

市場導航

2024年12月

大新銀行經濟研究及投資策略部

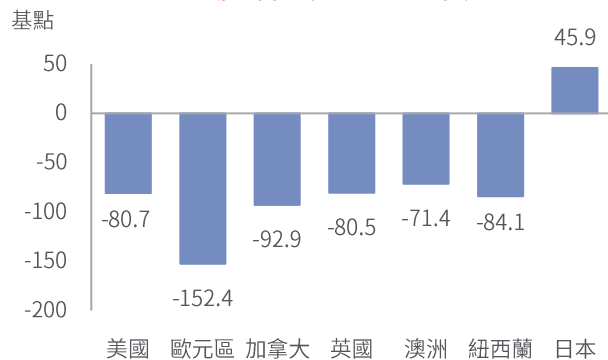
利率及政局走向左右資產走勢

環球股市11月反彈。美國前總統特朗普當選美國下任總統，投資者認為其政策主張有望提振美國企業盈利前景，支持美股11月上升5.7%再創新高，帶動環球股市亦回升3.7%。歐元下挫，歐元區股市以美元計下跌2.6%，以歐元計則接近持平。新興市場下跌3.6%，跑輸成熟市場。美國要求亞洲晶片企業限制向中國出口晶片，拖累南韓及台灣大型半導體及電子設備股表現，其中南韓股市下跌5.7%，落後整體股市；台灣股市亦跌4.5%。市場憂慮特朗普推出更多針對中國的限制措施，中概股受壓，拖累港股下跌4.2%，中國內地A股則上升0.7%。

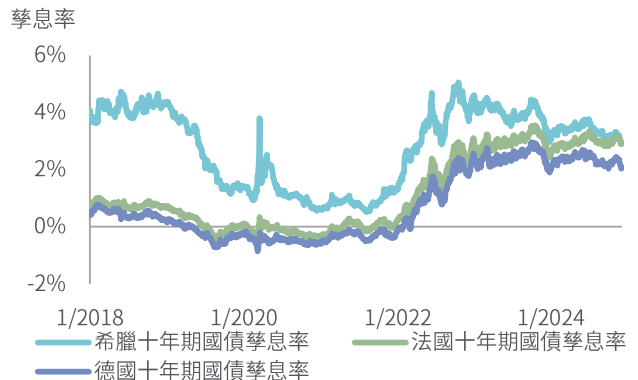
環球債券市場11月靠穩。主權債券債息走低，支持整體債市造好，但非美貨幣普遍向下，環球債券按美元計僅升0.3%，主權債券僅上升0.2%，投資級別和高收益企業債券分別升0.6%和0.4%。新興市場美元債券受惠美匯強勢及孳息率下降，11月上升1.1%，跑贏整體債券。中東局勢有所緩和，油價下跌1.8%。美匯上升加上地緣政治緊張局勢降溫，金價10月突破新高後有回吐，全月下跌3.7%，終止連升四個月。（所有表現截至11月30日，總回報按美元計算；香港及內地A股表現按本地貨幣計算。）

- 特朗普政策主張有望提振美國企業盈利前景，環球股市11月回升3.7%
- 法國及南韓政局不穩，或限制區內股市表現
- 美股或續受惠減息及人工智能相關科技發展及企業盈利前景正面

圖一：2025年市場預計主要央行利率變動



圖二：法國國債孳息率升至與希臘相若水平



資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年12月4日。市場預期央行利率變動為彭博匯編之利率期貨或隔夜指數掉期數據。

貨幣政策走向及政局穩定性或左右資產市場走勢

在11月，主要央行繼續減息行動，**聯儲局**、英倫銀行分別減息25基點，紐西蘭央行的減幅更達50基點；對通脹前景看法較謹慎的澳洲央行，仍然按兵不動，是主要央行中絕無僅有尚未調整貨幣政策的一家。在通脹大致穩步回落的大環境中，市場預期主要央行來年會繼續下調利率，其中美國或減息三至四次，歐洲央行可能多達六次；相反，日本通脹或有上升壓力，明年可能會加息多達50基點（圖一）。我們相信，各國央行的政策取向續左右資產市場的走向，而各國貨幣政策上的差異則繼續主導匯市的走向。

特朗普當選美國總統，其政策方針及言論或續牽動環球股匯市場顯著波動。共和黨同時重奪白宮及參眾兩院的控制權，有利特朗普政府上任後政策推行，或有助美國經濟回暖，並有望提振美國企業盈利前景，

續後頁

我們維持看好美股。雖然美股估值偏高，但龍頭科技企業近期業績表現強勁或保持正面，短線有望繼續帶動投資氣氛，中長線亦可望繼續受惠減息及人工智能相關科技發展。

此外，特朗普的關稅政策及擴張性的經濟政策，使美國通脹降溫的步伐有障礙，同時可能會增加美國政府的財政負擔，或增添聯儲局減息路徑的變數，美國國庫券孳息率可能仍會持續高企一段時間，可能**續限制主權及投資級別企業債券的表現。**

歐洲經濟前景不明朗或增歐洲央行減息需要

特朗普的美國優先及對外關稅政策、俄烏衝突以及法國政局動盪等因素，或增加歐洲經濟的下行壓力，亦為歐洲股市及債市增添不確定性。其中法國在野政黨反對總理巴尼耶內閣提出的預算案，最終在12月通過對內閣的不信任投票。法國十年期國債孳息率曾升至與信貸評級較低的同期希臘國債相同水平（圖二），或顯示市場對法國政局動盪的憂慮，同時可能增加歐洲央行需要進一步放寬貨幣政策以穩定經濟及金融市場的急切性。屆時雖然可能為歐洲股債市場帶來支持，但亦可能增加歐元的下行壓力，影響相關資產按美元計價的表現，**我們暫時維持歐洲股市的中性觀點。**

南韓股市短線料跑輸整體亞洲股市

另一邊廂，南韓短暫戒嚴的後續發展，短線或繼續引起南韓金融市場波動，加上北韓近期多番軍事行動，以及當地龍頭科技企業在人工智慧半導體代工業務失利，短線或不利南韓股市表現。**我們預期，南韓股市短線料續跑輸整體亞洲股市。**

相反，亞洲其他地區政局較為穩定。印度及部分東盟國家經濟增長領先其他主要經濟體，而且有分析指出，若特朗普增加中國進口關稅，或加快出口製造業外移至周邊國家，或續支持印度及東盟股市，**我們維持看好其他亞洲市場。**

中美關係或左右中國內地及香港股市表現

特朗普新政府對華政策的取態，在關稅及科技限制上的政策尤為重要，若特朗普進一步收緊對華政策，或影響中國內地及香港股市。而為應對外貿前景的不明朗，內地刺激經濟的重點或放在內需消費上，政治局表明，明年要實施適度寬鬆的貨幣政策，是2011年以來首次顯著改變立場，同時會實施更加積極的財政政策。**我們維持中國內地及香港股市觀點至中性。**

資產類別投資觀點及展望

股票

成熟市場

美國

我們維持看好美國股市。特朗普當選總統，其政策方針或會較利好經濟增長，包括減息及放寬監管等，有利美國大型上市企業盈利增長。雖然美股估值偏高，但龍頭科技企業近期業績表現強勁或保持正面，短線有望繼續帶動投資氣氛，中長線亦可望繼續受惠減息及人工智能相關科技發展。

歐元區

我們維持歐元區股市的中性觀點。歐洲經濟復甦有停滯跡象，特朗普當選亦為美歐在關稅及軍費爭端上增添不明朗因素，加上法國的政治動盪，或限制歐洲股市表現。而歐洲央行亦有望繼續減息，中線或為歐元區股市帶來支持。

日本

我們維持日本股市的中性觀點。日本央行及新政府對進一步加息的取態保持謹慎，貨幣政策仍相對寬鬆，加上新任政府支持半導體及人工智能相關行業發展，繼續有利當地科技企業發展及經營前景，或為日股帶來一定支持。中線而言，美國有望繼續降息，日本央行仍有可能逐步收緊貨幣政策，美日息差或再度收窄，若日圓再度大幅走強，或將是日本股市的一大風險。

亞洲市場

香港¹

中國內地

其他亞洲市場

我們維持中國內地及香港股市的中性觀點。內地部分經濟數據及房地產市場初見回穩跡象，但整體需求仍乏力，財政增量政策亦缺少了刺激實體經濟的措施，加上市場憂慮美國總統當選人特朗普可能會提高對中國的關稅，均減弱了股市進一步上升的動力。從估值來看，中國內地及香港股市估值相比環球股市有較大折讓。未來內地經濟動力、房地產市場表現、貨幣政策放寬、聯儲局減息步伐，以及特朗普的對華政策，均可能左右中國內地及香港股市走勢。

我們維持略為看好其他亞洲市場。台灣股市中長線或繼續受惠於人工智能推動高端半導體等科技產業需求。印度及部分東盟國家經濟增長領先其他主要經濟體，或繼續支持印度及東盟股市。南韓的政治風波、大型科技股人工智能及半導體代工經營前景疲弱，加上北韓近期多番軍事行動，短線或拖累南韓股市表現落後於其他亞洲市場。

¹ 包括香港上市的香港和中國股票（H股、紅籌及民企）

其他新興市場

我們維持其他新興市場股市的中性觀點。美國債息可能高企一段時間，美元走勢或偏強，短線或不利新興市場貨幣及股市表現。但聯儲局仍有望繼續降息，美元中線仍有回落空間。成熟市場經濟增長放緩，或吸引資金流入新興市場，加上商品價格回穩，支持其貨幣及股市表現。

債券

主權

投資級別企業

高收益企業

我們維持主權債券觀點至中性。聯儲局或不急於快速減息，可能限制美國國庫券孳息率下跌空間，同時法國預算案爭議引發政治動盪，導致法國五年期信貸違約掉期孳息率升至逾四年半高位，短期或限制主權債券表現。然而，主權債券收益率相對十年平均保持較大溢價，估值仍然吸引。投資級別及高收益企業債券信貸息差均偏緊，估值不算吸引，我們對兩者的看法中性。

新興市場

亞洲

我們維持新興市場及亞洲債券中性觀點。美元走強、新興市場經濟穩健，對新興市場美元債券有一定支持。亞洲債券方面，中國零售及房地產數據有改善跡象，或助改善企業盈利，支持中國美元債表現。亞洲美元債券信貸息差遠低於十年平均，反映估值並不便宜，加上存續期較短，在減息周期的吸引力或稍遜於存續期較長的債券。

其他資產

商品

黃金

原油

我們維持黃金略為看好的觀點。金價在10月底一度逼近每盎司2,800美元的紀錄新高後有回吐。美元及美債息近期回升，加上中東緊張局勢有所緩和，拖累金價回吐，短線或限制金價表現，我們不排除調整對黃金的觀點。

地緣政治局勢有降溫跡象，加上石油輸出國組織原油產量連續兩個月增長，同時特朗普上任後可能會增加頁岩油產量，中線可能不利油價表現。然而，中國內地近月部分經濟數據有改善跡象，或逐步增加對原油需求，抵銷部分負面影響。我們維持原油觀點至中性。

資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年12月4日。

各類資產/貨幣表現

股票

資產類別	基準指數	表現						估值			盈利能力	
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	股息率	預期市盈率	相對十年平均	股本回報	市場預期盈利增長
環球市場	MSCI環球淨回報美元指數	+20.3%	+3.7%	+3.8%	+10.5%	+26.1%	+24.9%	1.8%	18.6x	+14%	13.6%	+7.5%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	+21.8%	+4.6%	+4.4%	+11.3%	+27.8%	+28.7%	1.7%	19.8x	+16%	14.1%	+7.5%
亞洲 (日本除外)	MSCI亞洲 (日本除外) 淨回報美元指數	+11.8%	-3.3%	+0.1%	+6.2%	+15.7%	-3.5%	2.4%	12.5x	-2%	10.8%	+6.1%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	+7.7%	-3.6%	-1.7%	+4.1%	+11.9%	-3.7%	2.6%	11.8x	-2%	11.6%	+7.8%
成熟市場												
美國	標普500淨總回報指數	+27.6%	+5.8%	+7.0%	+14.8%	+33.3%	+36.5%	1.2%	22.5x	+22%	17.6%	+12.4%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	+3.3%	-2.7%	-6.8%	-5.4%	+7.9%	+10.6%	3.4%	13.1x	-7%	10.8%	+5.4%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	+10.6%	+1.4%	-3.9%	+1.6%	+15.6%	+28.8%	3.9%	11.7x	-10%	9.6%	+4.8%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	+8.7%	+0.7%	-3.8%	+1.5%	+13.4%	+11.1%	2.3%	15.0x	+1%	9.8%	+1.3%
亞洲 (日本除外)												
香港	恒生淨總回報指數	+18.8%	-4.2%	+8.9%	+10.6%	+19.0%	-7.6%	4.1%	8.8x	-16%	10.7%	+3.8%
香港 (中國)	恒生中國企業淨總回報指數	+24.9%	-4.3%	+10.5%	+12.3%	+23.1%	-8.0%	3.7%	8.1x	+0%	11.4%	+2.9%
中國A股	滬深300淨總回報指數	+17.2%	+0.7%	+18.3%	+12.0%	+15.1%	-13.1%	2.7%	12.9x	+3.9%	10.1%	+20.5%
中國 (MSCI)	MSCI中國淨回報美元指數	+16.3%	-4.4%	+11.4%	+8.9%	+13.5%	-21.9%	2.5%	9.7x	-14%	11.3%	+7.6%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	-17.4%	-5.7%	-15.4%	-10.5%	-11.9%	-23.6%	2.3%	7.9x	-22%	7.3%	-5.8%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	+28.8%	-4.5%	+0.6%	+11.4%	+35.9%	+24.4%	2.3%	16.1x	+12%	14.3%	+26.8%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	+14.6%	-0.4%	-6.7%	+4.8%	+23.9%	+32.2%	1.1%	22.4x	+16%	15.7%	+12.7%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	+13.1%	-0.2%	+1.2%	+14.5%	+19.0%	+11.1%	4.0%	13.4x	-8%	10.7%	+3.9%
新興市場												
歐洲、中東及非洲	MSCI新興歐洲、中東及非洲淨回報美元指數	+4.7%	-1.7%	-2.6%	+5.9%	+9.7%	-16.9%	3.9%	10.1x	+5%	12.3%	+14.5%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	-21.6%	-5.5%	-10.3%	-12.6%	-15.1%	+20.1%	5.4%	8.3x	-28%	15.1%	+14.0%

債券

資產類別	基準指數	表現						估值			利率風險	
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	收益率	十年平均	信貸息差 (基點)	十年平均	存續期
環球債券	彭博環球多元債券指數	+0.8%	+0.3%	-1.2%	+4.0%	+5.0%	-10.3%	3.72%	2.30%	45.6	64.0	6.5
主權債券	彭博環球政府債券指數	-0.9%	+0.2%	-1.8%	+3.6%	+3.3%	-14.2%	2.96%	1.52%	14.7	17.6	7.1
投資級別	彭博環球企業債券指數	+3.1%	+0.6%	-0.3%	+4.4%	+7.5%	-5.6%	4.54%	3.10%	89.0	126.0	6.2
高收益	彭博環球高收益企業債券指數	+7.9%	+0.4%	+1.1%	+5.8%	+11.9%	+8.8%	6.93%	6.35%	290.9	431.5	3.3
新興市場 (美元)	彭博新興市場美元債券指數	+7.9%	+1.1%	+1.5%	+6.2%	+12.4%	+0.7%	6.48%	5.57%	221.8	321.4	6.3
亞洲 (美元)	彭博新興市場亞洲美元債券指數	+5.7%	+0.5%	+0.7%	+4.8%	+9.2%	-0.5%	5.45%	4.48%	119.2	219.7	5.4

其他資產/貨幣

資產類別	基準指數	表現					
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年
商品	彭博商品指數	-0.5%	+0.0%	+2.1%	-4.7%	-3.6%	+2.4%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	-5.1%	-1.8%	-7.5%	-11.7%	-10.5%	+2.8%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	-5.3%	-0.3%	-7.4%	-10.6%	-11.9%	+3.4%
現貨黃金	現貨黃金	+28.1%	-3.7%	+5.6%	+13.6%	+29.8%	+49.0%
美元	美匯指數	+4.3%	+1.7%	+4.0%	+1.0%	+2.2%	+10.1%
歐元	歐元兌美元	-4.2%	-2.8%	-4.3%	-2.5%	-2.9%	-6.7%
英鎊	英鎊兌美元	+0.0%	-1.3%	-3.0%	-0.1%	+0.9%	-4.2%
澳元	澳元兌美元	-4.4%	-1.1%	-3.7%	-2.1%	-1.4%	-8.6%
紐西蘭元	紐元兌美元	-6.4%	-1.0%	-5.3%	-3.7%	-3.9%	-13.3%
加拿大元	加元兌美元	-5.4%	-0.5%	-3.7%	-2.7%	-3.2%	-8.8%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	-4.5%	-1.9%	-3.6%	+2.4%	-0.7%	+4.3%
日圓	日圓兌美元	-5.8%	+1.5%	-2.4%	+5.0%	-1.1%	-24.5%
人民幣	境內人民幣兌美元	-2.0%	-1.8%	-2.1%	-0.1%	-1.5%	-12.2%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	+0.5%	-0.9%	-0.8%	+1.4%	+1.8%	+1.5%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年11月30日。「表現」為總回報包括股息/利息再投資，按美元計算（除恒生指數、恒生中國企業指數及滬深300指數表現按當地貨幣計算）。其他資產/貨幣表現為相關時期的價格變動。

央行貨幣政策會議

	美國聯儲局	歐洲央行	英倫銀行	澳洲儲備銀行	紐西蘭儲備銀行	加拿大銀行	瑞士國家銀行	日本銀行
最新政策利率	4.75%	3.25%	4.75%	4.35%	4.25%	3.75%	1.00%	0.25%
2024年貨幣政策會議								
2024年12月	12月18日	12月12日	12月19日	12月10日		12月11日	12月12日	12月19日
2025年貨幣政策會議								
2025年1月	1月29日	1月30日				1月29日		1月24日
2025年2月			2月6日	2月18日	2月19日			
2025年3月	3月19日	3月6日	3月20日			3月12日	3月20日	3月19日
2025年4月		4月17日		4月1日	4月9日	4月16日		
2025年5月	5月7日		5月8日	5月20日	5月28日			5月1日
2025年6月	6月18日	6月5日	6月19日			6月4日	6月19日	6月17日
2025年7月	7月30日	7月24日		7月8日	7月9日	7月30日		7月31日
2025年8月			8月7日	8月12日	8月20日			
2025年9月	9月17日	9月11日	9月18日	9月30日		9月17日	9月25日	9月19日
2025年10月	10月29日	10月30日			10月8日	10月29日		10月30日
2025年11月			11月6日	11月4日	11月26日			
2025年12月	12月10日	12月18日	12月18日	12月9日		12月10日	12月11日	12月19日

資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年12月4日。

資產類別投資觀點闡釋

本文件頁三「資產類別投資觀點及展望」列出之資產類別，與頁四各類資產的基準指數相對應。「觀點」代表我們對相關資產類別的基準指數（例如美股基準為標普500淨回報指數）相對其所歸屬、涵蓋面較廣的市場基準指數（例如美股所屬的成熟市場，以MSCI世界淨回報指數為基準）未來三至六個月的潛在走勢的看法，主要參考影響不同資產類別的基本因素（包括相關宏觀條件、政策取向、企業盈利前景等）以及估值（包括歷史和預測市盈率或市賬率、孳息率或信貸息差等指標）。

- 「看好」、「▲」代表相關資產類別未來三至六個月跑贏其所歸屬的市場基準指數的機會大於跑輸。
- 「中性」、「▶」代表相關資產類別未來三至六個月跑贏其所歸屬的市場基準指數的機會大致相若。
- 「看淡」、「▲」代表相關資產類別未來三至六個月跑輸其所歸屬的市場基準指數的機會大於跑贏。

大新銀行經濟研究及投資策略部

黃世康
高級市場策略師

莫靄欣
市場策略師

除非情況另有所指，否則本文件只提供一般參考性資訊，本文件並沒有考慮投資者的個別需要及狀況。此外，雖然本文件內容所載資料取自獲相信為可靠的資料，但大新銀行有限公司（「本行」）並未就有關資料進行獨立核對。本行不能擔保本文件之任何資料、推測或意見或任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或精確性，亦在沒有欺詐、疏忽及故意失責的情況下不會承擔任何法律責任。本行有權修改本文件的內容資料而毋須另作通知。任何人因使用或依賴本文件所提供的資料而引致的任何損失，本行概不負責。除非情況另有所指，本文件並不構成對任何人就申請或購買任何投資產品或其他投資，及與產品或投資有關之任何期權、期貨或衍生工具或任何交易作出招攬、邀請或建議，亦不構成對未來單位價格變動的任何預測。本文件所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的及經驗、財務狀況、風險承受能力及其他需要作出投資決定。如有需要，投資者請尋求獨立專業意見。

投資涉及風險。有關未來之陳述有可能不會實現，及投資者請了解有關產品或其他投資如果有任何收益，均有機會變動。投資之價值及任何收入均可升可跌，甚至可能會變成毫無價值。過往表現並不代表將來之表現。投資可能出現虧損。外幣匯率可能有損本文件中所提及的產品（如有）、或其他投資之價值、價格或收入。投資者在投資前應考慮稅項對該投資之影響，及應根據個別情況向獨立稅項專家尋求稅務意見。本文件並不是指出本文件內提及之產品（如有）、或投資項目可能涉及的所有風險。投資者作出任何投資決定前，敬請細閱及明白該等投資的所有銷售文件，包括但不限於其所列載的風險披露聲明及風險警告。

除非作者表明有關觀點來自本行，否則有關意見僅代表該作者之個人觀點。

本行及其聯繫公司可隨時就本文件中提及的產品（如有）或投資進行買賣、從交易獲利、收取經紀佣金及費用、持有或充當市場莊家或顧問、經紀或銀行家。

本文件由本行於香港刊發，只供收件人閱覽。本文件及其全部或部份內容不得翻印或作進一步刊發。

本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會或任何其他香港的監管機構審核。