



2025 年市场展望
重塑平衡



宏观经济分析

美国经济在成熟市场中一支独秀，但差距缩窄

全球经济增长在 2025 年预计将呈现出成熟市场略低于 2024 年，而新兴市场略高于 2024 年的情况。然而，在成熟市场中存在一些差异：美国经济可能会放缓，且放缓程度可能比市场目前的共识预估(四季年增率仍在 1.9%以上)更为明显。至于其他地区，尽管 2024 年下半年欧元区与英国的复苏弱于预期，趋势上年增率仍在改善，预计 2025 年全年表现仍不如美国，但差距在缩小。中国方面，市场目前关注十二月中的中央经济工作会议是否能提出有效的财政「刺激」政策，否则未来经济达到 5%的增长仍有困难。

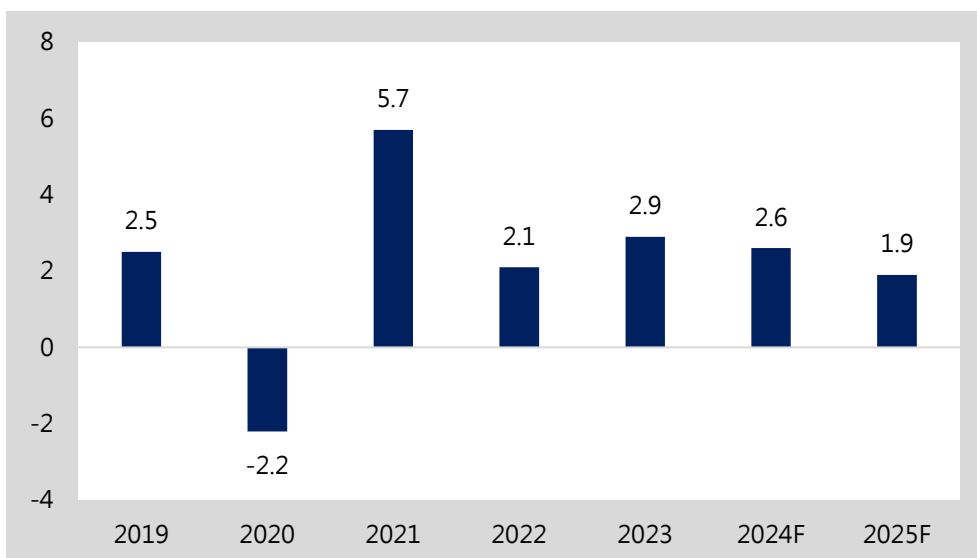
从产业角度来看，全球制造业表现低迷。特别是在美国，自 2023 年下半年以来的复苏偏弱且不明显，主要受到整体资本支出不强的影响(一般没有这个印象主因认为 AI 投资旺盛)。至于服务业，美国服务业展现出超乎市场预期的强劲，这是过去半年来美国经济优于其他成熟市场的关键。然而，由于美国储蓄率降低、财务负担加大，信贷消费动能将减弱，因此预计 2025 年美国将下行。

最大的变化来自于特朗普再次当选总统所带来的影响。目前其对经济的影响难以明确量化，但对通胀的影响可能不利。特朗普的四大政策：减税、加关税、限制移民、放松金融管制，执行顺序不确定；但目前看来限制移民与加关税开始时间会最早，只是加关税应该会分阶段(国家、税率)进行。因此，全年来看，或许上半年上述的四大政策都会开始宣布，并会拉高金融市场的波动度；但以实际政策出现影响力的角度来看，美国经济风险较高的时期还在下半年，而第四季能否改善取决于届时政策的变化。

随着美国通胀与劳动市场降温，经济已回到就业与通胀双重目标风险大致均衡。通胀在住房与核心服务部分仍过高，核心服务通胀降温过程缓慢，预计 2025 年核心通胀将持续下降。然而，特朗普提高关税与反移民政策可能导致商品与服务通胀回升，2026 年可能再次面临通胀上升风险。

劳动市场回到充分就业状态，非临时工作的失业率正缓慢上升，可能影响目前强劲的消费支出。2025 年高利率对经济的滞后影响未解，加上特朗普贸易政策对经济的冲击，劳动市场有进一步下行风险。整体而言，联储局将逐步降息以降低利率限制性，同时通胀有望降至目标。2024 年 11 月政策利率降息 25 基点至 4.75 厘，预计后续将再降息 75-100 基点，本轮降息将在 2025 年达到低点 3.75-4.0%，并可能在 2026 年重启加息。

图 1: 美国 GDP (%)



资料: 彭博, 凯基整理

标普 500 每股盈利仍有中高个位数增长

在美股投资方面，连续两年 AI 浪潮推动下，美股整体已不便宜。然而，我们看到了未来板块轮动的机会，主要表现在盈利预期改善方面，特别是在金融、原物料、工业、医疗领域。整体而言，我们预估 2025 年美股 S&P 500 盈利仍有中高个位数的增长，全年的报酬预计在 6-12% 之间，较前两年下滑。在节奏上，我们认为第一季应可维持目前选举后的涨势，第二季开始反映特朗普政策风险以及经济下行的预期，股市开始震荡；下半年风险进一步加大，整体而言上半年优于下半年。

共和党全面执政增加债市不确定性

至于债券投资，经济降温与通胀下降原本有利于债券投资，但共和党全面执政可能对债券投资产生不利影响，例如：财政赤字加剧将增加债券发行成本、通胀上升将导致中长期债券孳息率走高、财政纪律不佳与长期通胀风险将推高中性利率与债券期限溢价。因此，2025 年中长期国债较不受青睐，反而是一些短天期国债或信用质量较好的公司债，因其相对较高收益率可带来不错的利息收入。整体而言，通胀风险提高与货币政策可能逆转的 2025 年并不是一个有利于债券投资的时机。

环球策略

策略重点 - ACE

Alternatives 黄金与比特币 — 另类和传统股债关联性较低的资产

Credit Selection 高评级债优先，聚焦企业债锁息机会

Elite Stocks 偏好美日股票，维持大优于小，留意行业轮动

成熟市场偏好美 > 日 > 欧

特朗普当选加上共和党拿下参众两院，形成红潮，参考自二战起的数据，红潮下标普 500 指数平均回报率较全部情况合计为低。若果从基本面出发，现时标普 500 指数股票风险溢酬仍然偏低，市盈率(约 27 倍)处于 30 年平均的 1.5 个标准偏差以上，并不便宜。

现时美国整体经济不错，虽然开始减息但利率仍具限制性，后续经济放缓的机会较高，另外红潮出现或增加明年股市波动。2024 年下半年，我们留意到行业轮动的迹象，AI 巨头(微软、Google、亚马逊及 META)的收入增幅未有追上资本开支的上升速度，海外收入占比较高的股票优势缩小，后续股价可能偏向高位震荡，然而美国 AI 相关及巨企在全球有独特地位，投入资金时以定期定额方式或比较理想，同时也要注意整体组合中比重。

部份行业可能受惠于特朗普政府把制造业带回美国的政策，例如国内制造业有机会受惠于进一步减税至 15%。目前我们偏好金融、原物料、工业、医疗行业，市场预期财政赤字扩大，一般有利于原物料与工业股表现，且工业股中的资本财(Capital Goods)常有总统大选蜜月期，因预期选后会大兴建设。另外，如果经济维持软着陆的情景，增长股(尤其是非必需性消费、科技等)较为有利。另外，如果经济显著转差出现硬着陆风险上升，防御型行业的必需性消费、医疗、电信或较理想。

「特朗普交易」

特朗普当选，共和党同时取下参众议院，以下行业成为市场焦点：(1)传统能源：优先发展传统能源，绿色能源重要性下降；(2)金融：放松金融监管，包括传统金融机构及比特币等虚拟资产；(3)非必需性品：落实减税政策或刺激消费；(4)军工：要求盟友支付自己的防御开支，刺激武器需求。不过，以上的「特朗普交易」在选举结果出炉后已累积一定升势，要由短期「交易」转为中长线「投资」，后续政策需落实支持基本面，才有望延续涨势。

美股大优于小

在大 vs 小的风格上，普遍认知是小型股在减息后表现优于大型股，而且特朗普在第一任期时，小型股的回报的确较佳，但我们认为小型股的优势或难以在第二任出现。现时经济可能因利率维持高位而放缓，这一点明显和特朗普第一任期时，经济从低位复苏不一样。我们预期中大型股仍相对有利，处于减息周期可以实际改善中大型股再融资的成本。标普 500 等权重指数相对上持有较少巨型企业，及持有较多中大型股票，市盈率约 20 倍，略高于 30 年平均 19.3 倍，行业占比以工业(16%)及金融(15%)较多。

维持日本内需股较佳的想法

石破茂再任首相，所属联盟于众议院席位不过半，倾向扩张政策但议席较少的政党有更大话语权，支持经济的政策有望延续，同时显示新议会可在个别议题取得共识，政治不确定性下降。

近 2 年日经指数走势亮丽，指数出口股占比较高，弱势日元贡献不少，海外投资者对冲日元后的回报不错。然而，日元持续疲弱输入通胀，2024 年结束负利率及孛息曲线控制(YCC)，日银或曾入市干预支持日元。同年日本春斗加薪幅度创近 30 年新高，实质工资按年增长处于上行趋势，支持消费之外，工资增长有望推动通胀达成 2%目标，实质利率偏低，日银或有更大加息空间。工资增长趋势稳定有利内需股(食品饮料、零售销售等)，后续也要关注日企改革的成效。日元中长线偏升，我们预期非对冲类别较有利。

欧洲经济黯淡

欧元区经济增长相对疲弱，市场及官方机构持续下调明年欧元区 GDP 预估，德国及法国破产企业数量上升，欧洲企业 2025 年盈利预估被下调。欧洲及美国的股市表现在美国大选后出现更明显分野，欧洲除了需面对内部政治风险之外，美国关税及中国经济增长转弱也是潜在风险因素。即使欧洲央行减息速度或高于美国，这是因为区内经济偏弱而非因为通胀达到目标。相对以言，防御特性较明显的瑞士和英国在区内相对理想。

特朗普希望美元转弱，息差或成关键

一般而言，强势美元不利资产价格，非美货币较弱也为亚洲市场构成压力。现时美汇指数处于 105 以上，考虑到美元动能较强，我们预期美元在 2025 年第一季可能维持相对强势。然而特朗普曾多次提及希望美元转弱，以支持美国制造业及缩减贸易逆差。

传统上强势美元对美国本土制造业影响负面，但对海外出口为主的国家有利。美国制造业长期下滑，在现时整体 GDP 中占约 10%，最新 11 月美国 ISM 制造业 PMI 报 46.5，同时自 2022 年收紧货币政策后，PMI 反映美国制造业持续偏弱，复苏乏力跟利率偏高及资本支出偏弱有关，然而新冠疫情前制造业 PMI 在扩张范围。美国减息，美元转弱或有望缓和制造业跌势，同时贸易对手货币转强也提高他们在美国设厂及投资的吸引力。

回顾 2017 至 2020 年疫情前，特朗普上一任期内虽然对多国实施关税，美国贸易逆差名义金额持续增加，而贸易逆差在 GDP 占比则大致维持于 2%。中美之间，贸易战的主要影响是美国对中国的逆差收窄，2019 全年贸易逆差金额较去年缩减 18%，进口国来源地由中国转至其他地区。之后疫情爆发，美债息升至多年高位，美元转强同时贸易逆差扩大，2023 年于 GDP 占比升至约 3.2%，美元回落对改善贸易逆差或有帮助。

美元回落或支持出口及制造业，这或是特朗普政府乐见的。2017 年特朗普就任后的第一年，美汇指数全年跌约 10%，然而当时欧元区经济增长不错，2017 全年 GDP 增长 2.6%。现时欧元区经济徘徊于衰退边缘，减息步伐较美国进取，成熟市场之中美国经济相对稳健，若希望美元回落，可能需要和其他货币的息差收窄，后续美元减息步伐或成关键。

2025 年下半年更多提高关税政策

2018 年「贸易战」爆发后，美国通胀确实有轻微上升，2018 年整体 CPI 由年初 2.1% 升至 6 月的 2.8%。而 2018 年 7 月至 2020 年 3 月(疫情前)，核心通胀仅温和上升(核心 CPI 平均 2.2%，最高 2.4%)，不过美元在 2018 年转强或抵销了部份关税上升的影响。2018 年美国制裁伊朗，WTI 油价由 2017 年平均每桶 54 美元升至 2018 年每桶 71 美元，对整体通胀上升的贡献或高于其他的政策。

虽然美国大概在 2020 年前已达到能源贸易盈余，能源供应上的冲击可推升通胀(如 2022 年俄乌战争爆发)。特朗普政府将如何执行贸易战 2.0 仍存不确定性，能源价格可因地缘政治事件而波动，对俄罗斯及中东地区等油输出国的政策将显著影响美国通胀前景。

至于关税对通胀的影响，仍要视乎需向那些商品及国家课税，以及豁免条款的细节。由于特朗普或希望透过关税达成协议，并增加贸易对手在美国的投资，同时也要避免对手增加关税壁垒而导致美国出口下滑，引发美元进一步升值及推升通胀，另外美元升值也将抵销一部份关税的影响。

撇除贸易政策及关税等影响，以美国劳工自主离职率与雇用成本持续下降来看，这两者领先美国核心服务通胀，我们预期核心服务通胀仍处于下降趋势。市场预期核心 PCE 将于明年底回到 2.3%(2024 年 9 月为 2.7%)，通胀处于下行趋势，2025 年下半年提高关税的政策或增加，通胀回落速度或减慢甚至上升。

红潮或减慢通胀回落速度

2024 年美国进入减息周期，联储局的核心也改为在劳动市场及通胀之间取得平衡。2024 年第四季，美国就业及其他经济数据持续优于预期，国债孳息率也在低位反弹，衰退担忧近乎烟消云散。

特朗普提及的延长减税法案(TCJA)预期将减少美国政府的财政收入，市场在锁定长年期债息时，或要求更高期限溢价(Term Premium)作补偿，这也是 2024 年第四季美国长债息上扬原因之一。选前特朗普提及的政策，例如是驱逐非法移民、增加贸易限制及减税政策也可能加剧通胀，中长期债息或有上升风险，推升美元。不过，这一点和希望美元转弱而支持出口的说法互相违背，同时过多的限制也可能拖累美国经济。我们认为特朗普倾向「务实主义」，执行政策时将平衡「美国优先」和「通胀稳定」两方面的影响。

偏好短年期国债

我们预期 2025 年上半年债券孳息率或回落至 3.7-4.2%，随着 2025 年下半年可能有更多关税及减税政策，经济也可能从软着陆过渡到不着陆，通胀再度回升的机会提高，届时国债息率或再次上升。如果中性利率上升至 1.0-1.25%，同时长期通胀上升至 2.5%，联邦基金利率将落在 3.5%-3.75%，财政收入及经济增长预期不稳，长短债利差可能升至 100 基点，10 年债孳息率或升至 5% 以上的水平，然而这水平或不会在明年减息周期出现。

通胀回落速度可能减慢，中长年期债息或在相对高位维持，可考虑加码短年期债/缩短债券组合存续期；由于 2025 上半年经济仍可能放缓，加上正处于减息周期，中长年期债仍有可能赚取价格升幅，不过需注意下半年通胀及经济增长预期，这或拖累中长期债的表现。

维持偏好高评级企业债

2020-21 年，在疫情低利率环境下，美国企业发行大量公司债，这些公司更能抵御后续紧缩货币政策。今年，美国投资等级公司债总发行量达到约 1.7 兆美元，较去年的 1.2 兆增加约 40%。2025 年后将有更多企业有融资需求，并被迫在现时高利率环境下融资，企业平均融资成本将持续上升。2025 年上半年经济或处于降温路上，信用风险较低的投资级公司债仍然是较理想的策略。

去美元化促使金价上升

过去金价和美国实质利率呈现负相关，但近年已脱勾，利率和金价一同向上。俄乌战争促使全球去美元化风潮，全球央行为分散风险，减少持有美元资产并转向增持黄金储备，尤其以新兴国家为主力。前 10 大黄金储备国之中，储备量增幅最高的国家是俄罗斯及中国。中美势力分化的趋势维持，新兴国家增持黄金或将进一步支持金价上升。根据国际货币基金组织的数据，美国仍然是全球黄金储备量最高的国家，黄金价格上升，对美国也是有利的。

红潮或减慢通胀回落速度，加上共和党执政或增加财政赤字，传统上有利实质资产黄金，过去在市场偏向动荡的时候对金价也有所支持。然而，地缘政治风险改善黄金或面对下行压力。

特朗普政府对加密货币态度更正面

特朗普政府对加密货币资产态度偏正面外，特朗普胜出对加密货币的走势有明显支持，比特币一度升至贴近每枚美元 100,000 的水平，期后回落。2024 年美国有更多法案推动或放宽监管比特币或整体加密货币，然而实际针对比特币作储备的法案仍有待进展。

虽然一系列的相关资产(现货 ETF、期货等)为投资者提供流动性，然而机构投资者(特别是追踪趋势的程序)可增加比特币的波动，同时 SEC 于 10 月容许比特币现货 ETF 作期权交易，也可能增加做市商在市场上对冲的交易，短期内，我们认为比特币的波动性也可能维持高位，在整体组合之中不宜持有太多，国家用作储备需承受较大的风险。比特币在过去 10 年，发生过 3 次最大回撤超过 70% 的时期。

中国宏观经济

关税与政策角力 2025 年中国信心之战

先回顾首三季经济情况，中国第一季经济按年增长 5.3%，优于预期的按年 4.8% 增速，但及后动力有所放缓。第二及第三季增速分别为 4.7 及 4.6%，首三季增长率总计为 4.8%，低于约 5% 的政府目标。由于经济增速呈现逐季回落的趋势，说明经济下行的压力相对较大，因此近月中央已出台一揽子的逆周期调节政策，当中除了降准及降息等货币政策外，亦包括较大规模的债务置换方案，以缓和地方政府的财政收支压力，增加资源推动经济。

中央积极加推增量政策

以化债为例，中国于 11 月 8 日的人大常委会议提出 10 万亿元人民币的化债额度(若包括棚户区改造隐性债务按原先合同偿还，总规模则为 12 万亿元人民币)。而财政部迅即于翌日把 6 万亿元人民币债务限额下达各地方，并加强政策指导。另外，其亦于 11 月中旬公布，超长期特别国债支持「两新」(即支持大规模设备更新和消费品以旧换新)资金的 3,000 亿元人民币亦全部下达。

受惠存量政策效用显现，加上对增量政策的憧憬，内地 10 月份的经济数据有所改善。当中，零售增速按年加速至 8 个月新高的 4.8%，反映消费复苏动能进一步强化。仔细研究最新内需情况，主要源于：

- 史上力度最大、跨度最广的“双 11”对消费品需求推动较为明显
- 家电、汽车补贴政策继续发力，对相关消费品进一步起到促进作用
- 10 月楼市需求明显回温

未来随着政策对特定人群收入补助加码、失业率继续走低、房价下行预期改善、消费品补贴扩容，居民消费倾向有望边际走高。若消费倾向回到疫情前，零售增速有望升至 6% 以上，有助整体经济回稳。

2025 年 GDP 要保 5% 还是困难重重

惟要留意的是，虽然在各项政策措施的推动下，市场信心得到提振，带动近期经济数据改善，但国际环境复杂依旧严峻，国内整体经济动能仍偏弱，我们认为下阶段要加大宏观调控，持续强化投资及消费。

事实上，上述提到的化债计划看似规模不小，但缺乏财政「刺激」。对中国来说，不仅要有财政政策发力，这类「刺激」也要够大够直接，才能于中长期发挥作用。原因是中国当前经济面对结构性困境，这一点不仅从中国经济与过去相比的低增速可看出，甚至可间接由过去依赖中国的国家(如澳洲)与中国所需的资源(例如原材料中的金属)近年表现不振，来相互印证。

规模够大且直接的财政刺激才能发挥作用

我们认为，就算中国当前有政策刺激，只要不够「直接」(例如财政政策方案是直接帮你花钱、而不只是「鼓励」你花钱)，效果也不明显。此情况在货币政策上可印证，即使利率持续走低，大家也不愿借钱，显示房地产爆破后市场信心不足。幸好财政部部长蓝部长在 10 月 12 日以及 11 月 8 日的两场新闻发布会中，都反复提及逆周期调节绝不仅仅是目前的化债、商业银行注资等，未来还有持续的财政政策目标包括：

- 积极利用可提升的赤字空间
- 扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例
- 继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设
- 加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模
- 加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度

展望未来，估计中期政策刺激将继续加码(我们相信年内仍有降准及其他个别措施，但大规模增量财政计划或要待明年「两会」以后)，接下来重点关注 12 月中央经济工作会议对明年的政策定调。

红色浪潮增加中国经济压力

投资者比较关心特朗普再次担任美国总统对中美关系及内地经济的影响。相对外交、金融及科技等范畴，关税是近期市场的焦点。若特朗普执意提高所有中国出口商品关税到 60%，则中国贸易和经济将受到显著的冲击，但当中变量包括 1. 最终税率、2. 加征节奏(循序渐进式或一下子全面加收)，以及货品豁免的规模。简单而言，明年中国经济会受到美国政策及中央刺激力度两项利好利淡因素所角力。

总体来说，回顾过去多年来一直强调的提振内需消费在经济中的表现，看来在信心未有恢复之下，要实现将较预期困难，关键还是在中国当前的动物精神(animal spirit)似乎没有恢复，而就业表现持续低迷导致人民工资增长有限(尤其是新进员工)，人民就更不敢如过去般消费。因此，在结构性问题难解下，我们认为 2025 年内地经济增长要「保 5」将会是困难重重。

作为参考，国际货币基金组织对 2025 年中国经济增长率的预测为 4.5%(但这项预测并未考虑中国政府早前或未来潜在宣布的财政刺激计划所可能带来的影响)。

恒指 2025 展望

恒指 2024 年回顾：受惠国策力度超预期，指数终摆脱颓势

回顾恒指在 2024 年的表现，截至 11 月 29 日，指数年初至今的升幅为 22.3%，在亚太区主要市场中属前列位置（以美元计价）。此外，恒指今年的走势与过往四年不同，指数不只在第一季前见年内高位，分别在 5 月 20 日录得 19,706 点及 10 月 7 日的 23,242 点。惟指数及后在众多不利因素影响下开始转弱，包括政策力度逊预期、美国明年减息次数或减少及地缘政治风险升温等。

2025 年中美关系将成最大风险

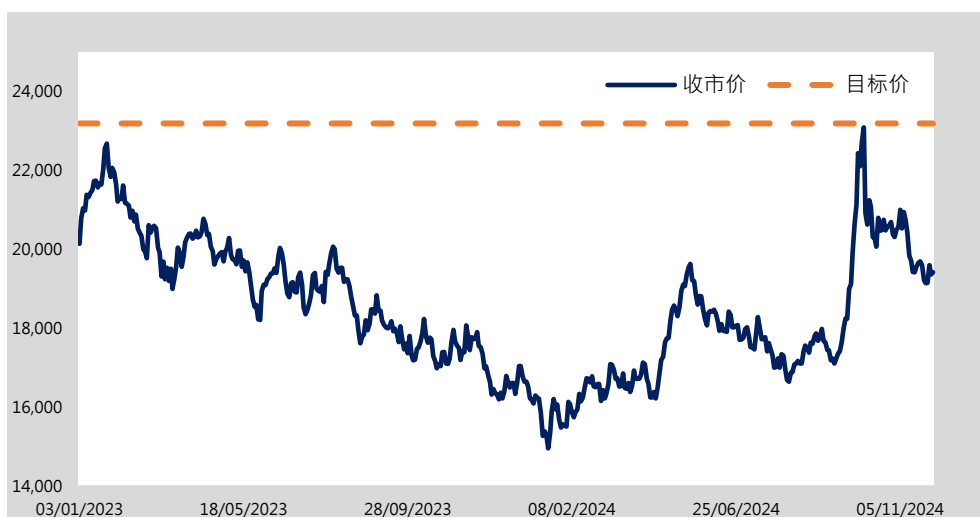
展望 2025 年，中港股市最大的不确定因素相信是中美贸易战卷土重来，若美国对中国整体商品加税至 60%，这实际上是宣布中美经济硬脱钩，这或拖累中国出口总值在第一年录中低单位数跌幅；同时中央或继而集中刺激消费需求以弥补出口衰退所带来的经济影响，我们认为恒指在明年将会明显波动。

2025 年恒指目标价 23,200 点

尽管中美关系会是明年中港股最大风险，但乐观而言，特朗普宣称对中国进口货物征收 60% 关税或仅是谈判的手段，最终关税比率及覆盖范围仍属未知数。此外，考虑到中央财政部指仍有刺激经济政策尚未出台，故此我们对后市未至太悲观。考虑今年恒指从高点回落时大市气氛是异常亢奋，单日成交额曾一度突破六千亿，我们认为 2025 年恒指将有望回到 23,200 点水平。从估值来看，市场预测明年的企业盈利为每股 2,210 元，按年增长 5.1%，故此 23,200 点所对应的预测市盈率为 10.50 倍，稍高于十年均值的 10.26 倍。若年末恒指收报 19,700 点，潜在升幅约为 17.8%。

以上情境是建基于：(i) 刺激经济措施规模合符预期，且针对着私人消费、(ii) 恒指每股盈利维持 5% 以上增长、(iii) 中美冲突仅限于贸易层面。

图 2: 恒生指数



资料: 彭博, 凯基整理, 截至 2024 年 11 月 29 日

2025 年三大投资主题

主题一：受惠中央新政策

中国政府目前正积极呵护资本市场，自 9 月起，中国人民银行推出多项刺激措施，包括创设结构性货币政策工具，允许符合资格的证券、基金及保险公司可使用自身拥有的特选资产作为抵押，从人行换取流动性，所获得的资金只能投资于股市。这些措施旨在稳定股市，提升投资者信心，对估值相对低廉的中港股市有支持作用。

招商银行(3968)：虽然招商银行于首三季度期间的净利息收入及非利息净收入均录按年跌幅，但理财收入持续见改善。公司金葵花及以上客户 506.57 万户，较上年末增长 9.16%，相关的客户总资产余额 11.7 万亿元，较上年末增长 8.15%。另外，私人银行客户数较上年末增长 7.22%。展望未来，当客户投资意愿持续加强，招商银行在财富管理产品市场的领先地位可使其成为内地市民风险胃纳上升的主要受益者。

平安保险(2318)：中国平安首三季度取得收入 8,618.1 亿元人民币，同比增长 8.7%，寿险及健康险、财产保险以及银行三大核心业务稳定增长，期内寿险及健康险业务新业务价值达 351.6 亿元，同比增长 34.1%。个人寿险销售代理人数量及人均新业务价值均见增长。总体而言，季绩胜预期，寿险主业盈利能力见改善，同时，内地房地产及 A 股市场改善等因素都对其前景有利。

主题二：地缘政治低敏感

特朗普重新上场，投资者将注意力重新转向中美关系前景。同时，其内阁选择普遍对中国持强硬立场，市场开始审视新政府对中国的经商环境会带来什么变化，特别是加征关税及遏止中国科技发展的潜在风险。投资者可选择业务较为本土的公司，以避免地缘政治风险。

中国建筑国际(3311)：集团近年在内地市场继续推广 MiC 技术应用，同时，港澳建筑市场有着领先地位，因此能受惠于香港北部都会区的发展。管理层对未来有清晰指引，包括就其 2024 年派息比率由「约 30%」提升至「不少于 30%」、净利率有双位数以上增长、新签合同额达 2100 亿港元。展望未来，经营性现金流将持续改善，派息比率亦有可能逐步提升。总体来说，前景能见度高。

腾讯(700)：第三季得益于包括《无畏契约》、《王者荣耀》、《和平精英》及《地下城与勇士：起源》在内的游戏驱动。同时，广告业务收入亦胜预期。展望 2025 年，腾讯的游戏管道丰富，广告变现能力亦令人期待。

中国移动(941)：随着资本支出逐步下降，预计全年自由现金流将实现良好增长。公司重视股东回报率，承诺从 2024 年起 3 年内将派息率提升至 75%。中移动增长能见度高及派息吸引，且行业防守性强，可作收息之用。

主题三：积极出海扩业务

尽管与已开发国家相比，中国经济仍以较高的速度增长，但不能否认的是，其增幅已较过往的高速增长有所放缓。许多中国企业正在积极寻找新的海外机会以扩大业务版图来维持盈利增长。

携程(9961)：携程多年来透过自身扩张及收购，经营一系列品牌，包括携程(Ctrip)、去哪儿(Qunar)、Trip.com、Skyscanner 等，现时成为中国排行第一的一站式旅行平台，在全球也有一定知名度，随着国际航班数量的增加及出入境政策的改善，海外业务将持续受益于市场需求的回暖。同时，中国游客出境游的方式和偏好正在发生变化，而年轻一代倾向于选择自由行的旅游方式，都解释了为何人们对于 OTA 的依赖度有所增加。

比亚迪(1211)：比亚迪第三季收入及利润为 2,011.2 亿元及 116.0 亿元，按年增长 24%及 11.5%。毛利率为 21.89%，环比增加 3.2 个百分点，主要受惠于规模效应，以及搭载 DM5.0 技术的车型销售贡献上升，带动平均售价和单车利润上升。目前，比亚迪新能源乘用车已进入多个国家，包括巴西、泰国等。作为全球新能源汽车龙头，比亚迪乘用车 1-10 月在海外销售 329,073 辆，同比升近 9 成。

表 1：焦点股

名称	目标价
受惠中央新政策	
招商银行(3968)	43.0
平安保险(2318)	57.5
地缘政治低敏感	
中国建筑国际(3311)	11.9
腾讯(700)	507.0
中国移动(941)	80.9
积极出海扩业务	
携程(9961)	625.3
比亚迪(1211)	319.1

台股市场

我们看好 2025 年台股将延续 2023 及 2024 年的表现，主要反映全球经济维持稳健扩张以及 AI 军备竞赛支撑科技股盈余维持强劲势头。除此之外，内资积极参与台股以及联储局减息有助减轻国际资金外流压力等资金面影响也有利提升市场风险偏好。

有鉴于生成式 AI 将逐步落地至更多终端装置应用，全球指针云端服务大厂预计 2025 年仍将积极扩大 AI 投资，带动 AI 服务器 2025 年将延续高速增长动力并支撑台湾科技股 2025 年盈余增长幅度高达 23%，这是继 2024 年的 35% 增长之后。除了科技股迎来 AI 狂潮之外，非科技股则将受惠中国经济的触底回稳，并于 2025 年迎来约 5% 的盈余增长。综合而言，我们预计台股 2025 年整体盈余将增长 18%，这是继 2024 年的 36% 增长之后。

尽管我们继续看好台股 2025 年的表现，惟年度涨幅恐难超越过去两年的优异表现，主因 AI 热潮带动台股本轮升浪至今最大涨幅已超过 9 成，预期市盈率最高则达到 21 倍，相对过去数次科技产业典范移转(Paradigm Shift)所造就的上升行情来说，本次的涨幅与估值已逼近过往高峰。台股继 2023 年全年涨幅达 28% 后，年初至今最高升近 3 成。

我们预期台股 2025 年全年走势将大致维持过往 U 型走势，即第一季与第四季看涨，第二季与第三季则容易出现估值修正。尤其特朗普入主白宫后将容易因其各项激进经贸政策而增加市场的波动风险。

新加坡市场

机遇与挑战并存

2024 年，新加坡正积极把握全球人工智能浪潮的机遇，推动了半导体及相关电子组件的需求，促进电子与机械制造业的显著增长。金融服务业，特别是财富管理领域，因风险资产价格上涨而蓬勃发展。强劲的住房需求带动了建筑活动的稳步复苏，而会议、奖励旅游、大型会议和展览(MICE)活动的增加也进一步推动了旅游业的发展，使其成为经济增长的重要动力。

展望 2025 年，全球宏观经济格局预计将出现重大变革，美国在特朗普政府的领导下，可能对国际贸易、外交事务、移民等多个重要领域进行政策改革。主要经济体之间的紧张局势可能加剧，然而，新加坡作为贸易、物流及财富中心，凭

借其战略地位，能有效应对这些变迁。自 2017 年贸易战爆发以来，新加坡已经利用自身优势和地理位置实现稳定增长。随着新的一年到来，新加坡将面对新的挑战与机遇。

经济概况

GDP：2024 年新加坡前三季 GDP 增长显著超越 2023 年期，主要由于电子产品和现代服务业的制造业增长强劲。经济增长得到主要贸易伙伴稳定扩张的驱动，并且全球利率放缓，通胀回落。然而，由于特朗普再次当选美国总统，预计美中之间的紧张关系将升级，可能会通过关税政策及将制造业转移到东南亚影响新加坡的增长。短期增长受到电子产品、贸易周期和有利金融条件的支持，新加坡金融管理局(MAS)预计 2024 年 GDP 增长将达到 2.0%至 3.0%。2025 年 GDP 预计将达到 5,481.5 亿新币，人均收入达到 93,956 新币。

CPI：MAS 预计核心通胀势头将在 2024 年第四季保持平稳，这将意味着未来几个月同比增速会进一步放缓。核心通胀预计年底将达到约 2%，2024 年全年的平均核心通胀将介于 2.5%至 3.0%之间，较 2023 年的 4.2%有所回落。2025 年，所有项目通胀和 MAS 核心通胀都预计将保持在 2.0%。

劳动力市场：尽管整体招聘计划有所放缓，但预计制造业和服务业的就业将增长，并且业务信心的改善将提供支持。劳动部预计劳动市场将保持紧张，并且将受到假期季节招聘和乐观的 GDP 预测的帮助。随着经济条件改善和利率下降，预计 2025 年收入将进一步增长，并缩小名义收入和实际收入之间的差距。

固定资产投资：2024 年上半年，新加坡吸引了 54 亿新币的固定资产投资(FAI)承诺，这使得新加坡经济发展局(EDB)仍然能够实现其每年 80 亿至 100 亿新币的目标。2023 年投资额为 127 亿新币，2022 年创下纪录的 225 亿新币，主要由半导体增长驱动。EDB 现在希望将 FAI 稳定在每年 80 亿至 100 亿新币之间，总业务开(TBE)在 50 亿至 70 亿新币之间，并创造 16,000 至 18,000 个就业机会。预计到 2025 年，投资水平将在全球选举和可能的利率下调后，随着经济条件变得更加明朗而变得更加稳定。

国际贸易：2024 年 9 月，新加坡总贸易同比增长 0.5%，其中出口增长 0.1%，进口增长 0.9%。非石油国内出口增长了 2.7%，延续了 8 月的强劲表现，达到了 149 亿新币，尽管低于 7 月的高点 154 亿新币。电子产品和非电子产品的出口均有所增长，特别是向欧盟 27 国、印尼和韩国的非石油国内出口增长显著。非石油再出口增长了 3.4%，其中电子产品再出口增长为主要驱动力，尽管非电子产品再出口有所下降。然而，由于中国经济复苏缓慢，加上可能的美国加征关税，预计新加坡的贸易增长将保持在单位数范围内，并持续到 2025 年。

个人可支配收入和储蓄：由于企业裁员和冻结招聘，2024 年个人收入增长可能保持低迷。然而，预期美国降息将改善招聘水平并促进 2025 年的可支配收入增长。

房屋和租金价格：截至目前，私人住宅价格同比增长了 1.6%，与 2023 年前三季的 3.9%增幅相比有所放缓。同时，私人住宅租金在 2024 年第三季反弹增长了 0.8%，扭转了第二季-0.8%的下降趋势。非独立住宅租金增长了 0.5%，而独立住宅租金则飙升了 3.2%，反映了租赁市场需求的回升。由于新推出的房产单位无法跟上需求增长，供应差距仍然存在。

亚洲财富中心

新加坡目前拥有约 336 位亿万富翁(即净资产至少为 1 亿美元的人)，全球排名第六。预计未来十年新加坡亿万富翁的增长将位居全球第九，增长幅度预计在 100%至 150%之间。新加坡在高净值个人的净流入方面排名第三，仅次于阿联酋和美国，预计 2024 年将有 3,500 位高净值个人移居新加坡。

看好行业

银行：强劲的盈利能力、低估值和有吸引力的股息收益。

房地产投资信托：在降息周期中，随着利率下调和高股息收益率的推动，市场估值上调。

棕榈油：印尼和马来西亚的棕榈油产量持续低迷。

印尼市场

2025 年经济增长的催化剂

2025 年，我们的目标是实现更高的经济增长，预计 GDP 按年增长率为 5.5%，超过过去十年的平均增长率 5.1%。增长动力来自消费和投资的增加、公务员工资的上调、努山塔拉首都(IKN)的基础设施建设以及下游出口推动，但前提是全球商品价格保持强劲。

银行业应在 2025 年发挥关键作用，通过扩大对微型、小型和中型企业(MSME)部门的信贷分配。我们对此保持乐观，因为印尼的财政政策在 COVID-19 疫情后有效地使经济复苏。尽管面临挑战，我们预计消费者信心和国内需求将显著改善。

印尼面临的挑战

对于提高国内经济的韧性和实现 5.5% 的增长目标，印尼要做到加强非银行部门于资本市场的集资能力为至关重要。目前，资本市场投资者主要集中在雅加达所在的爪哇岛。为了解决这一问题，政府需要提高资本市场的知识普及率，并将投资者基础扩展到其他岛屿，如加里曼丹、苏拉威西和苏门答腊。

印尼面临的一个重大挑战是爪哇岛与其他岛屿(如苏门答腊、加里曼丹和苏拉威西)之间的发展差距。特别是在爪哇岛以外的农村地区，基础设施和公共服务的差距显而易见。

此外，服务业对外国参与的限制也很大，而我们认为应该放宽。例如，法律服务可以受益于外国专家的专业知识，而这些专业知识不一定需要在国内获得。

投资策略部		
温杰	谭美琪, CFA	莫伟民, CFA
证监会持牌人 (中央编号 AJF244)	证监会持牌人 (中央编号 BFI754)	证监会持牌人 (中央编号 BHJ465)
Kenny.wen@kgi.com	cynthia.tam@kgi.com	raymond.mok@kgi.com
龚俊桦, CFA	叶晋宜	
证监会持牌人 (中央编号 BRY438)	证监会持牌人 (中央编号 BSQ196)	
tommy.kung@kgi.com	derek.yip@kgi.com	

重要声明

于本文件内所载的所有数据，并不拟提供予置身或居住于任何法律上限制凯基证券亚洲有限公司（「凯基」）或其关联成员派发此等数据之司法管辖区的人士或实体使用。此等资料不构成向任何司法管辖区的任何人士或实体作出的任何投资意见、或发售的要约、或认购或投资任何证券、保险或其他投资产品或服务的邀请、招揽或建议，亦不构成于任何司法管辖区用作任何上述的目的之数据派发。请特别注意，本文件所载的资料，不得在美国、或向美国人士（即美国居民或按照美国或其任何州、属土或领土之法律成立的合伙企业或公司）或为美国人士之利益，而用作派发资料、发售或邀请认购任何证券。于本文件内的所有数据只作一般数据及参考用途，而没有考虑到任何投资者的特定目的、财务状况或需要。在未经凯基书面同意下，并不允许擅自以任何方式转发、复印或发布于本文件内之全部或任何部份内容。该等数据不拟提供作法律、财务、税务或其他专业意见，因此不应将该等数据赖以作为投资专业意见。

所有投资涉及风险，证券价格有时可能会非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

债券不等同于定期存款，不受香港存款保障计划保障。债券持有人会承受各种不同风险，包括但不限于：(i) 信用风险：债券的利息及本金是由发行人支付。倘发行人违约，债券持有人可能无法收回利息及本金。债券持有人须承担发行人的信用风险。信用评级机构给予的信用评级并非对发行人信用可靠程度的保证；(ii) 流动性风险：一些债券的二级市场可能不活跃，到期前卖出时可能需要时间；(iii) 利率风险：当利率上升时，定息债券的价格一般会下跌。你如希望在到期前将债券出售，所收取款项可能会低于阁下购买时所支付的价格。除非你完全明白并愿意承担与之相关的风险，否则不应投资于债券。如对相关的风险有疑问，你应寻求独立意见。

你应就上述数据内容谨慎行事，进行你自己的独立审查，你并且应在作出任何投资决定前寻求独立专业意见。你应该根据你自己的风险承受程度、财务状况、投资经验、投资目标、投资视域及投资知识去小心考虑投资是否适合你本人。

凯基不对于此所提供的数据之准确性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陈述或保证。在任何情况下，任何人欲倚赖或使用于此所载的数据应就该等数据之准确性、完整性、可靠性及适用性进行独立检查和核实。任何模拟结果、以往及预测的业绩并不必然作为未来业绩的指引。于此内所提供的数据（包括任何数据）未必经过独立核实，而该等资料不应被信赖作为投资决定。凯基、其关联成员或他们各身的董事、高级职员、雇员及代表不会就该等数据的任何遗漏、错误、不准确、不完整或其他情况，或由于信赖该等数据而导致任何人士或实体蒙受或招致的任何损失或损害（不论任何形式的直接、间接或相应的损失或其他经济损失）承担任何责任。而且，凯基、其关联成员或他们各身的董事、高级职员、雇员及代表不会就第三方所提供的或引用自第三方的数据内容承担任何责任。

凯基集团成员公司或其联属人可提供服务予本文所提及之任何公司及该等公司之联属人。凯基集团成员公司、其联属人及其董事、高级职员及雇员可不时就上文所涉及的任何证券拥有权益。