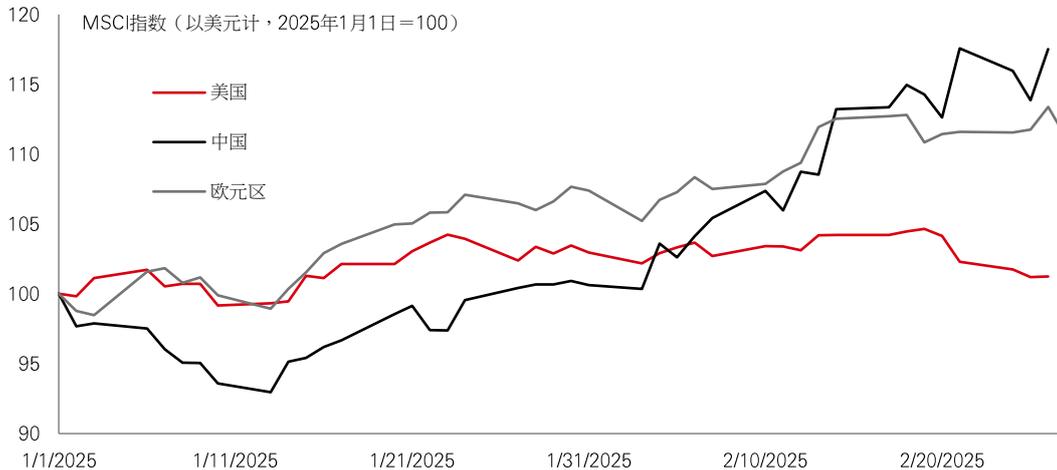


本周重点图表——小型增长恐慌



过去约一周，美国市场掀起小型增长恐慌。股市下跌，连带美元指数亦向下；国库券上行，息率曲线则趋平，但短期利率预期下降。企业息差稍为扩大，但续处于紧张状态。比特币向来对风险气氛敏感，其于数日之内跳空式下跌超过 10%。AAII 调查确认投资者信心下降。看好对比看淡的气氛降至 2022 年 9 月以来最低水平，且过去四周的下跌速度为 2013 年以来最快。相对于市场发展，是次跌势似乎过急，这可能反映政策不确定性大增而令阻力增加。

我们应怎样理解这些发展？近期美国宏观数据低于预期，加上分析师盈利修订的正面程度降低（见第 2 页），意味着「美国优越论」的看好增长形势受到挑战。由于部分美国市场板块估值过高，投资者感到紧张是可以理解的。美国增长放缓，部分股票行业估值泡沫化促成市场轮动，转向有空间出现上行预期惊喜，且估值较接近历史正常水平的行业。自 2025 年初以来，中国和欧洲股市相对美股的出色表现便体现了此观点。

[利润前景 →](#)[分析师修订趋势反映表现扩大](#)[美国增长 →](#)[近期数据对美国增长前景的启示](#)

市场焦点

智者的建议

传奇投资者及巴郡行政总裁巴菲特发表了其年度股东信件，传统上堪称市场人士「必读」。这位「奥马哈智者(Sage of Omaha)」于信中讨论了巴郡持有的美国国库券、日本投资和美国的经济「奇迹」。

巴菲特初期作为深度价值投资者展开生涯，买入未获青睐的「雪茄烟蒂」股票，当时这类股票濒临崩盘，但仍有能力带来纯投资利润。现时他倾向买入优质股，但不会为此付出过高价格。在现时由增长驱动的市场环境下，这让达致出色表现变得困难。去年，巴郡股票和标普 500 指数的回报率不相上下，约 25%。

在这种背景下，需留意过去巴菲特曾主张标普 500 的指数化投资。但由于现时市值加权标普指数内「大型科技股」的集中度和估值风险高企，即使是巴菲特也可能认为指数估值稍高。较为以价值导向的策略可能是转投同等权重指数。长远而言，标普等权重指数的表现往往跑赢市值加权指数——如市场表现继续扩大，或可提供更平衡的配置。

[中国债券 →](#)[中国政府债券息率前景](#)

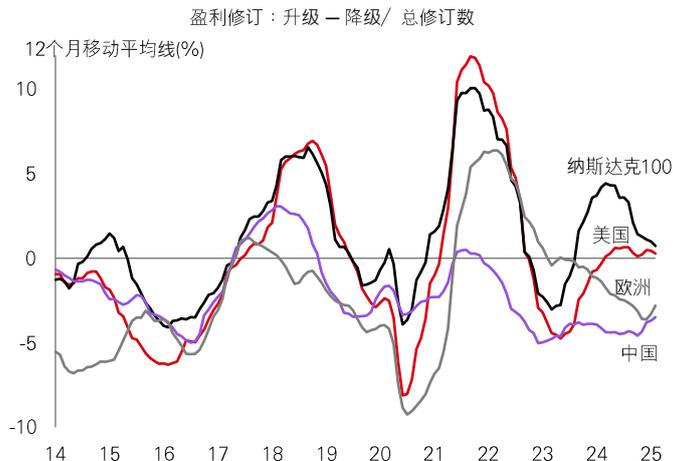
投资价值及其任何收益可升可跌，投资者可能无法收回最初投资的金额。过去表现不能预测未来回报。仅供参考，不应视为投资特定国家、产品、策略、行业或证券的建议。所表达的任何观点均截至编制为止，如有更改，恕不另行通知。数据源：汇丰投资管理。Macrobond 及彭博。数据截至 2025 年 2 月 28 日（英国时间上午 7 时 30 分）。

期望高企

2024 年第四季财报季度全面展开，美股的整体环境向好，利润有望按年增长 16% — 高于 1 月初预测的 11%。上周「七大科技股」最后一间规模最大的企业公布财报，其销售和利润均超出预期，惟市场反应不一。

虽然第四季业绩造好，但有迹象显示估值过高和环球政策不确定性，正在削弱美国 2025 年的良好利润前景。分析师的盈利修订持续处于正数区间，但近数周呈下降趋势，尤其是纳斯达克 100 指数内最大的科技股。

对比之下，欧洲和中国股市的修订现时仍然处于负数，但开始回升。截至目前为止，欧洲 24 年第四季的盈利表现强劲，股价上扬，此乃受惠于现时预期似乎过低，且欧洲股票交易价较美国大幅折让。中国亦情况类似，科技股于 2 月引领市场上行。这可能进一步证明股市表现正在扩大。



令人失望的空间

近期宏观数据较预期弱，令投资者质疑 2024 年底以来美国增长向好的说法。近月众多其他经济体的增长预期保持稳定或下调，但彭博对美国 2025 年增长的共识预测已由 11 月的 1.9% 升至 2.3%。这令市场有了失望的空间，而按照现时数据反映，1 月零售销售、2 月美国服务业采购经理指数和消费信心指数等数据均意外地下行。

基本情景为美国经济在 2025 年将稍为放缓，原因为货币政策仍然具限制性、工资增长放缓及消费者继续保持低储蓄率的意愿可能减弱。分析师预期经济不会大幅转弱，并警惕不会过分重视 1 月的数据，因其整体数字具有庞大季节性波幅；而政策不确定性加剧，确实会构成近月可能受到忽视的增长下行风险，这点需要密切留意。



中国债券展望

近年中国政府债券息率的趋势明显有别于其他主要债券市场，其低相关性的原因在于中国国内经济和政策周期，且外国投资者在中国政府债券市场的参与度相对较低。

由于中国人民银行采取审慎的流动性管理，与其他债市相比，中国政府债券息率的波幅亦相对较低。央行根据宏观基本因素管控息率的上行和下行走势，并维持金融稳定性。

近数周，中国 10 年期政府债券息率在 2 月初创历史新低后略升，其于 2024 年曾显著下跌。但基于国内增长、通胀和政策前景，加上外围地缘政局和宏观不确定性高企，短期内息率可能窄幅波动。本周举行的全国人民代表大会会议可能是关键，届时将公布更多财政支持措施的消息，以恢复信心和消费需求，同时支持温和通胀。如中国的利率短期内进一步大幅向上，将可为投资者带来机会。



过往表现并非未来回报指标。仅供参考，不应视为投资特定国家、产品、策略、行业或证券的建议。所表达的任何观点均截至编制为止，如有更改，恕不另行通知。数据来源：汇丰投资管理、Macrobond、彭博及 Datastream。数据截至 2025 年 2 月 28 日（英国时间上午 7 时 30 分）。



重要事件及数据公布

上周市场概况

日期	市场	经济数据	数据截至	实际	前期
2月24日(星期一)	德国	联邦选举结果			
	德国	IFO 商业信心指数	2月	85.2	85.2
2月25日(星期二)	美国	经济咨商会消费信心指数	2月	98.3	105.3
	南韩	南韩央行基准利率	2月	2.75%	3.00%
2月27日(星期四)	美国	国内生产总值第二次估计(环比年化)	第四季	2.3%	2.3%
2月28日(星期五)	美国	个人消费开支物价指数(同比)	1月	-	2.6%
3月1日(星期六)	中国	国家统计局综合采购经理指数	2月	-	50.1

本周市场展望

日期	市场	经济数据	数据截至	调查	前期
3月3日(星期一)	美国	盈利	第四季		
	美国	供应链管理协会制造业指数	2月	50.5	50.9
	巴西	标普环球综合采购经理指数	2月	-	50.7
	墨西哥	标普环球综合采购经理指数	2月	-	49.1
	印度	标普环球综合采购经理指数(终值)	2月	-	57.1
	欧元区	调和消费物价指数初值(同比)	2月	2.3%	2.5%
3月5日(星期三)	美国	供应链管理协会服务业指数	2月	53.0	52.8
	日本	日本央行副行长内田发言			
	中国	全国人大会议			
3月6日(星期四)	欧元区	欧洲央行存款利率	3月	2.50%	2.75%
	土耳其	土耳其央行1周回购贷款利率	2月	42.50%	45.00%
3月7日(星期五)	美国	非农就业人数变动	2月	15.5万	14.3万
	欧元区	本地生产总值(环比)	第四季	-	0.1%
	巴西	国内生产总值(环比)	第四季	-	0.9%
	中国	贸易差额(美元)	2月	-	104.8十亿

数据源：汇丰投资管理。数据截至2025年2月28日(英国时间上午7时30分)。仅供参考，不应视为投资特定国家、产品、策略、行业或证券的建议。所表达的任何观点均截至编制为止，如有更改，恕不另行通知。

市场对美国经济转弱的担忧加剧，因服务业采购经理指数和经济咨商会消费信心调查低于预期，削弱风险胃纳。美元指数于地缘政局不确定性持续之下大致保持稳定。由于美国利率预期降低，美国国库券上扬，领先欧元区政府债券和英国政府债券。美国企业息差轻微扩大，投资级别的表现更胜高收益。美股普遍呈弱势，科技股领跌，投资者消化新公布的 24 年第四季盈利。道琼斯欧洲 50 指数变动不大，而德国 DAX 指数创新高。亚洲方面，恒生指数扭转早前过去数周的升势，而上证综合指数在全国人民代表大会召开前夕报跌。日本日经 225 指数和南韩 Kospi 指数跟随美国科技股录得显著跌幅，印度 Sensex 指数亦转弱。商品方面，油价下跌，金价和铜价跌幅较大。

客户的重要信息：

警告：本文件的内容未经任何香港或任何其他司法管辖区的监管机构审阅。建议您就相关投资及本文件内容审慎行事。如您对本文件的内容有任何疑问，应向独立人士寻求专业意见。

本文件由香港上海汇丰银行有限公司（「本行」）在香港经营受管制业务期间发布，可在其他可合法分发本文件的司法管辖区进行分发，并仅供收件人使用。本文件内容不得复制或进一步分发给任何人士或实体作任何用途，不论是全部或部分。本文件不得分发给美国、加拿大或澳洲，或任何其他分发本文件属非法行为的司法管辖区。所有未经授权复制或使用权本文件的行为均属使用者的责任，并可能引致法律诉讼。

本文件没有合约价值，并不是且不应被诠释为进行任何投资买卖，或认购或参与任何服务的要约或要约招揽或建议。本行并没有建议或招揽任何基于本文件的行动。

本文件内列明的信息及 / 或表达的意见由汇丰环球投资管理有限公司提供。我们没有义务向您发布任何进一步的刊物或更新本文件的内容，该内容或随时变更，并不另行通知。该内容仅表示作为一般信息用途的一般市场信息及 / 或评论，并不构成买卖投资项目的投资建议或推荐或回报保证。本行没有参与有关信息及意见的准备工作。本行对本文件内的信息及 / 或意见之准确性及 / 或完整性不作任何担保、申述或保证，亦不承担任何责任，包括任何从相信为可靠但未有独立进行验证的来源取得之第三方信息。任何情况下，本行或汇丰集团均不对任何与您使用本文件或依赖或使用或无法使用本文件内信息相关的任何损害、损失或法律责任承担任何责任，包括但不限于直接或间接、特殊、附带、相应而生的损害、损失或法律责任。

如您持有汇丰环球投资管理有限公司管理的个人投资组合，本文件内的意见不一定代表目前投资组合的构成部分。汇丰环球投资管理有限公司管理的个人投资组合主要反映个别客户的投资目标、风险喜好、投资年期及市场流动性。

本文件内含的信息未有按您的个人情况审阅。请注意，此信息并非用作协助作出法律、财政或其他咨询问题的决定，亦不应作为任何投资或其他决定的依据。您应根据您的投资经验、目标、财政资源及有关情况，仔细考虑所有投资观点及投资产品是否合适。您可自行作出投资决定，但除非向您出售产品的中介人根据您的财政情况、投资经验及投资目标，向您说明该产品适合您，否则不应投资于任何产品。您应细阅相关产品销售文件了解详情。

本文件内部分陈述可视为前瞻性陈述，提供目前对未来事件的预期或预测。有关前瞻性陈述并非未来表现或事件的担保，并涉及风险及不稳定因素。该等陈述不代表任何一项投资，仅用作说明用途。客户须注意，不能保证本文件内描述的经济状况会在未来维持不变。实际结果可能因多种因素而与有关前瞻性陈述所描述的情况有重大差异。我们不保证该等前瞻性陈述内的期望将获证实或能够实现，警告您不要过分依赖有关陈述。我们没有义务更新本文件内的前瞻性陈述，不论是基于新信息、未来事件或其他原因，亦没有义务更新实际结果与前瞻性陈述预期不同的原因。

投资涉及风险，必须注意投资的资本价值，且所得收益可升可跌，甚至变得毫无价值，投资者可能无法取回最初投资的金额。本文件内列出的过往表现并非未来表现的可靠指标，不应依赖任何此内的预测、预期及模拟作为未来结果的指标。有关过往表现的资料可能过时。有关最新信息请联络您的客户经理。

任何市场的投资均可能出现极大波动，并受多种因直接及间接因素造成不同幅度的突发波动影响。这些特征可导致涉及有关市场的人士蒙受巨大损失。若提早撤回或终止投资，或无法取回投资全额。除一般投资风险外，国际投资可能涉及因货币价值出现不利波动、公认会计原则之差别或特定司法管辖区经济或政治不稳而造成的资本损失风险。范围狭窄的投资及较小规模的公司一般会出现较大波动。不能保证交易表现正面。新兴市场的投资本质上涉及较高风险，可能较其他成熟市场固有的投资出现较大波动。新兴市场的经济大幅取决于国际贸易，因此一直以来并可能继续会受贸易壁垒、外汇管制、相对币值控制调整及其他贸易国家实施或协商的保障措施不利影响。有关经济亦一直并可能继续受其贸易国的经济情况不利影响。互惠基金投资受市场风险影响，您应细阅所有计划相关文件。

版权所有 © 香港上海汇丰银行有限公司 2025。保留一切权利。未经香港上海汇丰银行有限公司事先书面许可，不得以任何形式或任何方式（无论是电子、机械、影印、摄录或其他方式）复制或传送本刊物任何部分或将其任何部分储存于检索系统内。

由香港上海汇丰银行有限公司刊发

Issued by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited