



2025 年市場展望
重塑平衡



宏觀經濟分析

美國經濟在成熟市場中一支獨秀，但差距縮窄

全球經濟增長在 2025 年預計將呈現出成熟市場略低於 2024 年，而新興市場略高於 2024 年的情況。然而，在成熟市場中存在一些差異：美國經濟可能會放緩，且放緩程度可能比市場目前的共識預估(四季年增率仍在 1.9%以上)更為明顯。至於其他地區，儘管 2024 年下半年歐元區與英國的復甦弱於預期，趨勢上年增率仍在改善，預計 2025 年全年表現仍不如美國，但差距在縮小。中國方面，市場目前關注十二月中的中央經濟工作會議是否能提出有效的財政「刺激」政策，否則未來經濟達到 5%的增長仍有困難。

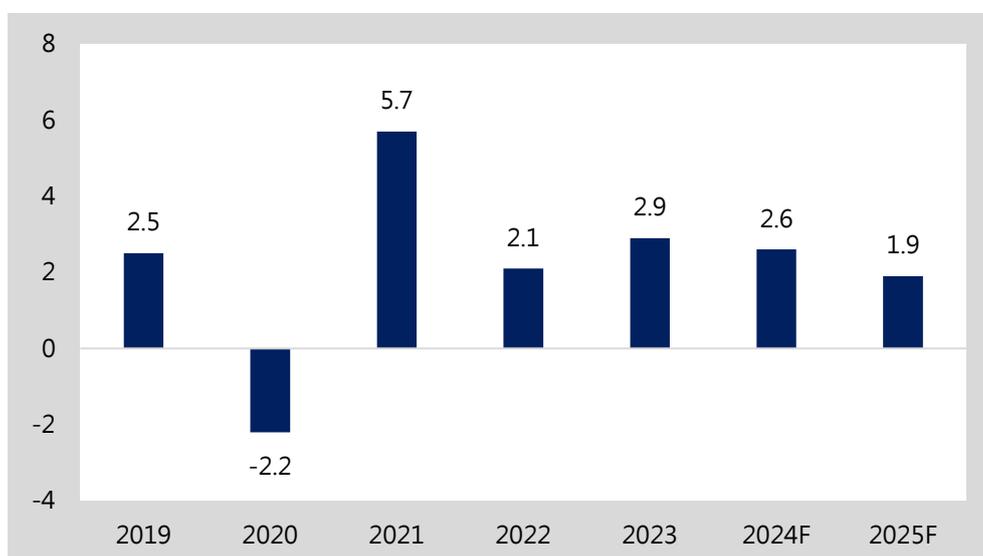
從產業角度來看，全球製造業表現低迷。特別是在美國，自 2023 年下半年以來的復甦偏弱且不明顯，主要受到整體資本支出不強的影響(一般沒有這個印象主因認為 AI 投資旺盛)。至於服務業，美國服務業展現出超乎市場預期的強勁，這是過去半年來美國經濟優於其他成熟市場的關鍵。然而，由於美國儲蓄率降低、財務負擔加大，信貸消費動能將減弱，因此預計 2025 年美國經濟將下行。

最大的變化來自於特朗普再次當選總統所帶來的影響。目前其對經濟的影響難以明確量化，但對通脹的影響可能不利。特朗普的四大政策：減稅、加關稅、限制移民、放鬆金融管制，執行順序不確定；但目前看來限制移民與加關稅開始時間會最早，只是加關稅應該會分階段(國家、稅率)進行。因此，全年來看，或許上半年上述的四大政策都會開始宣布，並會拉高金融市場的波動度；但以實際政策出現影響力的角度來看，美國經濟風險較高的時期還在下半年，而第四季能否改善取決於屆時政策的變化。

隨著美國通脹與勞動市場降溫，經濟已回到就業與通脹雙重目標風險大致均衡。通脹在住房與核心服務部分仍過高，核心服務通脹降溫過程緩慢，預計 2025 年核心通脹將持續下降。然而，特朗普提高關稅與反移民政策可能導致商品與服務通脹回升，2026 年可能再次面臨通脹上升風險。

勞動市場回到充分就業狀態，非臨時工作的失業率正緩慢上升，可能影響目前強勁的消費支出。2025 年高利率對經濟的滯後影響未解，加上特朗普貿易政策對經濟的衝擊，勞動市場有進一步下行風險。整體而言，聯儲局將逐步降息以降低利率限制性，同時通脹有望降至目標。2024 年 11 月政策利率降息 25 基點至 4.75 厘，預計後續將再降息 75-100 基點，本輪降息將在 2025 年達到低點 3.75-4.0%，並可能在 2026 年重啟加息。

圖 1: 美國 GDP (%)



資料: 彭博, 凱基整理

標普 500 每股盈利仍有中高個位數增長

在美股投資方面，連續兩年 AI 浪潮推動下，美股整體已不便宜。然而，我們看到了未來板塊輪動的機會，主要表現在盈利預期改善方面，特別是在金融、原物料、工業、醫療領域。整體而言，我們預估 2025 年美股 S&P 500 盈利仍有中高個位數的增長，全年的報酬預計在 6-12% 之間，較前兩年下滑。在節奏上，我們認為第一季應可維持目前選舉後的漲勢，第二季開始反映特朗普政策風險以及經濟下行的預期，股市開始震盪；下半年風險進一步加大，整體而言上半年優於下半年。

共和黨全面執政增加債市不確定性

至於債券投資，經濟降溫與通脹下降原本有利於債券投資，但共和黨全面執政可能對債券投資產生不利影響，例如：財政赤字加劇將增加債券發行成本、通脹上升將導致中長期債券孳息率走高、財政紀律不佳與長期通脹風險將推高中性利率與債券期限溢價。因此，2025 年中長期國債較不受青睞，反而是一些短天期國債或信用品質較好的公司債，因其相對較高收益率可帶來不錯的利息收入。整體而言，通脹風險提高與貨幣政策可能逆轉的 2025 年並不是一個有利於債券投資的時機。

環球策略

策略重點 - ACE

Alternatives 黃金與比特幣 — 另類和傳統股債關聯性較低的資產

Credit Selection 高評級債優先，聚焦企業債鎖息機會

Elite Stocks 偏好美日股票，維持大優於小，留意行業輪動

成熟市場偏好美 > 日 > 歐

特朗普當選加上共和黨拿下參眾兩院，形成紅潮，參考自二戰起的數據，紅潮下標普 500 指數平均回報率較全部情況合計為低。若果從基本面出發，現時標普 500 指數股票風險溢酬仍然偏低，市盈率(約 27 倍)處於 30 年平均的 1.5 個標準差以上，並不便宜。

現時美國整體經濟不錯，雖然開始減息但利率仍具限制性，後續經濟放緩的機會較高，另外紅潮出現或增加明年股市波幅。2024 年下半年，我們留意到行業輪動的跡象，AI 巨頭(微軟、Google、亞馬遜及 META)的收入增幅未有追上資本開支的上升速度，海外收入佔比較高的股票優勢縮少，後續股價可能偏向高位震盪，然而美國 AI 相關及巨企在全球有獨特地位，投入資金時以定期定額方式或比較理想，同時也要注意整體組合中比重。

部份行業可能受惠於特朗普政府把製造業帶回美國的政策，例如國內製造業有機會受惠於進一步減稅至 15%。目前我們偏好金融、原物料、工業、醫療行業，市場預期財政赤字擴大，一般有利於原物料與工業股表現，且工業股中的資本財(Capital Goods)常有總統大選蜜月期，因預期選後會大興建設。另外，如果經濟維持軟著陸的情景，增長股(尤其是非必需性消費、科技等)較為有利。另外，如果經濟顯著轉差出現硬著陸風險上升，防禦型行業的必需性消費、醫療、電信或較理想。

「特朗普交易」

特朗普當選，共和黨同時取下參眾議院，以下行業成為市場焦點：(1)傳統能源：優先發展傳統能源，綠色能源重要性下降；(2)金融：放鬆金融監管，包括傳統金融機構及比特幣等虛擬資產；(3)非必需性品：落實減稅政策或刺激消費；(4)軍工：要求盟友支付自己的防禦開支，刺激武器需求。不過，以上的「特朗普交易」在選舉結果出爐後已累積一定升勢，要由短期「交易」轉為中長線「投資」，後續政策需落實支持基本面，才有望延續漲勢。

美股大優於小

在大 vs 小的風格上，普遍認知是小型股在減息後表現優於大型股，而且特朗普在第一任期時，小型股的回報的確較佳，但我們認為小型股的優勢或難以在第二任出現。現時經濟可能因利率維持高位而放緩，這一點明顯和特朗普第一任期時，經濟從低位復甦不一樣。我們預期中大型股仍相對有利，處於減息週期可以實際改善中大型股再融資的成本。標普 500 等權重指數相對上持有較少巨型企業，及持有較多中大型股票，市盈率約 20 倍，略高於 30 年平均 19.3 倍，行業佔比以工業(16%)及金融(15%)較多。

維持日本內需股較佳的想法

石破茂再任首相，所屬聯盟於眾議院席位不過半，傾向擴張政策但議席較少的政黨有更大話語權，支持經濟的政策有望延續，同時顯示新議會可在個別議題取得共識，政治不確定性下降。

近 2 年日經指數走勢亮麗，指數出口股佔比較高，弱勢日元貢獻不少，海外投資者對沖日元後的回報不錯。然而，日元持續疲弱輸入通脹，2024 年結束負利率及孛息曲線控制(YCC)，日銀或曾入市干預支持日元。同年日本春鬥加薪幅度創近 30 年新高，實質工資按年增長處於上行趨勢，支持消費之外，工資增長有望推動通脹達成 2%目標，實質利率偏低，日銀或有更大加息空間。工資增長趨勢穩定有利內需股(食品飲料、零售銷售等)，後續也要關注日企改革的成效。日元中長線偏升，我們預期非對沖類別較有利。

歐洲經濟黯淡

歐元區經濟增長相對疲弱，市場及官方機構持續下調明年歐元區 GDP 預估，德國及法國破產企業數量上升，歐洲企業 2025 年盈利預估被下調。歐洲及美國的股市表現在美國大選後出現更明顯分野，歐洲除了需面對內部政治風險之外，美國關稅及中國經濟增長轉弱也是潛在風險因素。即使歐洲央行減息速度或高於美國，這是因為區內經濟偏弱而非因為通脹達到目標。相對以言，防禦特性較明顯的瑞士和英國在區內相對理想。

特朗普希望美元轉弱，息差或成關鍵

一般而言，強勢美元不利資產價格，非美貨幣較弱也為亞洲市場構成壓力。現時美匯指數處於 105 以上，考慮到美元動能較強，我們預期美元在 2025 年第一季可能維持相對強勢。然而特朗普曾多次提及希望美元轉弱，以支持美國製造業及縮減貿易逆差。

傳統上強勢美元對美國本土製造業影響負面，但對海外出口為主的國家有利。美國製造業長期下滑，在現時整體 GDP 中佔約 10%，最新 11 月美國 ISM 製造業 PMI 報 46.5，同時自 2022 年收緊貨幣政策後，PMI 反映美國製造業持續偏弱，復甦乏力跟利率偏高及資本支出偏弱有關，然而新冠疫情前製造業 PMI 在擴張範圍。美國減息，美元轉弱或有望緩和製造業跌勢，同時貿易對手貨幣轉強也提高他們在美國設廠及投資的吸引力。

回顧 2017 至 2020 年疫情前，特朗普上一任期內雖然對多國實施關稅，美國貿易逆差名義金額持續增加，而貿易逆差在 GDP 佔比則大致維持於 2%。中美之間，貿易戰的主要影響是美國對中國的逆差收窄，2019 全年貿易逆差金額較去年縮減 18%，進口國來源地由中國轉至其他地區。之後疫情爆發，美債息升至多年高位，美元轉強同時貿易逆差擴大，2023 年於 GDP 佔比升至約 3.2%，美元回落對改善貿易逆差或有幫助。

美元回落或支持出口及製造業，這或是特朗普政府樂見的。2017 年特朗普就任後的第一年，美匯指數全年跌約 10%，然而當時歐元區經濟增長不錯，2017 全年 GDP 增長 2.6%。現時歐元區經濟徘徊於衰退邊緣，減息步伐較美國進取，成熟市場之中美國經濟相對穩健，若希望美元回落，可能需要和其他貨幣的息差收窄，後續美元減息步伐或成關鍵。

2025 下半年更多提高關稅政策

2018 年「貿易戰」爆發後，美國通脹確實有輕微上升，2018 年整體 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)，核心通脹僅溫和上升(核心 CPI 平均 2.2%，最高 2.4%)，不過美元在 2018 年轉強或抵銷了部份關稅上升的影響。2018 年美國制裁伊朗，WTI 油價由 2017 年平均每桶 54 美元升至 2018 年每桶 71 美元，對整體通脹上升的貢獻或高於其他的政策。

雖然美國大概在 2020 年前已達到能源貿易盈餘，能源供應上的衝擊可推升通脹(如 2022 年俄烏戰爭爆發)。特朗普政府將如何執行貿易戰 2.0 仍存不確定性，能源價格可因地緣政治事件而波動，對俄羅斯及中東地區等油輸出國的政策將顯著影響美國通脹前景。

至於關稅對通脹的影響，仍要視乎需向那些商品及國家課稅，以及豁免條款的細節。由於特朗普或希望透過關稅達成協議，並增加貿易對手在美國的投資，同時也要避免對手增加關稅壁壘而導致美國出口下滑，引發美元進一步升值及推升通脹，另外美元升值也將抵銷一部份關稅的影響。

撇除貿易政策及關稅等影響，以美國勞工自主離職率與雇用成本持續下降來看，這兩者領先美國核心服務通脹，我們預期核心服務通脹仍處於下降趨勢。市場預期核心 PCE 將於明年底回到 2.3%(2024 年 9 月為 2.7%)，通脹處於下行趨勢，2025 年下半年提高關稅的政策或增加，通脹回落速度或減慢甚至上升。

紅潮或減慢通脹回落速度

2024 年美國進入減息週期，聯儲局的核心也改為在勞動市場及通脹之間取得平衡。2024 年第四季，美國就業及其他經濟數據持續優於預期，國債孳息率也在低位反彈，衰退擔憂近乎煙消雲散。

特朗普提及的延長減稅法案(TCJA)預期將減少美國政府的財政收入，市場在鎖定長年期債息時，或要求更高期限溢價(Term Premium)作補償，這也是 2024 年第四季美國長債息上揚原因之一。選前特朗普提及的政策，例如是驅逐非法移民、增加貿易限制及減稅政策也可能加劇通脹，中長期債息或有上升風險，推升美元。不過，這一點和希望美元轉弱而支持出口的說法互相違背，同時過多的限制也可能拖累美國經濟。我們認為特朗普傾向「務實主義」，執行政策時將平衡「美國優先」和「通脹穩定」兩方面的影響。

偏好短年期國債

我們預期 2025 年上半年債券孳息率或回落至 3.7-4.2%，隨著 2025 年下半年可能有更多關稅及減稅政策，經濟也可能從軟著陸過渡到不著陸，通脹再度回升的機會提高，屆時國債息率或再次上升。如果中性利率上升至 1.0-1.25%，同時長期通脹上升至 2.5%，聯邦基金利率將落在 3.5%-3.75%，財政收入及經濟增長預期不穩，長短債利差可能升至 100 基點，10 年債孳息率或升至 5% 以上的水平，然而這水平或不會在明年減息週期出現。

通脹回落速度可能減慢，中長年期債息或在相對高位維持，可考慮加碼短年期債/縮短債券組合存續期；由於 2025 上半年經濟仍可能放緩，加上正處於減息週期，中長年期債仍有可能賺取價格升幅，不過需注意下半年通脹及經濟增長預期，這或拖累中長期債的表現。

維持偏好高評級企業債

2020-21 年，在疫情低利率環境下，美國企業發行大量公司債，這些公司更能抵禦後續緊縮貨幣政策。今年，美國投資等級公司債總發行量達到約 1.7 兆美元，較去年的 1.2 兆增加約 40%。2025 年後將有更多企業有融資需求，並被迫在現時高利率環境下融資，企業平均融資成本將持續上升。2025 年上半年經濟或處於降溫路上，信用風險較低的投資級別公司債仍然是較理想的策略。

去美元化促使金價上升

過去金價和美國實質利率呈現負相關，但近年已脫勾，利率和金價一同向上。俄烏戰爭促使全球去美元化風潮，全球央行行為分散風險，減少持有美元資產並轉向增持黃金儲備，尤其以新興國家為主。前 10 大黃金儲備國之中，儲備量增幅最高的國家是俄羅斯及中國。中美勢力分化的趨勢維持，新興國家增持黃金或將進一步支持金價上升。根據國際貨幣基金組織的數據，美國仍然是全球黃金儲備量最高的國家，黃金價格上升，對美國也是有利的。

紅潮或減慢通脹回落速度，加上共和黨執政或增加財政赤字，傳統上有利實質資產黃金，過去在市場偏向動盪的時候對金價也有所支持。然而，地緣政治風險改善黃金或面對下行壓力。

特朗普政府對加密貨幣態度更正面

特朗普政府對加密貨幣資產態度偏正面外，特朗普勝出對加密貨幣的走勢有明顯支持，比特幣一度升至貼近每枚美元 100,000 的水平，期後回落。2024 年美國有更多法案推動或放寬監管比特幣或整體加密貨幣，然而實際針對比特幣作儲備的法案仍有待進展。

雖然一系列的相關資產(現貨 ETF、期貨等)為投資者提供流動性，然而機構投資者(特別是追蹤趨勢的程式)可增加比特幣的波動，同時 SEC 於 10 月容許比特幣現貨 ETF 作期權交易，也可能增加做市商在市場上對沖的交易，短期內，我們認為比特幣的波動性也可能維持高位，在整體組合之中不宜持有太多，國家用作儲備需承受較大的風險。比特幣在過去 10 年，發生過 3 次最大回撤超過 70% 的時期。

中國宏觀經濟

關稅與政策角力 2025 年中國信心之戰

先回顧首三季經濟情況，中國第一季經濟按年增長 5.3%，優於預期的按年 4.8% 增速，但及後動力有所放緩。第二及第三季增速分別為 4.7 及 4.6%，首三季增長率總計為 4.8%，低於約 5% 的政府目標。由於經濟增速呈現逐季回落的趨勢，說明經濟下行的壓力相對較大，因此近月中央已出台一攬子的逆週期調節政策，當中除了降準及降息等貨幣政策外，亦包括較大規模的債務置換方案，以緩和地方政府的財政收支壓力，增加資源推動經濟。

中央積極加推增量政策

以化債為例，中國於 11 月 8 日的人大常委會議提出 10 萬億元人民幣的化債額度(若包括棚戶區改造隱性債務按原先合同償還，總規模則為 12 萬元人民幣)。而財政部迅即於翌日把 6 萬億元人民幣債務限額下達各地方，並加強政策指導。另外，其亦於 11 月中旬公布，超長期特別國債支持「兩新」(即支持大規模設備更新和消費品以舊換新)資金的 3,000 億元人民幣亦全部下達。

受惠存量政策效用顯現，加上對增量政策的憧憬，內地 10 月份的經濟數據有所改善。當中，零售增速按年加速至 8 個月新高的 4.8%，反映消費復甦動能進一步強化。仔細研究最新內需情況，主要源於：

- 史上力度最大、跨度最廣的“雙 11”對消費品需求推動較為明顯
- 家電、汽車補貼政策繼續發力，對相關消費品進一步起到促進作用
- 10 月樓市需求明顯回溫

未來隨著政策對特定人群收入補助加碼、失業率繼續走低、房價下行預期改善、消費品補貼擴容，居民消費傾向有望邊際走高。若消費傾向回到疫情前，零售增速有望升至 6% 以上，有助整體經濟回穩。

2025 年 GDP 要保 5% 還是困難重重

惟要留意的是，雖然在各項政策措施的推動下，市場信心得到提振，帶動近期經濟數據改善，但國際環境複雜依舊嚴峻，國內整體經濟動能仍偏弱，我們認為下階段要加大宏觀調控，持續強化投資及消費。

事實上，上述提到的化債計劃看似規模不小，但缺乏財政「刺激」。對中國來說，不僅要有財政政策發力，這類「刺激」也要夠大夠直接，才能於中長期發揮作用。原因是中國當前經濟面對結構性困境，這一點不僅從中國經濟與過去相比的低增速可看出，甚至可間接由過去依賴中國的國家(如澳洲)與中國所需的資源(例如原材料中的金屬)近年表現不振，來相互印證。

規模夠大且直接的財政刺激才能發揮作用

我們認為，就算中國當前有政策刺激，只要不夠「直接」(例如財政政策方案是直接幫你花錢、而不只是「鼓勵」你花錢)，效果也不明顯。此情況在貨幣政策上可印證，即使利率持續走低，大家也不願借錢，顯示房地產爆破後市場信心不足。幸好財政部部長藍部長在 10 月 12 日以及 11 月 8 日的兩場新聞發佈會中，都反覆提及逆週期調節絕不僅僅是目前的化債、商業銀行注資等，未來還有持續的財政政策目標包括：

- 積極利用可提升的赤字空間
- 擴大專項債券發行規模，拓寬投向領域，提高用作資本金的比例
- 繼續發行超長期特別國債，支持國家重大戰略和重點領域安全能力建設
- 加大力度支持大規模設備更新，擴大消費品以舊換新的品種和規模
- 加大中央對地方轉移支付規模，加強對科技創新、民生等重點領域投入保障力度

展望未來，估計中期政策刺激將繼續加碼(我們相信年內仍有降準及其他個別措施，但大規模增量財政計劃或要待明年「兩會」以後)，接下來重點關注 12 月中央經濟工作會議對明年的政策定調。

紅色浪潮增加中國經濟壓力

投資者比較關心特朗普再次擔任美國總統對中美關係及內地經濟的影響。相對外交、金融及科技等範疇，關稅是近期市場的焦點。若特朗普執意提高所有中國出口商品關稅到 60%，則中國貿易和經濟將受到顯著的衝擊，但當中變數包括 1. 最終稅率、2. 加徵節奏(循序漸進式或一下子全面加收)，以及貨品豁免的規模。簡單而言，明年中國經濟會受到美國政策及中央刺激力度兩項利好利淡因素所角力。

總體來說，回顧過去多年來一直強調的提振內需消費在經濟中的表現，看來在信心未有恢復之下，要實現將較預期困難，關鍵還是在中國當前的動物精神(animal spirit)似乎沒有恢復，而就業表現持續低迷導致人民工資增長有限(尤其是新進員工)，人民就更不敢如過去般消費。因此，在結構性問題難解下，我們認為 2025 年內地經濟增長要「保 5」將會是困難重重。

作為參考，國際貨幣基金組織對 2025 年中國經濟增長率的預測為 4.5%(但這項預測並未考慮中國政府早前或未來潛在宣布的財政刺激計畫所可能帶來的影響)。

恒指 2025 展望

恒指 2024 年回顧：受惠國策力度優預期，指數終擺脫頹勢

回顧恒指在 2024 年的表現，截至 11 月 29 日，指數年初至今的升幅為 22.3%，在亞太區主要市場中屬前列位置（以美元計價）。此外，恒指今年的走勢與過往四年不同，指數不只在第一季前見年內高位，分別在 5 月 20 日錄得 19,706 點及 10 月 7 日的 23,242 點。惟指數及後在眾多不利因素影響下開始轉弱，包括政策力度遜預期、美國明年減息次數或減少及地緣政治風險升溫等。

2025 年中美關係將成最大風險

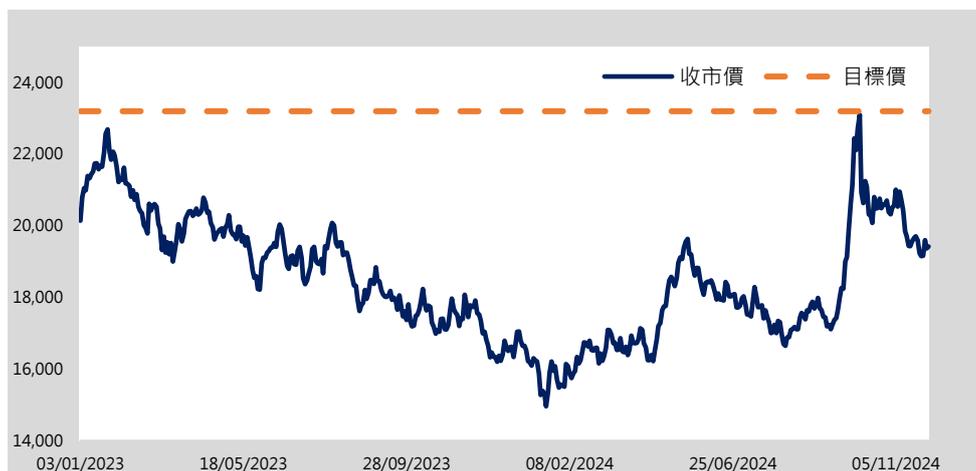
展望 2025 年，中港股市最大的不確定因素相信是中美貿易戰捲土重來，若美國對中國整體商品加稅至 60%，這實際上是宣佈中美經濟硬脫鉤，這或拖累中國出口總值在第一年錄中低單位數跌幅；同時中央或繼而集中刺激消費需求以彌補出口衰退所帶來的經濟影響，我們認為恒指在明年將會明顯波動。

2025 年恒指目標價 23,200 點

儘管中美關係會是明年中港股最大風險，但樂觀而言，特朗普宣稱對中國進口貨物徵收 60% 關稅或僅是談判的手段，最終關稅比率及覆蓋範圍仍屬未知數。此外，考慮到中央財政部指仍有刺激經濟政策尚未出台，故此我們對後市未至太悲觀。考慮今年恒指從高點回落時大市氣氛是異常亢奮，單日成交額曾一度突破六千億，我們認為 2025 年恒指將有望回到 23,200 點水平。從估值來看，市場預測明年的企業盈利為每股 2,210 元，按年增長 5.1%，故此 23,200 點所對應的預測市盈率為 10.50 倍，稍高於十年均值的 10.26 倍。若年末恒指收報 19,700 點，潛在升幅約為 17.8%。

以上情境是建基於：(i) 刺激經濟措施規模合符預期，且針對著私人消費、(ii) 恒指每股盈利維持 5% 以上增長、(iii) 中美衝突僅限於貿易層面。

圖 2: 恒生指數



資料: 彭博, 凱基整理, 截至 2024 年 11 月 29 日

2025 年三大投資主題

主題一：受惠中央新政策

中國政府目前正積極呵護資本市場，自 9 月起，中國人民銀行推出多項刺激措施，包括創設結構性貨幣政策工具，允許符合資格的證券、基金及保險公司可使用自身擁有的特選資產作為抵押，從人行換取流動性，所獲得的資金只能投資於股市。這些措施旨在穩定股市，提升投資者信心，對估值相對低廉的中港股市有支持作用。

招商銀行(3968)：雖然招商銀行於首三季期間的淨利息收入及非利息淨收入均錄按年跌幅，但理財收入持續見改善。公司金葵花及以上客戶 506.57 萬戶，較上年末增長 9.16%，相關的客戶總資產餘額 11.7 萬億元，較上年末增長 8.15%。另外，私人銀行客戶數較上年末增長 7.22%。展望未來，當客戶投資意願持續加強，招商銀行在財富管理產品市場的領先地位可使其成為內地市民風險胃納上升的主要受益者。

平安保險(2318)：中國平安首三季取得收入 8,618.1 億元人民幣，同比增長 8.7%，壽險及健康險、財產保險以及銀行三大核心業務穩定增長，期內壽險及健康險業務新業務價值達 351.6 億元，同比增長 34.1%。個人壽險銷售代理人數量及人均新業務價值均見增長。總體而言，季績勝預期，壽險主業盈利能力見改善，同時，內地房地產及 A 股市場改善等因素都對其前景有利。

主題二：地緣政治低敏感

特朗普重新上場，投資者將注意力重新轉向中美關係前景。同時，其內閣選擇普遍對中國持強硬立場，市場開始審視新政府對中國的經商環境會帶來什麼變化，特別是加徵關稅及遏止中國科技發展的潛在風險。投資者可選擇業務較為本土的公司，以避開地緣政治風險。

中國建築國際(3311)：集團近年在內地市場繼續推廣 MiC 技術應用，同時，港澳建築市場有著領先地位，因此能受惠於香港北部都會區的發展。管理層對未來有清晰指引，包括就其 2024 年派息比率由「約 30%」提升至「不少於 30%」、淨利率有雙位數以上增長、新簽約額達 2100 億港元。展望未來，經營性現金流將持續改善，派息比率亦有可能逐步提升。總體來說，前景能見度高。

騰訊(700)：第三季得益於包括《無畏契約》、《王者榮耀》、《和平精英》及《地下城與勇士：起源》在內的遊戲驅動。同時，廣告業務收入亦勝預期。展望 2025 年，騰訊的遊戲管道豐富，廣告變現能力亦令人期待。

中國移動(941)：隨著資本支出逐步下降，預計全年自由現金流將實現良好增長。公司重視股東回報率，承諾從 2024 年起 3 年內將派息率提升至 75%。中移動增長能見度高及派息吸引，且行業防守性強，可作收息之用。

主題三：積極出海擴業務

儘管與已開發國家相比，中國經濟仍以較高的速度增長，但不能否認的是，其增幅已較過往的高速增長有所放緩。許多中國企業正在積極尋找新的海外機會以擴大業務版圖來維持盈利增長。

攜程(9961)：攜程多年來透過自身擴張及收購，經營一系列品牌，包括攜程(Ctrip)、去哪兒(Qunar)、Trip.com、Skyscanner 等，現時成為中國排行第一的一站式旅行平台，在全球也有一定知名度，隨著國際航班數量的增加及出入境政策的改善，海外業務將持續受益於市場需求的回暖。同時，中國遊客出境遊的方式和偏好正在發生變化，而年輕一代傾向於選擇自由行的旅遊方式，都解釋了為何人們對於 OTA 的依賴度有所增加。

比亞迪(1211)：比亞迪第三季收入及利潤為 2,011.2 億元及 116.0 億元，按年增長 24%及 11.5%。毛利率為 21.89%，環比增加 3.2 個百分點，主要受惠於規模效應，以及搭載 DM5.0 技術的車型銷售貢獻上升，帶動平均售價和單車利潤上升。目前，比亞迪新能源乘用車已進入多個國家，包括巴西、泰國等。作為全球新能源汽車龍頭，比亞迪乘用車 1-10 月在海外銷售 329,073 輛，同比升近 9 成。

表 1：焦點股

名稱	目標價
受惠中央新政策	
招商銀行(3968)	43.0
平安保險(2318)	57.5
地緣政治低敏感	
中國建築國際(3311)	11.9
騰訊(700)	507.0
中國移動(941)	80.9
積極出海擴業務	
攜程(9961)	625.3
比亞迪(1211)	319.1

台股市場

我們看好 2025 年台股將延續 2023 及 2024 年的表現，主要反映全球經濟維持穩健擴張以及 AI 軍備競賽支撐科技股盈餘維持強勁勢頭。除此之外，內資積極參與台股以及聯儲局減息有助減輕國際資金外流壓力等資金面影響也有利提升市場風險偏好。

有鑑於生成式 AI 將逐步落地至更多終端裝置應用，全球指標雲端服務大廠預計 2025 年仍將積極擴大 AI 投資，帶動 AI 伺服器 2025 年將延續高速增長動力並支撐台灣科技股 2025 年盈餘增長幅度高達 23%，這是繼 2024 年的 35% 增長之後。除了科技股迎來 AI 狂潮之外，非科技股則將受惠中國經濟的觸底回穩，並於 2025 年迎來約 5% 的盈餘增長。綜合而言，我們預計台股 2025 年整體盈餘將增長 18%，這是繼 2024 年的 36% 增長之後。

儘管我們繼續看好台股 2025 年的表現，惟年度漲幅恐難超越過去兩年的優異表現，主因 AI 熱潮帶動台股本輪升浪至今最大漲幅已超過 9 成，預期市盈率最高則達到 21 倍，相對過去數次科技產業典範移轉(Paradigm Shift)所造就的上升行情來說，本次的漲幅與估值已逼近過往高峰。台股繼 2023 年全年漲幅達 28% 後，年初至今最高升近 3 成。

我們預期台股 2025 年全年走勢將大致維持過往 U 型走勢，即第一季與第四季看漲，第二季與第三季則容易出現估值修正。尤其特朗普入主白宮後將容易因其各項激進經貿政策而增加市場的波動風險。

新加坡市場

機遇與挑戰並存

2024 年，新加坡正積極把握全球人工智慧浪潮的機遇，推動了半導體及相關電子元件的需求，促進電子與機械製造業的顯著增長。金融服務業，特別是財富管理領域，因風險資產價格上漲而蓬勃發展。強勁的住房需求帶動了建築活動的穩步復甦，而會議、獎勵旅遊、大型會議和展覽(MICE)活動的增加也進一步推動了旅遊業的發展，使其成為經濟增長的重要動力。

展望 2025 年，全球宏觀經濟格局預計將出現重大變革，美國在特朗普政府的領導下，可能對國際貿易、外交事務、移民等多個重要領域進行政策改革。主要經濟體之間的緊張局勢可能加劇，然而，新加坡作為貿易、物流及財富中心，憑

藉其戰略地位，能有效應對這些變遷。自 2017 年貿易戰爆發以來，新加坡已經利用自身優勢和地理位置實現穩定增長。隨著新的一年到來，新加坡將面對新的挑戰與機遇。

經濟概況

GDP：2024 年新加坡前三季 GDP 增長顯著超越 2023 年期，主要由於電子產品和現代服務業的製造業增長強勁。經濟增長得到主要貿易夥伴穩定擴張的驅動，並且全球利率放緩，通脹回落。然而，由於特朗普再次當選美國總統，預計美中之間的緊張關係將升級，可能會通過關稅政策及將製造業轉移到東南亞影響新加坡的增長。短期增長受到電子產品、貿易周期和有利金融條件的支持，新加坡金融管理局(MAS)預計 2024 年 GDP 增長將達到 2.0%至 3.0%。2025 年 GDP 預計將達到 5,481.5 億新幣，人均收入達到 93,956 新幣。

CPI：MAS 預計核心通脹勢頭將在 2024 年第四季保持平穩，這將意味著未來幾個月同比增速會進一步放緩。核心通脹預計年底將達到約 2%，2024 年全年的平均核心通脹將介於 2.5%至 3.0%之間，較 2023 年的 4.2%有所回落。2025 年，所有項目通脹和 MAS 核心通脹都預計將保持在 2.0%。

勞動力市場：儘管整體招聘計劃有所放緩，但預計製造業和服務業的就業將增長，並且業務信心的改善將提供支持。勞動部預計勞動市場將保持緊張，並且將受到假期季節招聘和樂觀的 GDP 預測的幫助。隨著經濟條件改善和利率下降，預計 2025 年收入將進一步增長，並縮小名義收入和實際收入之間的差距。

固定資產投資：2024 年上半年，新加坡吸引了 54 億新幣的固定資產投資(FAI)承諾，這使得新加坡經濟發展局(EDB)仍然能夠實現其每年 80 億至 100 億新幣的目標。2023 年投資額為 127 億新幣，2022 年創下紀錄的 225 億新幣，主要由半導體增長驅動。EDB 現在希望將 FAI 穩定在每年 80 億至 100 億新幣之間，總業務開(TBE)在 50 億至 70 億新幣之間，並創造 16,000 至 18,000 個就業機會。預計到 2025 年，投資水平將在全球選舉和可能的利率下調後，隨著經濟條件變得更加明朗而變得更加穩定。

國際貿易：2024 年 9 月，新加坡總貿易同比增長 0.5%，其中出口增長 0.1%，進口增長 0.9%。非石油國內出口增長了 2.7%，延續了 8 月的強勁表現，達到了 149 億新幣，儘管低於 7 月的高點 154 億新幣。電子產品和非電子產品的出口均有所增長，特別是向歐盟 27 國、印尼和韓國的非石油國內出口增長顯著。非石油再出口增長了 3.4%，其中電子產品再出口增長為主要驅動力，儘管非電子產品再出口有所下降。然而，由於中國經濟復甦緩慢，加上可能的美國加徵關稅，預計新加坡的貿易增長將保持在單位數範圍內，並持續到 2025 年。

個人可支配收入和儲蓄：由於企業裁員和凍結招聘，2024 年個人收入增長可能保持低迷。然而，預期美國降息將改善招聘水平並促進 2025 年的可支配收入增長。

房屋和租金價格：截至目前，私人住宅價格同比增長了 1.6%，與 2023 年前三季的 3.9%增幅相比有所放緩。同時，私人住宅租金在 2024 年第三季反彈增長了 0.8%，扭轉了第二季-0.8%的下降趨勢。非獨立住宅租金增長了 0.5%，而獨立住宅租金則飆升了 3.2%，反映了租賃市場需求的回升。由於新推出的房產單位無法跟上需求增長，供應差距仍然存在。

亞洲財富中心

新加坡目前擁有約 336 位億萬富翁(即淨資產至少為 1 億美元的人)，全球排名第六。預計未來十年新加坡億萬富翁的增長將位居全球第九，增長幅度預計在 100%至 150%之間。新加坡在高淨值個人的淨流入方面排名第三，僅次於阿聯酋和美國，預計 2024 年將有 3,500 位高淨值個人移居新加坡。

看好行業

銀行：強勁的盈利能力、低估值和有吸引力的股息收益。

房地產投資信託：在降息周期中，隨著利率下調和高股息收益率的推動，市場估值上調。

棕櫚油：印尼和馬來西亞的棕櫚油產量持續低迷。

印尼市場

2025 年經濟增長的催化劑

2025 年，我們的目標是實現更高的經濟增長，預計 GDP 按年增長率為 5.5%，超過過去十年的平均增長率 5.1%。增長動力來自消費和投資的增加、公務員工資的上調、努山塔拉首都(IKN)的基礎設施建設以及下游出口推動，但前提是全球商品價格保持強勁。

銀行業應在 2025 年發揮關鍵作用，通過擴大對微型、小型和中型企業(MSME)部門的信貸分配。我們對此保持樂觀，因為印尼的財政政策在 COVID-19 疫情後有效地使經濟復甦。儘管面臨挑戰，我們預計消費者信心和國內需求將顯著改善。

印尼面臨的挑戰

對於提高國內經濟的韌性和實現 5.5%的增長目標，印尼要做到加強非銀行部門於資本市場的集資能力為至關重要。目前，資本市場投資者主要集中在雅加達所在的爪哇島。為了解決這一問題，政府需要提高資本市場的知識普及率，並將投資者基礎擴展到其他島嶼，如加里曼丹、蘇拉威西和蘇門答臘。

印尼面臨的一個重大挑戰是爪哇島與其他島嶼(如蘇門答臘、加里曼丹和蘇拉威西)之間的發展差距。特別是在爪哇島以外的農村地區，基礎設施和公共服務的差距顯而易見。

此外，服務業對外國參與的限制也很大，而我們認為應該放寬。例如，法律服務可以受益於外國專家的專業知識，而這些專業知識不一定需要在國內獲得。

投資策略部		
溫傑	譚美琪, CFA	莫偉民, CFA
證監會持牌人 (中央編號 AJF244)	證監會持牌人 (中央編號 BFI754)	證監會持牌人 (中央編號 BHJ465)
Kenny.wen@kgi.com	cynthia.tam@kgi.com	raymond.mok@kgi.com
龔俊樺, CFA	葉晉宜	
證監會持牌人 (中央編號 BRY438)	證監會持牌人 (中央編號 BSQ196)	
tommy.kung@kgi.com	derek.yip@kgi.com	

重要聲明

於本文件內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i) 信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii) 流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii) 利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。如對相關的風險有疑問，你應尋求獨立意見。

你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。

凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料（包括任何數據）未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害（不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失）承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。