

DEC MARKET OUTLOOK

2025/12



月度觀點

MONTHLY MARKET UPDATE

2025年12月，全球市場在「利率見頂、關稅重塑、AI 投資浪潮與中國結構轉型」多重交織下步入年終關鍵窗口，中港資產正處於「估值修復 VS 信心重建」的拉鋸階段。隨着聯儲局於 12 月 1 日結束量化緊縮（QT）、轉為維持資產負債表規模，再加上進一步減息預期，整體環球流動性由過去的「淨收水」步入「中性偏寬鬆」的新階段。

中港市場

進入 12 月，恒指在約 26,000 點附近上落，較一年前約錄得逾三成反彈，但相對美股與部分亞太市場仍維持明顯折讓，市盈率與股息率均處於歷史偏吸引區間。在內地經濟「弱修復」格局下，中央政策仍以穩增長、防風險為主軸，房地產與地方債領域更多採取精準拆彈與結構性支持，而非大水漫灌，指數層面彈性有限，但高端製造、數字經濟與新能源等方向的政策導向依然清晰，結構性機會仍在。

12 月香港市場不單承接內地穩增長預期，也多了一層外圍流動性改善與美股風險偏好回升的外溢效應。在聯繫匯率機制下，外部利率環境逐步寬鬆，本地拆息與按揭利率回落，有助紓緩地產與本地金融壓力，同時帶動 IPO 活動與二級市場交投溫和回暖。港股在 12 月往往承接北向與南向資金年末再平衡及股息再投資流，配合綠色金融與新能源相關標的聚集效應，「高股息藍籌+新經濟龍頭」組合具備同時享受估值修復與政策主線的特性，適合作為 2026 年配置的核心倉位。

過往數個「寬鬆+穩增長」年份中，10-1 月往往是港股相對較強的時間窗口，部分策略會採用「10 月增持、1 月部分鎖定」的戰術配置，以捕捉政策會議、中央經濟工作會議與資金年末再平衡帶來的情緒推升。對今年而言，外圍 QT 結束令這一窗口的 BETA 較年中預期再上調半格，但內房與地方財政風險仍限制了全面 RE-RATING 的斜率。

美國市場

2025 年截至 11 月底，標普 500 與納指分別累積約中雙位數升幅，在經歷春季近兩成調整與 11 月 AI 科技股顯著回調後，指數再度逼近歷史高位，體現市場對 AI 帶動未來盈利增長的高度定價。主流機構對 2025 年底標普目標大致落在 6,350-7,100 點區間，部分樂觀觀點甚至將 2026 年目標上調至 8,000 點一線，但同時提示當前約 22 倍市盈率在關稅抬升與財政失衡背景下屬於明顯偏貴區域，中短期出現約 10%「估值壓縮式」調整的風險不容忽視。

板塊層面，AI 主線仍具戰略地位：高性能半導體、雲端服務、數據中心與 AI 軟體平台仍是資本開支最集中的領域，12 月若出現回調，其性質更接近「高 BETA 長期主線的戰術調整」而非趨勢終結；同時，部分防禦板塊（公用事業、醫療保健、必需消費）在高波動、高估值背景下的相對吸引力提升，有望在年末成為資金「平衡 AI 風險」的對沖倉位。

月度觀點

MONTHLY MARKET UPDATE

在 12 月這一季節性偏強月份，美股的核心矛盾在於：一方面，聯儲局進一步減息與通脹回落為成長股估值提供支撐；另一方面，特朗普政府新一輪關稅及產業政策加碼，可能在 2026 年壓縮企業利潤與全球供應鏈效率，為長久期資產的估值帶來潛在折現率上升壓力。QT 結束令短期流動性危機風險下降，但無法完全對沖中期政策與財政風險。

加密貨幣

12 月通常是加密市場流動性回暖的月份，但歷史亦顯示其波動層級遠高於股票與債券，且對監管、交易平台風險與宏觀情緒高度敏感，因此更適合置於「核心-衛星」架構中，以傳統股債與現金流資產作為穩定基石，將加密貨幣視作高增長但高回撤的戰術性配置，而非長期倉位中樞。在外圍流動性改善及投資者信心回升時，加密資產往往會放大風險偏好的邊際變化，但需要嚴格控制持倉規模。

債券市場

在利率與通脹新常態下，債券市場由「單一久期押注」轉向「期限、信用與地區多維精細化配置」。在 QT 結束、利率見頂的條件下，美債息曲線有望由倒掛走向再陡峭化，但長端期限溢價未必大幅回落，長久期配置仍需以更高回報要求作前提，更多透過波段交易而非「一口氣鎖死」策略。

新興市場本地貨幣債在美元見頂與部分國家前瞻降息的環境下，為全球組合提供了收益與分散化來源，但需精選基本面穩健、外債依賴度較低的經濟體；對中港投資者而言，人民幣與亞洲本地貨幣債權可作為對沖美元資產波動及捕捉區域復甦的重要工具，與中港股權倉位形成區域內「股債結合」的組合防線。



個股推薦

STOCK RECOMMENDATION

港股推薦：平安好醫生（1833.HK）

平安好醫生定位為「家庭醫生＋長者管家」雙核心樞紐，圍繞線上問診、慢病管理、用藥配送、體檢與居家養老場景，連接約4,000家醫院、約23.5萬家藥房及逾15家養老服務機構，形成較完整醫療與養老服務供給，受惠於平安系「綜合金融＋健康養老」戰略深化。

2024年公司實現收入人民幣48.08億元，同比增長2.9%。其中F端收入24.17億元，同比+9.6%；B端收入14.32億元，同比+32.7%，反映企業健康管理業務成為增長主力，結構上對B端依賴度提升有利於提升粘性與議價能力。

得益於費用管控與AI賦能帶來的效率提升，2024年公司總費用率大幅回落約14.4個百分點，全年錄得淨利潤0.88億元，扭轉2023年3.35億元虧損，非國際財務準則口徑調整後淨利潤約1.58億元，標誌着商業模式由「燒錢換增長」進入「穩健增長＋盈利」新階段。

科技發展層面，平安好醫生已將自研「平安醫療大模型」與外部推理大模型結合，並整合進「平安醫生家」工作台，部分場景AI輔助診斷準確率逾95%，慢病異常指標改善率達九成。同時，居家養老服務體系，覆蓋醫療、照護、住房、娛樂等十個場景，服務已覆蓋全國75個城市，契合中國人口老齡化與「在地老化」趨勢，未來有望成為繼線上醫療後的第二增長曲線。

公司現階段正處於「收入穩步增長＋費用率持續下行」的經營爬坡期，配合平安系導流、B端企業健康管理加速滲透，以及AI醫療與居家養老業務逐步放量，具備中長期穩健增長潛力。可考慮於12-13港元區間逢回吸納，耐心持有以分享其業務結構升級與盈利彈性釋放帶來的後續估值修復空間。



個股推薦

STOCK RECOMMENDATION

美股推薦：微軟（MICROSOFT, NASDAQ: MSFT）

微軟 2025 財年 Q1 至 2026 財年 Q1 期間，MICROSOFT CLOUD 單季收入已升至約 390–490 億美元區間，按年增長約 22–26%。

全年經營現金流約 1,190 億美元，Q4 自由現金流約 233 億美元（同比+18%），主要來自雲端訂閱擴張及應收款回籠改善，即便大幅抬升 AI 數據中心資本開支，仍維持強勁自由現金流生成能力。2026 財年 Q1 自由現金流同比增長約 33%，同期向股東回饋（股息+回購）逾 100 億美元，「高增長+高現金回籠」並存，為持續提升股東回報提供了扎實安全邊際。

成長動能與行業展望方面，2026 財年 Q1 MICROSOFT CLOUD 收入同比約+26%，INTELLIGENT CLOUD 收入約+28%，其中 AZURE 收入增長約+40%（按固定匯率約+39%），增速明顯跑贏整體 IT 支出與主要競爭對手。COPILOT 與 AZURE OPENAI 推動企業 IT 預算由「上雲」進一步演進為「上 AI」，多家機構預期未來數年雲端收入仍可維持約 20% 左右年增長，帶動 EPS 持續雙位數複合增長，而公司亦計劃在 2025–2026 年大幅擴充 AI 數據中心，使整體數據中心規模在兩年內接近翻倍，短期雖帶來 CAPEX 壓力，但從訂單與需求看，更大的約束在供給而非需求，雲端與 AI 基礎設施未來三到五年仍具結構性景氣與高成長可見度。

綜合「FCF 質量+成長+行業展望」，微軟處於「高質量自由現金流+AI 驅動再加速」階段：一方面雲端與生產力軟體提供高可見度經常性現金流，另一方面 AI 產品的放量抬升了長期增長上限。估值雖受市場對 AI CAPEX 與監管的情緒擾動，但在雲與 AI 的中長期景氣及穩健 FCF 折現支撐下，當前價格區間仍具備中長期配置價值，可在回調中分段吸納。



披露：分析員莫灝楠(CE:BLK652)及其關連人士沒有持有報告內所推介的證券的任何及相關權益。披露：本報告是由南華資料研究有限公司的研究部團隊成員（分析員）負責編寫及審核。分析員特此聲明，本報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對報告內所述的公司（「該公司」）及其證券的個人意見。根據香港證監會持牌人操守準則所適用的範圍及相關定義，分析員確認本人及其有聯繫者均沒有(1)在本報告發出前30日內曾交易報告內所述的股票；(2)在本報告發出後3個營業日內交易報告內所述的股票；(3)擔任報告內該公司的高級人員；(4)持有該公司的財務權益。分析員亦聲明過往、現在或將來沒有、也不會因本報告所表達的具體建議或意見而得到或同意得到直接或間接的報酬、補償及其他利益。

南華金融控股有限公司包括其從事“金融業務”之子公司或其關聯公司(「南華金融」)沒有持有相等於或高於該公司的市場資本值的1%或該公司就新上市已發行股本的1%，“金融業務”於本報告內的定義是投資銀行、自營交易或莊家和經紀代理業務。南華金融的董事、行政人員及/或雇員並不是該公司的董事或高級人員。南華金融現在沒有亦將不會涉及該公司發行的股票及相關證券的莊家活動，亦沒有在過去12個月內，曾向該公司提供任何投資銀行服務。

重要說明：本此報告和報告中提供的資訊和意見，由南華資料研究有限公司及/或南華金融向其或其各自的客戶提供資訊而準備，並且以合理謹慎的原則編制，所用資料、資訊或資源均於出版時為真實、可靠和準確的。南華資料研究有限公司對本報告或任何其內容的準確性或完整性或其他方面，無論明示或暗示，無作出任何陳述或保證。南華資料研究有限公司及/或南華金融，及其或其各自的董事、管理人員、合夥人、代表或雇員並不承擔由於使用、出版、或分發全部或部分本報告或其任何內容，而產生的任何性質的任何直接或間接損失或損害的任何責任。本報告所載資訊和意見會有可能在沒有任何通知的情況下而變動或修改。

本報告不是、也不是為了、也不構成任何要約或要約購買或出售或以其他方式交易本報告述及的證券。本報告受版權保護及擁有其他權利。據此，未經南華資料研究有限公司明確表示同意，本報告不得用於任何其他目的，也不得出售、分發、出版、或以任何方式轉載。投資者參閱此報告時，應明白及瞭解其投資目的及相關投資風險，投資前亦應諮詢其獨立的財務顧問。

CONTACT US

聯絡我們



(852) 3196 6040



(852) 2845 5765



www.sctrade.com



info@sctrade.com



中環花園道壹號中銀大廈28樓





SC

南華金融集團
South China Financial

個人投資 · 財富管理 · 投資銀行 · 私人理財