



前景展望

全球研究部 | 2025年1月7日

本材料仅可分发给中国大陆的合格投资实体。这是对发布于2024年12月3日的英文报告的中文翻译。若原始报告和翻译版本报告之间存在任何不一致之处，以原始英文版本为准。

分析师声明及重要披露，包括非美国分析师披露，见第57页。

摩根大通与其研究报告所覆盖的公司开展业务，或寻求与这些公司开展业务。因此，投资者应意识到其中可能存在利益冲突，进而可能会影响本报告的客观性。投资者在做出投资决策时，本报告之观点应仅作为投资者的考虑因素之一。.

目录

前言	03
2025 年全球展望	04
各类资产摘要	11
经济	11
股票	17
利率	25
货币	34
信用	37
新兴市场	42
大宗商品	47
专题研究	50
主要作者	54

前言

尊敬的客户—

在本报告中，我们为您呈现摩根大通全球研究部所做的2025年前景展望，同时附上我们研究部在过去数周就每个资产类别、行业和地区编制的总计约100篇单独年度展望报告的摘要。

2024年的关注焦点是通胀、央行应对措施和全球选举。在2025年到来之际，虽然商业周期走势仍是影响展望的关键因素，但美国在贸易、移民、财政和监管方面的全面政策调整将受到更多关注。这些调整会对美国和其他地区2025年及以后的局势产生重大影响。

到目前为止，全球经济扩张仍具有韧性。反通胀速度减慢而且通胀率仍处于高位，从而限制了央行政策宽松的空间，这和我们的预测一致。不过，美国市场持续领跑和全球制造业疲软（除了科技行业）令人感到意外。我们的2025年基准预期是全球增长减速但依然强劲，核心通胀率仍接近3%。明显的例外是中国经济或因为受到中美贸易战可能重燃的影响放缓幅度较大。关键变化在于各家央行政策宽松的步伐应不再那么同步，而且宽松的速度也会放慢。

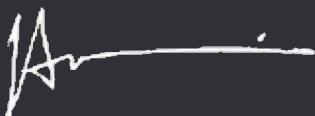
在我们设定的基准情境中，我们预计美国例外主义将支撑美元和美国风险资产，同时仍认为美国国债前景喜忧参半。我们看好美元兑欧元和人民币汇率。我们对信用做出积极展望，预计高等级债券利差变动不大，但我们仍对新兴市场固定收益品种持谨慎态度。我们看好美国股市，但预计受益于增长差异和投资者仓位调整影响，美股将出现更明显的分化。我们看涨黄金，但看跌石油和基础金属。

但是，政策不确定的背景，再加上地缘政治风险，意味着宏观经济波动加剧，且其潜在影响的范围更大。

当您游弋在日益复杂的市场中时，摩根大通全球研究部期待继续我们的合作关系，提供对2025年及未来的投资见解和思路。

我们代表摩根大通全球研究部，祝您在新的一年幸福安康，兴旺发达！

谨致谢忱，



Hussein Malik

全球研究部主管

2025 年全球展望

不均衡正常化、市场分化、美国例外主义、特殊交易思路

2025 年全球宏观经济格局应变得更不稳定，原因是市场面临越发复杂的局面。宏观动态和货币政策的交互作用将推动商业周期的演变，而新一届美国政府的潜在政策变化将带来更多不确定性。技术创新和人工智能周期的扩散仍将是各个市场的主要驱动因素，同时未来几个季度表现将更受关注。这种情况下投资者应保持开放的心态和灵活的投资策略。我们的多资产展望的整体主题是：a) 国家和地区之间自上而下的宏观差异造成政策利率的正常化并不均衡；b) 政策驱动下各个市场自下而上的分化；c) 潜在的放松管制以及贸易、财政和能源政策的变化使美国例外主义的延续态势得到巩固。

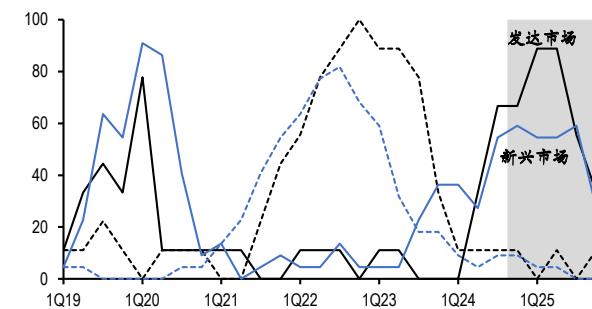
对于 2025 年，摩根大通认为增长前景更具韧性，预计短期内不会出现衰退（2025 年上半年的概率为 15%）。美国仍将是全球增长引擎，因为其劳动力市场仍然健康，信用基本面稳固，系统流动性充裕，而且人工智能相关资本支出也在扩展。2025 年，我们预计全球增长率（4 季度季调后同比）将从 2024 年的 2.7% 降至 2.2%（美国从 2.4% 降至 2.0%，欧元区从 1.1% 降至 0.7%，中国从 4.8% 降至 3.2%（假设美国对华关税升至 60%））。全球 CPI（4 季度季调后同比）预计将从 3.0% 降至 2.7%（美国核心 PCE 从 2.8% 降至 2.3%，欧元区 HICP 从 2.4% 降至 2.0%），只是供需失衡方面的差异将使各国通胀放缓的过程更趋分化。

货币政策方面，2021 和 2022 年实施的快速、激进且同步的紧缩周期过后，全球大多数央行已逐渐摒弃了限制性政策立场。各地区推动通胀放缓进程的力量不太可能相同，这就意味着各家央行的行进轨迹可能远不会像之前的同步紧缩周期那样并驾齐驱。降低政策利率的央行占比应在 2025 年下半年见顶，随后下降（图 1）。预计美联储将降息 100 个基点至 3.75%，并且存在提前暂停的风险。我们预测美联储的资产负债表将在 2025 年 1 季度末停止收缩（图 2）。美国大选对中国的影响最为显著，假设美国对华关税升至 60%，即使已经考虑了额外的政策刺激，我们还是将 2025 年 GDP 预测增速下调了 0.8 个百分点。

欧洲同时面临疲软的周期性需求和结构性阻力，而欧洲央行更有可能完成降息周期，将政策利率降至中性（1.75%）以下。利率市场反映的美联储、欧洲央行和英国央行的累计降息幅度基本符合我们的预期，它低估了澳大利亚央行和新西兰央行的政策宽松幅度并高估了挪威央行和瑞典央行政策宽松幅度（图 3）。受汇率方面的挑战影响，大多数新兴市场央行的政策利率正常化进程也将较慢。

图 1：下调政策利率的央行比例

占当季总数*的百分比，虚线为加息央行所占百分比

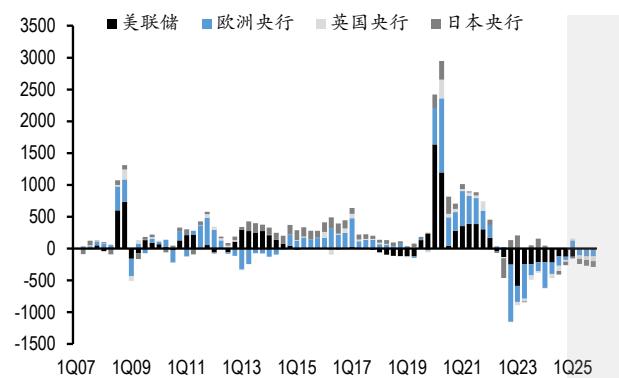


*在《Global Data Watch》报告覆盖范围内（包括 9 家发达市场央行和 22 家新兴市场央行）的百分比

资料来源：摩根大通全球经济研究团队

图 2：2025 年资产负债表预计将继续正常化，到年底 G4 的累计降幅约为 8000 亿美元

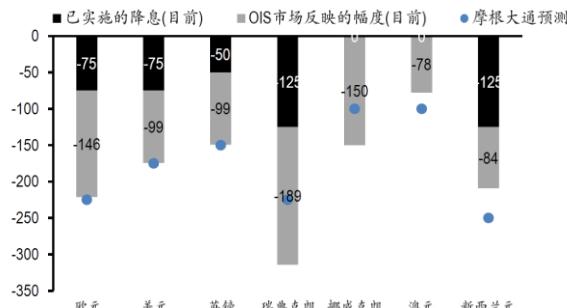
美联储、欧洲央行、英国央行和日本央行资产负债表季度变化；从 2007 年开始，预期截至 2025 年底（灰色阴影部分）；10 亿美元



资料来源：摩根大通

图 3: 利率市场反映的美联储、欧洲央行和英国央行的累计降息幅度基本符合我们的预期, 它低估了澳大利亚央行和新西兰央行的宽松幅度并高估了挪威央行和瑞典央行宽松幅度

已实施的降息以及各发达隔夜指数掉期 (OIS) 市场反映的和摩根大通预测的到 2026 年底的累计降息幅度; 基点



资料来源：摩根大通

特朗普政府对移民、贸易和财政政策的态度, 以及监管框架的潜在变化将对美国乃至全球其他地区的宏观经济状况产生关键影响。我们的经济团队构建的整体框架是在其他条件不变的情况下, 特朗普的政策应强化美国例外主义主题, 而且这很可能会以全球其他地区为代价。理论上, 这些政策应影响供给曲线, 进而给通胀带来上行压力, 只是其实际影响仍不确定, 这是因为特朗普当选的核心原因之一是要降低通胀并缓解美国家庭的负担能力危机。我们的基准假设是对中国实施 60% 的关税, 其他关税谈判则更多地被视为讨价还价的工具。财政方面, 我们假设美国将减税, 但总体上可能被财政环境和全面延长《减税与就业法案》的高成本所制约。大多数人仍对政府效率计划和削减支出的程度持怀疑态度, 但需要保持开放心态, 这是因为新一届政府可能带来意外利好。我们预计移民政策将有所收紧, 但排除大规模驱逐移民的可能性。最后, 我们的倾向是金融和能源行业以及气候和反垄断政策的监管框架将变轻。放松管制和更友好的营商环境的益处可能被低估, 同样被低估的还有打开生产率增长空间和资本部署的潜力。

基准情境

在美国例外主义得到强化的情况下, 我们对美国风险资产持乐观态度, 央行不断放松政策使商业周期延长, 同时美联储在 2025 年 1 季度结束量化紧缩将提供额外支持。稳健的劳动力市场走势、可能下降的能源价格和以促进营商为导向的新一届美国政府应给美国消费者和企业带来帮助。上述展望的风险来自高估值和仓位调整, 特别是如果美联储在 2025 年晚些时候对潜在加息敞开大门的话。我们设定的标普 500 指数 2025 年目标为 6,500 点, 每股收益为 270 美元 (同比增长 10%)。利率的进一步下降应有助于标普 500 指数之内和各种规模的公司出现更广泛的盈利复苏。2025 年的核心股票主题是在不同步的地区商业周期和央行政策、美国新一届政府的政策议程演变、盈利增长的范围扩大以及拥挤的动量因子仓位调整影响下, 个股、风格、行业和题材更趋分化。

我们也看好美元, 并预计欧元/美元将跌破平价

(2025 年 1 季度报 0.99), 我们预测关税冲击之下人民币将走弱 (2025 年 1 季度报 7.40, 2025 年 2 季度报 7.50), 同时我们预计美元/日元将因日本央行更鹰派的政策而回落 (2025 年 1 季度报 151, 2025 年 2 季度报 148)。包含关税问题的韧性情境将限制部分央行, 特别是新兴市场央行在弱势货币思路下将政策利率正常化的能力。美国通胀放缓范围扩大的情境将给美元看涨情绪带来一定挑战, 因为这将给予美联储更完整的降息周期, 并很有可能推动美元/欧元回落。

利率方面我们对做多欧元久期很有信心 (2025 年下半年 10 年期德国国债收益率低于 2%), 原因是具有挑战的增长前景和疫情前的通胀起点使我们对央行将通胀拉回目标水平的能力更有信心, 同时风险偏向下行。在我们的韧性基准情境中, 美国国债的前景相对好坏参半 (2025 年 3 季度触及 4.10% 的低点), 但在曲线短端有看涨久期的倾向, 这是因为市场反映的是通胀不会完全放缓。日本方面, 我们预计日本央行将比市场反映的更强硬, 并且青睐日本国债曲线变平交易。我们还认为日本央行的前景和美国的前景几乎无关, 原因是在不发生全球衰退的情况下, 目前的大多数通胀压力都更多地源于国内服务部门, 全球或美国因素的影响则较小。

在美联储无法完成降息周期的韧性宏观前景中, 除了关税冲击可能带来的额外风险, 我们对整个新兴市场

都持谨慎态度。如果新兴市场普遍面临汇率压力，有能力继续降息的央行就会极少，流动性紧缩措施和使用外汇储备将成为亚洲各央行的第一道防线。我们整体上对信用持乐观态度，预计欧元投资级债券利差将小幅扩大，美元投资级债券利差将稍稍收窄。

大宗商品方面，疲软的石油供需基本面可能拉低油价，特朗普的能源议程将产生进一步的助推作用。我们仍同样看跌基础金属，因为其将进一步反映中国的关税风险。我们继续长期看涨黄金。

情境	多资产投资组合
基准情境：韧性增长，不均衡的通胀放缓触发不同步的央行宽松政策	美国例外主义有利美元，看好美国风险资产。美国国债前景好坏参半，但基于央行完成降息周期的相对能力做多欧元久期。看好美元兑欧元和兑人民币汇率，后者受关税影响较大。看好信用，预计欧元投资级债券利差小幅扩大，美元投资级债券利差稍稍收窄。对新兴市场固定收益持谨慎态度。看跌石油和基础金属，看涨黄金

资料来源：摩根大通

有利风险情境

我们认为，风险资产的有利情境对应的情况是管制如期放松、政府效率提高和美国人工智能主题的扩展支持增长前景带来建设性的风险情绪。进一步的投资，叠加资本部署的增长和生产率的提升可能形成正反馈循环，从而有可能提振宏观经济环境和盈利。美国经济未来增速从 2% 的水平反弹可能限制美联储继续降息的能力，但这也可能出现在其他地区政策利率正常化和欧元区通胀放缓进程变得更加稳固的情况下。我们认为这样的有利需求冲击将使全球其他地区的贝塔收益率变得不那么明显。**进一步实施美国例外主义会促进做多美元股票和做多美元的行为。**具体到欧元区来说，我们认为有利风险情境更有可能来自促成俄乌和平协议的地缘政治解决方案。这可能对能源价格产生一定下行压力，同时通过乌克兰重建渠道支持欧元区需求，特别是德国的需求。不过，我们认为细节很重要，介于停火和适当的和平协议之间的成果将决定欧元区经济的上行空间。

情境	多资产投资组合
有利风险情境：放松管制带来建设性风险情绪	放松管制带来的有利风险情绪支持美国增长，推动投资、资本部署增长和生产率提升。进一步实施美国例外主义支持做多美元股票和做多美元。对欧元区来说，有利风险情境来自俄乌冲突达成和平协议

资料来源：摩根大通

不利风险情境

展望未来，股票面临两种不利风险，二者将对美联储政策和利率走势产生截然相反的影响。一种风险情境来自特朗普的颠覆性政策引发的硬着陆，但我们认为这应是短暂性冲击，并可能成为扩大风险敞口的绝佳机会，原因是我们认为在较低水平上存在现成的隐含特朗普看跌期权。第二种风险和促使美联储重启政策利率规划的粘性通胀态势有关。这可能属于更深远的风险，而且可能要更谨慎地对待。简单地通过前瞻性指引来重启利率规划可能造成流动性和金融环境收紧，从而减少最终的加息需求。

第一种风险和特朗普的颠覆性政策有关，它可能削弱信心并影响情绪，在贸易战变得更突出和彻底遣返移民的背景下，其政策可能造成全球经济放缓和美国经济衰退（硬着陆）。随着宏观经济和就业条件显著恶化，这应促使美联储降息。这种情境下的利率策略将涉及做多美国久期，原因是美元曲线预计将出现牛陡，而且发达市场利率曲线很可能都出现类似动向。在这种情境下，新兴市场固定收益将表现落后，和典型的美国衰退贝塔收益率一致。如果出现这种风险，汇率前景就会显得不明朗，对美元的涨跌出现分化。典型的优质资产避险以及在美国衰退时寻找安全资产的行为应形成美元微笑曲线，即美元在衰退中走强；不过，该微笑曲线的防御属性将给高收益资产带来较大压力，甚至是在借入货币（日元、欧元）有机会反弹的情况下。全球市场已经在夏末/秋初检验了这一情景，当时私营部门就业人数陡然减少和失业率上升引发了增长恐慌。虽然此项风险更多地源于美国极端政策，但可以将市场整体走势作为模板。

鉴于美国新一届政府将标普 500 指数的表现作为重点关注的整体指标，该风险情境能否真的成为逢低吸纳良机将取决于财务状况的反馈循环，同时存在的不可忽略的风险是部分更极端政策被撤销。虽然不能排除极具颠覆性的政策出现的可能性及其可能给股票带来的下行风险，但我们也应该记住，隐含的对冲性股票

看跌期权会让 2025 年的市场触底反弹，而这源于当选总统特朗普、美联储和中国的刺激措施。我们认为，如果实际情况表明迈向通胀目标的路径将像最近那样艰难的话，特朗普看跌期权的行权价格就会高于美联储看跌期权的行权价格。

情境	多资产投资组合
基于美国极端政策的不利风险情境，造成硬着陆	不利于风险资产，全面实施宽松政策使发达市场久期前景向好。如果出现贸易战预期，不利情绪将使美元前景好坏参半。如果同时做出迅速的政策反应，美国政策的循环反馈就可能限制其造成的破坏。相对日元做空美元。衰退情况下信用利差扩大。不利于油价

资料来源：摩根大通

在我们看来，第二种风险更多地源于美联储的货币政策发生鹰派转向。如果核心 PCE 止住下滑脚步并在未来几个月开始向 3% 靠拢，我们认为在通胀预期上升的情况下或无法排除美联储转而采取更强硬立场的风险。如果上述通胀走势出现在财政进一步扩张之际，美联储的耐心甚至会受到进一步考验，这更有可能发生在 2025 年下半年。美联储在利率降至中性水平之前加息的情况很少见，但有这种可能，而且其出现形式可能是释放下一次行动的方向并不确定的信号，即可能加息也可能降息。在我们看来，该风险情境对风险资产而言相当不利，利率上升使美元看涨，并可能造成美元曲线熊市变平。美联储是否需要将这样的鹰派转向转化为加息取决于经济韧性，而金融环境的急剧变化可能限制加息需求。

情境	多资产投资组合
基于粘性通胀的不利风险情境，迫使美联储加息	不利于风险资产，美联储收紧政策和美国国债曲线熊市变平给发达市场久期带来不利前景，美元受益于衰退微笑曲线和利率上升，全面做多美元。信用前景好坏参半，利差趋于温和扩大。不利于油价

资料来源：摩根大通

针对潜在政策变化的交易思路具有特殊性或较低的贝塔收益率

由于美国政策的潜在变化的次序和细节存在不确定性，我们要着重介绍在我们看来具有牢固基本面锚点、更多地受特异因子驱动而且应当更能抵御潜在政策变化影响的几种交易。股票方面，特异的投资方案是在新兴市场超配印度和阿联酋；超配日本银行股并超配美国工业股，包括网络安全、数据中心和电力公司。利率方面我们认为超配欧元区久期并通过变平交易低配日本国债曲线短端最有吸引力。此外，我们发现新兴市场中有吸引力的交易是超配印度卢比久期，在不对冲汇率的情况下做多土耳其政府债券以及在对冲汇率的情况下做多中国政府债券，原因是需要政策刺激，只是这方面的准绳实际上取决于关税和贸易战。如果通胀持续存在，我们还会青睐智利的盈亏平衡通胀率扩大交易。汇率方面我们愿意（相对于日元、瑞典克朗、挪威克朗）做空欧元指数，做多土耳其里拉，原因是政策相对正常化，同时基于和美国例外主义的正相关性做多以色列新谢克尔。大宗商品方面我们建议做多黄金，因为它得到了多种宏观情境的支撑，同时做空石油，原因是疲软的供需基本面为特朗普的能源议程提供了帮助。信用方面我们认为资产负债表面对贸易战的韧性强于盈利，这将使此类资产较为坚挺。通过创纪录的再融资和负债结构转型，我们看到了大量债务展期。因此，在未出现行业过剩的情况下，我们认为只有衰退才会造成违约率上升。

资产类别	特异交易
股票	在新兴市场超配印度和阿联酋；超配日本银行股，超配美国工业股，包括网络安全、数据中心和电力公司
发达市场利率	超配欧元区久期，通过曲线变平交易低配日本国债曲线短端
新兴市场利率	超配印度卢比久期，在对冲汇率的情况下做多中国政府债券，并在不对冲汇率的情况下做多土耳其债券，智利的盈亏平衡通胀率扩大交易
汇率	（相对于日元、瑞典克朗、挪威克朗）做空欧元指数，做多土耳其里拉和以色列新谢克尔
大宗商品	做多黄金，做空石油
信用	超配美国投资级债券

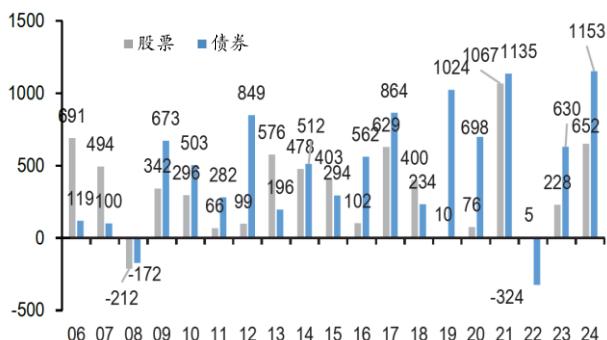
资料来源：摩根大通

仓位操作

作为一种资产再通胀交易，2024年投资者一直在同时推升股票和债券市场，特别是散户投资者购买了大量股票基金和创纪录的债券基金（图4）。出色的股票收益可能是债券基金资金流入创历史新高的一个重要因素，原因是散户投资者希望阻止其配置的股票过度上涨。在图5中可以看到股权配置的累积，它反映了股票、债券和现金在非央行私人投资者的全部金融资产中所占的百分比。

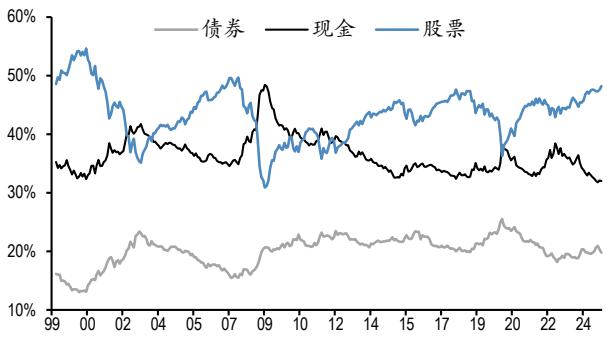
图4: 全球股票和债券资金流

10亿美元，年度净销售额，即包括净增销售额+全球公募基金和ETF基金分红再投资，美国境内外设立的基金均包括在内。资金流数据来自美国投资公司协会（ICI，全球数据截至2024年2季度）。此后的数据基于Lipper、EPFR的月度和周度数据以及Bloomberg Finance L.P.的ETF基金资金流数据综合得出



资料来源：ICI、EPFR、Lipper、Bloomberg Finance L.P.、摩根大通

图5: 全球非银行投资者的隐含股票、债券和现金配置



资料来源：Bloomberg Finance L.P.、摩根大通

由于过去一年的情况非常符合软着陆情景，股票投资者一直在扩大股票敞口，其做法是淡化所有偏离软着陆情境的风险。与之相反，过度强调衰退风险和偏爱做多长期的利率投资者因这些长期多头的负利差而持续蒙受损失，特别是去年夏天，并因此被迫恢复更为

中性的仓位。确实，总体而言私人/非银行投资者的债券配置看来接近中性，他们显著低配现金，而其大量股票配置已达到和2007年的前峰值持平的高点（图5）。

现金配置低的原因并非现金余额的价值下降。实际上就价值而言，由于货币市场基金和银行存款同时增长，美国货币供应量或者说流动性一直在朝着25万亿美元的水平攀升。不断增长的美国流动性看来很快就被投入到股票和债券中，造成价格上涨，从而制约了投资者的现金余额相对于存量金融资产的增幅。相反，如图5所示，现金配置占存量金融资产的百分比正在下降，这是因为2023年10月以来股市的涨幅高达25万亿美元，从而自然而然地造成投资者显著增持股票并显著减持现金，就连那些过去一年不愿购买股票的投资者也是如此。

上图得到了其他仓位指标的印证。我们将更多仓位指标纳入了考量范围，如公募基金贝塔收益率、我们用于代表大宗商品交易顾问（CTA）等动量交易商仓位的动量信号、多种期货仓位表征数据和空头利率指标，随后在图6中看到的情况是股票仓位增多、债券仓位接近中性、信用仓位接近中性、多头美元仓位上升、不包括黄金的大宗商品仓位处于低配状态以及比特币仓位上升。因此进入2025年后，从仓位角度看最脆弱的资产类别是股票、美元和比特币，最有韧性的是否黄金大宗商品。

图6: 多资产仓位监测

-1为低配极值，1为超配极值，0代表中性仓位

截至2024年11月12日	最小值	最大值	当前水平
股票	-0.7	0.7	0.7
债券	-0.3	0.1	0.1
信用	-0.3	0.1	0.1
美元	-0.7	0.7	0.7
非黄金大宗商品	-0.5	0.5	-0.5
黄金	-0.3	0.0	0.0
比特币	-0.3	0.6	0.6

资料来源：Bloomberg Finance L.P.、摩根大通

股票仓位上升时需要仔细考虑股票尾部风险对冲（如看跌比例），特别是在特朗普当选后波动性和偏斜度已恢复正常的情况下。量化产品情况如何呢？根据 Albourne 的数据，量化投资策略/动态贝塔策略的增长仍无减弱迹象（同比上升 10%），其资产管理规模已超过 1 万亿美元。不过，我们并未看到令人担忧的拥挤迹象，而且多元化收益应保持不变。具体来说，从图 6 可以看出，和美元多头仓位密切相关的 G10 外汇套利交易看来并未过度拥挤。风险平价基金的内嵌杠杆率也仍然受控。

摩根大通研究部预测

实际GDP增速(年率)	潜在增速*	2025年上半年	变幅	信用(利差)	目前	2025年12月	变幅	
全球	2.4	2.2	-0.2	美国投资级债券	JPM JULI	96	80	-16
发达市场	1.5	1.5	0.0	欧洲投资级债券	iBoxx HG	119	130	11
美国	2	1.9	-0.1	美国高收益债券	JPM HY	308	325	17
欧元区	1	0.7	-0.3	欧洲高收益债券	iBoxx HY	369	400	31
英国	0.7	0.9	0.2	新兴市场主权债	JPM EMBIGD	336	400	64
日本	0.9	1.4	0.5	新兴市场公司债	JPM CEMBI	207	230	23
新兴市场	3.6	3.2	-0.4	货币	目前	2025年12月	变幅(%)	
中国	3.8	3.5	-0.3	摩根大通美元指数		114.2	114.2	0%
股票	目前	2025年12月	变幅(%)	欧元/美元		1.05	1.08	3%
标普500	6,047	6,500	7%	美元/日元		149.6	148.0	-1%
MSCI欧元区	289	300	4%	英镑/美元		1.27	1.32	4%
富时100	8,313	8,600	3%	美元/人民币		7.27	7.50	3%
东证指数	2,715	3,000	11%	大宗商品	目前	2025年12月	变幅(%)	
MSCI新兴市场(美元)	1,086	1,150	6%	布伦特油价(美元/桶, 季末)		72	69	-4%
利率	目前	2025年12月	变幅	西德州中质原油(美元/桶, 季末)		68	65	-5%
美国10年期国债收益率	4.2	4.3	0.1	黄金(美元/盎司, 季度平均)		2,635	2,950	12%
德国10年期国债收益率	2.0	2.05	0.0	铜(美元/吨, 季度平均)		8,893	10,400	17%
英国10年期国债收益率	4.2	4.1	-0.1	铝(美元/吨, 季度平均)		2,577	2,850	11%
日本10年期国债收益率	1.1	1.5	0.4	铁矿石(美元/干吨, 季度平均)		105.4	105.0	0%
新兴市场本土(全球新兴市场政府债收益率)	6.3	6.19	-0.1	大豆(美元/蒲式耳, 季度平均)		9.9	9.8	-1%
				小麦(美元/蒲式耳, 季度平均)		5.4	6.5	21%

*表示疫情前潜在增速

资料来源：摩根大通、彭博。目前时间为 2024 年 12 月 2 日，只有美国投资级和高收益债券的目前时间为 2024 年 11 月 29 日

经济

全球：情绪激动

我们自上而下的 2025 年全球展望基于一段时间以来我们一直秉承的核心叙事，那就是疫情冲击和激进政策应对的相互作用将使通胀和政策利率居高不下。这个通胀和利率长期处于高位的基准预期和市场共识相悖，后者认为 2025 年核心通胀率将向央行目标靠拢且政策利率将回归中性。二者的差异主要源于两个方面。首先，我们认为商品价格通胀放缓的局面已经结束，而且也不具备支持服务价格通胀回到疫情前常态水平的宏观经济条件。其次，我们看到曾带来经济表现同步化的强有力的全球性脉冲因素在衰减。在这样的背景下，各个国家在需求侧和供给侧表现的持续差异将会在决定通胀和政策利率未来发展路径方面发挥更重要的作用。

表 1: 全球 CPI

4 季度同比%

	2017-19	2021	2022	2023	2024	2025
整体	1.8	5.2	7.9	3.6	3.0	2.7
能源	1.2	24.3	18.2	-4.3	-1.4	0.6
食品	2.3	4.4	11.2	5.1	3.3	3.0
核心	1.8	3.6	6.0	4.0	3.2	2.8
商品	0.7	5.5	5.6	2.1	0.4	0.7
服务	2.0	2.7	5.8	4.9	4.3	3.4

资料来源：各国官方机构、摩根大通。可应要求提供详细数据。不包括中国和土耳其。仅部分经济领域有核心商品和服务通胀的详细数据。核心、商品和服务 CPI 的取样国家不同。

不过，面对 500 个基点的货币政策紧缩，2023-2024 年出现的增长韧性改变了我们对长期高利率环境有何影响的看法。去年这个时候，我们认可经济可能软着陆的合理性，但更确信高利率为逐渐终结全球经济扩张埋下了伏笔。2024 年最令人意外的情况是高利率并未带来“温水煮青蛙”的结果。尽管央行政策环境偏紧，名义 GDP 增速加快、金融环境宽松，这使得利润率一直接近历史新高。劳动力收入和财富的稳健增长使家庭资产负债表保持强健态势。考虑到健康的基本面，我们现在更加认同粘性通胀、高利率环境下增长维持韧性的可能性。

表 2: 摩根大通全球实际 GDP 展望

4 季度同比%

	2023	2024	2025	2026
全球(2.4)	2.8	2.7	2.2	2.3
发达市场(1.5)	1.8	1.7	1.5	1.4
美国(2)	3.2	2.4	2.0	1.8
欧元区(1)	0.1	1.1	0.7	0.9
日本(0.9)	0.9	0.3	1.2	0.7
英国(0.7)	-0.3	1.7	0.9	0.9
新兴市场(3.6)	4.2	4.0	3.1	3.5
不含中国的新兴市场(3.5)	3.3	3.2	3.0	3.3
中国(3.8)	5.2	4.8	3.2	3.7
印度(6.6)	8.6	6.0	6.2	6.3
EMAX (3.4)	3.5	3.1	2.6	3.5
韩国(2.3)	2.1	1.7	2.1	2.3
东欧、中东及非洲新兴市场(2.7)	1.5	2.3	2.2	2.4
中东欧(2.7)	-2.1	1.6	2.7	2.3
土耳其(4.2)	4.6	1.6	4.5	3.4
南非(1.3)	4.9	1.4	1.0	1.5
拉美(2.2)	1.3	2.4	1.9	2.1
墨西哥(2.4)	2.3	1.5	0.6	1.9
巴西(2)	2.1	4.4	1.7	1.7

资料来源：摩根大通全球经济研究团队。括号中为增长潜力

这个实际利率长期高位的情景所包含的一个观点是，过去两年生产率的提升大大推高了美国的均衡中性利率。另外，央行的政策反应函数存在非对称性：如果增长超过预期或者通胀温和偏高，央行不太会加息，但如果经济扩张面临显著威胁，央行会加快降息。

当带来货币政策同步化的全球性政策脉冲逐渐消退，我们看到各国自身状况带来通胀和增长分化，这将使未来一年各国的政策各行其道。在发达市场，美联储和英国央行预计会将利率降到 4% 附近，而欧央行、加拿大央行和瑞典央行则会降息到靠近 2%。由于高息经济体的央行将面临国内和全球政治因素双重制约，新兴市场各经济间较大的利差将仅略有收窄。

共和党在美国大选中全面获胜预计将带来重大政策变化。虽然这些变化的时点和幅度存在相当大的不确定性，但大多数领域的变化方向都很明了。因此，我们已经开始调整我们的预测。

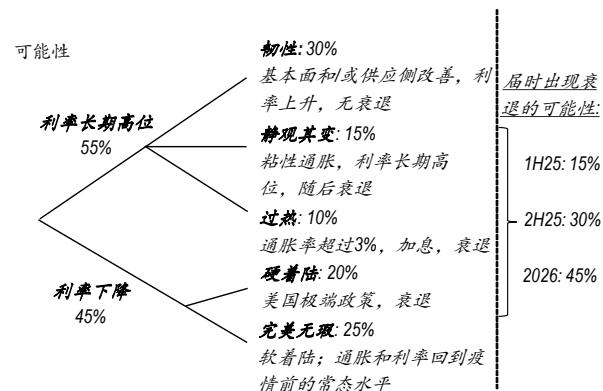
表 3: 美国大选的影响和 2025 年全球展望

	全球	美国	西欧	中国	世界其他地区
关税/移民					
增长率	-	-	0	-	-
通胀率	+	+	0	-	+
财政/监管					
增长率	+	+	+	+	+
通胀率	+	+	+	+	+
情绪					
增长率	?	+	-	-	-
通胀率	+	+	-	-	+
净影响					
增长率	0	+	-	-	-
通胀率	+	+	-	-	+
备忘: 政策利率 *	+	+	-	-	+

资料来源: 摩根大通。*相对于宽松路径的基准假设

我们在基准情景中对美国政策的假设如下。首先, 美国会在 2025 年中前将中国商品的平均关税率提高到 60%, 但暂时不会加征全球关税。中国的报复性应对政策预计包括人民币大幅贬值以及对美国出口商品征收对等关税。其他地区也可能受到一定的贸易限制以控制源于中国的转口贸易。其次, 各国财政政策会稍有宽松, 这在中国、英国和日本已经发生。我们假设美国将拿出宏大的财政计划来降低税率, 但最终会在高额赤字、支出削减可能性有限以及全面延长《减税与就业法案》的高成本约束下打折扣。第三, 我们假设美国及多数发达经济体将收紧移民政策。最后, 美国将从下个季度开始重构金融、气候和反垄断监管政策。

图 7: 全球展望情境, 2025-2026 年



资料来源: 摩根大通全球经济研究团队

对这些政策变化将如何影响 2025 年全球前景进行定性分析可以总结出几个主题。目前整体判断变化不大, 但总的来说强化了我们的核心观点, 即经济表现的差距仍然较大, 通胀仍具粘性, 央行降息空间变小。

- 美国优先。**随着进口价格上涨和移民流入放缓, 美国经济预计将受到负向供给冲击。不过, 财政和监管政策可能的放松对需求的提振预计将足以抵消供给冲击对 2025 年增长的拖累。虽然这些政策变化产生的直接影响传导上需要时间, 但情绪的提升和有利的金融环境会很快产生积极影响。这些政策脉冲会推高通胀并限制美联储降息, 这也强化了我们“利率长期高位”的叙事。
- 世界其他地区增长较慢, 更少降息。**本轮扩张的美国例外主义大多对其他地区的增长有利, 因为美国的需求带动了全球贸易和资产价格。但美国大选后我们预期的政策变化的综合影响预计将给其他地区 2025 年的增长带来压力。最重要的传导渠道可能是贸易战升级的威胁对企业信心构成的冲击。叠加美元全面升值, 这些政策变化对全球通胀的净影响基本呈中性。不过, 不确定性增大和美元升值会减缓美国以外地区的降息步伐。
- 亚洲处于风暴中心。**中国是受美国大选影响最大的国家。假设美国对华关税升至 60%, 即使已经考虑了额外的政策刺激, 我们还是将 2025 年 GDP 预测增速下调了 0.8 个百分点, 并预计人民币将贬值 10-15%。消费者价格和出口价格将面临更大的通缩压力。中国的需求减弱和出口价格下跌将对周边其他经济体的制造商带来溢出效应。由于本币承压且美国利率维持高位, 这些经济体的降息空间将被压缩。
- 欧洲处在中间。**虽然美国的需求和美元走势将带动欧洲经济增长, 但这会被亚洲经济增长走弱、企业情绪冲击的拖累所抵消。和其他地区不同的是, 增长放缓有望为进一步货币政策宽松打开空间。

我们的基准情形预期特朗普担任总统后的表现将比他竞选时更温和。这种前景面临的一个主要风险是政策变化更为极端。如果美国转为极端“内向”, 大幅削减贸易, 大规模驱逐移民, 其后果将是一个更为严重的全球性供给冲击。而报复性措施、信心减弱和金融环境收紧所带来的负面需求冲击会进一步放大负面供给冲击的破坏性影响。

美国：对，有两条道路

说到 2025 年经济前景，不可避免要从最近的大选谈起。共和党大获全胜，2025 年经济展望的叙事有两种。一条路径是减税和去监管释放动物精神，从而促进生产率提升和 GDP 增长，同时通胀得到有力控制。另一条路径则是政策不确定性阻碍增长，而贸易和移民限制可能引发滞胀。

我们之前有过类似讨论。2016 年和 2024 年的经济面初始条件固然差别很大，但讨论聚焦的政策非常相似。那实际情况如何？剔除 2020 年（原因显而易见），奥巴马第二个任期内 GDP 平均增速为 2.5%，而特朗普第一个任期的平均增速是 2.8%。有限的差异可以用财政政策的影响来解释。再来看通胀，2017 年 1 月核心 CPI 为 2.3%，2020 年 1 月为……2.3%。

这并不是说政策无关紧要，我们在展望中多方面讨论了联邦政策会如何影响经济走势。相反，我们是想说政策并非唯一影响因素。经济本身的周期性依然存在，截至 2024 年底，本轮经济周期仍在有序扩张。预计 GDP 增速将连续第二年超过绝大多数的预期，我们预计全年增速将接近 2.5%。用核心 PCE 指数衡量的通胀在两年前达到 5.6% 的峰值后，现在相对于美联储 2% 的目标已回落了 80% 以上，与此同时，失业率仅小幅升至相对较低的 4.1% 水平。

在 2022 年初给出这种“完美通缩放缓”预测时，联邦公开市场委员会（FOMC）备受质疑，其中也包括我们。结果，FOMC 的乐观判断是有道理的。但是应对通胀的工作尚未结束：最近几个月核心 PCE 一直粘在 2% 以上、接近 3% 的水平。充分就业的前景并不明朗：招聘放缓的趋势尚未触底，因而无法确信失业率不会进一步上升。但和两年前相比，美联储在增长和就业方面面临的尾部风险显然已经减小。

整体上我们预测这些趋势将在 2025 年继续。由于美联储预计在 2024 年下半年降息 100 个基点，2025 年增长下行的风险相对有限。2025 年通胀上行的风险因为工资通胀降温及通胀预期受控而有限。虽然增长和通胀风险得到缓解，但它们并未消失，而且可能会与即将出现的新影响因素相互作用。

如前所述，政策发展影响我们对软着陆进展的看法。移民是新一届政府的首要任务。我们预计 2025 年净移民流入减少将拉低劳动力供应的趋势增速、就业增长和 GDP 增速（但对人均 GDP 增长的影响并不明显）。我们预测移民政策不会对通胀产生一阶影响。

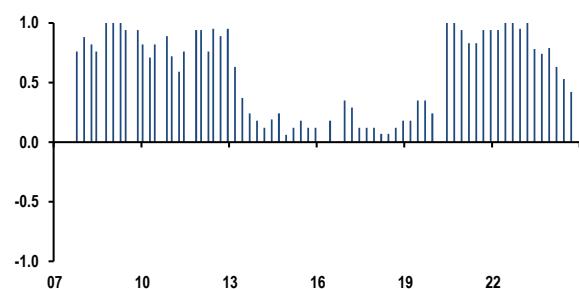
对于如何真正理解特朗普关于贸易的竞选言论，意见不一。我们的初步假设（其中必然有误）是他将落实对中国的 60% 全面关税，但不会实施全球关税。根据我们的模型，对华关税将使 2025 年的美国核心通胀上升 0.2 个百分点。

主要财政政策问题可能要到 2025 年晚些时候才会变得紧迫起来，届时《减税与就业法案》中个人税收部分的到期问题将被讨论。我们预计当前的税法基本上会被延续，这意味着如果 2026 年经济处于充分就业状态且未直接卷入战争，联邦财政赤字率预计将达到 GDP 的约 7%。商业周期和地缘政治的变化都倾向于带来更大的财政赤字。

由于上述政策问题，我们希望读者能够理解对 2025 年的展望存在高于往常的不确定性。我们也知道这其中包含一些语出惊人的意味：预测者很少提到低于往常的不确定性（图 8）。即便如此，我们仍坚持认为 2025 年展望的前景比通常情况更加不明朗。

图 8: FOMC 成员对 GDP 展望的不确定程度

扩散指数，大于零表示不确定性高于平均水平，小于零表示不确定性低于平均水平



资料来源：美联储、摩根大通

在货币政策反应函数方面，政策不确定性似乎并不太高。目前，FOMC 认为其政策选项基本上是降息或保持不变。这样的态度表明委员会似乎接受了如前副主席 Richard Clarida 所述的观点，不值得为了解决“二点几”的核心 PCE 通胀危及美联储的就业目标。

但鉴于通胀放缓且就业风险消退，我们认为这意味着美联储将放慢降息步伐，变成每季度降息一次，直到2025年9月FOMC会议上达到3.5-3.75%的目标区间。不过，随着我们进入2025年下半年，不难想象可能会出现重新加息或更激进的宽松周期。和政策反应函数无关的一个货币政策不确定因素是美联储的独立性。我们认为核心立场保持不变，美联储在2025年仍将保持功能上的独立性。

欧元区：在艰难环境下前行

无论大家是否相信，欧元区的经济增长比我们去年这个时候预测的要稍好一些。这反映了在货币政策的拖累逐渐消退的背景下，强劲的收入增长和稳固的劳动力市场所展现的韧性。但如果家庭和企业总体上不是那么谨慎，欧元区本有望增长得更快。德国的表现不佳也变得更加明显，成为欧元区未能更快增长的关键拖累。同时，通胀粘性稍高于预期，但并未阻止欧央行启动降息周期，也未从根本上动摇2025年通胀放缓的叙事。

展望2025年，仍有理由期待更强劲的周期性复苏，因为劳动力市场的韧性和实际工资的持续补涨仍为家庭部门提供有力支持。就后者而言，名义工资增速仍跑赢通胀。但近几个季度的实际劳动收入修复被家庭储蓄率的进一步上升所抵消。只要储蓄率企稳（或下降），就可能带来更强的增长动力，而利率下降也可能有助于构筑更稳固的资本支出周期。

不过，贸易战的威胁可能会阻止更强劲的周期性回升，而一些已经存在的因素也会让人担忧国内的拖累，特别是德国。

- **面临持久的贸易战威胁。**我们的基准预期是美国对中国进口的商品征收60%的关税，但不会对欧元区进口的商品加征关税。不过，情况可能会很快改变，美国的政策仍然难以预测。这表明即使没有加征关税，贸易战的不确定性也将给欧元区经济带来压力。2018-2019年我们曾估算贸易不确定性拖累欧元区GDP增速达1个百分点，现在我们预计从2025年2季度开始会有大概0.5个百分点的拖累。实际加征关税可能会带来额外的拖累，只是其直接影响可能小于与不确定性相关的拖累。

- **国内阻力进一步拖累增长。**欧元区各国近期增长水平差异很大，西班牙经济繁荣，德国则陷入停滞。法国一直更接近趋势性增速，但未来将面临显著的财政拖累。相比之下，德国的财政空间更大，但受到一系列结构性及周期性拖累因素的相互作用，再加上分裂的政府往往难以解决这些问题，德国的增长较为疲软。

欧元区的主要亮点是偏弱的经济增长可能会加快通胀走低的进程。我们预测2025年多数时间欧元区GDP的季调环比年化增长率为0.75%，其中2025年2季度增速将短暂降至0.5%。短期风险偏向下行，而潜在同比增速为1%。在这种低于潜在增速的环境中，工资增速更可能会放缓，而这已反映在德国五金工会（IG Metall）较不理想的薪酬协议中，而企业也更有可能谨慎定价。我们本就预测2025年底欧元区整体通胀同比将放缓至2%，美国大选结果则强化了这一预期。

这样的通胀前景为欧央行迅速摒弃其紧缩性政策立场并将政策利率降至中性水平以下打开空间。我们认为中性利率在2%，终端利率为1.75%，这并不是因为通胀降至2%以下，而是为了防范贸易战威胁带来的持久的增长不确定性。短期内，欧央行更有理由更快地走出紧缩性利率环境。我们曾预计欧央行在每次会议上都降息25个基点，并在美国大选后预期额外降息50个基点。我们原本将这50个基点的降息放在1月，但现在认为欧央行有充分理由在12月就进行50个基点的降息。

低于潜在增速的前景引发了关于财政应对措施以及欧元区生产率表现不佳的政策应对的讨论。这些问题相互关联，因为较低的增长潜力会限制财政空间。法国面临大规模长期的财政调整，德国则受到国内债务刹车的约束。不过，低增长潜力和不利的人口结构也让德国在新的欧盟财政规则下受到限制，其国内债务刹车的改革也许只能走这么远。过去10年，欧盟制度的改进，包括欧央行的货币政策工具，以更具防御性的方式应对着金融市场出现的压力。但这些规则也限制了加大财政力度的空间。这让欧央行得扮演主要角色，而前提是欧元区通胀率回到目标水平。

图 9: 劳动生产率 - 每小时工作产出

指数, 2015 年 1 季度 = 100



资料来源：欧洲统计局、美国经济分析局、摩根大通

中国：关税战2.0背景下增长放缓

2024年中国的经济增长一直呈现不均衡、不稳定的特征。出口、制造业投资和绿色行业表现领先，房地产市场回调则持续拖累增长，同时消费疲软、地方政府财政紧张。1季度经济增长强劲（季调环比年化增速为7.9%），随后2季度（季调环比年化增速为1.2%）和3季度（季调环比年化增速为3.2%）增速明显放慢，部分原因是支持性政策提前退出。9月底以来出现了一揽子协同的政策调整，我们预计4季度增速将明显回升至6.9%（季调环比折年率），2024年全年增长预期为4.8%。

展望2025年，对中国经济前景来说有两个问题很关键，那就是特朗普当选后关税战升级的风险和中国的政策立场。随着共和党在美国大选中全面获胜，我们现在假设2025年的基准情境是关税战2.0。具体来说，我们假设美国将在2025年上半年将中国商品的平均有效关税提高到60%（1季度宣布并在2季度生效），但不会加征10%的全球关税。在静态分析中，关税上调将拖累中国经济增速近2个百分点，这包括对中国出口的直接拖累、对出口相关行业的消费和投资的间接拖累以及对企业信心的广泛冲击（每个影响渠道各占总拖累的三分之一左右）。

国内政策会对外部冲击做出应对。我们假设人民币兑美元汇率贬值约10%，再加上额外的财政支持（2025年官方赤字率预计提高到GDP的3.8%，广义财政赤字率将增至GDP的12.8%，比2024年高1个百分点），和30个基点的央行降息。总体而言，我们的预测是2025年GDP同比增速将放缓至3.9%。分季度看，2025年1季度可能因为关税生效前的抢出口而表现强劲（季调环比年化增速为5.7%），而2季度

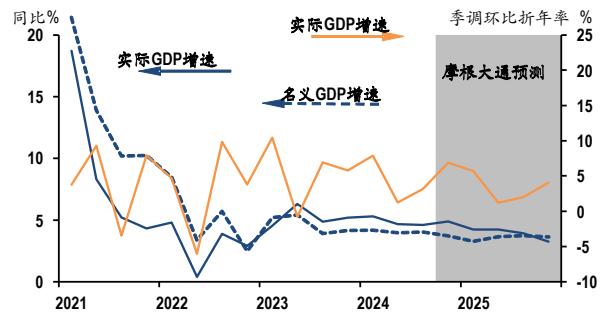
（季调环比年化增速为1.2%）和3季度（季调环比年化增速为2.0%）明显放缓。

上述增长预测对关税情境和政策反应的假设高度敏感。我们的基准假设对中国来说可能是最有挑战性的一种情形，因为如果关税上调时间更晚或者幅度更小，又或者美国同时加征全球关税，中国经济受到的冲击会更加温和。此外，我们的预测假设财政适度扩张，货币政策适度宽松。如果中央政府愿意更积极地扩张其资产负债表，那么我们的增长预期有上修风险。

由此引发的一个问题是9月底以来的政策转变是否代表中国的政策立场进入了“不计代价”的阶段。在我们的解读中，政策确有转变，但这并非政策的彻底转向，因为已颁布的绝大多数措施都是稳定性的，额外的刺激性措施很少；同时，虽然政策愈发支持消费和服务，但制造业和投资仍占主导。这也体现在我们的政策预期中：政府将增加预算财政赤字以及（中央和地方）专项债额度，但这不是“火箭筒”式的刺激政策，考虑到预算外财政科目的收缩，财政脉冲的净增加并不是很大。政策的倾向性也意味着通缩压力仍在，我们预计2025年名义GDP同比增速将放缓至3.6%（2024年预计为4.0%）。

中国经济面临的挑战不仅是周期性的，也是结构性的。国内方面的关键问题包括化解地方政府隐性债务、稳定楼市、支持消费和应对通缩。横跨多年的10万亿美元地方政府隐性债务置换方案是近年来规模最大的。虽然债务置换本身不会增加整体财政能力，但置换为更低利率和更长期限的地方政府债券将减轻偿债负担，并让地方政府腾出财政资源用于其他支出或支付财政欠款，同时减少地方政府反市场行为的影响（例如过度征税和不友善对待私营企业）。对于房地产市场，虽然需求端政策明显放宽，但由于未能高效推进存量房去化，房地产对经济的拖累作用可能会持续到2025年。与之类似，2025年的消费增长可能仍达不到理想水平。我们认为关键在于通过消除服务行业（例如教育、医疗、互联网）的政策阻力、促进服务行业开放和加强劳动者权益保护来促进就业和收入增长。政府还应通过社保网络（特别是对弱势群体）、公租房、托儿、养老和鼓励生育的财政支持等方式增加对居民的财政转移。从周期性和结构性角度来看政策转向都很重要，当中国经济面临的挑战加剧，政策转向发生的可能性或许更大。

图 10: 中国增长预期



资料来源：中国国家统计局、摩根大通

股票

全球股市展望

2025年全球股票市场的背景应不稳定，同时会有许多相互影响的因素处于前台。**2025年核心股票主题是个股、风格、行业、国家和题材更趋分化**。鉴于此前几个季度领涨股数量之少一直处于创纪录的不健康水平，更分化的局面应改善整个市场的机遇，并为主动管理行业带来更健康的背景。央行路径脱钩、不均衡的通胀放缓进程和科技创新将继续推动全球各地区商业周期的分化。此外，地缘政治不确定性上升和政府政策议程的演变给展望添加了异乎寻常的复杂性，因此需要保持开放的心态和灵活的投资方法。

受2025年的政策变化影响，美国例外主义叙事可能遭遇震荡和更大的波动，但机会有可能大于风险。放松管制和更友好的营商环境的益处可能被低估，同样被低估的还有打开生产率提升空间和资本部署的潜力。美国仍将是全球增长引擎，因为其商业周期处于扩张阶段，劳动力市场健康，人工智能相关资本支出正在扩展，而且资本市场和交易活动预计将增强。欧洲仍面临结构性挑战，新兴市场则因利率长期处于高位，强势美元和贸易政策带来的新增阻力而陷入困境。

当前区域股市的两极分化表现可能会延续到2025年，其中美国股票比欧元区和新兴市场股票更受青睐。进入2025年后，**趋同交易机会**可能随着时间推移而出现，原因是各个地区的相对仓位、估值和价格差异处于极端水平。不过，全球贸易和地缘政治局势首先需要变得更加明朗。同时，现实情况仍是美国股票缺乏优质替代品。

在区域投资组合中继续超配日本。日本股市有望受益于实际工资增长改善，回购速度加快和持续的公司改革带来的国内再通胀。在欧洲，**英国**抵御贸易不利影响的能力可能更强，原因是制造业基数较小以及和指数的关联度较低。另一方面，考虑到增长和盈利预期持续下调，政治领域存在挑战以及中国的增长未达到预测值，继续低配欧元区。

仍谨慎看待新兴市场，这是因为贸易关税风险仍是重大隐患。虽然从历史上看美联储降息一直有利于新兴市场的相对表现，但美联储相对于当前市场预期还能下调利率的幅度并不清晰。此外，强势美元仍在限制新兴股市的上涨空间。

图 11: 2025 年股指目标点位和每股收益预期

指数	区域			中国			新兴市场	
	美国	欧元区	英国	日本	中国	新兴市场(不含日本)	拉丁美洲	
标普500指数	\$6,500	€300	£8,600	\$3,000	\$1,150	\$750	\$2,250	
%上行空间	-9%	-5%	-4%	-10%	-5%	-5%	-8%	
2025年目标	\$270	€212	£705	¥196	\$88	\$54	\$230	
2025年EPS预期	-11%	-3%	-5%	-7%	-7%	-8%	-10%	
EPS同比增长	\$275	€223	£720	¥201	\$94	HK\$6.62	\$243	
同比增长	-13%	-8%	-7%	-10%	-10%	-10%	-14%	-16%

资料来源：摩根大通全球股票宏观研究团队

图 12: 对 2025 年地区性行业的看法

行业观点	美国	欧洲	日本	新兴市场	亚洲(不含日本)	拉丁美洲
能源	低配	平配	平配	平配	平配	低配
材料	平配	低配	低配	低配	低配	低配
工业	平配	平配	平配	平配	平配	超配
可选消费品	低配	低配	平配	低配	低配	低配
日常消费品	平配	平配	平配	平配	平配	超配
医疗	平配	超配	平配	平配	平配	平配
金融	超配	平配	超配	超配	超配	超配
IT	平配	平配	平配	超配	超配	平配
通信服务	超配	超配	平配	平配	平配	平配
公用事业	超配	平配	平配	超配	超配	超配
房地产	平配	超配	平配	低配	低配	平配

资料来源：摩根大通全球股票宏观研究团队

图 13: 对 2025 年地区性风格的看法

风格观点	美国	欧洲	日本	亚洲(不含日本)	拉丁美洲
价值股	平配	平配	超配	超配	超配
成长股	超配	平配	平配	平配	平配
优质股	低配	平配	平配	超配	超配
规模(小盘股 vs 大盘股)	超配	超配	低配	低配	低配

资料来源：摩根大通全球股票宏观研究团队

美国股市展望

扩张性商业周期、有助于扩大人工智能周期和盈利增长的美国例外主义、全球央行持续政策宽松以及美联储量化紧缩于一季度终止应继续为美国股市提供支持。同时，美国家庭开始受益于吃紧的劳动力市场、创纪录的财富水平（在截至 2024 年 2 季度的一年中增加了 10 万亿美元，达到约 165 万亿美元，新冠疫情以来增加了 50 万亿美元）和可能下降的能源价格。地缘政治不确定性上升和政策议程的演变给展望添加了异乎寻常的复杂性，但机会有可能大于风险。放松管制和更友好的营商环境的益处可能被低估，同样被低估的还有打开生产率提升空间和资本部署的潜力。股票估值和投资者在动量因子上的拥挤仓位或许会限制大盘股指数的上行空间，但与此同时，鉴于此前两年领涨股数量之少一直处于创纪录水平，这会给主动管理带来更多机会。我们预计个股将继续分化，而且个股表现的分化将延伸到估值能提供更多支持的板块。

- **美国仍将是全球增长引擎**，因为其商业周期处于扩张阶段，劳动力市场健康，人工智能相关资本支出正在扩张，而且资本市场和交易活动预计将充满活力。欧洲仍面临结构性挑战，新兴市场则因利率长期处于高位，强势美元和贸易政策带来的新增阻力而陷入困境。
- **美国商业周期 (JPM QMI) 处于扩张阶段**。宽松的货币周期叠加仍然健康的企业和家庭资产负债表应可防止商业周期在未来几个季度发生反转。过去三个月 QMI 中的通胀和情绪相关指标一直保持正动量，流动性指标则已上升约一年。与之相反，实际增长相关指标持续窄幅波动，其低迷表现主要源于乏力的制造业活动和劳动力市场指标的滞后性疲软，这些指标已显露出反转迹象。
- **预计美联储将降息 100 个基点至 3.75%，其他央行预计将降息 115 个基点至 3.6% 左右**。美国国债的供需状况稍稍转弱应使收益率稳定在较高水平。2024 年期间，虽然开展了量化紧缩，但货币供应量增加了约 5000 亿美元，而且量化紧缩预计将在 2025 年 1 季度结束。我们的基准假设是保持实际增长，管制如期放松，提振“动物精神”和生产率，这就意味着利率下行应鼓励信贷和货币供应扩张，从而在货币和利率之间形成典型的负相关关系。
- **对人工智能领先地位的争夺引发出近几十年未见的资本支出热潮**。在我们本月的人工智能数据中心大会上，工业企业做出了乐观展望，原因是商

品和服务需求旺盛，定价出色并具有可持续的高利润率，以及在手订单持续增长，其可见度已延伸至 2027 年及以后。仅七巨头 2025 年的资本支出和研发费用预计就将超过 5000 亿美元，约占销售额的 25%。这个数字不包括相关类别的支出，比如其他半导体设计公司和制造商、数据中心、暖通空调、公用事业/能源以及老式和新兴服务供应商（例如金融、零售）。如果把整个系统的科技开支（硬件和软件）以及涵盖工业、研发和其他方面的运营费用（例如工程师、电力成本、数据中心维保成本等）都计算在内，人工智能支出全面铺开后应当超过 1 万亿美元。在不到 5 年的时间内增长到和美国国防预算（约 8500 亿美元）相当的规模着实令人惊叹。不过，这种水平的支出会带来资本错配和增长预期过于乐观的风险，由于到 2025 年底投资者可能会更加关注变现，对这些风险的审视将变得越发严格。

- **较低的利率和更有利的监管背景让资本市场更加活跃**。历史上，联邦基金利率和交易活动（并购、IPO、私募/风投等）之间存在反向关联，原因是较低的资本成本使股票交易更有吸引力。同时，近几年的监管背景更具挑战性，这在新一届政府治理下预计会得到改善。由于中小盘股占所有交易活动的 90% 以上，利率下降和监管背景好转应成为此类股票（特别是依赖资本市场运作的未盈利公司）的重大催化剂。过去 5 年投机性成长股（例如新兴科技、生物技术、拥挤的空头/网红股票、特殊目的收购公司等）经历了一个完整的盛衰周期（2021 年以来破产保护申请持续增多），这并不意外。
- **能源价格下降**。特朗普政府的能源议程对油价构成下行风险，原因是放松管制和美国产量上升。考虑到石油供需基本面疲软，我们预计 2025 年的供给过剩水平将高达 130 万桶/天，布伦特平均油价为 73 美元，但我们认为年底布伦特油价将稳定地处于 70 美元下方，西德州中质原油价格为 64 美元。
- **这些影响因素应促使盈利增长面扩大**。预计将有更多标普 500 公司实现增长（2024 年净利润下降 1.2%，不包括七巨头，11 个行业中有 7 个行业的年度净利润持平或下降，而 2025 年预计将增长 11.4%，而且所有行业都将实现盈利正增长），而盈利连续两年下降的罗素 2000 公司预计将实现两位数盈利增长（IBES 对 2025 年的一致预期是增

长 41%，2024 年下降 3%，2023 年降幅为 8%）。虽然市场对 2025 年标普 500 指数每股收益的一致预期是增长 12% 左右，而且部分买方预计增速将接近 15%，但我们认为会出现一定的调整，只是增长率仍处于健康水平，约为 10%。这对大多数公司来说将是一个积极的转折年份，而七巨头 2025 年的总盈利增速预计仍将达到 15% 左右。如果借贷利率和美元汇率因经济放缓以外的因素下降，我们就要指出这样一种历史性关联，即美元贸易加权汇率下降 2%，标普 500 指数盈利就会获得约 1% 的上行空间。

- **不过，政策行动和行政命令的时点、范围以及多阶效应对盈利的重大杠杆作用仍不明朗。**放松管制和减税能在多大程度上抵消政府削减支出、贸易关税和收紧移民政策带来的下行风险在很大程度上取决于那些需要显著提高明确性的因素。关于这些政策如何影响盈利、行业表现和关键主题的“非常初步”的解读，请参见上面的美国部分。虽然不能排除极具颠覆性的政策出现的可能性及其可能给股票带来的下行风险，但我们也应该记住，隐含的对冲性股票看跌期权会让 2025 年的市场触底反弹，这包括当选总统特朗普、美联储和中国的刺激措施。
- **估值和股票风险溢价。**标普 500 指数的每股收益增速为 10%，低于 2022 年以来 33% 的股市涨幅，因此按市盈率计算的股票估值倍数上升约 4 倍的主要动力来自高额收益和前 10 大股票的拥挤交易。这就使美国股票的风险溢价处于 22 年零 6 个月以来的最低点，而三阶段股息贴现估值则处于 2010 年以来的第 94 百分位。与之类似，MSCI 全球指数当前的市盈率为 18.4 倍，处于第 81 百分位，略低于高估值区间。这样的股票估值可能会让一些价值敏感性投资者处于观望状态，原因是现金仍可实现约 4.5% 的健康收益率。不过，在美国超大盘股以外有相当多的价值投资机会，国际市场中的机会更是远超美国。实际上，除美国以外的发达市场当前市盈率为 14 倍（第 36 百分位），新兴市场为 12 倍（第 51 百分位），相对于美股的估值折让接近 20 世纪 90 年代以来的历史最高点。

我们设定的 2025 年标普 500 指数目标为 6500 点，每股收益为 270 美元（同比增长 10%）。相应的假设即摩根大通经济研究团队预测的实际 GDP 增长 2% 以及到 2025 年 3 季度再降息 100 个基点至 3.75%。借贷利率的进一步下降应有助于更多标普 500 公司（市场

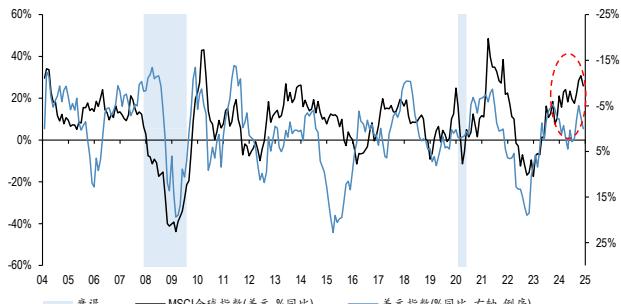
对 2024 年不包括七巨头的标普 500 公司净利润增速的一致预期是下降 1%，而 2025 年预计将增长 11%）以及其他规模的企业（盈利连续两年下降的罗素 2000 公司预计将实现约 40% 的两位数增长）实现盈利反弹。要证实更广泛的复苏和动物精神的提升，到 2025 年初经济中最薄弱的环节（例如低收入消费者、私营部门就业、制造业、零售）就需要展现出更多改善。如果这些数据得到确认，我们就可能看到小公司的利润如期提升，原因是经营和财务杠杆成为动力而非阻力。在我们看来，盈利增长面扩大主题应使积极的股市叙事保持不变。

2025 年的核心股票主题是在不同步的地区商业周期和央行政策、政策议程演变、盈利增长的范围扩大以及拥挤的动量因子仓位调整影响下，个股、风格、行业和题材更趋分化。我们仍将共和党全面获胜视为风险的净有利因素，参见选举报告。过去两年，美联储的长期高利率政策叠加人工智能资本支出热潮是领涨股数量不断减少和动量拥挤程度持续加深（目前约为第 100 百分位）的关键驱动因素。在此期间，投资者通过优质超大盘成长股避险，这些个股拥有出色的基本面动力、定价权和稳固的资产负债表，而无论价值如何，利率敏感型受益者都对它们敬而远之。因此，跑赢标普 500 指数的美国股票比例降至仅 30% 的水平，接近历史低点，而中小盘股和大盘股之间的估值差异处于其历史上的第 15-20 百分位。我们预计 2025 年选股方面的整体机会将更为丰富，原因是美联储在增长仍有韧性、劳动力市场吃紧和家庭财富创历史新高的情况下放松政策。这再加上政策议程的不确定性，应有助于在整个市场高度分散的状态下出现更多领涨股。

欧洲及区域配置

2025 年，股市所处的背景可能是全球增长低于平均水平，特别是中国和欧洲，与之相伴的是全球贸易担忧加重和美元走强。此外，市场一致预期认为 2025 年盈利增速将加快；在全年业绩公布前后，或许需要在这方面变得更现实一些。考虑到通胀具有一定的反弹潜力，对美联储的展望也将成为一个问题，这可能造成债券收益率波动性增大。

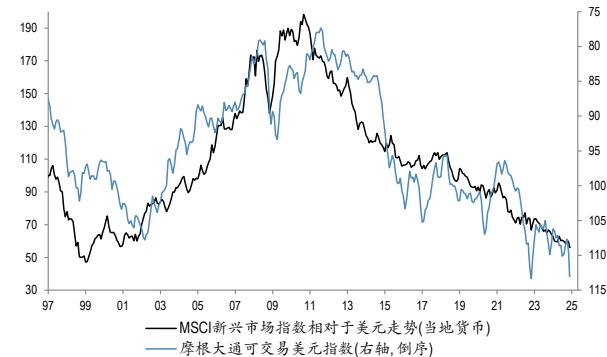
图 14: MSCI 全球指数和美元指数走势比较



资料来源：Datastream

在上述因素的综合影响下，再加上美国大选后地缘政治不确定性开始上升之际仓位较重，可能意味着2025年年初股市的表现较为多样。我们认为，只要能承受住这些压力，随着央行进一步放松政策，就有望出现复苏，而且未来12个月股市将上涨。

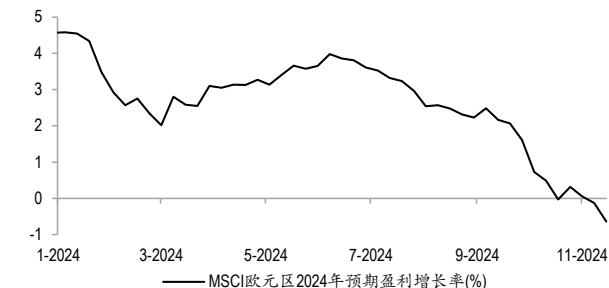
图 15: MSCI 新兴市场指数相对于发达市场的表现以及美元指数走势



资料来源：Datastream

我们认为美元将走强，和发达市场交易相比，这显然不利于新兴市场。新兴股市也容易受到中美贸易未来局势升级的影响。虽然中国政府一直在设法通过一系列货币和财政措施来支持国内经济，但到目前为止，我们的观点仍是借这些消息带来的反弹淡出新兴市场。我们认为，新兴股市要持续反弹，可能需要中国拿出远比以往更注重消费者的刺激措施，且美国政府的关税政策明确落地。

图 16: MSCI 欧元区 2024 年每股收益预测增长率



资料来源：IBES

在发达市场中，欧元区股市 2024 年显著落后于美国市场，这是因为增长和盈利未达到预期。

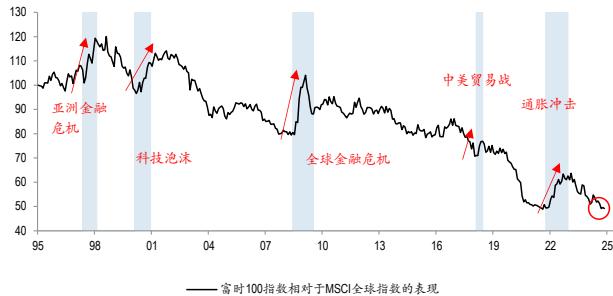
图 17: MSCI 欧元区指数相对于 MSCI 美国指数的表现



资料来源：Datastream

欧元区也因政局再次变得不稳而受到打击。我们认为欧元区股市将继续处于困境，从绝对和相对角度来看都是如此。市场对 2025 年每股收益增速的一致预期是 8%，而且欧元区公司盈利预测增速的中位数高达 10%，这可能过于乐观。我们预计欧元区的盈利水平将低于市场一致预期，2025 年的增速为低个位数，而且如果该地区也受到美国关税的影响，还会出现进一步的下行风险。有利的一面是，估值和仓位已处于低点，这可能在关税风险、盈利风险和地缘政治风险得到消化后带来一定的反弹。此外，1 季度的德国大选能否为放宽债务规则打开一些潜在空间是一个未知数。目前我们仍持谨慎态度。

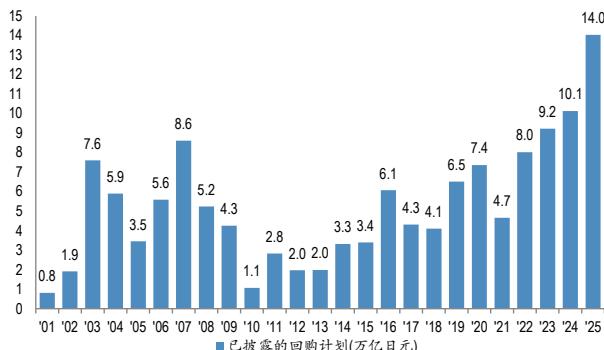
图 18: 富时 100 指数相对于 MSCI 全球指数的表现



资料来源: Datastream

我们还看到英国 2025 年的盈利预期存在下行空间。不过，英国市场的高收益、低贝塔和防御性特征可能在规避风险的大环境中受到投资者青睐，特别是在上半年。英国对关税相关下行风险也不那么敏感。

图 19: 已披露的股票回购计划 - 东证指数范围内



资料来源: Bloomberg Finance L.P., 2025 指 2025 财年，包括 2024 年 4 月至今发布的公告

我们在全球投资组合中超配日本股票。东京证券交易所的改革势头更盛，回购速度正在加快。日本市场还受益于再通胀趋势更明显的国内增长背景。

分主题看，我们仍对中国敞口和出口商持谨慎态度，我们更看好本土公司和小盘股，并再次超配航空航天和军工股。行业方面，我们继续看跌汽车、奢侈品、矿业、半导体和化学品板块。上半年可能出现增持机会，但需要先摆脱可能疲软的 4 季度业绩，并迎来更现实的 2025 年指引。继续超配电信、保险、医疗保健、软件和房地产股。

中国刺激力度加大和德国调整债务规则可能给我们的基准情境带来上行风险。下行风险在于美国劳动力市场转弱以及贸易、移民和财政支出削减问题变得更加严重。

日本股市展望

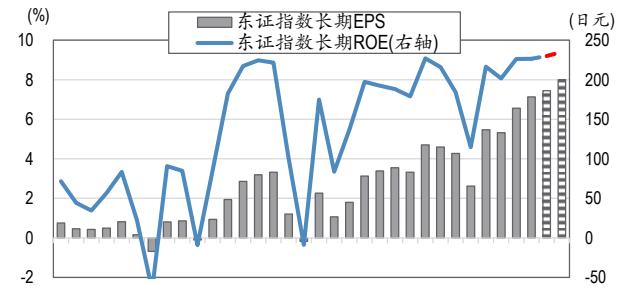
在 2025 年，也就是第三个经济正常化年份到来之际，日本股市有望在公司价值上升和公司治理改革的推动下继续增长。在国际舞台上，日本公司有望受益于旺盛的需求和有利的汇率，特别是在特朗普再次主政期间美国经济保持强劲态势的情况下。我们预计 2024 年中期以来影响市场的汇率波动将保持在可控范围内，并假设 2025 财年日元的平均贬值幅度不会超过 157 日元兑 1 美元。

日本央行政策利率向 1% 迈进的路径变得更加清晰，部分原因是近期日元贬值。虽然加息通常被视为负面因素，但我们预计这将对经济和股市产生净有利影响。预计这个阶段将显著惠及家庭和金融行业。虽然企业的贷款负担可能加重，但考虑到销售增长、成本转嫁、效率提高、业务重组和战略性持股得到强化，整体上将产生积极影响。我们详细分析了加息对家庭、企业和金融行业的影响，具体如图 20 所示。

虽然 2022-2023 年日元贬值的影响减弱，但我们预计在这些因素支持下，2025 财年企业盈利将增长 8%，甚至是在利率上升的情况下。再加上股东回报和积极的增长投资，此前一直持平的 ROE 预计将在 2025 财年创下小泉时代以来的新高。虽然目前 ROE 受到限制，但在公司改革推动下，过剩现金已经开始得到使用，并可能突破 2018 年的峰值。在这种情况下，2025 财年日本股市应继续上涨，原因是估值仍接近正常化前的平均水平，而且考虑到全球投资者低配日本股票，资金流入的潜力很大。我们预测到 2025 年底东证指数将达到 3000 点（市盈率为 15.5 倍，比 11 月 26 日收盘价高 11%），日经 225 指数达到 43000 日元（上涨 12%）。

投资策略方面，政策利率上调至 1% 预示着金融行业的巨大增长潜力。内需相关个股有望受益于加息对家庭的积极影响。有前景的主题投资包括军工/核电、数字化和人工智能/半导体/数据中心等行业。在 2025 年上半年，我们建议关注金融、数字化和军工/核电相关个股。美国产量较高的汽车厂商和中国业务占比较低的公司将缓解日元贬值的影响。同时，中国销售额较高的企业和半导体股最初或许会处于落后位置，但预计将随着关税和监管不确定性的消除而反弹。

图 20: 摩根大通对东证指数 ROE 和每股收益的展望



资料来源：QUICK、Bloomberg Finance L.P.、摩根大通估算
注：2024 财年和 2025 财年数字为摩根大通估算

新兴股市展望

2025 年又将是一个在新兴市场受主题驱动择机配置资产的年份，而不是盯住基准指标进行投资。我们预计在全球政策不确定、美元走强和新兴市场宽松空间缩小的情况下，2025 年新兴股市将小幅上涨。我们的基准情境预期对应一定的上行空间（**MSCI 新兴市场指数目标为 1150 点**），主要受盈利增长推动——我们预测的增幅为高个位数，稍低于市场一致预期，也低于 2024 年。我们认为估值倍数没有扩大空间，原因是虽然存在估值差异，但和强劲的美国市场相比，新兴市场没什么吸引力。同时，新兴市场应对关税方面的消息做出强烈反应，从而增加波动性并限制估值上升空间。我们承认新兴股市和美股之间存在明显估值差距，而且全球管理资产中新兴股市的仓位极低。不过，由于缺乏强劲催化剂，有利的可供选择属性不太可能发挥作用，至少在 2025 年上半年是这样。

- **2018-2019 年的情况表明，再次发生关税战可能削弱全球商业信心并延缓投资。**对新兴市场来说，综合来看这可能带来不利影响，原因是中美处于风暴的最前沿而且中国和新兴市场其他地区的联系变得更为紧密。我们的基准假设是美国对中国出口商品征收 60% 的关税，对其他地区征收 10% 关税的提案则会暂时搁置。美国的政策应造成中国 GDP 增速下降 2 个百分点，而国内货币和财政刺激使中国 GDP 多增长 1 个百分点将形成补偿。不过，中国经济增速低于 4% 对新兴市场的资金流动和上行空间来说都不是好消息。

- **更强的美元和新兴市场央行较小的宽松幅度可能限制上升空间。**关税战最明显的影响可能会表现为新兴市场货币的贬值压力。可以说第一条压力传导途径是特朗普政府的政策带动美元走强，而第二条途径则源于人民币大幅贬值（7.75 元人民币/1 美元），因为这是应对关税上升冲击的关键手段。货币贬值压力可能进而限制新兴市场央行下调利率的能力。
- **自下而上的主题：**
 - (1) 人工智能的战略演变：**支持当前的生成式人工智能赢家，针对边缘人工智能建仓并找出利用人工智能的终端用户（台积电、SK 海力士）；
 - (2) 电力需求大增：**通过强化电力基础设施和设备投资从数据中心需求增长中受益的个股，并将可再生能源作为主要能源动力；
 - (3) 国防支出动向：**通过国防预算的全球性增长和本土投资机会在地缘政治紧张局势中寻找路径；
 - (4) 关税影响分析：**找出中美关税重塑市场态势和竞争格局后全球贸易中的赢家和输家。

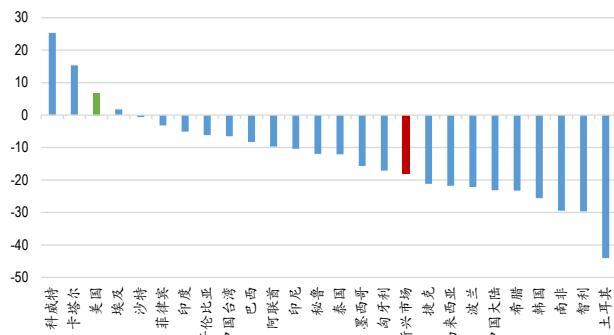
新兴市场看涨：我们的设想是新兴市场中的一些韧性来源可以缓解关税的影响。由于这个市场或将继续波动并迅速对新局势做出反应，以下因素可能推动新兴市场上行。

- **中国的刺激力度超出预期。**关税上升可能是中国将政策重点转向提振消费和解决住房政策问题的触发因素。
- **人工智能资本支出增速（目前年增长率为 25-30%）可能加快，**原因是公司采用生成式人工智能并继续投资于数据中心和相关基础设施。
- **积累库存。**发达市场企业可能在关税政策真正实施前囤积库存，从而为新兴市场出口商提供保护。
- **美联储放宽政策。**美国经济不过热也不过冷可能使美联储得以继续降息。摩根大通预测周期结束时联邦基金利率为 3.5%，低于市场一致预期。面对强劲增长前景更多地降息可能为新兴市场采取更宽松的政策以及同美国股市的分化程度加重铺平道路。
- **关税。**可以选择低于预期的关税或放慢实施步伐。

新兴市场配置：求得平衡

- 超配市场。**我们将风险预算集中于特殊投资方案（超配印度和南非），将贝塔集中于美国例外主义（超配墨西哥），建立人工智能交易敞口（超配中国台湾）并买入美元防御性（超配阿联酋）。
- 行业配置**提倡有所选择，并具有防御性倾向：超配金融（宽松幅度较小时有更好的净息差）、信息技术（生成式和边缘人工智能敞口）和公用事业（定价权）。我们低配新兴市场的全球和本土周期性板块：低配材料（中国大陆/欧洲的需求放缓）、低配可选消费品和房地产（中国大陆刺激乏力）。
- 因子/风格。**（1）超配价值股：在通胀重获上行空间和供应侧响应改善进而延长周期的环境中价值股都应表现良好；（2）超配优质股：在经济放缓但未崩溃而且货币政策未放宽的环境中，持有优质股是良策；（3）平配成长股：虽然在市场期待“金发姑娘”情境时成长股或偶尔跑赢大市，但其价格已经偏高而且不太可能持续；（4）低配规模（小盘股相对于大盘股）：小盘股可能因新兴市场或动能持久的板块缺乏流入资金而陷入困境。

图 21: 美国和新兴市场在贸易战 1.0 期间的表现 (% 美元)



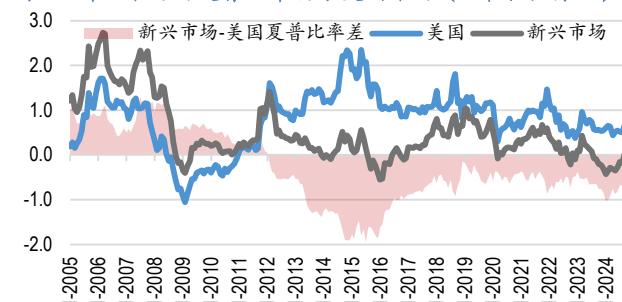
资料来源：Bloomberg Finance L.P.、摩根大通，注：2018 年 1 月至 2019 年 10 月

表 4: MSCI 新兴市场指数在强美元阶段的表现

起始日期	终止日期	天数	广义美元			MSCI 新兴市场指数(美元)
			初值	终值	涨幅	
7/18/2008	9/12/2008	54	93.2	98.5	5.7%	-16.3%
9/26/2008	10/24/2008	28	97.8	107.9	10.3%	-42.5%
12/19/2008	3/6/2009	77	104.3	111.7	7.0%	-16.1%
8/19/2011	9/30/2011	41	93.6	98.5	5.3%	-9.2%
10/17/2014	1/30/2015	103	103.7	111.9	7.9%	-1.6%
10/16/2015	1/22/2016	96	115.4	122.1	5.8%	-17.9%
9/30/2016	1/6/2017	96	118.6	125.5	5.8%	-2.5%
3/30/2018	9/7/2018	157	113.3	121.3	7.0%	-12.6%
1/17/2020	4/24/2020	97	121.7	131.3	8.0%	-23.3%
7/29/2022	10/14/2022	75	129.4	136.7	5.7%	-13.1%
7/14/2023	10/20/2023	96	126.8	133.6	5.3%	-10.0%
平均值			84		6.7%	-15.0%
中位数			96		5.8%	-13.1%
下降频率						100%

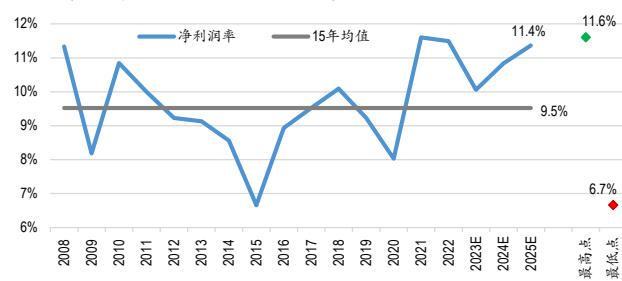
资料来源：Bloomberg Finance L.P.、摩根大通

图 22: 新兴市场的夏普比率弱于美国市场（3 年滚动窗口）



资料来源：Bloomberg Finance L.P.、MSCI、J.P. Morgan

图 23: 市场一致预期乐观地认为新兴市场净利润率将从 2024 年预计的 10.8% 升至 2025 年的 11.4%



资料来源：Bloomberg Finance L.P.、MSCI、摩根大通

市场波动性

全球经济扩张稳步进入下一年，同时我们仍乐观地认为经济韧性将占据上风。不过，几项风险可能给此番展望带来挑战。**宏观经济不确定性、地缘政治局势的演变和持续的高利率将考验全球稳定性。**美国新一届政府背离现有政策将带来额外的不可预测性。欧洲的增长可能依然缓慢，而亚洲可能面对重大贸易冲击的影响。在这种背景下，汇率和利率波动将对股市产生重大影响，而这将成为宏观经济风险的主要传导渠道。我们预测区域波动性将出现差异：**受美国例外主义影响，VIX 指数可能进入较稳定的阶段。**欧洲可能出现中等水平波动，而亚洲，特别是中国，面临的波动可能更为持久。**波动性供需态势**是我们预测 2025 年地区之间显著分化的核心因素。我们预计美国和欧洲将在供给驱动下失衡，这不同于亚洲的需求驱动失衡。这为一个广泛存在潜在状况的年份奠定了基础。

目前美国股市波动性处于拉锯战状态，技术因素带动其下行，宏观因素则意味着其应上升。技术面上，过去几年出现了新的、大型短期波动性供应来源，这在我们看来一直在抑制市场波动性，具体来说就是基于期权的 ETF、零日到期期权策略和量化投资策略。

2025 年，我们预计这些策略将继续提供大量波动性，由于投资者继续在市场板块之间轮换，相关性将普遍处于较低水平，从而对指数波动性产生下行压力。相反，仍然较高的利率、宏观经济数据以及政策和地缘政治风险增大都表明波动性应上升。我们预计这种脱节状态将基本保持不变，2025 年的波动性将稍低于其长期均值；我们将 2025 年 **VIX 指数的中位数目标设为 16。**不过，波动性的波动率可能仍较高。由于技术因素继续抑制波动性，VIX 指数可能在相对平静的阶段处于低位，但在规避风险阶段急剧上升。这样的陡增可能演化为持续时间较长的高波动性，特别是在如果其源头是地缘政治危机或商业周期下行的情况下。

欧洲股票波动性预计将保持低位，这是因为期权波动性的净供应抵消了宏观和地缘政治风险。投资者净卖出欧洲指数期权，特别是通过卖出溢价期权，造成做市商在全年大多数时间内净做多伽马，从而削弱实际波动性。我们预测这些做空伽马的资金流将持续到 2025 年初。

2024 年欧洲股市波动性较低，但法国和美国总统选举等事件使波动性具有很高的波动率。对于 2025 年，我们预计 **VSTOXX 指数的中位数为 17**，略高于

2024 年的 16。我们的预测意味着比 VIX 指数中位数高 1 个点的波动性差距，这是因为上半年关税对情绪的影响大于基本面对情绪的影响。虽然波动性的波动率应继续处于高点，但预计不会像 2024 年那么突出，原因是德国大选以及俄乌冲突潜在升级给欧洲带来的特定风险的波动性风险很小，而且不可忽略的停火可能性将缓解这种风险。

我们预测用 VNKY 指数衡量的日本股市波动性将在 **2025 年进入新的区间，其低端在 20 点上下。**波动性是否会急剧上升将取决于宏观经济因素，如全球经济增长、政策不确定性和地缘政治紧张局势。历史上，VNKY 指数在宏观风险较高时的平均值为 28 点，比低风险阶段高 6 点。**对期权的持续需求和有限的波动性供应可能会使波动性溢价高于历史平均水平。**日本的经济稳定性和治理改革将有助于化解波动性。投资者的资金流动，特别是来自日本政府养老投资基金和日本央行等国内源头的资金，将对 2025 年的市场波动性产生显著影响。考虑到用期权来防范宏观经济尾部风险的依据十分充分，我们认为只要 VNKY 指数跌破 20 点，就应被视为扩大对冲规模的良机。

利率

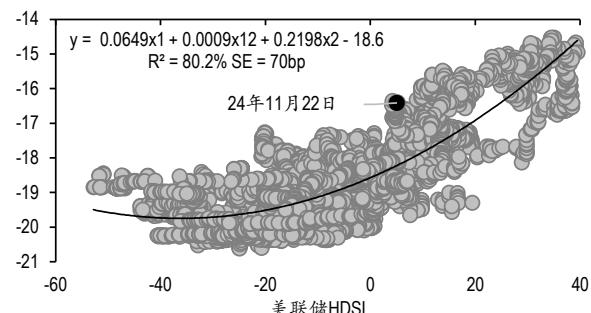
美国国债

我们的预测是美联储将进一步降息 100 个基点，2025 年 3 季度前每季度降息一次，最终将联邦基金利率目标区间降至 3.5-3.75%。此种情况下，当前环境将更类似于 1995-1996 年、1998 年或 2019 年的温和降息周期，且相对于更大幅度的降息周期而言，将对国债市场造成显著影响。我们可以使用这些不完整的周期，以大致推演出国债市场的预期走势，但同时也明白当前环境有其独特的特征。在我们看来，当前环境与 1995-1996 年周期更为相似（尽管这种比较并不完美）：国债收益率在 1996 年 1 月的最后一次降息前一个月左右触底，而收益率曲线的陡峭度则在最后一次降息后达到峰值。鉴于这些相似之处，叠加货币市场对美联储后续政策路径的预期较我们的预测更为鹰派，表明收益率有从当前水平下降的空间。

总体而言，考虑到市场对美联储未来利率政策的定价与我们自己的预测之间的差异，以及美联储的非对称终点利率，我们最倾向于做多曲线短端。最近几周，美联储的言论变得更加鹰派，但大多数发言者似乎表示，通胀粘滞/顽固或将导致降息次数减少，而非政策利率上调。此外，长期来看，我们发现市场对美联储的中期预期与我们的鹰鸽派指数（HDSI）所显示出的美联储论调，以及我们的美国增长预期调整指数（FRI）所显示的宏观增长环境之间存在高相关性，解释了自 2002 年我们的美国增长 FRI 指数推出以来 1y1y 利率 80% 的变动情况（图 24）。基于此，在考虑了美联储论调以及增长预期后，1y1y 隔夜指数互换（OIS）利率看起来偏高（尽管在过去两年的大部分时间内，这种差异始终以某种形式存在）。因此，我们依旧认为短端收益率从当前水平上升的空间有限，并依旧推荐做多 2 年期国债。

图 24：在考虑了美联储论调以及增长预期调整后，短期债券看起来较为便宜。

根据摩根大通鹰鸽派指数（点数）和摩根大通美国增长预期调整指数（点数）对 1y1y OIS 进行回归分析，自 2002 年 1 月以来的数据；%

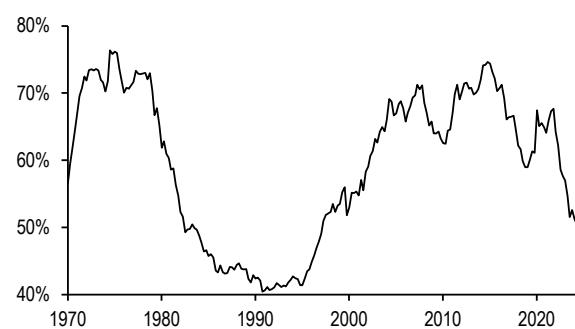


资料来源：摩根大通

虽然温和的降息周期应将导致收益率微降，但还有防止收益率从当前水平大幅下降的其他因素。过去两年我们的核心主题之一是国债市场持有人结构的巨大变化：美联储、外国投资者和美国各大银行等历史上实力最强投资者的需求，在国债市场快速增长期间急剧减弱（图 25）。我们认为 2025 年这一趋势将继续，尽管速度会慢一些。换言之，目前国债市场上隔夜融资的占比与短短几年前相比有所提升，因为 SOFR 交易额占未偿还国债的比例已较 2022 年增长了一倍。我们认为，对价格更加敏感的投资者将需要更多的补偿才会增持长期较长的无风险资产敞口，这应该会使收益率在给定的政策利率水平上比过去二十年的任何时候都要高。

图 25：价格不敏感型投资者的持有比例仅为国债市场规模的一半，占比为 1997 年以来最低

美国纽约联储系统公开市场账户（SOMA）、美国商业银行和外国投资者合计持有的存量可交易国债的比例；%



资料来源：摩根大通

这种需求结构的转变应将支撑期限溢价走高。ACM 期限溢价已升至十年来的最高水平，但挑战在于在美国国债市场上找到复制这一衡量标准的实际方法。我们发现，在过去 10-20 年中，宽幅国债蝶式价差对期限溢价的变化较为敏感。因此，我们预计在未来一年中，收益率曲线中部的表现整体将逊于两端。

我们倾向于期限溢价走高的观点暗示了我们理应也看好做陡曲线短端策略。然而，整体曲线的形态还受到美联储预期变化的影响，因而针对期限溢价上升预期，我们更倾向于使用加权中部趋平蝶式价差策略来建仓。同时，我们的研究表明，在温和的降息周期中，做陡曲线长端的策略始终盈利，而只有在美联储政策非常宽松时，曲线短端才会显著陡峭化。边际方面，鉴于做陡曲线长端策略的表现类似于低贝塔的多头策略，且在不完整宽松周期下通常是盈利的，因而有理由认为 2025 年曲线长端将陡峭化。因此，做陡长端策略的传统盈利性叠加期限溢价进一步上升的预期，我们认为可供考虑的长端品种的范围应该较窄，作为此种观点的落地，我们更加看好做陡 10s/30s。

我们在综合考虑以上因素的基础上对利率走势进行了预测。我们预计未来几个月内，收益率将继续走出更加明显的窄幅波动形态，原因是特朗普政府优先事项的不确定，加上经济增长依然强劲，导致利率窄幅波动。我们预计，2025 年 3 季度（美联储最后一次降息之前）2 年期国债收益率将达到 3.65% 的低点，并待美联储按兵不动后（利率处于适度限制性区域）小幅回升。此外，随着期限溢价的上升，我们预计 10 年期国债收益率对美联储降息的敏感性将降低，在 2025 年 3 季度达到 4.10% 的低点，并在年底回升至 4.25%。

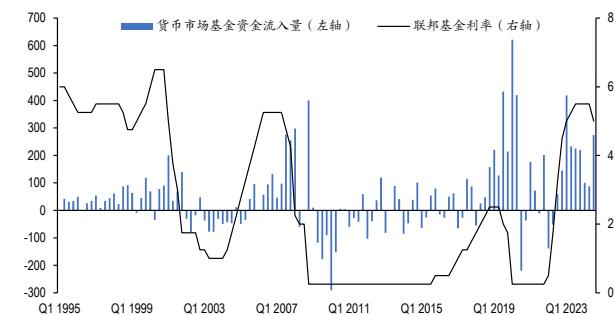
短期固定收益

对于 2025 年，我们预计货币市场基金（MMF）的资产管理规模（AUM）将保持高位，这主要是由于降息周期较为温和（即到 2025 年 3 季度，联邦基金利率目标区间将为 3.50-3.75%）以及经济走势的不确定性。尽管货币市场基金的现金流入比例可能会减弱，但我们预计一定不会出现大规模现金流出的情况。实际上，回顾过去三十年（跨越四次降息周期，分别为 1995 年、2001 年、2007 年、2019 年）货币市场基金的资金流动情况后发现，即使在美联储开始降息时，资金也在持续流入货币市场基金（图 26）。事实上，在 1995 年（我们认为最能反映即将到来的温和降息

周期，且从绝对收益率的角度来讲更具可比性的一个周期），货币市场基金的资金流入持续了整个周期。

图 26：即使在美联储开始降息后，资金也在持续流入货币市场基金。实际上，在 1995 年，货币市场基金的资金流入贯穿了整个周期

季度货币市场基金资金流动（十亿美元），联邦基金利率（%）



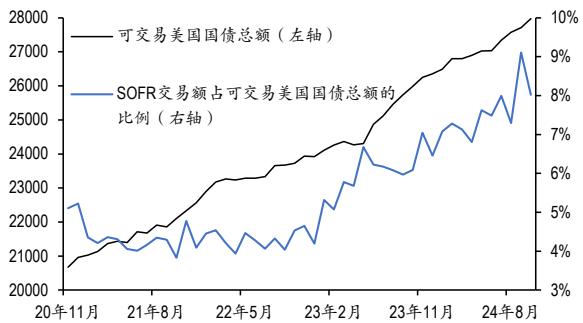
资料来源：IMoneyNet、Crane Data、摩根大通

从基本面来看，银行存款与货币市场基金这两类资产之间的相对吸引力应该也将继续利好后者。目前，银行存款与货币市场基金之间的利差仍然较大，货币市场基金的收益率比网银储蓄账户高出 60 个基点，比全国性银行存款账户高出 425 个基点。鉴于美联储预计会将利率下调至中性水平，我们认为短期内银行不会提高存款利率，特别是对于银行不一定想要的非营业性存款。尽管降息将使货币市场基金收益率进一步降低，但其相对于存款的利差将依旧大到足以吸引增量现金流入。此外，2025 年收益率曲线的演变也将决定资金流向。假设从现在到 2025 年底美联储再降息 100 个基点（24 年 12 月一次、25 年 3、6、9 月各一次）以达到 3.75% 的终点利率，我们的美国国债策略师预计，到 2025 年底，2 年期、5 年期、10 年期国债的收益率将分别为 3.75%、4.00% 和 4.25%，而截至撰稿时的收益率分别为 4.37%、4.30% 和 4.41%。这应将导致收益率曲线的最短端（即联邦基金利率至 2 年期部分）的陡峭化空间较小，尽管事实上，由于市场已经消化了温和得多的降息周期，过去几个月收益率曲线短端已经显著陡峭化。

同时，2025 年货币市场的供应将不会由短期国库券驱动，而将会是抵押品融资为货币市场提供增量供应的叙事。2025 年，我们估计货币市场总供应量将增加 7,750 亿美元，达到 17.9 万亿美元。在已处于历史高位的情况下，我们预计交易商回购供应量将进一步上升。我们的美国国债策略师估计，2025 年净付息债券发行量为 1.9 万亿美元，预计秋季发行规模将增加，以补充 2026 财年的资金缺口。与此同时，随着

美联储和其他价格不敏感型的实力买家对美国国债的兴趣下降，市场上已经有大量的美国国债抵押品融资交易。实际上，使用担保隔夜融资利率（SOFR）交易额作为市场上被用于融资的美国国债抵押品金额的替代指标，SOFR交易额占可交易美国国债总额的比例已从2022年的约4%增至2024年的8-9%（图27）。尽管预计2025年国债需求将略有增加，但我们认为依然有可观数额的抵押品需要融资，继而进一步推高国债回购余额。

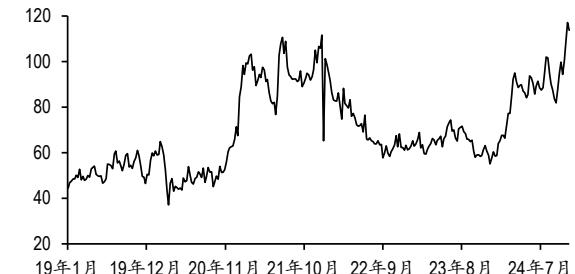
图27：使用SOFR交易额作为市场上被用于融资的美国国债抵押品金额的替代指标，SOFR交易额占可交易美国国债总额的比例已从2022年的约4%增至2024年的8-9%
可交易美国国债总额（十亿美元）对比SOFR交易额占可交易美国国债总额的比例（%）



资料来源：美国财政部、摩根大通

股票回购市场的情况亦然。2025年需要用于融资的股票数量也将上升。与国债回购市场类似，由于股市不断创下新高（推高了股价和名义价值），加上投资者对杠杆股票敞口的需求强烈，交易商需要在市场进行融资的股票抵押品数额已显著增长。因此，交易商代表客户开展股票抵押融资的需求上升，这一点从2024年股票三方回购交易量的上升中可以看出（图28）。

图28：交易商代表客户开展股票抵押融资的需求上升，这一点从2024年股票三方回购交易量的上升中可以看出
股票三方回购交易量（十亿美元）



资料来源：美联储、摩根大通

美联储将继续缩表，尽管我们预计美联储将在2025年1季度暂停量化紧缩（QT），这应将缓解流动性枯竭导致的资金压力。届时，我们认为美联储的资产规模将为约6.8万亿美元，隔夜逆回购(ON RRP)余额和银行准备金规模将分别为约2,750亿美元和3.2万亿美元，而未来美联储资产负债表规模的波动将由财政部一般账户(TGA)的变化所驱动。鉴于达拉斯联储主席Lorie Logan和纽约联储系统公开市场账户(SOMA)经理Roberto Perli均曾公开表示，多种市场指标显示准备金依旧充裕(abundant)，因而存在美联储可能在2025年晚些时候结束量化紧缩的风险。特别是，Logan提到，三方一般担保利率(TGCR)和有效联邦基金利率(EFFR)都远低于存款准备金利率(IORB)，且波动性远小于SOFR，而SOFR在2024年的波动反映的更多地是交易商中介成本而非准备金的稀缺性。当准备金仅仅是充分(ample)时，TGCR和EFFR应将更接近IORB。

总的来说，尽管货币市场投资者的需求料将持续，但价格或需调整以促进上述供应的持续消纳，尤其是在逆回购(RRP)流动性已降至较低水平并触及下限之时。尽管2025年上半年QT的结束应将缓解流动性枯竭导致的资金压力，但下半年国债回购供应的持续增加料将继续推动SOFR/EFFR利差扩大，而SOFR应将趋近联邦基金利率目标区间的上限。如果联邦基金利率果真逼近了区间上限，我们认为美联储将采取行动，通过降低RRP/IORB利率以更好地控制回购利率。此外，美联储可能会考虑采取措施，使得常备回购便利(SRF)操作对交易商的资产负债表更为友好。随着SOFR的上行（尤其是在下半年），短期国债/隔夜指数互换(OIS)，以及CPCD/OIS之间的利差应将扩大。我们还预计，这些利差曲线将变得更加陡峭，这意味着期限较长国债的利差扩幅更为明显，而期限较短国债的利差扩幅则不那么明显。

利率衍生品

2024年固定收益市场经历了显著且反复的摇摆。美联储预期多次反复，从年初的大幅降息到2季度的长期高利率（high-for-long），再到3季度的大幅降息，以及最近类似温和降息的路径（鉴于通胀更为顽固和美联储的谨慎言论）。这种摇摆不定的走势也出现在了信贷和大宗商品市场上。这些均突显出政策不确定性（截至撰稿时，政策不确定性依然相当之高）已成为市场的主要隐忧。因此，虽然我们预计2025年美联储将“温和但稳步”降息（我们的宏观预期是，美联储将在2025年3季度之前每个季度降息25个基点，全年降息100个基点），但这一路径存在不确定性，而2025年政策可能只有在宏观经济数据更加明朗之后才会明朗化。

至于资产负债表政策，量化紧缩何时终止是另一个仍待解答的重要问题。2024年以来，美联储的资产负债表规模已缩减约7000亿美元，（负债端）缩表规模几乎完全相当于逆回购（RRP）工具余额的降幅（降约8000亿美元），同时准备金水平仍具粘性。相比于优先型货币市场基金的结构性需求和实践所要求的最低水平，当前的隔夜逆回购规模并没有高出很多，这意味着之后RRP余额或将呈现出粘滞特征。有迹象表明，这些变化正在导致融资环境收紧，同时仔细研究隔夜SOFR对流动性总量变动的敏感性后发现，二者之间的相关性正逐步变得更加负面，表明整体回购市场的资金状况正在收紧。这一点，加上季末回购利率和SOFR利率飙升（升幅与2019年2季度的状况惊人地相似，而随后3季度就出现了回购市场危机“repocalypse”），以及国债期货和股票市场隐含的融资利率上升，表面资金压力的持续时间或许足以促使美联储放弃其目前对资金状况的乐观看法。因此，我们认为美联储可能会在2025年1季度末结束QT，而图29顶部部分显示了我们对2025年上半年美联储资产负债表变动的预测。我们预计，截至2025年上半年，美联储的资产负债表规模将降至约6.8万亿美元，准备金规模将降至约3.1万亿美元，隔夜RRP余额将降至约1,000亿美元。QT的结束对存款增长的边际影响是净正面的，对银行对美国国债的需求的影响或许亦然。11月大选结束后，对于美国国债SLR豁免相关监管放宽的乐观情绪也大幅升温——然而，即使此种情绪迅速兑现，我们预计短期内也不会对银行的美国国债需求产生显著影响。

整体的资金状况，以及美联储资产负债表的前景对互换利差的前景存在直接影响，尤其是在短端。资金压力将继续令互换利差承压，并导致其在可预见的未来相对于公允价值估计保持狭窄，直至QT结束。更广泛地说，2025年上半年互换利差将依然受到期限融资溢价（TFP）前景的显著影响，TFP决定了互换利差期限结构的斜率，而零久期期差（ZDS）则决定了截距。我们预计TFP将仅小幅上升，而ZDS应终将扩阔，但可能要等到QT结束之后。在这些因素的共同作用下，预计到2025年上半年末，互换利差将会走阔，短端领涨且利差曲线趋平，但呈现出偏后置特征（见图29中间部分）。或许该观点面临的最重要的风险是，如果市场开始关注国债规模的增加（终将于2025年底开始），TFP可能会偏向于更高——如果市场提前很久预期到这一点，TFP可能会每年偏高约0.6个基点，继而或将令30年期互换利差收窄10个基点。

久期供应的终将上升（即使将在很久之后），也可能会影响2025年的互换收益率曲线。实际上，即使在2024年，对供应的担忧，以及此种担忧导致的期限溢价和TFP的上升可能是互换收益率曲线交易呈现出全年陡峭化趋势的原因（即在预期曲线陡峭化的时期，陡峭程度与预期一致，但在预期曲线平坦化的时期，平坦程度低于预期）。因此，2025年收益率曲线的交易主题需要考虑期限溢价因素，尽管互换收益率曲线必然也将受到其他结构性因素的影响，如美联储预期、通胀预期和美联储的资产负债表。利用我们互换收益率曲线的公允价值计量经验模型，并研究当前远期合约已反映的预期，我们预计长端（5s30s或10s30s）或远期曲线将呈陡峭化趋势，而远期合约尚未完全反应此种预期走势。同时，鉴于政策不确定性高企的隐忧以及期限溢价的潜在上升，我们也将继续寻求对冲美联储预期的做陡交易机会。

鉴于ZDS和TFP的前景（二者分别反映了杠杆状况和财政政策风险相关信息），以及用于我们计算互换期权隐含波动率的公允价值计量经验模型框架的其他因素，我们预计到2025年年中，隐含波动率将整体下降（见图29的底部部分）。但该观点面临的一个重要风险是政策的不确定性，这是导致2024年大部分时间内隐含波动率保持高企的因素之一。最后，我们的公允价值计量经验模型框架建立在波动率-利率相关性这一基础元素之上，因而自然也可用于评估偏度的相对价值；说到此，我们发现30年期国债的尾部利差的支付方偏度看起来较高。

图 29: 2025 年上半年互换利差、隐含波动率和美联储资产负债表预测

当前 (11月20日) 和 2025 年上半年预测: 美联储资产负债表*总资产、隔夜 RRP、TGA、准备金、商业银行存款** (均以十亿美元计), 以及部分期限匹配互换利差 (基点) 和部分互换期权结构的隐含波动率 (基点/天)

	当前	1H25
美联储资产负债表 余额(十亿美元)	美联储资产	7,023 6,784
	隔夜逆回购	170 100
	财政部一般账户	832 850
	准备金	3,244 3,086
	商业银行存款	17,817 18,171
利差 (基点)	2Y	-19.7 -15.5
	3Y	-24.7 -22.5
	5Y	-34.8 -31.0
	7Y	-43.5 -40.0
	10Y	-49.8 -44.5
	20Y	-73.9 -72.0
	30Y	-83.5 -80.5
波动率 (基点/天)	1Yx2Y	7.4 6.0
	1Yx5Y	7.0 6.1
	1Yx10Y	6.6 6.0
	1Yx30Y	6.0 5.7
	3Yx10Y	6.3 6.1
	5Yx10Y	6.0 6.0

*当前数值截至 2024 年 11 月 14 日, 美联储 H.4.1 报告: 美联储资产、RRP、TGA 和准备金

**当前数值截至 2024 年 11 月 15 日, 美联储 H.8 报告

资料来源: 摩根大通, 美联储经济数据库 (FRED), 美联储 H.4.1 报告, 美联储 H.8 报告

欧洲利率

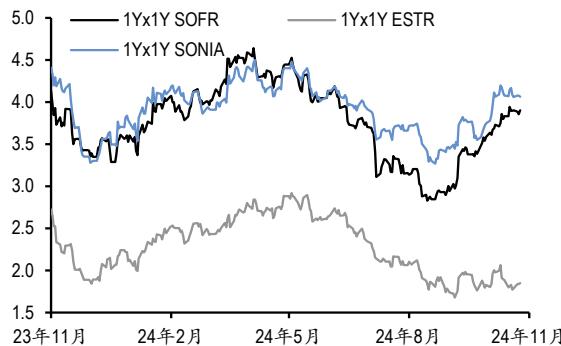
美国大选结果为我们对欧洲的展望又增加了一层不确定性和复杂性, 基准情景下, 欧洲央行将放缓降息步伐, 并将政策利率在高位维持更长时间 (higher for longer), 尽管美国和欧洲政策利率分化的主题将继续。市场对“终点”利率的定价要么反映出不完整的宽松周期叠加期限溢价上升预期 (尽管“期限溢价”可能包含财政、供应、长期通胀预期相关多种风险因素), 美国尤其如此, 英国可能如此; 而在欧元区则反映出持续的通胀下降和降息至中性利率水平。通胀持续下降趋势和增长下行风险更可能导致欧洲央行继续实施宽松周期, 将利率降至中性 (2%) 或以下水平。

我们对以下观点较有信心: 目前, 各大央行的终点利率是不对称的, 通胀粘滞/走高或将导致宽松周期提前结束, 但加息风险非常有限, 而劳动力市场或增长冲击将导致降息步伐加快。然而, 如果核心通胀长期保持在过高水平, 或是有上升之势, 2025 年这种不对称性或将发生变化, 尽管鉴于更加明朗的通胀下降趋势, 欧洲央行不太可能调整目标利率。展望全球, 欧元区可能是最薄弱的一环, 且我们看好做多欧债/做空美债收益率曲线中段。然而, 1Yx1Y ESTR 已与 1Yx1Y SOFR 脱钩 (图 30), 且在曲线的短端和中段部分, 跨市场美元-欧元利差均处于历史高位 (图 31), 也就是说美元相对于欧元较为便宜。12 月 25 日市场对美联储与欧洲央行政策利率之差的预期已超过 200 个基点, 与我们的基准情景预测一致, 因此, 我们建议根据尾部风险的变化, 战术性地交易 5-10Y 部分的欧债多头 vs. 美债空头。

不确定因素方面, 俄乌冲突的潜在解决是我们近期与客户的讨论话题之一, 我们想强调欧洲投资者应关注以下两点: 1) 对欧洲能源的影响; 2) 对乌克兰的战后重建援助。针对第一点, 继特朗普赢得美国大选后, 我们推测俄乌战争的迅速结束将为增加经由乌克兰输送的俄罗斯管道天然气供应奠定基础。全球供应的潜在增加料将推动天然气价格下降, 继而强化了欧元区普遍的降通胀主题。至于第二点, 我们认为, 俄乌冲突的正式解决或将导致 2s/10s 德国国债收益率曲线反射性地陡峭化, 且 10Y 互换利差收窄。然而, 我们提醒投资者注意, 不能单纯地因为俄乌冲突的解决而假设欧元区在对增加乌克兰重建资金援助方面的承诺会突然明朗化。

图 30: 1Yx1Y ESTR 已与 1Yx1Y SOFR 和 SONIA 脱钩.....

1Yx1Y SOFR、ESTR 和 SONIA; %



资料来源: 摩根大通

图 31:且跨市场 1Yx1Y 和 5Yx5Y 美元-欧元利差均处于历史高位。我们建议根据尾部风险的变化, 技术性地交易欧债多头 vs. 美债空头

跨市场 1Yx1Y SOFR-1Yx1Y €STR, 以及 5Yx5Y SOFR-5Yx5Y €STR 利差; 基点



资料来源: 摩根大通。

在欧元区, 我们 2025 年的交易策略是, 上半年战略性的看涨久期 (直接交易和跨市场欧元/美元交易均是如此), 以及下半年战术性的区间交易。我们预计到 2025 年底, 10 年期德国国债收益率将为 2.05% (2025 年中预计为 1.95%), 且收益率曲线将小幅牛陡。我们对截至 2025 年底的 10 年期德国国债收益率的预测较远期合约低约 15 个基点。我们维持对欧元区内部的整体看好观点, 套息交易仍是主要主题。我们预计利差自当前水平上收窄的空间有限, 因此 2025 年需对欧元区内利差进行战术性交易。此外, 2025 年中前后, 政局的潜在动荡或将令法国国债的利差承压。我们预计到 2025 年底, 意大利与德国的 10 年期国债利差为 125 个基点, 而法国与德国的 10 年期国债利差为 65 个基点 (到 2025 年中, 意大利和法国国债相对于德国国债的利差分别为 130 个基点和 75 个基点)。我们对截至 2025 年底意大利与德国 10 年期国债利差的预测较远期合约低约 15 个基点,

对截至 2025 年底法国与德国 10 年期国债利差的预测较远期合约低约 25 个基点。互换利差方面, 基本面因素的相对稳定或将导致互换利差保持在一定区间内, 因而需要进行技术性交易。2025 年, 技术性因素或将发挥主导作用。尽管如此, 预计曲线内部将出现分化, 10Y 德国国债相对于两端的利差预计将收窄。我们预计到 2025 年中和年底, 2Y 德国国债 (Schatz) 与 €STR 之间的利差分别为 -7 个基点和 -5 个基点。欧洲央行货币政策的放宽, 资产负债表规模的缩减, 以及预计技术性资金的持续流入或将令 2025 年上半年 10Y 德国国债的利差承压。我们预计到 2025 年中和年底, 10Y 德国国债与 €STR 之间的互换利差将为 -16 个基点和 -20 个基点。波动率方面, 2025 年上半年我们建议战术性的卖出 gamma, 重点关注尾部拉长。我们建议偶尔进行 delta 对冲, 以从均值回归的环境中获益, 鉴于在我们的基准情景下收益率变动的空间有限, 均值回归趋势或将持续。

我们对欧元区 2025 年前景的基准情景假设如下: 1) 贸易不确定性增加导致欧元区经济以低于潜力的速度缓慢增长, 但不至陷入衰退; 2) 对美国进口中国商品实施 60% 的关税, 并威胁 (但不实施) 对其他进口商品普遍加征关税; 3) 通胀持续下降, 预计到 2025 年底欧元区核心通胀率将达到 2.0%; 4) 欧洲央行降息至中性水平以下, 且预计将于 2025 年中实现 1.75% 的终点利率; 5) 继续全额执行资产购买计划 (APP) QT, 同时从 2025 年 1 月开始启动全额的紧急抗疫购债计划 (PEPP) QT; 2025 年 PEPP 提供的安全网将不复存在, 导致欧元区内的利差将更易受到外部冲击; 6) 由于息差走势具吸引力, 私营部门对欧洲政府债券 (EGB) 的需求持续 (主要来自非国内投资者), 对冲了高供应/QT 压力; 7) 政治环境温和, 法国除外 (法国局势或将在 2025 年中出现动荡)。欧元区 2025 年前景面临的风险明显主要是利率下降, 原因是欧美贸易摩擦升级可能会将其推向衰退, 并迫使欧洲央行大幅降息。贸易摩擦或将带来通胀上行风险 (至少在短期内), 我们预计欧洲央行将看清这一点。

英国方面, 我们对英国利率市场的基准观点是随着英国央行持续渐进式地下调基准利率, 我们认为 10 月份预算案宣布的财政宽松政策, 叠加顽固通胀, 或将限制英国短端收益率大幅反弹的空间。鉴于未来几年通胀不确定性和发行量上行风险带动期限溢价上升, 中期收益率可能会更加粘滞。英国央行渐进式的降息政策应将对短端收益率造成下行压力, 因为 SONIA 曲线定价了 70 个基点的累计降息幅度, 而我们预测

英国央行将降息 100 个基点。鉴于英国国债与 10Y 美国国债之间的持续高相关性（贝塔），以及中期内英国国债供应的上行风险，我们预计中期收益率将更具粘性。我们预计，2025 年 10 年期英国国债收益率将小幅下降，2 季度降至 4.20%，4 季度降至 4.10%。

在我们的基准情景分析中，1Y SONIA 和 1Yx1Y SONIA 略显便宜，但我们认为英国央行有提前结束降息周期的风险。由于我们预计短端收益率依旧是 2s/10s 曲线的主要驱动力，我们认为，随着英国央行持续降息，2025 年上半年 2s/10s 英国国债收益率曲线或将略微陡峭化。长端方面，在估值、预计短端收益率微升以及期限溢价粘滞的叠加作用下，我们认为 2025 年 10s/30s 英国国债曲线倾向于陡峭化。我们预计，在中期内英国央行持续缩表以及国债发行量上行风险的背景下，随着收益率微降，10Y 互换利差将逐步收窄。鉴于长期国债需求走势不确定，我们认为 30Y 互换利差存在收窄至接近-100 个基点的风险。

北欧方面，预计瑞典央行将于 2025 年 5 月结束降息周期，利率将降至 1.75%，但在增长乏力、通胀较低以及美国关税风险导致经济面临进一步走弱风险的叠加作用下，存在终点利率低于 1.75% 的风险。我们认为 1Y 和 1Yx1Y 利率偏低，并持看涨久期观点；建议买入 2025 年 6 月的瑞典克朗远期利率协议。我们预计，Stibor（瑞典银行间同业拆借利率）收益率表现将逊于 Euribor（欧元银行间同业拆借利率），原因是其增长势头及财政刺激政策的预期表现相对更好；建议做支付 2Yx1Y Stibor vs. Euribor 基差交易。预计瑞典 10 年期互换利差将收窄。预计挪威央行将于 2025 年 3 月启动降息周期。诚然，启动时间存在延迟风险，但我们认为启动时间点的延迟或将伴随降息速度和幅度的加大。建议做收取 2Yx1Y Nibor 期差交易，因为市场当前对终点利率的定价过高。做陡 1Yx1Y/5Yx5Y Nibor 曲线是具有吸引力的看涨久期交易，且或可从全球曲线陡峭化中获得支撑。建议做收取 2Yx1Y Nibor vs. Stibor 基差交易；或是收取 2Yx1Y Nibor vs. €STR 基差交易。

日本利率

2024 年，日本央行在去年的基础上继续稳步推进正常化进程。在 3 月的货币政策会议（MPM）上，日本央行宣布退出负利率政策并取消收益率曲线控制，随后在 7 月底再次加息至 0.25% 并宣布启动量化紧缩。一切进展顺利，直到投资者错误地解读了日本央行所释放出的信息，加上美国 7 月非农就业报告疲软，触发

了 8 月份的市场崩盘。可以说，这是日本央行遭遇的第一个重大挫折。然而，在市场企稳、美国经济衰退担忧消退，以及国内数据处于正轨的背景下，我们的经济学家预计日本央行将在 12 月的 MPM 上决定将政策利率上调至 0.5%。2024 年迄今，日元利率已上调约 20-60 个基点，达到近十年来的最高水平。由于对量化紧缩的担忧，现货市场的抛售更为剧烈，导致不同期限的互换利差整体收窄。

展望 2025 年，日本的政策利率将跨越维持了数十年的 0.5% 的门槛。我们的经济团队预计日本央行将在 2025 年 4 月和 10 月份加息，到 2025 年底将政策利率上调至 1.0%，并可能在 2026 年再加息两次至 1.5%。在全球背景下，日本央行将继续遵循其自身节奏，表明日元利率的表现将逊于全球发达市场货币。

资产负债表政策方面，量化紧缩已进入自动运行模式，逐步将日本国债票据释放回私人市场。日本央行计划在 2025 年 6 月的货币政策会议上开展中期评估。根据我们的基准观点，我们预计紧缩步伐将保持不变。然而，有传言称，一些投资者担心量化紧缩会加速。

除了日本央行之外，继自民党在 10 月大选中失去多数席位后，其领导下长达十年的政治稳定局面宣告结束，财政政策重新成为焦点。国民民主党（DPP）成为关键力量，相对于执政联盟占据了上风。国民民主党主张扩张性财政政策，包括永久性地上调个人所得税起征点（当前为 103 万日元）。随着国民民主党推动这些减税措施，而执政联盟采取更加谨慎的态度，财政前景仍然是主要的不确定因素之一。

在我们对 2025 年的宏观叙事下，我们预计到 2025 年 4 季度，2 年期和 10 年期收益率将分别达到 1.1% 和 1.5%。首先，相比于我们的基准政策预期，OIS 的定价温和，表明有向上重新定价的潜力。我们认为当前定价源于以下几个因素：1) 对政策路径缺乏信心导致风险偏好较低；2) 在一个等待催化剂的市场中，投资者不大愿意第一个叙做支付期差交易；3) 外汇市场上的机会更加有利。尽管定价偏向于看跌叙事，我们认为有必要采取战术性和机会性交易策略。正如 2024 年远期互换利率的趋势所示，如果错过了突破区间的时机则可能会陷入负利差和缓慢重新定价的艰难境地。鉴于曲线的平坦化，相比于支付 2y1y 期差交易，我们建议做收取 1y1y 期差交易。

我们预计 2025 年日元利率将继续上升，原因是相比于定价水平日本央行的态度更为鹰派，且其国债持有比例不断降低。尽管我们的美国利率策略团队预计美国国债收益率将下降，但日本和美国利率之间关系的演变可能会在很大程度上减轻海外收益率降低的影响。根据我们的公允价值模型，目前 10 年期日本国债收益率偏高逾 10 个基点。

我们预计现货曲线将呈小幅熊平态势。虽然我们预计曲线上各期限国债的收益率水平均将抬升，但短期国债或将面临最大压力，主要受日本央行政策影响。尽管如此，我们预计 2s/5s 日本国债收益率曲线不会平坦化，因为市场定价的终点利率应将更高。我们对曲线短端平坦化的信心更强。而在曲线长端，我们看到有多种影响因素。一方面，在超长期日本国债发行量下降预期被定价后持续存在的供需忧虑、财政溢价的潜在上升，以及 QT“存货效应”的减弱均表明长端曲线将更加陡峭。相反，也有可能财政部对超长期国债发行量的削减幅度将超出预期。其次，日本政府养老投资基金 (GPIF) 及其复制基金可能会增配日本国债，或是采用久期更长的指数。从历史上看，10s/30s 日本国债曲线倾向于在 120 个基点左右达到拐点，同时需求态势可能会发生变化。虽然我们预计长端曲线将适度平坦化，但我们承认，我们对此观点的信心相对较低。

在互换利差方面，我们预计曲线将平坦化；至于这一观点的落地，我们建议做窄超长端利差，或是做平互换利差曲线。我们建议从做窄 30 年期互换利差开始建仓。

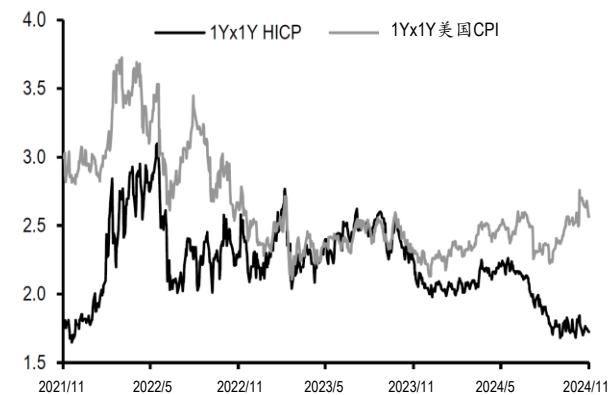
全球通胀市场

临界通胀率已反映出宏观环境的分化主题：2024 年迄今欧元区 10 年临界通胀率下降，而美国和英国的临界通胀率微升。5Yx5Y HICP（欧元区调和消费者价格指数）已降至 2% 左右，为 2022 年初以来的最低水平；而自 2024 年年初以来，10Y TIPS（通胀保护债券）隐含的临界通胀率始终在 40 个基点的区间波动，目前为约 2.30%。自 2024 年年初以来，欧元实际收益率微升，但被 HICP 互换合约反映出的通胀预期下降所抵消；同时在美元方面，短端名义收益率的抛售反映出通胀预期上升，1Yx1Y 美国 CPI 互换点差上升了 40 个基点，而 5Yx5Y 美元名义收益率的上升则反映了实际利率的上升。这可被理解为通胀压力导致美联储宽松预期的重新定价，以及期限溢价和中性利率的潜在上调预期推动美元中期名义收益率上升。1Yx1Y

美国 CPI 互换点差已升至近两年来的最高水平，而 1Yx1Y HICP 互换点差接近疫情后的低点水平（图 32），反映出美国和欧元区宏观环境的分化主题，且我们预计这一主题将在 2025 年继续。

图 32：短端临界通胀率反映出欧元区与美国宏观前景的分化；我们预计这一主题将在 2025 年继续

1Yx1Y HICP 互换点差和 1Yx1Y 美国 CPI 互换点差



在欧元区，整体 HICP 预计将在 2025 年 2 季度回落至同比 2.0% 的目标水平，并在年底降至 1.8%。核心价格涨幅预计将在 2025 年年初逐步降至每月季调环比 0.2%（对比最新数据为 0.23%），而 2025 年 2 季度核心 HICP 预计为同比 2.3%，到 2025 年年底预计为同比 2.0%。这一预测假设服务通胀率将显著下降，因为整体 CPI 的下降应将推动薪资通胀率在 2025 年中降至约 3%，且 2025 年的价格重置效应也应较小，尤其是保险等核心类别。核心商品价格料将呈横盘走势。

HICP 互换曲线的短端反映出 2025 和 2026 年的平均通胀率分别为 2.0% 和 1.8%，前者略高于我们的预测。全球层面来看，欧元区的经济活跃度或将依然是最弱的一个，主要是由于德国经济疲软，这应将推动通胀的持续下降。鉴于关税/贸易摩擦不确定性上升对情绪的潜在负面影响，以及欧元区可用以反击的财政刺激空间有限，我们认为欧元区的通胀风险更倾向于下行。鉴于劳动力市场的紧张程度有限，随着整体通胀的下降，薪资通胀应继续处于较低水平。另一方面，货币和商品价格是通胀的不确定因素，前者或将带来上行压力。如果美国对欧盟加征关税，报复性关税也将造成一些短期压力，尽管由于缺乏细节信息，此种压力的潜在程度或时间缺乏可见度。

在我们的估值框架中，中期临界通胀率看起来略低，但我们预计 2025 年上半年 5Yx5Y HICP 将在 2.00-2.20% 区间波动，原因是以下两个因素相互抵消的结果：1Yx1Y €STR 的预期微升对 5Yx5Y HICP 造成的下行压力，以及美国财政和关税政策的不确定性对 5Yx5Y 美国 CPI 造成的上行压力；但鉴于欧元区财政宽松的门槛已大幅升高，5Yx5Y HICP 和 5Yx5Y 美国 CPI 之间的相关性（贝塔）可能下降。考虑到宏观风险因素，我们认为 1Yx1Y/5Yx5Y HICP 曲线趋陡。1Yx1Y/5Yx5Y HICP 曲线与 1Yx1Y HICP 水平呈现出高度负相关性，我们预计这种趋势将持续；而鉴于我们认为 1Yx1Y HICP 将小幅下降，我们对 1Yx1Y/5Yx5Y HICP 走势的看法是陡峭化。2024 年欧元 10 年期实际互换收益率在 25-60 个基点区间波动，目前接近年初至今波动区间的下限，且自 7 月以来稳步上升，并与 10 年期名义收益率的走势大致同步。从相对估值的角度来看，根据我们的高频模型，相比于 2Yx1M €STR，1Yx1M/2Yx1M €STR 曲线，并经欧洲央行资产负债表规模调整后，10 年期实际收益率看起来偏低近 30 个基点。鉴于相对估值便宜以及欧元区经济增速的持续下行风险，我们对欧元 10 年期实际收益率持看涨观点。

英国方面，CPI 通胀率已从两位数的峰值持续大幅下降，2024 年一度跌破目标值，但能源价格的上升料将推动 2025 年整体通胀回升至 3%。商品通胀率放缓在降通胀过程中发挥了主导作用，而偏国内导向的服务通胀则更加粘滞。我们预计核心 CPI 将保持高位，2025 年上半年平均为同比 3.6%，下半年为同比 3.2%，且 2025 年核心服务通胀仍将在 4-5% 的高位运行（对比 2024 年为 5-6%）。5Yx5Y RPI 目前为约 3.3%，处于多年历史区间的下限。2024 年大部分时间内，5Yx5Y RPI 与英镑名义利率走势的相关性非常有限，仅在零星情况下显示出正相关性。然而，5Yx5Y RPI 与 5Yx5Y 美国 CPI 呈显出强得多的正相关性，反映了全球增长趋势，以及发达市场整体的货币政策环境。鉴于美国大概率对华加征关税所引发的负面供应链冲击对全球通胀带来的潜在上行压力，我们预计 5Yx5Y 英国 RPI 与 5Yx5Y 美国 CPI 之间相对较强的跨市场相关性将持续。根据我们的高频模型，5Yx5Y RPI 走势依旧能通过利率水平、油价、TW-£ 和增长预期调整得到很好地解释，我们预计 2025 年上半年 5Yx5Y RPI 将在当前水平上区间波动。

美国方面，核心通胀可能会进一步放缓，原因是租金增长以及非住房服务通胀放缓。我们假设当选总统将

在 2025 年年初落实其宣称的对全部中国商品征收 60% 的关税，这应将令全年的核心通胀率升高约 0.2 个百分点。我们预计整体 CPI 将微降至同比 2.5%。然而，鉴于政策不确定性高企，尤其是关税行动针对的贸易伙伴范围可能更大，我们的 2025 年通胀预期面临的风险偏上行。与此同时，由于企业和家庭资产负债表依然相对稳健，美联储可能在 2025 年 3 季度末之前再次降息 100 个基点，**基本面依然利好通胀保护债券（TIPS）**。重要的是，联邦公开市场委员会似乎已经接受了如下观点：就业作为委员会的两大使命之一，不值得通过牺牲就业的方式应对“2 点几”的核心 PCE 通胀率。在此背景下，我们认为 2025 年上半年临界通胀率料将保持在 2024 年交易区间的上限。我们预计 2025 年年中，5 年、10 年和 30 年临界通胀率分别接近 235、235 和 230 个基点。然而，随着关税政策实施之后美联储转向更加中性的政策立场，以及商品价格下降，临界通胀率或将在 2025 年下半年下降。目前，为对冲风险起见，建议持有 5 年临界通胀率扩宽头寸。

货币

G10外汇

我们的基准情景预测是，由于“美国例外论”强化，利率仍然高企、生产力提升以及创新差距扩大，美元将走强至新高。大选结果尚未被市场完全定价。美联储降息不足以扭转近期美元的强势表现或是推动美元持续走弱；这还需要美国以外地区的增长，但现在看来可能性不大。美元的高利率或将令微笑曲线保持狭窄，但美国规模庞大的双赤字令我们对美国经济数据放缓或关税政策未兑现等风险因素保持警惕。

2025年的主要交易主题有：1) 关税风险，整体利好美元；2) 对制造业的相对依赖度（图 33）；3) 世界其他地区的政策响应（相对于采取降息政策的国家，拥有财政空间/外汇储备国家的汇率抵御外部冲击的能力更强，图 34）；4) 美国大选之外的问题（早期降息国家的复苏、估值、回流潜力、利率趋同）。整体而言，只要美元的终点利率保持在高位，G10 货币套息交易依旧有望带来正向但逐渐降低的回报，全球的外汇利差前景仍然黯淡。

主题和交易

1. 强势美元并未结束。得益于内生增长/通胀政策组合以及美联储降息预期较弱，美元表现强势，而现在，在贸易政策拉大了美国与世界其他地区差距的情况下，美元的强势应将被大幅增强。美元仍有望在大选后达到最初设定的升值目标。

- 继续做空欧元/美元现货（市价+2.65%）和期权（2025年3月到期的1.05/1.02看跌价差组合，市价85个基点，成本77个基点）。
- 继续在新兴市场政府债券指数（GBI-EM）组合中低配离岸人民币

2. 美国的贸易政策造成了世界其他地区的差异化。确实，贸易不确定性可能会导致美元的相关性增加。但对不同地区和行业的影响各不相同，而各国的政策应对也可以影响外汇收益。因此：

- 制造业：新的做空标的。**看好以服务业为主的国家的经济和汇率表现好于以制造业为主的国家。相对于欧元区制造业国家外汇如波兰兹罗提（我们的新兴市场策略师的观点是“低配”——详见新兴市场汇率展望），建议做多挪威克朗。波兰兹

罗提和挪威克朗分别处于估值谱系的两端，且制造业敞口不同。

- 持有2025年4月到期的欧元/挪威克朗11.70/11.40看跌价差组合（市价100个基点，成本82个基点）**
- 卖出波兰兹罗提/挪威克朗现货。参考即期汇率2.7020。止损2.7831。**
- 买入挪威克朗/瑞典克朗3个月看涨价差组合。K=1.00/1.0250。参考即期汇率0.9898，成本47.5个基点。**
- 多种交易供君选择。**利用各国应对政策抵消效果的差异，包括货币政策（做空欧元）、财政政策（做多瑞典克朗、做空英镑）和外汇政策（做多挪威克朗、做空离岸人民币）。我们的新兴市场策略师的建议是持有印度卢比/新加坡元多头头寸。
- 买入英镑/挪威克朗2月28日到期的看跌价差组合。K=13.80/13.50。参考即期汇率13.9435。成本67.5个基点。**

图 33: G10 货币国家制造业的脆弱性：欧元、瑞典克朗、瑞士法郎的脆弱性高于英镑、挪威克朗、澳元和加元

精选全球贸易脆弱性指标；GVA=增加值总额；GVC=全球供应链。瑞典克朗 GVA 数据采用的是国民账户数据。

	欧元	瑞典克朗	挪威克朗	英镑	瑞士法郎	澳元	新西兰元	加元	日元
对美商品出口额占GDP的比例%	3	3	1	2	6	1	2	19	4
商品出口占GDP的比例%	37	33	37	14	47	21	17	26	17
中间品出口占GDP的比例%	8	6	6	7	25	3	4	6	4
商品贸易(GDP占GDP的比例)%	74	66	56	36	88	38	37	54	36
制造业占GVA的比例%	16	20	6	10	19	6	11	11	20
GVC相关产出占GDP的比例%	18	17	17	11	19	10	9	12	9

资料来源：Haver, 国民账户, 国际货币基金组织, 经济合作与发展组织, 世界银行, 摩根大通

图 34: 汇率受关税影响的程度将取决于政策响应——相对于依赖货币宽松政策的国家，拥有财政支持/外汇储备国家的汇率有更强的风险抵御能力

x: 有条件采取对策；X: 有意愿采取对策；xx: 既有条件也有意愿。货币政策倾向：--表示降息（既有条件也有意愿），-表示降息（有条件但无意愿），++表示加息（既有条件也有意愿），+表示加息（有条件但无意愿）。*表示彭博一致预期。

货币	应对政策			实际有效汇率与2019年平均相比长期均值 (%)			预期有效汇率与2019年平均相比长期均值 (%)		
	货币政策转向时的关税数据发生时的基线反应	财政支持	外汇干预压力	实际有效汇率与2019年平均相比长期均值 (%)	制成品GVA占总GVA的百分比	期间风险调整后的季度GVA差额的预期 (%)	货币政策转向时的关税数据发生时的基线反应	预期有效汇率与2019年平均相比长期均值 (%)	预期有效汇率与2019年平均相比长期均值 (%)
G10	--	x	--	8	16	-1.2	-2.0	-150 bp	
欧元	--	x	--	4	9	-1.1	0.0	-100 bp	
英镑	--	xx	--	-10	4	-1.0	-0.3	-100 bp	
瑞典克朗	--	xx	--	-9	20	-1.2	-0.2	-100 bp	
挪威克朗	--	x	--	2	19	0.6	0.3	-50 bp	
瑞士法郎	--	xx	--	-22	20	0.4	-2.8	-75 bp	
日元	+	xx	--	-6	11	-0.7	-1.3	-125 bp	
加元	--	xx	--	5	6	-1.4	-0.4	-100 bp	
澳元	--	xx	--	4	10	-1.4	-0.3	-125 bp	
新西兰元	--	xx	--						
新兴市场									
离岸人民币	--	xx	--	-8	28	-2.2	-2.6	-30 bp	
印度卢比	+	x	xx	-1	15	-1.0	1.5	-100 bp	
印尼盾	--	xx	--	3	28	-1.4	-1.5	-75 bp	
新加坡元	--	x	--	9	22	-1.0	0.6	-100 bp	
印度尼西亚盾	++	xx	x	3	19	-0.9	2.3	on hold	
泰铢	--	x	x	6	27	0.2	-1.8	-25 bp	
马来西亚林吉特	+	xx	x	-6	24	-0.8	-0.8	on hold	
巴西雷亚尔	--	xx	--	-2	13	-1.3	9.0	+150 bp	
巴西南雷亚尔	++	xx	--	4	23	-0.4	5.3	+125 bp	
哥伦比亚比索	++	xx	--	-12	13	-1.4	3.6	+225 bp	
智利比索	++	xx	--	4	11	-1.7	0.8	-75 bp	
秘鲁索尔	--	x	--	5	13	-0.5	-0.5	-75 bp	
南非兰特	--	xx	--	-4	14	-0.9	3.5	-50 bp	
波兰兹罗提	--	xx	--	6	20	-1.2	1.3	0 bp	
捷克克朗	--	x	--	13	23	-1.2	0.3	-75 bp	
罗马尼亞列伊	--	xx	--	16	21	-1.1	2.0	-75 bp	
匈牙利福林	--	x	--	1	20	-1.7	1.3	-150 bp	

资料来源：摩根大通

3. 欧元仍是 G10 中较为脆弱的货币。美国政策的不确定性加剧了欧元的疲软，但其面临着更深的核心结构性问题。依然战略性做空欧元/美元，但面对欧盟区的疲弱，首选工具仍是欧元/瑞士法郎。随着欧洲央行持续调整终点利率，欧元/日元的交易料将增加欧元的下行风险。

- 继续做空欧元/瑞士法郎现货（市价 1.07%）

4. 做多有资金流动的 G10 外汇。由于日本政府养老金投资基金（GPIF）投资组合的重新配置足以（甚至是可轻易）抵消国民收入和生产账户（NIPA）的资金流动，2025 年日本的资金流动可能从阻力变为助力。挪威银行或将宣布措施限制外汇储备的增长，这意味着在卖出外汇的同时缩减外汇销售规模（做多挪威克朗 vs 瑞典克朗、英镑）

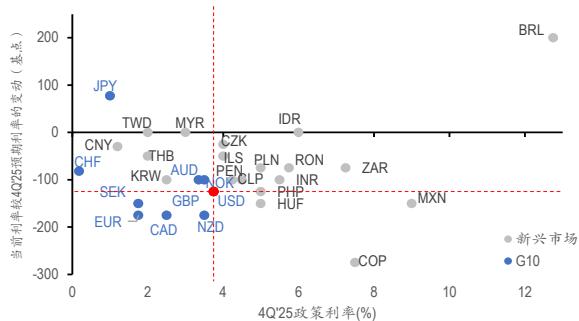
- 继续做空欧元/日元现货（市价 1.62%）和期权（2025 年 4 月到期的 161/156 看跌价差组合，市价 122 个基点。成本 109 个基点）

5. 利差排名进一步轮动。随着日本央行加息，而 G10 其他所有央行降息，G10 货币的名义利率将趋同。利用 2025 年预期利差排名变化，寻找相对价值交易机会。在低利率货币（瑞士法郎、日元；图 35）中，寻找利率趋同机会。在高利率货币中，预计美元的收益率依旧最高；而澳元和挪威克朗将受到降息步伐较慢的支撑。新西兰元和英镑的利率可能进一步下调，削弱了其相对收益率。

- 卖出瑞士法郎/日元现货（参考即期利率 173.9440，止损 178.293）。

图 35：瑞士法郎、欧元、日元、瑞典克朗和人民币将是全球利率最低的货币

2025 年 4 季度预期政策利率，对比当前利率较 2025 年 4 季度预期利率的变动；%



基于利差得出的美元/人民币汇率的公允价值升至 7.25-7.30；在此基础上，人民币汇率还应算入关税溢价，但目前尚未体现在公允价值中，这对我们截至 2025 年底 7.50 的即期汇率预测构成了支撑；在摩根大通新兴市场政府债券指数（GBI-EM）中，依旧“低配”人民币外汇。与贸易战 1.0 的模式不同，中国人民银行可能会调用一系列工具以平滑人民币贬值速度，这或将限制人民币贸易加权汇率指数（CNY TWI）短期内的下降幅度。此外，中国人民银行通过收紧离岸人民币流动性的方式抵御外汇风险，这可能会推高离岸人民币（CNH）收益率，我们依旧建议支付 1y CNH 交叉货币互换利差交易。对于亚洲其他外汇，依然有限的估值风险表明了货币将进一步走弱；我们对亚洲新兴市场外汇持“低配”观点，相对于相对封闭、以国内为导向的南亚经济体（印度卢比），依赖贸易的低利率货币（泰铢、新加坡元）面临的压力更大。

欧洲、中东和非洲（EMEA）：2025 年，我们对 EMEA 外汇整体持“标配”观点，这其实掩盖了区域内部的差异性和特殊性：我们高配土耳其里拉；但低配中东欧货币，其中，低配捷克克朗和波兰兹罗提，高配匈牙利福林。中东欧货币未充分定价美国大选后的全球增长风险。我们认为中东欧地区将大幅受到关税的间接影响，体现为全球商业/资本支出情绪以及欧元区需求疲软；且我们认为俄乌战争得到积极解决的概率较低。然而，鉴于新兴市场风险偏好指数已处于深度负区域，且年底时中东欧地区货币的季节性表现通常极佳，因此我们通过看涨匈牙利福林部分平衡了对中东欧其他货币的看跌观点。目前，匈牙利是中东欧地区国际收支、实际利率和财政状况最好的国家，同时也是抛售最多的货币。对于土耳其，我们主要将其视作特殊交易。我们依旧“高配”土耳其里拉，但随着不确定性上升和风险的超额补偿下降，我们认为明智的做法是减少多头头寸。

拉丁美洲：美国大选结果揭晓后，拉美国家货币集体走弱，而其后续走势取决于关税和移民等相关政策调整明朗化的速度。对于墨西哥比索，《美墨加协定》（USMCA）确实为其提供了一层强大保护，但即将到来的复审或将导致协议被修订，而修订内容将聚焦在限制墨西哥进口中国商品的数量（特别是汽车和电子行业相关产品）。对于拉美地区其他国家，中国增长放缓或将令这些国家的货币承压，尽管潜在的“友岸外包”和进一步的库存囤积或将支撑大宗商品价格保持稳定，而 2025 年石油的表现料将居后。我们对

拉美外汇持“低配”观点，主要是看空哥伦比亚比索，因为外部不确定性令本已疲软的财政基本面雪上加霜。

信用 全球

展望 2025 年，许多叙事与 12 个月前展望 2024 年时非常相似。我们特别强调两点：首先，全球信用生态仍然相当稳健。仓位并未显得过度紧张；杠杆和复杂性看起来不甚明显；“游客”，即非传统风险持有者，亦是如此；也没有明显的资产负债错配——往往预示着金融事故。

其次，公司债的综合收益率仍然处于能够支撑强劲的国内机构需求与国际需求的合适区间，尤其是北美的公司债。关于这一点，按照金融危机后的标准来看，利差占综合收益率的百分比显得非常低，但并不完全与金融危机前的情况以及更传统的货币政策环境相悖。

下面，我的同事 Eric Beinstein、Daniel Lamy 和 John Sim 将分别概述他们对于 2025 年美国和欧洲公司信用及证券化产品的展望。为了便于讨论，我们将简要介绍我们与投资者就来年展望所进行的初步探讨。我们的年度展望路演已于上周在伦敦启动：

- 宏观方面，虽然无人认为美联储政策将全面转向，但联邦基金利率可能达到 3.75% 的观点遭到一定程度的反对。
- 欧洲在目前“美国例外论”压制其他地区增长的环境下确有不足，但强劲的资产负债表、低违约率和强劲的技术面被视为足够的抵消因素。
- 部分投资者想要探讨，对于欧洲资产而言，俄乌和平协议是否实际上代表着一个被低估的正面催化剂和/或事件风险。
- 从另一面来看，焦点在于法国的主权债券风险。
- 有趣的是，问题固然存在，但是显而易见，随着公共和私人市场之间的资本流动性增强，私人信贷引发的焦虑在达到历史高位后开始消减。
- 尽管如此，私人市场中实物支付 (PIK) 债券的占比仍引起了不少的关注。
- 论及信用生态的相对稳健性时，其中一个较为有趣的问题是，PE-自保公司是否可能是超额利差和/或疲软的潜在来源。

- 我们见的几位杠杆信用投资者希望讨论我们对于欧元贷款互换成美元贷款的看法；基于货币对冲来看，欧元贷款在 11 年中有 8 年表现优于美元贷款。
- 最后，本着讨论金融危机前规则的精神，我们探讨了银行是否能够可持续地通过公司债进行交易。

美国信用（投资级和高收益债券）：高收益和低信用风险或使 2025 年的利差保持在极窄水平

美国信用方面，关键主题是收益率预计将在 2025 年全年保持高位，这将继续吸引强劲的需求并使利差维持在非常窄的水平。美国相对于其他市场的强势增长，加上明年美国政策将利好美国资产而非其他地区的预期，将有助于美国信用在 2025 年产生强劲的海外需求。公司债信用质量良好，并且在我们的增长展望下可能会在 2025 年保持这种状态。

投资级债券市场过去两年处于一种新范式中——收益率达到历史新高且相对稳定，同时伴随着利差收窄。我们认为这些力量明年会减弱，因此预测 2025 年底投资级债券的利差将达到 80 个基点（较当前水平收窄 15 个基点）。我们认为利差将达到上世纪 90 年代末的水平，这一观点系基于摩根大通的“完美信用”情景，即增长接近趋势线，2025 年信用收益率超过 5%，海外对美国资产的需求增加，而公司债的净供应量同比下降。这些因素应会再次使需求超过供应。华盛顿的权力更迭对市场具有重要影响，但我们认为投资级债券可能受到的许多影响将相互抵消：关税造成的价格压力，对大多数美国国内投资级债券的发行公司而言是可控的；去监管议程可能会使某些行业受益，如区域性银行。信用指标趋势稳定。信用评级已连续三年上调，鲜有债券处于高收益评级的边缘。我们的主要担忧是，经济乐观情绪复苏是否会转化为杠杆并购活动上升，但我们认为仍然较高的融资成本将抑制大型交易。因此，我们预测总供应量同比接近持平，为 1.5 万亿美元，但净供应量将下降 23% 至 5,160 亿美元。票息应会比 2024 年的净供应量仅少 850 亿美元，导致技术面条件相当紧张——尽管需求上升，但投资级债券市场的增长速度却慢得多。我们建议增持汽车、保险、金融公司、电信和美国银行，减持基础工业、能源、零售、科技和洋基银行。我们的观点面临的主要风险是，收益率的波动性是否会上升，收益

率下降的风险大于收益率上升的风险。利差已经接近历史最窄水平，因此几乎没有容错的空间。

图 37：2025 年年終預測

主題	現時	2025 年預測
投資級債券利差	94 個基點	80 個基點
投資級債券收益率	5.5%	5.1%
投資級債券總回報率	2.9%	8.0%
投資級債券超額回報率	2.2%	2.0%
10s30s 利差曲線	25 個基點	20 個基點
“明日之星”債券	180 億美元	170 億美元
“墮落天使”債券	40 億美元	250 億美元
投資級債券總發行量	1.50 萬億美元	1.51 萬億美元
投資級債券淨發行量	6,750 億美元	5,160 億美元

資料來源：摩根大通。

我們預測到 2025 年底，高收益債券利差將擴大 20 個基點至 325 個基點，相當於全年回報約 7.5%。儘管如此，考慮到收益率預計在 2025 年底達到 7.25%（同比下降 10 個基點），我們認為杠桿信用投資者可能會進入一個類似於 1994 年至 1998 年和 2004 年至 2007 年之間利差低於 400 個基點的多年期階段，當時高利率和低 VIX 指數導致超額利差低於平均水平。我們建議基金經理減持 BB 級、增持單 B 級、中性配置 CCC 級。我們看好（增持）的行業是電信、金屬/採礦、金融和媒體，而我們保持嚴選（減持）的行業是能源、博彩/休闲、工業、房地產、零售和消費品。

杠桿貸款方面，考慮到預測的“金髮姑娘”經濟敘事，我們看好 2025 年的利差優勢。SOFR 預計將在明年年底達到 3.65%，我們認為即使將重定价活動上升的情況考慮在內，貸款平均票息將在 2025 年底降至 7.0%。另一個利好該資產類別的因素是，我們預期大量發行 CLO（淨額 1,800 億美元）、散戶及機構持有者基數擴大以及淨供應量增長可控，將形成有利的技術面。我們預測杠桿貸款 2025 年的全年回報率為 8.5%，貸款指數的 2025 年底收益率和 3 年期利差分別為 8.25% 和 425 個基點，分別比當前水平低 15 個基點和 25 個基點。面對一個略低於我們違約預期的不良債券市場，我們在 2025 年更看好 B2 或以上評級的貸款，而非 B3 或以下評級的貸款。

我們預計 2025 年的違約活動將有所緩和，原因是經濟韌性強、公司基本面強勁、近期到期進程可控、資本市場可及性強以及不良債券市場規模縮小。我們預測 2025 年高收益債券和杠桿貸款的違約率分別為 1.25%（高收益）和 2.75%（杠桿貸款），我們初步預測 2026 年將分別上升至 2.0%（高收益）、下降至 2.5%（杠桿貸款）。

圖 38：2025 年年終預測

	高收益債券				美國杠桿貸款					
	2022	2023	2024	2025E	同比變動%	2022	2023	2024	2025E	
違約率 ¹	-10.82%	13.51%	8.49%	7.50%	-12%	0.00%	13.17%	8.42%	8.50%	1%
總發行量	1,960 億美元	1,780 億美元	2,770 億美元	3,200 億美元	16%	2,920 億美元	3,700 億美元	10,720 億美元	8,500 億美元	-21%
淨發行量	560 億美元	590 億美元	660 億美元	1,100 億美元	68%	1,630 億美元	820 億美元	1,500 億美元	2,500 億美元	67%
	22 年末	23 年末	24 年 11 月 20 日	2025E	同比變動	22 年末	23 年末	24 年 11 月 20 日	2025E	同比變動
違約率 ²	1.65%	2.88%	1.39%	1.25%	-14 個基點	1.64%	3.27%	3.78%	2.75%	-103 個基點
收益率	9.04%	7.82%	7.38%	7.25%	-11 個基點	10.83%	8.93%	8.42%	8.25%	-17 個基點
利差	400 個基點	377 個基點	305 個基點	325 個基點	+20 個基點	656 個基點	519 個基點	447 個基點	425 個基點	-32 個基點

資料來源：摩根大通。

歐洲信用：世界，挺住

我們正進入一個具有挑戰性的宏觀環境，美國總統大選給歐洲信貸帶來了大量不確定性。我們可能正處於全球貿易戰的邊緣，利差已經處於較窄水平，因此明年難有非常建設性的表現，不過信貸市場本身沒有太多值得擔憂的地方。

對於歐元投資級債券，我們預測明年利差將擴大 15 個基點至 130 個基點，隱含總回報為 4.5%。我們雖然對宏觀經濟抱有擔憂，但同時認為利差擴大程度有限，技術面有望保持強勁，原因包括：持續的收益率買入；隨著政策利率下滑，資產配置從現金轉向固收；貿易不確定性使商業投資和收購活動承壓，導致淨供應量有限。

總體而言，我們預測明年總供應量為 5,700 億歐元/淨供應量為 500 億歐元，略低於 2024 年。基於歐洲央行的量化緊縮進行調整，並假設全部票息再投資，我們估算私人部門投資者明年只需吸收 180 億歐元的新發債券，處於過去十年的下端。配置方面，我們偏好杠鈴策略，增持單 A 級、非周期性行業債券、銀行 T2 和非基准 AT1，減持 BBB 級和周期性行業債券。

图 39：欧元投资级债券收益率与欧元短期利率 (ESTR)

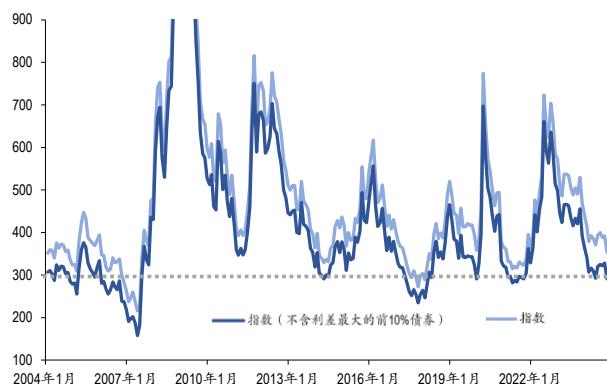


资料来源：摩根大通、标普全球。使用 OIS 预测和摩根大通预测。2019 年 10 月之前使用的数据为欧洲央行存款利率。

在欧元高收益债券市场，我们预计 2024 年支撑市场的许多因素将延续到 2025 年初，该资产类别因为久期短，可以提供具有吸引力的波动调整收益率和较高的盈亏平衡点。受若干大型资本结构的影响，明年违约率预计将上升至 5%，但违约周期的高峰已近在眼前，我们预测 2026 年的违约率为 1.25%。

“清洁”（剔除不良债券）指数的利差不太可能在明年全年维持在当前水平，因为净供应量、贸易不确定性和再杠杆化带来的压力增大。不过，在剔除违约债券后，我们预测整体指数利差仅会扩大约 40 个基点至 400 个基点，2025 年全年总回报为 5%。尽管票息下降，我们预计贷款将产生不错的收入，目标总回报为 6.5%。

图 40：剔除利差最大的前 10% 债券的欧元高收益债券利差，基点



资料来源：摩根大通、标普全球。

2025 年杠杆融资供应将保持在高位，大量再融资活动将在高收益债券市场完成，其平均期限仍然很短，为 3.8 年。较低的融资利率应会刺激杠杆收购活动，而缺少发起人退出机制则鼓励股息资本重组，以向有限合伙人返还现金。我们预计总量为 2,600 亿欧元，分为债券 1,200 亿欧元和贷款 1,400 亿欧元（包括重新定价和修正-展期交易），净发行量为债券 300 亿欧元和贷款 200 亿欧元。

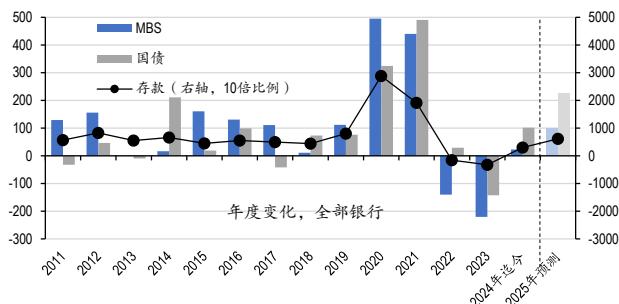
证券化产品：强劲的基本面、温和的利差观点

随着年终临近，美国全国房价上涨 3.5%（未经季节性调整，截至 9 月）。较高的按揭利率和较弱的季节性预计将使 2024 年房价增值 (HPA) 达到 3%。我们预计 2024 年底按揭利率为 6.8%，到 2025 年底达到 6.5%。“利率在高位维持更长时间” (higher for longer) 交易将进一步延长。“挺到 2025 年”已让位于“另辟蹊径直到 2026 年”。新当选总统特朗普的潜在关税政策引发了相当多的不确定性。我们预计 2025 年 HPA 为 3%。尽管过去十年明显建房不足，但长期住房短缺尚不明确。移民推动了人口增长，也推升了需求，而空置率则指向潜在的供应限制。3.5% 至 4% 的“正常”空置率意味着还需要额外 75 万至 150 万套住房，这远低于自 2015 年以来家庭形成数与房屋竣工量之间的 600 万套缺口。高利率是住房市场陷入困境的核心。未来一年，负担能力将继续面临挑战，但房屋价值和/或股市大幅增长，使借款人获得财富效应，这将使房价保持正增长。

2024 年，机构 MBS 表现优于国债，但落后于大多数其他利差产品。因此，进入 2025 年，估值看起来相对具有吸引力，尽管供需格局并不特别支持 OAS 持续收窄。银行需求应会随着存款的加速增长而增加，但不足以取代资金管理公司成为边际需求来源。出色的表现将离不开利差走阔和波动性下降。此外，围绕政府支持企业 (GSE) 私有化的不确定性是未来展望面临的风险；三分之一的受访投资者认为，GSE 退出托管可能会使利差扩大 20 个基点。

图 41: 2025 年银行需求应会随着存款的加速增长而增加,但不足以取代资金管理公司作为边际买方

商业银行的 MBS 和国债净购买量 (左, 十亿美元) 和存款年度变化 (右, 十亿美元)



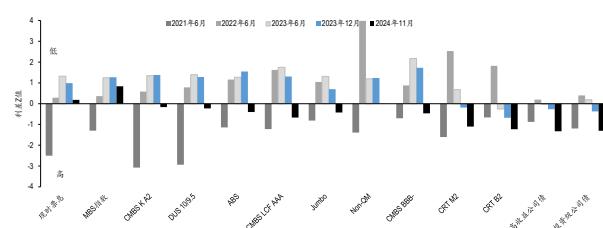
资料来源: 摩根大通、标普 CapIQ、美联储

在非机构 MBS 中, 借款人基本面仍然稳健并为利差提供支撑, 但明年技术面因素可能发挥更重要的作用。我们预计利差将扩大, 预测 CRT B1 为 SOFR+185 个基点 (扩大 20 个基点), AAA 级 non-QM 为 140 个基点 (扩大 15 个基点), 2.0 PT 比“待公告” (TBA) 证券低 1 个点, 与当前水平基本持平。“更宽而非更弱”是主题; 尽管基本面仍然强劲, 利差仍然过窄

(图 42)。特朗普的许多政策可能会影响非机构证券化 (PLS) 格局, 包括巴塞尔 III 终局规则 (B3e)。不过, 预计在特朗普政府施政下, B3e 的实施将进一步推迟。巴尔在一定程度上政治绝缘, 并表示他不打算辞职。2024 年 non-QM 证券化的百分比继续下降。保险一如既往, 吸收了大量贷款量, 驱动因素为固定年金增长带来强劲的需求。2025 年, 一个关键问题是 GSE 是否会发行新的 CRT 证券。GSE 改革可能会在特朗普的第二个任期内成形。我们预计 2025 年非机构 MBS 总发行量为 1,620 亿美元, 同比增长 20%。

图 42: 机构 MBS 的相对丰裕度仅在证券化产品 (和公司债) 中仍处于较低端

相对丰裕度 (标准差数量)



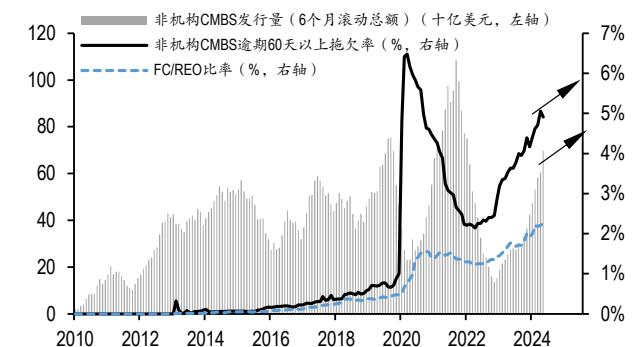
注: 截至 2024 年 11 月 20 日

资料来源: 摩根大通。

展望 2025 年的 CMBS, 我们对新发行 CMBS 市场持建设性观点, 该市场广泛选择更优质的抵押品和发起人。同时, 我们仍然担心遗留 CMBS 中隐藏的信用问题——一些人认为指 2022 年及更早年份。CMBS 市场将继续去粗取精, 这仍需要持续多年的努力, 而我们也认为“不良”CMBS 明年只会增长。利差离散度保持在高位, 我们预计明年不会有显著变化。

图 43: 2025 年 CMBS 的新发行量和不良率均将上升

非机构 CMBS 发行量 (6 个月滚动总和, 十亿美元) 对比 2.0 非机构 CMBS 逾期 60 天以上拖欠率, 包括强制收回及抵押品收回 (FC/REO) 和不良到期贷款与 FC/REO 比率



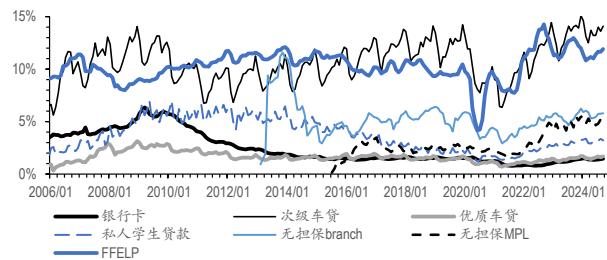
资料来源: 摩根大通、Trepp

我们看好 2025 年的 ABS 市场, 预计创纪录的发行量、稳健的信用基本面和强劲的技术面将推动利差收窄; 我们预测的主要不利因素是联邦政策的不确定性, 无论是在对经济增长的影响上还是在对投资者情绪的影响上。在摩根大通基准经济情景下, 我们预计消费信贷趋势的恶化程度最低 (图 44), 与预期的 2025 年上半年失业率小幅上升一致。ABS 信用基本面应会保持稳健, 反映 2024 年承销和服务调整实施, 以及强大的结构性保护到位。2025 年信用卡 ABS 应会保持出色表现, 核销从接近历史低点变为小幅走高, 超额利差从历史高位小幅下降。2025 年车贷 ABS 的新发行量应会继续逐步改善, 反映自 2022 年以来进行的承销调整, 以及二手车价值企稳。学生贷款 ABS 信用表现将继续恢复至疫情前的长期趋势: 私人信贷学生贷款的亏损仍然很低; FFELP 的提前还款情况应将恢复正常, 尽管政策不确定性仍然存在。对于 MPL ABS, 我们预计承销收紧和利率下降将在 2025 年体现为信用趋势改善、超额利差更加健康。我们预计 2025 年 ABS 供应量为 3,300 亿美元, 创年度历史新高, 超过 2024 年迄今为止创下金融危机后纪录的 3,040 亿美元, 以及 2006 年金融危机前的峰值 3,270 亿美元; 汽车和设备将继续是 2025 年 ABS 发行量最

大的行业，信用卡、学生贷款、无担保消费贷和“其他”资产将有增量贡献。我们预计 ABS 在 2025 年仍将表现出色，因其相对于国债和可比无担保公司债利差走阔，仍然具有吸引力。我们预测 2025 年年中的 ABS 相较于国债的利差：AAA 级银行卡（3 年期）为 +25 个基点，BBB 次级车贷为 +95 个基点。我们首选的 AAA 级 ABS 是设备支付，因其相较于银行卡 ABS 的利差走阔，仍然可以提供出色的流动性；对于流动性下降较多、信用保护仍然稳健的 AAA 级，我们看好 AFFRM (BNPL ABS)。BBB 级车贷 ABS 依然是一项稳健的投资；我们宁愿选择头部车贷 ABS 发起人，走向资本结构下层，而不是停留在同一评级水平并选择非指标 (off-the-run)、未经验证的发行人。

图 44：消费贷表现良好，次级车贷和学生贷款 (FFELP) 表现较差

消费贷 ABS 逾期 30 天以上拖欠率 (占当前余额的百分比)



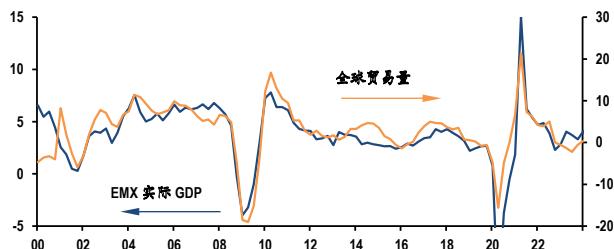
资料来源：摩根大通、Intex。

新兴市场

经济：迎接风暴

2025年新兴市场将面临重大的增长不确定性，美国贸易政策变化可能带来明显的负面供给冲击，对新兴市场产生溢出效应。贸易是新兴市场的命脉，通过消费和投资发挥作用，贸易一旦遭受负面冲击，新兴市场的增长必将受损，并对资本流动、通胀、财政和货币政策产生溢出效应。尽管如此，自2022年以来新兴市场保持韧性的基础（即低杠杆、强劲的私人部门资产负债表和有限的外部借款需求）仍然存在，而且经济政策整体保持谨慎。因此，尽管全球面临逆风，但2025年新兴市场的宏观表现可能再次超出预期。

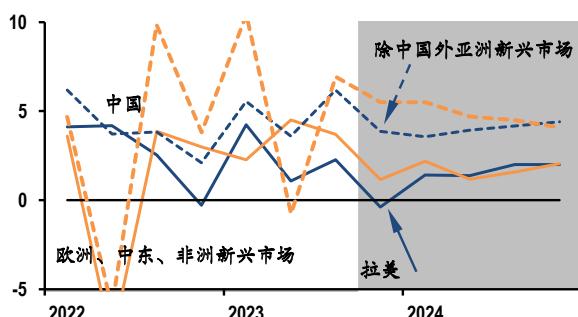
图45：除中国外的新兴市场（EMX）增速和全球贸易同比%（左轴/右轴）



资料来源：摩根大通、CPB

图46：新兴市场不同地区的增长

季度环比%，经季节调整年化



资料来源：摩根大通

我们的基准预测显示，新兴市场增速将从2024年的4.1%放缓至2025年的3.4%；除中国外的新兴市场增速将仅小幅放缓，从3.4%降至3.0%。中国的增速预计将从4.8%下降到2025年的3.9%（图46）。在除中国外的亚洲新兴市场，处于冲突前沿的制造业出口国，如马来西亚和越南，可能遭遇最大的增长冲击。

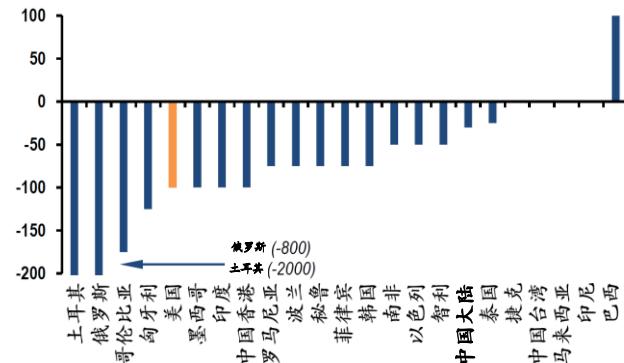
在拉美地区，墨西哥也可能因2026年美国-墨西哥-加拿大协议（USMCA）审查和贸易不确定性而受到重大影响。新兴市场中的大宗商品出口国和欧洲新兴市场受到的影响可能相对较小。

新兴市场的通胀预计将在2025年随着服务业通胀的缓和而放缓，但商品价格可能因关税和外汇贬值而短暂上涨。除中国和土耳其外，预计新兴市场的整体通胀率将从2024年底的4.1%下降到2025年底的3.4%，这主要是由于服务业价格趋缓。美元全面走强导致本币疲软，随之商品价格可能推升通胀压力。

新兴市场央行将需要应对美国金融状况的变化，并在金融稳定性和因情绪恶化及全球贸易流动放缓对增长造成的不利影响之间做出权衡。长期高利率，加上美元走强，将导致新兴市场经济体的金融状况收紧，同时对新兴市场货币造成贬值压力。此外，随着新兴市场的增长差距缩小和美元走强，贸易紧张局势加剧给资本流入总量带来下行风险。

图47：2025年新兴市场的政策利率变化

基点变化，2025年4季度预测-2024年4季度预测



资料来源：摩根大通

国内增长疲软和利率缓冲区间充足，总体上仍会为2025年的谨慎宽松货币政策留出空间。2025年预计将有超过一半的主要新兴市场央行下调政策利率，但风险偏向于较少的宽松。亚洲央行实施宽松货币政策的空间可能有限，甚至需要采取额外的流动性紧缩或外汇措施。中东欧国家可能也需要保持高于正常水平的实际利率，因为核心物价具有黏性。我们预计巴西央行2025年将继续加息，风险偏向于终点利率升高和/或加息步伐加快。

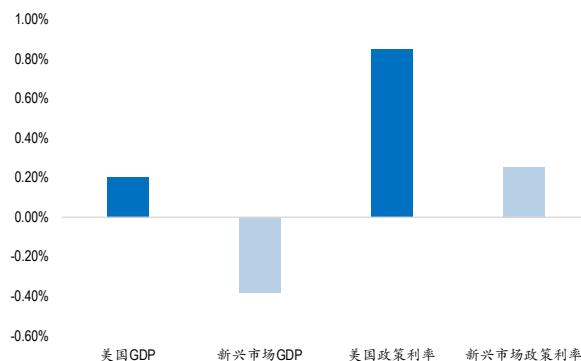
新兴市场固定收益：新兴市场再遇波动

2025年对于新兴市场固定收益来说将是充满挑战的一年，因为新一届美国政府的政策将削弱新兴市场的增长前景，并减少政策宽松的空间。美国总统特朗普和共和党国会将给新兴市场固定收益带来严峻的挑战，影响渠道如前所述：关税政策、地缘政治转变以及导致美元走强、利率上升的国内政策。特朗普的第一任期是新兴市场资产的波动期，特别是本地市场外汇和利率，而对于2025年，我们假设不会存在像特朗普上一任期第一年一样的政策差距；因此，我们预计大环境的波动性更像2018年，而不是2017年，2017年对新兴市场固定收益来说是更为温和的一年。

新兴市场资产方面，根据我们的经济学家的宏观预测，美国增速较高，世界其他地区增速较低，通胀升高，降息减少（图48）。对于新兴市场固定收益而言，这样的基本面显然不及另一种美国选举情景下的展望。尽管市场在选举前预计特朗普当选的可能性至少为50%，但在选举前“红色浪潮”的赔率并不高，因此这不是预期的市场结果。我们在展望新兴市场时，假设新一届特朗普政府将尝试实施其竞选时提出的议程，其中考虑到了其总统任期并且上一次也是如此。近期对关键职位的个人提名也在一定程度上支撑这一观点。

图48：美国“红色浪潮”对摩根大通预测的影响并不偏向新兴市场固定收益

自美国选举以来摩根大通预测修正指数（FRI）的变化（指数水平的百分比变化）

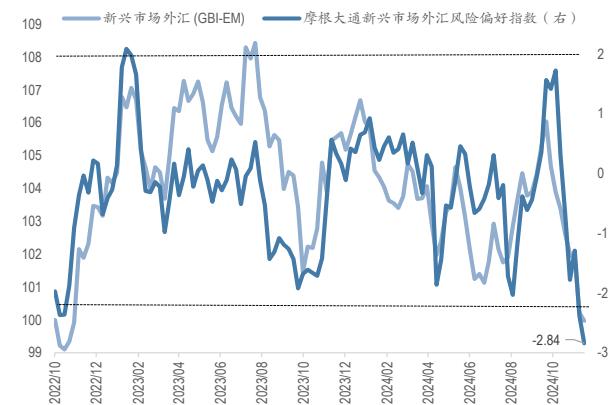


资料来源：摩根大通

低配新兴市场本币利率和新兴市场公司债；新兴市场外汇处于短期超卖区间，保持标配；基于不良债券复苏，标配新兴市场主权债。我们当前的建议权衡了2025年新兴市场固定收益的负面展望与当前水平和条件。我们的新兴市场外汇风险偏好指数显示，新兴市场货币刚刚触及显著“超卖”水平（见图49）。我们基于这一点，在短期内维持标配观点，因为这一信号通常预示货币将反弹，但如果货币走强我们将择机减仓。我们低配新兴市场本币利率，因为债券收益率需要上升以反映走高的风险和并不便宜的估值，这一次本地市场的阿喀琉斯之踵是公共财政而不是经常账户。对于新兴市场公司债，我们维持低配CEMBI，原因主要在于估值、利差处于17年窄点、要求更高的新兴市场风险溢价，而不在于基本面，基本面在进入特朗普2.0时代表现良好。新兴市场主权债利差在历史上并未达到如此窄的水平，考虑到不良主权债正在恢复，我们保持标配EMBIGD，尽管除CCC外EMBIGD的利差同样处于2007年以来的最窄水平，我们预计2025年新兴市场信贷利差总体上将走阔。

图49：战术层面，新兴市场外汇表现为超卖，可能在短期内反弹

摩根大通新兴市场外汇风险偏好指数（右）对比新兴市场外汇现货变化（使用GBI-EM FX），指数2022年9月30日重置基准至100



资料来源：摩根大通

在大类资产类别层面，做空新兴市场的成本并不高昂。尽管投资者在1月政策明确之前对持有空头头寸有些犹豫，但我们认为大类资产类别层面的对冲/空头头寸的成本并不昂贵。

新兴市场本币市场：无保险与无担保

新兴市场本币市场面临艰难的一年。未来一年，新兴市场货币和利率市场将需要应对“美国优先”政策的回归，这将推动美国利率上升，美元走强，并抑制新兴市场的经济增长前景。财政、贸易、移民和放松监管政策，将共同对美国的通胀和增长造成新的上行压力，这将在市场交易共识（如做多墨西哥比索和巴西雷亚尔）已经被颠覆的情况下考验市场的韧性，尽管国内外条件是有利的，包括较高的实际利率和有利的国际收支动态。2025年初，我们低配本币利率，标配外汇，反映了本币市场风险溢价的“跳跃风险”，其中整体债券收益率较低，而货币在技术层面上看似乎短期超卖。缓和因素是国际收支的初始条件，因为外国持仓较轻，新兴市场经常账户余额因大宗商品价格坚挺和美国贸易逆差扩大而得到提振。前沿本地市场仍然是一个相对亮点，因其拥有国际货币基金组织的支持、受管制的货币制度，并且对美国贸易政策的敏感性较低。

新兴市场债券收益率可能需要上升以反映高企的风险，但市场可能会被动而非主动地重新反映风险溢价。尽管若干市场面临财政困扰，但通胀总体可控，央行目前坚持逐步降低政策利率。然而，这种政策在不同的国家不尽相同，可能在资本外流激增或美元走强的情况下迅速发生转变。增长放缓可能会对公共财政造成压力，特别是如果央行受到资本外流的限制。在这种情况下，巴西因财政问题而遭遇的压力可能会以各种其他形式在其他市场出现。因此，我们认为在 GBI-EM 模型组合中，值得低配本币债券，同时保持标配外汇，作为对未来几个月风险溢价重新定价的低贝塔表达。我们的整体利率组合继续均衡包含做多、做空和一些曲线陡峭化交易，以综合反映这些风险。我们目前偏向做空智利、波兰和印度尼西亚债券，同时做多土耳其和多米尼加共和国等更具特异性的高收益债券。然而，我们并没有完全放弃降息预期，捷克和一些亚洲低收益国家仍然维持着充分的“政策独立性”，可以在增长和资本流动下行的情况下逆周期性地降低利率。

新兴市场策略：维持标配，因为美国增长和不良后的复苏可以锚定利差

若要利差从此走窄，EMBIGD 需要其 CCC 级继续恢复，并且美国衰退保持低可能性。好消息是，这两种结果在目前看来都是合理的。坏消息是，上行/下行风险仍然相当不对称，因为利差较窄，估值较高。在撰写本文时，EMBIGD 利差为 330 个基点，接近后疫情时期的窄位。即便如此，剩余价值存在于 CCC 级债券领域，除 CCC 外 EMBIGD 的利差为 190 个基点，接近 2024 年的最窄水平（180 个基点），总体上处于自 2007 年年中以来的最窄水平。除 CCC 外的 EMBIGD 与整体 EMBIGD 之间的利差已经收窄，但相对于疫情前的水平仍然较高（图 50）。

图 50：EMBIGD 和除 CCC 外 EMBIGD 之间的利差差异仍然较大，说明仍有许多不良债券

左轴：EMBIGD 加上除 CCC 外 EMBIGD 的最差利差（基点）

右轴：EMBIGD 减去除 CCC 外 EMBIGD 的最差利差（基点）



资料来源：摩根大通

虽然利差水平并不太鼓舞人心，但我们尚未看到颠覆利差走窄的催化剂，我们认为这仍然依赖于“美国例外论”叙事，自美国选举以来这一叙事进一步加强。过去的一年，在美国市场过热担忧推动的核心利率上升时期，EMBIGD 利差收窄。2024 年上半年也是如此，自 10 月初美国就业数据恢复（特朗普在民调中支持率上升）以来，我们再次看到这一情景。这不是新兴市场的动态本身；而是新兴市场更全面地紧跟硬通货利差。除 CCC 外 EMBIGD 的利差收窄，与美国投资级公司债利差（摩根大通的 JULI 指数）接近历史最窄水平的走势高度一致。

在这种情况下，我们认为 EMBIGD 利差可能连续几个季度收窄，尽管风险和估值会使 2025 年底的利差走阔。我们的全球经济学家认为，到 2025 年上半年全球衰退的可能性只有 15%，而到 2025 年下半年这一可能性上升到 30%，到 2026 年上升到 45%。以这一时间线为指导，我们预计 EMBIGD 利差可能在 2025 年上半年继续徘徊在 325 个基点左右（或以下），高收益率/低评级和不良主权债仍将表现相对优异。然而，鉴于我们认为 2025 年下半年衰退风险将上升，新兴市场基本面应占优势，我们认为利差接近或高于我们新的估值模型提示的水平将适合 2025 年底的预测——我们认为在 400 个基点（图 51）。

图 51：如果 10 年期美国国债收益率保持在 5% 以下，我们的年终利差目标 400 个基点将带来正回报

利差	3.65	3.80	3.95	4.10	4.25	4.40	4.55	4.70	4.85	5.00
275	16.5%	15.4%	14.4%	13.3%	12.3%	11.3%	10.3%	9.4%	8.4%	7.5%
300	14.8%	13.7%	12.6%	11.6%	10.6%	9.6%	8.6%	7.7%	6.7%	5.8%
325	13.1%	12.0%	11.0%	9.9%	8.9%	7.9%	7.0%	6.0%	5.1%	4.1%
350	11.5%	10.4%	9.4%	8.3%	7.3%	6.3%	5.3%	4.4%	3.5%	2.5%
375	9.9%	8.9%	7.8%	6.8%	5.8%	4.8%	3.8%	2.8%	1.9%	1.0%
400	8.4%	7.4%	6.3%	5.3%	4.3%	3.3%	2.3%	1.3%	0.4%	-0.5%
425	7.0%	5.9%	4.9%	3.8%	2.8%	1.8%	0.8%	-0.1%	-1.1%	-2.0%
450	5.6%	4.5%	3.5%	2.4%	1.4%	0.4%	-0.6%	-1.5%	-2.5%	-3.4%
475	4.2%	3.2%	2.1%	1.1%	0.1%	-0.9%	-1.9%	-2.9%	-3.8%	-4.7%
500	3.0%	1.9%	0.8%	-0.2%	-1.2%	-2.2%	-3.2%	-4.1%	-5.1%	-6.0%
525	1.7%	0.6%	-0.4%	-1.4%	-2.5%	-3.4%	-4.4%	-5.4%	-6.3%	-7.2%

资料来源：摩根大通

综上所述，我们维持标配 EMBIGD，即使美国国债的波动性上升，预计只要美国商业周期保持活跃，利差将继续收窄。然而，鉴于利差如此窄，并考虑到即将上台的特朗普政府带来的广泛不确定性，我们考虑采用对冲策略来缓解更严重的避险事件可能驱动利差显著走阔的风险，建议卖出 EMBI 核心投资级债券总收益互换，这是我们更看好的一种工具。从国家层面来看，我们维持高配厄瓜多尔、巴拿马、塞尔维亚、埃及、阿根廷、巴西和乌兹别克斯坦，同时维持低配匈牙利、沙特阿拉伯、哥斯达黎加、巴拉圭、印度尼西亚和波兰。我们目前将多米尼加共和国从高配调整为标配；尽管我们仍然认为该国在未来四年内有望达到投资级，但其相对于 EMBIGD 的高贝塔意味着减少该国敞口是有效的对冲策略（不过我们并没有直接调整为低配）。此外，我们建议对摩洛哥和巴西采用利差曲线平坦化交易，对罗马尼亚和阿布扎比采用曲线陡峭化交易。我们仍然明确推荐突尼斯 2025 年债券、做多科特迪瓦美元债券 vs 欧元债券（2033 年 vs 2032 年），做多菲律宾 vs 印度尼西亚（2049 年 vs 2054 年）。我们继续建议在智利采用买入基差交易，做多 Pemex vs Mex（2033 年）。

新兴市场公司债：Achtung，或许

“Achtung”在德语里面表示注意或警告；我们认为需要注意进入 2025 年的各种事态进展。2024 年

CEMBI 的绝对和相对表现一直较为稳健，可以合理乐观地预期美国经济增速有望在新一届政府的政策下得到维持甚至提升。同时，公司基本面普遍健康，信用指标稳健，违约率进一步正常化至 2.7%。因此，CEMBI 和大多数主要信用债利差接近或处于金融危机后的最窄水平，而美国关税措施和其他政策不确定性所带来的风险将对新兴市场构成挑战，风险回报偏向于更高的利差溢价。

标题中加上“或许”，是因为美元信用资产较高的综合收益率会吸引需求，形成有利的抵消因素。这反映在我们对 2025 年 CEMBI 回报率达到 +6.2% 的预测中。

美国例外论的广泛预期可能会使美国信用利差保持在较窄水平，因为美国经济保持活跃，并支持包括 CEMBI 在内的更广泛的美元信用资产类别。我们已经在 2024 年看到这种效果，尽管新兴市场固定收益基金仍未获得我们所期待的资金流入，但 CEMBI 表现强劲。这一趋势可能会持续到 2025 年，并使新发行的债券在有或没有专门资金流入的情况下充分被吸收。此外，亚洲和中东地区的国内需求特别强劲，我们预计这将继续成为缓冲外部波动性影响的重要支撑因素。尽管如此，我们认为需要保持一定的谨慎，2018 年的贸易紧张局势提供了有用的参照，因为当时 CEMBI 利差处于较窄水平，与目前相近。

我们将 2025 年底的 CEMBI BD 利差目标设定为 230 个基点，比当前水平高出 30-35 个基点。这意味着美国关税和其他政策不确定性的风险溢价略有增加，这将成为 2025 年大部分时间的主要驱动因素。年内波动可能会加大，如果侧重于新一任政府的增长刺激方面，利差可能会在短期内进一步收窄，驱动力为美国信用压缩。之后随着新政府施政，包括关税和其他贸易措施，这将利空新兴市场，2025 年利差可能会扩大。如果美国政策比最初预期的更为极端，并推动利差向 200 个基点的高位移动，调整可能会加剧，如果达到 2018 年的 130 个基点以上水平，则会超出我们预期。我们预测 2025 年的回报为 +6.2%，略低于 2024 年的 +7.6%。假设利差扩大 30-35 个基点的影响将被美国 7 年期国债收益率小幅降至 4.05% 部分抵消，这使得利差成为回报的主要来源。值得注意的是，由于利率走势存在不确定性，各种结果都可能发生。

图 52: 2025 年 CEMBI 的基准回报预期为 6.2%

2025 年全年 CEMBI BD 总回报敏感性

CEMBI BD 基差利差 (基点)	7 年期美国国债收益率 (%)						
	3.30	3.55	3.80	4.05	4.30	4.55	4.80
130	13.7	12.6	11.5	10.4	9.4	8.4	7.4
155	12.6	11.5	10.4	9.3	8.3	7.3	6.3
180	11.6	10.4	9.3	8.3	7.2	6.2	5.2
205	10.5	9.4	8.3	7.2	6.2	5.1	4.1
230	9.5	8.4	7.3	6.2	5.1	4.1	3.1
255	8.5	7.4	6.3	5.2	4.1	3.1	2.1
280	7.5	6.4	5.3	4.2	3.2	2.1	1.1
305	6.6	5.4	4.3	3.3	2.2	1.2	0.2
330	5.6	4.5	3.4	2.3	1.3	0.2	-0.8
355	4.7	3.6	2.5	1.4	0.4	-0.7	-1.7

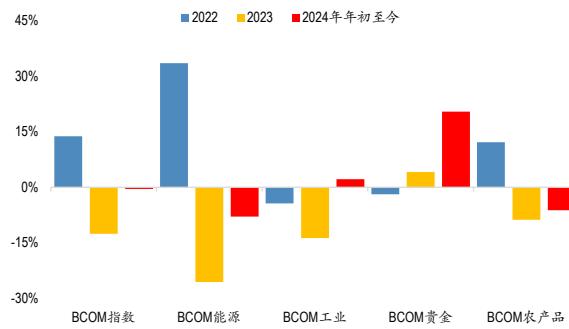
资料来源：摩根大通

我们减少高配并增加了低配，因为 CEMBI 利差仍处于历史最窄水平。虽然我们预计利差将小幅走阔，但从利差回报角度来看，我们认为利差缓冲将有利于高收益债券。我们的核心头寸集中在防御性板块，并聚焦于曲线的中短端。我们高配避险表现优异者（如亚洲和拉美的公用事业）、银行 T2 票据（基于稳定的基本面表现和仍具吸引力的次级债）和秘鲁金融。我们认为基本面和估值均支持高配博彩、尼日利亚公司债、非洲 TMT 和乌兹别克斯坦公司债。我们低配的主要集中在评级较高（A/AA）的板块，我们发现其估值被不成比例地压缩（即交易平价或低于美国），并且可能存在供应风险；我们从除管道外中东公用事业（低配）转向中东管道（高配），以捕捉 A/AA 级债券中的一些利差。我们选择获利了结，将 CEMBI 单 A 级、韩国金融、印尼投资级和中东石油天然气从高配调整为中性配置，并将泰国石油天然气、阿联酋公司债和巴西金融从中性配置调整为低配。我们还低配特定行业，这类行业预计将受到美国政策、行业或更广泛的宏观风险的不利影响且利差较窄，包括 CEMBI 金属和采矿以及巴西投资级金属和采矿（维持中性配置亚洲和非洲黄金）。

大宗商品

继去年下跌 13% 后，2024 年彭博大宗商品 (BCOM) 指数收益有望持平，原因是能源和农业板块的下跌被金属板块的上涨所抵消——今年迄今，贵金属和工业金属均实现正收益 (图 53)。现今证明战术性获利了结是正确的策略。尽管面临转仓收益为负的重大不利因素，BCOM 贵金属子指数年初至今仍大涨 20%，强化了我们对黄金和白银的长期乐观看法。BCOM 工业金属指数仅小幅增长 2%，印证了我们对该板块的中性看法。BCOM 能源指数连续两年成为跌幅最大的子指数，年初至今下跌 8%，主要是受到 BCOM 天然气指数下跌 14% 的拖累，同时 BCOM 石油指数小幅上涨，仅比我们的预期低 2 美元 (图 54)。同时 BCOM 农产品和牲畜指数年初至今下跌 6%，原因是今年小麦、大豆和玉米等主要作物价格呈下降趋势。

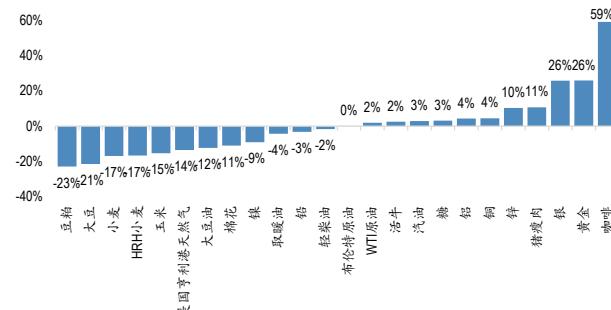
图 53：2022、2023 和 2024 年初至今 BCOM 超额回报指数及其分项指数的走势



资料来源：Bloomberg Finance L.P.

2025 年大宗商品价格预计仍然相对平稳，原因是能源价格的下跌被金属和农产品价格进一步上涨所抵消 (表 5)。该趋势或将促使整体大宗商品指数来到自 2021 年以来的最低水平，不过仍将比 2015-2019 年的平均水平高出近 15%。

图 54：2024 年初至今 BCOM 指数底层大宗商品的价格走势



资料来源：Bloomberg Finance L.P.

我们的工作假设是特朗普会在第二个任期内提高对中国的关税、新增一些减税措施以及放松监管。若真如此，2025 年美国经济料应增长 2.2%，将连续第三年超过其他发达经济体并巩固美元的上行空间。我们预计对中国加征的关税或高达 60%，高于当前的 20%，但同时我们目前预计对其他国家的加征关税幅度将较为有限。美国核心 PCE 通胀率预计到 2025 年年底将放缓至 2.3%，高于我们之前预测的 2.1%，但仍处在良性水平。欧元区 GDP 预计将增长 0.8%，低于潜在增速，反映出结构性不利因素持续存在以及贸易政策不确定性的影。中国 GDP 增速预测也下调至 3.9%，原因是更高的美国关税——宏观刺激政策和人民币贬值仅能部分抵消其影响。

基于上述条件并按照看好多头的排序给出我们的推荐意见如下：

1. 我们连续第三年维持对黄金的长期看涨前景，并预计在基础金属或将于 2025 年初触底后，白银和铂金有更大补涨空间。我们认为，大选结束后黄金抛售是由持仓引起的大跌，而不是因为基本面发生重大改变。此外，实物黄金需求受到“越跌越买”的心态推动，有此托底，期货持仓泡沫挤压出为 2025 年价格进一步上涨铺平了道路。地缘政治风险对黄金的影响“来得快，去得也快”，2025 年特朗普上台初期，宏观环境面临高度不确定性，黄金看起来仍是良好的对冲工具。由于影响黄金需求的因素多种多样且变化莫测，2024 年黄金有时会扮演货币贬值对冲的角色，同时也在其更传统的角色中作为美国国债和货币市场基金的无收益的竞品，最终相对于美债收益率形成“微笑曲线”——即无论美债收益率是涨是跌，出于不同原因，金价都在上涨。如果美国政策确实变得更具扰乱性 (提高关税、贸易紧张关系激

- 增、通胀走高、大规模预算赤字扩张以及经济增长面临的风险增加），其将变成货币贬值对冲侧的“微笑曲线”，我们预计届时收益率提高、美元走强、金价因对冲通胀和央行购买增加而走高。在一个较为良性的场景中，关注点将重新回到美联储的降息周期——大选后收益率以及美元上涨过度可能得到修正。该场景中，会出于更“传统”的观点而偏向看涨黄金，即在美联储降息周期中实际收益率下降时，黄金存在特有的看涨偏好。最终，我们预计 2025 年金价有望上涨至 3000 美元/盎司，2025 年 4 季度平均价格在 2950 美元/盎司。从基本面来看，白银和铂金均存在较大的底层供需缺口，我们认为，一旦基础金属更加明确地触底，白银和铂金在 2025 年晚些时候或迎来相当强劲的补涨交易，推升白银价格至 38 美元/盎司，铂金价格则有望上涨至 1200 美元/盎司。
2. 在我们最看好的大宗商品资产多头中，工业金属上升至第二位。石油价格普跌的主要底层因素是供给状况改善，而铜、铝等工业金属的情况则相反：供给受限有望为 2025 年晚些时候更强劲的预期价格铺平道路。2025 年初，宏观可能仍然是基础金属的主导因素，我们对其依然保持战术性短期看跌的观点，原因是关税风险溢价或将在未来数月中进一步持续。然而，具有抵消作用的看涨催化剂（如中国为应对美国加征关税而推出更多的刺激措施），或能支撑坚挺的全球需求——这已经开始对某些供应有限的金属造成压力，从而为基础金属出现潜在的“V”型反弹做好准备。尽管预计中国铜和铝的需求同比增长将从 2024 年的约 4% 下降至 2025 年的 2%，但预计 2025 年全球需求增长将仅小幅下降，铜和铝同比增速约 2.6-2.8%。重要的是，2025 年全球需求平稳增长的大背景是供给侧预计不会同步增长。对于铜和铝，我们看到全球精炼产量同比增速下降至不到 2%，导致精炼市场收紧，从去两年的供过于求转变为到 2025 年晚些时候及 2026 年出现更大幅度的供不应求。对于铜，我们预计精炼市场收紧会再次将注意力聚焦在铜的中期供给缺口上，从而推动铜价在 2025 年 4 季度及以后回升至 10400 美元/吨，到 2026 年均价上涨至约 11000 美元/吨。目前铝受宏观疲弱压力的影响非常小，原因是其成本下限高，且从基本面来看，价格风险偏向上行。尽管预计氧化铝价格有望在 2025 年晚些时候开始恢复正常，但受到中国供给上限的影响，在 2025 年下半年，铝的基本面紧

- 张的态势预计将继续推升价格至 2850 美元/吨，原因是市场在寻求中国以外的新供给来源。
3. 全球范围来看，除大豆以外，大宗农产品库存基础较低，使得该板块从多年来的低点下行的价格风险有限，我们预计该板块 2025 年有望回升 3%。但美国的贸易和外交政策未来发展趋势将给 2025/2026 年增加复杂性。2025 及 2026 年，除大豆、棉花供给相当充足外，全球大宗农产品供给较为紧张，预计 2025 年谷物类农产品价格有望从多年来的低点反弹，同时相对于期货曲线，我们对糖和棕榈油市场前景维持看涨观点。我们的 2025/2026 年全球供需平衡展望显示，世界（除中国外）小麦、玉米库存处在临界值低位，同时糖和棕榈油 STU 预计将下降至十年来的低点。随着 2025 年政治、地缘政治、经济以及天气相关不确定性或将前所未有的出现，市场环境可能瞬息万变，风险管理策略需要灵活应变。自下而上的基本面分析是排除干扰的有用指南。除大豆以外，世界农产品市场的一致信息是库存减少，而美国谷物和大豆供给依然处在良好水平。特朗普政府的贸易和外交政策对美国出口的竞争力（已经因美元例外主义而面临挑战）以及对中国现行关税政策均至关重要。与此同时，如果在乌克兰问题的解决上出现转机，俄罗斯小麦出口量以创纪录的速度放缓的风险就会增加，从而减轻国际价格的压力。非基本面的技术指标显示，未来数月中，谷物类和大豆市场正在基于多年低点筑底，而糖的价格预计在 2025 年上半年走高。美国重新对进口商品加征关税使得大宗农产品再次成为贸易战或关税战中的筹码的可能性增加。从历史上看，中美农产品贸易战的基线相对较低，这增加了 2025 年下半年在善意购买情况下美国农产品出口量出现潜在上行风险的可能性。我们对 2025 年的坚定看法是：看涨 MDEB 棕榈油、ICE11 号原糖期货合约、CBOT 小麦。
4. 目前对 2025 年美国天然气的看法保持不变，预计 2025 年价格平均水平在 3.5 美元/百万英热——相比当前的远期曲线小幅看涨。正如天然气市场在冬天逐渐过去的季节中一贯表现的那样，我们需要提醒的是：不要仅仅基于下述基本面而增加多头仓位。正如我们在 2023-2024 年冬季所见，天气具有扰乱基于当前供需平衡状态构建的最乐观的结构化情景的能力。我们基准看法依然是，尽管提高产量对于美国天然气生产商来说几乎是轻而易举，但长达一年的价格低迷已经造成开采

活动不振以及需求地和产地之间缺乏联通，这或将造成时间错配——即在基础负荷需求不断增加的情况下，产量何时能体现出来。由于电力需求走高，2024年用于发电的天然气消耗量在稳步增长，叠加Plaquemines Phase 1即将投产以及Corpus Christi Trains 1-7扩容，在天气正常的情况下，有望支撑短期天然气价格。截至2025年10月底的储气轨迹图显示，储气量接近3.9万亿立方英尺，这表明2025年夏季价格存在一定上行空间，相对于当前的远期曲线，我们继续持小幅看涨观点。我们预计到2025年底产量有望走高，2025年12月有望达到1080亿立方英尺/日。我们预计特朗普在竞选前中提出的关税和能源政策对2025年美国国内天然气供需平衡的影响有限。产量仍将由价格决定，而国内需求增长受到的影响预计要到2027年及以后才会显现，原因是LNG许可证批准政策的变化以及取消对天然气发电厂相当繁琐的排放限制。

5. 我们对石油的看法从中性转为彻底看跌。2024年布伦特原油平均价格预计在80美元/桶，比我们去年6月的预测低2美元，到2025年或将下降至73美元/桶，预计2024年供需平衡的市场到2025年将转变为一个供过于求的市场（供给超过需求130万桶/日）。全球石油需求增长或将从2024年的130万桶/日下降至2025年的110万桶/日，原因包括疫后需求反弹最后阶段逐渐消退、能源效率提升、以及中国降碳势头增强。

在巴西、圭亚那、塞内加尔和挪威大规模海上开采的推动下，非欧佩克+供给预计将大幅增长180万桶/日。总计5艘海上浮式生产储油轮（合计产能100万桶/日）承诺将于2025年交付。随着美国页岩油爆发式增长势头逐渐消退，预计2025年美国石油液态产量将增加67万桶/日，深水产量预计将超过页岩油成为欧佩克组织以外的最大增长来源。假设欧佩克组织维持当前产量水平不变，我们预计到年底油价将稳定在70美元以下，其中WTI原油价格在64美元。随着WTI原油价格徘徊在65美元上下，2026年美国页岩油增长或将放缓至极低水平。虽然需求预计稳健增长达130万桶/日，但非欧佩克国家的供给预计将超过需求90万桶/日，使得价格在年底走低至60美元以下。我们的价格预测是，2026年布伦特原油平均价格为61美元/桶，WTI原油价格为57美元/桶。对于部分欧佩克成员国来说，在2026年增加原油产量或将成为一个重要考量因素。鉴于过去十年石油市场周期性波动的模式，尤其是2014年和2020年的情况，2026年开始市场再次出现洗牌的风险增加。

表5: 摩根大通基准情境下大宗商品指数预测

期间末的指数水平

	当前水平 11/25/2024	(相较于当前水平) 回报率										
		3Q24A	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
主要指数												
BCOM超额回报指数	98	100	99	99	98	97	99	1%	1%	0%	-2%	1%
S&P GSCI超额回报指数	289	288	293	293	293	288	293	1%	2%	2%	0%	2%
BCOM超额回报子指数												
BCOM能源指数	28	28	29	29	28	26	28	4%	2%	-2%	-9%	-3%
BCOM工业金属指数	146	154	142	138	143	148	151	-3%	-5%	-2%	2%	4%
BCOM贵金属指数	269	275	279	287	294	296	296	4%	6%	9%	10%	10%
BCOM农产品和牲畜指数	89	91	87	88	88	90	91	-1%	-1%	-1%	1%	3%
GSCI超额回报子指数												
GSCI能源指数	137	134	141	141	139	133	136	3%	3%	2%	-3%	-1%
GSCI工业金属指数	210	220	207	202	210	217	222	-1%	-4%	0%	4%	6%
GSCI贵金属指数	276	281	285	292	298	299	300	3%	6%	8%	8%	9%
GSCI农产品和牲畜指数	75	75	74	75	75	76	77	-1%	0%	0%	1%	2%

资料来源：摩根大通大宗商品研究，数据截至2025年11月25日。

专题研究

可持续投资：虚位以待

又一个艰难的年份已经过去，2025年期待好事发生

2024年1-10月，可持续资产管理规模增长7%至3.2万亿美元，几乎全部得益于投资回报的推动。然而，在大多数地区，无论是股票还是固收，可持续资金表现均落后于大盘。表现跑输主要发生在2024年上半年，到下半年可持续资金在固收领域跑赢大盘。由于我们一年前所预期的可持续资产或将迎来全球经济放缓的有利因素并未兑现，我们在年中展望回顾时将表现预期调整为中性。

2024年前10个月，欧洲可持续股票基金获得少量资金流入，但这几乎全部被美国和亚洲可持续股票基金的资金流出所抵消。相比之下，全球股票基金池整体则获得资金流入。我们认为，可持续股票基金池能否获得大量资金流入取决于相对表现能否持续改善。当前可持续股票基金的表现前景还不甚明朗：综合我们全球股票策略分析师的行业配置和普通可持续基金中的行业偏向，未来表现是何走向，目前尚无清晰结论。在固收领域，主要受到欧洲和亚洲的推动，可持续资金流动净额超过固收基金池整体。

特朗普2.0对美国的可持续投资来说或是阻碍，但鉴于美国仅占全球可持续资产的十分之一，整体上对可持续权益投资的影响可能有限。此外，美国可持续资金流动大幅上升发生在特朗普的第一个任期期间。我们认为，可持续投资的表现比政治更重要。

政策与监管

“金融COP”，会议成果名不副实

许多人认为向发展中国家提供气候资金的新气候融资集体量化目标（NCQG）金额低于需求，令人失望。尽管最后期限（2025年2月）临近，国家自主贡献（NDCs）进展仍然有限。积极的一面是，缔约方在实施全球碳市场机制方面取得进展。

展望第三十次缔约方大会，我们将目光专注于以下方面：新的2035年国家自主贡献、船运业的碳定价、更加具体的“逐步淘汰化石能源”行动、以及定义气候变化适应的具体指标和目标。

欧洲：环境政策制定出现拐点，潜在风险来自右翼党派
 在欧洲，我们的中心假设是欧洲人民党党团、社会民主党党团和复兴欧洲党团联合执政将继续维持，因此我们预计现有环境政策的精神不会发生重大变化。然而，展望未来，我们认为将出现一个能平衡竞争力、简化流程、提供新资金来源以及绿色增长的务实议程。此外存在一个风险：与极右翼政党建立的“战术性联盟”可能会损害上述联合执政。就投资而言，《可持续金融披露条例》改革或迎来曙光，带来金融产品的新分类体系和/或可持续金融产品的指标。由于欧洲证券及市场管理局发布命名新规，欧盟ESG基金市场将继续进行“品牌大重建”。2025年将迎来ESG数据利好——大型公司将首次按照《企业可持续发展报告指令》要求进行披露，也会首次按照《欧盟分类法》进行全面披露。首批欧盟绿色债券有望在2025年初发行。

在英国大选中，工党压倒性胜出被视为环境和社会政策制定的积极因素。在第29次缔约方大会上，首相斯塔默宣布了新的2035年国家自主贡献——目标是温室气体排放相比1990年的水平至少减少81%。

美国：跟着资金走

在大洋彼岸，鉴于《通胀削减法案》专门用在偏向共和党的州的资金体量较大，我们认为该法案不会全面撤销，尽管仍然存在风险因素。油气开采活动由供需关系决定，因此，尽管监管负担减少，也不太可能出现重大变化。但是环境政策制定或退居次要位置。特朗普在第一个任期内，撤销了近100个环境条例，取消排放限制，废除湿地保护法案，允许在北极开展油气开采活动等。最后，美国退出《巴黎协定》或产生多米诺效应，尤其是在南半球——这些国家呼吁，作为公正转型的一部分，发达国家应在脱碳方面发挥领导作用。

拉丁美洲：可持续发展在议程上增加

2024年，巴西可持续发展领域有多件大事发生：批准绿氢框架和碳排放交易体系、宣布新的2035年国家自主贡献。在安第斯地区，再生能源布局和标准化可持续披露取得进展——我们预计这一趋势将在2025年持续。

亚洲：公司治理取得重大进展

我们预计2025年亚洲经济体在可持续发展领域将进一步深入，聚焦与股票估值提升目标密切相关的公司治理改革。我们认为能源转型和水资源保护也是重点

关注领域。在日本，我们预计公司改革的下一步是增加披露要求，以缩小性别工资差距。

贴标债券：仍是“两个市场，两种境况”

在欧洲以及新兴市场的投资级和高收益债券发行中，GSS+（绿色、社会责任、可持续发展、可持续发展挂钩和转型债券）债券发行依然占据重要份额，尽管已经低于2021-2022年的峰值。可持续发展挂钩债券发行量下降，或反映出洗绿担忧。展望未来，我们预计2025年在欧洲的债券发行中，GSS债券将继续占据重要比例，其中公用事业等GSS债券发行较多的行业有望积极发债，为转型相关的投资和再融资提供资金。相比之下，美国的贴标债券发行量在大选之前就已经快速萎缩，份额仅占整体债券市场的低个位数。我们认为2025年该趋势会持续，甚至会进一步加速。我们认为2025年贴标债券发行将集中在公用事业、银行和机构MBS板块。

可持续主题：让我看到Alpha

我们携手全球基本面分析师团队一起发掘我们认为未来与可持续相关的最重要的话题。气候与环境问题将继续占据主要议题。在股票方面，我们将呈现围绕生物多样性和能源转型展开的5个全球主题和7个区域性主题，并在光伏、风能、氢能和电动汽车等传统气候板块探索新知。在信贷方面，我们将分析特朗普2.0的影响以及欧洲电气化最新趋势。

我们的“**树能生财**”(*Money in Trees*)主题筛选，包括林业、纸浆和造纸公司，预示着平均39%的上行空间。随着人们的偏好从一次性塑料转向纸质产品，建筑行业用材逐渐从水泥转向木材，预计未来几年对再生包装、纸浆和木制产品的需求将增加。尽管对木制产品的需求在增加，过去30年里供给却一直保持不变，使得森林所有权以及（且更重要的是）对这些森林资产实施可持续管理变得愈加重要。

我们的“**金融普惠**”(*Financial inclusion*)主题筛选预示着19%的上行空间。能有效获得正规金融服务是减少极端贫困、推动共同繁荣的重要手段。本主题也是追求复利收益者的广阔猎场，有助于结束许多可持续基金长期低配金融股的局面。最后，在大多数地区，我们的策略师均选择高配该板块。

我们的“**绿色核能**”(*Nuclear is Green*)主题筛选预示着19%的上行空间。随着人们认为核能带来的气候益处超过其风险，我们发现对核能的兴趣在复苏。核能

有望提高能源安全，而AI则会产生对低碳基本负荷电力的额外需求。

我们的“**生物多样性Alpha**”(*Alpha in Biodiversity*)主题预示着27%的上行空间。我们认为在未来几年中，新出台的规定、数据可用性和质量的提升、资产所有者以及企业的关注，叠加人们意识到传统上认为与气候融资不相干的板块也存在生物多样性理念，都会推动投资者对本主题的关注。

我们的“**气候行动公用事业**”(*Utilities for Climate Action*)主题预示着32%的上行空间。公用事业板块为气候变化解决方案提供了广阔的猎场空间。此外，鉴于本板块有韧性的盈利和有吸引力的估值，我们的策略分析师在大多数地区均高配该板块。

在欧洲、中东和非洲，我们的“**不断增长的欧盟能源需求**”(*Rising EU Energy Demand*)主题，涵盖了电力价值链（包括设备制造商、发电机、电网运营商）中的首选股，预示着平均26%的上行空间。我们的“**欧盟未来竞争力**”(*Future of EU Competitiveness*)主题，涵盖了专注于创新、投资和生产力的公司，预示着平均29%的上行空间。我们的“**从绿色到绿色色调**”(*From Green to shades of Green*)主题利用《欧盟分类法》数据，寻找有绿色收入的投资机会，预示着32%的上行空间。最后，我们的“**绿色建筑**”(*Building Green*)主题预示着32%的上行空间：随着许多房地产公司越来越遵守强调能效的绿色标准，我们认为房地产是转型主题下被低估的板块。

在美国，我们清洁能源团队的分析师认为，目前公用事业规模光伏/储能是清洁能源领域拥有最优终端消费者需求的板块。分析师选择的个股预示着平均77%的上行空间。

我们注意到，在中国公司深度参与的背景下，中东地区的清洁能源发展强劲，原因是该地区气候变化承诺增加、清洁能源成本具有竞争力、以及中国公司在该领域处于成本领先、技术领先的地位。我们的“**中东的中国绿洲**”(*Chinese Oasis in the Middle East*)主题，涵盖了本主题的相关个股，预示着平均17%的上行空间。

最后，我们面向日本的“**（与女性相关的）治理改善还有空间**”(*Governance Improvement has (female)*

legs) 主题专注于性别和治理改善，预示着平均 34% 的上行空间。

全球指数：巴黎协定对标基准指数（PAB）和气候转型对标基准指数（CTB）即将推出

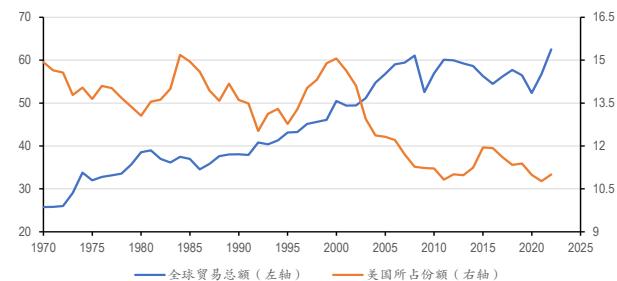
2023 年推出的季度 ESG 指数论坛为旗舰 JESG 指数组的关键性优化铺平了道路，例如更稳健的数据输入及更少的指数变更。与客户的这种迭代反馈过程将为我们 ESG 指数组的持续改进提供了资料，4 季度的一系列会议侧重于公司发行人和主权发行人的 ESG 数据输入。展望未来，我们预计将于 2024 年年底之前推出摩根大通巴黎协定对标基准指数（PAB）和气候转型对标基准指数（CTB）。

2025 年的五大主题：去全球化、脱钩、去风险、去美元化、赤字

去全球化仍在缓慢进行，中国仍在供应链中占据主导地位，但贸易紧张局势在特朗普第二个任期正式开始之前就已经升级。当前，竞争性产业政策已成常态——限制贸易、资本、技术、人员及国际支付的跨境流动。随着产业政策实施，美国在全球贸易中的份额出现下滑，即使加征关税已经武器化。回流美国的趋势大幅加剧，且料将继续，同时跨境外国直接投资也下降，与地缘政治分歧线一致。新兴市场受打击最大，因为利率长期走高将挤出资金流入、加征关税政策推动美元走强、回流美国的趋势超过友岸外包和近岸外包。我们预计在特朗普 2.0 时代，“中国+1”模式将受到仔细审查，对制造业出口商产生不利影响，尤其是墨西哥、越南和马来西亚的出口商。

图 55: 美国贸易占全球贸易总额 GDP 的份额已经下降

%，1970-2022 年度数据。全球贸易总额（左轴）=（进口额+出口额）/GDP。美国份额（右轴）=（美国出口额+美国进口额）/全球贸易总额（进口额+出口额）。



资料来源：摩根大通、世界银行

随着特朗普 2.0 增加了关税贸易战 2.0 的风险，人们愈加担心对战略性脱钩的强调或将超过去风险。有中国业务的美国公司在继续减少或暂停原计划在中国

的投资，调整其面向中国的业务运营、战略和供应链，将中美紧张局势相关的地缘政治视作最大挑战。与此同时，跨国公司在中国面临激烈的竞争，原因是中美增加了产业政策以及对中国内需前景的担忧依然存在。中国的外国直接投资流入已经显著放缓。截至 2024 年 2 季度的 4 个季度中，国际收支平衡表（BoP）口径下的外国直接投资流入大幅下滑至 10 亿美元，仅 2 季度一个季度就达负的 148 亿美元，相比之下，2018 年中美关税战之前的五年中，年均流入 2280 亿美元。

去美元风险似乎被夸大，但在贸易集团内部和大宗商品市场，跨境流动发生了显著变化。贸易紧张关系的增加并不一定指向去美元化，但进一步贸易碎片化将导致贸易重新选择计价货币。去美元化在大宗商品市场最为明显，但我们发现支撑美元主导地位的因素依然根深蒂固，且具有结构性。外汇储备配置美元这一传统指标只能展示外国资产积累的局部。新兴市场以美元计价的银行存款、主权财富基金以及非储备外国资产的增长超过了新兴市场整体外汇储备持仓长期下降趋势的影响。此外，美元在全球债务总额的份额在上升，同时以美元计价的债务发行也创新高。

私营部门对美元作为价值储存手段的真实信心似乎仍然毫无争议，从多个指标来看，美元依然是使用最广泛的货币。然而，由于对俄罗斯的制裁、中国推动人民币国际化的举措、以及地缘经济的割裂，我们看到跨境交易出现重大转变。我们认为，更重要但又被低估的风险在于对支付自主权的关注增加以及对建立不依赖美元的替代金融体系和支付机制的愿望。由海外网络、商户收单机构以及支付服务提供商催生出的国内数字支付体系，背后的推动力量是当地银行和监管希望控制管理的愿望。

财政赤字占 GDP 份额大幅超过以往的周期，国债净发行量将维持高位。全球来看，过去几年财政滑坡（fiscal slippage，定义为 2022-2024 年间基础财政收支的变动）一直占 GDP 的 1 个百分点左右，在除欧元区以外的发达经济体中，这一指标约为 2 个百分点。在美国，债务存量更大，利率更高，再加上近期不存在财政整顿（fiscal consolidation）的政治意愿，均指向更高的期限溢价。不可持续的美国财政赤字不会对美国经济造成多大的伤害，至少近期来说是如此，因为相比其他国家，美国的财政空间要大得多。在一个地缘政治风险更大的世界中，得益于强劲的

经济和货币，美国是世界上最安全、最强大的国家。美国的财政风险或并不仅仅来自更高的债务/GDP比率，而来自于美国在军事、政治、气候或经济任何一方面遭受失败从而不再是最安全、最强大的国家——目前来看，这并不会发生。

2024“超级选举年”结果带来更大的政策不确定性

随着 2024“超级选举年”接近尾声，全球共有 77 个国家/地区举行了选举，影响全球一半以上的人口，我们盘点了从中汲取的经验和影响。共同主题是打破连续性、不支持寻求连任的候选人，而非民粹主义高涨或选举过程出现重大扰动。墨西哥的国家复兴运动党是唯一寻求连任、且大获全胜的政党。在英国和法国，寻求连任的候选人的选票落后程度是卡玛拉·哈里斯在美国大选中落后于当选总统特朗普的票数的四倍。无论选举结果如何，民粹政治或将继续，原因是结构性变化已经将民粹主义带入主流。政党偏好已转变为阶级和教育的区别，而非种族或性别。

图 56: 全球选民不再支持寻求连任的政党

国家	执政党意识形态	是否继续当选？	选票份额变动 (%)
新西兰	中左翼	否	-23.1 ▼
英国	中右翼	否	-19.9 ▼
法国	中间立场	否	-14.1 ▼
葡萄牙	社会党	否	-13.4 ▼
奥地利	中右翼	协商中	-11.2 ▼
波兰	右翼	否	-8.2 ▼
日本	保守党	协商中	-8.0 ▼
立陶宛	中右翼	否	-7.8 ▼
荷兰	中右翼	否	-6.6 ▼
澳大利亚	中右翼至右翼	否	-5.7 ▼
美国*	民主党	否	-3.6 ▼
土耳其	保守党	是	-3.1 ▼
希腊	中右翼	是	+0.9 ▲
芬兰	社会民主党	否	+2.2 ▲
西班牙	左翼	是	+3.7 ▲
墨西哥	左翼	是	+6.5 ▲

除澳大利亚（2022 年）外，最近出来的选举结果均为 2023 年或 2024 年。选票份额变化是相较于各国之前的选举（2018-2022）。*选举结果数据截至 11 月 8 日，已完成 92%。

数据来源：Bloomberg Opinion 汇总的官方选举结果。

2024 年国内选举结果会产生全球性影响，美国和欧洲的选举结果受到的关注与处于战争的国家一样多。我们称之为四大不利因素的政治两级分化、民粹主义、民主恶化以及地缘经济割裂预计将在 2025 年加剧。我们知道，四大因素中的任何一个因素都会抑制长期经济效率和增速、降低增速、减少贸易和降低金融开放程度、导致更高的债务/GDP 比率。我们

将重点指出由国家政治导致 2024 年经济政策不确定性上升的领域。

- **逐渐远离多边主义，新联盟出现。** 政治两级分化造成各国更加关注本国。与此同时，随着贸易战和军事冲突一起进入新“冷战”模式，地缘政治继续重塑世界秩序。“三个世界”格局正在显现：全球西方、全球东方、全球南方。新达成的区域性贸易、投资、安全和军事协议数量在激增。现在，多极性不仅由在全球GDP的权力份额决定，还会由能否跨入关键能力门槛所决定。
- **产业政策增加，宏观波动加大。** 2024年全球发生了超2500次产业政策干预，约为2019年的3倍。其中超三分之二是带有贸易扭曲性质的、有可能歧视外国商业利益的政策干预。
- **关税使用更广泛，中美战略竞争深化，影响波及新兴市场。** 特朗普2.0带来关税战2.0的风险，人们担心对战略性脱钩的强调会超过去风险化。新兴市场面临重大不确定性，因为中美紧张局势导致政策变化，造成重大负面供应链冲击，影响新兴市场经济体。加征关税风险整体上利好美元，我们的外汇策略团队预计，由于美国例外主义，美元将走强至新高，而新兴市场的外汇前景则面临很大挑战。
- **中期来看，更具扩张性的财政政策将持续。** 根据国际货币基金组织的数据，在除美国以外的发达经济体，除利息支付外的公共支出占GDP的比例仍比疫情前的预测高出约3个百分点，在除中国以外的新兴市场经济体，该指标比疫情前的预测高2个百分点。在接连不断的各国选举中，继出现支持政府扩张、反对财政紧缩的转向之后，中期来看，财政赤字将会更高。德国选举是第一个考验——即德国财政政策路径是否会发生转变（包括债务刹车的重大改革）。在美国，随着《减税和就业法案》中个人所得税降税政策到期，财政政策问题将面临一个危险的处境。我们的美国经济团队预计，当前税法大部分上有望延续，2026年美国在处于充分就业、没有卷入任何战争的情况下，联邦财政赤字将达到GDP的7%左右

主要作者



Hussein Malik ^{AC}
Head of Global Research
hussein.malik@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC



Dubravko Lakos-Bujas ^{AC}
Head of Global Markets Strategy
dubravko.lakos-bujas@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC



Bruce Kasman
Chief Global Economist
bruce.c.kasman@jpmorgan.com
JPMorgan Chase Bank NA



Stephen Dulake ^{AC}
Co-Head of Global Fundamental Research
Products and Public Finance Research
stephen.dulake@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC



Jay Barry ^{AC}
Head of Global Rates Strategy
john.f.barry@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC



Fabio Bassi ^{AC}
Head of Cross Asset Strategy
fabio.bassi@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc



Meera Chandan ^{AC}
Co-Head of Global FX Strategy
meera.chandan@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc



Jonny Goulden ^{AC}
Head of EM Local Markets and Sovereign Debt Strategy
jonathan.m.goulden@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc



Natasha Kaneva ^{AC}
Head of Global Commodities Strategy
natasha.kaneva@jpmorgan.com
JPMorgan Chase Bank NA



Luis Oganes ^{AC}
Head of Currencies, Commodities and Emerging Markets Research
luis.oganes@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc



Arindam Sandilya ^{AC}
Co-Head of Global FX Strategy
arindam.x.sandilya@jpmorgan.com
JPMorgan Chase Bank, N.A.,
Singapore Branch



Rajiv Batra ^{AC}
Head of Asia & Co-Head of Global Emerging Markets Equity Strategy
rajiv.j.batra@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities Singapore Private Limited



Emy Shayo Cherman ^{AC}
Co-Head of Global Emerging Markets Equity Strategy
emy.shayo@jpmorgan.com
Banco J.P. Morgan S.A.



Mislav Matejka, CFA ^{AC}
European/Global Equity Strategy
mislav.matejka@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc



Samantha Azzarello
Head of Content Strategy & Curation
samantha.m.azzarello@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

David Aserkoff ^{AC}
CEEMEA & South Africa Equity Strategy
david.aserkoff@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc

Eric Beinstein ^{AC}
Head of US Credit Strategy
eric.beinstein@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Michael Feroli
Chief US Economist
michael.e.feroli@jpmorgan.com
JPMorgan Chase Bank NA

Teresa Ho ^{AC}
US Fixed Income Strategy
teresa.c.ho@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Ladislav Jankovic
Global FX Strategy
ladislav.jankovic@jpmchase.com
J.P. Morgan Securities LLC

Daniel Lamy ^{AC}
European Credit Strategy
daniel.lamy@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc

Tony Linares
US High Yield & Leveraged Loan Strategy
tony.linares@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Pedro Martins Junior, CFA ^{AC}
Emerging Markets Equity Strategy
pedro.x.martins@jpmorgan.com
Banco J.P. Morgan S.A.

Jahangir Aziz
Emerging Markets Economic and Policy Research
jahangir.x.aziz@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Joyce Chang ^{AC}
Chair of Global Research
joyce.chang@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Greg Fuzei
Chief Euro Economist
greg.x.fuzei@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc

Yang-Myung Hong ^{AC}
EM Corporate Strategy
ym.hong@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Nelson Jantzen ^{AC}
US High Yield & Leveraged Loan Strategy
nelson.r.jantzen@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Eduardo Lecubarri ^{AC}
Global Small/Mid-Cap Strategy
eduardo.lecubarri@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc

Wendy Liu ^{AC}
Global Quantitative and Derivatives Strategy
wendy.m.liu@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited/ J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited

Alisa Meyers ^{AC}
Emerging Markets Corporate Strategy
alisa.meyers@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Matthew Bailey ^{AC}
European Credit Strategy
matthew.a.bailey@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc

Francis Diamond ^{AC}
Rates Strategy
francis.diamond@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc

Virginia Martin Heriz ^{AC}
ESG & Sustainability Research
virginia.martinheriz@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc

Arun Jain
Equity Macro Strategy and Quantitative Research
arun.p.jain@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Bram Kaplan, CFA ^{AC}
Global Quantitative and Derivatives Strategy
bram.kaplan@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Tony Lee ^{AC}
Global Quantitative and Derivatives Strategy
tony.sk.lee@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited/ J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited

Joseph Lupton
Economics & Policy Research
joseph.p.lupton@jpmorgan.com
JPMorgan Chase Bank NA

Jainik Mody, CFA ^{AC}
Emerging Markets Equity Strategy
jainik.mody@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc

Daniel Motoc
Global Quantitative and Derivatives Strategy
daniel.motoc@jpmchase.com
J.P. Morgan Securities LLC

Nikolaos Panigirtzoglou ^{AC}
Global Markets Strategy
nikolaos.panigirtzoglou@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc

Ben Ramsey ^{AC}
Emerging Market Research
benjamin.h.ramsey@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Saad Siddiqui ^{AC}
Emerging Markets Research
saad.siddiqui@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Bhupinder Singh
US Equity Strategy and Quantitative Research
bhupinder.singh@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Nora Szentivanyi
Global Emerging Markets Economics
nora.szentivanyi@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc

Dobromir Tzotchev, PhD ^{AC}
Global Quantitative and Derivatives Strategy
dobromir.tzotchev@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc

Haibin Zhu
Chief China Economist
haiбин.zhu@jpmorgan.com
JPMorgan Chase Bank, N.A., Hong Kong Branch

Rie Nishihara ^{AC}
Japan Equity Strategy
rie.nishihara@jpmorgan.com
JPMorgan Securities Japan Co., Ltd.

Bennett Parrish
Economic and Policy Research
bennett.parrish@jpmchase.com
JPMorgan Chase Bank NA

Abiel Reinhart
Economic and Policy Research
abiel.reinhart@jpmchase.com
JPMorgan Chase Bank NA

Davide Silvestrini ^{AC}
Global Quantitative and Derivatives Strategy
davide.silvestrini@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities plc

Narendra Singh
Global Quantitative Strategy
narendra.x.singh@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Kamal Tamboli
Equity Strategy and Global Quantitative Research
kamal.r.tamboli@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Pankaj Vohra ^{AC}
US Fixed Income Strategy
pankaj.x.vohra@jpmchase.com
J.P. Morgan Securities LLC

Ipek Ozil
US Rates Strategy
ipek.ozil@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Srini Ramaswamy ^{AC}
Head of Global Rates Derivatives Strategy
sriini.ramaswamy@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Nathaniel Rosenbaum, CFA
US High Grade Strategy
nathaniel.rosenbaum@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

John Sim, CFA ^{AC}
Securitized Products Research
john.sim@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Jason Steed ^{AC}
Australia Equity Strategy and ESG
jason.h.steed@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities Australia Limited

Ye Tian
US Fixed Income Strategy
ye.tian@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Phoebe White ^{AC}
US Fixed Income Strategy
phoebe.a.white@jpmorgan.com
J.P. Morgan Securities LLC

Disclosures

Analyst Certification: The Research Analyst(s) denoted by an “AC” on the cover of this report certifies (or, where multiple Research Analysts are primarily responsible for this report, the Research Analyst denoted by an “AC” on the cover or within the document individually certifies, with respect to each security or issuer that the Research Analyst covers in this research) that: (1) all of the views expressed in this report accurately reflect the Research Analyst’s personal views about any and all of the subject securities or issuers; and (2) no part of any of the Research Analyst’s compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed by the Research Analyst(s) in this report. For all Korea-based Research Analysts listed on the front cover, if applicable, they also certify, as per KOFIA requirements, that the Research Analyst’s analysis was made in good faith and that the views reflect the Research Analyst’s own opinion, without undue influence or intervention.

All authors named within this report are Research Analysts who produce independent research unless otherwise specified. In Europe, Sector Specialists (Sales and Trading) may be shown on this report as contacts but are not authors of the report or part of the Research Department.

Other Disclosure: A contributor to this report has a household member who is a senior portfolio manager of and investor in certain emerging markets mutual funds, which may invest in instruments discussed in this report.

Important Disclosures

An analyst listed on the front cover has personal holdings in digital or crypto assets.

Company-Specific Disclosures: Important disclosures, including price charts and credit opinion history tables, are available for compendium reports and all J.P. Morgan–covered companies, and certain non-covered companies, by visiting <https://www.jpmm.com/research/disclosures>, calling 1-800-477-0406, or e-mailing research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com with your request.

Explanation of Equity Research Ratings, Designations and Analyst(s) Coverage Universe:

J.P. Morgan uses the following rating system: Overweight (over the duration of the price target indicated in this report, we expect this stock will outperform the average total return of the stocks in the Research Analyst’s, or the Research Analyst’s team’s, coverage universe); Neutral (over the duration of the price target indicated in this report, we expect this stock will perform in line with the average total return of the stocks in the Research Analyst’s, or the Research Analyst’s team’s, coverage universe); and Underweight (over the duration of the price target indicated in this report, we expect this stock will underperform the average total return of the stocks in the Research Analyst’s, or the Research Analyst’s team’s, coverage universe). NR is Not Rated. In this case, J.P. Morgan has removed the rating and, if applicable, the price target, for this stock because of either a lack of a sufficient fundamental basis or for legal, regulatory or policy reasons. The previous rating and, if applicable, the price target, no longer should be relied upon. An NR designation is not a recommendation or a rating. In our Asia (ex-Australia and ex-India) and U.K. small- and mid-cap Equity Research, each stock’s expected total return is compared to the expected total return of a benchmark country market index, not to those Research Analysts’ coverage universe. If it does not appear in the Important Disclosures section of this report, the certifying Research Analyst’s coverage universe can be found on J.P. Morgan’s Research website, <https://www.jpmorganmarkets.com>.

J.P. Morgan Equity Research Ratings Distribution, as of January 01, 2025

	Overweight (buy)	Neutral (hold)	Underweight (sell)
J.P. Morgan Global Equity Research Coverage*	50%	37%	13%
IB clients**	50%	48%	37%
JPMS Equity Research Coverage*	47%	40%	13%
IB clients**	73%	68%	52%

*Please note that the percentages may not add to 100% because of rounding.

**Percentage of subject companies within each of the “buy,” “hold” and “sell” categories for which J.P. Morgan has provided investment banking services within the previous 12 months.

For purposes of FINRA ratings distribution rules only, our Overweight rating falls into a buy rating category; our Neutral rating falls into a hold rating category; and our Underweight rating falls into a sell rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above. This information is current as of the end of the most recent calendar quarter.

Equity Valuation and Risks: For valuation methodology and risks associated with covered companies or price targets for covered companies, please see the most recent company-specific research report at <http://www.jpmorganmarkets.com>, contact the primary analyst or your J.P. Morgan representative, or email research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com. For material information about the proprietary models used, please see the Summary of Financials in company-specific research reports and the Company Tearsheets, which are

available to download on the company pages of our client website, <http://www.jpmorganmarkets.com>. This report also sets out within it the material underlying assumptions used.

A history of J.P. Morgan investment recommendations disseminated during the preceding 12 months can be accessed on the Research & Commentary page of <http://www.jpmorganmarkets.com> where you can also search by analyst name, sector or financial instrument.

Explanation of Emerging Markets Sovereign Research Ratings System and Valuation & Methodology:

Ratings System: J.P. Morgan uses the following issuer portfolio weightings for Emerging Markets Sovereign Research: Overweight (over the next three months, the recommended risk position is expected to outperform the relevant index, sector, or benchmark credit returns); Marketweight (over the next three months, the recommended risk position is expected to perform in line with the relevant index, sector, or benchmark credit returns); and Underweight (over the next three months, the recommended risk position is expected to underperform the relevant index, sector, or benchmark credit returns). NR is Not Rated. In this case, J.P. Morgan has removed the rating for this security because of either legal, regulatory or policy reasons or because of lack of a sufficient fundamental basis. The previous rating no longer should be relied upon. An NR designation is not a recommendation or a rating. NC is Not Covered. An NC designation is not a rating or a recommendation. Recommendations will be at the issuer level, and an issuer recommendation applies to all of the index-eligible bonds at the same level for the issuer. When we change the issuer-level rating, we are changing the rating for all of the issues covered, unless otherwise specified. Ratings for quasi-sovereign issuers in the EMBIG may differ from the ratings provided in EM corporate coverage.

Valuation & Methodology: For J.P. Morgan's Emerging Markets Sovereign Research, we assign a rating to each sovereign issuer (Overweight, Marketweight or Underweight) based on our view of whether the combination of the issuer's fundamentals, market technicals, and the relative value of its securities will cause it to outperform, perform in line with, or underperform the credit returns of the EMBIGD index over the next three months. Our view of an issuer's fundamentals includes our opinion of whether the issuer is becoming more or less able to service its debt obligations when they become due and payable, as well as whether its willingness to service debt obligations is increasing or decreasing.

J.P. Morgan Emerging Markets Sovereign Research Ratings Distribution, as of January 1, 2025

	Overweight (buy)	Marketweight (hold)	Underweight (sell)
Global Sovereign Research Universe*	11%	79%	11%
IB clients**	86%	50%	71%

*Please note that the percentages may not add to 100% because of rounding.

**Percentage of subject issuers within each of the "Overweight," "Marketweight" and "Underweight" categories for which J.P. Morgan has provided investment banking services within the previous 12 months.

For purposes of FINRA ratings distribution rules only, our Overweight rating falls into a buy rating category; our Marketweight rating falls into a hold rating category; and our Underweight rating falls into a sell rating category. The Emerging Markets Sovereign Research Rating Distribution is at the issuer level. Issuers with an NR or an NC designation are not included in the table above. This information is current as of the end of the most recent calendar quarter.

Explanation of Credit Research Valuation Methodology, Ratings and Risk to Ratings:

J.P. Morgan uses a bond-level rating system that incorporates valuations (relative value) and our fundamental view on the security. Our fundamental credit view of an issuer is based on the company's underlying credit trends, overall creditworthiness and our opinion on whether the issuer will be able to service its debt obligations when they become due and payable. We analyze, among other things, the company's cash flow capacity and trends and standard credit ratios, such as gross and net leverage, interest coverage and liquidity ratios. We also analyze profitability, capitalization and asset quality, among other variables, when assessing financials. Analysts also rate the issuer, based on the rating of the benchmark or representative security. Unless we specify a different recommendation for the company's individual securities, an issuer recommendation applies to all of the bonds at the same level of the issuer's capital structure. We may also rate certain loans and preferred securities, as applicable. This report also sets out within it the material underlying assumptions used.

We use the following ratings for bonds (issues), issuers, loans, and preferred securities: Overweight (over the next three months, the recommended risk position is expected to outperform the relevant index, sector, or benchmark); Neutral (over the next three months, the recommended risk position is expected to perform in line with the relevant index, sector, or benchmark); and Underweight (over the next three months, the recommended risk position is expected to underperform the relevant index, sector, or benchmark). J.P. Morgan Emerging Markets Sovereign Research uses Marketweight, which is equivalent to Neutral. NR is Not Rated. In this case, J.P. Morgan has removed the rating for this particular security or issuer because of either a lack of a sufficient fundamental basis or for legal, regulatory or policy reasons. The previous rating no longer should be relied upon. An NR designation is not a recommendation or a rating. NC is Not Covered. An NC designation is not a rating or a recommendation.

For CDS, we use the following rating system: Long Risk (over the next three months, the credit return on the recommended position is expected to exceed the relevant index, sector or benchmark); Neutral (over the next three months, the credit return on the recommended position is expected to match the relevant index, sector or benchmark); and Short Risk (over the next three months, the credit return on the recommended position is expected to underperform the relevant index, sector or benchmark).

J.P. Morgan Credit Research Ratings Distribution, as of January 01, 2025

	Overweight (buy)	Neutral (hold)	Underweight (sell)
Global Credit Research Universe*	26%	58%	16%
IB clients**	63%	62%	62%

*Please note that the percentages may not add to 100% because of rounding.

**Percentage of subject companies within each of the "Overweight," "Neutral" and "Underweight" categories for which J.P. Morgan has provided investment banking services within the previous 12 months.

For purposes of FINRA ratings distribution rules only, our Overweight rating falls into a buy rating category; our Neutral rating falls into a hold rating category; and our Underweight rating falls into a sell rating category. The Credit Research Rating Distribution is at the issuer level. Issuers with an NR or an NC designation are not included in the table above. This information is current as of the end of the most recent calendar quarter.

Analysts' Compensation: The research analysts responsible for the preparation of this report receive compensation based upon various factors, including the quality and accuracy of research, client feedback, competitive factors, and overall firm revenues.

Registration of non-US Analysts: Unless otherwise noted, the non-US analysts listed on the front of this report are employees of non-US affiliates of J.P. Morgan Securities LLC, may not be registered as research analysts under FINRA rules, may not be associated persons of J.P. Morgan Securities LLC, and may not be subject to FINRA Rule 2241 or 2242 restrictions on communications with covered companies, public appearances, and trading securities held by a research analyst account.

Company-Specific Disclosures: Important disclosures, including price charts and credit opinion history tables, are available for compendium reports and all J.P. Morgan-covered companies, and certain non-covered companies, by visiting <https://www.jpm.com/research/disclosures>, calling 1-800-477-0406, or e-mailing research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com with your request.

Other Disclosures

J.P. Morgan is a marketing name for investment banking businesses of JPMorgan Chase & Co. and its subsidiaries and affiliates worldwide.

UK MIFID FICC research unbundling exemption: UK clients should refer to [UK MIFID Research Unbundling exemption](#) for details of J.P. Morgan's implementation of the FICC research exemption and guidance on relevant FICC research categorisation.

All research material made available to clients are simultaneously available on our client website, J.P. Morgan Markets, unless specifically permitted by relevant laws. Not all research content is redistributed, e-mailed or made available to third-party aggregators. For all research material available on a particular stock, please contact your sales representative.

Any long form nomenclature for references to China; Hong Kong; Taiwan; and Macau within this research material are Mainland China; Hong Kong SAR (China); Taiwan (China); and Macau SAR (China).

J.P. Morgan Research may, from time to time, write on issuers or securities targeted by economic or financial sanctions imposed or administered by the governmental authorities of the U.S., EU, UK or other relevant jurisdictions (Sanctioned Securities). Nothing in this report is intended to be read or construed as encouraging, facilitating, promoting or otherwise approving investment or dealing in such Sanctioned Securities. Clients should be aware of their own legal and compliance obligations when making investment decisions.

Any digital or crypto assets discussed in this research report are subject to a rapidly changing regulatory landscape. For relevant regulatory advisories on crypto assets, including bitcoin and ether, please see <https://www.jpmorgan.com/disclosures/cryptoasset-disclosure>.

The author(s) of this research report may not be licensed to carry on regulated activities in your jurisdiction and, if not licensed, do not hold themselves out as being able to do so.

Exchange-Traded Funds (ETFs): J.P. Morgan Securities LLC (“JPMS”) acts as authorized participant for substantially all U.S.-listed ETFs. To the extent that any ETFs are mentioned in this report, JPMS may earn commissions and transaction-based compensation in connection with the distribution of those ETF shares and may earn fees for performing other trade-related services, such as securities lending to short sellers of the ETF shares. JPMS may also perform services for the ETFs themselves, including acting as a broker or dealer to the ETFs. In addition, affiliates of JPMS may perform services for the ETFs, including trust, custodial, administration, lending, index calculation and/or maintenance and other services.

Options and Futures related research: If the information contained herein regards options- or futures-related research, such information is available only to persons who have received the proper options or futures risk disclosure documents. Please contact your J.P. Morgan Representative or visit <https://www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf> for a copy of the Option Clearing Corporation's Characteristics and Risks of Standardized Options or http://www.finra.org/sites/default/files/Security_Futures_Risk_Disclosure_Statement_2018.pdf for a copy of the Security Futures Risk Disclosure Statement.

Changes to Interbank Offered Rates (IBORs) and other benchmark rates: Certain interest rate benchmarks are, or may in the future become, subject to ongoing international, national and other regulatory guidance, reform and proposals for reform. For more information, please consult: https://www.jpmorgan.com/global/disclosures/interbank_offered_rates

Notification for Credit Ratings: If this material includes credit ratings, such credit ratings provided by Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR) and Rating and Investment Information, Inc. (R&I), are credit ratings provided by Registered Credit Rating Agencies (credit rating agencies registered under the Financial Instruments and Exchange Law of Japan (FIEL)). With respect to credit ratings that are provided by credit rating agencies other than JCR and R&I and have no stipulation that such credit ratings are provided by Registered Credit Rating Agencies, this means that such credit ratings are Non Registered Ratings (credit ratings provided by credit rating agencies not registered under the FIEL). Among the Non Registered Ratings, with respect to those credit ratings provided by S&P Global Ratings (S&P), Moody's Investors Service (Moody's), or Fitch Ratings (Fitch), prior to making investment decision based on such Non Registered Ratings, please carefully read the “Explanation Letter regarding Non Registered Ratings” for the corresponding credit rating agency, which we separately have sent or will send.

Private Bank Clients: Where you are receiving research as a client of the private banking businesses offered by JPMorgan Chase & Co. and its subsidiaries (“J.P. Morgan Private Bank”), research is provided to you by J.P. Morgan Private Bank and not by any other division of J.P. Morgan, including, but not limited to, the J.P. Morgan Corporate and Investment Bank and its Global Research division.

Legal entity responsible for the production and distribution of research: The legal entity identified below the name of the Reg AC Research Analyst who authored this material is the legal entity responsible for the production of this research. Where multiple Reg AC Research Analysts authored this material with different legal entities identified below their names, these legal entities are jointly responsible for the production of this research. Research Analysts from various J.P. Morgan affiliates may have contributed to the production of this material but may not be licensed to carry out regulated activities in your jurisdiction (and do not hold themselves out as being able to do so). Unless otherwise stated below, this material has been distributed by the legal entity responsible for production. If you have any queries, please contact the relevant Research Analyst in your jurisdiction or the entity in your jurisdiction that has distributed this research material.

Legal Entities Disclosures and Country-/Region-Specific Disclosures:

Argentina: JPMorgan Chase Bank N.A Sucursal Buenos Aires is regulated by Banco Central de la República Argentina (“BCRA”- Central Bank of Argentina) and Comisión Nacional de Valores (“CNV”- Argentinian Securities Commission - ALYC y AN Integral N°51). **Australia:** J.P. Morgan Securities Australia Limited (“JPMSAL”) (ABN 61 003 245 234/AFS Licence No: 238066) is regulated by the Australian Securities and Investments Commission and is a Market Participant of ASX Limited, a Clearing and Settlement Participant of ASX Clear Pty Limited and a Clearing Participant of ASX Clear (Futures) Pty Limited. This material is issued and distributed in Australia by or on behalf of JPMSAL only to "wholesale clients" (as defined in section 761G of the Corporations Act 2001). A list of all financial products covered can be found by visiting <https://www.jpmm.com/research/disclosures>. J.P. Morgan seeks to cover companies of relevance to the domestic and international investor base across all Global Industry Classification Standard (GICS) sectors, as well as across a range of market capitalisation sizes. If applicable, in the course of conducting public side due diligence on the subject company(ies), the Research Analyst team may at times perform such diligence through corporate engagements such as site visits, discussions with company representatives, management presentations, etc. Research issued by JPMSAL has been prepared in accordance with J.P. Morgan Australia's Research Independence Policy which can be found at the following link: [J.P. Morgan Australia - Research Independence Policy](https://www.jpmorgan.com/research/independence-policy). **Brazil:** Banco J.P. Morgan S.A. is regulated by the Comissão de Valores Mobiliários (CVM) and by the Central Bank of Brazil. Ombudsman J.P. Morgan: 0800-7700847 / 0800-7700810 (For Hearing Impaired) / ouvidoria.jp.morgan@jpmorgan.com. **Canada:** J.P. Morgan Securities Canada Inc. is a registered investment dealer, regulated by the Canadian Investment Regulatory Organization and the Ontario Securities Commission and is the participating member on Canadian exchanges. This material is distributed in Canada by or on behalf of J.P. Morgan Securities Canada Inc. **Chile:** Inversiones J.P. Morgan Limitada is an unregulated entity incorporated in Chile. **China:** J.P. Morgan Securities (China) Company Limited has been approved by CSRC to conduct the securities investment consultancy business. **Dubai International Financial Centre (DIFC):** JPMorgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch is

regulated by the Dubai Financial Services Authority (DFSA) and its registered address is Dubai International Financial Centre - The Gate, West Wing, Level 3 and 9 PO Box 506551, Dubai, UAE. This material has been distributed by JP Morgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch to persons regarded as professional clients or market counterparties as defined under the DFSA rules. **European Economic Area (EEA):** Unless specified to the contrary, research is distributed in the EEA by J.P. Morgan SE ("JPM SE"), which is authorised as a credit institution by the Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) and jointly supervised by the BaFin, the German Central Bank (Deutsche Bundesbank) and the European Central Bank (ECB). JPM SE is a company headquartered in Frankfurt with registered address at TaunusTurm, Taunustor 1, Frankfurt am Main, 60310, Germany. The material has been distributed in the EEA to persons regarded as professional investors (or equivalent) pursuant to Art. 4 para. 1 no. 10 and Annex II of MiFID II and its respective implementation in their home jurisdictions ("EEA professional investors"). This material must not be acted on or relied on by persons who are not EEA professional investors. Any investment or investment activity to which this material relates is only available to EEA relevant persons and will be engaged in only with EEA relevant persons. **Hong Kong:** J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited (CE number AAJ321) is regulated by the Hong Kong Monetary Authority and the Securities and Futures Commission in Hong Kong, and J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited (CE number AAB027) is regulated by the Securities and Futures Commission in Hong Kong. JP Morgan Chase Bank, N.A., Hong Kong Branch (CE Number AAL996) is regulated by the Hong Kong Monetary Authority and the Securities and Futures Commission, is organized under the laws of the United States with limited liability. Where the distribution of this material is a regulated activity in Hong Kong, the material is distributed in Hong Kong by or through J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited and/or J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited. **India:** J.P. Morgan India Private Limited (Corporate Identity Number - U67120MH1992FTC068724), having its registered office at J.P. Morgan Tower, Off. C.S.T. Road, Kalina, Santacruz - East, Mumbai – 400098, is registered with the Securities and Exchange Board of India (SEBI) as a 'Research Analyst' having registration number INH000001873. J.P. Morgan India Private Limited is also registered with SEBI as a member of the National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange Limited (SEBI Registration Number – INZ000239730) and as a Merchant Banker (SEBI Registration Number - MB/INM000002970). Telephone: 91-22-6157 3000, Facsimile: 91-22-6157 3990 and Website: <http://www.jpmipl.com>. JPMorgan Chase Bank, N.A. - Mumbai Branch is licensed by the Reserve Bank of India (RBI) (Licence No. 53/Licence No. BY.4/94; SEBI - IN/CUS/014/ CDSL : IN-DP-CDSL-444-2008/ IN-DP-NSDL-285-2008/ INBI00000984/ INE231311239) as a Scheduled Commercial Bank in India, which is its primary license allowing it to carry on Banking business in India and other activities, which a Bank branch in India are permitted to undertake. For non-local research material, this material is not distributed in India by J.P. Morgan India Private Limited. Compliance Officer: Spurthi Gadamsetty; surthi.gadamsetty@jpmchase.com; +912261573225. Grievance Officer: Ramprasad K, jpmipl.research.feedback@jpmorgan.com; +912261573000. Registration granted by SEBI and certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors. **Indonesia:** PT J.P. Morgan Sekuritas Indonesia is a member of the Indonesia Stock Exchange and is registered and supervised by the Otoritas Jasa Keuangan (OJK). **Korea:** J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch, is a member of the Korea Exchange (KRX). JPMorgan Chase Bank, N.A., Seoul Branch, is licensed as a branch office of foreign bank (JPMorgan Chase Bank, N.A.) in Korea. Both entities are regulated by the Financial Services Commission (FSC) and the Financial Supervisory Service (FSS). For non-macro research material, the material is distributed in Korea by or through J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch. **Japan:** JPMorgan Securities Japan Co., Ltd. and JPMorgan Chase Bank, N.A., Tokyo Branch are regulated by the Financial Services Agency in Japan. **Malaysia:** This material is issued and distributed in Malaysia by JPMorgan Securities (Malaysia) Sdn Bhd (18146-X), which is a Participating Organization of Bursa Malaysia Berhad and holds a Capital Markets Services License issued by the Securities Commission in Malaysia. **Mexico:** J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V. and J.P. Morgan Grupo Financiero are members of the Mexican Stock Exchange and are authorized to act as a broker dealer by the National Banking and Securities Exchange Commission. **New Zealand:** This material is issued and distributed by JPMSAL in New Zealand only to "wholesale clients" (as defined in the Financial Markets Conduct Act 2013). JPMSAL is registered as a Financial Service Provider under the Financial Service providers (Registration and Dispute Resolution) Act of 2008. **Philippines:** J.P. Morgan Securities Philippines Inc. is a Trading Participant of the Philippine Stock Exchange and a member of the Securities Clearing Corporation of the Philippines and the Securities Investor Protection Fund. It is regulated by the Securities and Exchange Commission. **Singapore:** This material is issued and distributed in Singapore by or through J.P. Morgan Securities Singapore Private Limited (JPMSS) [MDDI (P) 068/08/2024 and Co. Reg. No.: 199405335R], which is a member of the Singapore Exchange Securities Trading Limited, and/or JPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore branch (JPMCB Singapore), both of which are regulated by the Monetary Authority of Singapore. This material is issued and distributed in Singapore only to accredited investors, expert investors and institutional investors, as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Cap. 289 (SFA). This material is not intended to be issued or distributed to any retail investors or any other investors that do not fall into the classes of "accredited investors," "expert investors" or "institutional investors," as defined under Section 4A of the SFA. Recipients of this material in Singapore are to contact JPMSS or JPMCB Singapore in respect of any matters arising from, or in connection with, the material. **South Africa:** J.P. Morgan Equities South Africa Proprietary Limited and JPMorgan Chase Bank, N.A., Johannesburg Branch are members of the Johannesburg Securities Exchange and are regulated by the Financial Services Conduct Authority (FSCA). **Taiwan:** J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited is a participant of the Taiwan Stock Exchange (company-type) and regulated by the Taiwan Securities and Futures Bureau. Material relating to equity securities is issued and distributed in Taiwan by J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited, subject to the license scope and the applicable laws and the regulations in Taiwan. According to Paragraph 2, Article 7-1 of Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customers (as amended or supplemented) and/or other applicable laws or regulations, please note that the recipient of this material is not permitted to engage in any activities in connection with the material that may give rise to conflicts of interests, unless otherwise disclosed in the "Important Disclosures" in this material. **Thailand:** This material is issued and distributed in Thailand by JPMorgan Securities (Thailand) Ltd., which is a member of the Stock

Exchange of Thailand and is regulated by the Ministry of Finance and the Securities and Exchange Commission, and its registered address is 3rd Floor, 20 North Sathorn Road, Silom, Bangrak, Bangkok 10500. **UK:** Unless specified to the contrary, research is distributed in the UK by J.P. Morgan Securities plc ("JPMS plc") which is a member of the London Stock Exchange and is authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority. JPMS plc is registered in England & Wales No. 2711006, Registered Office 25 Bank Street, London, E14 5JP. This material is directed in the UK only to: (a) persons having professional experience in matters relating to investments falling within article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) (Order) 2005 ("the FPO"); (b) persons outlined in article 49 of the FPO (high net worth companies, unincorporated associations or partnerships, the trustees of high value trusts, etc.); or (c) any persons to whom this communication may otherwise lawfully be made; all such persons being referred to as "UK relevant persons". This material must not be acted on or relied on by persons who are not UK relevant persons. Any investment or investment activity to which this material relates is only available to UK relevant persons and will be engaged in only with UK relevant persons. Research issued by JPMS plc has been prepared in accordance with JPMS plc's policy for prevention and avoidance of conflicts of interest related to the production of Research which can be found at the following link: [J.P. Morgan EMEA - Research Independence Policy](#). **U.S.:** J.P. Morgan Securities LLC ("JPMS") is a member of the NYSE, FINRA, SIPC, and the NFA. JPMorgan Chase Bank, N.A. is a member of the FDIC. Material published by non-U.S. affiliates is distributed in the U.S. by JPMS who accepts responsibility for its content.

General: Additional information is available upon request. The information in this material has been obtained from sources believed to be reliable. While all reasonable care has been taken to ensure that the facts stated in this material are accurate and that the forecasts, opinions and expectations contained herein are fair and reasonable, JPMorgan Chase & Co. or its affiliates and/or subsidiaries (collectively J.P. Morgan) make no representations or warranties whatsoever to the completeness or accuracy of the material provided, except with respect to any disclosures relative to J.P. Morgan and the Research Analyst's involvement with the issuer that is the subject of the material. Accordingly, no reliance should be placed on the accuracy, fairness or completeness of the information contained in this material. There may be certain discrepancies with data and/or limited content in this material as a result of calculations, adjustments, translations to different languages, and/or local regulatory restrictions, as applicable. These discrepancies should not impact the overall investment analysis, views and/or recommendations of the subject company(ies) that may be discussed in the material. J.P. Morgan accepts no liability whatsoever for any loss arising from any use of this material or its contents, and neither J.P. Morgan nor any of its respective directors, officers or employees, shall be in any way responsible for the contents hereof, apart from the liabilities and responsibilities that may be imposed on them by the relevant regulatory authority in the jurisdiction in question, or the regulatory regime thereunder. Opinions, forecasts or projections contained in this material represent J.P. Morgan's current opinions or judgment as of the date of the material only and are therefore subject to change without notice. Periodic updates may be provided on companies/industries based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. There can be no assurance that future results or events will be consistent with any such opinions, forecasts or projections, which represent only one possible outcome. Furthermore, such opinions, forecasts or projections are subject to certain risks, uncertainties and assumptions that have not been verified, and future actual results or events could differ materially. The value of, or income from, any investments referred to in this material may fluctuate and/or be affected by changes in exchange rates. All pricing is indicative as of the close of market for the securities discussed, unless otherwise stated. Past performance is not indicative of future results. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. This material is not intended as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument. The opinions and recommendations herein do not take into account individual client circumstances, objectives, or needs and are not intended as recommendations of particular securities, financial instruments or strategies to particular clients. This material may include views on structured securities, options, futures and other derivatives. These are complex instruments, may involve a high degree of risk and may be appropriate investments only for sophisticated investors who are capable of understanding and assuming the risks involved. The recipients of this material must make their own independent decisions regarding any securities or financial instruments mentioned herein and should seek advice from such independent financial, legal, tax or other adviser as they deem necessary. J.P. Morgan may trade as a principal on the basis of the Research Analysts' views and research, and it may also engage in transactions for its own account or for its clients' accounts in a manner inconsistent with the views taken in this material, and J.P. Morgan is under no obligation to ensure that such other communication is brought to the attention of any recipient of this material. Others within J.P. Morgan, including Strategists, Sales staff and other Research Analysts, may take views that are inconsistent with those taken in this material. Employees of J.P. Morgan not involved in the preparation of this material may have investments in the securities (or derivatives of such securities) mentioned in this material and may trade them in ways different from those discussed in this material. This material is not an advertisement for or marketing of any issuer, its products or services, or its securities in any jurisdiction.

Confidentiality and Security Notice: This transmission may contain information that is privileged, confidential, legally privileged, and/or exempt from disclosure under applicable law. If you are not the intended recipient, you are hereby notified that any disclosure, copying, distribution, or use of the information contained herein (including any reliance thereon) is STRICTLY PROHIBITED. Although this transmission and any attachments are believed to be free of any virus or other defect that might affect any computer system into which it is received and opened, it is the responsibility of the recipient to ensure that it is virus free and no responsibility is accepted by JPMorgan Chase & Co., its subsidiaries and affiliates, as applicable, for any loss or damage arising in any way from its use. If you received this transmission in error, please immediately contact the sender and destroy the material in its entirety, whether in electronic or hard copy format. This message is subject to electronic monitoring: <https://www.jpmorgan.com/disclosures/email>

MSCI: Certain information herein ("Information") is reproduced by permission of MSCI Inc., its affiliates and information providers ("MSCI") ©2025. No reproduction or dissemination of the Information is permitted without an appropriate license. MSCI MAKES NO EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES (INCLUDING MERCHANTABILITY OR FITNESS) AS TO THE INFORMATION AND DISCLAIMS ALL LIABILITY TO THE EXTENT PERMITTED BY LAW. No Information constitutes investment advice, except for any applicable Information from MSCI ESG Research. Subject also to msci.com/disclaimer

Sustainalytics: Certain information, data, analyses and opinions contained herein are reproduced by permission of Sustainalytics and: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>. ©2025 Sustainalytics. All Rights Reserved.

"Other Disclosures" last revised January 01, 2025.

Copyright 2025 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved. This material or any portion hereof may not be reprinted, sold or redistributed without the written consent of J.P. Morgan. It is strictly prohibited to use or share without prior written consent from J.P. Morgan any research material received from J.P. Morgan or an authorized third-party ("J.P. Morgan Data") in any third-party artificial intelligence ("AI") systems or models when such J.P. Morgan Data is accessible by a third-party. It is permissible to use J.P. Morgan Data for internal business purposes only in an AI system or model that protects the confidentiality of J.P. Morgan Data so as to prevent any and all access to or use of such J.P. Morgan Data by any third-party.