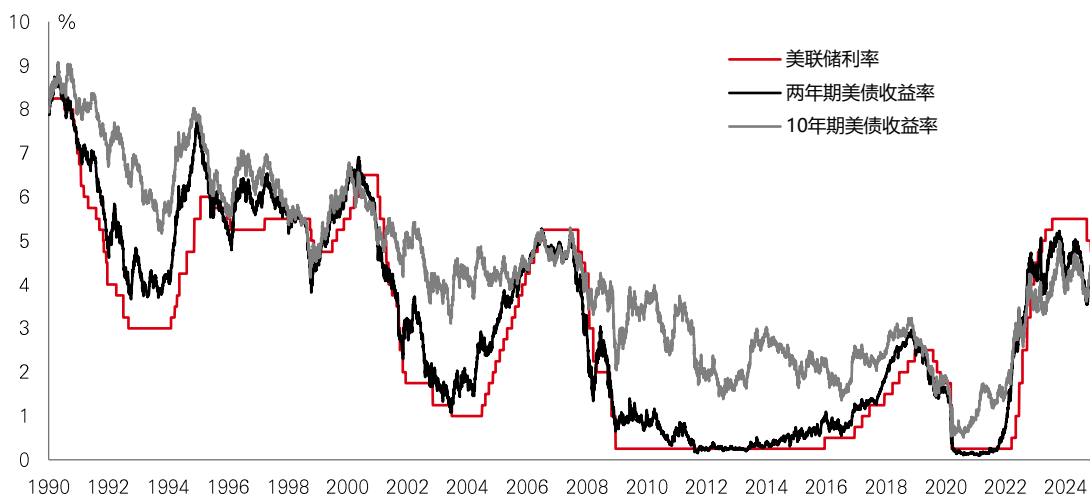


汇丰每周专讯

2025年1月20日

本周重点图表——逆向谜题



成熟市场政府债券近月大幅下跌。基准的美国 10 年期国债收益率在周中高见 4.8%，是 2023 年 10 月以来首次录得此水平。英国 10 年期政府债券收益率则升至 4.9%，创 2008 年以来新高。**对投资者来说，债券收益率突破 5% 会构成甚么威胁？**

一些宏观市场观察人士视之为“逆向谜题”——这源自格林斯潘首次使用的“谜题(conundrum)”一词，当时他以此来形容截至 2006 年中美联储经过 17 次加息后，长债收益率仍持续处于低位的情况。现时的“逆向谜题”则跟上述情况相反：**美联储降息，但债息却持续向上。**

这次升势是由财政忧虑、债券发行担忧，以及某程度上投资者担心政策失误的紧张气氛等多项因素造成。对比近代历史，这种模式并不常见；假如“逆向谜题”持续，这可能表示我们已经进入新的经济和市场常态，不再处于低债息时代。

这或许会对资产配置者带来重要启示。在这种环境下，长债收益率必须足以补偿投资者的通胀和财政风险，而债券不能再作为投资组合中可靠的全天候对冲工具。另一方面，更高的折让率将为风险曲线中所有的资产定价带来挑战，风险溢价微薄者尤其容易受到定价调整所影响。这将使投资者寻求一系列新型的替代工具和私人市场，从而增强投资组合的稳健性。假如“逆向谜题”成真，在这种环境下，投资者便有充分理由于 2025 年采取主动和伺机而行的投资方针。

环球信贷 →

为什么企业信贷将继续有需求

美股 →

盈利季度前夕的 2025 年市场预测

市场焦点

欧洲上市房地产行业的机遇

去年底，环球上市房地产行业表现转弱，乃受美联储未来降息时机的不确定性影响。但根据某些上市房地产团队的分析，欧洲部分上市市场的交易价对比其他资产类别和直接房地产行业有吸引的折让。随着私人房地产资本市场有重新开放的迹象，投资额应会继续增加，而上市房地产企业可望从中受惠。

支持这情况的部分原因，是 REIT（房地产投资信托）资产负债表目前的状况良好，杠杆率亦偏低。

鉴于今年欧洲经济增长预测落后于其他地区，某些专家看好较少依赖增长去提供回报的板块，其中包括老人房屋等长线向好主题，以及工业仓库等具入息增长潜力的板块。**环球房地产股票的股息收益率高于广泛市场股票。**

巴西债券 →

探索巴西债券收益率的前景

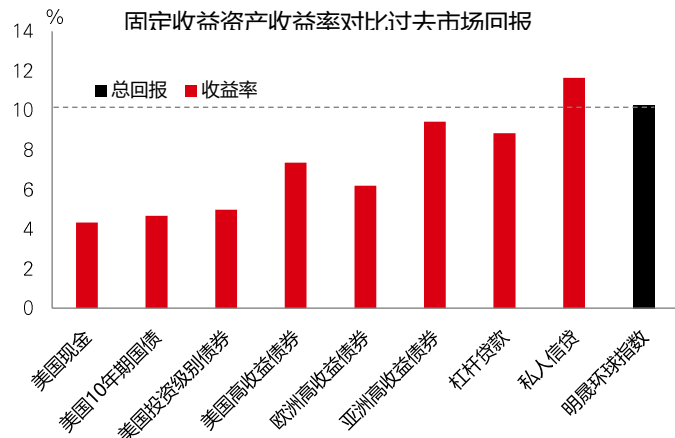
投资价值及其任何收益可升可跌，投资者可能无法收回最初投资的金额。过去表现不能预测未来回报。 仅供参考，不应视为投资特定国家、产品、策略、行业或证券的建议。所表达的任何观点均截至编制为止，如有更改，恕不另行通知。所提供的任何预测、预计或目标仅供参考，概非任何形式保证。收益率水平不获保证，日后可升或可跌。
数据源：汇丰投资管理。Macrobond 及彭博。数据截至 2025 年 1 月 17 日（英国时间上午 7 时 30 分）。

信贷质量

在利率波动、政策不确定性和地缘政治压力之下，环球企业信贷息差目前仍然接近 30 年的低位。本次息差收窄是由强劲的基本面和稳定的技术需求共同推动。

息差受到利润增长强劲和美国经济持续稳健的迹象（尤其是劳工市场）支撑。美国利率仍处于高位，加上市场目前降低进一步放宽政策的预期，高企的信贷收益率对固定收益投资者而言有重大吸引力。正因如此，去年债券发行供应破纪录，但仍受到旺盛需求所吸纳。

在率偏高较长时间的情景下，高杠杆的企业或难以支付利息开支或应对经济增长降温，这令风险较高的信贷会较容易遭受打击。浮动利率息差产品，如证券化信贷或私人信贷，亦应可保持其收益率优势。

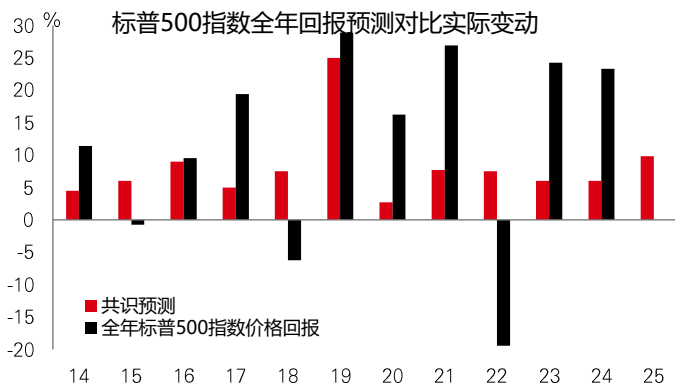


美国的动能

过去两年，标普 500 指数的全年升幅均接近 25%。去年，分析师预期 2024 年的指数价格升幅只有中个位数。这预测现在看来过分悲观，且再次印证预测全年价格走势极为困难。今年，分析师认为指数将上升约 10%。

于 2024 年，利润稳健、“七大科技股”现强势，以及对新政府上台后美国增长复兴的预期，均为推动回报的主要动力。随着 24 年第 4 季盈利季度展开，我们可观察市况能否持续。金融股为首批公布盈利的行业，据慧甚数据显示，预期它们的季度同比利润增长率将会是 11 个行业之中最高，达到 39.5%。整体而言，预期第四季指数的利润将增长 11.7%（同比），而 2025 年全年约增长同比 14.5%。

有一点值得留意，近期标普 500 指数气氛高涨，令估值被推高。指数目前的前瞻 12 个月市盈率为 22 倍（高于 10 年期平均值的 18 倍）。



巴西的挑战

近月，巴西债券和雷亚尔持续受压。走势背后有明显的驱动因素，巴西的结构性财政状况令人忧虑。为了稳定公共债务于国内生产总值的占比，巴西需要有国内生产总值 2% 的盈余。而截至 2024 年第三季末，预算赤字为 9.2%。其通往可持续发展之路可谓漫长而艰辛。

不过，最少在短期内，值得考虑巴西本币资产是否已经超卖。从政策角度来看，国会已批准去年提出的大部分开支控制措施，这可望缓和财政进一步下滑的风险。而财政部亦正制订更多措施以削减开支。

巴西长期债券的实际收益率（以消费物价指数通胀为基础计算）目前已超过 10%，是 2008 年环球金融危机以来的最高水平。



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。数据源：汇丰投资管理。Macrobond、彭博及 Datastream。数据截至 2025 年 1 月 17 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 13 日 (星期一)	中国	贸易结余 (美元)	12 月	1,048 亿	974 亿
	印度	消费物价指数 (同比)	12 月	5.2%	5.5%
1 月 14 日 (星期二)	美国	NFIB 小型企业乐观指数	12 月	105.1	101.7
	美国	生产者价格指数 (环比)	12 月	0.2%	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%
	印度尼西亚	印度尼西亚央行利率	1 月	5.75%	6.00%
	英国	消费物价指数 (同比)	12 月	2.5%	2.6%
1 月 16 日 (星期四)	美国	零售销售 (环比)	12 月	0.4%	0.7%
	韩国	韩国央行基准利率	1 月	3.00%	3.00%
1 月 17 日 (星期五)	中国	零售销售 (同比)	12 月	3.7%	3.0%
	中国	国内生产总值 (同比)	第四季	5.4%	4.6%

本周市场展望

日期	市场	经济数据	数据截至	调查	前期
1 月 20 日 (星期一)	美国	企业盈利	第四季		
	美国	总统就职典礼			
	瑞士	2025 年世界经济论坛年度会议			
1 月 21 日 (星期二)	英国	ILO 失业率	11 月	-	4.3%
1 月 22 日 (星期三)	韩国	国内生产总值预估 (环比)	第四季	0.3%	0.1%
1 月 23 日 (星期四)	日本	消费物价指数 (同比)	12 月	3.4%	2.9%
	挪威	挪威银行活期存款利率	1 月	4.50%	4.50%
	土耳其	CBRT 1 周回购贷款利率	1 月	-	47.50%
1 月 24 日 (星期五)	美国	标普环球综合采购经理指数 (初值)	1 月	-	55.4
	欧元区	标普环球综合采购经理指数 (初值)	1 月	49.7	49.6
	日本	日本央行利率决定	1 月	0.50%	0.25%
	英国	标普环球综合采购经理指数 (初值)	1 月	-	50.4
	印度	标普环球综合采购经理指数 (初值)	1 月	-	59.2

数据源：汇丰投资管理。数据截至 2025 年 1 月 17 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

美国核心消费物价指数通胀温和，提振风险承受能力，美元在当选总统特朗普就职典礼前夕表现强劲。核心政府债券报升，英国政府债券领先美国国债和德国政府债券，受英国通胀低于预期所支持。美股普遍强势，小型股罗素 2000 指数领涨。道琼斯欧洲 50 指数升幅稳健；日本日经 225 指数则因日元转强而向下，投资者提高了对日本央行 1 月加息的预期。其他亚洲股市个别发展。上证综合指数和恒生指数最为强势。韩国 Kospi 指数上周扭转早段跌势，韩国央行暗示维持政策利率不变，但短期内仍会进一步放宽政策。印度 Sensex 指数未能获得动力，企业盈利受关注。商品方面，供应担忧加剧，推动油价升至五个月高位，金价和铜价亦上涨。

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，该内容或随时变更，并不另行通知。该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