

宏觀月刊

經濟
環球

鷹派傾向

- ◆ 美國勞動力市場走弱，加之英國公佈了有助於通脹回落的預算案，應會確保短期內啟動減息……
- ◆ ……但在部分十國集團經濟體中，通脹和國內需求意外走強，並非所有央行都在減息……
- ◆ ……還有少數央行的立場正變得更偏鷹派……

11 月對人工智慧泡沫的擔憂一度令市場受挫，但在企業盈利與全球經濟增長依然穩健（包括亞洲第三季多項數據遠超預期），且貿易不確定性有所緩和的背景下，全球股市目前僅略低於 10 月下旬創下的歷史高位。

美國政府重新開門

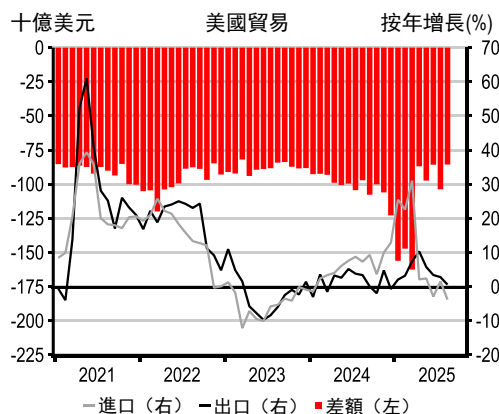
11 月 13 日，美國總統特朗普簽署了一項法案，將政府撥款延長至明年 1 月底，終於結束了長達 43 天的政府停擺。該法案同時保證向所有聯邦雇員補發工資，這可能提振第一季國內生產總值。但數據發佈仍存在延遲，勞工統計局與經濟分析局的下批關鍵數據（如非農就業數據與消費價格指數）需待美聯儲 12 月 10 日會議後才陸續公佈。

部分滯後的美國數據已發佈，其中 8 月貿易數據顯示美國貿易逆差有所收窄。這可能反映此前「搶跑式」進口趨勢消退後的部分回調。但關稅不確定性依然存在，因行業關稅可能調整，且《國際緊急經濟權力法》相關關稅仍待最高法院裁定。然而，隨著近期中美關係緩和，部分關稅也在下降，且在出現關稅推高消費價格的跡象後，多項農產品已被排除在加征範圍之外。

美國第一季國內生產總值增速或小幅上行

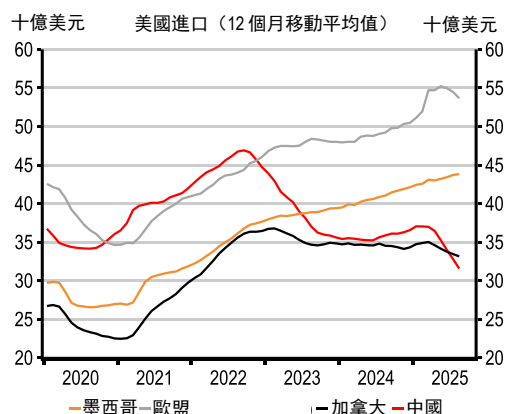
美國 8 月份貿易逆差收窄

1. 美國 8 月份貿易逆差收窄……



資料來源：Macrobond

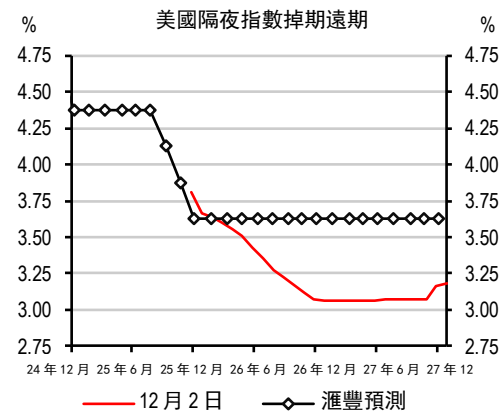
2. ……同時自中國、加拿大和歐盟的進口下降……



資料來源：Macrobond

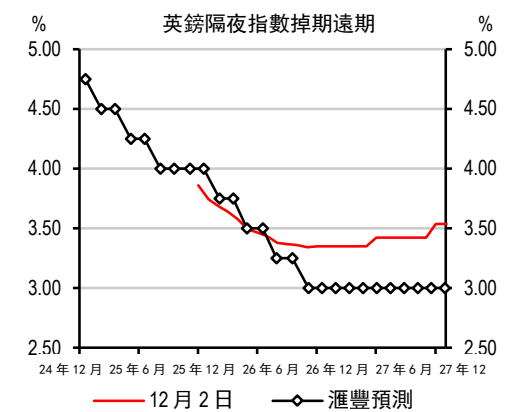
9 月份勞動力市場數據喜憂參半，非農就業人數新增 11.9 萬遠超預期，但失業率卻小幅升至 4.4%。其他 10 月份數據則顯示職位空缺減少、裁員增加、信心走弱，似乎鎖定了 12 月減息的前景，即使聯邦公開市場委員會內部依然存在分歧。

3. 我們預計美聯儲的減息幅度將少於市場預期.....



資料來源：彭博資訊、滙豐預測
注：OIS = 隔夜指數掉期

4.而英格蘭銀行的減息力度則可能高於市場預期



資料來源：彭博資訊、滙豐預測
注：OIS = 隔夜指數掉期

英國預算案有助於通脹回落

英國備受期待的預算案雖然仍有許多結構性問題未能解決，但其遵循財政規則，並將財政迴旋空間擴大逾一倍。鐵路票價和能源價格的凍結舉措應會推動消費價格指數繼續回落，從而支持英格蘭銀行進一步減息。與此同時，日本內閣批准了一項規模相當於國內生產總值 3.2% 的經濟刺激計劃，這也支持我們對日本銀行在 12 月加息 25 個基點的預期。

寬鬆週期接近尾聲

其他方面，多家央行寬鬆週期已近尾聲，這一點愈發明朗。歐洲央行和東盟國家的央行在來年大概率將維持利率不變，因此最有可能率先加息的，將是紐西蘭儲備銀行。隨著經濟進入上行階段，我們現預計其將在 2026 年第三季加息。與此同時，由於需求走強且核心通脹仍高於澳洲儲備銀行設定的 2-3% 目標區間，該央行也可能在 2026 年第三季前上調政策利率。

印度經濟強勁增長

儘管印度第三季國內生產總值按年增長 8.2%，但較低的通脹水平仍為進一步寬鬆提供空間。鑒於中國 10 月份的經濟數據表現令人失望，預計政府也將推出財政和貨幣刺激措施。投資、消費和工業增加值均出現放緩，反映外部和國內需求持續低迷。房地產行業亦再度走弱，一手住房銷售和房地產投資的降幅進一步擴大。

在通脹回落的背景下，英格蘭銀行仍有減息空間

多家央行的寬鬆週期已近尾聲

印度第三季國內生產總值強勁增長，而中國 10 月份經濟活動數據令人失望

最近發佈的重要數據

日期	市場	數據	時段	實際值	市場預期	前值	實際值對比 市場預期
11 月 13 日	英國	國內生產總值（按年%）	第三季初值	1.3	1.4	1.4	↓
11 月 14 日	中國內地	工業增加值（按年%）	10 月	4.9	5.5	6.5	↓
11 月 14 日	中國內地	社會消費品零售總額（按年%）	10 月	2.9	2.8	3.0	↑
11 月 19 日	英國	消費價格指數（按年%）	10 月	3.6	3.5	3.8	↑
11 月 20 日	美國	非農就業數據的月度變化（千人）	9 月	119	53	-4.0	↑
11 月 25 日	美國	社會消費品零售總額初值（按月%）	9 月	0.2	0.4	0.6	↓
11 月 30 日	中國內地	國家統計局製造業採購經理人指數（指數）	11 月	49.2	49.2	49.0	→
12 月 2 日	歐元區	調和消費者價格指數（按年%）	11 月初值	2.2	2.1	2.1	↑

資料來源：彭博資訊、滙豐銀行

↑ 高於預期——實際值高於市場預期，↓ 低於預期——實際值低於市場預期，→ 實際值符合市場預期

即將到來的關鍵事件

日期	市場	數據	時段
12 月 10 日	中國內地	生產價格指數/消費價格指數	11 月
12 月 10 日	美國	美聯儲利率公告	-
12 月 12 日	英國	國內生產總值	10 月
12 月 15 日	中國內地	社會消費品零售總額	11 月
12 月 16 日	美國	非農就業數據*	10 月/11 月
12 月 17 日	英國	消費價格指數	11 月
12 月 18 日	英國	英格蘭銀行利率公告	-
12 月 18 日	歐元區	歐洲央行利率公告	-
12 月 18 日	美國	消費價格指數	11 月
12 月 19 日	日本	日本銀行利率公告	-
12 月 19 日	英國	社會消費品零售總額	11 月
12 月 22 日	中國內地	中國人民銀行利率公告	-

資料來源：LSEG Eikon、滙豐銀行*本次發佈的 10 月數據不包括失業率

披露附錄

- 1 本報告發布日期為 2025 年 12 月 5 日。
- 2 除非本報告顯示不同的日期及 / 或具體的時間，否則本報告中的所有市場資料截止於 2025 年 12 月 4 日。
- 3 滙豐設有識別及管理與研究業務相關的潛在利益衝突的制度。滙豐分析師及其他從事研究報告準備和發布工作的人員有獨立於投資銀行業務的匯報線。研究業務與投資銀行及做市商交易業務之間設有資訊隔離牆，以確保保密資訊和（或）價格敏感性資訊可以得到妥善處理。
- 4 您不可出於以下目的使用 / 引用本報告中的任何資料作為參考：（i）決定貸款協議、其它融資合同或金融工具項下的應付利息，或其它應付款項，（ii）決定購買、出售、交易或贖回金融工具的價格，或金融工具的價值，和 / 或（iii）測度金融工具的表現。
- 5 本報告為滙豐環球投資研究發布的英文報告的中文翻譯版本。香港上海滙豐銀行有限公司、滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司和滙豐金融科技服務（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。

免責聲明

本報告由香港上海滙豐銀行有限公司(簡稱「HBAP」，註冊地址香港皇后大道中 1 號)編製。HBAP 在香港成立，隸屬於滙豐集團。

本報告由滙豐(台灣)商業銀行有限公司及 HBAP(合稱「發行方」)向其客戶分發。本報告僅供一般傳閱和資訊參考目的。本報告在編製時並未考慮任何特定客戶或用途，亦未考慮任何特定客戶的任何投資目標、財務狀況或個人情況或需求。HBAP 根據在編製時來自其認為可靠來源的公開信息編製本報告，但未獨立驗證此類資訊。本報告的內容如有變更恕不另行通知。對於因您使用或依賴本報告，而可能導致您產生、或承受因此造成、導致或與其相關的任何損失、損害或任何形式的其他後果，HBAP 及發行方不承擔任何責任。對於本報告的準確性、及時性或完整性，HBAP 及發行方並不作任何擔保、聲明或保證。本報告並非投資建議或意見，亦不以銷售投資或服務或邀約購買或認購這些投資或服務為目的。您不應使用或依賴本報告作出任何投資決定。HBAP 及發行方對於您的此類使用或依賴不承擔任何責任。若對本報告內容有任何問題，您應該諮詢您所地區的專業顧問。您不應為任何目的向任何個人或實體複製或進一步分發本報告部分或全部的內容。本報告不得在任何禁止分派本報告的地區分發。

以下條款僅適用於滙豐(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。

中國內地

在中國內地，本報告由滙豐銀行（中國）有限公司（簡稱「滙豐中國」）向其客戶分發，僅用於一般參考目的。本報告並不旨在提供證券和期貨投資建議或提供金融信息服務，亦不旨在推廣或銷售任何理財產品。本報告所載內容和信息均基於現狀提供。若對本報告內容有任何問題，您應該諮詢您所在轄區的專業顧問。

© 版權香港上海滙豐銀行有限公司 2025，版權所有。

未經香港上海滙豐銀行有限公司的事先書面許可，不得對本報告任何部分進行複製、存儲於檢索系統，或以任何電子、機械、影印、記錄或其它形式或方式進行傳輸。

[1270364]