

滙豐每月專訊

政策不確定性為美股帶來壓力

2025 年 4 月



要點

- ◆ 在政策不確定性上升及關稅推動短期通脹預期升溫的前景下，我們將美股及環球股票的觀點下調至中性，並進一步拓展「七大科技企業」股票以外在科技、通訊、金融、工業及醫療保健等板塊的投資。我們採取多元資產策略並結合優質債券，在目前市況下平衡風險與機遇，並策略性地運用黃金來提升投資組合的多元化。
- ◆ 我們亦增加了對亞洲市場的配置，特別是針對中國、印度、新加坡及日本，而阿聯酋亦展現出具有吸引力的投資機會。隨着政策進一步支持人工智能創新、消費及私營企業發展，我們上調了中國 2025 年國內生產總值增長預測至 4.8%。
- ◆ 儘管 DeepSeek 的技術突破令市場對科技板塊的樂觀情緒升溫，我們認為，與亞洲的半導體及硬件企業相比，人工智能應用及下游推動者更能把握目前的機遇。因此，我們將亞洲資訊科技板塊的觀點下調至中性，並上調非必需消費品行業至偏高。通訊服務業也應受惠於互聯網、電訊及雲端行業的發展，而工業則受到對數碼基建需求日益增長的支持。同時，亞洲金融板塊的估值及股息亦具吸引力。



Willem Sels

滙豐環球私人銀行及財富管理
環球首席投資總監



谷淑敏

滙豐國際財富管理及卓越理財
環球財富管理策略研究主管

資產類別	6 個月觀點	評論
環球股票	▶↓	雖然穩健的宏觀環境及創新為股市帶來支持，但由於我們減少了美股的配置，亦相應將環球股票的觀點下調至中性；我們將繼續在不同市場及行業中尋找投資機遇。
政府債券	▶↑	繼上調英國國債的觀點後，德國政府債券的實際收益率亦具吸引力，我們因而將成熟市場國債觀點上調至中性。然而，從收益率角度來看，日本國債仍未見吸引。
投資級別企業債券	▶	雖然信貸息差仍處於較窄水平，但整體收益率依然吸引。我們繼續認為優質債券仍是多元資產組合的良好對沖工具，並通過較長存續期鎖定目前收益率，以提升投資組合的多元化。
高收益企業債券	▶	息差狹窄，未能充分抵銷經濟風險，我們在高收益債券方面仍持審慎態度，並偏好 3 至 5 年較短存續期的債券。
黃金	▶▲	在環球不確定性上升及美元波動性加劇的前景下，央行對避險資產及風險分散的需求有望為黃金提供有力支持。

▲ 「偏高」，意味著在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，偏向於看好該資產類別。
▼ 「偏低」，意味著在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，偏向於看淡該資產類別。
▶ 「中性」，意味著在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，對該資產類別並無特定傾向。
圖標：↑ 對此資產類別的觀點已上調；↓ 對此資產類別的觀點已下調。

重點內容

每月我們會討論投資者面對的三個關鍵問題

1. 投資者應如何應對關稅風險？

- ◆ 雖然「七大科技企業」股票年初至今帶動美股下跌，但整體市場仍相對穩定。然而，政策不確定性加劇，特別是關稅問題，已對企業與消費者信心造成打擊，並可能進一步影響經濟增長前景。在美股短期內缺乏跑贏大市的動力，以及資金流向其他市場的趨勢或將延續的情況下，我們將美股的觀點下調至中性，亦相應將環球股票的觀點調整至中性。
- ◆ 儘管如此，我們認為美國經濟增長及企業盈利的放緩應屬溫和且短暫，並繼續將投資範圍擴展至「被遺忘的 493」家企業的股票，特別關注科技、通訊、工業、金融及醫療保健等板塊，因受到長期結構性趨勢，如生產線在岸回流、創新及能源安全等領域所推動。此外，相對於商品，我們更看好服務業，以降低關稅相關風險。
- ◆ 在目前環境下，多元資產策略及優質債券仍是平衡風險與機遇的關鍵，我們繼續偏好英國國債及英鎊／歐元投資級別債券。基於德國國債實際收益率上升，我們將政府債券整體觀點上調至中性。此外，在市場不確定性升溫的前景下，黃金仍是理想的避險與分散投資工具。

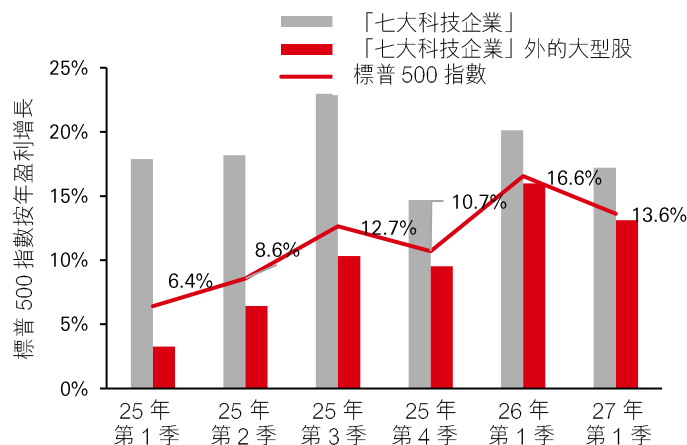
2. 美國以外有哪些值得關注的市場？

- ◆ 我們持續擴大對亞洲市場的配置，因為該區擁有多元化的增長動力與政策推動的勢頭。隨著環球貿易不確定性升溫，中國進一步加大對人工智能創新、消費及私營企業的支持力度。因此，我們將中國 2025 年及 2026 年的國內生產總值增長預測分別上調至 4.8% 與 4.5%。
- ◆ 在日本，工資增長持續推動通脹再膨脹的趨勢回升，企業管治改革則透過增加派息及股份回購而帶來了吸引的投資機會。印度與新加坡則相對不受關稅威脅，並且擁有穩健的結構性增長動力，尤其是印度股市近期回調，加上城市稅務減免措施的進一步推動，為投資者提供了策略性的機會。
- ◆ 財政刺激政策改善企業盈利預期提振了歐洲股市，但執行及貿易政策不確定性的風險仍然存在。因此，我們對歐洲股票維持中性觀點，並聚焦科技、工業、金融及醫療保健等行業的機會。由於積極的結構性增長、經濟週期復甦，以及房地產市場的蓬勃發展，阿聯酋最近亦成為我們偏好的市場之一。

3. 科技是否亞洲最具增長潛力的行業？

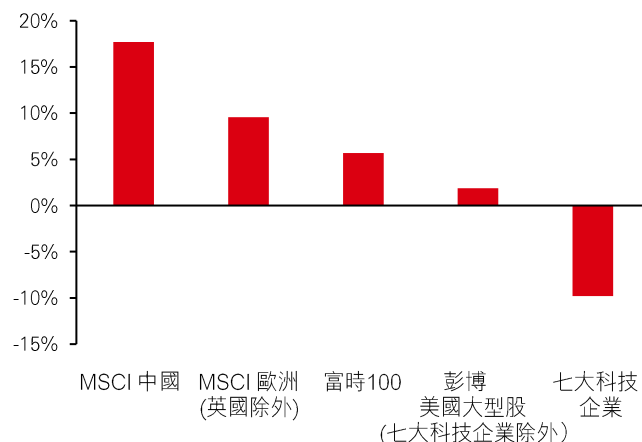
- ◆ DeepSeek 的迅速崛起為亞洲各行各業開啟了新一輪的機遇，並恢復了企業與消費者的信心。我們認為相對於半導體及科技硬件企業，人工智能的推動者及應用者將更能從這一浪人工智能推動的機遇中受多，並且受美國關稅政策的影響較少。因此，我們將亞洲科技的觀點下調至中性。
- ◆ 我們認為，最直接受惠於人工智能應用加速的行業包括非必需消費品（如電子商務、雲端服務及電動車）與通訊（包括互聯網、電訊及雲端服務）。非必需消費品還受惠於中國強力提振消費方案，當中《30 項提振消費專項行動方案》便是其中例子。此外，數碼基建需求的持續上升也使工業成為另一個值得關注的投資熱點。
- ◆ 在亞洲金融行業方面，由於 2025 年預測市盈率僅 9.2 倍，並提供吸引的股息回報率達 4%，我們將其觀點上調至偏高，同時減持公用事業的配置，使能把握金融及非必需消費品領域的投資機會。

圖 1：企業盈利按年增長仍低於 10%，短期內或需時間重拾升勢



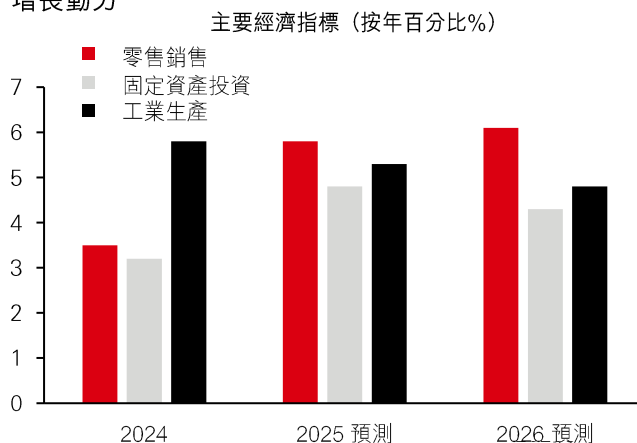
資料來源：I/B/E/S、滙豐環球私人銀行及財富管理，截至 2025 年 3 月 24 日。

圖 2：美國以外的股市表現更為突出（2025 年至今表現）



資料來源：彭博、滙豐環球私人銀行及財富管理，截至 2025 年 3 月 24 日。過去的表現並非未來表現的可靠指標。

圖 3：預計消費將成為 2025 及 2026 年中國經濟的主要增長動力



資料來源：滙豐預測、滙豐環球私人銀行及財富管理，截至 2025 年 3 月 24 日。零售銷售和固定資產投資按名義增長；工業生產按實際增長。

資產類別觀點

我們對各種資產類別的最新觀點

月資產類別	6 個月觀點	評論
環球股票		
環球	►↓	雖然穩健的宏觀環境及創新為股市帶來支持，但由於我們減少了美股的配置，亦相應將環球股票的觀點下調至中性；我們將繼續在不同市場及行業中尋找投資機遇。
美國	►↓	我們的觀點調整主要是基於貿易關稅與政策不確定性加劇，這可能會拖累經濟增長。然而，除了「七大科技企業」股票外，我們仍在科技、通訊、金融、工業與醫療等領域精選投資機會。
英國	►	儘管英國股票的估值不算昂貴，然而國債收益率高企及可能的財政開支削減對市場帶來壓力。而且，房地產市場放緩進一步削弱消費者信心。
歐洲（英國除外）	►	隨著國防與基建支出增加，財政刺激措施的樂觀預期有助於改善經濟前景，但貿易摩擦及全球增長放緩仍然是挑戰。
日本	▲	有利的工資增長勢頭對於通脹再膨脹趨勢產生積極作用，而企業治理改革則為股市提供支持，我們看好本土行業，包括銀行、消費與科技。
新興市場	►	市場普遍預期高息環境將持續較長時間，加上地緣政治的不確定性，對新興市場構成挑戰。
新興市場歐洲、中東與非洲	▼	儘管阿聯酋的投資機會依然吸引，但該地區某些經濟體仍面臨外部經濟環境及地緣政治不穩定的挑戰；土耳其的政治氣候使投資者更加謹慎。
新興市場拉丁美洲	▼	墨西哥面臨包括美墨貿易關稅及邊境問題等挑戰，而巴西的加息環境亦成為市場不利因素。
亞洲（日本除外）股票		
亞洲（日本除外）	▲	人工智能創新、國內政策支持與企業盈利前景明朗化，支持中國、印度及新加坡為首等地區強勁的盈利增長前景。
中國內地	▲	對科技創新、消費與私營企業的可利政策仍然是主要的增長推動力；我們看好人工智能的推動者及應用者、部分消費品企業，以及支付高股息的優質國企。
印度	▲	增長的反彈為企業盈利提供了支持，隨著估值下降，我們看好金融、醫療及工業領域的大型股。
香港	►	疲弱的房地產市場及零售銷售仍然為香港股市帶來阻力，我們較看好優質發展商及低估值的保險與電訊高息股。
新加坡	▲	新加坡市場吸引的估值及股息回報，支持我們維持看好的觀點。
南韓	►	由於南韓市場較依賴半導體與硬件，因此未必能在人工智能應用加速的趨勢中獲益；政策的不確定性及美國關稅風險仍然是其面臨的主要挑戰。
台灣	►	美國增加關稅可能對其半導體出口帶來下行壓力，因此我們維持中性觀點。
政府債券		
成熟市場	►↑	繼上調英國國債的觀點後，德國政府債券的實際收益率亦具吸引力，我們因而將成熟市場國債觀點上調至中性。然而，從收益率角度來看，日本國債仍未見吸引。
美國	►	基於對下半年經濟增長放緩的推算，我們預計聯儲局將於 6 月開始重新放寬貨幣政策，因此繼續鎖定目前的收益率，並偏好較長存續期的國債。
英國	▲	我們認為英國央行將逐步減息，因為最後一波通脹升溫預計只是暫時性的。吸引的收益率、有利的稅務條件及更廣泛的經濟不確定性均為英國國債提供支持。
歐元區	▲↑	德國政府債券的實際收益率已達歐洲債務危機以來的最高水平，我們藉此機會增加配置並將我們的觀點上調至偏高。
日本	▼	考慮到工資增長加速及政策制定者專注目前經濟的發展形勢，我們預計日本央行將繼續政策正常化，並可能在 2026 年第一季度前將利率上調至 1%；我們認為日本國債的收益率仍然缺乏吸引力。
新興市場（本幣）	▼↓	在債券發行量增加及增長勢頭加快的前景下，市場對中國股票的偏好高於債券對本幣債券構成不利影響，而印尼本幣債券也受到預期供應量高企的挑戰。
新興市場（美元）	►	我們維持審慎選擇，並專注於優質資產。儘管美元近期走弱，但我們預期中長期將重拾升勢。
企業債券		
環球投資級別債券	►	雖然信貸息差仍處於較窄水平，但整體收益率依然吸引。我們繼續認為優質債券仍是多元資產組合的良好對沖工具，並通過較長存續期鎖定目前收益率，以提升投資組合的多元化。
美元投資級別債券	►	我們仍然預計今年將有數次減息，並認為金融及非金融行業的投資級別債券存在投資機會。
歐元與英鎊投資級別債券	▲	儘管信貸息差仍然偏窄，但與以往相比，尤其是較長存續期的債券，整體收益率仍具吸引力，我們繼續偏好這些資產的收益與多元化的機會。
亞洲投資級別債券	►	亞洲央行減息的趨勢應會延續，我們依然看好日本及亞洲的投資級別債券、亞洲金融債券及中國的美元企業債券，特別是在科技、金融及國有企業的領域。
環球高收益債券	►	息差狹窄，未能充分抵銷經濟風險，我們在高收益債券方面仍持審慎態度，並偏好 3 至 5 年較短存續期的債券。
美元高收益債券	►	美元高收益債券提供可觀的整體回報，但股市波動往往影響高收益債券，增加其波動性。
歐洲與英國高收益債券	►	儘管高收益債券相比政府債券提供更高的收益率，但我們仍保持選擇性，並傾向於選擇較短存續期的高收益債券。
亞洲高收益債券	►	我們繼續期待更有力的政策措施，以進一步穩定中國樓市，並對內房板塊維持審慎立場，我們看好在特定領域具有穩健財務實力的優質發行商，包括澳門博彩業。
商品		
黃金	▲	在環球不確定性上升及美元波動性加劇的前景下，央行對避險資產及風險分散的需求有望為黃金提供有力支持。
石油	►	如果美國關稅導致全球貿易與經濟活動惡化，將會促使油價下跌，而閒置產能亦限制了上行空間。

行業觀點

基於 6 個月的環球與區域行業觀點

行業	環球	美國	歐洲	亞洲	評論
非必需消費品	▶	▶	▶	▲↑	美國消費者似乎變得更加謹慎，消費也變得精打細算，而歐洲消費者則因高昂的能源費用與通脹壓力受到較大影響。相比之下，亞洲消費者信心持續回升。我們上調亞洲非必需消費品行業的觀點，因為其估值相對於過往數據及其他地區仍具吸引力。在西方市場，奢侈品企業雖然已度過最艱難的時期，但復甦仍未見明朗。
金融	▲	▲	▲	▲↑	資本市場業務及大型國際銀行在環球市場活動回升中處於有利位置。由於通脹壓力依然存在，利率保持高企，淨利息收入有望維持高位。儘管全年表現尚待觀察，但初步的積極跡象顯示，諮詢服務、併購活動、上市、債券發行及交易量即使不能令全年表現亮麗，但預期在 2025 年上半年亦將表現理想。地區性銀行仍然缺乏吸引力。由於我們對中國經濟的看法更趨樂觀，加上亞洲的投資情緒有所改善，我們上調了亞洲金融行業的觀點。
工業	▲	▲	▲	▲	行業內許多領域，如機械、建築、航空航天、貨車、火車及貨運，預期強勁的訂單將實現穩健的按年增長，令企業盈利指引樂觀，但工業板塊年初至今的表現仍然較為溫和。數碼基礎建設及重要的實體基礎設施相關業務或將受惠於資本支出的增加。
資訊科技	▲	▲	▲	▶↓	我們下調了對亞洲資訊科技行業的觀點，主要因其較依賴硬件，而部分地區面臨定價疲弱及產能過剩的問題，我們對軟件與服務行業更為看好。我們對數碼基礎建設、數據中心及軟件等仍維持樂觀的態度，但這些領域可能會對消息敏感而較為波動。數碼化產品與服務的推出已在各行各業初期階段帶來積極的迴響；然而低端半導體市場已有產能過剩的跡象，並對價格構成壓力。
通訊服務	▲	▲	▶	▲	在美國，媒體及娛樂行業預計在 2025 年將實現高於平均水平的銷售及盈利增長，延續過去兩年亮麗的表現。在歐洲，電訊服務行業面臨多項挑戰，包括激烈競爭、低投資回報及缺乏泛歐規模。在亞洲，該行業的狀況較為均衡，有賴估值吸引及放寬監管所支持。
材料	▼	▼	▼	▼	在定價環境充滿挑戰的情況下，需求前景預計仍然疲弱。持續高企的能源與原材料成本可能令利潤空間受壓；礦業與化工行業的估值不高但增長動力依然難以捉摸。關稅仍然是重大風險，並打擊市場情緒；煉油、加工和化學股票短期內仍然缺乏吸引力。
房地產	▶	▶	▶	▶	環球房地產行業或已處於低谷階段，但部分市場及領域已呈現較佳的增長潛力。由於消費者購物模式發生變化及翻新成本高企，零售空間及舊辦公室特別受到考驗，而新辦公室及住宅項目則受到較佳的供求狀況所支持。供應鏈重新定位推動了成熟市場及部分新興市場對新設施的需求增長。
必需消費品	▶	▶	▶	▶	激烈的競爭及消費者交易減少，令不少市場的企業正處於疲弱的定價環境，銷售增長與利潤擴大的潛力有限，再加上該行業相對於其他行業的估值較高（但與歷史水平相符），使該行業的吸引力降低。
能源	▶	▶	▶	▶	儘管頁岩氣相對較高的生產成本可能會限制產量，但預計供求不協調的狀況將導致未來 12 個月油價下跌。季節性需求的波動或會影響天然氣的價格，但其需求仍可能保持強勁。該行業的低估值、強勁的現金流與高股息在一定程度上彌補了其投機性質。
醫療保健	▲	▲	▲	▶	2024 年底，市場對美國醫療政策的不利消息與不確定性反應過度，但該行業已呈現復甦的勢頭，且估值不高，預計 2025 年美國醫療保健行業的盈利增長將領先其他所有標準普爾 500 指數行業。我們仍然看好歐洲醫療保健股票。在亞洲，儘管該地區受惠於新產品的推出與發布，但前景仍然表現不一。
公用事業	▶↓	▶	▶	▶↓	能源需求趨勢依然強勁，因為許多經濟體正進行交通電氣化、擴大數碼基礎建設，以及隨著富裕程度提升，對空調、冰櫃等需求的增加。公用事業的營運能力已接近飽和，因此需要大量資本投資來提升發電量與輸電設施。由於我們認為其他地區有更好的增長機會，我們下調了亞洲（亦相對環球）公用事業的觀點。

免責聲明

本文件或影片由香港中環皇后大道中1號香港上海滙豐銀行有限公司（「HBAP」）編製。HBAP 在香港註冊成立，為滙豐集團成員。本文件或影片由滙豐銀行（中國）有限公司、HBAP、滙豐銀行（新加坡）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司（合稱「分發方」）分發及／或提供。本文件或影片僅供一般傳閱及參考用途。

無論基於任何原因，本文件或影片所載之部分或全部內容均不得複製或進一步分發予任何人士或實體。如於某司法管轄區內分發本文件屬違法，則不得於該司法管轄區內分發本文件或影片。所有未經授權之複製或使用本文件或影片，均屬使用者的責任，並有機會引致法律訴訟。本文件或影片只提供一般性資料，文件內所載的觀點，並不構成投資研究或出售或購入投資產品的意見或建議。本文件或影片內所載的部分陳述可能會被視為前瞻性陳述，提供目前預測或未來事件預估。相關的前瞻性陳述不保證未來表現或事件，並涉及風險及不確定性。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。HBAP 及分發方對更新其中的前瞻性陳述，或對提供實際結果與前瞻性陳述的預測不同的原因，概不承擔任何責任。本文件或影片並無契約效力，在任何情況下，於任何司法管轄範圍內均不應被視為促銷或建議購入或出售任何金融工具，而此等建議並不合法。當中所載內容反映滙豐環球投資委員會於編製時的觀點及意見，可能隨時變更。這些觀點未必代表滙豐投資管理目前的投資組合構成。滙豐投資管理所管理的個別投資組合主要反映個別客戶的目標、風險取向、投資期限及市場流動性。

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。本文件或影片所載之過去業績並不代表將來的表現，所載之任何預測、估計及模擬均不應被視為將來表現的指標。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到匯率兌換影響而令投資價值上升或下跌。與成熟市場相比，新興市場投資本質上涉及較高風險，而且較為波動。新興市場的經濟一般倚賴國際貿易，因此一直以來並可能繼續會受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他與其進行貿易的國家／地區實施或協商的保護主義措施的不利影響。而此等經濟體系亦會或繼續受到其他與其進行貿易的國家／地區的經濟狀況的負面影響。投資涉及市場風險，請細閱所有與投資相關的文件。

本文件或影片就近期經濟環境提供基本概要，僅供參考。文章或影片代表 HBAP 的觀點，並以 HBAP 的環球觀點為依據，未必與分發方的當地觀點一致。其內容並非按照旨在促進投資研究獨立性的法律規定編製，並且分發前不受任何禁止交易規定的約束。其內容不擬提供且投資者不應加以依賴以作會計、法律或稅務意見。作出任何投資決策之前，應諮詢獨立的財務顧問。如選擇不諮詢財務顧問，則須審慎考慮投資產品是否適合。建議您在必要時尋求適當的專業意見。

有關第三方資料乃取自我們相信可靠的資料來源，我們對於有關資料的準確性及／或完整性並無作出獨立查證。因此您必須在作出投資決策前從多個資料來源求證。

此條款僅適用於滙豐（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。

關於 ESG 與可持續投資的重要資訊

我們現在為許多嚴重排放溫室氣體的產業提供資金。我們制定了一項策略來幫助客戶與我們一同減少排放。欲了解更多詳情，請瀏覽 www.hsbc.com/sustainability。

從廣義上，「ESG 與可持續投資」產品包括在不同程度上考慮環境、社會、管治與／或其他可持續發展因素的投資策略或工具。我們包括在此類別的個別投資可能正在改變，以實現可持續發展成果。並不保證 ESG 與可持續投資所產生的回報與不考慮這些因素的投資回報相近。ESG 與可持續投資產品或會偏離傳統市場基準。此外，ESG 與可持續投資或可持續投資帶來的影響並沒有標準定義或量度準則。ESG 與可持續投資及可持續發展影響的量度準則是（a）高度主觀，而且（b）在不同板塊之間與同一板塊之內可能存在重大差異。

滙豐可能依賴由第三方供應商或發行機構設計與／或報告的量度準則。滙豐不會經常就量度準則自行作出具體的盡職審查。並不保證：（a）ESG／可持續發展影響或量度準則的性質將與任何個別投資者的可持續發展目標保持一致；（b）ESG／可持續發展影響將達到指定水平或目標水平。「ESG 與可持續投資」是一個不斷演變的領域，新的監管規例可能生效，這或會影響投資的分類或標籤方式。今天被視為符合可持續發展準則的投資未必符合未來的準則。

*本文件或影片為 HBAP 根據英文報告翻譯的譯文。HBAP、滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司、滙豐銀行（新加坡）有限公司及滙豐金融科技服務（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。

本文件或影片的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。建議您就相關投資及本文件或影片內容審慎行事。如您對本文件或影片的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

© 版權所有 2025。香港上海滙豐銀行有限公司。保留一切權利。

未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本文件或影片的任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。