

市場導航

2025年2月

大新銀行經濟研究及投資策略部

關稅政策反覆或增市場波動

環球股市1月向好。美國經濟數據好壞參半，而特朗普正式就任美國總統後暫未對華公布大幅加徵關稅措施，支持環球股市上升3.4%。美國大型科技股急挫限制美股表現，美股升2.8%。特朗普暫未對歐洲及英國採取針對性關稅措施，歐元區股市升7.7%，跑贏其他成熟市場。港股升1.2%，中國內地A股跌2.8%。金融股受壓，拖累印度股市下跌3.6%，跑輸環球股市。

債券市場整體靠穩，環球債券、主權債券及投資級別企業債券1月均升0.6%。信貸息差顯著收窄，支持高收益債券上升1.2%，跑贏整體債券。油價反覆靠穩，1月升1.1%；金價再創紀錄新高，月內一度突破2,800美元一盎司，全月升6.6%，創去年3月以來最大月度升幅。（所有表現截至1月31日，總回報按美元計算；香港及內地A股表現按本地貨幣計算。）

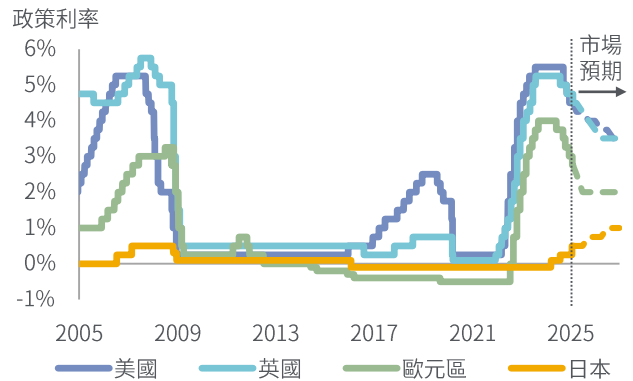
- 環球股市1月上升逾3%，歐元區股市跑贏整體股市
- 中美關係或再趨緊張，短線預料會不利香港及中國內地股市氣氛
- 關稅政策的不明朗性，避險貨幣及資產短線或會相對受惠

圖一：特朗普關稅政策及各國回應

中國	<ul style="list-style-type: none">• 美國向所有中國進口貨加徵10%關稅• 中國宣布一系列反制措施，包括：<ul style="list-style-type: none">- 向美國進口煤炭及液化天然氣加徵15%關稅；進口原油及農業機器加徵10%關稅- 調查谷歌涉及違反反壟斷法、將兩間美國企業加入不可靠實體清單- 限制鎢、鉍、鉬等相關物料出口
加拿大/墨西哥	<ul style="list-style-type: none">• 美國暫緩對加拿大及墨西哥加徵25%關稅三十日• 加拿大及墨西哥派駐一萬人守衛邊境• 加拿大承諾措施：任命芬太尼總管及將販毒集團列為恐怖份子、與美國聯合打擊有組織犯罪、芬太尼及洗錢活動等

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年2月7日。

圖二：主要央行貨幣政策走勢背馳



美落實對華加徵關稅 貨幣政策分化趨明確

美國總統特朗普就任後逐步履行競選承諾，向包括中國等國家的貨品加徵（或威脅加徵）關稅，北京旋即公布多項反制措施（圖一）；而墨西哥及加拿大則迅速回應了特朗普政府的部分要求，美國同意暫緩向兩國加徵關稅三十天。中國的反制措施相對美國加徵的關稅而言十分溫和，或反映北京避免緊張關係進一步升級，影響日後的談判。

我們認為，美國若大規模上調進口貨品關稅，固然可能引致貿易量減少及匯率波動加劇，對經濟和金融市場或帶來廣泛影響，但關稅實際衝擊規模難以預料，因為往後發展（包括涉及貨品之總額、持續時間長短、稅率會否調整等）均會受談判進展和各國政策回應所左右。

另一方面，主要央行貨幣政策路徑分化在1月更趨明確（圖二）。聯儲局在1月份議息會議維持利率不變，歐洲央行減息0.25%，日本央行則相反，加息0.25%。美國通脹仍較為高企，回落至2%目標的進展不大，密歇根大學的調查更指消費者預料未來一年通脹可能反彈至4%以上，市場猜測聯儲局今年僅能減息一至兩次。歐元區經濟有下行風險，歐洲央行今年持續有減息壓力。日本工資增長加快，預料會支持日本央行今年繼續上調利率。

續後頁

內地人工智能突破性發展 刺激港股反彈

內地人工智能模型DeepSeek引來全球關注，加上半導體核心技術或有突破性發展，香港及內地上市的科技股進入2月升幅擴大，帶動恒指重上21,000點，局部抵銷中美關係或再趨緊張的不明朗因素。中線而言，面對外貿前景不明朗，內地政策或更傾向支持內需，若內地提振消費及內需政策落實，經濟有明顯改善跡象，或有助支持港股及中國內地A股表現。人工智能和半導體技術突破能否演化為可持續的盈利增長動力，仍有待觀察。我們暫時維持中國內地及香港股市的中性觀點。

美國大幅加徵關稅，短線料續利好美元兌主要貨幣，而人民幣可能有貶值壓力，以抵銷關稅上調的影響。歐盟料為美國下一加徵關稅的主要目標，歐元及歐元資產可能表現波動。關稅政策的不明朗性可能影響美國通脹回落步伐，市場對聯儲局今年減息的預期進一步降溫，美國較短年期國庫券孳息率可能略為反彈，而避險貨幣及資產（包括日圓、瑞郎、中長年期美國國庫券、黃金等）短線或會相對受惠。不過，若貿易戰的威脅暫時得以解除，各類風險資產及非美元貨幣或會出現紓緩性反彈。

資產類別投資觀點及展望

股票

成熟市場

美國 ▼

特朗普就任總統，其政策方針包括延續減稅及放寬監管等，或會較利好經濟和企業盈利增長。美股估值偏高，市場近日略為調整人工智能相關板塊的盈利前景，美股在高位短線或有整固。中長線亦可望繼續受惠特朗普的擴張性經濟政策及人工智能相關科技發展。

歐元區 ▶

歐洲經濟復甦有停滯跡象，特朗普當選亦為美歐在關稅及軍費爭端上增添不明朗因素，加上法國的政治動盪以及俄烏局勢發展的不明朗性，或限制歐洲股市表現。歐洲央行有望繼續減息，中線或為歐元區股市帶來支持。

日本 ▶

日本貨幣政策仍然保持相對寬鬆，日本政府支持半導體及人工智能相關行業發展，繼續有利當地科技企業發展及經營前景，或為日股帶來一定支持。中線而言，美國仍有望繼續降息，日本央行仍有可能逐步收緊貨幣政策，美日息差或再度收窄，若日圓再度走強，或將是日本股市的一大風險。

亞洲市場

香港¹ ▶

內地人工智能模型引來全球關注，加上半導體核心技術或有突破性發展，科技股帶動香港及內地股市回升，但這些突破能否演化為可持續的盈利增長動力，仍有待觀察。未來內地經濟動力、房地產市場表現、貨幣及財政政策政策前景、聯儲局減息步伐，以及特朗普的對華政策，均可能左右中國內地及香港股市走勢。兩地股市估值相比環球股市仍有較大折讓。

中國內地 ▶

其他亞洲市場 ▼

其他亞洲市場方面，台灣股市中長線或續受惠於人工智能推動高端半導體等科技產業需求。印度及部分東盟國家經濟增長領先其他主要經濟體，或續支持印度及東盟股市。南韓的政治風波暫告一段落，經濟表現穩健短線或支持南韓股市表現。

¹ 包括香港上市的香港和中國股票（H股、紅籌及民企）

其他新興市場 ▲

美國關稅政策或影響商品需求，美國債息可能高企一段時間，美元走勢或續偏強，短線或不利新興市場貨幣及股市表現。部分新興市場貨幣跌幅顯著，拖累相關資產以美元計價的表現。

債券

主權 ▶

投資級別企業 ▶

高收益企業 ▶

市場逐步消化聯儲局2025年放慢減息步伐預期，部分就業指標有降溫跡象，加上關稅政策牽動避險情緒，中長年期美國國庫券孳息率由逾一年高位回落。另一方面，德國、法國、英國的財政前景令市場感到不安，同時通脹略為回升以及美國可能減慢減息步伐也導致歐洲債券出現重新訂價。主權債券及投資級別債券收益率相對十年平均保持較大溢價，估值仍然吸引。

高收益企業債券近月表現稍勝其他債券，但信貸息差遠低於十年平均水平，反映估值偏高。

新興市場 ▶

亞洲 ▶

市場觀望特朗普政府的關稅政策，包括亞洲在內的新興市場債券，短線或表現反覆。中國內地進一步推出更多具體措施改善內需，對新興市場美元債券（尤其是亞洲債市）有一定支持。

其他資產

商品

黃金 ▼

原油 ▶

金價經過兩個月整固後，再創歷史新高，突破2,800美元，主要受惠特朗普上任後陸續對各國展開加徵關稅計劃及談判，推動避險情緒升溫。若關稅談判進程反覆，避險情緒或續支持金價表現。聯儲局有望放慢減息步伐、美元回升及實質利率調頭向上，或限制金價上升動力。

油價1月升穿80美元後回落。市場關注中美或面臨新一輪貿易戰，可能不利中國經濟前景，加上特朗普上任後中長線或增加原油生產，可能不利油價前景。中國內地表明將大力提振消費為首要任務，石油輸出國組織亦延後增產計劃，或助抵銷部分負面影響。

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年2月6日。

各類資產/貨幣表現

股票

資產類別	基準指數	表現						估值			盈利能力	
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	股息率	預期市盈率	相對十年平均	股本回報	市場預期盈利增長
環球市場	MSCI環球淨回報美元指數	+3.4%	+3.4%	+4.7%	+7.4%	+20.7%	+27.4%	1.8%	18.6x	+14%	13.6%	+9.5%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	+3.5%	+3.5%	+5.5%	+8.0%	+21.4%	+31.4%	1.7%	19.7x	+16%	14.0%	+8.6%
亞洲 (日本除外)	MSCI亞洲 (日本除外) 淨回報美元指數	+0.7%	+0.7%	-2.4%	+2.9%	+19.3%	-0.9%	2.5%	12.7x	-1%	10.8%	+13.9%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	+1.8%	+1.8%	-2.0%	+1.5%	+14.8%	-2.1%	2.7%	12.0x	-0%	11.7%	+14.8%
成熟市場												
美國	標普500淨總回報指數	+2.8%	+2.8%	+6.1%	+9.9%	+25.9%	+38.2%	1.2%	22.1x	+20%	17.6%	+15.4%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	+7.7%	+7.7%	+4.2%	+3.7%	+10.0%	+17.3%	3.1%	14.2x	+1%	10.8%	+6.0%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	+5.2%	+5.2%	+3.7%	+1.6%	+14.7%	+21.8%	3.7%	12.0x	-7%	10.3%	+6.8%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	+1.6%	+1.6%	+1.9%	-2.2%	+5.1%	+16.2%	2.2%	15.6x	+5%	9.8%	+2.0%
亞洲 (日本除外)												
香港	恒生淨總回報指數	+1.2%	+1.2%	+0.1%	+18.2%	+36.6%	-4.8%	4.1%	9.1x	-13%	10.6%	+4.6%
香港 (中國)	恒生中國企業淨總回報指數	+1.8%	+1.8%	+2.2%	+22.5%	+48.2%	-1.4%	4.1%	8.4x	+4%	11.4%	+5.7%
中國A股	滬深300淨總回報指數	-2.8%	-2.8%	-1.5%	+11.8%	+22.3%	-10.1%	3.0%	12.6x	+1.2%	10.1%	+21.9%
中國 (MSCI)	MSCI中國淨回報美元指數	+0.9%	+0.9%	-1.0%	+16.6%	+34.8%	-13.9%	2.9%	9.9x	-13%	11.3%	+9.6%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	+6.3%	+6.3%	-7.1%	-18.5%	-9.5%	-21.2%	2.2%	8.4x	-17%	7.3%	+39.8%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	+3.3%	+3.3%	+2.9%	+12.1%	+40.5%	+29.7%	2.2%	16.8x	+17%	14.3%	+31.0%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	-3.6%	-3.6%	-6.8%	-11.8%	+4.7%	+20.9%	1.2%	21.2x	+10%	15.4%	+15.5%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	-0.3%	-0.3%	-1.5%	+8.0%	+15.7%	+7.9%	4.1%	13.2x	-10%	10.7%	+3.9%
新興市場												
歐洲、中東及非洲	MSCI新興歐洲、中東及非洲淨回報美元指數	+4.5%	+4.5%	+3.6%	+3.7%	+11.4%	-16.5%	3.7%	10.6x	+9%	12.5%	+15.9%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	+9.5%	+9.5%	-2.8%	-5.4%	-15.3%	+8.5%	5.6%	8.5x	-26%	15.1%	+14.0%

債券

資產類別	基準指數	表現						估值			利率風險	
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	收益率	十年平均	信貸息差 (基點)	十年平均	存續期
環球債券	彭博環球多元債券指數	+0.6%	+0.6%	-1.1%	-0.4%	+0.6%	-9.7%	3.86%	2.34%	42.0	63.6	6.5
主權債券	彭博環球政府債券指數	+0.6%	+0.6%	-1.6%	-1.0%	-0.8%	-13.9%	3.07%	1.56%	12.8	17.6	7.0
投資級別	彭博環球企業債券指數	+0.6%	+0.6%	-0.8%	+0.3%	+2.3%	-4.2%	4.71%	3.13%	84.6	125.4	6.0
高收益	彭博環球高收益企業債券指數	+1.2%	+1.2%	+1.1%	+3.9%	+8.6%	+10.6%	6.94%	6.36%	280.0	428.0	3.3
新興市場 (美元)	彭博新興市場美元債券指數	+1.1%	+1.1%	+1.0%	+3.5%	+8.3%	+2.3%	6.58%	5.59%	208.5	318.2	6.2
亞洲 (美元)	彭博新興市場亞洲美元債券指數	+0.7%	+0.7%	+0.2%	+1.8%	+5.3%	+2.0%	5.50%	4.51%	106.9	217.2	5.3

其他資產/貨幣

資產類別	基準指數	表現					
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年
商品	彭博商品指數	+3.6%	+3.6%	+4.3%	+6.1%	+3.8%	-5.2%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	+1.1%	+1.1%	+4.7%	-6.9%	-4.4%	-17.7%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	+2.8%	+2.8%	+4.9%	-4.9%	-6.1%	-15.8%
現貨黃金	現貨黃金	+6.6%	+6.6%	+2.0%	+14.3%	+37.2%	+55.7%
美元	美匯指數	-0.1%	-0.1%	+4.2%	+4.1%	+4.9%	+12.3%
歐元	歐元兌美元	+0.1%	+0.1%	-4.8%	-4.3%	-4.2%	-7.8%
英鎊	英鎊兌美元	-1.0%	-1.0%	-3.9%	-3.6%	-2.3%	-7.8%
澳元	澳元兌美元	+0.5%	+0.5%	-5.5%	-5.0%	-5.3%	-12.0%
紐西蘭元	紐元兌美元	+0.7%	+0.7%	-5.7%	-5.3%	-7.9%	-14.3%
加拿大元	加元兌美元	-1.1%	-1.1%	-4.2%	-5.0%	-7.6%	-12.6%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	-0.4%	-0.4%	-5.1%	-3.6%	-5.4%	+1.8%
日圓	日圓兌美元	+1.3%	+1.3%	-2.0%	-3.3%	-5.3%	-25.8%
人民幣	境內人民幣兌美元	+0.8%	+0.8%	-1.8%	-0.3%	-1.0%	-12.2%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	+0.8%	+0.8%	-1.2%	+0.8%	+1.1%	+0.3%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年1月31日。「表現」為總回報包括股息/債息再投資，按美元計算（除恒生指數、恒生中國企業指數及滬深300指數表現按當地貨幣計算）。其他資產/貨幣表現為相關時期的價格變動。

央行貨幣政策會議

	美國聯儲局	歐洲央行	英倫銀行	澳洲儲備銀行	紐西蘭儲備銀行	加拿大銀行	瑞士國家銀行	日本銀行
最新政策利率	4.50%	2.75%	4.75%	4.35%	4.25%	3.00%	0.50%	0.50%
2025年2月			2月6日	2月18日	2月19日			
2025年3月	3月19日	3月6日	3月20日			3月12日	3月20日	3月19日
2025年4月		4月17日		4月1日	4月9日	4月16日		
2025年5月	5月7日		5月8日	5月20日	5月28日			5月1日
2025年6月	6月18日	6月5日	6月19日			6月4日	6月19日	6月17日
2025年7月	7月30日	7月24日		7月8日	7月9日	7月30日		7月31日
2025年8月			8月7日	8月12日	8月20日			
2025年9月	9月17日	9月11日	9月18日	9月30日		9月17日	9月25日	9月19日
2025年10月	10月29日	10月30日			10月8日	10月29日		10月30日
2025年11月			11月6日	11月4日	11月26日			
2025年12月	12月10日	12月18日	12月18日	12月9日		12月10日	12月11日	12月19日

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年1月31日。

資產類別投資觀點闡釋

本文件頁三「資產類別投資觀點及展望」列出之資產類別，與頁四各類資產的基準指數相對應。「觀點」代表我們對相關資產類別的基準指數（例如美股基準為標普500淨回報指數）相對其所歸屬、涵蓋面較廣的市場基準指數（例如美股所屬的成熟市場，以MSCI世界淨回報指數為基準）未來三至六個月的潛在走勢的看法，主要參考影響不同資產類別的基本因素（包括相關宏觀條件、政策取向、企業盈利前景等）以及估值（包括歷史和預測市盈率或市賬率、孳息率或信貸息差等指標）。

- 「看好」、「▲」代表相關資產類別未來三至六個月跑贏其所歸屬的市場基準指數的機會大於跑輸。
- 「中性」、「▶」代表相關資產類別未來三至六個月跑贏其所歸屬的市場基準指數的機會大致相若。
- 「看淡」、「▲」代表相關資產類別未來三至六個月跑輸其所歸屬的市場基準指數的機會大於跑贏。

大新銀行經濟研究及投資策略部

黃世康
高級市場策略師

莫靄欣
市場策略師

除非情況另有所指，否則本文件只提供一般參考性資訊，本文件並沒有考慮投資者的個別需要及狀況。此外，雖然本文件內容所載資料取自獲相信為可靠的資料，但大新銀行有限公司（「本行」）並未就有關資料進行獨立核對。本行不能擔保本文件之任何資料、推測或意見或任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或精確性，亦在沒有欺詐、疏忽及故意失責的情況下不會承擔任何法律責任。本行有權修改本文件的內容資料而毋須另作通知。任何人因使用或依賴本文件所提供的資料而引致的任何損失，本行概不負責。除非情況另有所指，本文件並不構成對任何人就申請或購買任何投資產品或其他投資，及與產品或投資有關之任何期權、期貨或衍生工具或任何交易作出招攬、邀請或建議，亦不構成對未來單位價格變動的任何預測。本文件所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的及經驗、財務狀況、風險承受能力及其他需要作出投資決定。如有需要，投資者請尋求獨立專業意見。

投資涉及風險。有關未來之陳述有可能不會實現，及投資者請了解有關產品或其他投資如果有任何收益，均有機會變動。投資之價值及任何收入均可升可跌，甚至可能會變成毫無價值。過往表現並不代表將來之表現。投資可能出現虧損。外幣匯率可能有損本文件中所提及的產品（如有）、或其他投資之價值、價格或收入。投資者在投資前應考慮稅項對該投資之影響，及應根據個別情況向獨立稅項專家尋求稅務意見。本文件並不是指出本文件內提及之產品（如有）、或投資項目可能涉及的所有風險。投資者作出任何投資決定前，敬請細閱及明白該等投資的所有銷售文件，包括但不限於其所列載的風險披露聲明及風險警告。

除非作者表明有關觀點來自本行，否則有關意見僅代表該作者之個人觀點。

本行及其聯繫公司可隨時就本文件中提及的產品（如有）或投資進行買賣、從交易獲利、收取經紀佣金及費用、持有或充當市場莊家或顧問、經紀或銀行家。

本文件由本行於香港刊發，只供收件人閱覽。本文件及其全部或部份內容不得翻印或作進一步刊發。

本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會或任何其他香港的監管機構審核。