



2025年投資展望

經濟著陸之後





Kristina Hooper
環球首席市場策略師

內容概要

通脹大致受控，全球許多央行目前正放寬貨幣政策，藉此刺激經濟增長。於2025年，我們預期全球減息週期的利好影響會抵銷經濟放緩的利淡因素——換言之，我們認為經濟將實現軟著陸。我們預期短期內經濟增長將持續放緩，於2025年再度加速，有利全球風險資產。

美國方面，我們認為經濟將先放緩至潛在增長率，隨後在勞動力市場穩健及金融環境放寬的支持下再度加速。過去一年，歐元區及英國的經濟增長乏力，但受惠於一眾央行減息及工資增長放緩，我們預期2025年該地區的增長將逐漸加速。與此同時，日本近期工資增長及政策調整使其成為潛在亮點，不過日圓可能回升會打擊高度依賴出口的日本市場。中國方面，我們預期最近的政策轉向將提振國內增長，並利好市場情緒。然而，我們認為這對亞洲其他地區帶來的再通脹影響可能有限。

新興市場有望受惠於已發展市場的減息週期、美元在一定程度上回落及全球增長回升。特定主題（如印度的增長前景）有望領先，而中國的政策刺激或可改善增長前景。

整體而言，我們預期風險資產的環境利好，特別是非美國已發展市場、小型股及美國價值板塊，其中估值處於有利位置及週期性板塊權重料將推動歐洲資產跑贏美國資產。



我們預期短期內經濟增長將持續放緩，於2025年再度加速，這應有利全球風險資產。

撰文

James Anania
投資策略師

Jeffrey Bennett, CFA®
高級投資組合經理
經理選擇總監

趙耀庭
環球市場策略師

Arnab Das
環球宏觀策略師

Mo Haghbin CFA®, CAIA®
景順投資解決方案團隊
解決方案總監

Kristina Hooper, CAIA®
環球首席市場策略師

Paul Jackson
環球資產配置研究總監

Benjamin Jones, CFA®
宏觀研究總監

Tomo Kinoshita
環球市場策略師

Turgut Kisinbay
景順固定收益團隊
美國首席經濟師

Brian Levitt
環球市場策略師

Alessio de Longis, CFA®
高級投資組合經理
景順投資解決方案團隊
投資總監

Ashley Oerth, CFA®
環球助理市場策略師

Michael Sobolik, CFA®
北美房地產投資策略師

Drew Thornton, CFA®
解決方案Thought Leadership
總監

András Vig
高級多資產策略師

Rob Waldner, CFA®
首席策略師
景順固定收益團隊
宏觀研究主管

撰文(地區)

Mike Shiao
亞洲（日本除外）首席投資總監

馬磊
中國內地及香港首席投資總監

Norbert Ling
景順固定收益可持續及影響力投資
投資組合經理

Chris Lau
景順固定收益高級投資組合經理

Yifei Ding
景順固定收益高級投資組合經理

宏觀觀點

1

平穩著陸：增長穩定，通脹接近目標

- 大多數發展中市場的通脹已大幅回落，目前接近目標水平。
- 市場焦點已轉向增長及潛在下行風險。
- 我們的基本假設情境是2025年不會有任何主要經濟體出現顯著的增長下滑。



2

央行正放寬政策

- 主要經濟體的利率普遍偏高，但正在放寬。
- 聯儲局可能於2025年底前達致中性政策，但增長前景好轉可能導致當局押後減息。
- 歐洲央行正在放寬政策，其增長基礎相較美國疲弱。



3

著陸之後：增長目前正放緩，但2025年將處於趨勢水平

- 於2025年，美國經濟放緩至潛在水平，然後再度加速增長。
- 歐洲增長將改善，並稍為高於普遍預測。



市場觀點

固定收益

由於減息推動孳息曲線走峭，存續期將表現出色。現時孳息率具吸引力，但鑒於目前的估值，息差不太可能更進一步收窄。

股票

我們認為全球維持承險環境，小型股及價值股連同非美國已發展市場或將領先。過往並無陷入經濟衰退的寬鬆週期反映風險資產將表現出色。

美元 / 各國貨幣

美元匯率高企已有一段時間，不過美國與其他主要經濟體之間的增長差異仍利好美元，這可能抑制美元的下跌幅度。利率差異可能影響進一步走勢。

另類投資

由於我們目前傾向於不依賴槓桿（負債）產生回報的資產，相對於私募股權，我們看好私人債務及對沖策略。

新興市場

受惠於大多數已發展市場的減息週期及全球增長回暖，新興市場資產應會於2025年表現出色。中國的上行風險集中於市場對近期政策刺激的信心。

風險

市場前景可能因不同的假設而轉變。我們考慮下列部分假設：

上行情境： 各地區經濟增長「恰到好處」

- 增長擴大及再度加快可能增強承險意願。

下行情境： 政策錯誤：增長未達目標

- 經濟增長可能因緊縮政策的遲滯影響而下滑

其他潛在的不明朗因素...

- 1 特朗普當選後，貿易及地緣政治可能轉變
- 2 中國政策刺激有望重振經濟增長
- 3 通脹回升可能扭轉央行前景
- 4 財政壓力或改變政府開支趨勢

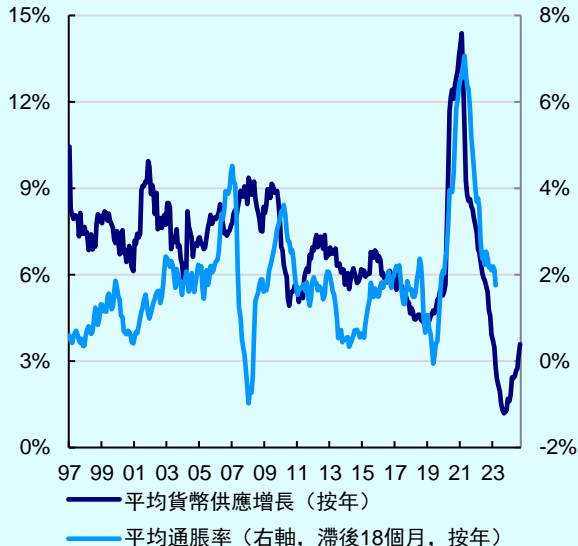
1 平穩著陸：增長穩定，通脹接近目標 儘管政策環境緊縮，但增長穩健

大幅上調利率至具限制性的水平以遏抑物價急升後，各國央行幾乎全部宣佈成功打擊通脹。但是，許多全球主要經濟體的經濟增長目前呈現放緩跡象。我們預期於2024年末至2025年初，全球增長將放緩至潛在增長率。

- 銀行貸款調查顯示信貸條件有所放寬，利好信貸需求，這跟衰退開始時的金融狀況往往截然不同。美國及歐洲的銀行貸款增長亦開始回升。與此同時，信貸息差保持溫和。
- 受服務業活動支持，全球採購經理指數 (PMI) 反映增長環境穩定。美國服務業活動加速上升。歐洲 PMI 則顯示增長持平。
- 歐洲及美國的家庭財政穩健，為央行放寬政策推動消費持續增長奠定堅實基礎。

貨幣增長正常化反映未來通脹更趨緩和

全球貨幣供應與通脹



資料來源：Datastream及景順，截至2024年10月31日，使用月度數據。全球平均貨幣供應增長及平均通脹率包括美國、中國、歐元區、日本及英國的數字。貨幣供應及消費者物價指數均顯示自1997年1月以來所覆蓋各國的平均按年增長（滯後18個月）。

雖然貨幣政策收緊，但全球增長理想

摩根大通全球綜合 PMI



資料來源：景順及Macrobond，截至2024年9月30日。

2 央行正放寬政策 利率普遍偏高——放寬政策應有助促進經濟活動

2025年料將在累積加息導致經濟活動放緩與減息週期帶來的利好影響之間的拉扯中度過。由於各國央行將焦點轉向增長風險，加上通脹受控，我們認為有相當的放寬空間。

- 鑒於通脹極為接近目標水平，我們預期聯儲局將於2025年繼續推進其減息週期，以於年底前達致中性政策利率。
- 面對增長放緩，歐洲央行放寬政策的幅度相對更大。另一方面，英國的經濟增長及通脹更高，因此英倫銀行放寬幅度可能相對較小。
- 相對於其他主要已發展市場央行，日本仍略為收緊政策，以應對通脹上升。
- 除中國外的新興市場應會受惠於全球寬鬆環境，有利放寬政策。

全球政策利率偏高，放寬政策以支持經濟增長的空間充裕

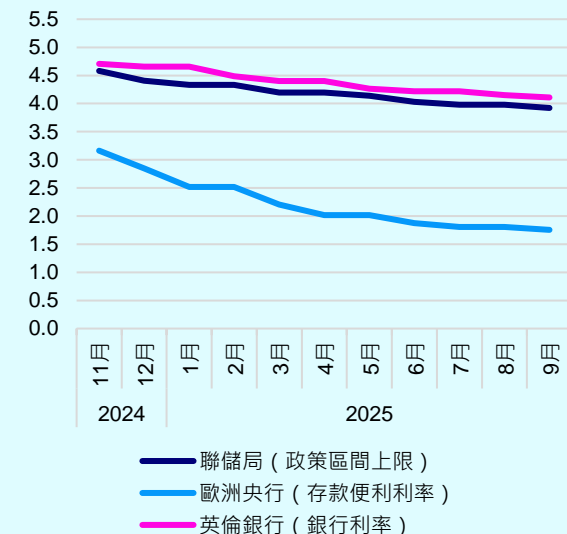
加權平均全球央行政策利率(%)



基於2001年2月至2024年9月（截至2024年9月30日）的月度數據。基於每個日曆年內按照美元名義GDP（基於2024年4月國際貨幣基金組織《世界經濟展望》的數據）排名的20大經濟體。通脹率基於經季節性調整後消費者物價指數。資料來源：國際貨幣基金組織，LSEG Datastream及景順環球市場策略部。

市場預期2025年政策將大幅放寬

市場隱含央行利率路徑(%)



2024年11月至2025年9月。基於彭博計算的聯邦基金期貨利率（就聯儲局而言）及隔夜指數掉期利率（就英倫銀行及歐洲央行而言）。利率按央行政策會議日期計算。對於並未舉行會議的月份，我們顯示與前一個月相同的利率。截至2024年11月11日。資料來源：彭博及景順環球市場策略部。

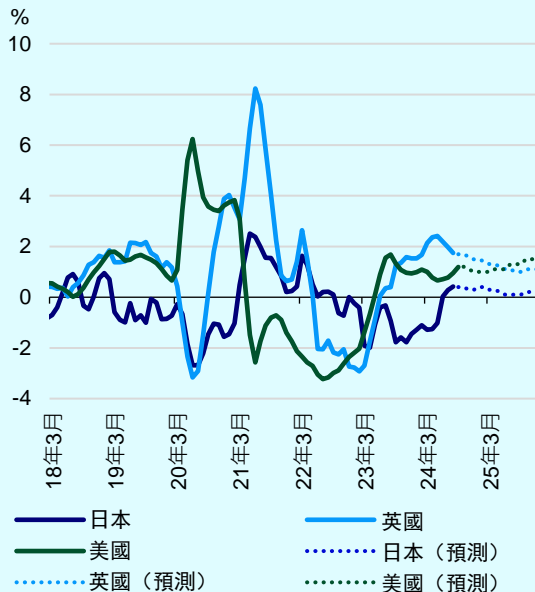
3 著陸之後：目前增長放緩，但2025年將再度加速

預期2025年實質工資增長、金融條件放寬及政策放寬

我們認為，通脹達到或接近目標水平應有助維持實質工資增長，而央行減息及借貸條件放寬應有助恢復增長勢頭。

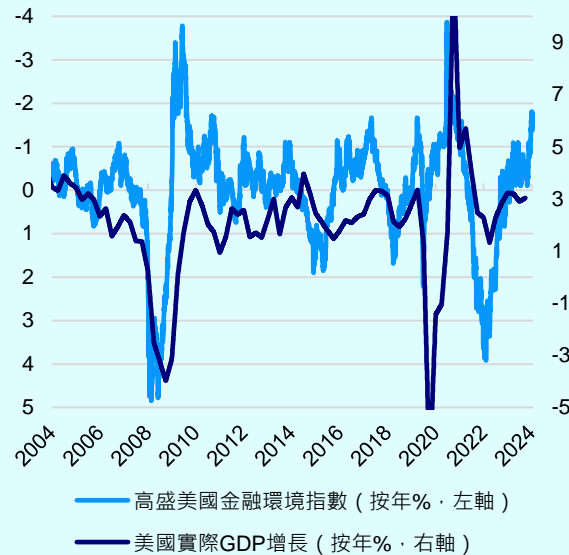
- 美國方面，我們認為勞動力市場暢旺及整體家庭財政穩健將促進消費及整體經濟持續增長。金融環境持續放寬及實質工資增長應會推動明年美國經濟再度加快增長。
- 歐洲方面，受實質工資增長緩和的支持，減息應會助力經濟增長上升至潛在增長率。
- 利率下降亦應會利好英國抵押貸款持有人，而政局穩定及與歐盟的貿易關係有望好轉則可能意味著外國投資者更加看好英國。
- 受惠於近期工資制定方式轉變，日本實質工資恢復增長應會提振消費。

2025年實質工資增長應有助經濟增長持續
年度實質工資增長



附註：圖示為美國、英國及日本自2018年3月至2025年12月的每月實質工資增長數據。英國及日本預測的起始時間為9月，美國為10月。預測來自景順，以虛線顯示。資料來源：LSEG Datastream、經合組織及景順。所有數據均為截至2024年10月31日的最新可用數據。

寬鬆的金融環境通常預視未來增長向好
美國金融條件及GDP增長



附註：圖表顯示美國自2004年10月至2024年10月的每日金融狀況。資料來源：LSEG Datastream、經合組織及景順。所有數據均為截至2024年10月31日的最新可用數據。

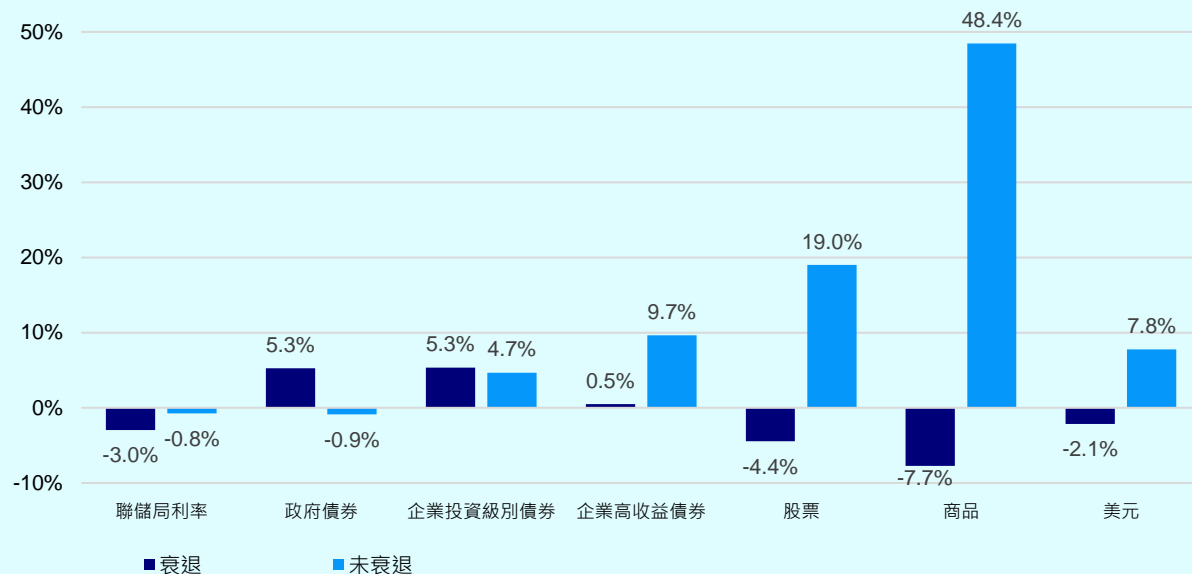
減息週期往往利好風險資產

過往軟著陸一直有利商品、股票及信貸

資產於寬鬆週期的表現取決於經濟狀況。過往，若聯儲局放寬政策及令經濟避過衰退，風險資產通常表現向好。

- 美國股市歷來在寬鬆週期啟動後均錄得強勁回報，前提是經濟在隨後12個月並未陷入衰退。
- 除美國外的市場亦於減息週期錄得強勁表現。全球股票、商品及信貸均於美國避過硬著陸期間錄得好表現。
- 由於軟著陸為我們的基本情境，我們認為風險資產有望於2025年表現領先。

風險資產通常於聯儲局減息及美國經濟避過衰退期間表現良好
自1989年以來聯儲局首次減息後12個月全球資產的平均總回報



附註：過往表現並非未來業績的保證。截至2024年10月31日的數據。圖示為自1989年以來聯儲局在寬鬆週期中首次減息後12個月全球資產的總回報。目前沒有所有資產於每個寬鬆週期的數據，其中全球高收益債券及投資級別債券於1989及2005年寬鬆週期的回報由美國回報代表。定義、計算方法及免責聲明見第20頁。

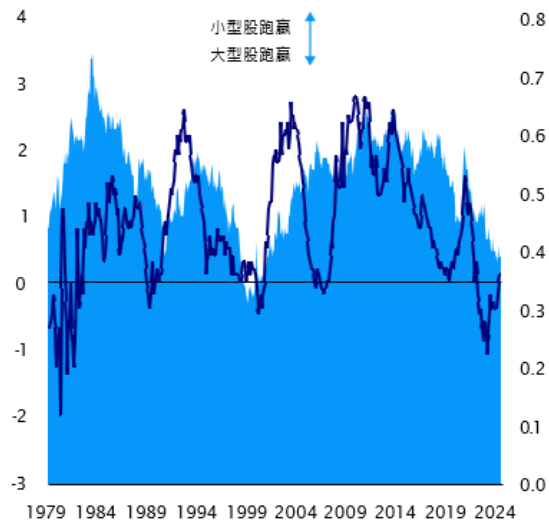
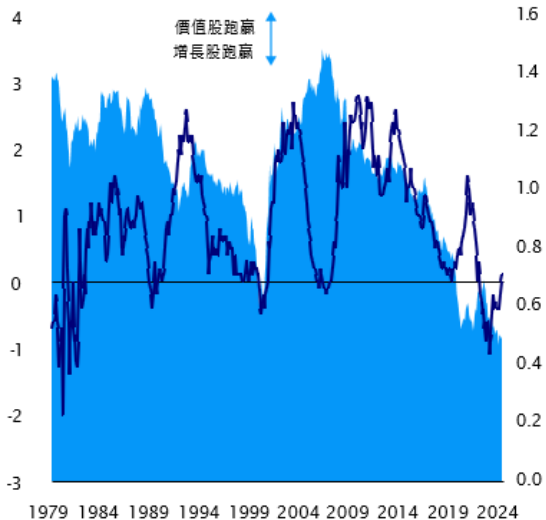
資料來源：ICE、ICE BofA、MSCI、標準普爾高盛商品指數、LSEG Datastream及景順環球市場策略部。

股票

利率下降將帶動美國股市龍頭更迭

減息應會導致孳息曲線變陡，從而提振價值股及小型股

美國國庫券孳息曲線（10年期與2年期之差）與價值股 / 增長股及小型股 / 大型股



附註：羅素1000價值股指數衡量價值型股票的表現。羅素1000成長股指數衡量增長型股票的表現。羅素2000指數衡量小型市值股票的表現。標準普爾500指數是一個市值加權指數，涵蓋美國國內市值最高的500隻股票。1979年1月至2024年9月的每月數據。資料來源：彭博及景順，截至2024年10月31日。不得直接投資於指數。過往表現並非未來回報的保證。

孳息曲線變陡有利於市場廣度擴大

- 導致孳息曲線變陡的經濟環境（減息、持續增長及通脹穩定）亦利好價值型及小型股。
- 利率下降應會降低主要通過浮息債務融資或擁有近期再融資需求的公司面臨的利息負擔。
- 美國經濟增長向好，有望締造更高的收入增長，尤其是對於近年銷售表現平平的小型公司而言。
- 收入改善疊加利率及開支下降應會推動價值型及小型公司於2025年取得更高盈利增長。

固定收益 存續期及信貸



全球存續期

- 有關美國，我們的基本預測仍是經濟軟著陸，以及增長穩健及通脹持續放緩。歐洲方面，近期數據反映下半年增長呈向下趨勢，且通脹指標令人失望。
- 因此，我們認為歐洲央行將審慎加快其政策調整。目前，我們預期歐洲央行將於每次會議減息25點子，直至達致「中性」立場。
- 聯儲局旨在降低利率以達致經濟軟著陸。即將公佈的勞動力市場及通脹數據料將促使聯儲局調整減息次數。若大選後美國增長前景改善，聯儲局或會下調減息預期。
- 新興市場方面，由於外部因素寬鬆及通脹進一步放緩，我們預期此輪全球減息週期將擴大，特別是在亞洲新興市場。



信貸觀點

- 隨著聯儲局及全球其他央行減息，金融環境應會放寬並利好全球經濟及市場。金融環境更為寬鬆及基本因素強勁令我們更加看好風險資產。
- 鑑於聯儲局目前的舉措較為進取，我們更為看好投資級別信貸，並認為聯儲局的介入已降低最壞情況的風險。技術因素強勁，投資者似乎正增持存續期以鎖定收益率。
- 我們略為看好高收益債券。儘管息差收窄，但基本因素良好。市場流動性亦較佳，且債券需求強勁。我們會趁有關資產被拋售時增持。
- 我們對新興市場信貸資產持中性看法。我們認為有關資產估值合理，且大部分孳息率來自特殊的不良資產。我們將看好有關資產的回升潛力。

景順固定收益團隊的觀點



Rob Waldner, CFA®
首席策略師



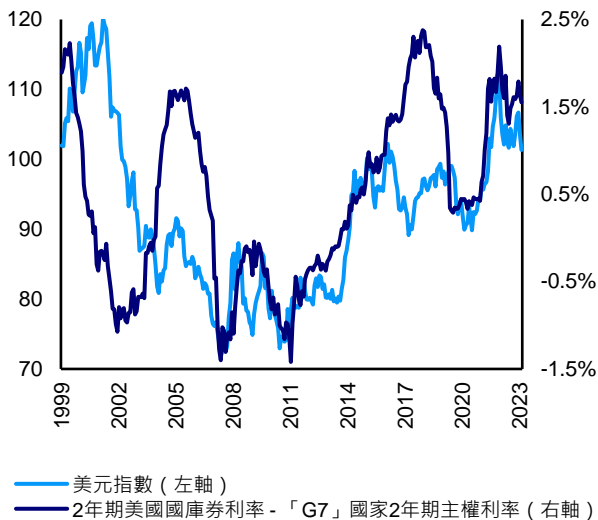
央行結束具偏緊政策立場的舉措利好市場前景。投資者面臨的困難在於估值收緊。我們認為，就過往水平而言，大多數信貸息差偏緊，抑制回報上升潛力。即使估值限制上升潛力，目前利好的宏觀環境應會為這些板塊的投資帶來回報，但我們對孳息率大幅上升持審慎態度。我們看好略為偏重風險，同時留有後著，以便於市場調整時伺機增加持倉。

美元

利率變動速度及幅度指向美元不同面向的表現

息差左右近期美元走勢

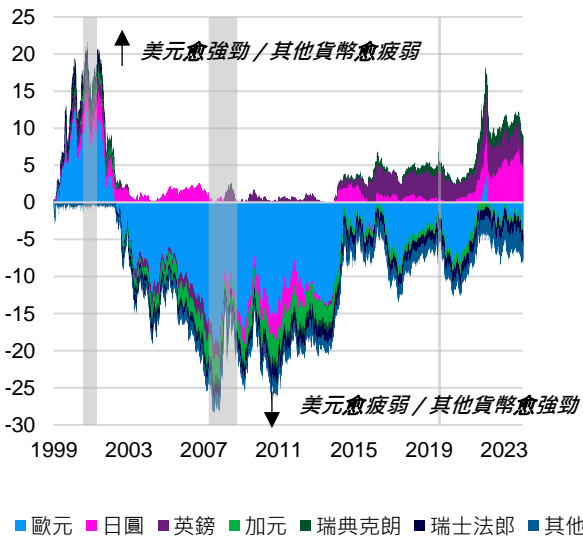
美元與「G7」國家的利率差異



附註：美元指數衡量美元與全球主要貨幣的平均匯率。七國集團或「G7」是由每年舉行會議以協調全球經濟政策及解決其他跨國問題的先進民主國家組成的非正式團體。資料來源：彭博及景順，截至2024年10月31日。不得直接投資於指數。過往表現並非未來回報的保證。

美元：從一致走向到分化

自1999年以來的指數變動，每種貨幣的貢獻



附註：灰色陰影區域表示美國全國經濟研究所的美國衰退日期。圖表顯示過去25年每種成份貨幣對DXY變動的貢獻。DXY是一個名義美元指數，經指數權重調整，於1999年9月27日基數重設為100。愈高（愈低）代表美元愈強勁（愈疲弱），DXY成份貨幣則呈相反走勢。GFC：環球金融危機。資料來源：Macrobond及景順，截至2024年10月28日的每日數據。

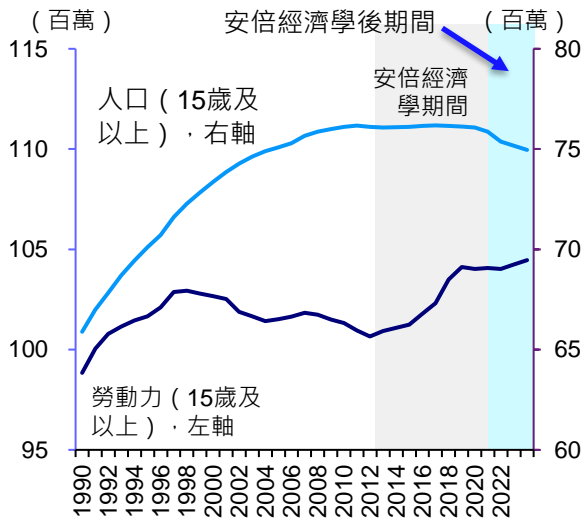
美元強勢週期通常以聯儲局政策放寬結束

- 在過去十年，相對於一籃子貿易加權貨幣，美元表現相對強勁。
- 美元強勢週期往往在美國與其他國家的息差收窄時結束。
- 目前，美國的利率較其他「G7」國家更具吸引力。隨著聯儲局下調利率，息差可能收窄。然而，每種貨幣的走勢可能取決於其他央行政策。
- 尤其是英鎊及日圓與美元的差異實際上可能較其他貨幣更為利好。有關差異反映特殊的美元環境，即個別貨幣前景可能基於其各自經濟增長及通脹差異而有不同的走勢。

日本

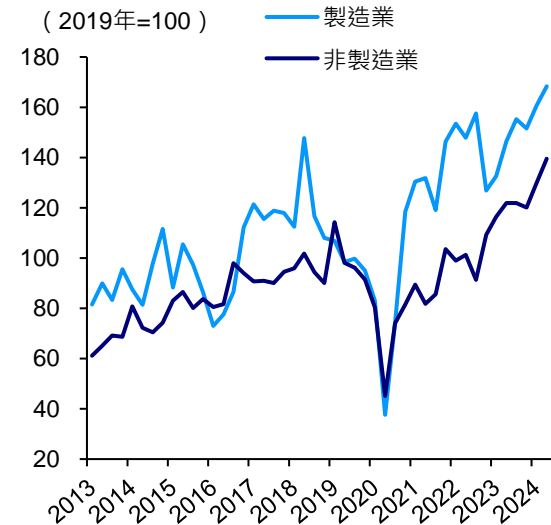
勞動力市場緊絀帶動工資上漲及內需持續增加，從而助力企業利潤持續增長

在安倍經濟學的後期，日本的勞動力增長停滯，導致勞動力市場在結構上緊絀
日本的人口與勞動力



資料來源：日本厚生勞動省。數據截至2024年10月25日。
2024年的數據代表2024年1月至8月的平均數據。

日本企業的利潤持續強勁增長，且獲得更大定價權
日本企業的稅前利潤



資料來源：CEIC。數據代表日本財務省編製的宏觀層面公司利潤。截至2024年10月25日的季度數據。

日本正在經歷結構轉型

- 在2012-2020年安倍經濟學期間，由於女性及65歲以上人口的勞動力參與率提高，日本的勞動力意外增加340萬人次。
- 這壓抑日本大幅加薪的幅度。然而，在安倍經濟學後期，勞動力增長陷入停滯，目前導致勞動力市場大為吃緊及更大幅加薪。這讓企業獲得更大的提價能力，以實現更高盈利。
- 工資預期持續上升應該會促使日本經濟轉型，內需將以更加可持續的方式增長。這可能推動日本央行繼續將貨幣政策正常化。

新興市場

全球寬鬆週期通常有利於新興市場資產

政策寬鬆週期能進一步改善新興市場的情緒

彭博新興市場資金流代理指數



附註：過往表現並非未來回報的保證。基於2005年1月7日至2024年10月31日的每日數據（截至2024年10月31日）。彭博新興市場資金流代理指數是包含四個資產類別的綜合指數，旨在模擬新興市場資產（MSCI新興市場股票指數、彭博新興市場債券指數、債券息差、彭博新興市場外匯套利交易指數及高盛商品指數）的資金流入及流出情況。資料來源：彭博及景順環球市場策略部。

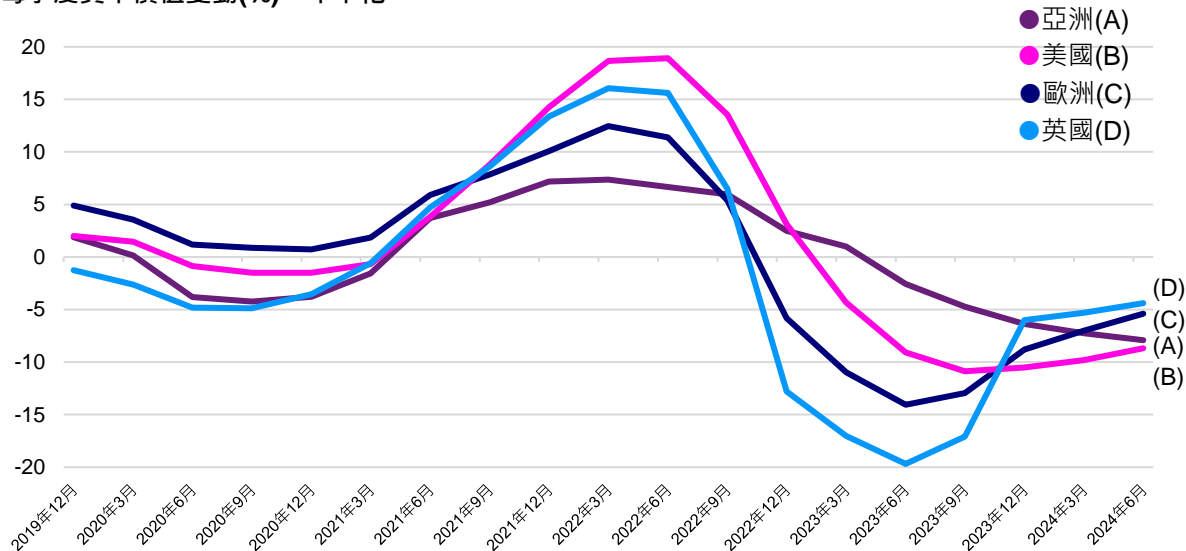
新興市場應該會得到寬鬆週期支持

- 近年來，新興市場資產受到兩次衝擊。首先是疫情期間市場所恐懼的經濟衰退（及對商品價格的連鎖反應）重創市場。然後是聯儲局在2022年大幅收緊政策引發又一輪回落。
- 這締造趁低吸納新興市場資產的機會，但前提是需要相信聯儲局即將出台的寬鬆政策會釋放其增長潛力。2024年對於新興市場債券及新興市場股票而言是不錯的一年，但根據彭博的新興市場資金流代理指數（EM Capital Flow Proxy Index），市場情緒在2023年已明顯好轉。
- 我們認為強勁表現可能持續。首先，聯儲局才剛開始寬鬆，我們認為過程將持續到2025年。其次，中國最近的政策行動體現其促進增長的決心，這可能惠及整個亞洲地區。最後，彭博代理指數衡量指標持續改善，但並未過熱，所以我們沒有理由相信新興市場資產的領先表現已經過熱。

房地產

央行轉向標誌著房地產的轉捩點

每季度資本價值變動(%)，年率化



- 圖例：
- MSCI全球PFI亞太基金季度房地產指數
 - MSCI全球PFI北美基金季度房地產指數
 - MSCI全球PFI歐洲大陸基金季度房地產指數
 - MSCI全球PFI英國基金季度房地產指數

MSCI全球季度房地產指數(PFI)。

資料來源：MSCI數據，最新數據截至2024年6月30日。

各地區投資時機有所不同，但我們認為資本價值正迎來轉捩點

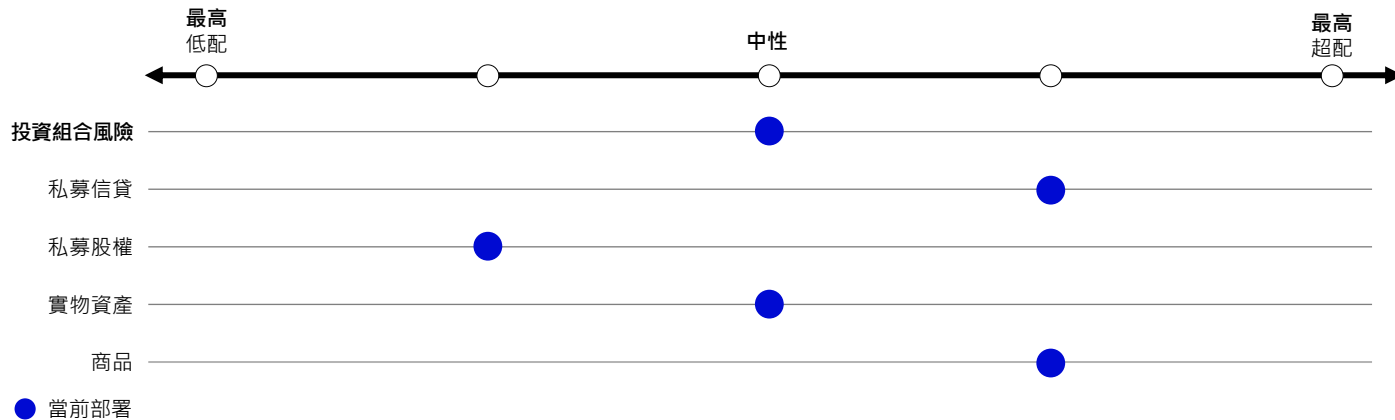
- 聯儲局9月減息50點子標誌著私營房地產投資者情緒好轉。雖然減息在意料之中，但對房地產的影響重大。
- 對於資本市場，政策利率降低會降低房地產債務成本及恢復資本化率與債務成本之間的正息差。正息差的恢復應該會擴大正槓桿的可用性，從而重振交易活動並帶動房產價格回升。
- 從基本因素而言，政策利率降低會降低商業及住宅房地產租戶的資金成本。一旦利率降低的影響逐漸滲透到更廣泛經濟中，我們預期租戶需求將增加。

另類投資

偏好私人債務及對沖策略多於私募股權



Jeff Bennett · 特許金融分析師®
經理選擇總監
景順解決方案團隊



投資組合風險

由於增長下行風險較高、股票估值高企及資本市場活動放緩，我們對另類投資組合的風險配置保持中性態度。整體而言，我們更偏向防守，看好私人債務及對沖策略多過私募股權。

私募信貸

直接貸款息差及初次發行折價 (OID) 可能縮小，但我們仍然認為綜合收益率將維持相對於流動信貸策略的吸引力。

實物資產及另類信貸收益率相對於長期平均水平持續偏高。

私募股權

由於公共市場估值持續高企及「私有化」交易處於紀錄低位，未動用資金仍然閒置。利率降低及息差收窄有望改善槓桿收購前景，因為市場解凍對於私募股權經理及投資者而言將是利好的轉變。

實物資產

商業房地產中，估值處於低谷及資本化率穩定在較低水平，吸引投資者對新交易週期即將展開的信心。雖然基建範疇估值偏高以及其現金儲備創紀錄，但寬鬆政策仍會為投資者締造部署資金的機會。

對沖基金

雖然私募股權保持觀望，資本市場的併購活動有限，但事件驅動策略的息差保持在高位。

在過往利率自高水平回落的期間，趨勢追蹤策略利好投資者。

資料來源：景順解決方案團隊，截至2024年10月31日的觀點。

環球市場策略部

於未來看好的資產

下行

政策失誤：增長未達預期

近期數據的疲弱可能預示主要經濟體（包括美國）的增長持續放緩。隨著經濟活動放緩，央行或會針對增長回落進行更多次減息，據此，上半年增長將位於趨勢以下，下半年將向趨勢水平回升。

看好的資產.....

- 股票：
 - 美國
- 固定收益：
 - 偏重存續期
- 商品：
 - 黃金
- 貨幣：
 - 美元、日圓

基本情境

保持趨勢增長其後再次加速，聯儲局轉向中性，其他央行繼續減息

2025年，在大部分主要已發展市場經濟體的寬鬆政策及實質工資增長支持下，全球增長率接近潛在水平。聯儲局在2025年年底前轉向中性。美國增長降低至趨勢水平，但其後再次加快並超過大多數已發展市場，而歐洲及英國從當前較為低迷的狀態中好轉。中國經濟增長仍低於趨勢水平，但最近的刺激措施有望為2025年帶來驚喜。

看好的資產.....

- 股票：
 - 已發展市場（美國除外），尤其是英國及日本當地股票
 - 小型股及中型股、週期性板塊、價值股，包括美國
- 固定收益：
 - 適度偏重存續期
 - 高收益、銀行貸款
- 商品：基礎金屬
- 貨幣：日圓、英鎊

上行

增長到位

通脹降低及減息有助大部分經濟體實現理想環境，因此，地區表現超出我們的基本情境預期，推動大部分主要經濟體在一段時期內發揮潛力並持續增長，同時令通脹維持接近目標水平。中國亦可能上行，帶來驚喜，從而提振整體新興市場。

看好的資產.....

- 股票：
 - 新興市場及中國
- 固定收益：
 - 高收益
 - 新興市場當地貨幣政府債券
 - 私募信貸，包括銀行貸款
- 商品：
 - 工業商品、能源
- 貨幣：
 - 商品貨幣

不確定因素1：特朗普當選美國總統可能有礙全球貿易

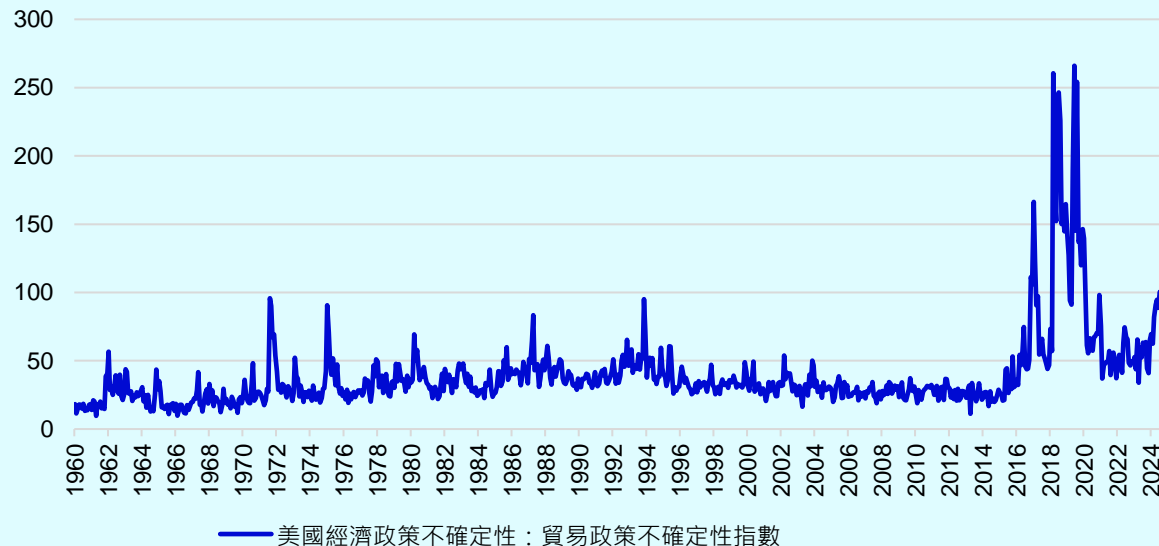
特朗普可能以關稅重塑美國貿易

鑑於特朗普將在2025年年初就任美國總統，貿易及移民的政策將更為不明朗。即使尚未就職，特朗普仍可透過設定期望影響市場及政局。這是因為美國總統在對外政策上擁有更大權限，反而對內政策則需要國會批准。

- 特朗普承諾採取大規模而快速的關稅行動、嚴格限制移民及將移民大量驅逐出境，這些政策本身可能造成滯脹，並可能利淡全球增長。
- 特朗普還承諾解除管制及減稅，這些承諾有較大可能以洗牌的方式實現，亦可能進一步促進美國的投資、就業、工資及生產力。有關政策可能導致通貨再膨脹乃至通貨膨脹。
- 這些政策轉變可能壓抑聯儲局、推高美元匯率及進一步反映「美國優先」(America First) 的全球市場表現。

政策分歧：美國可能重塑貿易壁壘

經濟政策不確定性指數：貿易恐慌，指數水平



資料來源：Macrobond及景順。數據截至2024年10月31日。

不確定因素2：中國的刺激措施可能重振經濟增長

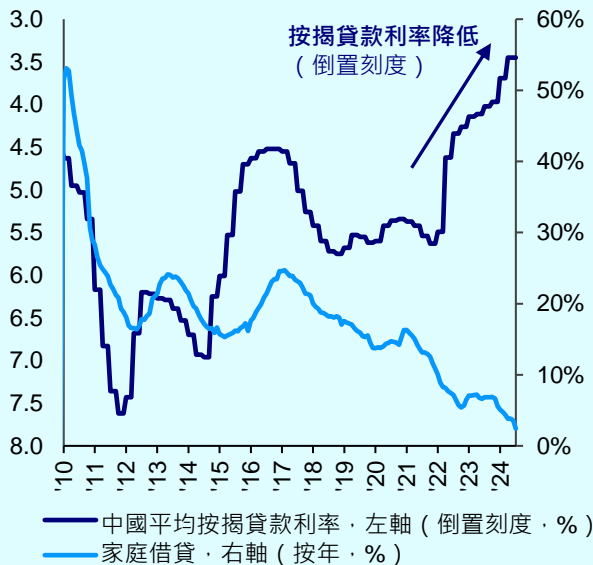
中國刺激政策提高上行潛力

由於家庭及企業似乎不願意在中國消費及投資，中國在 2024 年的國內增長乏力。自 9 月份開始，一系列刺激措施有助重振中國金融市場並點燃增長加速的預期，利好全球經濟及股票。

- 目前，由於住宅投資仍然有限，加上住房銷售增長較預期緩慢，住宅庫存不斷累積。最近下調按揭貸款利率旨在鼓勵家庭增加借貸及消費，但借貸目前仍然不振。
- 隨著當局落實財政刺激措施，我們認為負面投資者情緒可能消散。我們注意到，過往，中國的經濟表現與股市表現之間的相關度不大。政策往往更重要。我們繼續關注近期政策動向是否會引起投資者情緒的進一步轉變。

按揭貸款利率下調尚未刺激家庭借貸

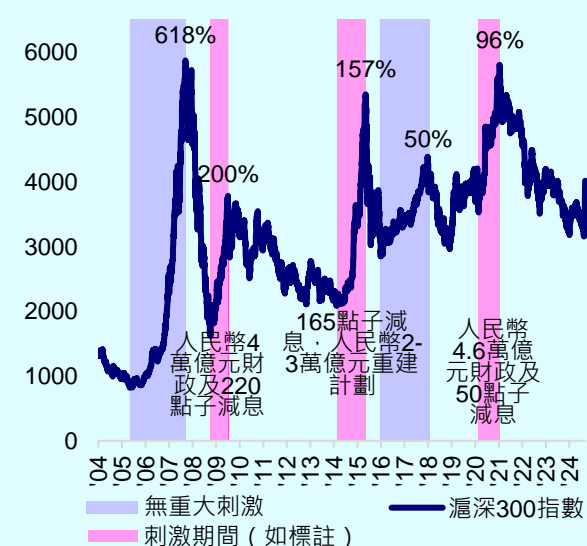
中國按揭貸款利率及家庭借貸



附註：家庭借貸包括授予家庭的所有信貸。2010年3月至2024年9月的每月數據。資料來源：彭博及景順，截至2024年10月4日。

過往刺激政策帶動中國股市向上

滬深300指數及刺激政策期間



附註：重大刺激政策出台期間在本圖中定義為滬深300指數價格低谷到高峰上升超過50%。2004年2月至2024年9月的每日數據。資料來源：彭博及景順，截至2024年10月31日。

不確定因素3：通脹可能反彈

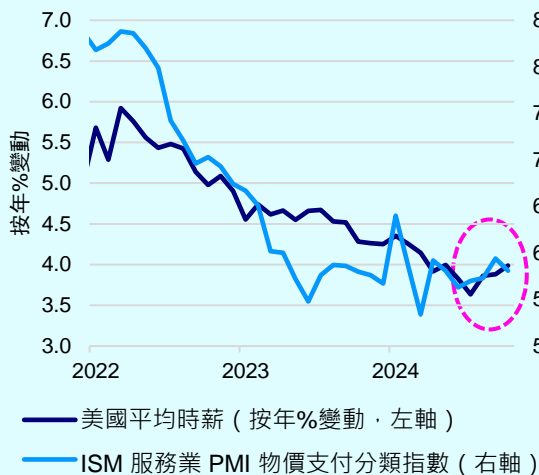
通脹正在下降，但回升並非不可能

大部分地區的市場及政策當局已經將焦點轉移到增長及下行風險。雖然並非我們的基本情境，我們認為通脹反彈可能會扭轉當前展望，有關放寬政策及提振經濟的預期亦將因應調整。

- 最近美國工資及 ISM 服務業物價上升備受關注。雖然目前還不成問題，但突顯通脹可能反彈成為影響市場因素的風險。
- 運費等供應鏈因素可能影響通脹。舉例，最近幾個月，運費上升，可能導致貨物通脹。
- 隨著全球經濟加快增長，石油價格（未顯示）可能由當前水平上升。石油供應衝擊將影響我們的基本情境，從而刺激通脹及打擊增長。
- 與候任美國總統特朗普相關的因素（未顯示）亦可能因政策未明及貿易政策方向調整而影響通脹。

通脹可能反彈，猶如 2024 年第一季度

美國工資及 ISM 服務業物價分類指數

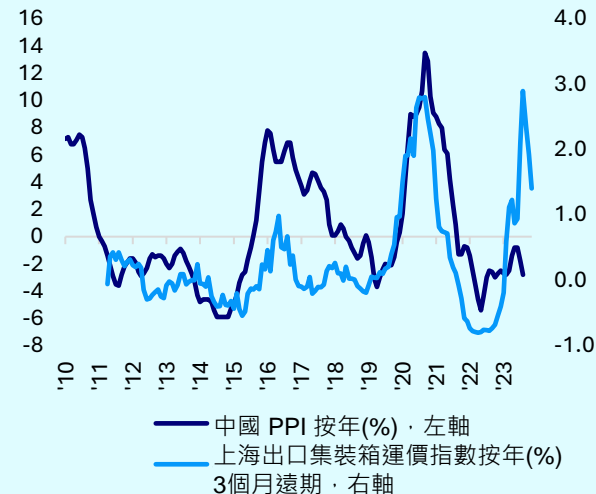


附註：2022年1月至2024年9月的每月數據（截至2024年10月31日）。

資料來源：供應管理協會(ISM)、美國勞工統計局及景順。

最近幾個月，貨運成本大幅飆升

上海出口集裝箱運價指數及中國生產物價指數 (PPI)



附註：上海出口集裝箱運價指數顯示從中國主要港口（包括上海）出發的集裝箱運輸的當前運價。該指數基於從上海出發的最常用貿易路線：歐洲、地中海、美國、波斯灣、新西蘭、南非、南非、日本、東南亞及韓國。圖表顯示2010年11月至2024年9月的每月數據。資料來源：彭博及景順，截至2024年10月31日。

不確定因素4：財政壓力可能改變政府開支趨勢

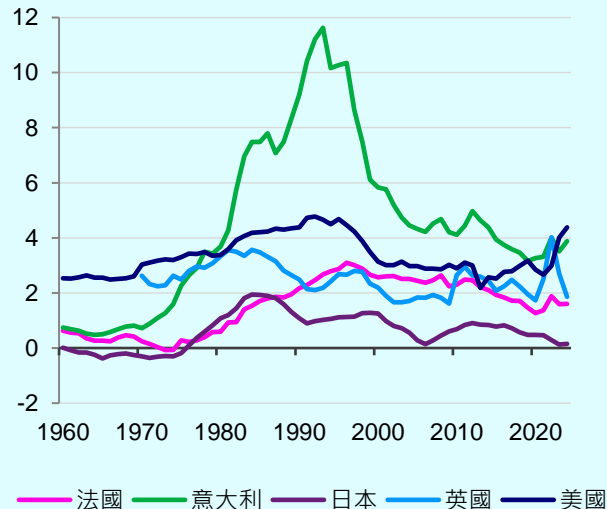
新冠疫情後政府開支及產業政策的後遺症

儘管通脹偏高及勞動力市場緊張，但各國政府自新冠疫情以來作出大量開支。現在，投資者日益擔心各國政府的財政狀況。若政府削減開支，或會有礙經濟增長。

- 各國大規模的財政開支帶動主要經濟體於最近超出潛力的增長。現在，儘管宏觀環境復常（相比疫情時代的經濟），但相關的財政開支並無減少。
- 若政府消減開支，以遏制深度擴張性的財政政策，則可能有礙增長，從而壓抑我們預期在2025年增長再加速的程度。
- 法國、德國及意大利以及較小的歐元區經濟體進行的財政整頓亦可能壓抑增長、投資及消費。

部分主要經濟體近年償還債務的開支更多

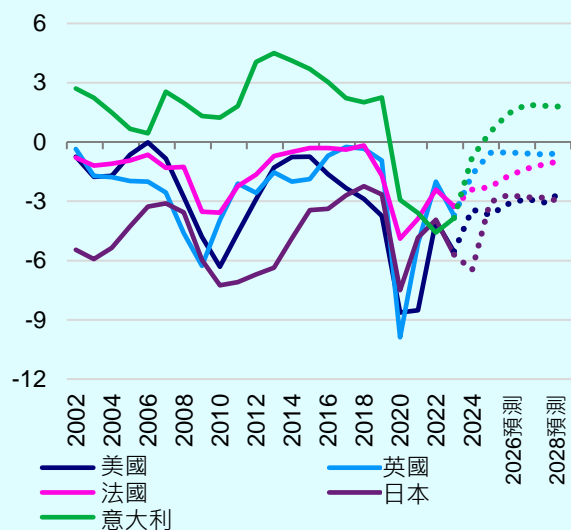
債務償還，佔國內生產總值(GDP)%



附註：1960年至2024年的年度數據。基於國家政府數據，債務償還佔全年GDP的百分比。2024年數據基於最新可用數據估計。資料來源：經合組織、Datastream及景順，截至2024年10月31日。

儘管就業強勁，但政府開支仍上升，或會削減

週期調整財政結餘，佔GDP %

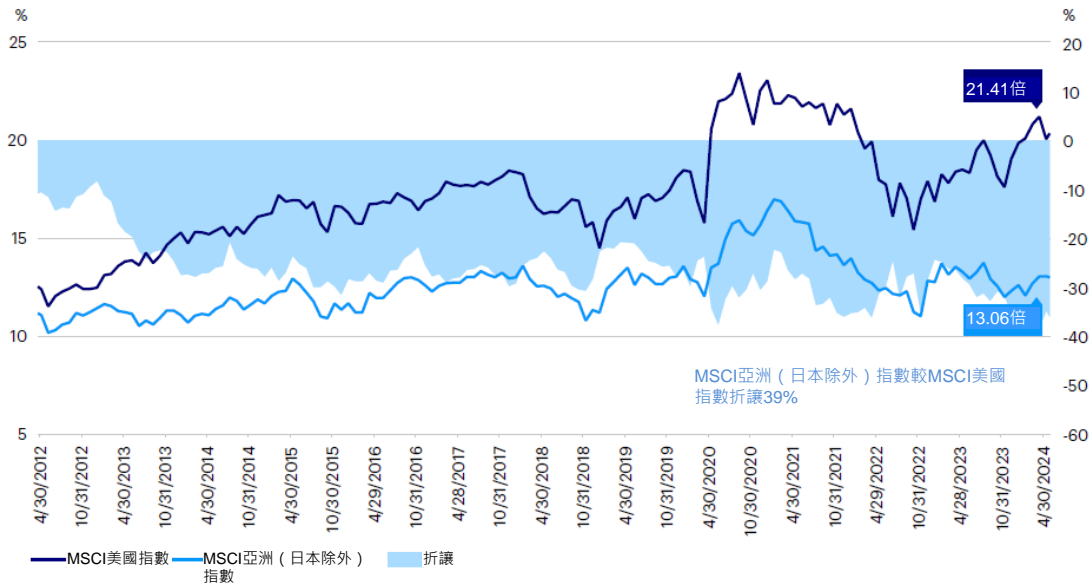


附註：週期調整財政結餘是現行政府開支比率，假設經濟達到潛在生產總量水平。換言之，排除自動穩定因子（如失業保險）的影響。資料來源：國際貨幣基金組織(IMF)、Macrobond及景順，截至2024年10月31日。2004年至2023年的年度數據，2024年至2029年的IMF預測數據。

亞洲股票

區內需求將隨著早前貨幣緊縮效應的減弱而有所走強

MSCI亞洲（日本除外）指數與MSCI美國指數遠期市盈率之比較%



資料來源：Factset、景順，2024年10月。過往表現並非未來業績的保證。不能投資於指數。



Mike Shiao

首席投資總監
亞洲（日本除外）

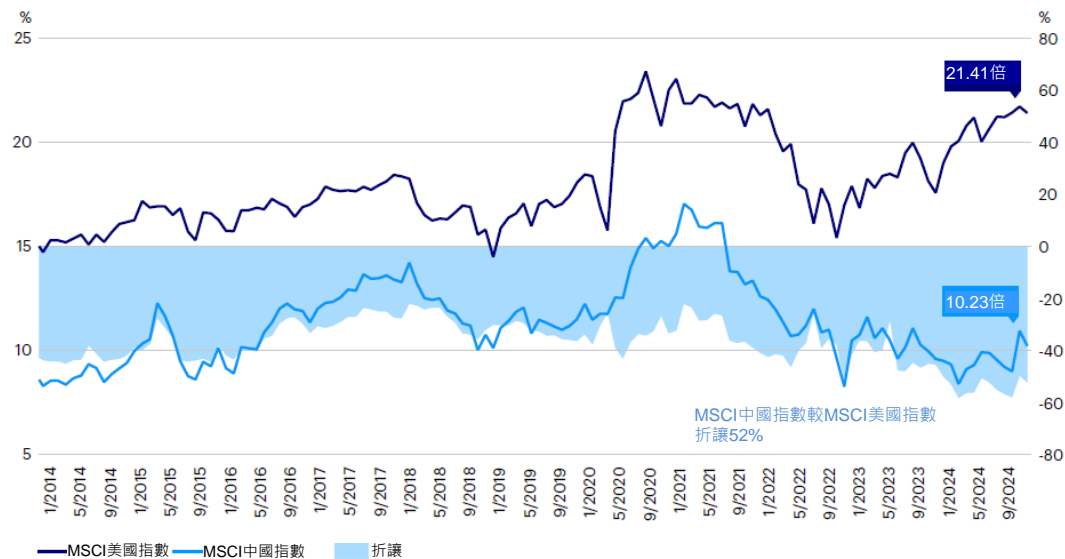
展望2025年，我們預期區內需求將隨著早前貨幣緊縮效應的減弱而有所走強。我們預期，中國經濟復甦帶動的區內貿易往來增加將助力出口和消費增長。

- 隨著美國聯儲局啟動寬鬆週期，亞洲經濟體將於2025年擁有更大的減息空間，從而減輕了潛在的貨幣壓力憂慮。
- 我們聚焦亞洲市場的內部驅動因素，將此作為地區經濟走勢的指標。我們的正面展望說明，受亞洲經濟環境改善的推動，盈利和股本回報率有望繼續上行。
- 從估值角度來看，亞洲市場看似吸引，亞洲（日本除外）股票目前12個月的遠期市盈率較低，為13.1倍。

中國股票

股票估值仍較已發展市場存在折讓

MSCI中國指數與MSCI美國指數遠期市盈率之比較



資料來源：Factset、景順，2024年10月。過往表現並非未來業績的保證。不能投資於指數。



馬磊

首席投資總監
中國內地及香港

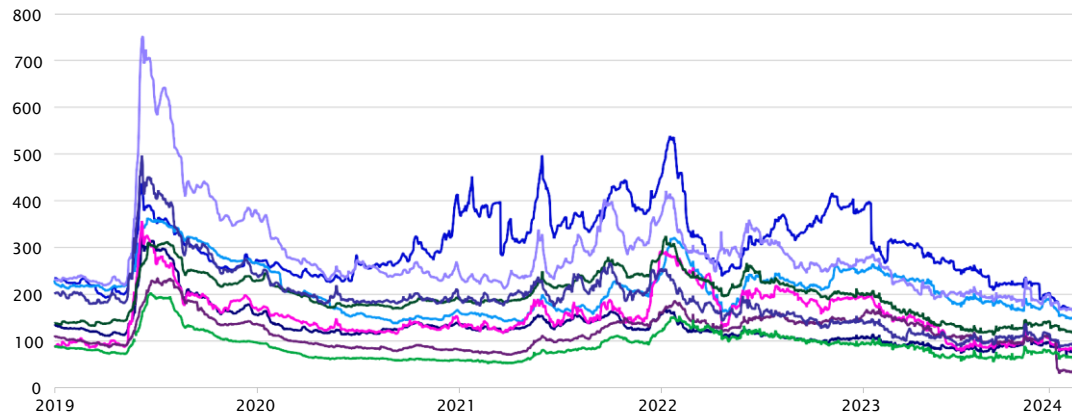
從估值角度而言，中國股票看來具有吸引力，較歷史平均水平及其他已發展市場處於相對低水平。

- 展望2025年，我們預期政府將繼續提供財政政策支持，並可以預料將實施更多針對性的財政措施。
- 9月份公佈的政策措施致力於恢復消費者信心，對提振低迷的消費開支至關重要。我們預期，2025年國內需求或因應此等措施而錄得反彈。
- 我們認為，中國企業將有越來越多機會參與新的全球供應鏈的發展。這種趨勢在電子商務、網絡遊戲、大型家用電器及工業領域的公司中將尤其明顯。這些領域的公司能利用持續的本地需求，同時攫取更大全球市場份額，從而最終惠及股東。

亞洲固定收益：投資級別

亞洲投資級別信貸將在2025年繼續提供強勁回報

過去五年亞洲信貸息差（按國家）（2019年11月至2024年11月）



	中間價		中間價
— 摩根大通JACI指數中國最低息差(%)	165.59	— 摩根大通JACI指數南韓最低息差(%)	62.30
— 摩根大通JACI指數香港最低息差(%)	145.55	— 摩根大通JACI指數泰國最低息差(%)	113.66
— 摩根大通JACI指數馬來西亞最低息差(%)	72.83	— 摩根大通JACI指數印度最低息差(%)	165.85
— 摩根大通JACI指數菲律賓最低息差(%)	79.78	— 摩根大通JACI指數印尼最低息差(%)	89.64
— 摩根大通JACI指數新加坡最低息差(%)	30.84		

資料來源：彭博，截至2024年11月8日的數據。過往表現並非未來業績的保證。不能投資於指數。



Chris Lau
高級投資組合經理
景順固定收益

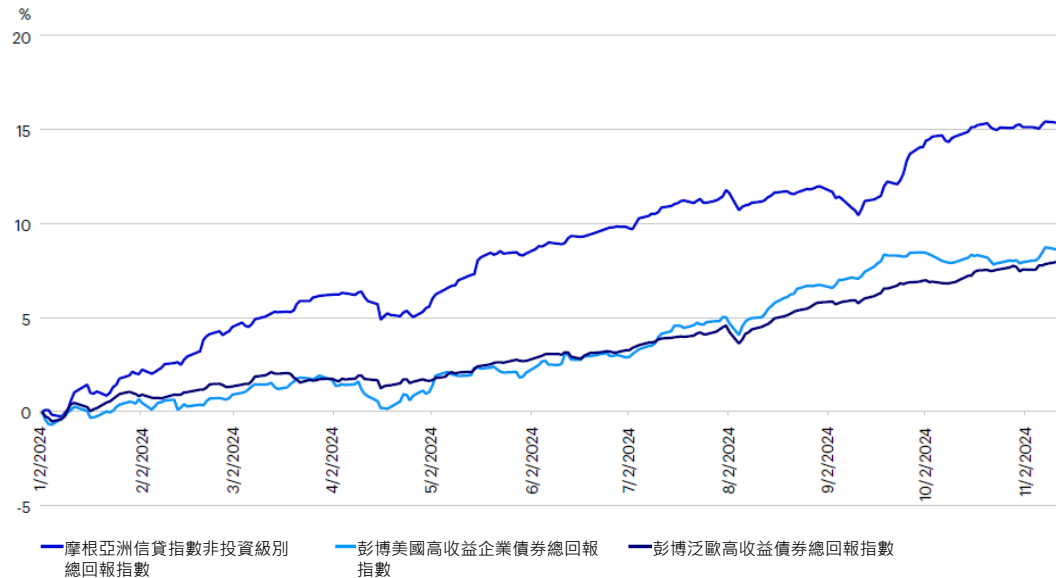
相對於歷史水平以及全球投資級別信貸，亞洲投資級別信貸息差目前處於緊縮水平。亞洲二級銀行票據及保險公司次級債務等關鍵領域具有較高的相對價值。

- 我們相信，主要受美國國庫券走勢的支持，亞洲投資級別信貸將在2025年繼續提供強勁回報。
- 儘管美國政策及利率路徑不甚明朗，但穩定的基本因素及強勁的技術因素應推動亞洲信貸息差保持在緊縮水平。
- 2025年上半年利率波動減弱應會逐漸吸引資金流入亞洲投資級別信貸市場。我們認為亞洲投資級別信貸息差不太可能由當前水平大幅收窄，但我們相信，綜合收益率高企應繼續有利於該市場於2025年的發展前景。

亞洲固定收益：高收益

步入2025年之際，我們繼續看好亞洲高收益BB級發行人

2024年，亞洲高收益債券與美國及歐洲高收益債券的表現比較



資料來源：彭博，截至2024年11月8日的數據。過往表現並非未來業績的保證。不能投資於指數。



Norbert Ling

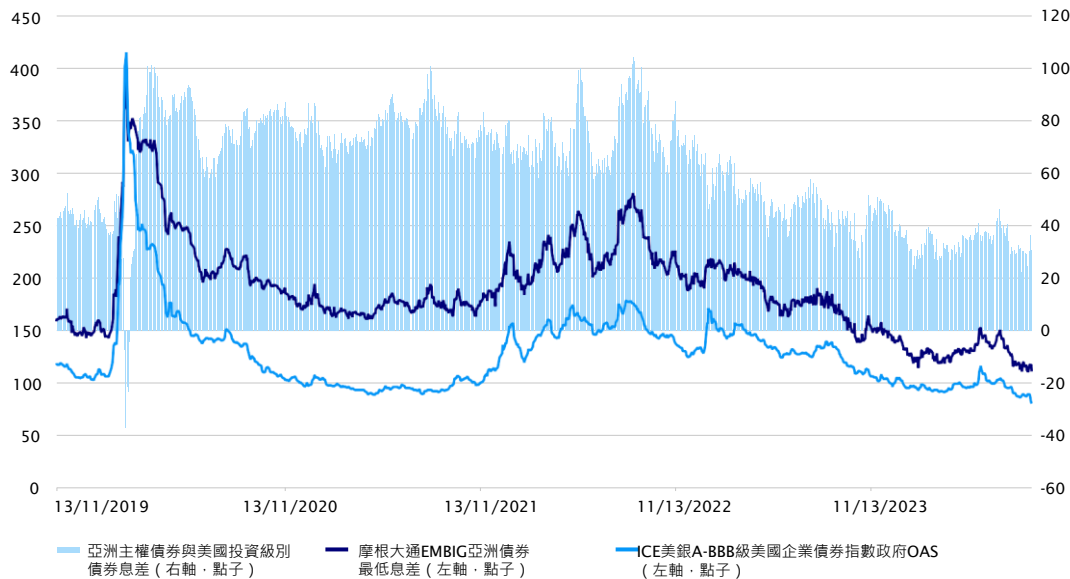
投資組合經理
可持續及影響力投資
景順固定收益

2024年，摩根亞洲信貸非投資級別指數錄得更高正面總回報，年初至今指數上漲16.1%（截至11月8日），表現優於美國和歐洲高收益債券指數。

- 步入2025年之際，我們繼續看好亞洲高收益BB級發行人，他們具備穩健的信貸基本因素，並在整個信貸週期產生穩定現金流用以償還債務。
- 我們繼續對B級領域精挑細選，並特別關注其再融資計劃，同時利用我們的信貸研究專業知識，就公司的短期經營趨勢進行溝通。
- 從板塊角度，我們看好澳門博彩、可再生能源、次級金融債券、基建及消費類公司。這體現分散投資該資產類別，以獲得對亞洲快速增長經濟體的多板塊持倉的價值。

亞洲固定收益：新興市場 主權及類主權債券目前估值偏高

亞洲主權債券與美國投資級別債券息差



資料來源：彭博，截至2024年11月8日的數據。過往表現並非未來業績的保證。不能投資於指數。



丁一飛

高級投資組合經理
景順固定收益

進入2025年，特朗普將第二次入主白宮，其傾向於寬鬆的貨幣政策。儘管政策細節仍有待公佈，但令我們感到欣慰的是，相比世界其他地區，亞洲新興市場國家經濟的基本因素保持穩健。

- 儘管強勁的基本因素可在市場下跌情況下為亞洲新興市場主權和類主權債券提供更好的保護，但我們仍認為此等債券估值過高，尤其是投資級別債券。
- 另一方面，考慮到我們對亞洲新興市場債券價格和匯率的展望，我們對此等市場的當地貨幣債券持樂觀態度。
- 隨著全球經濟增長勢頭放緩，我們預期亞洲各國央行將透過下調本國政策利率來進一步放寬政策。這有望為投資於亞洲當地貨幣政府債券提供債券價格上行機會。

附錄

聯儲局寬鬆週期分析中的全球資產。我們就各資產類別使用以下基準指數（數據可得的首個寬鬆週期日期）：股票 = MSCI世界指數（1989年6月）、政府債券 = ICE美銀全球政府債券指數（1989年6月）、投資級別企業債券 = ICE美銀全球企業債券指數（2001年1月，1989年6月及1995年7月寬鬆週期被ICE美銀美國企業債券指數取代）、高收益企業債券 = ICE美銀全球高收益債券指數（2001年1月，1989年6月及1995年7月寬鬆週期被ICE美銀美國高收益債券指數取代）、美元指數 = DXY美元指數（1989年6月）、商品 = 標準普爾GSCI商品總回報指數（1989年6月）。

投資風險

投資價值和任何收入都會波動（這可能部分是匯率波動的結果），投資者可能無法收回全部投資金額。**過往表現並非未來業績的保證。**

貨幣和期貨通常具有波動性，並非適合所有投資者。

醫療保健產業面臨與政府監管、科學進步和技術創新導致的過時相關的風險。

與高級別債券相比，高收益債券風險更大，流動性也較差。總體經濟狀況、發行人財務狀況以及利率的變化可能對發行人及時支付利息和本金的能力產生不利影響。

美國某些州的經濟問題增加了投資市政債券的風險，例如加州、紐約州或德克薩斯州，包括潛在發行人違約的風險，增加了市政債券價格和基金資產淨值的風險。大的波動。請參閱招股說明書以了解更多資訊。

另類投資產品，包括對沖基金和私募股權，涉及高風險，經常涉及槓桿和其他可能增加投資損失風險的投機投資行為，流動性可能非常低，不需要提供定期定價或估值向投資者提供的信息，可能涉及複雜的稅務結構和分發重要稅務資訊的延遲，不受與共同基金相同的監管要求的約束，通常收取高額費用，這可能會抵消任何交易利潤，並且在許多情況下，基礎投資不透明只有投資經理知道。對沖基金和私募股權通常沒有二級市場，而且預計不會發展。轉讓此類投資的權益可能會受到限制。租金通脹是指租房成本的增加。

與大公司相比，小資本公司的股票往往更容易受到不利發展的影響，波動性可能更大，並且可能缺乏流動性或轉售受到限制。

價值投資風格面臨著估值永遠不會提高或回報落後於其他投資風格或整體股市的風險。

一般來說，股票價值會根據公司的具體活動以及一般市場、經濟和政治條件而波動，有時波動幅度很大。

科技相關產業提供的許多產品和服務很快就會過時，這可能會降低發行人的價值。

與股票和債券等傳統證券相比，大宗商品可能會讓投資者承受更大的波動性，並且可能會因天氣、政治、稅收以及其他監管和市場發展而大幅波動。

投資外國發行人（包括新興市場發行人）證券的風險可能包括外幣波動、政治和經濟不穩定以及外國稅務問題。

固定收益投資面臨發行人的信用風險以及利率變動的影響。利率風險是指債券價格普遍隨著利率上升而下跌，反之亦然。發行人可能無法支付利息和/或本金，導致其工具價值下降並降低發行人的信用評級。

房地產相關工具的投資可能會受到影響房地產價值、租金或占用的經濟、法律或環境因素的影響。房地產公司，包括房地產投資信託基金或類似結構，往往是中小型公司，其股票可能波動較大，流動性較差。

另類產品通常持有更多的非傳統投資，並採用更複雜的交易策略，包括透過衍生性商品進行對沖和槓桿、賣空和隨市場狀況變化的機會主義策略。考慮替代方案的投資者應了解其獨特的特徵以及他們使用的策略帶來的額外風險。

與所有投資一樣，業績也會波動。你可能會賠錢。對於位於大中華區或在大中華區經營的公司的投資面臨以下風險：財產國有化、徵用或沒收、難以獲得和/或執行判決、經濟改革的改變或終止、軍事衝突以及中國對經濟的依賴其他亞洲國家，其中許多是發展中國家。

重要資訊

本文件擬僅供香港的投資者使用，只作資料用途。本文件並非要約買賣任何金融產品，不應分發予居於未經授權分派或作出分派即屬違法的司法管轄區的零售客戶。不得向任何未獲授權人士傳閱、披露或散播本文件的所有或任何部分。

本文件的某些內容可能並非完全陳述歷史，而屬於「前瞻性陳述」。前瞻性陳述是以截至本文件日期所得資料為基礎，景順並無責任更新任何前瞻性陳述。實際情況與假設可能有所不同。概不保證前瞻性陳述（包括任何預期回報）將會實現，或者實際市況及／或業績表現將不會出現重大差距或更為遜色。

本文件呈列的所有資料均源自相信屬可靠及最新的資料來源，但概不保證其準確性。所有投資均包含相關內在風險。請在投資之前獲取並仔細審閱所有財務資料。文內所述觀點乃根據現行市況作出，將不時轉變，而不會事前通知。有關觀點可能與景順其他投資專家的意見有所不同。於部分司法管轄地區分發和發行本文件可受法律限制。持有本文件作為營銷材料之人士須知悉並遵守任何相關限制。本文件並不構成於任何司法管轄地區的任何人士作出未獲授權或作出而屬違法之要約或招攬。

本文件由景順投資管理有限公司(Invesco Hong Kong Limited)刊發，地址：香港中環康樂廣場一號怡和大廈四十五樓及並未經證券及期貨事務監察委員會審核。