

汇丰每月专讯

多种增长势头和优先政策带来多元化机遇

2025 年 1 月



要点

- ◆ 美联储一如市场普遍预期降息，但预计通胀在 2025 年将维持在 2% 以上，显示宽松周期将较为温和，今年仅降息两次，而我们则预期或将降息三次共降息 75 个基点。在经济增长方面，财政刺激措施及较乐观的市场情绪对美股有利。
- ◆ 在多种增长势头的支持下，2025 年股票的表现或将不错，我们相对看好美国、英国、印度、日本及新加坡的股票。尽管特朗普政府的优先政策可能为通胀及利率前景带来不确定性，但债券仍然是抵御地缘政治及政策风险的重要分散工具，目前 5 至 7 年久期的投资级别债券依然提供具吸引力的收益率。
- ◆ 在 2024 年第四季，我们已调降了对欧元区，德国及墨西哥的观点，因它们较易受美国关税风险影响，并相对看好具有强劲内需推动增长机遇的市场，包括日本、印度及东盟经济体。为抵御外部冲击，我们预期中国政府将加大刺激政策力度以提振内需。利用多元资产策略，透过地区及资产类别分散投资，有助平衡机遇和风险。



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

汇丰财富管理及个人银行
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	▲	稳健的经济增长势头、强劲的盈利增长及环球宽松周期，均是推动环球股票增长的关键因素。我们将继续扩大地域及行业关注范围，以捕捉广泛的盈利潜在增长。
政府债券	▼	美国大选结果令对利率敏感的资产类别受压，推高了成熟市场政府债券的收益率。我们对大部分成熟市场的政府债券保持中性看法，但继续看淡日本政府债券。
投资级别企业债券	▶	我们认为投资级别债券能有效地分散多元资产组合和应对地缘政治及政策不确定性，我们偏好 5 至 7 年久期的债券，因其收益率仍然具有吸引力。
高收益企业债券	▶	尽管环球高收益债券受惠于投资者风险承受能力上升，但目前的信贷息差并不足以抵销违约风险。久期方面，相对投资级别债券，我们倾向较短久期，即 3 至 5 年的高收益企业债。
黄金	▲	尽管债券收益率上升及美元走强，金价在低息环境、央行的强劲需求及地缘政治不确定性加剧的情况下受投资者追捧所支持，我们偏好黄金作为投资组合内分散风险的工具。

▲ 「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. 美联储偏鹰派的语气意味甚么？

- ◆ 虽然美联储在 12 月份一如预期降息 25 个基点，但美联储暗示 2025 年仅降息两次，放慢宽松步伐的迹象令市场感到意外。我们现在预期美联储将于 2025 年 3 月、6 月及 9 月份的政策会议中分别降息 25 个基点，令 2025 年 9 月份的联邦基金利率目标范围降至 3.50% - 3.75%。
- ◆ 根据联邦公开市场委员会的预测，通胀率将由 2024 年的 2.4% 上升至 2025 年的 2.5%，这显示实现 2% 的目标需要更长的时间，可能要到 2026 年才能实现。然而，2024 年的经济增长预测则由 2.0% 上调至 2.5%，经济增长预计将保持于稳健水平，并高于长期趋势。
- ◆ 随着美联储宽松周期的力度减弱，股市将需要依赖更具韧性的经济增长（财政刺激的支持）及强劲的盈利潜力。我们仍然偏好美国股票，并聚焦于受结构性趋势及优先政策所推动的行业，包括信息科技、通讯服务、金融、工业及医疗保健。

2. 我们对股票及债券于今年的表现有何预期？

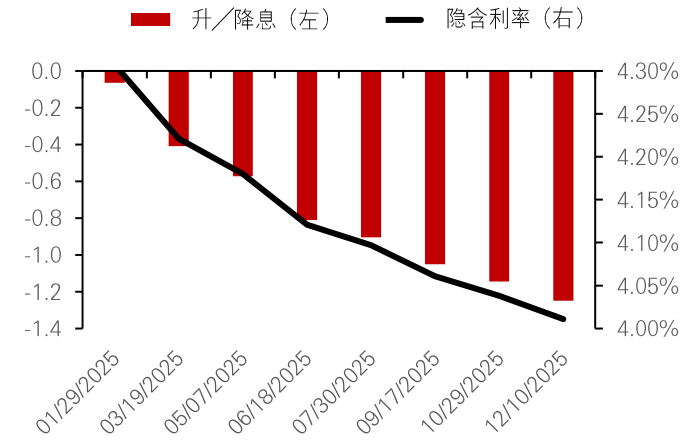
- ◆ 随着大部分主要央行在 2025 年预计将继续降息（日本央行除外），我们认为债券及股票表现仍值得关注。
- ◆ 股票估值继续受到环球低利率的支持；美国股市受强劲的盈利增长、创新动力、长期结构性趋势及特朗普政府支持性政策的推动有望持续造好。同时，日本的通货膨胀趋势、印度及东盟地区的强劲结构性增长，进一步增强我们对这些市场的乐观态度。英国股市吸引的估值、更佳的盈利增长前景及英国政府的政治稳定性，令其在欧洲市场的表现较为出色。
- ◆ 尽管特朗普的扩张性财政政策立场、放宽监管措施及增加关税可能对通胀及利率的前景带来不确定性，促使我们将环球及美国投资级别债券的观点下调至中性，但债券仍然是分散投资组合风险的关键工具，它提供相对稳定的潜在收入来源并有助投资者应对市场的不确定性。我们继续偏好 5 至 7 年久期的投资级别债券，因其收益率仍然吸引。

3. 投资者应如何调整投资组合以应对美国关税风险？

- ◆ 在美国大选结果公布后，我们调降了对欧元区、德国和墨西哥市场的观点，以应对日益增加的贸易不确定性。在亚洲，我们保持精挑细选及多元化的策略，将韩国及亚洲（日本除外）股票的看法下调至中性，同时将重点放在具有内需推动增长机会的市场，包括日本、印度及东盟经济体，以及倾向依赖区内贸易及跨境投资的企业。
- ◆ 由于中国对美贸易顺差显著，我们认为中国政府将加大刺激政策力度，以提振内需。我们对中国股市保持中性看法，并期待 2025 年 3 月份全国人大会议将提出更明朗化的政策。由于更高的关税亦可能有损美国消费者情绪及企业盈利，我们认为美国政府偏向逐步实施新关税。
- ◆ 一个好的股债混合投资组合有助于进一步强化多元资产策略的吸引力，让基金经理把握增长机会，同时通过主动债券管理策略来应对不断的市场变化，以减轻下行风险。

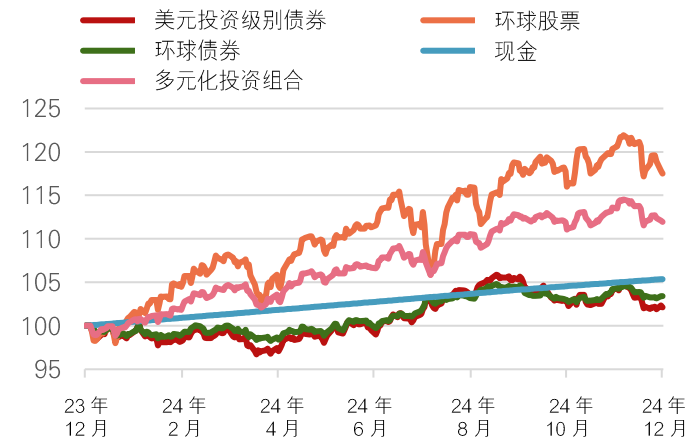
(如需了解更多有关新一年市场展望的信息，请参阅我们的《思考未来 2025》。)

图 1: 2025 年市场隐含的美联储政策预期



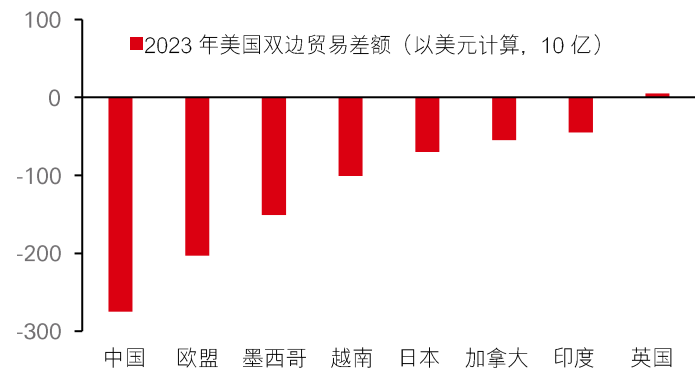
数据源：彭博、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2024 年 12 月 18 日。

图 2: 多元化投资组合策略的表现



数据源：多元化组合是指本行中等风险策略的资产配置，以美元计算。历史业绩仅供参考，不同风险等级的策略性配置有所不同，此处图例不代表未来收益且不构成投资建议。示例仅供参考。彭博、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2024 年 12 月 31 日。过去的表现并非未来表现的可靠指标。

图 3: 对美国贸易顺差的经济体更容易受到美国关税风险影响



数据源：Macrobond、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2024 年 11 月 19 日。过去的表现并非未来表现的可靠指标。

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	▲	稳健的经济增长势头、强劲的盈利增长及环球宽松周期，均是推动环球股票增长的关键因素。我们将继续扩大地域及行业关注范围，以捕捉广泛的盈利增长。
美国	▲	我们认为企业盈利增长扩大、利润增长及人工智能创新有助于继续支持美国股市的估值，而特朗普的扩张性财政刺激政策、减税及行业监管措施放宽将进一步推动企业盈利。
英国	▲	英镑疲弱、具有吸引力的估值及美英之间不存在贸易逆差均支持我们看好英国股市，其防御性的特质和具吸引力的股息为环球投资者提供了分散风险的优势。
欧洲（英国除外）	▼	欧元区经济前景的挑战仍然存在，当中包括国内增长及制造业活动疲弱，以及美国关税增加对欧洲出口商的潜在影响。
日本	▲	我们偏好那些能够受惠于日本持续通货再膨胀的趋势及企业治理改革推动股票回购和提供更高股息的行业；日元疲弱一般有利于盈利增长。
新兴市场	▶	美联储的宽松周期一般对新兴市场带来积极的影响，有望为新兴市场央行提供更多降息的空间。
新兴市场欧洲、中东和非洲	▼	欧元区增长持续疲弱，加上货币和地缘政治的不确定性，都为该地区带来隐忧。
新兴市场拉丁美洲	▼	潜在的美国关税对墨西哥构成阻力，而巴西再加息可能引发当地股票遭到抛售。
亚洲（日本除外）股票		
亚洲（日本除外）	▶	尽管美国关税担忧加剧，我们预计 2025 年亚洲增长将保持稳健，这有赖印度和东盟地区的强劲结构性增长，以及中国加大刺激政策以提振内需。
中国内地	▶	我们预期财政刺激和货币政策在未来几个季度将保持宽松，这有利于互联网龙头企业、派发高股息的优质国企，以及具有韧性的领先消费企业，为进一步的刺激政策作好部署。
印度	▲	印度股票受强劲的盈利增长、高回报率及来自国内投资者强劲的资金流入所支持，我们偏好大型企业，因其相对较具吸引力的估值及更佳的盈利增长前景，较中小型企业出色。
中国香港	▶	全球利率宽松周期应会支持短期的置业情绪，我们看好那些财务状况良好的地产发展商，并在保险及电讯行业看到机会。
新加坡	▲	具吸引力的股息率及庞大的房地产信托基金市场推动了股市的表现；新加坡和美国之间存在轻微的贸易逆差使其相对区内其他市场更具防御性。
韩国	▶	除了更容易受到美国关税风险的影响之外，国内的政局不稳定也对投资情绪受压，并可能影响和「企业价值提升计划」相关政策的推行。
台湾地区	▶	股票市场正受惠于人工智能热潮及对半导体的强劲需求，但估值偏高。
政府债券		
成熟市场	▼	美国大选结果令对利率敏感的资产类别受压，推高了成熟市场政府债券的收益率。我们对大部分成熟市场的政府债券保持中性看法，但继续看淡日本政府债券。
美国	▶	特朗普政府下可能出现再通胀的前景及政策不确定性或会引发进一步的利率波动，我们对美国国债保持中性看法。
英国	▶	预期央行逐步推行宽松利率政策，我们对英国国债保持中性看法，并偏好 5 至 7 年久期的债券。
欧元区	▶	尽管债券收益率低于英国及美国，但预期欧洲央行降息较为进取，有助支持债券表现。
日本	▼	我们预期日本央行将维持宽松的货币政策立场，并将利率上调暂停至 2025 年第三季；日本政府债券的收益率仍然缺乏吸引力。
新兴市场（本币）	▶	新兴市场的进一步降息及投资者追求高收益的趋势，有利当地债券带来更佳的总回报，但部分新兴市场货币疲弱会影响债券表现，我们较看好印度及印度尼西亚的本币债券。
新兴市场（美元）	▶	美元走强为新兴市场以美元计值的债券提供支持，我们认为这类债券的收益率依然吸引，但重点挑选优质的发行商。
企业债券		
环球投资级别债券	▶	我们认为投资级别债券有助于分散多元资产组合和应对地缘政治及政策不确定性，我们偏好 5 至 7 年久期的债券，因其收益率仍然具有吸引力。
美元投资级别债券	▶	在降息周期逐步推行的前景下，我们认为债券价格上涨的空间较小，但目前的收益率仍具吸引力。
欧元和英镑投资级别债券	▲	考虑到欧洲及英国央行相对美联储有更多降息的空间，我们偏好以欧元及英镑计值的投资级别债券。
亚洲投资级别债券	▶	美联储持续降息会为亚洲央行带来降息的空间，并有利亚洲金融、印度和印度尼西亚本币，以及优质的中国科技、媒体和通讯债券。
环球高收益债券	▶	尽管环球高收益债券受惠于投资者风险承受能力上升，但目前的信贷息差并未足以抵销违约风险；久期方面，相对投资级别债券，我们倾向较短久期，即 3 至 5 年的高收益企业债券。
美元高收益债券	▶	美元高收益债券提供具吸引力的整体收益率，但我们认为重点放在票息，而不是债券价格升值。
欧洲和英国高收益债券	▶	高收益债券的信贷息差相对历史平均值依然偏窄，但整体收益率可提供不错的收入。
亚洲高收益债券	▶	由于中国房地产行业仍然受压及环球利率走向不确定，我们对亚洲高收益债券仍然保持审慎及高度选择性。
商品		
黄金	▲	尽管债券收益率上升及美元走强，金价在低息环境、央行的强劲需求及地缘政治不确定性加剧的情况下受投资者追捧所支持，我们偏好黄金作为投资组合内分散风险的工具。
石油	▶	油价因预期供应增加及需求缓和而受压。同时，中东的不确定性对油价的影响相对不大。

行业观点

基于 6 个月的环球和区域行业观点

行业	环球	美国	欧洲	亚洲	评论
非必需消费品	▶	▶	▶	▶	受到利率上升影响，消费者在购物时变得谨慎，限制了他们在非必需消费品上的开支；我们预计 2025 年市场对旅游和奢侈品的需求将持续放缓。在房屋销售复苏之前，家电产品需求仍然疲弱。欧洲汽车企业及其供货商将面临另一个充满挑战的时期，而亚洲汽车市场的前景则较为乐观。
金融	▲	▲	▶	▶	环球和美国金融行业持续受惠于经济环境改善，而预期息率缓慢下降，对盈利不会构成太大影响。资本市场活动有所增加，和房地产业务及贷款有密切关系的地区性银行仍然面临挑战。恶劣天气相关的事件，可能会令保险及再保险领域受压。
工业	▲	▲	▶	▲	订单记录和新订单稳健，但并不强劲。美国工业的业绩报告显示企业表现好坏参半，而亚洲工业板块则呈现基本面逐渐改善的初步迹象。地缘政治紧张局势及关税威胁正在阻碍新投资及产能扩张计划，并加剧了持续性的供应链挑战；欧洲对其他地区出口过度依赖仍然是其主要弱点。
信息科技	▲	▲	▲	▲	该行业仍然面临较高的波动性，市场会根据经济表现的强弱作出反应。整体而言，行业势头逐渐扩大，人工智能推动的产品和服务有助于企业提升生产力并在市场竞争中脱颖而出。数字化基础设施企业，尤其是涉及云端、数据中心、软件及冷却技术的领域，依然受到强劲需求的支持。
通讯服务	▲	▲	▶	▲	美国通讯行业在过去几个季度出现了持续性的销售和盈利增长，即使按年增长已经提升不少。市场对 2025 年的盈利预测较为保守，这暗示可能存在上升空间。在亚洲，随着监管压力放缓，该行业的估值依然具有吸引力；相比之下，欧洲电讯服务行业面临激烈竞争和高昂投资成本的挑战，企业正透过整合来寻求可持续的商业模式。
材料	▶	▶	▶	▶	由于中国经济增长放缓令市场情绪受压，全球大宗商品价格在过去两个月普遍下降，若干大宗商品和化学品的供应过剩问题依然存在。具体来说，由于电动车需求减弱，钴及镍的消费有所下降；铜应该会受惠于可再生能源及电气化和数字化基础设施项目的增长，但对美国未来需求和政府计划的不确定性，令短期需求减弱。
房地产	▶	▶	▶	▶	环球房地产行业依然面临较高的融资成本、供应过剩及部分市场需求疲弱的挑战，即使这些因素似乎已经反映在行业的估值中。尽管零售和中国房地产市场仍面临逆风，但行业内其他领域的活动呈现回暖的迹象。
必需消费品	▶	▶	▶	▲	由于激烈的竞争及消费者交易减少，不少市场的企业正处于疲弱的定价环境，销售增长和利润扩大的潜力有限。现时该行业的估值和历史水平相约，进一步限制了上行空间。
能源	▶	▶	▲	▶	尽管估值便宜、现金流稳健且股息高，但这些因素尚不足以改善投资者对能源行业的观点，能源价格继续在区间内波动。经过季节调整后，供应和库存处于良好水平。我们预计未来 12 个月石油的生产将会增加，这可能对价格带来额外压力。在欧洲，天然气需求和价格可能保持强劲。
医疗保健	▲	▲	▲	▼	美国新政府对医疗行业未来的政策存在不确定性，令行业的表现受压，而美国仍然是全球最大的医疗市场；投资者需专注那些拥有强大的商业产品计划且无重大产品专利到期的企业。在亚洲，估值仍然偏高，远高于历史水平。
公用事业	▲	▶	▲	▲	数据中心及和人工智能相关的需求强劲，推动企业盈利及销售持续超出预期，一些企业甚至上调了业绩指引。在 2025 年，随着美国政府换届，新的可再生能源项目势头可能放缓，但在其他地区预计增长保持强劲。

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，当我们某项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。