TRADEVIEW CAPITAL
Building Wealth, Preserving Legacy

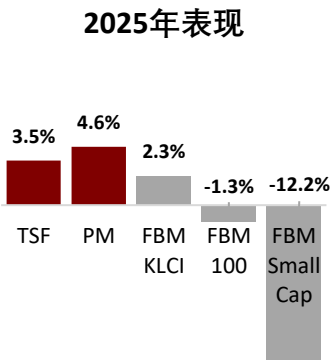
# 力度太小?时机太晚?

***投资评论： 2025 年 12 月***

| 投资回报率 (%) | 2025 年 12 月 | 2025 年 | 自成立以来 | 投资回报率 (%) |
|---|---|---|---|---|
| **Tradeview Sustainability Fund (TSF)** | 0.4% | 3.5% | 33.0% | N/A |
| **私人委托类投资 (Discretionary Private Mandate)** | 0.1% | 4.6% | N/A | 37.4% |
| 富时吉隆坡综合指数 FBM KLCI | 4.7% | 2.3% | 13.7% | 5.7% |
| 富时大马 100 指数 FBM 100 Index | 3.5% | -1.3% | 17.4% | 9.9% |
| 富时大马小型股指数 FBM Small Cap Index | 0.4% | -12.2% | 3.6% | -5.3% |

## 市场与表现

本月国内股票得到买盘驱动而走高，富时吉隆坡综合指数（FBMKLCI）大幅上涨 4.7%。本地机构投资者的强劲净买入成功抵消了外国投资者持续的净卖压（本月净卖出金额为 2.7 亿令吉）。2025 年全年，外国投资者总共净卖出 223 亿令吉，远高于 2024 年水平（超过 5 倍）。客观来看，2020 年疫情肆虐期间的外资总净卖出金额也只高于 2025 年的水平。我们将此后展开探讨这一现象。




从行业板块来看，表现最好的前三个板块分别是金融（+6.1%）、工业产品（+5.8%）和种植业（+3.1%）；而建筑（-4.8%）、科技（-3.5%）和公用事业（-0.9%）则是本月表现最差的板块。

我们的投资组合录得一定收益，Tradeview Sustainability Fund（TSF）上涨 0.4%，而私人委托类投资（PM）则增长 0.1%。两者均低于 2025 年 12 月的市场整体表现。即便如此，从 2025 年全年来看，TSF 和 PM 都再次录得正回报，年度回报率也高于 FBMKLCI 及其他国内指数。

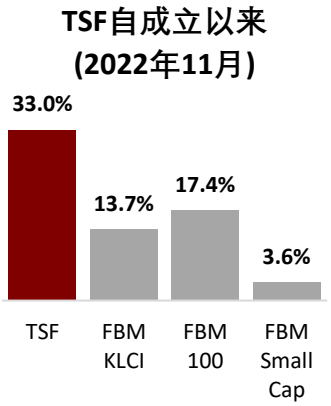
## 投资组合分析

12 月，我们增持了优必选（UBTECH，一家人形机器人公司），并加大 KHB 和 ICENTS 的仓位（预期盈利和前景将进一步改善）。我们平仓了大众银行（转而关注丰隆金融集团 HLFG）、ThaiBev（因泰国市场情绪恶化）、Dancomech（前景仍具挑战），以及在受益于金价走强的黄金 ETF。

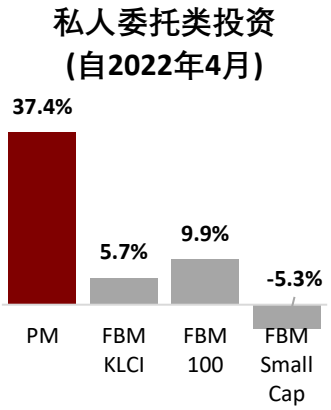
我们继续增加外国股市的仓位以获得更好的风险回报比例，目前外国市场的权重维持在投资组合总额的 20%左右（部分投资组合因投资指令不同而有所差异）。

## 全球市场评论

毫无疑问，正如我们在 2024 年 12 月的投资评论提到，2025 年是充满不确定性的一年。尽管市场曾预期美国经济会因特朗普在关税政策上的反复立场导致通胀上升而表现不佳，但人工智能（AI）作为 “机械降神” 式的出现，为美国贡献了近 1%的 GDP，并拉动了生产力、企业支出以及社会总财富的增长（根据瑞银财富报告，2025 年诞生了更多白手起家的亿万富翁）。




我们认为 AI 技术将长期存在，并将在相当长一段时间内继续成为许多国家经济增长的催化剂或 “王牌” 。尽管人们对 AI 泡沫形成的担忧日益增加，但我们得分清楚市场估值与实际行业发展是截然不同的。




视线转去中国，其 12 月制造业 PMI 略微回升至 50.1，得益于工业金属和铜价创新高带来的支撑。由于中国致力于遏制工业产能过剩（反内卷）、整合房地产行业并刺激消费支出，我们对中国的前景持乐观态度。此外，中国市场提供了极具吸引力的估值、来自银行股的不错股息收益，以及更具韧性的 AI 领域企业。

回到国内，即将举行的马六甲和柔佛的州选将成为第 16 届大选的风向标，我们预计联邦政府将尽最大努力地巩固其政治地位。这将让在 2026 年 10 月公布的财政预算案更加亲民和亲商。

我们理解对许多投资者来说，马来西亚市场似乎缺乏吸引力，特别是经历了 2025 年 12 月的强劲反弹后，其预估本益比（PER）超过 15.0 倍（高于其余东南亚市场），企业盈利增长缺乏亮点，令吉走强，且缺乏 AI 相关的概念股（除数据中心相关概念股之外）。然而，健康的国内市场流动性将继续为市场表现提供支撑。加上良好的政策支持以及国内经济良好，外资仍有回归的可能性，尤其是在其持股比例在本月已下降至仅 19%的水平（比 2024 年 12 月的 19.7%还低）。

总体而言，我们将在 2026 年密切关注以下关键事件：美国中期选举、重大央行未来的利率路径（特别是美联储和日本央行），以及持续的中美地缘政治紧张局势。

## 结语

在经历了动荡的 2025 年后，令我们感到些许欣慰的是，尽管 2025 年马来西亚股市情绪弱于预期，我们仍能以正回报为 TSF 和 PM 收官。自成立以来，我们从未出现过年度亏损（负回报），并将继续努力保持这一记录。

为此，我们需要内省：我们在哪里做错了，错过了哪些机会，以及哪些领域需要改进以进一步发展。虽然我们的外国股市的投资贡献了不错的收益，但如果能更有效地管理某些流动性较低的仓位，整体投资组合的表现本可以更强。一个典型的例子是我们对香港和新加坡股市反弹的判断是正确的，并且会在 2025 年有良好表现，但我们没有建立起与这种信念相匹配的大规模仓位。

此外，如果能在表现优异的持仓中更果断地获利了结，并对高信心但高波动的个股采取更严谨的仓位控制，投资组合的结果会更好。这一年还凸显了改善入场时机、在市场过渡阶段减少现金拖累，以及增强区域内多个市场回报驱动力多元化的重要性。在运营方面，我们看到了进一步加强流动性规划、执行纪律和下行风险管理的改善空间，尤其是在市场剧烈波动期间。我们将更加关注宏观经济发展、流动性状况和资金流向，使投资组合定位更好地适应多变的市场。

展望未来，鉴于美元可能因美联储降息（可能在 2026 年第二季度降息 50 个基点）而走弱、盈利前景改善以及新兴市场央行采取支持性货币立场，我们预计 2026 年对新兴市场而言将是更好的一年。对我们来说，2026 年是业绩的 “追赶之年”，在反思不足并汲取教训后，我们有望在未来一年为所有客户做得更好。

**Tradeview 资本**

**基金经理**

**黄子伦　　启**