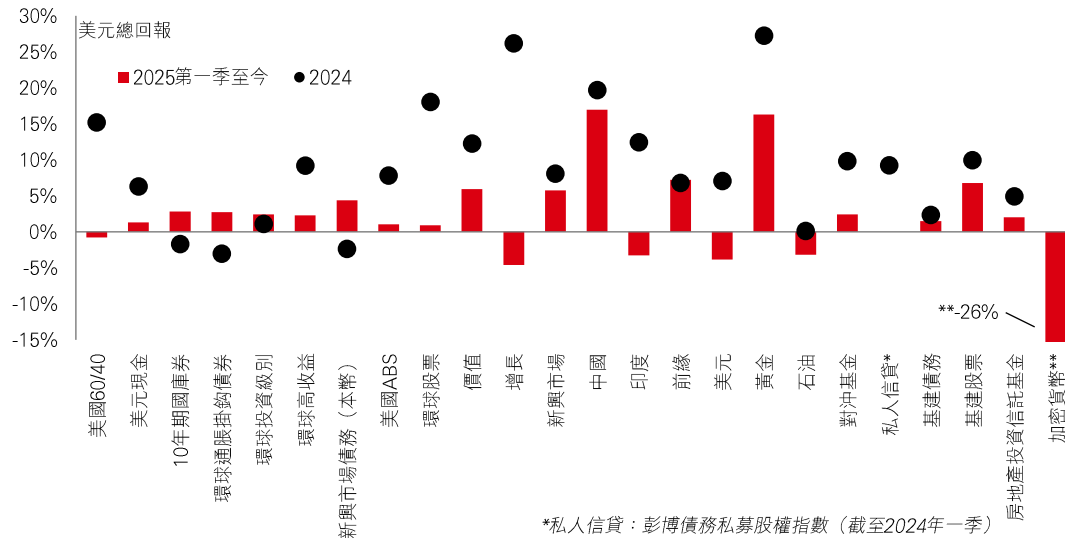


本周重點圖表——第一季市場「反覆輪轉」



投資市場第一季的走勢主要由政策不確定性、波幅，以及表現向美國以外的市場擴大所主導。

今季不同資產類別劇烈波動，並出現輪動。其中最明顯的是美股遭拋售，其後稍為回升。大型科技股受到最嚴重打擊，雖然其利潤增長依然強勁，但動力有所減弱。估值泡沫和中國在人工智能領域的競爭力有增強跡象（可見於科技企業 DeepSeek 的進步），導致信心動搖。對比之下，**歐洲和中國股市錄得雙位數升幅，廣泛新興市場亦向上**。這反映了主要風格溢價的走向迅速轉變：「價值」上升，而「增長」回落。

踏入今年之前，市場在美國大選過後形成共識，投資者押注美股和美元進一步上升，以及美國債券息率向上。但受到貿易不確定性和美國國內生產總值及利潤增長有轉弱的跡象影響，上述三項資產在第一季的走向迅速逆轉。另一方面，**固定收益資產（包括政府債券和信貸）提供了有效對沖**。其他多元化工具（包括黃金、對沖基金、房地產和基建）則展現出抗跌力。

後市將會如何？經歷第一季劇烈的轉變後，基本情景為 2025 年市場將繼續「反覆輪轉」，而**增長前景仍會是投資者面對的重要問題**。政策不確定性將會繼續為周期帶來風險，但目前尚未清楚這種風險會在何時、甚至會否轉化至影響實體經濟。在第二季，我們或會看到市場不時停滯，投資者和政策官員繼續採取觀望態度。

風險情景 →

為甚麼政策不確定性或導致增長「拾級倒下」

財政政策 →

英國在環球形勢之下作出的春季聲明

環球房地產 →

投資量增加背後的驅動因素

市場焦點

中國引領亞洲

中國股市在第一季引領亞洲股市，在科技股推動之上升 17%。香港股市（以 MSCI 香港計算）亦表現出色，金融股領漲。其中一個關鍵主題是市場向較廉宜的領域輪動，令中國表現領先印度，南韓則跑贏台灣。

現時投資環境審慎，環球政策不確定性引發廣泛資金外流（不包括中國股市）。區內貨幣受美國國庫券息率下降和美元指數走弱推動，走勢普遍向好，但表現仍然波動。大部分地區的通脹持續緩和，為央行提供空間以專注應付增長風險。多數亞洲經濟體的政府債券息率亦相應下降。但印尼屬例外，其財政和宏觀憂慮導致印尼盾跌至 90 年代末亞洲金融危機以來的最低水平，債券息率亦上行。固定收益方面，環球風險氣氛減弱，但亞洲信貸仍保持強韌，高收益債券的表現跑贏投資級別。整體而言，環球貿易政策和區內政治形勢仍然是亞洲在 2025 年值得關注的重要議題。

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。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。資料來源：滙豐投資管理。Macrobond 及彭博。有關資產類別指數的詳情請參閱第 8 頁。數據截至 2025 年 3 月 28 日（英國時間上午 7 時 30 分）。

潛在隱憂？

在異常不確定的前景下，我們值得審視各種風險情況。基本情景「反覆輪轉」假設了通脹高於目標和增長低於趨勢一段時間，但有出現更具破壞力、「拾級倒下」情景的風險。

在極端情況下，美國貿易政策的變化可能會導致實際美國關稅稅率急升至 30 年代以來的最高水平。對消費者而言，政策不確定性高企將引發失業憂慮，而這普遍（但不一定）是勞動市場顯著惡化的先兆。即使失業率未有急升，但消費者亦會出於審慎而收緊開支。這將進一步阻礙企業投資，拖累利潤，最終使股價受壓，繼而進一步削弱開支——形成惡性循環。

聯儲局過去或會率先放寬政策，應付不確定性加劇。但風險在於如推行任何大規模關稅，均可能造成新一輪物價壓力，這代表著只有在確信疲弱經濟能夠遏止通脹的情況下，當局才會放寬政策。整體而言，這將會是波幅急升、風險資產估值受損的環境，尤其是風險溢價較低的板塊。



財政鋼索

去年 10 月，英國財相李韻晴(Rachel Reeves)於財政預算案加稅並意外地增加公營開支，舉動令市場驚訝。其最新的春季預算聲明顯得較為克制。預算責任辦公室下調 2025 年的增長預測，加上英國政府債券與美國國庫券（10 年期）的息差自 2 月中以來已擴大約 0.5%，李韻晴公布後置的開支削減措施，藉以符合財政規則。即使出現這些改變，財政空間仍然不大，英國淨債務佔國內生產總值的比率（不包括英國央行持有的債務）預期仍會趨升。英國正陷入財政鋼索的局面——債務擔憂為英國政府債券息率帶來上行壓力，使公共財政惡化。但假如透過削減開支或加稅來縮小赤字，則會削弱本來已經低迷的增長。

這對其他成熟經濟體而言可能是警示。歐洲方面，德國擁有充足財政空間，近期作出了多項承諾增加公共投資。但如法國和意大利等國家嘗試德國的做法，則有較大可能面對與英國相同的制肘。多數政府在釋放財政資源以達到社會、經濟和地緣政治目標方面均面臨壓力，而「債市衛士(bond market vigilante)」亦正在密切關注形勢。

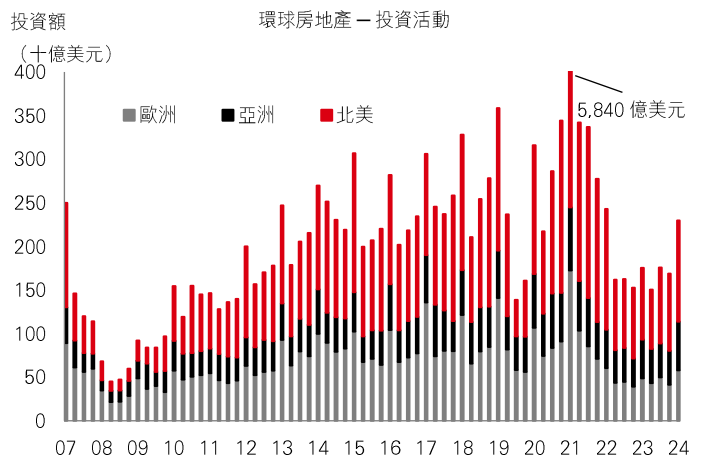


打下基礎

環球房地產投資量於去年底回升，2024 年第四季較 2023 年同期增長 31%。原因在於投資者把握利率回穩和較低估值。據 MSCI 數據顯示，去年第四季房地產資本價值微升 0.2%，而之前的九個季度累積跌 16%。

出租率受到發展活動減少所支持，而成本上漲令新項目的經濟效益下降。零售為主要受惠領域，穩定的租賃和空置率減少均可推動租金收入。辦公室的空置率在第四季保持穩定，但繼續處於高位，尤其是美國。另一方面，物流租賃低迷，但預期在 2025 年將會回升。最後，非傳統板塊繼續帶來最強勁的租金增長，包括老人房屋和數據中心租賃。

雖然面對不確定性，一些房地產專家預期 2025 年的資本價值將有增長，惟動力將來自息率增長，而非息率收窄。雖然租賃的前景好壞參半，但發展活動偏少，應可為各板塊的物業基本因素帶來支撐。



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。資料來源：滙豐投資管理、Macrobond、彭博、Datastream 及 Real Capital Analytics。數據截至 2025 年 3 月 28 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24日（星期一）	美國	標普環球綜合採購經理指數（初值）	3月	53.5	51.6
	歐元區	標普環球綜合採購經理指數（初值）	3月	50.4	50.2
	英國	標普環球綜合採購經理指數（初值）	3月	52.0	50.5
	印度	標普環球綜合採購經理指數（初值）	3月	58.6	58.8
3月25日（星期二）	美國	經濟諮商會消費信心指數	3月	92.9	100.1
	德國	IFO 商業信心指數	3月	86.7	85.3
3月26日（星期三）	英國	消費物價指數（同比）	2月	2.8%	3.0%
	英國	春季財政預算預測			
3月27日（星期四）	墨西哥	墨西哥央行隔夜貸款利率	3月	9.00%	9.50%
	挪威	挪威央行活期存款利率	3月	4.50%	4.50%
3月28日（星期五）	美國	個人消費開支物價指數（同比）	2月	-	2.5%

本周市場展望

日期	市場	經濟數據	數據截至	調查	前期
3月31日（星期一）	日本	短觀商業景氣製造業指數	第一季	12.0	14.0
	中國	國家統計局綜合採購經理指數	3月	-	51.1
4月1日（星期二）	美國	供應管理協會製造業指數	3月	49.8	50.3
	美國	JOLTS 職位空缺	2月	-	774 萬
	巴西	製造業採購經理指數	3月	-	53.0
	墨西哥	製造業採購經理指數	3月	-	47.6
	澳洲	澳洲央行現金目標利率	4月	4.10%	4.10%
	歐元區	調和消費物價指數初值（同比）	3月	2.3%	2.3%
4月2日（星期三）	美國	總統特朗普公布關稅措施	3月		
4月3日（星期四）	美國	供應管理協會服務業指數	3月	53.2	53.5
4月4日（星期五）	美國	非農就業人數變化	3月	12 萬	15.1 萬

資料來源：滙豐投資管理。數據截至 2025 年 3 月 28 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。

本周市況

環球貿易不確定性上周繼續籠罩風險市場，美元指數窄幅波動。美國國庫券下跌，息率曲線趨陡；歐元區主權政府債券則大致保持不變。美國投資級別和高收益位處近期低位。美股延續溫和升勢；道瓊斯歐洲 50 指數略跌，主要受汽車股報跌拖累，跌幅主要集中在德國 DAX 指數。日本日經 225 指數下跌，出口股轉弱。其他亞洲市場大致偏向防守，其中南韓 KOSPI 指數表現最為疲弱，其次為恒生指數和上證綜合指數。對比之下，印度 Sensex 指數逆勢上行，受金融股強勢支持。拉丁美洲方面，墨西哥股市在區內領漲，央行將政策利率下調 0.5%，並發表鴿派指引。商品方面，油價和金價上漲，銅價本周表現波動，收市變動不大。

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，這可能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。