

01/2025

市場概覽

股市概覽

美國

美國股市月內反覆波動並略為高收，投資者消化美國總統特朗普頒佈的大量行政命令，包括美國退出世界衛生組織及巴黎氣候協定，進一步威脅奪取巴拿馬運河和格陵蘭的控制權，強制驅逐非法移民，並採取措施縮減聯邦政府人手。於 1 月 31 日末，當大部分金融市場休市後，美國政府宣佈向墨西哥和加拿大的進口貨物加徵 25% 的關稅，並對中國的進口貨物加徵 10% 的關稅，由 2 月 1 日起生效。

美國經濟在 2024 年第四季增長低於預期，國內生產總值年化增長率為 2.3%，是 2024 年初以來最緩慢的增長步伐。消費開支是經濟活動的主要推動力，而年底的就業增長數據強勁。12 月份非農職位數目增加 256,000 個，為九個月以來的最大按月升幅。標普全球發表的 1 月份美國綜合採購經理指數初值放緩，從 12 月份的 55.4 下滑至 52.4，私營企業活動的擴張幅度是九個月以來最低。雖然製造業活動七個月以來首次重返擴張區域，但服務業活動指數從 56.8 放緩至 52.8。

美國通脹在 12 月份加速升至 2.9%，為連續第三次上升，但核心通脹放緩至 3.2%，與 2024 年夏季的低位相若。美國聯儲局在 1 月份會議上維持利率於 4.25% 至 4.5% 不變，並表示現已暫停寬鬆貨幣政策，招致美國總統特朗普不滿，他呼籲全球央行減息。聯儲局主席鮑威爾表示，美國決策者「無需急於調整政策立場」。

歐洲

歐洲股市在 1 月份強勢上漲，EuroStoxx 600 指數創歷史新高。由於相對估值具吸引力，投資者對該區市場的興趣增加，未有顧慮當地的低迷增長及美國上調關稅的威脅，令股市受惠。投資者撤出估值偏高的美國科技股，亦是利好因素。行業方面，金融、通訊服務及非主要消費股升勢最大。有別於美國股市，歐洲科技股亦強勢造好，半導體設備製造商 ASML 指出，DeepSeek 的消息對晶片製造商而言是喜訊。與此同時，公用事業、基本消費及房地產業表現落後。

歐元區 2024 年第四季國內生產總值增長持平，德國和法國的經濟收縮，抵銷了西班牙的強勁增長，意大利的國內生產總值增長亦持平。漢堡商業銀行發表的歐元區 1 月份綜合採購經理指數初值升至 50.2，是歐元區私營企業活動自 2024 年 8 月以來首次擴張。歐元區整體通脹在 12 月份升至 2.4% 的五個月高位，但核心通脹連續第四個月穩定在 2.7%。歐洲央行減息 25 個點子，是本周期第五次，並警告經濟風險「向下傾斜」，部分原因在於加徵關稅對貿易構成的風險。

亞洲

亞洲（日本除外）股市在 1 月份有好有壞，美元轉強及債券收益率上升對市場構成挑戰。美國加徵關稅的威脅持續令市場情緒受壓，而美國聯儲局發出暫停減息的訊號亦然。除此以外，中國初創公司 DeepSeek 宣佈推出低成本聊天機械人，功能媲美昂貴得多的美國產品。由於分析師爭相評估贏家和輸家，消息衝擊整個人工智能供應鏈。中國股市於年初偏軟，主要受市場持續關注國內經濟及美國可能加徵關稅的影響。台灣股市上升，指數重磅股台積電第四季盈利優於預期。南韓方面，總統尹錫悅因 2024 年底試圖實施戒嚴令而遭彈劾和拘捕。此外，印度及東盟市場整體下跌，但新加坡受惠於銀行股上升，抵禦了區內拋售的衝擊。印尼的回報持平，而泰國、馬來西亞及菲律賓都下跌。

債券

環球債券市場在月內反覆波動，因為美國經濟數據較預期強勁，觸發投資者憂慮美國將會加息而非減息，導致 10 年期美國國庫券收益率在 1 月上半月升至 4.8%。12 月份非農就業人數為 256,000，較市場預期的 165,000 多。儘管如此，由於按年通脹數據符合預期，反映市場似乎過度憂慮，收益率在下半月下跌至 4.5%。美國聯儲局維持利率不變，招致特朗普的抨擊，他在達沃斯世界經濟論壇上表示環球利率應降低。

歐洲方面，歐洲央行在本周期第五次減息 25 點子至 2.75%，一如預期。10 年期德國政府債券在 1 月份微升，收報接近 2.5%。日本方面，情況正好相反，日本央行將利率由 0.25% 上調至「約 0.5%」，為 17 年以來的最高水平。此舉帶動 10 年期日本政府債券收益率在月內輕微上升 14 點子至 1.25%。與此同時，中國方面，由於當局繼續採取抗擊通縮措施，中國政府債券收益率維持在 1.6% 的低位，通脹率則在 12 月份微跌至 0.1%。

展望

2025 年 1 月發生不少事件。特朗普總統的第二個任期始於一連串行政命令，包括就移民問題宣佈進入「國家緊急狀態」、挑戰美國憲法規定的出生公民權、將墨西哥灣重新命名為美國灣，以及在大火席捲洛杉磯後退出巴黎氣候協定。他還威脅要「收回」巴拿馬運河，並有意控制格陵蘭島。共和黨傳統上是保守主義政黨，但這些行動並非保守派作風。反之，這位領袖採取革命性行動，挑戰傳統規範和現狀。未來四年估計將會相當具戲劇性。

美國股市在去年下半年錄得強勁的相對回報，而 1 月份升幅不大，科技業成為唯一回落的行業。中國發佈一款名為 DeepSeek 的人工智能模型，與美國所開發的人工智能模型比較，前者使用的運算資源和成本顯著較少，令那些預計人工智能基礎設施將繼續獲得巨額投資的市場人士感到不安。由於美國限制中國公司獲取尖端 GPU，DeepSeek 的工程師被迫作出妥協，使用經優化的訓練和推理技術，因此成本較低。

DeepSeek 的興起加劇了有關人工智能資本開支的爭論。一方面，投資者過去數月一直擔心，人工智能花費數千億美元，但尚未有效產生收入，情況可能會限制未來的人工智能投資。另一方面，Meta（2025 年預期資本開支為 650 億美元）及微軟（800 億美元資本開支）等主要的人工智能用戶繼續對人工智能技術進行大量投資，而美國總統特朗普宣佈的「星際之門」（Stargate）計劃亦承諾四年內投入 5,000 億美元的資本開支。

DeepSeek 部署的技術似乎代表了模型訓練效率的進步，可能有助顯著降低成本。不過，這反而顯示需求有機會進一步上升。這種情況也稱為傑文斯悖論（Jevon's paradox），模型使用量增加帶來的需求增長，可以抵銷資源成本的重大變動。例如，瓦特在 18 世紀後期推出一種耗煤量大幅減少的

新型節能引擎後，英格蘭的煤炭消耗量大幅增加，因為較低的運作成本使引擎可投入於更多用途。人工智能工具在開發、部署和使用方面仍處於起步階段，如果能實現其推動者的期望，那麼成本下降可能導致需求增加，增幅甚至超過生產力的提升。這種情況反而導致 GPU 的需求上升。

我們處於人工智能的早期階段，這是一個長期的變革趨勢，而且技術日新月異。在可見將來，這個新興領域可能會不時出現突發性或革命性的進展，與我們在過去 18 個月所見情況類似。這關乎我們投資理念的一個關鍵部分：在新技術發展的早期階段，技術標準發生變化或性能持續改善是正常現象。在這個時期，市場的長期贏家難以判定，投資於一項新技術時必須非常謹慎。

2025 年的最初幾周使我們更加堅信，主動選股最適合應付政治和宏觀環境不明朗的情況，以及投資於變革性科技。目前進行中的財報季將有助於了解當前的需求狀況，並從我們持有的企業獲取有關 2025 年展望和策略的最新有用資訊。

資料來源：安聯投資，截至 2025 年 01 月 31 日。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供建議、邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。但閣下若選擇不尋求專業諮詢，即應考慮本產品是否適合您投資。投資涉及風險，包括可能損失本金，以及投資於新興及發展中市場所伴隨之風險。基金經理及基金的過往表現、或任何估計、估算或預測並非未來表現的指引。本文件並未經任何監管當局審閱。

發行人：
香港 - 安聯環球投資亞太有限公司