

林俊泓，CFA

財資研究主管

ryan.lam@shacombank.com.hk

+852 2841 5283

劉子暄

財資研究主任

sunny.lau@shacombank.com.hk

+852 2841 5450

2025年3月14日

人生正道是滄桑

- 春筍雖未怒發，亦難言衰退風險已到了不容忽視地步。零售銷售回軟，很大程度上源於一月的暴雪肆虐。美國1月份經歷了自1988年以來最寒冷的一月。
- 利率市場亦未呈恐慌，這恰恰是可控拋售的標誌。
- 特朗普折磨交易夥伴樂此不疲，今日墨西哥，明日加拿大，而中國則是永遠的目標。資本外逃，加上伴隨而來的指罵，將逼使特朗普團隊就推出財政刺激去填補空缺。
- 如此，滯脹憂慮得以舒緩，但同時創造出收入不均及債務不可持續的難題。投資如同藝術品交易，貶值壓力最大往往那些刻意追求反映時代感的作品。



上海商業銀行

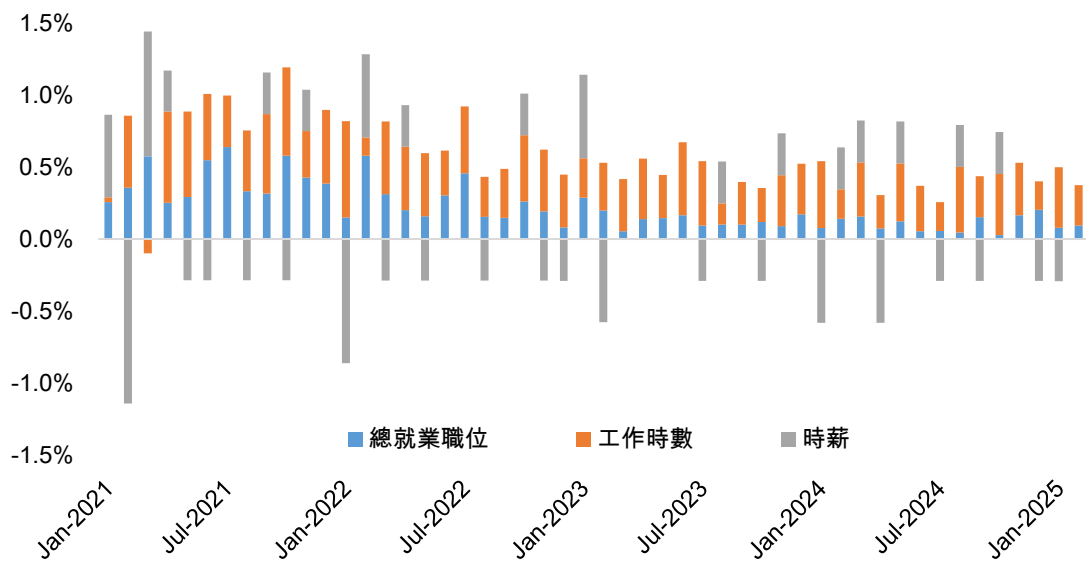
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

主題研究

有道是，驕兵必敗。長久以來被奉為圭臬的美國例外主義，在連串的負面消息下始露裂痕。起初，沃爾瑪不合時宜地下調盈利預期，足以把熊友從洞穴中引出。其後，聯儲局暗示息口持續橫行，更多投資者對其管治能力投下不信任票。壓垮駱駝的最後一根稻草，則是特朗普在霍士新聞那場災難性訪談。這位總統告訴主持人：「我要做的是建設強大國家，不要在乎股市的升跌。」（“What I have to do is build a strong country. You can't really watch the stock market”.）特朗普的豪言壯志，正好應驗了市場的不祥預感。

春筍雖未怒發，亦難言衰退風險已到了不容忽視地步。零售銷售回軟，很大程度上源於一月的暴雪肆虐。美國 1 月份經歷了自 1988 年以來最寒冷的一月。「拐點」一詞陳義過廣，實際是冰塊總是邊緣開始融化。在首兩個月，美國勞動總收入估計每月增長約 0.3%（圖表 1）。作為增長主引擎的時薪增幅，依然保持著其他國家難望項背的強勁增長。

圖表 1: 美國勞工收入（按月，百分比）

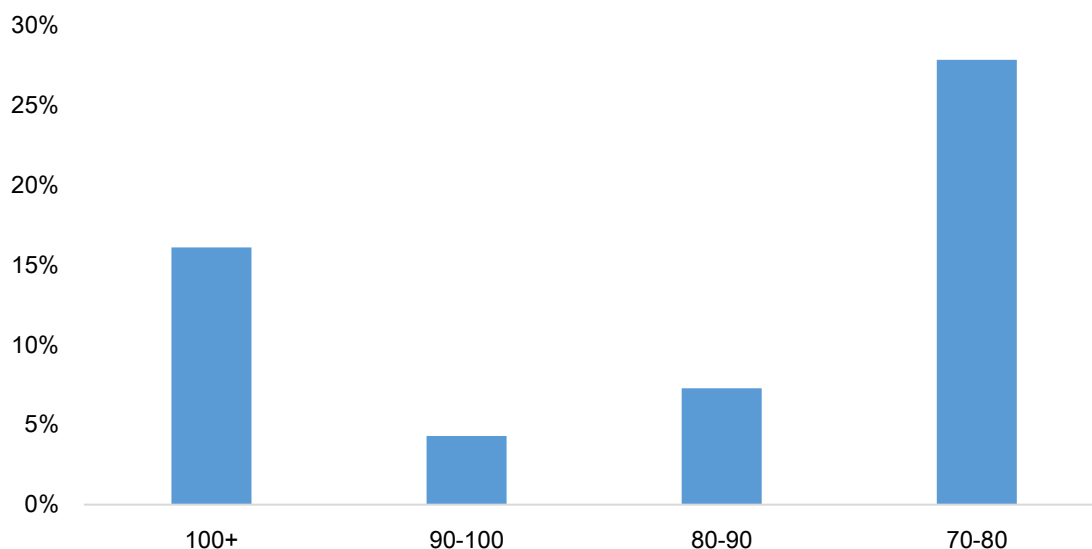


資料來源: 彭博, 上海商業銀行

我們可用兩種目光來看待現況。要麼陷入信心隨時崩潰的自我懷疑，要麼相信未來仍有曙光。我們選擇了後者。在圖表 2，我們分析了以密歇根大學與世界大型企業聯合會兩者平均的信心指數，及其後一年美國墮入衰退的可能性。目前平均信心指數為 81.5，而當平均指數介於 80-90 時，歷史前例反映未來

一年陷入衰退的概率僅約 7.3%，不比擲硬幣高。信心指數滑落縱須關注，但無須杞人憂天。

圖表2：未來 12 個月衰退的概率



資料來源：世界大型企業聯合會、密歇根大學、彭博，上海商業銀行

利率市場亦未呈恐慌，這恰恰是可控拋售的標誌。信貸息差徘徊在歷史低位。由於債券在資本結構中佔據更安全的地位，而債權人相信盈利放緩尚不足以穿透其厚實保護殼。股市震盪令人心寒，同樣並非災難先兆。

再考慮特朗普因素吧！這位總統對折磨交易夥伴樂此不疲，今日墨西哥，明日加拿大，而中國則是永遠的目標。意氣煥發，特朗普並不介意接受將投資市場化為戰區。不過，此等劇本我們早已熟悉。爾後，資本將會按照新的地緣格局重新佈局。資本外逃，加上伴隨而來的指罵，將逼使特朗普團隊就推出財政刺激去填補空缺。

如此，滯脹憂慮得以舒緩，但同時創造出收入不均及債務不可持續的難題。投資如同藝術品交易，貶值壓力最大往往那些刻意追求反映時代感的作品。直至特朗普感受到足夠痛楚前，逢低買入的群聚仍要吞下更多苦果。

英國

經濟仍然面臨壓力，市場憂慮經濟增長能否持續。施紀賢增加國防支出的計劃將引發對英國財政健康狀況的擔憂。

歐盟

德國政界不願意考慮削減開支。他們更傾向於在不減少其他領域支出的情況下增加軍備投資。

日本

工業生產指數疲弱。如果日本對美出口被統一徵收 25% 的關稅，經濟衰退將可能難以避免。



美國

特朗普在對墨西哥和加拿大短暫地實施 25% 的關稅後，旋即將問題推遲至貿易調查結束再決定。美國例外主義的論調正在消退。







中國內地

政府設定了 5% 的 GDP 增長目標與 4% 的財政赤字目標，均符合市場預期。儘管增加了對消費品以舊換新計畫的資金支援，特別國債發行規模令市場失望。



上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

外匯展望

美元 	增持 中性 減持		美國經濟陷入疲軟期，債券衛士再度挺身而出。特朗普 2.0 的政策專注於關稅、驅逐移民及大規模裁減公務員，這些都可能加劇衰退風險。另一方面，減稅措施還是只聞樓梯響。市場明顯不接受先苦後甜的論調。
歐羅 	增持 中性 減持		德國的重整軍備計畫標誌著一個時代的終結。雖然此事在幾個月前是難以想像的，不過如果德國的軍費開支不可扭轉地提升到生產總值的 3.5%，德國 10 年期國債收益觸及 3%並非遙不可及。我們對歐元對美元已見頂與否保持謹慎。
英鎊 	增持 中性 減持		市場焦點全落於歐盟，英鎊只是隨風倒柳。3 月底公佈的英國春季預算可能會再次攪動經已脆弱的英國國債市場，對英鎊構成新的壓力。
人民幣 	增持 中性 減持		深度求索的橫空出世，重燃了市場對人民幣資產的熱情。人工智能烏托邦對投資者充滿吸引力，但兩會在提振需求方面留白，延續了去年夏天的遺憾。除非貿易戰有任何緩和的信號，否則我們仍認為人民幣對美元存在下行風險。
日圓 	增持 中性 減持		日本國債利率走高引發日圓的單邊上漲。持有大量海外營收的日本企業將不得不在財政年度完結前將資金回籠國內。此外，國債期貨季結也可支撐日元。不過，四月企業買盤預測消退，而地方銀行一貫在 4 月賣出國債的規模未必顯著。
澳元 	增持 中性 減持		國內的驅動因素被熾熱的外圍因素打壓。貿易戰休戰的熱情被全球股市的疲軟所抵消，澳元的表現令人失望。鑑於中美潛在爆發更多衝突的可能，目前肆意購買非美元貨幣的勢頭將難以持續。
紐元 	增持 中性 減持		牛奶價格自二月以來大幅上漲，紐西蘭的製造業 PMI 也錄得近兩年來的首次擴張。相對於其他更容易受到關稅戰影響的貨幣，持有紐元是必失為可考慮選擇。



上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

近期研究報告

疾如風、徐如林 	2025年3月6日
牛刀小試 	2025年2月27日
金鼓雷鳴 	2025年2月20日
吹皺春池 	2025年2月13日
靜雨無聲 	2025年2月4日
活在當下 	2025年1月24日
燭火不息 	2025年1月15日
2025 全球經濟與外匯展望 	2025年1月8日
事以密成 	2024年12月19日
落子不悔 	2024年11月8日
蜻蜓點水 	2024年11月6日
暗渡陳倉 	2024年9月19日
其怪自敗 	2024年9月5日
兵貴神速 	2024年8月23日
定而後能手靜 	2024年8月15日
重整旗鼓 	2024年8月7日
黑色星期一 	2024年8月5日
靜極思動 	2024年8月1日
隨波逐流 	2024年7月30日
青霄直上 	2024年7月12日
蛻故孳新 	2024年7月3日
現身說法 	2024年6月21日
若即若離 	2024年6月13日
言多必失 	2024年6月11日
鑑古知今 	2024年5月31日
起伏跌宕 	2024年5月6日
轉輾反側 	2024年5月2日
月上柳梢 	2024年4月24日
先勝而後求戰 	2024年4月11日
風物長宜放眼量 	2024年3月21日
加息之後 	2024年3月19日
張牙舞爪 	2024年3月18日
眼見為實 	2024年3月7日



上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

注意事項 - (投資附帶風險)

以下風險披露聲明不能披露所有涉及風險，亦不會考慮本行概不知情的情況。投資涉及風險，投資者可能須承受重大損失。證券、基金、債券、及其他金融工具之價格及收益或外匯匯率可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣投資產品未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往業績並不代表將來的表現，基於個別市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。本檔所述的產品未必適合所有客戶。投資決定是由客戶自行作出的，但客戶不應投資在投資產品，除非仲介人於銷售該產品時已向客戶解釋經考慮客戶的財務狀況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。客戶不應只跟據本檔作任何投資決定，而須自行評估本檔所載資料，並考慮該等投資是否適合客戶本身的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。客戶如對此資料或有關銷售文件有任何疑問，應就有關投資的法律、法規、稅務、投資及財務可能產生的後果尋求獨立及專業的意見(包括本地及海外投資可能涉及的遺產稅及紅利預扣稅及其他稅務責任等)，以確保客戶明白該等投資的性質及風險，從而考慮該等投資是否為適合客戶的投資。

證券投資風險：證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。客戶透過滬港通及深港通投資A股前，應確保已閱讀及充分瞭解本行滬股通/深股通服務資訊，包括有關詳情、交易細則、風險、收費、限制及注意事項。詳情請向本行職員查詢。

基金投資風險：基金價格有時可能會非常波動。基金價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣基金未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的基金銷售檔，以瞭解基金更多資料，包括但不限於風險因素。客戶須謹慎考慮該基金是否適合客戶自身的財務狀況、投資經驗及目標。有關基金之詳情，請參閱基金說明書。基金之認購須受現行監管規定及本行條款及細則所約束。本行分銷產品發行人/基金管理公司的基金，而有關基金是產品發行人/基金管理公司而非本行的產品。對於本行與客戶之間因銷售過程或處理有關交易而產生的合資格爭議(定義見金融糾紛調解計劃的金融糾紛調解的中心職權範圍)，本行將與客戶進行金融糾紛調解計劃程式；然而，對於有關產品的合約條款的任何爭議應由產品發行人/基金管理公司與客戶直接解決。



上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

債券投資風險：債券投資並非銀行存款，且帶有風險，亦可能導致本金的損失。客戶應注意，投資於以非本土貨幣結算的債券將受匯率波動的影響，可能導致本金出現虧損。除非其保證已列明於有關之章程中，否則一般投資並未獲得本行的任何保證或擔保。債券價格有時可能會非常波動。債券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣債券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，本行並不保證債券存有二手市場，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的債券銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。

人民幣現時不可自由兌換，其每日之兌換金額均受中國內地及香港之監管機構所限。將境外人民幣(CNH)兌換為境內人民幣(CNY)是一項貨幣管理程式，須遵守由中國政府實施的外匯管制政策及限制。概無保證人民幣不會在某個時間貶值。人民幣產品受匯率波動而產生獲利機會及虧損風險。客戶如將涉及的人民幣資金兌換為港幣或其他外幣，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。外幣投資受匯率波動影響，可能帶來虧損風險。客戶應注意投資海外投資產品時的貨幣風險及如將外幣兌換為港幣或其他外幣時，可能因外幣匯率變動而蒙受虧損。投資產品的回報以該產品基本貨幣計算。如客戶的本土貨幣與投資產品的基本貨幣或參考貨幣不同，匯率變動或會減低客戶的投資得益或擴大客戶的投資損失。

本檔由上海商業銀行有限公司刊發及完全擁有。本檔所表達的預測及意見只為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。上海商業銀行有限公司及其聯繫公司及/或其高級職員、董事、代理人及僱員可以其名義買賣，可能有持倉於所有或任何於本檔中提及的外匯、證券或投資項目。上海商業銀行有限公司可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得佣金或其他費用。客戶進行任何交易前，應先考慮有關經濟利益及風險，並顧及法律、法規、信貸、稅務及財務等事宜，以決定是否適合作出投資。本檔所載之資料及任何意見，並不代表上海商業銀行有限公司以主理人或代理人身份邀請或提請任何人士購買或沽售任何外匯、證券、基金、期貨、期權或其他金融工具、或提供任何投資意見或服務。

雖然本檔所提供之資料，均來自本銀行認為可靠的資料來源，但本銀行不能亦不會保證或承諾此等資料俱為平確、有效、可靠、及時或完整。上海商業銀行有限公司並不保證此等資料適合在某一特定用途，或對此負上任何謹慎責任；亦不會對任何人因使用本檔所提供之資料，或此等資料的失確或遺漏而引致的直接或間接損失負上任何民事侵權行為責任、合約責任或其他責任。所有資料如有變更，並不會作出預先通知。本檔內部份或任何內容可視為前瞻性陳述，當中涉及

風險及不穩定因素，客戶須注意，實際結果可能因多種因素、風險或經濟狀況而與前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。未經上海商業銀行有限公司預先作出明確的書面同意前，本檔不得以任何方式複印、分發、披露(全部或任何部分)或出版作任何用途。上海商業銀行有限公司對由於使用及/或依賴上述資料或內容而引起的任何損失概不負責。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。



上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想