

想他人之所不想 得他人之所不得

2025年市场展望：变局之下，应变之道

要点概述

2024年风险资产表现强劲，标普500指数再次领涨。之所以能实现强劲的回报，是因为美国经济增长稳健，企业盈利颇丰，而且“七巨头”持续称霸美股。贵金属这一年也表现出色。由于地缘政治问题频发和央行实施宽松货币政策，黄金创下了2010年以来的最佳年度表现。

美国股市强势上涨，但其他主要市场表现参差不齐。欧洲面临能源成本升高和出口疲软的影响，而亚洲则跌宕起伏，其中中国股市变幻莫测。虽然在更大力度的政策措施的推动下，中国市场年底出现反弹，但经济问题仍有待解决，难免令人担忧。

随着我们步入2025年，市场情绪保持谨慎乐观。股市有望受益于美国经济的韧性，特朗普第二个任期内可能出台有利于经济增长的政策（如减税和放松监管），可带来进一步有利因素。随着特朗普新总统任期的开始，我们将密切关注相关政策的落实及其潜在影响。总体而言，随着人工智能热潮蔓延至其他行业，预计除了2024年的科技龙头股外，其他领域也会迎来涨势。

固定收益市场也存在着机会。首先，对长期利率波动敏感度较低的短期债券继续提供具有吸引力的收益率。尽管今年美联储进一步降息的前景可能不太明朗，但这类债券仍会提供稳定的收益。

虽然美联储的宽松周期对市场形成了支撑，但未来的走势仍将取决于不断变化的经济基本面。特朗普上台后，若通胀持续升温、地缘政治局势紧张以及存在潜在贸易不稳定因素，这些都有可能构成风险，使投资前景承压。投资者需灵活应变，才能有效应对这些不确定性。

回顾2024年，许多预测都低估了股票的强劲表现。展望2025年，目前的预测趋于乐观，但历史启示我们，现实往往与预期背道而驰。一如既往，预测并非我们唯一的依据，我们还会关注市场的基本驱动因素，利用盈利增长、估值和经济趋势来指导我们作出决策。

祝愿大家在2025年幸福、安康、富足、诸事顺遂、成功实现财务目标！

市场回顾

诸位读者，祝大家新年快乐、身体健康！在今年的第一篇市场时评中，我们回顾了2024年市场的主要发展情况并分享了我们对于来年的展望。

尽管“圣诞老人行情”未能如期启动，但2024年风险资产的表现仍令人印象深刻。

美联储在12月政策会议释放“鹰派”信号后，投资者下调对美联储降息步伐的预期，因此标普500指数从圣诞节到年底下跌了3%，创下1952年以来最大的年终跌幅。大部分跌幅发生2024年的最后三个交易日，当时缺乏流动性。虽然12月联邦公开市场委员会会议后美国股市回落，但美元多头（走强）等其他“特朗普交易”在圣诞假期期间保持强劲势头。

虽然12月出现回调，但2024年市场表现依然强劲。

在全球范围内，贵金属和股票是表现最好的资产，而其他大宗商品则因中国需求疲软而表现落后。安全性较高的政府债券表现令人失望，今年收益率较低，甚至是负值（因为收益率上升，债券价格就会下降，两者之间呈负相关关系）。

美国经济保持增长势头，推动标普500指数上涨了25%，其中大部分涨幅来自于“七巨头”的强劲回报，这些股票涨幅高达67%。与此同时，中国股市年终飙升，加上印度和台湾地区表现强劲，使新兴市场股票实现了高个位数回报。

在央行降息和地缘政治冲突不断的背景下，今年贵金属表现不俗。尤其是黄金，上涨了27%，创下2010年以来的最佳年度表现。

2024 Performance	
Equities - S&P 500	25.0%
Equities - Magnificent 7	67.3%
Equities - Emerging Markets	8.0%
Precious Metals - Gold	27.2%
Bonds - Investment Grade (unhedged)	-1.7%
Bonds - Global High Yield	7.7%

来源：彭博社、汇信资产管理

“美国例外论”会在2024年延续？

2024年，美国不仅免于陷入经济衰退，而且其经济增速和股市表现也超越了其他主要地区。

反观欧洲，经济方面面临重重挑战，制造业领域首当其冲，原因是能源成本上升、出口需求疲软，以及法德政局动荡。因此，过去一年欧洲股市的表现落后于全球股市。

亚洲方面，中国经济活动依然疲软，但9月份出台的政策措施推动中国股市年底反弹。最后，日元贬值和经济稳定令市场对日本持乐观态度，为日本股市提供了支撑。虽然我们担心日元升值可能引发股市波动（日元走强往往不利于该国的出口商），但我们将随时留意买入机会，以便从日本持续推进的企业改革中获利。

美联储宽松周期...

政府债券表现欠佳令许多投资者感到意外，毕竟一年前得调查显示，大多数受访基金顾问预计债券收益率将在2024年下降（即债券价格将会上升）。由于通胀降温和预期美联储将会降息，市场曾预计2024年将是非常有利于长期债券的一年。

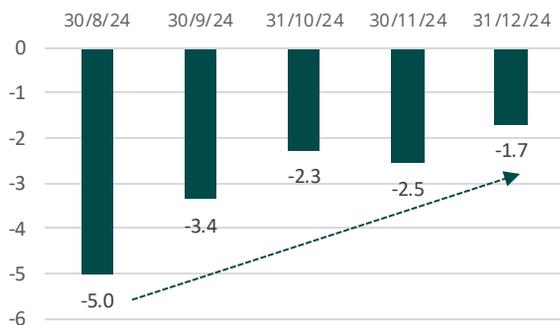
...恐将暂停？

由于8月初发布的非农就业数据低于预期，2024年9月，美联储下调基准利率50个基点，开启期待已久的宽松周期。然而，事实证明数据只是一时疲软而已，今年剩余时间内美国经济保持坚挺。此外，“萨姆规则”（知名的经济衰退指标）8月亮起红灯，原因主要是高移民率导致劳动力供应增加，而非大规模裁员导致失业率上升。简而言之，美国的劳动力市场和经济增长依然充满韧性。这使美联储在未来数月暂停宽松周期的可能性大大提升。

市场回顾

结果，强于预期的美国经济使政府债券回报减少，因为市场大幅下调了对于美联储降息的预期。8月，市场预期降息次数为5次，而到了2024年12月底则减少至大约1.7次。我们会高度警惕，注意日后是否有更多迹象显示美联储将暂停降息周期，尤其考虑到美联储主席鲍威尔表示，委员会在考虑进一步降息时会采取更加谨慎的态度。

预计2025年降息次数



来源：彭博社、汇信资产管理。

美联储9月首次降息后，长期债券收益率确实有所上升（预期与现实相符时，就会出现这种情况）。值得注意的是，10年期美国国债收益率连续第四年上升，这是20世纪80年代以来所未见的现象。除了政府债券外，降息也对久期较长的投资级债券产生了影响，由于债券收益率上升，投资级债券也表现落后，信用评级更高的债券也是如此！

同时，由于综合收益率具有吸引力且利差缩窄，评级较低的全球高收益债券回报率达7.7%。

展望2025

股票：全球股票很有可能延续良好表现。当前经济向好，而且人工智能浪潮的受益者不再仅限于大型科技股，总体上都有利于风险资产。在美国，新政府或将减税和放松监管，这也可能提高企业盈利，从而证明当前估值上升是合理现象，并且该国市场有望进一步走高。

债券：另一方面，我们依然认为长期债券的上行空间或许有限，因为其相对收益率较低且利率路径摇摆不定（不过如果经济出现衰退，长期债券的表现就会相当理想；目前发生这种情况的可能性较低）。固定收益方面，我们继续青睐仍为收益型投资者提供可观收益的短期债券。

在灵活的多资产策略中，我们偏好持有黄金，以利用该分散投资工具在2025年对冲通胀和地缘政治风险。

短期内，对市场来说，阻力最小的路径是在1月20日特朗普宣誓就职之前保持区间波动。在特朗普第二个任期内，我们需要对美国政策有更清晰的认识，以确定相同的驱动因素是否仍可推动投资策略取得良好表现。

随着经济增长意外提速且多国央行开始降息，风险资产表现优异



美国例外论



黄金表现亮眼



多国央行降息

新的一年，新的目标

新年伊始，对许多人来说，恰逢设定并实施一年新目标的时候。接下来的几天，健身房可能人满为患，因为不少人摩拳擦掌，都想尽快实现今年的健身目标。同样，这也是华尔街策略师发布2025年市场预测的时候。虽然将这些目标与自己的预期进行比较是一件挺有意思的事情，但投资者应当记住，这类预测绝对不是可以窥见未来的水晶球。

如前所述，2024年标普500指数表现尤为优异。让我们看看实际回报与年初预测的对比：

	Forecast	
Median	2.2%	
75th Percentile (Bullish)	6.9%	e.g. Goldman Sachs
25th Percentile (Bearish)	-2.6%	e.g. Wells Fargo

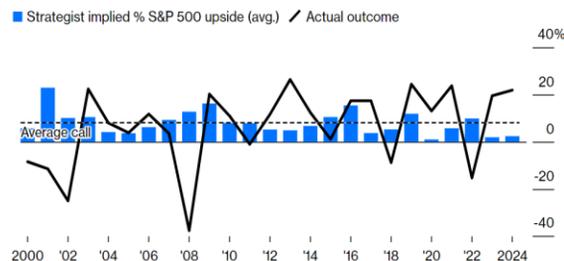
事实证明，预测者认为2024年上涨空间并不大；预测中位数仅为2.2%（甚至低于现金回报！）。然而，标普500指数年底收官时回报率高达25%。预测者态度悲观，是因为担心消费将趋于疲软，经济环境将会恶化，但最终这些担忧并没有成为现实。

预测者对2025年有何期待？经历了过去一年的良好市场表现之后，他们变得更为乐观：2025年的预测中位数现在是12%：

	Forecast	
Median	12.2%	
75th Percentile (Bullish)	13.9%	e.g. HSBC
25th Percentile (Bearish)	10.5%	e.g. Goldman Sachs

来源：彭博社

我们应该对这些预测给予多大程度的重视？从历史上看，这些目标（下图中以蓝色标示）往往与实际结果（黑线）相差很大；这提醒我们，任何人都难以不断准确预测出短期市场表现。实际上，预测长期市场表现要容易得多，但这个问题容我们日后再作讨论。



来源：彭博社

话虽如此，这些预测并非毫无意义。我们的忠实读者都知道，我们提倡在投资前对投资项目进行“深入研究”。同样的观点也适用于此——这些预测所依据的是关于市场表现基本驱动因素的重要洞见。我们更愿意密切关注这些市场驱动因素，而不是依赖预测进行投资：

2024年：随着通胀持续降温、美联储降息以及美国经济最终免于衰退，最初的悲观预测显得过于悲观。虽然环境充满挑战，但灵活且反应敏捷的投资者可以对其加以利用。同样，在经济数据疲软导致2024年8月的抛售潮之前，我们采取了防御措施，而随着特朗普在大选中获胜使得美国经济和企业盈利增长将更加强劲的可能性增加，我们又重新买入了美国股票。

2025年：今年似乎又是保持谨慎乐观的一年。市场在2024年上涨之后，估值始终偏高，并将继续保持在高位，直至出现更明显的经济衰退迹象（不是基本情境）。与此同时，较低的利率和促增长政策推动美股涨势扩大，不再局限于去年推升回报的少数几只科技股。所有这些都是市场的利好因素，但我们会密切关注贸易战是否会再次打响，使较为乐观的基本情境蒙上阴影。



调整收益来源

收益型投资市场表现不佳

2024年，收益型投资者常用的策略表现不及货币市场基金（现金）。一般的30/70（股票/固定收益）策略回报率为4.3%，而备受青睐的投资级债券市场在扣除费用前的回报率为3.4%。投资级债券回报率较低并不令人意外，毕竟2024年初的收益率只有3.5%，因此投资级债券的投资者期待应该不会太高。正是考虑到这一点，我们在年初配置资产时就将这些热门市场排除在外...

*策略与表现	2024年
典型收益型策略（30/70）	4.3%
热门投资级债券市场	3.4%
货币市场基金	5.2%
发达市场高收益债券	8.2%
亚洲高收益债券	15.1%

我们的收益型策略表现突出

...因此，汇信的收益型策略这一年表现相对理想。无论是在传统市场还是另类投资市场上，我们的收益型基金年底收益率均接近10%。传统市场的优异表现来源于高收益债券市场的敞口，尤其是在新兴市场 and 亚洲市场。

亚洲高收益债券带来收益和资本增值

亚洲高收益债券回报率为15%，你是否感到惊讶？取决于你的提问对象是谁：对于推断出2023年亚洲高收益债券只会录得低个位数回报率而持悲观态度的人来说，这个表现确实令人惊讶。可对我们来说，这并不出奇，因为2024年初亚洲高收益债券的收益率为12.5%。亚洲高收益债券投资者不仅获得了收益，而且还实现了一些资本增值。这就像是在无人的空地上捡钱一样。

投资收益：美国例外论是例外情况

2024年，美国例外论备受关注：美国大盘股是今年最重大的投资主题之一。然而，对于收益型投资者来说，情况并非如此：欧洲和新兴市场信贷的表现优于美国。

为什么美国信贷表现落后？

这涉及一系列因素，包括信贷基本面较弱，在融资成本较高的环境中融资壁垒再次引发担忧等。答案也许很简单：2023年美国信贷的强劲增长吸引了新的投资者，效果与在空地捡钱几乎截然相反。

这个时机正好提醒我们，依然如故的本能反应可能与人们为实现投资目标而本应采取的逻辑行为有着天渊之别。这不仅是因为投资者正在考虑如何为2025年配置资产，还因为信贷市场的风险回报形势已然改变。

	本能反应	逻辑反应
价格上涨	“一定很不错，我们加仓吧”	减少敞口，趁高价卖出
价格下降	“一定有问题，我们减仓吧”	增加敞口，趁低价卖出

某些投资者可能将表现强劲的亚洲高收益债券加入到投资组合中。毕竟，表现优异的投资必定能带来收益。

忠言逆耳：适时作出调整

在当前环境中，我们更倾向于着手把资金从亚洲高收益债券以及从整体高收益债券中撤出。全球高收益市场的收益率低于8%。这意味着，虽然与现金相比，仍可从高收益债券中获得更高的回报，但在出现剧烈波动的情况下，资本增值的可能性降低。

不同于前一个以利率接近零为特点的市场机制，目前投资者并不急于追逐高收益债券以获得收益。从高收益市场中获利后，我们将在不导致收益率大幅下降的前提下，逐步提高固定收益持仓的质量。我们相信，2025年对于收益型投资者来说又将是一个丰收年，但还是要在赚取收益和降低波动之间谨慎维持平衡。

*来源：彭博社30/70策略；彭博全球30:70指数，投资级债券；彭博全球综合指数，货币市场基金；先锋联邦货币市场基金，发达市场高收益债券；ICE美银美国高收益债券指数，亚洲高收益债券；彭博亚洲美元高收益债券指数

我们如何配置投资？

股票 (绿色)

债券 (蓝色)

关键主题

美国例外论 + 美股涨势扩大

美国经济表现出较强韧性（相对于世界其他地区而言），至少在短期内支持“美国例外论”继续发挥作用。随着特朗普开始第二个总统任期，新政府或将出台减税和放松监管的政策，这将有利于风险资产，我们期待特朗普上任后将落实更多政策。

在未来经济增长更趋稳定的推动下，全球及美国的股市涨势也有望扩大，不再局限于少数几只科技股。

美国股票

全球股票

（如欧洲、日本股票）

新兴市场崭露投资机遇

金融市场的运作，如自然界季节变换一样，遵循着自己的周期性规律。长达十余年的货币宽松时代悄然结束，投资者如今要想沙里淘金发掘潜力股，就需要将目光投向热门投资之外，专注于那些受自身独特经济轨迹推动、估值具有吸引力的高增长市场。

新兴市场股票

（如中国、印度、越南股票）

调整收益来源

从高收益债券的强劲表现中获利后，我们将逐步将资产转而配置到更高质量的固定收益持仓中，同时维持具有吸引力的收益率。投资者在当前环境下仍有可能获得稳定收益，但需要更加谨慎地在创造回报和管理波动之间取得平衡。

发达市场债券

亚洲高收益债券

新兴市场债券

市场回报一览

地区性股票	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
全球	-2.34	18.03	9.81	8.24
美国	-2.39	25.00	13.09	10.35
欧洲	-2.50	2.54	5.89	5.88
日本	-0.99	7.92	6.58	4.47
除日本外亚太市场	-1.15	10.15	4.66	6.75
新兴市场	-0.12	7.97	4.02	6.35

股票市场	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
澳大利亚	-8.15	1.99	6.95	8.21
巴西	-6.46	-29.55	0.30	3.45
中国A股	-0.14	15.03	1.67	9.91
中国H股	5.12	32.13	-1.32	5.60
中国香港	3.45	23.58	1.91	5.32
印度	-3.26	6.55	9.07	10.88
印度尼西亚	-2.29	-3.66	3.03	10.03
韩国	-7.42	-19.93	1.18	5.02
马来西亚	2.50	20.66	0.39	5.98
新加坡	-0.76	19.17	5.00	7.44
中国台湾	2.72	22.80	13.12	10.63
泰国	-1.58	2.24	2.06	8.25
越南	0.94	8.82	9.26	8.79

板块	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金股	-8.58	10.64	7.69	2.71
能源股	-9.47	5.72	4.86	7.18
科技股	0.74	33.10	20.22	13.84
医疗保健股	-6.05	1.61	7.87	8.98
金融股	-5.46	30.50	11.38	5.59

固定收益	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
全球投资级债券	-2.15	-1.69	0.15	1.86
对冲全球投资级债券	-0.77	3.40	2.01	3.34
高收益债券	-0.49	7.65	4.70	6.23
亚洲债券	-1.16	3.68	2.88	3.18
新兴市场	-1.19	6.58	3.20	5.49

备注: (H) 即货币对冲

货币	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
新加坡元兑美元	-1.93	-3.33	-0.30	0.89
欧元兑美元	-2.11	-6.21	-1.54	-1.34
日元兑美元	-4.73	-10.28	-2.69	-2.11

大宗商品	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金	-0.71	27.22	8.28	9.36
石油	5.47	0.10	3.02	2.54

截至2024年12月31日。来源: 彭博社
所有回报皆以美元为单位。10年及20年回报基于年化计算

“在投资领域，
舒适的东西很少有利可图。”

罗伯·阿尔诺特

重要通知与免责声明

据汇信资产管理私人有限公司 (Finexis Asset Management Pte. Ltd.) 所知和所信, 汇信资产管理公司仅认为本材料中包含的信息在发布日期是准确的。本材料中的所有信息和意见如有更改, 恕不另行通知。对于材料或第三方提供的信息的准确性、充分性或完整性, 不作任何明示或暗示的陈述或保证。该材料上的材料可能包括技术上的不准确或印刷错误, 并且可能由于随后的发展而变得不准确。汇信资产管理公司没有义务维护该材料的更新。

汇信资产管理公司及其关联公司及其各自的股东、董事、管理人员和员工均不对本材料中的任何错误或遗漏承担任何责任, 或对本材料直接或间接造成的任何直接或间接损失或损害承担任何及全部责任。除非汇信资产管理公司另行同意, 否则严禁使用、披露、复制、修改或分发本材料或其任何部分的内容。汇信资产管理明确声明, 对于因您访问或使用本材料而产生的或以任何方式与之相关的任何直接、间接、附带、后果性、惩罚性或特殊损害, 汇信不承担任何责任, 无论是在合同、侵权、严格责任或其他方面。

此材料不是广告, 不打算用于公众使用或分发。本材料仅用于提供一般信息, 未考虑任何特定投资者的目标、财务状况或需求, 不构成投资建议。

本材料中包含的信息不构成金融、投资、法律、会计、税务或其他专业建议, 也不构成对汇信资产管理公司管理的基金的投资邀请, 也不构成对汇信资产管理公司管理或建议的基金所发行权益的出售要约。要约只能通过相关要约文件以及相关认购协议作出, 所有要约都必须完整阅读和理解, 而且只能在符合相关法律和监管要求的管辖范围内作出。

模拟的、过去和预测的表现不一定代表未来的结果。虽然有获利的机会, 但任何投资者在投资汇信资产管理公司管理或建议的基金时, 都有损失100%的风险。

本材料的信息不应提供给位于或居住在对该等信息的分发受到限制或未经授权的管辖区的人员。未采取任何行动授权、注册或合格任何汇信资产管理基金, 或以其他方式允许任何汇信资产管理基金在任何司法管辖区公开发行, 或允许在任何司法管辖区分发与任何汇信资产管理基金有关的信息。