



BEA 東亞銀行

Live every moment
活出每刻

重塑世界

东亚睿智 2025 第一季

2025 年第一季度市场展望



目 录

3	序言
5	宏观策略
15	宏观经济
27	全球股市
44	全球债市
59	外汇市场
76	免责声明

序 言

2024 年国际政治与经济形势均发生深刻变化，对大类资产表现产生了显著影响。

政治上，2024 年可谓是一个不折不扣的“选举大年”。截至 12 月 16 日，根据不完全统计，2024 年全球共有 78 个国家和地区举行了 83 场全民性选举，涉及人口总数超过 42 亿人，占全球人口的 60%，经济规模接近全球经济总量的 50%。其中最受投资者关注的自然是美国总统大选。在经历了特朗普遇刺、民主党总统候选人选前更换等戏剧性事件后，最终共和党与特朗普横扫大获全胜，不但赢得总统宝座，更是在参议院与众议院中均赢得多数席位，实现“红色浪潮”。直至年末，地缘政治局势也延续了不稳定性：韩国突发“戒严风波”，随后总统被弹劾；法国总理上任不足三个月辞职，随后德国总理未通过联邦议院信任投票；叙利亚反对派半个月攻陷首都大马士革，政权更迭……此外，俄乌冲突仍然在持续。

经济上，2024 年虽然各地表现分化，但总体保持稳定。根据国际货币基金组织的预计，2024 年全球经济总量将增长 3.2%，而且通胀得到了显著的控制。中美两大经济体依然是全球经济增长最大的动力源。美国经济承受住了高利率的负面影响，持续体现出韧性，预计全年经济增长将达到 2.8%；而中国在持续利好政策的推动下，实现了经济底部企稳，预计去年将顺利完成年初制订的 5% 的经济增长目标。货币政策方面，自 6 月开始，发达经济体的主要央行开始持续降息，从紧缩转向中性政策立场。其中美联储自九月开启了四年半以来首次降息，至年底已经连续三次降息，共调低利率 100 个基点。中国央行延续了其近几年的宽松步伐，今年多次采取“降准降息”的操作，并在年底提出了自 2010 年以来首次“适度宽松”的货币政策表述。

市场方面，全球主要风险资产在 2024 年均录得显著回报，总体看呈现出“股优于债”、“成长优于价值”、“发达优于新兴”的特征。全球股市投资者今年再度喜获丰收。截至 12 月 16 日，MSCI 全球指数全年上涨接近 20%，连续第二年涨幅在两成附近。人工智能相关行业持续受到投资者追捧，成长股全年上涨近 30%。美国三大指数今年以来均节节高升。道琼斯工业指数首次触及 45000 点，纳斯达克指数上破 20000 大关，而标普 500 指数也历史上首次涨破了 6000 点。美国经济软着陆预期以及企业盈利稳定上升支撑股市持续上涨。此外欧洲三大股指、日经 225 指数今年均表现不俗，但整体涨幅略低于美股。

中国股市 2024 年低位波动，但逐步从底部企稳反弹。上证综指在年初创下了 2635 点的近五年低点后九月末十月初出现快速上行并持续在 3000 点上方交投，年内涨超 13%。沪深 300 指数也结束了连续三年的下跌，今年以来上涨近 15%。中小盘个股波动更大，在经历上半年大幅下挫后，在 9 月 24 日政策加码后走出连续上升行情，中证 500、中证 1000、中证 2000 指数年内均由跌转涨。香港市场同样止跌反弹，恒生指数、恒生科技指数年内均涨超 15%，估值更低的恒生国企指数涨幅更是超过 20%。

债市方面，虽然均面临降息周期，但境内外债券市场表现分化。海外市场债市较为波动，但年内回报仍然为正值，其中高收益债表现远好于政府债与高等级债，投资者对于美联储降息节奏与幅度仍然抱有疑虑。而中国债市全年呈现稳健上升，货币政策持续宽松加上投资者避险情绪浓重，中国 10 年期与 30 年期国债收益率历史性均跌破 2% 的关口。

外汇市场方面，美元表现一枝独秀。主因美国经济表现显著好于其他主要非美经济体，美联储降息步伐或慢于其他央行；另一方面，地缘政治局势持续紧张以及担忧特朗普上任后可能提高关税均支撑美元成为投资者的“避风港”。美元指数从年初 100 点大涨至 107，非美货币中欧元、英镑、日元、澳币等主要货币兑美元均告下跌，其中受到日本可能进一步加息影响，日元在年内一度出现大幅反弹。人民币兑美元全年也下跌超过 2%，但跌幅整体小于其他非美货币。

商品市场走势相对分化。黄金成为今年大类资产中的亮点。美国实际利率下降以及投资者避险情绪高涨提振黄金持续创出新高。Comex 黄金一度涨破 2800 美元 / 盎司，全年涨幅接近 30%。但虽然中东政治局势持续不稳定，但由于市场对于未来原油需求信心不足，Nymex 原油年内表现波动，全年以小幅下跌报收。

从年内大类资产的走势情况看，我们在年初提出的“BEA 策略”大部分得到印证：逆全球化（Anti-globalization）进程仍然进一步延续，全球央行进入到宽松周期（Easing），而股债平衡（Balance）的稳健策略今年也帮助投资者获得了较好的投资体验和回报。

展望 2025 年，市场会发生哪些变化？投资者又应该关注哪些焦点？我们试图用“Trust”一词来描绘对来年的投资要点：

第一，我们提醒投资者关注“趋势”（Trend）。我们认为 2025 年有以下几个大的趋势。首先是特朗普重新上台与共和党“红色浪潮”。特朗普的政策重点将很大程度上影响市场走势，包括“大规模减税”、“阻止并遣返非法移民”、“支持传统能源发展”、“坚持美国优先并全面加征关税”等等。目前特朗普内阁人选已经初步出炉，由于共和党全面掌控“两院”，预计在其正式上任后上述政策将顺利落地。而从美股历史表现看，在大选次年平均收益率表现较佳。其次是美联储进入“预防式降息的后半程”。预防式降息是指经济从过热向放缓的过程中，货币政策当局为了平滑经济周期的波动而提前采取的降息行为，一般持续时间和降息幅度都较为有限。由于美国经济目前韧性仍然较强，市场普遍预计 2025 年降息节奏或将放缓。而从历史上看，在预防式降息的背景下，

美股盈利仍将保持稳定增长，股价表现也通常维持强势。而展望中国市场，我们认为最大的趋势仍然是政策支持仍将持续。年末的政治局会议以及中央经济工作会议均提到要加强“超常规逆周期调节”，实施“更加积极的财政政策”和“适度宽松的货币政策”。同时在政策依托下，今明两年的经济增长率有望稳定在 5% 附近，或将逐步改善投资者的风险偏好。预计明年投资者信心仍将在政策支持下进一步恢复。

第二，建议投资者继续维持“伞型配置”（Umbrella）。首先在风格上，我们预计明年美股的盈利面将有所走扩。以标准普尔 500 行业一级行业指数为例，今年营收和利润增幅较高的个股主要集中在信息技术与通讯服务行业。而目前市场预计 2025 年企业业绩增长在行业间的分布更为均衡，包括医疗保健、材料、工业、能源等行业的利润增速都将较 2024 年有很大程度改善。行业间的分散配置或将成为 2025 重要的投资策略之一。其次是地域上，新兴市场已经连续两年跑输发达市场，诸如亚洲部分新兴市场股市的估值已经较具吸引力，我们认为亚洲市场或将受益于全球降息周期以及区域经济稳定的增长预期，仍然具备较好的配置价值。我们同样建议投资者在 2025 年要兼顾美国与非美的平衡布局。

第三，仍然要做好风险防范与资产防御（Stability）。全球地缘政治局势不确定性仍然较高，俄乌冲突与中东局势紧张时有发生，而若美国对其他经济体加征关税对全球贸易体系的影响或也将对资产价格产生影响。其次，特朗普上任后的一系列新政或对美国未来的通胀形势带来不确定因素，一旦美国通胀重燃，美联储降息步伐或将减缓，风险资产的定价逻辑或也将发生改变。此外，全球股市在经历连续上涨后或将在高位面临更大的波动。面对不确定性环境，通过在资产配置中加入短债以及黄金或将有助于平滑整体资产的表现。

我们本季度东亚睿智的标题是《重塑世界》，我们认为，美国大选后“红色浪潮”与新一届美国政府的政策或将深刻影响全球政治与经济格局，投资者也或将面对更加多元的投资主题。在把握投资主线的前提下适当分散风险，做好股票与债券的平衡，风格与区域的配置，方能在变幻的市场环境中获取更加稳健的投资回报。

第一部分

宏观策略篇



三大因素或将主导未来全球政经格局

2024 年全球超过半数人口的国家 and 地区进行了选举，G7 主导的发达国家中，政党轮替的情况不胜枚举。选举结果反映选民对近年来执政效果并不满意。相对应地，以金砖国家为代表的各新兴市场国家近年扛住多重压力，经济上站稳阵脚后，加速造就环球多极化格局，未来或重塑新的世界秩序。

纵观大局，我们归纳出影响未来投资市场走势的三大因素：“特朗普效应”、全球多极化及美国滞胀风险。|

特朗普效应

美国总统大选前，媒体普遍预测两党候选人势均力敌，同时担忧结果太接近会引发败选者上诉，导致社会及市场震荡。不过，最终结果却截然不同。特朗普成为近 20 年来首位取得约 7,500 万票，以压倒性优势赢得总统之位，更夺得参众两院的控制权，达到全方位执政，造就所谓“红色浪潮”。

根据皮尤研究中心（Pew Research Center）投票前的民调中显示，近 81% 选民视“经济”为本届大选最重要议题。益普索（Ipsos）在选举后的民调亦显示，民众认为最重要的事项是“控制物价及生活成本”。

新世代金融专家斯坎伦（Kyla Scanlon）在 2022 年创造 Vibecession（氛围衰退，Vibe 加上 Recession）一词，描述经济数据与消费者感觉出现脱节。安邦智库（ANBOUND）的经济分析指出，近年美国多个领域，包括制造业及就业市场等数据出现落差及分歧，数据的客观性和代表性受人质疑。当前美国经济数据超出预期，但美国人却“感觉”经济不济。

无独有偶，本届选举结果犹如重复 1992 年选举。当时美国民主党候选人克林顿成功击败在波斯湾战争中得胜，当时民望高企的老布什总统（George HW Bush）。本届特朗普同样希望在美国民众的痛点中上交出强而有力的答案，最终令他成功获选。

■ “美国优先”政策对经济及投资市场的影响

投资者在选举结果尘埃落定后，以特朗普的选举政纲来炒作“特朗普交易”，布局受惠政策的资产，尤其“让美国再次伟大”（Make America Great Again, MAGA）仿佛是特朗普上一任时提出“美国优先”政策的改进版，亦勾勒出未来 4 年的施政轮廓。

分析与经济相关的政纲，再预测其对经济及市场的影响：

- 减税是关键政纲之一，当中最引人注目的是企业税由 21% 下降至 15%。根据税务基金会的预测，一旦落实将减少企业的税务支出并可增加用于偿还债务的现金流。另外，《减税和就业法案》（TCJA）永久化预期将有利企业的净利润，可增加税后现金流及资本支出，并进一步减少应缴税款，有利美国经济增长。中小企业尤为受惠，对其盈利增长及股价走势有利。若个人税率同样有所调降，则有利于非必需品板块；
- 新任能源部长将任用传统石化能源高层，其背景及对气候变化的言论备受争议。市场预期未来政策将集中在推动放宽石油和天然气生产管制，并有可能再次退出“巴黎气候协议”。即使有部分分析认为不太可能走回头路，电力改革才是特朗普真正的能源政策方针。但不论结果如何，新任政府将在在能源领域上有所

变革预期将有利美国本土能源企业的盈利，支持其股价走势；

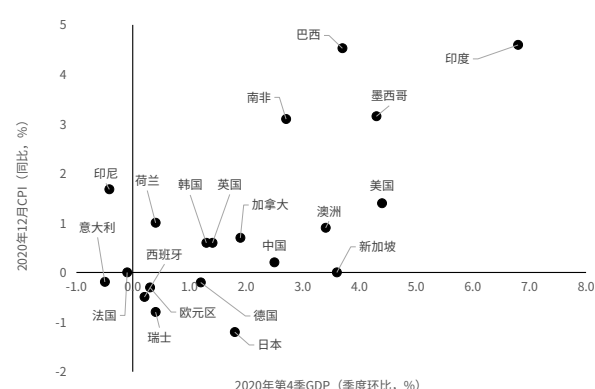
- 科技领域中，拜登在卸任前进一步打击中国的芯片行业，预计特朗普政府仍将延续此项政策而美国高科技企业的未来盈利料仍然稳健。较令人注意的是，特朗普任命前支付平台高层出任“白宫 AI 和数字货币事务”负责人。市场流传美国有意在外汇储备中加入加密货币，加上美联储主席鲍威尔的言论更刺激加密货币急升。加密货币波动性较高，且该市场严重依赖电力及数据中心的支持，刚需支持下有利相关资产；
- 移民政策是另一关键政纲。特朗普表示上任的第一天便会对加拿大和墨西哥的进口商品征收 25% 关税，直到两国能解决毒品和越境移民等问题。驱逐非法劳工出境将减少美国的劳动力，但将增加对本地劳工需求，有利于抑制失业问题，从而支持非必需品板块。同时料可减轻政府在社会福利网上的负担（例如医疗），有助改善财政赤字问题；
- 参考特朗普上一届的金融政策，预测其未来政策重点在于监管上松绑，例如限制消费者金融保护局（CFPB）等机构的范围，甚至取消某些相关法规，将有利消费者金融服务领域。同时鼓励金融创新和并购，特别是在金融科技和数字金融领域。另外，还有可能修改或搁置当前尚未最终敲定的国际规则，例如《巴塞尔协议 III》，有利银行业在资本充足比率及派息等限制；
- 特朗普有意任命小肯尼迪为卫生及公共服务部部长，预期在疫苗、食物法规、药物价格等领域上会有所改革。虽然特朗普未提出废除《平价医疗法案》，但预期将削减医疗补助，取消或提高医疗保险及保健成本，减少获得所需医疗服务机会的人数。一旦落实，政府可减轻财政压力，并有利医疗及保险业发展；
- 经济政策的延伸利益将支持工业及贸易。首先，关税条款将覆盖全球，加上企业税下降配合加强海外征税，有机会驱使海外生产线重回美国本土，尤其高科技工业的潜在免税政策。其次是放宽行业法规，例如放宽碳排放标准和简化工厂扩建的许可流程，或调整法规旨在降低合规成本等。

传统上，新任总统需在二月初的国情咨文及三月初的首份财政预算中阐述任期内的施政理念及蓝图，届时才能真正了解特朗普施政方针。因此，目前的政策宣言及人选任命，最终未必完全兑现，炒作相关政策存在一定风险。即使结果符合预期，“sell on fact”情绪也将大概率在总统就职典礼后出现。延续由 2024 年起美股屡屡破顶的走势，出现短期且明显的调整也是合理现象，但我们对美股一季度整体看好的观点不变。

■ 外交政策对经济及投资市场的影响

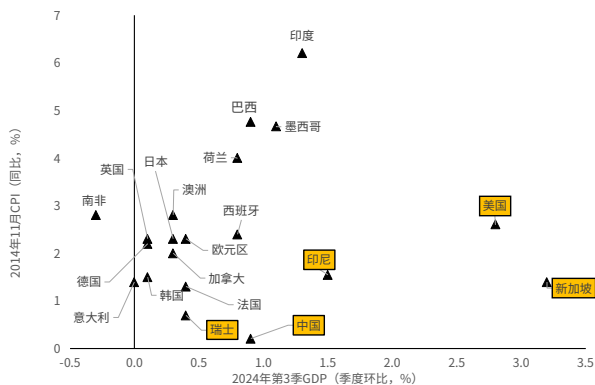
过去四年在去全球化的冲击下，各国经济已今非昔比。参考全球主要经济体在 2020 年第四季度至 2024 年第三季度，季度国民生产总值（GDP）及月度消费物价指数（CPI）矩阵之变化，由初期适逢全球疫情大流行，各经济体普遍处于“低通胀，低增长”区域，排序上符合传统概念上以“正斜率”方式分布。拜登就任后率领盟国推行“脱钩断链”、“友岸外包”、“去风险化”等逆全球化的贸易政策，加上爆发俄乌及中东冲突，近七成国家的 GDP 下跌，更有超过八成国家的 CPI 上升，反映全球经济受到“高通胀，低增长”影响。以 GDP 与 CPI 比例作排列，前 5 位依次分别为中国、新加坡、美国、印度尼西亚及瑞士，反映他们受到环球经济不利的影响较低。

各国 GDP 与 CPI 矩阵 (2020 年第四季度)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 9 日

各国 GDP 与 CPI 矩阵 (2024 年第三季度)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 9 日

若以地区变化作分析，欧洲也算是受害者。GDP 平均上升 0.3%，但通胀则偏高，或许与俄乌冲突爆发后，欧洲能源供应问题导致 CPI 攀升有关。新兴市场表现最差，GDP 下跌 3.1%，同时通胀急升平均约 31.2%，其中阿根廷及土耳其的通胀问题最为严重。亚洲市场方面，南亚国家普遍以中立态度处理中美博弈，GDP 下跌 1.6% 但 CPI 只轻微上升 0.9%，结果不逊于其他地区。反观主导贸易制裁的 G7，GDP 下跌 0.9%，通胀亦上升 1.9%。其中日本受冲击程度最是严重，加上近期国内政治震荡，前景不确定性较强过去 4 年各国家及地区的 GDP 及 CPI 变化：

七国集团	数据变化 (%)		亚洲市场	数据变化 (%)	
	GDP	CPI		GDP	CPI
美国	-1.6	1.2	中国	-1.6	0.0
加拿大	-1.6	1.3	韩国	-1.2	0.9
德国	-1.1	2.4	印度	-5.5	1.6
英国	-1.3	1.7	新加坡	-0.4	1.4
法国	0.5	1.3	印度尼西亚	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	新兴市场	数据变化 (%)	
其他欧洲市场	数据变化 (%)			GDP	CPI
	GDP	CPI	巴西	-2.8	0.2
欧元区	0.1	2.6	阿根廷	-6.6	156.9
西班牙	0.6	2.9	墨西哥	-3.2	1.5
荷兰	0.4	3.0	沙特阿拉伯	-1.5	-3.4
瑞士	0.0	1.5	南非	-3.0	-0.3
平均	0.3	2.5	土耳其	-1.7	32.5
			平均	-3.1	31.2

数据源: 彭博, 数据截至 2024 年 12 月 9 日

特朗普在外交上或将延续其以美国利益优先的政策原则。

地缘关系上，过去 4 年地缘紧张及各地冲突另相关各国财力吃紧尽快结束战事对各方皆有利。特朗普仍未详细阐述如何兑现选举时声称可在上任后短时间内结束俄乌冲突，但已提及美国将缩减对乌克兰的军援，并称部分北约成员国没有支付足够的防御费用，对美国不公平。另外，市场普遍预期美国大概率将第二次退出“巴黎气候协议”。这些举措符合他的“美国优先”策略，但料将进一步削弱联合国等国际组织的能力，加速全球多极化格局形成。

贸易关系上，美国料将由拜登式多边主义，转为特朗普式单边主义。如果联盟向心力下降，料有利平衡国际贸易上剑拔弩张的氛围，欧洲或南亚等地区与中国等国家的贸易关系料将回暖，减轻其贸易上的压力，可增加中国的谈判筹码，与美国的博弈亦有可能由拜登执政时的针锋相对，转向共识或仲裁等较软性的解决方式，间接梳理贸易堰塞，从而提升全球增长及投资风险偏好。

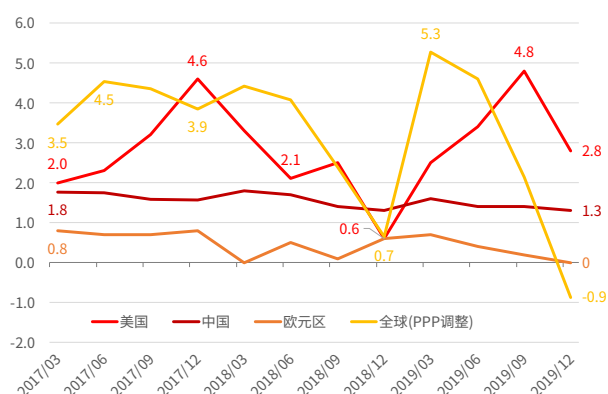
■ 以史为鉴：“红色浪潮”对全球经济的启示

共和党即将全面执政，加上特朗普目前民意支持率较高，相信新任政府施政上遇到的阻力较低。市场普遍认为特朗普将以治理企业的手段来治理国家，尤其注重效率。因此，他创立体制以外的政府效率部（Department of Government Efficiency，缩写 DOGE），并由世界首富马斯克领导。市场预期此举将可缓解官僚主义问题，撤销过多监管，削减无谓开支等，有助压抑财政赤字及提升管治水平。日裔美国政治经济学家福山在社交媒体上表示，管理政府与经营企业有所不同，裁员和削减部门数目并非一定有效，反而有可能分化公务员体系，引发美国内部利益矛盾。改革成果拭目以待，但参考上一任期，特朗普执掌的共和党在中期大选失利，“红色浪潮”维持了两年便告终。期间特朗普在内政与外交上的做法有目共睹，其影响可以用当时美国及全球经济数据作借鉴。

参考 2017 年第一季度至 2019 年第四季度的数据作为“红色浪潮”的时段，并抽取当时季度 GDP 走势作分析。美国 GDP 由开始升 2.0% 加速至升 4.6%，其后减速至升 0.6% 后又反

弹至升 4.8%，最终以升 2.8% 结束。数据显示，“红色浪潮”时经济表现非常波动，但整个周期仍升 0.8%。反观中国及欧元区在同一时期走势相较平稳，但持续下降，反映“美国优先”政策对美国有利，但对全球经济却产生负面影响。首年全球经济仍可维持增长，但无以为继，即使随美国反弹，但其后跌幅明显较大，反映“美国优先”的政策冲击全球经济，仅中国及欧洲的防御性较高。

各国及地区季度 GDP 环比 (%)

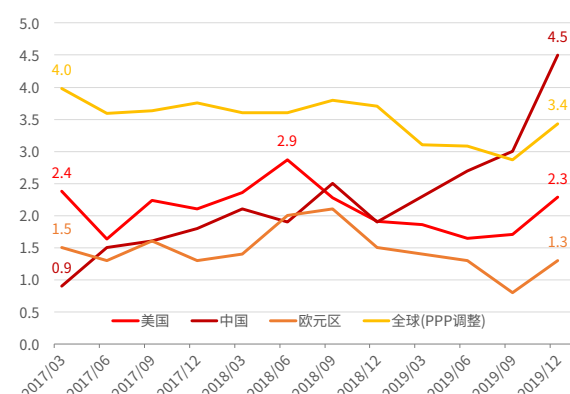


数据来源:彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2019 年 12 月 30 日

美国的 CPI 在这一时期内变化不大，与欧洲走势相若。先升后降的走势与现时大部分市场推测特朗普就任后走势吻合。中国通胀明显走高，由最初升 0.9% 不断增至升 4.5%，或与当时中国经济改革有关，例如汇改。全球通胀反而持续下降，该时期内跌幅约 0.6%。

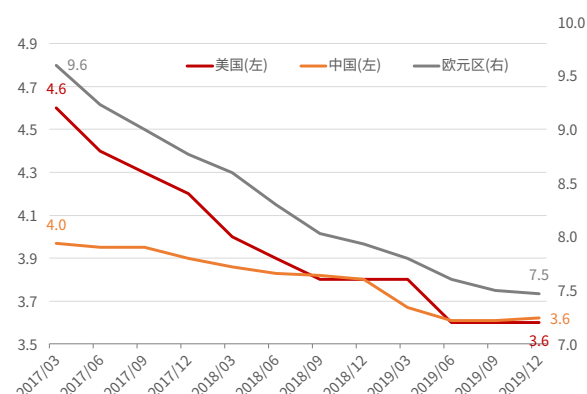
失业率因数据所限，只有美、中、欧三地数据。三地的失业率都持续下降，美国降幅约 1%，中国只约 0.4%，欧元区明显地由 9.6% 下降至 7.5%，但仍处于偏高水平。整体反映“红色浪潮”有利各国就业市场。

各国及地区 CPI 同比 (%)



数据来源:彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2019 年 12 月 30 日

各国及地区季度失业率 (%)



数据来源:彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2019 年 12 月 30 日

综合分析，“红色浪潮”对全球经济体并非完全不利。美国通胀未如预期般走高，失业问题有序改善，只是经济走势非常波动。对中欧而言亦非完全是负面影响，失业率持续改善。但对包括新兴市场的全球经济反而影响较大，如何对冲未来经济非常波动的走势将是全球投资者的必答题。

全球多极化

拜登执政时市场经常担忧“修昔底德陷阱”的出现，即指一个新崛起的大国必然会挑战甚至威胁目前领导国家的国际地位，最终两国会卷入持续争端。随着特朗普重新执掌白宫，另一个政治经济学的议题“金德伯格陷阱”将会登场，即指国际体制中没有国家愿意且有能力承担领导责任，权力转移的过程中全球领导权出现真空期，导致全球性政经发生重大变局。

■ 贸易摩擦：合作共赢才是出路

提高关税是特朗普惯常与对手谈判的筹码，但当前金砖国家 BRICS 无论是名义或购买力平价的 GDP 体量均已超越 G7，若 BRICS 减少与 G7 的贸易往来，相信对缺乏生产力的 G7 经济冲击是显而易见的。

欧美阵营以“去风险”之名对华全方位“卡脖子”，但近期中国的对等制裁愈见频繁。例如中国就欧洲对华电动车提升关税一事，而向欧洲出口的白兰地等消费品进行反制措施，2024 年底亦禁止镓、锗及石墨等稀有金属出口至美国，甚至剑指芯片制造商龙头展开反垄断调查等。反制举动反映中国应对方式已经更加多元化。

特朗普当选后表示因毒品及非法移民问题，有意提高加拿大及墨西哥 25% 关税。他亦在竞选期间提出对所有国外商品征收 10% 至 20% 关税，有可能包括欧洲出口的汽车和化工等产业。法国总统马克龙表示，预料特朗普将不惜冒着破坏欧美关系来保护美国国内市场，欧盟有可能陷入双重贸易战，导致成员国在中美夹缝中基于各自国家利益而产生分歧，部分依赖中国市场，部分则靠拢美国，令欧洲日益分裂。英国商贸大臣表示，特朗普若向英国货品加征关税，将考虑作出报复。种种迹象显示，特朗普式利己主义正排斥盟友。

欧美阵营失去新兴市场价廉物美的产品将会令通胀反弹，中国等盟国亦缺乏高科技提升生产力，同时面对西方制裁及减少消费后令出口量下降，影响其经济增长，各方的贸易关系料将重新洗牌。我们认为贸易争端中没有赢家，合作共赢才是出路。

■ 金融竞争：“去美元化”成焦点

俄乌冲突爆发后，欧美阵营多翻讨论如何利用冻结的俄罗斯资产支持乌克兰，最终欧洲议会在 2024 年底批准从冻结的俄罗斯资产向乌克兰提供高达 350 亿欧元的贷款。此举令非欧美阵营中的国家担心有朝一日其海外储备有可能被冻结而离美元而去，“去美元化”的说法便不胫而走。

如今 BRICS 集合新兴市场的力量，试图颠覆美元为基础的国际资金体系。俄罗斯总统普京在 2024 年提出以服务 BRICS 成员国为主的国际货币结算系统：“金砖之桥”（BRICS Bridge），试图借此减少对 SWIFT 的倚赖，降低美元在国际支付清算的重要性。虽然在可见的将来美元的地位仍稳如盘石，但此举至少给了世界多一个可信赖的选择，并借机摆脱美元霸权的影响。

当然特朗普曾表示，若使用非美元作结算者将面临加征一倍关税作惩罚。拜登时期的美国财长耶伦亦表示，新兴市场领导人倘若质疑美元作为世界主要储备及贸易货币的角色，在极端情况下美国将作出捍卫。另外美国新成立“白宫 AI 和数字货币事务处”，有意探讨把加密货币加入外汇储备，借稳定货币与美元挂钩功能反向支持美元地位。如今国际社会出现“去美元化”的声音，对美国而言已非纸上谈兵。

■ “软实力”：争夺国际话语权

美国总统大选后各地冲突进一步升温。乌克兰军队使用美国提供的先进导弹和无人机攻击俄罗斯南部机场、油库和能源设施，俄罗斯表示将会报复。叙利亚变天，以军以“临时防御措施”为由，全面接管戈兰高地缓冲区。以色列总理内塔尼亚胡表示，戈兰高地将永远是以色列的，法国则警告以色列应停止入侵戈兰高地。2024 年 11 月联合国安理会再为加沙停火决议进行表决，15 个理事国有 14 国投赞成票，但美国再一次行使否决权，决议未获通过。新任日本首相石破茂胜出选举后再次表示将积极推行“亚洲版北约”。

此外，在 2024 年底闭幕的第 29 届联合国气候变迁大会上，已发展国家承诺 2035 年前每年至少支付 3,000 亿美元协助发

展中国家减少温室气体排放，并为与全球暖化相关的灾难做好准备。相比于每年 1.3 万亿美元的目标，小岛屿国家联盟、最不发达国家和非洲谈判小组等都对协议表示失望。加上特朗普回归，与会国都对兑现承诺表示不感乐观。

软实力一般是指一个国家通过吸引力和说服力，而非胁迫或收买，影响其他国家自愿地达至其默认目标的能力，是一种

无形的精神力量，当中包括价值观、文化吸引力和外交政策等。我们预期特朗普就任后利己主义及欧洲选举后右翼抬头，发达经济体与新兴市场的关系或将疏远。相反 BRICS 及“全球南方集团”（the Global South）采取海纳百川，合作共赢的态度，重塑新型全球化的秩序。国际话语权的再平衡将间接影响投资市场及其资金流向。|



滞胀风险究竟概率几何

滞胀在宏观经济学中泛指一地的经济停滞，同时失业率及通胀率持续上升的经济状态。虽然如今全球滞胀风险仍然偏低，但好比投资市场内术语“灰犀牛”形容，风险看似遥远，但一旦出现对市场影响很大。

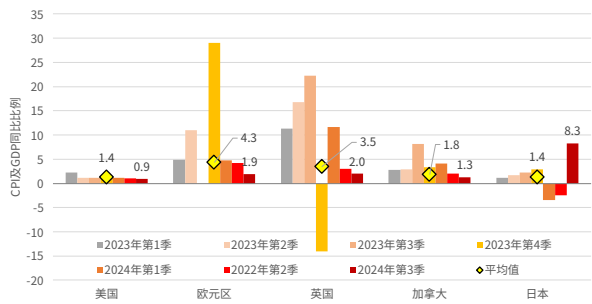
过去两季已分析，近 50 年美国出现滞胀的成因大多与中东局势有关，例如上世纪 70 年代的石油禁运令全球通胀及失业率急升，其后经济衰退，通过大约四至六个季度才逐步摆脱，在此不再赘述。

被市场称为“末日博士”的鲁比尼警告，特朗普回归将令美国面临滞胀的冲击，预计加征关税、推动美元贬值和对非法移民采取强硬立场等，有可能拖累经济增速同时刺激通胀走高。他所预测的结果有待证明，但发达市场的经济状态自以哈冲突爆发后却令人忧虑。

抽取自 2023 年至 2024 年第三季度，每季度按 CPI 同比除以 GDP 比例作分析，G7 中欧元区及英国的比例呈现急升急降的走势，平均值亦是偏高。这或与俄乌及中东冲突同时爆发，对欧洲经济影响较美国严重，尤其是由能源带动的高通胀最令人担忧。加拿大和日本走势相对平稳，但日本受累于政党角力及高通胀问题，2024 年第三季度其比例更是高达 8.3。最低是美国，只有 0.9，是全部数据中偏低的国家，反映地缘政治等因素未对美国经济造成很大影响。

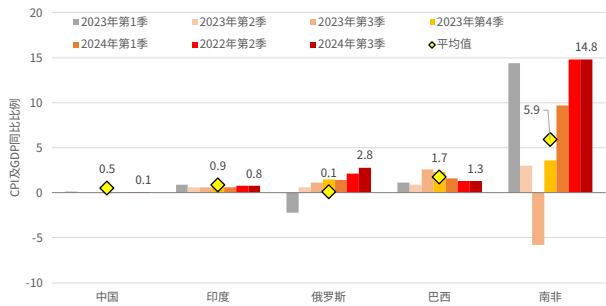
同样分析套用在 BRICS 成员国，中国不论是在全部期间还是 2024 年第三季度，表现都是 BRICS 最佳，唯独俄罗斯的平均值较中国为低，只有 0.1。另外，受制于冲突影响的俄罗斯季度比例持续攀升，反映滞胀风险升温。巴西表现则较为温和，但南非明显较弱，我们判断与通胀率长期高于 4% 有关。

七国集团成员 CPI 与 GDP 同比比例



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 9 月 30 日

金砖集团成员 CPI 与 GDP 同比比例



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 9 月 30 日

最后比较 G7 及 BRICS 之整体平均值, 分别报 2.5 及 1.8, 反映当前环境下彼此的通胀都较经济增长为高, 滞胀风险上 G7 更令人担忧。根据上文分析, 特朗普执政方针偏向利己主义, 地缘政治局势紧张的背景下对欧洲的滞胀风险只会进一步加大。毕竟今天的美国及加拿大是石油输出国组织以外重要的产油国, 即使石油再次禁运对两国的影响料较轻微, 但对欧洲及日本却是严重的。同样情况对 BRICS 的影响预期较轻, 无论由民生消费至高端产业的生产线都较发达市场完备, 自给自足加上经济体量上亦较 G7 更大。滞胀风险可能令 BRICS 的增长放缓, 但影响相对可控。

综合而言, 在滞胀情景下, 特朗普式执政若效果不及预期, 可能使对内经济或将放缓, 对外与盟国关系可能疏远, 地缘问题再次紧张等等, 预期 G7 的滞胀风险将较 BRICS 大, 黄金将成为较佳的投资选择。

投资策略：就职后初期应以分散投资为主

根据上述宏观分析，特朗普的“红色浪潮”将改变投资市场的格局。因此，我们抽取他上一任期首年（即 2017 年）的各时段数据，并依据全球主要资产指数的按日表现，通过五大指标，包括总回报（愈大愈好）、最大回报（愈大愈好）、最小回报（愈大愈好）、峰谷值（愈小愈好）及按日标准差（愈小愈好），找出每一指标中前三位指数并给予 1 分，最后得分最高者为最佳表现资产。注意以下是以风险与回报一并分析，而非单看回报率。各时段的资产表现如下：

指标	MSCI 发达市场 股指	MSCI 新兴市场 股指	富时 全球国债 指数	彭博 全球累计 投资级别 企债指数	彭博 全球高收益 债指数	标普 高盛能源 指数	标普 高盛黄金 指数	标普 高盛工业 金属指数	标普 全球 Reits 指数
首 3 个月表现 (%)									
总回报	6.0	10.4	2.7	2.0	2.9	-6.8	7.3	10.1	0.8
最大回报	6.6	12.0	3.5	2.4	3.0	2.2	8.1	12.3	3.4
最小回报	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
按日标准差	0.4	0.6	0.5	0.3	0.2	1.3	0.7	1.1	0.6
列前三位次数	2	3	2	3	3	0	3	3	0
首 6 个月表现 (%)									
总回报	9.8	16.4	5.6	5.7	6.4	-16.3	6.4	8.9	1.6
最大回报	10.8	17.3	6.8	5.9	6.4	2.2	11.1	12.3	4.0
最小回报	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
年化标准差	0.4	0.6	0.4	0.2	0.1	1.4	0.7	1.0	0.5
列前三位次数	3	3	1	3	3	0	2	3	1
首年表现 (%)									
总回报	19.6	28.8	8.0	8.9	9.7	2.0	6.5	19.5	4.0
最大回报	19.6	33.2	10.3	9.1	9.9	5.5	15.3	26.1	4.5
最小回报	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
年化标准差	0.4	0.6	0.3	0.2	0.1	1.4	0.7	0.9	0.5
列前三位次数	3	3	2	3	3	0	1	3	1
总次数	8	9	5	9	9	0	6	9	2

数据源：彭博，数据截至 2024 年 12 月 13 日

前六个月各资产表现的分歧开始扩大，发达及新兴市场股指、两项企债及工业金属得分最高，反映投资者的风险偏好有序上升。全球国债、能源及 Reits 的表现较其他资产明显落后。首年回报中股债总体表现各有千秋，商品市场中只有工业金属维持强势，其他表现依然逊色。

配合前文的经济分析，再综合上述三段时间的总得分，新兴市场股市、投资级别及高收益债，和工业金属表现最好，反映“红色浪潮”初期各地 GDP 在波动中走强，利率平稳和失业率渐降，预计投资者的风险偏好将有所上升，中线分段吸纳周期性风险资产较为可取。

Reits 表现持续落后，或与当时各地利率变化不大及其他资产相对吸引有关。能源更是所有资产中各时段都未能得分，我们判断与特朗普上一任执政时全球冲突较少有关。他自当选后，已开展俄乌停火谈判，以哈冲突亦有缓和迹象。

在经济体量及国际话语权再平衡下，新兴市场对经济及投资市场的影响力料不断提升，预计重塑世界秩序已非完全由发达市场决定，而将通过与新兴市场谈判和协商，最后达至共识，合作共赢才是出路。投资者更应顺势而行，破旧立新的思维未来将更显重要。|



第二部分

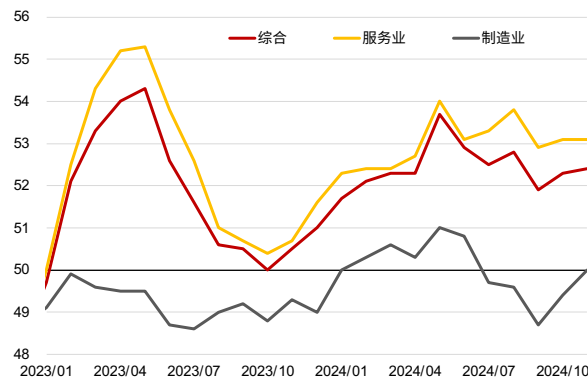
宏观经济篇

全球经济展望

■ 全球经济延续低增长态势，不确定性增强

2024 年全球经济展现出韧性，但不确定性有所增强。即使在利率高企、多国大选及地缘政治局势紧张的背景下，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，劳动力市场稳健，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，全球经济同时充满挑战。首先，各主要经济体增长步伐不一，反映复苏基础并不稳固，中国经济在政策加大力度下保持稳定增速；美国经济增速持续超出长期趋势；但欧洲复苏步伐滞后。其二，美国新一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，金融市场情绪预计亦会受到波及。其三，欧洲及中东地缘政治持续不明朗，全球供应链受影响的风险依然存在。

全球采购经理指数



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 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，发达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、供应链恢复正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，并可通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，为通胀前景增添变量。我们预计全球核心通胀虽将进一步向政策目标迈进，但这一过程仍需时日且会出现反复。

货币政策从紧缩走向中性，金融市场风险增加。由于实际利率已维持紧缩一段时间，为了避免对经济造成过大的压力，全球主要央行于 2024 年开启降息周期。展望未来，我们预计美联储、欧洲央行和英国央行将根据自身经济表现，逐步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。新兴市场亦料将进一步降息，但其步伐或会受限于其汇率走势和资金流向等因素。

全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。尽管利率下调有利于全球资本市场、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，均会对全球经济产生重大影响，相关下行风险需要密切关注。

美国经济展望

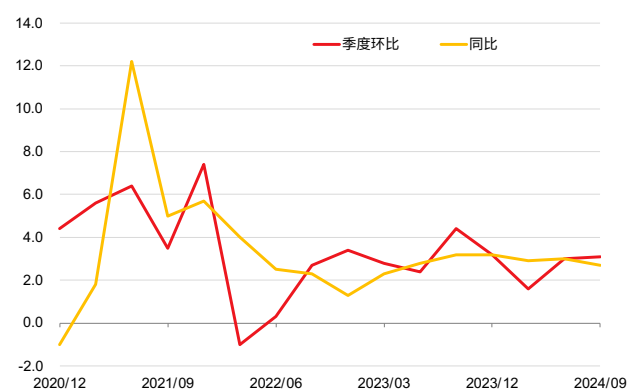
2025 年美国经济有望延续良好增长



2024 年美国经济表现超出预期，主要受益于私人消费和政府开支增长，投资活动亦呈现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，但稳健的劳动力市场和资产价格上升对私人消费提供了有力支持。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揭利率高企。总体而言，2024 年美国经济表现强韧，领先于主要发达经济体。

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，预计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等。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，从而影响美联储的降息进程。

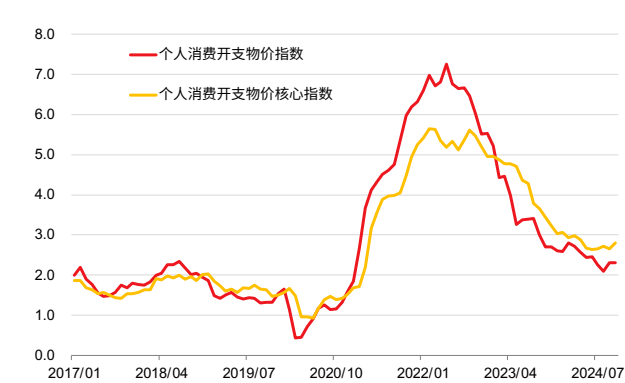
美国 GDP 季度环比折年率和同比增长（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 23 日

美国在 2024 年抗通胀整体取得进展，但回落过程时有反复。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，部分分项数据甚至加速上涨。不过，劳动力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同比增长 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 23 日

美联储正式步入降息周期。2024 年 9 月美联储降息 50 个基点, 其后在 11 月和 12 月各降息 25 个基点, 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 年降息步伐将放缓, 点阵图预测 2025 年降息幅度为 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, 但具体降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, 预计增速将达到 1.9%, 略高于趋势增长水平。在共和党掌控国会的形势下, 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、实际利率高企、财政赤字问题、地缘政治紧张局势以及资本市场波动等。 |

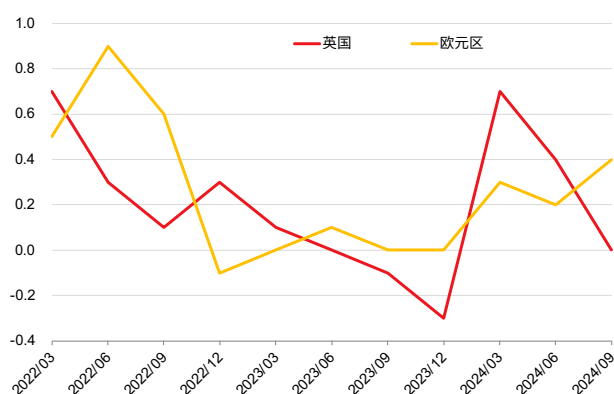
欧洲经济展望

欧洲经济复苏步伐滞后



2024 年，欧元区 and 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。区域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%，低于两地的长期增长趋势。

欧元区及英国国内生产总值季度环比增长 (%)

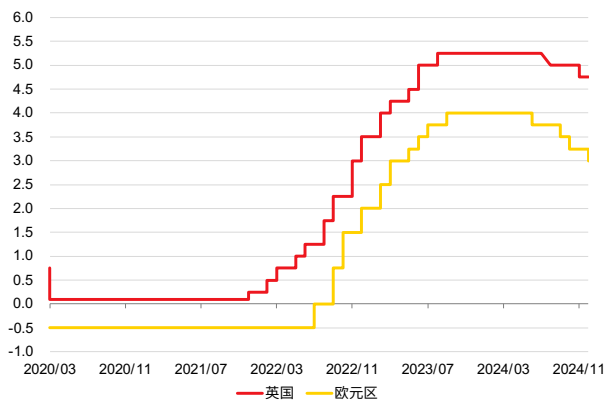


数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 23 日

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。美元走强及美联储降息步伐放缓，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，但政策不确定性或将令投资信心更为脆弱。

欧洲央行启动降息以巩固增长动力。随着通胀从高位回落，欧洲央行和英国央行先后于 2024 年 6 月和 8 月启动降息，2024 年全年则分别降息四次及两次，合计 100 个基点与 50 个基点。虽然潜在通胀压力仍然存在，但欧元区经济下行压力加剧，欧洲央行有必要继续下调利率以巩固增长动力，预计 2025 年将每季度降息 25 个基点，全年合计降息 100 个基点。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，英国央行将采取相对温和的降息步伐。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，欧洲央行和英国央行或将采取更具进取的降息应对策略。

欧元区及英国政策利率 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 23 日

2025 年欧洲经济或将延续低增长态势。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: 劳动力市场状态良好, 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、央行将进一步降息、各国将牵头加大科技和军事投资。此外, 欧元区虽具备改革潜力可提升竞争力, 但成员国达成共识仍需时日, 且多国政治受民粹主义影响, 如德国及法国政府不稳。总体而言, 预计 2025 年私人消费和政府投资将抵消外围不确定性的影响, 推动欧元区和英国经济继续低增速扩张。

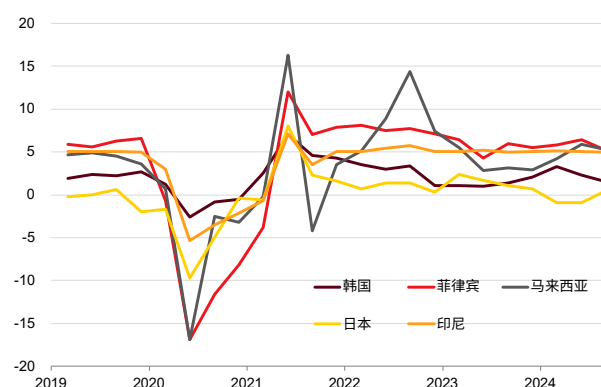
亚洲经济展望

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。受益于出口回升，加上全球降息周期启动，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，日本经济在 2024 年第一季度陷入收缩，但随着实际工资上升和日本政府下调个人所得税等财政措施，私人消费需求好转，带动日本增长动力在第二季度起持续增强。韩国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 年第四季度逐渐消退，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，主要受益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，区域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。

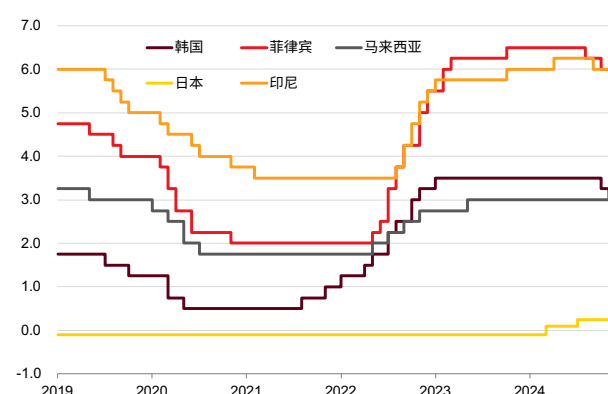
亚洲经济体的国内生产总值同比增长 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 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。日本劳动力成本传导效应显现及国内需求企稳，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，将有利于央行通过逐步加息及缩减购债规模等从而达到货币政策正常化。另一方面，其他亚洲经济体的通胀普遍延续回落趋势，部分经济体更下降至政策目标以下，韩国、印度尼西亚、菲律宾及泰国等央行在 2024 年亦已开启降息周期。面对外围环境的不稳定性，预计大部分亚洲央行将倾向采取更宽松的货币政策立场，但在全球不确定因素升温背景下，亚洲货币的潜在贬值压力或制约央行降息的空间。

亚洲经济体的政策利率 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 23 日

我们对 2025 年亚洲经济前景持积极态度。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，区域内各经济体的国内需求在劳动力市场稳定、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。|

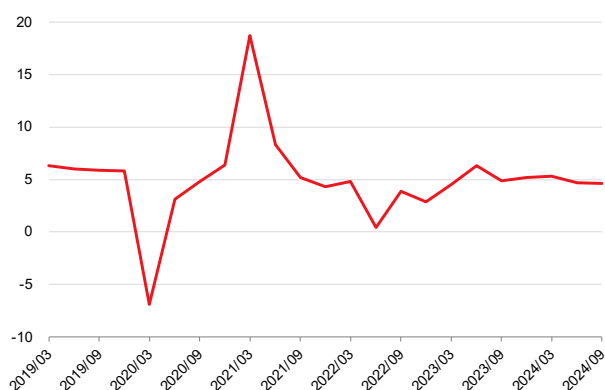
中国经济展望

中国加大政策力度推动经济稳步发展



2024 年中国经济在转型中实现平稳增长。尽管低基数效应逐渐消退，中国经济仍能延续稳步增长。全球需求持续改善，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，管理层重点支持大规模设备更新和消费品以旧换新，从供需两端推动制造业投资以及耐用品消费。2024 年 9 月以来，中国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，支持中国经济顺利实现 2024 年全年 5% 左右的增长目标。

中国 GDP 同比增长 (%)



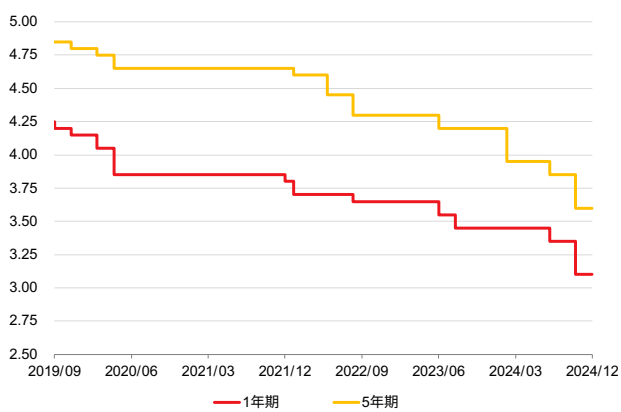
数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 23 日

虽然外围地缘政治形势并不明朗，但中国经济仍具一定韧性。特朗普再度上台后，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等。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，中国是 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，中国制造业庞大的规模和成本优势将有利于应对其他经济体的贸易保护措施。

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”以及推动“去库存”，具体包括：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。市场气氛逐渐好转，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也将逐步缓和。

中国将实施更加积极有为的宏观政策，以推动经济持续回升向好。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，我们预计管理层将提高财政赤字率、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降息降准操作。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。中国有充足的政策空间和丰富的政策储备，预计 2025 年中国经济增长有望达到 4.8% 左右。

中国贷款市场报价利率（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 23 日

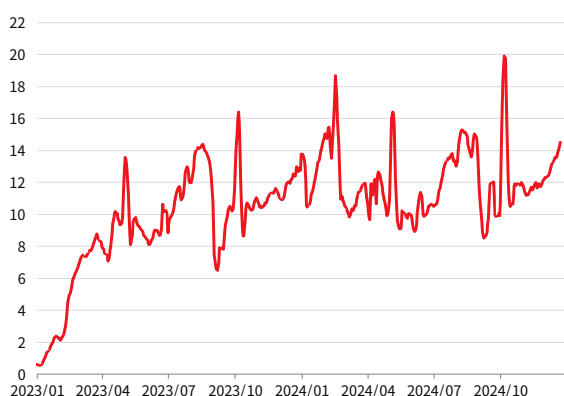
中国香港经济展望

2025 年料维持趋势增长



2024 年中国香港经济在贸易复苏和投资低基数的带动下录得温和复苏。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，加上环球降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本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，以及香港居民境外旅游需求强劲，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。

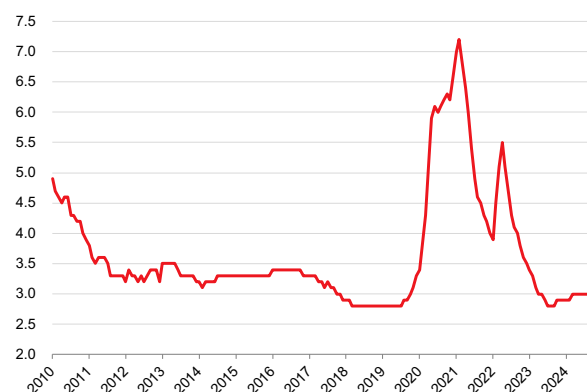
每日入境访港旅客（万人次，7 天移动平均）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，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苏。自 2024 年第四季度起，全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 年商品贸易较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苏空间。此外，北部都会区（北都）的开发即将进入全面 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，其中 35 家另再签署与北都发展有关的项目协议，涉及资金超过 1,000 亿港元。随着北都的各项基建投资展开，该区域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，在中国内地加大稳增长政策力度、中国香港经济基本面保持稳固，以及全球主要进一步降息的带动下，预计 2025 年经济增长可达 2.6%。

香港失业率 (%)

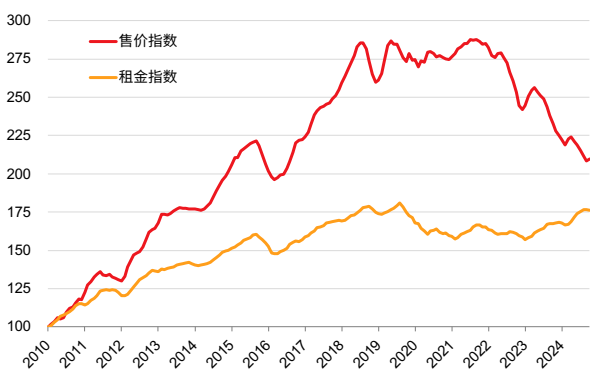


数据来源：香港政府统计处，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 23 日

香港资本市场成交量显着增加。中国内地管理层自 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降息而回落，香港资本市场的投资情绪显着改善。

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，房价指数走势稍有回稳，同时租房需求持续畅旺，推动租金指数逐步回升。随着市场信心改善，我们预期 2025 年中国香港房价将筑底回稳。 |

香港住宅售价及租金指数



数据来源：差饷物业估价署，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 23 日

An aerial, wide-angle photograph of a city, likely Beijing, showing a dense urban landscape with a mix of traditional and modern architecture. A prominent river, the Jiao River, flows through the city. A vibrant rainbow arches over the city, adding a dramatic and colorful element to the scene. The sky is a deep blue, and the overall atmosphere is serene and majestic.

第三部分

全球股市篇

我们在上季度中曾预测在美国总统大选结果、利率变化及选举后权力交接期间，美股或较其他市场表现更强，并预测特朗普胜选将有利于金融、科技及非必需品等板块。同时，首次降息后 3 个月各类指数表现良好，但其后表现将面临震荡，其中低波动类股指的整体表现较佳。欧洲各地区股市受经济基本面较弱所拖累，同时通胀回落速度受制于能源价格，降息料亦不会改变其经济衰退风险上升。数据亦显示，利率首降后各欧洲股指表现普遍不佳。日本则要面对各种挑战，各行业盈利预测分歧，加上投资者对于加息的疑虑，走势料将较为反复。过去预测与现今结果大致相若。

进入 2025 年，特朗普上台与共和党“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”

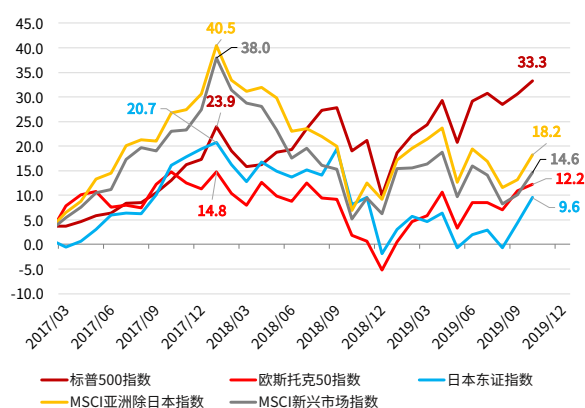
政策，预计将支撑美股持续向好。中美博弈将会持续，但料会转以谈判和协商形式进行，部分减缓对 A 股以及港股市场的压力，东南亚各国将在博弈中左右逢源，料有利当地经济及股市。

整体而言，美股的标普 500 指数本季的目标区间为 6,178 至 6,335 点，通过政策偏好、降息憧憬、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、原材料及工业板块表现较佳。欧股虽然经济表现相对美国落后，但数据上显示，美国的“红色浪潮”首年期间，欧股表现普遍向好，盈利预测分析显示，非必需品、原材料、工业及必需品板块有望跑赢大势。|

“红色浪潮”：料美股将持续维持强势

参考特朗普上一任期的“红色浪潮”期间，各地区主要股指表现，由 2017 年 1 月至 2019 年 12 月的月度数据中，所有指数全部上升。其中标普 500 指数表现最好，涨幅约 33.3%。第二及第三位分别是亚洲除日本及新兴市场指数，涨幅分别是 18.2% 及 14.6%。欧洲斯托克及日本东证指数的涨幅则分别只有约 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，美股涨幅明显高于其他指数近 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，持有美股是较为理性的选择。

特朗普上一任期期间“红色浪潮”下各股指表现 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，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，涨幅约四成，标普 500 指数及日本东证指数涨幅约两成，而欧洲斯托克 50 指数更只有约 15%，反映全面执政的共和党在外交政策与民主党大相径庭。另外，特朗普自胜选后已开展俄乌冲突停止协商，以哈冲突亦有缓和迹象。全球地缘政治极端风险正慢慢收敛，避险情绪正在降温。这将有利油价回落，在 2020 年疫情大流行的之前五年，Nymex 原油的平均价仅是 53 美元，远低于 2024 年底超过 70 美元的水平。当油价回落大概率将令全球通胀回落，对各国经济及民生皆属利好。投资者的风险偏好或将逐步提升，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，反弹空间较发达市场更大。毕竟欧美日等发达股市的升势已持续较久，投资者转投亚洲及新兴市场亦是合理选择。

■ 亚洲：料区域内股市走势各异

集中分析亚洲地区，经济体量上不断上升，未来或将是“亚洲的世纪”。中美博弈背景下，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，未来料是中美双方争取的重心，左右逢源下料



有利于当地经济及股市。投资者宜根据风险承受能力适度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，日本及韩国均是美国的盟友，但特朗普对日韩的外交政策与拜登执政时方针或有不同，加上日韩两国正受到内部政党角力冲击。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，都将日股在今年走势产生不利影响。

截至 2024 年 12 月 14 日，韩国股市年内跌近 6%，除因经济表现不佳之外，近期发生的戒严风波，或将进一步打击当地经济基础及海外投资。近年韩国 GDP 环比增速徘徊在 0 至 1% 之间，未来若 GDP 环比出现负值，将成为近 30 年来继 1997、2008 及 2020 年后，再次出现经济衰退。

特朗普曾表示，中国台湾“偷掉”美国的芯片工业，上任后对台芯片政策仍是未知数。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。

同样地，中国香港在中美博弈背景下也同样备受关注，中央政府去年底通过“组合拳”大力支持香港经济，在香港内部经济核心性转型中，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。上季有“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。同时“股神”巴菲特上季度将现金储备增加至创纪录的 3,200 亿美元。截至去年 12 月 14 日，标普 500 指数年内 57 次创出历史新高。而自特朗普当选后，标普 500 指数已经累计涨约 4.6%，其中 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”受益板块。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	原材料	-5.0
工业	0.8		

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 14 日
 注: 黄格表示其表现优于综合指数

“红色浪潮”：政策或将主导后市走势

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，并以此制定美股的短中期部署。

首先以标普 500 指数 11 个行业分类指数的月度回报作为分析对象，，并通过四大指标，包括平均回报（越大越好）、最大回报（越大越好）、最小回报（越大越好）及峰谷值（越小越好），为每项指标中表现最好的前 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	板块月度表现 (%)										
	科技	医疗护理	金融	非必需品	必需品	公用	能源	工业	通讯	原材料	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

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 14 日

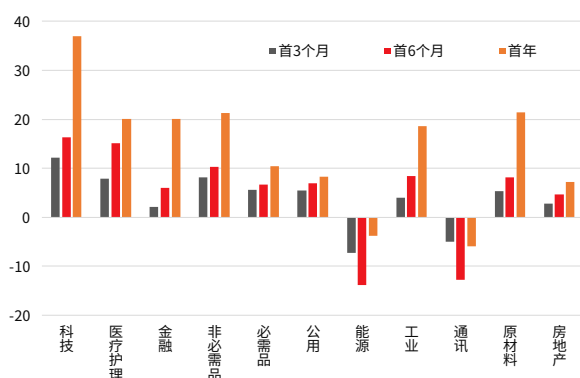
结果显示，医疗护理为表现最佳板块，或与共和党传统执政上对医疗政策偏松有关，而社会保障网多以病患自付为原则，医疗支出由政府转嫁于病人。同时开放保险市场，通过保单平衡社会的医疗风险，因此有利医疗护理行业。非必需品的表现同样向好，符合当前特朗普式的移民政策，即是削减“黑工”以增聘本地工人，刺激就业和增加收入将有利非必需品消费。另一表现较佳的行业是原材料，正好反映“美国优先”政策的结果，当生产线回归美国本土，对本地原材料需求增加。如投资者偏重回报，可考虑医疗护理、非必需品、原材料、科技和金融相关的股票。

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，故对防御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”时期中前三个月、六个月及十二个月，各板块的表现。结果显示，11个板块中只有能源及通讯，在三个分析时段中皆录得负值，尤其是在前6个月两者更出现两位数跌幅，故投资者介入该板块需谨慎。

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两位数升幅的板块，尤其是在前十二个月回报更见突出，涨近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为14%及13%。至于受惠生产线回归的工业及原材料板块亦有不俗回报，分别涨10%及12%。

2017年“红色浪潮”下各板块表现 (%)

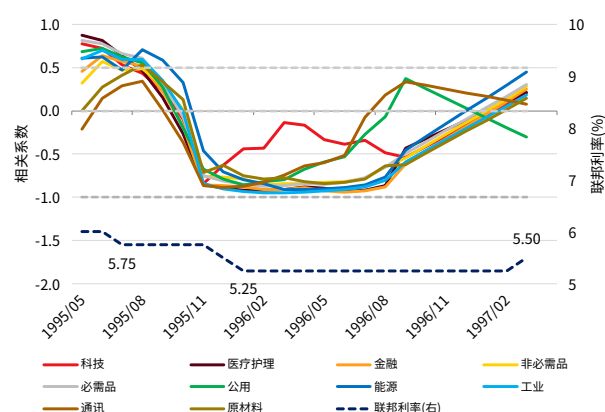


数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据由 2016 年 12 月 31 日至 2017 年 12 月 31 日

降息：料利好大部分板块

特朗普的政策方向显而易见，但美国的利率走势更加具有不确定性。根据《宏观经济》章节中预测，今年美国将于每季各降息 25 基点，全年总共降息 100 个基点情况料与 1995 年至 1997 年时相似。若以此利率走势预测为基础，分析上世纪 90 年代 11 个板块与联邦基金利率的相关系数，以此推测未来利率变化对各板块走势的影响。

标普 500 各板块与联邦基金利率的相关系数



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据由 1995 年 5 月至 1997 年 3 月

结果显示，在 1995 年 7 月首次降息后的 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板块将会上升。当中最受益降息的板块是医疗护理、金融、工业、非必需品及通讯。

1996 年 1 月第 3 次降息后 12 个月的负值平均占比更提升至 93%，其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全部上升。计算结果反映，即使今年美联储降息放缓，整体利率氛围都将有利美股。

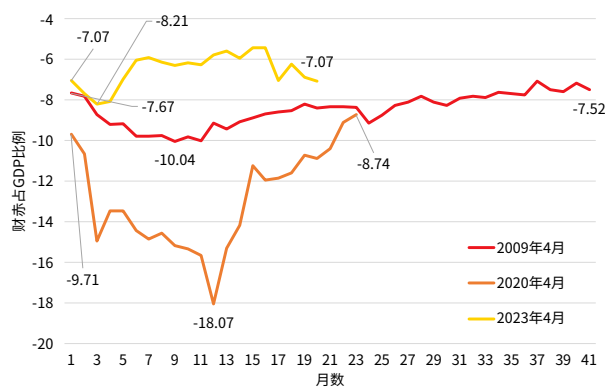
需要注意的是，其后美联储突然在 1997 年 3 月加息 25 个基点，刚好是第 3 次降息后的第 14 个月，并维持利率不变长达 17 个月后才再次降息，期间各板块的相关系数由负值变正值，降息对股市的利好作用宣告也结束。因此，如未来美联储降息速度放慢，甚至出现加息操作，或这美联储主席鲍威尔利用其言论淡化降息前景，或对美股持续上涨的态势构成压力。

美国财政赤字问题：周期性板块或受益

拜登上任时恰好遭遇全球性疫情，美国财政赤字占 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%。其后美联储以抑制通胀为由持续加息，美国政府亦通过加强财政政策以减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) 中略低于最严重的意大利（7.2%）。过去几个季度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，抽取财赤比例高过 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，以此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 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 15 日

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	原材料	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

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 15 日

结果显示，符合条件的只有 2009 年以及 2020 年时出现，当时正值次贷危机和全球性疫情时期，财赤比例走高的状态分别持续近 41 个月和 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。若以 2023 年 4 月时赤字比例为 7% 作为起点，料最快要今年第二季度或以后才结束，暗示美国今年赤字危机或会持续。对股市而言，哪些板块将受惠赤字扩大？

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，其中负值（财赤越深板块表现越好）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，对未来指引性不足。各板块中平均值前五位分别是科技、医疗护理、非必需品、通讯及原材料。整体结果如下：

以相关系数变化再作分析。通过 5 大指标，包括平均值、最大值、最小值、峰谷值及标准差，所有指标都以越小越好为评分标准，再在每项指标中给予前五位 1 分，最后最高得分为最佳表现板块。得分最高前 5 位分别是工业、原材料、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：

■ 盈利预测：超越指数者选择不多

投资股票归根究底都是企业盈利主导。参考截至 2024 年 11 月的数据，标普 500 指数中各板块今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两位数增长，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% 或盈利预测倒退，数据反映今年美股整体表现或不俗。

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	原材料	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
	标准偏差	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
	标准偏差	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
	标准偏差	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

数据来源:彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 15 日

板块表现中，只得医疗护理及科技能连续四季度的盈利预测幅度均超越标普 500 指数的盈利预测，通讯、工业、原材料及能源的指数的盈利预测亦有两季能优于标普 500 指数，而在第四季度大部分板块的盈利预测皆胜过指数，只有公用、房地产及必需品表现落后，暗示各板块由年初持仓至年底的表现料更加理想。以全年的平均值最高前五位，同时超越指数表现者，分别是医疗护理、科技、工业、原材料及通讯板块。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
原材料	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

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 15 日

指数盈利预测方面，根据未来四季度指数的盈利预测中的平均值及最高值为目标，配合截至去年 12 月 15 日的每股盈利约 238.7 美元为基础，以近 1 年和 3 年的平均预测市盈率为 22.9 倍及 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，套用今年第一季度每股盈利增长 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，潜在下跌空间近一成，暗示指数大概率经调整后才会再现升势，投资者应注意风险管理。总结以上所有分析的综合结果，排名次数最多前五名的板块分别是医疗护理、非必需品、科技、原材料及工业板块。表列结果如下：

分析因素	分拆细项	最佳表现前五位（排名不分先后）				
“红色浪潮”	首年月度回报	医疗护理	非必需品	原材料	科技	金融
	首年各时段平均回报	医疗护理	非必需品	原材料	科技	工业
降息之相关系数	首次降息后	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	原材料	科技	通讯
	月度数据表现	医疗护理	非必需品	原材料	科技	工业
盈利预测	平均优于指数表现	医疗护理	工业	原材料	科技	通讯

数据来源：综合分析，东亚中国财富管理，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，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。根据 IMF2024 年 12 月 G7 的主要经济数据表列如下：

G7 国家	经济数据（%）							
	季度实际 GDP	CPI 同比	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+

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 15 日

G7 内欧洲四国的 CPI 同比数据虽然与其他成员国相若，但季度实际 GDP 只轻微增长，表现亦明显逊于美国。特朗普回归料将为欧洲经济带来压力，未来滞胀风险或将加大。除了外忧，内政不顺也是挑战。2024 年重新执政的英国工党对英国经济前景并不乐观；法国朝野党争蔓延至财政预算案，需动用临时预算法案以维持公共运作；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。

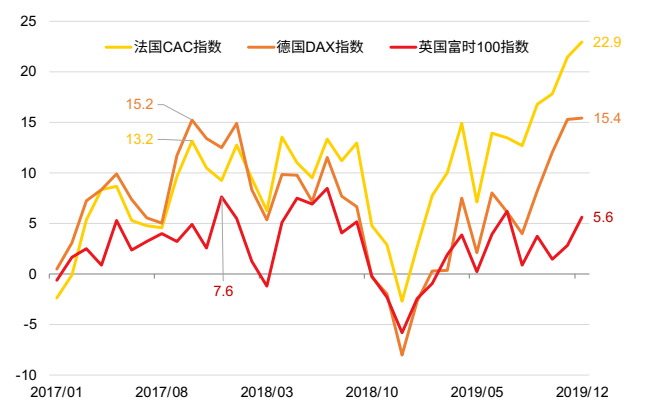
上季已分析欧央行希望通过降息去挽救经济，但对股市的冲击是显而易见：欧洲斯托克 50、德国 DAX、法国 CAC 及英国富时 100 指数在首次降息后的平均回报均表现不佳，平均跌幅更接近两位数。除了利率，以下再通过“红色浪潮”、通胀变化及盈利预测的角度去分析欧洲股市。

■ “红色浪潮”：对欧股的影响

上文已分析上一次特朗普执政期间的“红色浪潮”，欧洲斯托克 50 指数不论在首年或是全部期间都较其他地区指数落后。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

低位后便反复走高至年底，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，其后各指数表现出现逆转，并持续下跌至第二年年底，直到尾段才再逆转反弹。

“红色浪潮”下各欧洲股市的表现（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据由 2016 年 12 月至 2019 年 12 月

另外，集中分析月度表现，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，抉择取决于投资者风险承受偏好。全部期间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”或会加大欧股波动幅度，但在波动中有机会反复向好。另需注意当时没有当今的政党斗争，未来如有任何闪失，其负面影响可能牵一发而动全身。

指数	法国 CAC	德国 DAX	英国富时 100
首年表现（%）			
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
全部期间表现（%）			
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

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，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，各地冲突略有缓和，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。以上因素或会导致欧洲通胀反弹，但欧英央行却为了挽救经济而需坚持继续降息。在如此状态下，对股市有何影响？

首先界定欧英央行其中一员连续降息 3 次为“降息环境”，另外德、法、英 3 国其中两国的 CPI 同比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 年月度数据，分别在 1999、2001、2002、2007 及 2024 年共出现 5 次。考虑分析之预测性后，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、英三国分别得到 5 个、4 个及 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谷时更显韧性。单计回报则以德股表现较好。整体结果如下：

各股指月度表现 (%)				
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
回报标准偏差	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
回报标准偏差	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
回报标准偏差	3.5	4.5	5.6	5.1

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 16 日

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，德股的正值占比约八成，即通胀上升时，该指数大概率同步向好。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。

另外，案例中负值分布集中在 2002 年以及 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，显示若通胀反弹将大概率利空当地股市。反观德股大部分时间受益通胀上升，暗示未来通胀反弹时，德股表现将较好。

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
标准偏差	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
标准偏差	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
标准偏差	0.19	0.19	0.24	0.37

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 16 日

■ 盈利预测：板块间分化显著

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

欧洲斯托克 50 指数在今年首季度的盈利预测为负值，暗示本季度指数向下压力较高。但之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三成，而且正负比例平分秋色，反映严选板块的重要性。之后季度的盈利预测录得负值的板块数量明显下跌，第四季度更是全部录得盈利增长，料可支持指数表现，板块盈利预测分化收窄亦有利投资气氛。最后，连续四个季度的盈利预测都是正值同时平均值排名前五位的板块分别是非必需品、原材料、工业及必需品。

	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
原材料	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

数据来源:彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 16 日

A 股及港股展望：兵来将挡

上季的主题为“居安思危”，意思是 A 股与港股受到中国政策吹暖风所带动，在挑战年内高位之时，投资者却不可被短期涨跌所引导，需谨防高位回吐风险。现时回望，结果与预测大致相同。

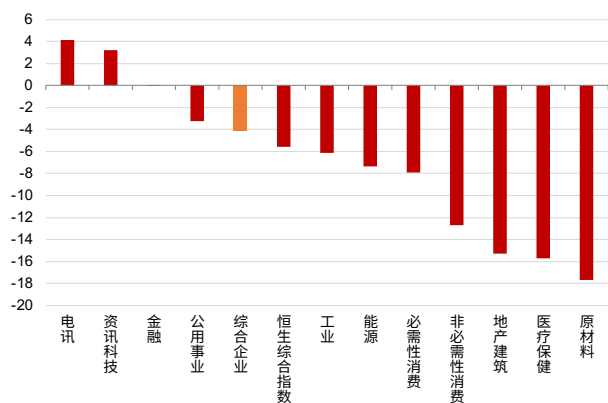
2024 年 10 月上旬，港股市场正沉浸在 9 月人民银行接连出政策救市和中央政治局会议释放积极信号的乐观氛围之中，当时恒生指数表现势如破竹，冲上年内高位 23,241 点，即在短短 3 周内累计上升约 35%。可惜这一波升浪在 10 月中旬中国多个部委举行的记者会未有如市场预期般进一步推出激进的财政政策，加上国庆长假重新开盘后，A 股获利盘大举涌现，沪深 300 指数两天内从高位下跌超过 11%，拖累港股从高位回调约 14%，甚至连两万点关口亦一度得而复失。

进入 11 月，人大会议在众望所归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，A 股与港股因而再度走弱。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 年进一步降息的预期大为减少，美元汇价及美国国债收益率重拾升势。另外，特朗普威胁就职后即对中国进口商品加征 10% 关税，两地股市可谓雪上加霜。恒生指数及沪深 300 指数于 11 月下旬双双分别下试四季度新低的 19,054 点和 3,812 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，一度重燃市场做多热情，恒生指数曾经于两日内暴涨近 1,200 点并重返 21,000 点，可惜其后无以为继，指数回落至 20,000 点附近窄幅波动。12 月美联储议息会议预示“鹰派降息”，令市场下调今年降息次数预期，也阻碍港股回升空间。

截至 2024 年 12 月 23 日，恒生指数及沪深 300 指数在四季度的回报分别为负 5.9% 及负 2.1%。港股板块表现方面，仅电讯、信息科技及金融录得正回报，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，悉数下跌超过一成。至于上季建议的重点关注板块，其中评为“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上升而跑输大市；至于评为“审慎乐观”的中资消费旅游、中资燃气板块，前者表现普遍走好，后者亦轻微跑赢大市。

2024 年第 4 季恒生综合指数各行业表现



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 23 日

■ 中国面对关税有备而来，选股宜谨慎但无需恐慌

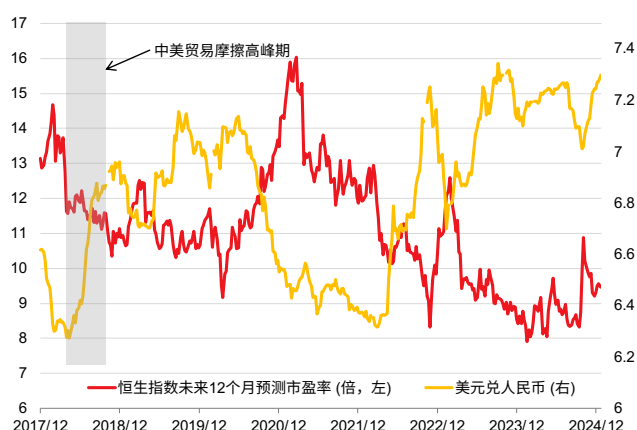
特朗普胜出美国总统大选后，曾扬言将对中国进口商品全面加征 10% 关税，较其竞选时所提出的 60% 增幅意外显得温和。虽然特朗普正式上任后，可能根据各种贸易调查结果不达标为由，进一步上调关税税率，但相信上调幅度短期内不会过于激进，额外征税所涵盖的消费品范围亦料有斟酌余地。毕竟此次特朗普的“关税大棒”也同时挥向其他国家，包括计划向进口依赖度很高的墨西哥和加拿大额外征税 25%，一旦落实势必加剧美国本土通胀压力，这反而提升了中方的贸易谈判筹码。更重要的是，近年中国出口商品已大幅减少对美国的依赖。2024 年前 10 个月，中国对美国市场出口的金额占比为 14.6%，相较 2017 年（第一轮中美贸易摩擦发生前 1 年）的超过 19% 已显著回落。再者，不少中国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，料可有效降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。况且大部分在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，故预计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，在港上市的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，本季度中资股估值向上修复之路依然是崎岖不平。

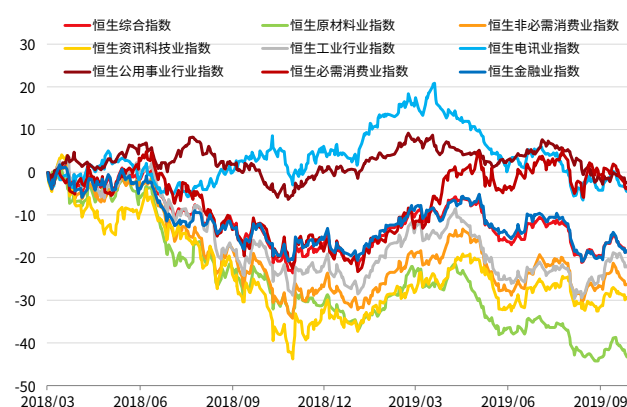
恒生指数预测市盈率及美元兑人民币走势



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，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、信息科技、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%，属中美贸易摩擦时弱势市场的资金避风港。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 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 23 日

中国刺激经济政策势在必行，落实细节料成后市多空关键

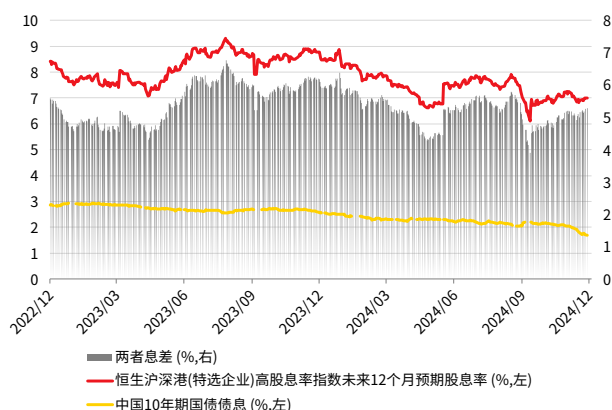
相比于中美关系和地缘政局的变幻莫测，中国政府发力提振内需以稳定经济增长的决心更是坚定不移。承接 2024 年 12 月中央政治局会议及中央经济工作会议均释出超预期的宽松信号，本季的市场焦点将落在政策目标的制订、刺激措施之具体细节及措施执行的时间点。基于中央政府多次强调需“稳住股市”和“提振投资者信心”，我们认为目前市场偏乐观的政策预期可逐步获得兑现，成为本季港股与 A 股市场的主要催化剂。至于这一波利好行情能够延续多久，很大程度取决于政策落实后对企业盈利的提振力度，在第二季度料有分晓。

■ 货币政策：久违的适度宽松，关注高息股机会

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 14 年沿用的“稳健”取态，调整为“适度宽松”，意味着人民银行在稳增长和抵御通缩环节上或将进一步发力。我们认为，今年上半年央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 1.7% 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，则可受益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 个基点），在息差吸引力提升下，料促使中国中长线资金逐步增加股票配置，故维持看好中国的银行、电讯、公用和能源等板块。此外，持续的低利率环境对于中国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，其中潜在受益板块包括可再生能源、中国建筑、中国房地产、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



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 23 日

■ 财政政策：期待大刀阔斧，或有机会逢低布局

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”，确定将上调赤字率目标、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没有透露具体数字，但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 月至 2 月地方政府召开的“两会”所制定的地方经济增长目标，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，两地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）在“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 次预算赤字率目标在“两会”中维持不变或下调时的 60% 和 1.1%，反映市场风险偏好与国内财政政策宽松程度的预期存在较高相关性。不过，当“两会”结束后，市况普遍出现获利调整，上一个五年政府工作报告发表后 3 个月，恒生指数录得 4 跌 1 涨，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 月上旬逢低增持，“两会”会前若恒生指数已累计上升超过 10%，则可分段获利了结。

过去 10 年中国两会公布之赤字率目标与恒生指数在两会前后表现

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：多管齐下鼓励消费，板块料迎来拐点

中央政治局会议明确提出需“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”，似乎欲通过财富效应的扩张进一步释放出居民消费意愿及能力。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。

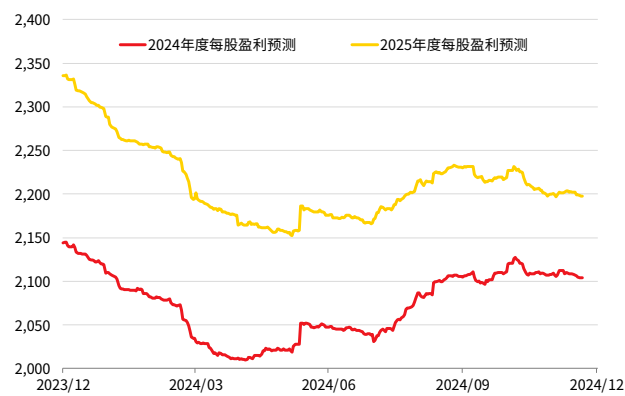
纵观 2024 年，由于受到中国宏观环境转弱及行业竞争加剧拖累，中资消费板块表现普遍逊于大市。截至 12 月 18 日，恒生必需性消费指数及恒生非必需性消费指数年内之累计回报分别为负 5.4% 及正 6.4%，均显著跑输恒生综合指数的正 16.9%。不过，若从 9 月开始计算，恒生必需性消费指数及恒生非必需性消费指数则分别上升 20.5% 及 17.4%，跑赢恒生综合指数同期 13.1% 的升幅，显示在中央刺激消费措施逐步落实下，估值较落后的中资消费板块或已初步迎来转折点。本季投资部署上，我们对中资消费板块的观点从 2024 年第 4 季的“审慎乐观”上调至“看好”，但在个别细分行业和股票筛选上仍需择优而取，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、外卖和小区生活服务等，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 点至 22,500 点

整体来说，我们对本季 A 股与港股的看法谨慎乐观。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度落实较大规模的扩张性财政政的基础情境假设下，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。至于美联储降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，但影响力料相对轻微。

综观以上因素，我们将恒指 2025 年盈利预测设定为 2,300 港元，相当于同比增长 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没有急剧恶化，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一年之均值回归趋势，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。

年初至今恒生指数盈利预测趋势（港元）



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 23 日

恒生指数未来 12 个月预测市盈率（倍）



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 23 日

本季重点关注板块：

行业 / 主题板块	重点投资逻辑	看好程度 #
中国消费	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。 2. 在 2024 年国庆假期及“双 11”购物节期间，中国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 年首季度公布的 2024 年第四季度的业绩表现可看高一线。 3. 宜优先选择较受益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错之选。	★★★★
中国互联网平台	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。 2. 受益中央提振消费措施的潜在扩容，可望提升传统电商平台、小区生活服务平台、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。 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成本管理得宜，相信利润率改善之趋势可延续。 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。	★★★
中国公用事业 (天然气、电力、可再生能源)	1. 国内近年积极推进气价市场化改革，上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两位数，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。 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。 3. 主要龙头企业均为大型国企，其资产负债表素质稳健。加上，中国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。	★★★★
香港本地及国际金融	1. 2024 年 12 月美联储下调点阵的利率指引，意味美国在 2025 年的降息步伐或放慢，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，但贷款需求疲弱仍属主要拖累因素。 2. 2024 年 9 月后，香港资本市场已呈现逐步回稳之势，加上中国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。 3. 目前香港主要银行股 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 年国债受益率目标 (4.1%) 差距仍高达 290 个基点，估值吸引。	★★★

(# 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)



第四部分

全球债市展望

我们在上季度认为，各项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降息前已先行部署。美联储点阵图预测的大幅变化是债市波动的主因，投资者依赖美联储主席鲍威尔相关利率预测上的说法作投资决定，更要加倍谨慎。上季度成功预测长期收益率再大空间不大，长短利率波动有利技术性交易。另外，当时预期短期收益率降幅将多于长期收益率，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，宏观风险上升，料资金将由高收益企业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。

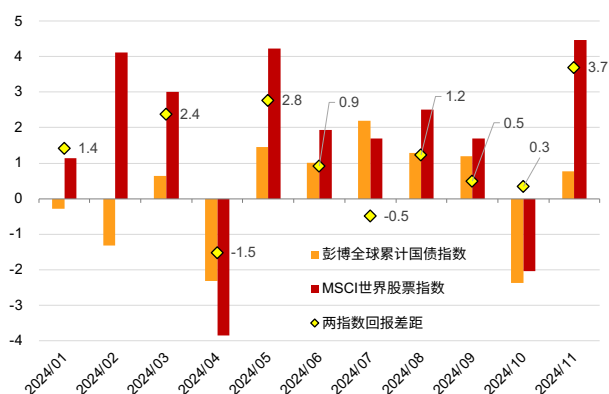
进入 2025 年一季度，我们认为全球局势转变将会迎来新机遇。特朗普回归为市场增添不稳定性，但历史数据显示，“红色浪潮”（即共和党在总统选举及参众两选取得胜利及控制权）利好全球企债及新兴美元债市。利率预测现在仍言之尚早，但在较近似的情况则是 1995 年时的利率周期，当时投资级别债及高收益企业债表现较好。全球多极化格局将不利欧洲债市，反观亚洲区域内不乏可观选择。收益率预期趋向稳定，通胀将主导其后市走势。收益率曲线正常化为本季策略重心，注意久期越短敏感度越高。信贷利差反映现水平大部分企债的风险偏高，等待回调后，预计投资级别中公用及必需品行业的企业债将较为吸引。

2024 年债市走势稳健

截至 2024 年 11 月底数据，彭博全球累计国债指数及 MSCI 世界股票指数的月度环比显示，除了 1 月及 2 月外，两项指数表现相若，在 11 个月中有 8 个月的月度环比差距只在 2% 内，其中有两个月债券表现更胜股票。换句话说，在风险考量后，投资债券的性价比尚算吸引，亦反映了债券在投资组合中是不可或缺的。

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，但若仅看四季度，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 个基点，对各类美元债券的价格带来沉重的压力，尤其是久期偏高的长期债券。我们预计未来政治因素将主导各地收益率、信贷利差及资金流向等变化。《宏观策略》归纳出当前市场的三大焦点：特朗普回归、利率变化及全球多极化，以下将逐一分析对债市的影响。

2024 年彭博全球累计国债及 MSCI 世界股票指数月度环比 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 17 日

特朗普回归：“红色浪潮”料有利非国债市场

特朗普料仍将吸引全球投资者的目光，就职典礼前市场不断猜测他未来的施政方针，而普遍预计他与上一任期时政策路向相若。前文中已分析在“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，抽取上一次“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。四项指数类别包括全球国债、全球投资级别企业债、全球高收益企业债及全球新兴美元债。数据显示，各指数在首年反复走高，全年回报约 7% 至 10%，反映越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。

上一次“红色浪潮”首年各债券指数表现（%）



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据由 2016 年 12 月 31 日至 2017 年 12 月 31 日

月度回报分析显示，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，可能与降息次数不及预期有关。其余三项指数的风险表现相若，反映在考虑风险和回报后，投资者应偏重于非国债市场。在 2017 年首季度，四项指数全数录得正回报，其中以全球新兴美元债指数及高收益企业债指数表现亮丽，反映投资者的风险偏好有序提升。最后，在每项指数中找出最佳表现者，在六项指标中胜出四项的全球高收益企业债指数。整体结果如下：

前 3 个月回报 (%)	全球国债指数	全球投资级别企业债指数	全球高收益企业债指数	全球新兴美元债指数
	2.1	1.6	3.2	3.3
月度指数回报表现 (%)				
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

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 18 日

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压力重重。市场普遍认为特朗普回归后，通胀将会反弹，美联储背负抑制通胀的责任，令调控利率时左右为难。

在面对政治上新任政府政策态度不明的情况下，当前美联储对利率预测的参考性不高。因此，无论官方或市场对利率的预测都有可能是在特朗普就职后做出大幅修改，未来投资者需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，一方面担心增收关税会推高通胀，另一方认为地缘冲突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 年其利率与消费物价指数（CPI）同比走势非常接近。截至去年 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 CPI 同比走势 (%)

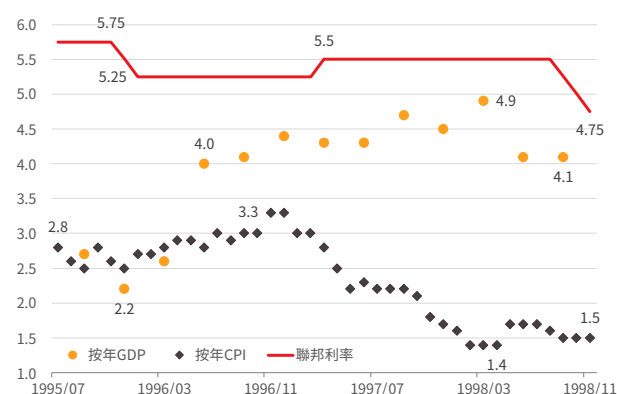


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据至 2024 年 12 月 18 日

以史为鉴：料类似于 1995 年周期

早在去年第二季度我们已经预测，在通胀以及经济稳定的背景下，过去 50 年间最值得参考的降息周期，应是 1995 年 7 月至 1998 年 11 月期间。该周期首年国内生产总值（GDP）同比由 2.7% 下降至 2.2%，再反弹至 4%，CPI 同比只徘徊在 2.5% 至 2.9% 之间。当时美联储首年降息 3 次，共 75 基点，维持利率不变长达 14 个月后，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 个月后，美联储连续降息 3 次，便结束此次周期。

1995 年至 1998 年减息周期的 GDP、CPI 及联邦利率同比 (%)

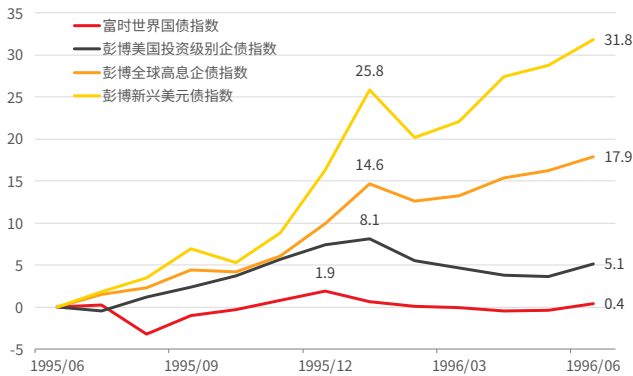


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据由 1995 年 7 月至 1998 年 11 月

比较此次降息周期中，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，降息利好债市的传统观点不变。



1995 年降息周期时各债券指数表现 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据由 1995 年 7 月至 1998 年 11 月

再分析月度回报数据, 结果显示, 全球高收益企业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业债指数为佳。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, 没有一项指数能在每项指标中突围而出, 但全球高收益企业债指数整体上表现好于国债及新兴债市。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 企业债指数	彭博全球 高收益 企业债指数	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

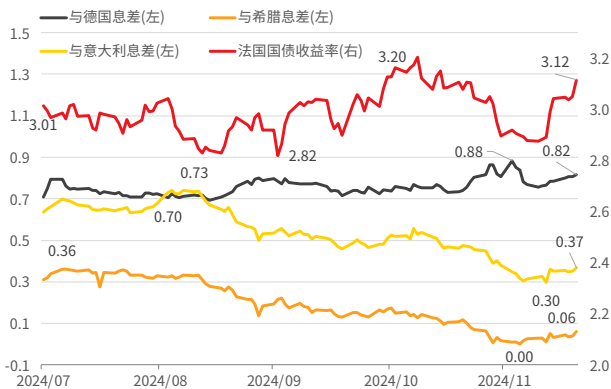
数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 18 日

全球多极化：料亚洲债市较欧洲债市吸引

欧洲债市：政治负面影响仍存

去年下半年起，G7 领导层的更替此起彼伏。法国执政党由财政预算引发对政府的不信任动议，再到总统马克龙决定更换总理，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。法国 10 年期国债收益率随之波动，上下波幅约 40 个基点，与德国的利差由近 70 个基点上升至最高 88 个基点，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 个基点收窄至最低近 30 个基点。而与希腊的利差更是一度接近。事实上，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，欧债问题或将重新浮出水面。

法国收益率及与欧洲各国的收益率差距（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 19 日

亚洲债市：不乏可观选择

我们在前文中分析亚洲除日本，尤其东南亚国家，将成为中美博弈中被竞争的对象。我们预期中美两国将会在亚洲区域内投入更多资源，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，区域内各政府坚守财政纪律及经济稳步发展不无关系，相信该类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	韩国	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

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，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，其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 的变化（基点）			
	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
韩国	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

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 23 日

除了风险考量，回报同样重要。参考各国 10 年期国债收益率与美国国债之利差，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，而峰谷值超过 100 个基点的只有韩国和中国，反映两国的利差较为波动。根据穆迪评为“投资级别”的亚洲除日本国家，利差排名前 3 位的分别是印度、印尼及马来西亚。整体表列如下：

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。

国家	收益率 (%)	穆迪信贷评级	与美国 10 年期国债收益率利差 (基点)				
			利差	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
韩国	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

数据来源:彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 23 日

收益率预测：策略上利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。上季特朗普当选后通胀反弹，资金随消息面迅速流转，令收益率变得波动。究竟收益率如何受联邦基金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 年季度数据，并通过包括 GDP、CPI 及联邦基金利率作为参考指标，为美国 2 年期及 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%，及全年降息 2 次共 50 个基点为基础，模型推算结果表列如下：

国债期限	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

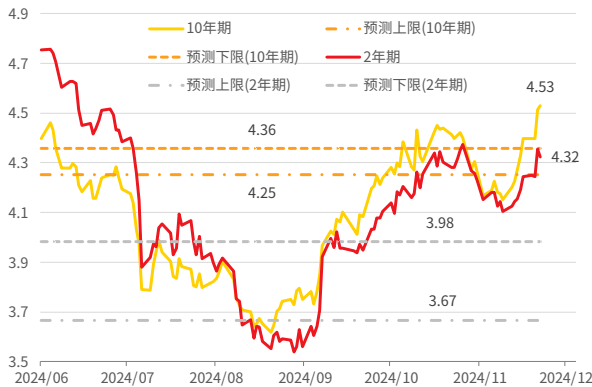
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 19 日

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 个基点，意味债权价格上升空间有限。在极端情况下，债券收益率最低料只会跌至 4.15%，潜在降幅仅有 38 个基点，与去年 11 月时相若，反映投资者去年试图通过持有长息债券以赚取久期优势的操作，如今已不复存在。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为 3.67% 至 3.98% 比较，基本情况有 65 个基点的潜在下行空间，极限情况下的潜在降幅更是高达 89 个基点，与上季提出投入短债并持有至到期的策略仍然有效。

观察平均值、基本情况和极端情况的上限和下限结果，10 年期的债券收益率皆高于 2 年期，反映收益率曲线正常化（即

10 年期减 2 年期为正值，曲线并朝向左上方延伸）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。

美国国债收益率及其基本预测区间（%）

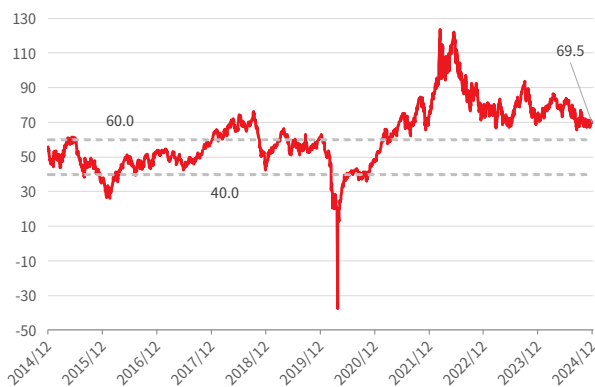


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据至 2024 年 12 月 19 日

■ 通胀展望：料利率不变下 CPI 将影响收益率走势

美国 10 年期国债收益率在上季度由 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，迫使美联储放慢降息步伐，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，原因是全球各地冲突可能会陆续平息，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 日纽约原油期货报 69.5 美元，即油价潜在跌幅介于 14% 至 42%。参考过去 10 年油价与 CPI 同比的相关系数，正值占比高达 89%，即油价涨跌将直接影响 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 CPI 同比走势，更精准地说，是美国新任政府的外交政策，而非单纯的财政金融因素。

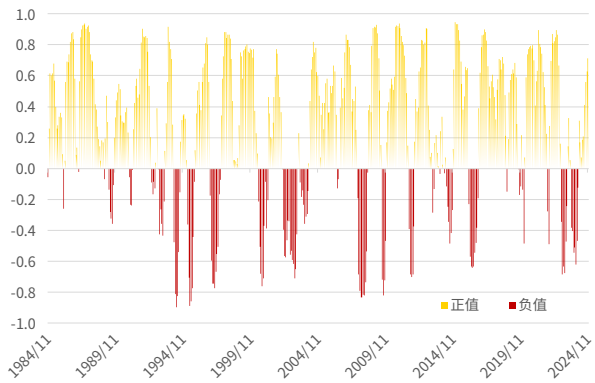
纽约原油期货价格走势（美元）



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据至 2024 年 12 月 22 日

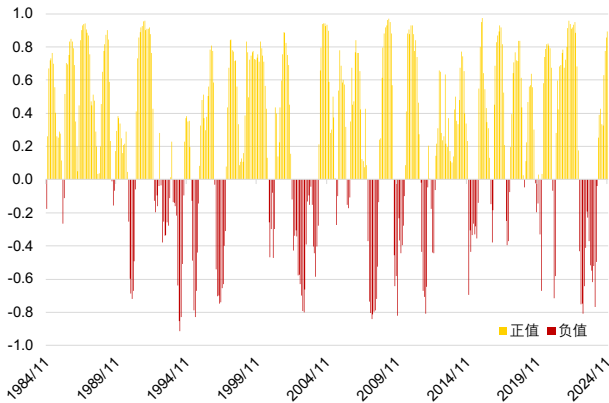
再参考过去 40 年，美国 10 年及 2 年期国债收益率与 CPI 同比的相关系数，正值占比分别是 71% 及 67%，反映收益率与 CPI 同步涨跌的概率约 7 成，而 10 年期较 2 年期敏感。两者最大值分别是 0.95 及 0.98，而最小值则负 0.89 及 0.91。反映其影响幅度可高达 9 成以上。

美国 10 年期国债收益率与 CPI 同比之相关系数



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据至 2024 年 12 月 22 日

美国 2 年期国债收益率与 CPI 同比之相关系数



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据至 2024 年 12 月 22 日

再收窄分析范围，选取过去 40 年数据，把连续降息三次或以上定义为“降息期间”，并在此找出美国 10 年及 2 年期国债收益率与 CPI 同比的相关系数的正值占比、最大值及最小值作比对，所有结果皆只出现轻微下降。佐证了过去多次强调，CPI 变化其实对利率决议影响有限。整体收益率与 CPI 同比的相关系数表列如下：

近 40 年全部期间数据		
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
“降息期间”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

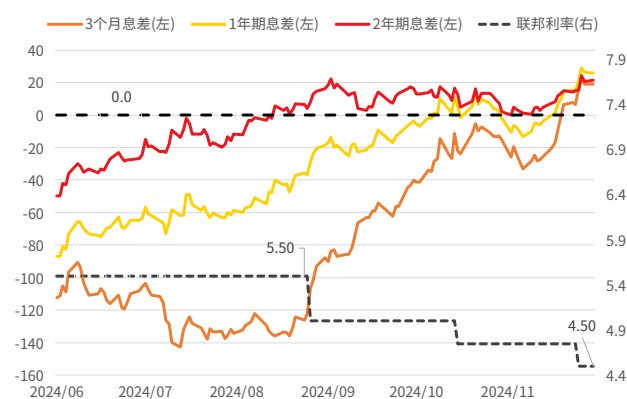
数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月 22 日

市场普遍认为 CPI 升跌将影响美联储的利率决定，但上述分析显示其实并不然。不过，CPI 影响收益率，不论同步概率及影响幅度都是十分显著。所以债市投资者仍应多加注意 CPI 走势，而非仅关注降息步伐，即使利率不变的背景下，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

早在去年第二季度已分析美国国债收益率曲线（简称“曲线”）在首次降息3至6个月后由当时“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）。去年首次降息后6个月，在美国10年期收益率之利差中，2年期率先出现正值，其后1年期及3个月利差亦步亦趋，到12月底整条曲线完成了正常化演变。

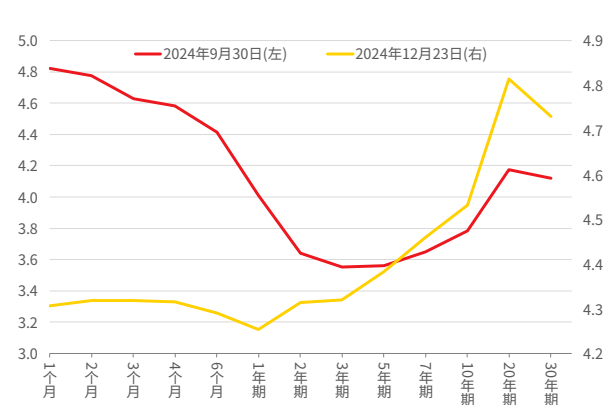
美国10年期国债收益率利差（基点）与联邦基金利率（%）走势



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据至2024年12月23日

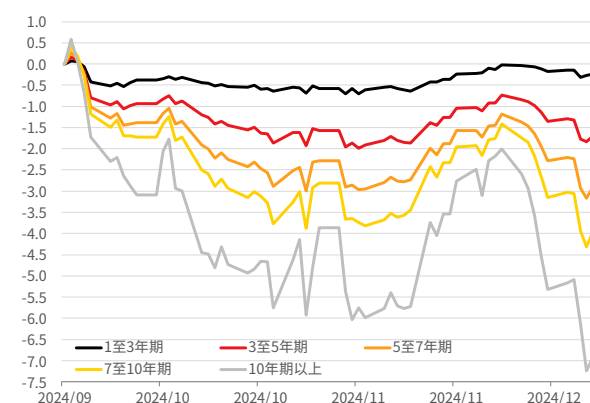
除了准确预测利差的走势，上季亦预测曲线正常化将进入最后阶段。当时市场普遍认为在久期的影响下，降息将有利长期债券。但本章节认为短期债券更加吸引，因可捕捉曲线前端下跌后债市反复走高的机会。参考上季曲线的变化，同样成功准确预测并作出了适当的投资建议。

美国国债收益率曲线（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，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（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据至2024年12月23日

本季将同样提出两项投资策略：收益率斜度及信贷利差变化。

■ 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利差趋升时，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年月度环比数据，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）的收益率作为各利差的指标，再找出各利差与联邦基金利率的相关系数。结果显示，各利差的负值占比都超过9成，反映当降息时各利差大概率上升。幅度上平均都有负五成以上，最大及最小值分别报约5%成及99%，反映如果美联储继续降息，各利差持续走高的机会非常高。

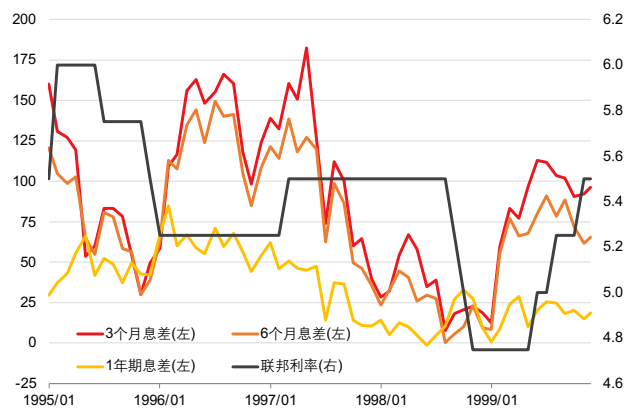
与10年期利差与联邦基金利率之相关系数

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

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，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降息路径应是 1995 年的降息周期。当时首先降息 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 个月不变后才再降息 3 次，便完结了当次周期。

< 1995 年起降息周期中各收益率利差（基点）与联邦基金利率（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据由 1995 年 1 月至 1999 年 12 月

结果显示，各利差与联邦基金利率走势普遍成反向状态，与历史上各周期吻合。当中抽取首次降息后至首次加息前，及首次加息后至再次降息前的数据，分析各利差幅度上变化。结果表列如下：

期间	与 10 年期利差（基点）			
	指标	3 个月	6 个月	2 年期
首次降息后至首次加息前	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
首次加息后至再次降息前	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

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月 23 日

结果显示，首次降息后至首次加息前，利差全部上升。虽然最小值相若，但其他指标，包括平均值至峰谷值表现，都反映年期越短敏感度越高。尤其观察峰谷值表现，最大报 136 个基点，比当时降息共 75 个基点明显偏高，暗示投资于利差较利率变化的吸引力更高，或应投资于利差而非定点于收益率的策略。

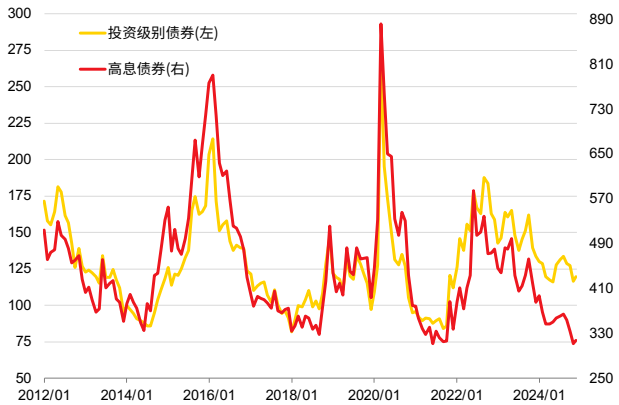
上文分析未来如通胀反弹，不排除有加息的可能性。参考 1995 年降息周期，途中曾加息 1 次，当时各利差随之下跌，平均值分别下降超过 30 基点，标准差则全数上升，最小值更出现单位数甚至负值，反映忽然加息令利差缩小，当时收益率及久期风险偏高。另外，峰谷值的变化都佐证年期越短敏感度越高的分析。

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

■ 信贷利差变化：料可挑选的行业不多

美元投资级别及高收益债券的信贷利差自 2022 年起持续下跌，尤其去年底高收益类别跌至差不多有纪录以来最低水平的 311 基点，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。如此低迷的信贷利差，企业债券是否仍值得投资？

2012 年 2024 年投资级别及高收益债券的信贷利差（基点）



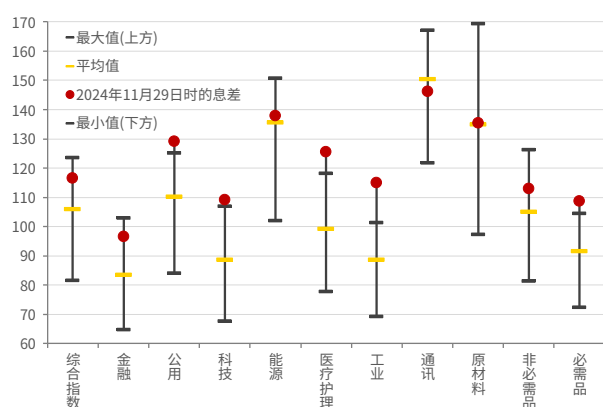
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据至 2024 年 12 月 20 日

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

选取上一次“红色浪潮”首年（2017 年）的月度环比数据，分析各信贷利差变化，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，找出当时信贷利差的浮动区间（即最大与最小值）及其平均值，再比较 2024 年 11 月底的信贷利差水平，来评审各行业企债的优次。

结果显示，去年底水平都高于大部分行业的平均值（除了通讯及原材料行业），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。

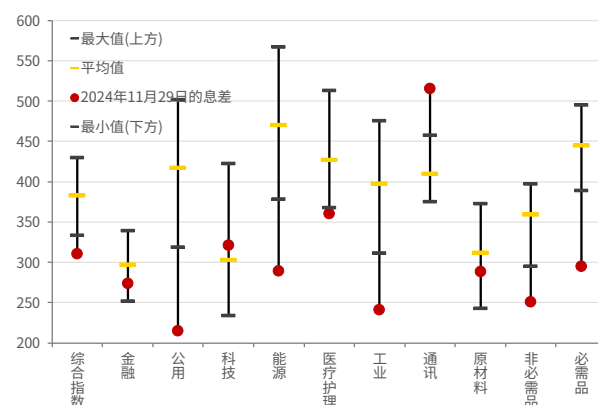
上次“红色浪潮”首年各行业及综合指数的信贷利差：投资级别债券（基点）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据至 2024 年 12 月 20 日

同样分析套用在高收益类别，结果却有另一番光景。去年水平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利差大概率反弹，投资风险偏高。

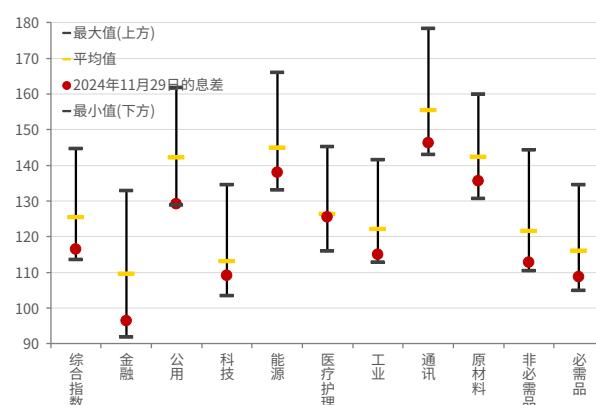
上次“红色浪潮”首年各行业及综合指数的信贷利差：高收益债券（基点）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据至 2024 年 12 月 20 日

再集中分析去年每日数据，结果显示在投资级别类别中，全部行业都低于平均值，其中只有医疗护理较接近其平均值。其次是只有公用行业处于区间底部，反映信贷利差反弹令债券价格下跌的机会较大。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利差：投资级别债券（基点）

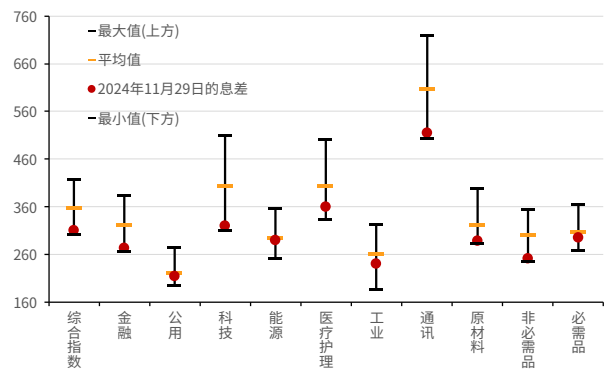


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据至 2024 年 12 月 20 日

最后是收益类别，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、原材料、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。

综合 4 个方向分析，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利差反弹到一定程度后再作考量。

2024 年各行业及综合指数的信贷利差：高息债券（基点）



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据至 2024 年 12 月 20 日

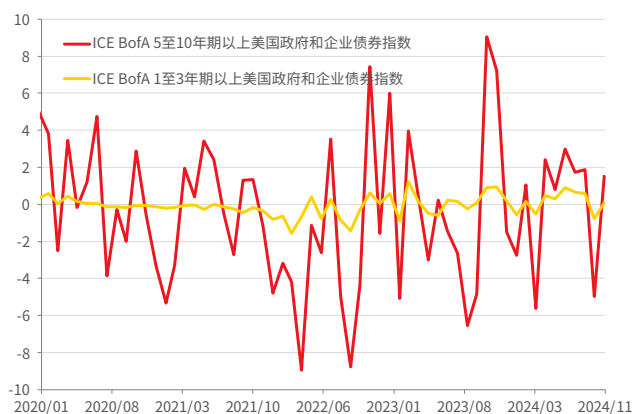
留意亚洲投资级别新债发行，看好亚洲高收益债券

特朗普重回白宫料将利好风险资产，亚洲美元债券的利差，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，预计其中不少更会以溢价发行，值得留意的市场包括日本、韩国和中国。我们对于基调稳健的高收益债券持乐观态度，而中国、印度以及前沿市场 (frontier markets)，例如蒙古和巴基斯坦均具备投资机遇。

■ 投资级别债券

美联储在去年降息三次合计 1%，并表示 2025 年可能只会降息两次，意味着联邦基金利率有机会回落至 3.75% 至 4% 的水平。降息步伐放缓，美国国债收益率可能再次上升，或使长期债券价格受压。短久期债券到期日短，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降息步伐。

各年期债券月度环比 (%)



数据来源：ICE 指数，东亚中国财富管理，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。目前亚洲债券利差已经明显收窄，上升空间有限，建议投资者从部分高波动债券先行获利，静待机会吸纳新债。

■ 日本优质债券具防守性；韩国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，意图扩大投资者基础，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于 A 甚至 AA 评级，我们看好其中包括金融、消费必需品和电讯等板块。日本企业过往很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预计会逐步收窄，刺激债券供应。当美国继续降息，而日本继续推行利率正常化，发行美元债券的成本将会下降。

另外，韩国去年的政治风波对债市打击不大。事件在短时间内得到解决，韩国经济基调仍然稳健，而政府迅速反应为金融市场提供支持。我们继续看好韩国的美元债券，尤其是金融业。由于韩国在岸和离岸利率接近，因此我们预计美元新债供应今年将会持续，可多加留意。

■ 中资美元债市回暖，留意新债发行

随着中国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利差持续收窄，情况预计会持续，故债市上升空间有限，我们建议留意新债发行。有大型优质科技、媒体和电讯公司于去年 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，另一科技巨头亦在研究通过发行美元债融资。伴随美国降息，加上利差有所收窄，在成本下跌的情况下，中国的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，利差有条件继续收窄。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，对经济影响如何仍有待观察，因此我们对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，我们认为逢低吸纳优质债券的好时机。蒙古和巴基斯坦等前沿市场亦因不同利好因素而受到青睐。

■ 受政策支持，留意中国地方政府融资平台高收益债券

中国在去年 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益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。至于房地产债券，我们则继续保持中性看法，虽然楼市有回稳迹象，但仍然有个别开发商面对流动性问题需要延迟派发股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，我们认为逢低吸纳优质债券的机会。另外，建议留意新债发行。

我们同样看好前沿市场中蒙古和巴基斯坦债市表现。蒙古是亚洲经济增长最快的市场之一，中国重启经济带动蒙古煤炭出口，而矿业和清洁能源等板块预计会继续吸引外资。同时，我们也看好蒙古银行业的高收益债券。至于巴基斯坦，其短债的收益率吸引，发生债务违约风险低，一旦出现流动性压力，预计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利差已处于较窄的水平，建议聚焦低贝塔和高防守性的债券，并从中国、日本和韩国新债供应中寻找投资机会。此外，亚洲高收益债券基调依然看好，风险资产预计将继续受追捧，加上出现“堕落天使”的机会不大，因此我们对高收益美元债券维持乐观。 |



第五部分

外汇市场篇

美元

外汇 美元

美联储降息后转鹰，新政府政策将为美元添变数

美元指数第 1 季预计波幅范围105.00 至 110.00



美元指数近一年走势图



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

美国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第 3 季	3.1(季度环比折年率)
失业率	2024 年 11 月	4.2
零售销售	2024 年 11 月	3.8 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年 11 月	2.7 (同比)

数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

■ 特朗普政府的政策措施将为美元带来变数

特朗普将在 1 月 20 日正式重返白宫。其在去年胜出总统选举后表示, 将会提高贸易关税及实施更严格的移民政策, 市场预期相关政策或令美国通胀回升。因此, 美元短期走势将受相关政策影响, 未来的上涨空间取决于特朗普是否会兑现其经济纲领中关键的减税和关税政策, 以及美联储在通胀回升风险下的最新利率路径。而市场对美国政府的赤字支出增加预期或会推高美国国债收益率, 同时为美元提供更多短期支持。

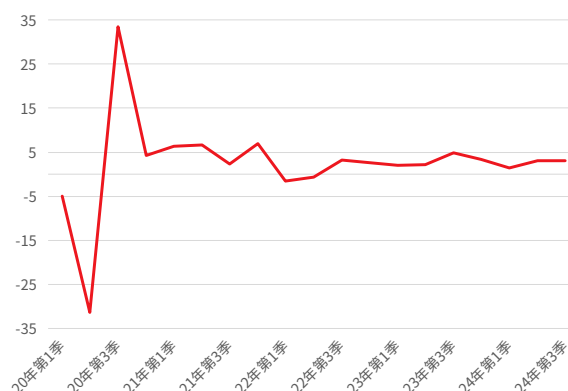
■ 美联储去年 12 月降息后转鹰

美联储在 2024 年 12 月的议息会议中, 决定再次降息 25 个基点, 最新点阵图显示, 美联储在 2025 年的降息步伐将会放慢, 此次转鹰的信号带动美元明显走高。美联储主席鲍威尔提到, 短期无需急于进一步降息, 未来会谨慎行事。据芝商所 (CME) 的 FedWatch 工具显示, 市场预期美联储在 1 月降息的概率不大。我们预期在特朗普政府的领导下, 若贸易关税及移民政策的转变导致通胀大幅回升, 美联储在今年降息的空间或将减少。

■ 美国经济稳定，支持美联储放慢降息步伐

美联储在 2024 年 11 月的“褐皮书”报告中表示，美国经济呈现稳步扩张，企业对短期需求上升感到有信心，可见企业对当地经济前景乐观。经济方面，美国在 2024 年第三季度的 GDP 环比折年率为 3.1%，表现超出预期。至于 2024 年 11 月的失业率同比则微升至 4.2%。通胀方面，当地同年 11 月的 CPI 环比上涨 0.3%，是 4 月以来最大涨幅，核心 CPI 则环比增长 0.3%，为连续第 4 个月保持相同涨幅。以上数据反映美国经济持续增长、就业市场稳健和通胀率仍高于 2% 的目标，支持美联储放慢降息步伐的最新立场，有利美元走势。 |

美国 GDP 季度环比折年率 (%)



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

人民币

外汇 美元兑离岸人民币

人民银行发出宽松基调，料降息降准空间大

美元兑人民币第 1 季预计波幅范围

7.2300 至 7.3800



美元兑人民币近一年走势图



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

中国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第 3 季	4.6 (同比)
失业率	2024 年 10 月	5.0
零售销售	2024 年 10 月	4.8 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年 11 月	0.2 (同比)

数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

■ 降息降准料有空间，中美负利差走势持续

中国于 2024 年 12 月召开的中国中央政治局及中央经济工作会议中不约而同地定下宽松基调，将货币政策立场从“稳健”转向“适度宽松”。这对市场发出了潜在降息、财政扩张和购买资产的信号。因此，我们预期中国管理层今年将继续着力于刺激消费，短期具有降息及降准的空间，维持中美负利差的环境。

中美 10 年期国债收益率走势 (%)



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

■ 料人民银行短期将利用中间价措施稳定市场预期

由于美国的关税威胁及美联储或会放缓降息步伐，人民币近期表现较为反复，人民银行亦因此经常通过较强势中间价等措施来稳定市场对人民币的预期。中国监管层在保持中间价适度弹性的同时，亦持续淡化市场对人民币的单边走弱的预期，避免人民币出现大幅波动。我们预期人民币短期仍面临不少外部压力，但监管机构持续实行中间价措施，将会缓和人民币波动的预期。

■ 美元强势及特朗普政府政策为人民币增不确定性

美国新任总统特朗普已表明会大幅加征来自中国商品的关税。面对特朗普发出的关税威胁，人民币汇率明显承压。同时，特朗普即将推行的经济政策或会推高美国通胀，有机会使得美联储放缓降息步伐，间接支持美元汇价。因此，我们预期在美元强势及对特朗普政府政策的影响下，或影响人民币短期走势，并继续保持双向波动。|

欧元

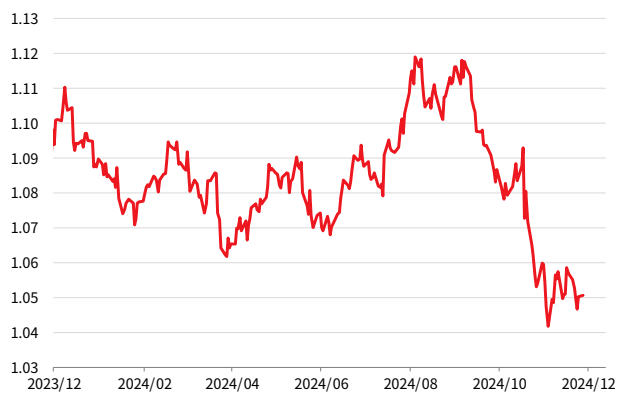
外汇 欧元兑美元

欧元区经济疲弱或促使欧央行持续降息

欧元兑美元第 1 季预计波幅范围 1.0200 至 1.0700



欧元兑美元近一年走势图



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

欧元区主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP) 初值	2024 第 3 季	0.9 (同比)
失业率	2024 年 10 月	6.3
零售销售	2024 年 10 月	1.9 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年 11 月	2.3 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

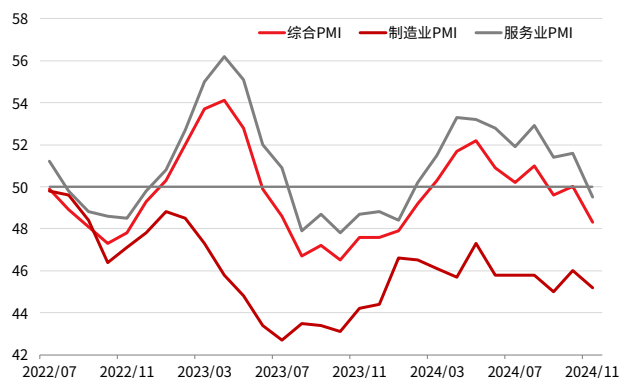
欧洲央行降息速度料较美联储快

欧洲央行 2024 年 12 月将存款利率进一步调低 25 个基点至 3%。从去年 6 月第 1 次降息以来, 累积降息 100 个基点。该行预期欧元区通胀率将进一步回落至接近 2%, 且短期经济或将陷入困境, 因此今年需继续下调利率。欧央行放弃了将“在必要长的时间内保持充分限制性”的货币政策措辞, 并称将依赖最新的经济数据和逐次会议的方式来确定适当的货币政策。美国目前的经济环境远胜欧元区, 因此我们预期欧洲央行今年的降息步伐将比美联储更快, 这或使欧元走走弱, 同时为美元提供支持。

欧元区需求疲弱经济且有待恢复

欧元区在 2024 年 12 月 HCOB 制造业采购经理指数 (PMI) 初值为 45.2, 环比持平, 但数据自 2022 年中期以来一直处于 50 荣枯线之下, 反映经济活动持续处于收缩状态。不过, 该区域的服务业活动有所改善, 同月的欧元区服务业 PMI 初值报 51.4, 较上月的 49.5 回升, 创两个月新高, 并重回扩张水平。整体而言, 欧元区需求依然疲软, 该区域经济有待恢复, 或迫使欧洲央行持续降息。

欧元区 PMI 走势



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

■ 美国贸易及关税政策或延缓欧洲经济复苏步伐

特朗普胜出美国总统大选后, 扬言对多国加征关税, 亦威胁到欧元区的经济前景。若美国对欧元区实施更严厉的贸易及关税措施, 不但可能令美国本土通胀回升, 同时也会令其他地区的物价带来上涨压力, 料会令欧元区经济复苏更加艰难。|

英镑

外汇 英镑兑美元

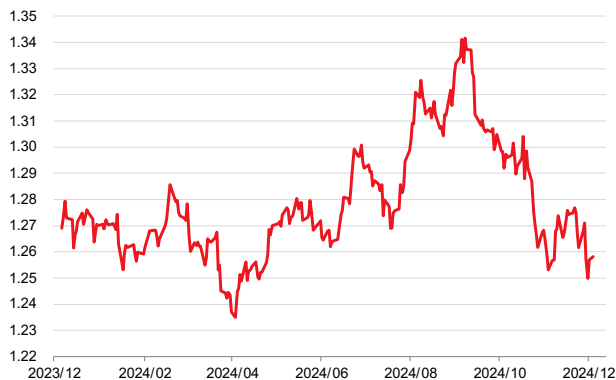
英国央行货币政策立场分歧，但料维持渐进式降息

英镑兑美元 1 季预计波幅范围

1.2300 至 1.2800



英镑兑美元近一年走势图



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

英国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP) 初值	2024 年第 3 季	1.0 (同比)
失业率	2024 年 10 月	4.3
零售销售	2024 年 11 月	0.5 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年 11 月	2.6 (同比)

数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

预期英国央行将维持较慢的降息速度

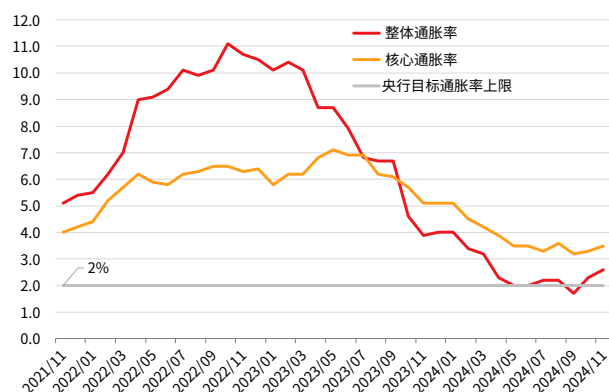
英国央行货币政策委员会 (MPC) 在 2024 年 12 月举行的会议上, 以 6:3 的投票结果维持利率在 4.75% 不变。由于投票支持降息的委员会成员人数多于市场预期, 结果出炉后英镑应声下跌。不过, 英国央行行长贝利 (Andrew Bailey) 表示, 该行仍需要坚持实行现有的渐进式降息, 但无法就 2025 年的降息时间及幅度作出承诺。市场认为该行比预期表现得更为鸽派, 利率期货市场价格显示, 英国央行在今年 2 月的议息会议上, 降息 25 个基点的概率约 45%。在全球主要央行在 2024 年步入宽松周期之际, 英国央行的降息速度明显较其他主要央行慢。若该行在今年继续维持其货币政策立场, 将有利英镑走势。

英国物价水平正进一步高于央行通胀目标

贝利曾于 2024 年 12 月的议息会议上解释维持利率不变的原因, 主要是观察到英国经济活动转弱、通胀略有回升、薪酬有所上升, 以及全球经济不确定性增加。因此, 我们预期当地通胀的变化将成该行短期货币政策的主要考虑因素。英国在 2024 年 11 月的 CPI 同比涨幅由同年 10 月的 2.3%, 扩大

至 2.6%，是 8 个月以来最大升幅。从通胀数据中可见，当地物价水平正进一步高于英国央行 2% 的通胀目标。若通胀率进一步回升，或令该行考虑放缓其降息步伐。

英国通胀率走势 (%)



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

英国央行将观察工党首份预算案对通胀的影响

英国财政大臣里夫斯在 2024 年 10 月公布了工党执政后的首份财政预算案。该预算案提到，上届政府遗留下来的公共财政缺口严重，故工党政府将计划增收税款，包括增加国民保险雇主供款比率及资产增值税等，幅度是自 1993 年以来最大，并同时亦上调当地最低时薪。贝利表示，该预算案将令企业税务开支增加，聘用人手的成本上升，担心最终会导致通胀回升。我们预期英国央行将观察这份预算案中的增税措施可能对通胀产生的影响，从而制定出短期货币政策的方向。

日元

外汇 美元兑日元

日本央行继续为加息作准备，有助美日利差收窄

美元兑日元第 1 季预计波幅范围

154.00 至 162.00



美元兑日元近一年走势图



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

日本主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第 3 季	1.2(季度环比折年率)
失业率	2024 年 10 月	2.5
零售销售	2024 年 10 月	1.6 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年 11 月	2.9 (同比)

数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

■ 预期日本央行 2025 年将继续谨慎加息

日本央行在 2024 年 12 月的议息会议中维持利率不变，但央行总裁植田和男对加息态度谨慎，对于何时再加息并没有透露太多，只重申他们需更多时间评估经济数据，以及美国新任总统特朗普政策的影响。植田和男表示，若当地经济和物价展望按照预测发展，将继续做好加息的准备。他还表示，如果实际利率长期保持在低位，可能导致基础通胀率加速，这情况也会迫使央行迅速加息。从利率期货价格反映，日本央行在 2025 年 3 月底前，再次加息的机会很高。我们预期日元在 2025 年将继续受益于美日利差逐步缩窄，支持日元整体走势。

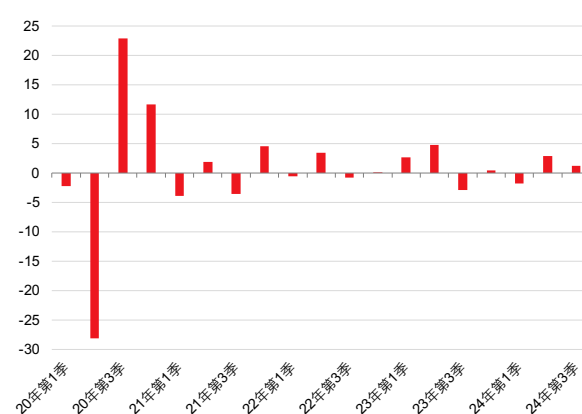
■ 日本工资及通胀数据向上支持央行加息

植田和男于最新的议息会议中表示，日本工资及通胀数据若能如央行预期般发展，将谨慎地加息。他提到如果实际利率长时间在低位徘徊，或令基础通胀率加速，迫使央行迅速加息。日本东京地区在 2024 年 11 月核心 CPI 加速上升并在央行 2% 的目标水平之上，同时日本基本工资 10 月增速创 32 年来新高，改变了先前连续两个月实际薪资下滑势头。由此可见，目前工资增长及通胀数据均强化了日央行继续加息的理由。

■ 经济渐有起色，将解除短期再加息的限制

经济方面，得益于资本支出和出口增长，日本在 2024 年第三季度修正后的 GDP 环比折年率增长 1.2%。随着日本经济基础渐趋稳定，通胀率也维持在高位，我们预期日本央行将继续为加息作准备，这将为给日元带来中长线支持。

日本国内生产总值季度环比折年率 (%)



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

加元

外汇 美元兑加元

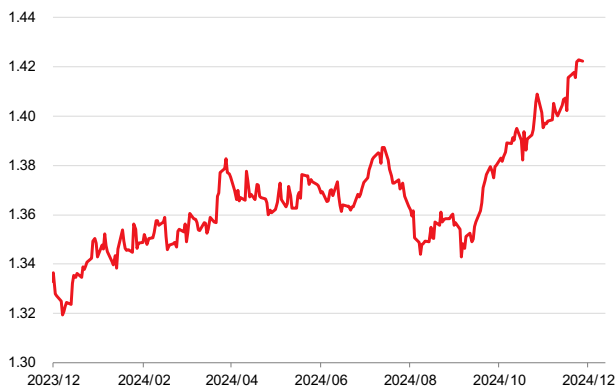
加央行或放弃进取降息，美关税威胁仍具不确定性

美元兑加元第 1 季预计波幅范围

1.4200 至 1.4400



美元兑加元近一年走势图



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

加拿大主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第 3 季	1.0(季度环比折年率)
失业率	2024 年 11 月	6.8
零售销售	2024 年 9 月	0.4 (月度环比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年 10 月	2.0 (同比)

数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

■ 加拿大央行称今年将实行渐进降息

加拿大央行在 2024 年 12 月将关键政策利率再次下调 50 个基点至 3.25%，以解决加拿大经济增长放缓的问题。加拿大央行行长马克林表示，若经济情况大致符合预期，将以更为渐进的方式降息，这意味着该行将来可能会再度小幅降息。加拿大的人均 GDP 已连续六个季度出现收缩，但他坚信当地经济不会步入衰退。通胀方面，虽然加拿大央行预期未来数年通胀率将接近 2% 目标，但经济成长仍存变数，或会改变通胀预期。在过去五次货币政策会议中，加拿大央行已将相关利率下调了 175 个基点，成为主要经济体中降息力度最大的央行之一。加央行今年若落实放慢降息步伐，有望为加元带来中长线支持。

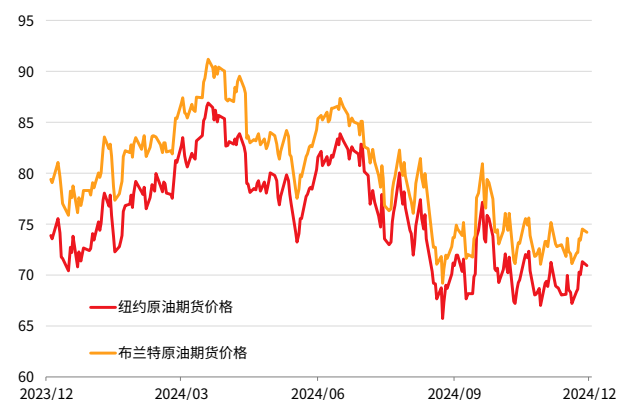
■ 美国潜在关税威胁为加国经济带来不确定性

美国候任总统特朗普表示，正式上任后首日将会对从墨西哥及加拿大进口的所有商品加征关税。市场担心若美国对加拿大商品征收高达 25% 的关税，将令当地商业投资受压。不过，对于最终关税幅度会否有望下调甚或豁免，以及加拿大政府如何反制等问题，目前仍不明朗。我们预期来自美国的潜在关税威胁，将影响加拿大经济前景，为加央行的货币政策增添更多不确定性。

■ OPEC 已连续 5 次下调石油需求增长预测

全球经济表现分化，加上预期来自中国的需求下降，令近月整体石油走势疲软，纽约原油期货及伦敦布兰特原油期货自 2024 年 9 月以来，大部分时间徘徊在每桶 70 美元附近，上升动力明显不足。石油输出国组织（OPEC）在 2024 年 12 月强调，中国、印度和其他地区的需求疲弱，故下调了今年的石油需求增长预测，这已是 OPEC 连续第五次下调预测。石油需求减弱，或令油价短期维持中性偏淡走势，短期或无法支撑加元走势。

过去一年国际油价表现（美元 / 每桶）



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月

澳元

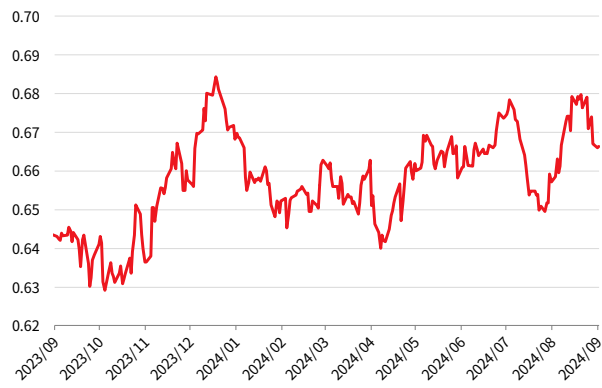
外汇 澳元兑美元

澳洲央行鹰派态度有所软化，澳元短期仍受利差支持

澳元兑美元第 1 季预计波幅范围 0.6000 至 0.6500



澳元兑美元近一年走势图



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

澳洲主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第 3 季	0.8(季度环比折年率)
失业率	2024 年 10 月	4.1
零售销售 (初值)	2024 年 10 月	0.6 (月度环比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年第 3 季	2.8 (同比)

数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

■ 预期澳洲央行首季仍将大概率维持利率不变

澳洲央行于 2024 年 12 月的议息会议中，将现金利率维持在 4.35% 不变，但对政策前景的鹰派态度有所软化，令市场加强了该行提前降息的预期。在政策声明中，该行表示通胀压力正在下降且对通胀率重回目标水平渐具信心，但潜在通胀风险仍然偏高，加上当地及海外的经济前景仍有高度不确定性。因此，澳洲央行重申，利率政策在通胀出现放缓前，仍需保持克制。在 2024 年 12 月的议息会议过后，利率期货反映市场预期澳洲央行首次降息时间由之前的 2025 年 5 月提前至 4 月。这也代表着澳洲利率在第一季度将大概率维持在 4.35% 峰值，较稳定的利率前景将为澳元带来利差优势及支持其汇价。

■ 预期澳洲通胀将以较慢速度回落

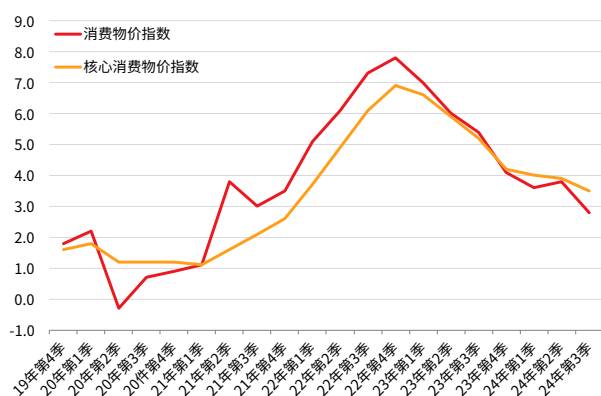
澳洲央行的货币政策与其他主要央行相比仍属偏鹰，主因该行认为当地的通胀压力在短期内仍有机会增加。虽然澳洲整体通胀压力已有所缓解，2024 年 10 月的整体消费物价指数（CPI）同比涨幅降至 2.1%，符合澳洲央行订下 2% 至 3% 的目标，但当地第三季度的核心通胀率仍高达 3.5%，高于目

标水平。澳洲央行行长布洛克早前曾表示，目前的核心通胀率仍高，短期内或无法降息。同时，通胀源头的薪资价格于 2024 年第三季度同比上升 3.5%，增速虽是 2022 年底以来最慢，但仍属偏高水平。另外，当地劳动力市场仍然紧张，失业率维持在 4.1% 的偏低水平，这或会成为服务业通胀上升的短期压力。

■ 若中国经济逐步复苏将有助澳洲经济

中国跟澳洲经济关系密切，中国经济表现将会左右澳元短期走势。中国在 2024 年 12 月举行的中共中央政治局会议，承诺在 2025 年将实行适度宽松的货币政策，以刺激及稳定当地经济。若中国经济动能进一步加大，有望刺激澳洲的经济活动及铁矿石出口，为澳元带来中长线的上升动力。 |

澳洲通胀及核心通胀季度同比 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 12 月

纽元

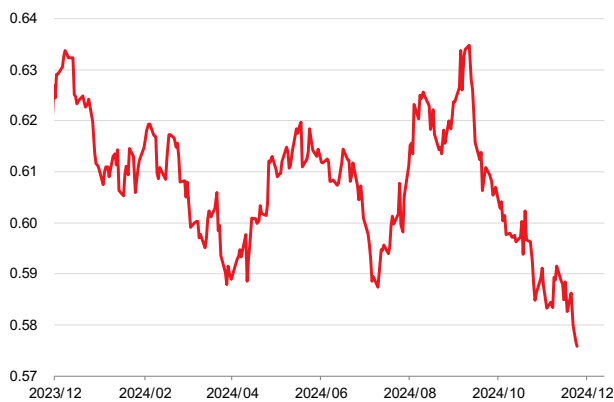
外汇 纽元兑美元

经济疲弱或令新西兰央行加快降息步伐

纽元兑美元第 1 季预计波幅范围 0.5500-0.6000



纽元兑美元近一年走势图



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

新西兰主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第 2 季	-0.5 (同比)
失业率	2024 年第 3 季	4.8
零售销售	2024 年第 3 季	-2.5 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年第 3 季	2.2 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

■ 新西兰央行快速降息或令纽元转弱

随着通胀压力放缓、劳动力需求减弱以及经济活动减慢，新西兰央行在 2024 年 8 月以来的三次政策会议中，将官方现金利率 (OCR) 合计下调 125 个基点至 4.25%。在 2024 年 10 月及 11 月议息会议的降息幅度均为 50 个基点，较全球其他主要央行激进。掉期利率反映市场认为新西兰央行在 2025 年 2 月再次降息 50 个基点的可能性超过五成。若该行继续以较快速度降息，纽元跟其他货币的利差将进一步收窄，利差优势减少将为纽元带来额外压力，令纽元前景变得较为暗淡。

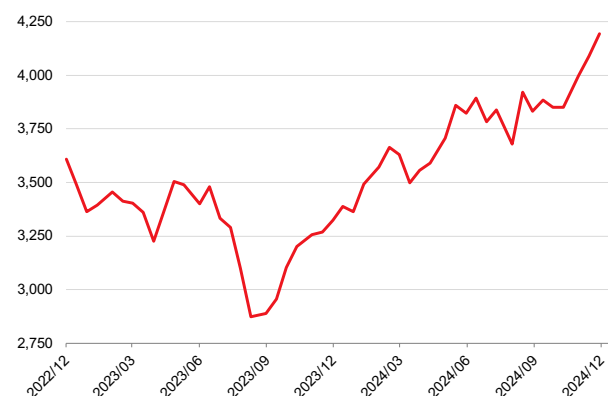
■ 经济现萎缩，促使纽央行继续降息

新西兰在 2024 年第 2 季国内生产总值 (GDP) 环比及同比分别下降 0.2% 和 0.5%。数据显示新西兰经济出现收缩，当地 16 个行业中有 9 个行业活动出现下降，尤其是零售贸易和住宿、农业、林业、渔业和批发贸易。其他经济数据亦显示出当地的内需疲弱，这将促使纽央行继续降息，以刺激经济回复增长。

■ 新西兰奶制品出口价格正稳步增长

全球乳制品 (Global Dairy Trade) 价格指数在 2024 年 12 月 3 日举行的拍卖中上涨了 1.2%，平均售价为每公吨 4,193 美元。相关价格已由 2023 年 8 月的 2,875 美元持续回升至约 4 千多元，可见国际牛奶价格持续稳定上涨。乳制品占新西兰 GDP 超过 7%，因此奶制品的出口价格左右着纽元的表现，稳定奶制品价格将能稳住纽元的整体走势。|

全球乳制品价格（美元 / 公吨）



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 12 月

东亚银行（中国）有限公司温馨提示：

以上观点及资料均为公开资料。本文档不构成任何正式的投资意见或建议，仅供参考。
东亚银行（中国）有限公司不对任何依赖在本文件发表的信息而导致的任何后果承担任何责任。理财非存款、产品有风险、投资须谨慎！结构性存款不同于一般性存款，具有投资风险，您应当充分认识投资风险，谨慎投资。东亚银行代销产品由合作机构发行与管理，我行不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。

