

一騎絕塵

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 陳偉聰

東亞聯豐投資團隊



股票

一騎絕塵

本章摘要：

- 「紅色浪潮」及「美國優先」政策下，預期美股表現將較其他地區亮麗
- 標普500指數本季預測區間為6,178至6,335點，但或有近1成潛在跌幅
- 綜合分析預期美股的醫療護理、非必需品、科技、物料及工業板塊料表現較好
- 歐股指數料呈「先低後高」，非必需品、物料、工業及必需品料有較佳表現

上季標題是《殊途同歸》。美國總統大選結果、利率變化及選舉後權力交接期間，料美股較其他市場理想，並預測特朗普勝選將有利金融、科技及非必需品等板塊。同時，首次減息後3個月各類型股指表現良好，但及後表現將後勁不繼，而低波動類股指的整體表現較佳。歐洲各地區股市受經濟基礎欠佳所拖累，同時通脹回落速度受制於能源價格，減息料亦無阻經濟衰退風險上升。數據亦顯示，利率首降後各歐洲股指表現普遍不濟。日本則要面對內憂外患，各行業盈利預測分歧，連同加息陰霾，走勢料飄忽不定。過去預測與現今結果大致相若。

本季標題是《一騎絕塵》。特朗普式「紅色浪潮」（即共和黨在總統選舉及參眾兩選取得勝利及控制權）疊加「美國優先」政策，預料美股將明顯向好，但數據預期歐日股市表現將較為不濟。中美博弈將會持續，惟料會轉以談判和協商形式進行，紓緩對中港股市的壓力，東南亞各國將續是中美拉攏對象，料有利當地經濟及股市。

整體而言，美股的標普500指數本季目標區間為6,178至6,335點，通過政策偏好、減息憧憬、通脹變化及盈利預測進行分析，預計醫療護理、非必需品、科技、物料及工業板塊表現較佳。歐股受內憂影響，但歷史數據顯示，在美國「紅色浪潮」首年期間，歐股表現普遍造好，盈利預測分析顯示，非必需品、物料、工業及必需品板塊有望跑出。

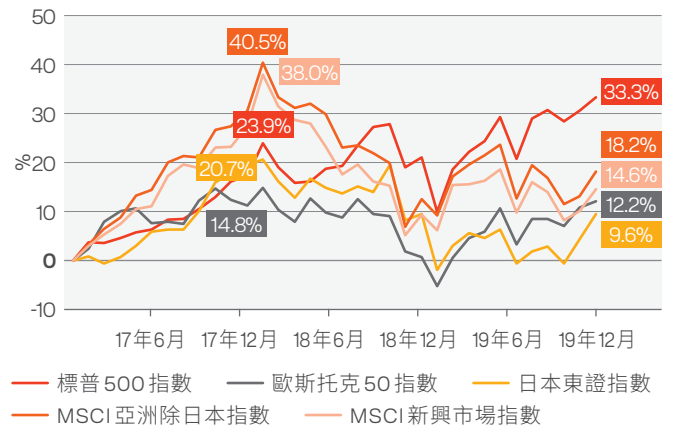
「紅色浪潮」：料美股表現將一枝獨秀

特朗普回朝料是投資市場的「遊戲改革者」，資金將依特朗普的一言一行而流竄，尤其是共和黨贏得參眾議院的控制權，達到全面執政的所謂「紅色浪潮」，當中的政策取向及其影響力已在《宏觀策略》章節中闡述，在此不再贅述。

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

參考特朗普上任期的「紅色浪潮」期間，各地區主要股指表現，由2017年1月至2019年12月的按月數據中，所有指數全數上升。當中標普500指數表現最好，升幅約33.3%。第2及3位是MSCI亞洲除日本及MSCI新興市場指數，升幅分別是18.2及14.6%。歐斯托克50指數及日本東證指數的升幅則分別只有約12.2及9.6%，表現相對落後。數據顯示，「美國優先」其實早在全球股市中出現，美股升幅明顯拋離其他指數近1倍或以上，尤其對作為美國盟友的歐洲及日本更是不利。歷史數據反映，「紅色浪潮」期間，建倉於美股較為可取。

特朗普上一任期期間「紅色浪潮」下各股指表現



資料來源：彭博，數據由2016年12月31日至2019年12月31日

再觀察各大指數在「紅色浪潮」的首年表現，亞洲除日本及新興市場表現較好，升幅約4成，標普500指數及日本東證指數升幅約2成，歐斯托克50指數只有約15%，反映全面執政的共和黨在外交政策與民主黨是南轅北轍。我們預期今天特朗普回朝，至少在貿易政策上由拜登年代的劍拔弩張，或轉向談判與磋商，環球經濟繃緊的狀態料有所紓緩。另外，特朗普自勝選後已開展俄烏停戰協商¹，以哈戰事亦有緩和跡象²。停火止戰相信是大部分國家的共識，炒作世界大戰的極端風險正慢慢收斂，全球避險情緒正在降溫。止戰在即有利油價回落，在2020年疫情大流行的之前5年，紐約期油的平均價僅是53美元，遠低於2024年底超過70美元的水平。當油價回落很大機會令全球通脹下降，對各國經濟及民生皆屬好事。投資者的風險胃納料有序提升，對全球股市實屬有利，尤其是近年估值壓抑的亞洲除日本及新興市場股市，或可趁機吸納更多資金，反彈空間較成熟市場更大。畢竟歐美日等成熟股市的升勢已持續良久，投資者轉投亞洲及新興市場亦是合理。

¹ 見NBC網站，<https://www.nbcnews.com/politics/donald-trump/trump-team-talks-biden-ukrainian-officials-ending-war-russia-rcna184145>

² 見NBC網站，<https://www.nbcnews.com/news/world/hamas-israel-trump-gaza-hostage-ceasefire-rcna184143>

亞洲：料區內股市走勢各異

集中分析亞洲地區，經濟體量上的「東升西降」已出現多時，未來將是亞洲的世紀。中美博弈下，料各方都將投入更多資源加強在亞洲的影響力，尤其是在東南亞地區。其中，新加坡、泰國及馬來西亞等國，過往不論在貿易戰及地緣戰事中多採取中立態度，未來料是中美雙方拉攏的重心，左右逢源下料有利當地經濟及股市。投資者宜因應風險承受能力適量配置上述國家的股票，料有助提升投資組合的回報。

東北亞地區中，日本及南韓均是美國的盟友，但特朗普對日韓的外交政策與拜登執政時的方針或有不同，加上日韓兩國正受內部政黨角力衝擊。截至2024年12月14日，日經225指數年內上升近18%，未來日本加息、首相內閣執政地位不穩及滯脹等風險料將升溫，都不利日股今年走勢。

截至2024年12月14日，南韓股市年內跌近6%，除因經濟積弱之外，總統尹錫悅的戒嚴事件³，料將進一步打擊當地經濟基礎及外商投資。近年南韓按季GDP徘徊在0至1%之間，未來按季GDP如出現負值，將成為近30年來繼1997、2008及2020年後，有可能再次出現經濟衰退。

台灣在中美博弈中處於極為敏感的位置。特朗普曾表示，台灣「偷掉」美國的芯片工業⁴，上任後對台芯片政策仍是未知數。美國對台灣的軍事取態更是曖昧不清，地緣風險料陰晴不定。截至2024年12月14日，台股已升了近28%，在全球主要股市中名列前茅，但今年走勢能否延續，將備受挑戰。

香港在中美博弈下成為磨心，但中央政府去年底透過「組合拳」大力支持中港經濟，加上香港經濟正處結構性轉型中，A股及H股風險及機會並存，下文將有更詳細分析。

美股預測：標普500指數目標區間為6,178至6,335點

上季標普500指數受惠「特朗普交易」下屢創新高。截至2024年12月14日，標普500指數的預測市盈率更曾高見超過25倍水平，估值屬偏高水平。有「債券大王」之稱的格羅斯認為，美股牛市已進入尾聲，未來升勢將會放緩⁵。「股神」巴菲特的投資旗艦巴郡(BRK)，上季亦錄得淨沽出股票，將現金儲備增加至創紀錄的3,200億美元，並表示美股現水平與「玩火」無異⁶。有人辭官歸故里，有人漏夜趕科場。截至去年12月14日，標普500指數創下年內57次破頂紀錄。而自特朗普當選後，標普500指數累升約4.6%，當中11個行業分類指數中有6個錄得升幅，其中有4個更超越綜合指數表現，例如非必需品及金融行業等所謂「特朗普交易」。各行業指數表現表列如下：

行業指數	表現 (%)	行業指數	表現 (%)
非必需品	17.3	公用	-1.5
通訊	9.9	能源	-2.3
科技	5.8	房地產	-2.6
金融	5.7	醫療護理	-4.9
必需品	2.1	物料	-5.0
工業	0.8		

資料來源：彭博，數據截至2024年12月14日
註：黃格表示其表現優於綜合指數



³ 見NBC網站，<https://www.nbcnews.com/news/world/impeachment-vote-looms-south-korean-president-party-vows-oppose-rcna182967>

⁴ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2024/10/28/trump-accuses-taiwan-of-stealing-us-chip-business-on-joe-rogan-podcast.html>

⁵ 見商業內幕者網站，<https://markets.businessinsider.com/news/stocks/bond-king-bill-gross-bull-market-defensive-high-yielding-investments-2024-10>

⁶ 見Investopedia網站，<https://www.investopedia.com/stock-market-at-levels-that-warren-buffett-once-called-playing-with-fire-8748051>

股票

「紅色浪潮」：料政策主導走勢

特朗普再次回歸白宮。參考上一次他執政期間各板塊在「紅色浪潮」的首年表現，藉以制定美股的短中期部署。

首先以標普500指數11個行業分類指數的按月回報作為分析對象，並透過4大指標，包括平均回報（愈大愈好）、最大回報（愈大愈好）、最小回報（愈大愈好）及峰谷值（愈小愈好），為每項指標中表現最好的首5個板塊給予1分，最後得分最高者為最佳板塊。結果表列如下：

2017年	板塊按月表現 (%)										
	科技	醫療護理	金融	非必需品	必需品	公用	能源	工業	通訊	物料	房地產
1月	4.3	2.2	0.1	4.2	1.5	1.2	-3.6	1.4	-3.5	4.6	-0.1
2月	4.9	6.2	5.0	1.8	4.9	4.7	-2.7	3.4	-0.4	0.5	4.4
3月	2.5	-0.6	-2.9	1.9	-0.7	-0.5	-1.1	-0.8	-1.2	0.2	-1.5
4月	2.4	1.5	-1.0	2.4	0.8	0.7	-2.9	1.7	-4.4	1.4	0.0
5月	4.1	0.6	-1.4	1.0	2.6	3.6	-4.0	1.2	-1.0	-0.3	0.5
6月	-2.7	4.5	6.3	-1.3	-2.5	-2.9	-0.3	1.2	-3.0	1.6	1.4
7月	4.3	0.7	1.6	1.8	0.4	2.4	2.4	0.0	5.1	1.4	1.1
8月	3.2	1.6	-1.9	-2.0	-1.3	2.7	-5.7	-0.2	-3.1	0.8	0.9
9月	0.6	0.9	5.1	0.8	-1.1	-3.0	9.8	3.8	3.5	3.3	-1.9
10月	7.7	-0.8	2.8	2.0	-1.6	3.9	-0.7	0.2	-8.7	3.8	0.7
11月	0.9	2.7	3.3	4.9	5.4	2.2	1.2	3.5	5.9	0.7	2.7
12月	0.0	-0.8	1.8	2.3	2.0	-6.4	4.7	1.8	5.8	1.7	-1.0
平均回報	2.7	1.6	1.6	1.6	0.9	0.7	-0.2	1.4	-0.4	1.6	0.6
最大回報	7.7	6.2	6.3	4.9	5.4	4.7	9.8	3.8	5.9	4.6	4.4
最小回報	-2.7	-0.8	-2.9	-2.0	-2.5	-6.4	-5.7	-0.8	-8.7	-0.3	-1.9
峰谷值	10.4	7.1	9.2	6.9	7.9	11.1	15.5	4.6	14.6	4.9	6.3
總得分	2	4	2	3	0	0	1	2	1	3	2

資料來源：彭博，數據截至2024年12月14日

結果顯示，醫療護理為表現最佳板塊，相信與共和黨傳統執政上對醫療政策偏鬆有關，而社會保障網多以用家自付為原則，醫療支出由政府轉嫁於病人。同時開放保險市場，透過保單平衡社會的醫療風險，因此有利醫療護理行業。非必需品的表現同樣向好，吻合當前特朗普式的移民政策，即是削減「黑工」以增聘本地工人，刺激就業和增加收入將有利非必需品消費。另一表現較佳的行業是物料，正好反映「美國優先」政策的結果，當生產線回歸美國本土，對在地物料需求增加。如投資者偏重回報作考量，可考慮醫療護理、非必需品、物料、科技和金融相關的股份。

相反，必需品、公用及通訊板塊得分偏低，反映特朗普在任有利經濟發展和利率走勢相對平穩，故對防守性及利率敏感板塊較為不利。表現同樣較差的能源，與特朗普「止戰」的外交政策不無關係。

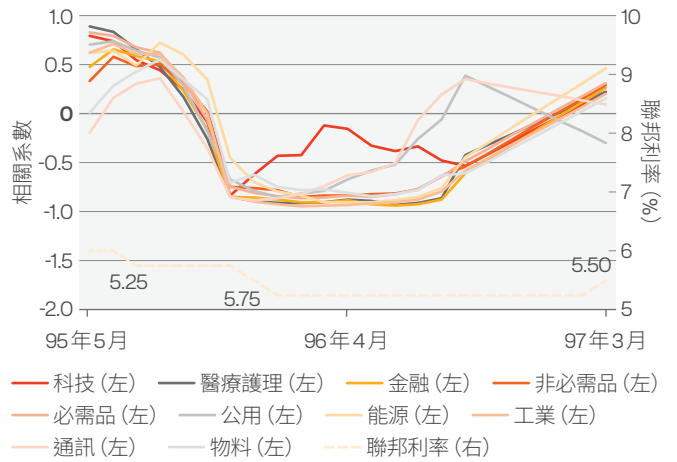
利用相同數據，分析在「紅色浪潮」時期中首3、6及12個月，各板塊的表現。結果顯示，11項板塊中只有能源及通訊，在3個分析時段中皆錄得負值，尤其是在首6個月兩者更出現雙位數跌幅，故投資者應多考慮這兩個板塊的風險。

至於表現最佳則是科技板塊，是唯一能在所有時段中均錄得雙位數升幅的板塊，尤其是在首12個月的升幅更見突出，升近37%。若以3個時段的平均回報來淡化持倉時間長短的影響，科技板塊的平均回報以約22%高踞首位。緊隨其後的是醫療護理及非必需品，他們的平均回報分別錄得14及13%。至於受惠生產線回歸的工業及物料板塊亦有不俗漲幅，分別報升10及12%。

減息：料利好大部分板塊

特朗普的政策方向顯而易見，但美國的利率走勢卻難以捉摸。除了因為美國未來的經濟數據受總統易帥影響而難於預測，美聯儲過往對利率前景看法左搖右擺的做法亦是左右美國利率走勢的重要因素。根據《宏觀經濟》章節中預測，今年美國將於每季各減息25基點，全年合共減息100基點情況與1995至1997年時的減息周期相似。若以此利率走勢預測為基礎，分析上世紀90年代標普500指數11項分類指數與聯邦利率的相關係數，藉以推測未來利率變化對各板塊走勢的影響。

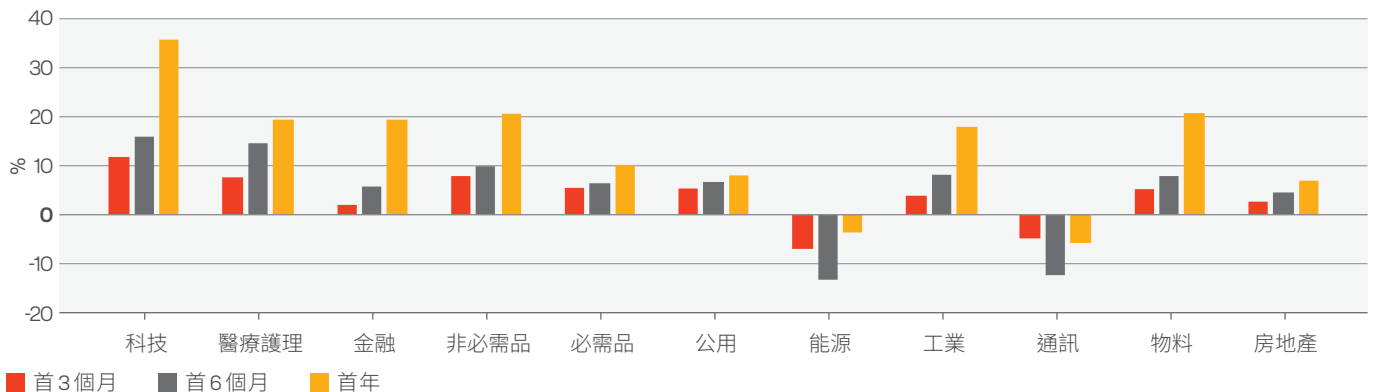
標普500行業指數與聯邦利率的相關係數



資料來源：彭博，數據由1995年5月至1997年3月

結果顯示，在1995年7月首次減息後的12個月，所有相關係數的負值平均佔比為73%，即超過7成機率當利率下降時各行業指數錄得上升。當中最受惠減息的板塊是醫療護理、金融、工業、非必需品及通訊。

2017年「紅色浪潮」下各板塊表現



資料來源：彭博，數據由2016年12月31日至2017年12月31日

股票

1996年1月第3次減息後12個月的負值平均佔比更提升至93%，當中除了公用及通訊各報67及58%外，其餘所有板塊的相關系數負值平均佔比皆是100%，即利率下降時相關板塊必然上升。如此極端的結果反映，就算今年美聯儲減息放緩，整體利率氛圍都有利美股。

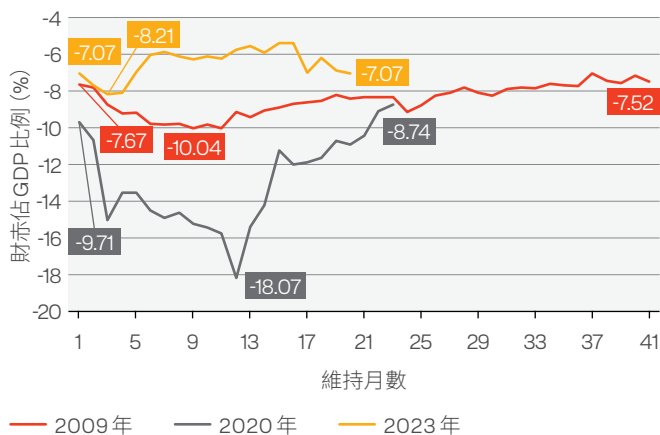
須注意的是，及後美聯儲突然在1997年3月加息25基點，剛好是第3次減息後第14個月，並維持利率不變長達17個月後才再次減息，期內各板塊的相關系數頓時由負值變正值，減息利好股市的因素宣布結束。因此，如未來美聯儲減息速度放慢，甚至忽然加息，或美聯儲主席鮑威爾利用其修辭造詣淡化減息預期，減息利好美股的優勢料大打折扣。

財赤危機：料受惠周期性板塊

拜登上任時剛好遇上全球大疫情，美國財赤佔GDP比例（下稱「財赤比例」）高見超過15%，至2022年7月才回落至3.7%。及後美聯儲以壓抑通脹為由持續加息，美國政府亦通過加強財政政策以紓緩加息對經濟的衝擊，例如多次豁免學生貸款等。財赤比例隨之反彈，截至2024年11月報7.1%，在七國集團（G7）中稍低過最嚴重的意大利（7.2%）。過去數季已分析其對市場的影響，在此不再贅述。

參考近30年按月數據，抽出財赤比例高過7%後持續上升的案例，及當時各美股板塊與財赤比例的相關系數，藉以推測未來財赤比例變化對各板塊的影響。

近30年財赤佔GDP比例高過7%的案例



資料來源：彭博，數據截至2024年12月15日

結果顯示，符合條件的只有2009及2020年時出現，當時正值金融海嘯及全球大疫情時期，財赤比例走高的狀態分別持續近41及23個月才結束。市場預計此狀態將再次在特朗普執政期間出現，主要由於其大幅減稅及商業補貼等政策所致（詳情可參閱《宏觀策略》章節）。若以2023年4月時財赤比例報7%作為起點，料最快要今年第2季才完結，暗示美國今年財赤危機或會持續。對股市而言，哪些板塊將受惠財赤惡化？

根據上述兩個案例及歸納2023年4月至2024年11月數據，在3個案例中找出各板塊走勢與財赤比例的相關系數，當中負值（財赤愈深板塊表現愈好）佔比分別是45、45及55%，平均值為48%。結果反映，財赤變好或變壞，利好或利淡各板塊表現的機率各近一半，欠缺啟示性。各板塊中平均值首5位分別是科技、醫療護理、非必需品、通訊及物料。整體結果如下：

年份	負值比例 (%)										
	科技	醫療護理	金融	非必需品	必需品	公用	能源	工業	通訊	物料	房地產
2009	54	46	59	46	32	34	66	44	54	59	41
2020	61	61	30	61	43	30	22	43	65	52	30
2024	50	50	25	55	80	55	5	60	50	75	65
平均值	55	52	38	54	52	40	31	49	56	62	46

資料來源：彭博，數據截至2024年12月15日

以相關系數變化再作分析。透過5大指標，包括平均值、最大值、最小值、峰谷值及標準差，所有指標都以愈小愈好為評分標準，再在每項指標中給予首5位1分，最高得分者為最佳表現板塊。得分最高首5位分別是工業、物料、科技、醫療護理及非必需品板塊。畢竟財赤惡化都是為了支持經濟，相關板塊大部分屬於傳統周期性股份，結果尚算合理。整體結果表列如下：

年份	指標	相關系數										
		科技	醫療護理	金融	非必需品	必需品	公用	能源	工業	通訊	物料	房地產
2009	平均值	-0.05	-0.03	-0.11	0.07	0.13	0.20	-0.14	0.00	0.04	-0.09	0.20
	最大值	0.79	0.84	0.84	0.87	0.89	0.92	0.84	0.82	0.92	0.82	0.87
	最小值	-0.99	-0.92	-0.97	-0.97	-0.95	-0.93	-0.92	-0.96	-0.85	-0.96	-0.94
	峰谷值	1.77	1.76	1.80	1.84	1.84	1.85	1.76	1.78	1.77	1.78	1.81
	標準差	0.57	0.56	0.54	0.57	0.55	0.54	0.49	0.55	0.54	0.53	0.60
2020	平均值	-0.15	-0.10	0.19	-0.15	0.07	0.15	0.30	-0.02	-0.15	-0.13	0.20
	最大值	0.87	0.85	0.79	0.76	0.68	0.60	0.83	0.54	0.79	0.51	0.86
	最小值	-0.87	-0.86	-0.80	-0.88	-0.78	-0.68	-0.72	-0.77	-0.83	-0.85	-0.84
	峰谷值	1.75	1.71	1.59	1.65	1.46	1.28	1.54	1.31	1.61	1.35	1.69
	標準差	0.73	0.66	0.54	0.63	0.52	0.40	0.44	0.51	0.59	0.51	0.54
2024	平均值	-0.20	-0.04	0.15	-0.19	-0.25	-0.05	0.40	-0.19	-0.10	-0.12	-0.14
	最大值	0.60	0.42	0.51	0.42	0.59	0.64	0.79	0.46	0.62	0.43	0.60
	最小值	-0.96	-0.63	-0.75	-0.81	-0.70	-0.89	-0.27	-0.71	-0.97	-0.53	-0.73
	峰谷值	1.56	1.05	1.26	1.23	1.29	1.53	1.06	1.18	1.58	0.96	1.34
	標準差	0.52	0.31	0.33	0.40	0.37	0.54	0.23	0.36	0.55	0.24	0.37
得分		8	8	7	8	4	5	7	10	4	12	2

資料來源：彭博，數據截至2024年12月15日



股票

盈利預測：跑贏指數者選擇不多

股票表現好與壞，歸根究柢都是企業盈利主導。參考截至2024年11月的數據，標普500指數中各板塊於2025年各季度的盈利預測，結果顯示，標普500指數各季的盈利預測皆有雙位數增長，平均增長約13%。標普500指數共11個行業板塊合共44組數據中，只有3組出現0%或盈利倒退，數據反映今年美股整體表現或不俗。

板塊表現中，只得醫療護理及科技能連續4季的盈利預測幅度均超越標普500指數的盈利預測，通訊、工業、物料及能源的盈利預測亦有兩季能優於標普500指數，而在第4季大部分板塊的盈利預測皆勝過標普500指數，只有公用、房地產及必需品的盈利預測較為落後，暗示若由年初持有各行業指數的相關股票直至年底，會有更加理想的回報。全年平均值最高首5位兼高於標普500指數平均值的板塊，分別是醫療護理、科技、工業、物料及通訊板塊。整體結果表列如下：

盈利預測 (%)					
指數	第1季	第2季	第3季	第4季	平均值
標普500	11.1	12.2	12.4	16.4	13.0
板塊	第1季	第2季	第3季	第4季	平均值
醫療護理	41.9	12.7	13.6	12.9	20.3
科技	16.6	20.9	20.1	21.1	19.7
公用	10.2	4.1	4.0	7.1	6.4
通訊	9.3	31.6	5.2	12.9	14.8
工業	8.8	8.5	24.7	19.8	15.5
物料	7.8	7.4	21.3	25.5	15.5
非必需品	6.1	8.1	8.9	17.1	10.1
金融	3.8	6.4	7.1	15.2	8.1
房地產	2.6	4.2	9.0	6.3	5.5
必需品	0.0	5.1	5.9	10.1	5.3
能源	-6.9	-3.7	14.1	21.9	6.4
平均值	9.1	9.6	12.2	15.4	11.6

資料來源：彭博，數據截至2024年12月15日

標普500指數盈利預測方面，根據未來4季指數的盈利預測中的平均值及最高值為標的，配合截至2024年12月15日的每股盈利約238.7美元為基礎，以近1及3年的平均預測市盈率為22.9及20.4倍來推算，本季標普500指數的波動區間為6,178至6,335點之間。另外，套用今年第1季每股盈利增長預測11.1%及近3年平均預測市盈率再計算一次，其目標水平應為5,420點，較去年12月15日約6,051點，潛在下跌幅度近1成，暗示指數好大可能經調整後才再現升浪，投資者應注意風險管理。總結以上所有分析的綜合結果，排名次數最多首5名的板塊分別是醫療護理、非必需品、科技、物料及工業板塊。表列結果如下：

分析因素	分拆細項	最佳表現首5位 (排名不分先後)				
		醫療護理	非必需品	物料	科技	金融
「紅色浪潮」	首年按月回報	醫療護理	非必需品	物料	科技	金融
	首年各時段平均回報	醫療護理	非必需品	物料	科技	工業
減息之相關係數	首次減息後	醫療護理	非必需品	工業	金融	通訊
	第3次減息後	除了公用及通訊以外所有板塊				
財赤惡化之相關係數	負值佔比	醫療護理	非必需品	物料	科技	通訊
	按月數據表現	醫療護理	非必需品	物料	科技	工業
盈利預測	平均優於指數表現	醫療護理	工業	物料	科技	通訊

資料來源：綜合分析，數據截至2024年12月15日

歐股預測：德股回報較高，英股顯現韌性

2024年10月國際貨幣基金組織(IMF)在《世界經濟展望》中警告⁷，美國與歐洲的經濟增長差距正在擴大，呼籲歐洲增加公共投資，尤其是基礎設施和綠色技術，否則可能會在全球經濟中進一步落後。IMF並非危言聳聽，根據2024年12月G7的主要經濟數據表列如下：

G7 國家	經濟數據 (%)							
	按季實質 GDP	按年 CPI	失業率	公債佔 GDP	財政佔 GDP	官方利率	10年期收益率	標普主權評級
德國	0.1	2.2	3.4	62.9	-2.6	3.15	2.25	AAA
法國	0.4	1.3	7.6	109.9	-5.5	3.15	3.04	AA-
英國	0.1	2.3	4.3	85.4	-2.3	4.75	4.41	AA
意大利	0.0	1.4	5.8	134.8	-7.2	3.15	3.39	BBB
美國	2.8	2.7	4.2	110.4	-7.1	4.75	4.40	AA+

資料來源：彭博，數據截至2024年12月15日

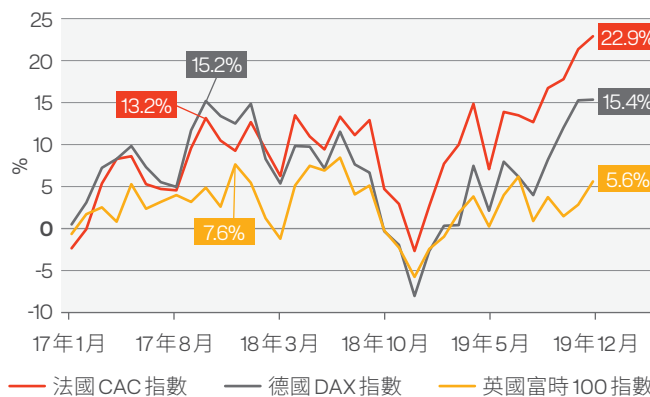
G7內歐洲4國的按年CPI雖然與其他成員國相若，但按季實質GDP只輕微增長，表現亦明顯遜於美國。特朗普回朝料將為歐洲經濟帶來壓力，未來滯脹風險不脛而走(詳情可參閱《宏觀策略》章節)。除了外憂，內政不順也是挑戰。2024年重新執政的英國工黨稱，英國經已「破產和支離破碎」⁸；法國朝野黨爭蔓延至財政預算案，須動用臨時預算法案以維持公共運作⁹；德國總理舒爾茨解僱財政部長後未能通過信任動議而有可能提前大選¹⁰。

上季已分析歐央行冀透過減息去挽救經濟，但對股市的衝擊是顯然易見：歐斯托克50、德國DAX、法國CAC及英國富時100指數在首次減息後的平均回報可算是全軍覆沒，平均跌幅更接近雙位數，在此不再重複。除了利率，以下再透過「紅色浪潮」、通脹變化及盈利預測的角度去分析歐洲股市。

「紅色浪潮」：並非洪水猛獸

上文已分析上一次特朗普執政期間的「紅色浪潮」，歐斯托克50指數不論在首年或是全期都較其他主要地區的指數落後。同樣分析套用在德國DAX、法國CAC及英國富時100指數，結果顯示「紅色浪潮」首年，德、法及英國股指在1月出現低位後便反覆走高至年底，首年的最高回報分別約15.2%、13.2%及7.6%。數據顯示，特朗普的執政初期對歐洲股市的負面影響不大。不過要注意的是，及後各指數表現出現逆轉，並持續下跌至翌年年底，直到尾段才再逆轉反彈。

上次「紅色浪潮」下歐洲各股市的表現



⁷ 見IMF網站，<https://www.imf.org/en/Publications/REO/EU/Issues/2024/10/24/regional-economic-outlook-Europe-october-2024>

⁸ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/uk/britain-is-broke-broken-new-government-declares-2024-07-27/>

⁹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/europe/frances-le-pen-says-she-would-support-budget-rollover-emergency-law-2024-12-04/>

¹⁰ 見歐洲新聞網站，<https://www.euronews.com/2024/12/16/scholz-loses-no-confidence-vote-against-him-triggering-early-elections>

股票

另外，集中分析按月表現，首年平均、最高及最低回報皆以德股較好，但波動率(峰谷值及標準差)則英股較好，投資哪一股市取決於投資者風險承受偏好。全期表現中各指數回報表現較參差，但最小回報及波動率上又是英股優勝。

綜合而言，「紅色浪潮」對歐股並非洪水猛獸，波動中反覆向好。另須注意當時未有今天的政黨鬥爭，未來如有任何閃失，其負面影響可能牽一髮而動全身(詳情可參閱《債券》章節)。

指數	法國CAC	德國DAX	英國富時100
首年表現 (%)			
平均回報	0.8	1.0	0.6
最大回報	5.4	6.4	4.9
最小回報	-3.1	-2.3	-2.8
峰谷值	8.5	8.7	7.7
標準差	2.9	2.6	2.4
全期表現 (%)			
平均回報	0.6	0.5	0.2
最大回報	6.8	7.1	6.4
最小回報	-7.3	-6.5	-5.1
峰谷值	14.1	13.6	11.5
標準差	3.6	3.6	3.0

資料來源：彭博，數據截至2024年12月16日

通脹變化：極端狀態下料德股表現較好

特朗普當選後，各地戰事稍見緩和，但後續問題仍有待解決，例如俄烏停火後烏克蘭的重建經費及難民問題，國際間能源制裁或禁運去向等。另外，法國總統馬克龍警告，歐洲有可能面臨雙重關稅壓力而令歐盟內部分裂¹¹。以上因素或會引致歐洲通脹反彈，但歐英央行卻為了挽救經濟而須堅持繼續減息。在如此「極端狀態」下，對股市有何影響？

首先界定歐英央行其中一員連續減息3次為「減息環境」，另外德、法、英3國其中兩國的按年CPI出現最少兩次反彈為「通脹反彈」基準，最後找出同時滿足兩項條件的案例。根據近30年按月數據，分別在1999、2001、2002、2007及2024年共出現5次。考量分析之預測性後，剔除2024年數據才作以下分析。

以平均回報及標準差等5項指標，在各時段中找出表現最佳者並以橙色作標示。結果顯示，德、法、英3國分別得到5、4及15個橙色標示，反映在極端狀態下，英股整體表現最好，尤其集中在波動率及低潮時更顯韌性。單計回報則以德股表現較好。整體結果如下：

各股指按月表現 (%)				
德國DAX指數	1999年	2001年	2002年	2007年
全期回報	7.5	-26.6	5.0	-11.7
平均回報	1.4	-2.7	1.1	-2.2
最大回報	10.4	9.4	21.4	6.3
最小回報	-6.0	-17.0	-12.9	-15.1
峰谷回報	16.4	26.4	34.3	21.4
回報標準差	6.4	8.5	11.0	8.1
法國CAC指數	1999年	2001年	2002年	2007年
全期回報	15.1	-25.4	-3.5	-11.9
平均回報	2.4	-2.7	-0.2	-2.3
最大回報	7.8	8.9	12.8	6.1
最小回報	-3.7	-13.0	-7.9	-13.3
峰谷回報	11.6	21.9	20.7	19.4
回報標準差	4.3	7.1	6.9	7.0
英國富時100指數	1999年	2001年	2002年	2007年
全期回報	7.4	-17.4	-0.3	-5.4
平均回報	1.2	-1.8	0.1	-1.0
最大回報	4.7	5.9	8.7	6.8
最小回報	-5.0	-8.3	-9.5	-8.9
峰谷回報	9.7	14.2	18.1	15.7
回報標準差	3.5	4.5	5.6	5.1

資料來源：彭博，數據截至2024年12月16日

¹¹ 見南華早報網站，<https://www.scmp.com/news/world/europe/article/3286465/trump-could-send-eu-hurtling-toward-tariff-war-both-us-and-china-macron-warns>

另外，案例中以各指數與當地CPI的相關系數作分析，反映在極端狀態下通脹上升時各指數的變化。結果顯示，德股的正值佔比約8成，即通脹上升時，該指數好大機會同步造好。法股及英股之佔比分別是60%及65%，數值上稍低，但都算是同步受惠。

此外，案例中負值分布集中在2002及2007年，反映近代通脹上升未必有利當地股市，尤其是法國股市共10組數據中，有6個為負值，顯示若通脹反彈將好大機會不利當地股市。反觀德股大部分時間受惠通脹上升，暗示未來通脹反彈時，德股將較為可取。

各指數與當地CPI的相關系數				
德國DAX指數	1999年	2001年	2002年	2007年
平均值	0.53	-0.37	0.30	0.06
最大值	0.74	0.70	0.73	0.54
最小值	0.19	-0.82	-0.12	-0.23
峰谷值	0.55	1.52	0.85	0.77
標準差	0.22	0.53	0.31	0.30
法國CAC指數	1999年	2001年	2002年	2007年
平均值	0.00	0.21	-0.49	-0.71
最大值	0.28	0.59	-0.15	-0.46
最小值	-0.32	-0.18	-0.75	-0.81
峰谷值	0.61	0.77	0.60	0.35
標準差	0.24	0.28	0.20	0.15
英國富時100指數	1999年	2001年	2002年	2007年
平均值	0.46	-0.41	-0.30	-0.29
最大值	0.64	-0.01	0.01	0.19
最小值	0.13	-0.69	-0.66	-0.75
峰谷值	0.51	0.68	0.67	0.94
標準差	0.19	0.19	0.24	0.37

資料來源：彭博，數據截至2024年12月16日

盈利預測：板塊間壁壘分明

因未有完整數據，故未能就每個地區股指作出分析，唯有以歐斯托克50指數代表整體歐洲股市作分析。

歐斯托克50指數在今年首季的盈利預測為負值，暗示本季指數向下壓力較高。及後季度的盈利預測穩步上升，全年平均增長約10%。走勢與上述各項分析吻合，暗示指數將呈現「先低後高」格局。

板塊間盈利預測的數據相距甚大，本季最高及最低之差距近3成，而且正負比例平分秋色，反映嚴選板塊的重要性。及後季度的盈利預測錄得負值的板塊數量明顯下跌，第4季更全數錄得盈利增長，料可支持指數表現，板塊盈利預測分歧收窄亦有利投資氣氛。最後，連續4季的盈利預測都是正值同時平均值能排在前列的板塊分別是非必需品、物料、工業及必需品。

指數	盈利預測 (%)				
	第1季	第2季	第3季	第4季	平均值
歐斯托克	-2.4	7.1	14.6	21.2	10.1
板塊	第1季	第2季	第3季	第4季	平均值
非必需品	14.4	20.2	20.1	14.4	17.3
物料	9.7	38.4	51.2	57.9	39.3
工業	6.6	25.3	23.7	26.5	20.5
能源	5.9	6.3	16.1	27.9	14.0
必需品	1.8	2.6	3.4	55.6	15.8
醫療護理	-0.7	2.9	4.5	5.4	3.0
金融	-1.9	6.1	5.7	17.2	6.8
通訊	-14.3	-7.8	26.2	4.9	2.2
科技	-14.6	-1.5	28.1	18.1	7.5
公用	-25.0	-12.5	-10.7	253.9	51.4
平均值	-1.8	8.0	16.8	48.2	17.8

資料來源：彭博，數據截至2024年12月16日

股票

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 陳偉聰

香港及中國內地股市展望：兵來將擋

本章摘要：

- 內地企業對加徵關稅有備而戰，料可有效減低對收入造成的潛在衝擊
- 投資者欲規避中美貿易衝突風險，應盡量避開航運、港口、原材料等板塊
- 市場偏樂觀的政策預期為本季港股與A股的主要催化劑
- 在中國國債收益率低的環境下，高收益、盈利增長穩定、價值型的國企股料較受惠
- 恒生指數上半年波幅區間料在18,000至22,500點
- 較看好內地消費、互聯網、公用、本港及國際金融板塊

上季的主題為《居安思危》，意謂中港股市受到中國內地政策吹暖風所帶動，在挑戰年內高峰之時，投資者卻不可被一時勝利沖昏頭腦，須慎防高位回吐風險。現時回望，結果與預測大致相同。

2024年10月上旬，港股市場正沉醉於人民銀行在9月時連番出招救市和中央政治局會議釋放積極訊號的樂觀氣氛之中，當時恒生指數表現勢如破竹，衝上年內高位23,241點，即在短短3周內累計上升約35%。可惜這一波升浪又是曇花一現，因10月中旬內地多個部委舉行的記者會未有如市場預期般進一步推出激進式財政政策，加上內地國慶長假復市後，A股獲利盤大舉湧現，滬深300指數三天內從高位急墜超過13%，拖累港股從高位回調約13%，甚至連兩萬點關口亦一度得而復失。

踏入11月，人大會議在千呼萬喚下通過新一輪地方債務置換方案，包括新增6萬億元人民幣債務額度（分3年安排）及4萬億元人民幣地方專項債化債額度（分5年安排）。然而，人大會議未有就刺激消費、房地產收儲及銀行資本補充等環節額外批出特別國債發行額度，而上調全年赤字率

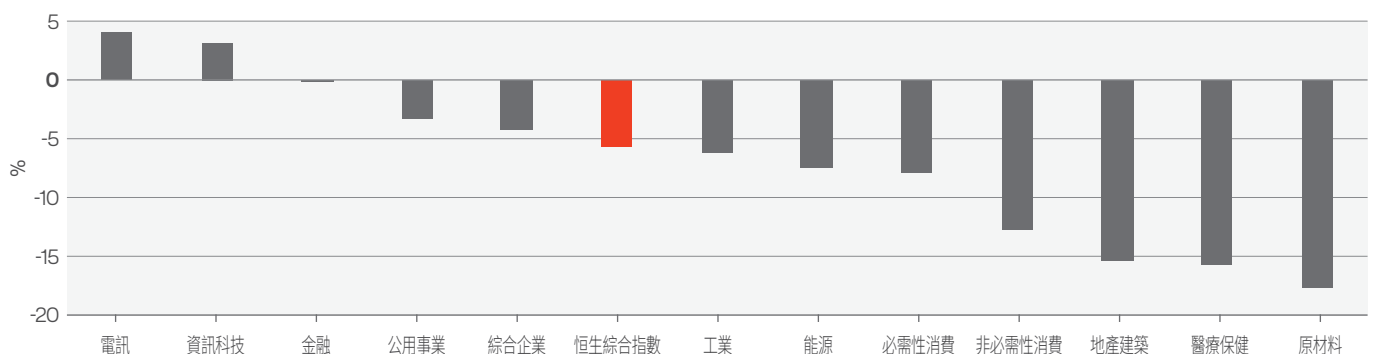
目標的期望亦告落空，中港股市因而再添沽壓。同時，美國總統大選塵埃落定，特朗普和共和黨的壓倒性勝利令市場對美聯儲於2025年急速降息的押注大為減少，重燃美元匯價及美國國債收益率升勢。加上，特朗普威脅就職後即對中國進口商品加徵10%關稅，中港股市可謂雪上加霜。恒生指數於11月下旬下試季內新低的19,054點。

2024年12月上旬舉行的中央政治局會議和中央經濟工作會議再度向市場重申振興經濟立場，除了表明今年財政政策須更加積極有為之外，更是自2010年以來將貨幣政策定調為「適度寬鬆」，加上提出「大力提振消費」、「全方位擴大內需」及「穩住股市樓市」等任務，一度重燃市場亢奮，恒生指數曾經於兩日內暴漲近1,200點並重越21,000點，可惜其後無以為繼，指數回落至20,000點附近窄幅上落。12月美聯儲議息會議預示「鷹派減息」，令市場下調今年減息次數預期，也窒礙港股回升空間。

截至2024年12月23日，恒生指數及滬深300指數在季內之回報分別為負5.9%及負2.1%。港股板塊表現方面，僅電訊和資訊科技錄得正回報，但升幅均少於5%。表現較差的板塊為非必需性消費、地產建築、醫療保健及原材料，悉數跌超過一成。至於上季建議的重點關注板塊，當中評為「看好」的中資保險股表現大致與大市同步；同樣評為「看好」的本地地產股和REITs則受累於美國國債收益率抽升而跑輸大市；至於評為「審慎樂觀」的中資消費旅遊和中資燃氣板塊，前者表現普遍走俏，後者亦輕微跑贏大市。

本季題為《兵來將擋》，象徵美國在特朗普執政之新時代下，中港股市難免會面臨關稅上調和科技產業遭抵制等政治風險事件的重重挑戰，整體走勢未必一帆風順。然而，中國政府料已準備就緒迎戰，若能及時推出更大規模刺激性財政政策、更寬鬆貨幣政策和更多元化的提振消費措施，中港股市將能化險為夷。

2024年第4季恒生綜合指數各行業表現



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

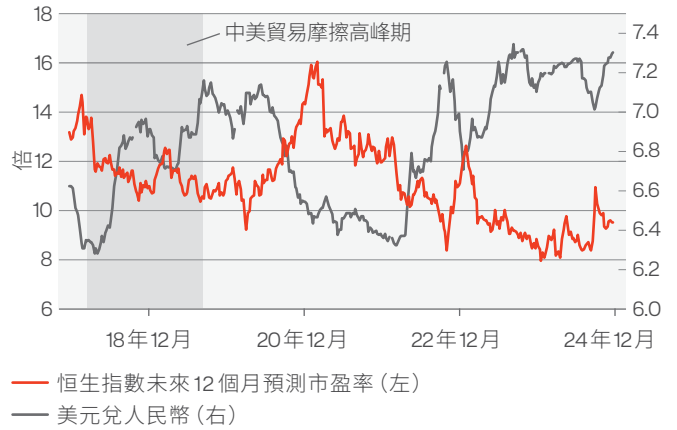
中國面對關稅有備而戰，選股宜謹慎惟無須恐慌

上季特朗普勝出美國總統大選後，已事先張揚將對中國進口商品全面加徵10%關稅，較其競選時所提出的60%增幅意外顯得溫和。雖然特朗普正式上任後，可能循各種貿易調查結果不達標為由，進一步上調關稅稅率，但相信上調幅度短期內未必過於激進，額外徵稅所涵蓋的消費品範圍亦料有斟酌餘地。畢竟今回特朗普之關稅大棒也同時揮向其他國家，包括計劃向進口依賴度甚高的墨西哥和加拿大額外徵稅25%，一旦落實勢必加劇美國本土通脹壓力，這反而提升了中方的貿易談判籌碼。更重要的是，近年中國出口商品已大幅減少對美國的依賴。2024年首10個月，中國對美國市場出口的金額佔比為14.6%，相較2017年（第一輪中美貿易磨擦發生前1年）的超過19%已顯著回落。再者，不少內地企業經歷過上一輪中美貿易摩擦後已適時作出應對，包括開設更多海外生產線和加速拓展其他出口市場等，料可有效減低未來關稅戰對收入造成的潛在衝擊。

根據我們估算，目前83隻恒生指數成份股當中，僅不足15%的企業過去1年對美國的收入敞口超過10%，普遍集中於科技硬件、非必需消費、生物醫藥等行業。況且大部分於美國市場銷售佔比較大的藍籌企業，亦已成功實現供應鏈多元化，故相信新一輪關稅上調對恒生指數的整體盈利帶來的直接負面影響已大不如前。當然，假如特朗普最終決定無視產地來源，落實對所有美國進口貨品新增10%或更高額關稅，那麼以美國市場出口為主的企業將無可避免地受到更嚴峻挑戰。

另一方面，中央政府未來或容許人民幣適度貶值以提升出口商品競爭力，對沖美國加徵關稅帶來的壓力。然而，人民幣走弱往往觸發港股市場資金外流，在港上市之中資股亦將面臨估值被壓縮的困境。回顧上一輪中美貿易摩擦期間，人民幣對美元匯價累計下跌約13%，而恒生指數之預測市盈率則由13倍下調至10.2倍，拖累恒指期內下跌約15%。相對而言，由於目前人民幣匯價已處於當年低位，同時恒指的估值水平亦僅徘徊在10倍左右，意味加徵關稅的負面因素已初步反映在估值當中，在較低基數下，人民幣匯價及恒指估值進一步下行空間有限。不過，礙於中美關係尚存在高度不確定性，本季中資股估值向上修復之路依然是崎嶇不平。

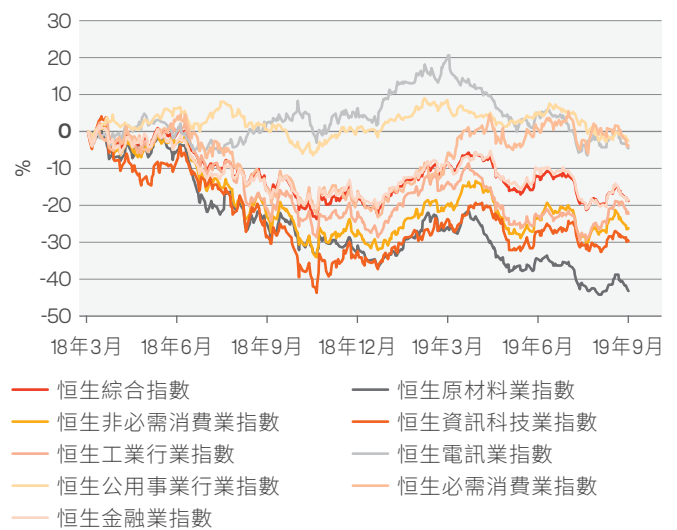
恒生指數預測市盈率及美元兌人民幣走勢



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

參考上一回特朗普對中國實施關稅制裁的高峰期（2018年3月至2019年9月），恒生綜合指數分類指數當中，原材料、資訊科技、非必需消費及工業的期內跌幅達21至42%，均跑輸恒生綜合指數。反之，必需消費品、公用、電訊及金融板塊的跌幅僅為2至16%，屬中美貿易戰跌市時的資金避難所。因此，若投資者欲規避中美貿易衝突未來可能升級之風險，除了應該適量減持在美國市場銷售佔比較大的消費股、科技股和工業股外，航運、港口、原材料（例如鋼、鋁）等板塊也宜盡量避開。

恒生綜合行業指數在2018年至19年貿易戰高峰期的表現



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

股票

中國內地出招挺經濟勢在必行，落實細節料成後市好淡關鍵

相比起中美關係和地緣政局的變幻莫測，中國內地政府發力提振內需以穩定經濟增長的決心更是堅定不移。承接2024年12月中央政治局會議及中央經濟工作會議均釋出超預期的寬鬆訊號，本季的市場焦點將落在政策目標的制訂、刺激措施之具體細節及措施執行的時間點。基於中央政府多次強調須「穩住股市」和「提振投資者信心」，我們認為目前市場偏樂觀的政策預期可逐步獲得兌現，成為本季港股與A股市場的主要催化劑。至於這一波利好行情能夠延續多久，很大程度取決於政策落實後對企業盈利的提振力度，在第2季度料有分曉。

貨幣政策：久違的適度寬鬆，關注高息中特股

貨幣政策方面，根據2024年12月中央政治局會議的表述，2025年將告別過去15年沿用的「穩健」取態，調整為「適度寬鬆」，意味人民銀行在穩增長和抵禦通縮環節上將繼續擔當重任。我們認為，今年上半年人行或進一步降準及下調各項政策利率外，亦會因時制宜，考慮採取更廣泛的貨幣政策工具去支持不同產業，例如利用公開市場操作淨購入更多國債、重啟抵押補充貸款(PSL)淨投放支持新型城鎮化建設，以及調整專項再貸款(用作房地產收儲和企業股份回購)的發放標準與利率等。

短期來說，隨著貨幣政策偏寬鬆方向延續，我們預期中國國債收益率將於較低水平徘徊，在2024年12月便一度低見1.67%之歷史低點。無風險利率低企之投資環境，一方面可降低整體中資股的權益資金成本，從而支撐其估值；另一方面，對於傳統高收益、盈利增長穩定、價值型風格的國企股來說，則可受惠於本身股息率與國債收益率之差距擴大(目前恒生滬深港(特選企業)高股息率指數的預測股息率與10年國債收益率之差超過510點子)，在息差吸引力提升下，料促使內地中長線資金逐步增加股票配置，故維持看好內地銀行、內地電訊、內地公用和內地能源等板塊。此外，持續的低利率環境對於內地較高負債或資金流趨緊的行業也是重大喜訊，因可減省額外融資成本以提高利潤率，甚至派息水平，當中潛在受益板塊包括可再生能源、內地建築、內地房地產、有色金屬和數據中心等。

恒生滬深港(特選企業)高股息率指數股息率與中國10年期國債的息差走勢



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

財政政策：期待大刀闊斧，大市宜候低增持

財政政策方面，中央政治局會議一錘定音，2025年整體基調將轉向「更加積極」，明言將上調赤字率目標、增加發行超長期特別國債、加大地方專項債發行並擴大其用途等。儘管政治局會議及中央經濟工作會議一如預期未有透露具體數字，惟中央政府擬通過增加槓桿以穩定經濟增長的決心已表露無遺。我們對今年國內財政政策目標的基礎情境預測如下：(i) 官方財政赤字率目標從3%上調至3.8至4%；(ii) 特別國債發行規模從1萬億人民幣增加至2萬億人民幣；(iii) 地方專項債發行額度從3.9萬億人民幣增加至4.6萬億人民幣。投資者可關注1至2月地方政府召開的「兩會」所制定之地方經濟增長目標，若增速較預期進取或可成為市場短線催化劑。而本季壓軸重頭戲則為3月的中共「兩會」中所發表的政府工作報告，假如以上提及的政策目標預期得以實現，中港股市的估值修復行情或一觸即發。

回顧過去10年，國家總理曾經5次(分別為2015年、2016年、2019年、2020年和2023年)於「兩會」發表的政府工作報告中，調高當年預算赤字率目標，以政府工作報告發表前兩個月至發表當日計算，恒生指數期內錄得正回報比例高達80%，平均升幅4.4%，兩者分別優於另外5次預算赤字率目標於「兩會」中維持不變或按年下調的60%和1.1%，反映市場風險胃納跟國內財政政策寬鬆程度之預期存在頗高相關性。不過，當「兩會」曲終人散後，市況普遍出現獲利調整，該5年政府工作報告發表後3個月，恒生指數錄得4跌1升，其中2019年及2023年的調整幅度更超過7%。因此，從中短線投資策略角度上，可考慮於1月上旬候低增持，「兩會」會前若恒生指數已累計上升超過10%，則可分段獲利減持。

過去10年兩會公布之赤字率目標與恒指於兩會前後表現

年份	兩會公布之赤字率目標	變幅 (百分點)	開會前2個月恒指表現	開會後3個月恒指表現
2015	2.30%	0.2	+2.0%	+12.7%
2016	3.00%	0.7	+5.9%	-1.6%
2017	3.00%	0	+6.0%	+5.4%
2018	2.60%	-0.4	-3.0%	+1.0%
2019	2.80%	0.2	+13.0%	-7.1%
2020	3.60%	0.8	+3.4%	-0.6%
2021	3.20%	-0.4	+5.2%	-0.6%
2022	2.80%	-0.4	-4.4%	-3.8%
2023	3.00%	0.2	-2.3%	-7.1%
2024	3.00%	0	+1.7%	+4.9%

產業政策：多管齊下谷消費，板塊料迎來拐點

中央政治局會議明確提出須「大力提振消費，全方位擴大內需」，意味在眾多產業之中，刺激居民消費料屬今年中央財政政策重點著墨的環節。我們預期當局將從以下三方面出擊：(i) 延續消費品以舊換新補貼政策，並將補助總額從去年的1,500億元人民幣調高至2,500至3,000億人民幣，覆蓋產品範圍亦可望在目前家電和汽車的基礎上，擴展至消費電子產品、家居建材、家具等；(ii) 增加對服務性消費領域之補助，如旅遊、文藝娛樂、餐飲、體育等；(iii) 通過提升社保、醫療、生育、養老等支持力度，以增加居民可支配收入外，更重要的是務求將居民之超額儲蓄引流至消費環節上。此外，樓市和股市表現亦往往主導居民消費信心，故中央政治局會議強調要「穩住股市和樓市」，似乎欲透過財富效應之擴張進一步釋放出居民消費意欲及能力。以2024年的9月為例，當時中央多個部委「突襲式」連環推出寬鬆政策組合拳，帶動A股與港股市場大幅攀升，同時樓市成交也逐步回穩，接下來的10月國慶長假和「雙11」購物節等傳統消費旺季之相關銷售數據表現即大舉報捷。至於中央政府會否於本年春季節長假前重施故技，值得拭目以待。

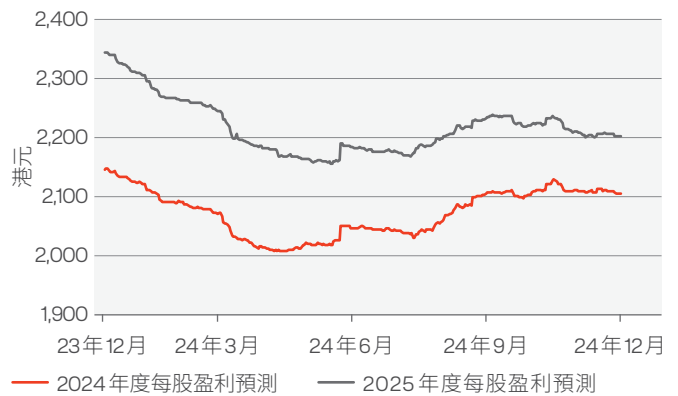
綜觀2024年，由於受到內地宏觀環境轉弱及行業競爭加劇拖累，中資消費板塊表現普遍遜於大市。截至12月23日，恒生必需性消費指數及恒生非必需性消費指數年內之累計回報分別為負10%及正2.1%，均顯著跑輸恒生綜合指數的正16.1%。不過，若從9月開始計算，恒生必需性消費指數及恒生非必需性消費指數則分別上升12.9%及16.1%，跑贏恒生綜合指數同期11.4%的升幅，顯示在中央刺激消費措施逐步落實下，估值較落後的中資消費板塊或已初步迎來轉捩點。本季投資部署上，我們對內地消費板塊的觀點從2024年第4季的「審慎樂觀」上調至「看好」，惟在個別細

分行業和股票篩選上仍須擇優而取，較看好新能源車、家電、智能手機、食品飲料等板塊；另外，部分互聯網平台板塊，例如旅遊、遊戲、電商、外賣和社區生活服務等，亦可望從利好政策中分一杯羹。

港股市場外憂內暖，上半年恒指目標區間18,000至22,500點

整體來說，我們對本季中港股市的看法為輕微正面。儘管特朗普就職後對中國貿易和科技等領域較大機會維持偏鷹立場，人民幣匯價或進一步受壓，料對在港上市的中資股盈利及估值修復空間形成約束，且個別與美國業務關連度較高的企業可能面臨更大的下行風險。不過，基於我們對國內在本季落實較大規模的擴張性財政政策的基礎情境假設下，預期以內需業務為主的行業將支撐恒生指數的盈利預測及估值表現。至於美聯儲減息節奏之變化和中資企業下半年業績表現等風險因素，同樣會左右大局，惟影響力料相對輕微。

恒生指數盈利預測趨勢變化



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

恒生指數未來12個月預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

股票

綜觀以上因素，我們將恒生指數2025年盈利預測設定為2,300港元，相當於按年增長8%，高於截至2024年12月18日彭博預測共識的2,200港元。估值方面，參考過去5年恒指的平均預測市盈率為10.9倍，我們認為只要中美關係未有急劇惡化，再配合利率下行周期兼中央顯著上調赤字率目標，恒指估值可望延續過去1年之均值回歸趨勢，故給予預測市盈率目標10.8倍，對應2025年恒指目標水平為24,800點。至於在今年上半年，恒生指數目標波幅區間則料在18,000至22,500點。

本季重點關注板塊：

行業/主題板塊	重點投資邏輯	看好程度 [#]
內地消費	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中央政治局會議表明今年將大力提振居民消費，除預期會擴大消費品以舊換新的補貼規模和品種、加碼派發消費券等措施外，料更多民生保障優化政策將推出，以提升居民可支配收入和消費信心。 2. 在2024年國慶假期及「雙11」購物節期間，內地旅遊和零售消費數據錄得可觀增長，其中家電、智能手機及新能源車類別的銷售增速顯著領先，預期相關企業在2025年首季公布的2024年第4季的業績表現可看高一線。 3. 宜優先選擇較受惠國策支持的行業龍頭股票，另外市盈率具大幅折讓、增派股息、宣布新一輪股票回購計劃的企業也屬不俗之選。 	****
內地互聯網平台	<ol style="list-style-type: none"> 1. 2024年12月中央政治局會議重申須以科技創新引領新質生產力發展，預期將推出更多利好政策支持傳統企業數字化，以及提高人工智能的應用範疇。另外產業監管政策之透明度也料可提高。 2. 受惠中央提振消費措施的潛在擴容，可望提升傳統電商平台、社區生活服務平台、直播及視頻平台、旅遊訂票平台等企業之商品或服務交易額。 3. 平台企業之間的競爭環境預期可漸趨理性化，對商戶之補貼未必需要進一步加碼，加上企業對營銷和行政成本管理得宜，相信利潤率改善之趨勢可延續。 4. 普遍龍頭企業均坐擁大量淨現金，部分亦於2024年成功發行優先票據或可換股債券集資，2025年料可持續進行股票回購，當股價向下時可提供有力支持。 	***
內地公用事業 (天然氣、電力、可再生能源)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 國內近年積極推進氣價市場化改革，去年多個城市宣布上調居民用戶及工商用戶的天然氣終端價格，個別地方上調幅度更高達雙位數，有助燃氣分銷企業更容易轉嫁氣源成本，穩定其單位售氣利潤率。 2. 全國三中全會後發布《加快構建新型電力系統行動方案》，2024年10月初人大會議通過《能源法》及12月中央經濟工作會議表示加快「沙戈荒」新能源基地建設和建立零碳園區，均顯示中央對綠色低碳轉型的決心，有利推進可再生能源裝機建設及應用，加強對新型儲能項目支持，並優化綠色電力證書等交易制度。 3. 主要龍頭企業均為大型國企，其資產負債表質素穩健。加上，內地低利率環境可降低其融資成本，部分更有條件於未來增加派息比率，目前天然氣股股息率高達4至7%，電力股的股息率平均高於6%，有不俗的吸引力。 	****
本港及國際金融	<ol style="list-style-type: none"> 1. 2024年12月美聯儲下調點陣圖的利率指引，意味美國在2025年的減息步伐或放慢，香港銀行的同業拆息及最優惠利率(P)下調速度亦料不及早前進取。加上往來及儲蓄存款(CASA)比率持續改善有助降低銀行資金成本，均有利淨息差表現，惟貸款需求疲弱仍屬主要拖累因素。 2. 2024年9月後，本港資本市場已呈現逐步回穩之勢，加上內地低利率環境催化國內居民進行跨境投資之需求，料帶動銀行及保險行業之財富管理業務加速增長。 3. 目前本港主要銀行股的CET1資本充足率遠高於監管要求，可保障未來續增加派息及進行股票回購。目前行業預測股息率平均高達7%，較我們預期的美國10年期國債息率目標(4.25%至4.36%)差距仍高達264至275點子，估值吸引。 	***

[#] 標註：看好程度以*數目作為評分，最高5*，最低1*。5/4/3/2/1星分別代表非常看好/看好/審慎樂觀/持平/看淡

看好美股因經濟穩健及特朗普「美國優先」主義，對亞洲包括日本和中國持中性態度

本章摘要：

- 受惠「美國優先」主義，繼續看好美股短期前景
- 特朗普上場，中國股市或現波動，看好高息國企股
- 對日本持中性態度，因貨幣政策欠透明和匯價波動
- 印度由本土經濟主導，受外圍環境衝擊較少

隨著美國大選塵埃落定，特朗普大比數勝出再次入主白宮，共和黨也控制了參眾兩院，消除選舉帶來的不確定性。美國經濟持續向好，加上特朗普倡議的「美國優先」主義，東亞聯豐團隊對美股的短期前景持樂觀態度。然而，特朗普提倡的政策亦引發市場不少疑慮，例如降低企業稅、提升關稅以及放寬監管條例等將會影響美國財赤、通脹、貨幣政策和國際金融市場。此外，特朗普對俄烏戰爭和中東局勢的取態，以及其外交政策，將重塑國際秩序，地緣政治壓力預計會加劇。

美國主要股票指數在 2024 年的表現

2023 年 12 月為基數 100



資料來源：S&P Global，數據截至 2024 年 12 月 11 日

美國的保護主義有機會打擊環球經濟和影響需求，尤其是依賴出口的國家和行業。特朗普揚言會向中國貨品加徵 10% 關稅，但是否實施尚有待觀察。目前，中國經濟仍處於轉型階段，儘管政府推出一系列經濟和財政措施，但復甦始終需時。至於依賴中國經濟的歐洲，更面臨雙重打擊。因此，我們對歐洲股票持審慎態度，對於亞洲包括中國和日本則維持中立，因為兩地的股市估值普遍合理。亞洲區內特別看好由印度，因其受外圍波動影響較輕。

特朗普「美國優先」主義有利當地經濟，將帶動周期性股份和優質細價股

在競選期間，特朗普建議降低企業稅並放寬多個行業的監管，包括銀行和人工智能。我們相信，為了在 2026 年中期選舉前履行承諾，特朗普上任後可能會迅速落實相關措施。雖然特朗普的政策可能打擊環球經濟，但短期將帶動美國本地經濟和企業盈利增長。美國宏觀數據和公司業績維持強韌，當地在 2024 年 10 月的通脹符合預期，這些利好因素將惠及周期性股份和優質細價股。此外，增長型股份包括高端晶片和人工智能板塊將繼續成為市場和企業的焦點。特朗普提倡放寬對人工智能發展的監管，相信將有助鞏固美國在人工智能領域的領先地位，而其他值得留意的市場包括台灣、南韓和日本。

特朗普如何落實其政策將影響美國宏觀狀況。一旦企業稅由現時的 21% 大幅降至最低 15%，長遠有機會為美國已經高企的財赤造成更大壓力。而若大幅增加關稅，則可能導致通脹反彈，繼而影響貨幣政策和環球資產價格。不過，特朗普提名審慎理財的金融界巨頭貝桑 (Scott Bessent) 出任美國財政部長，此舉受到投資者歡迎，認為他會以穩定美國經濟和市場作優先考慮。

股票

看好亞洲內需股和派息股，中國股市短期或因特朗普因素出現波動

亞洲區股市估值仍然合理，但投資者須審視特朗普於2025年1月上任後對不同資產類別的影響。東亞聯豐團隊認為，在政策尚未明朗前，宜聚焦以內需主導的市場和股份，以免受外匯波動或貿易戰牽連。

中國的救市措施和中美關係均是投資者焦點所在。在特朗普正式上任前，團隊預計中國股市可能會出現波動。儘管中國經濟持續疲弱，但已有轉穩跡象，例如工業企業利潤在2024年10月跌幅較同年9月有所收窄¹，而製造業和房屋銷售亦見回穩。中央政府最新公布了在5年內推出合共10萬億元人民幣方案，以協助地方政府解決債務危機並減輕地方政府的債務利息支出，但投資者認為措施對刺激經濟難起即時作用。團隊認為，中國當局過去幾個月推出多項措施，須觀察相關措施正式落實後的效果。不過，由於中國經濟正面對不同挑戰，加上特朗普因素，我們對中國股市持中立態度。然而，中國股票估值合理並受當地資金支持，所以團隊看好穩健的高息國企股，包括銀行、電訊和能源股等。

日本整體經濟基調平穩，工業生產上升²且工資增長具持續性。然而，由於日本央行對貨幣政策立場不清晰，加上日圓匯價波動大，團隊對日股維持中性態度。日本在2024年10月核心通脹按年上升2.3%，持續高於央行目標。日央行行長早前表示，加息時機已近，惟最終仍須取決於薪酬趨勢。儘管日本將逐步收緊銀根，但由於政策缺乏透明度，過程相信也會十分緩慢，因此預期美日貨幣政策分歧持續，導致日圓匯價繼續波動並影響日股表現。

在亞洲區內，團隊看好具結構性增長，由本土經濟主導的印度股市。自從總理莫迪上任以來，一直將國民生產總值約5至6%用於基建發展，加上當地政策穩定和中產崛起，帶動零售、金融和樓市等穩步增長，減低該國對其他國家的依賴，因此其股市對環球經濟波動的敏感度較低。團隊看好的板塊包括金融、工業、電訊商和電力供應商等。

日本核心消費物價指數



資料來源：dashboard.e-stat.go.jp，截止2024年12月11日

2025年特朗普回歸將為國際關係和環球市場帶來一番新景象和挑戰，同時使中國經濟復甦軌跡增添複雜性。市場面對新一輪不明朗因素，基本面穩健與否變得更為重要。目前，團隊繼續看好具結構性潛力的美國和亞洲科技板塊，也青睞估值合理的中日價值型股票，以及由內需主導和較不受環球經濟波動影響的印度股市。



¹ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2024/11/27/chinas-industrial-profits-fall-by-10percent-in-october-as-deflation-worries-linger-.html>

² 見NHK網站，https://www3.nhk.or.jp/nhkworld/en/news/20241129_B04/

免責聲明

免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）和東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。另外，有關資料亦未經新加坡金融管理局審查。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。閣下明白投資決定是由閣下自行作出的，東亞銀行有限公司建議閣下應自行作出獨立判斷，或應向閣下的獨立專業顧問尋求有關投資產品方面的資訊，法律影響及任何其他事宜的意見。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行的非全資附屬公司。東亞銀行（中國）有限公司（「東亞中國」）是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。

東亞銀行新加坡分行（「東亞新加坡」）是東亞銀行海外分行之一。