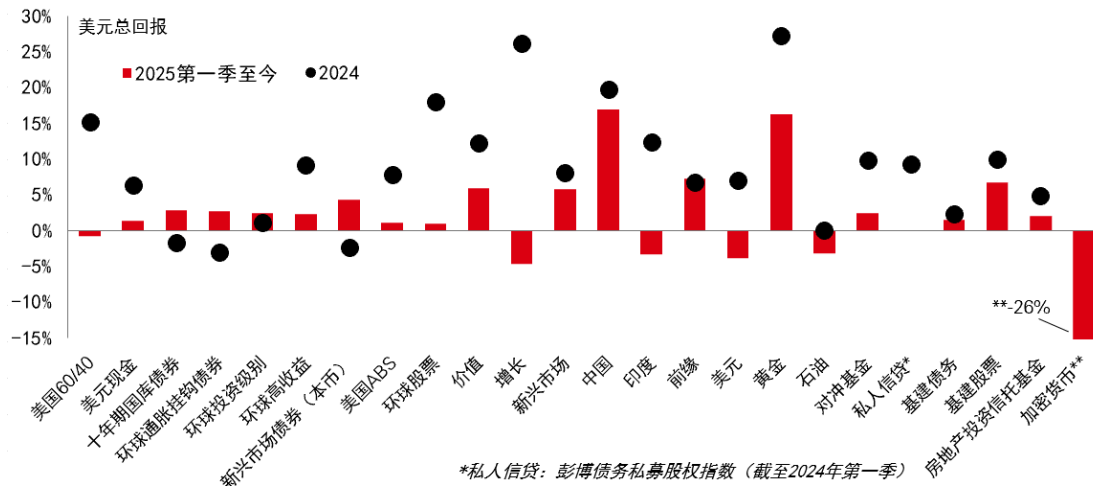


本周重点图表——第一季市场“反复轮转”



投资市场第一季的走势主要由政策不确定性、波幅，以及表现向美国以外的市场扩大所主导。

今季不同资产类别剧烈波动，并出现轮动。其中最明显的是美股遭抛售，其后稍为回升。大型科技股受到最严重打击，虽然其利润增长依然强劲，但动力有所减弱。估值泡沫和中国在人工智能领域的竞争力有增强迹象（可见于科技企业 DeepSeek 的进步），导致信心动摇。对比之下，**欧洲和中国股市录得双位数涨幅，广泛新兴市场亦向上**。这反映了主要风格溢价的走向迅速转变：“价值”上升，而“增长”回落。

踏入今年之前，市场在美国大选过后形成共识，投资者押注美股和美元进一步上升，以及美国债券息率向上。但受到贸易不确定性和美国国内生产总值及利润增长有转弱的迹象影响，上述三项资产在第一季的走向迅速逆转。另一方面，**固定收益资产（包括政府债券和信贷）提供了有效对冲**。其他多元化工具（包括黄金、对冲基金、房地产和基建）则展现出抗跌力。后市将会如何？经历第一季剧烈的转变后，基本情景为 2025 年市场将继续“反复轮转”，而增长前景仍会是投资者面对的重要问题。政策不确定性将会继续为周期带来风险，但目前尚未清楚这种风险会在何时、甚至会否转化至影响实体经济。在第二季，我们或会看到市场不时停滞，投资者和政策官员继续采取观望态度。

风险情景 →

为什么政策不确定性或导致增长“拾级倒下”

财政政策 →

英国在环球形势之下作出的春季声明

市场焦点

中国引领亚洲

中国股市在第一季引领亚洲股市，在科技股推动之下升 17%。香港股市（以 MSCI 香港计算）亦表现出色，金融股领涨。其中一个关键主题是市场向较廉宜的领域轮动，令中国表现领先印度，韩国则跑赢台湾。

现时投资环境审慎，全球政策不确定性引发广泛资金外流（不包括中国股市）。区内货币受美国国库券息率下降和美元指数走弱推动，走势普遍向好，但表现仍然波动。大部分地区的通胀持续缓和，为央行提供空间以专注应付增长风险。多数亚洲经济体的政府债券息率亦相应下降。但印尼属例外，其财政和宏观忧虑导致印尼盾跌至 90 年代末亚洲金融危机以来的最低水平，债券息率亦上行。固定收益方面，环球风险气氛减弱，但亚洲信贷仍保持强韧，高收益债券的表现跑赢投资级别。整体而言，环球贸易政策和区内政治形势仍然是亚洲在 2025 年值得关注的重要议题。

环球房地产 →

投资量增加背后的驱动因素

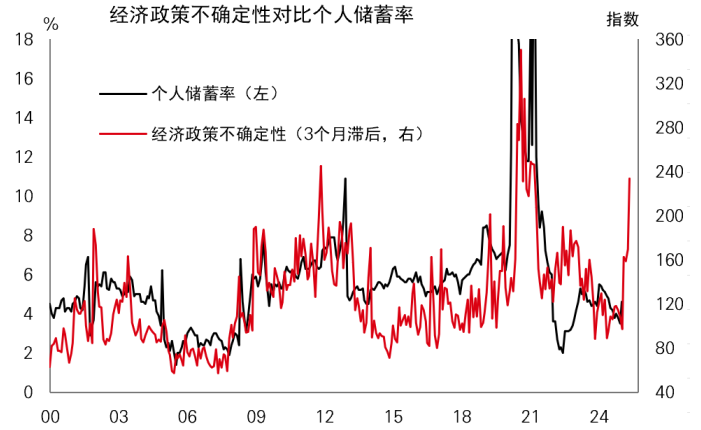
投资价值及其任何收益可升可跌，投资者可能无法收回最初投资的金额。过去表现不能预测未来回报。息率水平不获保证，日后可升或可跌。仅供参考，不应视为投资特定国家、产品、策略、行业或证券的建议。所表达的任何观点均截至编制为止，如有更改，恕不另行通知。所提供的任何预测、预计或目标仅供参考，概非任何形式保证。资料来源：汇丰投资管理。Macrobond 及彭博。有关资产类别指数的详情请参阅第 8 页。数据截至 2025 年 3 月 28 日（英国时间上午 7 时 30 分）。

潜在隐忧？

在异常不确定的前景下，我们值得审视各种风险情况。基本情景“反复轮转”假设了通胀高于目标和增长低于趋势一段时间，但有出现更具破坏力、“拾级倒下”情景的风险。

在极端情况下，美国贸易政策的变化可能会导致实际美国关税税率急升至30年代以来的最高水平。对消费者而言，政策不确定性高企将引发失业忧虑，而这普遍（但不一定）是劳动市场显著恶化的先兆。即使失业率未有急升，但消费者亦会出于审慎而收紧开支。这将进一步阻碍企业投资，拖累利润，最终使股价受压，继而进一步削弱开支——形成恶性循环。

联储局过去或会率先放宽政策，应付不确定性加剧。但风险在于如推行任何大规模关税，均可能造成新一轮物价压力，这代表着只有在确信疲弱经济能够遏止通胀的情况下，当局才会放宽政策。整体而言，这将会是波幅急升、风险资产估值受损的环境，尤其是风险溢价较低的板块。



财政钢索

去年10月，英国财相李韵晴 (Rachel Reeves) 于财政预算案加税并意外地增加公营开支，举动令市场惊讶。其最新的春季预算声明显得较为克制。预算责任办公室下调2025年的增长预测，加上英国政府债券与美国国库券（10年期）的息差自2月中以来已扩大约0.5%，李韵晴公布后置的开支削减措施，藉以符合财政规则。即使出现这些改变，财政空间仍然不大，英国净债务占国内生产总值的比率（不包括英国央行持有的债务）预期仍会趋升。英国正陷入财政钢索的局面——债务担忧为英国政府债券息率带来上行压力，使公共财政恶化。但假如透过削减开支或加税来缩小赤字，则会削弱本来已经低迷的增长。

这对其他成熟经济体而言可能是警示。欧洲方面，德国拥有充足财政空间，近期作出了多项承诺增加公共投资。但如法国和意大利等国家尝试德国的做法，则有较大可能面对与英国相同的制肘。多数政府在释放财政资源以达到社会、经济和地缘政治目标方面均面临压力，而“债市卫士 (bond market vigilante)”亦正在密切关注形势。

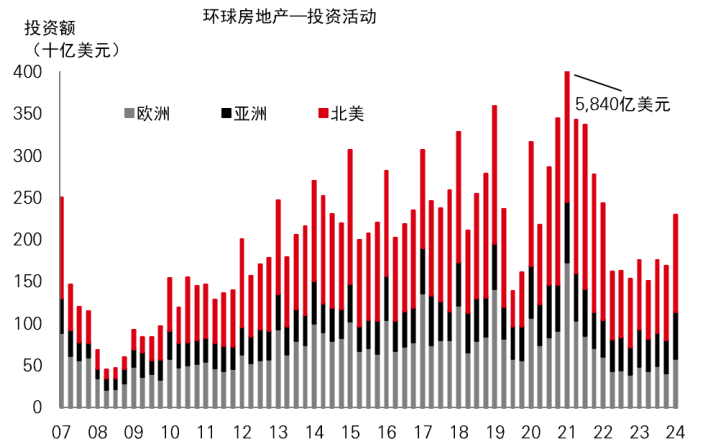


打下基础

环球房地产投资量于去年底回升，2024年第四季较2023年同期增长31%。原因在于投资者把握利率回稳和较低估值。据MSCI数据显示，去年第四季房地产资本价值微升0.2%，而之前的九个季度累积跌16%。

出租率受到发展活动减少所支持，而成本上涨令新项目的经济效益下降。零售为主要受惠领域，稳定的租赁和空置率减少均可推动租金收入。办公室的空置率在第四季保持稳定，但继续处于高位，尤其是美国。另一方面，物流租赁低迷，但预期在2025年将会回升。最后，非传统板块继续带来最强劲的租金增长，包括老人房屋和数据中心租赁。

虽然面对不确定性，一些房地产专家预期2025年的资本价值将有增长，惟动力将来自息增长，而非息率收窄。虽然租赁的前景好坏参半，但发展活动偏少，应可为各板块的物业基本因素带来支撑。



过往表现并非未来回报指标。息率水平不获保证，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。资料来源：汇丰投资管理、Macrobond、彭博、Datastream及Real Capital Analytics。数据截至2025年3月28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 |
|------------|-----|------------------|------|-------|-------|
| 3月24日（星期一） | 美国 | 标普环球综合采购经理指数（初值） | 3月 | 53.5 | 51.6 |
| | 欧元区 | 标普环球综合采购经理指数（初值） | 3月 | 50.4 | 50.2 |
| | 英国 | 标普环球综合采购经理指数（初值） | 3月 | 52.0 | 50.5 |
| | 印度 | 标普环球综合采购经理指数（初值） | 3月 | 58.6 | 58.8 |
| 3月25日（星期二） | 美国 | 经济谘商会消费信心指数 | 3月 | 92.9 | 100.1 |
| | 德国 | IFO 商业信心指数 | 3月 | 86.7 | 85.3 |
| 3月26日（星期三） | 英国 | 消费物价指数（同比） | 2月 | 2.8% | 3.0% |
| | 英国 | 春季财政预算预测 | | | |
| 3月27日（星期四） | 墨西哥 | 墨西哥央行隔夜贷款利率 | 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） | 美国 | 个人消费开支物价指数（同比） | 2月 | - | 2.5% |

本周市场展望

| 日期 | 市场 | 经济数据 | 数据截至 | 调查 | 前期 |
|------------|------|----------------|------|-------|-------|
| 3月31日（星期一） | 日本 | 短观商业景气制造业指数 | 第一季 | 12.0 | 14.0 |
| | 中国 | 国家统计局综合采购经理指数 | 3月 | - | 51.1 |
| 4月1日（星期二） | 美国 | 供应管理协会制造业指数 | 3月 | 49.8 | 50.3 |
| | 美国 | JOLTS 职位空缺 | 2月 | - | 774万 |
| | 巴西 | 制造业采购经理指数 | 3月 | - | 53.0 |
| | 墨西哥 | 制造业采购经理指数 | 3月 | - | 47.6 |
| | 澳大利亚 | 澳洲央行现金目标利率 | 4月 | 4.10% | 4.10% |
| | 欧元区 | 调和消费物价指数初值（同比） | 3月 | 2.3% | 2.3% |
| 4月2日（星期三） | 美国 | 总统特朗普公布关税措施 | 3月 | | |
| 4月3日（星期四） | 美国 | 供应管理协会服务业指数 | 3月 | 53.2 | 53.5 |
| 4月4日（星期五） | 美国 | 非农就业人数变化 | 3月 | 12万 | 15.1万 |

资料来源：汇丰投资管理。数据截至 2025 年 3 月 28 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。

本周市场情况

环球贸易不确定性上周继续笼罩风险市场，美元指数窄幅波动。美国国库券下跌，息率曲线趋陡；欧元区主权政府债券则大致保持不变。美国投资级别和高收益位处近期低位。美股延续温和升势；道琼斯欧洲 50 指数略跌，主要受汽车股报跌拖累，跌幅主要集中在德国 DAX 指数。日本日经 225 指数下跌，出口股转弱。其他亚洲市场大致偏向防守，其中韩国 KOSPI 指数表现最为疲弱，其次为恒生指数和上证综合指数。对比之下，印度 Sensex 指数逆势上行，受金融股强势支持。拉丁美洲方面，墨西哥股市在区内领涨，央行将政策利率下调 0.5%，并发表鸽派指引。商品方面，油价和金价上涨，铜价本周表现波动，收市变动不大。

客户的重要信息：

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予任何人士或实体作任何用途，不论是全部或部分内容。本文件不得分发予美国、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。

本文件内列明的信息及 / 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信息用途的一般市场信息及 / 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。本行没有参与有关信息及意见的准备工作。本行对本文件内的信息及 / 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信息。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信息相关的任何损害、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。

本文件内含的信息未有按您的个人情况审阅。请注意，此信息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，警告您不要过份依赖有关陈述。我们没有义务更新本文件内的前瞻性陈述，不论是基于新信息、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。有关最新信息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。**

*本文件或影片为 HBAP 根据英文报告翻译的译文。HBAP、汇丰银行（中国）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司、汇丰银行（新加坡）有限公司及汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司已采取合理措施以确保译文的准确性。如中英文版本的内容有差异，须以英文版本内容为准。

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