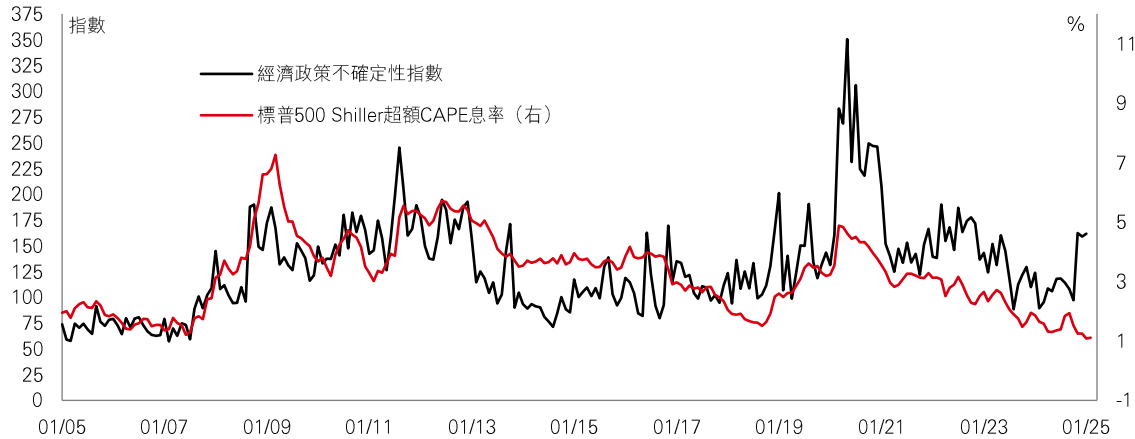


# 滙豐每周專訊

2025年2月10日

## 本周重點圖表——政策不確定性與股市估值



環球政策不確定性的量化指標正在上升。上周一如過去數周般，投資者需要應付市場再次出現短暫波動。

環球股市轉弱，反映政策不確定性為利潤構成挑戰，同時引發進一步風險規避。另一方面，政府債券息率曲線「趨平」（詳見第2頁），因市場預料通脹回落過程可能波折重重。

此外，美元作為避險貨幣的角色，繼續因政策不確定性增加而走強。但美元在外匯市場領先了一段時間後，投資者開始質疑其「王者」地位能否繼續保持。畢竟，美元處於高位，而聯儲局在2025年仍會減息，且美國財政赤字龐大。投資者需要考慮美元進一步強勢可能僅屬暫時性。

市場傾向避險的另一個跡象是金價上漲。在過去12個月，金價持續向上。近期政策不確定性增加，令這個趨勢持續。

整體而言，新一輪波動為繼1月債息急升和人工智能交易波動後，今年第三次市場波動，這鞏固了這一觀點：市場在2025年將走勢動盪，惟於沒有衰退、進一步減息和利潤穩健之下整體環境依然大致利好。此環境稱為「波動的金髮女孩 (volatile Goldilocks)」情況。

### 市場焦點

#### 對沖波幅

波幅是今年市場的一個特徵，對於資產配置人士來說，多元化策略十分重要。有一項資產類別在2024年錄得強勁表現後，於這種環境下有望繼續表現理想，這便是對沖基金。

在市場波幅較高時，對沖基金的往績記錄往往跑贏環球平衡型投資組合。此外，如把對沖基金納入不同策略的多元化投資組合，其波幅與傳統資產相比亦表現良好。事實上，近期的波動亦明顯地影響加密貨幣，而對比加密貨幣這樣的非傳統多元化工具，對沖基金或可提供較佳的抗逆能力。

重點是，對沖基金策略可以透過多種方式從波幅中獲利，包括長倉及短倉部署，以及套戥機會。面對高度不確定性，對沖基金將有新的機會可把握相關波幅。**2025年不確定性和市場波幅增加，或可讓對沖基金發揮優勢，有助提升回報，同時提供若干程度的下行保障。**

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。多元化並不能確保盈利或防止虧損。

資料來源：滙豐投資管理、Macrobond 及彭博。數據截至2025年2月7日（英時間上午7時30分）。

政府債券 →

探討美國政府債券息率的前景

企業盈利 →

財報季度及近期利潤預期的趨勢

印度股票 →

聯邦財政預算對股價的影響

### 息率曲線的吸引力

美國 10 年期國庫券息率在 1 月中見頂以來，息率曲線趨平了大約 0.20%。不過，一些分析師仍然認為趨勢將會是「結構性趨陡」。聯儲局進一步逐漸放寬政策的前景，應會為兩年期息率帶來下行壓力，而 10 年期息率進一步下跌會受到兩大因素所限制。首先是美國政府債務高企及持續上升，情況短期內出現改變的機會不大。第二是地緣政治和國際貿易環境更加碎片化，意味通脹波幅加劇。

由於投資者期望持有較長期債務可獲得更大補償，美國國庫券的年期溢價可能因而趨向上行，導致曲線逐漸走向陡峭。此外，假如增長不及預期，令聯儲局大幅放寬政策，息率曲線將急速地趨向陡峭。

萬一聯儲局被迫上調基金利率，上述這觀點便有可能出錯。但鑑於主席鮑威爾認為政策「具有顯著限制力度」，且聯邦公開市場委員會不希望勞動市場「再有任何降溫」，因此這種情況發生的門檻相當高。

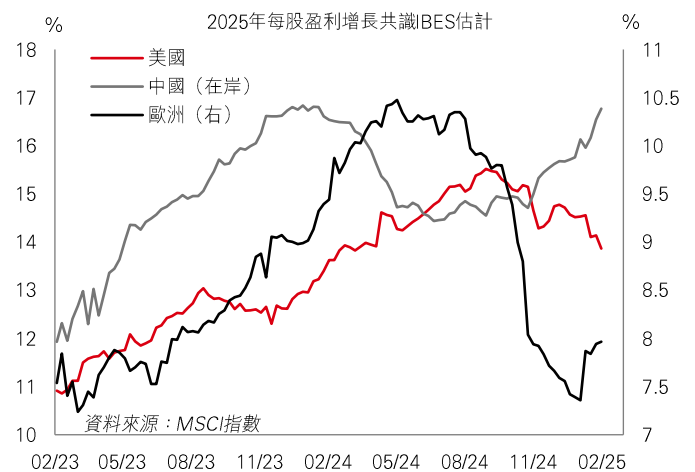


### 盈利擴大？

美國財報季度上周已接近中段，標普 500 指數內的一些大型科技公司已公布 2024 年第四季業績。近期「人工智能交投」動盪過後，科技業的利潤前景受到密切關注，尤其是考慮到行業的估值高企。部分「七大科技股」的股價因利潤稍遜預期、資本開支高企及前瞻指引令人失望而受到打擊。

從第四季的按年利潤增長來看，金融股引領指數，通訊服務和科技股亦超出預期。增長落後的行業包括工業、能源和材料。

雖然美國利潤增長前景穩健，但 2025 年的共識預期近日有所下調。對比之下，歐洲和中國去年的利潤增長前景欠佳，但 2025 年的預測上調，這確認了利潤增長擴大至美國以外、相對估值便宜得多的市場。歐洲方面，由於市場氣氛疲弱，表現帶來驚喜的門檻較低。至於中國，今年進一步推行政策刺激，可能有助表現回勇。



### 印度的增長計劃

印度近期公布 2025-2026 財年聯邦財政預算，致力在促進增長、維持資本開支和堅持財政緊縮方向之間取得平衡。

印度經濟去年出現周期性放緩，因此，財政預算的重點之一是削減入息稅，以鼓勵消費開支。另一方面，公路和鐵路的資本開支將保持平穩，其他範疇則有輕微增長。財政赤字方面，25-26 財年的削減財赤目標為 4.4%，對比 24-25 財年為 4.8%。

受財政預算影響，消費股上揚，而一些鐵路、工業和對資本開支敏感的股票則出現調整。印度股市自去年 9 月見頂以來持續轉弱，24 年盈利預期已下降 3%。隨着泡沫估值紓緩，大型股 Nifty 50 指數目前的遠期市盈率為 19.3 倍，與其五年期平均值相若。然而，主要行業（金融業除外）繼續有溢價，在短期預期高企之下，可能容易受到宏觀經濟或利潤失望所打擊。主動型選股仍然是關鍵。



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。多元化並不能確保盈利或防止虧損。資料來源：滙豐投資管理、Macrobond、彭博及 Datastream。數據截至 2025 年 2 月 7 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
2月1日(星期六)	印度	印度聯邦預算			
2月3日(星期一)	美國	供應管理協會製造業指數	1月	50.9	49.2
	巴西	標普環球製造業採購經理指數	1月	50.7	50.4
	印度	標普環球製造業採購經理指數(終值)	1月	57.7	56.4
	歐元區	調和消費物價指數初值(同比)	1月	2.5%	2.4%
2月4日(星期二)	美國	JOLTS 職位空缺	12月	7.60 百萬	8.16 百萬
	墨西哥	標普環球製造業採購經理指數	1月	49.1	49.8
2月5日(星期三)	美國	供應管理協會服務業指數	1月	52.8	54.0
2月6日(星期四)	墨西哥	墨西哥央行隔夜貸款利率	1月	9.50%	10.00%
	英國	英國央行貨幣政策委員會基準利率	2月	4.50%	4.75%
2月7日(星期五)	印度	印度央行回購利率	2月	6.25%	6.50%
	美國	非農就業變動	1月	-	25.6 萬
	美國	密歇根大學信心指數(初值)	2月	-	71.1

### 下周市場展望

日期	市場	經濟數據	數據截至	調查	前期
2月9日(星期日)	中國	消費物價指數(同比)	1月	0.4%	0.1%
2月10日(星期一)	美國	盈利	第四季		
2月11日(星期二)	美國	NFIB 小型企業樂觀指數	1月	104.0	105.1
2月12日(星期三)	美國	消費物價指數(同比)	1月	2.9%	2.9%
	印度	工業生產(同比)	12月	3.8%	5.2%
	印度	消費物價指數(同比)	1月	4.6%	5.2%
2月13日(星期四)	美國	生產者價格指數(環比)	1月	0.3%	0.2%
	英國	國內生產總值初值(環比)	第四季	-	0.0%
	菲律賓	央行政策利率	2月	5.50%	5.75%
2月14日(星期五)	美國	零售銷售(環比)	1月	0.0%	0.4%
	美國	工業生產(環比)	1月	0.3%	0.9%

資料來源：滙豐投資管理。數據截至 2025 年 2 月 7 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。

環球政策不確定性在上周升溫，拖累風險市場。雖然美元指數表現整固，但核心政府債券因美國宏觀數據遜預期而上升，其中歐元區債券和英國政府債券表現稍勝美國國庫券。英國央行將利率下調 0.25%，其中兩名成員支持下調 0.50%。股市方面，美股上周扭轉初期跌勢，受惠於美國債券息率下降。道瓊斯歐洲 50 指數升幅強勁，受多項盈利公布造好推動；日本日經 225 指數下跌，投資者對外圍不確定性保持審慎，且日圓兌美元走強。其他亞洲股市普遍造好，香港恒生指數和中國內地上證綜合指數在農曆新年假期後追趕升勢。商品方面，油價下跌，金價和銅價則向上。

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。指數回報假設所有分派將再投資，並未反映費用或開支。您不能直接投資於指數。資料來源：滙豐投資管理、Macrobond 及彭博。數據截至 2025 年 2 月 7 日（英國時間上午 7 時 30 分）。註：資產類別表現由不同指數代表。環球股票：MSCI ACWI 淨總回報美元指數。環球新興市場股票：MSCI 新興淨總回報美元指數。企業債券：彭博巴克萊環球高收益總回報指數（價值未對沖）。彭博巴克萊環球投資級別總回報指數（未對沖）。政府債券：彭博巴克萊環球債券總回報指數。摩根大通 EMBI 環球總回報（本地貨幣）。商品及房地產：黃金現貨美元/ 安士/ 其他商品：標普 GSCI 總回報 CME。房地產：富時 EPRA/NAREIT 環球指數總回報美元。以上所有數據均為美元、總回報及月初至今。

## 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，均有機會受到滙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](http://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。