

步步為營

東亞銀行經濟研究部



2025年第1季經濟展望

本章摘要：

- 環球經濟在2025年料延續低增長態勢，不確定性亦驟增
- 2025年美國經濟前景保持良好，但通脹回落進程停滯令美聯儲減息取態更為謹慎，貿易政策不確定性亦構成重要下行風險
- 歐元區和英國經濟在2025年將維持低增長趨勢
- 亞洲消費及投資勢頭向好，亞洲經濟有望維持大致向好。除日本央行外，其他亞洲央行料以放寬貨幣政策為主
- 中國內地有望加大宏觀政策力度，積極擴大內需，穩定房地產市場，支持內地經濟持續回升
- 訪港旅遊料可持續復甦，預期2025年香港經濟將維持增長，資產市場有望築底回穩

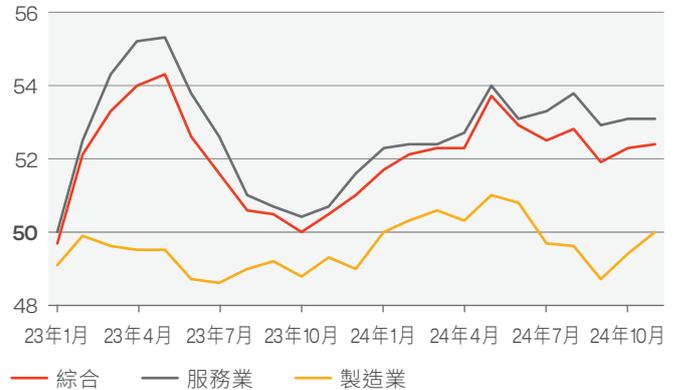
環球經濟展望

環球經濟延續低增長常態，不確定性驟增

2024年環球經濟展現出韌性。即使在利率高企、多國大選及地緣政治局勢緊張的背景下，國際貨幣基金組織(IMF)最新估算2024年環球經濟仍能錄得3.2%的平穩增長。科技產品需求回暖刺激貿易活動回升是支撐2024年經濟表現的重要因素。再者，勞工市場穩健，為私人消費提供紮實的支持。企業盈利延續增長勢頭，推動商業投資擴張。然而，環球經濟同時挑戰重重，不確定性驟增。首先，各主要經濟體增長步伐不一，反映復甦基礎並不穩固，中國內地經濟在政策加大力度下保持穩定增速；美國經濟表現超出長期趨勢；歐洲經濟復甦步伐滯後。其二，美國新一任總統特朗普的關稅威脅將對全球貿易和投資前景構成壓力，金融市場情緒亦會受到波及。其三，歐洲及中東地緣政治持續不明朗，環球供應鏈受阻的風險依然存在。



全球採購經理指數



>50 表示擴張

資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

通脹壓力逐步緩和，但仍高於政策目標。2024年以來，先進經濟體的通脹率逐步回落至2至3%左右，其核心通脹也有所放緩，但仍處於較高水平。大宗商品價格回落、供應鏈活動復常及耐用用品需求降溫等，帶動了食物、能源和商品價格增幅放緩。不過，前期累積的價格壓力和工資較快增長仍對核心通脹構成壓力，特別是在服務消費領域。展望未來，全球通脹回落進程仍將受多方面因素影響。一方面，特朗普政府的關稅措施和擴張性財政政策可能推高美國通脹，並可透過全球供應鏈傳導至其他經濟體。同時，地緣政治風險加劇亦可推高食品、能源及航運價格，為通脹前景增添變數。我們預料全球核心通脹將進一步向政策目標邁進，但這一過程需時且會出現不少起伏。

貨幣政策從緊縮走向中性，金融市場風險增加。由於實質利率已維持緊縮性一段時間，為了避免對經濟造成過大的壓力，環球主要央行於2024年啟動減息。展望未來，我們預計美聯儲、歐洲央行和英倫銀行將按自身經濟表現，有序下調利率至接近中性水平。日本央行將退出其超寬鬆貨幣政策並溫和加息。新興市場亦料將進一步減息，但其步伐或會受制於其匯率走勢和資金流向等因素。

環球經濟將延續低增長態勢。展望2025年，全球經濟有望維持擴張，但低增長或成為新常態。IMF預測2025年環球經濟增長將保持在3.2%，與2024年持平。儘管利率下降有利環球資產市場、提振投資和消費信心，但特朗普政府的貿易和財政政策、地緣政治局勢以及金融市場波動，均會對環球經濟產生重大影響，有關下行風險需要緊密關注。

宏觀經濟

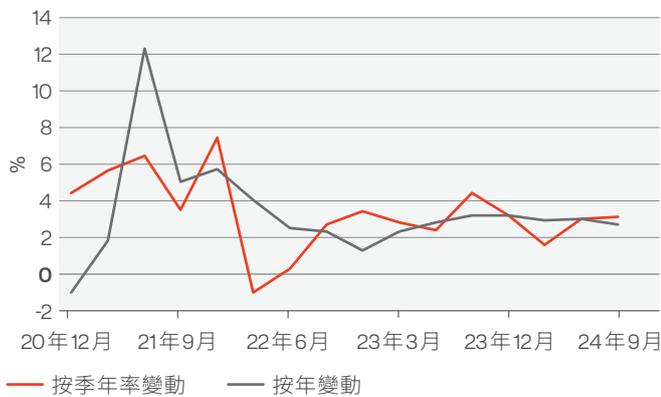
美國經濟展望

2025年美國經濟有望延續良好增長

2024年美國經濟表現超出預期，主要受惠於私人消費和政府開支增長，投資活動亦見擴張但走勢較為波動。雖然限制性貨幣政策持續對家庭和企業構成壓力，但穩健的勞工市場和資產價格上升對私人消費提供了穩固支持。生產力提升及擴張性財政政策進一步推動經濟增長，但美國在2024財政年度的財政赤字佔GDP比率高達6.4%，引發財政可持續性的憂慮。另一方面，房地產市場投資和銷售受制於按息高企。總體而言，2024年美國經濟表現強韌，領先一眾先進經濟體。

特朗普於2025年1月就任美國總統，加上共和黨掌控參眾兩院，預料特朗普大部分的政策主張將獲通過。特朗普在競選期間提出「讓美國再次強大」(Make America Great Again)的政策主張，主要措施包括：大幅增加關稅、延續減稅措施、大規模遣返非法移民、撤銷或削減能源和金融等不同行業的監管。這些政策或會對經濟增長帶來刺激，但同時可能加大通脹壓力，影響美聯儲的減息進程。

美國國內生產總值增長率



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

美國在2024年抗通脹整體取得進展，但回落過程時有起伏。近期，通脹走勢有所停滯，商品價格的跌勢開始放緩，住房和核心服務價格仍具黏性，個別組成部分甚至加速上漲。不過，勞工市場過熱情況得到改善，供需趨於平衡，緩和了工資上升壓力。我們預計通脹將繼續溫和放緩，但仍會持續高於美聯儲2%的政策目標一段時間。

美國個人消費開支物價指數



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

美聯儲正式步入減息周期。2024年9月美聯儲減息半厘，其後在11月和12月各減息四分之一厘，將聯邦基金利率下調至4.25至4.50%。然而，美聯儲在12月會議的前瞻性指引顯示，2025年減息步伐將放緩，利率點陣圖預測2025年減息幅度為50個基點，反映政策調整將更趨謹慎。我們預計2025年美國貨幣政策會逐步從緊縮走向中性，但具體減息幅度和速度將取決於經濟數據表現和特朗普政府的政策走向。

展望2025年，美國經濟前景保持良好，預計增速達到1.9%，略高於趨勢增長水平。在共和黨主導國會的形勢下，特朗普料將優先推出減稅和去監管等政策，為經濟注入更大的動力。不過，下行風險亦值得關注，例如：關稅威脅可引發其他國家的報復、實質利率高企、財政赤字問題、地緣政治緊張局勢以及資產市場波動等。

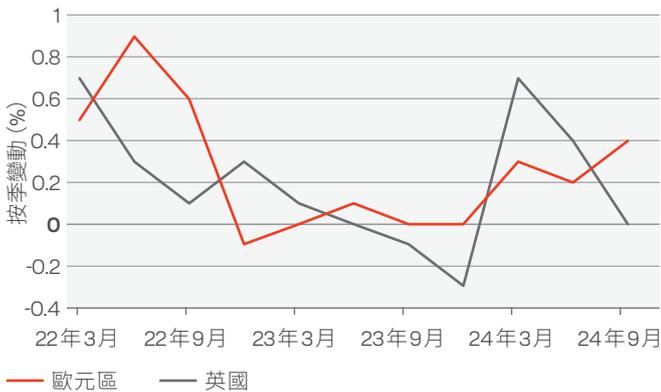


歐洲經濟展望

歐洲經濟復甦步伐滯後

2024年，歐元區和英國經濟成功走出衰退邊緣，但整體增長乏力。地緣政治風險升溫、能源供應不穩和物價高企等因素持續拖累歐洲經濟表現，企業信心和投資活動亦維持低迷。區內經濟表現分化依然明顯，德國因製造業需求疲軟而接近停滯，法國及西班牙則在服務業帶動下取得較佳表現。相對歐元區，英國企業信心較為堅挺，但高物價和高利率對私人消費構成壓制，經濟增長動能不足。2024年全年，估計歐元區和英國經濟增長均會略低於1%，較兩者的趨勢增長為低。

歐元區及英國經濟增長

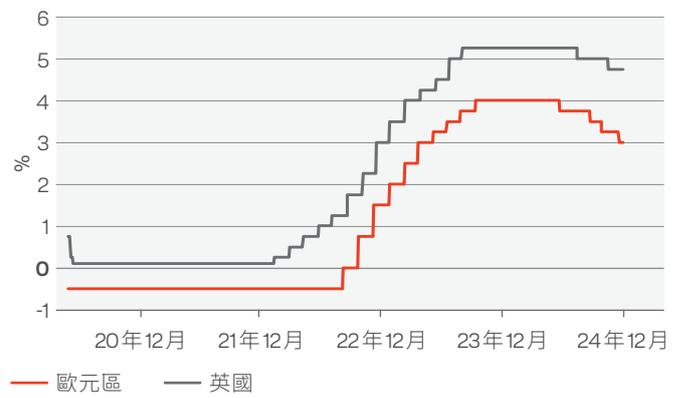


資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

特朗普上任將對歐洲帶來顯著的政策不確定性。在亞洲工業競爭下，歐洲製造業已面臨不少挑戰，而特朗普的「美國優先」政策將為歐洲帶來更大的外部壓力。全面關稅威脅可能進一步削弱歐洲出口並抑制企業投資。美元走強及美聯儲減息步伐放緩，或對歐元區國債市場和金融穩定構成挑戰。地緣政治局勢的不確定性亦備受關注，例如特朗普如何處理俄烏衝突，以及對北約國防支出的要求。不過，美國放寬能源行業監管或會有助於歐洲鞏固能源安全並推進貿易合作。整體而言，特朗普如何落實其對外政策仍有待觀察，但政策不確定性將令投資信心更為脆弱。

央行啟動減息以鞏固增長動力。隨著通脹從高位回落，歐洲央行和英倫銀行先後於2024年6月和8月啟動減息，2024年全年分別減息四次及兩次，合共一厘及半厘。雖然潛在通脹壓力仍然存在，但歐元區經濟下行壓力加劇，歐央行有必要繼續下調利率以鞏固增長動力，預計2025年將每季度減息四分之一厘，全年合共減息1厘。由於英國工資及服務價格仍然偏高，加上財政預算案可能加大通脹壓力，英倫銀行將採取相對溫和的減息步伐。若特朗普政府的貿易政策進一步加大對歐元區和英國經濟的壓力，歐洲央行和英倫銀行或將採取更進取的減息策略作應對。

歐元區及英國政策利率



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

2025年歐洲經濟有望延續低增長態勢。在外貿和地緣政治局勢的不確定下，歐洲工業、出口和企業信心將承受一定壓力。然而，歐洲經濟亦有不少支持因素，包括：勞工市場狀態良好，歐元區和英國失業率均處於低位、工資增長有助彌補通脹影響，改善家庭收入、央行將進一步減息、各國將牽頭加大科技和軍事投資。此外，歐元區具改革潛力以提升競爭力，但成員國達成共識需時，且多國政治受民粹主義影響，如德國及法國政府不穩。總括而言，預計2025年私人消費和政府投資將抵銷外圍不確定性的影響，推動歐元區和英國經濟繼續低速增長。



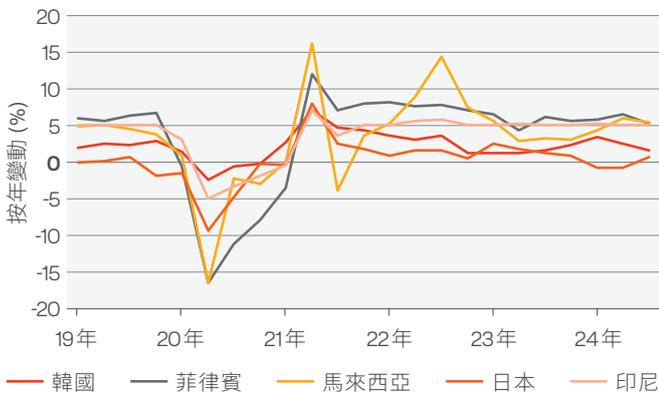
宏觀經濟

亞洲經濟展望

國內消費和投資促進增長前景向好

亞洲經濟增長普遍有所改善。受惠於出口回升，加上環球減息周期啟動，亞洲大部分經濟體在2024年錄得加速增長。受2024年初大地震和車企短暫停產影響，日本經濟於2024年第1季陷入收縮，但隨著實質工資上升和日本政府下調個人所得稅等財政措施，私人消費需求轉好，帶動日本經濟的增長動力於第2季起持續加強。南韓經濟在半導體需求強勁和低失業率的支撐下持續擴張，但其低基數效應在2024年第4季逐漸消退，借貸成本高企亦削弱投資表現，使增速呈先高後低勢頭。台灣經濟一直保持較快增長步伐，主要受惠於人工智能等高科技投資需求的推動。東盟經濟體亦保持較強的增長態勢。越南、馬來西亞及菲律賓經濟增長表現領先，而新加坡及泰國經濟增長則穩步加速。整體而言，電子及機械產品需求穩健支持了亞洲整體出口表現，區內各國的國內需求穩健和基建發展也促進了私人消費和投資表現。

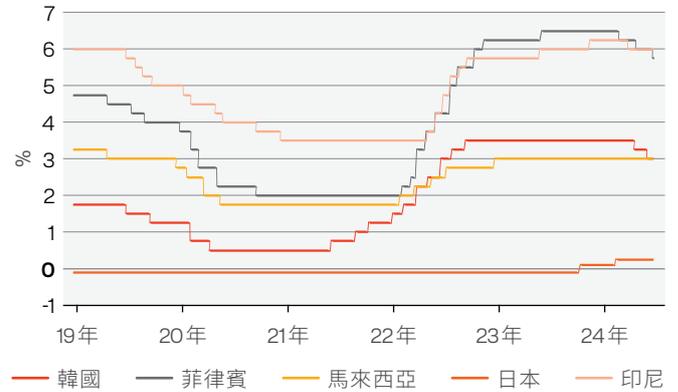
亞洲經濟體的國內生產總值



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

日本將維持溫和加息步伐，其他亞洲央行料以放寬貨幣政策為主。日本勞工成本傳導效應浮現及國內需求靠穩，支持通脹指標繼續處於政策目標之上，加上經濟增長走勢與央行預期一致，將有利央行透過有序加息及縮減買債規模等達致貨幣政策正常化。另一方面，其他亞洲經濟體的通脹普遍延續回落趨勢，部分更下降至政策目標之內，南韓、印尼、菲律賓及泰國等央行在2024年亦已展開減息周期。面對外圍環境日趨不穩定，相信大部分亞洲央行將傾向採取更寬鬆的貨幣政策立場，但環球不確定因素升溫下，亞洲貨幣的潛在貶值壓力或制約央行減息的空間。

亞洲經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

2025年亞洲經濟前景料可保持正面。外部需求對亞洲經濟的推動作用料將減退，特別是在新一任美國總統特朗普的美國優先主張下，預計全球貿易政策將更趨不確定，關稅威脅和其他貿易保護措施會導致貿易需求和企業投資信心轉弱。不過，亞洲經濟增長潛力穩固，區內各經濟體的國內需求在勞工市場穩定、企業科技轉型、跨境供應鏈合作、基建需求等多個利好因素的刺激下有望保持良好增長。



中國內地經濟展望

中國內地加大政策力度推動經濟穩步發展

2024年內地經濟在轉型中實現平穩增長。儘管低基數效應逐漸消退，內地經濟仍能延續穩步增長。環球需求持續改善，部分高科技產品優勢突出，帶動商品出口加速增長，令淨出口成為經濟增長的重要動力。針對有效需求不足，內地當局重點支持大規模設備更新和消費品以舊換新，從供需兩側推動製造業投資和耐用品消費。2024年9月以來，內地加大政策組合拳力度，涵蓋貨幣、財政、資本市場、房地產、地方債等不同層面，穩定經濟和資產市場的信心，帶動增長動力穩步回升，支持內地經濟順利實現2024年全年5%左右的增長目標。

中國內地經濟增長情況



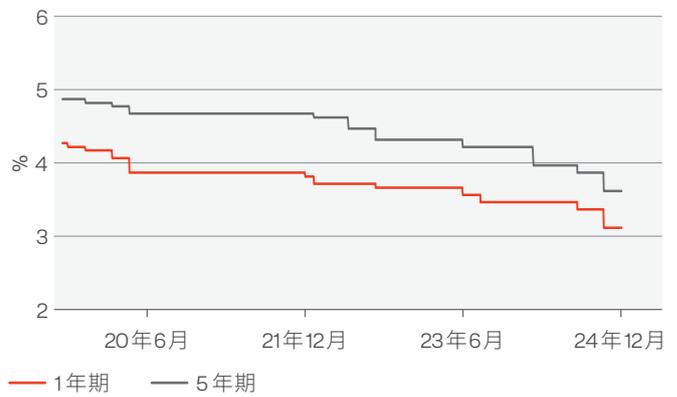
資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

外圍政經形勢漸趨不明朗，但內地經濟仍具一定韌性。特朗普再度上場，並可能採取強硬的貿易政策立場，如威脅對中國進口商品加徵大額關稅。特朗普政府推出關稅措施的時點、規模和力度仍充滿變數，中美能否通過談判達成共識亦是未知之數。再者，內地是150多個經濟體的主要貿易夥伴，多年來建立了完善的先進生產設施、交通能源基建，加上在人才、知識產權和新興科技領域（如電動車、鋰電池及太陽能電池等）擁有領先地位，內地製造業龐大的規模和成本優勢將有利應對貿易保護措施。

房地產市場將進一步企穩。2024年9月中央政治局會議強調要促進房地產市場止跌回穩，並出台一系列政策提振購房需求、支持「保交房」及推動「去庫存」，包括：大幅放寬限購政策、降低房貸利率、首付比例及住房交易契稅、擴大白名單項目的信貸規模、加強收購存量商品房的資金支持力度、擴大城中村和危舊房改造支持範圍等。市場氣氛漸見好轉，住房銷售改善，房價指數跌幅亦有所收窄。隨著刺激政策效果進一步釋放，市場信心改善，有利恢復樓市供求平衡，其對經濟的負面影響將逐步緩和。

內地將實施更加積極有為的宏觀政策，以推動經濟持續回升。2024年12月，中央政治局及中央經濟工作會議提出要實施更加積極的財政政策和適度寬鬆的貨幣政策，內地當局料將提高財政赤字率、以及增加超長期特別國債和地方政府專項債發行規模，人民銀行亦將適時進行減息降準操作。擴大內需將成為2025年的政策重心，包括：改善中低收入群體的消費能力、擴大服務消費發展空間、增加設備更新及消費品以舊換新的產品類別、推動城市更新投資項目等。內地有充足的政策空間和豐富的政策儲備，預料2025年內地經濟增長有望達4.8%左右。

內地貸款市場報價利率



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日



宏觀經濟

香港經濟展望

2025年料維持趨勢增長

2024年香港經濟在貿易復甦和投資低基數的帶動下錄得溫和復甦。隨著外圍需求恢復增長，貨物出口成為2024年推動香港經濟增長的最大動力。經過以往數年調整和去庫存，加上環球減息預期升溫有助減輕企業借貸成本，私人投資呈築底回升走勢。不過，在欠缺消費券刺激和資產市場出現整固的情況下，私人消費表現低迷。訪港旅客消費模式轉變，以及香港居民外遊需求強勁，令服務輸入增速遠高於服務輸出。整體上，估計2024年全年香港經濟增長可達2.6%左右。

訪港旅客數據

每日入境人次



資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

商品貿易動力放緩，旅遊業有望進一步復甦。自2024年第4季起，環球貿易領先指標回落，以及美國新政府帶來的貿易政策不確定性，預期2025年商品貿易難再為香港經濟帶來明顯貢獻。取而代之，訪港和出境旅遊不平衡狀況料將改善，特別是在中央政策支持和旅遊基建升級的推動下，訪港旅遊業有進一步復甦空間。此外，北部都會區（北都）的開發即將進入全速建設階段。2024年11月，85家中外企業簽署意向書承諾支持及參與北都發展，當中35家另再簽署與北都發展有關的項目協議，涉資逾1,000億港元。隨著北都的各項基建投資展開，該區的發展將不僅成為香港經濟的新增長點，亦是香港與大灣區其他城市高質量合作的新平台。展望未來，在中國內地當局加大穩經濟增長政策力度、香港經濟基本面保持穩固，以及環球主要進一步減息的帶動下，預料2025年經濟增長可達2.5%。

香港失業率



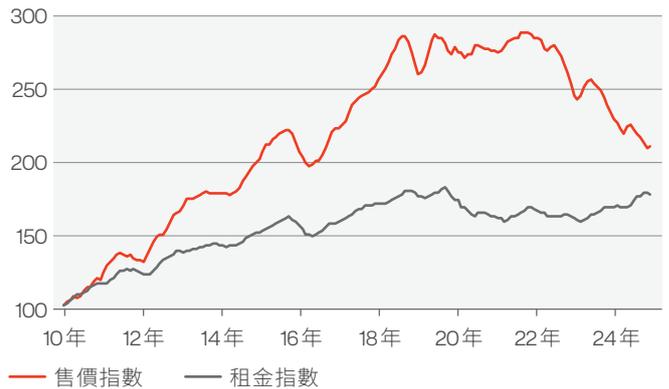
資料來源：香港政府統計處，數據截至2024年12月23日

香港資產市場成交量顯著增加。中國內地當局自2024年9月以來宣布一系列穩經濟的政策措施，加上香港特區政府全面放寬樓市需求管理及按揭貸款審慎監管措施，以及港元最優惠利率跟隨美聯儲減息而回落，香港資產市場的投資情緒顯著改善。

股市方面，港股成交量及新股市場集資額有所回升。樓市方面，私人住宅市場交投漸趨活躍，樓價指數走勢稍有回穩，同時租務需求持續暢旺，推動租金指數逐步回升。隨著市場信心改善，我們預期2025年樓價將築底回穩。

住宅售價及租金指數指數

2010年1月為基數100



資料來源：差餉物業估價署，數據截至2024年12月23日



免責聲明

免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）和東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。另外，有關資料亦未經新加坡金融管理局審查。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。閣下明白投資決定是由閣下自行作出的，東亞銀行有限公司建議閣下應自行作出獨立判斷，或應向閣下的獨立專業顧問尋求有關投資產品方面的資訊，法律影響及任何其他事宜的意見。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行的非全資附屬公司。東亞銀行（中國）有限公司（「東亞中國」）是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。

東亞銀行新加坡分行（「東亞新加坡」）是東亞銀行海外分行之一。