

## 步步为营

东亚银行经济研究部



# 2025年第1季经济展望

### 本章摘要：

- 全球经济在2025年料延续低增长态势，不确定性亦骤增
- 2025年美国前景保持良好，但通胀回落进程停滞令美联储减息取向更为谨慎，贸易政策不确定性亦构成重要下行风险
- 欧元区和英国经济在2025年将维持低增长趋势
- 亚洲消费及投资势头向好，亚洲经济有望维持大致向好。除日本央行外，其他亚洲央行料以放宽货币政策为主
- 中国内地有望加大宏观政策力度，积极扩大内需，稳定房地产市场，支持内地经济持续回升
- 访港旅游料可持续复甦，预期2025年香港经济将维持增长，资产市场有望筑底回稳

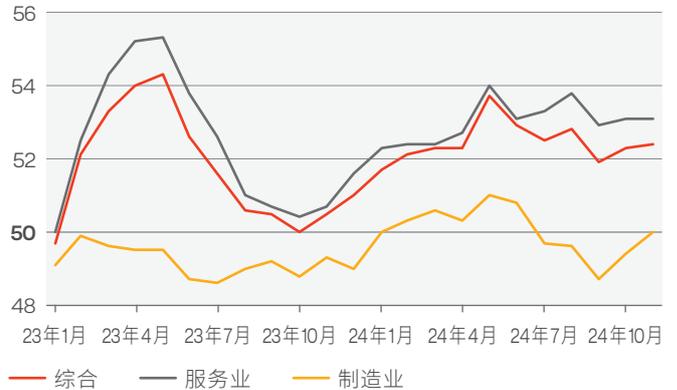
## 全球经济展望

### 全球经济延续低增长常态，不确定性骤增

2024年环球经济展现出韧性。即使在利率高企、多国大选及地缘政治局势紧张背景下，国际货币基金组织(IMF)最新估算2024年环球经济仍能录得3.2%的平稳增长。科技产品需求回暖刺激贸易活动回升是支撑2024年经济表现的重要因素。再者，劳工市场稳健，为私人消费提供扎实的支持。企业盈利延续增长势头，推动商业投资扩张。然而，全球经济同时挑战重重，不确定性骤增。首先，各主要经济体增长步伐不一，反映复甦基础并不稳固，中国内地经济在政策加大力度下保持稳定增速；美国经济表现超出长期趋势；欧洲经济复甦步伐滞后。其二，美国新任总统特朗普的关税威胁将对全球贸易和投资前景构成压力，金融市场情绪亦会受到波及。其三，欧洲及中东地缘政治持续不明朗，环球供应链受阻的风险依然存在。



### 全球采购经理指数



>50 表示扩张  
资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

通胀压力逐步缓和，但仍高于政策目标。2024年以来，先进经济体的通胀率逐步回落至2至3%左右，其核心通胀也有所放缓，但仍处于较高水平。大宗商品价格回落、供应链活动复常及耐用品需求降温等，带动了食物、能源和商品价格增幅放缓。不过，前期累积的价格压力和工资较快增长仍对核心通胀构成压力，特别是在服务消费领域。展望未来，全球通胀回落进程仍将受多方面因素影响。一方面，特朗普政府的关税措施和扩张性财政政策可能推高美国通胀，并可透过全球供应链传导至其他经济体。同时，地缘政治风险加剧亦可推高食品、能源及航运价格，为通胀前景增添变数。我们预料全球核心通胀将进一步向政策目标迈进，但这一过程需时且会出现不少起伏。

货币政策从紧缩走向中性，金融市场风险增加。由于实质利率已维持紧缩性一段时间，为了避免对经济造成过大的压力，环球主要央行于2024年启动减息。展望未来，我们预计美联储、欧洲央行和英伦银行将按自身经济表现，有序下调利率至接近中性水平。日本央行将退出其超宽松货币政策并温和加息。新兴市场亦将进一步减息，但其步伐或受制于其汇率走势和资金流向等因素。

环球经济将延续低增长态势。展望2025年，全球经济有望维持扩张，但低增长或成为新常态。IMF预测2025年环球经济增长将保持在3.2%，与2024年持平。尽管利率下降有利环球资产市场、提振投资和消费信心，但特朗普政府的贸易和财政政策、地缘政治局势以及金融市场波动，均会对环球经济产生重大影响，有关下行风险需要紧密关注。

宏观经济

# 美国经济展望

## 2025年美国有望延续良好增长

2024年美国经济增长超出预期，主要受惠于私人消费和政府开支增长，投资活动亦见扩张但走势较为波动。虽然限制性货币政策持续对家庭和企业构成压力，但稳健的劳工市场和资产价格上升对私人消费提供了稳固支持。生产力提升及扩张性财政政策进一步推动经济增长，但美国在2024财政年度的财政赤字占GDP比率高达6.4%，引发财政可持续性的忧虑。另一方面，房地产市场投资和销售受制于按息高企。总体而言，2024年美国经济增长表现强韧，领先一众先进经济体。

特朗普于2025年1月就任美国总统，加上共和党掌控参众两院，预料特朗普大部分的政策主张将获通过。特朗普在竞选期间提出“让美国再次强大”(Make America Great Again)的政策主张，主要措施包括：大幅增加关税、延续减税措施、大规模遣返非法移民、撤销或削减能源和金融等不同行业的监管。这些政策或会对经济增长带来刺激，但同时可能加大通胀压力，影响美联储的减息进程。

### 美国国内生产总值增长率



资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

美国在2024年抗通胀整体取得进展，但回落过程时有起伏。近期，通胀走势有所停滞，商品价格的跌势开始放缓，住房和核心服务价格仍具黏性，个别组成部分甚至加速上涨。不过，劳工市场过热情况得到改善，供需趋于平衡，缓和了工资上升压力。我们预计通胀将继续温和放缓，但仍会持续高于美联储2%的政策目标一段时间。

### 美国个人消费开支物价指数



资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

美联储正式步入减息周期。2024年9月美联储减息半厘，其后在11月和12月各减息四分之一厘，将联邦基金利率下调至4.25至4.50%。然而，美联储在12月会议的前瞻性指引显示，2025年减息步伐将放缓，利率点阵图预测2025年减息幅度为50个基点，反映政策调整将更趋谨慎。我们预计2025年美国货币政策会逐步从紧缩走向中性，但具体减息幅度和速度将取决于经济数据表现和特朗普政府的政策走向。

展望2025年，美国经济前景保持良好，预计增速达到1.9%，略高于趋势增长水平。在共和党主导国会的形势下，特朗普料将优先推出减税和去监管等政策，为经济注入更大的动力。不过，下行风险亦值得关注，例如：关税威胁可引发其他国家的报复、实质利率高企、财政赤字问题、地缘政治紧张局势以及资产市场波动等。

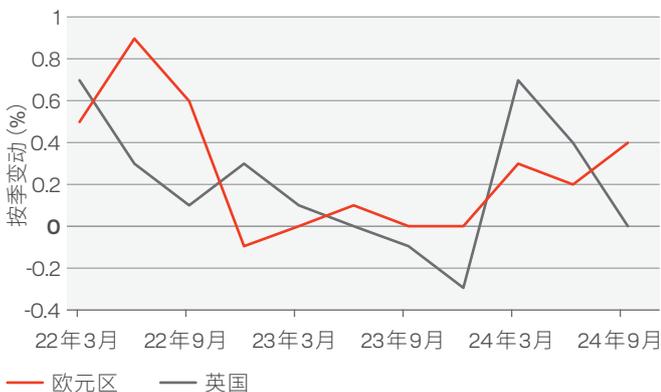


# 欧洲经济展望

## 欧洲经济复甦步伐滞后

2024年，欧元区和英国经济成功走出衰退边缘，但整体增长乏力。地缘政治风险升温、能源供应不稳和物价高企等因素持续拖累欧洲经济表现，企业信心和投资活动亦维持低迷。区内经济表现分化依然明显，德国因制造业需求疲软而接近停滞，法国及西班牙则在服务业带动下取得较佳表现。相对欧元区，英国企业信心较为坚挺，但高物价和高利率对私人消费构成压制，经济增长动能不足。2024年全年，估计欧元区和英国经济增长均会略低于1%，较两者的趋势增长为低。

欧元区及英国经济增长

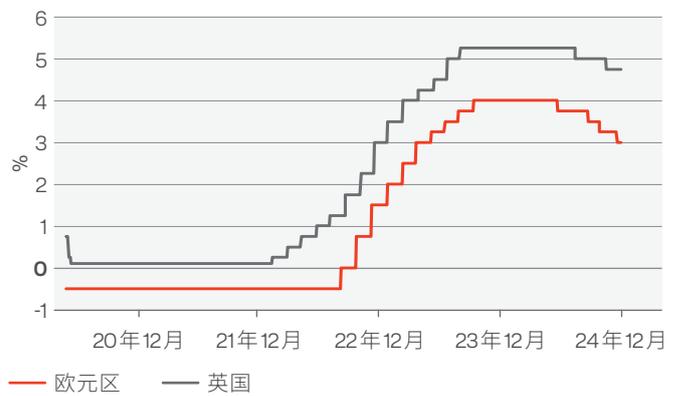


资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

特朗普上任将对欧洲带来显著的政策不确定性。在亚洲工业竞争下，欧洲制造业已面临不少挑战，而特朗普的“美国优先”政策将为欧洲带来更大的外部压力。全面关税威胁可能进一步削弱欧洲出口并抑制企业投资。美元走强及美联储减息步伐放缓，或对欧元区国债市场和金融稳定构成挑战。地缘政治局势的不确定性亦备受关注，例如特朗普如何处理俄乌冲突，以及对北约国防支出的要求。不过，美国放宽能源行业监管或会有助于欧洲巩固能源安全并推进贸易合作。整体而言，特朗普如何落实其对外政策仍有待观察，但政策不确定性将令投资信心更为脆弱。

央行启动减息以巩固增长动力。随着通胀从高位回落，欧洲央行和英伦银行先后于2024年6月和8月启动减息，2024年全年分别减息四次及两次，合共一厘及半厘。虽然潜在通胀压力仍然存在，但欧元区经济下行压力加剧，欧央行有必要继续下调利率以巩固增长动力，预计2025年将每季度减息四分之一厘，全年合共减息1厘。由于英国工资及服务价格仍然偏高，加上财政预算案可能加大通胀压力，英伦银行将采取相对温和的减息步伐。若特朗普政府的贸易政策进一步加大对欧元区和英国经济的压力，欧洲央行和英伦银行或将采取更进取的减息策略作应对。

欧元区及英国政策利率



资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

2025年欧洲经济有望延续低增长态势。在外贸和地缘政治局势的不确定下，欧洲工业、出口和企业信心将承受一定压力。然而，欧洲经济亦有不少支持因素，包括：劳工市场状态良好，欧元区和英国失业率均处于低位、工资增长有助弥补通胀影响，改善家庭收入、央行将进一步减息、各国将牵头加大科技和军事投资。此外，欧元区具改革潜力以提升竞争力，但成员国达成共识需时，且多国政治受民粹主义影响，如德国及法国政府不稳。总而言之，预计2025年私人消费和政府投资将抵销外围不确定性的影响，推动欧元区和英国经济继续低速增长。



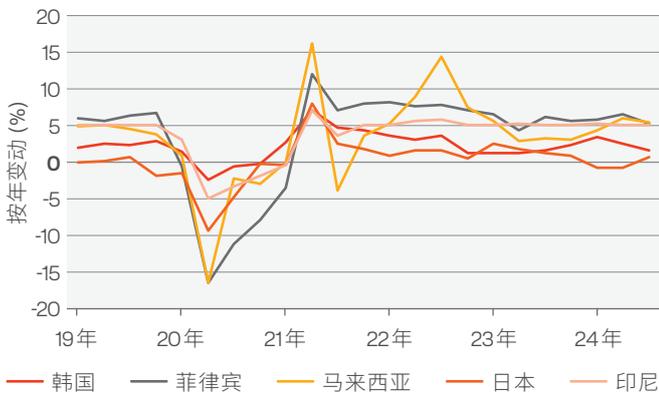
宏观经济

# 亚洲经济展望

## 国内消费和投资促进增长前景向好

亚洲经济增长普遍有所改善。受惠于出口回升，加上环球减息周期启动，亚洲大部分经济体在2024年录得加速增长。受2024年初大地震和车企短暂停产影响，日本经济于2024年第1季陷入收缩，但随着实质工资上升和日本政府下调个人所得税等财政措施，私人消费需求转好，带动日本经济的增长动力于第2季起持续加强。南韩经济在半导体需求强劲和低失业率的支撑下持续扩张，但其低基数效应在2024年第4季逐渐消退，借贷成本高企亦削弱投资表现，使增速呈先高后低势头。台湾经济一直保持较快增长步伐，主要受惠于人工智能等高科技投资需求的推动。东盟经济体亦保持较强的增长态势。越南、马来西亚及菲律宾经济增长表现领先，而新加坡及泰国经济增长则稳步加速。整体而言，电子及机械产品需求稳健支持了亚洲整体出口表现，区内各国的国内需求稳健和基建发展也促进了私人消费和投资表现。

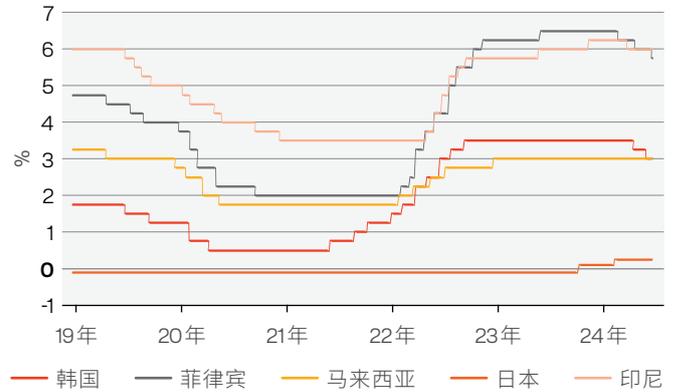
## 亚洲经济体的国内生产总值



资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

日本将维持温和加息步伐，其他亚洲央行料以放宽货币政策为主。日本劳工成本传导效应浮现及国内需求靠稳，支持通胀指标继续处于政策目标之上，加上经济增长走势与央行预期一致，将有利央行透过有序加息及缩减买债规模等达致货币政策正常化。另一方面，其他亚洲经济体的通胀普遍延续回落趋势，部分更下降至政策目标之内，南韩、印尼、菲律宾及泰国等央行在2024年亦已展开减息周期。面对外围环境日趋不稳定，相信大部分亚洲央行将倾向采取更宽松的货币政策立场，但环球不确定因素升温下，亚洲货币的潜在贬值压力或制约央行减息的空间。

## 亚洲经济体的政策利率



资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

2025年亚洲经济前景料可保持正面。外部需求对亚洲经济的推动作用料将减退，特别是在新一任美国总统特朗普的美国优先主张下，预计全球贸易政策将更趋不确定，关税威胁和其他贸易保护措施会导致贸易需求和企业投资信心转弱。不过，亚洲经济增长潜力稳固，区内各经济体的国内需求在劳工市场稳定、企业科技转型、跨境供应链合作、基建需求等多个利好因素的刺激下有望保持良好增长。



# 中国内地经济展望

## 中国内地加大政策力度推动经济稳步发展

2024年内地经济在转型中实现平稳增长。尽管低基数效应逐渐消退，内地经济仍能延续稳步增长。环球需求持续改善，部分高科技产品优势突出，带动商品出口加速增长，令净出口成为经济增长的重要动力。针对有效需求不足，内地当局重点支持大规模设备更新和消费品以旧换新，从供需两侧推动制造业投资和耐用品消费。2024年9月以来，内地加大政策组合拳力度，涵盖货币、财政、资本市场、房地产、地方债等不同层面，稳定经济和资产市场的信心，带动增长动力稳步回升，支持内地经济顺利实现2024年全年5%左右的增长目标。

### 中国内地经济增长情况



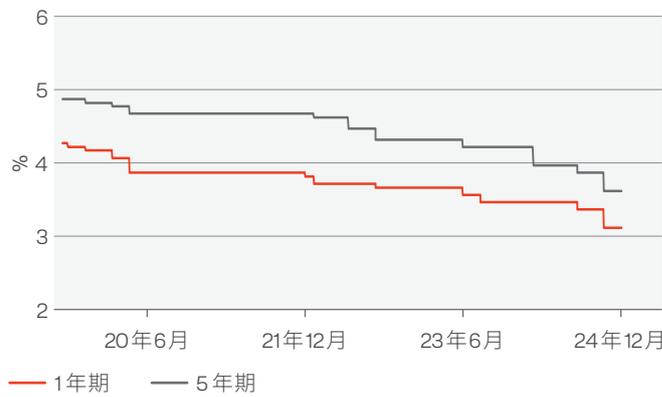
资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

外围政经形势渐趋不明朗，但内地经济仍具一定韧性。特朗普再度上场，并可能采取强硬的贸易政策立场，如威胁对中国进口商品加征大额关税。特朗普政府推出关税措施的时点、规模和力度仍充满变数，中美能否通过谈判达成共识亦是未知之数。再者，内地是150多个经济体的主要贸易伙伴，多年来建立了完善的先进生产设施、交通能源基建，加上在人才、知识产权和新兴科技领域（如电动车、锂电池及太阳能电池等）拥有领先地位，内地制造业庞大的规模和成本优势将有利应对贸易保护措施。

房地产市场将进一步企稳。2024年9月中央政治局会议强调要促进房地产市场止跌回稳，并出台一系列政策提振购房需求、支持“保交房”及推动“去库存”，包括：大幅放宽限购政策、降低房贷利率、首付比例及住房交易契税、扩大白名单项目的信贷规模、加强收购存量商品房的资金支持力度、扩大城中村和危旧房改造支持范围等。市场气氛渐见好转，住房销售改善，房价指数跌幅亦有所收窄。随着刺激政策效果进一步释放，市场信心改善，有利恢复楼市供求平衡，其对经济的负面影响将逐步缓和。

内地将实施更加积极有为的宏观政策，以推动经济持续回升。2024年12月，中央政治局及中央经济工作会议提出要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，内地当局料将提高财政赤字率、以及增加超长期特别国债和地方政府专项债发行规模，人民银行亦将适时进行减息降准操作。扩大内需将成为2025年的政策重心，包括：改善中低收入群体的消费能力、扩大服务消费发展空间、增加设备更新及消费品以旧换新的产品类别、推动城市更新投资项目等。内地有充足的政策空间和丰富的政策储备，预料2025年内地经济增长有望达4.8%左右。

### 内地贷款市场报价利率



资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日



## 宏观经济

# 香港经济展望

### 2025年料维持趋势增长

2024年香港经济在贸易复甦和投资低基数的带动下录得温和复甦。随着外围需求恢复增长，货物出口成为2024年推动香港经济增长的最大动力。经过以往数年调整和去库存，加上环球减息预期升温有助减轻企业借贷成本，私人投资呈筑底回升走势。不过，在欠缺消费券刺激和资产市场出现整固的情况下，私人消费表现低迷。访港旅客消费模式转变，以及香港居民外游需求强劲，令服务输入增速远高于服务输出。整体上，估计2024年全年香港经济增长可达2.6%左右。

### 访港旅客数据

每日入境人次



资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

商品贸易动力放缓，旅游业有望进一步复甦。自2024年第4季起，环球贸易领先指标回落，以及美国新政府带来的贸易政策不确定性，预期2025年商品贸易难再为香港经济带来明显贡献。取而代之，访港和出境旅游不平衡状况料将改善，特别是在中央政策支持和旅游基建升级的推动下，访港旅游业有进一步复甦空间。此外，北部都会区（北都）的开发即将进入全速建设阶段。2024年11月，85家中外企业签署意向书承诺支持及参与北都发展，当中35家另再签署与北都发展有关的项目协议，涉资逾1,000亿港元。随着北都的各项基建投资展开，该区的发展将不仅成为香港经济的新增长点，亦是香港与大湾区其他城市高质量合作的新平台。展望未来，在中国内地当局加大稳增长政策力度、香港经济基本面保持稳固，以及环球主要进一步减息的带动下，预料2025年经济增长可达2.5%。

### 香港失业率



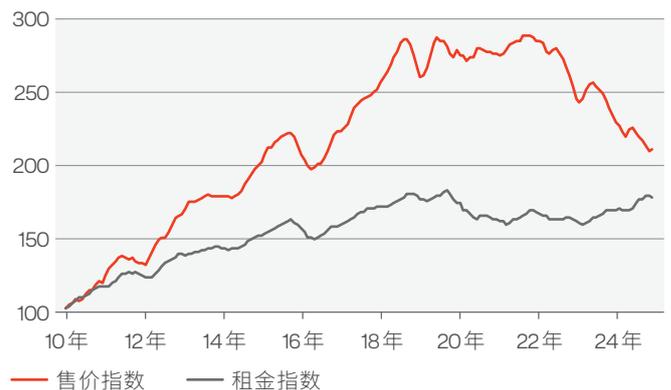
资料来源：香港政府统计处，数据截至2024年12月23日

香港资产市场成交量显著增加。中国内地当局自2024年9月以来宣布一系列稳经济的政策措施，加上香港特区政府全面放宽楼市需求管理及按揭贷款审慎监管措施，以及港元最优惠利率跟随美联储减息而回落，香港资产市场的投资情绪显著改善。

股市方面，港股成交量及新股市场集资额有所回升。楼市方面，私人住宅市场交投渐趋活跃，楼价指数走势稍有回稳，同时租务需求持续畅旺，推动租金指数逐步回升。随着市场信心改善，我们预期2025年楼价将筑底回稳。

### 住宅售价及租金指数

2010年1月为基数100



资料来源：差饷物业估价署，数据截至2024年12月23日



## 一骑绝尘

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪

东亚银行财富管理处高级投资策略师 | 陈伟聪

东亚联丰投资团队



股票

# 一骑绝尘

东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

**本章摘要：**

- “红色浪潮”及“美国优先”政策下，预期美股表现将较其他地区亮丽
- 标普500指数本季预测区间为6,178至6,335点，但或有近1成潜在跌幅
- 综合分析预期美股的医疗护理、非必需品、科技、物料及工业板块表现较好
- 欧股指数料呈“先低后高”，非必需品、物料、工业及必需品料有较佳表现

上季标题是《殊途同归》。美国总统大选结果、利率变化及选举后权力交接期间，料美股较其他市场理想，并预测特朗普胜选将有利金融、科技及非必需品等板块。同时，首次减息后3个月各类型股指表现良好，但及后表现将后劲不继，而低波动类股指的整体表现较佳。欧洲各地区股市受经济基础欠佳所拖累，同时通胀回落速度受制于能源价格，减息料亦无阻经济衰退风险上升。数据亦显示，利率首降后各欧洲股指表现普遍不济。日本则要面对内忧外患，各行业盈利预测分歧，连同加息阴霾，走势料飘忽不定。过去预测与现今结果大致相若。

本季标题是《一骑绝尘》。特朗普式“红色浪潮”（即共和党在总统选举及参众两选取得胜利及控制权）叠加“美国优先”政策，预料美股将明显向好，但数据预期欧日股市表现将较为不济。中美博弈将会持续，惟料会转以谈判和协商形式进行，纾缓对中港股市的压力，东南亚各国将续是中美拉拢对象，料有利当地经济及股市。

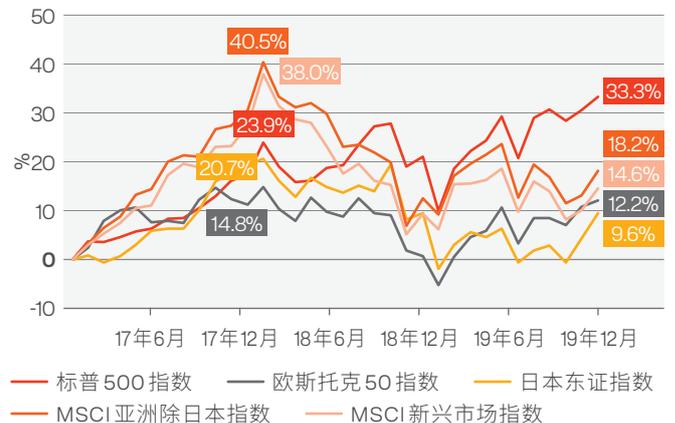
整体而言，美股的标普500指数本季目标区间为6,178至6,335点，通过政策偏好、减息憧憬、通胀变化及盈利预测进行分析，预计医疗护理、非必需品、科技、物料及工业板块表现较佳。欧股受内忧影响，但历史数据显示，在美国“红色浪潮”首年期间，欧股表现普遍造好，盈利预测分析显示，非必需品、物料、工业及必需品板块有望跑出。

## “红色浪潮”：料美股表现将一枝独秀

特朗普回朝料是投资市场的“游戏改革者”，资金将依特朗普的一言一行而流窜，尤其是共和党赢得参众议院的控制权，达到全面执政的所谓“红色浪潮”，当中的政策取向及其影响力已在《宏观策略》章节中阐述，在此不再赘述。

参考特朗普上任期的“红色浪潮”期间，各地区主要股指表现，由2017年1月至2019年12月的按月数据中，所有指数全数上升。当中标普500指数表现最好，升幅约33.3%。第2及3位是MSCI亚洲除日本及MSCI新兴市场指数，升幅分别是18.2及14.6%。欧斯托克50指数及日本东证指数的升幅则分别只有约12.2及9.6%，表现相对落后。数据显示，“美国优先”其实早在全球股市中出现，美股升幅明显抛离其他指数近1倍或以上，尤其对作为美国盟友的欧洲及日本更是不利。历史数据反映，“红色浪潮”期间，建仓于美股较为可取。

特朗普上一任期间“红色浪潮”下各股指表现



资料来源：彭博，数据由2016年12月31日至2019年12月31日

再观察各大指数在“红色浪潮”的首年表现，亚洲除日本及新兴市场表现较好，升幅约4成，标普500指数及日本东证指数升幅约2成，欧斯托克50指数只有约15%，反映全面执政的共和党在外交政策与民主党是南辕北辙。我们预期今天特朗普回朝，至少在贸易政策上由拜登年代的剑拔弩张，或转向谈判与磋商，全球经济绷紧的状态料有所纾缓。另外，特朗普自胜选后已开展俄乌停战协商<sup>1</sup>，以哈战事亦有缓和迹象<sup>2</sup>。停火止战相信是大部分国家的共识，炒作世界大战的极端风险正慢慢收敛，全球避险情绪正在降温。止战在即有利油价回落，在2020年疫情大流行的之前5年，纽约期油的平均价仅是53美元，远低于2024年底超过70美元的水平。当油价回落很大机会令全球通胀下降，对各国经济及民生皆属好事。投资者的风险胃纳料有序提升，对全球股市实属有利，尤其是近年估值压抑的亚洲除日本及新兴市场股市，或可趁机吸纳更多资金，反弹空间较成熟市场更大。毕竟欧美日等成熟股市的升势已持续良久，投资者转投亚洲及新兴市场亦是合理。

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

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

### 亚洲：料区内股市走势各异

集中分析亚洲地区，经济体量上的“东升西降”已出现多时，未来将是亚洲的世纪。中美博弈下，料各方都将投入更多资源加强在亚洲的影响力，尤其是在东南亚地区。其中，新加坡、泰国及马来西亚等国，过往不论在贸易战及地缘战事中多采取中立态度，未来料是中美双方拉拢的重心，左右逢源下料有利当地经济及股市。投资者宜因应风险承受能力适量配置上述国家的股票，料有助提升投资组合的回报。

东北亚地区中，日本及南韩均是美国的盟友，但特朗普对日韩的外交政策与拜登执政时的方针或有不同，加上日韩两国正受内部政党角力冲击。截至2024年12月14日，日经225指数年内上升近18%，未来日本加息、首相内阁执政地位不稳及滞胀等风险料将升温，都不利日股今年走势。

截至2024年12月14日，南韩股市年内跌近6%，除因经济积弱之外，总统尹锡悦的戒严事件<sup>3</sup>，料将进一步打击当地经济基础及外商投资。近年南韩按季GDP徘徊在0至1%之间，未来按季GDP如出现负值，将成为近30年来继1997、2008及2020年后，有可能再次出现经济衰退。

台湾在中美博弈中处于极为敏感的位置。特朗普曾表示，台湾“偷掉”美国的芯片工业<sup>4</sup>，上任后对台芯片政策仍是未知数。美国对台湾的军事取态更是暧昧不清，地缘风险料阴晴不定。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，但今年走势能否延续，将备受挑战。

香港在中美博弈下成为磨心，但中央政府去年底透过“组合拳”大力支持中港经济，加上香港经济正处结构性转型中，A股及H股风险及机会并存，下文将有更详细分析。

### 美股预测：标普500指数目标区间为6,178至6,335点

上季标普500指数受惠“特朗普交易”下屡创新高。截至2024年12月14日，标普500指数的预测市盈率更曾高见超过25倍水平，估值属偏高水平。有“债券大王”之称的格罗斯认为，美股牛市已进入尾声，未来升势将会放缓<sup>5</sup>。“股神”巴菲特的投资旗舰巴郡(BRK)，上季亦录得净沽出股票，将现金储备增加至创纪录的3,200亿美元，并表示美股现水平与“玩火”无异<sup>6</sup>。有人辞官归故里，有人漏夜赶科场。截至去年12月14日，标普500指数创下年内57次破顶纪录。而自特朗普当选后，标普500指数累升约4.6%，当中11个行业分类指数中有6个录得升幅，其中有4个更超越综合指数表现，例如非必需品及金融行业等所谓“特朗普交易”。各行业指数表现表列如下：

行业指数	表现 (%)	行业指数	表现 (%)
非必需品	17.3	公用	-1.5
通讯	9.9	能源	-2.3
科技	5.8	房地产	-2.6
金融	5.7	医疗护理	-4.9
必需品	2.1	物料	-5.0
工业	0.8		

资料来源：彭博，数据截至2024年12月14日

注：黄格表示其表现优于综合指数



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

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

<sup>5</sup> 见商业内幕者网站，<https://markets.businessinsider.com/news/stocks/bond-king-bill-gross-bull-market-defensive-high-yielding-investments-2024-10>

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

## 股票

### “红色浪潮”：料政策主导走势

特朗普再次回归白宫。参考上一次他执政期间各板块在“红色浪潮”的首年表现，借以制定美股的短中期部署。

首先以标普500指数11个行业分类指数的按月回报作为分析对象，并透过4大指标，包括平均回报(愈大愈好)、最大回报(愈大愈好)、最小回报(愈大愈好)及峰谷值(愈小愈好)，为每项指标中表现最好的首5个板块给予1分，最后得分最高者为最佳板块。结果表列如下：

2017年	板块按月表现(%)										
	科技	医疗护理	金融	非必需品	必需品	公用	能源	工业	通讯	物料	房地产
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
平均回报	2.7	1.6	1.6	1.6	0.9	0.7	-0.2	1.4	-0.4	1.6	0.6
最大回报	7.7	6.2	6.3	4.9	5.4	4.7	9.8	3.8	5.9	4.6	4.4
最小回报	-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
总得分	2	4	2	3	0	0	1	2	1	3	2

资料来源：彭博，数据截至2024年12月14日

结果显示，医疗护理为表现最佳板块，相信与共和党传统执政上对医疗政策偏松有关，而社会保障网多以用家自付为原则，医疗支出由政府转嫁于病人。同时开放保险市场，透过保单平衡社会的医疗风险，因此有利医疗护理行业。非必需品的表现同样向好，吻合当前特朗普式的移民政策，即是削减“黑工”以增聘本地工人，刺激就业和增加收入将有利非必需品消费。另一表现较佳的行业是物料，正好反映“美国优先”政策的结果，当生产线回归美国本土，对在地物料需求增加。如投资者偏重回报作考量，可考虑医疗护理、非必需品、物料、科技和金融相关的股份。

相反，必需品、公用及通讯板块得分偏低，反映特朗普在任有利经济发展和利率走势相对平稳，故对防守性及利率敏感板块较为不利。表现同样较差的能源，与特朗普“止战”的外交政策不无关系。

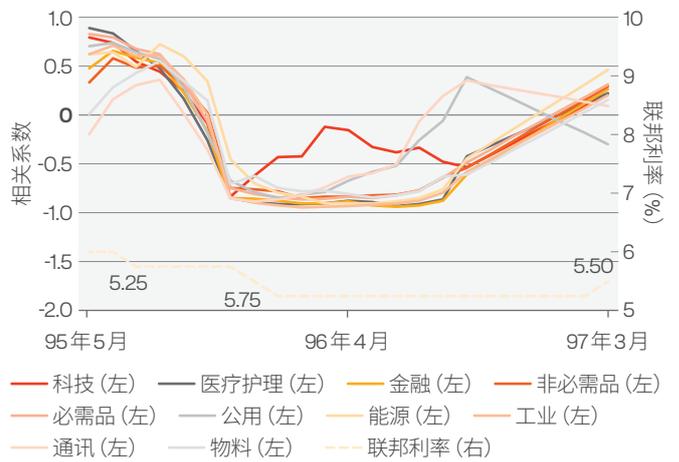
利用相同数据，分析在“红色浪潮”时期中首3、6及12个月，各板块的表现。结果显示，11项板块中只有能源及通讯，在3个分析时段中皆录得负值，尤其是在首6个月两者更出现双位数跌幅，故投资者应多考虑这两个板块的风险。

至于表现最佳则是科技板块，是唯一能在所有时段中均录得双位数升幅的板块，尤其是在首12个月的升幅更见突出，升近37%。若以3个时段的平均回报来淡化持仓时间长短的影响，科技板块的平均回报以约22%高踞首位。紧随其后的是医疗护理及非必需品，他们的平均回报分别录得14及13%。至于受惠生产线回归的工业及物料板块亦有不俗涨幅，分别报升10及12%。

**减息：料利好大部分板块**

特朗普的政策方向显而易见，但美国的利率走势却难以捉摸。除了因为美国未来的经济数据受总统易帅影响而难于预测，美联储过往对利率前景看法左摇右摆的做法亦是左右美国利率走势的重要因素。根据《宏观经济》章节中预测，今年美国将于每季各减息25基点，全年合共减息100基点情况与1995至1997年时的减息周期相似。若以此利率走势预测为基础，分析上世纪90年代标普500指数11项分类指数与联邦利率的相关系数，借以推测未来利率变化对各板块走势的影响。

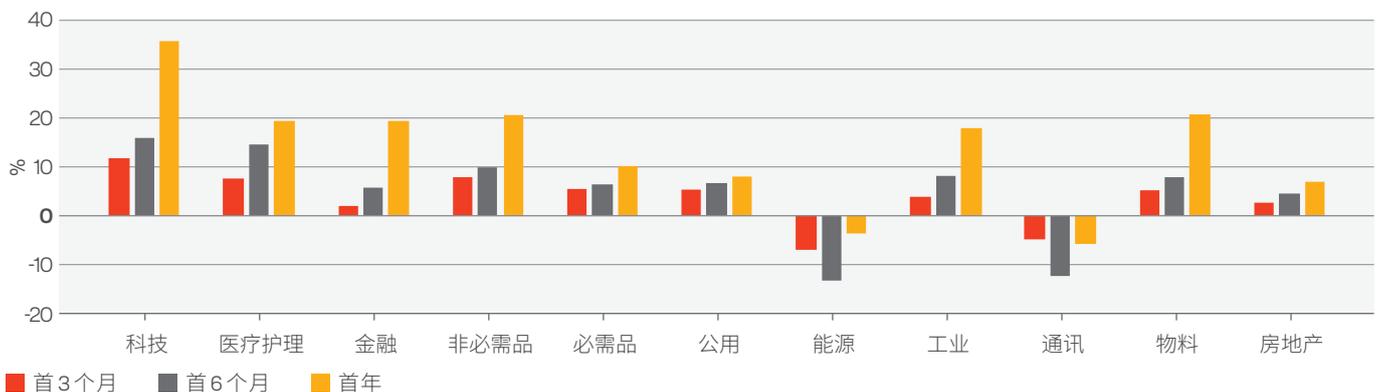
**标普500行业指数与联邦利率的相关系数**



资料来源：彭博，数据由1995年5月至1997年3月

结果显示，在1995年7月首次减息后的12个月，所有相关系数的负值平均占比为73%，即超过七成机率当利率下降时各行业指数录得上升。当中最受惠减息的板块是医疗护理、金融、工业、非必需品及通讯。

**2017年“红色浪潮”下各板块表现**



资料来源：彭博，数据由2016年12月31日至2017年12月31日

## 股票

1996年1月第3次减息后12个月的负值平均占比更提升至93%，当中除了公用及通讯各报67及58%外，其余所有板块的相关系数负值平均占比皆是100%，即利率下降时相关板块必然上升。如此极端的结果反映，就算今年美联储减息放缓，整体利率氛围都有利美股。

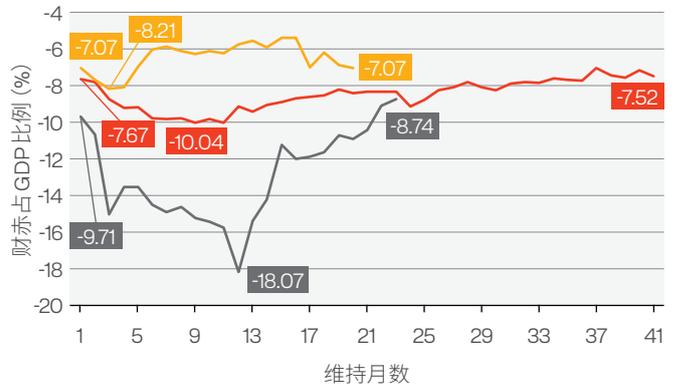
须注意的是，及后美联储突然在1997年3月加息25基点，刚好是第3次减息后第14个月，并维持利率不变长达17个月后才再次减息，期内各板块的相关系数顿时由负值变正值，减息利好股市的因素宣布结束。因此，如未来美联储减息速度放慢，甚至忽然加息，或美联储主席鲍威尔利用其修辞营造淡化减息预期，减息利好美股的优势料大打折扣。

### 财赤危机：料受惠周期性板块

拜登上任时刚好遇上全球大疫情，美国财赤占GDP比例（下称“财赤比例”）高见超过15%，至2022年7月才回落至3.7%。及后美联储以压抑通胀为由持续加息，美国政府亦通过加强财政政策以纾缓加息对经济的冲击，例如多次豁免学生贷款等。财赤比例随之反弹，截至2024年11月报7.1%，在七国集团(G7)中稍低过最严重的意大利(7.2%)。过去数季已分析其对市场的影响，在此不再赘述。

参考近30年按月数据，抽出财赤比例高过7%后持续上升的案例，及当时各美股板块与财赤比例的相关系数，借以推测未来财赤比例变化对各板块的影响。

近30年财赤占GDP比例高过7%的案例



资料来源：彭博，数据截至2024年12月15日

结果显示，符合条件的只有2009及2020年时出现，当时正值金融海啸及全球大疫情时期，财赤比例走高的状态分别持续近41及23个月才结束。市场预计此状态将再次在特朗普执政期间出现，主要由于其大幅减税及商业补贴等政策所致（详情可参阅《宏观策略》章节）。若以2023年4月时财赤比例报7%作为起点，料最快要今年第2季才完结，暗示美国今年财赤危机或会持续。对股市而言，哪些板块将受惠财赤恶化？

根据上述两个案例及归纳2023年4月至2024年11月数据，在3个案例中找出各板块走势与财赤比例的相关系数，当中负值（财赤愈深板块表现愈好）占比分别是45、45及55%，平均值为48%。结果反映，财赤变好或变坏，利好或利空各板块表现的机率各近一半，欠缺启示性。各板块中平均值首5位分别是科技、医疗护理、非必需品、通讯及物料。整体结果如下：

年份	负值比例 (%)										
	科技	医疗护理	金融	非必需品	必需品	公用	能源	工业	通讯	物料	房地产
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

资料来源：彭博，数据截至2024年12月15日

以相关系数变化再作分析。透过5大指标，包括平均值、最大值、最小值、峰谷值及标准差，所有指标都以愈小愈好为评分标准，再在每项指标中给予首5位1分，最高得分者为最佳表现板块。得分最高首5位分别是工业、物料、科技、医疗护理及非必需品板块。毕竟财赤恶化都是为了支持经济，相关板块大部分属于传统周期性股份，结果尚算合理。整体结果表列如下：

年份	指标	相关系数										
		科技	医疗护理	金融	非必需品	必需品	公用	能源	工业	通讯	物料	房地产
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
	标准差	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
	标准差	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
	标准差	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

资料来源：彭博，数据截至2024年12月15日



## 股票

### 盈利预测：跑赢指数者选择不多

股票表现好与坏，归根究柢都是企业盈利主导。参考截至2024年11月的数据，标普500指数中各板块于2025年各季度的盈利预测，结果显示，标普500指数各季的盈利预测皆有双位数增长，平均增长约13%。标普500指数共11个行业板块合共44组数据中，只有3组出现0%或盈利倒退，数据反映今年美股整体表现或不俗。

板块表现中，只得医疗护理及科技能连续4季的盈利预测幅度均超越标普500指数的盈利预测，通讯、工业、物料及能源的盈利预测亦有两季能优于标普500指数，而在第4季大部分板块的盈利预测皆胜过标普500指数，只有公用、房地产及必需品的盈利预测较为落后，暗示若由年初持有各行业指数的相关股票直至年底，会有更加理想的回报。全年平均值最高首5位兼高于标普500指数平均值的板块，分别是医疗护理、科技、工业、物料及通讯板块。整体结果表列如下：

盈利预测 (%)					
指数	第1季	第2季	第3季	第4季	平均值
标普500	11.1	12.2	12.4	16.4	13.0
板块	第1季	第2季	第3季	第4季	平均值
医疗护理	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
通讯	9.3	31.6	5.2	12.9	14.8
工业	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
房地产	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

资料来源：彭博，数据截至2024年12月15日

标普500指数盈利预测方面，根据未来4季指数的盈利预测中的平均值及最高值为标的，配合截至2024年12月15日的每股盈利约238.7美元为基础，以近1及3年的平均预测市盈率为22.9及20.4倍来推算，本季标普500指数的波动区间为6,178至6,335点之间。另外，套用今年第1季每股盈利增长预测11.1%及近3年平均预测市盈率再计算一次，其目标水平应为5,420点，较去年12月15日约6,051点，潜在下跌空间近1成，暗示指数好大可能经调整后才会再现升浪，投资者应注意风险管理。总结以上所有分析的综合结果，排名次数最多首5名的板块分别是医疗护理、非必需品、科技、物料及工业板块。表列结果如下：

分析因素	分拆细项	最佳表现首5位 (排名不分先后)				
“红色浪潮”	首年按月回报	医疗护理	非必需品	物料	科技	金融
	首年各时段平均回报	医疗护理	非必需品	物料	科技	工业
减息之相关系数	首次减息后	医疗护理	非必需品	工业	金融	通讯
	第3次减息后	除了公用及通讯以外所有板块				
财赤恶化之相关系数	负值占比	医疗护理	非必需品	物料	科技	通讯
	按月数据表现	医疗护理	非必需品	物料	科技	工业
盈利预测	平均优于指数表现	医疗护理	工业	物料	科技	通讯

资料来源：综合分析，数据截至2024年12月15日

### 欧股预测：德股回报较高，英股显现韧性

2024年10月国际货币基金组织(IMF)在《世界经济展望》中警告<sup>7</sup>，美国与欧洲的经济增长差距正在扩大，呼吁欧洲增加公共投资，尤其是基础设施和绿色技术，否则可能会在全球经济中进一步落后。IMF并非危言耸听，根据2024年12月G7的主要经济数据表列如下：

G7 国家	经济数据 (%)							
	按季实质 GDP	按年 CPI	失业率	公债占 GDP	财政占 GDP	官方利率	10年期收益率	标普主权评级
德国	0.1	2.2	3.4	62.9	-2.6	3.15	2.25	AAA
法国	0.4	1.3	7.6	109.9	-5.5	3.15	3.04	AA-
英国	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
美国	2.8	2.7	4.2	110.4	-7.1	4.75	4.40	AA+

资料来源：彭博，数据截至2024年12月15日

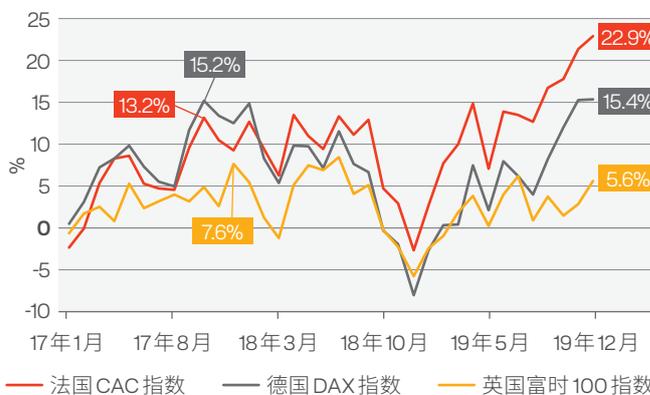
G7内欧洲4国的按年CPI虽然与其他成员国相若，但按季实质GDP只轻微增长，表现亦明显逊于美国。特朗普回朝料将为欧洲经济带来压力，未来滞胀风险不胫而走(详情可参阅《宏观策略》章节)。除了外忧，内政不顺也是挑战。2024年重新执政的英国工党称，英国经已“破产和支离破碎”<sup>8</sup>；法国朝野党争蔓延至财政预算案，须动用临时预算法案以维持公共运作<sup>9</sup>；德国总理舒尔茨解雇财政部长后未能通过信任动议而有可能提前大选<sup>10</sup>。

上季已分析欧央行冀透过减息去挽救经济，但对股市的冲击是显而易见：欧斯托克50、德国DAX、法国CAC及英国富时100指数在首次减息后的平均回报可算是全军覆没，平均跌幅更接近双位数，在此不再重复。除了利率，以下再透过“红色浪潮”、通胀变化及盈利预测的角度去分析欧洲股市。

### “红色浪潮”：并非洪水猛兽

上文已分析上一次特朗普执政期间的“红色浪潮”，欧斯托克50指数不论在首年或是全期都较其他主要地区的指数落后。同样分析套用在德国DAX、法国CAC及英国富时100指数，结果显示“红色浪潮”首年，德、法及英国股指在1月出现低位后便反覆走高至年底，首年的最高回报分别约15.2%、13.2%及7.6%。数据显示，特朗普的执政初期对欧洲股市的负面影响不大。不过要注意的是，及后各指数表现出现逆转，并持续下跌至翌年年底，直到尾段才再逆转反弹。

#### 上次“红色浪潮”下欧洲各股市的表现



资料来源：彭博，数据由2016年12月至2019年12月

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

<sup>8</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/uk/britain-is-broke-broken-new-government-declares-2024-07-27/>

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

<sup>10</sup> 见欧洲新闻网站，<https://www.euronews.com/2024/12/16/scholz-loses-no-confidence-vote-against-him-triggering-early-elections>

## 股票

另外，集中分析按月表现，首年平均、最高及最低回报皆以德股较好，但波动率（峰谷值及标准差）则英股较好，投资哪一股市取决于投资者风险承受偏好。全期表现中各指数回报表现较参差，但最小回报及波动率上又是英股优胜。

综合而言，“红色浪潮”对欧股并非洪水猛兽，波动中反覆向好。另须注意当时未有今天的政党斗争，未来如有任何闪失，其负面影响可能牵一发而动全身（详情可参阅《债券》章节）。

指数	法国CAC	德国DAX	英国富时100
<b>首年表现 (%)</b>			
平均回报	0.8	1.0	0.6
最大回报	5.4	6.4	4.9
最小回报	-3.1	-2.3	-2.8
峰谷值	8.5	8.7	7.7
标准差	2.9	2.6	2.4
<b>全期表现 (%)</b>			
平均回报	0.6	0.5	0.2
最大回报	6.8	7.1	6.4
最小回报	-7.3	-6.5	-5.1
峰谷值	14.1	13.6	11.5
标准差	3.6	3.6	3.0

资料来源：彭博，数据截至2024年12月16日

### 通胀变化：极端状态下料德股表现较好

特朗普当选后，各地战事稍见缓和，但后续问题仍有待解决，例如俄乌停火后乌克兰的重建经费及难民问题，国际间能源制裁或禁运去向等。另外，法国总统马克龙警告，欧洲有可能面临双重关税压力而令欧盟内部分裂<sup>11</sup>。以上因素或会引致欧洲通胀反弹，但欧英央行却为了挽救经济而须坚持继续减息。在如此“极端状态”下，对股市有何影响？

首先界定欧英央行其中一员连续减息3次为“减息环境”，另外德、法、英3国其中两国的按年CPI出现最少两次反弹为“通胀反弹”基准，最后找出同时满足两项条件的案例。根据近30年按月数据，分别在1999、2001、2002、2007及2024年共出现5次。考量分析之预测性后，剔除2024年数据才作以下分析。

以平均回报及标准差等5项指标，在各时段中找出表现最佳者并以橙色作标示。结果显示，德、法、英3国分别得到5、4及15个橙色标示，反映在极端状态下，英股整体表现最好，尤其集中在波动率及低潮时更显韧性。单计回报则以德股表现较好。整体结果如下：

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

资料来源：彭博，数据截至2024年12月16日

<sup>11</sup> 见南华早报网站，<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，案例中以各指数与当地CPI的相关系数作分析，反映在极端状态下通胀上升时各指数的变化。结果显示，德股的正值占比约8成，即通胀上升时，该指数好大机会同步造好。法股及英股之占比分别是60%及65%，数值上稍低，但都算是同步受惠。

此外，案例中负值分布集中在2002及2007年，反映近代通胀上升未必有利当地股市，尤其是法国股市共10组数据中，有6个为负值，显示若通胀反弹将好大机会不利当地股市。反观德股大部分时间受惠通胀上升，暗示未来通胀反弹时，德股将较为可取。

各指数与当地CPI的相关系数				
德国DAX指数	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
标准差	0.22	0.53	0.31	0.30
法国CAC指数	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
标准差	0.24	0.28	0.20	0.15
英国富时100指数	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
标准差	0.19	0.19	0.24	0.37

资料来源：彭博，数据截至2024年12月16日

### 盈利预测：板块间壁垒分明

因未有完整数据，故未能就每个地区股指作出分析，唯有以欧斯托克50指数代表整体欧洲股市作分析。

欧斯托克50指数在今年首季的盈利预测为负值，暗示本季指数向下压力较高。及后季度的盈利预测稳步上升，全年平均增长约10%。走势与上述各项分析吻合，暗示指数将呈现“先低后高”格局。

板块间盈利预测的数据相距甚大，本季最高及最低之差距近3成，而且正负比例平分秋色，反映严选板块的重要性。及后季度的盈利预测录得负值的板块数量明显下跌，第4季更全数录得盈利增长，料可支持指数表现，板块盈利预测分歧收窄亦有利投资气氛。最后，连续4季的盈利预测都是正值同时平均值能排在前列的板块分别是非必需品、物料、工业及必需品。

指数	盈利预测 (%)				
	第1季	第2季	第3季	第4季	平均值
欧斯托克	-2.4	7.1	14.6	21.2	10.1
板块	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
工业	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
医疗护理	-0.7	2.9	4.5	5.4	3.0
金融	-1.9	6.1	5.7	17.2	6.8
通讯	-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

资料来源：彭博，数据截至2024年12月16日

股票

东亚银行财富管理高级投资策略师 陈伟聪

# 香港及中国内地股市展望：兵来将挡

**本章摘要：**

- 内地企业对加征关税有备而战，料可有效减低对收入造成的潜在冲击
- 投资者欲规避中美贸易冲突风险，应尽量避免航运、港口、原材料等板块
- 市场偏乐观的政策预期为本季港股与A股的主要催化剂
- 在中国国债收益率低的环境下，高收益、盈利增长稳定、价值型的国企股料较受惠
- 恒生指数上半年波幅区间料在18,000至22,500点
- 较看好内地消费、互联网、公用、本港及国际金融板块

上季的主题为《居安思危》，意谓中港股市受到中国内地政策吹暖风所带动，在挑战年内高峰之时，投资者却不可被一时胜利冲昏头脑，须慎防高位回吐风险。现时回望，结果与预测大致相同。

2024年10月上旬，港股市场正沉醉于人民银行在9月时连番出招救市和中央政治局会议释放积极讯号的乐观气氛之中，当时恒生指数表现势如破竹，冲上年内高位23,241点，即在短短3周内累计上升约35%。可惜这一波升浪又是昙花一现，因10月中旬内地多个部委举行的记者会未有如市场预期般进一步推出激进式财政政策，加上内地国庆长假复市后，A股获利盘大举涌现，沪深300指数三天内从高位急坠超过13%，拖累港股从高位回调约13%，甚至连两万点关口亦一度得而复失。

踏入11月，人大会议在千呼万唤下通过新一轮地方债务置换方案，包括新增6万亿元人民币债务额度(分3年安排)及4万亿元人民币地方专项债化债额度(分5年安排)。然而，人大会议未有就刺激消费、房地产收储及银行资本补充等环节额外批出特别国债发行额度，而上调全年赤字率

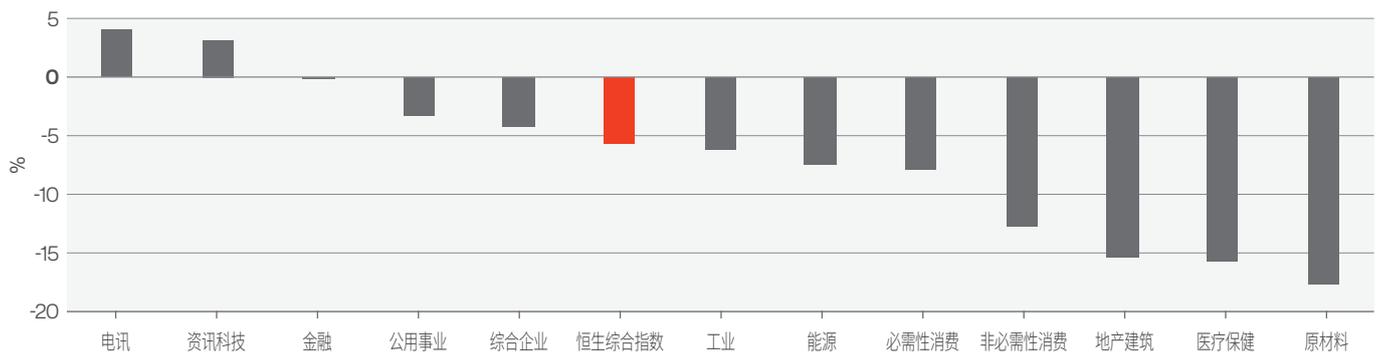
目标的期望亦告落空，中港股市因而再添沽压。同时，美国总统大选尘埃落定，特朗普和共和党的压倒性胜利令市场对美联储于2025年急速降息的押注大为减少，重燃美元汇价及美国国债收益率升势。加上，特朗普威胁就职后即对中国进口商品加征10%关税，中港股市可谓雪上加霜。恒生指数于11月下旬下试季内新低的19,054点。

2024年12月上旬举行的中央政治局会议和中央经济工作会议再度向市场重申振兴经济立场，除了表明今年财政政策须更加积极有为之外，更是自2010年以来将货币政策定调为“适度宽松”，加上提出“大力提振消费”、“全方位扩大内需”及“稳住股市楼市”等任务，一度重燃市场亢奋，恒生指数曾经于两日内暴涨近1,200点并重越21,000点，可惜其后无以为继，指数回落至20,000点附近窄幅上落。12月美联储议息会议预示“鹰派减息”，令市场下调今年减息次数预期，也窒碍港股回升空间。

截至2024年12月23日，恒生指数及沪深300指数在季内之回报分别为负5.9%及负2.1%。港股板块表现方面，仅电讯和资讯科技录得正回报，但升幅均少于5%。表现较差的板块为非必需性消费、地产建筑、医疗保健及原材料，悉数跌超过一成。至于上季建议的重点关注板块，当中评为“看好”的中资保险股表现大致与大市同步；同样评为“看好”的本地地产股和REITs则受累于美国国债收益率抽升而跑输大市；至于评为“审慎乐观”的中资消费旅游和中资燃气板块，前者表现普遍走俏，后者亦轻微跑赢大市。

本季题为《兵来将挡》，象征美国在特朗普执政之新时代下，中港股市难免会面临关税上调和科技产业遭抵制等政治风险事件的重重挑战，整体走势未必一帆风顺。然而，中国政府料已准备就绪迎战，若能及时推出更大规模刺激性财政政策、更宽松货币政策和更多元化的提振消费措施，中港股市将能化险为夷。

2024年第4季恒生综合指数各行业表现



资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

### 中国面对关税有备而战，选股宜谨慎惟无须恐慌

上季特朗普胜出美国总统大选后，已事先张扬将对中国进口商品全面加征10%关税，较其竞选时所提出的60%增幅意外显得温和。虽然特朗普正式上任后，可能循各种贸易调查结果不达标为由，进一步上调关税税率，但相信上调幅度短期内未必过于激进，额外征税所涵盖的消费品范围亦料有斟酌余地。毕竟今回特朗普之关税大棒也同时挥向其他国家，包括计划向进口依赖度甚高的墨西哥和加拿大额外征税25%，一旦落实势必加剧美国本土通胀压力，这反而提升了中方的贸易谈判筹码。更重要的是，近年中国出口商品已大幅减少对美国的依赖。2024年首10个月，中国对美国市场出口的金额占比为14.6%，相较2017年（第一轮中美贸易摩擦发生前1年）的超过19%已显著回落。再者，不少内地企业经历过上一轮中美贸易摩擦后已适时作出应对，包括开设更多海外生产线和加速拓展其他出口市场等，料可有效减低未来关税战对收入造成的潜在冲击。

根据我们估算，目前83只恒生指数成份股当中，仅不足15%的企业过去1年对美国的收入敞口超过10%，普遍集中于科技硬件、非必需消费、生物医药等行业。况且大部分于美国市场销售占比较大的蓝筹企业，亦已成功实现供应链多元化，故相信新一轮关税上调对恒生指数的整体盈利带来的直接负面影响已大不如前。当然，假如特朗普最终决定无视产地来源，落实对所有美国进口货品新增10%或更高额关税，那么以美国市场出口为主的企业将无可避免地受到更严峻挑战。

另一方面，中央政府未来或容许人民币适度贬值以提升出口商品竞争力，对冲美国加征关税带来的压力。然而，人民币走弱往往触发港股市场资金外流，在港上市之中资股亦将面临估值被压缩的困境。回顾上一轮中美贸易摩擦期间，人民币对美元汇价累计下跌约13%，而恒生指数之预测市盈率则由13倍下调至10.2倍，拖累恒指期内下跌约15%。相对而言，由于目前人民币汇价已处于当年低位，同时恒指的估值水平亦仅徘徊在10倍左右，意味加征关税的负面因素已初步反映在估值当中，在较低基数下，人民币汇价及恒指估值进一步下行空间料有限。不过，碍于中美关系尚存在高度不确定性，本季中资股估值向上修复之路依然是崎岖不平。

### 恒生指数预测市盈率及美元兑人民币走势



— 恒生指数未来12个月预测市盈率(左)  
— 美元兑人民币(右)

资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

参考上一回特朗普对中国实施关税制裁的高峰期（2018年3月至2019年9月），恒生综合指数分类指数当中，原材料、资讯科技、非必需消费及工业的期内跌幅达21至42%，均跑输恒生综合指数。反之，必需消费品、公用、电讯及金融板块的跌幅仅为2至16%，属中美贸易战跌市时的资金避难所。因此，若投资者欲规避中美贸易冲突未来可能升级之风险，除了应该适量减持在美国市场销售占比较大的消费股、科技股和工业股外，航运、港口、原材料（例如钢、铝）等板块也宜尽量避免。

### 恒生综指行业指数在2018年至19年贸易战高峰期的表现



— 恒生综合指数 — 恒生原材料业指数  
— 恒生非必需消费业指数 — 恒生资讯科技业指数  
— 恒生工业行业指数 — 恒生电讯业指数  
— 恒生公用事业行业指数 — 恒生必需消费业指数  
— 恒生金融业指数

资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

## 股票

### 中国内地出招挺经济势在必行，落实细节料成后市好淡关键

相比起中美关系和地缘政局的变幻莫测，中国内地政府发力提振内需以稳定经济增长的决心更是坚定不移。承接2024年12月中央政治局会议及中央经济工作会议均释出超预期的宽松讯号，本季的市场焦点将落在政策目标的制订、刺激措施之具体细节及措施执行的时间点。基于中央政府多次强调须“稳住股市”和“提振投资者信心”，我们认为目前市场偏乐观的政策预期可逐步获得兑现，成为本季港股与A股市场的主要催化剂。至于这一波利好行情能够延续多久，很大程度取决于政策落实后对企业盈利的提振力度，在第2季度料有分晓。

### 货币政策：久违的适度宽松，关注高息中特股

货币政策方面，根据2024年12月中央政治局会议的表述，2025年将告别过去15年沿用的“稳健”取态，调整为“适度宽松”，意味人民银行在稳增长和抵御通缩环节上将继续担当重任。我们认为，今年上半年人行或进一步降准及下调各项政策利率外，亦会因时制宜，考虑采取更广泛的货币政策工具去支持不同产业，例如利用公开市场操作净购入更多国债、重启抵押补充贷款(PSL)净投放支持新型城镇化建设，以及调整专项再贷款(用作房地产收储和企业股份回购)的发放标准与利率等。

短期来说，随着货币政策偏宽松方向延续，我们预期中国国债收益率将于较低水平徘徊，在2024年12月便一度低见1.67%之历史低点。无风险利率低企之投资环境，一方面可降低整体中资股的权益资金成本，从而支撑其估值；另一方面，对于传统高收益、盈利增长稳定、价值型风格的国企股来说，则可受惠于本身股息率与国债收益率之差距扩大(目前恒生沪深港(特选企业)高股息率指数的预测股息率与10年国债收益率之差超过510点子)，在息差吸引力提升下，料促使内地中长线资金逐步增加股票配置，故维持看好内地银行、内地电讯、内地公用和内地能源等板块。此外，持续的低利率环境对于内地较高负债或资金流趋紧的行业也是重大喜讯，因可减省额外融资成本以提高利润率，甚至派息水平，当中潜在受益板块包括可再生能源、内地建筑、内地房地产、有色金属和数据中心等。

### 恒生沪深港(特选企业)高股息率指数股息率与中国10年期国债的息差走势



资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

### 财政政策：期待大刀阔斧，大市宜候低增持

财政政策方面，中央政治局会议一锤定音，2025年整体基调将转向“更加积极”，明言将上调赤字率目标、增加发行超长期特别国债、加大地方专项债发行并扩大其用途等。尽管政治局会议及中央经济工作会议一如预期未有透露具体数字，惟中央政府拟通过增加杠杆以稳定经济增长的决心已表露无遗。我们对今年国内财政政策目标的基础情境预测如下：(i)官方财政赤字率目标从3%上调至3.8至4%；(ii)特别国债发行规模从1万亿人民币增加至2万亿人民币；(iii)地方专项债发行额度从3.9万亿人民币增加至4.6万亿人民币。投资者可关注1至2月地方政府召开的“两会”所制定之地方经济增长目标，若增速较预期进取或可成为市场短线催化剂。而本季压轴重头戏则为3月的中共“两会”中所发表的政府工作报告，假如以上提及的政策目标预期得以实现，中港股市的估值修复行情或一触即发。

回顾过去10年，国家总理曾经5次(分别为2015年、2016年、2019年、2020年和2023年)于“两会”发表的政府工作报告中，调高当年预算赤字率目标，以政府工作报告发表前两个月至发表当日计算，恒生指数期内录得正回报比例高达80%，平均升幅4.4%，两者分别优于另外5次预算赤字率目标于“两会”中维持不变或按年下调的60%和1.1%，反映市场风险胃纳跟国内财政政策宽松程度之预期存在颇高相关性。不过，当“两会”曲终人散后，市况普遍出现获利调整，该5年政府工作报告发表后3个月，恒生指数录得4跌1升，其中2019年及2023年的调整幅度更超过7%。因此，从中短线投资策略角度上，可考虑于1月上旬候低增持，“两会”会前若恒生指数已累计上升超过10%，则可分段获利减持。

过去10年两会公布之赤字率目标与恒指于两会前后表现

年份	两会公布之赤字率目标	变幅 (百分点)	开会前2个月恒指表现	开会后3个月恒指表现
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%

产业政策：多管齐下促消费，板块料迎来拐点

中央政治局会议明确提出须“大力提振消费，全方位扩大内需”，意味在众多产业之中，刺激居民消费料属今年中央财政政策重点着墨的环节。我们预期当局将从以下三方面出击：(i) 延续消费品以旧换新补贴政策，并将补助总额从去年的1,500亿元人民币调高至2,500至3,000亿人民币，覆盖产品范围亦可望在目前家电和汽车的基础上，扩展至消费电子产品、家居建材、家具等；(ii) 增加对服务性消费领域之补助，如旅游、文艺娱乐、餐饮、体育等；(iii) 通过提升社保、医疗、生育、养老等支持力度，以增加居民可支配收入外，更重要的是务求将居民之超额储蓄引流至消费环节上。此外，楼市和股市表现亦往往主导居民消费信心，故中央政治局会议强调要“稳住股市和楼市”，似乎欲透过财富效应之扩张进一步释放出居民消费意欲及能力。以2024年的9月为例，当时中央多个部委“突袭式”连环推出宽松政策组合拳，带动A股与港股市场大幅攀升，同时楼市成交也逐步回稳，接下来的10月国庆长假和“双11”购物节等传统消费旺季之相关销售数据表现即大举报捷。至于中央政府会否于本季春节长假前重施故技，值得拭目以待。

综观2024年，由于受到内地宏观环境转弱及行业竞争加剧拖累，中资消费板块表现普遍逊于大市。截至12月23日，恒生必需性消费指数及恒生非必需性消费指数年内之累计回报分别为负10%及正2.1%，均显著跑输恒生综合指数的正16.1%。不过，若从9月开始计算，恒生必需性消费指数及恒生非必需性消费指数则分别上升12.9%及16.1%，跑赢恒生综合指数同期11.4%的升幅，显示在中央刺激消费措施逐步落实下，估值较落后的中资消费板块或已初步迎来转捩点。本季投资部署上，我们对内地消费板块的观点从2024年第4季的“审慎乐观”上调至“看好”，惟在个别细

分行业和股票筛选上仍须择优而取，较看好新能源车、家电、智能手机、食品饮料等板块；另外，部分互联网平台板块，例如旅游、游戏、电商、外卖和社区生活服务，亦可望从利好政策中分一杯羹。

港股市场外忧内暖，上半年恒指目标区间18,000至22,500点

整体来说，我们对本季中港股市的看法为轻微正面。尽管特朗普就职后对中国贸易和科技等领域较大机会维持偏鹰立场，人民币汇价或进一步受压，料对在港上市的中资股盈利及估值修复空间形成约束，且个别与美国业务关连度较高的企业可能面临更大的下行风险。不过，基于我们对国内在本季落实较大规模的扩张性财政政策的基础情境假设下，预期以内需业务为主的行业将支撑恒生指数的盈利预测及估值表现。至于美联储减息节奏之变化和中资企业下半年业绩表现等风险因素，同样会左右大局，惟影响力料相对轻微。

恒生指数盈利预测趋势变化



资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

恒生指数未来12个月预测市盈率



资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

## 股票

综观以上因素，我们将恒生指数2025年盈利预测设定为2,300港元，相当于按年增长8%，高于截至2024年12月18日彭博预测共识的2,200港元。估值方面，参考过去5年恒指的平均预测市盈率为10.9倍，我们认为只要中美关系未有急剧恶化，再配合利率下行周期兼中央显著上调赤字率目标，恒指估值可望延续过去1年之均值回归趋势，故给予预测市盈率目标10.8倍，对应2025年恒指目标水平为24,800点。至于在今年上半年，恒生指数目标波幅区间则料在18,000至22,500点。

本季重点关注板块：

行业/主题板块	重点投资逻辑	看好程度 <sup>#</sup>
内地消费	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 中央政治局会议表明今年将大力提振居民消费，除预期会扩大消费品以旧换新的补贴规模和品种、加码派发消费券等措施外，料更多民生保障优化政策将推出，以提升居民可支配收入和消费信心。</li> <li>2. 在2024年国庆假期及“双11”购物节期间，内地旅游和零售消费数据录得可观增长，其中家电、智能手机及新能源车类别的销售增速显著领先，预期相关企业在2025年首季公布的2024年第4季的业绩表现可看高一线。</li> <li>3. 宜优先选择较受惠国策支持的行业龙头股票，另外市盈率具大幅折让、增派股息、宣布新一轮股票回购计划的企业也属不俗之选。</li> </ol>	****
内地互联网平台	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 2024年12月中央政治局会议重申须以科技创新引领新质生产力发展，预期将推出更多利好政策支持传统企业数字化，以及提高人工智能的应用范畴。另外产业监管政策之透明度也料可提高。</li> <li>2. 受惠中央提振消费措施的潜在扩容，可望提升传统电商平台、社区生活服务平台、直播及视频平台、旅游订票平台等企业之商品或服务交易额。</li> <li>3. 平台企业之间的竞争环境预期可渐趋理性化，对商户之补贴未必需要进一步加码，加上企业对营销和行政管理得宜，相信利润率改善之趋势可延续。</li> <li>4. 普遍龙头企业均坐拥大量净现金，部分亦于2024年成功发行优先票据或可换股债券集资，2025年料可持续进行股票回购，当股价向下时可提供有力支持。</li> </ol>	***
内地公用事业 (天然气、 电力、可再生 能源)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 国内近年积极推进气价市场化改革，去年多个城市宣布上调居民用户及工商用户的天然气终端价格，个别地方上调幅度更高达双位数，有助燃气分销企业更容易转嫁气源成本，稳定其单位售气利润率。</li> <li>2. 全国三中全会后发布《加快构建新型电力系统行动方案》，2024年10月初人大会议通过《能源法》及12月中央经济工作会议表示加快“沙戈荒”新能源基地建设和建立零碳园区，均显示中央对绿色低碳转型的决心，有利推进可再生能源装机建设及应用，加强对新型储能项目支持，并优化绿色电力证书等交易制度。</li> <li>3. 主要龙头企业均为大型国企，其资产负债表质素稳健。加上，内地低利率环境可降低其融资成本，部分更有条件于未来增加派息比率，目前天然气股股息率高达4至7%，电力股的股息率平均高于6%，有不俗的吸引力。</li> </ol>	****
本港及国际金融	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 2024年12月美联储下调点阵图的利率指引，意味美国在2025年的减息步伐或放慢，香港银行的同业拆息及最优惠利率(P)下调速度亦料不及早前进取。加上往来及储蓄存款(CASA)比率持续改善有助降低银行资金成本，均有利净息差表现，惟贷款需求疲弱仍属主要拖累因素。</li> <li>2. 2024年9月后，本港资本市场已呈现逐步回稳之势，加上内地低利率环境催化国内居民进行跨境投资之需求，料带动银行及保险行业之财富管理业务加速增长。</li> <li>3. 目前本港主要银行股的CET1资本充足率远高于监管要求，可保障未来续增加派息及进行股票回购。目前行业预测股息率平均高达7%，较我们预期的美国10年期国债息率目标(4.25%至4.36%)差距仍高达264至275点子，估值吸引。</li> </ol>	***

<sup>#</sup> 标注：看好程度以\*数目作为评分，最高5\*，最低1\*。5/4/3/2/1星分别代表非常看好/看好/审慎乐观/持平/看淡

# 看好美股因经济稳健及特朗普“美国优先”主义，对亚洲包括日本和中国持中性态度

### 本章摘要：

- 受惠“美国优先”主义，继续看好美股短期前景
- 特朗普上场，中国股市或现波动，看好高息国企股
- 对日本持中性态度，因货币政策欠透明和汇价波动
- 印度由本土经济主导，受外围环境冲击较少

随着美国大选尘埃落定，特朗普大比数胜出再次入主白宫，共和党也控制了参众两院，消除选举带来的不确定性。美国经济持续向好，加上特朗普倡议的“美国优先”主义，东亚联丰团队对美股的短期前景持乐观态度。然而，特朗普提倡的政策亦引发市场不少疑虑，例如降低企业税、提升关税以及放宽监管条例等将会影响美国财赤、通胀、货币政策和国际金融市场。此外，特朗普对俄乌战争和中东局势的取态，以及其外交政策，将重塑国际秩序，地缘政治压力预计会加剧。

### 美国主要股票指数在2024年的表现

2023年12月为基数100



资料来源：S&P Global，数据截至2024年12月11日

美国的保护主义有机会打击环球经济和影响需求，尤其是依赖出口的国家 and 行业。特朗普扬言会向中国货品加征10%关税，但是否实施尚有待观察。目前，中国经济仍处于转型阶段，尽管政府推出一系列经济和财政措施，但复甦始终需时。至于依赖中国经济的欧洲，更面临双重打击。因此，我们对欧洲股票持审慎态度，对于亚洲包括中国和日本则维持中立，因为两地的股市估值普遍合理。亚洲区内特别看好由印度，因其受外围波动影响较轻。

### 特朗普“美国优先”主义有利当地经济，将带动周期性股份和优质细价股

在竞选期间，特朗普建议降低企业税并放宽多个行业的监管，包括银行和人工智能。我们相信，为了在2026年中期选举前履行承诺，特朗普上任后可能会迅速落实相关措施。虽然特朗普的政策可能打击环球经济，但短期将带动美国本地经济和企业盈利增长。美国宏观数据和公司业绩维持强韧，当地在2024年10月的通胀符合预期，这些利好因素将惠及周期性股份和优质细价股。此外，增长型股份包括高端晶片和人工智能板块将继续成为市场和企业的焦点。特朗普提倡放宽对人工智能发展的监管，相信将有助巩固美国在人工智能领域的领先地位，而其他值得留意的市场包括台湾、南韩和日本。

特朗普如何落实其政策将影响美国宏观状况。一旦企业税由现时的21%大幅降至最低15%，长远有机会为美国已经高企的财赤造成更大压力。而若大幅增加关税，则可能导致通胀反弹，继而影响货币政策和环球资产价格。不过，特朗普提名审慎理财的金融界巨头贝桑 (Scott Bessent) 出任美国财政部长，此举受到投资者欢迎，认为他会以稳定美国经济和市场作优先考虑。

## 股票

### 看好亚洲内需股和派息股，中国股市短期或因特朗普因素出现波动

亚洲区股市估值仍然合理，但投资者须审视特朗普于2025年1月上任后对不同资产类别的影响。东亚联丰团队认为，在政策尚未明朗前，宜聚焦以内需主导的市场和股份，以免受外汇波动或贸易战牵连。

中国的救市措施和中美关系均是投资者焦点所在。在特朗普正式上任前，团队预计中国股市可能会出现波动。尽管中国经济持续疲弱，但已有转稳迹象，例如工业企业利润在2024年10月跌幅较同年9月有所收窄<sup>1</sup>，而制造业和房屋销售亦见回稳。中央政府最新公布了在5年内推出合共10万亿元人民币方案，以协助地方政府解决债务危机并减轻地方政府的债务利息支出，但投资者认为措施对刺激经济难起即时作用。团队认为，中国当局过去几个月推出多项措施，须观察相关措施正式落实后的效果。不过，由于中国经济正面对不同挑战，加上特朗普因素，我们对中国股市持中立态度。然而，中国股票估值合理并受当地资金支持，所以团队看好稳健的高息国企股，包括银行、电讯和能源股等。

日本整体经济基调平稳，工业生产上升<sup>2</sup>且工资增长具持续性。然而，由于日本央行对货币政策立场不清晰，加上日圆汇价波动大，团队对日股维持中性态度。日本在2024年10月核心通胀按年上升2.3%，持续高于央行目标。日央行行长早前表示，加息时机已近，惟最终仍须取决于薪酬趋势。尽管日本将逐步收紧银根，但由于政策缺乏透明度，过程相信也会十分缓慢，因此预期美日货币政策分歧持续，导致日圆汇价继续波动并影响日股表现。

在亚洲区内，团队看好具结构性增长，由本土经济主导的印度股市。自从总理莫迪上任以来，一直将国民生产总值约5至6%用于基建发展，加上当地政策稳定和中产崛起，带动零售、金融和楼市等稳步增长，减低该国对其他国家的依赖，因此其股市对全球经济波动的敏感度较低。团队看好的板块包括金融、工业、电讯商和电力供应商等。

日本核心消费物价指数



资料来源：dashboard.e-stat.go.jp，截止2024年12月11日

2025年特朗普回归将为国际关系和环球市场带来一番新景象和挑战，同时使中国经济复甦轨迹增添复杂性。市场面对新一轮不明朗因素，基本面稳健与否变得更为重要。目前，团队继续看好具结构性潜力的美国和亚洲科技板块，也青睐估值合理的中日价值型股票，以及由内需主导和较不受全球经济波动影响的印度股市。



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

<sup>2</sup> 见NHK网站，[https://www3.nhk.or.jp/nhkworld/en/news/20241129\\_B04/](https://www3.nhk.or.jp/nhkworld/en/news/20241129_B04/)

## 腾笼换鸟

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪  
东亚联丰投资团队



# 腾笼换鸟

### 本章摘要：

- 特朗普回朝料支持企业债和新兴市场美元债，利率变化将有利企业债券
- 特朗普就任后料欧洲债市风险攀升，但亚洲区则不乏可观选择
- 预测美国10年期国债收益率区间为4.25至4.36%，2年期区间为3.67至3.98%
- 收益率斜度较定点式投资策略较为吸引，注意年期愈短敏感度愈高
- “红色浪潮”下投资级别的公用及必需品行业企业债料较可取

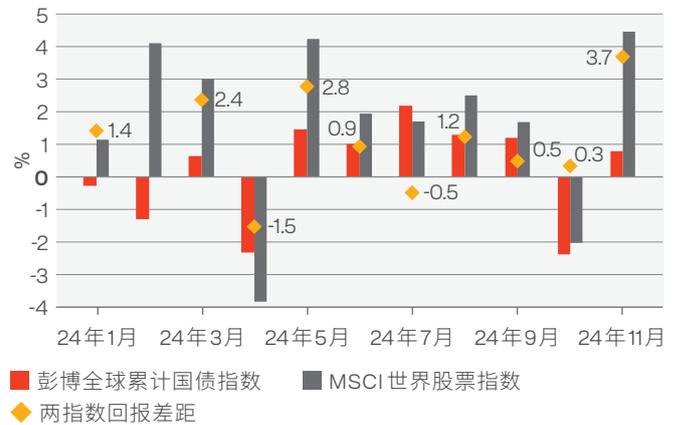
上季标题是《百货应百客》。各指标显示债券的存量规模较其他资产高，反映市场早在美联储宣布首次减息前已先作部署。美联储点阵图预测的大幅变化是债市风险的主因，投资者依赖美联储主席鲍威尔有关利率预测上的说法作投资决定，更要加倍谨慎。上季成功预测长期收益率再大跌空间不大，长息波动有利技术性炒作。另外，当时预期短息降幅将多于长息，建议投资者可锚定短期债券以赚取可观且稳定的收益。此外，宏观风险递升，料资金将由高息企债转投投资级别企债，非美债市中，南亚及英国债市表现料较理想。整体预测大致与今天结果相若。

本季标题是《腾笼换鸟》，意谓环球局势转变将会迎来新机遇。特朗普回朝为市场增添不稳定性，但历史数据显示，“红色浪潮”利好全球企债及新兴美元债市。利率预测现在仍言之尚早，但较近似的情况则是1995年时的利率周期，当时投资级别债及高息企债表现较好。全球多极化格局将不利欧洲债市，反观亚洲区内不乏可观选择。收益率预期趋向稳定，通胀将主导其后市走势。收益率曲线正常化为本季策略重心，注意年期愈短敏感度愈高。信贷息差反映现水平大部分企债的风险偏高，等待回调后，预计投资级别中公用及必需品行业的企债将较为吸引。

## 2024年债市散发着低调的光芒

截至2024年11月底数据，彭博全球累计国债指数及MSCI世界股票指数的按月回报显示，除了1月及2月外，两项指数表现相若，在11个月中有8个月的按月回报差距只在2%内，当中有两个月债券表现更胜股票。换句话说，在风险考量后，债券在投资组合中是不可或缺的。

2024年彭博全球累计国债及MSCI世界股票指数按月表现



资料来源：彭博，数据截至2024年12月17日

前事不忘后事之师，去年债市表现稳健主因美债收益率有序下降，但单计上季，各地的收益率出现大幅波动，美债10年期收益率由3.6%升至约4.5%，升幅高达90基点，对各类美元债券的价格带来沉重的压力。我们预计未来政治因素将主导各地收益率、信贷息差及资金流向等变化。《宏观策略》归纳出当前市场的3大焦点：特朗普回朝、利率变化及全球多极化，以下将逐一分析对债市的影响。

## 特朗普回朝：“红色浪潮”料有利非国债市场

特朗普料是全球投资市场的“游戏改革者”，就职典礼前市场不断猜测他未来的施政方针，而普遍相信他与上一任期时政策路向相若。《宏观策略》中已分析在“红色浪潮”首年，美国甚至全球经济普遍向好，利率呈现“先高后低”走势。

以史为鉴，抽出上一次“红色浪潮”首年（即2017年），其时的彭博累计债券指数系列中各主要类别指数的表现作分析。4项指数类别包括全球国债、全球投资级别企债、全球高息企债及全球新兴美元债。数据显示，各指数在首年反覆走高，全年回报约7至10%，反映愈早投入债市并持有至年底，将有不俗回报，而各指数年内表现差距亦不大。

## 债券

上一次“红色浪潮”首年各债券指数表现



资料来源：彭博，数据由2016年12月31日至2017年12月31日

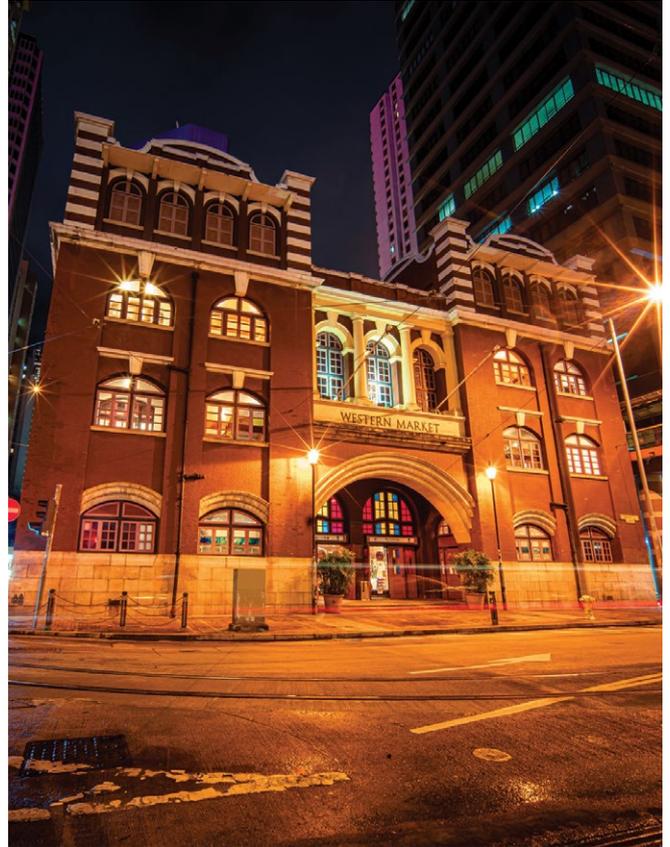
按月回报分析显示，各类别指数的平均回报及最大回报相若，但加入风险考量后，则有所不同。在最小回报、峰谷值及标准差数据中，只有全球国债指数的表现明显落后，可能与减息次数未及预期有关。其余3项指数的风险表现相若，反映考虑风险和回报后，投资者应偏重于非国债市场。在2017年首季，4项指数全数录得正回报，当中以全球新兴美元债指数及高息企债指数表现亮丽，反映投资者的风险胃纳有序递升。最后，在每项指数中找出最佳表现者，在6项指标中胜出4项的全球高息企债指数。整体结果如下：

首3个月回报 (%)	全球国债指数	全球投资级别企债指数	全球高息企债指数	全球新兴美元债指数
	2.1	1.6	3.2	3.3
按月指数回报表现 (%)				
平均回报	0.6	0.7	0.8	0.7
最大回报	1.8	1.7	1.9	1.7
最小回报	-1.3	-0.2	0.0	-0.2
峰谷值	3.1	1.9	1.8	1.9
标准差	1.0	0.6	0.7	0.6

资料来源：彭博，数据截至2024年12月18日

### 利率变化：难断年内走势

美国总债务已突破36万亿美元，如美联储坚持目前的利率政策，对美国财政来说无疑是百上加斤。市场普遍认为特朗普回朝后，通胀将会反弹，美联储背负压抑通胀的责任，令调控利率时举步维艰。另外，特朗普当选前后对美



联储，尤其是其主席鲍威尔作出批评<sup>1,2</sup>。美国财政部长耶伦亦表示<sup>3</sup>，广泛征收关税有可能破坏当前通胀的降势，增加家庭和企业成本，并会打击经济竞争力。而对美联储作出批评更会损害其独立性，削弱市场对美联储的信心。

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

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

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

在面对政治上的攻讦和新任政府政策取向不明的情况下，当前美联储对利率预测的参考性不高。过去多季已分析，现届美联储经常改变利率观点，而且利率决策常常与现实状况并不配合。因此，无论官方或市场对利率的预测都有可能随着特朗普就职后作大幅修改，未来投资者须更适时灵活调配债券投资，顺应利率变化。

归根究底美联储的决策都是受到未来通胀走势影响。市场上对通胀走势各有看法，一方担心增收关税会推高通胀，另一方认为战事有望平息会令油价下跌，有利通胀回落。双方正各执一词之际，参考投资者用作对冲通胀风险的1年及2年期零息通胀掉期，过去20年其利率与按年消费物价指数(CPI)走势非常接近。截至2024年11月，1年及2年期利率持续两个月徘徊在2.6%的水平，而美联储预计今年核心个人消费开支(核心PCE)报2.5%。结果显示，市场及官方都认为未来通胀将维持在2.5至2.6%之间，而非持续上升或下降，亦暗示未达到美联储通胀水平2%的目标。

**各零息通胀掉期利率及按年CPI走势**

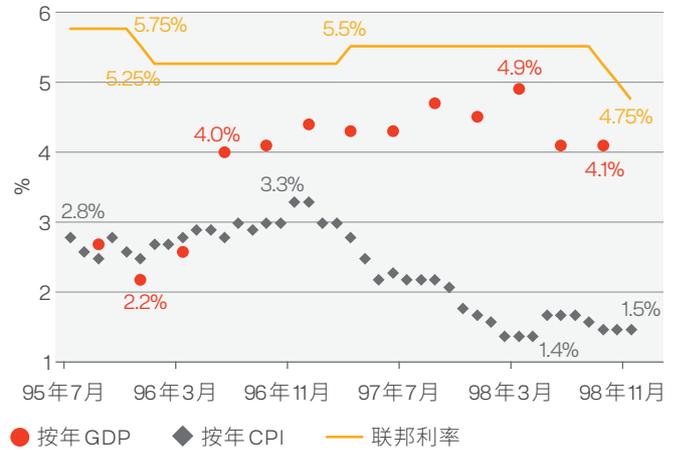


资料来源：彭博，数据至2024年12月18日

**以史为鉴：料类似于1995年周期**

早在去年第2季已预测，通胀不温不火及经济有序起伏下，过去50年间最值得参考的减息周期，应是1995年7月至1998年11月期间。该周期首年按年国内生产总值(GDP)由2.7%下降至2.2%，再反弹至4%，按年CPI只徘徊在2.5至2.9%之间。当时美联储首年减息3次，共75基点，维持息率不变长达14个月，突然加息25基点。加息后，CPI由3.3%高位下跌至1.4%，GDP则持续上升至4.9%全周期最高点，此利率水平维持了18个月，美联储连续减息3次，便结束是次周期。

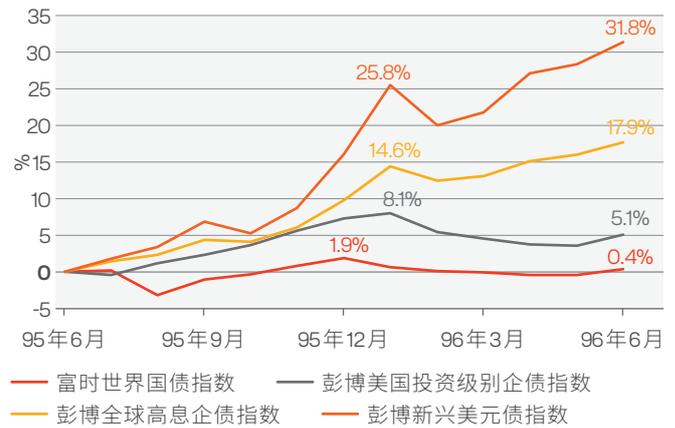
**1995年至1998年减息周期的按年GDP、CPI及联邦利率变化**



资料来源：彭博，数据由1995年7月至1998年11月

比较该次减息周期中，各债券指数的首年表现，并借此预测未来利率变化时各债市走势。因数据所限，全球国债指数由彭博累计债券系列转用富时世界国债指数。结果显示，减息利好债市的传统观点不变，当中新兴美元债指数表现最为亮丽。

**1995年减息周期时各债券指数表现**



资料来源：彭博，数据由1995年7月至1998年11月



## 债券

再分析按月回报数据，结果显示，全球高息企债指数及新兴美元债指数在平均回报及最高回报的表现明显较国债指数及投资级别企债指数为佳。风险角度上，国债指数及两项企债指数表现相若，但新兴美元债指数的波动偏高。最后，未有一项指数能在每项指标中突围而出，但全球高息企债指数整体上较国债指数及新兴美元债指数为佳。整体结果如下：

按月指数回报表现 (%)				
指标	富时世界国债指数	彭博美国投资级别企债指数	彭博全球高息企债指数	彭博新兴美元债指数
平均回报	0.0	0.4	1.4	2.4
最高回报	2.2	1.9	4.3	8.2
最小回报	-3.4	-2.4	-1.8	-4.5
峰谷值	5.7	4.3	6.1	12.7
标准差	1.4	1.3	1.6	3.4

资料来源：彭博，数据截至2024年12月18日

### 全球多极化：料亚洲债市较欧洲债市吸引

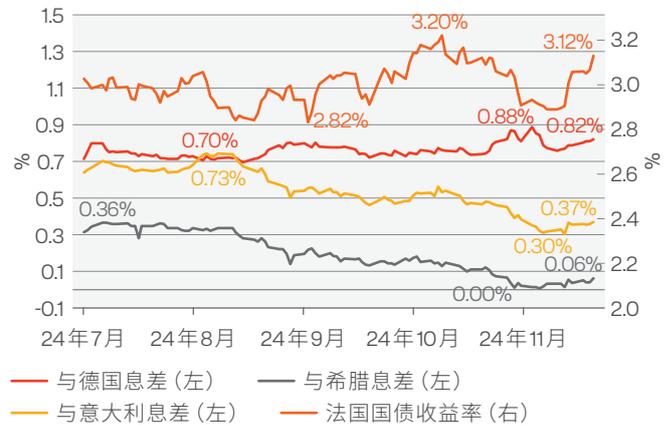
经济合作暨发展组织 (OECD) 警告，贸易紧张局势加剧和保护主义或会扰乱全球供应链、提高商品价格和全球经济增长产生负面影响<sup>4</sup>。《宏观经济》中分析，“七国集团” (G7) 内则貌合神离，外则与“金砖集团” (BRICS) 剑拔弩张，加上特朗普回朝掀起利己主义及右翼风潮，将加速全球经济体分道扬镳，造就全球多极化的新格局，在此不再赘述。

### 欧洲债市：覆雨翻云

去年下半年起，G7 领导层的更替此起彼落。法国执政党由财政预算引发对政府的不信任动议<sup>5</sup>，再到总统马克龙决定更换总理<sup>6</sup>，执政党受着在野党多方面挑战，更被评级机构穆迪下调了债务评级<sup>7</sup>。法国10年期国债收益率随之波动，高低波幅约40点子，与德国的息差由近70点子上升至最高88点子，反映在政治阴霾下，部分投资者正逐步转投德债。法国与另一欧洲大国意大利的收益率差距，则由近73点子收窄至最低近30点子。而与曾被戏称“欧猪国”之一的希腊比较，两国的息差更曾低见0点子。

须知道意大利国债收益率长期处于欧洲国家中最高，另外2023年法国与希腊的债务占GDP比例分别是111及162%，两国收益率持平反映投资者对法国国债的信心已有所动摇。如政治角力进一步恶化，或其他评级机构跟随下调其主权信用评级，欧债问题或甚脱欧危机料将甚嚣尘上，就算最后只是杞人忧天，但负面消息足以拖垮欧债市场。

### 法国国债收益率及与欧洲各国的收益率差距



资料来源：彭博，数据至2024年12月19日

<sup>4</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/oecd-warns-protectionism-risk-global-growth-outlook-2024-12-04/>

<sup>5</sup> 见欧洲新闻网站，<https://www.euronews.com/my-europe/2024/12/03/le-pen-says-no-confidence-vote-will-protect-french-public-from-dangerous-budget>

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

<sup>7</sup> 见穆迪网站，<https://ratings.moodys.com/ratings-news/434683>

### 亚洲债市：不乏可观选择

《宏观策略》分析亚洲除日本，尤其东南亚国家，将成为中美博弈中被拉拢的对象。我们预期中美两国将会在亚洲区内投入更多资源，有利当地投资市场。参考各国债务占GDP比例，亚洲除日本的国家普遍较低，反映自2008年金融海啸后，区内各政府坚守财政纪律及经济稳步发展不无关系，相信该等国家的违约风险偏低。债务占GDP比例表列如下，最低的3位分别是印尼、印度及中国：

国家	比例 (%)	国家	比例 (%)
美国	110.4	南韩	51.2
法国	109.9	新加坡	150.1
德国	62.9	马来西亚	60.3
日本	216.2	印尼	45.3
中国	47.0	印度	46.5

资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

另外，市场普遍利用信贷违约掉期 (Credit Default Swap, 缩写CDS) 来衡量国家违约风险。截至去年12月23日，近3个月各国CDS数据显示，亚洲除日本的国家违约风险

都低过中美两大国，当中平均值较低的包括马来西亚、印度及印尼。整体CDS数据如下：

国家	3个月CDS的数值 (点子)			
	最低	最高	峰谷值	平均
日本	4.4	5.4	1.0	4.8
德国	3.7	7.4	3.7	4.9
法国	9.6	15.6	6.1	12.3
马来西亚	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
南韩	23.5	28.2	4.8	25.8
美国	16.7	52.6	36.0	30.5
中国	27.5	36.1	8.6	31.7

资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

除了风险考量，回报当然重要。参考各国10年期国债收益率与美国10年期国债收益率之息差，并以平均值由高至低排序。结果显示，只有印度及印尼的收益率较美国高，而峰谷值达百位数的只有南韩及中国，反映两国的息差较为波动。根据穆迪评为“投资级别”的亚洲除日本国家，息差排名首3位的分别是印度、印尼及马来西亚。整体表列如下：

国家	收益率 (%)	穆迪信贷评级	与美国10年期国债收益率息差 (点子)				
			息差	最低	最高	峰谷值	平均
美国	4.5	Aaa					
印度	6.8	Baa3	225	222	303	81	257
印尼	7.0	Baa2	252	228	272	43	255
马来西亚	3.8	A3	-70	-74	-3	72	-40
法国	3.1	Aa3	-140	-147	-82	66	-119
南韩	2.8	Aa2	-170	-178	-70	108	-126
新加坡	2.9	Aaa	-159	-173	-113	60	-143
德国	2.3	Aaa	-222	-228	-159	69	-196
中国	1.7	A1	-283	-284	-160	123	-219
日本	1.0	A1	-348	-352	-290	62	-323

资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

综合风险及回报考量，预期亚洲除日本的国家债券中，印尼、印度及马来西亚未来表现将较突出。

## 债券

### 收益率预测：策略上息差较定点预测更为可取

除了宏观因素，债券投资不能忽视收益率变化的影响。上季特朗普当选后流言满天飞，一时通胀反弹，一时介入美联储决议等等，资金随消息流窜，令收益率变得波动。究竟收益率如何受联邦利率及通胀预测影响？其幅度又如何？

### 定点预测：料短债较长债吸引

根据过去50年按季数据，并透过包括GDP、CPI及联邦利率作为参考指标，为美国2及10年期国债收益率作回归分析。套用美联储去年12月对今年各经济数据预测作为指引，包括实际GDP为2.1%、核心PCE为2.5%，及全年减息2次共50基点为基础，模型推算结果表列如下：

国债年期	模型预测 (%)			基本情况 (%)		极端情况 (%)	
	平均值	标准差	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

资料来源：彭博，数据截至2024年12月19日

结果显示，美国10年期国债收益率预测区间为4.25至4.36%，相比截至2024年12月19日报4.53%，预计未来下降空间只有约28基点，意味债价上升有限。在极端情况下，债息最低料只会跌至4.15%，潜在降幅只有38基点，与去年11月时相若，反映投资者去年憧憬透过持有长债以赚取存续期优势的操作，如今已荡然无存。反观美国2年期国债收益率在截至12月19日报4.32%，与模型推算预测区间3.67至3.98%比较，基本情况下有65基点的潜在下行空间，极端情况下的潜在降幅更增至89基点，与上季提出投入短债并持有至到期的策略，本季仍然有效。

观察平均值、基本情况和极端情况的上限及下限结果，10年期的债息皆高于2年期，反映收益率曲线正常化（即10减2年期为正值，曲线并朝左上方延伸）皆出现在各项预测之中。上季提出的策略之一：增持短债同时减持长债以赚取正息差，如今依然奏效。策略内容将在下文阐述。

### 通胀疑云：料利率不变下CPI都会影响收益率走势

美国10年期国债收益率在上季由3.6%不断攀升至4.5%，原因之一是市场预期特朗普就任后，大幅提升关税将转嫁给美国本土消费者，通胀会随之反弹，迫使美联储放慢减息步伐，甚至有机会要重启加息以压抑通胀反弹势头。另有意见认为，通胀将不升反跌，原因是各地战火可能会陆续平息，地缘紧张局势将会缓和，油价料下降至疫情前的区间，即大约每桶40至60美元。截至去年12月20日纽约期油报69.5美元，即油价潜在跌幅介乎14至42%。参考过去10年油价与按年CPI的相关系数，正数占比高见89%，即油价升跌将直接影响CPI走势，主要由于美国经济高度依赖原油，故当油价大幅下跌，料将可拉低持续多年的顽固性通胀。简单而言，未来收益率走势很大程度取决于按年CPI走势，更精准地说，是美国新任政府的外交政策，而非单纯的财金因素。

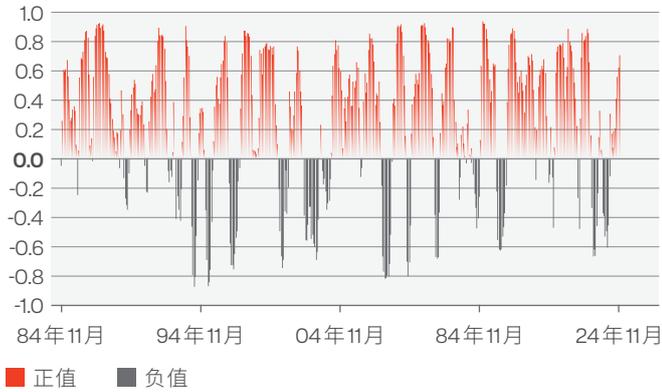
### 纽约期油价格走势



资料来源：彭博，数据至2024年12月22日

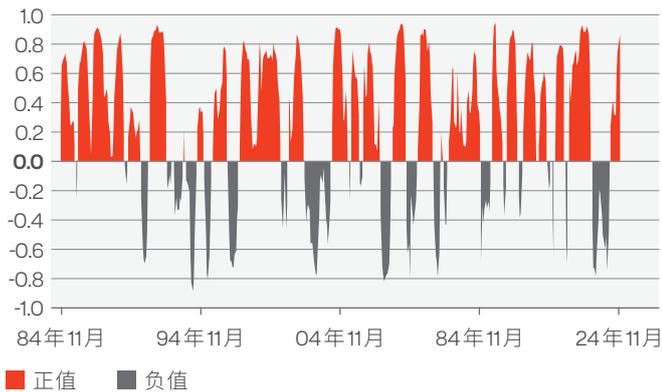
再参考过去40年，美国10及2年期国债收益率与按年CPI的相关系数，正值占比分别是71及67%，反映收益率与CPI同步升跌的机率约7成，而10年期较2年期敏感。两者最大值分别是0.95及0.98，而最小值则负0.89及0.91。反映其影响幅度可高达9成以上。

美国 10 年期国债收益率与按年 CPI 之相关系数



资料来源：彭博，数据至 2024 年 12 月 22 日

美国 2 年期国债收益率与按年 CPI 之相关系数



资料来源：彭博，数据至 2024 年 12 月 22 日

再收窄分析范围，选取过去 40 年数据，把连续减息 3 次或以上定义为“减息期间”，并在此找出美国 10 及 2 年期国债收益率与按年 CPI 的相关系数的正值占比、最大及最小值作比对，所有结果皆只出现轻微下降。佐证了过去多次强调，CPI 变化其实不大影响利率决议。整体收益率与按年 CPI 的相关系数表列如下：

近 40 年全期数据		
收益率年期	10 年	2 年
正值占比	71%	67%
最大值	0.95	0.98
最小值	-0.89	-0.91
“减息期间”的案例		
收益率年期	10 年	2 年
正值占比	68%	65%
最大值	0.91	0.96
最小值	-0.83	-0.84

资料来源：彭博，数据截至 2024 年 12 月 22 日

市场普遍认为 CPI 升跌将影响美联储的利率决定，但上述分析显示，这只是一厢情愿的想法。不过，CPI 影响收益率，不论同步机率及影响幅度都是十分显著。姑勿论什么原因，债市投资者应多加注意 CPI 走势，而非念兹在兹于减息步伐，就算利率不变下，收益率都会随 CPI 而出现改变。

**投资策略：以收益率斜度为主轴**

早在去年第 2 季已分析美国国债收益率曲线（简称“曲线”）在首次减息 3 至 6 个月由当时“倒挂”状态趋向“正常化”（意谓曲线斜度趋向正值，整体曲线最终向左上方延伸）。去年首次减息后 6 个月，在美国 10 年期收益率之息差中，2 年期率先出现正值，及后 1 年期及 3 个月息差亦步亦趋，到 12 月底整条曲线完成了正常化演变。

美国 10 年期国债收益率息差与联邦利率走势

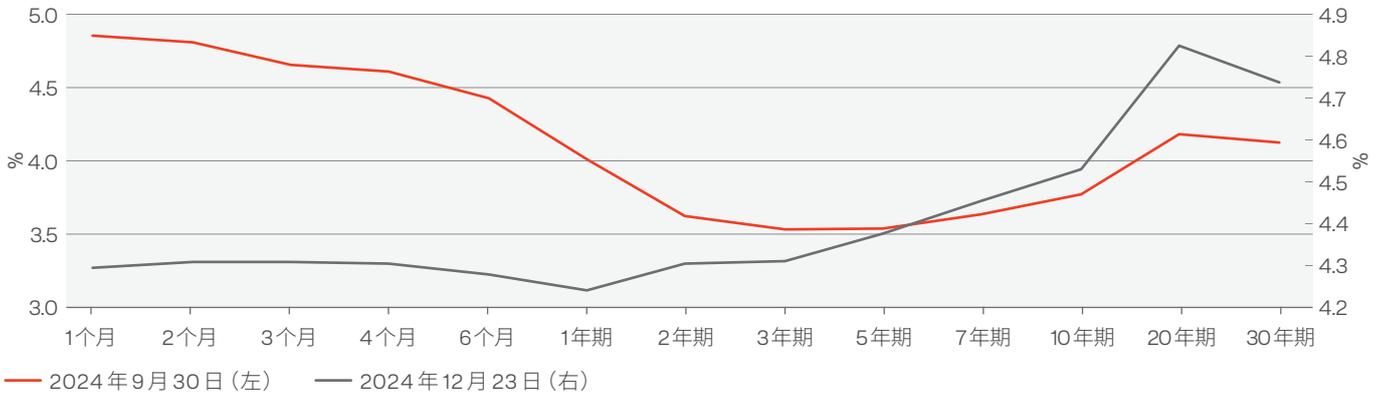


资料来源：彭博，数据至 2024 年 12 月 23 日

除了准确预测息差的走势，上季亦预测曲线正常化将进入最后阶段。当时市场普遍认为在存续期的影响下，减息将有利长期债券。但本章节认为短期债券更加吸引，因可捕捉曲线前端下坠后债价反覆走高的机会。参考上季曲线的变化，同样成功准确预测并作出了适当的投资建议。

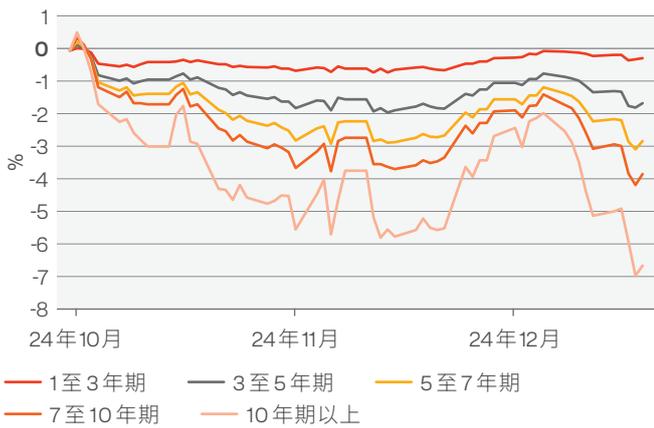
## 债券

美国国债收益率曲线



资料来源：彭博，数据至2024年12月23日

彭博全球累计债券不同年期的指数表现



资料来源：彭博，数据至2024年12月23日

本季将同样提出两项投资策略：收益率斜度及信贷息差变化。

### 收益率斜度：料较定点式投资吸引

收益率曲线正常化后，应集中分析各年期的息差趋升时，其速度及对利率变化的敏感度，从而得出相应投资策略。

参考过去30年按月数据，以10年期收益率减去1个月、6个月及2年期（数据所限未能用上1年期作分析）的收益率为各息差的指标，再找出各息差与联邦利率的相关系数。结果显示，各息差的负值占比都超过9成，反映当减息时各息差很大可能上升。幅度上平均录负5成以上，最大及最小值分别报约50%及99%，反映如果美联储继续减息，各息差持续走高的机会非常高。

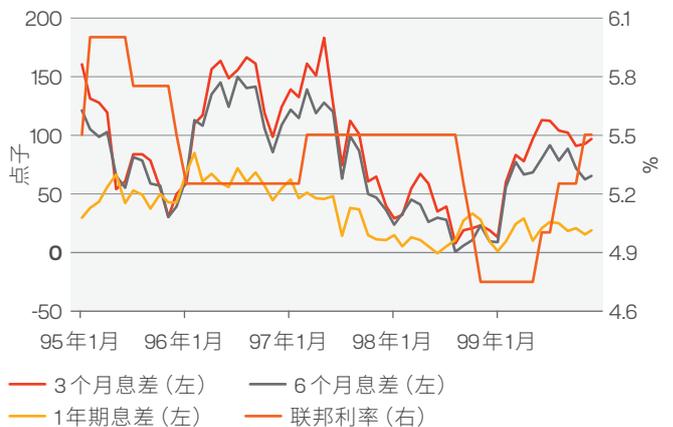
与10年期息差与联邦利率之相关系数

指标	3个月	6个月	2年期
负值占比 (%)	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

资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

根据上文分析，历史上较接近未来的减息路径应是1995年的减息周期。当时首先减息3次，其后维持了14个月利率不变后，突然加息1次，再维持17个月不变后才再减息3次，并完结当次周期。

1995年起减息周期中各收益率息差与联邦利率



资料来源：彭博，数据由1995年1月至1999年12月

结果显示，各息差与联邦利率走势普遍成反向状态，与历史上各周期吻合。当中抽出首次减息后至首次加息前，及首次加息后至再次减息前的数据，分析各息差幅度上变化。结果表列如下：

期间	与10年期息差 (点子)			
	指标	3个月	6个月	2年期
首次减息后至首次加息前	平均值	111	98	54
	标准差	42	34	13
	最大值	166	150	85
	最小值	30	30	30
	峰谷值	136	120	55
首次加息后至再次减息前	平均值	77	62	21
	标准差	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

资料来源：彭博，数据截至2024年12月23日

结果显示，首次减息后至首次加息前，息差全数上升。虽然最小值相若，但其他指标，包括平均值至峰谷值表现，都反映年期愈短敏感度愈高。尤其观察峰谷值表现，最大报136点子，比当时减息共75个基点明显偏高，暗示投资于息差较利率变化更加吸引，或应投资于息差而非定点于收益率的策略。

上文分析未来如通胀反弹，不排除有加息的可能性。参考1995年减息周期，途中曾加息1次，当时各息差随之下跌，平均值分别下降超过30点子，标准差则全数上升，最小值更出现单位数甚至负值，反映忽然加息令息差急挫，当时收益率及存续期风险偏高。另外，峰谷值的变化都佐证年期愈短敏感度愈高的分析。



综合而言，未来收益率斜度较定点式投资策略更为吸引，但注意年期愈短敏感度愈高。另外，美联储在利率观点上忽然转向都是此策略的风险，当中与特朗普就任后的国策有关。

**信贷息差变化：料可拣选的行业不多**

美元投资级别及高息债券的信贷息差自2022年起持续下跌，尤其去年底高息类别跌至差不多有纪录以来最低水平的311点子，反映近年经历加息潮、全球经济下滑及地缘紧张下资金不断追逐企业债券。如此低迷的信贷息差，企业债券是否仍值得投资？

**2012年至2024年投资级别及高息债券的信贷息差**



资料来源：彭博，数据截至2024年12月20日

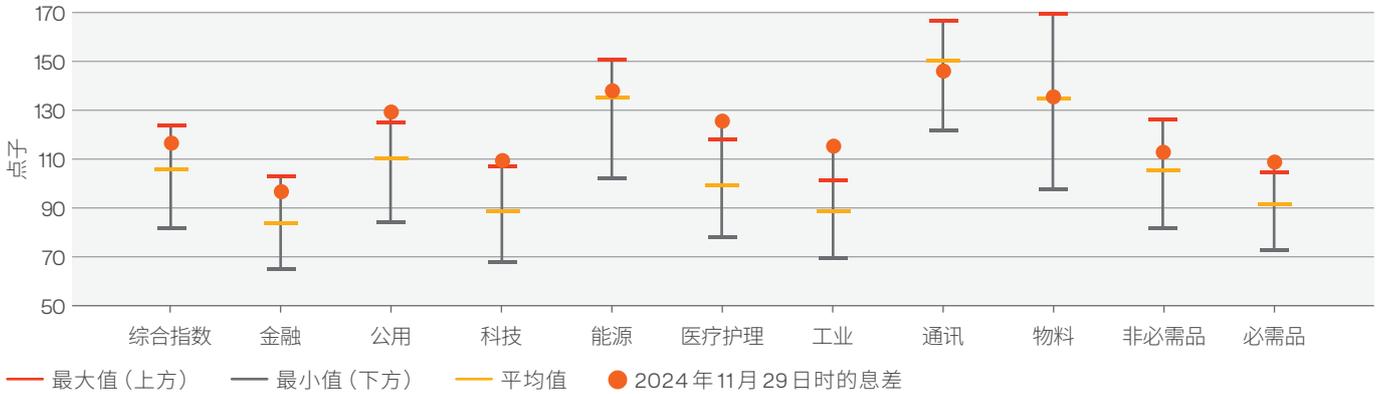
按上文分析，“红色浪潮”下预期高息企债表现向好，利率变化则支持投资级别企债。综合反映，企业债券较为吸引，但策略上需更为微观，透过各行业的信贷息差数据作部署。

选取上一次“红色浪潮”首年(2017年)的按月数据，分析各信贷息差变化，从而制定今年对各行业企债的策略。以标普500指数中11项行业分类作基础，找出当时信贷息差的浮动区间(即最大与最小值)及其平均值，再比较2024年11月底的信贷息差水平，来评审各行业企债的优先。

结果显示，在投资级别类别中，去年底水平都高于大部分行业的平均值(除了通讯及物料行业)，反映今天所谓偏低水平，较当时其实可以更低，暗示未来债价仍有上升空间。而高于浮动区间上方的(即最大值)，包括公用、科技、医疗护理、工业及必需品行业，意味这些行业较具投资价值。

## 债券

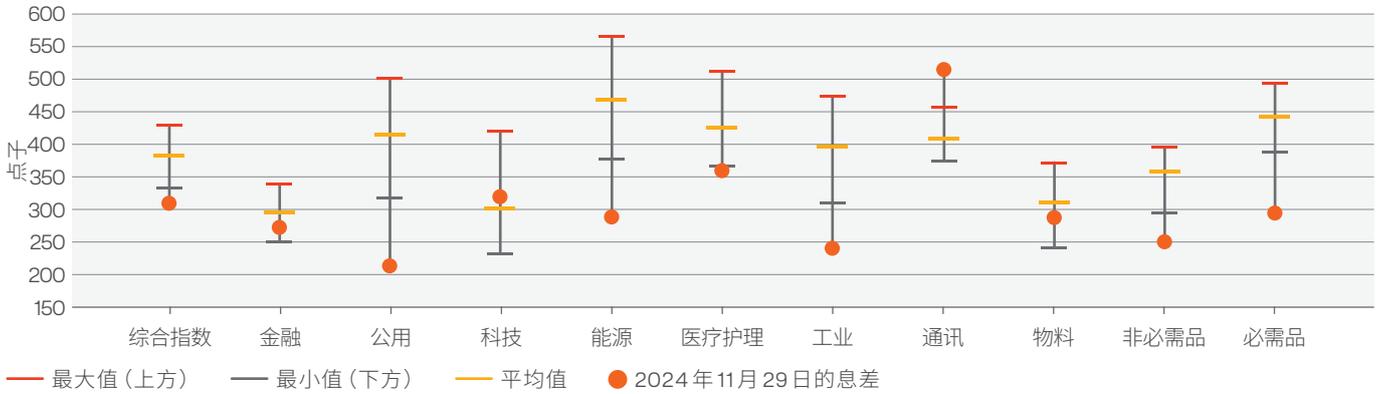
上次“红色浪潮”首年各行业及综合指数的信贷息差：投资级别债券



资料来源：彭博，数据截至2024年12月20日

同样分析套用在高息类别，结果却有另一番光景。去年只有科技及通讯高于平均值，而处于浮动区间下方的（即最小值）为数众多，包括公用、能源、医疗护理、工业、非必需品及必需品行业，反映这些行业的信贷息差好大机会反弹，投资风险偏高。

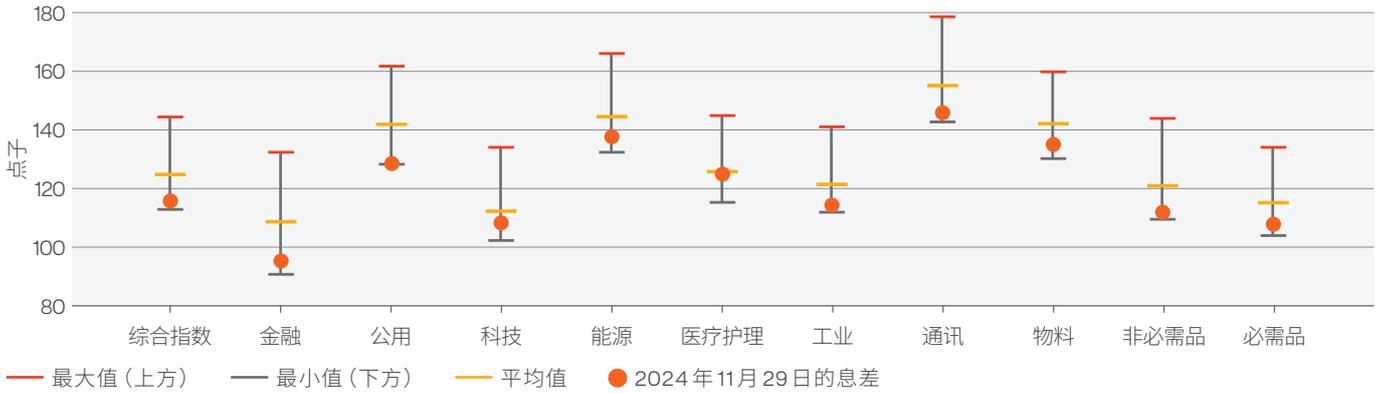
上次“红色浪潮”首年各行业及综合指数的信贷息差：高息债券



资料来源：彭博，数据截至2024年12月20日

再集中分析去年按日数据，结果显示在投资级别类别中，全部行业都低于平均值，当中只有医疗护理较接近其平均值。另一值得注意的是只有公用行业处于区间底部，反映信贷息差反弹令债价下跌的机会相当高。整体而言，各行业吸引力都偏低。

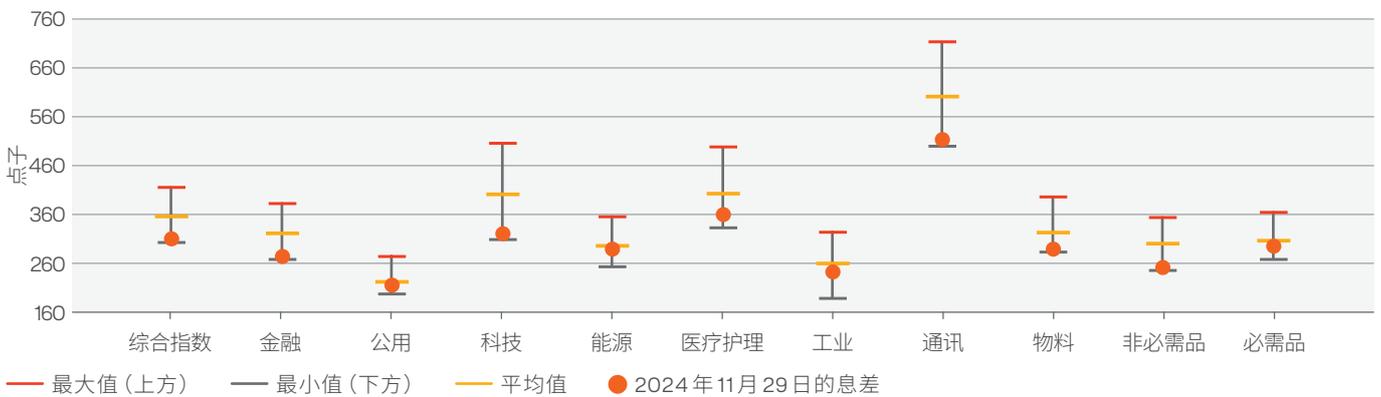
### 2024年各行业及综合指数的信贷息差：投资级别债券



资料来源：彭博，数据截至2024年12月20日

最后是高息类别，结果显示与投资级别不遑多让。去年整体水平皆低过平均值，只有工业较接近其平均值。另外，金融、公用、科技、通讯、物料、非必需品都非常接近浮动区间的下方，反映这些行业的投资风险偏高。

### 2024年各行业及综合指数的信贷息差：高息债券



资料来源：彭博，数据截至2024年12月20日

综合上述4项分析，在特朗普就任后的“红色浪潮”下，预计投资级别债券中公用、科技、医疗护理、工业及必需品行业的企债将较为吸引。其余类别及行业应稍为等待各信贷息差反弹到一定程度后再作考量。

债券

东亚联丰投资团队

# 美国国债波动料增；留意亚洲投资级别新债发行，看好亚洲高收益债券

**本章摘要：**

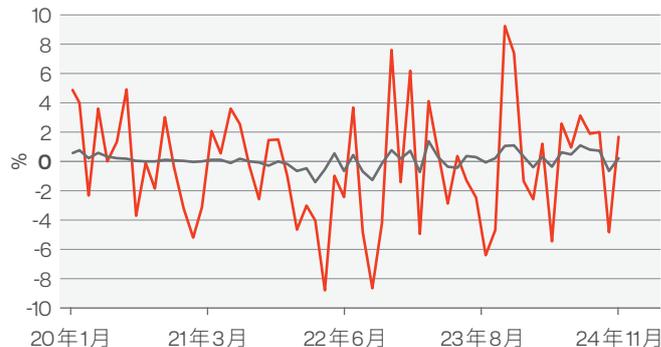
- 特朗普政策为市场带来不明朗因素，美国国债可能较波动
- 亚洲债券息差料维持收窄，债券利差交易 (Carry trade) 为投资焦点
- 中国投资级别债券估值高，日本供应回暖。南韩政治风波不影响债券基本面
- 政策利好中国地方政府融资平台 (LGFV) 高收益债券，印度债市回调估值吸引

特朗普重回白宫料将利好风险资产，亚洲美元债券的息差，尤其是投资级别债券已经大幅收窄并预计会维持，因此我们相信债券利差交易将成为2025年债券投资重点。其中，投资级别债券的机会主要来自新债发行，相信当中不少更会以溢价发行，值得留意的市场包括日本、南韩和中国。东亚联丰投资团队对于基调稳健的高收益债券持乐观态度，而中国、印度以及前缘市场 (frontier markets)，例如蒙古和巴基斯坦均具投资机遇。

**投资级别债券**

美联储于2024年减息3次合共1%，并表示2025年可能只会减息2次，意味联邦基金利率有机会回落至3.75%至4%的水平。减息步伐放慢，美国国债收益率可能再次抽升，或使长期债券价格受压。短存续期债券到期日短，英美以及个别亚洲投资级别短债的基本面稳固，风险回报吸引。加上短债对利率走势敏感度较低，价格波幅有限。ICE美银美林1至3年期美国政府和公司债券指数显示，过去5年每月回报大部分维持在正1%至负1%的区间，而10年期以上债券回报则在正9%至负9%之间。鉴于货币政策走向存在变数，加上特朗普若对中国等大幅加征关税，可能刺激通胀反弹，引发美国国债波动。因此，我们认为短存续期债券能有效应对目前减息步伐。

各年期债券每月价格变动



— ICE BofA 5至10年期以上美国政府和公司债券指数  
 — ICE BofA 1至3年期以上美国政府和公司债券指数

资料来源：ICE 指数，数据由2020年1月31日至2024年11月30日

短债以外，我们亦会注意亚洲投资级别新债的发行。目前亚洲债券息差已经明显收窄，上升空间有限，团队已经从部分高贝塔债券先行获利，静待机会吸纳新债。

**日本优质债券具防守性；南韩政治风波不影响债市基本面**

不少优质日本企业在2024年发行了美元债券，扩阔投资者基础，也为投资者带来分散投资的机会。该批债券的发行人大部分属A甚至AA评级，团队看好的板块包括金融、消费必需品和电讯。日本企业过往甚少在美元债市进行融资，但由于需求强劲，加上美日货币政策分歧相信会慢慢收窄，刺激债券供应。当美国继续减息，而日本续推行利率正常化，发行美元债券的成本将会下降。

另外，南韩去年的政治风波对债市打击不大。事件于短时间内得到解决，南韩经济基调仍然稳健，而政府迅速反应为金融市场提供支持。团队继续看好南韩美元债券，尤其是金融业。由于南韩在岸和离岸利率接近，因此团队相信美元新债供应今年将会持续，可多加留意。

### 中国投资级别债券估值高；中国的美元债市回暖，留意新债发行

随着中国内地近期的经济渐趋平稳，加上政府逐步推出刺激经济措施，投资者开始对中国资产重拾信心，但包括银行和国企等的投资级别美元债券息差持续收窄，情况预计会持续，故债价上升空间有限，因此团队建议留意新债发行。有大型优质科技、媒体和电讯公司于2024年11月发行了26.5亿美元债券，是2021年以来首次发行美元债。有消息指，另一科技巨头亦正研究透过发行美元债融资。眼见美国减息，加上息差大幅收窄，在成本下跌的情况下，中国美元债市有回暖迹象。

### 高收益债券

亚洲高收益美元债券基调向好，息差有条件继续收窄。中国之前推出的经济措施效果尚未完全浮现，与此同时，特朗普威胁向中国增加关税，对经济有何影响仍待观察，因此团队对中国高收益美元债保持审慎乐观。印度富商被美国指控参与一宗贿赂案，打击印度债市，团队认为是趁低吸纳优质债券的好时机。蒙古和巴基斯坦等前缘市场亦因不同利好因素而被青睐。

### 中国地方政府融资平台高收益债券值得注意，对内房债则保持中性

中国于2024年11月初推出10万亿人民币的融资计划，旨在挽救地方债务。受政策支持，团队看好中国地方政府融资平台债以及受惠于业务改善和融资渠道增加等利好因素的工业债，例如一家综合性企业近日便成功发行3亿美元债券。至于内房债，团队则继续保持中性看法，虽然楼市有回稳迹象，但仍然有个别发展商面对流动性问题需要延迟派发债息或申请把即将到期的债券延期。

### 趁低吸纳印度优质债券；蒙古基调稳健，巴基斯坦短债收益率吸引

拥有印度一家大型综合企业的富豪与其能源公司高层被美国指控参与一宗贿赂案，影响印度高收益债市的投资气氛。印度基本面依然稳健，总理莫迪投资基建和能源的方向不变。债市回调后估值吸引，我们认为是趁低吸纳优质债券的机会。另外，团队也会留意新债发行。

蒙古和巴基斯坦基于不同利好因素获团队看好。蒙古是亚洲最高经济增长市场之一，中国重启经济带动蒙古煤炭出口，而矿业和洁净能源等板块预计会继续吸引外资。同时，团队亦看好蒙古银行等高收益债券。至于巴基斯坦，其短债的收益率吸引，发生债务违约风险低，万一出现流动性压力，相信国际货币基金组织会给予支持。

受特朗普政策不明朗因素影响，美国国债可能出现波动。另外亚洲投资级别债券息差已处于十分窄的水平，团队会聚焦低贝塔和高防守性的债券，并从中国、日本和南韩新债供应中寻找投资机会。此外，亚洲高收益债券基调强韧，风险资产预料将继续受追捧，加上出现堕落天使的机会不高，因此团队对高收益美元债券维持乐观。



## 免责声明

# 免责声明及重要通知

本文件由东亚银行有限公司（“东亚银行”）和东亚联丰投资管理有限公司（“东亚联丰投资”）编制，仅供客户参考之用。其内容是根据大众可取得并有理由相信为可靠资料制作而成，惟该等资料来源未经独立核证。

有关资料所表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并不构成任何投资的要约或有关要约的招揽、建议、投资意见或保证回报。本文件所表达的资讯、预测及意见以截至发布日期为依据，可予修改而毋须另行通知，及不可被视为就任何投资产品或市场的建议。有关资料未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何香港监管机构审核。另外，有关资料亦未经新加坡金融管理局审查。

东亚银行会按需要更新已发布之研究。除了定期发布的报告外，东亚银行亦会按需要不定期发布其他报告，不作另行通知。

东亚银行对本文件内有关资料的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何代表或保证、陈述或暗示及对有关资料所引致的任何问题及/或损失（不论属侵权或合约或其他方面）概不负责。投资涉及风险，投资产品之价格可升亦可跌，甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前，应仔细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。

阁下不应投资任何产品，除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下的财务情况、投资经验及目标后，该产品是适合阁下的。阁下明白投资决定是由阁下自行作出的，东亚银行有限公司建议阁下应自行作出独立判断，或应向阁下的独立专业顾问寻求有关投资产品方面的资讯，法律影响及任何其他事宜的意见。

本文件是东亚银行的财产，受适用的相关知识产权法保护。未经东亚银行事先书面同意，本文件内的资料之任何部分不允许以任何方式（包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介）进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。

本文件所有内容均已由中文翻译成英文。如中、英文版本有任何抵触或不相符之处，应以中文版本为准。

东亚联丰投资为东亚银行的非全资附属公司。东亚银行（中国）有限公司（“东亚中国”）是东亚银行在内地注册成立的全资附属银行。

东亚银行新加坡分行（“东亚新加坡”）是东亚银行海外分行之一。