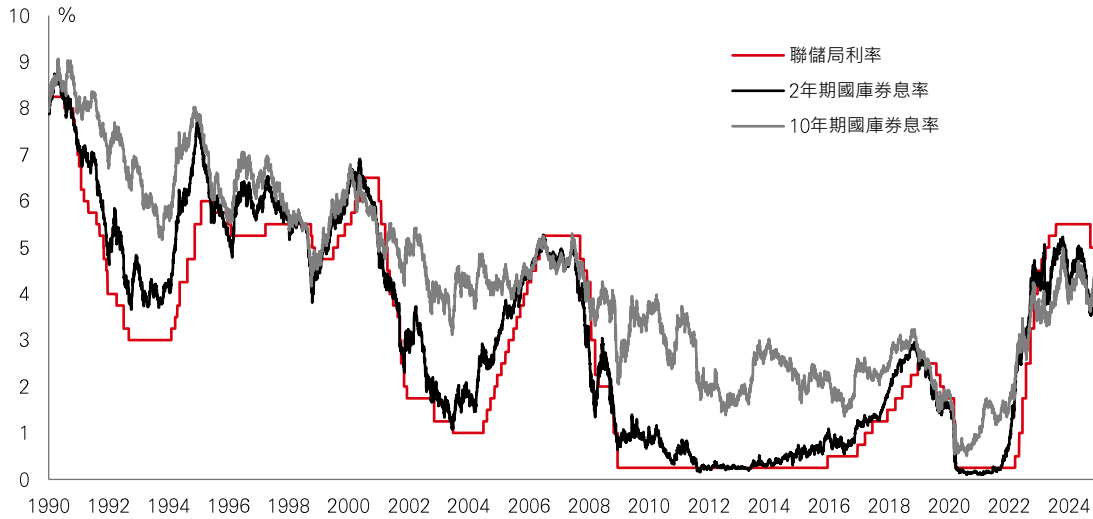


本周重點圖表——逆向謎題



成熟市場政府債券近月大幅下跌。基準的美國 10 年期國庫券息率在周中高見 4.8%，是 2023 年 10 月以來首次錄得此水平。英國 10 年期政府債券息率則升至 4.9%，創 2008 年以來新高。對投資者來說，債券息率突破 5% 會構成甚麼威脅？

一些宏觀市場觀察人士視之為「逆向謎題」——這源自格林斯潘首次使用的「謎題(conundrum)」一詞，當時他以此來形容截至 2006 年中聯儲局經過 17 次加息後，長債息率仍持續處於低位的情況。現時的「逆向謎題」則跟上述情況相反：聯儲局減息，但債息卻持續向上。

是次升勢是由財政憂慮、債券發行擔憂，以及某程度上投資者擔心政策失誤的緊張氣氛等多項因素造成。對比近代歷史，這種模式並不常見；假如「逆向謎題」持續，這可能表示我們已經進入新的經濟和市場常態，不再處於低債息時代。

這或會對資產配置者帶來重要啟示。在這種環境下，長債息率必須足以補償投資者的通脹和財政風險，而債券不能再作為投資組合中可靠的全天候對沖工具。另一方面，更高的折讓率將為風險曲線中所有的資產定價帶來挑戰，風險溢價微薄者尤其容易受到定價調整所影響。這將使投資者尋求一系列新型的替代工具和私人市場，從而增強投資組合的穩健性。假如「逆向謎題」成真，在這種環境下，投資者便有充分理由於 2025 年採取主動和伺機而行的投資方針。

環球信貸 →

為甚麼企業信貸將繼續有需求

美股 →

盈利季度前夕的 2025 年市場預測

市場焦點

歐洲上市房地產的機遇

去年底，環球上市房地產行業表現轉弱，乃受聯儲局未來減息時機的不確定性影響。但根據某些上市房地產團隊的分析，歐洲部分上市市場的交易價對比其他資產類別和直接房地產行業有吸引的折讓。隨着私人房地產資本市場有重新開放的跡象，投資額應會繼續增加，而上市房地產企業可望從中受惠。

支持這情況的部分原因，是 REIT（房地產投資信託）資產負債表目前的狀況良好，槓桿率亦偏低。

鑑於今年歐洲經濟增長預測落後於其他地區，某些專家看好較少依賴增長去提供回報的板塊，其中包括老人房屋等長線向好主題，以及工業倉庫等具息增長潛力的板塊。環球房地產股票的股息收益率高於廣泛市場股票。

巴西債券 →

探索巴西債券息率的前景

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。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。息率水平不獲保證，日後可升或可跌。

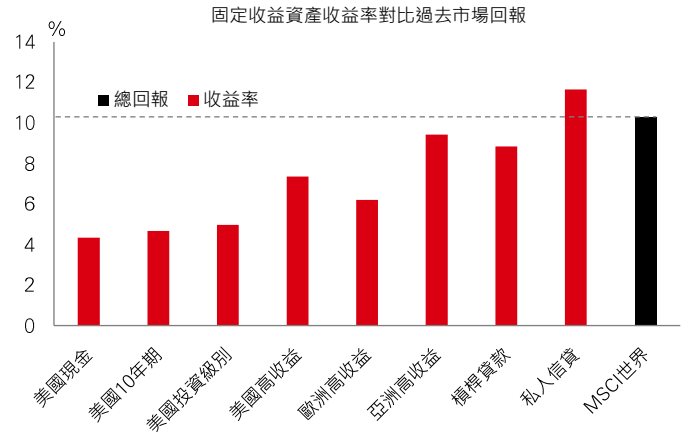
資料來源：滙豐投資管理。Macrobond 及彭博。數據截至 2025 年 1 月 17 日（英國時間上午 7 時 30 分）。

信貸質素

於利率波動、政策不確定性和地緣政治壓力之下，環球企業信貸息差目前仍然接近 30 年的低位。是次息差收窄是由強勁的基本因素和穩定的技術需求共同推動。

息差受到利潤增長強勁和美國經濟持續穩健的跡象（尤其是勞動市場）支撐。美國利率仍處於高位，加上市場目前降低進一步放寬政策的預期，高企的信貸收益率對固定收益投資者而言有重大吸引力。正因如此，去年債券發行供應破紀錄，但仍受到旺盛需求所吸納。

於利率偏高較長時間的情景下，高槓桿的企業或難以支付利息開支或應對經濟增長降溫，這令風險較高的信貸會較容易遭受打擊。浮動利率息差產品，如證券化信貸或私人信貸，亦應可保持其收益率優勢。

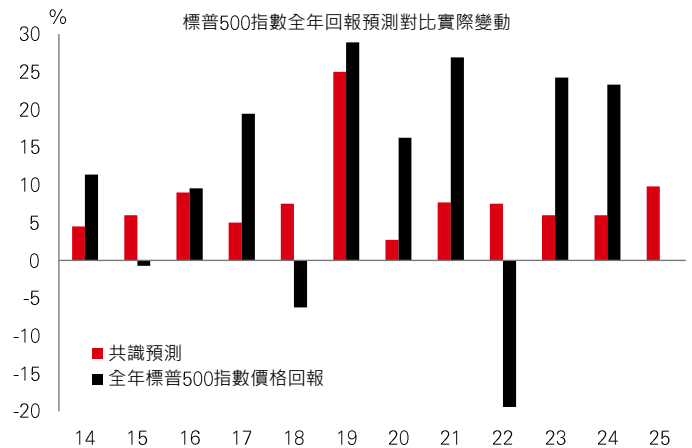


美國的動能

過去兩年，標普 500 指數的全年升幅均接近 25%。去年，分析師預期 2024 年的指數價格升幅只有中個位數。這預測現在看來過分悲觀，且再次印證預測全年價格走勢極為困難。今年，分析師認為指數將上升約 10%。

於 2024 年，利潤穩健、「七大科技股」表現強勢，以及對新政府上台後美國增長復興的預期，均為推動回報的主要動力。隨着 24 年第 4 季盈利季度展開，我們可觀察市況能否持續。金融股為首批公布盈利的行業，據 Factset 數據顯示，預期它們的季度同比利潤增長率將會是 11 個行業之中最高，達到 39.5%。整體而言，預期第四季指數的利潤將增長 11.7%（同比），而 2025 年全年約增長同比 14.5%。

有一點值得留意，近期標普 500 指數氣氛高漲，令估值被推高。指數目前的前瞻 12 個月市盈率為 22 倍（高於 10 年期平均值的 18 倍）。



巴西的挑戰

近月，巴西債券和雷亞爾持續受壓。走勢背後有明顯的驅動因素，巴西的結構性財政狀況令人憂慮。為了穩定公共債務於國內生產總值的佔比，巴西需要國內生產總值 2% 的盈餘。而截至 2024 年第三季末，預算赤字為 9.2%。其通往可持續發展之路可謂漫長而艱辛。

不過，最少在短期內，值得考慮巴西本幣資產是否已經超賣。從政策角度來看，國會已批准去年提出的大部分開支控制措施，這可望緩和財政進一步下滑的風險。而財政部亦正制訂更多措施以削減開支。

巴西長期債券的實際息率（以消費物價指數通脹為基礎計算）目前已超過 10%，是 2008 年環球金融危機以來的最高水平。



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。指數回報假設所有分派將再投資，並未反映費用或開支。資料來源：滙豐投資管理。Macrobond、彭博及 Datastream。數據截至 2025 年 1 月 17 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
1月13日(星期一)	中國	貿易結餘(美元)	12月	1,048億	974億
	印度	消費物價指數(同比)	12月	5.2%	5.5%
1月14日(星期二)	美國	NFIB 小型企業樂觀指數	12月	105.1	101.7
	美國	生產者價格指數(環比)	12月	0.2%	0.4%
1月15日(星期三)	美國	消費物價指數(同比)	12月	2.9%	2.7%
	印尼	印尼央行利率	1月	5.75%	6.00%
	英國	消費物價指數(同比)	12月	2.5%	2.6%
1月16日(星期四)	美國	零售銷售(環比)	12月	0.4%	0.7%
	韓國	韓國央行基準利率	1月	3.00%	3.00%
1月17日(星期五)	中國	零售銷售(同比)	12月	3.7%	3.0%
	中國	國內生產總值(同比)	第四季	5.4%	4.6%

本周市場展望

日期	市場	經濟數據	數據截至	調查	前期
1月20日(星期一)	美國	企業盈利	第四季		
	美國	總統就職典禮			
	瑞士	2025年世界經濟論壇年度會議			
1月21日(星期二)	英國	ILO 失業率	11月	-	4.3%
1月22日(星期三)	韓國	國內生產總值預估(環比)	第四季	0.3%	0.1%
1月23日(星期四)	日本	消費物價指數(同比)	12月	3.4%	2.9%
	挪威	挪威銀行活期存款利率	1月	4.50%	4.50%
	土耳其	CBRT 1周回購貸款利率	1月	-	47.50%
1月24日(星期五)	美國	標普環球綜合採購經理指數(初值)	1月	-	55.4
	歐元區	標普環球綜合採購經理指數(初值)	1月	49.7	49.6
	日本	日本央行利率決定	1月	0.50%	0.25%
	英國	標普環球綜合採購經理指數(初值)	1月	-	50.4
	印度	標普環球綜合採購經理指數(初值)	1月	-	59.2

資料來源：滙豐投資管理。數據截至 2025 年 1 月 17 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。

美國核心消費物價指數通脹溫和，提振風險胃納，美元在當選總統特朗普就職典禮前夕表現整固。核心政府債券報升，英國政府債券領先美國國庫券和德國政府債券，受英國通脹低於預期所支持。美股普遍強勢，小型股羅素 2000 指數領漲。道瓊斯歐洲 50 指數升幅穩健；日本日經 225 指數則因日圓轉強而向下，投資者提高了對日本央行 1 月加息的預期。其他亞洲股市個別發展。上證綜合指數和恒生指數最為強勢。南韓 KOSPI 指數上周扭轉早段跌勢，韓國央行暗示維持政策利率不變，但短期內仍會進一步放寬政策。印度 Sensex 指數未能獲得動力，企業盈利受關注。商品方面，供應擔憂加劇，推動油價升至五個月高位，金價和銅價亦上漲。

客戶的重要資訊：

警告：本文件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內容審慎行事。如您對本文件的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

本文件由香港上海滙豐銀行有限公司（「本行」）在香港經營受管制業務期間發佈，可在其他可合法分發本文件的司法管轄區進行分發，並僅供收件人使用。本文件內容不得複製或進一步分發予任何人士或實體作任何用途，不論是全部或部分內容。本文件不得分發予美國、加拿大或澳洲，或任何其他分發本文件屬非法行為的司法管轄區。所有未經授權複製或使用本文件的行為均屬使用者的責任，並可能引致法律訴訟。

本文件沒有合約價值，並不是且不應被詮釋為進行任何投資買賣，或認購或參與任何服務的要約或要約招攬或建議。本行並沒有建議或招攬任何基於本文件的行動。

本文件內列明的資訊及 / 或表達的意見由滙豐環球投資管理有限公司提供。我們沒有義務向您發佈任何進一步的刊物或更新本文件的內容，該等內容或隨時變更，並不另行通知。該等內容僅表示作為一般資訊用途的一般市場資訊及 / 或評論，並不構成買賣投資項目的投資建議或推薦或回報保證。本行沒有參與有關資訊及意見的準備工作。本行對本文件內的資訊及 / 或意見之準確性及 / 或完整性不作任何擔保、申述或保證，亦不承擔任何責任，包括任何從相信為可靠但未有獨立進行驗證的來源取得之第三方資訊。任何情況下，本行或滙豐集團均不對任何與您使用本文件或依賴或使用或無法使用本文件內資訊相關的任何損害、損失或法律責任承擔任何責任，包括但不限於直接或間接、特殊、附帶、相應而生的損害、損失或法律責任。

如您持有滙豐環球投資管理有限公司管理的個人投資組合，本文件內的意見不一定代表目前投資組合的構成部分。滙豐環球投資管理有限公司管理的個人投資組合主要反映個別客戶的投資目標、風險喜好、投資年期及市場流動性。

本文件內含的資訊未有按您的個人情況審閱。請注意，此資訊並非用作協助作出法律、財政或其他諮詢問題的決定，亦不應作為任何投資或其他決定的依據。您應根據您的投資經驗、目標、財政資源及有關情況，仔細考慮所有投資觀點及投資產品是否合適。您可自行作出投資決定，但除非向您出售產品的中介人根據您的財政情況、投資經驗及投資目標，向您說明該產品適合您，否則不應投資於任何產品。您應細閱相關產品銷售文件了解詳情。

本文件內部分陳述可視為前瞻性陳述，提供目前對未來事件的預期或預測。有關前瞻性陳述並非未來表現或事件的擔保，並涉及風險及不穩定因素。該等陳述不代表任何一項投資，僅用作說明用途。客戶須注意，不能保證本文件內描述的經濟狀況會在未來維持不變。實際結果可能因多種因素而與有關前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。我們不保證該等前瞻性陳述內的期望將獲證實或能夠實現，警告您不要過份依賴有關陳述。我們沒有義務更新本文件內的前瞻性陳述，不論是基於新資訊、未來事件或其他原因，亦沒有義務更新實際結果與前瞻性陳述預期不同的原因。

投資涉及風險，必須注意投資的資本價值，且所得收益可升可跌，甚至變得毫無價值，投資者可能無法取回最初投資的金額。本文件內列出的過往表現並非未來表現的可靠指標，不應依賴任何此內的預測、預期及模擬作為未來結果的指標。有關過往表現的資料可能過時。有關最新資訊請聯絡您的客戶經理。

任何市場的投資均可能出現極大波動，並受多種因直接及間接因素造成不同幅度的突發波動影響。這些特徵可導致涉及有關市場的人士蒙受巨大損失。若提早撤回或終止投資，或無法取回投資全額。除一般投資風險外，國際投資可能涉及因貨幣價值出現不利波動、公認會計原則之差別或特定司法管轄區經濟或政治不穩而造成的資本損失風險。範圍狹窄的投資及較小規模的公司一般會出現較大波動。不能保證交易表現正面。新興市場的投資本質上涉及較高風險，可能較其他成熟市場固有的投資出現較大波動。新興市場的經濟大幅取決於國際貿易，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貿易國家實施或協商的保障措施不利影響。有關經濟亦一直並可能繼續受其貿易國的經濟情況不利影響。**互惠基金投資受市場風險影響，您應細閱所有計劃相關文件。**

版權所有 © 香港上海滙豐銀行有限公司 2025。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）複製或傳送本刊物任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。

由香港上海滙豐銀行有限公司刊發

Issued by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited