

市場導航

2025年3月

大新銀行經濟研究及投資策略部

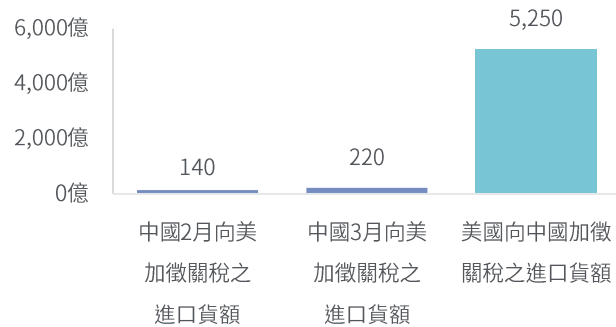
貿易戰續左右市場 內地增長目標或利好港股

環球股市2月回吐。內地新款人工智能模型引來市場對美國科技股估值關注，限制環球股市表現，2月下跌0.6%，美股更跌1.3%。俄烏和平談判前景未明，歐洲國家或銳意加強國防投資，支持歐元區股市上升3.5%，連升兩個月。特朗普對中國進口貨品額外再加徵10%關稅，但內地人工智能概念熱潮推動晶片等科技股向上，港股急升逾13%，跑贏環球股市，欠缺大型科技股的內地A股僅升2%。印度股市跌8%，連跌五個月。

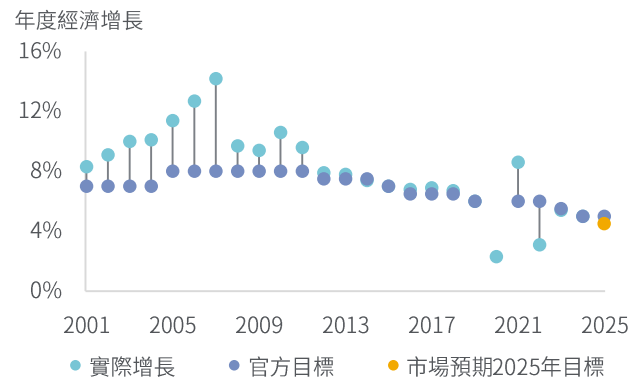
債券市場整體造好，三個月以來第二度跑贏環球股市。歐美國債孳息率下跌，推動主權債券升1.2%，投資級別企業債券更升1.6%，領漲整體債市（升1.4%）；避險氣氛則拖累高收益債券僅升0.9%。受惠亞洲大型科技企業信貸息差收窄，推動亞洲美元債券上升2%，新興市場美元債券亦上升1.6%。市場憂慮原油供應過剩，油價跌3.8%，為去年9月以來最差表現。市場憧憬美國財政部將重估黃金價值，金價一度升穿2,950美元續創紀錄新高，全月升2.1%。（所有表現截至2月28日，總回報按美元計算；香港及內地A股表現按本地貨幣計算。）

- 環球股市2月跌0.6%，港股升逾13%跑贏整體股市
- 內地或推更多刺激措施，上調港股觀點至看好
- 中長線可能繼續受惠人工智能相關發展，我們暫時維持對美股看好觀點

圖一：中美加徵關稅涉及商品規模
美元



圖二：內地2025年經濟增長目標高於市場預期



資料來源：彭博、大新銀行、中國海關總署，截至2025年3月7日。圖一加徵關稅貨品按2024年貿易額計算。

關稅掀起貿易戰 資產市場波動

美國對主要國家的關稅計劃取態反覆，或持續對環球資產市場帶來波動。美國對華關稅在2月初10%的基礎上再額外加徵10%，北京旋即再公布多項反制措施（圖一）；另外對墨西哥及加拿大加徵25%關稅原定本月生效，惟其後特朗普政府宣布暫緩對美墨加協定覆蓋的商品及服務徵稅約一個月。貿易前景的不明朗引起市場大幅波動。我們認為，關稅實際衝擊規模難以預料，往後發展均會受談判進展和各國政策回應所左右。

特朗普政府的關稅政策，增加環球外貿及通脹前景的不確定性，或導致主要央行調整貨幣政策步伐更趨謹慎。聯儲局、英倫銀行、加拿大及日本央行等多間主要央行本月將會議息，其中歐洲央行再減息25基點，惟提到通脹或需明年才達至2%的目標，較原先預計今年達標有所推遲。

續後頁

上調港股觀點至看好 維持看好美股

我們上調港股觀點至看好。除關稅外，特朗普亦要求限制中國在美國科技、能源和其他戰略領域的投資。面對外貿的不明朗，中國將今年經濟增長目標維持在5%左右（圖二），這一目標突顯政府提振市場信心的決心，亦有望加大刺激政策支持的力度，以達至經濟增長目標，加上人工智能相關應用，有望提振企業盈利前景。

貿易戰的不明朗和中國人工智能發展帶來的競爭，均可能令市場重新評估美股估值，惟**美國企業在科研方面預料仍能保持主導地位下，美股中長線可能繼續受惠人工智能相關發展**，我們暫時維持對美股看好觀點。

貿易戰或不利原油需求 不排除下調原油觀點

另一方面，市場憂慮環球貿易戰可能不利經濟前景，削弱中美兩大主要能源消費國的需求；加上特朗普政府亦積極推動達成俄烏停火協議，可能不利油價表現。與此同時，石油輸出國組織意外宣布4月開始恢復增產，拖累紐約期油近日進一步下試65美元，跌至近兩年低位。**若俄烏成功推進停火協議，以及全球需求進一步降溫，我們不排除進一步下調對原油觀點。**

資產類別投資觀點及展望

股票

成熟市場

美國 ▼

市場憂慮特朗普的關稅政策或為美國經濟短線帶來陣痛，加上中國人工智能模型競爭令市場略為調整相關板塊的盈利前景，美股在高位短線或有整固。惟美國企業在科研方面預料仍能保持主導地位下，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。

歐洲央行進一步減息，加上歐洲主要國家有意增加國防投資及俄烏政局有望進行和平談判，短線或為歐元區股市帶來支持。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，或限制歐洲股市表現。

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。

歐元區 ▶

日本 ▶

亞洲市場

香港¹ ▼ (↑)

我們上調港股觀點至看好。自去年9月推出一籃子穩經濟及樓市措施以來，消費和房地產市場略有改善跡象，加上人工智能模型及半導體核心技術有突破性發展，相關應用或有望提振企業盈利前景中國內地。我們選擇性看好受惠人工智能主題的相關股票，其他與經濟周期及樓市相關的板塊在中線或會相對落後，因此我們未有上調人工智能相關股票佔比較低的中國內地股市。

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，而且暫未直接受美國關稅影響，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。

¹ 包括香港上市的香港和中國股票（H股、紅籌及民企）

中國內地 ▶

其他亞洲市場 ▼

其他新興市場 ▲

隨著美國債息及美元回落，短線紓緩新興市場貨幣及股市壓力。美國關稅政策，以至各國的反擊行動，影響大宗商品需求，或拖累較依賴商品貿易的新興市場表現。

債券

主權 ▶

投資級別企業 ▶

高收益企業 ▶

市場消化聯儲局放慢減息步伐預期，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。德國歷史性修憲大幅增加國防基建開支，刺激德國十年期國債孳息率急升至近一年半高位，亦引發歐洲其他地區及日本等主要國家債息上升，中短線或限制環球及主權債券表現。不過，主權債券孳息率相對歷史平均仍保持較大溢價，估值仍然吸引。

高收益企業債券信貸息差遠低於十年平均水平，反映估值偏高，進一步上升空間或有限。

新興市場 ▶

亞洲 ▶

特朗普政府的關稅政策或導致包括亞洲在內的新興市場債券短線或表現反覆。中國內地今年經濟增長目標5%左右高於預期，市場憧憬有望推出更多具體措施改善內需，加上人工智能發展或續有利亞洲大型科技企業，對新興市場債券（尤其是亞洲債市）或有一定支持。

其他資產

商品

黃金 ▼

金價2月再歷史新高後略為整固，市場評估特朗普政府對各國展開加徵關稅計劃及談判，對美國經濟及利率前景的影響。若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美元後持續回落，3月進一步失守70美元水平。市場關注中美或面臨新一輪貿易戰，可能不利兩國經濟前景，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，或助抵銷部分負面影響。

原油 ▶

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年3月7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	+2.7%	-0.6%	+0.3%	+4.1%	+15.1%	+30.0%	1.8%	18.3x	+12%	14.2%	+11.0%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	+2.8%	-0.7%	+0.1%	+4.5%	+15.6%	+33.9%	1.7%	19.4x	+14%	14.6%	+9.8%
亞洲 (日本除外)	MSCI亞洲 (日本除外) 淨回報美元指數	+1.8%	+1.0%	+1.9%	+2.0%	+14.1%	+2.5%	2.5%	12.8x	-1%	10.8%	+15.4%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	+2.3%	+0.5%	+2.1%	+0.4%	+10.1%	+1.4%	2.8%	12.0x	-0%	11.6%	+16.4%
成熟市場												
美國	標普500淨總回報指數	+1.4%	-1.3%	-1.1%	+5.9%	+17.9%	+40.6%	1.3%	21.7x	+17%	18.3%	+11.6%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	+11.5%	+3.5%	+10.8%	+3.3%	+10.6%	+27.9%	3.0%	14.5x	+3%	11.2%	+6.7%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	+8.9%	+3.5%	+5.9%	+1.8%	+18.7%	+25.1%	3.6%	12.3x	-5%	11.1%	+3.7%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	+0.2%	-1.4%	-0.2%	-4.0%	+0.7%	+15.9%	2.3%	14.7x	-1%	9.7%	+0.5%
亞洲 (日本除外)												
香港	恒生淨總回報指數	+14.7%	+13.4%	+18.5%	+29.1%	+45.3%	+13.2%	3.7%	10.2x	-2%	10.6%	+6.3%
香港 (中國)	恒生中國企業淨總回報指數	+16.1%	+14.0%	+21.9%	+34.7%	+54.6%	+17.0%	3.6%	9.5x	+18%	11.4%	+6.8%
中國A股	滬深300淨總回報指數	-0.9%	+1.9%	-0.4%	+17.9%	+13.9%	-8.7%	3.0%	12.8x	+2.6%	10.2%	+22.6%
中國 (MSCI)	MSCI中國淨回報美元指數	+12.8%	+11.8%	+15.8%	+29.0%	+39.0%	+0.1%	2.6%	11.0x	-4%	11.3%	+10.9%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	+6.0%	-0.3%	-1.8%	-17.0%	-16.0%	-22.0%	2.3%	8.5x	-16%	8.4%	+19.4%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	-1.2%	-4.4%	+3.0%	+3.6%	+27.4%	+27.3%	2.3%	16.0x	+10%	15.9%	+20.6%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	-11.3%	-8.0%	-13.9%	-19.7%	-6.2%	+15.9%	1.3%	19.7x	+1%	15.8%	+14.7%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	-3.0%	-2.7%	-4.0%	-2.8%	+10.5%	+2.2%	4.2%	12.8x	-12%	11.7%	+9.0%
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	+5.2%	+0.6%	+6.1%	+3.4%	+10.1%	-6.4%	3.7%	10.4x	+8%	12.3%	+19.0%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	+7.5%	-1.8%	+0.9%	-9.4%	-16.7%	+1.6%	5.9%	8.2x	-28%	13.3%	+44.9%

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	+2.0%	+1.4%	-0.1%	-1.4%	+3.2%	-7.3%	3.74%	2.35%	43.3	63.4	6.5
主權債券	彭博環球政府債券指數	+1.8%	+1.2%	-0.6%	-2.4%	+1.6%	-12.1%	3.01%	1.57%	13.0	17.6	7.0
投資級別	彭博環球企業債券指數	+2.3%	+1.6%	+0.3%	-0.0%	+5.4%	-0.6%	4.54%	3.15%	89.7	125.1	6.1
高收益	彭博環球高收益企業債券指數	+2.1%	+0.9%	+1.5%	+2.7%	+9.1%	+13.6%	6.85%	6.37%	292.3	426.7	3.3
新興市場 (美元)	彭博新興市場美元債券指數	+2.7%	+1.6%	+1.5%	+3.0%	+9.7%	+8.9%	6.41%	5.59%	221.0	317.0	6.2
亞洲 (美元)	彭博新興市場亞洲美元債券指數	+2.7%	+2.0%	+1.6%	+2.4%	+7.7%	+6.2%	5.24%	4.52%	107.6	216.2	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	+4.0%	+0.4%	+4.7%	+6.9%	+6.3%	-10.3%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	-2.7%	-3.8%	+2.6%	-5.2%	-10.9%	-27.1%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	-2.0%	-4.7%	+0.3%	-7.1%	-12.5%	-27.5%
現貨黃金	現貨黃金	+8.9%	+2.1%	+8.1%	+14.2%	+39.8%	+49.7%
美元	美匯指數	-0.8%	-0.7%	+1.8%	+5.8%	+3.3%	+11.3%
歐元	歐元兌美元	+0.2%	+0.1%	-1.9%	-6.1%	-4.0%	-7.5%
英鎊	英鎊兌美元	+0.5%	+1.5%	-1.2%	-4.2%	-0.4%	-6.3%
澳元	澳元兌美元	+0.3%	-0.1%	-4.7%	-8.2%	-4.4%	-14.5%
紐西蘭元	紐元兌美元	+0.1%	-0.6%	-5.4%	-10.4%	-8.0%	-17.3%
加拿大元	加元兌美元	-0.5%	+0.6%	-3.2%	-6.7%	-6.1%	-12.4%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	+0.5%	+0.9%	-2.4%	-5.9%	-2.1%	+1.5%
日圓	日圓兌美元	+4.4%	+3.0%	-0.6%	-3.0%	-0.4%	-23.7%
人民幣	境內人民幣兌美元	+0.3%	-0.5%	-0.4%	-2.6%	-1.2%	-13.3%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	+0.9%	+0.0%	-0.3%	-1.1%	+0.9%	+0.8%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年2月28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%	2.50%	4.50%	4.10%	3.75%	3.00%	0.50%	0.50%
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3月7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。