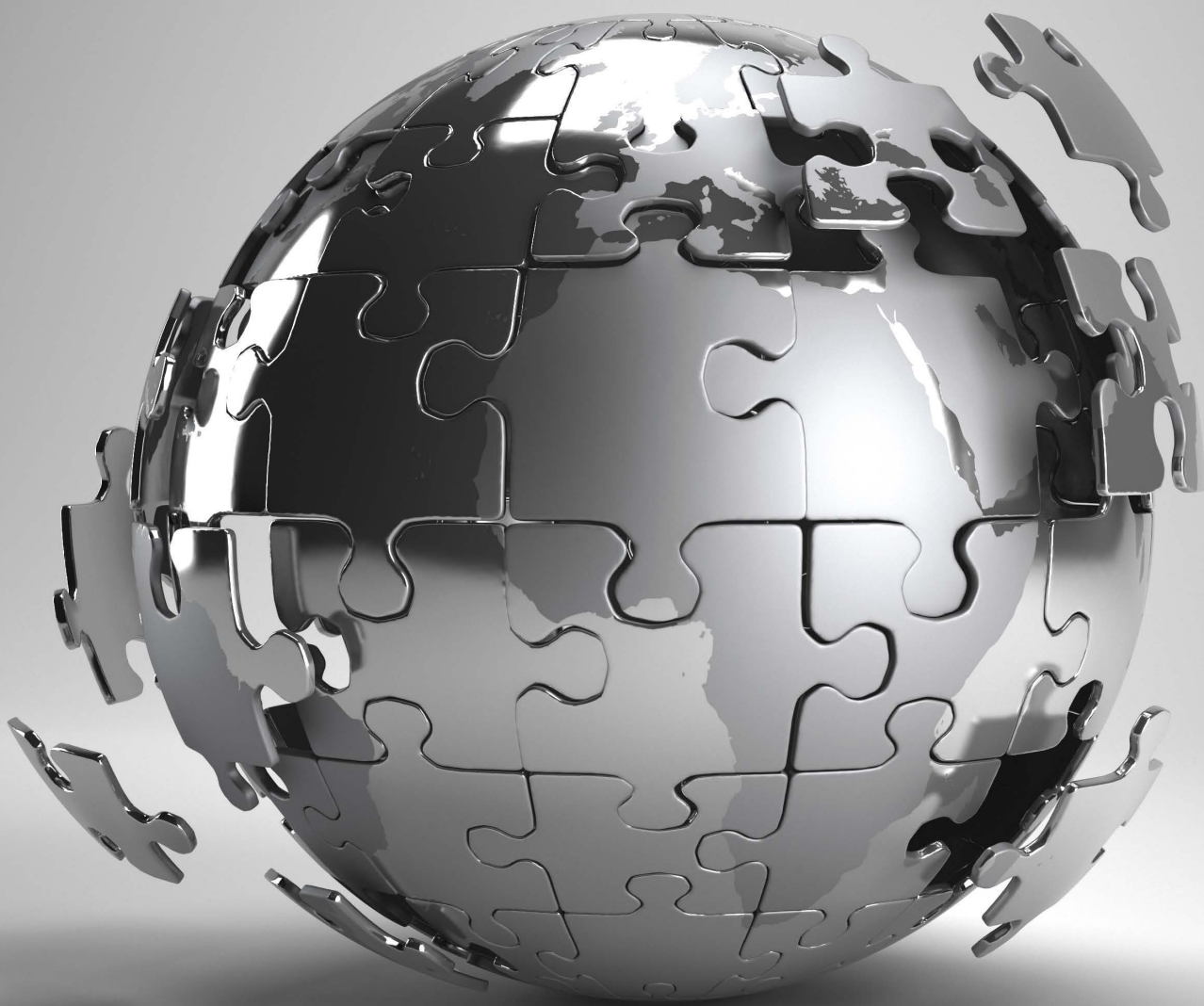


東亞睿智

2025年第一季投資展望

重塑世界



目錄

2	序言
3	宏觀策略
14	宏觀經濟
21	股票
39	外匯
48	債券
62	東亞資產導航
64	免責聲明



15至17世紀在歷史上稱為「大航海時代」，期間葡萄牙的航海家成功穿越非洲好望角，哥倫布的艦隊則發現了「新大陸」，促使貿易自此西向東移。大約在同一時期，中國明朝的明成祖派遣鄭和多次下西洋，期望透過對外貿易穩定區內，甚至遠至東南亞及中東等地的局勢。東西方貿易交流的興起，標誌著「全球化」的開端。五百年後的今天，美國的特朗普在上一總統任期內開打貿易戰，繼任的拜登再進一步，令「去全球化」成為改變全球格局的新篇章。

本季主題是《重塑世界》。承接上季《物換星移》的預測，美國總統大選後，全球政經環境將會發生根本性變化。這並非單純因為最終誰入主白宮，而是加上歐美陣營多年來的生產力核心性積弱，「去全球化」的趨勢加速削弱成熟市場國家的競爭力。新興市場國家明白自身力量不足，難以正面對抗，也未能團結一致。因此，倒不如暫時安份守己，靜候時機，等待爭奪全球經貿及話語權的契機出現，實踐《孫子兵法》中「不可勝在己，可勝在敵」之策略。如今環球局勢與之前的預測相若。

美國大選結果突顯特朗普的當選並非偶然，而是拜登執政期間綜合因素的結果。表面上看，朝令夕改的特朗普試圖以唯我獨尊甚至恃勢凌人的姿態，重塑以「美國優先」為核心的世界秩序。但正如中國聖賢老子所言：「故堅強者死之徒，柔弱生之徒。是以兵強則滅，木強則折。」畢竟特朗普當選後，以「教師爺」的姿態向傳統盟國施壓，導致盟友間貌合神離，甚至各懷心思。而新興市場國家已非昔日的

吳下阿蒙，對美國的盤算早已嚴陣以待，美國過去予取予攜的時光彷彿已成歷史。

政治經濟學提出「金德伯格陷阱」之說，即當國際體系中沒有國家願意且有能力承擔領導責任時，當前的霸主退卻而新生國崛起期間，權力轉移的過程中會令全球領導權出現真空期，往往會釀成全球政經失序的混亂局面。在經濟、軍事及軟實力重新分配的情況下，全球秩序重整只是時間問題。然而，未來的重整可能不再由成熟市場國家主導，更可能是由成熟市場及新興市場兩大陣營以對等的方式談判，尋求共識。這一趨勢或將在聯合國及世貿等國際組織中逐步體現。若時不與我的成熟市場國家仍一意孤行，再多的「畫地」料將換來更大的「自牢」困境。全球碎片化或多極化，或許才是最可能的未來境況。

《洛書》指出，當下正處於下元九運，離卦屬火，暗示世界的矛盾和衝突頻發，極端且無常的突發事件層出不窮，但同時孕育出多變且新穎的時代氣息。紫微斗數的「破軍」星入宮，預示破壞與反覆不定等徵兆，往往先破後立，不宜固守舊有模式。雖然中國堪輿並非現代科學範疇，但傳統智慧似乎預告「變」將是環球局勢的核心。

《易經》中的「不易」代表萬物隨時間改變才是永恆不變。適者生存，順勢而為，方為大道之行。正如粵語經典金曲《家變》中歌詞：「迎接那變幻，今生與你擁抱著永恆。」

共勉之。

本季重點：

- 宏觀策略 — 特朗普效應、利率波動及世界多極化的互動，令市場在大波動中向好
- 宏觀經濟 — 環球經濟預期將延續低增長趨勢，經濟不確定性驟增
- 歐美股市 — 「紅色浪潮」下，美股預料將一枝獨秀，歐股面對內憂外患下前景堪虞
- 亞洲股市 — 中港股市維持審慎樂觀，日本持中性態度，特別看好印度市場
- 外匯市場 — 特朗普政府政策料短期有利美元走勢，各國央行貨幣政策立場轉變將成焦點
- 全球債市 — 全球減息步伐放緩將削弱其吸引力，收益率曲線正常化為投資重心

宏觀策略

重塑世界

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪



宏觀策略

重塑世界

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

本章摘要：

- 特朗普效應、全球多極化、滯脹風險將是主宰未來資產市場走勢的主要因素
- 「美國優先」造就風險及機會並存，「紅色浪潮」亦非一面倒負評
- 多極化下的貿易戰中，美國實力已今非昔比
- 金融戰將著眼於「去美元化」，「軟實力」將是未來另一戰場
- 極端情況下，滯脹風險勢將是「灰犀牛」，惟成熟市場較新興市場的風險更高
- 投資策略上，短線應以分散投資為主，及後應有序提升風險胃納

上季標題是《物換星移》，當時預測全球投資市場將在美國總統大選後出現根本性改變。成熟市場中，本土撕裂及經濟結構性衰退等問題仍揮之不去，加上選舉結果反映利己及右翼主義抬頭，施政時將面對更多掣肘。新興市場則受制於強美元，地緣戰火未見平息，咄咄逼人的貿易制裁等都為投資市場增添風險，令資金游走不同市場。權力交接期間各項風險因素，包括選舉後的爭議及國際上各陣營的重新盤算，導致投資風險攀升，分散及短線操作方為上策。上季的預測大致與現況相若。

本季標題是《重塑世界》。特朗普勝出反映選民對民生和經濟的關注，新政府逆轉前任財金政策將令風險與機會並存。「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）下，美國經濟料在大幅波動中繼續上升，通脹將變得起伏不定，失業率料將有序下降。「美國優先」政策下，拉朋結黨的國際影響力將被削弱，貿易戰已非予取予攜，金融戰加速「去美元化」，「軟實力」是新關的戰場。如有任何閃失，在極端情況下，七國集團（G7）的滯脹風險較金磚集團（BRICS）更高。

投資策略上，在特朗普就任初期料各資產表現相若，適宜分散投資，及後風險胃納遞增，有利周期性及風險類資產。整體市場表現吻合於經濟走勢，投資者應順勢而為，破舊立新的思維更顯重要。

3大因素主宰未來全球格局

2024年全球超過半數人口進行了各類型的選舉，G7主導的成熟市場陣營中，改朝換代的情況不勝枚舉。選舉結果反映選民對近年左傾政府執政的不滿，尤其對本土經濟孱弱及各地戰火燎原的國際亂象嗤之以鼻，各國利己、孤立或右傾主義抬頭。更甚是當選舉制度容納不了太多的怨恨，外溢的怒火將尋找制度以外的出路。國際陣營間加劇撕裂和內耗，成熟市場掌控世界權力愈見蒼白無力。相反，BRICS等各新興市場近年扛住多重壓力，經濟上站穩陣腳後，趁機另起爐灶，加速造就新型的環球多極化格局，折射出重塑世界秩序的陽謀。

上焉者堅守既得利益，下焉者奮力奪帥。縱觀大局，歸納出影響未來投資市場走勢的3大因素：特朗普效應、全球多極化及滯脹風險。

特朗普效應：以「破軍」之勢震撼全球

紫微斗數14主星中，當「破軍」入宮時即預示破壞、霸道、私心偏重、反覆不定等徵兆。「破軍」之象彷彿預告了今年環球投資市場的走勢。

美國總統大選前，坊間普遍認為兩黨候選人勢均力敵，更深怕結果太接近會引發敗方上訴，導致社會及市場震盪。不過，最終結果卻截然不同。投票當天，特朗普以直搗黃龍的氣勢贏得總統之位，共和黨更奪得參眾兩院的控制權，達到全面執政，再現「紅色浪潮」。

根據皮尤研究中心（Pew Research Center）於投票前的民調中顯示¹，近81%選民視「經濟」為本屆大選最重要議題。益普索（Ipsos）在選舉後的民調亦顯示²，民眾認為最重要的事項是「控制物價及生活成本」。

新世代金融專家斯坎倫（Kyla Scanlon）在2022年創造Vibecession（Vibe加上Recession）一詞³，描述經濟數據與消費者感覺出現脫節。安邦智庫（ANBOUND）的經濟分析⁴指出，近年美國多個領域，包括製造業及就業市場等數據出現落差及分歧，數據的客觀性和代表性受人質疑。當前美國經濟數據固若金湯，但美國人卻「感覺」經濟不濟。

¹ 見皮尤研究中心網站，<https://www.pewresearch.org/politics/2024/09/09/issues-and-the-2024-election/>

² 見益普索網站，<https://www.ipsos.com/en-us/expectations-economy-second-trump-presidency>

³ 見Political Dictionary網站，<https://politicaldictionary.com/words/its-the-economy-stupid/>

⁴ 見安邦智庫網站，http://www.anbound.com/Section/ArticleView_34160_1.htm

無獨有偶，本屆選舉結果猶如重覆 1992 年選舉。當時民主黨候選人克林頓以「It's the economy, stupid!」作為選舉策略，成功擊敗因在波斯灣戰爭中得勝而民望高企的共和黨候選人老布殊 (George HW Bush)。本屆特朗普同樣在美國民眾的痛點中交出強而有力的答案，令他成功奪魁。

「美國優先」政策對經濟及投資市場的影響

在美國總統選舉結果塵埃落定後，投資者炒作「特朗普交易」。特朗普的選舉政綱中的「讓美國再次偉大」(Make America Great Again, MAGA)，彷彿是特朗普上一任期時提出「美國優先」政策的改進版，亦勾勒出未來 4 年的施政輪廓。

分析與經濟相關的政綱，再預測其對經濟及市場的影響：

- 減稅是關鍵政綱之一，當中最觸目的是企業稅由 21% 下降至 15%。根據稅務基金會的預測⁵，一旦落實將減少企業的稅務支出並可增加用於償還債務的現金流。另外，《減稅和就業法案》(TCJA) 永久化預期將有利企業的淨利潤，可增加稅後現金流及資本支出，並進一步減少應繳稅款，有利美國經濟增長。中小企業尤為受惠，對其盈利增長及股價走勢有利。至於個人稅務若有寬減，則有利非必需品板塊；
- 新任能源部長將任用傳統石化能源高層，其背景及對氣候變化的言論備受批評⁶。市場預期未來政策將集中在推動放寬石油和天然氣生產管制，並有可能再次退出「巴黎氣候協議」⁷。即使部分分析認為不大可能走回頭路，電力才是特朗普真正的能源政策方針⁸。不論結果如何，新任政府將在此領域上改革，加上利己主義抬頭，預期將有利美國本土能源企業的盈利，支持其股價走勢；
- 科技領域中，拜登在卸任前進一步打擊中國的芯片業⁹，相信特朗普政府將蕭規曹隨，手執牛耳的美國高端科技企業的未來盈利料仍然穩健。較令人注意的是，特朗普任命前支付平台高層出任「白宮 AI 和數字貨幣事務」負責人¹⁰。市場流傳美國有意在外匯儲備中加入加密貨幣¹¹，加上美聯儲主席鮑威爾的言論更是火上加油¹²，消息刺激加密貨幣急升。加密貨幣背後原理晦澀難懂，而且波動性偏高，但該市場嚴重依賴電力及數據中心的支援，剛需支持下有利相關資產；
- 移民政策是另一關鍵政綱。特朗普表示上任第 1 天便會對加拿大和墨西哥的進口商品徵收 25% 關稅，直到兩國能解決毒品和非法移民等問題¹³。驅逐黑工將減少美國的勞動力，但將增加對本地勞工需求，有利壓抑失業問題¹⁴，從而支持非必需品板塊。同時料可減輕政府在社會福利網上的負擔（例如醫療），有助改善財赤問題；
- 參考特朗普上一屆的金融政策，預測減少監管將是其未來政策重點，例如限制消費者金融保護局 (CFPB) 等機構的權力，甚至取消某些相關法規，將有利消費者金融服務領域。同時鼓勵金融創新和併購，特別是金融科技和數字金融領域。另外，還有可能修改或擱置當前尚未最終敲定的國際規則，例如《巴塞爾協議 III》，有助放寬銀行業在資本充足比率及派息等限制¹⁵；
- 特朗普有意任命小甘迺迪為衛生及公共服務部部長，預期在疫苗、食物法規、藥物價格等領域上會有所改革¹⁶。雖然特朗普未有提出廢除《平價醫療法案》，但預期將削減醫療補助，取消或提高醫療保險及保健成本，減少獲得所需醫療服務機會的人數¹⁷。一旦落實，政府可減輕財赤壓力，並有利醫療及保險業發展；

⁵ 見稅務基金會網站，<https://taxfoundation.org/blog/trump-tax-cuts-tariffs-reconciliation/>

⁶ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us/trump-picks-oil-industry-ceo-chris-wright-energy-secretary-2024-11-16/>

⁷ 見政客網站，<https://www.politico.com/news/2024/11/10/trump-withdrawal-paris-agreement-different-00188002>

⁸ 見外交政策網站，<https://foreignpolicy.com/2024/11/20/trump-energy-policy-electric-vehicles-power-grid-infrastructure-oil-gas-climate/>

⁹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/technology/latest-us-strike-chinas-chips-hits-semiconductor-toolmakers-2024-12-02/>

¹⁰ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us/trump-appoints-former-paypal-coo-david-sacks-ai-crypto-czar-2024-12-06/>

¹¹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/finance/trumps-crypto-advocacy-steers-businesses-away-traditional-treasury-assets-2024-12-04/>

¹² 見 CNBC 網站，<https://www.cnbc.com/2024/12/05/what-fed-chief-powell-said-about-crypto-that-may-have-aided-bitcoins-rally-to-100k.html>

¹³ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us/trump-promises-25-tariff-products-mexico-canada-2024-11-25/>

¹⁴ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us/trump-says-he-aims-deport-all-immigrants-us-illegally-2024-12-08/>

¹⁵ 見湯森路透網站，<https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/government/bank-regulation-under-trump/>

¹⁶ 見 CNN 網站，<https://edition.cnn.com/2024/11/14/politics/robert-f-kennedy-donald-trump-hhs/index.html>

¹⁷ 見預算與政策優先中心網站，<https://www.cbpp.org/research/health/republican-health-coverage-proposals-would-increase-number-of-uninsured-raise>

宏觀策略

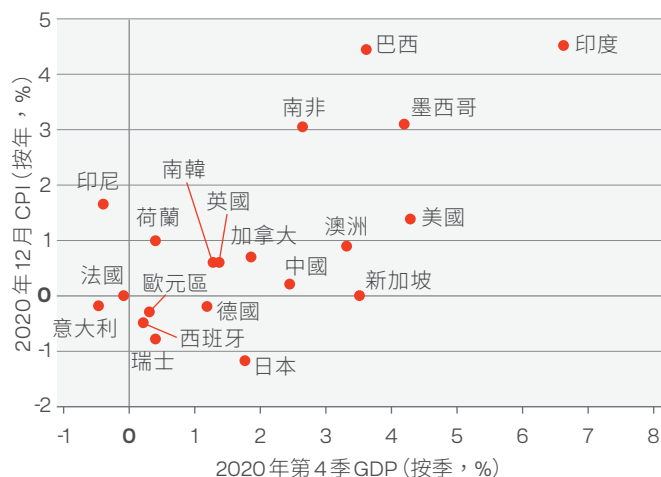
- 經濟政策的延伸利益將支持工業及貿易。首先，關稅條款將覆蓋全球，加上企業稅下降配合加強海外徵稅，或使海外生產線重回美國，尤其是高端科技工業的潛在免稅政策。其次是放寬行業法規，例如放寬碳排放標準和簡化工廠擴建的許可流程，或調整法規以降低合規成本等¹⁸。

傳統上，新任總統須在2月初的國情咨文及3月初的首份財政預算中闡述任期內的施政理念及藍圖，其時才能窺探出特朗普真正的施政方針。因此，目前的政策宣言及人選任命，最終未必兌現，炒作相關政策的風險偏高。就算結果如願以償，「sell on fact」情緒很大可能在總統就職典禮後出現。延續由2024年起美股屢屢破頂的走勢，本季出現短期且明顯的調整實在合理，但無礙本季整體看好美股的觀點（詳情可參閱《股票》章節）。

外交政策對經濟及投資市場的影響

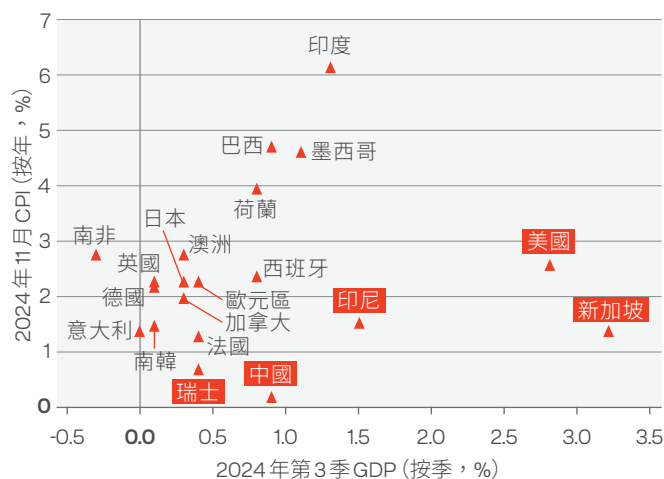
過去4年在去全球化的衝擊下，各國經濟已今非昔比。參考全球主要經濟體在2020年第4季至2024年第3季的按季國民生產總值（GDP）及按月消費物價指數（CPI）矩陣之變化，由初期適逢全球疫情大流行，各經濟體普遍處於「低通脹，低增長」區域，排序上吻合傳統概念上「正斜率」方式分散。拜登就任後率領盟國推行「脫鉤斷鏈」、「友岸外包」、「去風險化」等去全球化的貿易政策，加上爆發俄烏及中東戰火，近7成國家的GDP下跌，更有超過8成國家的CPI上升，反映全球受著「高通脹，低增長」打擊。以GDP與CPI比例作排列，首5位依次序為中國、新加坡、美國、印尼及瑞士，反映他們受環球局勢的影響較低。

各國GDP與CPI矩陣（2020年第4季）



資料來源：彭博，數據截至2024年12月9日

各國GDP與CPI矩陣（2024年第3季）



資料來源：彭博，數據截至2024年12月9日

若以地區變化作分析，歐洲算是受害者。GDP平均上升0.3%，但通脹則偏高，相信與俄烏戰爭爆發後，歐洲能源供應問題有關。新興市場表現最差，GDP下跌3.1%，同時通脹急升平均約31.2%，當中阿根廷及土耳其的通脹問題最嚴重。亞洲市場方面，GDP下跌1.6%但CPI只輕微上升0.9%，結果不遜於其他地區。反觀主導貿易制裁的G7，GDP下跌0.9%，通脹亦上升1.9%。當中日本受衝擊程度最大，加上近期國內政治震盪，前景未言看好。

過去4年各國家及地區的GDP及CPI變化：

七國集團	數據變化 (%)		亞洲市場	數據變化 (%)	
	GDP	CPI		GDP	CPI
美國	-1.6	1.2	中國	-1.6	0.0
加拿大	-1.6	1.3	南韓	-1.2	0.9
德國	-1.1	2.4	印度	-5.5	1.6
英國	-1.3	1.7	新加坡	-0.4	1.4
法國	0.5	1.3	印尼	1.9	-0.1
意大利	0.5	1.6	澳洲	-3.1	1.9
日本	-1.5	3.5	平均	-1.6	0.9
平均	-0.9	1.9	新興市場	數據變化 (%)	
其他歐洲市場	數據變化 (%)			GDP	CPI
歐元區	0.1	2.6	巴西	-2.8	0.2
西班牙	0.6	2.9	阿根廷	-6.6	156.9
荷蘭	0.4	3.0	墨西哥	-3.2	1.5
瑞士	0.0	1.5	沙地阿拉伯	-1.5	-3.4
平均	0.3	2.5	南非	-3.0	-0.3
			土耳其	-1.7	32.5
			平均	-3.1	31.2

資料來源：彭博，數據截至2024年12月9日

¹⁸ 見工業週刊網站，<https://www.industryweek.com/leadership/article/55240966/manufacturing-policy-recommendations-for-president-elect-trump>

特朗普在外交上貫徹其孤立主義的作風，一舉一動都以美國利益優先。

地緣關係上，不能否定過去4年地緣緊張及各地戰事令國與國之間存在不同程度的猜疑，盡快結束戰事對各方皆有利。特朗普仍未詳述如何兌現選舉時聲稱可在上任後短時間內結束俄烏戰事的承諾，但已提及美國將縮減對烏克蘭的軍援，並稱部分北約成員國沒有支付足夠的防禦費用，對美國不公平，暗示有意退出北約¹⁹。另外，市場普遍預期美國很大可能第2次退出「巴黎氣候協議」²⁰。這些舉措吻合他的「美國優先」策略，但料將進一步削弱聯合國等國際組織的能力，加速全球多極化格局形成，下文將詳情分析。

貿易關係上，美國料將由拜登式多邊主義，轉為特朗普式單邊主義。例如由前朝精心打造，以圍堵中國為目標的聯盟，預計難逃被降級甚至瓦解的命運，包括印太經濟框架（Indo-Pacific Economic Framework）、澳英美三方安全夥伴關係（AUKUS）、美日印澳「四方安全對話」（Quad）、美日韓同盟等。如果聯盟向心力下降，料有利平衡國際貿易上劍拔弩張的氛圍，歐洲或南亞等地區與中國等國家的貿易關係料將回暖，減輕其貿易上的壓力，中國亦可增加談判籌碼，中美博弈或由拜登執政時的針鋒相對，轉為通過談判或仲裁達成共識，間接梳理貿易堰塞，從而提升全球經濟增長及投資風險胃納。

以史為鑒：「紅色浪潮」對全球經濟的啟示

共和黨將全面執政，加上特朗普不乏運用總統特權的例子，相信新任政府施政上遇上的阻力較低。市場普遍認為特朗普以治理企業的手段來治理國家，尤其著重效率。因此，他創立政府效率部（Department of Government Efficiency, DOGE）²¹，並由世界首富馬斯克領導。市場預期此舉將可解決官僚主義問題，撤銷過多監管，削減無謂開支等，有助壓抑財赤及提升管治水平。不過，日裔美國政治經濟學家福山於社交媒體上表示，管理政府與經營企業不同，精簡部門及人手並非一定有效，反而有可能分化公務員體系，引發美國內部利益矛盾²²。學者的建議諫果回甘，但官僚中尸位素餐者眾，料官僚改革如箭在弦。



改革成果拭目以待，但參考上一任期，特朗普執掌的共和黨在中期大選失利，「紅色浪潮」維持了兩年便告終。期間特朗普在內政與外交上的做法有目共睹，其影響最好用當時美國及全球經濟數據作評鑑。

參考2017年第1季至2019年第4季的數據作為「紅色浪潮」的時段，並抽出當時按季GDP走勢作分析。美國GDP由起初升2.0加速至升4.6%，其後減速至升0.6%後又反彈至升4.8%，最終以升2.8%結束。數據顯示，「紅色浪潮」時經濟表現非常波動，但全期仍升0.8%。反觀中國及歐元區全期走勢相較平穩，但持續下降，反映「美國優先」政策對美國有利，但對全球經濟卻不利。首年全球經濟仍可維持增長，但無以為繼，就算隨美國適時反彈，但其後跌幅明顯較大，最終更是倒退收場，說明「美國優先」衝擊全球經濟，僅中國及歐洲的防禦性較高。

¹⁹ 見法國24網站，<https://www.france24.com/en/live-news/20241208-trump-touts-tariffs-mass-deportations-and-nato-skepticism-in-tv-interview>

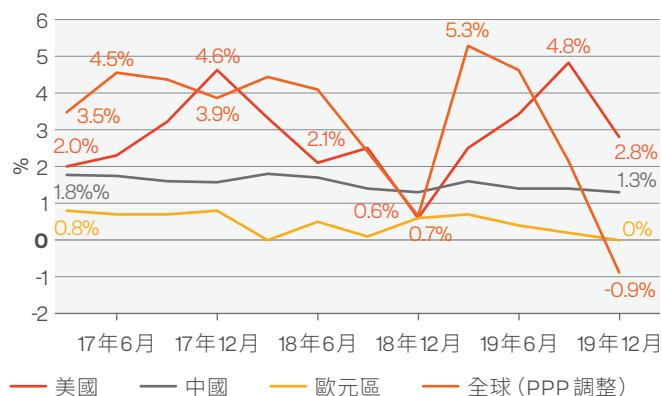
²⁰ 見政客網站，<https://www.politico.eu/article/donald-trump-paris-agreement-climate-sustainability-us-cop29-global-pact-warm/>

²¹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us/trump-says-elon-musk-vivek-ramaswamy-will-lead-department-government-efficiency-2024-11-13/>

²² 見Persuasion網站，<https://www.persuasion.community/p/a-letter-to-elon-musk>

宏觀策略

上次「紅色浪潮」期間各國及地區按季GDP

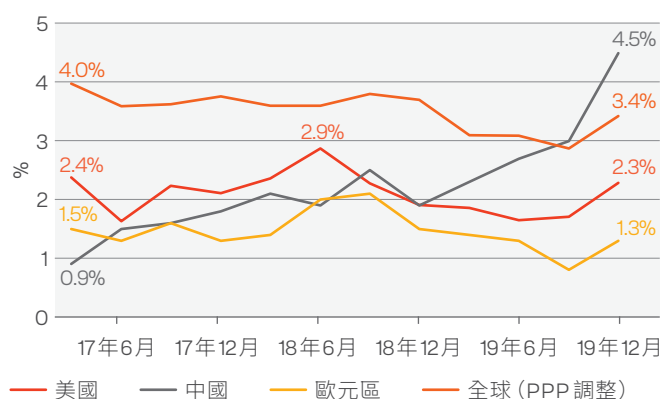


資料來源：彭博，數據由2017年3月31日至2019年12月30日

美國的CPI全期變化不大，與歐洲走勢相若。先升後降的走勢與現時大部分市場推測特朗普就任後走勢吻合。中國通脹明顯跑高，由最初升0.9%不斷增至升4.5%，相信與當時中國經濟改革有關，例如匯改。全球通脹反而持續下降，全期跌幅約0.6%。

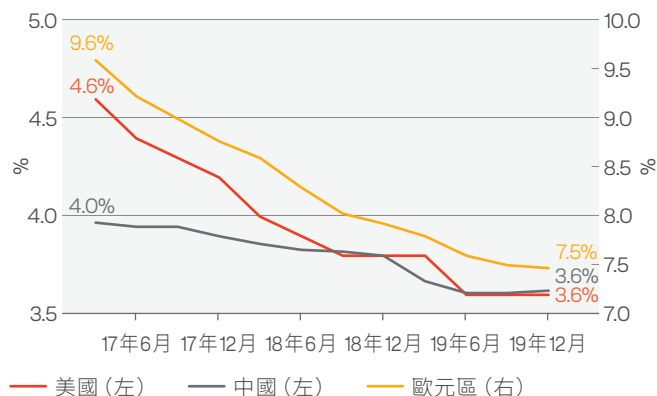
失業率因數據所限，只有美、中、歐三地數據。三地的失業率都持續下降，美國降幅約1%，中國只有約0.4%，歐元區明顯地由9.6%下降至7.5%，惟仍處偏高水平。整體反映「紅色浪潮」有利各國就業市場。

上次「紅色浪潮」期間各國及地區按年CPI



資料來源：彭博，數據由2017年3月31日至2019年12月30日

上次「紅色浪潮」期間各國及地區按季失業率



資料來源：彭博，數據由2017年3月31日至2019年12月30日

綜合分析，「紅色浪潮」對全球經濟體並非完全不利。美國通脹未如預期般走高，失業問題有序改善，只是經濟走勢非常波動。對中歐而言亦非全屬壞事，失業率持續改善。對包括新興市場的全球經濟反而影響較大，如何對沖未來經濟非常波動的走勢將是全球投資者的必答题。

總括而言，「特朗普效應」反映出美國內部深層次的矛盾，包括債台高築、製造業空心化與產品競爭力衰退、非法移民及毒品入境問題等。就算特朗普百般武藝，亦不可能短期內完全解決。極端情況下，如特朗普在施政上有任何閃失，將弄得眾叛親離，把美國推向伊於胡底的境地。多極化經濟叢生，經濟失衡等更可能導致美國陷入滯脹風險，更遑論要遏止甚至扳倒中國。

全球多極化：分散投資更顯重要

拜登執政時市場經常擔憂「修昔底德陷阱」的出現，即指一個新崛起的大國必然會挑戰現今王者，最終兩國爆發戰爭將不能避免。隨著特朗普重踏台板，另一個政治經濟學的議題「金德伯格陷阱」將會登場，即指國際體制中沒有國家願意且有能力承擔領導責任，現今霸主退場與新生國崛起之間，權力轉移的過程中全球領導權出現真空期，導致全球性政經失序的混亂困境。

當前全球烽煙四起，特朗普如執意於利己主義及內視性執政，希望從狼煙中抽身，但又以「美國優先」政策榨取別國的資源來補強，只會迫使盟國反撲，造就全球多極化格局。

貿易戰：美國已非予取予攜

提高關稅是特朗普慣常脅迫對手的技倆，但當前BRICS不論名義或平價物價的GDP體量已超越G7（詳情可參閱上期《宏觀策略》章節），只要BRICS減少與G7的貿易往來，相信對缺乏生產力的G7經濟衝擊是顯而易見。

歐美陣營以「去風險」之名對華全方位「卡脖子」，但近期中國的對等制裁愈見頻繁。例如中國就歐洲對華電動車提升關稅一事，而向歐洲出口的白蘭地等消費品進行反制措施²³，去年底亦禁止鎢、鎢及石墨等稀有金屬出口至美國²⁴，甚至劍指芯片製造商龍頭展開反壟斷調查等²⁵。反制舉動反映中國已非特朗普上一任執政時的吳下阿蒙，今天正嚴陣以待應對美國新一輪的貿易戰。

特朗普當選後表示因毒品及非法移民問題，有意提高加拿大及墨西哥25%關稅。他亦在競選期間提出對所有國外商品徵收10%至20%關稅，有可能包括歐洲出口的汽車和化工等產業²⁶。法國總統馬克龍表示，預料特朗普將不惜冒着破壞歐美關係來保護美國國內市場，歐盟有可能陷入雙重貿易戰，導致成員國在中美夾縫中基於各自國家利益而產生分歧，部分依賴中國市場，部分則靠攏美國，令歐洲日益分裂²⁷。英國商貿大臣表示，特朗普若向英國貨品加徵關稅，將考慮作出報復²⁸。種種跡象顯示，特朗普式利己主義正排斥盟友，雖未至反目，但愈見分道揚鑣。

歐美陣營失去新興市場價廉物美的產品將會令通脹反彈，中國等盟國亦缺乏高科技提升生產力，同時面對西方制裁及減少消費後令出口量下降，打擊其經濟增長。重申貿易戰中沒有贏家，合作共贏才是出路。

金融戰：「去美元化」成焦點

近年美聯儲在利率決議上備受質疑，主因議息結果與經濟數據不時大相逕庭。美國藉控制利率達到美元「武器化」的做法亦為人詬病，透過不斷加息並維持長時間高息，利差擴大有利吸引海外資金以支持自身龐大的財赤及發債，匯差波動迫使資金撤出新興市場，吞噬別國資源同時絞索其經濟體，多年來都令新興市場嗤之以鼻。

俄烏戰事爆發後，歐美陣營多番討論如何利用被凍結的俄羅斯資產支援烏克蘭，最終歐洲議會在2024年底批准從凍結的俄羅斯資產向烏克蘭提供高達350億歐元的貸款²⁹。此舉令非歐美陣營中的國家擔心他朝其海外儲備有可能被凍結而離美元而去，「去美元化」便不脛而走。

俄羅斯總統普京提出以服務BRICS成員國為主的國際貨幣結算系統：「金磚之橋」（BRICS Bridge），冀藉此減少對SWIFT之倚賴，降低美元在國際支付清算的重要性³⁰。雖然在可見的將來美元的地位仍穩如磐石，但此舉至少給了世界多一個可信賴的選擇，並趁機擺脫美元霸權的影響。

美國當然不會坐以待斃，特朗普曾表示，若使用非美元作結算者將面臨加徵1倍關稅作懲罰³¹。拜登時期的美國財長耶倫亦表示，新興市場領導人倘若質疑美元作為世界主要儲備及貿易貨幣的角色，在極端情況下美國將作出捍衛³²。更加兵行險著的是新成立的「白宮AI和數字貨幣事務處」，有意探討把加密貨幣加入外匯儲備，藉穩定幣與美元掛鉤功能反向支持美元地位³³。他山之石，可以攻玉。今天國際社會出現「去美元化」的聲音，對美國而言已非紙上談兵。俄羅斯預期美國對BRICS愈多威迫，但結果或會事與願違³⁴。

²³ 見歐洲新聞台網站，<https://www.euronews.com/my-europe/2024/10/25/were-being-held-hostage-french-cognac-industry-angry-over-eu-china-trade-war>

²⁴ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/commodities/china-bans-exports-gallium-germanium-antimony-us-2024-12-03/>

²⁵ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/technology/china-investigates-nvidia-over-suspected-violation-antimonopoly-law-2024-12-09/>

²⁶ 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2024/11/25/politics/trump-tariffs-mexico-canada-china/index.html>

²⁷ 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>

²⁸ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/uk/uk-reynolds-says-balanced-trade-with-us-reduces-risk-trump-tariffs-ft-reports-2024-12-06/>

²⁹ 見歐洲議會網站，<https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20241017IPR24736/parliament-approves-up-to-EU35-billion-loan-to-ukraine-backed-by-russian-assets>

³⁰ 見銀行家網站，<https://www.thebanker.com/Explainer-Putin-s-Swift-rival-a-bridge-too-far-for-Brics-1729858688>

³¹ 見商業內幕者網站，<https://www.businessinsider.com/dedollarization-trump-brics-tariff-threat-may-backfire-us-dollar-deficit-2024-12>

³² 見金融時報網站，<https://www.ft.com/content/fa0bf3a7-e56a-4268-bc63-a87d5d242b18>

³³ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/technology/crypto-industry-jockeys-seats-trumps-promised-council-2024-11-21/>

³⁴ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/kremlin-says-trump-threat-brics-nations-against-replacing-us-dollar-will-2024-12-02/>

宏觀策略

「軟實力」之戰：爭奪國際話語權

美國總統大選後各地戰火進一步升溫。烏克蘭軍隊使用美國提供的先進導彈和無人機攻擊俄羅斯南部機場、油庫和能源設施，俄羅斯表示將會報復³⁵。敘利亞變天，以軍以「臨時防禦措施」為由，全面接管戈蘭高地緩衝區。以色列總理內塔尼亞胡表示，戈蘭高地將永遠是以色列的³⁶，法國則警告以色列應停止入侵戈蘭高地³⁷。2024年11月聯合國安理會再為加沙停火決議進行表決，15個理事國有14國投贊成票，但美國再一次行使否決權，決議未獲通過³⁸。新任日本首相石破茂勝出選舉後再次表示將積極推行「亞洲版北約」³⁹。

拜登任期內世界各地皆出現不同大小的地緣爭端，當中不乏爆發戰事，最大問題是直接或間接參與國大多擁有核武能力，全球正擔心第三次世界大戰爆發。引用愛因斯坦的推測：「我不知道第三次世界大戰將使用哪種武器，但第四次世界大戰將使用棍棒和石頭」⁴⁰。

美國易帥會否平息各地戰火仍言之尚早，但參與國過往的行為及取態卻已寫進人類的史冊，世人對其所作所為歷歷在目，悵鬱中自有評價。不能否定的是，多年戰火削弱了已發展國家在國際上的光環，近期涉及民生有關的議題更令「地球村民」感受到切膚之痛，進一步令人反感，迫使各國主動或被動地在國際舞台上選邊站隊。

例如黎巴嫩傳呼機爆炸事件⁴¹製造全球性白色恐怖，大家擔心隨身的電子產品有朝一日會成為殺人武器。由生產到零售線上互相猜忌，最終分黨結邦，窒礙全球經濟增長。又例如2024年底閉幕的第29屆聯合國氣候變遷大會上，已發展國家承諾2035年前每年至少支付3,000億美元協助發展中國家減少溫室氣體排放，並為與全球暖化相關的災難做好準備。相比於每年1.3萬億美元的目標，小島嶼國家聯盟、最不發達國家和非洲談判小組等都對協議表示失望。加上特朗普回朝，與會國都對兌現承諾表示不感樂觀⁴²。

軟實力一般是指一個國家通過吸引力和說服力，而非脅迫或收買，影響其他國家自願地達至其預設目標的能力，是一種無形的精神力量，當中包括價值觀、文化吸引力和外交政

策等。我們預期特朗普就任後利己主義及歐洲選舉後右翼抬頭，國際上排斥異己，以鄰為壑的做法揮之不去，與新興市場的關係日益疏遠。相反BRICS及「全球南方集團」(the Global South)採取海納百川，合作共贏的態度，重塑新型全球化的秩序，得道多助往往是人心取向的關鍵。國際話語權的再平衡將間接影響投資市場及其資金流向。

滯脹風險：極端情景預測

滯脹泛指經濟停滯兼失業率及通脹率持續上升的經濟狀態。雖然今天全球滯脹風險仍然偏低，但好比投資市場內術語「灰犀牛」形容，風險看似遙遠，但出現時卻是毀滅性。

過去兩季已分析，近50年美國出現滯脹的成因大多與中東戰事有關，例如上世紀70年代的石油禁運頓時令全球通脹及失業率急升，及後經濟衰退，需大約4至6季才能擺脫，在此不再贅述。

市場稱為「末日博士」的魯賓尼警告，特朗普回歸將令美國面臨滯脹的衝擊，預計加徵關稅、推動美元貶值和對非法移民採取強硬立場等，有可能拖累經濟增速同時刺激通脹走高⁴³。他所預測的結果有待證明，但成熟市場的經濟狀態自以哈戰事爆發後卻令人憂慮。

抽出自2023年至2024年第3季，每季按年CPI除以GDP比例作分析，G7中歐元區及英國的比例呈現急升急降的走勢，平均值亦是偏高。相信與俄烏及中東戰火同時爆發，打擊當地經濟較美國嚴重，尤其能源帶動的高通脹最令人擔憂。加拿大和日本走勢相對平穩，但日本受累於政黨角力及高通脹問題，2024年第3季其比例更高見8.3。最低是美國，只有0.9，全期數據中屬偏低的國家，反映戰火等因素未對美國經濟造成極端的影響。

同樣分析套用在BRICS成員國，中國不論是全期還是2024年第3季，表現都是BRICS最佳。另外，受制戰事影響的俄羅斯按季比例持續攀升，反映滯脹風險升溫。巴西表現不過不失，但南非明顯較弱，相信與通脹率長期高於4%有關。

³⁵ 見法國24網站，<https://www.france24.com/en/europe/20241211-russia-threatens-to-retaliate-after-ukrainian-attacks-strike-in-rostov>

³⁶ 見英國衛報網站，<https://www.theguardian.com/world/2024/dec/09/israel-seizes-syrian-buffer-zone-amid-airstrikes-on-regime-weapons-depots>

³⁷ 見政客網站，<https://www.politico.eu/article/france-israel-middle-east-golan-heights-syria-un-war-defense-idf-buffer-zone/>

³⁸ 見聯合國網站，<https://news.un.org/en/story/2024/11/1157216>

³⁹ 見日本網站，<https://www.nippon.com/en/news/yjj2024121000167/>

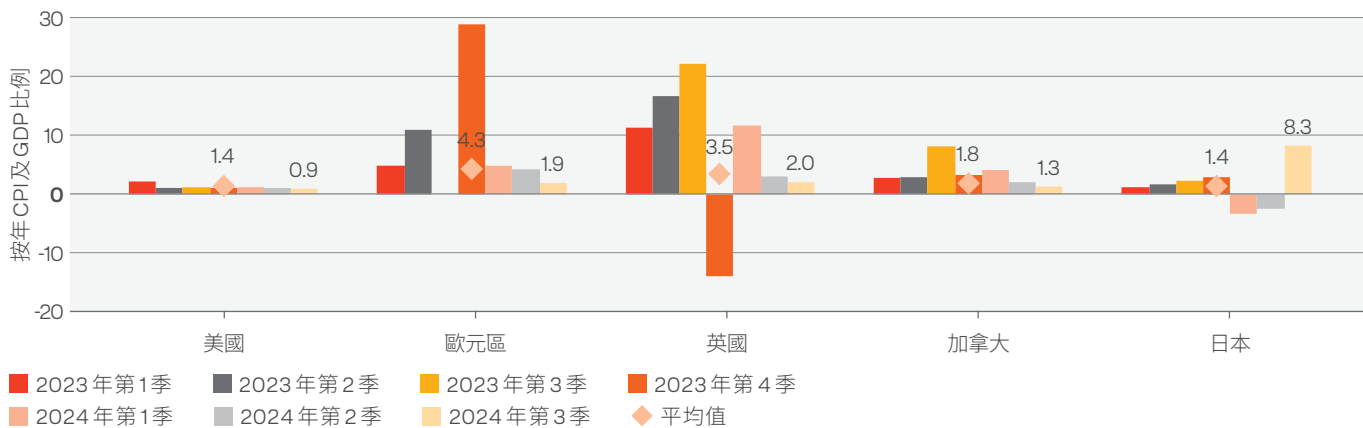
⁴⁰ 見福布斯網站，<https://www.forbes.com/sites/eliandur/2024/01/26/global-leaders-challenge-avoid-a-world-war-over-chips/>

⁴¹ 見香港電台網站，<https://news.rthk.hk/rthk/en/component/k2/1771007-20240918.htm>

⁴² 見法國24網站，<https://www.france24.com/en/europe/20241124-developing-nations-blast-paltry-300-billion-deal-approved-at-un-climate-summit>

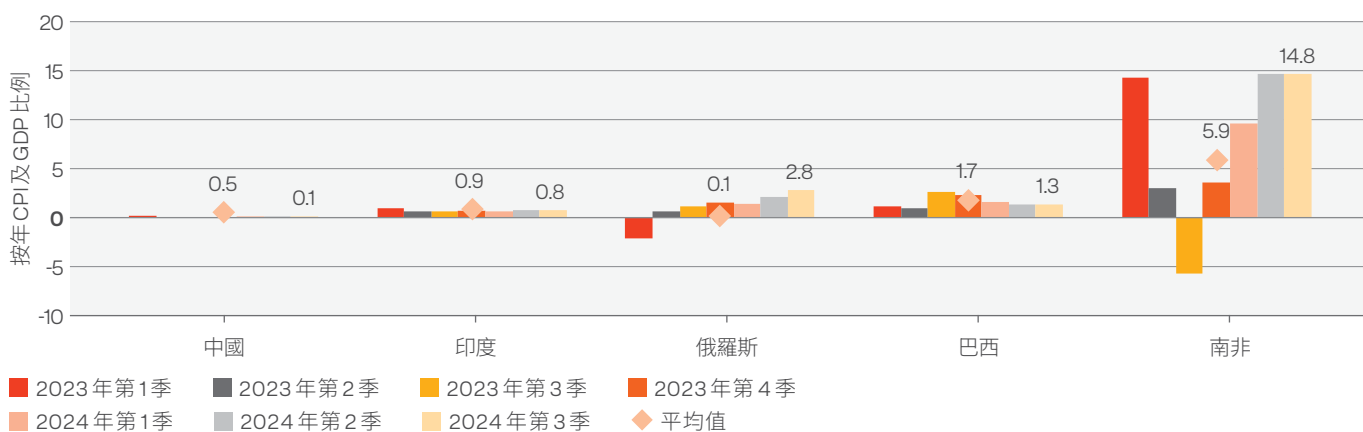
⁴³ 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-10-09/dr-doom-nouriel-roubini-warns-of-trump-win-spurring-stagflation-shock>

七國集團成員按年CPI與GDP比例



資料來源：彭博，數據截至2024年9月30日

金磚集團成員按年CPI與GDP比例



資料來源：彭博，數據截至2024年9月30日

最後比較G7及BRICS之整體平均值，分別報2.5及1.8，反映當前環境下彼此的通脹都較經濟增長為高，滯脹風險上G7更令人擔憂。根據上文分析，特朗普執政方針偏向利己主義，戰火燎原下對歐洲的滯脹風險只會雪上加霜。畢竟今天的美國及加拿大是石油輸出國組織以外重要的產油國，就算石油再次禁運對兩國的影響料較輕微，但對歐洲及日本卻是嚴重的。同樣情況對BRICS的影響預期較輕，不論由民生消費至高端產業的生產線都較成熟市場完備，自給自足加上經濟體量上亦較G7更大。極端風險可能令BRICS的增長放緩，但並非致命。

綜合而言，在極端情景下，特朗普式執政如有任何失控，對內經濟走樣，對外與盟國同床異夢，地緣問題再次挑起事端，甚至戰火不絕如縷等等，預期G7的滯脹風險將較BRICS大，黃金將是較佳的投資選擇。



宏觀策略

投資策略：就職後首段應以分散投資為主

根據上述宏觀分析，特朗普的「紅色浪潮」將是投資市場的「遊戲改革者」。因此，抽取他上一任期首年（即2017年）的各時段數據，並依據全球主要資產指數的按日表現，透過5大指標，包括總回報（愈大愈好）、最大回報（愈大愈好）、最小回報（愈大愈好）、峰谷值（愈小愈好）及按日標準差（愈小愈好），找出每一指標中首3位指數並給予1分，最後得分最高者為最佳表現資產。注意以下是以風險與回報一併分析，而非單看回報率。各時段的資產表現如下：

指標	MSCI 成熟市場 股指	MSCI 新興市場 股指	富時 世界國家 債券指數	彭博 全球累計 投資級別 企債指數	彭博 全球高息 企債指數	標普 高盛能源 指數	標普 高盛黃金 指數	標普 高盛工業 金屬指數	標普 全球房託 指數
首3個月表現 (%)									
總回報	6.0	10.4	2.7	2.0	2.9	-6.8	7.3	10.1	0.8
最大回報	6.6	12.0	3.5	2.4	3.0	2.2	8.1	12.3	3.4
最小回報	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-11.6	0.0	0.0	-2.3
峰谷值	6.6	12.0	3.5	2.4	3.0	13.8	8.1	12.3	5.7
按日標準差	0.4	0.6	0.5	0.3	0.2	1.3	0.7	1.1	0.6
列首3位次數	2	3	2	3	3	0	3	3	0
首6個月表現 (%)									
總回報	9.8	16.4	5.6	5.7	6.4	-16.3	6.4	8.9	1.6
最大回報	10.8	17.3	6.8	5.9	6.4	2.2	11.1	12.3	4.0
最小回報	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-22.2	0.0	0.0	-2.3
峰谷值	10.8	17.3	6.8	5.9	6.4	24.4	11.1	12.3	6.3
年化標準差	0.4	0.6	0.4	0.2	0.1	1.4	0.7	1.0	0.5
列首3位次數	3	3	1	3	3	0	2	3	1
首年表現 (%)									
總回報	19.6	28.8	8.0	8.9	9.7	2.0	6.5	19.5	4.0
最大回報	19.6	33.2	10.3	9.1	9.9	5.5	15.3	26.1	4.5
最小回報	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-22.2	0.0	0.0	-2.3
峰谷值	19.6	33.2	10.3	9.1	9.9	27.7	15.3	26.1	6.8
年化標準差	0.4	0.6	0.3	0.2	0.1	1.4	0.7	0.9	0.5
列首3位次數	3	3	2	3	3	0	1	3	1
總次數	8	9	5	9	9	0	6	9	2

資料來源：彭博，數據截至2024年12月13日

首3個月的表現中，能源及房託得分為0分，意味不宜沾手。其餘資產雖然得分相若，但細分各指標表現各異。股票及商品類的回報普遍較佳，而債券類的波動率較低，反映首3個月應分散於不同資產。

首6個月各資產表現的分歧開始擴大，成熟及新興市場股指、兩項企債及工業金屬得分最高，反映投資者的風險胃納有序上升。全球國債、能源及房託的表現較其他資產明顯落後。首年回報中股債總體表現分庭抗禮，商品市場中只有工業金屬維持強勢，其他表現依然遜色。

配合前文的經濟分析，再綜合上述3段時間的總得分，新興市場股市、投資級別及高息企債，和工業金屬表現最好，反映「紅色浪潮」初期各地GDP在波動中走強，利率平穩和失業率漸降，預計投資者的風險胃納將遞升，中線分段吸納周期性風險資產較為可取。

房託表現持續落後，相信與當時各地利率變化不大及其他資產相對吸引有關。能源更是所有資產中各時段都未能得分，相信與特朗普上一任執政時全球戰事較少有關。他自當選後，已開展俄烏停火談判⁴⁴，以哈戰事亦有緩和跡象⁴⁵。

在經濟體量及國際話語權再平衡下，新興市場對經濟及投資市場的影響力料不斷提升，預計重塑世界秩序已非成熟市場說了算，而是通過與新興市場談判和協商，最後達至共識。然而，如果成熟市場一意孤行，以脅迫達致目的，料結果只會碰一鼻子灰。投資者更應順勢而行，沉迷信息繭房將不利投資操作，破舊立新的思維未來將更顯重要。



⁴⁴ 見NBC網站，<https://www.nbcnews.com/politics/donald-trump/trump-team-talks-biden-ukrainian-officials-ending-war-russia-rcna184145>

⁴⁵ 見NBC網站，<https://www.nbcnews.com/news/world/hamas-israel-trump-gaza-hostage-ceasefire-rcna184143>

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，但通脹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

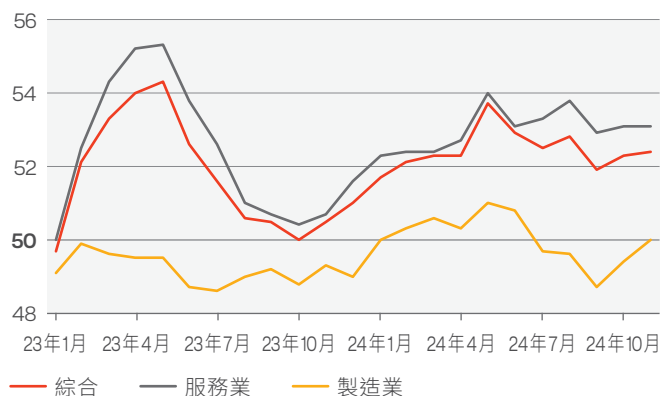
環球經濟展望

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

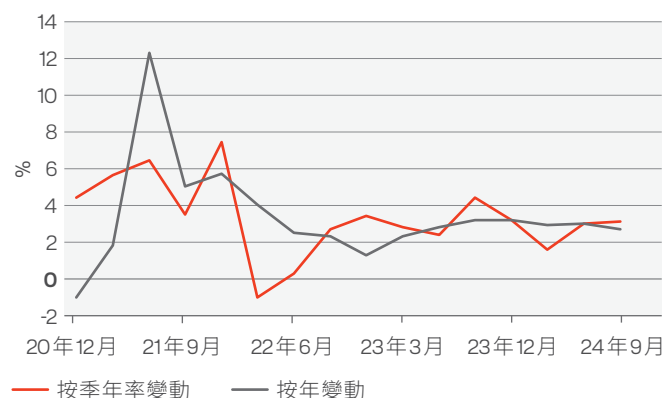
美國經濟展望

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。

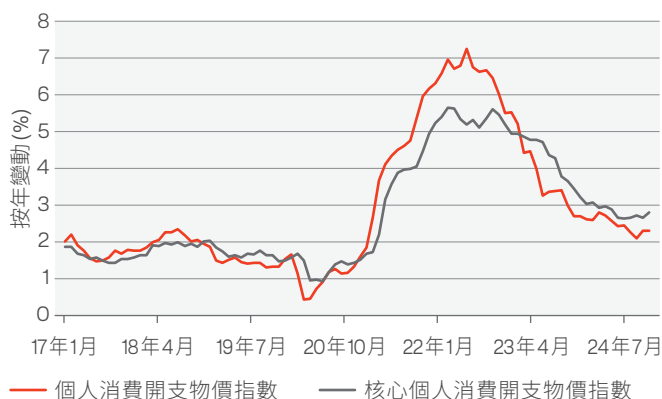
美國國內生產總值增長率



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。

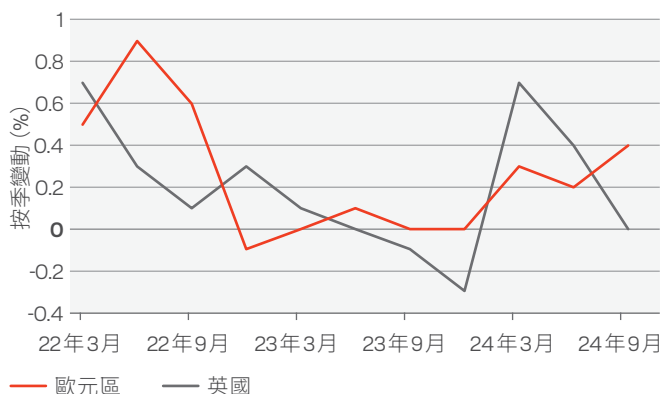


歐洲經濟展望

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。

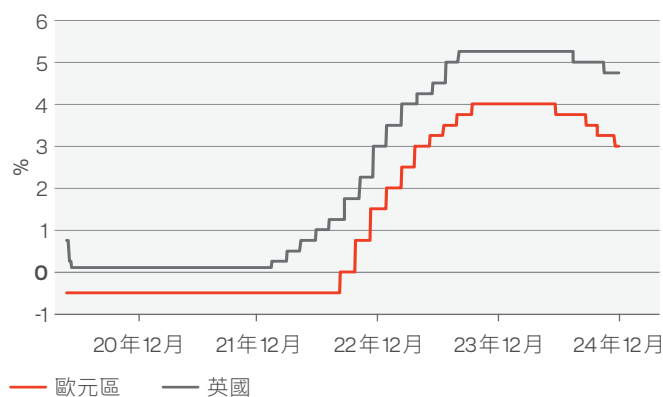
歐元區及英國經濟增長



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。



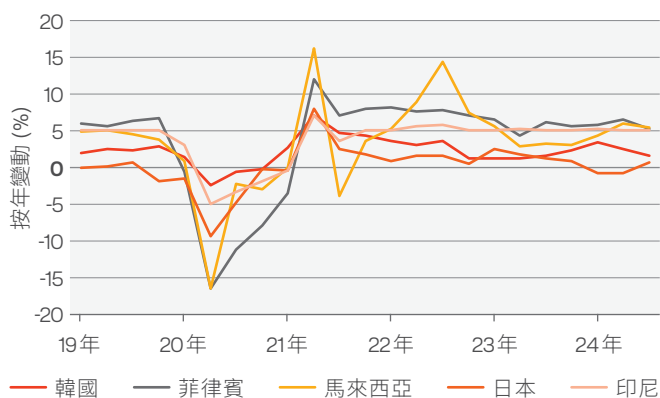
宏觀經濟

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。

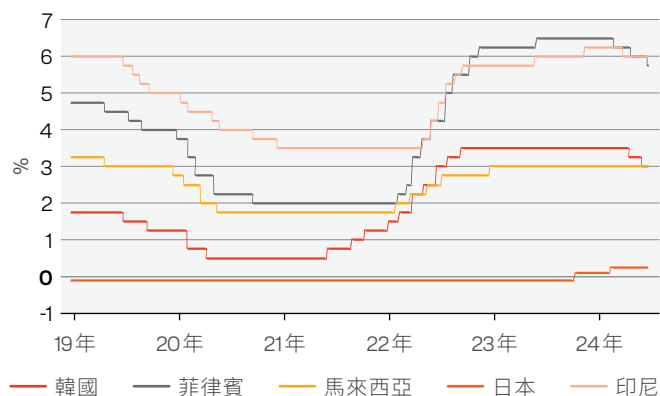
亞洲經濟體的國內生產總值



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。

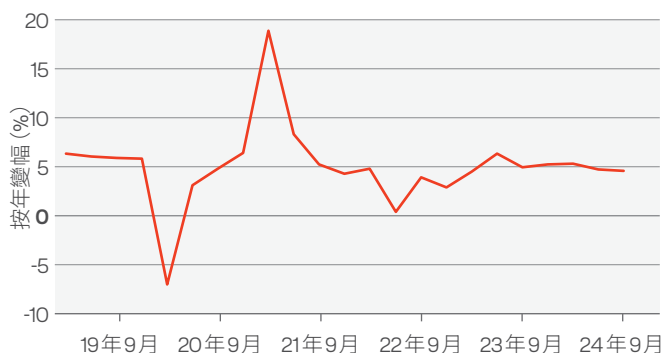


中國內地經濟展望

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



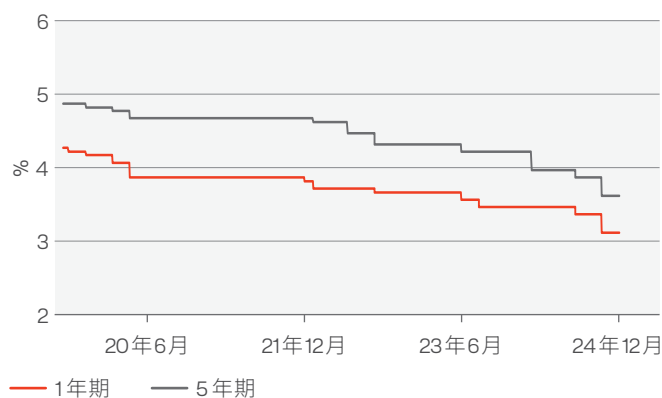
資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

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、物料及工業板塊料表現較好
- 歐股指數料呈「先低後高」，非必需品、物料、工業及必需品料有較佳表現

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

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

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

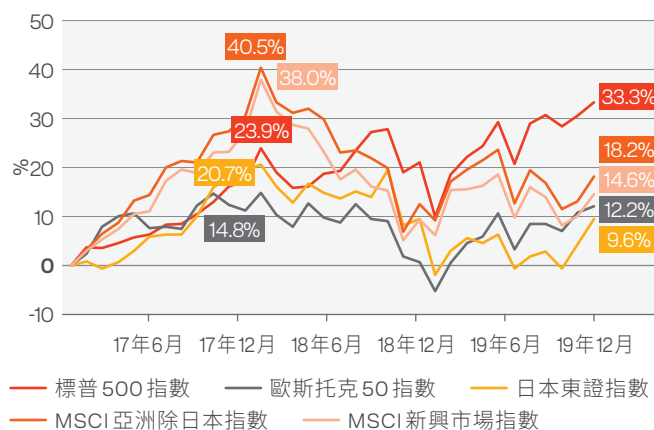
「紅色浪潮」：料美股表現將一枝獨秀

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

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

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

特朗普上一任期期間「紅色浪潮」下各股指表現



資料來源：彭博，數據由2016年12月31日至2019年12月31日

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

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

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

亞洲：料區內股市走勢各異

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

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

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

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

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

美股預測：標普500指數目標區間為6,178至6,335點

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

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

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



³ 見NBC網站，<https://www.nbcnews.com/news/world/impeachment-vote-looms-south-korean-president-party-vows-oppose-rcna182967>
⁴ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2024/10/28/trump-accuses-taiwan-of-stealing-us-chip-business-on-joe-rogan-podcast.html>
⁵ 見商業內幕者網站，<https://markets.businessinsider.com/news/stocks/bond-king-bill-gross-bull-market-defensive-high-yielding-investments-2024-10>
⁶ 見Investopedia網站，<https://www.investopedia.com/stock-market-at-levels-that-warren-buffett-once-called-playing-with-fire-8748051>

股票

「紅色浪潮」：料政策主導走勢

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

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

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

資料來源：彭博，數據截至2024年12月14日

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

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

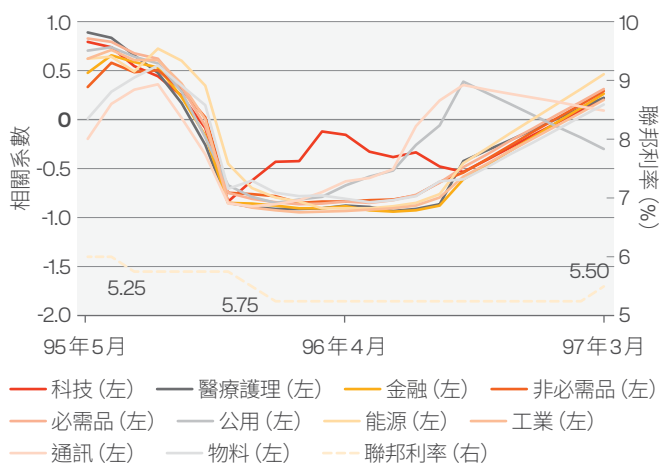
利用相同數據，分析在「紅色浪潮」時期中首3、6及12個月，各板塊的表現。結果顯示，11項板塊中只有能源及通訊，在3個分析時段中皆錄得負值，尤其是在首6個月兩者更出現雙位數跌幅，故投資者應多考慮這兩個板塊的風險。

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

減息：料利好大部分板塊

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

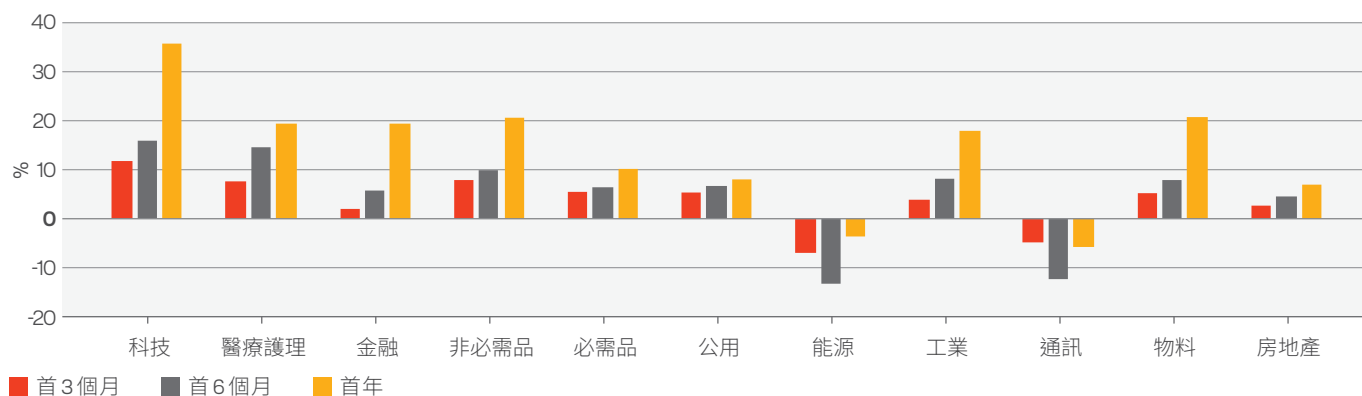
標普500行業指數與聯邦利率的相關系數



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。

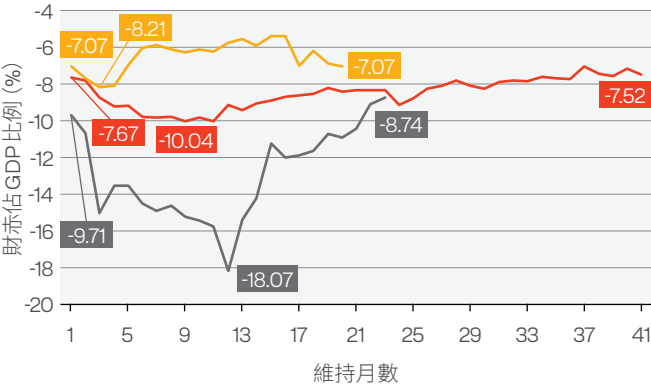
須注意的是，及後美聯儲突然在1997年3月加息25基點，剛好是第3次減息後第14個月，並維持利率不變長達17個月後才再次減息，期內各板塊的相關系數頓時由負值變正值，減息利好股市的因素宣布結束。因此，如未來美聯儲減息速度放慢，甚至忽然加息，或美聯儲主席鮑威爾利用其修辭造詣淡化減息預期，減息利好美股的優勢料大打折扣。

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，潛在下跌幅度近一成，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

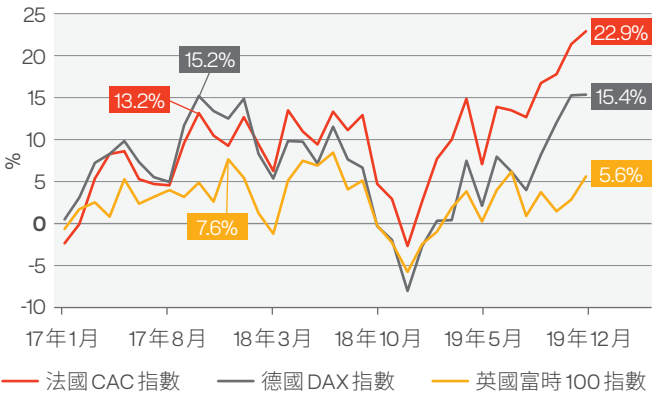
G7內歐洲4國的按年CPI雖然與其他成員國相若，但按季實質GDP只輕微增長，表現亦明顯遜於美國。特朗普回朝料將為歐洲經濟帶來壓力，未來滯脹風險不脛而走（詳情可參閱《宏觀策略》章節）。除了外憂，內政不順也是挑戰。2024年重新執政的英國工黨稱，英國經已「破產和支離破碎」⁸；法國朝野黨爭蔓延至財政預算案，須動用臨時預算法案以維持公共運作⁹；德國總理舒爾茨解僱財政部長後未能通過信任動議而有可能提前大選¹⁰。

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，德股的正值佔比約8成，即通脹上升時，該指數好大機會同步造好。法股及英股之佔比分別是60%及65%，數值上稍低，但都算是同步受惠。

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

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

資料來源：彭博，數據截至2024年12月16日

盈利預測：板塊間壁壘分明

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

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

板塊間盈利預測的數據相距甚大，本季最高及最低之差近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

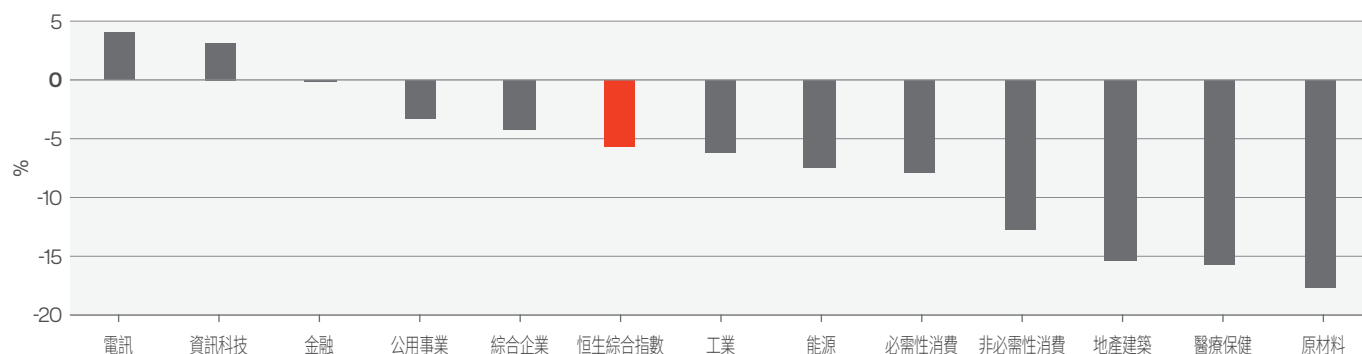
目標的期望亦告落空，中港股市因而再添沽壓。同時，美國總統大選塵埃落定，特朗普和共和黨的壓倒性勝利令市場對美聯儲於2025年急速降息的押注大為減少，重燃美元匯價及美國國債收益率升勢。加上，特朗普威脅就職後即對中國進口商品加徵10%關稅，中港股市可謂雪上加霜。恒生指數於11月下旬下試季內新低的19,054點。

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（第一輪中美貿易摩擦發生前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

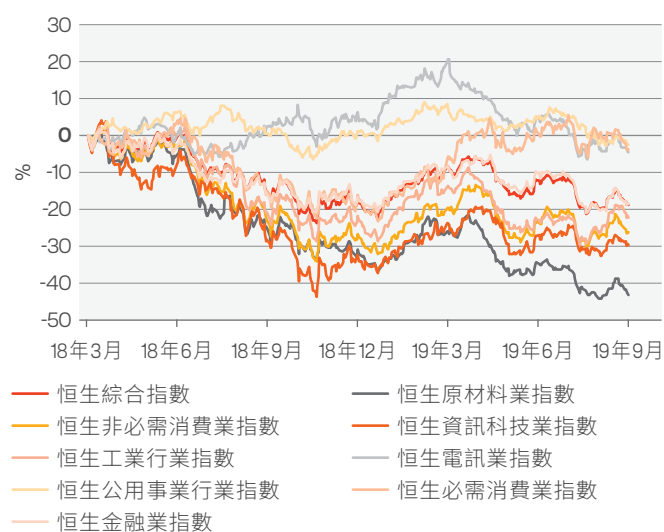


— 恒生指數未來12個月預測市盈率(左)
— 美元兌人民幣(右)

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。

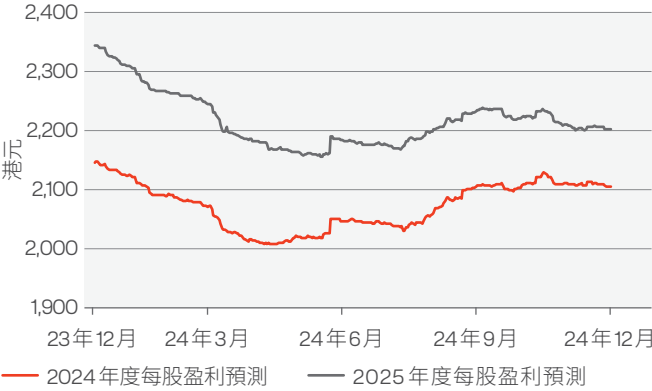
綜觀2024年，由於受到內地宏觀環境轉弱及行業競爭加劇拖累，中資消費板塊表現普遍遜於大市。截至12月23日，恒生必需性消費指數及恒生非必需性消費指數年內之累計回報分別為負10%及正2.1%，均顯著跑輸恒生綜合指數的正16.1%。不過，若從9月開始計算，恒生必需性消費指數及恒生非必需性消費指數則分別上升12.9%及16.1%，跑贏恒生綜合指數同期11.4%的升幅，顯示在中央刺激消費措施逐步落實下，估值較落後的中資消費板塊或已初步迎來轉捩點。本季投資部署上，我們對內地消費板塊的觀點從2024年第4季的「審慎樂觀」上調至「看好」，惟在個別細

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的CET1資本充足率遠高於監管要求，可保障未來續增加派息及進行股票回購。目前行業預測股息率平均高達7%，較我們預期的美國10年期國債息率目標(4.25%至4.36%)差距仍高達264至275點子，估值吸引。	***

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

看好美股因經濟穩健及特朗普「美國優先」主義，對亞洲包括日本和中國持中性態度

本章摘要：

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

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

美國主要股票指數在2024年的表現

2023年12月為基數100



資料來源：S&P Global，數據截至2024年12月11日

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

特朗普「美國優先」主義有利當地經濟，將帶動周期性股份和優質細價股

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

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

股票

看好亞洲內需股和派息股，中國股市短期或因特朗普因素出現波動

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

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

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

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

日本核心消費物價指數



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

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



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

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

望穿秋水

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 黃燕娥



外匯 美匯指數

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

美聯儲減息後轉鷹，新政府政策將為美元添變數

美匯指數第1季預計波幅範圍

105.00 至 110.00

美匯指數1年走勢圖



美國主要經濟數據表現	時段	數值(%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第3季	3.1 (按季年率)
失業率	2024年11月	4.2
零售銷售	2024年11月	3.8 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024年11月	2.7 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年12月

特朗普政府的政策措施將為美元帶來變數

特朗普於1月20日正式重返白宮。特朗普在去年勝出總統選舉後表示，將會提高貿易關稅及實施更嚴格的移民政策，市場預期有關政策或令美國通脹回升。因此，美元短期走勢將受相關政策影響，未來的上漲空間取決於特朗普會否兌現其經濟綱領中關鍵的減稅和關稅政策，以及美聯儲在通脹回升風險下的最新利率路徑。而市場對美國政府的赤字支出增加的預期或會推高美國國債收益率，同時為美元提供了更多短期支持。

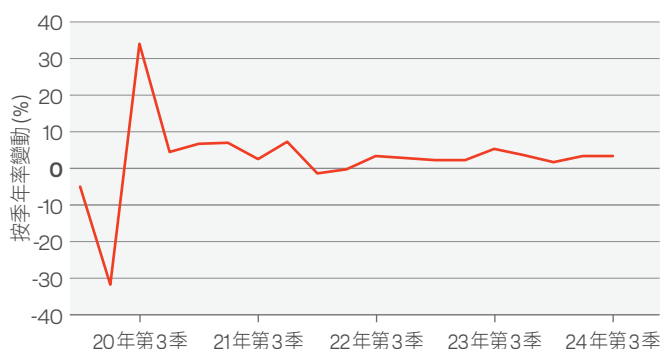
美聯儲去年12月減息後轉鷹

美聯儲於2024年12月的議息會議中，決定再次減息25個基點，最新點陣圖顯示，美聯儲在2025年的減息步伐將會放慢，是次轉鷹的信號帶動美元明顯走高。美聯儲主席鮑威爾提到，短期無須急於減息，並須謹慎行事。據芝商所 (CME) 的FedWatch工具顯示，市場預期美聯儲在1月減息的機會不高。我們預期在特朗普政府的領導下，若貿易關稅及移民政策的轉變導致通脹大幅回升，美聯儲在今年減息的空間或將減少。

美國經濟穩定，支持美聯儲放慢減息

美聯儲於2024年11月的「褐皮書」報告中表示，美國經濟呈現穩步增長，企業對短期需求上升感到有信心，可見企業對當地經濟前景樂觀。經濟方面，美國在2024年第3季的GDP按年增長年率為3.1%，表現勝預期。至於2024年11月的失業率按年微升至4.2%。通脹方面，當地同年11月的CPI按月上漲0.3%，是4月以來最大漲幅，核心CPI則按月增長0.3%，為連續第4個月保持相同漲幅。以上數據反映美國經濟持續增長、就業市場穩健和通脹率仍高於2%的目標，支持美聯儲放慢減息步伐的最新立場，有利美元走勢。

美國GDP走勢



外匯 歐元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

歐元區經濟疲弱或促使歐央行持續減息

歐元兌美元第1季預計波幅範圍

1.0200 至 1.0700

歐元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年12月

歐元區主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024 第3季	0.9 (按年)
失業率	2024 年10月	6.3
零售銷售	2024 年10月	1.9 (按年)
調和消費物價指數 (HICP)	2024 年11月	2.2 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年12月

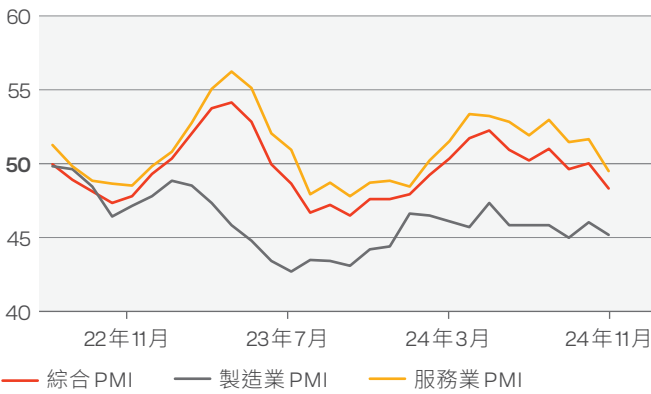
歐洲央行減息速度料較美聯儲快

歐洲央行於2024年12月將存款利率進一步調低25個基點至3%。從去年6月第1次減息以來，累積降息100個基點。該行預期歐元區通脹率將進一步回落至接近2%，且短期經濟或將陷入困境，因此今年須繼續下調利率。歐央行放棄了將「在必要長的時間內保持充分限制性」的貨幣政策措辭，並稱將依賴最新的經濟數據和逐次會議的方式來確定適當的貨幣政策。美國目前的經濟環境遠勝歐元區，因此我們預期歐洲央行今年的降息步伐將較美聯儲快，這或使歐元走走弱，同時為美元提供支持。

歐元區需求疲弱經濟且有待恢復

歐元區在2024年12月HCOB製造業採購經理指數 (PMI) 初值為45.2，按月持平，但數據自2022年中期以來一直處於50榮枯線之下，反映經濟活動持續處於收縮狀態。不過，該區的服務業活動有所改善，同月的歐元區服務業PMI初值錄51.4，較上月的49.5回升，創兩個月新高，並重回擴張水平。整體而言，歐元區需求依然疲軟，該區經濟有待恢復，或迫使歐洲央行持續減息。

歐元區PMI走勢



資料來源：路透社，數據截至2024年12月

註：50為榮枯線

美國貿易及關稅政策或拖慢歐洲經濟復甦

特朗普勝出美國總統大選後，揚言對多國加徵關稅，亦威脅到歐元區的經濟前景。若美國對歐元區實施更嚴厲的貿易及關稅措施，不單有機會令美國本土通脹回升，同時也會令其他地區的物價帶來上漲壓力，料會令歐元區經濟復甦百上加斤。



外匯 英鎊兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

英倫銀行貨幣政策立場分歧，但料維持漸進式降息

英鎊兌美元第1季預計波幅範圍

1.2300 至 1.2800

英鎊兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年12月

英國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024 年第3季	0.9 (按年)
失業率	2024 年10月	4.3
零售銷售	2024 年11月	0.5 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024 年11月	2.6 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年12月

預期英倫銀行將維持較慢的降息速度

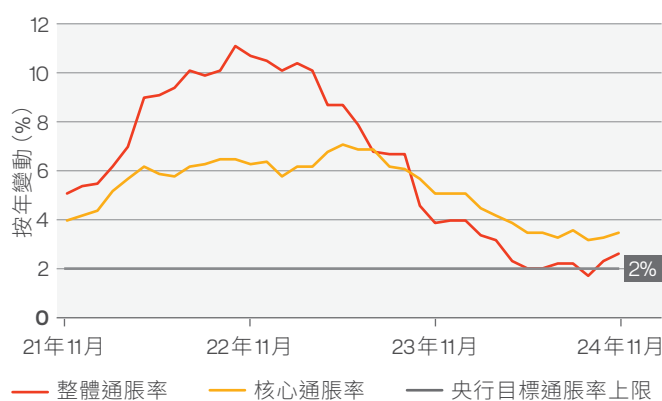
英倫銀行貨幣政策委員會 (MPC) 於2024年12月舉行的會議上，以6:3的投票結果維持利率在4.75%不變。由於投票支持降息的委員會成員人數多於市場預期，結果出爐後英鎊應聲下跌。不過，英倫銀行行長貝利 (Andrew Bailey) 表示，該行仍需要堅持實行現有的漸進式降息，但無法就2025年的減息時間及幅度作出承諾。市場認為該行比預期表現得更為鴿派，利率期貨市場價格顯示，英倫銀行在今年2月的議息會議上，減息0.25厘的機會約45%。在環球主要央行於2024年步入寬鬆周期之際，英倫銀行的降息速度明顯較其他主要央行慢。若該行於今年維持貨幣政策立場，將有利英鎊走勢。

英國物價水平正進一步高於央行通脹目標

貝利曾於2024年12月的議息會議上解釋維持行率不變的原因，主要是觀察到當地經濟活動轉弱、通脹略為回升、薪酬有所上升，以及全球經濟不確定性增加。因此，我們預期當地通脹的變化將成該行短期貨幣政策的主要考慮因素。英國在2024年11月的CPI按年升幅由同年10月的

2.3%，擴大至2.6%，是8個月以來最大升幅。從通脹數據中可見，當地物價水平正進一步高於英倫銀行2%通脹目標。若通脹率進一步回升，或令該行考慮減慢其降息步伐。

英國通脹率情況



資料來源：路透社，數據截至2024年12月

英倫銀行將觀察工黨首份預算案對通脹的影響

英國財相李韻晴 (Rachel Reeves) 於2024年10月公布了工黨執政後的首份財政預算案。該預算案提到，上屆政府遺留下來的公共財政缺口嚴重，故工黨政府將計劃增收稅款，包括增加國民保險僱主供款比率及資產增值稅等，幅度算是自1993年以來最大，並同時上調當地最低時薪。貝利表示，該預算案將令企業稅務開支增加，聘用人手的成本上升，擔心最終會引致通脹回升。我們預期英倫銀行將觀察這份預算案中的增稅措施可能對通脹產生的影響，從而制定出短期貨幣政策的方向。



外匯 美元兌日圓

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

日本央行繼續為加息作準備，有助美日息差收窄

美元兌日圓第1季預計波幅範圍

154.00 至 162.00

美元兌日圓1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年12月

日本主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第3季	1.2 (按季年率)
失業率	2024年11月	2.5
零售銷售	2024年11月	2.8 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024年11月	2.9 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年12月

預期日本央行2025年將繼續謹慎加息

日本央行於2024年12月的議息會議中維持利率不變，但央行總裁植田和男對加息態度謹慎，對於何時再加息未有透露太多，只重申他們須更多時間評估經濟數據，以及美國新任總統特朗普政策的影響。植田和男表示，若當地經濟和物價展望按照預測發展，將繼續做好加息的準備。他還表示，如果實際利率長期保持在低位，可能導致基礎通脹率加速，這情況也會迫使央行迅速加息。從利率期貨價格反映，日本央行於2025年3月底前，再次加息的機會很高。我們預期日圓在2025年將繼續受益於美日利差逐步縮窄，支持日圓整體走勢。

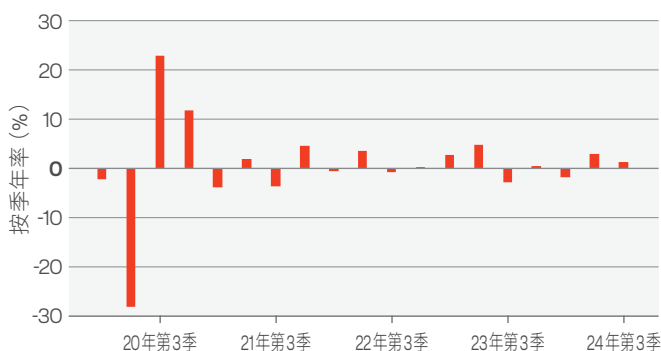
日本工資及通脹數據向上支持央行加息

植田和男於最新的議息會議中表示，日本工資及通脹數據若能如央行預期般發展，將謹慎地加息。他並提及如果實際利率長時間於低位徘徊，或令基礎通脹率加速，迫使央行迅速加息。日本東京地區在2024年11月核心CPI加速上升並在央行2%的目標水平之上，同時日本基本工資10月增速創32年來新高，改變了先前連續兩個月實質薪資下滑勢頭。由此可見，目前工資增長及通脹數據均強化了日央行繼續加息的理由。

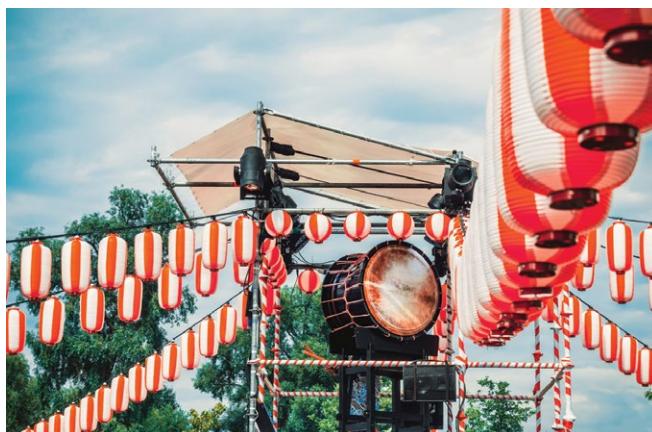
經濟漸見起色，將解除短期再加息的限制

經濟方面，得益於資本支出和出口增長，日本在2024年第3季修正後的GDP按季年率增長為1.2%。隨著日本經濟基礎漸趨穩定，通脹率也見黏性，我們預期日本央行將繼續為加息作準備，這將為給日圓帶來中長線支持。

日本國內生產總值季度表現



資料來源：路透社，數據截至2024年12月



外匯 澳元兌美元

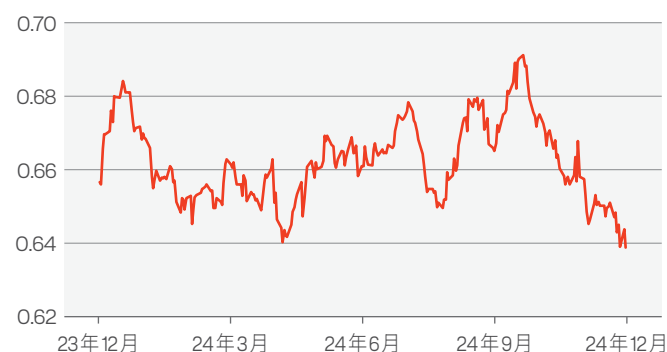
東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

澳洲央行鷹派語氣有所軟化，澳元短期仍受息差支持

澳元兌美元第1季預計波幅範圍

0.6000 至 0.6500

澳元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年12月

澳洲主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第3季	0.8 (按季年率)
失業率	2024年11月	3.9
零售銷售 (初值)	2024年10月	0.6 (按月)
消費物價指數 (CPI)	2024年第3季	2.8 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年12月

預期澳洲央行首季很大機會維持利率不變

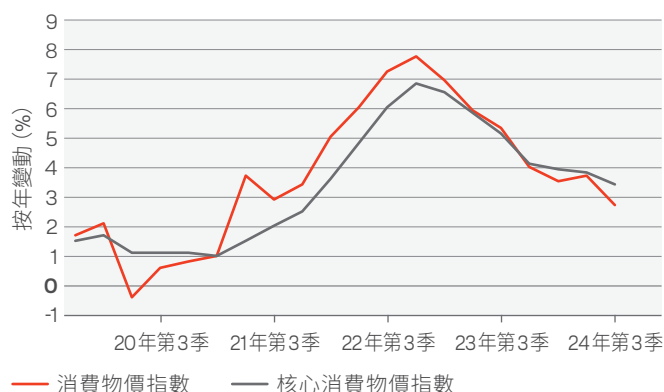
澳洲央行於2024年12月的議息會議中，將現金利率維持在4.35%不變，但對政策前景的鷹派語氣有所軟化，令市場加強了該行提前降息的預期。在政策聲明中，該行表示通脹壓力正在下降且對通脹率重回目標水平漸具信心，但潛在通脹風險仍然偏高，加上當地及海外的經濟前景仍有高度不確定性。因此，澳洲央行重申，利率政策在通脹出現放緩前，仍須保持克制。在2024年12月的議息會議過後，利率期貨反映市場預期澳洲央行首次減息時間由之前的2025年5月提前至4月。這也代表著澳洲利率在第1季度很大機會維持在4.35%峰值，較穩定的利率前景將為澳元帶來利差優勢及支持其匯價。

預期澳洲通脹將以較慢速度回落

澳洲央行的貨幣政策與其他主要央行相比仍屬偏鷹，主因該行認為當地的通脹壓力在短期內仍有機會增加。雖然澳洲整體通脹壓力已見紓緩，2024年10月的整體消費物價指數 (CPI) 按年升幅降至2.1%，符合澳洲央行訂下2至3%的

目標，但當地第3季的核心通脹率仍達3.5%，高於目標水平。澳洲央行行長布洛克早前曾表示，目前的核心通脹率仍高，短期內或無法減息。同時，通脹源頭的薪資價格於2024年第3季按年上升3.5%，增速雖是2022年底以來最慢，但仍屬偏高水平。另外，當地勞動市場仍然緊張，失業率維持在約4.0%的偏低水平，這或會成為服務業通脹上升的短期壓力。

澳洲季度通脹率及核心通脹率情況



資料來源：路透社，數據截至2024年12月

若中國經濟逐步復甦將有助澳洲經濟

中國跟澳洲經濟關係密切，中國經濟表現將會左右澳元短期走勢。中國在2024年12月舉行的中共中央政治局會議，承諾在2025年將實行適度寬鬆的貨幣政策，以刺激及穩定當地經濟。若中國經濟動能進一步加大，有望刺激澳洲的經濟活動及鐵礦石出口，為澳元帶來中長線的上升動力。



外匯 紐元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

經濟疲弱或令紐央行加快減息步伐

紐元兌美元第1季預計波幅範圍 0.5500 至 0.6000

紐元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年12月

紐西蘭主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第3季	-1.5 (按年)
失業率	2024年第3季	4.8
零售銷售	2024年第3季	-2.5 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024年第3季	2.2 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年12月

紐央行急進降息或令紐元轉弱

隨著通脹壓力放緩、勞動力需求減弱以及經濟活動減慢，紐西蘭央行在2024年8月以來3次政策會議中，將官方現金利率 (OCR) 合共下調125個基點至4.25%。在2024年10月及11月議息會議的減息幅度均為50個基點，較環球其他主要央行激進。掉期利率反映市場認為紐央行於2025年2月再次降息50個基點的可能性超過5成。若該行繼續以較快速度降息，紐元跟其他貨幣的息差將進一步收窄，利差優勢減少將為紐元帶來額外壓力，令紐元前景變得較為暗淡。

經濟現萎縮，促使紐央行繼續減息

紐西蘭在2024年第3季國內生產總值 (GDP) 按季及按年分別下降1.0%和1.5%。數據顯示紐西蘭經濟出現收縮，當地16個行業中有9個行業活動出現下降，尤其是零售貿易和住宿、農業、林業、漁業和批發貿易。其他經濟數據亦顯示出當地的內需疲弱，這將促使紐央行繼續減息，以刺激經濟回復增長。

紐西蘭奶製品出口價格正穩步增長

全球乳製品 (Global Dairy Trade) 價格指數在2024年12月3日舉行的拍賣中上漲了1.2%，平均售價為每公噸4,193美元。有關價格已由2023年8月的2,875美元持續回升至約4千多元，可見國際牛奶價格持續穩定上漲。乳製品佔新西蘭GDP超過7%，因此奶製品的出口價格左右著紐元的表現，穩定奶製品價格將能穩住紐元的整體走勢。

全球乳製品 (Global Dairy Trade) 價格



資料來源：路透社，數據截至2024年12月



外匯 美元兌加元

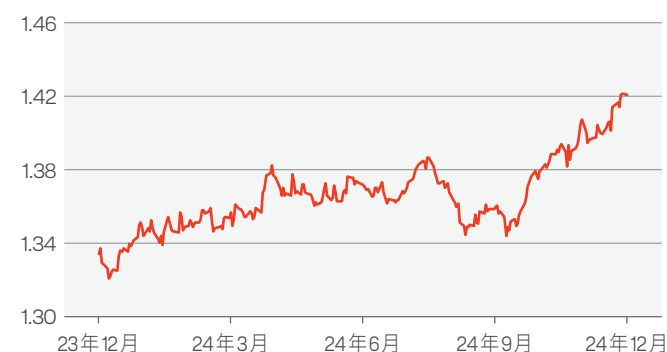
東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

加央行或放棄進取減息，美關稅威脅仍具不確定性

美元兌加元第1季預計波幅範圍

1.4200 至 1.4400

美元兌加元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年12月

加拿大主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第3季	1.0 (按季年率)
失業率	2024年11月	6.8
零售銷售	2024年10月	0.6 (按月)
消費物價指數 (CPI)	2024年11月	1.9 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年12月

加拿大央行稱今年將實行漸進降息

加拿大央行於2024年12月將關鍵政策利率再次下調50個基點至3.25%，以解決加拿大經濟增長放緩的問題。加拿大央行行長馬克林表示，若經濟情況大致符合預期，將以更為漸進的方式降息，這意味著該行將來可能會再輕微減息。加拿大的人均GDP已連續6季出現收縮，但他堅信當地經濟不會步入衰退。通脹方面，雖然加拿大央行預期未來數年通脹率將接近2%目標，但經濟成長仍存變數，或會改變通脹預期。在過去5次貨幣政策會議中，加拿大央行已將有關利率下調了175個基點，成為主要經濟體中降息力度最大的央行之一。加央行今年若落實放慢降息步伐，有望為加元帶來中長線支持。

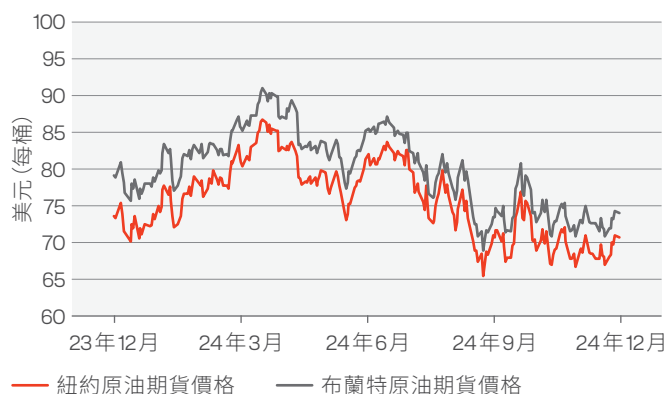
美國潛在關稅威脅為加國經濟帶來不確定性

美國候任總統特朗普表示，正式上任後首日將會對從墨西哥及加拿大進口的所有商品加徵關稅。市場擔心若美國對加拿大商品徵收高達25%關稅，將令當地商業投資受壓。不過，對於最終關稅幅度會否有望下調甚或豁免，以及加拿大政府如何反制等問題，目前仍不明朗。我們預期來自美國的潛在關稅威脅，將影響加拿大經濟前景，為加央行的貨幣政策增添更多不確定性。

油組已連續5次下調石油需求增長預測

環球經濟好壞不一，加上預期來自中國的需求下降，令近月整體石油走勢疲軟，紐約期油及倫敦布蘭特期油自2024年9月以來，大部分時間徘徊於每桶70美元附近，上升動力明顯不足。石油輸出國組織 (OPEC) 於2024年12月強調，中國、印度和其他地區的需求疲弱，故下調了今年的石油需求增長預測，這已是OPEC連續第5次下調預測。石油需求減弱，或令油價短期維持中性偏淡走勢，短期或未能支撐加元走勢。

過去1年國際油價表現



資料來源：路透社，數據截至2024年12月



外匯 美元兌離岸人民幣

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

人民銀行發出寬鬆基調，料減息降準空間大

美元兌人民幣第1季預計波幅範圍

7.2300 至 7.3800

美元兌人民幣1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年12月

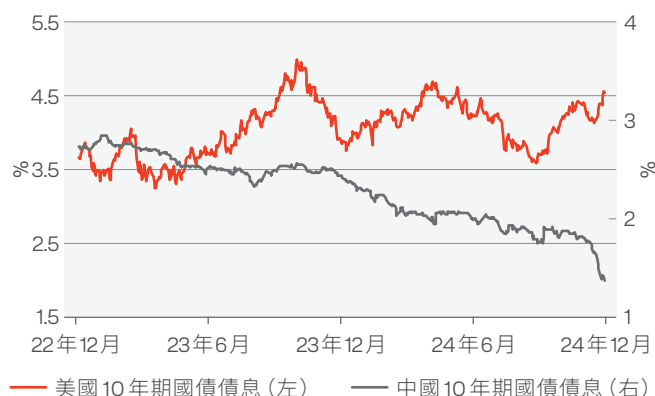
中國主要經濟數據表現	時段	數值(%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第3季	4.6 (按年)
失業率	2024年11月	5.0
零售銷售	2024年11月	3.0 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024年11月	0.2 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年12月

降息降準料有空間，中美負利差走勢持續

中國於2024年12月召開的中國中央政治局及中央經濟工作會議中不約而同地定下寬鬆基調，將貨幣政策立場從「穩健」轉向「適度寬鬆」。這對市場發出了潛在降息、財政擴張和購買資產的信號。因此，我們預期中國內地政府今年將繼續着力於刺激消費，短期具有降息及降準的空間，維持中美負利差的環境。

中國及美國10年期國債債息走勢



資料來源：路透社，數據截至2024年12月

料人行短期將利用中間價措施穩定市場預期

因應美國的關稅威脅及美聯儲或會減慢減息，人民幣近期表現較為反覆，人民銀行亦因此經常通過較強勢中間價等措施來穩定市場對人民幣的預期。中國監管層在保持中間價適度彈性的同時，亦持續淡化市場對人民幣的單邊走弱的預期，避免人民幣出現大幅波動。我們預期人民幣短期仍面臨不少外部壓力，但監管機構持續實行中間價措施，將會緩和人民幣波動的預期。

美元強勢及特朗普政府政策為人民幣增不確定性

美國新任總統特朗普已表明會大幅加徵來自中國商品的關稅。面對特朗普發出的關稅威脅，人民幣匯率明顯承壓。同時，特朗普即將推行的經濟政策或有機會推高美國通脹，有機會令美聯儲減慢降息步伐，簡接支持美元匯價。因此，我們預期在美元強勢及對特朗普政府政策的影響下，或影響人民幣短期走勢，並繼續保持雙向波動。



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



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

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

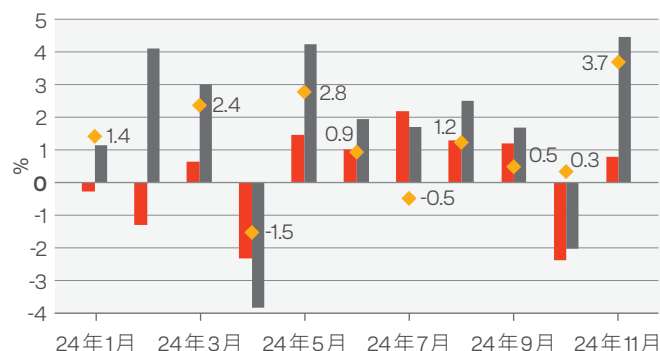
上季標題是《百貨應百客》。各指標顯示債券的存量規模較其他資產高，反映市場早在美聯儲宣布首次減息前已先作部署。美聯儲點陣圖預測的大幅變化是債市風險的主因，投資者依賴美聯儲主席鮑威爾有關利率預測上的說法作投資決定，更要加倍謹慎。上季成功預測長期收益率再大跌空間不大，長息波動有利技術性炒作。另外，當時預期短息降幅將多於長息，建議投資者可錨定短期債券以賺取可觀且穩定的收益。此外，宏觀風險遞升，料資金將由高息企債轉投投資級別企債，非美債市中，南亞及英國債市表現料較理想。整體預測大致與今天結果相若。

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



■ 彭博全球累計國債指數 ■ MSCI世界股票指數
◆ 兩指數回報差距

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。

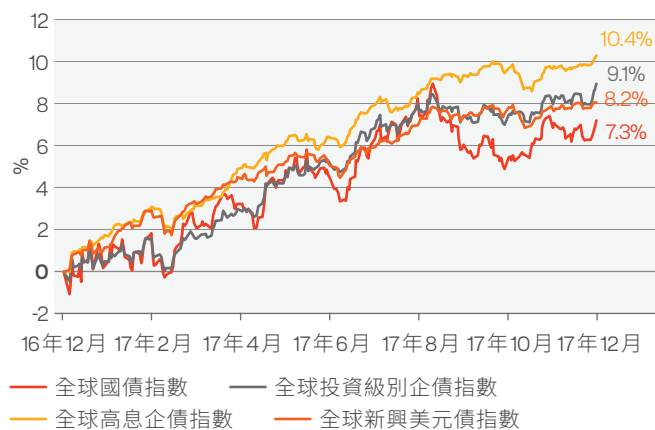
特朗普回朝：「紅色浪潮」料有利非國債市場

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

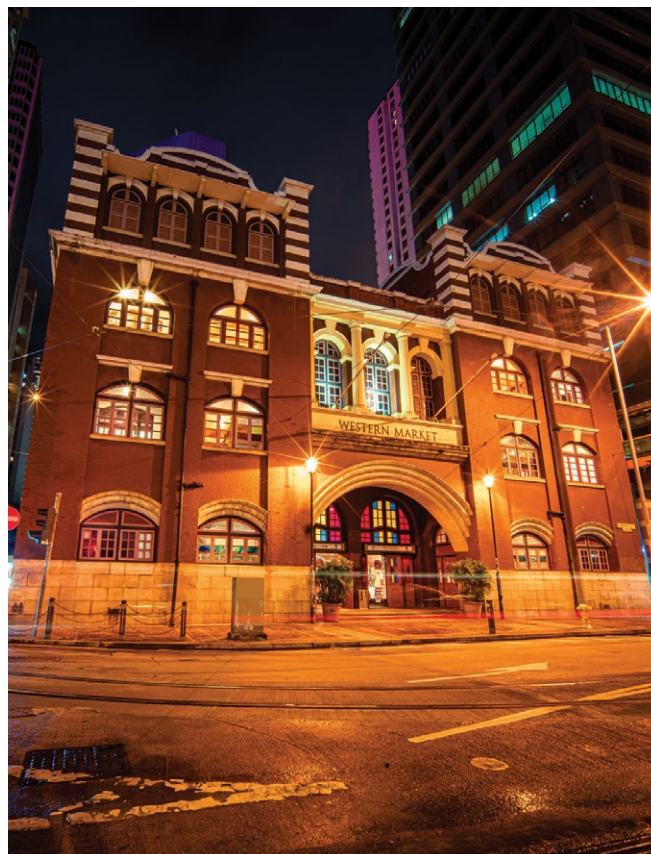
按月回報分析顯示，各類別指數的平均回報及最大回報相若，但加入風險考量後，則有所不同。在最小回報、峰谷值及標準差數據中，只有全球國債指數的表現明顯落後，可能與減息次數未及預期有關。其餘3項指數的風險表現相若，反映考慮風險和回報後，投資者應偏重於非國債市場。在2017年首季，4項指數全數錄得正回報，當中以全球新興美元債指數及高息企債指數表現亮麗，反映投資者的風險胃納有序遞升。最後，在每項指數中找出最佳表現者，在6項指標中勝出4項的全球高息企債指數。整體結果如下：

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

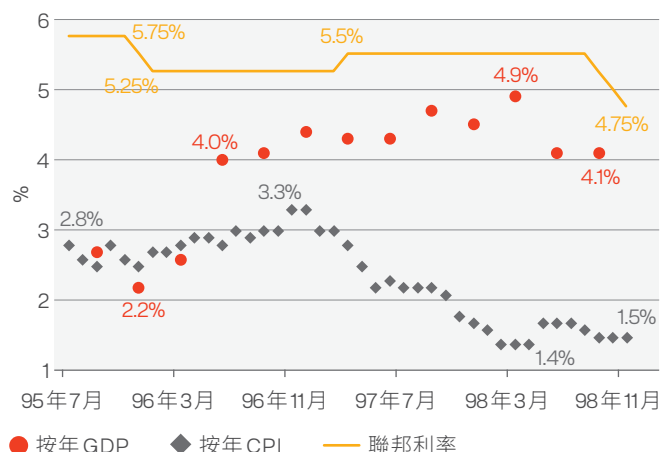


資料來源：彭博，數據至2024年12月18日

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

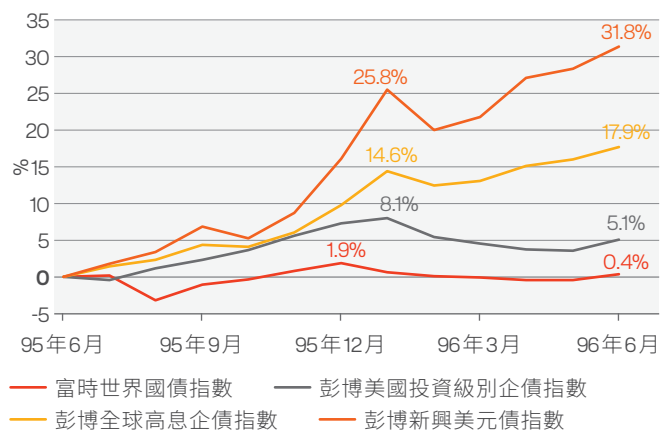


● 按年GDP ◆ 按年CPI — 聯邦利率

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

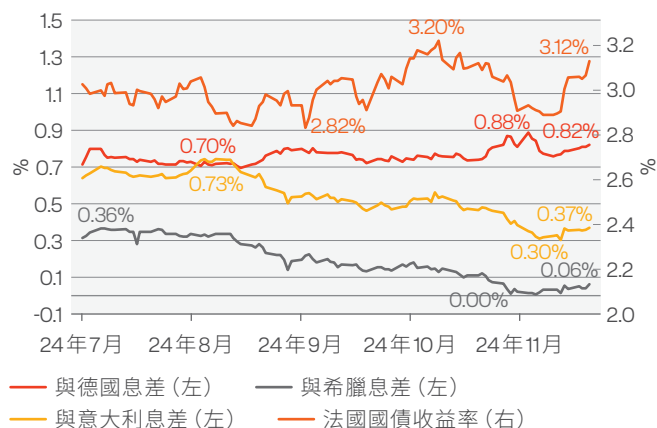
經濟合作暨發展組織(OECD)警告，貿易緊張局勢加劇和保護主義或會擾亂全球供應鏈、提高商品價格和對全球經濟增長產生負面影響⁴。《宏觀經濟》中分析，「七國集團」(G7)內則貌合神離，外則與「金磚集團」(BRICS)劍拔弩張，加上特朗普回朝掀起利己主義及右翼風潮，將加速全球經濟體分道揚鑣，造就全球多極化的新格局，在此不再贅述。

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。

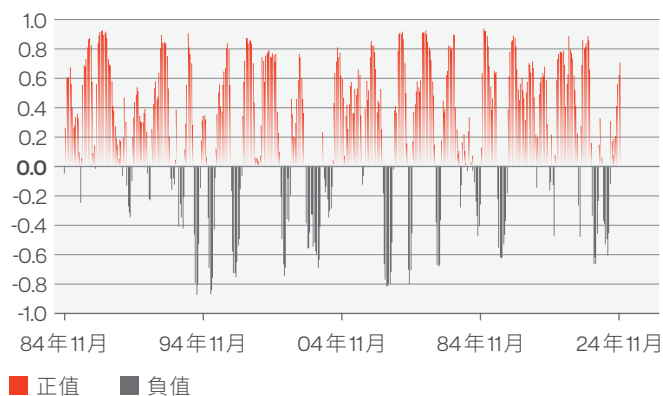
紐約期油價格走勢



資料來源：彭博，數據至2024年12月22日

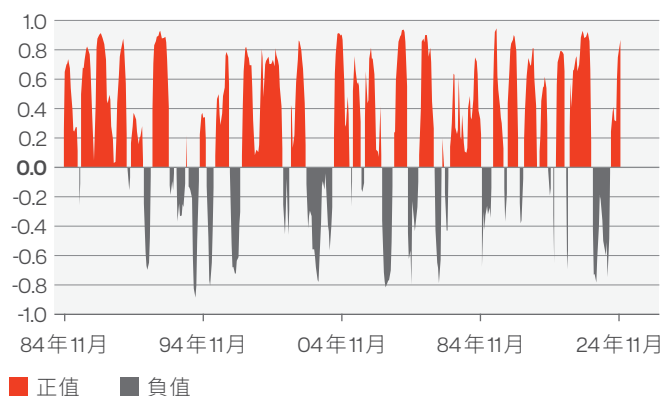
再參考過去40年，美國10及2年期國債收益率與按年CPI的相關係數，正值佔比分別是71及67%，反映收益率與CPI同步升跌的機率約7成，而10年期較2年期敏感。兩者最大值分別是0.95及0.98，而最小值則負0.89及0.91。反映其影響幅度可高達9成以上。

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

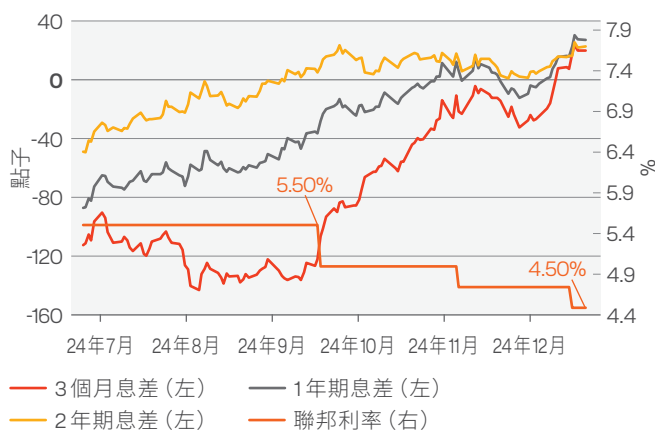
資料來源：彭博，數據截至 2024 年 12 月 22 日

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

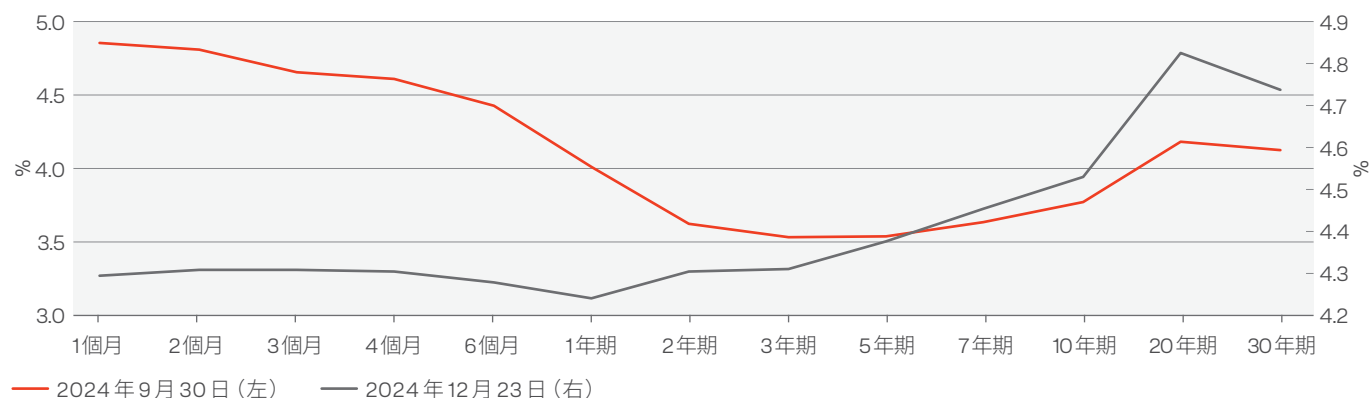


資料來源：彭博，數據至 2024 年 12 月 23 日

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。

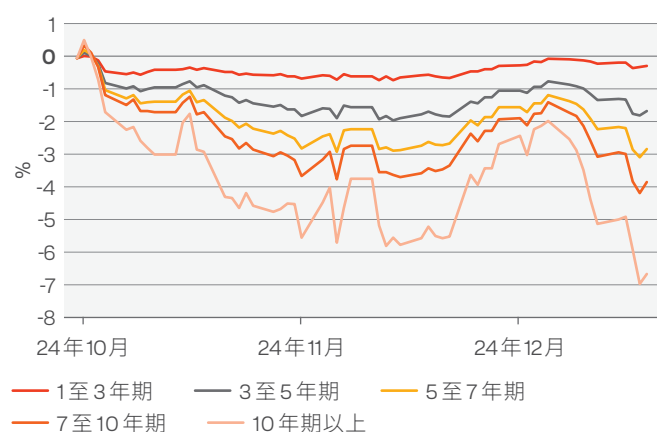
債券

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。

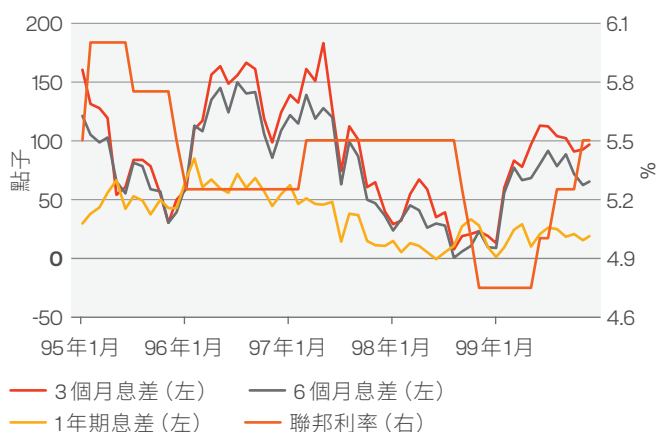
與10年期息差與聯邦利率之相關系數

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。

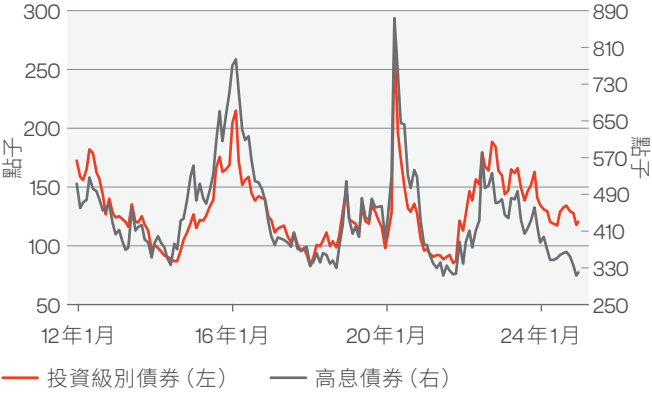


綜合而言，未來收益率斜度較定點式投資策略更為吸引，但注意年期愈短敏感度愈高。另外，美聯儲在利率觀點上忽然轉向都是此策略的風險，當中與特朗普就任後的國策有關。

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

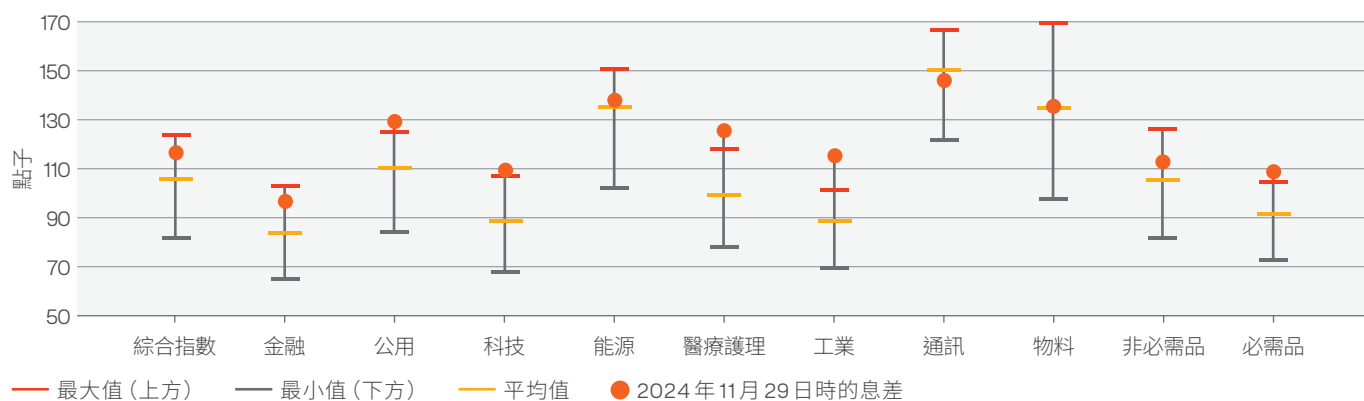
按上文分析，「紅色浪潮」下預期高息企債表現向好，利率變化則支持投資級別企債。綜合反映，企業債券較為吸引，但策略上需更為微觀，透過各行業的信貸息差數據作部署。

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

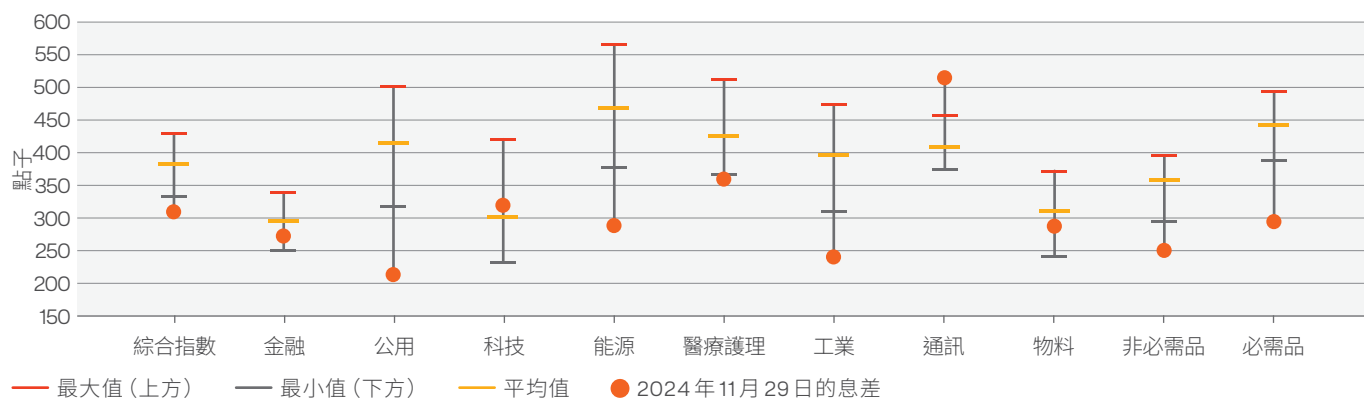
上次「紅色浪潮」首年各行業及綜合指數的信貸息差：投資級別債券



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。

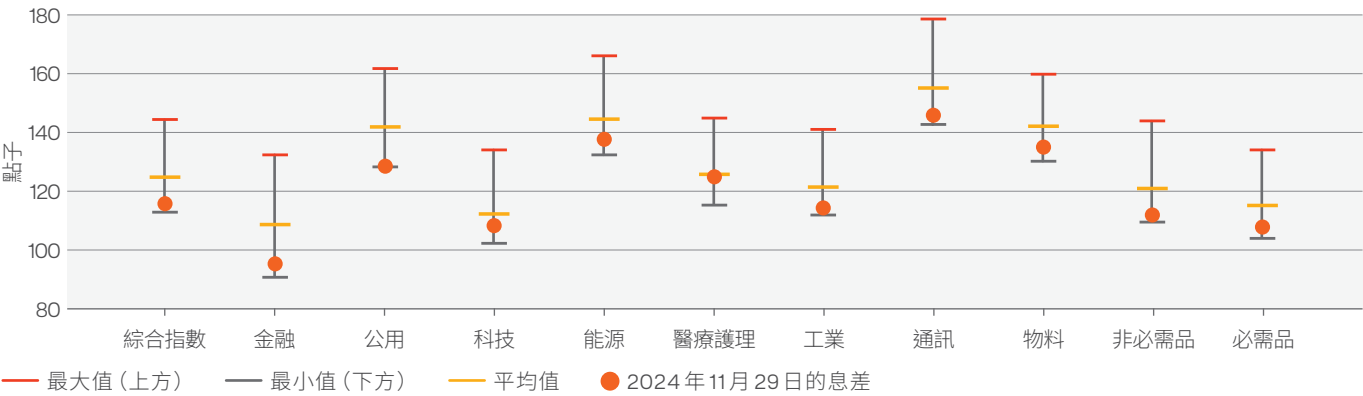
上次「紅色浪潮」首年各行業及綜合指數的信貸息差：高息債券



資料來源：彭博，數據截至2024年12月20日

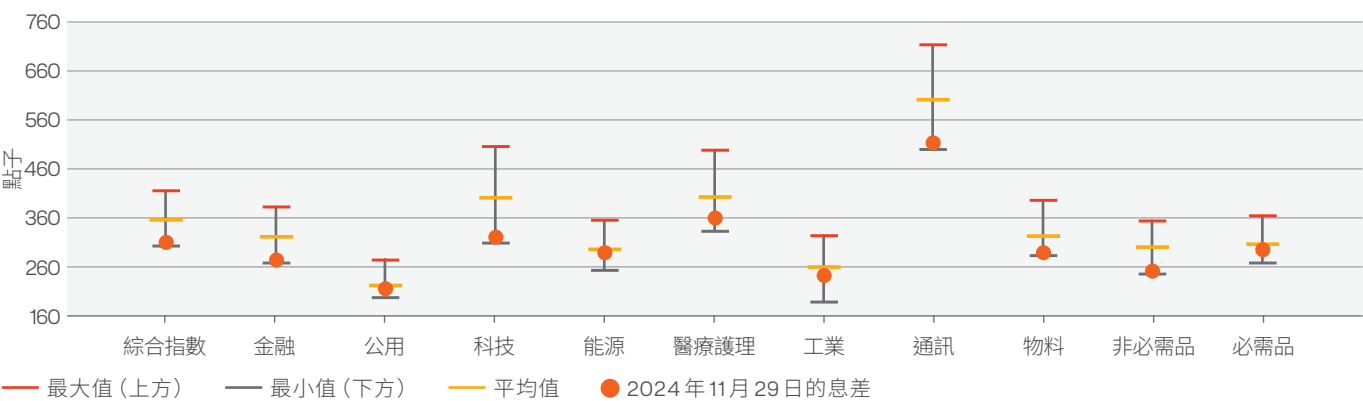
再集中分析去年按日數據，結果顯示在投資級別類別中，全部行業都低於平均值，當中只有醫療護理較接近其平均值。另一值得注意的是只有公用行業處於區間底部，反映信貸息差反彈令債價下跌的機會相當高。整體而言，各行業吸引力都偏低。

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：

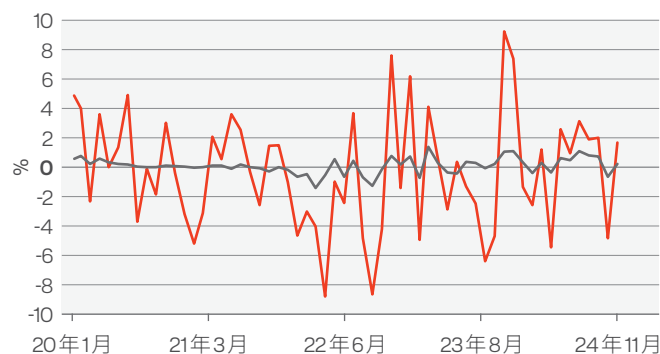
- 特朗普政策為市場帶來不明朗因素，美國國債可能較波動
- 亞洲債券息差料維持收窄，債券利差交易 (Carry trade) 為投資焦點
- 中國投資級別債券估值高，日本供應回暖。南韓政治風波不影響債券基本面
- 政策利好中國地方政府融資平台 (LGFV) 高收益債券，印度債市回調估值吸引

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；中國的美元債市回暖，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。



東亞資產導航

東亞銀行 | 東亞睿智 | 2025年第一季



投資主題

特朗普回朝料是「遊戲改革者」

- 特朗普執政加上「紅色浪潮」料將有利美國資產，預期在特朗普執政首年下的偏高利率和強美元環境，將有利美股及美元債市。
- 預料「美國優先」的外交政策將影響全球，對各國施壓的做法將為全球帶來不穩，美國的盟國亦料會受到波及，歐洲資產風險攀升。
- 中美博弈料將通過更多談判而取得共識，全球戰事有可能緩和，國際緊張局勢放緩將有利全球投資氣氛。

減息若不似預期料令資產價格更波動

- 成熟市場的央行大多以美聯儲馬首是瞻，美國經濟向好支持高息環境，但並不代表其他市場可以效法，預料將令非美資產更見波動。
- 息差優勢下支持強美元政策，並吸引全球資金流向美元資產，但人民幣潛在貶值對中國經濟亦非一面倒負面。
- 債息偏高預料將不利全球國債市場，歷史數據反映，「紅色浪潮」下高利率環境將支持全球高息及新興美元債市表現。

風險胃納遞升料有利風險資產表現

- 全球股市中，美股預料因受惠宏觀環境轉變而明顯跑出，標普500指數本季目標水平為約6,178至6,335點。
- 港股將受惠於中國內地的寬鬆財金政策，本季恒生指數的波動區間預料將介乎18,000至22,500點。
- 風險胃納遞升將支持全球高息企業債，收益率曲線正常化將成為投資焦點。

資產類別概覽

↑ 優於大市 → 中性 ↓ 遜於大市

資產類別		季度展望	評論
股票			
美國	↑		歷史數據顯示，「紅色浪潮」有利美股，加上「美國優先」政策，預料受惠政策之板塊包括醫療護理和非必需品等。
歐洲	↓		特朗普就任料將增加歐洲在經濟及外交上的不穩定性，歐洲多國的政黨角力的後遺症料將逐步浮現。
亞洲 (除日本)	→		中國內地推出政策「組合拳」將帶動區內投資氣氛，料東南亞地區將成為中美兩國拉攏的對象，有利當地投資市場。
中國內地	↑		中國內地加強擴內需政策預料有助企業盈利復甦，惟中美關係不確定性或有礙股市的估值修復。
香港	→		港元利率及匯率處偏高水平，料不利本地地產及消費板塊，但金融板塊則可看高一線。
債券			
美國政府	↓		美國通脹有可能隨特朗普就任後反彈，美聯儲已表態將放緩減息，歷史數據顯示，「紅色浪潮」料將不利國債表現。
美元投資級別	→		歷史數據反映，美元投資級別債券在「紅色浪潮」期間的表現不過不失，信貸息差太低或出現反彈，但風險因素偏多料支持其平穩走勢。
全球高收益	→		預期特朗普就任將支持全球經濟增長，風險胃納提升將有利表現，但強美元料帶來匯兌風險，料不利非美元債券。
美元高收益	↑		預期受惠風險胃納提升及強美元環境，歷史數據顯示，美元高收益債券在「紅色浪潮」首年表現明顯領先其他類型債券。
亞太投資級別	→		中國內地刺激經濟政策及新興市場料受惠全球經濟改善，有利區內投資氣氛，但中美博弈及區內部分國家的黨爭帶來不穩定性。
外匯			
澳元	↑		澳洲央行的鷹派語氣有所軟化，澳元短期走勢料仍受息差支持。
紐元	↓		紐西蘭經濟疲弱或令紐央行加快減息步伐。
歐元	↓		歐元區經濟放緩或促使歐央行持續減息，影響歐元走勢。
英鎊	↑		英倫銀行貨幣政策立場存在分歧，但預期會維持漸進式降息。
日圓	↑		日本央行繼續為加息作準備，有助收窄美日息差。
人民幣	→		人民銀行發出寬鬆基調，料減息降準空間大。

重要通知：

每個資產類別的季度展望以相應的代表指數為基準

資產類別	基準	資產類別	代表指數	門檻*	資產類別	代表指數	門檻*
股票	MSCI 世界指數	美國	標普500	1.1%	中國	滬深300	4.3%
		歐洲	道瓊歐洲STOXX600	1.6%	香港	恒生	3.3%
		亞洲 (除日本)	MSCI 亞洲除日本	2.8%			
債券	彭博全球累計債券指數	美國政府	美國政府/信貸	0.8%	美元高收益	美國企業高收益	1.5%
		美元投資級別	美國企業	0.8%	亞太投資級別	亞太累計	0.9%
		全球高收益	全球高收益	1.8%			
外匯	貿易加權美元指數	澳元	澳元/美元	2.8%	英鎊	英鎊/美元	2.7%
		紐元	紐元/美元	3.2%	日圓	美元/日圓	3.1%
		歐元	歐元/美元	4.0%	人民幣	美元/人民幣	2.2%

*「優於大市」：代表指數的季度表現高於相應基準的門檻百分比正值；「中性」：代表指數的季度表現於相應基準的門檻百分比正負值區間內；「遜於大市」：代表指數的季度表現低於相應基準的門檻百分比負值。

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。

