

# 汇丰每周专讯

2025年1月13日

## 本周重点图表——中国在 2024 年跑赢印度



在 2024 年，一众央行降息、财政政策维持积极，而增长保持稳健。多项资产（尤其是股票和贵金属）表现极佳。地缘政局对市场风向影响巨大，但除了黄金外，未有证据显示 2024 年投资市场回报因此而受到重大影响。

重大趋势在 2024 年扮演着重要角色。人工智能的主题令增长股表现领先价值股。减税和放宽管制的展望，大幅加强了投资者对美股的信心。这令美国市场表现远胜欧洲——以美元计，美股领先逾 20 个百分点。

债券方面，撇除巴西或日本，2024 年的表现良好。不过，2024 年股票的表现仍然远胜国债和其他核心固定收益资产，原因在于没有衰退、降息和利润稳健的宏观环境，的确较为利好股票。

新兴市场亦有类似情况。债券取得合理表现，其中印度债券表现亮眼。但新兴市场股票的表现跑赢新兴市场债券，而中国股票（领先印度）的表现值得留意（见第 2 页）。从目前看，宏观环境的不明朗因素似乎会在 2025 年持续。**这可能导致市场剧烈波动一段时间，投资者在资产配置时需要做好充分准备。**

债券收益率 →

探讨政府债券收益率近期的走势

日本股票 →

为什么日本股市具有价值

## 市场焦点

### 2025 年的疑问

宏观环境异常不确定，令对来年的展望较平常更为困难。但我们认为以下是投资者于 2025 年最关心的一些重要宏观疑问。

当然其中一个重要问题，是美联储下一步的利率走向。市场会否甚至预期美联储加息？这对国债、美元和风险资产有甚么影响？同样地，政策和地缘政局不确定性增加，将怎样影响 2025 年的贸易、环球增长、通胀及投资者风险胃纳？随着长债收益率上行，且有迹象显示年期溢价正在上升，今年“债市卫市（即透过抛售债券迫使政府调整政策的投资者）”能否在约束政策官员上发挥重要作用？

“美国例外”能否延续？美国消费者会继续消费吗？人工智能等 2024 年的重大市场趋势能否持续表现良好？环球股市的表现有机会终于在 2025 年出现扩展，推动较广泛的美国、欧洲和日本市场表现。中国进一步推出政策支持，或可成为填补中国、亚洲和前缘股票估值折让的催化剂。**2025 年初，经济师和投资者的确有许多需要思考的问题。**

中国展望 →

未来政策会议对市场的启示

**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。所提供的任何预测、预计或目标仅供参考，概非任何形式保证。多元化并不能确保盈利或防止亏损。

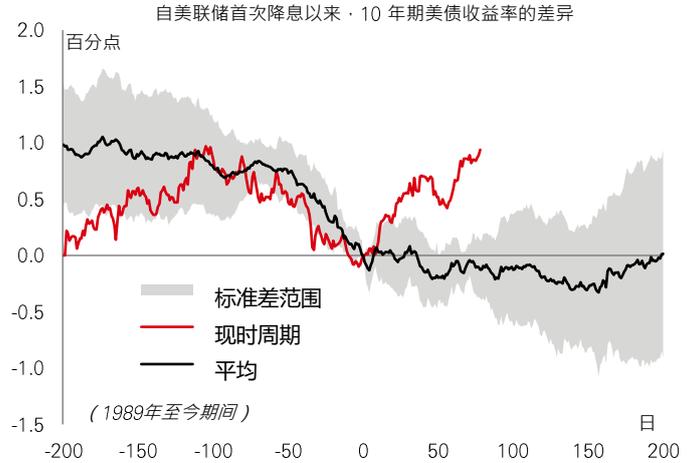
数据源：汇丰投资管理。Macrobond 及彭博。数据截至 2025 年 1 月 10 日（英国时间上午 7 时 30 分）。

### 收益率上升

美国 10 年期国债收益率上周继续走高，延续美联储于 9 月首次降息后随即展开的升势。此与一般的教科书理论相反：即美联储开始降息后，收益率通常会呈下降趋势。

本次抛售似乎源于结构性因素，而不是周期性因素。经济活动数据符合预期，而最新的核心个人消费开支通胀数据偏低。部分分析师认为，走势反映了市场因增长稳健而预期中性政策利率将会处于较高水平；以及美国政府的债务情况日益令人担心。

基线情景是美国增长和通胀稍为放缓，将可让美联储在 2025 年降息 0.50%-1.0%，这将有助限制国债出现进一步大幅下跌的空间。惟情况值得密切关注。国债收益率上升不但使增长前景受压及增加金融稳定性的风险，同时亦会为其他市场带来问题。例如 12 月初以来，同等权重的标普 500 指数大跌，而英国长年期政府债券的表现落后于美国国债，这反映了英国财政状况紧张及增长乏力。



### 日股的价值

2024 年第四季，日本股市的表现（以美元计算）不及环球股市。美国贸易政策的潜在变动，加上美股和美元强势削弱了其表现。国内因素亦构成影响，因日本央行加息的时机并不确定。

然而，日本股市的前景或可向好，背后有三大理由：首先，日本继续由长时间通胀下跌转向再通胀，今年共识名义国内生产总值升幅为 3.3%。其次，加强企业管治的措施陆续实施，企业提高股东派付（股息及回购），可望改善资产负债表及提高股本回报率。

第三，日本的估值仍然落后。市账率依然落后于股本回报率的广泛升幅，而股息收益率显著上升，对比过去十年升近 80%。在同期内，12 个月远期相对市盈率亦下降，令日本股票的交易价处于 14.5 倍，对比全球水平为 18 倍。这可为投资者提供吸引入市机会。

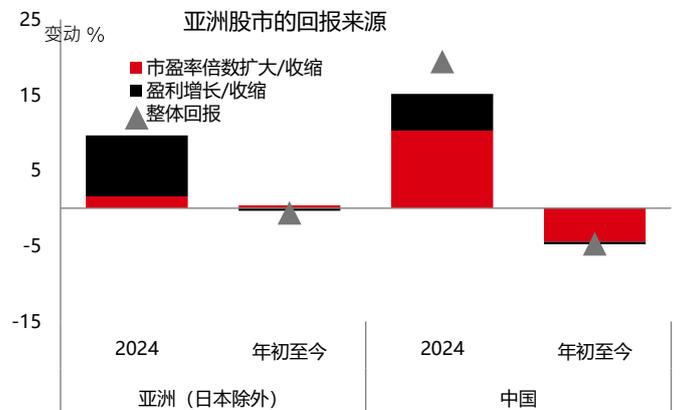


### 关注中国

2024 年中国股市录得双位数升幅，表现领先印度和韩国等主要邻近地区。这主要是由去年 9 月推出新一轮经济和市场刺激措施后，估值急升所支持。

然而，中国市场近期回软。投资者担心各种不利因素，包括内需低迷、地缘政治风险、以至美元强势和关税前景。进一步推出国内政策支持的时间和力度亦面对不确定性。

就此而言，3 月初举行的人大会议或会公布 2025 年的增长和财赤目标、年度债券发行规模，及其他经济和社会目标的细节。官员已为 2025 年定下支持增长的政策基调。更多需求刺激措施、进一步稳定房地产行业的行动，及重新平衡经济的结构性改革或可支持增长前景。对投资者而言，分析师对盈利前景态度乐观，而中国股市继续呈折让。若 3 月会议后有任何利好消息，均可望提振气氛和外资流入。



过往表现并非未来回报指标。收益率水平不获保证，日后可升或可跌。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。所提供的任何预测、预计或目标仅供参考，概非任何形式保证。指数回报假设所有分派将再投资，并未反映费用或开支。多元化并不能确保盈利或防止亏损。数据源：汇丰投资管理。Macrobond、彭博及 Datastream。数据截至 2025 年 1 月 10 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
1月7日(星期二)	美国	供应管理协会服务业指数	12月	54.1	52.1
	美国	JOLTS 职位空缺	11月	810万	784万
	欧元区	调和消费物价指数初值(同比)	12月	2.4%	2.2%
1月8日(星期三)	美国	美联储理事 Christopher Waller 发言	1月		
	美国	联邦公开市场委员会会议记录	12月		
1月9日(星期四)	墨西哥	整体通胀(同比)	12月	4.2%	4.6%
	中国	消费物价指数(同比)	12月	0.1%	0.2%
1月10日(星期五)	美国	非农就业人数变动	12月	-	22.7万
	印度	工业生产(同比)	11月	-	3.5%
	美国	密歇根大学信心指数(初值)	1月	-	74.0

### 本周市场展望

日期	市场	经济数据	数据截至	调查	前期
1月13日(星期一)	美国	2024年盈利	第四季		
	中国	贸易余额(美元)	12月	998亿	974亿
	印度	消费物价指数(同比)	12月	5.3%	5.5%
1月14日(星期二)	美国	NFIB 小型企业乐观指数	12月	100.5	101.7
	美国	生产者价格指数(环比)	12月	0.4%	0.4%
1月15日(星期三)	美国	消费物价指数(同比)	12月	2.9%	2.7%
	英国	消费物价指数(同比)	12月	-	2.6%
1月16日(星期四)	美国	零售销售(环比)	12月	0.5%	0.7%
	韩国	韩国央行基准利率	1月	2.75%	3.00%
1月17日(星期五)	印度尼西亚	印度尼西亚央行利率	1月	6.00%	6.00%
	中国	零售销售(同比)	12月	3.5%	3.0%
	美国	工业生产(环比)	12月	0.3%	-0.1%
	中国	国内生产总值(同比)	第四季	5.00%	4.6%

数据源：汇丰投资管理。数据截至 2025 年 1 月 10 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。

## 市场回顾

---

美国贸易政策和利率前景持续不确定，导致核心政府债券遭广泛抛售，风险市场也受压。美元兑主要货币持续强势。英国政府债券落后美国国债和德国政府债券，因英国的财政状况担忧加剧，且投资者对新发行的英国三十年期政府债券需求欠佳。2024 年第四季财报季度前夕，美股未能向上。道琼斯欧洲 50 指数今年初表现良好，日本日经 225 指数则跟随美股走低。其他亚洲市场方面，香港恒生指数报跌，地缘政局紧张忧虑持续，一些科技重磅股领跌。中国内地上证综合指数亦下行；盈利忧虑使印度 Sensex 指数受压。南韩 Kospi 指数与区内走势相反，受科技股转强推动。商品方面，金价及铜价上涨，石油靠稳。

## 致客户的重要资讯：

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，不论是全部或部分内容。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。

本文件内列明的资讯及 / 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，该等内容或随时变更，并不另行通知。该等内容仅表示作为一般资讯用途的一般市场资讯及 / 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。本行没有参与有关资讯及意见的准备工作。本行对本文件内的资讯及 / 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资讯。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资讯相关的任何损害、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。

本文件内含的资讯未有按您的个人情况审阅。请注意，此资讯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，警告您不要过度依赖有关陈述。我们没有义务更新本文件内的前瞻性陈述，不论是基于新资讯、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。有关最新资讯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、相对币制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