

每日投资策略

宏观经济/行业展望/行业深度

宏观经济

■ 2025 美国经济展望 - 开局乐观，渐趋谨慎

特朗普政策将延长美国经济扩张后周期，带来短期加热效应和中期滞胀效应。美国经济有望软着陆，实际 GDP 增速将从 2024 年的 2.7% 放缓至 2025 年的 2.3% 和 2026 年的 2%。通胀可能逐渐趋近目标，但特朗普政策可能增加中期通胀不确定性。货币政策仍在限制性状态，美联储可能在 2025 年底前降息三次，每次 25 个基点。由于特朗普政策预期，上半年美元将保持强势，但随着关税和移民政策削弱中期增长前景，下半年美元可能有所回落。

- 特朗普减税政策将提升需求和通胀；去监管将通过提高效率而促进经济增长并降低通胀；移民政策将同时减少劳工供应和消费需求，降低经济增长，但对通胀影响相对中性；关税政策将抑制需求并提高供应链成本，带来滞胀效应；特朗普对美联储干预可能削弱货币政策公信力，增加中期通胀预期不稳定性。
- 在基准情景下，特朗普政策力度温和，合计将推升 2025-2027 年均 GDP 增速 0.2-0.3 个百分点，降低 2027 年后年均 GDP 增速 0.1-0.2 个百分点，推升 2025-2028 年均核心 PCE 通胀 0.3-0.5 个百分点。
- 经济可能实现软着陆，预计实际 GDP 增速从 2024 年的 2.7% 下降 2025 年的 2.3% 和 2026 年的 2%。经济增速放缓原因包括经济周期进入扩张后期、特朗普政策带来不确定性和海外经济疲软。
- 劳工市场可能继续温和放缓，大幅恶化的可能性较低。预计失业率将 2024 年的 4.2% 升至 2025 年的 4.3% 和 2026 年的 4.4%，实际工资将持续上涨。
- 通胀下行趋势延续，但速度显著放缓。预计 PCE 和核心 PCE 通胀率将分别从 2024 年的 2.4% 和 2.7% 降至 2025 年的 2.2% 和 2.3%。特朗普政策为 2026 年通胀前景带来一定不确定性。
- 家庭消费仍是经济增长主要驱动力。预计家庭消费不变价增速将从 2024 年的 2.6% 降至 2025 年的 2.4% 和 2026 年的 2.2%。利率适度下降对耐用品消费有小幅提振作用，但劳工市场降温与消费信贷疲弱为消费带来一定下行压力。
- 房地产市场温和改善。预计 2025 年房屋销售和库存分别增长 5% 和 10%，供求不平衡收窄。主要支撑因素包括经济韧性、按揭贷款利率下降、新建住房持续竣工和固定低利率房贷对二手房供应的冻结效应适度缓解。房价可能延续上涨，但涨幅回落。
- 企业盈利增速小幅回升，但投资增速放缓。市场一致预测标普 500 指数 EPS 增速从 2024 年 9.6% 升至 2025 年 15%。由于特朗普政策不确定性和拜登时期政策透支效应，非住宅投资增速可能从 2024 年的 3.7% 放缓至 2025 年的 3.5%。
- 美联储将采取渐进降息方式，预计政策利率从目前 4.5%-4.75% 降至 2024 年底 4.25%-4.5%、2025 年底 3.75%-4.0% 和 2026 年底 3.25%-

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	19,795	-0.88	16.12
恒生国企	7,133	-0.75	23.65
恒生科技	4,415	-1.45	17.28
上证综指	3,386	-0.16	13.83
深证综指	2,049	-1.03	11.49
深圳创业板	2,202	-1.51	16.40
美国道琼斯	43,717	-0.25	15.99
美国标普 500	6,074	0.38	27.34
美国纳斯达克	20,174	1.24	34.39
德国 DAX	20,314	-0.45	21.26
法国 CAC	7,357	-0.71	-2.47
英国富时 100	8,262	-0.46	6.84
日本日经 225	39,457	-0.03	17.91
澳洲 ASX 200	8,249	-0.56	8.68
台湾加权	23,040	0.08	28.49

资料来源：彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	34,348	-0.26	15.17
恒生工商业	11,148	-1.24	20.73
恒生地产	15,085	-1.29	-17.69
恒生公用事业	34,777	0.24	5.79

资料来源：彭博

3.5%。预计美联储缩表计划可能在 2025 年第三季度结束，因届时准备金水平将从目前过剩状态降至合理状态。预计 10 年国债收益率将从 2024 年底 4.2% 降至 2025 年底 4% 和 2026 年底 3.75%。预计美元指数将从 2024 年底 105.5 降至 2025 年底 104.5 和 2026 年底 102。 ([链接](#))

行业展望

■ 中国保险 - 2025 展望：拨云见日终有时，价值增长曙光现

2024 年中国保险业在政策呵护和低利率环境下迈入高质量转型新阶段。人身险行业出于防范利差损风险的考量，两年内监管下调寿险定价利率上限 100bps，开启此轮寿险定价利率的下行周期。财险行业伴随新能源车保有量和渗透率的快速提升，车险保费有望进一步打开增量空间；非车险创新类产品的推出和监管持续强化风险减量管理，为行业多元化经营和高质量发展奠定基础。投资方面，近年来受长期利率下行和存量非标资产到期影响，险企净投资收益率较快下行（1H24 平均：3.4%），市场对利差损风险的担忧成为压制险企估值回升的主要原因。我们认为完善资产负债久期匹配并建立大类资产配置体系，是险企穿越经济周期、实现稳健经营的必由之路。

寿险：2024 年上市险企寿险新业务价值增长超出市场预期。我们认为 2025 年寿险新业务价值增长以新业务价值率提升为驱动的模式将得以延续，基于：1) 预定利率下调带动新单负债成本下行，扩大“利差”；2) 监管窗口指导，调降浮动收益型产品（如分红险、万能险）的结算利率和实际分红水平，降低存量负债成本；3) 全渠道推行“报行合一”，个险渠道的产品费率已随新产品备案，“费差”有望进一步改善；4) 分红险占比逐步提升，优化传统险“一险独大”的产品结构，压降刚性负债成本；5) 长期期交保费占比有望随代理人产能提升和增值服务供给进一步上行。3Q24 上市险企新单保费恢复正增长，主要受 9-10 月预定利率下调导致客户承保需求前置的影响。我们预计 4Q24-1Q25 开门红期间，行业新单保费增速将回归中高单位数，主要受前期客户承保需求消耗的影响。

财险：2024 年财险业呈现保费增速放缓、巨灾频发导致赔付上行的特点。我们预计 2025 年车险行业保费增速为 6%，新能源车保有量和渗透率提升有望进一步打开增量空间。非车险 2024 年受制于政策性业务承保招标节奏放缓和大灾加剧赔付率上行的影响，保费增速和承保盈利出现季节性波动；展望 2025 年，我们认为《财险高质量发展行动方案》的落地和险企主动出清高赔损业务，有助于非车险业态创新，贡献不同类型的财险公司差异化竞争优势；看好个人非车险（如非车意健险）承保利润和保费增速的上行空间。

投资：战略资产配置提升高息股比例，战术资产配置把握结构性行情。面对长端利率下行和新会计准则的实施，金融资产公允价值变动大幅增加险企净利润和净资产对信用和权益市场波动的敏感度。2024 年保险公司增加高股息权益配置，展望未来，我们认为险资在战略资产配置(SAA)方面，有望稳步加大高股息配置；在战术资产配置(TAA)方面，更多把握结构性行情，通过波段操作获取资本利得，增厚投资收益。预计未来险企会逐步加大 FVOCI 权益科目下高息股的配置占比，以实现增厚股息收益和降低公允价值变动对净利润波动的双重目的。除权益投资外，保险资金运用余额中债券投资占比最高，三季度人身险/财产险公司的债券投资比例达 49%/37%，上市险企的债券投资比例介于 50%-70%。尽管当前债券配置占比已较高，我们认为近

期出台的非银同业存款利率自律管理《倡议》，可能导致部分险资存款到期后流入债市，进一步推升债券投资配置比例。

投资建议：当前板块估值交易于 0.2-0.5 倍 FY25 P/EV 和 0.4-0.9 倍 FY25 P/BV，股息率为 4%-7%。四季度保险板块股价震荡回调，更多反映对政策端预期的博弈。维持板块“增持”评级，推荐买入资产负债匹配更优、增长动能持续向好的头部险企中国太保 (2601 HK, 买入，目标价：35.5 港元)、中国人寿 (2628 HK, 买入，目标价：20.0 港元)、中国平安 (2318 HK, 买入，目标价：65.1 港元) 和友邦保险 (1299 HK, 买入，目标价：94.0 港元)。
([链接](#))

■ 中国半导体行业 - 2025 展望：AI 热潮将延续

展望 2025 年，我们维持此前的三条投资主线推荐：1) 人工智能主线；2) 半导体产业链自主可控主题；3) 高股息防御策略。人工智能和半导体产业链自主可控这两大主线是我们去年投资展望的首选，也是两个全年最受市场关注的投资主题。另外，在“并购六条”、“科创板八条”等利好政策推动下，中国半导体行业的并购交易逐渐活跃起来。我们期待半导体行业将迎来一系列高质量的整合，进而带动行业的发展。因此，我们新增了**第四个“半导体行业并购”投资主线**。

投资主线一：“人工智能”。维持对行业长期增长的积极展望；在轮投资周期中把握机会。2024 年，人工智能产业链核心受益标的表现亮眼，主要受益于算力基础设施投资的大幅增加，推动产业链 AI 相关业务收入实现强劲增长。尽管一些投资人始终存有对 AI 发展可持续性的担忧，我们依旧对该行业的长期发展前景充满信心。

投资主线二：“半导体产业链自主可控”。我们长期看好中国半导体产业链自主可控趋势带来的国产份额提升机会。地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向保证供应链安全上。

投资主线三：“高股息防御策略”。电信运营商因公司经营稳定、自由现金流强劲、股息收益率高、潜在股票回购、较不容易受国际形势影响等优势，仍受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。

投资主线四：并购整合机遇。2024 年，在“并购六条”、“科创板八条”等利好政策推动下，中国半导体行业的并购交易逐渐活跃起来。我们期待半导体行业将迎来一系列高质量的整合，进而带动行业的发展。我们认为并购活动有望帮助相关公司：1) 扩大客户基础和产品、技术组合；2) 提升更大的市场份额；3) 增强公司竞争和盈利能力。([链接](#))

行业深度

■ 中国汽车行业 - 燃料电池重卡行业或将在 2026-2027 年迎来拐点

燃料电池在中国主要应用于商用车领域尤其是重卡，我们认为燃料电池行业的爆发也可能率先出现在重卡领域。从我们测算的不同动力形式的重卡全生命周期成本对比来看，2026 年燃料电池重卡的总体拥有成本将在 3 年内和柴油重卡持平，其成本竞争力或让行业出现拐点信号，而实现这一投资回报周期的核心是加氢价格以及基础设施配套能力。在 5-10 年的中长期维度，我们预测燃料电池系统单价有接近 75% 的降本空间，且其续航和补能效率或仍领先纯电重卡，这也让燃料电池重卡大规模替代柴油重卡成为可能。

燃料电池短期仍需政府支持及引导，降低加氢成本是行业在 2026-2027 年能否迎来拐点的关键之一。燃料电池重卡目前相较于柴油重卡在购车和燃料成本都处于劣势的情况可能在 2025 年迎来转变，在加氢成本在 30 元/公斤（副产氢不发达地区仍需政府补贴才能达到）以及免 2 年高速费的情况下，我们估算燃料电池重卡的全生命周期成本或将与柴油重卡持平；假设 2026 年加氢成本进一步下降至 25 元/公斤并仍有 1 年高速费的减免，我们测算燃料电池重卡的生命周期总成本将低于柴油重卡 10%，且前置成本的溢价将在 3 年内被抵消。由于燃料电池重卡购车成本不可能在短期内低于其他重卡，加氢成本会成为其成本竞争力的核心。

加氢价格主要由制氢、运氢和加氢站运营三部分组成，其中运氢的降本空间较大。目前，灰氢成本约为 13 元/公斤，比绿氢低 50-60%，虽然电解水制氢存在较大的降本空间，但我们认为短期的制氢仍会以传统化工制氢为主。从中长期看，使用 III 型瓶的长管拖车或建设输氢管道将大幅降低运氢成本。我们认为短期对副产氢不发达地区而言，要让加氢价格低于 25 元/公斤仍需政府补贴，而长期的加氢价格取决于电解水制氢设备的降本空间，我们认为长期的加氢价格若无补贴情况下仍可能做到 25 元/公斤。

技术进步和规模效应将大幅降低燃料电池价格。燃料电池重卡的购车成本在其中长期的竞争力中仍具决定作用，我们测算在不考虑难以预测的技术突破的前提下（比如金属双极板的涂层防腐性），中长期燃料电池成本仍有接近 75% 的降本空间。文中我们以双极板为例详细量化了技术进步和规模效应能带来的降本幅度，并估算燃料电池系统单价可降至 390 元/千瓦。中长期燃料电池重卡的总体拥有成本或在 2 年内与柴油重卡持平。

综上所述，燃料电池重卡具备成本竞争力，基础设施配套是必不可少的条件。不同于消费者对乘用车偏好的多样化，成本是商用车行业最重要的考虑因素，所以一旦某种动力形式的商用车相对其他动力形式出现明显的成本优势时，其市占率可能在较短时间占据主流地位。由于重卡市场场景的多样性以及我们分析中涉及的假设的复杂性，我们认为目前还很难判断长期稳态的重卡市场动力形式格局，但考虑到 2023 年中国燃料电池重卡的市占率仅为 0.3%，而长途运输占据重卡需求的一半左右，我们可以期待燃料电池重卡出现指数级增长的可能性。（[链接](#)）

招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
长仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	21.80	30.00	38%	2.5	1.7	3.3	13.4	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	15.22	19.00	25%	9.5	12.7	1.5	19.3	3.3%	
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	11.74	19.60	67%	6.3	5.8	1.0	18.3	9.5%	
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.92	6.05	54%	12.6	10.9	2.6	25.4	7.0%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	15.84	17.61	11%	8.6	7.8	3.3	40.6	9.0%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	377.00	451.11	20%	172.9	142.3	21.9	12.0	0.2%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	90.72	133.86	48%	23.7	19.0	6.6	31.8	1.4%	
百济神州	BGNE US	医疗	买入	176.33	276.02	57%	N/A	N/A	40.7	N/A	0.0%	
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	133.27	162.81	22%	71.3	N/A	5.1	7.8	0.3%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	23.65	35.50	50%	5.8	5.8	0.7	14.9	5.2%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	12.08	14.00	16%	8.4	8.0	1.0	13.1	5.0%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	404.80	525.00	30%	17.0	15.6	3.6	20.1	1.2%	
网易	NTES US	互联网	买入	93.34	125.50	34%	1.9	1.7	3.0	21.5	2.1%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	86.06	132.20	54%	1.4	1.2	1.5	N/A	1.1%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.63	6.13	69%	15.8	13.4	1.4	9.7	4.7%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.19	4.38	37%	122.7	74.2	8.2	7.3	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	30.30	32.70	8%	30.6	24.4	3.8	11.3	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	40.10	44.41	11%	20.4	14.9	2.6	18.6	1.5%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	127.30	186.00	46%	26.5	18.3	7.3	31.2	0.5%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	383.33	426.00	11%	35.1	27.0	6.8	21.3	0.3%	
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	9.04	10.80	19%	N/A	131.0	3.5	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 12 月 16 日）

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。