



瀚隋資本

2025 第一季投資點評

撰寫：

陳嘉偉 CFA FRM
黎偉喬 CFA
曾迪奇 CIIA





瀚隋資本有限公司
 香港干諾道中128號11樓
 電話: +852 2710 0600
 傳真: +852 2710 0239
 電郵: info@hansuicapital.com.hk
 網址: www.hansuicapital.com.hk

第一季市場觀點:

資產	市場	策略觀點	資產	市場	策略觀點
股票	美國	看淡 ○ ○ ○ ○ ○ 看好	固定收益	美國主權	看淡 ○ ○ ○ ○ ○ 看好
	歐洲	看淡 ○ ○ ○ ○ ○ 看好		美國高評級	看淡 ○ ○ ○ ○ ○ 看好
	日本	看淡 ○ ○ ○ ○ ○ 看好		美國高收益	看淡 ○ ○ ○ ○ ○ 看好
	新興市場	看淡 ○ ○ ○ ○ ○ 看好		歐元區	看淡 ○ ○ ○ ○ ○ 看好
	亞洲(日本除外)	看淡 ○ ○ ○ ○ ○ 看好		亞洲高評級	看淡 ○ ○ ○ ○ ○ 看好
商品	黃金	看淡 ○ ○ ○ ○ ○ 看好		亞洲高收益	看淡 ○ ○ ○ ○ ○ 看好
	石油	看淡 ○ ○ ○ ○ ○ 看好		新興市場(美元)	看淡 ○ ○ ○ ○ ○ 看好

第一季重點:

股市:

- 美國市場將受AI、雲計算等創新領域和降息政策支持，預期表現強勁，惟需留意通脹高企或影響消費信心疲弱及美國債務上限問題影響股市表現。亞洲市場則集中於政策支持的內需增長，特別是在中國和印度，內需驅動型行業如消費、科技和新能源將成為資金流入的焦點。歐洲市場增長較慢，但綠能和奢侈品值得關注，特別是在政策推動的能源轉型背景下。

商品:

- 黃金在經濟不確定和通脹壓力下仍是重要避險資產。銅、鋰等工業金屬因新能源需求而看好。原油受地緣政治影響可能短期走強，但前景有限。

固定收益:

- 新興市場本幣債券因高收益受青睞，特別是印尼和巴西市場。歐洲固定收益因經濟疲弱表現受限，建議對企業債謹慎。內地固定收益市場規模龐大但面臨結構性挑戰，在經濟復蘇和政策支持下，國債及優質信用債需求穩定，但部分企業債存在信用風險，市場分化明顯，高評級債券更具吸引力。



瀚隋資本有限公司
 香港干諾道中128號11樓
 電話: +852 2710 0600
 傳真: +852 2710 0239
 電郵: info@hansuicapital.com.hk
 網址: www.hansuicapital.com.hk

季度環球股市及債市回顧:

- 美股科技板塊第四季表現強勁，受人工智能技術快速發展推動，半導體、雲計算和數據分析等領域尤為突出。科技巨頭業績亮眼，加之市場對AI應用的樂觀預期，吸引資金持續流入。納斯達克綜合指數第四季再上升超過6%。而歐洲市場則表現疲弱，經濟增長動能減弱，通脹壓力加劇，使歐洲央行政策前景充滿不確定性，整季歐洲STOXX600指數下跌超過2%。
- 季初市場擔心美國候任總統特朗普關稅政策將令中國出口面臨壓力，滬深股票市場偏軟。其後因政府出台提振政策而企穩，全季變動不大。國際投資者對中國經濟前景仍處觀望態度，恆生中國企業指數下跌近3%。其他新興市場同樣受壓，反映出投資者對經濟增長及美元走強引發資金外流的擔憂。
- 美國經濟數據表現超預期，但也導致通脹壓力揮之不去，美國債券市場承壓明顯，全球綜合債券指數本季下跌超過5%，市場對未來利率走向仍存在較大擔憂。

☒10年平均 ●現時位置

指數名稱	最新收市價	52 周高	52 周低	年初至今變動(%)	十月變動(%)	十一月變動(%)	十二月變動(%)	第四季變動(%)	預測市盈率
歐美市場									
道瓊斯工業平均指數	42,544.22	45,073.63	37,122.95	14.99	-1.26	7.74	-5.13	0.93	10年最低 10年最高
標普500指數	5,881.63	6,099.97	4,682.11	25.00	-0.92	5.87	-2.39	2.39	
納斯達克綜合指數	19,310.79	20,204.58	14,477.57	29.60	-0.49	6.30	0.56	6.36	
羅素2000指數	2,230.16	2,466.49	1,898.25	11.53	-1.44	10.97	-8.26	0.33	
歐洲Stoxx600指數	507.62	528.68	464.99	9.62	-3.22	1.15	-0.43	-2.53	
中港市場									
上海證券交易所綜合指數	3,351.76	3,674.41	2,635.09	16.17	-1.59	1.48	0.87	0.73	
滬深300指數	3,934.91	4,450.37	3,108.35	18.24	-3.02	0.75	0.59	-1.72	
深圳證交所綜合指數	1,957.42	2,176.47	1,391.32	8.53	3.39	1.33	-2.92	1.71	
深圳創業板價格指數	2,141.60	2,576.22	1,482.99	14.94	-0.46	2.80	-3.70	-1.46	
香港恒生指數	20,059.95	23,241.74	14,794.16	22.90	-3.84	-4.23	3.29	-4.88	
恆生中國企業指數	7,289.89	8,372.97	4,943.24	31.41	-3.26	-4.33	4.96	-2.86	
其他亞洲市場									
日經225指數	39,894.54	42,426.77	31,156.12	21.27	3.06	-2.23	4.52	5.31	
韓國KOSPI指數	2,399.49	2,896.43	2,360.18	-8.42	-1.43	-3.92	-2.24	-7.42	
印度孟買SENSEX指數	78,507.41	85,978.25	70,001.60	9.57	-5.70	0.57	-2.08	-7.14	
印尼雅加達綜合股價指數	7,079.91	7,910.56	6,698.85	1.29	0.72	-5.45	-0.18	-4.94	
MSCI 東協指數	2,213.66	2,381.58	1,911.05	11.03	-4.78	-0.24	-1.02	-5.97	
新興市場									
巴西聖保羅指數	120,283.40	137,469.27	118,685.10	-10.36	-1.60	-3.12	-4.28	-8.75	
墨西哥BOLSA	49,513.27	59,020.55	48,769.88	-11.03	-3.33	-1.22	-0.18	-4.68	

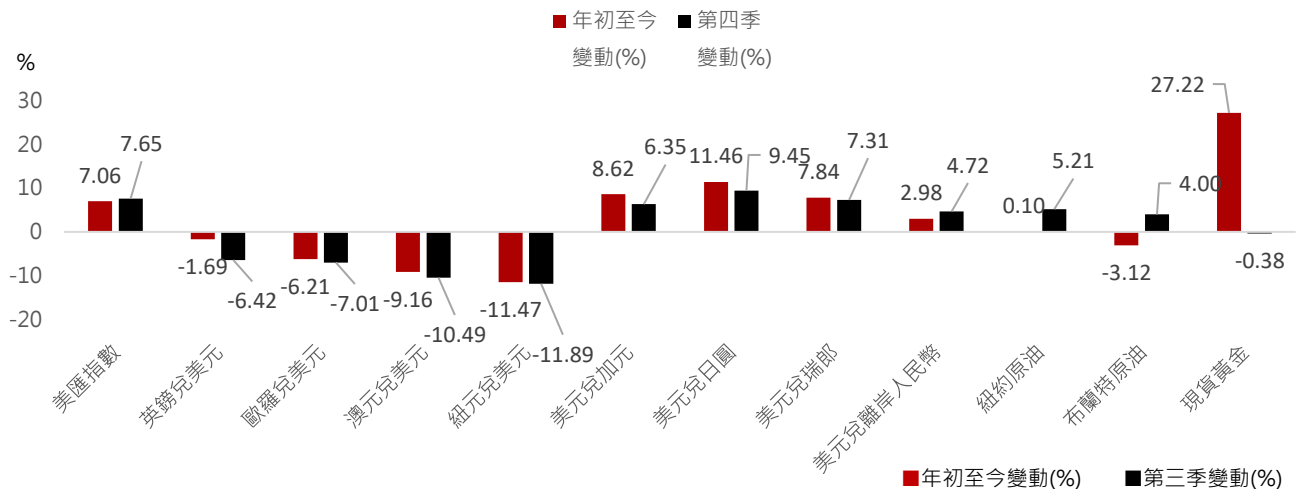
彭博債券總回報指數(貨幣非對沖)	最新收市價	52 週高	52 週低	年初至今變動(%)	十月變動(%)	十一月變動(%)	十二月變動(%)	第四季變動(%)	目前 YTW	3個月前 YTW
全球綜合(美元)	463.44	489.62	449.85	-1.69	-3.34	0.61	-2.15	-5.09	3.68	3.30
泛歐洲綜合主權債(歐元)	222.90	226.85	213.13	1.62	-2.19	2.52	-1.49	-1.23	3.13	2.88
新興市場美元綜合債(美元)	1,248.13	1,270.18	1,152.01	6.58	-1.57	1.40	-1.19	-1.67	6.71	6.27
亞洲(日本除外)高收益(美元)	152.16	152.68	132.30	15.38	1.04	-0.51	0.72	1.05	9.74	8.58
美國企業債(美元)	3,289.50	3,410.16	3,114.42	2.13	-2.73	1.84	-1.94	-3.34	5.33	4.68
環球高收益債(美元)	1,661.86	1,682.16	1,503.27	9.19	-0.55	0.85	-0.55	-0.29	7.49	7.30
美國企業高收益債(美元)	2,683.14	2,707.25	2,452.17	8.19	-0.55	1.09	-0.43	0.17	7.49	7.00
泛歐洲高收益債(歐元)	478.98	479.50	436.92	9.14	0.46	0.66	0.73	1.95	6.03	6.29
新興市場高收益債(美元)	1,601.47	1,620.31	1,368.26	14.90	0.00	2.09	-0.34	1.56	8.50	8.58

資料來源: 瀚隋資本、彭博 (截至2024年12月31日)



瀚隋資本有限公司
 香港干諾道中128號11樓
 電話: +852 2710 0600
 傳真: +852 2710 0239
 電郵: info@hansuicapital.com.hk
 網址: www.hansuicapital.com.hk

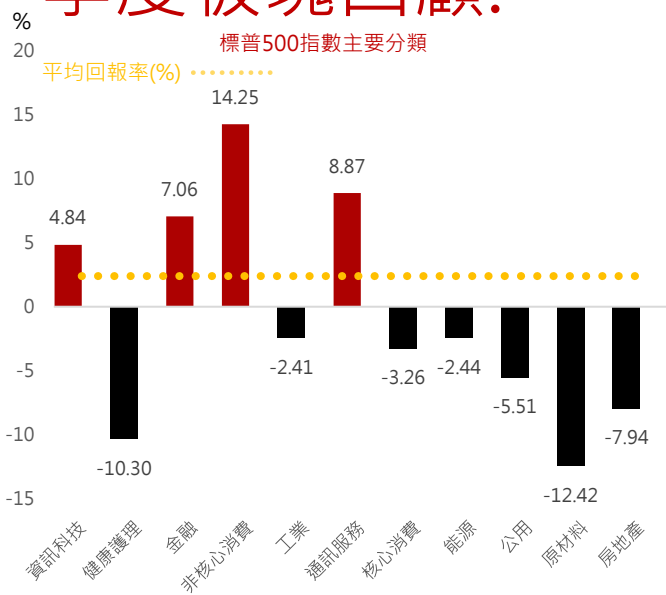
季度外匯及商品回顧:



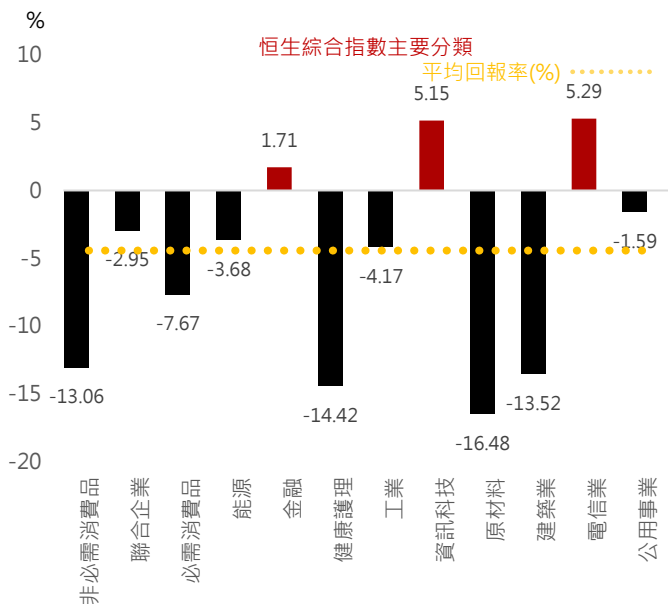
資料來源: 瀚隋資本、彭博 (截至2024年12月31日)

- 美國經濟強勁加上通脹持續高於央行目標水平，支撐美元避險地位，其他主要貨幣普遍承壓。其中，紐元和澳元因大宗商品需求放緩及中國經濟復甦不及預期，兌美元下跌超過一成。歐羅兌美元下跌近7%，主要因歐元區經濟增長放緩及歐洲央行釋放政策轉向信號。
- 日本央行維持超寬鬆貨幣政策立場不變，與美聯儲利率政策分歧擴大，導致日圓下跌近一成。相比之下，人民幣表現穩健，僅下跌近5%，這得益於中國監管機構採取的一系列匯率穩定措施，以及外貿數據的逐步改善。
- 原油價格走勢震盪向上，因地緣政治緊張及主要產油國減產政策支撐，季度上漲4%。黃金價格表現平穩，季度小幅下跌約0.4%，儘管通脹持續高企，但美元強勢及債券收益率上升限制了其上行空間。

季度板塊回顧:



資料來源: 瀚隋資本、彭博 (截至2024年12月31日)



資料來源: 瀚隋資本、彭博 (截至2024年12月31日)



瀚隋資本有限公司
香港干諾道中128號11樓
電話: +852 2710 0600
傳真: +852 2710 0239
電郵: info@hansuicapital.com.hk
網址: www.hansuicapital.com.hk

一月市場策略:

美國股市:

標普500指數仍處上升軌上

標普500指數日線圖



資料來源: 彭博、瀚隋資本 (更新至 2025年1月2日)

- ❖ 美國經濟整體表現良好，基本面仍然穩健，但市場估值偏高，尤其是科技股板塊。同時，由於特朗普政府未來可能實施的貿易政策對供應鏈和價格帶來持續壓力，通脹問題尚未完全受控，這也可能導致美聯儲減息步伐放緩。在此宏觀背景下，市場短期內或將維持上下震盪的格局。
- ❖ 得益於美國經濟的支撐，技術支持位位於100天移動平均線 (SMA) 約5,792點，短期內大幅下跌的風險相對有限。然而，上方阻力為2024年12月的高點約6,100點，要突破該阻力位，市場需要更強的催化劑，例如企業財報的驚喜表現或利好的政策消息。
- ❖ 投資者應密切關注即將發布的通脹和消費支出相關的指標。此外，特朗普政府的貿易政策對原材料成本及供應鏈的潛在影響也將對市場產生重大影響。

香港股市:

恒生指數支持位為100天移動平均線

恒生指數周線圖



資料來源: 彭博、瀚隋資本 (更新至 2025年1月2日)

- ❖ 恒生指數現價市盈率約10倍，估值屬於偏低，預料在低估值因素支持下，恒生指數在一月份再出現大跌機會不大。
- ❖ 惟美國新任總統特朗普將於一月上場，如對各國徵收額外關稅超出市場預期，料將影響市場氣氛，恒指亦將下調，初步支持位為100天移動平均線19,361點。
- ❖ 市場普遍預料中國將會再推出新措施以刺激經濟，如在一月份推出刺激經濟政策如降息降準，料將利好市場氣氛，在恒生指數估值偏低下，不排除有資金買入港股追落後，恒生指數有望再向上挑戰十二月份高位21,070點。

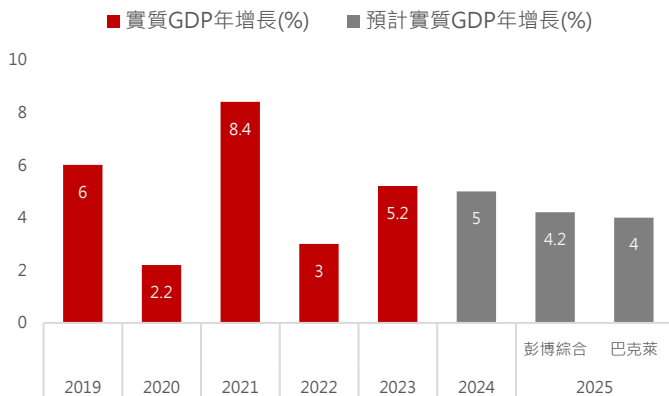


瀚隋資本有限公司
香港干諾道中128號11樓
電話: +852 2710 0600
傳真: +852 2710 0239
電郵: info@hansuicapital.com.hk
網址: www.hansuicapital.com.hk

中國經濟增速趨緩 2025年發展挑戰待解

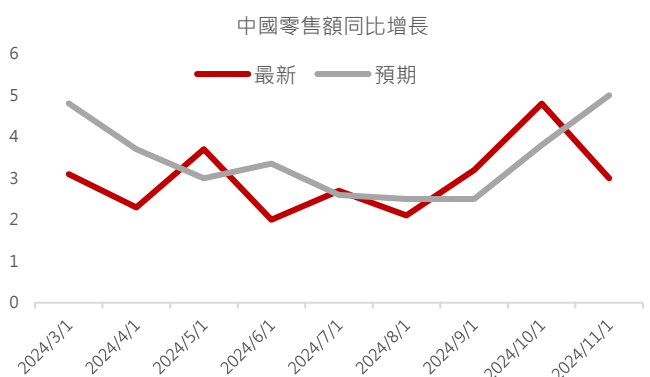
- 中國最近的經濟數據顯示，零售消費增速放緩、固定資產投資成長減弱，反映內需持續受壓。巴克萊銀行分析指出，預計中國2025年GDP增速為4.2%，低於市場一般預期。(圖1)
- 消費方面，11月零售銷售同比增長3%，較10月的4.8%有所回落，低於市場預期的5.0%。(圖2)珠寶、化妝品等非必需消費品銷售減少，顯示消費意願趨向保守。汽車銷售雖有增長，但主要受惠於政府補貼政策，可能影響未來需求。
- 房地產領域表現分化，中國1-11月份房地產開發投資同比下降10.4% (圖3)，新開工面積和在建工程持續減少。一線城市房產銷售增長50%，帶動整體銷售轉為正值，但二手房價格仍呈現環比下跌。考慮人口變化、家庭負債等基本因素，預計2025年房產銷售或下降8%。
- 針對經濟現況，中國政府正在調整政策措施。貨幣政策方面，央行計劃每季度下調利率10個基點，並將在春節前實施新的存款準備金率調整。財政政策方面，2025年赤字率預計比2024年高(圖4)，地方政府專項債規模可能增加至4-4.5萬億元。在中美經貿關係變化、通縮因素影響下，政策效果有待觀察。展望2025年，中國經濟發展仍面臨諸多考驗，結構調整與政策實施成效值得關注。

圖1: 彭博預計中國2025年GDP增速為4.2%轉為正數



資料來源: 瀚隋資本、彭博(截止2024年12月31日)

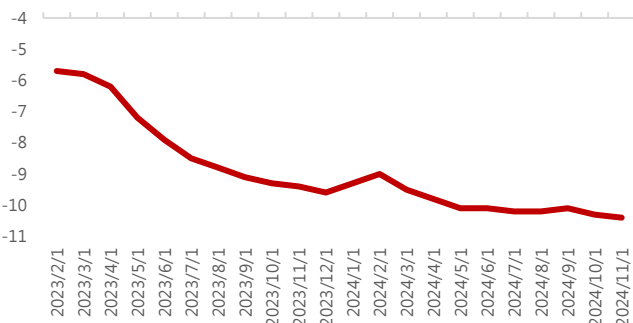
圖2: 中國11月零售銷售同比增長低於預期



資料來源: 瀚隋資本、彭博(截止2024年12月31日)

圖3: 內地房地產投資持續下跌

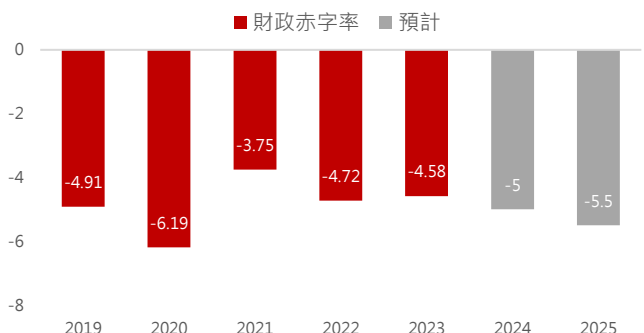
內地首11月房地產投資



資料來源: 瀚隋資本、彭博(截止2024年12月31日)

圖4: 市場預計內地財赤字率2025年將再度擴大

內地財政赤字率



資料來源: 瀚隋資本、彭博(截止2024年12月31日)

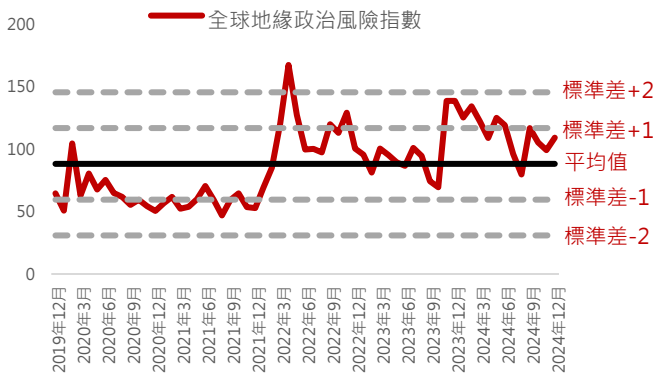


瀚隋資本有限公司
香港干諾道中128號11樓
電話: +852 2710 0600
傳真: +852 2710 0239
電郵: info@hansuicapital.com.hk
網址: www.hansuicapital.com.hk

全球地緣政治局勢動盪 各國國防預算創新高

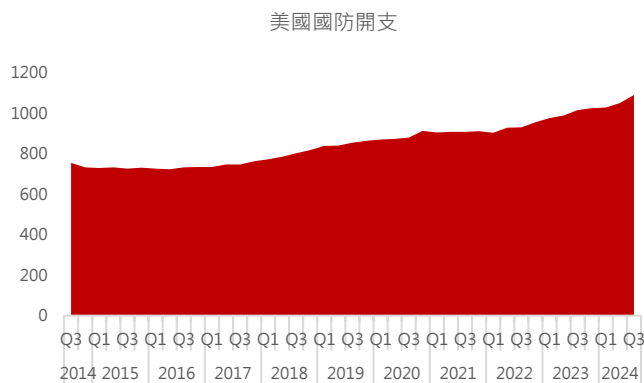
- 地緣政治緊張局勢加劇、區域衝突和新興安全威脅(圖1)下等因素推動各國增加國防預算，並在國家安全措施上投入大量資源。美國 2024 財政年度《國防授權法》要求下一年度的國防開支達到 8,860 億美元，較 2023 財年增加近 300 億美元，更比 2022 年多了1,000 億美元(圖2)，在地緣政治仍動盪不安情況下，可預見國防預算將持續增長，國防企業將有著穩定收入。
- 2023年北約軍費總額約為1.1萬億美元，再創歷史新高。北約秘書長史托騰柏格表示，2024年國防支出達北約設定2%門檻的國家「超出預期」，共有23國正式達標，比去年的11國大幅增加(圖3)，也比今年2月預估的18國更多。在俄羅斯的威脅下，市場認為2024年北約軍費勢將再創新高。
- 在全球各國政治右傾下，市場認為地緣政治緊張局勢短期內難以緩和，而特朗普在一月上台後更增添不確定性，在此局勢下，航空國防板塊或可為投資者提供一個另類投資選擇(圖4)。

圖1:地緣政治風險指數偏高



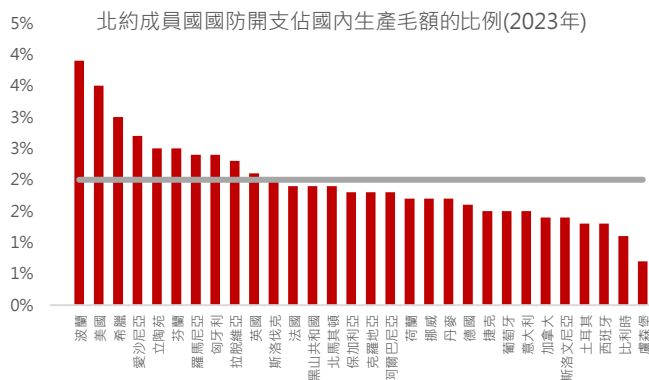
資料來源: 瀚隋資本、Matteo Iacoviello (截止2024年12月23日)

圖2: 美國國防開支勢創新高



資料來源: 瀚隋資本、U.S. Bureau of Economic Analysis (截止2024年11月30日)

圖3: 北約成員國紛紛增加國防開支



資料來源: 瀚隋資本、NATO (截止2024年1月31日)

圖4: 航太國防板塊長線跑贏全球指數



資料來源: 瀚隋資本、彭博 (截止2024年12月23日)



瀚隋資本有限公司
 香港干諾道中128號11樓
 電話: +852 2710 0600
 傳真: +852 2710 0239
 電郵: info@hansuicapital.com.hk
 網址: www.hansuicapital.com.hk

一月重要數據:

日期時間	地區	數據及事項	數據期	預測數字	實際數字	上次數字
01/02 09:45	中國	財新中國製造業採購經理人指數	Dec	51.8	--	51.5
01/02 17:00	歐元區	HCOB歐元區製造業採購經理人指數	Dec F	--	--	45.2
01/02 17:30	英國	標普全球英國製造業採購經理人指數	Dec F	--	--	47.3
01/02 22:30	加拿大	標普全球加拿大製造業採購經理人指數	Dec	--	--	52
01/03 23:00	美國	ISM 製造業指數	Dec	48.5	--	48.4
01/07 15:30	瑞士	CPI(月比)	Dec	--	--	-0.1%
01/07 18:00	歐元區	CPI(月比)	Dec P	--	--	-0.3%
01/07 23:00	美國	ISM服務指數	Dec	53.5	--	52.1
01/09 08:30	澳洲	零售銷售(月比)	Nov	--	--	0.6%
01/09 08:30	澳洲	貿易收支	Nov	--	--	A\$5953m
01/09-01/15	中國	貨幣供給M2(年比)	Dec	--	--	7.1%
01/09-01/12	中國	CPI(年比)	Dec	--	--	0.2%
01/10 14:45	瑞士	失業率	Dec	--	--	2.6%
01/10 21:30	美國	非農業就業人口變動	Dec	--	--	227k
01/10 21:30	美國	失業率	Dec	--	--	4.2%
01/10 21:30	加拿大	失業率	Dec	--	--	6.8%
01/10 23:00	美國	密西根大學市場氣氛	Jan P	--	--	--
01/15 15:00	英國	CPI(月比)	Dec	--	--	0.1%
01/15 21:30	美國	CPI(月比)	Dec	--	--	0.3%
01/15-01/20	中國	GDP年比	4Q	--	--	4.6%
01/15-01/20	中國	零售銷售(年比)	Dec	--	--	3.0%
01/16 08:30	澳洲	失業率	Dec	--	--	3.9%
01/17 05:30	紐西蘭	BusinessNZ製造業採購經理人指數	Dec	--	--	45.5
01/17 18:00	歐元區	CPI(月比)	Dec F	--	--	--
01/21 15:00	英國	ILO失業率(3個月)	Nov	--	--	4.3%
01/21 21:30	加拿大	CPI(年比)	Dec	2.0%	--	1.9%
01/22 05:45	紐西蘭	CPI(季比)	4Q	--	--	0.6%
01/22 23:00	美國	領先指數	Dec	--	--	0.3%
01/24 07:30	日本	全國消費者物價指數 年比	Dec	--	--	2.9%
01/24 22:45	美國	標普全球美國製造業PMI	Jan P	--	--	--
01/28 23:00	美國	經濟諮詢委員會消費者信心	Jan	--	--	--
01/29 08:30	澳洲	CPI(季比)	4Q	--	--	0.2%
01/30 18:00	歐元區	GDP經季調(季比)	4Q A	--	--	0.4%
01/30 21:30	美國	GDP年化(季比)	4Q A	--	--	3.1%
01/31 07:30	日本	失業率	Dec	--	--	--
01/31 07:30	日本	東京消費者物價指數(生鮮除外) 年比	Jan	--	--	--
01/31 22:45	美國	MNI芝加哥採購經理人指數	Jan	--	--	--

資料來源: 瀚隋資本、彭博

央行議息時間表:

	美國聯儲局	歐洲央行	英倫銀行	澳洲聯儲銀行	紐西蘭聯儲銀行	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%
貨幣政策會議								
2025年1月	29	30				29		24
2025年2月			6	18	19			
2025年3月	19	6	20			12	20	19

資料來源: 瀚隋資本、彭博



瀚隋資本有限公司
香港干諾道中128號11樓
電話: +852 2710 0600
傳真: +852 2710 0239
電郵: info@hansuicapital.com.hk
網址: www.hansuicapital.com.hk

風險披露:

- 投資涉及風險。買賣證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資未必一定能夠賺取利潤，並有機會招致損失。投資者須注意證券及投資價格可升可跌，甚至會變成毫無價值，過往的表現不一定可預示日後的表現。海外投資附帶一般與本港市場投資並不相關的其他風險，包括（但不限於）匯率、外國法例及規例(如外匯管制)出現不利變動。本檔並非，亦無意總覽本檔所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。客戶在作出任何投資決定前，應參閱及明白有關該等證券或投資的所有銷售文件，尤其是其中的風險披露聲明及風險警告。
- 外匯買賣的風險聲明：外幣/人民幣投資受匯率波動的影響而可能產生獲利機會及虧損風險。客戶如將外幣/人民幣兌換為港幣或其他外幣時，可能受外幣/人民幣匯率的變動而蒙受虧損。
- 人民幣兌換限制風險的風險聲明：人民幣投資受匯率波動的影響而可能產生獲利機會及虧損風險。客戶如將人民幣兌換
- 為港幣或其他外幣時，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。
- 目前人民幣並非完全可自由兌換，個人客戶可以通過銀行帳戶進行人民幣兌換的匯率是人民幣(離岸)匯率，是否可以全部或即時辦理，須視乎當時銀行的人民幣頭寸情況及其商業考慮。客戶應事先考慮及瞭解因此在人民幣資金方面可能受到的影響。

重要注意事項:

- 本檔由瀚隋資本編制和發布，並未經香港證券與期貨事務監督委員會審批，亦未經香港境外的監管機構審批。僅派發予專業投資者(定義見《證券及期貨條例》(香港法例第571章)附表一第一部)。
- 除非獲瀚隋資本有限公司書面允許，否則不可把本檔作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式或途徑（包括電子、機械、複印、攝錄或其他形式）轉發或傳送本檔任何部份予公眾或其他未經核准的人士或將本檔任何部份儲存於可予檢索的系統。



瀚隋資本有限公司
香港干諾道中128號11樓
電話: +852 2710 0600
傳真: +852 2710 0239
電郵: info@hansuicapital.com.hk
網址: www.hansuicapital.com.hk

免責聲明:

- ▶ 本報告僅供參考及討論，當中所載任何意見並不構成由瀚隋資本有限公司任何成員、其董事、代表及 / 或雇員（不論作為委託人或代理）向他人作出買賣任何證券、期貨、期權或其他融資類工具的要約或招攬。
- ▶ 本報告旨在由瀚隋資本有限公司提供本報告者收取，不擬向在有關分發或使用會抵觸當地司法權區或國家法律及規例之任何人士或實體，或使瀚隋資本有限公司受當地法權區或國家任何監管規定限制之任何人士或實體分發或由其使用。任何擁有本報告或打算依賴或根據其所載的資料作出行動之人士或實體，必須確保其本身不受任何對其作出有關行動有所限制或禁止之本地規定所限制。
- ▶ 雖然本報告資料來自或編寫自瀚隋資本有限公司相信為可靠之來源，惟並不明示或暗示地聲明或保證任何該等資料之準確性、有效性、時間性或完整性。對於任何依賴本報告之第三者而言，瀚隋資本有限公司對某特定用途的適用性、或對謹慎責任的任何明示或隱含的保證均卸棄責任。
- ▶ 本報告所載資料可隨時變更，而瀚隋資本有限公司並不承諾提供任何有關變更之通知。本報告所載意見及估計反映相關分析員於本報告注明日期之判斷，並可隨時更改。瀚隋資本有限公司並不承諾提供任何有關變更之通知。如有疑問，您應諮詢您的合資格財務顧問及 / 或其他專業顧問。
- ▶ 本報告所論述工具及投資未必適合所有投資者，而本報告並無顧慮任何特定收取者之特定投資目標、投資經驗、財務狀況或需要。投資者必須按其本身投資目標及財務狀況自行作出投資決定。瀚隋資本有限公司建議投資者應獨立評估本報告所論述個別發行商、投資或工具，而投資者應諮詢所需之獨立顧問，以瞭解該等工具或投資，及作出適當決定。投資價值和收入或因利率或外幣匯率變動、證券價格或指數變動、公司經營或財務狀況變動及金融的其他因素而有所不同。本報告所論述之工具及投資或其相關權利之行使時間或設期限。過往表現不一定等於將來。請參閱最後一頁所載的分析員及公司披露事項及免責聲明。
- ▶ 瀚隋資本有限公司任何其他成員在任何情況下，均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告內容時之作為或不作為而導致任何類型之損失（無論是直接、間接、隨之而來或附帶者），負上法律責任或具有任何責任。