

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 黄斯佳

周文敏 杨妍

2025 年全球金融市场：三条线索 +三大趋势

阅读摘要

周期视角下，2025 年全球经济具有三条线索：

线索一：全球处于经济动能“换锚”期，短期增长或延续分化承压，2025 年全球经济大概率延续中低速增长。

线索二：信用周期有望温和共振向上，多因素推动全球通胀延续回落，中枢仍高于疫情前。

线索三：经济政策及其外溢效应影响力增加，全球供应链重构，地缘形势延续复杂。

2025 年金融市场走势的三大趋势展望：

趋势一：偏强美元料延续，非美货币压力料边际缓解，但波动幅度预计仍大。

趋势二：部分经济体“股债双牛”现象有望重现，顺周期及战略新兴产业等板块或更受资金青睐，市场波动性仍大。

趋势三：金价短期或有调整压力、中长期中枢料延续走升，油价料宽幅波动、大幅下行概率不大。

2025 年全球金融市场：三条线索+三大趋势

周期视角下，围绕“全球经济增长动能‘换锚’、信用周期温和共振向上、经济政策及其外溢影响力加强”三条线索，全球大类资产走势预计呈现利率中枢趋势下行，市场波动加大、结构分化和顺周期板块回暖等特征。

一、前瞻 2025 年全球经济的三条线索

线索一：全球处于经济动能“换锚”期，短期增长或延续分化承压，2025 年全球经济大概率延续中低速增长。

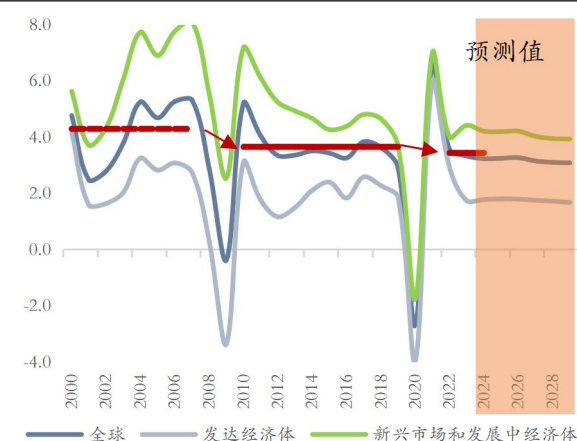
21 世纪以来，经历全球金融危机和新冠疫情两次冲击后，世界经济增速逐级下行¹（见图表 1），2024 年尚有多多个经济体增速未回到疫情前水平（见图表 2）。降速原因包括：①全球人口结构变化导致的劳动力增速放缓/负增（见图表 3）；②地产行业转型、资本成本上升或增长不确定性偏高等导致的企业和居民杠杆率回落以及③全要素生产率（TFP）下降等。其中，TFP 的变化贡献了超过一半的经济降速²。发达经济体 TFP 在金融危机前就开始下降，主因包括上一轮技术扩散（互联网革命）带来的生产率提升效应减退（见图表 4），及疫情后政策驱动的需求脉冲回落等；而新兴市场 TFP 在金融危机前仍走升，危机后才开始下降（见图表 5），原因除了前沿国家技术进步减缓导致溢出效应减弱之外，还包括全

¹ 2000-2007 年全球 GDP 年均增速 4.29%、2010-2019 年降至 3.65%、2022-2023 年进一步降至 3.44%。

² 参考 IMF 2024 年 4 月 WORLD ECONOMIC OUTLOOK, “For both, changes in TFP growth have significantly shifted overall economic growth, accounting for **more than half of the decline** in advanced and emerging market economies and nearly all of the decline in low-income countries”

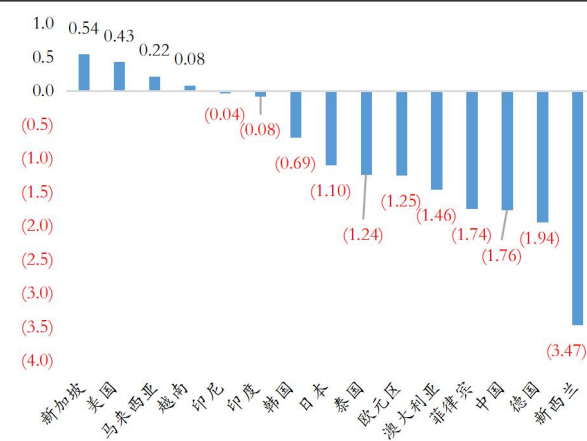
球贸易增长放缓及地缘博弈导致的投资和技术交流限制等³。目前全球经济正处于增长动能“换锚”的转型关键期，人工智能、“互联网+”、绿色转型等被寄予提升全球生产率的厚望，但新质生产力构建过程中，基础设施完善、资源错配调整、政策和制度改革、国际合作等问题仍亟待解决，新一轮技术创新和产业变革拉动全球经济增长的潜能仍处酝酿期，短期内全球经济增长或仍承压（见图表 6）；但考虑到信用周期向上，且 2024 年基数偏低，2025 年全球经济增速大概率延续中低速增长。

图表 1：金融危机后、疫情后全球经济中枢逐级降速



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

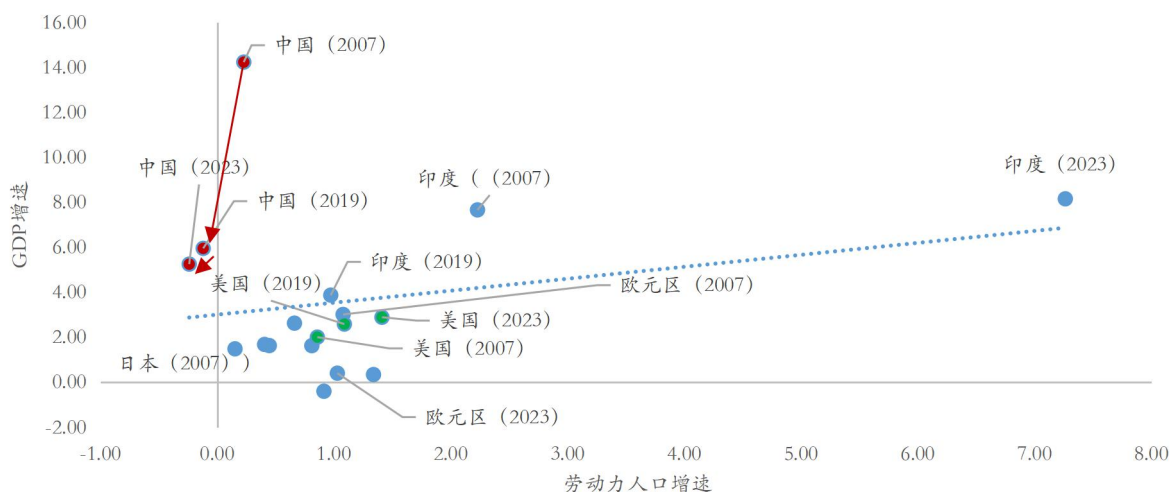
图表 2：2024 年 GDP 增速季度均值较疫情前四年（2016-2019）均值之差



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

³ 参考 IMF 2024 年 4 月 WORLD ECONOMIC OUTLOOK, Chapter3: Slowdown in global medium-term growth: what will it take to turn the tide?

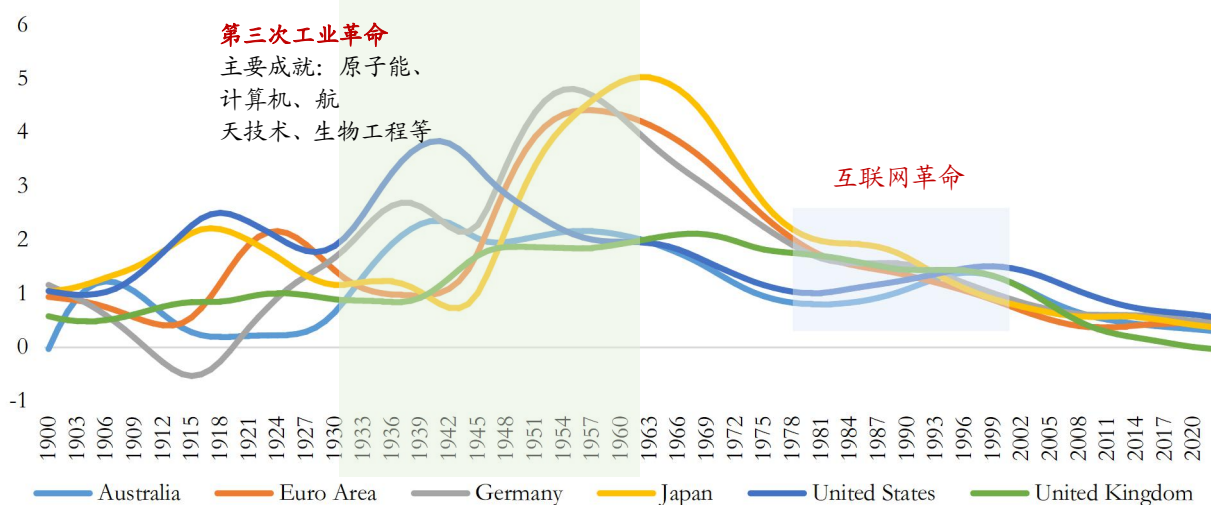
图表 3：劳动人口增速与 GDP 增速呈正相关



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

注：采用 2007 年、2019 年和 2023 年中国、美国、欧元区、英国、日本、印度六个国家的劳动力人口增速及 GDP 的数据⁴。

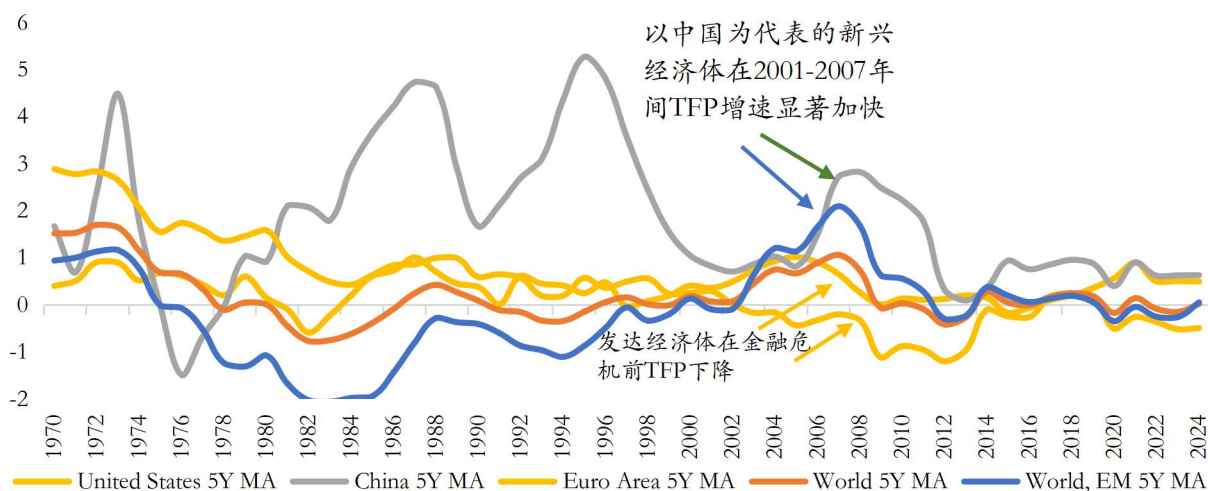
图表 4：主要 OECD 经济体全要素生产率波动（HP 滤波）序列



数据来源：Long-Term Productivity database、Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

⁴ 选取全球金融危机前 2007 年、新冠疫情前 2019 年、及最新 2023 年三个时点的数据。

图表 5：发达经济体与新兴经济体全要素生产率增速（五年移动平均值）时间序列



数据来源：Conference Board、Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

图表 6：IMF 预测各经济体实际 GDP 增速（最新 2024 年 10 月发布的预测）

	2023	2024E	2024E-2023	2025E	2025E-2024E	2026E	2026E-2025E
美国	2.89	2.77	-0.12	2.15	-0.61	2.03	-0.13
欧元区	0.39	0.83	0.44	1.25	0.41	1.45	0.21
英国	0.34	1.08	0.74	1.48	0.40	1.54	0.05
法国	1.12	1.10	-0.02	1.06	-0.04	1.35	0.29
德国	-0.26	0.01	0.27	0.79	0.78	1.40	0.61
日本	1.68	0.32	-1.36	1.14	0.82	0.84	-0.30
韩国	1.40	2.49	1.08	2.17	-0.32	2.16	-0.01
新加坡	1.08	2.60	1.53	2.50	-0.10	2.52	0.02
澳大利亚	1.96	1.23	-0.73	2.12	0.89	2.24	0.12
新西兰	1.12	0.04	-1.08	1.90	1.86	2.42	0.52
中国香港	3.28	3.21	-0.06	2.98	-0.24	2.86	-0.12
印度	8.15	7.02	-1.13	6.46	-0.56	6.47	0.01
印度尼西亚	5.05	4.96	-0.09	5.07	0.11	5.06	-0.01
泰国	1.87	2.80	0.93	3.00	0.20	2.57	-0.43
越南	5.05	6.06	1.01	6.06	0.00	6.01	-0.05
马来西亚	3.56	4.80	1.25	4.39	-0.41	4.40	0.01
菲律宾	5.55	5.75	0.21	6.11	0.36	6.25	0.14
老挝	3.66	4.11	0.45	3.46	-0.65	3.12	-0.34

数据来源：IMF、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

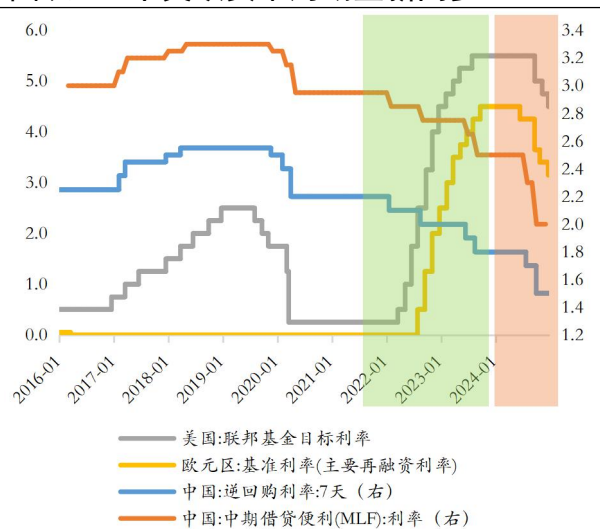
线索二：信用周期有望温和共振向上，多因素推动全球通胀延续回落、中枢仍高于疫情前。

2024 年起，中美欧等主要经济体货币周期时隔三年重新同向（见图表 7），新一轮全球信用周期逐步开启，未来 1-2 年信用周期共振向上，有望提振内生经济增长前景，提供通胀温和回升动能，但由于此前金融危机和疫情应对期间杠杆

率增长较快，后续继续加杠杆空间收窄，本轮信用周期上行推动通胀回升动能料有限，各经济体信用复苏重点部门亦将有所差异（见图表 8）。**美国（降息或提振企业和居民加杠杆意愿）**在 2008 年金融危机后政府部门大力加杠杆、居民部门去杠杆，新冠疫情期间政府部门杠杆率增速抬高节奏偏缓，企业部门也从缓加杠杆转向去杠杆，本轮信用周期重启，“特朗普 2.0 时代”政府承诺削减开支、缓和赤字，美国加杠杆主力或将落在居民和企业部门（企业信贷已显示回升迹象，见图表 9），**对应降息驱动地产和制造业投资增长，居民部门资产负债表整体仍处健康水平、亦仍有一定加杠杆空间**（详见前期报告《政策不确定性如何影响 2025 年美国经济增长？》）。**日本（政府希望形成工资-通胀内生循环）**政府在新冠疫情期间加杠杆速度较金融危机时明显放缓，收入增长平庸背景下居民部门杠杆率增长持续低迷，但企业部门在新冠疫情后加杠杆积极性有所提升，石破茂政府承诺增税及削减支出、日央行将逐渐收紧融资条件增加政府债融资负担等，或将限制政府加杠杆节奏，政府寄望通过鼓励企业投资、提高盈利水平以带动居民收入增长（见图表 10）和支出意愿，形成内生驱动型的温和通胀。**欧元区（降息或有望提振居民和企业加杠杆意愿）**2024 年政府杠杆率已基本回落至疫情前水平，但由于存量债务风险较大，经济增长前景不明朗且内部分化加剧，继续加杠杆动能或有限，居民和企业杠杆率已分别回落至 2004 年、2014 年的水平，在降息顺畅

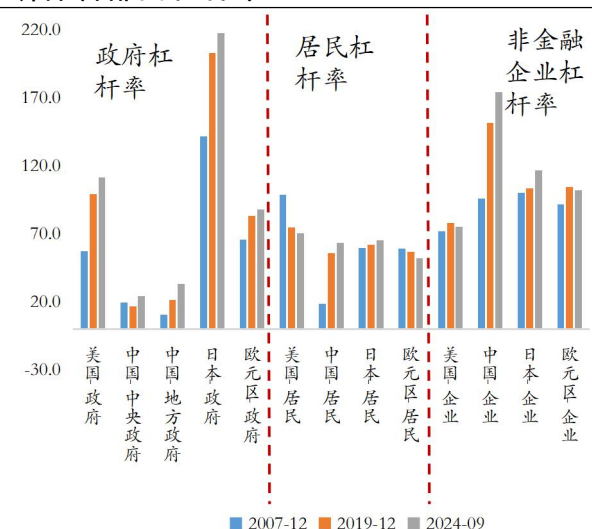
的背景下，存在一定回升的空间（见图表 11）。**中国**（积极财政政策是扩内需的重要政策方向之一）地方政府和居民在 2008 年金融危机后加杠杆速度较快，而中央政府在金融危机后去杠杆、疫情后杠杆率有所提升，后续地方政府化债进展加快、有利于腾出增量财政空间，通过发行特别国债等中央政府杠杆率仍有继续提升可能，以政府投资带动社会投资和消费需求，进而支持企业和居民杠杆率提升。但考虑到疫后供应链持续修复、热点地区地缘博弈“持久化”演绎等因素，全球通胀水平料延续回落趋势、但中枢水平预计仍高于疫情前。

图表 7：中美欧货币周期重新同步



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

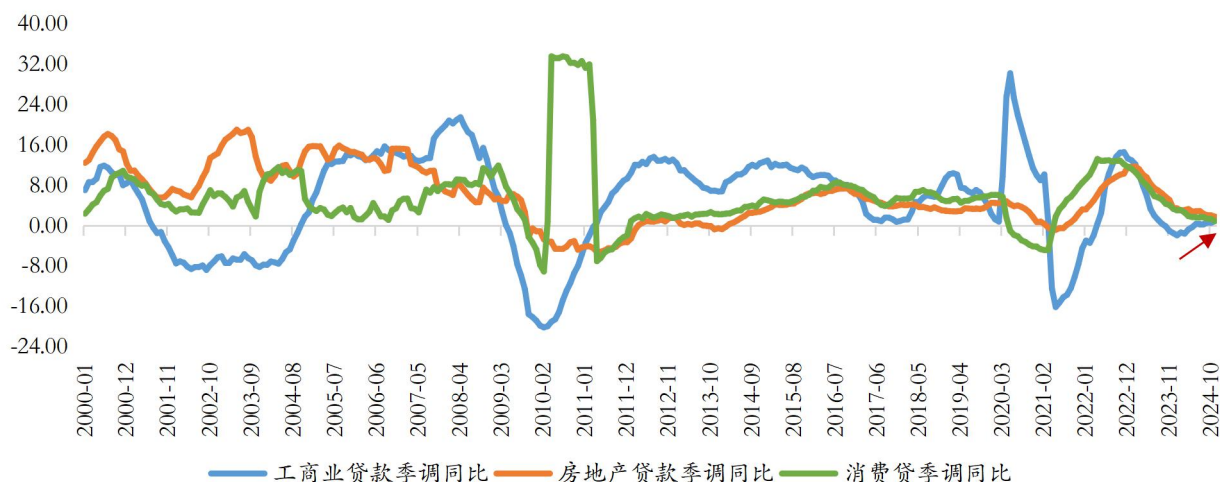
图表 8：金融危机和新冠疫情后，主要经济体各部门杠杆率



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

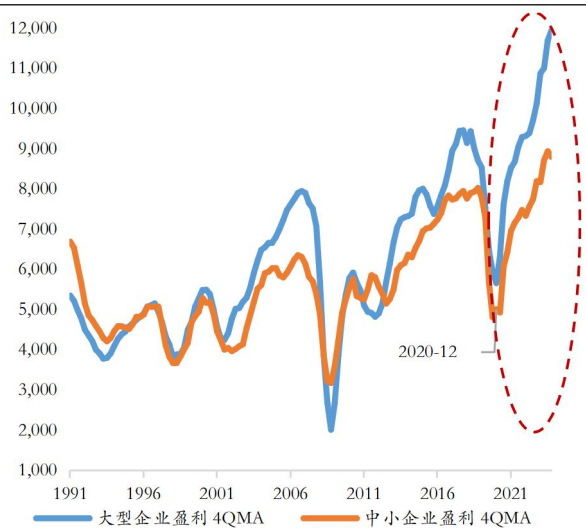
注：中国的数据来自国家资产负债表研究中心，其他经济体数据来自 BIS

图表 9：美国商业贷款同比增速回升



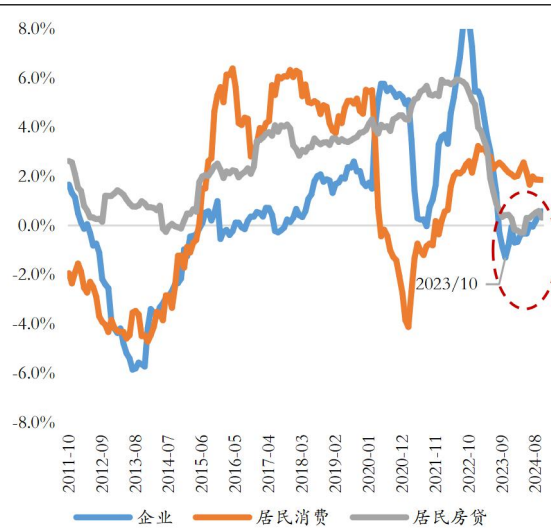
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

图表 10：日本企业盈利持续回升



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 11：欧央行开启降息后，欧元区企业贷款和居民房贷增速回升



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

线索三：经济政策及其外溢效应影响力增加，全球供应链重构，地缘形势延续复杂。

2023-2024 年主要经济体经历政府换届⁵，部分国家政局持续变动，政策调整明显加快，市场预期也跟随反复。未来几年，主要经济体政府政策及其外溢效应预计对内影响本国经济结构及通胀水平，对外影响国际贸易投资和地缘博弈形势，对全球经济增长及金融市场走势的影响将明显提升。

对内，“大财政”趋势难改，扩内需是发力重点，AI 成为新一轮科技竞争焦点。美国“特朗普 2.0 时代”政府承诺采取减税、放松监管、削减政府开支、支持传统能源、支持 AI 发展等，旨在提升经济增长动能、吸引制造业回流、提升科技实力、降低能源通胀等。但相较“里根大循环”，特朗普新政府面临更加薄弱的内部经济基础与更复杂的外部环境，要实现“高增长+控通胀”的格局难度较大⁶。英国政府 2024 年 10 月发布的新一期预算案中，政府支出计划集中于民生与基建投资领域，同期发布的产业战略绿皮书，确定未来 10 年拟重点推动先进制造业、清洁能源、国防等八大关键行业发展。中国中央经济工作会议提出 2025 年要实施更加积极的财政政策、提高赤字率等，调整新增专项债额度并扩大使用范围，新增特别国债发行，以支持加快地产供

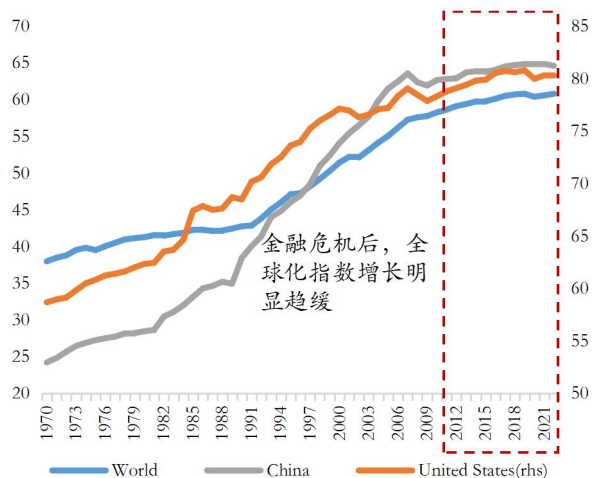
⁵ 2023 年 3 月中国政府及政协领导换届；2024 年 2 月印尼大选，国防部长普拉博沃·苏比延多当选总统；2024 年 3 月俄罗斯大选，普京当选连任；2024 年 6 月欧洲议会选举；2024 年 6 月印度大选，莫迪连任总理；2024 年 11 月美国大选，特朗普当选总统；2024 年 11 月日本大选，石破茂当选首相。

⁶ 有分析对比特朗普政策与里根新政的异同：施政纲领上，特朗普主张的“MAGA(Make America Great Again)”最早由里根在 1980 年竞选时采用；政策重点上，两者在对内减税、放松监管，对外主张强势的国防和外交政策等方面有较多相似之处，里根政府“宽财政、紧货币”的政策达到通过高利率、强美元吸引资金回流的目的，特朗普政府亦有此倾向（美债利率攀升、美元走强，美联储下调 2025 年降息预期）。但是，两者所处经济背景差异较大，里根政府时期，美国财政负担较轻，政府加杠杆空间足（1981 年政府杠杆率为 36.4% 至 1989 年升至 55.3%，但截至 2024 年二季度末美国政府杠杆率已经高达 111.7%），婴儿潮一代成年贡献了较大的购房和消费潜力，科技革命带动投资景气扩张等，助力“里根大循环”（1983-1985 年）形成，在控通胀的同时实现经济增长，而特朗普目前不具备这些优势，实现“高增长+控通胀”的目标难度更大。

需模式转型，提振消费和投资增长潜力。日本 2025 年财年预算总额较上年提高 2.6% 达到 115.5 万亿日元，增速较上年（1.0%）明显加快，其中国防开支大幅增加超 10%、对地方政府拨款增加约 7%，此外，提出上调个人所得税门槛，在截至 2030 财年的 7 年内向半导体和人工智能领域提供 10 万亿日元公共支持等。

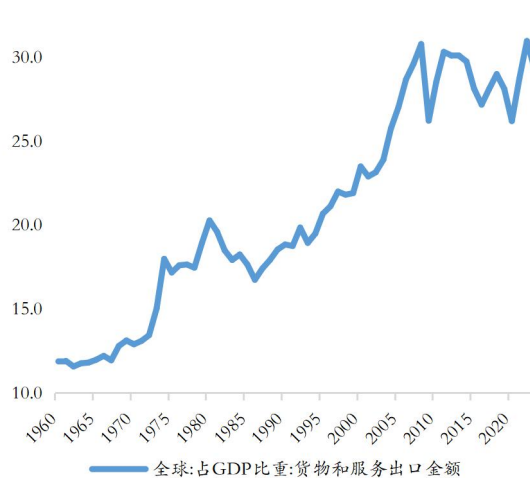
对外，政策外溢效应等非市场化因素可能加大交易摩擦成本。一是，贸易保护政策倾向升温，全球供应链重构风险增加。贸易保护政策推高贸易壁垒，以成本、效率为侧重的全球价值链转向风险抬升，金融危机后全球化指数变动基本陷入停滞，全球贸易占 GDP 的比重也波动回落（见图表 12-13），导致各国输入性通胀风险明显抬升。二是，收入分配差距加大背景下，右翼势力影响延续加大，移民政策趋紧、工会运动频繁等不仅抬升劳动力成本、推升通胀，对科研人才交流亦造成阻碍。三是，地缘形势延续复杂，局部地区热点冲突前景不确定性仍大，地缘风险指数中枢明显抬升（见图表 14），影响大宗商品价格大幅波动、供应链中断、运输成本攀升等。四是，国际合作推进难度增加，掣肘科技和绿色转型进度。重点科技、制造业等关键领域的外国投资受限制等因素影响下，全球 FDI 缩量；国际合作推进难度增加，例如“特朗普 1.0 时代”退出国际组织和条约高达 12 个，2025 年正式就任后料再次退出《巴黎协定》。

图表 12：世界和中美全球化指数变动情况



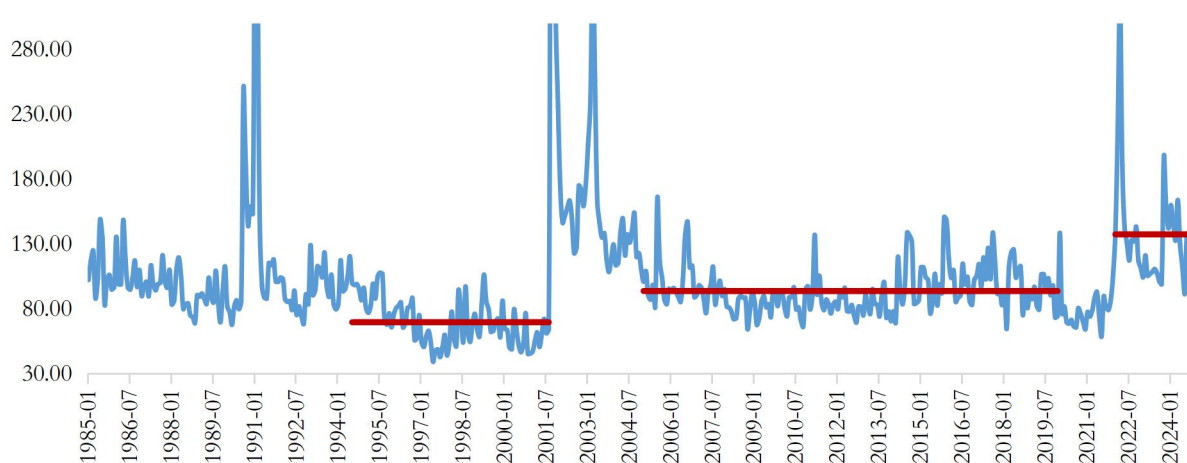
数据来源：瑞士经济智库、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 13：全球贸易占 GDP 的比重



数据来源：WB、WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 14：地缘风险指数（geopolitical risk (GPR) index）中枢持续抬升



数据来源：Matteo Iacoviello、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

二、2025 年主要经济体央行预计延续宽货币周期

2024 年主要经济体进入宽货币周期：

从宽松时点看，欧洲率先开启宽松周期，3 月瑞士意外降息 25BP，成为本轮首个降息的发达经济体，随后欧央行（6 月）以及英央行、菲律宾央行、新西兰央行（8 月）先于美联储（9 月）开启降息，印度央行降准 50BP，马来西亚、澳

大利亚央行尚未降息，越南央行 2023 年连续降息后维持观望。

从宽松幅度看，发达经济体整体超过新兴经济体，尤其是经济景气较弱的欧元区（再融资利率和边际贷款利率分别-135BP、存款机制利率-100BP）和新西兰央行（-125BP）降息幅度较大，面临增长和通胀双重压力的英国（-50BP）相对其它发达经济体降息幅度较小；强美元压力下亚太经济体统筹“稳汇率”和“稳经济”相机抉择，宽货币节奏相对稳健，泰国、菲律宾、韩国央行分别降息-25BP、-75BP、-50BP，中国人行全年两次降低 7 日逆回购利率共 30BP、降低 MLF 利率 50BP；日本经济逐渐走出通缩，3 月货币政策开始转向正常化、停止 YCC，年内日央行逆势加息 35BP。

从宽松速度看，大部分央行选择渐进式降息、少数发达经济体单次降息幅度超 50BP。具体看，单次降息幅度除了美联储（1 次）、新西兰央行（2 次）降息 50BP 以及欧央行非对称降息 60BP（1 次）外，其它主要经济体普遍以每次 25BP 的速度渐进式降息，年内降息次数未超过 3 次（见图表 15）。

值得关注的是，年内欧央行和中国人行均推动了货币政策框架转型，收窄利率走廊，以提高货币政策传导效率。欧央行：通过调整存款机制利率（DFR）推动提升货币政策传导效率，将再融资利率（MRO）与存款机制利率（DFR）的利差从 50 个基点降至 15 个基点，边际贷款利率（MLF）与再融资利率（MRO）之间的利差维持在 25 个基点；人行：“量”

的方面，将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱，创设证券保险基金互换便利、股票回购再贷款等结构性工具；“价”的方面，明确7日逆回购作为主要政策利率，新增临时隔夜正、逆回购操作（见图表16），进一步优化利率传导机制；同时，进一步加强市场预期管理，及时规范市场行为（包括规范手工补息、提示债市交易风险等）。

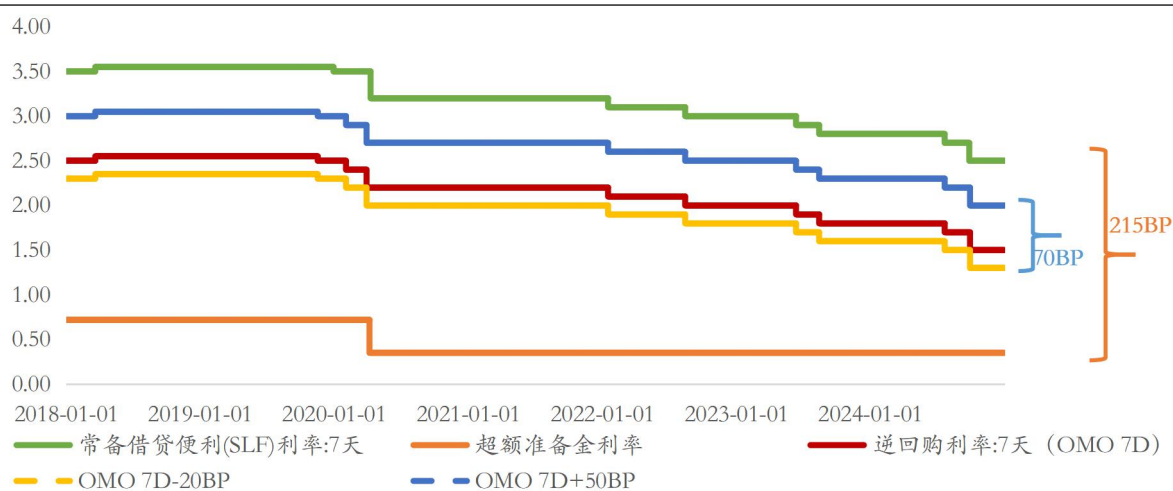
图表 15：2024 年各主要经济体基准利率变动情况

	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-01	2024-02	2023-12	2024年基准利率变化
美国	4.75	5.00	5.25	5.25	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	-1.00
欧元区	3.15	3.40	3.40	3.65	4.25	4.25	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	-1.35
英国	4.75	4.75	5.00	5.00	5.00	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	-0.50
日本	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.35
韩国	3.00	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	-0.50
中国内地	1.50	1.50	1.50	1.50	1.70	1.70	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	-0.30
中国香港	4.75	5.00	5.25	5.25	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	-1.00
澳大利亚	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	0.00
新西兰	4.25	4.25	4.75	5.25	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	-1.25
泰国	2.25	2.25	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	-0.25
菲律宾	5.75	6.00	6.00	6.25	6.25	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	-0.75
越南	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	0.00
马来西亚	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	0.00
印度尼西亚	6.00	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.00	6.00	6.00	6.00	0.00
印度	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	0.00

数据来源：CEIC、WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：欧央行基准利率为三大基准利率之一的主要再融资利率、中国内地基准利率为7天逆回购利率。

图表 16：中国货币政策走廊收窄



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

展望 2025 年，受“特朗普 2.0”政策提升市场增长及再通胀预期影响，**美联储**降息节奏预计偏缓，12 月议息会议点阵图显示 2025 年将降息 2 次（9 月点阵图显示为 4 次），CME 显示市场预期仅降息 1 次（5 月）⁷；另外，美联储自 2022 年 6 月开始缩表，目前美联储总资产较峰值水平回落 23%，银行体系准备金占总资产比率维持在 13.7%附近⁸，仍处于充足区间⁹（见图表 17）；但需关注，代表非银机构美元流动性的隔夜逆回购余额已降至较低水平，对流动性缓冲作用减弱，且 SOFR 仍在较高水平（历史的 72 分位，见图表 18），长期维持限制性利率可能使中小银行和非银机构面临一定流动性风险。因而，**2025 年美联储料视市场情况放缓或结束缩表**，目前市场对“特朗普 2.0”政策高效落地的预期较为充足，后续政策落地幅度、节奏仍将持续扰动美联储“相机”决策。**欧央行**料延续宽松，2024 年 12 月议息会议中，欧央行下调 2025 年通胀和增长预期，鉴于欧元区消费和制造业依旧疲软，通胀虽可能受到乌克兰危机、“特朗普 2.0”政策影响有所反复，但对降息节奏影响料不大，期货市场定价欧央行 2025 年降息 100BP；英国通胀反弹幅度较欧元区及美国偏高¹⁰，**英央行**降息幅度料不及欧央行，期货市场预期 2025 年降息 2-3 次（见图表 19）。随着经济复苏及通胀升温，2025

⁷ 最新访问时间：2024 年 12 月 30 日。

⁸ 数据截至 2024 年 12 月 25 日当周。

⁹ 根据纽约联储，准备金占商业银行总资产比率处在 12%-13%以上为充裕（abundant），8%-10%以下则为缺乏（scarce），在此之间一般认为是适度充裕（ample）。

¹⁰ 2024 年 10 月、11 月美国 CPI 同比增速连续两个月回升，从 2.4%升至 2.7%，欧元区 HICP 从 1.7%升至 2.2%，英国 CPI 同比升幅最大，从 1.7%升至 2.6%。

年**日央行**具有进一步加息的空间，重点关注春季工资谈判的结果¹¹，一季度是加息落地的窗口期。但是，内部中小企业盈利压力较大，薪资增长结构不均衡，且石破茂政府新财年预算创新高，加息将使付息压力明显抬升；外部“特朗普 2.0”政策落地路径不确定性较高，韩国政坛动荡拖累、套息交易或仍有逆转空间等，也都使得日央行不具备快速加息条件。2024 年底召开的中央经济工作会议定调货币政策“适度宽松”，人行 2025 年度工作会议部署重点政策方向，后续料在统筹稳增长、稳价格、稳汇率内外多重目标基础上相机降准、降息，并继续完善货币政策新框架，优化利率由短及长的传导机制，提高 7D OMO 作为政策利率的传导效率。同时，结构性货币政策支持消费扩容和新质生产力投资、支持资本市场更好发挥投融资功能也是年内重点；也包括综合利用定向降准、再贷款、再贴现等传统政策工具，兼顾逆周期扩内需和跨周期促转型。

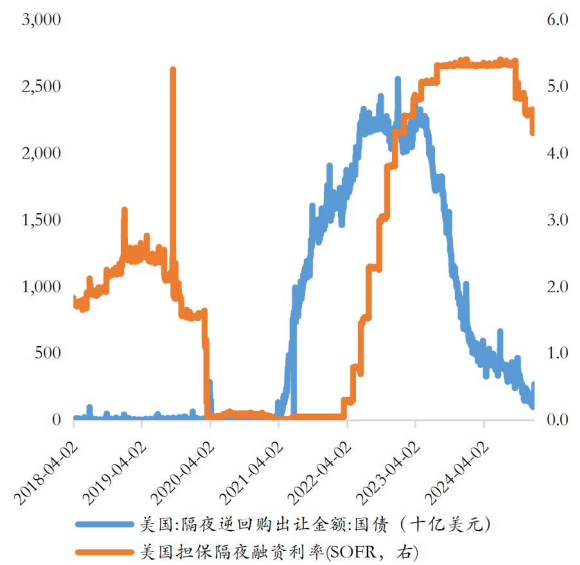
¹¹ 日本工会联合会（联合）已经于 10 月份公布了明年春季劳资谈判的基本方针，呼吁所有企业提高 5% 以上的工资，而且不少日本大公司也表示将继续实施稳健的加薪策略。

图表 17: 美国银行业准备金余额尚有空间



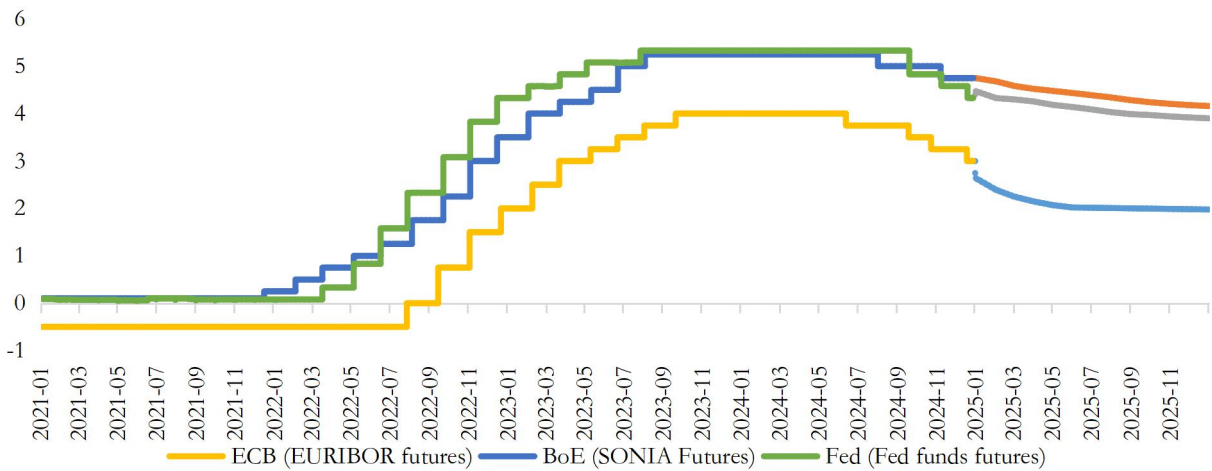
数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 18: 隔夜逆回购余额已降至较低水平, SOFR 仍在较高位



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 19: 期货市场对美联储、欧央行、英央行 2025 年降息的预期



数据来源: Macrobond、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心整理(数据更新于2024年12月31日)

三、全球资金流动及大类资产走势回顾及展望

1、2024 年金融市场交易回顾：衰退担忧、降息预期是市场交易主线，中国内需支持性政策调整、美国大选选情亦是市场关注焦点。具体看：比特币大涨 121.1% 引领全球大类

资产，美股纳指涨 28.6% 表现亮眼，金价屡创历史新高、年度涨幅 27.4%（见图表 20）。主要经济体经济表现与市场预期存在一定差异，“股债跷跷板”效应有所显现（见图表 21）。

一季度“复苏交易”：美国经济基本面韧性偏强，新兴经济体出口反弹和制造业景气升温，发达市场和新兴市场股市资金净流入量基本持平，股市整体波动上涨，发达经济体股市表现相对较好，“春斗”涨薪超预期，日股表现突出、大涨 20%，美债、欧债收益率走升，金价、油价走升。

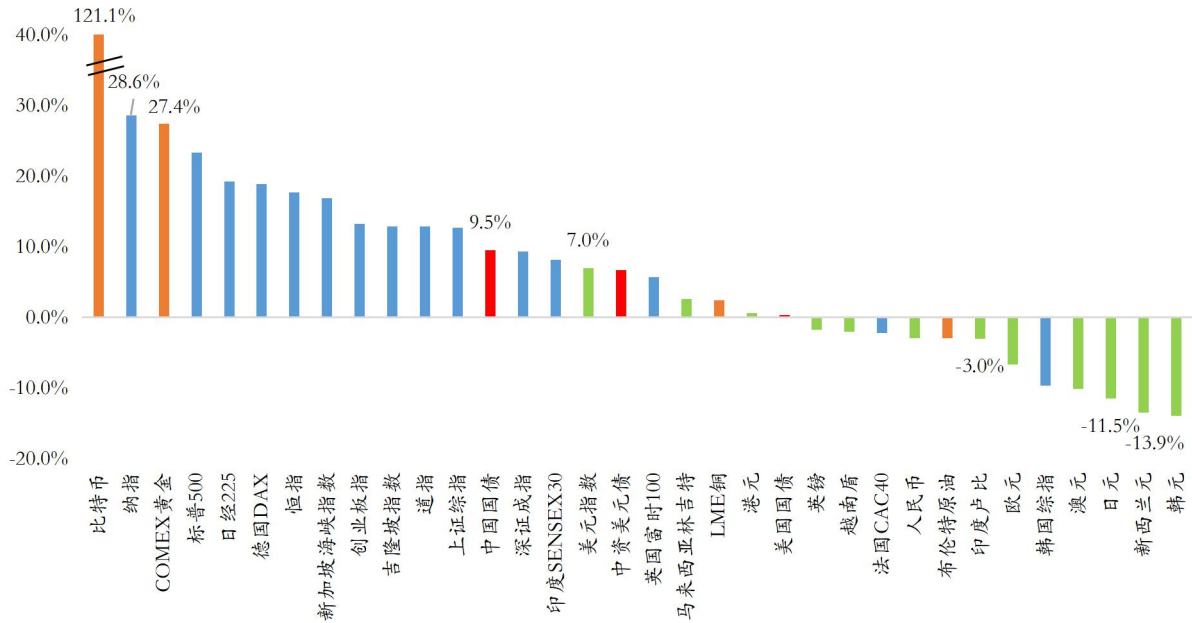
二季度“衰退担忧发酵”：美国就业市场边际降温、欧洲经济复苏缓慢，市场风险偏好下行，股市流入资金缩量，欧美股市波动走跌、港股和印度股市表现较好；降息预期有所升温，美债利率自 4 月下旬开启下行，美元指数呈“W”型高位波动；金价升幅收窄、油价波动走跌。

三季度“降息交易+套息交易逆转”：全球制造业景气 5 月后开始降温，市场波动进一步加大，股市普遍调整，7 月末日央行超预期加息，美国失业率快速攀升触发“萨姆定律”的衰退条件，全球股市迎来“黑色星期一”，日韩股市大跌并引发熔断机制，9 月美联储超预期降息 50BP、中国政策利好 A 股和港股大涨、创业板指涨近 30%；美债利率、美元指数快速下行至年内低点；金价上行速度加快，需求预期转弱拖累油价大幅回调。

四季度“特朗普交易”：自 9 月下旬起特朗普支持率上升，“特朗普交易”升温，11 月特朗普胜选，流入美股资金

创历史新高，带动美股迭创新高，信息技术、科技、工业、可选消费等板块领涨，比特币升破 10 万美元，美元指数反弹，金价亦屡创新高；美债利率快速走升。

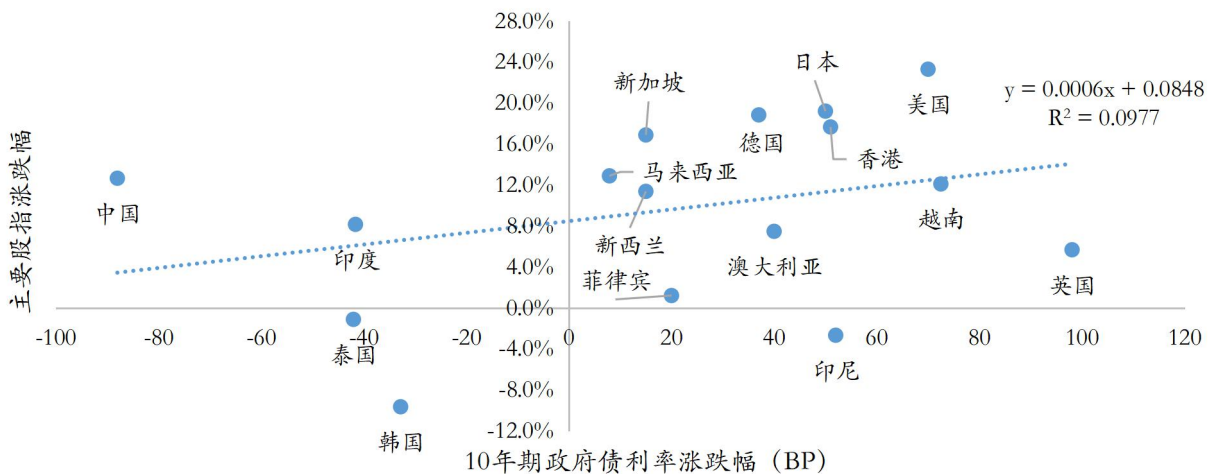
图表 20：2024 年全球大类资产表现总结



数据来源：WIND、Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

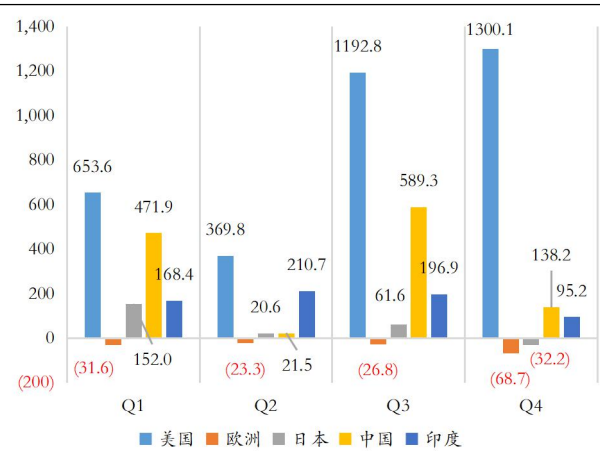
注：中债采用中债-国债总财富(总值)指数，美债采用 ICE 美银美国国债指数（截至 2024 年 12 月 16 日）

图表 21：2024 年主要经济体“股债跷跷板”效应显现



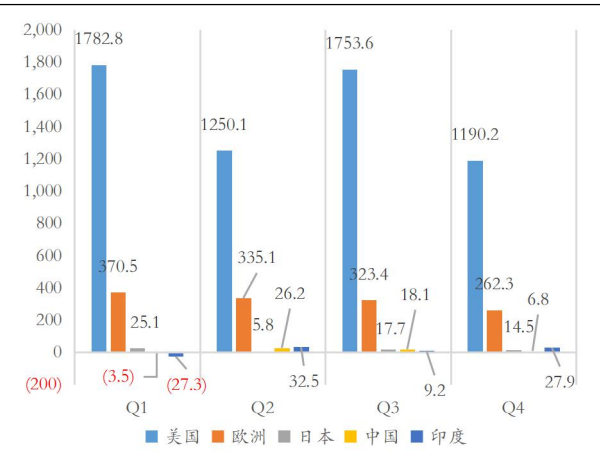
数据来源：WIND、Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

图表 22: 2024 年各经济体股市资金净流入 (亿美元)



数据来源: EPFR、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心(注:第四季度数仅包括10月和11月)

图表 23: 2024 年各经济体债市资金净流入 (亿美元)



数据来源: EPFR、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心(注:第四季度数仅包括10月和11月)

2、2025 年金融市场走势的三大趋势展望: 重点经济体股市走牛概率高, 汇市、债市料分化压力仍大, 金价阶段调整后仍有上行空间, 油价下行空间料不大, 比特币走势与“特朗普 2.0”政策落地效果关系最强。

趋势一: 偏强美元料延续, 非美货币走势延续分化。

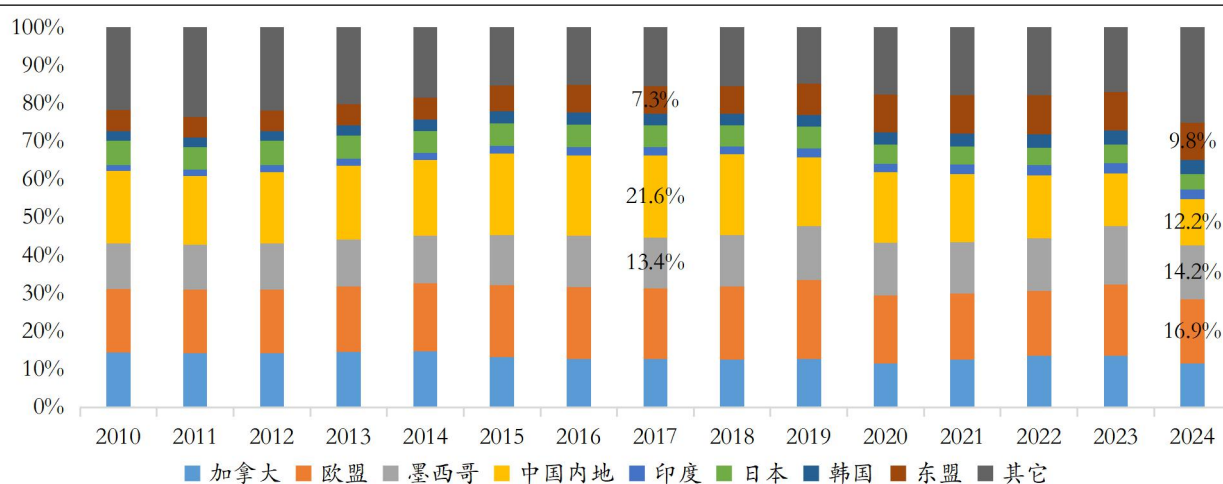
展望 2025 年, 降息周期下美元指数趋势上大概率震荡走弱¹², 但鉴于美国经济韧性和再通胀风险, 美联储货币政策料相对审慎, 与非美经济体的利差趋势收敛幅度有限, 叠加市场对关税政策的担忧, 地缘不确定性支持避险需求, 美元指数下行空间或相对有限。

非美货币压力料边际缓解, 但波动幅度预计仍大。欧元区稳增长压力较大, 降息空间料大于美联储, 欧美利差延续

¹² 从历史上看, 除了第三轮和第五轮降息周期中发生亚洲金融危机和国际金融危机, 避险情绪支撑美元走强, 在其他几次降息周期中, 美元指数大概率会走弱。

走阔，**欧元**走势偏弱；通胀压力制约英央行降息节奏，**英镑**贬值压力相对欧元或较小。**新兴市场主要经济体央行统筹增长、汇率、物价**等目标，货币表现料延续分化。新兴经济体多以出口为导向，特朗普新政府加征关税政策担忧下，**占美国进口量较大国家的货币受影响或较大**（见图表 24）。综合预计，“特朗普 2.0”加征关税措施或可较快推出（详见前期报告《“特朗普 2.0 时代”可能会有哪些变化-政策及经济篇》），短期对人民币汇率走势或形成一定影响，但中国出口商品竞争力持续提升提供韧性支持，内需支持性政策持续落地显效，经济稳定增长转型，叠加创新性资本市场政策工具逐步常态化、服务业开放等改革政策积极、人民币金融资产估值偏低等共同提振，人民币汇率料延续双向波动。韩国国内政局不稳、印度增长前景预期下修或增加**韩元**贬值压力；日央行料审慎收紧货币政策，美日利差收窄幅度有限，**日元**或温和走升；澳央行偏鹰派、财政刺激超预期等仍支撑**澳元**，但可能受贸易摩擦影响波动较大；新西兰经济偏弱、央行进一步降息预期偏强，**新西兰元**走势料延续弱于澳元。

图表 24：美国进口金额分国别占比



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理（注：2024 年数据截至 11 月）

趋势二：部分经济体“股债双牛”现象有望重现，顺周期及战略新兴产业等板块或更受资金青睐，市场波动性仍大。

历史上中美日等主要经济体均出现过“股债双牛”的情况，中国最近一轮出现在 2014-2015 年，期间人行六次降息、五次降准，市场流动性充裕，美国和日本也多次出现（见图表 25）。主因在于，市场流动性充裕提振经济增长动能和股市走势、低利率推动债市走牛。**2025 年**，主要央行宽松货币政策节奏、幅度仍存不确定性但延续降息趋势不变，财政政策协同加力，料提振信用周期同步向上，为“股债双牛”提供基础环境。此外，“特朗普 2.0”政策落地情况及反应、热点地区地缘形势仍存不确定性，全球金融市场波动料仍大。

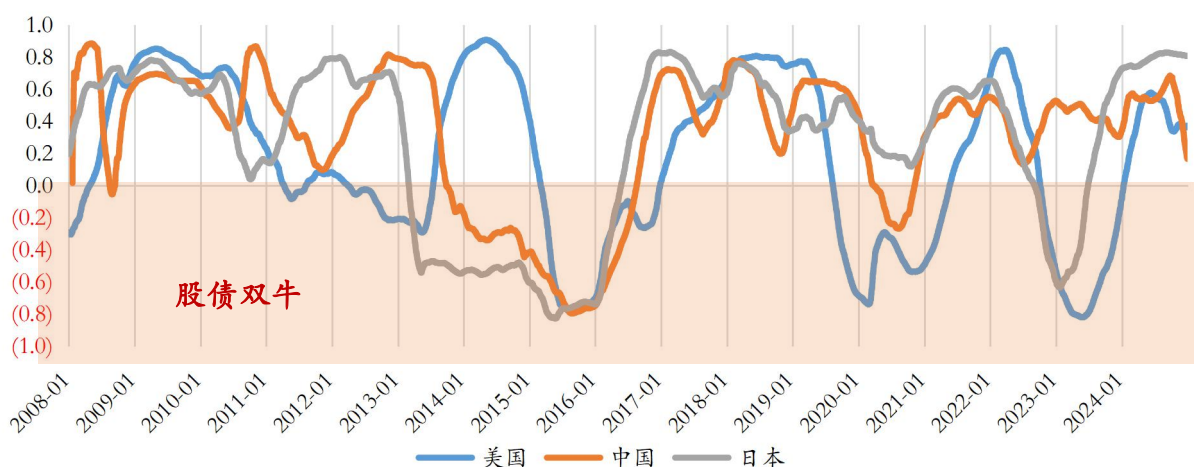
发达经济体市场：（1）美国，短期美股仍有支撑但波动性仍大，美债趋势下行但空间料不大，聚焦关注“特朗普交易”回调空间。基准情形下，2025 年美国仍具一定增长韧性、“特朗普 2.0”减税和放松监管等政策提振企业盈利，继续为美股提供支持，但美股估值处于历史高位、AI 商

用前景仍存不确定性，预期变化引致市场波动的概率仍高。美联储延续降息、前期“特朗普交易”抬高利率水平等背景下，美债利率料趋势走低，但“特朗普 2.0”政策对美国经济的短期影响偏积极、市场再通胀隐忧抬升等因素仍对美债利率有支撑，基准情形下美债利率大幅下行概率不大，**聚焦关注“特朗普 2.0”政策效果不及预期的影响。**（2）**欧元区和英国：股债市场走牛动能均偏弱。**经济增长动能仍相对较弱，欧英央行料延续降息，**欧元区政府债利率料延续回落**，但部分国家出现政局波动、主权债务评级遭下调等情况，则可能引发债市利率走高；降息背景下**欧洲股市**仍存一定上行空间，但欧洲经济景气复苏节奏、“特朗普 2.0”普遍高关税政策、乌克兰危机前景等仍存不确定性，预计仍将继续对欧洲市场造成扰动。（3）**日韩：**受日本经济韧性，企业改革红利提振，**日股**有继续上涨的弹性，但日央行加息提高日债利率或带来时点性波动。政局风波未定前，**韩国政局仍不稳**，股市短期内料延续承压。

新兴经济体市场：主要央行宽松货币政策周期利好新兴市场股市，中国内地积极财政政策、适度宽松货币政策持续显效接力，叠加夯实**A股趋势走升动能**，中国国债利率跟随政策利率窄幅波动仍是基本趋势，政策显效期内交易情绪波动可能引致市场波幅加大；政策加力叠加流动性改善，支持**港股**估值进一步修复回升。在新一届政府积极政策支持下，前期回调降低估值，**印度股市**仍有一定的投资吸引力。**越南**

经济增长景气度仍高，股市有望延续实现正收益。

图表 25：中、美、日主要股指与 10Y 国债利率 2 年移动相关系数走势



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

趋势三：金价短期或有调整压力、中长期中枢料延续走升，油价料宽幅波动、大幅下行概率不大。

金价短期或有调整压力，中长期中枢仍有走升动能。从走势上看，前期金价升幅大，美联储降息预期审慎，市场担忧“特朗普 2.0”政策抬高通胀中枢，短期金价或存在调整压力，但在稳经济和控通胀的压力下，特朗普政策的落地力度或相机决策，此外，地缘形势仍有较大不确定性，新兴市场央行购金¹³等仍将对金价提供支撑。中长期看，金价中枢仍有走升动能。

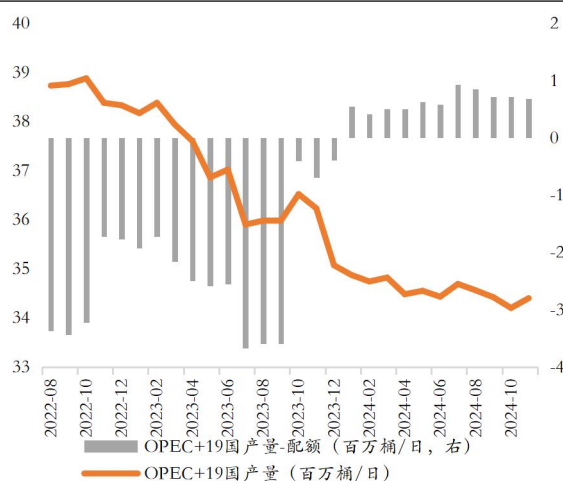
油价短期或面临一定供给过剩压力，油价中枢预计趋势下行，但大幅下行空间或不大。供给端，OPEC+增产难度较大¹⁴，除非伊朗供应因制裁升级而减少、非 OPEC+将继续成为

¹³ 世界黄金协会发布的《2024 年央行黄金储备调查报告》显示，大多数央行认为未来五年内黄金储备在全球央行储备资产中的比例将会上升，未来新兴经济体央行的购金行为将主导全球央行购金趋势。根据世界黄金协会的数据，2024 年 3 季度，在以 G7 国家为代表的发达国家，黄金占央行储备资产的 44.3%，而在以金砖三国（除俄罗斯）为代表的新兴国家，这一比例仅为 6.1%，表明新兴市场央行的购金需求还有增长空间。

¹⁴ OPEC+主要以下几方面担忧：OPEC+尤其是沙特的首要任务倾向于支持财政预算，而不是增加市场份额；

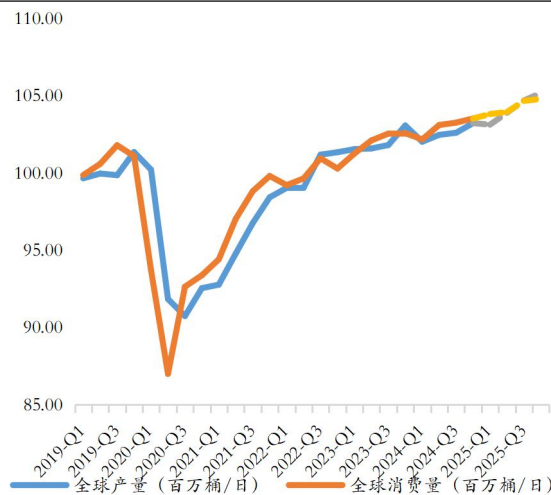
供应增量的来源¹⁵；需求端，预计2025年全球经济增速稳中微降，原油需求缓慢增长¹⁶。整体看，预计2025年供给增速将超过需求增速¹⁷，基本面将从供需大致平衡转向供给小幅过剩¹⁸，油价中枢料仍有下移空间，但地缘形势不确定性、主要经济体积极政策提振预期，油价大幅下行空间料不大。持续关注OPEC+潜在产能释放、美国能源政策、地缘形势以及主要消费国政策及经济数据表现。

图表 26：2024 年 OPEC+产量保持相对稳定，但自愿减产的执行力度有限，产量持续超过配额



数据来源：IEA、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 27：EIA 预计 2025 年下半年原油基本面将转向供给略过剩



数据来源：EIA、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2025 年非 OPEC+成员国原油产量的强劲增长限制了 OPEC+扩大供应的机会。

¹⁵ 12 月 EIA 能源展望报告显示，2025 年非 OPEC+原油主要增量来自于美国、加拿大和巴西，2025 年产量将较 2024 年分别增加 42.7 万桶/日、38.5 万桶/日、18.0 万桶/日。

¹⁶ EIA 预计 2025 年全球原油需求量为 104.3 百万桶/日，较 2024 年增加 129 万桶/日。

¹⁷ EIA 预计 2025 年原油供给增速为 1.6%，需求增速为 1.3%（2024E：供给+0.6%，需求+0.9%）。

¹⁸ EIA 预计 2025 年下半年原油基本面将转向小幅过剩，预计 2025 年 3 季度、4 季度供给分别超过需求 2.7 万桶/日、38.0 万桶/日。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**