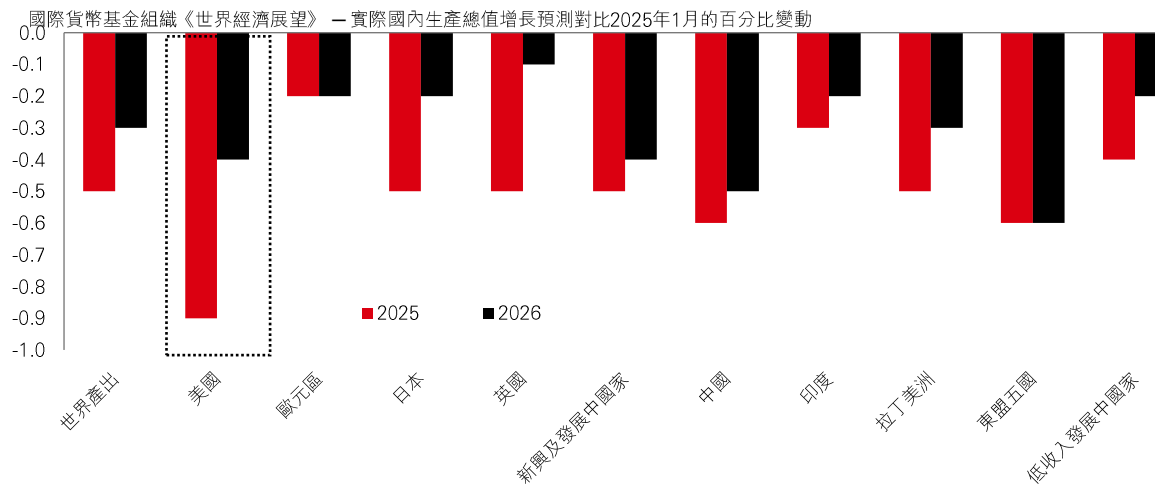


滙豐每周專訊

2025 年 4 月 28 日

本周重點圖表——重大不確定性與增長



國際貨幣基金組織新發表《世界經濟展望》，大幅下調未來數年的環球增長預測。經濟師在 1 月曾經對成熟和新興市場的前景持樂觀態度。但面對 **2025 年宏觀和市場環境的重大不確定性**，他們無疑已轉向悲觀。

據《世界經濟展望》的參考預測（以截至 4 月 4 日止的數據為基礎）顯示，短期內環球增長預期估計將由 2024 年的 3.3%，降至 2025 年的 2.8%，其後在 2026 年反彈至 3%。與 1 月的預期相比，**2025 年的預測下調了 0.5 個百分點，2026 年則下調了 0.3 個百分點**。絕大部分國家的預測均獲下調。美國為極端例子，2025 年的增長預測大幅下調至目前的 1.8%。

這些調整反映了近期實際活動數據令人失望，以及現時環球貿易政策的重大轉變（惟有跡象顯示美國政府可能考慮採取更為鴿派的談判立場）。世界貿易組織早在上周發表了類似的悲觀報告，預期 2025 年環球商品貿易量將下降 0.2%，與撇除近期政策變動的情況比較，預測數字低了近三個百分點。

簡單而言，大幅下調美國增長預期進一步印證「美國優越論」可能步向終結。隨著美國經濟回落至更接近世界其他地區，投資者可能會關注一些長時間未獲青睞的環球機會。在各種重大不確定性影響之下，前景或會動盪不平。

市場焦點

是時候留意證券化信貸

貿易政策不確定性和近期市場波幅加劇，導致了近數周資產類別之間的關連性失衡，股票和債券同時遭到拋售。這為資產配置人士帶來挑戰，因美國國庫券向來是股票投資組合理所當然的分散工具，兩者一般關連性甚低。而面對市場波動和潛在增長放緩，有一種資產類別可望抵禦這些不利因素，這便是證券化信貸。

證券化信貸具有浮動利率特質，於經濟周期的走勢有別於其他資產類別，屬另一個可提供經風險調整回報的來源。尤其是證券化信貸可縮短投資組合存續期、產生入息，且或有望在息差收窄時提高回報。

證券化信貸與一般固定收益呈低關連性，與股票的關連性亦低於企業債券，因而成為多元資產投資組合的重要選擇。由於起始入息水平較高和證券化信貸息差（對比歷史水平）相對較寬，這兩個因素於未來可為投資者帶來有吸引力的總回報。

政府債券 →

美國政策及長期國庫券前景

財報季度 →

第一季及未來的企業展望

亞洲股市 →

貿易不確定性怎樣影響行業利潤

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。多元化並不能確保盈利或防止虧損。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、彭博及國際貨幣基金組織。數據截至 2025 年 4 月 25 日（英國時間上午 7 時 30 分）。

息率的壓力

雖然美國總統特朗普於 4 月 2 日宣布加徵關稅後美股大跌或會導致美國政府不安，但長期國庫券息率急升應該才是當局在 4 月 9 日決定推遲向多數國家執行對等關稅的決定性因素。美元大幅走弱（有別於預期的逐步下跌）亦可能發揮了一些作用。同樣的因素似乎亦促使華府收回上周初指聯儲局主席鮑威爾職位將會有所動搖的說法。

長期美國國庫券息率上升的重要性在於兩大原因。首先，聯邦債務水平高企並持續上升，更高的借款利率可能會削弱政府的減稅計劃。其次，三十年期國庫券息率主導美國的按揭貸款利率。雖然按揭貸款利率已從 2023 年的高位回落，但仍處於約 7% 的高水平，為 2000 年代初以來未曾持續出現的水平。未能減稅，加上按揭貸款利率上升，將進一步削弱本來已見脆弱的消費信心，加劇增長下行風險，這是美國政府不希望出現的情況。

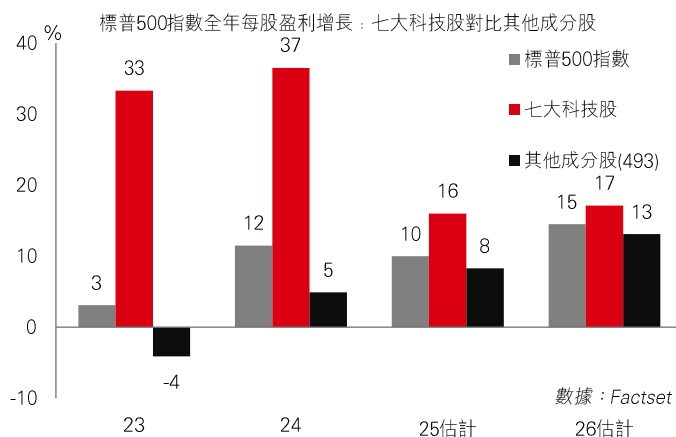


盈利前景不明朗

美國第一季盈利季度繼續展開：市場經歷又一周的波動後，利潤增長前景及關稅的潛在打擊將會備受關注。

分析師預期，標普 500 指數成分股企業 2025 年的同比利潤增長為 10%，2026 年則為 15%。據 Factset 數據顯示，第一季的預期同比增長為 7.2%。一如既往，這些預期在業績季前夕被降低，目前已有四分之一公司公布業績，表現勝預期的情況低於平均水平。此外，前景聲明亦未見明確，甚至未有提出指引，未來或會有更多下調情況。

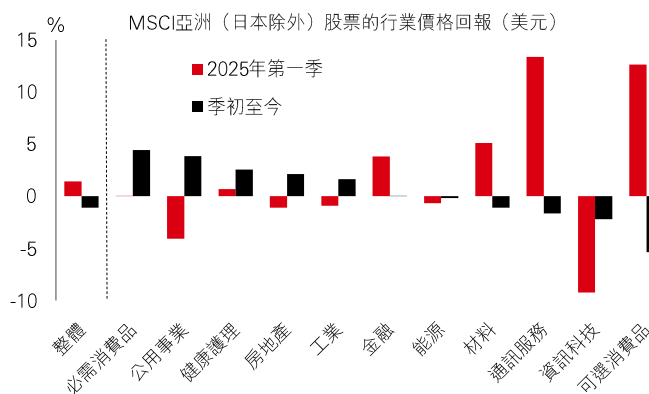
分析師預期七大科技股第一季將增長約 15%（同比），水平仍屬較高但不及去年增長率的一半。雖然七大科技股的利潤增速繼續跑贏標普指數其他 493 間成分企業，但差距正在收窄。目前的焦點在於競爭/資本開支，以及高估值是否仍然合理。七大科技股指數今年以來從高峰至低谷的跌幅達到 23%。雖然這可能帶來一些選擇性的價值機會，但其 12 個月遠期市盈率仍高達 24 倍。一些股票分析師偏好同等權重指數，雖然其增長預期較低，但市盈率亦處於 16 倍的較低水平。



亞洲行業的挑選

亞洲股市波幅大增，拖累若干行業的第二季回報，其中科技和可選消費品受到最嚴重打擊。科技和消費品等出口密集型行業較易受環球貿易政策變動影響。對比之下，必需消費品、公用事業和健康護理等防守力較強的領域表現相對較佳。

雖然面對不確定性，分析師繼續預期日本除外的亞洲市場平均盈利增長在 **2025-2026 年將接近雙位數**。這受惠於區內科技相關行業的蓬勃發展、市場憧憬半導體和硬件的長遠需求，以及人工智能、機械人和電子商務等領域。另一方面，原料、金融和健康護理行業均可能受惠於地區基建發展、國內經濟狀況強勁，及中產階層擴大——尤其是印度等地區。一些亞洲分析師認為，市場繼續有廣泛的行業多元化機遇，以及估值吸引的優質增長機會，惟在政策不確定的環境下，投資者需要審慎選股。



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。指數回報假設所有分派再投資，不反映費用或開支。您不能直接投資於指數。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。數據截至 2025 年 4 月 25 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
4 月 22 日（星期二）	美國	國際貨幣基金組織發表《世界經濟展望》			
4 月 23 日（星期三）	美國	綜合採購經理指數（初值）	4 月	51.2	53.5
	歐元區	綜合採購經理指數（初值）	4 月	50.1	50.9
	印尼	印尼央行利率	4 月	5.75%	5.75%
	英國	綜合採購經理指數（初值）	4 月	48.2	51.5
	南韓	國內生產總值預估（環比）	第一季	-0.2%	0.1%
	印度	綜合採購經理指數（初值）	4 月	60.0	59.5
4 月 24 日（星期四）	美國	製造業新訂單（環比）	3 月	9.2%	1.0%
	德國	IFO 商業景氣指數	4 月	86.9	86.7
4 月 25 日（星期五）	英國	零售銷售（環比）	3 月	-	1.0%

本周市場展望

日期	市場	經濟數據	數據截至	調查	前期
4 月 28 日（星期一）	美國	企業盈利	第一季		
4 月 29 日（星期二）	美國	JOLTS 職位空缺	3 月	-	757 萬
	美國	經濟諮商會消費信心指數	4 月	87.0	92.9
	智利	智利央行行政策利率	4 月	-	5.00%
4 月 30 日（星期三）	美國	個人消費開支物價指數（同比）	3 月	2.2%	2.5%
	美國	國內生產總值初值（環比）	第一季	0.4%	2.4%
	歐元區	本地生產總值初值（環比）	第一季	-	0.2%
	中國	國家統計局綜合採購經理指數	4 月	-	51.4
5 月 1 日（星期四）	美國	供應管理協會製造業指數	4 月	47.9	49.0
	日本	日本央行行政策利率	5 月	0.50%	0.50%
5 月 2 日（星期五）	美國	非農就業人數變動	4 月	12.3 萬	22.8 萬
	巴西	製造業採購經理指數	4 月	-	51.8
	墨西哥	製造業採購經理指數	4 月	-	46.5
	歐元區	調和消費物價指數初值（同比）	4 月	-	2.2%

資料來源：滙豐投資管理。數據截至 2025 年 4 月 25 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。

受惠於環球貿易緊張局勢有可能放緩的跡象，風險市場氣氛有改善，惟國際貨幣基金組織因應近期「政策不確定性大增」而下調了國內生產總值預測。投資者繼續關注企業盈利，並在聯儲局官員發言後評估政策前景。美元在近期弱勢後喘定，核心政府債券息率延續溫和跌勢。美國與歐洲信貸息差進一步收窄，高收益表現領先投資級別。股市方面，美股普遍上揚，以科技股主導的納斯達克指數領漲。歐洲股市進一步反彈，日本日經 225 指數上行，出口商收復失地，貿易談判和日本央行即將召開政策會議備受關注。其他亞洲股市亦有可觀升幅，香港恒生指數領漲。另一方面，拉丁美洲股市報升，包括墨西哥和巴西股市。商品方面，油價回落。金價創歷史新高後表現整固，銅價則繼續上漲。

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。