



瀚隋资本

2025 第一季投资点评

撰写：

陈嘉伟 CFA FRM
黎伟乔 CFA
曾迪奇 CIIA





瀚隋资本有限公司
香港干诺道中128号11楼
电话: +852 2710 0600
传真: +852 2710 0239
电邮: info@hansuicapital.com.hk
网址: www.hansuicapital.com.hk

第一季市场观点:

资产	市场	策略观点	资产	市场	策略观点
股票	美国	看淡 ○○○○●○ 看好	固定收益	美国主权	看淡 ○○○○●○ 看好
	欧洲	看淡 ○●○○○○ 看好		美国高评级	看淡 ○○○○●○ 看好
	日本	看淡 ○○○○●○ 看好		美国高收益	看淡 ○○○○●○ 看好
	新兴市场	看淡 ○○○○●○ 看好		欧元区	看淡 ○○○○●○ 看好
	亚洲(日本除外)	看淡 ○○○○●○ 看好		亚洲高评级	看淡 ○○○○●○ 看好
商品	黄金	看淡 ○○○○●○ 看好		亚洲高收益	看淡 ○○○○●○ 看好
	石油	看淡 ○○○○●○ 看好		新兴市场(美元)	看淡 ○○○○●○ 看好

第一季重点:

股市:

- 美国市场将受AI、云计算等创新领域和降息政策支持，预期表现强劲，惟需留意通胀高企或影响消费信心疲弱及美国债务上限问题影响股市表现。亚洲市场则集中于政策支持的内需增长，特别是在中国和印度，内需驱动型行业如消费、科技和新能源将成为资金流入的焦点。欧洲市场增长较慢，但绿能和奢侈品值得关注，特别是在政策推动的能源转型背景下。

商品:

- 黄金在经济不确定和通胀压力下仍是重要避险资产。铜、锂等工业金属因新能源需求而看好。原油受地缘政治影响可能短期走强，但前景有限。

固定收益:

- 新兴市场本币债券因高收益受青睐，特别是印度尼西亚和巴西市场。欧洲固定收益因经济疲弱表现受限，建议对企业债谨慎。内地固定收益市场规模庞大但面临结构性挑战，在经济复苏和政策支持下，国债及优质信用债需求稳定，但部分企业债存在信用风险，市场分化明显，高评级债券更具吸引力。



瀚隋资本有限公司
香港干诺道中128号11楼
电话: +852 2710 0600
传真: +852 2710 0239
电邮: info@hansuicapital.com.hk
网址: www.hansuicapital.com.hk

季度环球股市及债市回顾:

- 美股科技板块第四季表现强劲，受人工智能技术快速发展推动，半导体、云计算和数据分析等领域尤为突出。科技巨头业绩亮眼，加之市场对AI应用的乐观预期，吸引资金持续流入。纳斯达克综合指数第四季再上升超过6%。而欧洲市场则表现疲弱，经济增长动能减弱，通胀压力加剧，使欧洲央行政策前景充满不确定性，整季欧洲STOXX600指数下跌超过2%。
- 季初市场担心美国候任总统特朗普关税政策将令中国出口面临压力，沪深股票市场偏软。其后因政府出台提振政策而企稳，全季变动不大。国际投资者对中国经济前景仍处观望态度，恒生中国企业指数下跌近3%。其他新兴市场同样受压，反映出投资者对经济增长及美元走强引发资金外流的担忧。
- 美国经济数据表现超预期，但也导致通胀压力挥之不去，美国债券市场承压明显，全球综合债券指数本季下跌超过5%，市场对未来利率走向仍存在较大担忧。

10年平均 现时位置

指数名称	最新收市价	52 周高	52 周低	年初至今变动(%)	十月变动(%)	十一月变动(%)	十二月变动(%)	第四季变动(%)	预测市盈率
欧美市场									
道琼斯工业平均指数	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
标普500指数	5,881.63	6,099.97	4,682.11	25.00	-0.92	5.87	-2.39	2.39	
纳斯达克综合指数	19,310.79	20,204.58	14,477.57	29.60	-0.49	6.30	0.56	6.36	
罗素2000指数	2,230.16	2,466.49	1,898.25	11.53	-1.44	10.97	-8.26	0.33	
欧洲Stoxx600指数	507.62	528.68	464.99	9.62	-3.22	1.15	-0.43	-2.53	
中港市场									
上海证券交易所综合指数	3,351.76	3,674.41	2,635.09	16.17	-1.59	1.48	0.87	0.73	
沪深300指数	3,934.91	4,450.37	3,108.35	18.24	-3.02	0.75	0.59	-1.72	
深圳证交所综合指数	1,957.42	2,176.47	1,391.32	8.53	3.39	1.33	-2.92	1.71	
深圳创业板价格指数	2,141.60	2,576.22	1,482.99	14.94	-0.46	2.80	-3.70	-1.46	
香港恒生指数	20,059.95	23,241.74	14,794.16	22.90	-3.84	-4.23	3.29	-4.88	
恒生中国企业指数	7,289.89	8,372.97	4,943.24	31.41	-3.26	-4.33	4.96	-2.86	
其他亚洲市场									
日经225指数	39,894.54	42,426.77	31,156.12	21.27	3.06	-2.23	4.52	5.31	
韩国KOSPI指数	2,399.49	2,896.43	2,360.18	-8.42	-1.43	-3.92	-2.24	-7.42	
印度孟买SENSEX指数	78,507.41	85,978.25	70,001.60	9.57	-5.70	0.57	-2.08	-7.14	
印度尼西亚雅加达综合股价指数	7,079.91	7,910.56	6,698.85	1.29	0.72	-5.45	-0.18	-4.94	
MSCI 东盟指数	2,213.66	2,381.58	1,911.05	11.03	-4.78	-0.24	-1.02	-5.97	
新兴市场									
巴西圣保罗指数	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	

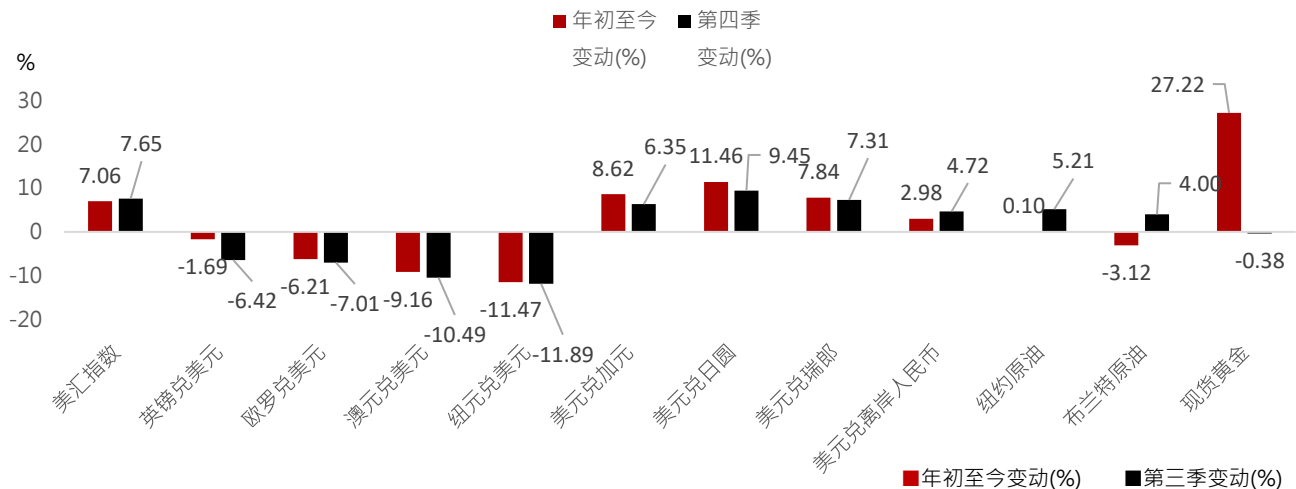
彭博债券总回报指数(货币非对冲)	最新收市价	52 周高	52 周低	年初至今变动(%)	十月变动(%)	十一月变动(%)	十二月变动(%)	第四季变动(%)	目前 YTW	3个月前 YTW
全球综合(美元)	463.44	489.62	449.85	-1.69	-3.34	0.61	-2.15	-5.09	3.68	3.30
泛欧洲综合主权债(欧元)	222.90	226.85	213.13	1.62	-2.19	2.52	-1.49	-1.23	3.13	2.88
新兴市场美元综合债(美元)	1,248.13	1,270.18	1,152.01	6.58	-1.57	1.40	-1.19	-1.67	6.71	6.27
亚洲(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
美国企业债(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
环球高收益债(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
美国企业高收益债(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
泛欧洲高收益债(欧元)	478.98	479.50	436.92	9.14	0.46	0.66	0.73	1.95	6.03	6.29
新兴市场高收益债(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

数据源: 瀚隋资本、彭博 (截至2024年12月31日)



瀚隋资本有限公司
香港干诺道中128号11楼
电话: +852 2710 0600
传真: +852 2710 0239
电邮: info@hansuicapital.com.hk
网址: www.hansuicapital.com.hk

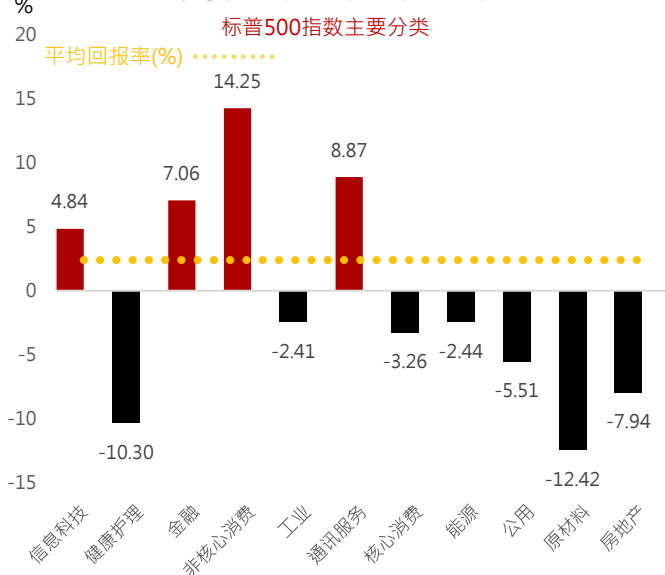
季度外汇及商品回顾:



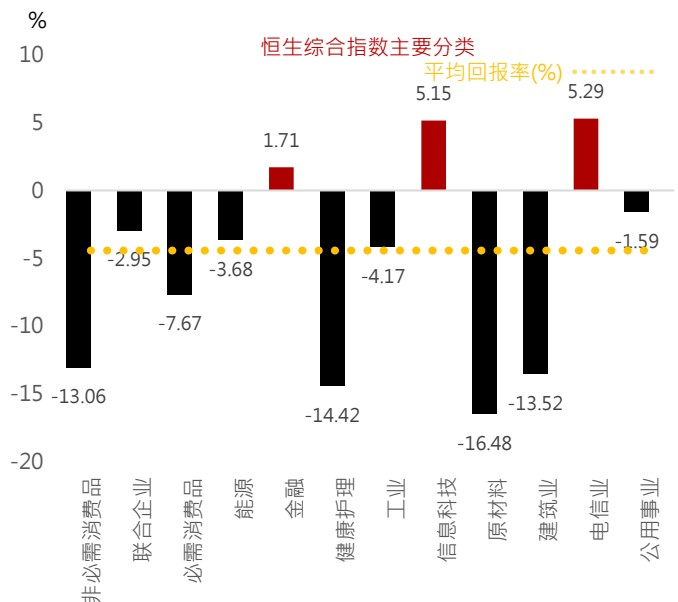
数据源: 瀚隋资本、彭博 (截至2024年12月31日)

- ▶ 美国经济强劲加上通胀持续高于央行目标水平，支撑美元避险地位，其他主要货币普遍承压。其中，纽元和澳元因大宗商品需求放缓及中国经济复苏不及预期，兑美元下跌超过一成。欧元兑美元下跌近7%，主要因欧元区经济增长放缓及欧洲央行释放政策转向信号。
- ▶ 日本央行维持超宽松货币政策立场不变，与美联储利率政策分歧扩大，导致日元下跌近一成。相比之下，人民币表现稳健，仅下跌近5%，这得益于中国监管机构采取的一系列汇率稳定措施，以及外贸数据的逐步改善。
- ▶ 原油价格走势震荡向上，因地缘政治紧张及主要产油国减产政策支撑，季度上涨4%。黄金价格表现平稳，季度小幅下跌约0.4%，尽管通胀持续高企，但美元强势及债券收益率上升限制了其上行空间。

季度板块回顾:



数据源: 瀚隋资本、彭博 (截至2024年12月31日)



数据源: 瀚隋资本、彭博 (截至2024年12月31日)



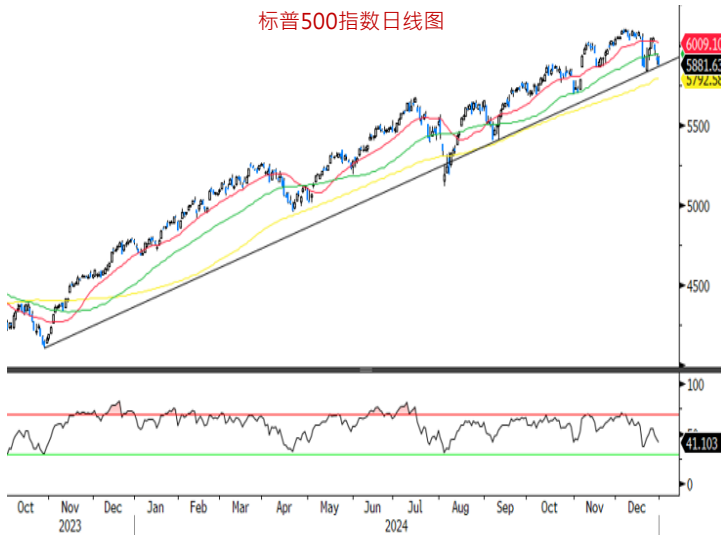
瀚隋资本有限公司
香港干诺道中128号11楼
电话: +852 2710 0600
传真: +852 2710 0239
电邮: info@hansuicapital.com.hk
网址: www.hansuicapital.com.hk

一月市场策略:

美国股市:

标普500指数仍处上升轨上

标普500指数日线图



数据源:彭博、瀚隋资本 (更新至 2025年1月2日)

- ❖ 美国经济整体表现良好，基本面仍然稳健，但市场估值偏高，尤其是科技股板块。同时，由于特朗普政府未来可能实施的贸易政策对供应链和价格带来持续压力，通胀问题尚未完全受控，这也可能导致美联储减息步伐放缓。在此宏观背景下，市场短期内或将维持上下震荡的格局。
- ❖ 得益于美国经济的支撑，技术支持位位于100天移动平均线 (SMA) 约5,792点，短期内大幅下跌的风险相对有限。然而，上方阻力为2024年12月的高点约6,100点，要突破该阻力位，市场需要更强的催化剂，例如企业财报的惊喜表现或利好的政策消息。
- ❖ 投资者应密切关注即将发布的通胀和消费支出相关的指标。此外，特朗普政府的贸易政策对原材料成本及供应链的潜在影响也将对市场产生重大影响。

香港股市:

恒生指数支持位为100天移动平均线

恒生指数周线图



数据源:彭博、瀚隋资本 (更新至 2025年1月2日)

- ❖ 恒生指数现价市盈率约10倍，估值属于偏低，预料在低估值因素支持下，恒生指数在一月份再出现大跌机会不大。
- ❖ 惟美国新任总统特朗普将于一月上台，如对各 国征收额外关税超出市场预期，料将影响市场气氛，恒指亦将下调，初步支持位为100天移动平均线19,361点。
- ❖ 市场普遍预料中国将会再推出新措施以刺激经济，如在一月份推出刺激经济政策如降息降准，料将利好市场气氛，在恒生指数估值偏低下，不排除有资金买入港股追落后，恒生指数有望再向上挑战十二月份高位21,070点。



瀚隋资本有限公司
香港干诺道中128号11楼
电话: +852 2710 0600
传真: +852 2710 0239
电邮: info@hansuicapital.com.hk
网址: www.hansuicapital.com.hk

中国经济增速趋缓 2025年发展挑战待解

- 中国最近的经济数据显示，零售消费增速放缓、固定资产投资成长减弱，反映内需持续承压。巴克莱银行分析指出，预计中国2025年GDP增速为4.2%，低于市场预期。(图1)
- 消费方面，11月零售销售同比增长3%，较10月的4.8%有所回落，低于市场预期的5.0%。(图2)珠宝、化妆品等非必需消费品销售减少，显示消费意愿趋向保守。汽车销售虽有增长，但主要受惠于政府补贴政策，可能影响未来需求。
- 房地产领域表现分化，中国1-11月份房地产开发投资同比下降10.4% (图3)，新开工面积和在建工程持续减少。一线城市房产销售增长50%，带动整体销售转为正值，但二手房价格仍呈现环比下跌。考虑人口变化、家庭负债等基本因素，预计2025年房产销售或下降8%。
- 针对经济现况，中国政府正在调整政策措施。货币政策方面，央行计划每季度下调利率10个基点，并将在春节前实施新的存款准备金率调整。财政政策方面，2025年赤字率预计比2024年高(图4)，地方政府专项债规模可能增加至4-4.5万亿元。在中美经贸关系变化、通缩因素影响下，政策效果有待观察。展望2025年，中国经济发展仍面临诸多考验，结构调整与政策实施成效值得关注。

图1: 彭博预计中国2025年GDP增速为4.2%转为正数

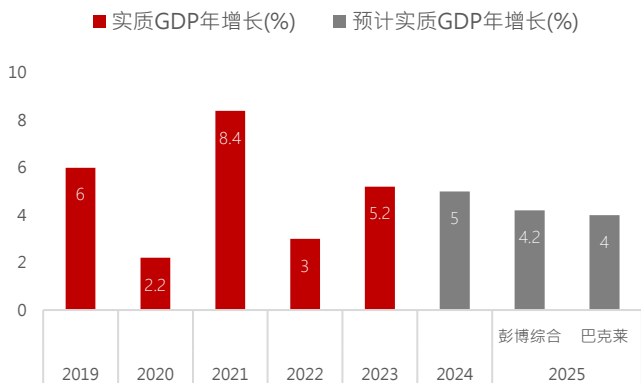


图2: 中国11月零售销售同比增长低于预期

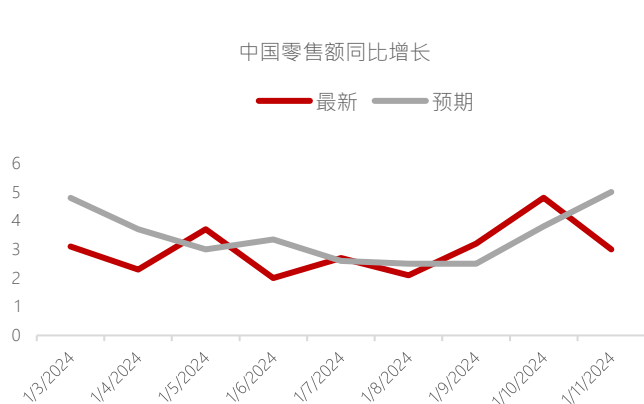


图3: 内地房地产投资持续下跌

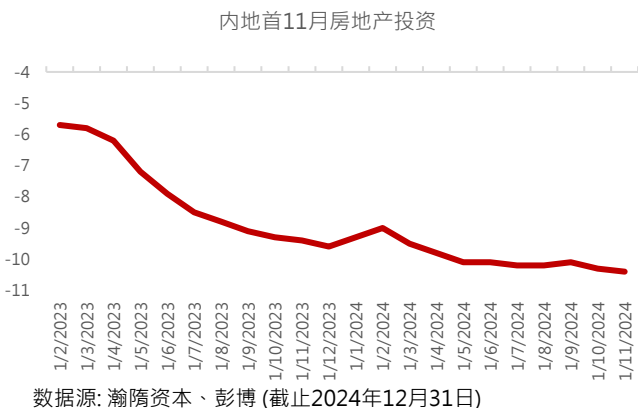
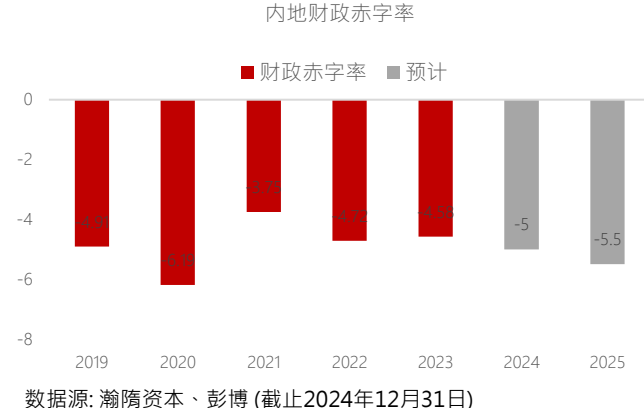


图4: 市场预计内地财赤字率2025年将再度扩大



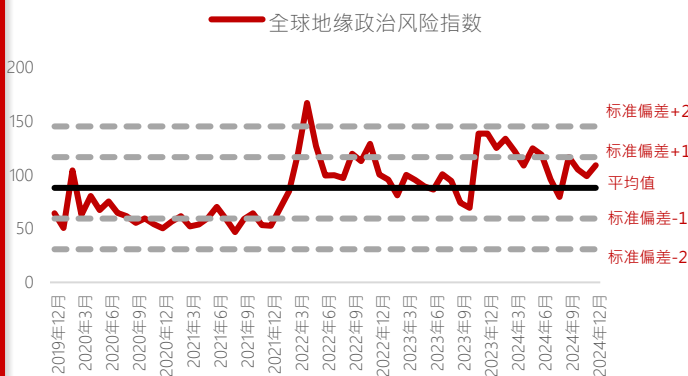


瀚隋资本有限公司
香港干诺道中128号11楼
电话: +852 2710 0600
传真: +852 2710 0239
电邮: info@hansuicapital.com.hk
网址: www.hansuicapital.com.hk

全球地缘政治局势动荡 各国国防预算创新高

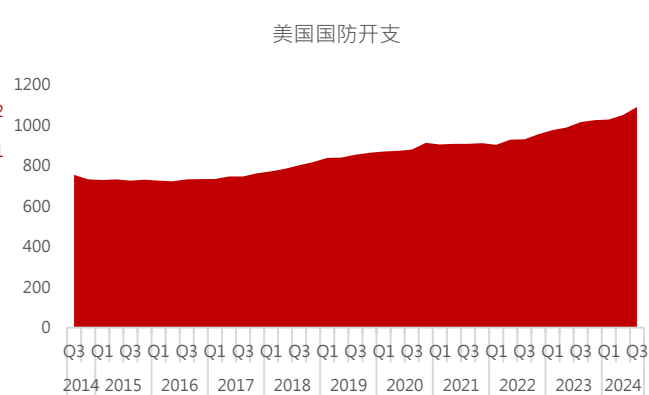
- 地缘政治紧张局势加剧、区域冲突和新兴安全威胁(图1)下等因素推动各国增加国防预算，并在国家安全措施上投入大量资源。美国 2024 财政年度《国防授权法》要求下一年度的国防开支达到 8,860 亿美元，较 2023 财年增加近 300 亿美元，更比 2022 年多了1,000 亿美元(图2)，在地缘政治仍动荡不安情况下，可预见国防预算将持续增长，国防企业将有着稳定收入。
- 2023年北约军费总额约为1.1万亿美元，再创历史新高。北约秘书长史托滕博格表示，2024年国防支出达北约设定2%门槛的国家「超出预期」，共有23国正式达标，比去年的11国大幅增加(图3)，也比今年2月预估的18国更多。在俄罗斯的威胁下，市场认为2024年北约军费势将再创新高。
- 在全球各国政治右倾下，市场认为地缘政治紧张局势短期内难以缓和，而特朗普在一月上台后更增添不确定性，在此局势下，航空国防板块或可为投资者提供一个另类投资选择(图4)。

图1:地缘政治风险指数偏高



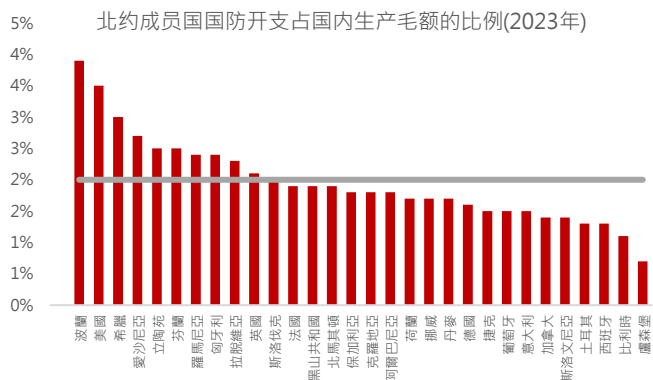
数据源: 瀚隋资本、Matteo Iacoviello (截止2024年12月23日)

图2: 美国国防开支势创新高



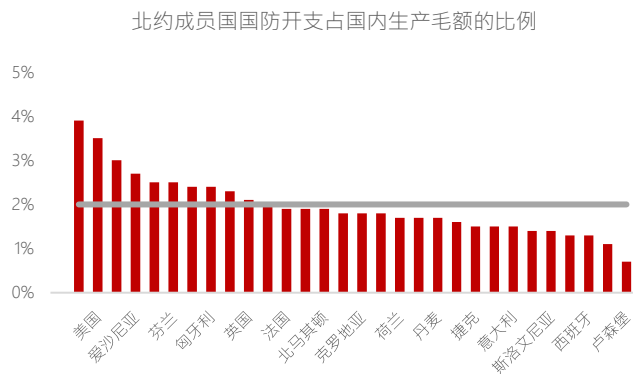
数据源:瀚隋资本、U.S. Bureau of Economic Analysis (截止2024年11月30日)

图3: 北约成员国纷纷增加国防开支



数据源:瀚隋资本、NATO (截止2024年1月31日)

图4:航天国防板块长线跑赢全球指数



数据源:瀚隋资本、彭博(截止2024年12月23日)



瀚隋资本有限公司
香港干诺道中128号11楼
电话: +852 2710 0600
传真: +852 2710 0239
电邮: info@hansuicapital.com.hk
网址: www.hansuicapital.com.hk

一月重要数据:

日期时间	地区	数据及事项	数据期	预测数字	实际数字	上次数字
01/02 09:45	中国	财新中国制造业采购经理人指数	Dec	51.8	--	51.5
01/02 17:00	欧元区	HCOB欧元区制造业采购经理人指数	Dec F	--	--	45.2
01/02 17:30	英国	标普全球英国制造业采购经理人指数	Dec F	--	--	47.3
01/02 22:30	加拿大	标普全球加拿大制造业采购经理人指数	Dec	--	--	52
01/03 23:00	美国	ISM 制造业指数	Dec	48.5	--	48.4
01/07 15:30	瑞士	CPI(月比)	Dec	--	--	-0.1%
01/07 18:00	欧元区	CPI(月比)	Dec P	--	--	-0.3%
01/07 23:00	美国	ISM服务指数	Dec	53.5	--	52.1
01/09 08:30	澳洲	零售销售(月比)	Nov	--	--	0.6%
01/09 08:30	澳洲	贸易收支	Nov	--	--	A\$5953m
01/09-01/15	中国	货币供给M2(年比)	Dec	--	--	7.1%
01/09-01/12	中国	CPI(年比)	Dec	--	--	0.2%
01/10 14:45	瑞士	失业率	Dec	--	--	2.6%
01/10 21:30	美国	非农业就业人口变动	Dec	--	--	227k
01/10 21:30	美国	失业率	Dec	--	--	4.2%
01/10 21:30	加拿大	失业率	Dec	--	--	6.8%
01/10 23:00	美国	密歇根大学市场气氛	Jan P	--	--	--
01/15 15:00	英国	CPI(月比)	Dec	--	--	0.1%
01/15 21:30	美国	CPI(月比)	Dec	--	--	0.3%
01/15-01/20	中国	GDP年比	4Q	--	--	4.6%
01/15-01/20	中国	零售销售(年比)	Dec	--	--	3.0%
01/16 08:30	澳洲	失业率	Dec	--	--	3.9%
01/17 05:30	新西兰	BusinessNZ制造业采购经理人指数	Dec	--	--	45.5
01/17 18:00	欧元区	CPI(月比)	Dec F	--	--	--
01/21 15:00	英国	ILO失业率(3个月)	Nov	--	--	4.3%
01/21 21:30	加拿大	CPI(年比)	Dec	2.0%	--	1.9%
01/22 05:45	新西兰	CPI(季比)	4Q	--	--	0.6%
01/22 23:00	美国	领先指数	Dec	--	--	0.3%
01/24 07:30	日本	全国消费者物价指数 年比	Dec	--	--	2.9%
01/24 22:45	美国	标普全球美国制造业PMI	Jan P	--	--	--
01/28 23:00	美国	经济咨询委员会消费者信心	Jan	--	--	--
01/29 08:30	澳洲	CPI(季比)	4Q	--	--	0.2%
01/30 18:00	欧元区	GDP经季调(季比)	4Q A	--	--	0.4%
01/30 21:30	美国	GDP年化(季比)	4Q A	--	--	3.1%
01/31 07:30	日本	失业率	Dec	--	--	--
01/31 07:30	日本	东京消费者物价指数(生鲜除外) 年比	Jan	--	--	--
01/31 22:45	美国	MNI芝加哥采购经理人指数	Jan	--	--	--

数据源: 瀚隋资本、彭博

央行议息时间表:

	美国联储局	欧洲央行	英伦银行	澳洲联储银行	新西兰联储银行	加拿大银行	瑞士国家银行	日本银行
最新政策利率	4.50%	3.00%	4.75%	4.35%	4.25%	3.25%	0.50%	0.25%
货币政策会议								
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

数据源: 瀚隋资本、彭博



瀚隋资本有限公司
香港干诺道中128号11楼
电话: +852 2710 0600
传真: +852 2710 0239
电邮: info@hansuicapital.com.hk
网址: www.hansuicapital.com.hk

风险披露:

- 投资涉及风险。买卖证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资未必一定能够赚取利润，并有机会招致损失。投资者须注意证券及投资价格可升可跌，甚至会变成毫无价值，过往的表现不一定可预示日后的表现。海外投资附带一般与本港市场投资并不相关的其他风险，包括（但不限于）汇率、外国法例及规例(如外汇管制)出现不利变动。本档并非，亦无意总览本档所述证券或投资牵涉的任何或所有风险。客户在作出任何投资决定前，应参阅及明白有关该等证券或投资的所有销售文件，尤其是其中的风险披露声明及风险警告。
- 外汇买卖的风险声明：外币/人民币投资受汇率波动的影响而可能产生获利机会及亏损风险。客户如将外币/人民币兑换为港币或其他外币时，可能受外币/人民币汇率的变动而蒙受亏损。
- 人民币兑换限制风险的风险声明：人民币投资受汇率波动的影响而可能产生获利机会及亏损风险。客户如将人民币兑换
- 为港币或其他外币时，可能受人民币汇率的变动而蒙受亏损。
- 目前人民币并非完全可自由兑换，个人客户可以通过银行帐户进行人民币兑换的汇率是人民币(离岸)汇率，是否可以全部或即时办理，须视乎当时银行的人民币头寸情况及其商业考虑。客户应事先考虑及了解因此在人民币资金方面可能受到的影响。

重要注意事项:

- 本档由瀚隋资本编制和发布，并未经香港证券与期货事务监督委员会审批，亦未经香港境外的监管机构审批。仅派发予专业投资者(定义见《证券及期货条例》(香港法例第571章)附表一第一部)。
- 除非获瀚隋资本有限公司书面允许，否则不可把本档作任何编辑、复制、摘录或以任何方式或途径（包括电子、机械、复印、摄录或其他形式）转发或传送本档任何部份予公众或其他未经核准的人士或将本档任何部份储存于可予检索的系统。



瀚隋资本有限公司
香港干诺道中128号11楼
电话: +852 2710 0600
传真: +852 2710 0239
电邮: info@hansuicapital.com.hk
网址: www.hansuicapital.com.hk

免责声明:

- 本报告仅供参考及讨论，当中所载任何意见并不构成由瀚隋资本有限公司任何成员、其董事、代表及 / 或雇员（不论作为委托人或代理）向他人作出买卖任何证券、期货、期权或其他融资类工具的要约或招揽。
- 本报告旨在由获瀚隋资本有限公司提供本报告者收取，不拟向在有关分发或使用会抵触当地司法权区或国家法律及规例之任何人士或实体，或使瀚隋资本有限公司受当地法权区或国家任何监管规定限制之任何人士或实体分发或由其使用。任何拥有本报告或打算依赖或根据其所载的资料作出行动之人士或实体，必须确保其本身不受任何对其作出有关行动有所限制或禁止之本地规定所限制。
- 虽然本报告资料来自或编写自瀚隋资本有限公司相信为可靠之来源，惟并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、有效性、时间性或完整性。对于任何依赖本报告之第三者而言，瀚隋资本有限公司对某特定用途的适用性、或对谨慎责任的任何明示或隐含的保证均卸弃责任。
- 本报告所载资料可随时变更，而瀚隋资本有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。本报告所载意见及估计反映相关分析员于本报告注明日期之判断，并可随时更改。瀚隋资本有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。如有疑问，您应咨询您的合资格财务顾问及 / 或其他专业顾问。
- 本报告所论述工具及投资未必适合所有投资者，而本报告并无顾虑任何特定收取者之特定投资目标、投资经验、财务状况或需要。投资者必须按其本身投资目标及财务状况自行作出投资决定。瀚隋资本有限公司建议投资者应独立评估本报告所论述个别发行商、投资或工具，而投资者应咨询所需之独立顾问，以了解该等工具或投资，及作出适当决定。投资价值 and 收入或因利率或外币汇率变动、证券价格或指数变动、公司经营或财务状况变动及金融的其他因素而有所不同。本报告所论述之工具及投资或其相关权利之行使时间或设期限。过往表现不一定等于将来。请参阅最后一页所载的分析员及公司披露事项及免责声明。
- 瀚隋资本有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由于任何协力厂商在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。