

市場導航

2025年1月

大新銀行經濟研究及投資策略部

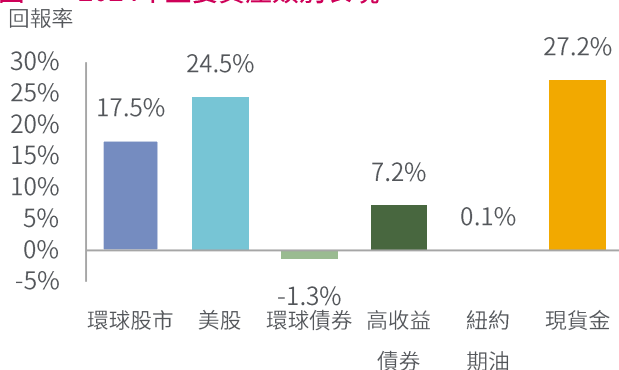
利率前景不明朗 牽引股匯債市波動

環球股市12月轉跌。聯儲局下調2025年減息幅度預測，拖累環球股市及美股均回吐2.4%。亞洲股市個別發展，中央經濟工作會議重申要穩住樓市股市，支持港股升3.3%，中國內地A股升不足1%。人工智能熱潮支持台灣大型半導體股觸及歷史新高，台股上升逾4%，跑贏環球股市。相反，南韓總統尹錫悅戒嚴風波引發當地政治動盪，拖累南韓股市下跌逾7%，跑輸環球股市。天然資源股下跌，拉丁美洲股市跌約6%。**總結2024年，主要央行開展減息，帶動環球股市升17.5%，美股升約24%領先成熟市場（圖一）。**中國內地自9月下旬持續推出大規模刺激經濟措施，推動港股上升近23%，創2017年以來最大年度升幅。中國內地A股亦升18%，終止連續三年跌勢。大型半導體股支撐台灣股市上升逾34%，跑贏整體股市。新興市場貨幣年內大幅貶值，拖累拉丁美洲股市下跌逾26%，跑輸環球股市。

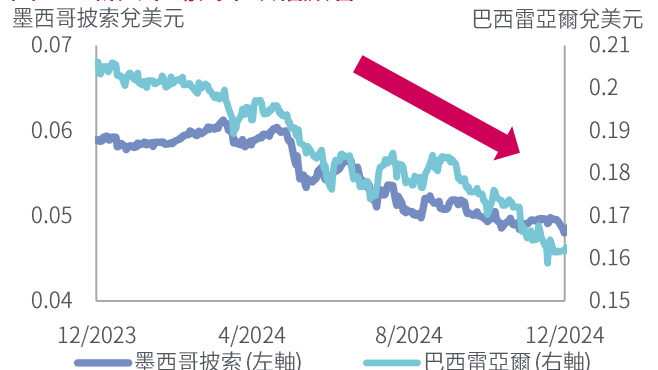
主要央行減息前景不明朗因素增，拖累環球債券12月下跌約2%。歐美國債孳息率持續上升，拖累主權債券下跌2.3%，跑輸整體債券；較短存續期的高收益債券僅跌0.6%，跑贏整體債券。**2024年全年計，環球債券下跌逾1%，當中主權債券跌3%，跑輸整體債券，高收益債券升幅逾7%。**市場憧憬內地加大力度刺激消費，帶動油價12月升逾5%，全年則變動不大；金價12月反覆下跌約1%，全年則升27%，為2010年以來最大年度升幅。（所有表現截至12月31日，總回報按美元計算；香港及內地A股表現按本地貨幣計算。）

- 2024年環球股市上升逾17%，台灣股市升逾34%跑贏整體股市
- 美股中長線可望繼續受惠減息及人工智能相關科技發展
- 美元走強不利新興市場貨幣及股市，下調新興市場觀點至看淡

圖一：2024年主要資產類別表現



圖二：新興市場貨幣跌幅顯著



資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年1月9日。

貨幣政策差異或引起外匯及資產市場波動

主要央行減息步伐存在不確定性，央行政策之間的差異性，加上特朗普就任美國新任總統後的政策主張可能重塑環球外貿格局，將是2025年市場關注焦點，並續左右環球資產及外匯市場表現。

聯儲局在2024年最後一次議息會議下調2025年減息幅度預測，今年或僅減息50基點，較9月時預計的約100基點大幅收緊，或反映美國通脹有回升跡象，加上特朗普主張的關稅及擴張性經濟政策，為美國通脹前景帶來不確定後頁

定性，聯儲局對未來減息步伐或更趨審慎。美國11月通脹按年上升2.7%，連續兩個月回升；同期非農職位增長按月顯著回升並高於預期，顯示勞工市場未有明顯降溫，亦為聯儲局放慢減息提供條件。美國十年期國庫券孳息率近期再度升穿4.6%，重上八個月高位。我們預計，美債息在中短線仍會持續高企一段時間，可能限制主權及投資級別企業債券表現。

我們暫維持看好美股。雖然美股估值偏高，並於12月略為回調，但龍頭科技企業近期業績表現強勁或保持正面，中長線亦可望繼續受惠人工智能相關科技發展，以及特朗普的擴張性經濟政策。另外，**特朗普1月就任美國總統，屆時或落實競選時的各項關稅及經濟政策，可能衝擊環球外貿活動，為中國、歐洲等主要地區的經濟帶來潛在壓力。**

歐元區經濟前景較弱或限制歐洲資產表現

另一邊廂，歐元區經濟動力仍然較弱，特朗普的關稅政策亦為歐元區經濟帶來潛在壓力，加上德國及法國預算案引發的政局動盪，**歐洲央行減息立場或較聯儲局更為明確。**最近歐元區通脹回升及以俄羅斯暫停經烏克蘭向歐洲輸送天然氣，可能短暫推高天然氣價格，或為歐洲央行的政策前景增加不確定性。歐洲央行較為明確的減息前景，以及歐洲較弱的經濟動力，亦導致歐元兌美元跌至接近1算水平，作為美匯指數中佔比最大的貨幣，其積弱亦間接支持了美元的強勢，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。**

下調新興市場股市觀點

除了歐元外，美元走強亦不利新興市場貨幣表現。部分新興市場貨幣如巴西雷亞爾及墨西哥披索於2024年分別下跌21%及18%（圖二），拖累新興市場資產表現，預期美元在中短線維持強勢下，可能繼續不利新興市場股市表現，**我們下調其他新興市場（亞洲以外）股市觀點至看淡。**

中美關係或左右中國內地及香港股市表現

美元強勢及美債息高企，加上人行仍有望進一步放鬆貨幣政策，短線或增加人民幣及股市的下行壓力。此外，中央經濟工作會議提倡將大力提振消費為首要任務，相關政策或有待兩會後落實，在兩會前的政策空窗期，亦適逢特朗普就任美國總統，**美國新一屆政府的對華政策短線或左右中國內地及香港股市表現。**中線而言，若內地提振消費及內需政策落實，經濟有明顯改善跡象，或有助支持港股及中國內地A股表現。**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 ▼

特朗普當選總統，加上共和黨掌參眾兩院的控制權，或有利特朗普推行政策。其政策方針包括減息及放寬監管等，或會較利好經濟和企業盈利增長。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 ▶

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以及俄烏局勢發展的不明朗性，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 ▶

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 ▶

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，人民銀行未有如期在去年底前再降準，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，均減弱了股市反彈的動力。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、貨幣及財政政策政策前景、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。

中國內地 ▶

其他亞洲市場 ▼

其他亞洲市場方面，台灣股市中長線或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 ▲ (↓)

我們下調其他新興市場股市的觀點至看淡。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。部分新興市場貨幣跌幅顯著，其中巴西雷亞爾兌美元在去年第四季累跌逾一成三，拖累相關資產以美元計價的表現。

債券

主權 ▶

投資級別企業 ▶

高收益企業 ▶

聯儲局下調2025年減息幅度預期，可能限制美國國庫券孳息率下跌空間。另一方面，德國、法國、英國的財政前景令市場感到不安，同時通脹略為回升以及美國減慢減息步伐也導致歐洲債券出現重新訂價。主權債券及投資級別債券收益率相對十年平均保持較大溢價，估值仍然吸引。

高收益企業債券受惠較短存續期，近月表現稍勝其他債券，但信貸息差遠低於十年平均水平，反映估值仍然偏高。

新興市場 ▶

亞洲 ▶

美元走強，加上中國內地進一步推出更多具體措施改善內需，對新興市場美元債券（尤其是亞洲債市）有一定支持，抵銷墨西哥及巴西等債市的不利表現。南韓政局動盪，當地政府下調2025年經濟增長預測至1.8%，或抵銷部分正面因素。

其他資產

商品

黃金 ▼

原油 ▶

金價連續兩年上升，並創十三年來最大年度升幅，主要受到聯儲局啟動減息，實質利率有所回落所推動。隨著聯儲局可能放慢減息步伐，美元回升及實質利率調頭向上，拖累金價回吐，短線或限制金價表現，我們不排除考慮調整對黃金的觀點。

油價2024年先升後回，全年大致持平。環球經濟有所降溫，或限制2025年原油需求，加上市場關注特朗普上任下屆美國總統後可能會增加頁岩油產量，中線可能不利油價表現。然而，中國內地表明將大力提振消費為首要任務，或對原油需求有一定支持，抵銷部分負面影響；加上石油輸出國組織延後增產計劃，短線或助穩定油價。

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年1月6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 | +17.5% | -2.4% | -1.0% | +5.6% | +17.5% | +17.2% | 1.8% | 18.2x | +12% | 13.6% | +7.5% |
| 成熟市場 | MSCI世界淨回報美元指數 | +18.7% | -2.6% | -0.2% | +6.2% | +18.7% | +20.2% | 1.7% | 19.4x | +14% | 14.1% | +7.5% |
| 亞洲 (日本除外) | MSCI亞洲 (日本除外) 淨回報美元指數 | +12.0% | +0.1% | -7.6% | +2.0% | +12.0% | -4.7% | 2.4% | 12.6x | -2% | 10.8% | +6.1% |
| 新興市場 | MSCI新興市場淨回報美元指數 | +7.5% | -0.1% | -8.0% | +0.0% | +7.5% | -5.7% | 2.7% | 11.8x | -2% | 11.6% | +7.8% |
| 成熟市場 | | | | | | | | | | | | |
| 美國 | 標普500淨總回報指數 | +24.5% | -2.4% | +2.3% | +8.2% | +24.5% | +27.5% | 1.3% | 21.9x | +19% | 17.6% | +12.4% |
| 歐元區 | MSCI歐元區淨回報美元指數 | +2.6% | -0.6% | -9.0% | -2.3% | +2.6% | +3.7% | 3.4% | 13.1x | -6% | 10.8% | +5.4% |
| 英國 | MSCI英國淨回報美元指數 | +7.5% | -2.8% | -6.8% | +0.6% | +7.5% | +16.8% | 3.9% | 11.5x | -11% | 9.6% | +4.8% |
| 日本 | MSCI日本淨回報美元指數 | +8.3% | -0.3% | -3.6% | +1.9% | +8.3% | +8.6% | 2.2% | 15.6x | +5% | 9.8% | +1.3% |
| 亞洲 (日本除外) | | | | | | | | | | | | |
| 香港 | 恒生淨總回報指數 | +22.7% | +3.3% | -4.9% | +15.6% | +22.7% | -4.3% | 4.2% | 9.0x | -14% | 10.7% | +3.8% |
| 香港 (中國) | 恒生中國企業淨總回報指數 | +31.0% | +5.0% | -2.9% | +17.8% | +31.0% | -1.9% | 4.1% | 8.3x | +3% | 11.4% | +2.9% |
| 中國A股 | 滬深300淨總回報指數 | +17.9% | +0.6% | -1.7% | +15.6% | +17.9% | -14.5% | 2.8% | 12.4x | -0.1% | 10.1% | +20.5% |
| 中國 (MSCI) | MSCI中國淨回報美元指數 | +19.4% | +2.7% | -7.7% | +14.0% | +19.4% | -17.2% | 2.9% | 9.8x | -14% | 11.3% | +7.6% |
| 南韓 | MSCI南韓淨回報美元指數 | -23.4% | -7.3% | -19.2% | -23.7% | -23.4% | -33.4% | 2.0% | 7.9x | -22% | 7.3% | -5.8% |
| 台灣 | MSCI台灣淨回報美元指數 | +34.4% | +4.3% | +3.3% | +3.8% | +34.4% | +23.1% | 2.3% | 16.5x | +14% | 14.3% | +26.8% |
| 印度 | MSCI印度淨回報美元指數 | +11.2% | -2.9% | -11.3% | -4.9% | +11.2% | +23.7% | 1.1% | 22.3x | +15% | 15.7% | +12.7% |
| 東盟 | MSCI東盟淨回報美元指數 | +12.0% | -1.0% | -5.9% | +12.8% | +12.0% | +7.7% | 4.0% | 13.3x | -9% | 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 | +5.6% | +0.8% | -4.0% | +2.8% | +5.6% | -18.1% | 3.8% | 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 | -26.4% | -6.1% | -15.8% | -12.7% | -26.4% | +6.4% | 5.9% | 7.9x | -32% | 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 | -1.3% | -2.1% | -5.0% | +1.7% | -1.3% | -12.1% | 3.90% | 2.32% | 45.2 | 63.8 | 6.5 |
| 主權債券 | 彭博環球政府債券指數 | -3.1% | -2.3% | -5.8% | +1.3% | -3.1% | -15.9% | 3.08% | 1.54% | 14.3 | 17.6 | 7.0 |
| 投資級別 | 彭博環球企業債券指數 | +1.1% | -2.0% | -4.0% | +2.0% | +1.1% | -7.7% | 4.80% | 3.12% | 88.1 | 125.7 | 6.1 |
| 高收益 | 彭博環球高收益企業債券指數 | +7.2% | -0.6% | -1.1% | +4.7% | +7.2% | +6.3% | 7.10% | 6.35% | 290.5 | 429.6 | 3.4 |
| 新興市場 (美元) | 彭博新興市場美元債券指數 | +6.6% | -1.2% | -1.5% | +4.3% | +6.6% | -1.5% | 6.71% | 5.58% | 216.2 | 319.8 | 6.2 |
| 亞洲 (美元) | 彭博新興市場亞洲美元債券指數 | +4.6% | -1.0% | -1.9% | +2.9% | +4.6% | -1.4% | 5.60% | 4.50% | 111.9 | 218.4 | 5.3 |

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 | +0.1% | +0.6% | -1.6% | -2.2% | +0.1% | -0.4% |
| 紐約期油 | 紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約 | +0.1% | +5.5% | +5.2% | -12.0% | +0.1% | -4.6% |
| 倫敦期油 | ICE布蘭特原油活躍期貨合約 | -3.1% | +2.3% | +4.0% | -13.6% | -3.1% | -4.0% |
| 現貨黃金 | 現貨黃金 | +27.2% | -0.7% | -0.4% | +12.8% | +27.2% | +43.5% |
| 美元 | 美匯指數 | +7.1% | +2.6% | +7.6% | +2.5% | +7.1% | +13.4% |
| 歐元 | 歐元兌美元 | -6.2% | -2.1% | -7.0% | -3.4% | -6.2% | -8.9% |
| 英鎊 | 英鎊兌美元 | -1.7% | -1.7% | -6.4% | -1.0% | -1.7% | -7.5% |
| 澳元 | 澳元兌美元 | -9.2% | -5.0% | -10.5% | -7.2% | -9.2% | -14.8% |
| 紐西蘭元 | 紐元兌美元 | -11.5% | -5.4% | -11.9% | -8.2% | -11.5% | -18.0% |
| 加拿大元 | 加元兌美元 | -7.9% | -2.6% | -6.0% | -4.9% | -7.9% | -12.1% |
| 瑞士法郎 | 瑞郎兌美元 | -7.3% | -2.9% | -6.8% | -1.0% | -7.3% | +0.5% |
| 日圓 | 日圓兌美元 | -10.3% | -4.7% | -8.6% | +2.3% | -10.3% | -26.8% |
| 人民幣 | 境內人民幣兌美元 | -2.7% | -0.7% | -3.8% | -0.4% | -2.7% | -12.9% |
| 新興市場貨幣 | MSCI新興市場貨幣指數 | -0.7% | -1.2% | -3.6% | +0.3% | -0.7% | -0.4% |

資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年12月31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 | 4.50% | 3.00% | 4.75% | 4.35% | 4.25% | 3.25% | 0.50% | 0.25% |
| 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31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。