



投资观点

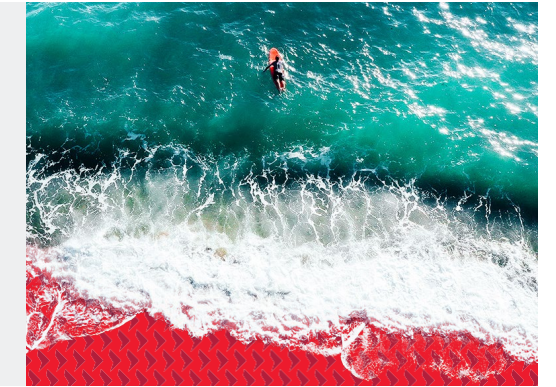
2025 市场展望

亚洲与新兴市场：在转变浪潮中发掘机遇

目录

序言	3
投资理念	4
聚焦亚洲经济巨头	
聚焦价值	
战术性灵活部署	
把握主题趋势	
加强投资组合的缓冲	
地区观点	16
亚洲区各投资团队的观点提供了不同视角。	
风险监测	20

2025年市场展望 亚洲与新兴市场： 在转变浪潮中发掘机遇



序言

「人生潮起潮落，若能把握机会乘风破浪，定当马到成功。」
– 威廉·莎士比亚

迈进2025年，世界将面对不确定的一年。尽管我们预计今年上半年全球经济增长缓慢，但下半年将很大程度上会受美国及中国的发展影响。即将执政的特朗普政府的相关政策预计将在短期内引发通胀，提振美国经济增长。然而，保护主义抬头及关税增加，最终拖累全球经济。特朗普的政策及其实施顺序的不确定性导致预测前景的难度大增。市场亦将密切关注中国进一步的刺激措施。提振消费者信心及支出的针对性有效措施将被市场视为利好因素。

尽管2024年标志着美联储降息周期的开始，但2025年的通胀前景难以预料，意味着降息步伐将会放缓，美联储的最终利率可能高于原先预期。套息应是新一年债券回报的主要动力。美国国库券收益率在2024年最后一季飙升，增加了美元计价信贷的吸引力。与此同时，由于交叉货币基差带来的显著套息优势，全额对冲美元的亚洲当地货币债券能提供较高收益率。

市场波动时期为亚洲及新兴市场股市带来主动投资机会。资本开支增加、减碳及供应链多元化等长期增长动力有望推动这些市场的盈利上升。正在推行的企业改革预计将继续加强亚洲（尤其是日本）的资产负债表。

市场对通胀居高不下感到失望、美国利率走势不明朗以及美元走强的风险可能会影响2025年的资产价格。全球经济环境的波动加剧，意味着投资者需要更理智地分散投资风险。灵活应对并寻求多元化超额回报将会带来优势。

随着2025年的投资形势转变，气候变化的现实仍然存在。气温上升、极端天气事件及生物多样性丧失的趋势持续加剧，对新兴市场造成不成比例的影响。实现净零排放的全方位途径，包括由棕色至绿色的转型，不仅能解决相关问题，更为投资者带来错价以及具有影响力的投资机会。



Vis Nayar
首席投资官
瀚亚投资





聚焦亚洲经济巨头

亚洲汇聚了全球最具活力及影响力的经济体。中国、印度及日本尤其突出。三个经济体各具特色：中国工业化迅速、印度城市化进程不断加快、日本科技实力雄厚。三者合计占MSCI所有国家亚太指数超过60%。与此同时，三者均具独特机遇，值得投资者在投资组合进行独立配置。



中国：审慎乐观

中国近期的不确定性需要审慎应对，不过其股票估值相对便宜，而中国政府亦可能实施更多刺激措施。但是中国政府虽然改善了政策沟通，其审慎宽松政策却未能达到投资者的高预期。因此，致胜关键在于把握理想入市时机，并挑选具备明确盈利增长动力的股票，而非盲目追随市场走势。

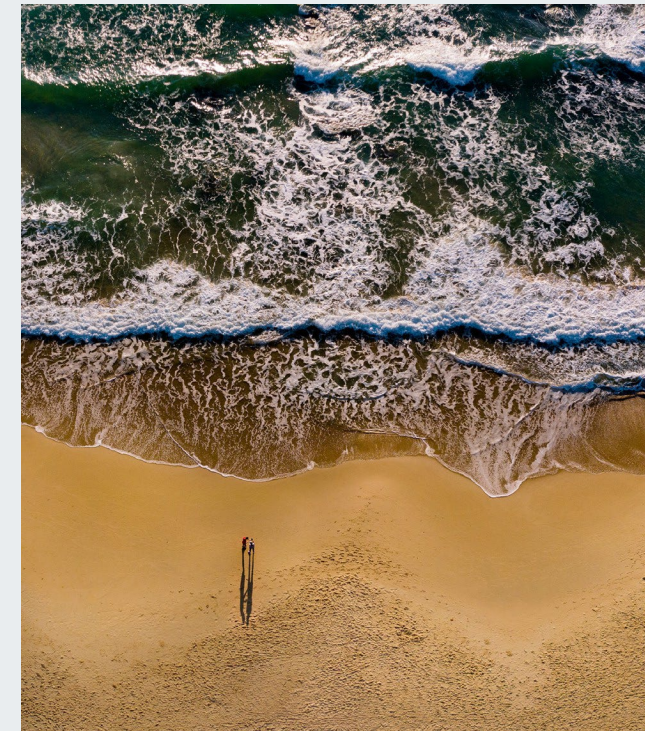
我们目前看好受惠于产品及服务升级、政策支持及成本控制措施的消费行业。收入集中度低且价格竞争激烈的原材料、工业及科技行业相关公司有望受惠于供给侧改革带来的行业整合。拓展至美国以外新市场的出口相关行业亦提供了增长机遇。



致胜关键在于选择具备明确盈利增长动力的股票，而非盲目追随市场走势。



政府最近推出了1.4万亿美元债务置换计划，将地方政府的资产负债表外债务（利息较高）置换为期限较长的官方贷款（利息较低），旨在修复地方政府的资产负债表。这些措施利好向政府机构提供商品及服务的国有高股息公司，包括电讯、基建及废物处理公司。

[序言](#)
[投资理念](#)
[地区观点](#)
[风险监测](#)


在撰写本文之时，中国采购经理指数回升、房屋销售增加以及房屋与商品价格上升，已经显示了部分令人鼓舞的迹象。然而，中国经济转势尚待确定，10月生产物价指数（PPI）连续25个月下降。中国政府的债务置换计划旨在协助地方政府解决拖欠工资问题，并清偿对承包商的欠款。透过将焦点由征收收入转向增加支出，这些措施预计有助缓解经济持续通缩的压力，并利好家庭收入及消费支出。

中国经济及市场在2025年面临的一个关键问题是特朗普的政策，其建议征收60%关税，可能导致未来4至6季的国内生产总值增长下降高达2%。人民币亦可能面临更大贬值压力。我们认为中国政府可将2025年的财政赤字增加0.5%至1%，以应对相关挑战。

作者：

Michelle Qi, 中国股票主管;
Jingjing Weng, 瀚亚上海研究主管。



印度：周期性挑战下的结构性机遇

鉴于市场日益忧虑印度经济增长动力放缓、股市估值过高，以及2024年最后一季盈利存在不确定性，积极管理将是2025年投资印度股市的关键。



虽然印度经济面临一些周期性挑战，但印度股市提供了结构性投资机会。



我们正密切监察估值及潜在利润率压力，目前在金融、电讯及医疗保健行业发现投资机遇。相比规模较小的同业，市值较大的公司定价似乎更有吸引力。尽管盈利短期内可能存在不确定性，但企业形势仍然相对健康。由2020财年至2024财年，企业股本负债比率由100%下降至52%，而市场股本回报率则由10%上升至近15%。外资流出的情况不应过于令人忧虑，因为印度国内投资者持有印度最大75间公司50%以上股份，应能发挥稳定作用。同时，印度在新冠疫情后创纪录的庞大外汇储备（6,920亿美元）在必要时可用于稳定印度卢比。尽管如此，2025年将有大量公司进行首次公开招股（IPO），这可能会构成风险，因为首次公开招股会吸引资金流入，导致市场流动性减弱，难以推动二级市场。

虽然印度经济面临一些周期性挑战，但印度股市提供了结构性投资机会。长远而言，持续改革、城市化进程不断加快以及供应链转移预计将利好印度经济及盈利增长。

作者：

Yuan Yiu Tsai, 股票投资组合经理; ICICI Prudential Asset Management Company (“IPAMC”)。
IPAMC是瀚亚管理的多个印度焦点基金的投资顾问。



日本: 中小型股带来更大机遇

日本股市在2025年的升势有望扩大至不同赢家。虽然2024年的升势主要由受惠于日元贬值及全球强劲基建需求的大型出口公司带动, 我们认为中小型股在2025年将迎来更大机遇。这些股票至今的表现滞后, 与日本国内经济的关系更加密切。因此, 这些股票更有可能受惠于国内经济推动因素, 例如工资上涨及消费支出增加。与此同时, 机械制造及原材料等周期性行业的个别落后股票的估值颇为吸引。

2024年, 日本企业削减成本、重组表现欠佳的业务部门及广泛减少交叉持股, 这些举措令人鼓舞。我们预计, 随着企业管理团队努力在2025年及以后优化资产

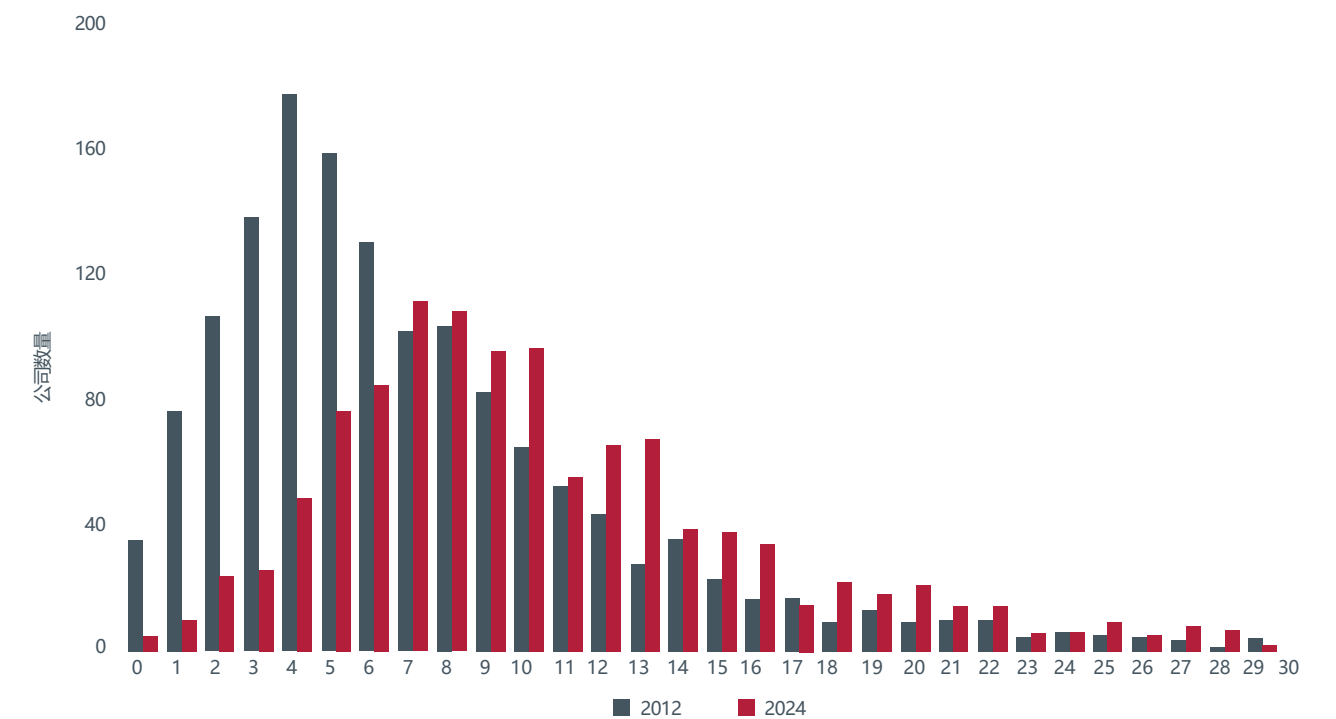
负债表及提高盈利能力, 日本企业将持续致力改善公司管治及股东回报, 有望为股价带来支持。

尽管日元目前看似便宜, 但其2025年的走势将取决于美国及日本的经济增长、通胀及财政政策。如果日本实现货币政策正常化, 日元有可能走强。然而, 政治压力可能导致日本政府刺激经济, 影响日元表现。日元走强可能影响出口商利润, 但成本降低利好依赖进口的国内企业。我们倾向采用日元长期平均水平评估相关公司, 而非以当前疲弱的日元水平推断未来盈利预测。如果日元走强, 此举将为我们提供安全边际。

作者:

Ivailo Dikov, 日本股票主管

日本股市的回报率有所改善



股本回报率范围 (%) 股本回报率中位数由5.3% (2012年) 增加至9.3% (2024年*)

数据来源: 瀚亚投资 (新加坡)、美银环球研究、QUICK, 数据截至2024年6月30日。*根据2024年QUICK市场共识预测 (当前财政年度)。



聚焦价值

即将上任的新一届美国政府的政策对亚洲及新兴市场的影响目前难以评估。许多政策可能无法以预期的规模或速度实施。然而，有迹象显示当局将大举推行国内刺激措施及贸易保护主义政策，可能导致美国通胀加剧，推迟美联储降息周期，并导致美元走强。

尽管预计市场会出现波动，但由于这些市场的长期经济增长动力未有改变，纪律严明的投资者仍能发掘机遇。新兴市场方面，资本支出增加、基建投资、减碳及供应链多元化正在提高企业盈利。预计新兴市场的增长速度亦将快于发达市场。当经济增长差距扩大时，新兴市场表现通常领先发达市场。与此同时，亚洲持续进行企业改革及改善资本配置，加强了企业及政府的资产负债表。

进入2025年，东盟市场整体环境仍然乐观。东盟经济的长期增长将由中产阶级崛起、银行业渗透率提高及持续供应链转移的趋势推动。东盟占全球外国直接投资（FDI）的份额由2015年的5.7%飙升至2023年的21.3%，促进了资本累积、技术进步及技能发展。不断增长的劳动人口正推动数码银行的发展，尤其是菲律宾及印度尼西亚等人口大国。与此同时，利好的人口结构（年龄中位数较低，为30岁）及中产阶级蓬勃发展，有望带来庞大消费力，利好东盟在2025年以后的发展。

作者：

Steven Gray, 全球新兴市场及亚洲区价值股主管；
Sundeep Bihani, 亚洲区价值股投资组合经理；
John Tsai, 增长股主管

拉丁美洲与中欧、东欧、中东及非洲：上升潜力

对主要拉丁美洲市场（巴西及墨西哥）而言，2024年充满挑战。巴西居高不下的利率以及墨西哥的司法改革对其国内股市构成不利影响。然而，我们认为巴西具有潜在上升空间，因为其估值吸引、商品价格上升及减息的预期，以及2026年可能迎来较为利好市场的总统候选人。墨西哥方面，我们预期全球供应链多元化及近岸外判活动将吸引更多外国直接投资。

与此同时，欧洲新兴市场受到欧洲发达市场的负面情绪影响。市场抛售带来吸引的投资机遇。许多东欧市场拥有业务多元化的公司，这些公司估值吸引，资产负债表强劲，且较少受到欧洲发达市场需求放缓的影响。



亚太区（日本除外）市场：估值吸引

尽管具有长期增长主题，但亚太区股票可能受美国加征关税的不利影响，因为其收入的10%来自美国市场¹。亚洲方面，美国市场对科技行业影响最大，其次是汽车、医疗保健及化学品行业。另一方面，美国市场对公用事业、电讯及金融业影响最小。相反，东盟市场相对于北亚市场更具防守性，因为来自美国的收入较低，而且美国直接竞争对手也较少。此外，11%亚太区公司（按指数权重计算）在美国拥有大量业务，有望受惠于美国减税。

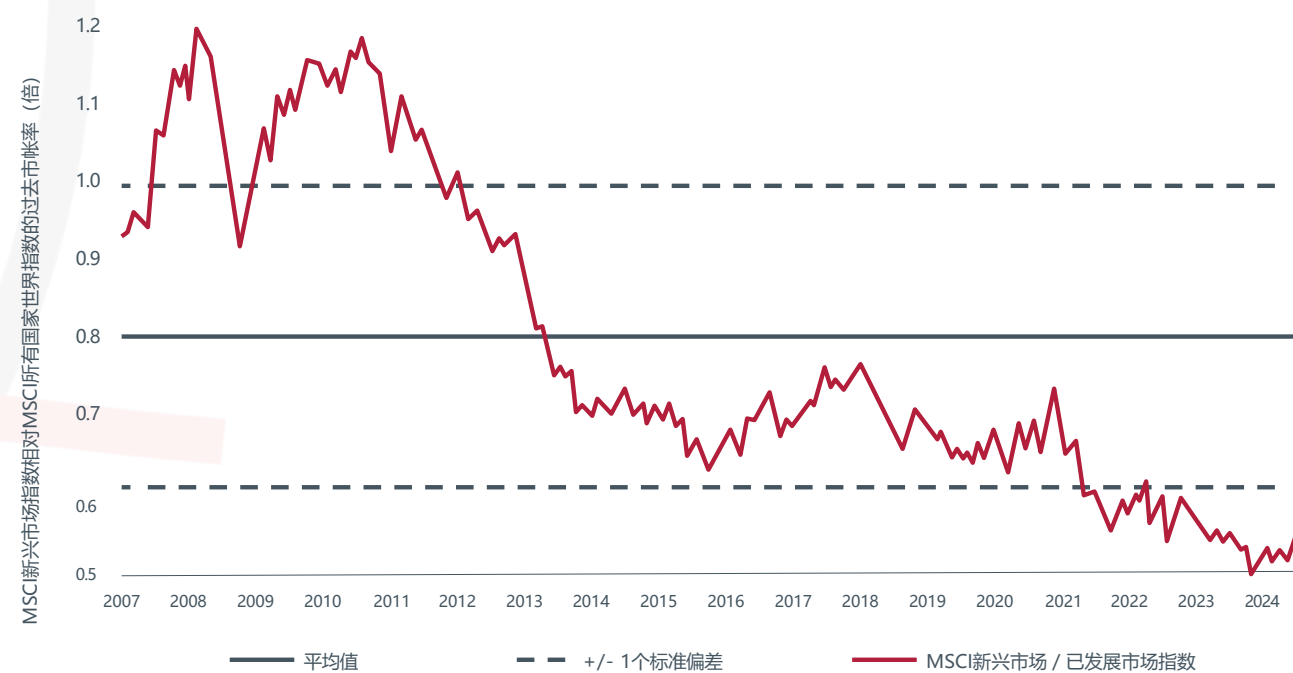
在特朗普新政府领导下，增加开采化石燃料有望降低燃料价格并有助控制亚洲通胀，因为燃料价格占该区消费物价指数的很大比例。另一方面，亚洲绿

色能源行业可能受到不利打击，例如中国的电动车及太阳能，以及印度尼西亚及中国的电池供应链。

尽管美国政策构成潜在打击，但企业盈利将是股价的主要动力。然而，我们认为投资股票最重要因素是买入时的估值。在这方面，亚洲及新兴市场从绝对估值来看具吸引力，而相对于西方市场昂贵的估值，更是极为吸引。此外，环球投资者对新兴市场及亚太区（日本除外）的配置比重显著偏低，显示相关资产具有上升空间。

在此环境下，纪律严明的选股方针是产生超额回报的关键。我们现时正在香港、印度尼西亚及泰国寻找吸引的机遇，特别是通讯服务、金融及非必需消费品行业。

新兴市场的当前价值提供绝佳入市时机



数据来源：Datastream Refinitiv、MSCI新兴市场指数及MSCI世界（已发展市场）指数，数据截至2024年10月31日。

¹ 以MSCI所有国家亚太区（日本除外）指数为代表。
数据来源：Factset、彭博、公司数据、MSCI、高盛环球投资研究。



战术性灵活部署

全球各国央行结束激进的货币紧缩政策，随后市场迎来降息及稳定通胀的前景，整体上为2024年的债市带来利好环境。债券亦受惠于较高的初始收益率，为应对经济不确定性提供了缓冲。与此同时，美国国库券收益率在2024年大幅波动。

美联储在9月首次大幅降息50个基点，但随着美国经济强劲增长，收益率在不久后回升。由于市场目前预计美国新政府将在2025年对中国及其他伙伴国家征收广泛关税，从而推高美国通胀，并限制美联储继续放宽政策的能力，收益率企稳在4%以上。共和党全面掌控政府亦可能令财政支出增加，导致美国财政赤字恶化及美国收益率曲线变陡。

作者：

Danny Tan, 亚洲固定收益主管

通过套息提高整体回报

过去两年，美元走势反映了美国经济走强以及美联储的政策。特朗普担任总统及共和党掌控两会预计将提振经济，延续美国经济一枝独秀的情况。预计关税可能打击欧洲、新兴市场及亚洲等依赖贸易的经济体，并在中期内支持美元走强。

尽管如此，市场对关税及额外财政支出的预期仍属猜测。美联储不太可能根据尚未落实的措施调整宽松政策。然而，美国近期经济数据，包括强劲的劳动市场数据，可能影响美联储的政策走向，包括降息步伐及最终利率，这将反过来利好前端利率。

美国国库券收益率自10月初以来上升，提高了美元计价信贷的吸引力。美元与其他货币之间的息差显著，为非美元信贷带来机遇，即使考虑外汇对冲成本，其收益率仍高于等值美元信贷。

亚洲货币债券（完全对冲美元）可通过显著套息优势，大幅提高整体投资组合的收益率。如果美国国库券收益率持续上升，我们将保持灵活，尽可能由非美元债券转向美元债券。套息回报将持续成为固定收益投资组合的主要回报来源。

在更佳入市点重投市场

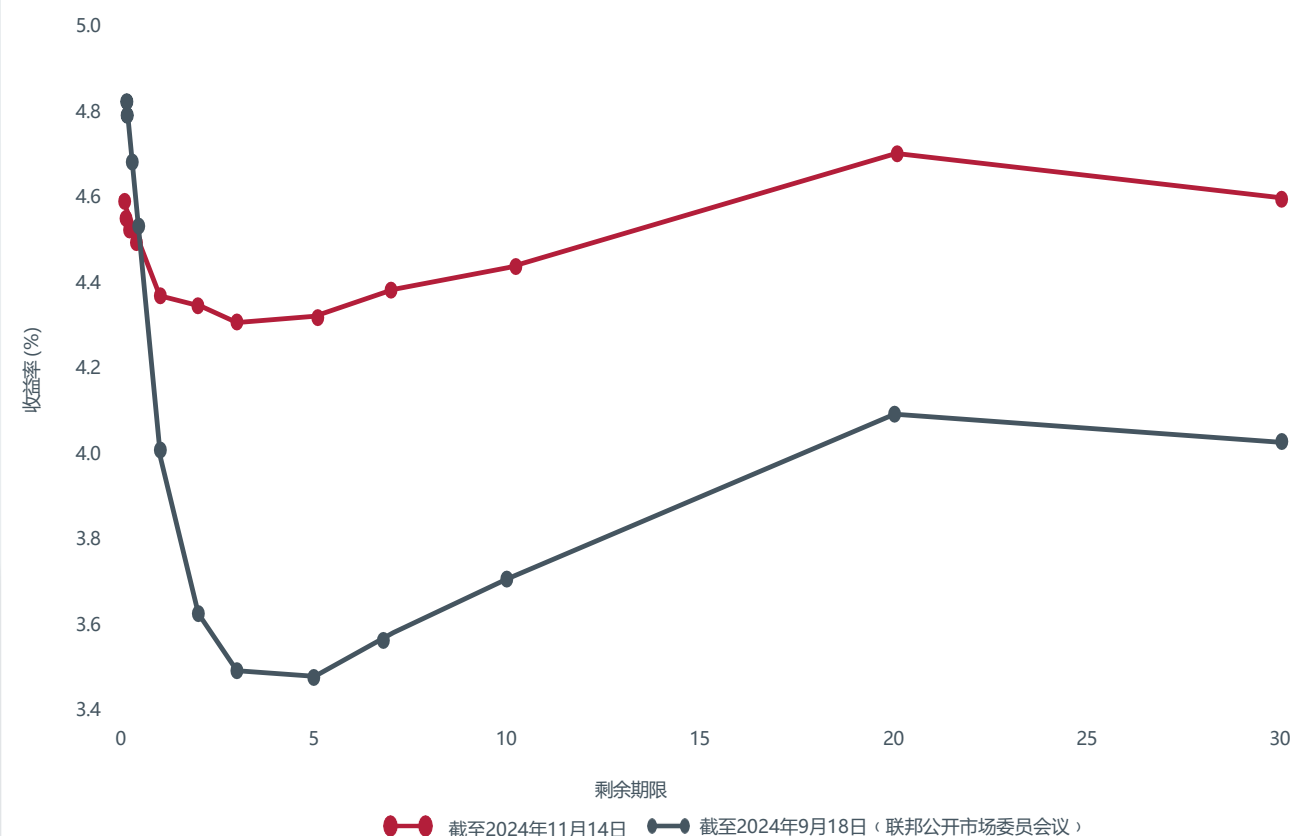
除了美国外，由于通胀普遍回落，全球货币周期变得更为宽松。从持续的信贷评级上调周期所见，大部分新兴市场的经济指标正在改善。此外，中国在货币及财政方面推行稳定市场措施，并且可能进一步推出政策刺激经济，有助缓解市场对美国针对中国采取政策的忧虑，增强亚洲信贷市场的利好前景。

然而，美国大选结果出炉后，我们将部分息差收紧的中国信贷轮换至受美国对中国针对性政策影响较小的其他地区。整体而言，我们注意到信贷息差相对于历史水平偏窄，投资者下调信贷质量时无法获得足够补偿，尤其是我们正接近当前经济周期的尾声。

我们在维持较高的信贷质量的同时，亦发现在新兴市场对当地货币及硬货币债券之间进行轮换的投资机遇。我们在美国大选前减持高beta的新兴市场当地货币债券，但将寻求在更好入市时间重新建仓。与此同时，鉴于发行量有限、基础收益率上升，以及现金充裕的投资者需求强劲，利好的技术因素为信贷市场提供支持。

[序言](#)
[投资理念](#)
[地区观点](#)
[风险监测](#)

美国国库券收益率显著上升



数据来源：LSEG Datastream, 美国国库券 (买入) 收益率, 数据截至2024年11月14日

把握跌市机会增加存续期

随着美国国库券收益率由9月的低位回升，现在的估值可能较以往更有吸引力，美元久期的投资依据更加充分。展望未来，我们认为风险与回报并不对称，未来更有利于债券投资者，因为全球主要央行降息的可能性仍大于加息。

美国大选后，近期收益率飙升，我们发现市场对买入长久期的兴趣浓厚，反映市场对降息周期的早期偏向。我们注意到，相对于超长期限的30年期债券，市场更为偏好10年期债券，因为当关税政策及财政支出落实时，近期曲线趋平的情况有望抵御曲线变陡的风险。尽管如此，即使有国会支持，美国新政府亦可能需要

数月至一年以上时间实施相关政策。针对此情景进行部署可能为时尚早。因此，我们继续看好长久期债券，并视任何调整为增加久期的机会。

然而，由于美国财政前景不确定，美元久期可能带来波动风险，我们经评估后认为亚洲及新兴市场货币能更好地反映看好长久期的观点。我们的久期敏感度指标根据波幅及相关性进行调整，该指针显示，与美元信贷相比，非美元信贷的波幅一般较小，且较不受美国利率变化影响。因此，非美元信贷能更有效地降低美国国库券收益率潜在上升对美元投资组合的影响。我们将继续评估及监察美元与其他货币的信贷及无风险收益率曲线的价值。



把握主题趋势

气候转型及人工智能这两股大趋势正通过对经济、科技、社会及环境的影响改变世界。这些趋势为投资者带来机遇及挑战。

气候转型：全方位策略具备优势

主要经济体及行业实现碳排放目标的时间紧迫。美国最近政治环境转变，可能对美国的气候政策及减碳措施构成风险，然而，即使不考虑此因素，全球碳排放预计将在2024年刷新纪录，以致2050年全球净零排放的目标更难实现。

新兴市场在降低全球碳足迹方面发挥关键作用。发展中国家过去十年占全球排放增幅的95%，在2023年占全球排放量的75%¹。因此，除非新兴市场转型至更环保的经济及增长模式，否则全球无法实现《巴黎协议》的目标。

在最近发布的白皮书（仅提供英文版本）中，我们特别指出，到2030年，每年将需要为绿色经济转型提供约2万亿美元资金，并提出资本市场是一个重要的融资平台。在公开市场上，全球可持续发展基金的资产管理规模过去三年有所增长，部分原因是选股得宜。气候转型基金的资产管理规模增长更快，但主动型管理基金仅占全球气候基金资产约11%。许多现有的气候转型基金将转型风险定义为高排放行业或超出全球温度目标的情景。这些基金亦只会在产生绿色收入的行业寻找转型机遇。然而，我们认为气候转型应包含「棕转绿」的投资机遇。

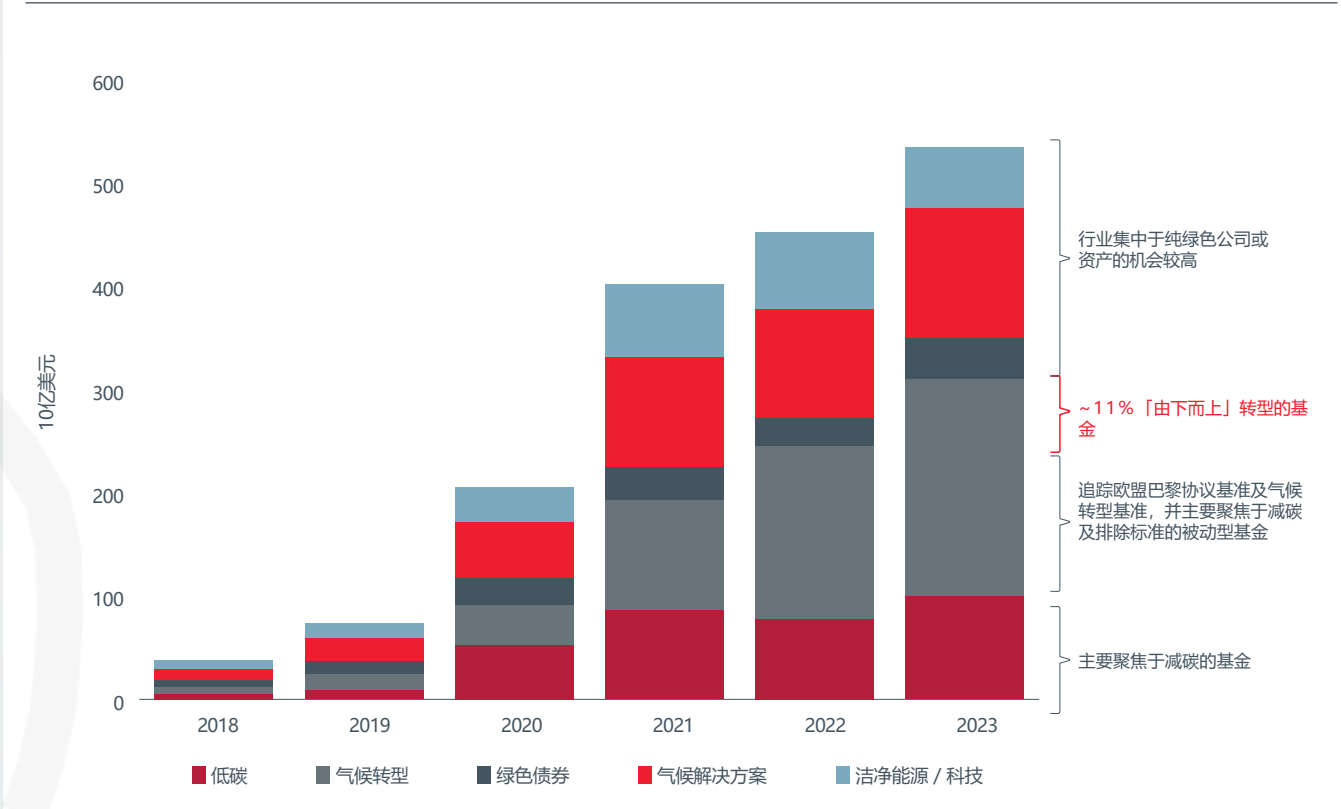
我们发现新兴市场对环境、社会及管治（ESG）的理解更趋成熟，因此需要在私募及公开市场上更严谨地实践有关ESG基金表现的理论。鉴于气候转型的迫切性及气候融资差距的规模，新兴市场亦日益关注气候转型基金。单是东南亚地区，预计到2030年便需要为转型提供1.5万亿美元资金²。

将「棕转绿」的转型纳入净零排放路径的全方位策略能显著扩大可投资范围。这策略包括投资于为气候适应作出贡献的公司，而非仅针对气候缓解。前者未来有望拥有更大的潜在市场。通过识别处于气候转型初期而可能出现错价的公司，全方位策略可提供更多超额回报机遇，在不牺牲回报的前提下促进可持续投资。

作者：

Joanne Khew (博士)，ESG专家

主动型管理的气候转型基金尚未成为主流



数据来源：瀚亚投资（新加坡）。图表来自晨星（2024年）《气候变化时代的投资：2023年回顾》。内文由瀚亚改编自晨星（2024年）。

人工智能：专注于推动发展的公司

人工智能有潜力通过提升生产力及增长改变世界，但其巨大能源需求亦影响环境。市场期望机器学习等人工智能技术能够改进气候模型，有助我们更深入了解人类行为如何影响世界。从七大科技巨擘在2024年的表现可见，投资者目前对于人工智能潜力的反应极为热烈。

作为人工智能生态系统的重要参与者，亚洲科技公司为投资者带来以较低估值参与人工智能主题的机会。这个主题包括原材料供货商、芯片供货商、晶圆代工厂，以及外判半导体组装及测试（OSAT）厂商等半导体上游供应链的公司；亦包括下游组件及原始设计制造 / 原始设备制造（ODM/OEM）供货商，以及半导体生产设备（SPE）供货商。

我们的新加坡投资团队最近进行实地考察，投资组合经

理会见了30个亚洲公司的代表，结果显示随着相关公司日益将人工智能技术的应用变现，人工智能芯片的需求将会增加。人工智能芯片通过实现精确受众细分、广告实时个人化及优化广告投放，增强广告商寻找及针对受众的能力。人工智能芯片亦可增强机器学习并提升营运及智能制造，从而节省成本。其中一个案例显示，利用人工智能实时翻译客户及代理之间的通话可大幅节省成本。全球人工智能高效能运算市场（包括配置图形处理器（GPU）及专用集成电路（ASIC）的人工智能服务器、人工智能手机、人工智能汽车及人工智能个人计算机）的规模预计到2025年将由2024年的1,200亿美元增加45%，到2026年将超过2,000亿美元。这代表其在2023年至2026年的复合年增长率达55%。³

作者：

Rebecca Lin，瀚亚台湾投资主管；

Terence Lim，股票投资组合经理

¹ 气候领导委员会，发展中国家的排放增长，2024年6月。

² 东南亚绿色经济2024报告，贝恩公司，2024年4月。

³ 大和，2024年10月。



加强投资组合的缓冲

由于新冠肺炎疫情造成政策滞后及中断，纳入不同投资期限的多元化超额回报来源变得更加重要。确保定量及定性风险工具仍然有效，在当前市场环境中至关重要。我们的多元资产投资组合解决方案团队透过增设最近尾端风险情景（例如俄乌危机及新冠疫情），持续加强相关压力测试框架。此外，我们亦基于不断变化的经济增长及通胀预期进行情景测试。

这些举措有助我们深入了解投资组合的潜在风险集中程度，以及市场冲击期间的相关影响。透过结合专家判断进行严谨数据流程，我们能更有效应对类似于最近左尾风险事件的市场急跌情况。

历史上，股债之间的负相关性有助于多元资产投资组合在整个经济及市场周期提供稳定回报。这种相关性二十年来一直为负，但2021年初通胀急升后，此关系开始瓦解。尽管美国通胀在2024年呈下降趋势，但两者的相关性仍持续波动。虽然我们认为多元资产投资组合提供的分散投资好处仍然比以往更加重要，但我们强调，随着市况转变，投资者需要进行灵活的战术性调整。

作者：

Craig Bell, 多元资产投资组合解决方案主管

股息收益提高总回报

在多元资产投资组合中增加股息收益来源，能够在市场下跌期间提供额外缓冲。股息一直是总回报的重要贡献来源，尤其在亚洲。我们预计此趋势将持续到2025年，因为该区大量现金充裕以及具有现金创造能力的公司越加重视股东回报。



我们注意到亚洲公司的管理团队在整个经济周期始终最为看重股东回报。



尽管股息较高，许多亚洲公司仍然拥有充裕财政资源及稳定现金流，能够增派股息或启动回购。此外，在经历周期性复苏或结构性增长的公司中，我们注意到亚洲公司的管理团队在整个经济周期始终最为看重股东回报。这带来了双重优势：一是股东回报提高，二是因企业管治改善带来的潜在估值增长。

在利率回落的环境下，收息股通常表现较佳。由于股息收益日益吸引，加上亚洲良好的宏观经济状况及丰富的收益机遇，我们2025年更加看好收息股。

作者：

Christina Woon, 股票投资组合经理

低波幅策略降低下行风险

与股息收益相似，低波幅股票策略亦可提高投资组合的缓冲。2024年对于投资者实属多事之年，市场经常大幅波动、地缘政治紧张局势加剧、多国经历政治过渡。市场高度集中一直是突出的主题，尤其是美国，少数大型股票（尤其是人工智能相关股票）带来显著升幅。这些市场扭曲情况不仅暴露了集中风险，相关炒作亦可能迅速破灭。

踏入2025年，我们预计美国及中国政策不确定性将导致市场波动加剧。在市况波动时期，市场形势往往同时出现变化，这为投资组合带来分散投资机会，亦可把握不断变化的趋势。尽管如此，投资决策应看重长期基本因素，并了解不确定性可能来自多个因素。低波幅策略等防守型策略能够缓解下行风险，有助实现更稳定回报。

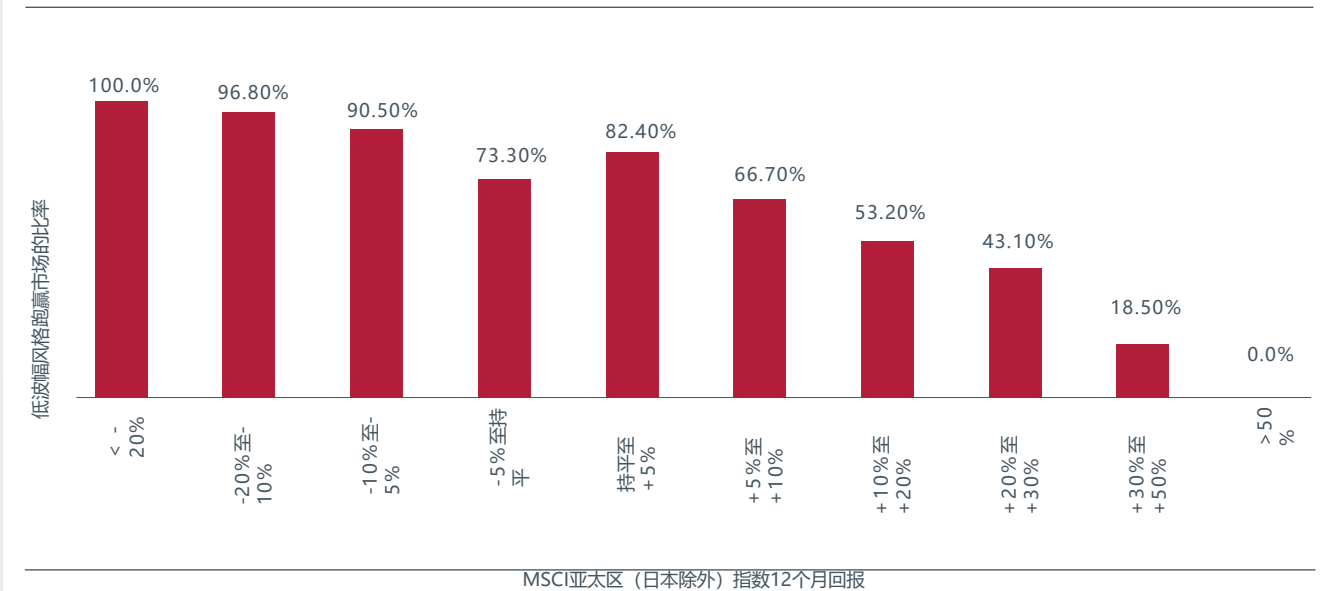
历史数据为此观点提供依据：就使用MSCI所有国家亚太区（日本除外）指数的低幅策略进行的分析（涵盖2001年5月至2024年8月所有滚动12个月期间）显示，此策略无论在市场极度受压期间抑或升幅疲弱或稳定期间的表现均持续领先。尽管在极度乐观市况下（市场上升逾30%），其表现确实较为逊色，但相对于其他时期的强劲表现，这属于个别例外情况。

作者：

Ben Dunn, 量化策略主管；

Michael Sun, 量化策略客户投资组合经理

低波幅策略在大部分市场环境中表现极佳



数据来源：瀚亚投资、彭博，数据区间：2001年5月至2024年8月。

地区观点

中国



Michelle Qi
股票主管

我们预计有吸引力的估值以及额外的财政和货币刺激措施，将在2025年支撑中国股市。鉴于中国股市在9月中国政策公布后出现反弹，我们以审慎的态度建议不要高追，而是选择性挑选具备明显盈利增长动力的股票。消费领域有望受惠于产品及服务升级、政策支持及成本控制措施。

尽管通缩压力依然存在，2024年第四季中国经济数据已开始改善。特朗普政府的潜在关税为经济增长及人民币构成风险。中国需要规划周详的刺激方案来提振消费支出，并抵消外围不确定因素。鉴于需要保持财政灵活性，以应对未来挑战，我们预计中国政府将采取审慎宽松政策。假如特朗普对华政策温和，有可能为市场带来意外上升空间。

印度尼西亚



Liew Kong Qian
投资主管 (股票)

普拉博沃新政府的目标是通过国家政策福利、粮食及能源安全，以及工业化措施来提振经济。该政府的目标是到2029年推动国内生产总值增幅由5%提高至8%。该政府的100天计划耗资113万亿印度尼西亚盾（占国内生产总值0.5%），重点是扩大国家福利及支助低收入家庭。相关资金将来自重新分配的能源补贴，以及在2025年1月将增值税由11%上调至12%的措施。2025年财政赤字预计将超过2.5%，但维持在3%上限之内。

该国政府的促进增长政策及财政措施预计将提振消费必需品及金融行业。福利支出将刺激大众市场消费，利好低廉优质食品品牌。促进增长政策为私营部门及银行业参与国家计划提供机会，延续银行业的贷款增长趋势。拥有雄厚股本及融资业务的银行将具备优势，能把握新的投资及贷款需求带来的机会。

韩国



Paul HJ Kim
投资主管 (股票)

主要经济体（尤其是美国及中国）的经济表现将对韩国的出口型经济产生重大影响。信息科技硬件及汽车制造商等主要出口商可能面临挑战。国内方面，政府政策仍然至关重要；企业监管方面的潜在改革、财政刺激措施，以及韩国央行可能的进一步降息，均有望改善营商环境，刺激内需。

韩国股市将受到全球整体经济健康状况、政策决策及韩国高科技行业（例如人工智能半导体及电动车电池）增长的影响。这些行业未来十年有望成为新的增长动力。芯片技术进步、电动车电池需求增加，加上人工智能广泛应用，有望成为推动韩国经济及股市的催化因素，为2024年相对疲弱及低估值的市场带来上升动力。

马来西亚



Doreen Choo
投资主管

预计马来西亚股市将在2025年实现正回报，盈利增长为中至高位数，股息率约为3%至4%。政治稳定、国内生产总值强劲增长（4.5%至5.5%）、接近充分就业、工资上涨、强劲的外国直接投资以及可再生能源发展和数据中心的增加预计将支撑市场。电器及电子产品出口与旅游业的复苏，以及充裕的国内流动性，尤其是来自国内退休基金的流动性，亦是利好因素。

经济强劲、出口复苏及消费增长将继续利好银行业。政府推行轻轨交通等基建项目，以及外国直接投资流入制造工厂、数据中心及物流仓库，将利好建筑及建材行业。可支配收入增加及强劲就业将利好消费行业，而医疗旅游则会提振医疗保健行业。



台湾



Rebecca Lin
投资主管

台湾经济占据优势，能够在2025年实现增长，主要受惠于其在半导体供应链及人工智能生态系统的领先地位。台湾半导体行业在技术方面显著领先，有望保持竞争优势。与此同时，全球领先的独立半导体晶圆代工台积电正在全球扩张，扩张步伐与美国旨在推动半导体本地化生产的政策一致。

人工智能高效能运算（HPC）市场预计将成为晶圆制造及先进封装和测试行业最大增长动力之一。人工智能高效能运算市场，尤其是Chat GPT等应用程序使用的人工智能半导体，预计到2027年将达到2,000亿美元以上的规模。此外，自动驾驶汽车兴起，推动汽车半导体需求，市场预计先进驾驶辅助系统的规模到2029年将增长至1,200亿美元。边缘人工智能直接将人工智能应用程序设于装置上，例如手机、相机及计算机，而不是将数据传送到云端或数据中心，此领域将受惠于人工智能服务器、个人计算机及智能手机出货量增加。同时，数据中心、云端运算及高效能网络需求不断增长，推动对下一代网络解决方案的需求。

泰国



Bodin Buddhain
投资策略主管

预计泰国股市将在2025年反弹。新政府计划透过扩张性财政政策提振经济。大规模基建投资预计将刺激私营部门的投资、创造就业岗位及提高收入。泰国央行有望降息，这将释放更多可支配收入用于消费及投资。由泰国政府保荐的投资工具Vayupak基金重新推出，有望显著提振市场情绪及增加流动性。

预计多个行业将受惠于泰国政府的经济刺激措施。旅游业复苏有望利好酒店、餐厅及航空公司。现金发放及债务减免将增强消费者的购买力，从而促进零售销售。刺激措施及数码转型将为云端运算、数据中心及金融科技创造增长机遇。此外，全球向洁净能源转型，以及数据中心、云端运算及高效能网络的需求不断增长，将利好可再生能源行业。

越南



Ngo The Trieu
首席执行官兼投资主管

稳定的宏观经济形势有望支撑2025年市场回报。鉴于贸易及生产复苏、政府利好政策（如削减增值税及费用降低）、公营部门工资增长30%、强劲的外国直接投资，以及房地产及建筑行业逐步复苏，该国的国内生产总值预计将强劲增长。全球指数供货商富时罗素可能在2025年9月之前将越南上调至新兴市场地位，预计将提振市场情绪，吸引外国投资。市场看来仍然有吸引力，预计2025年市盈率为11.8倍，显著低于5年平均值17.1倍。

盈利增长预计约18%。金融行业将受惠于强劲信贷增长、资产质量提高及非利息收入增加。由于私人消费、出口活动及利润率扩张均转强，非必需消费品及信息科技等非金融行业将有所改善。在全球制造商迁往越南的推动下，工业园区的土地销售有望录得双位数增长。





风险监测

市场对通胀居高不下感到失望、美国利率走势不明朗以及美元走强的风险可能会影响2025年的资产价格。鉴于美国经济数据强劲及特朗普全面掌控政府可能推高通胀压力，长期通胀失控的预期风险正在上升。因此，美联储可能在更长时间内维持较紧缩的货币政策。

与此同时，全球增长在很大程度上由新冠疫情后强劲的美国消费需求推动。然而，随着疫情期间累积的额外储蓄下降、工资增长趋缓，以及银行收紧贷款标准，美国消费将持续面临阻力。劳动市场降温及工资增长放缓亦将削弱消费者的购买力，从而抑制美国消费。此外，美国实际政策利率仍高于2%，意味着金融环境继续受到限制，并可能进一步拖累经济增长。尽管美国经济衰退的可能性下降，但我们不能完全排除这种可能。事实上，我们认为经济衰退的可能性或高于目前市场反映的水平。

地缘政治事件可能严重影响投资者的情绪，因此应审慎看待，不要低估或轻视该等因素。由于特朗普当选并将采取「美国优先」方针，外交关系将较难预测。我们继续关注持续的地缘政治紧张局势，例如俄乌冲突及中东危机。虽然这种地缘政治紧张局势可能具破坏性，但亦可带来独特的投资机遇。



联络我们

上海

瀚亚投资（上海）有限公司
上海浦东新区
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦3楼306-308单元
电话: (86) 21 5053 1200

免责声明

本文由瀚亚投资管理（上海）有限公司和瀚亚海外投资基金管理（上海）有限公司（合称“瀚亚投资上海”）结合集团关联方瀚亚投资（新加坡）有限公司提供的信息编制，仅供资料参考。未经事先书面同意，不得翻印、刊发、传阅、复制或分派本文全部或部分予其它任何人士。本文并不构成任何证券之认购、买入或沽售的要约或建议，也不构成任何投资意见或服务。

虽然本文提供的资料均来自瀚亚投资上海认为可靠的来源资料，或以此等来源为根据，但瀚亚投资上海不能亦不会就任何资料或数据的准确性、有效性、及时性或完整性作出任何保证，亦不会对任何资料的适用性或谨慎责任作出明示或暗示保证。本文所载任何意见或估算资料可能作出变更，恕不另行通告。

本文所载资料，若不能在个别司法管辖区或国家合法派发予该司法管辖区或国家的任何人士或实体或供该等人士或实体合法使用，或导致瀚亚投资上海或其控股公司、附属公司、关联公司、关联人士须遵从该司法管辖区或国家的任何监管要求，则应视为不拟将本文相关资料派发予该等人士或实体或供其使用。任何人士或实体意欲回应或依赖本文所载资料，则该人士或实体应当自行查明其不受任何本地要求限制或禁止其不能如此行事。

本文所载资料及任何意见并未就任何人士的特定投资目标、财务状况或特殊需要作出考虑；因此，亦不会就任何收件人士或任何类别人士，基于本文资料或估算意见所引致的直接或间接损失作出任何担保或赔偿。过往表现，对经济、证券市场或市场经济走势的预测、推断、或估算，未必代表任何瀚亚投资上海或瀚亚投资上海基金将来或有可能达到的表现。投资的价值及其收益，可跌亦可升。投资涉及风险，投资者或无法取回最初投资之金额。

瀚亚投资上海是保诚集团(Prudential plc)的全资子公司，保诚集团(Prudential plc)成立并注册在英格兰和威尔士。Prudential plc的注册地址为1 Angel Court, London EC2R 7AG，其注册号是1397169。Prudential plc是一家控股公司，其旗下部分子公司由香港保险业监管局及其他监管机构(如适用)获授权及受规管。瀚亚投资上海和Prudential plc均与一家主要在美国营运的Prudential Financial, Inc.,或在一家在英国注册的M&G plc的子公司Prudential Assurance Company,并无任何关联。本文并未经任何监管当局审阅。



eastspring.com/2025-market-outlook

