

## 报告摘要

### 2025 年一季度 A 股市场展望与投资策略

展望 2025 年，预计市场将继续面临复杂多变的形势。一方面，市场面临的外部压力仍存，中美的博弈或会持续并有可能升级，对出口和汇率造成一定压力；另一方面，随着新一轮宽货币、宽财政组合政策的推进，国内宏观经济有望稳步复苏，在低基数效用下，A 股公司的盈利有望迎来边际改善。

展望一季度，市场春季躁动行情仍可期待。由于资金流动性充裕，虽然短期政策刺激传导到盈利端有时滞，但市场在活跃的氛围下仍具备结构性行情的机会。一季度处于数据真空期，同时市场会逐步统一对于重要会议的预期，管理层大概率仍会继续出台更多的化债、刺激内需的增量政策，以对冲外部压力和提振内部信心。同时，市场有可能迎来期待已久的降准、降息操作，以进一步释放流动性。从全年维度看，由于无风险收益率大概率持续下行，建议积极关注红利类资产的投资机会。

### 2025 年一季度港股市场展望与投资策略

目前港股仍未完全摆脱震荡格局，即反弹是间歇、结构是主线，因此投资策略上更倾向于在低迷的左侧逐渐布局，在亢奋的右侧适度转向获利了结。市场对于国内刺激的预期更为积极，但当前需求下行、通胀低迷、信贷疲弱，进而导致盈利不振等问题的根源可能在于信用收缩，解决这一问题的有效方式是财政介入，但无论是间接化债还是直接需求刺激，可观的规模都是必要的。与此同时，基本面的持续修复亦需要更多增量政策的支持。尽管 2024 年 9 月底政策转向后，稳增长政策发力推动 2024 年 10 月经济和金融数据边际修复，但进入 2024 年 11 月后，高频数据显示经济活动再度走弱。后续值得关注的催化事件包括 2025 年 3 月初的“两会”，届时或公布财政预算和赤字率的安排。

海外方面，短期内市场对美联储的降息预期仍将进行摇摆博弈，但预期美联储或维持降息趋势，直至回到中性利率。由于港股对外部流动性更为敏感，美国货币政策转向或将阶段性对港股估值的分母端形成一定支撑。同时，港元是采用挂钩美元的联系汇率，美元进入降息周期传导至港元资产的路径更为直接。另外，在中美利差和人民币汇率的约束下，美联储维持降息周期或将为国内货币政策提供更宽松的条件和窗口期，这也有助于为降低国内相对偏高的融资成本打开空间，经济托底政策加码的预期升温，提振港股市场风险偏好，也有助于改善分子端预期。

目前港股市场估值水平的吸引力在逐步显现，中期来看市场或在波折中上行，国内经济增长政策变化以及美联储货币政策路径值得关注。影响香港市场定价的分子端盈利水平和分母端流动性因子均有望得到边际改善，较低的估值水平不仅将为市场抵御外部波动提供缓冲，也有望使港股市场对潜在的增长修复和政策信号更为敏感，从而提供更大的弹性。

### 2025 年一季度债券市场展望与投资策略

2024 年四季度财政刺激政策成效明显，中央政府对地方隐性债务化解的决心不变，通过隐债置换专项债的发行逐步压降地方债务的付息成本，未来的专项债地产收储也为市场带来较高预期。虽然 2024 年四季度没有迎来降准降息，但央行通过买断式逆回购为专项债的集中供给提供较为充裕的流动性，导致 2024 年四季度短端下行幅度明显高于季节性水平，长端的下行则主要交易 2025 年的降准预期以及美国总统上台可能带来的中美贸易的不确定性。预计未来债市短期内多头仍略占上风，但总体仍以平稳波动为主。

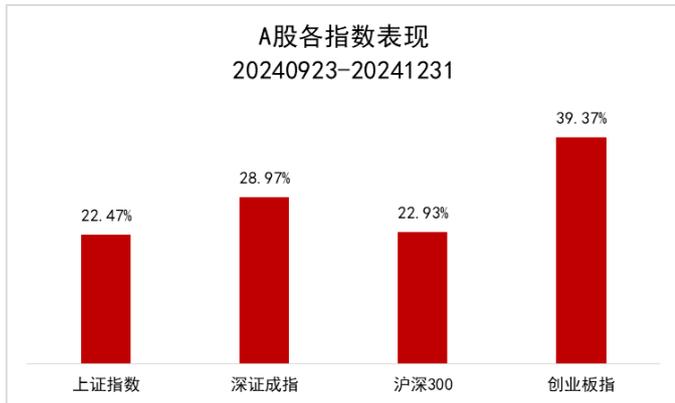
当前 10 年期国债收益率已突破 1.7% 水平，考虑到 2025 年一季度可能降准、降息，未来仍可能进一步下探，但空间或较为有限。如果 2025 年财政进一步发力，国内有效需求充分调动，债市或迎来回调。但未来中美关系态势并不明朗，若新一轮贸易战开启，国内预期进一步悲观，债市反转短期内或难以出现。目前建议持仓久期不宜过长，注重防守策略，静待 2025 年市场变化。

本报告所载资料的来源及观点的出处被恒生前海基金认为可靠，但恒生前海基金不对其准确性或完整性做出任何保证。本报告所载的信息、材料及结论只提供客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。恒生前海基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

## 2024 年四季度市场回顾

### A 股强势反弹，利好政策扭转市场信心，科技成长领涨

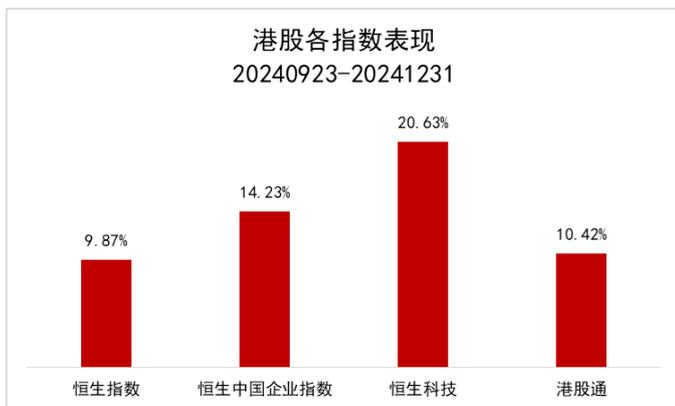
A 股自 2024 年 9 月末以来伴随重要政策发布强势反弹，成交额快速放大，市场交易情绪较热，2024 年 9 月末至 12 月末各指数普遍大幅收涨，各板块向上收红，市场前期悲观预期得到扭转，对于未来中国经济信心增强。在指数表现上，创业板指涨幅领先，深证成指次之，上证指数及沪深 300 涨幅居后但同样大幅收涨。由于当前包括财政政策在内的部分具体经济政策措施暂未完全推出，经济数据的修复还需要时间验证，大盘股及顺周期板块的向上动力偏弱，但市场流动性的充裕推动题材行情火热，板块轮动较快，同时风险偏好的回升推动科技成长板块估值修复。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

### 港股快速反弹后向下震荡，市场情绪向中性回归

港股在 2024 年 9 月下旬至 10 月上旬经历快速反弹，在政策组合拳之下，宏观经济获得政策托底，经济环境和投资者信心得到改善，但 2024 年 10 月中旬到 12 月底港股向下回调并区间震荡，市场对于后续具体政策细则的出台仍有分歧和担忧，在近两个月流动性驱动的主题投资告一段落后，港股开始逐渐回归基本面和业绩线。在指数表现上，自 2024 年 9 月 23 日到 12 月底，恒生科技指数涨幅领先，恒生中国企业指数涨幅次之，恒生指数和港股通亦累计了向上涨幅。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

## 2025 年一季度市场展望与投资策略

恒生前海基金 投资部

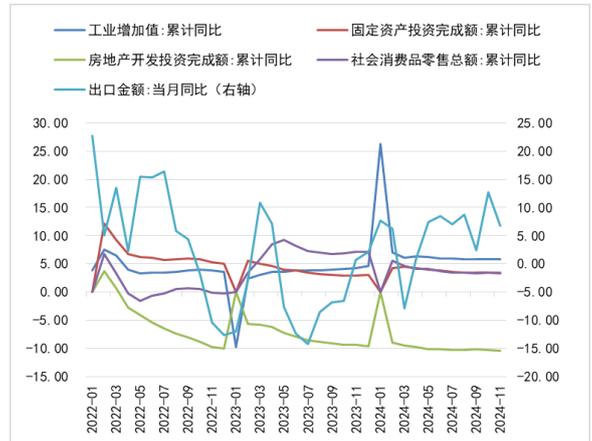
## 中国宏观经济回顾

### 经济基本面

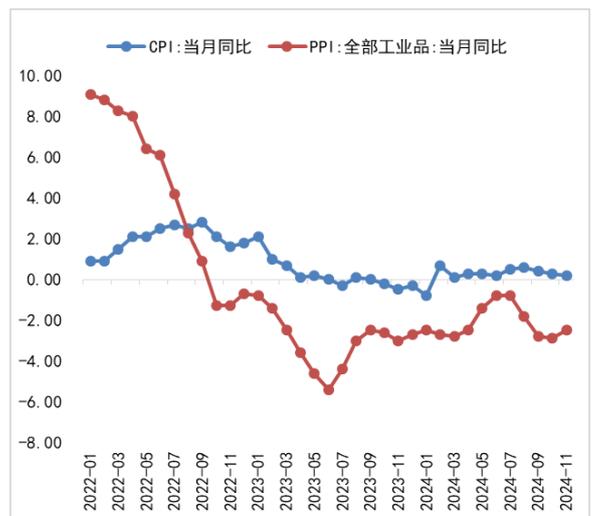
2024 年 10、11 月 PMI 分别录得 50.10 和 50.30，结束了自 2024 年 5 月开始连续五个月的收缩态势，财政发力成效显著。整个四季度工业增加值、社会消费品零售总额相对平稳，固定资产投资项下，房地产 2024 年全年累计-10%，边际变化不大；制造业和基础设施投资四季度累计增速保持稳定，边际小幅改善。

随着 2024 年四季度置换债的发行落地，地方政府现金流短期内迅速得到改善，导致 2024 年 11 月 M1 同比降幅显著收敛，但同时政府置换债务多为银行贷款，2024 年 11 月社融及新增人民币贷款均不及预期。

另外 2024 年四季度出口明显改善，PPI 下行趋势开始边际企稳，未来有望逐步向 CPI 传导，但 2025 年的贸易环境随着美国总统的就职或将出现很大的不确定性。



资料来源：Wind，恒生前海基金。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

## 2025 年一季度权益市场展望与策略

### A 股市场

展望 2025 年，预计市场将继续面临复杂多变的形势。一方面，市场面临的外部压力仍存，中美的博弈或会持续并有可能升级，对出口和汇率造成一定压力；另一方面，随着新一轮宽货币、宽财政组合政策的推进，国内宏观经济有望稳步复苏，在低基数效用下，A 股公司的盈利有望迎来边际改善。

展望一季度，市场春季躁动行情仍可期待。由于资金流动性充裕，虽然短期政策刺激传导到盈利端有时滞，但市场在活跃的氛围下仍具备结构性行情的机会。一季度处于数据真空期，同时市场会逐步统一对于重要会议的预期，管理层大概率仍会继续出台更多的化债、刺激内需的增量政策，以对冲外部压力和提振内部信心。同时，市场有可能迎来期待已久的降准、降息操作，以进一步释放流动性。

投资方向上，较为看好科技成长的结构性机会。美国总统上台后可能推出的一系列制裁措施，或将会为自主创新的科技行情带来催化。中长期来看，随着中美博弈的持续升温，自主可控的科技创新是中国必须坚持和大力推动的方向，也是国内扩大内循环、发展新质生产力、提高生产效率的重要抓手。因此建议持续关注以国产算力、机器人、低空经济等为代表的科技创新板块。同时，考虑到政策的持续发力和推进，建议密切关注内需相关的顺周期板块的投资机会。预计 2025 年一季度将陆续落实内需方面的增量政策，包括但不限于家电补贴、税收优惠等，相关板块现阶段处于预期和关注度低位，后续有可能迎来困境反转的投资机会。从全年维度看，由于无风险收益率大概率持续下行，建议积极关注红利资产的投资机会。

### 港股市场

目前港股仍未完全摆脱震荡格局，即反弹是间歇、结构是主线，因此投资策略上更倾向于在低迷的左侧逐渐布局，在亢奋的右侧适度转向获利了结。市场对于国内刺激的预期更为积极，但当前需求下行、通胀低迷、信贷疲弱，进而导致盈利不振等问题的根源可能在于信用收缩，解决这一问题的有效方式是财政介入，但无论是间接化债还是直接需求刺激，可观的规模都是必要的。与此同时，基本面的持续修复亦需要更多增量政策的支持。尽管 2024 年 9 月底政策转向后，稳增长政策发力推动 2024 年 10 月经济和金融数据边际修复，但进入 2024 年 11 月后，高频数据显示经济活动再度走弱。后续值得关注的催化事件包括 2025 年 3 月初的“两会”，届时或公布财政预算和赤字率的安排。

海外方面，短期内市场对美联储的降息预期仍将进行摇摆博弈，但预期美联储或维持降息趋势，直至回到中性利率。由于港股对外部流动性更为敏感，美国货币政策转向或将阶段性对港股估值的分母端形成一定支撑。

同时，港元是采用挂钩美元的联系汇率，美元进入降息周期传导至港元资产的路径更为直接。另外，在中美利差和人民币汇率的约束下，美联储维持降息周期或将为国内货币政策提供更宽松的条件和窗口期，这也有助于为降低国内相对偏高的融资成本打开空间，经济托底政策加码的预期升温，提振港股市场风险偏好，也有助于改善分子端预期。

目前港股市场估值水平的吸引力在逐步显现，中期来看市场或在波折中上行，国内经济增长政策变化以及美联储货币政策路径值得关注。影响香港市场定价的分子端盈利水平和分母端流动性因子均有望得到边际改善，较低的估值水平不仅将为市场抵御外部波动提供缓冲，也有望使港股市场对潜在的增长修复和政策信号更为敏感，从而提供更大的弹性。

### 两地市场看好的板块及原因

关注行业	看好原因
医药	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、创新+国际化仍是核心关键词，重点关注创新药以及基本面开始改善的创新药产业链；同时关注 2025 年有望迎来改善的医疗器械领域。</li> <li>2、2025 年国内顺周期领域也有望迎来复苏，若经济基本面预期转好，消费医疗领域（中药 OTC、医疗服务与连锁药店等）亦有望实现回升。</li> </ol>
电子	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、云厂自研 AI 算力芯片放量以及 AI 端侧持续落地，云厂加速推出推理/训练侧自研芯片，端侧智能手机/眼镜作为 AI Agent 载体落地将进一步拉动产业链需求。</li> <li>2、高阶智驾向下普及带来硬件产业链需求提升，看好相关车企发力低价车型智驾标配，自主品牌开始加速智能化进程。</li> <li>3、自主可控进入新阶段下的投资机遇，国内设备从国产替代走向高端化与平台化，同时国产化向上游零部件与材料环节延伸。</li> </ol>
电新	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、海外大厂机器人项目有望于 2025 年量产，产业催化持续不断，密切关注参与度高、价值量高的优质公司。</li> <li>2、2025 年海风项目逐步启动，沿海省份项目开工进展加速，产业链订单拐点到来，长期维度看各省海风远期规划乐观。</li> <li>3、电网受益于电力结构变化，维持高景气度，产业链公司业绩确定性较高。</li> </ol>
汽车	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、尽管 2024 年的以旧换新政策透支了部分需求，但预计 2025 年中国乘用车销售仍有韧性。</li> <li>2、部分行业特征如价格战、新车型重要性提升等将在 2025 年延续，同时也将看到一些新的趋势，如行业或初现整合迹象、投资者更加关注企业盈利等。</li> </ol>

## 2025 年一季度债券市场展望与策略

### 债券市场展望

2024 年四季度财政刺激政策成效明显，中央政府对地方隐性债务化解的决心不变，通过隐债置换专项债的发行逐步压降地方债务的付息成本，未来的专项债地产收储也为市场带来较高预期。虽然 2024 年四季度没有迎来降准降息，但央行通过买断式逆回购为专项债的集中供给提供较为充裕的流动性，导致四季度短端下行幅度明显高于季节性水平，长端的下行则主要交易 2025 年的降准预期以及美国总统上台可能带来的中美贸易的不确定性。预计未来债市短期内多头仍略占上风，但总体仍以平稳波动为主。

### 债市策略

当前 10 年期国债收益率已突破 1.7% 水平，考虑到 2025 年一季度可能降准、降息，未来仍可能进一步下探，但空间或较为有限。如果 2025 年财政进一步发力，国内有效需求充分调动，债市或迎来一波回调。但未来中美关系态势并不明朗，若新一轮贸易战开启，国内预期进一步悲观，债市反转短期内或难以出现。目前建议持仓久期不宜过长，注重防守策略，静待 2025 年市场变化。

（此处为文章结尾）