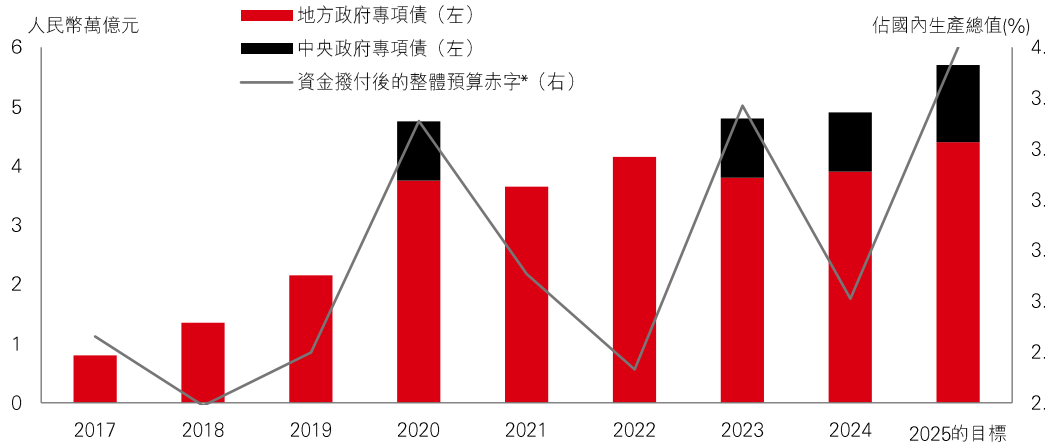


本周重點圖表——中國的政策空間



中國上周於北京舉行年度全國人民代表大會。在貿易緊張和經濟難題下，市場焦點主要集中在進一步政策支援。總理李強發表政府工作報告，概述 2025 年的財政目標和政策重點。中國今年再次將國內生產總值增長目標定於「約 5%」，並將通脹目標由 3% 下調至 2%，反映中國處於低通脹的現實。

當局的整體基調為支持增長和利好市場，並重申將採取「更積極」的財政政策和「適度寬鬆」的貨幣政策。是次重點不在於新一輪刺激措施，而是政策執行和清除推行上的障礙（尤其是房地產行業和地方政府債務管理）。目前，中國似乎將對環球經濟和貿易政策不確定性高企採取觀望態度。

中國政策官員有龐大政策空間，在有需要時可刺激內需。財政目標方面，政府將整體預算赤字目標提高至佔國內生產總值 4.0%，為數十年來最高（較 2024 年佔國內生產總值 3.0% 更高）。當局亦計劃今年發行人民幣 1.3 萬億元的「超長期特別國債」，高於 2024 年的人民幣 1 萬億元。地方政府將容許發行人民幣 4.4 萬億元的新專項債，高於 2024 年的人民幣 3.9 萬億元。

在政策方向上，促進消費為現時的首要目標。科技創新和行業升級亦為重點，尤其是人工智能和數碼科技。政府亦承諾加強支持房地產行業和股市。整體而言，這些計劃確認了中國支持增長的政策。環觀全球，**歐洲財政適逢巨變**（見下頁），且**美國優越論逐漸減退**。

歐元區展望 →

歐洲央行最新政策行動和德國財政轉向

新興市場 →

環球政策轉變怎樣推動新興市場前景

市場焦點

解讀亞洲經濟形勢

亞洲製造業採購經理指數近月一直處於擴張區間，部分原因為在美國徵收潛在關稅前夕提前出貨，以及一些季節性影響。不過，近期調查亦顯示了一些國家之間的重要差異。在一些情況下，最新的氣氛指標與股市表現並不一致。

以印度為例，2 月綜合採購經理指數為 58.8，受服務業活動推動而穩企於擴張區間。但 MSCI 印度指數於第一季卻是亞洲表現最差的指數。台灣和印尼等其他亞洲經濟體的採購經理指數亦稍為改善，高於 50 水平，但兩地的股市卻表現回落。

對比之下，南韓採購經理指數於 2 月落入收縮區間，但其股市今年錄得正回報。中國內地方面，1-2 月平均製造業和綜合採購經理指數高於 50，仍然略低於第四季的平均水平，但中國內地股市在 2025 年大幅反彈。香港近期的採購經理指數轉弱，但股市亦表現向好。由於可見，雖然採購經理指數是評估商業氣氛的有效指標，但股市的驅動因素不單是宏觀動能，行業發展、估值、利潤趨勢、內在風險、投資者氣氛，甚至環球資金流向均會造成影響。

美股 →

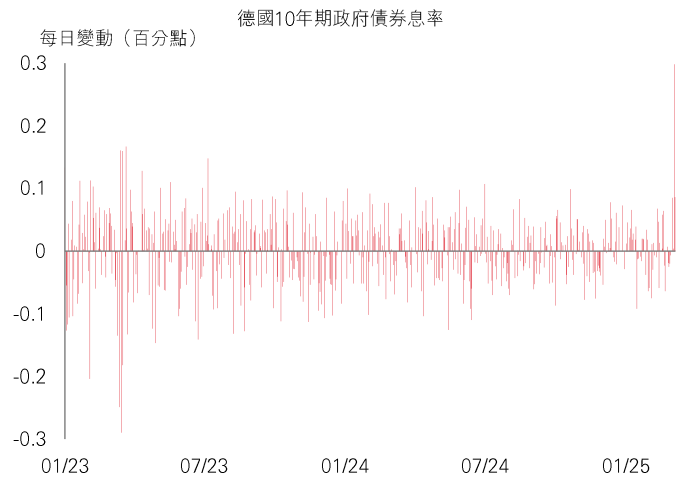
近期走勢對增長、價值和質素因子的影響

*資金撥付包括從穩定基金提取的資金、過去年度結轉的剩餘資金，及從國有資本預算和政府基金撥付的資金。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。所提供的任何預測、預計或目標僅供參考，概非任何形式保證。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。資料來源：滙豐投資管理、Macrobond 及彭博。數據截至 2025 年 3 月 7 日（英國時間上午 7 時 30 分）。

德國版本的「不惜代價」

歐洲央行如廣泛預期所料，公布本周期第六次減息 0.25%，惟德國上周的財政發展更受注視。候任總理梅爾茨借用前歐洲央行行長德拉吉的名言，誓言「不惜代價」保衛國家。其主張的方案包括建議修改德國債務剎車，容許增加國防開支，但真正改變大局的可能是 5,000 億歐元（佔國內生產總值約 12%）的特別基建基金。這筆資金將在 10 年內動用，且不受債務剎車影響。

這些建議意味未來數年德國的財政政策將會更加寬鬆，應可從 2026 年開始支持增長（啟動和推進投資項目需要一段時間）。德國政府債券息率在公布後急升超過 0.2%，與美國國庫券息率的走勢大為不同。另一方面，道瓊斯歐洲 50 指數則急升超過 2%。市場對歐元區增長預期較低，且歐元區股票的交易價較美國大幅折讓，這為經濟和政策驚喜創造出較低門檻，可進一步推動歐元區股票表現領先。

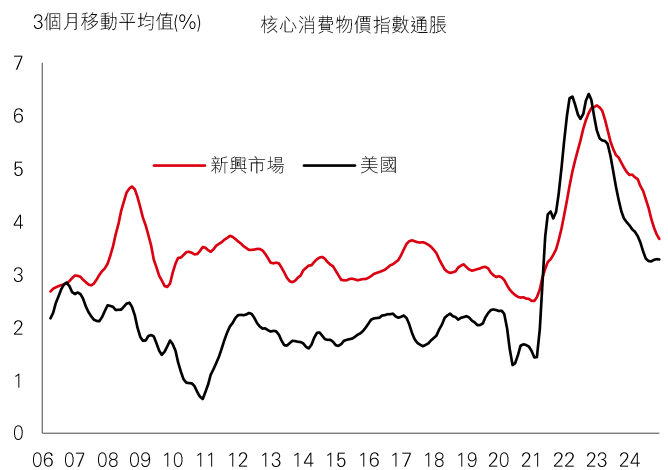


新興市場稍為舒緩

近期環球貿易政策變動的消息眾多，其中新興市場有一些利好的宏觀和市場發展。首先，隨着「特朗普交易」逆轉，美元自今年初以來持續向下，美國債券息率上月大跌。這舒緩了環球金融狀況和以美元計價的債務負擔，同時讓新興市場貨幣受提振。市場日益揣測「海湖莊園協議(Mar-a-Lago Accord)」將削弱美元，這提醒我們 2025 年美元的走勢不會是單向。

另一方面，新興市場整體通脹繼續迅速回落，對比之下，美國物價趨勢則表現停滯。新興市場和美國通脹可能會在今年後期互相交會。除新冠疫情外，上次出現此情況是在 2006 年，當時正步入西方的「緊縮時代」，其後通脹一直處於低位。

整體而言，這些因素為新興市場央行進一步減息提供了喘息空間，可望緩衝外圍衝擊，同時有助釋放眾多新興市場資產類別的價值。但一如既往，以單一方針來評估新興市場前景可能過份簡單化，審慎挑選才是關鍵。



X 因子

環球市場上周再次波動，繼續使美國增長股受壓。標普 500 增長指數於 2023 和 2024 年經歷一輪急速升勢後，年初至今下跌 2.5%。

近期「增長」的弱勢不及 2022 年底般嚴重。當時，美國科技股受到利率急升和美元上漲重創，海外收益承受壓力。疫情後物價上漲迅速減退，「價值」因子較具優勢，此乃受惠於通脹和利率上升。

2025 年各項因子會有甚麼走向？雖然以增長主導的科技和通訊服務行業近期盈利樂觀氣氛減弱，但「增長」顯著回落可能仍言之尚早。人工智能仍可能繼續是盈利動能的重要動力，利率亦繼續處於下行趨勢。

惟近期走勢提醒我們，估值高昂可能是市場波動的前兆。這亦暗示落後的「價值」因子可能重拾升勢。此外，在複雜的環境之中唯一能夠確定的就是不確定性，更具抗逆能力和可靠的「質素」因子或可在 2025 年成為領先的風格。



過往表現並非未來回報指標。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。資料來源：滙豐投資管理、Macrobond、彭博及 Datastream。數據截至 2025 年 3 月 7 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
3月3日(星期一)	美國	供應管理協會製造業指數	2月	50.3	50.9
	巴西	標普環球製造業採購經理指數	2月	53.0	50.7
	墨西哥	標普環球製造業採購經理指數	2月	47.6	49.1
	印度	標普環球製造業採購經理指數(終值)	2月	56.3	57.1
	歐元區	調和消費物價指數初值(同比)	2月	2.4%	2.5%
3月4日(星期二)	德國	財政「債務煞車」改革公布	2月		
3月5日(星期三)	美國	供應管理協會服務業指數	2月	53.5	52.8
	中國	全國人大會議			
3月6日(星期四)	歐元區	歐洲央行存款利率	3月	2.50%	2.75%
	歐元區	歐盟理事會特別會議			
	土耳其	土耳其央行1周回購貸款利率	3月	42.50%	45.00%
3月7日(星期五)	美國	聯儲局主席在美國貨幣政策論壇上發言			
	美國	非農就業人數變動	2月	-	14.3萬
	歐元區	本地生產總值(環比)	第四季		
	中國	貿易差額(美元)	1月-2月	1,705億	1,048億

本周市場展望

日期	市場	經濟數據	數據截至	調查	前期
3月9日(星期日)	中國	消費物價指數(同比)	2月	-0.5%	0.5%
3月10日(星期一)	美國	盈利	第四季		
3月11日(星期二)	美國	JOLTS 職位空缺	1月	-	760萬
	美國	NFIB 小型企業樂觀指數	2月	100.9	102.8
3月12日(星期三)	美國	消費物價指數(同比)	2月	2.9%	3.0%
	印度	工業生產(同比)	1月	3.5%	3.2%
	加拿大	加拿大中央行政策利率	3月	2.75%	3.00%
	印度	消費物價指數(同比)	2月	4.0%	4.3%
3月13日(星期四)	美國	生產者價格指數(環比)	2月	0.2%	0.4%

資料來源：滙豐投資管理。數據截至 2025 年 3 月 7 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。

風險市場個別發展，市場持續憂慮美國貿易政策，美元指數因美國「優越論」受質疑而走弱。歐洲方面，歐洲央行將利率下調 0.25%，行長拉加德表示貨幣政策的「限制力度明顯降低」。美國國庫券窄幅波動；德國財政政策有重大轉變，導致德國 10 年期政府債券息率急升，供應增加的擔憂加快曲線趨陡。股市方面，美國普遍疲弱，表現落後其他環球股市。道瓊斯歐洲 50 指數微升，德國 DAX 指數上揚，一度創下新高。日本日經 225 指數略跌，日圓走強。新興市場方面，亞洲股市普遍上行，其中中國股市領漲，政策官員在 2025 年全國人大會議上暗示支持增長的立場。主要拉丁美洲股市升幅溫和。商品方面，石油因供應擔憂加劇而下跌，金價和銅價則上漲。

免責聲明

本文件或影片由香港中環皇后大道中 1 號香港上海滙豐銀行有限公司（「HBAP」）編製。HBAP 在香港註冊成立，為滙豐集團成員。本文件或影片由滙豐銀行（中國）有限公司、HBAP、滙豐銀行（新加坡）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司（合稱「分發方」）分發及／或提供。本文件或影片僅供一般傳閱及參考用途。

無論基於任何原因，本文件或影片所載之部分或全部內容均不得複製或進一步分發予任何人士或實體。如於某司法管轄區內分發本文件屬違法，則不得於該司法管轄區內分發本文件或影片。所有未經授權之複製或使用本文件或影片，均屬使用者的責任，並有機會引致法律訴訟。本文件或影片只提供一般性資料，文件內所載的觀點，並不構成投資研究或出售或購入投資產品的意見或建議。本文件或影片內所載的部分陳述可能會被視為前瞻性陳述，提供目前預測或未來事件預估。相關的前瞻性陳述不保證未來表現或事件，並涉及風險及不確定性。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。HBAP 及分發方對更新其中的前瞻性陳述，或對提供實際結果與前瞻性陳述的預測不同的原因，概不承擔任何責任。本文件或影片並無契約效力，在任何情況下，於任何司法管轄範圍內均不應被視為促銷或建議購入或出售任何金融工具，而此等建議並不合法。當中所載內容反映滙豐環球投資委員會於編製時的觀點及意見，可能隨時變更。這些觀點未必代表滙豐投資管理目前的投資組合構成。滙豐投資管理所管理的個別投資組合主要反映個別客戶的目標、風險取向、投資期限及市場流動性。

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。本文件或影片所載之過去業績並不代表將來的表現，所載之任何預測、估計及模擬均不應被視為將來表現的指標。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到匯率兌換影響而令投資價值上升或下跌。與成熟市場相比，新興市場投資本質上涉及較高風險，而且較為波動。新興市場的經濟一般倚賴國際貿易，因此一直以來並可能繼續會受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他與其進行貿易的國家／地區實施或協商的保護主義措施的不利影響。而此等經濟體系亦會或繼續受到其他與其進行貿易的國家／地區的經濟狀況的負面影響。投資涉及市場風險，請細閱所有與投資相關的文件。

本文件或影片就近期經濟環境提供基本概要，僅供參考。文章或影片代表 HBAP 的觀點，並以 HBAP 的環球觀點為依據，未必與分發方的當地觀點一致。其內容並非按照旨在促進投資研究獨立性的法律規定編製，並且分發前不受任何禁止交易規定的約束。其內容不擬提供且投資者不應加以依賴以作會計、法律或稅務意見。作出任何投資決策之前，應諮詢獨立的財務顧問。如選擇不諮詢財務顧問，則須審慎考慮投資產品是否適合。建議您在必要時尋求適當的專業意見。

有關第三方資料乃取自我們相信可靠的資料來源，我們對於有關資料的準確性及／或完整性並無作出獨立查證。因此您必須在作出投資決策前從多個資料來源求證。

此條款僅適用於滙豐（台灣）商業銀行有限公司向其客戶分發時的情況；滙豐（台灣）辦理信託業務，應盡善良管理人之注意義務及忠實義務。滙豐（台灣）不擔保信託業務之管理或運用績效，委託人或受益人應自負盈虧。

關於 ESG 與可持續投資的重要資訊

我們現在為許多嚴重排放溫室氣體的產業提供資金。我們制定了一項策略來幫助客戶與我們一同減少排放。欲了解更多詳情，請瀏覽 www.hsbc.com/sustainability。

從廣義上，「ESG 與可持續投資」產品包括在不同程度上考慮環境、社會、管治與／或其他可持續發展因素的投資策略或工具。我們包括在此類別的個別投資可能正在改變，以實現可持續發展成果。並不保證 ESG 與可持續投資所產生的回報與不考慮這些因素的投資回報相近。ESG 與可持續投資產品或會偏離傳統市場基準。此外，ESG 與可持續投資或可持續投資帶來的影響並沒有標準定義或量度準則。ESG 與可持續投資及可持續發展影響的量度準則是 (a) 高度主觀，而且 (b) 在不同板塊之間與同一板塊之內可能存在重大差異。

滙豐可能依賴由第三方供應商或發行機構設計與／或報告的量度準則。滙豐不會經常就量度準則自行作出具體的盡職審查。並不保證：(a) ESG／可持續發展影響或量度準則的性質將與任何個別投資者的可持續發展目標保持一致；(b) ESG／可持續發展影響將達到指定水平或目標水平。「ESG 與可持續投資」是一個不斷演變的領域，新的監管規例可能生效，這或會影響投資的分類或標籤方式。今天被視為符合可持續發展準則的投資未必符合未來的準則。

*本文件或影片為 HBAP 根據英文報告翻譯的譯文。HBAP、滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司、滙豐銀行（新加坡）有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司已採取合理措施以確保譯文的準確性。如中英文版本的內容有差異，須以英文版本內容為準。

本文件或影片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或影片內容審慎行事。如您對本文件或影片的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

© 版權所有 2025。香港上海滙豐銀行有限公司。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）複製或傳送本文件或影片的任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。