通脹	GDP平減指數<0 / 核心CPI略>0	CPI, 0.1%	CPI達到0.8%
匯率	人民幣貶值到7.6	人民幣貶值到7.6	
經濟	內需不足，且出口面臨壓力	財政支持經濟企穩，但是出口壓力提升	房地產持續去槓桿，且美國關稅導致出口大幅放緩，中國消費貢獻將提升
內部政策	<ul style="list-style-type: none"> 政府實施3萬億溫和財政刺激，僅1/3支援需求 央行政策寬鬆，流動性工具支持市場 	<ul style="list-style-type: none"> 廣義財政赤字率提升2個百分點；財政加碼支援地方政府和基建，並推動房地產企穩 央行降息30~40bp 	<ul style="list-style-type: none"> 政府擴大財政赤字至GDP的1.8個百分點，如果能投入8萬億收儲，則地產高端市場價格企穩 央行下調政策利率40bp
外部環境	美國進一步加征關稅	2025年9月開始美國加征關稅	美國加征關稅
大勢判斷	滬深300目標點位4200，上行空間7.2%		滬深300目標點位4600，上行空間17.4%
結構判斷	<ul style="list-style-type: none"> 跑贏：防禦性板塊（電信、公用事業）、銀行、醫療保健 跑輸：消費、房地產 		跑贏：消費、醫療、科技、新基建

資料來源：Morgan Stanley、UBS、Goldman Sachs，截止2024年11月。

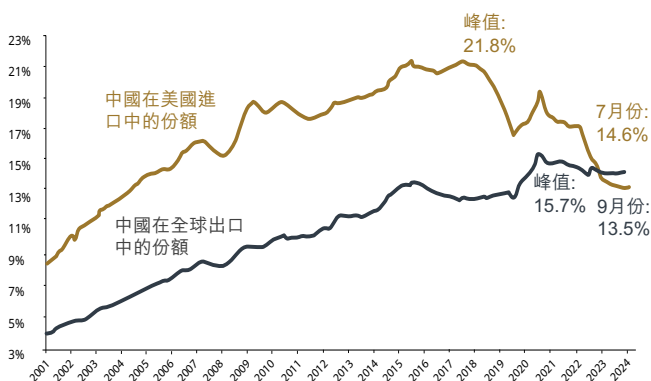
對於中國經濟自身的壓力，一部分投資者認為，地方政府化債並未減少地方政府的債務總額，因此對經濟的拉動作用有限；也有投資者認為中國當前的財政政策直接作用於消費的比重較少，對消費的刺激作用可能較弱；還有一些投資者認為中國房地產銷售會階段性好轉，但不能徹底解決地產庫存偏高的問題，庫存如果不能消化，影響後續新的投資，經濟企穩的難度較大。

首先，出口方面，自2018年以來，美國從中國進口份額佔比從峰值21.8%下降到了13.5%，關稅政策的確帶來了影響。但中國出口佔全球的份額並未下降。在產業鏈進行充分轉移之前，關稅中短期的影響應該是可控的。

其次，中國政府的「化債」可以理解為地方政府的一次「債務重組」，將隱性債務「顯性化」長期化「和低利率化」。中國的消費增速減緩，居民端的收入預期下降是一部分原因，但由中國地方政府債務壓力導致的政府消費增速放緩也是其中重要的原因。當地方政府化債后，政府將會有更多的資源進行基建投入。

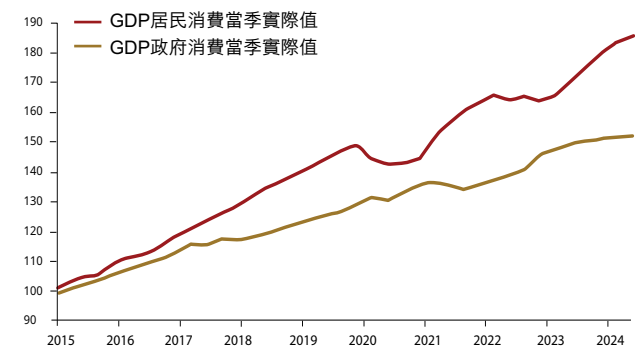
再次，消費品以舊換新政策已經對消費有所拉動，依據中金公司的估算，2024年預計財政補貼在1500億左右。而政府政策記者會披露，2025年財政補貼會增加並且會增加品類，預計對2025年社零增速可能提供至少1個點左右的拉動。

圖8：中國出口在全球的佔比



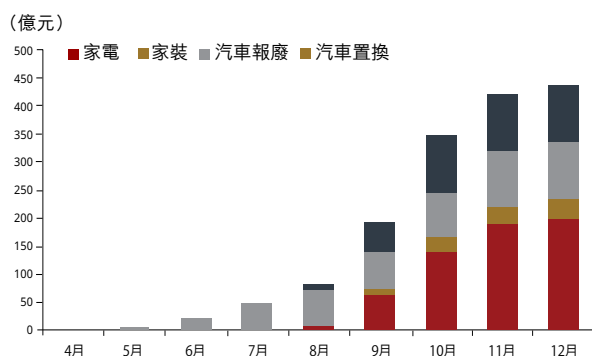
資料來源：Morgan Stanley，截至2024年9月。

圖9：中國居民與政府實際消費走勢



資料來源：中金，截至2024年9月。

圖10: 2024消費品以舊換新補貼金額



資料來源：中金，截至2024年11月。

圖11: 不同財政補貼力度對零售額的拉動

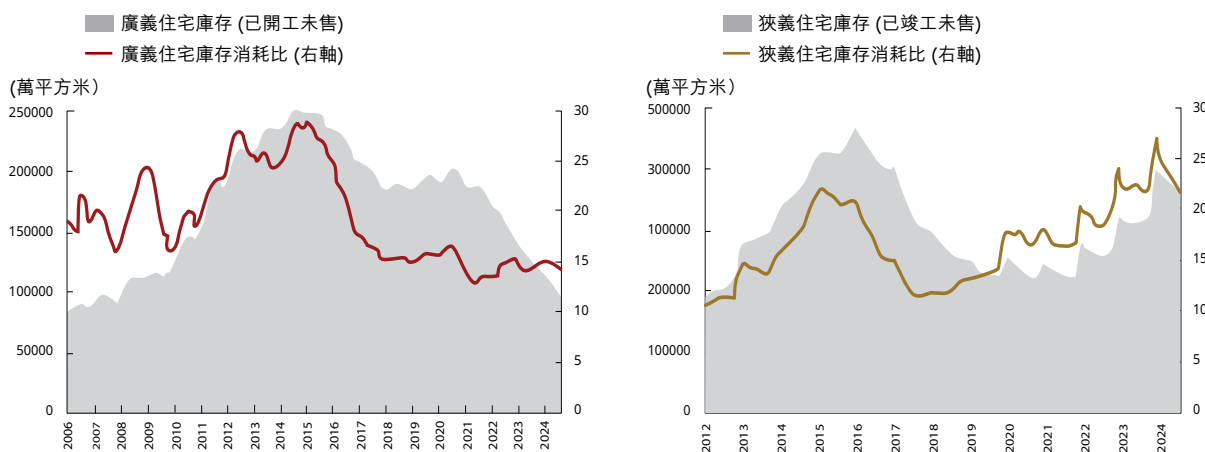
2025補貼規模	拉動零售額	拉動社零增速
億元	億元	百分點
1500	3901	0.8
2000	5201	1.1
2500	6502	1.3
3000	7802	1.6
4000	10403	2.1
5000	13003	2.7

資料來源：中金，截至2024年11月。

最後，對於地產，一線城市的商品房成交面積在政策轉向後提升較大，但已竣工未出售的住宅去庫存週期還需要20個月，導致一些投資者認為中國房地產積重難返。但我們認為，地產銷售能否持續以及能否順利傳導到新開工還需要觀察，但經歷了過去三年地產投

資的下降，已開工未出售的住宅庫存已經降低很多。依據日本和美國的經驗，中國的房地產新開工走勢已經接近底部位置。因此只要財政等支援政策能夠持續，經濟沒有持續惡化，房地產庫存就有可能在未來快速下降。

圖12: 中國住宅庫存與銷售狀況



資料來源：萬得，光大證券，截至2024年9月。

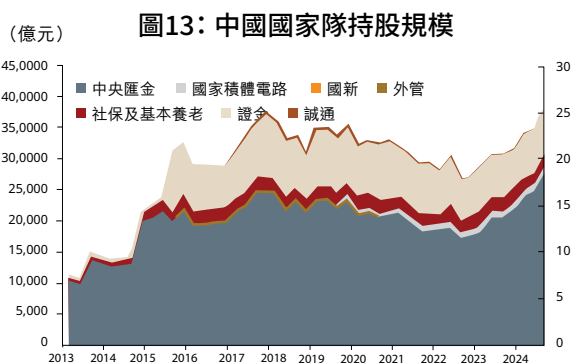
總而言之，我們認為財政政策能夠對消費、地產等投資者擔憂的板塊形成支撐，隨著政府政策的持續，我們預計經濟數據將會邊際持續好轉。

市場展望

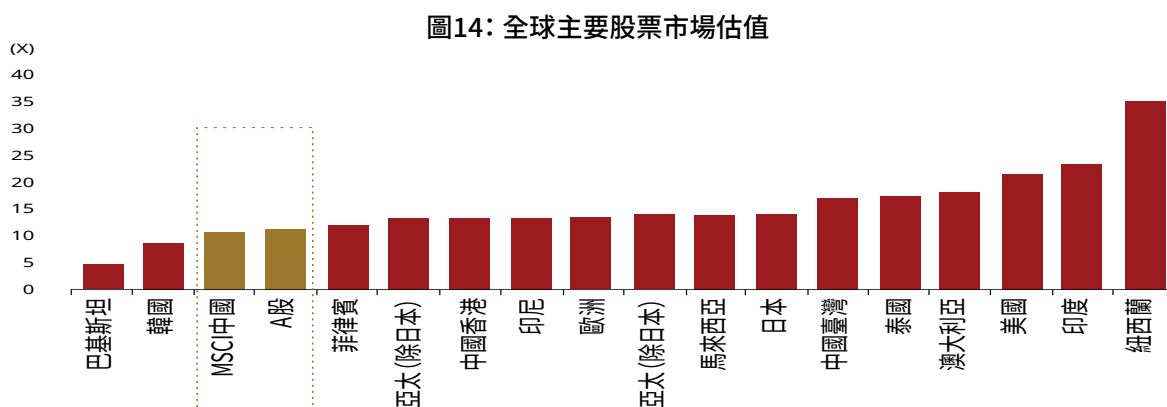
我們對中國股票市場，包括A股和港股總體保持樂觀，市場下降空間有限，大勢震蕩向上。反彈的節奏則受到中國政策推出、國際環境變化、經濟數據修復節奏等多方面的影響。

首先，中國股票市場，尤其A股，我們認為下行空間有限。目前中央匯金等國家穩定市場資金的持股規模已經接近4萬億，並且整體呈現低位入場的特徵。疊加金融監管機構出臺的穩定資本市場的工具，當市場短期下行時會有較為充分的資金入場支撐。這也是A股的表現總體強於港股的原因。

其次，A股和港股的估值與全球主要股票市場相比仍然偏低。在經濟能夠好轉的前提下，低估值可以構成買入的理由。從歷史水準來看，雖然中國股市平均估值處於過去十多年的平均水準，然而中國無風險利率已經有較大幅度的下降，股市的估值及股息率和無風險收益率相比依然處在歷史最低位附近。這都說明中國股票市場整體估值偏低，只要經濟能夠好轉，估值將可能會轉化為投資吸引力。



資料來源：中銀證券，截至2024年10月。



資料來源：FactSet，中金，截至2024年11月6日。



資料來源：海通證券，截至2024年11月。

最後，2025年依舊是國內外政治事件較為密集的時間，美國總統特朗普上臺之後的內外政策、地緣政治事件的演變、以及中國內部政策的出臺和應對，可能

都會對市場帶來節奏的影響。我們需要密切關注中國內部重要的政治和政府會議。

圖16：全球重要政治事件

時間	事件	主體	重點關注
2024年四季度			
11月中下旬	2024年三季度貨幣政策執行報告	中國人民銀行	三大新增貨幣工具執行效果
12/19/2024	美聯儲、日本央行、英國央行議息會議	多國央行	降息持續性
12月中上旬	2024年中央經濟工作會議	中共中央政治局	經濟現狀的描述措辭
12月	中共中央政治局會議	中共中央政治局	經濟政策的連續性和創新性
12月下旬	2024全國財政工作會議	財政部	化債進度和力度
2025年			
1月	中央一號文件發佈	中共中央、國務院	"三農"問題
1月	地方兩會	各地人大、政協	重點地方政策導向
1月中旬	世界經濟論壇2025年會（達沃斯）	WEF	全球主要領袖發言
20/1/2025	第47任美國總統就職典禮日	-	地緣政治、關稅、產業政策
28/1/2025	美聯儲FOMC議息會議	美國聯邦儲備局	降息持續性
2月	2024年四季度貨幣政策執行報告	中國人民銀行	上一週期貨幣政策執行情況及後續部署
3月左右	2024中國財政政策執行情況報告	財政部	化債進度和力度
3月左右	全國兩會	全國人大、全國政協	"十四五"總結、"十五五"規劃
18/3/2025	美聯儲FOMC議息會議	美國聯邦儲備局	降息持續性
25/3/2025	博鰲亞洲論壇2025年會	-	領導人發言
6/5/2025	美聯儲FOMC議息會議	美國聯邦儲備局	對於全球流動性環境的影響
5月	2025年一季度貨幣政策執行報告	中國人民銀行	上一週期貨幣政策執行情況及後續部署
17/6/2025	美聯儲FOMC議息會議	美國聯邦儲備局	對於全球流動性環境的影響
29/7/2025	美聯儲FOMC議息會議	美國聯邦儲備局	對於全球流動性環境的影響
8月	2025年二季度貨幣政策執行報告	中國人民銀行	上一週期貨幣政策執行情況及後續部署
16/9/2025	美聯儲FOMC議息會議	美國聯邦儲備局	對於全球流動性環境的影響
28/10/2025	美聯儲FOMC議息會議	美國聯邦儲備局	對於全球流動性環境的影響
11月	2025年三季度貨幣政策執行報告	中國人民銀行	上一週期貨幣政策執行情況及後續部署
11月	G20南非峰會	-	峰會議題及相關行業
9/12/2025	美聯儲FOMC議息會議	美國聯邦儲備局	對於全球流動性環境的影響
2025年底	海南全島封關	海關總署等	貿易政策、居民消費、台海關係

資料來源：中金，截至2024年11月。

配置策略和投資主題

在經濟邊際好轉、流動性相對充裕的階段，成長股的表現總體要好於價值股。但如前分析，我們認為外部環境的不確定性依舊較高，內部政策會逐步推出，政策落地後對消費、地產起效也需要一定時間，因此市場可能會呈現風格和行業持續輪動的狀態。成長股、主題股和高股息類的價值股都會有所表現。

我們會採取相對均衡的配置策略，以應對市場波動和把握不同機會：

- 總體提升成長股配置比重，重點關注晶元半導體、消費電子、新能源等科技板塊。

- 生物醫藥會有較多的個股機會，我們會在其中重點挖掘阿爾法機會。
- 消費板塊目前市場預期很低，我們認為下半年消費板塊會隨著經濟好轉而迎來修復。
- 對於高股息價值板塊，我們持續關注產能出清、競爭減緩後現金流持續好轉，且更加註重股東回報的企業的投資機會。

同時，我們也密切關注未來的一些主要風險，如中國政策持續性低於預期、中美關係惡化超預期。

全球債券市場



2024市場回顧

2024年，全球固定收益市場在波動中維持著相對良好的情緒。在美國經濟強於預期，美聯儲開啟降息，特朗普再度當選的背景之下，整體呈現股票跑贏債券跑贏大宗商品。

債券資產內部，美國國債利率繼續在高位區間波動，信用利

差則不斷收窄至過去10年最低水準。呈現信用債跑贏利率債，短久期跑贏長久期，高收益跑贏投資級的特徵，截至11月底，彭博全球投資級債券指數上漲0.46%，摩根大通亞洲信用債核心指數上漲7.14%。

圖17: 全球債券市場表現

指數	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年10月以來	2024年初以來
中資美元高收益	9.4%	-33.3%	-33.3%	-20.5%	0.0%	20.2%
亞洲高收益債券	6.2%	-17.5%	-21.8%	4.8%	0.5%	16.7%
美國高收益債券	6.2%	5.4%	-11.2%	13.4%	1.6%	9.2%
歐洲投資級債券	7.8%	-1.9%	-14.8%	7.9%	0.7%	7.2%
中資美元投資級	6.9%	-3.6%	-18.8%	10.9%	1.2%	6.7%
新興市場公司債	7.1%	-3.1%	-12.6%	7.2%	0.6%	5.9%
亞洲美元債	6.6%	-0.2%	-9.9%	6.8%	0.6%	5.9%
歐洲高收益債券	2.8%	-0.8%	-16.4%	8.3%	2.3%	5.4%
新興市場主權債	9.5%	-1.6%	-18.3%	16.4%	-1.2%	4.9%
美國投資級公司債	9.8%	-1.0%	-15.4%	8.4%	1.2%	4.6%
美國國債	8.2%	-2.4%	-12.9%	3.9%	0.5%	1.9%
發達市場主權債	9.3%	-6.9%	-18.0%	3.6%	-0.2%	-2.0%

資料來源：彭博，截至2024年12月。

回首2024年，宏觀環境的進程或多或少超出了投資者年初的預期。美國方面，經濟再度實現了2.5%以上的GDP增長，美聯儲首次降息時點從年初預期的三月推後至九月，特朗普和共和黨以壓倒性的優勢贏得美國大選。

發達市場方面，除日央行外，普遍跟隨美聯儲開始降息，但歐洲政局和財政的突發不確定性令歐洲的增長相對疲弱。

新興市場而言，雖然整體經濟增速數據較好，多國大選結果在預期之內，但市場期待的中國經濟觸底回升並未出現。好消息是，全球通脹的回落和降息潮的啟動令大部分投資人相信美國和全球能夠以軟著陸甚至不著陸的姿態跨越本輪經濟週期。但全球正在歷經的變革令明年宏觀環境很難一片坦途。

2025年展望

展望2025年，經濟金融市場面臨更高的不確定性。特朗普執政後新一輪的關稅政策預計會對全球通脹和增長帶來較大的挑戰，全球尤其是歐美民眾意識形態的轉變令政治風險大幅提高，中國經濟也會在新的一年中面臨更大的內外部壓力。在去全球化的大背景下，市場波動和尾部風險相比今年會有所增加。

美國經濟與政策

美國2024年整體經濟得益於生產率的提升以及消費的韌性表現強於市場預期。未來兩個季度，美國經濟仍有機會為應對特朗普移民政策而出現大量工作力囤積，以及為應對加關稅提前累積庫存，從而維持強勢。

整體上我們認為2025年美國經濟增速可能相比今年有所放緩，但仍能實現1-2%的經濟增長。特朗普放鬆監管和減稅

的政策預計能部分抵消移民政策以及關稅對於經濟的負面影響，投資增速可能有所放緩。

就業市場方面，失業率預計緩慢上升，但目前呈現低裁員、低招工的特徵，在此背景下出現短期大幅惡化的概率不大。

通脹而言，我們認為基準情形下美國會在明年中開始對中國實施40%-60%的關稅，從而對供給端產生一定衝擊，因此明年大概率還會出現對於再通脹的反覆性交易。

美國政策方面，我們預計美聯儲會延續獨立性並密切關注就業和金融市場表現，基準情形下會逐步放緩降息節奏，2025年底降息至3.74~4%。考慮到短端流動性在三季度末已有緊張跡象，美聯儲預計在2季度退出縮表。

財政方面，新提名財長背景和TCJA的到期日使得2025年整體赤字率相對可控，預計美債供給短期內不會出現大幅提高。

圖 18: 全球利率政策

	墨西哥	智利	匈牙利	波蘭	韓國	印度	印尼	泰國	巴西
當前政策立場	削減	削減	削減	削減	削減	暫停	削減	削減	提高
當前政策利率(%)	10.25	5.25	6.5	5.75	3.25	6.5	6	2.25	12.25
利率削減次數	4	10	11	2	1	0	1	1	3
本週期內最高政策利率	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
今年剩餘的利率削減(bp)	25	25	25	0	0	0	20	0	0
2024年預測的實際GDP年率(%)	1.5	2.4	0.7	2.8	2.2	6.8	5	2.6	3.1
	加拿大	歐元區	英國	澳大利亞	美國	日本			
當前政策立場	削減	削減	削減	暫停	削減	提高			
當前政策利率(%)	3.75	3.4	4.75	4.35	4.75	0.25			
利率削減次數	5	3	2	0	2	2			
本週期內最高政策利率	5	4.5	5.25	4.35	5.5	-0.1			
年末政策利率(%)	3.5	3.15	4.75	4.3	4.5	0.4			
今年剩餘的利率削減(bp)	25	25	0	5	25	-15			
2024年預測的實際GDP年率(%)	1.1	0.8	1	1.2	2.6	0			

資料來源: 彭博, 截至2023年12月。

美債市場

美債預計仍會在2025維持較大的波動。美債利率是「特朗普交易」定價相對充分的資產，隨著預期的兌現，收益率可能短期回調。中長期看，隨著美聯儲開始降息，2年期美債利率回落至4%以下的確定性也較強，並會制約美債的上行幅度，但目前美聯儲、大型銀行和外國政府機構持有的美債市場份額降至1997年以來的最低水準，投資者結構逐步向價格敏感性投資者轉變。我們預計該趨勢在2025年仍將持續，結合更高的長期通脹預期，有機會令中長期國債維持在較高水準，整體曲線波動走陡仍是大趨勢所在。

美國優先的大背景下非美經濟體在2025年面臨更多的挑戰，多數發達和新興市場國家已經先於美國進入降息週期，但強美元或制約進一步降息的空間，財政赤字和政府債務高企是目前新興市場國家宏觀風險的主要來源。歐洲方面，預計在明年仍面臨較大的內外挑戰，美國或利用關稅作為談判手段迫使歐洲增加軍費支出，令財政整頓計劃雪上加霜，推升主權信用利差，儘管重現歐債危機的可能性不大，但歐央行預期會維持較快的降息節奏預防風險。此外，右翼政府的上臺也對歐盟各國的合作以及政治穩定帶來一定不確定因素。

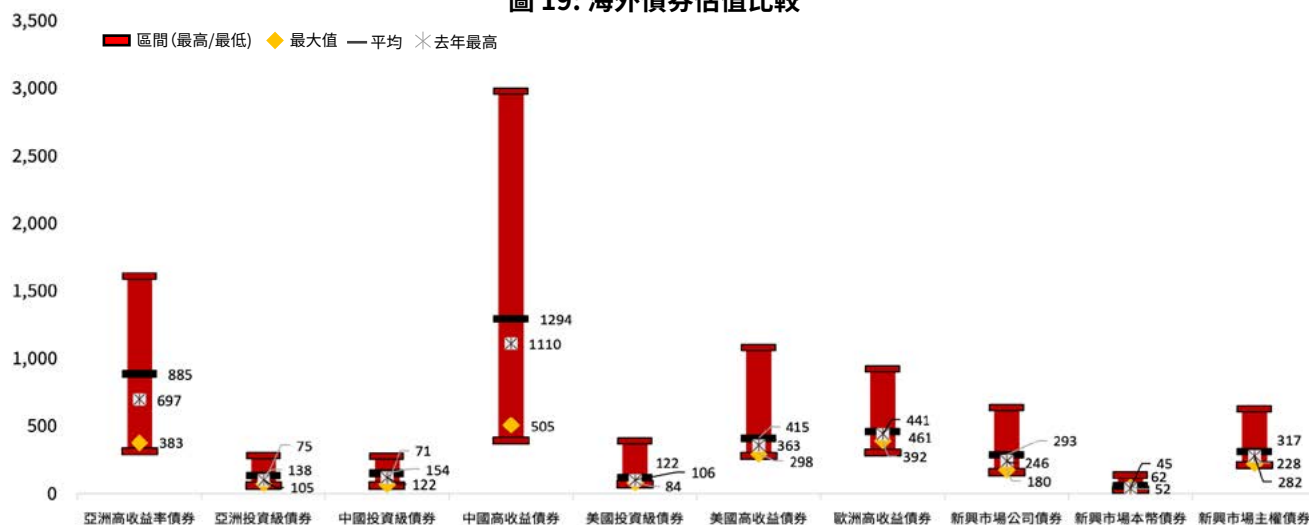
信用債

信用債在2024年繼續跑贏利率債，大部分板塊信用利差相比年初明顯收窄，當下接近過往10年估值最貴水準，但從收益率維度，仍具有較好的吸引力，也是驅動利差不斷收窄的核心因素。

供需方面看，儘管2024年美國新發債券規模同比大幅提升，但強勁的基金流入和海外投資者的增持令供給被市場完全消化。2025年技術面邏輯或仍會延續，到期量的提升使

得淨供給量相比今年有所回落，收益率曲線的形態恢復也會助力資金的流入。短期我們認為信用利差仍會在低位波動。但從中期來看，我們預計2025年信用利差的波動幅度相比今年可能有明顯增高，一旦長端利率進一步快速攀升，金融和信貸環境迅速緊縮或者出現黑天鵝事件將導致利率快速回落，均有可能引發信用利差尤其是高β板塊出現階段性的大幅走寬，將會帶來債券價格的下跌。

圖 19: 海外債券估值比較



資料來源: 彭博,截至2024年12月。

國別配置角度，中資投資級債券儘管目前估值較貴，但具有相對獨立的交易邏輯和技術面支撐，在2025年宏觀風險預計仍將處於高位的市場環境中，我們尋求中高配中資風險敞口，降低組合波動。

美國投資級企業槓桿仍處於相對健康的水準，盈利水準也企穩回升，2025年需提防部分週期性行業加槓桿以及收併購的風險，對於美國投資級債券採取中性配置的建議。

歐洲國家經濟基本面相對較弱，且歐洲銀行債券整體相對美國銀行債券的價值回落，整體中性偏低配。

新興市場2024年表現優異，但預計2025年風險有所上升，倘若明年及全球貿易緊張局勢和地緣政治衝突加劇，有機會降低新興市場國家明年抵禦衝擊的能力，但不同國家資源稟賦和內需分化較大。我們對於非中資新興市場持有謹慎態度，相對看好中東和拉美受益於商品供應鏈重塑的國家。

行業配置角度，金融板塊在全球各國收緊監管的過程中基本面持續改善，且估值相較於非金融板塊仍有一定溢價。由於市場對特朗普放鬆監管存在預期，預計金融板塊仍可貢獻相對穩定並具有吸引力的回報。但需謹慎低重置票息，中長久期AT1等利率敏感債券在利率走高過程中的價格大幅波動。非金融板塊中，更看好防禦屬性強的公用事業、基建工程、本土能源等。

整體而言，考慮到宏觀風險和當前信用利差對靜態收益率的貢獻佔比不足20%，我們並不追求下沉信用，博弈債券信用利差繼續收窄帶來的額外資本回報，僅傾向於配置部分久期較短的高收益債券用於提高建倉收益率。

我們對於久期相對中性，在10年期A評級債券收益率向上突破5.5%時可適當拉長久期，向下突破4.7%時可適當縮短久期，從而進行波段操作。

我們預計票息仍會是明年回報的主要來源，在確保組合流動性和分散化足夠的前提下，盡力捕捉利率波動以及板塊結構性行情下的潛在投資機會。

風險提示：地緣衝突惡化，美國再通脹風險，去全球化進程超預期。

人民幣市場

2024年回顧

今年人民幣利率曲線呈現牛陡，即國債和掉期利率雙雙下行且趨於陡峭。與去年的牛平不同，今年短端下行更為順暢，而長端利率下行則受到央行下場交易和對農商行、城商行窗口指導的影響。2024年利率曲線的走勢主要受寬鬆貨幣政策和弱經濟基本面的驅動，而財政發債供應未造成阻力。

今年央行繼續進行有序降准降息，相比去年，短端repo基本持平，而中長端MLF和LPR下調力度更大，一部分原因是和市場交易利率匹配。經濟繼續處於通縮狀態，通脹數據企穩，進出口穩中稍增，整體數據沒有出現趨勢性轉折，對市場的影響有限。

2025年展望

我們預期明年貨幣政策繼續維持穩健寬鬆，但如果有需要降准降息力度甚至將會加倍。相較於MLF，基準利率和資金面已成為新的利率曲線錨定。

財政政策方面，需要重點關注一些重要會議上有關特別國債和消費刺激的政策，如今年12月的政治局會議和中央經濟工作會議，和2025年三月的兩會。

我們預期明年依然是債牛的一年，利率曲線呈現牛陡。明年一季度特朗普上臺和兩會之前，市場會非常不明朗，波動加劇。中美之間的關稅和政策博弈，如美聯儲降息節奏和中國財政發力程度，將成為明年市場的主題。

中國國債利率，特別是五年期以內利率，將大概率維持下行的大趨勢。我們預期截至2025年底10年期國債利率或維持在1.7-1.9%區間，下降空間與降息幅度接近。若2025上半年財政超预期發力和下半年經濟數據實際好轉時，中國或會出現利率上行機會，但依然可以作為買入國債的上車和加倉機會。

境外點心債市場，長端利率下行幅度和境內債基本一致，但利率水平整體高30-40bps，因此在明年降息環境下，境外點心債

的收益率更具有吸引力。而且當市場反彈時上行更多，從而提供了更好的加倉機會。

2024年美元/離岸人民幣掉期和即期走勢高度吻合且波動較大。1年期對沖成本大約在1.7-2.7%區間，波動約為1%。3個月對沖成本大約在1-3.8%區間，波動接近3%。四月下旬、十月、十一月期間，掉期拉升，主要原因是央行抽緊資金流動性防止套利行為，以及市場上特別是對沖基金在過去兩年已經通過現貨和期權提前佈局即期和掉期上行的倉位。參考去年八九月，即期波動現已成為掉期的主要影響因素，中美利差因素顯著減弱乃至基本失效，甚至出現相反行情。

今年美元/離岸人民幣即期匯率的波動較大，由開年的7.1260，升至7.3070，又回落至6.9730，波幅高達3350pips。和去年一樣，人民幣兌一籃子貨幣出現升值，甚至人民幣和美元指數都呈現上行走勢，說明今年行情更多是由美元單邊帶動。雖然中國股市九月、十月出現反彈，但對匯率的影響並不大，從時間和點位來說美元利率和美元指數的影響較大。人民幣在亞洲貨幣中具有韌性，遠好於日元、韓元和台幣。

明年將是中美博弈的一年。中國的不確定性包括特別國債發行量、消費刺激力度、中央特殊再融資債、政策後經濟數據表現。美國的不確定性在於美聯儲降息節奏、特朗普上臺後的對華政策、潛在地緣政治風險。

外資對美元/離岸人民幣即期匯率的預期較為悲觀，大部分預期為7.5，主要的風險點還是特朗普上臺後的對華關稅政策。我們相對樂觀，預期約為7.15，主要是因為美元會進入降息週期，中國有可能對應發力。

預計美元/離岸人民幣掉期會緊隨即期出現波動，由於中美都進入了同順週期降息，因此中美利差將不再是掉期的主要影響因素。即使考慮中美利差，波動應該在30bps左右，折合一年期300pips以內，比資金面帶來的影響更小。

虛擬資產ETF與 資產代幣化的發展機遇

2025年虛擬資產領域可能將迎來新的發展階段。香港以活躍的金融生態系統和領先的監管框架著稱，引領虛擬資產ETF和資產代幣化（RWA）的發展。隨著比特幣躋身全球第八大


資產，代幣化重塑傳統金融格局，香港目前正身處機遇與創新的洪流之中。本章節將深入探討這些發展會如何塑造香港金融行業的未來，分析其中的機遇、挑戰和實際應用。

比特幣的全球地位與市場領導力

比特幣在全球金融資產中的地位轉變，證明了其在金融市場中日益增長的主流認可度和成熟度。如下圖所示，比特幣市值達到1.76萬億港元，在全球資產中排名第八，超越了傳統

商品白銀，這一趨勢標誌著比特幣正在由投機資產轉變為廣泛認可的數字資產。

圖 20: 全球資產市值排行

	Name	Market Cap	Price	Today	Country
1	 黃金	HK\$17.530T	HK\$2.610	-0.28%	
2	 英偉達	HK\$3.563T	HK\$145.26	-1.61%	USA
3	 蘋果	HK\$3.389T	HK\$224.23	-1.20%	USA
4	 微軟	HK\$3.107T	HK\$418.01	-1.07%	USA
5	 Alphabet (谷歌)	HK\$2.216T	HK\$181.97	1.17%	USA
6	 亞馬遜	HK\$2.174T	HK\$206.84	-0.64%	USA
7	 沙特國家石油公司	HK\$1.797T	HK\$7.43	-0.53%	S. Arabia
8	 比特幣	HK\$1.760T	HK\$88.901	9.61%	
9	 白銀	HK\$1.716T	HK\$30.50	-0.3%	

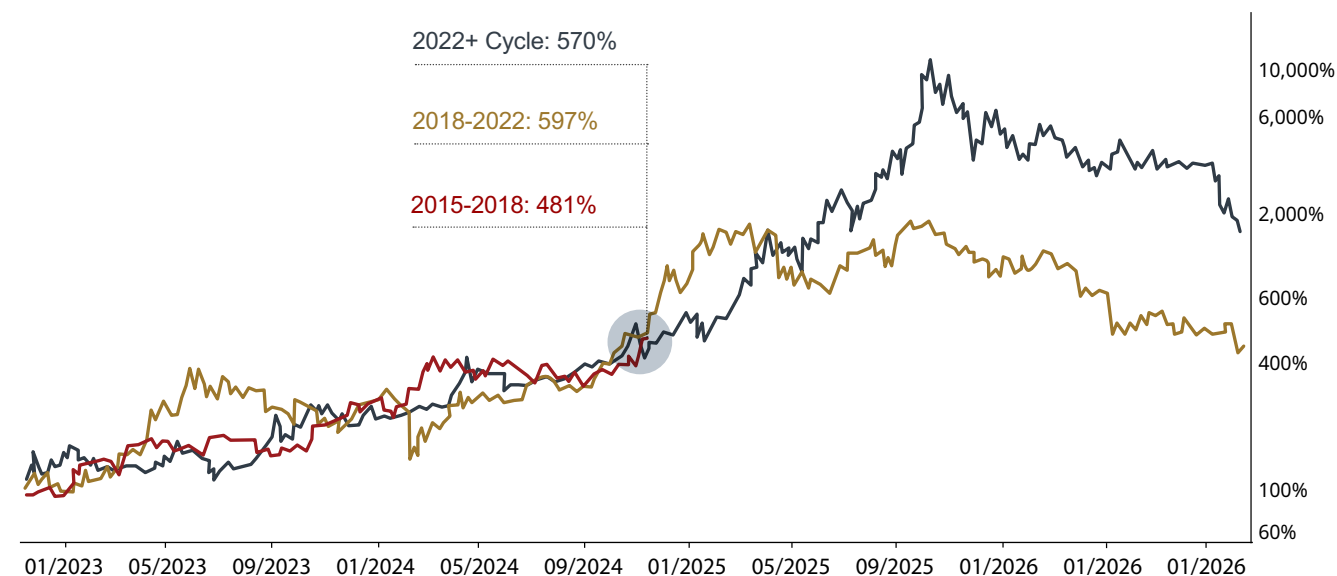
資料來源: Companies Market Cap, 截至2024年11月。

1) 週期性表現

比特幣價格具有週期性波動的市場特性。按照過往歷史經驗，比特幣呈現以四年為週期的走勢，2015-2018年和2018-2022年期間分別錄得481%和597%

的最大漲幅，目前仍處在新一輪的週期內。隨著宏觀經濟環境日漸穩定和對比特幣配置的提升，過往歷史經驗支撐了比特幣在2025年將可能出現的增長潛力。

圖 21: 比特幣價格走勢週期



資料來源: Glassnode, 截至2024年12月。

2) 機構投資者的參與

2024年比特幣現貨ETF的推出，增強了其在傳統金融領域的地位。此類產品為機構投資者提供了一個受監管和高效的途徑來配置比特幣，不僅增強了其流動性，同時提升了其作為宏觀經濟不確定性對沖工具的信心。

3) 香港的發展機遇

香港積極的監管框架令香港市場在虛擬資產ETF領域處於全球領先地位。在香港證監會的明確指導下，作為亞洲首批現貨加密資產ETF發行人的華夏基金(香港)，充分利用比特幣和以太幣等加密貨幣的市場潛力，持續吸引零售和機構投資者的配置。

B 資產代幣化: 創新的轉型機遇

資產代幣化作為一種金融創新，允許房地產、綠色債券和私募股權等資產在區塊鏈上進行數字化，解鎖了新的流動性和獲取途徑。

1) 背景與全球趨勢

全球資產代幣化是由區塊鏈技術的進步和機構投資者日益增長的需求共同推動。2023年，香港發行了世界上首個代幣化綠色債券，展示了區塊鏈在簡化結算流程、降低成本和提高透明度等方面的潛力。證監會和金管局等監管機構的支持進一步令資產代幣化合法化。

2) 對香港金融生態系統的貢獻

- **流動性**：代幣化允許資產被分割成更小的、可交易的單位，投資更加方便快捷，特別是更有利於養老基金和零售投資者的配置。
- **透明度**：區塊鏈記錄不可篡改的特性，保證了資產表現和風險可見性的透明度，增強投資者信心，降低不確定性。
- **投資組合多樣化**：允許投資者進行多元化資產配置，比如之前僅供機構投資者參與的另類投資。

虛擬資產的機構參與趨勢

現貨比特幣和以太幣ETF，資產代幣化RWA的出現，使虛擬資產逐步走入主流金融市場的視野。

1) 提高市場流動性

虛擬資產現貨ETF降低了機構和零售參與的門檻，提高了流動性並增強了市場穩定性。資產代幣化RWA為機構投資者提供了替代資產的配置機遇，同時也能享受區塊鏈的高效優勢。

2) 與傳統金融體系的融合

香港的交易所和託管機構，包括證監會許可的平臺，正在將虛擬資產融入傳統金融體系。這種整合促進了跨區域合作，使香港成為全球虛擬資產生態系統中的關鍵參與者。

3) 美國特朗普的政策支援

美國候任總統特朗普提議建立比特幣儲備，未來五年每年購買20萬枚比特幣，由聯邦儲備出售黃金提供資金。考慮到每年比特幣供應量約為164,425比特幣（按每天450枚比特幣x365天計算），該計劃可能會吸收每年全部的新供應量。由於市場供應量的減少，這可能在中長期為比特幣的價格提供正面支撐。

技術創新推動增長

技術進步正在解決可擴充性、互操作性和用戶體驗等關鍵挑戰，確保虛擬資產生態系統與市場需求的同步發展。

1) 以太坊和區塊鏈擴展解決方案

以太坊的Layer-2擴展解決方案（如Arbitrum），正在降低交易成本並提高交易速度，這對於擴大去中心化金融（DeFi）的應用至關重要。這些改進也促進了資產代幣化RWA的發展，加強了以太坊在區塊鏈創新中的基礎作用。

2) 跨鏈互操作性

互操作性解決方案使得代幣化資產能夠在不同的區塊鏈網路之間無縫移動。以太坊廣泛採用ERC-20這樣的標準，確保與其他鏈的相容性，促進合作和創新。

3) 實時結算能力

區塊鏈能夠實現實時結算，降低對手方風險並提高效率，特別是在代幣化RWA市場中。這種能力對機構投資者具有吸引力，為他們提供了更高的控制力和透明度。

虛擬資產面臨的挑戰

未來的道路並非沒有挑戰，解決這些挑戰對於持續增長至關重要。

1) 市場波動性

比特幣的價格波動性仍是一些投資者的主要擔憂。多元化投資於有穩定收益的代幣化資產有助於減輕這些擔憂，並吸引更多廣泛的受眾群。

2) 監管的不確定性

全球監管的碎片化可能阻礙虛擬資產的跨區域配置。香港市場領先的監管和指導可以為其他市場樹立標杆。

3) 可持續性問題

比特幣挖礦機制因其環境影響受到批評。更大範圍地採用可再生能源和共識演算法的創新對於長期可行性至關重要。

2025年的機遇

隨著虛擬資產生態系統的日漸成熟，香港市場擁有以下重要機遇：

- **混合產品開發**：將資產代幣化RWA與虛擬資產ETF結合，創造出滿足不同投資者需求的創新產品。
- **機構配置的增長**：比特幣ETF和RWA的日益結合彌補了傳統金融和區塊鏈相關資產之間的差距。
- **區域性領先**：香港的基礎設施及前瞻性政策使香港成為亞太地區虛擬資產創新的領先地區。

總結

虛擬資產ETF和資產代幣化RWA的整合為香港數字金融的發展提供機遇。憑藉其成熟的監管框架、健全的金融基礎設施和市場專業知識，香港市場不斷創新，對機構投資者的吸引力日益增強，從而令香港成為虛擬資產增長的領先地區。

展望2025年，預計這種融合有潛力重塑金融生態系統，為廣泛投資者提供便捷、高效的潛在配置機遇。

關於華夏基金（香港）

華夏基金(香港)是香港市場領先的資產管理公司，作為華夏基金的海外子公司，我們成立於2008年9月，是首批出海的中資資產管理公司。我們的母公司華夏基金是中國規模最大的基金公司之一，擁有26年資產管理經驗，截至2024年第三季度，總資產管理規模超過2.36萬億人民幣。

華夏基金(香港)紮根香港，放眼全球，經過16年的發展，建立起實力雄厚的本土化投研團隊，為客戶提供長倉股票基金、全球債券基金、對沖基金、交易所買賣基金(ETF)、槓桿及反向產品、加密資產基金、專戶、投顧、模型投資組合等多元化產品線，並且致力於金融領域創新，積極探索 Web 3.0 領域的投資機遇，務求為香港、大中華區、亞太區、以至歐洲、美國等地的個人及機構投資者提供一站式的投資解決方案和服務。

產品策略

主動策略		
中國股票	全球債券	貨幣市場
<ul style="list-style-type: none">中國聚焦基金新視野中國A股基金中國機會基金精選大中華科技基金	<ul style="list-style-type: none">全球投資級別債券基金固定收益配置基金亞洲債券基金亞洲ESG債券基金人民幣投資級別收益基金人民幣債券基金	<ul style="list-style-type: none">港元貨幣基金美元貨幣基金人民幣貨幣ETF (非上市份額)
全球多元		
<ul style="list-style-type: none">全球多元收益基金		

全球ETF系列		
大中華股票	亞洲股票	歐美股票
<ul style="list-style-type: none">滬深300 ETFMSCI中國A50互聯互通 ETF恒指ESG ETF恒生科技指數 ETF恒生生物科技 ETF	<ul style="list-style-type: none">MSCI印度ETF日本股票(美元對沖) ETF亞洲高息股票ETF亞洲美元投資級別債券 ETF	<ul style="list-style-type: none">納斯達克100 ETF歐洲股票(美元對沖) ETF
債券及貨幣市場	槓桿及反向	加密資產
<ul style="list-style-type: none">20年以上美國國債ETF亞洲美元投資級別債券ETF人民幣貨幣ETF	<ul style="list-style-type: none">納斯達克100 每日槓桿(2X) 產品納斯達克100 每日反向(-2X) 產品	<ul style="list-style-type: none">比特幣ETF (現貨)以太幣ETF (現貨)

享譽業界

100+ 獎項

近期重磅獎項

The Asset財資

3A可持續投資大獎2024 & 2023

- 年度最佳中國境外基金公司
- 年度最佳中國境外基金公司

LESG

理柏基金香港年獎2024

- 香港地區最佳亞太高收益債券基金(5年期)

Asia Asset Management 亞洲資產管理

Best of the Best 年度大獎2024

- 年度最佳中國基金公司 - 香港地區
- 全球綜合債券 (3年)

Insights&Mandate投資洞見與委託

2024年專業投資大獎

- 市場表現大獎 - 香港地區最佳中資基金公司
- 市場表現大獎 - 香港地區最佳人民幣基金經理人
- 投資表現獎 - 中國A股基金 (3年)
- 投資表現獎 - 全球綜合債券 (3年)
- 投資表現獎 - 大中華多空股票策略對沖基金 (10年)

中國證券報

第八屆海外基金金牛獎

- 一年期中國債券基金

Fund Selector Asia

2024年度基金大獎

- 年度最佳ETF公司
- 香港地區大中華股票 - 白金獎

彭博商業周刊

領先基金大獎2023

- 人民幣債券基金(一年) - 杰出大獎
- 中國股票基金(五年) - 卓越大獎
- ETF - 最佳追蹤(一年期) - 科技基金 - 杰出大獎

Benchmark

2024年度基金大獎

- 共同基金 - 另類投資 - 長短倉 - 同級最佳
- ETF - 最佳中國股票ETF發行商 - 杰出表現
- 年度中國A股ETF - 同級最佳
- 年度全球固定收益基金 - 同級最佳

China Securities Journal 中國證券報 第八屆海外基金金牛獎：中國證券報，截至2024年12月5日。The Asset財資 3A可持續投資大獎2024：The Asset財資，截至2024年5月2日；理柏基金香港年獎2024：LSEG，截至2024年5月10日；投資洞見與委託2024年專業投資大獎：投資洞見與委託，截至2024年3月1日；亞洲資產管理 Best of the Best 年度大獎2024：Asia Asset Management，截至2024年1月30日；Fund Selector Asia 2024年度基金大獎(香港)：Fund Selector Asia，截至2024年1月30日；彭博商業周刊領先基金大獎2023：彭博商業周刊，截至2024年3月27日；Benchmark年度基金大獎2023：BlueOnion，截至2024年1月20日。

免責聲明：

本數據僅供指定收件人之信息及參考之用，並不構成投資於任何證券的邀約。本資料有關基金內容 (如有) 不適用於在限制該內容之發布的區域居住之人士。任何人士均不得視本資料為構成購買或認購參與基金股份的要約或邀請，也不得在任何情況下使用基金認購協議，除非在相關司法管轄區內該邀約和分發是合法的。非香港投資者有責任遵守其相關司法管轄區的所有適用法律法規，然後繼續閱讀本數據所包含的信息。

本數據所載之信息僅反映現時市場狀況及華夏基金（香港）有限公司（「本公司」）於編製資料當日的判斷，並不代表對個券或市場走勢的準確預測，而判斷亦可隨時因應個券或市場情況變化而更改，恕不另行通知。於製作本數據時，本公司依賴及假設公共媒介提供的數據的正確性及完整性。本公司認為本文件所載資料為可靠的；然而，本公司並不保證該數據的完整性及準確性。本公司或其聯營公司、董事及僱員概不對於本數據內所提供之信息的任何錯誤或遺漏負上任何責任，且本公司不應就任何人士因依賴或使用該等數據而招致的任何損失負責。

投資涉及風險。基金單位可升亦可跌，過往業績並不表示將來基金回報，未來回報不能被保證。閣下亦可能損失所投資之本金。本資料並不構成對於任何證券或基金的買賣或進行任何交易之邀約或任何投資建議。本文件只供閣下參考之用，閣下不應倚賴本文件作任何投資決定。本文所載之部份資料或數據是從非關聯之服務商取得的，我們合理地相信該等資料或數據是準確，完整及至所示日期為最新的；華夏基金(香港)有限公司確保準確地再制作該等數據或資料，但並不保證該非關聯之第三方所提供之資料或數據的準確性及完整性。華夏基金(香港)有限公司所做出的任何預測性建議或者意見並不代表未來市場實際情況，所有建議或意見可在未有進一步通知的情況下改變。有關指數供應商的詳情(包括免責聲明)，請參閱基金章程的相關披露。閣下應細閱基金銷售文件，包括風險因素。如有需要，應諮詢獨立專業意見。本資料之發行人為華夏基金(香港)有限公司。此資料並未被香港證券及期貨事務監察委員會所審閱。

發布人：華夏基金(香港)有限公司。在未經華夏基金(香港)有限公司同意前，不得複印，分發或複製本數據或本數據內任何部份內容給予預定收件人以外的任何人士。



www.chinaamc.com.hk

華夏基金（香港）有限公司
香港花園道1號中銀大廈37樓

產品查詢及客戶服務
電話: (852) 3406 8686
電郵: hkservice@chinaamc.com

關注我們
華夏基金香港 China Asset Management (HK)



微信



LinkedIn



富途