

汇丰每月专讯

短期美元和美股疲弱勢头或将持续

2025 年 5 月



要点

- ◆ 尽管 90 日的关税宽限期令局势有所缓和，但投资者和企业仍然面对政策不确定性升温，资金持续转向更具防御性的市场、板块和货币。短期内美元及美股表现或会持续疲弱，但美国经济衰退仍然不是我们假设的基本情景（尽管风险较高）。我们看好多元资产配置及优质资产，并继续偏好黄金。
- ◆ 受惠于财政支持、欧盟区内合作加深，以及美国关税对企业实际收益的影响低于市场预期的情况下，欧元区的前景转趋乐观。我们对德国看法转趋正面，因此将欧洲（英国除外）股票的观点上调至偏高。日本对美国出口的依赖程度甚高，加上日元走强，促使我们将日本股票的观点下调至中性，并聚焦于亚洲市场由内需推动的企业。
- ◆ 由于只有 3% 的企业盈利来自美国出口，并且可能有更多政策刺激措施来加快推动人工智能应用、消费及私营企业的发展，我们认为中国市场将保持韧性，并静待关税导致的错配所带来的策略性机会，以捕捉结构性增长机遇。我们看好互联网、消费、金融及工业龙头企业，以及提供高股息的优质国企。



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 & 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	►	环球关税局势升温及经济增长前景未明，引发市场出现广泛性抛售。尽管短期波动持续，我们仍积极于各个行业及市场寻找潜在机会，并专注多元化的资产配置及优质资产。
政府债券	►	近期美国国债的避险吸引力降低，但对于长期投资者而言仍具一定价值。我们相对看好英国及欧洲的国债，多于美国及日本国债。
投资级别企业债券	►	信贷息差和目前股票市场波动程度相比仍然偏窄，但整体收益率仍具吸引力。我们继续将优质债券视为组合中的良好分散风险工具，并避开直接受关税冲击的企业。
高收益企业债券	►	虽然市场波动较大，但信贷息差依然狭窄，而整体收益率仍具有吸引力。我们在高收益债券方面维持审慎态度，并偏好 3 至 5 年较短久期的债券。
黄金	▲	在环球不明朗因素持续、美国滞胀担忧上升及美元走软的前景下，金价有望继续刷新高位。各国央行的持续购买仍为黄金提供有力支持。

▲ 「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. 对等关税会否引发美国经济衰退？

- ◆ 虽然 90 日的关税宽限期和部分电子产品获豁免为市场情绪带来短暂的正面刺激，但几乎所有美国企业进口货品的关税成本仍在上升，压缩利润空间，故此我们认为市场对第一季度企业盈利的预测仍有下调空间。然而，我们依然相信经济疲弱属于短期现象，美国出现经济衰退并非我们假设的基本情景，尽管相关风险有所增加，因为当地的人工智能、科技革新及就业回流等长期结构性推动因素仍然稳固。目前，我们预期投资者或将持续转向更具防御性的市场、板块和货币。
- ◆ 美国国债收益率近日飙升反映其避险方面的吸引力有所下降，而部分投资者亦因股市暴跌需应对保证金补仓，对流动资金的需求上升。在市场不确定性持续存在的情况下，我们预计收益率曲线可能将出现下降或轻微陡峭化。我们对美国国债维持中性观点，偏好中至长长期。
- ◆ 鉴于政策不明朗和经济增长预期下调，我们预计美股及美元资产短期表现仍然受压，但仍看好通讯、工业、金融及医疗保健板块。投资策略上，我们着重多元资产配置及优质资产，并继续偏好黄金。

2. 哪些市场机会具有吸引力，哪些则需审慎以对？

- ◆ 欧洲正受惠于投资者调整过高的美股配置，而我们对德国的前景转趋乐观态度，因为德国大选带动股市上扬，但近期的抛售为后市反弹提供了空间。新一届德国政府的联合执政协议亦已经落实，因此，我们将欧洲（英国除外）股票的观点由中性上调至偏高。由于获豁免对等关税，以及《美墨加协议》谈判持续，墨西哥的前景亦见有所改善。
- ◆ 我们继续看好亚洲，并维持多元化的资产配置策略。区内的内需增长动力，以及如印度、新加坡等较少受对等关税影响的市场，仍为市场提供支持。我们聚焦以内需为主导的企业比以往更为重要。阿联酋强劲的结构增长亦具吸引力，值得关注。
- ◆ 避险资产的涌入导致日元走强，这或开始对日本企业盈利构成压力。此外，日本对美国出口的依赖程度甚高亦令我们将日本股票的观点由偏高下调至中性。

3. 我们看好中国股市的原因是什么？

- ◆ 尽管中美互征高额关税，但中国股市仅有 3% 的收益来自对美出口，而且中资企业的业务重心远比市场普遍认为的更偏向本土。尽管如此，我们预期中国当局将进一步加强财政刺激力度，提振内需，并为民营企业提供更多政策支持，以应对增长放缓风险。中国人民银行预期在今年内或将进一步下调政策利率及存款准备金率。
- ◆ 此外，外国投资者目前对中国资产的配置相对偏低，反映整体市场的抛售压力有限。目前，中国股票仍然存在大幅折让。
- ◆ 我们对中国股票的观点继续保持偏高，并静待关税导致的错配所带来的战术性机会，以捕捉人工智能创新推动下的结构性增长机遇。我们看好互联网、消费、金融及工业龙头企业，以及具高派息能力的优质国企。

图 1：投资者避开美国资产，推高国债收益率，美元走弱



图 2：日元在市场波动时受益惠于避险资金流入，但美元却未能获得同样支持

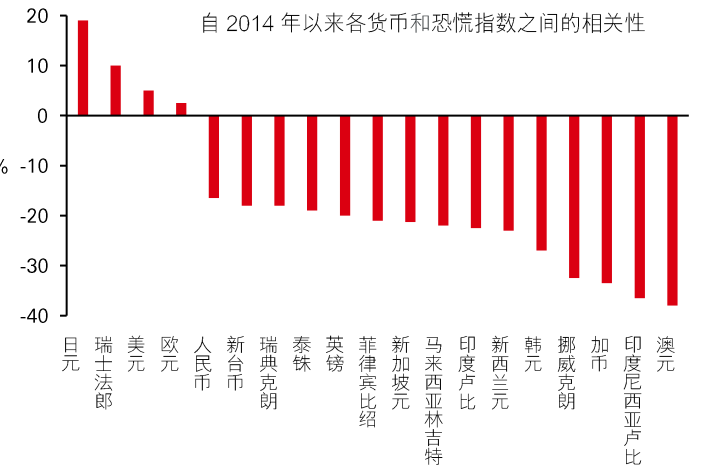
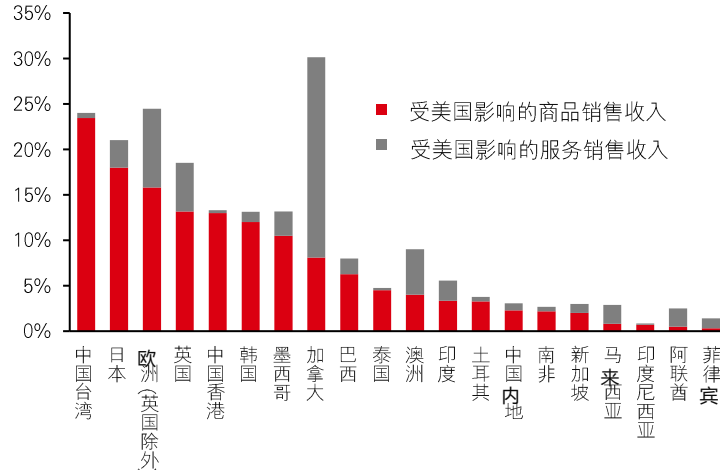


图 3：中国内地对美国的商品出口销售占比有限



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	►	环球关税局势升温及经济增长前景未明，引发市场出现广泛性抛售。尽管短期波动持续，我们仍积极在各个行业及市场寻找潜在机会，并专注多元化的资产配置及优质资产。
美国	►	受关税、通胀及盈利前景不明等因素影响，美股短线承压，但长期结构性主题，包括科技革新、就业回流及美国再工业化，依然蕴藏可观机遇。
英国	►	我们看到了经济韧性的迹象，但企业信心疲弱、消费动力有限及潜在的政府财政开支削减，继续对经济增长前景造成压力。然而，关税影响相对温和。
欧洲（英国除外）	▲↑	财政支持、欧盟合作加深，加上投资资金流入增加，推动我们对该区的观点上调至偏高。德国方面，受惠于以基础建设主导的刺激措施，以及政治稳定性的提升，经济前景有所改善。
日本	►↓	虽然日本工资增长势头理想，企业治理改革亦具推动力，但由于日本对美国出口的依赖程度甚高，加上日元走强，促使我们将日本股票的观点下调至中性。
新兴市场	►	新兴市场的增长前景受到关税风险增加所影响；我们看好亚洲新兴市场所提供的多元化增长机会，偏好中国、印度和新加坡。
新兴市场欧洲、中东和非洲	▼	尽管阿联酋的投资机会依然吸引，但该地区某些经济体仍面临外部经济环境及地缘政治不稳定的挑战；土耳其的政治气候使投资者更加谨慎。
新兴市场拉丁美洲	►↑	墨西哥因目前获豁免于美国对等关税，加上和美国长期贸易伙伴的关系，以及《美墨加协议》重启谈判，其经济前景有所改善。巴西持续的加息仍为市场带来一定压力。
亚洲（日本除外）股票		
亚洲（日本除外）	▲	尽管对等关税压力较高，但人工智能创新、国内政策支持及企业盈利前景明朗化令亚洲前景乐观。我们看好拥有稳健现金流、强大品牌地位的企业。
中国内地	▲	我们预期中国将推出更多刺激措施来推动创新和消费，并看好互联网和软件龙头企业、部分优质消费企业，以及提供高股息的优质国企。
印度	▲	盈利预期趋向稳定，较低的估值和外资流入改善，为当地股市带来支持；我们看好金融、医疗保健及工业板块的大盘股。
中国香港	►	疲弱的房地产市场及零售销售仍然为香港股市带来阻力，我们较看好优质房地产公司及估值偏低的保险和电讯高息股。
新加坡	▲	我们对新加坡股票市场的前景维持乐观，主要是因为其防守性优势及具吸引力的股息。
韩国	►	由于韩国市场较依赖半导体和硬件，因此未必能在人工智能应用加速的趋势中获益。对等关税及汽车进口税或将为企业盈利增长带来压力。
中国台湾	►	中国台湾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	►	近期美国国债的避险吸引力降低，但对于长期投资者而言仍具一定价值。我们相对看好英国及欧洲的国债，多于美国及日本国债。
美国	►	短期通胀预期及实质收益率急升引发美国国债收益大幅波动，加上保证金补仓产生流动资金的需求，令沽压进一步加剧；我们相信长期债券的抛售情况有望在短期内逐步消散。
英国	▲	具吸引力的收益率、有利的税务安排，以及广泛经济前景不明朗均利好英国国债。
欧元区	▲	欧元近日走强，加上能源价格回落，应增强欧洲央行将通胀维持在 2% 目标的信心。我们预期欧洲央行将进一步降息，以经济增长为优先考虑，而德国国债收益率亦应相对稳定。
日本	▼	考虑到环球利率走势偏向回落，以及国内经济增长有所放缓，我们预计日本央行将采取较温和的政策正常化周期。我们对日本国债仍维持偏低的观点，以 3 至 5 年久期为主。
新兴市场（本币）	▼	中国的财政扩张及环球风险承受能力受压，对新兴市场本币债券构成不利因素。
新兴市场（美元）	►	我们仍然保持审慎选择，并且注重资产的质量；预计美元短期内持续偏弱。
企业债券		
环球投资级别债券	►	信贷息差与目前股票市场波动程度相比仍然偏窄，但整体收益率仍具吸引力。我们继续将优质债券视为组合中的良好分散风险工具，并避开直接受关税冲击的企业。
美元投资级别债券	►	美国企业的基本面仍然稳健，但其信贷指标将逐步转弱；信贷息差走势或会持续反复，但整体收益率仍具吸引力。我们看好优质银行、保险及科技板块的发行商。
欧元投资级别债券	▲	估值收窄，但套利使总收益率具吸引力。和美国企业相比，欧洲企业未直接受到美国经济增长放缓的影响，而欧洲当局已表示愿意支持受关税影响的行业。
英镑投资级别债券	▲	环球投资者持有相对较少英镑债券，但其收益率水平和美元市场相近，提供不错的风险调整回报。
亚洲投资级别债券	►	环球贸易前景不明朗及通胀压力持续回落，应能支持各国央行采取更宽松的政策立场。我们偏好亚洲金融债券、印度本币债券，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	►	虽然市场波动较大，但信贷息差依然狭窄，而整体收益率仍具有吸引力。我们在高收益债券方面维持审慎态度，并偏好 3 至 5 年较短久期的债券。
美元高收益债券	►	美元高收益债券的整体回报不错，但股市波动往往会导致高收益债券波动性上升。
欧元高收益债券	►	为和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 年久期为主。
英镑高收益债券	►	由于息差低于其长期平均水平，我们对英镑高收益债券持中性观点，偏好短久期的债券。
亚洲高收益债券	►	中国房地产市场依然面临困境，我们偏好特定领域具素质的优质发行商，例如澳门休闲娱乐业。
商品		
黄金	▲	在环球不明朗因素持续、美国滞胀担忧上升及美元走软的前景下，金价有望继续刷新高位。各国央行的持续购买仍为黄金提供有力支持。
石油	►	市场需求预期放缓及供应过剩令油价受压，但美国就石油产品实施的关税豁免或能限制下行风险。

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	▼↓	▼↓	▼↓	▲	我们下调对该行业的观点，主要是因为美国消费疲弱迹象日益明显，加上欧洲企业业绩较为逊色。相比之下，亚洲消费者信心持续改善，而估值相对历史及其他地区仍具吸引力。在西方市场，汽车业依然受策略混乱和产品定价偏高所拖累；奢侈品首季度销售下滑，市场普遍预期要到下半年才有望复苏。这两个行业亦可能成为关税政策的目标。
金融	▲	▲	▲	▲	美国金融机构第一季度业绩表现强劲，净利息收入料将保持高企，因通胀仍然顽固。交易活动尤其活跃，短期内料可持续。在亚洲，我们仍然看好中国经济及区内持续改善的投资气氛。
工业	▲	▲	▲	▲	行业在年初表现平稳，但近日受关税忧虑影响出现回吐，即使行业内许多领域，如机械、建筑、航空航天、货车、火车及货运皆预期强劲的订单将实现稳健的按年增长。数字化基础建设及重要的实体基础设施相关业务或将受惠于资本支出的增加。
信息科技	▶↓	▶↓	▶↓	▶	我们对信息科技板块的观点下调至中性，主要是因为关税对硬件及半导体影响的负面消息，以及未来数据容量的要求等不明朗因素。然而，我们继续看好软件及服务业。中长期而言，随着人工智能模型的激增，以及广泛应用于产品及服务中，该板块具显著的增长潜力。
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，电讯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情况下，需求前景预计仍然疲弱。持续高企的能源和原材料成本可能令利润空间受压；矿业和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、加工和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。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，销售增长和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（但和历史水平相符），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，但预计供求不协调的状况将导致未来 12 个月油价下跌。季节性需求的波动或会影响天然气的价格，但其需求仍可能保持强劲。该行业的低估值、强劲的现金流和高股息在一定程度上弥补了其投机性质。
医疗保健	▲	▲	▲	▶	2024 年底，市场对美国医疗政策的不利消息和不确定性反应过度，现时板块已逐步回稳。在亚洲，医疗板块的市场动向正在改善，今年盈利增长预期乐观。在美国，我们预期新产品和近期推出的产品将成为推动盈利增长的主要动力，有望成为盈利表现最强劲的行业。欧洲医疗保健股的前景则较为表现不一。
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、扩大数字化基础建设，以及随着富裕程度提升，对空调、冰柜等需求的增加。公用事业的营运能力已接近饱和，因此需要大量资本投资来提升发电量和输电设施；估值方面仍不算过高。

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使用权使用本文件或影片，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 的环球观点为依据，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着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

*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存储于检索系统内。