

滙豐每月專訊

短期美元與美股疲弱勢頭或將持續

2025 年 5 月



要點

- ◆ 儘管 90 日的關稅寬限期令局勢有所緩和，但投資者與企業仍然面對政策不確定性升溫，資金持續轉向更具防守型的市場、板塊與貨幣。短期內美元及美股表現或會持續疲弱，但美國經濟衰退仍然不是我們的基本情景（儘管風險較高）。我們看好多元資產配置及優質資產，並繼續偏好黃金。
- ◆ 受惠於財政支持、歐盟區內合作加深，以及美國關稅對企業實際收益的影響低於市場預期的情況下，歐元區的前景轉趨樂觀。我們對德國看法轉趨正面，因此將歐洲（英國除外）股票的觀點上調至偏高。日本對美國出口的依賴程度甚高，加上日圓走強，促使我們將日本股票的觀點下調至中性，並聚焦於亞洲市場由內需推動的企業。
- ◆ 由於只有 3% 的企業盈利來自美國出口，並且有更多政策刺激措施來加快推動人工智能應用、消費及私營企業的發展，我們認為中國市場將保持韌性，並靜待關稅引致錯價所帶來的策略性機會，以捕捉結構性增長機遇。我們看好互聯網、消費、金融及工業龍頭企業，以及提供高股息的優質國企。



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	►	環球關稅局勢升溫及經濟增長前景未明，引發市場出現廣泛性拋售。儘管短期波動持續，我們仍積極於各個行業及市場尋找投資機會，並專注多元化的資產配置及優質資產。
政府債券	►	近期美國國債的避險吸引力降低，但對於長期投資者而言仍具一定價值。我們相對看好英國及歐洲的國債，多於美國及日本國債。
投資級別企業債券	►	信貸息差與目前股票市場波動程度相比仍然偏窄，但整體收益率仍具吸引力。我們繼續將優質債券視為組合中的良好分散工具，並避開直接受關稅衝擊的企業。
高收益企業債券	►	雖然市場波動較大，但信貸息差依然狹窄，而整體收益率仍具有吸引力。我們在高收益債券方面維持審慎態度，並偏好 3 至 5 年較短存續期的債券。
黃金	▲	在環球不明朗因素持續、美國滯脹擔憂上升及美元走軟的前景下，金價有望繼續刷新高位。各國央行的持續購買仍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. 對等關稅會否引發美國經濟衰退？

- ◆ 雖然 90 日的關稅寬限期與部分電子產品獲豁免為市場情緒帶來短暫的正面刺激，但幾乎所有美國企業進口貨品的關稅成本仍在上升，壓縮利潤空間，故此我們認為市場對第一季度企業盈利的預測仍有下調空間。然而，我們依然相信經濟疲弱屬於短期現象，美國出現經濟衰退並非我們的基本情景，儘管相關風險有所增加，因為當地的人工智能、科技革新及就業回流等長期結構性推動因素仍然穩固。目前，我們預料投資者將持續轉向更具防守型的市場、板塊與貨幣。
- ◆ 美國國債收益率近日飆升反映其避險吸引力有所下降，而部分投資者亦因股市暴跌需應對孖展補倉，對流動資金的需求上升。在市場不確定性持續存在的情況下，我們預計收益率曲線將出現下降或輕微陡峭化。我們對美國國債維持中性觀點，偏好中至長的存續期。
- ◆ 鑑於政策不明朗與經濟增長預期下調，我們預計美股及美元資產短期表現仍然受壓，但仍看好通訊、工業、金融及醫療保健板塊。投資策略上，我們著重多元資產配置及優質資產，並繼續偏好黃金。

2. 哪些市場機會較佳，哪些則需審慎以對？

- ◆ 歐洲正受惠於投資者調整過高的美股配置，而我們對德國的前景轉趨樂觀態度，因為德國大選帶動股市上揚，但近期的拋售為後市反彈提供了空間。新一屆德國政府的聯合執政協議亦已經落實，因此，我們將歐洲（英國除外）股票的觀點由中性上調至偏高。由於獲豁免對等關稅，以及《美墨加協議》談判持續，墨西哥的前景亦見有所改善。
- ◆ 我們繼續看好亞洲，並維持多元化的資產配置。區內的內需增長動力，以及如印度、新加坡等較少受對等關稅影響的市場，仍為市場提供支持。我們聚焦以內需為主導的企業比以往更為重要。阿聯酋強勁的結構性增長亦具吸引力，值得關注。
- ◆ 避險資產的湧入導致日圓走強，這或開始對日本企業盈利構成壓力。此外，日本對美國出口的依賴程度甚高亦令我們將日本股票的觀點由偏高下調至中性。

3. 我們看好中國股市的原因是什麼？

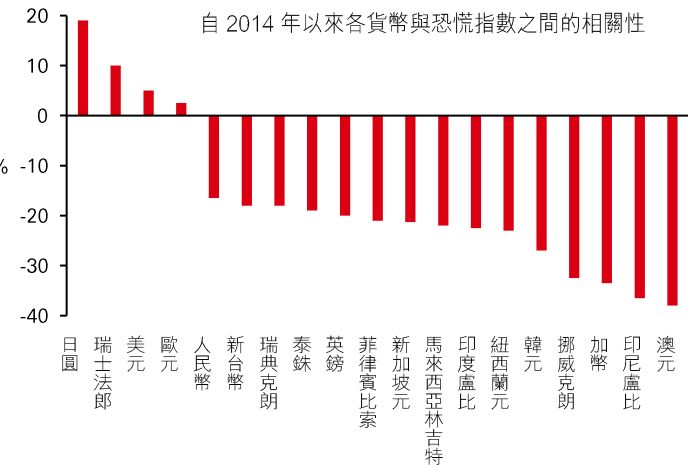
- ◆ 儘管中美互徵高額關稅，但中國股市僅有 3% 的收益來自對美出口，而且中資企業的業務重心遠比市場普遍認為的更偏向本土。儘管如此，我們預期中國當局將進一步加強財政刺激力度，提振內需，並為私營企業提供更多政策支持，以應對增長放緩風險。中國人民銀行除了預期在今年內進一步下調政策利率及存款準備金率外，亦容許人民幣走弱。
- ◆ 此外，外國投資者目前對中國資產的配置相對偏低，反映整體市場的拋售壓力有限。目前，中國股票仍然存在大幅折讓。
- ◆ 我們對中國股票的觀點繼續保持偏高，並靜待關稅引致錯價所帶來的策略性機會，以捕捉人工智能創新推動下的結構性增長機遇。我們看好互聯網、消費、金融及工業龍頭企業，以及具高派息能力的優質國企。

圖 1：投資者避開美國資產，推高國債收益率，美元走弱



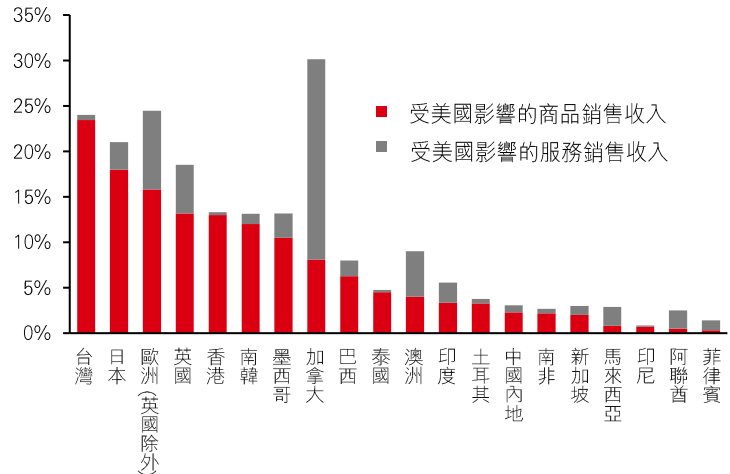
資料來源：彭博、滙豐環球私人銀行及財富管理，截至 2025 年 4 月 14 日。
過去表現並非將來表現的可靠指標。

圖 2：日圓在市場波動時受益惠於避險資金流入，但美元卻未能獲得同樣支持



資料來源：滙豐環球研究部、滙豐環球私人銀行及財富管理，截至 2025 年 4 月 14 日。
過去表現並非將來表現的可靠指標。

圖 3：中國內地對美國的商品出口銷售佔比有限



資料來源：滙豐環球研究部、滙豐環球私人銀行及財富管理，截至 2025 年 4 月 14 日。

資產類別觀點

我們對各種資產類別的最新觀點

資產類別	6 個月觀點	評論
環球股票		
環球	►	環球關稅局勢升溫及經濟增長前景未明，引發市場出現廣泛性拋售。儘管短期波動持續，我們仍積極於各個行業及市場尋找投資機會，並專注多元化的資產配置及優質資產。
美國	►	受關稅、通脹及盈利前景不明等因素影響，美股短線受壓，但長期結構性主題，包括科技革新、就業回流及美國再工業化，依然蘊藏可觀機遇。
英國	►	我們看到了經濟韌性的跡象，但企業信心疲弱、消費動力有限及潛在的政府財政開支削減，繼續對經濟增長前景造成壓力。然而，關稅影響相對溫和。
歐洲（英國除外）	▲↑	財政支持、歐盟合作加深，加上投資者資金流入增加，推動我們對該區的觀點上調至偏高。德國方面，受惠於以基礎建設主導的刺激措施，以及政治穩定性的提升，經濟前景有所改善。
日本	►↓	雖然日本工資增長勢頭理想，企業管治改革亦具推動力，但由於日本對美國出口的依賴程度甚高，加上日圓走強，促使我們將日本股票的觀點下調至中性。
新興市場	►	新興市場的增長前景受到關稅風險增加所影響；我們最看好亞洲新興市場所提供的多元化增長機會，偏好中國、印度及新台幣。
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	►↑	墨西哥因目前獲豁免於美國對等關稅，加上與美國長期貿易夥伴的關係，以及《美墨加協議》重啟談判，其經濟前景有所改善。巴西持續的加息仍為市場帶來一定壓力。
亞洲（日本除外）股票		
亞洲（日本除外）	▲	儘管對等關稅壓力較高，但人工智能創新、國內政策支持及企業盈利前景明朗化令亞洲前景樂觀。我們看好擁有穩健現金流、強大品牌地位的企業。
中國內地	▲	我們預期國內將推出更多刺激措施來推動創新與消費，並看好互聯網與軟件龍頭企業、部分優質消費企業，以及提供高股息的優質國企。
印度	▲	盈利預期趨向穩定，較低的估值與外資流入改善，為當地股市帶來支持；我們看好金融、醫療保健及工業板塊的大型股。
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估值偏低的保險與電訊高息股。
新加坡	▲	我們對新加坡股票市場的前景維持樂觀，主要是因為其防守性優勢及具吸引力的股息。
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。對等關稅及汽車進口稅將為企業盈利增長帶來壓力。
台灣	►	台灣因對美國高科技產品出口的依賴而受到衝擊，對半導體製造業的影響程度取決於晶片關稅的進一步明朗化而定，我們現階段維持中性觀點。
政府債券		
成熟市場	►	近期美國國債的避險吸引力降低，但對於長期投資者而言仍具一定價值。我們相對看好英國及歐洲的國債，多於美國及日本國債。
美國	►	短期通脹預期及實質收益率急升引發美國國債收益大幅波動，加上孖展補倉產生流動資金的需求，令沽壓進一步加劇；我們相信長期債券的拋售情況有望在短期內逐步消散。
英國	▲	吸引的收益率、有利的稅務安排，以及廣泛經濟前景不明朗均利好英國國債。
歐元區	▲	歐元近日走強，加上能源價格回落，應增強歐洲央行將通脹維持在 2% 目標的信心。我們預期歐洲央行將進一步減息，以經濟增長為優先考慮，而德國國債收益率亦應相對穩定。
日本	▼	考慮到環球利率走勢偏向回落，以及國內經濟增長有所放緩，我們預計日本央行將採取較溫和的政策正常化週期。我們對日本國債仍維持偏低的觀點，以 3 至 5 年存續期為主。
新興市場（本幣）	▼	中國的財政擴張及環球風險胃納受壓，對新興市場本幣債券構成不利因素。
新興市場（美元）	►	我們仍然保持審慎選擇，並且注重資產的品質；預計美元短期內持續偏弱。
企業債券		
環球投資級別債券	►	信貸息差與目前股票市場波動程度相比仍然偏窄，但整體收益率仍具吸引力。我們繼續將優質債券視為組合中的良好分散工具，並避開直接受關稅衝擊的企業。
美元投資級別債券	►	美國企業的基本面仍然穩健，但其信貸指標將逐步轉弱；信貸息差走勢或會持續反覆，但整體收益率仍具吸引力。我們看好優質銀行、保險及科技板塊的發行商。
歐元投資級別債券	▲	估值收窄，但套利使總收益率具吸引力。與美國企業相比，歐洲企業未直接受到美國經濟增長放緩的影響，而歐洲當局已表示願意支持受關稅影響的行業。
英鎊投資級別債券	▲	環球投資者持有相對較少英鎊債券，但其收益率水平與美元市場相近，提供不錯的風險調整回報。
亞洲投資級別債券	►	環球貿易前景不明朗及通脹壓力持續回落，應能支持各國央行採取更寬鬆的政策立場。我們偏好亞洲金融債券、印度本幣債券，以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	►	雖然市場波動較大，但信貸息差依然狹窄，而整體收益率仍具有吸引力。我們在高收益債券方面維持審慎態度，並偏好 3 至 5 年較短存續期的債券。
美元高收益債券	►	美元高收益債券的整體回報不錯，但股市波動往往會導致高收益債券波動性上升。
歐元高收益債券	►	為與環球高收益債券的觀點一致，我們對歐元高收益債券亦維持審慎的態度，並以 3 至 5 年存續期為主。
英鎊高收益債券	►	由於息差低於其長期平均水平，我們對英鎊高收益債券持中性觀點，偏好短存續期的債券。
亞洲高收益債券	►	中國房地產市場依然面臨困境，我們偏好特定領域具質素的優質發行商，例如澳門博彩業。
商品		
黃金	▲	在環球不明朗因素持續、美國滯脹擔憂上升及美元走軟的前景下，金價有望繼續刷新高位。各國央行的持續購買仍為黃金提供有力支持。
石油	►	市場需求預期放緩及供應過剩令油價受壓，但美國就石油產品實施的關稅豁免或能限制下行風險。

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	▼↓	▼↓	▼↓	▲	我們下調對該行業的觀點，主要是因為美國消費疲弱跡象日益明顯，加上歐洲企業業績較為遜色。相比之下，亞洲消費者信心持續改善，而估值相對歷史及其他地區仍具吸引力。在西方市場，汽車業依然受策略混亂與產品定價偏高所拖累；奢侈品首季度銷售下滑，市場普遍預期要到下半年才有望復甦。這兩個行業亦可能成為關稅政策的目標。
金融	▲	▲	▲	▲	美國金融機構第一季度業績表現強勁，淨利息收入料將保持高企，因通脹仍然頑固。交易活動尤其活躍，短期內料可持續。在亞洲，我們仍然看好中國經濟及區內持續改善的投資氣氛。
工業	▲	▲	▲	▲	行業在年初表現平穩，但近日受關稅憂慮影響出現回吐，即使行業內許多領域，如機械、建築、航空航天、貨車、火車及貨運皆預期強勁的訂單將實現穩健的按年增長。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	▶↓	▶↓	▶↓	▶	我們對資訊科技板塊的觀點下調至中性，主要是因為關稅對硬件及半導體影響的負面消息，以及未來數據容量的要求等不明朗因素。然而，我們繼續看好軟件及服務業。中長期而言，隨着人工智能模型的激增，以及廣泛應用於產品及服務中，該板塊具顯著的增長潛力。
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、加工與化學股票短期內仍然缺乏吸引力。
房地產	▶	▶	▶	▶	房地產市場整體漸見穩定，除了中國市場仍存在不明朗因素。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需求減少，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。消費者意欲降低，並尋求更低價格的替代品。
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，現時板塊已逐步回穩。在亞洲，醫療板塊的市場動向正在改善，今年盈利增長預期樂觀。在美國，我們預期新產品與近期推出的產品將成為推動盈利增長的主要動力，有望成為盈利表現最強勁的行業。歐洲醫療保健股的前景則較為表現不一。
公用事業	▶	▶	▶	▶	能源需求趨勢依然受到支持，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；估值方面仍不算過高。

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。