



invested 投資觀點

2025 市場展望

亞洲與新興市場： 在轉變浪潮中發掘機遇

瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員

2025年市場展望
**亞洲與新興市場：
 在轉變浪潮中發掘機遇**



目錄

序言	3
投資理念	4
聚焦亞洲經濟巨頭	
聚焦價值	
戰術性靈活部署	
把握主題趨勢	
加強投資組合的緩衝	
地區觀點	16
亞洲區各投資團隊的觀點提供了不同視角。	
風險監測	20

序言

「人生潮起潮落，若能把握機會乘風破浪，定當馬到功成。」

—威廉•莎士比亞

邁進2025年，世界將面對不確定的一年。儘管我們預計本年上半年全球經濟增長緩慢，但下半年將很大程度上受美國及中國的發展影響。即將執政的特朗普政府的相關政策預計將在短期內引發通脹，提振美國經濟增長。然而，保護主義抬頭及關稅增加，最終拖累全球經濟。特朗普的政策及其實施順序的不確定性導致預測前景的難度大增。市場亦將密切關注中國進一步的刺激措施。提振消費者信心及支出的針對性有效措施將被市場視為利好因素。

儘管2024年標誌著聯儲局減息週期的開始，但2025年的通脹前景更以預料，意味著減息步伐將會放緩，聯儲局的最終利率可能高於原先預期。套息應是新一年債券回報的主要動力。美國國庫債券收益率在2024年最後一季飆升，增加了美元計價信貸的吸引力。與此同時，由於跨貨幣基差帶來的顯著套息優勢，全額對沖回美元的亞洲當地貨幣債券能提供較高收益率。

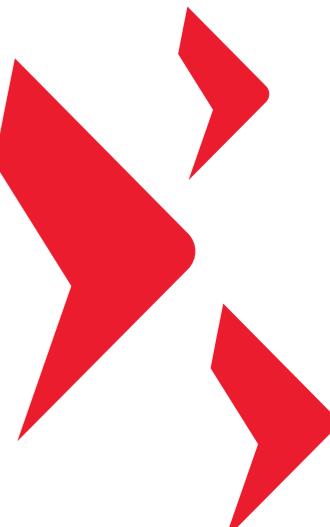
市場波動時期為亞洲及新興市場股市帶來主動投資機會。資本開支增加、減碳及供應鏈多元化等長期增長動力有望推動這些市場的盈利上升。正在推行的企業改革預計將繼續加強亞洲（尤其是日本）的資產負債表。

市場對通脹上升感到失望、美國利率走勢不明朗以及美元走強的風險可能會影響2025年的資產價格。全球經濟環境的波動加劇，意味著投資者需要更明智地分散投資及管理風險。靈活應對並尋求多元化超額回報來源將會帶來優勢。

隨著2025年的投資形勢轉變，氣候變化的現實仍然存在。氣溫上升、極端天氣事件及生物多樣性喪失的趨勢持續加劇，對新興市場造成不成比例的影響。實現淨零排放的全方位途徑，包括由棕色至綠色的轉型，不僅能解決相關問題，更為投資者帶來錯價及具影響力的投資機會。



Vis Nayar
投資總監
瀚亞投資





聚焦亞洲經濟巨頭

亞洲匯聚了全球最具活力及影響力的經濟體。中國、印度及日本尤其突出。三個經濟體各具特色：中國工業化迅速、印度城市化進程不斷加快、日本科技實力雄厚。三者合共佔MSCI所有國家亞太指數超過60%。與此同時，三者均具獨特機遇，值得投資者在投資組合進行獨立配置。



中國：審慎樂觀

中國近期的不確定性需要審慎應對，但其股票估值相對便宜，而中國政府亦可能實施更多刺激措施。儘管如此，雖然中國政府改善政策溝通，但其審慎寬鬆政策或未能達到投資者的高預期。因此，致勝關鍵在於把握理想入市時機，並挑選具備明確盈利增長動力的股票，而非盲目追隨市場走勢。

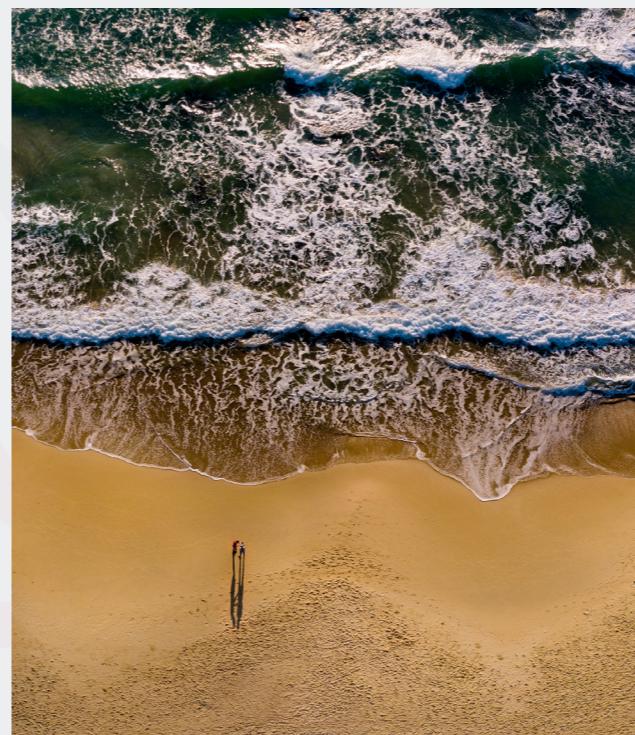
我們目前看好受惠於產品及服務升級、政策支持及成本控制措施的消費行業。收入集中度低且價格競爭激烈的原材料、工業及科技行業相關公司有望受惠於供應方改革帶來的行業整合。拓展至美國以外新市場的出口相關行業亦提供了增長機遇。



**致勝關鍵在於選擇具備
明確盈利增長動力的股票，
而非盲目追隨市場走勢。**



政府最近推出了1.4萬億美元債務置換計劃，將地方政府的資產負債表外債務（利息較高）置換為期限較長的官方貸款（利息較低），旨在修復地方政府的資產負債表。這些措施利好向政府機構提供商品及服務的國有高股息公司，包括電訊、基建及廢物處理公司。



在撰寫本文之時，中國採購經理指數回升、房屋銷售增加以及房屋及商品價格上升，已經顯示了部分令人鼓舞的跡象。然而，中國經濟轉勢尚待確定，10月生產物價指數(PPI)連續25個月下降。中國政府的債務置換計劃旨在協助地方政府解決拖欠工資問題，並清償對承包商的欠款。透過將焦點由徵收收入轉向增加支出，這些措施預計有助緩解經濟持續通縮的壓力，並利好家庭收入及消費支出。

中國經濟及市場在2025年面臨的一個關鍵風是特朗普的政策，其建議徵收60%關稅，可能導致未來4至6季的國內生產總值增長下降高達2%。人民幣亦可能面臨更大貶值壓力。我們認為中國政府可將2025年的財政赤字增加0.5%至1%，以應對相關挑戰。

作者：

Michelle Qi, 中國股票主管；
Jingjing Weng, 翰亞上海研究主管。



印度：週期性挑戰下的結構性機遇

鑑於市場日益憂慮印度經濟增長動力放緩、股市估值過高，以及2024年最後一季盈利存在不確定性，積極管理將是2025年投資印度股市的關鍵。



雖然印度經濟面臨一些週期性挑戰，但印度股市提供了結構性投資機會。



我們正密切監察估值及潛在利潤率壓力，目前在金融、電訊及醫療保健行業發現投資機遇。相比規模較小的同業，市值較大的公司定價似乎更為吸引。儘管盈利短期內可能存在不確定性，但企業形勢仍然相對健康。由2020財年至2024財年，企業股本負債比率由100%下降至52%，而市場股本回報率則由10%上升至近15%。外資流出的情況不應過於令人憂慮，因為印度國內投資者持有印度最大75間公司50%以上股份，應能發揮穩定作用。同時，印度在新冠疫情後創紀錄的龐大外匯儲備(6,920億美元)在必要時可用於穩定印度盧比。儘管如此，2025年將有大量公司進行首次公開招股(IPO)，這可能會構成風險，因為首次公開招股會吸引資金流入，導致市場流動性減弱，難以推動二手市場。

雖然印度經濟面臨一些週期性挑戰，但印度股市提供了結構性投資機會。長遠而言，持續改革、城市化進程不斷加快以及供應鏈轉移預計將利好印度經濟及盈利增長。

作者：

Yuan Yiu Tsai, 股票投資組合經理；ICICI Prudential Asset Management Company ("IPAMC")。IPAMC是瀚亞管理的多個印度焦點基金的投資顧問。



日本：中小型股帶來更大機遇

日本股市在2025年的升勢有望擴大至不同贏家。雖然2024年的升勢主要由受惠於日圓貶值及全球強勁基建需求的大型出口公司帶動，我們認為中小型股在2025年將迎來更大機遇。這些股票至今的表現滯後，與日本國內經濟的關係更加密切。因此，這些股票更有可能受惠於國內經濟推動因素，例如工資上漲及消費支出增加。與此同時，機械製造及原材料等週期性行業的個別落後股票的估值頗為吸引。

2024年，日本企業削減成本、重組表現欠佳的業務部門及廣泛減少交叉持股，這些舉措令人鼓舞。我們預計，隨著企業管理團隊努力在2025年及以後優化資產負債表及提高盈利能力，日

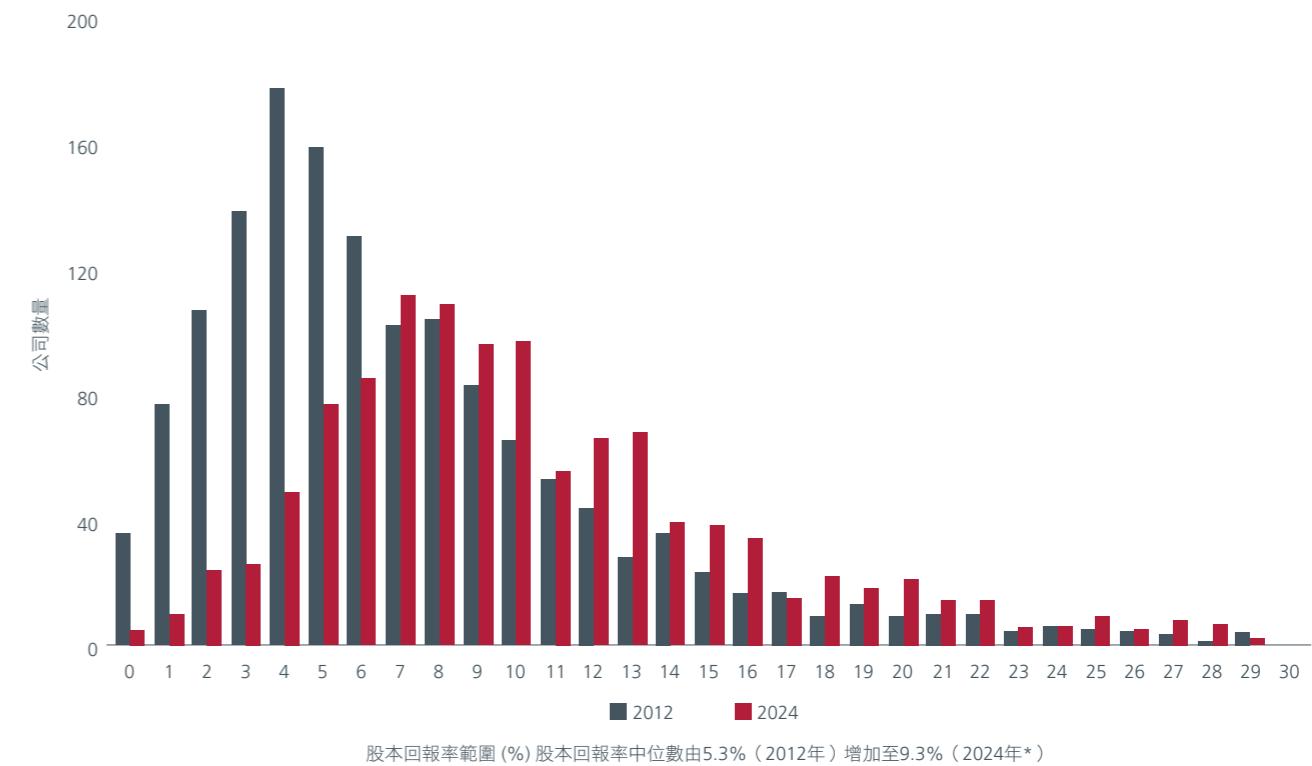
本企業將持續致力改善公司管治及股東回報，有望為股價帶來支持。

儘管日圓目前看似便宜，但其2025年的走勢將取決於美國及日本的經濟增長、通脹及財政政策。如果日本實現貨幣政策正常化，日圓有可能走強。然而，政治壓力可能導致日本政府刺激經濟，影響日圓表現。日圓走強可能影響出口商利潤，但成本降低利好依賴進口的國內企業。我們傾向採用日圓長期平均水平評估相關公司，而非以當前疲弱的日圓水平推斷未來盈利預測。如果日圓走強，此舉將為我們提供安全邊際。

作者：

Ivailo Dikov, 日本股票主管

日本的股本回報率有所改善



資料來源：瀚亞投資（新加坡）、美銀環球研究、QUICK，截至2024年6月30日。*根據2024年QUICK市場共識預測（當前財政年度）。



聚焦價值

即將上任的新一屆美國政府的政策對亞洲及新興市場的影響目前難以評估。許多政策可能無法以預期的規模或速度實施。然而，有跡象顯示當局將大舉推行國內刺激措施及貿易保護主義政策，可能導致美國通脹加劇，推遲聯儲局減息週期，並導致美元走強。

儘管預計市場會出現波動，但由於這些市場的長期經濟增長動力未有改變，紀律嚴明的投資者仍能發掘機遇。新興市場方面，資本支出增加、基建投資、減碳及供應鏈多元化正在提高企業盈利。預計新興市場的增長速度亦將快於已發展市場。當經濟增長差距擴大時，新興市場表現通常領先已發展市場。與此同時，亞洲持續進行企業改革及改善資本配置，加強了企業及政府的資產負債表。

進入2025年，東盟市場整體環境仍然樂觀。東盟經濟的長期增長將由中產階級崛起、銀行業滲透率提高及持續供應鏈轉移的趨勢推動。東盟佔全球外國直接投資(FDI)的份額由2015年的5.7%飆升至2023年的21.3%，促進了資本累積、技術進步及技能發展。不斷增長的勞動人口正推動數碼銀行的發展，尤其是菲律賓及印尼等人口大國。與此同時，利好的人口結構(年齡中位數較低，為30歲)及中產階級蓬勃發展，有望帶來龐大消費力，利好東盟在2025年以後的發展。

作者：

Steven Gray, 全球新興市場及亞洲區價值股主管；Sundeep Bihani, 亞洲區價值股投資組合經理；John Tsai, 增長股主管

拉丁美洲與中歐、東歐、中東及非洲¹：上升潛力

對主要拉丁美洲市場(巴西及墨西哥)而言，2024年充滿挑戰。巴西居高不下的利率以及墨西哥的司法改革對其國內股市構成不利影響。然而，我們認為巴西具有潛在上升空間，因為其估值吸引、商品價格上升及減息的預期，以及2026年可能迎來較為利好市場的總統候選人。墨西哥方面，我們預期全球供應鏈多元化及近岸外判活動將吸引更多外國直接投資。

與此同時，歐洲新興市場受到歐洲已發展市場的負面情緒影響。市場拋售帶來吸引的投資機遇。許多東歐市場擁有業務多元化的公司，這些公司估值吸引，資產負債表強勁，且較少受到歐洲已發展市場需求放緩的影響。



亞太區(日本除外)市場：估值吸引

儘管具有長期增長主題，但亞太區股票可能受美國加徵關稅的不利影響，因為其收入的10%來自美國市場²。亞洲方面，美國市場對科技行業影響最大，其次是汽車、醫療保健及化學品行業。另一方面，美國市場對公用事業、電訊及金融業影響最小。相反，東盟市場相對於北亞市場更具防守性，因為來自美國的收入較低，而且美國直接競爭對手也較少。此外，11%亞太區公司(按指數權重計算)在美國擁有大量業務，有望受惠於美國減稅。

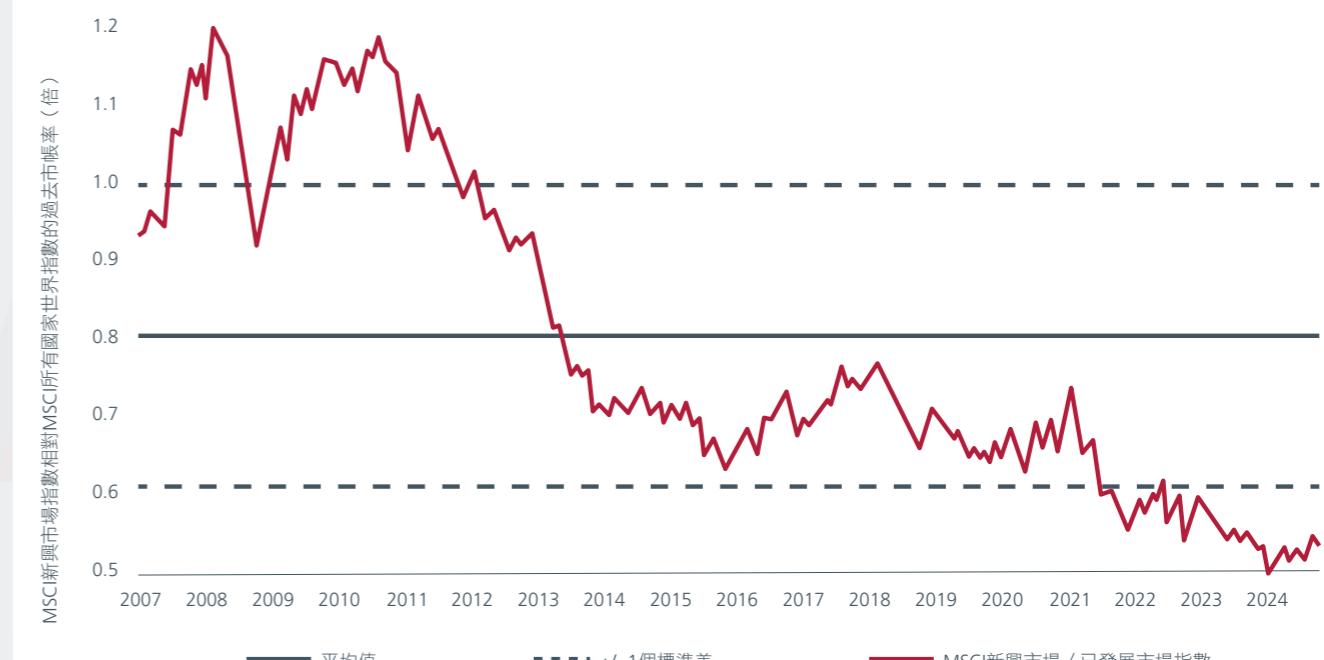
在特朗普新政府領導下，增加開採化石燃料有望降低燃料價格並有助控制亞洲通脹，因為燃料價格佔該區消費物價指數的很大比例。另一方面，亞洲綠色能源行業可能受到不

利打擊，例如中國的電動車及太陽能，以及印尼及中國的電池供應鏈。

儘管美國政策構成潛在打擊，但企業盈利將是股價的主要動力。然而，我們認為投資股票最重要因素是買入時的估值。在這方面，亞洲及新興市場從絕對估值來看具吸引力，而相對於西方市場昂貴的估值，更是極為吸引。此外，環球投資者對新興市場及亞太區(日本除外)的股票配置比重顯著偏低，顯示相關資產具有上升空間。

在此環境下，紀律嚴明的選股方針是產生超額回報的關鍵。我們現時正在香港、印尼及泰國尋找吸引的機遇，特別是通訊服務、金融及非必需消費品行業。

新興市場的當前價值提供絕佳入市時機



資料來源：Datastream Refinitiv、MSCI新興市場指數及MSCI世界(已發展市場)指數，截至2024年10月31日

¹LATAM：拉丁美洲，CEEMEA：中歐、東歐、中東及非洲。²以MSCI所有國家亞太區(日本除外)指數為代表。Factset、彭博、公司數據、MSCI、高盛環球投資研究。



戰術性靈活部署

全球各國央行結束激進的貨幣緊縮政策，隨後市場迎來減息及穩定通脹的前景，整體上為2024年的債市帶來利好環境。債券亦受惠於較高的初始收益率，為應對經濟不確定性提供了緩衝。與此同時，美國國庫債券收益率在2024年大幅波動。

聯儲局在9月首次大幅減息50個基點，但隨著美國經濟強勁增長，收益率在不久後回升。由於市場目前預計美國新政府將在2025年對中國及其他夥伴國家徵收廣泛關稅，從而推高美國通脹，並限制聯儲局繼續放寬政策的能力，收益率企穩在4%以上。共和黨全面掌控政府亦可能令財政支出增加，導致美國財政赤字惡化及美國收益率曲線變陡。

作者：

Danny Tan, 亞洲固定收益主管

透過套息提高整體回報

過去兩年，美元走勢反映了美國經濟走強以及聯儲局的政策。特朗普擔任總統及共和黨掌控兩會預計將提振經濟，延續美國經濟一支獨秀的情況。預計關稅可能打擊歐洲、新興市場及亞洲等依賴貿易的經濟體，並在中期內支持美元走強。

儘管如此，市場對關稅及額外財政支出的預期仍屬猜測。聯儲局不太可能根據尚未落實的措施調整寬鬆政策。然而，美國近期經濟數據，包括強勁的勞動市場數據，可能影響聯儲局的政策走向，包括減息步伐及最終利率。這反過來將利好前端收益率。

美國國庫債券收益率自10月初以來上升，提高了美元計價信貸的吸引力。美元與其他貨幣之間的息差顯著，為非美元信貸帶來機會，即使考慮外匯對沖成本，其收益率仍高於等值美元信貸。

亞洲貨幣債券（完全對沖美元）可透過顯著套息優勢，大幅提高整體投資組合的收益率。如果美國國庫債券收益率持續上升，我們將保持靈活，盡可能由非美元債券轉向美元債券。套息回報將持續成為固定收益投資組合的主要回報來源。

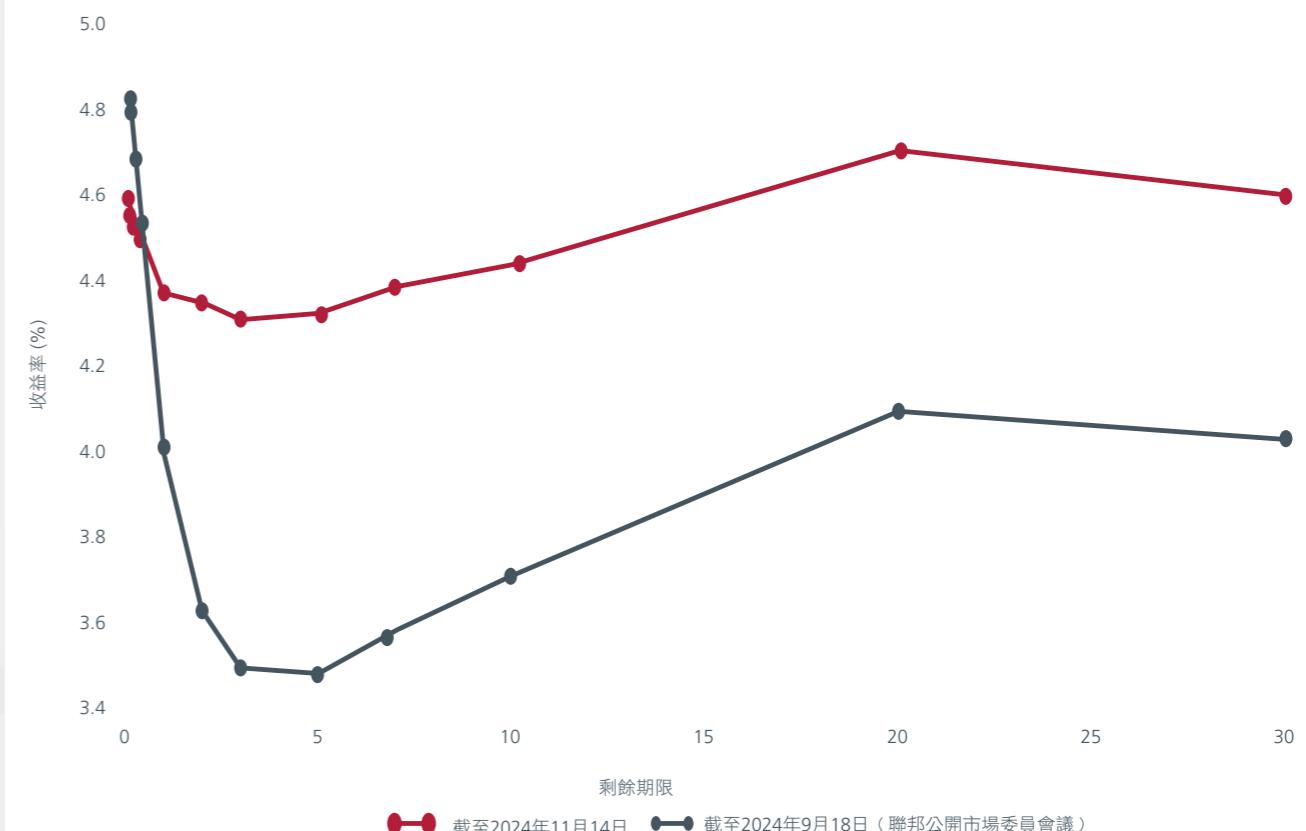
在更佳入市點重投市場

除了美國外，由於通脹普遍回落，全球貨幣週期變得更為寬鬆。從持續的信貸評級上調週期所見，大部分新興市場的經濟指標正在改善。此外，中國在貨幣及財政方面推行穩定市場措施，並且可能進一步推出政策刺激經濟，有助紓緩市場對美國針對中國採取政策的憂慮，增強亞洲信貸市場的利好前景。

然而，美國大選結果出爐後，我們將部分息差收窄的中國信貸輪換至受美國對中國針對性政策影響較小的其他地區。整體而言，我們注意到信貸息差相對於歷史水平偏窄，投資者下調信貸質素時無法獲得足夠補償，尤其是我們正接近當前經濟週期的尾聲。

我們目前維持較高的信貸質素。我們亦發現在新興市場對當地貨幣及硬貨幣債券之間進行輪換的投資機遇。我們在美國大選前減持高啤打的新興市場當地貨幣債券，但將尋求在更好入市時間重新建倉。與此同時，鑑於發行量有限、基礎收益率上升，以及現金充裕的投資者需求強勁，利好的技術因素為信貸市場帶來支持。

美國國庫債券收益率顯著上升



資料來源：LSEG Datastream，美國國庫債券（買入）收益率，截至2024年11月14日

把握跌市機會增加存續期

隨著美國國庫債券收益率由9月的低位回升，現時的估值可能較以往更為吸引，美元存續期的投資理據更加充分。展望未來，我們認為風險與回報並不對稱，有利於債券投資者，因為全球主要央行減息的可能性仍大於加息。

美國大選後，近期收益率飆升，我們發現市場對買入存續期的興趣濃厚，反映市場對減息週期的早期偏向。我們注意到，相對於超長期限的30年期債券，市場偏好10年期債券，因為當關稅政策及財政支出落實時，近期曲線趨平的情況有望抵禦曲線變陡的風險。儘管如此，即使有國會支持，美國新政府亦可能需要數月至一年以上時間實施相關政策。針對此情景進行部署可能為時尚早。因此，我們繼續看好存續期，並視任何調整為增加存續期的機會。

然而，由於美國財政前景不確定，美元存續期帶來波動風險，我們經評估後認為亞洲及新興市場貨幣能更好地反映看好存續期的觀點。我們的存續期敏感度指標根據波幅及相關性進行調整，該指標顯示，與美元信貸相比，非美元信貸的波幅一般較小，且較不受美國利率變化影響。因此，非美元信貸能更有效地降低美國國庫債券收益率潛在上升對美元投資組合的影響。我們將繼續評估及監察美元與其他貨幣的信貸及無風險收益率曲線的價值。



把握主題趨勢

氣候轉型及人工智能這兩股大趨勢正透過對經濟、科技、社會及環境的影響改變世界。這些趨勢為投資者帶來機遇及挑戰。

氣候轉型：全方位策略具備優勢

主要經濟體及行業實現碳排放目標的時間緊迫。美國最近政治環境轉變，可能對美國的氣候政策及減碳措施構成風險，然而，即使不考慮此因素，全球碳排放預計將在2024年刷新紀錄，以致2050年全球淨零排放的目標更難實現。

新興市場在降低全球碳足跡方面發揮關鍵作用。發展中國家過去十年佔全球排放增幅的95%，在2023年佔全球排放量的75%¹。因此，除非新興市場轉型至更環保的經濟及增長模式，否則全球無法實現《巴黎協定》的目標。

在最近發佈的白皮書（僅提供英文版本）中，我們特別指出，到2030年，每年將需要為綠色經濟轉型提供約2萬億美元資金，並提出資本市場是一個重要的融資平台。在公開市場上，全球可持續發展基金的資產管理規模過去三年有所增長，部分原因是選股得宜。氣候轉型基金的資產管理規模增長更快，但主動型管理基金僅佔全球氣候基金資產約11%。許多現有的氣候轉型基金將轉型風險定義為高排放行業或超出全球溫度目標的情景。這些基金亦只會在產生綠色收入的行業物色轉型機遇。然而，我們認為氣候轉型應包含「棕轉綠」的投資機遇。

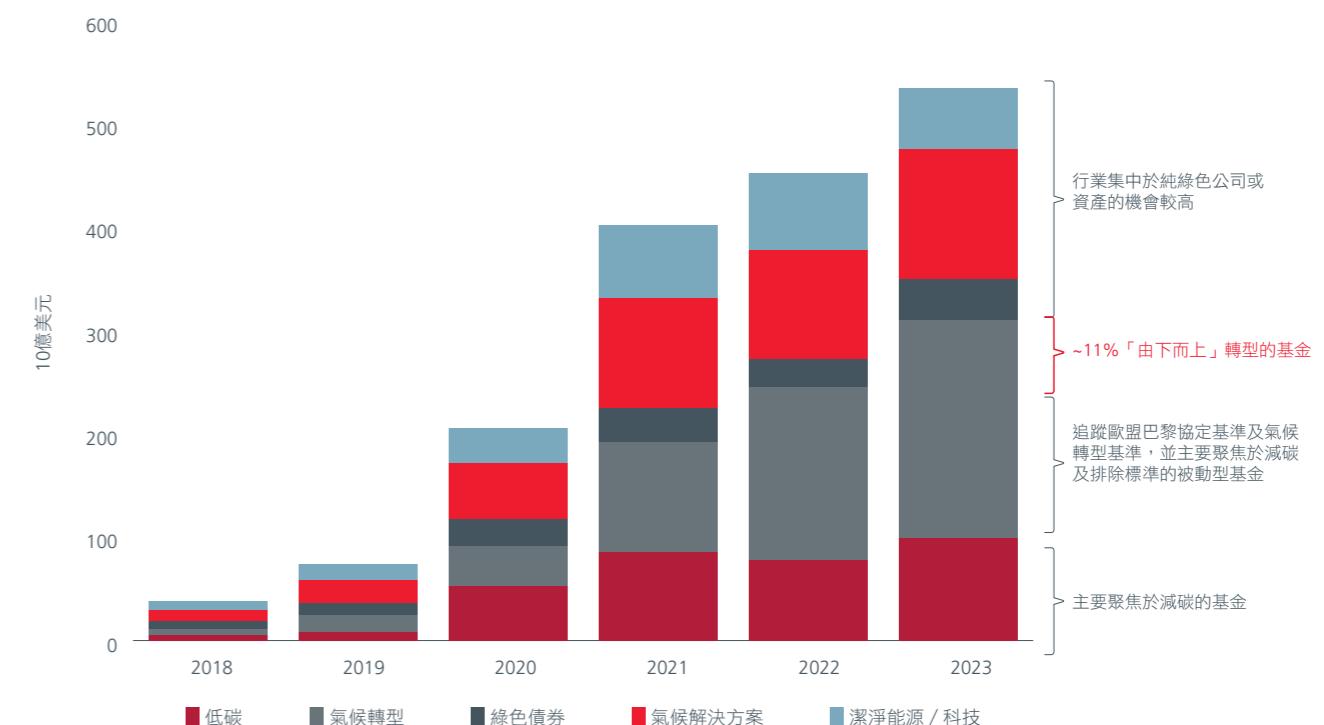
我們發現新興市場對環境、社會及管治(ESG)的理解更趨成熟，因此需要在私募及公開市場上更嚴謹地實踐有關ESG基金表現的理論。鑑於氣候轉型的迫切性及氣候融資差距的規模，新興市場亦日益關注氣候轉型基金。單是東南亞地區，預計到2030年便需要為轉型提供1.5萬億美元資金²。

將「棕轉綠」的轉型納入淨零排放路徑的全方位策略能顯著擴大可投資範圍。這策略包括投資於為氣候適應作出貢獻的公司，而非僅針對氣候緩解。前者未來有望擁有更大的潛在市場。透過識別處於氣候轉型初期而可能出現錯價的公司，全方位策略可提供更多超額回報機遇，在犧牲回報的前提下促進可持續投資。

作者：

Joanne Khew (博士)，ESG專家

主動型管理的氣候轉型基金尚未成為主流



資料來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。圖表來自晨星（2024年）《氣候變化時代的投資：2023年回顧》。內文由瀚亞改編自晨星（2024年）。

人工智能：專注於推動發展的公司

人工智能有潛力透過提升生產力及增長改變世界，但其巨大能源需求亦影響環境。市場期望機器學習等人工智能技術能夠改進氣候模型，有助我們更深入了解人類行為如何影響世界。從七大科技巨擘在2024年的表現可見，投資者目前對於人工智能潛力的反應極為熱烈。

作為人工智能生態系統的重要參與者，亞洲科技公司為投資者帶來以較低估值參與人工智能主題的機會。這個主題包括原材料供應商、晶片供應商、晶圓代工廠，以及外判半導體組裝及測試(OSAT)廠商等半導體上游供應鏈的公司；亦包括下游組件及原始設計製造／原始設備製造(ODM/OEM)供應商，以及半導體生產設備(SPE)供應商。

我們的新加坡投資團隊最近進行實地考察，投資組合經理會見了30間亞洲公司的代表，結果顯示隨著相關公司日益將人工智能技術的應用變現，人工智能晶片的需求將會增加。人工智能晶片透過實現精確受眾細分、廣告實時個人化及優化廣告投放，增強廣告商尋找及針對受眾的能力。人工智能晶片亦可增強機器學習提升營運及智能製造，從而節省成本。其中一個案例顯示，利用人工智能實時翻譯客戶及代理之間的通話可大幅節省成本。全球人工智能高效能運算市場（包括配置圖形處理器(GPU)及專用積體電路(ASIC)的人工智能伺服器、人工智能手機、人工智能汽車及人工智能個人電腦）的規模預計到2025年將由2024年的1,200億美元增加45%，到2026年將超過2,000億美元。這代表其在2023年至2026年的複合年增長率達55%³。

作者：

Rebecca Lin，瀚亞台灣投資主管；
Terence Lim，股票投資組合經理

¹ 氣候領導委員會。發展中國家的排放增長。2024年6月。² 東南亞綠色經濟2024報告。貝恩公司。2024年4月。³ 大和。2024年10月。



加強投資組合的緩衝

由於新冠肺炎疫情造成政策滯後及中斷，納入不同投資期限的多元化超額回報來源變得更加重要。確保定量及定性風險工具仍然有效，在當前市場環境中至關重要。我們的多元資產投資組合解決方案團隊透過增設最近尾端風險情景（例如俄烏危機及新冠疫情），持續加強相關壓力測試框架。此外，我們亦基於不斷變化的經濟增長及通脹預期進行情景測試。

這些舉措有助我們深入了解投資組合的潛在風險集中程度，以及市場衝擊期間的相關影響。透過結合專家判斷進行嚴謹數據流程，我們能更有效應對類似於最近左尾風險事件的市場急跌情況。

歷史上，股債之間的負相關性有助多元資產投資組合在整個經濟及市場週期提供穩定回報。這種相關性二十年來一直為負，但2021年初通脹急升後，此關係開始瓦解。儘管美國通脹在2024年呈下降趨勢，但兩者的相關性仍持續波動。雖然我們認為多元資產投資組合提供的分散投資好處仍然比以往更加重要，但我們強調，隨著市況轉變，投資者需要進行靈活的戰術性調整。

作者：

Craig Bell，多元資產投資組合解決方案主管

股息收益提高總回報

在多元資產投資組合中增加股息收益來源，能夠在市場下跌期間提供額外緩衝。股息一直是總回報的重要貢獻來源，尤其在亞洲。我們預計此趨勢將持續到2025年，因為該區大量現金充裕及具現金創造能力的公司越加重視股東回報。

66

我們注意到亞洲公司的
管理團隊在整個經濟週期
始終最為看重股東回報。

99

儘管股息較高，許多亞洲公司仍然擁有充裕財政資源及穩定現金流，能夠增派股息或啟動回購。此外，在經歷週期性復甦或結構性增長的公司中，我們注意到亞洲公司的管理團隊在整個經濟週期始終最為看重股東回報。這帶來了雙重優勢：股東回報提高，以及因企業管治改善帶來的潛在估值增長。

在利率回落的環境下，收息股通常表現較佳。由於股息收益日益吸引，加上亞洲良好的宏觀經濟狀況及豐富的收益機遇，我們2025年更加看好收息股。

作者：

Christina Woon，股票投資組合經理

低波幅策略降低下行風險

與股息收益相似，低波幅股票策略亦可提高投資組合的緩衝。2024年對於投資者實屬多事之年，市場經常大幅波動、地緣政治緊張局勢加劇、多國經歷政治過渡。市場高度集中一直是突出的主題，尤其是美國，少數大型股票（尤其是人工智能相關股票）帶來顯著升幅。這些市場扭曲情況不僅暴露了集中風險，相關炒作亦可能迅速破滅。

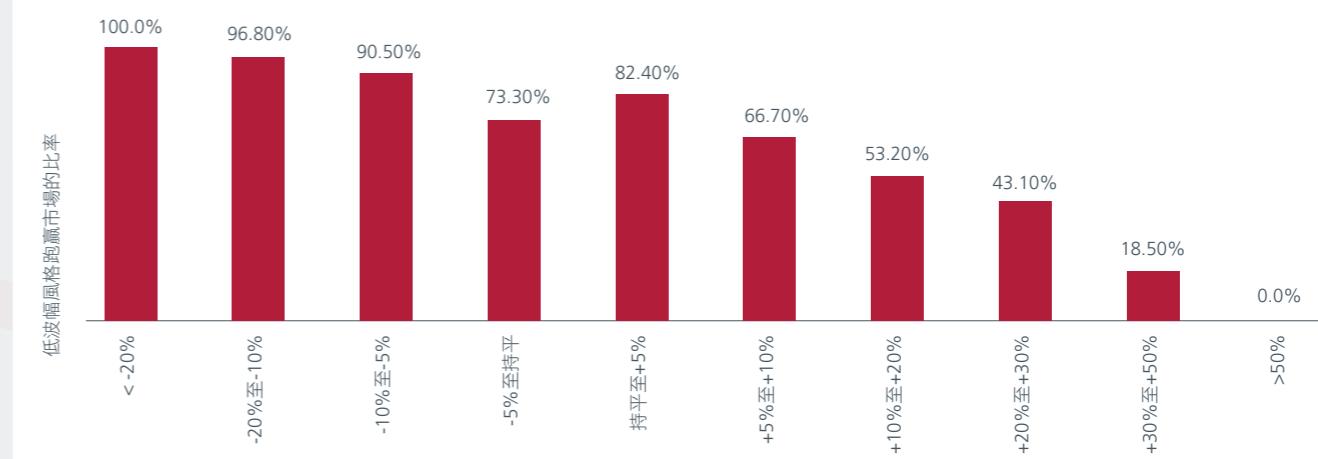
踏入2025年，我們預計美國及中國政策不確定性將導致市場波動加劇。在市況波動時期，市場形勢往往同時出現變化，這為投資組合帶來分散投資機會，亦可把握不斷變化的趨勢。儘管如此，投資決策應看重長期基本因素，並了解不確定性可能來自多個因素。低波幅策略等防守型策略能夠緩解下行風險，有助實現更穩定回報。

歷史數據為此觀點提供依據：就使用MSCI所有國家亞太區（日本除外）指數的低幅策略進行的分析（涵蓋2001年5月至2024年8月所有滾動12個月期間）顯示，此策略無論在市場極度受壓期間抑或升幅疲弱或穩定期間的表現均持續領先。儘管在極度樂觀市況下（市場上升逾30%），其表現確實較為遜色，但相對於其他時期的強勁表現，這屬於個別例外情況。

作者：

Ben Dunn，量化策略主管；Michael Sun，量化策略客戶投資組合經理

低波幅策略在大部分市場環境中表現極佳



MSCI亞太區（日本除外）指數12個月回報

資料來源：瀚亞投資、彭博，2001年5月至2024年8月的數據。

地區觀點

中國



Michelle Qi
股票主管

我們預計估值吸引以及潛在的額外財政和貨幣刺激措施，將在2025年支撐中國股市。鑑於中國股市在9月中國政策公佈後出現反彈，我們審慎為由建議不要高追，而是選擇性挑選具明顯盈利增長動力的股票。消費領域有望受惠於產品及服務升級、政策支持及成本控制措施。

儘管通縮壓力依然存在，2024年第四季的中國經濟數據已開始改善。特朗普政府的潛在關稅為經濟增長及人民幣構成風險。中國需要規劃周詳的刺激方案來提振消費支出，並抵銷外圍不確定因素。鑑於需要保持財政靈活性，以應對未來挑戰，我們預計中國政府將採取審慎寬鬆政策。假如特朗普對華政策溫和，有可能為市場帶來意外上升空間。

印尼



Liew Kong Qian
投資主管(股票)

普拉博沃新政府的目標是透過福利國家政策、糧食及能源安全，以及工業化措施來提振經濟。該政府的目標是到2029年推動國內生產總值增幅由5%提高至8%。該政府的100天計劃耗資113萬億印尼盾（佔國內生產總值0.5%），重點是擴大國家福利及支助低收入家庭。相關資金將來自重新分配的能源補貼，以及在2025年1月將增值税由11%上調至12%的措施。2025年財政赤字預計將超過2.5%，但維持在3%上限之內。

該國政府的促進增長政策及財政措施預計將提振必需消費品及金融行業。福利支出將刺激大眾市場消費，利好低廉優質食品品牌。促進增長政策為私營界別及銀行業參與國家計劃提供機會，延續銀行業的貸款增長趨勢。擁有雄厚股本及融資業務的銀行將具備優勢，能把握新的投資及貸款需求帶來的機會。

韓國



Paul HJ Kim
投資主管(股票)

主要經濟體（尤其是美國及中國）的經濟表現將對韓國的出口型經濟產生重大影響。資訊科技硬件及汽車製造商等主要出口商可能面臨挑戰。國內方面，政府政策仍然至關重要；企業監管方面的潛在改革、財政刺激措施，以及韓國央行可能進一步減息，均有望改善營商環境，刺激內需。

韓國股市將受到全球整體經濟健康狀況、政策決策及韓國高科技行業（例如人工智能半導體及電動車電池）增長的影響。這些行業未來十年有望成為新的增長動力。晶片技術進步、電動車電池需求增加，加上人工智能廣泛應用，有望成為推動韓國經濟及股市的催化因素，為2024年相對疲弱及低估值的市場帶來上升動力。

馬來西亞



Doreen Choo
投資主管

預計馬來西亞股市將在2025年實現正回報，盈利增長為中至高單位數，股息率約為3%至4%。政治穩定、國內生產總值強勁增長（4.5%至5.5%）、接近充分就業、工資上漲、強勁外國直接投資以及可再生能源及數據中心的增長預計將支撐市場。電器及電子產品出口與旅遊業的復甦，以及充裕的國內流動性，尤其是來自國內退休基金的流動性，亦是利好因素。

經濟強勁、出口復甦及消費增長將繼續利好銀行業。政府推行輕軌交通等基建項目，以及外國直接投資流入製造工廠、數據中心及物流倉庫，將利好建築及建材行業。可支配支出增加及強勁就業將利好消費行業，而醫療旅遊則會提振醫療保健行業。





台灣



Rebecca Lin
投資主管

台灣經濟佔據優勢，能夠在2025年實現增長，主要受惠於其在半導體供應鏈及人工智能生態系統的領先地位。台灣半導體行業在技術方面顯著領先，有望保持競爭優勢。與此同時，全球領先的獨立半導體晶圓代工台廠積電正在全球擴張，擴張步伐與美國旨在推動半導體本地化生產的政策一致。

人工智能高效能運算(HPC)市場預計將成為晶圓製造及先進封裝和測試行業最大增長動力之一。人工智能高效能運算市場，尤其是Chat GPT等應用程式使用的人工智能半導體，預計到2027年將達到2,000億美元以上的規模。此外，自動駕駛汽車興起，推動汽車半導體需求，市場預計先進駕駛輔助系統的規模到2029年將增長至1,200億美元。邊緣人工智能直接將人工智能應用程式設於裝置上，例如手機、相機及電腦，而不是將數據傳送到雲端或數據中心，此領域將受惠於人工智能伺服器、個人電腦及智能手機出貨量增加。同時，數據中心、雲端運算及高效能網絡需求不斷增長，推動對下一代網絡解決方案的需求。

泰國



Bodin Buddhair
投資策略主管

預計泰國股市將在2025年反彈。新政府計劃透過擴張性財政政策提振經濟。大規模基建投資預計將刺激私營界別的投資、創造就業職位及提高收入。泰國央行有望減息，這將釋放更多可支配收入用於消費及投資。由泰國政府推薦的投資工具Vayupak基金重新推出，有望顯著提振市場情緒及增加流動性。

預計多個行業將受惠於泰國政府的經濟刺激措施。旅遊業復甦有望利好酒店、餐廳及航空公司。現金發放及債務減免將增強消費者的購買力，從而促進零售銷售。刺激措施及數碼轉型將為雲端運算、數據中心及金融科技創造增長機遇。此外，全球向潔淨能源轉型，以及數據中心、雲端運算及高效能網絡的需求不斷增長，將利好可再生能源行業。

越南



Ngo The Trieu
行政總裁兼投資總監

穩定的宏觀經濟形勢有望支撐2025年市場回報。鑑於貿易及生產復甦、政府利好政策（如削減增值税及費用降低）、公營界別工資增長30%、強勁外國直接投資，以及房地產及建築行業逐步復甦，該國的國內生產總值預計將強勁增長。全球指數供應商富時羅素可能在2025年9月之前將越南上調至新興市場地位，預計將提振市場情緒，吸引外國投資。市場看來仍然吸引，預計2025年市盈率為11.8倍，顯著低於5年平均值17.1倍。

盈利增長預計約18%。金融行業將受惠於強勁信貸增長、資產質素提高及非利息收入增加。由於私人消費、出口活動及利潤率擴張均轉強，非必需消費品及資訊科技等非金融行業將有所改善。在全球製造商遷往越南的推動下，工業園區的土地銷售有望錄得雙位數增長。





風險監測

市場對通脹上升感到失望、美國利率走勢不明朗以及美元走強的風險可能會影響2025年的資產價格。鑑於美國經濟數據強勁及特朗普全面掌控政府可能推高通脹壓力，長期通脹失控的預期風險正在上升。因此，聯儲局可能在更長時間內維持較緊縮的貨幣政策。

與此同時，全球增長在很大程度上由新冠疫情後強勁的美國消費需求推動。然而，隨著疫情期间累積的額外儲蓄下降、工資增長趨緩，以及銀行收緊貸款標準，美國消費將持續面臨阻力。勞動市場降溫及工資增長放緩亦將削弱消費者的購買力，從而抑制美國消費。此外，美國實際政策利率仍高於2%，意味著金融環境繼續受到限制，並可能進一步拖累經濟增長。儘管美國經濟衰退的可能性下降，但我們不能完全排除這種可能。事實上，我們認為經濟衰退的可能性或高於目前市場反映的水平。

地緣政治事件可能嚴重影響投資者的情緒，因此應審慎看待，不要低估或輕視該等因素。由於特朗普當選並將採取「美國優先」方針，外交關係將較難預測。我們繼續關注持續的地緣政治緊張局勢，例如俄烏衝突及中東危機。雖然這種地緣政治緊張局勢可能具破壞性，但亦可帶來獨特的投資機遇。



聯絡我們

香港

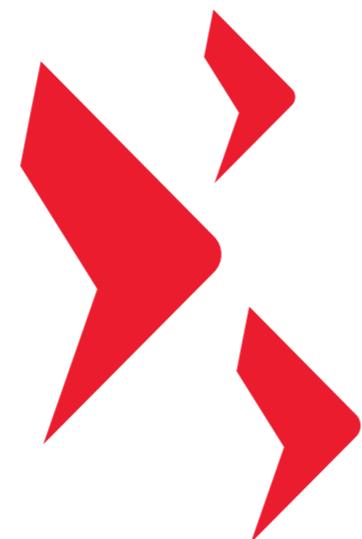
瀚亞投資（香港）有限公司
香港
中環港景街1號
國際金融中心一期13樓
電話：+852 2918 6300

免責聲明

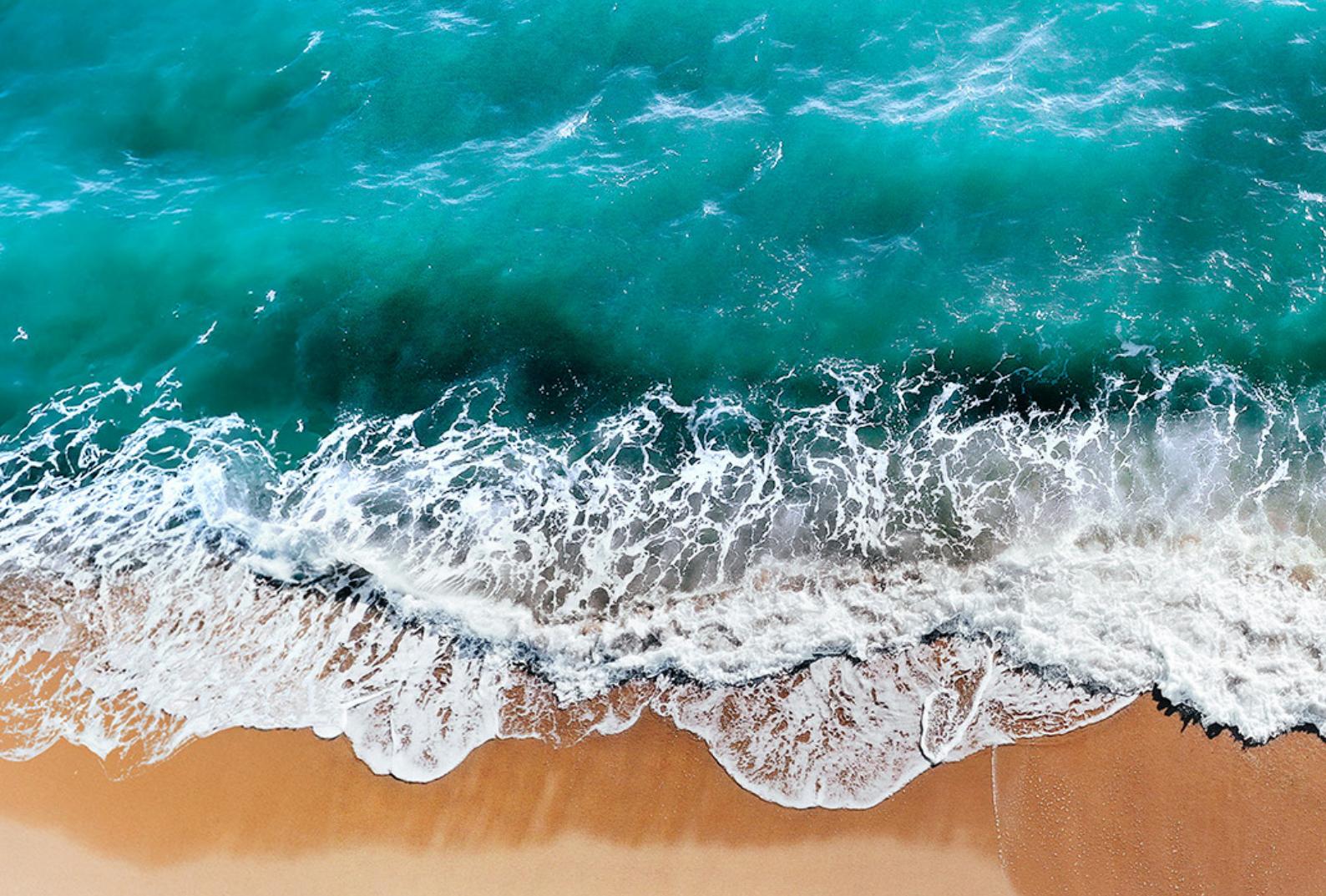
資料來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司

本文由瀚亞投資（香港）有限公司（「瀚亞香港」）刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國Prudential plc的全資附屬公司。瀚亞香港和Prudential plc與一家主要在美國營運的Prudential Financial, Inc., 和在英國成立的M&G plc的附屬公司Prudential Assurance Company, 沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站(www.eastspring.com.hk)由瀚亞投資（香港）有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。



eastspring.com/2025-market-outlook



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

eastspring.com