

本周重點圖表——中國在 2024 年跑贏印度



在 2024 年，一眾央行減息、財政政策維持積極，而增長保持穩健。多項資產（尤其是股票和貴金屬）表現極佳。地緣政局對市場風向影響巨大，但除了黃金外，未有證據顯示 2024 年投資市場回報因此而受到重大影響。

重大趨勢在 2024 年扮演着重要角色。人工智能的主題令增長股表現領先價值股。減稅和放寬管制的展望，大幅加強了投資者對美股的信心（即所謂的「美國優越論」）。這令美國市場表現遠勝歐洲——以美元計，美股領先逾 20 個百分點。

債券方面，撇除巴西或日本，2024 年的表現良好。不過，2024 年股票的表現仍然遠勝國庫券和其他核心固定收益資產，原因在於沒有衰退、減息和利潤穩健的宏觀環境，的確較為利好股票。

新興市場亦有類似情況。債券取得合理表現，其中印度債券表現亮眼。但新興市場股票的表現跑贏新興市場債券，而中國股票（領先印度）的表現值得留意（見第 2 頁）。從目前看，宏觀環境的不明朗因素似乎會在 2025 年持續。這可能導致市場劇烈波動一段時間，投資者在資產配置時需要做好充分準備。

債券息率 →

探討政府債券息率近期的走勢

日本股票 →

為甚麼日本股市具有價值

市場焦點

2025 年的疑問

宏觀環境異常不確定，令對來年的展望較平常更為困難。但我們認為以下是投資者於 2025 年最關心的一些重要宏觀疑問。

當然其中一個重要問題，是聯儲局下一步的利率走向。市場會否甚至預期聯儲局加息？這對國庫券、美元和風險資產有甚麼影響？同樣地，政策和地緣政局不確定性增加，將怎樣影響 2025 年的貿易、環球增長、通脹及投資者風險胃納？隨着長債息率上行，且有跡象顯示年期溢價正在上升，今年「債市衛市（即透過拋售債券迫使政府調整政策的投資者）」能否在約束政策官員上發揮重要作用？

「美國優越論」能否延續？美國消費者會繼續消費嗎？人工智能等 2024 年的重大市場趨勢能否持續表現良好？環球股市的表現有機會終於在 2025 年出現擴展，推動較廣泛的美國、歐洲和日本市場表現。中國進一步推出政策支援，或可成為填補中國、亞洲和前緣股票估值折讓的催化劑。**2025 年初，經濟師和投資者的確有許多需要思考的問題。**

中國展望 →

未來政策會議對市場的啟示

投資價值及其任何收益可升可跌，投資者可能無法收回最初投資的金額。過去表現不能預測未來回報。僅供參考，不應視為投資特定國家、產品、策略、行業或證券的建議。所表達的任何觀點均截至編製為止，如有更改，恕不另行通知。所提供的任何預測、預計或目標僅供參考，概非任何形式保證。多元化並不能確保盈利或防止虧損。

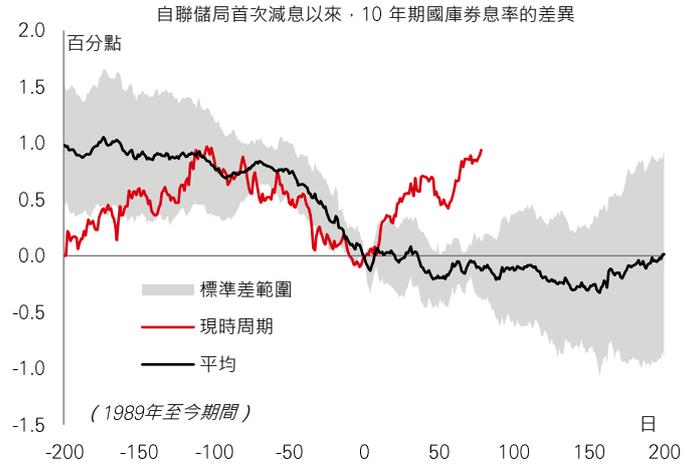
資料來源：滙豐投資管理。Macrobond 及彭博。數據截至 2025 年 1 月 10 日（英國時間上午 7 時 30 分）。

息率上升

美國 10 年期國庫券息率上周繼續走高，延續聯儲局於 9 月首次減息後隨即展開的升勢。此與一般的教科書理論相反：即聯儲局開始減息後，息率通常會呈下降趨勢。

是次拋售似乎源於結構性因素，而不是周期性因素。經濟活動數據符合預期，而最新的核心個人消費開支通脹數據偏低。部分分析師認為，走勢反映了市場因增長穩健而預期中性政策利率將會處於較高水平；以及美國政府的債務情況日益令人擔心。

基線情景是美國增長和通脹稍為放緩，將可讓聯儲局在 2025 年減息 0.50%-1.0%，這將有助限制國庫券出現進一步大幅下跌的空間。惟情況值得密切關注。國庫券息率上升不但使增長前景受壓及增加金融穩定性的風險，同時亦會為其他市場帶來問題。例如 12 月初以來，同等權重的標普 500 指數大跌，而英國長年期政府債券的表現落後於美國國庫券，這反映了英國財政狀況緊張及增長乏力。



日股的價值

2024 年第四季，日本股市的表現（以美元計算）不及環球股市。美國貿易政策的潛在變動，加上美股和美元強勢削弱了其表現。國內因素亦構成影響，因日本央行加息的時機並不確定。

然而，日本股市的前景或可向好，背後有三大理由：首先，日本繼續由長時間通脹下跌轉向再通脹，今年共識名義國內生產總值升幅為 3.3%。其次，加強企業管治的措施陸續實施，企業提高股東派付（股息及回購），可望改善資產負債表及提高股本回報率。

第三，日本的估值仍然落後。市賬率依然落後於股本回報率的廣泛升幅，而股息收益率顯著上升，對比過去十年升近 80%。在同期內，12 個月遠期相對市盈率亦下降，令日本股票的交易價處於 14.5 倍，對比全球水平為 18 倍。這可為投資者提供吸引入市機會。

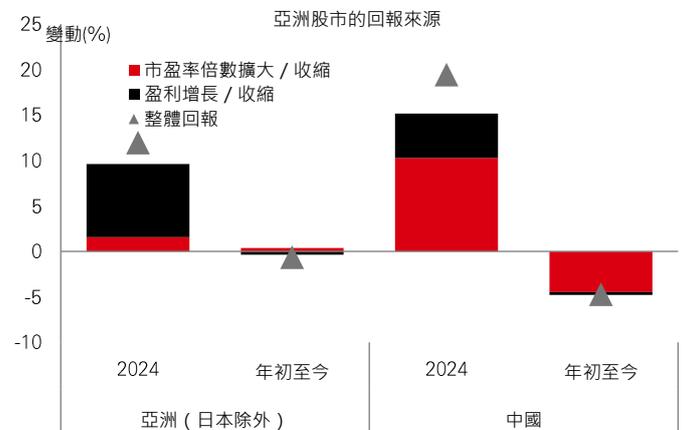


留意中國

2024 年中國股市錄得雙位數升幅，表現領先印度和韓國等主要鄰近地區。這主要是由去年 9 月推出新一輪經濟和市場刺激措施後，估值急升所支持。

然而，中國市場近期回軟。投資者擔心各種不利因素，包括內需低迷、地緣政治風險、以至美元強勢和關稅前景。進一步推出國內政策支援的時間和力度亦面對不確定性。

就此而言，3 月初舉行的人大會議或會公布 2025 年的增長和財赤目標、年度債券發行規模，及其他經濟和社會目標的細節。官員已為 2025 年定下支持增長的政策基調。更多需求刺激措施、進一步穩定房地產行業的行動，及重新平衡經濟的結構性改革或可支持增長前景。對投資者而言，分析師對盈利前景態度樂觀，而中國股市繼續呈折讓。若 3 月會議後有任何利好消息，均可望提振氣氛和外資流入。



過往表現並非未來回報指標。息率水平不獲保證，日後可升或可跌。僅供參考，不應視為投資特定國家、產品、策略、行業或證券的建議。所表達的任何觀點均截至編製為止，如有更改，恕不另行通知。所提供的任何預測、預計或目標僅供參考，概非任何形式保證。指數回報假設所有分派將再投資，並未反映費用或開支。多元化並不能確保盈利或防止虧損。資料來源：滙豐投資管理、Macrobond、彭博及 Datastream。數據截至 2025 年 1 月 10 日（英國時間上午 7 時 30 分）。



重要事件及數據公佈

上周市場概況

| 日期 | 市場 | 經濟數據 | 數據截至 | 實際 | 前期 |
|------------|-----|-----------------------------|------|------|-------|
| 1月7日(星期二) | 美國 | 供應管理協會服務業指數 | 12月 | 54.1 | 52.1 |
| | 美國 | JOLTS 職位空缺 | 11月 | 810萬 | 784萬 |
| | 歐元區 | 調和消費物價指數初值(同比) | 12月 | 2.4% | 2.2% |
| 1月8日(星期三) | 美國 | 聯儲局理事 Christopher Waller 發言 | 1月 | | |
| | 美國 | 聯邦公開市場委員會會議記錄 | 12月 | | |
| 1月9日(星期四) | 墨西哥 | 整體通脹(同比) | 12月 | 4.2% | 4.6% |
| | 中國 | 消費物價指數(同比) | 12月 | 0.1% | 0.2% |
| 1月10日(星期五) | 美國 | 非農就業人數變動 | 12月 | - | 22.7萬 |
| | 印度 | 工業生產(同比) | 11月 | - | 3.5% |
| | 美國 | 密歇根大學信心指數(初值) | 1月 | - | 74.0 |

本周市場展望

| 日期 | 市場 | 經濟數據 | 數據截至 | 調查 | 前期 |
|------------|----|---------------|------|-------|-------|
| 1月13日(星期一) | 美國 | 2024年盈利 | 第四季 | | |
| | 中國 | 貿易餘額(美元) | 12月 | 998億 | 974億 |
| | 印度 | 消費物價指數(同比) | 12月 | 5.3% | 5.5% |
| 1月14日(星期二) | 美國 | NFIB 小型企業樂觀指數 | 12月 | 100.5 | 101.7 |
| | 美國 | 生產者價格指數(環比) | 12月 | 0.4% | 0.4% |
| 1月15日(星期三) | 美國 | 消費物價指數(同比) | 12月 | 2.9% | 2.7% |
| | 英國 | 消費物價指數(同比) | 12月 | - | 2.6% |
| 1月16日(星期四) | 美國 | 零售銷售(環比) | 12月 | 0.5% | 0.7% |
| | 韓國 | 韓國央行基準利率 | 1月 | 2.75% | 3.00% |
| 1月17日(星期五) | 印尼 | 印尼央行利率 | 1月 | 6.00% | 6.00% |
| | 中國 | 零售銷售(同比) | 12月 | 3.5% | 3.0% |
| | 美國 | 工業生產(環比) | 12月 | 0.3% | -0.1% |
| | 中國 | 國內生產總值(同比) | 第四季 | 5.00% | 4.6% |

資料來源：滙豐投資管理。數據截至 2025 年 1 月 10 日 (英國時間上午 7 時 30 分)。僅供參考，不應視為投資特定國家、產品、策略、行業或證券的建議。所表達的任何觀點均截至編製為止，如有更改，恕不另行通知。

美國貿易政策和利率前景持續不確定，導致核心政府債券遭廣泛拋售，風險市場也受壓。美元兌主要貨幣持續強勢。英國政府債券落後美國國庫券和德國政府債券，因英國的財政狀況擔憂加劇，且投資者對新發行的英國三十年期政府債券需求欠佳。2024年第四季財報季度前夕，美股未能向上。道瓊斯歐洲50指數今年初表現良好，日本日經225指數則跟隨美股走低。其他亞洲市場方面，香港恒生指數報跌，地緣政局緊張憂慮持續，一些科技重磅股領跌。中國內地上證綜合指數亦下行；盈利憂慮使印度 Sensex 指數受壓。南韓 Kospi 指數與區內走勢相反，受科技股轉強推動。商品方面，金價及銅價上漲，石油靠穩。

客戶的重要資訊：

警告：本文件的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。建議您就相關投資及本文件內容審慎行事。如您對本文件的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

本文件由香港上海滙豐銀行有限公司（「本行」）在香港經營受管制業務期間發佈，可在其他可合法分發本文件的司法管轄區進行分發，並僅供收件人使用。本文件內容不得複製或進一步分發予任何人士或實體作任何用途，不論是全部或部分內容。本文件不得分發予美國、加拿大或澳洲，或任何其他分發本文件屬非法行為的司法管轄區。所有未經授權複製或使用本文件的行為均屬使用者的責任，並可能引致法律訴訟。

本文件沒有合約價值，並不是且不應被詮釋為進行任何投資買賣，或認購或參與任何服務的要約或要約招攬或建議。本行並沒有建議或招攬任何基於本文件的行動。

本文件內列明的資訊及 / 或表達的意見由滙豐環球投資管理有限公司提供。我們沒有義務向您發佈任何進一步的刊物或更新本文件的內容，該等內容或隨時變更，並不另行通知。該等內容僅表示作為一般資訊用途的一般市場資訊及 / 或評論，並不構成買賣投資項目的投資建議或推薦或回報保證。本行沒有參與有關資訊及意見的準備工作。本行對本文件內的資訊及 / 或意見之準確性及 / 或完整性不作任何擔保、申述或保證，亦不承擔任何責任，包括任何從相信為可靠但未有獨立進行驗證的來源取得之第三方資訊。任何情況下，本行或滙豐集團均不對任何與您使用本文件或依賴或使用或無法使用本文件內資訊相關的任何損害、損失或法律責任承擔任何責任，包括但不限於直接或間接、特殊、附帶、相應而生的損害、損失或法律責任。

如您持有滙豐環球投資管理有限公司管理的個人投資組合，本文件內的意見不一定代表目前投資組合的構成部分。滙豐環球投資管理有限公司管理的個人投資組合主要反映個別客戶的投資目標、風險喜好、投資年期及市場流動性。

本文件內含的資訊未有按您的個人情況審閱。請注意，此資訊並非用作協助作出法律、財政或其他諮詢問題的決定，亦不應作為任何投資或其他決定的依據。您應根據您的投資經驗、目標、財政資源及有關情況，仔細考慮所有投資觀點及投資產品是否合適。您可自行作出投資決定，但除非向您出售產品的中介人根據您的財政情況、投資經驗及投資目標，向您說明該產品適合您，否則不應投資於任何產品。您應細閱相關產品銷售文件了解詳情。

本文件內部分陳述可視為前瞻性陳述，提供目前對未來事件的預期或預測。有關前瞻性陳述並非未來表現或事件的擔保，並涉及風險及不穩定因素。該等陳述不代表任何一項投資，僅用作說明用途。客戶須注意，不能保證本文件內描述的經濟狀況會在未來維持不變。實際結果可能因多種因素而與有關前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。我們不保證該等前瞻性陳述內的期望將獲證實或能夠實現，警告您不要過份依賴有關陳述。我們沒有義務更新本文件內的前瞻性陳述，不論是基於新資訊、未來事件或其他原因，亦沒有義務更新實際結果與前瞻性陳述預期不同的原因。

投資涉及風險，必須注意投資的資本價值，且所得收益可升可跌，甚至變得毫無價值，投資者可能無法取回最初投資的金額。本文件內列出的過往表現並非未來表現的可靠指標，不應依賴任何此內的預測、預期及模擬作為未來結果的指標。有關過往表現的資料可能過時。有關最新資訊請聯絡您的客戶經理。

任何市場的投資均可能出現極大波動，並受多種因直接及間接因素造成不同幅度的突發波動影響。這些特徵可導致涉及有關市場的人士蒙受巨大損失。若提早撤回或終止投資，或無法取回投資全額。除一般投資風險外，國際投資可能涉及因貨幣價值出現不利波動、公認會計原則之差別或特定司法管轄區經濟或政治不穩而造成的資本損失風險。範圍狹窄的投資及較小規模的公司一般會出現較大波動。不能保證交易表現正面。新興市場的投資本質上涉及較高風險，可能較其他成熟市場固有的投資出現較大波動。新興市場的經濟大幅取決於國際貿易，因此一直以來並可能繼續受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他貿易國家實施或協商的保障措施不利影響。有關經濟亦一直並可能繼續受其貿易國的經濟情況不利影響。**互惠基金投資受市場風險影響，您應細閱所有計劃相關文件。**

版權所有 © 香港上海滙豐銀行有限公司 2025。保留一切權利。未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本刊物任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。

由香港上海滙豐銀行有限公司刊發

Issued by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited