

步步為營

東亞銀行經濟研究部



2025年第1季經濟展望

本章摘要：

- 環球經濟在2025年料延續低增長態勢，不確定性亦驟增
- 2025年美國經濟前景保持良好，但通膨回落進程停滯令美聯儲減息取態更為謹慎，貿易政策不確定性亦構成重要下行風險
- 歐元區和英國經濟在2025年將維持低增長趨勢
- 亞洲消費及投資勢頭向好，亞洲經濟有望維持大致向好。除日本央行外，其他亞洲央行料以放寬貨幣政策為主
- 中國內地有望加大宏觀政策力度，積極擴大內需，穩定房地產市場，支持內地經濟持續回升
- 訪港旅遊料可持續復甦，預期2025年香港經濟將維持增長，資產市場有望築底回穩

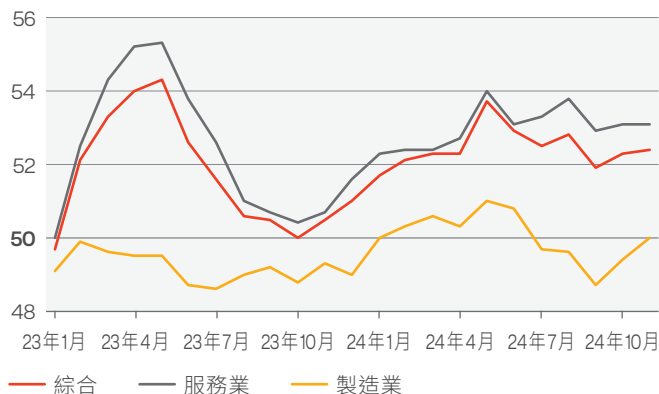
環球經濟展望

環球經濟延續低增長常態，不確定性驟增

2024年環球經濟展現出韌性。即使在利率高企、多國大選及地緣政治局勢緊張的背景下，國際貨幣基金組織（IMF）最新估算2024年環球經濟仍能錄得3.2%的平穩增長。科技產品需求回暖刺激貿易活動回升是支撐2024年經濟表現的重要因素。再者，勞工市場穩健，為私人消費提供紮實的支持。企業盈利延續增長勢頭，推動商業投資擴張。然而，環球經濟同時挑戰重重，不確定性驟增。首先，各主要經濟體增長步伐不一，反映復甦基礎並不穩固，中國內地經濟在政策加大力度下保持穩定增速；美國經濟表現超出長期趨勢；歐洲經濟復甦步伐滯後。其二，美國新一任總統特朗普的關稅威脅將對全球貿易和投資前景構成壓力，金融市場情緒亦會受到波及。其三，歐洲及中東地緣政治持續不明朗，環球供應鏈受阻的風險依然存在。



全球採購經理指數



>50 表示擴張

資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

通脹壓力逐步緩和，但仍高於政策目標。2024年以來，先進經濟體的通脹率逐步回落至2至3%左右，其核心通脹也有所放緩，但仍處於較高水平。大宗商品價格回落、供應鏈活動復常及耐用用品需求降溫等，帶動了食物、能源和商品價格增幅放緩。不過，前期累積的價格壓力和工資較快增長仍對核心通脹構成壓力，特別是在服務消費領域。展望未來，全球通脹回落進程仍將受多方面因素影響。一方面，特朗普政府的關稅措施和擴張性財政政策可能推高美國通脹，並可透過全球供應鏈傳導至其他經濟體。同時，地緣政治風險加劇亦可推高食品、能源及航運價格，為通脹前景增添變數。我們預料全球核心通脹雖將進一步向政策目標邁進，但這一過程需時且會出現不少起伏。

貨幣政策從緊縮走向中性，金融市場風險增加。由於實質利率已維持緊縮性一段時間，為了避免對經濟造成過大的壓力，環球主要央行於2024年啟動減息。展望未來，我們預計美聯儲、歐洲央行和英倫銀行將按自身經濟表現，有序下調利率至接近中性水平。日本央行將退出其超寬鬆貨幣政策並溫和加息。新興市場亦料將進一步減息，但其步伐或會受制於其匯率走勢和資金流向等因素。

環球經濟將延續低增長態勢。展望2025年，全球經濟有望維持擴張，但低增長或成為新常態。IMF預測2025年環球經濟增長將保持在3.2%，與2024年持平。儘管利率下降有利環球資產市場、提振投資和消費信心，但特朗普政府的貿易和財政政策、地緣政治局勢以及金融市場波動，均會對環球經濟產生重大影響，有關下行風險需要緊密關注。

宏觀經濟

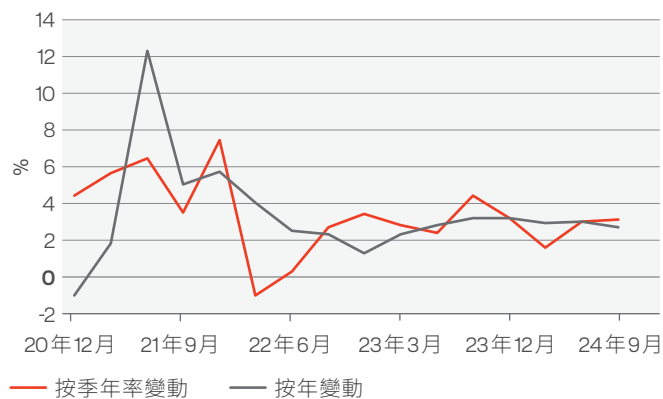
美國經濟展望

2025年美國經濟有望延續良好增長

2024年美國經濟表現超出預期，主要受惠於私人消費和政府開支增長，投資活動亦見擴張但走勢較為波動。雖然限制性貨幣政策持續對家庭和企業構成壓力，但穩健的勞工市場和資產價格上升對私人消費提供了穩固支持。生產力提升及擴張性財政政策進一步推動經濟增長，但美國在2024財政年度的財政赤字佔GDP比率高達6.4%，引發財政可持續性的憂慮。另一方面，房地產市場投資和銷售受制於按息高企。總體而言，2024年美國經濟表現強韌，領先一眾先進經濟體。

特朗普於2025年1月就任美國總統，加上共和黨掌控參眾兩院，預料特朗普大部分的政策主張將獲通過。特朗普在競選期間提出「讓美國再次強大」(Make America Great Again)的政策主張，主要措施包括：大幅增加關稅、延續減稅措施、大規模遣返非法移民、撤銷或削減能源和金融等不同行業的監管。這些政策或會對經濟增長帶來刺激，但同時可能加大通脹壓力，影響美聯儲的減息進程。

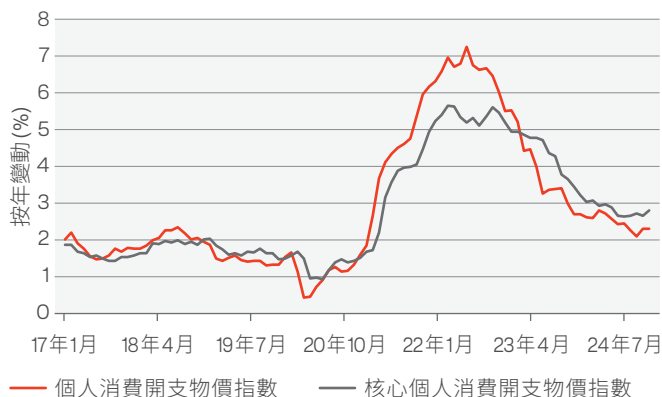
美國國內生產總值增長率



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

美國在2024年抗通脹整體取得進展，但回落過程時有起伏。近期，通脹走勢有所停滯，商品價格的跌勢開始放緩，住房和核心服務價格仍具黏性，個別組成部分甚至加速上漲。不過，勞工市場過熱情況得到改善，供需趨於平衡，緩和了工資上升壓力。我們預計通脹將繼續溫和放緩，但仍會持續高於美聯儲2%的政策目標一段時間。

美國個人消費開支物價指數



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

美聯儲正式步入減息周期。2024年9月美聯儲減息半厘，其後在11月和12月各減息四分之一厘，將聯邦基金利率下調至4.25至4.50%。然而，美聯儲在12月會議的前瞻性指引顯示，2025年減息步伐將放緩，利率點陣圖預測2025年減息幅度為50個基點，反映政策調整將更趨謹慎。我們預計2025年美國貨幣政策會逐步從緊縮走向中性，但具體減息幅度和速度將取決於經濟數據表現和特朗普政府的政策走向。

展望2025年，美國經濟前景保持良好，預計增速達到1.9%，略高於趨勢增長水平。在共和黨主導國會的形勢下，特朗普料將優先推出減稅和去監管等政策，為經濟注入更大的動力。不過，下行風險亦值得關注，例如：關稅威脅可引發其他國家的報復、實質利率高企、財政赤字問題、地緣政治緊張局勢以及資產市場波動等。

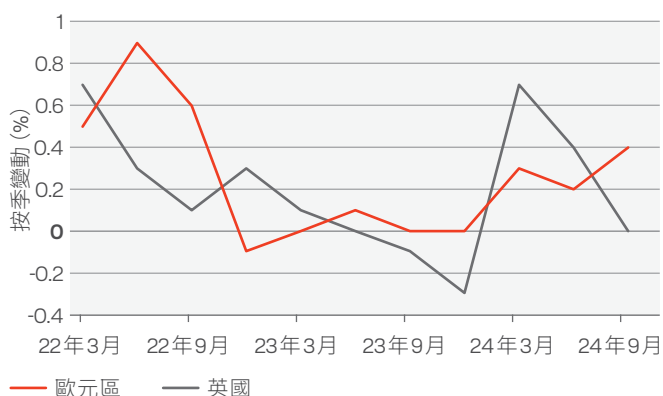


歐洲經濟展望

歐洲經濟復甦步伐滯後

2024年，歐元區和英國經濟成功走出衰退邊緣，但整體增長乏力。地緣政治風險升溫、能源供應不穩和物價高企等因素持續拖累歐洲經濟表現，企業信心和投資活動亦維持低迷。區內經濟表現分化依然明顯，德國因製造業需求疲軟而接近停滯，法國及西班牙則在服務業帶動下取得較佳表現。相對歐元區，英國企業信心較為堅挺，但高物價和高利率對私人消費構成壓制，經濟增長動能不足。2024年全年，估計歐元區和英國經濟增長均會略低於1%，較兩者的趨勢增長為低。

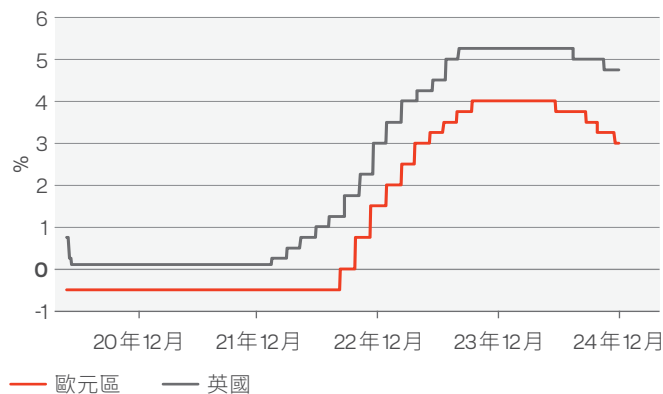
歐元區及英國經濟增長



特朗普上任將對歐洲帶來顯著的政策不確定性。在亞洲工業競爭下，歐洲製造業已面臨不少挑戰，而特朗普的「美國優先」政策將為歐洲帶來更大的外部壓力。全面關稅威脅可能進一步削弱歐洲出口並抑制企業投資。美元走強及美聯儲減息步伐放緩，或對歐元區國債市場和金融穩定構成挑戰。地緣政治局勢的不確定性亦備受關注，例如特朗普如何處理俄烏衝突，以及對北約國防支出的要求。不過，美國放寬能源行業監管或會有助於歐洲鞏固能源安全並推進貿易合作。整體而言，特朗普如何落實其對外政策仍有待觀察，但政策不確定性將令投資信心更為脆弱。

央行啟動減息以鞏固增長動力。隨著通脹從高位回落，歐洲央行和英倫銀行先後於2024年6月和8月啟動減息，2024年全年分別減息四次及兩次，合共一厘及半厘。雖然潛在通脹壓力仍然存在，但歐元區經濟下行壓力加劇，歐央行有必要繼續下調利率以鞏固增長動力，預計2025年將每季度減息四分之一厘，全年合共減息1厘。由於英國工資及服務價格仍然偏高，加上財政預算案可能加大通脹壓力，英倫銀行將採取相對溫和的減息步伐。若特朗普政府的貿易政策進一步加大對歐元區和英國經濟的壓力，歐洲央行和英倫銀行或將採取更進取的減息策略作應對。

歐元區及英國政策利率



2025年歐洲經濟有望延續低增長態勢。在外貿和地緣政治局勢的不確定下，歐洲工業、出口和企業信心將承受一定壓力。然而，歐洲經濟亦有不少支持因素，包括：勞工市場狀態良好，歐元區和英國失業率均處於低位、工資增長有助彌補通脹影響，改善家庭收入、央行將進一步減息、各國將牽頭加大科技和軍事投資。此外，歐元區具改革潛力以提升競爭力，但成員國達成共識需時，且多國政治受民粹主義影響，如德國及法國政府不穩。總括而言，預計2025年私人消費和政府投資將抵銷外圍不確定性的影響，推動歐元區和英國經濟繼續低速增長。



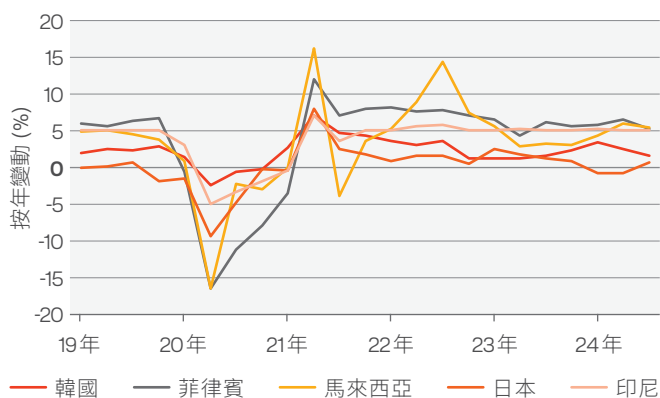
宏觀經濟

亞洲經濟展望

國內消費和投資促進增長前景向好

亞洲經濟增長普遍有所改善。受惠於出口回升，加上環球減息周期啟動，亞洲大部分經濟體在2024年錄得加速增長。受2024年初大地震和車企短暫停產影響，日本經濟於2024年第1季陷入收縮，但隨著實質工資上升和日本政府下調個人所得稅等財政措施，私人消費需求轉好，帶動日本經濟的增長動力於第2季起持續加強。南韓經濟在半導體需求強勁和低失業率的支撐下持續擴張，但其低基數效應在2024年第4季逐漸消退，借貸成本高企亦削弱投資表現，使增速呈先高後低勢頭。台灣經濟一直保持較快增長步伐，主要受惠於人工智能等高科技投資需求的推動。東盟經濟體亦保持較強的增長態勢。越南、馬來西亞及菲律賓經濟增長表現領先，而新加坡及泰國經濟增長則穩步加速。整體而言，電子及機械產品需求穩健支持了亞洲整體出口表現，區內各國的國內需求穩健和基建發展也促進了私人消費和投資表現。

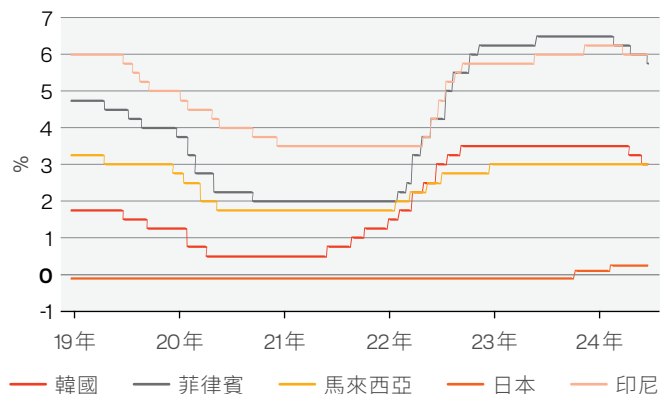
亞洲經濟體的國內生產總值



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

日本將維持溫和加息步伐，其他亞洲央行料以放寬貨幣政策為主。日本勞工成本傳導效應浮現及國內需求靠穩，支持通脹指標繼續處於政策目標之上，加上經濟增長走勢與央行預期一致，將有利央行透過有序加息及縮減買債規模等達致貨幣政策正常化。另一方面，其他亞洲經濟體的通脹普遍延續回落趨勢，部分更下降至政策目標之內，南韓、印尼、菲律賓及泰國等央行在2024年亦已展開減息周期。面對外圍環境日趨不穩定，相信大部分亞洲央行將傾向採取更寬鬆的貨幣政策立場，但環球不確定因素升溫下，亞洲貨幣的潛在貶值壓力或制約央行減息的空間。

亞洲經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

2025年亞洲經濟前景料可保持正面。外部需求對亞洲經濟的推動作用料將減退，特別是在新一任美國總統特朗普的美國優先主張下，預計全球貿易政策將更趨不確定，關稅威脅和其他貿易保護措施會導致貿易需求和企業投資信心轉弱。不過，亞洲經濟增長潛力穩固，區內各經濟體的國內需求在勞工市場穩定、企業科技轉型、跨境供應鏈合作、基建需求等多個利好因素的刺激下有望保持良好增長。

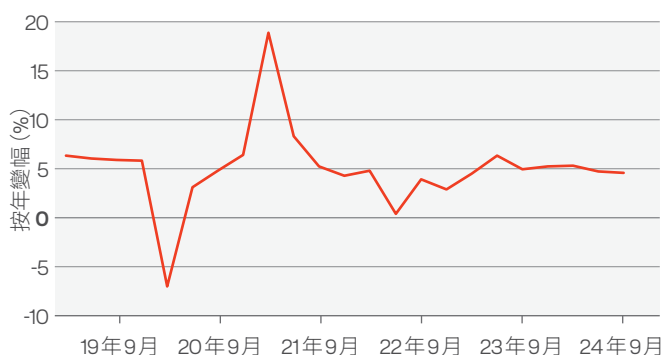


中國內地經濟展望

中國內地加大政策力度推動經濟穩步發展

2024年內地經濟在轉型中實現平穩增長。儘管低基數效應逐漸消退，內地經濟仍能延續穩步增長。環球需求持續改善，部分高科技產品優勢突出，帶動商品出口加速增長，令淨出口成為經濟增長的重要動力。針對有效需求不足，內地當局重點支持大規模設備更新和消費品以舊換新，從供需兩側推動製造業投資和耐用品消費。2024年9月以來，內地加大政策組合拳力度，涵蓋貨幣、財政、資本市場、房地產、地方債等不同層面，穩定經濟和資產市場的信心，帶動增長動力穩步回升，支持內地經濟順利實現2024年全年5%左右的增長目標。

中國內地經濟增長情況



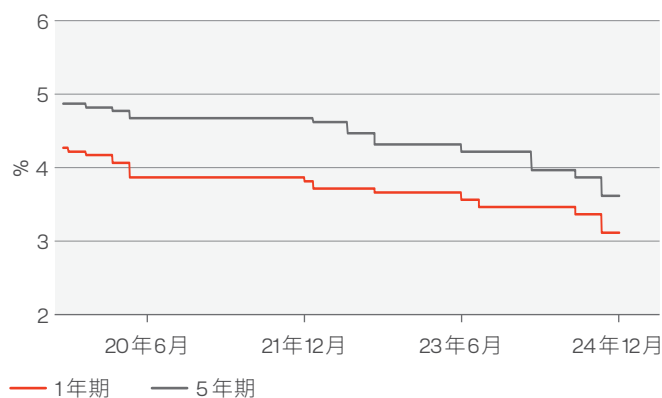
資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

外圍政經形勢漸趨不明朗，但內地經濟仍具一定韌性。特朗普再度上場，並可能採取強硬的貿易政策立場，如威脅對中國進口商品加徵大額關稅。特朗普政府推出關稅措施的時點、規模和力度仍充滿變數，中美能否通過談判達成共識亦是未知之數。再者，內地是150多個經濟體的主要貿易夥伴，多年來建立了完善的先進生產設施、交通能源基建，加上在人才、知識產權和新興科技領域（如電動車、鋰電池及太陽能電池等）擁有領先地位，內地製造業龐大的規模和成本優勢將有利應對貿易保護措施。

房地產市場將進一步企穩。2024年9月中央政治局會議強調要促進房地產市場止跌回穩，並出台一系列政策提振購房需求、支持「保交房」及推動「去庫存」，包括：大幅放寬限購政策、降低房貸利率、首付比例及住房交易契稅、擴大白名單項目的信貸規模、加強收購存量商品房的資金支持力度、擴大城中村和危舊房改造支持範圍等。市場氣氛漸見好轉，住房銷售改善，房價指數跌幅亦有所收窄。隨著刺激政策效果進一步釋放，市場信心改善，有利恢復樓市供求平衡，其對經濟的負面影響將逐步緩和。

內地將實施更加積極有為的宏觀政策，以推動經濟持續回升。2024年12月，中央政治局及中央經濟工作會議提出要實施更加積極的財政政策和適度寬鬆的貨幣政策，內地當局料將提高財政赤字率、以及增加超長期特別國債和地方政府專項債發行規模，人民銀行亦將適時進行減息降準操作。擴大內需將成為2025年的政策重心，包括：改善中低收入群體的消費能力、擴大服務消費發展空間、增加設備更新及消費品以舊換新的產品類別、推動城市更新投資項目等。內地有充足的政策空間和豐富的政策儲備，預料2025年內地經濟增長有望達4.8%左右。

內地貸款市場報價利率



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日



宏觀經濟

香港經濟展望

2025年料維持趨勢增長

2024年香港經濟在貿易復甦和投資低基數的帶動下錄得溫和復甦。隨著外圍需求恢復增長，貨物出口成為2024年推動香港經濟增長的最大動力。經過以往數年調整和去庫存，加上環球減息預期升溫有助減輕企業借貸成本，私人投資呈築底回升走勢。不過，在欠缺消費券刺激和資產市場出現整固的情況下，私人消費表現低迷。訪港旅客消費模式轉變，以及香港居民外遊需求強勁，令服務輸入增速遠高於服務輸出。整體上，估計2024年全年香港經濟增長可達2.6%左右。

訪港旅客數據

每日入境人次



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

商品貿易動力放緩，旅遊業有望進一步復甦。自2024年第4季起，環球貿易領先指標回落，以及美國新政府帶來的貿易政策不確定性，預期2025年商品貿易難再為香港經濟帶來明顯貢獻。取而代之，訪港和出境旅遊不平衡狀況料將改善，特別是在中央政策支持和旅遊基建升級的推動下，訪港旅遊業有進一步復甦空間。此外，北部都會區（北都）的開發即將進入全速建設階段。2024年11月，85家中外企業簽署意向書承諾支持及參與北都發展，當中35家另再簽署與北都發展有關的項目協議，涉資逾1,000億港元。隨著北都的各項基建投資展開，該區的發展將不僅成為香港經濟的新增長點，亦是香港與大灣區其他城市高質量合作的新平台。展望未來，在中國內地當局加大穩經濟增長政策力度、香港經濟基本面保持穩固，以及環球主要進一步減息的帶動下，預料2025年經濟增長可達2.5%。

香港失業率



資料來源：香港政府統計處，數據截至2024年12月23日

香港資產市場成交量顯著增加。中國內地當局自2024年9月以來宣布一系列穩經濟的政策措施，加上香港特區政府全面放寬樓市需求管理及按揭貸款審慎監管措施，以及港元最優惠利率跟隨美聯儲減息而回落，香港資產市場的投資情緒顯著改善。

股市方面，港股成交量及新股市場集資額有所回升。樓市方面，私人住宅市場交投漸趨活躍，樓價指數走勢稍有回穩，同時租務需求持續暢旺，推動租金指數逐步回升。隨著市場信心改善，我們預期2025年樓價將築底回穩。

住宅售價及租金指數指數

2010年1月為基數100



資料來源：差餉物業估價署，數據截至2024年12月23日



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。

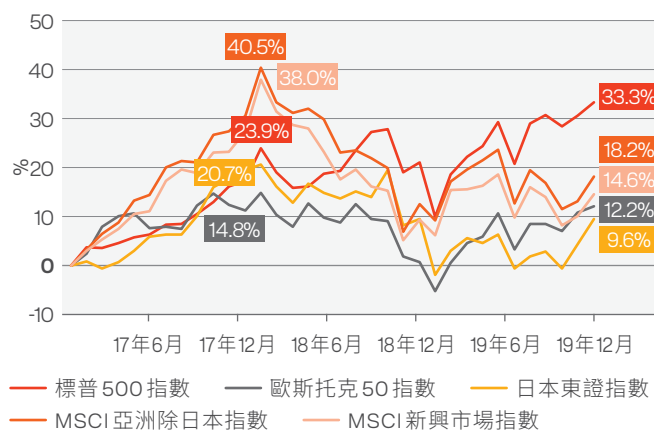
「紅色浪潮」：料美股表現將一枝獨秀

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。

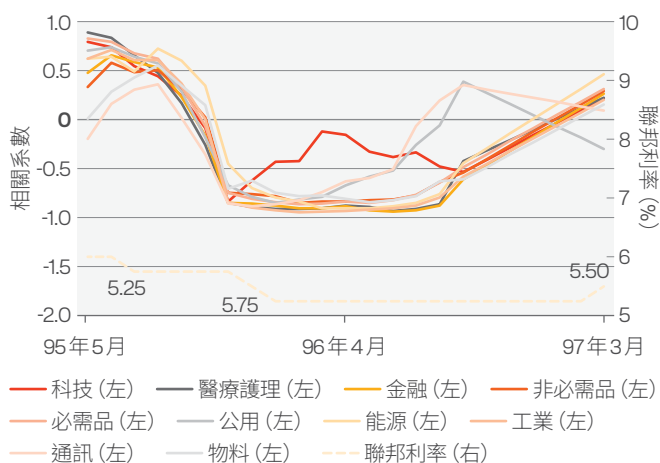
利用相同數據，分析在「紅色浪潮」時期中首3、6及12個月，各板塊的表現。結果顯示，11項板塊中只有能源及通訊，在3個分析時段中皆錄得負值，尤其是在首6個月兩者更出現雙位數跌幅，故投資者應多考慮這兩個板塊的風險。

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系數，藉以推測未來利率變化對各板塊走勢的影響。

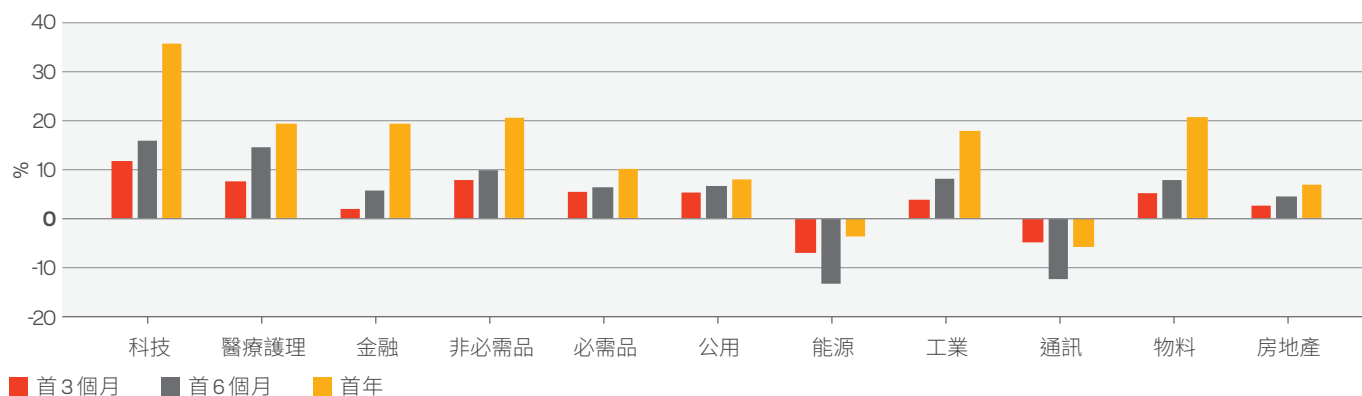
標普500行業指數與聯邦利率的相關系數



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，所有相關系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。

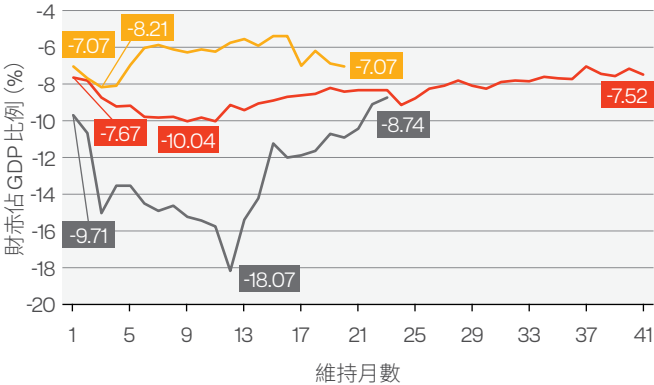
須注意的是，及後美聯儲突然在1997年3月加息25基點，剛好是第3次減息後第14個月，並維持利率不變長達17個月後才再次減息，期內各板塊的相關系數頓時由負值變正值，減息利好股市的因素宣布結束。因此，如未來美聯儲減息速度放慢，甚至忽然加息，或美聯儲主席鮑威爾利用其修辭造詣淡化減息預期，減息利好美股的優勢料大打折扣。

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，潛在下跌空間近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)				
「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
減息之相關系數	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				
財赤惡化之相關系數	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

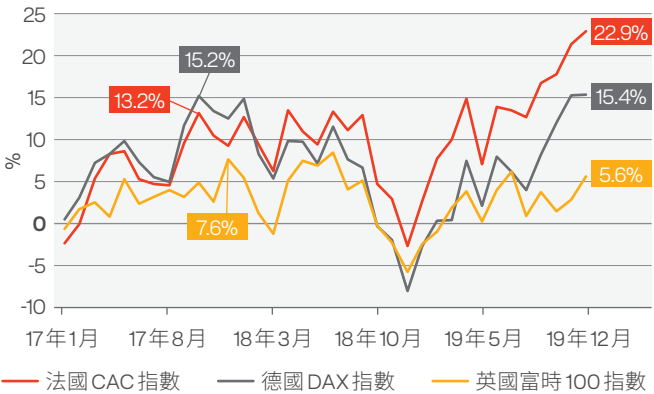
G7內歐洲4國的按年CPI雖然與其他成員國相若，但按季實質GDP只輕微增長，表現亦明顯遜於美國。特朗普回朝料將為歐洲經濟帶來壓力，未來滯脹風險不脛而走（詳情可參閱《宏觀策略》章節）。除了外憂，內政不順也是挑戰。2024年重新執政的英國工黨稱，英國經已「破產和支離破碎」⁸；法國朝野黨爭蔓延至財政預算案，須動用臨時預算法案以維持公共運作⁹；德國總理舒爾茨解僱財政部長後未能通過信任動議而有可能提前大選¹⁰。

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



資料來源：彭博，數據由2016年12月至2019年12月

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，德國的正值佔比約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

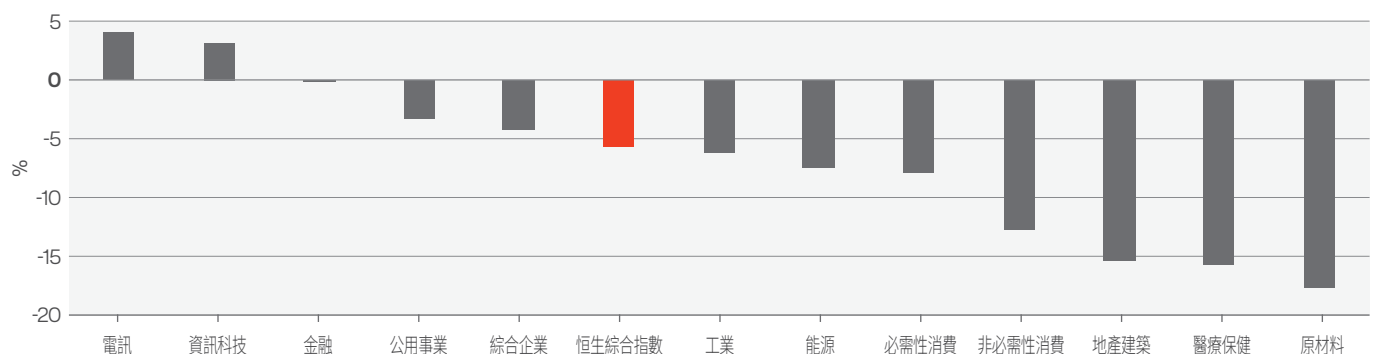
目標的期望亦告落空，中港股市因而再添沽壓。同時，美國總統大選塵埃落定，特朗普和共和黨的壓倒性勝利令市場對美聯儲於2025年急速降息的押注大為減少，重燃美元匯價及美國國債收益率升勢。加上，特朗普威脅就職後即對中國進口商品加徵10%關稅，中港股市可謂雪上加霜。恒生指數於11月下旬下試季內新低的19,054點。

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料有限。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

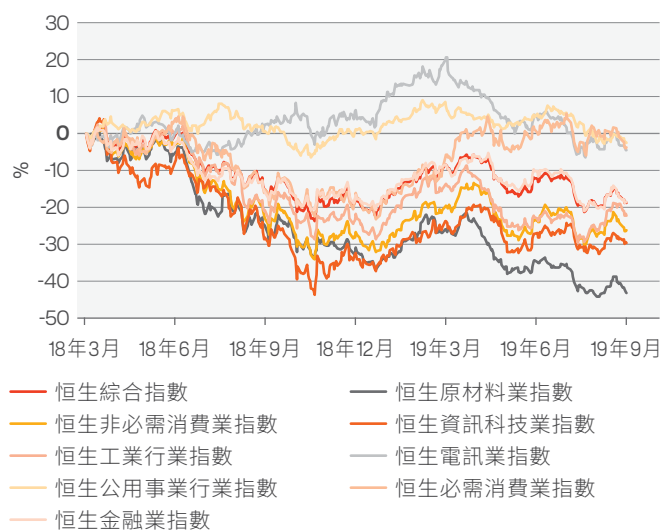


— 恒生指數未來12個月預測市盈率(左)
— 美元兌人民幣(右)

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。

恒生綜指行業指數在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季春節長假前重施故技，值得拭目以待。

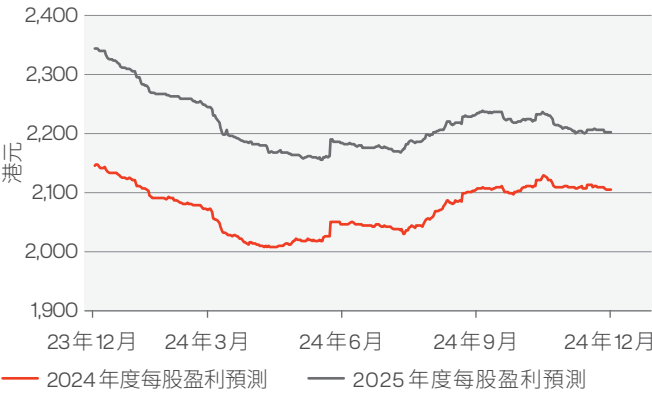
綜觀2024年，由於受到內地宏觀環境轉弱及行業競爭加劇拖累，中資消費板塊表現普遍遜於大市。截至12月23日，恒生必需性消費指數及恒生非必需性消費指數年內之累計回報分別為負10%及正2.1%，均顯著跑輸恒生綜合指數的正16.1%。不過，若從9月開始計算，恒生必需性消費指數及恒生非必需性消費指數則分別上升12.9%及16.1%，跑贏恒生綜合指數同期11.4%的升幅，顯示在中央刺激消費措施逐步落實下，估值較落後的中資消費板塊或已初步迎來轉捩點。本季投資部署上，我們對內地消費板塊的觀點從2024年第4季的「審慎樂觀」上調至「看好」，惟在個別細

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	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	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)	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	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 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/

騰籠換鳥

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪
東亞聯豐投資團隊



騰籠換鳥

本章摘要：

- 特朗普回朝料支持企業債和新興市場美元債，利率變化將有利企業債券
- 特朗普就任後料歐洲債市風險攀升，但亞洲區則不乏可觀選擇
- 預測美國10年期國債收益率區間為4.25至4.36%，2年期區間為3.67至3.98%
- 收益率斜度較定點式投資策略較為吸引，注意年期愈短敏感度愈高
- 「紅色浪潮」下投資級別的公用及必需品行業企業債料較可取

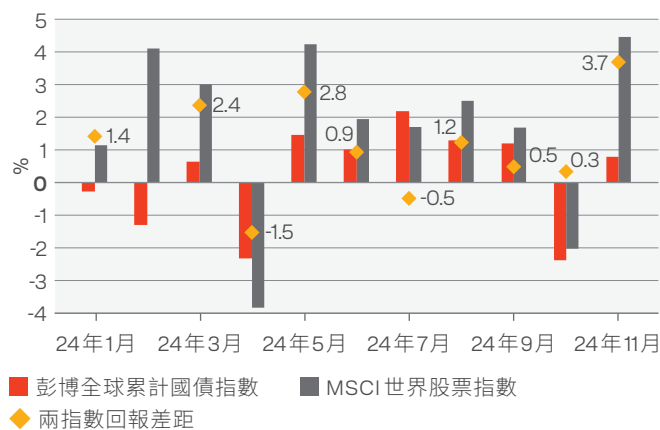
上季標題是《百貨應百客》。各指標顯示債券的存量規模較其他資產高，反映市場早在美聯儲宣布首次減息前已先作部署。美聯儲點陣圖預測的大幅變化是債市風險的主因，投資者依賴美聯儲主席鮑威爾有關利率預測上的說法作投資決定，更要加倍謹慎。上季成功預測長期收益率再大跌空間不大，長息波動有利技術性炒作。另外，當時預期短息降幅將多於長息，建議投資者可錨定短期債券以賺取可觀且穩定的收益。此外，宏觀風險遞升，料資金將由高息企債轉投投資級別企債，非美債市中，南亞及英國債市表現料較理想。整體預測大致與今天結果相若。

本季標題是《騰籠換鳥》，意謂環球局勢轉變將會迎來新機遇。特朗普回朝為市場增添不穩定性，但歷史數據顯示，「紅色浪潮」利好全球企債及新興美元債市。利率預測現在仍言之尚早，但較近似的情況則是1995年時的利率周期，當時投資級別債及高息企債表現較好。全球多極化格局將不利歐洲債市，反觀亞洲區內不乏可觀選擇。收益率預期趨向穩定，通脹將主導其後市走勢。收益率曲線正常化為本季策略重心，注意年期愈短敏感度愈高。信貸息差反映現水平大部分企債的風險偏高，等待回調後，預計投資級別中公用及必需品行業的企債將較為吸引。

2024年債市散發著低調的光芒

截至2024年11月底數據，彭博全球累計國債指數及MSCI世界股票指數的按月回報顯示，除了1月及2月外，兩項指數表現相若，在11個月中有8個月的按月回報差距只在2%內，當中有兩個月債券表現更勝股票。換句話說，在風險考量後，債券在投資組合中是不可或缺的。

2024年彭博全球累計國債及MSCI世界股票指數按月表現



資料來源：彭博，數據截至2024年12月17日

前事不忘後事之師，去年債市表現穩健主因美債收益率有序下降，但單計上季，各地的收益率出現大幅波動，美債10年期收益率由3.6%升至約4.5%，升幅高達90基點，對各類美元債券的價格帶來沉重的壓力。我們預計未來政治因素將主導各地收益率、信貸息差及資金流向等變化。《宏觀策略》歸納出當前市場的3大焦點：特朗普回朝、利率變化及全球多極化，以下將逐一分析對債市的影響。

特朗普回朝：「紅色浪潮」料有利非國債市場

特朗普料是全球投資市場的「遊戲改革者」，就職典禮前市場不斷猜測他未來的施政方針，而普遍相信他與上一任期時政策路向相若。《宏觀策略》中已分析在「紅色浪潮」首年，美國甚至全球經濟普遍向好，利率呈現「先高後低」走勢。

以史為鑒，抽出上一次「紅色浪潮」首年（即2017年），其時的彭博累計債券指數系列中各主要類別指數的表現作分析。4項指數類別包括全球國債、全球投資級別企債、全球高息企債及全球新興美元債。數據顯示，各指數在首年反覆走高，全年回報約7至10%，反映愈早投入債市並持有至年底，將有不俗回報，而各指數年內表現差距亦不大。

債券

上一次「紅色浪潮」首年各債券指數表現



資料來源：彭博，數據由2016年12月31日至2017年12月31日

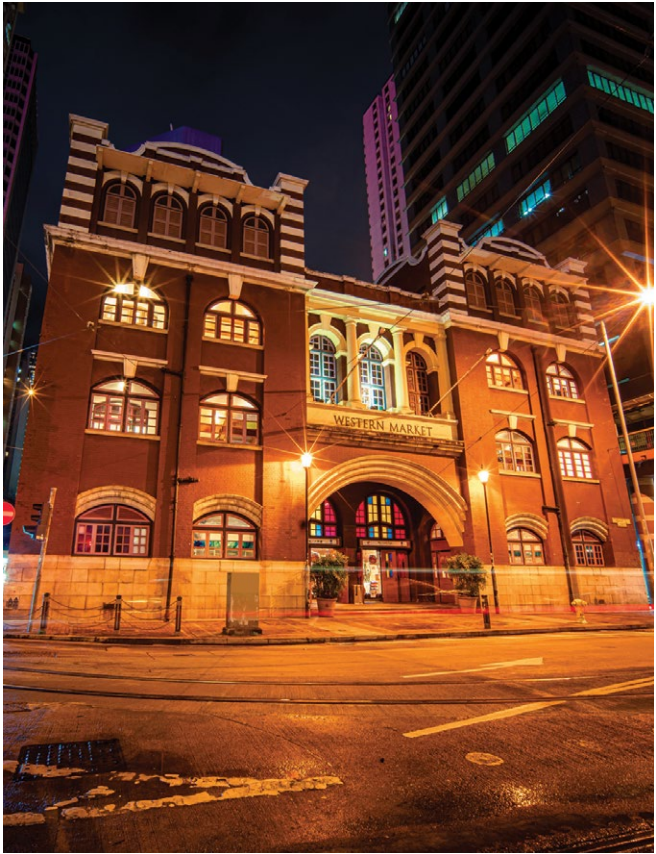
按月回報分析顯示，各類別指數的平均回報及最大回報相若，但加入風險考量後，則有所不同。在最小回報、峰谷值及標準差數據中，只有全球國債指數的表現明顯落後，可能與減息次數未及預期有關。其餘3項指數的風險表現相若，反映考慮風險和回報後，投資者應偏重於非國債市場。在2017年首季，4項指數全數錄得正回報，當中以全球新興美元債指數及高息企債指數表現亮麗，反映投資者的風險胃納有序遞升。最後，在每項指數中找出最佳表現者，在6項指標中勝出4項的全球高息企債指數。整體結果如下：

首3個月回報 (%)	全球國債指數	全球投資級別企債指數	全球高息企債指數	全球新興美元債指數
	2.1	1.6	3.2	3.3
按月指數回報表現 (%)				
平均回報	0.6	0.7	0.8	0.7
最大回報	1.8	1.7	1.9	1.7
最小回報	-1.3	-0.2	0.0	-0.2
峰谷值	3.1	1.9	1.8	1.9
標準差	1.0	0.6	0.7	0.6

資料來源：彭博，數據截至2024年12月18日

利率變化：難斷年內走勢

美國總債務已突破36萬億美元，如美聯儲堅持目前的利率政策，對美國財政來說無疑是百上加斤。市場普遍認為特朗普回朝後，通脹將會反彈，美聯儲背負壓抑通脹的責任，令調控利率時舉步維艱。另外，特朗普當選前後對美



聯儲，尤其是其主席鮑威爾作出批評^{1,2}。美國財政部長耶倫亦表示³，廣泛徵收關稅有可能破壞當前通脹的降勢，增加家庭和企業成本，並會打擊經濟競爭力。而對美聯儲作出批評更會損害其獨立性，削弱市場對美聯儲的信心。

¹ 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2024/12/08/business/trump-fed-chair-jerome-powell/index.html>

² 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/us/feds-powell-says-he-will-not-quit-even-if-asked-by-trump-2024-11-07/>

³ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us/yellen-says-trumps-tariffs-could-derail-us-inflation-progress-raise-costs-2024-12-10/>

在面對政治上的攻訐和新任政府政策取態不明的情況下，當前美聯儲對利率預測的參考性不高。過去多季已分析，現屆美聯儲經常改變利率觀點，而且利率決策常常與現實狀況並不配合。因此，無論官方或市場對利率的預測都有可能在特朗普就職後作大幅修改，未來投資者須更適時靈活調配債券投資，順應利率變化。

歸根究底美聯儲的決策都是受到未來通脹走勢影響。市場上對通脹走勢各有看法，一方擔心增收關稅會推高通脹，另一方認為戰事有望平息會令油價下跌，有利通脹回落。雙方正各執一詞之際，參考投資者用作對沖通脹風險的1年及2年期零息通脹掉期，過去20年其利率與按年消費物價指數 (CPI) 走勢非常接近。截至2024年11月，1年及2年期利率持續兩個月徘徊在2.6%的水平，而美聯儲預計今年核心個人消費開支 (核心PCE) 報2.5%。結果顯示，市場及官方都認為未來通脹將維持在2.5至2.6%之間，而非持續上升或下降，亦暗示未達到美聯儲通脹水平2%的目標。

各零息通脹掉期利率及按年CPI走勢

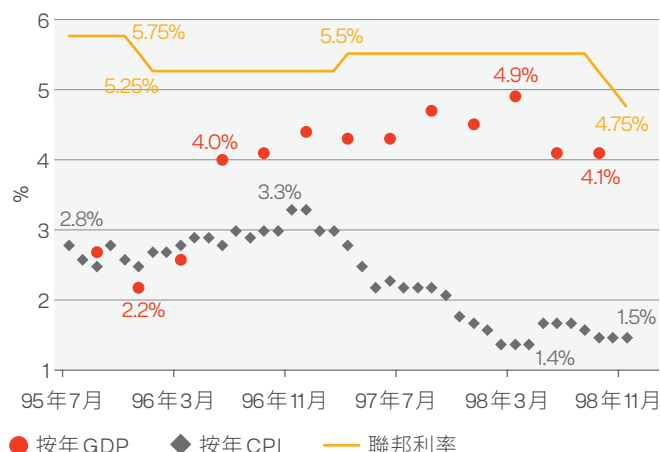


資料來源：彭博，數據至2024年12月18日

以史為鑒：料類似於1995年周期

早在去年第2季已預測，通脹不溫不火及經濟有序起伏下，過去50年間最值得參考的減息周期，應是1995年7月至1998年11月期間。該周期首年按年國內生產總值 (GDP) 由2.7下降至2.2%，再反彈至4%，按年CPI只徘徊在2.5至2.9%之間。當時美聯儲首年減息3次，共75基點，維持息率不變長達14個月後，突然加息25基點。加息後，CPI由3.3高位下跌至1.4%，GDP則持續上升至4.9%全周期最高點，此利率水平維持了18個月後，美聯儲連續減息3次，便結束是次周期。

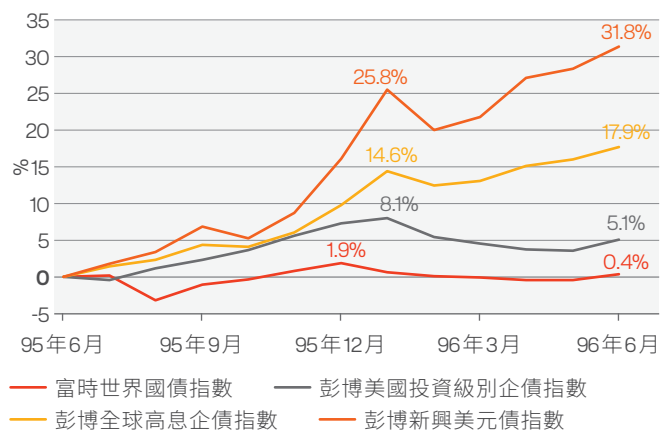
1995年至1998年減息周期的按年GDP、CPI及聯邦利率變化



資料來源：彭博，數據由1995年7月至1998年11月

比較該次減息周期中，各債券指數的首年表現，並藉此預測未來利率變化時各債市走勢。因數據所限，全球國債指數由彭博累計債券系列轉用富時世界國債指數。結果顯示，減息利好債市的傳統觀點不變，當中新興美元債指數表現最為亮麗。

1995年減息周期時各債券指數表現



資料來源：彭博，數據由1995年7月至1998年11月



債券

再分析按月回報數據，結果顯示，全球高息企債指數及新興美元債指數在平均回報及最高回報的表現明顯較國債指數及投資級別企債指數為佳。風險角度上，國債指數及兩項企債指數表現相若，但新興美元債指數的波動偏高。最後，未有一項指數能在每項指標中突圍而出，但全球高息企債指數整體上較國債指數及新興美元債指數為佳。整體結果如下：

按月指數回報表現 (%)				
指標	富時世界國債指數	彭博美國投資級別企債指數	彭博全球高息企債指數	彭博新興美元債指數
平均回報	0.0	0.4	1.4	2.4
最高回報	2.2	1.9	4.3	8.2
最小回報	-3.4	-2.4	-1.8	-4.5
峰谷值	5.7	4.3	6.1	12.7
標準差	1.4	1.3	1.6	3.4

資料來源：彭博，數據截至2024年12月18日

全球多極化：料亞洲債市較歐洲債市吸引

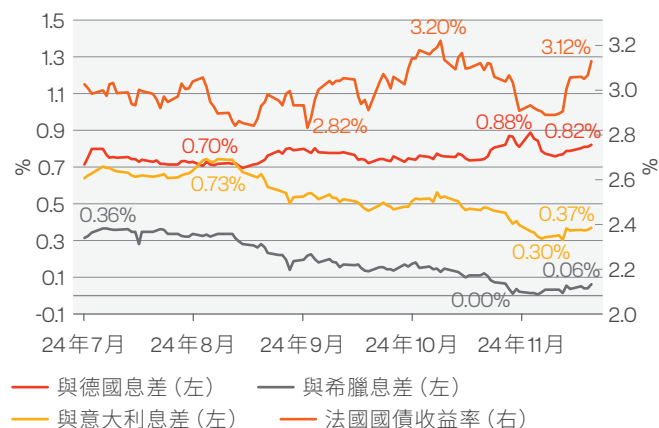
經濟合作暨發展組織(OECD)警告，貿易緊張局勢加劇和保護主義或會擾亂全球供應鏈、提高商品價格和對全球經濟增長產生負面影響⁴。《宏觀經濟》中分析，「七國集團」(G7)內則貌合神離，外則與「金磚集團」(BRICS)劍拔弩張，加上特朗普回朝掀起利己主義及右翼風潮，將加速全球經濟體分道揚鑣，造就全球多極化的新格局，在此不再贅述。

歐洲債市：覆雨翻雲

去年下半年起，G7領導層的更替此起彼落。法國執政黨由財政預算引發對政府的不信任動議⁵，再到總統馬克龍決定更換總理⁶，執政黨受著在野黨多方面挑戰，更被評級機構穆迪下調了債務評級⁷。法國10年期國債收益率隨之波動，高低波幅約40點子，與德國的息差由近70點子上升至最高88點子，反映在政治陰霾下，部分投資者正逐步轉投德債。法國與另一歐洲大國意大利的收益率差距，則由近73點子收窄至最低近30點子。而與曾被戲稱「歐豬國」之一的希臘比較，兩國的息差更曾低見0點子。

須知道意大利國債收益率長期處於歐洲國家中最高，另外2023年法國與希臘的債務佔GDP比例分別是111及162%，兩國收益率持平反映投資者對法國國債的信心已有所動搖。如政治角力進一步惡化，或其他評級機構跟隨下調其主權信用評級，歐債問題或甚脫歐危機料將甚囂塵上，就算最後只是杞人憂天，但負面消息料足以拖垮歐債市場。

法國國債收益率及與歐洲各國的收益率差距



資料來源：彭博，數據至2024年12月19日

⁴ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/oecd-warns-protectionism-risk-global-growth-outlook-2024-12-04/>

⁵ 見歐洲新聞網站，<https://www.euronews.com/my-europe/2024/12/03/le-pen-says-no-confidence-vote-will-protect-french-public-from-dangerous-budget>

⁶ 見法國24網站，<https://www.france24.com/en/europe/20241213-who-is-fran%C3%A7ois-bayrou-the-centrist-ally-that-macron-named-prime-minister>

⁷ 見穆迪網站，<https://ratings.moodys.com/ratings-news/434683>

亞洲債市：不乏可觀選擇

《宏觀策略》分析亞洲除日本，尤其東南亞國家，將成為中美博弈中被拉攏的對象。我們預期中美兩國將會在亞洲區內投入更多資源，有利當地投資市場。參考各國債務佔GDP比例，亞洲除日本的國家普遍較低，反映自2008年金融海嘯後，區內各政府堅守財政紀律及經濟穩步發展不無關係，相信該等國家的違約風險偏低。債務佔GDP比例表列如下，最低的3位分別是印尼、印度及中國：

國家	比例 (%)	國家	比例 (%)
美國	110.4	南韓	51.2
法國	109.9	新加坡	150.1
德國	62.9	馬來西亞	60.3
日本	216.2	印尼	45.3
中國	47.0	印度	46.5

資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

另外，市場普遍利用信貸違約掉期 (Credit Default Swap，縮寫CDS) 來衡量國家違約風險。截至去年12月23日，近3個月各國CDS數據顯示，亞洲除日本的國家的違約風險

都低過中美兩大國，當中平均值較低的包括馬來西亞、印度及印尼。整體CDS數據如下：

國家	3個月CDS的數值 (點子)			
	最低	最高	峰谷值	平均
日本	4.4	5.4	1.0	4.8
德國	3.7	7.4	3.7	4.9
法國	9.6	15.6	6.1	12.3
馬來西亞	15.4	21.0	5.6	17.7
印度	17.2	19.6	2.4	17.9
印尼	20.6	27.1	6.5	23.0
南韓	23.5	28.2	4.8	25.8
美國	16.7	52.6	36.0	30.5
中國	27.5	36.1	8.6	31.7

資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

除了風險考量，回報當然重要。參考各國10年期國債收益率與美國10年期國債收益率之息差，並以平均值由高至低排序。結果顯示，只有印度及印尼的收益率較美國高，而峰谷值達百位數的只有南韓及中國，反映兩國的息差較為波動。根據穆迪評為「投資級別」的亞洲除日本國家，息差排名首3位的分別是印度、印尼及馬來西亞。整體表列如下：

國家	收益率 (%)	穆迪信貸評級	與美國10年期國債收益率息差 (點子)				
美國	4.5	Aaa	息差	最低	最高	峰谷值	平均
印度	6.8	Baa3	225	222	303	81	257
印尼	7.0	Baa2	252	228	272	43	255
馬來西亞	3.8	A3	-70	-74	-3	72	-40
法國	3.1	Aa3	-140	-147	-82	66	-119
南韓	2.8	Aa2	-170	-178	-70	108	-126
新加坡	2.9	Aaa	-159	-173	-113	60	-143
德國	2.3	Aaa	-222	-228	-159	69	-196
中國	1.7	A1	-283	-284	-160	123	-219
日本	1.0	A1	-348	-352	-290	62	-323

資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

綜合風險及回報考量，預期亞洲除日本的國家債券中，印尼、印度及馬來西亞未來表現將較突出。

債券

收益率預測：策略上息差較定點預測更為可取

除了宏觀因素，債券投資不能忽視收益率變化的影響。上季特朗普當選後流言滿天飛，一時通脹反彈，一時介入美聯儲決議等等，資金隨消息流竄，令收益率變得波動。究竟收益率如何受聯邦利率及通脹預測影響？其幅度又如何？

定點預測：料短債較長債吸引

根據過去 50 年按季數據，並透過包括 GDP、CPI 及聯邦利率作為參考指標，為美國 2 及 10 年期國債收益率作迴歸分析。套用美聯儲去年 12 月對今年各經濟數據預測作為指引，包括實際 GDP 為 2.1%、核心 PCE 為 2.5%，及全年減息 2 次共 50 基點為基礎，模型推算結果表列如下：

國債年期	模型預測 (%)			基本情況 (%)		極端情況 (%)	
	平均值	標準差	峰谷值	下限	上限	下限	上限
10	4.31	0.05	0.15	4.25	4.36	4.15	4.46
2	3.83	0.16	0.40	3.67	3.98	3.43	4.22
差距	0.48	-0.11	-0.24	0.59	0.37	0.72	0.24

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 12 月 19 日

結果顯示，美國 10 年期國債收益率預測區間為 4.25 至 4.36%，相比截至 2024 年 12 月 19 日報 4.53%，預計未來下降空間只有約 28 基點，意味債價上升有限。在極端情況下，債息最低料只會跌至 4.15%，潛在降幅只有 38 基點，與去年 11 月時相若，反映投資者去年憧憬透過持有長債以賺取存續期優勢的操作，如今已蕩然無存。反觀美國 2 年期國債收益率在截至 12 月 19 日報 4.32%，與模型推算預測區間 3.67 至 3.98% 比較，基本情況下有 65 基點的潛在下行空間，極端情況下的潛在降幅更增至 89 基點，與上季提出投入短債並持有至到期的策略，本季仍然有效。

觀察平均值、基本情況和極端情況的上限及下限結果，10 年期的債息皆高於 2 年期，反映收益率曲線正常化（即 10 減 2 年期為正值，曲線並朝向左上方延伸）皆出現在各項預測之中。上季提出的策略之一：增持短債同時減持長債以賺取正息差，如今依然奏效。策略內容將在下文闡述。

通脹疑雲：料利率不變下 CPI 都會影響收益率走勢

美國 10 年期國債收益率在上季由 3.6% 不斷攀升至 4.5%，原因之一是市場預期特朗普就任後，大幅提升關稅將轉嫁給美國本土消費者，通脹會隨之反彈，迫使美聯儲放慢減息步伐，甚至有機會要重啟加息以壓抑通脹反彈勢頭。另有意見認為，通脹將不升反跌，原因是各地戰火可能會陸續平息，地緣緊張局勢將會緩和，油價料下降至疫情前的區間，即大約每桶 40 至 60 美元。截至去年 12 月 20 日紐約期油報 69.5 美元，即油價潛在跌幅介乎 14 至 42%。參考過去 10 年油價與按年 CPI 的相關係數，正數佔比高見 89%，即油價升跌將直接影響 CPI 走勢，主要由於美國經濟高度依賴原油，故當油價大幅下跌，料將可拉低持續多年的頑固性通脹。簡單而言，未來收益率走勢很大程度取決於按年 CPI 走勢，更精準地說，是美國新任政府的外交政策，而非單純的財金因素。

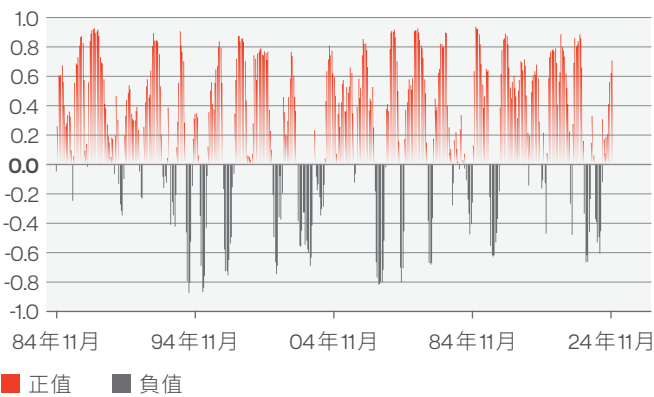
紐約期油價格走勢



資料來源：彭博，數據至 2024 年 12 月 22 日

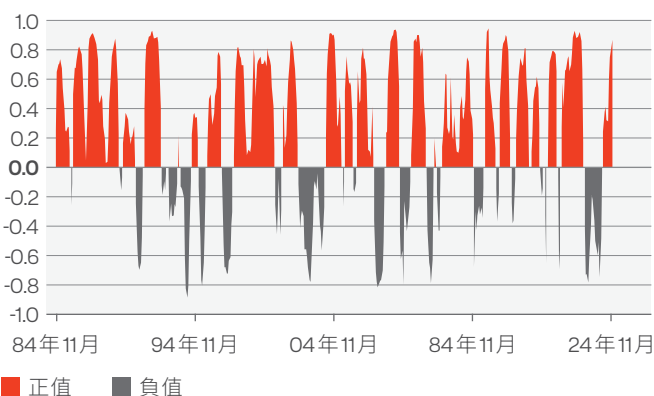
再參考過去 40 年，美國 10 及 2 年期國債收益率與按年 CPI 的相關係數，正值佔比分別是 71 及 67%，反映收益率與 CPI 同步升跌的機率約 7 成，而 10 年期較 2 年期敏感。兩者最大值分別是 0.95 及 0.98，而最小值則負 0.89 及 0.91。反映其影響幅度可高達 9 成以上。

美國 10 年期國債收益率與按年 CPI 之相關系數



資料來源：彭博，數據至 2024 年 12 月 22 日

美國 2 年期國債收益率與按年 CPI 之相關系數



資料來源：彭博，數據至 2024 年 12 月 22 日

再收窄分析範圍，選取過去 40 年數據，把連續減息 3 次或以上定義為「減息期間」，並在此找出美國 10 及 2 年期國債收益率與按年 CPI 的相關系數的正值佔比、最大及最小值作比對，所有結果皆只出現輕微下降。佐證了過去多次強調，CPI 變化其實不大影響利率決議。整體收益率與按年 CPI 的相關系數表列如下：

近 40 年全期數據		
收益率年期	10 年	2 年
正值佔比	71%	67%
最大值	0.95	0.98
最小值	-0.89	-0.91
「減息期間」的案例		
收益率年期	10 年	2 年
正值佔比	68%	65%
最大值	0.91	0.96
最小值	-0.83	-0.84

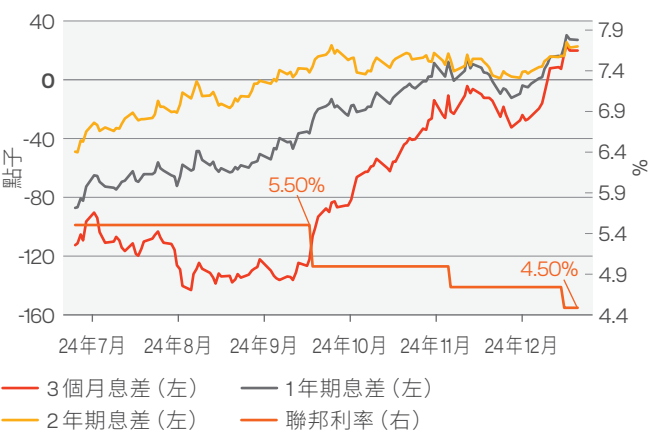
資料來源：彭博，數據截至 2024 年 12 月 22 日

市場普遍認為 CPI 升跌將影響美聯儲的利率決定，但上述分析顯示，這只是一廂情願的想法。不過，CPI 影響收益率，不論同步機率及影響幅度都是十分顯著。姑勿論什麼原因，債市投資者應多加注意 CPI 走勢，而非念茲在茲於減息步伐，就算利率不變下，收益率都會隨 CPI 而出現改變。

投資策略：以收益率斜度為主軸

早在去年第 2 季已分析美國國債收益率曲線（簡稱「曲線」）在首次減息 3 至 6 個月後由當時「倒掛」狀態趨向「正常化」（意謂曲線斜度趨向正值，整體曲線最終向左上方延伸）。去年首次減息後 6 個月，在美國 10 年期收益率之息差中，2 年期率先出現正值，及後 1 年期及 3 個月息差亦步亦趨，到 12 月底整條曲線完成了正常化演變。

美國 10 年期國債收益率息差與聯邦利率走勢

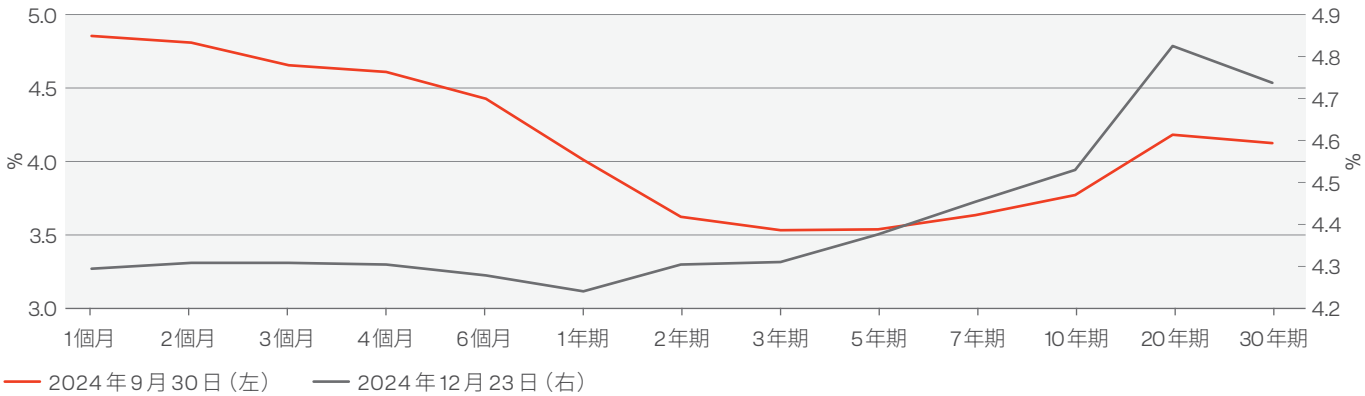


資料來源：彭博，數據至 2024 年 12 月 23 日

除了準確預測息差的走勢，上季亦預測曲線正常化將進入最後階段。當時市場普遍認為在存續期的影響下，減息將有利長期債券。但本章節認為短期債券更加吸引，因可捕捉曲線前端下墜後價價反覆走高的機會。參考上季曲線的變化，同樣成功準確預測並作出了適當的投資建議。

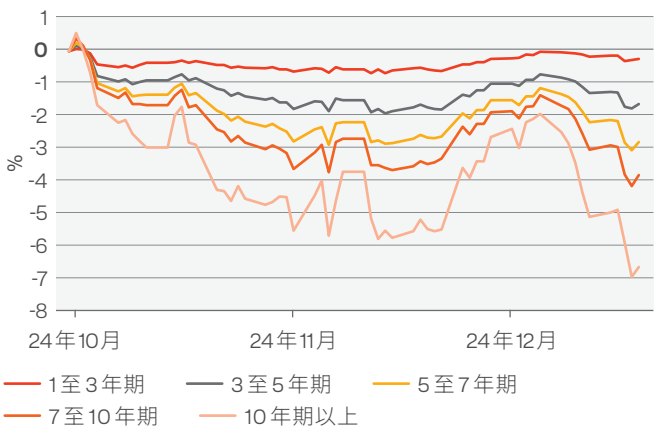
債券

美國國債收益率曲線



資料來源：彭博，數據至2024年12月23日

彭博全球累計債券不同年期的指數表現



資料來源：彭博，數據至2024年12月23日

本季將同樣提出兩項投資策略：收益率斜度及信貸息差變化。

收益率斜度：料較定點式投資吸引

收益率曲線正常化後，應集中分析各年期的息差趨升時，其速度及對利率變化的敏感度，從而得出相應投資策略。

參考過去30年按月數據，以10年期收益率減去1個月、6個月及2年期（數據所限未能用上1年期作分析）的收益率為各息差的指標，再找出各息差與聯邦利率的相關系數。結果顯示，各息差的負值佔比都超過9成，反映當減息時各息差很大可能上升。幅度上平均錄負5成以上，最大及最小值分別報約50%及99%，反映如果美聯儲繼續減息，各息差持續走高的機會非常高。

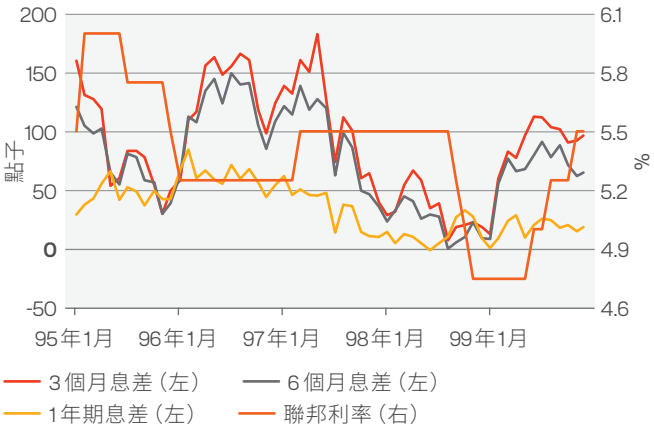
與10年期息差與聯邦利率之相關系數

指標	3個月	6個月	2年期
負值佔比 (%)	93%	95%	98%
平均值	-0.51	-0.58	-0.61
最大值	0.54	0.46	0.50
最小值	-0.99	-0.99	-0.99

資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

根據上文分析，歷史上較接近未來的減息路徑應是1995年的減息周期。當時首先減息3次，其後維持了14個月利率不變後，突然加息1次，再維持17個月不變後才再減息3次，並完結當次周期。

1995年起減息周期中各收益率息差與聯邦利率



資料來源：彭博，數據由1995年1月至1999年12月

結果顯示，各息差與聯邦利率走勢普遍成反向狀態，與歷史上各周期吻合。當中抽出首次減息後至首次加息前，及首次加息後至再次減息前的數據，分析各息差幅度上變化。結果表列如下：

期間	與10年期息差（點子）			
	指標	3個月	6個月	2年期
首次減息後至首次加息前	平均值	111	98	54
	標準差	42	34	13
	最大值	166	150	85
	最小值	30	30	30
	峰谷值	136	120	55
首次加息後至再次減息前	平均值	77	62	21
	標準差	50	42	18
	最大值	182.4	138.6	50.9
	最小值	7.5	0.45	-1.2
	峰谷值	175	138	52

資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

結果顯示，首次減息後至首次加息前，息差全數上升。雖然最小值相若，但其他指標，包括平均值至峰谷值表現，都反映年期愈短敏感度愈高。尤其觀察峰谷值表現，最大報136點子，比當時減息共75個基點明顯偏高，暗示投資於息差較利率變化更加吸引，或應投資於息差而非定點於收益率的策略。

上文分析未來如通脹反彈，不排除有加息的可能性。參考1995年減息周期，途中曾加息1次，當時各息差隨之下跌，平均值分別下降超過30點子，標準差則全數上升，最小值更出現單位數甚至負值，反映忽然加息令息差急挫，當時收益率及存續期風險偏高。另外，峰谷值的變化都佐證年期愈短敏感度愈高的分析。

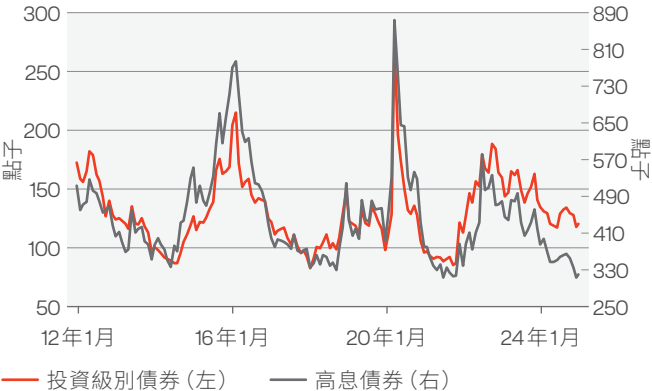


綜合而言，未來收益率斜度較定點式投資策略更為吸引，但注意年期愈短敏感度愈高。另外，美聯儲在利率觀點上忽然轉向都是此策略的風險，當中與特朗普就任後的國策有關。

信貸息差變化：料可揀選的行業不多

美元投資級別及高息債券的信貸息差自2022年起持續下跌，尤其去年底高息類別跌至差不多有紀錄以來最低水平的311點子，反映近年經歷加息潮、全球經濟下滑及地緣緊張下資金不斷追逐企業債券。如此低迷的信貸息差，企業債券是否仍值得投資？

2012年至2024年投資級別及高息債券的信貸息差



資料來源：彭博，數據至2024年12月20日

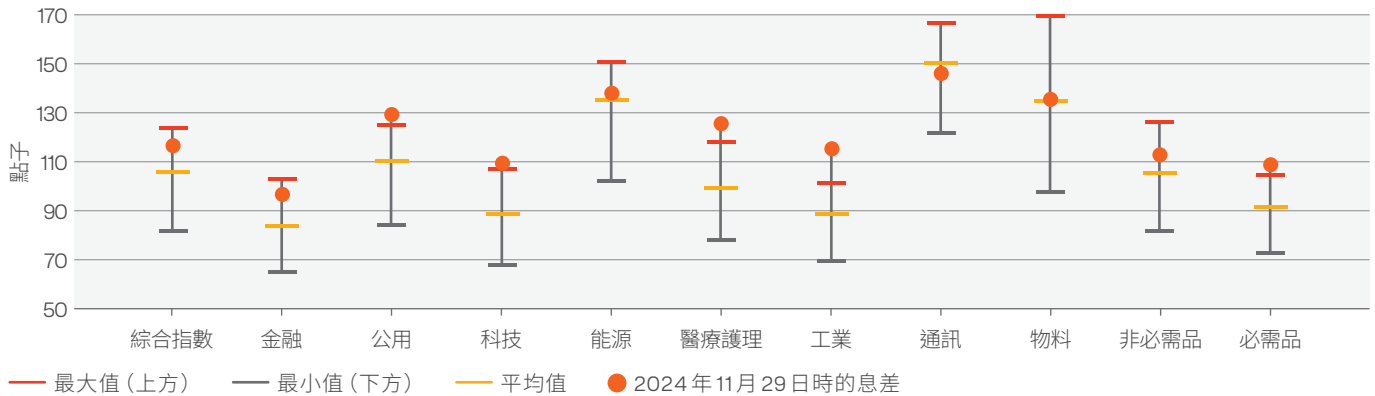
按上文分析，「紅色浪潮」下預期高息企債表現向好，利率變化則支持投資級別企債。綜合反映，企業債券較為吸引，但策略上需更為微觀，透過各行業的信貸息差數據作部署。

選取上一次「紅色浪潮」首年（2017年）的按月數據，分析各信貸息差變化，從而制定今年對各行業企債的策略。以標普500指數中11項行業分類作基礎，找出當時信貸息差的浮動區間（即最大與最小值）及其平均值，再比較2024年11月底的信貸息差水平，來評審各行業企債的優次。

結果顯示，在投資級別類別中，去年底水平都高於大部分行業的平均值（除了通訊及物料行業），反映今天所謂偏低水平，較當時其實可以更低，暗示未來債價仍有上升空間。而高於浮動區間上方的（即最大值），包括公用、科技、醫療護理、工業及必需品行業，意味這些行業較具投資價值。

債券

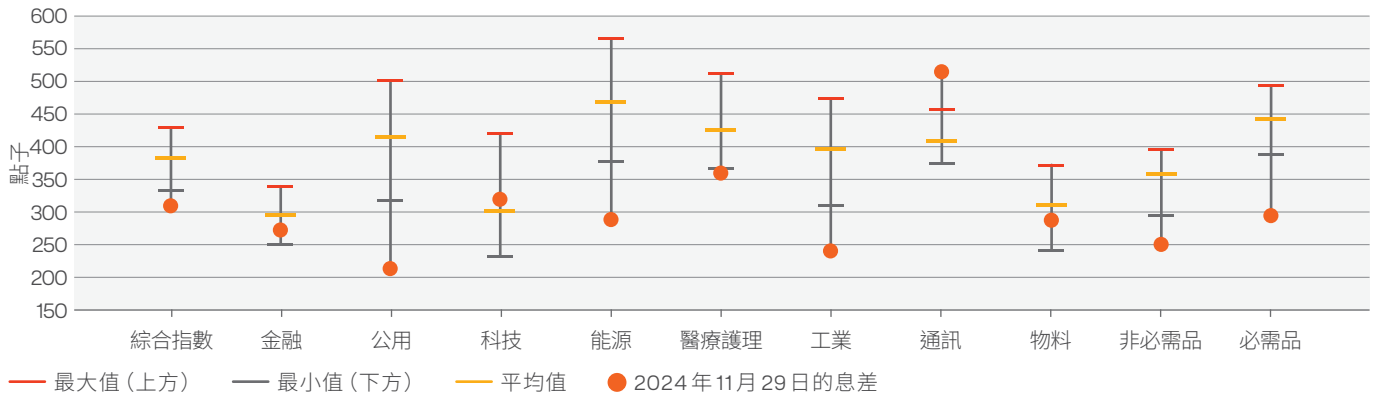
上次「紅色浪潮」首年各行業及綜合指數的信貸息差：投資級別債券



資料來源：彭博，數據截至2024年12月20日

同樣分析套用在高息類別，結果卻有另一番光景。去年只有科技及通訊高於平均值，而處於浮動區間下方的（即最小值）為數眾多，包括公用、能源、醫療護理、工業、非必需品及必需品行業，反映這些行業的信貸息差好大機會反彈，投資風險偏高。

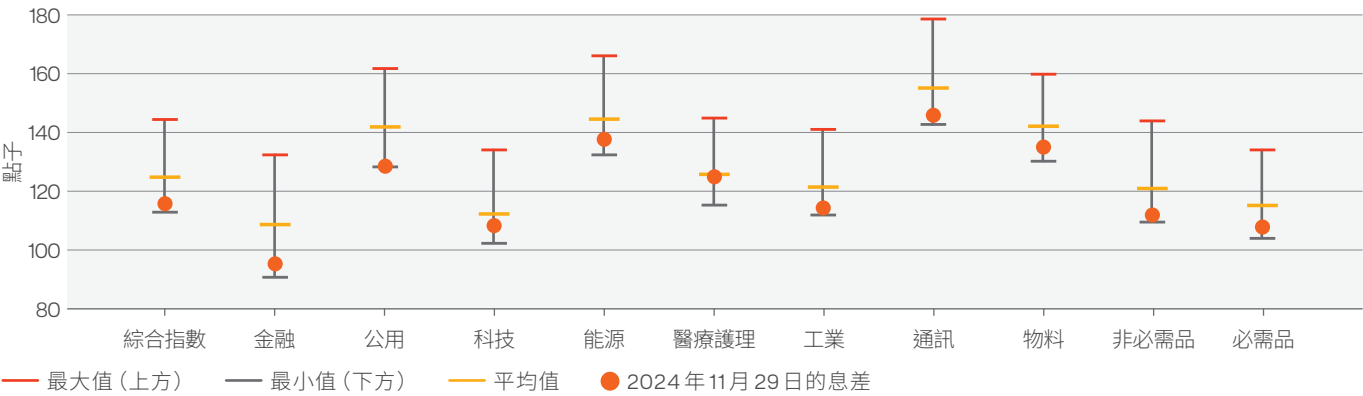
上次「紅色浪潮」首年各行業及綜合指數的信貸息差：高息債券



資料來源：彭博，數據截至2024年12月20日

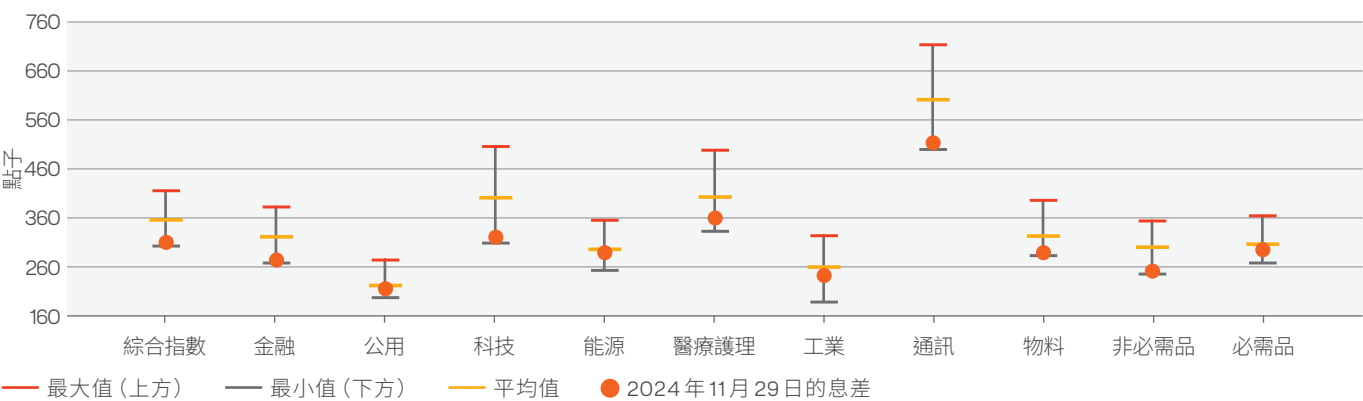
再集中分析去年按日數據，結果顯示在投資級別類別中，全部行業都低於平均值，當中只有醫療護理較接近其平均值。另一值得注意的是只有公用行業處於區間底部，反映信貸息差反彈令債價下跌的機會相當高。整體而言，各行業吸引力都偏低。

2024年各行業及綜合指數的信貸息差：投資級別債券



最後是高息類別，結果顯示與投資級別不遑多讓。去年整體水平皆低過平均值，只有工業較接近其平均值。另外，金融、公用、科技、通訊、物料、非必需品都非常接近浮動區間的下方，反映這些行業的投資風險偏高。

2024年各行業及綜合指數的信貸息差：高息債券



綜合上述4項分析，在特朗普就任後的「紅色浪潮」下，預計投資級別債券中公用、科技、醫療護理、工業及必需品行業的企債將較為吸引。其餘類別及行業應稍為等待各信貸息差反彈到一定程度後再作考量。

債券

東亞聯豐投資團隊

美國國債波動料增；留意亞洲投資級別新債發行，看好亞洲高收益債券

本章摘要：

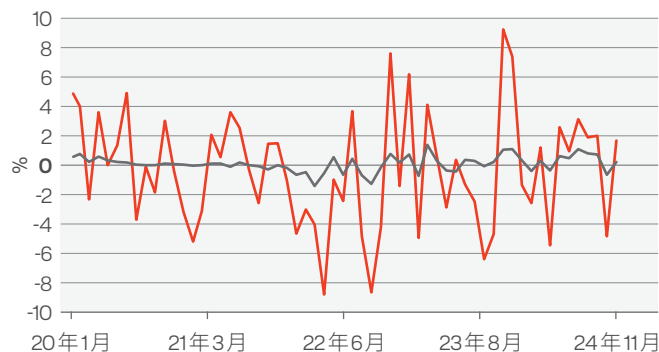
- 特朗普政策為市場帶來不明朗因素，美國國債可能較波動
- 亞洲債券息差料維持收窄，債券利差交易 (Carry trade) 為投資焦點
- 中國投資級別債券估值高，日本供應回暖。南韓政治風波不影響債券基本面
- 政策利好中國地方政府融資平台 (LGFV) 高收益債券，印度債市回調估值吸引

特朗普重回白宮料將利好風險資產，亞洲美元債券的息差，尤其是投資級別債券已經大幅收窄並預計會維持，因此我們相信債券利差交易將成為 2025 年債券投資重點。其中，投資級別債券的機會主要來自新債發行，相信當中不少更會以溢價發行，值得留意的市場包括日本、南韓和中國。東亞聯豐投資團隊對於基調穩健的高收益債券持樂觀態度，而中國、印度以及前緣市場 (frontier markets)，例如蒙古和巴基斯坦均具投資機遇。

投資級別債券

美聯儲於 2024 年減息 3 次合共 1%，並表示 2025 年可能只會減息 2 次，意味聯邦基金利率有機會回落至 3.75% 至 4% 的水平。減息步伐放慢，美國國債收益率可能再次抽升，或使長期債券價格受壓。短存續期債券到期日短，英美以及個別亞洲投資級別短債的基本面穩固，風險回報吸引。加上短債對利率走勢敏感度較低，價格波幅有限。ICE 美銀美林 1 至 3 年期美國政府和企業債券指數顯示，過去 5 年每月回報大部分維持在正 1% 至負 1% 的區間，而 10 年期以上債券回報則在正 9% 至負 9% 之間。鑒於貨幣政策走向存在變數，加上特朗普若對中國等大幅加徵關稅，可能刺激通脹反彈，引發美國國債波動。因此，我們認為短存續期債券能有效應對目前減息步伐。

各年期債券每月價格變動



— ICE BofA 5 至 10 年期以上美國政府和企業債券指數
— ICE BofA 1 至 3 年期以上美國政府和企業債券指數

資料來源：ICE 指數，數據由 2020 年 1 月 31 日至 2024 年 11 月 30 日

短債以外，我們亦會注意亞洲投資級別新債的發行。目前亞洲債券息差已經明顯收窄，上升空間有限，團隊已經從部分高貝塔債券先行獲利，靜待機會吸納新債。

日本優質債券具防守性；南韓政治風波不影響債市基本面

不少優質日本企業在 2024 年發行了美元債券，擴闊投資者基礎，也為投資者帶來分散投資的機會。該批債券的發行人大部分屬 A 甚至 AA 評級，團隊看好的板塊包括金融、消費必需品和電訊。日本企業過往甚少在美元債市進行融資，但由於需求強勁，加上美日貨幣政策分歧相信會慢慢收窄，刺激債券供應。當美國繼續減息，而日本續推行利率正常化，發行美元債券的成本將會下降。

另外，南韓去年的政治風波對債市打擊不大。事件於短時間內得到解決，南韓經濟基調仍然穩健，而政府迅速反應為金融市場提供支持。團隊繼續看好南韓美元債券，尤其是金融業。由於南韓在岸和離岸利率接近，因此團隊相信美元新債供應今年將會持續，可多加留意。

中國投資級別債券估值高；中國美元債市回暖，留意新債發行

隨著中國內地近期的經濟漸趨平穩，加上政府逐步推出刺激經濟措施，投資者開始對中國資產重拾信心，但包括銀行和國企等的投資級別美元債券息差持續收窄，情況預計會持續，故債價上升空間有限，因此團隊建議留意新債發行。有大型優質科技、媒體和電訊公司於2024年11月發行了26.5億美元債券，是2021年以來首次發行美元債。有消息指，另一科技巨頭亦正研究透過發行美元債融資。眼見美國減息，加上息差大幅收窄，在成本下跌的情況下，中國美元債市有回暖跡象。

高收益債券

亞洲高收益美元債券基調向好，息差有條件繼續收窄。中國之前推出的經濟措施效果尚未完全浮現，與此同時，特朗普威脅向中國增加關稅，對經濟有何影響仍待觀察，因此團隊對中國高收益美元債保持審慎樂觀。印度富商被美國指控參與一宗賄賂案，打擊印度債市，團隊認為是趁低吸納優質債券的好時機。蒙古和巴基斯坦等前緣市場亦因不同利好因素而被青睞。

中國地方政府融資平台高收益債券值得注意，對內房債則保持中性

中國於2024年11月初推出10萬億人民幣的融資計劃，旨在挽救地方債務。受政策支持，團隊看好中國地方政府融資平台債以及受惠於業務改善和融資渠道增加等利好因素的工業債，例如一家綜合性企業近日便成功發行3億美元債券。至於內房債，團隊則繼續保持中性看法，雖然樓市有回穩跡象，但仍然有個別發展商面對流動性問題需要延遲派發債息或申請把即將到期的債券延期。

趁低吸納印度優質債券；蒙古基調穩健，巴基斯坦短債收益率吸引

擁有印度一家大型綜合企業的富豪與其能源公司高層被美國指控參與一宗賄賂案，影響印度高收益債市的投資氣氛。印度基本面依然穩健，總理莫迪投資基建和能源的方向不變。債市回調後估值吸引，我們認為是趁低吸納優質債券的機會。另外，團隊也會留意新債發行。

蒙古和巴基斯坦基於不同利好因素獲團隊看好。蒙古是亞洲最高經濟增長市場之一，中國重啟經濟帶動蒙古煤炭出口，而礦業和潔淨能源等板塊預計會繼續吸引外資。同時，團隊亦看好蒙古銀行等高收益債券。至於巴基斯坦，其短債的收益率吸引，發生債務違約風險低，萬一出現流動性壓力，相信國際貨幣基金組織會給予支持。

受特朗普政策不明朗因素影響，美國國債可能出現波動。另外亞洲投資級別債券息差已處於十分窄的水平，團隊會聚焦低貝塔和高防守性的債券，並從中國、日本和南韓新債供應中尋找投資機會。此外，亞洲高收益債券基調強韌，風險資產預料將繼續受追捧，加上出現墮落天使的機會不高，因此團隊對高收益美元債券維持樂觀。



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。