

汇丰每月专讯

贸易紧张局势缓和令美股乐观情绪升温

2025 年 6 月



要点

- ◆ 中美迅速达成协议，加上美英签订贸易协议，大大降低了市场的下行风险。随着企业盈利预期已被调低，以及估值处于较合理的水平，我们认为资金流出美国资产的趋势或将会缓和。在人工智能推动创新及其他结构性机遇的支持下，我们将环球及美国股票与科技板块的观点重新调升至偏高，同时将欧洲（英国除外）股票的观点下调至中性。我们继续通过多元资产配置及黄金分散风险，以应对潜在的波动。
- ◆ 股票与债券的相关性已回落至负值区间，再次突显债券的多元化作用。我们偏好英国国债，因其实际收益率具吸引力，并看好英镑及欧元计价的投资级别债券。我们预期美联储局年内将再降息三次，而英国央行亦显示其降息幅度或超出市场预期。
- ◆ 尽管关税前景未如早前严峻，但我们预期中美贸易磋商或将是一场漫长的过程，而中国预期也将继续加大政策支持力度，以提振内需。我们维持对中国股市的偏高观点，重点关注人工智能的推动者与应用者，预期升势或将扩展至消费、金融及工业等多个板块。印度与新加坡则视为相对稳健的贸易避险港。



Willem Sels

汇丰环球私人银行及财富管理
环球首席投资总监



谷淑敏

汇丰国际财富管理及卓越理财
环球财富管理策略研究主管

资产类别	6 个月观点	评论
环球股票	▲↑	由于美国经济衰退及关税风险下降，我们将环球及美股的观点上调至偏高，维持温和的风险偏好，聚焦于优质大盘股，并看好服务业多于商品类股。
政府债券	▶	成熟市场的政府债券收益率曲线相对陡峭，普遍有利于较长久期的债券布局。我们偏好英国国债多于欧元区、美国及日本债券，而对日本债券的久期偏好则较短。
投资级别企业债券	▶	信贷息差表现稳健，反映投资者或倾向投资级别债券多于美国国债。在经济增长及关税压力下，我们仍视优质债券为投资组合内的重要分散工具。
高收益企业债券	▶	考虑到目前经济环境及市场波动上升，环球高收益债估值偏高，我们维持 3 至 5 年较短久期的配置偏好。
黄金	▲	在全球不确定性及波动性持续的前景下，黄金仍是分散风险的重要资产。各国央行持续买入，也为金价提供支持。

▲ 「偏高」，意味着在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，偏向于看好该资产类别。
▼ 「偏低」，意味着在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，偏向于看淡该资产类别。
▶ 中性，意味着在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，对该资产类别并无特定倾向。
图标：↑ 对此资产类别的观点已上调；↓ 对此资产类别的观点已下调。

重点内容

每月我们会讨论投资者面对的三个关键问题

1. 中美贸易协议有何玄机？

- ◆ 美国与中国迅速达成协议，令备受关注的贸易关税获得 90 天暂缓，出乎市场意料，加上美英的贸易协议，令未来数月与关税相关的风险大为缓和。
- ◆ 这些消息让投资者意识到政策变动往往出人意料，亦可带来正面或负面影响。由现在至 7 月 9 日，市场或会迎来更多贸易协议，其中印度、韩国及日本有望率先达成协议。此外，美国政府也正准备立法推行减税措施，有望进一步提振市场情绪。
- ◆ 因此，我们认为美国资产流走的趋势将会缓和。2025 年美股企业盈利增长预期已下调至 11%，提供不错的潜在上修空间，而其估值亦处于多年平均水平。同时，人工智能推动的创新浪潮仍未停止，加上岗位回流及再工业化等结构性趋势，我们将环球及美国股票，以及当地科技板块的观点上调至偏高，并将欧洲（英国除外）股票的观点下调至中性。关税压力缓和为科技板块带来支持，而该行业亦受惠于第一季度企业盈利超出预期及估值回落至较合理水平。鉴于关税对经济的实际影响仍需时间显现，市场波动将会持续。我们维持审慎的立场，通过多元资产策略捕捉增长机遇，同时控制下行风险，并继续以黄金作为分散投资的重要工具。

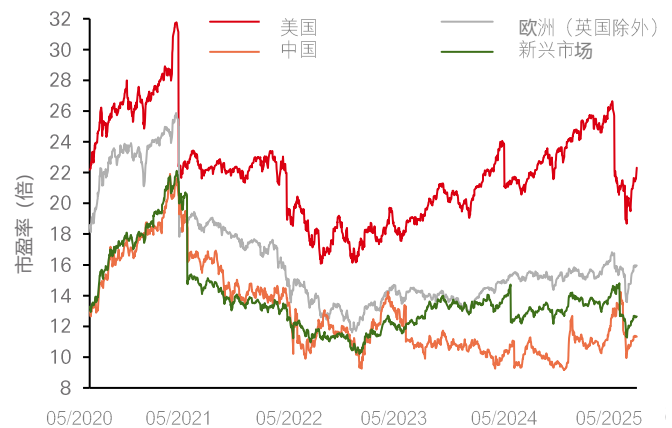
2. 债券的多元化投资价值正在减弱吗？

- ◆ 关税压力缓和有助减低美国经济的下行风险，同时亦令通胀压力减轻。4 月份的通胀降至 2021 年以来的最低水平，整体及核心通胀按年分别为 2.3% 及 2.8%。我们预期美联储今年仍会降息三次。
- ◆ 在市场不确定性升温的前景下，债券发挥关键的分散投资风险作用，且与股票的相关性已回落至负值区间，巩固其分散风险的潜力。我们继续以灵活、主动型的策略，把握不同债券子资产类别的潜在机会。市场对降息预期与风险偏好的波动，为主动型基金经理提了供灵活调整久期的空间。
- ◆ 在美国减税的辩论展开之际，穆迪下调了美国信用评级亦令美国债务赤字的忧虑升温，但这些担忧并非新事。与以往一样，我们认为债券收益率的走势仍主要由通胀及降息预期所主导。我们偏好优质的债券，包括实际收益率具吸引力的英国国债，以及英镑及欧元计值的投资级别企业债券。此外，英国央行亦显示其降息幅度或超出市场预期。

3. 贸易谈判是否为中国的前景带来更多曙光？

- ◆ 中美暂缓关税行动，暂时取消美国对中国进口商品的额外关税，从 145% 大幅下调至 30%，而中国对美国商品的关税亦由 125% 降至 10%。这有望推动中国出口的提前出货，并在未来数月提振经济活动。
- ◆ 尽管关税前景已不再如先前般严峻，但我们预期未来的贸易谈判将是一场漫长的过程，预料中国不会因此放慢对内需和结构性改革的政策支持，仍将致力推动内生需求的增长。
- ◆ 我们维持对中国市场的偏高观点，重点关注在人工智能创新领域上处于领先地位的企业，涵盖各行各业的人工智能推动者与应用者，并预期市场升势将扩展至消费、金融及工业板块。中国股市当下的 12 个月前瞻市盈率仅为 11.6 倍。由于生产线不可能全面迁回美国，亚洲在全球贸易中的角色依然存在，而印度制造业将受惠于供应链重组；印度与新加坡亦被视为相对稳健的贸易避风港。

图 1：美股的估值相较其他市场仍属偏高，但已回落至过去五年的平均水平



资料来源：彭博、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2025 年 5 月 15 日。过去的表现并非将来表现的可靠指标。

图 2：债券/股票的相关性回落，令债券的多元化优势得以改善



资料来源：彭博、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2025 年 5 月 15 日。过去的表现并非将来表现的可靠指标。

图 3：中国股市估值接近五年低位



资料来源：彭博、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2025 年 5 月 13 日。过去的表现并非将来表现的可靠指标。MSCI：明晟

资产类别观点

我们对各种资产类别的最新观点

资产类别	6 个月观点	评论
环球股票		
环球	▲↑	由于美国经济衰退及关税风险下降，我们将环球及美股的观点上调至偏高，维持温和的风险偏好，聚焦于优质大盘股，并看好服务业多于商品类股。
美国	▲↑	中美贸易协议、首季盈利势头向好、人工智能持续推动创新，以及其他长线的结构性机遇均有助改善美国经济的前景，支持我们调高美股的观点至偏高。
英国	▶	尽管与美国及印度达成贸易协议，但考虑到财政压力与偏高的国债收益率，我们对英国股票维持中性观点。
欧洲（英国除外）	▶↓	随着美股前景实现变化，加上贸易紧张局势缓和，我们预期资金从美国资产流向欧元区趋势或将会放缓。欧洲股市的估值亦有所攀升，因此我们将欧洲（英国除外）股票的观点下调至中性。
日本	▶	出口相关行业受贸易不确定性及日元升值所影响，而内需表现则具韧性，减弱市场对进一步加息的预期。我们对日本股市维持中性观点，并聚焦于内需相关的板块。
新兴市场	▶	通胀回落对部分新兴市场构成正面影响，而贸易前景改善亦进一步强化我们对新兴亚洲市场的偏好。
新兴市场欧洲、中东与非洲	▼	虽然我们认为阿联酋存在具吸引力的长线机遇，但区内经济增长疲弱，以及货币与地缘政治不确定性持续构成压力。
新兴市场拉丁美洲	▶	墨西哥获豁免于美国对等关税属正面因素，而巴西持续的加息为市场带来一定压力。
亚洲（日本除外）股票		
亚洲（日本除外）	▲	亚洲市场受惠于强劲的创新力量及针对本地需求的政策支持，我们继续聚焦于内需韧性及结构性增长机会，并看好中国、印度及新加坡市场。
中国内地	▲	尽管中美达成 90 天的关税暂缓，但我们预期中国仍会加大本土刺激力度，以推动创新及消费。我们偏好互联网及软件领军企业、消费板块，以及提供高股息的优质国企。
印度	▲	经济增长强劲、国际资金流入增加及贸易协议推进均为正面因素。我们偏好金融、医疗保健及工业板块中的大盘股；印度亦有望受惠于供应链重组。
中国香港	▶	股份回购及股息均具吸引力，但疲弱的房地产市场及零售销售仍然为香港股市带来阻力，我们较看好优质发展商及估值偏低的保险与电讯高息股
新加坡	▲	新加坡市场相对具防守性优势，并提供约 4% 甚具吸引力的股息，成为投资者关注的亮点之一。
韩国	▶	我们对韩国股市维持中性看法，但认为即将举行的选举有望减少政治不确定性，而其与美国潜在的贸易协议或可成为股市的推动力。
中国台湾	▶	中国台湾地区因对美国高科技产品出口的依赖而受到冲击，对半导体制造业的影响程度取决于芯片关税的进一步明朗化而定，我们现阶段维持中性观点。
政府债券		
成熟市场	▶	成熟市场的政府债券收益率曲线相对陡峭，普遍有利于较长久期的债券配置。我们偏好英国国债多于欧元区、美国及日本债券，而对日本债券的久期偏好则较短。
美国	▶	鉴于市场关注美国债务问题及美联储政策前景不明朗，我们对美国国债维持中性观点。
英国	▲	我们仍然看好英国国债，因其实际收益率具有吸引力，能在动荡的环球市况中提供稳定的经通胀调整后的回报；英国央行亦暗示降息幅度可能多于市场预期。
欧元区	▶↓	市场目前仅预期欧洲央行降息 50 个基点，限制了欧元区国债的回报潜力，因而我们对其持中性观点。德国国债在近期上升后吸引力下降，资金流入或趋放缓。
日本	▼	经济放缓支持我们认为日本央行今年仅会再加息一次，日本国债仍欠缺吸引力。
新兴市场（本币）	▶↑	我们将新兴市场本地货币债券的观点上调至中性，主要预期美元将维持区间波动，加上商品价格回落带动区内通胀下降，为降息提供空间。
新兴市场（美元）	▶	虽然我们仍能找到具吸引力的收益率，但会保持选择性，偏好优质的债券；我们认为美元转弱的阶段或已结束。
企业债券		
环球投资级别债券	▶	信贷息差表现稳健，反映投资者或倾向投资级别信贷多于美国国债。在经济增长及关税压力下，我们仍视优质债券为投资组合内的重要分散工具。
美元投资级别债券	▶	我们看好美国投资级别债券的多样性，尤其是优质银行、保险及科技企业发行的债券。若市场利率受支持，可视作策略性的机会。
欧元投资级别债券	▲	虽然估值偏高，但套利使整体回报仍具吸引力。欧盟尚未与美国正式展开贸易谈判，但欧洲当局已表达愿意支持受关税影响的行业。
英镑投资级别债券	▲	英镑债券在国际投资者中的持仓偏低，但收益率与美元市场相若，在目前的利率环境下提供较佳的风险调整回报。
亚洲投资级别债券	▶	亚洲投资级别债券受惠于通胀回落趋势及稳健的基本面，我们偏好亚洲金融债、印度本地货币债券，以及中国的美元企业债券，特别是在科技、金融及国有企业的领域。
环球高收益债券	▶	考虑到目前经济环境及市场波动上升，环球高收益债 估值偏高，我们维持 3 至 5 年较短久期的偏好。
美元高收益债券	▶	美元高收益债券虽然提供可观的总回报率，但其波动性往往受股市带动。
欧元高收益债券	▶	与环球高收益债券的观点一致，我们对欧元高收益债券亦维持审慎的态度，并以 3 至 5 年久期偏好为主。
英镑高收益债券	▶	我们维持英镑高收益债券的中性观点及较短久期偏好，因其息差低于长期平均水平。
亚洲高收益债券	▶	中国房地产市场仍然面临困境，我们偏好特定领域具素质的优质发行商，例如澳门休闲娱乐板块。
商品		
黄金	▲	在全球不确定性及波动性持续的前景下，黄金仍是分散风险的重要资产。各国央行持续买入，也为金价提供支持。
石油	▶	油价或因经济放缓、需求预期下降及供应过剩而持续波动。

行业观点

基于 6 个月的环球与区域行业观点

行业	环球	美国	欧洲	亚洲	评论
非必需消费品	▲↑	▲↑	▼	▲	我们将环球及美国非必需消费品的观点上调至中性，主要受美国消费者较预期稳健的表现所支持，令首季业绩亮丽。亚洲消费者信心持续改善，估值相较历史水平及其他地区仍具吸引力。欧洲方面，企业首季业绩表现不一，部分预期销售增长持平甚至转弱，当中以奢侈品及汽车制造商最为审慎。
金融	▲	▲	▲	▲	环球金融行业首季业绩普遍优于预期。由于通胀持续高于市场预期，利率维持高企，令净利息收入可望保持强劲。市场交易活动及债券发行尤其活跃，这势头短期内有望持续。在亚洲，我们对中国经济及区内市场情绪改善保持正面看法。
工业	▲	▲	▲	▲	在年初，美国关税担忧一度打击市场情绪及企业指引，但受惠于稳健的首季业绩所支持，股价录得升幅。行业内多个领域，包括机械、建筑、航空航天、货车、火车及货运皆预期获得强劲的订单，可望实现稳健的按年增长。数字基建、航空航天、国防及建筑领域料将受惠于资本支出的增加。
信息科技	▲↑	▲↑	▲	▲	我们上调环球及美国科技行业的观点至偏高，因对人工智能需求放缓及美国关税影响的忧虑有所缓和。首季业绩普遍超出预期，软件及硬件的增长前景令人鼓舞。随着推动人工智能的产品与服务逐步推出，企业亦积极融入人工智能优化流程，有望推动对软件、硬件及科技服务的进一步需求。
通讯服务	▲	▲	▲	▲	在美国，媒体及娱乐行业预计在 2025 年将实现高于平均水平的销售及盈利增长，延续过去两年亮丽的表现。在欧洲，电信服务行业面临多项挑战，包括激烈竞争、低投资回报及缺乏泛欧规模。在亚洲，该行业的状况较为均衡，有赖估值吸引及放宽监管所支持。
材料	▼	▼	▼	▼	在定价环境充满挑战的环境下，需求前景预计仍然疲弱。持续高企的能源与原材料成本可能令利润空间受压；矿业与化工行业的估值不高，但增长动力依然难以捉摸。关税仍然是重大风险，并打击市场情绪；炼油、加工与化学股票短期内仍然缺乏吸引力。
房地产	▲	▲	▲	▲	房地产市场整体渐见稳定，除了中国市场仍存在不明朗因素。由于消费者购物模式发生变化及翻新成本高企，零售空间及旧办公室特别受到考验，而新办公室及住宅项目则受到较佳的供求状况所支持。供应链重新定位推动了成熟市场及部分新兴市场对新设施的需求增长。
必需消费品	▲	▲	▲	▲	激烈的竞争及消费者需求减少，令不少市场的企业正处于疲弱的定价环境，销售增长与利润扩大的潜力有限，再加上该行业相对于其他行业的估值较高（但与历史水平相符），使该行业的吸引力降低。消费者意欲降低，并寻求更低价格的替代品。
能源	▲	▲	▲	▲	尽管页岩气相对较高的生产成本可能会限制产量，但地缘政治风险缓和、能源供应增加及需求减弱，或将令未来12个月油价下行。季节性需求的波动或会影响天然气的价格，但其需求仍可保持强劲。该行业的低估值、强劲的现金流与高股息在一定程度上抵销其投机性质的相关风险。
医疗保健	▲↓	▲↓	▲	▲	鉴于美国政策变动的风险上升对药品价格构成压力，我们将环球及美国医疗保健行业的观点下调至中性。相比之下，欧洲市场的估值对其美国同业存在 20% 的折让，且受美国价格影响的风险较低，市场气氛和盈利动力正逐步改善。在亚洲，预期医疗保健类股份的表现或将与大市相仿。
公用事业	▲	▲	▲	▲	能源需求趋势依然受到支持，因为许多经济体正进行交通电气化及扩大数码基础建设。此外，随着富裕程度提升，对空调、冰柜等需求有所增加。公用事业的营运能力已接近饱和，未来将需要大量资本来提升发电量与输电设施；估值不算过高。

免责声明

本文件或影片由香港中环皇后大道中1号香港上海汇丰银行有限公司（「HBAP」）编制。HBAP 在香港注册成立，为汇丰集团成员。本文件或影片由汇丰银行（中国）有限公司、HBAP、汇丰银行（新加坡）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司及汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司（合称「分发方」）分发及/或提供。本文件或影片仅供一般传阅及参考用途。

无论基于任何原因，本文件或影片所载之部分或全部内容均不得复制或进一步分发予任何人士或实体。如于某司法管辖区内分发本文件属违法，则不得于该司法管辖区内分发本文件或影片。所有未经授权之复制或或使用本文件或影片，均属使用者的责任，并有机会引致法律诉讼。本文件或影片只提供一般性数据，文件内所载的观点，并不构成投资研究或出售或购入投资产品的意见或建议。本文件或影片内所载的部分陈述可能会被视为前瞻性陈述，提供目前预测或未来事件预估。相关的前瞻性陈述不保证未来表现或事件，并涉及风险及不确定性。基于多项因素，实际结果可能与相关前瞻性陈述大不相同。HBAP 及分发方对更新其中的前瞻性陈述，或对提供实际结果与前瞻性陈述的预测不同的原因，概不承担任何责任。本文件或影片并无契约效力，在任何情况下，于任何司法管辖范围内均不应被视为促销或建议购入或出售任何金融工具，而此等建议并不合法。当中所载内容反映汇丰环球投资委员会于编制时的观点及意见，可能随时变更。这些观点未必代表汇丰投资管理目前的投资组合构成。汇丰投资管理所管理的个别投资组合主要反映个别客户的目标、风险取向、投资期限及市场流动性。

投资价值及所得收益可升亦可跌，投资者有机会未能取回投资本金。本文件或影片所载之过去业绩并不代表将来的表现，所载之任何预测、估计及模拟均不应被视为将来表现的指标。任何涉及海外市场的投资，均有机会受到汇率兑换影响而令投资价值上升或下跌。与成熟市场相比，新兴市场投资本质上涉及较高风险，而且较为波动。新兴市场的经济一般倚赖国际贸易，因此一直以来并可能继续会受贸易壁垒、外汇管制、相对币值控制调整及其他与其进行贸易的国家/地区实施或协商的保护主义措施的不利影响。而此等经济体系亦会或继续受到其他与其进行贸易的国家/地区的经济状况的负面影响。投资涉及市场风险，请细阅所有与投资相关的文件。

本文件或影片就近期经济环境提供基本概要，仅供参考。文章或影片代表 HBAP 的观点，并以 HBAP 的全球观点为依据，未必与分发方的当地观点一致。其内容并非按照旨在促进投资研究独立性的法律规定编制，并且分发前不受任何禁止交易规定的约束。其内容不拟提供且投资者不应加以依赖以作会计、法律或税务意见。作出任何投资决策之前，应咨询独立的财务顾问。如选择不咨询财务顾问，则须审慎考虑投资产品是否适合。建议您在必要时寻求适当的专业意见。

有关第三方资料乃取自我们相信可靠的资料来源，我们对于有关资料的准确性及/或完整性并无作出独立查证。因此您必须在作出投资决策前从多个数据来源求证。

此条款仅适用于汇丰（台湾）商业银行有限公司向其客户分发时的情况：汇丰（台湾）办理信托业务，应尽善良管理人之注意义务及忠实义务。汇丰（台湾）不承担信托业务之管理或运用绩效，委托人或受益人应自负盈亏。

关于 ESG 和可持续投资的重要信息

从广义上，「ESG 和可持续投资」产品包括在不同程度上考虑环境、社会、管治和 / 或其他可持续发展因素的投资策略或工具。汇丰归入此类别的个别投资可能正在改变，以实现可持续发展成果。并不保证 ESG 和可持续投资所产生的回报与不考虑这些因素的投资回报相近。ESG 和可持续投资产品或会偏离传统市场基准。此外，ESG 和可持续投资或可持续投资带来的影响并没有标准定义或量度准则。ESG 和可持续投资及可持续发展影响的量度准则是 (a) 高度主观的，而且 (b) 在不同板块之间和同一板块之内可能存在重大差异。

汇丰可能依赖由第三方供应商或发行机构设计和 / 或报告的量度准则。汇丰不会经常就量度准则自行作出具体的尽职审查。并不保证：(a) ESG/可持续发展影响或量度准则的性质将与任何个别投资者的可持续发展目标保持一致；(b) ESG/可持续发展影响将达到指定水平或目标水平。「ESG 和可持续投资」是一个不断演变的领域，新的监管规例可能生效，这或会影响投资的分类或标签方式。今天被视为符合可持续发展准则的投资未必符合未来的准则。

当我们将某项投资或服务归入汇丰 ESG 和可持续投资分类（即汇丰 ESG 增强、汇丰主题或汇丰创效）之一时，这并不一定意味产品或投资组合的所有相关持仓均符合可持续投资准则。同样，当我们将股票或固定收益类产品归类为汇丰 ESG 增强、汇丰主题或汇丰创效类别时，这并不意味着相关发行人的活动与分类的相关 ESG 产品或可持续特征完全一致。就此而言，可持续投资分类并不意味一项基金的所有相关持仓将符合可持续投资准则。不是所有投资、投资组合或服务都能被归类为汇丰可持续投资分类。这可能是由于未有足够资讯或某项产品并未符合汇丰可持续投资分类的准则。

目前，汇丰仍向一些排放大量温室气体的行业提供融资。为协助我们的客户减排以及减少我们自身的碳排放，汇丰已制定了相关的气候策略。请浏览 www.hsbc.com/sustainability 以了解更多资讯。

*本文件或影片为 HBAP 根据英文报告翻译的译文。HBAP、汇丰银行（中国）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司、汇丰银行（新加坡）有限公司及汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司已采取合理措施以确保译文的准确性。如中英文版本的内容有差异，须以英文版本内容为准。

本文件或影片的内容未经任何香港或任何其他司法管辖区的监管机构审阅。建议您就相关投资及本文件或影片内容审慎行事。如您对本文件或影片的内容有任何疑问，应向独立人士寻求专业意见。

© 版权所有 2025。香港上海汇丰银行有限公司。保留一切权利。

未经香港上海汇丰银行有限公司事先书面许可，不得以任何形式或任何方式（无论是电子、机械、影印、摄录或其他方式）复制或传送本文件或影片的任何部分或将其任何部分储存于检索系统内。