

# 交銀金融

2024年12月號 第198期

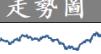
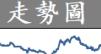
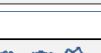
環球金融市場部研究組

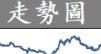
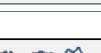
## 2025年全球宏觀經濟及大類資產展望

### 摘要

- **美國：**美國經濟料將繼續保持韌性，預期在特朗普放鬆監管等政策下美股將持續走強；而在美聯儲減息及新興市場去美元化的影響下，美元及美債利率明年或呈先升後回走勢。
- **歐元區：**歐元區經濟基本面疲弱，歐洲央行的減息力度或偏大，歐元及歐債利率明年料將反覆偏軟，歐股成長動能或較弱。
- **日本：**由於國內薪資-物價良性循環鞏固，日本央行加息基礎逐步鞏固，料日圓將回穩，日債價格料將溫和下降，而日股上行空間有限。
- **英國：**英國通脹明年料將反彈，英國央行減息理據轉弱，料英鎊將先波動後走強，英債價格溫和向上，英國股市或將反覆偏弱。
- **加拿大：**經濟存在供應過剩，加拿大央行將持續減息，加元明年料將走弱，加債價格持續上升，加股波動性或將增強。
- **澳洲：**澳洲經濟放緩，預期澳洲央行明年上半年將降低政策利率，澳元料將走弱，澳債價格實現溫和成長；亞太經濟前景的不確定性較高，澳股波動性料將上升。
- **紐西蘭：**紐西蘭經濟活動低迷，紐西蘭央行將持續減息，紐元明年或將反覆偏軟，紐債價格上升，紐股或面臨下跌壓力。

圖：2024 年截止 12 月 20 日全球主要市場大類資產走勢情況（環比變動；數據來源：彭博）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	YTD	走勢圖
美匯指數	3.11%	1.32%	-4.81%	6.79%	6.21%	
美國聯邦基金利率目標上限	0.00%	0.00%	-9.09%	-10.00%	-18.18%	
2年期美債利率	8.71%	2.89%	-23.40%	18.38%	1.42%	
標準普爾 500 指數	10.16%	3.92%	5.53%	2.92%	24.34%	
加元兌美元匯率	-2.19%	-1.03%	1.15%	-5.82%	-7.77%	
標普多倫多綜合指數	5.77%	-1.31%	9.71%	2.50%	17.37%	
加拿大央行隔夜拆出利率	0.00%	-5.00%	-10.53%	-23.53%	-35.00%	
歐元兌美元匯率	-2.26%	-0.71%	3.94%	-6.33%	-5.52%	
歐洲斯托克 600 指數	7.03%	-0.24%	2.24%	-3.96%	4.84%	
歐洲央行存款機制利率	0.00%	-6.25%	-6.67%	-14.29%	-25.00%	
英鎊兌美元匯率	-0.85%	0.17%	5.77%	-6.02%	-1.26%	
英國富時 100 指數	2.84%	2.66%	0.89%	-1.85%	4.54%	
英國央行官方銀行利率	0.00%	0.00%	-4.76%	-5.00%	-9.52%	
瑞郎兌美元匯率	-6.66%	0.30%	6.28%	-5.31%	-5.78%	
瑞士央行政策利率	-14.29%	-16.67%	-20.00%	-50.00%	-71.43%	

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	YTD	走勢圖
日元兌美元匯率	-6.81%	-5.92%	12.00%	-8.10%	-9.76%	
日經 225 指數	20.63%	-1.95%	-4.20%	2.06%	15.65%	
日本央行無抵押隔夜拆借利率上限	-200.00%	0.00%	150.00%	0.00%	-350.00%	
澳元兌美元匯率	-4.27%	2.28%	3.64%	-9.58%	-8.24%	
澳聯儲現金利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
紐元兌美元匯率	-5.36%	1.87%	4.22%	-10.98%	-10.56%	
紐聯儲官方現金利率	0.00%	0.00%	-4.55%	-19.05%	-22.73%	
離岸人民幣兌美元	-1.78%	-0.58%	4.16%	-3.92%	-2.28%	
在岸人民幣兌美元	-1.69%	-0.62%	3.55%	-3.80%	-2.68%	
1年期中期借貸便利利率	0.00%	0.00%	-20.00%	0.00%	-20.00%	
滬深 300 指數	3.10%	-2.14%	16.07%	-2.24%	14.47%	
港元兌美元匯率	-0.17%	0.21%	0.45%	-0.03%	0.46%	
恒生指數	-2.97%	7.12%	19.27%	-6.69%	15.68%	

## 美國：美國經濟基本面保持韌性，美匯指數及美債利率料先漲後跌，美股表現料偏強

2024 年美元走勢回顧：美匯指數全年在 100 至 108 區間反覆波動，在 2024 年下半年波動幅度加大。上半年因經濟數據較為強勁，美聯儲持續打壓減息預期，市場不斷調低此前對美聯儲過於激進的減息預期，帶動美元反覆上升。而下半年，隨著美國就業數據短暫出現疲弱的跡象，美聯儲正式開始減息周期，美元一度下挫，但因美國大選塵埃落定，「特朗普交易」快速升溫持續帶動美元上漲；同時，四季度起，佔美元指數比重高達 57.6% 的歐元持續走弱，加上地緣政治風險升溫引發美元避險

買盤也帶動美匯指數上升。截至 12 月 20 日，美匯指數全年收漲 6.21%，收盤錄得 107.62，在主要貨幣中漲幅最大。

## (一) 2024 年美國經濟基本面及政策回顧

- **通脹方面**，地緣政治衝突而帶來供應鏈的衝擊逐步消退，在高基數效應影響下，食品及能源價格同比下跌，帶動整體通脹價格持續回落；另一方面，高利率帶來住房的「鎖定效應」令房地產市場供不應求，住房租金通脹居高不下，加上服務業擴張勢頭強勁，薪資的高企讓核心服務通脹持續高企，下半年美國通脹回落速度有所減慢。
- **勞動力市場方面**：供給方面，拜登政府放寬移民門檻導致移民大量湧入，加之居民超額儲蓄耗盡以及平均薪資增速下滑，令美國居民勞動意願有所回升，勞動力供給加速增長；從需求方面看，由於利率仍處於較高水平，美國工業生產全線回落，從而導致企業投資大幅減少，令製造業對勞動力需求降溫。今年以來美國勞動力供需缺口逐漸收斂。
- **經濟方面**，美國經濟整體較為穩固，今年第三季度的實際 GDP 環比增速錄得 3.1%。從分項來看，個人消費方面，因美國消費者收入持續上漲再加上股市上升帶來的財富效應，佔總 GDP 比重近七成的個人消費保持強勁，是美國 GDP 增長的主要驅動；企業投資方面，高利率環境導致企業投資意願受到抑制；國際貿易方面，經濟基本面的穩健令美國進口需求保持強勁，而出口則受制歐亞國家內需不振令經濟復甦偏慢，因此淨出口持續成為 GDP 的拖累。
- **政策方面**：財政方面，拜登政府的擴張性財政政策令美國的債務問題更加嚴峻，此外在高息環境下，美國國債利息支出持續上升，加上美國對中東及俄烏的軍事援助增加，美國財政赤字問題進一步加劇。貨幣方面，由於通脹已逐漸回落，加上美國勞動力市場持續降溫，美聯儲於 2024 年 9 月開啟減息周期，全年累計減息 4 次，共 100 個基點，在主要國家央行中降幅居中。

圖 1-1：高息的鎖定效應讓房屋供給不足，使佔美國 CPI 三成的居所價格高企，美國下半年通脹回落放緩

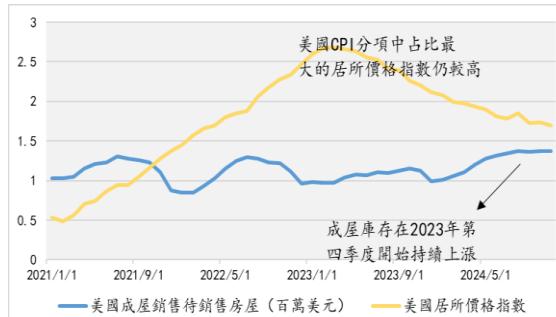
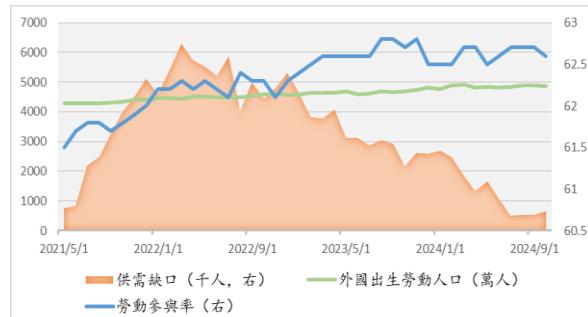


圖 1-2：移民大量湧入，疊加居民勞動意願抬升，美國就業市場供需缺口縮窄

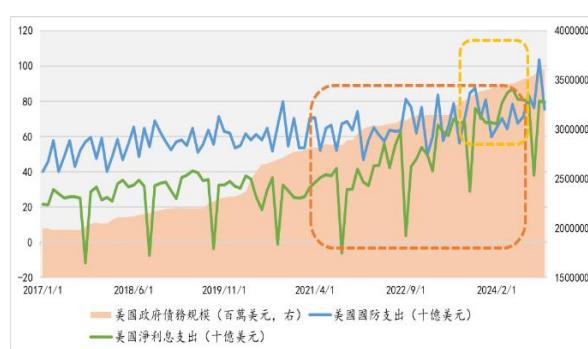


數據來源：Bloomberg

圖 1-3：美國消費者收入增加、股市上漲的財富效應均讓家庭淨資產增長，導致消費者支出強勁



圖 1-4：美國國債利息上漲加上軍事支出增加，美國政府債務規模存量持續上漲



數據來源：Bloomberg

## (二) 2025年美國宏觀經濟及大類資產走勢展望

### (1) 基本面預測

- **通脹方面：**因特朗普政府主張取消對美國能源生產的限制，明年美國能源價格將維持在較低水平；但美聯儲減息、特朗普減稅及股市上升的財富效應鼓勵消費者支出維持強勁，或將帶動核心服務和核心食品價格回升，令明年通脹進一步降溫受到阻力；此外，特朗普的關稅政策或提升美國進口成本，預計美國明年的通脹回落勢頭會有所減慢。
- **勞動力市場方面：**美聯儲推進政策利率下行，加上特朗普減免企業所得、放寬金融監管均有助於企業增加投資，製造業景氣程度升溫，將推動勞動力需求回升；同時，由於特朗普主張限制非法移民數量，美國勞動力供給增速料將放緩。因此，勞動力市場供需缺口可能會再次擴大，勞動力市場料持續穩健。

● **經濟方面：**總體來看，明年美國經濟將穩步擴張。從個人消費方面來看，在通脹降溫及美股持續上漲的財富效應影響下，消費者支出料將維持強勁；同時，特朗普主張減稅及放鬆金融監管，企業投資在減息、減稅的積極預期下獲得提振；惟淨出口方面，因特朗普或再掀貿易戰，美國出口或因貿易夥伴的反制措施而面臨一定逆風。

## (2) 政策面預測：

● **財政政策：**財政支出方面，特朗普主張減少對外軍事開支以及對新興產業的政府投資，且隨美聯儲進入減息周期，國債付息壓力料將減輕；財政收入方面，特朗普主張減稅和增加徵收關稅，美國明年的財政收支將維持穩定。

● **貨幣政策：**由於今年四季度的通脹走勢反覆，美聯儲預期直到 2027 年才能使美國通脹穩定回落至 2% 的目標水平，並在 12 月的點陣圖上調對明年政策利率終值的預期至 3.875%，預示明年僅有 2 次降息、共 50 個基點，取態轉鷹。美聯儲主席鮑威爾更稱勞動力市場的下行風險已經「消散」，顯示出美聯儲貨幣政策的重心從 9 月大幅減息以托底就業再次轉向抑制通脹。

● **(3) 大類資產展望：**美聯儲降息節奏減慢，預計美匯指數先強後回，美債價格偏向上行；而特朗普的政策或令美股延續強勢，但其逆全球化主張或放大股市的波動性

● **美匯指數明年前半年走勢料將偏強。**第一，因當前美國經濟基本面較為強勁、通脹回落速度放慢，令美聯儲減息的緊迫性較低，因此美聯儲相對其他主要央行更加審慎的減息操作或令美元兌其他幣種的利差維持高位，給美元匯價帶來一定支持。第二，特朗普曾表示其上台後將立即實施激進的反移民及關稅政策，相關舉措或引發美國本土物價出現脈衝式上升，並使市場避險情緒升溫，美元有望在當前的高位偏強上落。

**另一方面，美匯指數在明年下半年或將見頂回調。**首先，目前市場已基本計入了特朗普第二個任期內的政策影響，若後續通脹及赤字指標並未完全符合預期，則前期積累的特朗普交易動能可能出現反轉，壓制美元的表現。其次，特朗普在首個任期的關稅政策此前曾嚴重打擊全球製造業的景氣程度，並促使美聯儲在 2019 年 7 月開啟預防式減息，不排除在全球經濟基本面顯著走弱的背景下，美聯儲或出於預防風險的推論而在後半年加大減息的幅度。另外，在特朗普逆全球化孤立主義的政策影響下，新興市場央行或加快去美元化進程，給美元帶來一定的下行壓力。

● **美股明年將偏強。**由於上半年美國通脹數據屢超預期，美聯儲政策利率延續限制性，打壓市場對風險資產的偏好，令外資淨流入美股金額有所下行，截至今年 9 月底的 12 個月滾動數據，外資通過組合投資淨流入美國權益市場僅為 493 億美元，較去年同期減少 1,057 億美元或 68%。展望未來，特朗普主張的減稅方案預計將令企業的業績表現改善，同時其放寬金融監管的政策主張以及促進人工智能、傳統能源以及

加密貨幣等產業發展也將利好投資者信心，均有助於帶動美股上漲。

其次，美國經濟基本面較其他國家更為穩健，同時美聯儲明年將進一步放鬆貨幣政策，給美股帶來動力。此外，特朗普逆全球化的政策主張或將擾動市場，令避險情緒升溫，加上美國經濟基本面保持穩健，以上因素都對國際游資產生虹吸效應，帶動全球資金流入相對安全的美國資本市場，給美債及美股表現帶來支持。值得留意的是，避險情緒的反覆抽升也會提高市場波動性，未來仍需關注美股存在大起大落的風險。

- **美聯儲邁入減息周期將提振美債價格，當中政策敏感的短端美債價格漲幅將高於中長期美債。**在美聯儲持續高息的影響下，截至今年 9 月底的 12 個月滾動數據，外資通過組合投資淨流入美國債券市場達 1.04 萬億美元，雖然在美聯儲開啟降息之後淨流入較去年同期減少 1,215 億美元或 10%，但絕對流入規模仍處於歷史高位。
- 展望未來，由於美國經濟保持韌性，預計明年上半年美聯儲降息空間有限，美債利率預計將維持寬幅波動。進入下半年，由於美國就業市場的漸進降溫仍在持續，不排除在關稅衝擊的負面溢出效應下，美聯儲加速預防式減息的步伐，因此利好政策敏感的短期限美債價格表現。中長期美債方面，由於美國財政赤字連年擴大，政府債務餘額持續上升，中長期美債需求將會有所減弱，或將一定程度壓制其價格表現。因此，我們認為雖然中長期美債價格也將上升，但其漲幅相對短期限的美債將更溫和，總體來看美債利率曲線將會趨陡。

圖 1-5：特朗普上個任期（剔除疫情影響），美國財政支出及收入均減少，美國財政赤字增速總體保持穩定

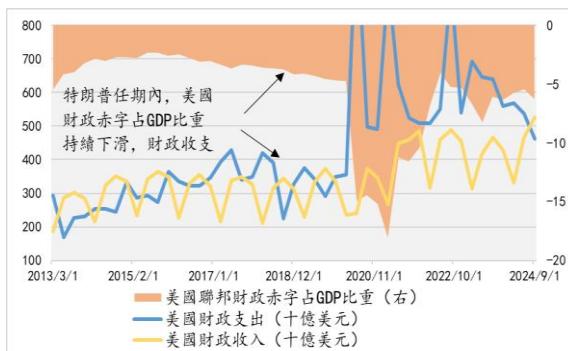
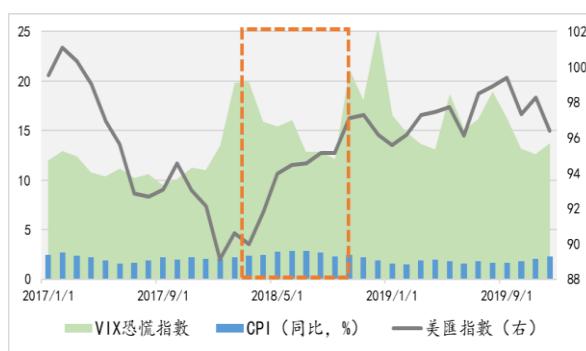


圖 1-6：2018 年的經驗顯示，特朗普的強硬關稅政策或導致通脹脈衝式上行、避險情緒攀升，帶動美元走強



數據來源：Bloomberg

圖 1-7：新興國家加速去美元化，給美元帶來壓力

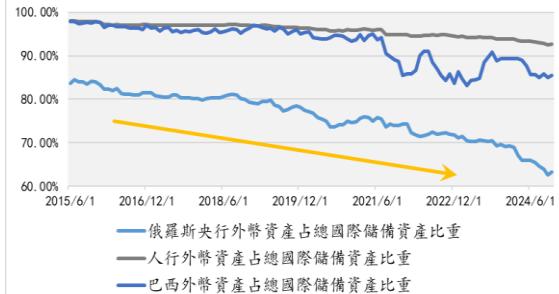
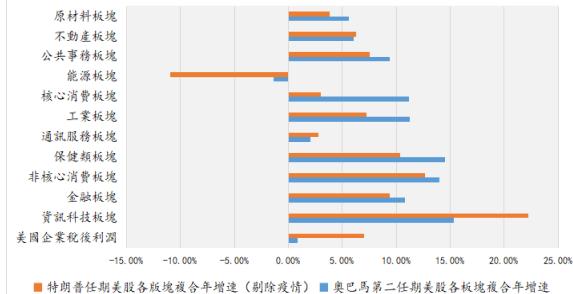


圖 1-8：特朗普上個任期主張企業減稅、放寬金融監管、支持加密貨幣等，帶動美股實現上漲



數據來源：Bloomberg

## 歐元區：歐元區經濟增長乏力，歐元及歐債利率明年料將反覆偏軟，歐股上行動能或偏弱

- + **2024 年歐元走勢回顧：**歐元兌美元匯率反覆走弱，全年在 1.03–1.12 區間上落，2024 年三季度以來歐元走勢的波動性加大。地緣局勢緊張、政府債務問題及經濟相對美國偏弱均制約歐元表現，特別是美國候任總統特朗普潛在對歐洲加征關稅的前景，令歐元在今年三季度的波動性陡升，並一度創下 2022 年 11 月以來的新低。截止 12 月 20 日，歐元兌美元收盤錄得 1.0430，全年跌 5.52%，在 G10 貨幣（除美元外）中表現靠前。

### (一) 2024 年歐元區經濟基本面及政策回顧

- + **通脹及就業方面，**限制性貨幣政策下，歐元區通脹回落至目標的 2%，就業亦有所降溫。截止 11 月歐元區整體、核心 CPI 同比分別錄得 2.3% 與 2.7%，而儘管 10 月失業率仍維持在 6.3% 的歷史低位附近，職缺率已回落至 2.5%，顯示就業市場有所降溫。歐洲央行 12 月最新的預測中下調 2024、2025 年的通脹預測至 2.4%、2.1%，2026 年通脹預測則持穩於 1.9%，行長拉加德稱抗擊通脹的任務已經完成，下一步的政策重心將轉向托底經濟增長。
- + **經濟方面，**由於歐元區的經濟內生動能疲弱，歐洲央行 12 月下調增長預期。歐元區三季度實際 GDP 環比錄得 0.4%，主要由今年夏季奧運會驅動及企業被動加庫存驅動，消費、企業投資都有增長，但淨出口仍較弱（巴黎夏季奧運會的高基數效應令出口有所降溫，但進口隨商品價格持續較強而上升）。

此外，除製造業持續深度萎縮外，服務業擴張勢頭也在減弱。由於增長預期較弱，

歐洲央行在 12 月最新的預測中下調了 2024 年、2025 年及 2026 年實際 GDP 同比增長 0.1 至 0.2 個百分點，分別至 0.7%、1.1% 及 1.4%。

- **一是戰爭導致物流和原材料成本價格持續上升，供應鏈危機持續損害歐元區經濟。**
- 俄烏衝突爆發後，由於歐洲國家對俄羅斯能源行業進行制裁，歐洲能源成本顯著抬升。歐盟從俄羅斯進口原油及天然氣分別佔總進口比重從 2021 年四季度的 28% 及 33% 降至 2024 年三季度的 2% 及 10%；取代俄羅斯的是從美國及加拿大的能源進口。由於俄羅斯生產的烏拉爾原油基本較布倫特原油及紐約期油價格更低，歐元區 2022 年以來進口能源產品平均單價上升，而實際進口總量則下降，替代俄羅斯油氣的昂貴進口能源壓制了歐元區的製造業利潤和產能。
- 此外，中東衝突擴大化後，胡塞武裝襲擊紅海的船隻，令亞洲-歐洲貨輪航運成本顯著上升，運輸保險價格持續高企，也壓制了企業利潤。根據 Freighto 數據，紅海由胡塞武裝控制後，其中 63% 原本經由紅海的貨輪繞行非洲好望角，而 40 呎標準集裝箱從亞洲到北歐的平均航運成本從 2023 年 10 月的 3,451 美元一度飆升至今年 10 月底的 8,006 美元，價格漲幅接近 132%，其中經由地中海的貨輪航運成本由於繞行紅海而增加的費率同比漲幅超過 280%。今年以來，歐元區運輸保險通脹同比飆升至 7.5% 以上，並不斷上升，截止今年 10 月歐元區運輸保險價額同比升幅達到 9.8%。
- **二是連年提升的公共債務觸發了歐盟財政紅線，部分國家債務率達到 2010 年主權債務危機水平：**根據歐盟《穩定與增長公約》的規定，歐盟國家政府的當年財政赤字佔 GDP 之比不得超過 3%，政府債務存量餘額佔當年 GDP 之比不得超過 60%，但截止 2024 年二季度歐元區總體赤字佔 GDP 的 3.4%，政府債務則佔 88.1%，當中葡萄牙、意大利等傳統重債國，其政府債務負擔已超過 2010 年歐債危機時水平。
- 從 2022 年至 2023 年，歐洲央行共加息 10 次，將隔夜存款利率提升 450 個基點至 4%；雖然歐洲央行今年累計減息 100 個基點，將隔夜存款利率調降至 3.0%，但貨幣政策的限制性水平（即政策利率壓制總需求的程度）仍然較高。由於疫情和能源危機的負面衝擊，令歐元區的財政支出大幅上升，疊加歐洲央行政策利率高企，帶來付息成本的上升，歐元區政府公共預算赤字持續增加。
- 俄烏衝突的客觀現實和北大西洋防務公約組織的壓力下，為了滿足北約成員國 2% 的國防開支佔比要求，令部分歐元區主要國家的國防開支佔本國實際 GDP 比重連年上升，如法國、德國的防務開支佔比分別從 2014 年的 1.82% 與 1.19% 上升至 2024 年的 2.41% 與 2.06%，國防開支大幅增加嚴重制約了北約成員國政府刺激經濟的空間。
- **三是由於難民及社會福利問題令歐洲社會廣泛撕裂，近年來由選舉產生的少數派政府（如德國、法國）難以推進統一及強而有力的政策主張：**近年來，財政預算案通常成為歐元區國家黨派博弈的中心，頻頻引發政局及市場動盪，如今年德國總理因

就「債務剎車」問題與內閣成員出現分歧而開除財長等高級政府官員、法國總理因試圖激進降低赤字率而被反對派通過不信任案推翻，為該國債券市場平添較大的波動。

圖 2-1：俄油價格普遍低於布油及紐油，2021 年四季度以來歐元區原油進口價升量降

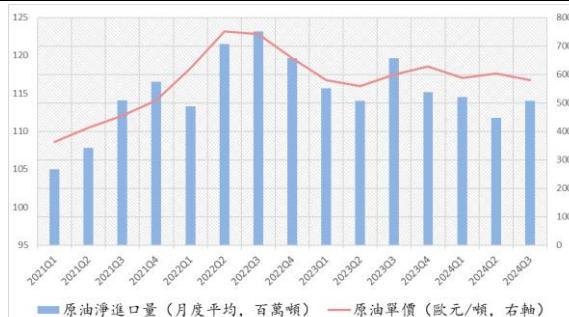


圖 2-2：胡塞武裝持續攻擊紅海商船，歐洲-東亞航線運輸價格飛速抬升



數據來源：歐盟統計局、Bloomberg, Freighto

圖 2-3：能源成本及航運保險費率居高不下，歐元區製造業產能利用率下行、工業生產量萎縮



圖 2-4：供應鏈危機及能源危機下，歐洲央行的緊縮政策讓歐元區政府債務壓力雪上加霜



數據來源：Bloomberg

圖 2-5：作為北約成員國的歐元區國家防務開支佔 GDP 比重連年上行，擠壓政府財政開支空間

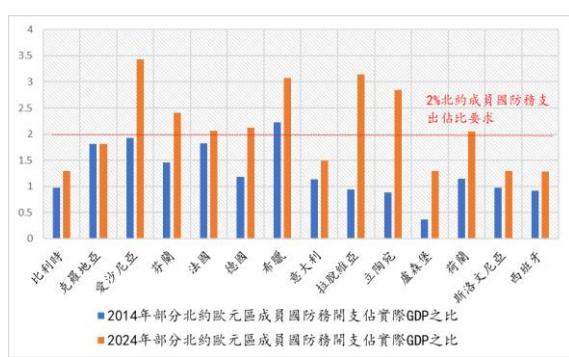


圖 2-6：歐元區部分國家政府因預算問題出現動盪，為本國債券市場平添波動



數據來源: Bloomberg

## (二) 2025 年歐元區宏觀經濟及大類資產走勢展望

### (1) 基本面預測

- ✚ 地緣衝突的創傷難以癒合: CPI 只能反映單次能源價格的上漲，而歐元區能源進口結構轉變帶來能源成本持續高企的負面影響實際上未被物價指數所完全反映，但會帶來社會生產效率的整體下降。此外，中東局勢的持續升級也令亞歐航運壓力持續上升，對企業利潤造成不利影響，負面影響外資投資歐元區的信心。
- ✚ 圍繞特朗普的不確定性為前景蒙上陰影: 由於歐元區是美國最大的商品貿易逆差來源，因此需要警惕特朗普上任後的關稅政策對歐元區出口的衝擊。此外，美國減少對烏援助，也令歐元區防務支出面臨一定壓力，或限制政府經濟刺激的空間，加上特朗普主張強化對以色列的支持力度、加大對伊朗制裁，地緣政治衝突升級或影響原油供給，提升全球原油價格中樞，增加歐元區的能源進口成本。

### (2) 政策面預測:

- ✚ 在財政從緊的背景下，央行減息難以成為歐元區經濟萎靡的解藥: 歐元區公共債務不斷擴張的壓力下，政府加稅減支的傾向及地緣政治緊張令企業投資（本土及外來投資）意願萎靡。截止今年 9 月的滾動 12 個月，歐元區外國淨直接投資金額為 1,571 億歐元，低於 2021 年的峰值 4,357.9 億歐元降低超過 60%；而地緣局勢升級和複雜化亦令作為北約成員國的歐洲國家國防開支限制其他的政府必要開支。
- ✚ 為支持經濟發展，未來歐洲央行的貨幣政策方面會持續寬鬆: 歐洲央行 12 月議息會議如期減息 25 個基點，自今年 6 月以來已累計減息 4 次共計 100 個基點。會議表明「通脹已經穩定在 2% 的中期物價目標水平」，暗示後續政策重心將轉移至托底經濟，稱由於經濟增長動能轉弱及潛在美國關稅政策的影響，未來增長前景面臨較大的不確定性，基調顯著偏鴿。

### (3) 大類資產展望: 預計明年歐元兌美元將反覆偏軟，並在年底因美元回落而有所反彈；歐股走勢偏弱；歐債利率總體下行，但需警惕風險事件或引發拋售並壓制債券價格表現

- ✚ 歐元方面，12 月歐洲央行議息會議上，行長拉加德表示歐洲央行抗擊通脹的任務基本上已完成，暗示後續政策重心將轉向支持經濟發展。展望未來，在歐元區內部需求萎縮及外部需求下降的情況下，歐洲央行減息的緊迫性強於美聯儲，歐債利率料將快速下行，美歐利差及基本面發展差距的持續擴大會讓歐元匯率反覆偏弱，明年

上半年歐元兌美元匯率有機會下試 1.0000 的平價水平；下半年隨著美元上漲動能回落，歐元兌美元匯率或將小幅反彈。

- **歐債方面**，由於歐洲央行的限制性貨幣政策制約了債券價格的表現，截至今年 9 月底的 12 個月滾動數據，外資通過組合投資淨流入歐元區的債券市場有 3,852 億美元，較去年同期減少 279 億美元。展望未來，由於歐洲央行將作較大幅度的減息操作，料歐債價格漲幅應較美債為強。但是，由於歐元區成員國的政府財政赤字壓力普遍較大，潛在的政府債務問題或會造成部分成員國的主權債價格出現大幅波動，需留意意大利、西班牙、法國的政府債務風險。
- **歐股方面**，歐洲央行減息路徑打開利好股市的估值，加上美國強勁的經濟數據也提升市場風險偏好，截至今年 9 月底的 12 個月滾動數據，外資通過組合投資淨流入歐元區股票市場 3,604 億美元，較去年同期增加 1,372 億美元。展望未來，由於歐元區的基本面呈弱勢，再加上地緣風險的直接衝擊，企業業績表現將面臨一定壓力；加上特朗普政策擾動全球市場，在避險情緒升溫下，或促使國際資金回流美國，或將壓制歐股的表現，我們預計明年的歐洲股市將反覆偏弱。

圖 2-7：歐洲經濟基本面較其他主要經濟體相對疲弱，通脹顯著放緩，歐洲央行降息迫切性較強

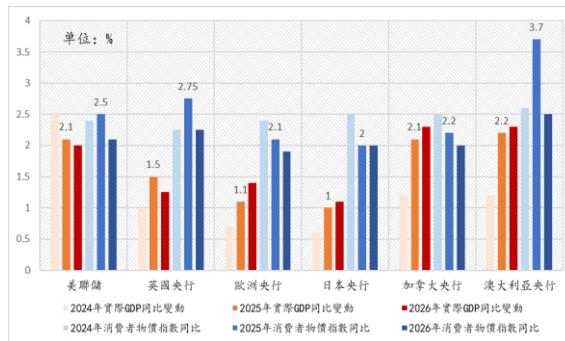


圖 2-8：特朗普上個任期加征關稅的政策對歐股表現造成了負面衝擊，預計明年歐股市場將重演疲弱勢頭



數據來源：Bloomberg

## 日本：薪資-物價良性循環鞏固，料日圓將逐步回穩，日股上行空間有限，日債價格料將溫和下降

- **2024 年日圓走勢回顧**：美元兌日圓匯率全年反覆偏弱，前半年持續上升並突破 160 關口，後在 7 月起的 2 個月內急劇跌至 140 下方，截止今年 12 月 20 日收盤錄得 156.31，全年累計漲 9.77%，令日圓在 G10 貨幣中表現較差。日圓匯率的走勢主要受到美日利差的表現影響，當中日本財務省的外匯干預、日本國會選舉及首相更替

均為日圓匯率帶來了一定的擾動。

## (一) 2024 年日本經濟基本面及政策回顧

- **價格方面：**由於日圓貶值帶來的輸入型價格上升（特別是食品及能源），及今年春季薪酬談判帶來的工資薪酬增長提振了服務價格，日本薪資-物價良性循環有所鞏固，截止今年 11 月日本整體與核心 CPI 分別錄得 2.9% 與 2.7%，消費者物價指標持續維持在央行 2% 的目標水平上方。
- **經濟方面：**春季勞資談判後職工薪酬的增長、夏季獎金及政府減稅等因素讓日本職工名義收入在今年以來持續維持升勢，個人消費對增長的貢獻由負轉正，且日圓貶值有利於日本國際企業的收益（海外收益折算成日圓）增長，促進企業進行固定資產投資；另一方面，日圓貶值及外需疲軟的不利影響下，淨出口成為今年 GDP 的主要拖累。
- **財政政策：**今年日本政府持續實施補貼政策以彌補生活成本上升帶來的社會不滿。一是日本政府於 6 月實施每人增加 4 萬日圓的收入及居住稅減免，有助於職工可支配資金的增長；二是 9 月日本政府恢復了對居民電力及燃氣賬單的補貼措施。11 月，新任首相內閣通過約 39 萬億日圓的經濟刺激計劃，力圖提振經濟增長及克服高通脹，包括向低收入家庭發放補貼、重啟能源補助等措施，政策力度較大。
- **貨幣政策：**日本央行今年以來逐步推進貨幣政策正常化。由於通脹高於 2% 水平讓實際利率處於歷史低位，加上日圓貶值帶來生活成本持續攀升，及過往實行的超寬鬆貨幣政策令金融市場功能扭曲，日本央行於今年 3 月退出 2016 年起實施的殖利率曲線控制與量化質化寬鬆政策，並分別在今年 3 月、7 月分別加息 20 個及 15 個基點，將無抵押隔夜利率從 -0.1% 提升至 0.25% 附近。

## (二) 2025 年日本宏觀經濟及大類資產走勢展望

### (1) 基本面預測

- **通脹方面：**因為本土薪資增長驅動的內生性通脹意味著服務價格、耐用品等商品價格的廣泛上行，與本幣貶值或供應鏈衝擊帶來的進口成本（食品及能源產品）上行相比更具黏性，我們預計未來的日本服務業通脹勢頭會隨著薪資穩健成長、居民收入增長及消費意願增強而有所鞏固，料日本 2025 年剔除新鮮食品的核心通脹率能保持在日本央行 2% 的目標水平之上。
- **經濟方面：**

- 本世紀以來，日本人口結構持續老齡化，工作年齡人口的相對缺乏讓勞動力市場供需呈現偏緊勢頭，加之本輪日圓貶值帶動生活成本持續上漲，勞資談判中職方有望獲得更多議價權，明年日本春季薪酬談判料將使職工薪酬維持升幅。
- 由於日本家庭槓桿率連年下跌，強勁的家庭資產負債表、穩定的薪酬增幅及政府的寬鬆財政結合，將有利於提高居民購買力，讓個人消費有望在財政刺激及薪資-就業良性循環下得到提振。另一方面，由於亞太及歐元區的經濟疲弱，加上特朗普的潛在關稅政策造成負面衝擊，明年日本淨出口或繼續成為經濟增長的拖累。

## (2) 政策面預測：

- **財政政策：**日本新任政府剛剛通過了總額達 39 萬億日圓的經濟刺激計劃（包括 13.2 萬億用於政府開支）以促進消費者支出及提振經濟。首相石破茂表示日本仍未走出通縮，料明年日本財政還是保持較為寬鬆。
- **貨幣政策：**總體來說，我們預計日本本輪能走出通縮，除去生鮮食品的核心通脹持續高於 2% 的目標水平，令經濟保持在其潛在產出水平之上增長，為日本央行推進貨幣政策正常化提供支持。但由於特朗普的潛在加征關稅等不利因素的影響，日本央行加息基礎並不穩固。日本央行行長植田和男在 12 月議息會議中的講話表態偏鴿，表示通脹的上行趨勢正在放緩，希望看到明年春季的薪資數據及特朗普的潛在關稅政策所構成的影響來決定下一步行動。因此我們預計日本央行最快可能將在明年 3 月才會正式加息。

## (3) 大類資產展望：美日利差收窄將支持日圓匯率有所回穩，國際貿易形勢的不確定性令日股上行空間有限；日債價格料將溫和下行。

- **日圓匯率：**美元兌日圓匯價基本與日美利差構成正相關。我們預計特朗普的政策影響將削弱全球經濟，美國通脹回落及勞動力市場降溫持續下，美聯儲料將繼續推進預防性減息；而日本央行很可能採取偏向謹慎的觀望態度，雖然其加息幅度有限，但美日利差收窄將支持日圓匯價有所回穩。另外，地緣政治及國際貿易局勢的擾動將利好作為傳統避險貨幣的日圓匯價。
- **日股：**日本央行退出超寬鬆貨幣政策，部分壓制日股估值，截至今年 12 月 6 日的 12 個月滾動數據，外資通過組合投資淨流入日本股票市場達 131 億美元，較去年同期減少 80 億美元。展望未來，由於日圓匯率升值會不利影響上市公司的業績表現，且日本央行的貨幣政策正常化前景或令日股估值的上行空間有限，因此日股表現或面臨壓力；另外，特朗普的貿易政策或衝擊亞太經濟增長，加上避險情緒的提升將造成美股的虹吸作用，日股的國際資金淨流入或將減少，預計日股明年的上行動能偏弱。

**日債：**日股下行令部分資金流入日債，截至今年12月6日的12個月滾動數據，外資通過組合投資淨流入日本債券市場達267億美元，較去年同期增加1,020億美元。展望未來，雖然日本經濟已滿足貨幣政策正常化的條件，但由於外部風險因素的存在，預計日本央行在加息過程中會較為審慎，料日債價格將溫和下行。

圖 3-1：薪資增速加快，再加上日圓貶值導致的輸入性通脹升溫，薪資-物價良性循環進一步鞏固



圖 3-2：日圓貶值利好日本出口及企業海外投資收益折算價值改善，推動日本股市上行



數據來源: Bloomberg

圖 3-3：因日本人口結構持續老齡化，勞動力市場供不應求問題持續，薪資增速持續加快



圖 3-4：強勁的家庭資產負債表、穩定的薪酬增幅及政府寬鬆財政將提高日本居民購買力，支持消費增長

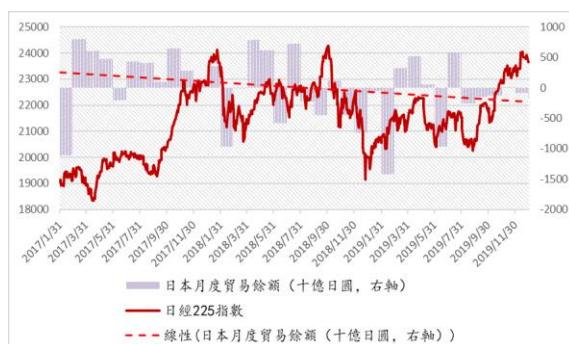


數據來源: Bloomberg

圖 3-5：在美聯儲減息以及日本央行貨幣政策正常化的影響下，美日利差將縮小，給日圓匯價帶來支撐



圖 3-6：特朗普首個任期關稅政策政策衝擊下，日本淨出口受到抑制，經濟基本面走弱打壓日股表現



數據來源: Bloomberg

## 英國：英國通脹反彈，英鎊明年或先波動後走強，英債價格溫和向上，英國股市料將反覆偏弱

**2024 年英鎊走勢回顧：**全年波動走強，上半年維持在 1.22–1.28 區間波動，下半年的波動性則顯著抬升，英鎊兌美元匯率先升後跌，在 9 月底一度升破 1.34 後回落，截止今年 12 月 20 日收盤錄得 1.2570，全年累計跌 1.26%，在除美元外的 G10 貨幣中表現最佳。上半年，英國的服務業通脹持續令市場調低對英國央行減息的預判，進入下半年，圍繞美國經濟的表現及總統大選的不確定性，使英鎊匯價經歷了較大的起落。當中英國的議會選舉及英國政府的秋季預算案也為英鎊匯價帶來一定擾動。

### (一) 2024 年英國經濟基本面及政策回顧

- 通脹方面**，英國整體通脹回落較快，但服務業通脹仍然持續，不平衡的通脹回落進程令英國央行今年的減息態度保持審慎。俄烏衝突帶來供應鏈的衝擊逐步消退，高基數效應讓今年以來能源及食品價格快速回落，是整體通脹下行的主要原因。然而，勞動力市場持續緊俏，職工薪酬與服務價格增幅居高不下，讓英國核心通脹黏性較強：疫情後本土居民的勞動力參與意願顯著下降，加上脫歐後外部勞動力供給增長顯著放緩，儘管職位空缺數量回落，但當前的勞動力供需缺口仍然較大，失業率維持在歷史低位。
- 經濟方面**，英國央行 2021 年底開始的加息周期滯後效應，加上外需疲弱，令英國今年的經濟增長動能偏弱。三季度英國的實際 GDP 環比增加 0.1%，其中家庭及政府消費為主要驅動力（通脹下行提升居民購買力），但由於主要貿易夥伴，如歐元區

經濟較差的原因，令英國的淨出口持續偏弱；而限制性貨幣政策令製造業居於萎縮區間，服務業擴張速度下行。

- **零售銷售動能疲弱，工業生產萎縮：**高通脹及高利率的雙重壓制下，2022 年 4 月至 2024 年 4 月的兩年期間，英國的實質零售銷售量同比萎縮；2023 年 10 月至今，實際工業產量也持續下降，公司破產數量連續上升。
- **經濟內生動能與美國相比仍然偏弱：**2023 年下半年英國陷入技術性衰退，今年在通脹整體回落及英國央行的減息前景下有所好轉，但實質 GDP 相比美國仍然較弱，特別是其主要貿易夥伴歐盟今年以來的經濟顯著轉差，令淨出口成為英國增長的主要拖累。
- **勞動力市場方面，就業供需緊俏，但正在緩慢降溫：**雖然英國當前失業率維持在低位，但數據顯示包括服務業在內的各行業職位空缺數量都在下跌，勞動力需求正在緩慢降溫。
- **財政政策方面，**工黨時隔多年重掌政府，2024 年秋季預算案奠定寬鬆基調。工黨 10 月宣布 2024 財年的秋季預算案奠定了財政體制改革的框架，主要包括加稅及增支。英國央行估算工黨 2024 財年的秋季預算案將為英國 2025 年 GDP 及 CPI 數字同比分別帶來最高達 0.75 及 0.5 個百分點的增長。
  - 增收方面，包括彌補稅收收入缺口（提高職工 NIC 所得稅、提高資本所得稅稅率、凍結遺產稅起征點、提高對傳統化石能源企業的能源利潤稅稅率等）、設定福利支出上限及裁撤浪費性開支等措施。英國預算責任辦公室稱，這份預算案的增稅規模是三十年以來最大，英國政府未來五年將增加大約 400 億英鎊的稅收項目。
  - 增支方面，加大對公共服務的支持力度（醫療、教育和基礎設施是重點）及提升政府資本投入（包括在未來五年累計增加 1,000 億英鎊的交通、研發及住房等開支）；以及支持中小企業增長的一系列政策。
- **貨幣政策方面，**在通脹不平衡的情況下，英國央行的減息節奏較其他央行更趨審慎。由於通脹的回落勢頭持續，今年 8 月、11 月的議息會議，英國央行管委會分別以 5:4 及 8:1 比率降低政策利率各 25 個基點至 4.75%，共計 50 個基點，在主要央行中的減息態度偏審慎，令英國的貨幣政策仍處於較強的限制性水平（即政策利率仍然較高，對經濟活動的抑制作用較強），今年以來彭博英國金融環境指數顯示英國金融條件顯著收緊。

## （二）2025 年英國宏觀經濟及大類資產走勢展望

- 總體來看，2025 年英國的經濟料將延續偏弱走勢，但將好於歐元區，一是其與美國的貿易收支基本平衡，受到美國關稅的直接影響較小；二是因工黨在今年眾議院選舉中獲得了絕對多數議席，多數派政府推動寬鬆財政的阻力較小，且英國的財政赤字狀況好於法、德兩國，面臨的預算約束相對較輕；三是英國製造業萎縮程度較歐元區為佳。

## 1. 基本面預測：

- 通脹方面：**通脹方面，去年能源價格高基數效應的逐步退出會推高未來通脹指標，加上勞務通脹持續高企，英國央行預測 2025 年的整體 CPI 將反彈至 2.75%附近水平；此外，工黨 2024 年的擴張性秋季預算案也將帶動近兩年通脹上升。11 月英國整體 CPI 同比錄得 2.6%的漲幅，高於英國央行預測的 2.4%，是 8 個月以來最高，顯示隨著能源的高基數過去，英國物價指標顯著反彈。
- 經濟方面：**其他歐洲國家（特別是法國、德國）的經濟疲弱會對英國出口造成衝擊；特朗普關稅政策的溢出效應也會影響到全球的製造業景氣，衝擊英國本土的工業生產及企業投資；國內服務業的增長動能將隨著勞動力供需缺口逐步縮小而減弱；但勞動力市場的總體緊俏及通脹的下行還將支持消費的成長。

## 2. 政策面預測：

- 財政政策：**工黨提出的財稅體制改革將提振固定資產投資（2024 年英國秋季預算案中指出 2025-2026 年政府固定資本支出將達到 1,310 億英鎊）及社會公共福利支出，將改善財政支出運用效率，並通過增加資本利得稅、遺產稅等方式增加財政收入來源，料將有助於促進英國長期的經濟成長，但短期或一定程度抑制企業的投資意願。
- 貨幣政策：**今年 12 月英國央行的貨幣政策會議暗示英國存在滯脹風險，行長貝利稱未來降息將採取漸進的方式，基調偏向謹慎。英國央行減息的迫切性取決於本國核心通脹的黏性及特朗普潛在關稅政策對全球經濟的影響程度。由於英國央行管委內部存在較大分歧，我們預計英國央行前半年將按特朗普就任後的政策風險而漸進減息，下半年或隨本土通脹反彈而採取觀望態度。

### (3) 大類資產展望：

- 英鎊匯率：**特朗普就任後的政策落地生效仍需時間，特別是關稅政策將通過多輪談判，且其對經濟景氣的負面衝擊先於價格，我們預期美聯儲減息的緊迫性將隨時間推移而逐步增加，在此之前美元仍將維持相對強勢，壓制英鎊的表現。

此外，英國的 CPI 隨著高能源價格基數效應的消散，加上秋季預算案的實施而反彈至接近 3%水平，因此英國央行對通脹仍處於較高水平時進行減息的阻力較大（由於

核心通脹較高，今年英國央行管委內部針對減息的觀點分歧較大），因此英鎊匯率在明年上半年將受美元走強壓制而維持區間反覆，至下半年因本土通脹進一步回升、美元上升動能消退而走強。

- **英股：**因今年以來英國經濟基本面較為穩健，截至今年 6 月底的 12 個月滾動數據，外資通過組合投資淨流入英國股票市場達 4 億美元，較去年同期的淨流出 80 億美元增加了 84 億美元。展望未來，由於英國經濟面臨的風險因素可能會抑制企業盈利表現，加上特朗普激進的貿易政策或衝擊歐元區需求，影響英國出口及提升國際避險情緒，國際資本或減少流入英國資本市場。我們認為高通脹令英國央行減息存在阻力，英國股市表現或受到高利率壓制，富時 100 指數料表現偏弱。
- **英債：**在今年整體通脹持續降溫下，英國央行的減息前景驅動外資流入英債市場。截至今年 6 月底的 12 個月滾動數據，外資通過組合投資淨流入英國債券市場有 1,411 億美元，較去年同期增加 967 億美元。展望未來，英國退出歐盟後其財政自由度高於法德等國，英國政府或能實施更擴張的財政刺激政策，而英國政府的 2024 財年秋季預算案相對平衡，英國主權債務風險問題亦小於歐元區國家。因此，隨英國央行謹慎推進減息操作，英國債券價格將溫和向上。

圖 4-1：職工薪酬與服務價格增幅高企，讓英國核心通脹居高不下

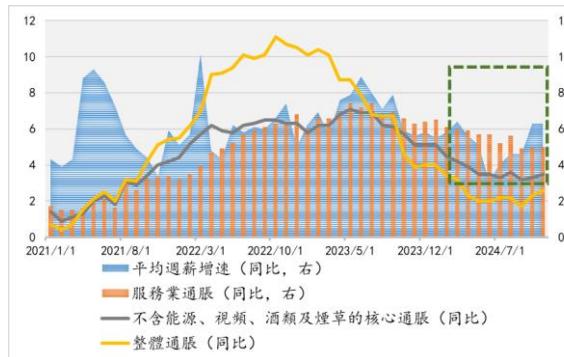
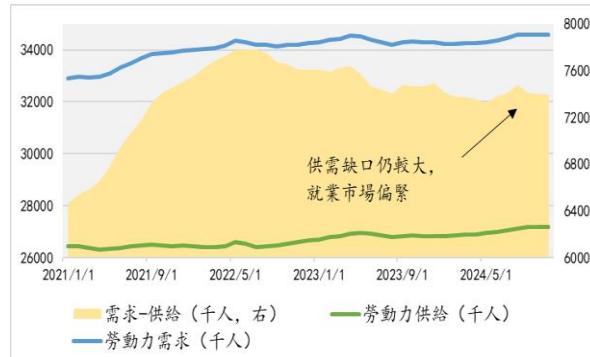


圖 4-2：雖然勞動力需求有所放緩，但移民人口以及居民勞動意願下行，令英國勞動力市場持續偏緊



數據來源：Bloomberg

圖 4-3: 英國主要貿易夥伴歐元區經濟放緩，或給英國淨出口帶來下行壓力

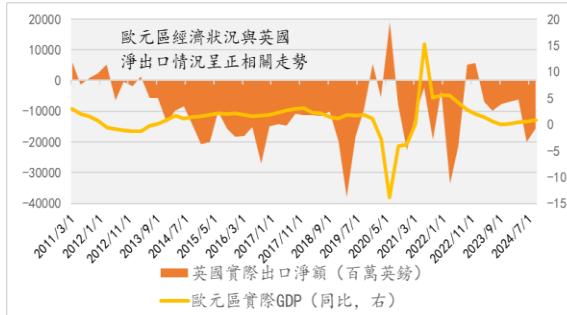
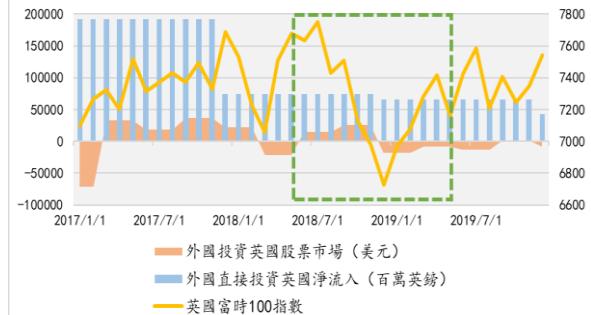


圖 4-4: 特朗普貿易政策或令國際資金減少流入英國，英股表現偏弱



數據來源: Bloomberg

## 加拿大：經濟復甦走勢或受阻，明年加元料將反覆偏弱，加股波動性或將增強，加債價格則持續上升

- **2024 年走勢回顧：**加元全年走弱，截止今年 12 月 20 日美元兌加元全年收漲 7.77%，收盤錄得 1.4359，在 G10 貨幣中表現居中。加拿大央行自今年 6 月以來已經連續減息 5 次共計 175 個基點，將隔夜拆款利率下調至 3.25%，在主要央行的減息步伐較大，美加的經濟基本面及央行貨幣政策的分化是今年加元偏軟的主要原因。

### (一) 2024 年加拿大經濟基本面及政策回顧

- **通脹回落至央行 1%-3% 的目標區間並持穩在 2% 附近水平：**商品價格下行及住房通脹壓力的放緩驅動，10 月整體 CPI 錄得 2%，不含食品及能源的核心 CPI 錄得 2.3%，均處於加拿大央行 1% 至 3% 的目標區間內。
- **加拿大勞動力市場持續降溫：**由於央行的限制性貨幣政策（加拿大央行自 2022 年 3 月至 2023 年 7 月的加息行動抑制了總需求）令勞動力需求持續回落，勞動力市場供應出現過剩，新進入就業市場及年輕群體失業率攀升，11 月加拿大失業率意外上升至 6.8%。
- **經濟方面：**高利率壓抑了企業投資，個人消費成為支持經濟增長的主要動力，能源價格下行令出口成為拖累；由於歐洲及亞洲的經濟復甦緩慢，原油市場需求前景疲弱，一定程度影響出口表現（今年 1-10 月能源產品淨出口佔加拿大淨出口總額的近 50%）。
- **財政政策方面，**由於經濟疲軟影響稅收收入，加上過多的新移民帶來社會公共支出

負擔加重，加拿大2023-2024財年預算赤字實際數值達到619億加元（約合435億美元），遠高於加拿大財長於今年春季聲稱的401億加元以內。該國財政部預計，2024-2025財年政府預算赤字將回落至483億加元，但考慮到特朗普潛在關稅政策對加拿大經濟的負面衝擊，預計加拿大明年財政開支易鬆難緊。

- **貨幣政策方面：**加拿大央行今年累計減息5次共175個基點，在主要央行中的減息幅度最大。12月加拿大央行大幅減息50個基點，謂加拿大通脹風險已基本平衡，而由於經濟弱勢持續，需要繼續減息；但考慮到特朗普的關稅政策及未來移民流入減少對價格及經濟成長的潛在影響，後續的減息態度或更加審慎。

## （二）2025年加拿大宏觀經濟及大類資產走勢展望

- **基本面預測：**政策利率下降將有助於私人投資修復；通脹回落至目標區間利於個人消費維持強勁；由於最大貿易夥伴的美國經濟保持穩健，加拿大出口料將持穩，但需警惕特朗普潛在的關稅政策所造成的負面衝擊。此外，加拿大央行預計未來的移民流入將會放緩，或減慢國內勞動力市場的降溫速度，一定程度抑制本土失業率上行，並令職工薪酬增長維持粘性。

### （2）大類資產展望：

- **加元匯率：**由於經濟動能疲弱，且央行設定的通脹目標具更強的靈活性（1%-3%），隨通脹持穩於2%附近水平，加拿大央行明年還將繼續減息，12月議息會議上加拿大央行稱未來的政策重點將是保證經濟增長，但步伐會趨於漸進，料將有助於加拿大債券價格出現一定程度的上漲，並壓制加元表現，明年加元匯率或反覆偏弱。
- **加拿大資本市場方面，**經濟基本面偏弱與央行大幅降息下，加拿大資本市場呈現股弱債強格局。截至今年9月底的12個月滾動數據，外資通過組合投資淨流出加拿大股票市場125億美元，較去年同期少流出173億美元；淨流入加拿大債券市場1,260億美元，較去年同期增加491億美元。作為美國前三大貿易逆差國，加拿大有較大概率受到特朗普加征關稅的影響，且特朗普還稱將加大對美國本土的能源生產，一定程度上影響作為主要能源出口國的加拿大出口表現，外需的不確定性或將加大包括股市在內的資本市場波動性。

圖 5-1: 勞動力需求回落，加拿大市場出現供過於求現象，導致勞動力市場降溫，失業率上行

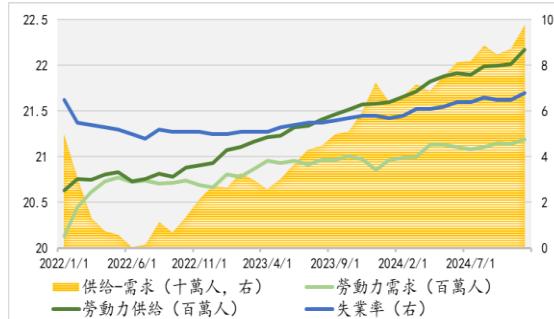
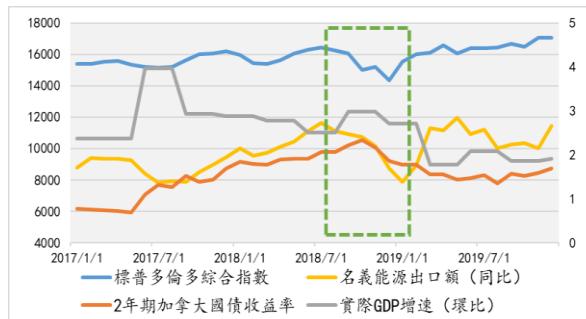


圖 5-2: 能源出口偏弱將導致加拿大經濟增速放緩，拖累加股和加債表現



數據來源: Bloomberg

## 澳洲：澳洲經濟放緩，澳元明年將反覆偏弱，澳股波動性提升，澳債價格料實現溫和上升

2024 年澳元回顧：澳元兌美元整體波動走軟，在 0.63 至 0.69 區間內反覆。截止 12 月 20 日，澳元兌美元匯率下跌 8.24% 至 0.6251，在主要貨幣中表現居中。由於澳洲核心通脹仍然高企，澳洲央行持續維持鷹派的政策立場，是主要央行中唯一一個至今還未開啟減息周期的央行，給澳元帶來支持；另一方面，由於亞太經濟復甦緩慢，加上四季度起的特朗普交易及美國經濟維持強勢，美元走強對澳元匯價形成壓力。

### (一) 2024 年澳洲經濟基本面及政策回顧

通脹方面：今年以來，由於政府電力稅減免以及燃料價格下跌的影響，澳洲整體通脹在 2024 年下半年回落至央行 2%-3% 的目標區間範圍內，但澳洲的核心通脹仍然維持在較高的水平，特別是服務通脹同比仍處 4.8%，潛在通脹黏性較強。12 月澳洲央行議息會議聲明中稱直到 2026 年潛在通脹指標才能可持續回落至 2.5% 的目標水平中線。

澳洲勞動力市場的持續放緩也促進通脹在 2025 年延續降溫的趨勢。因移民人口湧入及高息限制勞動力需求，令澳洲就業市場的供需缺口縮窄，今年以來的失業率有所上升，並讓薪資的增速漲幅趨向緩和。

勞動力市場：澳洲勞動力市場有所放緩。因移民人口不斷湧入的影響，澳洲勞動年齡人口持續增加，但澳洲的勞動力需求增速並不及人口增速的漲幅，導致澳洲失業率正持續攀升，薪資增速漲幅趨於緩和。

- **經濟方面：**借貸成本高企的背景下，令澳洲企業活動持續放緩，而由於通脹仍然維持高位，故佔GDP增速高達五成的家庭消費增長也弱於預期；因全球製造業景氣低迷，使澳洲鐵礦石、煤炭等大宗商品出口有所滑落。展望未來，特朗普強硬的關稅政策或影響亞太地區的經濟增長，並對澳洲出口造成不利影響，且高企的借貸成本亦令企業投資受到較大的限制，料明年的澳洲經濟增長動能將會持續放緩。
- **貨幣政策方面：**澳洲央行今年持續維持鷹派的政策取態，為主要央行中唯一一個至今仍未減息的央行。由於通脹壓力放緩，澳洲央行在12月貨幣政策聲明中排除了進一步加息的可能性。另外，行長布洛克表示，不確定明年2月會否減息，暗示上半年將開啟減息周期。而澳洲央行最新的預測顯示明年上半年利率將降至4.1%，下半年將進一步降至3.7%，故預期澳洲央行明年上半年或減息1次，下半年料至少再降1次。

## (二) 2025年澳洲宏觀經濟及大類資產走勢展望

### (1) 基本面預測

- **通脹方面：**澳洲明年的通脹料先降溫後回升。澳洲央行預計到明年年底本土失業率將攀升至4.5%，勞動力市場降溫或帶動服務業成本下降，令勞務通脹有所回落，澳洲央行預計明年上半年通脹將降至2.5%。另一方面，進入下半年，由於政府能源補貼政策到期，加上高能源基數效應消散，澳洲通脹在明年下半年將有所回調，明年底通脹或回升至3.7%。
- **經濟方面：**亞洲作為澳洲最大的貿易夥伴，特朗普強硬的關稅政策或影響其區內的需求，進而抑制對澳洲商品的進口需求；加之澳洲央行持續的高利率政策將抑制本國的內需，明年的澳洲經濟或進一步放緩。

### (2) 大類資產展望：

- **澳元匯率：**澳洲央行明年減息幅度或較其他主要央行的減息幅度更為克制，料將給澳元帶來一定支持。但澳洲的主要貿易夥伴屬亞太新興市場國家，特朗普的關稅政策或對新興國家的經濟造成抑制，並將在一定程度上打壓澳洲出口，進而影響澳元匯價。作為風險貨幣，特朗普的激進主張可能會令全球經濟受到打擊，使市場風險偏好情緒顯著回落，從而壓制澳元表現。因此我們預計澳元兌美元明年將波動偏軟。
- **澳洲資本市場方面：**預計澳洲央行將在明年上半年開啟減息周期，或將一定程度上帶動澳洲股市實現適度上升。但須留意特朗普關稅政策的溢出效應及澳洲經濟基本面走弱對澳股表現的衝擊，或將加大澳洲股市的波動性。而由於澳洲央行明年的減息幅度將較為克制，澳洲國債價格表現雖然能夠實現一定的增長，但或將弱於歐美

等其他主要經濟體的國債價格漲幅。

圖 6-1：因澳洲的勞動力需求增速並不及人口增速的  
漲幅，今年以來澳洲勞動力供需缺口有所收窄

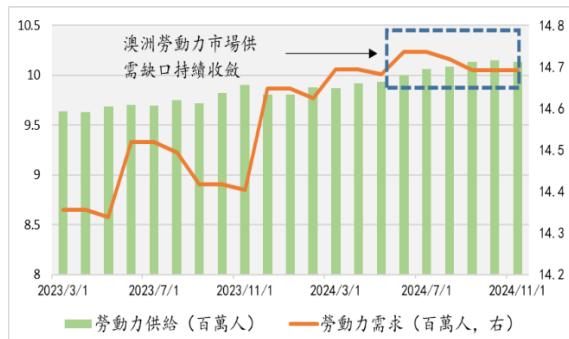
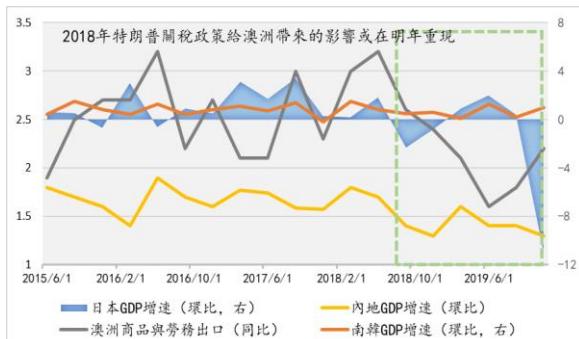


圖 6-2：特朗普強硬關稅政策將影響亞太國家需求，進而  
導致澳洲出口受阻



數據來源: Bloomberg

## 紐西蘭：紐西蘭經濟活動低迷，紐元明年亦表現偏軟，紐股面臨下行壓力，紐債價格將持續上升

- 2024 年全年紐元回顧：2024 年紐元兌美元匯率反覆偏弱，全年在 0.58 至 0.64 區間內寬幅波動，截止 2024 年 12 月 20 日收跌 10.56% 至 0.5652，在 G10 貨幣中表現最差。紐西蘭的經濟基本面轉弱及通脹回落至央行目標區間範圍內，令紐西蘭央行於 8 月開始減息周期，全年累計減息 125 個基點，在主要央行中的減息幅度偏大，壓制紐元表現；此外，國際大宗商品的價格變化及市場風險情緒的反覆，也增添了紐元的波動性。

### (一) 2024 年紐西蘭經濟基本面及政策回顧

- 紐西蘭明年的通脹有望繼續處於 1%-3% 目標區間範圍內：紐西蘭境內的借貸成本高企讓經濟從需求過熱轉為供應過剩，經濟增長的整體降溫帶動包括娛樂、教育等核心通脹指標回落；而主要經濟體的物價增長回落也有助於紐西蘭向這些地區進口的食品、燃料等商品價格下行，均帶動紐西蘭第三季度的整體 CPI 同比升幅降至 2.2%，回落至央行 1%-3% 的目標範圍內。
- 此外，紐西蘭勞動市場的降溫程度也顯示明年通脹回升的可能性不大。由於經濟活動低迷，紐西蘭新增就業人數持續減少，同時失業率在今年加速上升，已經接近 2020 年水平，顯示勞動力市場需求顯著下跌，這令紐西蘭薪資增速持續放緩，減低明年紐西蘭通脹回升的可能性。

- 經濟活動低迷，但在限制性貨幣政策放鬆的影響下，明年或有所回升：在高借貸成本及歐亞經濟低迷的情況下，紐西蘭企業固定投資以及商品與勞務出口均下降，拖累經濟活動下滑，紐西蘭更於今年三季度陷入技術性衰退。同時，佔紐西蘭整體 GDP 比重高達 60%以上的消費者支出增速也放緩。

## (二) 2025 年紐西蘭宏觀經濟及大類資產走勢展望

### (1) 基本面預測

- **通脹方面：**明年有望繼續處於目標區間範圍內。紐西蘭央行在 11 月貨幣政策聲明中指出通脹壓力已經減弱，顯示央行對抑制通脹的進展信心較強，並預計明年的通脹年率均在 1%-3%目標區間內。此外，紐西蘭勞動市場的下降程度也顯示明年通脹回升的可能性不大。
- **經濟方面：**在貨幣政策放鬆的影響下，明年或有所回升。隨著紐西蘭央行在 2024 年大幅減息的滯後效果已逐漸顯現，紐西蘭央行預測在較低政策利率的帶動下，投資和消費將受到提振，經濟成長率預計將在 2024 年底加速至 0.3%，並可能在 2025 年進一步提升至 0.6%。
- **政策面預測：**紐西蘭央行預測，2025 年年底的官方現金利率將降至 3.6%，意味著明年還有 65 個基點的利率下調空間，較今年的減息步伐有所放緩。由於紐西蘭基本面仍然偏弱，且通脹上行風險已顯著消退，我們預計紐西蘭央行明年的減息次數將為 2 到 3 次，累計降息幅度在 50-75 基點範圍內，在主要央行中減息幅度居中。

### (2) 大類資產展望：

- **紐元匯率：**特朗普的關稅政策或令全球貿易摩擦加劇，對包括紐西蘭在內的亞太區經濟將造成負面衝擊，並令市場風險偏好下行，壓制作為商品貨幣的紐幣表現。由於美國經濟仍然強健，故令明年美聯儲減息的緊迫性較低，我們預測明年美紐利差還會有所擴大，進一步對紐元表現造成下行壓力。因此，明年紐元兌美元料將反覆偏軟。
- **紐西蘭股債：**經濟基本面疲弱，加上特朗普潛在關稅政策或令包括紐西蘭在內的亞太區經濟受到負面衝擊，紐西蘭股市料受到一定的下行壓力；預計紐西蘭央行減息的緊迫性較強，紐西蘭國債價格或維持上升。

圖 7-1：經濟降溫讓新增就業人數減少，薪資增速放緩，紐西蘭通脹在今年持續降溫

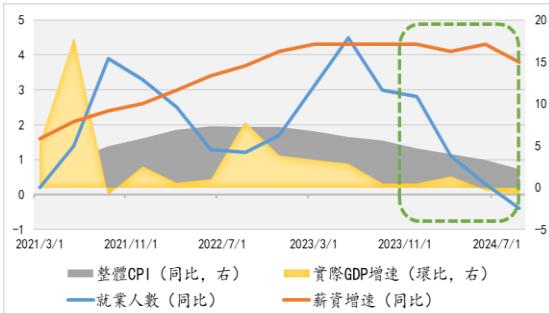


圖 7-2：限制性貨幣政策下，消費者支出、商品與勞務出口額以及固定投資下降，拖累經濟活動下滑



數據來源: Bloomberg

## 【 免責聲明 】

本檔所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本檔內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。  
本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。